

# 《因子投资》读书分享报告

王念硕

# 目录

## 1. 数据说明

{ 交易数据  
财务数据

## 2. A股异象

{ 因子构造  
实证结果

## 3. 其他补充

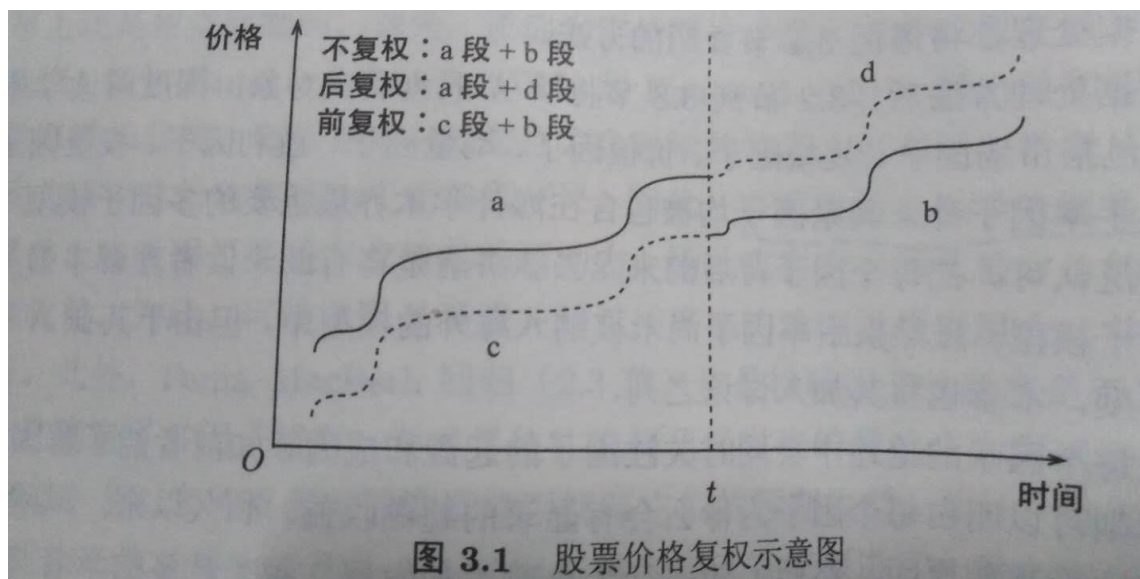
{ 异象的收益来源  
样本外失效

# 1.1 数据说明：交易数据

## 复权

由于股票存在配股、分拆、合并以及发放股息等事件，会导致股价出现较大缺口，使得指标计算失去连续性。为了保证数据的连贯性，通过复权对价格进行调整。

前复权保持当前价格不变，对历史价格进行调整。后复权保持历史价格不变，对现价进行调整。本书采用wind中的后复权数据进行计算。



国泰安中的收盘价为不复权的数据，但是国泰安提供了考虑红利再投资的收益率，因子不需要自己计算收益。

# 1.1 数据说明：交易数据

## 填充

停牌日没有交易数据。如何填充需根据指标的实际情况来判断。  
若计算动量，当基期或当日缺失，直接使用前一个非停牌日的数据填充即可。  
若计算波动率，应剔除缺失的日期，不参与计算。

## 最少交易日

当停牌日过多时，会影响指标的计算。在计算时应当设定一个最少交易日天数，当有效样本小于该天数时不予计算。本书设定为时间窗口的 $2/3$ 。

## 1.2 数据说明：财务数据

### 年报数据

公司年报于会计年度结束后四个月内公布，即每年4月30日之前公布。

### 季报及半年报数据

公司季报于4月30日、10月31日之前公布，半年报于8月31日之前公布。一季报的公布时间不得早于去年年报。

## 1.2 数据说明：财务数据

单季度数据计算流程如下：

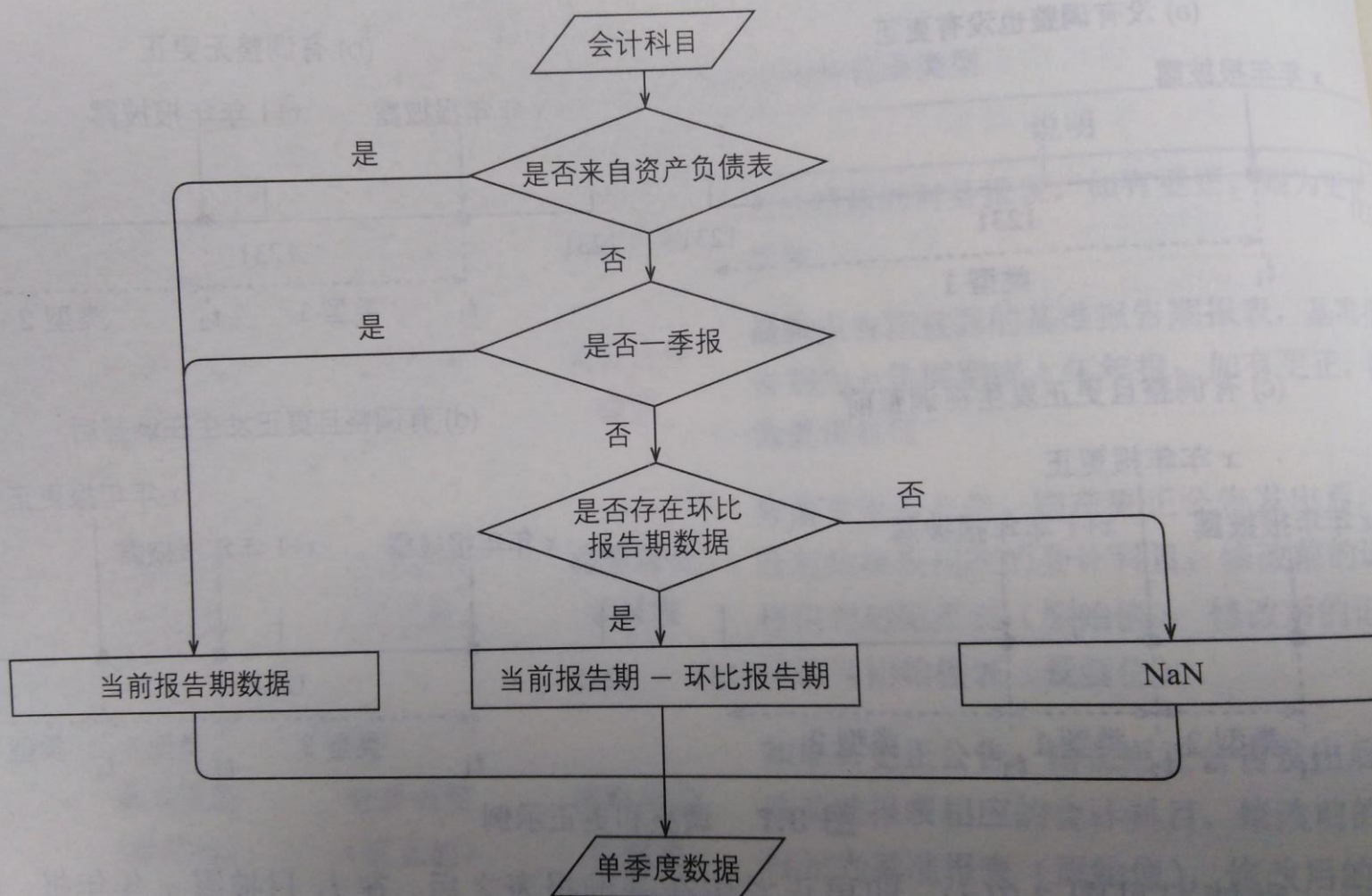


图 3.8 单季度数据计算流程图

## 2.1 A股异象：因子构造

### 股票池

金融业的公司的经营方式和会计科目与其他公司相差较大，因而在进行学术研究时普遍剔除这类公司。但是本书保留了金融业，一方面投资者会选择金融业的股票，另一方面Fama and French(1993)并没有剔除金融股。

有些A股由于财务质量太低且风险太高，不适合纳入股票池。如：待退市股、风险警示股、净资产为负股、次新股等。选择剔除st标识、净资产为负、上市不足一年的股票。

## 2.1 A股异象：因子构造

### 调仓频率

根据市场交易数据计算的因子变量通常月频调仓。

根据财务报表计算的因子变量，美国的研究通常在每年的6月末（7月初）调仓，由于中国的财年与美国不一样，中国A股公司的年报在4月末即可使用，因此可以在每年的4月末（5月初）调仓。为了减少财务信息的滞后损耗，可以在根据季报和半年报计算指标，使用最近可得的数据进行季度调仓（月度调仓）。



## 2.2 A股异象：实证结果

变量	异象因子	计算方式	是否显著
size	规模	总市值	负显著
bm	价值	归母股东权益除以总市值	正显著
mom	动量	t-12至t-1月累计收益	不显著
roe	盈利	最近4个季度的营业利润 除以股东权益	不显著
ag	投资	年末总资产增长率	不显著
	异常换手率	过去21个交易日平均换手率与过去252个交易日平均换手率的比值	负显著
F-score	基本面估值	9个财务指标的综合得分	正显著
G-score	基本面估值	8个财务指标的综合得分	正显著
str	短期反转	过去一个月的累计收益	负显著
far	基本面锚定反转	个股收益减F-score因子 收益	负显著
idvol	特质波动率	过去21个交易日超额收益率对FF三因子回归的残差波动率	负显著

## 3.1 异象的收益来源

### 3.1.1 风险补偿

风险补偿意味着投资者获得的收益是以承担了额外风险为代价的。

检验方式1：按照传统资产定价理论，使用某个异象变量构建一个投资组合，资产在该风险上的暴露大小由资产对该组合的  $\beta$  值决定。倘若该  $\beta$  值比变量本身更加显著的预测未来收益，那么该异象因子的收益来源于风险补偿。

检验方式2：如果异象因子的收益来源于风险补偿，那么应当可以观察到，在宏观经济较好时收益较高，在衰退期间表现很差。

## 3.1 异象的收益来源

### 3.1.2 错误定价

行为金融学认为投资者时有限理性/有限认知的，他们的行为导致资产的价格偏离其内在价值，即出现错误定价。

检验方式1：如果某个异象于错误定价有关，则其在业绩公告期间应该获得更高的收益。

检验方式2：如果某个异象能够预测预期外收益，则说明该异象的超额收益和公司基本面的改变相关。

检验方式3：如果有限注意力是导致错误定价的原因，那么在有限注意力较少的组合中能够观察到更加显著的异象收益率。

检验方式4：如果套利成本高的组合中异象收益率更高，则可以支持错误定价率解释。

## 3.1 异象的收益来源

### 3.1.3 数据窥探

如果某个异象的超额收益既不能归于风险补偿，也不是错误定价的产物，那么很可能是数据窥探的结果。

在阅读论文的过程中，曾经看到，除了风险补偿和错误定价以外，还有别的解释，比如，可能是因为某个异象能够预测未来的宏观经济走势，可能是能够预测未来收益的增长，可能与财务困境有关，等等。

## 3.2 样本外失效

### 曝光

曝光会导致错误定价程度的减弱，当某个因子被发表的时候，它就会被公诸于众，从而越来越多的人利用该交易策略进行交易，导致了因子收益率的降低。

### 因子拥挤

当某类异象表现比较好的时候，就会有更多的资金进入，过多资金的追捧会导致因子的波动加大，并出现收益的减弱甚至大幅回撤。

### 交易成本

大多数的学术论文并没有对交易费用给予充分的考虑，造成了因子收益率的高估。而且投资组合一般都是多空对冲组合，没有考虑做空限制，也会高估因子的收益。