

港股多因子手册

华泰研究

2025 年 9 月 03 日 | 中国内地

深度研究

港股多因子手册：港股多因子投资框架参考手册

本文尝试构建系统全面的港股多因子框架，从量化多因子框架出发，深入解读港股市场的“真实性格”。本文以量价、基本面、资金面和一致预期 4 个因子大类为主干，铺陈出细致的因子脉络，共构建 339 个因子并进行系统性检验。本文着重分析不同类型因子的统计表现，并进一步探索市值和行业上的因子效应分化。同时，本文亦探究了南向资金对于因子有效性的影响，试图对因子效果进行一定程度的溯源。本文还在选股策略上进行实践，构建年化收益率为 10.57% 的港股多因子精选 50 组合和年化超额收益率为 8.65% 的港股通增强组合（策略回溯期均为 20171229-20250731）。

因子测试：量价基本面各具特色，南向一致预期提供另类解释力

量价、基本面、南向、一致预期因子均展现出不同程度的解释力。对于量价因子而言，动量反转因子、流动性因子、波动率因子尤为有效，部分技术因子也有突出效果，整体看来港股动量效果占优，呈现大盘动量、小盘反转的特性。基本面因子中，红利因子、偿债能力因子、部分成长和价值因子表现较好，市值上，盈利能力、成长和价值因子在小市值股票中效果强于大市值，行业上，盈利能力因子在消费、医疗保健、信息技术等行业中效果突出，代表性反映了基本面因子的市值和行业分化效应。资金面中的南向因子以及一致预期因子则凸显了港股另类因子的独特解释力。

因子溯源：南向资金流或增强、削弱、重构因子效果

南向资金对于港股量价、基本面因子至少存在三种可能的影响路径：增强、削弱和重构，这种影响力的背后反映的可能是南向资金的配置风格。对于动量和流动性因子，其效果在南向资金大幅流入时往往更具持续性，此时南向呈增强效果；对于市值因子，南向资金的大幅流入会显著削弱小市值效应，而当南向资金流入强度减弱时，小市值效应又会逐渐恢复，此时南向呈削弱效果；对于波动率因子，自南向资金 2021 年年初强力流入后，波动率因子从总体无效转为显著的负向效应，此时南向呈重构效果。更为深入地看，港股市场的因子逻辑可能是多重资金共同影响下的加总，而资金流入与流出也会通过不同路径影响港股因子表现。港股因子效果存在从不同视角溯源归因的可能。

策略构建：港股精选组合与港股通指增组合

为检验因子的实用性，本文将选定的部分港股因子输入 AI 模型中进行训练，以预测股票未来收益，基于预测收益结果分别构建港股多因子精选 50 组合和港股通指数增强组合。港股多因子精选 50 组合能够持续跑赢恒生指数，年化收益率为 10.57%，年化超额收益率为 10.83%，今年以来绝对收益为 23.4%。港股通指数增强组合年化超额收益率为 8.65%，年化跟踪误差 8.41%，信息比率为 1.03，总体增强效果较优。

风险提示：因子测试结果是历史经验的总结，存在失效的可能。港股市场规律受多重因素影响，需谨慎对待回溯结果。人工智能模型可解释程度较低，使用须谨慎。

林晓明

SAC No. S0570516010001
SFC No. BRB421

研究员

linxiaoming@htsc.com
+(86) 755 8208 0134

何康, PhD

SAC No. S0570520080004
SFC No. BRB318

研究员

hegang@htsc.com
+(86) 21 2897 2202

沈洋*

SAC No. S0570525070013

研究员

shenyang023029@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

正文目录

港股多因子框架	7
股票池	8
因子回测	8
量价因子	9
动量因子&反转因子	9
流动性因子	13
换手率因子	17
波动率因子	19
技术因子	24
基本面因子	29
市值因子	29
成长因子	31
价值因子	34
红利因子	38
盈利能力因子	41
盈利质量因子	44
偿债能力因子	47
营运效率因子	52
资金面因子	59
南向因子	59
一致预期因子	62
万得一致预期因子	62
朝阳永续一致预期因子	65
南向资金如何影响港股因子有效性?	70
南向资金与量价因子: 助益与重构	70
南向资金与基本面因子: 削弱与增强	71
港股多因子选股实践	73
总结	76
参考文献	76
风险提示	76

图表目录

图表 1: 港股 Wind 一级行业成分股数目与市值分布	7
图表 2: 港股部分行业成交额与总成交额对比	7
图表 3: 港股多因子类别及数量	7

图表 4: 自选港股股票池构造方式	8
图表 5: 各股票池成分股数目	8
图表 6: 各股票池成分股行业分布	8
图表 7: 因子回测设计及参数	8
图表 8: 动量因子&反转因子名称及描述.....	9
图表 9: 动量因子 RankIC 对比 (自选港股 vs 港股通股票池)	10
图表 10: mom_ret_high_60d_10d 因子 RankIC 表现 (自选港股)	10
图表 11: mom_ret_high_60d_10d 因子 RankIC 表现 (港股通)	10
图表 12: mom_ret_high_60d_10d 因子市值分层 RankIC (自选港股)	11
图表 13: mom_overnight_60d 因子市值分层 RankIC (自选港股)	11
图表 14: 动量因子&反转因子相关性 (自选港股股票池)	11
图表 15: 动量因子统计指标汇总 (自选港股股票池)	12
图表 16: 动量因子统计指标汇总 (港股通股票池)	13
图表 17: 流动性因子名称及描述.....	14
图表 18: 流动性因子 RankIC 对比 (自选港股 vs 港股通股票池)	14
图表 19: liq_illiq_avg_60d 因子在不同行业中的累计 RankIC (港股通股票池)	15
图表 20: liq_illiq_avg_60d 因子在不同行业中的 RankIC 均值与行业市值对比 (港股通股票池)	15
图表 21: 流动性因子相关性 (自选港股股票池)	16
图表 22: 流动性因子统计指标汇总 (自选港股股票池)	16
图表 23: 流动性因子统计指标汇总 (港股通股票池)	17
图表 24: 换手率因子名称及描述.....	17
图表 25: 换手率因子 RankIC 对比 (自选港股 vs 港股通股票池)	18
图表 26: 换手率因子相关性 (自选港股股票池)	18
图表 27: 换手率因子统计指标汇总 (自选港股股票池)	19
图表 28: 换手率因子统计指标汇总 (港股通股票池)	19
图表 29: 波动率因子名称及描述.....	20
图表 30: 波动率因子 RankIC 对比 (自选港股 vs 港股通股票池)	20
图表 31: vol_high_low_avg_60d 因子 RankIC 表现 (自选港股)	21
图表 32: vol_high_low_avg_60d 因子 RankIC 表现 (港股通)	21
图表 33: 波动率因子相关性 (自选港股股票池)	21
图表 34: 波动率因子统计指标汇总 (自选港股股票池)	22
图表 35: 波动率因子统计指标汇总 (港股通股票池)	23
图表 36: 技术因子名称及描述	24
图表 37: 技术因子 RankIC 对比 (自选港股 vs 港股通股票池)	25
图表 38: tech_close_to_high_52w 因子 RankIC 表现 (自选港股)	25
图表 39: tech_close_to_high_52w 因子 RankIC 表现 (港股通)	25
图表 40: 技术因子相关性 (自选港股股票池)	26
图表 41: 技术因子统计指标汇总 (自选港股股票池)	27
图表 42: 技术因子统计指标汇总 (港股通股票池)	28
图表 43: 市值因子名称及描述	29

图表 44: 市值因子 RankIC 对比 (自选港股 vs 港股通股票池)	29
图表 45: 市值因子 RankIC 行业分布 (自选港股股票池)	30
图表 46: 市值因子相关性 (自选港股股票池)	30
图表 47: 市值因子统计指标汇总 (自选港股股票池)	30
图表 48: 市值因子统计指标汇总 (港股通股票池)	31
图表 49: 成长因子名称及描述	31
图表 50: 成长因子 RankIC 对比 (自选港股 vs 港股通股票池)	32
图表 51: 成长因子 RankIC 市值分布 (自选港股股票池)	32
图表 52: 成长因子 RankIC 行业分布 (自选港股股票池)	33
图表 53: 成长因子相关性 (自选港股股票池)	33
图表 54: 成长因子统计指标汇总 (自选港股股票池)	34
图表 55: 成长因子统计指标汇总 (港股通股票池)	34
图表 56: 价值因子名称及描述	35
图表 57: 价值因子 RankIC 对比 (自选港股 vs 港股通股票池)	35
图表 58: 价值因子 RankIC 市值分布 (自选港股股票池)	36
图表 59: 价值因子 RankIC 行业分布 (自选港股股票池)	36
图表 60: 价值因子相关性 (自选港股股票池)	37
图表 61: 价值因子统计指标汇总 (自选港股股票池)	37
图表 62: 价值因子统计指标汇总 (港股通股票池)	38
图表 63: 红利因子名称及描述	38
图表 64: 红利因子 RankIC 对比 (自选港股 vs 港股通股票池)	39
图表 65: DIV_YIELD 因子 RankIC 表现 (自选港股)	39
图表 66: DIV_YIELD 因子 RankIC 表现 (港股通)	39
图表 67: 红利因子 RankIC 市值分布 (自选港股股票池)	40
图表 68: 红利因子 RankIC 行业分布 (自选港股股票池)	40
图表 69: 红利因子相关性 (自选港股股票池)	41
图表 70: 红利因子统计指标汇总 (自选港股股票池)	41
图表 71: 红利因子统计指标汇总 (港股通股票池)	41
图表 72: 盈利能力因子名称及描述	41
图表 73: 盈利能力因子 RankIC 对比 (自选港股 vs 港股通股票池)	42
图表 74: 盈利能力因子 RankIC 市值分布 (自选港股股票池)	42
图表 75: 盈利能力因子 RankIC 行业分布 (自选港股股票池)	43
图表 76: 盈利能力因子相关性 (自选港股股票池)	43
图表 77: 盈利能力因子统计指标汇总 (自选港股股票池)	44
图表 78: 盈利能力因子统计指标汇总 (港股通股票池)	44
图表 79: 盈利质量因子名称及描述	44
图表 80: 盈利质量因子 RankIC 对比 (自选港股 vs 港股通股票池)	45
图表 81: 盈利质量因子 RankIC 市值分布 (自选港股股票池)	45
图表 82: 盈利质量因子 RankIC 行业分布 (自选港股股票池)	46
图表 83: 盈利质量因子相关性 (自选港股股票池)	46

图表 84: 盈利质量因子统计指标汇总 (自选港股股票池)	46
图表 85: 盈利质量因子统计指标汇总 (港股通股票池)	47
图表 86: 偿债能力因子名称及描述	47
图表 87: 偿债能力因子 RankIC 对比 (自选港股 vs 港股通股票池)	48
图表 88: 偿债能力因子 RankIC 市值分布 (自选港股股票池)	48
图表 89: 偿债能力因子 RankIC 行业分布 (自选港股股票池)	49
图表 90: 偿债能力因子相关性 (自选港股股票池)	50
图表 91: 偿债能力因子统计指标汇总 (自选港股股票池)	51
图表 92: 偿债能力因子统计指标汇总 (港股通股票池)	52
图表 93: 营运效率因子名称及描述	53
图表 94: 营运效率因子 RankIC 对比 (自选港股 vs 港股通股票池)	53
图表 95: 盈利能力因子 RankIC 市值分布 (自选港股股票池)	54
图表 96: 营运效率因子 RankIC 行业分布 (自选港股股票池)	55
图表 97: 营运效率因子相关性 (自选港股股票池)	56
图表 98: 营运效率因子统计指标汇总 (自选港股股票池)	57
图表 99: 营运效率因子统计指标汇总 (港股通股票池)	58
图表 100: 南向因子名称及描述	59
图表 101: 南向因子 RankIC 市值分布 (港股通股票池)	60
图表 102: 南向因子 RankIC 行业分布 (港股通股票池)	60
图表 103: 南向因子相关性 (港股通股票池)	61
图表 104: 南向因子统计指标汇总 (港股通股票池)	61
图表 105: 万得一致预期因子名称及描述	62
图表 106: 万得一致预期因子 RankIC 对比 (自选港股 vs 港股通股票池)	62
图表 107: 万得一致预期因子 RankIC 市值分布 (自选港股股票池)	63
图表 108: 万得一致预期因子 RankIC 行业分布 (自选港股股票池)	63
图表 109: 万得一致预期因子相关性 (自选港股股票池)	64
图表 110: 万得一致预期因子统计指标汇总 (自选港股股票池)	64
图表 111: 万得一致预期因子统计指标汇总 (港股通股票池)	64
图表 112: 朝阳永续一致预期因子名称及描述	65
图表 113: 朝阳永续一致预期因子 RankIC 对比 (自选港股 vs 港股通股票池)	65
图表 114: 朝阳永续一致预期因子 RankIC 市值分布 (自选港股股票池)	66
图表 115: 朝阳永续一致预期因子 RankIC 行业分布 (自选港股股票池)	66
图表 116: 朝阳永续一致预期因子相关性	67
图表 117: 朝阳永续一致预期因子统计指标汇总 (自选港股股票池)	68
图表 118: 朝阳永续一致预期因子统计指标汇总 (港股通股票池)	69
图表 119: 南向资金流趋势	70
图表 120: 南向资金流与动量、流动性因子 (港股通股票池)	70
图表 121: 南向资金流与波动率因子 (港股通股票池)	71
图表 122: 南向资金流与市值因子 (港股通股票池)	71
图表 123: 南向资金流与成长因子 (港股通股票池)	72

图表 124: 南向资金流与价值因子 (港股通股票池)	72
图表 125: 南向资金流与红利因子 (港股通股票池)	72
图表 126: 港股多因子选股所选因子列表	73
图表 127: 港股多因子选股模型构建方法	73
图表 128: 港股多因子精选 50 组合 (基准为恒生指数)	74
图表 129: 港股多因子精选 50 组合策略回测绩效 (基准为恒生指数)	74
图表 130: 港股多因子精选 50 组合逐月绝对收益 (基准为恒生指数)	74
图表 131: 港股通指数增强组合 (基准为中证港股通综合指数)	75
图表 132: 港股通指数增强组合策略回测绩效 (基准为中证港股通综合指数)	75
图表 133: 港股通指数增强组合逐月超额收益 (基准为中证港股通综合指数)	75

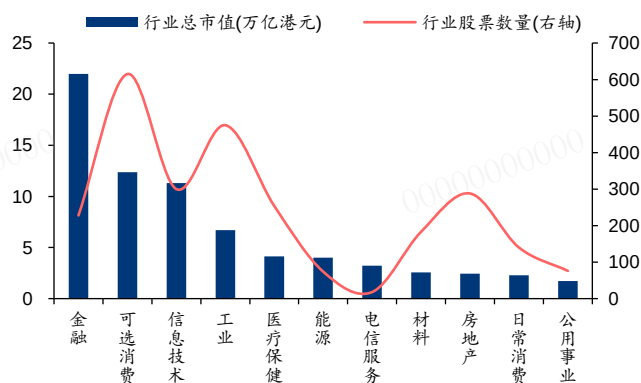
港股多因子框架

港股市场定价浪潮由多重力量交织推动，既有来自遥远彼岸的国际资本，也有自北向南奔腾而来的资金洪流。港股市场资金风格也往往迥然不同，有资金稳健、理性，常年用基本面和估值去丈量企业价值；亦有资金灵活、敏锐，或因政策预期、主题事件而迅速改变航向。在这种潮汐交汇中，港股形成了独特的市场生态——既有成熟市场的定价逻辑，又有新兴市场的交易特征。

多重资金结构对港股因子体系提出了特殊要求。既有资金偏好长期稳健的因子逻辑，例如盈利质量、股东回报与低估值溢价；也有资金具备主题驱动与政策敏感特征，更容易放大如流动性、波动率等因子的短期效应。

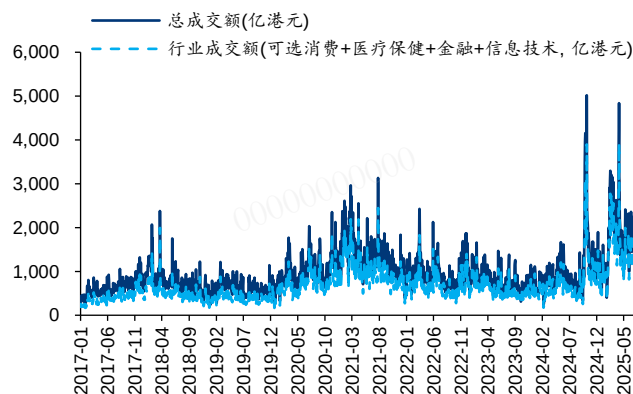
与此同时，港股市场还呈现出流动性差异显著、行业分布集中度高、估值体系分化明显的特征。部分中小盘公司成交极度稀疏，而互联网、金融、医疗等板块却占据市场成交主导。这意味着单一因子的适用性可能比较有限，需依靠多因子组合尽可能捕捉不同层次的超额收益机会。

图表1：港股 Wind 一级行业成分股数目与市值分布



注：数据截至 20250731
资料来源：Wind，华泰研究

图表2：港股部分行业成交额与总成交额对比



注：日期范围为 20170101-20250731
资料来源：Wind，华泰研究

本文尝试构建全面的港股多因子框架，从量化建模方法论出发，深入解读港股市场的“真实性格”。本文以量价、基本面、资金面和一致预期4个因子大类为主干，铺陈出细致的因子脉络，共构建 339 个因子并进行系统性检验。

图表3：港股多因子类别及数量

量价
动量、反转、流动性、换手率、波动率、技术因子
共171个

资金面
南向因子
共12个

基本面
市值、成长、价值、红利、盈利能力、盈利质量、偿债能力、营运效率因子
共120个

一致预期
万得一致预期、朝阳永续一致预期因子
共36个

港股多因子

资料来源：Wind，华泰研究

股票池

在样本选择上,本文设计并选择了自选港股与港股通两个股票池。其中,自选港股股票池以全市场港股为基础,进一步施加一系列筛选逻辑,包括剔除上市不足 63 个交易日的标的,以保证财务与交易数据的完整性与稳定性;剔除已退市或停牌的股票,以确保流动性与可交易性;以及剔除“仙股”,这里我们定义为近一月滚动股价低于 1 港元的标的,以避免极端低价股对回测结果的干扰。港股通股票池则包含互联互通机制下的标的,便于发掘南向等多重资金覆盖下个股的定价特征。

图表4: 自选港股股票池构造方式

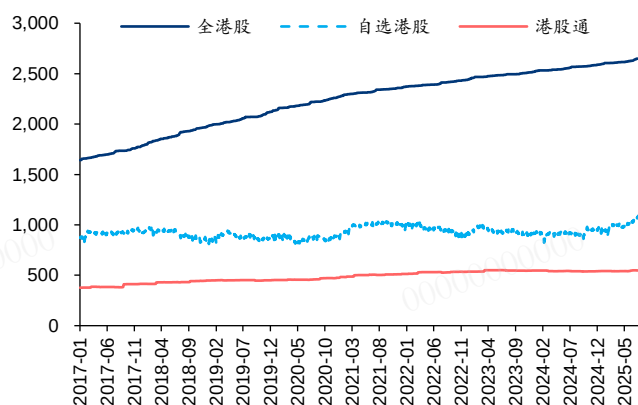
维度	方法
上市退市	已上市 63 个交易日、未退市
交易停牌	交易量大于 0、未停牌
仙股剔除	剔除滚动一月股票价格小于 1 港元的股票

资料来源: Wind, 华泰研究

从股票池成分股数目上看,全市场港股股票数量保持长期稳步上升,自选港股股票池由于剔除了停牌、上市时间过短及“仙股”等标的,整体成分股数量明显少于全市场,但保持了相对稳定的样本规模。港股通股票池则受限于互联互通机制的纳入标准,成分股数量少,且整体呈现出较强的稳定性。

从行业分布上看,自选港股和港股通股票池的行业分布与全港股基本一致,并未由于筛选标准差异产生明显的行业分布偏差。

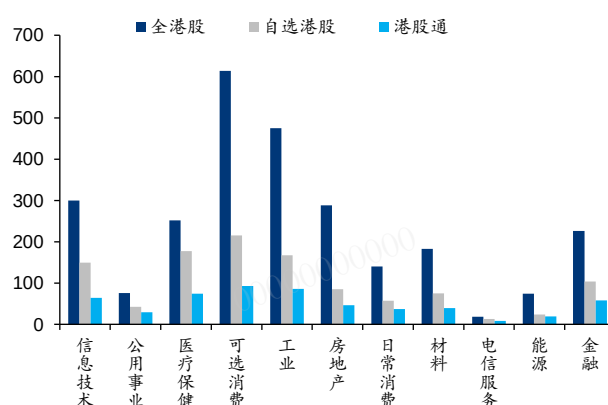
图表5: 各股票池成分股数目



注: 日期范围为 20170101-20250731

资料来源: Wind, 华泰研究

图表6: 各股票池成分股行业分布



注: 数据截至 20250731

资料来源: Wind, 华泰研究

因子回测

因子回测方面,本文选取 20170101 至 20250731 作为完整回测区间以检验因子效应的长期稳定性。为剔除行业与市值带来的系统性偏差,因子需进行行业与市值中性化处理,其中行业分类采用 Wind 港股一级行业,市值取对数流通市值。IC、RankIC 计算区间均为当期截面与未来 20 日收益率,分层回测则统一分为 10 层,Top 代表第一层,Bottom 代表最后一层,不计交易费用。

图表7: 因子回测设计及参数

维度	方法
时间范围	20170101-20250731
中性化	行业市值中性化(市值因子仅行业中性化),其中行业使用 Wind 港股一级行业,市值为对数流通市值
IC、RankIC 计算区间	当期截面因子值与未来 20 日收益率计算 IC 或 RankIC
分层回测	分 10 层回测,Top 代表第一层,Bottom 代表最后一层,不计交易费用

资料来源: Wind, 华泰研究

量价因子

在下文中，我们将对以下 5 类量价因子进行测试：动量因子&反转因子、流动性因子、换手率因子、波动率因子、技术因子。

动量因子&反转因子

动量因子作为经典的横截面资产定价因子，其理论基础可以追溯至 Jegadeesh and Titman (1993) 的实证研究，他们发现过去 3 至 12 个月收益率较高的股票在未来一段时期仍然能够延续超额收益，即所谓的“动量效应”。这一发现挑战了传统有效市场假说，随后在全球主要资本市场均得到了验证。与此同时，De Bondt and Thaler (1985) 发现的反转效应则强调，投资者在面对长期信息时常表现出过度反应，导致价格在未来出现回归。两类效应在不同市场与样本区间中交替出现，构成了行为金融学的重要证据。在机制层面，Hong and Stein (1999) 认为动量溢价的形成源于投资者信息扩散不完全与趋势跟随行为，即市场参与者在有限理性约束下倾向于延续价格惯性。而反转现象则往往与过度交易、流动性冲击及均值回归相关。

基于此，本研究在传统定义的基础上，进一步构建了 36 个不同窗口期与参数设定的动量因子，并结合短期反转信号加以扩展，以便全面刻画港股市场在不同时段下的收益模式。

图表8：动量因子&反转因子名称及描述

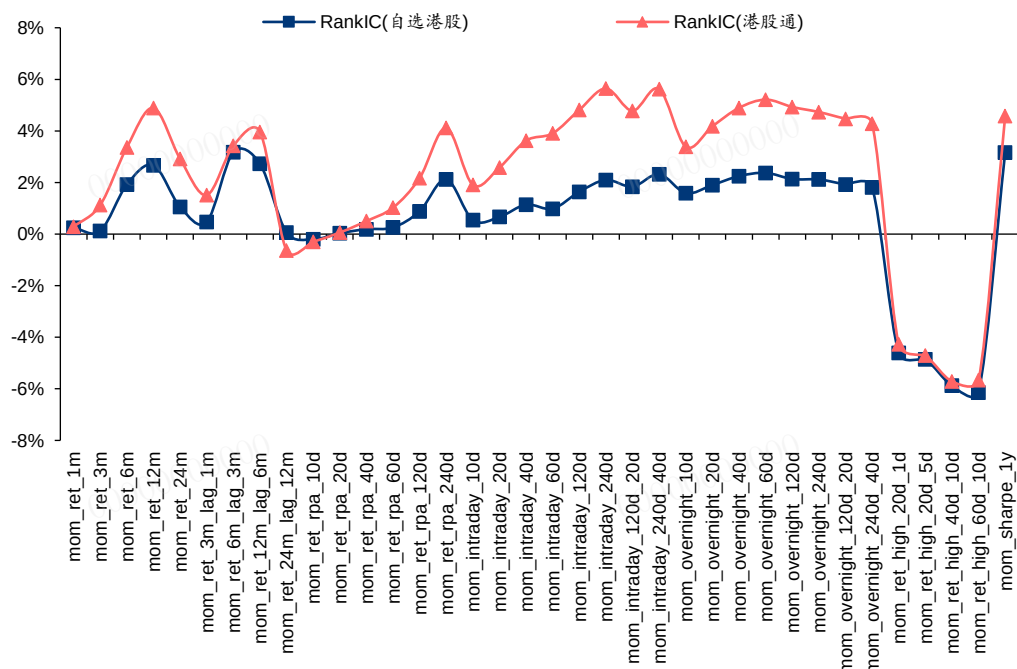
因子名称	描述
mom_ret_Nm	个股最近 N 个月收益率 N = 1, 3, 6, 12, 24
mom_ret_Nm_lag_Mm	个股最近 N 个月收益率与最近 M 个月收益率之差 (N, M) = (3, 1), (6, 3), (12, 6), (24, 12)
mom_ret_rpa_Nd	个股 N 日相对均价收益率 N 日相对均价收益率=当日收盘价/最近 N 个交易日收盘价均值-1 N = 10, 20, 40, 60, 120, 240
mom_intraday_Nd	个股最近 N 个交易日日内动量总和 N = 10, 20, 40, 60, 120, 240
mom_intraday_Nd_Md	个股最近 N 个交易日（剔除最近 M 个交易日）日内动量总和 (N, M) = (120, 20), (240, 40)
mom_overnight_Nd	个股最近 N 个交易日隔夜动量总和 N = 10, 20, 40, 60, 120, 240
mom_overnight_Nd_Md	个股最近 N 个交易日（剔除最近 M 个交易日）隔夜动量总和 (N, M) = (120, 20), (240, 40)
mom_ret_high_Md_Nd	个股最近 N 个交易日收益率最高的 M 日总和 (N, M) = (20, 1), (20, 5), (40, 10), (60, 10)
mom_sharpe_1y	个股年化夏普比率

资料来源：Wind，华泰研究

从 RankIC 上看，除了 mom_ret_high 类因子，其余因子均展现出或强或弱的动量效应，总体表现较强的是日内动量（mom_intraday）和隔夜动量（mom_overnight）。从 mom_ret、mom_ret_rpa 和 mom_intraday 类因子不同窗长表现对比上看，长期动量因子表现优于短期动量因子。mom_ret_high 则展现出较强的反转效应，对比构造方式，mom_ret_high 相比于 mom_ret 选择了范围内更高的收益样本，或能体现更极致的过度交易情绪，进而体现出明显的均值回归效应。

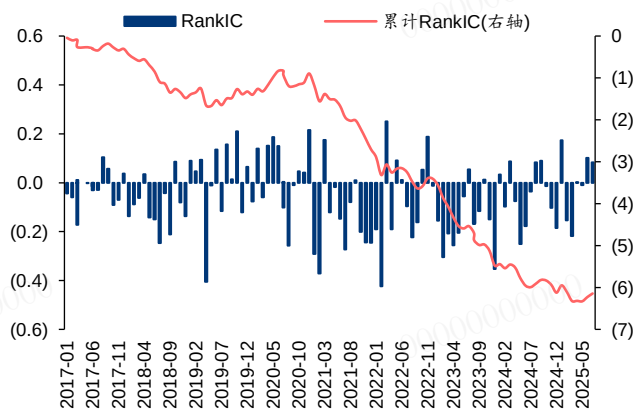
对比自选港股和港股通股票池，港股通股票池中的动量因子表现总体优于自选港股，尤其体现在 mom_ret、mom_intraday 和 mom_overnight 几类因子中。

图表9：动量因子 RankIC 对比（自选港股 vs 港股通股票池）



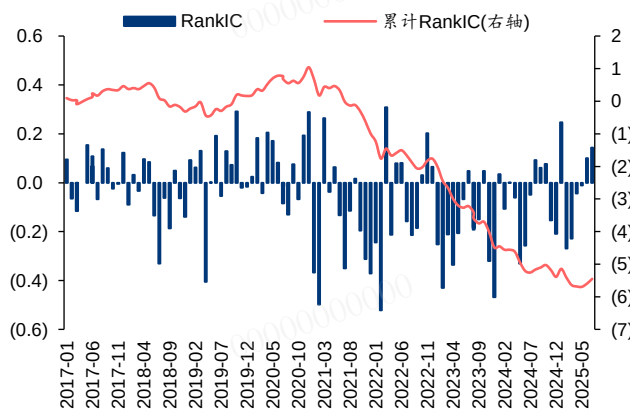
资料来源：Wind，华泰研究

图表10：mom_ret_high_60d_10d 因子 RankIC 表现（自选港股）



资料来源：Wind，华泰研究

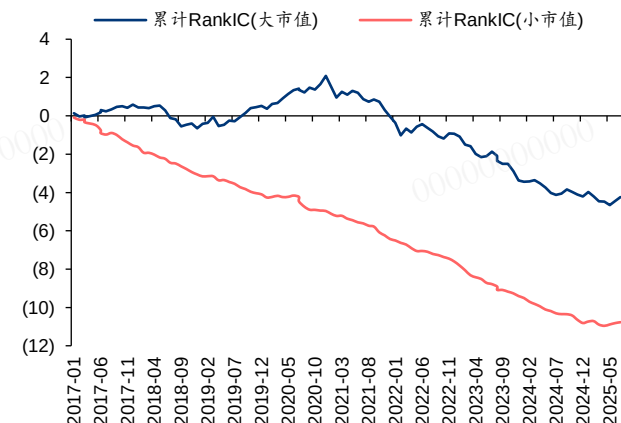
图表11：mom_ret_high_60d_10d 因子 RankIC 表现（港股通）



资料来源：Wind，华泰研究

动量和反转效应在不同市值股票池中存在明显区别。分别以 mom_ret_high_60d_10d（反转效应的代表）和 mom_overnight_60d（动量效应的代表）为例，大市值股票池中动量效应更明显，而小市值股票池中反转效应更明显。

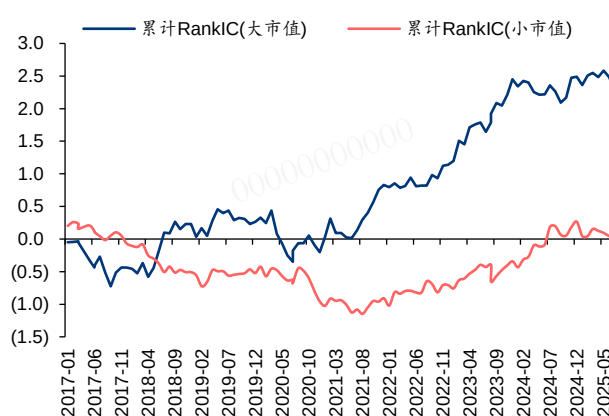
图表12: mom_ret_high_60d_10d 因子市值分层 RankIC(自选港股)



注: 大市值和小市值指流通市值排名前 20% 或后 20%

资料来源: Wind, 华泰研究

图表13: mom_overnight_60d 因子市值分层 RankIC(自选港股)



注: 大市值和小市值指流通市值排名前 20% 或后 20%

资料来源: Wind, 华泰研究

从相关性上看, 动量因子总体相关性偏低, 日内 (mom_intraday) 与隔夜动量 (mom_overnight) 间相关性较高, mom_ret_Nm_lag_Mm、mom_ret_high_Md_Nd 与其他因子相关性偏低。

图表14: 动量因子&反转因子相关性(自选港股股票池)

	mom_ret_1m	mom_ret_3m	mom_ret_6m	mom_ret_12m	mom_ret_24m	mom_ret_3m_lag_1m	mom_ret_6m_lag_3m	mom_ret_12m_lag_6m	mom_ret_24m_lag_12m	mom_ret_rpa_10d	mom_ret_rpa_20d	mom_ret_rpa_40d	mom_ret_rpa_60d	mom_ret_rpa_120d	mom_ret_rpa_240d	mom_intraday_10d	mom_intraday_20d	mom_intraday_40d	mom_intraday_60d	mom_intraday_120d	mom_intraday_240d	mom_intraday_120d_20d	mom_intraday_240d_40d	mom_overnight_10d	mom_overnight_20d	mom_overnight_40d	mom_overnight_60d	mom_overnight_120d	mom_overnight_240d	mom_overnight_120d_20d	mom_overnight_240d_40d	mom_ret_high_20d_1d	mom_ret_high_20d_5d	mom_ret_high_40d_10d	mom_ret_high_60d_10d	mom_sharpe_1y
mom_ret_1m	1.00	0.51	0.37							0.52	0.78	0.67	0.77	0.58	0.43	0.34	0.45																			
mom_ret_3m	0.51	1.00	0.64	0.46	0.31	0.74				0.31	0.44	0.64	0.81	0.88	0.70			0.33	0.39																	
mom_ret_6m	0.37	0.64	1.00	0.67	0.45	0.47	0.61			0.32	0.45	0.56	0.82	0.88						0.35		0.33														
mom_ret_12m	0.46	0.67	1.00	0.66	0.34	0.41	0.80			0.33	0.40	0.57	0.83							0.30		0.30														
mom_ret_24m	0.31	0.45	0.66	1.00		0.41	0.55			0.39	0.55																									
mom_ret_3m_lag_1m	0.74	0.47	0.34		1.00					0.37	0.56	0.49																								
mom_ret_6m_lag_3m	0.61	0.41				1.00				0.43																										
mom_ret_12m_lag_6m		0.60	0.41				1.00																													
mom_ret_24m_lag_12m			0.55					1.00																												
mom_ret_rpa_10d	0.52	0.31							1.00	0.83	0.82	0.51	0.37			0.39																				
mom_ret_rpa_20d	0.78	0.44	0.32						0.83	1.00	0.84	0.71	0.52	0.36	0.45	0.37																				
mom_ret_rpa_40d	0.67	0.64	0.45	0.33					0.62	0.84	1.00	0.93	0.71	0.53	0.37	0.42	0.35																			
mom_ret_rpa_60d	0.77	0.81	0.56	0.40		0.37			0.51	0.71	0.93	1.00	0.84	0.64	0.31	0.37	0.39	0.33																		
mom_ret_rpa_120d	0.58	0.88	0.82	0.57	0.39	0.56			0.37	0.52	0.71	0.84	1.00	0.85		0.33	0.35																			
mom_ret_rpa_240d	0.43	0.70	0.88	0.83	0.55	0.49	0.43			0.36	0.53	0.64	0.85	1.00																						
mom_intraday_10d	0.34								0.39	0.45	0.37	0.31				1.00	0.74	0.57	0.50	0.41	0.35			0.54	0.46	0.40	0.36	0.31								
mom_intraday_20d	0.45								0.37	0.42	0.37					0.74	1.00	0.76	0.66	0.54	0.45	0.31	0.48	0.60	0.52	0.48	0.41	0.36	0.30							
mom_intraday_40d		0.33								0.35	0.39	0.33				0.57	0.78	1.00	0.87	0.70	0.58	0.54	0.37	0.41	0.53	0.65	0.61	0.53	0.45	0.45	0.35					
mom_intraday_60d		0.39									0.33	0.35				0.50	0.66	0.87	1.00	0.80	0.66	0.69	0.49	0.38	0.49	0.61	0.68	0.60	0.52	0.55	0.43					
mom_intraday_120d			0.35													0.41	0.54	0.70	0.80	1.00	0.83	0.95	0.73	0.33	0.43	0.53	0.60	0.71	0.63	0.70	0.59					
mom_intraday_240d				0.30												0.35	0.45	0.58	0.66	0.83	1.00	0.79	0.96	0.37	0.46	0.52	0.63	0.73	0.62	0.72						
mom_intraday_120d_20d			0.33													0.31	0.54	0.69	0.95	0.79	1.00	0.74	0.30	0.45	0.54	0.68	0.61	0.71	0.59							
mom_intraday_240d_40d																0.37	0.49	0.73	0.96	0.74	1.00		0.54	0.46	0.40	0.36	0.31									
mom_overnight_10d																0.54	0.48	0.41	0.38	0.33			1.00	0.78	0.60	0.53	0.43	0.36								
mom_overnight_20d																0.48	0.60	0.53	0.49	0.43	0.37	0.30	0.78	1.00	0.78	0.68	0.56	0.46	0.35	0.32						
mom_overnight_40d																0.40	0.52	0.65	0.61	0.53	0.46	0.45	0.34	0.60	0.78	1.00	0.88	0.71	0.58	0.57	0.39					
mom_overnight_60d																0.36	0.48	0.61	0.68	0.60	0.52	0.54	0.41	0.53	0.68	0.88	1.00	0.81	0.68	0.71	0.50					
mom_overnight_120d																0.31	0.41	0.53	0.60	0.71	0.63	0.68	0.56	0.43	0.56	0.71	0.81	1.00	0.82	0.95	0.72					
mom_overnight_240d																0.36	0.45	0.52	0.63	0.73	0.61	0.70	0.36	0.46	0.58	0.68	0.82	1.00	0.79	0.95						
mom_overnight_120d_20d																0.30	0.45	0.55	0.70	0.62	0.71	0.58	0.35	0.57	0.71	0.95	0.79	1.00	0.74							
mom_overnight_240d_40d																0.35	0.43	0.59	0.72	0.59	0.73		0.32	0.39	0.50	0.72	0.95	0.74	1.00							
mom_ret_high_20d_1d																																				
mom_ret_high_20d_5d	0.31									0.36	0.31																									
mom_ret_high_40d_10d																																				
mom_ret_high_60d_10d																																				
mom_sharpe_1y	0.41	0.59	0.87	0.60	0.31	0.36	0.55				0.36	0.51	0.72			0.33	0.33																			

注: 相关系数处于-0.3-0.3之外的标注准确数字, 否则不标注准确数字, 可以渐变色深浅区分; 股票池为自选港股

资料来源: Wind, 华泰研究

总体而言, 针对港股市场, 动量与反转因子存在一定程度的解释力。在不同市值股票中动量和反转效应存在分化, 一方面, 机构资金偏好趋势交易策略, 或使得中大市值股票更容易体现动量效应; 另一方面, 中小盘股在流动性不足和资金博弈下, 短期反转特征更为显著。

动量因子在自选港股和港股通股票池中的统计指标汇总如下。

图表15：动量因子统计指标汇总（自选港股股票池）

	RankIC 标准				Top 年化收益 Bottom 年化				t 均值	t >2 占比
	IC	RankIC	差	RankICIR	Top 胜率	Bottom 胜率	率	收益率		
mom_ret_1m	0.006	0.002	0.11	0.02	47.10%	52.41%	6.96%	-1.12%	2.60	0.55
mom_ret_3m	-0.001	0.001	0.13	0.01	47.31%	52.40%	8.82%	-1.13%	2.56	0.52
mom_ret_6m	0.017	0.019	0.13	0.14	48.39%	52.86%	14.92%	-1.37%	2.55	0.48
mom_ret_12m	0.019	0.027	0.15	0.17	49.58%	52.71%	16.59%	0.45%	2.47	0.48
mom_ret_24m	0.004	0.011	0.16	0.07	49.15%	49.70%	10.02%	7.04%	2.22	0.44
mom_ret_3m_lag_1m	-0.002	0.005	0.11	0.04	46.99%	53.67%	5.80%	-2.72%	2.38	0.49
mom_ret_6m_lag_3m	0.022	0.032	0.10	0.30	48.92%	54.59%	11.49%	-5.20%	2.18	0.42
mom_ret_12m_lag_6m	0.011	0.027	0.12	0.22	50.23%	52.88%	13.49%	2.03%	2.17	0.44
mom_ret_24m_lag_12m	-0.005	0.001	0.11	0.01	48.30%	50.56%	3.16%	10.07%	1.73	0.34
mom_ret_rpa_10d	0.009	-0.002	0.10	-0.02	46.65%	52.26%	5.03%	-0.11%	2.39	0.50
mom_ret_rpa_20d	0.013	0.000	0.10	0.00	47.01%	52.13%	6.47%	-0.85%	2.59	0.54
mom_ret_rpa_40d	0.013	0.002	0.11	0.02	47.22%	51.80%	8.27%	-0.52%	2.67	0.55
mom_ret_rpa_60d	0.014	0.003	0.12	0.02	47.57%	52.03%	10.11%	-1.31%	2.73	0.56
mom_ret_rpa_120d	0.021	0.009	0.13	0.07	48.21%	52.19%	14.57%	-0.80%	2.81	0.55
mom_ret_rpa_240d	0.028	0.021	0.15	0.14	49.13%	52.67%	16.98%	-1.04%	2.98	0.57
mom_intraday_10d	0.006	0.005	0.08	0.07	46.80%	53.25%	2.18%	-0.63%	2.08	0.43
mom_intraday_20d	0.003	0.007	0.08	0.08	46.97%	53.39%	0.32%	-0.96%	2.12	0.45
mom_intraday_40d	0.005	0.011	0.08	0.14	47.47%	53.54%	1.25%	-2.73%	2.13	0.46
mom_intraday_60d	0.002	0.010	0.08	0.12	47.49%	53.15%	0.13%	-0.96%	2.06	0.44
mom_intraday_120d	0.006	0.016	0.08	0.19	48.34%	53.66%	2.73%	0.14%	1.94	0.40
mom_intraday_240d	0.008	0.021	0.09	0.23	48.99%	53.86%	0.00%	-0.39%	2.04	0.42
mom_intraday_120d_20d	0.006	0.018	0.08	0.22	48.07%	54.09%	0.48%	-0.36%	1.86	0.39
mom_intraday_240d_40d	0.009	0.023	0.09	0.26	48.96%	54.20%	0.23%	-1.87%	1.96	0.40
mom_overnight_10d	0.002	0.016	0.07	0.24	47.70%	53.91%	-0.10%	0.31%	1.54	0.29
mom_overnight_20d	0.003	0.019	0.07	0.27	47.81%	54.27%	-0.49%	0.30%	1.42	0.27
mom_overnight_40d	0.006	0.022	0.08	0.29	47.91%	54.41%	-1.45%	-1.87%	1.49	0.26
mom_overnight_60d	0.009	0.024	0.08	0.30	48.24%	54.66%	-2.23%	-3.22%	1.54	0.27
mom_overnight_120d	0.008	0.021	0.08	0.25	48.19%	54.57%	-2.55%	-1.98%	1.41	0.22
mom_overnight_240d	0.008	0.021	0.09	0.23	49.21%	53.80%	0.96%	1.99%	1.30	0.19
mom_overnight_120d_20d	0.006	0.019	0.08	0.24	47.97%	54.33%	-3.36%	-2.28%	1.38	0.22
mom_overnight_240d_40d	0.004	0.018	0.09	0.20	48.83%	53.68%	0.60%	2.44%	1.22	0.17
mom_ret_high_20d_1d	-0.027	-0.046	0.12	-0.37	44.62%	46.97%	-4.18%	5.12%	2.27	0.45
mom_ret_high_20d_5d	-0.024	-0.049	0.13	-0.38	44.97%	46.87%	-0.61%	3.95%	2.56	0.50
mom_ret_high_40d_10d	-0.028	-0.059	0.14	-0.41	43.96%	45.55%	-3.76%	4.67%	2.75	0.55
mom_ret_high_60d_10d	-0.031	-0.061	0.15	-0.41	43.66%	45.06%	-5.10%	4.19%	2.82	0.56
mom_sharpe_1y	0.035	0.032	0.14	0.23	52.45%	51.10%	18.54%	-1.79%	2.49	0.52

资料来源：Wind，华泰研究

图表16：动量因子统计指标汇总（港股通股票池）

	RankIC 标准				Top 年化收益 Bottom 年化				t 均值	t >2 占比
	IC	RankIC	差	RankICIR	Top 胜率	Bottom 胜率	率	收益率		
mom_ret_1m	0.012	0.003	0.14	0.02	47.75%	51.57%	4.70%	1.78%	2.40	0.50
mom_ret_3m	0.027	0.011	0.15	0.07	48.46%	53.03%	7.44%	-1.12%	2.68	0.55
mom_ret_6m	0.045	0.034	0.16	0.21	48.90%	53.64%	10.59%	-1.47%	2.87	0.57
mom_ret_12m	0.049	0.049	0.18	0.26	51.49%	54.77%	18.44%	-4.36%	3.04	0.57
mom_ret_24m	0.024	0.029	0.19	0.16	51.63%	51.17%	13.44%	6.92%	2.66	0.51
mom_ret_3m_lag_1m	0.026	0.015	0.14	0.10	48.51%	53.52%	6.40%	-2.92%	2.50	0.52
mom_ret_6m_lag_3m	0.034	0.034	0.13	0.26	49.55%	54.33%	10.65%	-4.46%	2.27	0.46
mom_ret_12m_lag_6m	0.032	0.040	0.15	0.26	52.45%	53.24%	18.30%	-0.61%	2.38	0.49
mom_ret_24m_lag_12m	-0.006	-0.006	0.14	-0.05	49.66%	49.54%	5.54%	13.49%	2.11	0.43
mom_ret_rpa_10d	0.007	-0.003	0.13	-0.02	47.26%	51.81%	3.98%	2.46%	2.26	0.46
mom_ret_rpa_20d	0.013	0.001	0.13	0.00	47.69%	51.68%	4.85%	1.47%	2.40	0.49
mom_ret_rpa_40d	0.020	0.005	0.14	0.04	48.15%	51.12%	7.00%	3.00%	2.54	0.53
mom_ret_rpa_60d	0.027	0.010	0.15	0.07	48.62%	51.73%	8.93%	1.42%	2.66	0.54
mom_ret_rpa_120d	0.043	0.022	0.16	0.14	49.13%	52.72%	12.12%	-0.53%	2.96	0.60
mom_ret_rpa_240d	0.059	0.041	0.18	0.23	49.87%	54.27%	13.93%	-4.28%	3.32	0.63
mom_intraday_10d	0.019	0.019	0.12	0.16	48.96%	53.44%	5.13%	0.64%	2.23	0.47
mom_intraday_20d	0.023	0.026	0.13	0.20	49.51%	53.55%	4.37%	0.74%	2.39	0.50
mom_intraday_40d	0.032	0.036	0.13	0.27	50.27%	54.37%	4.94%	-1.03%	2.54	0.53
mom_intraday_60d	0.033	0.039	0.14	0.29	50.10%	54.63%	2.84%	-1.29%	2.54	0.51
mom_intraday_120d	0.040	0.048	0.14	0.35	52.08%	55.47%	8.45%	-2.11%	2.53	0.50
mom_intraday_240d	0.045	0.056	0.15	0.38	53.24%	55.44%	6.91%	-1.03%	2.76	0.51
mom_intraday_120d_20d	0.038	0.048	0.13	0.36	51.83%	55.43%	7.34%	-1.65%	2.45	0.48
mom_intraday_240d_40d	0.042	0.056	0.14	0.39	52.69%	55.58%	5.42%	-2.25%	2.66	0.50
mom_overnight_10d	0.020	0.034	0.10	0.35	50.48%	54.11%	5.02%	-0.70%	1.74	0.34
mom_overnight_20d	0.022	0.042	0.10	0.41	51.08%	54.80%	5.35%	-1.03%	1.78	0.36
mom_overnight_40d	0.027	0.049	0.11	0.44	51.60%	55.34%	4.83%	-2.79%	1.94	0.39
mom_overnight_60d	0.028	0.052	0.12	0.45	51.76%	56.15%	3.57%	-4.78%	1.91	0.38
mom_overnight_120d	0.031	0.049	0.13	0.39	51.71%	55.85%	3.16%	-1.12%	2.05	0.40
mom_overnight_240d	0.029	0.047	0.14	0.35	53.05%	55.04%	5.54%	1.82%	2.04	0.39
mom_overnight_120d_20d	0.029	0.045	0.12	0.37	51.23%	55.76%	2.06%	-1.73%	1.99	0.39
mom_overnight_240d_40d	0.023	0.043	0.13	0.33	52.47%	54.78%	5.69%	1.88%	1.97	0.38
mom_ret_high_20d_1d	-0.032	-0.043	0.14	-0.31	45.29%	47.46%	-3.28%	7.71%	2.37	0.47
mom_ret_high_20d_5d	-0.029	-0.047	0.16	-0.30	45.34%	46.98%	-1.22%	7.18%	2.69	0.53
mom_ret_high_40d_10d	-0.034	-0.057	0.18	-0.32	44.66%	45.55%	-3.78%	8.29%	3.09	0.58
mom_ret_high_60d_10d	-0.036	-0.057	0.19	-0.30	44.51%	45.54%	-3.52%	8.20%	3.22	0.60
mom_sharpe_1y	0.048	0.046	0.16	0.28	53.63%	51.69%	18.34%	-0.16%	2.80	0.57

资料来源：Wind，华泰研究

流动性因子

流动性因子是衡量个股在市场中可交易程度与资金进出效率的重要指标。传统研究多将成交量或换手率视作流动性的直接代理，但这一方法随着 Amihud（2002）的研究出现而被重新审视。他将非流动性定义为单位成交金额所对应的价格冲击，即常见的 Amihud 非流动性指标（Amihud Ratio = |日收益率| / 成交额），为后续流动性研究提供了更加严谨的度量方法。与此同时，Gervais et al.（2001）的研究发现，近期换手率显著高于历史均值的股票，未来往往能够获得超额收益，表明通过高关注度反映出的流动性可能与预期收益直接相关。

在港股市场环境下，流动性因子的解释力或更为突出。一方面，市场存在显著的“流动性鸿沟”：头部蓝筹与新经济龙头公司交易较为活跃，而部分中小市值公司则可能长期处于流动性不足的状态。另一方面，港股资金结构多元化，部分资金偏好高流动性标的以追求交易效率，而另一些资金则愿意承受流动性折价，以捕捉估值洼地。这种结构分化意味着流动性不单是交易成本的体现，更是解释收益差异的重要维度。

在实证设计上，本文构建了两类流动性因子，一类是 Amihud 非流动性指标，通过均值与标准差版本，刻画个股价格对资金流入的敏感性及其波动性；另一类是异常流动性指标，通过异常换手率与异常成交额因子，反映个股相对于自身历史水平的交易活跃度变化。

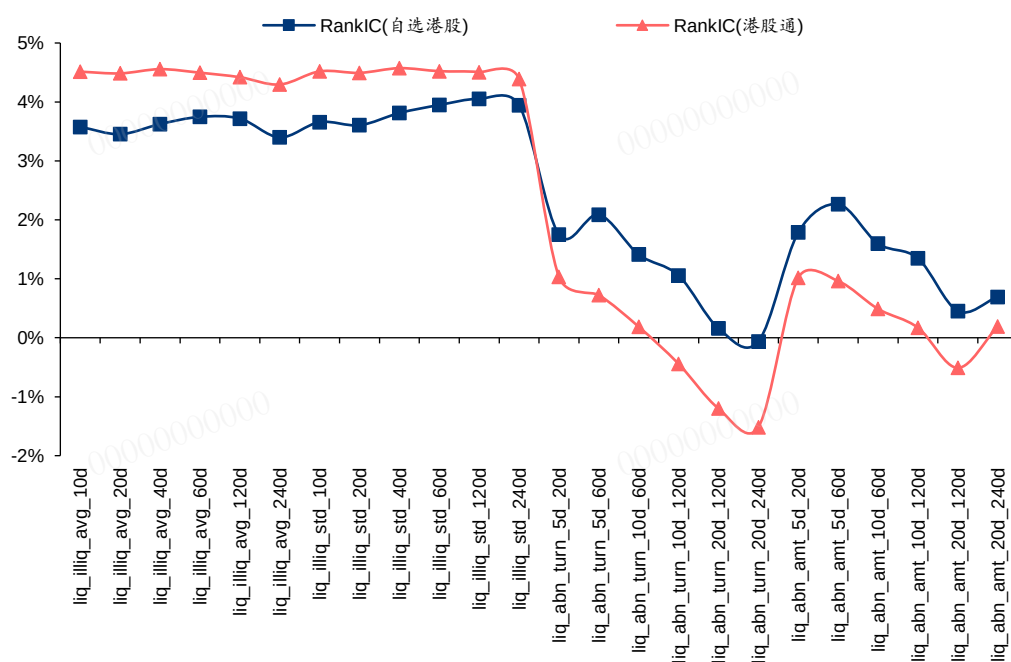
图表17：流动性因子名称及描述

因子名称	描述
liq_illiq_avg_Nd	Amihud 非流动因子 N 日均值 (Amihud= 日收益率 /成交额) N = 10, 20, 40, 60, 120, 240
liq_illiq_std_Nd	Amihud 非流动因子 N 日标准差 (Amihud= 日收益率 /成交额) N = 10, 20, 40, 60, 120, 240
liq_abn_turn_Md_Nd	异常换手率因子，个股过去 M 个交易日换手率均值占过去 N 个交易日换手率均值比例 (M, N) = (20, 60), (20, 120), (40, 120), (40, 240)
liq_abn_amt_Md_Nd	异常成交额因子，个股过去 M 个交易日成交额均值占过去 N 个交易日成交额均值比例 (M, N) = (20, 60), (20, 120), (40, 120), (40, 240)

资料来源：Wind，华泰研究

从 RankIC 表现来看，Amihud 非流动性因子的稳定性显著优于异常换手率与成交额类因子。在不同股票池中，其效果亦存在差异，在港股通股票池中，Amihud 非流动性因子的表现普遍好于自选港股股票池。

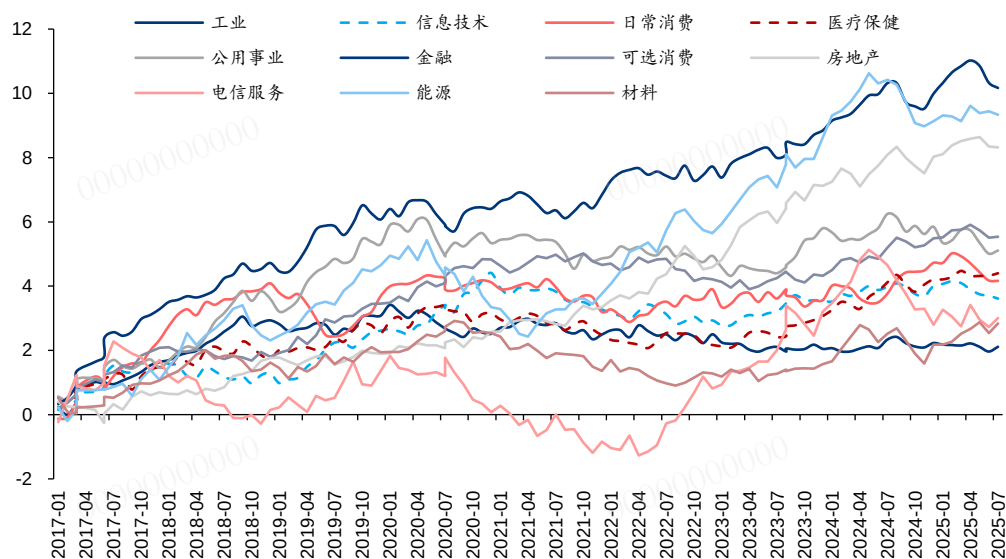
图表18：流动性因子 RankIC 对比（自选港股 vs 港股通股票池）



资料来源：Wind，华泰研究

在行业层面，流动性因子的有效性同样呈现分化。以 liq_illiq_avg_60d 为例，该因子在金融、能源及房地产行业表现突出，累计 RankIC 较高；而在电信服务、材料与工业等行业中，其表现相对平庸。

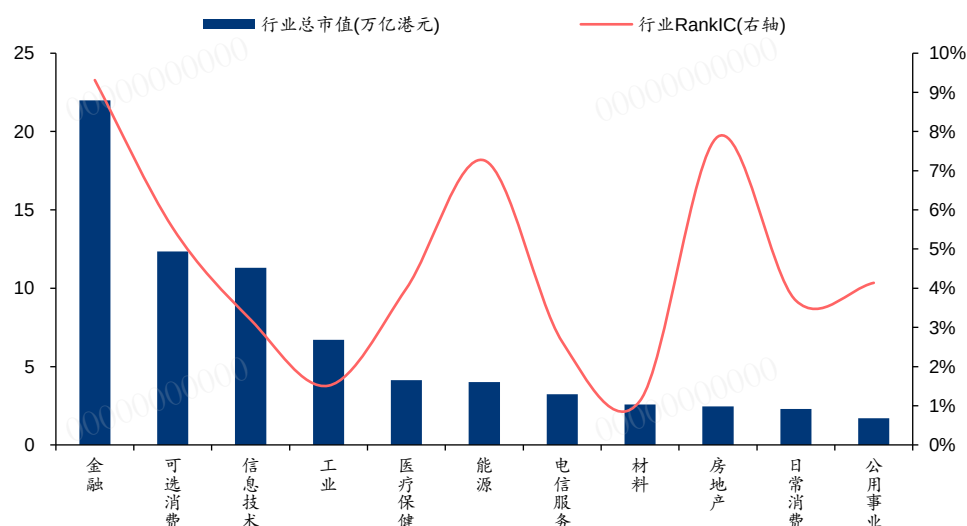
图表19: liq_illiq_avg_60d 因子在不同行业中的累计 RankIC (港股通股票池)



注：行业分类为 Wind 一级行业

资料来源：Wind，华泰研究

图表20: liq_illiq_avg_60d 因子在不同行业中的 RankIC 均值与行业市值对比 (港股通股票池)



注：行业分类为 Wind 一级行业

资料来源：Wind，华泰研究

从相关性上看，Amihud 非流动因子均值 (liq_illiq_avg) 与标准差 (liq_illiq_std) 内部相关性偏高，异常换手率 (liq_abn_turn) 和异常成交额 (liq_abn_amt) 亦是如此，Amihud 非流动因子与异常换手率/成交额间的相关性较低。

图表21：流动性因子相关性（自选港股股票池）

	liq_illiq_avg_10d	liq_illiq_avg_20d	liq_illiq_avg_40d	liq_illiq_avg_60d	liq_illiq_avg_120d	liq_illiq_avg_240d	liq_illiq_std_10d	liq_illiq_std_20d	liq_illiq_std_40d	liq_illiq_std_60d	liq_illiq_std_120d	liq_illiq_std_240d	liq_abn_turn_5d_20d	liq_abn_turn_5d_60d	liq_abn_turn_10d_60d	liq_abn_turn_10d_120d	liq_abn_turn_20d_120d	liq_abn_turn_20d_240d	liq_abn_amt_5d_20d	liq_abn_amt_5d_60d	liq_abn_amt_10d_60d	liq_abn_amt_10d_120d	liq_abn_amt_20d_120d	liq_abn_amt_20d_240d
liq_illiq_avg_10d	1.00	0.71	0.64	0.60	0.52	0.46	0.98	0.71	0.65	0.63	0.57	0.53												
liq_illiq_avg_20d	0.71	1.00	0.74	0.67	0.59	0.50	0.70	0.97	0.72	0.67	0.62	0.54												
liq_illiq_avg_40d	0.64	0.74	1.00	0.87	0.70	0.58	0.66	0.75	0.97	0.87	0.74	0.64												
liq_illiq_avg_60d	0.60	0.67	0.87	1.00	0.77	0.63	0.63	0.69	0.86	0.96	0.79	0.68												
liq_illiq_avg_120d	0.52	0.59	0.70	0.77	1.00	0.78	0.53	0.60	0.69	0.73	0.95	0.79												
liq_illiq_avg_240d	0.46	0.50	0.58	0.63	0.78	1.00	0.47	0.50	0.57	0.60	0.73	0.94												
liq_illiq_std_10d	0.98	0.70	0.66	0.63	0.53	0.47	1.00	0.72	0.68	0.66	0.60	0.55												
liq_illiq_std_20d	0.71	0.97	0.75	0.69	0.60	0.50	0.72	1.00	0.76	0.71	0.65	0.56												
liq_illiq_std_40d	0.65	0.72	0.97	0.86	0.69	0.57	0.68	0.76	1.00	0.90	0.76	0.65												
liq_illiq_std_60d	0.63	0.67	0.87	0.96	0.73	0.60	0.66	0.71	0.90	1.00	0.80	0.68												
liq_illiq_std_120d	0.57	0.62	0.74	0.79	0.95	0.73	0.60	0.65	0.76	0.80	1.00	0.80												
liq_illiq_std_240d	0.53	0.54	0.64	0.68	0.79	0.94	0.55	0.56	0.65	0.68	0.80	1.00												
liq_abn_turn_5d_20d													1.00	0.79	0.47	0.40			0.99	0.78	0.46	0.39		
liq_abn_turn_5d_60d													0.79	1.00	0.80	0.71	0.49	0.42	0.79	0.99	0.79	0.69	0.47	0.39
liq_abn_turn_10d_60d													0.47	0.80	1.00	0.87	0.62	0.52	0.47	0.80	0.99	0.85	0.60	0.49
liq_abn_turn_10d_120d													0.40	0.71	0.87	1.00	0.82	0.72	0.40	0.71	0.87	0.98	0.80	0.68
liq_abn_turn_20d_120d													0.49	0.62	0.82	1.00	0.87		0.49	0.62	0.81	0.98	0.82	
liq_abn_turn_20d_240d													0.42	0.52	0.72	0.87	1.00		0.42	0.52	0.71	0.85	0.96	
liq_abn_amt_5d_20d													0.99	0.79	0.47	0.40			1.00	0.79	0.47	0.40		
liq_abn_amt_5d_60d													0.78	0.99	0.80	0.71	0.49	0.42	0.79	1.00	0.81	0.71	0.49	0.41
liq_abn_amt_10d_60d													0.46	0.79	0.99	0.87	0.62	0.52	0.47	0.81	1.00	0.87	0.62	0.51
liq_abn_amt_10d_120d													0.39	0.69	0.85	0.98	0.81	0.71	0.40	0.71	0.87	1.00	0.83	0.72
liq_abn_amt_20d_120d													0.47	0.60	0.80	0.98	0.85		0.49	0.62	0.83	1.00	0.86	
liq_abn_amt_20d_240d													0.39	0.49	0.68	0.82	0.96		0.41	0.51	0.72	0.86	1.00	

注：相关系数处于-0.3~0.3之外的标注准确数字，否则不标注准确数字，可以渐变色深浅区分；股票池为自选港股

资料来源：Wind，华泰研究

从统计检验结果中可以看出，流动性因子在港股市场具备一定程度的解释力，尤其在对流动性要求较高的行业，如金融、房地产等，其对资金承接能力与个股收益间差异的刻画更为显著。

流动性因子在自选港股和港股通股票池中的统计指标汇总如下。

图表22：流动性因子统计指标汇总（自选港股股票池）

	RankIC 标准				Top 年化收 Bottom 年化				t 均值	t >2 占比
	IC	RankIC	差	RankICIR	Top 胜率	Bottom 胜率	胜率	收益率		
liq_illiq_avg_10d	0.003	0.036	0.11	0.32	53.94%	51.62%	6.51%	8.72%	1.55	0.30
liq_illiq_avg_20d	0.001	0.035	0.10	0.33	53.54%	51.78%	6.34%	8.47%	1.20	0.20
liq_illiq_avg_40d	0.002	0.036	0.11	0.33	53.88%	51.76%	6.56%	9.21%	1.83	0.38
liq_illiq_avg_60d	0.000	0.037	0.11	0.35	53.75%	52.03%	6.18%	6.42%	1.52	0.29
liq_illiq_avg_120d	-0.001	0.037	0.09	0.40	53.24%	51.84%	4.59%	5.81%	1.18	0.19
liq_illiq_avg_240d	-0.004	0.034	0.08	0.42	53.11%	51.87%	5.15%	5.01%	0.95	0.08
liq_illiq_std_10d	0.002	0.037	0.11	0.32	53.97%	51.69%	6.61%	8.91%	1.54	0.30
liq_illiq_std_20d	0.002	0.036	0.11	0.33	53.68%	51.88%	6.49%	9.04%	1.19	0.20
liq_illiq_std_40d	0.004	0.038	0.12	0.33	54.06%	51.95%	6.79%	8.93%	1.97	0.42
liq_illiq_std_60d	0.002	0.039	0.11	0.35	53.98%	52.05%	6.43%	7.29%	1.60	0.31
liq_illiq_std_120d	0.000	0.041	0.10	0.40	53.43%	52.20%	5.12%	5.94%	1.18	0.20
liq_illiq_std_240d	0.004	0.039	0.09	0.45	53.72%	51.72%	6.62%	5.58%	0.86	0.07
liq_abn_turn_5d_20d	0.009	0.017	0.05	0.33	49.29%	53.18%	6.21%	-2.73%	1.23	0.20
liq_abn_turn_5d_60d	0.004	0.021	0.06	0.34	49.22%	53.41%	6.79%	-5.81%	1.33	0.22
liq_abn_turn_10d_60d	0.004	0.014	0.06	0.23	48.74%	53.01%	5.72%	-4.46%	1.33	0.22
liq_abn_turn_10d_120d	0.001	0.011	0.07	0.16	48.21%	53.04%	5.16%	-5.25%	1.47	0.26
liq_abn_turn_20d_120d	-0.001	0.002	0.07	0.02	47.43%	52.47%	3.69%	-3.42%	1.52	0.28
liq_abn_turn_20d_240d	-0.006	-0.001	0.07	-0.01	47.50%	52.61%	6.15%	-3.41%	1.61	0.30
liq_abn_amt_5d_20d	0.010	0.018	0.06	0.32	49.16%	53.42%	6.37%	-3.34%	1.30	0.23
liq_abn_amt_5d_60d	0.007	0.023	0.06	0.36	49.10%	53.63%	6.82%	-7.17%	1.47	0.27
liq_abn_amt_10d_60d	0.006	0.016	0.06	0.25	48.76%	53.21%	5.97%	-5.52%	1.48	0.27
liq_abn_amt_10d_120d	0.006	0.013	0.07	0.19	48.58%	53.36%	7.49%	-6.30%	1.66	0.33
liq_abn_amt_20d_120d	0.004	0.005	0.07	0.06	47.82%	52.84%	6.28%	-3.99%	1.73	0.35
liq_abn_amt_20d_240d	0.001	0.007	0.08	0.09	47.89%	53.00%	7.17%	-4.76%	1.89	0.38

资料来源：Wind，华泰研究

图表23：流动性因子统计指标汇总（港股通股票池）

	RankIC 标准				Top 年化收Bottom 年化				t 均值	t >2 占比
	IC	RankIC	差	RankICIR	Top 胜率	Bottom 胜率	胜率	收益率		
liq_illiq_avg_10d	0.021	0.045	0.11	0.40	54.05%	53.93%	7.28%	2.43%	1.96	0.42
liq_illiq_avg_20d	0.021	0.045	0.11	0.40	54.05%	53.91%	7.29%	2.53%	1.95	0.41
liq_illiq_avg_40d	0.021	0.046	0.11	0.40	54.15%	54.00%	7.57%	2.03%	1.96	0.41
liq_illiq_avg_60d	0.021	0.045	0.11	0.40	54.12%	53.89%	7.50%	2.46%	1.95	0.41
liq_illiq_avg_120d	0.020	0.044	0.11	0.39	53.99%	53.81%	7.15%	3.39%	1.91	0.40
liq_illiq_avg_240d	0.022	0.043	0.11	0.38	54.14%	53.78%	7.84%	3.19%	1.88	0.40
liq_illiq_std_10d	0.021	0.045	0.11	0.40	54.06%	53.93%	7.30%	2.37%	1.96	0.42
liq_illiq_std_20d	0.021	0.045	0.11	0.40	54.04%	53.93%	7.29%	2.38%	1.94	0.41
liq_illiq_std_40d	0.022	0.046	0.11	0.41	54.15%	54.00%	7.57%	2.05%	1.95	0.41
liq_illiq_std_60d	0.021	0.045	0.11	0.40	54.12%	53.96%	7.52%	2.16%	1.94	0.41
liq_illiq_std_120d	0.020	0.045	0.11	0.40	53.98%	54.00%	7.42%	2.51%	1.86	0.38
liq_illiq_std_240d	0.025	0.044	0.11	0.39	54.11%	54.10%	7.70%	1.82%	1.83	0.36
liq_abn_turn_5d_20d	0.006	0.010	0.08	0.12	48.43%	52.95%	6.03%	-2.48%	1.38	0.23
liq_abn_turn_5d_60d	-0.001	0.007	0.09	0.08	48.20%	52.61%	5.83%	-3.20%	1.44	0.25
liq_abn_turn_10d_60d	-0.002	0.002	0.09	0.02	47.94%	52.39%	5.08%	-2.55%	1.46	0.26
liq_abn_turn_10d_120d	-0.010	-0.004	0.09	-0.05	46.87%	52.28%	2.45%	-0.89%	1.49	0.28
liq_abn_turn_20d_120d	-0.013	-0.012	0.09	-0.13	46.52%	51.82%	1.09%	1.12%	1.57	0.30
liq_abn_turn_20d_240d	-0.015	-0.015	0.09	-0.16	46.77%	51.48%	3.18%	2.72%	1.70	0.32
liq_abn_amt_5d_20d	0.006	0.010	0.09	0.12	48.33%	53.05%	5.70%	-2.27%	1.43	0.26
liq_abn_amt_5d_60d	0.003	0.010	0.10	0.10	48.23%	52.77%	6.08%	-3.19%	1.53	0.28
liq_abn_amt_10d_60d	0.002	0.005	0.10	0.05	47.98%	52.66%	5.50%	-2.68%	1.58	0.30
liq_abn_amt_10d_120d	-0.002	0.002	0.10	0.02	47.56%	52.58%	4.74%	-1.38%	1.66	0.33
liq_abn_amt_20d_120d	-0.003	-0.005	0.10	-0.05	47.18%	52.24%	3.22%	0.40%	1.75	0.38
liq_abn_amt_20d_240d	0.000	0.002	0.12	0.02	47.70%	51.89%	5.33%	2.31%	1.91	0.38

资料来源：Wind，华泰研究

换手率因子

尽管换手率常被视为衡量市场流动性的重要指标，但本文并未将其直接归类于流动性因子体系。原因在于，换手率更多地反映了交易活跃度与市场情绪的波动，而非严格意义上的“资金进出成本”或流动性。在学术研究中，早期文献往往将成交量与换手率作为流动性的自然代理，但这一共识在 Amihud (2002) 提出非流动性指标后受到挑战。Barinov (2014) 认为换手率并不等同于流动性，而是与市场总体波动率密切相关，尤其在存在期权化股权结构的股票中，换手率异常表现得尤为显著，并且这一现象可以通过波动率因子加以解释。

换手率因子虽不适合作为流动性的代理变量，但其在刻画投资者行为、市场情绪以及价格趋势延续性方面具有独特价值。因此，本文将其单独列出，并基于不同窗口期构建了多日换手率均值和标准差以刻画交易活跃度的水平效应和波动性、构建成交额比例用于捕捉资金流入流出的阶段性趋势。这些因子为港股市场风险特征提供了补充性维度，特别是在港股多重资金并存的格局下，换手率因子或能帮助识别短期情绪波动与资金博弈对价格的边际影响。

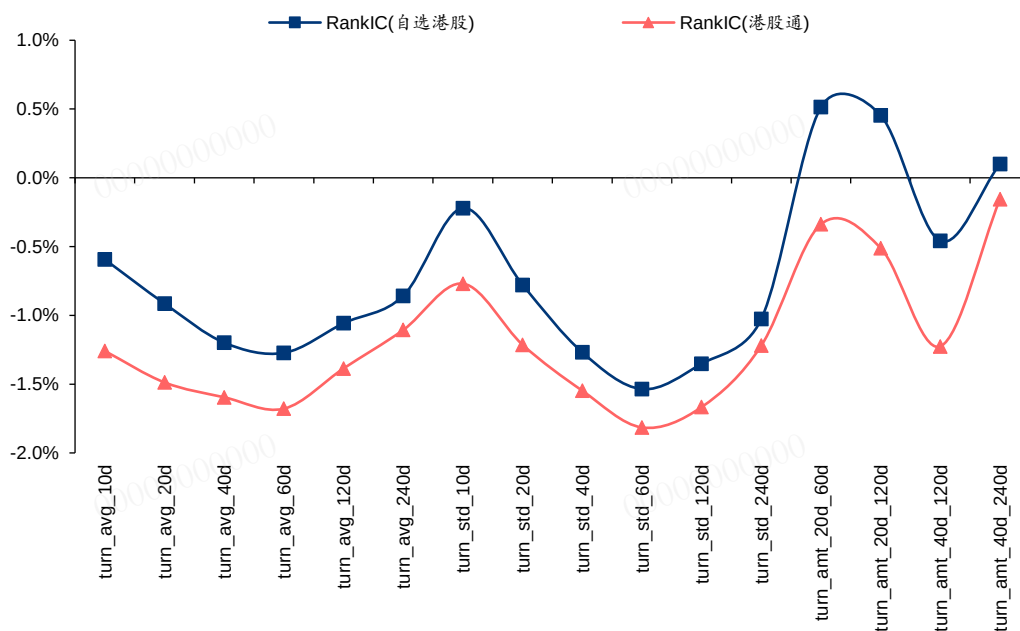
图表24：换手率因子名称及描述

因子名称	描述
turn_avg_Nd	个股最近 N 个交易日换手率均值 N = 10, 20, 40, 60, 120, 240
turn_std_Nd	个股最近 N 个交易日换手率标准差 N = 10, 20, 40, 60, 120, 240
turn_amt_Md_Nd	个股最近 M 个交易日总成交额占过去 N 个交易日总成交额比例 (M, N) = (20, 60), (20, 120), (40, 120), (40, 240)

资料来源：Wind，华泰研究

换手率均值与标准差因子的 RankIC 呈现明显的窗口期效应，短期（10-40 日）与长期窗口（120-240 日）均相对较弱，而中期窗口（60 日）表现偏强。成交额占比因子（turn_amt）在不同窗口期下波动较大，（40, 120）窗口参数下 RankIC 较为突出。对比股票池表现，港股通股票池的 RankIC 总体优于自选港股，尤其体现在换手率均值和标准差因子上。

图表25：换手率因子 RankIC 对比（自选港股 vs 港股通股票池）



资料来源：Wind，华泰研究

从相关性上看，换手率均值与方差因子间的相关性较高，而这两类换手率衍生指标与成交额衍生指标间的相关性较低。

图表26：换手率因子相关性（自选港股股票池）

	turn_avg_10d	turn_avg_20d	turn_avg_40d	turn_avg_60d	turn_avg_120d	turn_avg_240d	turn_std_10d	turn_std_20d	turn_std_40d	turn_std_60d	turn_std_120d	turn_std_240d	turn_amt_20d_60d	turn_amt_20d_120d	turn_amt_40d_120d	turn_amt_40d_240d
turn_avg_10d	1.00	0.95	0.90	0.87	0.82	0.77	0.77	0.71	0.66	0.63	0.58	0.54		0.34		0.32
turn_avg_20d	0.95	1.00	0.95	0.92	0.86	0.80	0.72	0.76	0.71	0.67	0.63	0.58		0.36		0.35
turn_avg_40d	0.90	0.95	1.00	0.97	0.91	0.84	0.68	0.71	0.76	0.73	0.68	0.62				0.37
turn_avg_60d	0.87	0.92	0.97	1.00	0.94	0.87	0.65	0.68	0.73	0.76	0.71	0.65				0.31
turn_avg_120d	0.82	0.86	0.91	0.94	1.00	0.94	0.61	0.63	0.67	0.70	0.77	0.71				
turn_avg_240d	0.77	0.80	0.84	0.87	0.94	1.00	0.59	0.61	0.63	0.65	0.71	0.79				
turn_std_10d	0.77	0.72	0.68	0.65	0.61	0.59	1.00	0.90	0.82	0.77	0.71	0.66	0.32	0.40		0.35
turn_std_20d	0.71	0.76	0.71	0.68	0.63	0.61	0.90	1.00	0.90	0.85	0.77	0.71	0.36	0.44	0.33	0.39
turn_std_40d	0.66	0.71	0.76	0.73	0.67	0.63	0.82	0.90	1.00	0.94	0.84	0.76			0.36	0.43
turn_std_60d	0.63	0.67	0.73	0.76	0.70	0.65	0.77	0.85	0.94	1.00	0.89	0.79				0.35
turn_std_120d	0.58	0.63	0.68	0.71	0.77	0.71	0.71	0.77	0.84	0.89	1.00	0.88				
turn_std_240d	0.54	0.58	0.62	0.65	0.71	0.79	0.66	0.71	0.76	0.79	0.88	1.00				
turn_amt_20d_60d							0.32	0.36					1.00	0.81	0.43	0.32
turn_amt_20d_120d	0.34	0.36					0.40	0.44					0.81	1.00	0.77	0.63
turn_amt_40d_120d							0.33	0.36					0.43	0.77	1.00	0.81
turn_amt_40d_240d	0.32	0.35	0.37	0.31			0.35	0.39	0.43	0.35			0.32	0.63	0.81	1.00

注：相关系数处于-0.3~0.3之外的标注准确数字，否则不标注准确数字，可以渐变色深浅区分；股票池为自选港股

资料来源：Wind，华泰研究

总的来说，换手率因子在港股市场中并未展现出类似于流动性因子的稳定解释力，但在刻画市场情绪与资金博弈方面仍具备参考价值。港股通股票池整体 RankIC 优于自选港股股票池，可能提示机构资金偏好下，换手率因子在更具代表性的样本中能够更好反映交易活跃度与价格趋势的互动关系。

换手率因子在自选港股和港股通股票池中的统计指标汇总如下。

图表27：换手率因子统计指标汇总（自选港股股票池）

	RankIC 标准				Top 年化收Bottom 年化				t 均值	t >2 占比
	IC	RankIC	差	RankICIR	Top 胜率	Bottom 胜率	胜率	收益率		
turn_avg_10d	-0.017	-0.006	0.15	-0.04	47.28%	49.61%	3.47%	-0.44%	1.64	0.32
turn_avg_20d	-0.015	-0.009	0.15	-0.06	47.07%	49.23%	2.82%	0.35%	1.61	0.32
turn_avg_40d	-0.011	-0.012	0.16	-0.08	47.03%	48.71%	2.48%	1.72%	1.56	0.29
turn_avg_60d	-0.009	-0.013	0.16	-0.08	47.03%	48.49%	2.95%	1.93%	1.54	0.29
turn_avg_120d	-0.004	-0.011	0.16	-0.06	47.31%	48.54%	3.73%	2.62%	1.55	0.28
turn_avg_240d	-0.003	-0.009	0.17	-0.05	48.12%	48.69%	6.95%	3.12%	1.45	0.27
turn_std_10d	-0.020	-0.002	0.15	-0.01	47.37%	50.01%	3.17%	3.06%	1.45	0.26
turn_std_20d	-0.020	-0.008	0.15	-0.05	47.31%	49.64%	2.35%	3.55%	1.38	0.25
turn_std_40d	-0.017	-0.013	0.15	-0.08	46.79%	49.03%	0.06%	4.63%	1.35	0.24
turn_std_60d	-0.015	-0.015	0.15	-0.10	46.49%	48.72%	-0.44%	5.50%	1.32	0.23
turn_std_120d	-0.011	-0.014	0.16	-0.09	46.45%	48.28%	1.48%	6.30%	1.30	0.22
turn_std_240d	-0.009	-0.010	0.16	-0.07	46.70%	48.47%	2.77%	6.16%	1.22	0.21
turn_amt_20d_60d	0.004	0.005	0.07	0.08	47.63%	52.81%	3.01%	-3.17%	1.50	0.28
turn_amt_20d_120d	0.004	0.005	0.07	0.06	47.82%	52.84%	6.28%	-3.99%	1.73	0.35
turn_amt_40d_120d	0.004	-0.005	0.07	-0.06	47.16%	52.32%	6.16%	-1.64%	1.74	0.35
turn_amt_40d_240d	0.002	0.001	0.08	0.01	47.51%	52.68%	6.81%	-2.59%	1.95	0.41

资料来源：Wind，华泰研究

图表28：换手率因子统计指标汇总（港股通股票池）

	RankIC 标准				Top 年化收Bottom 年化				t 均值	t >2 占比
	IC	RankIC	差	RankICIR	Top 胜率	Bottom 胜率	胜率	收益率		
turn_avg_10d	0.002	-0.013	0.14	-0.09	47.01%	49.75%	8.90%	-0.30%	2.31	0.46
turn_avg_20d	0.002	-0.015	0.15	-0.10	46.95%	49.31%	8.05%	1.29%	2.42	0.49
turn_avg_40d	0.000	-0.016	0.15	-0.11	47.05%	48.88%	9.37%	3.54%	2.44	0.52
turn_avg_60d	-0.003	-0.017	0.15	-0.11	46.78%	49.28%	9.78%	3.46%	2.44	0.52
turn_avg_120d	-0.004	-0.014	0.15	-0.09	46.89%	49.05%	9.35%	3.76%	2.47	0.52
turn_avg_240d	-0.002	-0.011	0.15	-0.08	48.03%	48.84%	12.50%	4.20%	2.37	0.52
turn_std_10d	-0.005	-0.008	0.13	-0.06	46.90%	51.18%	6.12%	-1.38%	1.95	0.39
turn_std_20d	-0.005	-0.012	0.13	-0.09	47.20%	50.68%	5.39%	0.40%	2.04	0.41
turn_std_40d	-0.007	-0.015	0.13	-0.12	46.79%	50.44%	4.82%	0.77%	2.04	0.42
turn_std_60d	-0.008	-0.018	0.13	-0.14	46.52%	50.39%	3.35%	1.92%	2.08	0.42
turn_std_120d	-0.008	-0.017	0.14	-0.12	46.04%	50.17%	5.03%	3.17%	2.20	0.44
turn_std_240d	-0.011	-0.012	0.13	-0.09	46.34%	50.09%	7.11%	2.33%	2.16	0.46
turn_amt_20d_60d	0.000	-0.003	0.10	-0.03	47.09%	51.59%	3.51%	0.63%	1.66	0.32
turn_amt_20d_120d	-0.003	-0.005	0.10	-0.05	47.18%	52.24%	3.22%	0.40%	1.75	0.38
turn_amt_40d_120d	-0.003	-0.012	0.11	-0.11	46.95%	51.90%	2.59%	3.36%	1.81	0.36
turn_amt_40d_240d	0.001	-0.002	0.12	-0.01	47.42%	51.10%	4.77%	4.26%	1.98	0.40

资料来源：Wind，华泰研究

波动率因子

波动率因子是资产定价与风险管理研究中最为核心的指标之一，用于刻画股票价格在特定时间区间内的波动幅度。其理论基础可追溯至 Markowitz（1952）的均值—方差框架，在该框架中，波动率被视为风险的直接度量。随后，Ang 等人（2006）等研究进一步揭示，波动率不仅反映单一资产的风险，还与横截面收益差异密切相关，具体而言，高特质波动率股票往往伴随未来负收益。这一“波动率溢价”现象被普遍解释为投资者对极端下跌风险的规避。

基于此，本文在传统收益率波动的基础上，进一步引入日内振幅及特质波动率相关指标，以更全面地刻画港股市场的波动结构。

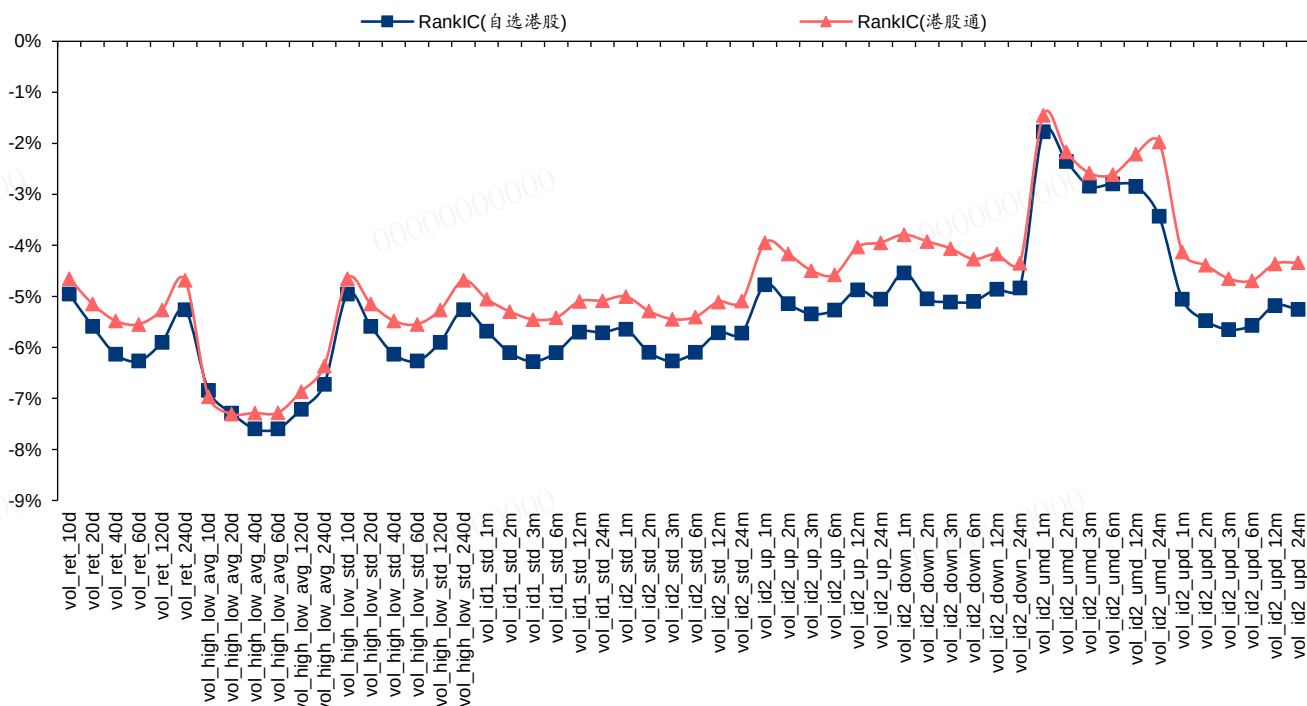
图表29：波动率因子名称及描述

因子名称	描述
vol_ret_Nd	个股最近 N 个交易日收益率标准差 N = 10, 20, 40, 60, 120, 240
vol_high_low_avg_Nd	个股最近 N 个交易日日内振幅均值 日内振幅=最高价/最低价 N = 10, 20, 40, 60, 120, 240
vol_high_low_std_Nd	个股最近 N 个交易日日内振幅标准差 日内振幅=最高价/最低价 N = 10, 20, 40, 60, 120, 240
vol_id1_std_Nm	特质波动率 1, 个股最近 N 个月内日收益率序列对恒生指数日收益率序列进行一元线性回归的残差的标准差 N = 1, 2, 3, 6, 12, 24
vol_id2_std_Nm	特质波动率 2, 个股最近 N 个月内日收益率序列对恒生指数日收益率、对数流通市值因子日收益率、BP 因子收益率序列进行多元线性回归的残差的标准差 N = 1, 2, 3, 6, 12, 24
vol_id2_std_up_Nm	特质波动率 2 计算过程中回归残差的上行波动率
vol_id2_std_down_Nm	特质波动率 2 计算过程中回归残差的下行波动率
vol_id2_std_umd_Nm	特质波动率 2 计算过程中回归残差的上行波动率减下行波动率
vol_id2_std_upd_Nm	特质波动率 2 计算过程中回归残差的上行波动率加下行波动率

资料来源：Wind，华泰研究

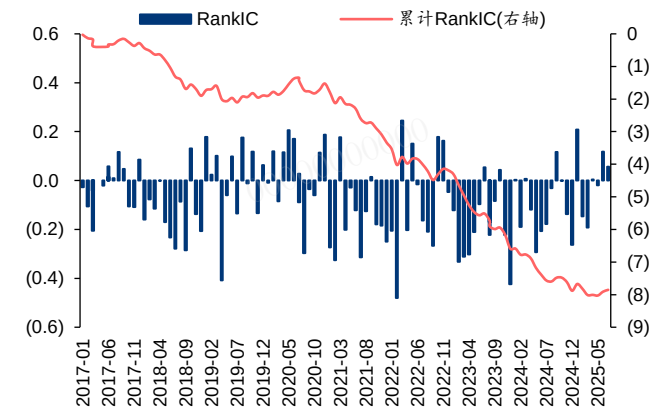
波动率因子展现了稳定的 RankIC，表现最优的是日内振幅均值因子类（vol_high_low_avg_Nd）。不同窗口参数显示波动率因子 RankIC 也随参数窗口呈现 U 型分布，中期（60 日/3 个月）效应最强。对比自选港股和港股通股票池，在自选港股股票池中波动率因子的 RankIC 负向效应更强。

图表30：波动率因子 RankIC 对比（自选港股 vs 港股通股票池）



资料来源：Wind，华泰研究

图表32: vol high low avg 60d 因子 RankIC 表现 (港股通)



资料来源：Wind，华泰研究

图表33: 波动率因子相关性 (自选港股股票池)

[illegible]

资料来源：Wind，华泰研究

波动率因子在自选港股和港股通股票池中的统计指标汇总如下。

图表34：波动率因子统计指标汇总（自选港股股票池）

	RankIC 标准				Top 年化收 Bottom 年化				t 均值	t >2 占比
	IC	RankIC	差	RankICIR	Top 胜率	Bottom 胜率	胜率	收益率		
vol_ret_10d	-0.033	-0.050	0.15	-0.34	44.87%	46.04%	-3.64%	4.58%	2.69	0.52
vol_ret_20d	-0.036	-0.056	0.15	-0.37	44.28%	45.35%	-5.05%	5.58%	2.82	0.55
vol_ret_40d	-0.038	-0.061	0.16	-0.39	43.46%	44.61%	-6.98%	5.73%	2.93	0.59
vol_ret_60d	-0.038	-0.063	0.16	-0.39	43.52%	44.44%	-7.08%	6.24%	2.93	0.59
vol_ret_120d	-0.036	-0.059	0.16	-0.36	43.84%	44.88%	-5.49%	4.35%	2.85	0.59
vol_ret_240d	-0.026	-0.053	0.16	-0.32	44.90%	44.64%	0.95%	4.59%	2.71	0.57
vol_high_low_avg_10d	-0.044	-0.068	0.15	-0.45	43.62%	45.17%	-7.74%	5.15%	2.88	0.58
vol_high_low_avg_20d	-0.047	-0.073	0.16	-0.46	43.42%	44.75%	-7.29%	5.56%	3.04	0.62
vol_high_low_avg_40d	-0.049	-0.076	0.16	-0.48	42.75%	44.48%	-9.78%	6.45%	3.19	0.65
vol_high_low_avg_60d	-0.048	-0.076	0.16	-0.47	42.55%	44.55%	-10.98%	6.02%	3.22	0.64
vol_high_low_avg_120d	-0.042	-0.072	0.17	-0.44	43.10%	44.37%	-9.10%	7.11%	3.16	0.62
vol_high_low_avg_240d	-0.033	-0.067	0.17	-0.40	44.23%	44.50%	-3.46%	6.19%	3.14	0.61
vol_high_low_std_10d	-0.033	-0.050	0.15	-0.34	44.87%	46.04%	-3.64%	4.58%	2.69	0.52
vol_high_low_std_20d	-0.036	-0.056	0.15	-0.37	44.28%	45.35%	-5.05%	5.58%	2.82	0.55
vol_high_low_std_40d	-0.038	-0.061	0.16	-0.39	43.46%	44.61%	-6.98%	5.73%	2.93	0.59
vol_high_low_std_60d	-0.038	-0.063	0.16	-0.39	43.52%	44.44%	-7.08%	6.24%	2.93	0.59
vol_high_low_std_120d	-0.036	-0.059	0.16	-0.36	43.84%	44.88%	-5.49%	4.35%	2.85	0.59
vol_high_low_std_240d	-0.026	-0.053	0.16	-0.32	44.90%	44.64%	0.95%	4.59%	2.71	0.57
vol_id1_std_1m	-0.037	-0.057	0.13	-0.44	44.04%	45.35%	-5.79%	6.56%	2.61	0.52
vol_id1_std_2m	-0.037	-0.061	0.13	-0.45	43.45%	44.71%	-6.84%	6.81%	2.70	0.54
vol_id1_std_3m	-0.038	-0.063	0.14	-0.46	43.35%	44.32%	-7.59%	7.69%	2.68	0.54
vol_id1_std_6m	-0.038	-0.061	0.14	-0.44	43.45%	44.94%	-8.12%	5.12%	2.65	0.53
vol_id1_std_12m	-0.035	-0.057	0.14	-0.42	44.30%	44.90%	-5.33%	4.97%	2.61	0.54
vol_id1_std_24m	-0.036	-0.057	0.14	-0.42	43.53%	45.05%	-10.06%	4.58%	2.59	0.54
vol_id2_std_1m	-0.038	-0.056	0.13	-0.44	44.02%	45.35%	-6.26%	6.54%	2.59	0.52
vol_id2_std_2m	-0.038	-0.061	0.13	-0.46	43.55%	44.76%	-7.03%	6.68%	2.69	0.54
vol_id2_std_3m	-0.039	-0.063	0.14	-0.46	43.31%	44.30%	-7.76%	7.82%	2.68	0.54
vol_id2_std_6m	-0.038	-0.061	0.14	-0.44	43.46%	44.95%	-8.09%	5.15%	2.65	0.54
vol_id2_std_12m	-0.036	-0.057	0.14	-0.42	44.39%	44.89%	-4.97%	4.97%	2.60	0.54
vol_id2_std_24m	-0.036	-0.057	0.14	-0.42	43.57%	45.07%	-9.91%	4.51%	2.58	0.54
vol_id2_up_1m	-0.030	-0.048	0.11	-0.42	44.42%	46.26%	-5.90%	7.14%	2.22	0.43
vol_id2_up_2m	-0.029	-0.051	0.12	-0.44	43.64%	45.56%	-6.34%	7.34%	2.25	0.43
vol_id2_up_3m	-0.030	-0.053	0.12	-0.45	43.34%	45.29%	-6.98%	7.17%	2.25	0.46
vol_id2_up_6m	-0.030	-0.053	0.12	-0.43	43.32%	46.05%	-8.44%	5.16%	2.21	0.46
vol_id2_up_12m	-0.028	-0.049	0.12	-0.41	44.06%	46.20%	-5.57%	3.66%	2.14	0.45
vol_id2_up_24m	-0.030	-0.051	0.12	-0.43	43.83%	46.09%	-6.12%	4.02%	2.14	0.46
vol_id2_down_1m	-0.036	-0.045	0.12	-0.39	45.47%	46.32%	-5.25%	6.67%	2.33	0.48
vol_id2_down_2m	-0.039	-0.050	0.12	-0.43	45.43%	45.29%	-4.97%	7.79%	2.46	0.52
vol_id2_down_3m	-0.040	-0.051	0.12	-0.43	45.45%	45.09%	-4.82%	8.92%	2.49	0.53
vol_id2_down_6m	-0.043	-0.051	0.12	-0.42	45.34%	45.14%	-7.31%	7.60%	2.51	0.53
vol_id2_down_12m	-0.039	-0.049	0.12	-0.40	45.51%	45.08%	-6.97%	7.99%	2.55	0.52
vol_id2_down_24m	-0.039	-0.048	0.12	-0.40	44.96%	45.16%	-9.25%	7.88%	2.52	0.52
vol_id2_umd_1m	-0.007	-0.018	0.06	-0.31	45.23%	51.45%	-2.36%	2.32%	1.67	0.32
vol_id2_umd_2m	-0.007	-0.024	0.07	-0.33	44.56%	51.41%	-0.90%	0.83%	1.74	0.31
vol_id2_umd_3m	-0.011	-0.028	0.07	-0.39	44.10%	51.10%	-1.44%	1.68%	1.75	0.33
vol_id2_umd_6m	-0.011	-0.028	0.08	-0.34	44.07%	50.77%	-2.21%	-0.63%	1.72	0.34
vol_id2_umd_12m	-0.014	-0.028	0.08	-0.34	44.32%	50.83%	-0.47%	-1.45%	1.67	0.32
vol_id2_umd_24m	-0.017	-0.034	0.09	-0.40	44.19%	49.97%	0.41%	-1.31%	1.76	0.36
vol_id2_upd_1m	-0.036	-0.051	0.12	-0.42	44.45%	45.80%	-6.56%	7.27%	2.42	0.47
vol_id2_upd_2m	-0.037	-0.055	0.12	-0.45	43.64%	45.08%	-7.92%	7.83%	2.49	0.49
vol_id2_upd_3m	-0.037	-0.056	0.12	-0.46	43.44%	44.76%	-8.64%	8.49%	2.49	0.51
vol_id2_upd_6m	-0.037	-0.056	0.12	-0.45	43.59%	45.42%	-8.55%	5.74%	2.42	0.50
vol_id2_upd_12m	-0.034	-0.052	0.12	-0.42	44.36%	45.49%	-5.98%	4.90%	2.36	0.51
vol_id2_upd_24m	-0.035	-0.053	0.12	-0.44	43.84%	45.28%	-9.29%	5.39%	2.33	0.50
vol_ret_10d	-0.033	-0.050	0.15	-0.34	44.87%	46.04%	-3.64%	4.58%	2.69	0.52
vol_ret_20d	-0.036	-0.056	0.15	-0.37	44.28%	45.35%	-5.05%	5.58%	2.82	0.55

资料来源：Wind，华泰研究

图表35：波动率因子统计指标汇总（港股通股票池）

	RankIC 标准				Top 年化收 Bottom 年化				t 均值	t >2 占比
	IC	RankIC	差	RankICIR	Top 胜率	Bottom 胜率	胜率	收益率		
vol_ret_10d	-0.034	-0.047	0.17	-0.27	45.55%	47.17%	-2.91%	7.18%	2.80	0.55
vol_ret_20d	-0.037	-0.051	0.18	-0.28	45.05%	46.14%	-4.66%	9.51%	3.02	0.58
vol_ret_40d	-0.042	-0.055	0.19	-0.30	44.75%	45.81%	-3.61%	10.33%	3.13	0.59
vol_ret_60d	-0.048	-0.055	0.19	-0.29	44.14%	46.28%	-7.27%	9.96%	3.19	0.59
vol_ret_120d	-0.049	-0.053	0.19	-0.28	44.57%	46.42%	-4.08%	10.00%	3.25	0.59
vol_ret_240d	-0.041	-0.047	0.19	-0.25	45.04%	46.56%	-0.86%	9.36%	3.20	0.59
vol_high_low_avg_10d	-0.047	-0.070	0.20	-0.34	44.38%	44.05%	-5.00%	8.77%	3.39	0.60
vol_high_low_avg_20d	-0.050	-0.073	0.21	-0.35	44.04%	43.39%	-5.58%	9.85%	3.61	0.64
vol_high_low_avg_40d	-0.052	-0.073	0.21	-0.34	43.54%	43.06%	-7.10%	10.33%	3.73	0.65
vol_high_low_avg_60d	-0.054	-0.073	0.21	-0.34	43.37%	43.49%	-7.53%	9.76%	3.77	0.65
vol_high_low_avg_120d	-0.050	-0.069	0.22	-0.32	43.92%	43.95%	-3.62%	9.21%	3.78	0.64
vol_high_low_avg_240d	-0.041	-0.064	0.22	-0.30	44.77%	44.46%	-0.28%	8.50%	3.75	0.65
vol_high_low_std_10d	-0.034	-0.047	0.17	-0.27	45.55%	47.17%	-2.91%	7.18%	2.80	0.55
vol_high_low_std_20d	-0.037	-0.051	0.18	-0.28	45.05%	46.14%	-4.66%	9.51%	3.02	0.58
vol_high_low_std_40d	-0.042	-0.055	0.19	-0.30	44.75%	45.81%	-3.61%	10.33%	3.13	0.59
vol_high_low_std_60d	-0.048	-0.055	0.19	-0.29	44.14%	46.28%	-7.27%	9.96%	3.19	0.59
vol_high_low_std_120d	-0.049	-0.053	0.19	-0.28	44.57%	46.42%	-4.08%	10.00%	3.25	0.59
vol_high_low_std_240d	-0.041	-0.047	0.19	-0.25	45.04%	46.56%	-0.86%	9.36%	3.20	0.59
vol_id1_std_1m	-0.037	-0.050	0.16	-0.33	45.06%	46.46%	-4.59%	10.36%	2.75	0.54
vol_id1_std_2m	-0.041	-0.053	0.16	-0.33	44.95%	46.10%	-4.08%	11.44%	2.81	0.54
vol_id1_std_3m	-0.048	-0.055	0.16	-0.34	43.95%	46.29%	-7.75%	11.25%	2.85	0.54
vol_id1_std_6m	-0.052	-0.054	0.17	-0.33	44.36%	46.56%	-6.70%	11.04%	2.92	0.55
vol_id1_std_12m	-0.050	-0.051	0.16	-0.31	44.45%	46.96%	-6.63%	9.36%	2.91	0.55
vol_id1_std_24m	-0.049	-0.051	0.16	-0.31	44.06%	46.50%	-8.67%	10.73%	2.80	0.54
vol_id2_std_1m	-0.037	-0.050	0.15	-0.33	45.12%	46.47%	-4.44%	10.32%	2.71	0.53
vol_id2_std_2m	-0.041	-0.053	0.16	-0.33	44.96%	46.09%	-4.26%	11.41%	2.80	0.54
vol_id2_std_3m	-0.048	-0.054	0.16	-0.34	43.99%	46.35%	-7.63%	11.23%	2.85	0.55
vol_id2_std_6m	-0.052	-0.054	0.17	-0.33	44.46%	46.60%	-6.22%	11.02%	2.91	0.54
vol_id2_std_12m	-0.050	-0.051	0.16	-0.31	44.43%	46.92%	-6.39%	9.57%	2.91	0.54
vol_id2_std_24m	-0.049	-0.051	0.16	-0.31	44.03%	46.50%	-8.83%	10.79%	2.80	0.54
vol_id2_up_1m	-0.033	-0.039	0.13	-0.31	45.44%	47.45%	-5.16%	10.03%	2.22	0.43
vol_id2_up_2m	-0.039	-0.042	0.13	-0.32	44.85%	47.18%	-5.93%	9.35%	2.30	0.46
vol_id2_up_3m	-0.047	-0.045	0.13	-0.34	44.08%	47.16%	-9.08%	9.84%	2.36	0.48
vol_id2_up_6m	-0.050	-0.046	0.14	-0.34	44.30%	47.09%	-6.72%	9.84%	2.46	0.49
vol_id2_up_12m	-0.048	-0.040	0.13	-0.30	44.84%	47.28%	-5.74%	9.11%	2.44	0.48
vol_id2_up_24m	-0.044	-0.039	0.13	-0.30	44.51%	47.39%	-8.81%	10.10%	2.32	0.48
vol_id2_down_1m	-0.027	-0.038	0.13	-0.28	46.68%	47.60%	-2.28%	11.32%	2.24	0.47
vol_id2_down_2m	-0.030	-0.039	0.14	-0.28	46.81%	46.92%	-0.88%	12.59%	2.33	0.48
vol_id2_down_3m	-0.035	-0.041	0.14	-0.29	46.68%	47.26%	-2.10%	12.35%	2.42	0.49
vol_id2_down_6m	-0.042	-0.043	0.15	-0.29	46.49%	47.28%	-3.94%	12.71%	2.48	0.49
vol_id2_down_12m	-0.040	-0.042	0.15	-0.28	45.91%	47.87%	-2.56%	11.00%	2.57	0.52
vol_id2_down_24m	-0.045	-0.043	0.14	-0.30	45.35%	47.19%	-6.42%	13.00%	2.62	0.52
vol_id2_umd_1m	-0.016	-0.014	0.07	-0.20	46.15%	50.80%	-0.87%	5.93%	1.61	0.30
vol_id2_umd_2m	-0.022	-0.022	0.08	-0.27	45.26%	50.92%	-3.96%	4.24%	1.64	0.30
vol_id2_umd_3m	-0.030	-0.026	0.08	-0.32	44.28%	50.64%	-6.77%	5.84%	1.71	0.33
vol_id2_umd_6m	-0.028	-0.026	0.08	-0.32	44.06%	50.66%	-5.92%	3.26%	1.74	0.34
vol_id2_umd_12m	-0.031	-0.022	0.08	-0.26	45.19%	50.69%	-1.79%	2.82%	1.65	0.31
vol_id2_umd_24m	-0.025	-0.020	0.09	-0.22	44.69%	50.95%	-3.19%	2.40%	1.70	0.33
vol_id2_upd_1m	-0.033	-0.041	0.14	-0.30	45.75%	47.11%	-4.56%	10.72%	2.39	0.47
vol_id2_upd_2m	-0.039	-0.044	0.14	-0.31	45.25%	46.78%	-4.81%	11.25%	2.47	0.50
vol_id2_upd_3m	-0.047	-0.047	0.14	-0.33	44.59%	46.78%	-7.42%	11.76%	2.54	0.51
vol_id2_upd_6m	-0.051	-0.047	0.14	-0.33	44.66%	46.92%	-6.96%	11.98%	2.60	0.50
vol_id2_upd_12m	-0.049	-0.044	0.14	-0.31	44.51%	47.35%	-7.22%	9.81%	2.60	0.50
vol_id2_upd_24m	-0.048	-0.043	0.14	-0.31	44.96%	46.78%	-7.89%	11.87%	2.50	0.51
vol_ret_10d	-0.034	-0.047	0.17	-0.27	45.55%	47.17%	-2.91%	7.18%	2.80	0.55
vol_ret_20d	-0.037	-0.051	0.18	-0.28	45.05%	46.14%	-4.66%	9.51%	3.02	0.58

资料来源：Wind，华泰研究

技术因子

技术因子主要基于市场微观结构与投资者行为之间的互动逻辑，强调价格、收益率、换手率等变量之间的复杂交互特征。传统技术分析早已提出“价量关系”（如量价齐升、量价背离等）能够揭示趋势延续或反转的可能性，而随着因子挖掘技术的进步，更多技术因子被低成本地构造出来，海量复杂技术因子虽无明确逻辑，却仍可能提供独一无二的解释力。

在因子构建层面，本文引入多类技术因子，例如价量相关性因子、情绪因子等。对于价量相关性因子，我们用 Pearson 相关系数衡量量价之间的同步关系，在价领先一阶、量领先一阶、量价同步三种场景下衡量收盘价/收益率与换手率之间的关系。其逻辑可能在于，当价量正相关时，往往反映资金追涨或恐慌抛售的羊群行为；当价量负相关时，则可能体现获利回吐或逆向交易的压力。价量相关性的动态变化能够帮助识别市场情绪和趋势延续性。此外，本文还引入若干常见的技术指标，以刻画股票的价格位置和收益分布特征。

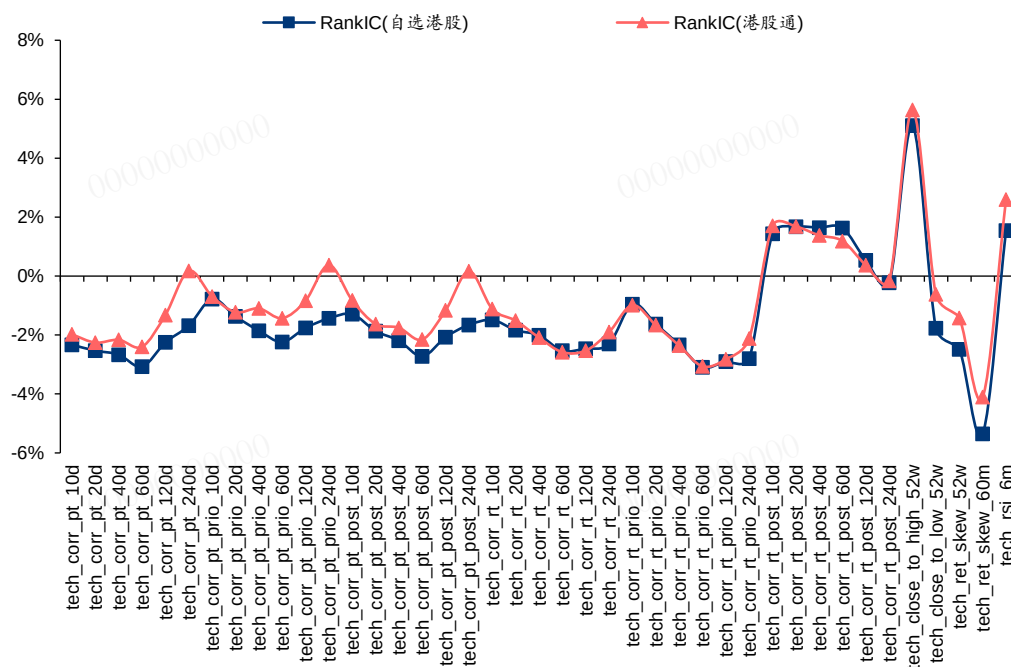
图表36：技术因子名称及描述

因子名称	描述
tech_corr_pt_Nd	个股最近 N 个交易日当日收盘价和当日换手率的相关系数 N = 10, 20, 40, 60, 120, 240
tech_corr_pt_prio_Nd	个股最近 N 个交易日前日收盘价和当日换手率的相关系数 N = 10, 20, 40, 60, 120, 240
tech_corr_pt_post_Nd	个股最近 N 个交易日当日收盘价和前日换手率的相关系数 N = 10, 20, 40, 60, 120, 240
tech_corr_rt_Nd	个股最近 N 个交易日当日收益率和当日换手率的相关系数 N = 10, 20, 40, 60, 120, 240
tech_corr_rt_prio_Nd	个股最近 N 个交易日前日收益率和当日换手率的相关系数 N = 10, 20, 40, 60, 120, 240
tech_corr_rt_post_Nd	个股最近 N 个交易日当日收益率和前日换手率的相关系数 N = 10, 20, 40, 60, 120, 240
tech_close_to_high_52	个股收盘价/52 周最高价
tech_close_to_low_52	个股收盘价/52 周最低价
tech_ret_skew_52w	个股最近 52 周每周回报的偏度系数
tech_ret_skew_60m	个股最近 60 月每月回报的偏度系数
tech_rsi_6m	个股最近 6 月相对强弱指数

资料来源：Wind，华泰研究

类似于换手率因子，价量相关性技术因子的 RankIC 也呈现明显的窗口期效应，短期与长期窗口均相对较弱，而 60 日中期窗口表现偏强，价量相关性越强预测了越高的负向收益。与换手率不同的是，自选港股股票池的 RankIC 略强于港股通，尽管幅度较小。

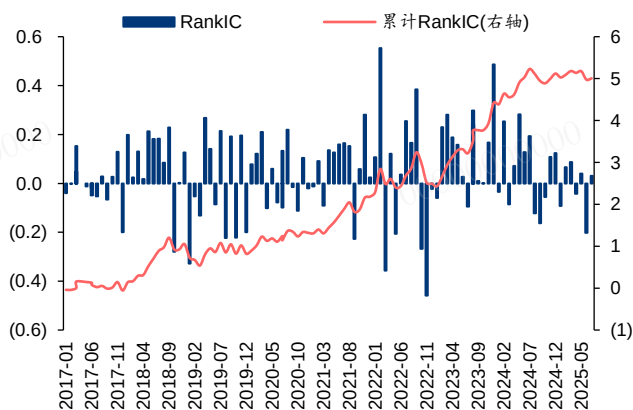
图表37：技术因子 RankIC 对比（自选港股 vs 港股通股票池）



资料来源：Wind，华泰研究

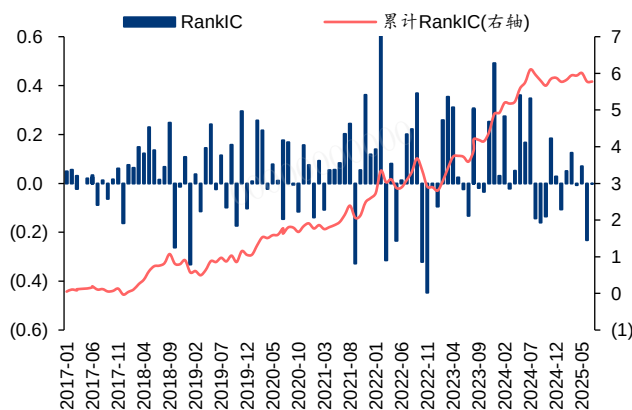
表现较优的因子包括 tech_close_to_high_52w 和 tech_ret_skew_60m，以 tech_close_to_high_52w 为例，其累计 RankIC 如下图所示，总体正向趋势较为稳定，但存在一定程度波动，近一年来表现较为平庸。

图表38：tech_close_to_high_52w 因子 RankIC 表现（自选港股）



资料来源：Wind，华泰研究

图表39：tech_close_to_high_52w 因子 RankIC 表现（港股通）



资料来源：Wind，华泰研究

从相关性上看，技术因子总体相关性并不高。价量相关性因子（tech_corr 类因子）内部相关性较高，位置类与分布特征类因子（如 tech_close_to_high_52w 和 tech_ret_skew_60m）与价量相关性因子相关程度低。

图表40：技术因子相关性（自选港股股票池）

	tech_corr_pt_10d	tech_corr_pt_20d	tech_corr_pt_40d	tech_corr_pt_60d	tech_corr_pt_120d	tech_corr_pt_240d	tech_corr_pt_prio_10d	tech_corr_pt_prio_20d	tech_corr_pt_prio_40d	tech_corr_pt_prio_60d	tech_corr_pt_prio_120d	tech_corr_pt_prio_240d	tech_corr_pt_post_10d	tech_corr_pt_post_20d	tech_corr_pt_post_40d	tech_corr_pt_post_60d	tech_corr_pt_post_120d	tech_corr_pt_post_240d	tech_corr_rt_10d	tech_corr_rt_20d	tech_corr_rt_40d	tech_corr_rt_60d	tech_corr_rt_120d	tech_corr_rt_240d	tech_corr_rt_prio_10d	tech_corr_rt_prio_20d	tech_corr_rt_prio_40d	tech_corr_rt_prio_60d	tech_corr_rt_prio_120d	tech_corr_rt_prio_240d	tech_corr_rt_post_10d	tech_corr_rt_post_20d	tech_corr_rt_post_40d	tech_corr_rt_post_60d	tech_corr_rt_post_120d	tech_corr_rt_post_240d	tech_close_to_high_52w	tech_close_to_low_52w	tech_ret_skew_52w	tech_ret_skew_60m	tech_rsi_6m							
tech_corr_pt_10d	1.00	0.57	0.33																																													
tech_corr_pt_20d	0.57	1.00	0.58	0.42																																												
tech_corr_pt_40d	0.33	0.58	1.00	0.74	0.42																																											
tech_corr_pt_60d	0.42	0.74	1.00	0.98	0.32																																											
tech_corr_pt_120d	0.42	0.58	1.00	0.57																																												
tech_corr_pt_240d	0.32	0.57	1.00																																													
tech_corr_pt_prio_10d	0.41						1.00	0.51																																								
tech_corr_pt_prio_20d	0.62	0.39					0.51	1.00	0.52	0.36																																						
tech_corr_pt_prio_40d	0.38	0.77	0.59	0.34			0.52	1.00	0.70	0.37																																						
tech_corr_pt_prio_60d	0.57	0.84	0.50				0.36	0.70	1.00	0.54																																						
tech_corr_pt_prio_120d	0.33	0.48	0.91	0.52			0.37	0.54	1.00	0.54																																						
tech_corr_pt_prio_240d	0.41	0.50	0.95				0.54	1.00																																								
tech_corr_pt_post_10d	0.58	0.41					1.00	0.53																																								
tech_corr_pt_post_20d	0.38	0.78	0.51	0.37			0.52	1.00	0.55	0.39																																						
tech_corr_pt_post_40d	0.47	0.90	0.69	0.40			0.32	0.72	0.56	0.32																																						
tech_corr_pt_post_60d	0.35	0.66	0.93	0.56	0.31		0.55	1.00	0.72	0.40																																						
tech_corr_pt_post_120d	0.38	0.54	0.97	0.58			0.31	0.47	0.99	0.50																																						
tech_corr_pt_post_240d	0.32	0.54	0.96				0.51	0.94																																								
tech_corr_rt_10d	0.53						0.34																																									
tech_corr_rt_20d	0.39	0.50					0.41																																									
tech_corr_rt_40d	0.39	0.47	0.34				0.34	0.42	0.31																																							
tech_corr_rt_60d	0.31	0.43	0.45				0.40	0.42	0.51	0.44																																						
tech_corr_rt_120d	0.32	0.37	0.41				0.36	0.40																																								
tech_corr_rt_240d	0.32	0.37	0.41				0.36	0.40																																								
tech_corr_rt_prio_10d	0.31						0.38																																									
tech_corr_rt_prio_20d	0.37						0.32																																									
tech_corr_rt_prio_40d	0.31	0.41	0.31				0.30	0.40	0.30																																							
tech_corr_rt_prio_60d	0.39	0.42					0.38	0.42																																								
tech_corr_rt_prio_120d	0.30	0.37	0.43				0.36	0.43																																								
tech_corr_rt_prio_240d	0.30	0.37	0.43				0.36	0.43																																								
tech_corr_rt_post_10d	-0.43																																															
tech_corr_rt_post_20d	-0.36																																															
tech_corr_rt_post_40d																																																

注：相关系数处于-0.3~0.3之外的标注准确数字，否则不标注准确数字，可以渐变色深浅区分；股票池为自选港股

资料来源：Wind，华泰研究

整体来看，技术因子为量价因子提供了有益补充视角，价量相关性因子或在一定程度上反映了投资者情绪与市场动能，位置类与分布特征类因子（如 tech_close_to_high_52w 和 tech_ret_skew_60m）则在识别趋势延续与风险结构方面具有稳定贡献。

技术因子在自选港股和港股通股票池中的统计指标汇总如下。

图表41：技术因子统计指标汇总（自选港股股票池）

	RankIC 标准				Top 年化收Bottom 年化				t 均值	t >2 占比
	IC	RankIC	差	RankICIR	Top 胜率	Bottom 胜率	胜率	收益率		
tech_corr_pt_10d	-0.006	-0.023	0.06	-0.39	47.14%	48.54%	4.01%	5.86%	1.29	0.20
tech_corr_pt_20d	-0.005	-0.025	0.06	-0.41	46.76%	48.29%	3.39%	5.74%	1.33	0.22
tech_corr_pt_40d	-0.005	-0.027	0.07	-0.38	46.64%	48.07%	3.46%	5.56%	1.41	0.24
tech_corr_pt_60d	-0.007	-0.031	0.07	-0.42	46.73%	48.13%	5.62%	4.87%	1.50	0.28
tech_corr_pt_120d	-0.002	-0.023	0.08	-0.26	47.24%	48.38%	7.86%	6.60%	1.74	0.34
tech_corr_pt_240d	0.002	-0.017	0.09	-0.19	47.38%	49.23%	8.07%	5.86%	1.90	0.40
tech_corr_pt_prio_10d	-0.004	-0.008	0.05	-0.15	48.92%	49.70%	3.96%	6.82%	1.14	0.15
tech_corr_pt_prio_20d	-0.005	-0.014	0.06	-0.24	48.32%	49.39%	3.57%	6.44%	1.22	0.18
tech_corr_pt_prio_40d	-0.008	-0.019	0.07	-0.29	47.93%	48.71%	3.71%	7.31%	1.35	0.22
tech_corr_pt_prio_60d	-0.008	-0.022	0.07	-0.31	47.49%	48.20%	5.19%	8.68%	1.50	0.28
tech_corr_pt_prio_120d	-0.002	-0.018	0.08	-0.21	47.80%	48.57%	8.06%	6.72%	1.71	0.34
tech_corr_pt_prio_240d	0.002	-0.014	0.09	-0.16	47.84%	49.08%	8.37%	7.90%	1.90	0.40
tech_corr_pt_post_10d	-0.001	-0.013	0.06	-0.23	48.71%	49.12%	6.66%	5.50%	1.19	0.17
tech_corr_pt_post_20d	-0.001	-0.019	0.06	-0.30	47.95%	48.72%	5.97%	5.77%	1.33	0.22
tech_corr_pt_post_40d	-0.002	-0.022	0.07	-0.32	47.22%	48.62%	4.67%	4.54%	1.41	0.24
tech_corr_pt_post_60d	-0.004	-0.027	0.07	-0.37	47.12%	48.19%	6.59%	5.08%	1.48	0.27
tech_corr_pt_post_120d	0.000	-0.021	0.09	-0.24	47.36%	48.46%	8.24%	6.78%	1.74	0.35
tech_corr_pt_post_240d	0.002	-0.017	0.09	-0.18	47.32%	49.17%	7.73%	6.20%	1.92	0.40
tech_corr_rt_10d	0.000	-0.015	0.06	-0.25	47.72%	49.12%	5.93%	4.84%	1.27	0.21
tech_corr_rt_20d	0.002	-0.018	0.06	-0.30	47.40%	48.64%	6.21%	4.51%	1.22	0.19
tech_corr_rt_40d	0.005	-0.020	0.06	-0.32	47.29%	49.03%	7.87%	2.94%	1.22	0.20
tech_corr_rt_60d	0.003	-0.025	0.06	-0.42	47.01%	48.86%	6.80%	3.04%	1.18	0.17
tech_corr_rt_120d	0.002	-0.025	0.07	-0.38	46.65%	48.57%	6.88%	2.85%	1.31	0.22
tech_corr_rt_240d	0.004	-0.023	0.06	-0.36	46.47%	49.45%	7.52%	0.35%	1.37	0.23
tech_corr_rt_prio_10d	0.000	-0.010	0.05	-0.18	48.66%	49.18%	5.27%	5.46%	1.11	0.15
tech_corr_rt_prio_20d	-0.003	-0.016	0.06	-0.28	47.49%	48.58%	3.72%	6.26%	1.21	0.18
tech_corr_rt_prio_40d	-0.004	-0.023	0.07	-0.35	46.53%	48.20%	3.79%	5.65%	1.37	0.22
tech_corr_rt_prio_60d	-0.008	-0.031	0.07	-0.45	46.31%	47.74%	3.86%	7.72%	1.39	0.23
tech_corr_rt_prio_120d	-0.006	-0.029	0.08	-0.38	45.65%	47.90%	3.01%	5.54%	1.58	0.30
tech_corr_rt_prio_240d	-0.004	-0.028	0.08	-0.33	45.83%	48.30%	5.66%	5.30%	1.68	0.32
tech_corr_rt_post_10d	0.008	0.014	0.05	0.29	50.66%	50.92%	6.53%	3.15%	1.08	0.14
tech_corr_rt_post_20d	0.010	0.017	0.05	0.33	50.68%	51.19%	6.83%	3.32%	1.11	0.15
tech_corr_rt_post_40d	0.011	0.016	0.05	0.33	51.04%	51.35%	8.26%	0.92%	1.10	0.16
tech_corr_rt_post_60d	0.014	0.016	0.05	0.32	50.98%	51.47%	8.14%	-0.52%	1.16	0.16
tech_corr_rt_post_120d	0.008	0.005	0.05	0.11	49.64%	51.42%	6.36%	-0.65%	1.02	0.13
tech_corr_rt_post_240d	0.005	-0.002	0.05	-0.04	49.55%	50.11%	7.71%	4.30%	1.18	0.16
tech_close_to_high_52w	0.043	0.051	0.18	0.29	53.63%	54.13%	17.78%	-0.02%	3.59	0.64
tech_close_to_low_52w	0.007	-0.018	0.11	-0.17	47.95%	48.20%	11.13%	-1.03%	2.23	0.40
tech_ret_skew_52w	-0.004	-0.025	0.06	-0.39	46.24%	49.58%	3.50%	0.98%	1.41	0.26
tech_ret_skew_60m	-0.029	-0.053	0.08	-0.71	45.51%	46.83%	-2.54%	7.45%	1.70	0.34
tech_rsi_6m	0.028	0.015	0.11	0.14	50.58%	50.65%	15.59%	1.19%	2.30	0.49

资料来源：Wind，华泰研究

图表42：技术因子统计指标汇总（港股通股票池）

	RankIC 标准				Top 年化收Bottom 年化				t 均值	t >2 占比
	IC	RankIC	差	RankICIR	Top 胜率	Bottom 胜率	胜率	收益率		
tech_corr_pt_10d	-0.005	-0.020	0.08	-0.24	47.19%	48.91%	5.07%	5.82%	1.39	0.24
tech_corr_pt_20d	-0.005	-0.023	0.09	-0.26	46.51%	48.62%	2.30%	6.47%	1.43	0.25
tech_corr_pt_40d	-0.002	-0.022	0.10	-0.23	46.82%	48.11%	4.06%	6.62%	1.59	0.31
tech_corr_pt_60d	-0.003	-0.024	0.10	-0.24	47.27%	48.22%	7.09%	5.81%	1.67	0.32
tech_corr_pt_120d	0.008	-0.013	0.11	-0.12	47.75%	49.70%	11.56%	4.46%	1.88	0.38
tech_corr_pt_240d	0.022	0.002	0.12	0.01	48.04%	51.08%	11.40%	0.95%	2.01	0.43
tech_corr_pt_prio_10d	-0.002	-0.007	0.08	-0.09	49.20%	49.65%	5.00%	6.92%	1.24	0.19
tech_corr_pt_prio_20d	-0.002	-0.012	0.08	-0.15	48.55%	49.33%	4.88%	6.72%	1.32	0.21
tech_corr_pt_prio_40d	0.003	-0.011	0.09	-0.12	48.44%	48.87%	7.53%	6.23%	1.54	0.30
tech_corr_pt_prio_60d	0.002	-0.014	0.10	-0.15	48.31%	48.63%	9.01%	6.68%	1.60	0.31
tech_corr_pt_prio_120d	0.010	-0.008	0.11	-0.08	48.11%	49.91%	10.52%	4.51%	1.81	0.37
tech_corr_pt_prio_240d	0.022	0.004	0.12	0.03	48.28%	51.07%	10.84%	1.06%	2.01	0.43
tech_corr_pt_post_10d	0.003	-0.008	0.08	-0.11	49.05%	49.45%	7.85%	5.70%	1.30	0.21
tech_corr_pt_post_20d	0.000	-0.016	0.08	-0.20	47.94%	48.94%	5.24%	5.79%	1.38	0.23
tech_corr_pt_post_40d	0.001	-0.018	0.09	-0.19	47.69%	48.38%	6.18%	5.66%	1.55	0.31
tech_corr_pt_post_60d	-0.001	-0.022	0.10	-0.22	47.59%	48.14%	8.15%	6.19%	1.63	0.31
tech_corr_pt_post_120d	0.009	-0.012	0.11	-0.10	47.74%	49.52%	11.54%	5.21%	1.88	0.39
tech_corr_pt_post_240d	0.022	0.002	0.12	0.01	47.84%	51.19%	10.30%	0.83%	2.02	0.43
tech_corr_rt_10d	0.002	-0.011	0.08	-0.13	48.21%	49.26%	8.32%	5.61%	1.39	0.25
tech_corr_rt_20d	0.000	-0.015	0.08	-0.18	47.68%	48.81%	6.02%	6.21%	1.39	0.25
tech_corr_rt_40d	-0.003	-0.021	0.08	-0.25	47.24%	49.00%	4.45%	4.49%	1.37	0.23
tech_corr_rt_60d	-0.008	-0.026	0.08	-0.31	47.18%	48.70%	2.12%	5.73%	1.36	0.23
tech_corr_rt_120d	-0.008	-0.025	0.09	-0.27	46.65%	48.16%	4.13%	6.49%	1.50	0.26
tech_corr_rt_240d	-0.003	-0.019	0.09	-0.21	46.62%	49.36%	5.05%	4.23%	1.45	0.26
tech_corr_rt_prio_10d	-0.001	-0.010	0.08	-0.13	48.85%	49.22%	6.10%	5.68%	1.19	0.19
tech_corr_rt_prio_20d	-0.006	-0.017	0.08	-0.20	47.80%	48.41%	4.48%	7.14%	1.33	0.22
tech_corr_rt_prio_40d	-0.007	-0.024	0.09	-0.26	47.22%	47.50%	4.59%	8.16%	1.44	0.26
tech_corr_rt_prio_60d	-0.013	-0.031	0.10	-0.32	47.11%	46.83%	4.06%	9.51%	1.57	0.30
tech_corr_rt_prio_120d	-0.011	-0.028	0.11	-0.26	46.09%	47.05%	3.68%	8.30%	1.76	0.33
tech_corr_rt_prio_240d	-0.003	-0.021	0.11	-0.19	47.45%	48.60%	9.05%	6.92%	1.82	0.35
tech_corr_rt_post_10d	0.012	0.017	0.07	0.25	50.78%	51.19%	7.75%	2.96%	1.14	0.17
tech_corr_rt_post_20d	0.012	0.017	0.07	0.24	50.88%	51.25%	7.69%	3.31%	1.11	0.15
tech_corr_rt_post_40d	0.010	0.014	0.07	0.20	50.54%	51.11%	5.46%	2.33%	1.08	0.15
tech_corr_rt_post_60d	0.009	0.012	0.07	0.17	50.52%	51.00%	5.66%	2.30%	1.08	0.15
tech_corr_rt_post_120d	0.000	0.004	0.07	0.05	49.39%	51.10%	4.99%	4.38%	1.07	0.12
tech_corr_rt_post_240d	-0.003	-0.002	0.08	-0.02	49.95%	49.56%	7.20%	8.87%	1.29	0.21
tech_close_to_high_52w	0.064	0.056	0.19	0.30	52.79%	55.48%	16.92%	-3.73%	3.51	0.64
tech_close_to_low_52w	0.015	-0.006	0.15	-0.04	48.89%	49.13%	9.98%	1.36%	2.48	0.49
tech_ret_skew_52w	-0.006	-0.014	0.09	-0.15	46.99%	50.72%	2.66%	0.91%	1.51	0.27
tech_ret_skew_60m	-0.027	-0.041	0.10	-0.40	46.21%	46.99%	2.41%	11.62%	1.74	0.35
tech_rsi_6m	0.037	0.026	0.14	0.19	50.73%	51.67%	12.60%	0.64%	2.45	0.51

资料来源：Wind，华泰研究

基本面因子

在下文中，我们将对以下 8 类基本面因子进行测试：市值因子、成长因子、价值因子、红利因子、盈利能力因子、盈利质量因子、偿债能力因子、营运效率因子。

市值因子

市值因子是衡量公司在市场中规模效应与系统性风险溢价的重要指标，也是资产定价模型中最为经典的因子之一。早在 Fama 和 French (1993) 的三因子模型中，Size 因子就被提出用以解释传统资本资产定价模型（CAPM）无法解释的横截面收益差异。研究表明，小市值股票相较于大市值股票，往往具有更高的预期收益率，这种“规模效应”在不同市场均有较为显著的表现。

市值因子不仅是解释横截面收益差异的经典因子，也是后续因子检验的重要基准。在本文的框架中，对总市值、流通市值及其非线性变换的考察，能够更为全面地揭示市值效应在港股市场中的适用性与差异化特征。

本研究对总市值、流通市值和流通市值比总市值三个因子进行测试。

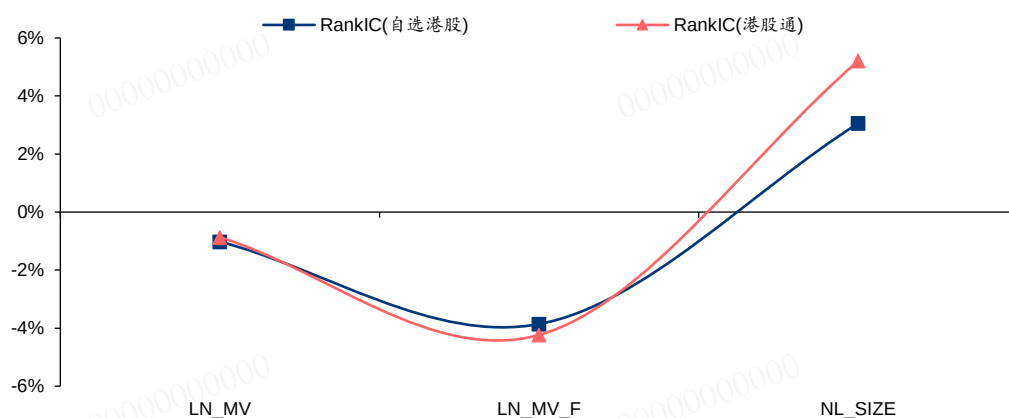
图表43：市值因子名称及描述

因子名称	描述
LN_MV	总市值对数
LN_MV_F	流通市值对数
NL_SIZE	非线性市值，总市值对数的三次方对总市值对数的正交增量

资料来源：Wind，华泰研究

对数市值（包括对数总市值和对数流通市值）在对比股票池中并无明显分化，且均呈现负向的市值效应。中盘风格（即非线性市值）则显示出突出的正向效应，其在港股通中的 RankIC 也高于自选港股股票池。

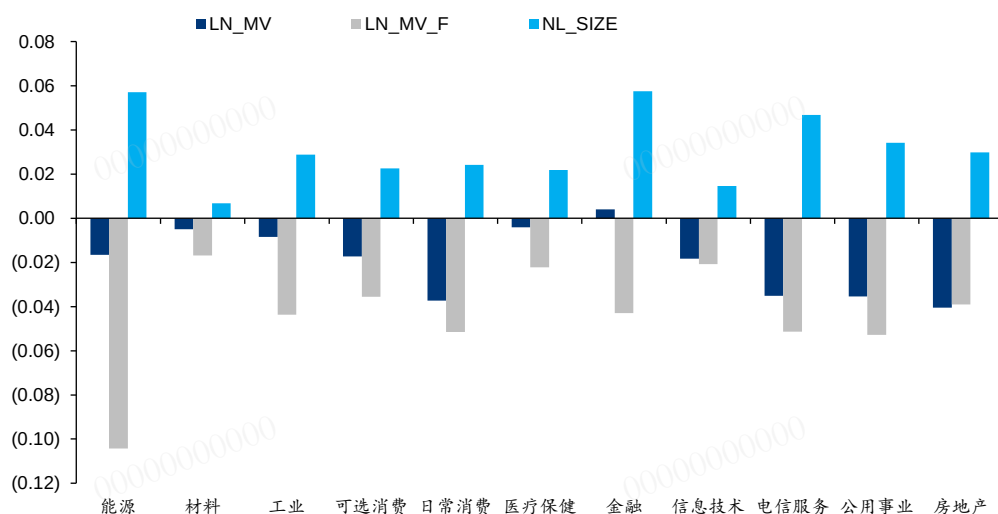
图表44：市值因子 RankIC 对比（自选港股 vs 港股通股票池）



资料来源：Wind，华泰研究

分行业看，市值效应在不同行业中存在明显差异。对数总市值在房地产、日常消费和电信服务、公用事业中负向效应明显，在医疗保健、材料、工业和金融中效应较弱甚至反向。对数流通市值在能源、日常消费和公用事业行业中负向效应突出。反观非线性市值，其在能源和金融行业显示出较强的正向效应。

图表45：市值因子 RankIC 行业分布（自选港股股票池）



注：行业为 Wind 港股一级行业；股票池为自选港股
 资料来源：Wind，华泰研究

从相关性上看，非线性市值与对数总市值和对数流通市值相关性较低，而对数市值间的相关性偏高。

图表46：市值因子相关性（自选港股股票池）

	LN_MV	LN_MV_F	NL_SIZE
LN_MV	1.00	0.66	0.48
LN_MV_F	0.66	1.00	0.42
NL_SIZE	0.48	0.42	1.00

注：相关系数处于-0.3~0.3之外的标注准确数字，否则不标注准确数字，可以渐变色深浅区分；股票池为自选港股
 资料来源：Wind，华泰研究

港股市场的市值因子验证了经典的“规模效应”。对数市值及对数流通市值均呈现负向关系，小市值股票表现出更高的预期收益；而非线性市值因子则展现出突出的正向预测力，尤其在港股通和部分行业（如能源、金融）中效果显著。总的来说，市值因子对港股市场中的横截面收益解释依然稳健。

市值因子在自选港股和港股通股票池中的统计指标汇总如下。

图表47：市值因子统计指标汇总（自选港股股票池）

	RankIC 标准				Top 年化收Bottom 年化				t 均值	t >2 占比
	IC	RankIC	差	RankICIR	Top 胜率	Bottom 胜率	胜率	收益率		
LN_MV	0.009	-0.010	0.09	-0.11	51.53%	46.38%	9.42%	6.23%	1.18	0.19
LN_MV_F	0.000	-0.039	0.12	-0.32	48.38%	45.52%	9.45%	7.68%	0.45	0.00
NL_SIZE	0.008	0.031	0.08	0.37	54.22%	51.49%	7.72%	1.74%	1.32	0.23

资料来源：Wind，华泰研究

图表48：市值因子统计指标汇总（港股通股票池）

	RankIC 标准				Top 年化收Bottom 年化				t 均值	t >2 占比
	IC	RankIC	差	RankICIR	Top 胜率	Bottom 胜率	胜率	收益率		
LN_MV	0.017	-0.009	0.11	-0.08	50.56%	46.65%	11.09%	6.44%	1.94	0.41
LN_MV_F	0.002	-0.042	0.10	-0.40	46.71%	46.01%	2.52%	7.41%	0.50	0.00
NL_SIZE	0.020	0.052	0.11	0.50	54.35%	54.16%	8.08%	3.32%	1.66	0.34

资料来源：Wind，华泰研究

成长因子

成长因子是衡量企业盈利能力与经营规模扩张速度的核心指标，在量化投资与资产定价研究中占据重要地位。其内涵不仅限于对历史财务表现的回顾，更关键的是对未来增长潜力的揭示。成长因子能够反映企业在盈利质量、收入扩张、现金流改善及资产积累等方面的动态演进，从而帮助投资者捕捉具备长期成长空间的公司。在投资实践中，成长因子往往与市场对企业基本面预期调整紧密相关，因此在选股、行业轮动和组合构建中均具有不可替代的作用。

在本研究中，我们系统选取并测试了覆盖盈利能力、收入增长、现金流改善、资产扩张和股东权益增长等多个维度的成长因子，力求从全方位刻画企业成长性的差异化特征。

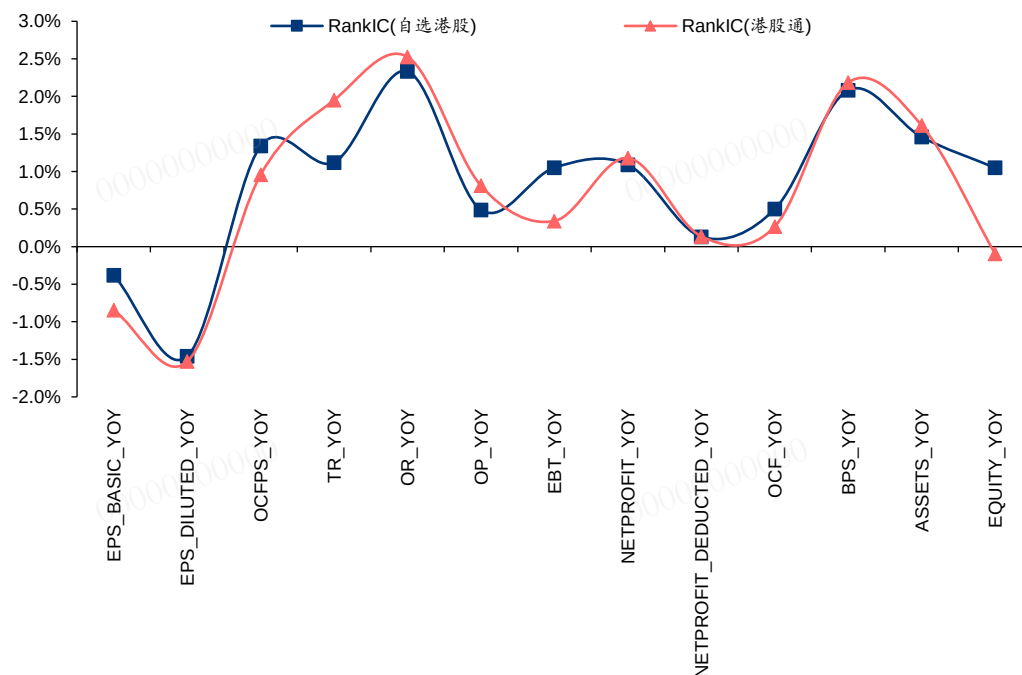
图表49：成长因子名称及描述

因子名称	描述
EPS_BASIC_YOY	基本每股收益同比增长率
EPS_DILUTED_YOY	稀释每股收益同比增长率
OCFPS_YOY	每股经营活动产生的现金流量净额同比增长率
TR_YOY	营业总收入同比增长率
OR_YOY	营业收入同比增长率
OP_YOY	营业利润同比增长率
EBT_YOY	利润总额同比增长率
NETPROFIT_YOY	归属母公司股东的净利润同比增长率
NETPROFIT_DEDUCTED_YOY	归属母公司股东的净利润-扣除非经常损益同比增长率
OCF_YOY	经营活动产生的现金流量净额同比增长率
BPS_YOY	每股净资产同比增长率
ASSETS_YOY	资产总计同比增长率
EQUITY_YOY	归属母公司的股东权益同比增长率

资料来源：Wind，华泰研究

从测试结果上看，成长因子的整体 RankIC 水平有限，但部分指标仍表现突出。成长因子中 RankIC 最大的因子是营业利润同比增长率（OR_YOY），基本每股收益同比增长率（EPS_BASIC_YOY）和稀释每股收益同比增长率（EPS_DILUTED_YOY）RankIC 均为负，但 Top 和 Bottom 年化收益率差异明显。对比自选港股和港股通股票池，成长因子的 RankIC 无明显差异。

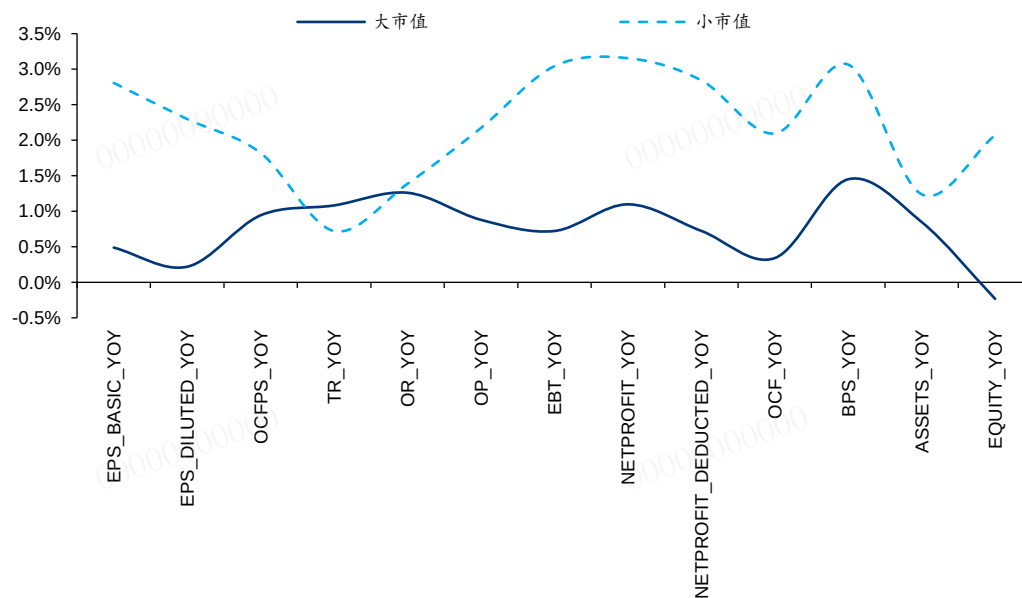
图表50：成长因子 RankIC 对比（自选港股 vs 港股通股票池）



资料来源：Wind，华泰研究

对比不同市值区间的成长因子表现，小市值股票的成长因子 RankIC 明显高于大市值股票，显示市场可能对成长因子在小盘股中的反应更为敏感。在基本每股收益同比增长率（EPS_BASIC_YOY）、利润总额同比增长率（EBT_YOY）、归母净利润同比增长率（NETPROFIT_YOY）等因子中表现尤为明显。

图表51：成长因子 RankIC 市值分布（自选港股股票池）



注：大市值为流通市值排名前 30% 的股票集合，小市值为流通市值排名后 30% 的股票集合

资料来源：Wind，华泰研究

不同行业中，成长因子在医疗保健和房地产行业效应突出，在电信服务、公用事业、能源、金融中效应为负，呈现出明显的行业差异。值得一提的是，在电信服务行业，资产总计同比增长率（ASSETS_YOY）正向效应较为突出，而利润总额同比增长率（EBT_YOY）负向效应尤为凸显。

图表52：成长因子 RankIC 行业分布（自选港股股票池）

	能源	材料	工业	可选消费	日常消费	医疗保健	金融	信息技术	电信服务	公用事业	房地产
EPS_BASIC_YOY	-0.015	0.013	-0.003	-0.011	-0.023	0.007	-0.021	-0.005	-0.039	-0.028	0.016
EPS_DILUTED_YOY	-0.020	-0.008	-0.018	-0.019	-0.028	0.001	-0.035	-0.011	-0.045	-0.037	0.005
OCFPS_YOY	0.028	0.024	0.012	0.014	0.035	0.034	-0.015	0.022	0.014	-0.014	-0.007
TR_YOY	-0.031	0.001	-0.012	0.020	0.022	0.032	0.012	0.012	-0.009	0.011	0.015
OR_YOY	0.014	0.010	0.010	0.021	0.030	0.020	0.047	0.007	0.024	0.034	0.039
OP_YOY	-0.008	0.005	-0.003	0.000	0.023	0.052	-0.006	-0.003	-0.056	-0.023	0.009
EBT_YOY	0.000	0.016	0.003	0.007	0.007	0.048	-0.019	0.002	-0.090	-0.015	0.033
NETPROFIT_YOY	-0.009	0.017	0.010	0.001	0.009	0.034	-0.019	0.006	-0.055	0.012	0.028
NETPROFIT_DEDUCTED_YOY	-0.017	0.012	0.004	-0.004	-0.009	0.022	-0.020	0.007	-0.058	-0.006	0.010
OCF_YOY	0.007	0.019	0.005	0.007	0.005	0.027	-0.033	0.012	-0.008	-0.014	-0.013
BPS_YOY	0.037	0.013	0.008	0.013	0.016	0.044	0.021	0.020	-0.001	0.001	0.034
ASSETS_YOY	-0.018	0.023	-0.009	0.020	0.011	0.030	0.016	0.012	0.062	-0.004	0.039
EQUITY_YOY	-0.004	0.022	0.004	0.012	-0.010	0.035	0.001	0.003	-0.026	-0.011	0.023

注：行业为 Wind 港股一级行业

资料来源：Wind，华泰研究

相关性上，除利润类（EPS 和其他利润类同比因子）外，成长因子总体相关性偏低，基本在 0.3 以下。

图表53：成长因子相关性（自选港股股票池）

	EPS_BASIC_YOY	EPS_DILUTED_YOY	OCFPS_YOY	TR_YOY	OR_YOY	OP_YOY	EBT_YOY	NETPROFIT_YOY	NETPROFIT_DEDUCTED_YOY	OCF_YOY	BPS_YOY	ASSETS_YOY	EQUITY_YOY
EPS_BASIC_YOY	1.00	0.92				0.48	0.70	0.77	0.68				
EPS_DILUTED_YOY	0.92	1.00				0.46	0.65	0.71	0.66				
OCFPS_YOY			1.00							0.78			
TR_YOY				1.00	0.66	0.32							
OR_YOY				0.66	1.00								
OP_YOY	0.48	0.46		0.32		1.00	0.65	0.56	0.62				
EBT_YOY	0.70	0.65				0.65	1.00	0.80	0.64				
NETPROFIT_YOY	0.77	0.71				0.56	0.80	1.00	0.69				0.30
NETPROFIT_DEDUCTED_YOY	0.68	0.66				0.62	0.64	0.69	1.00				
OCF_YOY			0.78							1.00			
BPS_YOY											1.00	0.32	0.60
ASSETS_YOY											0.32	1.00	0.45
EQUITY_YOY								0.30			0.60	0.45	1.00

注：相关系数处于-0.3~0.3之外的标注准确数字，否则不标注准确数字，可以渐变色深浅区分；股票池为自选港股

资料来源：Wind，华泰研究

成长因子作为企业长期价值的重要刻画维度，虽然在整体 RankIC 上并非最优，但在特定市值区间和行业中依旧展现出可观的解释力。

成长因子在自选港股和港股通股票池中的统计指标汇总如下。

图表54：成长因子统计指标汇总（自选港股股票池）

	RankIC 标准				Top 年化收Bottom 年化				t 均值	t >2 占比
	IC	RankIC	差	RankICIR	Top 胜率	Bottom 胜率	胜率	收益率		
EPS_BASIC_YOY	0.001	-0.004	0.09	-0.04	49.65%	50.39%	11.67%	1.29%	0.99	0.13
EPS_DILUTED_YOY	0.001	-0.015	0.09	-0.16	49.15%	49.20%	10.70%	3.32%	1.06	0.14
OCFPS_YOY	0.004	0.013	0.07	0.20	50.31%	51.57%	8.40%	1.65%	0.88	0.09
TR_YOY	0.000	0.011	0.09	0.13	49.85%	51.09%	10.64%	0.96%	0.96	0.12
OR_YOY	0.002	0.023	0.10	0.24	50.06%	53.11%	10.85%	-1.63%	1.12	0.15
OP_YOY	0.001	0.005	0.08	0.06	49.80%	51.68%	11.31%	-0.57%	1.05	0.12
EBT_YOY	0.000	0.011	0.09	0.12	49.95%	52.08%	10.88%	-1.80%	1.00	0.12
NETPROFIT_YOY	0.007	0.011	0.08	0.13	49.62%	52.16%	10.83%	-2.48%	0.80	0.08
NETPROFIT_DEDUCTED_YOY	0.003	0.001	0.09	0.01	50.04%	51.23%	10.26%	-0.20%	0.81	0.08
OCF_YOY	0.001	0.005	0.07	0.07	49.60%	50.88%	7.02%	2.29%	0.90	0.08
BPS_YOY	-0.004	0.021	0.09	0.24	49.62%	52.43%	9.33%	-0.67%	1.03	0.13
ASSETS_YOY	0.007	0.015	0.08	0.19	48.25%	52.41%	5.37%	2.61%	1.38	0.24
EQUITY_YOY	-0.003	0.011	0.08	0.13	47.83%	51.33%	3.86%	1.76%	1.17	0.17

资料来源：Wind，华泰研究

图表55：成长因子统计指标汇总（港股通股票池）

	RankIC 标准				Top 年化收Bottom 年化				t 均值	t >2 占比
	IC	RankIC	差	RankICIR	Top 胜率	Bottom 胜率	胜率	收益率		
EPS_BASIC_YOY	0.011	-0.008	0.09	-0.09	49.23%	49.90%	11.23%	3.24%	1.10	0.14
EPS_DILUTED_YOY	0.008	-0.015	0.09	-0.16	48.83%	48.97%	9.05%	4.34%	1.15	0.15
OCFPS_YOY	0.000	0.010	0.08	0.12	50.71%	51.80%	7.16%	4.20%	0.85	0.06
TR_YOY	0.018	0.020	0.10	0.19	50.98%	52.04%	14.87%	-1.98%	1.35	0.23
OR_YOY	0.009	0.025	0.11	0.24	50.31%	54.30%	9.06%	-3.68%	1.43	0.25
OP_YOY	0.005	0.008	0.09	0.09	49.04%	52.65%	9.18%	-4.02%	0.91	0.08
EBT_YOY	0.008	0.003	0.10	0.03	49.52%	51.69%	10.61%	-1.34%	0.96	0.11
NETPROFIT_YOY	0.013	0.012	0.10	0.12	49.94%	52.64%	12.05%	-3.36%	0.96	0.10
NETPROFIT_DEDUCTED_YOY	0.011	0.001	0.10	0.01	49.36%	51.18%	8.12%	-1.47%	0.93	0.10
OCF_YOY	0.002	0.003	0.08	0.03	49.50%	50.88%	5.81%	4.60%	0.89	0.06
BPS_YOY	0.002	0.022	0.09	0.24	49.90%	53.52%	9.97%	-4.98%	1.20	0.17
ASSETS_YOY	0.011	0.016	0.10	0.16	48.38%	52.21%	4.03%	2.45%	1.75	0.35
EQUITY_YOY	-0.007	-0.001	0.09	-0.01	47.89%	51.02%	2.70%	1.82%	1.27	0.22

资料来源：Wind，华泰研究

价值因子

价值因子体现了企业市场价格与内在价值之间的关系，是量化投资中最为经典的因子之一。不同于成长因子强调未来扩张潜力，价值因子更多地衡量当前定价与基本面的匹配程度。在价值因子不仅反映了投资者对企业盈利与资产的定价效率，也揭示了市场在情绪波动、资金结构差异和行业景气周期下的估值偏离。传统研究表明，低估值股票往往在长期能带来超额收益，而高估值股票则存在估值回落风险。在投资实践中，价值因子常被用于挖掘被低估的优质资产，并在组合构建和风险控制中发挥关键作用。

在本研究中，我们选取了市净率(PB)、市盈率(PE_LYR、PE_TTM)、市现率(POCF_LYR、POCF_TTM、PNCF_LYR、PNCF_TTM)以及市销率(PS_LYR、PS_TTM)等因子进行系统测试，以全面刻画公司估值水平的差异。

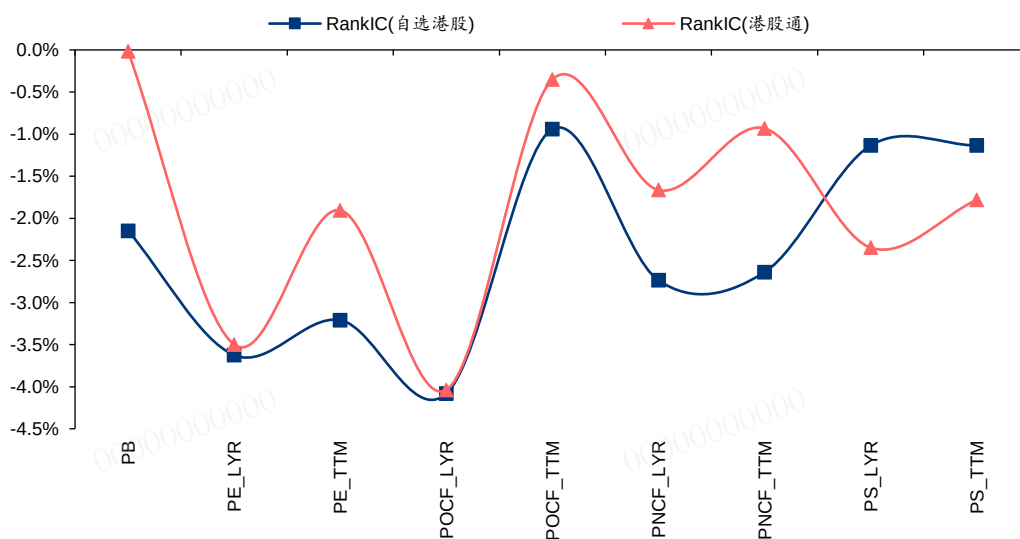
图表56：价值因子名称及描述

因子名称	描述
PB	市净率
PE_LYR	市盈率 (LYR)
PE_TTM	市盈率 (TTM)
POCF_LYR	市现率 (经营现金流, LYR)
POCF_TTM	市现率 (经营现金流, TTM)
PNCF_LYR	市现率 (现金净流量, LYR)
PNCF_TTM	市现率 (现金净流量, TTM)
PS_LYR	市销率 (LYR)
PS_TTM	市销率 (LYR)

资料来源：Wind，华泰研究

价值因子的整体 RankIC 水平偏高，呈现出稳定的负相关特征（这里价值因子未取倒数），说明在截面上低估值股票可带来一定程度的稳定正向收益。部分因子可观察到一定的区分度，例如经营现金流相关因子（POCF_LYR）相较其他估值指标，RankIC 更高、Top 与 Bottom 组的年化收益差异也更为显著。对比自选港股与港股通股票池，整体差异不大，但自选港股股票池中部分价值因子效应更强，例如市净率（PB）、现金净流量市现率 LYR（PNCF_LYR）、现金净流量市现率 TTM（PNCF_TTM）。

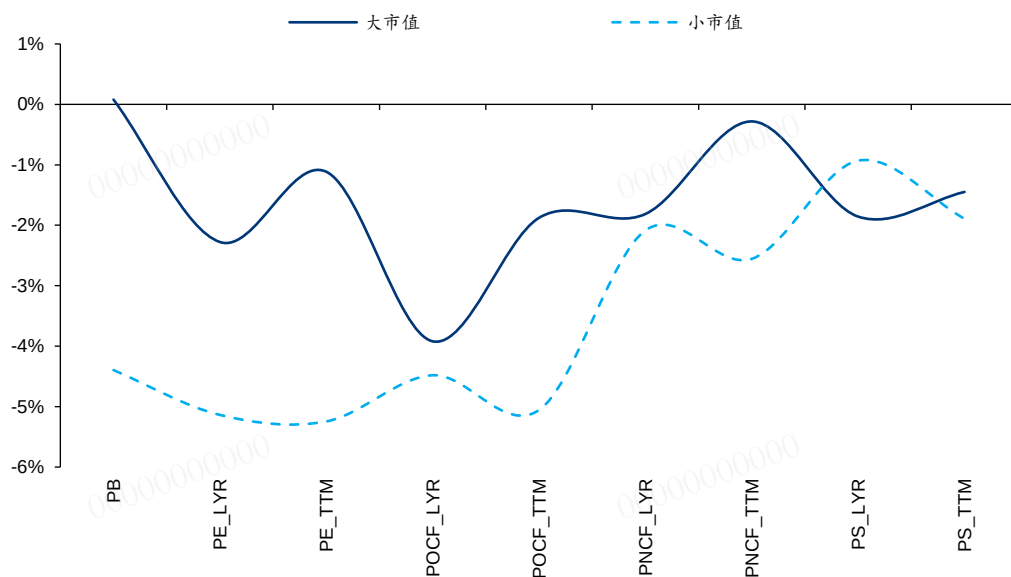
图表57：价值因子 RankIC 对比（自选港股 vs 港股通股票池）



资料来源：Wind，华泰研究

分市值来看，小市值股票中“低估值效应”强于大市值股票，说明市场对小盘股的价值信号反应更为强烈，尤其体现在 PB 和 PE 因子中。

图表58：价值因子 RankIC 市值分布（自选港股股票池）



注：大市值为流通市值排名前 30% 的股票集合，小市值为流通市值排名后 30% 的股票集合
 资料来源：Wind，华泰研究

不同行业中，价值因子的效应差异较大。在电信服务、公用事业和房地产行业，部分因子表现出明显的正向效果，即低估值无效；而在能源、材料和工业行业中，因子表现偏负，展现出不错的价值效应。经营现金流市现率 LYR（PNCF_LYR）和现金净流量市现率 LYR（PNCF_LYR）的 RankIC 负向效应在能源行业尤为凸显。

图表59：价值因子 RankIC 行业分布（自选港股股票池）

	能源	材料	工业	可选消费	日常消费	医疗保健	金融	信息技术	电信服务	公用事业	房地产
PB	0.021	-0.040	-0.041	-0.022	0.027	-0.014	-0.003	-0.022	0.037	-0.001	-0.005
PE_LYR	-0.022	-0.032	-0.053	-0.042	-0.036	-0.035	-0.033	-0.025	0.012	-0.019	0.011
PE_TTM	0.013	-0.045	-0.036	-0.050	-0.026	-0.050	-0.012	-0.052	-0.007	0.023	0.017
POCF_LYR	-0.072	-0.028	-0.058	-0.019	-0.034	-0.034	-0.035	-0.030	-0.071	-0.049	0.010
POCF_TTM	-0.031	-0.008	-0.025	-0.007	0.008	-0.024	0.017	-0.021	0.016	0.031	0.031
PNCF_LYR	-0.071	-0.032	-0.044	-0.026	-0.028	-0.012	-0.033	-0.016	0.010	-0.012	-0.029
PNCF_TTM	-0.050	-0.030	-0.042	-0.032	-0.015	-0.011	-0.029	-0.020	0.001	-0.005	-0.043
PS_LYR	-0.048	0.023	-0.008	-0.014	-0.015	-0.013	-0.002	-0.006	-0.019	0.006	-0.008
PS_TTM	-0.035	0.017	-0.007	-0.017	-0.001	-0.021	0.012	-0.011	-0.001	0.011	-0.012

注：行业为 Wind 港股一级行业
 资料来源：Wind，华泰研究

相关性分析显示，价值因子间的相关性普遍偏低，仅同一维度的 LYR 和 TTM 构造存在偏高的相关性。

图表60：价值因子相关性（自选港股股票池）

	PB	PE_LYR	PE_TTM	POCF_LYR	POCF_TTM	PNCF_LYR	PNCF_TTM	PS_LYR	PS_TTM
PB	1.00	0.34						-0.35	
PE_LYR	0.34	1.00	0.39						
PE_TTM		0.39	1.00						
POCF_LYR				1.00	0.44				
POCF_TTM				0.44	1.00				
PNCF_LYR						1.00	0.65		
PNCF_TTM						0.65	1.00		
PS_LYR	-0.35							1.00	0.59
PS_TTM								0.59	1.00

注：相关系数处于-0.3~0.3之外的标注准确数字，否则不标注准确数字，可以渐变色深浅区分；股票池为自选港股
 资料来源：Wind，华泰研究

总体来看，价值因子在港股市场中展现出较为稳健的有效性。相比于成长因子，价值因子的横截面解释力更为稳定，尤其在小市值股票及部分周期性行业中表现更为突出。这一表现的逻辑可能在于，能源、材料、工业等行业的盈利和估值水平随宏观经济、供需格局和商品价格周期波动较大，当行业景气向上时，低估值公司可能获得超额收益，当景气下行时，高估值公司更容易遭遇杀估值；而电信服务、公用事业作为防御性行业，盈利相对稳定，市场对其估值更多取决于稳定分红和政策预期，而不是低估值高回报逻辑；房地产有强烈的政策、信用和资金链敏感性，估值逻辑容易被宏观调控或流动性问题覆盖，所以价值因子效果亦不稳定。

价值因子在自选港股和港股通股票池中的统计指标汇总如下。

图表61：价值因子统计指标汇总（自选港股股票池）

	RankIC 标准				Top 年化收Bottom 年化				t 均值	t >2 占比
	IC	RankIC	差	RankICIR	Top 胜率	Bottom 胜率	胜率	收益率		
PB	-0.015	-0.021	0.11	-0.19	47.80%	48.01%	-3.90%	7.20%	1.47	0.27
PE_LYR	-0.015	-0.036	0.10	-0.35	45.85%	48.45%	-4.63%	5.15%	1.05	0.14
PE_TTM	-0.013	-0.032	0.10	-0.31	45.86%	48.15%	-8.08%	7.29%	1.20	0.18
POCF_LYR	-0.008	-0.041	0.11	-0.39	46.78%	46.45%	-6.82%	10.90%	1.14	0.15
POCF_TTM	-0.013	-0.009	0.11	-0.09	48.49%	49.73%	-0.87%	6.50%	1.24	0.18
PNCF_LYR	0.001	-0.027	0.11	-0.26	48.54%	46.77%	-1.97%	8.52%	0.73	0.05
PNCF_TTM	-0.005	-0.026	0.10	-0.27	49.14%	47.03%	-0.66%	9.26%	0.74	0.05
PS_LYR	-0.008	-0.011	0.13	-0.09	49.17%	48.07%	4.46%	6.12%	0.81	0.08
PS_TTM	-0.010	-0.011	0.13	-0.09	48.95%	48.49%	-0.23%	9.32%	0.88	0.10

资料来源：Wind，华泰研究

图表62：价值因子统计指标汇总（港股通股票池）

	RankIC 标准				Top 年化收Bottom 年化				t 均值	t >2 占比
	IC	RankIC	差	RankICIR	Top 胜率	Bottom 胜率	胜率	收益率		
PB	0.001	0.000	0.15	0.00	50.14%	51.39%	3.95%	2.13%	1.86	0.36
PE_LYR	-0.024	-0.035	0.13	-0.26	46.34%	48.95%	1.56%	8.83%	1.20	0.19
PE_TTM	-0.015	-0.019	0.12	-0.16	46.50%	49.26%	0.04%	6.61%	1.34	0.23
POCF_LYR	-0.009	-0.040	0.13	-0.31	46.55%	46.97%	-2.31%	12.54%	1.29	0.21
POCF_TTM	-0.017	-0.004	0.13	-0.03	48.94%	50.43%	2.38%	6.15%	1.22	0.18
PNCF_LYR	0.002	-0.017	0.09	-0.19	49.58%	47.20%	5.53%	5.95%	0.68	0.03
PNCF_TTM	-0.004	-0.009	0.09	-0.10	50.24%	48.89%	4.93%	3.52%	0.78	0.05
PS_LYR	-0.019	-0.023	0.12	-0.20	47.57%	48.35%	-0.24%	5.15%	1.28	0.23
PS_TTM	-0.023	-0.018	0.12	-0.15	48.10%	49.75%	-2.64%	5.43%	1.29	0.23

资料来源：Wind，华泰研究

红利因子

红利因子主要反映公司通过现金分红向股东进行价值回报的能力与意愿，在多因子选股体系中兼具收益与风险双重属性。一方面，较高的股息率往往被视为公司经营稳健和现金流充裕的体现；另一方面，过高的分红比例可能意味着再投资能力受限。红利因子在全球市场中普遍被认为与防御性和长期稳定收益相关，在港股市场中，因其股息政策透明度高、分红水平整体较优，更具备研究价值。

在本研究中，我们选取了股息率（DIV_YIELD）、股利支付率（DIV_PAYOUT_RATIO）和股利支付率同比（DIV_PAYOUT_RATIO_YOY）三个因子进行测试，以全面刻画港股上市公司股东回报特征。

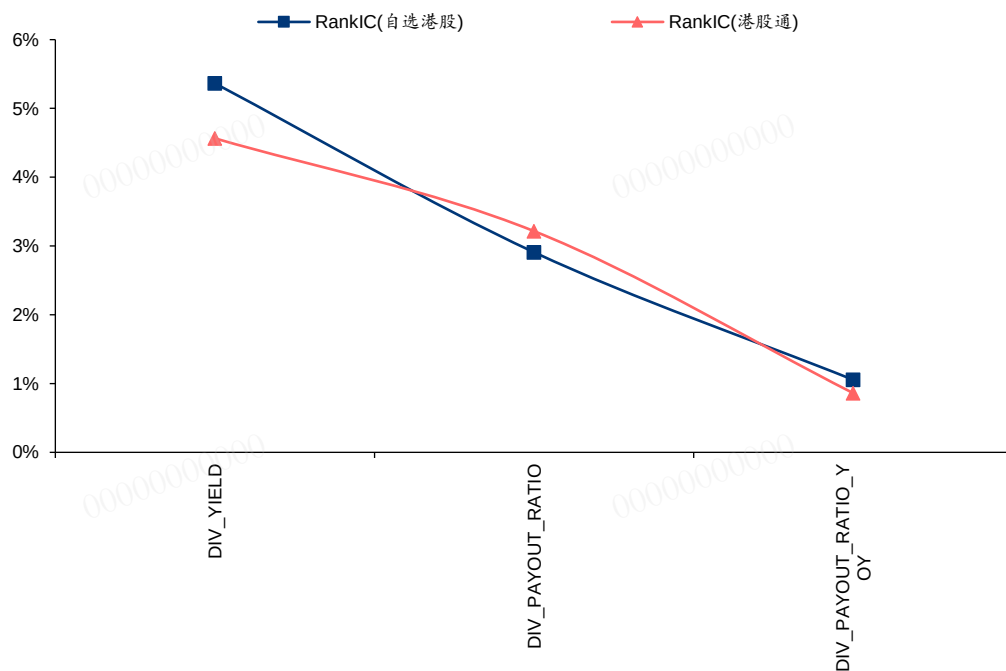
图表63：红利因子名称及描述

因子名称	描述
DIV_YIELD	股息率
DIV_PAYOUT_RATIO	股利支付率
DIV_PAYOUT_RATIO_YOY	股利支付率同比

资料来源：Wind，华泰研究

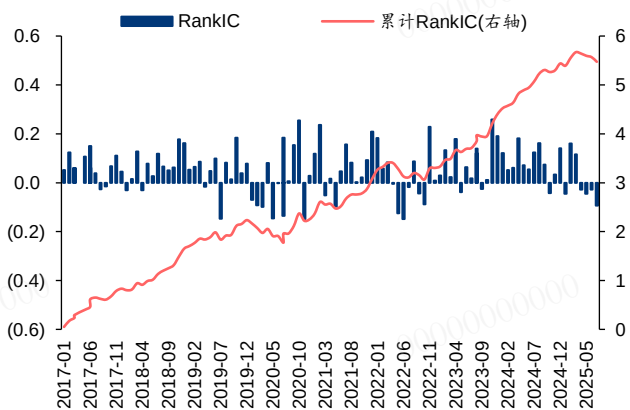
从整体表现来看，红利因子的 RankIC 水平普遍为正，尤其是股息率（DIV_YIELD）在不同股票池中表现最为稳健，显示出较强的区分度，高股息股票往往带来更优的未来回报。股利支付率（DIV_PAYOUT_RATIO）的表现相对中性，而股利支付率同比（DIV_PAYOUT_RATIO_YOY）波动更大，对未来收益解释力有限。对于自选港股和港股通股票池而言，红利因子在二者间的 RankIC 无明显差异。

图表64：红利因子 RankIC 对比（自选港股 vs 港股通股票池）



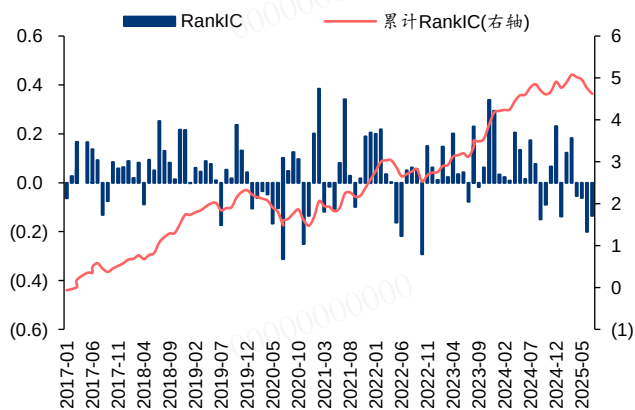
资料来源：Wind，华泰研究

图表65：DIV_YIELD 因子 RankIC 表现（自选港股）



资料来源：Wind，华泰研究

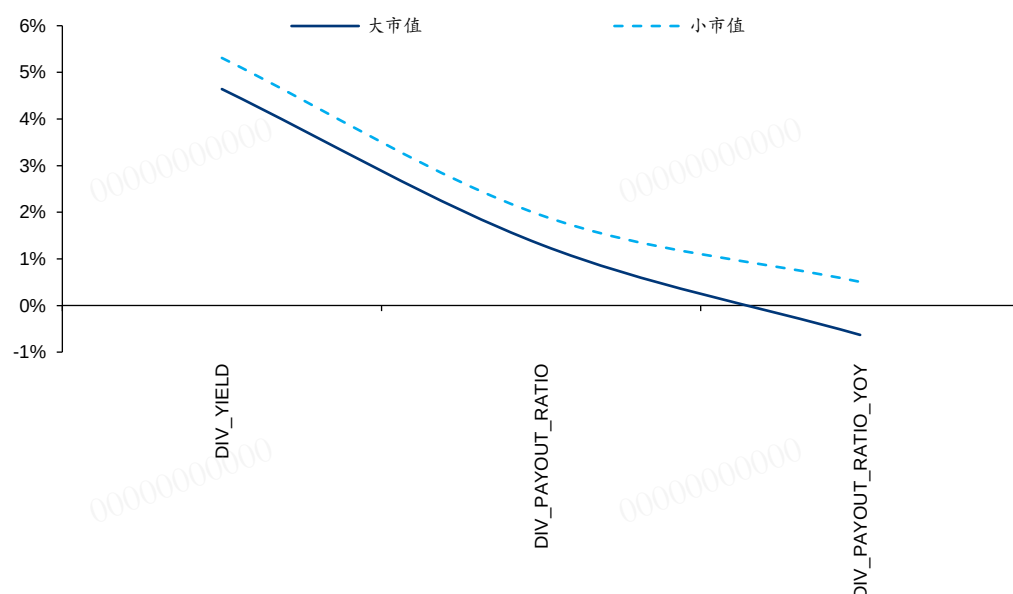
图表66：DIV_YIELD 因子 RankIC 表现（港股通）



资料来源：Wind，华泰研究

对比 RankIC 市值分布，红利因子在小市值股票中的 RankIC 略高于大市值股票。

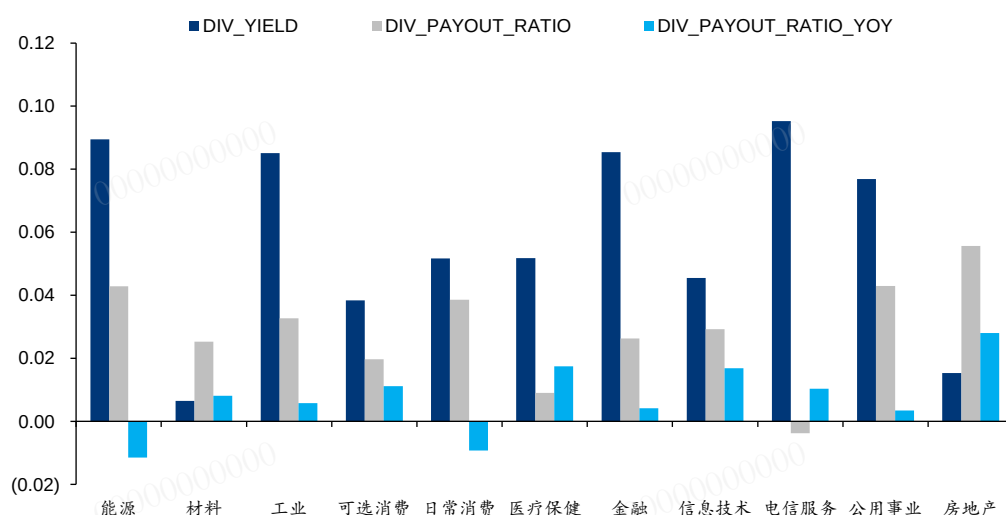
图表67：红利因子 RankIC 市值分布（自选港股股票池）



注：大市值为流通市值排名前 30% 的股票集合，小市值为流通市值排名后 30% 的股票集合
 资料来源：Wind，华泰研究

分行业来看，红利因子的有效性差异明显。在能源、工业、金融、电信服务和公用事业等传统高分红行业，股息率因子的 RankIC 表现显著，红利因子整体效应突出；而在医疗保健、信息技术、可选消费等成长导向行业，红利因子的表现偏弱。这表明红利因子在周期性和防御性行业中可能更具参考意义。

图表68：红利因子 RankIC 行业分布（自选港股股票池）



注：行业为 Wind 港股一级行业
 资料来源：Wind，华泰研究

相关性上，股息率与股利支付率间的相关性偏低，股利支付率及其同比构造则相关性偏高一些。

图表69：红利因子相关性（自选港股股票池）

	DIV_YIELD	DIV_PAYOUT_RATIO	DIV_PAYOUT_RATIO_YOY
DIV_YIELD	1.00		
DIV_PAYOUT_RATIO		1.00	0.37
DIV_PAYOUT_RATIO_YOY		0.37	1.00

注：相关系数处于-0.3~0.3之外的标标准准确数字，否则不标标准准确数字，可以渐变色深浅区分；股票池为自选港股
 资料来源：Wind，华泰研究

总体而言，红利因子在港股市场中体现出较好的有效性，尤其是股息率作为核心因子，或能助益捕捉高分红、稳健经营的公司，兼顾防御性与长期回报特征。

红利因子在自选港股和港股通股票池中的统计指标汇总如下。

图表70：红利因子统计指标汇总（自选港股股票池）

	RankIC 标准				Top 年化收Bottom 年化				t 均值	t >2 占比
	IC	RankIC	差	RankICIR	Top 胜率	Bottom 胜率	胜率	收益率		
DIV_YIELD	0.007	0.054	0.09	0.60	53.04%	52.83%	8.25%	2.10%	1.30	0.20
DIV_PAYOUT_RATIO	0.004	0.029	0.07	0.42	51.54%	50.90%	6.48%	1.90%	0.77	0.04
DIV_PAYOUT_RATIO_YOY	0.000	0.011	0.07	0.16	51.27%	49.50%	6.35%	2.17%	0.75	0.04

资料来源：Wind，华泰研究

图表71：红利因子统计指标汇总（港股通股票池）

	RankIC 标准				Top 年化收Bottom 年化				t 均值	t >2 占比
	IC	RankIC	差	RankICIR	Top 胜率	Bottom 胜率	胜率	收益率		
DIV_YIELD	0.011	0.046	0.13	0.34	52.44%	53.67%	7.88%	3.62%	1.64	0.30
DIV_PAYOUT_RATIO	0.006	0.032	0.08	0.39	52.30%	51.19%	8.21%	1.89%	0.77	0.05
DIV_PAYOUT_RATIO_YOY	-0.002	0.009	0.08	0.11	51.80%	48.99%	10.75%	6.04%	0.85	0.06

资料来源：Wind，华泰研究

盈利能力因子

盈利能力因子是衡量公司盈利状况的重要指标之一，能够反映企业在一定时期内创造利润的能力和经营效率。与价值因子、成长因子不同，盈利能力因子更直接地体现了企业经营成果对股东回报的贡献。在投资实践中，高盈利能力往往意味着企业具备更强的抵御风险和持续发展的基础，因此盈利因子常被视为选股与定价的核心维度。

在本研究中，我们选取了总资产净利润率（ROA）、总资产报酬率（ROA2）、净资产收益率（ROE）、投入资本回报率（ROIC）、所得税/利润总额（TAXTOEBT）及其年化（YEARLY）和年度（YOY）变化等指标，对港股市场进行了系统测试。

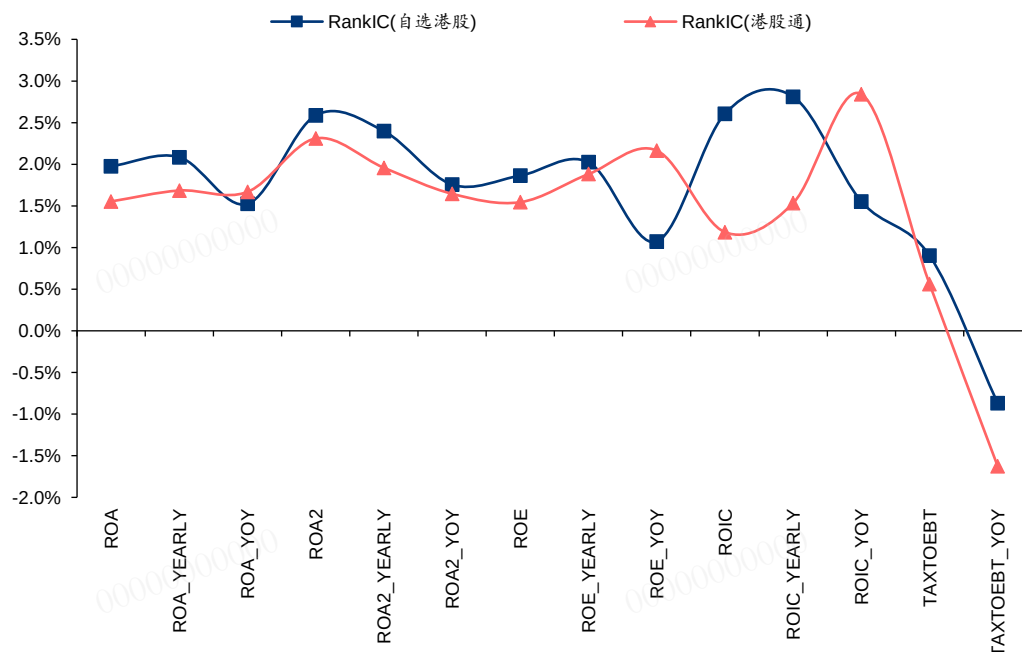
图表72：盈利能力因子名称及描述

因子名称	描述
ROA	总资产净利润及其年化（YEARLY）、同比（YOY）
ROA2	总资产报酬率及其年化（YEARLY）、同比（YOY）
ROE_T	净资产收益率及其年化（YEARLY）、同比（YOY）
ROIC_T	投入资本回报率及其年化（YEARLY）、同比（YOY）
TAXTOEBT_T	所得税 / 利润总额及其同比（YOY）

资料来源：Wind，华泰研究

从整体表现来看，盈利能力因子在港股市场中普遍表现出正向有效性。无论在自选港股股票池还是港股通股票池，ROA、ROA2、ROE、ROIC 等指标的 RankIC 整体为正，说明高盈利水平的公司在未来往往具备更优的收益表现。尤其是 ROIC 和 ROA2_YEARLY 因子，其 RankIC 和 RankICIR 表现相对更为突出，Top 与 Bottom 组合的年化收益差异也较大。相比之下，TAXTOEBT 及其同比指标解释力较弱，甚至表现为无效。

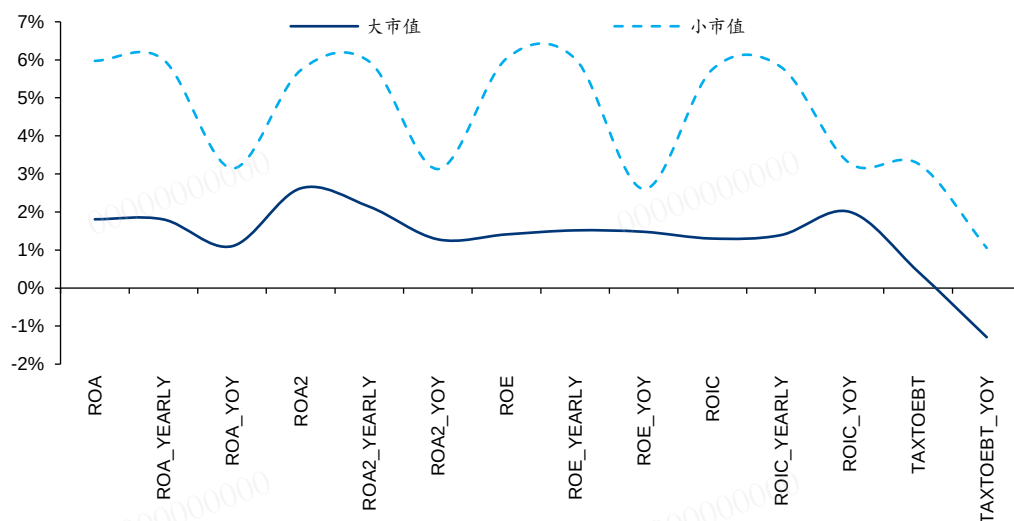
图表73：盈利能力因子 RankIC 对比（自选港股 vs 港股通股票池）



资料来源：Wind，华泰研究

从市值分布来看，小市值股票在盈利能力因子上的 RankIC 整体显著高于大市值股票，尤其在 ROA、ROE 和 ROIC 等核心指标上表现突出，RankIC 水平接近 6%，显示出较强的横截面解释力。而大市值股票的盈利因子效应整体偏弱，大多数指标 RankIC 仅维持在 1% - 2% 之间，在 TAXTOEBT_YOY 上甚至呈现负值。这表明港股市场对于小盘股盈利能力的信号反应更为敏锐，或因大盘股的定价效率相对较高，盈利因子带来的超额收益有限。

图表74：盈利能力因子 RankIC 市值分布（自选港股股票池）



注：大市值为流通市值排名前 30% 的股票集合，小市值为流通市值排名后 30% 的股票集合

资料来源：Wind，华泰研究

盈利能力因子分行业表现差异显著。盈利能力因子在可选消费、日常消费、医疗保健、信息技术等行业中效应突出，表现出较强的正向 RankIC；而在金融、电信服务、公用事业等周期性行业中，因子效应较弱甚至为负。

图表75：盈利能力因子 RankIC 行业分布（自选港股股票池）

	能源	材料	工业	可选消费	日常消费	医疗保健	金融	信息技术	电信服务	公用事业	房地产
ROA	0.030	0.018	0.019	0.038	0.031	0.048	-0.046	0.040	-0.016	-0.022	-0.012
ROA_YEARLY	0.044	0.020	0.020	0.039	0.033	0.050	-0.044	0.039	-0.037	-0.025	-0.010
ROA_YOY	-0.022	0.020	0.018	0.013	0.003	0.008	0.017	0.010	-0.018	0.011	0.018
ROA2	0.021	0.019	0.017	0.035	0.031	0.046	0.033	0.040	-0.007	-0.025	-0.012
ROA2_YEARLY	0.046	0.021	0.020	0.037	0.037	0.050	-0.037	0.041	-0.020	-0.023	-0.010
ROA2_YOY	-0.040	0.010	0.018	0.026	-0.004	0.023	-0.026	0.007	-0.014	0.009	0.033
ROE	0.021	0.023	0.015	0.027	0.020	0.042	-0.028	0.046	-0.041	-0.027	0.005
ROE_YEARLY	0.015	0.024	0.015	0.027	0.025	0.046	-0.020	0.045	-0.054	-0.027	0.007
ROE_YOY	-0.037	0.021	0.017	0.006	0.003	0.006	-0.020	0.003	-0.014	0.004	0.022
ROIC	0.027	0.028	0.025	0.050	0.033	0.040	-0.045	0.058	-0.026	-0.038	0.010
ROIC_YEARLY	0.036	0.028	0.026	0.050	0.036	0.044	-0.036	0.058	-0.034	-0.035	0.014
ROIC_YOY	0.019	0.011	0.023	0.003	0.003	0.003	0.018	0.006	0.009	0.021	0.013
TAXTOEBT	0.047	0.008	0.001	0.017	0.049	0.013	-0.004	0.018	-0.030	-0.038	0.016
TAXTOEBT_YOY	-0.034	-0.011	-0.007	-0.007	-0.015	-0.026	-0.023	-0.001	-0.004	-0.008	0.013

注：行业为 Wind 港股一级行业

资料来源：Wind，华泰研究

相关性分析显示，盈利类因子之间存在一定程度的相关性，尤其是 ROA、ROE 和 ROIC 之间相关性较高，反映出它们在盈利能力刻画上的共同属性。但不同构造方式（如 YOY 和 YEARLY）之间仍存在差异。

图表76：盈利能力因子相关性（自选港股股票池）

	ROA	ROA_YEARLY	ROA_YOY	ROA2	ROA2_YEARLY	ROA2_YOY	ROE	ROE_YEARLY	ROE_YOY	ROIC	ROIC_YEARLY	ROIC_YOY	TAXTOEBT	TAXTOEBT_YOY
ROA	1.00	0.98		0.97	0.92		0.86	0.84		0.82	0.80		0.32	
ROA_YEARLY	0.98	1.00		0.95	0.93		0.83	0.85		0.81	0.82		0.32	
ROA_YOY			1.00			0.58			0.77			0.78		
ROA2	0.97	0.95		1.00	0.98		0.82	0.81		0.80	0.78		0.34	
ROA2_YEARLY	0.92	0.93		0.98	1.00		0.77	0.79		0.77	0.78		0.33	
ROA2_YOY			0.58			1.00			0.52			0.49		
ROE	0.86	0.83		0.82	0.77		1.00	0.95		0.77	0.75		0.34	
ROE_YEARLY	0.84	0.85		0.81	0.79		0.95	1.00		0.75	0.76		0.34	
ROE_YOY			0.77			0.52			1.00			0.82		
ROIC	0.82	0.81		0.80	0.77		0.77	0.75		1.00	0.98		0.33	
ROIC_YEARLY	0.80	0.82		0.78	0.78		0.75	0.76		0.98	1.00		0.34	
ROIC_YOY			0.78			0.49			0.82			1.00		
TAXTOEBT	0.32	0.32		0.34	0.33		0.34	0.34		0.33	0.34		1.00	
TAXTOEBT_YOY														1.00

注：相关系数处于-0.3~0.3之外的标注准确数字，否则不标注准确数字，可以渐变色深浅区分；股票池为自选港股

资料来源：Wind，华泰研究

总体来看，盈利能力因子在港股市场中表现出较为稳健的正向有效性，其中 ROA、ROE 和 ROIC 等核心指标对未来收益具备较强解释力，尤其在小市值股票中效果显著。行业层面，盈利因子在消费、医疗和信息技术等板块表现突出，而在金融、公用事业等行业作用有限。整体结果表明，在港股市场中，盈利能力因子也可作为核心指标提供一定程度的收益解释性。

盈利能力因子在自选港股和港股通股票池中的统计指标汇总如下。

图表77：盈利能力因子统计指标汇总（自选港股股票池）

	RankIC 标准				Top 年化收Bottom 年化				t 均值	t >2 占比
	IC	RankIC	差	RankICIR	Top 胜率	Bottom 胜率	胜率	收益率		
ROA	0.023	0.020	0.08	0.23	50.36%	53.49%	8.37%	-4.37%	1.63	0.33
ROA_YEARLY	0.023	0.021	0.08	0.25	49.90%	53.68%	7.94%	-4.64%	1.65	0.32
ROA_YOY	-0.003	0.015	0.07	0.21	49.02%	51.32%	7.15%	4.45%	1.00	0.11
ROA2	0.027	0.026	0.08	0.30	50.25%	54.43%	8.05%	-4.99%	1.61	0.31
ROA2_YEARLY	0.025	0.024	0.08	0.30	50.18%	54.18%	8.27%	-5.47%	1.61	0.31
ROA2_YOY	-0.002	0.018	0.08	0.21	49.38%	52.27%	7.78%	2.46%	0.89	0.06
ROE	0.015	0.019	0.08	0.23	51.01%	53.08%	11.91%	-2.50%	1.27	0.20
ROE_YEARLY	0.008	0.020	0.08	0.25	50.61%	53.37%	11.83%	-1.52%	1.41	0.23
ROE_YOY	-0.003	0.011	0.07	0.16	48.39%	51.26%	6.39%	4.20%	0.85	0.08
ROIC	0.007	0.026	0.08	0.32	50.35%	54.22%	8.26%	-5.87%	1.33	0.22
ROIC_YEARLY	0.005	0.028	0.08	0.34	50.01%	54.37%	7.63%	-5.59%	1.32	0.21
ROIC_YOY	-0.002	0.016	0.07	0.21	49.28%	51.47%	7.36%	4.47%	0.93	0.09
TAXTOEBT	0.019	0.009	0.08	0.12	48.97%	51.80%	3.74%	-0.32%	1.16	0.16
TAXTOEBT_YOY	-0.009	-0.009	0.11	-0.08	49.05%	49.34%	5.90%	6.09%	1.04	0.14

资料来源：Wind，华泰研究

图表78：盈利能力因子统计指标汇总（港股通股票池）

	RankIC 标准				Top 年化收Bottom 年化				t 均值	t >2 占比
	IC	RankIC	差	RankICIR	Top 胜率	Bottom 胜率	胜率	收益率		
ROA	0.028	0.016	0.09	0.16	49.85%	53.05%	3.85%	-4.57%	1.61	0.32
ROA_YEARLY	0.028	0.017	0.10	0.17	50.31%	53.04%	7.91%	-3.78%	1.67	0.32
ROA_YOY	0.002	0.017	0.09	0.18	49.27%	51.78%	9.18%	1.25%	1.00	0.11
ROA2	0.026	0.023	0.10	0.23	50.21%	54.05%	4.31%	-4.51%	1.55	0.29
ROA2_YEARLY	0.026	0.020	0.10	0.20	50.19%	53.69%	7.32%	-5.10%	1.62	0.31
ROA2_YOY	0.002	0.016	0.09	0.18	49.41%	52.17%	9.94%	2.04%	0.94	0.11
ROE	0.019	0.015	0.09	0.18	50.08%	53.23%	8.15%	-2.30%	1.23	0.21
ROE_YEARLY	0.023	0.019	0.09	0.21	50.32%	53.78%	10.81%	-2.49%	1.41	0.26
ROE_YOY	0.012	0.022	0.08	0.28	49.84%	52.03%	14.41%	0.71%	0.99	0.11
ROIC	0.013	0.012	0.10	0.11	49.73%	53.19%	3.61%	-3.03%	1.40	0.25
ROIC_YEARLY	0.014	0.015	0.11	0.14	49.51%	53.85%	4.20%	-3.77%	1.44	0.25
ROIC_YOY	0.011	0.028	0.08	0.34	50.98%	52.51%	15.27%	-0.25%	1.04	0.14
TAXTOEBT	0.004	0.006	0.10	0.06	48.07%	52.10%	2.92%	1.92%	1.04	0.14
TAXTOEBT_YOY	-0.016	-0.016	0.10	-0.16	47.41%	48.64%	1.86%	7.84%	1.08	0.14

资料来源：Wind，华泰研究

盈利质量因子

盈利质量因子旨在衡量企业会计利润与实际现金流之间的一致性，它反映了盈利的可持续性以及财务信息的真实可靠性。当盈利质量较高时，公司披露的收益往往能够转化为稳定的现金流，从而增强市场对其定价的信心；相反，若盈利主要依赖会计调整或激进的收入确认方式，则可能掩盖潜在风险。因此，盈利质量不仅是评价企业经营稳健性的重要维度，也是甄别企业长期价值与潜在风险的重要参考。

在本研究中，我们选取了应计利润(ACCRUAL)、应收账款占营业收入比重(AR_OPREV)、应收账款同比与收入同比之比(AR_OPREV_AMP)及其同比指标，系统刻画港股上市公司盈利质量特征。

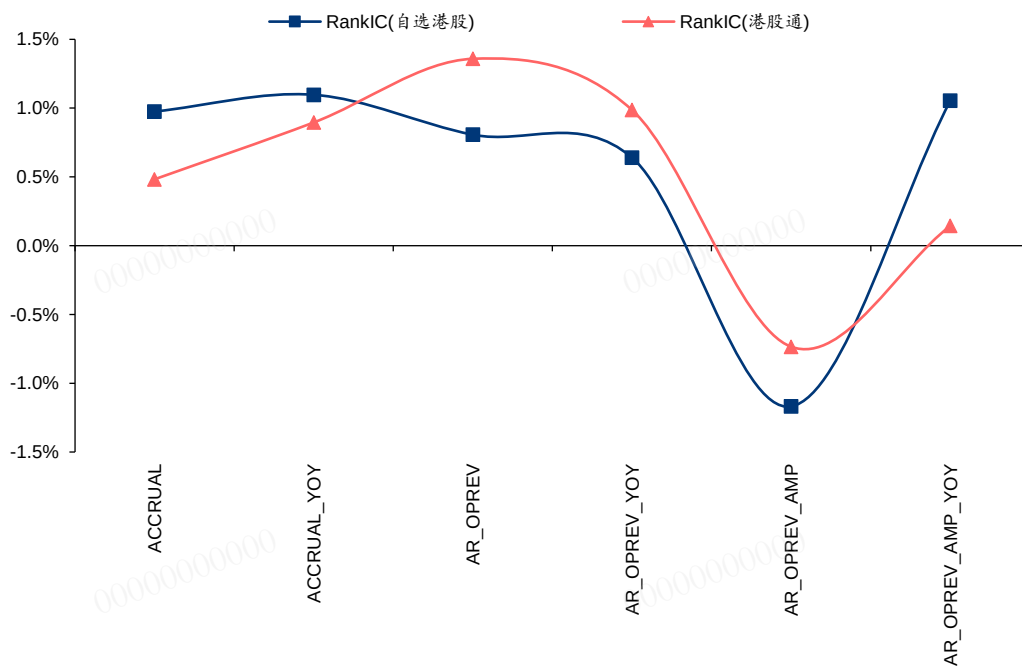
图表79：盈利质量因子名称及描述

因子名称	描述
ACCRUAL	应计利润（净利润-经营活动现金流）及其同比
AR_OPREV	应收账款 / 营业收入及其同比
AR_OPREV_AMP	应收账款同比 / 营业收入同比及其同比

资料来源：Wind，华泰研究

从整体表现来看，盈利质量因子的 RankIC 整体水平较低，部分因子接近无效，表明其横截面解释力有限。应计利润（ACCRUAL）及其同比指标表现略优，在自选港股和港股通股票池中 RankIC 均保持正向，但强度不高。相比之下，应收账款类指标（AR_OPREV 及其衍生因子）效果分化，部分年度表现较弱，AR_OPREV_AMP 因子在两个股票池中均为负，该指标或更多反映短期波动而非稳定超额收益。

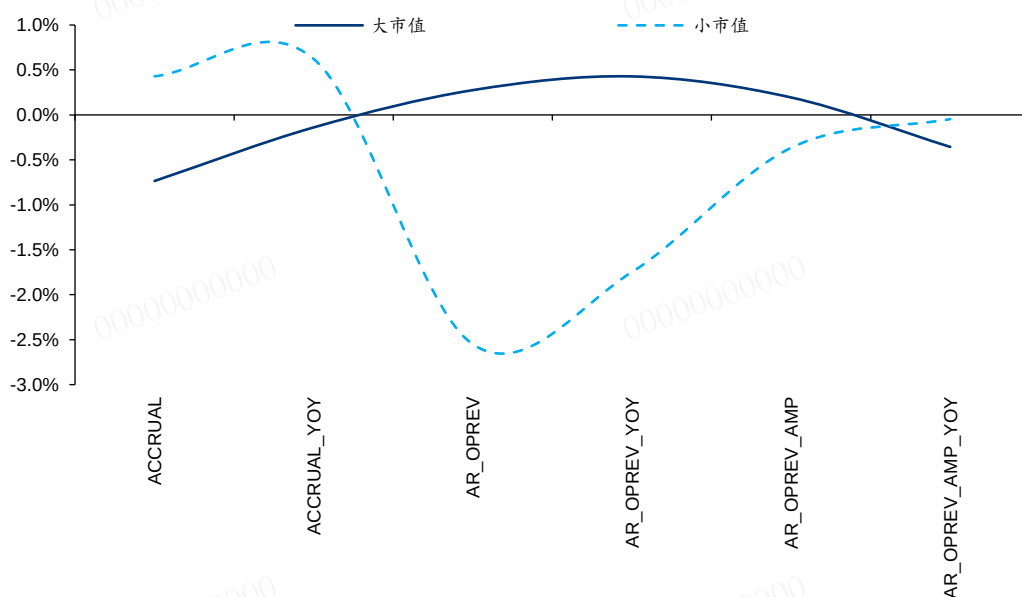
图表80：盈利质量因子 RankIC 对比（自选港股 vs 港股通股票池）



资料来源：Wind，华泰研究

从市值分布来看，盈利质量因子在大小市值股票中差异不明显，但小市值股票在部分因子上的波动性更强，盈利质量信号在小盘股中或更容易受到会计处理和经营环境变化的影响。

图表81：盈利质量因子 RankIC 市值分布（自选港股股票池）



注：大市值为流通市值排名前 30% 的股票集合，小市值为流通市值排名后 30% 的股票集合

资料来源：Wind，华泰研究

分行业表现存在差异。盈利质量因子在能源、材料、可选消费等行业中 RankIC 为正，显示出一定的有效性；而在医疗保健、金融、电信服务、公用事业等行业表现波动以至为负。值得注意的是，ACCRUAL_YOY 和 AR_OPREV_YOY 在电信服务和材料中表现较为突出，意味着这些行业盈利质量波动对市场定价的可能存在一定程度影响力。

图表82：盈利质量因子 RankIC 行业分布（自选港股股票池）

	能源	材料	工业	可选消费	日常消费	医疗保健	金融	信息技术	电信服务	公用事业	房地产
ACCRUAL	0.019	-0.008	0.018	0.024	0.017	0.015	0.010	0.011	-0.070	-0.008	0.035
ACCRUAL_YOY	0.011	0.019	0.008	0.016	-0.001	0.003	0.018	0.016	0.043	-0.021	0.024
AR_OPREV	0.018	0.028	-0.008	0.004	0.023	0.010	-0.010	0.011	0.017	0.016	0.008
AR_OPREV_YOY	0.027	0.030	0.011	-0.002	-0.001	-0.012	-0.006	0.016	0.032	0.023	0.005
AR_OPREV_AMP	-0.023	0.010	-0.011	-0.010	0.012	-0.029	-0.016	-0.020	-0.027	0.029	-0.014
AR_OPREV_AMP_YOY	0.016	0.012	0.007	0.028	-0.021	0.004	0.018	0.017	0.018	-0.008	0.008

注：行业为 Wind 港股一级行业

资料来源：Wind，华泰研究

相关性分析显示，盈利质量因子之间的相关性整体偏低，不同构造方式或能从不同维度揭示盈利质量的差异。

图表83：盈利质量因子相关性（自选港股股票池）

	ACCRUAL	ACCRUAL_YOY	AR_OPREV	AR_OPREV_YOY	AR_OPREV_AMP	AR_OPREV_AMP_YOY
ACCRUAL	1.00			0.40		
ACCRUAL_YOY		1.00				
AR_OPREV			1.00			
AR_OPREV_YOY	0.40			1.00		
AR_OPREV_AMP					1.00	
AR_OPREV_AMP_YOY						1.00

注：相关系数处于-0.3~0.3之外的标注准确数字，否则不标注准确数字，可以渐变色深浅区分；股票池为自选港股

资料来源：Wind，华泰研究

总体来看，盈利质量因子在港股市场中的横截面解释力有限，但在部分行业和特定财务维度下仍能发挥一定作用。其本质在于衡量会计利润与现金流的匹配度，更多用于识别盈利的可持续性和财务质量，对于构建风险控制框架仍具有参考价值。

盈利质量因子在自选港股和港股通股票池中的统计指标汇总如下。

图表84：盈利质量因子统计指标汇总（自选港股股票池）

	RankIC 标准				Top 年化收 Bottom 年化				t 均值	t >2 占比
	IC	RankIC	差	RankICIR	Top 胜率	Bottom 胜率	胜率	收益率		
ACCRUAL	-0.003	0.010	0.08	0.12	52.29%	48.08%	4.88%	9.76%	0.42	0.01
ACCRUAL_YOY	0.003	0.011	0.06	0.17	50.55%	50.21%	5.31%	7.34%	0.87	0.08
AR_OPREV	-0.007	0.008	0.11	0.08	49.35%	50.46%	2.48%	6.53%	1.22	0.18
AR_OPREV_YOY	-0.009	0.006	0.10	0.07	50.28%	50.65%	2.43%	11.14%	1.00	0.12
AR_OPREV_AMP	0.001	-0.012	0.06	-0.19	49.53%	49.06%	4.51%	5.58%	0.62	0.03
AR_OPREV_AMP_YOY	-0.002	0.011	0.09	0.12	50.32%	50.01%	6.35%	6.76%	0.76	0.06

资料来源：Wind，华泰研究

图表85：盈利质量因子统计指标汇总（港股通股票池）

	RankIC 标准				Top 年化收Bottom 年化				t 均值	t >2 占比
	IC	RankIC	差	RankICIR	Top 胜率	Bottom 胜率	胜率	收益率		
ACCRUAL	-0.004	0.005	0.07	0.06	52.09%	47.55%	6.63%	9.82%	0.51	0.01
ACCRUAL_YOY	-0.005	0.009	0.08	0.12	50.19%	50.78%	8.06%	2.58%	0.83	0.06
AR_OPREV	-0.014	0.014	0.11	0.13	50.15%	51.74%	6.18%	2.42%	1.35	0.23
AR_OPREV_YOY	-0.016	0.010	0.09	0.10	50.34%	51.75%	3.90%	6.54%	1.17	0.17
AR_OPREV_AMP	-0.001	-0.007	0.07	-0.11	49.79%	50.30%	8.07%	4.95%	0.67	0.04
AR_OPREV_AMP_YOY	-0.005	0.001	0.09	0.02	49.82%	50.19%	5.25%	7.53%	0.84	0.08

资料来源：Wind，华泰研究

偿债能力因子

偿债能力因子用于衡量企业以流动资产、经营现金流及股东权益等资源对债务进行偿付的能力，是反映公司财务稳健性与风险水平的重要指标。偿债能力较强的公司通常拥有较高的流动性和抗风险能力，其信用风险溢价较低，融资成本也相对更有优势；而偿债能力不足的公司则更容易受到市场波动和债务压力的影响，导致股价波动加剧。

在本研究中，我们选取了流动比率、速动比率、产权比率、股东权益与债务相关比率等指标，系统刻画企业的资本结构与偿债保障水平。

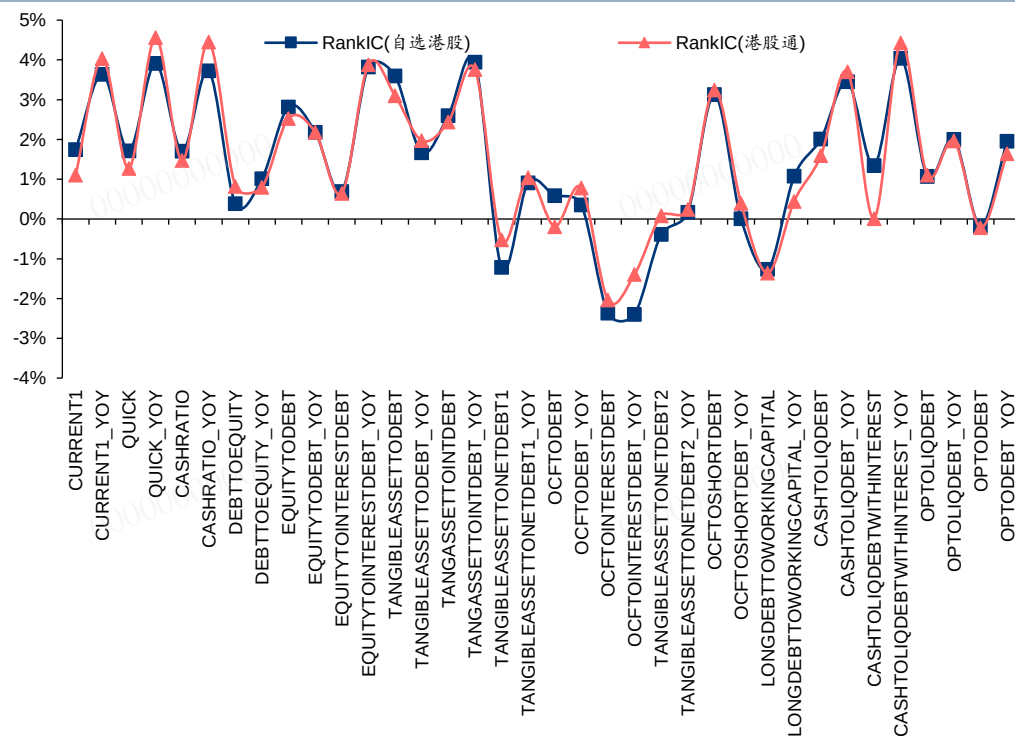
图表86：偿债能力因子名称及描述

因子名称	描述
CURRENT1	流动比率及其同比
QUICK	速动比率及其同比
CASHRATIO	保守速动比率及其同比
DEBTTOEQUITY	产权比率及其同比
EQUITYTODEBT	归属于母公司的股东权益 / 负债合计及其同比
EQUITYTOINTERESTDEBT	归属于母公司的股东权益 / 带息债务及其同比
TANGIBLEASSETTODEBT	有形资产 / 负债合计及其同比
TANGASSETTOINTDEBT	有形资产 / 带息债务及其同比
TANGIBLEASSETTONETDEBT1	有形资产 / 净债务及其同比
OCFTODEBT	经营活动产生的现金流量净额 / 负债合计及其同比
OCFTOINTERESTDEBT	经营活动产生的现金流量净额 / 带息债务及其同比
TANGIBLEASSETTONETDEBT2	经营活动产生的现金流量净额 / 净债务及其同比
OCFTOSHORTDEBT	经营活动产生的现金流量净额 / 流动负债及其同比
LONGDEBTTOWORKINGCAPITAL	长期债务与营运资金比率及其同比
CASHTOLIQDEBT	货币资金 / 流动负债及其同比
CASHTOLIQDEBTWITHINTEREST	货币资金 / 带息流动负债及其同比
OPTOLIQDEBT	营业利润 / 流动负债及其同比
OPTODEBT	营业利润 / 负债合计及其同比

资料来源：Wind，华泰研究

偿债能力因子在港股市场中表现出一定的有效性，尤其是部分同比指标。流动性相关指标（CURRENT1、QUICK、CASHRATIO）及其同比指标的 RankIC 表现相对稳定，整体为正，说明偿债能力较强的企业未来具备更优的收益表现。其中，速动比率和保守速动比率的同比变化在两个股票池中 RankICIR 均接近 0.4 以上，显示出较强的横截面解释力。相比之下，净债务口径下的因子（如 TANGIBLEASSETTONETDEBT1、OCFTOINTERESTDEBT）表现较弱，部分指标 RankIC 为负。

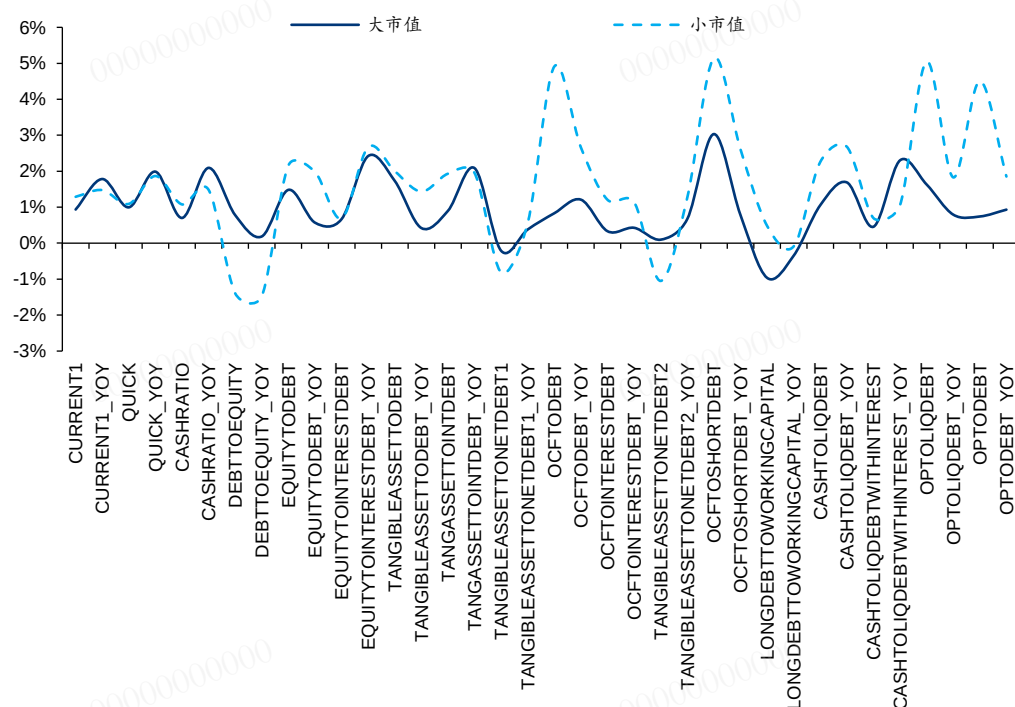
图表87：偿债能力因子 RankIC 对比（自选港股 vs 港股通股票池）



资料来源：Wind，华泰研究

从市值分布来看，小市值股票的偿债能力因子整体 RankIC 水平显著高于大市值股票，且波动幅度更大。部分指标如 OCFTODEBT、OCFTOSHORTDEBT 以及 OPTOLIQDEBT，在小市值股票中表现尤为突出，显示出偿债能力对小盘股未来收益的解释力更强。相比之下，大市值股票整体因子效应偏弱，个别指标接近零或为负，说明市场对大盘股的偿债能力信号反应有限，可能与其融资渠道更为多元、信用风险溢价较低有关。

图表88：偿债能力因子 RankIC 市值分布（自选港股股票池）



注：大市值为流通市值排名前 30% 的股票集合，小市值为流通市值排名后 30% 的股票集合

资料来源：Wind，华泰研究

行业层面上，偿债能力因子在能源、日常消费、金融、公用事业和房地产行业表现突出，RankIC 整体偏正；而在材料、医疗保健等行业中部分指标为负。尤其是在资本密集型的能源、公用事业和房地产行业，流动、速动比率与资产覆盖类因子对未来收益具有更显著的区分度。

图表89：偿债能力因子 RankIC 行业分布（自选港股股票池）

	能源	材料	工业	可选消费	日常消费	医疗保健	金融	信息技术	电信服务	公用事业	房地产
CURRENT1	0.088	0.022	0.027	0.031	0.046	-0.001	-0.009	0.003	0.003	0.036	0.038
CURRENT1_YOY	0.050	0.023	0.041	0.038	0.036	0.027	0.021	0.044	0.032	0.050	0.022
QUICK	0.089	0.018	0.027	0.027	0.045	-0.001	-0.008	-0.003	0.006	0.038	0.033
QUICK_YOY	0.042	0.023	0.041	0.040	0.038	0.027	0.021	0.046	0.028	0.049	0.027
CASHRATIO	0.091	0.017	0.032	0.026	0.042	0.004	0.001	-0.003	0.044	0.040	0.033
CASHRATIO_YOY	0.046	0.021	0.034	0.045	0.048	0.026	0.028	0.039	0.031	0.046	0.024
DEBTOEQUITY	-0.043	-0.012	-0.017	-0.006	-0.001	0.012	0.042	0.005	0.040	-0.027	-0.026
DEBTOEQUITY_YOY	0.018	-0.002	0.007	-0.003	0.009	0.003	0.026	0.008	0.060	0.005	0.052
EQUITYTODEBT	0.110	0.017	0.032	0.038	0.050	0.009	0.040	0.004	0.029	0.058	0.052
EQUITYTODEBT_YOY	0.042	0.020	0.025	0.026	0.020	0.022	0.039	0.022	0.000	0.020	-0.028
EQUITYTOINTERESTDEBT	0.063	-0.025	0.009	0.022	0.025	-0.001	0.000	0.010	-0.004	-0.002	0.032
EQUITYTOINTERESTDEBT_YOY	0.108	0.011	0.040	0.039	0.057	0.022	0.053	0.040	0.027	0.043	0.033
TANGIBLEASSETTODEBT	0.103	0.027	0.024	0.050	0.037	0.016	0.050	0.023	0.029	0.052	0.052
TANGIBLEASSETTODEBT_YOY	0.040	0.015	0.026	0.019	0.033	0.029	0.034	0.016	-0.041	0.012	-0.043
TANGASSETTOINTDEBT	0.031	0.015	0.014	0.031	0.036	0.034	0.036	0.043	0.049	0.060	0.009
TANGASSETTOINTDEBT_YOY	0.071	0.015	0.032	0.045	0.079	0.036	0.065	0.044	0.017	0.041	0.020
TANGIBLEASSETTONETDEBT1	-0.025	0.017	-0.020	-0.024	-0.018	0.001	-0.035	-0.002	-0.104	-0.010	-0.015
TANGIBLEASSETTONETDEBT1_YOY	0.010	0.015	0.021	-0.003	0.018	0.004	0.044	0.006	-0.029	0.010	-0.005
OCFTODEBT	-0.002	0.022	0.011	0.018	0.002	0.024	-0.032	0.017	0.004	-0.041	-0.022
OCFTODEBT_YOY	-0.005	0.021	-0.001	0.020	-0.008	0.000	-0.013	0.002	0.004	-0.007	0.008
OCFTOINTERESTDEBT	0.038	-0.032	-0.013	-0.014	-0.036	-0.017	-0.034	-0.029	0.021	-0.041	-0.024
OCFTOINTERESTDEBT_YOY	-0.030	-0.015	-0.023	-0.009	-0.031	-0.012	-0.057	-0.018	-0.046	-0.033	-0.030
TANGIBLEASSETTONETDEBT2	-0.024	0.028	-0.001	-0.026	-0.032	-0.031	0.013	0.013	-0.048	0.036	-0.016
TANGIBLEASSETTONETDEBT2_YOY	0.034	0.021	0.002	0.002	-0.014	-0.017	0.022	-0.009	0.027	-0.005	-0.001
OCFTOSHORTDEBT	0.039	0.037	0.036	0.034	0.033	0.037	-0.040	0.038	0.023	0.016	0.001
OCFTOSHORTDEBT_YOY	-0.015	0.022	-0.006	0.012	-0.020	-0.009	-0.018	-0.009	0.001	-0.021	0.005
LONGDEBTTWORKINGCAPITAL	-0.005	0.017	0.004	-0.008	-0.021	-0.003	0.017	-0.018	0.019	-0.068	-0.025
LONGDEBTTWORKINGCAPITAL_YOY	0.030	0.017	0.013	0.022	0.008	0.001	0.033	0.007	0.082	0.008	0.002
CASHTOLIQDEBT	0.110	0.027	0.040	0.031	0.040	-0.001	-0.003	0.001	0.037	0.047	0.050
CASHTOLIQDEBT_YOY	0.037	0.022	0.031	0.039	0.032	0.021	0.000	0.038	0.018	0.032	0.032
CASHTOLIQDEBTWITHINTEREST	0.033	0.010	0.013	0.016	0.010	0.008	0.024	0.024	-0.002	0.011	0.026
CASHTOLIQDEBTWITHINTEREST_YOY	0.093	0.002	0.037	0.041	0.068	0.025	-0.003	0.052	0.029	0.056	0.051
OPTOLIQDEBT	0.005	0.007	0.011	0.013	0.025	0.028	-0.020	0.029	-0.029	-0.043	-0.011
OPTOLIQDEBT_YOY	0.000	0.015	0.026	0.028	0.002	0.015	0.039	0.025	-0.009	-0.013	0.011
OPTODEBT	-0.014	-0.005	-0.001	0.011	0.015	0.030	-0.053	0.020	-0.031	-0.040	-0.025
OPTODEBT_YOY	0.013	0.010	0.020	0.025	-0.004	0.019	0.033	0.026	-0.023	-0.013	0.013

注：行业为 Wind 港股一级行业

资料来源：Wind，华泰研究

从相关性上看，不同维度的偿债因子之间相关性中等，流动性比率与权益类覆盖指标指标存在较强联系，而权益类覆盖指标与现金流覆盖指标相关性偏低。

资料来源：Wind，华泰研究

偿债能力因子在自选港股和港股通股票池中的统计指标汇总如下。

图表91：偿债能力因子统计指标汇总（自选港股股票池）

	RankIC 标				Bottom 胜 Top 年化收 Bottom 年				t 均值 t >2 占比	
	IC	RankIC	准差	RankICIR	Top 胜率	率	益率	化收益率		
CURRENT1	-0.007	0.017	0.09	0.19	49.37%	52.70%	3.81%	1.08%	1.15	0.18
CURRENT1_YOY	0.004	0.036	0.08	0.44	51.67%	52.83%	7.04%	2.15%	1.14	0.16
QUICK	-0.007	0.017	0.10	0.18	49.35%	52.73%	4.27%	1.57%	1.21	0.20
QUICK_YOY	0.004	0.039	0.08	0.48	51.77%	52.86%	8.22%	1.08%	1.12	0.15
CASHRATIO	-0.009	0.017	0.10	0.17	49.30%	52.67%	4.01%	2.15%	1.21	0.20
CASHRATIO_YOY	0.000	0.037	0.08	0.45	51.31%	52.78%	8.87%	1.97%	1.03	0.12
DEBTTOEQUITY	-0.001	0.004	0.10	0.04	50.76%	49.72%	2.00%	2.33%	1.26	0.21
DEBTTOEQUITY_YOY	-0.012	0.010	0.08	0.13	47.94%	52.68%	3.81%	1.54%	1.13	0.16
EQUITYTODEBT	0.000	0.028	0.09	0.32	50.95%	52.81%	4.63%	1.65%	1.00	0.12
EQUITYTODEBT_YOY	0.003	0.022	0.07	0.33	49.16%	53.65%	4.03%	1.82%	1.14	0.16
EQUITYTOINTERESTDEBT	0.001	0.007	0.12	0.06	51.08%	49.03%	8.01%	9.63%	0.80	0.06
EQUITYTOINTERESTDEBT_YOY	0.001	0.038	0.09	0.41	52.26%	53.07%	8.06%	5.23%	1.00	0.10
TANGIBLEASSETTODEBT	0.016	0.036	0.09	0.38	52.34%	52.46%	4.61%	1.35%	1.43	0.20
TANGIBLEASSETTODEBT_YOY	0.003	0.017	0.07	0.25	49.64%	52.43%	5.43%	-1.26%	1.02	0.12
TANGASSETTOINTDEBT	0.003	0.026	0.11	0.23	53.35%	49.80%	13.95%	2.04%	0.70	0.03
TANGASSETTOINTDEBT_YOY	0.003	0.039	0.09	0.43	52.68%	52.77%	9.25%	1.77%	0.96	0.08
TANGIBLEASSETTONETDEBT1	0.003	-0.012	0.07	-0.18	49.81%	48.70%	3.08%	5.14%	0.81	0.07
TANGIBLEASSETTONETDEBT1_YOY	-0.003	0.009	0.07	0.14	49.80%	50.88%	4.05%	5.42%	0.81	0.06
OCFTODEBT	0.009	0.006	0.09	0.06	51.07%	51.49%	11.81%	1.45%	1.56	0.30
OCFTODEBT_YOY	0.001	0.004	0.07	0.05	49.74%	50.43%	7.32%	4.08%	0.87	0.09
OCFTOINTERESTDEBT	0.003	-0.024	0.12	-0.20	50.11%	47.26%	5.84%	10.78%	0.75	0.05
OCFTOINTERESTDEBT_YOY	0.005	-0.024	0.11	-0.23	49.54%	47.41%	6.96%	6.44%	1.11	0.16
TANGIBLEASSETTONETDEBT2	0.002	-0.004	0.06	-0.06	49.93%	49.38%	5.75%	4.87%	0.75	0.05
TANGIBLEASSETTONETDEBT2_YOY	-0.003	0.002	0.09	0.02	50.48%	50.19%	4.52%	7.99%	1.11	0.14
OCFTOSHORTDEBT	0.014	0.031	0.07	0.43	51.44%	53.76%	9.19%	-1.30%	1.40	0.25
OCFTOSHORTDEBT_YOY	0.001	0.000	0.07	0.00	48.58%	50.51%	5.68%	4.65%	0.86	0.07
LONGDEBTTOWORKINGCAPITAL	0.002	-0.013	0.07	-0.18	49.54%	48.52%	3.34%	8.56%	0.61	0.04
LONGDEBTTOWORKINGCAPITAL_YOY	0.004	0.011	0.10	0.11	49.51%	51.00%	6.23%	3.95%	1.08	0.14
CASHTOLIQDEBT	-0.009	0.020	0.09	0.22	48.25%	53.35%	3.94%	-1.37%	1.26	0.21
CASHTOLIQDEBT_YOY	0.004	0.035	0.07	0.48	49.78%	52.93%	6.16%	-2.04%	1.11	0.17
CASHTOLIQDEBTWITHINTEREST	0.002	0.013	0.11	0.13	49.75%	51.01%	9.81%	-0.94%	0.73	0.05
CASHTOLIQDEBTWITHINTEREST_YOY	0.006	0.040	0.11	0.37	52.30%	52.21%	11.22%	0.88%	0.84	0.08
OPTOLIQDEBT	0.010	0.011	0.10	0.11	50.49%	52.34%	7.24%	0.91%	1.59	0.29
OPTOLIQDEBT_YOY	0.002	0.020	0.07	0.27	49.28%	52.15%	5.93%	4.84%	1.00	0.11
OPTODEBT	0.009	-0.002	0.10	-0.02	50.31%	50.62%	7.44%	1.21%	1.61	0.31
OPTODEBT_YOY	-0.003	0.020	0.08	0.24	49.66%	51.50%	7.36%	5.83%	1.14	0.15

资料来源：Wind，华泰研究

图表92：偿债能力因子统计指标汇总（港股通股票池）

	IC	RankIC	RankIC 标	RankICIR	Top 胜率	Bottom 胜率	Top 年化收	Bottom 年	t 均值	t >2 占比
			准差				率	化收益率		
CURRENT1	-0.018	0.011	0.13	0.09	48.10%	52.53%	1.75%	7.55%	1.50	0.26
CURRENT1_YOY	0.004	0.040	0.09	0.42	51.81%	53.82%	8.41%	0.69%	1.23	0.18
QUICK	-0.018	0.013	0.13	0.10	47.96%	53.87%	1.99%	2.93%	1.53	0.27
QUICK_YOY	0.006	0.046	0.09	0.48	51.92%	53.87%	9.19%	1.29%	1.23	0.18
CASHRATIO	-0.017	0.015	0.13	0.11	48.47%	53.58%	1.98%	4.70%	1.51	0.27
CASHRATIO_YOY	0.011	0.045	0.09	0.49	51.67%	53.70%	9.91%	1.68%	1.08	0.14
DEBTTOEQUITY	-0.003	0.008	0.13	0.06	51.76%	50.51%	6.50%	-1.53%	1.61	0.32
DEBTTOEQUITY_YOY	-0.009	0.008	0.09	0.09	48.12%	52.16%	3.66%	5.05%	1.34	0.23
EQUITYTODEBT	0.009	0.025	0.12	0.21	50.56%	53.84%	3.67%	1.84%	1.60	0.31
EQUITYTODEBT_YOY	0.002	0.022	0.08	0.26	49.67%	53.73%	8.10%	2.02%	1.14	0.17
EQUITYTOINTERESTDEBT	-0.002	0.006	0.11	0.06	50.01%	51.25%	6.18%	4.94%	0.88	0.08
EQUITYTOINTERESTDEBT_YOY	0.011	0.039	0.10	0.38	52.25%	53.27%	10.07%	5.69%	0.88	0.09
TANGIBLEASSETTODEBT	0.011	0.031	0.11	0.27	51.99%	53.40%	4.85%	2.01%	1.54	0.29
TANGIBLEASSETTODEBT_YOY	0.011	0.020	0.09	0.23	50.28%	53.70%	8.56%	-2.13%	0.89	0.07
TANGASSETTOINTDEBT	0.012	0.024	0.10	0.23	51.89%	51.12%	14.32%	-2.50%	0.94	0.11
TANGASSETTOINTDEBT_YOY	0.017	0.038	0.11	0.36	52.15%	53.39%	10.53%	3.03%	0.97	0.13
TANGIBLEASSETTONETDEBT1	0.001	-0.005	0.08	-0.07	50.33%	49.09%	8.17%	8.18%	0.81	0.08
TANGIBLEASSETTONETDEBT1_YOY	0.005	0.010	0.07	0.15	49.83%	50.41%	6.40%	8.34%	0.76	0.08
OCFTODEBT	0.017	-0.002	0.09	-0.02	49.13%	51.22%	2.50%	1.45%	1.52	0.30
OCFTODEBT_YOY	0.005	0.008	0.07	0.11	49.83%	49.99%	10.20%	5.13%	0.90	0.07
OCFTOINTERESTDEBT	-0.009	-0.020	0.11	-0.18	48.88%	48.71%	2.37%	10.08%	0.90	0.09
OCFTOINTERESTDEBT_YOY	0.003	-0.014	0.11	-0.13	48.37%	47.76%	5.39%	5.32%	1.08	0.14
TANGIBLEASSETTONETDEBT2	-0.004	0.001	0.06	0.01	50.71%	49.02%	10.22%	9.04%	0.81	0.08
TANGIBLEASSETTONETDEBT2_YOY	0.001	0.002	0.09	0.03	50.53%	50.30%	6.44%	8.09%	1.08	0.14
OCFTOSHORTDEBT	0.023	0.032	0.10	0.34	50.86%	53.74%	7.01%	-2.59%	1.65	0.31
OCFTOSHORTDEBT_YOY	0.003	0.004	0.07	0.05	48.37%	50.26%	6.79%	4.28%	0.86	0.07
LONGDEBTTOWORKINGCAPITAL	0.001	-0.014	0.07	-0.19	49.63%	48.61%	5.40%	8.43%	0.58	0.01
LONGDEBTTOWORKINGCAPITAL_YOY	0.002	0.004	0.10	0.05	49.21%	51.91%	5.26%	4.48%	0.90	0.11
CASHTOLIQDEBT	-0.015	0.016	0.13	0.13	47.59%	54.32%	1.13%	3.97%	1.50	0.27
CASHTOLIQDEBT_YOY	0.010	0.037	0.09	0.39	50.23%	53.74%	7.40%	2.45%	1.00	0.13
CASHTOLIQDEBTWITHINTEREST	0.002	0.000	0.11	0.00	48.63%	51.19%	6.72%	0.36%	0.90	0.10
CASHTOLIQDEBTWITHINTEREST_YOY	0.009	0.044	0.11	0.41	51.53%	53.82%	7.18%	0.70%	0.96	0.11
OPTOLIQDEBT	0.018	0.011	0.09	0.12	49.89%	52.47%	3.95%	-1.89%	1.54	0.28
OPTOLIQDEBT_YOY	0.006	0.020	0.09	0.22	48.75%	53.51%	6.69%	-2.47%	0.95	0.10
OPTODEBT	0.017	-0.002	0.09	-0.02	49.20%	51.24%	4.40%	-2.61%	1.53	0.28
OPTODEBT_YOY	0.004	0.016	0.09	0.18	49.51%	53.31%	7.23%	-1.57%	1.02	0.12

资料来源：Wind，华泰研究

营运效率因子

营运效率因子是衡量企业经营活动效率和资源利用水平的重要指标，反映公司在现有资产和成本结构下创造收入与利润的能力。其核心思想在于考察企业如何在生产经营过程中实现“以较少的资源投入，获得更多的产出”。相比单纯的盈利能力，营运效率不仅强调利润水平的高低，还关注利润背后的运营驱动力，例如资产周转速度、费用管理效果以及现金流生成能力等。因此，营运效率因子不仅是公司内部运营效率的量化结果，也能为投资者提供关于企业未来盈利持续性与成长性的前瞻性信息。在资本市场中，营运效率的改善往往预示着盈利质量的提升和现金流的增强，进而提升企业的估值水平。

本研究基于总资产周转率、固定资产周转率、流动资产周转率、应收账款和存货周转率及其对应的周转天数，同时结合毛利率、净利率及营业利润率等盈利性指标，对港股市场进行了系统回测。

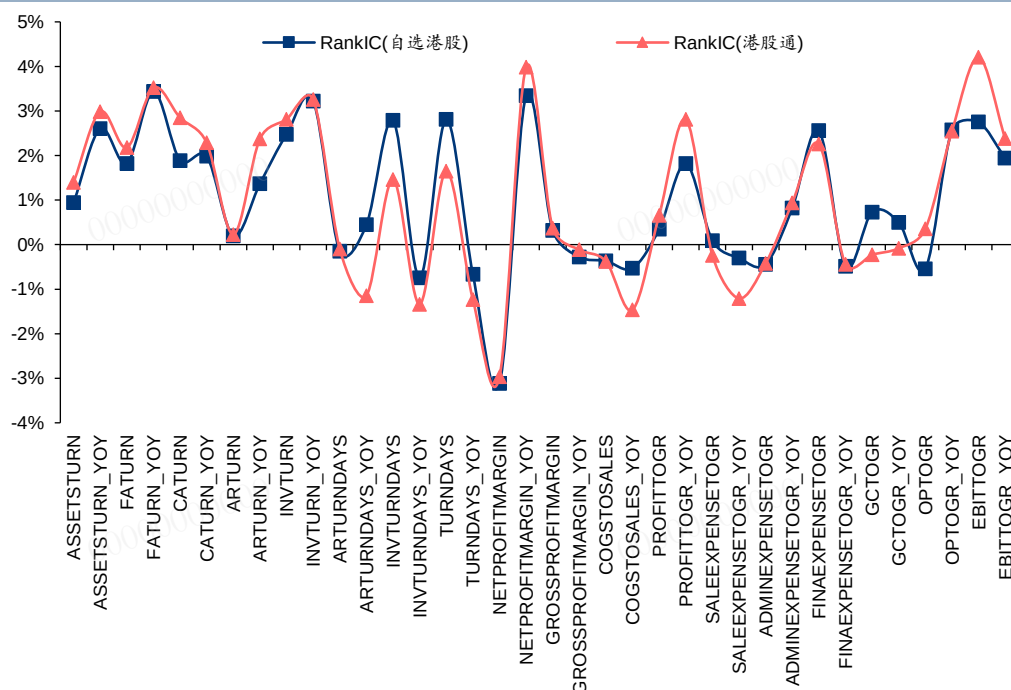
图表93：营运效率因子名称及描述

因子名称	描述
ASSETSTURN	总资产周转率及其同比
FATURN	固定资产周转率及其同比
CATURN	流动资产周转率及其同比
ARTURN	应收账款周转率及其同比
INVTURN	存货周转率及其同比
ARTURNDAYS	应收账款周转天数及其同比
INVTURNDAYS	存货周转天数及其同比
TURNDAYS	营业周期及其同比
NETPROFITMARGIN	销售净利率及其同比
GROSSPROFITMARGIN	销售毛利率及其同比
COGSTOSALES	销售成本率及其同比
PROFITTOGR	净利润 / 营业总收入及其同比
SALEEXPENSETOGR	销售费用 / 营业总收入及其同比
ADMINEXPENSETOGR	行政(管理)费用 / 营业总收入及其同比
FINAEXPENSETOGR	财务费用 / 营业总收入及其同比
GCTOGR	营业总成本 / 营业总收入及其同比
OPTOGR	营业利润(含价值变动损益) / 营业总收入及其同比
EBITTOGR	息税前利润 / 营业总收入及其同比

资料来源：Wind，华泰研究

整体来看，营运效率因子在港股市场具有一定解释力，部分指标表现突出。例如，存货周转率（INVTURN）、固定资产周转率（FATURN）同比因子在自选股票池和港股通中均呈现正向 RankIC，显示出营运效率提升能够有效预测未来收益。同时，销售净利率同比（NETPROFITMARGIN_YOY）和息税前利润率（EBITTOGR）因子在表现稳健，RankIC 和 RankICIR 均处于较优水平。

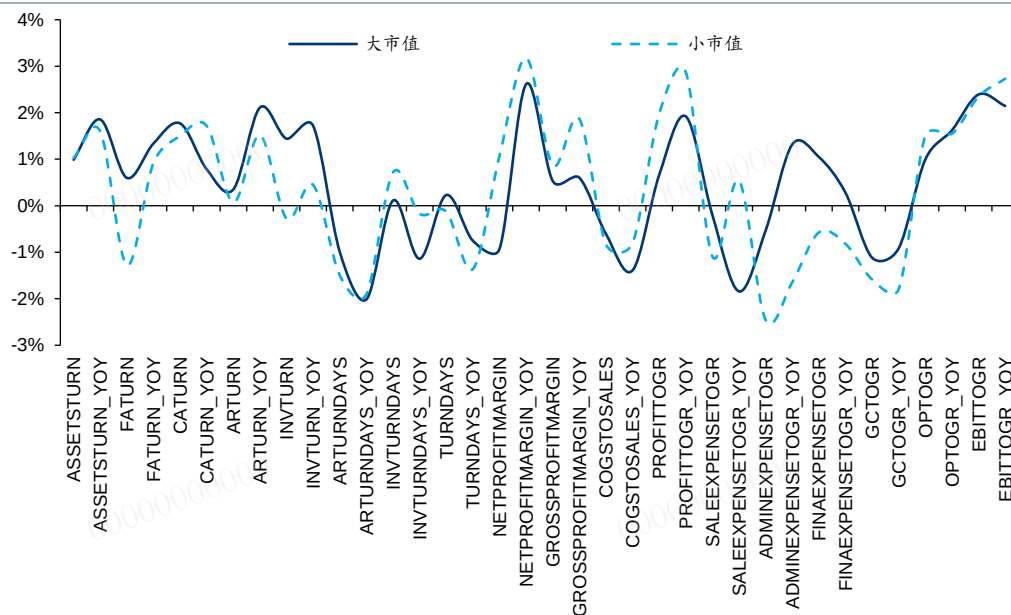
图表94：营运效率因子 RankIC 对比（自选港股 vs 港股通股票池）



资料来源：Wind，华泰研究

从市值分布来看，营运效率因子在大市值与小市值公司之间表现存在一定差异。整体上，大市值公司的 RankIC 较为平稳，多数因子分布在 0%~2% 区间，呈现出相对温和的正相关特征；而小市值公司的 RankIC 波动性更强，在部分指标上表现出更高的因子有效性，但也伴随显著的负值。

图表95：盈利能力因子 RankIC 市值分布（自选港股股票池）



注：大市值为流通市值排名前 30% 的股票集合，小市值为流通市值排名后 30% 的股票集合

资料来源：Wind，华泰研究

分行业来看，营运效率因子在能源、电信服务及日常消费行业中表现相对突出，尤其在存货周转率与固定资产周转率等指标上，RankIC 整体处于较高水平，反映出这些行业对营运效率改善具有更强的敏感度。相比之下，材料、工业及可选消费等行业的因子效果偏弱，或因这些行业的盈利模式更容易受到宏观经济波动与政策因素影响，单纯依赖营运效率因子难以形成稳定的超额收益。

图表96：营运效率因子 RankIC 行业分布（自选港股股票池）

	能源	材料	工业	可选消费	日常消费	医疗保健	金融	信息技术	电信服务	公用事业	房地产
ASSETSTURN	0.012	0.016	-0.001	0.015	0.045	0.032	0.031	0.030	0.048	0.015	0.016
ASSETSTURN_YOY	0.018	0.020	0.020	0.021	0.041	0.033	0.053	0.026	0.007	0.047	0.016
FATURN	0.069	0.014	0.020	0.017	0.029	0.012	0.037	0.010	0.068	0.044	0.028
FATURN_YOY	0.064	0.016	0.020	0.034	0.052	0.030	0.044	0.032	0.004	0.024	0.038
CATURN	0.003	0.015	0.013	0.006	0.043	0.024	0.008	0.032	0.067	0.031	0.004
CATURN_YOY	0.006	0.019	0.010	0.017	0.036	0.031	0.041	0.026	0.010	0.034	0.007
ARTURN	-0.032	0.009	0.008	-0.004	0.027	-0.004	-0.017	-0.012	-0.006	0.002	0.015
ARTURN_YOY	0.032	-0.012	0.012	0.006	0.017	0.021	0.035	-0.003	0.008	0.023	0.013
INVTURN	0.112	0.017	0.024	0.017	0.045	0.016	0.005	0.008	0.075	0.006	0.040
INVTURN_YOY	0.097	0.016	0.029	0.030	0.053	0.020		0.034	0.066	0.041	0.038
ARTURNDAYS	0.021	-0.007	-0.017	0.007	-0.008	0.019	0.020	-0.001	0.013	-0.018	0.008
ARTURNDAYS_YOY	0.006	0.007	0.014	0.012	0.015	-0.009	-0.013	0.005	-0.011	0.016	0.002
INVTURNDAYS	0.074	0.018	0.036	0.034	0.044	0.024	0.045	0.045	0.077	0.044	0.017
INVTURNDAYS_YOY	0.013	0.005	0.011	-0.006	-0.015	-0.008		0.010	0.045	-0.018	-0.022
TURN_DAYS	0.085	0.016	0.033	0.031	0.033	0.022	0.076	0.031	0.049	0.046	0.021
TURN_DAYS_YOY	-0.008	-0.008	0.005	-0.008	-0.014	-0.008	-0.023	0.002	-0.019	-0.007	-0.021
NETPROFITMARGIN	-0.064	-0.026	-0.037	-0.026	-0.041	0.002	-0.085	-0.025	-0.049	-0.054	-0.031
NETPROFITMARGIN_YOY	-0.001	0.013	0.037	0.032	0.041	0.022	0.043	0.023	-0.043	0.046	0.031
GROSSPROFITMARGIN	0.032	0.006	0.010	0.004	0.005	0.026	0.012	-0.006	-0.044	0.014	0.026
GROSSPROFITMARGIN_YOY	-0.018	0.021	0.015	-0.004	-0.035	0.003	-0.050	-0.015	-0.086	-0.043	0.004
COGSTOSALES	-0.032	-0.006	-0.010	-0.004	-0.005	-0.026	-0.043	0.006	0.045	-0.013	-0.027
COGSTOSALES_YOY	0.025	-0.008	-0.001	-0.013	-0.009	-0.012	-0.006	0.020	0.022	0.010	0.005
PROFITTOGR	0.020	-0.009	-0.002	0.009	-0.005	0.017	-0.016	0.014	-0.024	-0.020	0.008
PROFITTOGR_YOY	-0.017	0.010	0.019	0.015	0.017	0.000	0.004	0.011	-0.013	0.035	0.019
SALEEXPENSETOGR	-0.058	0.019	-0.009	0.016	0.035	0.012	-0.075	-0.012	-0.002	0.017	0.007
SALEEXPENSETOGR_YOY	0.025	0.022	0.016	-0.009	0.003	-0.026	-0.042	0.011	0.103	0.001	-0.009
ADMINEXPENSETOGR	-0.030	0.018	-0.015	-0.013	0.007	-0.022	0.000	0.022	0.102	-0.009	-0.011
ADMINEXPENSETOGR_YOY	0.015	0.003	0.004	0.010	0.024	-0.005	0.027	0.017	0.041	0.014	0.010
FINAEXPENSETOGR	0.058	0.009	0.041	0.021	0.018	0.020	0.027	0.025	0.070	0.036	0.008
FINAEXPENSETOGR_YOY	0.032	-0.011	0.005	-0.006	-0.035	0.001	-0.006	-0.013	0.018	-0.030	-0.017
GCTOGR	-0.033	0.015	0.003	0.006	0.020	-0.003	0.014	0.008	0.032	0.018	0.005
GCTOGR_YOY	0.032	0.005	0.002	0.003	-0.010	-0.005	0.009	0.008	0.084	0.000	0.009
OPTOGR	0.033	-0.014	0.000	-0.006	-0.022	0.004	-0.012	-0.005	-0.032	-0.015	-0.005
OPTOGR_YOY	0.000	0.021	0.025	0.031	0.017	0.012	0.031	0.031	0.002	-0.012	0.032
EBITTOGR	0.070	0.007	0.014	0.027	0.023	0.042	0.050	0.034	0.022	0.025	0.011
EBITTOGR_YOY	-0.035	0.000	0.019	0.033	0.015	0.019	-0.010	0.007	-0.057	0.002	0.035

注：行业为 Wind 港股一级行业

资料来源：Wind，华泰研究

相关性上，营运效率因子总体相关性偏低，资产周转率类指标之间存在一定相关性，而利润率类因子则与费用率指标保持相对独立。

图表 97：营运效率因子相关性（自选港股股票池）

	ASSETSTURN	ASSETSTURN_YOY	FATURN	FATURN_YOY	CATURN	CATURN_YOY	ARTURN	ARTURN_YOY	INTURN	INTURN_YOY	ARTURNDAYS	ARTURNDAYS_YOY	INTURNDAYS	INTURNDAYS_YOY	TURNDAYS	TURNDAYS_YOY	NETPROFITMARGIN	NETPROFITMARGIN_YOY	GROSSPROFITMARGIN	GROSSPROFITMARGIN_YOY	COGSTOSALES	COGSTOSALES_YOY	PROFITTOGR	PROFITTOGR_YOY	SALEXPENSETOGR	SALEXPENSETOGR_YOY	ADMINXPENSETOGR	ADMINXPENSETOGR_YOY	FINAEXPENSETOGR	FINAEXPENSETOGR_YOY	GCTOGR	GCTOGR_YOY	OPTOGR	OPTOGR_YOY	EBITTOGR	EBITTOGR_YOY		
ASSETSTURN	1.00																																					
ASSETSTURN_YOY		1.00																																				
FATURN			1.00																																			
FATURN_YOY				1.00																																		
CATURN					1.00																																	
CATURN_YOY						1.00																																
ARTURN							1.00																															
ARTURN_YOY								1.00																														
INTURN									1.00																													
INTURN_YOY										1.00																												
ARTURNDAYS											1.00																											
ARTURNDAYS_YOY												1.00																										
INTURNDAYS													1.00																									
INTURNDAYS_YOY														1.00																								
TURNDAYS															1.00																							
TURNDAYS_YOY																1.00																						
NETPROFITMARGIN																	1.00																					
NETPROFITMARGIN_YOY																		1.00																				
GROSSPROFITMARGIN																			1.00																			
GROSSPROFITMARGIN_YOY																				1.00																		
COGSTOSALES																					1.00																	
COGSTOSALES_YOY																						1.00																
PROFITTOGR																							1.00															
PROFITTOGR_YOY																								1.00														
SALEXPENSETOGR																									1.00													
SALEXPENSETOGR_YOY																										1.00												
ADMINXPENSETOGR																											1.00											
ADMINXPENSETOGR_YOY																												1.00										
FINAEXPENSETOGR																													1.00									
FINAEXPENSETOGR_YOY																														1.00								
GCTOGR																															1.00							
GCTOGR_YOY																																1.00						
OPTOGR																																	1.00					
OPTOGR_YOY																																		1.00				
EBITTOGR																																						
EBITTOGR_YOY																																						

注：相关系数处于-0.3~0.3之外的标注准确数字，否则不标注准确数字，可以渐变色深浅区分；股票池为自选港股

资料来源：Wind，华泰研究

综合来看，营运效率因子在港股市场展现出一定的解释力和投资价值。从回测结果来看，存货周转率、固定资产周转率等指标表现相对稳健，能够有效反映企业运营质量的改善对未来收益的正向影响。同时，销售净利率同比和息税前利润率等盈利性因子也展现出良好的因子有效性，为营运效率因子体系提供了补充。

营运效率因子在自选港股和港股通股票池中的统计指标汇总如下。

图表98：营运效率因子统计指标汇总（自选港股股票池）

	RankIC 标				Bottom 胜 Top 年化收 Bottom 年				t 均值 t >2 占比	
	IC	RankIC	准差	RankICIR	Top 胜率	率	益率	化收益率		
ASSETSTURN	0.006	0.009	0.07	0.14	50.19%	51.35%	6.99%	0.55%	1.26	0.20
ASSETSTURN_YOY	-0.002	0.026	0.08	0.34	50.12%	52.42%	10.66%	0.99%	1.03	0.12
FATURN	-0.011	0.018	0.10	0.17	49.27%	51.54%	1.78%	5.60%	1.02	0.14
FATURN_YOY	0.000	0.034	0.10	0.34	51.05%	52.67%	7.01%	2.61%	1.26	0.18
CATURN	0.008	0.019	0.07	0.27	51.01%	51.96%	6.19%	-0.02%	1.32	0.23
CATURN_YOY	0.001	0.020	0.08	0.25	49.41%	52.00%	8.35%	3.14%	1.04	0.14
ARTURN	-0.001	0.002	0.09	0.02	49.55%	49.52%	4.06%	4.77%	0.80	0.06
ARTURN_YOY	0.001	0.014	0.08	0.16	49.91%	51.53%	9.36%	1.55%	0.83	0.06
INVTURN	0.000	0.025	0.10	0.24	50.01%	51.69%	3.16%	7.24%	1.13	0.16
INVTURN_YOY	0.001	0.032	0.13	0.26	53.35%	51.67%	9.16%	6.86%	1.57	0.32
ARTURNDAYS	-0.006	-0.002	0.07	-0.02	47.41%	51.50%	-1.01%	1.36%	0.95	0.09
ARTURNDAYS_YOY	0.002	0.004	0.08	0.06	48.20%	51.50%	-1.53%	8.78%	1.39	0.18
INVTURNDAYS	0.002	0.028	0.11	0.25	50.62%	52.03%	1.85%	5.19%	0.81	0.09
INVTURNDAYS_YOY	-0.010	-0.007	0.12	-0.06	49.03%	49.69%	2.67%	8.45%	1.31	0.22
TURNDAYS	0.001	0.028	0.11	0.26	50.81%	51.87%	2.31%	4.83%	0.84	0.09
TURNDAYS_YOY	-0.006	-0.007	0.11	-0.06	48.77%	49.61%	2.13%	8.80%	1.07	0.15
NETPROFITMARGIN	0.002	-0.031	0.13	-0.24	48.23%	47.35%	9.35%	5.67%	1.51	0.30
NETPROFITMARGIN_YOY	-0.003	0.033	0.09	0.36	50.91%	52.65%	8.21%	2.80%	1.01	0.11
GROSSPROFITMARGIN	0.002	0.003	0.08	0.04	49.00%	51.85%	4.62%	3.41%	1.43	0.25
GROSSPROFITMARGIN_YOY	0.002	-0.003	0.09	-0.03	48.93%	50.87%	3.92%	6.95%	0.89	0.09
COGSTOSALES	-0.001	-0.004	0.08	-0.04	47.95%	50.69%	3.22%	4.20%	1.41	0.25
COGSTOSALES_YOY	0.004	-0.005	0.07	-0.07	48.85%	51.16%	4.35%	5.23%	1.06	0.14
PROFITTOGR	0.008	0.003	0.13	0.03	51.35%	50.13%	9.68%	3.12%	1.08	0.17
PROFITTOGR_YOY	-0.006	0.018	0.10	0.19	49.27%	51.46%	4.52%	3.52%	1.04	0.12
SALEEXPENSETOGR	0.001	0.001	0.09	0.01	49.41%	50.67%	9.76%	2.98%	1.19	0.18
SALEEXPENSETOGR_YOY	-0.011	-0.003	0.06	-0.05	47.12%	51.74%	-1.91%	5.91%	0.97	0.11
ADMINEXPENSETOGR	-0.009	-0.004	0.12	-0.04	48.46%	49.42%	1.17%	7.32%	1.02	0.14
ADMINEXPENSETOGR_YOY	-0.010	0.008	0.07	0.12	48.35%	51.61%	1.81%	9.05%	1.22	0.18
FINAEXPENSETOGR	0.002	0.026	0.11	0.22	52.33%	50.92%	5.20%	5.46%	1.06	0.13
FINAEXPENSETOGR_YOY	-0.001	-0.005	0.10	-0.05	49.64%	49.72%	3.85%	9.69%	0.87	0.11
GCTOGR	-0.003	0.007	0.13	0.06	50.50%	49.12%	6.17%	7.59%	1.23	0.20
GCTOGR_YOY	-0.009	0.005	0.10	0.05	49.74%	50.62%	0.68%	8.92%	1.23	0.18
OPTOGR	0.004	-0.005	0.13	-0.04	51.00%	49.54%	7.64%	6.03%	1.23	0.20
OPTOGR_YOY	0.004	0.026	0.10	0.25	50.60%	51.85%	5.25%	4.05%	1.19	0.17
EBITTOGR	0.011	0.028	0.13	0.21	52.69%	52.13%	9.50%	2.68%	1.04	0.16
EBITTOGR_YOY	-0.001	0.019	0.10	0.20	49.81%	51.90%	3.73%	3.10%	1.06	0.13

资料来源：Wind，华泰研究

图表99：营运效率因子统计指标汇总（港股通股票池）

	RankIC 标				Bottom 胜 Top 年化收 Bottom 年				t 均值 t >2 占比	
	IC	RankIC	准差	RankICIR	Top 胜率	率	益率	化收益率		
ASSETSTURN	0.014	0.014	0.10	0.14	50.24%	52.10%	7.99%	2.06%	1.48	0.29
ASSETSTURN_YOY	0.015	0.030	0.09	0.35	50.67%	52.99%	9.72%	-0.28%	1.23	0.19
FATURN	-0.012	0.022	0.11	0.20	49.69%	52.79%	0.70%	6.00%	1.14	0.17
FATURN_YOY	0.019	0.035	0.10	0.34	51.57%	53.12%	7.49%	-1.22%	1.32	0.23
CATURN	0.019	0.028	0.11	0.25	51.59%	52.92%	9.18%	0.04%	1.63	0.34
CATURN_YOY	0.017	0.023	0.08	0.28	49.19%	52.66%	6.76%	0.45%	1.23	0.21
ARTURN	-0.010	0.002	0.10	0.02	48.74%	49.61%	2.69%	6.28%	0.85	0.09
ARTURN_YOY	0.007	0.024	0.09	0.27	50.88%	53.44%	11.02%	-1.83%	0.69	0.04
INVTURN	-0.004	0.028	0.10	0.28	50.07%	54.01%	3.12%	2.98%	0.91	0.09
INVTURN_YOY	0.008	0.033	0.11	0.30	52.61%	53.13%	7.75%	4.03%	1.48	0.26
ARTURNDAYS	-0.013	-0.001	0.10	-0.01	48.15%	52.86%	3.56%	2.44%	1.17	0.19
ARTURNDAYS_YOY	-0.033	-0.011	0.09	-0.13	47.05%	50.47%	-4.73%	7.85%	1.29	0.22
INVTURNDAYS	-0.002	0.015	0.11	0.13	49.46%	52.99%	1.53%	3.18%	1.55	0.31
INVTURNDAYS_YOY	-0.013	-0.013	0.11	-0.12	48.53%	50.15%	1.22%	10.13%	1.39	0.26
TURNDAYS	0.001	0.016	0.11	0.15	49.75%	52.61%	1.29%	3.97%	1.47	0.29
TURNDAYS_YOY	-0.019	-0.012	0.10	-0.12	48.48%	50.03%	2.08%	6.65%	1.41	0.26
NETPROFITMARGIN	-0.007	-0.030	0.11	-0.27	46.87%	47.79%	3.24%	5.58%	1.42	0.27
NETPROFITMARGIN_YOY	0.010	0.040	0.09	0.42	50.41%	53.77%	10.54%	-1.23%	1.02	0.11
GROSSPROFITMARGIN	-0.001	0.004	0.12	0.03	48.64%	52.02%	5.62%	4.90%	1.81	0.38
GROSSPROFITMARGIN_YOY	-0.003	-0.001	0.09	-0.01	49.73%	50.95%	8.12%	5.89%	1.02	0.12
COGSTOSALES	0.002	-0.004	0.12	-0.03	47.87%	51.19%	4.83%	5.36%	1.78	0.38
COGSTOSALES_YOY	-0.020	-0.015	0.08	-0.18	47.76%	49.68%	1.37%	10.78%	1.26	0.19
PROFITTOGR	0.023	0.007	0.12	0.06	50.30%	50.69%	5.21%	1.92%	1.29	0.23
PROFITTOGR_YOY	0.006	0.028	0.09	0.30	49.60%	52.48%	8.99%	-1.76%	0.99	0.10
SALEEXPENSETOGR	0.003	-0.002	0.12	-0.02	49.27%	51.49%	9.88%	1.79%	1.64	0.33
SALEEXPENSETOGR_YOY	-0.018	-0.012	0.07	-0.16	46.32%	51.55%	-2.77%	7.40%	1.03	0.12
ADMINEXPENSETOGR	-0.026	-0.004	0.11	-0.04	48.11%	50.08%	0.86%	4.96%	1.24	0.21
ADMINEXPENSETOGR_YOY	-0.020	0.009	0.08	0.12	48.80%	52.44%	0.91%	6.47%	1.26	0.20
FINAEXPENSETOGR	0.006	0.023	0.11	0.20	52.12%	51.72%	5.02%	2.46%	1.33	0.22
FINAEXPENSETOGR_YOY	-0.005	-0.004	0.11	-0.04	49.03%	50.56%	3.27%	6.76%	1.18	0.17
GCTOGR	-0.016	-0.002	0.12	-0.02	49.11%	49.89%	3.22%	3.26%	1.46	0.28
GCTOGR_YOY	-0.026	-0.001	0.10	-0.01	48.40%	51.02%	-2.84%	6.98%	1.48	0.29
OPTOGR	0.016	0.004	0.12	0.03	50.07%	50.99%	3.18%	2.63%	1.46	0.27
OPTOGR_YOY	0.002	0.025	0.11	0.24	49.61%	53.46%	4.24%	-2.17%	1.15	0.15
EBITTOGR	0.025	0.042	0.12	0.36	52.43%	53.68%	9.40%	-3.23%	1.26	0.23
EBITTOGR_YOY	0.001	0.024	0.09	0.26	49.63%	52.17%	6.12%	2.71%	0.98	0.11

资料来源：Wind，华泰研究

资金面因子

资金面因子主要衡量资本市场中不同来源资金的流向与持仓特征。相较于基本面因子和量价类因子，资金面因子更多体现了投资者行为和市场结构的变化，其有效性往往与资金供需、市场偏好以及交易制度紧密相关。对于港股市场而言，资金结构具有多元化特征，包括本地机构资金、国际资本以及南向资金等，其中南向资金作为近年影响港股市场的重要力量，已经成为研究资金面因子的核心维度。下文我们主要对通过港股通机制投资港股的南向资金因子进行分析。

南向因子

南向因子着重刻画通过沪深港通进入港股市场的资金行为，是港股资金面研究的核心部分。南向资金不仅规模持续增长，其配置偏好与行为特征也在很大程度上影响了港股的定价效率和市场结构。

在本研究中，我们选取了多个维度的南向因子进行系统测试，包括持股规模、持股比例、持股变化以及流入流出指标。这些因子共同刻画了南向资金在持仓水平、资金流动性及短期趋势上的行为特征。

图表100：南向因子名称及描述

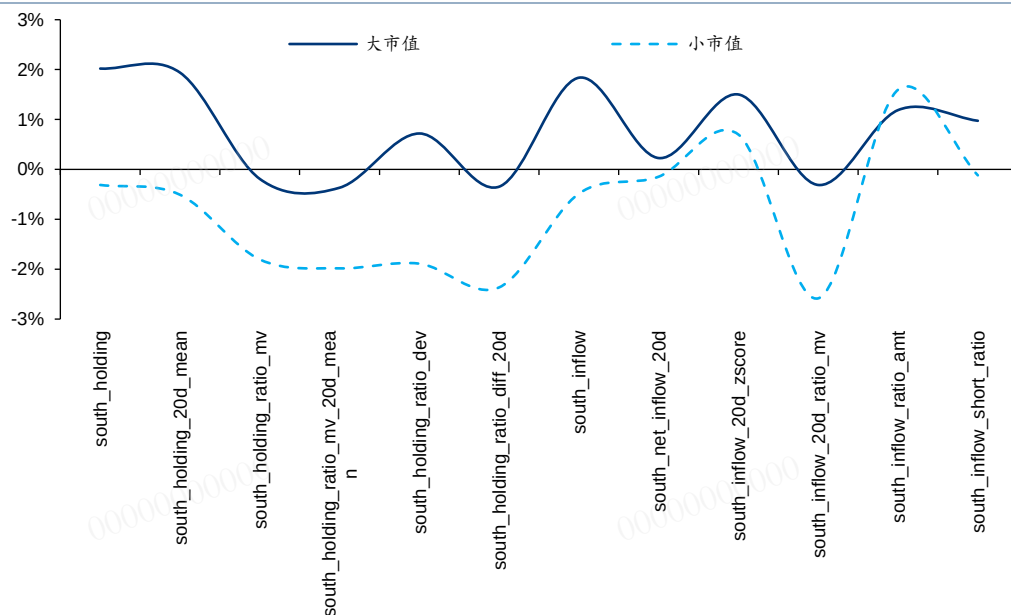
因子名称	描述
south_holding	南向资金持股市值
south_holding_20d_mean	南向资金持股市值 20 日均值
south_holding_ratio_mv	南向资金持股市值占比（持股市值 / 流通市值）
south_holding_ratio_mv_20d_mean	南向资金持股市值占比 20 日均值
south_holding_ratio_dev	南向资金持股占比偏离度（相对 20 日均值）
south_holding_ratio_diff_20d	南向资金持股市值占比变动（相对 20 日前）
south_inflow	南向日度资金流
south_net_inflow_20d	南向资金净流入因子（20 日资金流总和 / 20 日资金流绝对值和）
south_inflow_ratio_amt	南向资金流入占成交额比例（南向资金净流入 / 总成交额）
south_inflow_short_ratio	短期南向资金累计净流入（过去 5 日资金累计净流入 / 过去 20 日日均持仓市值）
south_inflow_20d_ratio_mv	南向资金累计净流入占比（过去 20 日资金累计净流入 / 期末股票市值）
south_inflow_20d_zscore	南向资金累计净流入占比 20 日滚动标准化

资料来源：Wind，华泰研究

回溯结果显示，南向因子的整体 RankIC 水平存在一定差异：部分流入类指标（如 south_inflow、south_inflow_20d_zscore、south_inflow_ratio_amt）在预测股票横截面收益方面表现出正向有效性，而单纯的持股水平因子（如 south_holding、south_holding_20d_mean）解释力相对有限，甚至出现一定程度的无效或反向表现。

从市值分布来看，南向因子在大小市值公司中呈现出显著差异。整体上，大市值股票的南向因子 RankIC 多分布在 0%~2% 之间，整体维持温和的正相关特征，说明南向资金在龙头公司中对价格走势仍具一定解释力。相比之下，小市值股票的因子表现则偏弱甚至为负，多个指标（如 south_holding_ratio_mv、south_inflow_20d_ratio_mv 等）在小市值区间的 RankIC 显著低于零，显示资金存量或流入对小盘股未来收益的预测作用有限。

图表101: 南向因子 RankIC 市值分布 (港股通股票池)



注：大市值为流通市值排名前 30% 的股票集合，小市值为流通市值排名后 30% 的股票集合

资料来源：Wind，华泰研究

行业层面，南向因子在电信服务、能源和材料行业中表现突出，例如在资金流入占成交额比例（south_inflow_ratio_amt）和持股占比偏离度（south_holding_ratio_dev）等指标上具有较高的 RankIC。相对而言，在房地产及部分消费行业中，因子效应偏弱甚至为负，或与资金偏好变化和行业景气周期有关。

图表102: 南向因子 RankIC 行业分布 (港股通股票池)

	能源	材料	工业	可选消费	日常消费	医疗保健	金融	信息技术	电信服务	公用事业	房地产
south_holding	0.008	0.024	0.000	-0.030	0.010	-0.008	0.015	0.012	0.057	-0.006	-0.084
south_holding_20d_mean	-0.002	0.027	0.000	-0.031	0.009	-0.007	0.014	0.011	0.055	-0.004	-0.082
south_holding_ratio_mv	0.030	0.054	-0.003	0.001	-0.009	0.014	-0.010	0.007	0.007	0.007	-0.043
south_holding_ratio_mv_20d_mean	0.022	0.053	-0.008	0.000	-0.009	0.014	-0.012	-0.003	0.009	0.004	-0.046
south_holding_ratio_dev	0.025	0.029	-0.005	0.015	0.000	-0.020	0.012	0.011	0.074	-0.013	0.004
south_holding_ratio_diff_20d	0.028	0.031	0.003	0.006	-0.012	-0.020	0.000	0.013	0.020	-0.001	-0.019
south_inflow	0.027	0.016	0.005	-0.005	0.007	-0.001	0.006	0.013	0.025	-0.005	-0.023
south_net_inflow_20d	0.012	0.021	0.010	-0.004	-0.007	-0.024	-0.015	0.022	0.012	0.021	-0.033
south_inflow_20d_zscore	0.016	0.003	0.013	0.003	0.004	0.003	0.008	0.013	-0.002	0.023	0.010
south_inflow_20d_ratio_mv	0.024	0.035	0.003	0.004	-0.008	-0.023	-0.005	0.013	0.032	0.001	-0.028
south_inflow_ratio_amt	0.015	0.017	0.013	0.008	0.011	0.000	0.002	0.008	0.026	0.004	-0.004
south_inflow_short_ratio	0.015	0.023	0.012	0.006	0.013	-0.018	-0.002	0.014	0.026	0.028	0.002

注：行业为 Wind 港股一级行业

资料来源：Wind，华泰研究

相关性分析上，存量类与流量类南向因子内部相关性较高，之间差异则较大，二者在刻画资金行为时或具备一定互补性。

图表103：南向因子相关性（港股通股票池）

	south_holding	south_holding_20d_mean	south_holding_ratio_mv	south_holding_ratio_mv_20d_mean	south_holding_ratio_dev	south_holding_ratio_diff_20d	south_inflow	south_net_inflow_20d	south_inflow_20d_zscore	south_inflow_20d_ratio_mv	south_inflow_ratio_amt	south_inflow_short_ratio
south_holding	1.00	1.00										
south_holding_20d_mean	1.00	1.00										
south_holding_ratio_mv			1.00	0.99								
south_holding_ratio_mv_20d_mean			0.99	1.00								
south_holding_ratio_dev					1.00	0.74		0.58	0.34	0.75		0.55
south_holding_ratio_diff_20d					0.74	1.00		0.67		0.89		0.48
south_inflow							1.00				0.58	0.37
south_net_inflow_20d					0.58	0.67		1.00		0.74	0.31	0.51
south_inflow_20d_zscore					0.34				1.00			0.44
south_inflow_20d_ratio_mv					0.75	0.89		0.74		1.00	0.31	0.52
south_inflow_ratio_amt							0.58	0.31		0.31	1.00	0.45
south_inflow_short_ratio					0.55	0.48	0.37	0.51	0.44	0.52	0.45	1.00

注：相关系数处于-0.3~0.3之外的标注准确数字，否则不标注准确数字，可以渐变色深浅区分；股票池为自选港股

资料来源：Wind，华泰研究

总体来看，南向因子在港股市场中展现出一定的有效性，但效应集中于大市值股票。南向资金持股及资金流入相关指标在龙头公司中普遍具有正向的解释力，能够反映资金偏好的趋势与市场预期的变化。相较之下，小市值股票的因子信号噪声较大，部分指标甚至呈现负相关，说明南向资金对小盘股的定价影响有限。

南向因子在港股通股票池中的统计指标汇总如下。

图表104：南向因子统计指标汇总（港股通股票池）

	RankIC 标				Bottom 胜 Top 年化收 Bottom 年				t 均值 t >2 占比	
	IC	RankIC	准差	RankICIR	Top 胜率	率	益率	化收益率		
south_holding	0.007	-0.005	0.11	-0.04	51.54%	47.66%	11.66%	1.07%	0.60	0.02
south_holding_20d_mean	0.007	-0.005	0.11	-0.05	51.54%	47.45%	11.72%	1.70%	0.60	0.02
south_holding_ratio_mv	-0.005	-0.005	0.13	-0.04	47.13%	49.78%	8.15%	-3.87%	2.23	0.47
south_holding_ratio_mv_20d_mean	-0.008	-0.008	0.13	-0.06	47.11%	49.30%	7.91%	-3.21%	2.23	0.46
south_holding_ratio_dev	0.002	0.001	0.09	0.02	48.87%	51.92%	8.94%	7.13%	1.84	0.36
south_holding_ratio_diff_20d	-0.005	-0.007	0.09	-0.08	47.58%	51.57%	7.38%	5.63%	1.98	0.40
south_inflow	0.008	0.003	0.08	0.04	51.82%	49.37%	12.18%	5.06%	0.80	0.05
south_net_inflow_20d	0.001	-0.008	0.07	-0.11	49.06%	49.32%	8.32%	1.93%	1.33	0.22
south_inflow_20d_zscore	0.009	0.010	0.06	0.19	51.02%	50.22%	9.41%	5.03%	1.01	0.12
south_inflow_20d_ratio_mv	-0.010	-0.009	0.09	-0.11	46.85%	51.34%	5.94%	6.63%	1.97	0.40
south_inflow_ratio_amt	0.002	0.008	0.07	0.11	50.50%	50.39%	10.03%	5.25%	0.94	0.11
south_inflow_short_ratio	-0.005	0.003	0.06	0.05	48.51%	51.10%	4.14%	0.20%	1.14	0.17

资料来源：Wind，华泰研究

一致预期因子

一致预期因子主要反映分析师对公司未来业绩的预测与市场定价之间的关系。在信息不对称和行为偏差存在的背景下，分析师一致预期常常成为市场参与者的重要参考指标。企业盈利预期的变化，不仅能够反映公司基本面的改善或恶化，也会对投资者情绪和资金流向产生直接影响。因此，一致预期因子既是市场预期的量化结果，也是股价定价过程中不可忽视的驱动因素，对于港股而言，亦是如此。下文我们选取万得和朝阳永续数据分别构造相应的一致预期因子。

万得一致预期因子

基于万得港股一致预期数据，本研究选取并构建了多类万得一致预期因子，涵盖盈利能力、股东回报、超预期等维度。

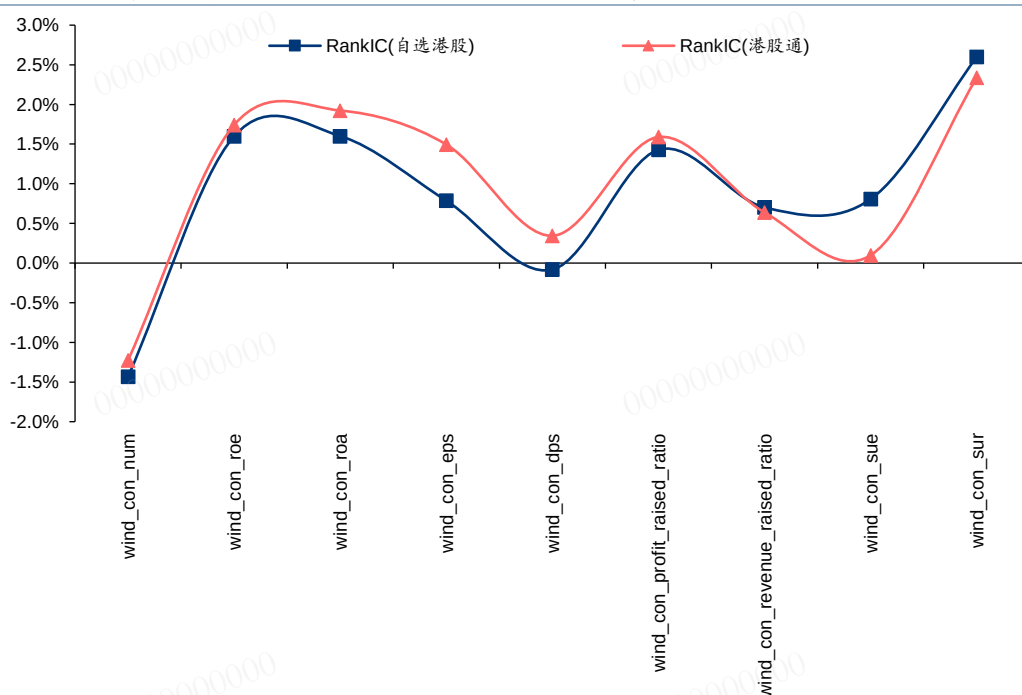
图表105：万得一致预期因子名称及描述

因子名称	描述
wind_con_num	预测家数
wind_con_roe	一致预期 ROE
wind_con_roa	一致预期 ROA
wind_con_eps	一致预期 EPS
wind_con_dps	一致预期 DPS
wind_con_profit_raised_ratio	一致预期净利润调高家数占比
wind_con_revenue_raised_ratio	一致预期主营业务调高家数占比
wind_con_sue	SUE 因子
wind_con_sur	SUR 因子

资料来源：Wind，华泰研究

整体来看，万得一致预期因子在港股市场中表现出一定的解释力，其中 ROE、ROA、一致预期净利润调高家数占比(wind_con_profit_raised_ratio)以及 SUR 因子的 RankIC 与 IR 均处于相对较优水平。而预测家数及 DPS 等指标的效果相对一般。在自选港股和港股通两个股票池中，一致预期因子未展现明显差异。

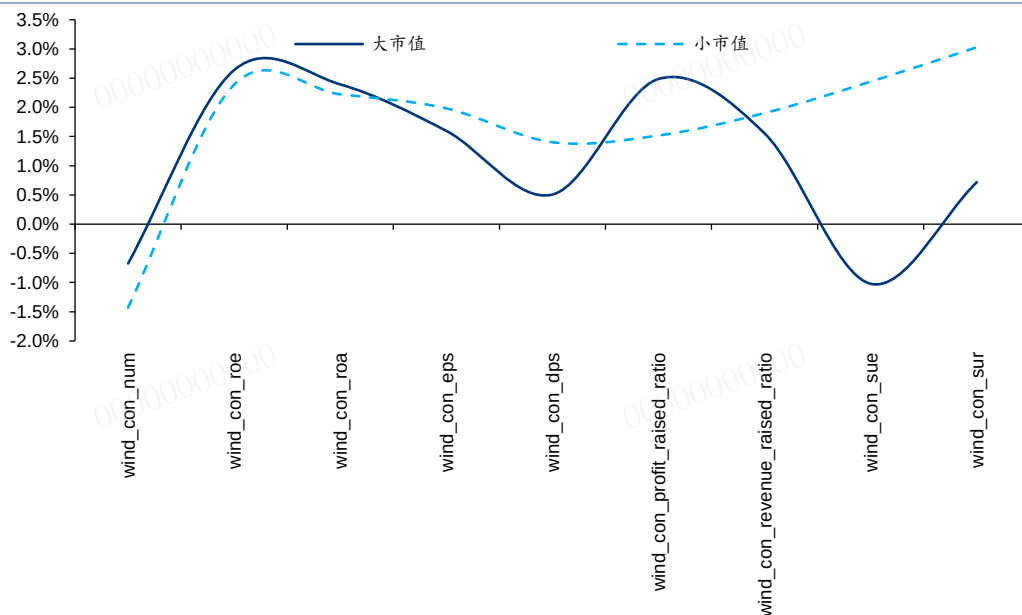
图表106：万得一致预期因子 RankIC 对比（自选港股 vs 港股通股票池）



资料来源：Wind，华泰研究

市值分布上,小市值公司的一致预期因子效应更为稳定,特别是超预期类指标(SUE、SUR)在小市值股票中能够显著提升因子解释力;而大市值公司的一致预期效应较弱。

图表107: 万得一致预期因子 RankIC 市值分布 (自选港股股票池)



注: 大市值为流通市值排名前 30% 的股票集合, 小市值为流通市值排名后 30% 的股票集合

资料来源: Wind, 华泰研究

从行业分布看, 医疗保健、信息技术与日常消费等成长性行业中预期因子的有效性更强, 而在电信服务、金融、能源等防御性和周期性板块中, 因子效果较弱。

图表108: 万得一致预期因子 RankIC 行业分布 (自选港股股票池)

	能源	材料	工业	可选消费	日常消费	医疗保健	金融	信息技术	电信服务	公用事业	房地产
wind_con_num	-0.048	0.001	-0.044	0.010	-0.005	0.024	-0.023	0.020	-0.049	-0.026	-0.020
wind_con_roe	0.009	-0.002	0.006	0.000	0.064	0.048	0.016	0.040	-0.031	0.006	0.011
wind_con_roa	0.044	0.008	0.018	0.007	0.043	0.048	0.012	0.036	-0.002	0.029	0.034
wind_con_eps	-0.005	-0.016	-0.004	0.005	-0.019	0.024	-0.017	0.015	-0.021	0.006	0.011
wind_con_dps	0.018	-0.013	0.001	-0.001	-0.022	0.009	-0.032	0.018	-0.031	0.015	0.019
wind_con_profit_raised_ratio	-0.024	0.004	0.002	0.022	0.018	0.033	0.000	0.026	-0.038	0.008	0.020
wind_con_revenue_raised_ratio	-0.018	-0.002	-0.001	0.015	0.042	0.028	-0.015	0.017	-0.023	-0.002	0.008
wind_con_sue	0.015	-0.007	0.012	0.014	0.040	0.021	0.009	0.025	-0.054	0.015	-0.008
wind_con_sur	0.035	-0.004	0.027	0.037	0.035	0.020	0.019	0.066	0.046	0.017	0.006

注: 行业为 Wind 港股一级行业

资料来源: Wind, 华泰研究

相关性上, 万得一致预期因子间的相关性普遍偏低, 或存在较大的因子构造探索空间。

图表109：万得一致预期因子相关性（自选港股股票池）

	wind_con_num	wind_con_roe	wind_con_roa	wind_con_eps	wind_con_dps	wind_con_profit_raised_ratio	wind_con_revenue_raised_ratio	wind_con_sue	wind_con_sur
wind_con_num	1.00								
wind_con_roe		1.00	0.71						
wind_con_roa		0.71	1.00						
wind_con_eps				1.00	0.84				
wind_con_dps				0.84	1.00				
wind_con_profit_raised_ratio						1.00	0.48		
wind_con_revenue_raised_ratio						0.48	1.00		
wind_con_sue								1.00	
wind_con_sur									1.00

注：相关系数处于-0.3~0.3之外的标注准确数字，否则不标注准确数字，可以渐变色深浅区分；股票池为自选港股
 资料来源：Wind，华泰研究

万得一致预期因子在港股市场整体具有一定有效性，其中 ROE、ROA 及 SUR 等指标表现突出。市值层面，小市值股票因子效应更为显著且稳定，尤其在超预期类指标上优势明显；而大市值公司效应偏弱。行业层面，成长性行业对预期因子更敏感，而周期性和防御性行业作用有限。

万得一致预期因子在自选港股和港股通股票池中的统计指标汇总如下。

图表110：万得一致预期因子统计指标汇总（自选港股股票池）

	RankIC 标				Bottom 胜 Top 年化收 Bottom 年				t 均值 t >2 占比	
	IC	RankIC	准差	RankICIR	Top 胜率	率	益率	化收益率		
wind_con_num	0.002	-0.014	0.11	-0.13	51.13%	45.32%	8.80%	6.80%	2.08	0.45
wind_con_roe	0.009	0.016	0.09	0.18	50.77%	52.61%	8.97%	2.65%	1.47	0.27
wind_con_roa	0.013	0.016	0.10	0.17	51.45%	53.24%	8.97%	2.80%	1.79	0.37
wind_con_eps	0.001	0.008	0.07	0.11	52.50%	49.12%	5.88%	7.38%	1.06	0.15
wind_con_dps	0.001	-0.001	0.07	-0.01	52.81%	46.76%	6.86%	9.14%	0.86	0.08
wind_con_profit_raised_ratio	0.024	0.014	0.07	0.21	51.21%	46.73%	13.89%	3.89%	1.38	0.24
wind_con_revenue_raised_ratio	0.019	0.007	0.07	0.10	50.65%	46.35%	12.45%	5.70%	1.38	0.24
wind_con_sue	0.000	0.008	0.10	0.08	52.05%	50.24%	10.15%	8.98%	1.18	0.15
wind_con_sur	0.003	0.026	0.09	0.30	51.43%	52.68%	8.12%	6.51%	1.00	0.09

资料来源：Wind，华泰研究

图表111：万得一致预期因子统计指标汇总（港股通股票池）

	RankIC 标				Bottom 胜 Top 年化收 Bottom 年				t 均值 t >2 占比	
	IC	RankIC	准差	RankICIR	Top 胜率	率	益率	化收益率		
wind_con_num	0.006	-0.012	0.14	-0.09	50.59%	45.71%	9.14%	6.18%	2.01	0.44
wind_con_roe	0.014	0.017	0.10	0.17	50.83%	53.11%	7.23%	2.11%	1.41	0.24
wind_con_roa	0.021	0.019	0.12	0.16	50.80%	53.98%	7.17%	2.26%	1.79	0.36
wind_con_eps	0.003	0.015	0.08	0.18	52.30%	49.98%	7.14%	6.33%	1.08	0.15
wind_con_dps	-0.001	0.003	0.07	0.05	52.84%	47.98%	7.69%	7.43%	0.91	0.08
wind_con_profit_raised_ratio	0.025	0.016	0.08	0.20	51.44%	47.77%	12.90%	3.27%	1.35	0.24
wind_con_revenue_raised_ratio	0.021	0.006	0.08	0.08	51.10%	46.98%	13.19%	4.96%	1.28	0.22
wind_con_sue	-0.004	0.001	0.12	0.01	51.35%	49.96%	9.02%	9.59%	1.39	0.26
wind_con_sur	0.005	0.023	0.11	0.20	51.34%	52.38%	6.69%	8.08%	1.08	0.12

资料来源：Wind，华泰研究

朝阳永续一致预期因子

类似的，基于朝阳永续港股一致预期数据，本研究选取并构建了多类朝阳永续一致预期因子，涵盖盈利预期、回报与分红、估值、评级等维度。

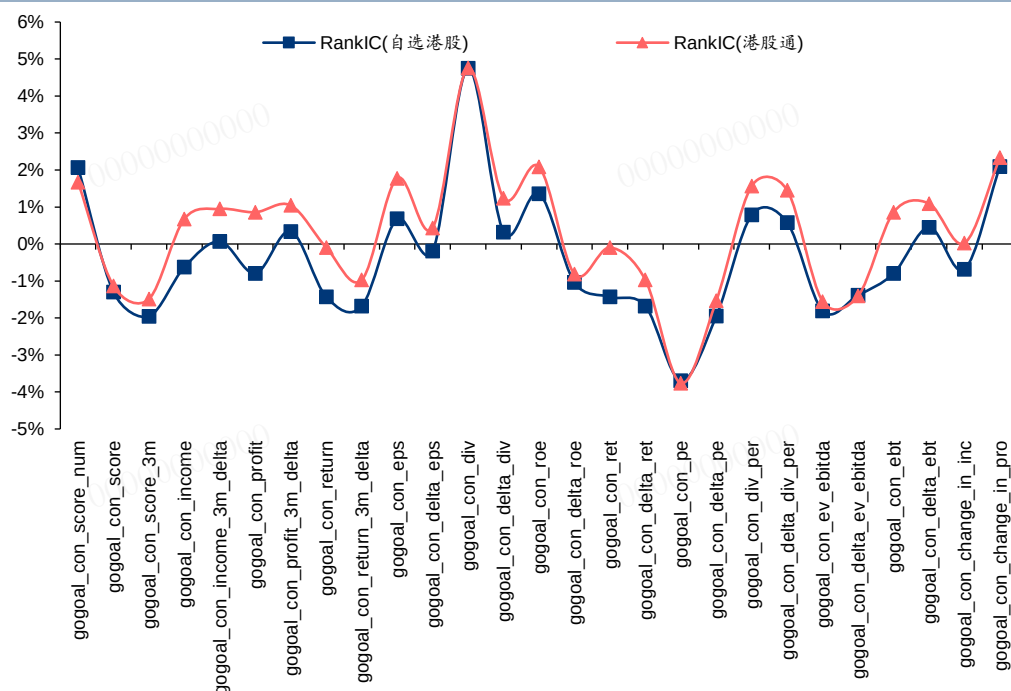
图表112：朝阳永续一致预期因子名称及描述

因子名称	描述
gogoal_con_score_num	评级次数
gogoal_con_score	评级均值
gogoal_con_score_3m	评级均值相比3月前变化
gogoal_con_income	预期营业收入及其相比3月前变化
gogoal_con_profit	预期归属母公司净利润及其相比3月前变化
gogoal_con_return	预期主营业务利润及其相比3月前变化
gogoal_con_eps	预期每股收益及其相比3月前变化
gogoal_con_div	预期股息率及其相比3月前变化
gogoal_con_roe	预期净资产收益率及其相比3月前变化
gogoal_con_ret	预期主营业务利润及其相比3月前变化
gogoal_con_pe	预期市盈率及其相比3月前变化
gogoal_con_div_per	预期每股股息及其相比3月前变化
gogoal_con_ev_ebitda	预期EV/EBITDA及其相比3月前变化
gogoal_con_ebt	预期利润总额及其相比3月前变化
gogoal_con_change_in_inc	预期收入变化
gogoal_con_change_in_pro	预期利润变化

资料来源：朝阳永续，华泰研究

整体来看，部分指标具有显著的因子效应。例如预期股息率（gogoal_con_div）在自选港股与港股通股票池中均表现出稳健的正向 RankIC，RankICIR 亦处于较高水平。估值因子（PE、EV/EBITDA）及评级变动类因子整体效果偏弱。类似于万得一致预期因子，在自选港股和港股通两个股票池中，朝阳永续一致预期因子也未展现出明显差异。

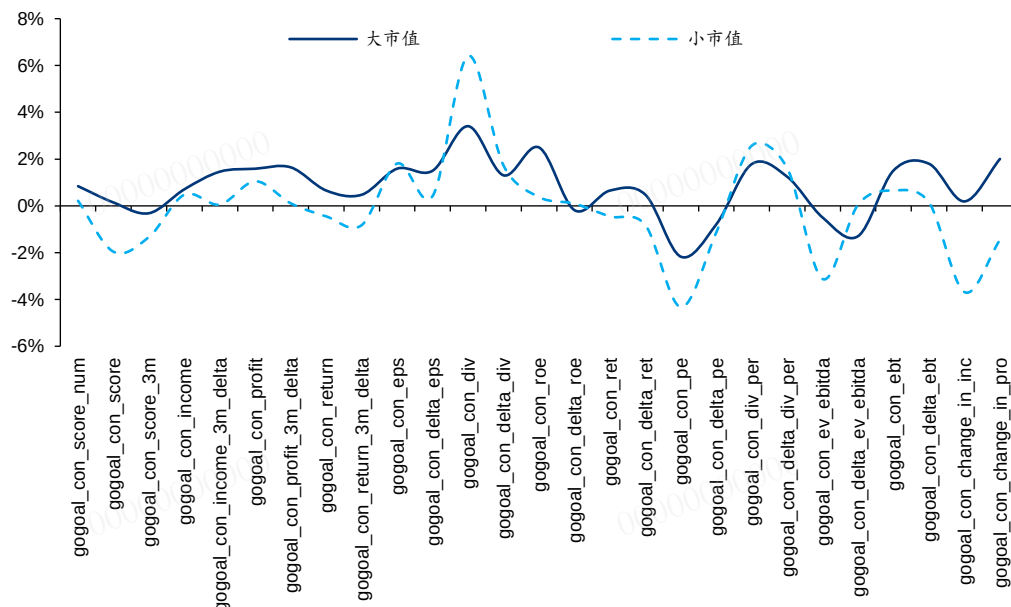
图表113：朝阳永续一致预期因子 RankIC 对比（自选港股 vs 港股通股票池）



资料来源：Wind，朝阳永续，华泰研究

从市值分布来看，大市值股票的因子表现更为平稳，有效性有限；小市值公司在分红类指标上呈现出更强的因子效应，有效性波动更大。

图表114: 朝阳永续一致预期因子 RankIC 市值分布 (自选港股股票池)



注: 大市值为流通市值排名前 30% 的股票集合, 小市值为流通市值排名后 30% 的股票集合

资料来源: Wind, 朝阳永续, 华泰研究

行业分布上, 朝阳永续一致预期因子在行业维度上的差异不及因子间差异更为显著, 例如预期股息率在所有行业表现均优, 而预期 PE 的行业效果总体偏弱。

图表115: 朝阳永续一致预期因子 RankIC 行业分布 (自选港股股票池)

	能源	材料	工业	可选消费	日常消费	医疗保健	金融	信息技术	电信服务	公用事业	房地产
gogoal_con_score_num	0.059	0.009	0.015	0.010	0.032	0.010	0.027	0.019	0.011	0.028	0.030
gogoal_con_score	-0.001	0.015	-0.016	-0.021	-0.026	-0.013	0.002	-0.013	0.027	-0.025	0.017
gogoal_con_score_3m	-0.032	-0.010	-0.013	-0.022	-0.031	-0.017	-0.019	-0.013	-0.013	-0.015	-0.014
gogoal_con_income	0.006	0.008	-0.018	-0.022	-0.043	-0.016	0.030	0.004	0.005	-0.016	-0.039
gogoal_con_income_3m_delta	-0.034	0.002	-0.011	0.002	0.016	0.004	-0.026	0.007	-0.025	0.009	0.022
gogoal_con_profit	0.008	-0.004	-0.030	-0.029	-0.049	-0.010	0.057	-0.013	-0.003	-0.026	-0.020
gogoal_con_profit_3m_delta	-0.034	-0.007	0.000	0.008	0.008	0.002	-0.009	-0.004	-0.041	0.032	0.013
gogoal_con_return	0.016	0.006	-0.025	-0.031	-0.029	-0.013	-0.015	-0.007	0.038	-0.007	-0.036
gogoal_con_return_3m_delta	-0.053	-0.021	-0.022	-0.023	-0.036	-0.004	-0.031	-0.013	-0.081	-0.033	0.006
gogoal_con_eps	-0.009	-0.021	-0.008	0.002	-0.022	0.021	-0.010	0.019	-0.035	-0.002	0.019
gogoal_con_delta_eps	-0.007	-0.005	-0.010	0.008	-0.006	0.005	-0.021	-0.006	-0.075	0.003	0.011
gogoal_con_div	0.103	0.005	0.071	0.023	0.050	0.012	0.049	0.053	0.088	0.054	0.028
gogoal_con_delta_div	-0.013	0.002	-0.002	0.000	0.015	0.001	0.006	0.001	-0.014	0.043	0.008
gogoal_con_roe	0.007	0.008	-0.006	0.007	0.047	0.042	0.012	0.042	0.013	-0.006	0.004
gogoal_con_delta_roe	-0.028	-0.025	-0.007	0.000	-0.001	-0.003	-0.039	-0.004	-0.036	-0.004	-0.006
gogoal_con_ret	0.016	0.006	-0.025	-0.031	-0.029	-0.013	-0.015	-0.007	0.038	-0.007	-0.036
gogoal_con_delta_ret	-0.053	-0.021	-0.022	-0.023	-0.036	-0.004	-0.031	-0.013	-0.081	-0.033	0.006
gogoal_con_pe	-0.087	-0.009	-0.052	-0.023	0.000	-0.026	-0.052	-0.050	-0.032	0.017	-0.017
gogoal_con_delta_pe	-0.021	-0.017	-0.018	-0.015	-0.015	-0.024	-0.038	-0.020	-0.007	-0.022	-0.023
gogoal_con_div_per	0.002	-0.024	0.015	-0.006	-0.020	-0.006	-0.021	0.035	-0.021	0.009	0.038
gogoal_con_delta_div_per	-0.030	-0.003	0.004	0.016	0.018	0.021	-0.036	0.014	-0.017	0.012	0.009
gogoal_con_ev_ebitda	-0.040	-0.022	-0.017	-0.013	-0.006	-0.010	-0.047	-0.028	-0.005	0.016	-0.001
gogoal_con_delta_ev_ebitda	-0.047	0.005	-0.010	-0.003	-0.031	-0.009	-0.040	0.003	0.003	-0.046	-0.016
gogoal_con_ebt	0.004	-0.001	-0.031	-0.038	-0.048	-0.017	0.055	-0.011	0.008	-0.021	-0.020
gogoal_con_delta_ebt	-0.009	-0.004	-0.012	0.011	0.010	0.001	-0.004	-0.003	-0.006	0.044	0.003
gogoal_con_change_in_inc	-0.048	-0.001	-0.034	-0.003	0.003	0.007	0.011	-0.028	0.027	0.026	0.039
gogoal_con_change_in_pro	0.034	0.014	-0.015	0.008	0.030	0.023	0.049	0.013	0.049	0.032	0.044

注: 行业为 Wind 港股一级行业

资料来源: Wind, 朝阳永续, 华泰研究

相关性上，朝阳永续一致预期因子间相关性总体偏低，显示出一定的互补性。

图表116： 朝阳永续一致预期因子相关性

	gogool_con_score_num	gogool_con_score	gogool_con_score_3m	gogool_con_income	gogool_con_income_3m_delta	gogool_con_profit	gogool_con_profit_3m_delta	gogool_con_return	gogool_con_return_3m_delta	gogool_con_eps	gogool_con_delta_eps	gogool_con_div	gogool_con_delta_div	gogool_con_roe	gogool_con_delta_roe	gogool_con_ret	gogool_con_delta_ret	gogool_con_pe	gogool_con_delta_pe	gogool_con_div_per	gogool_con_delta_div_per	gogool_con_ev_ebitda	gogool_con_delta_ev_ebitda	gogool_con_ebt	gogool_con_delta_ebt	gogool_con_change_in_inc	gogool_con_change_in_pro
gogool_con_score_num	1.00																										
gogool_con_score	0.43	1.00	0.43																								
gogool_con_score_3m	0.36	0.36	1.00	0.36																							
gogool_con_income	0.41	0.86	1.00	0.41																							
gogool_con_income_3m_delta	0.41	0.86	1.00	0.41																							
gogool_con_profit	0.36	0.90	0.89	1.00	0.45	0.45																					
gogool_con_profit_3m_delta	0.32	0.39	0.40	0.47	0.45	1.00	0.32																				
gogool_con_return	0.43	0.55	0.55	0.45	1.00	0.45	0.32																				
gogool_con_return_3m_delta	0.42	0.75	0.75	0.32	0.32	1.00	0.37																				
gogool_con_eps	0.37	1.00	0.37	0.45	0.45	0.32	1.00																				
gogool_con_delta_eps	0.31	0.89	0.47	0.55	0.42	0.75	0.37	1.00																			
gogool_con_div	0.44	1.00	0.45	0.45	0.45	0.32	0.37	1.00																			
gogool_con_delta_div	0.44	1.00	0.45	0.45	0.45	0.32	0.37	1.00																			
gogool_con_roe	0.44	1.00	0.45	0.45	0.45	0.32	0.37	1.00																			
gogool_con_delta_roe	0.44	1.00	0.45	0.45	0.45	0.32	0.37	1.00																			
gogool_con_ret	0.36	0.90	0.89	1.00	0.45	0.45	0.32	0.37	1.00																		
gogool_con_delta_ret	0.32	0.39	0.40	0.47	0.45	1.00	0.32	0.37	1.00																		
gogool_con_pe	0.32	0.39	0.40	0.47	0.45	1.00	0.32	0.37	1.00																		
gogool_con_delta_pe	0.32	0.39	0.40	0.47	0.45	1.00	0.32	0.37	1.00																		
gogool_con_div_per	0.38	0.52	0.52	0.43	0.83	0.37	0.31	0.43	0.34	1.00																	
gogool_con_delta_div_per	0.32	0.32	0.32	0.32	0.33	0.58	0.33	0.33	0.33	1.00																	
gogool_con_ev_ebitda	0.30	0.34	0.39	0.39	0.33	0.33	0.33	0.33	0.33	0.33	1.00																
gogool_con_delta_ev_ebitda	0.38	0.87	0.98	0.91	0.45	0.52	0.53	0.39	0.91	0.45	0.50	1.00															
gogool_con_ebt	0.31	0.59	0.59	0.59	0.53	0.53	0.39	0.39	0.39	0.39	0.39	0.39	1.00														
gogool_con_delta_ebt	0.31	0.59	0.59	0.59	0.53	0.53	0.39	0.39	0.39	0.39	0.39	0.39	0.39	1.00													
gogool_con_change_in_inc	0.31	0.59	0.59	0.59	0.53	0.53	0.39	0.39	0.39	0.39	0.39	0.39	0.39	0.39	1.00												
gogool_con_change_in_pro	0.31	0.59	0.59	0.59	0.53	0.53	0.39	0.39	0.39	0.39	0.39	0.39	0.39	0.39	0.39	1.00											

注：相关系数处于-0.3~0.3之外的标注准确数字，否则不标注准确数字，可以渐变色深浅区分；股票池为自选港股

资料来源：Wind，朝阳永续，华泰研究

总体而言，基于朝阳永续一致预期数据构建的因子体系在港股市场展现出一定的有效性，尤其是分红类指标（如预期股息率 gogool_con_div）表现最为稳健，在自选港股与港股通股票池中均能提供较强的解释力。

朝阳永续一致预期因子在自选港股和港股通股票池中的统计指标汇总如下。

图表117： 朝阳永续一致预期因子统计指标汇总（自选港股股票池）

	RankIC 标				Bottom 胜 Top 年化收 Bottom 年				t 均值 t >2 占比	
	IC	RankIC	准差	RankICIR	Top 胜率	率	益率	化收益率		
gogoal_con_score_num	-0.001	0.021	0.09	0.23	52.31%	50.08%	6.61%	5.20%	0.72	0.03
gogoal_con_score	-0.005	-0.013	0.06	-0.22	47.41%	48.50%	4.40%	10.16%	1.24	0.20
gogoal_con_score_3m	-0.003	-0.020	0.05	-0.38	51.25%	48.45%	9.84%	10.00%	0.82	0.06
gogoal_con_income	0.002	-0.006	0.10	-0.06	53.44%	46.73%	9.99%	6.24%	1.19	0.17
gogoal_con_income_3m_delta	0.004	0.001	0.07	0.01	51.23%	50.00%	13.43%	5.07%	1.13	0.16
gogoal_con_profit	0.005	-0.008	0.12	-0.07	53.17%	47.32%	7.06%	7.23%	1.19	0.18
gogoal_con_profit_3m_delta	0.005	0.003	0.07	0.05	50.79%	50.04%	14.13%	8.68%	0.96	0.10
gogoal_con_return	0.000	-0.014	0.10	-0.14	51.32%	47.45%	6.56%	5.58%	0.97	0.10
gogoal_con_return_3m_delta	0.003	-0.017	0.08	-0.22	50.76%	48.62%	10.54%	6.65%	0.89	0.09
gogoal_con_eps	0.004	0.007	0.07	0.10	52.75%	49.61%	6.14%	6.20%	1.09	0.15
gogoal_con_delta_eps	0.008	-0.002	0.06	-0.03	51.35%	49.76%	15.53%	8.71%	0.89	0.09
gogoal_con_div	0.022	0.047	0.14	0.35	54.34%	51.54%	13.27%	6.72%	2.29	0.47
gogoal_con_delta_div	0.001	0.003	0.07	0.05	51.47%	51.41%	10.26%	8.42%	0.98	0.11
gogoal_con_roe	0.006	0.014	0.09	0.16	50.42%	52.35%	7.53%	4.84%	1.41	0.26
gogoal_con_delta_roe	0.003	-0.010	0.06	-0.17	50.09%	49.24%	10.83%	10.83%	1.01	0.09
gogoal_con_ret	0.000	-0.014	0.10	-0.14	51.32%	47.45%	6.56%	5.58%	0.97	0.10
gogoal_con_delta_ret	0.003	-0.017	0.08	-0.22	50.76%	48.62%	10.54%	6.65%	0.89	0.09
gogoal_con_pe	-0.012	-0.037	0.12	-0.31	47.34%	46.03%	2.39%	10.06%	1.40	0.24
gogoal_con_delta_pe	-0.001	-0.020	0.07	-0.27	48.94%	48.85%	6.22%	10.08%	1.04	0.14
gogoal_con_div_per	0.003	0.008	0.09	0.09	53.03%	48.51%	5.84%	7.50%	1.06	0.13
gogoal_con_delta_div_per	0.006	0.006	0.08	0.07	51.32%	51.66%	9.82%	8.26%	1.12	0.15
gogoal_con_ev_ebitda	-0.009	-0.018	0.09	-0.19	49.05%	47.47%	8.45%	8.85%	1.28	0.20
gogoal_con_delta_ev_ebitda	0.002	-0.014	0.07	-0.20	51.03%	47.66%	11.48%	11.26%	0.98	0.10
gogoal_con_profit	0.005	-0.008	0.12	-0.07	53.17%	47.32%	7.06%	7.23%	1.19	0.18
gogoal_con_delta_profit	0.005	0.005	0.07	0.07	50.77%	50.12%	14.21%	7.44%	0.92	0.08
gogoal_con_change_in_inc	0.006	-0.007	0.12	-0.06	49.62%	49.55%	12.03%	6.18%	1.46	0.26
gogoal_con_change_in_pro	0.006	0.021	0.08	0.27	50.70%	52.74%	7.41%	3.86%	0.85	0.08

资料来源：Wind，朝阳永续，华泰研究

图表118：朝阳永续一致预期因子统计指标汇总（港股通股票池）

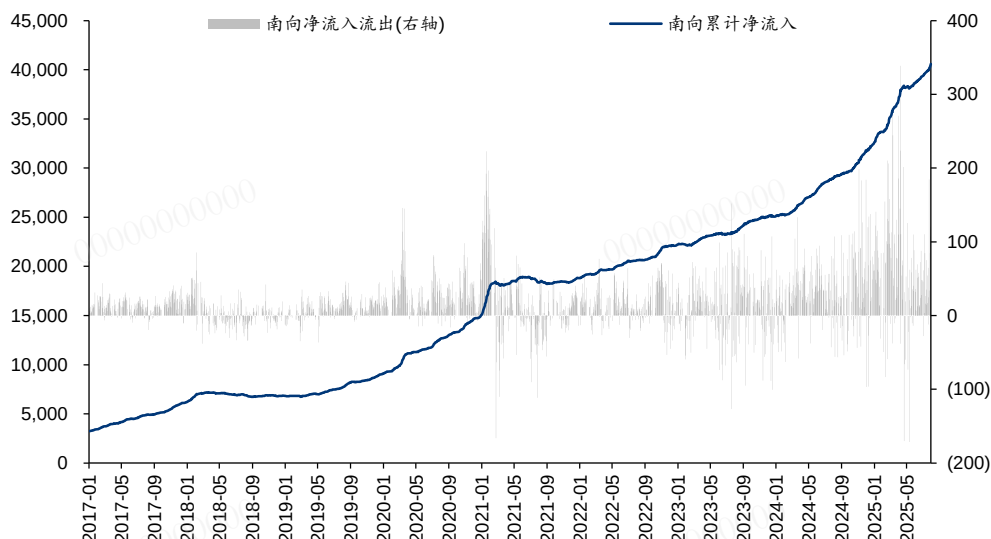
	RankIC 标				Bottom 胜 Top 年化收 Bottom 年				t 均值 t >2 占比	
	IC	RankIC	准差	RankICIR	Top 胜率	率	益率	化收益率		
gogoal_con_score_num	0.001	0.017	0.10	0.17	51.61%	50.53%	7.74%	6.84%	0.79	0.04
gogoal_con_score	0.000	-0.011	0.07	-0.17	47.70%	48.88%	6.31%	6.83%	1.08	0.14
gogoal_con_score_3m	0.000	-0.015	0.06	-0.25	50.41%	49.08%	9.68%	7.09%	0.72	0.04
gogoal_con_income	0.006	0.007	0.13	0.05	53.59%	47.26%	11.36%	5.82%	1.34	0.22
gogoal_con_income_3m_delta	0.008	0.009	0.08	0.12	51.11%	50.49%	14.25%	5.47%	1.18	0.16
gogoal_con_profit	0.010	0.009	0.15	0.06	54.43%	48.32%	11.08%	6.90%	1.29	0.22
gogoal_con_profit_3m_delta	0.014	0.010	0.08	0.14	50.71%	50.82%	16.20%	9.21%	0.98	0.11
gogoal_con_return	0.002	-0.001	0.13	-0.01	52.14%	48.52%	11.29%	3.68%	1.04	0.13
gogoal_con_return_3m_delta	0.001	-0.010	0.08	-0.12	49.64%	50.03%	7.66%	5.29%	0.84	0.07
gogoal_con_eps	0.008	0.018	0.08	0.22	52.84%	50.59%	8.14%	4.76%	1.08	0.14
gogoal_con_delta_eps	0.011	0.004	0.07	0.06	50.88%	50.48%	16.86%	9.01%	0.99	0.10
gogoal_con_div	0.024	0.048	0.16	0.30	53.36%	51.58%	13.54%	8.52%	2.38	0.49
gogoal_con_delta_div	0.003	0.012	0.07	0.18	51.03%	52.04%	10.94%	8.78%	0.98	0.11
gogoal_con_roe	0.010	0.021	0.10	0.20	51.05%	52.48%	7.08%	5.50%	1.43	0.27
gogoal_con_delta_roe	0.000	-0.008	0.07	-0.11	49.73%	49.86%	11.70%	11.27%	0.90	0.07
gogoal_con_ret	0.002	-0.001	0.13	-0.01	52.14%	48.52%	11.29%	3.68%	1.04	0.13
gogoal_con_delta_ret	0.001	-0.010	0.08	-0.12	49.64%	50.03%	7.66%	5.29%	0.84	0.07
gogoal_con_pe	-0.012	-0.038	0.15	-0.25	47.15%	45.39%	4.29%	10.79%	1.45	0.27
gogoal_con_delta_pe	-0.004	-0.015	0.08	-0.19	48.55%	49.42%	6.37%	10.48%	1.10	0.15
gogoal_con_div_per	0.004	0.016	0.09	0.17	52.52%	48.68%	5.53%	8.41%	1.12	0.15
gogoal_con_delta_div_per	0.010	0.015	0.08	0.19	50.59%	52.43%	10.85%	8.16%	1.10	0.16
gogoal_con_ev_ebitda	-0.011	-0.016	0.12	-0.13	48.77%	47.94%	10.55%	7.96%	1.42	0.24
gogoal_con_delta_ev_ebitda	0.002	-0.014	0.08	-0.18	50.16%	48.54%	10.96%	11.11%	1.02	0.10
gogoal_con_profit	0.010	0.009	0.15	0.06	54.43%	48.32%	11.08%	6.90%	1.29	0.22
gogoal_con_delta_profit	0.005	0.011	0.07	0.15	50.41%	50.85%	14.98%	7.63%	1.02	0.11
gogoal_con_change_in_inc	-0.002	0.000	0.13	0.00	50.57%	50.25%	12.72%	7.49%	1.60	0.32
gogoal_con_change_in_pro	0.010	0.023	0.09	0.27	50.83%	53.32%	8.64%	5.43%	0.92	0.10

资料来源：Wind，朝阳永续，华泰研究

南向资金如何影响港股因子有效性？

港股通作为内地资金进入港股市场的重要渠道，自互联互通机制开通以来南向资金持续累积流入，显著改善了港股市场的流动性，为港股市场注入一股源源不断的配置活力。在构建前文丰富缤纷的因子之后，我们不禁思考，南向资金的持续流入是否会重塑因子表现，因子有效性将随之受到何种冲击？这是本章节想要探究的问题。

图表119：南向资金流趋势



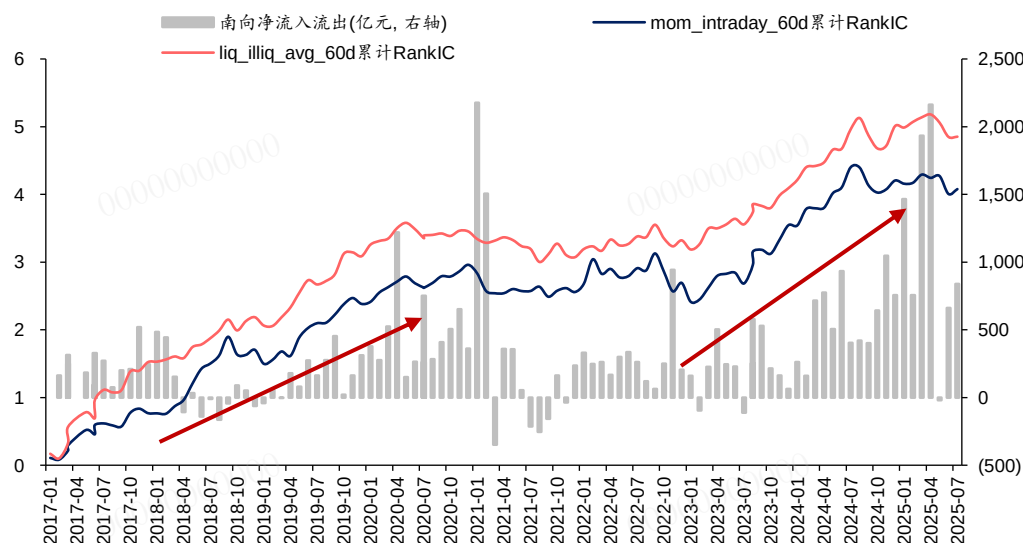
注：单位为亿元人民币

资料来源：Wind，华泰研究

南向资金与量价因子：助益与重构

我们发现南向资金或以两种模式对量价因子产生影响，“助益”或“重构”。所谓的“助益”，即南向流入资金增强因子有效性。例如，动量（以 mom_intraday_60d 为代表）和流动性因子（liq_illiq_avg_60d 为代表）的效果在南向资金支持下往往更具持续性。南向资金流入规模与动量、流动性因子累计 RankIC 走势整体正相关，资金加速流入时，动量和流动性效应更为强势；资金流入放缓或停滞时，二者则表现平平。这表明南向资金在动量和流动性因子有效性中发挥了一定程度的助益作用。

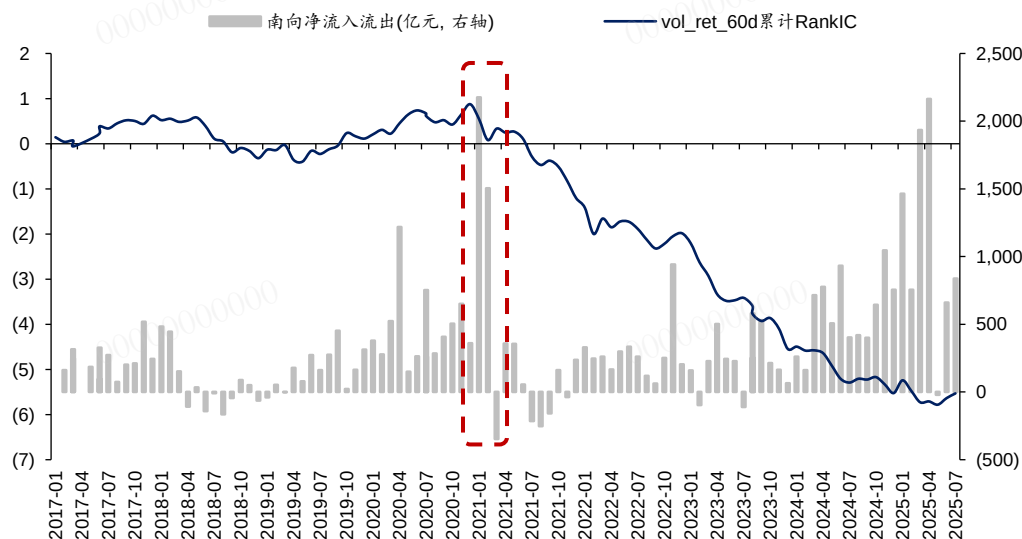
图表120：南向资金流与动量、流动性因子（港股通股票池）



资料来源：Wind，华泰研究

所谓“重构”，即使因子效果出现结构性调整。例如，自南向资金 2021 年年初集中流入后，波动率因子从总体无效转为显著的负向效应。这或许与南向资金流显著波动促使波动率因子解释力出现明显增强有关。

图表121：南向资金流与波动率因子（港股通股票池）

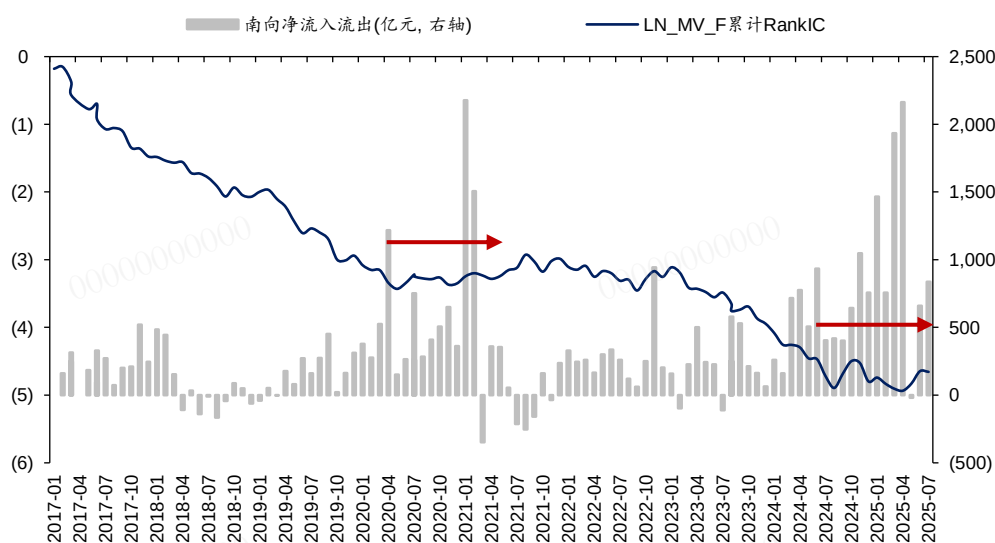


资料来源：Wind，华泰研究

南向资金与基本面因子：削弱与增强

在基本面因子大类中，南向资金对市值因子似乎产生了“削弱”作用。以对数流通市值因子（LN_MV_F）为例，在 2020 年 4 月-2021 年 2 月、2024 年 6 月-2025 年 7 月区间，南向资金的大幅流入显著削弱了小市值效应，而当南向资金流入强度减弱时，小市值效应又会逐渐恢复。这可能表明南向资金高强度流入时往往偏好资金承载力较强的大市值公司，进而导致小盘股因子溢价难以体现。更进一步的说，至少在港股通股票池，当有大量资金持续涌入，资金偏好的集中度可能会主导因子表现，传统的小盘溢价规律在此背景下或将失效。

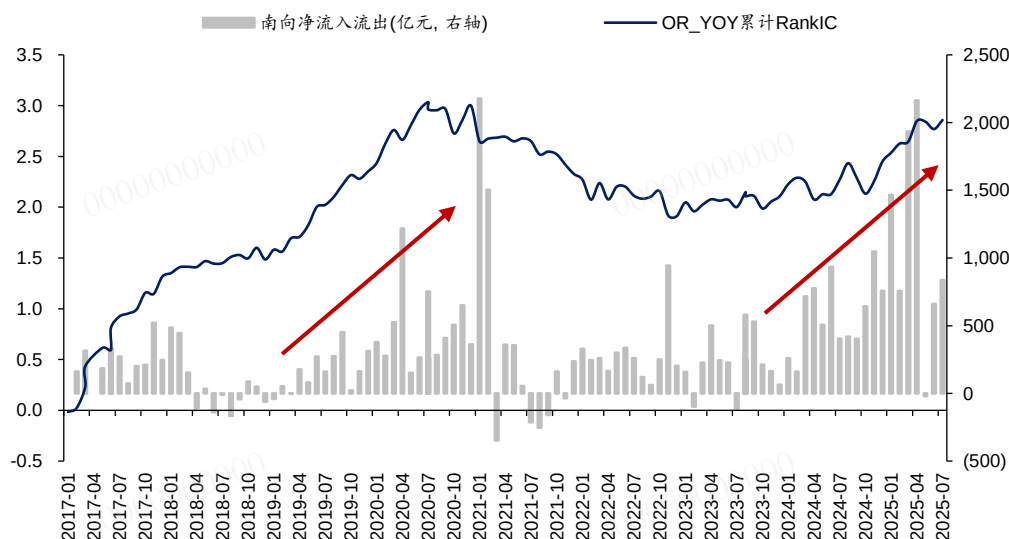
图表122：南向资金流与市值因子（港股通股票池）



资料来源：Wind，华泰研究

与市值因子不同，成长因子在南向资金流入过程中表现出了“增强”效应。以营业收入同比增长率（OR_YOY）为例，随着南向资金持续大规模净流入，成长因子的累计 RankIC 整体呈现显著上行趋势，尤其是在 2020 年至 2021 年年初以及 2024 年至 2025 年期间，南向资金的边际增量与成长因子效应的提升几乎同步。资金的积极流入不仅没有削弱成长因子的横截面解释力，反而强化了其对收益的预测能力。这或许反映出南向资金更偏好具备高成长性的行业与公司，资金的持续流入在一定程度上推动了市场对成长逻辑的认可，从而放大了成长因子的效果。

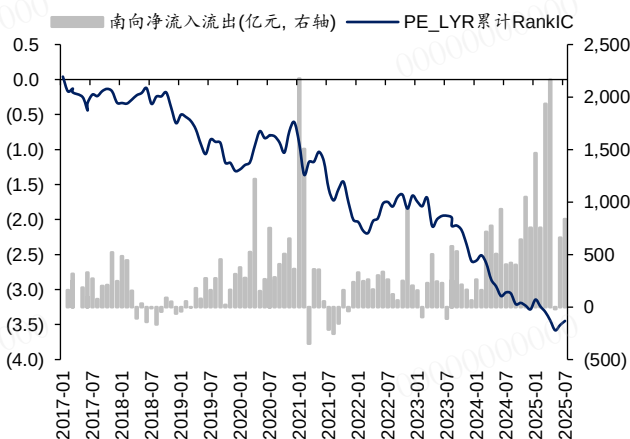
图表123：南向资金流与成长因子（港股通股票池）



资料来源：Wind，华泰研究

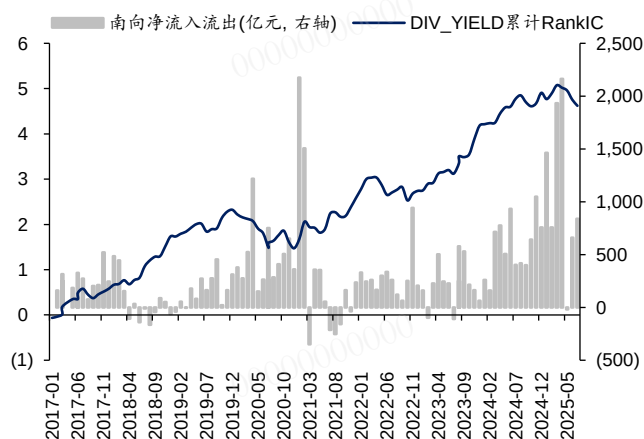
南向资金也并非会对所有因子产生影响，例如价值因子和红利因子并未随着南向资金流的变化产生明显的效果改变。

图表124：南向资金流与价值因子（港股通股票池）



资料来源：华泰研究

图表125：南向资金流与红利因子（港股通股票池）



资料来源：华泰研究

整体来看，南向资金或已成为港股市场因子有效性的重要影响变量。其流入在一定程度上“重塑”了因子格局：对于动量、流动性和成长因子的增强、对于市值因子的削弱、对于波动率因子的重构等等。背后或许意味着南向资金带有一定的选股偏好和交易特征，其流入与流出会通过不同路径影响因子表现。对于港股多因子框架而言，理解南向资金的行为逻辑及其对因子效应的传导机制，或将成为该框架中不可或缺的一环。

港股多因子选股实践

为检验前文因子的实用性，我们参考前期报告《GPT 因子工厂 2.0：多智能体与因子挖掘》（20240926）中选股组合构建方式，构建港股多因子选股模型。具体而言，我们将选定的部分港股因子输入 LightGBM 模型中进行训练，以预测股票未来收益，基于预测收益结果构建港股多因子选股组合。因子列表、模型训练参数、组合构建参数如下所示。

图表126：港股多因子选股所选因子列表

因子大类	因子子类	因子名称
量价因子	动量因子	mom_ret_6m_lag_3m, mom_overnight_60d
	流动性因子	liq_illiq_std_240d
	波动率因子	vol_high_low_avg_60d
	技术因子	tech_close_to_high_52w, tech_ret_skew_60m
基本面因子	成长因子	OR_YOY
	价值因子	PNCF_LYR
	红利因子	DIV_YIELD
	盈利能力因子	ROIC_YEARLY
	偿债能力因子	QUICK_YOY
资金面因子	南向因子	south_holding_ratio_dev
一致预期因子	万得一致预期因子	wind_con_sur
	朝阳永续一致预期因子	gogoal_con_div

资料来源：华泰研究

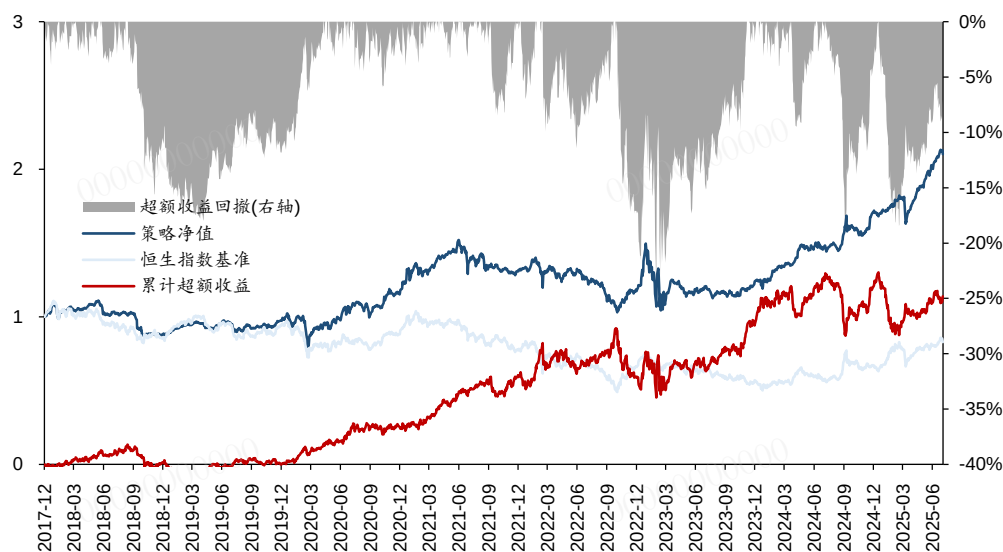
图表127：港股多因子选股模型构建方法

步骤	参数	参数值
构建股票池	股票池	自选港股股票池
构建数据集	特征	T 日自选 14 个港股因子
	标签	T+21 日相对于 T+1 日收盘价收益率
因子预处理	特征	5 倍 MAD 缩尾；zscore 标准化；缺失值填为 0；不做中性化
	标签	剔除缺失值；截面排序数标准化；行业市值中性化
训练流程	测试集完整区间	20171229~20250731
	训练、验证、测试集划分	训练集 252*3 个交易日，验证集 64 个交易日，测试集 64 个交易日
	特殊处理	剔除训练集、验证集最后 10 个交易日样本，防止信息泄露
	损失函数	mse
	调参方式	FLAML
构建组合	随机数种子点	42
	基准	恒生指数（Top50 等权组合）/ 中证港股通综合指数（指数增强组合）
	优化目标	最大化预期收益
	组合仓位	1
	个股权重上下限	[0%, 15%]
	个股偏离权重约束	[-1%, 1%]
	行业偏离权重约束	[-5%, 5%]
	风格偏离标准差约束	[-0.05, 0.05]
	风格因子	对数流通市值
	调仓周期	每 20 个交易日
	单次调仓单边换手率上限	20%
	成分股权重约束	80%
回测	单边费率	0.0015
	交易价格	vwap
	特殊处理	停牌不买入/卖出；其余可交易股票重新分配权重

资料来源：华泰研究

针对恒生指数，我们构建港股多因子精选 50 组合，组合权重为等权。从回测结果上看，精选 50 组合能够持续跑赢恒生指数，年化收益率为 10.57%，年化超额收益率为 10.83%，今年以来绝对收益为 23.4%。

图表128：港股多因子精选 50 组合（基准为恒生指数）



资料来源：Wind，华泰研究

图表129：港股多因子精选 50 组合策略回测绩效（基准为恒生指数）

	年化收益率	年化波动率	夏普比率	最大回撤	Calmar 比率	年化超额收益率	年化跟踪误差	信息比率	超额收益最大回撤	超额收益 Calmar 比率	年化双边换手率
港股多因子精选 50 组合	10.57%	20.25%	0.52	32.26%	0.33	10.83%	17.67%	0.61	24.34%	0.44	13.95

资料来源：Wind，华泰研究

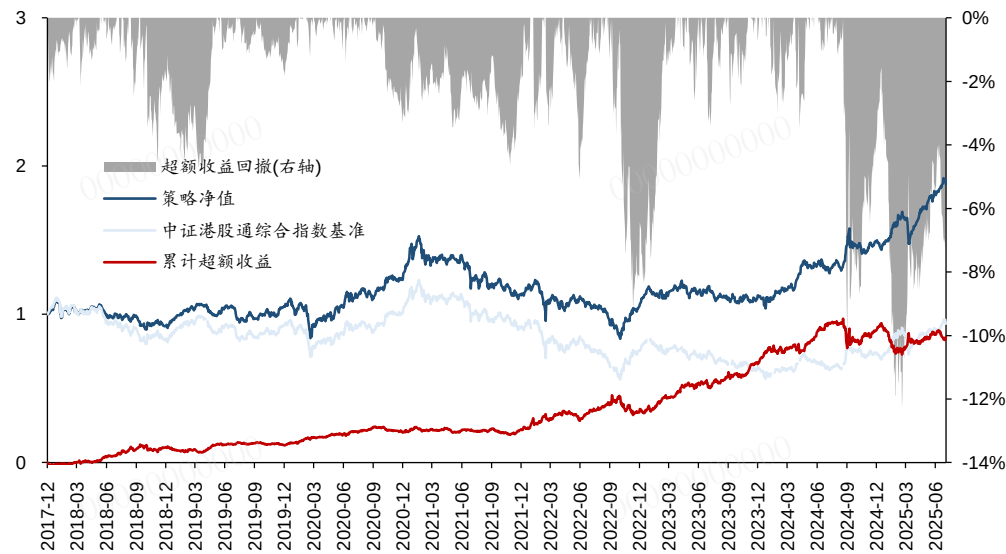
图表130：港股多因子精选 50 组合逐月绝对收益（基准为恒生指数）

	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	年绝对收益
2018 年	7.0%	-2.9%	-0.2%	1.1%	1.6%	-4.2%	1.3%	-0.1%	-0.2%	-13.5%	0.6%	0.3%	-11.6%
2019 年	3.7%	2.1%	0.9%	-0.1%	-3.2%	4.0%	-2.5%	-3.8%	2.1%	0.8%	-1.0%	4.3%	10.8%
2020 年	-6.0%	4.0%	-9.1%	7.1%	0.7%	4.1%	4.8%	1.5%	-5.4%	1.9%	9.1%	0.6%	19.3%
2021 年	5.0%	1.9%	-1.3%	5.6%	3.5%	5.1%	-7.6%	1.2%	-4.6%	-1.3%	-2.1%	1.9%	10.8%
2022 年	-0.5%	2.2%	-3.9%	-2.4%	1.8%	-0.4%	-4.1%	-1.2%	-8.8%	-7.3%	11.2%	2.4%	-10.7%
2023 年	13.3%	-26.2%	-5.9%	5.7%	-7.5%	3.7%	1.3%	-4.4%	-0.6%	-0.3%	3.9%	5.1%	3.6%
2024 年	-0.6%	6.5%	1.6%	0.9%	5.3%	-0.1%	-0.5%	0.6%	5.8%	-1.7%	-1.8%	9.8%	38.2%
2025 年	0.8%	1.8%	2.2%	-0.7%	5.4%	6.7%	3.3%						23.4%

资料来源：Wind，华泰研究

对于港股通指数，我们构建了港股通指数增强组合，回测结果显示该组合历史稳定跑赢中证港股通综合指数，近一年超额收益有所回撤。年化超额收益率为 8.65%，年化跟踪误差 8.41%，信息比率为 1.03，总体增强效果较优。

图表131：港股通指数增强组合（基准为中证港股通综合指数）



资料来源：Wind，华泰研究

图表132：港股通指数增强组合策略回测绩效（基准为中证港股通综合指数）

	年化收益率	年化波动率	夏普比率	最大回撤	Calmar 比率	年化超额收益率	年化跟踪误差	信息比率	超额收益最大回撤	超额收益 Calmar 比率	年化双边换手率
港股通指数增强组合	8.89%	19.45%	0.46	45.34%	0.20	8.65%	8.41%	1.03	12.29%	0.70	4.77

资料来源：Wind，华泰研究

图表133：港股通指数增强组合逐月超额收益（基准为中证港股通综合指数）

	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	年超额收益
2018 年	0.5%	-0.3%	1.4%	0.2%	0.2%	2.4%	1.2%	2.1%	0.9%	1.5%	-1.7%	2.6%	11.8%
2019 年	-2.1%	0.3%	0.7%	-0.4%	3.2%	0.0%	0.5%	0.3%	0.2%	-0.5%	0.0%	-0.9%	1.0%
2020 年	1.3%	1.8%	1.1%	0.0%	1.3%	0.9%	1.2%	0.7%	1.5%	-0.2%	-2.1%	-0.9%	7.7%
2021 年	1.8%	-1.5%	0.4%	0.4%	-1.8%	1.6%	-0.4%	0.3%	0.9%	-2.4%	-0.7%	2.1%	1.2%
2022 年	4.0%	-1.8%	1.5%	1.9%	0.0%	-2.8%	4.4%	0.9%	2.9%	3.6%	-4.0%	0.6%	11.5%
2023 年	-0.3%	5.1%	3.1%	3.0%	2.9%	0.7%	-1.4%	2.0%	4.9%	1.0%	1.3%	2.7%	22.6%
2024 年	5.9%	-0.8%	0.7%	-0.3%	1.4%	3.8%	1.5%	0.0%	-8.5%	-0.9%	1.7%	2.5%	13.3%
2025 年	-1.6%	-6.1%	1.1%	1.6%	0.9%	1.6%	-1.5%						-3.5%

资料来源：Wind，华泰研究

总结

本文是港股市场多因子框架的系统性研究，从量价、基本面、资金面和一致预期四类因子出发，尝试构建完善的港股多因子体系。本文着重分析不同类型因子的统计表现，并进一步探索市值和行业上的因子效应分化。同时，本文探究南向资金对于因子有效性的影响，试图对因子效果进行一定程度的溯源。本文还在选股策略上进行实践，构建具备参考意义的港股精选组合策略。

从因子效果上看，各类因子均显示出不同程度的解释力。对于量价因子而言，动量反转因子、流动性因子、波动率因子尤为有效，部分技术因子也颇有效果。基本面因子中，红利因子、偿债能力因子、部分成长和价值因子表现较好，而成长和价值因子在小市值股票中效果强于大市值，盈利能力因子在消费、医疗保健、信息技术等行业中效果突出，代表性反映了基本面因子的市值和行业分化效应。资金面中南向因子以及一致预期因子则凸显了港股另类因子的独特解释力。

港股因子效果存在溯源的可能。从本文对南向资金流分析的结果中可见，南向资金对于港股量价、基本面因子至少存在三种可能的影响路径：增强、削弱和重构，这种影响力的背后反映的可能是南向资金的配置风格。更为深入地看，港股市场的因子逻辑可能是多重资金共同影响下的加总，而资金流入与流出也会通过不同路径影响港股因子表现。

港股多因子框架是港股组合构建的基石。本文利用部分港股多因子，训练 AI 树模型合成因子，构建了年化收益率为 10.57% 的港股多因子精选 50 组合，和年化超额收益率为 8.65% 的港股通增强组合。从本文实践中看，选用港股多因子进行合成并构建组合，可作为获取有效捕捉港股 Alpha 策略组合的通用方案。

参考文献

- Amihud, Y. (2000). *Illiquidity and Stock Returns: Cross-Section and Time-Series Effects* (SSRN Scholarly Paper No. 1295244). Social Science Research Network.
- Ang, A., Hodrick, R. J., Xing, Y., & Zhang, X. (2006). *The Cross-Section of Volatility and Expected Returns*.
- Ang, A., Hodrick, R. J., Xing, Y., & Zhang, X. (2009). *High Idiosyncratic Volatility and Low Returns: International and Further U.S. Evidence* (SSRN Scholarly Paper No. 1947020). Social Science Research Network.
- Barinov, A. (2014). *Turnover: Liquidity or Uncertainty?* (SSRN Scholarly Paper No. 1327297). Social Science Research Network.
- Bondt, W. F. M. D., & Thaler, R. (1985). Does the Stock Market Overreact? *The Journal of Finance*, 40(3), 793.
- Fama, E. F., & French, K. R. (1993). Common risk factors in the returns on stocks and bonds. *Journal of Financial Economics*, 33(1), 3~56.
- Gervais, S., Kaniel, R., & Mingelgrin, D. H. (2001). The High-Volume Return Premium. *The Journal of Finance*, 56(3), 877~919.
- Hong, H., & Stein, J. C. (1999). *A Unified Theory of Underreaction, Momentum Trading, and Overreaction in Asset Markets*.
- Jegadeesh, N., & Titman, S. (1993). Returns to Buying Winners and Selling Losers: Implications for Stock Market Efficiency. *The Journal of Finance*, 48(1), 65~91.
- Markowitz, H. (1952). Portfolio Selection. *The Journal of Finance*, 7(1), 77~91.

风险提示

因子测试结果是历史经验的总结，存在失效的可能。港股市场规律受多重因素影响，需谨慎对待回测结果。人工智能模型可解释程度较低，使用须谨慎。

免责声明

分析师声明

本人，林晓明、何康、沈洋，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。请注意，标*的人员并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作，华泰证券股份有限公司和其关联机构统称为“华泰证券”（华泰证券股份有限公司已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格）。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供华泰证券及其客户和其关联机构使用。华泰证券不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于华泰证券认为可靠的、已公开的信息编制，但华泰证券对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰证券不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰证券对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

华泰证券（华泰证券（美国）有限公司除外）不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰证券力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰证券及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰证券不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰证券及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰证券可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰证券的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰证券违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为华泰证券所有。未经华泰证券书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯华泰证券版权。如征得华泰证券同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。华泰证券保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为华泰证券的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方 “美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师林晓明、何康、沈洋本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第32C条的规定分发其在华泰证券内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所分发的信息相关的事宜。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经225指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时100指数，德国市场基准为DAX指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准

中性：预计行业股票指数基本与基准持平

减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准15%以上

增持：预计股价超越基准5%~15%

持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间

卖出：预计股价弱于基准15%以上

暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

新加坡: 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问, 经营许可证编号为: 202233398E

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心53楼

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123

电子邮件: research@htsc.com

http://www.htsc.com.hk

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

http://www.htsc-us.com

华泰证券(新加坡)有限公司

滨海湾金融中心1号大厦, #08-02, 新加坡 018981

电话: +65 68603600

传真: +65 65091183

https://www.htsc.com.sg

©版权所有2025年华泰证券股份有限公司