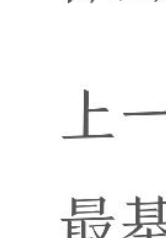


# 29 | 财报里藏了什么秘密？利用财务报表信息来制定交易策略



陆蓉

昨天



29 | 财报里藏了什么秘密？...

11:19 10.37 MB



| 陆蓉 亲述 |



陆蓉

你好，欢迎收听《行为金融学》课。

上一讲我说，股价和基本面是分析股票最基本的因素，你还学会了利用股价规律来制定交易策略。

这一讲我就来告诉你，怎么看懂公司的基本面，并且利用其中的信息来制定交易策略。

听到这里，你是不是有些困惑：“陆老师，你在前面的课程中不是说，行为金融学不会一家一家公司做调研吗？那为什么还要给我讲怎么看公司的基本面呢？”

我在这里可不是要教你怎么全面分析公司的基本面，而是要带你抓住两个点：

一个是财务报表中隐藏的秘密——应计异象；

一个是财务报表发布时的规律——盈余公告后漂移效应。

之所以要给你讲这两个点，是因为金融机构通过它们来构建交易策略，能够取得惊人的超额收益。而理解了它们背后的原理，你不但知道金融机构是怎么做的，也能够在自己的投资中有所借鉴。

## 判断企业盈利质量的差异：应计交易策略

先看应计交易策略。

在企业众多基本面信息中，最重要的就是财务报表了。简单的一张财务报表，是对企业经营方方面面的忠实记录。但也正因为所有人都相信记录是“忠实”的，很少有人会认为这里面有错误。只要有错，就有可能制定行为交易策略。

那么看似忠实的财务报表可能会错在哪里呢？我给你讲一个著名的反常现象——应计异象。

应计(Accrual)，指的是应该记入财务报表但没有付钱的会计项目所产生的异常现象。它主要包括应收账款、应付账款和存货。

1996年，宾夕法尼亚大学的会计学教授斯隆(Sloan)首先发现了应计异象。他发现买入应计项目少的公司股票，同时卖空应计项目多的公司股票，可以获得超额收益。

这是为什么呢？我先来带你看懂背后的原理。

给你一张财务报表，你第一眼会看哪个指标呢？大多数人看财务报表，第一眼都会看“每股收益”这个指标，“每股收益”也是列在交易系统首页上仅有的几个财务指标之一。分析师在预测财务信息时，最重要的指标也一定是每股收益。

每股收益，反映的是每股股票对应的基本面价值，也是形成股票投资价值判断，例如市盈率的分母。

那你光看这个指标够不够呢？

当然不够了。比如说：你知道每股收益2元的公司价值肯定是高于每股收益1元公司的，但是，如果两家公司的每股收益都是1元，它们的价值一样吗？

我告诉你，**同样的盈利，但是盈利的质量不一样，两家公司经营情况可能大不相同**。所以，光看每股收益这个指标根本不够，你还应该看应计项目，它从侧面反映了一个公司股票的真实价值。

它为什么能反应真实价值呢？我带你看看它背后的原理。应计项目主要等于应收账款—应付账款+存货。

应收帐款指的是，当一家公司卖出商品，别人总不给钱，这样的收入就会计入应收账款，再看另一家公司，它卖出的商品，都能收到现款，虽然两家的盈利水平一样，但盈利质量却不同。应收账款越多，盈利质量越差。

应付帐款指的是，一家公司经营很好，进货的时候可以先不给钱，于是这笔赊账就会计入应付账款，什么样的公司不能赊账呢？经营状况不好的。所以，应付账款越少，就代表着这家公司盈利质量越差。

最后再看存货的不同，好公司存货少，差公司东西卖不出去，只能计入存货。所以存货越多，盈利质量越差。

综合上面三类情况，最终的表现是，**应计越高，企业的盈利质量就越差**。在估值的时候，如果你不仔细看财务报表数字背后的信息，很可能给出盈利相同但盈利质量不同的两家公司估值一样的错误判断。

因为市场上的大多数投资者都搞不清楚两家公司盈利质量的差异，会犯同样估值的错误，所以，高应计的公司未来收益会差，很多的金融机构就会利用这一点来制定行为交易策略！

斯隆教授就把这个现象转变成了一个行为交易策略。他把所有股票按应计项目的大小排序。买入应计最少的那组股票，同时卖空应计最多的那组股票，结果发现，这个策略在30年样本期内，有29年都可以获得正的超额收益，年化收益率超过10%！

你想想，如果有一个交易策略，可以让你连续29年都能获得每年10%的超额收益，是不是相当好了？这就是行为金融交易策略的魅力。

因为财务规律就是这样的，所以这个现象在中国市场也同样存在。从这里你可以发现，财务报表中的秘密是可以用来制定交易策略的。而应计作为一种非常稳定的异象，也可以为你的交易提供某些参考。

## 财务报表发布的规律：盈余公告后漂移策略

除了上面讲的应计异象可以用来制定交易策略外，财务报表发布时价格表现的差异性，也会有机会。

密歇根大学的伯纳德教授和哥伦比亚大学的托马斯教授(Bernard and Thomas)在观察每季度财务报表发布时发现，发布好消息和坏消息公司的股价有一种规律性：

好消息的股票会持续走好，而坏消息的股票也会持续走差，各种消息按好坏程度好象会长时间漂移一样，他们把这个现象称为盈余公告后漂移，并制定了行为金融交易策略，可以连续10多年保持年收益率10%以上。

为了让你明白怎样找策略和怎样建策略，我们就以这个盈余公告后漂移策略为例，说明一个交易策略是怎样被发现的，以及可以怎么用。

我们先来看看盈余公告后漂移现象的直觉是什么。

我相信，许多做过股票的投资者每当公司的年报、季报发布前后，都会来炒作一把，认为这叫年报、季报行情。

实际上，这个策略的直觉就来自于这个现象。好消息会带来一波上涨行情，而坏消息则会带来一波下跌行情。

按照我们之前讲的策略构建的方法，应该按照消息的好坏程度来对所有股票进行排序。然而，这里有一个“机关”你得注意，就是什么算好消息，什么算坏消息？

我考你一下，一家公司报盈利增长50%，另一家公司报盈利增长100%，哪个消息更好呢？是盈利增长100%的公司吗？

不是，因为盈利增长很可能已经被市场预期到了。分析师们都会在企业财务报表发布前进行盈利预测。因此，如果盈利增长100%被完全预期到，而盈利增长50%完全没有被预期到，则盈利增长50%的消息更好。

道理很好理解啊，如果预期到了，大家是不是当时就会买入了？增长性就差啊，只有意料之外的好消息发布了，才会让股票的涨势更好。

**所以，构建策略的时候应该按照没有被预期到的盈利增长来排序，也就是用真实的盈利增长减去被预期到的部分。**

伯纳德和托马斯就是按照上面讲的没有被预期到的盈利增长来对所有股票排序，买入高意外组并卖空低意外组。发现，在财务报表公告的60天后，这个策略能获得10%以上的年化超额收益，且在样本的13年期间内除了3个季度外，其他每个季度都可以获得盈利。这是不是非常了不起的投资策略！

听完之后你是不是也觉得这个投资策略非常了不起啊？

盈余公告后漂移策略的诱人绩效吸引了众多研究者和实践者跟进。但是，在这里我要告诉你，我们团队曾经用中国的数据复