


第18讲 | 低风险策略：低风..

18:33 25.73 MB



| 余剑峰 亲述 |

你好，欢迎来到清华五道口《行为经济学》的课堂，我是余剑峰。

上节课我们讲了市场情绪是怎么影响股票市场的，而且是影响横截面的股票收益率，我们也讲了各种投资策略。虽然有各种横截面的策略，但是如果我们去做策略，你最关心的问题是什么呢？

我觉得不外乎两个东西：

- 第一，它将来的平均收益率是多高；
- 第二，它的风险怎么样。

那存不存在一种策略，它的风险特别低，但是收益率特别高呢？

真的有低风险高收益策略么

正常来讲，如果你学过理性金融或者理性经济学，你肯定会觉得这肯定不存在，怎么会有这种事呢？因为理性金融、理性经济里面最基本的一个原则就是风险和收益的关系是成正比的。如果你要获得更高的收益率，一定要承受更多的风险才行，要不然大家都喜欢这种低风险的东西，那么它现在的价格就被抬高了，将来的收益率就会比较低。

但是我可以告诉你，现实生活中不是这样的。

其实在很早以前，60年代末、70年代初，有个叫Robert Haugen的教授和他当年自己的导师发现了低风险的股票反而收益率高。但是当时这篇论文很难在学术期刊上发表，那个时候是有效市场假说最顶峰的时候，这个研究发现市场不是有效的。不光市场不是有效的，基本上跟所有的经济学、金融学模型都是相反的，因为经济学、金融学模型的基本原则就是高风险高收益，低风险低收益。

经过很多年的波折，这篇论文终于发表出来了，发表在现在排名第四的金融学术杂志上。这意味着什么呢？就是没有太多人会去看，如果你是Robert Haugen，你会很郁闷，这么好的论文大家不欣赏。那他怎么办呢？他自己成立了一个公司，这个公司的主要任务是干吗呢？就是提供低风险的投资策略。

我告诉你，他的公司真的盈利了。2006年，《金融杂志》上刊登了一篇论文，是由Andrew Ang，Robert J. Hodrick，辛宇航和张晓燕四个老师共同合作的。他们做了更加细致的分析，发现低风险的股票确实有更高的收益率。当然他们用不同的指标来衡量股票的风险，但是基本上是差不多的，相关性非常高。

那下面我们来看看低风险策略的具体表现，下面的结果主要是从Baker、Bradley和Wurgler的论文里面引用过来的。这个策略具体怎么做呢？

你可以在每年的7月1号把所有股票按照它们的风险排序，风险怎么测量呢？这里面用最简单的测量指标，就是过去一年股票的波动性。你的策略有两个，一个是低风险策略，一个是高风险策略。

低风险策略就是每年7月1号买入过去波动性最低的那10%的股票，持有它们一年，第二年7月1号做同样的事情，重新把这些股票按照它们的波动性风险去排序，然后买入波动性最低的10%的股票，再持有一年，一直连续这么做，做40多年。

高风险策略就是相反的，每年的7月1号把所有股票按照波动性排序，买入波动性最高的10%的股票，明年再重新排序，还买入波动性最高的10%的股票。

那这两个策略的表现怎么样呢？

先看看高风险策略，因为你承受了最高的风险，如果按照理性金融的理论，你的收益率应该很高才对。但是你会发现，如果1968年投一块钱，到2008年，因为这个数据当时只到2008年，会只变成58分钱，跌了42%。

如果考虑通胀的话，还不到一毛钱，就是说跌了90%多。低风险策略的表现怎么样呢？一样，1968年如果你投一块钱，到2008年的时候，它会变成59块5毛5，涨了非常多，当然扣除了通胀之后变成10块1毛2，也涨了9倍多。

所以你看到了，低风险股票不但收益率高，而且回撤、波动性也特别小。我们以前找的策略虽然能产生高收益率，但是风险也是高的。而现在低风险高收益的这两个维度都特别好，这基本上就是我们理想中最好的策略了。

所以你看，这么好的投资策略，一旦让大家知道之后，它肯定会很流行。确实是这样，后来很多大的基金都专门开发了低风险投资基金的产品，专门让大家买这些基金。低风险股票相对来讲都是容量大一点的股票，这样的话这个策略立马就变得很流行了。

- 第一，如果很多人都在用同一个策略，这个策略就会有很多风险。
- 第二，如果很多人都在用这个策略，这个策略的有效性就会变小。

那现在怎么办呢？你怎么能够提高你的策略的有效性？

怎么提高策略有效性

下面我就讲一个改进这个策略的方法，这是基于一篇我和王卉君和严靖华做的论文。这个论文的思想其实非常简单，跟你讲一下你就明白了。我们前面讲过前景理论，就是那三个因素，参考点依赖、损失厌恶和对小概率突出事件的放大。

当你在账面盈利的状态下是风险规避的，当你在账面亏损的时候，是更加喜欢风险的，至少在这个模型里面是这样的。不管你在输钱的状态下是不是真的喜欢风险，但是至少当你在参考点之上和之下，你对风险的偏好是不一样的。

你想如果大家都在参考点之上，都赚钱了，这个时候大家就想锁定盈利，就不喜欢风险。不喜欢风险的话，那这些高风险股票的收益率应该会高一点，因为尽管大家都不喜欢风险，但又要持有它，持有它的原因一定是收益率高。

所以说如果大家都在参考点之上的话，高风险应该会有高收益，但是如果大家在参考点之下，处于账面亏损的状态，这个时候大家更愿意赌一把，或者这个时候大家就不怎么讨厌高风险，说不定还更加喜欢它，它就不一定会有更高的收益率。

下面我就讲我们这篇论文的一个精髓，就是Double sorting，双重的排序。

我们先把股票按照投资者属于账面亏损还是账面盈利去排序，每个股票我们先要计算出它的平均投资者是处于账面亏损还是处于账面盈利。这个指标比较难算，细节我就不讲了，如果你有全面的数据，可以算得特别准，否则就算得不准。算得不准没有关系，你可以用一个近似值。

下面给定我们算出了每个股票的CGO，就是账面盈利和账面亏损。假设每个月的月初我们把2500个股票根据它们的账面盈利、账面亏损分成五组，第一组是账面盈利最多的那500个股票，第五组是账面亏损最多的那500个股票。

然后在账面盈利最多的那500个股票里面再去细分，根据股票过去的波动率，就是收益率的方差，分出波动率最高的100个股票和波动率最低的100个股票，然后你去做这个策略。那同样，在账面亏损最多的那500个股票里面，你也可以继续细分，根据股票过去的波动性，分出风险最低的100个股票，和风险最高的100个股票。

那我们发现什么结果呢？当我们只看投资人处于账面盈利的500个股票，会发现那些波动率越高的股票，平均来讲收益率越高，跟我们前面说的是相反的。

为什么会这样呢？因为前面讲过，在前景理论中，在大家处于账面盈利的状态下，是厌恶风险的，高风险就应该有高收益，我们发现这一类股票真的是高风险高收益。

但是，在投资人处于账面亏损的500个股票里面，你会发现低风险股票的收益率远远要比高风险股票的收益率高，高多少呢？平均每个月要高到1.58%，这是非常大的一个数字。

为什么说1.58%是很大的数字呢？因为如果我们只是直接买入低风险股票，卖空高