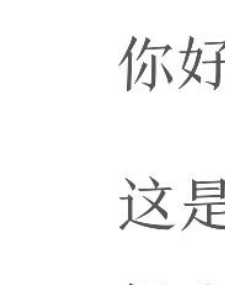


30 | 免费的午餐一直都有？持续获得有效的投资策略



陆蓉

12-07 15:00



30 | 免费的午餐一直都有？...

12:00 16.48 MB



[陆蓉 亲述]



陆蓉

你好，欢迎收听《行为金融学》课。

这是我们这门课的最后讲了，趁这个机会，我要集中把有效投资策略的一些核心问题，比如说学科基础、策略的获利条件都讲给你。

你会更好地理解在实战中，传统金融学与行为金融学相生相克的共生关系。

我还要告诉你，虽然这门课要结束了，但是你可以怎么跟踪最新的行为交易策略，持续地获得金融市场上“免费的午餐”。

行为金融交易策略基础：心理学和传统金融学

学完了之前的几讲，我先来和你总结一下，到底是什么在支撑着行为金融交易策略。

曾经有一种说法，说女士裙子的长度与股市涨跌有密切关联。所以，交易策略很简单，只要每年量一下时尚杂志当年流行的裙子长度，就可以预测股市。请问，你敢把钱投在这个策略上吗？

你应该不敢吧？原因就在于，你找不到支撑这个现象的理论依据，所以你无法相信它。

类似的例子还有，用潮汐来预测股市，用小动物来预测股市、球赛等。这些所谓的规律，没有理论依据，很可能是样本内的一种巧合。用样本内的巧合事件来对样本外进行预测，是不准的，你也不会按这些方法来投资。

但是，这个模块前面几讲我告诉你的策略，都是典型的行为金融交易策略。为什么它们就能够用来投资呢？有两个基础。

| 心理学的支撑

首先：一个规律要能成为稳定的策略，必须要有原理上的支撑。

传统金融学并不认为有战胜市场的交易策略存在，而行为金融学却认为战胜市场是可能的，因为人会犯错。至于人会犯什么错，心理学早就为我们揭示了。所以，我们在课程的二、三模块系统讲解的投资者的各种认知和决策偏差，就是行为金融策略的理论基础。

你看，大多数人有狭隘框架，关注大公司，所以小公司才会产生溢价；个人投资者追逐成长股，机构才会玩价值投资。大多数人对信息反应速度慢，所以短期交易的“追涨杀跌”才会起作用。大多数人只看盈利，不看盈利质量，这才产生了应计交易策略。

所以，当你能想明白大多数投资者到底错在了哪里，你才能理解一个策略产生盈利的原理是什么，也才敢把钱投在这个策略上。

这就是每个行为金融交易策略必备的分析过程。

如果你觉得这样做很困难，那我告诉你一个容易的方法。你可以看看行为金融学的前沿学术研究，这里面会经常发布一些新的交易策略。我的团队一直持续追踪最新的研究进展，今后我也会带你一起关注最前沿的研究，找到好的投资策略思路。

| 传统金融学的作用：灯塔

其次，虽然传统金融学和行为金融学核心观点有分歧，但它一直在支撑着行为交易策略。

这是因为从长期来看，价格总是会向真实的价值回归的。而传统金融学能告诉我们正确的价格是什么。就像是它给行为金融学立了一个灯塔，长期来看，一个好的行为金融策略会向灯塔靠近，不偏离方向。

以规模效应为例，小公司的股票收益比大公司好，换句话说，就是小公司的股价现在被低估了，你的策略是买小卖大，希望未来小公司被低估的价格会被纠正，会涨上去。因此，策略要成功，价格需要向理性的方向收敛。

所以，行为金融学与传统金融学并不矛盾。就像我们在第一讲中说过的，它们是短期和长期的关系。

传统金融学讲长期价格最终应该会是怎么样，行为金融学讲这中间经常会出什么错。正是由于很多人利用这些价格错误，反向操作，价格会向理性的方向收敛。

总结一下，心理学让我们理解人会犯什么错，传统金融学提供了价格理性的方向，这两者合在一起就构成了行为金融策略发挥作用的基础。

相生相克的传统金融学与行为金融学

前面我也讲过，2013年，诺贝尔奖同时颁给了传统金融学家和行为金融学家，以奖励他们对资产价格理论做出的贡献。那么我们来看看，在真实的金融市场上，它们到底是一种什么样的关系呢？

四个字，相生相克。

在构建交易策略的时候，传统金融学不承认市场上会有不用承担风险就能获得收益的“异象”，他们认为，任何收益的获得必须承担风险。

行为金融学却认为异象因子是真实存在的，可以构建出策略，通过传统金融学的风险检验。检验风险的模型是这样的，我一说，你就明白。模型左边是策略产生的收益，右边是风险。以最经典的资产定价理论CAPM为例，右边只有唯一的一项风险源——大盘，也就是宏观经济。

按照传统金融学理论，任何收益都等于风险，也就是模型左右两边相等。然而，用行为金融策略产生的收益去检验后，往往会在模型右边多出一项，这就说明收益减去承担的风险后，还多出来了一部分不用承担风险的收益，这就是异象。

传统金融学家为了证明异象并不存在，提出是资产定价模型出了错，就是模型的右边，风险源少了，需要再增加一些风险因子。于是把验证过的确实存在的异象因子放到右边当未知的风险源。这样，左右两边就匹配了，不会出现多出来的项了。传统金融学的资产定价理论就是沿着这个路径展开的。

增加风险因子后的定价模型，最有影响力的就是法玛和弗伦奇在1992年提出的著名的三因子模型，三因子就是在原来的大盘因子上加上第27讲所说规模因子和价值因子。这两个因子都是被行为金融学用来构建交易策略的。

你想想，如果模型的左边是规模异象，右边再加上同样的规模因子，那超额收益当然就消失了。

所以，传统金融学家就一直这么操作，行为金融学发现什么异象，那传统金融学就把这个异象认为是风险因子。你左边加一个，我右边就加一个，这样可以始终保持左边的收益都被右边的风险解释掉了。所以，传统金融学还是成立的，也就是没有“免费的午餐”。

当然，传统金融学的风险因子也并没有无限制的增加。继三因子模型后，最有影响力的是加上第28讲所讲的动量因子，构成的四因子模型。因子模型的最新进展是法玛和弗伦奇在2015年提出的五因子模型，是在三因子模型上加入盈利能力和投资水平两个因子所构成的。

这么多年过去了，定价的风险因子并没有无限制的增加。目前，有影响力的也就是这些风险因子。很奇怪的一点是，很多异象，用这些有限的因子模型一检验，确实超额收益就消失了。这就说明，很多异象可能都和风险模型中的因子有关。传统金融认为，这样的策略是有风险的。

行为金融学资产定价理论的发展

你已经知道了，传统金融学与行为金融学一直在忙些什么。

传统金融学用有限的风险因子捍卫自己的领地，说明金融市场没有“免费的午餐”，任何收益的获得必须承担风险。行为金融学发现的所有异象都要经过传统金融学因子模型的检验，看是否承担了风险。如果通过这些风险因子检验后，还能取得超额收益，学术界才承认又发现了新的异象。

而行为金融学家坚持认为金融市场上存在“免费的午餐”，他们致力于挖掘各种各样的异象。这些层出不穷的异象，对理论界和实务界都有深远的意义。

对于理论界而言，异象的出现推动资产定价理论的发展，让学术界对于收益和风险