

要的一点，就是从有限注意力导出一个二级市场上的投资策略。你不用是CEO，你也可以利用人的有限注意力，作一个系统的投资策略出来。现实生活中很多策略其实都是由有限注意力引起的。

下面讲一个研究，为什么讲这个研究呢？因为这个研究是我以前在沃顿念书的博士生同学李冬梅，和行为经济学的大牛David Shleifer，还有我的一个朋友许博旋，他们三个人做的一个论文。这可能是我的有限注意力偏差引起的，所以我就记起了他们的论文。因为是我朋友的论文，所以讲一下这个研究结果。

他们的思路是这样的。因为大家注意力有限，你不能注意到所有的信息，有些信息可能是非常重要的信息，但是你忽略了。那这个信息就没有被反映到股票价格里面去。比如说最简单的一个信息，就是公司的研发效率。每个季度，公司都有财报出来，但是有多少人关注公司的研发效率？哪怕你关注到公司的研发效率，你怎么去衡量公司的研发效率？每个公司花多少钱，产生多大的成果？研发成果是很慢的。

他们就用一些方法去衡量这个研发效率，比如说公司A每花100万美元的研发费用，它能产生十个专利，公司B花100万美元的研发费用，它只能产生一个专利，那公司A的研发效率就比B的研发效率高。但这个信息，你不仔细看报表，你是看不到的。所以大多数人没有看到这个信息。但这个信息是很管用的，A的研发效率很高，它将来的收益率、盈利都会比较高。但是如果你忽略这个信息，你就觉得它没有你想象中那么高。这样的话导致股票A相对来讲被低估，股票B相对来讲被高估。

所以说一个非常简单的策略，就是你去买入研发效率相对来讲比较高的股票，卖空研发效率比较低的股票。你每年都要重新这么作策略，这个策略是动态调整的。

比如说今年7月1号，你把所有股票按它们的研发效率排序，买入那些研发效率最高的股票，卖空研发效率最低的股票。因为研发效率不同，公司也会不停地变，所以你重新排序，重新买股票，重新卖股票。因为它是个对冲策略，采用这个策略的话，平均来讲每年的超额收益率大概是5%左右。你可能感觉不是特别高，才5%。但是你想，首先这是超额收益率，它是个对冲策略，因为你买入一个股票，卖空一个股票，没有什么市场风险，你可以买入整个市场指数，同时加上这个策略就变成了一个指数增强的策略，每年增加5%，那就很多了。

第二，这个策略还有一个特别好的好处，就是它在整个市场表现差的时候，收益率依然是挺高的。比如说2008年美国金融危机，整个股市跌了将近20%，但是这个策略反而挣了百分之十几，这就是非常好的一点，可以跟整个市场对冲。

为什么会这样呢？其实原因很简单，在市场经济特别差的时候，那些研发效率低的股票，就会更加难过，它可能立马就会被投资者注意到，它这个公司不太行了，这个股票的收益率就会很低。那研发效率高的公司，它可以抵抗这个冲击。它的收益率有可能在金融危机中也会下降，但是它跌的幅度远远比研发效率低的小，这样的话一个对冲策略导致你反而有高的收益率。所以说研发效率这个信号是能够产生很大的超额收益率的。

其实这里面还有一些细节，就是怎么去衡量研发效率。刚刚讲了一个简单的方法，就是每用100万美金能产生多少专利。但是**不光是看产生专利的数量，你还得看专利的重要性**。比如说我一年可能只写一篇论文，有的人可能一年写十篇论文。但这并不代表我的研发效率就没有写十篇论文的人高。

有可能我这一篇论文的质量很高。所以说你不能光看论文或者是专利的数量，你得看专利的质量。那你怎么衡量专利的质量？你可以看专利的引用率，专利被谁引用。被引用得越多的专利，那这个专利分量越大。所以说，每100万美金的研发成本产生多少专利的引用，这可能是一个更好的研发效率指标，用这个指标去投资可能效果会更好。

还有更细的指标，你不光要看有多少引用率，你还可以看引用你的论文是什么样的水平，如果引用你的论文或者引用你的专利是特别牛的专利，那代表你这个专利更重要；如果引用你的论文是个垃圾论文，那这个引用其实没有那么大的分量。

你还可以用这些细节、信息去衡量研发效率，这样衡量得更准，你就可以有更好的信号预测将来股票的收益率。你看这里面很重要的一点，我们没有去预测股票A将来是涨还是跌，我们看的是股票A是不是会比股票B将来涨得更多一点或者跌得更少一点，这是在一个对冲的横截面上的策略。

我刚刚讲了这么多种衡量研发效率的方法，其实就是想告诉你一个信息，这个东西非常难测量。所以哪怕你注意力比较集中，你也很难把握住这个东西。所以说有限注意力一定会体现在资产定价、资产价格上面的。

总结

那我稍微总结一下这节课讲的东西。我们讲了有限注意力的进化论的根源，同时讲了有限注意力在生活中、市场营销中的应用，也讲了在公司市值管理、二级市场投资策略中的应用。

下一讲我会讲跟有限注意力非常相关的一个概念，叫认知放松。我们不可能一直认知警惕，这会引起很多有意思的现象，比如说你的名字和你的长相都会影响公司市值，下一节课再讲。

作业：在我们的课中，我们主要是指大家注意力有限，所以导致一些消息反应不足，那是不是也存在大家会反应过度呢？比如说很热门的电影，《战狼2》上映了，它的制作公司的股价会不会涨得过多？如果涨得过多之后，它会不会又跌回来？欢迎你留言。

好，这节课就讲到这里，我是余剑峰，下次再见。

划重点 [添加到笔记](#)

1. 我们的注意力是非常耗能量稀缺的资源，因此我们不可能一直集中注意力，所以导致出现有限注意力偏差。
2. 我们评估一个事件发生的概率，取决于事件在脑子里面被想起的程度。
3. 容易引发有限注意力偏差的三种情况：最近发生的事情，媒体的报道，突出事件。

