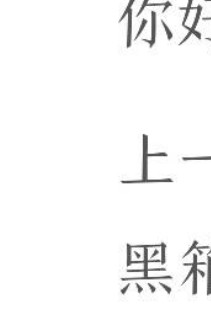


26 | 为何会有免费的午餐？行为组合策略原理



陆蓉

昨天



26 | 为何会有免费的午餐？...

11:01

10.08 MB



| 陆蓉 亲述 |



陆蓉

你好，欢迎收听《行为金融学》课。

上一讲你已经看清楚了行为交易策略的黑箱，知道了那些专业的投资机构是怎么在市场上盈利的。

这一讲我就来给你详细解剖一下构建行为组合策略的一般原理和具体步骤。

学会了这一讲，哪怕你自己不上手，起码把钱交给行为金融基金的时候，也知道它们是怎么赚钱的。当然，我也鼓励你去实践我教你的方法，无论是复制别人的策略还是建构一个自己的策略，实践起来其实并不困难。

盈利靠风险还是靠能力？

先问你一个问题，你在投资的时候，有没有一种很直观的感受，越赚钱的投资风险也越大？

假设说，你和另一个人在PK投资业绩，你的收益不如他，请问，想要最快超过他的收益，应该怎么做？

做法很简单，你把风险提高，就立刻可以提高收益啊。

那怎么提高风险呢？配置高风险行业的资产或者是集中投资就行了。假定跟你PK的那个人的资产组合中买了股票、又买了债券、还存了银行，风险很分散，那你全买股票就好了啊。

这就是传统金融学的基本原理——风险 - 收益对应。

传统金融学认为，金融市场没有免费的午餐，所有收益一定来源于风险。所以，想要提高收益，只能把风险拉高。但是行为金融学通过构建策略打破了这种法则。

我问你，如果以提高风险的方法来提高收益，是你的能力吗？你现在已经知道了，这当然不是。这是资本市场本来就应该给你的，你承担了更多的风险，当然应该获得更多的回报。

那怎样PK，你的业绩提升才算你的能力呢？答案是，风险没增加，但收益却提高了。

所以，行为金融策略的本质在于，可以找到一些方式，使得你在没有增加风险的情况下，获得更多的盈利。

免费的午餐——异象

这种现象相当于“免费的午餐”，学术领域有一个专门的名词来形容它，叫做“异象”。指的就是违背传统金融学风险 - 收益对应原理的异常现象。

实际上，行为金融交易策略就是在寻找这种异象机会。

找到能够获得超额收益的异象因子，是各家行为金融基金的高度机密。他们就靠这些个异象因子来赚钱，所以你要是去问，还真没有人会告诉你他们现在正在用的异象因子是什么。

没关系，下面我就带你看看异象怎么找，怎么用。

其实，异象的获得是非常容易的，它往往来源于朴素的投资经验，可以说一般的投资者，只要有些投资经验，根据直觉，都能发现异象因子。

比如，你可能会觉得分红多的股票投资收益比较好，那么，高分红就是一个“特征”，就可能成为异象因子。再比如，你觉得雾霾少的地区，上市公司的股票比较好，那么，雾霾少也是一个“特征”，可能成为异象因子。还有，如果你觉得有些行业的股票比较好，那么，行业也是一个“特征”，可能成为异象因子。

像国际著名的行为金融基金LSV，就曾用过股价短期惯性的动量因子、股票估值低廉的价值因子来做策略，取得了非常好的收益。这些著名的因子在后几节我会给你逐步讲解。

所以，难点在哪里呢？你可能已经意识到了，难在怎么验证它是“真的”。这些“特征”真的是一个可以盈利的异象因子，还只是你一厢情愿的以为是这样，那是需要通过检验的。

我们在第8讲的时候，曾经提到过一种认知偏差，叫神奇式的思考，指的是你以为两件事有因果关系，其实它们根本没有关系。以上提到的这些“特征”，很有可能就是这种情况，你很多次买了具有这样特征的股票，都赚到钱了。就以为这种特征可以产生超额利益。但很有可能，它只是承担了风险，或者仅仅是发生了几次偶然。

所以，你找到的“特征”是否真能拿来制定稳健的策略，要通过一定的方法检验，检验的目标就是，看看是不是排除了策略中含有的风险，同时还能保证具有稳健的收益。

如何检验异象因子？

具体应该怎么检验呢？机构一般会用以下四步来检验：

第一步，把市场上的所有股票进行排序。

怎么排呢？就按机构观察到的能够获取超额收益的“特征”来排。比如，机构认为“小公司股票收益更好”，就可以按“市值”这个特征来对市面上所有股票进行排序。

第二步，把排序好的股票分成十等分。

当然，也可以根据资金量分成20、50，甚至100等分。

第三步，构建对冲组合。

买入觉得低估的，即未来收益好的那个等分组，卖空觉得高估的，即未来收益差的那个等分组。以公司规模为例，既然认为小公司股票收益更好，那就买入1/10最小规模公司的股票，卖空1/10最大规模公司的股票。

第四步，检查组合风险。

看以这个“特征”排序而构建的对冲组合，买入端和卖出端收益上的差异，是不是因为风险产生的。检验组合风险需要用到因子模型，在这里我就不展开了，会在最后一讲专门来给你讲解。总之，如果不是因为风险而产生的收益，那这些机构找到的这个“特征”就是“真异象”。就可以用它持续地来投资盈利了。

无论是哪种行为组合策略，以上步骤都是最基本的构建方法。基本上所有的行为金融机构都是按照这种方式来检验他们观察到的异象的。

我们来思考一下以上步骤的原理是什么。

你发现没有，如果用规模这个“特征”来排序，为何买入小公司的同时还需要卖空大公司呢？这是为了控制系统性风险。试想一下，如果单买小公司的股票，万一小公司股票的价格都下跌了呢？这就是系统性风险。还记得我们之前学的套利吗？我们在第四讲说过。

我们其实并不是赌小公司股票一定会涨，本意应该是指小公司股票比大公司股票涨得好。所以，我们买入小公司的同时卖空大公司，在股票市场都涨的时候，小公司比大公司好，策略可以盈利；在股票市场横盘不动的时候，小公司也比大公司好，策略还是可以盈利；在股票市场整体下跌时，小公司比大公司还是好，策略仍然可以盈利。

所以，这样一买一卖的好处是规避系统性风险，无论整个市场是涨是跌，策略都可以盈利。

这里我插入一句，为什么很多的机构不论是大盘好还是坏，都能赚到钱呢？这是因为机构采用了上面的这种方法，而大多数个人投资者一到大盘差的时候马上赔得血本无归，其实就是不懂得用这样的方式来对冲风险。

说回来，我们再思考一下，行为组合策略为何要买一组小公司股票，而不是买一只呢？前面我们说过，每只股票涨跌不同，幅度更是各不相同。买一只股票具有非系统性风险，那我们就需要通过多买几只来分散这种非系统性风险。

因此，按这个方法构建的组合策略，通过一买一卖，也就是套利，规避了系统性风险；通过买和卖一组而不是一只，规避了非系统性风险，这样整个组合既没有系统性风险又没有非系统性风险，总风险很小。

如果你的直觉是对的，即找到的这种“特征”能够通过风险检验，证明确实不存在风险，那么，这个特征就是一个可以盈利的异象因子，还只是你一厢情愿的以为是这样，那是需要通过检验的。

我们在第8讲的时候，曾经提到过一种认知偏差，叫神奇式的思考，指的是你以为两件事有因果关系，其实它们根本没有关系。以上提到的这些“特征”，很有可能就是这种情况，你很多次买了具有这样特征的股票，都赚到钱了。就以为这种特征可以产生超额利益。但很有可能，它只是承担了风险，或者仅仅是发生了几次偶然。

所以，你找到的“特征”是否真能拿来制定稳健的策略，要通过一定的方法检验，检验的目标就是，看看是不是排除了策略中含有的风险，同时还能保证具有稳健的收益。

如何检验异象因子？

具体应该怎么检验呢？机构一般会用以下四步来检验：

第一步，把市场上的所有股票进行排序。

怎么排呢？就按机构观察到的能够获取超额收益的“特征”来排。比如，机构认为“小公司股票收益更好”，就可以按“市值”这个特征来对市面上所有股票进行排序。

第二步，把排序好的股票分成十等分。

当然，也可以根据资金量分成20、50，甚至100等分。

第三步，构建对冲组合。

买入觉得低估的，即未来收益好的那个等分组，卖空觉得高估的，即未来收益差的那个等分组。以公司规模为例，既然认为小公司股票收益更好，那就买入1/10最小规模公司的股票，卖空1/10最大规模公司的股票。

第四步，检查组合风险。

看以这个“特征”排序而构建的对冲组合，买入端和卖出端收益上的差异，是不是因为风险产生的。检验组合风险需要用到因子模型，在这里我就不展开了，会在最后一讲专门来给你讲解。总之，如果不是因为风险而产生的收益，那这些机构找到的这个“特征”就是“真异象”。就可以用它持续地来投资盈利了。

无论是哪种行为组合策略，以上步骤都是最基本的构建方法。基本上所有的行为金融机构都是按照这种方式来检验他们观察到的异象的。

我们来思考一下以上步骤的原理是什么。

你发现没有，如果用规模这个“特征”来排序，为何买入小公司的同时还需要卖空大公司呢？这是为了控制系统性风险。试想一下，如果单买小公司的股票，万一小公司股票的价格都下跌了呢？这就是系统性风险。还记得我们之前学的套利吗？我们在第四讲说过。

我们其实并不是赌小公司股票一定会涨，本意应该是指小公司股票比大公司股票涨得好。所以，我们买入小公司的同时卖空大公司，在股票市场都涨的时候，小公司比大公司好，策略可以盈利；在股票市场横盘不动的时候，小公司也比大公司好，策略还是可以盈利；在股票市场整体下跌时，小公司比大公司还是好，策略仍然可以盈利。

所以，这样一买一卖的好处是规避系统性风险，无论整个市场是涨是跌，策略都可以盈利。

这里我插入一句，为什么很多的机构不论是大盘好还是坏，都能赚到钱呢？这是因为机构采用了上面的这种方法，而大多数个人投资者一到大盘差的时候马上赔得血本无归，其实就是不懂得用这样的方式来对冲风险。

说回来，我们再思考一下，行为组合策略为何要买一组小公司股票，而不是买一只呢？前面我们说过，每只股票涨跌不同，幅度更是各不相同。买一只股票具有非系统性风险，那我们就需要通过多买几只来分散这种非系统性风险。

因此，按这个方法构建的组合策略，通过一买一卖，也就是套利，规避了系统性风险；通过买和卖一组而不是一只，规避了非系统性风险，这样整个组合既没有系统性风险又没有非系统性风险，总风险很小。

如果你的直觉是对的，即找到的这种“特征”能够通过风险检验，证明确实不存在风险，那么，这个特征就是一个可以盈利的异象因子，还只是你一厢情愿的以为是这样，那是需要通过检验的。

我们在第8讲的时候，曾经提到过一种认知偏差，叫神奇式的思考，指的是你以为两件事有因果关系，其实它们根本没有关系。以上提到的这些“特征”，很有可能就是这种情况，你很多次买了具有这样特征的股票，都赚到钱了。就以为这种特征可以产生超额利益。但很有可能，它只是承担了风险，或者仅仅是发生了几次偶然。

所以，你找到的“特征”是否真能拿来制定稳健的策略，要通过一定的方法检验，检验的目标就是，看看是不是排除了策略中含有的风险，同时还能保证具有稳健的收益。

如何检验异象因子？

具体应该怎么检验呢？机构一般会用以下四步来检验：

第一步，把市场上的所有股票进行排序。

怎么排呢？就按机构观察到的能够获取超额收益的“特征”来排。比如，机构认为“小公司股票收益更好”，就可以按“市值”这个特征来对市面上所有股票进行排序。

第二步，把排序好的股票分成十等分。

当然，也可以根据资金量分成20、50，甚至100等分。

第三步，构建对冲组合。

买入觉得低估的，即未来收益好的那个等分组，卖空觉得高估的，即未来收益差的那个等分组。以公司规模为例，既然认为小公司股票收益更好，那就买入1/10最小规模公司的股票，卖空1/10最大规模公司的股票。

第四步，检查组合风险。

看以这个“特征”排序而构建的对冲组合，买入端和卖出端收益上的差异，是不是因为风险产生的。检验组合风险需要用到因子模型，在这里我就不展开了，会在最后一讲专门来给你讲解。总之，如果不是因为风险而产生的收益，那这些机构找到的这个“特征”就是“真异象”。就可以用它持续地来投资盈利了。

无论是哪种行为组合策略，以上步骤都是最基本的构建方法。基本上所有的行为金融机构都是按照这种方式来检验他们观察到的异象的。

我们来思考一下以上步骤的原理是什么。

你发现没有，如果用规模这个“特征”来排序，为何买入小公司的同时还需要卖空大公司呢？这是为了控制系统性风险。试想一下，如果单买小公司的股票，万一小公司股票的价格都下跌了呢？这就是系统性风险。还记得我们之前学的套利吗？我们在第四讲说过。

我们其实并不是赌小公司股票一定会涨，本意应该是指小公司股票比大公司股票涨得好。所以，我们买入小公司的同时卖空大公司，在股票市场都涨的时候，小公司比大公司好，策略可以盈利；在股票市场横盘不动的时候，小公司也比大公司好，策略还是可以盈利；在股票市场整体下跌时，小公司比大公司还是好，策略仍然可以盈利。

所以，这样一买一卖的好处是规避系统性风险，无论整个市场是涨是跌，策略都可以盈利。

这里我插入一句，为什么很多的机构不论是大盘好还是坏，都能赚到钱呢？这是因为机构采用了上面的这种方法，而大多数个人投资者一到大盘差的时候马上赔得血本无归，其实就是不懂得用这样的方式来对冲风险。

说回来，我们再思考一下，行为组合策略为何要买一组小公司股票，而不是买一只呢？前面我们说过，每只股票涨跌不同，幅度更是各不相同。买一只股票具有非系统性风险，那我们就需要通过多买几只来分散这种非系统性风险。

因此，按这个方法构建的组合策略，通过一买一卖，也就是套利，规避了系统性风险；通过买和卖一组而不是一只，规避了非系统性风险，这样整个组合既没有系统性风险又没有非系统性风险，总风险很小。

如果你的直觉是对的，即找到的这种“特征”能够通过风险检验，证明确实不存在风险，那么，这个特征就是一个可以盈利的异象因子，还只是你一厢情愿的以为是这样，那是需要通过检验的。

我们在第8讲的时候，曾经提到过一种认知偏差，叫神奇式的思考，指的是你以为两件事有因果关系，其实它们根本没有关系。以上提到的这些“特征”，很有可能就是这种情况，你很多次买了具有这样特征的股票，都赚到钱了。就以为这种特征可以产生超额利益。但很有可能，它只是承担了风险，或者仅仅是发生了几次偶然。

所以，你找到的“特征”是否真能拿来制定稳健的策略，要通过一定的方法检验，检验的目标就是，看看是不是排除了策略中含有的风险，同时还能保证具有稳健的收益。

如何检验异象因子？

具体应该怎么检验呢？机构一般会用以下四步来检验：

第一步，把市场上的所有股票进行排序。

怎么排呢？就按机构观察到的能够获取超额收益的“特征”来排。比如，机构认为“小公司股票收益更好”，就可以按“市值”这个特征来对市面上所有股票进行排序。

第二步，把排序好的股票分成十等分。

当然，也可以根据资金量分成20、50，甚至100等分。

第三步，构建对冲组合。

买入觉得低估的，即未来收益好的那个等分组，卖空觉得高估的，即未来收益差的那个等分组。以公司规模为例，既然认为小公司股票收益更好，那就买入1/10最小规模公司的股票，卖空1/10最大规模公司的股票。

第四步，检查组合风险。

看以这个“特征”排序而构建的对冲组合，买入端和卖出端收益上的差异，是不是因为风险产生的。检验组合风险需要用到因子模型，在这里我就不展开了，会在最后一讲专门来给你讲解。总之，如果不是因为风险而产生的收益，那这些机构找到的这个“特征”就是“真异象”。就可以用它持续地来投资盈利了。

无论是哪种行为组合策略，以上步骤都是最基本的构建方法。基本上所有的行为金融机构都是按照这种方式来检验他们观察到的异象的。

我们来思考一下以上步骤的原理是什么。

你发现没有，如果用规模这个“特征”来排序，为何买入小公司的同时还需要卖空大公司呢？这是为了控制系统性风险。试想一下，如果单买小公司的股票，万一小公司股票的价格都下跌了呢？这就是系统性风险。还记得我们之前学的套利吗？我们在第四讲说过。

我们其实并不是赌小公司股票一定会涨，本意应该是指小公司股票比大公司股票涨得好。所以，我们买入小公司的同时卖空大公司，在股票市场都涨的时候，小公司比大公司好，策略可以盈利；在股票市场横盘不动的时候，小公司也比大公司好，策略还是可以盈利；在股票市场整体下跌时，小公司比大公司还是好，策略仍然可以盈利。

所以，这样一买一卖的好处是规避系统性风险，无论整个市场是涨是跌，策略都可以盈利。

这里我插入一句，为什么很多的机构不论是大盘好还是坏，都能赚到钱呢？这是因为机构采用了上面的这种方法，而大多数个人投资者一到大盘差的时候马上赔得血本无归，其实就是不懂得用这样的方式来对冲风险。

说回来，我们再思考一下，行为组合策略为何要买一组小公司股票，而不是买一只呢？前面我们说过，每只股票涨跌不同，幅度更是各不相同。买一只股票具有非系统性风险，那我们就需要通过多买几只来分散这种非系统性风险。

因此，按这个方法构建的组合策略，通过一买一卖，也就是套利，规避了系统性风险；通过买和卖一组而不是一只，规避了非系统性风险，这样整个组合既没有系统性风险又没有非系统性风险，总风险很小。

如果你的直觉是对的，即找到的这种“特征”能够通过风险检验，证明确实不存在风险，那么，这个特征就是一个可以盈利的异象因子，还只是你一厢情愿的以为是这样，那是需要通过检验的。

我们在第8讲的时候，曾经提到过一种认知偏差，叫神奇式的思考，指的是你以为两件事有因果关系，其实它们根本没有关系。以上提到的这些“特征”，很有可能就是这种情况，你很多次买了具有这样特征的股票，都赚到钱了。就以为这种特征可以产生超额利益。但很有可能，它只是承担了风险，或者仅仅是发生了几次偶然。

所以，你找到的“特征”是否真能拿来制定稳健的策略，要通过一定的方法检验，检验的目标就是，看看是不是排除了策略中含有的风险，同时还能保证具有稳健的收益。

如何检验异象因子？

具体应该怎么检验呢？机构一般会用以下四步来检验：

第一步，把市场上的所有股票进行排序。

怎么排呢？就按机构观察到的能够获取超额收益的“特征”来排。比如，机构认为“小公司股票收益更好”，就可以按“市值”这个特征来对市面上所有股票进行排序。

第二步，把排序好的股票分成十等分。

当然，也可以根据资金量分成20、50，甚至100等分。

第三步，构建对冲组合。

买入觉得低估的，即未来收益好的那个等分组，卖空觉得高估的，即未来收益差的那个等分组。以公司规模为例，既然认为小公司股票收益更好，那就买入1/10最小规模公司的股票，卖空1/10最大规模公司的股票。

第四步，检查组合风险。

看以这个“特征”排序而构建的对冲组合，买入端和卖出端收益上的差异，是不是因为风险产生的。检验组合风险需要用到因子模型，在这里我就不展开了，会在最后一讲专门来给你讲解。总之，如果不是因为风险而产生的收益，那这些机构找到的这个“特征”就是“真异象”。就可以用它持续地来投资盈利了。

无论是哪种行为组合策略，以上步骤都是最基本的构建方法。基本上所有的行为金融机构都是按照这种方式来检验他们观察到的异象的。

我们来思考一下以上步骤的原理是什么。

你发现没有，如果用规模这个“特征”来排序，为何买入小公司的同时还需要卖空大公司呢？这是为了控制系统性风险。试想一下，如果单买小公司的股票，万一小公司股票的价格都下跌了呢？这就是系统性风险。还记得我们之前学的套利吗？我们在第四讲说过。

我们其实并不是赌小公司股票一定会涨，本意应该是指小公司股票比大公司股票涨得好。所以，我们买入小公司的同时卖空大公司，在股票市场都涨的时候，小公司比大公司好，策略可以盈利；在股票市场横盘不动的时候，小公司也比大公司好，策略还是可以盈利；在股票市场整体下跌时，小公司比大公司还是好，策略仍然可以盈利。

所以，这样一买一卖的好处是规避系统性风险，无论整个市场是涨是跌，策略都可以盈利。

这里我插入一句，为什么很多的机构不论是大盘好还是坏，都能赚到钱呢？这是因为机构采用了上面的这种方法，而大多数个人投资者一到大盘差的时候马上赔得血本无归，其实就是不懂得用这样的方式来对冲风险。

说回来，我们再思考一下，行为组合策略为何要买一组小公司股票，而不是买一只呢？前面我们说过，每只股票涨跌不同，幅度更是各不相同。买一只股票具有非系统性风险，那我们就需要通过多买几只来分散这种非系统性风险。

因此，按这个方法构建的组合策略，通过一买一卖，也就是套利，规避了系统性风险；通过买和卖一组而不是一只，规避了非系统性风险，这样整个组合既没有系统性风险又没有非系统性风险，总风险很小。

如果你的直觉是对的，即找到的这种“特征”能够通过风险检验，证明确实不存在风险，那么，这个特征就是一个可以盈利的异象因子，还只是你一厢情愿的以为是这样，那是需要通过检验的。

我们在第8讲的时候，曾经提到过一种认知偏差，叫神奇式的思考，指的是你以为两件事有因果关系，其实它们根本没有关系。以上提到的这些“特征”，很有可能就是这种情况，你很多次买了具有这样特征的股票，都赚到钱了。就以为这种特征可以产生超额利益。但很有可能，它只是承担了风险，或者仅仅是发生了几次偶然。

所以，你找到的“特征”是否真能拿来制定稳健的策略，要通过一定的方法检验，检验的目标就是，看看是不是排除了策略中含有的风险，同时还能保证具有稳健的收益。

如何检验异象因子？

具体应该怎么检验呢？机构一般会用以下四步来检验：

第一步，把市场上的所有股票进行排序。

怎么排呢？就按机构观察到的能够获取超额收益的“特征”来排。比如，机构认为“小公司股票收益更好”，就可以按“市值”这个特征来对市面上所有股票进行排序。

第二步，把排序好的股票分成十等分。

当然，也可以根据资金量分成20、50，甚至100等分。

第三步，构建对冲组合。

买入觉得低估的，即未来收益好的那个等分组，卖空觉得高估的，即未来收益差的那个等分组。以公司规模为例，既然认为小公司股票收益更好，那就买入1/10最小规模公司的股票，卖空1/10最大规模公司的股票。

第四步，检查组合风险。

看以这个“特征”排序而构建的对冲组合，买入端和卖出端收益上的差异，是不是因为风险产生的。检验组合风险需要用到因子模型，在这里我就不展开了，会在最后一讲专门来给你讲解。总之，如果不是因为风险而产生的收益，那这些机构找到的这个“特征”就是“真异象”。就可以用它持续地来投资盈利了。

无论是哪种行为组合策略，以上步骤都是最基本的构建方法。基本上所有的行为金融机构都是按照这种方式来检验他们观察到的异象的。

我们来思考一下以上步骤的原理是什么。

你发现没有，如果用规模这个“特征”来排序，为何买入小公司的同时还需要卖空大公司呢？这是为了控制系统性风险。试想一下，如果单买小公司的股票，万一小公司股票的价格都下跌了呢？这就是系统性风险。还记得我们之前学的套利吗？我们在第四讲说过。

我们其实并不是赌小公司股票一定会涨，本意应该是指小公司股票比大公司股票涨得好。所以，我们买入小公司的同时卖空大公司，在股票市场都涨的时候，小公司比大公司好，策略可以盈利；在股票市场横盘不动的时候，小公司也比大公司好，策略还是可以盈利；在股票市场整体下跌时，小公司比大公司还是好，策略仍然可以盈利。

所以，这样一买一卖的好处是规避系统性风险，无论整个市场是涨是跌，策略都可以盈利。

这里我插入一句，为什么很多的机构不论是大盘好还是坏，都能赚到钱呢？这是因为机构采用了上面的这种方法，而大多数个人投资者一到大盘差的时候马上赔得血本无归，其实就是不懂得用这样的方式来对冲风险。

说回来，我们再思考一下，行为组合策略为何要买一组小公司股票，而不是买一只呢？前面我们说过，每只股票涨跌不同，幅度更是各不相同。买一只股票具有非系统性风险，那我们就需要通过多买几只来分散这种非系统性风险。

因此，按这个方法构建的组合策略，通过一买一卖，也就是套利，规避了系统性风险；通过买和卖一组而不是一只，规避了非系统性风险，这样整个组合既没有系统性风险又没有非系统性风险，总风险很小。

如果你的直觉是对的，即找到的这种“特征”能够通过风险检验，证明确实不存在风险，那么，这个特征就是一个可以盈利的异象因子，还只是你一厢情愿的以为是这样，那是需要通过检验的。

我们在第8讲的时候，曾经提到过一种认知偏差，叫神奇式的思考，指的是你以为两件事有因果关系，其实它们根本没有关系。以上提到的这些“特征”，很有可能就是这种情况，你很多次买了具有这样特征的股票，都赚到钱了。就以为这种特征可以产生超额利益。但很有可能，它只是承担了风险，或者仅仅是发生了几次偶然。

所以，你找到的“特征”是否真能拿来制定稳健的策略，要通过一定的方法检验，检验的目标就是，看看是不是排除了策略中含有的风险，同时还能保证具有稳健的收益。

如何检验异象因子？

具体应该怎么检验呢？机构一般会用以下四步来检验：

第一步，把市场上的所有股票进行排序。

怎么排呢？就按机构观察到的能够获取超额收益的“特征”来排。比如，机构认为“小公司股票收益更好”，就可以按“市值”这个特征来对市面上所有股票进行排序。

第二步，把排序好的股票分成十等分。

当然，也可以根据资金量分成20、50，甚至100等分。

第三步，构建对冲组合。

买入觉得低估的，即未来收益好的那个等分组，卖空觉得高估的，即未来收益差的那个等分组。以公司规模为例，既然认为小公司股票收益更好，那就买入1/10最小规模公司的股票，卖空1/10最大规模公司的股票。

第四步，检查组合风险。

看以这个“特征”排序而构建的对冲组合，买入端和卖出端收益上的差异，是不是因为风险产生的。检验组合风险需要用到因子模型，在这里我就不展开了，会在最后一讲专门来给你讲解。总之，如果不是因为风险而产生的收益，那这些机构找到的这个“特征”就是“真异象”。就可以用它持续地来投资盈利了。

无论是哪种行为组合策略，以上步骤都是最基本的构建方法。基本上所有的行为金融机构都是按照这种方式来检验他们观察到的异象的。

我们来思考一下以上步骤的原理是什么。

你发现没有，如果用规模这个“特征”来排序，为何买入小公司的同时还需要卖空大公司呢？这是为了控制系统性风险。试想一下，如果单买小公司的股票，万一小公司股票的价格都下跌了呢？这就是系统性风险。还记得我们之前学的套利吗？我们在第四讲说过。

我们其实并不是赌小公司股票一定会涨，本意应该是指小公司股票比大公司股票涨得好。所以，我们买入小公司的同时卖空大公司，在股票市场都涨的时候，小公司比大公司好，策略可以盈利；在股票市场横盘不动的时候，小公司也比大公司好，策略还是可以盈利；在股票市场整体下跌时，小公司比大公司还是好，策略仍然可以盈利。

所以，这样一买一卖的好处是规避系统性风险，无论整个市场是涨是跌，策略都可以盈利。

这里我插入一句，为什么很多的机构不论是大盘好还是坏，都能赚到钱呢？这是因为机构采用了上面的这种方法，而大多数个人投资者一到大盘差的时候马上赔得血本无归，其实就是不懂得用这样的方式来对冲风险。

说回来，我们再思考一下，行为组合策略为何要买一组小公司股票，而不是买一只呢？前面我们说过，每只股票涨跌不同，幅度更是各不相同。买一只股票具有非系统性风险，那我们就需要通过多买几只来分散这种非系统性风险。

因此，按这个方法构建的组合策略，通过一买一卖，也就是套利，规避了系统性风险；通过买和卖一组而不是一只，规避了非系统性风险，这样整个组合既没有系统性风险又没有非系统性风险，总风险很小。

如果你的直觉是对的，即找到的这种“特征”能够通过风险检验，证明确实不存在风险，那么，这个特征就是一个可以盈利的异象因子，还只是你一厢情愿的以为是这样，那是需要通过检验的。

我们在第8讲的时候，曾经提到过一种认知偏差，叫神奇式的思考，指的是你以为两件事有因果关系，其实它们根本没有关系。以上提到的这些“特征”，很有可能就是这种情况，你很多次买了具有这样特征的股票，都赚到钱了。就以为这种特征可以产生超额利益。但很有可能，它只是承担了风险，或者仅仅是发生了几次偶然。

所以，你找到的“特征”是否真能拿来制定稳健的策略，要通过一定的方法检验，检验的目标就是，看看是不是排除了策略中含有的风险，同时还能保证具有稳健的收益。