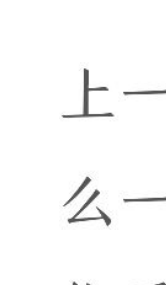


27 | 买大公司还是小公司的股票？规模溢价和价值溢价



陆蓉

昨天



27 | 买大公司还是小公司的...

10:44 9.82 MB



[陆蓉 亲述]



陆蓉

你好，欢迎收听《行为金融学》课。

上一讲我带你了解了行为组合策略是怎么一步一步构造出来的，这一讲我就带你看看两种最经典的组合策略——规模策略和价值策略。

这两种策略不用承担风险，就能获得收益，是最早发现、在实务中最常用，也是在理论界影响最大的两种交易策略。

学习了这一讲，你就会知道这些高深的行为组合策略其实离我们很近，甚至可以用我教给你的方法举一反三，构建自己的交易策略。

规模溢价：小盘股异象

上一讲我说了，很多的投资“异象”都是来源于我们朴素的经验或者感觉。

比如说，你会不会觉得小公司的股票收益更好呢？

在学术领域，就有一个专门的词儿“规模溢价”来形容这种现象，它也是行为金融学里第一个被发现的“异象”。

1981年，金融学家本兹首先发现了小公司股票的收益总是比大公司股票的收益高这个异常现象，简称“小盘股异象”。

说是“异常”，是针对传统金融学“正常”而言的，啥是“正常”呢？传统金融学认为买股票最好的配置是随机的，就是市场上所有股票都买一点，这样风险最分散化，收益最优。

而小盘股异常现象告诉我们，只买小公司股票，肯定比随机地大、小公司股票都要好。

如果小盘股异象真的存在，那制定策略就非常简单了。

按照我们上一节课讲的构造策略的一般步骤，将股票从小到大排个序，买入公司规模最小的1/10组，卖掉规模最大的1/10组，这样整个组合是没有风险的，但能取得超额收益。

传统金融学家看到这个结果，心想，这怎么可能呢？肯定是因为你们样本太少，或者计算有偏差。我得自己来算一遍。

于是，诺奖得主芝加哥大学的法玛教授和他的合作者弗伦奇教授重新对规模效应做了检验，他们不但把研究样本拉长，从1963年到1990年，将近30年；样本覆盖范围也增加，把美国三个交易所的所有股票全部纳入分析。

结果怎么样呢？非常出乎意料，他们不但没有推翻这个结论，反倒用这么大的数据再一次验证了这个异象！在他们的实验中，买入小股票并卖掉大股票的简单策略竟然能获得每个月0.74%的收益，折合成年化收益率超过8%！

在美国这个成熟的市场上，能够获得2%左右的稳定收益都已经不容易了，更别说用这么简单的方法就能获得如此高的收益。

无风险的组合能取得这么高的收益，这个结果还是传统金融学的权威人物用这么大的样本量自己算出来的，所以，规模效应就被大家认可为传统金融理论所难以解释的“异象”。

那么这个异象是不是只在美国市场存在呢？

并不是。我告诉你，本兹提出规模效应之后，引起了全世界学者的广泛关注，学者们在不同国家的股票市场上都做了检验，发现存在不同程度的类似现象。

规模不同的公司，其股票收益确实会不一样，这就是著名的“规模效应”，也是金融市场发现的最早的收益异象。

价值溢价：价值股异象

讲完了小盘股策略，我们再接着看思想更古老、更广泛使用的一种策略——价值股策略。

咱们爱学习的得到用户一定听说过有“华尔街教父”美誉的本杰明·格雷厄姆，这个策略追溯起源的话就和他有关。格雷厄姆先生写的《证券分析》是所有想做股票投资人的入门必读书，因此他也被世人尊称为证券分析之父。

他最有名的一个观点就是“高举价值投资大旗”。什么意思呢？就是价值投资能够获得最优回报。

那什么是价值投资？这个你天天在各大媒体上见、也是你时常挂在嘴边的词，很多人其实并不清楚，也容易误解。那它究竟是什么含义呢？

实际上，价值投资就是买价值股，而价值股是有明确定义，并且是可以度量的。

简单地说，价值股就是便宜股的意思。我来考你一下，你看看哪种是便宜股？

第一种情况，100元的股票和50元的股票，哪个更便宜？

第二种情况，20倍市盈率的股票和10倍市盈率的股票，哪个更便宜？市盈率我们在第二十一讲讲过，指的是市价与这家公司基本面每股收益的比率。

答案是，前一种情况，无法比较；后一种情况，10倍市盈率的股票更便宜。

你答对了吗？

便宜是一个相对的概念，相对的是股票的基本面，所以，100元的股票与50元的股票是无法比较哪个更便宜的。而市盈率是市价与每股收益的比率，所以10倍市盈率的股票比20倍市盈率的股票便宜。

继格雷厄姆之后，也有相当多的研究揭示，买入价值股或者便宜股，会比买入成长股涨得更多，也就是收益更高。那什么是成长股呢？就是价值股的反面，昂贵的，或市盈率高的股票。

这下，传统金融学又不干了。因为如果价值股收益更高，那制定策略也会非常简单。

结果1992年的时候，法玛和弗伦奇又把价值股异象用更大的样本重新检验了一遍，历史又一次重演了。他们发现这个策略竟然真的可以获得超额收益。买入1/10价值股组合同时卖掉1/10成长股组合，每月可以获得1.53%的收益，换算成年收益率超过10%！

如何解释规模溢价和价值溢价？

传统金融学家的两次检验都证明了异象确实是存在的，这完全违反了传统金融学的基本原理：风险 - 收益对应论。这该如何解释呢？

传统金融学和行为金融学给出的理由截然不同。

传统金融学家认为，规模和价值可能代表了某种不可知的系统性风险。究竟是什么系统性风险，他们并没有明确给出。

但是他们利用了这个检验结果。法玛和弗伦奇将规模溢价和价值溢价这两个异象因子做进了资产定价模型中，强调这是两个未知的风险因子，连同**CAPM模型，也就是代表宏观经济风险的大盘因子，提出了著名的三因子定价模型**。三因子模型也是迄今为止，金融学领域引用率最高的研究之一。最后一讲我会为你系统介绍三因子模型，在这里就不展开了。

那行为金融学呢？他们认为这是由于投资者的行为错误所导致。于是利用这两种异象来构建组合策略，用于投资实战。

小盘股溢价，归根结底是因为投资者错误估计了小盘股的价值，不喜欢这种类型的股票。在美国，投资者结构以机构为主，小盘股的流动性不够，只有一些封闭式基金会愿意持有小盘股，大型机构不太会持有流动性较差、业绩较差的小盘股，这就造成了小盘股的溢价现象。

价值股溢价，也是相似的原因。价值股，表现为市盈率或市净率较低的股票，也就是成长性不太好的那些股票。

由于投资者往往都会追逐高成长股，所以会低估价值股。例如同等情况下，一家好公司值20元，一家差公司值10元，好公司比差公司的业绩好，所以价值更高。投资者都会追捧好公司的股票，造成好公司的股票价格可能已经涨到30元了，而差公司则无人问津，很可能股价已经跌至5元了。

所以价值投资策略的思路是买差公司价值股，因为它的价格被低估，未来等到价格向价值收敛，价值股将能取得高收益。