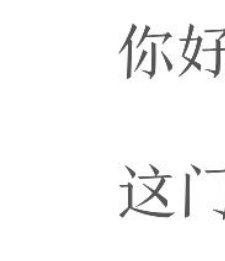


22 | 无论如何你都应该买点股票：股权溢价之谜和战略资产配置



陆蓉

11-30 16:53



22 | 无论如何你都应该买点...

11:09 10.21 MB



| 陆蓉 亲述 |



陆蓉

你好，欢迎收听《行为金融学》课。

这门课听到现在，你已经学了很多《行为金融学》的投资方法，尤其是上一讲还学习了大盘可预测理论，那么，我问你，现在你该不该买点股票呢？

无论如何，你都应该配置一些股票。

我为何这么说呢？这一讲我就从金融资产定价领域的一个重要谜团——股权溢价之谜讲起，给你讲讲配置股票的重要性，也一并告诉你，你应该怎样进行战略资产配置。

什么是股权溢价之谜？

所谓“股权溢价之谜”(Equity Premium Puzzle)，最早是在1976年，由芝加哥大学教授罗杰·伊博森(Roger Ibbotson)提出的。

伊博森教授将眼光拉长，计算从1925年末开始，一直到现在，1美元的不同资产，比如股权类资产、债权类资产的收益率情况。

你猜哪种资产收益率最高呢？

以截止到2016年底为例，91年的时间，如果持有的是小公司股票，到期末将为3.3万元，竟然翻了3.3万倍，换算成年化收益率为12%。持有大公司股票，期末为6千元，年化收益率为10%；持有长期国债，期末为130元，年化收益率为5.5%；持有短期国债，期末为20元，年化收益率只有3.4%。

你可能会问了，这么算考虑通货膨胀了吗？别急，这91年的通货膨胀率期末仅仅是13元，年化3.0%，也就是说，如果你什么资产也不投资，1元钱会自然增长为13元钱。

从上面这组数据你会发现，股权类资产的收益太高了，远远高于其他资产，而它能得到这么高的收益，又远大于传统资产定价模型所得到的结果，因为不能用传统金融学理论解释，所以被称为“股权溢价之谜”。

伊博森教授后来成立了Ibbotson Associates公司，每年出版一册以上大类资产的收益率更新报告。很多学者的研究发现，“股权溢价之谜”不是美国市场特有的现象，许多国家，例如英国、德国、意大利、法国等也都有类似的结论。这是一个普遍的规律，中国也不例外。

为何你应该配点儿股权资产？

那么，“股权溢价之谜”为什么被称为难解之谜，它对你的资产配置又有什么用处呢？

股权溢价的难解之处在于，它违背了金融学收益与风险对应的基本原理。

举例来说，一个收益10%的资产，你想不想要呢？想要的话就要付出代价，这个代价就是你要承担它的风险，所以资产的收益等于风险。

除了风险之外，还有什么会影响你买不买它呢？你这样来想，如果你这个人极度怕风险，要让你愿意买它，这个资产能带来的收益需要更高才行吧？所以：

资产定价的基本原理是：资产的收益等于风险乘以风险厌恶系数。

那股权资产的收益最高，是不是代表着它的风险很高呢？

并不是，它的风险水平其实并不太高。

有关风险的度量，我在第12讲讲投资组合理论时已经详细描述过。你应该还记得，风险指的不是一只股票自己的上下波动，而是指股票收益与消费增长的协方差。协方差就是指两种资产共同变动的方向和程度。

我们在实践中可以观察到，消费增长的波动率很低，这么低的波动与高波动股票的协方差当然很低，所以股权资产的风险并不高。

那么，股权的溢价只能由非常高的风险厌恶系数来解释了。为了要得到上面那组数据中的收益，计算出来的风险厌恶系数将会非常高，甚至达到20以上。

20以上是什么意思呢？合理的风险厌恶系数一般在2 - 5之间，20以上的話，那你是不是一听到股票这个词就会浑身发抖了啊？

显然，这也不合理。既不能用风险来解释，也不能用风险厌恶系数来解释股票的超高收益，因此被称作资产定价的“谜团”。

股权资产的收益太高了，而风险并没有那么大。这对于资产配置而言的意义是非常直观的——从战略的角度而言，无论如何，你都应该配置一些股权资产！

如何解释“股权溢价之谜”？

既然股权资产是一种特别适合配置的资产已经不是秘密了，那么理论上，投资者是不是应该非常愿意投资股票啊？

实际上，并非如此。这又引发出另一个谜团——股票非参与之谜。

理论上，家庭或个人投资者无论风险厌恶程度怎样，都应该配置一些股票资产，因为太划算了啊。但是在美国，只有不足50%的家庭拥有股票，在其他一些国家，家庭的股票拥有率更低。这被称之为“股票非参与之谜”。

导致家庭股票拥有率低的“股票非参与之谜”，可能是因为一次性成本高，这些成本包括财富、时间、学习等。研究发现，金融财富的配置与你周围的人际交往圈有关，人们喜欢跟朋友配置相似的资产配置，越不擅交际的家庭越不倾向于持有股票，越不相信他人的人也越不太可能持有股票，富有的和受教育程度高的人群则比较爱投资股票。

这说明，相对于理性人，“股票非参与之谜”可能是一种投资错误。这就像是有一个机会，因为一部分人一直看不到，不参与，这就让这个机会，也就是“股票溢价之谜”始终存在。

那为什么投资者常常感受不到股票的高溢价呢？

这可以用前景理论和狭隘框架来解释。投资者受狭隘框架影响过于频繁地清点他们的资产，股票的涨跌波动又较其他资产更大，前景理论预期投资者对于下跌所造成的损失特别敏感，因此会对股权资产要求更高的溢价。

总之，“股权溢价之谜”说明，参与股权投资并非为一个零和的博弈。从近百年的数据来看，股权资产的收益很高，年化能够达到10%以上。所以，无论你的风险偏好如何，都应该在战略上配置一些股票。

注意，我说的是战略，资产配置的战术性选择并不简单。所谓战术性选择，指的是市场进入和离场的时机问题，也称择时，这就很难了。

为何战术性选择这么困难？

上一讲我说席勒教授拿着研究成果去找格林司潘的故事，发生在1996年。

1996年之前，市盈率P/E还是相对稳定的，而1996年之后P/E值陡然升高，预示着股票市场已经累积了相当大的风险。请问，当时如果你要做投资决策，看到席勒教授的研究成果，你应该怎样配置你的资产呢？

我猜你可能会减仓，甚至卖空股票吧？

如果你准备这样做，我告诉你，你的资产将可能全部亏光。

当时的市场情况是，股票市场在1996年并没有下跌，真正的下跌发生在2000年。所以，如果你在1996年就做空市场，那就“对早了”。在金融市场上，“对早了”也是错。

投资者都试图寻找准确的市场临界点，而市场临界点的寻找非常困难，有人认为这可以用物理学的复杂性(Complexity)与混沌理论(Chaos)来解释。

啥意思呢？你可以设想一种场景：一个孩子在海滩上让沙子从手中缓缓流下来。开始时沙堆是平的，随着沙子越来越多，沙堆将会出现小的斜滑面，最终沙堆达到最高。这个时候再堆沙子，整个沙堆将失去平衡，形成崩塌。

沙堆就是一个复杂系统。崩塌的动态变化口能从整个沙堆的总体描述，而没办法从