

第4讲（D）：动力策略

AQR动力基金

概览

- 动力策略：
 - 研究成果
 - 可能的解释
 - 实证证据
- 实施共同基金动力策略
 - 仅限长仓持有的动力策略vs. 传统的动力策略
- 动力基金2009年的收益情况

股票动力

- 定义：
 - 过去表现优于其他股票的股票（赢家），未来将继续表现出色，而表现较差的股票（输家），未来将持续低迷。
- 赢家和输家之间的这种 **相对** 表现是股票动力的关键组成部分。
 - 意味着能否实施这一策略与市场涨跌没有关系（市场中性）。

动力投资组合的构建

- 每个月初，根据过去一年收益情况对所有股票进行排名：
 - 输家：收益排名最后十分之一的股票（第1十分位）
 - 赢家：收益排名前十分之一的股票（第10十分位）
- 长短仓动力投资组合：
 - 做多赢家股票（第10十分位）
 - 做空输家股票（第1十分位）
- 每个月末，对所有股票重新排名，构建一个新的投资组合（做多赢家股票和做空输家股票），并在下一个月期间持有。

动力策略的发现者是谁？ 教授们!!

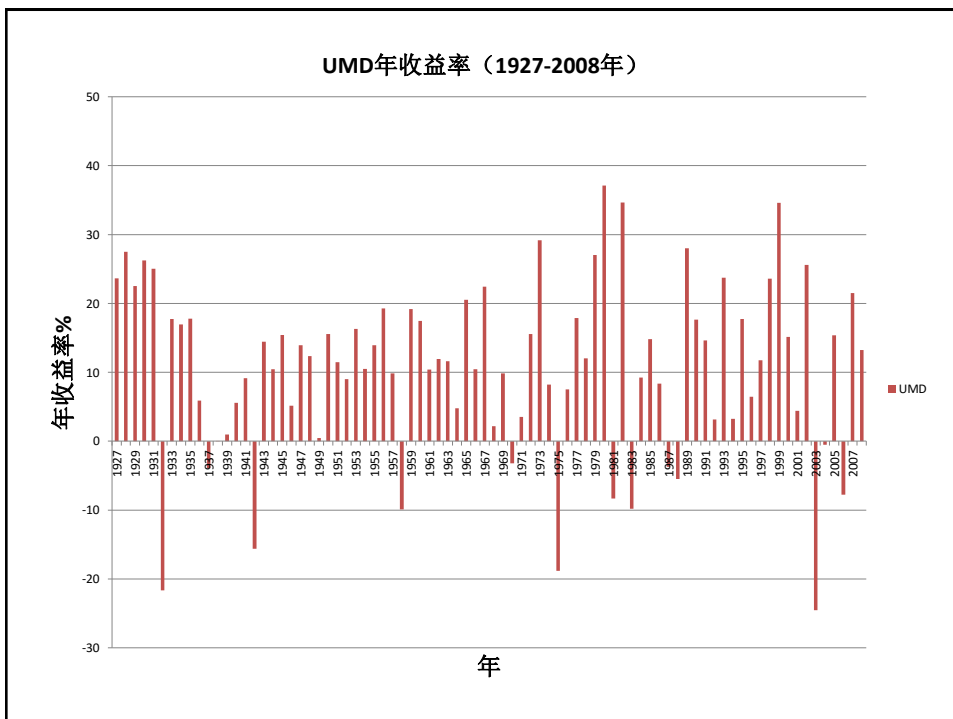
- 1993年，纳拉辛汉·杰格迪什教授和谢里丹·蒂特曼教授在《金融期刊》上发表了首篇关于动力策略的学术论文。
 - “买入赢家股票并卖出输家股票的收益：对股票市场有效性的意义”
- 后续研究：
 - 1994年，克里夫·阿斯内斯发表高盛研究报告
 - “以往股票收益情况对于未来股票收益的解释效力”
 - 1999年，马克·格里布莱特和托拜厄斯·莫斯科维茨在《金融期刊》上发表论文：
 - “行业能否解释股票动力？”

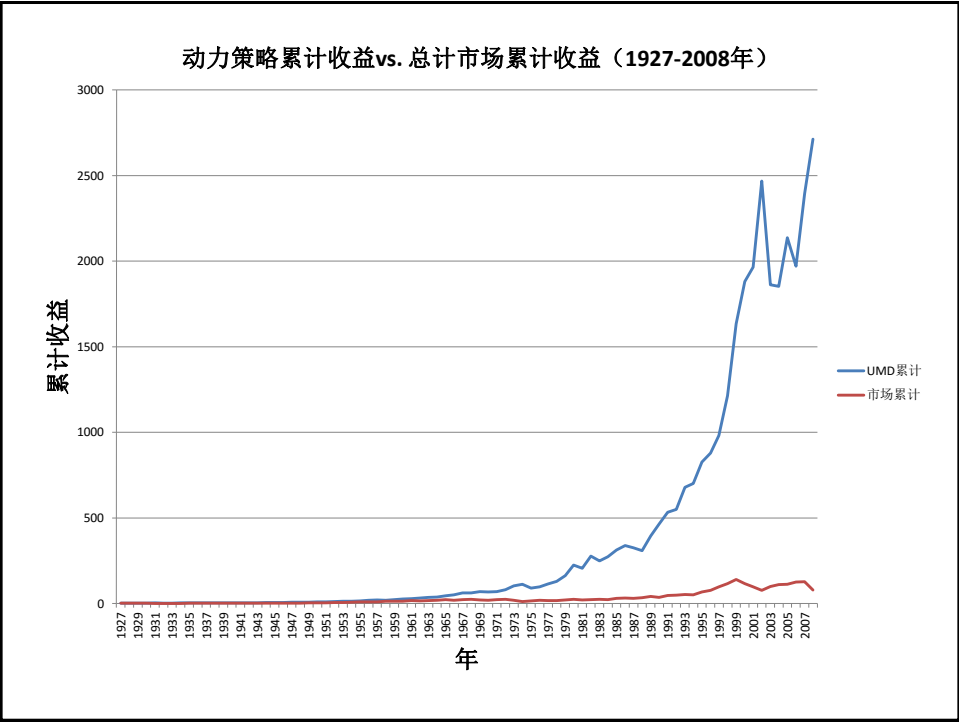
法玛-弗伦奇动力因子

- 肯尼斯·弗伦奇教授（达特茅斯大学）和尤金·法玛（芝加哥大学）创立了基于动力的因子，称为UMD（高收益率-低收益率）或MOM（“动力”）。
- 公式：
 - 高收益率投资组合：过去一年收益排名前30%的股票
 - 低收益率投资组合：过去一年收益排名最后30%的股票
- UMD 或MOM：
 - 高收益率 – 低收益率

历史表现

- 杰格迪什和蒂特曼（JT）于1993年发表研究成果后，许多投资者认为，像动力策略这样好解释的策略一旦广为人知，就会失去效力。
 - 恐怕不会！
- 法玛-弗伦奇UMD或动力因子的收益率：
 - 1927-1992年（JT论文发表前）：10.70%
 - 1993-2008年（JT论文发表后）：11.48%
 - 1927-2008年（整个样本期）：10.85%





动力收益的概括性统计数据（附表3）

	第1十分位数	第10十分位数	动力（10-1）
平均年收益			
年收益标准差			
最高年收益			
最高年收益所在年份			
最低年收益			
最低年收益所在年份			
资本资产定价模型（CAPM）阿尔法值			
CAPM贝塔系数			

动力收益与其他常见策略间的相关性 (1927-2008年)：附表5

	RMRF	SMB	HML	动力
RMRF	1			
SMB		1		
HML			1	
动力				1

- 与市场因子 ($Mkt - R_f$) 的相关性:
- 与规模因子 (小-大) 以及价值因子 (高账面市值比-低账面市值比) 的相关性:
- 从资产组合的角度你如何看待动力策略?

动力收益的强健性

- 时间:
 - 从1927-2008年, 每个十年均为正收益
- 对长短仓投资组合的不同定义:
 - 十分位价差: 10-1
 - 五分位价差: (10+9)-(1+2)
 - UMD 价差: (10+9+8)-(1+2+3)
 - 中值价差: (10+9+8+7+6)-(1+2+3+4+5)
- 不同行业及国家

动力策略何时奏效？

- 基于风险的理性解释：
 - 动力收益作为不可分散风险的报偿
 - 高动力股票表现出很强的联动性
 - 让投资者面临重大损失的风险
- 两种基于认知误差和非理性的行为解释：
 - 反应过度
 - 反应不足

反应过度

- 一家公司发布了一则意外的利好消息，使得股价应声上涨。
 - 例如，收益高于分析师预测
- 投资者蜂拥买入了更多股票，因为他们有一种非理性的预期，即，一则好消息后面还会有更多的好消息接踵而至。
 - 对最初的好消息 **反应过度**
- 这种跟风式的买入行为会形成动力效应。

反应不足

- 一家公司发布了一则令市场惊讶的收益利好消息。
 - 有效市场应该立即有股价上涨10%的反应
- 然而，投资者却对消息 **反应不足**，或反应迟钝。
 - 股价只是立即上涨了6%
 - 剩下的4%要在下一年才会实现
- 动力效应是信息缓缓渗透到股价中的结果。

现状

- 学术界仍在争论不下的话题。
- 对冲基金：先赚钱再说，问题以后再想。
 - 多/空股权投资基金中流行的一种交易策略——不是唯一的策略，也是多因子模型中的一个重要因子
 - 通常只面向机构投资者和富有的投资者
- AQR想要更进一步，为零售投资者提供动力策略。

AQR

- 公司：
 - 成立于1998年，总部位于康州格林威治镇
 - 2009年资产管理规模超过190亿美元
- 创始人：
 - 克里夫·阿斯内斯、大卫·卡比勒、约翰·里欧
 - 三人相识于芝加哥大学的金融博士课程
- 策略：
 - 聚焦绝对收益的阿尔法策略，像动力策略
 - 并购套利和可转债套利

进入共同基金市场

- 在成功进军对冲基金业后，AQR目前正在考虑为共同基金投资者提供动力策略。
- 共同基金的两个特点：
 - 只能长仓持有：
 - 共同基金采取动力策略的话，只能长仓持有赢家股票，不能沽空输家股票。
 - 开放式：
 - 有义务在每个交易日结束时满足投资者的赎回要求

建立动力指数

- 要向对冲基金投资者推销动力策略，一个常见的方式就是展示“回测法”的结果：
 - 基于历史数据的策略绩效表现
- 然而，美国证券法规规定不得在共同基金的营销中采用回测结果。
- 不过，指数提供商可以发布指数创建前不同时期的指数表现。
 - 只要不被用在共同基金的营销材料中就可以

三个仅限长仓持有的动力指数

- 大市值美国动力指数：
 - 取值于美国市值最大的1000只股票
- 小市值动力指数：
 - 取值于市值排名接下来的2000只股票
- 大市值国际动力指数：
 - 取值于1000个大市值国际股票
- AQR 与标准普尔签约，由后者负责计算这些新指数。

构建指数的方法

- 每个季度初，在各自的范围内，根据股票12个月前到两个月前（忽略最近一个月）的表现，将他们进行排序。
- 排名前三分之一的股票被纳入仅限长仓持有的指数，并在整个季度中持有。
- 每一季度末，指数将根据新的排名重新构建。
- 指数收益是指数组合中所有股票收益的市值加权平均值。

实施共同基金动力策略

- AQR面向零售投资者的动力策略与传统方式有何差异？
- 这些差异会增加还是减少该策略的吸引力？
- 实施这一策略的成本如何？
- 发布AQR动力指数的目的是什么？有何风险？

决策

- AQR仅限长仓持有的动力指数在历史表现上一直优于罗素1000、小市值和国际股票指数
 - 对投资者很有吸引力
- 然而，将动力指数转化为实际操作策略却涉及大量问题
 - 风险、交易成本...
- 决策：
 - AQR是否应该推出仅限长仓持有的动力基金？