

21世纪

管理学博士论丛 / 陈方正 主编

风格投资原理

陈方正 李颖 著



中国财政经济出版社

21 世纪管理学博士论丛/陈方正 主编

风格投资原理

陈方正 李 颖 著

中国财政经济出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

风格投资原理/陈方正、李颖著. —北京: 中国财政经济出版社, 2005.8

(21 世纪管理学博士论丛/陈方正主编)

ISBN 7-5005-8498-9

I. 风… II. ①陈…②李… III. 投资-经济管理
IV. F830.59

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2005) 第 089413 号

中国财政经济出版社出版

URL: <http://www.cfeph.cn>

E-mail: cfeph@cfeph.cn

(版权所有 翻印必究)

社址: 北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮政编码: 100036

发行处电话: 88190406 财经书店电话: 64033436

涿州市新华印刷有限公司印刷 各地新华书店经销

850 × 1168 毫米 32 开 11 印张 259 000 字

2005 年 9 月第 1 版 2005 年 9 月涿州第 1 次印刷

定价: 32.00 元

ISBN 7-5005-8498-9 / F·7398

(图书出现印装问题, 本社负责调换)



李颖，女，1975年出生，祖籍福建。1995年毕业于天津大学，获技术经济、近海建筑工程双学士学位。1998年毕业于同济大学经济管理学院技术经济专业，获硕士学位。2003年毕业于同济大学经济管理学院技术经济及管理专业，获管理学博士学位，师从金融专家陈方正教授。曾先后在《经济社会体制比较》、《证券市场导报》、《当代财经》、《财经科学》、《当代经济研究》等期刊上发表多篇论文。现就职于长信基金管理有限公司，任长信利息收益基金基金经理，并在复旦大学应用经济学博士后流动站从事博士后研究工作。

Email: lily.2002@263.net

责任编辑：张燕茹
装帧设计：海 东

此为试读, 需要完整PDF请访问: www.ertongbook.com

前 言

风格投资的概念最早开始出现于七十年代。研究者在实证研究中发现了大量现代资本市场理论的异化现象,主要包括:规模效应(Banz 1981)、杠杆效应(Bhandari 1988)、账面与市场价值比效应(Stattman 1980, Rosenberg, Reid, Lanstein 1985)、E/P效应(Basu 1983)。在这种情况下,风格投资管理理论应运而生。威廉·夏普于1992年在组合管理杂志(Journal of Portfolio Management)发表了“资产配置:风格管理与业绩评价”一文,从而正式宣告了风格投资管理理论作为一个独立的证券投资理论分支的开始。随后,有更多的学者致力于风格投资管理理论与实践的完善。目前对这方面的研究涉及风格投资现象研究,风格投资形成的原因研究、风格投资收益预测及应用研究等多个方面。在投资实务领域,随着机构投资者在资本市场上的数量越来越多,风格投资变得越来越重要。对于机构投资者而言,风格投资不仅提供了一种高效地进行资产配置和风险管理的全新的角度和方法,而且使对投资经理的业绩评价更加客观有效。与传统的非数量化的投资方式相比,风格投资正日益受到国际投资界的青睐。对于我国这样一个市场系统性风险较高、单个上市公司规模较小、受政策影响大、波动程度高的证券市场来说,风格投资既具有纯粹被动的指数化投资所不具备的可以发挥主观经验的优势,又有着传统集中投资无法具有的透明性、流动性、政策风险

小、有效回避个股风险等优势，对我国现阶段市场具有较高的适应性。

本书对风格投资进行了系统化的研究。本书共分为七大部分。第一部分是绪论，主要介绍了选题背景、国内外的研究应用现状及本书思路。第二部分对证券投资理论进行回顾的基础上对风格投资管理理论进行了概述。在第三部分中，对 11 个世界主要证券市场的各种类型的风格投资规律、各类风格的特征情况及机构投资者的风格投资趋势进行深入的研究。第四部分是理论部分。这一部分详细介绍了风格收益预测模型 BARRA 模型，并建立了风格投资模型。在风格投资模型的基础上，成功推导出几种有效的风格投资策略。在第五部分，探讨了风格投资在股票选择、业绩评价、风险控制、投资策略、资产配置等方面的具体应用。第六部分是风格投资的实证分析部分。在这一部分通过具体建立各种风格指数，采用回归分析等技术手段，对中国证券市场各种类型的风格投资组合业绩进行了实证研究。同时实证研究的内容还涉及美国 770 家共同基金的风格投资研究、对冲基金风格投资研究、风格投资对基金业绩评价的研究等各方面。最后部分是结论与展望。这一部分对本书的研究成果进行了总结并指出该课题有待于进一步研究的方向。

本书的创新主要集中在以下几个方面：

1. 在国内最先提出风格投资管理理论，并首次对该投资理论及应用进行了系统性、综合性的研究。该理论对传统的资产配置理论进行了补充。指出在对各市场进行科学配置的基础上，对投资收益起决定性作用的是资金在各种风格间的配置，而不是个股选择。

2. 建立了风格投资模型，并在模型的基础上对风格资产的价格变动方式，以及各种风格投资策略成功的理论基础进行了研

究。作者提出在投资实践中,风格价值型投资策略、风格趋势转换策略、市场中性风格策略都是有效的风格投资策略;市场中性风格策略是市场价值型策略与市场趋势转换策略的有效结合。在各种风格投资策略中,市场中性风格策略是在存在市场趋势追逐者情况下的最优风格投资策略。

3. 通过对世界十几个证券市场风格投资现象的研究,得出以下结论:某种类型的风格组合在一段时间内可以获得超过市场平均水平的收益;风格组合的业绩具有一定的周期性。从较长的一段时间来看,没有一种风格投资在市场上能够始终不败。同时结合国内证券市场的数据,按市值分类、价值型/成长型分类、 β 值特征分类、价格特征分类、业绩分类、成长情况等分类方式对不同风格的投资组合进行了实证研究,得出了不同类型风格投资在中国证券市场中的表现规律。

本书通过理论建模与实证分析相结合、纵向分析与横向比较相结合的研究方法,旨在全面地揭示风格投资现象,系统性地研究风格投资管理理论,并相应地提出科学的风格投资策略,通过实践与理论的全面系统论证,为机构投资者提供一种理性与科学的证券投资方式。本书填补了国内在这一领域的空白,属国内领先,具有较高的学术价值。

本书如有不妥之处,欢迎读者批评指正。

作者

2005年5月

目 录

第一章 绪论	(1)
1.1 课题的提出及意义	(1)
1.2 风格投资管理理论产生的背景	(2)
1.3 风格投资管理理论国内外研究的现状	(3)
1.4 风格投资管理理论的应用	(6)
1.5 结构与主要内容	(8)
1.6 本章小结	(11)
第二章 风格投资管理理论概述	(12)
2.1 证券投资理论发展回顾	(12)
2.2 风格投资管理理论概述	(20)
2.3 风格分类方式——以因素为基础的风格分类 方式	(36)
2.4 风格划分方式——以收益为基础的风格划分 方式	(40)
2.5 本章小结	(56)
第三章 不同类型投资风格规律研究	(57)
3.1 价值型风格与成长型风格投资研究	(57)
3.2 大市值风格与小市值风格投资研究	(63)
3.3 中等市值风格投资研究	(64)

3.4	以市值及成长/价值分类的 6 种风格投资研究	(70)
3.5	高 BETA 值与低 BETA 值风格投资研究	(74)
3.6	不同业绩风格组合业绩比较研究	(79)
3.7	风格投资的国际比较研究	(84)
3.8	各种风格指数的行业特征研究	(103)
3.9	各种风格指数的基本面特征分析	(108)
3.10	各种风格投资的 BETA 特征分析	(112)
3.11	机构投资领域中的风格投资趋势	(116)
3.12	本章小结	(123)
第四章	风格投资的理论研究	(124)
4.1	风格投资的理论基础——因素模型	(124)
4.2	风险预测及收益定价模型——BARRA 模型	(132)
4.3	风格投资模型	(136)
4.4	风格资产价格行为分析	(145)
4.5	风格趋势转换策略	(152)
4.6	风格价值型策略	(153)
4.7	市场中性风格策略——存在趋势追逐者情况 下的最优风格投资策略	(155)
4.8	本章小结	(158)
第五章	风格投资的应用研究	(160)
5.1	证券投资的风险层次及各投资策略的风险收益特征	(160)
5.2	因素收益预测及积极的风格投资	(162)
5.3	风格投资策略	(172)
5.4	有效地控制资金的风格结构	(182)
5.5	风格投资管理理论对股票选择的作用	(190)

5.6	风格投资管理理论对基金经理评价与选拔的作用	(202)
5.7	本章小结	(206)
第六章	证券市场风格投资的实证研究	(208)
6.1	中国市场各种市值风格投资实证研究	(208)
6.2	中国市场价值型与成长型风格投资实证研究	(221)
6.3	中国市场不同 BETA 值股票风格投资实证研究	(232)
6.4	中国市场不同业绩风格投资实证研究	(240)
6.5	中国市场各种价格风格投资实证研究	(249)
6.6	中国市场不同成长组合风格投资实证研究	(258)
6.7	中国市场投资高净资产收益率风格投资实证研究	(267)
6.8	中国市场稳步成长风格投资实证研究	(272)
6.9	中国市场小市值价值型风格业绩研究	(276)
6.10	对冲基金业绩比较研究	(281)
6.11	风格类别及持续性对共同基金业绩的实证研究	(290)
6.11	本章小结	(299)
第七章	结论与展望	(300)
7.1	结论	(300)
7.2	展望	(306)
7.3	本章小结	(307)
	参考文献	(308)

第一章 绪 论

1.1 课题的提出及意义

目前，我国证券市场发展仍处于初级阶段，政策市和消息市特征鲜明，投资者投资理念不成熟。

随着各种类型机构投资者的增加，我国证券市场的规模将越来越大。以散户为主的投机时代必将过渡到以机构投资者队伍为主的证券投资时代。市场格局将从以往的机构与散户之间的博弈向机构之间的博弈转化。投资机构同上市公司原先的对应关系变为每家机构锁定一部分筹码，从而使得任何一家机构都不能随意操纵股票的价格。

另一方面，市场监管和市场化进程将进一步深化。越来越严格的市场监管，昭示了规范和理性行为是市场主流，“公开、公平、公正”的市场游戏规则正在建立。

中国加入 WTO 后，我国证券市场的国际化进程将加快。可以预料国内股票二级市场的竞争将加剧。在这种情况下，我国券商如果仍旧延续原有的投资思路，将无法应对国际投资机构的挑战。

在这样的背景下，笔者认为伴随着证券投资机构盈利模式的缺失，集中投资必将向分散投资过渡。国内的机构投资者必将最终摒弃原有的投资模式，而逐渐采用更加科学的，与国际接轨的

先进的投资理念和投资方式。因此研究和发展新的投资盈利模式和投资思路对中国的机构投资者而言非常迫切。正是以此为基
础，并结合自己的工作实践，笔者确定以风格投资为本书主题，
试图以定量研究为基础，为国内的机构投资者提供一种理性的、
数量化的投资模式和思路。

对于我国这样一个市场系统性风险较高、单个上市公司规模
较小、受政策影响大、波动程度高的证券市场来说，风格投资既
具有纯粹被动的指数化投资所不具备的可以发挥主观经验的优
势，又有着传统集中投资无法具有的透明性、流动性、政策风险
小、有效回避个股风险等优势，对我国现阶段市场具有较高的适
应性。本书通过理论建模与实证分析相结合、纵向分析与横向比
较相结合的研究方法，旨在全面地揭示风格投资现象，系统地研
究风格投资管理理论，并相应地提出科学的风格投资策略，通过
实践与理论的全面系统论证，为机构投资者提供一种理性与科学
的证券投资方式。

1.2 风格投资管理理论产生的背景

西方证券投资理论的发展经历了从传统投资理论阶段到经典
投资理论阶段，目前已进入了现代投资理论阶段。这一阶段的特
点表现为经典的组合投资理论如 CAPM 的权威性受到了来自各
方的挑战：第一是理论的不可证实或无法为经验研究所检验。罗
尔（Roll，1977）等的研究表明，CAPM 是不可检验的或无法证
实。而 Fama（1991）认为市场效率假说本身也是无法检验的，
因为市场效率假说的检验必须和关于预期收益的某个资产定价模
型（CAPM）联合起来才能得到检验，否则就是一个等式确定两

个变量，是无法检验的。二是标准的金融理论把投资人的决策行为视为黑箱，只是简单地把决策行为看成是效用或财富的最大化，忽略了投资人决策过程中的情绪、时间压力等属性对决策的影响。三是随着研究的深入，许多研究人员发现标准的金融理论不能解释很多异常现象，按照以 CAPM 为代表的金融理论，股票的交易量应该很小（如 Milgrom 和 Nastokey 等得出了 CAPM 下著名的无交易理论）；股票价格至少部分是可以预测的（如 Fama, 1992）；股票价格变动比股票内在价值变动大得多，即股票价格的变动不能用消息的到达来解释。此外小公司效应、周内效应、市盈率效应及杠杆率效应等异化效应不断涌现，而无法从现代金融理论中寻求到合理的解释。

实际上经过近 20 年时间的发展有效市场理论走到了它的尽头。1991 年，有效市场理论的创始人 Eugene Fama 正式宣布了有效市场理论的终结。市场有效理论的终结进一步推动了组合投资从经典投资阶段向新组合投资阶段的跨越。

在这种背景下，风格投资管理理论应运而生，且在投资实践中不断完善与成熟。

1.3 风格投资管理理论 国内外研究的现状

风格投资的概念起源于上世纪 70 年代。最早对风格投资的理论研究开始于诺贝尔奖金获得者威廉·夏普。夏普于 1992 年对美国证券市场大量的共同基金的业绩进行了研究。其研究发现尽管许多共同基金所持的个股不同，但取得的投资收益差别不大。投资组合收益的 90% 来源于风格的选择，而不是个股判断，见

表 1-1。也就是说风格对投资组合收益的影响起决定性作用。这就为证券投资界提供了一个全新的视角。

表 1-1 以月份为基础的收益差异分析

	收益差异原因	
	风格 (%)	个股选择 (%)
161 只成长型共同基金	89.9	10.1
118 只成长与收益型共同基金	90.9	9.1
34 只小市值股票基金	87.6	12.4
FIDELITY MAGELLAN 基金	97.3	2.7
平均情况	90.1	9.9

数据来源：William F. Sharp, “Asset Allocation: Management Style and Performance Measurement”, The Journal of Portfolio Management, Winter, 1992.

夏普的研究揭示了风格投资概念对证券投资的重要性。此后有更多的研究者加入到这一领域的研究中。此后的研究可以分为 5 个方面：

1. 风格投资的表现研究。Arshanapallit, Coggin, Doukas 等人及 Fama 与 French 分别于 1998 年发表研究成果。其研究成果表明在相当长一段时间内价值型投资的投资收益优于成长型投资。有些学者致力于“大小效应”的研究。Banz 在 1981 年最早研究了这种现象，他将纽约股票交易所的上市股票按公司大小分为 5 类，发现最小一类的公司股票平均收益率要高出最大一类股票平均收益率达 19.8%。后来，Keim (1983) 等又发现，Banz 的“小公司效应”主要集中在元月份，尤其是元月的头两周，形成所谓的“小公司元月效应”。

2. 风格投资形成的原因研究。这一方面的研究可以分为 3

个流派。Jesen, Johnson (1997) 及 Lewekken (1999) 等人认为风格投资的超额收益是对风险的补偿。这种观点认为风格投资确实能带来超额收益; Lakonishok 及 Shletfer (1994) 认为超额收益是由于投资者对某种股票过去表现的过度反应所致; 另一种观点则认为某类风格的优异表现与一定的技术创新有关。主要代表者有 Black (1993 年)。

3. 风格投资的预测研究。这方面的研究主要致力于通过一些经济变量的变化来预测将会具有优秀表现的风格投资, 以指导投资实践。Sorensen 与 Lazzara (1995)、Anderson (1997) 及 Fochtman (1995) 先后就某种风格与某种具体之间的关系进行了研究。他们将影响风格投资的业绩的因素分为三方面: 风格的基本因素 (包括市盈率、收益变动、红利等)、宏观经济因素 (包括利率、预期的 GDP、行业产值等)、价格趋势因素等。并根据这些影响因素建立多因素的预测模型。

4. 风格投资对证券市场的影响研究。主要集中在对证券市场的价格研究方面。Lee 1991 年用风格投资管理理论解释了为什么在同一证券市场挂牌的基金虽持有完全不同的股票, 但却同涨同跌。Froot 1999 年同样运用风格投资的概念解释了不同交易所上市的同种股票却完全有不同的表现。Fama 和 French 1995 年也用风格投资管理理论解释为什么某种风格的股票的市场表现相关性远大于其基本面的关联性。

5. 风格投资的应用研究。虽然风格投资对投资实务界具有重要的指导意义, 但目前国际上这方面的研究较少。最多只涉及投资策略的研究, 至于如何在大型投资机构中具体实施基本没有人涉及。

由此可见, 目前国际上对风格投资管理理论的研究尚处于探索阶段。风格投资的理论尚有许多需完善的地方。

1.4 风格投资管理理论的应用

源于投资理论对实践的推动，风格投资已越来越受到重视。作为一种高效地进行资产配置和风险管理的全新的方法，风格投资正日益受到国际投资界的青睐。

首先组合投资的实践也相应地发生了变化。被动式投资从跟踪全市场指数转向了针对各种风格指数或其他指数。主动式投资也相应地转变为以战胜某一市场指数为目标而不再仅仅针对单一的全市场指数。目前，国际主流基金的投资已大量使用风格基准，针对各种风格基准的各种现代主动式与被动式风格投资需求日益增加。

表 1-2 列出了美国几家主要管理公司的主要股票指数基金以及各自所跟踪的指数。

表 1-2 指数基金及所跟踪的指数

指数基金	跟踪指数
先锋集团	
先锋 500 指数基金	标准普尔 500 指数
先锋成长指数基金	标准普尔成长指数
先锋价值指数基金	标准普尔价值指数
先锋延伸市场指数基金	Wilshire 4500 指数
先锋小市值指数基金	罗素 2000 指数
先锋 REIT 指数基金	摩根斯坦利 REIT 指数
先锋全市场指数基金	Wilshire 5000 指数
先锋全球指数基金	MSCI 欧洲、太平洋 及新兴市场指数