

目 录

| | |
|--------------|----|
| 第一章 投资策略 | 1 |
| 一、反直觉策略 | 1 |
| （一）失败者的游戏 | 2 |
| （二）不同文化的冲突 | 4 |
| （三）受托人及其客户 | 5 |
| （四）钢索效应 | 5 |
| 二、市场是有效率的吗 | 6 |
| （一）资产分配的证据 | 7 |
| （二）选择股票的证据 | 12 |
| （三）经济周期和股票选择 | 14 |
| （四）无效率市场 | 15 |
| （五）资料的问题 | 18 |
| 三、量化资产管理 | 20 |
| 四、资产配置 | 23 |
| （一）政策性资产配置 | 25 |
| （二）战术性资产配置 | 39 |
| 五、交易成本 | 47 |

| | |
|---------------------|-----------|
| (一) 交易成本：投资策略的损耗 | 48 |
| (二) 交易成本高吗 | 52 |
| (三) 交易成本低吗 | 53 |
| 习 题 | 55 |
| | |
| 第二章 业绩评估 | 57 |
| 一、衡量收益的方法 | 57 |
| (一) 总收益计算中的实际问题 | 59 |
| (二) 时间加权收益 | 60 |
| (三) 算术平均收益 | 63 |
| 二、投资经理人的业绩报告 | 64 |
| (一) 业绩之综合 | 64 |
| (二) 业绩比较和期间选择 | 66 |
| (三) 携带型和模拟收益的使用 | 68 |
| 三、经理人之间的收益比较 | 69 |
| (一) 业绩体系 | 69 |
| (二) 基准水平和业绩归因 | 81 |
| 习 题 | 103 |

一、反直觉策略

投资组合并不会自我管理，也无法任时光流逝永远不变。随着时间的流逝，我们目前悉心策划的投资组合会从最佳组合的宝座上掉下来。变化成为投资者惟一的永恒。投资策略就是一种对变化的适应过程：我们需要紧盯着客户情况、投资收益前景、市场风险等因素，进而使投资组合适应环境的变化。

交易的明显成本相较于不交易所错过的机会成本之间的本质性冲突，牵制着人们的投资策略。人性勇于行动的倾向导致太多的错误发生。

沃伦·巴菲特 (Warren Buffett) 曾经对投资经理人缺乏“耐心静坐”

的能力表示惊奇：耐心是许多投资者普遍缺乏的美德。资产管理的微妙之处在于对交易的成本和不进行交易的成本两边的紧张关系做出恰当的反应。交易必然涉及到某种成本，这包括手续费（佣金）、交易对价格的影响，及不进行交易的机会成本。不交易的成本则更为玄妙复杂，它可能意味着资产组合的风险系数已超过或低于适合于客户的水准，也可能意味着手上持有的一种价格已呈高估而使得未来的收益不被看好的资产，当然也可能意味着目前的资产组合已无法满足客户的需要。

交易成本也可能是非财务的。客户可能因交易量的过度放大而对投资经理人失去信心。从根本上说，证券投资业是一门相互信任的行业。也许投资经理人的最大错误在于所冒的风险超出了客户所能忍受（通常颇难察觉）的程度。金融理论显示，投资经理人的目标应当是客户效用的最大化而非收益的最大化。因此，尽管按投资策略所进行的交易是适时并且获利颇丰的，但是如果客户无法认同的话，这种投资决策将毫无意义。

正如进行一宗交易需要一个投资决定，同样的，不交易本身也是一个牵涉到成本的决定。假如我们有在任何瞬间为客户设计出一套完美的投资组合之智慧；经过一天，甚至一小时，该套投资组合已不再是最完美的投资组合了。但另一方面，进行交易的成本是实实在在的，只经过一天就调整投资组合是不太合常理。尤其是在目前的投资组合和新的最佳化投资组合只有些微差别的情况下，若要进行交易那就一点道理也没有了。

（一）失败者的游戏

考察投资管理中出现的错误，不失为研究投资策略的好起点。查理斯·艾利斯（Charles Ellis）提出反直觉的前提：投资过程是“失败者的游戏”，胜利者通常是那些犯最少严重错误的人，而非那些老是打全垒打的天才。投资理论和理论的实践之间存在着许多误解和区别，一些投资人常常因基本人类情绪及从众心理之影响而任意改变投资组合。而另外一些投资人则喜欢追

逐市场的最新热门股，他们往往在前手已获利回吐时高价买入，等到遭受损失后才知道脱手。这些明显的错误如果不是代价如此高昂的话，实在是件令人觉得非常有趣的事。

投资管理中最昂贵的错误来自于人性的弱点。这些错误源于人们对安逸的要求，然而资本市场本质上就不会对这种要求给予任何回报。在投资管理业务中，一个经理人如果拥有太多不同公司的股票，那么他将难以获得成功。资本市场上，能满足人们安逸要求的投资价格定得偏高，意味着投资经理人已无法指望从这类的资产中获得较高的收益。相反，市场会让那些倍受冷落的投资标的价格偏低，这反映出，持有这种资产的获利可能性很大。那些习惯于按常规思维并贪图安逸的投资人，必然无法获取高水准的回报。

许多投资人喜欢这样的格言：“如果还没破损，就不要急于修理它。”这种十足人性化的语言模式似乎是说，往上走的永远会往上走，而那些不成气候的投资或策略必将灰飞烟灭。历史证明这种观念是错误的。在生意上，这有时是对的，但对投资而言，事实并非如此。实际上，常识告诉我们，已获利的投资计划由于价格的上涨，使其获利的可能性日渐减少。也就是说，最佳的证券投资组合已经质变了。意味着虽然它还没有“破损”，人们还是应修理修理它。

相反地，让我们看看那些因为投资风格不符合潮流而忙于修改投资策略的经理人。他们有可能正好在形势即将好转，他的投资策略即将要开花结果的前一刻，改变其一直恪守的投资原则，客户也同样经常受这种人性的诱惑。已经数不清多少次了，我们亲眼看见，正当投资经理人业绩春风得意时，新加入者暴涨；而在其业绩陷于谷底时，客户不断抽回现金，逃之夭夭的景象。讽刺的是，如果行情不佳，那么最好的操作就是等待：目前表现欠佳的投资行情，往往其股价具有潜在的巨额收益，但却无法得到经常犯错的广大投资者之青睐。全录(Xerox)的玛拉·德拉克(Myra Drucker)曾经半开玩笑地

说：选择你想要的投资经理人或策略，但两年后才采取行动是明智之举。

雇用一位收益表现糟糕的经理人是件令人不快的事情，然而从一位成功的经理人身上抽回资金则更难受。在资产分配中，把热门股转为冷门股令人难受，投资经理人面对自己难看的业绩，固守着原先的投资风格，同样令人难以忍受。

这种反生产力的行为模式的基础就是金融理论中常说的“认知偏差”：统计数据显示，投资人是非理性的，并且他们乐于安逸而逃避各种不确定因素。这个理论架构表示，令人安逸的投资收益较低，而不确定性会使某种资产低于其合理的价格。因此，投资人可以观察投资大众的操作模式，注意引发投资人离场的原因，密切注视那个投资经理人正在填写卖单，然后购买那些为众人抛弃的投资标的，你将很可能比那些追逐市场热门股的人获得更多的收益。

（二）不同文化的冲突

投资管理中的某些错误可以追溯到我们所谓的文化冲突，成功的商业文化历来偏爱所谓的“适者生存”，依赖“经济达尔文主义”给予成功者以加倍的褒赏，给予失败者以无情的打击。这样一来，成功者是借着不断地淘汰那些与之抗衡的产品、个人、商业策略之后而茁壮成长。许多大型投资组合的管理由投资董事委员会监督。这些委员会的成员基本上由工商业巨头担任，他们早就懂得最成功的公司是在优胜劣汰中达到其目标。

成功的投资人通常以反直觉的方式行事：他们在顺境中大胆操作，在逆境中勇于忍耐寂寞。这种行为与人的本性以及绝大多数投资委员会的企业文化不相一致。当投资结果不佳时，本能会要求我们改变投资组合以解决“问题”。然而，此时投资组合的价位已比原先制定投资组合时更有利可图。既然投资在高价位有吸引力，难道现在就没有吸引力了吗？相反地，如果投资结果表现良好，人性的条件反射会使我们固守成功的策略。然而，已经带给我们丰厚利润

的投资标的，其价位一定已上涨到不再是原先吸引我们的高价位了。

（三）受托人及其客户

经理人必须熟悉他们的市场以及他们的客户，方能提出成功的投资策略。如果他们能有效地把这种知识转化为谋利的行动，他们将得以永续生存。这意味着，例如 1972 年底和 1987 年中期市场收益率低于 3% 时，应抛售股票；在 80 年代早期，债券收益率顶峰时购买债券；或者在 1987 年股票从谷底翻扬时购买股票。有效率的投资管理需要勇气，当市场一致看多时抛售股票，而当市场有千万个理由看空时大胆投入股市。

有效率的投资管理过程涉及到安心和利润之间的冲突，以及随之而来的耐心和行动之间的冲突。拥有抛弃安心的勇气之投资人，和具备说服客户耐心等待的沟通技巧之经理人，将是这场游戏的赢家。

市场下跌则喜，上涨则忧，是一种正确的看待市场的反直觉方法。市场新一波的下跌，意味着此时新增的投资和收入的再投资，可以获得更好的预期收益，从而增加了长期复利收益率。事实上，只要我们不是比增加资金更快的抽离资金，那么我们将不会乐意以最高价位买入股票和债券，因为这会减少我们的预期收益率。

（四）钢索效应

投资经理人和受托人将面临如何在钢索上行走的问题。老于世故的经理人知道采取非常规和非安逸的投资策略将会带来更好的业绩，他们同样知道这样的策略会引起他人的质疑，最特别的是，如果他们的策略有差错的话，还可以有第二次机会。

实际上，不只是投资经理人有他们的顾客，顾客也有自己的顾客。投资经理人的客户有可能是养老基金、捐赠基金，或基金会的投资主管。从相同或更广泛的意义上来说，投资主管也拥有自己的客户：公司的财务经理和董

事会的投资委员会。讽刺的是，对于一个养老基金经理人来说，其最相关的客户通常不是养老金受益人；董事会的投资委员会控制了投资经理人的生杀大权，因此他们是更有影响力的“顾客”。

不论一种策略带来的潜在收益率有多么高，最具利润潜能的策略时常超过客户的风险忍耐度（或同样重要的，客户的忍耐度）。当一项投资策略比预期获得更多盈利时，没有人会反对这种冒险或觉得惊讶。但常识告诉我们，任何可以带来意外惊喜的策略，同时也可能产生令人不快的恐慌。而未经世故或见识狭小的顾客，通常难以忍受令人不快的恐慌。

受托人摆脱钢索效应的最重要方法之一是教育客户。接受过教育的客户，不论是财务经理还是董事会的投资委员会，不会再因突发事件而惊恐。这种过程增大了客户容忍非安逸型（逆向操作）投资策略的忍耐度。如果客户充分了解有关资产分配的重要性、逆境时耐心的重要性、频繁改变操作策略的高昂成本，以及少数基准点对公司未来财富所能产生的影响，那么他们就会对自己所做的选择有明智的回应。那些忽略向其客户——可达到董事会层级——提供投资策略教育的投资经理人、投资主管及财务主管将自食恶果。

二、市场是有效率的吗

投资世界可以被分割为两大主要阵营：那些相信市场是有效率的和那些相信市场是无效率的。当今资本市场的运作，基本上是由持市场无效率观点的人所进行的交易构成的。市场无效率的倡导者相信，市场的价格并不能正确的反映出所有可获取的讯息。他们寻求市场或个别资产中价格失真的投资机会，以谋求最佳的收益，而风险控制则是第二目标。市场有效率的倡导者

认为，市场的价格已经充分反映了所有能公开获得的讯息。这使得他们偏爱“顺势管理”，在他们来说，风险控制是首要目标，投资业绩则成为第二目标（或根本不予考虑）。这两种思想流派都有各自的理论基础：均衡模型能为在有效率的价格反应之情况下所观察到的市场行为提供理论基础，而金融行为学则告诉我们，人类的行为必然会使得市场价格与真实价值有所失真。

两大阵营都提供了有力的证据。倡导市场有效率的人指出：那些被认定为市场无效率的现象并不具有统计上的显著性，而那些统计上有显著性的无效率现象，则在经过大众认真审视之后又瞬即消失不见。那些认为市场是无效率的人士则喜欢指出，许多独立的因素和随后的市场或资产收益之间，经常存在着有显著统计意义的关联性。

这种对话所缺乏的是对明显事实的认知：市场无效率是可能（甚至有很大机会）存在的，敏捷的经理人也可因此有潜力增加利润，但这种无效率并非简单、静态、或无需付出成本就可获得的。也就是说，市场无效率的部分本质在于他们倾向于消失。这意味着当某种市场无效率被人们锁定并众所周知时，金钱对这种无效率的追逐必然使无效率现象减弱或消失。

实际上，几乎所有的短线操作策略都认定市场价格存在失真或市场是无效率的。他们倾向投资于价格失真的市场和资产以获取利润。然而，市场无效率从根本上说是一种套利机会：如果有足够的金钱追逐同一个市场无效率现象，那么市场无效率最后一定会消失。我们有理由推测市场无效率是令人不安的投资机会，即投资人虽可能由此获取利益，但必定也要以增加不安为代价，所以这种投资套利活动将不会吸引到够多的投资者，多到足以把套利机会消磨殆尽的地步。因此，这种市场无效率可能会带给耐心的投资者长期的利得。

（一）资产分配的证据

大量不同的文章和研究报告向我们显示许多市场无效率的证据。表

29.2.1 展示了风险溢价和随后超额收益的关连性。例如，股票盈余收益率和债券收益率之差通常被称做股票风险溢价（equity risk premium）。在美国，如果债券盈余收益率相对于债券收益上升 100 个基准点的话，股票市场将有平均每月超越债券市场 36 个基准点的表现，直至股票对债券的风险溢价恢复

表 29.2.1 相对收益系数

| 国别 | 股票盈余收益 减债券收益 | 股票盈余收益 减现金收益 | 债券收益 减现金收益 |
|------|-------------------|-------------------|-------------------|
| 澳大利亚 | -0.25 | -0.32 | 0.03 |
| 奥地利 | 1.09 | 0.42 | 0.36 _b |
| 比利时 | 0.24 | 0.18 _a | 0.12 _b |
| 加拿大 | 0.33 | 0.22 | 0.28 _a |
| 丹麦 | 0.05 | 0.01 | 0.26 _a |
| 法国 | 0.16 | 0.95 _b | 0.34 _b |
| 德国 | 0.46 | 0.35 _a | 0.22 _b |
| 意大利 | 0.04 | 0.32 | 0.24 _b |
| 日本 | 1.39 _a | 1.64 _a | -0.09 |
| 荷兰 | 1.64 _b | 0.61 _b | 0.27 |
| 西班牙 | 2.90 _b | 0.72 | 0.14 |
| 瑞典 | 0.79 | 0.24 | 0.01 |
| 瑞士 | 0.86 _a | 0.28 | 0.16 _b |
| 英国 | 1.36 _b | 0.14 | 0.06 |
| 美国 | 0.36 | 0.37 _b | 0.30 _a |
| 平均 | 0.76 _b | 0.41 _b | 0.17 _b |

a 在百分之五水准具显著性

b 在百分之一水准具显著性

正常为止。

这项研究首先在美国进行。如果市场是有效率的，则别的国家就不应也有相同的关连现象：表面上看，美国市场这种强有力的关连性不过是统计上的巧合，不应在美国以外的市场出现。然而，各国市场却普遍出现同样的关

表 29.2.2 相对收益系数

| 国别 | 生产者物价指数每增 1% 下， 债券收益减现金收益 |
|------|------------------------------|
| 澳大利亚 | -0.06 |
| 比利时 | -0.12 ^a |
| 加拿大 | -0.91 |
| 丹麦 | -0.47 |
| 法国 | -0.20 ^b |
| 德国 | -0.92 ^b |
| 意大利 | -0.73 ^b |
| 日本 | -0.01 |
| 荷兰 | -0.25 |
| 瑞典 | -0.46 |
| 瑞士 | -0.35 ^a |
| 英国 | -0.78 |
| 美国 | -0.90 ^b |
| 平均 | -0.47 ^b |

a 在百分之五水准具显著性

b 在百分之一水准具显著性

连性(这项研究首次在 1987 年进行时,这种关系纯属样本的测试),而且其
 关连程度还比美国类似的关系大上两倍。

其他风险溢酬关系也得到类似的结果。股票盈余收益率和现金收益率成
 为世界上大多数主要市场预测股票相对现金表现的重要指标。如果我们将债
 券收益率扣除现金收益率,我们就得到测量收益曲线的斜率,通常称之为债
 券风险溢酬(bond risk premium)。当收益曲线是陡峭的(因此,债券风险
 溢酬较大),对于全世界几乎所有市场而言,债券将得到超过等额现金所能获
 得的收益,而且超过的程度还远大于一般水准。例如在美国,收益曲线斜率
 高于正常水准 100 个基准点时,将伴随着债券收益率高于现金收益率 30 个基
 准点,并直至市场重新达到供需平衡。就如同股票市场的关系,这种债券市

表 29.2.3 相对报酬系数:单位劳力成本增加百分之一

| 国别 | 股票 - 现金 | 债券 - 现金 |
|-----|--------------------|--------------------|
| 比利时 | -0.51 | -0.11 |
| 加拿大 | -0.06 | 0.02 |
| 丹麦 | -0.30 | -0.67 |
| 法国 | -2.03 ^b | -0.84 |
| 德国 | -0.30 | 0.01 |
| 意大利 | -0.40 | -0.17 ^a |
| 荷兰 | -1.16 ^a | -0.70 |
| 瑞典 | -0.04 | -0.13 |
| 英国 | -0.02 | -0.54 |
| 美国 | -0.44 | -0.50 |
| 平均 | -0.53 ^b | -0.36 ^b |

a 在百分之五水准具显著性

b 在百分之一水准具显著性

表 29.2.4 相对报酬系数:失业增加百分之一

| 国别 | 股票 - 现金 | 债券 - 现金 |
|------|-------------------|--------------------|
| 澳大利亚 | 0.40 | 0.80 |
| 比利时 | -0.16 | -0.08 ^b |
| 加拿大 | 0.23 ^b | -0.13 |
| 丹麦 | -0.24 | 0.36 |
| 法国 | -0.07 | 0.49 ^a |
| 德国 | 0.96 ^a | 0.12 ^a |
| 日本 | 0.39 ^b | 0.02 |
| 荷兰 | 0.21 | 0.09 |
| 瑞典 | 2.09 | 0.16 |
| 英国 | 0.23 | 0.22 |
| 美国 | 0.69 ^b | 0.35 |
| 平均 | 0.40 | 0.23 ^b |

a 在百分之五水准具显著性

b 在百分之一水准具显著性

场的关连性也是全球性的。

我们同样发现全球的总体经济关系也具有一致性。表 29.2.4 显示，凡是有衡量生产者物价指数的国家，其债券对现金的超额收益与生产者物价指数上涨率呈强烈相关。生产者物价指数的上升通常伴随着债券收益率的上升，从而造成债券价格的下跌。

表 29.2.3 和表 29.2.4 显示，劳动市场同样会影响资本市场。单位劳动力成本的上升会造成全球债券和股票价格的下跌。讽刺的是，失业率的上升有助于股票和债券市场的走强。事实上，如果资金较少流入劳动力市场的话，那么更多的资金将流向资本市场；而流向劳动力市场的资金一旦增

表 29.2.5 每月共同要素收益(1973 年元月至 1990 年十二月)

| 要素 | 平均值(%) | 标准差(%) | t- 值 |
|----------|----------|----------|-------|
| 要素： | | | |
| 市场的变动性 | -1.0 | 1.43 | -1.0 |
| 成功 | 0.24 | 1.16 | 3.0 |
| 规模 | -0.13 | 0.82 | -2.3 |
| 交易活动 | -0.08 | 0.76 | -1.5 |
| 成长风险 | -0.08 | 0.76 | -1.5 |
| 盈余 / 市价 | 0.29 | 0.76 | 5.6 |
| 账面值 / 市价 | 0.25 | 0.73 | 5.0 |
| 盈余变动 | -0.01 | 0.67 | -0.2 |
| 财务杠杆 | -0.04 | 0.48 | -1.2 |
| 外来收入 | -0.03 | 0.36 | -1.2 |
| 劳力密集度 | 0.03 | 0.59 | 0.7 |
| 红利收益 | 0.06 | 0.82 | 1.1 |
| 低资本化 | -0.19 | 1.91 | -0.15 |
| 其他要素： | | | |
| 盈余修正 | 0.501 | 0.60 | 9.9 |
| 余额逆转 | -0.52 | 0.90 | -6.9 |

加，则会造成资本市场的失血。正如其他关连性一样，这种关连性也是首先在美国获得验证的，但全球的证据显示，这种在美国市场得到验证的无效率性，同样存在于美国以外的其他市场，这更增加了我们认为无效率是言之成理的信心。

（二）选择股票的证据

对投资管理风格的研究，同样显示出某种无效率一直存在于资本市场。巴拉（BARRA）投资咨询公司所设计的风险模型，将股票选择行为划分为若干类型，以反映不同的投资管理风格，例如：本益比、成长率、流动性（交易量）、公司规模、红利收益及对国外收入的依赖程度等等。表 29.2.5 列出十三种巴拉因素个别的平均收益率。它也显示了这些因素收益率的标准差和 t 统计值。在这些个别因素的平均收益率里，有许多在统计上具有显著意义。

学术期刊对造成这种“非常态现象”的原因有很多争论。几乎没有学术人士（甚或从业人员）否认这种存在于过去的非常态现象及无效率性。问题在于如何用这些过去市场的无效率性来推测市场的未来走向。

非常态现象及无效率性会成为套利机会是资本市场的本质，但是如果有足够的资金追逐同样的非常态现象或无效率性，这种套利机会将不复存在。许多喜欢量化分析的投资从业人员常会沮丧地发现，一旦各种学术刊物广泛介绍某种市场的无效率性，这种无效率性就会奇怪地消失不见。事实上，以为今日的无效率性明日还会继续存在是危险的，尤其是当这种无效率性已广为流传，并吸引了大量的资金投入时。

表 29.2.6 提供了另一类市场无效率的强力证明，该表检视了许多投资个案，它们的投资管理“风格”使得其业绩能以可公开取得的讯息加以预测。例如，股票风险溢酬（我们将其定义为标准普尔 500 种股票指数盈余收益率与国库券收益率之差）与几种巴拉因素收益的后续表现呈高度相关。在股票风险溢酬很高且投资大众开始恐慌时，投资人将会因投资于高变易性股票（即

高贝塔值股票)、小型股及高盈利变动或高财务杠杆比率股而获得较好的收益。此时,投资人同样可以由于长期投资的性质,而选择成长股来获得回报。事实上,当股票风险溢酬较高时,意味着投资人正将股价定在能反映出相对于债券和现金高得多的收益需求之价位上,此时投资于“高风险”股票将是较好的选择。

我们发现股票市场的变动性也有类似的关联性。股票市场的波动将更有利于同类型但具有更高风险属性的股票。当市场近来变得波动时,高贝塔值股票、高财务杠杆型股票、高收益变动股票和成长股表现比较打败大盘。这种联系是与金融行为学理论相一致的:当市场大幅波动时,投资人变得恐慌,恐慌使投资人远离高风险的资产。这样一来,那些将资金投资于他人不敢投资之股票的人,照道理应该获得比他人更多的回报,因为恐慌使这种资产相对上变得便宜。相反,当市场走势平稳、变动不大时,投资人理应变得较有自信,不会乱杀股票,此时投资人若承担不必要的风险当然不应获得相应的补偿。

表 29.2.6 要素收益对市场变数的敏感度

| | 股权风险溢酬 | | 股票市场波动 | | 现金-收益的变化 | |
|--------|--------|------|--------|------|----------|------|
| | 相关系数 | t-值 | 相关系数 | t-值 | 相关系数 | t-值 |
| 市场的变动性 | 0.29 | 4.5 | 0.19 | 2.8 | -0.14 | -2.0 |
| 成功 | -0.15 | -2.2 | -0.20 | -2.9 | | |
| 规模 | -0.14 | -2.0 | -0.14 | -2.0 | 0.15 | 2.2 |
| 交易活动 | 0.16 | 2.3 | 0.14 | -2.0 | | |
| 成长风险 | 0.18 | 2.6 | 0.14 | 2.0 | -0.16 | -2.3 |
| 盈余变动 | 0.16 | 2.3 | 0.17 | 2.5 | | |
| 财务杠杆 | 0.13 | 1.9 | -0.13 | -1.9 | -0.15 | -2.2 |
| 外来风险 | -0.18 | -2.6 | 0.20 | 2.9 | | |
| 红利收益 | -0.16 | -2.3 | | | | |

在资产配置表中，我们同样发现经济形势与股票表现的关系。表 29.2.7 详细地揭示了这种情况。你会发现生产者物价指数变动率是预示依赖国外收入的股票收益的强有力指标。这一结论是和有关全球资本流动的知识相符合的：生产者物价指数的加速上涨将倾向于提高债券收益，进而吸引外国投资资金。这将造成美元升值，从而影响到那些依赖海外收入的企业盈利前景。我们同样发现生产者物价指数的上涨将影响到高收益的股票。同样地，这种现象可以这样解释：物价的上涨将推动利率的提高；债券和现金收益率的提高必然要求高收益股票的收益率得相应地上升。

（三）经济周期和股票选择

表 29.2.7 要素收益对经济变数的敏感度

| 要素 | 相关系数 | t- 值 |
|---------------|-------|------|
| 生产者物价指数变化百分之一 | | |
| 外国收入 | -0.31 | -4.6 |
| 收益 | -0.23 | -3.4 |
| 规模 | -0.15 | 2.2 |
| 领先指标变化百分之一 | | |
| 盈余 / 价格 | 0.22 | 3.2 |
| 财务杠杆 | -0.16 | 2.3 |
| 劳力密集度 | 0.16 | 2.3 |

资料来源：同表 29.2.5

领先指标同样提供一种有趣的判断方法。如果领先指标在过去一年内转强，特别是经济萧条的复苏，那么高财务杠杆比率的公司和劳动密集型企业将有可能表现良好。典型地，在领先指标即将转好的经济萧条期，绝大多数的劳动密集型企业已经进行了成本的削减，它们将轻装迈入新的经济周期并在经济复苏中占据优势。同样地，当领先指标在过去一年转强时，成长股已经有所表现，因此，价值股（低本益比股，较缺乏成长性）将在今年有所

表现。

在上述每一个例子中，我们并非在寻求巧合性的关系，而在寻找有预测性的关系。也许有人会推想，在一个有效率的市场中，这类广泛且可公开获得的讯息已充分融入到股票价格中去了。但有证据显示情况并非如此。

（四）无效率市场

根据实证证据，资本市场看起来并非是有效率的。在即将披露的公开讯息和随后市场的表现之间有足够统计显著性和经济上牢不可破的关系，说明资本市场的收益是可预测的。此一结论不仅适用于资产配置决策的“宏观水平”，也适用于个股（或债券）选择的“微观水平”。我们发现了风险溢酬高低与随后资产组合收益或某类股票收益之间的关系。我们同样发现了经济形势与资本市场收益之间的关系。众所周知的价值取向效应，例如本益比与市价净值比，尽管可能在某些年份里表现不佳，但它们仍将永远是选择股票的好标准。虽然我们没有针对本章中的证据进行研究，但就某种日期效应看来在全球都有高度的显著性，这可以解释为是年终为了缴税所作的安排和（或）为了年终投资组合的“美化账面”所造成的结果。

理论显示，理性的投资人应可准确地综合考虑有关个股和市场价格的所有公开现成讯息，对资本市场进行有效地估价。如果资本市场是无效率的，那也就表示投资人并非是完全理性的，投资人的实利不仅仅是财富的函数，投资人有不同的风险或承担偏好，或者投资人并不倾向于立即综合新的公开讯息来评估资产的价格。

金融行为学构成了市场无效率的重要理论基础：投资人倾向于回避可预见的风险，但可预见的风险并不一定等于资本资产定价模型中所考虑的“可分散风险”。风险预见的根源深植于人类的情绪之中，我们是渴望赞同并与他人分享共识的社会动物。因遵循传统而失败的痛苦比因违背传统而失败的痛苦来得轻。因此，投资人更愿冒因遵循传统而失败的风险，而不愿冒违背传