

“惯性策略”的理论及实证研究综述^{*}

叶伟芳, 吴超鹏

(厦门大学 管理学院, 福建 厦门 361005)

[摘要] Jegadeesh 和 Titman (1993) 发现惯性策略 (momentum strategy) 即买入近期股价上涨的股票, 卖出近期股价下跌的股票, 这种利用历史信息的投资策略可以获得显著的超常收益。本文首先刻画了惯性策略的发展演变过程, 然后评述了行为金融和有效市场学派在学术论战中所提出的立场观点、理论模型和实证证据, 最后笔者回顾了国内在这一研究领域的最新进展。

[关键词] 惯性策略; 行为金融学; 有效市场假说

[中图分类号] F830.91

[文献标识码] A

[文章编号] 1004-5465 (2005) 05-033-04

A Survey of the Theoretical and Empirical Researches on Momentum Strategies

YE Wei-fang, WU Chao-peng

(School of Management, Xiamen University, Xiamen 361005, China)

[Abstract] Jegadeesh and Titman (1993) documents that the momentum strategies of buying the stocks that have performed well in the past and selling the stocks that have performed poorly in the past generate significant positive returns. Supporters of both “efficient market hypothesis” and “behavioural finance” have developed a controversy on how to explain this phenomenon. This paper outlines the researches on momentum strategies, and then reviews the standpoints, theoretical models and empirical studies which have been proposed by “efficient market hypothesis” and “behavioural finance”. Finally, we review the condition of the researches on momentum strategies in China.

[Key words] momentum strategy; behavioural finance; efficient market hypothesis

一、惯性策略的发展与演变

1970年,美国芝加哥大学著名教授 Fama 提出了有效市场三种形式的假说,其中以弱式效率为特征的市场上,资产应该反映所有历史信息,意即人们不可能从历史信息中获得高于市场水平的超常收益。但是, Jegadeesh 和 Titman (1993) 却发现了“惯性策略”可以利用历史信息获得超过市场平均水平

的收益。所谓“惯性策略”是指购买以前 3~12 个月内价格上升的股票 (赢家组合), 而卖出以前 3~12 个月内价格下跌的股票 (输家组合) 的交易策略。采用这一策略对美国股票市场 1965~1989 年期间进行检验, 发现接下来 3~12 个月的持有期间内产生显著的正的超常收益。譬如基于过去 6 个月的收益率, 买入赢家组合, 卖出输家组合, 在接下来 6 个月持有期可以实现年平均超常收益 12.01%。而

* [收稿日期] 2005 - 06 - 30

[作者简介] 叶伟芳 (1982 -), 女, 福建人, 硕士研究生, 从事证券投资研究; 吴超鹏 (1979 -), 男, 福建人, 博士研究生, 从事证券投资研究。

Jegadeesh和 Titman (2001)再次证实惯性策略所获取的超常收益并未随着投资者利用这一投资策略进行套利行动而消失,该策略所产生的超常收益在 90年代仍然存在,表明他们 1993年发现的这一投资盈利策略并非来自于“数据挖掘”(Data Snooping)。惯性投资策略的获利性进一步被来自美国以外的其他国家的证券市场的实证研究所证实。Rouwenhorst (1998)对 12个欧洲国家实证研究发现,惯性策略所产生的超常收益都显著大于零。

自 Jegadeesh和 Titman (1993)以后,西方的学者不断探索各种可以藉之获得超常收益的惯性投资策略。首先,Chan, Jegadeesh和 Lakonishok (1996)将惯性策略分成两类:一是利用过去股票收益率信息来买入过去收益率最高的公司的股票,卖出过去收益率最低的股票,称为“价格惯性策略”;二是利用已公布的意外盈余信息,买入意外盈利的公司股票,卖出意外亏损公司的股票,称为“盈余惯性策略”。接着, Lee和 Swaminathan (2000)表明用股票过去的交易量可以预测价格惯性策略所产生的超常收益的大小及持续时间,因为交易量可以衡量投资者对股票的关注程度,并且与股价对信息的反应速度有关,低交易量的股票,股价易被市场低估,未来收益较高;相反地,高交易量的股票,股价易被市场高估,未来收益也就较低。因此这种基于过去股票交易量和收益率的惯性策略可称为“交易量价格惯性策略”。最后, Moskowitz和 Grinblatt (1999)发现,赢(输)家组合的股票一般集中在同一行业中,因此他们提出了新的惯性策略,即买入近期股价上升的行业的股票,卖出近期股价下跌的行业的股票,称为“行业惯性策略”。

二、行为金融学与有效市场假说的论战

惯性策略所产生的超常收益如此的引人注目,其产生原因一时成为理论界争论的焦点,总结起来大体有两大流派:一是行为金融学派,认为该“异象”是投资者决策过程的各种心理偏差引起的;而另一派则是有效市场假说(Efficient Markets Hypothesis),认为收益与风险相互匹配,任何可以获得超常收益的投资策略都必须承担相应的风险。

1. 行为金融学派的解释

早在 1993年 Jegadeesh和 Titman实证发现惯性策略超常收益时,他们就认为,股票收益的惯性是投资者对个股信息的反应不足(Under-reaction)引起的,即未涨的必定要补涨,未跌的必定要补跌。Chan, Jegadeesh和 Lakonishok (1996)的实证研究也表明,惯性策略的超常收益可以部分解释为投资者对意外盈余信息的反应不足,但是价格惯性策略与盈余惯性策略所利用的信息集是不同的,两个信息集有交集但不能互相包含。

然而,值得指出的是,更早之前, DeBondt和 Thaler (1985)就发现投资者对信息会产生“过度反应”(Over-reaction),因为他们发现“反转策略”——买入以前 3~5年内收益率最低的输家组合,卖出以前 3~5年内收益率最高的赢家组合——可以获得显著的超常收益。二者分歧在于:如果市场对信息反应不足,那么就会呈现“赢者恒赢,输者恒输”的现象,惯性策略就可获得超常收益;而如果市场对信息反应过度,那么就会呈现“赢者转输,输者转赢”的现象,反转策略就可获得超常收益。近年来,行为金融学为了把反应不足和反应过度这二种相反的现象统一起来分析,提出了三个行为金融模型。

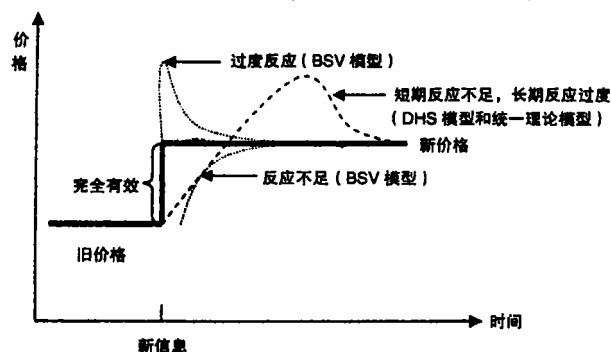
(1) Barberis, Shleifer和 Vishny (1998)的 BSV模型。BSV模型假设上市公司盈余是遵循随机游走过程的,然而投资者在预测盈余时却认为盈余存在两种变化模式。如果盈余不断反复变动,盈余增加与盈余减少交替出现,投资者就会认为是模式 1 决定盈余,即认为未来盈余是均值回复(Mean-reverting)的。这种情况下,投资者对当期公布的盈余信息就会反应不足,因为当期盈余增加,下期就会减少;而当期盈余减少,下期就会增加,所以没必要对当期盈余增减的信息做出相应的反应,此即保守性心理偏差(Conservatism Bias);相反,如果经历了一系列连续的盈余同向变动,即盈余连续增加或连续减少,投资者又会认为是模式 2 在决定盈余,即未来盈余与目前盈余具有相同变动趋势,从而错误地推断趋势,引起对同向信息的过度反应,此即代表性心理偏差(Representativeness bias)。投资者在一段时间内认为是模式 1 在决定盈余变动,另一段时间又认为是模式 2 在决定盈余变动,而这两种模式的转化遵循“贝叶斯法则”,因此投资者不断根据新信息来修正自己的判断。

(2) Daniel, Hirshleifer和 Subrahmanyam (1998)的 DHS模型。DHS模型也认为代表性投资者存在两种心理偏差:一是“过度自信”(Overconfidence),对私人信息精确性过分相信,相反地对公开信息反应不足,高估了自己的预测能力;二是“有偏差的自诩”(Biased self-attribution),即当私人信息与公开信息相一致时,投资者自信心倍增,而当相反时,自信心动摇,将预测成功归功于自己,而将预测失败推诿于外部因素。由于两种心理偏差,开始时投资者会对自己拥有的私人信息产生过度反应,当公开信息公布时,如果与私人信息不一致,投资者会低估公开信息的重要性;如果一致,便会诱发更进一步的过度反应。正是这种“持续的过度反应”引起短期内股票价格的惯性。但是这种价格惯性长期内必定会因越来越多的与私人信息不一致的公开信息的公布,而逐渐反转回基本价值。

(3) Hong和 Stein (1999)的统一理论模型。统一理论模型则假设市场包含两种类型的投资者:

“信息观察者”(News Watchers)和“惯性交易者”(Momentum Traders)。两者都只是“有限理性的”。信息观察者基于他们私自观察到的关于股票未来价值的信息来预测,但他们并不关心股票现在或历史的价格变动。惯性交易者则相反,他们的预测完全依赖于历史价格的变动,而从不注意有关股票基本价值的信息,换句话说,他们只知道买涨杀跌。该理论又假设信息在信息观察者中逐渐扩散,所以短期内信息观察者对新信息会反应滞后,惯性交易者则利用信息观察者对新信息的反应滞后所引起的短期价格惯性进行买涨杀跌,使股价逐渐偏离基本价值,引起对信息的过度反应。然而,在长期内,过度反应的泡沫必然要破裂,引起股票价格的反转。

下图直观地对比了有效市场假说所描述的完全理性投资者对新信息的反应过程和三个行为金融学模型所描述的投资者对新信息非理性的反应过程。从图中还可以看出:三个行为金融学模型各自从不同的角度整合了反应不足与过度反应的理论,BSV模型与DHS模型、统一理论模型区别在于BSV模型认为投资者短期内对新信息有时会反应不足,有时会过度反应。投资者会在这两种反应模式之间转换;而DHS模型与统一理论模型都认为投资者对新信息短期内会反应不足,长期内会过度反应。



有效市场假说和三个行为金融学模型中投资者对新信息的不同反应

对于惯性策略的获利性,三个行为金融学模型的解释也是不同的。BSV模型认为,短期的收益惯性是由于投资者决策过程中的思维定势引起对公开信息的反应不足;DHS模型则将短期的收益惯性归因于投资者对信息的过度反应的短期表现;而统一理论模型则认为,短期的收益惯性开始是因为新信息在投资者中的缓慢传播,一部分投资者由于较晚获得新信息而对其反应滞后,接着惯性交易者的买涨杀跌更进一步促使了收益惯性的延续。

2. 有效市场学派的解释

就在行为金融学日趋完善地提出理论模型,似乎很完整地解释惯性策略收益时,以有效市场假说为基础的学派却一针见血地指出行为金融理论在解释该现象时存在的两个缺陷:一是在Jegadeesh和Titman 1993年发现惯性策略的超常收益以来,投资

界已经广泛地知晓,然而在整个90年代,人们仍然可以通过这种简单的交易策略而获得超常收益(Jegadeesh和Titman, 2001),而不会随着投资者对反应不足效应的套利而消失;二是如果惯性策略收益正如统一理论模型所说的是信息的缓慢扩散引起反应不足所导致的,那么惯性策略的收益在组合形成后一年仍然显著就意味着信息的扩散过程极其的漫长,这似乎不太合理。因此,有效市场假说的支持者尝试从风险溢价角度来解释这一超常收益,即认为想要获得这一超常收益必须承担相应的风险。然而这个“风险”来自何方呢?笔者将文献中提及的“风险源”划分为以下三类:

(1) Fama-French三因素模型中的三类风险因素:系统性风险因素、规模因素、B/M因素。Fama和French(1996)首先验证了惯性策略的收益是否来自于这三类风险,他们采用三因素资产定价模型对惯性策略的超常收益进行风险调整,但经风险调整后,赢家组合收益平均每月仍然比输家组合多出1.74%。

(2) 行业风险因素。Moskowitz和Grinblatt(1999)发现,赢家组合或输家组合的股票一般集中在同一行业中,因此按马克维茨分散投资于不同行业可以分散风险的观点,买入赢家、卖出输家的惯性策略集中投资在某一行业,没有很好地分散风险。然而他们的发现仍可以用行为金融模型来解释,比如依据DHS模型可以认为投资者有可能对某一行业的股票走势过分自信,引起过度反应。而依据BSV模型则可认为投资者因保守性心理偏差而对某一行业的信息反应不足,或者只注意行业的整体走势,而对行业中个别公司的特殊信息反应不足;再者依据Hong和Stein的统一理论模型,在某一行业中,信息的扩散也是缓慢的,一般是行业的领头羊,大公司先披露信息,分析师和投资者依据这一信息对行业走势进行推测,才使这种反应波及同行业的小公司,所以行业中信息也是逐渐扩散到股价中的。

(3) 宏观经济风险因素。Chordia和Shivakumar(2002)认为,惯性策略收益来源于随时间变化的期望回报,即它是对随时间变化的风险的补偿,因此和理性的资产定价理论是一致的,他们的实证研究表明惯性策略的超常收益可以用与经济周期相关的宏观经济因素来解释,因为在经济扩张时期惯性策略收益是正的,而在经济衰退期为负。经过宏观经济风险因素的预测能力的调整之后,惯性策略的超常收益消失了;进一步地,宏观经济风险因素也可以解释Moskowitz和Grinblatt(1999)提出的行业惯性策略的超常收益。然而,由此推断投资者是理性的似乎还为时过早,行为金融学的支持者认为,宏观经济因素的解释能力可能来源于投资者对宏观经济的非理性的过分乐观或悲观。

(4) 横截面收益波动风险。Conrad和Kaul

(1998)表明惯性策略的收益可完全归因于期望收益的横截面波动,而与期望收益的时间序列波动无关。换句话说,赢家组合收益率高于输家组合是因为前者期望收益率较高,无论检验期多长,赢家组合收益都高于输家组合。然而 Jegadeesh 和 Titman (2001)的实证研究却表明组合形成 4~5年后,惯性收益显著为负,输家组合收益反而高于赢家组合,而且进一步研究还发现,Conrad和 Kaul(1998)的模型中对期望收益率波动的估计有错误,当更正这个错误后,惯性收益只有很小一部分归因于期望收益率的横截面波动。

三、国内研究进展

在我国,对惯性策略的研究逐渐受到理论界的重视。王永宏、赵学军(2001)对 1993~2000年间深沪两市 1993年前上市的全部股票进行价格惯性策略的实证分析发现:在所有的检验期间“赢者和输者组合都没有表现出相应的收益惯性,而表现出一定程度的反转”,所以惯性投资策略无利可图。周琳杰(2002)根据 Jegadeesh和 Titman(1993)提出的重叠组合形成期间的抽样方法对 1995~2000年深沪两市的所有上市公司进行价格惯性策略的实证分析发现,组合形成期和持有期皆为一个月的价格惯性策略获利性最为显著,但随着持有期的延长,买入赢家组合、卖出输家组合的差额收益率呈明显的下降趋势。笔者发现,研究方法方面的差异直接导致了不一致的结论。王永宏、赵学军(2001)采用的抽样方法,组合形成期间是非重叠的,而周琳杰(2002)则完全遵照 Jegadeesh和 Titman(1993)采用了重叠组合形成期间的抽样方法,对每一月份都加以检验。

张汉江和马超群(2003)以深市 A股为样本,采用事件研究方法对 2000年中报和年报的公告效应进行检验,发现中国股市不存在显著的盈余惯性现象,并由此认为股市不存在反应不足效应。薛祖云、吴东辉(2004)的研究也表明,中国上市公司 2002年首季季报公布后的 10个交易日内存在显著的盈余惯性现象。张庆翠(2004)采用事件研究方法检验深沪两市上市公司 1999年度到 2002年中期发布的中报和年报,发现盈余公告后 60天内股票收

益与标准化未预期盈余成负相关,即存在与盈余惯性现象相反的“盈余反转现象”。

值得一提的是西方学者 Chan, Jegadeesh和 Larkonishok(1996)对比了价格惯性策略和盈余惯性策略的获利能力与获利机制,而国内的学者吴世农和吴超鹏(2003)也以中国股市的样本对两种惯性策略的获利性加以检验和对比,他们的实证研究发现采用价格惯性策略,即买入前 6个月高收益率的股票组合而卖出前 6个月低收益率的股票组合,在组合形成后一年内可获得显著的差额收益;而采用盈余惯性策略,即买入意外盈利的股票组合而卖出意外亏损的股票组合,在组合形成后半年内可获得显著的差额收益。

注 释:

“数据挖掘”:即从一组数据中得出既无理论意义又不能简单推广的规律或结论。

周琳杰(2002)的“动量策略”即本文的“价格惯性策略”。

阮奕等(2003)一文所指的收入公告效应即是本文的盈余惯性现象。

参考文献

- [1]王永宏,赵学军.中国股市惯性策略和反转策略的实证分析[J].经济研究,2001,(6).
- [2]吴世农,吴超鹏.我国股票市场“价格惯性策略”和“盈余惯性策略”的实证研究[J].经济科学,2003,(4).
- [3]周琳杰.中国股票市场动量策略赢利性研究[J].世界经济,2002,(8).
- [4]张庆翠.我国股票市场对定期报告的延迟反应异象研究[J].经济科学,2004,(2).
- [5]阮奕,张汉江,马超群.深市 A股收入公告效应的实证研究[J].系统工程,2003,(2).
- [6]薛祖云,吴东辉.信息过载是否影响投资者对公开信息的使用[J].会计研究,2004,(6).
- [7]Barberis, N., Shleifer, A. and Vishny, R. A Model of Investor Sentiment[J]. Journal of Financial Economics, 1998, (3).
- [8]DeBondt, W., and Thaler, R. Does the Stock Market Overreact? [J]. Journal of Finance, 1985, (5).