

基于中美股市的动量与价值效应混合策略研究

王 朔¹, 朱勇珍¹, 徐步云², 何小灵¹

(1. 浙江科技学院 理学院, 杭州 310023; 2. 浙江工商大学 金融学院, 杭州 310018)

摘 要: 为改善单一的基于动量效应或价值效应的投资策略波动率高或收益低的问题,以沪深300市场与美国标普500市场为研究对象,在修正幸存者偏差等问题的基础上,分析单一的价值投资策略与动量策略的有效性,并构建“叠加”混合与“有机”混合这两种不同结合方式的策略。研究结果显示,在沪深300市场中,价值投资策略在不同持有期均可获得超额收益,动量策略在持有期为1个月时具有较高的超额收益,但波动率也较高,两种混合策略在拥有相对较高收益率的同时,均能有效降低波动率、提高夏普比率;而在标普500市场中,价值投资策略与混合策略均是失效的。通过对比分析中美市场的货币环境可知,美国的长期低利率和量化宽松政策降低了价值投资的效果,而中国稳健的货币政策有利于股市的价值发现,进而使混合策略的有效性得到充分体现。本研究结合行为金融学和社会心理学对投资策略的形成机理进行分析,可为投资者提供理论参考。

关键词: 价值效应; 动量效应; 混合策略; 中美股市比较; 集群社会心理

中图分类号: F830.59

文献标志码: A

文章编号: 1671-8798(2022)04-0338-09

Research on hybrid strategy of momentum and value effect based on Chinese and American stock markets

WANG Shuo¹, ZHU Yongzhen¹, XU Buyun², HE Xiaoling¹

(1. School of Sciences, Zhejiang University of Science and Technology, Hangzhou 310023, Zhejiang, China;

2. School of Finance, Zhejiang Gongshang University, Hangzhou 310018, Zhejiang, China)

Abstract: In response to the problem of high volatility or low return of a single investment strategy based on momentum effect or value effect, CSI 300 market and S&P 500 market were taken as the research object to analyze the effectiveness of the single value investment strategy and momentum strategy on the basis of correcting data problems such as survivor deviation, constructing “superposition” hybrid strategy and “organic” hybrid strategy, two strategies differing in combination methods. The results show that in the CSI 300 market, the value

收稿日期: 2021-08-10

基金项目: 国家自然科学基金项目(11774311)

通信作者: 何小灵(1976—),男,江西省赣州人,教授,博士,主要从事金融大数据研究。E-mail: hexiaoling@zust.edu.cn。

investment strategy can obtain excess returns in different holding periods, and the momentum strategy has higher excess returns when the holding period is one month, but with high volatility, and those two hybrid strategies can effectively reduce the volatility and improve the sharp ratio while having relatively high returns; however, in the S&P 500 market, both value investment strategy and hybrid strategy are ineffective. Through the comparative analysis of the monetary environment in the Chinese and American markets, it can be seen that U. S. A's long-term low interest rate and quantitative easing policy reduces the effect of value investment, while China's prudent monetary policy is conducive to value discovery of the stock market, which fully reflects effectiveness of the hybrid strategy. Combined with behavioral finance and social psychology, this research analyzes the formation mechanism of investment strategy to provide theoretical reference for investors.

Keywords: value effect; momentum effect; hybrid strategy; comparison of Chinese and American stock markets; cluster social psychology

在投资业界,价值投资流派与动量技术流派往往属于不同的派别,单一的基于动量效应或价值效应的投资策略其实隐含了一个假设,即二者是相互独立和分割的^[1]。近年来国外研究者开始关注动量效应与价值效应的融合,以构造具有高收益或低风险的混合投资策略。根据 Markowitz^[2]的现代投资组合理论,一组证券如果不是完全正相关,理论上可通过分散投资,找到在风险既定的情况下,能够创造更高期望收益的投资组合。Asness^[3]最早提出,价值与动量相结合的二维投资策略能有效提高投资组合的收益。此后,研究者对动量效应、价值效应及混合投资组合的综合表现展开探讨。

对于动量效应与价值效应的指标选择及有效性方面的研究,国内外研究者持不同的看法。Fama等^[4]通过市盈率、市净率、市现率、股息率等相对指标,将股票划分为价值与成长投资组合,结果表明全球13个成熟股票市场中有12个股票市场的价值投资组合能带来超额收益。Gary等^[5]利用美国股票数据进行实证研究,结果表明价值股具有较高的收益率,且企业价值倍数是区分度最高的估值指标。杨宏林等^[6-7]通过选取市盈率、市净率等估值指标,验证了中国A股市场具有价值效应。动量效应最早由Jegadeesh等^[8]提出,他们构建了不同形成期与持有期的动量交易策略,研究发现此策略能带来显著的超额收益。Fama等^[9]的研究发现除了日本之外,北美、欧洲及亚太地区的股票市场均具有动量收益。高秋明等^[10-12]在中国A股市场也发现了中短期的动量效应。然而,Vogel等^[13]通过实证研究发现,单一的价值股与动量股具有较高的期望收益率,但波动率也极高,若在包含价值股的投资组合中纳入动量效应,当标准差既定时,该混合投资组合的期望收益率大幅提高。Asness等^[14]针对美国、英国等四个地区的股票、指数、外汇等八大类产品构建投资组合并进行测试,结果表明混合投资策略相比于单独使用动量策略或价值投资策略具有更高的回报率与夏普比率。王甜甜等^[15]基于2001年至2011年的中国A股数据,选择低市净率的价值投资组合与动量策略相结合,研究发现混合投资策略可以获得较高的收益率。姜媛媛^[16]基于中国及多个国家2015年之前的股票市场的数据,构建价值、规模与动量三个策略叠加的混合投资组合,研究结果表明混合投资策略改善了动量策略的负偏态,同时降低了风险,提高了夏普比率。通过梳理文献可知,绝大多数研究者主要对单一的基于动量效应、价值效应或简单的混合投资策略进行实证分析,有关混合投资策略在中国股票市场的适用性及其优化的研究较少,并且多数研究者在选取股票数据时,排除了已退市的股票,只研究那些幸存的股票,这会导致研究存在漏洞。鉴于此,本研究以近十年沪深300市场为例,在修正幸存者偏差等问题的基础上,通过分析有效的价值与动量指标,构建两种不同结合方式的混合投资策略,以期在减小波动率的情况下获得更高的收益。为进一步研究策略的适用性,本研究对美国标普500市场也进行了实证检验,并结合中美市场不同的货币政策环境,对策略的可行性进行分析,为投资者提供实践参考。

1 研究设计

1.1 模型设定及指标选取

Joel^[17]的研究发现价值投资组合的收益能够超过市场平均水平,但实际上该方法选择的股票能高于市场平均水平的不超过一半,且单一的价值投资策略或动量策略所带来的超额收益在很大程度上是低相关的。基于此,笔者提出两种不同结合方式的混合投资策略,第一种是将价值投资组合与动量投资组合直接结合的“叠加”混合投资策略,第二种是从价值股中选取动量效应启动了的股票,构建“有机”混合投资策略。为了构建最优的混合投资策略,首先需要挑选有效的价值估值指标与动量指标。

对于价值指标的选取,本研究借鉴剩余收益模型(residual income valuation model, RIM),它能够利用财务报表信息解释公司的内在价值,并将每股盈利的预测、每股账面价值、折现率、分红率、息税前利润、净资产收益率等指标的会计数据直接作为估值的变量,因此本研究选取市盈率、市净率、市现率、股息率和企业价值倍数五个最具代表性的相对估值指标来构建投资组合。动量效应又称“惯性效应”,即在过去一段时间内表现较好的股票在未来一段时间仍能保持较好的发展趋势。价格动量是技术分析的特殊形式,通常认为股票在中短期(1~12个月)内具有价格动量特征,因此本研究选取1个月、3个月、6个月、9个月、12个月的形成期作为价格动量因子。

1.2 数据选取与处理

由于沪深300指数反映了沪深市场的整体走势,其成分股质量高、流动性好,具有较好的代表性,因此本研究股票研究标的选自沪深300成分股的日线行情数据,同时选择沪深300指数的收益作为基准收益。美国股票市场的研究标的则为标普500成分股,并将标普500指数的收益作为基准收益。国内外研究者在对策略进行回测时,只研究了幸存者,往往忽视停牌退市或被剔除指数的股票,若数据库中没有包括它们,便会夸大投资者实际操作可能获得的收益。而在实际中,投资者买入股票时无法分辨哪些会退市。因此在回测时,本研究选取的股票样本充分考虑了已经退市的股票及成分股名单更替的情况,并根据调仓时间设定多个股票池。研究区间设定为2011年1月1日至2021年1月1日,并对有缺损值及异常值的数据进行清洗,经过筛选,沪深300成分股中符合条件的样本股票共634只,标普500成分股中符合条件的样本股票共707只。数据来源于Wind金融数据库。

1.3 投资组合构建

本研究投资组合的股票数量设定为10只。为了保证研究的结果具有可行性,挑选出市值较大且在现实交易中流动性也足够好的前100只股票。采用Lakonishok等^[18]提出的投资组合构建方法,从样本股票中挑选各指标为正的股票,由小到大排序并划分成10个投资组合,再选取市盈率、市净率、市现率和企业价值倍数数值最小的和股息率数值最大的一组股票为价值股,构建价值投资组合;根据不同形成期的价格动量因子的计算结果进行排序,选取数值最大的一组股票为动量股,构建动量投资组合。

在分析价值股和动量股的基础上,笔者构建了两种不同结合方式的混合投资组合。第一种策略是从价值投资组合与动量投资组合中分别选取综合表现较好的5只股票,构建“叠加”混合投资组合;第二种策略是从样本股票中选取50只基本面表现较好的价值股,再从中挑选价格动量因子排名前10的股票,构建“有机”混合投资组合,以此筛选出既被低估,又存在上涨趋势潜力的优质股。为了挑选最优的投资组合,本研究设定形成期为 J 个月($J=1,3,6,9,12$),持有期为 K 个月($K=1,3,6,12$)。对于动量策略,构建多个 (J,K) 投资组合。再平衡时,对投资组合进行等权重调整。

1.4 策略回溯测试流程

为了保证策略的实证分析结果更切合实际,本研究选取基于Python的Backtrader量化交易框架对策略进行历史回测,并考虑了交易费用。回溯测试的实现步骤如下:第一,从Wind金融数据库获取成分股名单及各指标数据;第二,对获取的数据进行清洗,并参考变化的沪深300成分股名单设定多个不同的股票池,以此解决幸存者偏差问题;第三,根据不同策略的构建方法来挑选股票以形成相应的投资组合;

第四,在不同持有期内,对投资组合进行等权重调整;第五,计算各个策略的评价指标。策略回溯测试流程如图1所示。

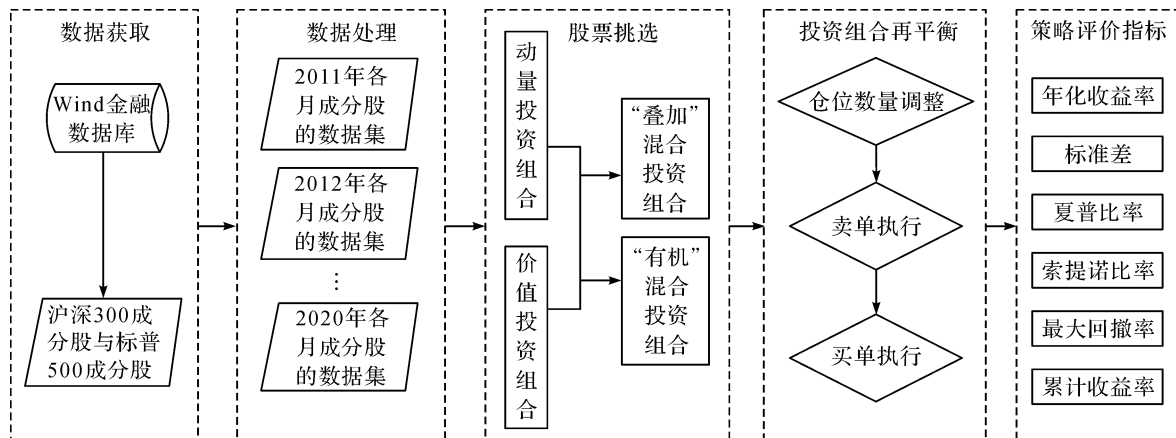


图1 策略回溯测试流程

Fig. 1 Investment strategy backtracking testing process

2 实证分析

2.1 基于沪深300市场的实证分析

2.1.1 价值投资组合分析

根据价值投资策略的构建方法,针对5个估值指标与4个不同持有期,本研究构建20个投资组合来检验价值投资策略在近十年沪深300成分股中的适用性,综合评价结果见表1。由表1可知,在收益方面,各个估值指标构成的投资组合在不同持有期的年化收益率均高于沪深300指数的年化收益率(5.13%),其中市盈率组合、股息率组合与企业价值倍数组合在持有期为1个月时的表现最好,市净率组合与市现率组合在持有期为3个月时的表现最好,年化收益率最高的是市盈率组合,达到了11.39%。在风险方面,市盈率组合、市净率组合及股息率组合均有较低的标准差与最大回撤率,而市现率组合与企业价值倍数组合的最大回撤率较高,但是所有投资组合的最大回撤率均低于沪深300指数的最大回撤率(46.68%)。夏普比率是衡量收益与风险的综合指标,持有期为1个月的市盈率组合的夏普比率最高,达到了0.64,其索提诺比率也是最高的;持有期为6个月的企业价值倍数组合的夏普比率虽是最底的,但仍然高于沪深300指数(0.34)。由此可知在近十年沪深300市场中,价值投资策略是有效的,且具有较好的适用性。

表1 基于沪深300市场的价值投资策略的综合评价

Table 1 Comprehensive evaluation of value investment strategy based on CSI 300 market

估值指标	持有期/月	年化收益率/%	标准差/%	夏普比率	索提诺比率	最大回撤率/%	累计收益率/%
市盈率	K=1	11.39	20.96	0.64	0.97	-31.41	190.07
	K=3	10.66	21.03	0.60	0.92	-31.32	175.28
	K=6	9.98	21.18	0.57	0.86	-33.06	158.83
	K=12	10.17	20.85	0.59	0.88	-33.04	163.42
市净率	K=1	9.16	21.04	0.54	0.79	-34.26	140.23
	K=3	10.31	21.09	0.59	0.88	-33.10	166.81
	K=6	8.77	21.21	0.52	0.76	-36.50	131.73
	K=12	8.47	20.69	0.51	0.75	-35.31	125.51
市现率	K=1	9.62	23.35	0.52	0.78	-36.83	150.40
	K=3	10.18	24.30	0.53	0.80	-36.72	163.67
	K=6	8.53	24.23	0.47	0.70	-36.09	126.76
	K=12	7.01	21.91	0.43	0.64	-39.67	96.77

表 1(续)

估值指标	持有期/月	年化收益率/%	标准差/%	夏普比率	索提诺比率	最大回撤率/%	累计收益率/%
股息率	K=1	9.78	19.50	0.59	0.86	-32.83	154.09
	K=3	9.63	19.45	0.59	0.81	-32.98	150.74
	K=6	8.59	19.70	0.53	0.76	-33.75	128.03
	K=12	8.12	19.78	0.51	0.72	-33.68	118.17
企业价值倍数	K=1	10.22	22.84	0.56	0.79	-39.73	164.46
	K=3	6.91	22.64	0.42	0.60	-39.96	94.46
	K=6	6.61	23.27	0.40	0.57	-42.19	89.67
	K=12	9.05	23.97	0.49	0.71	-44.82	137.67

2.1.2 动量投资组合分析

本研究基于沪深 300 成分股近十年的数据,采用价格动量的计算方法构建多个动量投资组合,检验动量策略在沪深 300 市场中的适用性,综合评价结果见表 2。由表 2 可知,在 20 个动量投资组合中,有 9 个组合的年化收益率高于沪深 300 指数的年化收益率。在风险方面,动量投资组合的标准差与最大回撤率均较高,其中投资组合(1,6)的标准差相对最小,但其最大回撤率也达到了 45.52%。从不同形成期角度来看,动量形成期为 3 个月的投资组合整体表现较好。从不同持有期角度来看,持有期为 1 个月的投资组合相对而言表现较好,持有期为 12 个月的投资组合整体表现较差。以收益较高的动量投资组合(9,1)为例,该组合的年化收益达到了 15.92%,比沪深 300 指数高出 10.79%,但是较高的标准差与最大回撤率使得该策略的夏普比率仅为 0.68。这表明动量投资策略在沪深 300 市场具有一定的适用性,但在风险控制方面还有待改进。

表 2 基于沪深 300 市场的动量策略的综合评价

Table 2 Comprehensive evaluation of momentum strategy based on CSI 300 market

投资组合	年化收益率/%	标准差/%	最大回撤率/%	夏普比率	投资组合	年化收益率/%	标准差/%	最大回撤率/%	夏普比率
(1,1)	6.85	28.34	-61.43	0.38	(1,6)	6.07	25.75	-45.52	0.37
(3,1)	10.73	28.93	-64.84	0.51	(3,6)	7.37	27.09	-51.60	0.41
(6,1)	13.14	28.03	-49.11	0.60	(6,6)	0.33	27.50	-72.22	0.15
(9,1)	15.92	28.44	-58.42	0.68	(9,6)	5.36	26.57	-57.25	0.34
(12,1)	15.37	28.20	-61.32	0.67	(12,6)	3.69	27.08	-65.01	0.27
(1,3)	0.80	27.22	-52.80	0.17	(1,12)	3.91	26.82	-53.52	0.28
(3,3)	6.51	28.57	-58.28	0.37	(3,12)	4.50	28.44	-57.98	0.30
(6,3)	2.05	27.88	-63.24	0.22	(6,12)	-1.15	29.10	-66.29	0.10
(9,3)	3.59	27.39	-60.42	0.27	(9,12)	4.12	27.70	-57.94	0.29
(12,3)	1.84	26.96	-65.01	0.21	(12,12)	3.88	27.27	-60.19	0.28

2.1.3 价值与动量的混合投资组合分析

根据以上基本面策略与技术策略的分析,笔者将构建“叠加”混合策略与“有机”混合策略,并对其进行实证检验。考虑到投资组合在年化收益率、最大回撤率与夏普比率等方面的综合表现,选取持有期为 1 个月的价值股与动量股构成两种混合投资组合,其中价值股选取综合表现较好的市盈率作为估值指标。夏普比率表示策略每承受一单位总风险所产生的超额报酬,是一个综合评价指标,不同策略在不同动量形成期的夏普比率结果如图 2 所示。由图 2 可知,在动量形成期为 3 个月、6 个月、9 个月和 12 个月时,“叠加”混合策略的夏普比率均高于单一的价值投资策略或动量策略,而“有机”混合策略则在动量形成期为 6 个月和 9 个月时拥有较高的夏普比率。这表明两种混合策略均有较好的改善效果。

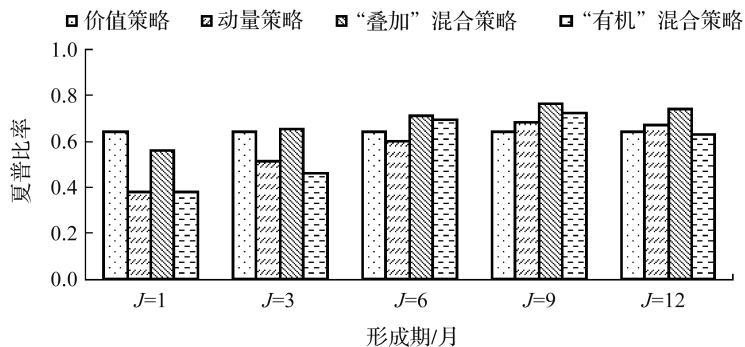


图2 基于沪深300市场的不同策略的夏普比率结果

Fig. 2 Sharp ratio results based on different strategies in CSI 300 market

以动量形成期为6个月、持有期为1个月的各投资组合为例,对不同策略的投资绩效进行对比分析,结果见表3。由表3可知,在收益方面,本研究构建选取的四个投资策略的累计收益率均高于沪深300指数的累计收益率。其中,“叠加”混合投资策略的年化收益率为13.03%,其标准差为20.93%,较高的回报和略低的波动率使得该策略的夏普比率为0.71,优于价值投资策略的0.64和动量投资策略的0.6;“有机”混合投资策略的年化收益率为14.26%,高于价值投资策略的11.39%与动量策略的13.14%,该策略的标准差与最大回撤率略偏高,但它依然拥有高于价值与动量投资策略的夏普比率与索提诺比率,说明每承受一单位风险,混合投资策略能带来更高的回报。基于沪深300市场的不同策略的累计收益率如图3所示。由图3可知,四个投资策略均有较高的累计收益率,但是混合投资策略整体波动更小。由此表明“叠加”混合策略与“有机”混合策略在近十年沪深300成分股中存在一定的适用性,均比单一的价值策略或动量策略有更好的表现,它在拥有相对较高的收益水平的情况下,能够降低风险,提高夏普比率,具有较好的改善效果。

表3 基于沪深300市场的不同策略投资绩效的对比分析

Table 3 Comparative analysis of investment performance of different strategies based on CSI 300 market

投资策略	年化收益率/%	标准差/%	夏普比率	索提诺比率	最大回撤率/%	累计收益率/%
价值投资策略	11.39	20.96	0.64	0.97	-31.41	190.07
动量策略	13.14	28.03	0.60	0.86	-49.11	266.16
“叠加”混合策略	13.03	20.93	0.71	1.03	-37.99	262.31
“有机”混合策略	14.26	24.47	0.69	1.01	-39.53	306.01
沪深300指数	5.13	22.86	0.34	0.47	-46.68	64.94



图3 基于沪深300市场的不同策略的累计收益率

Fig. 3 Cumulative returns of different strategies based on CSI 300 market

2.2 基于美国标普500市场的实证分析

通过采取同样的投资策略构建方法,对近十年的标普500成分股进行实证检验,结果发现不同策略

的表现与其在沪深 300 市场中有所不同。在标普 500 市场中,市盈率、市净率等 5 个不同低估值指标构成的价值投资组合在不同持有期均未获得超额收益,结果如图 4 所示;对于动量投资组合,仅有(1,1)、(1,3)、(12,1)三个投资组合没有获得超额收益,其他投资组合在不同形成期与不同持有期均获得了超额收益,从不同持有期的角度来看,持有期为 12 个月的动量投资组合的表现相对较好,从不同形成期的角度来看,动量形成期为 3 个月与 6 个月的动量投资组合整体表现较好,结果如图 5 所示。

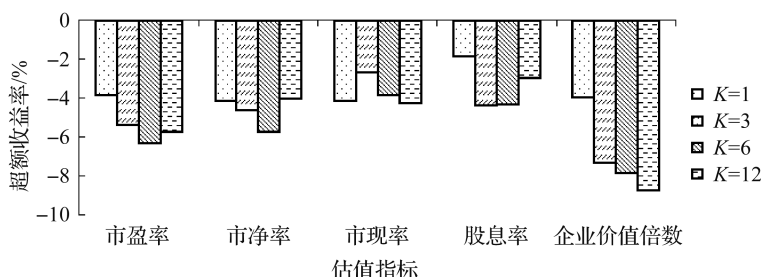


图 4 基于标普 500 市场的价值投资策略的超额收益率

Fig. 4 Excess returns of value investment strategy based on S&P 500 market

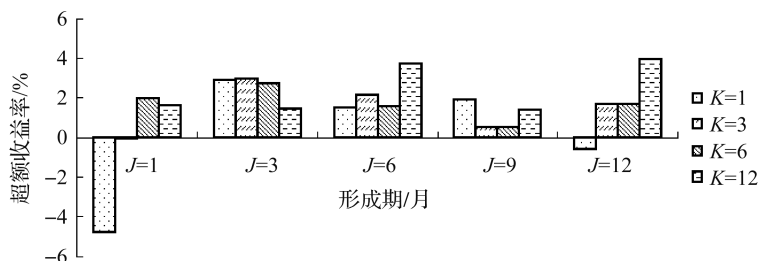


图 5 基于标普 500 市场的动量策略的超额收益率

Fig. 5 Excess returns of momentum strategy based on S&P 500 market

为了便于与中国市场做比较,在标普 500 市场中,本研究选取持有期为 1 个月的价值股与动量股构成两种混合投资组合,其中价值股同样选取市盈率作为估值指标,结果表明两种混合投资策略均表现不佳。以动量形成期为 6 个月、持有期为 1 个月的各投资组合为例,对不同策略的投资绩效进行对比分析,结果见表 4。由表 4 可知,价值投资策略的年化收益率为 7.61%,最大回撤率为 45.95%,较低的收益与较高的波动率使得该策略的夏普比率仅有 0.44,远小于标普 500 指数的 0.72;动量策略不仅拥有较高的收益率,其标准差与最大回撤率也较低;对于两种不同的混合策略,它们的综合表现优于单一的价值策略,却不及单一的动量策略与标普 500 指数。这表明在近十年的标普 500 市场中,动量策略的综合表现较好,价值投资策略的综合表现较差,而“叠加”混合策略与“有机”混合策略也没有较好的改善效果,说明其在标普 500 成分股中不具有适用性。

表 4 基于标普 500 市场的不同策略投资绩效的对比分析

Table 4 Comparative analysis of investment performance of different strategies based on S&P 500 market

投资策略	年化收益率/%	标准差/%	夏普比率	索提诺比率	最大回撤率/%	累计收益率/%
价值投资策略	7.61	22.59	0.44	0.62	-45.95	108.31
动量策略	13.01	18.96	0.74	1.03	-29.18	264.89
“叠加”混合策略	9.21	19.63	0.55	0.75	-36.10	154.17
“有机”混合策略	9.43	17.07	0.61	0.86	-30.38	159.77
标普 500 指数	11.47	17.35	0.72	1.01	-33.81	196.55

2.3 中美股市的经济市场分析

股利贴现模型(dividend discount model, DDM)假设股票价值等于其未来所有股利的贴现值,具体计算公式为 $P = \sum_{i=1}^{\infty} \frac{D_i}{(1+r)^i}$, 其中 P 为股票价值, D_i 为股票在第 i 期的股利, r 为贴现率。由该模型可知, 过高或过低的贴现率都会扭曲股票的公允价格, 从而无法反映其内在价值。近十年中国采取的货币政策

总体来看是积极稳健的,利率相对适度,这种有节制的政策给市场创造了一个中性的流动性环境,有利于股票市场的价值发现,使价值投资的有效性充分体现。而对于近十年的标普 500 市场,价值投资策略的综合表现不佳,结合经济背景可知,长期的低利率是其失效的首要原因。在 2008 年金融危机之后,美国联邦储备系统(简称美联储)实施长期的量化宽松政策以挽救经济衰退,流动性泛滥提升了股票的估值,激励投资者追逐热门股,同时也使得廉价股票的溢价降低,因此价值股长期表现不佳。2020 年初新型冠状病毒肺炎疫情在全球的扩散蔓延,为了刺激经济,美联储推出了无限量的量化宽松^[19],不惜牺牲美国累积了百年的美元信誉,最终巨量的资金蜂拥而入股市中,并没有进入实体经济,热门股进一步被廉价的资金热捧。而中国及时采取了严格的疫情防控措施,并提出“两新一重”的实体建设、税收优惠政策等,保持了国内经济的稳定^[20]。

综合 2.1~2.3 节的分析,在标普 500 市场中,动量策略的表现较好,但价值效应的失效无法为混合投资策略提供相应的基础;而对于沪深 300 市场,稳健的货币政策为价值投资创造了良好的市场环境,价值效应与动量效应的有效结合,使得混合投资策略具有较好的适用性,它们在拥有较高收益的同时,能够降低收益的波动幅度、最大回撤率,并提高了夏普比率与索提诺比率,将表现不佳的时间跨度和下跌幅度降至投资者更容易接受的水平,是更为稳健的投资策略。

3 基于行为金融及社会心理学的理论分析

由实证分析结果可知,在沪深 300 市场中,价值投资策略与动量策略都表现出中短持有期具有更高收益率的现象,说明国内投资者仍存在一定的投机行为。中国股票市场的投资者结构呈现出明显的“散户”特征,散户投资者占投资者总数九成左右,交易量也达到了 80% 以上^[21]。由于缺乏相关金融理论与投资知识,国内投资者的决策往往非理性。行为金融学的研究者认为中国股市是一个非有效的市场,投资者往往存在过度反应、框定依赖等认知偏差^[22],他们对低估值股票的表现过度悲观,导致这些股票的价格被低估,因此价值投资策略可以用来纠正国内投资者对题材概念股的过度炒作,回归股市的真谛——价值发现。社会心理学的研究者认为在信息不确定的情况下,一群情绪激动的投资者会吸引原来无动于衷的旁观者,使他们的情绪也被调动,这种情绪感染相互刺激、相互强化,使投资者丧失理智,模仿他人的决策,最终大家表现出一致的投资行为,这样的集群行为会推高股票价格,使其偏离价值,形成一种正反馈机制^[23]。因此在投资决策中,投资者既需要保持理性,也要理解市场的非有效性,既要进行基本面分析的价值选择,也需基于技术分析解析市场价格的未来趋势。价值与动量相结合的混合投资策略在拥有相对较高收益的同时,能够有效降低收益的波动率,防止仅选择价值组合或者仅选择动量组合而带来的夏普比率较低的状况,这在一定程度上可以缓解投资者的过度恐惧心理。

随着股票发行、上市及上市公司监管的改革和加强,中国上市公司质量得到了很大的提高,市场的风险化解能力也不断提升,但是投资者的有限理性甚至非理性行为在一定程度上加剧了股市的震荡。基于此,提出以下建议:首先,投资者应了解并纠正自身投资的一些心理弱点和非理性投资行为,掌握相关投资理论;其次,要继续完善相关的法规制度,充分发挥市场的自主调节功能,建立证券市场的自修复机制;同时,还要强化对投资者的保护,增加投资者的信心,不断促进国内金融市场体系的良性发展。

4 结 语

本研究在修正幸存者偏差等问题的基础上,对价值投资策略及动量策略在中美股市的适用性进行实证分析,为了优化策略的收益率或波动率,构建两种不同结合方式的策略,即“叠加”混合策略与“有机”混合策略。研究结果表明,在沪深 300 市场中,价值投资策略与动量策略均有一定的适用性,并且两种混合策略在拥有相对较高收益的同时,均能有效降低策略的波动率、提高夏普比率,具有较好的改善效果;然而在标普 500 市场中价值投资策略和混合策略是失效的。笔者通过对比分析中美市场的货币环境,并从行为金融学、社会心理学的视角对不同策略适用的内在机理进行了阐释,为投资者的实际交易提供了一

定的理论参考。后续,笔者将扩大研究范围,进一步研究不同策略在各个行业板块的适用性,同时构建更有针对性的投资策略,以满足投资者的不同需求。

参考文献:

- [1] 赵佳琪,涂序平,李颖慧,等. 动量效应与价值效应:来自中国 A 股市场的经验证据[J]. 现代营销(下旬刊),2020(6):46.
- [2] MARKOWITZ H. Portfolio selection[J]. Journal of Finance,1952,7(1):78.
- [3] ASNESS C S. The interaction of value and momentum strategies[J]. Financial Analysts Journal,1997,53(2):29.
- [4] FAMA E, FRENCH K. Size and book-to-market factors in earnings and returns[J]. Journal of Finance,1995,50(1):131.
- [5] GRAY W, VOGEL J. Analyzing valuation measures: a performance horse race over the past 40 years[J]. Journal of Portfolio Management,2012,39(1):112.
- [6] 杨宏林,崔葵晨,查勇,等. 价值与动量混合策略 DEA 多期限资产组合选择及效率评价[J]. 中国管理科学,2015,23(6):57.
- [7] 季明发,彭浩东. 中国 A 股市场价值投资策略比较:基于 P/E、P/B、P/S 和 M/G 选股指标的实证研究[J]. 商业时代,2013(13):52.
- [8] JEGADEESH N, TITMAN S. Returns to buying winners and selling losers: implications for stock market efficiency[J]. Journal of Finance,1993,48(1):65.
- [9] FAMA E, FRENCH K. Size, value, and momentum in international stock returns[J]. Journal of Financial Economics,2012,105(3):457.
- [10] 徐信忠,郑纯毅. 中国股票市场动量效应成因分析[J]. 经济科学,2006(1):85.
- [11] 高秋明,胡聪慧,燕翔. 中国 A 股市场动量效应的特征和形成机理研究[J]. 财经研究,2014,40(2):97.
- [12] 代瑞鹏. 基于不同市场周期的股市动量效应与反转效应实证研究[J]. 时代金融,2018(15):147.
- [13] VOGEL J, GRAY W. Quantitative momentum: a practitioner's guide to building a momentum-based stock selection system[M]. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.,2016.
- [14] ASNESS C S, MARKOWITZ T J, Pedersen L H. Value and momentum everywhere[J]. Journal of Finance,2013,68(3):929.
- [15] 王甜甜,郭朋. 动量策略、价值策略与收益预测的实证分析[J]. 统计与决策,2014(20):156.
- [16] 姜媛媛. 动量、价值、规模的混合策略研究[D]. 南京:南京理工大学,2017.
- [17] JOEL G. The little book that still beats the market[M]. Bardon: Sandra Dijkstra Literary Agency,2010.
- [18] LAKONISHOK J, SHLEIFER A, VISHNY R W. Contrarian investment, extrapolation, and risk[J]. Journal of Finance,1994,49(5):1541.
- [19] 李奇霖,钟林楠. 美股暴跌的逻辑与次生风险[J]. 中国金融,2020(7):77.
- [20] 张帅.“新基建”新在哪怎样建如何参与? [N]. 东莞日报,2020-06-01(B02).
- [21] 田轩. 中国资本市场三十年:而立之年再出发的几个核心问题[N]. 21 世纪经济报道,2020-12-17(3).
- [22] 邢嘉慧. 基于行为金融学的证券投资分析[J]. 合作经济与科技,2021(10):67.
- [23] 狄诗涵. 社会心理学视角的证券投资策略研究[J]. 全国流通经济,2018(28):100.