



深圳证券交易所



第五届会员单位、基金管理公司研究成果评选

价值投资策略：国际经验与中国实证

A 综合研究类

三等奖

王孝德 彭艳

国泰君安证券股份有限公司



价值投资策略：国际经验与中国实证

摘要

有很多学者和投资家发现价值投资策略 (Value Strategies) 能获得超额收益率。虽然这一现象获得了广泛的认可,但对这一超额收益率的来源和解释却仍然存在很大的争议。一类解释是以 Fama 和 French 为代表的“有效市场假说 (EMH)”的信奉者,他们认为价值股获得的超额收益率只是对其所承受的额外风险的补偿,而这些风险被正统的资本资产定价模型遗漏掉了。另一类解释就是所谓的投资者非理性行为 (Irrational Behavior),他们认为天真的投资者倾向于把过去的成长率向未来外推得太远,价值投资策略正是作为上述天真策略 (Naive strategies) 的反向操作者 (Contrarian) 而取得长期超额收益的。

本文以账面价值/市场价值 (B/M, 也可用 B/P 代替)、盈利/股票价格 (E/P)、分红/股票价格 (D/P) 和现金流量/股票价格 (C/P) 比率来划分价值股和成长股,用中国 1995-2002 年的数据检验了价值投资策略在中国股市的实际表现,并试图在上述解释框架中解释价值投资策略为什么在中国股市能获得很高的超额收益率,主要结论如下:

1、与各国股票市场一样,价值投资策略在中国股票市场也能获得很高的年度超额收益率。在 1995-2002 的 8 年中,基于 BP 比率的价值股组合相对于成长股组合获得了 14.20% 的年度超额收益率,相对于上证指数的年度超额收益率也高达 8.97%,基于 EP 比率的价值投资策略则分别获得了 23.03% 和 14.86% 的年度超额收益率。

2、价值投资策略获得的超额收益率不能由市场风险因素解释,但不能排除可能会有别的风险因素的存在。我们观察到市场把过去的成长率简单外推到未来是基本正确的,在组合构建后,成长股与价值股的市净率差价总体上处于收敛状态,但总的来说,中国股市现有的数据尚不足于验证投资者对价值股和成长股的增长率预期是否正确。无论是非理性行为金融理论还是有效市场理论,对中国股市价值投资策略所获得超额收益率的解释还存在很大的局限性。

3、中国股市市净率差价与未来 6 个月的期望收益率之间表现出较强的负相关关系,我们的结论刚好与成熟市场的相反。这一结论的投资实践含义就是,在成长股对价值股的市净率差价较低时,价值投资策略可以获得一个较高的期望收益率。

一、引言

投资管理人习惯地把股票分为两类，把具有较高的账面价值/市场价值（ B/M ，也可用 B/P 代替）盈利/股票价格（ E/P ）分红/股票价格（ D/P ）或现金流量/股票价格（ C/P ）比率的股票称作价值股，对应地，把比率较低的各种股票称作成长股或魅力股（Glamour stocks）。很多年以来，价值投资策略（Value Strategies）能否战胜市场一直是学者和投资专业人士争论的焦点问题之一。价值投资策略倡议买进价值股，卖出成长股，并认为价值投资策略能战胜市场，其中的账面价值与市场价值比率（ B/M ）是被应用得最为广泛的指标。近年来，随着金融理论文献（特别是行为金融理论）的迅速发展和全球范围内股票交易数据的积累，愈来愈多的金融学者开始关注价值投资策略。运用发达股票市场的实证数据，很多学者发现价值股能获得超额收益率（Fama 和 French（1992,1995,1997）；Lakonishok, Shleifer 和 Vishny（1994）），在新兴市场同样也观察到了价值投资策略的可行性（Fama 和 French（1997）；Hart, Slagter 和 Dijk（2001））。

虽然大多数学者对价值投资策略能获得超额收益率基本上没有异议，但对这一超额收益率的来源和解释却存在很大的争议。总的来说，我们可以简单地把这种争议归为两类：一类是以 Fama - French 为代表的“有效市场假说（EMH）”的信奉者，他们认为价值股获得的超额收益率只是对其所承受的额外风险的补偿，而这些风险被正统的资本资产定价模型（CAPM）遗漏掉了。他们是基于证据得出上述结论的：价值股的收益率方差不能由单一的市场收益率来解释。他们认为多因素定价模型（APT）能够包含价值股所承受的额外风险，可以解释了价值股获得超额收益率（Fama 和 French（1992,1995,1997））。

对价值股超额收益率来源的另一类解释就是所谓的投资者非理性行为（Irrational Behavior）（Lakonishok, Shleifer 和 Vishny（1994）；Porta, Lakonishok, Shleifer 和 Vishny（1997））。LSV 提出了一个著名的反向操作模型（Contrarian Model）：由于许多行为和制度上的原因，对应于其风险和收益特征价值股被低估了，其获得的超额收益是由于投资者的预期错误导致的。具体来说，就是投资者倾向于把过去的成长率向未来外推得太远，而事实上公司的盈利增长模式接近于随机游走，往往只能可靠地预测未来的 1 - 2 年。价值股与成长股估值比率（ B/M 、 E/P 等）之间的巨大差异似乎反映了这样一种预期，即与用过去数据支持的可靠预测相比，价值股与成长股过去成长率之间的差异将持续更长的时间。价值股较高的 B/M 比率意味着投资者认为在未来它们仍将维持较低的盈利增长率。事实上，价值股确实表现出较低的盈利增长特性，但是，与市场的隐含预期相比，其盈利增长率仍然有一定程度的低估，并且其维持的低增长区间也要比市场预期的要短得多。价值股之所以能获得超额收益，是因为市场慢慢认识到价值股的成长率要比原先期望的要高；而成长股则刚好相反，市场慢慢认识到成长股的成长率要比原先期望的要低。这正是“天真的”（Naive）投资者简单地把过去的成长率向未来外推得太远的错误所在，在这个意义上说，价值投资策略正是上述天真策略（Naive strategies）的反向操作者（Contrarian），并取得长期的超额收益。

价值投资策略在中国股市能否也能获得超额收益？如果回答是肯定的，那又是什么原因导致这种超额收益？我们希望已有的基于发达市场和新兴市场的经验和文献能为我们分析上述问题提供一个理论和分析框架。文章结构如下：在接下来的第二部分，我们将进一步罗列和介绍发达及新兴市场价值投资策略所取得的实际业绩和来源解释，以深化我们用以解释和分析中国股市的理论框架和分析工具；在第三部分将介绍我们的数据来源和处理方法；在第四部分我们将详细分析价值投资策略的业绩表现，着重考察在不同市场情形下（牛市或熊市）各个组合的绩效表现；在第五部分，我们将在风险补偿和非理性行为两个层次来解释价值股获得超额收益

的原因；在最后的第六部分将给出我们的结论。

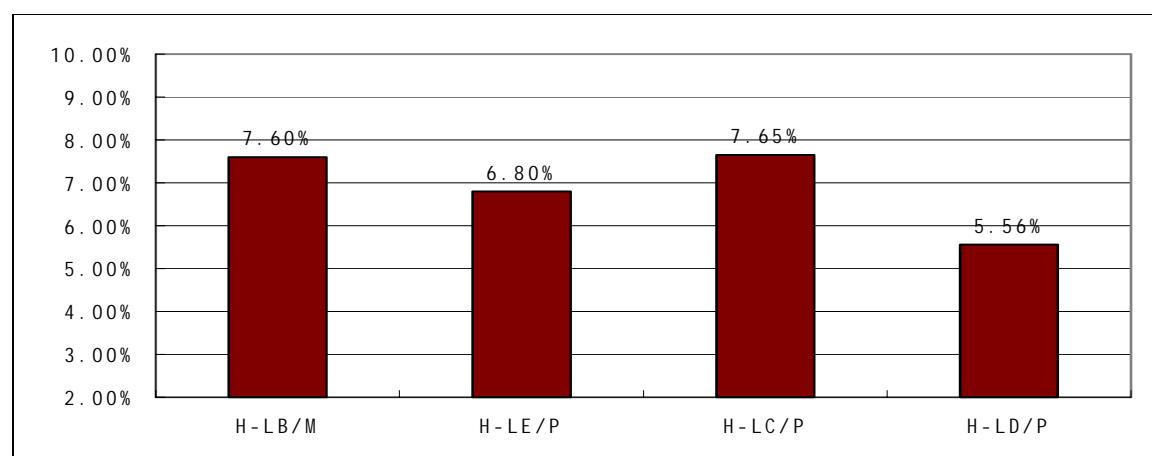
二、价值投资策略的历史绩效和解释框架

有很多文献详细估算了价值投资策略在美国股市、日本股市和新兴场所取得的历史超额收益(Fama 和 French(1997);Hart,Slagter 和 Dijk(2001);Chan ,Hamao 和 Lakonishok(1991))。鉴于国内学术界和投资界对这一主题的研究和探讨尚处于初始阶段，我们先简单地复述价值投资策略所取得的直观的超额收益状况，随后再深入、系统地剖析价值投资策略能取得长期超额收益的原因，以期为我们解释中国股市提供一个解释框架。

1、历史绩效

根据 Fama 和 French (1997) 做的一项研究，在 1975-95 时段，价值股的年度均收益率高出成长股收益率的 7.6%；在 13 个主要成熟市场中，有 12 个市场中价值股的回报率超越了成长股（见图 1、）。

图 1、价值股组合相对于成长股组合的年度超额收益率（成熟市场）



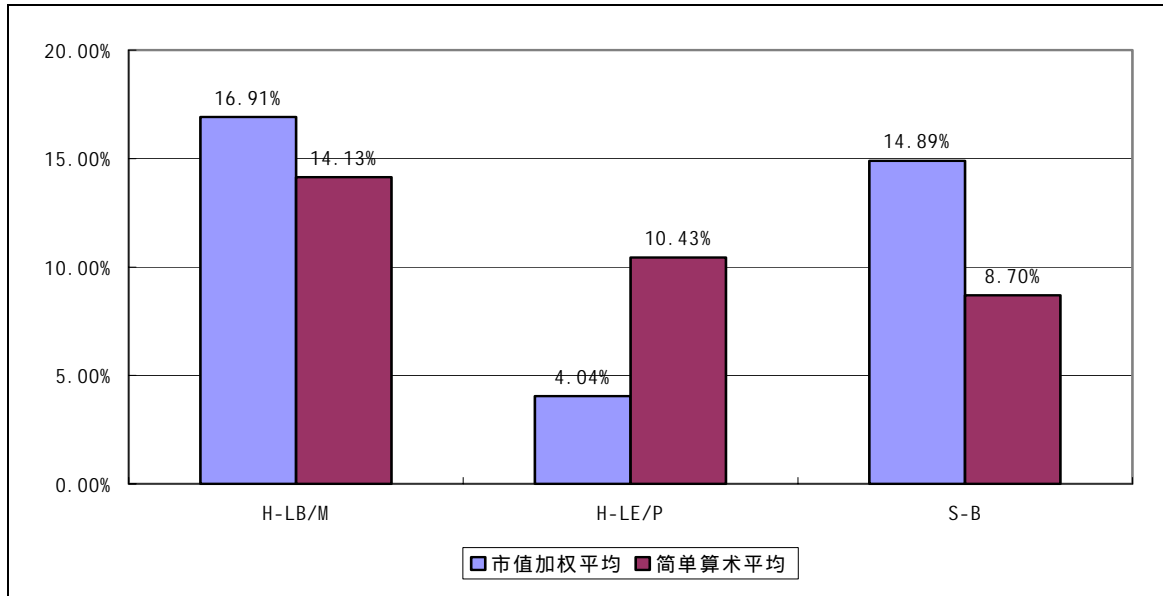
注：H 高，L 低，B 净资产，M 权益市值，E 盈利，P 股价，C 现金流量，D - 股利，
H-LB/M - 高 B/M 组合相对于低 B/M 组合的年度超额收益率，依次类推，下同。

资料来源：Fama and French, 1997, Value versus Growth: the International Evidence, University of Chicago, Working Paper.

成熟市场各个价值股组合相对于成长股组合的年度超额收益率均达到了较高的水平，其中以 B/M 和 C/P 组合取得的超额收益率最高，D/P 组合的超额收益率相对较低，这可能与近年来股息率水平的大幅度下降直接关联。因为股票回购有免税效应，越来越多的公司倾向股票回购，导致市场平均股息率的绝对水平大幅度下降，使得股息率高低作为划分股票类别的指标作用正在弱化。值得注意的是，在各个市场，B/P 和 E/P 的组合价值股相对于成长股都取得了正的超额收益率，而 D/P 和 C/P 组合在各市场间则表现出一定的差异性，很有可能意味着愈是成熟、发达的市场愈看重现金流量指标。

令人振奋的是，不光是在成熟市场，在 16 个新兴市场，价值股组合相对于成长股组合的超额收益率同样被观察到。以市值加权平均计的 B/M 超额收益率高达 16.91%（见图 2、）。

图 2、价值股组合相对于成长股组合的超额年收益率（新兴市场）



注：S-B 为小市值组合相对于大市值组合的超额收益率。

资料来源：同上。

2、已有的解释框架

正如我们在引言中所探讨的，学术界中对价值投资策略所获取的长期超额收益解释上的争论，基本上是在两个层面展开的：其一就是对价值股的风险度量中有没有遗漏掉“基本面风险因素” (Fundamentally Riskier)? 其二就是到底投资者有没有“把过去的成长率向未来外推得太远”？对上述两个问题的回答构成了解释框架的主体内容，学者之间的进一步争论基本上就是沿着这两条主线往前推进的，这实际上正是在金融理论的核心层次上展开的。

Fama 等坚持有效市场理论，认为股票市场总在马可维茨 (Markowitz) 的均值 - 方差模型中理性地定价，证券的预期收益总是与其承受的风险相对等。Fama 等在一个包括市场因素、与市值规模 (Size) 和 B/P 相关的基本面风险因素的多因素资产定价模型中，解释了股票收益率在横截面上的方差 (the Cross-Sectional Variance)，并试图在公司的盈利行为 (Behavior of Earnings) 层次解释价值股与成长股之间的 B/P 比率差异。他们发现，至少在组合构建后的 5 年内，成长股总能维持在一个比价值股高得多的盈利能力 (用净资产收益率衡量)，尽管组合构建后价值股和成长股的盈利增长率有趋同趋势。投资者能无偏地预测公司的盈利增长率，并能对价值股和成长股进行理性地定价 (Fama 和 French (1993,1995))。

行为金融理论学者几乎得到了与有效市场理论相反的结论。Lakonishok 等在提出反向操作模型后对其进行了细致的检验。他们用公司过去的销售收入、盈利和现金流增长率，并用价格与当期盈利和现金流的比率来衡量预期绩效，结果显示，应用各种方法的价值投资策略都得到了超额收益，并且过去的、预期的和真实的未来增长率模式与反向操作模型取得了惊人的一致。他们还分析认为价值股并没有承担“额外的”基本面风险因素。既然价值股没有承担“额外的”基本面风险因素，哪为什么其能取得长期的超额收益率？他们认为，一个可能的解释就是一般投资者根本就不清楚有这么一个事实。当然，他们把更多的可能解释都放在了投资者的非理性行为上，比如，绝大多数投资者往往不能坚持价值投资所要求的长期持有期限要求；机构投资者存在的代理问题 (Agency Problem) 也解释了部分原因：机构投资者总倾向于用魅力股故事去打动他们的客户。

Cohen 等在上述解释框架里走得更远 (Cohen, Polk 和 Vuolteenaho (2001))。他们用一个现值模型 (Present-Value Model) 计量地考察了股票未来 15 年收益率、未来 15 年盈利能力和

B/M 比率的持久特性 (Persistence) 对股票 B/M 比率在横截面上的方差分别解释了多少比例。他们发现, 股票的未来自收益率、未来自盈利能力和 B/M 比率的持久特性 (Persistence) 分别解释了 20%、58%和 26%。如果把 B/M 比率的持久特性归为 15 年后的预期盈利能力, 则可以简化结论: B/M 比率的差量 (Dispersion) 大约有 20%是由于股票预期收益差量导致的, 其余的 80%则是由于股票预期的盈利能力差量导致的。他们进一步指出, 当价值股与成长股之间的 B/M 比率差异较大时, 价值投资策略将获得较大的超额收益率。他们的研究实际上在计量层次上弥补了有效市场理论与行为金融理论在定性层次上的争议, 即可以把由股票预期收益差量导致的 20%部分理解为资本市场的非理性或非效率, 其余的 80%部分归结为理性或有效市场, 从而使我们对价值投资策略所获得的超额收益有了更深刻和全面的理解。

三、数据来源和处理方法

我们分析所用的国内上市公司财务数据和市场交易数据均来自巨灵信息系统。我们分别以 B/P、E/P、D/P 和 C/P 对所有的上市公司进行排序, 得到最前面 30%股票构成的价值股组合和最后面的 30%股票构成的成长股组合, 共 8 个组合。需要说明的是, 现金流量由于受数据可得性的限制, 我们用现金流量表中的“经营性现金流量”来代替, 在排序过程中, 对盈利 (E) 和现金流量 (C) 出现负值的股票, 我们在构建对应的价值股和成长股组合时一律予以剔除, 这可能会导致一定的样本偏差。在构建 D/P 组合时, 由于中国的上市公司分红的比例并不高, 导致我们 30%的选股原则出现了困难, 原因是分红为零的上市公司比例远远超出了 30%, 它们的股息率 (D/P) 均为零, 导致无法排序。为弥补这一缺陷, 我们简单地把股息率排序的前 200 家公司作为价值股, 成长股则选取股息率为零且 E/P 较高的股票, 我们这样做的一个隐含假设就是盈利能力较强的公司才有分不分红的选择。这一假设的直接不良后果可能导致我们的样本公司选择出现偏差。从股息率为零的公司中随机选出对应的 30%的成长股, 可能是解决上述样本选择偏差的有效手段。

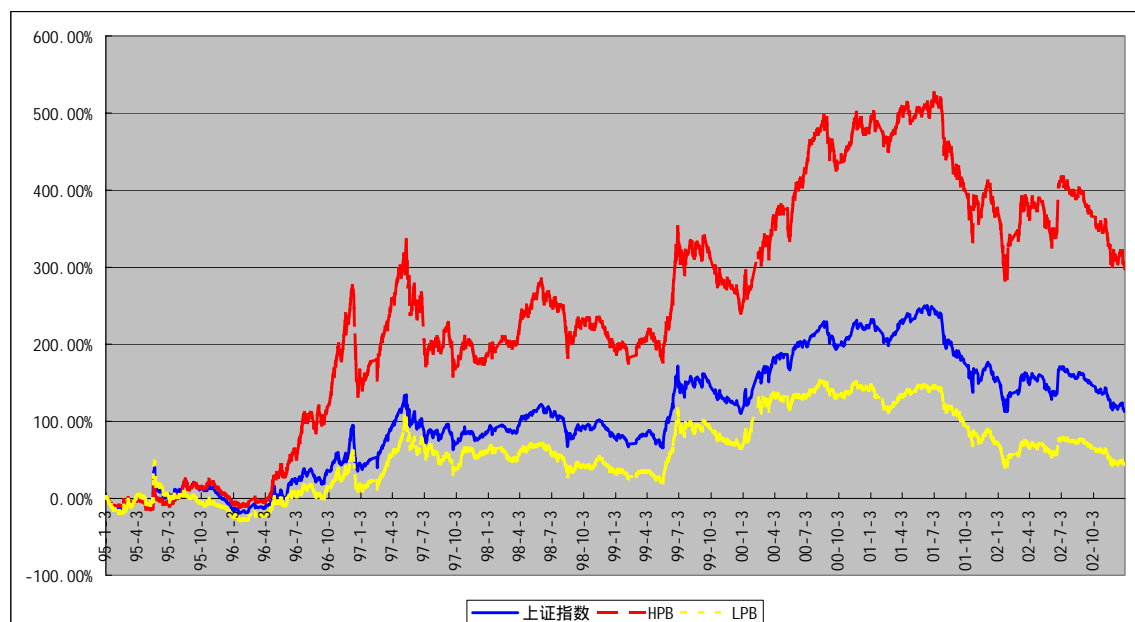
各个指标的计算以上年年报数据为准, 每到新的一年, 我们就根据新的排序来调整各组合的样本。由于年报公布期间为每年的 1 - 4 月, 从数据的完全可得性来看, 把每年 5 月的第一个交易日作为各组合的构建日应该是较为合理的做法。但这样做的一个明显的缺陷就是忽略了股价对会计盈余信息的提前反应效应, 况且各公司的年报是在为期 3 个多月的时间里逐步公布的。我们选择每年的 1 月 1 日为组合的构建日, 实际上是一种事后检验的做法, 因为我们假设上一年的会计信息在当年的 1 月 1 日就能得到。我们这样做有一个隐含假设, 即股票价格在年度报告信息披露之前已经提前反应了会计信息, 这样我们构建的组合才有可能较好地反应当年披露的会计信息。

本报告考察组合表现的时间段为 1995 年 1 月 1 日至 2002 年 12 月 31 日, 其中 C/P 组合由于受数据可得性的限制, 我们只处理了 1999 年 1 月 1 日至 2002 年 12 月 31 日时段。考虑到中国股市在过去 8 年中已经发生的剧烈的数量和结构上的变化及数据的可得性, 我们将样本区间分为两个时段来分析, 1995-2002 整个区间段和 1999-2002 这一区段。

四、中国股市实证结果

1、BP 组合

图 3、基于 BP 比率的价值股和成长股的累计收益率 (1995-2002)



注：HBP 为高 BP 比率的价值股组合，LBP 为低 BP 比率的成长股组合，以下类推。

图 4、基于 BP 比率的价值股和成长股的累计收益率 (1999-2002)

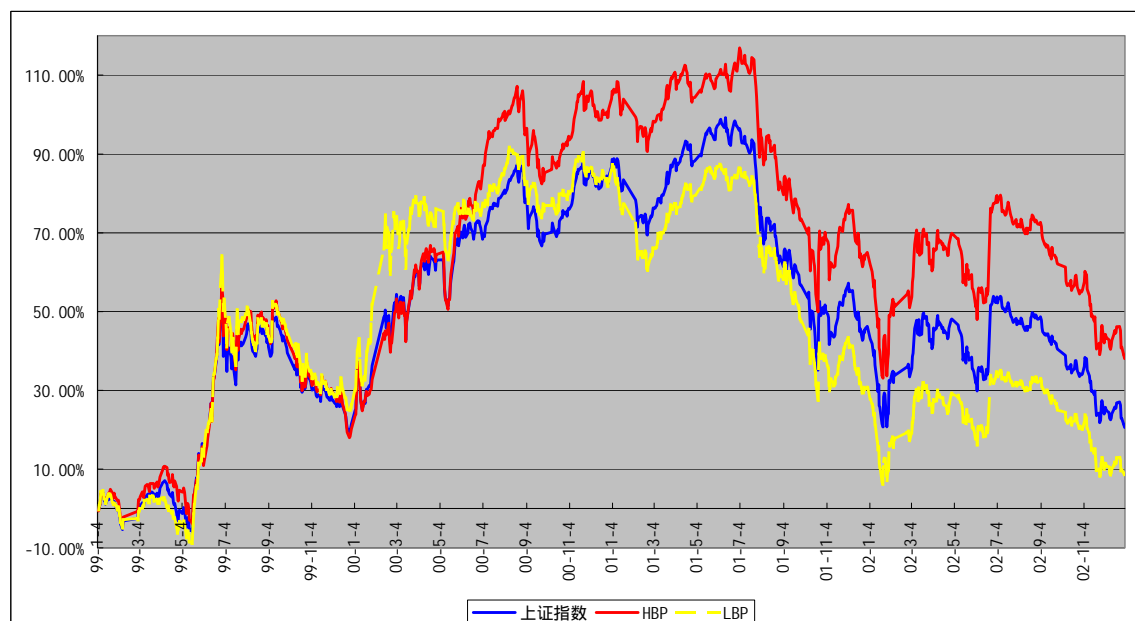
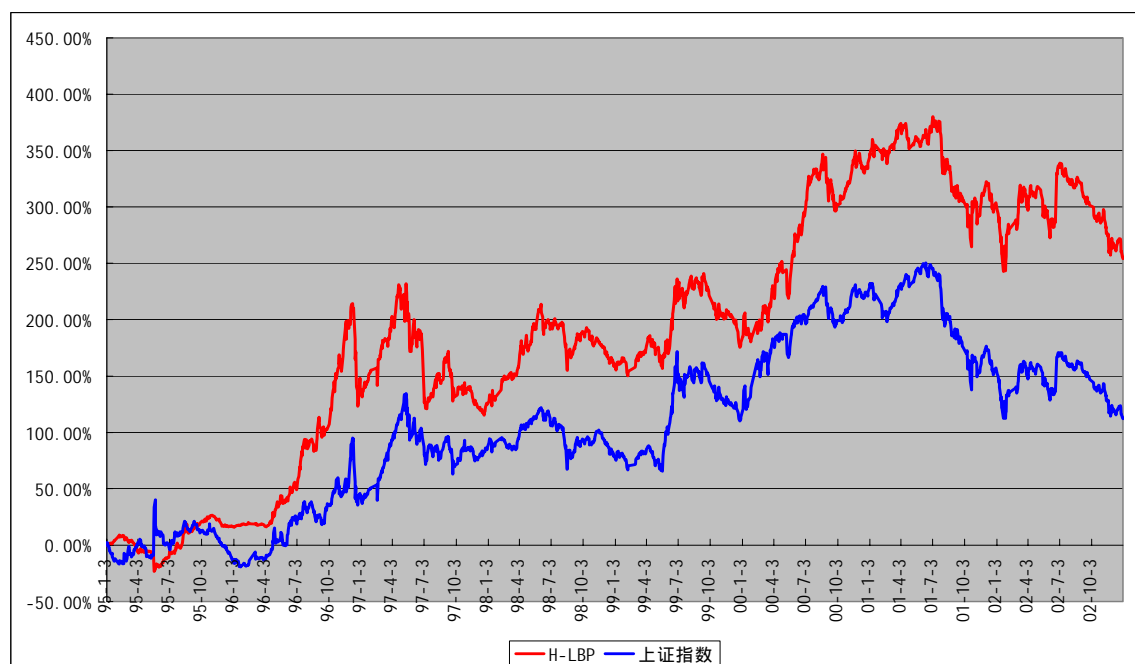


图 5、基于 BP 比率的价值股对成长股 (H-LBP¹) 的累计超额收益率



在 1995-2002 的 8 年中，基于 BP 比率的价值股组合相对于成长股组合获得了 254% 的累计超额收益率，年均复合超额收益率达 14.20%，相对于上证指数的年均复合超额收益率也高达 8.97%。在 1999-2002 这一时段，基于 BP 比率的价值组合相对于成长组合获得了累计 29.51% 的超额收益率，年均超额回报达 7.38%，相对于上证指数的年均超额收益率高达 4.37%。由上图可知，H-LBP 组合的累计超额收益率与上证指数表现出较强的相关性，相关系数高达 0.96（见图 3-5）。我们还可以看到，H-LBP 组合的累计超额收益率在整个样本区间的前 4 年具有更好的表现。

¹ 事实上，我们可以把价值股相当于成长股的累计超额收益率（H-LBP）简单理解为这样一个组合，在组合构建日，买入价值股组合并卖空成长股组合。

2、EP 组合

图 6、基于 EP 比率的价值股和成长股的累计收益率（1995-2002）

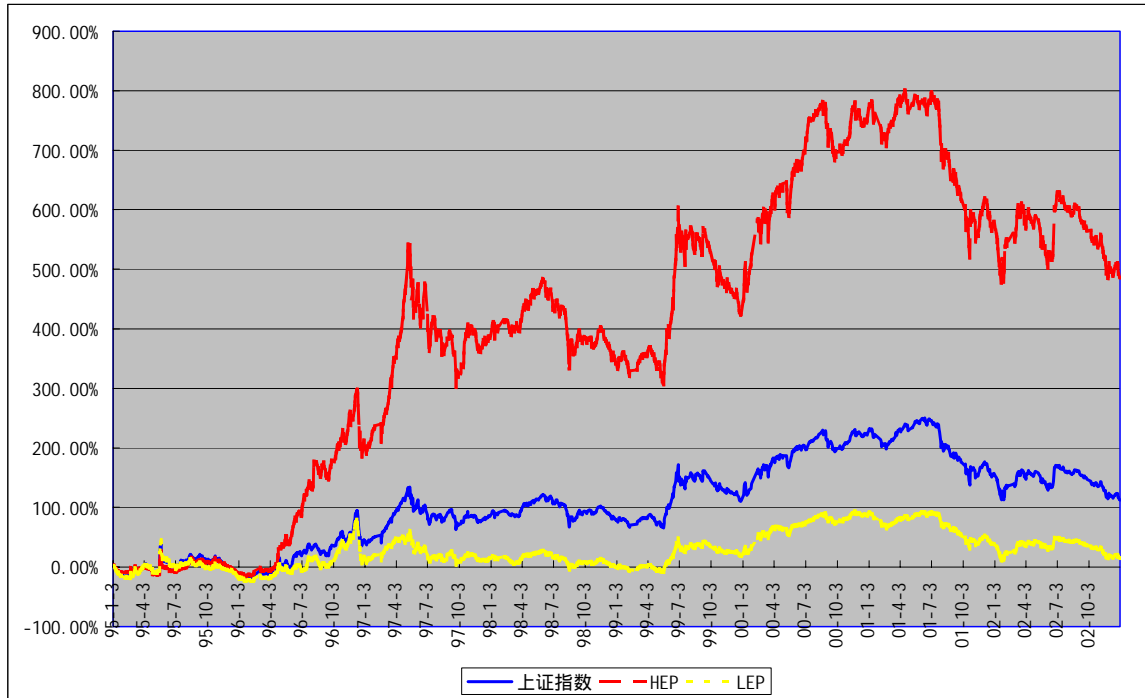


图 7、基于 EP 比率的价值股和成长股的累计收益率（1999-2002）

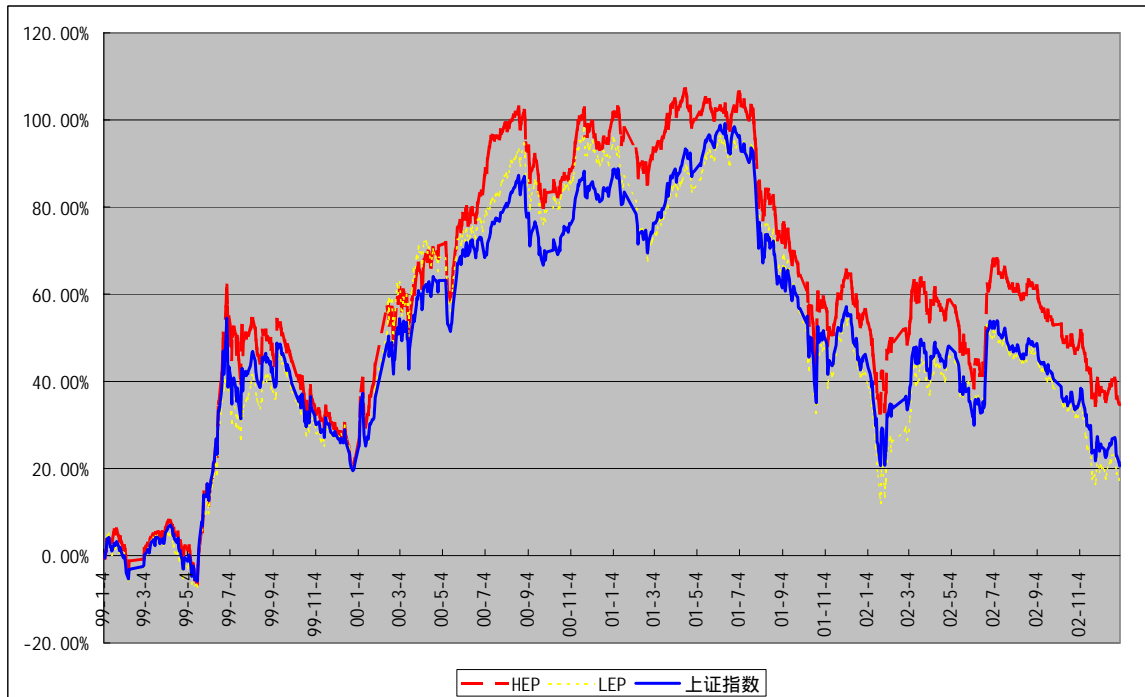
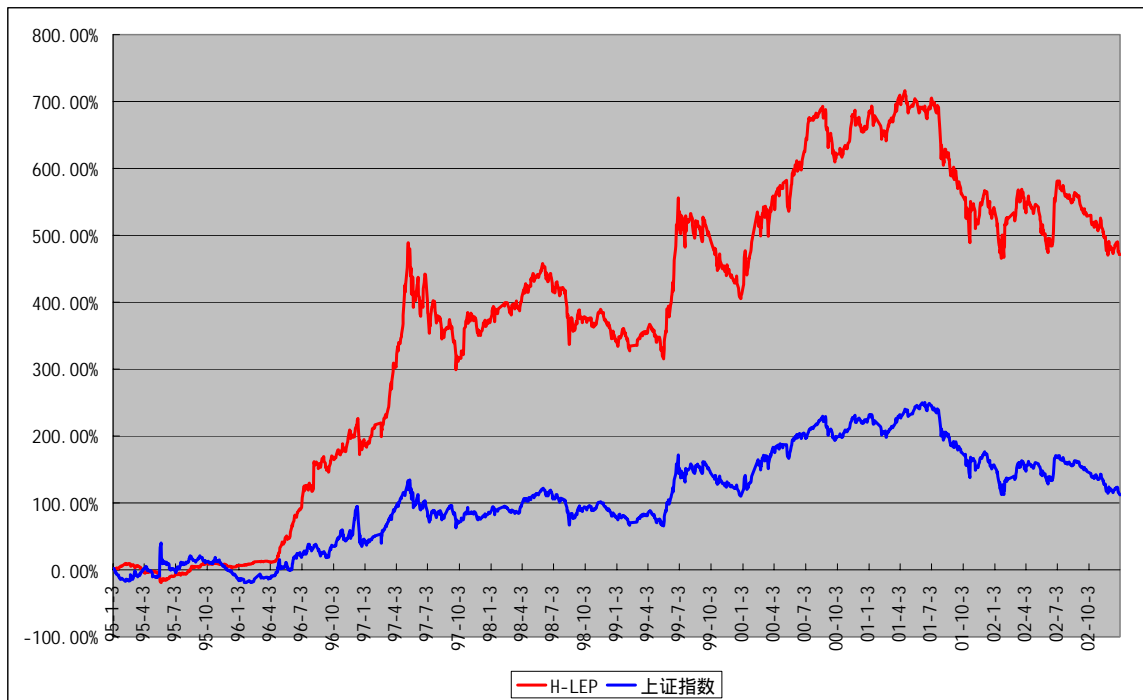


图 8、基于 EP 比率的价值股对成长股（H-LEP）的累计超额收益率



在 1995-2002 的 8 年中，基于 EP 比率的价值股组合相对于成长股组合获得了累计高达 471% 的超额收益率，年均复合超额收益率达 23.03%；相对于上证指数的年均复合超额收益率也高达 14.86%；在 1999-2002 这一时段，基于 EP 比率的价值组合相对于成长组合获得了 18.13% 的累计超额收益率，年均复合超额收益率达 3.82%，相对于上证指数的年均复合超额收益率也高达 2.95%（见图 6-8）。我们同样观察到了 H-LEP 组合与上证指数之间的这种相关性（相关系数高达 0.98），特别是在市场追捧价值股的 1996-1997 年，H-LEP 组合取得了极高的累计超额收益率，进入 1999 年以后，H-LEP 组合的表现逊色很多。

3、DP 和 CP 组合

基于 DP 比率（股息率）组合的表现令人吃惊。在 1999 年后，价值组合的累计收益率几乎从来没有超越过成长组合，这在一定程度上支持了中国股票投资者追求资本利得而非红利收入的假说。导致价值股和成长股的表现均好于上证指数的原因可能跟我们的样本股选取方法有关（见数据和方法部分的解释）。

到了 1999 年，中国上市公司的会计信息披露中才包含了“经营性现金流量”项目，由于大样本衡量上市公司权益自由现金流量存在的客观困难，我们用现金流量表上的“经营性现金流量”代替现金流量。公司基于经营性现金流量比率（C/P）的组合表现乏善可陈，价值股、成长股与上证指数的表现非常接近。只能说明在中国股票市场，现金流量还远没有成为投资者选择股票的标准，这与成熟资本市场表现出强烈的反差。

五、对价值投资策略取得超额收益的解释

1、风险因素

下表中的 α 值即为经市场风险 () 调整的超额收益率。以 BP 和 EP 比率构建的价值股组合, 在 1995-2002 的 8 年中, 价值组合的 α 值分别高达 7.15% 和 10.82% (年度), 且在统计上达到极显著状态; 对应成长组合的 α 值则分别为 -3.53% 和 -5.63%。在 1999-2002 的 4 年中, 基于 BP 和 EP 比率构建的价值股组合的 α 值也达 2.87% 和 2.26% (年度), 且在统计上达到极显著状态; 成长组合的 α 值则分别为 -1.97% 和 -0.53% (见表 1、表 2)。

当然, 这一结果并不能排除可能会有别的风风险因素用以解释价值投资策略所取得的超额收益率, 象 Fama 和 French 等强调的市值规模 (Size) 或 B/M 比率等, 都有可能成为额外的风险因素。但我们的结果显示, 价值股所获得的超额收益率一定不是由于其承担了额外的市场风险, 因为由表 1、可知, 价值股组合的 β 值小于 1, 特别是 HEP 组合, 其 β 值只有 0.92, 更加佐证了价值投资策略在中国股市的低风险、高收益特征。

表 1、各组合的风险收益特征 (1995-2002)

组合名称	HBP	LBP	HEP	LEP	上证指数
平均周收益率	0.0038	0.0017	0.0045	0.0013	0.0024
周收益率标准差	0.0443	0.0443	0.0427	0.0572	0.0452
年均复合收益率	0.1883	0.0464	0.2471	0.0168	0.0986
Alphas	0.0015	-0.0007	0.0023	-0.0012	-
Betas	0.9516	0.9917	0.9172	1.0138	-
决定系数	0.8302	0.9160	0.8301	0.9024	-

注: 我们所用的模型结构为 $R_{wi} - R_f = \alpha + \beta(R_{mi} - R_f) + e_i$, 其中 R_{wi} 为组合周收益率, R_f 为无风险收益率 (用年收益率的 2.5% 转为周收益率), R_{mi} 为上证指数周收益率, 表中的 Alphas 和 Betas 的 t 值均达到 5% 的显著水平。

表 2、各组合的风险收益特征 (1999-2002)

组合名称	HBP	LBP	HEP	LEP	上证指数
平均周收益率	0.0019	0.0009	0.0018	0.0012	0.0013
周收益率标准差	0.0327	0.0326	0.0316	0.0329	0.0312
年均复合收益率	0.0840	0.0207	0.0774	0.0392%	0.0479
Alphas	0.0006	-0.0004*	0.0005	-0.0001*	-
Betas	1.0166	0.9922	0.9843	1.0236	-
决定系数	0.9456	0.9061	0.9453	0.9456	-

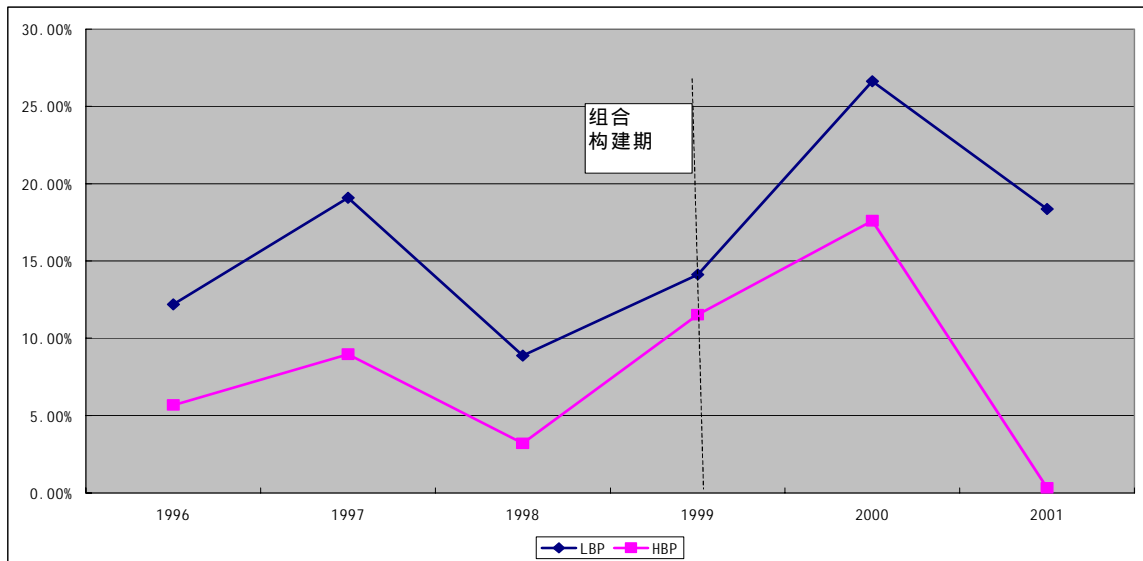
注: 模型结构如上表, *标记显示为 t 值未达 10% 显著水平, 其余均达 5% 显著水平。

2、价值投资策略的行为金融解释

(1) 成长率变化模式

在反向操作模型中, 认为投资者对价值股和成长股未来成长率预期的偏差是导致取得成功的主要原因。为了检验行为金融理论能否解释价值投资策略在中国股市所取得的超额收益, 我们计算了在组合构建前后几年价值股和成长股各自的销售收入、主营利润和净利润增长率, 结果如图 9。

图 9、1999 年 HBP 和 LBP 组合历年的销售收入增长率



我们分别计算了 1999 年 PBH 和 PBL 组合历年的销售收入、营业利润和净利润增长率，我们并没有看到反向操作模型中预测的情况：价值股与成长股的销售收入增长率在组合构建前后发生反向的变动，或在组合构建后的 4-5 年内趋于一致；相反，我们发现市场把过去的成长率简单外推到未来是基本正确的。但由于没有足够的样本长度（一般要在 5 年以上），上述结论的可靠性还有待于进一步的检验¹。

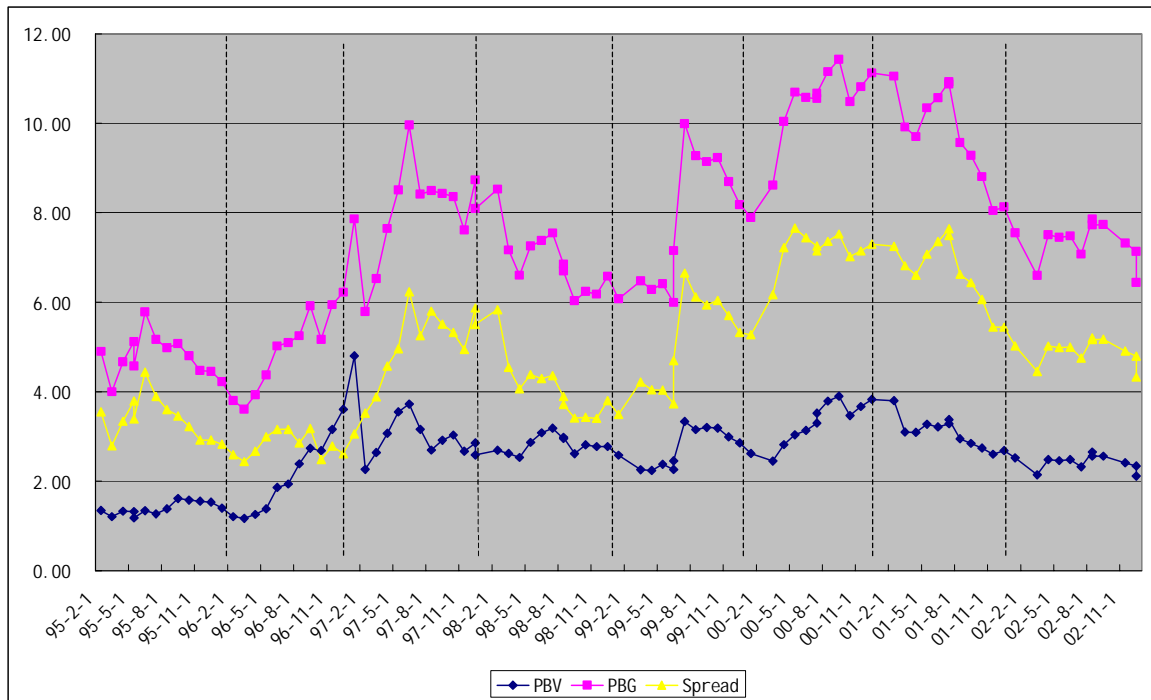
(2) B/M 比率变化模式

理论上，可以认为是在组合构建后，价值股组合的 B/M 比率逐渐变小，成长股的 B/M 比率逐渐变大，两者在 5 年或更长的时间内将趋于一致，从而使得价值投资策略取得的超额收益率。为直观地验证这一模型，我们计算了基于 BP 比率得到的价值股和成长股 1999-2002 年的市净率 (PB 比率)，图 10 给出了各个组合在组合构建后的 1 年内的市净率走势，并度量了成长股与价值股之间差价的变动趋势。在我们 8 年的样本区间内，我们发现其中的 1995 年、1996 年、1998 年、2001 年和 2002 年成长股与价值股的市净率差价愈来愈小，处于收敛状态，而其余的 3 年则处于扩大状态。

我们的结论是，中国股市现有的数据尚不足以验证投资者对价值股和成长股的增长率预期是否正确，但已有的数据似乎支持投资者对两类股票增长率的预期是基本正确的。直观上看，价值投资策略取得的超额收益正是通过组合构建后两类股票的市净率趋同来实现的。我们不能排除其它风险因素对这一超额收益的贡献。

¹ 我们计算的营业利润和净利润增长率，两个组合之间基本上处于杂乱无章的状态；我们同时还计算了两个组合在构建前后的盈利能力（净资产收益率），没有能发现有解释意义的规律。这更使我们对上述结论持更加谨慎态度。

图 10、在组合构建后 1 年内价值股和成长股的市净率及其差价变动趋势



注：由于每年年初更新了组合样本，所以我们只能在年内观察市净率差价的变动趋势，两条虚线之间为年内区间。其中，PBV=价值股的市净率，PBG = 成长股市净率，Spread=PBG-PBV。

3、市净率差价与期望收益率对投资时机选择 (Timing) 的含义

价值股与成长股市净率之间的差价被认为可用以预测价值投资策略的预期收益率，或者说，我们可以根据这一差价来选择组合构建的时机 (Timing)。当差价较大且股票的市场价格较低时，价值投资策略往往被预期可以得到一个较高的收益率。为了考察中国股票市场市净率差价与预期收益率的关系，我们分别计算了组合构建日的市净率差价与随后 1 个月、3 个月和 6 个月的累计收益率之间的关系（我们把上述累计收益率当作期望收益率处理），结果显示：市净率差价与 6 个月的期望收益率之间表现出最好的统计关系，简单的回归结果如下：

$$ER_6 = 0.4505 - 0.1426 PB_{G-V} \quad R^2=0.2884 \quad \text{观察值} = 1882$$

(29.70) (-27.63)

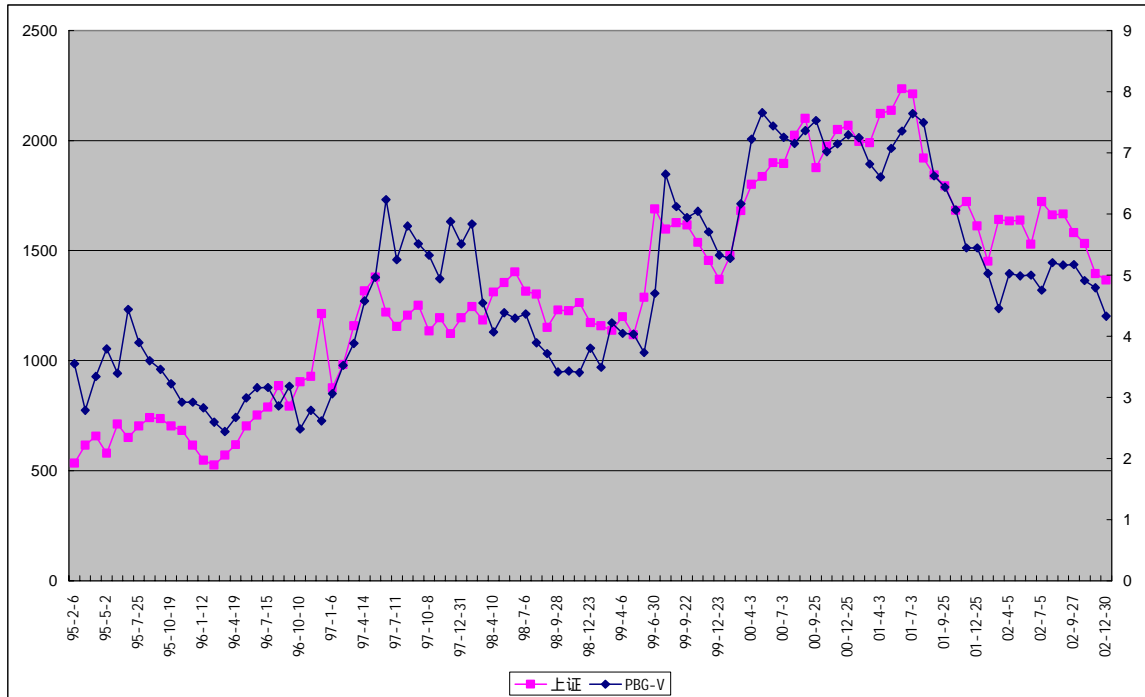
其中：ER₆=价值投资策略未来 6 个月的期望收益率，PB_{G-V}=成长股与价值股的市净率差价，括弧内数字为 t 值。

统计结果显示，我们的结论刚好与成熟市场的相反，市净率差价与 6 个月的期望收益率之间表现出较强的负相关关系，即在市净率差价较低时，中国股市的价值投资策略有可能取得较高的期望收益率。我们认为，这种统计关系上的差异只是数据结构差异的结果，并没有一般意义。因为我们受数据可得性的限制，只计算了组合构建后 6 个月的期望收益率（每年更换了组合样本），Cohen 等是用年度的期望收益率来做的。

出现这一现象的一种可能解释就是，当 PB_{G-V} 处于高位时，上证指数也往往处于相对高位，在过去 8 年中，PB_{G-V} 和上证指数几乎都惊人地同时出现阶段性的或历史性的高点（见图 11、）；而另一方面，价值股相对于成长股的超额累计收益率与上证指数则表现出高度的相关性（见图 5、）。上述两个方面的因素相结合，就导致这样一种效果：在 PB_{G-V} 较高时构建组合，相当于在上指数的相对高位构建组合，而当组合的累计收益率与上证指数高度相关时，自然会导致在这一时点上价值投资策略只能获得较低的期望收益率；同理，在 PB_{G-V} 较低时，自然会获得一

个较高的期望收益率。

图 11、成长股与价值股的市净率差价 (PB_{G-V}) 与上证指数走势



六、总结与讨论

我们的研究表明，与各国股票市场一样，价值投资策略在中国股票市场也能获得很高的年度超额收益率。在 1995-2002 的 8 年中，基于 BP 比率的价值股组合相对于成长股组合获得了 14.20% 的年度超额收益率，相对于上证指数的年度超额收益率也高达 8.97%，基于 EP 比率的价值投资策略则分别获得了 23.03% 和 14.86% 的年度超额收益率。我们的模型显示，价值投资策略获得的超额收益率不能由市场风险因素解释，但不能排除可能会有别的风险因素的存在。我们观察到市场把过去的成长率简单外推到未来是基本正确的，在组合构建后，成长股与价值股的市净率差价总体上处于收敛状态，但总的来说，中国股市现有的数据尚不足于验证投资者对价值股和成长股的增长率预期是否正确。我们的结论是：无论是非理性行为金融理论还是有效市场理论，对中国股市价值投资策略所获得超额收益率的解释还存在很大的局限性。

中国股市市净率差价与未来 6 个月的期望收益率之间表现出较强的负相关关系，我们的结论刚好与成熟市场的相反。这一结论的投资实践含义就是，在 PB_{G-V} 较低时价值投资策略可以获得一个较高的期望收益率。由于中国股市市场数据期限极短，加上市场本身正在发生急剧的结构性变化，使得我们的研究存在很多局限和不足。其它风险因素和非理性行为金融理论对价值投资策略所获得的超额收益率的解释，进一步的研究显然是非常有必要的。

参考文献

- Chan, Louis K.C., Yasushi Hamao, and Josef Lakonishok, 1991, Fundamentals and Stock Returns, *The Journal of Finance*, Volume 46, 1739-1789.
- Eugene F. Fama and Kenneth R. French, 1992, The Cross-Section of Expected Stock Returns, *The Journal of Finance*, Volume 47, 427-465.
- Eugene F. Fama and Kenneth R. French, 1995, Size and Book-to-market Factors in Earnings and returns, *The Journal of Finance*, Volume 50, 131-155.
- Eugene F. Fama and Kenneth R. French, 1997, Value versus Growth: The International Evidence, University of Chicago, Working Paper.
- Josef Lakonishok, Andrei Shleifer, and Robert W. Vishny, 1994, Contrarian Investment Extrapolation and Risk, *The Journal of Finance*, Volume 49, 1541-1578.
- Jaap van der Hart, Erica Slagter, and Dick van Dijk, 2001, Stock Selection Strategies in Emerging Markets, Tinbergen Institute Discussion Paper.
- Kent Daniel and Sheridan Titman, 1997, Evidence on the Characteristics of Cross-Sectional Variation in Stock Returns, *The Journal of Finance*, Volume 52, 1-33.
- Rafael La Porta, Josef Lakonishok, Andrei Shleifer, and Robert W. Vishny, 1997, Good News for Value Stocks: Further Evidence on Market Efficiency, *The Journal of Finance*, Volume 52, 859-874.
- Randolph B. Cohen, Christopher Polk, and Tuomo Vuolteenaho, 2001, The Value Spread, NBER Working Paper 8284.