

# 动量投资：认识一个挑战传统假设的投资信号

2022年12月08日



今年的沃顿-雅各布斯-利维定量金融创新奖颁给了一篇关于股价行为的开创性论文，该论文引发了许多关于动量投资（momentum investing）的研究。

股市大师们提出了很多理论，比如“低买高卖”和“涨的一定要跌，反之亦然”等格言，或者尤金·法马（Eugene Fama）的“有效市场假说”，假设证券的价格反映了该资产的所有相关和已知信息。但这些说法从未令人信服地解释为什么一些股票似乎会自行上涨或下跌，或是本文要讨论的“动量投资”。

这一现象的不可解释性导致了埃默里大学金融系主任杰加迪（Narasimhan Jegadeesh）和德克萨斯大学奥斯汀分校麦克姆商学院金融服务系主任蒂特曼（Sheridan Titman）于1993年联合发表了一篇关键性的研究论文，题为“买入赢家和卖出输家的回报：对股市效率的影响”（Returns to Buying Winners and Selling Losers: Implications for Stock Market Efficiency）。

9月，在《金融杂志》发表这篇论文近30年后，杰加迪和蒂特曼在纽约的雅各布斯-莱维中心举办的会议上被授予沃顿-雅各布斯-利维定量金融创新奖（Wharton-Jacobs Levy Prize for Quantitative Financial Innovation）。该奖自2013年起每两年颁发一次，奖金为200万美元。

该奖项试图以同行评审来研究金融创新在金融管理实践中的长期影响以及引发进一步学术研究的累积效应。这篇论文催生了许多后续研究论文，探讨了动量投资的不同方面，包括原作者在2020年的一篇新研究。

## 该论文的意义

杰加迪和蒂特曼在他们的研究中发现，当投资者使用买入过去的赢家和卖出过去的输家的交易策略时，他们会获得显著的回报。他们的研究数据是1965-1980年间的股市资料。

他们对此现象提出了两种解释：一种是，投资者买入过去的赢家，卖出过去的输家，从而使价格暂时偏离其长期价值，从而导致价格过度反应。另外一种解释是：市场可能对企业的短期前景信息反应不足，但对企业的长期前景信息反应过度。

雅各布斯-利维股权管理中心（Jacobs Levy Equity Management Center）的负责人兼联合创始人布鲁斯·雅各布斯（Bruce Jacobs）在颁奖时表示，两位学者因“记录动量溢价”（documenting the momentum premium）而受到表彰。他指出，耶鲁大学经济学家席勒（Robert J. Shiller）在2015年《纽约时报》的一篇文章中称他们的工作是“一篇令人震惊的论文”。席勒写道：“这篇论文发现，股票价格并不像之前理论所说的那样，是随机游走，个别股票的价格确实倾向于在最初设定的方向上会持续三个月到一年。”

*“他们两位对市场运行的经典信念进行了新的审视，挑战了传统认识，加深了我们对股价行为的理解，从而使理论更好地反映市场现实。”—布鲁斯·雅各布斯*

雅各布斯继续说道：“这篇论文可以用一套简单的指令来概括：‘买入表现良好的股票，卖出表现不佳的股票。’这一发现似乎与我们知道的很多投资知识相矛盾，包括有效市场假说、随机游走理论、资本资产定价模型，甚至是低买高卖的格言。”

雅各布斯表示该研究阐述的模型“简洁而优雅，而且描述了一种不同寻常的力量和坚韧性。”他指出，随后的研究表明，数百年来，动量投资在数十个国家和资产类别的样本内外产生了回报溢价。

“虽然我们还没有真正理解为什么股价势头会持续，但这正是获奖者工作的一部分。通过对市场运作的经典信念给予新的审视，他们向理论界提出了新挑战，以更深入地理解股价行为，让理论更好地反映市场现实。与此同时，他们的动量投资模型培养了从业者的技能，提供了改善投资结果的工具。”

沃顿商学院院长埃里卡·詹姆斯（Erika James）表示，该论文“挑战了低买高卖的传统观念，引发了重大的额外研究，并改变了基金经理的策略。”

雅各布斯-利维股权管理公司（Jacobs Levy Equity Management）的负责人兼联合创始人肯尼斯·利维（Kenneth Levy）将动量投资的历史追溯到18世纪，并指出“19和20世纪初的投资手册经常推荐我们现在所称的动量策略。”尽管如此，他补充道，动量投资作为一种策略“永远不会完全适应20世纪末出现的高效市场理论和现代投资组合理论的世界，但向我们展示了熟练的从业者如何系统地应用它。”

获奖者感言：简单的信号

杰加迪表示，他们的论文为投资者提供了“一个简单、积极、有利可图的信号”。论文发表后，动量投资得到了更广泛的应用；学者们也对此感兴趣，因为当时“有效市场假说”被认为是主流假说。……而我们的研究有一套简单的策略，似乎能让投资者获得巨大利润，我们列出了我们考虑的所有策略。”下一步是尝试以各种方式解释这一现象，这引发了许多其他研究论文，杰加迪将其描述为“数据挖掘风险和行为解释”。

蒂特曼回忆起他第一次看到研究结果时的难以置信。“我想到了一个老笑话：经济学家在人行道上看到20美元的钞票，走过时说，‘这显然不是一张真正的20美元钞票，否则就有人已经捡到了。’这就是我在看到最初的动量研究结果时的想法。我们有很多金融经济学家和投资人士试图找到一种简单、赚钱的策略。怎么可能有这么简单、这么直白的东西存在了这么长时间却没有被发现？这仍然是一个好问题。即使在30年后，我们仍在学习。”

杰加迪说：“很多投资者都在思考重力定律（law of gravity）——一旦它上升，它就必须下降。希望我们的论文能启发他们这样一个想法：即下降的东西不一定会上升，上升的东西也不一定会下降。”

### 从不同角度定义“动量”

会议上的专家对动量投资有不同的定义。耶鲁大学金融学教授莫斯科维茨（Tobias Moskowitz）表示，动量投资可以这样解释：“是一种在过去一段时间内表现优于同行的股票或任何资产倾向于预测未来相对表现的现象。”

哥伦比亚大学金融系商业教授丹尼尔（Kent Daniel）提到，当股票对信息“反应不足或持续过度反应”时，会出现“价格持续”，随后会出现长期回报逆转。“动量是中间层现象。”

Kepos Capital首席投资官卡哈特（Mark Carhart）表示，作为一名资产经理，他将动量定义为“购买上涨资产和出售下跌资产时的任何可预测性”。

杰加迪说，在他们的论文发表后，他曾经认为会有“很多人涌入并消除利润。”但事实并非如此。“这种情况持续存在可能意味着这种行为的风险更大”。

沃顿商学院金融学教授、雅各布斯-利维中心学术联合主任克里斯托弗·盖奇（Christopher Geczy）也怀疑动量是否是一个风险因素，部分原因是动量的持续性。卡哈特同意盖奇的观点，即动量是一种持续存在的现象，但他表示不在乎这是否是一个风险因素。

***我们必须关心动量是否代表风险，因为投资者为贝塔和阿尔法或两者之间的东西支付的价格是截然不同的。”—克里斯托弗·盖奇***

盖奇坚持他的疑问。他说：“我们必须关心动量是否代表风险，因为投资者为贝塔和阿尔法或两者之间支付的价格有很大不同。”卡哈特阐述了他作为投资者所感兴趣的问题：“我们可以利用回报的可预测性来提高业绩吗？其次，是否有方法进行业绩评估，以更好地解释、管理业绩并区分运气和技能？”

莫斯科维茨指出，动量现象并不容易套利。他说：“我们所有人都经历过多次动量崩溃——它们是痛苦的、罕见的、深刻的，它们导致人们放弃。能够经受住那场风暴对某些人来说无疑是一种风险。”

利维指出，“动量的好处可能会突然消失，而且会持续很长一段时间。这可能指向基于风险的解释。他指出两位研究者在2011年的论文指出动量回报的持续性和重大性太强而不能用风险来解释。“相反，许多人认为动量是投资者对新信息反应迟钝的结果—换句话说，反应不足，导致价格缓慢但持续地调整。另一种解释是，投资者对新信息反应过度，推高或推低价格。”