



洪灏：如何辨别“韭菜股”



文/意见领袖专栏作家 洪灏

各种资产类别回报的分布形态，不是中值左偏，就是中值右偏。极少有资产的回报率呈标准正态分布。塔勒布在他的著作《黑天鹅》里，详细地论述了为什么资产回报率的分布形态并非正态分布，同时小概率事件实际发生的概率比正态分布所意味着的、统计意义上的概率要大得多。塔勒布重点讨论了回报率分布形态中值左偏肥尾的现象。



简而言之，左偏形态即跑输的概率大，但是也有机会获得极高的回报；而右偏形态则是跑赢的概率大，但也会有机会遭遇极低的回报。我们把具有左偏形态的股票称为“韭菜股”。投资这类股票类似于买彩票 --- 交易员亏钱是常态，但也有一战成名的机会；也类似于买保险，买了保险付了保费，但并不意味着意外就会如期而至。

整体而言，“韭菜股”具有低估值、高个股特有波动率和单日涨幅、细价、低盈利质量和少分析师覆盖等特征。这些特征其实很好理解：低盈利质量说明“韭菜股”估值的高低并没有很好的置信度；高单日波动率造就了这些股票的回报类似于彩票的特质；细价则让散户更容易买入；而少分析师覆盖说明机构参与度低，韭菜股盈利只是一场纯交易的零和游戏。

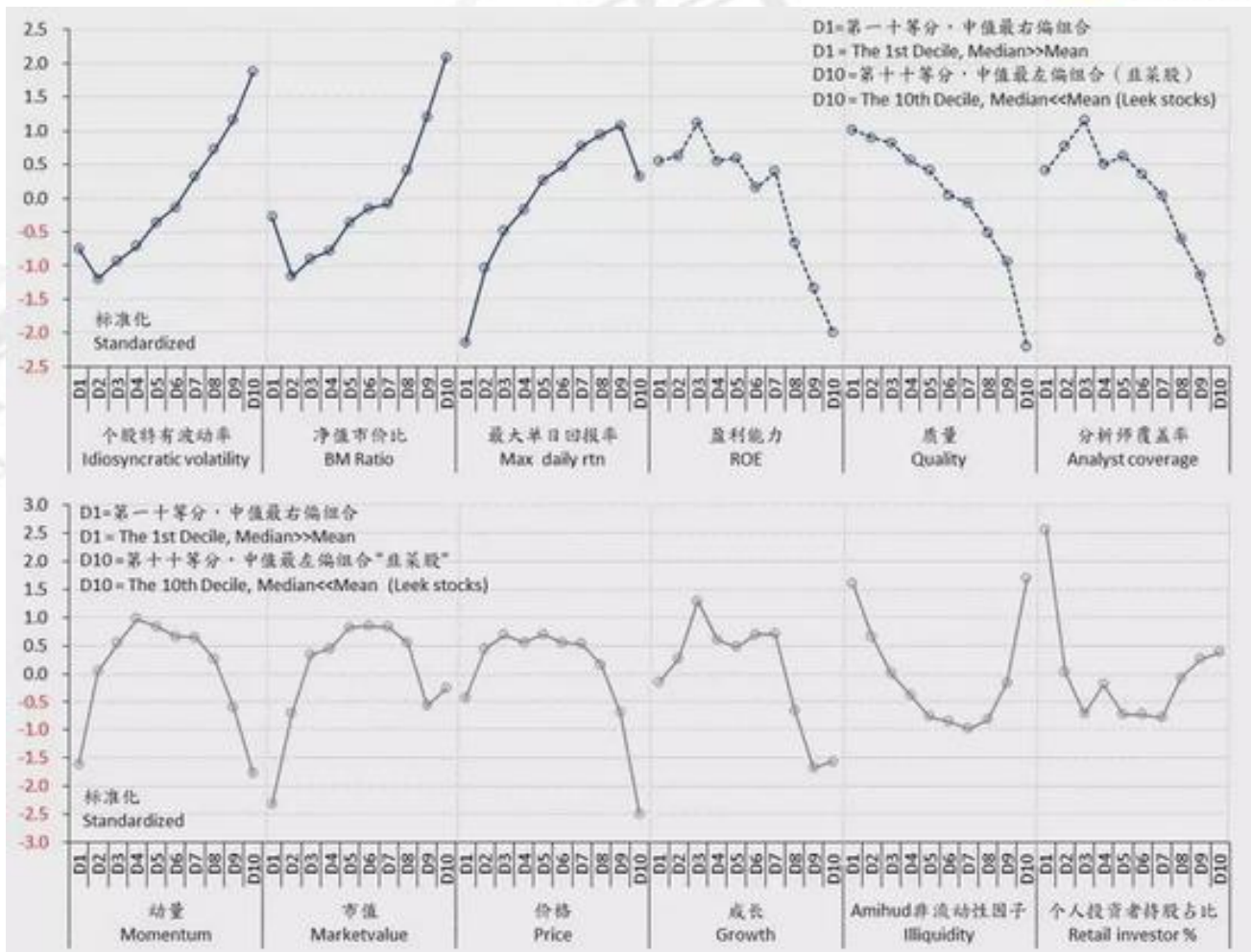
然而，韭菜股也并非一无是处。我们的量化分析发现，在业绩期前，这些股票一鸣惊人的可能性却大幅增加，但要取得这样的超额收益则不得不买入并交易一篮子“韭菜股”。韭菜股的个股特有波动性并不能用常见的市场贝塔来解释。换言之，韭菜股的风险几乎是“看不见、摸不着”的，不同于投资学里通常的“风险”定义，而更类似于“不确定性”---即不能用简单的统计数字表达的风险。因此，承担这种不确定性所能够获得的回报虽类似于彩票的巨额兑现，但也难用量化模型预测。或者说，承担了不确定性，却不一定能获取回报。从这个角度看，买“韭菜股”不是投资，而是赌博。

然而，是否就可以这般简单粗暴地对“韭菜股”盖棺定论？如果韭菜股是一场赌博，那么为何这类股票在海内外市场存在已久占据一席之地？如果散户如共识认为的那样前赴后继投身于“非韭菜股”，那么也就意味着散户将下场参与和机构的博弈。众所周知，在这个领域里散户并不具备什么同台竞技的优势。逻辑上，散户要参与“非韭菜股”唯有通过买基金，并将投资决定权拱手让予作为受托方的基金经理。在这样的市场里，则必

须要完善周密地、制度性地保护个人投资者的权利。

如果市场在投资者保护方面依然任重道远，那么散户投资者如何在这样的环境里投资？在巴菲特成为首富之前曾讨论过作为一个散户的优势，那就是可以通过自己的分析和尽职调查去投资那些尚未有完善的分析师覆盖的、机构参与度低的公司---类似于我们定义的“韭菜股”。这些公司的不确定性虽然不能用量化模型预测，但可以通过对于公司经营历史和现状、以及对于管理层的了解来有效地控制。这些公司才是超额收益的沃土，也正是巴菲特长期成功的秘诀所在 --- 谁会想到买个糖果店能有如此高的回报？而机构投资者对于 A 股优质小盘股的效应并不陌生，我们之前的量化系列已有详尽讨论，这里便不再赘述。

图表 1：“韭菜股”具有低估值、高个股特有波动率和单日涨幅、细价、低盈利质量和少分析师覆盖等特征



资料来源：FactSet，万得，交银国际

图表 2： 股票回报的中值偏离程度与其未来收益负相关



预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_37266

