

“错误定价”世界里的“夺宝奇兵”

——上海高级金融学院副教授袁宇侧记

2015年至今,全球资本市场的资产价格变动剧烈,使得“错误定价”这一问题再度引发了人们的关注。“债券大王”比尔·格罗斯等人甚至认为,当前的投资者正面临艰难时刻,现在全世界几乎所有资产都被错误定价。

错误定价是怎样产生的,又如何影响股价?其与投资者行为、情绪有何关联?事实上,《金融学期刊》《金融经济学期刊》和《金融学研究评论》国际三大顶级金融期刊中10%-15%的有关投资者情绪的文章出自一位黑头发、黄皮肤的中国人之笔——他就是年仅36岁的现任上海高级金融学院副教授袁宇。

寻找错误定价的证据

袁宇和“错误定价”的“情缘”可以回溯到大学本科时期。2001年,袁宇在上海交通大学金融学专业就读时,便为股票价格是否真的有效反映公司的内在价值这个问题所困扰,这直接引起了其对错误定价的兴趣。同年,袁宇便前往美国威斯康星大学麦迪逊分校学习经济学和统计学。在同时拿到这两门学科的硕士学位后,袁宇进入了许多金融才子们都向往已久的美国宾夕法尼亚大学沃顿商学院,攻读金融学博士学位,并正式把“错误定价”作为自己的研究领域。完成博士学位后,袁宇到美国爱荷华大学担任助理教授,并兼任沃顿商学院的客座助理教,坚守着他的“错误定价”研究。期间,他和沃顿商学院金融学教授罗伯特·司特堡,以及明尼苏达大学卡尔森管理学院的余剑峰一起,为“错误定价”理论找到了有力证据。

投资者情绪影响市场

袁宇在研究中发现,市场中的投资者情绪是个重要的影响因素,并且确定了11个与股票价格变化相关的特征。“通常情况下,购买资

产增长速度最快的公司股票,投资回报会更低。这个结果让人感到困惑。”袁宇指出,如果经典金融学理论正确的话,那么,投资者就会认为,投资资产增长率高的公司,风险会更小;但实证研究却表明,这些公司的投资风险与其他公司的风险相差无几,学术界将这种现象定义为“异常”。

如果风险不是原因,就一定有其他原因使得市场对股票的定价发生了“错误定价”。袁宇发现,这一潜在的原因就是投资者情绪——在投资者情绪高涨时,投资者过度偏好资产增长快的公司,导致这类公司估值过高,所以未来收益率下降,而投资者情绪也可以解释其他大量资产定价的异常现象。

“在金融行业,大家一直在思考有关创造异常收益的原因这一本质性问题。”袁宇指出,“其实在业界大家早有了共识,即市场是不理性的。用行为金融学的理论解释,一切风险的超额收益都来自于错误定价,正是因为市场中有一部分非理性的投资者,他们的行为偏差的非理性,造就了价值的偏离,而市场上一部分理性的投资者,比如公募基金和私募基金,便通过市场获利的行为来使市场回归理性,恢复有效性,这也是获取超额收益的本质过程。”

卖空比买入风险更大

2012年5月,年仅33岁的袁宇在《金融经济学期刊》上发表论文,围绕“投资者情绪和市场定价异常”展开分析,同时阐述了在市场操作中卖空要比买入股票更困难、更有风险,

论文一经发表就获得金融界广泛关注和认可。

从理论上来说,如果股票价格后来上涨了而不是下跌,那么,卖空者就面临着损失无限的风险,因为一只股票的价格能涨多高是没有上限的,很多投资者不愿意面对这样的风险。袁宇教授指出,论文验证了11个美国金融市场最为流行的策略并取得了强有力的结论,研究发现这11个交易策略都在市场特别乐观的情况下会创造更高的收益,同时还发现每一个策略都包括卖空高估值的股票和买入低估值的股票,而绝大部分的收益居然都来源于卖空高估值的股票。

建立错误定价因子模型

去年6月以来,A股市场经历了几轮非理性下跌行情,具有做空功能的股指期货为A股持续下跌背负了不小的罪名。对此,袁宇指出,从历史上来看,发生在美国、欧洲、日本等成熟市场的多次股灾中,监管层和民间对于对冲机制、做空机制都有一定的敌视情绪,“但非常多的学术研究和实证分析已经证明,对对冲机制和做空机制的过度限制往往只能延缓危机的发生,甚至会产生更大程度的危机。”

在错误定价研究中,至今学术界难以攻克的一个难点就是:如何从实证上真正说明错误定价对股市产生影响。目前,更多人对于错误定价的理论只是选择相信或者不相信,而袁宇便要本质上向这一理论的实证发起挑战。“目前我们建立了一套错误定价因子模型,一方面希望证明错误定价对市场有着非常系统性的影响,同时也希望以后所有的金融实证研究可以应用我们的模型。一旦成功,这就是‘里程碑式’的学术成果了。”袁宇表示,未来很长一段时间,他的工作将围绕着一模型展开。

本报记者 易蓉

复旦管理学奖励基金会评奖启动

复旦大学近日宣布,2016年度“复旦管理学杰出贡献奖”、“复旦管理学终身成就奖”和“复旦企业管理杰出贡献奖”的评选工作正式启动。

2016年的“复旦管理学杰出贡献奖”将在“工商管理”领域进行评选,即以微观组织(包括各行业、各类企事业单位及非营利组织)为研究对象的管理理论和管理新技术与新方法的基础研究和应用基础研究。凡是在战略管理、企业理论、创新管理、组织行为学与企业文化、人力资源管理、公司理财与财务管理、会计与审计管理、市场营销、运作管理、生产管理、质量管理与质量工程、物流与供应链管理、服务科学与服务管理、技术管理与技术创新、项目管理、创业与中小企业管理、企业信息管理、电子商务与智能商务、非营利组织管理等方面有所成就的管理学者和实践者均可申报这一奖项。该奖项每年至多奖励3人,每人奖金50万元。

基金会还将继续设置“复旦企业管理杰出贡献奖”和“复旦管理学终身成就奖”2个奖项,分别表彰中国企业管理实践领域作出杰出贡献的企业家或企业管理者和我国管理学学科领域的开拓者或者管理学研究的奠基人。

本报记者 张炯强

盛京银行上海分行 服务地方经济 实现快速成长

新年伊始,盛京银行上海分行迎来五周年行庆。作为盛京银行的重要战略部署,五年来上海分行始终坚持以稳健持续发展为前提,以创新转型为手段,以谋求综合化经营为目标,致力于服务地方经济,先后在黄浦、普陀、松江、浦东、长宁、徐汇、杨浦等地区开设了营业机构,网点布局和服务功能日益完善,实现了规模与速度、质量与效益的协调均衡增长。

总行战略转型 创新金融改革

盛京银行是东北地区发展快、规模大、实力强的总部银行之一,在不到十年的时间里,先后实现了改造重组、更名跨域和H股上市等三大历史跨越,在京津沪、长春等区域中心城市和辽宁省设立了18家分行,完成了由地方城商行向区域性股份制商业银行的华丽转身,成为东北地区在全国的金融品牌。在2014年英国《银行家》杂志公布的全球前1000家银行排名中,盛京银行一级回报率在全球排名第83位,在中国银行业中位列第7



位,已发展成为一家资产质量优良、盈利能力较强、具有良好成长性的现代化股份制商业银行。面对严峻复杂的国内外经济金融形势,以及利率市场化和金融脱媒进程不断加快给银行业发展带来的巨大挑战,盛京银行持续深化创新发展战略,积极开展银信、银证、银保合作,设立资金运营、信用卡、小企业金融服务三大中心,盛银金融消费公司开业运营。今后,盛京银行还将进一步优化混合所有制股权结构,建立持续多元化的资本补充渠道、不断增强资本实力、业务支撑能力和综合经营能力,推进企业化、市场化、法制化的体制机制建设,不断增强内生发展动力,进一步拓宽战略发展空间。

分行服务地方 打造区域品牌

2011年1月23日盛京银行上海分行正式开业运营。五年来,盛京银行上海分行坚持“打造地方经济服务型、中小企业支持型、市民贴身服务型银行”的发展定位和战略目标,2015年末,各项存款突破200亿元,贷款余额将近70亿元,开业五年来纳税总额超过1亿元。盛京银行上海分行秉承审慎经营、稳健发展的风险管理理念,倡导并培育“全面、全程、全员”的风险管理文化,坚持有效资产抵押和防范最终损失的风险管理刚性原则,建立健全与发展战略、经营规模、业务管理和风险特点相适应的风险管理机制,不断完善涵盖信用风险、市场风险、流动性风险和操作风险等各类风险的全面风险管理,形成了全面、动态的风险政策、制度体系和控制流程,在经济增速下行,行业风险和系统风险隐患加大的形势下,始终保持贷款优良率100%。

地方经济发展与地方金融企业唇齿相依,相融相通。盛京银行上海分行的发展得益于良好的区域金融生态、集聚的经济资源和创新政策等方面的大力支持和帮助。同时,盛京银行上海分行服务上海经济发展,发挥灵活的体制机制优势,优化资源配置,集中资金不断加大上海地区优势项目、优质企业的信贷投放。近年来,累计为上海本地企业投放贷款逾160亿元,对上海的经济贡献和持续发展能力不断增强。

盛京银行上海分行创新金融产品、扶持小微企业,探索面向中小微企业的专业化服务方式和多元化产品体系。根据小微企业生产

周期及贷款需求“短、频、快”的特点,在整合原有信贷业务的基础上,不断扩展服务领域,开发以“商圈贷”为品牌特色的创新产品。通过宽松的利率定价政策,搭建小微企业绿色信贷通道,推出“前台受理,三天答复,十天放款”的一站式、标准化服务,全面推动了小微贷款业务的快速发展。

盛京银行上海分行坚持“市民银行、普惠市民、民本服务”的办行特色,努力为广大市民提供优质、高效、便捷的全方位金融服务,不断加快网点建设和资源整合的速度,在现有营业机构的基础上,积极推进中心城区综合型支行和城郊区域社区型支行的规划筹建进度,加大机构网络的布局力度。盛京银行上海分行围绕普惠金融建设,不断拓展和创新贴近市民生活需求的金融产品,努力实现客户利益最大化。2015年,在人民银行多次下调存款基准利率的大背景下,盛京银行存款利率全面上浮,保持在行业领先水平,发行了受广大市民欢迎的、利率较高、期限较全的大额存单。此外,盛京银行上海分行得益于总行的资源扶持,持续发行具有相当竞争优势的理财产品。为了喜迎开业五周年,盛京银行上海分行为上海地区客户特别设计了一款1月20日起售,理财天数98天的行庆专属专享理财产品,在盛京银行上海分行营业网点柜面均有销售。

2016年是“十三五”规划的开局之年。站在历史新起点,面对金融改革发展的新机遇,盛京银行上海分行将进一步探索转型改革新思路,在加快自身创新转型发展的同时,不断为上海的经济社会发展注入新动力,为繁荣上海金融市场,助力区域经济发展做出新的、更大的贡献。