

分析师能有效利用资本市场异象吗^{*}

陆 蓉 张 斌 李 琛

内容提要:大量学术研究揭示资本市场存在异象(无风险但能获取超额收益的现象)。异象是公开信息,理论上分析师作为专业人士应该能利用这些公开信息。本文基于中国股市广泛使用的 20 个异象因子,检验中国的分析师能否有效利用这些异象。研究发现,国内分析师在预测评级时总体上未能有效利用异象信息。异象高估指数越高,未来超额收益越低,但分析师一致评级与异象信息相矛盾。为了探究原因,将这 20 个异象因子按基本面和市场相关性聚合为两组,发现分析师能够较好利用基本面类异象信息,但对市场类异象信息则缺乏关注。样本期间,市场类异象组合的收益高于基本面类异象组合,分析师对基本面组高估的股票给出较低的评级,却对市场组高估的股票给出较高的评级。机制分析也表明,更忙的分析家上述现象更为明显,与有限关注的理论相一致。即使考虑了市场定价交易机制、分析师的能力和背景、利益冲突以及可能的内生性问题,本文的结果仍然稳健。这说明,分析师的能力可能有一定偏向,擅长传统的基本面分析,而对价格、交易量等市场层面的变化则反应滞后,有限关注可能是其预测低效的原因。本文的研究发现不仅为投资者制定有效的交易策略提供新的思路,同时也为监管者引导分析师群体进一步发挥信息中介功能、提高市场定价效率提供参考。

关键词:分析师评级 股票市场异象 有限关注

作者简介:陆 蓉,上海财经大学金融学院教授、博士生导师,上海国际金融与经济研究院研究员,200433;

张 斌(通讯作者),上海财经大学金融学院博士研究生,200433;

李 琛,上海财经大学金融学院博士研究生,200433。

中图分类号:F832.5 **文献标识码:**A **文章编号:**1002-8102(2021)05-0060-16

一、引言

从 20 世纪 70 年代开始,资产定价领域发现了上百个统计显著的股票横截面收益预测异象

^{*} 基金项目:国家自然科学基金项目“交易传染与非理性价格形成:基于投资者画像的精准识别”(71773072);国家自然科学基金项目“信息型市场操纵经济后果及其监管研究”(71773073);国家自然科学基金项目“中国资本市场行为特征对因子定价模型的影响及其监管研究”(72073088)。作者感谢匿名审稿人的宝贵意见,文责自负。张斌电子邮箱:binz92@126.com。

因子 (McLean 和 Pontiff, 2016)。这些因子之所以被传统金融学认为是异常现象,是因为利用这些异常因子很容易形成有利可图的交易策略,而并未承担相应风险。这就产生了一个有趣且值得研究的问题:既然异常是可以公开获得的信息,证券分析师作为市场专业人士,他们在预测时是否充分利用了这些公开信息 (Engelberg 等, 2020; Guo 等, 2020)。随之而来的问题是,如果分析师充分利用了这些异常,那么这些异常应该越来越少直至逐步消失,实际上真是这样吗? 而如果分析师没有充分利用这些异常,说明理性的分析师也有可能失职 (未能充分利用所有可以得到的信息),这对于有效市场理论是直接的挑战。无论何种结果,都值得进一步研究。本文首次考察中国的分析师能否有效利用这些异常,并进一步分析造成这个结果的原因。

本文首先从总体层面检验分析师预测与异常信息的关系。借鉴 Liu 等 (2019) 关于中国股市的研究成果并充分考虑中国分析师的行为特征,筛选出中国股市广泛使用的 20 个异常因子构建股票综合异常高估指数,依据这一指数排序将所有股票分成五等份的投资组合,检验投资组合中的多头及空头组与分析师一致评级的关系。如果分析师能够有效利用异常信息,当股票被高估时 (异常的 Short 组),应该给出相对较低的评级;当股票被低估时 (异常的 Long 组),应该给出相对较高的评级。这表明分析师给出的评级应该与异常收益的方向一致。如果分析师未能有效利用异常信息,那么他们评级方向与异常收益方向无关,甚至相反。该部分的研究发现,本文使用的 20 个异常因子能够提供股票收益的可预测信息,但分析师一致预测与异常收益方向相反,说明分析师在预测评级时未能有效利用异常信息。

进一步,考察分析师没能有效利用异常信息的原因。已有文献认为,利益冲突和行为偏差是导致分析师预测低效的重要原因。一方面,分析师有经纪佣金和买方评级动力等激励,很容易产生乐观偏差,违背研究预测的客观性与完整性 (Easterwood 和 Nutt, 1999; Jegadeesh 等, 2004; 赵良玉等, 2013)。另一方面,面临资源约束的分析师决定时间和注意力分配时,更有可能使用若干“认知技巧”来简化任务,试图将复杂的判断过程转化为简单操作 (Tversky 和 Kahneman, 1974)。例如, Cen 等 (2013) 发现,分析师的预测值会在很大程度上偏向行业中间值。Bouchaud 等 (2019) 发现,分析师的预测在短期内具有粘性。Hirshleifer 等 (2019) 发现,随着分析师一天内发布的研究报告数量的增加,预测准确性会下降。陆蓉等 (2020) 研究表明,分析师在预测的时候存在“参考点依赖”,会更加关注凸显信息。因此,面对上百个统计显著的股票横截面收益预测因子,分析师需要对有限的时间和注意力进行分配。基于以上研究,本文提出假设,分析师在利用异常信息时会陷入“顾此失彼”的困境。直觉是,当异常信息之间存在较强的冲突时,受到资源约束的分析师更可能擅长捕捉其受过专业训练、有信息优势的基本面类异常信息 (张宗新、杨万成, 2016),而对价格、交易量等传统金融学有效市场理论所否定的市场类异常信息把握不足,滞后于市场。

为了检验上述假设,参考 McLean 和 Pontiff (2016) 的分类方法,将 20 个异常因子聚合为基本面组和非基本面组,分别考察分析师评级与两类异常收益方向的关系。研究发现:分析师在预测过程中能够较好利用基本面类异常信息,却忽视了市场类异常信息。具体而言,分析师对基本面组高估的股票给出较低的评级,对市场组高估的股票给出较高的评级。回归结果显示,分析师预测评级与基本面类异常高估指数负相关,与市场类异常高估指数正相关。机制分析也表明,行业内公司覆盖率更高的分析师上述现象更为明显,与有限关注解释一致。此外,分析师对于市场类异常预测不准,并非由于这类因子的收益差。实际上,市场类因子组合的月度超额收益高达 2.35% (高于基本面类因子组合的月度超额收益 1.41%)。最后,在定价交易机制相对完善、分析师专业能力较强、机构持股比例较高的子样本中,本文的结果仍然成立。以上结果都说明分析师的能力

可能有一定偏向,擅长传统的基本面分析,而对价格、交易量等市场层面的变化则反应滞后,有限关注可能是其预测低效的原因。

本文可能的边际贡献有如下四点。第一,本文首次研究了中国股票市场的异象是否被专业分析师有效利用的问题,发现国内分析师在总体上未能有效利用异象信息,说明市场并非有效。这与国际相关研究接轨(Engelberg等,2020;Guo等,2020),补充了中国的证据。第二,本文发现市场参与者对不同类型异象因子的关注不同。Barber等(2016)研究基金资金流时发现,基金投资者评估共同基金时最关注市场风险Beta,并且把由市值、价值、动量、行业因子所带来的收益视为Alpha。本文关注分析师这类专业群体的行为,发现分析师更加关注基本面类因子。这有助于未来对各类异象产生的原因做进一步研究。第三,本文揭示了分析师有限关注可能是其预测低效的原因,补充了行为金融学的已有研究。Guo等(2020)发现,分析师在预测评级时未能有效利用异象信息,但他们未对异象进行异质性分析,因而没有进一步回答分析师为何没能有效利用异象的问题。这一问题的解答可以更好理解市场是否有效以及横截面收益的可预测性是否真的存在。第四,本文的研究结果还具有丰富的政策内涵和现实价值。长期来看,由于分析师等专业人员出于注意力有限等因素难以在研究过程中做到完全理性,因而需要进一步加强学术研究和智能金融技术的相互融合。例如,发挥计算机和程序化机器快速处理大量信息的优势,帮助分析师收集市场信息,以更加理性的思维应对市场。短期而言,本文的研究结果可用于制定有效的交易策略。本文发现,基本面类异象因子对冲组合的月度超额收益为1.41%,市场类异象因子对冲组合的月度超额收益高达2.35%,但分析师总体上未能有效利用所有异象信息。未来的研究还可以利用分析师的这一偏误,将其预测分解为基于基本面特征的部分和对股票收益有很强预测能力的异常部分,构建新的交易策略或特征因子模型。

二、文献回顾与研究假设的提出

(一)股票收益可预测性与异象

股票收益可预测性和横截面差异是资产定价的核心问题。几十年来,资产定价领域发现了上百个统计显著的股票横截面收益预测异象因子。McLean和Pontiff(2016)将学术研究中揭示的97个横截面可预测股票收益的变量(异象因子)进行了样本外和研究发表后的收益可预测性检验,发现发表效应使异象因子组合收益下降32%。市场类异象在发表前收益最高,基本面类异象在发表前收益最低,但样本内收益越高的异象因子在发表后收益下降越大。Calluzzo等(2019)基于对冲基金的证据发现机构投资者能够有效利用公开发表的异象信息。而Edelen等(2016)发现,机构投资者在建立头寸时未能利用异象信息,甚至可能会与异象信息背道而驰。Barber等(2016)发现成熟投资者在评估基金经理能力时会综合考虑能够解释基金业绩横截面变化的异象信息,但不够成熟的投资者无法意识到规模、价值、动量等异象收益。

(二)分析师预测与股票收益

证券分析师预测是否具有信息含量也一直是金融理论与实务工作者争论的焦点。一种观点认为,分析师预测具有信息含量,其预测结果与股票未来的收益表现相一致。例如,早期的研究考察了分析师预测与会计盈余价值的关系,发现分析师的盈利预测比时间序列模型的盈利预测更接近实际的盈余(Barber等,2001;Womack,1996;姜超,2013)。随后的研究发现分析师的预测决策与公司的基本面信息高度相关(张宗新、杨万成,2016),公司盈余质量、研发投入、多元化经营、并购

重组,甚至是年报的可读性等均对分析师预测行为产生不同程度的影响(Chaney等,1999; Christensen等,2013;Haw等,2015;丘心颖等,2016)。这些都说明分析师预测具有信息含量,其预测结果可能与股票未来的收益表现相一致。随着异象因子广为人知,分析师在预测的过程中也应该充分利用异象信息。基于此,本文提出以下假设。

H1a:分析师一致预测与异象收益的方向一致。

另一种观点认为,分析师不能有效预测股票未来收益,由于分析师有佣金和买方评级动力等激励,很容易违背研究预测的客观性与完整性,导致预测偏差(Easterwood和Nutt,1999;Jegadeesh等,2004;赵良玉等,2013)。Jegadeesh等(2004)发现,分析师预测行为会受到“经济诱因”的干扰,并没有完全考虑各种股票预测收益特征,单纯地遵循分析师建议可能会付出高昂的代价。此外,少量研究发现国外分析师发布报告时未能有效利用异象信息。例如,Guo等(2020)发现,分析师的评级与异象收益的方向无关,甚至相反。Engelberg等(2020)也发现,异象变量能够预测股票未来收益,但分析师的股票买卖建议与股票异象收益变量相矛盾,说明分析师忽略了大量与异象相关且有价值的信息。基于此,本文提出以下假设。

H1b:分析师一致预测与异象收益的方向相反。

(三)分析师预测偏差与有限关注

若H1b成立,本文将进一步探讨证券分析师为何没能有效利用异象信息。现有研究分析师预测偏差的文献,主要关注分析师利益冲突和非理性行为对其预测行为的影响。Kang等(1994)首先提出,分析师的乐观偏差更多地来自心理层面的认知因素。Cen等(2013)进一步发现,分析师的预测行为会受到“锚定偏差”的影响,在很大程度上偏向行业中间值。陆蓉等(2020)的研究表明,分析师在做预测的时候存在“参考点效应”,更加关注凸显信息。

本文基于行为金融学有限关注的理论框架,认为分析师在利用异象信息时会陷入“顾此失彼”的困境。Kahneman(1973)最早提到投资者的关注是有限的,是一种稀缺资源,随后的学者进一步证实了投资者的注意力是有限的(Barber和Odean,2008)。特别是当投资者同时处理多个任务时,集中的竞争性信息会分散投资者的注意力,致使其将注意力分配到部分信息上并对其他信息反应不足。例如,公司扎堆发布盈余报告的日子,投资者对相关信息的反应会变得迟钝,盈余公告后漂移现象也会更严重(Hirshleifer等,2009)。从分析师的角度看,Hirshleifer等(2019)发现,随着分析师一天内发布的预测数量的增加,他们越倾向于追随一致预期、重复自己之前的预测和发布近似预测,预测准确性就越会下降。Bouchaud等(2019)发现,经验更少或更忙的分析师往往会产生黏性认知,与有限关注解释一致。本文认为分析师同时面对上百个复杂且不同异象因子时,需要对有限的时间和注意力进行分配,因而他们更有可能重点关注那些简洁明了并符合其专业特质的基本面类异象信息(“顾此”),并对其他非基本面市场类异象信息反应不足(“失彼”)。基于此,本文提出以下假设。

H2:分析师对基本面类异象高估的股票给出较低的评级,对市场类异象高估的股票给出较高的评级。

三、数据与变量

(一)样本与数据来源

本文选取2004—2018年我国沪深两市全部A股上市公司为初始研究样本。之所以选取该段

样本,是因为2002年起我国上市公司必须编制并披露季度报告,且本文计量要求完整回溯前两年。稳健性检验部分也采用了其他样本段。本文的数据筛选过程如下:剔除金融类上市公司的观测值;剔除数据缺失的观测值。上市公司财务数据、股票交易数据、Fama-French三因子以及分析师一致评级等数据均来自国泰安数据库CSMAR。本文的股票收益数据、三因子数据为月度频率,异象因子构建也采用月度频率。行业分类采用申万一级行业分类标准。

(二)变量定义

1. 分析师一致评级

分析师一致评级(*Rec*)采用标准化处理后的评级,共5级:买入(*Buy*,5分)、增持(*Outperform*,4分)、中性(*Neutral*,3分)、减持(*Underperform*,2分)、卖出(*Sell*,1分)。得分越高,股票被推荐的程度越高。

2. 股票异象高估指数

本文首先借鉴了Liu等(2019)关于中国股市的研究,她们系统详尽地研究了有关中国股市异象的文献,在此基础上,本文再参考McLean和Pontiff(2016)、Engelberg等(2020)的研究逐一筛选具有代表性的计算指标,结合国内学者常用的方法进行计算,选出中国资本市场最常用的20个异象因子,构建股票综合异象高估指数(*ANOM*),计算公式如下:

$$ANOM_{i,t} = \frac{\sum_{j=1}^N Rank_{i,j,t}}{N}$$

(1)

式(1)中,*ANOM*_{*i,t*}表示股票*i*在*t*期的综合异象高估指数。*Rank*_{*i,j,t*}为股票*i*中异象因子*j*在*t*期的横截面组别。具体而言,股票按每个异象因子*j*的高估程度,横截面分为5组,从低估到高估依次取为1、2、3、4、5。对股票的截面内全部异象因子组别取算术平均值即为股票综合异象高估指数。^①

然后,借鉴McLean和Pontiff(2016)的分类方法,将20个异象因子按市场相关性和基本面相关性聚合划分为市场类异象与基本面类异象,再分别对两组组内的截面的各个异象因子*Rank*_{*i,j,t*}值取算术平均值,得到市场类异象高估指数(*MRKT*)与基本面类异象高估指数(*FDMT*)。20个异象因子的具体构建过程与分类如表1所示。

3. 分析师关注能力

分析师截面上覆盖的公司数越多,越可能决策疲劳,从而对单个公司有限关注的程度越高。本文借鉴Bouchaud等(2019)的研究,将分析师对截面上行业内公司的覆盖率(*Cover*)作为分析师关注能力的代理变量,分析师对行业内公司的覆盖率越高,个人的关注能力越差。

4. 分组变量

(1)沪深港通(*MrktLink*),如果股票当月是沪深港通标的股,取值为1,反之为0;(2)融资融券(*RZRQ*),如果股票当月是融资融券标的股,取值为1,反之为0;(3)明星分析师(*Star*),如果分析师(团队)上个年度或以前年度获得过《新财富》评选前三名,取值为1,反之为0;(4)机构持股(*Inst*),按公司上个季度末机构持股比例分两组,机构持股高组取值为1,反之为0。

① 为了兼顾样本的丰富性与股票综合异象高估指数的代表性,本文要求股票在截面内非缺失的异象因子数不低于14个(非缺失基本面类异象因子数不低于7个,非缺失市场类异象因子数不低于7个)。另外,本文也做了满足其他数量要求的检验,主要结果不变。

5. 控制变量

本文首先借鉴 Engelberg 等 (2020) 的研究,从个股的分析师评级数据角度,控制可能影响股票分析师一致评级 (*Rec*) 的影响因素,包括 (1) 股票分析师评级个数 (*NOR*), 股票月度分析师评级的人数加 1 的对数值; (2) 单个分析评级 (*Single*), 股票月度分析师评级人数虚拟变量, 如果为 1, 则 *Single* 等于 1, 反之则为 0; (3) 分析师评级的意见分歧度 (*SDR*), 股票月度分析师评级得分的标准差。其次, 由于中国股市受政府政策的影响较大, 本文进一步控制股票所处的行业 (*Industry*) 和国企 (*SOE*) 的虚拟变量, 以进一步缓解政策因素可能对本文产生的影响。

表 1 主要变量定义

类别	变量名称	构建说明
分析师评级指标		
<i>Rec</i>	分析师一致评级	取值为 1、2、3、4、5, 其中 1 为卖出, 5 为买入
ΔRec	分析师评级变动	分析师一致评级的变化数值
异象类指标		
<i>ANOM</i>	股票综合异象高估指数	
<i>MRKT</i>	股票市场类异象高估指数	
<i>AdjR²</i>	股价同步性	近一个月日收益 Fama-French 三因子回归 R^2
<i>Amihud</i>	非流动性	近一个月 (日收益绝对值/成交量) 的均值
<i>IndayRtn</i>	日内收益率	近一个月日内收益率
<i>IndayRtnstd</i>	日内收益率标准差	近一个月日内收益率标准差
<i>MaxPrice</i>	股价最大值	近一个月内最高价格/当前价
<i>MaxRtn</i>	收益率最大值	近一个月收益率最高的 5 个交易日的收益率均值
<i>Mom</i>	动量 (1 月反转)	最近一个月的收益率
<i>ResRtnstd</i>	特质波动率	近一个月日收益率计算的 特质波动 (Fama-French 三因子回归)
<i>RtnSkew</i>	偏度	近一个月日收益率偏度
<i>VolStd</i>	日成交量标准差	近一个月日成交量标准差
<i>FDMT</i>	股票基本面类异象高估指数	
<i>ACC</i>	应计异象	应计项目/净利润
<i>BEME</i>	账面市值比	所有者权益合计/流通市值
<i>NIME</i>	盈市率	净利润/流通市值
<i>CE</i>	资本支出增长率	资本支出的增长率
<i>PP&E</i>	固定资产投资比率	固定资产投资额/营业总收入
<i>Quick</i>	速动比率变化率	速动比率的变化率
<i>R&D</i>	研发比率	研发费用/流通市值
<i>ROA</i>	资产回报率	净利润/资产总计
<i>ROE</i>	净资产收益率	净利润/所有者权益合计
<i>UE</i>	意外盈余	净利润变化/资产总额

四、实证结果与分析

(一)主要变量描述性统计

本文主要变量的描述性统计见表 2。需要说明的是,本文是先构建股票的异象高估指数,再与分析师一致评级数据相匹配。异象高估指数小于 3 代表相对低估,大于 3 代表相对高估。如表 2 所示,ANOM 的均值为 2.952,MRKT 的均值为 3.163,FDMT 的均值等于 2.738。这表明分析师对基本面类异象的关注程度较市场类异象高。股票的分析师一致评级(Rec)均值为 4.302,平均而言,分析师对股票所发布评级介于增持与买入之间,很少发布负面的评级信息。

表 2 主要变量描述性统计

变量	样本量	均值	标准差	1% 分位数	中位数	99% 分位数
股票异象高估指数						
ANOM	92487	2.952	0.518	1.850	2.950	4.150
MRKT	92487	3.163	0.829	1.500	3.100	4.800
FDMT	92487	2.738	0.565	1.600	2.700	4.200
分析师评级数据						
Rec	92487	4.302	0.580	3.000	4.330	5.000
ΔRec	91805	0.001	0.609	-1.500	0.000	1.500
Buy	92487	1.416	2.310	0.000	1.000	11.000
Outperform	92487	1.526	2.053	0.000	1.000	10.000
Neutral	92487	0.214	0.607	0.000	0.000	3.000
Underperform	92487	0.003	0.062	0.000	0.000	0.000
Sell	92487	0.007	0.090	0.000	0.000	0.000
分组变量						
Cover	239579	0.061	0.070	0.004	0.037	0.333
MrktLink	86541	0.203	0.402	0.000	0.000	1.000
RZRQ	86541	0.313	0.464	0.000	0.000	1.000
Star	240994	0.272	0.445	0.000	0.000	1.000
Shares_Inst	86541	0.437	0.230	0.010	0.447	0.894
控制变量						
NOR	86541	1.202	0.624	0.693	1.099	2.996
Single	86541	0.468	0.499	0.000	0.000	1.000
SDR	86541	0.198	0.264	0.000	0.000	0.943
SOE	86324	0.480	0.500	0.000	0.000	1.000

(二)异象因子的有效性和异质性

本文首先通过构建策略组合的方法,检验梳理后异象因子的有效性。分别依据每个异象因子和股票异象高估指数的大小将股票横截面分为 5 组,检验多空组合的收益率。

表 3 分别报告了 Long-Short 策略组合经 Fama-French 三因子调整后的月度收益率。Panel A 报

告了 *MRKT* 以及市场类单个异象因子的策略月度超额收益。其中, *MRKT* 的 *Long* 组的平均月度超额收益为 0.96%, *Short* 组的平均月收益率为 -1.23%, 买入 *Long* 组卖出 *Short* 组的策略月度收益率为 2.35%。Panel B 报告了 *FDMT* 以及基本面类单个异象因子的策略月度超额收益率。其中基于 *FDMT* 的买入 *Long* 组卖出 *Short* 组的策略月度收益率为 1.41%。总体而言, 上述 20 个异象因子及相关变量在中国资本市场基本能够提供股票收益的可预测信息, 具有有效性, 表明股票的价格存在扭曲, 分析师作为市场理性人的代表, 理应在预测时充分利用这些公开信息。

表 3 异象因子的有效性检验结果 单位: %

Panel A: <i>ANOM</i> 与 <i>MRKT</i> (Fama-French 三因子 Alpha 月度收益率)						
异象分组	<i>ANOM</i>	<i>MRKT</i>	<i>AdjR</i> ²	<i>Amihud</i>	<i>IndayRtn</i>	<i>IndayRtnstd</i>
<i>Long</i>	0.90 *** (5.88)	0.96 *** (6.2)	0.73 *** (4.68)	0.74 *** (6.22)	0.33 ** (2.18)	0.15 (0.95)
<i>Short</i>	-1.52 *** (-10.03)	-1.23 *** (-7.22)	-1.01 *** (-6.64)	-0.67 *** (-3.9)	-1.04 *** (-6.65)	-0.75 *** (-4.93)
<i>Long-Short</i>	2.59 *** (11.38)	2.35 *** (9.67)	1.57 *** (7.05)	1.24 *** (5.92)	1.53 *** (7.18)	1.06 *** (4.47)
异象分组	<i>MaxPrice</i>	<i>MaxRtn</i>	<i>Mom</i>	<i>ResRtnstd</i>	<i>RtnSkew</i>	<i>VolStd</i>
<i>Long</i>	-0.12 (-0.75)	0.28 * (1.78)	0.37 ** (2.28)	0.68 *** (4.23)	0.09 (0.71)	1.18 *** (8.6)
<i>Short</i>	-0.54 *** (-2.81)	-1.09 *** (-7.36)	-0.95 *** (-5.52)	-1.25 *** (-9.11)	-0.48 *** (-3.87)	-1.12 *** (-6.59)
<i>Long-Short</i>	0.59 ** (2.14)	1.53 *** (6.77)	1.49 *** (5.87)	2.09 *** (9.65)	0.74 *** (4.89)	2.46 *** (10.68)
Panel B: <i>FDMT</i> (Fama-French 三因子 Alpha 月度收益率)						
异象分组	<i>FDMT</i>	<i>ACC</i>	<i>BEME</i>	<i>NIME</i>	<i>CE</i>	<i>PP&E</i>
<i>Long</i>	0.61 *** (3.81)	-0.05 (-0.5)	0.36 ** (2.17)	0.59 *** (3.17)	0.18 (1.25)	0.29 ** (2.07)
<i>Short</i>	-0.63 *** (-4.93)	-0.10 (-0.73)	-0.24 * (-1.93)	-0.35 ** (-2.37)	-0.08 (-0.67)	-0.22 * (-1.82)
<i>Long-Short</i>	1.41 *** (7.24)	0.21 ** (2.03)	0.43 ** (2.2)	0.77 *** (3.95)	0.43 *** (3.71)	0.68 *** (4.7)
异象分组	<i>Quick</i>	<i>R&D</i>	<i>ROA</i>	<i>ROE</i>	<i>UE</i>	
<i>Long</i>	0.62 *** (4.57)	0.51 *** (2.99)	0.57 *** (3.4)	0.53 *** (2.98)	0.34 *** (2.59)	
<i>Short</i>	-0.12 (-1.1)	-0.43 *** (-3.52)	-0.23 (-1.52)	-0.24 (-1.61)	-0.34 ** (-2.33)	
<i>Long-Short</i>	0.91 *** (7.77)	0.78 *** (4.11)	0.64 *** (2.8)	0.60 *** (2.75)	0.52 *** (3.15)	

注:括号内为 *t* 值,都依据 Newey-West(1987)进行了调整,滞后阶数采取的是最优滞后阶数(*lag* = 5)。***、** 和 * 分别表示在 1%、5% 和 10% 的水平下显著。下同。

(三)我国证券分析师能有效利用股票异象信息吗
本部分从总体层面探讨我国证券分析师评级是否利用了股票市场中的异象信息。一方面,理

想情况下,分析师给出的评级应该与异象多头的方向一致,当股票被高估时(异象的 *Short* 组),应该给出相对较低的评级;当股票被低估时(异象的 *Long* 组),应该给出相对较高的评级。另一方面,如果分析师的行为是有偏的,那么他们的评级方向与异象多头无关,甚至相反。本文先依据股票综合异象高估指数(*ANOM*)将所有股票分成五等份的投资组合,然后检验投资组合中多头(*Long*)组与空头(*Short*)组分析师一致评级、分析师评级变动的平均差异。

表4中(1)列、(2)列报告了分析师一致评级、分析师评级变动与股票综合异象高估指数分组的结果。股票 *ANOM* 的 *Long* 组与 *Short* 组的分析师一致评级分别为 4.270 和 4.299,差值为 -0.029,且在 1% 的水平下显著。另外,*ANOM* 的 *Long* 组到 *Short* 组的程度,几乎单调递增(*Short* 组除外)。同时分析师评级变动的结果中,分析师将 *ANOM* 的 *Long* 组推荐评级下调 0.017,将 *Short* 组的推荐评级上调 0.021,且两组的差值为 -0.037。经济学含义表明,分析师更有可能上调 *Short* 组(高估)的评级,并下调 *Long* 组(低估)股票公司评级。概言之,本文的结果表明,分析师一致预测与异象收益的方向相反,我国的证券分析师并没有充分地利用资本市场的异象信息,支持本文的研究假设 H1b。

表 4 分析师一致评级与股票异象高估指数

异象分组	<i>ANOM</i>		<i>MRKT</i>		<i>FDMT</i>	
	<i>Rec</i> (1)	ΔRec (2)	<i>Rec</i> (3)	ΔRec (4)	<i>Rec</i> (5)	ΔRec (6)
<i>Long</i> (低估)	4.270	-0.017	4.211	-0.021	4.351	0.003
2	4.295	-0.009	4.283	-0.012	4.342	-0.003
3	4.312	0.002	4.323	-0.002	4.331	0.000
4	4.334	0.007	4.347	0.012	4.271	0.000
<i>Short</i> (高估)	4.299	0.021	4.347	0.027	4.215	0.003
<i>Long-Short</i>	-0.029*** (-3.94)	-0.037** (-2.39)	-0.136*** (-11.58)	-0.048*** (-4.40)	0.136*** (5.71)	0.000 (0.73)

(四)证券分析师擅长识别哪类异象

上文结果表明,我国的证券分析师评级没有充分利用股票市场中的异象信息,本部分试图通过探讨分析师对不同类型异象识别的差异,即我国分析师擅长识别哪一类异象,对此问题做出回答。检验方法为分别根据股票的市场类异象高估指数(*MRKT*)和基本面类异象高估指数(*FDMT*)将所有股票分成五等份的投资组合,然后检验投资组合中多头(*Long*)组与空头(*Short*)组分析师一致评级、分析师评级变动的平均差异。

表4中(3)~(6)列分别报告了分析师一致评级、分析师评级变动与不同类异象分组的结果。股票 *MRKT* 的 *Long* 组与 *Short* 组的分析师一致评级分别为 4.211 和 4.347,差值为 -0.136,且在 1% 的水平下显著。同时,分析师对 *MRKT* 的 *Long* 组到 *Short* 组的推荐程度,几乎单调递增,表明分析师一致评级与市场类异象高估指数的推荐矛盾。而分析师对 *FDMT* 的识别则不同,*FDMT* 的 *Long* 组与 *Short* 组的分析师一致评级分别为 4.351 和 4.215,差值为 0.136,且在 1% 的水平下显著。从 *FDMT* 的 *Long* 组到 *Short* 组分析师推荐的程度是单调递减的。这意味着,分析师一致评级与基本面类异象高估指数的推荐一致。除此之外,从分析师评级变动与异象分组的结果来看,分析师将 *MRKT* 的 *Long* 组的推荐评级下调 0.021,将 *Short* 组的推荐评级上调 0.027,两组的差值为 -0.048,且在 1% 的水平下显著。而对于 *FDMT*,分析师评级修正与异象分组的结果差异并不显

著。总体而言,表 4 的结果表明,分析师能够有效利用基本面类的异象信息,但忽视了非基本面的市场类异象信息,支持本文的假设 H2。

(五)回归分析:分析师评级与异象信息

为了更好地控制分析师意见分歧等其他变量可能对结果产生的干扰,本部分采用回归分析进行检验。分析师一致评级对异象分组的回归检验模型为:

$$Rec_{i,t} = \alpha + \beta Anom_Index_{t-1} + \gamma X_{i,t-1} + Industry + Year + Month + \varepsilon_{i,t} \tag{2}$$

式(2)中, $Rec_{i,t}$ 为公司 i 在 t 期的分析师一致评级; $Anom_Index_{t-1}$ 为股票异象高估指数,分别为截至上个月末的股票综合异象高估指数 ($ANOM$)、市场类异象高估指数 ($MRKT$) 与基本面类异象高估指数 ($FDMT$); $X_{i,t}$ 为控制变量,同时还控制了行业 ($Industry$)、年度 ($Year$)、月度 ($Month$) 等效应, $\varepsilon_{i,t}$ 为误差项。

表 5 报告了分析师评级对异象分组的回归结果。结果显示, $ANOM$ 的系数约为 0.02,即股票综合异象高估指数每增加 1 个单位,分析师对股票的评级增加 0.02 个单位,表明分析师评级与综合异象信息相反,与前文结果一致,整体上国内分析师并没有有效识别股票的异象信息。但是 $MRKT$ 的系数约为 0.05, $FDMT$ 的系数约为 -0.08,且都在 1% 的水平下显著。市场类异象高估指数每增加 1 个单位,分析师对股票的评级增加 0.05 个单位。基本面类异象高估指数每增加 1 个单位,分析师对股票的评级降低 0.08 个单位。分析师对市场类异象高估的股票评级较高,对基本面类异象高估的股票评级较低,表明即使控制了其他相关变量,分析师依然能够有效利用基本面类异象信息,但对市场类异象信息缺乏关注,与异象分组结果一致,支持本文的研究假设 H2。

表 5 分析师评级对异象分组的回归结果

	Rec					
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
ANOM	0.0223 *** (6.07)			0.0183 *** (5.03)		
MRKT		0.0584 *** (25.76)			0.0479 *** (21.23)	
FDMT			-0.0952 *** (-26.73)			-0.0780 *** (-22.01)
NOR				0.1559 *** (46.12)	0.1489 *** (43.94)	0.1464 *** (43.18)
Single				-0.1021 *** (-17.51)	-0.1001 *** (-17.21)	-0.1015 *** (-17.46)
SDR				-0.3134 *** (-32.37)	-0.3102 *** (-32.12)	-0.3104 *** (-32.19)
SOE	-0.0418 *** (-10.45)	-0.0419 *** (-10.49)	-0.0453 *** (-11.35)	-0.0390 *** (-9.88)	-0.0390 *** (-9.91)	-0.0418 *** (-10.61)
常数项	4.1551 *** (145.16)	4.0201 *** (148.35)	4.5122 *** (161.94)	4.1746 *** (145.12)	4.0657 *** (148.89)	4.4719 *** (158.99)
行业/年度/月度固定效应	是	是	是	是	是	是
样本量	84772	84772	84772	84772	84772	84772
R ²	0.129	0.135	0.136	0.154	0.159	0.159

五、进一步分析与讨论

(一)有限关注机制

分析师为何能利用好基本面因子,而不能利用好市场因子? 本文认为原因是分析师的有限关注,即当异象信息之间存在较强的冲突时,受到资源约束的分析师更可能擅长捕捉其受过专业训练、有信息优势的基本面类异象信息,而对价格、交易量等传统金融学有效市场理论所否定的市场类异象信息把握不足,滞后于市场。检验模型为:

$$Rec_{i,j,t} = \alpha + \beta_1 Anom_Index_{t-1} + \beta_2 Cover_{i,j,t} + \beta_3 Anom_Index_{t-1} \times Cover_{i,j,t} + \gamma X_{i,t-1} + Industry + Year + Month + \varepsilon_{i,t}$$

(3)

式(2)中, $Rec_{i,j,t}$ 为分析师 j 在 t 期对公司 i 的评级; $Cover_{i,j,t}$ 为分析师 j 在 t 期对股票 i 所处行业内公司的覆盖率。主要关注交互项 $MRKT \times Cover$ 和 $FDMT \times Cover$ 的回归系数。

表6报告了分析师有限关注对异象识别的影响。回归结果显示, $FDMT$ 的系数显著为负,且 $FDMT \times Cover$ 的回归系数也显著为负,说明有限关注程度更高的分析师对基本面类异象高估的股票评级更低(“顾此”)。 $MRKT$ 的系数显著为正,且 $MRKT \times Cover$ 的系数也显著为正,说明有限关注程度更高的分析师对市场类异象高估的股票评级更高(“失彼”)。总之,行业内公司覆盖率更高的分析师更容易“顾此失彼”,与有限关注解释一致。

表 6 分析师有限关注对异象识别的影响

	Rec		
	(1)	(2)	(3)
ANOM	0. 0161 *** (7. 65)		
MRKT		0. 0271 *** (20. 33)	
FDMT			- 0. 0349 *** (- 16. 40)
Cover	- 0. 0202 ** (- 2. 28)	- 0. 0540 *** (- 8. 41)	0. 0612 *** (7. 89)
ANOM × Cover	0. 0011 (0. 39)		
MRKT × Cover		0. 0116 *** (6. 28)	
FDMT × Cover			- 0. 0302 *** (- 10. 28)
其他项	是	是	是
样本量	239139	239139	239139
R ²	0. 261	0. 265	0. 265

(二)排除市场交易机制的影响

由于我国资本市场仍然在高速发展过程中,分析师未能有效利用异象信息还可能受到市场定价和交易机制不完善的影响。由于资本市场开放的交易制度(钟覃琳、陆正飞,2018;连立帅等,

2019)和套利限制(Beber和Pagano,2013;李科等,2014;Chu等,2020)可能是影响市场主体有效利用异象信息最为重要的两种交易制度,本部分利用沪深港通标的股票以及套利限制较小的股票作为对照样本,进一步排除市场交易机制对本文结果的影响。

1. 考虑沪深港通交易制度

沪深港通交易制度的实施有利于优化A股市场投资者结构,提高资本市场定价效率(连立帅等,2019)。本文以沪深港通标的股票作为对照样本检验市场交易机制的影响。

表7报告了沪深港通交易制度对分析师评级与股票市场异象的影响。结果显示,在两组样本中MRKT的回归系数均显著为正,FDMT的回归系数均显著为负,表明在定价交易机制相对完善的股票样本中,分析师对市场类异象信息依然反应不足,因而本文结果并非由投资管制导致,进一步支持了“有限关注”假说。

表 7 沪深港通交易制度对分析师评级与股票市场异象的影响

	沪深港通标的组		非沪深港通标的组	
	(1)	(2)	(3)	(4)
MRKT	0.0495 *** (10.36)		0.0468 *** (18.53)	
FDMT		-0.0609 *** (-7.62)		-0.0790 *** (-20.36)
其他项	是	是	是	是
样本量	17365	17365	68608	68608
R ²	0.106	0.104	0.147	0.148

2. 考虑套利限制

套利限制被认为是资本市场异象长期存在的原因之一(Chu等,2020)。虽然分析师发布评级时不会面临套利限制,但是套利限制较高的股票往往交易成本较高,难以受到机构投资者的青睐,因而分析师可能没有动力去研究这些股票。本文以融资融券标的股票作为对照样本,进一步排除A股市场交易机制的影响。^①

表8报告了融资融券交易制度对分析师评级与股票市场异象的影响。结果显示,在定价机制相对完善、套利限制相对较小的股票样本中,分析师对市场类异象信息依然反应不足。这表明本文结果并非由卖空限制导致,进一步支持了“有限关注”假说。

表 8 融资融券交易制度对分析师评级与股票市场异象的影响

	融资融券标的组		非融资融券标的组	
	(1)	(2)	(3)	(4)
MRKT	0.0492 *** (12.14)		0.0470 *** (17.49)	
FDMT		-0.0983 *** (-14.48)		-0.0683 *** (-16.88)
其他项	是	是	是	是

① 公司规模越大,套利限制越小。本文也考虑了以公司规模分组的检验,主要结果不变。

续表 8

	融资融券标的组		非融资融券标的组	
	(1)	(2)	(3)	(4)
样本量	26950	26950	59023	59023
R ²	0. 129	0. 132	0. 162	0. 162

(三)考虑分析师专业能力的影响

分析师对基本面组高估的股票给出较低的评级,但对市场组高估的股票给出较高的评级,还可能是部分专业能力较差的分析师导致整体上出现这种结果。明星分析师信息挖掘能力比其他分析师更强(张宗新、杨万成,2016),本部分从是否明星分析师的背景特征角度,检验分析师专业能力是否影响其对股票市场异象的识别。^①表9报告了明星分析师对分析师评级与股票市场异象的影响。结果显示,无论是明星分析师组还是非明星分析师组,*MRKT*的回归系数均显著为正,*FDMT*的回归系数均显著为负。可见,即使是明星分析师也存在有限关注的现象,无法有效利用市场类异象信息。本文主要结果不变。

表 9 明星分析师对分析师评级与股票市场异象的影响

	明星分析师组		非明星分析师组	
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>MRKT</i>	0. 0291 *** (17. 28)		0. 0348 *** (30. 36)	
<i>FDMT</i>		- 0. 0512 *** (- 19. 11)		- 0. 0478 *** (- 25. 32)
其他项	是	是	是	是
样本量	65221	65221	173918	173918
R ²	0. 281	0. 282	0. 257	0. 256

(四)考虑分析师利益冲突的影响

Edelen 等(2016)认为,机构投资者倾向于购买高估股票而出售低估股票。因此,分析师有偏的评级预测,可能是为了迎合机构投资者对高估股票的偏好。为了检验这种可能性,本文依据机构持股比例将股票的分析师一致评级数据划分为两组。

表10报告了利益冲突对分析师评级与股票市场异象的影响。结果显示,无论在机构持股较高组还是机构持股较低组,*MRKT*的回归系数均显著为正,*FDMT*的回归系数均显著为负。结果表明,即使考虑了可能存在的分析师利益冲突之后,本文的结果依然稳健。

表 10 利益冲突对分析师评级与股票市场异象的影响

	机构持股较高组		机构持股较低组	
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>MRKT</i>	0. 0511 *** (16. 10)		0. 0434 *** (13. 82)	

① 本文还分别考虑了分析师其他背景特征,如性别、学历和从业经验等的影响,主要结果不变。

续表 10

	机构持股较高组		机构持股较低组	
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>FDMT</i>		-0.0911 *** (- 18.06)		-0.0647 *** (- 13.63)
其他项	是	是	是	是
样本量	43106	43106	42867	42867
R ²	0.140	0.142	0.189	0.190

(五)其他稳健性检验

此外,本文还考虑了不同指标测度和检验方法对研究结果的干扰。^① 本文在分别对沪深港通、融资融券、明星分析师以及利益冲突等机制检验中,采用 PSM 匹配后样本进行检验,主要结果不变。另外,本文在检验异象因子的有效性时,对异象收益做行业内调整或使用 Fama-MacBeth 方法进行检测;在计算分析师一致评级时,剔除分析师覆盖较少的公司样本;构建异象指标体系时,采用股票截面多头异象个数减去空头异象个数的方法等,本文的主要结果不变。

六、结 论

资本市场存在大量无风险但能获取超额收益的现象,称之为异象。异象是公开信息,本文检验中国的分析师能否有效利用这些异象。研究发现,国内分析师在预测评级时总体上未能有效利用异象信息。为了探究原因,将中国股市广泛使用的 20 个异象因子按基本面和市场相关性聚合为两组,首次发现分析师的能力有偏差,擅长传统的基本面分析,能够较好利用基本面类异象信息,但对市场类异象预测不准。有限关注可能是造成其预测低效的原因。

本文的研究具有理论和现实意义。一方面,分析师作为专业群体,他们的能力偏差是对市场有效理论争议这一金融学最重要问题的一个回应。正是因为具有专业能力的分析师也并未有效利用所有可得信息,异象才可以广泛、长期存在。另一方面,已有研究对分析师能否提高资本市场定价效率存在较大的争议,而分析师能否降低资本市场中的信息不对称和提高资本市场效率,前提在于他们是否有能力发现市场中的被扭曲信息。本文通过研究分析师的评级行为是否利用了资本市场中广泛存在的异象,回答了分析师作为相对理性的参与者,是否促进股票价格回归其内在价值,从而提高资本市场效率这一问题。

对于投资者而言,本文的发现具有操作意义。本文研究发现,市场类异象(价格、收益率和成交量等市场交易类信息)比基本面类异象带来的超额收益更高,且未被分析师充分利用,具有很高的投资价值。认识到分析师的专业特长(基本面挖掘)和相对弱项(市场信号利用),对于投资者合理参考分析师建议具有重要意义。

对于监管者而言,本文提出如下政策建议。(1)以基本面研究和市场研究为“双轮”驱动,建立中国股市研究新秩序。市场类异象与基本面类异象同属于公开信息,并不等同于内幕信息或题材炒作,积极引导分析师挖掘市场类异象信息,同样能够增加证券市场透明度。(2)积极引导证券分

① 限于篇幅,本文未报告稳健性检验的回归结果。若有需要可向本文作者索取。

析师以量化的手段进行基本面分析,促进量化投资与基本面分析的结合,以更加理性的思维应对市场。

参考文献:

1. 姜超:《证券分析师、内幕消息与资本市场效率——基于中国 A 股股价中公司特质信息含量的经验证据》,《经济学(季刊)》2013 年第 2 期。
2. 李科、徐龙炳、朱伟骅:《卖空限制与股票错误定价——融资融券制度的证据》,《经济研究》2014 年第 10 期。
3. 连立帅、朱松、陈关亨:《资本市场开放、非财务信息定价与企业投资——基于沪深港通交易制度的经验证据》,《管理世界》2019 年第 8 期。
4. 陆蓉、张斌、李琛:《分析师盈余预测修正中的参考点效应》,《国际金融研究》2020 年第 6 期。
5. 丘心颖、郑小翠、邓可斌:《分析师能有效发挥专业解读信息的作用吗?——基于汉字年报复杂性指标的研究》,《经济学(季刊)》2016 年第 4 期。
6. 张宗新、杨万成:《声誉模式抑或信息模式:中国证券分析师如何影响市场?》,《经济研究》2016 年第 9 期。
7. 赵良玉、李增泉、刘军霞:《管理层偏好、投资评级乐观性与私有信息获取》,《管理世界》2013 年第 4 期。
8. 钟翠琳、陆正飞:《资本市场开放能提高股价信息含量吗?——基于“沪港通”效应的实证检验》,《管理世界》2018 年第 1 期。
9. Barber, B. M., & Odean, T., All That Glitters: The Effect of Attention and News on the Buying Behavior of Individual and Institutional Investors. *Review of Financial Studies*, Vol. 21, No. 2, 2008, pp. 785 – 818.
10. Barber, B. M., Huang, X., & Odean, T., Which Factors Matter to Investors? Evidence from Mutual Fund Flows. *Review of Financial Studies*, Vol. 29, No. 10, 2016, pp. 2600 – 2642.
11. Barber, B., Lehavy, R., Menichols, M., & Trueman, B., Can Investors Profit from the Prophets? Security Analyst Recommendations and Stock Returns. *The Journal of Finance*, Vol. 56, No. 2, 2001, pp. 531 – 563.
12. Beber, A., & Pagano, M., Short-Selling Bans around the World: Evidence from the 2007 – 09 Crisis. *The Journal of Finance*, Vol. 68, No. 1, 2013, pp. 343 – 381.
13. Bouchaud, J. P., Krueger, P., Landier, A., & Thesmar, D., Sticky Expectations and the Profitability Anomaly. *The Journal of Finance*, Vol. 74, No. 2, 2019, pp. 639 – 674.
14. Calluzzo, P., Moneta, F., & Topaloglu, S., When Anomalies Are Publicized Broadly, Do Institutions Trade Accordingly?. *Management Science*, Vol. 65, No. 10, 2019, pp. 4555 – 4574.
15. Cen, L., Hilary, G., & Wei, K. C. J., The Role of Anchoring Bias in the Equity Market: Evidence from Analysts' Earnings Forecasts and Stock Returns. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 48, No. 1, 2013, pp. 47 – 76.
16. Chaney, P. K., Hogan, C. E., & Jeter, D. C., The Effect of Reporting Restructuring Charges on Analysts' Forecast Revisions and Errors. *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 27, No. 3, 1999, pp. 261 – 284.
17. Christensen, P. O., Frimor, H., & Şabac, F., The Stewardship Role of Analyst Forecasts, and Discretionary versus Non-Discretionary Accruals. *European Accounting Review*, Vol. 22, No. 2, 2013, pp. 257 – 296.
18. Chu, Y., Hirshleifer, D., & Ma, L., The Causal Effect of Limits to Arbitrage on Asset Pricing Anomalies. *Journal of Finance Working Paper*, 2020.
19. Easterwood, J. C., & Nutt, S. R., Inefficiency in Analysts' Earnings Forecasts: Systematic Misreaction or Systematic Optimism?. *The Journal of Finance*, Vol. 54, No. 5, 1999, pp. 1777 – 1797.
20. Edelen, R. M., Ince, O. S., & Kadlec, G. B., Institutional Investors and Stock Return Anomalies. *Journal of Financial Economics*, Vol. 119, No. 3, 2016, pp. 472 – 488.
21. Engelberg, J., McLean, R. D., & Pontiff, J., Analysts and Anomalies. *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 69, No. 1, 2020, pp. 101 – 249.
22. Guo, L., Li, F. W., & Wei, K. C., Security Analysts and Capital Market Anomalies. *Journal of Financial Economics*, Vol. 137, No. 1, 2020, pp. 204 – 230.
23. Haw, I., Hu, B., & Lee, J. J., Product Market Competition and Analyst Forecasting Activity: International Evidence. *Journal of Banking and Finance*, Vol. 56, No. 7, 2015, pp. 48 – 60.

24. Hirshleifer, D. , Levi, Y. , Lourie, B. , & Teoh, S. H. , Decision Fatigue and Heuristic Analyst Forecasts. *Journal of Financial Economics*, Vol. 133, No. 1, 2019, pp. 83 – 98.
25. Hirshleifer, D. , Lim, S. S. , & Teoh, S. H. , Driven to Distraction: Extraneous Events and Underreaction to Earnings News. *The Journal of Finance*, Vol. 64, No. 5, 2009, pp. 2289 – 2325.
26. Jegadeesh, N. , Kim, J. , Krische, S. D. , & Lee, C. M. , Analyzing the Analysts: When Do Recommendations Add Value?. *The Journal of Finance*, Vol. 59, No. 3, 2004, pp. 1083 – 1124.
27. Kahneman, D. , Attention and Effort. Englewood Cliffs: Prentice Hall, 1973.
28. Kang, S. , O'Brien, J. , & Sivaramakrishnan, K. , Analysts' Interim Earnings Forecasts: Evidence on the Forecasting Process. *Journal of Accounting Research*, Vol. 32, No. 1, 1994, pp. 103 – 112.
29. Liu, J. , Stambaugh, R. F. , & Yuan, Y. , Size and Value in China. *Journal of Financial Economics*, Vol. 134, No. 1, 2019, pp. 48 – 69.
30. McLean, R. D. , & Pontiff, J. , Does Academic Research Destroy Stock Return Predictability?. *The Journal of Finance*, Vol. 71, No. 1, 2016, pp. 5 – 32.
31. Newey, W. K. , & West, K. D. , A Simple, Positive Semi – Definite, Heteroskedasticity and Autocorrelation Consistent Covariance Matrix. *Econometrica*, Vol. 55, No. 3, 1987, pp. 703 – 708.
32. Tversky, A. , & Kahneman, D. , Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases. *Science*, Vol. 185, No. 4157, 1974, pp. 1124 – 1131.
33. Womack, K. L. , Do Brokerage Analysts' Recommendation Have Investment Value?. *The Journal of Finance*, Vol. 51, No. 1, 1996, pp. 137 – 167.

Can Analysts Use Capital Market Anomalies Effectively?

LU Rong (Shanghai University of Finance and Economics,

Shanghai Institute of International Finance and Economics, 200433)

ZHANG Bin, LI Chen (Shanghai University of Finance and Economics, 200433)

Abstract: Over the last several decades, finance research has discovered many cross-sectional stock return anomalies, which are publicly available information that analysts should be able to take advantage of. Based on 20 important anomalies, this paper examines whether Chinese analysts can effectively use the anomaly signals when making recommendations. We find that domestic analysts do not fully use the information about anomalies when making recommendations. To find out why, we divide the 20 anomalies into the fundamentals group and the market group. We find that analysts can make good use of fundamental predictors, but ignore market-based predictors. The abnormal returns of market-based strategies are much higher than those of fundamental strategies. Analysts give a low rating to stocks that are overvalued by the fundamentals group, but a high rating to stocks that are overvalued by the market group. Keep in mind that these stocks subsequently tend to have negative abnormal returns. Mechanism analysis also suggests that the phenomenon is more pronounced among busier analysts, consistent with the interpretation of the limited attention. The results of this paper are still robust after considering the market pricing & trading mechanism, the expertise of analysts, possible conflicts of interest and other influences. It indicates that the heterogeneity of returns from different anomalies and the limited attention of analysts may be the cause of their inefficient forecasting. Our findings provide not only new ideas for investors to formulate effective trading strategies, but also a reference for regulators to guide analysts to further exert their information intermediary functions and improve market pricing efficiency.

Keywords: Analyst Recommendations, Stock Market Anomalies, Limited Attention

JEL: G12, G14, C10

责任编辑:诗 华