

理性兽性均获奖，经济转型需时日

内容摘要

理性兽性，均有其理。在宏观、微观存在不同市场有效性的假设，是解释今年诺贝尔奖颁发给两个持截然相反观点的经济学家的原因。他们对市场可预测性的不同见解在于市场整体和个体的区别，而非舆论所指的预测时间长短的区别。

理性估值难敌“兽性”盲从。过去大部分的经济理论或估值模式都基于一种理性方式，但是这些理论或模式忽略了投资者会受到一些非经济动机的影响。很多投资者仅凭着动物本性作出估算，这也解释了一些传统经济学理性分析无法解释人类突发或怪异行为的原因。

金融价格还是可测的。我们相信市场有其波动规律，市场信息通过无数投资人的情绪影响着价格波动，这一波动趋势是完全可以过特定的模式加以辨别分析的。因此，能擅长并掌握比人更快的时机并非一文不值，而在当前信息万变的时代，金融分析就显得更有价值。

经济转型需时，未来增长放缓。一是中国经济转型或将历时四、五年甚至更长时间；二是需加快结构优化步伐；三是需要培育新的增长点；四是改革拐点将导致“创造性破坏”。

QE 退潮，汇市楼市面临压力。尽管美国党争导致退市步伐放缓，但退市终将进行，届时美元升值将成必然，而一直维持强势的人民币汇价将面临贬值风险，流入中国的热钱及富人资产将会撤离，可能戳破中国房地产的泡沫。

✉: dept_paqhyjs@pingan.com.cn
研 究 所 宏观策略团队

✉: dept_paqhtzxb@pingan.com.cn
投资咨询部 整理/分发

✍: 明 枫 (宏观策略)

☎: 86-755-83786971

✉: cenweizhong495@pingan.com.cn

📄: 期货从业资格: F0271803

本报告图表制作、数据来源由唐子健提供

相关报告

- | | |
|---------------|------------|
| 1、富人暴增，商机凸显 | 2013.10.24 |
| 1、耶伦上位，QE 无限 | 2013.10.17 |
| 2、当前 A 股，历史有鉴 | 2012.04.18 |

一、从分析师奖到诺奖

上周在苏州参加第六届期货分析师颁奖礼，自然又是一次期货研究话题大碰撞，热议内容包括分析师的价值、本届诺贝尔经济学奖、三中全会的预期以及下一步中国经济转型路径等。

首先，论坛间的一个主题演讲是研究方法话题，嘉宾从基本分析价值到技术分析意义，以及如何统合两者优点，如何进行量化统计的模型结合分析，指出金融分析领域正面临新的变革，将赋予期货研究领域更多机遇。

事实上，刚出炉的本年度诺贝尔经济学奖正好是颁给了对金融趋势研究的三位得奖者。他们分别是汉森(Lars P. Hansen, 1952-)、法玛(Eugene Fama, 1939-)、席勒(Robert Shiller, 1946-)，前两位同属芝加哥大学教授，但最耐人寻味的，是后两位研究领域同属资产价格，但学术结论居然完全相反。所以，茶歇间，大家热议就是这个话题。

1、学术南辕北辙，皆受市场热捧

《华尔街日报》近日撰文以“南辕北辙”字眼来形容法玛与席勒的学术观点，即是说，在面对股市是否可测的问题上，两人的观点正好相反。

翻阅相关资料，席勒任教于耶鲁大学，对资产价格实证分析贡献巨大，是主张“兽性”投资学说的权威学者。对国内金融圈来说，席勒的名字相信会较多人熟知，皆因前联储主席格林斯潘曾提到股市疯涨的“非理性亢奋”一说，而这个名词是借用席勒于2000年出版一现已成“经典”著作的《非理性繁荣》一书。书中准确地预测科网股狂潮爆破，因而名声大躁。2005年该书再出增订版，重点剖析物业危机迫在眉睫，果不其然，美国楼市06年见顶，07年急跌诱发08年的次债危机。经此二役，席勒已被投资界捧为预测之神。

法玛早在1970年便提出“有效市场假说”。以详实的数据证明了金融价格在反映资讯的时候具有有效性。法玛挑选低估值、高贝塔小盘股的量化模型战胜了市场，其量化模型使基金经理David Booth（芝加哥大学商学院因其而冠名）名利双收。他与芝大另一教授创建的“三要素因子模型”，是投资理论一大突破。其模型建基于对美国股市历史回报率的实证研究，解释了股市平均回报率受哪些风险因素所影响，令投资学理论完善化。难怪被行家称为“现代金融之父”。

2、理性兽性，均有其理

席勒的理论认为，综合多个金融价格指数于长期宏观层面存在无效性，但在个股的微观层面却具有效率。他还指出，投资者和市场行为是无法以单纯的方程式或理论来预测的。人也是动物的一种，所有动物都有一个天生特征，在对前景不明朗时会变得盲目冲动，因而有学者用“兽性”来描述这一习性。因此，金融市场所以急升或暴跌，是因为投资人非理性盲动的“兽性”所致，一如人所熟知的“羊群心理”就是指听信没有事实根据的传言而盲从者。

而法玛的“有效市场假说”，是指任何预测股价的尝试均属枉然，过去、现在及将来事项均反映于市场价格上，投资者在任何一个特定时点都无法判断市场是否会升或跌，因为每一个价格都有买家及卖家共存。他并以实证证明“短期股价不可测”，如在流通讯息快速进入市场时，“盲侠”胡乱炒作使股价“闻声而动”而变得杂乱无章。

显然，在宏观、微观存在不同市场有效性的假设，是解释了今年诺贝尔奖颁发给两个持截然相反观点的经济学家的原因。他们对市场可预测性的不同意见在于市场整体和个体的区别，而非舆论所指的预测时间长短的区别。

3、理性估值难敌“兽性”盲从

席勒认为市场经常对真假讯息作出非理性反应，与法玛认为投资人理性行为导致有效率市场。两位学者完全相反的观点同获诺奖委员会垂青，英国《金融时报》的解释是他们的著作有助提高大众对市场运作的理解，笔者认为席勒的见解较法玛更接近现实。凯恩斯不是说过吗：市场处于非理性环境比你财政稳健的时间还长。由于人性未变，尽管投资者经历多年市场投资薰陶，但面对市场机会，大多数人仍会作出非理性行动，因此席勒的理论更为可取。

市场非理性会影响和干扰了所有金融市场估值理论的有效性，包括股票市场的表现。在金融市场中，成功将“兽性”理顺化，就应该读一读席勒与他人合著共同创立的“兽性”行为学理论。的确，人心难测，但市场更难断，“兽性”心理在市场上爆发，这可不是经济方程式能计算出来的。过去市场中大部分的经济理论或估值模式都基于一种理性模式，但是这些理论或模式忽略了投资者是会受到一些非经济动机的影响。

人们目前对未来变量的掌握可以说是极为浅薄，在这样充满不确定性的世界里，很多投资者仅凭着动物本性作出估算，这也解释了一些传统经济学理性分析无法解释人类突发或怪异行为的原因。

4、金融价格还是可测的

会场茶歇间，大伙同样在金融价格是否可测方面展开讨论。事实上，法玛并不像“有效市场假设”的一代宗师—法国人巴舍利耶（Louis Bachelier）那样全盘否定金融分析这门行业。相反，在论文中他还特别指出一些优秀的分析师是可以帮助市场价格即时反映市场信息的。同时，席勒也认为，金融价格的起伏会淹没个股信息的影响，使有效市场的假说不大适用于整体市场”。

可见，法玛和席勒的著作均证明了金融价格是可测的，只是单只股票走势的预见度较差而已。作为期货分析师，笔者相信市场有其波动规律，市场信息通过无数投资人的情绪影响价格波动，这一波动趋势是完全可以过特定的模式加以辨别分析的。因此，能擅长并掌握比人更快的时机并非一文不值，而在当前信息万变的时代，金融分析就显得更有价值。

由此，举办相关分析师评选就有其必要性。尽管当前的期货分析师评选还很初级，评选结果还需与广告赞助费挂钩，与国内证券行业的分析师评选不在一个档次上。但终究是期货业的一次研发检阅，它对培育、挖掘研发人才起着积极作用，同时还激励期货研发人员努力成为有影响力的分析师。假以时日，期货分析师的评选结果将会更公平合理、更具含金量。

二、三中全会谋定转型步履

1、热议三中全会预期

在会议晚宴，嘉宾话题几乎一致地热议将在11月9-11日召开的十八届三中全会会议预期。普遍来说与会者大多对会议作较高的预期，如有参会者直指，本届会议将是上世纪90年代初以来国内改革开放的又一个新起点，所产生的效应，可能会比拟“邓小平南巡讲话”的效应，一些改革举措可能会超越一些固有的“条条框框”。

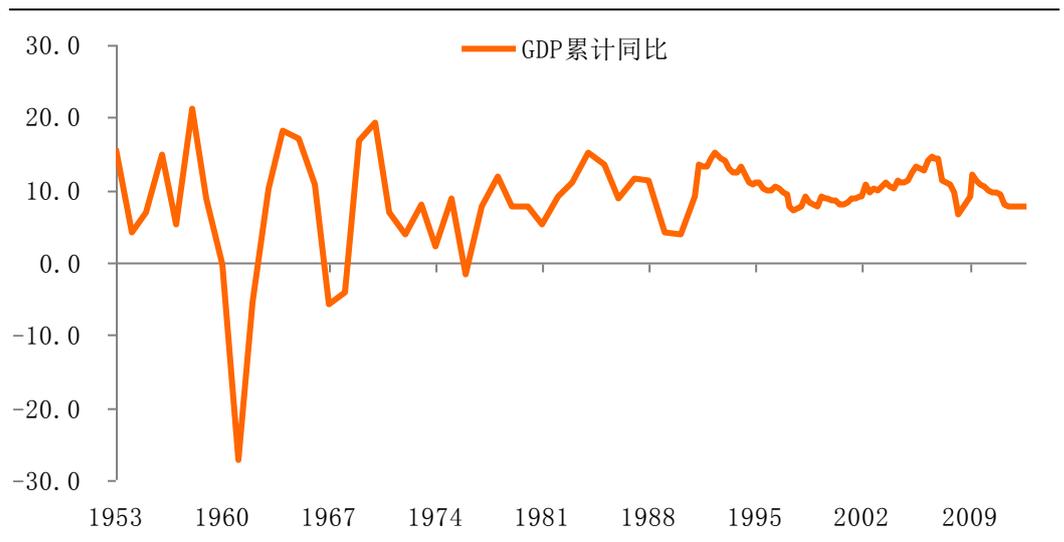
有人从市场的角度分析，近日股指回落是为三中全会更猛烈上攻做准备，下一步不单是止跌回稳，而是为三中全会超预期改革带来的大行情问题，可以说会议的召开将开启A股未来升势的新起点。

不过，也有较谨慎论者，认为中国在过往面临关键时刻才会实施开创性的改革。当前实施如此迅速改革措施的压力仍不够，并且当前的改革比以往更加复杂和艰难。在这次会议上对于实施深刻结构性改革的紧迫性仍缺乏必要的共识，许多结构性改革都伴随着短期阵痛。因此对快速推进改革并不抱有特别高的期望。同时，因新领导层仍处于执政的第一年，不具备出台具体到执行层面的全方位改革方案的条件。当然新一届领导可能会努力让民众相信，未来将进一步推进改革。

2、经济转型需时，未来增长放缓

的确，偏理性的研究人员均认为中国转型将面临颇多难题，笔者总结有以下四个方面。一是经济转型将历时四、五年甚至更长时间。改革转型是未来几年的主要话题，如果改革顺利，中国还将迎来二、三十年的黄金发展期，否则将会丧失机会而陷入“拉美现象”的危险。

图1:国内GDP季度增长



资料来源: wind、平安期货研究所

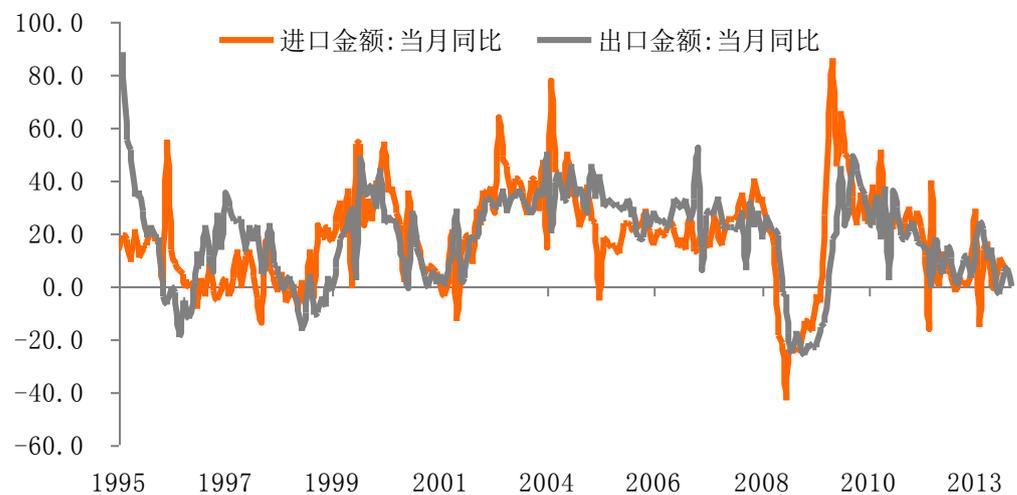
二是需加快结构优化步伐。未来中国需要的不是经济增速，而是应注重经济质量；需要甩掉落后产能的包袱，彻底去掉剩余库存。

三是需要培育新的增长点。对中国来说,新的增长点可能来自服务业及现代制造业,若新的增长点形成,中国经济恐怕就不靠房地产,结构调整就迈出健康的第一步。

四是改革拐点将导致“创造性破坏”。中国已进入到综合性的改革时期,短期内越会产生强烈的拐点效应,为未来中长期经济增长释放改革红利。但是,改革带来的短期“创造性的破坏效应”将逐步体现,宏观经济将面临短期下行压力。

对于四季度来说,笔者认为,当前外部环境逐步改善,出口有望在年底接近两位数增长,外贸的改善将对制造业投资回升起拉动作用。尽管三季度数据有所好转,但随着政策“微刺激”效应暂告段落,且未来政策基调预计再度回归调结构、促改革,同时也面临房地产市场的调控,四季度经济增速可能小幅回落。

图2:国内进出口数据



资料来源: wind、平安期货研究所

三、QE 退潮，汇市楼市面临压力

晚宴尾声,话题转向当前持续高涨的人民币汇价及房价。席间有位熟谙欧美市场的研究员指出:我们换个思路来剖析汇价及楼价去向,就是尽管美国党争导致退市步伐放缓,但退市终将进行,届时美元升值将成必然,而一直维持强势的人民币汇价将面临贬值风险,流入中国的热钱及富人资产将会撤离,可能戳破中国房地产泡沫。以下是他的详细分析。

1、政治争拗，打乱退市步伐

前期美国两党争端期间,商品市场出现大幅波动,炒家苦不堪言,不仅让华尔街砖家们大为不满,而政府停摆也苦了上百万的公务员,民众生活更是大受影响。目前两党在预算和债务上限的争端迄今尾大不掉,这将令美联储拖慢量宽退出的时间。

美国退市步伐虽受到打乱,但退市总将启动。事实上,从 2008 年起,美国的 QE 之路已走了 5 年,表面是避免美国重蹈 1929 年经济大衰退的覆辙,让美国经济从金融海啸危机中走出来,但这一代价是美联储资产负债表快速上升,美国国债总额已经突破经济总量,似在走日本“迷失的二十年”老路。

当前美国经济要靠低利率来维持，5年来的三次QE向全球市场注入大量流动性，使全球资金成本维持在历史的低位，吹起美国、新兴市场及商品资产泡沫。本来美联储的政策目标对流动性应该适可而止，让美国经济根基康复，不致于引发资产价格泡沫。但现在看来联储已没法按其所愿，生怕一旦停止输血，病人即刻身亡，而只能一股劲地往市场注入流动性。说穿了，美国政客们为了短期利益，不愿做壮士断腕的决心，坚决降低负债比率。

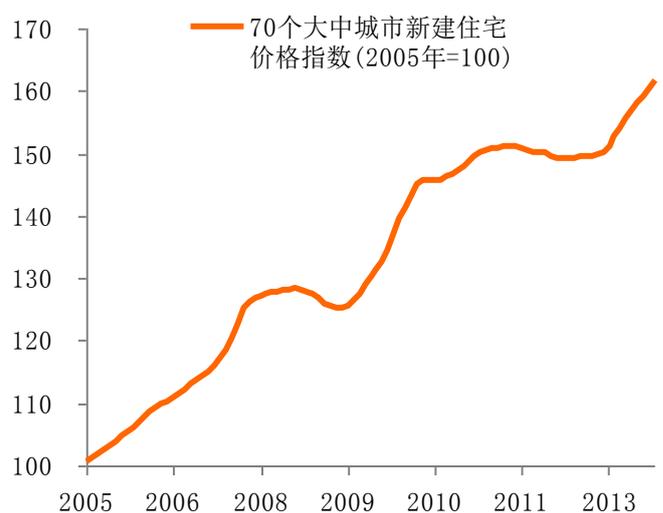
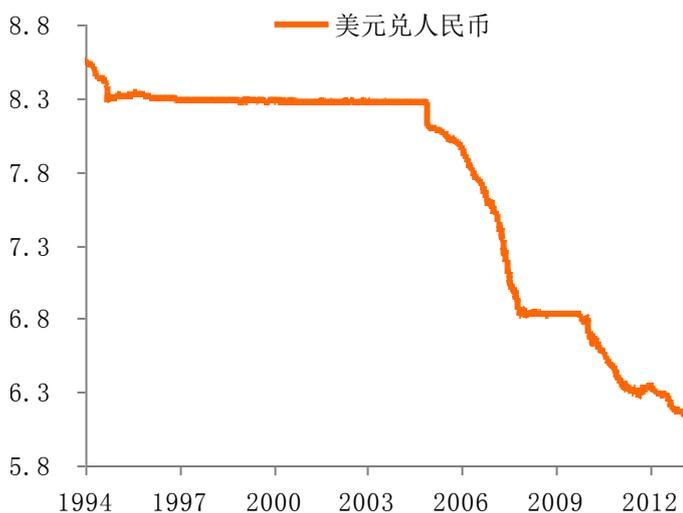
2、美元升人币跌，国内楼市面临压力

伯南克早在去年就声明，QE政策将在2014年底前全面停止买债计划，尽管年内暂缓退出，但明年有步骤退市已无悬念。

事实上，在QE推出时，流动性泛滥，导致新兴市场金融资产对热钱的过分依赖，但这些热钱并没有支持实体经济，却成了各类资产价格不合理上涨的背后推手。正如国内房地产市场在热钱涌入之下，一线城市京沪穗深四地房价扶摇直上、高不胜寒。

图3: 美元兑人民币汇价呈逐年升值态势

图4: 全国70大中城市新建住宅价格指数



资料来源:wind、平安期货研究所

QE一旦退出，美元升值必然导致人民币汇价下跌，先前流入中国的热钱将会撤离，而由于担心国内经济情况不稳定，富人们的资产也会选择逐步离开中国。因而，不仅会戳穿中国房地产泡沫，也会连带将中国其他和房地产相关的风险暴露出来，如地方债、地方融资平台、理财产品及影子银行等，届时会使中国面临巨大的金融系统风险，对中国经济改革造成沉重打击。

尽管笔者并不完全同意上述论断，但当前李克强总理已一反上届政府的房地产政策，实行一放一收，就是放开楼价上升限制，二是收紧水源、管控信贷。若然如此，一旦上述预期退市及热钱流出，中国房地产泡沫爆破的可能性不是没有可能。

风险提示:

期货市场是一个风险无时不在的市场。您在进行交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识,认真考虑是否进行证券,期货交易。市场有风险,投资需谨慎。

免责条款:

此报告旨在发给平安期货有限公司(以下简称“平安期货”)的特定客户及其他专业人士。未经平安期货事先书面明文批准,不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

平安期货可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断,可随时更改。此报告所指的期货、期权和证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问,此报告所载观点并不代表平安期货有限公司的立场。

平安期货有限公司版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安期货有限公司

地址:深圳市福田区中心区福华三路88号时代财富大厦26楼

客服:400 8888 933

电话:0755-8378 8578

传真:0755-8378 5241

邮编:518031

网址:<http://futures.pingan.com>