

盲从孳生泡沫，三中全会定前程

内容摘要

盲从：郁金香狂潮。纵观世界金融史，大泡沫狂欢过后无一例会以“爆煲”收场，若要追寻非理性盲从的经典事件，则非要提著名的荷兰“郁金香狂潮”。其中这些投资泡沫均呈现完整的“五部曲”模型，分别是巨变、旺市、亢奋、危机、恐慌等五个泡沫进程。

盲从：创业板泡沫。近日官媒有题为“创业板走下神坛，或重蹈纳斯达克覆辙”文章，指被爆炒的牛股1月暴挫四成，与13年前纳斯达克2个月暴跌四成的一幕，再次唤起投资者关注。而创业板新高至本周不足1个月内，市值蒸发1400亿。

三中全会—或将改变中国。国内正试图通过新一轮变革摆脱当前困境及桎梏。这次会议别具历史意义，因为这次制度性改革的成败，足以影响中国未来长期的可持续发展；同时也是政府未来治理和建设中国的根基。新一届领导层上台以来，锐意改革以富国兴邦，心志明显，经济深化改革仍然可以期待。

对证券期货业发展意义深远。较早前有媒体报道，券商、基金、期货三大行业均在撰写10年长期规划；其中券商规划将建设现代投行，提出要在10年增长10倍的目标，这将成为资本市场长远发展的重要一环。

三个月后市场或会向好。回顾过去20年的四届三中全会，会前大市多会持续下跌，而即使会议结束后的一个月也不见得有明显的好转，尤其是十六届后的三次会议，召开结束后3个月，摩根士丹利统计的中国指数却出现显著上升。

✉: dept_paqhyjs@pingan.com.cn
研究所 宏观策略团队

✉: dept_paqhtzzxb@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、图表处理分别由唐子健、李斌提供。

相关报告

- 1、理性兽性同获奖，经济转型需时日
2013. 11. 05
- 2、富人暴增，商机凸显
2013. 10. 24
- 3、耶伦上位，QE无限？
2013. 10. 17

话说上期提到“非理性亢奋”行为的本质，觉得意犹未尽。适逢近日 A 股创业板暴升过后又现暴跌，的确在体现非理性冲动群众集体无意识的癫狂行为，尽管创业板不缺乏走高的理由（第二章分析），但人类仅凭动物本性（即上周提到的“兽性”行为理论）而忽略理性思考的“盲从”依然相当清晰。

一、盲从：郁金香狂潮

纵观世界金融史，大泡沫狂欢过后无一例会以“爆煲”收场，当前创业板的泡沫现象或许还不能完整说明这一过程，若要追寻非理性盲从的经典事件，则非要提著名的荷兰“郁金香狂潮”了。

1、名记写下“传世巨构”

想必各位对“郁金香狂潮”经典事件可谓耳熟能详了。这里笔者不想再花费笔墨描绘，而将一些鲜为人知的细节道来。

这一脍炙人口的故事要拜托一名英国记者兼作家，他就是 1841 年出版——至今依然畅销的《大癫狂：非同寻常的大众幻想与全民疯狂》（Extraordinary Popular Delusions and the Madness of Crowds，又译为《疯众》）一书作者查理·麦基（Charles Mackay）。该书被《金融时报》誉为“人类有史以来最优秀的十部金融作品之一”。而国内著名经济学家吴敬琏也盛赞：能给人以教益，对于处在社会大变局的中国人来说，为了保持对于近几年来频频发生的群众性癫狂的清醒头脑，十分有益。

图1:英国著名记者兼作家查理·麦基《大癫狂》一书，在各国印行170年畅销不衰

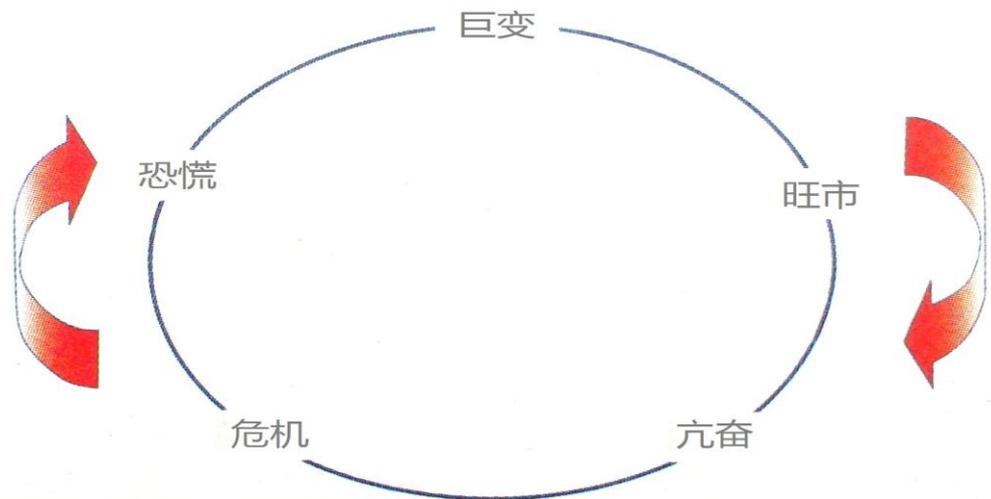


资料来源:北京邮电大学出版社，2009 年版

这件事发生于 1637 年，荷兰人为了郁金香球茎而神魂颠倒，导演了一出惊涛骇浪的投机狂潮。事实上，无论哪一时代，无论西方或东方，人类群体中总会间歇性地出现某种癫狂情绪。它们或者发生在一场莫名其妙的运动中，或者发生在金融和商业领域。无论是出于发财致富的冲动欲望，还是出于对他人行为亦步亦趋的效仿——渴望能一夜暴富——是所有癫狂事件共有的人性根基。当美梦最终破灭，几乎所有人都将面临可笑且可悲的结局。

经济学家及投资分析师无论如何痛陈投资泡沫之害，但言者谆谆，非理性的投资群体总是不鉴前车，始终听者藐藐。不过一切泡沫现象均有其雷同之处，已故历史经济学家金德尔伯格（Charles Kindleberger）曾提出投资泡沫形成的“五部曲”，其中包含大量引自经济学宗师明斯基（Hyman Minsky）的理论。分别是巨变、旺市、亢奋、危机、恐慌等五个阶段，对泡沫进程作了完整模型解构，日后有时间或作专文讨论。

图2：“金德尔伯格-明斯基”模型解构经济泡沫



资料来源：金德尔伯格 SG Cross Asset Research、平安期货研究所

2、“郁金香狂潮”有造假嫌疑

“郁金香狂潮”尽管距今久远，但麦基的《大癫狂》在各国印行 170 年依然畅销不衰，相信广大读者与笔者一样信以为真。但近数十年来，由于资讯日益发达，有关研究的学者锲而不舍，发现史实与麦基所说的大有不同。当然，这种追根寻底的精神只有在现代资讯发达及赞助费支持下才能做到。

上世纪 90 年代，美国布朗大学一名经济学教授认为书中提供的数据，有不少“值得怀疑”，翻查了荷兰证券交易所档案室和多处图书馆数据，把所见写为专论，纠正了很多《大癫狂》中不尽不实的数据。及后，又有一名伦敦大学的女性学者认为以精明善计算见称的荷兰人，不可能是麦基笔下大失常态非理性的疯狂炒家。在荷兰图书馆翻阅数百年前的有关报章报道，同时比对政府及交易所的官方文件，仔细梳理之后，发现麦基的“消息来源”大部分来自德国及英国专事报道市场谣言、传闻且以捕风捉影的笔触以吸引读者的小报章，与官方文件的内容大有区别。

根据他们的实证考核，炒得疯狂的只是一小撮非理性亢奋的“股蚁”，他们为一棵奇珍异种的郁金香奋不顾财、倾囊入市，结果当然以悲剧收场……。他们的事迹被当时的小报记者以小说笔触大事渲染，麦基作为资深记者，据此深加工写成“传世巨构”，由于故事性强、情节动人，170 年印行而不衰。事实上，荷兰人并不热衷于投机活动，反而却有商业头脑，他们了解到奇花异卉有极大市场需求时，进而研究种植花卉，奠定荷兰鲜花出口王国的基础。

3、麦基双重标准

提及此事，乃有素材佐证的。笔者对金融史颇具兴趣，对好文好篇一直有剪报收录的习惯。记得去年读过一篇香港《信报》转载《华尔街日报》的研究文章，是美国明尼苏达大学教授柯利兹高（A. Odlyzko）撰写的“麦基想入非非的幻觉和铁道狂潮”，觉得颇有意思，特抄出来向大家分享。据作者翻查英国的原始资料，发现麦基所写避重就轻，对当时英国的数次金融泡沫只字不提，难怪《大癫狂》不获史家看重。柯利兹高教授还考查出麦基对于1844年酝酿、1845年爆煲直至1849年才见底的铁道泡沫事件，不仅没有向读者提出警告，还不断说“机不可失”，鼓励民众入市，并指出英国铁道股价涨升的情况与其在《大癫狂》中揭示的投机浪潮完全不同……结果连达尔文、米尔（J. S. Mill）及勃朗蒂姊妹的一众知名人士，均误入其中而损失惨重。更令柯利兹高“动气”的是，麦基于1852年再版《大癫狂》时作了不少增删，可是对铁道狂潮，只字未提。

还有一点，柯利兹高在他的论文开篇说受上述布朗大学及伦敦大学两位教授的文章的启发，花了近十年时间追查麦基的“事迹”才写成此文。看来学者的研究是严谨而非轻率的，这大概是与记者不同的地方。

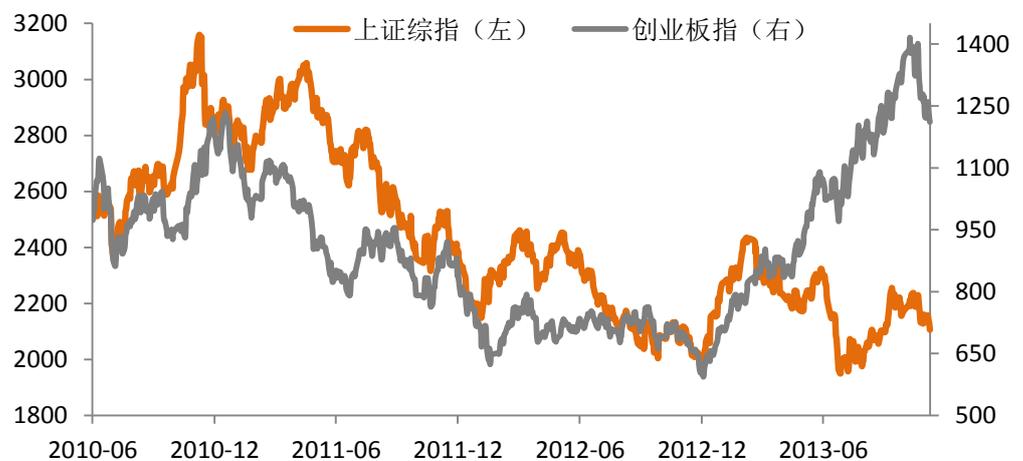
扯远了，其实笔者揭麦基之短或其不实数据，并非为人类兽性“罪行”个案作平反，只是讲清史实真相罢了。而该书描述的除了郁金香狂潮，还有法国密西西比阴谋、英国南海泡沫等金融事件，同时还将有关系人类愚行作编年记录，如十字军东征、圣物崇拜等历史事件，在当前投资理财成为大众行为的今天，教训仍然警钟长鸣。

二、盲从：创业板泡沫

1、创板疯涨难解释

回说创业板，当下多数人均看不懂创板的走势，不论是市盈率还是市梦率都无法解释。在已公布的355家创业板企业半年报中，按年增长只有1.51%，大大低于同期A股整体的11.47%平均水平。

图3：今年以来，创业板指数大幅跑赢上证指数



资料来源：wind、平安期货研究所

但从去年12月4日585点开始，至10月10日的1423点，创业板指数累计涨幅近140%。其中最牛的中青宝（手游概念）涨幅超过10倍；同期涨幅超四倍的有9只，三倍有17只，两倍有42只，一倍有132只之多。

今次创业板炒作与过往有很大不同，就是“做的不说”，不见大牌炒家露面指点江山说“创业板有多好”之类，只见“砖家们”喋喋不休极尽所能地唱衰及炮轰；同时尽管创业板表现“发飚”，但管理层一反过往每每打压的常态，官媒不再哼声。

创业板如此牛，疯涨不已的原因大致包括以下六点：一是资金对成长性企业的憧憬与追捧；二是政策支持技术创新，大量新兴产业集中创业板市场，充满遐想；三是IPO停摆，令小扩容的板块容易被爆炒；四是创业板并购成为潮流，去年以来并购案超过200宗；五是监管层对资产注入、并购案大开绿灯，政策支持使炒风有恃无恐；六是上涨呈典型结构特征，狂飚的主角为文化传媒、TMT、节能环保及互联网金融等，除此之外的行业表现一般。

由于不是来自企业盈利内生性增长，均找不到可以解释股价大幅上升的理由。这也是很多人看不懂创业板大牛市的主要障碍与困惑所在。不过，我们从大手、频密的收购，包括传闻与揣测，却是股价持续造高的最好催化剂。值得说明的是，占据创业板两成权重的文化传媒板块，本轮大幅飚升对指数贡献巨大，如华谊兄弟半年涨幅%，最高市值占创业板权重5.37%，这一特殊权重结构，也是助涨创业板的重要原因。

2、小型股炒作为全球现象

图4：2013年下半年以来，纳斯达克与罗素2000等科技及小型股指数跑赢标普500指数



资料来源：wind、平安期货研究所

事实上，今年以来小型股、概念股的炒作并不只是A股独有现象，美股由年初至今，这类概念的炒作一直持续，如罗素2000、纳斯达克均大幅跑赢标普500和道指。

从美股及A股的爆炒轨迹看，推动力离不开科网股、新产业、新概念或新能源等小型股票。追其原因，不外乎是经济浮沉指引不确，全球流动性泛滥而风险偏好增强，基金经理依靠宏观趋势已难以觅食，若不寻求新的概念炒作，则会跑输指数而遭受“炒鱿鱼”的风险。所以愈来愈多资金放弃长线，投资在小型股、概念股身上，以更频密的交易来获得更高回报。

下半年以来，美股表现更能突出这个主题，自5月美联储扬言退市，加上第三季后经济复苏动力减弱，标普500升势放缓。9月过后QE未退，增强游资投机的信心，股市觅食对象转向小型股，催谷纳斯达克及罗素2000大幅上涨，但泡沫却正在形成之中。

3、创业板泡沫戳破还在进行中

尽管创业板等小型股炒作有着国际泛滥的资金推动背景。笔者看小型股最受追捧，皆因其创业板盘子小，容易炒作。今年前三个季，355家创业板企业盈利总额约为187.95亿人民币，不及工商银行同期2055亿的十分一，也不及光大银行盈利216.64亿。

可见，盘小容易炒，只有又故事，或所谓的“主题投资”延续，资金将源源不绝地流入。若要谈“主题投资”（这是A股的一项发明），其原意还是投机，是指不考虑企业盈利及基本面的状况下，通过某些事件、因素驱动或刺激下，炒作某些板块或个股的一种恣意发挥与宣泄。也就是在短期内，各路巨资聚集下高举高打行为。但故事讲了三个月，业绩及盈利不见改善，冲得太高自然会跌得急。

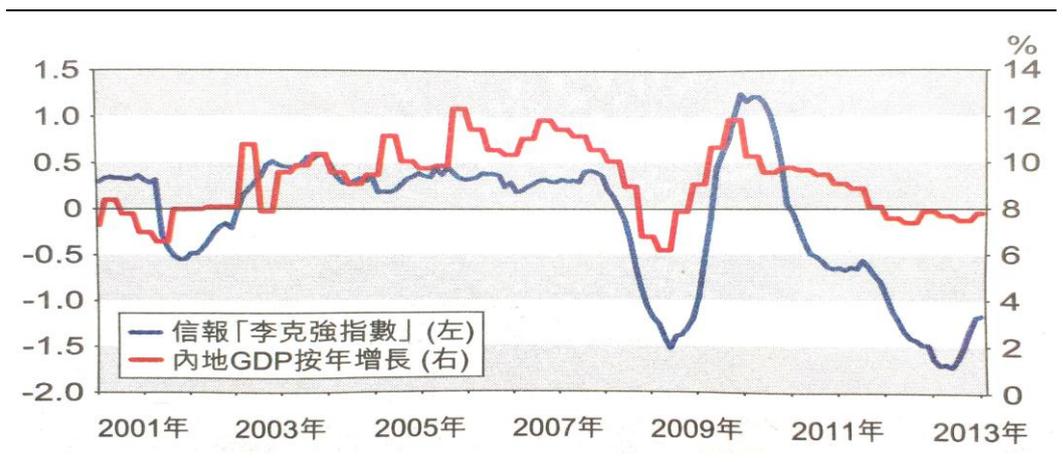
一沉百踩下，官媒新华社近日有题为“创业板走下神坛，或重蹈纳斯达克覆辙”文章，指华谊兄弟、中青宝、光线传媒等爆炒牛股1个月暴挫四成，与13年前纳斯达克2个月暴跌四成的一幕，再次唤起投资者关注。而创业板新高至本周不足1个月内，下跌超过16%，市值蒸发1400亿，后市演绎尤受投资者关注。

根据上述提到的“金德尔伯格-明斯基”模型解构中窥视泡沫五个进程，过去大半年的确走过了“巨变、旺市、亢奋”三个上升期的关键阶段，当前将或处在第四个“危机”阶段，但离“恐慌”阶段的氛围似还不太像，看来创业板调整还得需一些时间。

三、三中全会——或将改变中国

1、铺就深化改革的路线图

图5：“李克强指数”踏入三季度见底回升



资料来源：信报财经新闻、平安期货研究所

三中全会在即，官媒先行放风，《工人日报》刊登了李克强署名文章。文章大意是：经济减速不足惧，7-7.5%是合理目标，中国依然维持较高的增长水平，保障就业是转型期间政策最大目标。财赤已明显增加（达到GDP2.1%，接近警戒线），货币政策大规模放松已不可能，货币政策将倾向中性，即不松也不紧。

媒体以“万众瞩目”来形容本次会议。中国正试图通过新一轮变革摆脱当前困境及桎梏。中央一名高官指“这将是一场范围之广，力度之大均属空前的改革，皆由三中全会启动。”一系列改革强调深化改革以破除各方面体制的弊端。事实上，这次会议别具历史意义，因为这次制度性改革的成败，足以影响中国未来长期的可持续发展；同时也是“习李”政府未来治理和建设中国的根基。因此，会前政府不断放风，就是给舆论坚定的改革决心与信心。

今次由国务院发展研究中心提交的“383”改革方案，在此之前已向外公开并热炒了一回。国研中心具备官方背景及权威性，该报告担纲人刘鹤，据报道也是三中全会经济方案的主要起草者。所谓“383”方案，就是“三”位一体，“八”大领域，“三”大突破。

“三位一体”是完善市场体制、改变政府职能、创新企业体制；“八大领域”包括行政、垄断、土地、金融、财税、国资、创新和涉外等；“三大突破”是对外开放、社保、土改等。从该方案重点来看，主要体现在强化市场配置功能、调整政府与市场关系、驱动八大领域改革以牵动全局、正确处理政府与市场的关系、解决“国进民退”死结、释放中小企业创新活力等。

新一届领导层上台以来，锐意改革以富国兴邦，力求维稳以巩固执政，心志明显。经济深化改革仍然可以期待。

2、对金融业发展，尤其证券期货业意义深远

三中全会涉及的金融领域改革，创新是未来资本市场发展方向，加快发展多层次资本市场将是改革的其中一个重点。市场预期，资本市场的系列改革措施，重点在支持小微企业、证券业发展创新、期货业创新、债券市场发展等方面能取得突破。

“383方案”中提出，重点发展面向中小企业及创新型企业的创业板、新三板、场外交易等多层次资本市场体系；大幅提高债券在融资结构比重，同时深化发行制度改革。瑞银证券预期，未来两年将重点鼓励和支持股票、债券等资本市场的发展及创新，扩大资产支持证券试点范围，同时提高一、二级市场的监管水平和透明度。

较早前有媒体报道，券商、基金、期货三大行业均在撰写10年长期规划；其中券商规划将建设现代投行，提出要在10年增长10倍的目标，这将成为资本市场长远发展的重要一环。

3、三个月后市场或会向好

表1:三中全会后3个月股市表现

过去 20 年三中全会	召开日期	摩根士丹利中国指数表现
十四届	1993 年 11 月 11-14 日	21.50%
十五届	1998 年 10 月 12-14 日	13.50%
十六届	2003 年 10 月 11-14 日	20%
十七届	2008 年 10 月 09-12 日	10%
十八届	2013 年 11 月 09-12 日	--

资料来源:wind、平安期货研究所

尽管会议期间消息真空，按照惯例，有关三中全会公报一般在五千字左右，具体到各项领域的体制改革程度如何，只提供框架性的讯息；若再由市场消解读，层层传达领会及到落实，则市场最快也要两三周才会“滞后”化为投资动力。

回顾过去 20 年来的四届三中全会召开前后的股市表现，会前大市多会持续下跌，而即使会议结束后的一个月也不见得有明显的好转，尤其是十六届后的三次会议，召开结束后 3 个月，摩根士丹利统计的中国指数却出现显著上升。

历史会否重演，还得等待市场验证。从当前的市况分析，前期对三中全会一直抱有热切期盼，但股市的升跌，除了政策之外，流动性是否充裕才是推升股价的主要力量。而近月以来银根偏紧，坊间的说法是，10 月下旬至年底，或有可能再现 6 月底的“钱荒”风险。因此，尽管上周有“商品大王”之称的罗杰斯在广州开坛，表示最近正买入中国股票，且还会进一步增持，其理由是 A 股已跌去七成，政府努力营造健康股市，并认为这是五年来首次看到 A 股机会。

罗杰斯过去多次准确判断 A 股走势，同时，更是国际大宗商品市场预测“金手指”，故有“商品大王”之誉。信不信他，大家再看看吧！

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>