



晴雨表和钟摆：究竟哪个对 投资更管用？





股市只是经济的晴雨表吗？

从事宏观经济与资本市场研究那么多年来，我经常听到的一句话是“经济增长那么快，为何股市一直不涨？”关于这个问题，可以从三个层面来解释。

首先，股市究竟涨还没有涨，涨多少或者跌多少，都需要有一个观察样本和观察的时段。比如，从 2007 年年末至今，上证综合指数是大幅下跌的，但从 2000 年至今则是上涨的。当然，过去两年多来，股市表现不好是不争的事实。

此外，关于观察样本问题则需要讨论。上涨综合指数是全样本指数，目前全球大部分股市的都没有公布全样本指数了，绝大部分只公布成分股指数，如美国的三大股指都是成分股指数，其中标普 500 对应着 500 个股票样本。而印度的 SENSEX30 指数过去十年涨幅巨大，但只对应 30 个股票样本。成分股指数有一个好处就是可以不断更新，也就是优胜劣汰，这就使得指数长期上涨的概率显著提高。因为企业都是有生命周期的，如道琼斯工业 30 指数中，最初确定的 30 个样本股如今均已不在样本里面了。

其次，A 股市场作为新兴市场，其在发展初期存在估值水平过高问题，随着机构投资者规模的增加，估值水平不断下移成为趋势。从历史上看，估值对 A 股长期回报率的贡献为负值，主要是因为 A 股早期的估值水平较高导致。而企业盈利增速才是 A 股收益率的最大来源。这就可以解释为何在经济高速增长阶段 A 股市场表现往往不佳的原因。

此外，A 股市场存在不少公司在上市后业绩持续下滑的现象，这反映了 A 股上市公司的整体质量和公司治理水平还需要提高。但这种上市后即“变脸”现象，也使得上市公司业绩与宏观基本面经常脱节。

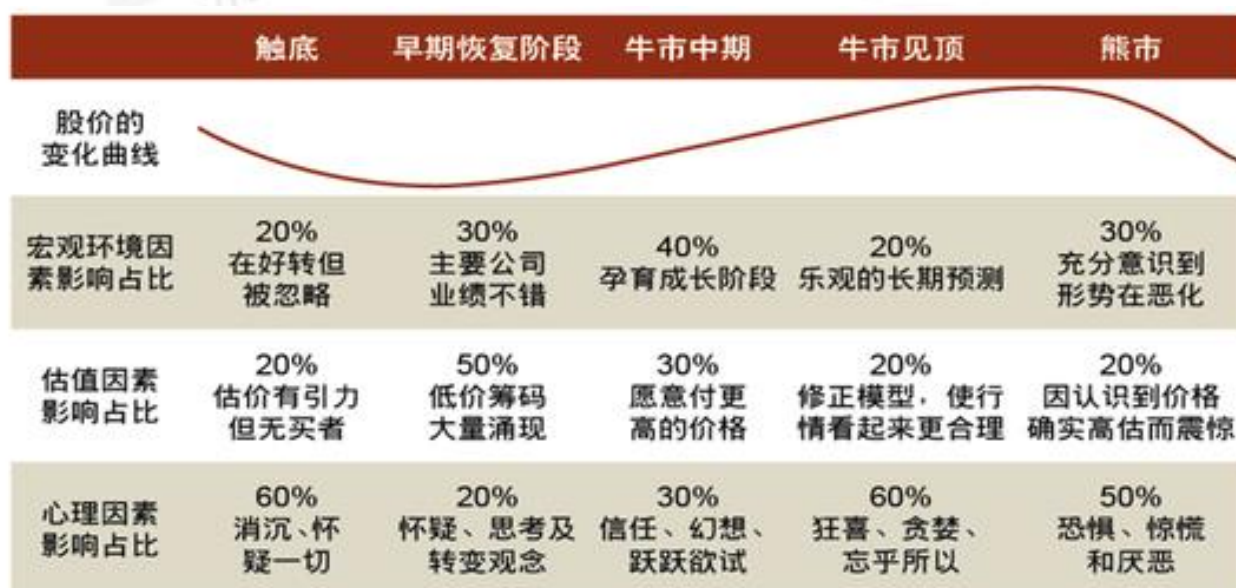
第三，实际上股市对政策的敏感度更高，股市往往会预期政策的变化，故股市作为政策的晴雨表功能比经济晴雨表的功能更强些。不仅 A 股市场如此，美股也是如此。例如，美股对利率变化非常敏感，故一旦市场预期美联储将会结束加息周期，则美股就有望见底回升。

因此，投资分析切勿刻舟求剑，实际上影响股市或估值的因素很多，

经济好坏并不是影响股市的唯一变量。此外，经济不好往往是政策宽松的原因，政策是影响股市估值的重要变量。政策能否改变经济走势其实并不能马上见分晓，但在还没有见分晓之前，可以先来一波上涨行情，只要市场有一批投资人士赋予“乐观”预期。

此外，估值水平的所处的历史分位也会对股市波动产生影响，还是更重要但比较难量化的是心理因素对股市波动的影响。因为人性往往是贪婪和恐惧并存的，就短期波动而言，心理因素所占的权重或许更大些。下图就是基于经验的一种假设，即宏观基本面、估值因素和心理因素的三大权重占比在股市周期中不同阶段的占比。

影响股市三大权重的阶段性变化



从上图中发现，心理因素在市场的触底或见顶阶段，都占有很大权重。

我曾写过一篇文章，叫《你买的只是你想象中的未来》，主要观点是，

由于资本市场存在太多的不确定性，投资者基于对未来公司的预期而买入的股票，有多少符合预期呢？结论是基本都不会符合预期的。但由于某些公司从事令人产生无限遐想的业务，则股价的弹性非常好，尽管最终结果可能大大低于乐观的预期，但股价可能已经涨了很多倍。

钟摆理论似乎更适合新兴市场

如前所述，影响股市的因素很多，经济基本面并不是唯一的决定股市熊牛因素。因此，我们应该尽量避免用“股市是经济晴雨表”来判断股市的走势，事实上政策对股市的波动影响更大。

同时，A 股作为新兴市场，必然会在较长时间内存在估值体系存在结构不合理的问题，这也是为何监管部门领导呼吁要“探索建立中国特色的估值体系”。故尽量避免带着强烈的“估值纠偏”使命感去做投资。例如，同一个上市公司，A 股与 H 股或 B 股之间长期存在惊人的价差，即同股同权不同价，即便陆港通已经开通那么多年了，彼此的价差却并未明显缩小。

假如投资者都具有价值投资的理念，当 A 股的价格超过同股的 H 股、B 股价格 1 倍以上时，那就应该卖出 A 股，买入 B 股或 H 股，但事实上大部分投资者并不是这么去做的，所谓水至清则无鱼。

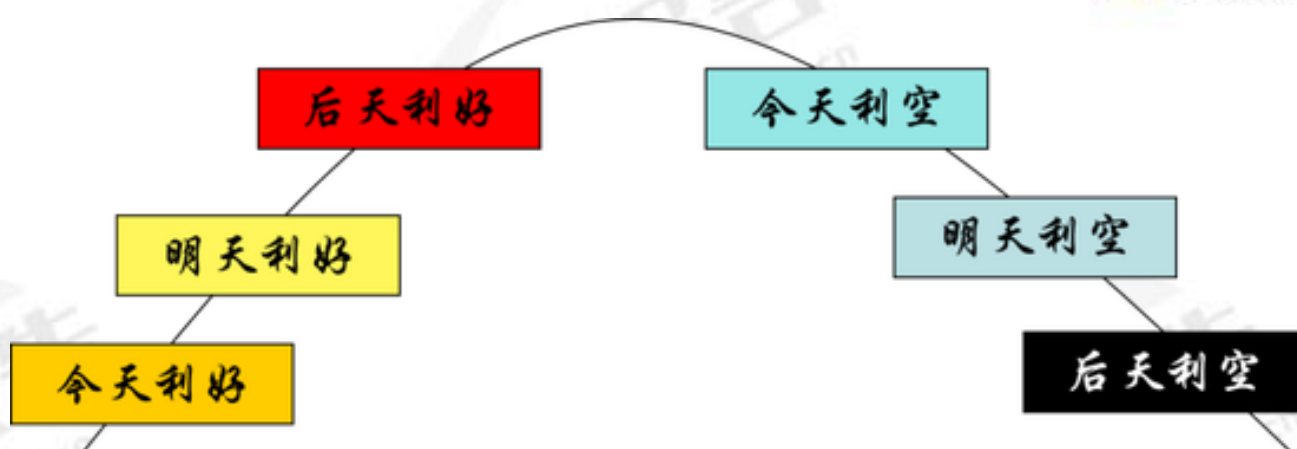
若按照钟摆理论，一只股票的价格就像钟摆一样左右摆动，在股市中，股价有时长期在左，有时长期在右，不是低估就是高估，而作为平衡点的 0 点，也就是左右摆动的一瞬间状态。股票市场的钟摆理论可能有两个特点：

首先，市场的周期往往是陡峭曲线波动的，所谓一波三折，并不会很平滑；其次，周期不是简单的重复，只会与历史相似，故没有必要去计算每次的周期的时间有多长。

钟摆理论并不是专门为资本市场而设，不少哲学、心理学等的理论其实都可以用钟摆现象来演绎。例如，叔本华认为，人生注定痛苦，不仅因为人生最终都要面对死亡，还因为人生有很多欲望，实现不了欲望很痛苦，欲望得到满足之后又很无聊。所以，叔本华的钟摆理论就是“人生在痛苦和无聊之间摆动”。

我曾在十多年前写过一篇文章，《中国投资者为何爱讲故事不爱算估值》，发现市场在周期上行的初期，通常传播的是“今天利好”消息，如监管部门将出台稳市场政策了；到了周期上行的中期，通常传播的是“明天利好”消息，如国家将在扩内需方面投入多少万亿；到了周期上行的后期，通常传播的往往是“后天利好”消息，如中国将迎来“黄金十年”诸如此类的美好未来，这往往是周期见顶信号，即市场传播的所谓利好变得越来越虚无缥缈了。

当股市周期步入下行阶段后，投资者之间流传的“故事”也与上行阶段类似。当年我在画这张图的时候，恰好当时有一部热门电影叫《后天》，后天代表未来，但未来一定会出现电影中所描述的可怕景象吗？



当对未来恐惧在市场盛传时，这往往是熊市见底的信号。大家不妨回顾一下三个多月前上证综指跌破 3000 点后的市场所盛传的“后天利空”，为何现在就不再流传了呢？因为人心思涨了。

能否找到钟摆所处的位置？

既然用钟摆理论可以来判断投资方向和投资时点，那投资获利岂不是很容易了吗？首先，我们必须有一个理念，就是市场永远是不确定的，不存在所谓百分之百确定性的机会。我们看一下 2022 年全球投资大师的业绩，其中巴菲特的收益率为-19.76%，索罗斯为-41.91%，在持股规模超过 20 亿美元的投资大师中，只有霍华德·马克斯管理的橡树资本是唯一盈利的，年度收益率达到 18.26%。

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_51504

