



华泰联合证券

HUATAI UNITED SECURITIES

证券投资策略的思考路径

副所长 刘湘宁

联合证券研究所

2010年7月30日星期五



神奇的章鱼保罗

目录



研究员应当是如何思考的

投资大师的信仰

如何确立市场分析策略

研究报告与逻辑关系

- 研究员应该向章鱼保罗学习吗？
 - 研究报告是议论文，而不是说明文或者新闻
 - 对于……，我的看法是……。
 - 理由是:1、..., 2、...
 - 复习一下高中议论文的写法
 - 一篇报告是否有灵魂，关键在于观点鲜明、逻辑通顺，而不是罗列众所周知的事实
 - 我们听到、看到的是现象，而非因果，因果关系需要大脑进行哲学提炼后，才能得到。
-

研究报告与逻辑关系

- *Logic is both a science and a art. (投资也如此) The art of logic involves skill in appraising the correctness of reasoning, in criticizing incorrect reasoning, and in reasoning correctly. The science of logic seeks to develop methods and principles for distinguishing correct from incorrect reasoning.*

-----Collier's Encyclopedia

- 1、逻辑不一定是精确的，但一定是简单的。
 - 2、但简单的东西不一定代表逻辑。
 - 3、逻辑关系的不是用于诡辩的，目的是“以理服人”，需要真正找出因果关系。
-

观察和假设-学会因果关系

■ 一个小故事：沙皇尼古拉先生与医生

■ 话说沙皇尼古拉二世接到报告，俄国某地瘟疫盛行百姓大量死亡，于是沙皇派人去当地调查，随后他发现该地有一个明显与其他地方不同的现象：那就是医生特别多。



■ 这一异常现象引起沙皇尼古拉先生高度重视，他经过几分钟的慎重考虑，认为该地瘟疫盛行与医生特别多有直接的关系，为了挽救当地俄国百姓的生命，尼古拉下令杀死当地所有医生。

观察和假设-学会因果关系

- 事实：吸烟的人肺癌发病率会比其他人群高好几倍。
- 推论：吸烟导致肺癌
- 有没有其他可能？
- 相关、巧合
 - 燕子低飞要下雨
 - 一唱雄鸡天下白
 - 金牌交易员的旧领带



观察和假设-学会因果关系

- 电视与印度妇女
 - 统计显示，随着印度家庭电视普及率的提高，印度妇女遭受到的家庭暴力明显下降。这是为什么呢？



观察和假设-学会因果关系

■ 经验还是逻辑？

- 先依靠经验还是先依靠逻辑？市场的反应肯定首先依据经验。
 - “我知道行公路没有坐飞机安全，但我就是不相信”
 - “我喝了不少烈酒，开车不安全，一会儿自己走路回去”
- 但是，因果关系并不能通过经验来判断，很多时候我们以为我们在进行逻辑思维，实际上却是在进行主观经验判断，无法提供逻辑上的解释。
- 只要时间允许，必须更多地依靠数据分析，少依靠定性判断，才能发现事实真相
- 我们认为即便对于一个复杂的系统，道理也应该是简单的，但并不是说我们可以凭借“相关关系”替代“因果关系”，相关关系不能提供稳定的预测。

观察和假设-学会因果关系

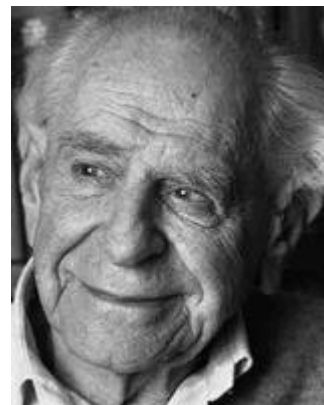
- 一个坏报告跟一个好报告有啥区别？
 - 坏报告：不知道为啥要写这个报告（开题）、报告没有结论和观点（立论）、报告内容是事实的堆砌没有逻辑（假设）、逻辑没有经过检验（样本外检验）。除了有逻辑之外，还需要实证检验。
 - “大胆假设”其实是大胆得出结论，“小心求证”其实是试图检验。得出结论的过程可能是推理、演绎
 - 可以作为研究报告的内容，很多时候不能证实，但可以证伪。
 - “一唱雄鸡天下白”

复杂系统的科学方法论

- 决策：我永远不可能知道未知，因为从定义讲，它是未知的。但是，我总是可以猜测它会怎样影响我，并且我应该基于这一点做出自己的决策。多问自己几个“如果”
- 我们相信，世界上的道理应该是简单的，对于一个复杂的系统该如何使用科学方法发现其道理？
 - 波普
 - 笛卡尔
 - 系统工程论

波普的科学方法论

- 无论接受观察的个体有多少，人们都不可能用演绎逻辑方法从个体观察结果中推断出普遍有效的命题，科学方法应采取全面怀疑论（**comprehensive skepticism**）的态度，规律直到被证伪之前都是暂时成立。
 - 三个要素：初始状态、最终状态、科学定律
 - 三个环节：预测、解释、检验
 - 初始状态+科学定律=预测；最终状态+科学定律=解释，科学定律需不断由预测、解释检验



笛卡尔的方法论

- 笛卡尔在1637年出版的《方法论》(Discours de la méthode), 对西方人的思维方式, 思想观念和科学研究方法有极大的影响, 欧洲人在某种意义上都是笛卡尔主义者, 就是指的受方法论的影响 (而不是指笛卡尔的二元论哲学)。



小插曲: 电影《Matrix》就是二元论的例子

笛卡尔的方法论

- 笛卡尔在方法论中指出，研究方法分四个步骤：
 - 1、怀疑一切：永远不接受任何我自己不清楚的真理，就是说要尽量避免鲁莽和偏见，只能是根据自己的判断非常清楚和确定的，没有任何值得怀疑的地方是真理...
 - 2、问题分解：可以将要研究的复杂问题，尽量分解为多个比较简单的小问题，一个一个地分开解决。
 - 3、由易到难：将这些小问题从简单到复杂排列，先从容易解决的问题着手。
 - 4、综合检验：将所有问题解决后，再综合起来检验，看是否完全，是否将问题彻底解决了。

当复杂问题的子问题得出的结论有矛盾怎么办？抑或者这些问题本身就是相关的

系统工程论

- 但笛卡尔的方法论仍然是只见树木，不见森林，不适用解决复杂的问题。
- 系统工程论乃是采用整体优化的思想来解决问题，即不仅仅思考子问题自身的变化，还考虑了子问题之间的相互关系。
- 例子：美元贬值有利于美国商品的出口，有利于美国经济恢复，但会同时降低美债吸引力，可能导致美债利收益率提高，进而妨碍美国经济复苏。那么美元贬值到底是有利于美国经济还是不利于美国经济？

目录



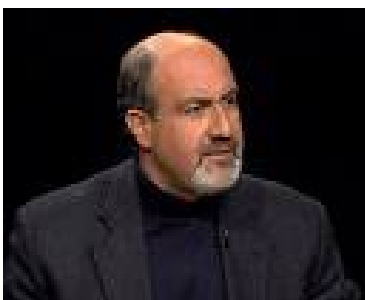
研究员应当是如何思考的

投资大师的信仰

如何确立市场分析策略

投资大师的实战：证实和证伪

- Taleb从19岁起大半辈子的时间都在研究和应用计量经济学，然而他却认为计量经济学毫无用处，是一门伪科学。Taleb认为一切皆可以通过证伪来检验，一切规律性的东西可能都是假象，比如你看到1000只白天鹅飞过，就认为1001只也是白天鹅，但可能1001只天鹅是只黑色的，于是你对天鹅的世界观将被彻底颠覆。



VS



- 尼德霍夫正好相反，1964年毕业于哈佛统计系，1969年在芝加哥大学获得经济学博士学位，曾经在加州大学伯克利分校担任金融学教授，他是那种相信一切皆可以检验、证明的人，他相信在万事万物都是“普遍联系”的，他相信足球赛、火山爆发甚至莎士比亚的书都与证券投机相关，他利用这种规律不断卖出价外期权，期待期权到期时不发生大的意外，可以把期权费落袋为安。

投资大师的实战：索罗斯的盛衰理论

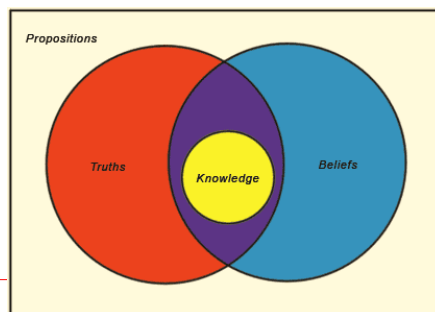
- 盛衰理论（反身性理论）
 - 市场价格受参与者的偏见影响，并且偏见会不断强化价格，直到泡沫破灭。
 - 在国际借贷热潮中，银行用所谓的负债比率来衡量债务国的贷款能力，这些比率包括债务余额占GDP的比率，或是债务本息支出占出口额的比率(偿债比率)。他们认为这些比率是客观的衡量标准，但是事实证明债务比率受到银行本身的活动影响，例如银行停止贷款时，GDP就会恶化等等。
 - 在所谓的基本面和价值之间，冲突并不经常发生，然而一旦发生，就会推动一种开始可能自我强化、但最后会自我失败的过程。



投资大师的实战：索罗斯的非均衡理论

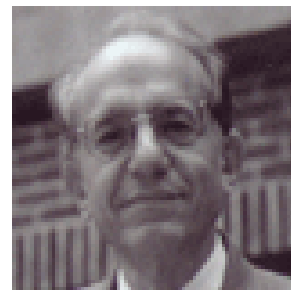
■ 非均衡理论

- 在传统的哲学中，事实和对事物的认识之间彼此互相独立，当认识和事物一致时就获得了关于事物的知识。
- 但当人对事情可以进行干预时，未来的事情会如何发展取决于参与者做出什么样的决定。这样，对事物的认识无法形成知识，同时还使事物的未来发展充满不确定。
- 实际上，人的认知可能包括在事物当中。经济学中假定的均衡状态永远不会出现，只会在盛衰之间不断循环。
 - 比如，价格上涨可能创造更多需求，价格下跌反而会减少需求



西格尔-最受欢迎的教授

- 沃顿商学院教授杰里米西格尔在他的《投资者的未来》中
 - 观察了标普500成份股历史价格表现和收益率
 - 仔细比较了各类指数和股票的不同
 - 归纳总结出对未来的启示。
- 从研究者的角度看，他的观察方法或许比较普通，难点在于他对历史数据的积累和清洗、挖掘。
- 更难的部分是从观察中归纳提炼结论
 - 西格尔从价值投资者和长期投资者的角度出发，得出了他对历史的一系列的经典论断，对过去投资者喜闻乐见的“成长”也不乏许多质疑和否定，数据丰富，结论清晰。



目录



研究员应当是如何思考的

投资大师的信仰

如何确立市场分析策略

金融市场简介



金融市场与赌场的区别是什么？

定价

金融市场简介

- 市场
 - 由买方和卖方组成，并不需要有一个固定的场所
- 价格
 - 市场价格由买卖双方共同确定
 - 谁是买方？谁是卖方？
 - 除了买卖双方，还有谁对价格有影响？

关于金融市场，可以看看耶鲁大学**Robert J. Shiller**的公开课。

《非理性繁荣》：成功预测了网络股泡沫（**2000.3**）和房地产泡沫（**2006.3**）

金融市场简介

- 卖方研究机构

数量研究

行业研究

宏观经济

策略研究

股票研究

债券研究

金融市场简介

- 市场策略分析该解决什么问题？
 - 买，还是卖？
 - 买什么？卖什么？
 - 为什么？



如何做市场分析

- 投资者在想什么？
 - 小测验：假如你有一亿元，你会作什么？
 - 作为第二个投资者，加入你已知第一个人投资的方向，你会作什么？

如何做市场分析

- 有效市场理论其实并不存在，所谓的市场公允价格可能离真实价值偏差很远。
 - 事实上，金融市场行为中的贪婪与恐惧共生，即不理性也远非有效率。
 - 人们并不能对自己所处的环境做出完全的认识，因此人们根据预期做出买、卖决定，对市场价格形成影响，同时这种市场行为又反过来影响着其他参与者的预期。
 - 那么，市场分析的关键就在于预期是怎么样。
-

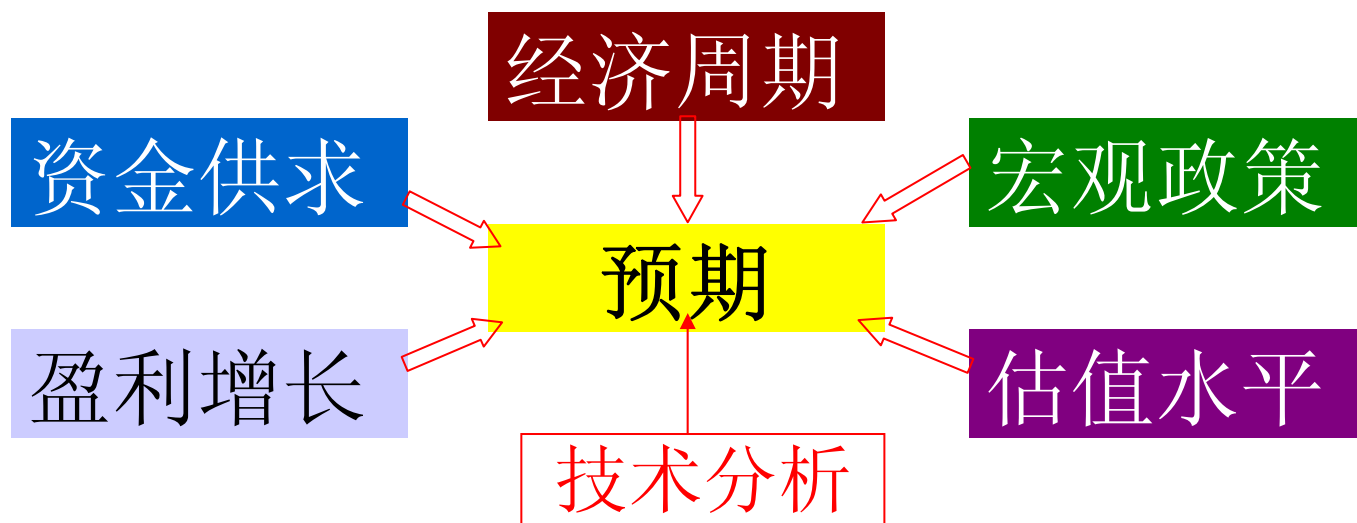
如何做市场分析

- 在投机力量的撞击中，情绪所扮演的角色已经偏离了商业和行业的常轨。如果不重视这一点，就无法充分解释股价脱离其商业环境的现象。在华尔街。“中庸”这个词并不存在，因为投机机制注定一切行为都会过度。就算是在幻想的高潮和失望的深渊过后，人们恢复性的反应都会过激，比正常的商业趋势波动更大。人们若只是想把股票变动与商业统计挂钩，而忽略股票运行中的强大的想象因素，或是看不到股票涨跌的技术基础，一定会遭遇灾难，因为他们的判断仍是基于事实和数据这两个纬维度，而他们参与的这场游戏却是在情绪的第三维和梦想的第四维展开的。

----巴尔克温克曼《华尔街10年》

如何做市场分析

- 影响市场预期的几个关键维度



如何做市场分析：经济周期

- 人们预期未来经济是变好还是会更差？

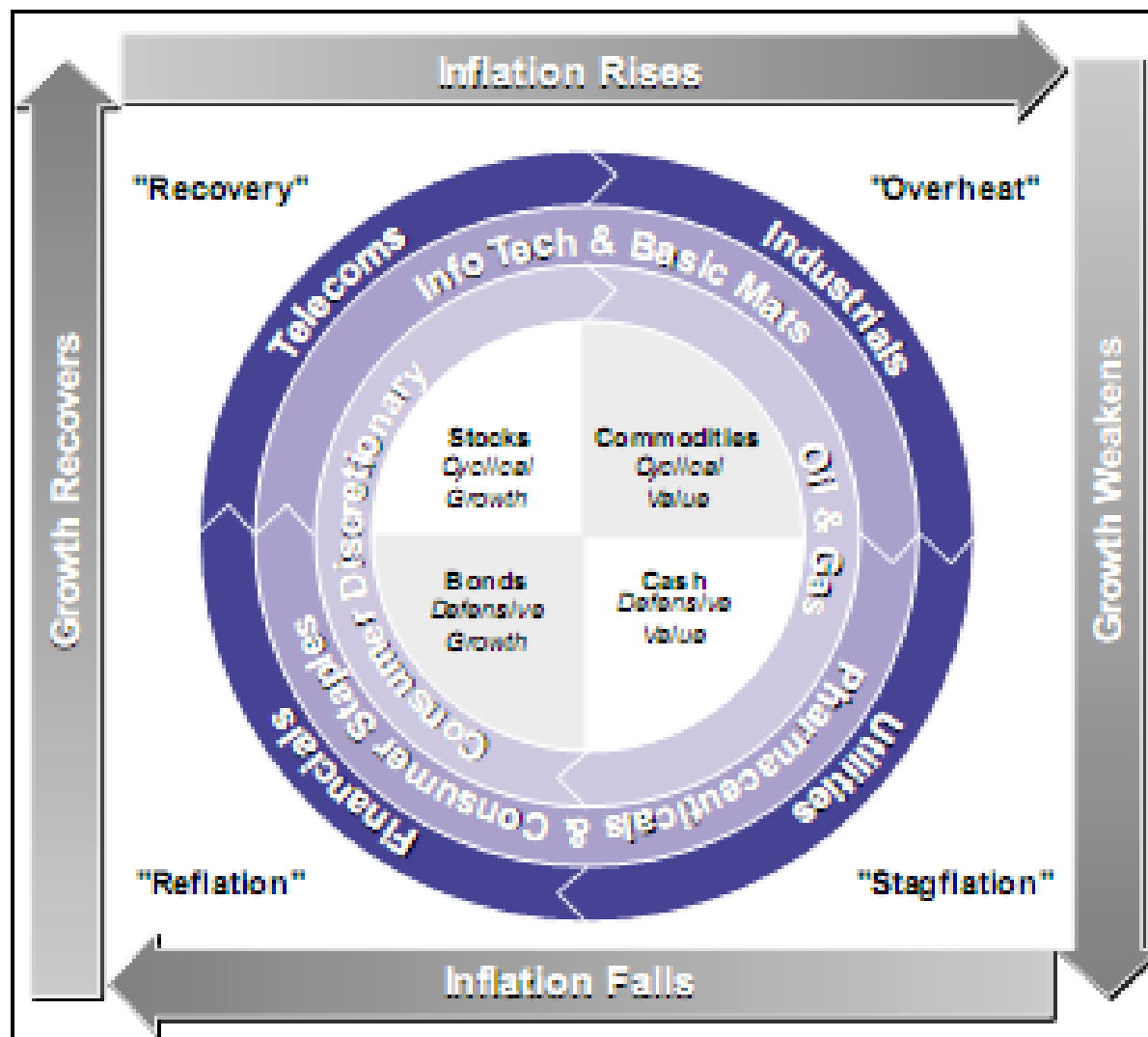
- GDP变动的方向

- CPI变动的方向

- 投资时钟理论

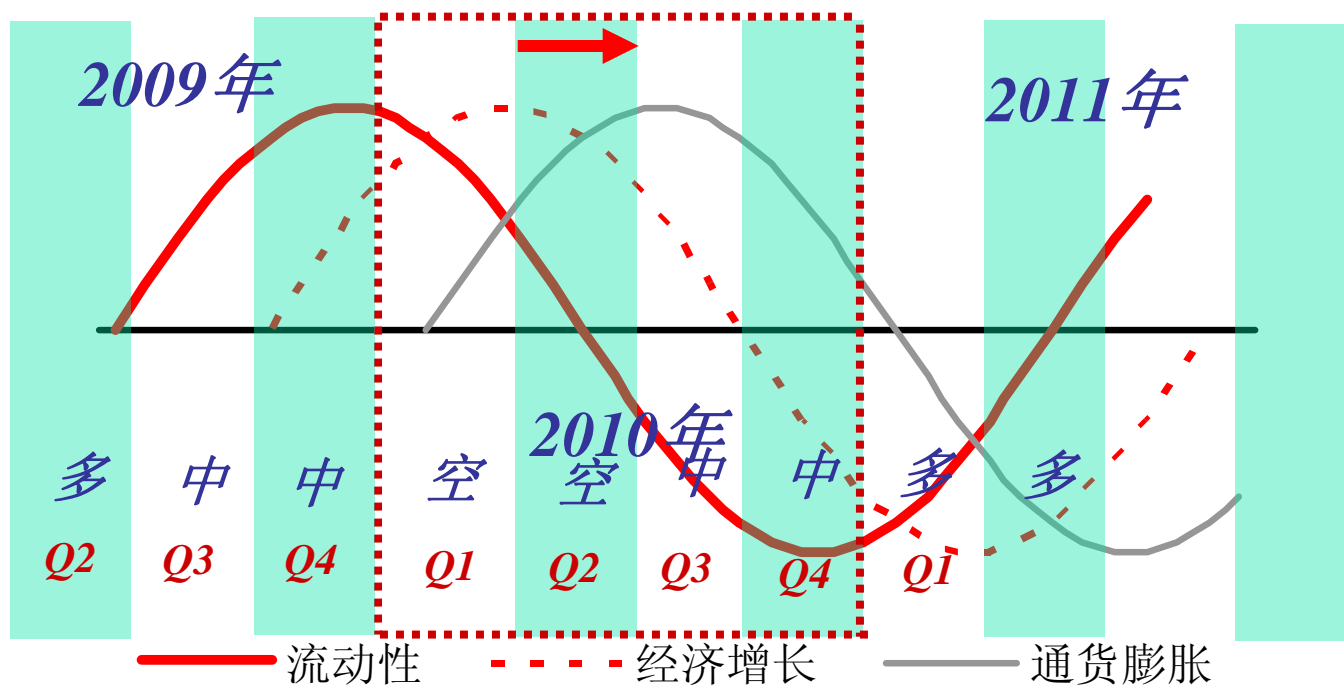


如何做市场分析：经济周期

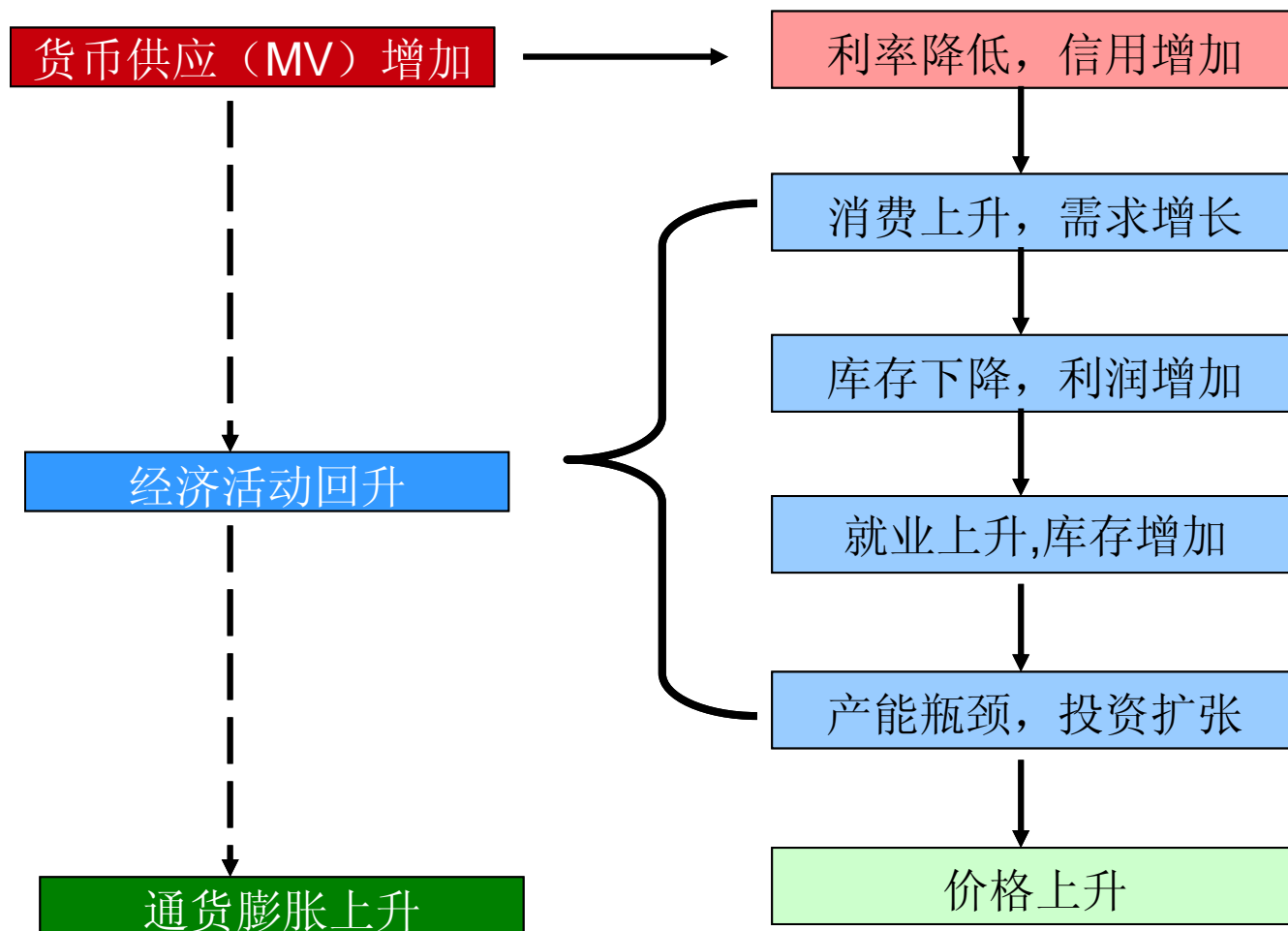


如何做市场分析：经济周期

- 中国的投资时钟需增加考虑货币的周期
 - 在一个典型的经济周期中，货币流动性周期领先于经济增长周期，然后是通胀周期。

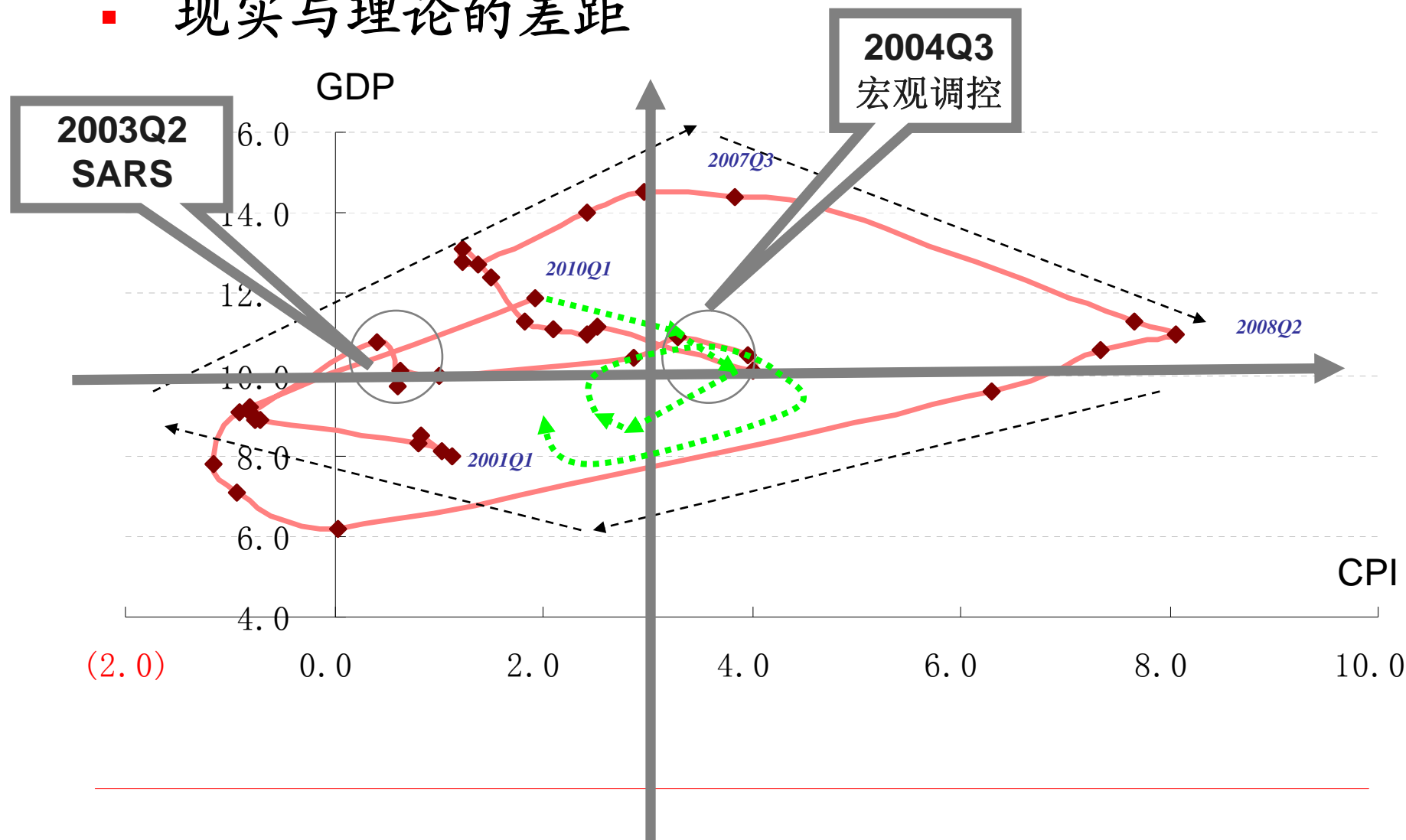


如何做市场分析：经济周期



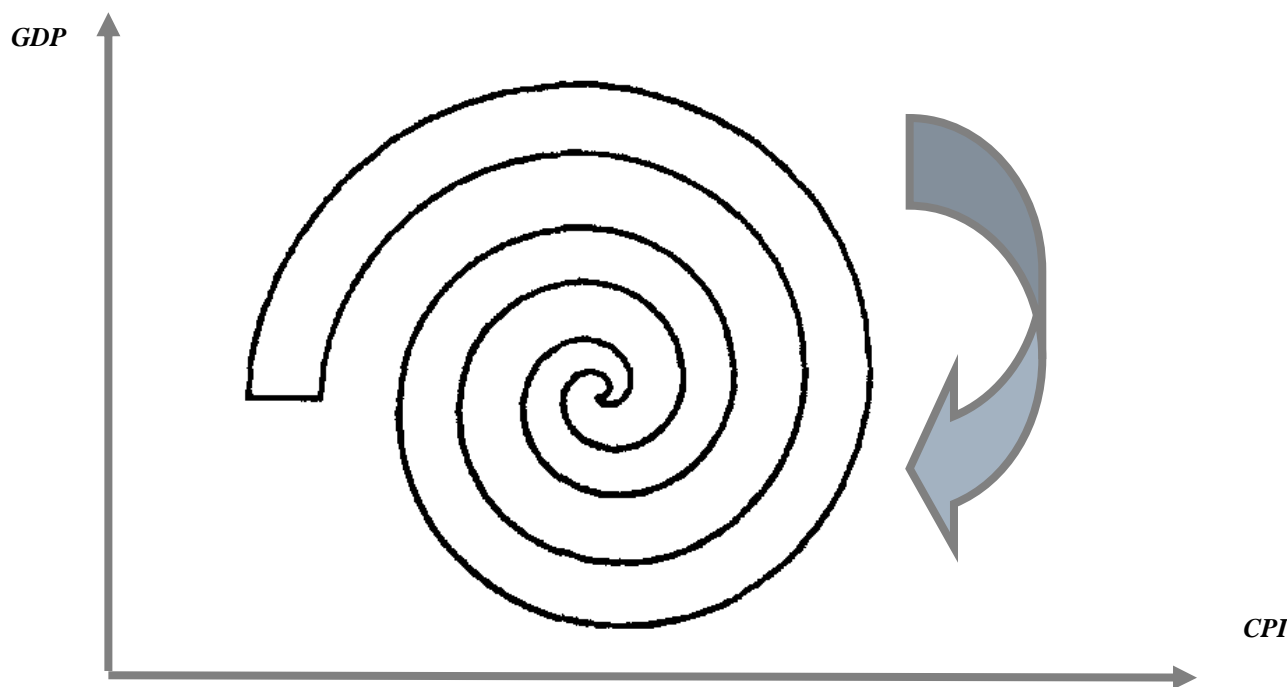
如何做市场分析：经济周期

现实与理论的差距



如何做市场分析：经济周期

- 一个猜测



一种猜测：长期来看，中国经济可能呈现一种螺旋式的下降，更加稳定，但也愈发缓慢

如何做市场分析：经济周期

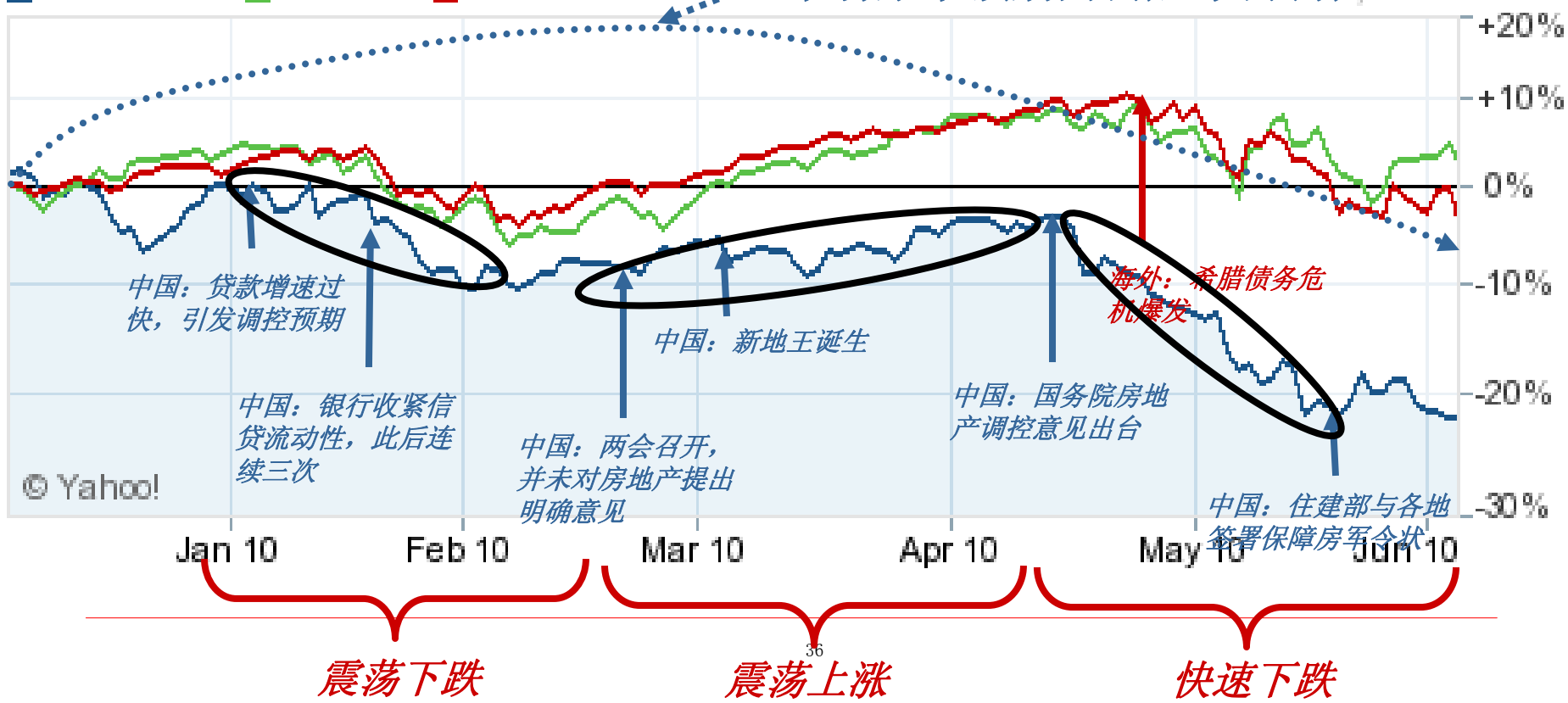
- 市场预期的跳跃
 - 假如理论是正确，那么某些事情必然发生
 - 假如某些事情必然发生，那么股票价格在此条件下的变化也是可预期的
 - 在可预期的上涨中，选择获利最高的
 - 案例：2009年上半年的“通胀预期”
 - 再次验证了资本市场是一个预期主导的市场
-

如何做市场分析：宏观政策

- 不懂政治，会输掉你的全部

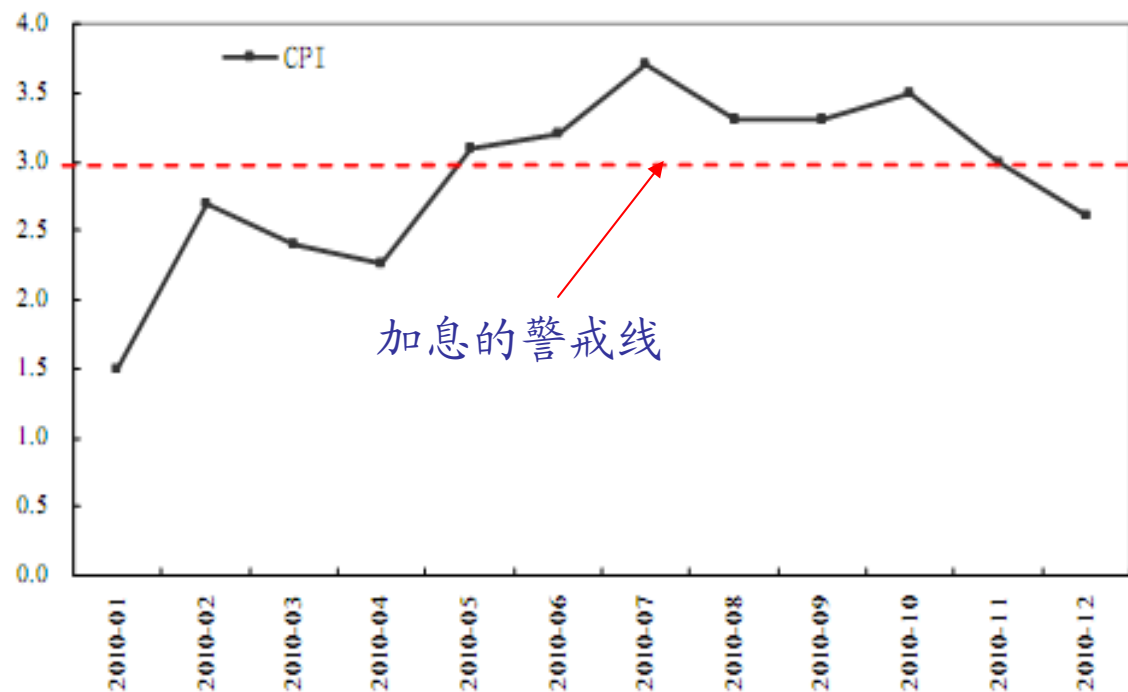
SSE Composite Index

000001.SS ^GDAXI S&P500



如何做市场分析：宏观政策

- 对加息问题的讨论和判断
 - 假设已知CPI走势如下图，如何决策？
 - 加还是不加？
 - 怎么加？
 - 谁赞同谁反对？



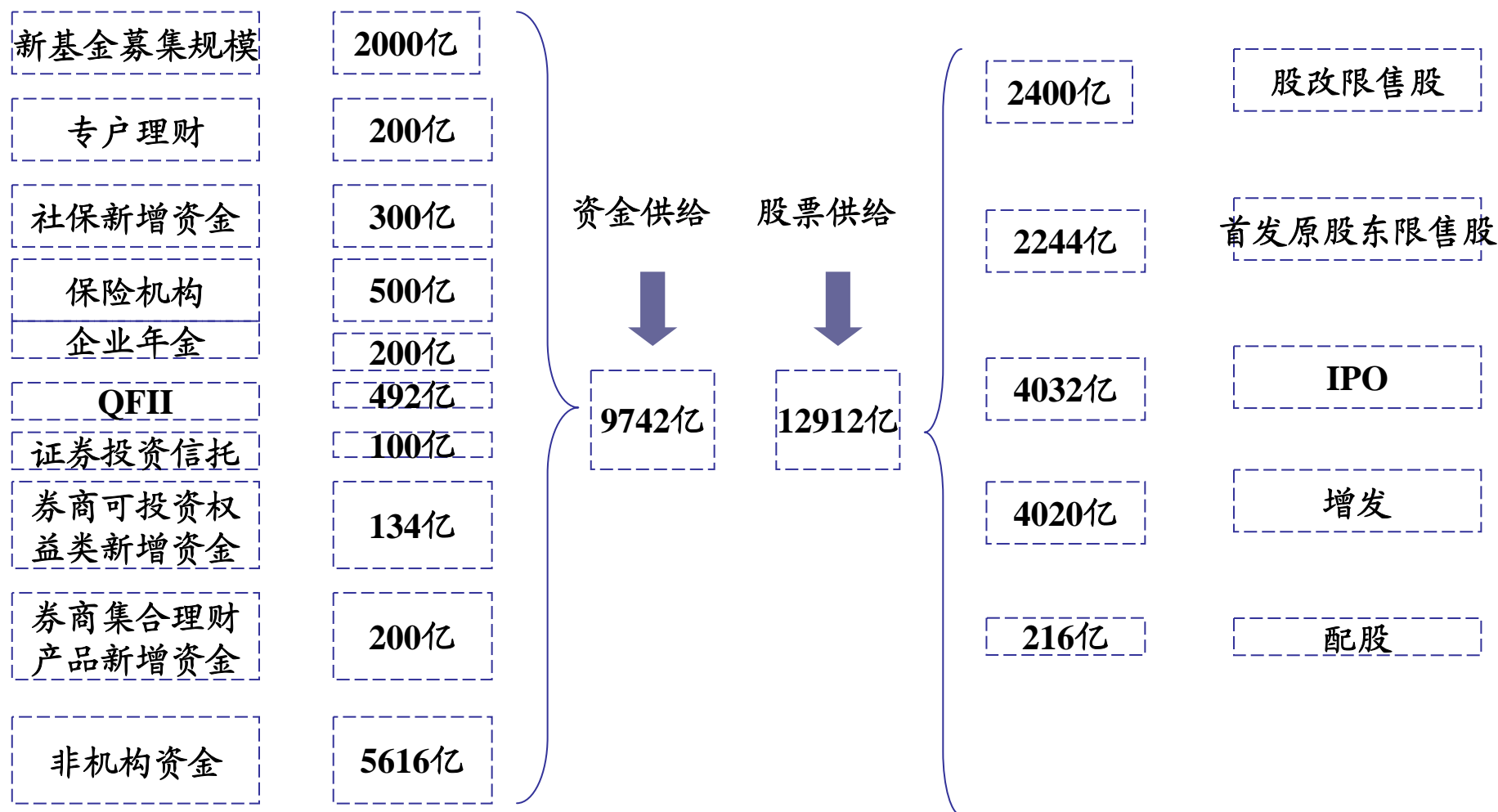
如何做市场分析：宏观政策

- 政策的制定者的愿望通常是逆周期的，但约束仍然是顺周期的
- 政策的制定者的目标是多元化的，政策的制定者内部也存在博弈，也是看一步走一步，走一步看一步
- 政策的短期效果强劲有力，长期来看（一年以上）难以对抗经济的基本规律。但是，投资者能忍受一年的损失吗？
- 几个供思考的问题
 - 人民币升值-为什么美元走弱，人民币却升值了？
 - 房地产调控-假如经济不好，房地产也要调控吗？

如何做市场分析：资金供求

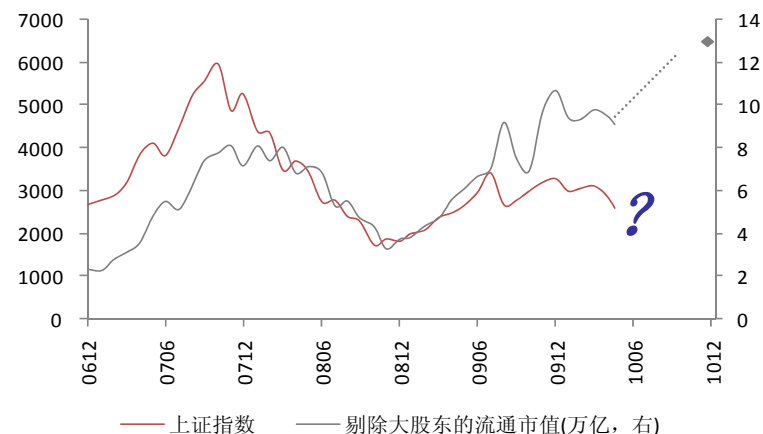
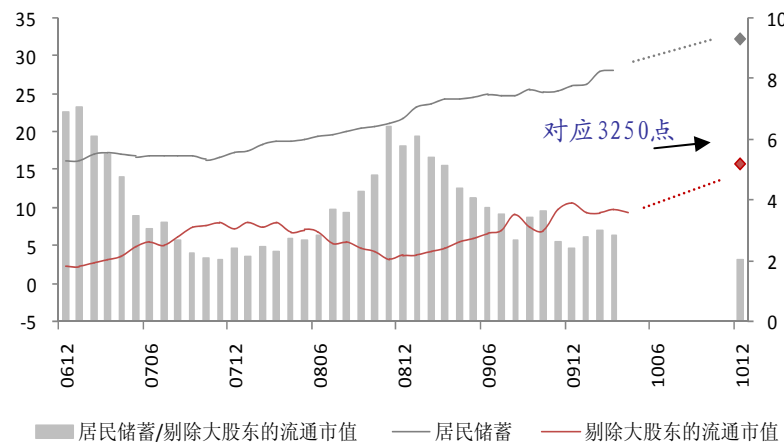
- 股市的资金从哪里来？
 - 银行信贷
 - 企业存款
 - 个人储蓄
 - 社保基金
 - 股市的资金需求有哪些？
 - 企业融资
 - 股东减持
 - 国家税收
 - 券商佣金
-

如何做市场分析：资金供求



如何做市场分析：资金供求

- 07年股市达到最高点时，流通市值（剔除大股东持有的流通部分）占居民储蓄48%。
- 居民储蓄与信贷余额比平均为68%，据此测算10年末居民储蓄达到32.3万亿，理论上能支撑的剔除大股东后流通市值约15.4万亿。
- 考虑融资和解禁，10年末流通市值将达到13.3万亿，按照居民储蓄能支撑的流通市值，最高扩容规模对应3250点。

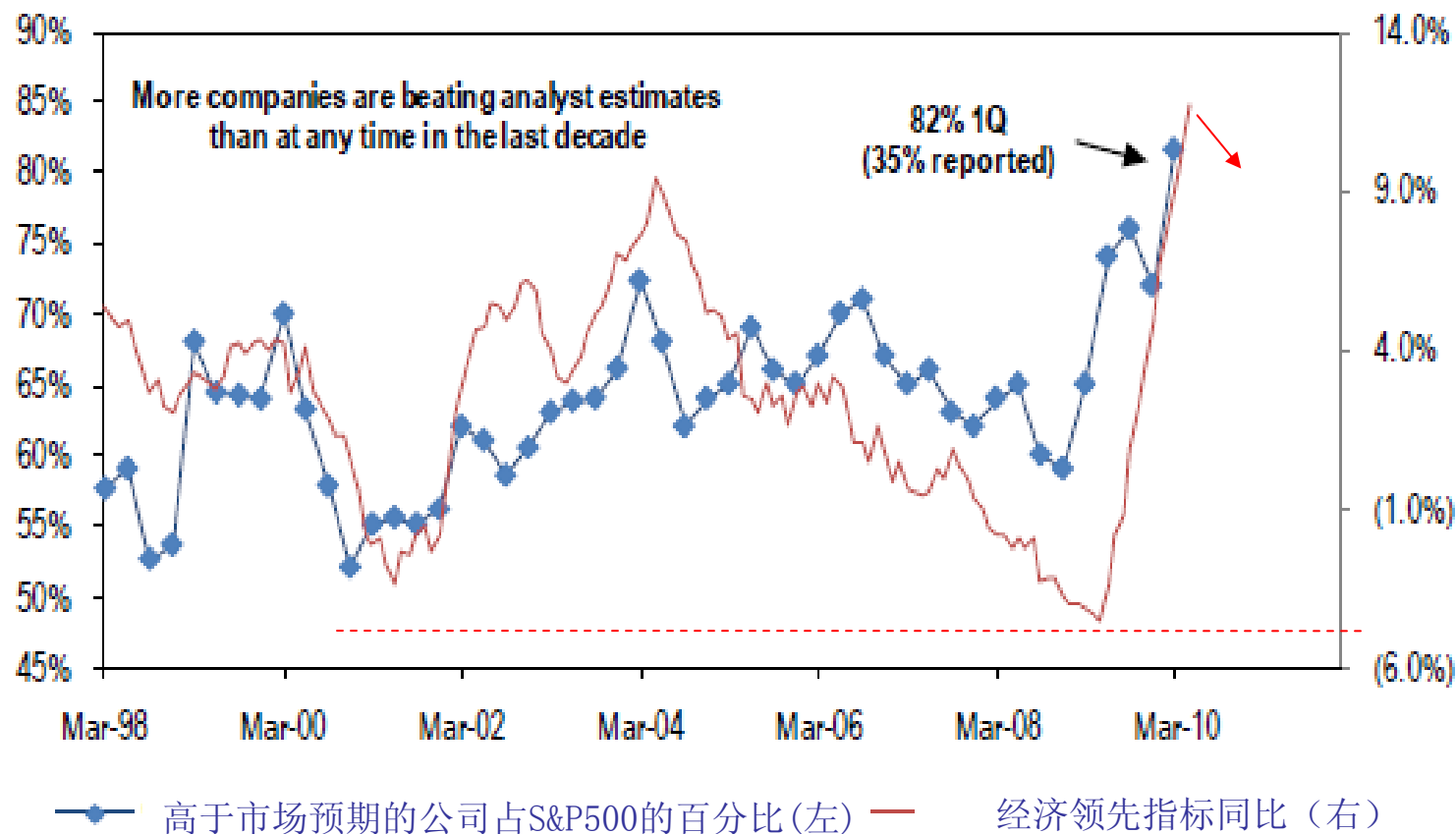


如何做市场分析：盈利增长

- 股票分析师的一致预期：wind，朝阳永续
 - 当前股价体现了，市场对于未来业绩增长的预期
 - 正常情况下，实际业绩低于预期和高于预期的应该各占50%
 - 股票的走势与盈利多少无关，而与预期及盈利之间的差异有关：
 - 超预期，股票上涨
 - 低于预期，股票下跌

如何做市场分析：盈利增长

■ 美国的经验



如何做市场分析：估值水平

- 估值是结果而非原因，均值回归的力量也可能没有，尤其是PE...

图 25 上周沪深 300 TTM PE 位于 15.4 倍左右

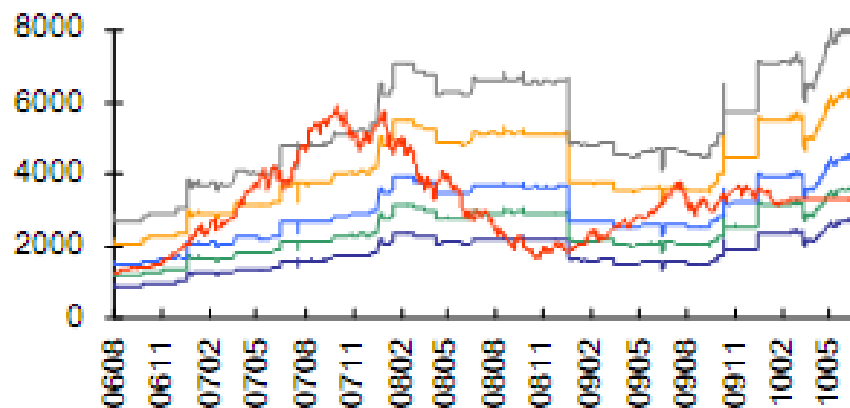
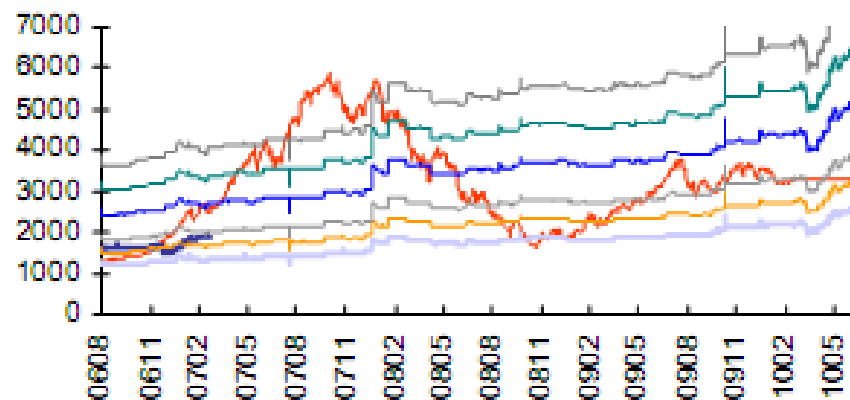


图 26 沪深 300 静态 PB 位于 2.5 倍左右



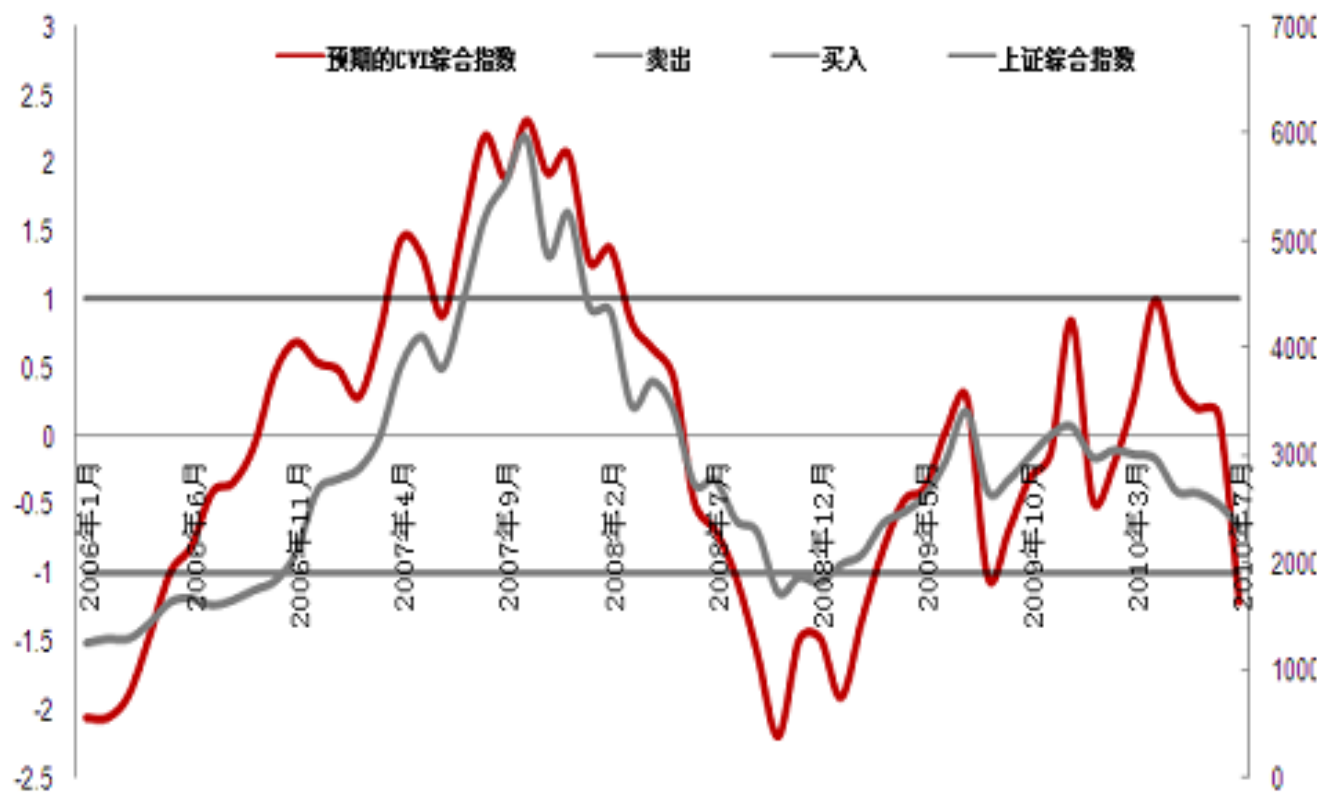
PE、PB历史均值分别是多少？

资料来源：Bloomberg，华泰联合证券研究所

资料来源：Bloomberg，华泰联合证券研究所

如何做市场分析：估值水平

- 估值水平反映的是预期，转折需对照债券...

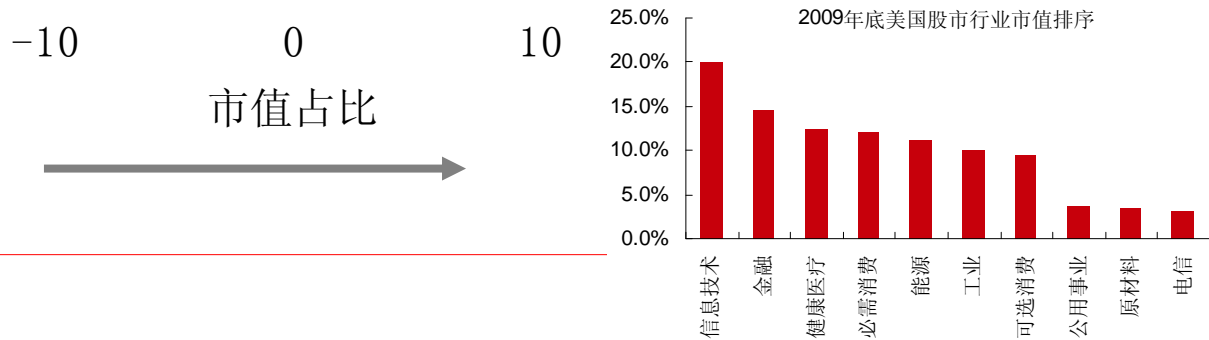
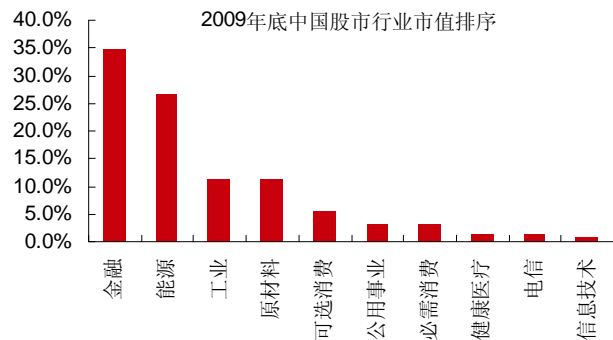
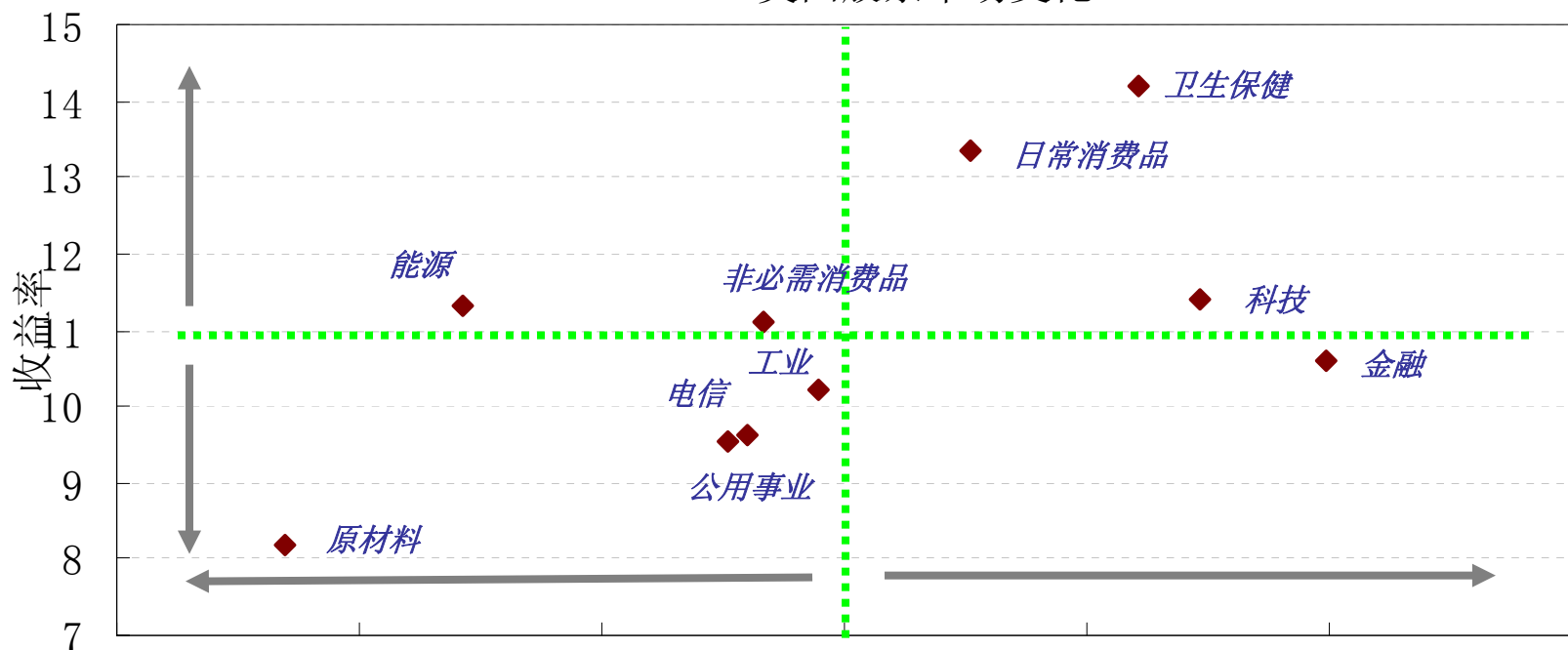


CVI 是衡量股票市场与债券市场、通货膨胀之间的估值指标。当前的 CVI 指数绝对值从上周的 -0.41 继续下降至 -1.21 附近，说明股市的吸引力相对于债券和通胀显著。建议增加仓位配置，参与反弹。

行业的选择

■ 美国经济变革的历史经验

1957-2003美国股票市场变化



主题投资

- 1、并不是按照一般的行业或内在价值挖掘等传统方法进行选股
 - 2、将驱动经济或产业未来发展趋势的某个因素作为“主题”，特别是依据某些重大事件或某种预期，如国家产业政策、重大区域事件或者交易行为，等进行投资机会的挖掘，从而引发投资热点。
 - 3、事件对产业格局、企业经营的影响
 - （1）突发事件（战争、自然灾害、恐怖袭击）
 - （2）政策出台（货币政策、财政政策、产业政策、区域政策）
 - （3）预期事件发生（奥运、世博会、军工改制、国资整合、人民币升值）
 - （4）市场交易行为（增持、减持、举牌、重组）
-

谢 谢 ！
