

## 2017 年影響股市的經濟、政治與人性

文/李迅雷

對 2017 年的股市而言，個人認為，既不能看成是股市的觸底階段，也不能看成是見頂階段，股市步入箱體震盪的階段的概率較大，經濟、政治和人性這三大因素的權重會相對比較均衡。

影響股市的因素很多，除了經濟這個基本面外，還有政治和政策因素以及投資者風險偏好的變化，即所謂的人性。與債市相比，股市和利率波動的相關性遠遠不如債市，這也是導致股市極難預測的原因。筆者曾經是國內最早從事國債研究的分析師之一，在 20 世紀 90 年代初的時候，只要算准未來幾個月的保值貼補率，就能把握住國債期貨的走勢。但要預測股市，則難以確定經濟、政治和人性這 3 個影響因數的權重是多少，那麼該如何預測呢？當下，所有投行對 2017 年股市的預測，都沒有提供任何模型，既然如此，還是叫猜測更為確切。本文簡要分析這三大因素如何對股市產生影響，同時也包含筆者對 2017 年經濟、政治和人性變化的主觀判斷。

### 經濟決定股市長期走勢

第二次世界大戰之後，全世界幾乎所有經濟體的股市都是上漲的，因為經濟在增長，如美國股市至今仍在創歷史新高。中國股市當前雖然處在調整過程，但長期趨勢也是上升的。如果從 1990 年起一直等額買入所有 A 股，年化收益率遠超投資樓市。之所以強調等額買入，是因為上證綜指是加權平均指數中的大市值股票漲幅相對較小。

不過，當經濟增速下降或持續出現負增長之後，股市的走勢往往也會下行。如 2007 年中國經濟增速達到 13% 的相對高點之後，滬深兩地的主機板指數也創下歷史新高。如今 9 年過去了，指數迄今仍未突破當年的最高點。同樣，日本經濟失去了 20 年，日經指數在過去 27 年中，一直大大低於 1989 年 38900 的歷史最高點，迄今也只有最高點的一半。另一個案例就是我國臺灣地區，1990 年臺灣加權指數創了歷史新高後回落，隨後 GDP 增速也開始回落，到目標為止，股指仍低於 26 年前創下的高點。

當然，經濟只是一個籠統的概念，決定股價更直接的因素是企業的盈利狀況。過去幾年，上市公司的盈利增速一直在下降，直至 2016 年二季度才出現回升。有些分析師據此認為 A 股將走牛市，因為企業盈利回升了，但盈利將持續回升還是曇花一現呢？筆者認為還需要繼續觀察，因為 2017 年的 GDP 增速將繼續回落，原因主要是基建投資增速和房地產投資增速都可能回落，週期性行業產能過剩的總體格局難以改變，上中游產業的產品價格傳導或受阻。即便經濟繼續下行，股市的結構性機會總是存在的，如 2012—2015 年的創業板和中小板就是牛市格局。而且，中國的貨幣規模擴張速度也遠超 GDP 增速，相對於 GDP 的規模，股市的總市值占比為 76%，低於 92% 的全球平均水準，占 M2 的比重就更低了。因此，中國股市儘管有泡沫，但也是與全社會的資產泡沫現象相關聯的。2017 年雖然經濟減速，但估計幅度有限，故泡沫應該還能維持。

2017 年面臨的一個重要外部變數是美聯儲持續加息導致美元指數走強對人民幣產生的貶值壓力，這會導致我國外匯儲備繼續下降，並可能導致貶值一致預期下的恐慌情緒。貶值對股市構成利空，不過，相信央行在貨幣政策上也會有所應對，如中央經濟工作會議對貨幣政策

的定語除了“穩健”，還加上“中性”，即要比 2016 年收緊些。估計上半年人民幣的貶值壓力較大，下半年會有所緩解。

### 政治決定股市走勢的斜率

本文所定義的政治，除了指股市的監管政策和維穩政策，還包括監管以外的高層所賦予的寄託或任務。監管政策中發行制度對股價有很明顯的影響，因為無論是審批制還是核准制，都對新股發行實行限價和限量的政策。如當股市出現大跌時，就暫停新股發行，當股市大漲時，就擴大發行規模，這雖然不能改變股市的走勢，卻能夠讓走勢變得相對平緩。此外，監管部門還出了各種維穩政策，如旨在保護投資者利益的股市退市制度、證金公司的平准基金、貧困地區企業的優先上市政策、金融機構的定向扶貧政策等。

在監管以外，高層還賦予了股市更多的責任和寄託，如股市要為國企改革服務，為經濟轉型和產業結構調整服務，為提高直接融資比重、債轉股服務。而且，當遇到重大政治活動時，還希望“股市成為政治的晴雨錶”。

如前所述，等額投資 A 股的長期回報率很高，其中一個重要原因是極少有股票退市，這如同固定收益類產品的剛兌。所以，A 股市場經常上演烏雞變鳳凰的神話，尤其是中小市值股票，雖然不少績差股被高估得很離譜，但不排除被重組的可能性，估價中隱含“重組紅利”。

2017 年下半年將召開十九大，對於越來越“講政治”的資本市場，應該是利好，但 2017 年又是供給側結構性改革的深化之年，抑制資產泡沫和去杠桿也是重要目標之一，在穩中求進的總基調下，高層一方面要抑制經濟脫實向虛，防止更多的熱錢流向金融市場；另一方面，又擔心資產泡沫破滅引發金融危機。所以，金融維穩仍是 2017 年的重要目標，股市會否出現一個年初年尾指數差異不大的 V 型走勢呢？

### 人性決定股市流動性與波動率

人性在參與股市時所表現出來的弱點就是貪婪與恐懼。前不久，據說一個賣方分析師辭職的原因是這行業離人性太近。有投資高手說，投資是反人性的遊戲，意思是投資要成功，就必須克服人性的弱點。國人大多好賭，這樣的習性對股市的交易和估值水準都有影響。

在美國，衡量投資者情緒變化的一個指數叫 VIX，即恐慌指數。VIX 指數是芝加哥期權交易所市場波動率指數的交易代碼，常見於衡量標準普爾 500 指數期權的隱含波動性，它是瞭解市場對未來 30 天市場波動性預期的一種衡量方法。VIX 越高，表示市場參與者預期後市波動程度會更加激烈，同時也反映其不安的心理狀態；相反，VIX 越低，則反映市場參與者預期後市波動程度會趨於緩和。

中國股市的交易非常活躍，換手率長期處在全球股市的領先水準，這說明投資者具有強烈的交易偏好，也更加情緒化。A 股估值高的原因，除了貨幣超發和不退市因素（信用溢價低）外，流動性好（流動性溢價低）也是導致股票過高估值的重要因素。此外，新興市場的波動性一般要較成熟市場大，這也是投資者的不成熟所致，而中國股市尤甚。中國股市的換手率中散戶占 85% 左右，是一個非常典型的散戶市場。

不過從長期看，隨著機構投資者比重的增加和投資者素質的提高，市場終究會趨向成熟，流動性總體是下降的。2015 年估計會成為中國股市歷史上交易額最大的一年，儘管今後股市

的市值還會繼續擴大，但換手率的下降卻是必然趨勢。而且，隨著深港通的開通，中國投資者的投資選擇餘地越來越大，從這個角度看 A 股的估值，長期高估的現象會逐步消失。但就 2017 年而言，一個連註冊制都要延後的制度不完善的市場，要期望投資者馬上成熟並不現實。

## 2017 年的股市走向

以上分析了影響股市的三大因素：經濟、政治與人性。如前所述，股市預測之所以困難，是因為這三大主要因素的權重是無法確定的。更進一步說，這三個權重的本身也是處在不斷變化中，比如，筆者曾經做過的研究，人性的因素、宏觀經濟因素與估值因素在股市波動週期的不同階段的影響程度是不一樣的。但毋容回避的是，人性因素對股價波動的影響權重在大部分時間內都要超過宏觀經濟、政策和估值等因素，說明其他兩個因素的變化相對穩定，而人作為情緒的動物，對股價的影響會更大。這正如禪宗的六祖慧能和尚所言：風未動、幡未動，仁者心動。

如下圖中描述的，在股市見底和見頂階段，人性的因素對股市的影響占 60%，即極度恐慌或極度樂觀。行業分析師能夠通過估值分析來判斷股市的最佳時期則是在股市的初漲階段，其次是牛市的中期；宏觀經濟因素對股市影響的較大的時間大多發生在牛市的孕育成長階段。

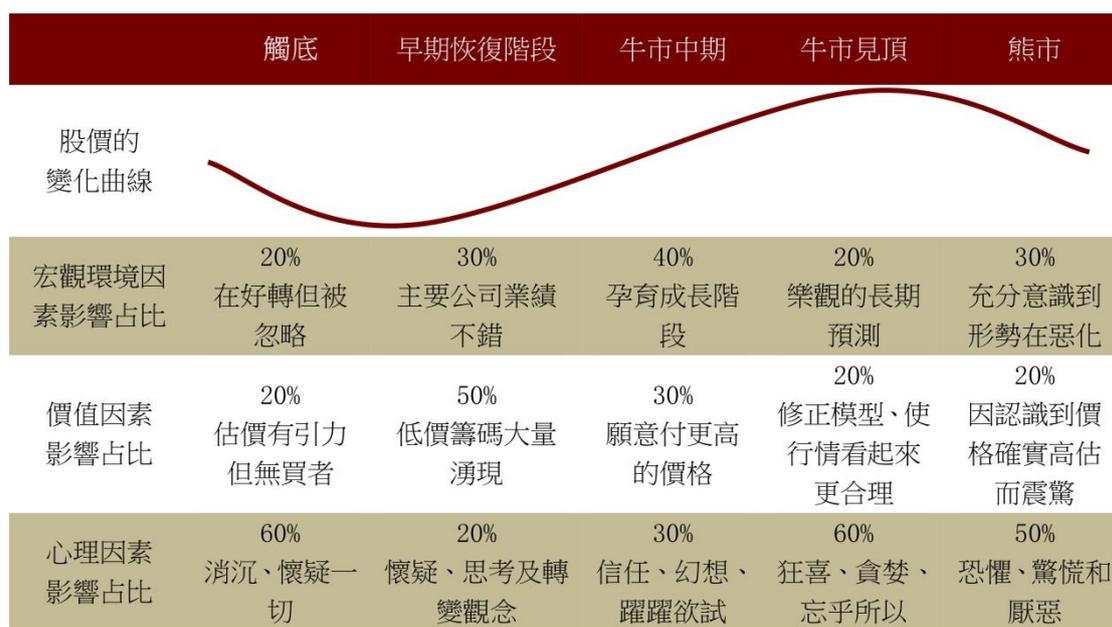


圖 影響股市變化的因素

對 2017 年的股市而言，個人認為，既不能看成是股市的觸底階段，也不能看成是見頂階段，由於穩增長政策不變，積極財政政策下基礎設施投資仍將維持高增長，故經濟穩定、管制加強、防範金融風險被視為頭等大事的背景，股市步入箱體震盪的階段的概率較大，經濟、政治和人性這三大因素的權重會相對比較均衡。這時，新變數的出現對股市的影響會比較明顯，即所謂的黑天鵝事件。如特朗普上臺之後，其經濟與政治政策將如何對全球與中國產生影響，仍有不少待解之謎，包括對中國的外貿出口、人民幣的貶值幅度的影響，以及國家外

交與軍事戰略的影響等。但不管外部環境如何變化，中國為應對內外部的風險因素，將更多採取加強管制手段對抗風險、先穩而後再求進。