

# 倔强分析师 我的逻辑我做主



周金涛

中信建投证券研究发展部董事总经理。长期从事宏观策略研究,在中国工业化国际比较和经济周期研究等方面形成了自己的逻辑框架和思维体系,多年来致力于结构主义分析框架的建构和推广,将结构主义薪火越烧越旺。



李慧勇

申银万国首席宏观分析师。长期从事宏观经济研究,其在2007年最早提出通胀时代即将到来,2008年初提出经济走在向下周期边缘以及2012年提出经济将在L型底部震荡。观点颇具前瞻性,且被市场验证。

## 记者手记

## 多一点专业主义

□本报记者 费杨生

其实,我就是一个演员,演好戏争取早日成名。”我们经常看到或听到分析师如此自我评价。不管这是自嘲还是无奈,渴望成名在卖方分析师行业却是不争事实。

风往北吹,草即北倒。浮躁之下,娱乐至上。这让我们看到研究报告质量下降,语不惊人死不休的标题党兴起,捕风捉影、论证草率的同质化报告日增,研究服务方式更是花样百出,泳装秀、游艇会、送4G手机成了券商策略会的主角,拉关系、拜选票、套消息则是分析师们的必修课。高善文曾撰文总结了目前分析师的四种技巧和方法:走“取巧”之路,在内幕信息上做文章;走“守拙”之路,在公开信息的服务上做文章;走“传粉”之路,在把握市场情绪上做文章;走“险行”之路,在闭门造车上做文章。

渴望成名有追求急功近利的社会大气候因素。当然,卖方分析师力求成名也是追求短期盈利的投资理念嬗变使然,更有追求更高薪金待遇的现实动力。拿个奥斯卡,(业内知名排名机制)金奖,身价肯定翻番,就算得个提名奖,收入也会增加不少。”不止一位分析师承认,得到机构投资者握有票权的排名榜的认可,是他们最大的目标。

因为追求短期收益的市场环境,分析师必须从长跑转为短跑,因为专业主义的缺失,红灯总比规矩早到终点,十年磨一剑出了一篇像样的报告还不如和基金经理们、上市公司高管们喝喝茶、聊聊天、套套关系,听听消息,行业异化自然难免。一位知名分析师毫不避讳地说,“忽悠”是分析师最重要的一项能力,这不仅仅是雄辩的口才,更是指与买方、上市公司打交道的能力。

渴望成名无可厚非,值得鼓励,但不宜泛滥,不可走样,更应该被关进专业主义的笼子里。这种专业主义既是基于职业社会关系而形成的一种工作模式,更是基于职业功能、职业角色、知识要求而形成的一整套职业伦理,既是自律,也是他律。正如某知名分析师在转行后感慨,不要为了争排名,而过多委屈了自己的傲骨,不要越成长感觉越堕落,多点思考和分析,多看长线。其实,何止分析师,各行各业何尝不需来一场专业主义的洗礼呢。

□本报记者 费杨生

有人说,这是一个最富争议的职业。

金手指、魔法师、神算子……追捕者从不吝溢美之词,更想知道他们的水晶球里会生成怎样的寻宝图,他们的炼金术又将如何点石成金?赌徒、骗子、算命的……批评者则认为他们的预言十有八九不靠谱,唯一靠谱的不过源于一条道走到黑的固执、事后诸葛亮的自我吹捧、外加天上掉馅饼的运气。

有人说,这是一个给人反差极强的群体。

严肃之经济研究需要稳重、积淀,观之应如登大雅之堂,而它却像一个秀场,娱乐至死,名利至上,标题党、放卫星、造噱头、拉选票……各类怪状粉墨登场,且“蔚然成风”;也像一个江湖,三教九流,鱼龙混杂,逻辑框架、模型范式、内幕消息、人脉关系……“十八般武艺”样样都有,越是摆不上台面的越是大行其道。

这就是卖方分析师。20余年来,行业生态变迁翻天覆地,但质疑从未远离他们。他们还未摆脱股市黑嘴的恶名,又被贴上假大空江湖术士的标签。20余载间,它更像一个万花筒,映射着这个社会追求急功近利的浮躁、这个行业只重眼前收益的短视;20年间,有人走,有人留,走的人几乎头也不回,留的人也许某日还会走,但只要不走,质疑就会如影相随。

对的?错的?

与其说分析数据、收集信息、建立模型、完善逻辑是分析师的主要工作,倒不如说面对质疑是他们工作的全部。如何回应质疑是检验分析师质量好坏的一道考题。你的逻辑把质疑的人说服了,又被市场验证了,那么你就成名了,成名后面对的质疑会少一些,但压力会大很多。

那些明星分析师为什么出名,一是有自己的分析逻辑,二是解决了客户、媒体的大部分质疑。”一位业内人士认为,与其说分析数据、收集信息、建立模型、完善逻辑是分析师的主要工作,倒不如说面对质疑是他们工作的全部。如何回应质疑是检验分析师质量好坏的一道考题。你的逻辑把质疑的人说服了,又被市场验证了,那么你就成名了,成名后面对的质疑会少一些,但压力会大很多。

中信建投证券研究发展部董事总经理周金涛正面临一次不大的质疑。从去年底发表《此消彼长:关于2013年的思考(一)》以来,周金涛及其团队发布了多篇看多报告,如《“双底”反弹》、《二季度投资策略:双底出击》等。他认为,中国最晚在2013年2季度、美国在2013年2至3季度、欧洲略滞后美国,会迎来新的库存周

期的启动,美国同时迎来其建筑业周期向上的拐点。

周金涛认为,2013年2季度后,中国经济及中国资本市场的外围环境总体上是改善的。全球经济此消彼长背景下,中国经济及资本市场具有相对吸引力;下半年则是美国库存周期复苏、中国经济第二库存周期主升阶段,出口复苏,资本流入持续,A股市场将迎来系统性上升机会。

即便是5月宏观经济数据超预期下滑,周金涛乐观依旧。他在《双底出击时不我待》中更是鲜明地提出,当前国内环境是经

周金涛认为,从当前的经济周期运行分析来看,第二库存周期“双底”调整如期出现,目前仍在回落中,但“双底”并不意味着第二库存周期向上趋势的终结和扭转,而是向上趋势中的波动和插曲。从短周期的动力看,虽然有所波动,但并未出现拐点性质的衰竭;从历史统计规律看,最晚六七月,“双底”底部肯定能出现。

这种乐观预期与市场主流看空观点大相径庭。从指数表现来看,上半年沪指下挫13%,以科技股

为代表的中小盘股票逆势飞扬,周期股继续重挫,无趋势性机会可言;再从经济走势来看,周所言的“双底”迟迟未见,反而是业内对经济下行的预期逐步恶化。

质疑随之而起。博时基金宏观策略部总经理魏凤春6月18日在微博上写道,“有卖方评价市场策略:最乐观的多头中信建投也开始看空。有趣的是,每次股市一调整,中信建投就会认为经济双底的时间延长,每次延长大概2个月。按照我们跟踪来看,从说3月见底一直延续到8月,也不知道何时见底”。这好像有些味道了。”

此言引发争论无数。认同者称,不管什么观点,都要以对错论输赢,对市场坚定看空,目前不宜以周期的观点来研究经济和市场;反对者认为,周的逻辑保持了一致性,值得很多人学习,当卖方开始相互调侃的时候,底部也就不远了。

在这场小规模的公开争议中,魏凤春说,当大家都在看空的时候,离犯错也就不远了。“我的意思是大家应该认真地对待趋势与节奏,而不是不加思索地认同哪种观点。现在市场的分歧是对趋势的判断不同,这只有结果出来才能验证对错。”

面对质疑,周金涛很坦然也很固执。他回应称:“今年之内,我们是不会看空的。我们对双底的判断是,按照我们研究的历史规律,5月当是双底正常触底的时

间,其波动范围为前后两月,这是经验值。我们认为当前触底的主要条件都已具备,中国经济没有系统性风险。周期研究者一定会坚持对趋势的基本判断,目前来看,我们判断的第二库存周期尚未结束。”

周金涛进一步解释,“双底”模式的第二库存周期一直是其对经济周期和市场的判断。从当前的经济周期运行分析来看,第二库存周期“双底”调整如期出现,目前仍在回落中,但“双底”并不意味着第二库存周期向上趋势的终结和扭转,而是向上趋势中的波动和插曲。从短周期的动力看,虽然有所波动,但并未出现拐点性质的衰竭;从历史统计规律看,最晚六七月,“双底”底部肯定能出现。

他强调,周期的意义在于大类资产配置平衡的拐点。我们在5月报提出《底部渐明 重回均衡》,就是因为我认为经济的短周期低点可能已经出现,而这是大类资产配置的拐点。”

事实上,这并不是周金涛面临的第一次质疑。

2007年3月,还在长江证券做策略研究的周金涛发布报告《增长的收敛》,提示经济下行风险,11月在《国际化博弈》中正式明确提出经济拐点机制可能启动,美国经济将在明年释放风险,中国经济也将步入减速期,证券市场滞后繁荣不会走得更远。其写道:“在上世纪70年代发生的国际金融体系动荡,如果放在长波周期框架下来看,实际上就是资本主义黄金增长20年之后,经济转向衰退的一种反映。当前世界经济中发生的美元贬值、大宗商品价格上涨以及流动性泛滥等现象,在上一个周期同样发生。”

尽管上述报告并未完全摆脱牛市思维,也未浓墨重彩地大谈经济减速趋势,但周金涛对自己能预见性地提示经济下行、股市调整的风险颇为得意。因为彼时市场还沉浸在6000点喜悦并憧憬8000点高峰的狂热中,调控部门仍在连续祭出紧缩重拳,而诸多

卖方机构对分析师最看重的是什么?“在宏观和策略研究方面,分析的逻辑和框架是最核心的。”供职于全国社保基金的一位人士表示,“我们每天都会收到上百封邮件、报告,大多数都不会看,只会挑一些大行的和助手整理后推荐的报告。但相对于结论,我更关注分析框架和逻辑。在这种逻辑下,我们关注的重点可能和分析师关注的不一样,所以结论可能大相径庭。”

而从2005年以来,周金涛一直在构建自己的分析经济和市场的框架——结构主义,并在2010年加盟中信建投后,将结构主义作为中信建投研究体系的理论基础。他在内部培训会等多个场合上向研究员们灌输结构主义理念。在他看来,在刘易斯拐点和经济模式转变背景下,投资逻辑将发生较大改变并引发卖方研究体系的改变。“从2008年开始,结构主义进入一个重要的长达20年的适用期;周期波动、结构演进和制度变革三位一体地构成了我们结构主义分析框架。”

在他的分析框架中,周期波动和结构演进是结构主义的两条研究主线,华尔特·罗斯托、曼库尔·奥尔森的工业化理论和熊彼特的三周期嵌套模式是基本理论基础。“根据我们对这套理论体系长期运用的直觉,原有的以增长为核心的罗斯托理论在走向成熟阶段后开始进入一个转换期,罗斯托自己也承认,这是一个富有希望的选择期,也是一个极其危险的过渡阶段。因为走向成熟之后,增长问题的重要性降低,而全社会由于某些生产要素的改变,开始进入一个更加关注财富分配的阶段,这是工业化自身的宿命,是起飞期财富集中的结果。所以,直觉告诉我们,我们的理论框架必须进行延伸,这是经济增长模式变化的需要。”

我们面临的核心问题是,如何在结构主义框架下继续解释中国经济的未来增长潜力,而在这个问题上,存在着比以前大得多的不确定性。”

周金涛所说的逻辑延伸则是从罗斯托到奥尔森。他解释说,罗斯托提出但没有回答的问题,在奥尔森这里变成了清晰的解释与具有现实操作性的预案,通俗地讲,两位大师在做大蛋糕与分配蛋糕中薪火相传,互为表里。增长的下降凸现了财富分配的重要性,这种局面的产生从技术层面上看是资本的边际收益递减与人口红利减少的必然结果;从制度层面上看,则是由于获利集团的膨胀对创新的抑制,为了经济社会的发展,必须进行制度变革。这意味着过渡期的增长将以缓解收入分化为主要特征,这将是以利换取增长以及

社会稳定、至少是一个长达十年的周期。收入分化的解决与否决定了中国能否完成工业化,是向左走向拉美还是向右走向日本,抑或重铸辉煌的不同结局。”

好的?坏的?

左侧判断的价值大大优于右侧,但左侧判断的难度极大,风险极高。而现实的情况是,绝大多数分析师都无法持续准确地预言趋势。现实地看,评判卖方分析师好坏的标准应该是:他是否具有独立思考能力,是否能见人所未见,是否能给买方的决策带来启发、补充和思考?

是对还是错,需要接受时间的检验,但在此之前,谁来判断?

安信证券首席经济学家高善文对媒体、社会公众梳理卖方分析师对股价的预测成败记录表示理解,但他认为分析师的客户主要是专业机构投资人,只有他们才能相对准确地评价分析师的价值,理解分析师的独立思考结果和对投资的意义。

那么,机

构投资者对分析师最看重的是什么?“在宏观和策略研究方面,分析的逻辑和框架是最核心的。”供职于全国社保基金的一位人士表示,“我们每天都会收到上百封邮件、报告,大多数都不会看,只会挑一些大行的和助手整理后推荐的报告。但相对于结论,我更关注分析框架和逻辑。在这种逻辑下,我们关注的重点可能和分析师关注的不一样,所以结论可能大相径庭。”

从全球中周期的运动来看,中美等经济体都经历了第一库存周期的波动,在未来的两年之内,全球经济的基本趋势是第二库存周期的稳定阶段。虽然将进入本轮中周期的稳定期,但毕竟仍是在长波下降趋势中的稳定期,所以我们仍不会见到主要经济体的中期趋势性的强劲回升,疲弱的复苏格局仍将延续,这是本轮复苏的大背景。

实际上,对中国经济的担心和去产能论一直是2012年的重要看法之一,但周金涛并不这么认为,“在第一库存周期的调整阶段,我们只会看到去库存,不会看到去产能,这不代表我们不认为去产能不会发生在这个周期阶段。正是基于这种判断,“双底”最先提出是在2012年8月,主要是基于复苏的基础如通胀、生产成本以及资金成本都不足,第二库存周期不可能演绎经典的“V”型反转,而是“双底”波动模式向上。”

从2011年底开始,周金涛及其团队持续推出名为《周期之轮》的研究报告,将结构主义薪火越烧越旺,成为与基于流动性而进行总量研究的卖方研究主要分析逻辑之一。

但其风险在于,各类周期的划分是否妥当,顶、底的预判又能保持几多准确?这也正是在结构主义框架下,周金涛的双底判断备受质疑的原因之一。

在李慧勇看来,有自己的研究逻辑和方法、能沉下心来认真做研究的分析师是值得欣赏的。在业内,李的宏观研究在把握大势、保持高度政策敏感性、服务市场主题上融合得相当精彩,颇受机构投资者欢迎。对于经济走势,李慧勇认为,在找到新的增长动力之前,中国经济“七上八下”的状况可能是未来一段时间的常态。如果经济疲弱但能维持在“七上八下”区间,政策将保持目前格局,财政货币政策基本稳定,主要通过释放制度红利来稳定经济增长;如果经济回落至该区间下限,政策将毫无疑问转向保增长。

“七上八下”的观点在机构投资者中很流行,但在同一分析框架下,不同的人会给出不同的解读。比如,李慧勇认为,经济更多呈现窄幅震荡的特征,不会太好也不会太坏。未来相当长一段时间中国经济整体上处于上有顶、下有底的弱周期格局。经济跌破下轨的风险是房地产投资低于预期,世界经济再次探底,但现在看问题似乎都不大。然而,在一些机构人士或分析师看来,恰恰相反,问题极大。他们认为,私人部门的投资本身就处于下滑趋势,且未来房地产投资重新出现减速难以避免,“七上八下”格局很可能在2013年被打破。

“七上八下”的观点在机构投资者中很流行,但在同一分析框架下,不同的人会给出不同的解读。比如,李慧勇认为,经济更多呈现窄幅震荡的特征,不会太好也不会太坏。未来相当长一段时间中国经济整体上处于上有顶、下有底的弱周期格局。经济跌破下轨的风险是房地产投资低于预期,世界经济再次探底,但现在看问题似乎都不大。然而,在一些机构人士或分析师看来,恰恰相反,问题极大。他们认为,私人部门的投资本身就处于下滑