經濟觀察家

根本清源

資產泡沫過度膨脹遲早會引發金融危機。從全球經濟看，自2009年至2019年這十年，全球資產泡沫被越吹越大，其對經濟長期增長的危害逐步顯現。隨着世界各國央行在應對和防範金融危機的意識不斷增強和應對經驗的不斷豐富，全球資產沒有在這十年中發生大規模的破裂，但風險在逐步累積。防範資產泡沫過度膨脹成為世界各國共同面臨的重大經濟和社會問題。

北京大學滙豐商學院EDP教授　任壽根

►從全球經濟泡沫史看，這次資產泡沫持續的時間最長，一些重要資產價格屢創新高

排除市場信息噪音 防範資產泡沫膨脹

那麼資產泡沫究竟是何種原因造成的？應採取什麼措施解決？

突發消息價值最高

在市場交易中，存在兩類交易者，一類是理性交易者，另一類是噪音交易者。理性交易者是那種對所投資產品具有主要信息且能控制情緒的投資者，噪音交易者是那種不具有關鍵信息、價值信息且容易採取從眾行為的投資者。投資者在投資決策前會搜集大量有關投資方面的信息，即使投資者主觀上這麼做，依然會受到多個方面的信息約束，這是噪音投資者存在的原因。理性交易者和噪音交易者並不是一成不變的，他們在不同時期針對不同的資產交易機會常常會發生轉化，而且按照行為金融學的解釋，同樣一個投資者可能既是理性交易者又是噪音交易者，這也就是兩個「心理帳戶」存在的原因。「心理帳戶」是指投資者把資金分別配置穩健資產和風險資產上。

自2009年至2019年這十年資產泡沫的出現，充分說明在資產交易當中存在大量的噪音投資者，他們是影響資產價格變化的重要力量。這十年中交易十分活躍，資產換手率高，從另一個角度也證明噪音交易者的存在。而在此期間，噪音交易者的收益率超過理性投資者，從而誘使不少理性投資者轉化為噪音投資者。從全球經濟泡沫史看，這次資產泡沫持續的時間最長，一些重要資產價格的屢創新高。這主要是寬鬆貨幣政策持續為噪音交易者的非理性行為通過資金彈藥，導致資產價格螺旋式上漲，其長期性危害巨大。

如果按照有效市場假說的觀點，包括2009年至2019年這十年時期在內的資產泡沫不會產生。因為市場參與者均為理性投資者，能及時完全掌握所投資產的關鍵信息和價值信息，即使存在噪音交易者，噪音交易者的行為會「正負」相抵，對有效市場不會產生實質影響，偶爾產生重大影響，也會被理性投資者消除，而且由於缺乏價值信息，會逐步被市場淘汰。有觀點認為，發生在17世紀的荷蘭鬱金香泡沫符合有效市場假設理性投資者行為的假定。但這種觀點是值得討論的，「鬱金香泡沫」是人類歷史上第一次有記載的金融泡沫，從這次金融資產泡沫發生的過程以及結果看，都是市場失敗的具體反映，不符合有效市場假說。以2009年至2019年這十年房地產為例，全球房地產價格明顯遠遠脫離一般收入者的收入水平以及世界各國發展的經濟水平，這十年樓市的非有效性問題越來越突出。

按照有效市場假說，只有包括突發消息在內的新信息才能影響市場價格，從而影響投資收益率。而新信息是未知的信息，提前難以準確撲捉，即使偶爾能撲捉到一兩次，但不能總是能撲捉到。由此可以推論，有效市場假說主張，在一個有效的市場中，投資者一般只能採取消極方式，隨意性地投資。曾有一種觀點，在美國證券市場中，任何證券分析、任何積極的投資方式都是無效的，因為股價已經及時反映了所有相關的信息，所以，購買股票可以採取隨意選取的方式。而且，該觀點還認為，任意購買的股票組合所產生的收益率不一定比精心挑選股票的差。這種觀點與有效市場假說相符，但這種觀點是否準確，在投資實踐中，其結果是否與事實相符，需要驗證。

理性投資未必穩賺

有效市場假說的本質是強調市場的有效性，這只是一種美好的願望，有效市場的存在需要滿足一定的條件，而這些條件往往在實踐中是難以滿足的。比如2009年至2019年這十年資產泡沫的出現，一個重要原因是投資者受到樂觀情緒影響和盲目自信影響，而這些非理性因素產生的原因又是投資者對未來經濟趨勢等新的信息未能把握造成的，於是他們當中的許多機構和投資者變成了噪音投資者。

由於噪音投資者的存在，市場常常出現失效的情況，資產泡沫膨脹經常發生。按照行為金融學的解釋，噪音交易者是市場不確定的一個重要根源，他們缺乏理性，受情緒影響大，缺乏價值信息，從而導致資產價格嚴重偏離其實際價值。

在一定時期，甚至在相當一段時期，噪音交易者能夠主導資產的價格，能夠長期維持資產泡沫不破裂。在市場交易中，理性投資者有時不一定能夠獲得高收益率，特別是從短期看，而噪音交易者有時卻能獲得高的收益率。這與兩類投資者的市場勢力或資金實力密切相關。在市場中瀰漫了噪聲信息的情況下，資金實力強的投資者以及大量模仿者採取一致行為，往往會使市場價格嚴重偏離真實價值，而如果擁有真實信息的投資者採取相反行為，往往反而會遭受損失。

從長期或從中期看，真實信息在市場中傳播後，市場價格會重新回到真實價值上來。理性投資者會有兩種選擇，一種是不隨大流，不隨噪音投資者，採取相反的策略，不考慮短期的市場價格波動，立足於長期投資收益；另一種是觀察市場中大眾的行為，隨波逐流，但在關鍵市場採取與大眾相反的行為，獲取超額收益。索羅斯在投資中常常通過觀察大眾行為的方式獲取收益。這裏的大眾主要是指噪音投資者。2009年至2019這十年的資產泡沫在長期價格變化中得到消化，消化的方式或是劇烈的。因為，歷史上任何一次資產泡沫的消化都是劇烈的。

自2009年至2019年這十年的資產泡沫是由於噪音投資者在市場中佔主導造成的，理性投資者被倒逼採取與噪音投資者一致的行為。加上，這十年全球貨幣政策總體寬鬆，刺破資產泡沫的政策因素沒有出現。但是，當刺破資產泡沫的市場因素產生後，資產泡沫進而出現破裂，甚至是瞬間破裂的情況就會發生。

遏制噪音交易，才能防止資產泡沫膨脹，才能防範金融危機的爆發。而遏制噪音交易，關鍵在於讓市場參與者把握更多的真實信息或價值信息，使市場能夠迅速消化各類有價值信息，進而對資產理性定價，同時採取財稅以及貨幣政策，削弱噪音投資者的市場勢力和可利用資源。比如去槓桿，約束金融機構濫用資金行為。再比如，根據媒體報道，2019年7月中國金融監管部門對一些房地產信託業務增速過快的信託公司進行了約談，這是遏制噪音交易的重要舉措。又如，財稅政策也是遏制噪音交易的重要力量，針對資產投機行為徵稅等等。

重提「錢學森之問」

德國波恩大學經濟學博士　沈凌

廟堂江湖

2005年，時任國務院總理的溫家寶探望著名科學家錢學森，總理被問道：為什麼我們的學校總是培養不出傑出的人才？與此同時，錢學森還有一句話也流傳甚廣，「這麼多年培養的學生，還沒有哪一個的學術成就，能夠跟民國時期培養的大師相比。」這個意思被媒體概括為「錢學森之問」，也是對我們教育體系不能培養出頂尖人才的拷問。十多年過去了，無論是民間還是官方，都沒有好好地回答這個問題。

2019年，美國總統特朗普對中國高科技民營企業華為重拳打壓，華為老闆任正非在接受採訪時反覆提到：芯片不僅需要砸錢，還需要砸數學家、物理學家、化學家。一句話：高科技企業需要大量的一流科學家！而對中國目前的基礎教育，任正非憂心忡忡，甚至於自費調查了中國基礎教育的現狀。報國之心，溢於言表。

去年底，筆者發表一系列文章，指出美中對抗「短期看金融，長期看教育」。因為金融能夠把資本有效配置給高科技行業由此才能誕生偉大的企業；而長期來講，正如任正非所擔憂的，我們需要大量的科學家投入到持續的研發過程中，才能保持趕超的速度。所以，教育和經濟是息息相關的。

如果說作為真正的科學家，錢學森之問，問的是中國科技頂尖人才缺失，問的是中國科技水平整體領先世界的問題，尚且遙遠；那麼任正非口裏的「大量的科學家」其實並不是錢學森口中的少數「大師」，作為高科技企業家，任正非需要的是大量的高級工程師，和大量的應用型科技人才。看起來，即便是這樣的需求，任正非也擔憂中國的教育體系能不能滿足。這不是杞人憂天。

考試制度扼殺天才

經濟學認為，教育的功能無非兩個：其一是選拔，通過一系列的考試制度，把高智商的人才選拔出來，配置到合適的崗位上去；其二才是培養，通過知識的灌輸，讓普通勞動者變身為具備一定「人力資本」的高級勞動者，俗稱「白領」或者「技工」。現在的學校，在第二個功能上比較賣力，我們的課程難度很大，但在第一個功能的實現上，卻很糟糕。

首先，我們各級考試制度都是一個等權重的考核方式，完全抹殺了發現高智商人才的教育目的。比如筆者中學裏有個非常聰明的同學，數學物理成績都很好，但因為對不喜歡不擅長的課程，成績就很差。所以我印象中每次考試結束排名，他都在我後面，從來沒有超過我。所以，這樣的選拔制度有利於沒有特長、比較均衡的孩子，而不利於某一個方面特別突出的人才。不幸的是：我們的市場經濟恰恰需要某個方面特別突出的人才，而不是沒有缺點的均衡性人才。這一點，在任正非的訪談中得到了多次印證。

其次，大學裏的行政化非常嚴重，老師教學也好科研也罷，都被管束得死死的，自身的教育潛能都沒有被激勵出來，又如何去激發學生的學習潛能？筆者承擔了兩門本科生的課程，一是基礎性的課程，筆者的教學設想是上大課，幾百個學生一起聽，願意來聽就聽，不願意回家自學也可以，到時候通過考試即可。但是教務處不同意，說不能上大課，必須限制人數在100以內；另外一門課的教學設想是教學互動，有大量的知識需要在實踐中領會，筆者要求每個人必須參加並組成小組，每節課都要發言和討論，因此不能上大課，限制人數在20至30人，結果教務處來電話說：上次排課你想大班我給你分班你不開心，現在我給你大班你又不滿意要分小班，不同意。

筆者不責怪這些行政人員，因為他們也有各種各樣的考核需要面對。但是我們可以想像，在這樣的千篇一律的生產流水線上生產出來的人力資本，又怎麼可能滿足市場上千變萬化的需求呢？

◄目前內地各級考試制度都是一個等權重的考核方式，難以挖掘高智商人才

樓市政治因素難評估

祥益地產總裁　汪敦敬

樓市新態

筆者評論樓市一向都是用充足的數據，除了運用數據增加可靠性之外，另外在思維和心法要訣上，不是計算投資方案是否「贏硬」，而是追求盤算上是「無得輸」。「贏硬」即是說有足夠贏的因素，「無得輸」意義就是去除及消解了所有輸的因素，在投資上是兩碼子的東西。

最近因為筆者發表「樓價一樣有跌的機會」，有些不明白的人心急地以為我轉軟看淡樓市，其實發表的那篇文章，是先強調樓市上升的軌道沒有改變，但有一樣變了，以前沒有輸的因素，現在有一個可能輸的因素就是「政治爭拗」，買家必須為這新加入的因素做好準備，不是等於筆者認為結果是停止向上升，而是不想人們在迷信之中落注。

一手樓在供應上會減少，甚至會在2023年左右有機會出現斷層，很多人認為買樓投資「贏硬」，但其實若果二手樓放盤量多過成交量，樓價一樣會下跌。

在樓市「辣招」下，過去差不多十年放盤量都在萎縮，由於不斷萎縮，成交量雖然繼續減少，不會出現跌的機會。但是如果大家對前景看淡，多了人放盤，樓價就出現下跌的條件了，投資者需留意這一點。

筆者認為，政治是一個不可以用數據統計的因素，即使在評估樓市上有一個結果，總不能夠將沒有數據分析的結果去分享給各位。因此，筆者拒絕為市場樓價升跌多少作評論，反而認為我們應該引導買家回到「買有風險！不買也有風險！」的中間點，然後讓數據告訴我們市場變化，這是一個最正確的方式。投資一定要方法正確，有好的習慣，不應以感覺去作決定，希望各位有一個更好的投資態度。