

大家在新冠肺炎疫情期間頻繁打開投資APP，養成的習慣很可能在後疫情時代保留，這也將導致平均持倉期可能縮短，換手率增加，最終會帶來更多的損失。特別是散戶在互聯網交易平台上接觸的信息更多，在過度交易下選股和擇時更容易出錯，而交易頻繁本身就帶來更高的交易費用。

# 炒股不是「越努力越幸運」



▲互聯網在線交易平台帶來投資者頻繁交易，對散戶來說是很大的傷害。

春風夏語



夏春

上周末筆者給諾亞旗下以諾教育的學員講了兩門課，一門叫作「大歷史觀下的宏觀投資學」，一門叫作「後疫情時代的行為金融學」。

在前一門課，筆者主要強調了宏觀經濟學和投資學在當前低通脹、低利率和低增長「三低的」環境下，和過去高通脹、高利率和高增長的「三高」環境下有着本質的區別。但可惜的是，很多經濟學家的知識仍然停留在過去的「三高」時代，所以他們習慣於認為美國應對新冠肺炎疫情的寬鬆貨幣和財政政策會失控，可能帶來惡性通脹。在移動互聯網時代，這種停留在表面的錯誤觀點特別容易傳播，因為這既符合隱藏在人性深處的悲觀情緒，也更能迎合過去書本上的知識，以及大眾對歷史上惡性通脹的機械記憶。

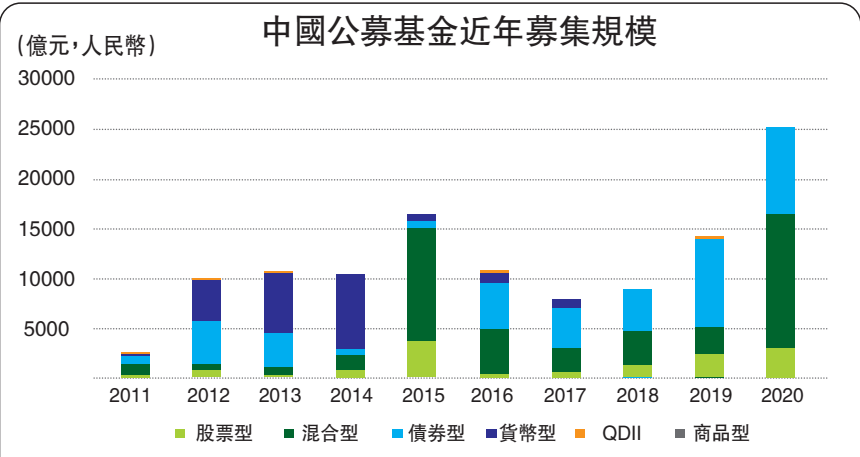
## 信息傳播 悲觀要比樂觀勁

在後一門課，筆者主要強調各種心理和行為偏差都會在疫情之後被進一步放大，對投資行為尤其有害。特別是在疫情爆發後，投資者居家時間增加。為了增強客戶黏性，各種金融服務，投資諮詢從線下轉到線上，鼓勵大家更頻繁地打開手機，在線收聽各種投資觀點。但這樣的行業競爭也給投資者和從業員帶來了一系列的困擾。

首先，在移動互聯網時代，各種投資觀點相互碰撞，本身不是壞事。但是我們也都知道，錯誤的觀點更容易流行起來，這就與行為金融學強調的心理和行為偏差密切相關。舉例來說，由於人是進化的產物，大家更喜歡傳播一些悲觀的觀點。以房地產市場為例，多年來，非地產行業的經濟專家和主流媒體通常是看空派。連續看錯十幾年的「末日博士」不但沒有失去聽眾，粉絲反而更多；相反，地產界長期預判準確的專家，往往被污名化。

其次，同樣作為進化的產物，我們的大腦習慣於快速接受信息，而很少願意消耗能量進行深度思考。移動互聯網時代，人人通過手機獲得信息，但十多年前，比爾·蓋茨就說：智能手機讓我們變得更笨了，說的就是這個道理。2010年，日本學者大前研一出版了一本書叫做《低智商社會》，也同樣判斷互聯網讓日本國民的智商下降了。人腦的思維習慣在處理日常事務還勉強合格，但在複雜異常的資本市場，不加思考的交易往往帶來巨大的損失。

再次，任何金融投資APP，都會在首頁按照最新業績對個股和基金進



行排名。過去大家不那麼頻繁打開手機的時候，也就不那麼在意自己投資的個股和基金在短期內的表現，但是現在頻繁打開手機，就會發現這些個股和基金很難出現在APP的首頁。畢竟，每天市場都有新的贏家。如果這些個股或基金是投資顧問推薦的，就難免會質疑這些投資顧問的推薦。

通常，投資顧問通過5P挑選基金，就是投資業績(Performance)、投資哲學(Philosophy)、投資流程(Process)、投資團隊(People)和投資條款(Provision)。此外，投資顧問通常以基金過往三至五年的業績作為挑選標準，基金經理在相對長的時期能夠更好地體現出投資能力，可以避免市場短期的擾動，而且三至五年也是國外家庭投資基金最常見的時期。在移動互聯網時代，疫情使得大家頻繁打開手機，注意力被基金短期業績排名吸引，就很容易忘掉5P基金挑選法的重要性。那些短期排名靠前的基金，很可能中長期跑不贏通過5P挑選法選出來的優質基金。

筆者出版的譯著《低風險，高回報：一個引人注目的投資悖論》，用大量詳實的數據展示了低風險的個股和基金在長期的業績明顯比高風險的個股和基金更好，但前者在短期內的業績很難吸引大家的眼球。從投資者角度，人是喜歡「爆款」奪人眼目的東西，超高收益項目往往使人記憶猶新過目不忘，就像五彩繽紛的蝴蝶招人喜愛，但人們忘了一到冬天牠就死了；而低波動率策略就像一隻默默無聞的醜小鴨，天天幾乎沒啥變化，需要等很長時間才能變成展翅高飛的天鵝，估計人們早已忘記還有醜小鴨這件事情。

## 散戶選股 白馬沒有黑馬香

此外，人們概念裏股票收益就是股價波動的差價，其實現實中有近一半的收益來自股息派發或者股票拆分配送。因為低波動率人們往往不會去關注長期持有這些股票，也就不知道還有這塊收益。

實際上，在中國和其他國家股市，過去表現最好的大白馬通常年化收益率在15%左右，但是香港理工

大學金融學系魏國強教授與合作者發現，從1990年到2018年，全球四十二個國家的股市，每年收益率超過400%的黑馬股的數量可能多於這些長期白馬股。更加出乎意料的是，他們的數量也遠遠大於那些一年收益率超過100%，200%，300%的個股。

黑馬股很容易就吸引了投資者的眼球，但是麻煩在於，這些在一個年份裏表現突出的股票，長期累計的收益不僅遠遠落後於白馬股，更讓人驚訝的是，他們的長期累計收益率大概是負數，也就是比上市時的價格還要更低。相反，極少數白馬股成長為股市龍頭，是拉動股市指數上漲的主力軍，儘管他們短期的業績並不突出。

前面提到，國外家庭投資公募基金通常會持有三至五年，但是過去的數據顯示，中國的基民的平均持有期在九至十月，換手率在150%左右，這樣在基金認購費、申購費、贖回費上都要付出更高的成本。這幾方面的費用一相加，就不難理解為什麼中國公募基金在過去二十年的平均年化回報率高達18%，但基民的感受卻完全不同。實際上，去年中國業績排名第一的公募基金，就有三分之二的投資者是虧錢的，原因就在於頻繁交易，買在高點，賣在低點。

實際上，早就有研究證實，互聯網在線交易平台帶來投資者頻繁交易，對散戶來說是很大的傷害。上世紀90年代中期開始，在線投資論壇和在線交易都開始出現。就像今天打個人用戶的交易平台一邊免除各種交易費用，一邊鼓勵散戶頻繁交易，以便獲取更多的高頻做市商返還的價差回扣一樣，當時提供在線交易服務的券商使用的廣告語則是「在線交易就像狂野西部，拔槍慢的死得快」或者「每一秒都重要」。

有意思的是，率先轉到這些新平台的散戶，過去的戰績很不錯，更加有信心，但換到新平台之後反而在牛市裏虧錢。原因就是他們可以自己操作後，產生了「控制錯覺」和「過度自信」，在過度交易下提升了虧損概率與交易成本。

# 大宗商品未見超級周期

評經議濟



連平

植信投資首席經濟學家  
兼研究院院長

2021年以來，大宗商品開啟超級周期的觀點引起市場廣泛關注。過去一百多年的時間裏，幾次大宗商品超級周期都與主要經濟體的工業化和城鎮化快速發展帶來的需求大增有關。十九世紀美國的工業化和城鎮化帶動了一波大宗商品價格的大漲；第一次世界大戰之後的大宗商品價格出現了較大幅度上漲；第二次世界大戰之後歐洲的重建和再工業化以及美國的嬰兒潮帶來了一波大宗商品價格的持續上漲。最近一次大宗商品的超級周期是2003年至2010年，主要動力來自於中國加入WTO後製造業的崛起和城鎮化對基礎設施和房地產投資需求的拉動。

可見，一輪大宗商品超級周期的開啟，需要有規模較大的經濟體在一個時期之內釋放較大的投資需求。在發展中國家裏，例如印度似乎有這樣的潛力，但其目前工業化和城鎮化的進展還很慢。從2007年到2013年，印度每年的固定資本形成佔GDP的比例處於30%以上；2014年之後，固定資本形成的佔比卻持續處於30%以下。這表明過去幾年固定資產投資對印度經濟增長的拉動作用是逐漸減弱的，其背後有着深刻的經濟、制度乃至於人文的原因。在這種環境、條件和趨勢下，印度很難為大宗商品帶來較大的需求。

2000年之後，全球大宗商品消費需求增長動力主要來自中國。中國固定資本形成佔GDP的比例一度達到40%以上。為了應對新冠肺炎疫情的衝擊，2020年國內信貸社融增速有一定幅度上升，相應的固定資產投資增速也出現反彈，是當前大宗商品價格上漲的重要驅動因素之一。目前中國的製造業在全球已是首屈一指，城鎮化已進入城市群和都市圈的結構性發展階段，中國對大宗商品的需求難以出現過去曾經有過的持續大幅上升階段。2021年國內經濟增長將回到潛在產出水平附近，相應的信貸社融增速也將回歸常態。中國需求未來也難以成為大宗商品價格持續上漲的主要動因。

2021年以來大宗商品價格上漲較快，與美國拜登政府提出的1.9萬億美元財政刺激措施密切相關，刺激措施中包含對普通老百姓的現金發放及失業補助。此前美國財政部長耶倫曾表示，美

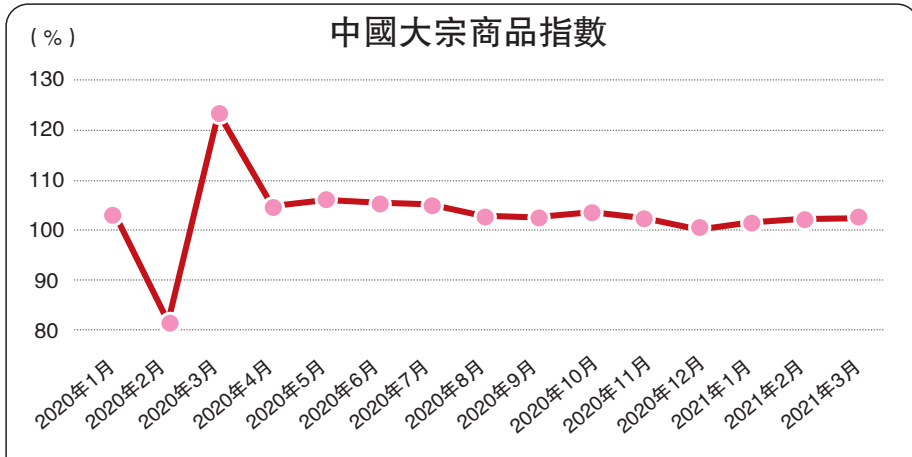
國有3000多萬人在解決溫飽方面遇到困難，許多人因為失業也無法支付房租，需要政府提供援助。可以預計1.9萬億美元的刺激措施正式實施之後，對美國的就業和經濟增長可以提供更多的支持。美國多家金融機構預測，這些刺激措施將使得美國實際經濟增長在2021年下半年至2022年超過潛在產出水平，即美國經濟會出現過熱的情況，對大宗商品價格會有向上推力。隨着疫苗接種快速推進，美國居民出行增加將帶動汽油的消費，一定程度上有助於推動能源價格上漲。但經驗告訴我們，通常經濟復甦帶來的需求恢復是階段性的，難以持續推動大宗商品價格上漲。

## 拜登基建前景不明

拜登政府已明確要搞大規模基建投資。美國的基礎設施有一定比例年久失修，確有改善的空間。但由於美國兩黨政治僵局，民主黨和共和黨在基建方面難以達成共識，基建想要順利推進存在難度。2016年末特朗普當選總統之後就表示要大力推進基建，最終在其任職結束時沒了影子。拜登政府提出的新基建刺激方案規模超過2萬億美元。目前已推出的財政刺激已經導致美國政府的債務規模達到其GDP的110%左右，處於歷史高位；隨着還本付息的壓力增大，未來再提出更多的刺激措施，美國政府的債務水平還會更高。從持續時間八至十年來看，每年的規模並非很大，但是否能通過加稅來獲得資金卻存在很大不確定性。尤其是要經過至少兩個政府輪替周期，未來依然存在很大的改弦更張的可能性。因此，無論是從規模和周期角度看，還是從財務和政治角度看，拜登基建方案都存在較大的不確定性。

為了應對氣候變化，全球多個國家表示要加強在清潔能源方面的投資。未來幾年拜登政府在新能源的投入力度也可能比較大，疊加中國和其他經濟體在綠色能源方面的投資，可能會釋放一定規模的投資需求，進而對大宗商品價格形成拉動。中國計劃在2030年之前完成碳達峰，在2060年實現碳中和，時間還很長，對大宗商品帶來的需求拉動在短期之內可能較為有限。

綜上，從實體經濟角度看，大宗商品開啟超級周期的需求基礎並不成熟，僅從短期的、階段性的需求釋放和貨幣因素變化來認定大宗商品開啟了超級周期，顯然是有失偏頗的。



# 樓市需求源源不絕

樓市強心針



廖偉強

利嘉閣地產總裁

近幾年內地遊客到訪香港的數量減少，因為香港於2019年修例風波令大量遊客卻步之外，於去年因為新冠肺炎疫情的出現，遊客更是銷聲匿跡。香港是購物天堂，很多零售行業大受影響，特別是奢侈品及名牌手袋，已有很多世界級的品牌將規模大幅縮減，這些店鋪的生意大部分皆一落千丈。

筆者最近和一些朋友聚會，當中見到幾位女士手持最新款的名牌手袋，筆者言談間讚賞他們依然富貴，同時發現她們手持的名牌手袋大都是同一牌子，原來該牌子的手袋是大部分女士夢寐以求的，所以品牌就成功做到「需求主導市場」。

席間有一位女士謙虛地說出並非這麼富有，她跟筆者解釋雖然一年購買四個名牌手袋，但並非同時擁有；她又謂

該名牌手袋很容易轉售，當用上了一季之後，就可以放上網或向朋友轉售，只是略為折讓已可售出；而有些限量款式轉售甚至可以有盈利。所以，就是這樣用一個手袋的價錢，就可以擁有一年四季替換的款式。

最近香港股市非常暢旺，每日成交金額多達二千億元，因為近期有很多北水資金流入，這些資金流入科技板塊，很多科技股就會上升。當資金流入傳統類別股票時，傳統股票的價格就會上升，亦再一次證明需求主導市場的事實。

今年農曆新年之後，樓市成交暢旺，原因很簡單，樓市在對上兩、三年被不同的利淡因素衝擊，不知不覺間已積聚了龐大的購買力；再加上目前疫情減退及疫苗陸續接種，還有未來通關帶來的潛在利好，大部分買家及投資者已急不及待開始入市，房地產的需求就是這樣形成的。難怪筆者的老閩施永青繼續睇好今年樓價的走勢，預測今年上升幅度可達15%。