

【基金经理手记】谈谈理论

曹松涛

1 谈谈理论

最近的市场跌的让人很沮丧。分析没有了用处，估值也没有了用处。估值明明已经很低了，为何还是跌个不停？

不能不反思。

反思的第一结果就是可能我们学习的理论是错的。从概念上错起。哪一个概念？经济学最核心的概念：均衡。（注：只要我还愿意谈均衡，那说明我还是学院派啊。）

经济学最核心的概念是均衡，这个理论的最高成就是 Arrow-Debreu 一般均衡理论，经济学皇冠上的明珠，是对瓦尔拉斯猜测的严格数学证明，核心的思想是给定技术、资源禀赋、偏好，在一组弱假设条件下（上半连续和凸性等，不动点定理的要求），一般均衡存在，所有价格存在。证明简洁优美。

这个是一般的抽象理论。不好用。于是有简化版，比如 CAPM，但你真的相信一个股票的收益率是由 beta 决定的吗？这太可笑了。

再反思：理论是对现实的摹写。

经济学的均衡有一般均衡和局部均衡两种，一般均衡是指所有市场同时均衡，局部均衡是指一个具体市场或者物品的均衡比如房地产、股市。逻辑上，局部均衡的存在以一般均衡存在为基础。

一般均衡不好用，局部均衡分析好用，然而，局部均衡并不能够从一般均衡里轻易推导出来。尝试过的人都知道这个问题的难度，有个人专门出了一本书，我认为解决不成功。

有可能局部均衡比一般均衡有更深刻的道理在。这两个概念并不一致。

按照张五常的看法，均衡处处存在，其实是取消了一般均衡，他自己也不喜欢均衡这个概念。真实世界的约束条件才是关键，对。不然 AH 溢价为何长期存在？尤其是有了沪港通和深港通之后。因子分析，尤其是多因子分析，表面上是一般均衡理论来的，实际上可能并不是；而是来自实际的局部均衡、更好用的理论，实际上更加 ad hoc。或可能，局部均衡的推出需要更复杂的理论而我们并不懂。

然而，如果我们放弃了均衡的概念，问题来了。

先说好处。好处是可以不用管，泡沫和崩溃应该是市场的常态，好的公司

可以一直涨，不好的公司可以一直跌，这个市场并没有秩序感。但真的是这样吗？我十分怀疑。

坏处，除了秩序感，还有没有办法推断，期望收益的计算成了可疑的事情。拐点？对不起，只有势可以追踪，没法推断拐点。价值投资十分可疑。

2 猜想与解决方案

我认为，在概率的意义上，经济体系的遍历性存在程度，与这个体系的重要性程度成正比。在这个观点下，一个行业可能比一个行业内的公司更加有稳健性，因此组合投资胜出。

但我们也要允许有 ergodicity breaking 的情况存在，这可能对应着创造性破坏(熊彼特意义上),对应着路径依赖与锁死,只不过是 ergodicity breaking 在短期的概率测度应该是 0 (或者假设是 0)，这才是价值投资的信仰基础，你必须得自行想象无穷多的路径（如果你正在做期权的价格模拟），然后认定一个。（注：1934 年，熊彼特带着一份未完手稿，登船前往哈佛任教。遗失多年之后，2005 年，这份手稿发表于著名的经济文献杂志。熊彼特在这篇文稿里拒绝承认自己早年（1911 年）成名作品“经济发展理论”确立的企业家创新原理，因为，他意识到，当新观念从旧世界涌现出来的时候，新的世界“突然”取代了旧的世界。他使用的语词恰好是“discontinuity”（不连续性）。参阅汪丁丁 2014 年《经济学思想史进阶讲义》）

短期重要。

短期意味着行为。行为意味着有限理性而这意味着可预测性。

我猜测，凯恩斯在《通论》第十二章谈长期预期状态时，其实是说，长期是很难猜的，虽然对决定投资非常重要，所以，长期体现在短期就是大幅度的心理波动，而这个大幅度的心理波动因为是有限理性的行为；而这在一定程度上可以互相抵消（遍历性的含义与定义），这是短期内技术分析有效的理论根据。

长期内技术分析有效的根据，在这个视角下，应该是路径依赖与锁定，或者，自我实现的预言，或者索罗斯的 reactivity（反思性，思想对自身活动的反思，翻译成反身性，不太对）。我们通常知道，意志对结构的反抗，需要累积，才能够发生量变，这是长期不可预测性存在的基础。长期的技术分析有效，一定是被锁定在一个路径上。这太可怕了。

3 跟现在的市场有什么关系呢？

第一，所有的投资都需要信仰。无论是价值投资还是成长股投资，无一例外。押注均值回归一定要相信遍历性存在，否则遇到遍历性破缺的时候，你死定了。比如 08 年的花旗银行。但是，谁说信仰不需要与身共殉呢？

第二，既然需要信仰，其实现在这个时候投资需要赌点国运的。最彷徨无可依赖的时候才是最需要信仰的时候。回答这个问题（是否相信国运），如同回答为何中国没有成为殖民地一样重要，一样难。

第三，我准备按照 David Aldous 的建议做：As a default, assume the future will be statistically similar to the past。类似我相信局部均衡缺乏理论基础，但好用，有点实用主义其实是信仰的态度（当你逼近理论的极限时就会产生信仰），但我也要在短期内做好准备和技术活。技术活并不仅仅是技术分析，而是指我们的日常工作。