



特朗普胜选后,政策不确定性会传到到资本市场,如投资者信心不足,风险偏好降低和企业投资意愿减少。

理解特朗普胜选,寻觅投资机会

■ 夏春 诺亚国际(香港)有限公司首席研究官

在四个月前,我沿着在英国《金融时报》中文网发表的“量化投资趣谈”系列文章的思路,给出了预测美国大选结果的三个因子模型。分别是“13把钥匙”模型,“标普 500 指数选举前三个月表现因子”和“博彩预测市场因子”。

Allan Lichtman 教授发现美国选民十分务实,在投票时最看重现有执政党在任期内的经济、外交、社会稳定方面的表现,而候选人的辩论表现、竞选资金和策略、民调结果等等被媒体强调的因素并没有那么重要。如果执政党的总统候选人一旦拥有这 13 钥匙中的 8 把或以上,他/她将胜选。这个预测模型从 1984 年开始对总统大选结果的预测全部命中,如果用于美国 1860 年以来的选举回溯检验,也都全部准确。通过研究在选举前三个月,Lichtman 教授认为希拉里只能得到 7 把钥匙,指出特朗普将赢得大选。

研究发现,1928 年以来,如果标普 500 指数在选举前三个月回报为正,则在位执政党的候选人赢得 22 次选举中的 19 次,这个因子的预测能力好于其他因子。今年 8 月 8 日到 11 月 7 日,标普回报为负,以此来看特朗普的获胜符合规律。

最让人纠结的是“博彩预测因子”,它自称避免了传统媒体民调的弊端,一来受访者只是随口回答,没有动力讲真话,二来传统媒体往往有政治倾向性, 问卷调查和统计时会有偏见,而互联网博彩交易市场里,参与者用金钱真实地反映出自己偏好的总统候选人,预测准确性往往较传统民调更高。

7 月两党候选人明确之后,多家博彩预测机构发布的因子预测均显示希拉里胜选的概率超过 70%,远远高于传统民调显示的优势。这次市场对于特朗普最终获胜的意外,可以说完全由民调和博彩市场的误导造成。但这并非其首次犯错,英国脱欧公投前,博彩预测和几乎所有的民调都指向英国留欧。今年的这两次非常相似的“黑天鹅”事件对市场热衷的“大数据”预测技术形成挑战,好在社交媒体上的讨论显示,关于特朗普的正面评论远多于希拉里,也算是为大数据分析挽回了一点面子。之所以说这个因子让人纠结,是因为金融分析行业重视量化数据,而非纯感性的描述。以我本人的朋友圈来说,内心支持特朗普的人非常多,但他们也会屈服于数据而不便公开。

如果我们不是过于依赖数据,而是回归人性,那么理解特朗普的胜选并没有那么困难。虽然他经常口无遮拦,小节有亏,然而他那句“让美国重新伟大起来”的竞选口号却牢牢俘获了多数美国人的心。

英国《金融时报》转载的皮尤调查中心的数据显示,1971 年以来,美国中等收入家庭占比在逐年持续下降(将收入划分五等分,中等收入家庭为收入介于 40—60 百分位,相当于 4.2—12.6 万美元)。最让人惊讶的是,到了 2015 年,中等收入家庭占比首次少于低等收入和高等收入占比的总和,换言之,除受过高等教育的高收入家庭增加,其他家庭因为全球



化的工作外包和科技进步,自动化带来的职位减少而严重受损(想想看,这些人哪里可能拿出许多钱去博彩市场表达自己的立场?)。

同样从 1971 年开始,标普 500 指数从 96 点基本上稳步上涨到 2000 年 1500 点,但在随后连续经历了物联网泡沫破灭和房地产泡沫破灭引发的两次金融危机,造成美国家庭财富的剧烈波动和损失,贫富差距进一步扩大。难怪盖勒普国民满意度调查显示,2000 年至今,对生活满意的美国人占比从 70%下降到了 29%,表示不满意的则相应增加。几乎类似的情形在英国出现,这也是英国脱欧背后最深刻的原因。

尽管这些变化后面的因素非常复杂,经济学家和普通百姓给出截然不同的理解,特朗普高明之处恰恰在于他的竞选言论和主张更接近普通人的诉求。毕竟,即使经济学家的解释更接近事实,但他们也未能努力去改变美国家庭收入分化,贫富差距扩大的现状。特朗普以商业上的成功作为吸引选民的筹码,同时又以反传统的姿态抨击让选民厌恶的现有体制而赢得民心。无论反对他的人如何列举他的性格、品行和言论缺陷,都必须正视特朗普在票数统计开盘以来一直保持对希拉里的领先优势这一事实。特别是,特朗普在几个摇摆州的竞选广告支出不到希拉里的零头,却能够赢得其中的多数。

毫无疑问,特朗普的胜选给了全球经济和政治格局造成的冲击非常大。一则源于他基于“让美国重新伟大起来”口号下的经济政策,不仅对其他国家造成负面影响,也会让资本市场一时间难以适应;二则因为他的部分经济政策存在自相矛盾和左右摇摆之处,而

这会让其他国家感到模糊不清无所适从,而政策不确定性会从几个方面传到到资本市场,包括投资者信心不足,风险偏好降低和企业投资意愿的减少。

本来市场预计最可能的竞选结果是希拉里当选总统,民主党和共和党分别控制参议院和众议院,这样奥巴马的经济政策中的大部分将得到延续。即使是特朗普当选,也会受到民主党控制的参议院制衡。而实际最终结果是共和党同时赢得了参众两院多数席位,即使特朗普在竞选过程中与共和党党内领袖(如众议院议长 Paul Ryan)发生了摩擦和齟齬,但党内纷争相对容易摆平,结局有利于特朗普推行其政策主张。公司税制改革,在提高关税和降低公司税之间的平衡、具体如何增加基建支出将是特朗普政府和国会谈判的重点。

特朗普胜选将分别为资本市场分别带来短、中、长期的影响。短期的影响最早反映在处于交易时段的亚洲市场,作为避险资产的黄金、日元、瑞士法郎等引来明显的上涨,而依赖国际市场的日本、中国香港、韩国、中国台湾、印度等股市则明显受压。相信欧洲、美国和其他新兴市场的股票马上会迎来同样的下行压力,毕竟估值都并不便宜。墨西哥比索作为这次美国大选反应最为敏感的资产面临的贬值压力加大,其命运有可能重复英镑脱欧后的经历。虽然今天表现不明显,但可以预计美元相对于其他新兴市场的货币将走强,这不单单和新兴市场受到特朗普贸易保护主义政策冲击有关,也和美国仍将持续两年左右的缓慢加息密切相关。公司债券市场也会在短期内因为投资者避险迎来抛售,高风险等级的债券收益率率相对于低风险等级债券收

益率变大,换言之,前者价格下跌幅度会超过后者。政府债券会因为安全性而受益,但由于特朗普的财政政策会带来长期财政赤字扩大,因此长期债券会受压。石油价格会受益于新总统的能源政策,但可再生资源则没那么幸运。这些短期的市场变化可能会左右美联储 12 月的加息决定,但我们仍然认为这次加息会按时到来。此外,多重因素在短期内同时作用会加大资产的波动性,看多波动率的策略应该会有较好的表现。

中期(1—3 年)的影响会显现到各国以及各个行业。在美国国内,特朗普上台后驱逐非法移民、大幅减税和提高最低工资水平的政策很有可能引起工资上涨、居民消费提升、财政赤字扩大,进而引发通胀,这些会有利于股市表现,通胀保值债券也会受到欢迎。当美联储逐步提高利率水平,风险资产的表现会被抑制。另外一种可能则是,特朗普的政策实施不当,直接导致经济衰退,那么美联储又不得不重新实施宽松的货币政策。更糟糕的可能是出现滞胀,这其实也是特朗普的胜选立刻就引发股债市场抛售的原因。

无论是发达国家如日本、德国、英国,还是墨西哥、沙特、伊朗、中国以及其他市场都会因为特朗普的贸易、能源、就业、外交等政策受到不同程度的冲击。我特别考察了历史上两党执政期间中国的经济表现,非常有趣的是,虽然我曾撰文指出民主党执政时,美国国内绝大多数经济指标表现都优于共和党执政时期,但中国更多地受益于共和党的政策。

虽然特朗普提出的经济政策对中国看上去不那么有利,但我们还是有理由相信特

朗普理解中美两国的经济发展处在一荣俱荣、一损俱损的局面,他会以做商业的精明与中国及其他国家谈判,本着互惠互利的合作原则,从而创造双赢局面。

短期内发生的一些不利影响到了中期会得到相当程度的缓和。特别是,即使特朗普部分激进和单边的政策会给全球经济带来较大的破坏性影响,例如吸引一些偏右翼主张的欧洲政党崛起,为面临经济复苏缓慢的欧洲带来冲突,甚至加剧欧元区解体的风险,或者为过去 5 年困难重重,但却在今年表现优秀的新兴市场重新带来经济上的意外或麻烦。

总体而言,我们相信黑天鹅事件将会增加,在英国脱欧之后我们就重点强调“黑天鹅可能不再是黑色了”。在这样的环境下,我们仍然相信中国在保持社会环境稳定上具有独到的优势,这会为资金提供一定程度的安全港作用,当然,这也需要我们自身努力,尽快进行市场化改革,给国际投资者更高的信心。同样的道理,虽然市场普遍认为特朗普的经济政策对新兴市场会有较为负面的冲击,但宏观基本面稳定,增长率高的国家仍然值得投资。

需要提醒投资者,一方面市场不确定特朗普的许多政策主张究竟能否真正实施,这需要一定时间的观察,但另一方面从历史经验来看,长线投资受到政策风险的影响实际上比较轻微,短期和中期的价格调整反而是购入估值吸引的优质企业的良机。

不同行业的资产短期内会出现较大的反应,但真正的影响要到中期才能看得更加清晰。特朗普提出了 2 万亿美元的财政刺激计划用于重建道路、机场、桥梁、排水系统和电网,并且加强航空航天和国防建设,即使最终的支出少于提议,这些行业的资产仍将受益。特朗普的贸易保护政策在不利于依赖国际市场的大型公司的同时,专注美国国内市场的公司和行业将相对获益。另外,医疗保健行业,金融业会受益于监管的放松。

最难预估也最值得思考的是特朗普政策主张的长期影响。实际上在选举揭晓之前,即使特朗普这次无法获胜,4 年或者 8 年之后,持类似主张的候选人成功入主白宫的机会反而会越来越大。目前全球经济复苏缓慢一部分原因如老龄化是难以逆转的,但其他因素如和贫富差距、工作流失密切相关的全球化是否会出现逆转成为非常关键的问题,此外,共和党支持者对于科技进步带来的职业被自动化取代的担忧,是否会造成对科研支出的压缩,也非常让人担忧(实际上,2005—2015 民主党执政期间每百万人口的专利数量是同期共和党执政期间的 2.5 倍)。美国作为全球化和科研教育最早一批的国民整体受益国,到逐步将利益集中到一小部分精英手里,更多的人反而受到利益的侵蚀从而产生反对全球化的意识,将对美国等发达国家自身和众多的受益于全球化和科技发展的发展中国家产生深远的影响。

特朗普将如何挥舞手中的经济指挥棒,将负重累累的美国和充满焦虑的全球经济引向何方,值得我们每个人密切关注。

政府手中掌握着有限的资源,如何才能运用到现实中去,才能最大化地助推经济增长和产业结构调整?

产业政策应多罚劣少奖优

■ 沈凌 德国波恩大学经济学博士

2016 年 11 月 9 日对中国而言有两件关注较多的事。美国的总统选举大家都知道,但是美国总统的选举对咱们中国人来讲,其影响毕竟是间接的。对笔者来讲,或许一场爆发于中国两位著名经济学家之间的有关于产业政策的争论更加有意思,因为它或许会马上影响到我们的日常生活,尤其在当下政府试图重新定义国有企业在国民经济中的作用的时候。

我仔细听了林毅夫和张维迎的演讲,针锋相对,妙趣横生。就我的理解,林毅夫所讲的产业政策,实质上是说政府在运用资源上的选择问题。但是对于资源可用的范围来讲,资源永远是稀缺的,这对于企业家来讲是如此,对于政府来讲也是如此。对于处于发展初级阶段的贫穷落后国家,尤其如此。政府掌握着有限的资源,如何才能运用到现实中去,才能最大化地助推经济增长和产业结构调整?

支持的理由有:(1)在经济发展的初级阶段,不少产业在国际上已经成熟,并有一定的进入壁垒,比如高额的固定投资和一定的最优规模,这个实际上形成了对发展中国家产业发展的障碍。如果政府不加持,仅仅依靠企业自身发展,也许永远被国际大企业排除在外,也许可以最终进入但是比较慢,那么政府的扶持实际上是助推了一把。(2)如果是国际最前沿的创新,也许政府并不具备比市场更加多的信息和洞察力,但是政府至少可以推动基础研究的开展,从而给产业发展提供很好的公共知识储备,这是产业化创新的条

件。

而张维迎老师的反对理由也有两个方面:(1)认为产业政策是政府至上论,假设的前提是政府知道得比市场多,似乎这样的假设越来越不被舆论所喜欢,政府凭什么比市场还聪明呢?很多人认为产业扶持的对象并不是最值得发展的朝阳产业;(2)认为政府一旦选择了哪个产业要扶持,哪个产业要打压,那么就会有政商勾结的可能性,产生腐败和利益输送。不少企业就会通过和政府搞好关系得到意外之财,最可怕的是形成垄断。

从双方所举的案例来看,我发现大家都不否认:在实践中,能够找到大量的失败案例。但是林毅夫认为这不是不要产业政策的理由,而张维迎则似乎认为这已经足以证明政府失灵了。在这个逻辑上,我倒是倾向于林毅夫。这就好比你看风投的投资案例,从比例上看,一定是失败的案例比较多,但是这并不能否定风投是一个促进技术进步的最好机制设计。在政府眼中,支持产业升级的有偏的政策,和风险投资人手中的资本运用其实是一样的。他们的策略都不是撒胡椒面,对所有人一视同仁,他们的投资回报,大多数都是失败的。但是对一个投资人来讲,只要有极少数项目成功了,其收益就足以覆盖全部的亏损。当然,大部分的投资人并不能找到成功的项目,他们也就被市场消灭了。所以,我们在二战后的一百多个发展中国家案例中,也只能找到几十个成功的国家,而就在这几十个成功国家中,我们发现其成功的产业政

策也是少数。但是这仍然不能成为我们不需要产业政策的理由,就像林毅夫说的,还看不到不使用他所谓的产业政策而成功的国家。

因为从理论上,政府的优势并不是没有。发展中国家在经济发展的初级阶段,资本的力量还很小。我记得我们在九十年代开始做外贸的时候,民营企业连基本的外语人才都没有,谈何对国际贸易的信息掌握和对国际贸易法规的了解?这时候,政府出面组织参加国际展销会,驻外机构提供国际市场的信息,也还是有利于民营企业向外拓展的。这就是政府的信息优势。这个优势并不意味着政府能够比私人企业家更加聪明地掌握最前沿的产业发展方向,而是政府对已经成熟的产业在世界上的发展状态有所了解。

除此以外,政府还有一个优势就是在资本市场上有信用优势。大家都知道,现实的金融市场是不完美的。处于发展初级阶段的民营企业没有固定资产就难以从银行贷到款,贷不到钱就只能靠自身积累,发展速度就会受到限制。这时候如果政府背书,从金融市场获得资本,帮助本国企业跨越进入行业所必须的规模生产条件,从而加速本国行业的发展,有什么不好呢?这种效应在资本密集型行业的国际竞争中,尤为显著。在我们国家的实践中,应该也有不少的案例可以实证,比如钢铁、汽车、高铁、航空航天等等。即便在西方,我们看到的空客,也是欧洲政府推动航天事业的一个典型案例。

当然,政府必须非常小心谨慎,知道自己



的体制性弱点,也应该了解政商勾结的可能性。但这是“两害相权取其轻”的权衡,而不能仅仅通过论证其中一个选项有害处就可以轻易得出应该予以放弃的结论。

产业政策的制定,其实有很大的空间可以研究。如何从机制设计上尽可能减少其弊端,应该是方向之一。比如,政策的退出是不是应该在介入之前就明确规定好,否则容易产生垄断保护。还比如,产业政策的手段(补贴还是罚款?)也需要认真研究。

假设我们希望促使新能源利用从而保护环境,为简单起见,继续假设我们只有两个手段可以利用:一个是补贴新能源企业的产出,比如对光伏发电进行补贴(这是我们现行的政策);另外一个办法是对老的常规发电企业加征污染税。哪一种手段更加好呢?我觉得是后者而不是前者。

首先,从信息优势来讲,我们不太可能明确知道光伏发电好还是风力发电好,这是应该交给市场去检验的,政府和企业家一样,没

有预判能力,是骡子是马只能拉出来溜溜。所以,补贴政策很有可能一不小心补错了方向。但是对于传统行业的劣势,我们是在过去几十年的发展过程中了解的一清二楚的,至少我们知道的比新能源行业多一点。比如煤炭发电的污染情况,我们很清楚。既然我们希望寻找替代品,那么我们对煤炭发电加收惩罚性的环境污染税,使得它的价格上涨,促使消费者选择新能源发电,和补贴新能源发电,在价格杠杆的效果上是一样的。但是“不奖优”的策略使得我们在具体技术选择上避免了信息劣势的不良后果。

其次,我们对传统行业的“罚劣”措施,至少不会增加它们的垄断性优势。因为传统行业在游说政府的过程中,最好的结果或许就是不“罚劣”,而不可能明目张胆地在“罚劣”政策框架内“奖劣”。这样可以最低限度地避免产业政策可能导致的腐败和低效率。

(注:本文仅代表个人观点)