



李迅雷：大类资产走势，是可预测的吗？



意见领袖 | 李迅雷、唐军

近年来全球宏观形势可以用云波诡谲来形容，一些脱轨的全球宏观指标以及突如其来的黑天鹅事件，在挑战传统宏观研究框架的同时，也让越来越多的投资者怀疑大类资产的可预测性。与此同时，很多基金经理强调自下而上的选股思路。那么，宏观研究对于投资的指导意义究竟有多大的影响？大类资产是可以被预测的吗？这是我们今天要探讨的主题。



主持人：第一个问题就想抛给李老师，您觉得宏观研究对于投资究竟有怎样的指导意义？

李迅雷：投资研究分两种，一种是自上而下，一种自下而上，宏观研究就是从宏观视角来对投资、对于大类资产做一个判断和分析。在资本市场上面，从宏观的维度看到底有哪些机会？我觉得对投资的指导意义，尤

其对大类资产的配置的意义还是非常大的。

从我个人的经历看，我经历了 90 年代的商品短缺时代，所以那个时候你配置大宗商品、配置一些可选消费品，基本上这个方向是对的、收益也是非常丰厚的。

到了 2000 年以后，我发现商品短缺时代已经过去了，但是资产短缺。所以那个时候我写了篇文章，叫《买自己买不起的东西》，你买不起，就借钱买，因为它价格还会继续上涨。等到后来，比如到了 2018 年，那个时候商品过剩、资产也过剩了，买什么？就《买自己买不到的东西》，即配置核心资产。所以其实用比较通俗的语言来表达一个时代演进的这样一种逻辑，这就是宏观视角。

我觉得宏观研究对于投资的指导意义还是比较有效的。事后也证明，这样一种思路对于资产配置是完全正确的。

主持人：这句话很经典。买自己买不到的东西，就是投资中的稀缺性。对，唐老师，其实是从研究转向投资。您对于宏观研究对于投资的影响，应该也会有自己的心得体会。

唐军：对，我觉得应该大多数人凭直觉的感受，可能会觉得宏观研究还是很重要，对大类资产走势会有很重要的影响。但是如果建立起一套可追踪、可实证而且操作性强的宏观分析框架，却是一件不容易的事情。

我以前做量化投资的时候，我就系统化地对各类宏观指标进行过一些

回测分析，希望能看看它们对资产价格走势、对投资有没有效果。但是当时得到的结果通常都不是很满意。所以我想可能大部分的人在做宏观判断的时候，也没有一个分析框架，他可能只是凭直觉，这样就会造成准确率不是那么高。

另外一个就是他的判断跟市场的大多数人的判断可能会一样，资产价格可能就已经反映了这些预期在里面。所以他会觉得宏观研究对投资的作用可能不是那么大。

主持人：其实接下来一个问题就是很顺其自然，大类资产是可以被预测的吗？或者大类资产预测这件事情是值得做的吗？想先请唐老师分享一下。

唐军：我以前是遇到过很多困难，后面在李老师的指导下学习了很多宏观知识，也做了大量的研究。我现在还是觉得，建立起一套相对科学的分析框架，它对我们预判资产价格走势的胜率是能明显提高的，胜率提高了，长期下来对我们的投资的业绩就会影响会比较明显。所以我觉得从概率或者长期的这种角度来说，是可以做预测，而且是很值得做的一个事情。

主持人：李老师，您在领域深耕这么多年，您觉得宏观研究的难点在哪里？

李迅雷：宏观研究挺有意思。它主要一种模式就是我前面讲的自上而

下，但是因为我们的时间是很宝贵的，我们投资者、我们资本市场的参与者，包括我们的做实体经济那些企业家，他们都是看短期看的比较多。当你的宏观研究所推出的结论在短期得不到验证的时候，他们可能觉得你的预测也不一定准，怀疑这个事实是不是一定会发生。

所以这是一个难点，宏观需要经得起时间的考验，但是我们往往做的事情都是非常短期的。

第二来讲，因为宏观是个大系统，影响宏观的各种因素非常之多，扰动因素非常之多。所以你依据宏观来判断股市涨跌，基本上是不可能的，是吧？但是你可以告诉一个大的趋势是什么，所以经常有句话说，某某事件可能会迟到，但是它不会不到。

所以宏观其实是这样的，你需要有足够的耐心。

同时来讲，你一定要坚守你的逻辑。所以我经常讲的一句话，要相信奇迹还是相信逻辑？我觉得应该要相信逻辑。我们不能够期望这个世界会出现一些突发性的事件可以持续下去，短期它有波动，长期还是会追随趋势。

主持人：其实做宏观研究也是为了预测大类资产的配置。您觉得这条逻辑线下来就是大类资产配置的难点。预测大类资产配置走势这件事情，它的难点在哪里？

李迅雷：因为它会出现一个价格的轮动，比如什么阶段市场的风格切

换了，再到一个阶段，它又去追哪一方面的热点，所以它在不断地切换。就像我们每年的流行色是不一样，你要预测下一阶段的流行色也很难。这里面我前面讲的随机性是肯定存在的。

当然就趋势而言，尤其一些长期趋势，它不会因为短期的扰动而改变，可能斜率会发生变化，但趋势是很难变化的。

主持人：唐老师，在具体的投资实践中，您觉得预测大类资产走势这件事情，您觉得难点在哪里？

唐军：我可能一直是想试图建立起这种相对量化一点、客观一些的分析框架。我在做这个过程中遇到了两点比较大的困难。

一个是我们的宏观指标的数据质量太差了，因为我们过去的宏观数据的发布也是在不断的规范之中，有很多指标它会出现这种异常值，或者是阶段性的失真，或者统计口径发生变化，这就给我们做这种历史实证分析的时候带来了很大的困难。

另外一点，它可能不是数据质量的问题，是我们的宏观政策工具，它在不停地推陈出新，新的工具出来之后，就会造成原来的有效的指标可能就失真了。这给我们做这种分析框架的过程中，也会带来很大的挑战。

主持人：其实说到宏观研究，会联想到美林时钟，它是一种全球最知名的主动配置的模型。美林时钟其实近 10 年也是会有不停失效的现象存在的，想请教一下李老师，您觉得美林时钟失效，它的原因在于哪些方面？

李迅雷：美林时钟应该是非常著名的，它对于大类资产配置、资产价格轮动应该起到指导作用。但是近年来对美林时钟的诟病越来越多，甚至戏称“美林电风扇”。所以我想为什么它会失效、会失真？就在于它主要考虑的是两个维度，一个是总产出的维度，一个是通胀的维度。但是现实当中我们的宏观受到政策的干预越来越大、越来越多。

在凯恩斯主义盛行的几年里面，其实美林时钟也得不到验证，也存在一个问题。美林时钟可能选取了一个比较好的时段，恰好在那个时段，政府干预比较少的时段，它走得就比较准。但是实际上政府干预的力度会越来越大。所以美林时钟首先它在美国也失效了，它在中国更有不少失效情况。因为我们虽然是市场在资源配置当中起决定性成果，但是政府一直在发挥重要作用。我一直想着，如果美林时钟失效，我们能不能建立一个叫中泰时钟，增加一个维度——政策的维度。

实际上我们一直在烫平周期，资本主义的最大特征就是它的周期变化，这是马克思说的，我们社会主义应该逆周期，所以我们的逆周期政策越来越多，尤其财政政策、货币政策，包括我们的国有企业，它的很多投资行为，都是逆周期的。

对这些政策的刻画，能不能建立起我们对应的一个时钟？当然，我们的时钟它不是一个周期性的变化，而是一种相对平滑的、但是也带有这种轮动色彩的这么一种模式。所以工作我后来就交给了唐军来做，把我们这些宏观的政策指标体系建立起来，同时要给予这些政策量化。因为你只有

量化了，你才能够更加准确来刻画，来对这些下一阶段的资产配置提出一个建议。这个建议是基于我们对于三个维度的思考，三个维度的量化分析，就是总量、通胀和政策这三个层面。

主持人：很重要的三个维度。其实刚才李老师也介绍了中泰时钟在相比美林时钟之上做了哪些的改进，因为唐军老师也参与了具体的工作，您能不能从您的视角再给我们分享一下。

唐军：好的。刚刚李老师提到我们最大的一个改进，是增加了政策这个维度，而且我们实证下来会发现政策维度是最重要的一个维度，就在我们国内做资产配置的话。

然后从具体的工作来说，我觉得最大的一项工作就是我们前面提到的，对我们整个宏观指标体系进行一遍梳理、修正甚至重构，因为有很多指标它在过去可能失真了。

比如我经常举的一个例子，就是大家都喜欢用 M2 来刻画货币放水，包括前段时间上个月公布的 M2 超预期，各种博主都在说这个又放水了、

又放水了，但是 M2 刻画货币放水存在滞后且出现过度的失真

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_53052

