

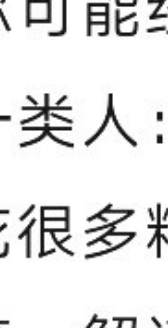
# 05 | 宏观迷信：自下而上的投资逻辑



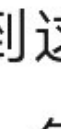
张潇雨 · 个人投资课

今天

[进入课程 >](#)



05 | 宏观迷信：自下而上...



09:47 8.96 MB

张潇雨亲述

你好，欢迎来到《张潇雨 · 个人投资课》。

你可能经常会在身边的投资者里看到这么一类人：他们热衷于关注宏观经济，每天花很多精力看新闻、读媒体、研究国家政策、解读世界局势。然后他们会根据这些宏观信息，作出各种各样的投资决策。

说得夸张点，他们不但是投资者，还可以说是半个经济学家。

其实想想也有道理。我们平时投资的这些主要的资产，不管是股票、债券，还是房产，不可能不受到宏观经济形势的影响。所以看起来，多花精力关注这些东西好像是理所当然的。

但有人却有不同意见。是谁呢？就是我们熟悉的股神巴菲特。

## —— 1 ——

1998年10月，巴菲特在佛罗里达大学的商学院进行演讲。演讲结束之后，他照例回答听众的提问，其中一个问题就说：您能不能谈一谈当前脆弱的经济形势和利率问题？您对将来的经济形势怎么看？

结果巴菲特回答说：

我不研究宏观问题。和宏观相关的问题，我们根本不看不听……一般的投资顾问公司的套路都是：把他们的经济学家拉出来，讲讲各种大的宏观格局，然后接下来应该怎么做。我们觉得那些都是胡扯。

所以这里就有个问题：宏观经济局势对投资有影响，应该是每个人都认同的常识。但为什么巴菲特却说自己不研究宏观问题呢？我们做投资的时候到底该不该关注宏观问题呢？

我对这个问题的答案是：**宏观经济虽然重要，但是很难弄懂。所以想用这个东西来指导自己的投资，不仅没有好处，还会起到反作用。**

我们先来看个例子。这是一个经济学家炒股的故事。这个经济学家不是别人，就是我们最熟悉的约翰·凯恩斯。

凯恩斯我们都知道，他可以说是历史上最伟大的经济学家之一，也是整个宏观经济学的奠基人。但很少有人知道，他也是个很成功的实战派投资人。

不过可能和你想的不一样，凯恩斯不是一个靠预测宏观经济周期赚钱的人，而是和巴菲特一样的价值投资者。

当时的故事是这样的：

在20世纪20年代，凯恩斯四十岁上下，正在盛年。那时候他的宏观经济学理论也相对成熟了，所以在实战中也经常依靠自己的理论进行投资操作。

当时凯恩斯最喜欢的投资品类是外汇和期货，因为这两种资产和宏观经济的挂钩最为紧密。他觉得，只要能研究懂宏观数据，把握好经济周期，赚钱简直是必然的。

结果怎么样呢？那个阶段的凯恩斯，亏钱的时候要比赚钱多得多。比如在1920年，凯恩斯根据自己的理论分析，押注英镑升值，做空法郎、德国马克和意大利里拉。结果市场走势和他预测的正好相反，几种货币全部对英镑升值，他直接被平仓出局，大亏一笔。

当时这种预测失败的情况还发生过很多次。根据统计，从1922年到1929年的七年里，凯恩斯有五年的投资收益都低于市场指数，成绩非常惨淡。

但是到了30年代，凯恩斯改变了自己的投资哲学。

那个时候他已经是自己母校剑桥大学国王学院的财务主管，帮助学校打理一部分资金，再像之前那么不靠谱可不行了。结果凯恩斯，一个宏观经济学家，开始不再预测经济形势，而是寻找被低估的股票，然后大量买入并长期持有，变成了一个彻头彻尾的价值投资的信徒。

结果这种投资方式给他带来了丰厚的回报，他之后的十五年投资成绩上升到了年回报9%左右，而同期英国股市跌了15%。

凯恩斯为什么会作出这种转变呢？他后来在一封给朋友的信里是这么解释的：

宏观经济当然很重要，但是影响宏观经济的因素实在是太多太复杂了，常人难以掌握。相比之下，寻找价值被低估的好公司要容易得多。

你看，对于顶级的经济学家来说，理解宏观经济形势，预测市场走向仍然是一件很难的事。

公认的宏观经济领域权威、耶鲁大学经济学教授、诺奖获得者罗伯特·席勒，成功预测过两次市场崩盘，但他也反复强调，自己没法依据宏观经济指标来预测市场，更谈不上用这个指导投资来赚钱了。

## —— 2 ——

听到这里可能有同学会好奇：那世界上有没有靠搞宏观投资吃饭的投资人呢？

还是有的。我们最熟悉的索罗斯，就是其中最出色的一位。

那为什么索罗斯能赚到钱？别的条件先不说，他能成功的一个重要原因，就是他能拿到的信息质量，和我们远远不是一个层次。

举个例子。听过索罗斯的人，应该都听说过他做空英镑大赚一笔的经典案例。这个案例的来龙去脉已经有太多人讲过，我们就不再重复，有兴趣的同学可以去网上搜一搜。但做空英镑这个经典案例的另外一个细节，知道的人可能不多：

当时是1990年，英国加入了由德法两国牵头成立的欧洲汇率机制，里面包括英国、意大利、荷兰、比利时几个国家。简单说这是一个“货币抱团机制”，机制要求所有成员国货币兑德国马克的汇率必须稳定在一个很小的范围内，一旦偏离比较多，政府必须出面干预。

当时两德刚刚统一，为了防止国内通货膨胀，德国央行不断加息。但这个时候英国处于衰退期，非常需要降息来刺激经济，可货币抱团机制让英国没法这么做。这个时候索罗斯想，两国最终一定有所冲突，一旦冲突，德国很可能寻求自保，放弃维护英国的汇率稳定。

结果之后有一次开会，索罗斯和德国央行行长施勒辛格聊上了天。他问施勒辛格，是不是希望欧洲以后共同使用一种货币？施勒辛格说：如果这种货币叫做德国马克的话，他会非常开心。

索罗斯立马就听出了里面的门道，他一下就确定了自己之前的想法：德国最在意的是自己的货币地位，其他成员国的死活并不重要。

于是他立刻给团队下令做空意大利里拉，因为当时成员国里经济最差的就是它。这次做空成功之后，索罗斯又趁势做空英镑，最终的结果你也知道了，索罗斯当时一天就赚了10亿美元。

所以你看，靠把握宏观来投资也不是不能成功，但它要求你不仅要有多年的深厚功力，还要有最直接和独特的信息。而对于大多数普通人来说，**只能看看媒体评论、二手分析、和朋友闲聊，还是不要期待能靠这个赚钱了。**

## —— 3 ——

那么接下来的问题显然就是：**我们不去研究这些宏观大问题，应该去研究什么呢？**

另一位著名的投资者乔尔·蒂林哈斯特（Joel Tillinghast）的一本书，应该是解答这个问题的好选择。

蒂林哈斯特是著名的基金公司富达基金的基金经理，掌管着400亿美元，也是股神彼得·林奇的得意门生。他之前写了一本书，叫做《Big Money Thinks Small》，中文就是《大钱想得小》。

你看，这个名字正好契合了我们这一讲的主题。蒂林哈斯特说，如果你整天研究宏观经济形势，那你就让自己陷入信息的汪洋大海了。作为极其专业的股票投资者，他说自己每天想的都是很具体的小问题，比如分析公司的时候，他问自己的都是：

- 消费者为什么会购买这家公司的产品或者服务？
- 这家公司比起竞争对手来说最大的不同是什么？
- 什么东西会导致这家公司彻底失败？
- .....

所以，如果借用巴菲特的说法，我认为，在投资的时候，最重要的是弄清什么事是重要的、可知的。如果一件事是不重要的或者不可知的，那就别管了。

宏观经济问题是很重要，但我觉得对于普通投资者是不可知的，而什么东西是可知