

本期内容

>>本文仅限作者观点，点击上方视频收看！

今天我想从股市和债券之间的关系去简单地聊一聊。

首先第一点，关于证券市场我之前也跟大家分享过，美国的证券市场跟中国证券市场有着非常大的不同，美国证券市场处在成熟阶段，以投资比重为主，长期斜率比较高；中国证券市场是以融资比重为主，两个市场的结构完全不一样，导致我们在分析方法上就不能够简单地做线性的对比。当然了，无论是哪种市场结构，我们都可以做一个对证券的简单的归统。

这里可以引用巴菲特的话，第一就是你要看够不够便宜，足够便宜的情况下也就不需要去考虑了。当然，便宜是一个相对的概念，市场的便宜和贵并不是一个绝对值，而是个相对值，它相对的是无风险利率水平或者是一些期限结构。因为毕竟所谓的便宜不便宜、所谓的估值方法，都是未来的cash flow discount折现回来的，这里面涉及到一个时间的概念，涉及到期限结构的概念，涉及到未来盈利现金流的问题。

另外一个要考虑的是就赚不赚钱。简单讲没那么复杂，就是说当你的股东或者我来投资你

这家公司，我的目的就是来看赚不赚钱。但是赚钱有两种，当时Tilson来上海，我跟他对话的时候我也讲过，我说投机其实也是市场正常的一个行为，只不过在赚不赚钱上面，投机考虑的是要赚别人的钱，而不是考虑企业给予的投资回报。

所以“赚钱”要分成两类，就是赚谁的钱的问题。

具有长期斜率的实际上就是赚经济增长的钱，赚从经济增长到企业盈利到股东分红，然后到股息到长期回报、到回购等各种行为，这是增量上进行分配的一个过程。

还有一种是存量上进行分配的，这个就不具备斜率，或者说斜率比较低，赚的实际上就是对手的钱。在这个过程中，金融行为表现得就非常明显，金融杠杆、成交换手等等，在这个过程中赚的是投机比重比较大的钱。

这样我们就把够不够便宜、赚不赚钱这两项大概分成了三类，这也是很多正统报告里面经常会提到的。第一，够不够便宜，用一个学术的词就叫作估值，有各种各样的估值的评估方法；第二，如果你是赚增量的钱的话，也就是具备斜率的话，那我们考虑的是你盈不盈利；第三，如果是在存量上进行分配的话，我们考虑的是杠杆，还有个好听的词，叫风险偏好，就是说大家的风险偏好发生了变化了，偏爱风险了，叫风险偏好。

其实也就是这三种方法。理论上讲，这三种方法的任意组合都会带来市场的波动，比如

说你足够的便宜了，企业盈利改善了，那么长期的牛市会发生；如果你足够便宜了，然后风险偏好发生了变化了，就是投机性来了，大家先不用考虑盈利，这个过程也会带来市场的繁荣，无非就是此市场非彼市场而已。

在这样的情况下，组合出来的结果当然就形成了不同的市场。那么你可以简单地说，用下面的足够便宜加上风险偏好，实际上就是一个杠杆牛市，这个过程中你一定要清楚，我要赚的是对手的钱；另外一种是盈利的改善，带来的是价值的牛市。

美国证券市场的市场结构，我之前跟大家解释过，长期斜率非常高，就是说它整体来讲跟经济、跟投资回报的相关性还是很强的，但是去做一个对比的话，你会发现从1980年开始，美债十年期收益率一直下行，也是债券的牛市，然后股市也是个牛市，也就是债牛加股牛，都挺好的。

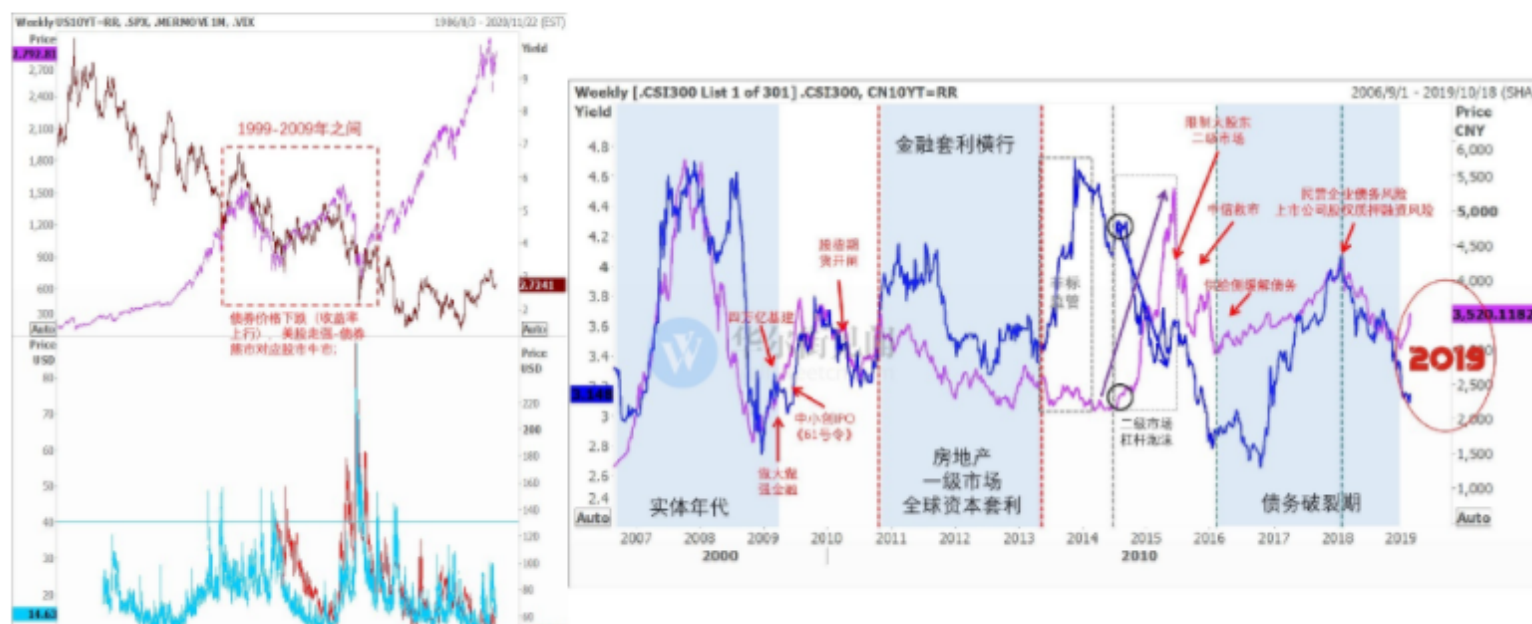
但我认为简单的线性对比是不适合的。因为第一，影响美债的因素比较多，在前两年的日记中我给大家仔细分析过，美债全球化以后美债的影响，它的影响的变量其实非常多；另外一方面，全球化也带来美国企业的投资回报率的全球化，所以简单地拿美债和美国证券市场做所谓的债牛、股牛的从1980年以后的对比，其实并不适用。

首先第一点，对于美国证券市场的定性你必须得清楚。比如我跟大家分享过100年以来美国证券市场不同的历史阶段，定性其实就是从它的回报、估值加盈利的维度上去考虑，所以

说对于美国证券市场的牛市和熊市，我们考虑的更多的是长期斜率加波动率的问题，就是投机性波动率的问题。

所以在左边定性的时候，我们更多考虑的是你够不够便宜，第二是你盈利的改善，就是长期斜率要起来，所以说美国证券市场上也有过十年没涨过的股票，实际上都是跟它经济的潜力、盈利的增长、企业盈利增长的斜率是有关系的。

另外一个维度上，美股上面所谓的调整，包括对于2008年金融危机你看这个图都会说是叫调整，所以我们会说美国证券市场怎么看都是百年大牛市，对吧？中间都叫波动。实际上这个“波动”很影响我们投资行为决策。我们给它定义为波动的时候，我更多的会用波动率去看。





这样的话，对于美国证券市场债券和股市之间的关系，我更多的会用比如说债券波动率，美股波动率之间的关系去对比，很少会直接做这种线性相关的分析。

其实在1999年到2009年这十年中，我们会发现债券收益率和美股之间简单的线性上是高度相关的。这个过程中你可以看到债券的收益率不是所谓的债牛、股牛那么简单的一个劈叉的关系了，它有高度的相关性，是共振的。换句话说，债券的熊市对应的股市的牛市，这个过程中其实是正儿八经跟经济关系更高的。

事实上这个阶段在中国你也会发现类似情况，债券的收益率走高，股市走高，收益率下行，股市下行，包括全球范围内，发生这种情况的时候，市场都是跟实体经济更有关系。

但是2009年以后，美国证券市场就不能简单的用估值去评估了。首先第一点，盈利的增长对于美国包括纳斯达克在内的新兴企业来讲是比较明显的；第二，风险偏好在全球范围内都是在增强的，包括中国的特点也非常明显了。所以我们可以看到在2009年以前，经济比较繁荣的这一段，股债基本上就是，债券的收益率上行、债券的熊市对应股市的牛市，债券的牛市对应的股市的熊市，这就非常的标准。

但是在2010年以后，中国证券市场的几波行情，更多的都不是经济情况因素影响了，市场

的定性是以融资为主的，对于企业盈利的关注在这十年间已经不是特别高了。尤其是从2009年到现在，对于企业盈利的改善推动的行情，关注度都不是特别的高。

说白了就是，大家发现讲故事的企业更容易股价上涨，更容易圈钱。所以说在我们的环境中，看到的更多的是风险偏好和所谓的估值。

估值实际上是一个比较好的借口，估值低的时候大家难道就一定会去配置长期投资回报吗？因为长期投资回报的比重一直是偏低的呀，所以你就会发现我们这十年间出现的情况更多的是，在估值偏低的情况下，需要一个借口去引导这种风险偏好。而一旦引导以后，风险偏好起来的速度会远远的超出正常的投资的属性，迅速进入到投机范围之内。这就会引导出现2014年、15年这种行情，就是债券收益率下行，债券牛市，然后股市的杠杆牛起来的速度就非常的快，这种其实更多的就是风险偏好改善带来的杠杆行为。

而且对于中国来讲，中国普通投资者比重相比于机构投资者比重偏大，这种情况下，风险偏好改善的时候，其实还要考虑普通投资者的风险偏好。

除了股以外，还有一个就是房，一般来讲股房联动。最早在2009年3月31号IPO 61号令开始以后，其实已经开启了中小板、创业板的市场，但是整个市场一直持续到2014年、15年，估值相对来讲比较偏低的情况下才启动起来。

这个过程中场外金融套利行为横行，带来的这些风险偏好并没有集中在证券类资产上面，更多的集中在了房地产市场上，集中在了金融套利行为上面。包括当时的小贷担保P2P各种金融结构，非标等等。当这些东西被按质论价后，两重的挤压把这种风险偏好向证券市场挤压。

到2019年，或多或少我们也看到了类似这种状态的出现。房地产没有了金融套利的行为，早就被挤压掉了，对吧？在这种过程中，债券的收益率持续的下行，其实或多或少都已经蕴含着经济的下行了，但是越是在经济下行的过程中，一方面利率会改变估值，但其实这是有点虚的，比重可能更少一点；更多的实际上是在这个过程中，大家突然在宽信用的预期下生成了极强的风险偏好，这一点我相信在中国未来的几年里还会持续频繁的出现。

实际上你也可以简单地说就是钱没地方去了，大家就需要一个口子去开一个赌场，不然的话怎么玩？所以仔细冷静地去看，如果不出现一个真正意义上的正反馈，什么叫正反馈？就是说足够便宜的情况下，利率可以作用到经济，也就是货币政策有效，但是有效的概念实际上主要是想对盈利有效、对经济有效。这也是政策制定者希望能够出现的情况。

但事实上来讲，从2010年以后，更多的并不是货币政策的有效，反倒是货币政策不断地被绑架，所以现在生成的反馈根本不是去考虑货币政策放水了以后，会带来经济、带来企业盈利的改善，现在所有人的思维都是线性反馈，就是放水会带来风险偏好的改善，会带来

杠杆、会带来资金、会带来成交、会带来换手。

所以说，我们想让证券市场出现的主线逻辑——长期增长的斜率的问题，目前来讲还没有得到解决。那未来能不能解决？有人会去反驳说放水才能够带来这样的一个改善，再加上现在在做的减税等各种措施，这样才能解决。

但是我一直认为，结构性改善动作到现在还不是特别的大，似乎没有，也就是说魄力还不够。现在政策在下面的兜底和保护带来的是反噬效应，就是越这么做，大家越愿意赌不行的时候你会救。

这种情况下你想想谁有动力真正意义上做到断臂求生去做改变呢？这中间每一次肥的都是在下面愿意赌政府托底、赌政府救助的一些人。久而久之大家从利益的角度或多或少都愿意去做这样的人，而不愿意去做踏踏实实赚钱的人。实际上这对于市场的风险偏好会产生比较大的负面效应。

所以现在来看，债券如果不跟，换句话说就是没有传递到通胀利率、盈利、分红、股息这些上面的话，中国证券市场这十年以来，包括未来的几年，每一次的波动，尤其是这种异常的波动，就是杠杆上升速度很快，成交量放量、速度很快的这种情况下，我们对于这样的牛市或多或少要提一些谨慎。

比如2016年、17年的供给侧改革，对于上游企业来讲，走的其实就是估值加盈利的一个动作，所以这样的牛市是比较缓慢的。但是，供给侧改革并没有解决当时高估值的中小板、创业板的质押融资的风险，这些风险没有解决，一直在收缩。

现在，我们又似乎为了科创板在改善风险偏好，这样的行为其实对于大部分投资人来讲，最后要弄明白“赚谁的钱”的问题就好了。

— END —

(戳) 不错哟! 我要订阅《付鹏说》





《付鹏说》~见识社区~



付鹏的财经世界

“交易桌前看天下，付鹏说来评财经”~感谢大家订阅《付鹏说》语音，听我聊聊一些有意思的事情，发散思维评说财经，欢迎大家在社区里多多交流。



相关文章



“牛市下”的反攻！公募FOF大打翻身仗，“最惨FOF”已回...

2019-02-26 20:33



这类基金就是为定投而生的！

2019-02-22 20:17



从A股两次大牛市的特征 看当前股市走势

2019-02-25 13:31



A股高潮迭起，牛市到哪一阶段？

2019-02-26 21:38



券商交易系统外接倒计时，马云已准备好，事关千亿增量...

2019-02-22 13:31

写评论

请发表您的评论



发布评论

1 条评论



不经意的女子 铂金会员

2小时前

辛苦了，多多休养

👍 0 ↩ 回复

联系我们

广告投放

意见反馈

信息安全举报

关注我们

微博@华尔街见闻

邮件订阅

RSS订阅

加入我们

招聘专页

评论自律



以其他方式使用本网站的内容。

评论前请阅读网站“[跟帖评论自律管理承诺书](#)” 举报电话: 021-65963809

儿童色情信息举报亦可联系: contact@wallstreetcn.com

华尔街见闻不良信息举报电话: 18521730658

[违法和不良信息举报受理和处置管理办法](#)

[界面新闻](#) | [证券之星](#) | [全景财经](#) | [观察者网](#) | [经济网](#) | [猎聘网](#) | [华夏时报](#) | [陆家嘴金融网](#) | [英为财经Investing.com](#) | [黄金头条](#)

息科技有限公司 wallstreetcn.com 沪ICP备13019121号 增值电信业务经营许可证沪B2-20180399