

1.6 债务、杠杆与收入模型的应用【投资大学·大师课第十二讲】

更新于：2019-06-13 15:40



添加大师课助教微信<jwzhujiao8>

加入课程训练营，一起搭建大类资产投研框架

1.6 债务、杠杆与收入模型的应用

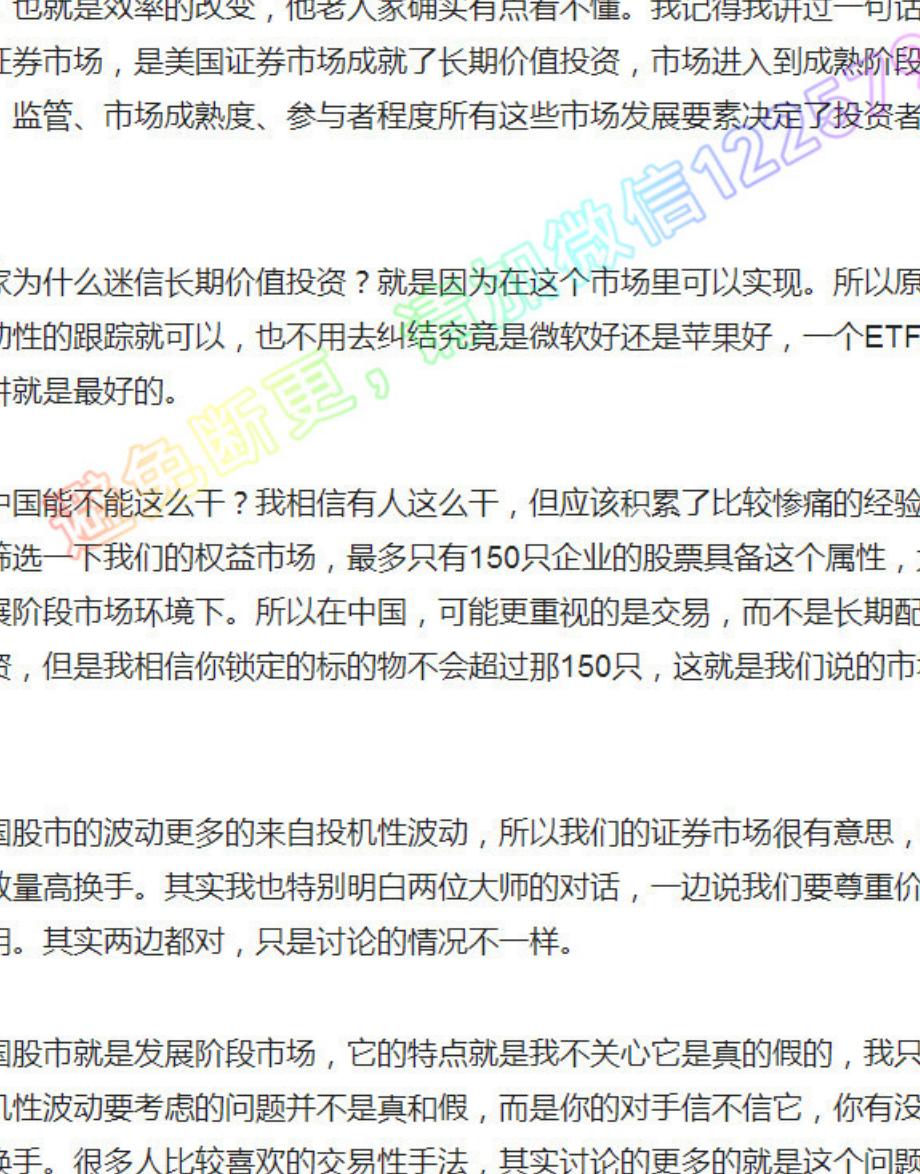
视频时长13分15秒，请在wifi环境下观看

本期提要

- 股票市场处在不同阶段的差异性
- 美国基金从业人员的三种类型

本期内容

这样一个简单的应用之后，我们来看下面这两张图，左边这张图是成熟阶段市场的一个简单模型，大家其实也都看到了，之前我们只是把经济周期的不同阶段拆分了，现在我们把它组合在一起。



成熟阶段市场的长期增长价值部分的斜率比较高，能够给予股东足够的尊重、股息、分红、盈利，在此基础上还有一点投机性的波动。这样的市场原则上来讲，只要斜率不改变，就是一个长期增长的过程，但是大家注意这是成熟阶段市场。

右边这张图是发展阶段市场，价值部分的斜率偏低，股价的波动大部分是由投机性波动造成的。

之前和大家聊过，在2014年、2015年股灾中后段的时候，如果有人跟你讲中国的资本市场6000点不是梦，一万点刚起步，长期的大牛市开始了，未来的目标是一万、一万二、一万三、一万五。你马上就知道，他没想明白。

在过去的100年中，美国的证券市场大概只有两次进入了长达10年左右的停滞阶段，但停滞阶段也只是横着，类似于右图这样的状态，其余大部分时间都是长期增长。比如说这一轮美国的牛市大概是从1993年开始，大家不要以为是从2008年金融危机开始的，真正意义上的长周期的增长的启动大概是在1993年。

我之前跟大家分享过，从1980年里根的改革开始，1980—1993年其实美国更多的进行的是一个结构性的改革。在1993年完成了这样一个改革之后，长期增长的基底开始出现，中间虽然经历了两次投机性的波动、扰动，当然原因不一样，一次是1997—2000年的互联网泡沫，另外一次是2008年的金融危机，但是基本上没有偏离长期增长，投资回报率很高。

所以说在美国做权益，尤其像我这种做大类资产的人，其实是很懒的，被动性投资的回报率就已经是最好的了。在美国证券市场长期增长斜率非常高的情况下，只要被动性的买一堆ETF一直持有，10年后，20年后，你的投资回报率会非常好。

不需要去挑股票、挑公司，除非你要追求极致。什么叫极致呢？想要跑赢所有的人，那你付出的努力和你的回报一定是成正比的，但是其实没有必要。

有些人说巴菲特这10年连续性的跑输大盘，没错，因为从1993年开始的长期增长斜率的改变，也就是效率的改变，他老人家确实有点看不懂。我记得我讲过一句话，不是巴菲特成就了美国证券市场，是美国证券市场成就了长期价值投资，市场进入到成熟阶段以后，它的管理、制度、监管、市场成熟度、参与者程度所有这些市场发展要素决定了投资者在这个市场里应该怎么做。

大家为什么迷信长期价值投资？就是因为在市场里可以实现。所以原则上来讲美国证券市场被被动性的跟踪就可以，也不用去纠结究竟是微软好还是苹果好，一个ETF持有五六六年，从原则上来讲就是最好的。

在中国能不能这么干？我相信有人这么干，但应该积累了比较惨痛的经验。因为原则上来讲，大概筛选一下我们的权益市场，最多只有150只企业的股票具备这个属性，大部分的公司还是处在发展阶段市场环境下。所以在中国，可能更重视的是交易，而不是长期配置。你可以做长期价值投资，但是我相信你锁定的标的物不会超过那150只，这就是我们说的市场处在不同阶段的差异性。

中国股市的波动更多的来自投机性波动，所以我们的证券市场很有意思，每一次暴涨的时候一定是放量高换手。其实我也特别明白两位大师的对话，一边说我们要尊重价值，另一边说这么做没有用。其实两边都对，只是讨论的情况不一样。

中国股市就是发展阶段市场，它的特点就是我不关心它是真的假的，我只关心对手盘相不相信。投机性波动要考虑的问题并不是真和假，而是你的对手信不信它，你有没有对手盘，你能不能完成换手。很多人比较喜欢的交易性手法，其实讨论的更多的就是这个问题，但是长期资产配置考虑的更多的是成熟阶段市场的特点。

所以在中国证券市场上，我的原则就是从来不去讨论股票，但可以根据特点对它们进行分类。而且每一波牛市的末端大家更多关注的是什么？很简单，从右边这张图可以延伸出来，大家更关注的是能不能换手，杠杆率是不是已经到了极值，这些东西都不够的时候市场还能够持续多久？

当然了，一般到了那个时候就要靠理想让投资者进来了，什么理想呢？中国会开启大牛市。但是大家冷静的思考一下，想要具备这样的条件，答案并不在什么经济上，而是在市场成熟度上。只有中国证券市场建立完善的市场制度以后，大部分公司都开始转向这个方向的时候，整个指数才会具备这样的条件，否则你就得从发展阶段市场的维度去思考。

有人会问美国股市里面没有投机吗？当然有，区别只是比重的不同。所以说大家会发现美国要防御的风险其实更多的是一个估值偏离的问题，或者是流动性冲击的问题。美国证券市场的调整，更多的实际上都是因为这两个变量——估值过高了、泡沫化了，要么就是其他债务问题导致整个金融系统流动性收缩了。

其实从1993年到现在，美国股市的两次大的波动就是因为这两个变量，2008年跟估值没有任何的关系，就是流动性风险，1997—2000年就是估值泡沫，仅此而已。大家会发现看多或看空美国证券市场是没有意义的，如果拉到足够长的周期里，斜率足够高的话，任何时间都是买点，很简单，大部分时间是低波动率，小部分时间是高波动率。

正是因为这个特点，美国的基金从业人员可以分成这几类。

第一类，活得足够长的，这类从业人员可以用生命去烫平中间的这种一两年的高波动率回撤，所以当他给你展示业绩的时候，不会告诉你说这一两年他的表现不好，他会说过去10年他的平均投资回报率是多少。

第二类，在低波动率下干个三五年，拿到分红退休，然后该写书的写书，该演讲的演讲。

第三类，低波动率的那三五年让别人投资，这类投资者比较少见，但是我比较崇拜的。什么呢？既然我已经知道了证券市场的基本框架，我为什么要那么辛苦的自己去做投资呢？人生很美好，可干的事情非常多。我付管理费请你替我去投资，这就叫被动性投资。

我不需要去挑股票、做调研、天天盯盘，没有必要，我都委托给你，你去做交易，我给你管理费。因为我知道在这种环境下，市场中大部分人的收益都是以相同的均值增长的，它是增量，创造财富。我要干什么呢？我要帮你防御风险，比如说延续了三五年、五六年的低波动率之后偶尔出现高波动率，这个时候我并不一定会撤资，没必要，因为我知道你的中长期投资年化回报率是多少，它是固定的。

我要干一件事情呢？我要在这个过程中烫平我的风险，我选择只关注空头信号，也就是我更关注的是风险，我并不是没有意识到这三五年是一个大牛市，但我想实现的是对冲你可能规避不掉的风险。所以说大家会发现很多的做空者其实就是做多者，但是价值投资没法规避这部分风险，所以大家看到的只是做空者。

还有一类是比较极端的，就是观察到信号以后，比如说一只基金刚开，开到2006年，在这个时间节点上就要选择是做长期的多头，还是一战成名，类似于电影《大空头》演的那样。但是那类人一般来讲，赌对了金融危机以后就不干了，记住一点，一定要不干，如果你认为自己未来也可以保持这样的收益率，那就完了，之后会全部吐回去的，为什么呢？这个市场的特点就是这样的，那样的机会可能10年里只会出现一两次。赌对了以后应该干什么？收益率翻个几倍后马上分掉，解散公司，退休。

华尔街成功的这些人的履历，应该不会超过我分的这几类，这其实跟人家的市场特点有关系。

这就是对之前讲到的模型所做的一个简单的展开。

以上就是课程的所有内容，非常感谢大家，谢谢。

- END -

戳此学习付鹏的<大类资产框架手册>

30节课搭建你的大类资产投研框架

