

## 2.1 全球大类资产反馈逻辑【投资大学·大师课第十二讲】

更新于：2019-06-20 14:37



添加大师课助教微信<jwzhujiac8>

加入课程训练营，一起搭建大类资产投研框架

2.1 全球大类资产反馈逻辑

视频时长09分16秒，请在wifi环境下收看

### 本期提要

- 各大类资产之间的反馈路径

### 本期内容

下面我们来看全球大类资产配置的逻辑主线。

首先，中观层面，在大类资产框架中，我更倾向于关注管理者，无论是货币政策管理者、财政政策管理者，还是行政政策管理者。图中的标注其实不准确，不应该是核心央行，准确说应该是管理层。无论是在政治上的、经济上的、政策上的，还是货币政策上的管理层，它们叠加一个特殊的政治标的——原油，就生成了所有大类资产的内核变量。

也就是说，我真正是在之前跟大家阐述过的世界观的基础上关注着这些变量，由它派生到各个资产中去。这就是我认为的真正意义上的宏观策略的派生路径。在这个基础上，我们可以派生到汇率市场、债券市场、股票市场，包括一些商品市场上去，然后再跟它的中微观结合，慢慢展开，就会生成这样的一个体系。

### 全球大类资产配置逻辑主线

一切的核心是各国央行 除非我们要押注全球货币体系重建



下面这张波动率的图之前给大家看过。为什么会用波动率，我跟大家解释过。第一，我们在用证券市场解释经济增长和效率模型的时候，就发现是市场自身的结构决定了斜率的不同。

### 全球大类资产波动率关系-清晰的能够看出资产之间的反馈路径



30年前台湾出版过一本外版书，叫《市场联动分析》（Intermarket Analysis，John J Murphy），那本书可以说是最早关注到全球各类资产之间关系的一本书。但是现在大家去看这本书，会发现还是有点糙的，原因就是它只是在三四十年前就开始关注到债券跟股票之间的关系，债券和商品之间的关系，股票和汇率之间的关系，资本流动，汇率和利率之间的关系，然后简单的陈述了这些资产之间的相关关系。

它的问题，很简单，没有考虑各类资产自身的结构特点，只是做了简单的相关性分析。其实包括到现在为止，很多报告还在用简单的线性相关性分析。举个例子，把美元的走势和另外一个东西放在一起，然后告诉你美元跌了，那边涨了；美元涨了，那边跌了。这种简单的线性关系，可以说入门了，但是远远不够。比如说美股，如果单看美国的K线，从20世纪80年代开始到1993年启动，你会发现美股永远涨。

之前有人问我美股是不是到头了，我说这要怎么回答呢？我已经讲过了，长期斜率部分并不是我们要去做空的东西，我们真正要防御的是系统性波动的部分。单放一个这样的K线没有任何对比性，没有任何意义，看不出任何的周期的波动。怎么办呢？换一下，把它换成一个观察的标的。我建议大家用波动率，因为波动率很简单，只看波动率的高低就可以了，通过它能够非常清晰的看到周期性。对标到权益市场上，美股的低波动率就是保持斜率的上涨，高波动率就是开始产生系统性风险，就这么简单。

结合资产价格的走势，二者之间的相关关系你就能够看得非常清楚。换句话说，对于权益来讲，我们并不是简单的说牛和熊，如果是说长期增长的牛和熊，我们要讨论的就是第三次信息技术革命是否已经完成；如果我们讨论的是投机性波动带来的牛和熊，我们要讨论的就是估值的问题或者系统性的流动性风险的问题。否则的话，对标就没有意义。这张图可以很清楚的反映各类资产和利率、政策之间正反馈和负向正反馈的关系。

全球经济一体化下，在良性的正反馈的路径中，美元一定是贬值的，美债收益率的长短端利差是收缩的。也就是说生产国的利率是高于消费国的，生产国的经济增长的潜力、经济增速都是高于消费国的，资本是双顺差流入的，它会经历从实体部分到虚拟部分，到债务，到房地产，到金融部分的加杠杆的过程。

在这个过程中，生产国的本币对美元都是升值的。美股的这些上市公司享受着全球经济一体化的红利，长期斜率持续增长。全球的逐利资本在新兴市场套完利，开始追求更高的收益，这是1997年的情况。美国证券市场的泡沫部分从1997年就开始偏离价值部分，然后出现回归。要么就是它的负债部分激增，引发金融系统性风险，带来流动性危机，这是2008年的情况。

其实2008年的任何时间点，哪怕最高点，你买科技股，原则上讲，相对于后面的利率变动，都是对的。并不是说2008年跌下来再买科技股才是对的，2008年的任何时间点去买都是对的，因为利率下降速度更快，负债成本降低更快。所以哪怕你的资产是跌的，你都划算，因为负债成本降得更低。这就是我们看到的正负反馈和波动率。其实这种风险回归并不多，我们经历的大概就是1997—2000年的互联网泡沫，2008年的金融危机，2009年的欧债危机，2014年、2015年的中国债务危机（国务院新闻办公室称中国不存在债务危机，建议删掉）。原则上讲，低高波动率的交错就是这样过来的。事实上讲，过去的20年，我们真正要防范的就这几个风险。很多人错误的理解“看空”这个词，从胜的概率上来讲看多是对的，但是在对风险的感知上，还是需要把握住这个度的。

当然，大部分时间波动率肯定是跟利率变动有关系，因为我们所有的宏观变动落到中观就变成两个问题：第一，资产投资回报处在哪个位置是值得我们追逐的；第二，哪个负债是值得我们追逐的。全球最主要的负债当然是美元负债，所以说大家会发现，美债在所有大类资产框架中都处在非常关键的位置，因为它决定了全球最主要资金的负债端成本，然后搭配上资产端即可。所以，真正的全球大类资产的交易中段，大家应该关注资产负债表，也就是调配资产关系的时候，应该关注的是资产负债表，然后由它派生出相关的资产关系。

以上就是课程的所有内容，非常感谢大家，谢谢。

- E N D -

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

