

5.1 美股百年回顾【投资大学·大师课第十二讲】

更新于：2019-07-12 13:36



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

5.1 美股百年回顾

视频时长08分59秒，请在wifi环境下收看

本期提要

- 剖析美股历史上的两次泡沫

本期内容

关于证券市场，前面我们已经讲过了，这里就回顾一下美股的百年，因为之前好像没给大家讲过。下面这张图反映了美股百年的5个阶段，看美股整体的走势图，大家会发现一个现象，就是这100年来似乎美股永远在涨，任何波动都是调整，但是我把它切分成了几段，每一段的特点都不一样。

百年美股的不同阶段的回顾



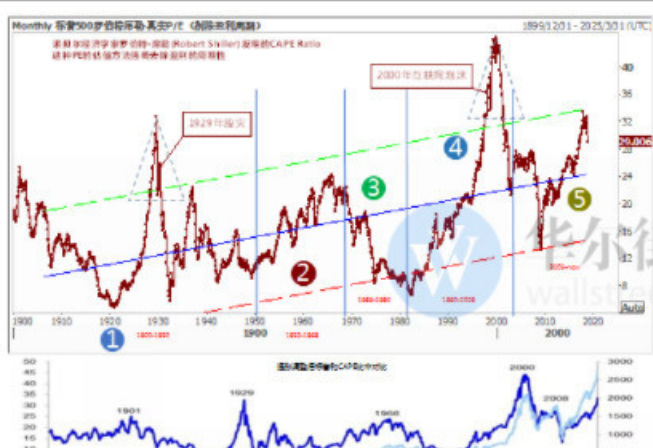
第一段是1950年以前，那时的美股完全不成熟，投资回报的斜率不高，总是出现暴涨暴跌。到了“二战”之后，也就是1950年左右，我们才看到了真正的长周期的价值的提升。1950—1968年差不多18年，是美国领先全球的一个过程，在这之前，可以说美股就是一个不理性的、非成熟的投资市场。其实1929年的股灾，1936—1938年的波动，到后面1946年的波动，本质上没什么区别。美股第一次真正的牛市出现在1952—1968年。所以说美国证券市场很有意思，真的是一代一代的完善成熟。

当时我总结了一个“19条”，其中最著名的一条，叫拿着PPT可以融资十几个亿，这个事情发生在1997—2000年的美国互联网泡沫时期。还有一条是但凡拿到一轮、二轮、三轮融资的公司，上市以后，它们的年会派对都非常的豪华。当然了，美国随后付出了巨大的代价，也完善了交易制度。交易制度的完善，其实是为了避免以后再出现这种带有欺骗性的情况。一直到2006年、2008年，流动性风险出现，也就是说2006年、2008年真的跟估值没有特别大的关系。然后进入长期增长，一直到现在。其实对于美股，我个人比较担心的是估值的问题，而不是流动性风险。美股跌15%或者20%，很多人就会去对标2008年，其实这样做是错的，因为2008年是流动性风险，讨论的问题是不一样的。所以不是单纯的说涨或者跌，原因也要区分。

另外一个值得我们关注的就是这一轮的长周期，1980年到1992年、1993年开始加速。在这一轮的长周期中，我们经历了美国经济转型、创新生成、创新一级市场泡沫生成、创新的长期投资回报率生成，以及流动性危机，换句话说，从1980年到现在的美国证券市场是非常值得研究的。这大概是我们对美国股市百年历史的梳理。

下面这张图分析了美股百年历史上两次真正意义上的泡沫，使用的指标是席勒提出的CAPE Ratio，这个指标是剔除了盈利周期的，2017年我们觉得美股贵的原因就在这。图中的斜率大概就是扣除盈利周期性以后美国长期价值提升的部分。从这张图我们可以看到，2008年金融危机，估值并没有问题。所以我之前才会说，2008年，基于当时的负债利率，我们买什么东西都是对的，不用管它跌多少，尤其是买科技类，说白了从1993年到现在值得买的就是科技类。

美国百年历史上的两次真正意义上的泡沫



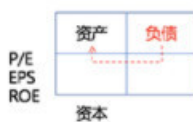
衡量资产价格的贵和便宜，我用的更多的指标，第一是CAPE Ratio，此外，我还会基于利率评估资产价格，就是基于负债去衡量，正常大家做权益的时候是不会考虑负债成本变动的。美国证券市场上只出现过两次基于利率变动显示出来的贵，一次是1997—2000年，一次是2017年年底到2018年，当美债收益率抬高到3%的时候，大家发现负债成本到3%，对标的已经是严重的高估了，也就是说一点点的利率变动就会导致估值偏高。但是2008年是在底部，换句话说，因为2008年的基准率水平降到了0.25%，其实那个时候的负债更便宜，所以即便资产价格跌50%，对于我来讲仍然是划算的。这就是基于负债去考虑问题的一种方式。

下面这张图说明了我怎么用负债去评估权益价格，这张图是2017年年底做的，当时我就说从现在开始我们要小心了，一切东西以防御为主。图中的红色线是美债累积投资回报/标普500总回报指数（R1），图中的蓝色线是长短端利差。其实只要我们讨论到债券，一定是用结构。大家会发现图中的两条线走势完全一致，也就是换句话说，债券利差跟用债券去评估标普投资回报也就是基于负债去评估标普投资回报会出现一个相同的关系，这个关系中间就形成了我们看待美股的策略。其实在1992—1998年的过程中，从利率和利差的变动来看，权益价格是由便宜逐渐走向贵的。

用负债（债务成本）来衡量权益市场是否过于昂贵

大类资产永远关注的资产负债表

单一关注资产的投资方式则陷入到一种单一关注绝对的资产投资回报，很容易忽略资产负债表上负债端变动对于资产的影响



过去20年，基于债券去看，当美债收益率达到3%的时候，对标的标普投资回报率已经很低了，也就是说美股很贵了，这就是风险。为什么说长短端利差倒挂的时候大家要小心，长短端利率但凡倒挂，一定是短端利率抬升，所以当短端利率抬升到一定水平的时候，一定要注意负债的变动对于资产投资回报率的影响。我们在这张图中可以看到低波动率的牛市和高波动率的熊市交替出现，原则上讲，这差不多二三十年，我们做的交易其实就是买股票、防御、买股票、防御、买股票。那请问现在长短端利差已经出现新低以后，你是超级无敌乐观，继续的加杠杆往上冲呢，还是开始降杠杆、减持、筛选股票，然后买保险？这就是一个攻击和一个防御。这不是单纯的看多看空，那个真的太虚了。基于这个状态，大家一定要做评估。

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

