

## 1.5 三大核心问题解读模型 (2) 【投资大学·大师课第十二讲】

更新于：2019-06-12 19:00



添加大师课助教微信<jwzhuiao8>

加入课程训练营，一起搭建大类资产投研框架

### 1.5 三大核心问题解读模型 (2)

视频时长12分00秒，请在wifi环境下收看

#### 本期提要

- 经济发展的三个阶段

#### 本期内容

大家可以想一想2008年的美国次贷危机，英国的情况也差不多。我说自己比较幸运，是因为到这个年龄我已经经历了两轮这样的完整过程。一般来讲，这样的一个周期差不多在20—30年，正常人经历两年基本上就可以退休了，幸运点的人经历一轮就够了。所以有的时候说人生七十就是一两次机会，这话其实没错，但是有的人比较幸运，比如我，在东西方各经历了一轮。

大概到2002年、2003年，英国的劳动价值这部分，也就是大家称之为实体的部分已经结束了。2002年左右英国的房地产市场开始繁荣，加债务、加杠杆开始启动。那个时候很简单，如果你还是工人你就完蛋了，这20年你的收入不会有明显的增长；但是如果你开始加杠杆，开始买房子，你的人生就会改变。这波房地产的繁荣一直持续到2006年左右，当时英国的ITV、Channel 5，最好的节目都在教你如何拍卖一个破房子，先去银行做抵押，拿到钱后把它重新装修一下，然后放到市场中去卖。

经历了托尼·布莱尔政府的金融改革和第二次金融大爆炸之后，伦敦金融城重新复苏。金融的加杠杆实际上不是我们想加就加的，它不是自然生成的，一定是在制度的监管下实现的，也就是一小部分人决定什么时候可以加，什么时候可以减。无论是在欧美还是在中国，都一样。很多人认为它是一个自然的周期，我可以告诉你不是，都是人为的。为什么很多时候我们会去盯政策，盯政策到底在盯什么？看新闻联播到底在看什么？那个时候看英国的报纸，就是要看它的大选，看谁会上台，看是不是安倍晋三会赢，有人会说这些东西跟你的这个宏观框架有什么关系？很简单，这部分人将决定你后面的路。

2009年为什么要回到国内？如果没有2009年两会提出做大做强金融，国家开始逆周期加杠杆，如果没有2009年3月31日证监会第61号令开始放开中小板、创业板和前端的股权投资，回来干嘛？金融从业者，很简单，说俗点我们追逐钱，但是说得更专业点，我们追逐负债和杠杆，哪里有负债哪里有杠杆就去哪，哪里去负债哪里去杠杆当然不能在那。大家可以想想，如果过去十几年待在英国从事金融行业，是很悲惨的。很多人并不明白我为什么要回国，是因为2008年金融危机吗？不，是因为杠杆从西方迁移到了东方，从伦敦、纽约迁移到了上海、北京，金融从业者自然而然也要随之迁移，但如果，举个例子，未来的10年或者20年中国开始收紧了，金融从业者理论上就应该走的。所以可以说金融从业者的所在地也是由金字塔尖的一小部分人的政策决定的，这就是观察政策的目的。

伦敦金融城复苏之后，居民债务大量增加，伦敦金融城赚得盆满钵满，大家其实并不在乎收入到底能不能还上债务，这造成了居民债务和收入之间巨大的差值，也就是贫富差距。这个东西积累到一定程度就该有人埋单了，实际上这就是次贷危机，无非就是债务在哪个部门爆掉、由谁埋单的问题，简单讲就是这么一个情况。这就是经济的一个周期，但是真正的长期增长靠的一定是创新和生产效率，也就是斜率。这个框架理解了，大家也就明白不会有永远的加杠杆、加负债的过程，不会说偏离程度那么大还可以维持，终究是要有人埋单的。

这张图同样适用于中国，2002年以前，很简单，干实体经济。那个时候我们斜率的提升并不是来自生产效率的提升，原则上来讲当时斜率的提升更多的是因为全球经济一体化对于我们的影响，所以那个时候就是干实体。2002年之后，正常来讲你应该明白，要干房地产，2008年之后干金融，这就是人生的三大阶段。为什么我们说总有一代人是倒霉的？很简单，干实体的是这一代人的父辈，或者父辈的父辈，干房地产的是他们的长辈，干金融的是他们的前辈，等他们毕业的时候发现只能去扛负债。这就是我们说有的时候年轻人的命运是天生注定的，改变不了的。每个时代都有这样的例子，比如20世纪80年代英国的那一代、1997年香港的那一代，本质上讲他们都是赶上了所谓的资产泡沫的顶峰期，对不对？所谓的资产泡沫的顶峰期就是左图中的红色圆点，也就是债务、杠杆和收入偏离最大的那个点，那时的收入已经不足以填补债务。

#### 简单的模型来解释所有经济的核心问题

##### 分工和分配、债务和杠杆、收入和贫富

第一阶段，劳动创造价值阶段，金融化程度不高，贫富的差异性并不大；

第二阶段，随着金融化程度的提高，债务开始主导收入和分配，收入和贫富的差异性开始加大；

第三阶段，随着更高的金融化程度，杠杆的激增就会进一步的恶化

华尔街见闻

wallstreetcn.com

这个时候其实又衍生出另外一个小的函数——债务可以等于收入的t函数，这其实跟股票的道理是一样的。最简单的股票定价是什么？把未来的现金流折现回来。其实这跟借贷人的人生是一样的，我给你的债务越来越多，我折现你未来的时间就越来越多。我现在折现你20年，你拿青春还我。后来发现房价还在涨，资产价格还在涨，但是你的收入不涨，也很简单，总量在增加，你的单一收入没有增加，乘以时间函数就行了，20年变成40年，40年变成80年，如果干80年还不够还我怎么办呢？儿子还，孙子还。但是如果你没有儿子没有孙子，那负债就不可持续了。

当然也有人说债务最后的问题是人口问题，这句话是对的。现在欧美日韩存在的情况是什么呢？说到底就是所有这些负债坍塌之后没有人能够去承担，没有人口时间函数去承担它，债务不可持续，资产价值就会保持长期的低迷。货币政策在这里面会犯一个巨大的错误，大家对货币政策的理解就是放水、宽松，从放量到放信用，大家认为只要这个东西一放，就一定能够让资产价格复苏起来。对不起，日本证明过，欧洲正在证明，不一定会这样。

有人会问为什么？很简单，放水只是在稀释债务，但是如果长期收入提不上去，债务再怎么稀释，只要不让它崩，都会集中在某一部分的富人身上，这个时候大家会发现货币政策会导致一个现象叫富者恒富、穷者恒穷，并不解决债务问题。所以说简单的说货币一漫水，所有债务等于被稀释掉了，这就是不对的。这个漫水的过程会造成富者，或者说掌握着资产、掌握着债务和杠杆的人是最大的受益者，受益得越来越多，而下面的人并不受益，他们要承担更大的负债，但是总收入并不增长。紧接着我们就会看到同样的问题，债务仍然无法可持续。所以说不是简单的说任何经济问题都可以用放水去解决，那样的话还讨论结构性矛盾干什么？其实原则上来讲，结构性的矛盾要远比货币政策重要得多。结构问题是什么？在我们这张图上结构问题就是收入、贫富、人口、债务的可持续性。它在微观层面也可以应用，大家会发现，这么大的一个宏观框架，降维到微观层面它照样可以用。

举一个最简单的例子——股票，我们可以把股票价格想象成一个社会，其中同样涉及价值的创造、价值的扩张和价值的分配。我在这里和大家分享的关于股票内容，其实和大部分讲股票的人讲的东西是一样的，只是理解和认知不一样。我们之前构建的经济增长和效率模型也可以用来股票价格，换句话说，股票价格的上涨对应的就是经济增长和效率的提升，原则上来讲只要企业是不断盈利的，就应该有一个均值的斜率。

#### 债务杠杆和收入模型在证券市场下的应用

$$\text{经济增长和效率} = \frac{\text{债务 / 杠杆}}{\text{收入 / 分配 / 贫富}}$$

在证券市场的应用

$$\text{股票价格} = \frac{\text{杠杆 / 投机性波动}}{\text{收入 / 企业盈利}}$$

$$\text{股票价格} = f(\text{杠杆}, \text{收入})$$

这个时候你会发现股票价格的两个影响变量是杠杆和投机性波动。我在和惠特尼·蒂尔森讨论时说，其实有的时候你也必须得承认投机也是一种价值。大家经常讲价值投资，其实讨论的更多的是企业能不能给我创造回报，讨论的是那个斜率，但投机也是一种价值，无非就是这个价值怎么看怎么用的问题，所以不能把这块完全忽略掉。跟之前对于经济增长和效率模型的讨论一样，股票价格理解起来也很简单，当债务、杠杆推升的股价已经大幅度的偏离了长期增长收入的时候，也就是所谓的高估。

以上就是课程的所有内容，非常谢谢大家，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

华尔街见闻

wallstreetcn.com

在这个过程中，我们看到了很多有趣的现象。首先，股票价格的上涨并不一定意味着企业的盈利在增加，而是因为杠杆和投机性波动的作用。其次，当债务和杠杆推升股价偏离长期增长收入时，就会出现所谓的高估。

华尔街见闻 投资大学

在这里，成为

华尔街见闻 投资大学