

这是付鹏《大类资产框架手册》第五章节（大类资产的逻辑——证券市场）的深度总结与逻辑梳理。

这一章的核心思想可以概括为：**在成熟的证券市场（如美股），不要试图去预测K线的涨跌，而要关注“资产（回报率）与负债（利率成本）”的比价关系。**付鹏老师通过百年美股的回顾，揭示了利率是如何作为核心变量，驱动风格轮动（成长 vs 价值）以及决定泡沫破裂的。

以下是详细的逻辑梳理：

### 一、美股百年观：从狂野到成熟

研究美股，必须拉长周期看历史，才能理解当下的位置。

#### 1. 市场的进化阶段

- **1950年以前：**不成熟的市場。投机盛行，暴涨暴跌（如1929年大萧条），缺乏长期增长的斜率。
- **1950-1968年：**二战后，美股进入第一次真正意义上的长期牛市，制度开始完善。
- **1980年-至今：**最重要的一轮长周期。
  - **背景：**伴随着里根经济学、信息技术革命（互联网）、全球化红利。
  - **特征：**经历了经济转型、创新泡沫（2000年）、流动性危机（2008年），但长期向上的斜率（企业盈利/效率提升）一直未变。

#### 2. 两次危机的本质区别

这是付鹏反复强调的认知差异，直接决定了抄底还是逃顶：

- **1997-2000年（互联网泡沫）：**估值危机。利率高，且股价透支了未来几十年的盈利（PPT融资、高估值）。这是真正的“贵”。
- **2008年（金融危机）：**流动性危机。并非资产本身“贵”了。
  - **逻辑：**虽然资产价格下跌，但因为美联储将利率降至0.25%，**负债成本下降得更快。**
  - **结论：**2008年的任何时间点买入科技股都是对的，因为相对于极低的资金成本，资产其实是“便宜”的。

## 二、核心定价逻辑：资产 vs 负债

在宏观大类资产视角下，股票不仅仅是股票，它是\*\*\*“风险资产”，必须与“无风险负债”\*\*（美债）进行比价。

### 1. 估值的锚：利率

- **传统的PE（市盈率）不够用：** 付鹏更倾向于使用 **CAPE Ratio（席勒周期调整市盈率）** 来剔除盈利周期的波动。
- **资产负债表视角：**
  - **买入的理由：** 不是因为图表好看，而是因为 **投资回报率 > 负债成本**。
  - **卖出的理由：** 当美债收益率（负债成本）抬升（如2018年升至3%），导致持有股票的相对性价比消失。
- **警报信号：**
  - **长短端利差倒挂：** 这意味着短端融资成本剧烈抬升。
  - **美债收益率/标普回报率：** 当这两条线走势趋同时，意味着美股进入“昂贵”区域，必须从进攻转为防御。

## 三、板块轮动逻辑：价值、成长与利率

如何通过板块配置来应对宏观周期？付鹏给出了一个非常实用的对冲模型。

### 1. 重新定义板块属性

- **公共事业板块（Utilities）= 债券/利率代理指标：**
  - 公共事业股分红稳定，波动小，其走势高度对标债券。
  - **特征：** 加息周期（利差收缩），表现相对稳定；降息初期（风险来临），可能随大盘补跌，但具有防御性。
- **信息技术/成长板块（Tech/Growth）= 风险偏好/经济增长：**
  - 对利率敏感，但在低利率环境下享受高估值溢价。

### 2. 关键比值：成长/价值（或 科技/公用事业）

- **比值上升：** 市场风险偏好强，资金追逐成长，通常对应低利率环境。
- **比值高位震荡/转折：** 往往对应加息末端或降息初期。
- **防御性策略（Pair Trade）：**
  - 当你预感到宏观风险（如降息将至、经济衰退）但又不确定崩盘时间时，不要裸空美股。
  - **操作：** 做空成长板块 **ETF** + 做多公共事业板块 **ETF**。
  - **逻辑：** 这是一个买入“负债”（防御），做空“资产”（泡沫）的对冲组合。等到风险真正释放（如美联储确认降息，市场暴跌），平掉公共事业的多头，转为单边做空成长股。

#### 四、投资策略总结

针对美股这种“成熟阶段市场”，付鹏的建议非常明确：

##### 1. 长期策略 (Lazy Smart)：

- 由于美股长期斜率向上（由科技进步和企业回购驱动），最简单有效的方法是**长期持有指数ETF**（如SPY、QQQ）。
- 不要试图去选个股（除非是个人兴趣），因为战胜指数很难。

##### 2. 中期战术（防御与进攻）：

- **观测点：**紧盯长短端利差和美债收益率绝对值。
- **防御时刻：**当利率抬升导致资产不再便宜（利差倒挂）时，不需要清仓，而是加上**防御性对冲**（如买入看跌期权、做空东证指数、或进行上述的板块配对交易）。
- **进攻时刻：**当利率极低且流动性危机解除时（如2009年），闭眼买入科技股。

#### 第五章小结

这一章将宏观逻辑从“虚”带入“实”，给出了具体的**股票交易标尺——利率**。

- 股票的贵与贱，不是看股价多少钱，而是看**借钱买它划不划算**。
- 在宏观交易员眼中，**公共事业股不是股票，是债券；科技股不是股票，是利率敏感期的期权**。

至此，您已经掌握了付鹏体系中**宏观 → FICC → 商品 → 汇率 → 股票**的完整传导链条。