

投资者的未来 1：我们正在面临的增长率陷阱

各位书友大家好，欢迎继续做客老齐的读书圈，之前我们讲过一本华尔街非常经典的著作叫做股市长线法宝，这本书被金融行业的从业者视为基础读物，而作者杰里米西格尔教授，则是非常著名的思想家，投资家，当之无愧的大师级人物。是宾夕法尼亚大学沃顿商学院金融系的招牌，他的语录、数据以及研究成果被无数多的投资大咖们引用。今天我们就带来西格尔教授的另一本著作，叫做投资者的未来。这本书粉碎了传统理念，为那些力图成为长期赢家的投资者，提供了选择股票的框架，尽管科技创新刺激经济增长，但是对于投资者来说，科技创新从来都不友善，也就是说，很少有人可以在科技创新的投资中赚到大钱。反而是那些老而弥坚的公司，给我们带来了超额回报，许多被认为是过时了的产业，事实上打败了市场。这本书将反复论证这个观点。读完投资者的未来，你就知道，以后到底该如何去投资股票了，不要再被那些市场上的分析师给忽悠了。

作者说，股市长线法宝这本书，他提到了指数化投资，是非常好的策略，股市长期的回报是近乎于一个常数，不扣除通胀是 10%，扣除通胀之后大概是年化 6.6%，非常的稳定。也就是说，你只要一直拿住指数，啥都不用管，一年就可以获得这个收益，放在长周期范围之内，几乎跟你的买入时点关系不大。当你掌握这些基

基础知识之后，就不会去天天思考短期的颠簸了，老齐承认，股市长线法宝对我的影响非常大，对我们在市场中的长期坚持起到了至关重要的作用，只要我们买的便宜，那么操作的越少，其实长期的回报就会越高。

2000 年之前，作者看到了市场过热，他开始劝说投资者卖出股票，但后来深入研究发现，其实真正贵的就是科技股，而很多股票的收益依旧是合理的，于是他邀请巴菲特来做演讲，此时巴菲特的业绩已经跌落到谷底，被骂的狗血淋头，甚至有人开始教巴菲特如何投资了。但他却坚持，科技股有泡沫的观点。后来作者也顺着巴菲特的思路进行研究，发现只要避开科技股，那么即便在后来的崩盘当中，也基本上不会发生灭顶之灾。作者发现，只投资市场中 20 只最大的股票，算上股息再投入，长期收益就能超过指数。他说这是因为指数中，那些新兴科技行业，拉低了整体指数的回报。他称之为叫做增长率陷阱。

后来随着研究的持续深入，他发现增长率陷阱不仅限于股票，新兴国家，新兴市场，新兴产业都是如此，令人热血沸腾的增长，并没有给投资者带来多少好处。这其实不难理解，主要问题在于投资者预期过高，所以最后导致了出价过高。即便高增长，也跑不赢投资者的预期。所以自然也就没那么多的收益。

很多人都说，最大的经济趋势，就是人口趋势，而人口已经开始了老龄化，有人借此预测，牛市将持续到 2010 年，之后就崩盘。这也引起了作者的关注的，但是他的结论完全不同，他认为发展中国家的人口还很年轻，这种增长，足以抵消老龄化对于发达国家的负面冲击。由于全球化和信息产业革命，所以增长率会持续维持下去，那么这些变化，也为投资带来了一些新的方法，而这本书，最重要的一个议题，就是来介绍这些方法，来优化我们的指数化投资。本书分为五大部分，1 增长率陷阱，2 对新事物的高估，3 股东价值的源泉，4 人口危机和未来全球经济的转变，5 是投资组合策略。

我们先来看增长率陷阱，就像刚才作者所说的，增长未必带来更多的回报。现在的经济趋势我们也看到了，中国和印度经济总量逐渐崛起，超过发达国家，未来世界的中心不再是美欧日，但是投资于这些快速发展的国家，注定了不能得到丰厚的回报，事实证明，业绩最好的投资，往往出现在正在萎缩的产业和缓慢发展的国家。这话让我们恍然大悟，就从这 10 年的市场表现来看，显然美国股市的表现，要比我们好的太多。

从爱迪生到比尔盖茨，在我们的认知里，能够提供新技术的企业家，最后都会变得十分的富有。爱迪生组建了通用电气，比尔盖茨更是成立了微软，所以我们在做投资的时候，就很有动力去发

现下一个爱迪生，下一个比尔盖茨。企图在早期就把他们找到，然后大赚上几万倍。

但是，结果却事与愿违，跟我们想的完全不一样，新兴产业和公司，不仅不能为投资者提供丰厚的回报，他们反而带来的收益，还不如几十年前，已经成熟的老企业。

为什么会这样，一个很简单的原因，也是我们上面提到过的，出于对于创新的热情，投资者参与其中，支付了过高的价格，所以最后即便赌对了，也没有太多的回报。而一旦你赌错了，则会反而付出非常惨痛的代价。所以总体来看，投资者获得的收益，不足以补偿那些失败投资中的损失。其实老齐做过一级市场投资，对这个道理再了解不过了，我们听到的都是过五关斩六将的故事，但是现实中，100个投资，可能会血亏50个，30个小亏，10个保平，8个小赚，真正赚大钱的只有2个而已。所以这是有概率的，用散弹枪才能打到鸟，如果你只投1-2家公司，那么损失的概率其实是极大的。

作者举例，如果现在让你穿越回到70年前，也就是1950年，让你在埃克森美孚和IBM中间选择一个公司，你会怎么选？很显然一个代表过去，一个代表未来。IBM在后面的50年时间里，无论在收入，股息，每股利润上，全面占优，相信绝大部分穿越者，

都会选择 IBM，但是很不幸你落入到了增长率陷阱当中，在 1950 年到 2003 年的行情当中，埃克斯美孚的年化回报达到 14.42%，IBM 的年化收益是 13.83%，尽管都很高，而且也差不太多，但是这可是 53 年的周期，最后实际回报，美孚的总收益是 1260 倍，而 IBM 只有 961 倍。相差超过 20%。为啥会这样，就是因为在你投资的起始点上，两家公司的估值水平不一样，1950 年的 IBM 估值近 27 倍，而埃克森美孚只有不到 13 倍，低了一半。股息率，IBM 是 2.18%，而美孚是 5.19%，高了一倍。那些美孚的投资者，光靠股利就拿回了 15 倍的回报。

IBM 上涨其实还是很不错的，但是就是因为股息率的差距，所以让他最终收益反而落后了，他的业绩是不错，但是还是达不到投资者的预期，人们对于该公司十分看好，所以导致其股价一直处于很高的水平。

那么有人问了，这是不是个例呢？作者列出了 1950 年，交易量最大的 50 只美国股票，这些股票在当时起到了主导作用，那么这该怎么选，虽然我们知道了未来 50 年发生的事情，但是最后依旧很难选出来，除了刚才说的 IBM 和埃克森美孚，还有很多我们耳熟能详的公司，比如通用电气，西屋电气，宝洁，通用汽车，美国钢铁，可口可乐等等。在 50 年当中，业绩最好的公司，是卡夫食品，雷诺烟草，埃克森美孚和可口可乐，年收益率都在

14-15%，如果在这 4 只股票上下注，各投资 1000 美元，那么 50 年来最终会取得 630 万美元的回报，也就是说增长了 1500 倍，而如果你只投资于指数，那么得到的是 250 倍的回报。差了足足 6 倍。大家看，这些公司，没有一个是新兴业态，而且都是极其简单的业务模式。

作者对于标普 500 指数，整个历史做了剖析，他发现几个关键的问题，第一，虽然标普 500 不断的有新公司加入，但是反而效果适得其反，还不如一直就是原始的 500 家公司，也就是说，不断用快速成长的新公司，取代指数中，增长缓慢的老公司，这反而使得回报降低了。另外，股利十分重要，甚至是成败的最关键一环，股利再投资是长期股票投资重要因素，高股利公司，年化回报要比标普指数高出 3% 左右。

第三，股票的投资回报，并不依赖于公司利润的增长，而只取决于实际利润增长是否超过了投资者的预期，有一句很有哲理的话，在投资中赚钱，关键就是我能否预期你的预期，大家都在想领先一步，那么你能不能更加领先，这个你能否赚钱的决胜点。这个增长预期的反映指标就在于市盈率，投资于低市盈率公司的组合，比指数高 3 个百分点的年化回报。

第四，新股表现糟糕，即使你幸运的用发行价买到股票，那么也

只有 10 分之一的概率可以打败指数。

第五，增长率陷阱不仅体现在公司当中，产业也是如此，增长速度最快的金融行业，收益率明显低于标普 500，而持续萎缩的能源行业，反而超过了指数。铁路也是如此，谁都知道这是一个夕阳行业，但是他却打败了标普 500 的收益率。

第六，国家也是如此，作者专门提到了中国，说我们是成长最快的国家，但是股票市场表现，令人失望。

明天我们继续讲，即将到来的人口危机和全球解决方案，以及寻找新的投资方案。

投资者的未来 2：夕阳产业也能有高回报？

各位书友大家好，欢迎继续做客老齐的读书圈，今天我们继续来讲这本书，叫做投资者的未来，昨天我们说到了，股票投资回报最高的，恰恰是来自于那些陈旧的业态，和夕阳行业，新兴产业很难获得长期高回报。今天我们来谈谈人口，很多人都认为，人

口老龄化之后，经济就会停滞不前，但作者强烈反对这个论调，他反而认为我们即将迎来稳定的快速增长，信息技术革命，和沟通方式的转变，让发展中国家，为发达国家的人口老龄化服务，提供更多的商品和服务，也就是说，未来将是一个，发展中国家提供商品，而发达国家逐渐出售资产的交换过程。作者把这个看成是全球解决方案。

其实说的在直白一些就是贸易赤字，欧美发达国家，通过释放财富，来向新兴市场国家，换取更多的商品。那么大家都看好中国，看好印度和越南，看好东南亚这些新兴市场的时候，反而抬高了价格，预期过高，就很容易失望，所以不一定会有很好的投资回报。老齐多说一句，从 10 年前，金砖四国的提法被叫响之后，这 10 年来，四个国家的表现，其实并不如人意，咱们的市场大家都知道，俄罗斯，巴西，印度，其实表现都很差。反而是美国股市表现最好。

作者的理论也经常被质疑，因为时代是在发展的，公司也在不断变化，比如现在几大科技巨头，微软，谷歌，脸书，亚马逊和苹果，占据了标普指数相当大的比重，但这几家公司，50 年之前都是没有的，这岂不是跟作者这种，买入大公司并持有 50 年的策略相悖！作者也承认，买入并持有，并不代表一直不更新，如果从不更新自己的组合，那么很可能几十年之后，你买的公司已

经破产倒闭了一大半。

目前从产业结构来看，基本上就是，金融，科技，卫生保健的持续扩张，以及制造业的持续衰退，经济学家熊彼得称之为，创造型毁灭，标普 500 持续更新，就是为了适应这种新时代的要求，否则一沉不变，就会被社会淘汰。他也无法再代表美国市场。

先说下标普 500 的历史，1923 年推出的标普指数，当时只有 90 只股票，1957 年 3 月，终于扩展为 500 只股票，并重新命名为标普 500，其中包括 425 只工业公司，25 家铁路，50 家公用事业，基本就是实体经济主导，甚至金融都没有。76 年金融公司才逐渐登上指数。后来有个规律，加入标普指数的公司多，基本就是高点，加入指数的公司少，就是市场低点。

以 1957 年到 2003 年。近 50 年周期来看，标普 500 中价值最高的前 20 只股票，只有 3 家公司重合，分别是通用电气，埃克森美孚和 IBM，当然以 2021 年，现在的视角看，恐怕又都物是人非。

为了做更精确地研究，作者做了三个投资组合，进行数据对比，第一个组合叫做幸存者组合，也就是假设投资者持有原有的标普 500 指数中的公司，而且大家都很聪明，在一些公司被私有化或

者破产之前，他们可以把钱都拿回来，然后投入到其他的公司中去。这个组合大概有 125 家公司，这里面既有非常成功的，菲利普莫里斯，辉瑞制药，通用电气，IBM，还有可口可乐，也包括了那些失败的公司，伯利恒钢铁，全美航空等公司。

第二个组合是直接派生组合，也就是说一旦公司被兼并，投资者就赎回股票，然后投入到兼并的母公司上面去，比如美国电话电报公司，被拆分成很多子公司，投资者的股票也被分成若干个公司的股票，这时候我们就赎回子公司的股票，然后重新买回母公司的股票，这个组合的范围要比幸存者组合更大，多了 100 多家公司。

第三个组合是完全派生组合，也就是完全的买入并持有策略，买了以后一直不卖，即便公司没了也不出售。那么很显然，完全派生组合的范围是最大的。他有 341 家公司，形成组合。

栗渺社分享微信 jnztxy 谨防N手群转卖，以免断更

最后的结论有点让人不敢相信，投资于标普 500 指数中，这些原始的成分股，无论你选择怎么派生，最后的年化回报都差不多，都是 11.3%-11.4%之间，最高的是完全派生组合，也就是一直拿到底，反而略好一些。这三种组合方法，都要好于投资于标普 500 指数，投指数只能获得年化 10.85%的回报。也就是说不断更新成分股，反而拉低了组合的回报。老实说，老齐也没想到，因为很多公司被兼并破产，甚至消失，这些竟然都没有对组合造成

太多的影响。反而是那些不断更新上来的全新业态，成为了拖累指数的重要因素。

那么为啥会这样？新兴经济让美国领先世界，为啥反而让标普 500 指数落后了。答案依旧朴实，估值太高，虽然新公司在利润，销售额还有市场价值方面，都增长的更快，但是投资者也为这些新公司，付出了更高的价格。使其无法得到较高的收益。之前具体讲过 IBM 的例子，他的股价一直很高，而且升的速度也很快，比美孚都要更出色一些，但是美孚却用股息率最终打败了他。半个世纪当中，共有 900 多新公司登上过标普 500，他们以同样的方式，拖累了指数的长期回报。老齐解释一下，这种对于新股票的过高定价，是市场中普遍存在的现象，咱们这里也一样，甚至一旦他要被纳入指数了，还会再涨一波。因为投资者判断，会有更多的被动基金，过来接盘，所以，有人专门炒作这种纳入指数的概念。导致最终这些公司，计入指数的时候，基本都估值过高。

比如雅虎公司，1999 年 12 月，在互联网泡沫达到顶峰之时，标普 500 指数，把雅虎吸收进了指数，消息公布后，雅虎的股票价格升了 68 美元，因为要被纳入指数，所以他又上涨了 64%。作者当时非常吃惊，没有公布纳入指数消息的时候，雅虎的股价 100 美元出头，作者都认为这已经是被大大高估了，而纳入指数

之后，涨到过了 170 美元，简直非常疯狂。于是他写了一篇文章，把雅虎列为了美国股票历史上最被高估的 9 只大盘股之一。当时雅虎的估值已经达到了 500 倍市盈率。很明显，雅虎的极高估值一定会拉低整个标普 500 未来的整体表现。但更可悲的是，这种事不是个例，而是经常都会发生。加入标普 500 指数的个股，总要在之前就大涨一波。几乎全都是带着高估值，被编入指数的。所以，最后我们看到，标普 500 的总市值，随着更多新公司的加入，他在不断提升，但是投资者的回报却没有上升。反而被拉低了。

所以熊彼得的创造性毁灭提法，描述了公司的进化论，让新公司替代老公司，从而带动新兴技术的发展，但是在资本市场却并不适用，投资者反而为这些创造性的新公司支付了更高的价格，最后影响了自己的收益。这也是老齐告诉大家，一定不能听概念，炒热点。但凡是被别人炒高的东西，一定会影响长期回报。

一般研究企业无非就是两种方法，一个是价值一个是增长，通常需要兼顾这两个维度，方能在日后获得很好的回报。比如巴菲特早期跟随格雷厄姆，做的更多的是价值，后来他又受到费雪的影响，兼顾了公司的长期增长回报。他只买那些具有相当价值，且可以稳定实现增长的公司，而不会买那种跑的飞快的企业。比如他跟比尔盖茨那么好，也从没把微软纳入到重仓股当中。

之前我们读书中也总提到，在美国股市上，长期回报最高的公司，是菲利普莫里斯，这家公司的产品大家更是耳熟能详，就是万宝路香烟。他长期为投资者提供了一个年化 17% 的回报，而且持续了近 80 年。1925 年你投资 1000 美元下去，2003 年将收获 2.5 亿美元的回报。

这家公司其实并不是一帆风顺，烟草大家都可以想象，总是被各种限制条例约束，甚至一度走到破产的边缘，但是这种危险时刻，却是投资者的福音，正是各种坏消息，把那些意志不坚定的投资者，赶出了市场，从而压低了公司的股票价格。翻回头去看，其实公司远没有那么糟糕，他一直都很赚钱，而且拥有可观的利润，而且还用盈利很大的一部分去发放股利。让投资者拥有旱涝保收的回报。在漫长的岁月中，他就逐渐变成了一座金山。这里作者说了一句很关键的话，真正决定回报的并不是实际利润增长率，而是该增长率与市场预期的对比，也可以借用一句歌词，梦想与现实之间的距离，这就是对我们投资回报影响的关键因素。当我预期很低，而实际回报很高的时候，才会有超额收益。相反，实际回报很高，但是并没有我的预期高，那么很可能这个回报就要大打折扣。明天我们就具体的来解释一下这种投资哲学。

投资者的未来 3：过去 50 年变现最好的公司都有哪些特征

各位书友大家好，欢迎继续做客老齐的读书圈，今天我们继续来讲这本书，投资者的未来，昨天我们说到了，投资的哲学本质，就是要赚超越市场预期的钱。有人总结的很好，就是要抓住市场中那些暂时不被人所知道的，正确的非共识。这的确很难，但是至少我们可以分清楚，共识有哪些，非共识又有哪些。然后共识你就别看了，到非共识里面，看看有没有率先行动的机会。老齐可以给大家一个全新的思路，当大家全都产生一致性预期的时候，这里面的机会可能就比较大了。比如一致看好，或者一致不看好的时候，那么正确的非共识，就是走向他们的对立面。

作者列出了 50 年来，表现最佳的标普 500 成分股，菲利普莫里斯排名第一，第二是雅培制药，第三是百时美施贵宝，第四是小脚趾圈公司，第五是辉瑞，第六是可口可乐，第七是默克公司，第八是百事，第九是高露洁，基本都是知名品牌。而且都是消费和医药的零售品牌。这些公司，长期年化回报都达到了 15% 以上，全都大幅跑赢指数。所以我们总说，消费和医药，是 2 个牛股频出的行业，只要你买的不太贵，未来的回报都会很高。

再继续研究一下，这些公司的增长率和市盈率以及初始股息率，大部分公司的市盈率都在 20 倍一下，增长率也并不高，在 6-14% 之间，股息率在 2-5%，如果用 PEG，也就是市盈率增长率来衡量，还是菲利普莫里斯最为出色，他 13 倍市盈率，对应 14% 的增长，还有 4% 的股息率，堪称完美。雅培是 12% 的增长率，对应 21 倍市盈率，股息率也只有 2%，所以年化回报方面就跟菲利普莫里斯差了 3 个点。作者也给了一个指标，就是把 PEG 倒过来用，增长率+股息率，然后除以市盈率，大于等于 2，就可以多关注一下。但这个恐怕很难实现，也就是说，如果给 10 倍估值，增长率+股息率要到 20%，股息率这个东西不会太大，到 4% 也就差不多了，那么 16% 的增长，才给 10 倍估值，基本上很难会有这种股票出现。其实老齐认为，PEG 大于等于 1 就可以了，股息率在增加点胜算，就基本完美。

虽然 57 年到 2003 年，这 50 年的时间跨度，让这些公司成为了幸存者大赢家，但是他们在其中也遭遇了不少波折，最著名的教训就是 72 年的漂亮 50 热。在这个时刻，整体平均市盈率超过了 40 倍，个别股票达到了 80 倍，随后发生了大崩盘。这些拥有极高估值的漂亮 50 股票，在后面的岁月里也全面跑输了市场指数，这就给我们一个启示，好公司买的太贵，一样会带来损失。绝没有什么东西可以一直上涨。买入过热的产品，即便你买到了好公

司，也需要很长一段时间去消化他的估值。

作者也总结了一下漂亮 50 崩盘的教训，刚好和 2021 年我们的核心资产急跌相似，我们可以一起来体会一下。

首先，最好的公司肯定来自于消费和医药两个行业，特别是那些拥有知名品牌或者服务的护城河保护的公司。

第二，投资者的收益，取决于实际与预期之间的差值，再好的东西，当大家都把他想成一朵花的时候也会出问题。

第三，大多数好公司拥有，略高于平均水平的市盈率，平均水平的股息率，还有远高于平均水平的增长率，长期大牛股的市盈率从来都不会超过 27 倍。最好在 20 倍以下。

第四，长期大牛股，基本不会在科技类企业中产生。这个长期指的是 50 年范畴。

第五，低市盈率股票组合，回报要远高于高市盈率组合。

很多人经常问老齐，我看好新能源，我看好养老，请问有什么可以投资的公司，这其实就是一个比较大的谬误，明朗的发展前景

并不一定带来好的投资回报。举个例子，就是金融行业从 50 年代到 2000 年这 50 年来，金融行业迎来了大扩张，份额从不到 1%，增长到了 20%，成为标普中第一大权重行业，但是金融行业的投资回报率确实比较低的，只有 10.58%，甚至不及指数平均水平，更是远低于消费品的 13%和医药的 14%。所以这就告诉我们，行业大发展，未必你就能赚到钱。

最容易出现泡沫的是两个行业，一个是能源，一个是信息科技，70 年代的时候，随着美国大通胀的爆发，能源行业达到顶峰，而 2000 年互联网泡沫，则把科技行业推向顶峰，自打泡沫破裂之后，基本上得有 15 年的时间，才能平复下来。纳斯达克是在 2016 年才创出 2000 年之后的新高的。之所以这样，就是因为这两个行业的爆发力太强了，也都太好讲故事了，一旦经济周期共振，能源价格很容易涨上天，于是就推高了一众公司的利润，从而让他们的估值大幅下降。看起来非常完美。但是强周期是不可持续的，有潮起就有潮落，周期一走，就是戴维斯双杀。科技也一样，当新技术出现的时候，大家凭借想象给他书写规划，小说很容易写，但是落实可就难了。所以经常会大失所望。共性就是，投资者都会想的太美好了。相反那些每年都稳如狗的企业，大家到不敢对他们抱有太多期望。因为所有资料都太透明了，没啥故事可讲。缺少故事的润色，就无法刺激投资者的肾上腺素。但最后大家发现，持续保持长期稳健增长的，恰恰是这些公司。短期

他们很少能成为市场热点，但是长期回来一看，有的已经涨了好几倍。

所以我们必须长教训，市场普遍被看好的行业，很有可能回报并不高，大家都知道的事，即便你押宝押对了，也不会有很多收益。对于科技和周期行业，我们要格外警惕，不要认为他们可以一直增长，涨的太多可能反而是个巨大的麻烦。长期回报最高的只有医药和消费两个行业，但这两个行业也要在他低估的时候买。不可以追热点。

说完了增长率陷阱，我们再来看看泡沫陷阱，2000 年的互联网大泡沫，被视为是一个典型的案例，格林斯潘作为美联储主席，事后反思，要想明确判定一个泡沫是很困难的，除非他用破灭证明了自己的存在，有人说他为自己开脱责任，其实也不全是，事实证明没有人可以每次都判断出泡沫，并且在泡沫破灭之前，华丽丽的转身离去。即便是巴菲特也不能，几次泡沫破裂的时候，巴菲特都有相当的仓位留在市场当中，跟随调整。所以减仓防守，这已经是投资大师级别的操作了，就不要总想着空仓离去了。没有人有这个能力。

当时投资者的兴奋与狂热，主要集中在一个信念，网络将改变世界运行的方式。这种狂热导致了媒体对于网络公司的报道激增，

让他们成为了聚光灯下的宠儿，通过大肆渲染，使得投资者认为他们已经无所不能。大家认为，网络公司，只需要付出很小的成本，就可以进入任意市场，而且很快就会实现大规模扩张，几年时间走完人家几十年的道路，所以在互联网冲击下，传统行业已经没有了护城河保护，整个商业模式变天了。但是他们没有注意到的是，很多的冲击都来自于赔本赚吆喝，互联网公司总是通过这种故事，来干扰投资者的判断，从而做大市值，在资本市场上圈钱。比如 99 年，在线玩具零售商 etoys，超过了玩具反斗城市值的两倍，还有网上订机票的公司，竟然市值超过了美国整个航空业市值的一半。其实类似的故事今天依旧在上演，2020 年，特斯拉的市值，超过了其他传统汽车厂商市值的总和。恒大汽车连车还没有下线，市值就超过了恒大地产的主业。所以，投资者并未吸取任何教训，总是一次又一次的掉到同一个坑里。

在 1999 年，作者多次写文章抨击网络股，标题叫做，网络股票是否被高估，结果文章发表后，引发了市场大跌，网络股票指数下跌了 17%。这也引起了很多人的不满。

作者则据理力争跟他们辩论，以美国在线为例，当时美国在线市值 2000 亿美元，排名全美前十，但是他的销售额只排在 415 位，利润是 311 位，显然与市值极度不匹配，销售额和利润差不多的公司，只有 450 亿美元的市值。美国在线的市盈率高达 450 倍，

而市场的历史平均值只有 17 倍，所以高出太多了，怎么看都已经很不合理。 栗渺社分享微信 jnztxy 谨防N手群转卖，以免断更

此时谩骂者则认为，作者就像是一只来自远古时代的恐龙，说他对现在的商业模式简直一无所知。简直就像个老顽固，很多人甚至直接开骂，说作者的行为让自己损失惨重。怀疑他在故意打压股价，对于互联网的知识就像个小孩一样。那段时间他倍感压力，后来美国在线怎么样了呢？咱们明天接着讲。

投资者的未来 4：泡沫形成的标志是什么？

各位书友大家好，欢迎继续做客老齐的读书圈，今天我们继续来讲投资者的未来这本书，昨天我们说到了作者写文章抨击美国在线，说他压根就不值 2000 亿美元，顶多顶多也就 450 亿，这引发了大家的口诛笔伐，嘲笑他是个连网页都不知道怎么打开的白痴。作者承受了极大的压力，但是就在 4 年以后，美国在线的评估价值已经降低到了 57.8 亿美元，比写文章的时候，下降了 97%，也比作者预估的价值低了近 8 成。

泡沫形成的标志之一，就是默默无闻的公司，被冠以了巨大的价值，2000年2月11日，当时市场分析家们普遍认为，别看思科的价值目前只有4000亿美元，但是，他将在2年内达到1万亿美元，作者心里好笑，就在5年之前的1995年，其实纳斯达克的所有股票总市值也不到1万亿美元。虽然思科是一家伟大的公司，但是他也不至于成为全球第一。这让人家通用电气怎么想？当时大部分美国人，其实都不知道思科到底是干什么的。即便你跟他们说了，交换机和路由器，大家也没有任何概念。全球市值第一，却不被人感知，岂不是很奇怪？后来，随着泡沫破裂，思科的市值不但没有涨到万亿美元，反而跌回到了500亿美元，只相当于他高峰时期的10分之一。

作者在99年初开始看空网络股，让市场造成了一定程度的巨大回调，但是很快，他又重新企稳，开始上涨，上演最后的疯狂，甚至比作者看空之前，又涨了50%上去。一下让作者沦为了市场的笑柄。到2000年3月，已经有众多巨额市值的公司，市盈率超过了100倍，包括思科，美国在线，高通，雅虎，甲骨文等一系列著名的公司，这种情况下，其实增长已经不可能去化解估值了。等待他们的只有暴跌。

作者随后又写了一篇文章，叫做大盘科技股是傻瓜的赌注，这次没等太久，纳斯达克从5000点跌到了1000点。他一战封神，

被新闻媒体奉为市场权威，但他自己清楚，这其实都是运气而已，因为他看空并非是一天两天了。所以他深深的体会到，没有人可以在泡沫破裂之前，踩着点的离开市场。

作者如此坚定的看空，那么大家一定有个疑问，他是否在卖空网络股中发了大财呢？然而并没有，他对于卖空并不感兴趣，也不建议任何投资者这么做，卖空的损失是没有上限的，所以风险无限大。而收益却是确定的，所以非常不划算。如果在一波下跌中，你不能持续的往账户里追加保证金，那么你可能很快就会被剧烈的波动，给清除出市场，但是如果你持续追加保证金，可能会损失惨重，直到你赔光为止。大部分卖空者，都会被泡沫给榨干，大家看到大空头那几个人，靠着做空房价赚到了大钱，但是更多的做空者，其实死在了黎明前的黑暗里。所以作者跟老齐给的建议都是一样的，遇到大的泡沫，我们边打边撤退，最后远离就好，没必要去卖空他，因为你不知道这个泡沫会膨胀到多大。比如老齐曾经就犯过巨大的错误，我在 800 元的时候，就已经看空茅台了，最后人家涨到了 2600，如果我要做空茅台，那么损失已经十分巨大了，甚至可能倾家荡产，而我远离他，顶多也就是这个钱我不赚而已。

很多人都爱投资于新发 IPO 的股票，作者研究了 1968 年-2003 年以来的 9000 只新股，都采取了买入并持有策略，期中确实有

一些是成功的公司，但绝大多数都是失败的。所以如果你以发行价买入，然后一直全都持有的话，反而落后了市场年化 2-3 个百分点，如果从数量上来看，不及市场平均水平的公司数量超过了 80%，只有 20% 的公司略微优于市场表现。仅有 49 家公司，大概占比是 0.5% 的公司，大幅跑赢市场。这些公司，包括了英特尔，沃尔玛，家得宝，史塞克等公司，如果要论年化收益最高，则是思科，戴尔，微软这些科技企业。但他们上市比较晚，所以在统计中，总收益并不高。但基本上可以算是凤毛菱角。这些优秀企业获得的超额收益，并不足以弥补失败企业的损失。

IPO 组合不但回报率很低，而且风险也要比中小股票组成的组合更高，也就是说波动更大。回撤更大，特别是那些 IPO 首日就遭遇到爆炒的公司，事实证明，无一例外都成为了最后投资者们的噩梦。而如果当你看到，首日爆炒案例增多，那么就要小心了，这可能预示着当前市场环境过热，比如 1999 年，有 117 只股票，上市首日价格翻倍。这个数字是过去 24 年来总和的 3 倍，说明泡沫已经达到了极限。其实 IPO 的本质，是一种产业资本向公众资本的换手，创业者套现，而投资者接手的过程。所以他如果定价太高，那么自然就会有很大的问题。

所谓投资，其实就是用今天的钱，去买公司未来生命周期产生的自由现金流，如果一个公司连利润都没有，那么也就不知道投资

者到底在买什么东西了，比如 1995 年网景公司上市，公司当年是亏损的，但在网络热潮之下，竟然很多人忽略了利润，这个最重要的东西。但是大家并没有在其中，吸取教训，甚至变本加厉，后来不赚钱的公司上市，反而成为了一种全新的模式。尤其以亚马逊为代表，长期呈现低利润，高估值的表现。后来投资者也就越来越麻木了。

2000 年初还发生了这么一个怪事，一个叫做 netJ 的公司上市，市值高达 2400 万美元，然而这家公司一没资产，二没业务，三没利润，啥都么有就是一个空壳子，那么为啥有投资者愿意去买呢，投资者的逻辑也很奇葩，买他就是因为他已经上市了，可以反向并购，把其他公司装到一个带有.com 的壳公司里。所以这也是一种炒壳的思路。后来这家公司不断和其他公司传出绯闻，扬言要兼并别人，股价借此竟然还大涨了 3 倍，市值膨胀到了 8000 万美元。但是所有的传言，最后都没落实。也就是说他一个媳妇都没娶到手。4 年后互联网泡沫破裂，这个最高 8000 万美元市值的公司，最后只价值 9.8 万美元，暴跌了 99.8%。所以历史告诉我们，可以为创新喝彩，但最好别为创新掏腰包，独创性并不能保证利润。金融市场上，会为这种冲动的做法，付出巨大的代价。

经济增长和利润增长是两码事，甚至生产力的发展，可能是利润

和股票价值的毒药，也就是说，对于科技企业而言，需要不断的投入研发，然后自己革掉自己的命，任何模式，都被摩尔定律很快的打破。原来高利润的东西，很快就会变成低利润。所以我们经常看到，那些科技型企业往往长期没有利润，就是这个原因，稍微有点利润了，可能两年之后又没有了。比如大家都觉得，这么多科技创新企业，那么服务器和带宽肯定是躺着赚钱的生意了，但没想到的是，需求增长快，供给增长更快，服务器和带宽的价格也是快速在下降，利润率越来越低。绝大部分公司都面临这样的困境，好不容易出来东西，可以赚取高利润了，但很快替代品就雨后春笋而至，然后就只能不断降价。30 年前，买一台电脑要花好几万，那时候家里不吃不喝攒好几年，才能买的起，绝对的奢侈品，而现在电脑运算能力更强，也更小巧了，价格却只有 10 分之一了。要按照购买力平价计算，那就更低了。跟现在买套房的首付差不多。

巴菲特很早就看明白了这点，当年他踩雷伯克希尔纺织厂之后，有人建议他升级设备，巴菲特言辞拒绝，他说我花钱升级设备，别人也一定这么干，最后利润率还是会下降，所以这是一条死路，相当于白花钱。所以他总想着把纺织厂卖掉，但是苦于找不到下家，这才只能动手术，变卖资产，装入保险公司，把他变成了一个投资保险集团。伯灵顿工业公司，就没想明白这个事，他们就花了 30 亿美元更新设备，然而该公司股票表现一直落后市场。

所以我们可以得出一个重要的结论，资本支出越多的公司，他的股票回报就会越差，反而是那些资本支出，在销售收入中占比少的公司，回报更高，可以取得 14.78% 的年化，远高于市场平均的 11.18%。这其实有悖于常识，在大家的印象当中，资本支出，才是未来利润的来源，投入越多，未来回报越多，但其实不是这么回事。投入越多的公司，未来拿走的回报反而越少。原因就是别人都会这么做，所以最终你白扔了很多钱。明天我们再说说，资本节制和挥霍，通过什么指标，可以让我们在失败行业中取胜。

投资者的未来 5：技术进步到底实惠了谁？

栗渺社分享微信 jnztxy 谨防N手群转卖，以免断更

各位书友大家好，欢迎继续做客老齐的读书圈，今天我们继续来讲这本书，投资者的未来。昨天我们说到了，资本支出不是利润的来源，反而是投资的噩梦，投资于资本支出多的公司，未来会对利润造成重大影响。作者统计了标普的 10 个行业，发现消费行业的资本支出占销售收入的比值最低，只有 0.044，其次是医药卫生，只有 0.07，资本支出最高的是电信部门达到了 0.28，其次是公用事业是 0.25，说明这两个都是重资产投入的部门。在电

信部门中，资本支出水平最高的时候，回报率最低。只有 9%，而宝洁这样的高回报公司，平均可以为投资者带来 17% 的年化回报。但是，他里面也分支出多和支出少的年份，资本支出最多的年份，宝洁的回报瞬间降到了 2%，而资本支出最低的年份，则回报高达 19%。

所以作者说，技术进步所带来的好处，最终惠及的其实是消费者，而不是公司的所有者。技术进步会让终端价格降低，但并不会带来更多的利润。而互联网刚好验证了这一说法，大部分人都认为，互联网让大家的沟通更有效率，能够尽可能的降低成本释放利润，但最终的结果是，你的成本降低了，别人的成本也降低了，最终因为网络销售，反而让价格下降，利润率降低。而另一方面，大家虽然没有了店铺成本，但是流量成本却增加了，一开始确实因为平台的补贴过了几天好日子，但是随着平台结束了补贴，开始向上下游进行压榨，商户们的利润反而下降了，比如现在一些餐饮企业，被某团压榨的苦不堪言。一些大商家，在某东和某宝上，也要常年去搞活动，买流量。

航空公司也是如此，由于线上订票的便利，一开始让航空公司的成本释放了 20 亿美元，但是好景不长，马上他们就发现，必须给予机票打折，才能吸引更多的旅客来自己的公司订票，打败竞争对手，所以最终大家发现，机票的平均价格反而下降了。利润

不但没有增加，反而被侵蚀掉了不少。

彼得林奇有一句名言，如果一家公司，在一个停滞不前的市场上逐渐的增加份额，而另外一家公司，则在一个激动人心的市场上，不断减少份额，那么无疑前者的境况，要比后者好的多。按照传统的研究方法，我们从宏观，到行业，再从发展快的行业里面去找好公司，这种方法做研究，会让我们错过那些停滞行业中的伟大公司。事实上，过去 30 年当中，最成功的股票，反而都来自于那些业绩糟糕透顶的行业。

1989 年，有投资者询问巴菲特，为啥当时投了 3.58 亿美元，给全美航空，巴菲特的回答是，当时我的脑子有病。股神相当高调的承认了自己的错误，并劝告大家，航空业意味着灾难。为珍航空的创始人，也说过一句很有意思的话，想要成为一名百万富翁，你要先成为一名亿万富翁，然后拿着钱去投资一家航空公司，意思就是说，你会从亿万富翁，亏成百万的。

航空公司中只有一家企业，取得了不错的回报，这就是西南航空，他的成功源自于低成本的运营，他每时每刻都把自己定义为一家，廉价航空公司。不指定座位，不给提供餐点，也没有头等舱，这些东西为他极大的降低了成本和负债，特别是 911 之后，那些高负债公司都相继破产，而西南航空，则因为有高利润作为保护，

所以持续保持盈利，不断在市场中扩大份额。所以，航空业是一个典型的衰退行业，但是在衰退行业中，持续保持扩张的西南航空，却一直保持较高的投资回报，甚至历史回报，比巴菲特的伯克希尔还要高。我们只有 2000 年以后的数据，最近 20 年，又涨了 10 倍。

沃尔玛也是一个例子，超市这个行业也不行了，主要竞争对手凯马特甚至破产了，但沃尔玛却在过去 50 年，始终保持高回报。这得益于他的低价模式，和极高的运营效率，他没有走凯马特的连锁模式，而是采用了集群扩张。从而大幅降低运输成本。也就是说一个分销中心，负责一个地区的若干家沃尔玛超市。

还有钢铁行业，这个大家一听就知道，典型的衰退行业，落后产能，但是有一家叫做纽柯钢铁的公司，他也是凭借低成本运营的方式，不断地扩大份额，还被吉姆柯林斯选入了，优秀到卓越的公司。而他的对手伯利恒钢铁，早已经出现了危机，所以这就给我们一个很好的启示，衰退行业并不可怕，有公司可以在衰退行业当中，持续的扩张，产生竞争优势，他同样值得投资。而这些好公司的标志就是，往往拥有很低的成本，或者更高效的运营模式。

下面我们来看，股东价值的源泉是什么？2004 年，微软宣布大

比例支付股利，当时市场有严重的分歧，一方面认为，微软已经未来的高速增长点了， 另外一方观点认为微软的举动增加了股东权益，后来的事情证明，显然看多的人赢了，当微软开始大比例分红后，股价开始持续的上涨。

作者做了一个长达 130 年的分析，也就是 1871 年到 2003 年，扣除通胀之后，97%的股票收益，其实都来自于红利再投资，也就是说绝大多数收益都是股利产生的，而资本收益只有 3%，基本上微不足道，所以高分红的股票，其实是你长期稳定收益的来源，这也就是我们常说的，红利指数，短期并不确定，但是中长期，他一定会跑赢指数的原因。而股息率策略，也是一个非常有效的策略，股息率最高的公司组合，是最低组总收益 8 倍。最高股息率组的年会回报超过了 14%，而最低组则不足 10%。所以这么看，与其你长期持有指数，还不如长期持有红利指数更加划算，有人说红利指数基金，怎么享受分红呢，股票的分红都体现在了净值里，而基金的分红，你选择红利再投资，就可以享受复利了。老齐还有一套高级玩法，就是普通指数比如沪深 300 和 300 红利指数，你两个替换着做，谁当年表现的好，收益超过另一个 10%，你就选择另外一个持有。也就是我们只选择落后的那个指数，一直持有。原因还是我们常说的，红利长期跑赢市场，但是不代表他能一直跑赢，他也经常有落后市场的时候，所以你两个指数轮着做，综合收益会更多。

从资本市场发展来看，其实股利是越来越低了，原来股利能到5-10%，但是这些年已经只有1-2%的水平了，这主要是投资者的信念偏误导致的，总认为大笔分红的公司，丢掉了价值增长的机会，比如格力就是一个高股利的公司，但是他的估值一直起不来，有财务专家分析，说格力之所以净资产收益率极高，就是因为他每年都要分配掉大量的现金资产所导致的。资产少了，收益不变，那么净资产收益率自然在高位，但其实这不利于公司的发展。但作者显然不认同这个观点，他一直认为，股利才是给投资者最好的回报。

那么问题来了，巴菲特为啥一直不分红呢？但是伯克希尔却成为了历史上最优秀的股票，巴菲特的解释是，发放股利在美国要交税，把钱给你，你也是要投资的，所以不如把钱留在我这，我来帮你投，第一我比你专业，第二不用交税。所以巴菲特的伯克希尔之所以特殊，就是因为他是一个投资公司，而他又是一个股神，所以不把钱给你，而是让他带你保管，是非常合理的。但是不代表其他公司也可以这么干。有的公司是不会投资的，就是把大把的现金放在手上。浪费了效率。甚至有的还要瞎投资，最后反而产生了不小的损失。

所以作者总结，如果管理层总是能够像巴菲特一样，按照股东的

利益行事，或者说管理层和股东的利益是一致的，那么股利确实无关紧要，但是对大部分公司而言，显然是做不到的，比如安然危机，彻底摧毁了股票市场信心，他当时倒下的时候，是美国 top50 的公司，市值 700 亿美元，比通用汽车都要多。但是他却一直在做假账，用隐藏负债的方式，让利润看起来特别的多。这时候股利可能就是最后的遮羞布，如果规定，要把利润的很大一块作为股利分配掉，那么做假账的公司，就会有所顾忌。毕竟没有人想当活雷锋，把宝贵的现金白白送人。而如果没有股利分配的要求，那么企业方面，自然也就无所顾忌，肯定是希望利润越多越好。明天我们再来讲讲，通过股利再投资，对我们的投资结果，将产生多大的影响，咱们明天再见。

投资者的未来 6：股利是长期投资的关键因素

各位书友大家好，欢迎继续做客老齐的读书圈，今天我们继续来讲这本书，投资者的未来，今天我们来看看股利再投资，作者说这是熊市里的保护伞，牛市里的加速器，1929 年美国股市见顶，开启了漫长的大萧条，直到 1954 年，才重新开始创新高。时间

已经过去了 25 年，对大多数投资者来说，25 年股票不涨，还天天担惊受怕，这简直就是一场灾难，如果是借来的钱炒股的，那么肯定早已经破产，但如果你是长期投资者，专门投资那些高股利的优质公司，结果却完全不同，在 1954 年，指数刚刚创新高，但是股利投资者，却已经实现了年化 6% 的回报，甚至远超债券。也就是说，在美国股市历史上的至暗 25 年中，你依旧取得了一个很好的回报。

在大萧条中，公司的股利确实出现了缩水，甚至跌幅高达一半，但是股票价格下跌其实更多，最多跌去了 8-9 成，所以如果你能够一直拿住你的股票，然后在漫长的熊市里，用股利，不断地低位买入，其实是可以不断摊低成本的。所以作者称之为熊市保护伞。

举例，菲利普莫里斯公司，大家知道这是历史上最赚钱的公司，但是他也并非是一直在上涨，93 年的时候，遭遇利空，股价大跌 20%，后来就是漫长的诉讼，94 年股价企稳，但是 98 年又开始暴跌。反正总之就是，这个最赚钱的公司，一直在 90 年代，大起大落。但是在这期间，这家公司从未降低股利，甚至股利还有明显提高。从 92 年到 2003 年，基本上菲利普莫里斯的股价是没有上涨的，但投资者如果用股利再投资，却获得了 7.15% 的年化回报，后来股价恢复上涨，投资者反而赚到了大钱。在一个悲

剧的 10 年里，其实股利投资者，收益并不低。

之前我们讲过，历史上那些回报最高的公司，无一例外都支付股利，而且大概都在 2-4%之间。随着利润增长，股利也在持续增长。华尔街也有著名的狗股策略，就是只投资于，道琼斯指数的前 10 只股息率最高的股票，每年都调整一次。狗股策略可以获得年化 14.43%的回报，要明显高于指数。其实在国内我们也可以做到，简单持有红利指数就可以了，但如果想要有点高级玩法，老齐曾经在粉丝群介绍过一套，红利指数和增强指数搭配使用的方法，可以创造更高更稳定的收益，长期也肯定打败市场。短期还能够控制回撤。

作者说，由于标普 500 的范围更大，所以在标普 500 指数中，选择 10 只股息率最高的公司，每年调整其实效果更好。长期回报高达 15.69%，超过了狗股策略。

坚定长期持有高股利稳健增长的公司，用不了几年，你就会觉得无比美妙，比如 91 年末买入菲利普莫里斯公司，他的股息率只有 2.8%，但是随着利润增长，股息率也越来越高，2000 年已经超过了 7%，所以此时股价涨不涨，对你来说已经不是很重要了，因为你已经有旱涝保收的稳定收益了，很快你就能通过股利收回你的投资。我们可以算笔账，10 倍市盈率的公司，股利 2%，每

年增长 10%，也就是股价 10 块，利润 1 块，股利 2 毛，你买入一股花了 10 块钱，多久你能通过股利收回这 10 块钱的投资？第一年 2 毛，第二年 2 毛 2，第三年 2 毛 4，第十年就是 4 毛 7 了，把前 10 年的股息加在一起就是 3.18 元，收回来了三分之一，那么 20 年呢，股利就达到了 1.22 元，20 年的股利相加就是 11.45 元，所以其实差不多 19 年的时间，就能把所有的投资靠股利收回来了。以后就全都是无本万利的买卖，而现实中这种，10 倍市盈率，增长 10%，股息率 2% 的企业比比皆是。特别是到了熊市里，可以说到大部分都满足要求。所以一个长期投资者，股利投资者，算清楚这笔账，也就没啥可怕的了。账可以这么算，这也是一个最悲观的情况下，19 年收回本金，以后全都是白赚的，但其实根本不会出现这种情况，通常用不了几年，价格就能翻倍，甚至翻几倍了。所以投资市场抄底，往往就在于你比别人，提前算清楚了一些账，提前产生了信心。

买股票其实就是买未来的现金流，现金流最直观的体现方式就是公司的利润，但是在会计准则之下，现在的利润，又有很大的水分，甚至有专家认为，整个市场上，25% 的利润都是虚构的。啥叫做利润，就是收入与成本之间的差额，他之所以不好计算，就是因为有太多的因素干扰，比如资本支出，我投出去的钱，还有折旧，或者是期货交割等等，有些钱没有付出去，有些钱也没有收回来。但我先把它算上了。举个简单的例子，就好比预计年

终的时候有一笔奖金要发下来，但是这笔钱还没拿到手，你就已经把它算作自己的年收入了。

现在大家玩的越来越野，比如亚马逊就曾经宣布，忽略 20 亿美元的债务利息，最后的结论就是自己当年产生了盈利，这显然很有问题，因为利息是铁定要还的，怎么可能忽略？作者还说，现在公司大量发放股票期权，也就是以一定价格，未来购买公司股票的权力，这个东西被用作了雇员激励，原来发奖金，需要在利润表里当做成本扣除掉，而现在发期权，这部分则不被计入成本。

做完了历史的分析，我们来看看未来，毕竟所有的数据，都是来自于历史样本，历史能代表未来吗？这恐怕是很多人的疑问。如果要从历史来看，股市长期扣除掉通胀因素的影响，会给我么能带来年化 6.5-7% 的回报，投资者的财富每过 10 年就会翻一倍，这也被以作者的名字命名为西格尔常量，那么这个规律，在未来是否依然成立？

我们已经用大量的数据证明了一点，短期内股票风险无疑要比债券高的多，但是随着持有期增加到 15-20 年这个区间，股票的风险其实就比固定收益资产还低了，经过 30 年后，那么股票的风险只是债券的四分之三，出现这种结果的原因，是通货膨胀的不稳定性，一方面通胀对于实际债券收益率的影响，要超过对于实

际股票收益率，另一方面，股票是所有权和收益权，一段时间后，这些资产的价格会随着通胀而提升。老齐给你翻译一下，债券的风险来自于通胀，也就是说，固定收益肯定有，但是这个收益可能跑不赢通胀，从而让你的资金事实上贬值，通胀这个事，他不一定是持续发生的，有时候可能突然一下，货币就贬值不少，所以时间越长，这种突然一下的风险就越高。而股票的好处在于，他是用现在的现金流换未来的现金流，也就是说，未来如果通胀的话，他赚的钱肯定更多，所以股票天然具有长期抵御通胀的特性。长期的风险，要比债券低的多。

很多专家研究了全世界多个国家的股市债市表现，在过去的 100 年，我们经历过战争，大萧条，恶性通胀，也经历过繁荣，大发展，大家发现，很多国家的债券和票据的实际回报是负数，比如意大利，德国，法国，西班牙，比利时和日本，即便在债券正收益国家中，绝大多数国家的债券正回报也在年化 2%以内，而股票无一例外都是正回报，绝大多数国家的长期正回报都在 4%以上。我们一直用美国举例，美国也是过去 100 年经济表现最为出色的国家，但是美国的股票收益率，其实并非是最高的。

尽管股票取得了如此高的回报，但是给大家的印象却十分的不美好，就是因为这个市场太反人性了，当你觉得他很安全，一致看好市场机会的时候，股市往往就达到了顶峰，而这种下跌通常都

是非常惨烈的。比如我们知道的，美股和日本股市都发生过大崩溃，指数暴跌了 8 成，而我们的 A 股 2007 年也从 6100 跌到了 1600，跌幅超过了 70%，对于一些个股而言，可能 90%已经没有了，比如中国石油，48 发行，到今天也才 4 块多。

现在有人还在担忧，人口老龄化趋势来了，经济最大的基本面改变了，那么未来股市还能不能有这么好的表现，甚至有人认为，2000 年的泡沫只是对人口老龄化趋势的一个预演，未来会更糟糕，但其实这个已经无需作者再反驳了，2021 年，大家看看美国股市就已经知道了结果。相信这种悲观论调的人，错失了一波巨大的机会。

不过作者也承认，老龄化确实已经来了，本世纪中叶，也就是 2050 年，全球特别是发达国家将达到人口老龄化的高峰，日本，我们，美国，以及欧洲那几个国家，大部分群体都是退休的老年人。那么这么严峻的形势，为什么没有影响股票所带来的收益，明天我们继续来听听作者的论断。

投资者的未来 7：全球市场之下的投资组合

各位书友大家好，欢迎继续做客老齐的读书圈，今天我们继续来讲这本书投资者的未来，昨天我们说到了人口老龄化的冲击如期而至，老龄化的最大问题就是工人匮乏，1950 年代，美国劳动者与退休的比例是 7 : 1，到了 2005 年，缩减到了 4.9 : 1，如果到 2050 年，将继续下降到 2.6 : 1，日本问题更严重 50 年的时候是 10 : 1，到 2050 年降到 1.3:1，老齐补充一下咱们的数据，咱们 2050 年可能到时候还不如日本，那么你想想，10 个劳动力供养一个退休人口，绰绰有余，而如果一对一供养的话，社会养老压力将极大。

老龄化趋势有两个方面，1 是寿命延长，我们之前讲过百岁人生，未来大部分老年人可能都会超过 100 岁，另外一方面，就是少子化，随着生活越来越好，生育率越来越低，欧洲的生育率从原来 2.5，降到了 1.4，咱们现在北上广深杭等特大城市，现在生育率比欧洲还要低。两方面同时作用的结果就是，出力的越来越少，而社会负担越来越大，这就造成了社会保障危机，简单说就是未来养老金将越来越不够用。而且对于一系列养老资源的争夺，可能也是个巨大的问题，比如未来老人这么多，医疗资源够不够用，居家养老很难实现，养老院更是一床难求。所以很多既是经济问题，更是社会问题。

对于投资者而言，最要命的可能是公司到底在老龄化社会中还赚不赚钱，如果工人持续减少，用工成本持续上升的话，那么无疑将持续压降企业利润，那么对于投资来说，将会影响我们的收益率。有人甚至说，到时候，最好的投资工具，也许就是通胀保值债券，也就是说，根据通货膨胀进行利率实时调整的债券，这个东西，能够让你的财富基本保值，并且在漫长的岁月当中还能有那么一丁点收益。

作者说，现在全球很多国家都在研究应对老龄化的方法，比如提升退休年龄，这是必然的结果，未来很多国家可能会将退休年龄延长到 70 岁以上。原因就是大家寿命延长了，健康程度改善了。这样可以大大降低工人的减少速度，保证劳动力的供给。

另外，随着科技进步，我们也会有更高的生产效率出现，通过一系列机械化，自动化的设备，会大大提高，单个工人的产出效率。技术改造一开始很费钱，但是后面会明显受益。当用工成本大大提升之后，资本家自己就会想办法，进行全自动化改造了，甚至最后人工智能会大面积替代人的工作，让很多劳动力反而变得无事可做。但仅靠生产率提升，能不能完全抵消掉老龄社会的影响，这个素来都有争议。因为毕竟老龄化是全方面，你能解决供给的问题，那么需求的问题该怎么产生？如果大家没有工作，又该如何获得收入，产生消费力，这些都是问题。

还有移民的办法，通过从发展中国家引入劳动人口，来减缓老龄化的冲击，这个方式看起来似乎也有问题，而且存在巨大的社会争议，本国和当地人，相当的反对。

作者什么意思呢，他说我们应该把格局放大，视野提高，把全球看成一个有机的整体，而不是只关注一个国家，根据他的测算，发达国家虽然老龄化严重了，但是发展中国家却依旧很年轻，甚至 2050 年，以印度为首的人口大国，依然很年轻，这些发展中国家，占据了世界上 80%的人口，所以全球化来看，人口老龄化趋势并不存在。如今全球化已经形成了一个整体，未来发展中国家，负责生产制造，而发达国家负责研发创造，并且提供需求，将逐渐出现一个财富平衡的过程。

全世界其实一直在平行发展，比如中国，在宋朝之前一直都是大幅领先于世界的，但在元朝之后，却大幅衰退，几个世纪之后，由于专制与封闭，严重落后于欧洲，而反观欧洲，因为小国并行，缺少专制，而促进了学习交流。世界时钟就倒过了。工业革命出现在了欧洲，后来的电力革命和互联网革命发生在了美国，再到后来，信息产业革命的巨大应用场景，发生在了中国，数据发生在了中国，中国需求开始影响世界，风水轮流转，现在经济的重心又逐渐的转回到了咱们这里。中国在加入 WTO 以后，迅速融

入了全球化进程，成为了世界工厂。中国制造已经当之无愧，现在中国创造，中国创新，也已经逐渐上路。

作者说，按照现在中国的发展势头，只要维持在 3% 的增速，到 2050 年左右，中国的经济规模将是美国的几倍。其实我们的增长速度比作者预计的还要快，预计在 10 年内，中国很可能在经济总量上肯定超越美国。那么在这样一个趋势之下，西方国家的贸易赤字不可避免，对于西方国家公司的不断接管，也顺理成章，越来越多的发展中国家资本，会买走发达国家的资产。比如当年让作者感到震撼的事情，就是联想收购了 IBM 的个人电脑业务。

虽然很多人都说，发展中国家威胁着发达国家的工作机会，但作者却并不这么认为，他以钢铁举例，1980 年，美国 1 吨钢铁，需要 10 个劳动力小时，而到 2003 年，降低为 4 个，所以这就意味着，无论进口与否，生产相同钢铁的工人数量，都必将减少 60%。如果限制进口，那么美国企业只能去采购价格更高的本国商品，造成更大的利润损失。作者甚至说，哪怕让消费者集资，白给那些失去工作的人工资，其实也比贸易保护后，购买本国商品，省钱的多。

历史经验表明，那些设置贸易壁垒的国家都失败了，信息的自由流动，市场化的资源配置才是最高效的，也是最为经济实惠的。

通过全球化，公司的利润可能反而会大大增加，如果逆全球化，闭关锁国，那么肯定企业利润会遭受重大影响。

下面我们来看看，全球市场之下的投资组合，作者之前提到了增长率陷阱，并不是发展越快的国家，投资回报越高，所以这也就意味着新兴经济体，可能并不能带来过多的回报。作者对比中国和巴西，他说中国的发展速度明显比巴西更快，从 92 年到 2003 年，中国持续形成高增长，但是在股票回报方面，中国股市却持续下跌，而巴西反而获得了年化 15% 的回报。之所以这样，就是因为 1992 年，巴西的股票价格要比中国便宜，而我们的股市，却在刚开始的时候遭遇了爆炒。以至于 92 年到 2004 年，12 年时间，上证指数几乎没涨。作者横向对比了，阿根廷巴西，墨西哥，新加坡，斯里兰卡，甚至委内瑞拉，在这十几年，中国拥有最快的增长速度，但却拥有最低的收益率。所以国家增长率并不重要，重要的是当时的价格是否便宜。

随后作者给了一份 2004 年的世界权益价值分布，美国最多占 52.3%，而欧洲第二占比 27.8%，也就是说，发达国家股票配置比例应该在 80% 以上，然后日本占 9.1%，其他国家，占剩下的 10%，这其中中国只分配到了 0.4%，这个比例实在是太低了，而且也肯定是错的，因为就在第二年，中国股市就走出了一波波澜壮阔的大牛市，上证指数涨了 6 倍。当然随后就又是悲剧了，以至于现

在还没有超过 2007 年的高点。

作者在 2004 年，还是强烈看好美国的投资机会，甚至认为美国本土的投资可以超过 60%，海外别超过 40%，而且就用先锋公司的指数基金，不要买主动基金，他认为长期看指数基金，最为经济实惠，手续费最低。或者你可以买 ETF，也就是交易所交易基金，其实也是一种指数。

最后作者做了个总结，他将自己的毕生所学化为了三个指标，叫做 DIV，D 就是指的股利，I 是国际化，V 就是估价，也就是说，他要求市场中，以标普 500 指数为基石，选择前 20% 的高股利公司，进行组合，实行购买并持有策略，将会获得明显高于市场的回报，高于年化 15%，然后就是国际化多元配置，持有 40% 美国以外的公司仓位，最后的估价就是要求买的便宜。

本书后面还提到了 3 个行业，一个是石油，一个是卫生保健，还有日常消费，他说石油一直保持着较高的回报率，而消费和医药更高，都超过了指数，老齐认同医药和消费，但是石油可能有历史阶段的原因，这个东西还是要谨慎。如果你不知道该选择哪个行业去投资，那么医药和消费就是你的首选。这里面牛股频出，只要买的便宜风险很低。

此外还有最低市盈率策略，幸存者策略，就是从历史上一直存在的公司里面去进行组合，他们能穿越历史周期，未来也大概率还会存在。

最后作者也总结，说这些成功的策略，一旦被大家都知晓，他的优势也就消失了，但是这基本上是不可能一直发生的，因为在他失效的时候，大家也就不再相信了，所以这些策略都是阶段性有效，也就保证了他可以一直有效。所以投资是一个长期的活，太短时间，风险将变得非常不确定。所以我们还是应该把时间拉长，格局提高，通过长周期去思考投资的问题。这就是本书的全部内容了，老齐觉得这本书一定要反复收听。边听，边读，边思考，对自己的投资方式进行纠正。明天我们开始新的学习。