

趋势的力量 1：世界经济的大趋势

各位书友大家好，欢迎继续做客老齐的读书圈，今天我们为大家带来一本新书，这是由著名经济学家，李迅雷先生所写的趋势的力量，分化时代的投资逻辑，李迅雷是一位投行老兵了，而且一直从事着宏观方面的研究工作，曾历任国泰君安首席经济学家和海通证券首席经济学家，目前跳槽到中泰证券，还是任首席经济学家，也是中国首席经济学家论坛副理事长。

栗渺社分享微信 jnztxy 谨防N手群转卖，以免断更

这本书分为九大章节，先说全球经济步入下行周期，第二讲资本市场映射宏观大势和一些结构的变化，第三看存量经济时代，分化的投资机会，第四在资产过剩下去寻找核心资产，第五机构投资者不断壮大下的价值重估，第六，经济转型趋势下的大消费和高科技。第七，金融开放趋势下的估值差收窄。第八人口集聚与分化趋势下，房地产投资的结构性风险和机会。第九是一些李迅雷老师，和其他投资人的对话资料。

我们先来看第一部分，全球经济步入下行周期，长期和平的利弊以及因果规律，作者率先解释了一个问题，为什么全球经济将步入高震荡和低增长模式。在二战之后，美国经济崛起，成为全球产业领导者，到了 50 年代，日本经济开始崛起，持续高增长，高峰的时候，日本经济能达到美国的 70%，占全球 GDP 的 17.4%，

这是迄今为止我们都没达到过的数字，但后来日本经济陷入到金融泡沫当中，开始一蹶不振，失去了 30 年，但此时中国经济接力，开始了爆发式增长。

以次贷危机为界限，之前中国经济没有任何威胁，美国一家独大领跑全球，而次贷危机之后，中国先后超过了德国和日本，正在成为全球经济的接棒者。作者说，如果只看增量不看总量，中国其实早已经超越美国。2020 年，全球疫情爆发，很多国家已经出现了经济负增长，而我们是为数不多正增长的国家，所以中国对于全世界经济的贡献，是不降反增的。现在全球经济增量中，中国贡献率已经达到了 30%。

但是我们也要看到问题，跟我们自己来比较，从 2010 年之后，长达 10 年的时间里，GDP 增速是不断下降的，个别年份回稳，但是长期依旧是下行趋势。这也显著影响了全球经济走势。

那么下一步中国经济持续放缓，欧美日早就落寞，有没有其他经济体还能接棒呢？有人会提到印度，GDP 已经上升到全球第五，但经济体量其实还不如中国的四分之一，一场新冠疫情，把印度的最大短板，公共事业差距暴露无遗。所以印度接棒的可能性并不大。中国已经形成了相当完备的技术配套，市场容量，劳动力和基础设施，这是其他国家所难以企及的。

所以作者的结论就是，我们作为接棒者，将继续为世界经济贡献最大的份额。目前我们的作用依旧无可替代，那么中国经济放缓，必然导致世界经济下行。而全球经济下行，必然会暴露出更多的问题。

人类历史上来看，可以简单的分为和平与战争两个阶段，二战至今，已经持续和平了 70 多年，战争虽然会带来毁灭性的灾难，但是在毁灭之后又会重建，是一个对于旧制度，旧经济重构的过程。一般战后建立新的制度是比较容易的，但是和平时代，要持续改革却总会阻力重重。21 世纪资本论这本书里提到，资本的收益率总是大于经济增长率，而工薪阶层的收入大体与经济一致，所以和平的越久，那么资本的扩张就会越明显，导致社会贫富差距就会越大。之前缩小贫富差距的办法就是靠战争和社会重构，而现在这条路基本走不通了。对于资本征收重税，只存在于理论上的可能。很难执行到位。所以也就是说，贫富差距扩大，将成为趋势，而且不可避免。老齐多说一句，贫富分化不光是我们国家的问题，发达国家也同样有这个问题，其他的发展中国家贫富分化更为严重。比如印度巴西这种国家，都有明显的贫民窟。

现在 IMF 和世界银行年年都有经济体改革建议，各个国家也都有经济改革主张，但基本都是换汤不换药。年年喊口号，没有什么

实质性进展，其实这也很好理解，没有人会真正想放弃自己的利益。特别是拉美那些国家，发展的很早，势头也不错，但早早的掉入到了中等收入陷阱，现在又全都被打回了原型。

目前全球还有一大困扰就是老龄化，长期的和平，让人口寿命提升很多，各个国家也不得不承受，越来越重的养老负担，增加了负债水平。而且老年人需求不足，消费不畅，对于经济方面的贡献很有限，客观的讲，老龄化对于经济绝对是负面因素。社会中普遍存在的老年人，更多都是拖累。

作者说，战争与和平，都是互为因果的，过去的矛盾不断积累，就会形成冲突，冲突过后矛盾也就解决了。桥水的达利欧甚至说，现在跟二战时期的经济情况很类似，长短债临近终点，央行的刺激空间有限，贫富差距大，带来内部各种冲突，外部世界也不断地在有摩擦出现。但作者其实并不认为再爆发战争，因为现在核威胁之下，发动战争的成本大幅上升了，这点也是老齐非常认同的。不可能再有世界大战出现，因为现在显然是谁也打不赢谁。

作者提到了一个盖茨比曲线，也就是社会越是不平等，个人经济地位，就越是取决于父母的地位，子女跟父母保持在同一阶层的可能性也就越高。比如美国 1%的人口，财富占比持续提升，现在这些最富有的人，占有财富已经接近了 40%。也就是说现在不

是什么 2-8 定律了，是 1 和 99 定律。但是你也不用着急骂街，老齐给你补充一个数据，如果你月入 1 万，在全国就是妥妥的 1%的人口了，如果你要是月入 5 万，一年 10 万美元的收入，那么你在美国也是 1%的人口。所以在老齐这里读书的朋友，大部分可能都属于占便宜的一类。

在国内矛盾无法解决的时候，政客们本能的反映就是去搞外部摩擦，转移本国内部矛盾，所以我们也看到，这几年下来我们跟美国摩擦不断，无论谁上台都免不了折腾一阵，这其实就是一种策略，如果他不跟我们闹，老百姓就得跟他闹。所以这么来看，未来这种摩擦依旧会相当频繁，因为内部矛盾没办法消除。这也是长期和平，为我们的带来的问题所在。

不过这几年外面看着挺闹心，但是在国内资本市场，却依旧保持着繁荣，随着大量长期资金以及外资的入市，整个股市的基本结构已经逐渐发生转变。资金抱团越来越频繁。从宏观政策方面，立足点有两条，1 是稳中求进，2 是底线思维，说白了就是要拿手托着，稳定经济。避免大起大落的思路。所以 2020 年疫情之后，一看经济要完蛋，马上就用政策来托底。力度是相当大的。不过这也带来了新的问题，GDP 稳住了，但是债务又大幅增加了，导致了宏观杠杆率水平显著上升。这和我们前几年去杠杆的思路完全背道而驰。

啥是宏观杠杆率，就是国家杠杆，企业杠杆加上居民杠杆，结构来看，我们现在国家这部分不高，但是企业端和居民端已经很高了。已经没有了继续加杠杆的空间。所以必须要继续坚持房住不炒，不能让房价继续涨下去，一定要给与降温，重点发展租赁市场。老齐多说一句，现在国家对于房地产就是一个添油战术，不断地往上加稻草，其实比较危险，因为你也说不好，啥时候骆驼就被压死了。就跟往上搭积木一样，看起来每一块都小心翼翼，好像没事，但是风险已经越来越大，等到他哗啦一下倒下来的时候，你根本来不及反映。

国家还有两个大战略，一个是发展科技战略，另外就是扩大内需，所以这也是 2020 年股票市场的两大主题，未来这两块，依旧将是大的趋势。会有较长期的景气空间。所以诺安成长跌下来我们敢买，2021 年白酒，医药跌下来我们也敢买。但这东西最好涨上去别追。千万别相信什么永远上涨。比如作者写这本书的时候还说，高端消费增长很确定，无论是白酒还是乘用车，2020 年都增长很好。但 2021 年，管你高端还是低端，全都出现了下跌。茅台也照样跌去 40%。

另外，两个重要任务就是缩小收入差距和反垄断，我们已经多次提到了共同富裕，显著提高中等收入者的比重，这其实就是要消

除贫富分化，但是老齐认为，这块比较困难，因为河上没有桥，眼前也没有路，只能自己摸索着来。我们认为反垄断就能够增加就业，减小贫富差距，所以这些政策都是相通的。目前正在朝着这个方向大胆尝试。但现在最大的阻力其实并非是有钱阶层，这又是为什么呢？咱们明天接着讲。

趋势的力量 2：为什么这几年我们股市还不错？

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，趋势的力量。昨天我们说到了，最近国家在为缩小差距而进行反垄断，但其实最大的阻力，并非是有钱阶层，这些互联网大佬们，他们早就已经财务自由了，这种反垄断，打击的反而是中产阶层。特别是以后可能要出台的房产税，目前最大阻力就是多套房的这个阶层。这些人基本都是富裕阶层。无论是反垄断，还是打击教培行业，又或者是未来的房产税，可能都会打掉很多中产阶层的饭碗。这个大家要有心理准备。我们可能会在这些方向上不断地试错，宏观上如果认为错了，就会纠正，但是对于个人来说，可能会造成永久性的伤害。

这几年经济其实不太好，问题很多，但是股市很好，2019 年公募基金平均收益在 35%以上，2020 年在 40%，这在历史上都是很少见的收益率水平。作者也在担心 2021 年会不会回落，其实录这本书的时候，已经是 8 月份，这一年的市场发生了较大的动荡。结构性机会依旧存在，但是却出现了明显的分化。只有新能源，芯片，和有色中的新能源小金属在上涨，其他都在下跌，2020 年永远的神，白酒医药，一些大白马跌幅都在 40%以上。所以绝大多数人其实都是巨亏的。老齐在 2021 年第一天的时候就喊出了防守的口号，我们今年要把前两年的利润装到口袋里。基本已经实现了这个目标，越到年底，反而机会越多，开始为未来布局了，比如银行，保险，中概互联，家电等等行业已经可以慢慢定投了，而白酒和医药，也在等待即将出现的机会。

作者分析，这几年我们股市表现不错有这么几个原因，第一是机构投资者数量增加，北向资金持续流入，推升了整个市场估值，第二是因为科技进步，和消费升级，让大家都看到了行业景气上确定性，第三是国家战略扶持，比如新能源，生物技术，芯片，高端制造等等，政策的倾斜，让资金抱团取暖。未来这些趋势仍然都会继续，但是老齐也提醒一下大家，未来会有波折的继续，所以趋势性上涨不等于天天上涨，这点大家要有体会。涨一个阶段，就会有大幅回撤。我们知道这是趋势的前提下，可以逢低进入，但不要追高。

站在流动性的角度下，这几年也是过剩的，特别是疫情爆发之后，各个国家都拼命放水，我们也曾经一度把 M2 升到了 10% 以上，利率也大幅下行，这都是流动性充裕的标志。但是作者也说，流动性的概念是相对的，社会上的钱很多，但不代表融资就便宜，因为经济不好，资本回报率低，所以即便货币政策很宽松，也很难产生效果。所以这就是当年凯恩斯说的流动性陷阱。克鲁格曼更是把他归结为预期问题，如果大家都对经济的预期不好，信心下降，那么降息和降准都是治标不治本，老齐翻译下，也就是说经济不好，但货币宽松，最终并不会改善经济周期，而是会推升资产价格。所以不要认为经济不好，股市就不好，就像这几年一样。而越是这种情况，其实最终贫富分化也就越大。穷人的钱都被经济洗劫了，而富人的钱在资产中不断膨胀。所以到底要加入谁，你自己做决定。

在这种情况下，该怎么投资，作者认为要具备三种思维，分层思维，结构思维，此消彼长思维，分层思维就是要抓大放小，重视高端，而忽略地低端，因为钱很难流到我们希望的那个目的地去，比如中小微企业，我们总是希望解决中小微的融资问题，但其实放的水越多，大企业的融资就越是有利。

结构思维说的是，行业中强者恒强，未来大部分行业度的集中度

都会继续上升，所以真正能有成长的都是头部公司。从消费端来看，由于收入差距还会继续扩大这个趋势，所以高端消费品和服务会更有价值一些。这块还有增长的市场空间，中低端消费，会随着大家的收入下降，而萎缩。另外作者还强调，未来的投资也会集中在新基建领域当中，对高科技，信息技术会有持续的投入，传统产业很难再获得之前的扶持力度。

此消彼长思维，说的是增量经济下，才可能出现资产价格普涨，而存量经济下，可能更多都是结构性机会。资金会在某一时间段，在某些领域里面抱团，这块会涨上天，而其他的领域则会持续下跌。所以原来那种大牛市，鸡犬升天的思维可能要改变一下。所以我们要尽量避免去持有劣质资产，和那些非核心资产。对此老齐部分同意，垃圾资产肯定是不能要的，但是核心资产这块也并不绝对，关键是好公司还要有好价格。在好价格的影响下，会发生相互转换。一些看起来一般的资产，可能也会因为价格极低而充满吸引力。而一些特别好的资产，如果价格太高，估计也够呛。

作者说货币政策对股市的影响在减弱，调控不外乎在两个方向发挥作用，1 是价格即利率，2 是数量也就是货币流动性，量价之间相互关联。货币宽松会让利率下行，有利于股市上涨。但问题通常在于，股价并不只是货币的反映，也就是说货币政策通常是逆周期而调整。那么带来的问题就是，货币政策支持股价上行，

而经济周期则对股市造成压力，两方力量会发生碰撞，最后哪个能占优势，这个并不确定。要看具体情况而定。

作者认为，货币超发之后，之所以没有导致物价的大幅上涨，主要有两个原因，第一个是因为金融和房地产，吸收了大部分超发的货币。另一方面原因，就是因为贫富分化扩大，大量的资金都流入到了富裕阶层手中，而他们对于资产的偏好要比消费品大的多。

如今要通过货币供应量来预测股市已经越来越难了，比如这几年，货币供应量并没有什么特别的增幅，但是股市却一直表现很好。他们通过多种工具的组合研究，最后得出一个结论，货币供应量领先于上市公司业绩变化 3-4 个季度，也就是说，政策一放水，3-4 个季度之后，上市公司的业绩就会出现好转，所以，他们认为利率下行是牛市启动的必要非充分条件，啥意思，也就是牛市启动，一定要有利率下行来配合，但是利率下行，不一定必然激发牛市。反过来到了牛市后期，由于情绪高涨，大家一致看多，利率指标就不再那么重要了。老齐想说的一点就是，永远记住，股市是情绪的晴雨表，而不是经济数据，所以经济真的好还是坏并不重要，重要的是投资者到底都怎么看。他们都觉得股市很好，股价会涨，那么加息也是没有什么作用的。但如果是连续加息，一定会最终起到作用。

谈到过去十年的时候，大部分投资者都会吐槽，经济那么好，中国股市为啥就是不涨，作者说这个问题要分几方面解释，先说经济，并没有那么好，我们增长其实一直在下滑，而且从结构来看，经济增长有两种方式，西方发达国家基本都是内涵式增长，而我们则是外延式增长，也就是说，人家靠的是消费需求，我们靠的是投资，所以虽然我们的增长率非常高，但是质量却也差的很远。在外延增长之下，企业的 ROE 未必会全面提升，但是企业的数量和规模庞大了，也能带来增长。那意思就是说，企业并没有变得更赚钱，只是因为企业多了。所以拉升了 GDP，

另一方面，中国股市为啥就是不涨，这个提法也不对，我们之前的估值一直很高，这些年其实一直在消化这个估值，这些年沪深 300 指数，估值中位数依旧在 20 倍左右，跟其他主要市场来比较，我们尽管 10 年不涨，但是也并不能算便宜。所以错不在这 10 年，而在于 10 年之前那波大牛市，实在是涨的太多了，所以我们用了 10 年的时间，为当年的错误买单。但从目前来看，我们估值已经回到了合理区间，甚至略有低估。未来也会随着各指数的变化而上涨。

估值水平，决定了配置价值，2019 年以来这一波市场上涨，主要来自于外资的推动，A 股被纳入了 MSCI 和罗素指数，这就让

外资投资 A 股的热情和必要性上升，一些被动基金，需要在短期内，把 A 股得资产规模加上去。所以在外资爆买之下，一些大蓝筹开始不断上涨，带动了国内机构跟随，把这种行情延续了 2 年。从目前来看，外资的配置也依旧还有空间，目前也就 4%左右，未来他们要做到 10%，甚至 20%。比如现在亚洲其他股市，中国香港，韩国，印度，外资占比都是 20%。明天我们再讲讲，资本市场映射出来的宏观大趋势。

趋势的力量 3：股市未来会呈现 2-8 定律

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，趋势的力量。昨天我们说到了，外资纷纷进场配置我们的 A 股，未来还有很大的空间可以提升，此外，A 股市场上国内资金流入，也会呈现加速的趋势，不仅有社保，企业年金，和职业年金，保险，银行理财子公司等等机构投资者增量资金持续流入，还有很多个人投资者的资产配置需要。比如目前股债的估值水平，要明显低于楼市，那么可能会有很多的原来投资楼市的资金，转而进入股市。作者也强调一点，大部分行业的估值集中

度都在持续提升，比如房地产，信息技术，医疗保健，必须消费和可选消费，那么也就意味着小市值公司未来翻身的难度会越来越高。他们的估值水平还会进一步下降。股市未来会呈现 2-8 定律，也就是说能跑赢市场平均涨幅的公司，不会超过 20%。

下面我们看看，资本市场映射宏观大趋势的变化，作者说他虽然从业这么多年，但是对于股市和债市的波动，一直缺乏兴趣，他只关注宏观经济的研究。它对市场的理解就是，只要不出现大的战乱，长期而言，绝大多数市场，趋势都是向上的，这是因为经济总是会向上生长的。至于大家对于 A 股牛短熊长的抱怨，其实也不一定对，90 年到 2020 年，A 股市场的平均年化收益其实高达 21.57%，只是因为上证指数严重失真，所以才误导了大家。其实我们并不比欧美市场差。当然，过去十年，我们肯定是落后美股的，原因有这么几点，第一，A 股市新兴市场，还不够成熟，全球机构投资者，正在对我们的认可当中。第二是，与中国经济质量确实息息相关。尽管增长不低，但是主要靠投资拉动，企业 ROE 很难提升。

但从趋势上来说，我们肯定会不断走向成熟，质量也会不断提升，最终会跟成熟市场相一致，其实我们发现，股市上已经出现了一些明显的变化，尽管走出了很多次牛熊切换，但是很多企业一直在上涨，甚至产生了几百倍的涨幅。说明我们的市场，对于价值

依旧是认可的。并不完全是我们大家口中的那个政策市，情绪市。

作者提到了一个很有意思的观点，这些年来保险资管的回报优于券商自营，为啥会这样，就是因为保险资管是配置的思路，而券商自营是博弈的思路，这就是说，博弈不可能取得高收益，正所谓十赌九输，还有一个统计是 7 赔 2 平 1 赚，投资者亏损的原因就是不会长期持有，经常频繁交易，这其实就是博弈的主要特征。目前 A 股在全球而言，依旧是换手率最高的市场。追涨杀跌，那肯定就会进入恶性循环。越亏越多。日本和德国的市场，换手率就相当低，说明当地的投资者对于博弈兴趣不大，更多都是一些配置型的投资者。保险资金属于那种规模特别大的，又是长期资金，所以管理人反而更关注长期收益，忽略短期市场波动。这也让老齐想起一个问题，有人说，如果让你只选择一个公司投资，封闭 20 年，绝大多数人，可能都不会选错。也都能赚到钱。仔细想想确实这么回事，大部分人可能都会选择，银行保险消费这些领域的公司，那些什么热门技术，估计没啥人敢选，过几年弄不好就倒闭了。所以这恰恰就是问题所在，交易太容易了，流动性太好了，反而让你们赔掉了更多的钱。

美国股市，从散户时代，到机构时代，大概经历了 70 年，这个过程是相当漫长的，但趋势的方向不会改变。我们这几年已经在持续开放，肯定会缩短美国的这个时间距离，但是也肯定不会一

蹴而就。老齐估计最快怎么也得有 20 年的时间。所以未来一段时间，可能就是中国的资本市场最好的一段时间。类似于 82-2000 年的美国市场。

2002 年，作者当年在国泰君安的时候，就策划了一组未来蓝筹展望，也就是找出一些未来能够成为行业领军者的公司，比如华为，五粮液，海螺水泥，招商银行，海尔，北方稀土，青岛啤酒这些，如果现在来盘点的话，20 年来，华为增长了 38 倍，五粮液 88 倍，海螺水泥 36 倍，招行也有 23 倍，海尔 18 倍，但是也有判断错误的，比如广州日报，现在的粤传媒，20 年反而跌去了 58%，四川长虹跌去了 11%。还有一些企业涨幅也不太大，比如哈药集团，当年的超级大白马，认为未来哈药能挺进世界 50 强，现在一看 20 年过去了，才上涨了 20%。而中芯国际，大家觉得芯片怎么也是一个新兴产业吧，但 02 年到现在，中芯国际在港股上只上涨了 6.87%。

作者最后统计，有 60% 的行业龙头被错判了，这些错判的公司不但没有成为行业领军者，反而落后了，甚至变得平庸，那些赚了钱的公司，有的也不正确，比如五粮液，虽然收益巨大，但是行业领军者是茅台，海尔也没少赚钱，但是显然也落后于美的和格力。后来他们复盘，站在 2002 年，确实很多事情是预测不到的。

那么他们也在反思，到底是什么行业龙头，才值得长期持有呢？他们总结，第一，产品具有独特品牌优势和资源优势的上市公司，有这个优势，即便你没保住龙头的地位，也会有不错的回报，比如五粮液。以白酒和中药行业最为突出。高品牌价值，是高回报的来源。

第二，具有较大行业发展空间的龙头，比如海螺水泥和海尔，也涨幅可观。如果根据行业来看，食品饮料行业增幅排名第一，家电生物医药排名也是十分靠前，大家注意，生物医药这块，他们选的是哈药，显然是选错股了，如果选的是恒瑞医药，那么这个收益率恐怕要大幅提升。

第三，民企更加具备高成长的潜质，他们复盘的时候发现，民企和国企最后的成长性，天壤之别，比如光明乳业就是老国企，才涨了2倍多，而改制后的伊利股份涨了61倍。上海家化改制后，也是回报率大幅提升。

栗渺社分享微信 jnztxy 谨防N手群转卖，以免断更

第四，地域关系影响也很大，深圳这个城市不知不觉出了很多龙头，比如房地产龙头万科，银行龙头招行，互联网的腾讯，保险的平安，通讯设备的华为，还有无人机的大疆，主要跟当地的创新创业环境有关。

第五，高比例现金分红，是行业龙头的一个特征，这几十家龙头占了上市公司总体分红的近 10%，高分红公司，说明自己很赚钱，同时也不差钱，他们有大把的现金流，所以才能捕捉到市场更多地机会，从而实现高增长。那些始终生存在现金流生死线上的公司，是很难有所突破的。

作者还用了另外一个数据对比，就是 M2，这 20 年间，增长了 10 倍，他们选出的未来龙头里面市值能够长期跑赢 M2 的公司，其实只有 7 家，跑赢上证指数的也只有 19 家，也就是说，能跑赢指数的概率并不会很高，大概有就 6 成。那么是不是意味着精选个股没有意义呢？也不能这么看，因为这些公司的整体回报是上证指数的 2 倍。也就是说虽然选股的胜率不高，但是选对了可以赚很多钱，选错了也没关系，除了粤传媒之外，其他亏得并不多。

作者有一位同事，叫做邵建，04 年开始管理嘉实增长基金，11 年的总回报是 768%，年化回报 21%，他的投资方法就是寻找 10 倍以上的公司，他把二级市场的基金，当成股权基金来做了，作者说这个思路是非常正确的，用一级市场的思路投资二级市场，几乎没有流动性风险，一看不好随时可以撤退，即便没选中那些行业龙头，有些公司成为次龙头，也会有很高的回报。所以他很赞同这个做法，老齐补充一下，其实巴菲特也是这个思路，他买

一家企业，基本会把自己送进董事会，所以他其实并不是在买股票，买的就是生意本身。

对于资本市场而言有两种投资思路，选时和选势，时势造英雄，只有把握好时机，才能避免亏损，胜券在握，但无论是在 A 股还是在百年美股当中，都没有出现过能完全能预测点位的高人大师。技术分析曾经红极一时，成为股评家们的最爱，但是如今早就已经落寞了，甚至在专业的投资者眼中，完全不值一提。作者看来，能够对事件做准确预测的，一般都逃不脱概率分布规律，比如扔硬币 10 次，连续都是正面的概率差不多是千分之一。如果你有 1 万个人参加比赛，可能会有一个这种情况发生。那么是不是说这个人扔硬币的水平高呢？显然是荒谬的。那么我们到底该怎么去做投资上的预测，咱们明天接着讲

趋势的力量 4：假如每年选出上一年表现最好的 10 只基金？

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，趋势的力量。昨天我们说到了预测，其实就是概率的游戏，你猜的次数多了，总有蒙对的时候。样本率足够大的时

候，也总有人可以连续蒙对。但问题的关键在于不可复制，一个人之前反复预测对了市场，下一次他的预测就一定对吗，显然不可能。甚至恰恰相反，那些预测对了大危机的人，反而最后全都看错了市场。

甚至在公募基金当中，都没有一位常胜将军，因为每位经理其实都有自己的风格偏好，他们很难把握市场风向的随机变化，根据他们在金融工程上的研究，市场完全呈现一种风水轮流转的思路，平均在每一年，表现最好的行业，和表现最差的行业，差距并不大，注意这里说的是行业上涨的时间，而并非是幅度。

他们还做过一个测试，每年选出上一年表现最好的 10 只基金，形成一个组合，能跑赢中位数吗？答案是不能。说明在股市里拿到冠军，充满了偶然因素。连续拿冠军则缺乏必然性。他们参加的新财富最佳分析师的评选，宏观和策略组，几乎很难连续三年卫冕。这也说明了随机性。

在券商当中，最吃香的其实就是宏观和策略分析师，但是这些人转行做基金经理普遍表现不佳，从券商转基金，做的好的，通常都是那些行业分析师。这就进一步强调了作者的观点，选时是很困难的，相对来说深耕行业去选股，反而机会更大一下。也说明，自上而下的逻辑，不如自下而上。

二战之后的长期和平，其实也给宏观预测带来了困难，和平就意味着不会轻易崩盘，所以大家的寿命越来越长，生物医药行业走出了最强走势，也意味着阶层固化，高档消费品持续热销，增长潜力巨大。也就是说，看似短期非常随机，但是如果你使劲往上爬，站在大的格局上去思考，很多东西几乎都是确定的，比如人口向大城市集中是确定的，贫富分化也是确定的，老龄化是确定的，智能和新能源车替代传统汽车也是确定的。把这些想明白之后，只要耐心等待，比你反复预测，反复波段，回报要强的多。

这几年大家都在谈论着货币贬值，确实钱越印越多 有些东西也是不断地再升值，比如古董古玩之类的，稀缺性决定了估值高低，所以反过来说就是什么东西一多了，他就不可能值钱了，比如之前的恶性通胀，说白了就是钱印的太多了。那么如果按照 M2 来测算，我们 80 年的时候 M2 只有 2000 亿，而到了 2000 年是 13.5 万亿，现如今已经超过了 200 万亿，也就是说 30 年涨了 1000 倍。所以这些年来习惯于储蓄的老百姓，基本都哭死过去了。钱基本都白赚了。购买力只会越存越少。但是现在出现一个奇葩现象，当下的钱不值钱，以前的那些退出流通的钱很值钱。比如第一套人民币，早就已经不用了，但是现在一张就能给到 140 万元。不说那么远，就说 20 年前，那种第三代人民币，如果你要能保留下来，也同样值钱。整套人民币票面价值是 21.06 元，现在能

给到 3150 元，增值 150 倍。也就是说，有人喜欢把钱埋在地底下存起来，或者放到银行里吃利息，但其实你还不如换成新票，就放在家里保存下来。远比你存到银行里赚的多的多。当然这个方法别人都不知道的时候有用，等大家都这么干，也就没什么用了。

目前中国家庭的资产配置结构来看，房产大约占了 70%，显然过高了，金融资产只占比 20%，这其中无风险资产要比权益资产更高。如果从大类资产估值来看，无论是房子还是 A 股，估值水平都不能算低，主要是资产太少了，核心资产更少，所以价格也就不太可能便宜。从长期来看，如果长期利率能持续下行，那么对于股债则都是有利的。

作者一直有个观点，就是买你买不起的东西，投资稀缺性，享受溢价。比如茅台，谁都知道他贵，但是最后反而越来越贵。另外成长性也是一个很好的增值领域，所以创业板，未来肯定会强于主板

从长期来看，由于全球经济长期处于下行趋势，所以大宗商品很难再走出超级周期，那么对于股债来说反而会变得有利。老齐给

你捋一捋，也就是说，具备稀缺性和成长性的权益类资产，将是未来回报最高的资产，我们应该把钱，都埋在这里。

下面我们来看看，存量经济时代，叫做分化趋势下的投资机会，有效需求是靠可支配收入来支撑的，如果收入增速下降，消费增速自然也就下来了，2018 年国家统计局公布的人均可支配收入中，占人口 60% 的中等，偏上和偏下三组，收入群体增速只有 4.4%，什么意思，就是说收入分化比较严重了，高收入组依旧在快速增长，是其他组增速的 2 倍，这种收入增速上的分化，会让有钱人越来越有钱，总体对于消费是不利的，所以只有结构性机会，也就是所谓的消费升级，第一个逻辑就是恩格尔系数往下走，第二个逻辑是基尼系数往上走。老齐给大家翻译一下，恩格尔系数就是食品支出占总支出的比例，恩格尔系数往下走，就是说，大家有更多的钱用到吃喝以外的地方，说明生活变好。而基尼系数就是贫富分化系数，这个系数往上走，说明富人越来越富，穷人越来越穷。目前我们国家的数据是一路下滑。

另外，随着人口老龄化，生育率下降，收入水平提高，也使得服务型消费上升，医疗保健和教育培训上的支出大幅增加，中低端的食物饮料，服装饰品这方面的消费则明显下降。用一句话来解释，目前的消费就是高端高增长，低端低增长。全球奢侈品消费总额中，中国消费者的贡献率高达 44%，国内乘用车同比下滑

7.7%，但豪华车却实现了 11.4% 的增长。

从总体来看，目前居民债务余额达到了 55 万亿，平均杠杆率 55%，接近发达国家水平，很难再有进一步的上升空间。所以消费总体来说并不乐观。这么看，10 亿人没坐过飞机，也不一定就能得出利好航空业的结论。作者说反而可以看好北京上海深圳的机场，因为未来大多数有钱人都会在这里集中，所以机场消费很可能会提升。全国 241 个机场，前 10%，也就是 24 个机场，占了全国旅客吞吐量的 93.3%，美国也是这样，美国经济中一半的 GDP 都是由极少数的经济活跃区域创造出来的。所以他甚至不太赞成去搞什么大振兴，大开发。绝大多数地区都是不应该投资，也不值得投资的。注意这是作者的话，不是老齐的话，这种极致的精英主义，应该会让很多人听后感到十分不舒服。

现在很多人一说房价就必然提到城镇化，张口闭口就是 9 亿农民要进城，但是其实目前城镇化的进城已经十分缓慢，大概只有 200 多万人每年进入城市，相当于 10 年之前的一个零头，所以城镇化的趋势可能只对少数城市成立，作者说，未来中国可能会走向大城市化，这个空间要比城镇化大的多。2019 年上海人口数量，占全国城镇人口的 2.86%，随着都市圈的扩张，可能人口规模还会翻一倍。他类比的是纽约都市圈。接近美国城市人口总数的 9%，富裕人口大量向大城市集中，那么相关产业集中度也

会提升，医疗，养老，教育等社会公益和福利也会聚集。他甚至说，如果没有政策限制，上海常住人口可能会达到 5000 万人。现在政策限制了，那么这部分人口就会走向上海周边。可能会走出东京的走势，比如 70 年代后，东京人口数量在减少，但是大的东京都市圈，人口数量却在增加。最近几年，上海，广州，深圳都有这个趋势。核心城市周边发展很快，老齐解释一下，这其实就是长三角和珠三角的大经济圈概念，目前的产业和人才已经向这两个方向重点集中，未来在这两个经济圈之内的房价可能还会上涨。至于另一个超级大都市北京，现在不具备这样的潜力。老齐预计，未来经济上，北京可能会明显落后于长三角和珠三角，因为北京周边一个能打的都没有。领导也不想让北京周边聚集的人太多。

很多人都觉得高铁修到哪个城市，哪个城市经济就会崛起，人口就会增加，但可能恰恰相反，一些城市通了高铁之后，人口反而加速在流出。现在人口全都向东部和南部两个经济圈集中，而三四五线城市，都面临着巨大的人口流出压力。像河南，湖北，湖南，四川，山西这些省份，人口要么流出，要么在向着省会集中。叠加老龄化的趋势，作者的判断跟老齐基本一致，那就是中小城市人口减少的情况，会越来越快，能持续形成人口流入的大城市不超过 20 个，所以后面 10 年，会呈现一个冷热不均的城市分化。绝大部分城市会走入衰退。那么在这样的情况下，我们该如

何寻找投资机会呢？

趋势的力量 5：哪些企业有成为头部的可能

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，趋势的力量，昨天我们说到了未来必然出现大的城市分化，绝大部分城市风险大于机会，反过来说，人口会带来大的机会，越是核心区域，核心地段，带来的确定性机会也就越强。

作者说一叶知秋的时代过去了，未来我们判断宏观经济的时候，不能再根据几个指标，就对整体环境下结论，比如大学生找工作越来越难，能说经济下行吗，其实另一方面我们还看到了企业招工困难，经济型酒店总体过剩，但核心区五星级酒店却会务爆满，社会用电量回升，但是企业倒闭数量却持续增加。所以结构大分化，正在愈演愈烈，各行各业的生意越来越难做，但是头部企业却越来越好。90 年代彩电品牌超过 50 个，而到了现在只剩下不到 10 个，空调品牌从 400 多个，现在基本被格力美的双寡头垄断。

那么哪些企业有成为头部的可能呢，或者说他们的特征是什么？作者认为应该从两部分去识别，一个是 ROE，另一个就是利润增速，根据他们的研究，2010 年到 2019 年，净利润增速年均超过 25% 的企业，一共才只有 38 家，之所以要选择 25% 作为参考指标，就是因为刚好是 10 年 10 倍。他们分布在计算机行业里 6 家，医药生物行业 6 家，建筑业 6 家，房地产和电子元器件各 3 家，餐饮旅游，汽车，食品饮料各 2 家。如果站在大的板块划分，大消费是最多的，占了 13 家。民企 22 家，占了一半以上。所以老齐总结一下。我们投资的时候务必要用一些量化指标先选择一道，比如连续三年利润增速大于 20%，ROE 大于 20%，一下就把 4000 多家上市公司，给你筛选到了 80 家企业。然后这时候你再去做配比，比如计算机里面我们装 20%，医药生物装 20%，跟大消费沾边的我们选择一半。最后再翻翻价格和估值，估值超过 30 倍的不要。最后选出来的公司可能也就只有不到 20 家，你可以好好把这些公司研究研究，这些企业会不会是以后的 10 倍大牛股呢？欢迎大家 10 年以后回来挖坟。

下面我们来看看基金，2020 年投资基金的朋友，都赚了很多钱，据说收益中位数都是 46%，这是公募基金自 2010 年以来最高的回报了，这两年公募的业绩特别的好，超越指数的牛基随处可见，为啥会这样？其实是因为整个资本市场的玩法变了，作者之前做

了一个绩差股组合，在 2016 年之前，远远跑赢了大盘，但是到了 2017 年以后，这个组合就表现很差。说明大家开始越来越关注价值了。崇尚价值投资的投资者，逐渐开始成为大多数，而那些炒垃圾炒概念的，变成了少数。时代的天平开始向机构投资者倾斜，而且未来这个趋势会越来越被强化。而收益增多，大家申购踊跃，基金公司也彻底扭转了利润结构，过去 5 年，主动基金的收入是 1.3 万亿，其中价差收入，股息收入累计贡献了 8300 多亿元，投资收益相当可观。老齐解释一下，基金公司除了给大家管钱之外，自己也拿钱去投资，以前行情不好，他们只能赚管理费，但现在一半多的钱，都来自于投资收益了。而在这期间，基民其实也是获利满满

基金公司之间也出现了分化，作者用一个指标，叫做投资收益比上管理费，这个指标越大，就说明基金公司靠投资赚到的钱越多。那么东证资管，交银施罗德，景顺长城和中欧基金，表现格外优异，都在 5 倍以上，此外还有兴全，华安，汇丰晋信，前海开源，银华和大成，也都在 4 倍以上。这些公司的投资收益比管理费，都远高于市场均值的 2.9 倍。

目前公募基金总规模达到 20 万亿，5 年增加了一倍，老齐补充一个内部数据，未来五年可能还要再增加 1-2 倍，也就是说 2025 年以后回到 40-60 万亿的规模，成为市场中的绝对主力。在这种

大的时代背景之下，居民理财市场也发生了较大的变动，保本理财的收益率持续回落，越来越多的居民储蓄，开始向公募基金流动。老齐也是看到这个大的时代背景，知道大家有广泛的投资基金的需求，所以才为大家提供这个投资者教育的服务。

作者说机构投资者业绩优异，其实这也是宏观上进入存量时代的必然结果，机构投资者在把脉经济结构变化方面，更加具备信息优势和认知优势，他们也更容易找到确定性增长的公司，当大家都用一套逻辑去投资的时候，往往就会造成集中抱团的结果。强者恒强，会持续相当长的一段时间。2016 年到 2020 年底，我们的 A 股市场 5 年时间，诞生了 96 只 10 倍涨幅的个股，其实这个概率还是很大的。而这些 10 倍股，占公募基金重仓股总市值超过 18%。也就是说，好公司，基本都被公募基金收入囊中。

很多基金其实并不是最近才买进来的，比如安井食品，过去几年迅速成为速冻食品行业龙头，而嘉实基金其实在 2018 年就持续增仓，在流通股里占据了 10%的位置。

整体而言，宏观环境的变化才是导致利率以及股票市场大小盘风格出现大趋势轮动的核心力量，决定市场未来风格走向的关键，取决于经济复苏的力度以及货币政策的走向。老齐给你补充一下这个知识点，在货币宽松和经济复苏周期，成长会明显优于价值，

而当经济下行，企业利润回归的时候，价值会明显优于成长。作者也曾经预计 2021 年会发生均值回归现象。这个跟老齐在新年第一天的判断基本一致。而这一年也大体上按照这种思路在演变，去年下半年表现糟糕的芯片半导体，今年上演了末日狂奔，而去年一直表现优异的金融，中概股，白酒，医药，却半年来普遍跌去了 40%。不过也有一直很强的，比如新能源，也有一直很弱的比如传媒，未来还会发生进一步的均值回归。市场会在几个有价值的领域里面，不断地进行此消彼长。所以老齐的建议就是，这些都是好行业，跌下来可以低吸，但涨上去千万别追。

目前全球已经把货币宽松演绎到了极致，特别是美国，疫情之下，都开始直接给老百姓发钱了，那么这些钱肯定会产生溢出效应，流向股市，所以这两年美国经济很不好，但是股市却屡创新高，这都是流动性推动的结果。国内其实也差不多，就以这两年的股市来比较，A 股并不比美国市场差，但这其实掩盖了两极分化的状况，比如经济不好，传统产业受到巨大冲击，但是人均薪酬却在上升，说明什么问题，说明低收入者可能在大量失业。传统产业更加低迷。

但另一方面，楼市依旧火爆，豪宅都在抢着买，豪车甚至要加价，股市不断上涨，让富人越来越富，穷人越来越穷。越是刺激经济，可能这个趋势就会越明显，比如东北，很多人都开玩笑的说，东

北一振兴，海南的房价就会涨。说明振兴计划，只会让有些人钱包更鼓了。

作者在这本书里透露了一个观点，那就是 2015 年我们的刺激过度了。造成了资产泡沫明显，居民杠杆率大幅上升。直接导致了后来房价问题，始终尾大不掉。老齐非常同意这个观点，我们有两个典型的昏招，一个就是 2015 年的放水刺激，另一个就是棚改货币化安置，这两招让我们后几年的经济非常困难。所以大家要理性看待政策，政策并不完全是正确的，甚至错误的政策一点都不比英明的决策少。有些错误可能要一代人去买单。比如 2015 年这次，至少会影响全国人民 10-20 年的幸福感。后来我们才赶紧纠偏，一方面房住不炒，另一方面又开始提国内大循环，刺激消费。但把杠杆都加到房子上了，让这个大循环无以为继。但这个纠偏方向是正确的，只是力度还不够。现在的政策逐渐走向正轨，努力发展高新技术，鼓励消费，发展壮大资本市场等等。未来在科技领域我们的投入规模还会不断加大，这条赛道是确定性非常高的领域，而房地产基本上会一直限制下去，而且会不断地在上面加稻草。作者也十分认同，今后的房地产投资回报率估计会持续下降。

未来抑制资产泡沫会有两个主要方向，一个是抑制需求，比如限购房地产，收紧货币，另一个是扩大供给，当然这个不包括房地

产，因为现在自有住房率已经达到了 97%，比美国高了 20 个百分点，如果房地产再扩大供给，后患无穷。那么也就是说，未来肯定会积极引导大家，减少房地产的配置比例，多增加金融资产比重。那么对于我们个人来说，要做哪些调整呢？咱们明天接着讲。

趋势的力量 6：资产过剩的情况下！如何寻找核心资产

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，趋势的力量，昨天我们说到了，未来必然要抑制资产泡沫，控制房地产价格，让大家降低房地产方面的资产配置比例，多增加金融资产的比重，这个符合内外双循环背景下的时代趋势，同时由于银行理财的刚性兑付已经被打破，净值型产品的投资风险显现，股市上的偏股型公募基金的平均收益又非常亮眼，所以储蓄资金开始纷纷转移到投资基金里面上来。

2021 年的 A 股估值，其实已经出现了明显的提升，但如果站在整个的大宏观背景下，股权融资占社会融资的比重还比较小，扩

大股权融资规模，无论从哪个角度来看，都会对中国经济的转型更有利。如果把股市做大，也就意味着我们的资产变大，那么我们的杠杆率也就降低了。可以有效化解金融风险。

如果分析股市的结构，2020 年上半年，A 股市场的主要机会来自于降准降息下的需求侧，也就是资金推动型牛市，而下半年，则是进入宽信用周期，股权融资开始持续上升，这也就是说来自于供给侧带来的牛市。在需求侧之下，容易爆发全面的上涨，但在供给侧之下，则会出现明显的结构性特征。以后大家记住，资金收的越紧，市场结构性也就越明显。然后钱就都会跑到景气行业里面去抱团。这时候如果是利润上行周期，经济强周期，那么大概率会进入成长风格，比如 2020 年和 2021 年上半年，反之如果是利率下行周期，经济弱周期，则会进入价值领域。比如 2017-2018 年初。老齐一般会这么判断，先根据未来的周期，选择大致的风格，如果这个风格当下又是很便宜的，我就会适当进行超配，比如 2018 年我们开始超配创业板，2020 年我们超配，有色，黄金，石油，7 月以后我们抄底诺安成长，2021 年我们开始反过来抄底银行，保险，家电这些行业。

下面我们看看商品和资产价格如何变化。这些年来，我们坚持不懈的搞扶贫和振兴乡村，现在城乡差距已经确实缩小，10 年前差不多是 3.3 倍，现在是 2.55 倍。但依然任重而道远，相信大家

都听到过一个数字，6 亿人月收入不到 1000 块钱，即便是高收入组的 2.8 亿人，月均可支配收入也只有 6691 元。这就是我们的现状。所以穷人还是非常多的。不能被个别群体的富裕掩盖真相。收入太低就造成了我们需求不振，所以 2021 年大家都看到一个现象，上游原材料，由于国际上美元放水所以价格猛涨，但是国内销售端，产成品价格却涨不起来，生产的东西甚至卖不动，库存还在增加。

美国股市好像特别的强劲，但是都是因为低融资成本下，很多企业选择了债务融资，然后大幅赎回股票，2010 年以后，标普 500 的杠杆水平就显著提升。2020 年，有 37% 的公司，10 年净回购金额超过了总股东权益的 45%，也就是说，借钱不要利息了，但我的公司却在持续赚钱，那么我肯定会尽量通过借钱，把公司买下来。如果还是不理解，你就想想，如果贷款不要利息，你要不要买套房。所有人都会尽可能的多买，然后把房子租出去，赚这个租金利差。因为这就相当于白捡钱一样。所以极低的利率，其实就是美国股市长期走牛的最根本原因。而我们这 10 年明显弱于美国，就是因为我们的刺激跟美国不是一个量级的，比如我们的财政赤字率才 3.6%，而美国 2020 年已经超过了 15%

展望未来，我们可能也会逐渐降低利率，那就必然出现一个现象，就是钱多资产少，所以最后这些便宜的资金，会把核心资产买的

很贵很贵。其实老齐总说，经过一轮牛熊之后大部分好的公司都会上涨，只是有的涨的多，有的涨的少。我们只要买入那些不断创造价值的资产，买的不太贵，拿住了一定都可以赚到钱。这不是由资产本身决定的，而是由货币贬值决定的。作者强调他2016年自己就看好黄金了，因为美元的趋势一定是贬值，那么黄金就肯定不断升值。他提醒我们，不要用之前的高低点来判断核心资产的高低，这些固有数据，会在大放水时代，被完全打破。

下面我们看看，如何在资产过剩的情况下，去寻找核心资产，这几年股市上一直都有核心资产的传说，那么什么事核心资产，老齐的理解就是，拥有稀缺性，且能够产生持续不断地现金流的资产，而并不是说，价格一直上涨的就是核心资产。作者也提醒大家，相信逻辑不要相信神话，比如2016-2017年，很多人看到房价大涨，于是就高喊新周期崛起了，但作者始终认为，短期数据不代表趋势。某类资产价格已经远超过合理估值水平的时候，其价格还在拼命上涨，那么这类资产就离泡沫的破裂不远了。

其实这几年我们的货币一直比较克制，除了新冠疫情之下，M2上了10%，其他时间基本都在9%以下，这个跟2009年四万亿政策，动辄29%的M2肯定没法比，这就相当于货币增量已经开始收缩了，不过大家也不用担心，增速回落，对存量影响不大，不至于让存量资产价格大跌，但是涨幅肯定没有以前那么凶猛了。

这时候杠杆高的地方，要比杠杆低的地方更危险，比如楼市如果未来以 5% 的速度增长，那么他是跑不赢利率的，也就让炒房无利可图，甚至变成亏损。

所以货币增量收缩，会带来资产的结构化调整，90 年代初，日本和亚洲四小龙的金融泡沫破灭，就是因为货币收缩导致的，高杠杆的投机资产会率先被引爆。所以我们才看到，国家不遗余力的在拆掉楼市杠杆，尽量降低涉房贷款比例，就是这个意思。而目前股市还没有泡沫，杠杆规模也并不大，所以还不用特别担心。至少不会出现日本 90 年代初那样的情况，那时候股市和楼市都是高杠杆，高投机。所以一下两大市场，全都炸毁了。有人问，如果我们也出现这种危急时刻，该怎么避险呢？其实不难，买点海外资产就可以了，90 年代，如果你从日本楼市和股市上撤出来，去投资美国或者其他新兴市场，其实后面的回报相当可观。

2011 年，我们的建筑周期开始下行，2016 年我们开始推进供给侧改革，这些迹象都已经表明，我们的产能总体过剩了，所以很难再出现一个大的商品周期。后来虽然大宗商品也有脉冲式的上涨，但基本都是因为供给减少，而并非需求火爆，所以很难持续下去。

PPI 和 CPI 之间的缺口不断扩大，这也是贫富分化扩大导致的宏

观表现，说明没有需求，所以终端产成品价格很难上涨。2020年白酒销量增长其实并不多，但茅台的销量却始终维持高增长态势，多贵的酒似乎都能很轻松的卖出去，但是便宜的酒却卖不出去，大家可以想想为啥会出现这种情况。老齐认为，这可能不光关系到高端消费，还关系到金融炒作，毕竟涨价促销的，目前只有三种东西，股票，房子，茅台。都是越涨销量越好。

从通货膨胀的角度来看，我国其实 95 年之后，就再也没有出现过恶性通胀，大家感觉钱不值钱，其实都是拿房子来做参考标准得到的结论。但房子代表的是资产，而且是泡沫化的资产，他并不能代表商品。去年有人还居心叵测的拿猪肉来算通胀，当时老齐就说，劝他们可以到今年再算。2021 年猪肉价格跌去了一半，现在已经没人再拿猪肉算通胀了。所以没文化挺可怕的，经常会被别人带节奏。

那么未来，作者也做出了一个判断，就是资产会越来越过剩，比如房子越盖越多，上市公司越来越多，各种垃圾债，商票也层出不穷，再加上一些股权投资，艺术品投资，可投资的东西会非常泛滥，但是绝大多数可能都是垃圾，只有极少部分核心资产，会具备长期投资的潜质。

那么如何才能分辨核心资产呢？作者说了一句耐人寻味的话，买

自己买不到的东西，想买而买不起的，通常都是大家公认的好东西，当你买不起的时候，大部分人肯定也买不起，有钱人都喜欢，而一般大众买不起的，往往都是核心资产。顺着这个思路，我们能想到的就是一线城市核心地段的房子，股票市场里最贵的股票，贵金属，古玩艺术品等等，他认为这些东西，具备长期持有的价值。未来也会越来越贵。但是老齐可能并不太认同这个说法。明天再来说说我理由。

趋势的力量 7：富人在抱团的东西就是核心资产

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，趋势的力量，昨天作者提出一个观点，买不起的东西才是核心资产，比如一线核心地段的房子，股票市场里最贵的股票，贵金属和古玩，但老齐不太认同，这些东西短期很可能是泡沫。比如按照这个逻辑，90年代你应该买东京的房子，2000年你应该去追亚马逊的股票，那么最后都会让你损失80%，2021年初还有一位网红经济学家，也是这么说的，劝大家买核心资产，和房子，那会大家最认可的核心资产就是腾讯阿里，白酒医药，拿到2021年下半年也已经亏掉了40%。而到了8月，这位经济

学家又提出，大趋势理念，说未来的大势就是降低房地产、金融、教育、互联网等的利润和垄断，以及由此引发的过去长期对民生和实体经济的挤压和成本，大力发展制造业、硬科技、实体经济、新能源、资本市场等。百年未遇之大变局，也是百年未有之大机遇。看清这一大趋势，至关重要。每个企业每个人最终都是时代的产物。这显然又是鼓励大家去搞芯片和新能源，继续追热点。所以大家看书的时候，应该有自己的判断。尽信书不如无书。

不过作者说的一点是对的，核心资产，基本逻辑肯定都是富人在抱团的东西，所以我们顺着这个思路往下想，什么东西会让富人趋之若鹜，持续消费。高端白酒，生物医药，这些都是肉眼可见的好赛道。国外的像苹果这种公司，不做穷人的生意。还有特斯拉这种公司，未来的潜力仍然存在。

从美国股市来看，分化已经非常明显，基本就是精英消费领域的股票在涨，比如科技类，互联网类，他们已经占市值的比重越来越大。2020 年纳斯达克涨幅最大的前 20 只股票，贡献了总涨幅的 95%，中国创业板，20 只股票，也贡献了总涨幅的 90%，那么在未来，资产配置上，要有三大主要思路，第一强者恒强，第二此消彼长，第三优胜劣汰，作者十分看好黄金的配置，他的理由就是黄金供给量很小，但是全球印钞票是无限的，所以未来美元一定会大幅贬值，那么贵金属一定会涨价。对此老齐持有保留意

见，我认为黄金只有阶段性避险作用，不具备长期配置价值。比如 2020 年我们也配了不少黄金，但是 2020 年 10 月，就不让大家再持有黄金了。老齐认为，黄金只有在世界大乱的时候，才应该配置。等到世界秩序恢复，无论美元印了多少，他都不再被需要。因为黄金不具备孳息能力。

这几年流行一个词叫做赛道，大家现在看好的赛道，主要有医药生物，食品饮料，电子计算机等等，好赛道上的公司，意味着具备高成长性，所以投资者都给了非常高的估值，比如医药生物，给到了 50 倍 PE 以上，而食品饮料都到了 60 倍。相比之下银行就惨多了，市盈率只有 5 倍，大家现在的交易，基本都集中在这些赛道当中，2018 年以后，其实我们一直是这种强者恒强的思路。真正的好公司，基本都是百里挑一，比如 5 年利润增速保持 20% 以上的公司，大概全市场只有 50 家左右。超过 30% 增速的只有 39 家，超过 40% 增速的只剩下 11 家。所以能够持续高增长的公司，其实是非常少的。

如果从利润的绝对数量来看，A 股中只有 105 家公司，归属母公司的净利润超过 50 亿，超过 100 亿的公司，只有 59 家，其中银行占了 20 家，房地产 8 家，保险 6 家，建筑业 5 家，其他行业的优秀代表，也就是茅台，五粮液，上汽，美的，格力，温氏股份，海螺水泥，三一重工，万华化学，恒力石化，工业富联，

还有海康威视。所以什么是核心资产，能赚到大把利润的，就是这个时代的核心资产。

在我们的认知中，10 年 10 倍就算是大牛股了，但其实这个概率并不低，根据作者他们的测算，2006 年初，有 1300 只股票，到了 2015 年末，这 10 年间，涨幅超过 10 倍的股票多达 410 只。也就是说概率达到了 32%。也就是说，你随便选 3 只股票，就应该能有一只是 10 年 10 倍的大牛股，但是，扣除掉每只股票最大涨幅的 2 年后，其他 8 年的平均涨幅只有 7%，啥意思，也就是说，10 年 10 倍并不是平均涨上去的，而是基本一波流上去的。如果你没有等到这个一波流，那么即便骑上了大牛股，也收益极低。老齐的理解是，其实很多股票都具备大牛股的潜质，我们要做的就是耐心等待，等到下一轮普涨的牛市到来。你其实瞎折腾半天，真不如一直拿着。吃到一只股票 10 年 10 倍，就算其他 2 只都亏没了，你也是赚大发了。所以一定注意，千万别折腾，要确保雷劈下来的时候，你在股市当中。

不过作者还告诉我们一个真相，一旦出现 10 年涨 10 倍的现象，那么随后可能就会发生较大的均值回归，平均每年下跌 10%，甚至有的会跌一半下去，也就是说，具有很强的过山车特征。所以千万不能再去追这种 10 年 10 倍的个股了。

下面我们来看看，机构投资者壮大之后，会带来哪些价值重估的机会，作者说成熟市场的昨天，可能就是我国 A 股市场的今天，会给与那些大和稳的公司，更高的估值溢价。比如美国股市的 70 年代，就跟我们现在的宏观环境差不多，经济增速明显放缓，经济结构出现一系列的问题，机构投资者的比重也大幅上升，研究标普 500 指数可以得到这样的结论，市值排名靠前的 20%，享受更高的估值溢价。因为他们经营稳定，业绩稳定，而小公司则带来更高的不确定性。ROE 最高的组别，估值也是最高的。

在 A 股市场上，过去我们则刚好相反，不确定的业绩，反而好讲故事，所以我们历来有炒小，炒差的传统，中小市值公司，反而在市场中享受着高估值溢价。申万小盘股指数，明显比沪深 300 指数涨幅更高。但最近一段时间，这种现象已经发生了一定幅度的纠正。比如代表中小市值的中证 500 和中证 1000 指数，这几年表现一直比较糟糕。远没有沪深 300 特别是创业板表现优秀。

市场信用利差扩大是风险溢价回归的表现，老齐解释下信用利差就是因为两家企业人品不同，而得到的贷款利率不同，人品好的，贷款利率就低，人品不好，总说自己下周回国但却始终不回来的，贷款利率就高，这两个利率如果差距扩大，就说明风险溢价出来了，大家开始对信用比较敏感，那么高估值的公司，下行压力就会逐渐变大。

至于银行，为啥估值始终那么低，恰恰就是因为他们太能赚钱了，全体上市公司一半的利润都让银行赚走了，大家觉得这个很不正常，所以长期看，金融可能会去杠杆，会限制银行的业绩，所以市场给银行的估值也就越来越低。这恰恰反映了不确定的风险溢价。但其实老齐到觉得，这可能多虑了，10 年前大家就觉得银行赚钱多，以后利润该下降了，但是 10 年后，你发现，没有一年他们的利润是下降的。而且你看看四大行的股东都是谁？在咱们这银行基本都是官办的，而银行又都是高比例分红，所以银行的利润，基本跟税收差不太多。啥时候税收能减少过。所以顶多未来就是不增长了，但让银行都不赚钱，这个可能性不太大。

至于房地产估值不高，主要是受到这几年房住不炒的打击，调控下，房地产行业就没有好的表现，这也是对于不确定的一个反映。那么哪些行业拥有确定性的机会呢？作者列了一张表格，ROE 明显提升，现金流明显改善的，是煤炭，餐饮旅游和食品饮料，现金流平稳的是基础化工，钢铁，医药。ROE 平稳的，现金流转好的是有色金属，纺织服装，商贸零售，既 ROE 下降，现金流还恶化的就是传媒和轻工制造。在这张表格里，我们扣除掉周期行业，那么把握较大的就是餐饮旅游，食品饮料和医药生物。疫情不太确定，所以餐饮旅游也要被去掉。未来根据周期，现金流会改善的，有可能是计算机，通信，电子行业。

作者说，随着经济减速，未来很难在鸡犬升天了，很多行业都会出现剩者为王的情况，剩下的剩。也就是说，行业集中度会持续提升，比如券商，现在券商太多了，你去看美国就知道，大的投行就那么几家。家电行业也一样，现在白色家电基本差不多了，但是黑色家电品牌还是较多。集中度最分散的就是房地产，全国 10 万家开发商。未来可能会缩减到几十家。所以投资头部公司才有未来。不是行业领军者，至少也得是第二第三名。明天我们再来讲讲，把握预期差带来的确定性机会。

趋势的力量 8：我们在经历新旧动能的转化

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，趋势的力量。今天我们说说，把握预期差带来的确定性机会，啥叫预期差，说白了就是我们想到了，但是别人没有想到的事情。中国经济可以分为两大段，前 30 年业绩平平，而且起伏巨大，后 40 年，才创造了真正的高增长，但是这种高增长，不可能一直持续下去。作者说，我们高增长了 40 年，但依旧是

一个发展中国家，是不是很奇怪，主要就被前 30 年给耽误了。

从国际比较来看，决定长期经济走势最主要的生产要素，就是劳动力要素，美国 29-82 年的经济增长年均只有不到 3%，其中 1.34% 是劳动力贡献的，资本只占 0.56%，还有 1% 来自于生产力提高。而我们改革开放之后的高增长，基本可以归功于人口红利，但现在的情况大家也知道，人口红利基本消失。出生率持续下降。我们已经开始步入老龄化社会。2050 年，我们的人口结构会和现在的日本一样，而日本啥样，我们已经看到了，GDP 基本上已经是零增长。

规律就是常识，未来高增长已经不可能再出现，我们的经济也必然会出现结构性的变化，当不创造太多增量的时候，各个部门，各个城市就会开始内部抢夺资源。大部分城市人口，已经开始收缩，这几年大家也发现一个现象，就是基建行业不怎么表现了，其实基建主要就是靠政府加杠杆，但是 2017 年之后我们已经转而在去杠杆了。政府部门对于逆周期经济政策的操作，更加理性和成熟，2020 年初，大家对于新基建的预期很强烈，但实际上新基金占比很小，也达不到预期，所以未来基建投资增速下行也必然是一个大的趋势。

出口咱们就不说了，最近几年，出口形势越来越恶劣，国际摩擦

不断，我们也不可能再有大比例的顺差产生，而从消费这块来看，现在最大的问题就是消费意愿最强烈的中低收入人群，他们的可支配收入增幅比较弱，也就是说大家太穷了，没钱消费，比如2020年，网购增速很快，达到15%，但是仔细一统计发现，5%的网购者，贡献了50%的消费比重。网购总人数大概是7.8亿，算下来5%也就是4000万，这4000万，估计都集中在核心重点城市的年轻人居多。所以，如果你经常网购的话，其实你可能已经算是，全国最富有的5%的群体了。

虽然消费升级仍是一个大趋势，但是升级的速度已经明显放缓。政策层面也已经多次强调，不会再搞大水漫灌，未来货币政策和财政政策，只是从需求端去维持经济平稳，但这并不能解决我们的根本问题，比如那些产权制度，行政体制，收入在分配等等问题。这些问题必须要通过持续的改革才能解决。老齐给你简单翻译一下，作者的意思就是说发展已经不能解决问题了，必须通过改革才能解决问题，改革的力度大一些，才有可能超越大家的预期。比如2019年初这波行情的主线就是改革。

2020年开始，我们的资本市场也对新经济领域，给与了更高的估值容忍，比如信息技术产业增加值增长了17%，而房地产和建筑业只有3%，二者相差巨大。资本市场已经预期到，未来新技术，新发明，会成为经济的增长点。那么未来的预期差可能会来

自于两点，第一就是稳中求进，第二是底线思维，也就是说，未来所有政策的导向，都会是趋向于稳定，过于激烈的政策不会出台，而市场表现过于激烈的方向，则很有可能发生均值回归。比如 2020 年的白酒涨疯了，2021 年就会被纠正，2020 年底芯片和半导体跌惨了，2021 年又获得了重新上涨的机会。所以你把稳这个字看清楚了，也就对股市有了一个全新的认知。2021 年下半年，大家都在痛骂，银行，保险，消费，以及那几家互联网巨头，那么我们站在稳这个角度来看，你是否突然有所感悟了呢？以后我们就不要银行，保险，消费，和互联网巨头了吗？至于房地产也一样，很多人都说老齐看空房地产，是个大空头，其实我还真心不算，我只是说他投资没机会了，我也并不希望房地产暴跌，那样对谁都不好，所以这就是底线，所以房地产是不好，但可能也没有大家想象的那么不堪。

前几年一直有一种论调，就是说经济周期消失了，周期波动正在被淡化，这其实主要就是因为各主要经济体都在逆周期调控，而且调控的力度还很大，所导致的。有人认为是新周期来了，但作者却说，这是可怕的时滞，根本不是什么新周期，而是回光返照。

目前中国经济正在进行新旧动能的转换，新动能很多，比如现在这些硬核科技，人工智能，芯片，生物医药，新能源，新材料等等，这些都有可能成为未来的重要增长点。而旧动能说的就是家

电，汽车，手机，房地产。这些已经成为过去 10 年的故事。

新动能要想顺利上位，必须要有新的需求出现，谁来领导技术革命，谁就有可能是未来全球的老大，比如第一次工业革命，是英国搞定了蒸汽机，他成了全球第一个霸主，第二次工业革命是美国和德国领导，电力和汽车技术迅猛发展，在二战之前，也成了两个最强国家。第三次工业革命，是美国的独角戏，计算机和信息产业，让他称霸了 70 年，那现在又到了技术革命的时间点。人工智能和新能源革命，给我们带来了弯道超车的机会。所以这块在未来几十年都是有确定性的机会，所以老齐总是强调，跌下来就要坚决买，完全不用担心。但后半句也要记住，涨上去，疯狂了就要坚决卖掉。这种大趋势会在波段中前进，而且波动会非常大，动辄就涨几倍，也动辄能让你亏掉一半。高波动 完全符合新技术上位的特征。

前几年被爆炒的所谓核心资产，其实跟漂亮 50 实际含义差不太多，都是蓝筹股，到底贵不贵，要看他的成长性。比如作者提到，大消费和高科技这两块，很可能会通过持续的增长来化解估值问题。所以他认为不能一概而论，如今的股市跟买房一样，房价还能涨的地方确实还有，但是大部分城市已经风险巨大。

写这本书的时候，很多人说价值已经高估，未来可能会重新回到

成长，但作者的意思却认为，价值可能会被矫枉过正，从最后的实际结果来看，这两个观点都对，价值确实矫枉过正了，白酒医药已经拉到了一个非常高估的位置，然后就切换到了成长的轨迹上。最终让大消费暴跌下来。2021 年下半年，白酒已经跌去了 40%。所以这个事告诉我们一个道理，高估的地方，过热的地方，尽量别去。你也不知道他什么时候就跌下来。咱们还是要多关注企业增长的钱，而少去博那些估值提升的钱，一旦市场进入估值提升阶段，而且还越涨越快的时候，其实就已经亮起了警报，让你尽快撤离，他马上就要爆炸了。如果听不懂这个信号的话，那么必然损失惨重。

做宏观研究一定要抓主要矛盾，站得高才能看的远，不要去抠那些细枝末节，不能只盯着当下看，眼睛要目视前方，看未来的变化方向。那么我们宏观的趋势是什么呢？从三家马车来看，人口红利消失，城镇化减速，未来制造业过剩将成为常态，出口和投资两架马车基本趴窝，那么未来能够指望的也就只剩下消费了。目前消费已经占到 GDP 的 56%以上，但发达国家可以占到 80%，所以消费还大有可为。那么现在最有钱的群体，应该就是 80 后了，以前都把钱花在了教培行业上，但 2021 年开始风向变了，教培行业全军覆没，那么未来 80 后会把钱花在哪呢？这个值得研究。

未来要想进一步拉动消费增速，需要在中低收入群体上下功夫，要尽可能的提升中低收入群体的收入，光靠减税肯定是不够的，还得想点其他的二次分配的办法，把富人的收入转移到中低收入群体手中。作者建议是扩大国有股权无偿划拨给社保的比例，当前划转规模是 10%，大概 8.7 万亿，未来如果能划拨到 20%，可以大幅弥补社保缺口的问题。大家对于未来有了保障，也不用过多地缴纳社保了，留下来更多地资金才可以用于消费。食品饮料，生物医药，家电汽车，商贸零售，这些都属于大消费概念。也都是未来消费提升的方向。应该会拥有确定性的机会。这点老齐也比较认同，但还是要到便宜了再买。明天我们继续来讲消费升级。

趋势的力量 9：消费升级的四大驱动力

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，趋势的力量，作者说我们最近应该叫做消费升级放缓，但不等同于消费降级，反映是消费升级最有说服力的证据是恩格尔系数，也就是食品支出在消费支出中的比重，该指数在 2018

年的时候已经降到了 28.4%，后来 2020 年有反弹，但这一年不太正常，所以参考价值也就不太大。

作者说推动消费升级，我们有四大驱动力，第一是中国整体处于消费升级的阶段，人均 GDP 达到 8000-1 万美元的时候，往往都会带来消费升级的结果。比如高端香烟，高端白酒，豪华车销量，都会提升。目前我们的高收入群体达到了 2.8 亿人，这个数量已经接近了美国总人口，所以这部分高收入群体，将是我们未来的主力消费人群。不过这个高收入群体，跟大家理解的可能有差异，月收入达到 6-7 千，就算是高收入群体了。在咱们这里听书的，绝大多数人都符合高收入群体的范围。

第二，消费主力年龄结构变化，有利于消费升级，过去消费主力是 60-70 后，现在是 80-90 后，上一代人过过苦日子，所以储蓄意愿比较强烈，而 80 后这一代，基本还是消费意愿比较强的，甚至很早就接受了负债消费的理念。只要控制住了房贷的负责，消费贷款规模的增速就会呈现高增长的趋势。

第三，财产性收入和预期收入增长，促进消费升级，也就是说，现在大家不用完全苦逼苦的上班打工了，也能得到额外的收入，这种躺着来的钱，大家会更倾向于消费掉改善生活。

第四，政策上也会把拉动内需，作为实现经济稳增长的主要支撑点，会出台各种政策，来刺激消费增长。

这几年白酒涨幅巨大，但推动白酒上涨的逻辑已经出现了一定的变化，原来是靠三公消费，而现如今则是靠民间的高端商务消费，2018 年，我国奢侈品总消费占到全球份额的 33%，2020 年估计要接近 40%，高收入群体的高端消费能力和投资能力都十分强劲。而白酒也很会打广告，在飞机上，商务杂志里面，到处都是白酒的广告。

作者认为，白酒也会出现分化，高端品牌在上升，而低端品牌或者总体销量则在下降。另外，再叠加上高端白酒的收藏功能，所以需求可能会更大。对此老齐觉得，甚至像茅台这样的酒，大部分都是用来收藏的，投资量可能比实际消费量都要大。即便是老齐参加的一些高端局，现在喝茅台的都越来越少了。不是大家手里没有茅台，而是不舍得拿出来了，都认为放几年价格就能翻倍。有朋友更是囤了一屋子茅台，价值上百万。但他一次都不喝。茅台也在这样的预期之下，被炒成了投资品，涨幅巨大，出厂价 1499，零售价能到 3000 元，放几年价格破万。基本都疯了心了。所以老齐并不太认同作者，关于白酒消费升级的提法，这就是瞎炒，跟前几年炒鞋，炒红酒，红木家具，甚至炒普洱茶，炒藏獒没啥区别。高端白酒虽然销量很大，但是实际消费量却不太大。

那么这中间的差值，你猜都去哪了。这些东西能一直上涨吗？显然不可能。更何况酒精还被国际卫生组织列为了一类致癌物。花天价买一堆致癌物毒药，天天屯着等升值？也许几十年之后，我们就会发现今天的行为很傻很天真了。当然老齐也不是说白酒不好，没有投资价值，而是说最近这种预期有点过了。白酒真实销量每年估计也就是 10-20%的增长，不会增长太多，随着未来老龄化的到来，这个数字可能还要下降，这是老齐认为的趋势。跟作者对于白酒的判断，有明显差异。我只愿意在便宜的时候去买，不敢用时间去消化高估值，因为我看不到太远的未来。

下面我们看看金融开放趋势下，把握估值差收窄的机会。这主要就是说随着开放，国内国际不同股市之间的估值差，将逐渐消失。

我们经常会做，中美股市的比较，但其实两个国家的资本市场，无论是发展阶段，制度，利率，投资者结构，上市公司质量都有着巨大的不同，我们虽然经历了 40 年的高增长，传统制造业已经形成了对美国的超越，但是在服务业和高端制造业上，仍然处于追赶的状态，这种经济上的差异，也反映在了股市上，比如 A 股中金融和传统周期行业占比极大，而通信服务，和信息技术占比只是美国的一半都不到。而这些行业的估值肯定是不一样的，金融估值极低，而信息技术普遍会估值较高，所以中美两个资本市场，出现整体的估值差，其实也是正常现象。

但是也应该看到我们的进步，我们正在朝着美国的资本市场方向进步，比如传统周期行业，2009年的时候，占到全市场的48%，那会石化双雄可以完全左右市场的变化，但现在权重已经降到了25%，反之大消费从9%，提升到了30%，科技行业从2%，提升到了11%，只有金融行业一直稳定，但未来也肯定会逐渐下降。如果我们抛除掉金融的因素，其他A股的市盈率估值，其实反而要比美股更高了。

如果找原因的话，审批制下，退市机制不健全，是一个最主要的原因，这几年我们退市公司明显增多，但是2016-2020年，其实也才只有34家企业退市，但上市的却多达1269家公司，所以光吃不拉的现象依然明显。而美国每年上市的公司跟退市的企业数量差不多，有统计显示纳斯达克80%的股票，在上市后第三年，就会因为各种原因而被退市。所以优胜劣汰十分明显。动不动就退市，这个风险就太大了，所以美国股市很难兴起炒作垃圾的风潮，特别是中小市值的股票，通常都会比较克制。

再有就是投资者结构了，美国个体散户日均成交量，现在只有11%，最活跃的2020年，也没超过20%，而我们这边，个人投资者交易量占了80%以上，所以我们是一个典型的散户市场，就很容易陷入情绪之中，然后追涨杀跌，频繁交易。这也会让一些题

材的炒作，达到非常高的估值水平。比如 2020 年，一说白酒好，全都去追白酒，一说医药不错，又全都抢医药，到了 2021 年，又都开始追新能源和半导体了。后来军工走热，又一窝蜂去炒根本就没有业绩的军工。这种羊群效应，对于我们专业投资者而言，肯定是个好消息，因为会把估值拉伸到极限，这样就总有低买高卖，赚取阿尔法收益的机会。但这种估值变动的钱，就是市场博弈，专业机构投资者赚到的，就是普通投资者赔掉的。我们赚的越多，大家赔的也就越多。2020 年基金盆满钵满，那么也就意味着散户们损失惨重。这就是一场零和博弈。

最后从公司治理水平来看，美股 10 年 ROE 稳定高于 15% 的公司有 88 家，我们只有 16 家，不足美股的 20%，当然也有一个考虑因素，我们这里的资本市场时间比较短，有些好公司可能还没到 10 年的生命周期。

如果单拿出一些公司进行对比的话，可口可乐和星巴克估值只有 20 多倍，但是我们的茅台 比他们贵了一倍还多，作者说这个很合理，因为美股的消费龙头，资产负债率远高于茅台，比如星巴克和麦当劳都超过 100%，而茅台只有 17%，所以茅台贵一倍也是正常的，不过老齐觉得，这其实有点找借口的意思，老齐认为，茅台的合理估值水平也在 30 倍以下，如果能到 20 倍，就肯定是便宜了。市场给茅台 50-70 倍的估值，实在有点太高了，2 万亿

的市值，不可能持续高增长下去。

如果估值偏高，那么其实只能说明一个问题，就是大家倾向于未来的增长提升空间更大，比如好公司肯定比差公司估值更高，成长股比价值股估值也会更高。但这其中也有巨大的风险，那就是到底能不能成功实现成长。这些都是不确定的因素。甚至最后，绝大多数的成长股都会夭折在成长的道路上。

那么既然知道了估值差的症结所在，未来我们要干的，其实就是三方面的工作，第一进行制度建设，特别是退市制度这一块，要让退市常态化。第二就是培育强大的机构投资者，引导个人去买基金，公募基金未来 10 年都大有可为，那么整个市场的逻辑和玩法将发生重大转变。如果你不能跟镰刀站在一起，那就必然会成为被收割的韭菜。第三，全面提升上市公司治理水平。明天我们再来看看，在新经济局面下，A 股市场关于风格的变化，明天见。

趋势的力量 10：A 股市场的回报其实并不差

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，趋势的力量。昨天我们说到了市场的估值水平差，未来我们会逐渐走向成熟，逐渐消除这种水平差，其实跟大的经济环境一样，一方面实现内循环，解决好自己的问题，另外一方面也要外循环，扩大资本市场开放，让外面的长期资金走进来。通过开放倒逼改革。最终消除掉整个市场的估值差。

下面我们来看看，金融加速开放下的，市场风格变化，作者算了一笔账，2006 年到 2020 年，万德全 A 指数上涨了 6 倍，年化回报达到了 12.7%，而同期标普 500 指数，只上涨了 210%，年化收益只有 5%，所以这么一算，A 股市场的回报其实并不差，之所以感受会有明显的偏差，就是因为大家觉得在 A 股上赚钱不那么容易，这主要就是源于 A 股上的高波动和高换手率，波动越大的市场，其实越不容易赚到钱。

在 2016 年以前，作者他们通过选取每年 ROE 最差的后 10% 的公司，组成一个指数，结果这个绩差股指数远远跑赢了万德全 A 指数，在 2005-2016 年，绩差股指数涨幅是 17.6 倍，而万德全 A 涨幅只有 6 倍。这种现象的出现，也就说明了 A 股有炒小，炒差的传统，原来壳资源十分值钱，所以烂到底的公司，被重组的概率就十分的大。这种大幅超越市场预期的重组，将极大的提振

股价。所以乌鸦变凤凰的故事屡屡发生，有的 st 公司，濒临退市，但却因为一个资产注入，能够出现几十个涨停板，动辄就涨好几倍。

高换手率特征不仅在股市上体现，在公募基金这些机构投资者身上，也能体现出来，我们的公募基金换手率通常是美国这些共同基金的 3 倍，而且持仓市盈率也更高。这主要是因为我们的短期考核因素所导致的，在美国家庭投资者，基本都是直接或者间接通过养老计划持有 90% 的共同基金资产，一般都是长期投资，是出于配置性质的，基本不怎么动，但国内大家都像炒股票一样在炒作基金。所以最后出现一个奇怪的现象，就是基金都很赚钱，但是基民们不赚钱。十几年来赚了 10 倍以上的基金，其实不再少数，但是很多牛基当中，个人投资者赚钱的比例其实并不高。大家频繁的追涨杀跌，其实反而拉低了收益。很多都是最高点的时候申购进来的，到了最低点反而基金净资产大幅下降了。

那么未来我们的市场有哪些机会需要关注呢？

首先，确定性溢价的机会，北上资金更多地关注大市值，高 ROE 的特征，这也是国际投资者偏爱的一种风格，

其次是高股息，低波动的机会，这也是外资选股的一大标准，所

以随着市场越来越成熟，其实红利指数和消费，金融这边，确定性就会越来越强。

第三科技新兴行业的机会，美国的共同基金，更偏好互联网，软件，半导体等科技行业，所以随着开放，这块也将迎来更多的配置性机会。

第四，MSCI 的成分股，这块也是配置型机会，互联网，银行，保险，房产，饮料，软件，是 MSCI 重要的组成部分，其实我们完全可以通过 MSCI 的 etf 来进行配置。

很多投资者都在学习巴菲特，那么巴菲特的原则是什么呢？就是高 ROE 和低 PE，用这个策略，从 2008 年开始跑数据，选出的公司回报要明显高于沪深 300.高 ROE 低 PE 组的总回报是 4 倍，而沪深 300 才 2 倍。所以这就告诉我们，低 PE，就是便宜的价格，而高 ROE，就是买到好公司，便宜买到好公司，是可以长期超越指数的。一轮牛熊之下，就会看到明显的效果。大家普遍觉得巴菲特策略不灵，主要还是被短期的波动给干扰了。这种基本都是大市值公司，短期业绩很难有弹性。所以好像感觉比较墨迹，不怎么上涨，但是其实长期持有，回报是很惊人的。就拿着 10 几年来说，很多人非但没有赚到 4 倍，甚至赔掉了不少钱。

作者大概统计了一下，从行业划分，贡献超额收益最多的是家电，医药，食品饮料，轻工制造。超额收益较少的是，有色，建材，房地产这些周期行业。

下面我们来看看作者怎么分析房地产，叫做人口聚集与分化趋势下的房地产投资机会，楼市一定是全国人民最为关心的话题，因为现在我们的资产结构摆在这里，大家 90% 的财富都在房子上面，所以房地产的繁荣，衰退，还是崩盘，直接关系着国民财富，以及大家的心里感受。作者提到了一本书，老齐之前也给大家讲过，叫做非理性繁荣，罗伯特席勒教授写的，在这本书里，描述了一个故事，95 年美联储主席格林斯潘，召集众多专家，了解来一下对于股市的看法，大家一致认为，95 年的美国股市过热，而席勒教授给出了定义，就是非理性繁荣，格林斯潘也采用了这个定义，并对媒体发布。后来这个词也就广泛流传了起来，但随后的剧情大家也都知道，美国股市一直持续到了 2001 年，才开始互联网泡沫破灭。

后来 2009 年，他终于见到了罗伯特席勒教授，当时大家都在探讨金融危机，而席勒教授，在演讲中表示，比较担心上海的房地产价格，他说如果参考全世界的房价的话，上海这个事无法解释，纽约和伦敦显然已经很高了，当时美国加州的房价收入比只有 8-10 倍，而在中国上海和深圳是 36 倍，转眼 10 年又过去了，

上海和深圳的房子至少又涨了 5-8 倍，也就是说，席勒教授当年对于中国房价的看法，完全错误了。房价收入比并不能来形容我们的房价泡沫化的程度，根据数据显示，10 几年前，我们一线城市的房价收入比是 36 倍，而现在的房价收入比依旧高达 35 倍。不算一线城市，算全国其他的 50 座城市，房价收入比甚至还上升了，从 2010 年的 12.5 倍，升到了现在的 13.3 倍。也就是说，虽然房价在涨，但是全国人民的收入水平也在上涨，房价收入比如果算是房子的估值的话，那么这个估值不但没有下降，甚至还略有提升。

作者的观点其实跟老齐比较相同，2010-2015 年，房价还是相对来说比较克制的，甚至 2013 年到 2014 年，还出现了明显的理性回归的趋势，但是坏事就坏在了 2015 年-2017 年这段时间，由于宽松，大水漫灌，楼市出现了明显的非理性阶段，5 次降准，5 次降息，让经济彻底脱实向虚，先是股市出现了一波大泡沫，杠杆牛，大水牛，接着就是楼市开始了大水牛行情，而且一发不可收拾，即便我们马上开始强调房住不炒，但后来棚改货币化安置，又打破了这个政策部署，让房价泡沫从一线城市，扩散到全国各主要城市。大家从贪婪，开始走向恐慌。随后我们也知道了事态的严重性，于是不断地在收紧调控。

作者说，房子的估值可以跟股票类比，他说可以把房价租金比看

成是市盈率，从静态观察，我们的房价租金比远高于发达经济体，但问题是我们房子的市盈率似乎从没有低下来过，这是什么原因呢？可能就是因为租金的高成长性，也就是按照 PEG 的概念，成长性高的公司和行业，可以给与更高的估值溢价，比如医药，新能源，芯片这些估值能到 50 倍以上，而银行成长性差，只能给 5 倍估值。房子大概也是如此。那么房子的市盈率到底是多少呢？作者算了一笔账，2020 年底，上海是 66 倍，深圳是 78 倍，北京 63 倍。重庆也达到了 38 倍。而房贷利率我们都知道是 5%，也就是说如果市盈率过了 20 倍，拿其实贷款买房是要不断让现金流出的。

发达国家的房租，跟我们也不是一回事，他们的房租高，是因为还要交房产税，所以他们的房租要明显高于房贷利率 2-3%，我们则是要比房贷利率低 3-4%，中间差了得有 5-7 个百分点，即便扣除了房产税的因素，我们也已经是一个非常高的估值水平，站在西方学者的角度来说，是不太能够理解的。作者说，中国的楼市就跟中国早期的股市一样，大家都主要靠价差赚钱，估值明显高于国际正常水平。用非理性繁荣来形容当下的楼市，其实是客观的。当然非理性繁荣，并不认为房价要马上就跌。可能这种状态会持续很久一段时间。

就楼市的基本面增速来说，深圳和广州可能还会继续增长，但增

速肯定也会放缓。上海和北京户籍人口可能会持续下降，人口老龄化也已经相当严重，上海成为全国最老的城市，北京也好不到哪去，而绝大多数城市，已经陷入到了负增长阶段，那么既然增长率趋缓，高估值估计也难以长期维持。那么下一个问题，大家可能更关注，这个泡沫什么时候会破，以什么方式破，我们明天接着讲。

趋势的力量 11：楼市到底是不是刚性泡沫？

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，趋势的力量。今天我们继续来讲房地产这个话题，前几年有学者提出了一个全新的概念，叫做刚性泡沫，这有两层含义，1 是政府不断向投资者和企业提供担保，比如债转股就是这种形式的产物，那么大家逐渐的养成了一种，政府不会让他跌的思想。2 是按照现有的模式走下去，未来必然走向金融泡沫崩盘，而临界点就是，债务超过企业盈利，2016 年之后，我们也看到了这个风险，所以大力提倡了去杠杆，全力防范金融风险，而现在最大的一个风险就是楼市泡沫，毕竟我们的房价牛市已经持续

了 20 年，任何一个国家，能持续 10 年的牛市，就肯定会出现泡沫。而学者认为，之所以我们的楼市肯定有泡沫，但是泡沫又一直没有破灭，就是因为他被国家担保了。特别是 2015 年之前，一到经济下滑，就拉房地产救市，这让所有人已经形成了一种共识，房子不可能跌。或者国家不会让房价跌。

作者之所以不喜欢用房价收入比来做房子的测算，主要就是因为，我们的整体收入被低估了，他说有 13 万亿的隐形收入没有被纳入统计，而这部分收入大部分都属于富裕群体，所以房价收入比，大大低估了高收入群体的实际购买力。

作者说，楼市这种非理性繁荣可能还要继续一段时间，但是未来分化会成为大的趋势，比如现在公布的 70 个大中城市的房价走势，已经有涨有跌，2020 年，房价下跌的城市，占比达到了 37%，跟股市一样，2020 年房地产市场表现最好的，是一线城市的豪宅销量，因为在疫情之下，宏观货币再度增发，那么贫富分化的作用，让有钱人更有钱，而穷人更穷了。所以越贵的豪宅，价格反而更高。所以未来讨论房价的时候，我们也同样要选取股市的思路，要看城市的基本面状况，如果一个城市最大的企业已经资不抵债，甚至爆雷不断，经济堪忧，人才持续流出，人口老龄化严重，那么大概他的房价也撑不了多久。不过老齐其实并不太同意作者这个意见，因为现在楼市更多是一种金融品，跟金融杠杆

有很大的原因，比如深圳，基本面肯定好的没话说，但是二手房指导价一出，深圳也照样熄火，所以现在房价的逻辑其实已经不太一样了。就跟股市 2015 年的行情一样，都疯起来了，再谈业绩支撑，就反而有点不理性的了，金融上的问题，就得金融去解，一旦楼市开始持续去杠杆，无论基本面好坏，也都会走价值回归。比如 2000 年的互联网，景气不景气，拿到现在来说，那也是大的时间趋势，但是并不妨碍他先给你跌个 80%，至于说富人买的豪宅，确实有富人越来越富的基本面因素支撑，但是也是因为我们没有持有税的缘故，才让房子变成了一个金融博弈的资产，一旦加上房地产税，那么豪宅因为面积最够大，必然是最受伤的，甚至每套豪宅都可以收惩罚性税率，那么富人可一点都不傻，每年大把现金流出，房子估计瞬间就不香了。

总之，我国的房地产已经走出了 20 年大牛市，这在全球都极为罕见，按照一波库兹涅茨周期，现在已经到了周期的拐点，无论是什么原因造成的，也无论国家怎么呵护他，万事万物总有常识，树不可能长到天上去，特别是当高房价问题，已经严重影响了生育率，造成社会内卷，和贫富分化的时候，再加上已经不能带动产业升级，消费升级，甚至高负债率已经成为消费阻力的时候，你猜国家会不会痛下杀手。其实 2017 年以来，没有一个城市调控敢放松，甚至都是在不断加码的，已经很说明问题了。

作者认为，未来还要可能继续上涨的城市有，杭州湾区的，上海，杭州，苏州，宁波，嘉兴，还有粤港澳大湾区的，深圳，广州，佛山，东莞，珠海，还有长江上的，成都，重庆南京，武汉，郑州和长沙，这个说法相对靠谱，未来可能房子还会涨价的，也就这么几个城市了，但是他的长期涨幅，应该跑不赢资金成本了。也就是说你要贷款买房，可能几年下来，虽然房子涨价了，但自己是亏的。排除这些城市之外，其他城市的基本面都不是特别的好。特别是那些重工业城市，以美国为例，汽车城底特律还有钢都匹兹堡，这些七八十年代，美国的核心城市，后来逐渐在技术升级中，出现了明显的收缩。现在已经相当荒废，被称之为铁锈地带。相反硅谷，洛杉矶这些城市，逐渐成为了美国的核心。对中国而言，经济重心从重工业转向高科技，从北方，转移到长三角和珠三角经济带，未来也一定会出现类似的情况。所以北方经济已经很困难了，这不是某一个人，某一个企业能改变的。未来全国 20 强城市，北方顶多占 3-4 个，这其中除了北京是核心，其他的城市即便能入围，也是边缘地带。

至于这两年一直提到的房住不炒，作者做了一个类比，就好比天下无贼，这是一个理想，但贼是真实存在的，如果能把贼的数量降低，就是我们的成功，所以从这个意义来说，提出房住不炒是正确的，因为这几年炒的有点太离谱了，所以必须要给予遏制，只不过这几年，好像在遏制的方法上出了问题。

炒房炒的是稀缺，也就是说供给不足，我们应该加大住房供给。按理说土地公有，增加供给，应该是我们的优势，但这几年在数据上，完全反应不出来，2019 年购置土地面积，反而下降了 11%，2020 年，比 2019 年还要少。说明开发商已经悲观到不敢拿地了。作者认为，如果真要做到房住不炒的话，应该下大力气增加供给，同时花点小力气，抑制需求，但现在我们好像搞反了，大力抑制需求，供给增加的并不多。那么为啥这么干，可能是国家已经在变相保护房地产行业，虽然表面上喊的是防止大起大落，但实际上主要防范的是大落。所以供给一直有所节制，就怕房价突然崩盘，算是一种提前的保护。

作者的研究表明，房价表现好的城市消费也表现好，这就给当地带来了财富幻觉，没有人会真正的想着去降房价。因为如果房价降下来了，可能也会把消费给拉低。如果既要房价降下来，消费好要提升上去，除非大规模的增加低收入群体的收入，但这块还没什么好办法。作者也只有一招，就是国有股权划转社保基金。但这个事，也不是地方上能说了算的。所以现在大家都看不太懂形势，也就都这么耗着。你让我调控，我就调控。没点名，我就观望。作者说，他现在最担心的就是，万一房价一旦大跌，流动性肯定极度萎缩，会突然没人接盘了，那么这才是最大的困难。一个缺乏流动性的资产，会不会引发连锁反应，这个谁也不知道。

老齐解释一下，就像 2020 年美国股市活久见下跌一样。突然没有流动性了，一开盘就熔断，那么这个事的风险就大了去了。现在房地产其实就有这么一个隐患，后面怎么价值回归，谁心里也没底。

本书的最后一部分是一些投资高手的对话，第一个就是嘉实基金的首席投资官，邵建，也是作者在国泰君安时候的同事，邵建的组合构建，基本都是按照 10 年 10 倍在做，他说最主要的想法就是捕捉市场上最卓越的百分之 1 的公司，和 3%优秀的公司，大概也就这 4%是值得投资的，老齐大概算了一下，也就是如果按照 4000 家上市公司计算，那么其实也就是 40 家值得重仓，160 家可以投资。

要实现十年 10 倍，就要找到 30%复合增长的公司，如果能找到一个 50%复合增长的公司，那么 10 年可就是 60 倍的增长。另外，除了找到好公司之外，还要坚定的长期持有才能穿越周期，其实很多投资人都买到过十年十倍的公司，但是一直能拿的住的就很少了，主要是市场噪音太多，其实这对于投资非常不利。

邵建说，他们也曾经试图通过宏观来进行资产判断，但最后发现就像一个人既拿着盾牌，又拿着枪，还要背着两口刀，这些武器协调的难度实在是太大了。这也是老齐常说的，越复杂的东西，

看起来逻辑清晰，但结果往往很难落地。邵建说实际上不需要太复杂的技巧，就是找到好公司，然后让他用经营，帮你穿越不同的周期。实现长期阿尔法收益。那么这些好公司必须要有深深的护城河，关于护城河的一些指标，咱们明天接着讲。

趋势的力量 12：好公司的护城河

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，趋势的力量。昨天我们说到了，好公司的护城河。价值投资者通常只关注两类，一类是低 pe 和 pb 的低估产品，另一部分就是高竞争力产品，高 roe 和高现金流，一般能代表企业的护城河表现，这里邵建介绍，他们要看的不是今天的 roe，要看一两年甚至 3-5 年之后的 roe 水平，比如一些互联网企业，在他们最适合投资的时候，反而因为不盈利，而没有 roe，但是一旦走向成熟后，roe 反而持续提升。所以他们更加重视未来，老齐解释一下，所谓 ROE，其实就是利润和净资产的关系，如果你的利润提升速度，超过了净资产的提升速度，那么 ROE 肯定就不断升高了。

最后他们讲到了关于成长股组合，这就是前文提到的，他们在国泰君安做的那个未来蓝筹的组合，结果正确率只有 40%，但是即便是这 40%，后来的逻辑也不太一样，所以预测未来很远的事情是很难的。不过邵建说，其实不需要每一个都兑现，只需要我们抱着 20 年的目的去寻找，然后部分兑现就可以了，最后这个组合尽管正确率不高，但是回报却跑赢了大盘好几倍。就跟采矿井一样，谁也不能保证每一口矿井都出油，但是你只要在一个范围之内，打出 30%的油井，就已经可以获得非常可观的回报了。

另外，真正带来超级回报的未必都是行业龙头，比如当年他们看好的宝钢，后来宝钢也确实成了钢铁行业龙头，但是他们在宝钢上赚到的钱不太多，反而五粮液在对阵茅台的时候，败下阵来，不过却最终产生了 60 多倍的回报。所以一个朝阳行业，数一数二也可以。邵建他们更加关注，科技，消费，医药生物方面的机会，对于传统领域，一些新颖的商业模式也挺看好。

另外，邵建说，我们防范风险是一方面，但关键其实还是要有一个好心态，比如真碰上那种大熊市，泥沙俱下的那种，你穷尽了一切方法，还是会跌去 10-20%，而同期大盘可能已经被腰斩，这时候只能劝你有个好心态。

对于未来，邵建认为，未来阿里巴巴和腾讯可能不是最大的公司，

未来生命科技领域，将有公司能超越他们，比如生命延长技术，绝症的治疗技术等等，都有突破的空间。对于有钱人来说，茅台不是刚需，而生命才是刚需，所以这些技术突破之后，将不愁销量。100 万美元，要是能延长 5 年寿命，那么估计能买到爆。所以只要有 10 万客户，这可能就是一个几万亿美元市值的公司了。以后富人的钱，肯定都会花在这个地方。

关于房地产的问题，作者认为，货币泛滥的情况之下，房地产很难出现整体上的大幅下跌，配置房地产，主要是一个区域选择的问题，要尽量配置在那些人口流入的城市里面。比如 2019 年，浙江流入人口比广东还多，杭州人口净流入也比深圳还多。所以这么看，浙江未来可能会在区域上，创造一定的稀缺性，他认为，未来的钱一定是往上走，很难流到老百姓的口袋里，所以富人需要什么，又具备稀缺性的东西，会持续升值。比如美国股市一样，纳斯达克屡创新高，就是那几家大型科技公司所带动。根据作者的研究，2008-2018 年的十年，纳斯达克中位数股票的上涨幅度才 30%多，表现非常差，但是头部的 10%的股票，却涨了 20 倍。市值也占到了纳斯达克的一半。所以总体来说，有两大判断，1 是钱越来越多，资产肯定不够用，2 资产会严重分化，头部资产，比重会越来越高。

下面我们看看，作者对话，高毅资产首席投资官邓晓峰，当时正

处于疫情最严重的时期，美国股市正在经历一场活久见式的下跌，当时邓晓峰也是有点懵逼，不知道该如何去分析市场，只能表示，对我们自己的资本市场有信心。当时在咱们这，5G，芯片，半导体已经形成了一种共识，邓晓峰在这时候，还是比较冷静的，他说每次出现泡沫，往往都是方向正确，但是程度走过了头。他也认为5G芯片，半导体的方向肯定没问题，不过过热的情绪，让他没那么乐观。他说资本市场的一大特点就是，乐观时过于乐观，悲观时过于悲观。

一个企业的长期发展，一开始是需求决定的，也就是说，只需他胆子大，大家需求太强烈了，所以他怎么做可能都是对的，比如当年的服装鞋帽，后来的互联网，都是如此，但是等经过了一段时间之后，就该出现分化，需要有管理水平最高，商业模式最好，才能够最后胜出。也就是说，后面的阶段，投资成败是由供给端决定的。所以你必须分清楚，一个行业和一家公司的生命周期，什么时候他是增长驱动是，什么时候又是竞争决定。这其实跟作者提出的，每个行业都有好公司是一个道理，一些传统行业也并非不能投资，而是不具备行业整体的增长潜力，但是有些公司会脱颖而出。

这次疫情可能是一个重要的分水岭，之前我们靠着全球化深度参与其中，相当于被动的跟随增长，而疫情让全球化中断，那么对

我们来说，未来重要的就是自己去创造总需求，既有内需市场，又有外需市场，这跟过去的差别很大，需要更多地主动行为。现在全球产业链出现了一波重构的机会，我们如果能够把握住，力争上游，让一些优秀的企业立足本土，拓展全球，真正的走出去了，那么未来就会有很好的前景，这点老齐也是比较赞同的，我们看到 2021 年年中，被政策严管的那些行业，基本都来自于对内行业，比如游戏，电商，本地生活，打车，教育，这些业务都在国内。真正做出口生意的，枪口对外的行业，非但没有遭遇打击，还在有政策扶持。高端制造，永远都是我们的重点发展方向。芯片，新能源汽车，这些都维持了较高的景气度，所以把这点想明白了，我们也就能抓到未来十年最大的机会，如果说的再直白一些，就是在这些高端制造行业上，我们未来会有国际化的巨头诞生。那么这个空间就会很大。

邓晓峰说，我们资本市场上，有三类机会，分别是，价值增长，价值转移和错误定价，第一类无需多言，增长是谁都会关注的东西，第二类是价值转移，这个怎么理解，比如智能手机替代功能手机，新能源替代传统汽车，就是这类机会，在这个转移的过程中，传统行业受损，而新公司收益。第三类就是市场偏见，造成的低估机会。比如投资者过度乐观，就会让价格受到情绪影响，特别高估，反过来当一些利空爆出来之后，投资者又会过度悲观，

造成价格特别便宜。中国是散户市场，这种机会非常的多。

下一场对话，是作者和橡树资本董事长，国际投资大师霍华德马克斯的对话，他写的两本书，周期和投资中最终要的事，我们也给大家讲过了。马克斯主要讲的就是他的周期理论，他认为变化最大不是经济也不是信贷，而是心理周期，他说真实的世界是在较好和一般中左右摇摆，而市场周期则在很好和很不好之间摆动，换句话说其实真实的世界还凑活，说的过去，但是大家心目中的世界，经常会从一个极端走向另一个极端，他告诉作者，光买便宜是不够的，需要以便宜的价格买到好资产才行。但市场不一定随时会给你机会，所以你必须有这个耐心去等待。

最后一场圆桌对话，东方资管前董事长王国斌说，短线投资者才会更加关注宏观信息，希望在不确定的市场中找到确定性的答案，但是问题在于很少有确定性的答案。所以只能说概率大小而已。睿远基金董事长陈光明则表示，1802 年-2014 年，美国权益投资累计回报是 103 万倍，也就是说买到优秀的公司，躺着就能赚钱。大幅增值的前提，是货币在持续的贬值，权益资产的年化真实回报率，也就是扣除通胀之后的水平是 6.7%，其实并不高，但最后的复利惊人。所以投资没那么难，关键在于你是否能够坚持正确的道路。

那么中国市场怎么样呢？其实我们更好，陈光明说，自打有基金以来，到 2017 年底，权益类公募基金的年化平均收益率是 16.18%，远高于美国的水平。也远超过指数。甚至你们经常嘲笑的社保基金，也跑出了 8.44% 的年化回报。大幅跑赢通胀。社保的做法就是资产配置，把部分资金交给公募基金，让他们去负责选股。而我们普通的投资者，其实完全可以借鉴社保的思路，至少我们可以稳稳的获得这个年化回报。

这就是本书的全部内容了，从这本书里，我们能看到未来存量经济博弈之下，分化是必然会出现的结果，大家也不要总想着普涨的机会，未来可能会越来越困难。所以还是多想想，大的方向，想想 20 年后，哪些行业诞生的伟大公司最多，哪些企业会成为万亿规模的企业。然后就是多点耐心，佛系心态，尽量躺平。我们并不是没买过大牛股，而是从没有吃到过从头到尾的收益。明天我们开始新的学习。