

周期、估值与人性

【1】周期、估值与人性 1：真实经历还原中国股市 20 年之路

各位书友大家好，欢迎继续做客老齐的读书圈，之前我们给大家讲过一本书，主要是复盘 A 股 30 年历史的，叫做追寻价值之路，今天我们就再来从另外的角度复盘一下，这些年来来的行情演进和策略变迁。带来一本书叫做，周期、估值与人性，主要讲的是最近 20 年，A 股的三轮明显周期，2005-2009 年是周期为王，2010-2015 年是成长决胜，2016-2022 年，则是茅宁共舞。作者是凌鹏，他一直在主流机构当中从事着策略研究，对这些年来的市场变化也产生了比较深刻的感悟。我们来看看，股市的审美偏好是怎么发生变化的，为什么大家一致赔钱，未来市场又会往哪里去？这本书除了详细的讲了这三个周期的市场之外，还讲了一下，投资当中的变与不变。

巴菲特说过，5 分钟能看懂的就差不多能看懂，5 分钟看不懂的，这辈子都不会明白。但其实绝大多数人，都是经过了很长时间的寻找，比如作者，说他 20 年才找到了价值投资的精髓。作者年轻的时候，也是受到港剧大时代的影响，大学就报了投资学专业，但一开始并没有走正途，而是上来就接触的是什么，炒股就这么几招，如何跟庄，短线是金等等。这都是当时台湾非常流行的技术分析，传到了大陆，火了一阵。

后来读研读博，但也并未对股市有什么太深的认识。一直在做所谓的学术，到 2006 年，他才开始投身于市场的研究，到申万研究所任职。此时他才开始重新审视中国股市。并且产生了兴趣。当时正是一波大牛市刚刚兴起的时候，所以机构进入比较宽松。给他的任务是梳理策略背后的方法论。而他其实并没有什么实操的经验。2011 年成为首席，然后去了公募，2016 年之后又做了私募，他的投资也经历了多个时间节点的转变，一开始以宏观研究大势研判为主，这跟他的专业比较吻合，但总体有用的时候并不太多。除非股市走大行情，否则宏观研究就会比较尴尬，比如那种结构性行情，其实你很难通过宏观，判断行业。自己也是到 2019 年才建立自己的体系。从看山是山，看水是水，到看山不是山，看水不是水，再回到看山还是山，看水还是水，他用了 20 年的时间。老齐也是理解，这三个阶段，是绝大多数投资者都无法跨越的阶段。一开始都会觉得股市很简单，投资很容易。好像自己就是天生的股神，但很快会遭遇重大打击，然后对自己产生怀疑，对方法论进行反思。90%的人，会死在这里，再也走不出去了，只有 10%的人，能够最后建立自己的方法论，找到适合自己的投资方式。最后走向一个开悟的投资人生，从此之后，面对市场的涨涨跌跌，内心将再无波澜。

下面我们来看看 2005 年的这波牛市，新股民可能都完全没感觉，但作者认为这是 A 股的重生之年，2005 年之前，A 股属于蛮荒时代，可研究的东西不多，更多都是政策的左右摇摆，带动着一些炒作资金瞎搞。2005 年之后，迎来大的转折，第一是 QFII 进入中国，外资带来了更先进的投资方法和理念，外资机构则用国际通用视角去看待 A 股，自然改变了他原来的审美逻辑。而各大机构也开始纷纷招聘归国的留学生，把眼光放在国际对接上。所以大家的方法开始趋同。

第二，新财富的评选出现，提升了卖方研究也就是券商研究所的价值。也让研究工作更加规范。第三，买方机构开始出现，公募基金 1998 年开始出现，2003 年之后才开始逐渐起规模。这些人也大多都是接受过国际先进方法的管理人。第四就是书籍和理念开始传播，老百姓通

过各种出版物知道了谁是巴菲特，谁是索罗斯。第五，这波大牛市太大了，以至于以对股市形成了一个极大地广告效应。让炒股这个事，开始走进千家万户。老齐也记得当年的盛况，2005 年之前，炒股的是小众，2005 年之后，变成了大众。开户数量从几千万增长到了一亿以上。大量的转移居民储蓄，那会第一次有了储蓄搬家这个词。

在 2005 年之前，只有 3 段行情值得深思，第一段是 1996 年的家电行情，龙头股是四川长虹，这段行情之所以重要，主要是因为这是中国股市，第一次有了产业逻辑，也具备了科技赛道的特征，也就是说，当年炒家电的，其实炒的就是产业景气度和科技成长。而且有宏观背景做基础，当年人均 GDP 达到了 6000 元人民币，三大件开始进入家庭。渗透率快速提升，而彩电当时算是国内的高科技品种。所以四川长虹作为行业龙头，一时之间风光无限，股价一年半时间，从 6 块涨到 70 块钱，超过 10 倍，而净利润翻了几倍。所以这就是典型的天时地利人和，和后来的移动互联网浪潮以及新能源车和光伏的浪潮类似，作者更是说，四川长虹，就是后来的宁德时代。虽然行业不同，产品不同，时代不同，但在投资者的逻辑里是一样的。但后来，大家都知道，这波炒作之后，四川长虹一蹶不振，跌幅高达 85%。到现在也没有超过当年的高点，这其实就是科技成长的宿命，当你的这一波创新完成之后，就是漫长的价值回归。一批新的行业，一批新的牛股，会起来，占据科技创新的 C 位，成为投资者心目中新的逻辑。所以投科技赛道的，基本就是喜新厌旧的逻辑，都是好马不吃回头草。所以千万别觉得他上一波涨的好，未来就还能涨的好。真未必。历史上一些超级大牛股，能涨好几波的那种，往往都是好几个逻辑。比如微软，一开始是软件逻辑，后来是云计算逻辑，现在又是人工智能逻辑。所以你必须得持续创新才行。否则基本就是一波流。

第二段是 2003 年，的五朵金花行情，市场的逻辑从家电，切换到了，汽车，银行，石油石化，钢铁，电力，此时中国经济正在从东南亚金融危机当中解脱，加入 WTO 之后，进出口逻辑被释放。最主要的是，宏观上进入了地产和汽车时代。刚有钱是买家电，再有钱就是换房换车。你仔细想，汽车和石油石化是买车的逻辑，银行，钢铁，电力这个背后都是买房和盖房的逻辑。这五朵金花，甚至在后面直接带动了后面的 6000 点大行情，这一波其实就是房地产大周期刚刚起步所带动的。那时候房地产，都算是新兴行业。有人问了，为什么不是煤炭，有色，地产，主要还跟当年的上市公司有关，那会上市的房企还不多，大家对于有色的认知也不够，煤炭还在无序竞争，煤老板遍地都是。但煤飞色舞其实也没等多久，2009 年四万亿之后，成为了行情的主线，

第三段是 2004 年到 2005 年的大熊市，自上而下的逻辑基本不存在了，有些基金经理持有一些优秀的股票，还保持了不错的业绩，比如刚才说的五朵金花，在熊市当中，依旧有天时地利人和的加持，此外还有，茅台，张裕，苏宁，云南白药等等，这些股票一开始有争议，但后来也表现不错，在熊市当中，依旧有独立的表现。

作者总结四种投资模式，第一就是自上而下，投资时钟，这需要你对宏观非常熟悉，特别适合大起大落的市场。五朵金花是首次被验证。

第二是自下而上的翻石头，找螃蟹。也就是完全不管什么行业，风格，就找好公司，这就是巴菲特的逻辑。

第三是赛道投资，由于中国是发展中经济体，工业体系非常完备，股票市场覆盖的赛道比较均衡，每一段时间，都会有几个符合天时地利人和的赛道出现，例如 96 年的家电，05 年

的汽车，2012 年的移动互联网，2019 年的新能源等等。

第四是主题投资和游资炒作，阶段性因为流动性宽松，就突然起一波行情，比如著名的 1999 年的 519 行情。后来还炒过自贸港，雄安新区啥的。

2005 年之后，每隔五到六年，A 股就会有一个新的玩法，让投资者的审美随之发生变化。所以 A 股很少有常胜将军。往往是城头变幻大王旗，上一波牛市的王者，往往在下一波牛市快速的陨落。比如 2005 年-2009 年，这就是得宏观者得天下。行业和个股都离不开宏观分析。2010 年风向开始变幻，消费股开始成为主力，而在宏观分析师眼里，全都是产能过剩。到了 2013 年-2015 年，更是没有任何宏观思维，都是小盘成长股和赛道股，把风格发挥到了极致，大盘根本不上，但是小盘已经翻倍了。2016 年则完全反了过来，小盘持续跌，大盘开始上涨了 50%。2019 年回到了核心资产，大蓝筹上。中国漂亮 50 开始起行情。明天我们再讲讲，中国股市的波浪理论，上升 5 个阶段，下跌 3 个阶段。到底是怎么划分的。

【2】周期、估值与人性 2：上升 5 个阶段，下跌三个阶段

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，周期、估值与人性。昨天我们说到了，中国股市，一般遵循上升 5 个阶段，下跌三个阶段。所谓上升，是一个被冷落，酝酿，共识，调整和再加速的五个过程，比如五朵金花行情，2003 年之前，就是冷落，2003 年到 2004 年就是酝酿，2004-2005 是调整，最后搞出了个 998 点，接着就是大牛市启动，形成共识，在 530 期间，形成调整，2 个月后再实现再加速，最后结束。消费股也一样，2010 年之前，不温不火，2010 年之后初露锋芒，2011 年遭遇调整，2012-2013 年开始上升加速。

创业板是 2009 年 10 月开板，后来几乎被遗忘了，2013 年突然异军突起，2014 年横盘调整，2015 年走了主升浪。核心资产是 2017 年开始酝酿，2018 年调整，2019 年之后形成共识。2021 年初调整，4 月之后，新能源再加速。作者说，任何一类资产，在经历过这 5 个阶段之后，就会成为全民偶像，永远的神，然后基本也就出现了巨大的风险，走回落的三阶段，第一阶段就是杀估值，原来高增长的时候能给到 100 倍的市盈率，对应 100%的成长性，但后来成长性上不去了，市场预期太高了，估值也就上不去，大家就开始抢跑。第二个阶段就是杀业绩，也就是基本面恶化，甚至产能过剩。估值也跟着继续杀，这就是戴维斯双杀。比如成长降速到 50%，市盈率至少也要杀一半，很多都是持续下降，第二年又 30%以内了，那就更完了，市盈率要杀到 20 倍，所以这一下至少得回撤 70%以上。第三个阶段是新王崛起，也就是新的赛道出现，大家对老的赛道失去耐心和兴趣，资金开始流出。

比如上证指数 6124 点，回落到 5000 点，这个阶段是杀估值，2008 年，次贷危机来袭，才开始杀业绩。2013 年-2014 年创业板崛起，也就是第三个阶段，主板被抛弃。好景不长，2015 年，股灾也是杀估值，2016 年成长杀业绩，2019 年核心资产崛起。

这其实告诉我们，花无百日红，老齐之前也总结过一个规律，这一波牛市涨的最好的行业和板块，在下一波牛市中，很可能表现不佳，这就是赛道切换。一个是套牢盘太多，另一个是成长性受限，一个行业渗透率在 10%以下，是具有爆发力的，过了 30%，其实就不再有全行业的机会了。往往就是走强者恒强，一旦出现集中度开始上升，这个行业也就逐渐成熟。他就不能算是成长行业了。所以那些 10 倍大牛股，往往也都是 3 波行情，第一波整个行业

崛起，大家都跟着涨，第二波是渗透率达到 30%，走强者恒强产业清晰，第三波一般就是整体市场贝塔的机会，被投资者视为永远的神，成为蓝筹，被超配在各大指数当中，甚至带动机构抱团，形成估值提升。但自此之后，其实也就基本被抛弃了。后面就是漫漫的价值回归。业绩不变脸，股价也得跌一半。如果业绩再下滑，至少跌 7 成是起步价。所以被机构重仓的那些永远的神，大家务必要小心。再好的公司，没有一个好的价格，他也都是坑。

作者说，他的投资方法论，也随着股市的变动，发生过重大变迁，一开始全都是宏观和投资时钟逻辑，在 2012 年之前，宏观非常好用，因为那时候就是走宏观的大起大落。全市场都是周期的机会。但到了 2013 年，宏观经济乏善可陈，投资时钟也绝迹江湖。取而代之的就是大家都去挖掘成长股的机会。一开始是消费，后来是互联网。至于跟宏观密切相关的周期股，基本沦为僵尸。主要就是那几年互联网+和智能手机移动互联网兴起所带动的，基本都是景气行业的机会。这其实也跟老齐的方法论一致，整体没机会，那么贝塔类的资产，就要小心。有产业周期就是小盘成长，没产业周期，就是红利高股息。2016 年，熔断之后，市场又变了，外延式并购被限制，小盘成长的底层逻辑不存在了，宏观上开始了三去一降一补，房地产涨价去库存。所以宏观的逻辑又回来了。金融地产开始翻身，白马再次走强。而小盘策略则一直下跌，可以说从 2013 年到 2015 年是极致的小盘行情，2016 到 2018 年初，是极致的大盘行情。这个趋势如果把我错了，那就一直都是熊市。这对于做投资的人来说，其实非常困难。快速适应市场的审美，抓到底层根本逻辑，这个事后总结起来简单，但是站在当时的环境之下。非常难。因为你得先破除掉旧的思维，再建立新的思维。这总得有个过程。也需要有些数据做验证，所以当你明白过来的时候，可能行情已经走了大半了。

下面我们具体说说，2005 年-2009 年这波行情，最典型的周期为王，这波牛市当中，涨幅最大的行业就是证券，涨了 26 倍，工程机械涨了 14 倍，房地产和水泥涨了 11 倍，乘用车和煤炭涨了 9 倍，银行都涨了 7 倍。可见这些都是最传统的行业，而这些传统的行业，景气度却极高。市场也给与了极高的估值。当时银行和地产的市盈率都是 40 倍以上。甚至有券商预计，万科能涨到 80 倍市盈率。而那些超级大牛股，他们的估值其实并没有贵的离谱，比如中国船舶，从 3 块多，涨到 135，涨了 40 倍，但最高点的市盈率只有 22 倍。中信证券，涨了 27 倍，最高点市盈率只有 7.5 倍。但是市净率基本都高的惊人。中国船舶 74 倍的市净率，招商银行是 52 倍市净率，为啥出现这种情况，说白了就是景气度，他们的业绩增长更快。所以导致了涨业绩不涨估值。

现在翻回头去看，2007 年的投资者如此疯狂，但是站在当时去思考，恐怕未必，因为确实看到了一派欣欣向荣的景象，宏观 GDP 都是 10%以上增长，通胀也往上走，储蓄在搬家，企业业绩动辄就是翻倍增长。所以股市涨得好，似乎是理所应当的。7 倍估值的中信证券，10 倍估值的招商银行，真的觉得贵吗？与其说那时候是股市的泡沫，还不如是经济的泡沫或者是业绩的泡沫。

到了 2008 年，一夜回到了解放前，从 2007 年 10 月到 2008 年 10 月，短短一年时间，A 股就跌了 70%，甚至一些行业从顶部跌去了 80%-90%。铜和船舶制造就跌了 90%，属于是最惨的行业。这让作者第一次知道，原来熊市当中，股价不止是腰斩，甚至会跌过 70%。而且最要命的是，公司可能还没啥问题，人家就是正常经营，好好做事。但就是一跌再跌，深不见底。

后来到 2009 年，四万亿托底，市场出现了回光返照。这波是煤飞色舞行情，铜涨了 4 倍，

煤炭也涨了 3 倍，很多行业，都涨回到了牛市的半山腰位置。然后就涨不动了，开始再度风格切换，2009 年 8 月，回光返照结束，各个都开始产能过剩。再度出现大跌，铜和航运，再度跌去 38%，证券和煤炭也跌去 37%。经过了两轮收割之后，宏观的贝塔就彻底没有了。当时的宏观背景是，通胀高企，货币紧缩，产能还过剩。所有行业都不行，买什么跌什么，顶多高点高股息的，低波动的资产，还能少跌一点。这一轮下跌就是银行，保险，电力跌的相对较少。跌的最多的就是顺周期，还产能过剩的，比如中国重汽，铜，还有煤炭。

到了 2011 年，宏观仍然没有起色，所以接着跌，一直跌倒 2012 年底。这一波长达 3 年的熊市才算是基本结束。总算是把周期股的泡沫给跌干净了。也让投资者，基本上不再对股市产生奢望。甚至那时候大家避谈任何股市话题。主要是亏的太惨烈了。老齐也是这波行情的受害者之一。那会买中国平安，真从 120 跌倒 19，而且满眼都是平安海外投资巨亏，要倒闭的消息。所以吓也吓死了。这次经历之后，甚至很长时间都没关注股市，一直在努力搬砖，然后努力搞信托。2010 年之后，信托收益率很高，而且还都是刚性兑付，是一段最好的黄金时期。

直到 2012 年 9 月，央行开始降准降息，算是开始稳定经济，稳定股市，其实这段时间，智能手机浪潮已经起来了，但是那会大家完全不敢想，因为股市太糟糕，没有风险偏好。这是一个饱暖思淫欲的逻辑，吃都吃不饱，哪敢去想景气赛道的事，直到股市稳住了之后，带来了一波短暂的价值搭台成长唱戏，从 2012 年底，涨到 2013 年 2 月，乘用车，证券，银行，这些都涨了 50% 以上。那段时间的行情，就是漫天飞大象。这也迅速提升了市场的风险偏好，之后真正的主角开始登场了。明天我们再来讲 2013 年之后的结构性行情。

【3】周期、估值与人性 3：周期是所有行情的基础

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，周期，估值与人性。今天我们来看看，2013 年的结构性行情，在 2012 年短暂的价值搭台之后，成长开始唱戏了，这个主角就是创业板，当时很多人其实都造成了误判，不少人都等着周期见底，然后回升。但是后来发现，周期确实见底，但是见底了不一定回升。而且 ROE 还加速下滑，也就是营收质量更差了。所以 2013 年 3 月之后，市场风格骤变，炒上去的周期股一看没有业绩，就集体退潮，而市场开始去寻找景气赛道的机会。走出一波极端的小盘行情，小盘股直接翻倍，而大盘股则在底部一直横盘。到了 2014 年下半年，风格才重新切回来。牛市的旗手，券商开始启动，一波大涨直接翻 2 倍。跟航空，船舶有关的也都大涨。保险和房地产也都是涨了 1 倍还多。这波级别其实并不小，是 2005 年之后，最大的一波周期股上涨。

从 2005 到 2014，其实驱动行情的逻辑，还都是周期，市场中的大牛股也都是周期股，往往经济周期向上，都有牛市产生，经济周期下行，要先看估值，估值高就是整体的大熊市，估值低，有科技革命爆发，就有可能走景气赛道。作者那时候就是在搞宏观研究，接触了美林投资时钟，一时之间惊为天人，找到了方向。直到 2009 年，投资时钟都非常完美，经济复苏，到过热，然后走衰退，股市大牛市之后，商品大牛市，接着债券走牛。然后股市重新走牛。如此循环。甚至连行业也都完美匹配，汽车，地产，然后到中游，最后到上游，最后是后周期的消费，科技，TMT，甚至有的基金公司的投资总监，每天早上晨会，都会带领团队拜一拜投资时钟。那会他们做策略的，几乎也是把投资时钟倒背如流。

在研究框架中，把行业分为两大块，六小块，两大块是制造业和服务业，制造业分为上中下

游，而服务业分为物流，TMT 和金融。下游特别关注需求，特别是房地产和汽车的需求，中游关注订单，上游更多的看美元，流动性和库存。物流看港口吞吐量，公路的运力，金融就关注央行释放了多少信用。而 TMT 就相对独立，主要看美国能不能搞出什么新鲜玩意。

凭借这一整套的框架分析，他们也取得了新财富策略组的第一名。这可不光是荣誉，还直接关系到收入。那会新财富第一名，意味着直接年薪 500 万以上。

但正当他们以为，破解了投资密码之后，市场的审美突然变了，2013 年，随着宏观波动收敛，投资时钟的有效性大幅降低。

作者回忆，现在想想 2005 年，除了股权分置改革激发了牛市之外，还有一个很重要的因素就是人民币的升值，造成了周期股狂涨，那会其实就有人拿中国和广场协议后的日本对比，说股市暴涨会不会让中国也发生崩溃，但作者说，他认为中国跟日本不像，跟美国很像，而日本也不是失去的三十年，日本是因为当时就达到了一个很高的高度，所以一直停留在了发达状态而已。

而中国经济，没有达到富裕的程度，同时也有巨大的潜力，中国广阔的市场，不是日本能比的，更应该把目光投向美国。作者的研究是，美股的百年历史，只有四次半是熊市，第一次是 1929 年-1933 年的大萧条，摧毁了很多人的信仰。格雷厄姆都给干破产了，虽然他后来成了价值投资的教父，但是曾经劝导巴菲特不要以投资为生。巴菲特很幸运，他没有赶上这次股灾。

第二次熊市是 1973 到 1982 年，这是美国历史上，时间最长，且最值得研究的一次熊市，当年的美国跟咱们有点像，战后红利吃完了，正在面临经济转型，而资本市场也正在从散户化走向机构化。1973 年漂亮 50 崩盘，开始了大熊市。各路基金损失惨重。查理芒格连续两年亏了 30% 多，到 1976 年，直接把他的公司给干倒闭了。不得不加入巴菲特的伯克希尔。

第三次熊市就是 2000 年到 2002 年，科网泡沫破裂，连着 911 发生，这次熊市把斯坦利德鲁肯米勒也给干废了，索罗斯的基金也不得不转型。第四次熊市就是 2007 年 9 月-2009 年 2 月。这次是次贷危机，大家都并不陌生。还有半次熊市，就是 1987 年的 10 月股灾，这次时间太短。跟 2020 年的熔断有点像。

美国股市的走势，确实让人羡慕嫉妒恨，总在不断地上涨。而且风格非常明确，主线也十分清晰。50 年代炒周期股，80 年代炒消费股，90 年代是科技股。2000 年之后金融地产，2010 年之后，重新回到科技赛道。相比之下，就是 60-70 年代比较混乱，先炒了科技，又炒了消费，后来漂亮 50，然后又是小盘科技。

而美国这些年来，也诞生了很多的股王，一开始是 IBM，后来是通用电气和思科，2010 年短暂是埃克森美孚，后来就是苹果遥遥领先。美国对于科技股，一般都给与了极大的估值优势。但是如果从行业来看，整体科技行业，并没有跑赢市场平均，反而是必选消费，医疗保健跑赢了。不过这里面可能有些统计问题，比如消费跑赢就两个阶段一个是 1966 年-1972 年的漂亮 50 时期，另一个是 1980-1991 的消费浪潮。所以尽管他们长期表现优秀，但是胜率却并不高。胜率最高的反而是能源，20 年当中，得有一半时间跑赢。如果你能够实现，能源和医疗保健做切换择时，那么有 90% 的机会跑赢。

另外，美股虽然很多股王都是科技股，但是长期占优的却是价值因子，综合应用，低市盈率，低市净率，低市销率，低企业价值倍数，低市现率几个指标，滚动五年跑赢的概率是 98%。但凡事都有例外，最难受的是 1995 年-2000 年。那几年对价值投资是一种信仰上的打击。扛不住的都被市场干掉了。

我们的 A 股跟美国就完全不一样了，总感觉宏观和行业是脱节的，主要是因为 A 股是一个初期的市场，很多企业在行业爆发的时候，他还没上市。2000 年之后，5 年名义 GDP 增长率 87%，但是 A 股归母净利润涨幅只是 1.7%。所以确实差距很大。当时的股市很难反应经济的变化。那会主要受制于全流通的问题，只要一减持，股市就会跌。无论宏观怎么样。因为资金面是短期的直接影响，长期的业绩价值，没办法对抗短期的资金面冲击。

直到 2006 年，破解了全流通的大雷，做了股权分置改革，这才迎来了史诗级大涨，这一年上证指数涨了 130%。其中春季躁动就涨了 20%，年初一般都没有业绩，所以容易炒政策，炒预期，炒流动性宽松，所以 4 月之前，市场基本都是靠炒作支撑。到了 4 月之后，开始回到业绩上，有业绩支撑，且业绩超预期就接着涨，没有业绩，就稀里哗啦了。2006 年 1-2 月份炒的是有色金属和房地产，这个有可能是受到了当时港股的影响。

2006 年 3 月，市场开始稍作停留，开始等业绩了。4-5 月，业绩来了，市场重新开始上涨。而且是难得的普涨，这时候上证指数已经逼近了 1700 点。涨幅最大的就是非银，或者说是券商。作者说，这两个月的上涨，没有找到太明显的催化剂，可能就是之前股改和汇改的滞后释放，有些东西就是这样，一开始因为市场是熊市，风险偏好极低，所以放利好也不反应，但是后来，当风险偏好开始回升之后，这些东西就都开始慢慢反映了。2006 年的行情，很有可能是这样。

但是 2006 年其实也有很多利空，比如 4 月就开始紧缩银根，抑制通胀。还持续上调准备金率。这对股市来说，肯定是重大利空，但这一年却并未反应。甚至 2006 年 4 月，到 2007 年 10 月，这个过程，央行连续 8 次加息。股市却从 1000 多点涨到了 6000 多点。所以简单说加息股市就跌，也显得比较牵强。股市有的时候，就真是混不吝。没地方说理去。

那个时候，主要是盈利和社会需求比较高。经济持续向好，资金成本也就是市场利率大幅上升。这就是典型的投资时钟走繁荣，持续加息也并没有让这两个基本面改变，所以股市才会持续走牛。类似的还有 2009 年，如果经济开始下滑，那就是 2008 年和 2010 年，都是大熊市的开启。所以我们可以总结一个规律，加息之后，是否会影响经济，影响社会需求？那么怎么判断经济和社会需求呢？

【4】周期、估值与人性 4：M1 和社融为啥之前如此重要？

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，周期，估值，与人性。昨天我们说到了，总结了一个规律，加息之后，是否会影响股市，主要看是否抑制住了经济，抑制了社会需求，那么，怎么观察呢？主要有这么几个指标，看社融，M1 和物价。如果这些因为加息而掉头向下，那么就说明经济开始被抑制了，股市就要跌了。而且这种繁荣过后的下跌，往往会比较凶猛。一次是 2008 年，一次是 2010 年，跌幅都比较大。至少一半起步。所以繁荣过后，别太着急进场抄底。

需求和企业盈利才是股市的根本,如果需求迟迟起不来,盈利持续下滑,紧靠市场利率下行,并不足以支持股市上涨。90 年代的日本就是典型案例,到底了吗,到了,但是到底未必会涨。还在反复的磨底当中。而我们从 2023 年以来也走了这样的过程,早都跌倒底部了,货币也一直宽松,但是股市就是不涨,主要是房价下行,社会没需求。

反之,2006 年紧缩货币,但是社会需求上升很快,通胀还在往上走,加息根本没用。企业盈利也大幅提升,ROE 也不断上修,那么股市就会持续上涨。所以宏观分析的关键就是需求。没需求就没利润,没利润,股市就很难往上走。除非大放水。直接用资金大水漫灌,但这个也得看 M1 和社融,也就是说,社会需求可以没有,但至少资金需求必须得有。如果都没有那就不可能涨了,所以你也可以理解为,股价就是方方面面需求的反应。

2003 年之后,银行一直跑赢大盘,而银行的主要逻辑就是净息差,我们也看到,2003 年净息差上升,经济周期就经历了复苏到过热的阶段,2004 年到 2005 年由于货币收紧,净息差下降。股市也再次走熊。2006 年,净息差再次上升,一直持续到 2007 年四季度。央行持续加息,但银行净息差就是持续扩大。所以银行那时候涨的也很凶。2008 年开始,净息差持续下降,降到了 2009 年 2 季度。这就是过热到滞胀,再转衰退的过程。所以这也告诉我们,买银行要买在估值低,股息高的时候,还要买在他净息差扩张的时候。如果能有经济向好,股市流动性充裕,那么银行的表现一般不差,当然保险和券商的弹性往往更大。

后来作者做了一定的修正,那就是坏账爆发的时候要小心,银行通过净息差加高杠杆放大了 ROE,成为他的主要商业模式,但一遇到坏账,也会通过高杠杆瞬间被放大。银行也是周期行业,而且周期非常长,向上要十几年,向下也要十几年,2012 年之后就一直处理坏账,到 2021 年,坏账才基本处理干净,但还是不怎么涨,甚至还跌,直到 2023 年才开始重新表现。

至于流动性,这里面有几个含义,第 1 是经济层面,主要是货币总量和利率,也就是刚才我们说到的 M1, M2, 和社融,策略研究有一句话叫做 M1 定买卖,也就是 M1 向上,才说明流动性宽裕。但后来提的人不多了。但老齐认为, M1 还是非常有意义的。特别是他和房地产周期几乎吻合。所以对于市场和经济的贝塔有比较强烈的指引效果。第 2 个层面就是外部资金,比如居民申购基金和股票,这个东西只能追踪没法预测,或者说是越涨越热,越跌越冷,也只能预测到这了。不过得小心极值效应,比如 2020 年以来,公募基金持续放量,股市也越长越高,但是到了 2021 年,公募基金申购达到极值,那么股市也就到达顶点。但可惜的是,这个极值你只能事后才知道。往往基金申购的高点,都是股市的高点。而且还同时伴随天量成交,和储蓄搬家。反正就是外面的钱,一个劲的再往股市里面流动。

第 3 个层面是风险偏好,作者说这就好像个垃圾桶,所有的东西都可以用风险偏好解释,上涨了就是股市风险偏好提升,下跌了就是风险偏好下降。这相当于用同义词去解释现象。意义不大,但其实风险偏好还是有测量方法的,就是看市场是否正常的反应利好利空,如果不反应利空了,那么就代表风险偏好已经偏高了,如果不反应利好,就说明大家现在都在小心翼翼。

做流动性研究的人,最容易调入一个陷阱,就是用流动性去预测股市,看起来二者确实有关系,但其实流动性往往比股市还难研究,有更多的不确定性。比如你咋知道央行啥时候降息,

美联储怎么操作？那些可预测的东西，全市场有都知道，早就反应在了预期当中，而不可预测的东西，你大概率也不知道。所以其实搞到最后，大家都是蒙。甚至有人做宏观研究，就为了跟人家反着蒙，博出位。这些年很多小机构都这么干。因为顺着大家预测，对了也没人记住你。那索性就都反着来，反正错了也没人记住你，一旦对了就又有出位的机会。

绝大多数投资者，都不甘心于股市的整体收益，总想买到涨幅最大的行业，这就涉及了投资的第二个层面，也就是行业比较，也就是都会涨的情况下，哪个涨的快点，如果不涨的情况下，哪个能有独立行情。A股96年就是家电牛，99年是伪科技牛市，2005年是地产链牛，2013年是移动互联网，2016和2019是消费牛，2020年开始新能源牛。即便2022年熊市之后，也有红利牛，像中移动，中石油，中国神华，这些甚至都创新高了。行业比较其实就更难了，需要从上而下的看，也需要从下往上看，从上往下说的是你得符合天时地利，得有产业革命机会，有渗透率提升空间，有技术创新，有政策扶持。从下往上说的是，得有人和，得真有公司能够抓住这波风口，搞出点什么东西来，得能够落地在业绩上和 products 上。比如2022年炒过元宇宙，最后发现啥东西都没搞出来，然后就又完蛋了。所以只看自上而下，就是一个波段的机会，到财报季的时候，你就得小心着点。如果有自下而上配合，那就是一波主线行情。所以大势研判和行业选择同样重要。天时地利人和缺一不可。所以要投行业的时候，你就得往这几方面去想，周期支持吗，政策支持吗，有技术革命的创新吗？有受欢迎且不得不买的产品吗？有典型的明星公司吗？这5条全具备的时候，你再去看估值才有意义。如果这5条有2条还想不明白，就不用再想了。直接pass就好。

即便是2007年的大牛市，其实投资者的体验也并不好，因为这一年6次加息，10次提高准备金率。无风险利率持续上升，所以大家一开始也总是战战兢兢，甚至涨到3000点，很多人就退出了。都觉得A股到了一个铁顶。年初的时候就引发了牛熊大辩论。那会即便看多的人，也就看到4000点，你跟他说后面能涨到6000点，人家一定觉得你疯了。所以投资者永远纠结永远泪流满面，很多行情都是回看简单，但做起来一样艰难。2007年2月27日，当天上证指数暴跌了8.87%，大盘几乎跌停了，就问你怕不怕吧。作为亲历者，老齐可以说，那天几乎把所有投资者都跌傻了。绝大多数人都认为，牛市已经结束了。作者也说，当时他们申万策略部也做了讨论，大多数也都看空了，只有一个资管的人，说了一句，牛市多巨阴，熊市多长阳，巨阴是把人吓跑，后面慢慢修复，长阳是把人留住，后面不断阴跌。多年之后，这句话依然十分有道理。

这次下跌后，很快就修复了，3月-5月底，上证又涨了50%，突破4000点，垃圾股满天飞，大家都很开心，但530突然半夜上调印花税，以下股市就崩了。连续四天大跌。很多股票也是连续4天跌停，瞬间腰斩。这次终于大家感受到，熊市真的要来了。确实不少人在这个时候撤出了市场。

但是仅仅过去了2个月，市场就又开始恢复上涨，一路重新挑破4000点，然后就是5000点和6000点，气势如虹。最后这波上涨，跟之前的垃圾股漫天飞的风格，完全不同，而是蓝筹股的天下，是基金重仓股抱团，很多股票都是每天能涨停，几乎2月翻了一倍。当年很多基金经理都说，每天都进来几个亿，都来不及想，就都配到现有的股票当中。

到了10月16日，A股市场也就此到达了顶点。也出现了这么几个普遍现象。那么这都是什么呢？咱们明天接着讲。

【5】周期、估值与人性 5:曾经 6000 点的股市！跟今天的美股很像

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，周期，估值与人性，昨天说到了 2007 年的 10 月 16 日，A 股见了历史大顶，当时出现了这么几个现象，首先高景气度的情况下出现了高估值，按照教科书的逻辑，景气度高点，应该是估值低点，因为你业绩很高，所以估值就没那么贵了，但 6000 点的 A 股不是，估值也很高。这就说明不但景气到了顶点，连人气也到了顶点，所以后面发生戴维斯双杀也就不奇怪了。其实这也一直是我们的股市摆脱不了的现象，总是估值和景气同涨共跌，所以最后就是暴涨暴跌。

当时最典型的一个东西就是波罗的海指数，也就是 BDI，当时这个指数涨到了接近 12000 点，与之想对应的就是中国船舶 40 倍市净率。当然这只是一个缩影，其他的东西也都比比皆是，比如刚才说的，油价 140 美元，中石油 48 元天价，所以高景气之下，还出现高估值，这个就一定要小心，随后的很多次牛市见顶，也都验证了这个逻辑，比如最近的白酒见顶，新能源见顶，都是如此。

第二个现象，就是资金汹涌，2007 年从 4 月开始，居民储蓄就在持续减少了，5 月股票总账户突破 1 个亿。然后就是基金摇号，中签分配。嘉实一只基金卖了 430 亿。紧跟着上投摩根，一天就募了 900 亿，是不是都听得似曾相识，跟 2021 年一模一样。所以市场一直在变，唯一不变的就是投资者从未接受教训。

第三个现象，消灭所有空头，无视所有利空。当时讲的是黄金 10 年的逻辑，沪指上 1 万点不是梦。其实后来也是一样的，当市场在用一個超长的逻辑，解释现在的高估值问题的时候，其实就是已经严重透支了预期，比如 2015 年也在说，移动互联网改变人生，2021 年算宁德时代，算到了 70 年后。相反，熊市也一样，2008 年是百年一遇金融危机，2018 年是新冷战开始。而当下又是百年未有之大变局。反正就是短期词穷，用超长逻辑解释短期的估值波动。基本就意味着情绪走到了极端。为啥会出现这样的事情，说白了就是超长逻辑，无可辩驳，没办法被证伪。让理性的人，哑口无言。

2007 年，11 月份，上证指数下跌了 18%，但是鉴于这一年，在 227 和 530，已经搞了两次狼来了，所以大家对这一个月下跌，并没有太多的警惕。甚至当时还有一首歌广为流传，叫做死了都不卖。

作者对这一年的牛市，也有了深刻的感悟，他思考了两个问题，第一就是，我们该如何认知和应对泡沫？其实知道是泡沫很容易，但是有泡沫不一定马上就破，什么时候破，如何跟泡沫共舞？这是全世界投资者最大的一个难题。另外，大家总有一个误区，总觉得只要业绩还在提升，政策还支持，行情就还能往上走。即便跌了也还会涨回来。但这种泡沫破裂，每次却都令人大跌眼镜，因为跌的真的会很深。比如科网泡沫破了，最后你发现，微软，亚马逊，谷歌也确实改变了世界，但并不妨碍他们暴跌 7 成。足足十几年才从坑里爬出来。70 年代美国的漂亮 50，和 3 年前我们自己的漂亮 50，其实都是如此。好公司大家都承认，但是谁说好公司就不跌了呢？有的时候你都没法解释，明明业绩还在提升，但就是股价跌去了一半。

那么看到泡沫就闪吗？好像也不行，美国 95 年就是泡沫了，结果涨到 2000 年，A 股当年超过 2500 点就是泡沫了，直到 6100 才破。所以你提前退，投资人也不答应。或者说，做投资的，其实就是要靠泡沫去赚钱的。没有泡沫，你根本就没有收益。每个人都想拥抱泡沫，等

泡沫最大的时候走掉。但始终这都是一个最大的难题。历史上还从未出现一个投资人，每次都能在泡沫中全身而退。

第二个问题，当年进入熊市的本质原因是什么，当年想不明白，现在返回头去看，还是可以总结的，1 是长期逻辑一直兑现，也就是说的，大家给他找到那些上涨理由，都已经提早的进入了价格当中，别说黄金 10 年了，就是黄金 20 年，A 股也没能再到 6000 点。所以当你一把，兑现了 20 年的收益的时候，有的人就会选择提前离开。2 需求端虽然很强，但是供给端突然暴增，已经出现了严重的产能过剩苗头。大家已经看到了，当这些产能释放之后，就会打破供需平衡。从而导致景气度拐点。所以看到这个预期的人，就提前跑路了。其实周期都是这样。股价是先行指标，你并不能用景气度去指导股价投资，股价一般会先于景气度到达顶点。投资最简单的逻辑是，股价要想上涨，ROE 必须持续提升，而从历史来看，二者也都是同步的，但问题是你并不知道，未来 5 年，谁的 ROE 会稳步提升。过去的好公司，未必在未来还是好公司。最逗的就是有一本书叫做基业长青，作者柯林斯想找到那些能够一直伟大的公司身上的成功密码，结果精挑细选了 18 家公司，但最后成功率只有一半。所以这就说明，对于未来我们确实无能为力。

作者也列出了一张表，2000 年到 2021 年，中国这些上市公司，能三年保持 30%增长的，其实挺多的，有过 1300 多家，到要想坚持两个轮回，也就是 7 年保持 30%增长，就只剩下了 29 家。所以如果随机选择未来三年高增长的，那么大致概率能有 30%。但是如果他之前已经高增长了 3 年，然后再从这些高增长的公司当中，选出下一个 3-4 年还能高增长的公司，那么概率就只剩下了 2%。所以也就是说，做了精确地筛选和研究，甚至最后还不如瞎蒙胜率更高。越是找好公司，反而投资的胜率越低。这个跟我们想想当中的价值投资，完全不一样。

这也就是低估值策略，长期跑赢高成长高 ROE 策略的根本原因，因为我们是基于现在的高景气去找未来投资机会的，未来继续这种高景气的概率其实并不高，或者说当下景气度越高，未来延续的概率就越低。而一旦景气度无法延续，那么就会先杀估值，再杀业绩。好公司跌 7 成的比比皆是。所以说到底还是那个逻辑，就是你买贵了，怎么着都不行。

有些东西长期看回报确实很惊人，但是也都会经历一个至暗时刻，而这种至暗时刻可能会持续很长时间，甚至是 10 年和 15 年，比如亚马逊如果在纳斯达克泡沫的顶点买入，拿到现在也是年化 19%的回报，但问题是他先跌 7-8 成，然后 10 几年不涨，谁能够扛得住这个波动？包括股市长线法宝里说，1972 年高点买入美国版漂亮 50，持有到 2012 年，投资回报依旧靓丽，但要知道，一直到 1987 年，这些股票都还没有起色。也就是说你能不能先扛得住 15 年都是亏钱状况。中国的股票其实也一样，很多历史高点，都出现在 2007 年，到现在快 20 年过去了，都没能超越。这就是高景气陷阱。

作者说，他 2007 年，预测了招商银行和中国平安，未来十年的业绩，分别净利润会从 152 亿和 155 亿，上升到 701 亿和 1000 亿，到 2017 年去看，基本上预测是对的，但结果是，这两家公司 10 年不涨。所以觉大多数情况下，并非是公司不好，只是股票不好，股票不好的原因是，当时的景气度太高了，估值也太高了。

经过一年大牛市后，2008 年噩梦就来了，下跌分了 3 个阶段，1 月 14 日到 4 月 22 日是第一个阶段，然后是 6-9 月为第二个阶段，最后 10 月绝杀，第一个阶段就是中国平安的天量融资带崩的，上证指数大跌 42%，所有行业普跌，周期股跌的最多，普遍跌去了 6 成，4 月

22 日，上证指数跌破 3000 点，终于把印花税跌出来了，市场开始反弹。但机构产生严重分歧，有的机构顶部减仓了，开始选择加仓，但也有的机构开始在这里减仓。这其实挺有意思的，从 6000 点跌倒 3000 点，赔了 50%，但是你 3000 点抄底跌倒 1664 点，最后也差不多赔 50%。那如果从 6000 点扛到 1664 点，其实也就亏 70%

到了 6-9 月，PPI 也开始掉头向下，整个宏观景气开始破防。这时候全国上下，已经开始了一篇悲观，再加上汶川地震，和美国的次贷危机，市场开启了一轮新的杀跌，9 月中旬，雷曼破产，全球金融市场进入了至暗时刻。中国股市也到了崩溃的边缘。当时传来的都是坏消息，整个外贸断崖式下跌，从通胀到通缩，可谓是一夜入寒冬。央行也在降准降息，证监会停发 IPO，但是这都没什么用，因为这次危机是经济层面的。市场很难止住。后来中央汇金直接下场买银行股，才出现了短暂的脉冲。但好景不长，到了 10 月份，长假期间，美国就利空不断，市场放假归来再跌，单月上证综指大跌 24.6%。几乎就是光头光脚的大阴线。明天我们再来详细的描述一下，当年的至暗时刻。

【6】周期、估值与人性 6:2008 年的至暗时刻！！

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，周期、估值与人性，昨天我们说到了 2007 年 10 月的绝杀，市场单月下跌 24.6%，至此市场已经毫无生机，再乐观的人，也不敢出手了。当时大家担心的不光是股市会不会完蛋，而是经济会不会也要完蛋。大部分周期股都跌去了 90%，央视还做了组报道，东南沿海的大量工厂，出现了停工倒闭潮。但现在你去回看，这个时间段，恰恰是买入股票和风险资产的最好时间，无论是 A 股还是美股，几乎买什么都赚，但是就是不敢买。因为大家总觉得，这次不一样了。普遍相信苦难的日子可能才刚刚开始。

作者所在的券商，基本也都跌蒙了，年终策略，纷纷都是开始研究金融历史，研究黑天鹅。那些管钱的基金经理，跌 50%的都算是优秀战绩了。在 10 月 28 日，创出了后来的历史大底，1664 点，几天后就传出了国家要放水刺激的消息，所以股市就提前有了反应，果然 11 月 10 日，4 万亿政策出台，12 月 3 日国务院部署了金融促进经济发展的九项措施。但其实跟大家想的不一样，一开始市场都跌麻了，所以对于 4 万亿的出台并不敏感，甚至还不如当时印花税的时候。作者发现，很多市场上的重大拐点，其实反映的反而并不激烈。比如之前牛转熊的时候，反而不如 227 和 530 跌的凶。而熊转牛的时候，也没啥脉冲。但行情就是这样，在绝望中爆发，在犹豫中上涨，当大家发现了，好像股市又牛了，其实都已经是 2009 年二季度了，也就是说，一波拉升又快走完了。所以感觉这个事，在投资市场上非常不靠谱。总是后知后觉。

这一年熊市跌完，对作者最大的启发就是，我们可能无法判断泡沫何时破裂，但是却可以总结规律，他一般有三个阶段，第一阶段是突然大跌，这个阶段没有原因，跟牛市的阶段性调整非常像，很难区分。因此也很难躲避，完全靠蒙，靠运气。第二阶段是快速反弹，大部分人还会有千金难买牛回头的预期，所以会有一定的反弹发生。让很多人误以为市场调整结束了，开始进场抄底。第三个阶段就是绝杀和阴跌，此时估值已经不断降低，但是依旧持续下跌。而且是跌跌不休，几乎每天都跌。从幅度上总结，往往是泡沫破灭先跌一半，反弹一段之后，再跌一半，最后跌倒 70%。但老齐觉得，这个也不一定准确，因为整个市场有快熊和慢熊之分，作者说的是快熊的逻辑，慢熊可能动作没那么犀利，但是时间拉的更长，比如 2010 年之后，和 2021 年之后。一般快熊是泡沫和金融危机引起的，慢熊都是产能过剩和经济衰

退所带动的，当时作者主要工作就是研究港股市场，这让他十分头疼，因为港股是一个流动性市场，钱一会来，一会走。所以很难去把握。也就不具备价值投资的基础。真正像巴菲特这种的价值投资者，一定会首选美股，只有美股才会吸引全世界的长期资金，即便短期遭遇困难和金融风暴，这些钱也都不会系统性的离开这个市场，但港股不具备这样的条件。所以在港股上找价值，难度是非常大的。后来他也主动回到了 A 股市场去做研究，很少再去碰港股。

转过年来到了 2009 年，A 股已经是一个牛市行情，也分为三个阶段，1-3 月，4-7 月，和 9-12 月。其中 8 月份是大跌的月份，非常重要，甚至可以堪称是这波行情的重要分水岭。

1-3 月的上涨，市场其实是非常犹豫的，很多人都不敢相信，政策刺激真的有这么大力度吗？是否能起作用，都未可知。更何况是百年一遇，如果西方世界长期陷入大萧条，中国不可能幸免。所以一开始大家是不信的。但是 1 月份信贷投放数据披露，市场的第一个疑问被打消了。1 月投放了 1.62 万亿信贷，这是原来一个季度的量。所以到这大家才开始相信，政策肯定是要变了。而当时投钱的效果还是立竿见影，立马发电量指标就起来了。但此时第二个疑问还在，海外没需求，没订单咋办？很快我们就发了 3G 牌照，推出了 10 大产业振兴计划，同时带动家电下乡，汽车下乡，以旧换新等等。生生在国内找需求。股市也有了很好地反应，上证指数开始大涨。但是后面央行又开始查票据，也就是查资金空转，所以股市又有回调，对于信心又是打击。足以证明现在风险偏好还是很低。大家还是不信股市能涨，所以都是短炒的思路。

但到了 4 月份，一些经济复苏的证据开始随之出现，基建先行，地产随后，制造业也随后跟上。GDP 开始 V 型反转。市场又开始走起了投资时钟逻辑。强周期和资源，发起了猛烈的反弹。煤飞色舞，汽车家电，房地产成为主线。从 6 月开始，继续往上游发展，银行，石油石化，钢铁也都开始表现。此时的投资者热情被彻底调动，开始有人认为，未来可能会突破 6124 点的高度。但是从 7 月开始，信贷突然收紧，央行票据重启发行，导致银行间利率上升，这是央行要开始收流动性了。所以在 7 月 29 日，一天就跌去了 5%。然后到 8 月继续跌。非银，钢铁，煤炭，一个月跌去了 30%。其实逻辑很简单，这次牛市，主要就是流动性推动的，那么一旦收流动性，市场也就基本快走到尽头了。但当时市场还有一个逻辑，就是经济复苏的逻辑，替代放水的逻辑，大家也都是这么期待的。觉得市场中途换个逻辑之后，还能继续涨。所以才有了 8 月的分水岭行情，之前是周期占优，之后开始消费占优。而消费其实就是后周期逻辑。大家觉得这波周期，能够得以延续。

这时候作者还说了一个规律，往往风格切换都会发生在一次暴跌之后，而且还有个模糊期，一开始好像都能反弹，但后来原来的强势品种就跟不上了。比如 2009 年 8 月暴跌后，煤炭汽车周期股也反弹了，但是到 2010 年之后，周期就又不行了。消费开始走出主线。然后 2012 年又是暴跌，第一波反弹还是周期，后来创业板才走出主线。

大的风格切换，其实就是基本面的此消彼长，资金发现了景气度更高的行业所导致的。而原有的强势板块，要么因为估值过高，要么因为增速下降，而被抛弃。开始走戴维斯双杀。这也是我们说，每一轮牛市的主线，都与上一轮不尽相同的主要原因。比如 2010 年之后，国内经济主题，就是居民端加杠杆，那么就是买车，买房，消费升级。家电和汽车下乡，白酒也向二三线扩张，而原来的强周期，已经遇到了产能过剩。业绩很难再往上走了。当然还有一个辅助原因，就是原来的主线，套牢盘太多。所以当市场处于脆弱当中，想要往

上解放并不容易。资金就会换个方向。重新寻找天时地利人和，然后逐渐形成共识。

有人问有没有可能不跌，发生风格切换，也有过一次，就是 2013 年-2014 年，小盘股上涨之后，并没有怎么跌，然后就切换到大盘股上了。一般都是赚钱效应很强的情况下，才会发生这种情况。而且那次还有特殊的原因，就是杠杆。虽然没有经济上的贝塔，但还是完成了向大盘的切换。跟基本面走势相背离。所以这只能说是风格上的扩散。说的简单点就是钱多闹得。所以也不会持久。

还是说回到 2009 年，8 月大跌之后，9-12 月总体行情比较平淡。有点慢慢修复的意思。汇金再一次宣布增持三大行，后来很多人说在，这是一段维稳行情。就这样，上证综指不知不觉就摸到了 3300 点。指数虽然回去了，但周期股没有回去，市场的主力变成了消费和成长，一直延续到 2010 年。此时，资本市场又有新动作，创业板开板，但起始估值太高，达到 70 倍市盈率，这也导致了创业板上来短暂涨到 1200 点后，就调整了 2 年。一直跌倒 585 点。

这段时间，作者的最大感悟就是投资时钟失效了。所以非常迷茫，因为这意味着他后面基于宏观所有的判断，都是错一半对一半。并非他水平下降了，看宏观看不准了，而是宏观失效了。之所以这样，就是因为宏观没有斜率了。也就是说，上下幅度都不大，不足以再调动市场的情绪。就跟 2023 年有点相似。宏观失效，往往发生在经济触底，但是反弹不起来的时期。像一个泄了气的皮球一样，他弹不起来了。所以也就没人在用他去指导投资了。那么随后的市场审美发生了哪些变化呢？

【7】周期、估值与人性 7:2013 年的熊市！让很多人绝望

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，周期、估值与人性，昨天我们说到了 2013 年之后，市场的审美发生了变化，经济没有贝塔了，甚至大家都已经看出来，未来经济就是长期增速回落。所以也出现了很多的新情况，比如 2013 年的资金荒和资产荒同时出现。此时宏观研究，已经失效了。

那么经济没有周期，大家就开始去寻找那些，经济表现不好，某些行业还能自成体系的机会，所以就从研究宏观，转向了商业模式研究和产业周期研究，和估值分析。商业模式决定了企业永续经营的状态，是中期 ROE 和估值的依托，也就是说他得有一个永恒的长久的赚钱模式。拥有一个好的商业模式，即便短期遭遇一些困境，或者经济不太好，也能逐渐化解。作者他们当时把中信一级 29 个行业，做了个 ROE 排序，以证明商业模式的有效性。最后得到这么几个结论，第一，市场公认的价值陷阱的银行业，平均 ROE 排名居前，第二，市场热捧的 TMT，军工和科技，排名最末，这说明大家不怎么看好的行业，其实长期是最赚钱的，而大家都看好的，追逐的这些成长方向，长期其实大多都是陨落的。我们总是想象这些科技股未来能赚大钱，但是最终其实很难实现。短期投资者都追求弹性，希望买到更多的增长，赚到更多的利润，慢慢的你会发现，那些不变的行业，反而是最好的标的。

不过，再好的商业模式，也会碰到逆境，比如白酒 2013 年，就遭遇了巨大的挫折。那会茅台也跌去了 60%。银行则从 2013 年开始，一直都是下行期。像市场耳熟能详的好公司，平安，招行，茅台，五粮液，这些也都很长时间都不长。包括巴菲特买的可口可乐，1998 年之后，20 年都没怎么涨。所以这些好公司，非常考验人性。都知道他们赚钱，但是没增长了，也就没有爆发力了。你敢不敢拿，拿了真的就是 10 几年不涨。但你不拿，可能折腾半

天，返回头一看，还是他们最赚钱。所以非常纠结。

在中国股市周期褪去之后，成长思维就开始成为主流，基金经理天天都把增速挂在嘴边。找增长快的好公司，成为大家翻石头的唯一目的。其实也很好理解，周期没机会了，经济也复苏不起来了，那就只能去找找那些不靠周期的东西。大家都这么想，成长股也就逐渐被机构认可，成为新的审美标准。作者说这也分了两个阶段，第一阶段是 2009 年 7 月，到 2012 年 12 月，是消费成长股上涨，赛道成长股跟随，第二阶段是 2013 年 1 月，到 2015 年 12 月，他两反过来了，赛道疯狂，消费成长股，到没怎么太离谱。所谓赛道，其实就是我们常说的 TMT，通讯，传媒，计算机的综合体。

之所以出现这个现象，就是因为大家一开始还是比较保守的，刚从周期的逻辑切换过来，还是希望能有一个稳定的业绩输出，再加上整个的宏观环境就是倡导内需，走消费升级，所以消费就先有表现机会。但市场经过了一段时间上涨，风险偏好开始不断抬升，消费那点成长性，已经不满足于大家的想象空间。所以就有人要讲一个暴力成长的故事，再加上移动互联网兴起，渗透率打开，手机销售爆火，从 2011 年到 2014 年，渗透率从 10%，干到了 90%。所以资金就转移到了 TMT 上面。而这类故事，也是最能带动市场情绪的。普通投资者去买股票，也很少买什么工商银行和贵州茅台，大多也都会聚焦在科技股上，所以一下就带动了赚钱效应的产生，形成了正反馈。

这一波科技大牛市，也分为 2 个阶段，第一阶段是 2012 年 1 月开始的，一直炒到 2013 年 5 月，先炒的是硬件。带来消费电子行情。2013 年 6 月开始，硬件增速开始下降，但是随着愤怒的小鸟开始流行，手机游戏越来越火，各种应用层出不穷。市场风格开始往软件端切换。当然创业板指数，全程参与了这波科技牛，2012 年的创业板，跟 2024 年的创业板完全不同，当下是以新能源为主，配合医药为权重行业，而当年的创业板，则几乎就是 TMT 行业指数。所以他也从 585 点一路干到了 4000 点，涨幅接近 6 倍。

其实创业板，跟当年的上证综指是一样的，都是涨 6 倍，然后也同样是暴跌 70%。接着再反弹。然后再跌，反反复复才把泡沫出清。

投资时钟失效之后，自上而下的路标就没有了，所以市场更多的开始了自下而上的翻石头理论，试图去挖掘个股。作者管这套方法论叫做互联网思维，首先模式重于报表，看一家公司，就要看他的商业模式，而这个商业模式不是他赚钱的模式，而是他聚拢数据，吸引流量，争取资源的能力，有流量就有了未来变现的可能。当时流传着一句话，看财务报表，就意味着已经输在起跑线了。其次是重视转型，轻视传统。过去的传统业务统统被歧视，认为是老土。估值自然也被挤压，必须得加点互联网的因素，否则拉不了估值。第三是借助外延，忽视内生，那个年代，外延式并购成风，并购一个企业，业绩就涨一大块，估值自然也就进一步提升，然后他就以更高的估值出去并购。如此循环往复，实现业绩的快速增长。跟这种外延并购相比，传统的产生业绩的模式，显然不够性感。增速也十分有限。

但这些东西，事后来看，其实无异于杀鸡取卵，寅吃卯粮的游戏。最后也都为此付出了惨痛的代价。最后发现，所谓互联网改造传统经济，大多都是炒作，根本兑现不了。那些所谓的并购，最后也都无法兑现业绩，而出现了大规模的商誉减值。甚至有的公司，一年干脆就亏掉了总市值。

作者管这套方法论叫做离经叛道，不过依旧符合很多规律，主要是景气催化比较明显，移动互联网确实创造了太多的新鲜感。产业周期也确实如火如荼，提升速度肉眼可见。在切身感受如此深刻的情况下，再加上流动性宽松，所以就实现了逻辑的切换。让大家更容易打开想象的空间，联想到科技改变未来。

再返回头说周期股，2010 年，就开始了大跌。当时是因为经济过热，通胀高企，宏观开始了调控，到了 2010 年 7 月，煤炭，化工，有色金属，石油石化，都跌去了 30%左右。食品饮料虽然跟着同步下跌，但是跌幅只有 15%，远小于周期，这次暴跌之后，也就成了分水岭。当时作者他们发现，库存基本已经见底，发电量在逐渐回升，所以预判经济可能会在 8 月见底回升。后来果然市场反弹，先从 2300 涨到 2600，然后横盘，10 月之后，突然涨到 3100，但好景不长，11 月 11 日，开始就又走回落了。主要就是央行开始下决心调控物价了。这时候市场已经开始在构筑一个大的顶部，为一轮较大的熊市做准备。后来从 2011 年 4 月开始跌，一直跌倒 2013 年 7 月。大的机会没有了，消费和医药表现还算可以。特别是医药，那时候被称为是永远的朝阳行业，在 2009 年 3 月，新医改出台之后，医药就走出了独立行情。到 2011 年遭遇了挫折，但是很快，2012 年底，医药板块重新起飞。走出了大行情，一直走到，大牛市的顶点。股灾之后的 2017 年，市场情绪刚刚恢复，又开始炒作创新药。恒瑞医药走出了 10 倍行情。

再说消费电子这边，智能手机浪潮，一下打开了消费电子的天花板。字面理解，即是消费又是电子，既有反应消费的时代红利，又有科技的催化因素，所以一时之间成为成长股的典型代表。其实消费电子，指的就是智能手机产业链，在 2013 年之前，你很难理解这个概念。而 2013 年之后，智能手机大卖，小米的雷军就说，那会动不动就缺货，根本就是供不应求，所以景气度非常高。这就是先炒概念，然后还能业绩落地。所以起了一波非常明显的结构性行情。有人认为，消费股是永远的赛道，但作者并不认为这个观点，比如可口可乐，从 1998 年开始算，跑输同期的标普 500 指数一半，更是跑输纳斯达克 8 成。所以消费没那么神，他有自己的时代特征。过了这个村，就没这个店了。

明天我们再看看，2011 年的慢慢熊途到底是怎么形成的。又能给我们的投资带来哪些启示？

【8】周期，估值与人性 8：曾经的慢慢熊途是怎么熬过来的

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，周期，估值与人性。今天我们看看 2011 年，到底市场是怎么跌下去的。其实这一年的年初，还是上涨的，甚至连涨了 3 个月，从 2600 涨到了 3000 点，这就造成了很大的迷惑性，让大家以为这一年行情还不错，但是到了 4 月，业绩开始出来之后，风格发生了变化。之前涨的都是那些炒作的行业，并没有什么业绩支撑，所以在业绩披露之后，就引发了下跌。但是有一个板块，却出现了高歌猛进，这就是工程机械行业。但这似乎与当时的宏观经济逻辑完全不同，作者当时也在做研究，他们为了挖掘机数据，跑了 7 个省，最后发现，需求还行，订单不错。不过对此他也依旧想不通。但最后也没顶住市场的压力，还是编造了一个看多的理由，说房地产市场，未来还有三四线可以开发，宏观调控，影响的之后大型城市。所以开始重新推荐周期股。

但是悲剧发生了，刚推荐完，市场就开始下跌了。一旦开始下跌，之前的逻辑就全都变了。之前什么销量，什么订单，大家突然之间就全都不看了，开始在意的是通胀和货币紧缩。所

以这就是情绪的变化，其实非常的快。你很难跟市场去讲道理。有人说了一句话特别好，上涨就是上涨的原因，下跌也是下跌的原因。提前预测，无论是宏观面，基本面还是技术面，其实无非都是瞎蒙而已。只有资金面是实实在在的东西。也就是说，如果你能看到买的多卖的少，那确实他就会不断上涨，所以资金面的预判，其实靠谱度更高一些。而其他的東西，市场可能随时就不认了。

那些年还有一个现象，就是极高的市场利率，一个是无风险利率，一个是刚兑的各种利率，比如信托，城投之类的，所以大量资金，根本就没心思投股市，都去忙着买这些刚兑的固收产品呢，老齐当时主要的资金也都在玩信托。

到了 2011 年 7 月，通胀数据又超预期，此时猪肉价格正在走高，所以整个的通胀形式不容乐观。2011 年跟 2007 年完全比不了，当时已经没有那么大的经济韧性了，企业业绩也都没有上行，需求也已经透支。这个时候通胀还高，货币还要抑制通胀。所以市场压力可想而知。股市又跌回到了 2600 点。到 9 月底，已经跌去了 15%。此时越来越多的负面消息开始产生，什么刘易斯拐点，人口红利消失等等。所以事后总结，大家都开始讲通胀无牛市，而这一波就是因为压制通胀而掉下来的。但其实这句话也不完全对，因为通胀不行，通缩同样不行，后面进入了一个通缩环境，股市照样往下跌。包括 2023 年，也是通缩，大家似乎更担心这样的情况。所以总结，只有温和通胀对股市最有利，通胀太高，或者通缩都不行。通胀+紧缩要特别小心，经济别往下掉股市就没事，只要数据往下一掉，股市立马就崩。2024 年的美国股市就是这样的情况。加息尾声，经济数据依旧强劲就没事，一旦数据不行了，即便降息，股市可能也要崩。因为逻辑一下就变了。

2011 年 10 月短暂反弹之后，11 月和 12 月又是杀跌，上证指数已经跌入了 2100 点，这波下跌已经够惨了，但谁也没想到，这波下跌一直跌到了 2013 年 6 月，跌到了 1849 点才算见底。2011 年对作者的影响很大，也是他重大转型的一年，在这一年给他最大的教训就是放弃了常识，1 是货币紧缩一定会导致经济下行，短期没发生，不代表常识失效。而是早晚会发生。2 通胀是货币现象。收货币通胀会被解决。那么大家也可以思考一下，美国一直加息，美股一直创新高，是否也是反常识呢？至少这个问题，在 2024 年第一季度，都还无法解释。此时作者才明白，通过宏观和政策判断市场，其实是用了一个更加难以判断的变量，看似逻辑严谨清晰，相关性很高，但依旧不断犯错。

那么为什么当时调研了，也拿到了数据，跟最后结果却大相径庭？是企业给了假数据吗？其实并没有，当时数据就是很好，而且一直维持到 6 月，但是股市却从 4 月就开始跌了。所以股市比你的数据领先了一步。这就是景气度的预期变化导致的。或者说大家的信心已经不足了，所以有人提前抢跑。而他们盲目相信自己调研的数据，结果吃了大亏。这也是做投资最难的地方，有的时候利空提前反应，有的时候滞后反应。全看投资市场的心情，如果风险偏好高，利空就被无限期押后，在情绪亢奋的时候，什么加息，通胀，都不是问题。但当小心翼翼的时候，可能一个不起眼的事件，就会引发股市大跌。甚至有时候数据太好都会被反向解读为，景气度达到高点了。有人就会提前抢跑。

在这轮下跌当中，银行，食品饮料，房地产反而跌幅小一些，而代表未来的电子，计算机跌幅更大。但这也再次印证了之前的逻辑，在暴跌之后，往往会再次迎来风格切换。往往暴跌中跌的少的，就是下一波的风格方向。2012 年春季行情，先是周期，然后是金融地产，大家本以为是又一次价值搭台成长唱戏的时候，市场再度下跌，一跌就是半年。而且也是从 4

月开始的，所以大家一定要重视四月，5-11月成为主跌浪，这段时间其实货币还是很宽松的，一次降准，两次降息。但是无奈经济复苏没有斜率。宏观数据不好，市场也就一直没机会。到了10月汇金又开始出来增持4大行，11月16日，IPO也暂停了。但市场就是一路阴跌。12月上证指数又一次跌破了2000点。信心已经崩溃到了极点。

2012年还有一个大事，就是白酒股暴跌，主要是茅台的价格崩了，2012年初开始，随着八项规定的展开，茅台价格从1800元开始跳水，一路跌到了900元以下。这让投资者大跌眼镜，认为永远的赛道，突然陨落，大家也都是措手不及。高端白酒的投资一直都是机构们的首选，但从这一年开始，风水逆过来了，茅五泸之外的酒，反而表现更好。茅台股价反倒是腰斩。这也标志着核心资产的风格，彻底结束。再等他转回来，就是2016年的事了。

2012年12月5日，股市突然大涨2.87%。当时大家已经一片悲观，没人在意这根阳线。但是就在这样的状况下，12月份上证指数竟然涨了15%。一举把2012年全年的跌幅都收回来了。跌了一整年的2012，最后竟然还涨了3%。这也让作者意识到市场贝塔的重要，你中间折腾多少次，再怎么精准卡点其实都没啥卵用，都不及年底的这一波行情。所以投资抓大放小，把握大趋势非常重要，中间那种小行情，小波段，其实意义不大。第一不可能全做对，第二即便都做对了也没多少收益。这点老齐确实也是深有感触。能把7年一次的大周期的风格作对，中间少折腾，顶部敢减仓，底部敢加仓。其实仅此而已。你就已经是市场上最好的，前10%的管理人了。所以很多人都总关心，这个月怎么跑输了，下个月怎么跑赢了，这其实都没什么太大的意义，拉长周期都差不多。关键是顶底的时候，你都干了啥。大的风格切换的时候，你是否找到了景气周期。

从2013年2月开始，市场出现了极度的分化，创业板一路高歌猛进，涨了1.5倍，而上证综指还在下行，又跌回了2000点，这种极端的结构性行情历史上并不多见。之前作者用的那种宏观分析框架，基本就都不存在了。市场进入了一个成长为王的时代。如果你的审美逻辑没有跟上市场的变化，就会完全走错方向。比如2012年底，看到降准降息，低估值，也看到了脉冲式上涨，然后就依然看多周期。那么就会在后面非常的难受。

作者也反思了很多，包括宏观转向，产能过剩，经济减速等等。但其实老齐认为，最大的一个问题在于产业周期，就好比说这个美女挺漂亮，但是岁数有点大了。不如刚出现的那个美女，既年轻又漂亮还性感，所以一时间，市场上的钱就都被年轻性感的美女吸引走了，换个角度讲，如果没有2013年的智能手机浪潮，可能周期弄不好还行。所以投资这个东西，其实就怕比较。资金有限的情况下，就会走此消彼长。资金无限的情况下，则会水涨船高。2013年还没有到资金无限的时候。到了2014-2015年，有了一年的上涨积累，资金开始越来越多。也就开始了水涨船高。作者还做出了一张，基于经济预期变化的风格轮动图，明天我们就来仔细讲一讲。

【9】周期、估值与人性 9：市场出现了巨大分化

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，周期、估值与人性。昨天我们说到了，作者画了一张，基于宏观经济预期变化的风格轮动图，先是政策放松，然后经济预期改善，场内资金活跃，周期敏感行业跑赢成长股，然后带动场外资金流入，业绩上修，风险偏好提升，周期股持续跑赢，情绪亢奋后，政策紧缩，经济预期下行，场内资金开始沉寂，周期敏感行业开始跑输成长股，场外资金枯竭，周期业绩下行，周期大幅跑输。

在这种风格轮动当中，周期股始终处于主导地位，也就是他的变化，决定了成长股的表现。但是这种逻辑在 2011 年之后，发生了一定的变化，甚至开始出现周期搭台，成长唱戏的行情。跟我们之前说的价值搭台成长唱戏是一个逻辑，所谓价值，其实很多都是周期，比如银行地产资源。当然还有一些公用事业。他们一开始上涨，也是因为政策宽松，业绩因为利率下调有边际改善，而且业绩确定性强，最重要的是高股息。所以导致一些风险偏好低的长期资金流入抄底，导致上涨。但是由于宏观上没有太强的贝塔，所以不具备想象空间，整个的力度也没那么大，于是就会在风险偏好回升到一定程度的时候，开始景气切换，寻找那些更性感的成长行业。

所以我们可以总结一下市场的审美逻辑，有经济贝塔，肯定这是第一位的，也是最性感的，那种特大牛市，往往都是周期带动的，但如果没有经济贝塔，顶多就是走结构性行情。那么资金就会去找那些自成体系的高景气行业。说白了就是，总体需求越来越大，那就炒总体，而如果总体没需求，那就炒局部需求越来越大，如果连局部都没有，那股市就没机会，就是熊市。2011 年和 2012 年其实就这样，炒的东西，最后都没需求，就会继续跌。直到新的需求出现为止。熊市才会结束。这些年宏观上就是没需求，所以你只能等局部行业的景气度出现，这也就是所谓的成长股行情。无论第几次价值搭台，最后也都是成长唱戏。除非你周期，能自己把戏给唱了。

2013 年是极致分化的一年，在此之前基础逻辑就是同涨共跌，而 2013 年之后，创业板几乎翻倍，主板却继续下跌。当然这一轮行情也还是价值先搭台，主线的 TMT 一开始表现并不突出。到 2013 年 2 月 8 日，上证综指涨了 25%，而此时完全没人关注的创业板，反弹了 40%，但大家此时并不认为他是主线，只是觉得这就是超跌反弹，因为之前他已经跌到了 585 点。春节之后，很快创业板就飙升到了 1000 点，而主板就不怎么动了。那一年电影市场非常火爆，泰囧，西游降魔，我们终将逝去的青春，纷纷斩获高票房。然后手机游戏也是一个一个的爆款。所以大家就开始炒作传媒。毕竟体感非常强烈，所以炒作起来，也就很容易聚集人气。

不过即便这波创业板的特大牛市，也并非一帆风顺，到了 5 月其实都没有完全摆脱 1000 点，然后又因为美国退出 QE，以及紧缩预期升温造成的钱荒，影响了投资信心。在 6 月份，一度快速下跌，最低差点跌破 900 点。吓了大家一跳。大家都觉得，钱荒就是流动性紧缩，资本市场不可能好，于是就纷纷跑路。事实上主板确实如此，太多的周期股，压着上证指数，一蹶不振，但是在创业板上，却几乎没受到影响。6 月下跌之后，连涨 3 个月，就从 1000 点，涨到了 1400 点，涨了 40% 上去。10 月又跌一个 10%，吓退第二批人，直接就挑破了 1500，然后 3 个月大跌。跌回到了 1200 点，让大家充分相信，创业板的牛市已经结束，接着就几乎不给机会，一直干到了 4000 点。特别是 2015 年开始，几乎每个月涨幅都在 20% 以上。这也让投资者第一次感受到了主题投资的威力，原来也可以如此疯狂。甚至不需要任何基本面，就靠主题，也能炒到一个超级大牛市。这轮行情，让那些理性的投资者，全都傻眼了。因为自己完全没有理由下场。哪个主题，他们看着都不靠谱，但就是能涨，而且一直涨。

作者说，主题投资一般都会有两波行情，第一波先普及，大家对这些东西将信将疑，然后等你想试试的时候，他开始深度回撤，让你不知所措，甚至开始坚信自己的价值判断，这些东西不靠谱，甚至从此不再关注，但是等你再发现他们的时候，发现第二波行情已经走完了，那些品种已经创出新高了。此时再追就更难受了，而你越是不敢追，他就越是涨。这些东西通常都会有一个超长期的逻辑，短期数据还没办法证伪。比如移动互联网改变人类生活之类

的，智能手机就是卖的好，甭管他赚不赚钱，他这个逻辑都是成立的。这就是一个只炒预期，不炒兑现的阶段，资金会不断涌入。你没有现实，也就没法验证，这也就是他们往往能涨的特别离谱的原因。所以老齐总是讲，科技这个东西，需要一定的风险偏好做保证，保暖之后，就开始思淫欲了。那么什么时候炒作会终止呢，得看风险偏好变化，如果风险偏好一直提高，有资金源源不断流入，只要没有特大利空，就能一直持续，如果炒半天，股市整体也没涨，风险偏好还降了，那就随时可能结束。

2013 年到 2015 年这波特大牛市一个重大的逻辑就是外延式的并购重组，只要有高估值，就能收购一个公司进来，然后发生业绩增长，反过来推高估值，如此循环收购，业绩也不断大涨。直到股市崩了，这个游戏才彻底结束，后来 3 年都在还债，一直到 2019 年初，商誉还都在暴雷。啥意思，说白了就是收购来的公司，后面业绩兑现不了了，比如华谊兄弟 10 亿收购冯小刚的东阳美拉，后来拍得电影票房不行，还出了范冰冰的事件，让投资打了水漂，那么你这笔投资就得减值。2018 年底，股市也很不好，所以股价也就一路下跌。这些都是后话，后面我们还会讲到。

2013 年的主线是传媒和 TMT，白酒陨落，其他的小食品特别是调味品开始走强。那会春糖会爆出白酒的基本面全面恶化，市场的解释是，年轻人不喝白酒了。所以白酒指数，从 2012 年 7 月，到 2014 年初跌去了 60%，茅台也腰斩。大家都是卖了白酒去追 TMT 了。即便是专注于消费的基金，也都在减持白酒。转向其他领域。这主要是一种挤出效应，由于白酒的市值巨大，所以出来的钱，也足以推动了其他食品板块的上涨。但现在回看，其实那些食品板块的基本面并没有发生什么变化，只是因为白酒落难了。

到了 2014 年，一开始延续了小盘成长的风格，大家还是在炒主题，炒成长，但是到了 2 月底，创业板就连跌 3 个月，开始了中继调整。刚才说了，最深跌倒 1200 点。幅度超过了 20%，作者说，一般牛市的中级调整基本都在 20% 左右，时间也在 3 个月到半年，如果再长，幅度再大，就有可能是转熊了。此时白马蓝筹股，也在暗潮涌动，估值已经达到了历史极低水平。指数一直在 2000 点上下震荡，到了 7 月下旬，主板也开始向上，但投资者参与的不多，因为那时候创业板也重新走强，大家还在炒科技成长。到了 10 月底，上证指数也不知不觉回到了 2400 点。涨幅也有 20%。此时政策开始转向，不断降准降息，而且还在倡导用更多的政策工具，降低社会融资成本。其实当时已经开启了大水漫灌模式。央行拿出了 MLF 工具，不断地引导利率下行。但如果你只关注宏观数据上的变化，依旧得不到任何经济改善的迹象。所以这一轮牛市，只是因为流动性推升的行情。

到了 9 月开始证券股连续涨停，彻底点燃了市场热情，大家也都觉得牛市要来了。不少基金经理也开始割掉创业板，来追大盘股。所以 2014 年底，出现了主板上，创业板跌的情况。而且非常极端，小盘股领先了 10 个月，最后一个半月被反超。这其实就是牛市行情下，很容易出现的一个现象，主线带动市场赚钱效应，然后驱动风险偏好持续提升，最后资金就会四处寻找还没有上涨，且估值仍然较低的板块，然后不断地填坑。所以最后只是先涨和后涨的问题。这里也有一个警示，不要来回切换，很容易左右打脸。但总体来说，在没有经济贝塔的逻辑之下，小盘股涨的会更好一些。在这样的牛市之下，最好是都配一点，这样更稳妥和均衡。明天我们再来看看，作者从策略研究到投资下场的转变。

【10】周期、估值与人性 10：叶公好龙是投资的通病

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，周期、估值与人性。昨天我们说到了 2014 年的行情，而作者也是从这一年期，完成了重大的转变，原来只是做卖方研究，而从这一年开始他转投基金公司，开始成为买方，也就是基金管理人。本以为练就了一身武功，也储备了大量的优质股票，可以大显身手了，但结果却并不理想。他在 2014 年初，买了茅台，伊利，平安，格力等一众白马股票，现在回看价格确实是低点。好公司加好价格，他对此信心满满。认为应该是自己投资生涯的完美开端，但是他拿了没半年就都卖出了，主要是做了很多的交流，大家都认为这些是上个时代的产物，未来没机会了，属于是价值陷阱，于是他就被说动了，开始去拥抱新时代。结果可想而知，临阵倒戈，随意追热点，结果业绩非常平庸，一开始他把问题都归咎于公募的考核期短，不能做长久的布局，但是多年后才反思，这主要还是人性问题。价值投资太过于寂寞了。而且当价值发生的时候，他一定是各种负面缠身。看起来非但没有价值，甚至还麻烦不断。所以价值投资的难点，其实不仅仅在于认知，更在于人性的控制。自己夸夸其谈，但真等上手操作，也难免叶公好龙，等龙真的来了，却又不敢出手了。后来无数人都曾想在 100 块钱的价格以下去重仓茅台，而他自己也确实你做到了，但却没能坚持下来。为什么没坚持呢，输给了人性，输给了舆论压力。

芒格的徒弟李录在北大演讲，谈的都是人性和情绪的控制，一开始作者还觉得这都是老生常谈，甚至认为没有干货，但经历了几年之后，才感受到巴菲特和芒格的睿智。老齐也深有感触，很多东西，平常耳朵里都听出茧子了，但只有当你自己去做的时候，才知道他有多难。我们总结，认知，技能和智慧，是有三个层次的，认知是能跟老师学到的，而且基本几年就全都学完了，但上升为技能，需要你千百次的刻意练习才行。至于智慧，就可遇不可求了，这个得靠自己去悟道才行，而且有的时候，悟出来的东西，发现跟以前听的那些废话差不多。比如王阳明讲向内求，事上练，你要没有智慧，听这句话就觉得一点营养没有。还有投资当中的低买高卖，价值投资，长期持有。守正出奇，控制仓位。其实这么多年做下来，最管用的就这几招，但普通投资者就觉得废话一样。他们总觉得应该有一套独孤九剑，葵花宝典，只要找到这本书，照着练就能天下无敌。所以从这种价值观来说，金庸老先生，其实也害了不少人。看武侠小说长大的这一代年轻人，都太想走捷径了。也太想去找那个绝招了，以至于不愿意下笨功夫。

这一年是宏观投资时钟，最悲剧的一年，因为经济下行和股市大涨同时出现了，资金不断脱实向虚，主要是因为那时候银行的资金池，也介入了股市的炒作，他们成为了优先端，也就是说，很多的投资机构，到银行借钱，自己拿 1，银行拿 3，也就是 3 倍杠杆，然后每年给银行保底的 8% 的利息，如果亏了先从自己这边亏。净值亏到 0.88 就强行止损，这样银行的本息都是安全的。但市场波动 20-25% 左右，投资机构要么赚一倍，要么就会血本无归。很多人当时也放手一搏。所以带动了大量的资金迁移，进入资本市场。钱进来了，那么就不管什么周期和价值了，最后就是一波大水牛。而且最后越涨越快，进入了正反馈。银行很开心，投资者也赚的盆满钵满。然后就反复加杠杆，反复配资。越来越多的钱冲进股市。后来多部门开始调查违规资金入市，查资金杠杆，这些钱疯狂出逃，一下股市就崩了。之所以千股跌停，就是因为有的票卖不掉，但是钱必须得走，那就只能先卖那些没有跌停的，也不管什么基本面不基本面了，所以最后所有股票的跌幅都差不多，这就是典型的市场遭遇了严重的流动性冲击的结果。

这些钱当年从股市退出之后，也并未消停，因为理财的成本还有 5%，他们必须得找一个高

收益的地方，要不银行就会亏钱，所以最后又冲击了债市和楼市。到 2016 年 10 月，债灾也开始上演。后面我们也还会讲到。

下面我们就重新回顾一下 2015 年这波大水牛的行情，可能很多朋友依旧是历历在目，也还心有余悸。从年初开始，其实大牛市就一直很火爆，或者说 2014 年底就已经开始了。互联网金融，成为了当年最火的板块，只要你能有擦边，就都会上涨。那么像东方财富这种，肯定就是牛股中的牛股。不过有只股票比他还牛，就是银之杰。当年他服务银行，说是银行做互联网金融的最大受益者。反正就是夸夸一顿瞎炒。涨幅 7 倍以上。

在这种极高的风险偏好之下，往往主板那点增长就不够看了，所以创业板再次王者归来。在大众创业万众创新和互联网+的加持下，人心变得无比躁动。股市直冲 5000 点，创业板涨了一倍，直冲 4000 点。当年老齐还在上一家投资机构，被这种涨法吓到了，所以 5 月就提前清仓，然后不断发文提示市场风险，但客户太疯狂了，甚至直接上门要拿回资金。转投别家。我们当时压力很大。要是熊市晚来 1 个月，我们大概率会吃官司。

所幸的是，到 6 月初开始，创业板先行见顶，一周后主板也见顶。然后在 6 月 15 日，开始出现 5% 的暴跌。那时候降准降息停止，监管部门也不断喊话场外配资。所以市场感觉到狼来了，16 号再跌 2.85%，但 17 号大涨 4.2% 具备迷惑性，18 号又跌 6.33%。巨幅波动之下，一些先知先觉的资金，就知道怎么回事了。19 号继续跳空下杀，到 7 月 3 日，其实才短短十几个交易日，创业板已经下杀了 35%。很多公司扛不住，纷纷要求停牌。后来马上组织救市，国家队入场，但是市场高开低走。直到 7 月 8 日，市场才逐渐稳住。

但到了 8 月 11 日，著名的 811 汇改来袭，人民币一次贬值 2%。这一下股市就又坏菜了。货币政策被汇率牵制住了，股市信心就更加备受打击。作者当时作为基金经理，也是看到这个消息，想到了蒙代尔不可能三角，立马清仓。随后 7 个交易日，创业板暴跌 30%。到 9 月，两轮股灾走完，创业板已经从 4000 点跌到了 1800 点以下。

这一年，作者最深的一个反思就是，该如何逃顶？既享受泡沫又能逃顶，一直是每个投资人苦苦寻找的目标，最后市场疯狂，没办法从价值上去分析，也没有周期理论可以借鉴，唯一能有效的就是技术面，因为技术其实就是情绪，最后一波涨的就是情绪，所以你用技术最为合理。他认为最后那波高速上涨之后，跌破 20 日均线就一定要走，不全部清仓也要先降仓位，特别是反复跌破之后，就更要小心。

另外，要关注熊市的触发条件，第一轮暴跌的触发条件就是严查场外配资，而第二轮股灾的条件，就是 811 汇改，所谓蒙代尔不可能三角，就是你不能既要汇率稳定，还要货币独立，又要资本自由进出。必须要丢掉一个，所以现在汇率贬值，货币政策主动权就会丧失，往往股市就会下跌。所以这也就成为第二次股灾的由头。

到了 9 月开始反弹，此时作者管了个专户产品，刚好开始建仓，但你以为是命好，实则不然，这时候根本不敢上仓位，只买了 10-20%，但依旧让他亏了 4%。更关键的是，后面来了真正的行情，有一波 70% 的反弹，他也没跟上。所以看对了低点，但是却没有赚到钱。这是投资这个行业非常普遍的问题。

很多人天然有个心态，在底部的时候不敢加仓，要等到右侧确立，但是左侧右侧往往都得事

后来分辨，当时你很难看的出来，所以在底部承受煎熬，这是必须要付出的代价，否则总是等右侧，其实行情真来了，要么依然不敢加，要么就是加晚了。10月底到11月，市场开始回来了。创业板也从9月低点，反弹到了近3000点。涨幅64%。当时的感觉就好像2007年的530之后，好像市场没事了，马上就要再创新高了一样。大家都在期待着2016年的春季躁动行情。但是结果却并不美妙。明天我们再看看2016年，市场是如何再度崩溃的。

【11】周期、估值与人性 11:5000点大牛市是如何崩溃的

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，周期、估值与人性。昨天我们描述了2015年的行情，作者这一年最大的感悟就是，没有人能够看对市场，就跟打德州扑克一样，也没有人能猜出底牌，所谓高手也就是能够根据自己手上的牌和打出去的牌，来测算概率，并依据这个概率下注而已，所以赌博和投资，其实底层逻辑都是相通的，你要想提高自己的水平，就要为自己建立一个概率思维。有多大把握下多大注，而不是盲目的去赌大小。这句话说的很中肯，也是老齐这么多年最大的感悟，我们之所以建立宏观研究，策略研究，基本面研究，甚至技术分析，其实也是为了提高概率。而并不意味着，我们能够未卜先知，预测未来，举个例子，你学会了宏观研究之后，可以把你的胜率，从50%提高到60%，但依旧有40%的概率是错的。就比如2015年，做宏观的都很郁闷，因为股市完全就是在流动性的驱动下大涨，而跟宏观没啥关系。所以记住，无论你学了多少东西，对一个事，有多大的把握，只要是预测，就都有犯错的可能。

另一个重大感悟就是，纯粹的自上而下是没有意义的，必须也要建立自下而上的体系，说得更通俗一些，伟大的战略需要强有力的战术执行力去配合，宏观上没有机会的时候，只要不太差，微观的产业周期，也许会有完全不一样的视角。2015年如果只做宏观，那就错的离谱，如果能看到微观变化。可以避免不少错误。也就是说，一个好的投资人，不但要具备空中轰炸远程打击的能力，还要能深入巷战。

正当大家觉得年底市场已经复苏，开始出现绝地反击的时候，2016年又被浇了一盆冷水。1月市场就迅速变脸，刚开盘就触发了熔断，停市15分钟后又第二次熔断，到了1月6日，又赶上外围股市大跌，所以7号继续熔断。于是熔断这个词马上就成为股市的噩梦，作者当时的仓位就没上去，所以在熔断中他占据优势。7号晚上，熔断机制被取消，但市场并未马上止跌。又连续跌了3周。直到监管层换帅，市场才止跌反弹。上证综指已经跌到了2600点，创业板跌到了1900点，比2015年的高点，差不多都是腰斩。

作者当时抖机灵，买了一些在熔断时期的强势股，他认为，熔断都能抗住，那市场恢复后，这些股票应该会率先反弹。但这个逻辑完全错了，熔断破坏了整个系统，导致整个风险偏好急剧下降，最后就是发生了大的周期切换，熔断当中的强势股，在后面补跌非常严重。所以他幸运的躲过了熔断，但是却凭实力，又补上了这个损失。这让他明白一个道理，强势股策略，只在牛市中继有效，而在熊市里面，根本不行，市场信心弱的不行，反而后面会有补跌。

2016年的开局非常差，股，汇，商品都在大跌，国外市场也一塌糊涂，跟2024年有一拼，接着政策转向，提出了供给侧结构性改革，提倡三去一降一补，棚改货币化+房地产涨价去库存。所以一下市场风格就转了过来，消失了几年的周期，开始回归，商品市场进入牛市。这也为后面的市场主线，茅台和宁德共舞打下了基础。但同时也为房地产泡沫埋下了一个巨大的隐患，这也成为了房地产最后一次拉升。如果当时就积极往高科技方向转型，而不去刺

激房地产，现在的债务风险，要小很多。像恒大，碧桂园，还有地方城投的雷，其实也都是 2016 年以后埋下的。老齐也是从这个时候开始，隐隐感觉，P2P 和信托可能都要出大问题，所以在 2018 年之前，就把手里的高固收产品全都清了，这个操作还是比较敏锐的，当年我买过的一些产品，在后面几年，无一例外地全都暴雷了。

2016 年 3 月，市场终于开始止跌，由于此时股价已经过低，所以发生了险资举牌的经典案例，宝万之争。万科紧急停牌，到了 7 月，为了阻止宝能，万科一系列办法，最后把自己卖给了深铁。换成了国资背景，但是 2024 年，估计深铁肠子都悔青了，它发现自己根本就兜不起万科的债务。

还有冲击，是来自海外，英国脱欧，特朗普竞选，这些都是当时很大的事情，被称之为黑天鹅事件。当时我们公司的老板是美国人，他都觉得，特朗普当选美国总统，美国就要完蛋了。所以他在大选结果出来之前，就大了抛售了美国股票。现在回首去看，都有点小题大做。这也再次说明，未来的不可预测性。通常跟你想的都不太一样。

10 月之后，市场开始发生明显的变化，大盘股开始跑赢小盘，小盘的大调整又开始了，但当时很多人，其实都还没有这个意识，仍然抱着小盘成长占优的策略不放。没想到市场又悄悄回到了周期为王的逻辑。所以其实风格本身就很强，而且市场的风格特征越来越明显。经济有周期的时候，就是大盘股占优，先是大盘价值，后是大盘成长。经济没每周期的时候，大多数情况都是小盘占优。有产业周期就是小盘成长，TMT，芯片，半导体，没产业周期就是小盘价值，就是那些小的资源，矿产，银行。所以把大小盘和成长价值作对，就已经是全市场最好的基金经理了。

棚改货币化开启，大量的工程建设要发包，所以白酒的景气度快速回升，茅台也就实现了王者归来，工程就是白酒的使用场景，所以跟他可谓是息息相关。工程好的时候，高端白酒最为受益。尽管还有八项规定，但上有政策下有对策，市场都在解释，高端白酒走向了商用市场，但其实还是离不开公务消费。只是钱变成了包工头来出。到 2018 年 2 月，白酒指数，已经翻了 2 倍。是涨幅最大的板块之一。而这也让大家误认为白酒就是价值投资的最佳典范。被称之为核心资产，茅台五粮液更是被叫做永远的神。在茅五泸的带动下，很快白酒就开始扩散，什么洋河，汾酒，古井，酒鬼酒也全都涨幅巨大。这种全行业的机会，你还真不好选股，最后几年跑下来，未必能跑赢行业指数，比如大家都看到了茅台是永远的神，但其实茅台涨幅并不突出，茅台涨了不到 9 倍，比他涨幅更大的是五粮液和山西汾酒。山西汾酒快涨了 20 倍了

工程机械是第二个王者归来的行业。三一重工也从 4 块钱，涨到了 50，涨幅高达 11 倍，但是他并非一开始就这么强，在 2016 年-2018 年，也就是前一半的行情中，才涨了 77%。2015 年启动的时候，三一重工刚好经历了一轮困境，ROE 和 PB 双低。也就是说景气度低估值也低。后来 ROE 起来了，从 0 回升到了 30%，而 PB 也在 2019 年之后快速拉升。光估值就涨了 6 倍。所以这是 A 股的一个特征，就是频繁的戴维斯双击和双杀，股市也就频繁的走出暴涨暴跌。主要是因为我们市场特征是周期股带动的，而美国是科技股和零售带动的，所以美国 ROE 相对稳定。景气度一直维持，他就不容易暴跌。而全 A 非金融的 ROE，刚好就是牛熊之间的波动。但很可惜，全 A 非金融的 ROE 虽然是个同步指标，但是当你拿到这个数据的时候，已经滞后了。三一重工这个事，应该给我们带来一些逻辑的思考，他还是一个到挖金子的地方卖铲子的思路，经济周期确实弹性不是很大了，但是这些设备更新置换，却迎

来了比较大的弹性。成熟期的产业，在周期回归的时候，也能产生巨大的收益。比如 05 年之后的美的，格力，2017 年之后的印制电路板 PCB，还有 2018 年的猪周期，2020 年的航运和 2021 年的煤炭，都是成熟行业，产生巨大收益的故事。

巴菲特也错过了苹果 97 年到 2016 年涨 100 倍的机会，但是 2016 年之后，他重仓苹果，还是能赚到几倍收益。所以不一定只有科技才是高成长，成熟行业，在戴维斯双击的时候，也很容易实现高成长。而这种成长是看得见，摸得着，且能够落地的。

在一轮科技股的暴涨暴跌后，大家开始重新回到理性，看到估值的意义，2016 年之后，价值重新占优，绩优股走出牛市，审美再次发生了重大的变化。甚至可谓是风水轮流转，被渣男伤透了心之后，老实人开始重新吃香了。而且这也符合之前我们讲的一般规律，一场暴跌引发风格切换，就好比一个人 通常会在一场大病后，心性大变一样。明天我们再来看看，2017 年，是如何强化蓝筹趋势的，2018 又是如何开启调整的。

【12】周期、估值与人性 12：供给侧改革带动的市场审美变化

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，周期，估值与人性。今天我们来看看 2017 年，格局逐渐明朗，大家也都能看出周期在回归，而且主线也开始出现，就是绩优股蓝筹股上。但这个时候，大家刚要做多，央行就上调了 MLF 的利率，有紧缩货币的倾向。这主要也是跟美联储退出 QE 持续加息有关。

但这一波紧缩，并没有吓到股市，而是率先影响了债市，2016 年 11 月，债券市场已经进入了熊市，但反过来也提升了银行和保险的业绩预期，这一年行情当中，银行涨了 40%，保险涨幅超过一倍。平安更是从 28.8 元涨到了 68.6 元。后来又炒雄安新区概念，接着又是 MSCI 入池，北向的审美跟公募基金差不多，都是 GARP 风格，也就是选择那些蓝筹股，核心资产的绩优股。所以这一下就强化了白马龙头的行情。7 月之后周期股也开始改善，在房地产火爆的带动下，钢铁，煤炭，有色也开始上涨。特别是小金属，锂钴镍价格猛涨，主要是受到了新能源汽车的带动。到了四季度，市场又跑到了喝酒，吃药，吹空调上，也就是消费股开始接力。跟新能源沾边的一些科技股，也开始有所表现，比如隆基绿能，赣锋锂业，华友钴业，阳光电源等等，这个走的其实就是产业景气度扩散的逻辑，就是说只要市场还不错，就总会有资金去寻找景气度更高的行业。提前炒作一些科技概念。而 2017 年就是这样一个稳定的年份，当时市场的波动率不到 10%，甚至给大家制造了一种假象，说 A 股国际化成功了，但是到 2018 年，一轮暴跌之后，大家发现还是被骗了。

2017 年也还是极端行情，说市场好吧，但其实只有 28% 的股票上涨。这是主动投资的大年，因为涨的都是机构票。而量化，游资和散户则亏得很惨。所以尽管这一年行情还不错，但是赚钱的其实并不多。也正是因为这样的市场表现，买基金投资，也是从这一年开始的深入人心的。并在随后的 19-20-21 年达到峰值。所以万事皆有因果，没有无缘无故的爱。现在大家都对基金，嗤之以鼻，那为啥当时要买他呢，其实还是看到了基金那几年确实赚钱。但是下一个轮回，可能又要好多年之后了。这其实也会走均值回归，一轮机构盛宴之后，下一轮通常都是散户行情。比如 05-07 年机构就大幅跑赢市场，但是到 09 年到 2015，完全没有优势，2017 年开始，到 2020 年又大幅跑赢市场。那么按照这个推断，未来 5-6 年可能都没有太好的机构行情。当然我们也还能总结规律，就是有经济周期的时候，往往机构能跑赢，没有周期配合，市场瞎炒的时候，机构是跑不赢的。这时候买主动基金，还不如买指数。那么

到底怎么提前判断，该买主动基金，还是买指数？为了解决这个痛点，我们特意编了一个齐家指数，就是用权益基金指数来代表强复苏逻辑，小盘成长和科技代表弱复苏，大盘价值与红利策略代表弱衰退，还有一些长期国债代表强衰退，我们也不猜，就各占 25%。最后长期跑下来，发现跑赢任何一个风格类别。不但跑赢公募基金中位数，也跑赢全市场指数。逻辑很简单，相当于我们分解了大的周期，在每一个周期当中，都做了优化。让这部分资产，可以在优势场景下，发挥极致的表现。四个有优势的周期拼在一起，也自然出现了优势表现。我们也把这个作为资产与风格轮动投顾的业绩基准。也就是说，我完全不判断的情况下，就会大致得到这样一个表现，但如果我判断了，判断对了可能跑赢，判断错了就可能跑输。他的好处就是，前面始终有个领跑的，你就不会跑错路。比如 2023 年我们就看强复苏，结果看错了，跑输齐家指数的基准 5 个点，但也还是明显跑赢全市场其他指数的，更是大幅跑赢权益基金指数。

作者说，规模，盈利和回撤，是资管行业的不可能三角，也就是说了，你如果规模大了，盈利还好，就不可能控制回撤，你规模大要想控制回撤，就不可能收益好。如果想盈利好，回撤还能控制住，那么规模就不能太大。而 2017 年，就是一个特殊的行情，市值大白马一个劲的上涨，规模越大的，盈利越好，而这一年还没什么回撤。但这个不可能三角，到 2022 年之后，开始破了。大家发现在，那些大蓝筹的回撤其实一点都不小。所以这就是告诉我们，不是不报时候未到。该来的总是会来。作者也提供了几个思路，破解这个不可能三角，一个是巴菲特，全资控股一些公司，根本不卖，比如他 340 亿美元买下伯灵顿铁路。这其实是一级市场并购的思路，而二级市场的投资者，就是桥水和彼得林奇这种逻辑，也就是极度分散。桥水找到了 150 个市场，通过互不相关的子资产，平抑波动。同时做到规模巨大，盈利还可以，回撤不大。彼得林奇则是持仓 1000 多只股票，他并不是买指数，而是真的买了这么多股票会来，都是自己研究过的。所以他的工作强度也是极大地，即便配了 6 个助理，也还是不堪重负，年纪轻轻就退出了江湖。对于普通投资者而言，其实没必要了解这么多，只要记住，分散资产，控制权益仓位就够了。没有能力研究股票的，就找几个好一点的策略，选几个编制比较好的指数。

到了 2018 年，又是一个大熊市，这好像是中国股市的宿命，每隔 10 年，就会有一次大跌，而且逢 8 就跌。98 年，08 年，2018 年全都是跌的。2018 年的跌幅是 25%，也仅次于 2008 年的 65%。而历史上 9 都不错，99 年，09 年和 2019 年，都是上涨的。

2018 年初，公布的上一年 GDP 其实还是很不错，6.95%，比 2016 年还高了 0.1%，是 8 年来首次提速，而 1 月份，上证 50 指数也是走出了罕见的 19 连阳。这些都让大家误以为，这将是一个投资大年。白马股在经济复苏的势头之下仍将乘风破浪。但返回头去看，显然乐观了，其实最主要的是 2017 年底的经济工作会议，定调为调结构。一般在定调稳增长后的股市通常还可以，如果是调结构，通常意味着第二年政策要收缩。但当时市场正在喜悦当中，很少有人重视这个信号。

春节之前，其实市场就连续下跌，而春节之后开始企稳反弹，但主力换成了创业板，此时投资者还满脑子都是牛市思维，希望市场就此切换到成长股上，其实老齐在 2017 年下半年也在定投创业板，我也是这么认为的，觉得行情该向成长扩散了。但是 3 月 22 日，美国突然宣布，加征进口关税，当天市场就崩了，创业板跌了 5%，主板也跌了 3.4%。但即便如此，我们也认为，应该只是短暂的影响，并没有把这次摩擦上升到战略高度。所以这也是判断的最难点所在。因为有太多的事情去扰动市场。你很难每个都判断准确，且还能非常准确及时。

后面整个4月，都是两国在针锋相对。到5月也并没有真正下跌，但是5月底，美国突然宣布，对500亿产品增收25%的关税，这下市场就真崩了。指数甚至提前一周开始杀跌。把横盘的箱体打破。下面开始无险可守。6月稍微稳住，7月继续杀跌。这一年的下跌节奏，跟2011年有几分类似。7月底，连后知后觉的医药生物板块，也开始了补跌。此时大家已经不再对市场报什么期望。

这一年作者倒是看对了行情，认为2018是个熊市，所以他们一直忍着，只有很低的仓位。到了9月中旬，认为已经差不多了，利空出尽，他呢开始在主板2600点和创业板1300多点的位置上加仓。觉得10月之后会有爆发。

但后来发现，10月之后确实爆发了，只是继续向下爆发，又往下挖了一个10%的坑下去，但他此时也在安慰自己，这时候就应该主动买套。不过这对于他们这种，做绝对收益的产品来说，压力依旧很大，他们也是最后顶住了来自客户的压力，才没有减仓。否则就又要左右打脸了。他说霍华德马克思写的投资最重要的事，给了他力量，书里写虽然我们不知道，将去向哪里，但我们应该知道自己身处何方，其实老齐认为，去向何方也是知道的，只是不知道什么时候走到那里而已。当年我们也是坚定看好创业板，持续坚持定投，虽然成本在1500点左右，已经亏掉了20%，但我们坚信，后面只要一旦开始上涨，很快就会涨回来。明天我们再盘点一下2018年的教训，并看看2019年是如何转牛的。也许能给现在的你一些力量。

【13】周期、估值与人性 13：创业板跌到1200点的教训

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，周期，估值与人性，昨天我们说到了2018年，我们的粉丝群和读书圈，其实都是2018年建立的，所以大家对于这一年的行情并不陌生。当年我们认为4000点的创业板，跌倒2000点，基本就算可以了，没想到跌到了1200点，作者做了个统计，即便是有大泡沫，跌70%也就是极限了，足以实现泡沫出清，包括，美国，日本，中国的台湾香港，包括我们的上证指数，这些主流市场的主流指数，鲜有跌幅超过70%的。最惨的就是73年到74年的恒生指数，跌幅快90%了，之后就是29年到33年的道琼斯，也跌了80%多。还有90-92年的台湾综合指数，和2000年后的纳斯达克指数。其实日本泡沫破裂后，日经225指数的跌幅，都没有2015年之后，创业板的跌幅更大。所以显然创业板这波下跌不太正常。之前我们也说了，主要是戴维斯双杀+外延式并购被叫停。所以多因素共同作用影响，让创业板在这一波下跌当中，回撤巨大。当然也为后面的再次上涨，创造了机会。

当时大家都看到了机会，但却有三种态度比较普遍，第一种是根本无视研究，只相信K线，第二种认同结论，但是坚定认为这次不一样，第三种人是认同结论，也知道机会巨大，但是并不行动，属于看多不做多。其实每次底部都是这样，看出低点并不难，关键是能不能把握住低点。看对的人很多的，但是能够持续作对的人，却寥寥无几。大家都怕净值损失，也都想买的更便宜一点，所以贪婪与恐惧，共同交织。就总是不愿意承担市场最后的波动。

大家的愿望都是好的，希望买在最低点，但这个概率实在是太小了。你能买在最低20%的区域，都算是非常出色了。老齐这么多年，每次建仓的时候，都是得先亏个20%，本来以为2022年之后我们进步了，但到2024年再看，似乎依旧如此。有人问从20%的坑里能爬出来吗？其实估值修复走完，你基本就出坑了。我们通常讲，市场有三级火箭，第一级火箭叫估值修复，第二级火箭是业绩驱动，第三级火箭是情绪高涨，这里面前两级火箭的涨幅都在30%左

右，第三级情绪就不是很确定了。所以如果你能 7-8 成仓位，亏 20%起步，刚好在估值修复完成后出坑，然后后面的两级火箭行情，就是你在这一波牛熊之下的盈利。市场的整体贝塔会有 60-70%，而风格作对的话，差不多能有 100%以上。所以每次牛熊转换，都在这么缓慢的，进三步退两步。至于很多人想象中的，低点全仓买，高点全仓卖，一点都不参与调整。反正历史上，我还没见过有人能这么搞。即便偶尔蒙对一次，也不可能把把都作对。这属于不现实，你能够做到顶部减仓到 4 成，底部加仓到 8 成，已经是神一样的存在了。

另外，电视剧里有句话叫做风浪越大鱼越贵，越是大的机会，就越是会发生市场重大定价错误。也就是说全市场其他投资者都错了的时候，你才有大的赚钱机会。德鲁肯米勒评价索罗斯就说，他的判断并不准，胜率也不高，到是索罗斯有个最牛的地方，就在于他知道在他正确的时候，就必须全力以赴。比如狙击英镑的经典案例，一开始都是德鲁肯米勒主导的，但是到了最后，索罗斯开始全力以赴，把借到的钱都用上了。才成为经典战役。他自己也说，投资并不在于你的判断胜率有多少，而在于你看对的时候赚了多少钱，看错的时候又赔了多少钱。投资市场并不是每天都有机会的，我们也不可能抓住所有的机会，绝大多数收益，其实都是在那几波适合你的行情下赚到的，其他大多数时间都很平庸。做过生意的人，其实很能理解这句话，人生发财，其实都是厚积薄发的过程，抓到属于你自己的机会，几年就能赚到一辈子的钱。只有没赚过钱的人才会算，我一天赚 1 万，一年赚 365 万，20 年赚 7200 万，你要这么算账，就一辈子赚不到钱。

时间转眼来到了 2019 年，A 股市场开年依旧疲弱，主板更是创了新低。但央行宣布降准 100 个基点，定调这一年的货币宽松环境。不过投资市场，对此并不感冒。因为当时有个大雷，就叫做商誉减值，当年太多的外延并购，到这一年都无法兑现业绩，再加上会计监管推动，所以在这 2018 年的年报当中开始集中减值，所以每一天都是天雷滚滚。创业板归母净利润，一下降到了 -46.5%，业绩持续暴雷，市场很难上涨。但索性也没跌破之前的低点。1 月 26 日，证监会换人，呵护股市的意图再次传来。春节之后，股市平地起跳，毫无征兆的连续大涨，创业板一下从 1200 点，冲到了 1800 点。短短 23 个交易日涨幅 44%。我们定投创业板，春节前还亏小 20%，而一个月之后，就可以止盈退出了。幸福来的太快，以至于很多人都不敢去想。

到了 4 月份市场开始出现焦虑，没入场的想入场，入场的手里都有利润了，也都怕做过山车。所以市场开始激烈换手。

但这一年的机会其实挺多，一个是创业板，另一个是证券行业，第三个是猪周期，当时生猪价格已经达到历史底部，存栏量已经明显不足，后面还爆发了非洲猪瘟，于是我们就判断，未来猪肉必然是供不应求。而母猪的生长是有周期的，等非洲猪瘟过去，短期无法弥补产能，可能会出现一轮严重的供不应求，猪肉价格会有大行情。所以当时的逻辑非常清晰，再加上股市整体的风险偏好回升。所以我们带着大家做了一轮比较完美的猪周期。有些公司的股价，基本 1 年翻倍。2021 年之后，猪肉价格也是大起大落，但再也找不到这么清晰的逻辑了，第二次猪周期我们就没敢下手，因为逻辑已经混乱了，甚至一度猪肉价格涨，反而股价下跌，猪肉价格跌，股价上涨的乱象。主要就是因为供给一直很高，存栏量很大，所以扰乱了市场的判断，大家觉得价格高了，反而存栏就更多了，所以股价下跌。所以这种情况下，你根本摸不准市场的审美，也就没法做了。

到了 4 月，市场又出现了同样的状况，遇到财报季，信心不足的投资者，又开始进行防守。

所以市场也就没有了向上的动力，随着4月中旬，财报的逐渐披露，市场的压力开始越来越大。大家当时觉得，完了，熊市又来了。而这一波回调确实比较凶猛，上证综指最多跌到了2733点，创业板又回到了1478点，也就是说，这一波回调超过了20%。所以如果你不是做配置的，很难还留在市场里。老齐多说一句，这其实就是典型的一级火箭和二级火箭切换逻辑，一级火箭是估值修复，只需要估值低就可以了，但当把估值修复完成之后，他的逻辑也就不存在了，也就是说，再想靠估值低上涨，这个理由有点说不过去了，所以就得需要有业绩支撑，业绩好就继续涨，业绩不好就会调整，2019年就是业绩没出来。所以一直调整到了8月，到2季报出来之后，市场才看到业绩被证明。开始从调整中，企稳回升。而这波主导行情就是自主可控概念，说的更通俗一些就是半导体。2019年8月开始，5年一次的半导体周期回归，所以上涨斜率非常快，甚至超过了这些年大的主线白酒。于此同时，科技股也开始走强。到了12月份，新能源也开始启动，并成为这轮科技股行情的主力。宁组合变得更加强势。

2019年9月以后，宏观上也出现了变化，CPI在猪肉的带动下，也超过了3%的警戒值，到2020年1月，涨幅超过了5%。所以这也证明，经济也已经变得越来越热了。所以消费行业，也就集体表现，以18只消费龙头股为主，成为了茅指数。此外还有2只金融，5只周期，还有17只科技股。

此时的创业板也发生了重大的变化，2013-2015年那波创业板行情，更多都是TMT，重仓股是什么华谊兄弟，碧水源，乐视，机器人，掌趣科技，汤臣倍健这些，而到了2021年，只有东方财富还在，前十大权重已经变成了宁德时代，东方财富，迈瑞医疗，亿纬锂能，阳光电源和汇川技术，所以此创业板非彼创业板，他已经发生了重大的变迁。这其实也是指数的自我革新。

那么2019年的投资，会给我们带来哪些感悟呢，疫情为啥没能击垮后来的行情，明天我们接着讲。

【14】周期、估值与人性 14：2019年的牛市是如何产生的？

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，周期，估值与人性。昨天说到了2019年的投资，我们守正在主板和创业板的均配上，出奇放在了猪周期的博弈上，所以虽然没有压白酒和新能源行业，但收益也还可以。而作者当年也在做猪周期，但只赚了50%就撤了，在创业板里深挖新能源和CXO两个赛道。

作者是策略分析师出身，他原来的工作就是不断地深入研究，然后根据过往逻辑来预测未来，花了很多的时间去研究指数趋势以及市场的风格，并以此来指导投资。在策略分析师这个领域他算干的不错的，也拿下了新财富大奖，但是最后他也发现，这个正确的概率其实并不高，只有50%，连成为一个反向指标都很困难。所以这也一度让他非常沮丧，其实就是这么回事，从理论到实践，从研究到投资都有这么一个过程，老齐当年也是讲宏观，讲策略最好的讲师，但是一旦切换到投资这条赛道，发现策略根本就不是为了预测，而是为了应对，我认为这是我人生发展当中，最重要的一次开悟。现在我也预测行情，但是预测的目的，是为了寻找应对之道。看自己，对的时候能赚多少，错的时候，如何能减少损失。而不会完全的根据预测来去赌方向。作者自然也有这个感悟，也说他的水平从此上了个台阶。真正的策略高手，并非擅长预测，而是擅长布局。就好比下围棋一样，高手是会布一个对自己更有利的局，然后

在这个局之中，跟对手决战。孙子兵法讲，为将之道，要知，道天地将法，道就是我们说的常识和一般规律，天地将，就是天时地利人和，法就是方法策略，所以投资和当年的行军打仗都是相通的。比如猪周期，供给短缺，需求膨胀，那么未来猪肉价格就有极大概率上涨。但如果供给短缺，需求也少，这就把握没那么大了。也就是说，当所有的因素都指向一个方向，但是价格还没表现的时候，我们才有胜算，而绝大多数情况下，有多有空，这时候你很难有什么把握，如果非要去判断个结果，那自然没有胜率。投资跟高考是不一样的，高考是每道题必须要做，错了不给分，但也不扣分。而投资错了是要扣分的。所以投资上，你必须捡你最有把握的题目去做。而如果你找不到这样的题的时候，那就要控制仓位，风格均衡。先苟住再说。等待那个最简单的题目出现。所以渣男体制，喜新厌旧，其实是不太好做投资的，很容易被舆论带着跑。然后盲目出手，仓促买入卖出，最后损失惨重。所以永远记住，你只需要知道一种赚钱的方法就可以了，不需要所有的赚钱方法都会用。要打磨最适合自己的交易体系，用一招鲜吃遍天。

2020 年是个特殊的年份，年初就疫情来袭，而且大家都不知道怎么回事。这已经超出了投资的专业范畴。春节期间，武汉封城，全国上下都是一片白色恐怖之中，年后开市，上证指数暴跌 7.72%，创业板也跌了 6.85%。但当时还处于牛市思维，所以很快就收回来了。随后连续三周上涨。迅速收复下跌。但好景不长，随着疫情全球扩散，市场来了个二次探底，不过那时候大家都在围观美股的活久见熔断，也都在吃着人血馒头。

到了 3 月底转机来了，多亏了美联储开启了无限量量化宽松，全球流动性突然宽松，甚至美国资产负债表的扩张幅度远超 2008 年，全球股市都应声而涨。当然这也为日后美国的通胀埋下了祸根。但是当时也管不了这么多了，如果再跌下去，全球金融市场都有崩溃的风险。在这样的大背景之下，A 股市场也出现了第二次 V 型翻转，而且进入了二级火箭的主升浪行情，上证指数从 2660 点一路涨到 3443 点，创业板从 1850 点涨到 2890 点。涨幅在 60%，这种涨幅让很多投资者始料未及。直到这时候，股市之外的人，才感受到牛市的到来，但其实牛市都快结束了，所以属于妥妥的后知后觉，老齐也明显感觉到，知识星球的粉丝群在 2020 年 7 月之后，进来了很多的新粉丝。甚至达到总人数的三分之一。这就是牛市的带动效应，市场外的情绪也被点燃了。那会基金申购，几乎都是百亿募集。规模膨胀的很快。而这些基金，基本都是投资在了茅指数和宁组合的核心资产上。所以不断地超募，不断地买入，价格不断地上涨，然后带来更多的超募，形成正向反馈，也就是后来所说的基金抱团。这种情况，到 2021 年初，达到了极致。

当然 11 月的时候，还发生了一个大事，就是蚂蚁金服上市未果，本来科创板要拉蚂蚁当头牌，给了 688688 的代码，上市也是一路绿灯，甚至蚂蚁自己偷偷的把战略配售基金都给拆开卖了，这一系列操作其实都不合规。但监管也是睁一只眼闭一只眼，就希望蚂蚁能够尽快上市，但最后外滩金融峰会上，马云的一段讲话，彻底把这个事给搞砸了。当然也有说法是，在金融峰会之前，蚂蚁就被否决了，所以马云才会那么说。反正总之，蚂蚁没能上去，还得被破整改。而那些蚂蚁战略配售基金，虽然没有蚂蚁，但都已经发完了，而且还得封闭 3 年，这也成了最搞笑的一个事。其实从这个时候开始，老齐就觉得市场有点过热了，这让我想到了 2007 年中石油的上市。但 12 月份，市场又来了一波末日狂欢。继续拉升白马股。仅仅 1 个月，宁组合涨了 54%，茅指数涨了 36%。买基金的投资者赚的盆满钵满，然后到处是宣传，这就让更多的人去追那些热门基金，并把热门基金经理全部爱豆化，什么坤坤不老蓝筹到老，白酒还看刘彦春，中欧葛兰医药全等等顺口溜火爆全网。这其实就是要完蛋的先兆，跟暴风雨之前的蜻蜓低飞有一拼。

其实在 2021 年，茅指数和宁组合也都达到了非常高的估值水平，以茅台为例，当时给到了 70 倍市盈率的估值，这是非常高的水平，而宁德时代，后面更是达到了 177 倍市盈率，22 倍市净率，当年新能源车渗透率已经快速提升，所以增速已经开始减缓。即便后来新能源车占一半，且宁德有一半的电池占有率，也配不上这样的估值水平。所以显然市场过于疯狂了。

这一波行情，其实就是典型的中国漂亮 50 泡沫，跟 70 年代初期的美国漂亮 50 热如出一辙，大家认为这些东西，是优质股票，所以给多少估值都不嫌贵。也认为随着增长，时间会慢慢化解高估值的压力。但殊不知好公司，如果估值给的过高也不再是好股票。一旦增速开始回落，就是戴维斯双杀的风险。而一旦双杀开始，轻则跌一半，重则跌去 7 成。

至于经济增长下台阶，是否意味着股市机会不大了，作者并不认同这个观点，他举了美国的例子，美国以 1982 年为界，前 40 年，美国经济的 GDP 增速平均为 8%，而后 40 年平均增速降到了 4%，有一个明显的下台阶的过程。但是前 40 年，道琼斯指数，其实涨的不多，才区区 1000 点，要知道 1929 年他就已经 300 多点了。所以涨幅非常有限，一直都在爬坑当中。而 1982 年之后的 40 年，现在已经是 3 万 8000 多点了。中国其实也很可能会有类似的表现，在经济高速增长期，一直在做大量的资本开支，还引发了经济大起大落。估值暴涨暴跌。所以股市一直没有什么太好的表现，后面经济增速降下来了，开始没那么多资本开支了，注重自由现金流和 ROE 了，市场反而有了长期走牛的基础。因为中国最好的公司，最赚钱的公司，还都是上市公司，也都是指数成分股。这个观点老齐也是比较认同的，这些年中国的股市没有好的表现，主要是 ROE 偏低，大家一门心思去搞成长，不太花心思赚钱。所以股东回报不足，但随着监管政策逐渐转向，开始考核分红，也随着经济增长的机会逐渐减少，市场就会逐渐回到赚钱逻辑上来。而且我们极高的市场估值，也基本都被消化掉了。其实 A 股长期盈利水平还行，就是杀估值杀的太多了。

另外，2020 年这波行情，还有一个值得关注的点，就是价值因子连续两年跑输，也就是低 PB 组跑输高 PB 组，这是很不正常的事情。按理说，低估值跑赢高估值才对，而且胜率有 70% 以上。而当时大家之所以不以为意，就是觉得，美股上曾经出现了 14 年价值因子跑输的神奇景象，甚至当时有人认为，价值投资已经过时了。巴菲特也被木头姐无情超过了很多年，但是到了 2022 年，市场动荡之后，其实二者差距就慢慢又跑回来了。所以低估值因子还是有效的，只是在牛市的时候，不容易体现而已。明天我们再来看看，2021 年和 2022 年的市场，之后老齐再给大家补充一点 2023 年的市场。看看这波熊市是怎么演绎的。

【15】周期、估值与人性 15：回顾这波超级熊市

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，周期，估值与人性。2021 年其实行情开始转熊，但当时大家并没有太过在意，因为新能源还在牛市当中，创业板这一年也还在上涨。所以虽然主板跌了，但大家的信心并没有受到太大的打击。

开年延续了 2020 年的牛市，甚至还有一波春节前的疯狂，而春节成为了重要转折点，春节回来一天都没耽误，开盘就跌。这也让我们预计的红包行情彻底成为泡影，白酒板块率先调整。新能源也紧随其后，这波调整幅度都在 10% 以上，到了 3 月份，市场开始反弹，白酒回不来了，但新能源的宁组合却创出新高。所以永远的神开始切换，从茅台，换成了宁德。而到了 2021 年 12 月，宁德也开始大跌。并且迅速，追上了茅台的跌幅，甚至反超。2022 年

春季，又出现了一波明显的泥沙俱下行情。俄乌战争加上海封城一连串的黑天鹅影响，让这一年的股市加速了下跌的行情。到了上海解封，大家认为疫情就算告一段落了，下半年准备全力拼经济，所以市场出现了一波短暂的反弹，涨到了7月份，但是该死的疫情，又开始重新来袭，而且防疫政策依旧没有变化，还在大面积封控小区，所以导致情绪急转直下，市场再跌。一直跌倒10月底，沪深300跌到了3500点以下跌幅都在40%以上，上证指数也再次跌破3000点。随后开始了一波20%的反弹，一直反弹到2023年4月份。这波主要是人民币升值带动的，叠加国内疫情放开，对于经济强复苏的预期。恒生科技反弹最多，因为他还叠加了一个外资回流，所以反弹幅度达到了70%。但是好景不长，4月之后，经济复苏被证伪，政策也不是很给力，甚至还在刻意打压经济复苏的力度。导致经济数据二次探底，股市上形成巨大的预期差。市场再跌，但到2023年8月之前，其实跌幅都不太大，而这时候怪异的事情出现了，政策开始提活跃资本市场，提振投资信心，不提还好，一提这个，市场瞬间就崩了。从8月之后，来了一波快速杀跌。一直杀到2024年2月在国家队的干扰之下，才算止住，拿上证指数举例，2023年4月，有3400点，当时大家并没有悲观，到了8月也还有3300点，甚至大家还一度看到希望，但很快连续快速下跌，2024年2月5日跌到了2600点。也就是说，挖了一个20%的黄金坑出来。创业板更惨，一度跌破了1500点，这一波熊市，又跌去了60%。这也是让大家都想不明白的地方，明明新能源车如火如荼，风生水起，中国也从日本手上，抢到了第一汽车出口国的地位，但结果创业板却退回到了原点。所以这种表现也是极不正常，不光散户吐槽，很多外资机构也纷纷吐槽。

不过2023年还是有亮点的，高股息红利板块表现很好，很多价值股甚至创出新高，比如中国移动，长江电力这些，还有一些煤炭股更是在下半年表现出色，大银行也是王者归来，在中特估的概念下，从4月就开始持续走强。这其实就是市场风险偏好降低的表现，随着宏观经济倒转，大家已经不相信还有经济复苏了，所以就避开了顺周期行业，去找这些业绩稳定，分红高的短久期权益资产。另一方面，小微盘也表现出色，也充分体现了钱多经济差的市场环境。最惨的就是核心资产，基金重仓股。一个是自身杀估值，另一个也被外资抛弃，成为砸盘的主要对象。再加上基民赎回。所以权益基金指数，大幅跑输市场。漂亮50，成为最惨的资产。那些明星基金，也都动辄腰斩。如果你这几年投资，完全不碰核心资产，可能总体收益还不错。所以这就叫做盈亏同源。当年你怎么泡沫推上去的，现在刺破泡沫，他就怎么下来，而且可能很长时间都无法修复。当年美国漂亮50之后，就至少10年，没缓过来，后面都是资源股和小票的天下。所以永远记住一句话，买的便宜才是最大的安全，买的贵了，再好的公司也是风险。

一谈到这波回撤，最大的槽点就是机构抱团，那么抱团是怎么产生的呢？其实说白了就是基金经理的业绩压力过大，如果你的业绩不在全市场的前二分之一，第二年就会有很大的职业危机，因为连续两年排名后一半，弄不好就会丢掉工作。所以基金经理们，出于对自己的职业考量，而不得不选择一个稳妥的方案，那就是别人拿什么我也拿什么，市场热门什么，我也要尽快转过去。因为这样一来，自己的风险就会降到最低，要亏就全市场一起亏，那就不是我的问题，而是市场的问题。但如果你比较有个性，拿的都是别人没有的股票，万一别人都涨就你不涨，那么很快就会被开除。以前市场涨的好的还都是什么科技股，所以也没那么大的吸引力，基金经理还多少都有点敬畏之心，而这一波又都是茅台，宁德这样的指标股蓝筹股，所以大家也就都放松了警惕。即便那茅台亏了钱，你也不能说我不对。这就是这轮市场抱团的主要逻辑。所以越是抱团，估值就越涨，而越涨，就有更多的钱想要买进来。那么我们从这一波又一波牛熊转换能学到什么，作者提到了三个不变，第一个不变，就是一切皆为周期。很多人都将股票分为成长股和周期股，但其实都是周期。比如白酒，消费，科

技，甚至黄金，都有他的周期。涨几年，就要沉寂几年，花无百日红。一旦他鸡犬升天，后面就是巨大的回撤。

我们回归这十几年的走势，几乎都是盈亏同源的逻辑，当年 6000 点大牛市，最后跌回 1600 点，后面移动互联网的牛市，也照样发生了股灾，后来白酒新能源的牛市，公募基金抱团的行情，如今看也跌去了 70%。

第二个不变就是估值始终有效，很多人都觉得新兴市场，就看成长。这种说法是错误的，买的便宜终归是有效地。那些所谓的高增长行业，高增长个股，终究也都走出了钟摆行情。没有一个高增长是一直维系的。成长在一个阶段跑赢之后，价值必然会出现反杀。当估值足够低的时候，他就拥有了一个很好地赔率，一些敢赌的人就会持续进场。这就是市场高低切换的主要原因和逻辑。相反再好的东西，一旦他涨的太高，赔率也就不具备优势，向下的空间，比向上的空间还大。就会有人抢跑，后面也就会跌下来。所以低估值永远有效。

第三个不变，就是人性永远不变，时代在变，市场在变，但是投资者情绪永远没变。还是在贪婪与恐惧之间来回的摇摆。虽然这个事，我们反复的给大家强调，但是不真正走上一轮周期，你是根本体会不到情绪变化的。所以要不断地读书，不断地复盘，不断地研究历史和体会投资大师们的智慧。这是一个成本最小的进步方式。但是即便如此，最后也是纸上得来终觉浅，知识是可以学的，技能你只能去练习，而智慧只能自己去体会。把握周期，重视估值，控制人性，这恰恰就是价值投资的内核体现。越是在 A 股这样的非理性市场，越是人潮涌动，理性的方法往往长时间看，会收获更大。也就是说，短期的行情我们没办法左右，但中长期其实依旧是有规律可循的。

无论我们做多少努力，都依然改变不了未来不可预测这个事实，我们的预判总是有对有错，关键的问题是，你对的时候能赚多少，错的时候怎么才能少赔，这其实就是赔率思维。如果我们犯错的时候，都影响不大。那么你就可以多做预测，这样就总是会有运气好中大奖的时候。但如果犯错的时候，会损失惨重，即便胜率再高，只要不是百分之百，也尽量不要尝试。举个例子，考试作弊被抓，就是一个赔率很差的事情，对了占点小便宜，错了背一个处分，一辈子就毁了，无论是人生发展，还是投资，其实我们都应该建立这样的思考能力。在跌无可跌的时候，大胆做多，拥抱波动。而在风险巨大，上涨有限的时候，果断离场，不贪恋最后一个铜板。作者也说，自己的人生两大改变，第一就是不再热衷于预测，第二懂得以不变应万变。追着市场跑，其实非常辛苦，也未必有好的结果。最后其实各种策略，各种风格也都是殊途同归。所以耐心就好。

这就是本书的全部内容，是一个分析师到投资人转变的全过程，也带我们复盘了整个十几年的股市变化。从中我们也还是能够产生不少的感悟。能感到，作者确实都是肺腑之言。但如果没有深刻体会的话，很多人就会觉得他说的是废话，还不如你直接告诉我个代码，告诉我现在买哪个。这个市场充满了聪明人，所以没那么被战胜。投资到最后还是发现，大道至简，跌到低点就敢买，买的便宜就是最大的安全。相反追热点即便你追对了，其实也赚不了多少钱。

