

荀玉根讲策略 1：买不买，买什么，有什么热点

各位书友大家好，欢迎继续做客老齐的读书圈，今天我们来讲一本宏观和策略方面的投资书，叫做荀玉根讲策略，少即是多，荀玉根是海通证券首席经济学家，首席策略分析师，这么多年，海通证券，培养出了不少牛人，比如李迅雷老师，姜超姜首席，荀玉根也是一个宏观上的大拿，获得了 17 个全国最佳分析师奖项，这本书就是他的研究框架和分析逻辑，由于是刚刚出版的，所以很多东西还比较新，对于当下也有很多的借鉴意义。

本书分为，理念，资金流向，未来盈利趋势，产业演变，市场特征以及其他市场的经验思考，六大部分，我们先来看理念，他说股价长期由公司的基本面决定，但短期的市场变量实在是太多了，股价和基本面可能出现明显的偏差，他也举了我们常说的那个例子，就是遛狗理论，人和狗的方向一致，但是狗会跑前跑后，短期偏离比较大。但是长期下来，那个栓狗的绳子，是不会断的。

不过，虽说长期价值是有效的，但由于复杂性太高，短期的偏差程度，会让很多人丧失信心。分析师要做的事情，就是计算出合理的估值区间，但至于股价什么时候会到达这个区间，分析师就无能为力了，投资者也是毫无办法，我们只能耐心等待。在这个过程中，还要控制好波动的风险，为的就是让自己不倒在黎明前

的黑暗里。老齐见过太多的投资人，看对了结果，但是看错了过程，结果一败涂地。比如 2008 年一个大哥，看多黄金，结果一个波动，让他爆仓了，结果后面黄金又涨了一倍。所以这种事，我们要有一颗敬畏市场的心，我就是再有把握，也要谨小慎微。永远留有后手。也就是说我们从不满仓。

作者说策略研究的本质，就是三个问题，买不买，买什么，有什么热点，最重要的就是买不买的问题，这是从 0 到 1 的问题，而宏观策略，主要都是根据美林投资时钟来的，美林其实也是自己总结了一套逻辑，他的参考样本就是 1973 年到 2004 年的经济，根据产出缺口和通胀两个维度，搞出了 4 个阶段，然后回测在这 4 个阶段当中的大类资产收益率，最终得到了一个结论，衰退买债券，复苏买股票，过热买商品，滞胀持有现金。这个规律在中国也是适用的，特别是 2001 年到 2012 年，我们刚好走出了这样一波规律，2013 年之后，出了点问题，大类资产的表现开始跟投资时钟不符，比如 2015 年的大牛市，投资时钟上却是一个衰退期，后来作者在做研究的时候，把美林时钟做了改进，加入了流动性变量，简单来说，就是加入了名义利率和实际利率，两个流动性指标，从而使得美林时钟，从 4 大阶段，变成了 7 大阶段，于是整个模型就涵盖了，流动性，企业盈利和风险偏好三大逻辑。

流动性往往是最先变化的东西，属于前瞻性指标，而政策又是流动性的最直接体现，也就是说如果货币宽松，经济刺激，那么流动性就会率先改善。然后流动性就会刺激股市的估值变化。流动性的变化，其实贯穿于债券，股票，商品三大资产的轮动之中。流动性刚开始宽松的时候，债券走牛，然后是高股息率的股票走牛，整个股市走牛，最后强周期回归，经济进入繁荣商品走牛。比如 2018 年下半年，其实高股息率就已经不再下跌了。这就说明了市场流动性持续改善，但之所以股市没有全面上涨，就是因为信心不足。

盈利是股市的根基，长期而言，其实投资买的就是回报，回报就是上市公司持续的赚钱能力。那么对于盈利分析，主要把握两个要点，第一就是盈利趋势，这个影响到了估值水平，也就影响到了投资者的预期。第二就是盈利数据的具体测算，这两个数据相乘，最后就是我们市场中的股价。

企业盈利也是有周期的，比如库存，就影响企业的业绩产生，被动补库存周期，主动去库存周期，说白了就是不生产了，挥泪大甩卖，那么必然会让利润受损，而主动补库存周期，或者是被动去库存周期，那么就是东西不够卖了，供不应求，所以这个时候，利润才会大幅度的释放出来。

作者说，之前总需求的扩张和收缩，对于盈利的影响非常明显，企业与宏观经济的相关性很大，但是现在随着经济转型，企业结构升级，企业盈利受到总需求的影响正在逐渐变小，技术进步，产业结构，和行业集中度的变量正在上升，也就是说，有相当一批企业，已经基本不怎么受宏观环境影响了。

至于风险溢价，通俗的说就是风险偏好，也就是大家能够承担风险的程度，作者说，这就好像是市场的温度计一样，当大家的风险偏好程度特别高的时候，其实就是市场最为危险的时候。

作者说，产出由三大要素构成，生产要素投入，包括劳动力和资本，技术水平，还有要素产出弹性系数，也就是说国家的产业政策，会影响到整个社会资源的分配，政策支持力度大的产业，在一定时间内，会有更好的产出，比如最近一段时间的新能源和芯片。就直接被政策，给推上了风口。

A 股的演变也是经历了很多阶段，在物资短缺的年代，那么百货商品，服装鞋帽，基础家电，都成了大牛股，进入 WTO 之后，工业制造，进出口外贸开始发力，钢铁，石化，汽车，电力和银行，成为了市场的五朵金花，房地产起步阶段，开发商也纷纷上市，成为市场中最重要支撑力量，到了最近十年，则开始倡导消费升级，手机，互联网，白酒，家电，一批大牛股从时代风

口上成长起来。那么未来大的方向，还是消费升级，制造业升级，信息科技产业，也有较大的发展空间，比如物联网，智能汽车等等。

我们的股市之所以大起大落，主要是因为情绪不稳定，情绪的波动，要比基本面的波动大的多，人性不可能完全戒除贪婪和恐惧，所以都是短视的，容易受到其他情绪干扰的。每次你都会感觉，这次不一样了，这次看起来，要比以往的任何一次都要严重。有的时候市场就是朝着你预期之外的方向，一路狂奔，最后干脆击溃你的信仰，这种事非常多，比如 2021 年，做价值投资的这些基金经理，都跟吃了屎一样的难受，自己的投资信仰全都被击破了，他们觉得没有价值的东西，就是一个劲的涨，而且还没完没了的涨，觉得基本面最好的公司，就是一个劲的跌。市场经常会上演这一出，所以那种风格极致的基金经理，就得看命了，有的时候，市场可能会把你教育的体无完肤。

作者对于未来的判断，跟老齐基本一致，过去 20 年，A 股平均年化收益率是 16%，其实超过了房地产，但是房地产你加了杠杆，所以感觉回报很高。未来 10 年，肯定是一个股权投融资时代。机会不会在房地产一边了，就跟当年美国一样，1968 到 1982，美国的楼市表现，也比股市好的多，但是 82 年到 2000 年，这种情况完全逆转，美国开启了一波长达 18 年的特大牛市，但这个

牛市并不是天天上涨，而是由无数多个小行情组成。这其中也伴随着 87 年股灾，90 年代初的衰退，还有 97 金融危机。返回头看，是史诗级的大牛市，但是你身处其中的时候，只有在 97 年之后，才明显感觉出来，这是一波牛市。老齐判断中国未来的股市，也大体类似，涨涨停停，结构分化比较明显。一般人看不出这是牛市，等看出来是时候，其实就已经是结尾状态了。而且这一波牛市，还会有很多次的快速调整，从而吓退一定量的投资者。

作者说，我们的经济结构变了，第三产业持续上升，经济拉动力，也从地产转向了科技和消费服务，这两个行业的固定资产少，所以从银行取得贷款是很困难的，所以就必须发展股权融资市场。美国当年也是一样的路径，80 年代产业转型期，从原来的重工业转到了科技服务业之后，股权融资比例从 35% 上升到 60%，股市大涨了 18 年。

此外，我们也已经过了住房的需求高峰期，2020 年，我国平均年龄已经达到了 38.8 岁，对应着经济变量从住房支出高峰，支出高峰，过度到了投资高峰和事业高峰。我们的人均住房面积也已经接近 40 平米。基本达到了发达国家水平。所以买房的高峰肯定已经过去了。未来资金会从楼市，流向股市，做大做强资本市场之后，再扩大股权投资基金的规模，从而为实体经济融资服务。老齐管这个叫做天时。明天我们具体来看看，作者是如何改

进美林投资时钟的。

荀玉根讲策略 2：对美林时钟的改进

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。荀玉根讲策略，今天我们看看作者对于美林投资时钟的改进，这里先要了解一些定义，比如滞胀，经济学的定义是经济停滞，严重通胀，大量失业并存，而这里的滞胀，是 GDP 下滑，物价上行，同理，衰退就是 GDP 下滑，物价下行。所以其实跟我们感受到的东西是不同的，比如经济增速，从 6% 跌到 5%，就属于经济下滑了，而在传统的经济学定义中，这也是增长的，只是增长放缓。

之前也说了，美林投资钟，在之前很好使，但是在 2013 年之后就不好用了，因为 GDP 一路向下，所以表现出来的时钟定位，不是滞胀就是衰退，但是 2015 年，我们也确实走出了一波牛市。作者说，之所以出现问题，就是美林投资钟没有考虑流动性这个变量，实际上流动性还是很重要的。2014 年的牛市，也是流动性转向之后，催生出来的。作者的意思就是，如果只用二维的空

间去解释，那么美林时钟已经不够用了，我们需要用流动性，经济，物价三维空间来进行测算。那么经济依旧遵循着，债券牛，股票牛，商品牛，现金牛的四个阶段轮动逻辑，债券牛市开始于通胀见顶，终于通胀见底，股票牛市则始于政策底，终于经济见顶，衰退后期政策明显转向，会成为推动股市复苏的重要力量，而商品牛市则始于政策顶，终于实际利率见底，一般他会在过热期表现，也就是政策层面，在见到实体经济过热，通胀压力显现后，开始收紧政策，要一直坚持到通胀上升斜率放缓，实际利率见底回升的时候，商品才会步入熊市。现金为王，往往出现在滞胀期，这个阶段，没啥资产可以选择。

作者，做了一个划分，2004 年到 2021 年之间，投资时钟完成了 4 轮运转，2004 到 2008 年中期，大概 4 年半的时间，是第一轮，2008 年中到 2011 年中，3 年时间是第二轮，2011 年中期，到 2013 年底，2 年半的时间，是第三轮，2013 年底到 2018 年初，4 年时间，是第四轮，最近一轮周期，是从 2018 年 2 月，但是至今仍未走完。

作者随后做了拆分，把复苏，衰退，过热，滞胀进一步拆分，在滞胀，复苏，衰退三个周期中，拆出一个前后之分，比如滞胀，在 2007 年 10 月，到 2008 年 7 月，但是他以 2008 年 3 月为界限，之前是滞胀前期，之后是滞胀后期，前期表现商品最好，而

后期表现则现金最好。

随后是衰退前期，2008 年 7 月到 2008 年 9 月，债券表现最好，2 个月有 4%的收益，2008 年 9 月到 2009 年 3 月，是衰退后期，这时候股市已经开始起步，涨幅达到了惊人的 68%。

从 2009 年 3 月开始，进入了复苏前期，股票继续上涨，到 2009 年 7 月，股票还有 45%的回报，2009 年 7 月以后是复苏后期，一直到 2010 年 1 月，股票和商品表现基本差不多，而债券已经没有收益。然后接下来是过热期，一直到 2011 年 3 月，股票和商品，依旧表现很好，再往下开始下一个周期，一直到 2011 年 6 月，是滞胀前期，债券抗跌一些，到 2011 年 8 月，是滞胀后期，现金表现最好。

2011 年 8 月到 11 月，是衰退前期，中债表现最好，随后到 2012 年 9 月，是衰退后期，股市开始走出小的反弹。2012 年 9 月到 2013 年 5 月是复苏前期，债市接近尾声，股票持续走牛。万德全 A 涨幅达到 16%，复苏后期是 2013 年 5 月到 11 月，万德全 A 又涨了 32%，此时商品已经开始启动，但债券却大跌了 6%。

第四个周期，是从 2013 年到 2018 年，2013 年 11 月，是衰退前期，持续到 2014 年 4 月，衰退后期，一直到 2015 年 12 月，这

期间经历过一波特大牛市。但之后，作者说直接进入复苏后期，一直到 2016 年 8 月，债券表现一般，股市和债市都还不错。后面是过热期，商品表现最好，2017 年 3 月开始是滞胀前期，一直到 8 月份，股市表现还行。2017 年 8 月到 2018 年 2 月，是滞胀后期，这段时间就是现金为王。2018 年 2 月之后，就又是新一轮周期。到 10 月份都是衰退前期，只有债券回报，2018 年 10 月，到 2020 年 3 月是衰退后期，股市表现很好。2020 年 3 月到 5 月，复苏前期，债券见顶，股市持续走牛，2020 年 5 月到 10 月，复苏后期，债券回落。股市继续。2020 年 10 月以后是过热期，商品表现最好。股市上也是强周期和高景气行业表现最佳。一直持续到了现在。

货币主义经济学大师弗里德曼就说，一切通胀都是货币现象，股市中短期的反映，其实根本来不及反映业绩，更多都是流动性的变化引起的，大家预期调高，更多地钱流向市场，那么股市就会上涨，相反，大家预期降低，把钱都从股市上拿走了，那么自然价格也就跌下去了。

那么货币到底是如何传导的呢，央行是发起点，在银行间市场，推动资金量的变化，供给量上升，资金成本就下降，银行负债端，资金量升价跌，于是银行在资产端，就会加大配置，也就是说，他会更多地向居民端和企业端放贷，资金就这么出来了，然后就

会造成实体经济的资金利率下降。居民和企业，也更有动力，把这些闲置的资金，从银行取出来，转投到金融市场，于是利率下降后期，我们其实可以看到明显的股市上涨。

但虽然逻辑没问题，不过中间链条太长，干扰因素也比较多，所以他的反映不是线性的，也就是说，不是央行一降息，股市就会涨，老齐常说，市场底会在政策底之下，也就是说，货币宽松之后，可能市场还要再跌一段时间。银行间的资金已经开始宽裕了，但是大家对于经济和投资市场还是信心不足。不愿意把钱拿到市场上投资。

我们再看看微观流动性，资金从央行出发，到达股市的途径也是多种多样，我们的市场，目前还是居民端资金为主，包括银证转账和公募基金，现在占比还在 60%以上，也就是说，老百姓对于投资的信心，对于市场会产生直接的影响。作者说，研究每一轮牛市的资金，发现宏观政策的变动与股市微观资金的变动，并不完全对应。宏观流动性在时间上的拐点，领先于股市的拐点，而微观流动性，基本跟股市节奏同步。

2006 年那波大牛市，其实存款准备金率和利率在 7 月份就开始上升了，但是微观资金却在加速入场，形成了明显的反差，所以股市并没有因为宏观流动性收紧而下跌，反而因为微观流动性宽

松，而持续上涨。最后涨到了 2007 年 10 月，上证指数达到了 6124 点。反过来说，2008 年 9 月，央行就开始降息刺激经济了，一直持续到 2009 年底，但是微观资金层面，却始终在资金大逃亡，到了 2009 年后，才终于资金面止跌回升。股市也同步反弹。

上一轮牛市也是一样，2014 年 10 月，央行开始降息，2015 年 2 月，又启动了降准，这就刺激了宏观资金，再加上当时市场也是比较热，所以微观和宏观资金叠加，推动了当时的大牛市。到了 2015 年 6 月，证监会开始集中清理场外配资，一下让这些杠杆资金闻风出逃，所以股市快速失血，导致了千股跌停。

那么问题的关键也就出来了，微观资金面可不可以预测，似乎就是股市投资的关键，作者说，他发现了一个规律，资金在上涨的年份流入，在下跌的年份流出，资金变化，跟股市涨跌正相关，他还做了定量分析，上证指数每涨跌 1 个百分点，对应的是 400 亿资金的流入流出，当然这个并不是恒定不变的，牛市后期，由于市值较大，所需要的资金推动也就明显更多。

如果将一轮牛市分为孕育期，爆发期，泡沫期三个阶段，场外增量资金，在孕育期，基本都是观望，没什么资金流入，只要在爆发期才开始入场，而到了泡沫期，标志一定是加速涌入。比如在 2014 年 3 月，和 2015 年 3 月，银证转账，分别每月流入是 700

亿，和 7600 亿，也就是说，牛市的资金流入，是熊市的 10 倍。股票基金的月均申购就达到了 3500 亿，而就在一年以前，才只有 60 亿。同样的规律，在任何一次牛市中，全都存在，资金极度匮乏，市场一定在低点，资金极度充裕，那么市场一定就进入尾声。老齐的观察点就是场外还有多少钱，如果场外的钱多，就不用着急，如果场外的人都加速进来的时候，那恐怕就是我要先出去的时候，但是这个说起来简单，做起来难，事后看，当时卖掉是对的，但是在当时，你一卖他就飞涨，错过比套牢还难受。所以对于投资经理的压力是极大的。明天我们继续顺着作者的思路，看看资金端的问题。

荀玉根讲策略 3：未来 10 年的资金端！非常充裕

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，荀玉根讲策略。今天我们来看看作者对于资金端的分析，四大来源，居民，公募，保险，外资，首先就是居民资金，这十几年来，其实我们的资金状况不是特别好，主要就是居民资金不断地在流入房地产市场，过去 20 年，我们居民的资产配置方式，一直都是重房产而轻权益，2019 年的时候，住房占居民

家庭总资产的比例达到 70%，比美国要高 28.5%，自有住房拥有率达到了 96%，也比美国高出 32.3 个百分点，我们已经实现了户均住房 1.5 套，所以可见，房子已经足够多了。作者给了一张图对比了，中美日欧的情况，只有我们是房产占大头，人家都是固收类金融资产，或者股票基金占大头。

我国居民家庭中，金融资产比例是 20%，金融资产以无风险资产和刚兑产品为主，也就是说定期存款那种，而股票基金，占金融资产的比例只有 10%，占家庭总资产的比例只有 2%，所以我们还有太多的钱，没有进入股市，再比较一下美国，在 1984 年，美国居民对股票和基金的配置力度是 24%，也是明显低于房地产的比例，此后随着一轮波澜壮阔的大牛市展开，居民资产配置权益占比持续上升，从 24%加到了 36%，而房地产的比重从 30%多，掉到了 25%以下。从美国的资产表现来看，其实非常明显，股票基金好的时候，房地产就一定不好，房地产好的时候，股票基金就会表现比较差。所以，这也是老齐看好未来 10 年大牛市的一个主要原因。楼市已经差不多了，这波 15 年的大牛市到头了，下一波肯定会转移到权益资产市场。所以这个时代的贝塔收益是肯定有的，所以断定，房产不行了，股市会越来越好，还是基于人口结构的判定，在适婚年龄人口占主流的时候，一定是房地产的趋势，但我们平均年龄现在都已经快 40 了，对于住房的需求，其实已经大大降低了。所以可以遇见的是，未来会有一波资金转

移的过程。目前我国居民储蓄，理财现金类资产合计差不多 100 万亿元，而 A 股总市值 82 万亿，流通市值才 34 万亿，所以推动股市一点问题都没有，只要发生赚钱效应，很可能会越涨越快，超乎想象。按照 82 年到 2000 年的这波行情，以及 09 年到 21 年的美股表现，我们只要持有指数，就大概会有 17-18% 的长期年化回报。这个收益率，其实比房地产高的多。

我们再来看第二个资金端，公募基金，每一波大行情的上涨，都有公募基金火爆募集的消息，比如我们听到的百亿基金，一天募集完毕，这时候其实就是一个市场即将见顶的信号。历史上，2007 年 7-8 月，2009 年底，2015 年 5-6 月，都是类似的情况，包括 2021 年初也是，有的基金经理，都已经管理千亿规模了。还被做成了爱豆形象，当时老齐就知道，要完蛋了，果然今年这些大规模的基金，全都表现很差。最大回撤有的都超过了 30%。

还有一个常见的现象就是 88 魔咒，股票基金仓位超过 88% 的时候，市场就会因为后续资金无力，而出现下跌，在 2009 年 7 月，2010 年 11 月，2015 年 5 月，股票基金仓位都到了 88% 的高位，随后 2-4 个月，都出现了阶段性调整。这个其实也很好理解，都买进去了之后，大家要想调仓，就得往外卖了，一旦这么大规模开始往外卖，股市就一定会下跌。但是在 2018 年之后，公募基金，逐渐放弃了对仓位的大幅调整，所以 88 魔咒后面也就不再

好用了。但是百亿发行魔咒还是有效的，啥时候百亿规模基金，募集数量特别多了，大家就要小心。至少是阶段性高点，要出现了。

新基金有一个建仓上的规律，叫做牛市快，熊市慢，一般规定是6个月建仓，在牛市的时候，可能1-2个月也就差不多了。公募基金，现在其实体量越来越大了，也已经成为我们市场中的中坚力量。目前公募基金是20多万亿的体量，未来5年可能会发展到60万亿的体量，所以这块增量资金的规模，其实是非同小可的。

第三个资金来源是保险资金，保险类资金可以分为四类，基本养老保险，和社保，这是我们养老金体系的第一支柱，2020年底的规模是6.4万亿，而社保基金理事会管理的资产，差不多是2.5万亿。还有企业年金结余2.2万亿，职业年金是1.3万亿，这两者加在一起也是3.5万亿。第三个叫做个人购买商业保险，这块的体量是13万亿，占GDP的比重是13%，第四个叫做保险资金，也就是商业保险资金运用余额，这块也有22万亿。综合来看，我国目前养老金占GDP的比重，在世界上还是比较低的水平。36个经合组织成员国，养老金比例平均在55%，美国养老金占GDP的比重是164%，是非常大的一笔资产。

我们的养老金资产比较低，但更大的问题是，我们目前养老金配置的权益资产，比例更低。经过测算，我国险资综合持股比例不到 10%，也就是说，绝大多数的养老资金都没有入市，这个跟美国就更没办法比了，美国基本都在 40-50%的比例水平。所以就光这一块，美国就拥有着相当强大的机构话语权。那么未来我们的养老金资产能不能成长呢？至少养老金入市的比例，肯定会提高，如果养老金有 50%进入市场，那也就是说至少还会有 5 万亿增量资金。

最后我们来看看外资，外资入市这事 2003 年，就已经开始了，QFII 和 RQFII 相继推出，2021 年第一季度，境外机构和个人持有 A 股市值达到 3.4 万亿，比 2013 年增长了 9 倍。之后我们又搞了沪港通，深港通，纳入 MSCI 新兴市场指数，还有富时指数。其实在不断开放的过程中，每年外资都是持续流入，2014-2016 年，每年流入 1000 亿，2017-2020 年，分别流入，2300 亿，3400 亿，3800 亿和 2100 亿。

外资投资 A 股的目的，是配置性的，因为中国毕竟是增长最快的经济体，年均贡献率达到了 15.9%，现在整个经济体量，也达到了世界第二，仅次于美国。所以这么大的新兴市场，全球资本是必须要给与配置的。A 股跟世界股市的相关度，也已经越来越高，从 2009 年的 0.24，到现在已经达到了 0.9，也就是说，基本上跟

这全世界的股市同涨共跌了。

栗渺社分享微信 jnztxy 谨防N手群转卖，以免断更

那么外资是如何选股的呢，其实通过统计 20 大重仓股，我们发现，内外资基本上是一样的，偏好各行业的龙头，比如白酒的茅台，五粮液，保险的中国平安，饮料的伊利，电子的龙头海康威视等等，这些股票，都有一个特征就是高 ROE，这也是老齐之前给大家讲过的一个逻辑，长期投资其实看重的就是 ROE 数据，只有持续的高 ROE 表现，才能有更高的长期回报。

从目前陆股通的配置来看，53%是消费，13%是科技，14%是金融地产，21%是周期，这 10 几年来，他的整个持仓也在变化，趋势就是金融地产逐渐下降，而消费和科技的比例持续提升。反正总结一下这一章节，作者的意思就是整个市场中的资金面会越来越好，机构投资者数量也会越来越多。更新微信jnztxy

下面我们看，如何研判盈利的趋势，格雷厄姆说股市短期是投票机，长期是称重机，所以短期会有很多的扰动，但是长期推动市场的还是企业盈利的方向和趋势。美国 1929 年起，名义 GDP 和标普 500 指数，分别年化涨幅是 6.1%和 5.9%，也就是说，二者基本相同，那么中国呢，1991 年起，名义 GDP 和上证综指，年化涨幅分别是 14.5%和 12.1%，另外韩国，中国香港，这些数据参考下来，基本都差不多，名义 GDP 的年化涨幅，和最后的股市回

报基本相同。如果站在 100 年的周期来看，美国股市的投机收益率，也就是说估值提升可能连年化 0.1%都不到，但是投资收益率，也就是业绩增长的回报是年化 9.5%，所以可见，股市大部分的收益，都来自于盈利，如果考虑到股息分红，标普 500 指数年化收益率是 10.7%，其中每股收益是 7.5%，分红是 2.9%，此外还有一个估值提升的 0.3%，1993 年到 2009 年的年化回报率是 9.7%，其中每股收益是 6%，分红是 2.3%，估值提升是 1.3%。回顾 A 股 30 年，其实估值是不断下移的，但是每股收益其实很高，这个收益率是年化 14%，但是可惜估值回报是负的 8%，所以显得 A 股没啥回报，长期不涨，但是好在现在我们的估值已经降到了跟国际接轨的水平。所以未来 A 股的这-8%的拖累就没有了，那么每股收益那个 14%，就会跑成绝对收益。明天我们再来看看，如何做盈利的预测。

荀玉根讲策略 4：该如何做盈利预测

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，荀玉根讲策略。昨天我们说到了，作者对于未来市场的测算，之前的盈利增长还是不低的，但是估值下滑，拖累了 A

股整体收益，未来估值下滑的拖累没有了，A股是很有可能会走出大牛市的。今天来看看如何预测盈利趋势，有这么几个问题，通常比较困扰投资者，如何确认业绩底部，盈利的领先指标又是什么？从2005年到2020年，A股市场经历了5个盈利见底回升的周期，在这5个周期之中，有5大类指标，可以提前帮助我们完成判断。

首先是社融和贷款余额，这两个这表代表着宽信用周期，一旦社融向上，说明信用宽松开始，那么利润下滑周期也即将结束。这个很好理解，钱出来了嘛，生意自然也就开始活跃了。

其次，基建投资，这属于是逆周期的调节政策，一旦遇到经济下行，肯定出台财政刺激，基建是一个重头戏，基建投资会是整个企业利润的排头兵。

第三，PMI的新订单，这是一个景气度指标，反映的是企业家对于制造业的信心，企业家信心肯定是他所有投资的基础。

第四，商品房销售面积，地产是典型的周期行业，甚至房地产周期，被称之为周期之母，在经济底部区间，地产销量增速会率先回升。

第五，汽车销量，这是可选消费，往往也会先经济而动。

当然这 5 个指标，不一定全都会有反映，作者说，但至少应该有 3 个企稳回升，当你看到有 3 个指标，出现反映的时候，就说明底部已经成立了。比如 2006 年一季度，A 股盈利见底，但是领先指标已经在 2005 年 5 月，提前 10 个月做出了反映。2009 年一季度见底，领先指标，是 2008 年 11 月反映，领先了 4 个月。2012 年全部 A 股净利润 3 季度见底，创业板是 4 季度见底，但领先指标企稳时间是 2012 年 1 月。提前了 8 个月。2016 年全部 A 股，盈利二季度见底，领先指标则是在 2 月份就见底了。可以见得，最早都会提前 4 个月，给你信号。但其实老齐觉得，太早有信号，也不太好，很多人过早入坑的话，可能也会面临较大的损失。所以我们一般的习惯是，知道领先指标转向了，就耐心等着，这时候你可以多看看技术分析。啥时候股市放量涨起来，你再去买也不晚。

测算盈利的方式，还有周期，第一个就是库存周期，也叫基钦周期，2-4 年为短期波动，生产过多就会形成存货，存货减少之后，就会重新开始扩大生产，这个库存周期波动，也就引发了盈利的变化，库存太高，去库存的时候，盈利肯定就会降低，而补库存的时候，盈利就会涨回来。作者做了一张图，库存高点的时候，其实净利润已经开始下降了，而库存低点的时候，净利润明显回

升。这个东西变动的不是特别的规律，所以我们只能看个大概。

还有一个指标，贴的会更紧密一些，工业企业利润，和 A 股净利润增速，基本上是同涨共跌的，所以这个不具备太好的前瞻性，他两几乎同步而行。第三个指标是 PPI 周期，PPI 是工业品价格指数，价格的变动，往往会提前反映一些趋势，从过往的走势上来看，PPI 会稍微领先工业企业利润一些，只要 PPI 在上升周期，一般企业利润都会上行，但 PPI 开始下行，或者高位走平，我们就要小心了，通常工业企业利润都会快速下滑。

那么一波周期会走多久呢？大概是 38-39 个月，也就是一升一降，对于盈利数据的预测，大概有自上而下，和自下而上两种方法，自上而下，是营业收入 X 毛利率-费用率，营业收入是与 GDP 相关的，毛利率与 PPI 增速相关，费用率与 M2 增速相关，通过这三组宏观指标，我们就可以大概推测盈利数据的变化，也就是要么 GDP 向上，要么价格向上，要么就货币宽松，反正总得占一样，另外两样，还不能向下。

从整个净利润的占比来看，整个 A 股还是都指着金融，57% 的利润都是金融贡献的，能源和材料，也就是周期贡献了 15%，制造业贡献了 10%，消费贡献了 13%，科技只贡献了 5%。而跟美国做个比较，差距就比较明显了，美国的金融只占 27%，最大比例是

消费 30%，科技 29%，制造业 8%，周期股只有 6%。所以显然，我们国家的金融行业，盈利还是太多了。未来盈利比例会持续下降。而消费和科技会有更多的利润释放出来。分析师对于市场利润的预测，其实也不太准确，分歧比较大的时候，往往还好，但是当一致性预期出现的时候，高估就非常明显了，特别是在牛市里。

下面我们来看 ROE，这是一个非常常用的财务指标，也是盈利指标，高 ROE 对于投资的结果，将起到至关重要的作用。ROE 就是净资产收益率，净利润比上净资产，说白了就是公司资产的赚钱能力，ROE 均值基本上就是市场的年化涨幅。相差在 2 个百分点以内。作者提到了一个高 ROE 策略，把沪深 300 成分股，从高到低按照 ROE 排序，分为 5 组，从 05 年到 2015 年，最高 ROE 的那一组，年化回报是 17%，而最低的一组只有 11%，差距还是很大的，2016 年到 2020 年，也差不多，高 ROE 组年化回报 24.8%，低 ROE 组只有 5.1%，老齐找到了一只基金，就叫做东方红中证竞争力指数，他就是这么干的。专门挑选沪深 300 中，ROE 最高的公司，2019 年 8 月成立，跑到现在已经相对于沪深 300，跑出了 15% 的优势。而且更重要的是，收益提高，波动并没有扩大。这就是基本面量化的好处。短期虽然时灵时不灵，但是中长期他一定会灵，还是因为格雷厄姆说的那句话，股市长期是称重机。而且这个 ROE 策略，对于沪深 300 是比较好用的，价值股对于 ROE 的提升非常敏感，但是成长股可能就不太好用了。因为成长

股看的更多是增长速度。ROE 不反应增长情况。所以略有差异。

最近几年，随着外资占市值比重持续提升，其实大家对于选股的偏好程度也越来越趋同，那么高 ROE 个股，也成为了机构投资者最重要的股票池。比如什么茅台，美的，五粮液，平安，招行，宁德时代，海天味业，迈瑞，隆基等等，还有之前的恒瑞医药和格力电器。食品饮料行业的 ROE 最高，达到了 19%，家电是在 15%左右，科技电子则在 7%，金融行业当中的银行在 15.7%，从最终的表现来看，食品饮料和家电涨幅基本跟 ROE 相等，金融偏低，而科技行业则要比 ROE 还高。

从美日经济历史来看，在经济减速期，往往会出现，产业结构优化的问题，高盈利产业占比会持续提升，比如从美国来说，1973 年-1990 年的通信行业，批发零售业，服务业，占比出现明显提升，而制造业的利润却大幅下降，业绩更稳定的，消费，服务和科技在推升着微观盈利，日本产业也有同样的规律，75 年到 90 年，服务业运输业，通信业，房地产行业，占比均有所上升，但制造业和农林牧渔就不太行了。虽然当时日本制造业，整体规模收缩，但是电气机械，精密机械等高端制造子行业，产值占比逐步提高。纺织业和个钢铁行业，这些前几十年的支柱产业，占比却开始下降。

宏观分化的第二个原因就是行业集中度提高了，很多企业进入了由大到强的阶段，小企业逐渐被淘汰出市场，实现了赢家通吃的局面，有的行业虽然衰退了，但是行业领军者却持续在行业内扩张，也获得了很好的回报。我们讲过的投资者的未来，西格尔教授，就详细的论证了这种现象。日本的发展历程，可以从大量的并购中得到佐证，石油危机让大量日本企业倒闭，龙头企业竞争力反而却持续增强，最终实现了整体盈利好转，第三个就是国际化的刺激，一批企业从本土走到了海外，海外业务成为其利润的主要来源。

未来我们的经济，肯定也是类似的走势，作者用了宏观平，微观上的说法，也就是说，整个 GDP 增速，估计要持续下降了，这应该没什么太多的悬念，最好的结果也就是横着走一段时间，但是从微观的情况来看，产业结构会快速调整，我们从工业时代，进入了消费时代，人均收入也大幅提升，所以消费对象开始从工业品，往消费品和服务上转移，新兴消费和科技，肯定会成为未来 10 年投资的最大主题。主要就是他们的盈利能力会持续改善，行业集中度也会持续上升。明天我们就来算算这笔账。、

荀玉根讲策略 5：未来的牛股都会出现在哪里？

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，荀玉根讲策略，昨天我们说到了微观层面，未来会有两大趋势，一个是科技与消费占比会越来越高，另一个是行业龙头的集中度会越来越高。中国将有一大批企业，不再满足于本土市场，在国内完成本土替代之后，会进军国际市场，未来很多产业的主战场将在海外。比如我们说的家电行业，之前是靠着房地产一轮大牛市，带火了家电。现在随着房地产退潮，家电行业，必须在海外寻找新的增长点。

巴菲特曾经说过，人生就像滚雪球，最重要的是找到那个很湿很湿的雪，以及很长很长的坡，这个雪就是好公司，这个坡就是好赛道。借鉴美国的历史经验，符合经济转型方向的赛道，会更加优质。比如 2005 年到 2007 年的牛市，房地产就很强，2010 年之后，工业化时代，消费升级时代，这些都为我们创造了非常清晰的优质赛道机会。

老齐之前也说过，投资要符合天时地利人和，所谓天时就是之前讲的内容，要有权益资产上涨的时代背景。所谓地利，其实就指的是这些赛道，说他是赛道可能不准确，应该是列车，我们就像是在不同的列车上奔跑，选择对了最快的列车，无论我们自己

跑的快还是慢，最后都能跑出成绩。作者做了个测算，从 2008 年 10 月算起，A 股，港股，中概股，总计诞生了 260 只 10 倍大牛股，其实这个比例还是蛮高的，因为当年好像一共也没有 3000 只股票，所以几乎都是 10%的概率了。这其中 57%来自于科技和消费行业，而这两个行业里加起来，估计也就不到 1000 只股票，所以如果你只在这两个行业里挑选股票，选中 10 倍牛股的机会，甚至高达 20-30%，相对来说，大牛股在制造业，周期行业就比较少，金融行业的比例最低。

2016 年以来，5 倍牛股一共 89 只，有 59%来自于科技和消费行业，2019 年 1 月也就是本轮牛市开始算，那么 374 只个股翻倍，也是 59%来自于科技和消费行业。作者的意思就是说，选对这两个赛道，我们其实骑上大黑马的机会就会很高。不过老齐觉得，这多少有点后视镜效果，因为这两年科技和消费确实涨的太多了，成长周期走到了极致，价值这几年有点惨。如果我们回到 2018 年 1 月去统计，应该会有另外一种结论。金融估计也不差。所以选择最后的节点，其实很重要。老齐认为，成长和价值始终是相互切换的，长期来看，确实成长要比价值高 2 个百分点的年化，这两个百分点，基本就是更大波动的风险补偿，二者不至于差距太大。所以我们要有一个逆向思维。股市当中，非常遵循一个物极必反的规律。

1980 年到 2000 年，美国经济转向为消费和科技为主，第三产业占 GDP 的比重从 67%，提升到了 77%，私人消费占比从 62%，提升到了 66%，80 年代后期，美国第一波互联网浪潮启动，一批公司像什么雅虎，微软，英特尔开始上涨，而第二波互联网浪潮，代表公司则变成了苹果，谷歌和脸书，

美国在 90 年到 2000 年，诞生了 79 只 10 倍牛股，其中 72%来自于消费和科技行业，从行业来分析，信息技术上涨 13 倍，医疗涨了 3.3 倍，可选消费涨了 2.5 倍。但单纯从公司的净利润增速来看，金融却是最高达到了 15.3%，信息技术只有 11.3%，医疗保健是 10.4%，必选消费是 3.5%，可选消费是 2.6%，也就是说，这个东西有时候不能光看利润增速，还得看看他是否符合时代背景，有没有想象空间。还是老齐所说的，天时地利人和的思想逻辑，光有利润增速，不符合时代背景，其实也是效果不佳的。

作者做了大量的中美经济数据的对比，基本说明了一个结论，我们基本处于美国 80 年代，经济转型的起点上。

他说，中国也处于经济转型初期，科技消费产业，还有很大的成长空间。这一点跟老齐的判断是基本一致的，我们也认为，现在 A 股可能处于美股 84 年左右的时间点。也就是说大牛市已经起

步，但未来的路一个是很漫长，也会有很多的曲折。需要我们控制好风险之后，长期坚持。

我们都知道，我们的经济总量在十年前就超过了日本，位居世界第二，但大家可能不太清楚的是，现在我们 500 强企业的数量已经首次超过了美国，不过作者也客观的说，从 500 强企业的排名和结构来看，我们其实也还远没有到骄傲的时候，前 200 名的企业，其实我们的数量要明显低于美国，也就是说，我们虽然数量多，但都排名靠后，而且这其中还有很多的国企，央企，大的垄断型企业，这些理论上来说，都不应该计入排行榜，因为他们的地位是政策赋予的，而并不是市场赋予的。比如中移动，只有你能干这个事，那你能做强做大，做到 500 强，也是理所应当的。

世界 500 强里，真正的企业就是那些互联网巨头，比如阿里，腾讯，京东，小米，美团，拼多多这些，他们才是一刀一枪杀出来的。

从上市公司层面，我们也发生了比较大的变化，2010 年，50 家最大的上市公司，38%来自金融，8%来自消费，12%来自科技，到了 2020 年，金融的比例降到了 26%，消费的比例达到了 44%，科技达到了 16%。消费和科技赛道上的头部公司已经越来越多，最典型的代表就是，茅台和宁德时代，我们叫做茅王和宁王。全

中国市值最大的公司，2000 年是中移动和李嘉诚的长和集团，2010 年是中石油和工行，2020 年是腾讯和阿里。

作者说，从这里就能看出来，我们的产业结构，大概每 10 年就会发生一次大的变迁，90 年代之后，主要是家用电器，日用百货带动，那会生产彩电的公司，是全国最好的企业。2000 年之后，中国开始成为全球制造业基地。进入了工业化制造时代，城镇化率也大幅提升。住房需求集中释放。所以房地产带动着整个周期行业，像什么钢铁，汽车，电力，石化，金融，都进入了全面的景气周期。而到了 2010 年之后，其实股市已经开始转向了消费和科技，消费升级，先进制造，人口老龄化，成为了三个最为明显的赛道。

而且在这三条赛道上，会遵循一个强者恒强的规律，当年美国就有一波所谓的漂亮 50 的行情，在 70 年 7 月到 72 年 12 月，连续上涨了 2 年多的时间。累计平均收益率达到了 143%，而同期的标普 500 只涨了 51%，但是后面的事大家也知道，盈亏同源，他能涨那么高，肯定跌的也会狠，73-74 年，美股进入下跌阶段，漂亮 50 的平均股价，下跌了 45%，也超过了指数的跌幅。但如果算一个更大的周期，比如 1968 年 12 月，到 1982 年 7 月，这个期间，其实漂亮 50 还是上涨了 156%的，而同期的标普 500 指数非但一点没涨，还跌了 1.2%。所以这个事情告诉我们，好公司

还是有时间价值的，即便是整体行情很差，好公司的时间价值，也能帮我们获得一定的收益，你要是拿指数 14 年，一点钱都不赚，那肯定是崩溃了，但是这些好公司，一直拿着，在最差的这个阶段，年化回报算下来也还有 7%。虽然非常不理想，但是其实还是可以接受的。

作者做了一个 A 股龙头指数，对比了万德全 A 指数的走势，在 2016 年 1 月之后，二者形成了明显的分叉走势，龙头指数 2016 到 2020 年涨幅高达 220%，比如茅台，海天味业，顺丰控股，三一重工，爱尔眼科这些，在 2019-2020 年这一波牛市当中表现得极其出色。日常消费涨幅最大，龙头的优势也最大。其次是医疗保健，第三是科技，那些没怎么涨的比如金融，地产，公用事业，反而龙头和行业指数，区别不大。作者说之所以这样，就是因为消费医药科技，这三个行业当中的龙头公司，ROE 要显著高于行业平均水平。从而造成了强者恒强，逐渐集中的现象。而其他行业的区别往往只存在于市值上，但是盈利能力上的差距并没有那么大。所以，这里作者再次提出了 ROE 的概念，其实这是我们基本面选股的基础，把 ROE 高的公司都筛选出来，给与一定的行业配比，其实长期跑赢大盘是没有问题的。

这几年高 ROE 的龙头公司，其实更受到资金的青睐，大家的选股模型基本一致，所以不怎么跌的下来，只要不太贵，就会有资

金给买起来。所以想找一个特别低估的时候，去买入这些高 ROE 企业，真得等待一个熊市的出现。绝大多数时候，可能都机会不太大。包括 2021 年，很多白酒跌了 40% 了，但其实依旧不便宜。明天我们继续来讲，机构和散户的博弈。

荀玉根讲策略 6：大小盘和风格是如何变动的？

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。荀玉根讲策略，昨天我们说到了，美国的机构投资者，都倾向于配置那些龙头公司的股票，因为他们肯定会赚钱，而且有相当强的时间价值。随着机构投资者的比重提升，那么其实未来将发生一个趋势，就是头部公司的股票估值，可能会逐渐的估值提升。很难再出现特别便宜的情况。老齐估计，除非是特别大的熊市，否则只要不太贵，该配就可以配置了。

在我们国家也是一样，机构投资者偏好龙头公司的股票，2020 年第四季度，我们在 50 亿规模以上的股票型基金中，持仓的基本都是各行业龙头，茅台，五粮液，招行，立讯精密，美的集团，

平安，恒瑞，爱尔眼科等等。外资持续流入的也是这些公司，当时我们有一种说法叫做机构抱团，但后来发现，抱团也不是完全无解的，起码 2021 年，这些公司都相当惨淡，有的企业回调幅度非常的大。比如平安从 92，跌到了 46，跌去了一半。所以，老齐要特别提醒大家一点，并不是说龙头公司就不会下跌，龙头跌起来有时候也挺狠的，所以关键还是要买的便宜，别追高。任何东西，追高都不会有好的结果的。

目前我们股市中的龙头公司，市盈率估值要比美国还低一点。所以其实已经有了很大的安全边际，所以老齐总是判断，2021 年底，其实我们已经有了，布局长远的机会，未来很长一段时间，我们会有整体市场上的贝塔机会，这个事非常难得的时机。至于买什么，其实现在绝大多数东西都可以买了，别碰周期，别碰热门就问题不太大。

栗渺社分享微信 jnztxy 谨防N手群转卖，以免断更

下面我们来看看，作者对于产业变化的把脉，市场风格分为两种类别，1 是大小盘划分，2 是成长价值划分，大小盘划分，轮动周期基本上是 2-3 年，比如 08 年到 10 年，小盘胜出，11 年到 12 年大盘胜出，13-15 又是小盘胜出，16-21 其实是大盘占优，有人不理解，2019 之后不是创业板涨的好吗？其实创业板上涨的好的那些公司都是大盘股，比如宁德时代，东方财富，迈瑞医疗，而那些小盘股，其实涨幅不太大。

美国股市也有类似的规律，他们的对比是标普 100 指数和罗素 2000 指数，基本上一个周期是 3-6 年。另外一种风格对比方式是，价值成长风格，比如沪深 300 和创业板，这就是按照价值和成长风格进行分类的。总体上来看，成长风格略微占优，持续时间往往也会比价值更长，在 A 股市场上，2011 到 2013 是价值，2013 到 2016 是成长，2016 到 2019 是价值，2019 之后又切回到了成长。目前可能又到了一个变盘的时间窗口，因为这一波成长，已经走了 3 年的时间，时间有点过长了，而且成长的估值都不便宜了。特别是大盘成长，这应该是一个可以排除掉的错误答案了。

市场风格之所以会有轮换，主要还是因为企业盈利的变动，企业盈利能力，是决定股价涨跌的根本，盈利分化造成了风格切换，比如 2016-2017 年，盈利能力比较差，成长企业非常悲观，当时大家都对成长没有信心，那么自然就会去寻找价值股的稳定现金流机会。相反 2019 年之后，利润趋势开始重新向上，那么成长同比变化的速度，要比价值快的多得多，所以资金又开始从价值里面出来，寻找更快的增速机会，在高景气度行业里面形成明显的博弈。2021 年末，我们可以基本断定，2022 年一定是利润下降的，那么高景气和成长的泡沫可能就要破，当大家都被成长坑惨了之后，就又会想起能够过日子的价值风格，这就好比两个

女朋友，一个肤白貌美，性感撩人，另一个则相貌平庸，但持家有度，你怎么选择？主要看在什么情境之下，如果年轻血气方刚，肯定是喜欢肤白貌美大长腿，但是当你工作几年，发现根本养不起他的时候，就会倾向于找个持家有度的。然后过几年，你可能思想又有变化，搞个婚内出轨，结果被人伤的很重，最后还是回归了家庭。投资其实也是如此，成长和价值永远在切换当中。总体来说，成长长期回报略强一点，但这一点，就是对于风险更大的补偿而已。

大家就记住，机构肯定会往未来预期明确，以及会越来越好的行业上进行配置，比如为什么 2021 年白酒跌的很惨，就是因为这一年的 ROE 开始下降了。而新能源方向增长还是很快的。所以大资金就去了景气度更高的一边，但是景气度这个东西，永远要用左侧的思路，也就是说要在他到达顶点之前，就退出。如果景气度翻过山顶，开始回落的时候，那么机构的仓位其实是很难出来的。所以他们必须把仓位减在左侧，当大家哭着喊着都要往里面冲的时候，机构也就该减配置了。所以天时和地利的变化，其实还是非常重要的。你要想坐上最快的一班列车，那么就得多抬头看看天时，多去研究研究，企业利润变化的地利。其实好企业大家都能看的清楚，但绝大多数投资者，都会买错时机。其实成功的投资，不需要你有多正确，只需要我们不错的那么离谱就可以了。拿到 10-15% 的回报一点问题都没有。

从美国来看，68-2000 年，经历了三个阶段，先是漂亮 50，然后是消费医药，最后是科技崛起，这都跟美国整个社会的经济结构，和人口结构有关，2000 年到 2007 年，开始回到了金融地产，2009 年以后，再次回到了科技，其实美国股市的脉络还是非常清晰的，老齐判断，未来可能美国股市会再次回到金融消费这个上面。美股的预期回报率已经没那么高了。就未来 10 年而言，美国股市的预期回报，肯定没有 A 股和港股更高。

作者盘点了一下这 10 几年的美国科技股，2008 年 10 月， 安卓手机发布，随后开启了一场科技产业周期，从 2009 年 3 月算起，到 2020 年底，纳斯达克已经涨了 8 倍多，龙头公司比如什么奈飞涨了 100 多倍，英伟达涨了 67 倍，亚马逊涨了 49 倍，苹果涨了 47 倍，微软涨幅反而小一点，但也涨了 16 倍，之所以有这么大的涨幅，主要是因为这些科技企业的基本面十分强劲，2009 到 2020 年底，奈非，亚马逊和苹果，归属母公司的净利润，同比增长率都在 30%左右，而纳斯达克平均只有 11%，再比较一下，更加传统的道琼斯工业，平均只有 6%。所以 10 年周期，基本面的差异，也就造成了最后，投资回报上的巨大差异。

那么我们再看国内，过去 30 年，中国股市每 10 年就会发生一轮行业更迭，主要原因就是背后的产业结构变迁，90 年代是因为

消费意识觉醒，那时候家里一穷二白，所有人都在添置家用电器，所以引发了冰箱洗衣机电视机的抢购热潮。当时家电行业一度占全市场总市值的 7.6%，四川长虹更是当年著名的大牛股。直到 2015 年才超过当年 98 年创下的高点，但也只是昙花一现，后来很快就又跌下来了。

进入 21 世纪之后，地产拉动经济的模式开始体现，我们也进入了全球代工厂的经济增长方式，WTO 给我们带来了追赶全球化的机会，一时之间，钢铁，石化，汽车，电力，银行成为市场热捧的五朵金花。后来经济进入了一波康波周期的末尾，地产，有色，煤炭，工程机械，建筑材料，全都开始大涨。这一轮行情，涨到了 6124 点，之后虽然有金融危机，但后来 2009 年的经济刺激，反而又强化了强周期的表现，直到 2010 年，这些强周期才算是冷静下来。随后开启了消费板块领涨，科技板块次之的行情，2015 年出现了一定的波折，但是这波行情，其实可以算到 2020 年底。消费升级，科技升级，是这一周期的主要旋律。2021 年，消费已经出现了哑火，但是科技依旧很强悍。未来会怎么样呢？估计科技也会哑火一下。涨了这么长时间了，修整一段时间很正常。这是一个长期趋势。你就记住趋势越长，中间抖动的次数就会越多。而那些短期趋势，通常中途都是不休息的，因为本身就是一锤子买卖，肯定会一次性涨透。所以老齐未来依旧看好消费和科技两大主题，但是前提是他们要先跌下来。

下面作者讲到了科技行业的投资时钟，也是借鉴美国，80 年到 2000 年，这是一个科技行业的特大周期，也是美国重要的经济转型期，传统的工业主导，开始转向科技产业升级。而且美国还启动了 401K 计划，从 78 年开始-94 年，养老金占比从 15%，提升到了 47%，这是一个非常重要的做多力量。明天我们就好好看看美国当年这波牛市是怎么发生的，对我们未来的十年将有巨大的借鉴意义。

荀玉根讲策略 7：我们正在复制美国 80 年代的大牛市

各位书友大家好，欢迎继续做客老齐的读书圈，今天那我们继续来讲这本书，荀玉根讲策略。昨天我们说到了 80 年代到 2000 年，401k 养老金入市，推动了一波美股长牛，而科技也在这个时期迅速崛起，作者把他分为三个阶段，第一，关键技术突破，第二新产业崛起，第三传统产业升级。关键技术突破，指的是 80 年代，半导体技术，让个人计算机走进家庭，并且迅速普及。美国 PC 拥有率从 84 年的 8.2%，上升到 90 年的 21%，到 2000 年已经 51%了，蓝色巨人 IBM 宣告了 PC 时代到来，康柏，惠普，

微软等一系列企业，得到了长足的发展。

所谓第二步，新产业崛起，说的是计算机与互联网的出现，形成了全新的信息产业，劳动生产率持续提升，推动 GDP 上升。87 年信息产业增加值是 1600 亿，到了 2000 年，已经增长到了 6300 亿。占 GDP 的比重也从 3.4%，提升到了 6.2%。

在这个过程当中，新兴科技行业，开始全面开火，比如航空航天领域，比如生物技术产业，这些年均复合增长率都在 30%以上。

第三步，传统产业升级，科技创新通过生产方式变革，生产设备更新等手段，提高传统产业的劳动生产率，让一些在衰退中的产业，重新获得了竞争力，比如农业，通过信息化管理，劳动效率提高了一倍。美国制造业工业指数，也从 48.91，上升到了 98.2，也提高了一倍。大量的传统行业，跟互联网计算机挂钩，从而提升经营和沟通效率。创造了业绩爆发。这就是技术进步所带来的，全面效率提升，通过效率来化解增长中的各种问题。所以这就是天时问题。有这样的天时，才会有这么大的行情。

90 年到 2000 年，纳斯达克涨了 10 倍，标普涨了 4 倍，在 98 年开始进入泡沫期，纳斯达克这个区间最大涨幅是 187%，标普 500 是 58%，在板块方面，软件行业最大涨幅是 14 倍，半导体涨了

11 倍，通信设备行业涨了 9.4 倍，标普 500，只涨了 2.4 倍。92 年到 2000 年，软件行业，净利润复合增速竟然高达 41.9%，半导体行业复合增速为 33%。通信设备是 51.4%，标普 500 只有 16.7%。这么高的景气度，长期持续是不可能坚持的，但是在一个成长初期，却真的奇迹般的出现了。但这个事，老齐觉得只能是后视镜视角去观察，站在 90 年代初，确实很难长前后眼，谁也不敢说，就有这么大的把握。能够坚持到最后的，估计十有八九都是那些配置仓位。否则全仓压上去，估计谁也不敢。老齐也经常反思，我们到底该怎么抓住，这种时代的风口和趋势呢，有时候需要我们来反过来思考，不要总希望你能提前知道，什么技术会产生突破，我们其实可以多考虑考虑，我们到底需要什么样的产品，也许需求越是迫切，可能技术突破的动力就会越大。比如现在的知识传播，财富管理，人工智能，虚拟现实，自动驾驶，这些都是我们迫切需要的东西，那么在这些领域，我们应该可以诞生非常伟大的生意。

比如微软，一开始就抓住了计算机语言这个巨大的需求，盖茨买了一个系统过来，就成了 DOS，后来在施乐和乔布斯那里抄来了视窗系统，再往后计算机广泛应用于办公，office 系列，成了另一个巨大的收入来源。这两条需求主线，其实是非常清晰的。所以我们经常讽刺别人，白日做梦，但有的时候作为投资者不妨白日做梦一下，你的异想天开，天马行空，也许就是未来最大的

产业逻辑。哪怕你自己干不了，对于投资也是大有帮助。20 年前，老齐还上学的时候，其实真想过，能不能有人把东西送货上门。当时很多人就说，不可能，因为雇一个人太贵了，而且女人是购物的主力，而女人的快乐就在于逛街。所以可见，我们还是低估了时代的力量。没什么是不可能的，就看大家有没有需求。这个需求是否非常强烈。

作者也回顾了我们这 10 年，其实也有一波明显的科技周期，第一阶段是 2010 年到 2012 年，苹果产业链引领硬件异军突起，内地手机行业，开始突破，带动了一系列电子元器件企业，业绩大幅提升。在上证指数大跌 31% 的背景下，电子元器件行业反而逆势上涨了 8%。比如歌尔股份，就是当时的大牛股，2010 年到 2012 年，利润增长分别是 176%，91% 和 71.8%，这么强劲的基本面支撑，所以他的估值反而越涨越低。歌尔股份第二波大牛市是从 2019 年开始的，这一波他又涨了 10 倍上去。

科技周期的第二阶段是从 2013 年开始的，这一年有个标志性事件，叫做 4G 试商用，这一年开始 TMT 行业全面爆发，传媒全年上涨超过一倍，计算机涨了 76%，通信 45%，电子元器件涨了 42%，全年归属母公司的利润增长，传媒是 24.5%，通信是 206%，计算机 15%，电子元器件是 56.4%，网络游戏也在这一年大涨，网游指数涨了 173%，第三阶段是 2014 年到 2015 年，这时候前面那

些东西就都不涨了，开始转向互联网加，比如东方财富，这样的典型企业，开始快速上冲。2014 年，净利润增长了 32 倍。股价涨了 2 倍多。

纵观这一波科技成长周期，主要是硬件，软件，场景，三个阶段，这也符合一波科技浪潮的演变，得先有硬件搭台，再有软件唱戏，最后场景把粘性增强。其实大家可以回忆一下，上面说的美国，基本也是这个逻辑，先是 IBM，惠普这些硬件公司，然后是微软这些软件公司，再后来是互联网的平台公司。即便是常青树苹果，也是经历了，硬件，软件，平台互联网的业务演变。那么现在我们来考虑一下，电动车产业呢，现在好像刚刚走到硬件阶段，未来谁是软件，谁又是互联网场景？老齐认为，谁能做成智能汽车的同一系统，谁就是那个软件企业，而且这上面所有的什么语音识别，影像识别，人机交互，做这些的公司都算在内。至于平台场景，那就要看谁能率先实现自动驾驶技术的。让所有的汽车都联网，这个生意可能不亚于安卓和 iOS。但为了保证运转安全，智能汽车的系统，必然是要自己的本土企业去做的，所以大家可以多考虑考虑，谁会承担这个重任。那么他的供货商，也就全都会跟着受益。

现在单看 5G 这个事，好像意义不大，但是未来 5G+这个概念，可能会跟当年的互联网+一样，诞生出一批大牛股，比如 5G+智

慧医疗，5G+智能出行，自动驾驶，要想让万物互联，5G 是最底层的东西。所以现在这个基础设施已经摆在这里了，就看谁，能够率先把他开发出来。这可能会引发全方位的技术进步。

我国现在已经是 GDP 第二大国，产业结构正在走向高端，高技术制造业增加值上升非常快，2004 年只有 6665 亿元，现在已经增长到了近 5 万亿，在规模以上工业增加之中，占比也从 10%提升到了 15%，特别是在 2018 年之后，我们已经深刻感受到，像中高端芯片这种东西，完全依赖进口是不行的，所以正在这块产业上加大投入，估计用不了多久，就会迎头赶上。目前，我们的优势其实很大，比如工程师红利，应用场景红利，还有产业链红利，这些都是我们比美国更强的地方，未来将是大数据时代，人工智能时代，光靠发明创造不再拥有先发优势，谁拥有更多数据，谁能够占据更多地应用场景，那么谁就能够后发先至。所以这也是美国最担心的一点，无论他发明出来什么，都得拿到咱们这做加工制造。那么这样，用不了几年，我们自然也就学会了，而且可能比他干的还好。因为产业链在我们这，他完全绕不过去。所以我们只要自己别乱了方寸，守住自己的核心竞争力，靠时间去博弈，其实我们的胜面还是非常大的。

所以按着这个思路，作者也给我们梳理了投资的三大方向，第一就是 5G 技术的应用，比如云计算，无人驾驶，远程医疗，人工

智能，看 5G 怎么为这些行业赋能。目前 5G 基础设施还在建设当中，第二个方向就是新能源技术的应用，现在光伏和新能源汽车已经有了巨大的突破，未来电池，储能，这些都会有持续的技术提升，电动车换传统燃油车将有明显的替代效应。第三就是传统制造业的升级，现在这些传统的工厂，都要跟新技术，新商业模式产生交集。这些赋能，和产品的更新迭代，也是一个重要的发展方向。说完了科技行业，明天我们再来看看，消费升级和服务升级上的投资机会。

荀玉根讲策略 8：A 股结构性大趋势将发生变化！

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，荀玉根讲策略。昨天我们说了科技行业的未来投资方向，今天来看看消费行业。消费的品牌化和服务化，是未来的大趋势，我们的人均 GDP 超过了 1 万美元，借鉴国际经验，我国正处于消费加速升级的阶段，我们也提出了双循环的产业发展思路，首先要扩大内需，扩大内需，又以扩大消费为重点。

2005 年那波牛市，消费板块大涨，主要源于经济繁荣，消费需求旺盛，2009 年到 2011 年，这一波主要是高通胀刺激，造成了一些抗通胀的行业的景气度持续上升，特别是白酒，2013 年-2015 年，是居民服务消费升级，传媒游戏，医疗服务，教育体育这些东西高速增长，2016 年以后的消费升级，跟前面几次全都不同，消费需求并没有强劲增长，社零数据也不太高，但是白酒，家电，家装以及高端中药保健品行业，盈利却在持续增长，从而形成了消费升级的现象。

其实借鉴美国和日本这些发达国家的经验，人均 GDP 在 6000-12000 美元的时候，就进入了工业化的后期，工业占比回落，服务业发展，居民消费扩张，消费成为需求的主力，而我们正好处于这一个时期，相当于美国和日本的 75 年到 80 年这个时间范畴，当时美国和日本都迎来了消费和服务业需求的大幅增长。而我们国家也一样，最终消费支出，对于 GDP 的贡献率从 2010 年的 37%，提升到了 2019 年的 57.8%，分城市来看，一二线城市更加明显，人均 GDP 已经超过 1.2 万美元，逐渐进入了第三产业主导的阶段。三四线城市，稍微差点，人均 GDP 也达到了 6000 美元的拐点。

美国在 70 年代开始，私人消费占 GDP 的比重，持续提升，从 60%提高到今天的 68.7%，服务消费占比也从 49%，提升到了现在

的 64%，在增速最快的 70-80 年代，个人消费支出同比增速为 9%，诞生了一批像什么可口可乐，百事，迪士尼，宝洁，强生这样的全球消费服务类企业。从 70 年到 2000 年，可口可乐基本上是 30 年 20 倍的涨幅。百事可乐是 30 年 30 倍。未来我们在整个的消费产业上，也会有更加强大的爆发力，毕竟我们比美国的市场更大。诞生出比美国更加强大的消费企业，也是理所应当的事情。

作者做了一个统计，目前 ROE 最高的行业是白酒，食品，家电，而头部公司，ROE 优势最为明显的是食品。这也就是说，未来在这些行业里，我们会有一波产业集中的机会，一些公司可能会处于持续的扩张，不但整个行业能够持续提升，优质公司自身也会扩大市场份额。这种双提升的内生性增长，就是创造大牛股的基础特征。所以大家要投资的时候一定要多想想，这个行业还有没有发展，行业里的公司，是正在集中，还是正在发散。比如金融行业，其实集中度就在下降。而相反，白色家电行业，互联网行业，集中度在明显提升。

至于服务这个方面，5G 会引领一波全新的科技浪潮，视频，游戏，自动驾驶，虚拟现实，元宇宙，这些都是未来的催化剂。所以老齐坚定的认为，未来两大趋势赛道，就是消费升级和科技赋能。这两块是值得深入去研究的。特别是在一波成长周期当中，

会有明显更好的机会。

下面，我们再来看看市场的特征，之前我们一直在诟病，A股市场是牛短熊长，经常几年都没行情，行情一旦出现，往往就1-2年之内，全都走完了。这种行情，对于散户来说，非常不利，经常会赔掉很多钱，而反观，美国股市，让我们羡慕嫉妒恨，他们总是熊短牛长，即便出现活久见的暴跌，几个月也就完事了，然后就是持续的震荡上行。拉长时间来看，美国股市也依旧如此，1900年到2020年，美股的牛市平均持续12年的时间，熊市平均持续仅仅2年，从时间占比来看，牛市占了55%，而熊市只占了15%，震荡市占了30%。而且震荡市主要发生在1900-1921年，以及1966年到1982年这两段。所以美股的整体脉络，其实是非常清晰地。

至于A股方面，我们从90年到2020年底也走完了5轮完整的牛熊转换，目前我们正在第六轮牛市当中，第一轮是91-96年，第二轮是96-2005年，第三轮是2005年到2008年，第四轮是2008年到2013年，第五轮是2013年到2018年底，第六轮是从2019年开始，一直持续到现在。每一轮牛熊转换，都是先从牛市开始，然后到熊市，最后是震荡市。细心地朋友其实已经发现了一定的规律，短则3年，长则5年。

从目前 A 股的行业结构来看，金融，能源，原材料，制造行业占比明显高于美股，而美股的科技，消费行业的占比明显高于 A 股比例，A 股制造业占了 16% 的总市值，能源和材料，占比是 15%，金融地产占比 22%，科技只占了 15%，消费占 31%，这还是在茅台暴涨之后，得到的结果。如果按照 2021 年算，消费占比肯定更低。美国股市当中，之前我们也说了，消费占了 35%，科技占了 33%。

如果我们按照利润占比来衡量，那么就更离谱了，A 股金融地产，制造业，能原材料，占据了利润的 82%，消费和科技才只有 18%，而美国股市当中，消费和科技占比能达到 53%。所以我们这一块还有很长的路可以去发展。未来随着我们经济结构转型，科技和消费必然是整个市场当中，利润占比最高的一块。

从市场的资金结构来看，其实我们也在发生着重大的变化，之前说过了，美国股市当中，机构投资者占据了 60% 多的比重。散户自然人，非营利性组织，只占 38%，而 A 股当中，自然人法人，占了绝大多数。所以我们仍然是一个以散户为主导的市场结构。那么我们很清楚，散户都是追涨杀跌为主，而机构投资者相对注重价值，目前公募基金，外资比例，还有险资比例，其实都是在持续增仓的，预计未来 10 年，我们的投资者结构将有巨大的变化。机构投资者比例持续上升的时候，整个市场的估值和偏好也

都会发生相应的变化。

下面我们来看看，股市的钟摆波动，作者引经据典，说了股市长线法宝中的观点，长期看，股市的回报率是最高的。也引用了霍华德马克斯在周期里面的话，一个摆动的钟摆理论，他只会短暂的停留在中心点的位置，绝大多数时刻不是偏左就是偏右，不是忽高就是忽低，也就是说市场大幅摆动，本身就是他的特性，而价值理性回归，反而非常偶然。

作者研究了各个时间段的市场波动情况，2005 年到 2020 年，估值的贡献率为 97%，每股收益的贡献率只有 3%，而美国股市在 1988 到 2020 年这段时间，则刚好相反，估值贡献了 10%，每股收益贡献了 90%。

这里老齐解释一下，估值贡献率 97%，不是说这段时间一直在估值提升，而是说估值的影响非常大，其实结论恰恰相反，这么多年 A 股没怎么上涨，大部分都是因为估值下降所造成的指数拖累。也就是说，市场并没有有效反映出每股收益率的变化。所以这就告诉我们，A 股的波动，主要都来自于市场估值的变化。而这种估值的变化，其实反映的就是投资者情绪的波动。那么如果我们在一个估值相对低点买进去，那么未来的回报，其实也就等于是每股收益增长的回报，这个回报其实还是很高的，能达到年

化 14%的水平。未来即便会有所降低，维持在 10%以上也应该问题不大。而现在 A 股其实已经开始处于这样一个区间，现在我们的估值，跟全世界其他股市指数来比，已经是最便宜的水平了。但是跟自己比，可能有些行业还是显得贵一些。所以投资一定不能着急，一定要等那个确定性的机会，确定性的机会就是估值底被封死。估值没有下降的空间了，那么买入一些优质资产，就会肯定赚钱了。

A 股的波动率，和换手率都在下降，90 年到 2000 年振幅是 121%，2000 年到 2010 年降到了 78%，2010 年之后进一步下降到了 38%，沪深 300 成分股的年化换手率，2005-2010 年的时候，均值是 543%，而在 2010 年以后降低到了 383%，当然这有经济增速放缓的原因，也有投资者结构变化的逻辑，换手率和波动率逐渐放缓，明天我们再来看下，未来的机构大博弈中，到底哪类资金会具有优势。我们到底该用什么样的投资策略，去跑出业绩。

荀玉根讲策略 9：为什么机构投资者在 A 股能够跑赢指数

各位书友大家伙，欢迎继续做客老齐的读书圈，今天我们继续来讲这本书，荀玉根讲策略。今天我们来看看，未来哪些市场资金会胜出。作者说，通过长周期来观察美股基金的业绩，可以发现两个明显的现象，1 是美股体量越大的主动管理型基金，收益越高。2 是美股主动管理型基金，难以跑赢指数。2011 年到 2020 年，这黄金 10 年当中，美国市场，1 亿美元规模以下的基金，年化增长率只有 5.9%，而 50 亿以上的基金，净值增长率能达到 8.1%，这就可以解释为，美国股市的投资基金，正在发生赢家通吃的现象。收益率得到认可，吸引更多投资者认同，从而引入更多地资金，形成了良性循环。最终，推升了公募基金的行业集中度。美国前十的大基金公司，资产管理规模集中度，从 2000 年的 44%，提升到了 2020 年的 60%。

那么有没有基金能跑赢指数呢？有，对冲基金，在阶段性跑赢指数，90 年到 2007 年，对冲基金跑赢的概率是 61%，但是在其他的时间段，对冲基金就不行了，比如金融危机之后到现在，对冲基金，跑赢指数的概率只有 10%。所以这就告诉我们，在一个高度有效的市场当中，指数已经越来越难以战胜。

但是美国股市这个经验，跟我们的 A 股市场，有点截然相反，我们的 A 股现在是小基金胜出，而且主动基金还在大幅跑赢指数。主要逻辑就是，基金规模大了以后，可投资的标的就会越来越少，

也不利于去买那些成长性的股票，最后只能买一些大盘蓝筹，这样的话，业绩就会逐渐归于平庸。但是 2020 年来看，也出现了短暂的强者恒强的局面，规模最大的基金，收益率超过了 60%，而规模小的基金只有 35%，但是这种情况并没有持续很久，2021 年就完全反过来，那些规模最大的基金，那些明星基金经理，在 2021 年集体翻车，随着保险，白酒，家电，银行，中概互联网这些行业的暴跌，顶流基金经理们，在 2021 年非常难熬，不少人甚至都从榜首，一下跌落到了榜尾。

至于为什么机构投资者，在 A 股能够跑赢指数，而且还能够显著胜出，主要就是因为我们的散户投资者太多，而散户们在大幅跑输指数，甚至发生着巨亏，所以也就变相成全了机构投资者的回报。作者列出了一个数据，2016-2019，在 1000 万以下的散户，无论是择时还是选股，全都是负收益，只有 1000 万以上的散户选股收益可以变成正值，反观机构投资者，他们的择时收益也是负数，但是选股正收益，完全可以覆盖择时损失，所以机构投资者和公司法人投资者，最后算下来，总收益就是正数。这其实也可以给我们一个思考，择时这种事情，真的很难，所以大家一定要等到有绝对把握的时候再去择时。没有绝对把握，就别太贪心，在择时上，我们经常说的一句话叫做，动的越多久错的越多，其实就是这个道理。那么什么叫做绝对把握呢？有两个点，一个是一致性预期出现，无论是一致性看涨还是一致性看跌，当大家都

形成同一观点的时候，那么就会向相反的方向发展，2018 年底，其实就非常明显，2020 年底也非常明显。当大家都觉得白酒是永远的神的时候，其实我们就可以去做择时了。另外一个点就是绝对低估出现，跟同类比，跟自己比，都是估值最低点，这时候大概率也有择时的机会，这种绝对低估的位置上，我们慢慢买，比如定投建仓，其实是一个很不错的策略。除了这两个方法之外，其他的择时，基本都是不太可能有胜算的。建议大家少去择时。错误的概率太高。

既然择时是不好的，选股可以产生更大的回报，那么这也就告诉我们长期资金，肯定会胜出，因为长期资金，更容易深思熟虑，以基本面为主要思考方向。而且这些资金，还拥有更多地研究优势和信息优势，也更有耐心。做最确定的事情。具体来看，散户的持股周期只有 38.6 天，非常的短暂，一年换手率就达到 450%，而 qfii 持股期则达到了 92 天，社保是 118 天，偏股基金是 94.7 天，其实要老齐来说，持有 100 多天，也算比较短的，为啥美国主动基金长期跑不赢指数，就是因为指数的持股是一直不卖的。未来随着我们的机构投资者越来越多，我们也会形成这种趋势，谁拿的时间越长，谁的摩擦成本就越小，最后谁的业绩也就会越好。那些企图做波段的，其实都是小聪明而已，其实最终的数据告诉我们，你这些方法，压根就不灵。

在美国，择时可以有，但是也不常见，平均每 6-7 年才会有一次熊市，指数跌幅在 30%左右，其实挺挺也就过来了，即便你是择时高手，在下跌 10%的时候发现了熊市，然后离开，等他底部涨 10%的时候，你才发现企稳，然后再回来，里外里这 20%是你不能避免的，所以即便你操作完美无瑕，其实你也就占到了 10%的便宜。稍微一犹豫，其实你就错了。最后不得不以更高的成本把持仓筹码买回来。绝大多数人，其实都是在重复着这样的错误。

在 A 股市场，为什么择时稍微好点呢，就是我们前面几次暴涨暴跌的空间太大了，都超过了 30%，所以你才有择时的胜算，但最近几年，我们其实已经发现，指数回调已经越来越难超过 30%了，所以结构化择时还有机会，整体资产配置的择时，已经机会不大了。所以老齐的策略就是用股指期货对冲一下系统性风险，也就是暴跌的时候，在期货上建立空单，弥补损失。但只要暴跌结束，空单就要赶紧撤掉。这种策略，可能还有一定的空间。也就是说不择时，只对冲，可以让我们的投资，在泥沙俱下的行情中，跑出一定的优势。只要下跌结束，我就会把空单撤掉，这样我就不用等他企稳，所以会多出 10%的空间。

下面我们来看看牛市的三个阶段特征，分别是孕育期，爆发期和泡沫期，孕育期是盈利回落，估值修复，在这一阶段，基本面还尚未从衰退中走出来，但政策已经开始加码托底经济，宏观流动

性的宽松，会带动市场上行，

第二阶段，爆发期，政策效果开始全面显现，基本面开始复苏，市场正在迎来估值修复，形成戴维斯双击，估值提升的同时，利润也在增加。这部分涨幅通常较大，但是很多人其实并不相信牛市已经回归，第三阶段是泡沫期，所有人都已经看到了经济转好，股市走牛，大家情绪普遍乐观。越来越多的人开始冲进市场，市场盈利增长速度，已经赶不上估值增长速度。储蓄开始逐渐转移进股市。

接下来，作者回顾一下整个几轮牛市表现，先是 2005 年那一拨大牛市，从 2005 年 6 月到 12 月，指数已经开始从 998 点反弹到了 1223 点，但当时市场太悲观了，根本没人相信还会有牛市，大家都在说中国股市要推倒重来。

到了 2005 年 2 月，市场就进入了爆发期，一直持续到 2007 年 3 月，上证指数从 1000 点，涨到了 3000 点，这一阶段，基本是全面上涨，利润也全面回升。2007 年 3 月以后，就开始了第三个阶段，也就是泡沫阶段，只是这个泡沫有点大，从 3000 点，干到了 6124 点，从 3 月一直涨到了 10 月份，如果遇到泡沫阶段你就走，会是什么结果，估计会被骂成狗，比如当年赤子之心赵丹阳就是这样，号称是中国私募第一人，中国私募之父，中国

价值投资鼻祖，3000 点清仓，然后被各种投资者狂喷，后来江湖上很少再有赵丹阳的消息。所以这么早清仓，肯定也是有问题的。

我们再来看，第二波牛市，2008 年 10 月，到 2008 年 12 月，这是第一个孕育期，当时股市从 6124 点掉到了 1664 点，投资者全都损失惨重，所有人都在咒骂这个万恶的股市。但是从 10 月到 12 月，两个月时间就反弹了 26%，不过没人当回事，反而认为应该趁着反弹再减仓。大家被百年一遇的金融危机洗脑，认为全世界经济完蛋了，要陷入大萧条了。当时的上证指数其实已经跌到了 15 倍估值以下。2008 年 12 月开始，进入了爆发期，由于救市政策推动，市场资金格外宽松，搜易带动了整个市场反弹，2009 年 11 月，涨到了 3400 点，也就是说指数一年翻了一倍。而带头领涨的就是那些资源股。但 2009 年 11 月以后进入了泡沫阶段，但这个泡沫阶段，股市整体并没有再上涨，只有中小板往上冲了一下，然后到 2010 年 11 月，当股指期货推出来之后，全市场就开始重新崩溃，一直跌到了 2012 年底。明天我们再来详细的说说，2015 年这一波特大牛市的三个阶段。

荀玉根讲策略 10: 2015 年牛市的三个阶段

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，荀玉根讲策略，昨天说到了 2015 年这一波大牛市，始于 2012 年 12 月，这时候创业板已经开始走强了，属于进入了孕育期，一直涨到了 2013 年 4 月。创业板的涨幅在几个月之间，达到了 54%，当时的业绩其实也已经开始改善，创业板利润增速从 2012 年第四季度的-9.4%，转为 2013 年一季度的正 5.2%。但由于之前市场熊了 2 年，所以没什么人相信还有行情，普遍也就都没赶上。

从 2013 年 4 月，到 2015 年 1 月，创业板又从 800 多点，涨到了 1600 点，又翻了一倍上去。净利润也从 7.4%涨到了 21.5%，开始形成戴维斯双击。在 2015 年 1 月之后，市场开始进入泡沫阶段，创业板涨到了 4000 点，业绩虽然也在持续提升，但是显然没有估值提升的速度更快乐，而且基本走到了周期末尾，形成了强弩之末。后来形成了暴跌，一路跌到了 2018 年底的 1200 点。

而这一波大盘股的牛市，跟创业板有些许错位，他是从 2013 年 6 月才进入孕育期，也就是说创业板已经开始爆发了，大盘还在底下盘整，到了 2014 年 3 月开始，大盘股才逐渐回归，进入爆发期，后两个阶段，就跟创业板一样了，也是 2015 年 1 月开始

进入泡沫。但其实老齐认为，在 2015 年那一拨牛市中间，大盘蓝筹股，还真不能算是泡沫，当年我们清仓，主要也是看到了市场的一致性预期，认为有系统性风险，但是其实仔细分析一些公司，比如格力，美的，茅台，五粮液，这些公司当年的泡沫并不大，估值基本都处于合理范畴。所以当时我们清仓的时候，也发生了比较激烈的争吵。最后还是狠心就都清掉了。当时妥协的办法就是，到时候找机会再买回来。结果后面买回了格力，美的，同仁堂，但是茅台再也没买回来。确实是一个巨大的损失。

回顾 A 股的历史，你知道哪个月胜算最高吗？根据作者的统计是 2 月份，胜率能到 70%，而胜率最低的是 9 月，不到 50%，4 月是一个非常关键的月份，因为在这个月，宏观和微观的基本面数据，开始验证，大量公司年报和季报披露，基金行业快速调仓，甚至指数的调整，都会选择在这个月。所以通常 4 月的波动都会比较大。2020 年和 2021 年，3-4 月份，就都出现了较大幅度的调整。2022 年 4 月，会披露最好的一期财报，但是投资者应该也会有这个预期。所以在 3-4 月的时候，通常都是机构们调整方向的重要时刻。2022 年，可能会从高景气行业，调整到价值上。

在股市的历史上，银行地产大涨的月份，一般都在年底，因为这时候最容易出政策调整，比如刺激经济，大概都是在年底的时候，给出明确的信号。2012 年底，2014 年底，2018 年底，其实都给

出了明确的信号。另外，银行板块跟机构持仓有着很大的关系，当机构持仓持续下降到底部的时候，银行板块，一般就是最为安全的买点。银行这种板块一定是机构合力才能买的起来，所以这个必须得有大资金的推动。而为了保证绝对可靠，我们就得等大资金们都退出去，然后率先进来占位置。2021 年底，其实就是一个银行股非常好的买点。未来几年会有不错的稳定收益。

最后作者分享了一些自己的感悟，比如 2019 年初，他在市场最悲观的时候去做路演，一开始是外资持续买入，但内资机构很纳闷，纷纷提问，为什么外资对中国经济这么有信心，但几个月后，股市真的涨起来了，内资机构纷纷下场跟着买，这时候又轮到老外纳闷了，说你们为什么拼命炒作创业板，难道散户这么快就入场了吗？

从作者的接触中，他能感受到，外资最关注的其实是基本面和汇率，也就是说，人民币长期对美元升值，这是一个基本逻辑，然后再找到中国最好的公司。他们就会很有信心。而且投资者的周期很长。所以也就不难理解，为什么他们会在市场最低点，坚定抄底。等到市场涨起来，他们反而开始有所顾虑。市场中有三种门派，分别是价值投资，成长投资和趋势交易，外资是典型的价值投资，而国内很多人专门做成长，趋势交易，一般都是散户和中小机构，以及一些量化。作者分别举了 3 个例子，贵州茅台就

是价值，东方财富是成长，中信证券就是趋势交易的代表。这三种策略做好了都能赚钱，但是谁能稳定的赚大钱呢？大家想必自己都有数。

内外资，投资 A 股的视角也是不一样的，外资看待 A 股始终是一道选择题，他们其实做的是全球资产配置，把 A 股市场跟其他市场比较，确实有优势，才会配置 A 股，所以这也反过来说，最近 3 年外资大量流入 A 股，证明我们现在确实有配置的价值。而内资看待 A 股就不一样了，他是一道是非题，只有正确和错误两个选项，没有其他选择。只是说你多配还是少配的问题。另外，老齐补充一点，他们也是做相对收益的，所以不太可能敢逆势加仓。那样很可能自己会丢掉饭碗，所以内资更愿意在股市度过孕育期之后，才开始加大比例。并一直推到泡沫阶段。所以如果你想先知先觉，其实还是要盯住外资。他们才是价值投资的先行者，外资持续买入，至少后面还有内资接盘。而如果你跟着内资买，那么谁来接盘就不好说了。

外资对于汇率比较敏感，在他很多次路演的时候，都会被外资问到汇率的问题，也就是说，人民币持续升值，外资就会持续流入。老齐常说，我们要用更大的格局去看待投资的问题，比如 2018 年，你要是 6-7 月份开始买创业板，那么短期可能亏的非常难受，从 1800 点跌到了 1200 点。这时候很多人其实已经跌的要骂娘

了。但是给你一个时光宝盒，让你有重来一次的机会，并且告诉你买完会跌回到 1200，但是你的买入权就设在 1800，就问你买还是不买。大家百分百会选择买！你知道跌回到 1200，但是这都不重要，因为你也知道 2 年后就涨到了 3400，所以大家害怕下跌吗？其实大家不怕下跌，怕的是跌下去涨不起来，如果确定性能涨起来，那么跌到哪，其实都无所谓。大家不是不能忍受下跌，而是因为怕黑，看不到希望，只要你给他前面照亮一束光，他就不会在害怕。所以老齐一直强调，投资投什么？不是投那些涨的最快的，也不是投那些未来收益回报最高的，一定是投那些，你能够坚定看好的，跌下来也很有信心的。因为没有任何一只股票，一只基金能够保证只涨不跌。跌下来再正常不过了。跌下来拿得住你才有未来，如果一跌就慌得一比，什么也拿不住的话，那么最后这个东西涨多高，其实也跟你半毛钱关系都没有。

伟大的时代，一定会有波澜壮阔的行情，82 年到 2000 年，标普指数涨了 14 倍，50 年到 61 年，日本从废墟中复苏，当时的股市也涨了 13 倍，67 年到 89 年，日本经济由大变强，日经指数更是涨了 25 倍。所以任何一个强国，在他持续增长的阶段，都会有一波大的股市行情。那么现在的 A 股，其实正在酝酿这样一波行情。越是过去 10 年不涨，未来 10 年，获得超额回报的空间也就越大。

国际投资者，之前想不明白的，就是 A 股为什么会这么贵，所以即便是开放了 QFII，RQFII 大家的额度也没有用满，但是现在不一样了，我们的估值已经比全球资本市场都低了，外资正在大比例的流入，我们的机构也在快速成长。现在还有各种手段，正在引导大家价值投资，长期投资，老齐判断，时代的红利其实已经开启。现在的市场就如同 84-85 年的美国股市，也如同 2005 年的中国楼市，上不上车，怎么上车，就看你个人的觉悟了。

这就是本书的全部内容，这本书还是很有价值的，难得有人，把我们的资本市场，脉络梳理的如此清晰，并且告诉我们过去为什么不涨，也告诉我们，未来为什么肯定会涨。甚至告诉我们，科技和消费将是未来的主要赛道。把握好这种机会，未来我们取得一个年化 10-15% 的回报其实并不是什么太大的问题。

如果您对股市没有信心了，其实可以返回头重新听听这本书，或者什么时候没信心了，就什么时候来重新温习一遍。投资其实就是简单的坚持，说他有多复杂，其实真没有。一个研究生就能学完所有课程，那么为什么，这么多人都亏钱，其实就是过不了自己心里这一关。这就需要我们持续的学习，持续的修炼，一旦你停止进步和学习了，心魔就会重新占据你的大脑。

