

雪球访谈

2017投资策略展望@五花王

2017年01月07日

雪球

聪明的投资者都在这里

免责声明

本报告由系统自动生成。所有信息和内容均来源于雪球用户的讨论，雪球不对信息和内容的准确性、完整性作保证，也不保证相关雪球用户拥有所发表内容的版权。报告采纳的雪球用户可能在本报告发出后对本报告所引用之内容做出变更。

雪球提倡但不强制用户披露其交易活动。报告中引用的相关雪球用户可能持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能与这些公司或相关利益方发生关系，雪球对此并不承担核实义务。

本报告的观点、结论和建议不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的任何操作建议。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，根据本报告做出的任何决策与雪球和相关雪球用户无关。

股市有风险，入市需谨慎。

版权声明

除非另有声明，本报告采用知识共享“署名 3.0 未本地化版本”许可协议进行许可（访问 <http://creativecommons.org/licenses/by/3.0/deed.zh> 查看该许可协议）。



访谈嘉宾



五花王 V 中经丰利（北京）资本管理有限公司 首席执行官

访谈简介

“在A股这个特殊市场，政治分析框架的重要性远强于传统宏观分析框架”本期访谈我们请到了雪球人气用户、中经丰利资本首席执行官@五花王来与大家聊聊2017年的投资策略~2016年黑天鹅一只接一只，大A股萎靡不振，那么2017是否会有转机呢？

@五花王认为未来一年对市场走向的判断要从两方面着手，一是“脱虚向实”下债务与信用坍塌，自发加息循环已至；二是政治周期下利益格局与规则变迁的棋局，目前国有资本和产业政策仍主导社会资源的市场配置。展望2017，沪深股指波动性会进一步收敛，小市值策略将迎来回调。

那么在迷雾重重的2017我们该怎样做资产配置？A股的机会又在何方？未来的收益与风险如何衡量？速来提问~

[（进入雪球查看访谈）](#)

本次访谈相关股票：上证指数(SH000001)

以下内容来自[雪球访谈](#)，想实时关注嘉宾动态？立即[下载雪球客户端](#)关注TA吧！

[问] 右侧投机者：

关于[\\$绝对小市值\(ZH001189\)\\$](#) 对[@五花王](#) 说：最近我看到不少唱衰小市值策略的言论，有一些踏空该策略多年的雪球用户认为小市值策略在2016年末到顶了，他们列举的原因有：在目前新股发行速度情况下，壳股贬值不可逆，垃圾股终究被淘汰，好企业上市无障碍后，不久的将来小市值策略会变成一个谈之色变的策略。作为最早跟踪这个策略的组合打理人，您怎么看？

[答] 五花王：

小市值自身有几个驱动力，第一是融资特许权的价格，第二是企业创造利润能力的贴现，第三是交易波动性的价格，第四是参与者间博弈市场对砍预期的贴现，同样的力，施加在小质量物体上其加速度必然大，上下都是如此，但两个铁球却是同时落地。

关键在于，资本市场不是真空，而是汹涌的海洋，沼泽与流沙。小市值有其易得性，但也会像一切弹性良好的弹簧一样敏感。

预期扭转是很快的，a股从来a走势。

[问] Shaw-Chan：

关于[\\$上证指数\(SH000001\)\\$](#)，对[@五花王](#) 说：2017年被动加息，那么低估值加息差扩大是否会让银行股有一波行情出现？

[答] 五花王：

就pb角度而言，几大国有银行均在历史低位，但大型银行近年来由于利润增速消失，定价趋向债券化，以股息预期做永续债处理更好。就这一角度，银行要想恢复利润，必须先收缩自身资产，此轮加息可能需要先将问题充分暴露，如最近的侨兴债等事件，之后才能谈得上扩大利润。

如果准备好自己可以亏损的头寸，适当配置一些做为类似低等级债券的预期也未尝不可。

[问] fkhk3352：

关于[\\$上证指数\(SH000001\)\\$](#)，对[@五花王](#) 说：请问2017年石油、铜、黄金板块

是否有投机价值？

[答] 五花王：

石油有减产预期，历史上看共和党政府对高油价有自身的利益捆绑，油还是有一些机会。金油比价是比较好的指标，可以以此为参考。

[问] Faye_GF：

关于[\\$上证指数\(SH000001\)\\$](#)，对[@五花王](#)说：看了您的文章，您的意思是可能会有一家金融机构因为信用坍塌导致破产，而这个时候就是进入股市最好的时间？另外您对2017年房地产有什么看法？一线还会继续涨吗？

[答] 五花王：

一线看供需，注意土地市场的动向，但我个人认为，还要看贷款政策，目前的方向是趋紧。历次a股大熊，最后都会有机构出事的，爆互联网金融还是爆一个大型股权私募现在还不知，但目前这两个领域可能较大。

[问] 必方：

关于[\\$上证指数\(SH000001\)\\$](#)，对[@五花王](#)说：如何看待央企改革、供给侧改革标的，很多大蓝筹实际可抛售股票很少，是否有投资价值？

[答] 五花王：

重组并购是割韭菜玄学，国企混改的收益对参与方不仅是二级的获利，还有政绩的诉求，一个不好还会上央视纪录片，所以思考这个，要去寻找不得不卖的那些小国企，和卖一点给你也无妨的大僵尸。毕竟公私合营2.0

[问] OooNiceDream：

关于[\\$上证指数\(SH000001\)\\$](#)，对[@五花王](#)说：关于最高股息率策略，A股近五年滚动股息率最高的十只股票，每年5月1日和11月1日调仓。这个滚动股息率最高，是如何计算的？数据一般在哪取？

[答] 五花王：

wind的条件选股，可以选择某一时点的股息率，选择前推五年的时点即可。

[问] 最爱月光白:

关于\$上证指数(SH000001)\$, 对@五花王 说: IPO+增发会不会导致最低市净率策略失效? A股历史上有可以参照的时间点吗?

[答] 五花王:

实际上是有影响的, 没有盈利能力的净资产是无效的, roe才是资本主义的核心。大量增发并购带来的净资产增厚, 本质上一个不好就是股权旁氏。2010年期指出台加无风险利率攀升, 就引起市场大型蓝筹估值低了再低, 低pb在这个期间一直表现不好, 直到股息产生支撑。

[问] LiLambo:

关于\$上证指数(SH000001)\$, 对@五花王 说: 关于\$上证指数(SH000001)\$, 对@五花王 说: 17年大多数资产的预期收益都很低, 利率环境的收紧会让资产以价格下跌的形式提升未来潜在收益空间。那么17年除了等待之外, 有什么更好的策略和更吸引人的资产值得关注?

[答] 五花王:

等也算好策略



, 定价系统应该会在十九大前后重塑初步完成, 今年重要的事应该是体会和理解这个新的系统, 至于一年, 真的不长。

[问] 白发居易:

关于\$上证指数(SH000001)\$, 对@五花王 说: IPO的大量批发, 会对指数产生什么影响?

[答] 五花王:

总市值增加, 指数是一个不完全样本, 势能不断累计需要对应的维持, 假设全部自由流通市值的可以视为资产, 那么杠杆率和保证金可以视为负债, 资产负债表如何做平? 换手率可以作为考量, 高位还是低位能把这个表配平呢?

15年提升了杠杆率, 证明也是有问题的, 最后可能会从提高自由流通量来着手, 固定收益置换成浮动收益, 保本置换成不保本。

[问] 木辰林:

对@五花王 说: 您公开的几个组合策略里面, 您觉得哪一个策略可以一直用下去, 基本不会失效?

[答] 五花王:

高roe和高股息为长线基石, 小市值为先锋, 低pb为后卫。低PS需要看利率环境。没有圣杯和一直有效的策略, 准备足够多的工具, 灵魂活运用才是关键。

[问] 郴郴:

关于\$上证指数(SH000001)\$, 对@五花王 说: 一定要等到危机爆发才是机会? 才重仓?

[答] 五花王:

你投入的仓位是准备亏掉的那些, 时间和空间上都有约束, 体会一下。别人危才是你的机呀。

[问] 艾里克克:

关于\$上证指数(SH000001)\$, 对@五花王 说: 请问除了公开的股票的量化组合外, 有没有有在不同大类资产之间量化交易的策略可以分享?

[答] 五花王:

这个还在完善, 可以看我的主动投机实验组合。初步来看, 金和创业板基本负相关。

[问] 胜率为王:

关于\$上证指数(SH000001)\$, 对@五花王 说: 千言万语汇集成一个问题, 趋势向上还是向下? 不同市值区间的估值水平。 另外, 2017展望所说的银行是内地银行吗, 怎么提前一点点看到迹象?

[答] 五花王:

整体评估, 目前仓位55%-75%是可取的, 创业板大约45-50%位置, 上证50敢赌可以上到95%。 不过在我看来, 17年初仍然不是一个有明确方向的点, 我的估测是今年波动会继续变小。

[问] 陈锡载周：

关于\$上证指数(SH000001)\$，对@五花王 说：想请您谈谈人民币，相对于美元，相对于国内一二线城市房价，物价的购买力？如果17年美元加息并不及预期，那么国内信用崩塌的逻辑是否还能成立？非常感谢！！！！

[答] 五花王：

中美必须保持利差才能维持汇率当前均衡。实际上我在16年初写过，海外并购，代购和出境购物都是人民币高估的表现，购买力在国内应该还会相对有硬性约束的农产品、车位、教育医疗下降，而电子设备、汽车和所有可以自动化制造的东西你的购买力还会提升



。

汇率的焦虑建立在你与国外的交易上，解决这个问题要靠多挣人民币或美元，而不是换来换去。

[问] 陈锡载周：

关于\$上证指数(SH000001)\$，对@五花王 说：看了您的投资简史，想问问系统学习债券，可转债，如何学习？有哪些途径？我觉得您是个懂得思考的聪明人

[答] 五花王：

可以看这本固定收益证券手册。

<https://m.douban.com/book/subject/25853509/>

[问] 陈锡载周：

关于\$上证指数(SH000001)\$，对@五花王 说：看了您的投资简史，想问问系统学习债券，可转债，如何学习？有哪些途径？我觉得您是个懂得思考的聪明人

[答] 五花王：

集思录讨论比较多，但需要挖掘一下。大卫的低风险游记也介绍了不少。

[问] 睡睡睡不醒的栋：

\$绝对小市值(ZH001189)\$ 提问@五花王 最近几年狂发新股，壳价格为什么不降反升呢？

[答] 五花王：

因为新股价格管制，ipo融资不足，有了溢出。假如新股当天在22.5pe破发，壳价值也就没了。新三板就没什么壳价值



[问] 木辰林：

对@五花王 说：您公开的几个组合策略里面，您觉得哪一个策略可以一直用下去，基本不会失效？

[答] 五花王：

回复@地火明夷虫：对，低PS企业，其最大的利润弹性来自财务费用和资金周转，你可以认为他们是天然的供应链金融公司。//@地火明夷虫：回复@五花王：请问低PS是在低利率市场环境下表现更好吗？

[问] 木辰林：

对@五花王 说：您公开的几个组合策略里面，您觉得哪一个策略可以一直用下去，基本不会失效？

[答] 五花王：

回复@虫子滚雪球：是的//@虫子滚雪球：回复@五花王：是印钞机军团吗？

[问] 陈锡载周：

关于\$上证指数(SH000001)\$，对@五花王 说：看了您的投资简史，想问问系统学习债券，可转债，如何学习？有哪些途径？我觉得您是个懂得思考的聪明人

[答] 五花王：

回复@不羁的风121212：他的净资产增速放在那里，5pb线性回归都算得出啊。//@不羁的风121212：回复@五花王：请问，茅台股票创新高怎么看吗？

[问] 右侧投机者：

关于\$绝对小市值(ZH001189)\$ 对@五花王 说：最近我看到不少唱衰小市值策略的言论，有一些踏空该策略多年的雪球用户认为小市值策略在2016年末到顶了，他们列举的原因有：在目前新股发行速度情况下，壳股贬值不可逆，垃圾股终究被淘

汰，好企业上市无障碍后，不久的将来小市值策略会变成一个谈之色变的策略。作为最早跟踪这个策略的组合打理人，您怎么看？

[答] 五花王：

回复@深度熊市：中翻中：逢高减仓，设好止损，享受冲浪//@深度熊市：回复@五花王：自认为，上学那会语文算好了。。老师说的话，还是很难看懂。我说下您看我理解的的对吗？您认为小市值在16年很难有戏，但是未来跌多了又会牛逼 是吗？

[问] 睡睡睡不醒的栋：

\$绝对小市值(ZH001189)\$ 提问@五花王 最近几年狂发新股，壳价格为什么不降反升呢？

[答] 五花王：

毕竟很多老板和PE，ipo就是为了卖壳，限售期一到就清仓式减持。如果要毁灭壳价值，IPO引入存量股配售就够一壶了。//@右侧投机者：回复@睡睡睡不醒的栋：懂了，以前我过多得从大小非的角度去思考，反正上市价格低也没影响，忽略了IPO融资少这一茬了。所以IPO加速离注册制还远



//@五花王：因为新股价格管制，ipo融资不足，有了溢出。假如新股当天在22.5pe破发，壳价值也就没了。新三板就没什么壳价值



[问] 学经济家：

一份值得转一次的年度书

单，<http://mp.weixin.qq.com/s/1gAiBzmn7goxeAoNpCV2nA>

看完后我整个人都不好了，非常气愤，还让不让人过年了？！这怎么读的完？！只能先挑一挑了。

还有，为什么我年轻时，碰不到这种好提示，啃了太多垃圾！发现这个层面的知识之前，至少多看了10倍无用的！

先转过来，随后尽量做些点评，有些断版的，或者进不来搞不到的，或者太硬的不适合菜鸟的，我建议一些替换。

注：大多我都没看过，凭借对知识谱系树的熟悉，和这帮作者调调的熟悉，还可以中

翻中一下，给小白省省力。

很多领域，看通俗版本了解个皮毛，也远比一无所知，闻所未闻、以讹传讹，要好太多。

大家让一让，我要开始装B了！

开始慢慢填坑。这几位直男推荐的书分几个层次的，也分几条线。

=====

对于工作后较少看书的读者，最建议先入手的是：

《美德的起源 -- 人类本能与协作的进化》

<https://item.jd.com/11639955.html>

《合作的物种 -- 人类的互惠性及其演

化》<https://item.jd.com/11762183.html>

（感觉可以换成《合作的进化》，也是不错

的）<https://item.jd.com/12067876.html>

《国家为什么失败》<https://item.jd.com/11690428.html>

好了下单吧，啥也不说了。

时间太紧、精力有限的话，可以只选《美德的起源》，里德利文章，是出名的好读，而且见解深刻、知识前沿。金牌保证（除了他有些过于乐观以外，一个待在英帝、美帝的知识分子，哪知道世界其他地方持续几代人、几茬主义、几茬政府的黑暗，替换成《理性乐观派》<https://item.jd.com/11741164.html>也行）

对了，里德利的水准，比《人类简史》那个作者的水准，高出N个学总来。

为了避免太过乐观，建议补《国家为什么失败》，阿西莫格鲁是典型的制度经济学家套路；不过还是英美派的，他们能做到的最黑暗想象，大概也就是50度灰。

=====

再补一本建议立即下单的，《舌尖上的历史》<https://item.jd.com/11494838.html>

没有阅读过《枪炮 细菌与钢铁》<https://item.jd.com/11940971.html> 的建议也补一本。

注：以上是无差别推荐。只要你做投资、混雪球，都推荐必读其中两到三本。

以食物而言，为啥生产小麦和牛羊的地区，国家诞生的很早、组织完备程度最高？因为值得一抢，开始是七八个男人组队抢，那边是七八个男人组队挡。有些人发明了三个团伙一起抢的技能、语言、套路；组织模块的进化竞赛就开始了。

但对于热带非洲或者热带岛屿的地区，部落就持续了几千年，直到国家这种超完备的组织，降维碾压。有人详解这个过程，属于脑洞叮叮叮不断闪亮的过程。

很享受的。不差于交到一个有趣的朋友，不差于点上一道从未享用过的大餐。

如果时间还紧，那就再夹带一本朋友和偶像的私货《沐猿而冠》<https://item.jd.com/11713977.html> 虽说是面向普通读者，但真人思辨水平，其实高于里德利、阿西莫格鲁、戴蒙德。

可惜已经细软跑啦。

=====

至于暗黑世界的，我得先搜搜再说。

毕竟这几年啃书太少了，大概就是一种持续扫描的状态。



[答] 五花王：

居然看过一本



[问] 睡睡睡不醒的栋：

\$绝对小市值(ZH001189)\$ 提问@五花王 最近几年狂发新股，壳价格为什么不降反升呢？

[答] 五花王：

回复@纪念冉闵：搞过几波了，99-2002的ipo，2006-2010的ipo，看看主体是哪些。2015到现在是第三波。国企间的并购重组才是未来大戏。//@纪念冉闵：回复@五花王：主板市场很多国企股也是壳股，如果壳价值没有了，国企改革怎么弄？国企脱困，职工安置怎么办？

[问] 木辰林：

对@五花王 说：您公开的几个组合策略里面，您觉得哪一个策略可以一直用下去，基本不会失效？

[答] 五花王：

回复@OooNiceDream：ROIC和roe的综合，估值是pb//@OooNiceDream：回复@五花王：老师，印钞机组合里，当期盈利能力最强，是用哪个指标？估值最低是用PE？

[问] 木辰林：

对@五花王 说：您公开的几个组合策略里面，您觉得哪一个策略可以一直用下

去，基本不会失效？

[答] 五花王：

回复@OooNiceDream: 低pb和低pe的双重条件下，再增加roe约

束。//@OooNiceDream:回复@五花王:老师，您还用烟屁股组合做了实盘，为什么近几年表现不是太好，当然去年是跑赢了指数的。这个组合，低估您用的是什么指标？

[问] 睡睡睡不醒的栋：

\$绝对小市值(ZH001189)\$ 提问@五花王 最近几年狂发新股，壳价格为什么不降反升呢？

[答] 五花王：

回复@追风的帆: 在ipo询价中，可以有老股一定比例的转让，一般称为新股存量发行。14年重启时有过几例，后面反对声太大而实质暂停执行了。

<http://www.chinanews.com/cj/2014/03-03/5903461.shtml>//@追风的帆:回复@五花王:存量股配售的意思是不是不是按照3:1的比例IPO，而是有多少老股就配多少？

[问] 白发居易：

关于\$上证指数(SH000001)\$，对@五花王 说：IPO的大量批发，会对指数产生什么影响？

[答] 五花王：

回复@OooNiceDream: 自由流通市值增加，而股票以边际成交价定价，要不靠活跃成交来维持定价，让市值能得到资金的支撑，要不靠加大杠杆，来用较少的保证金来维持成交。

1%换手下的市场和5%换手下的市场，市值和资金的平衡位置是不同的。现在杠杆被灭得差不多了，接下来看周转率咯//@OooNiceDream:回复@五花王:这段有难度，看不懂了。提高换手，做平？

[问] 睡睡睡不醒的栋：

\$绝对小市值(ZH001189)\$ 提问@五花王 最近几年狂发新股，壳价格为什么不降反升呢？

[答] 五花王:

回复 @追风的帆: 借壳一般是ipo达不了标或者对时间成本敏感的资产。//@追风的帆:

回复 @五花王: 大神，我有一点不懂，从老板和PE的角度，借壳和IPO压低发行价是不是应该没有区别？毕竟就算22.5的行政打压也只是导致公司融资少了，股东反正一年后解禁，会按照市场价格套现的。所以借壳的公司往往是公司想多融资？是这么理解吗？

[问] 睡睡睡不醒的栋:

\$绝对小市值(ZH001189)\$ 提问 @五花王 最近几年狂发新股，壳价格为什么不降反升呢？

[答] 五花王:

回复 @资金的情绪: *st二重在看着你笑而不语。//@资金的情绪: 回复 @五花王: 最小市值+国企 会不会更安全稳健呢？因为国企不会出现 退市那个标的和管理层乱搞和清仓式减仓的风险

[问] 睡睡睡不醒的栋:

\$绝对小市值(ZH001189)\$ 提问 @五花王 最近几年狂发新股，壳价格为什么不降反升呢？

[答] 五花王:

回复 @资金的情绪: 对，这就是必须承担的东西。//@资金的情绪: 回复 @五花王: 那最小市值轮动的这种踩雷风险完全规避不了了？

[问] 睡睡睡不醒的栋:

\$绝对小市值(ZH001189)\$ 提问 @五花王 最近几年狂发新股，壳价格为什么不降反升呢？

[答] 五花王:

回复 @资金的情绪: 也不是这么简单，我有个组合叫欠钱是大爷，你可以看看



//@资金的情绪: 回复 @五花王: 可以从负债的角度去增加一条指标吗？大于xx负债即无壳价值？

[问] 睡睡睡不醒的栋：

\$绝对小市值(ZH001189)\$ 提问@五花王 最近几年狂发新股，壳价格为什么不降反升呢？

[答] 五花王：

回复@令狐冲儿：一致性是个悲剧。//@令狐冲儿：回复@五花王：现在很多人都在用最小市值，做轮动获利。不考虑注册制，单是用的人多了是不是就失效了？这两天看到雪球统计的买入前五名居然有四只是最小市值。

（完）

以上内容来自雪球访谈，想实时关注嘉宾动态？立即[下载雪球客户端](#)关注TA吧！

没别的
就是比人聪明。



雪球

聪明的投资者都在这里