

雪球专刊 258 期——DAVID 自由之路：低风险也能财务自由

第 258 期

2021/2/1

出品人：方三文

策划：冯冬杰 陈洁灵

封面设计：卢宛莹

浙版数媒

目录

关于《雪球专刊》

内容概要

章节介绍

1. 低风险也能财务自由
2. 介绍四种低风险投资招数
3. 展望未来十年的资本市场
4. 看多人民币，回避房产
5. 为啥过去 20 年买房远胜买股？
6. 聊聊银本位和中国近代的衰落
7. 选私募一定要排除条件概率的干扰
8. 一超一平两低，我心中的理想私募
9. 30 万本金白手起家，财务自由与消费规划
10. 投资的保质期有多久？
11. 投资，就是在不确定中寻找确定
12. 永恒的均值回归
13. 杠杆操作慎之又慎，金融市场从来都是锦上添花、落井下石

关于《雪球专刊》

《雪球专刊》是国内领先的投资交流交易平台“雪球”上的用户讨论集锦。本专刊全部内容均由雪球社区每日产生的大量高质量财经类UGC产生，按照不同专题进行组织、编辑和校对。专门为渴望财务自由，想拓展财经知识却无法长时间使用雪球的朋友，提供最好的阅读体验。

关于雪球：

雪球公司成立于 2010 年，是国内领先的投资交流交易平台。雪球致力于为中国投资者提供跨市场（沪深、港、美），跨品种（股票、基金、债券等）的免费实时行情资

讯，专业优质的互动交流和便捷高效的交易服务。雪球集团肩负「连接投资的一切」的使命，旗下拥有雪球股票、雪盈证券、蛋卷基金等三款移动应用和雪球网站。

知识产权：

此电子周刊中内容版权由对应的用户和雪球共同所有。第三方若出于非商业目的，此电子专刊的内容转载，应当在作品正文开头显著位置，注明原作者和来源于雪球。

若需要对作品用于商业目的，第三方需要获得原作者和雪球的单独授权，并按照原作者规定的方式使用该内容。转载授权等相关事宜，请发邮件到 secretary@xueqiu.com。

本刊部分图片和文字来源于网络，如有侵权，请和我们联系。

内容概要

@DAVID 自由之路，雪球低风险投资达人，毕业于上海交通大学通讯工程专业，是通讯行业的老兵。2005 年，他携 20 万入市，2 年后通过封闭式基金赚到资本市场的第一个 100 万。在随后 2008 年的超级大熊市中，上证指数下跌 65%，他仅亏损 4%。

从 2012 年开始，他在雪球持续的输出对低风险投资和大类资产配置的理解，获得了大量粉丝的认可。他也是雪球私募孵化的第一批私募基金经理，目前主理\$自由之路子基金\$，主攻低风险投资。

本期专刊我们回顾了他过往几年在雪球公开发表的 13 篇文章，希望通过了解他的投资方法和对投资理念，从中窥探学习如何通过低风险投资实现财富的长期稳定增值。

章节介绍

1. 低风险也能财务自由

本文是作者的嘉年华演讲，主要内容包括三部分，第一，我们为什么要做低风险投资？第二，低风险投资的主要模型。第三，低风险投资的仓位管理技巧。

2. 介绍四种低风险投资招数

本文介绍四种低风险投资招数。1.聚沙成塔 2.防守反击 3.寻找折价 4.统计套利。

3. 展望未来十年的资本市场

这个十年马上成为历史，展望下未来十年。我的核心观点是，资本市场的引擎将从资金推动转变为估值推动。

4. 看多人民币，回避房产

从白领的视角观察，过去 20 年通胀严重，但是中国并没有陷入中等发达国家陷阱，关键点在于过去 20 年人民币相对美元是升值的。我的观点，第一人民币汇率会稳定，第二房产作为大类资产要跑输人民币资产的整体增速。

5. 为啥过去 20 年买房远胜买股？

过去 20 年买房远胜买股，我认为要基于估值分析。投资买在低估值的位置一定能暴利，现在的 A 股就是 2000 年的房子。

6. 聊聊银本位和中国近代的衰落

工业化的前提是资本原始积累，欧洲因为和东方贸易中断后无意中发现大量金银矿，实现了工业革命获得领先，很多时候就是机遇而不是宿命，而现在机遇又轮回到了东方的中国。

7. 选私募一定要排除条件概率的干扰

对于选私募，我的结论是，选择私募一定要排除条件概率的干扰，尤其是观察那些横空出世的私募，要从你关注到这个基金经理之后开始计算收益率，在这之后如果这个基金经理还能继续获得超额收益，符合你的预期，才值得信任。

8. 一超一平两低，我心中的理想私募

我心中的理想私募，总结起来四点。1.超额收益 2.收益公平 3.回撤低 4.费用低。

9. 30 万本金白手起家，财务自由与消费规划

想要财务自由首先要积累本金，如果是白手起家，那么首先要积累 30 万本金，然后逐步实现以下六个阶段。

10. 投资的保质期有多久？

真正能流传长久的投资模式是什么？我的总结是这些：1. 寻找到一个伟大的企业，然后长期持有 2. 研究透一个行业，然后优先龙头 3. 超越行业、个股的投资逻辑 4. 利用人的情绪逆向投资。

11. 投资，就是在不确定中寻找确定

证券市场充满不确定性，但也有相对的确定性。主要有三种确定性：1. 确定的绝对收益。2. 确定的相对收益。3. 确定的概率优势。如何利用这三种确定性？1. 长期投资的锚。2. 折价的轮动。3. 相信均值回归。

12. 永恒的均值回归

任何指数不可能一直独秀，总有均值回归的一天。如果归结到一个职业投资者或者私募基金经理，那么他的收益率也会存在均值回归，否则年年高收益，全世界的财富都容纳不下。

13. 杠杆操作慎之又慎，金融市场从来都是锦上添花、落井下石

2015 年这波牛市因杠杠而起，因杠杠而落，我谈谈自己做过的一些杠杠操作。

1. 低风险也能财务自由

作者：@DAVID 自由之路

发表时间：2016-11-28

各位雪球友的朋友们，大家好，我是 David 自由之路，今天我给大家介绍的内容是低风险投资也能财务自由。

主要内容包括三部分，第一，我们为什么要做低风险投资？第二，低风险投资的主要模型。第三，低风险投资的仓位管理技巧。

先讲一下我们说到财务自由，怎么才能实现财务自由呢？其实包括有三种方式，比如说创业、职场，还有投资。对于创业和职场来讲的话，其实快是非常重要的，不进则退。举一个例子，扎克伯格 30 岁的时候身价已经上亿，巴非特大部分的钱是 60 岁以后赚到的，而盲目求快的很多投资者最后并没有获得财务自由，反而是爆仓了。如果说你想依靠投资来实现财务自由的话，那么低风险投资应该是一个更合适的选择。

说起低风险投资，我们到底需要实现怎样的收益率呢？有几个指标，最容易的指标就是像 CPI，像过去 38 年 CPI 有 6 倍涨幅，如果你的投资能追上 CPI 的话，我们可以保证你的生活质量是提高了，但是也只是生活质量的提高，可能你的阶层是下滑，它的意思就是说，可能你过得比原来好了，但是你的朋友过得比原来更好，你还是比不上别人。再高一点的目标是追上平均工资增速，过去 38 年平均工资有 100 倍的增速，实现这一点不仅能实现生活的改善，同时你的阶层也不会下滑。更高的目标就是追上 M2，以及追上北、上、深的房价，M2 的话，过去 38 年是增长了 700 倍，北上深的房价过去 15 年增长了 15-20 倍。

下面说一下我的投资之路。我是从 2004 年底发现了封闭式基金以后，算是真正走上了我的低风险投资之路，后面的 11 年，其实是一个滚雪球的过程，我主要的业绩还是能跟上指数，熊市不赔钱，主要的收益还是来自于 2009、2014、2015 年很好的市场的年份，但是剩下的六个年份，我也没有亏钱，或者亏得很少，这样的话，过去的 11 年我的收益率是远远跑赢同期指数的。目前我是在雪球私募发行了自己的产品，算是自由职业的生活状态，我还是比较喜欢这种状态的。现在像北京交通这么拥堵，但是我的通勤时间为零，我有更多的时间去旅游、陪伴家人。

下面说一下低风险投资的几个阶段。包括一二三四五，我自己把它划分的，比如说一级就是理财新手，它的意思就是说我们已经有了理财的意识，知道我除了把钱存在银行，可能还有其他的理财方式，比如说我买一个理财产品什么的，但是对风险还是绝对厌恶的，不希望亏损。第二级别就是长期投资者，也就是说他们能保持自己很长时间的一种投资来寻找一些固定收益的机会，以及一些稳定的现金流，第三级别的投资者希望通过一些交易的机会来获取一些超额的收益，称为交易性的投资者，到了更高级别的投资者，他们可能会懂得一些套利估值以及趋势的判断，这样的话，我认为这就属于专业级的投资者。而到第五级，我认为是他有自己独特的模型，这个时候可以认为他们是顶尖的投资者。也说一下低风险投资的复利基本模型，每年 10% 的收益率持续 20 年，大概能有 5.73 倍的收益率，如果能做到每年 30% 的收益率的话，持续 20 年将是 189 倍的收益率，将是相当高了。对应的是一种回撤型的收益率，就是风险比较高的投资模型，举一个例子，比如说有一个人他收益好的时候能赚 40%，做得不好的时候就亏 20%，这样反复几次，到 6 年以后，他的累积复利只有 5.83%，跟我们的预期差很多，所以回撤是投资最大的天敌了。

如何实现从更低层级的投资者向更高级别的，向顶尖投资者进阶呢？其实很关键一点就是要守住自己的能力圈，当我们从理财新手向长期投资者进阶以后，很可能出现亏损了，因为长期投资者账户波动也是很多大的，如果你没有做好这样的准备，是不建议去做长期投资的。同样，如果你是一个长期投资者，你想靠交易去赚钱，这其实也是很难的，如果你没有一定的能力去盲目交易的话，那么并不是能获得超额收益，而是成为一个韭菜，股市中 70% 的人通过频繁交易最后还是亏钱了，而对于交易型投资者到专业型投资者进阶，需要做一些牛熊的判断、趋势的判断等，但这其实也是非常危险的行为。因为这个很多时候是反人性的，而且很多时候会出错，经常就是说我们感觉是这样的行情，结果完全跟自己的预期相反的，反复打脸也是很正常的。而一些人从专业型投资者进阶到顶尖级投资者，依靠一种模型、例如轮动等各种各样的模型，会觉得自己找到了金钥匙，但很多时候金钥匙是不存在的，也许再走一步就变地雷了，或者失效了，所以即使我们感觉自己找到了好的投资模型也不能过度自信，也要不断去改、去完善它。

下面讲第二部分内容，就是低风险投资的一些主要模型。我这里总结了低风险投资的五种模型，包括聚沙成塔、防守反击、寻找折价、统计套利和安全杠杆

聚沙成塔。如果每次都有一点正收益，累计下来就是很高的收益率，如果每次都亏损一点，长期下来也会亏损巨大。常见的聚沙成塔的投资模型包括以下几种，第一种是打新股，第二是债券，第三是套利。对于打新股的话，大家都很清楚，过去的 30 多年，股市成立到现在 30 多年，其实一直是正收益，而且收益率还不低，应该复利是超过 10% 的，像债券和套利的话，也是绝大多数是正收益的情况。聚沙成塔的关键就是尽量每次交易都是正收益或者大概率的正收益，做到不断的累积才能实现，这是第一种低风险投资模型。

下面讲第二种投资模型就是防守反击。通过这个图也很明显，只有在接近保底的时候我才出击，而一旦这种投资品种离保底价格很远，或者是已经接近底部价格的时候就放弃，或者就是卖出。常见防守反击包括可转债、认沽权证认沽权证。可转债是典型的防守反击的品种，就要类似债券，但是涨的时候向上不封顶，类似股票。现金选择权是股票重组的时候，重组方提供的方案，现金选择权在很多时候是可以认为是重组的保底价，但这种重组后，它的价格向上也是不封顶的。还有一种是叫认沽权证认沽权证，在重组方案中，为了保护投资者的权益来做的方案，你可以以某种价格卖给重组方。有时候认沽权证的价格也可以认为是一种保底的价格。总的来说，对于这种防守反击型的投资品种的话，最关键一点就是说距离保底的价格越接近越好，也就是说猎物足够接近自己的时候我们再扣动扳机，时机也要把握好，不能过分犹豫，最后错失了良机。

下面讲一下低风险投资的最重要的一个模型，也是我过去投资主要的收益来源，就是寻找折价。通过这个图我们可以看到，如果说我能买到一个品种，它相对于这种指数，

或者相对于一些个股是折价的，其实在最开始的时候，我们已经是赢在了起跑线上，为什么？因为只要有折价的话，它就是大盘涨的时候我不仅能赚到指数，还能赚到折价的超额收益，大盘平的话，我能赚到折价，如果大盘跌的话，我有折价作为保护，我不亏损，或者我的亏损比大盘要更少一些。这样的话，长期来看的话，肯定是能跑赢指数，最后肯定能有一个很好的收益率了。下面讲一下几种常见的折价的投资品种，折价的封闭式基金在十年前（2005 年）机会最好的时候，大概有 50% 的折价，折价的 B 股和 H 股，在 2009 年初的时候是非常好的机会，那个时候因为金融危机，市场价格非常低，B 股达到 60% 多的折价。而贴水的股指期货从股灾以后到现在一直都是很好的投资品种，如果我们在 4000 点的时候一直持有贴水的股指期货，到现在虽然指数只有 3000 多点，但是依然能盈利。分级基金的合并折价最好机会出现在 2004 年的 12 月到股灾后的 8 月份左右，当时基本上每天都是 0.5 的折价，如果能长期持续地持有的话，它的收益率也是很高的。对于这几种折价投资的话，它的一个关键就是说是要坚持、坚持、再坚持。因为很多时候大家都会为折价找理由，最大的理由就是说因为预期未来会下跌，所以才折价。但是从股市几百年的历史来看，股市总是向上涨的，只要坚信股市总是涨的，折价就是给你送钱，你坚持了一段时间以后，总有一天你会赚到属于你的这一部分。

第四个投资的模型叫作统计套利。这里举一个例子，比如说我们玩一个游戏，投硬币，如果是投到了正面，投出一块钱我能赚两块就变成三块钱，如果投出来是反面就亏光了，这个赌局是否会要参与？如何下注呢？从概念来说，这个赌局是适合参与，正反是 50% 概率。下注模式是怎么样呢？下面我们举三个赌客的例子，A、B、C。赌客 A，这个人是很激进的人，每次都拿百分之百的资产来投注，比如 100 块钱全押正面，一旦有一次他出现了反面，他就全输光了，所以这种方式最终回归零的。还有一种赌客 B，他就是比较保守一些，每次只拿 50% 的资产来投注，正反面交替，最后这个赌客是不赚不赔的，还有一个赌客 C，他可能每一次拿很少，也许 100 块钱每次只投注一块钱，这样一直投注下去，他肯定是能赚钱的，但是是不是赚得太慢了呢？其实有一种凯利公式帮助我们如何来下注的，基于这个凯利公式，算出来最佳的仓位是 25%，就是 100 块钱每次下注 25 元，这样的话，算出来的收益率是最高的。下面讲一下统计套利的主要投资品种，包括吸收合并、换股垃圾债以及分级基金的合并折价。合并换股其实历史上看，很多的情况都是赚钱，但是也有亏钱的情况，垃圾债大多数都是对兑付了，但是也有可能违约，会亏损巨大，ST 股很多时候重组也是成功的，但是不得不防注册制导致 ST 股血本无归，以及分级基金的合并折价，很有可能有 0.5% 的折价，但是最后指数一下子跌了 5%，套利不成，最后反倒被套住了，但是这些都没有关系，只要我承认这几个东西都是有可能亏损，我都是赌，但是赢的概率更大就行，只要我控制好仓位和分散投资，即使某个品种赌输了，我还是有重新再来的机会。

最后一种投资模型叫安全杠杆。是在保证安全的情况下，其实借钱投资也是低风险投资。举一个例子，2000 年的时候，北京当时房子租售比大概是 7-8 左右，当时的贷

款利率只有 5%，而这个时候我们再去按揭贷款的时候风险是不是很大？我认为是不大的。对于安全杠杆这种模型，典型的就房贷和债券正回购，房贷有一个安全线，如果租金可以支付月供的话是安全的，目前不是很安全的位置，对于债券正回购，假如债券的利息大于支付正回购所需要支付的借款的利息的话也是正向的收益，但是对于这种安全杠杆要记住一点，杠杆还是有一定的杀伤力的，一定要计算好自己能接受成果，而且最极端的情况是，你可能会有一些你预期不到的情况出现，比如说你觉得房贷很好，能支付，突然加息了，利息从 4% 加到 8%，接下来你怎么办？或者是像债券正回购突然说取消了，不让做了，你怎么办？所以要考虑极端情况下会有一些强制的去杠杆，如果说你已经财务自由的情况下，是没有必要再上杠杆，再安全的杠杆也是有投资风险的。

集中持仓的风险。假如有一个虚拟的交易所，有 10 只股票都是等权重的，有 5 只涨了百分之百，有 5 只跌了 95% 分散持仓和集中持仓有什么不同呢？如果每个股票都买 10%，收益率也是 202.5%，但是满仓一只股票的话，有一半的概率是赚 500%，有一半的概率是亏 95%，再假设说我换了一次仓，从满仓换到另一种满仓，25% 的概率，两次都做对，25% 的概率是连亏两次，基本亏光了。也就是说，经过换仓的话，你只有很小的概率还能赚到钱，大概率变成亏钱了，虽然指数上涨这么多。问题是我们谁有把握自己永远不踩到地雷呢？所以集中持仓是有很大大风险的。

对于低风险投资者来说，应该怎么样做仓位管理呢？

第一种方式叫动态再平衡，也就是说股票和债券现金合理的搭配，这其实是很多股票大师的一种推荐做法，比如说股票债券是 1:1 的均衡，李嘉诚的建议是低估的时候 75% 的股票加 25% 的债券，高估的时候，25% 的股票加 75% 的债券，这样可以永远立于不败之地。

还有一种低风险投资管理的技巧叫轮动，这个要求比较高了，通过在不同资产之间来回地轮换，获得更多的超额收益，主要包括大类资产之间的轮动和大类资产内部的轮动，什么叫大类资产？像股票、债券、房子、商品期货，以及外汇等等，都算是大类资产。大类资产之间的轮动，例：一个人 1991 年之前玩债券，可能跟杨百万一样就发了，1991 年到 2000 年的时候就搞股票，股市从 1000 点涨到 2000 点，又大赚一笔，到 2000 年以后，到现在买北京的房子，可能又是 15 倍、20 倍，要是每次都踩对步子的话，很显然财务自由就很容易实现了。还有一种轮动是大类资产内部的轮动，比如说房子之间，我就不同城市之间轮，像北京的话，2004 年的时候，其实内环的房子只有 7000 多块钱，我不是那个时候买的，而上海那个时候我了解到，内环线其实已经是一万多了，大概是北京的两倍。但到了 2014 年的时候又反过来了，变成北京的二环里的房价比上海二环里的房价贵了 50% 左右，所以后来上海又涨得多，不同城市之间要是抓好机会，根据

估值做好轮动，还能获得更高的收益率。类比还可以做 A 股、H 股之间的轮动，垃圾债之间的轮动，通过轮动来提高收益率。

这两种方式到底怎么去组合呢？其实这两种方式也都有各自的风险，比如说像动态再平衡，它的最大的风险就是太慢了，有可能会跑输，如果一个大牛市，你仓位永远是不满的，指数涨了很多，你最后跟不上指数，这是它的一个风险。轮动的风险就更大了，我有可能踩到黑天鹅，轮进去，轮不出来了。要是有一人，2007 年轮到中石油上了，估计现在也轮不出来。各有它的问题的。我建议的一个低风险持仓的方式，对于主仓位还是用动态再平衡来做。因为动态再平衡始终是保持一个不败之地，我能永远有钱去补仓，这个是最重要的。我在主仓位下的每个子仓位的时候，我可以做一定的轮动，来提高收益率，来弥补动态再平衡太慢的缺点。这样一旦某一个仓位轮动轮出来问题了，轮到黑天鹅了，我还可以通过大的动态再平衡，通过仓位的平衡把它再补进去，还可以继续做，而不是出不来。同样的，我们可以在这种固定收益和股权投资之间做平衡，长久期和短久期之间做平衡，以及保持一定的流动资金，通过这样的方式，就能在这种低风险的情况下，能追求到更高的投资的收益率。我的内容就到这里结束，谢谢大家。

2. 介绍四种低风险投资招数

作者：@DAVID 自由之路

发表时间：2016-7-8

第一招、聚沙成塔

$$1.01^{365} = 37.8$$

$$0.99^{365} = 0.03$$

$$1.02^{365} = 1377.4$$

$$0.98^{365} = 0.0006$$

具体方法

1、打新股

有人从 1998 年开始打新股，靠打新赚的钱买了两套房子。

2、债券、分级 A

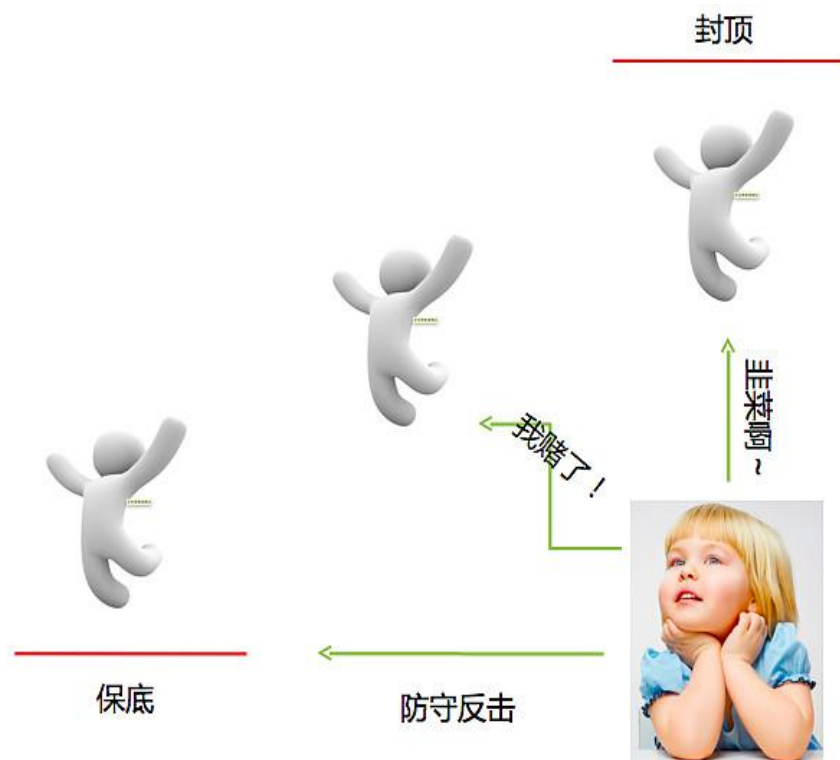
3、套利

股指期货刚问世，经常出现特别高的溢价，期现套利可以获得超高的收益率。

关键点

聚沙成塔的关键，每次交易必须是大概率正收益才能做。

第二招、防守反击



具体方法

1、可转债

向下有保底，类似债券；向上不封顶，类似股票。

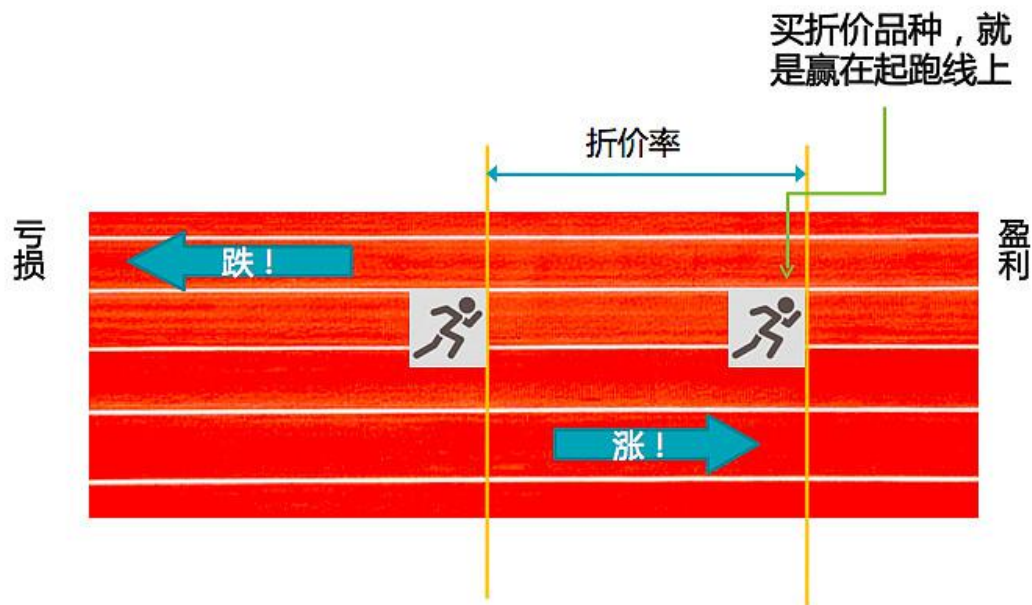
2、现金选择权

部分股票的重组方案提供现金选择权，那么这个现金选择权就是保底价，而价格向上是不封顶的。

关键点

是距离保底价格越接近越好，猎物接近了再扣动扳机，但是也别错失了良机。

第三招、寻找折价



- 1、大盘涨，赚超额收益
- 2、大盘平，赚折价
- 3、大盘跌，有安全垫保护

具体方法

1、封闭式基金

从 2005 年至今，如果一直投资封闭式基金，可以赚 8 倍，远超过上证指数的涨幅。

2、B 股

2008 年底，B 股相比 A 股折价大约 60%，后来 B 股涨幅远超过 A 股。

3、H 股

2009 年 3 月，H 股相比 A 股大折价，后面的 5 年，港股 H 股是牛市，而 A 股是熊市。

4、股指期货

2015 年 7 月至今投资 IC 股指期货并每月移仓，躲过股灾还有利润。

关键点

折价投资的关键，是坚持坚持再坚持，很多时候折价会持续很久，让你觉得折价就是有道理的，直到有一天，你终于懂了，那个时候是给你赚钱的机会。

第四招、统计套利

赌客 A

每次拿 100% 资产用来投注，当出现反面时全部输光

赌客 B

每次拿 50% 的资产来投注，正反交替，赌客不赚不赔

赌客 C

每次拿 20% 的资产来投注，可以持续赚钱。

凯利公式

$F = (bp - q) / b$, 其中, F 为现有资金应进行下次投注的比例; b 为投注可得赔率; p 为获胜率; q 为落败率, 即 $1 - p$;

按照凯利公式, 前面所述掷硬币赌博的游戏, 胜率为 50%, 赔率为 2, 计算出最佳仓位 $F = 25\%$ 。

3. 展望未来十年的资本市场

作者: @DAVID 自由之路

发表时间: 2019-12-19

这个十年马上成为历史, 展望下未来十年。

我的核心观点是, 资本市场的引擎将从资金推动转变为估值推动。

1、资金推动

背景: 中国的 M2 高速增长, 货币不断增加, 大水漫灌。

我认为可以分为两个阶段:

1)、计划经济到市场经济转型阶段, 很多商品不再是配给制, 此时造成流通的商品大量增加, 而需要的货币量也大量增加, 大约从 1980-2000 年, 结束标志是住房商品化。

2)、外汇为锚的出口扩张阶段, 中国变成世界制造业第一大国, 外汇储备顶峰 4 万亿美元, 此时央行必须增发基础货币换回美钞, 央行 22 万亿人民币都是基于美元为锚发行的, 时间大约是 2000-2016。

这两个阶段的特征就是 M2 超高速增长, 对应到资本市场, 就是:

1) 股市周期性割韭菜

股市割韭菜的原因, 是因为企业的利润并不会因为 M2 增发而快速增长, 比如 M2 增加了 30%, 一部分是上市企业再融资扩大再生产, 一部分是非上市企业扩大再生产后 IPO 上市。无论前者还是后者, 股票持有者都赚不到这 30% 的 M2 增速, 利润要么被增发股票摊薄, 要么贡献给借钱给企业的债权人。

但是因为市场上钱多了, 又会出现躁动, 结果就是周期性割韭菜, 一轮大牛市后又打回原形。

2) 楼市的长牛

因为楼市价格和居民收入成正比,在居民收入大涨的同时,股市又是周期性割韭菜,这就造成居民资金大量涌入楼市,楼市长牛。

2、估值推动

2016 年开始,央行不再以美钞为锚发钞,而是以债务为锚发钞,结果就是 M2 增速迅速下滑到 8%左右,资金推动的前提不复存在。

这个时候,楼市长牛的基础已经不存在了,因为新建商品房销售需要消耗大量的资金,如果没有 M2 的高速增长是不可持续的。但是 2016 年楼市依然走了一波大牛市,这波牛市的力量不是资金推动,而是杠杆推动,绝不可持续。

从央行负债表看,2016 年 12 月居民住户存款 60 万亿,居民住户贷款 33 万亿,而 2019 年 11 月,居民住户存款 80 万亿,居民住户贷款 54 万亿,居民存贷比三年内从 55%迅速增加到 67.5%。但不仅仅如此,信托的资金从 26 万亿减少到现在的 22 万亿,这些都说明房价最后一轮涨幅是在吃存量资金了。

也就是说,未来的投资逻辑,无论股市还是楼市,都会转变为估值推动。

估值推动行情的最大特点,就是回归资本市场最本质的 PE 估值,当然市场对 E 的理解不一定一样。

2016-2019 年,股市的逻辑是认可产生实际现金流的 E,而回避高负债的 E。

债务货币的本质是负反馈系统,也就是现在和未来是跷跷板的关系,因为现在发行的货币都是未来需要偿还的债务,天然存在通缩效应,那么和平时期长期 0 利率将会是必然。

由于市场利率不断下降,那么股市会因为估值原因不断走高,但每次走高都是透支未来的收益率,也就是说中短期的上涨意味着长期收益率的下滑。

举一个例子,假如一家企业 ROE 10%,因为市场恐惧 0 利率, PB 被炒到了 10 倍,然后呢,就是长期 1%左右的收益率。

0 利率环境下,可能现在楼市 1%出头的租售比再未来 N 年后也会被认为是合理的,但是相比股市的平均 PE,很明显还是相对高估了,而未来十年股市很可能变成类似美国股市这样的长牛,不断透支未来收益率,但也跌不下来。

中国 70 后一代白手起家式的财务自由路径,不论股市还是楼市,未来都将无法复制,长期看阶级固化是无法避免,少数跨越阶层的人只能靠努力,天赋而不是投机,并且不可复制。

4. 看多人民币，回避房产

作者：@DAVID 自由之路

发表时间：2019-2-17

一月信贷大放水，很多人惊呼人民币又要毛了，因此衍生出两派人，一派是美元党，认为人民币会大幅度贬值，建议尽早将手中人民币兑换成美元，另一派是地产党，也是认为人民币会大幅贬值，建议买房规避铸币税。

我的观点是正相反，第一人民币汇率会稳定，第二房产作为大类资产要跑输人民币资产的整体增速。

从白领的视角观察，过去 20 年通胀严重，钱贬值得一塌糊涂，但是中国并没有类似很多国家陷入中等发达国家陷阱，最关键的一点在于过去 20 年人民币相对美元是升值的。

汇率升值意味着大部分全球流通的商品价值上涨很少甚至下跌。过去 20 年汽车，家电等没涨，钢铁价格也没涨，大米猪肉鸡蛋食用油的涨幅也很小。一个山区农民 20 年以前每月花 500 元能保证基本生存，现在每月花 700 元也能保证基本生存。这个基本盘的稳定给中国货币扩张带来了自信，虽然 M2 增加几十倍，但基本生活品价格是稳定的，涨的多的也就是房价和各种人工服务费。

所以不需要担心人民币汇率问题，汇率稳定这是央行的底线，吵了三年贬值，现在还稳定在 6.8，这可是美元强势周期的三年啊。

问题是美元能一直强势？现在美国 8 个月就增加 1 万亿国债，而且增速还在加快，那么美元高息还能维持多久？新发国债利息提高大幅增加了美元未来的负担，可以预见美元迟早变成 0 利率，当美元重新走弱后，也许人民币又要开启新一轮升值。

没有了新增外汇储备，央行负债表扩张会变得很慢，所以大放水只是短周期行为，毕竟企业要降杠杆，居民杠杆也不低了，只剩下政府杠杆还有上升空间。

房产作为大类资产，单纯投资收益率已经非常低，北京租售比差不多 1.2%，日本基本在 5% 左右。从供需角度看，其实远期也会供过于求，中国的基建能力太强了，每年 13 亿平方米的新建住宅面积，10 年就能满足 4 亿人居住，大约能把中国城市化率从现在大约 60% 提升 90%。当住宅供过于求以后，最终租售比会向日本看齐，也就是超过 5%。

所以除房产外的其他人民币资产，包括股票，转债，债券，都会是未来的赢家。

当然人民币崩溃论也可以找到很多理由，毕竟货币是国家之间的终极角力，看空人民币是轻视自己，看空美元是轻视对手，如果实在想不清楚宏观经济，那么还不如坚信中国必赢吧。

5. 为啥过去 20 年买房远胜买股？

作者：@DAVID 自由之路

发表时间：2018-10-26

前两天看欧神在沈阳的演讲稿，拿上海莘庄的房子和上证指数比较，结论是 2000 年至今，上证指数涨幅一倍都没有，但上海莘庄的房子涨了 30 倍。

为什么出现这种情况？我认为要基于估值分析。

2000 年，上海房子租售比差不多 7%，类似股市平均 13 倍 PE，2245 点 A 股上证平均市盈率 60 倍，楼市比股市低估差不多 4.6 倍。

2018 年 10 月 25 日，上海房子租售比 1.2% 左右，类比股市 83 倍 PE，上证市盈率大约 13 倍，股市比楼市低估 6.9 倍。

现在和 18 年以前估值差 = $4.6 * 6.9 = 31.74$

也就是说上海莘庄房子相比上证 A 股，靠估值差赚了 30 倍。

结论就是投资买在低估值的位置一定能暴利，现在的 A 股就是 2000 年的房子。

6. 聊聊银本位和中国近代的衰落

作者：@DAVID 自由之路

发表时间：2020-1-4

看了几篇白银贸易的文章，感觉中国近代衰落和银本位有些关系。

中国银本位是明代建立起来的。元朝以前，金银是类似珍珠宝石一样的贵重物品，通常不用作货币交易，每个朝代都会发行自己的货币，通常是铜币，但铜钱的币值并不和铜的重量等值，也就是说中央政府拥有铸币权，也就可以征收铸币税。

明代随着世界白银贸易的兴起，欧洲国家将美洲开采的白银拿到中国贸易，明清大部分时期中国都是白银流入，也就是中国一直是出口换白银，进口几乎可以忽略。中国民间的白银越来越多，百姓也慢慢开始用白银作为货币，这就是中国的银本位，一直到民国时期才废除。

中世纪欧洲和中国一直有贸易，就是丝绸之路走君士坦丁堡后转运到欧洲，但是奥斯曼土耳其人用投石车轰塌了城墙后，这条贸易线路基本上就中断了，同样的商品到欧洲的价格涨了 10 倍，欧洲人因此开始大航海时代，寻找一条通往印度和中国的海上丝绸之路。

西班牙人哥伦布发现了美洲大陆，但是这时候的美洲大陆都是土著，对于欧洲人来讲并没有什么商业价值，这里没有他们需要的商品，但是西班牙征服者在美洲发现了大量的黄金和白银，这件事情改变了整个欧洲文明。

据统计 1493 年到 1600 年，世界的白银产量是 23000 吨，其中美洲新大陆生产 14000 吨，而 1550 年到 1645 年，海外流入中国的白银是 14000 吨，是同期中国自产白银的 10 倍。而 16 世纪到 18 世纪，美洲出产了 13.3 万吨白银，占世界白银产量的 85%，其中一半运到了中国交换商品。

明朝中国东南沿海手工业及其发达，就是因为欧洲人带来大量的白银来中国购买商品，但是中国自己几乎不生产白银，但民间又形成了白银交易的银本位制度，这样明朝的货币主权就落到欧洲人的手中，中国的商品大量被出口到欧洲，换回白银，有些类似中国过去 20 年大量出口商品换回外汇储备。

问题是贸易赚到的白银并没有落入中央政府手中。中央政府只能靠征税获得白银，而当时对商业收取的税收非常低。

1588 年，西班牙无敌舰队覆灭，美洲流入的白银突然减少，造成明朝末期出现通货紧缩，白银价格上涨，此时农民上缴相同的税收，需要卖出更多的粮食，农民负担大幅增加，而此时后金兴起不断骚扰南下，明朝为了打仗增加税收，最后造成了明末农民大起义，明朝灭亡。

再回头讲西班牙，西班牙在美洲拿到大量白银，回头做的就是两件事情，王室贵族奢侈消费，军费大幅增加，这两点在中国就是亡国的前兆，但因为西班牙政府的财富不是通过本国人民征税，而是从美洲挖矿获得，所以西班牙称霸欧洲 100 年。

工业化的前提是资本原始积累，而农业社会并没有资本积累，但美洲的白银首先让金融资本的原始积累完成了，西班牙大量采购武装船，而西班牙的制造业并不发达，于是将造船的订单交给自己的小弟荷兰，荷兰靠西班牙人的白银和订单，造船业大幅发展，最鼎盛的时期平均每天出港一艘船。后来荷兰独立后替代了西班牙又称霸 100 年，英国则靠抢劫西班牙人的船致富，而 1800 年以后美洲的金银矿大部分落入美国人手中。

在金银本位的制度下，谁拥有金银矿谁就获得全世界的铸币权，那么就有可能完成原始积累，快速进入工业化，而失去铸币权的国家则不可避免地衰落了。

后进国家也能进入工业化，要么靠战争，比如日本靠马关条约，而中国靠工农剪刀差和出口贸易，几乎全靠自己，是最难的。

据说直立人因为体力劣势，只能敲碎其他动物吃剩下的骨头吃骨髓，最后进化成现代人。欧洲因为和东方贸易中断后无意中发现大量金银矿，实现了工业革命获得领先，很多时候就是机遇而不是宿命，而现在机遇又轮回到了东方的中国。

7. 选私募一定要排除条件概率的干扰

作者：@DAVID 自由之路

发表时间：2019-12-10

基金行业实现了投资的专业化，中国不论公募基金还是私募基金，收益率普遍超越上证指数，2016 年之后跑赢沪深 300 的少些，但 2016 年之前是大幅跑赢沪深 300，所以证券基金对于不愿意自己做投资的人，确实是一个双赢的选择。

那么该如何选择私募基金？很多人的都喜欢说，“私募是选美不是选丑，肯定要选历史业绩最好的私募基金”，如果买基金这么简单，那么基金投资者倒是找到了生财之道，但从逻辑上告诉我们，任何超额收益都是非常难的，所以一定有矛盾的地方！

这个矛盾点是什么？我认为是“条件概率！”

经常有人说：“雪球上水平最高的不是大 V，是一些很牛的小 V”，也有人说：“雪球大 V 的私募并不出色，一些小 V 的私募做得相当好”，很多人开始都先对大 V 做很高的预期，然后得出徒有虚名的评价，大 V 称号基本上变成了负资产。

这里我们可以做一个推演：

在雪球发私募，一部分人（被称为大 V）已经有名气的，所以首发就有投资者加盟，为什么会有资金加盟？因为投资人根据这些人过去的网络发帖，对其获得超额收益的能

力有一定的预期，所以会买入他们的私募，直白地说，就是投资人心中的基金经理，在个人投资阶段已经获得跑赢指数的收益了。

所以有一部分私募首发就会被关注，做砸了基本上会被认为徒有虚名，雪球上已经好几个 10 万以上粉丝的基金经理做砸了，当然也有更多的获得了超额收益。

还有一部分发私募的人，并没有名气，基本上是自有资金发私募，也没什么人关注，经过一两年，可能一多半沉沦了，那更没有人关注，但有一部分人跑赢指数 20%到 30%，净值突破 1.5，此时基于选美，这部分私募就显露出来了。

这些选美出来的基金，会迎来外部投资者，因为业绩不错，但要注意，此时你选择这样的基金，其实和选择大 V 的首发基金是一回事，只不过前者基于公开业绩，后者基于你根据他们言论推导出来的个人业绩。

这些选美出来的基金，历史业绩和你没有一毛钱关系，因为你不会在他们成立的时候买入，你根本就不知道他们，你只会在他们取得超额收益的时候才会关注的，这就是条件概率，你关注的条件是因为他们业绩好。

选美出来的超额收益是不是可以持续？我观察了 2017 年以前成立，且在 2017 年净值突破 1.5 的几个小 V 基金，好几个基金净值到现在都没有突破 2017 年高点，甚至有几个从最初大幅跑赢变成跑输，2017 年投资这样的基金要亏死。只有个别基金二次启动，在 2017 年到 2019 年区段又取得了超额收益，这些基金值得信任。

我的结论是，选择私募一定要排除条件概率的干扰，尤其是观察那些横空出世的私募，要从你关注到这个基金经理之后开始计算收益率，在这之后如果这个基金经理还能继续获得超额收益，符合你的预期，才值得信任。

另外一点，回撤很重要，因为回撤很大带来预期的不确定。举个例子，你看好某基金经理，如果回撤小，那么回撤的时候你敢持有，甚至敢加仓，但如果回撤不确定，别说加仓，很可能就拿不住，而此时赎回就是巨额亏损。有人说我相信这个基金经理，我硬扛？这也很危险，就在雪球私募中，我看到过有一两个基金 2017 年业绩很好，然后 2018 年大回撤，如果硬抗，2019 年又是大回撤，净值从 1.7 跌回 0.9，回撤失控很容易变得没有底线。

总之，被选出来的美不是真美，持续美才是真美。

8. 一超一平两低，我心中的理想私募

作者：@DAVID 自由之路

发表时间：2020-11-18

总结起来四点，一超一平两低。

1、超额收益（一超）

这个是私募立足的根本，如果没有超额收益，投资人还不如买指数基金。

但是超额有两个障眼法：

1) 虎头蛇尾，不少私募前两年超额收益特别厉害，但是后面就泯然众人，和沪深 300 基本同步，为什么？

因为很多虎头的来历是有问题的，我知道有不少人发私募秘而不宣，包括很厉害的大 V，如果业绩不好，就清盘重新发一个，如果业绩好，净值跑赢沪深 300 到一定程度，就拿出来宣传，一些初期很不错的私募，过去都有清盘的痕迹，所以如果这个私募不是初创就开始宣传，那么前两年的业绩没什么意义，只不过是筛选出来的。

所以超额收益最好体现在长期，尤其是后面几年，虎头型私募要多观察，看是不是会虎头蛇尾。

2) 有行业色彩的私募，不该对标沪深 300，而是对标行业指数，比如某私募只做大消费，那么应该对标消费指数而不是沪深 300，因为只有跑赢消费指数才是超额收益，否则直接买行业指数基金不是更好么。

2、收益公平（一平）

包括自营和投资人之间收益公平，投资人之间收益公平。

不少私募发行 N 个产品，有一个或者几个业绩特别好，主要是基金经理或者团队自持，但不对外开放申购，老基金业绩好，但新基金业绩普通，每个持有人的收益率都不一样，有部分持有人（老基金持有人）会帮忙宣传，他们过去确实赚了大钱，但新来的不一定就能赚。

所以，我心目中理想的私募，所有基金的资产都通过一个池子对外投资，所有产品的净值曲线完全一致，新基金老基金没有任何区别，基金经理自己投的钱，收益率和投资人没区别。

这个技术上是是可以实现的，就是母子基金结构。

3、回撤低（一低）

有人说历史收益高就行，回撤不重要，这是不对的，回撤和收益是不对等的，高增长的时候管理人拿业绩报酬，持有人拿到的是打折的增长，但回撤确是实实在在，没有人替持有人分担。所以回撤大的私募不是好私募。

4、费用低（二低）

这个也很重要，业绩是未知的，前面业绩好的基金，谁敢拍胸脯说自己后面几年的业绩也好？但费用是确定的，其实好点的基金，最后长期收益率都差不多，而费用对长期收益率的影响极大。

9. 30 万本金白手起家，财务自由与消费规划

作者:@DAVID 自由之路

发表时间：2020-9-26

想要财务自由首先要积累本金，如果是白手起家，那么首先要积累 30 万本金。

现在中国人均消费/人均收入，大约是三分之二，按这个平均数计算，家庭每年收入 30 万，消费 20 万，差不多需要三年时间积累。

这需要夫妻每人年收入 15 万，稍好一点点单位是可以满足的，收入少一些的则可以节约开支，总之工作三年家庭积累 30 万不是一个遥不可及的目标，当然积累的三年也可以尝试各种投资。

第一阶段，时间三年，目标，积累 30 万本金，消费收入比，65%左右。

该阶段不建议过分节约来实现，毕竟投资的目的是让生活更美好，这阶段尽可能靠收入提升来积累本金，如果能力不足，晚一两年也没关系，但是这阶段不要背负过多债务（贷款过多买房），否则可能简单的第一阶段都会变得遥遥无期。

第二阶段，时间五年，目标，150 万资产，消费收入比，65%左右。

如果这五年不在继续投入本金，单纯靠 30 万本金积累到 150 万资产，需要 40% 的年复利，大师都很难做到，但是有续投就不同了。

假设续投比例和前三年保持一致，每年续投 10 万，收益率 20%，5 年后总资产 155 万（80 万本金，75 万投资收益）。

假设家庭收入提高，每年续投能力从 10 万增加到 20 万，收益率 10%，5 年后总资产可达 175 万（130 万本金，45 万投资收益）。

第二阶段同样的目标，职场收入提高能降低对收益率的要求。

第二阶段保持与第一阶段相同的消费收入比即可，还无法实现投资反哺生活。

第三阶段，时间 5 年，目标，400 万资产，消费收入比 65% 到 100%。

- 1) 20%复利, 则 150 万滚到 375 万, 已经接近 400 万。
- 2) 15%复利, 每年续投 10 万, 5 年后总资产大约 370 万
- 3) 10%复利, 每年续投 20 万, 5 年后总资产大约 370 万。

这个阶段如果收益率较高, 则可以不再从工资账户取钱补贴投资, 也就是工资可以全花掉, 消费收入比提高相当于生活质量提升, 也就是投资 8 年差不多就可以反哺生活。

第四阶段, 时间 5 年, 目标, 900 万资产, 消费收入比 65% 到 150%。

- 1) 20%复利, 每年从投资账户取钱 10 万, 5 年后总资产大约 920 万。
- 2) 15%复利, 每年续投 10 万, 5 年后总资产大约 870 万
- 3) 10%复利, 每年续投 40 万, 5 年后总资产大约 890 万。

第四阶段的完成和收益率的关系已经非常密切, 如果只有 10%复利, 那么工资大额投入才能实现, 如果拿到 20%复利, 则可以实现投资反哺生活, 例如家庭可以实现一人辞职, 另一人年薪 20 万, 从投资账户每年补贴 10 万, 每年消费 30 万, 消费收入比 150%。

第五阶段, 时间 5 年, 目标, 1500 万资产, 消费收入比 100% 到财务自由。

- 1) 20%复利, 每年从投资账户取钱 80 万, 5 年后总资产大约 1640 万。
- 2) 15%复利, 每年从账户取 40 万, 5 年后总资产大约 1550 万。
- 3) 10%复利, 每年不续投, 5 年后总资产大约 1450 万。

第五阶段如果收益率较低, 职业投资的压力也不小, 但可以安心做到工资全花光, 不过收益率稍高的话, 是可以做到辞职财务自由的。

第六阶段, 时间 5 年, 目标, 2000 万资产, 消费收入比: 财务自由。

- 1) 20%复利, 每年从投资账户取钱 200 万, 5 年后总资产大约 2150 万。
- 2) 15%复利, 每年从账户取 100 万, 5 年后总资产大约 2300 万。
- 3) 10%复利, 每年从账户取出 60 万消费, 5 年后总资产大约 2000 万。

这个阶段 10%收益率也足够支撑家庭 0 工资收入下的富裕生活。

10. 投资的保质期有多久？

作者：@DAVID 自由之路

发表时间：2019-11-2

所有商品都有保质期，蔬菜保质期几天，汽车保质期超过十年，那么投资的保质期有多久？

雪球提出了#十年如一#，那么真正能流传长久的投资模式是什么？我的总结是这些：

1、寻找到一个伟大的企业，然后长期持有。

昨天方丈@不明真相的群众 提到，买股票应该先看商业模式，再看团队，最后看估值，那么对于天花板很高，管理层优秀的企业，即使估值贵了也要买入。

这样的股票其实不少，贵州茅台上市后涨了 180 倍，还没算分红，腾讯控股涨了 100 倍，这些股票即使没有吃到全部涨幅，随便吃一段也足够取得超额收益了。

但是金股模式的保质期有多久？巴菲特点出可口可乐是金股后，可口可乐的股价涨幅并没有超越道琼斯。而美国上世纪 70 年代提出的漂亮 50 股票，有些到后来也沦落了，比如曾经赫赫有名的 GE 公司。

金股模式更多是后视镜，当大家都知道这是金股后，金股的魅力也就不再了。

精选个股，我有时候会问自己一句，成熟期的金股，信息很透明，我凭什么能比其他人厉害？而成长期的金股，信息本身就不够透明，我凭什么比那些比我信息更透明的人厉害？

2、研究透一个行业，然后优先龙头。

伟大的公司难找，那么我研究透彻一个行业，然后买入龙头股如何？永远持有行业第一，不断轮动，获取超额收益。

这方面有成功者，比如方丈昨天分享了很多成功的案例，比如微博，奇虎等，差不多都是赚了 5 倍，我回来翻了互联网龙头企业，中美都是跑赢大市的，如果找到了一个好的赛道，那么在这个赛道中优选选手，确实能获得超额收益。另一个例子是这几年的地产，也是一个好赛道，很多投资者轮动中获取了超额收益。

但是行业投资法的保质期有多久呢？有超越大市的行业，也就存在落后大市的行业，前几年汽车行业的大咖，很多也赚的盆满钵满的，并且发了私募，但是这两年的收益率和过去完全不可比，因为行业逻辑变了。

更惨的是研究能源行业的大咖，雪球上有个投资者对海洋石油开采行业研究的很透彻，但最终结果是全行业沦陷，这样的行业还有不少。

精选行业，我也会问自己，每个行业从业人士那么多，研究人员那么多，行业内企业家都如履薄冰，我真有能力说自己看懂了？

3、超越行业、个股的投资逻辑

1) 格雷厄姆式投资，寻找估值低的票，这个和 1 其实是矛盾的，但是这种投资模式的保质期会更久一些，因为人是不理性的，市场也是不理想的，低估时抄底，高估时卖出，抓住估值差做波段，这在 A 股过去屡试不爽，但是当市场波动变小，估值平稳的时候，格雷厄姆式投资很难有所作为。

2) K 线法，这个时完全抛弃基本面，只根据资金趋势做投资，我一直不认可这种投资方式，但是大牛市 60 日均线破位逃顶，确实让我躲过了 2015 年的股灾。

3) 动态再平衡投资法，这个和 K 线投资法又有些矛盾，股债平衡就是机械操作，股票涨了卖股买债，股票跌了卖债买股。这在过去 A 股波动性很大，且债券收益率和股市收益率差距较小，甚至债券收益率反超股票收益率的时候，效果极佳。但是现在中美股市都存在波动率不断变小，而股票收益率和债券收益率不断拉开差距，这样波动带来的超额收益，无法弥补债券收益率低带来的效率损失，可能最终的结果反而不如长期持股。@sosme 老师这几年私募业绩不够理想，也和动态再平衡的环境恶化有关系。

4) 美林时钟，在不同大类商品之间循环，在这个逻辑提出后的一段时间很有效，也能取得超额收益，但是现在不仅投资者变得精明了，搞逆周期投资，政府也聪明了，逆周期调控，结果美林时钟也不灵了。

4、利用人的情绪逆向投资

如果市场完全有效，每个投资者都是理性人，那么超额收益将无法获得，但相比上面三条，人的不理性 and 情绪化，实际上人类出现的一刻就已经存在，利用人性弱点做投资，很可能是永续保质期，这不仅是十年如一，甚至是十万年如一。

利用人性逆向投资，包括两种方式。

1) 利用人的偏见做逆向投资，比如 2005 年的时候，大家的偏见是公募基金经理都是贼，所以封闭式基金折价 50%，当时克服这个偏见买入封闭式基金的人，赚的盆满钵满。包括 2014 年对大盘股的偏见，也是逆向投资的极好机会。

2) 利用人的恐惧做逆向投资，最典型就是 2015 年的分级 A 低折危机，吓得临近低折的分级 A 跌停，参与低折两天就能跑赢指数 20%，最后克服恐惧的人赚了大钱。

守住自己的能力圈，当大家都是理性的时候，超额收益是非常难的，所以不管是行业还是个股，我倾向于存在就是合理的，也就是任何时候买入，和指数走势大概率同步，而基于人性的偏见和恐惧，是我们获取超额收益的最佳机会！

其实 2017 年的地产股投资机会，也是偏见的产物，因为买股票的人大部分对房产有偏见，造成房产价格和房产股价格的剪刀差，所以做投资的第一要素，就是克服偏见，克服恐惧，十年如一。

11. 投资，就是在不确定中寻找确定

作者：@DAVID 自由之路

发表时间：2020-9-10

投资这么多年，我发现自己经常预测错误，感觉要牛市了，结果继续下跌，感觉熊市还没结束，结果牛市来临，感觉大盘股好低估，结果小盘股天天疯涨，感觉市盈率已经跌破 5 倍，结果一个业绩亏损，不知道市盈率是多了，感觉这个行业躺着能赚钱，结果一个政策下来，赶紧站起来吧。

股市中充满了不确定性，随着机构投资者的增加，股票价格也得到了充分的博弈，我总是问自己，凭什么我就比交易对手要聪明呢？后来我发现放弃预测，按一些方式机械性的操作，反而能赚到钱。

证券市场充满不确定性，但也有相对的确定性。主要有三种确定性：

1、确定的绝对收益。其实就是固定收益产品，买货币基金，放逆回购可以保证天天赚钱，但是很多事情是不能两全，有了绝对收益，相对收益又没法保证了，也许赚的绝对收益跑输通胀呢？

2、确定的相对收益。这个主要靠折价来获得，比如折价期指，折价封闭式基金，折价可转债，分级 A 折价套利，吸收合并折价换股。相对收益能确定跑赢某个特定的权益类产品，但是既没有办法保证绝对收益，也不能保证跑赢的特点权益类品种是不是过于高估而跑输其他权益类品种的均值。

3、确定的概率优势。

如何利用这三种确定性？我觉得可以从下面几个方面考虑：

1、长期投资的锚

可以投资品种很多，有股票、房产、债券、大宗商品、外汇、比特币、收藏品，如果选错了锚，就是走错了路，越努力亏得越多。

大宗商品、外汇、比特币、收藏品，都是不能收息的资产，只能靠割韭菜赚钱，长期看就是零和，所以不值得投资。2018 年很多比特币玩家破产，就是选错了投资的锚。

股票、房产、债券，投资看还是股票长期 ROE 最高，目前沪深 300 对应 10 倍市盈率，中证 500 对应 15.7 倍市盈率，属于估值的低点，而房产的租售比 1.2% 左右，相当于 80 倍市盈率，现在应该选择投资股市，中国的固收市场收益率也高于欧美日等国家，所以 2019 年选择股债平衡为锚，在仓位分散的情况下，绝不会有大的风险。

2、折价的轮动

对于股债平衡的持仓，首先排除有风险的品种，那么可以肯定我们选择了上升的电梯，然后就是利用折价做轮动，只要电梯不坠毁，我们能获得超越电梯的上升速度。

3、相信均值回归

现在市场缺的是信心，但从概率讲均值回归一定会发生，所以我不担心浮亏，2018 年这样的行情我们亏损 4%，那么 2019 年还能比 2018 年更差吗？所以现在要做的是做好准备，如果后面出现小牛市或者大牛市，怎么保证自己的收益能跟上指数。

12. 永恒的均值回归

作者：@DAVID 自由之路

发表时间：2017-12-7

买蓝筹股的和买小盘股的，很容易变成死对头，今年的行情是蓝筹大获全胜，小盘股丢盔弃甲，所以现在很多人的观点是上证 50 是优质资源，而除了沪深 300 外的大部分股票都是垃圾股，如果投资没跑赢上证 50，那肯定是不能慧眼识珠，还不如买上证 50 基金。

不过把时间拨回到 2010 年 12 月 31 日，统计出来上证 50、沪深 300、中证 500、中证 1000 的涨幅都比较接近，并不存在谁更牛的问题。

2011 年和 2012 年，小盘股杀的比较狠，蓝筹也跌，但相对抗跌。2013 和 2015 年，则是小盘股的盛宴，当时的理论买蓝筹是傻瓜，如果投资者跑赢了上证 50 也会被鄙视，因为上证 50 涨幅远低于全指数中位数涨幅，当时的理论是扔飞镖选股的猴子都能够大幅度跑赢上证 50 和沪深 300。而 2014 年、2016 年、2017 年，则是蓝筹反超的三年。

	2010.12.31	2017.12.6	涨幅
上证50	1977	2875	45.42%
沪深300	3128	4015	28.36%
中证500	4936	6172	25.04%
中证1000	5155	7016	36.10%

总结起来，就是任何指数不可能一直独秀，总有均值回归的一天。如果归结到一个职业投资者或者私募基金经理，那么他的收益率也会存在均值回归，否则年年高收益，全世界的财富都容纳不下。

均值回归的不仅仅是绝对收益率，也包括相对收益率，也就是投资收益都会有大小年，2015 年底，集思录（一个低风险投资的论坛）上的网友因为这一年套利机会太多开始鄙视一切，自认为集思录 er 都是最聪明的人，而其他人都是韭菜的时候，价投在 2015 年蛰伏后大放光彩，而低风险投资确陷入 2 年的低估期，作为投资者，经常是当我们自我膨胀的时候，均值回归就来临了。

但是均值回归又是无法预防的，因为你不知道哪一天回归，如果害怕均值回归而保守，那结果就是不仅无法预防均值回归，而是硬生生把长期投资收益率拉下了了，并不可取，比如我自己在 2014 年取得很好的收益率，2015 年的收益率更好，如果 2015 年初害怕均值回归而保守，那么 2015 年的机会就错失了，因为均值回归并不一定出现在你高收益后的隔年，而是未来你无法预测的某一年或者某几年。

那么该怎么做？我认为还是看淡外在的基准值，重点关注自己的内在目标和逻辑是否成立，如果达标，即使业绩不理想也不应该修正策略，但如果没达标，即使跑赢基准也要反思，并修正策略。

今年我的私募业绩如果和上证 50 或者沪深 300 比较，那是相当的不理想，但是我内部评估的结果是达标，也就是这种业绩不理想只是均值回归出现的必然情况。因为我的投资理由如下：

- 1、套利的逻辑是跑赢目标指数。
- 2、目标指数不是某一个具体指数，而是那个指数套利空间大做哪个。
- 3、目标指数也许被误解，但我坚信任何人无法预测目标指数走势，否则为什么不提前交易？

就拿今年来讲，对应上证 50 或者沪深 300 的套利标的几乎不存在，多数套利机会挂钩的还是全指数，那么全年股票中位数下跌 20%，我的策略还是跑赢了股票中位数 20%多，那么即使今年跑输了沪深 300 不少，我对自己的投资策略依然满意，因为我无法预测今年小盘股一定跑输大盘股，而且跑输这么多。同样，2015 年我也无法预测小盘股能跑赢大盘股那么多，套利叠加后的结果就是超额跑赢沪深 300。所以今年是 2015 年的均值回归。

另外，均值回归并不一定是下跌，今年我依然盈利，但是跑输沪深 300 指数，这是均值回归，今年二三线楼市突然大涨，本来还有很多城市租售比 3%，现在统统把租售

比杀到 2%以下，这也是均值回归。

只要投资的逻辑没有变化，即使收益率不理想，也要坚持下去，因为均值回归的威力一定会在某个时刻发生，2015 年沉寂的价投在 16 年和 17 年得到收获，因为价值在，一定会均值回归。低风险投资者经历了 17 年的沉寂，也必然会在后面几年收获，这不是可转债和分级 A 的机会又来了么。

13. 杠杆操作慎之又慎，金融市场从来都是锦上添花、落井下石

作者：@DAVID 自由之路

发表时间：2015-10-9

洱海的雨一直在下，今天只能泡酒店了。

这波牛市因杠杠而起，因杠杠而落，我也谈谈自己做过的一些杠杠操作。

最初了解杠杠，是债券的正回购，2012 年年底开通了正回购权限，感觉找到了发财致富的快速通道，因为以前投资的复利一直较高，支付几个点的回购利息那是小意思，当时心里盘算着，一年做 10%收益，250%仓位（100 元借 150 元），如果回购利息 3%，杠杆后就是 20%收益；一年做 20%收益，250%仓位，杠杆后就是 45%收益，一年做 30%收益，250%仓位，杠杆后就是 70%收益。

不过上了杠杆以后，发现赚钱并没那么容易，现实是残酷的，后面遭遇了二次去杠杆的压力，都很难受。

1、2013 年 6 月，中行转债杠杆上的比较高，结果债券价格下跌导致债券折算率下降，被迫低位割肉降杠杆。这次教训，让我知道杠杆太高，下跌的时候需要被迫割肉去杠杆的，所以要考虑最差的情况，那就是你认为即使跌到一个极端价格，还能不割肉。依靠这次教训，2014 年 1 月的可转债去杠杆行情顺利抗过去了。

2、2014 年 4 月，中登公司修改债券质押的规则，人为调低债券的折算率，甚至取消部分债券的折算，结果造成债券价格大跌，由于考虑手中的债券过一个月后无法质押借钱，被迫割肉，结果又割肉在了底部。这次教训，让我知道当你借钱的时候，很有可能借钱给你的人或者平台，突然不能借钱了的后果。

有了这两个教训以后，我再也不敢上太多的杠杆，除非有人逼我还债，我能马上变现还钱，这样的杠杆才能上，于是只有新股 IPO 申购，我才去借钱，因为我知道无论发生什么事情，3 天后新股资金解冻，我一定能还得起债。

很多人做杠杆操作，操作的前提是，我能不能抗过爆仓。比如有人杠杆买某银行股，比如每股 10 元，那么 200%仓位，如果清盘线 130%，那么只要该股票不会跌破 6.5

元即可。

真的是这样吗？现实中很可能你最难受的时候，会出现雪上加霜的事情。因为当你因为杠杆暂时亏损的时候，也许会有人逼你还钱，比如：

1、2014 年中登突然取消 AA-担保债的质押资格，你盘算着 100 元的债券只要不跌破 80 元就能抗住，结果是价格一分钱不跌，你都要去杠杆。

2、清理配资平台，可能离你的平仓线还很远，但就是要你还钱，你怎么办？

3、提高期指的保证金，本来你估值期货保证金够够的，但是国家要求保证金从 10% 提高到 40%，你发现你预留的钱不够了，不是因为指数下跌，就是因为保证金变多了。

所以，杠杆操作慎之又慎，因为金融市场从来都是锦上添花，落井下石。

风险提示：上述文章所涉及个股仅供参考，不构成投资建议，据此买入风险自负。

更多优质内容可以登录雪球免费查看。