

——普通投资者如何看宏观和政策？

前段时间邱国鹭的公开信火了，他在信中作反思：之前只顾着自下而上选股，从估值的角度出发，选择了港股和中概股，忽视了政策和环境，结果造成了近几年的业绩低迷。

他表示，今后会更加重视政策，不止是低头看路，也要抬头看天，自上而下和自下而上相结合做投资。

前几天的文章《[一个需要注意的重大变化](#)》我们也提到过，近期全球宏观经济和格局发生了重大变化，今年那些擅长宏观的基金经理业绩表现普遍较好，其他专注自下而上选股的经理则表现较差。

那么，这就引申出一个问题——买基金，需要考虑宏观经济吗？

我认为是要的。

那些做个股的，可能只需要关注个股的基本面就行了，只要基本面没问题或企业能保持竞争优势，他们就倾向于长期持有。

但是我们基民不一样，基金持有的是一篮子股票（单只基金一般至少都有20多只股票）。而且我们的基金组合一般至少包含了七八只基金。

也就是说，我们的持仓中，至少会有100只以上的股票，多的话可能有几百只甚至上千只（指数基金）。

当你持有这么多数量的股票时，个股基本面对你的业绩影响忽略不计，但是整个宏观经济，则会对你的投资产生很大的影响。

这就是为什么说买基金就是买国运。

所以，作为基民，宏观经济对我们来说是很重要的。肯定比对股民来说更重要。

一、什么是自上而下的投资？

顾名思义，自上而下就是先看宏观经济周期，再选行业板块，最后挑选具体公司的投资策略。

为什么要重视看宏观、做自上而下？

如果你选对了符合当前经济周期的行业，那么赚钱就会容易的多，尤其是在A股，市场的 β 远大于个股的 α ，选对了行业，即便是选股差一点，收益也不会太差。用个不恰当的词——鸡犬升天。

比如在房地产火热的06-07年，只要你能看出房地产行业的机会，即使你没选中龙头万科，而是选的绿地控股也能取得不错的收益。而如果你选的行业不对，那么即使是选的行业龙头，收益也可能跑输市场。

再比如2021年以来的互联网和教育行业，懂的都懂。

自上而下的决策一般包含两个部分：

一是选择大类资产（择时），二是选择行业板块。

二、为什么大佬都说“宏观很难”“专注自下而上”？

大家可能都读过不少大师著作或大佬访谈，他们很多都强调——根据宏观做投资很难，不如专注自下而上。

这里我引用一些：

霍华德·马克思：

对于绝大多数人来说，宏观面是不可知的。不可能靠宏观面预测获得成功，我可以百分之百地确定我也其中之一。

查理·芒格：宏观是我们必须要接受的，而微观才是我们能有所作为的。

巴菲特：

如果我们对企业的预测是正确的，那么宏观不会产生任何影响。如果我们对业务的判断是错误的，宏观将无法拯救我们。投资者不应该基于宏观经济预期买卖股票。

彼得·林奇：如果你花十分钟研究宏观经济，那么你就浪费了十分钟。

睿远·赵枫

（曾经是宏观策略出身）：历史上这么多年的投资经验告诉我，预测短期宏观经济形势是非常困难的，错误的概率非常高。

其次，每个上市公司它所处的竞争环境、行业格局、细分的需求，可能都跟宏观经

济总量有非常大的不同，导致即使在宏观经济不好或者好的时候，有相当多的上市公司跟宏观经济表现是不一致、甚至相反的。

宏观分析师预测下一年时，说对的不多，就算说对，也未必赚钱。我们不会根据宏观经济形势来决定股票仓位。

信达澳亚·冯明远

（专注自下而上选股）：每年券商都会出年度策略和明年展望，我们统计过，其实都不太准。宏观经济学课本里有一句非常经典的话——宏观经济的波动不可预测。如果说以宏观来指导投资的话，结果也是非常不确定的。

易方达·张坤

（专注自下而上选股）：投资是在纷繁的因素中找到少数重要且自己能把握的因素。宏观经济、市场走势、市场风格、行业轮动这些因素显然是重要的，但坦率地说，这并不在我的能力圈内。

安昀（曾经是宏观策略出身）：

自上而下投资框架的问题在于逻辑链条过长。你的每一步分析结论，就是下一步的前提。前面的结论如果不对，后面的分析就会错得离谱。索罗斯说过一句话：越复杂的系统，越容易失败，所以大道至简。

第二个缺陷是，宏观经济指标的变化大部分时间是比较平稳的。基于宏观指标的变化做判断，胜率肯定低。

但是，宏观策略的人有大局观，他们能把握住宏观指标剧烈变化的时候，而这时候微观指标还没有来得及反应。宏观策略的框架像屠龙刀，不能做切菜的事情，只有在宏观经济剧烈变化的时候，胜率才会高。

永赢·李永兴（自上而下）：

自上

而下有两

个环节，一是对宏

观经济作出判断，二是判断之后转化成选股。

这两道环节如果命中率都低于80%，最后就只有60%左右的命中率，跟蒙差不多了。

宏观经济看起来很多人都能说上一两句，但宏观分析无论是在投资界和理论界，难度都是很高的，经济学家的准确率也不一定在80%以上。

重要的是你要知道宏观经济的临界点在哪里，在关键的临界点提高准确率。

综上，虽然说，宏观很重要，但是用于指导投资似乎又很难！

不仅有海外的投资大师和国内的顶流经理（张坤、冯明远）放弃做宏观判断，甚至还有赵枫、安昀、焦巍这样的宏观策略出身的人，也渐渐放弃宏观，转而做自上而下选股。

坚持做宏观的李永兴，也强调宏观很难（他近几年的业绩也一般，近3年排名842|1739）。

还有一个有趣的例子，最适合做自上而下投资的人——构建了全球货币体系、制定了布雷顿森林体系的天才经济学家凯恩斯，他也有过1930年基金亏损32%，1931年又亏损24%的经历。

三、普通投资者应该如何看宏观？

这就很尴尬了，一方面，宏观对我们基民来说非常重要！另一方面，宏观对专业投资来说都很难，对我们普通投资者来说，就更难了！

这该如何是好？

我觉得，对于散户来说，应该化简为繁，宏观指标可能有几百种，我们只需要关注最重要的几种，而且是容易观察的几种。

以我个人的浅见，应该是两点：政策和流动性

然后不需要频繁调整，结合估值，
并且参照上文
安昀和李永兴说的（包括擅长宏观的过钧也说过）——把握好临界点和剧烈变化的时候。

1、流动性

流动性应该是众多宏观指标
中最重要的一个。重点关注央行和美联储的货币政策，以及政府的财政政策。

一般这类政策都会有一个趋势，不会忽松忽紧，所以对投资有指导意义。

当流动性放松时，
长久期资产（成长股）和受流动性影响较大的小盘股
往往会表现的更好；当流动性收紧时，短久期资产（低估值和高股息）往往表现更好。

这方面说实话我也不太擅长，就不展开说了。

目前的情况是，中美的货币政策出现了背离，海外要收紧，国内可能要放松。

2、政策方向

在A股做投资，
政策应该是最重要的宏观变量（没有

之一)。即使是专注自下而上的经理，也不敢说自己不看政策。

我自己的体会是：

①政策的拐点比较重要

政策转向压制，互联网、房地产、教培、仿制药，都是例子。

政策的支持，可以看看近几年的新能源车、新能源、军工、中药板块的走势，我就不放图了。

②政策也有周期性

政策的周期性一般是跟随行业周期性进行逆向调整——抑制过热，扶持新兴。

当行业过热的时候，注意政策态度的转向。当行业低谷的时候，也要注意政策的转暖。

③海外的政策对国内产业影响力也越来越大

比如曾经欧美对光伏的反倾销调查，美国对华为、中兴、海康威视等企业的制裁，美国要求部分中概股退市等。

④市场理解政策也需要时间，往往会过分乐观或过分悲观

以互联网举例：2020年11月国家市场监管总局的《关于平台经济领域的反垄断指南》，拉开了序幕，之后12月11日中央政治局会议，正式提出“强化反垄断和防止资本无序扩张”。

那时候市场尚处于牛市中，认为疫情有利于互联网，对这一变化始料未及。但在随

后密集出台的各种政策中，市场开始反映变化↓这体现了市场解读政策存在一些滞后性。

我曾在2021年12月1日的《散户应该谨慎投资互联网，别轻易做“丐帮”》中指出，行业可能还没有见底，理由是政策还没出清。这是当时文章的截图。

一年多来，各种打压政策连续出台，可以说，这个阶段，政策是投资互联网行业最重要的因素，基本面因素则弱化。

许多人抄底被埋，估值跌到谷底，或许市场对政策的解读有点过于悲观，有时候也会过于乐观。

那么，我们再看看最近哪方面的政策出现了转向？

一是最近一系列政策开始支持房地产，放松限购、降低房贷利率等。

房地产会出现拐点吗？

二是政策对互联网的态度转向

3月16日，刘鹤主持会议，中美双方证券监管机构正在致力于形成具体合作方案，中国政府继续支持各类企业到境外上市。

3月31日，中方与美国公众公司会计监督委员会进行了多轮坦诚、专业和高效的会谈，总体进展顺利。

4月8日，国务院常务会议上总理提出“推动平台经济健康持续发展”。

4月29日，中共中央政治局召开会议，强调要促进平台经济健康发展，完成平台经济专项整改，实施常态化监管，出台支持平台经济规范健康发展的具体措施。

5月5日，国务院常务会议上提出互联网平台经济作为服务业的抓手，是稳就业的主要抓手之一。

5月12日，央行副行长陈雨露:互联网金融风险专项整治工作顺利完成。

总体来看，互联网的政策或许出现了拐点，而且这些企业的基本面还是很好的，竞争优势显著，估值便宜。

互联网会迎来拐点吗？

欢迎大家留言探讨！

结语：

其实还有一种方法——尽量买那些不受宏观经济影响或受宏观经济影响较小的行业（比如必需消费和周期独立的军工行业），这样也可以适度规避宏观很重要但又无法被认知的风险。

限于篇幅，就不展开说了。欢迎大家持续关注我。

关联阅读：

[散户应该谨慎投资互联网，别轻易做“丐帮” ——一些互联网投资思路探讨这篇文章其实2个月前就在构思了，当时新建了个文档，起了标题《互联网可能还没有见底》，后来... - 雪球](#)

[一个需要注意的重大变化](#)