

高盛股市周期理论

根据高盛股市周期理论，股票市场的走势从一个高点走向下一个高点的过程可以分成四个泾渭分明的阶段，并将这四个阶段分别定义为绝望阶段、希望阶段、增长阶段和乐观阶段（Goldman Sachs，2009）。

1、绝望阶段：绝望阶段往往伴随着经济衰退，市场从高峰走向低谷。投资者对未来的预期感到失望。缓慢的盈利增长带来最低的实际回报率。

2、希望阶段：在希望阶段，产出缺口触底而失业率见顶。盈利增长被准确预见，市盈率扩张，盈利增长带来最高的实际回报率。

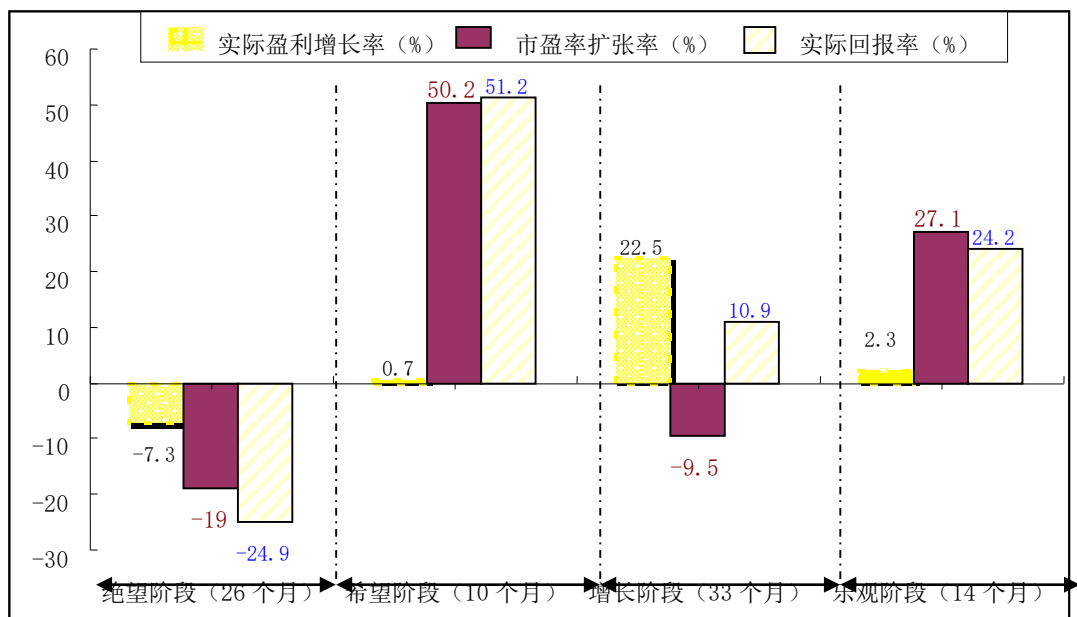
3、增长阶段：在增长阶段，产出缺口和失业率均有显著改善。现实赶上预期，盈利增速高于市盈率扩张，在增长阶段发生的大多数盈利增长并不能产生合理的回报。增长阶段的盈利增速最高，但实际回报率在所有阶段中仅排在倒数第二位。

4、乐观阶段：在乐观阶段，投资者对未来增长潜力感到过度乐观。市盈率扩张高于盈利增速。盈利增长带来排在所有阶段中第二位高的回报率。

高盛的股票市场投资周期理论，实际上是将股市周期的不同阶段与经济周期联系在一起。总体而言，在投资者绝望阶段往往伴随着经济衰退；在希望阶段，产出缺口触底而失业率见顶；在增长阶段，产出缺口和失业率均有显著改善；投资者要求的实际回报率在绝望和增长阶段上升，在希望和乐观阶段下降。

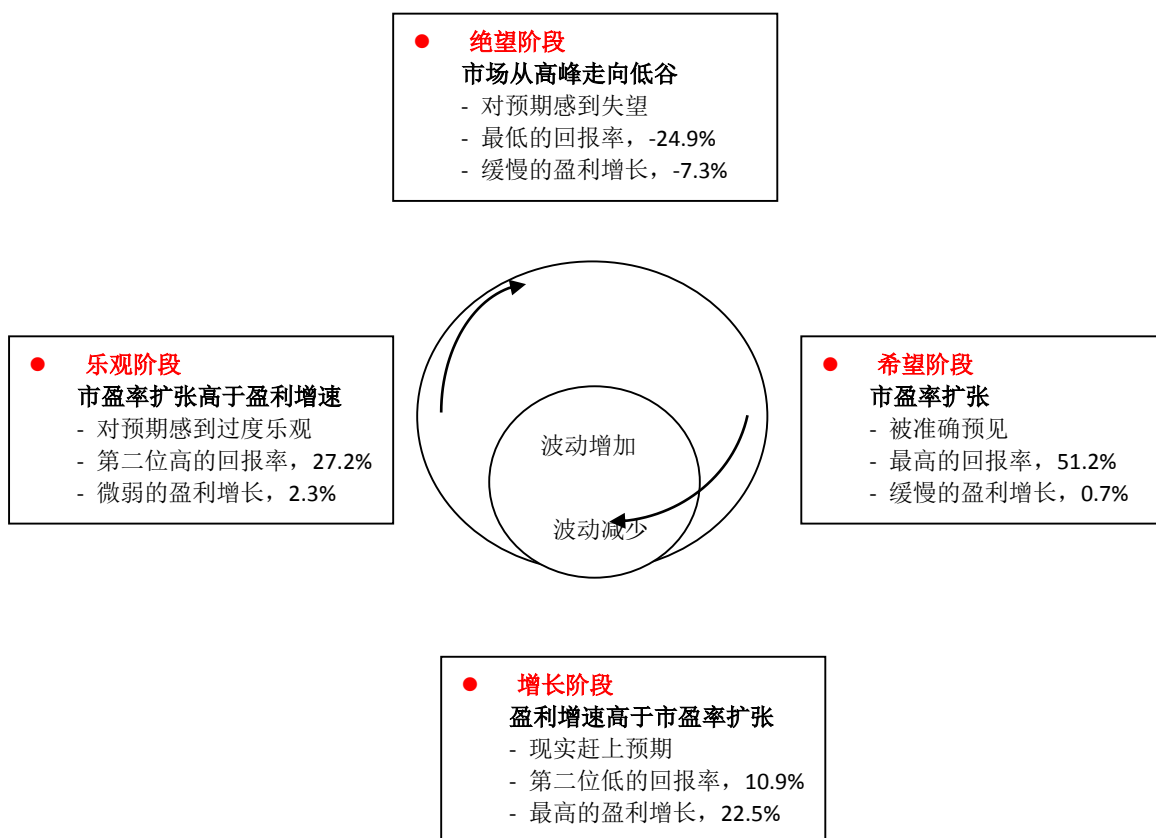
图 1 是高盛对欧洲大陆市场进行股市周期说明，在每一阶段刻画了年化的股权回报率、市盈率变化和上市公司盈余数据的变化。从图 1 可见，尽管在增长阶段公司的实际盈余大幅增长，但股市的回报率仍主要集中的希望阶段和乐观阶段。也就是说，公司的盈余增长率和投资者的股权回报率并不完全一致。在增长阶段发生的大多数盈利增长并不能产生合理的回报，盈利增长只有在希望阶段被准确预见时和投资者对乐观阶段的未来增长潜力感到过度乐观时才会带来高回报。增长阶段的盈利增速最高，但回报率在所有阶段中仅排在倒数第二位。

为了进一步说明股票市场周期不同阶段的轮回机制，高盛以欧洲大陆股票市场为例对四个阶段的驱动机制进行了解释和说明，具体见图 2。



资料来源：Goldman Sachs（2009）。

图 1：欧洲大陆股票市场四个周期的不同特征



资料来源：Goldman Sachs（2009）。

图 2：股票周期轮回机制：以欧洲大陆市场为例