

## 第二章 周期与级别：长度与幅度

宏观策略投资应用在股市中有两个功用，一个是试图去把握周期，也就是辨别趋势与拐点，从而决定资产配置，另外一个是从宏观各变量中抽象出中长期的投资机会，大的机会一定是和人口、技术与制度变革有关（在第一章），较次级别的机会可以从投资主题中去寻觅（在第十二章）。

投资者会产生疑问，周期拐点能够确定吗？可以。就像卢克斯在《华尔街五十年》的第二章——如何利用周期在华尔街赚钱——的开始部分写到：

“在华尔街，如果不是老到了一只脚已经踩到坟墓之时，很少有人能够积累起获取成功所需的足够经验。随着年华流逝，在老来之期，那些经验丰富的华尔街老投资家们，大部分的时间总是在舒适的家中歇息，而当萧条恐慌到来之时（实际上恐慌发生的间隔有时甚至不到一年），这些年迈但经验丰富的老投资家们就会经常出现在华尔街上，颤颤巍巍地拄着他们的拐杖，蹒跚着进出于其经纪人的办公室。那时，他们通常不惜倾囊而出，将自己的全部银行存款投注于购买好股票，让当初专门为应对这种关键之需而攒的这些钱总算有了用武之地。

当这些股票已经买够，并且足以让他们大捞一笔时，这种大恐慌的肆虐也就会慢慢停息下来。而当恐慌慢慢停息之后，那些老人们会根据自己的直觉判断，预期到经济生活将会出现季节交替似的周期性变更，意识到这一点后，他们就会先购买有升值前景的房地产做长期投资，而将利润及其剩余都存往银行，然后在接下来的一个周期又退隐起来，赋闲于豪宅之中，安详平静生活，坐拥家庭幸福。

这些年长的投资先知们于家中与华尔街之间的周期性进出，实际上构成其时代的一种投资信号，年轻者只要有耐心去观察，就一定能够挺过这段特殊时期大赚一笔，这比起时时都亦步亦趋地盲从于那些职业“消息者”们并不可靠的“秘密消息”获利更多。

……在恐慌来临的雨夜，他们肯定会像幽灵般出现（而买入），（而他们的卖出）就像下雨之前，蜘蛛们总是蹑手蹑脚，悄无声息地结网一样。”

但是拐点能够精确确定吗？不能，只能模糊的确定。就像巴菲特所说的话，宁要模糊的正确，也不要精确的错误。并且，巴菲特还说过：一个视力平平的人为什么要在干草堆里找绣花针呢？关于周期的书汗牛充栋，很多都是试图去精确化，但是过去历史还是证明巴菲特的话最正确。

因此周期的重要性在于在一个模糊的但是可确定的底部区域买入而在一个模糊的但是可确定的顶部区域卖出可以带来巨大的收益。特别是在一个只有传统的水平经济周期，而没有创新向上的经济周期的背景下，周期具有最重要的意义。

我们首先需要了解的是存在哪些周期以及哪些周期对于中国证券市场更为重要，然后我们需要了解级别与投资的时间性。

### 第一节 周期

《圣经》的《传道书》中第一章第九节说：“已有的事，后必再有。已行的事，后必再行。日光之下并无新事。”所以一旦了解了周期，做起投资就会容易。

事物运行是存在周期的，不仅在经济领域，在非经济领域也存在，行业层面也存在，比如1938年，挪威教授恩纳森发表的论文《挪威造船业的再投资周期及其证明》。他观察到了挪威造船业存在一个明显的五年周期，其巅峰年份分别是：1884年，1890年，1895年，1899年，1906年，1912年，1916年，1920年，1925年，1929年。

房地产也是有周期的，其中房地产数据最完整的国家是英国，英国的房地产周期平均是18年，包含期中衰退和重大衰退两种衰退。

表 2.1：英国房地产周期

重大衰退	期中衰退
1776	1785
1794	1803
1812	1821
1830	1839
1848	1857
1866	1875
1884	1893
1902	1911
1920	1929
1938	1947
1956	1965
1974	1983
1992	2001

由于房地产周期是如此之长，以致其繁荣季让生活在房地产周期下的投资者忘记了周期的另一面，最终教训会很深刻，因此建议阅读英国人哈里森写的《2010 泡沫破碎》一书，该书剖析了房产市场的不稳定性及其背后的原因。

在《下一轮经济周期》中，丹特还研究了一些长周期，比如认为存在一个 5000 年的文明周期，2500 年的帝国周期，500 年的创新大周期，250 年的革命周期，80 年的人口和技术周期，29-30 年的大宗商品周期，16-18 年的地缘政治周期，10 年的投资周期，4 年的政治周期，一年的股市周期（五月卖股票，十月买股票）。

实际上，超过百年的周期数据样本过少，比如有文字记载的文明也就存在了 5000 年，在目前状况下，我们无法证实。

但是长周期又非常有用，特别是资本市场本身也具有长周期性质。比如原来所罗门兄弟的宏观分析师亨利·考夫曼就以预测利率“准”而著称，一方面他出自美联储，或许有些内幕消息，更重要的是，他说（见《悲观博士考夫曼论利率和市场》一书）利率是有周期的，他不能预测利率涨多少跌多少（也就是说幅度），因为周期的空间难以把握，但是把握周期长度则容易，并且在某个周期利率的趋势是涨是跌也很容易把握。

股票市场也有长周期特征，比如 PIMCO 的格罗斯研究了 1871 年来美国股市的市盈率走势图，认为市盈率的扩张和收缩具有长周期性，市盈率在持续扩张 20 年左右，然后会收缩十几年。因此看来，投资股市是有时代特征的，在假定投资技巧相同的情况下，如果一个投资者在市盈率扩张的 20 多年里投资股票，他获得的收益可能远远比一个投资者在市盈率收缩的 10 几年里投资股票获得的收益高很多。这种市盈率的周期性变动一方面具有周期自我预期加强的特征，另一方面可能受到宏观背景，企业盈利和利率周期的影响。

比如，从长期利率走势看，长期利率下降的长周期往往对应股市市盈率扩张的长周期，长期利率上升的长周期往往对应股市市盈率收缩的长周期。

**图 2.1：1871 年以来美国股市市盈率变化的长周期性**

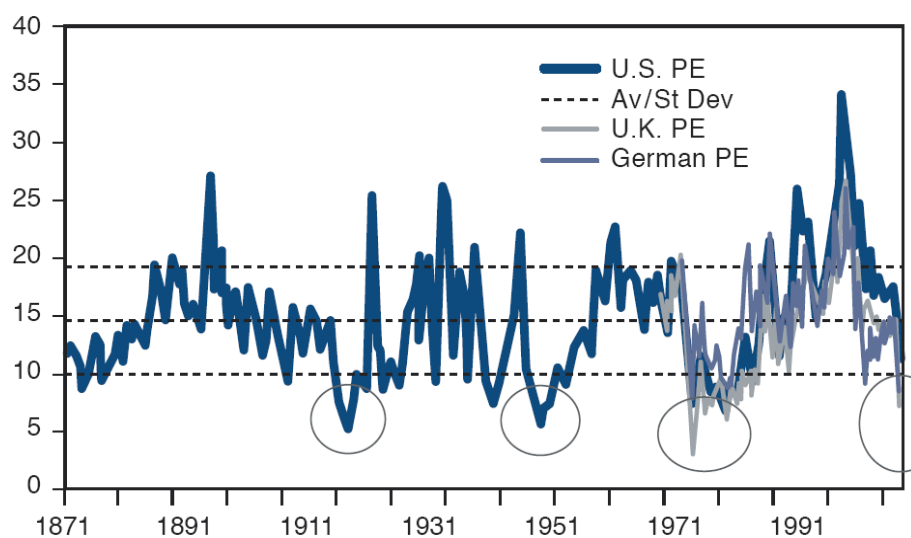


图 2.2: 1800—1997 年美国长期国债利率的长周期性

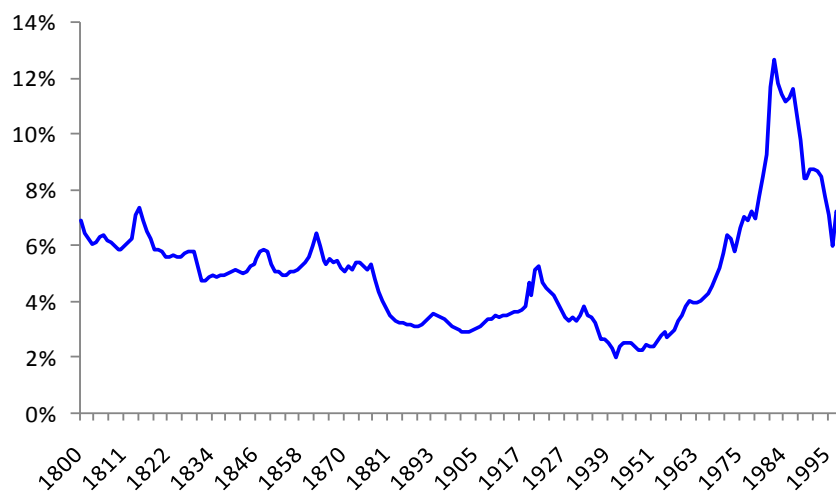
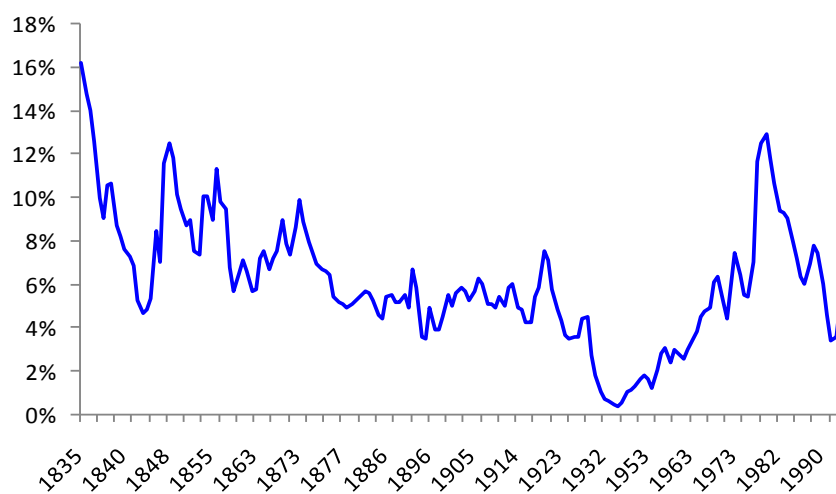


图 2.3: 1835—1997 年美国短期利率的长周期性



另外，4 年的美国政治周期也比较有意思。很多研究均发现了美国股市确实具有的四年总统换届周期。我在 2009 年年初曾经写过，历史表明，技术从来不仅是生产力：罗斯福利

用当时最先进的广播媒介赢得了总统大选，肯尼迪也利用当时最先进的电视媒介赢得了总统大选，现在奥巴马利用当下互动性最强的网络媒体赢得了总统大选。这三位都是民主党人。我看到的统计是，在民主党总统执政期间，表现最好的行业是科技、医药和工业，而在共和党执政期间，表现最好的行业分别是能源、原材料和耐用消费品。看来，在执政党总统更换后，我们特别需要注意未来主流投资板块的变化。

另外一个有意思的统计是，尽管确实存在总统换届周期，但是从大萧条以来，民主党总统上台后的股市表现要优于共和党总统任期的表现。从政治周期来看，股市应该是向上的，但是从经济周期来看，股市好像还没有机会。当两个周期相碰撞，我们更相信政治周期。

图 2.4: 民主党总统上台后股市平均表现

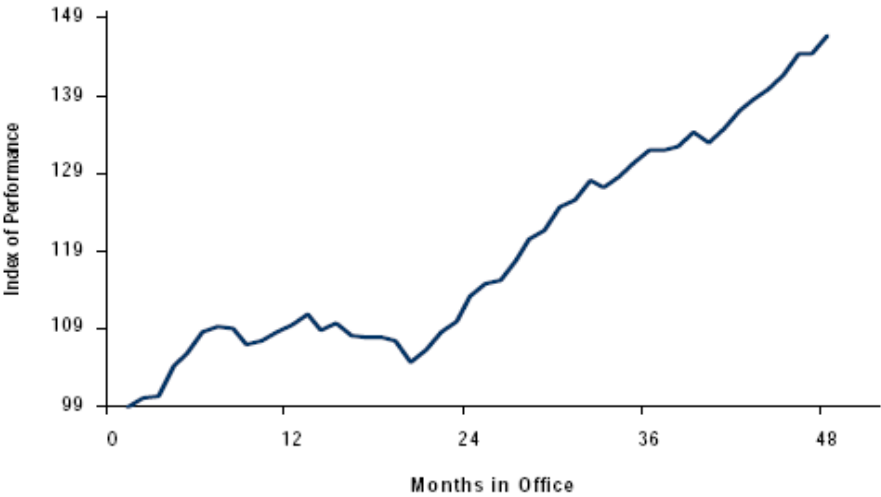
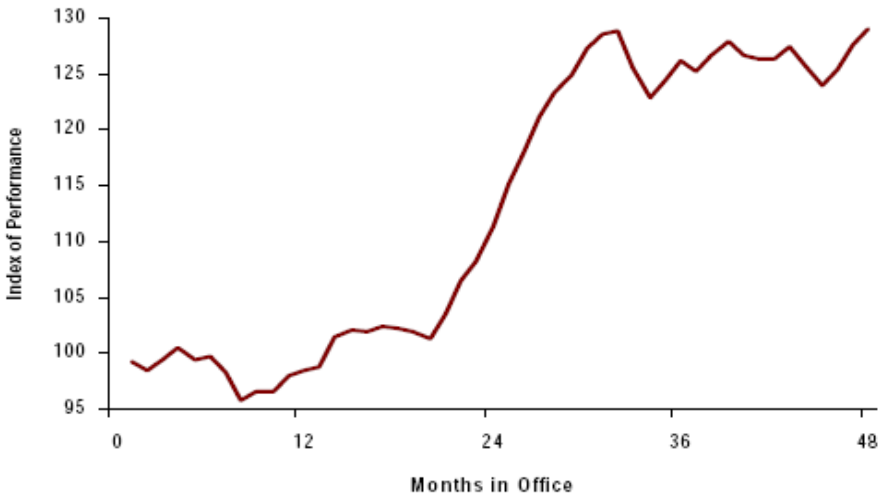
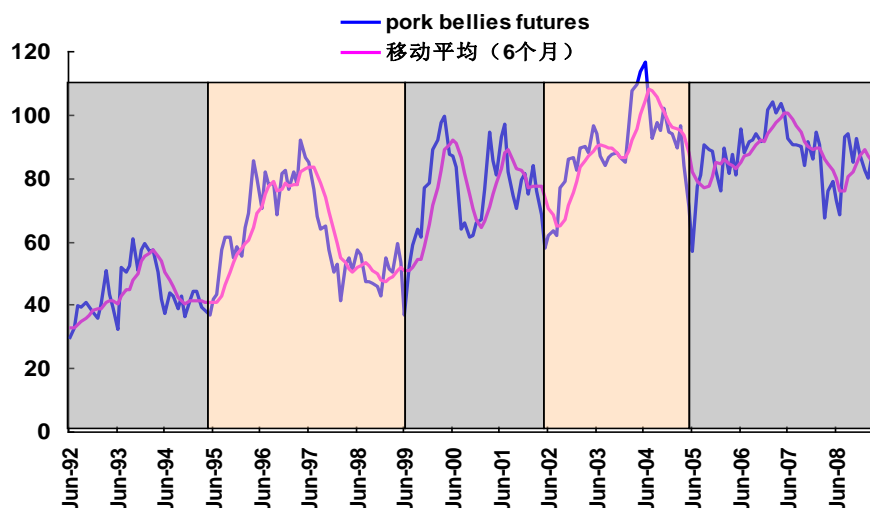


图 2.5: 共和党总统上台后股市平均表现



另外，畜产品价格也有周期，这可以用蛛网模型解释，比如芝加哥商品交易所的生猪期货存在稳定的 3-4 年的猪周期。

图 2.6: 美国芝加哥商品交易所 Pork Bellies 期货存在稳定的 3-4 年猪周期



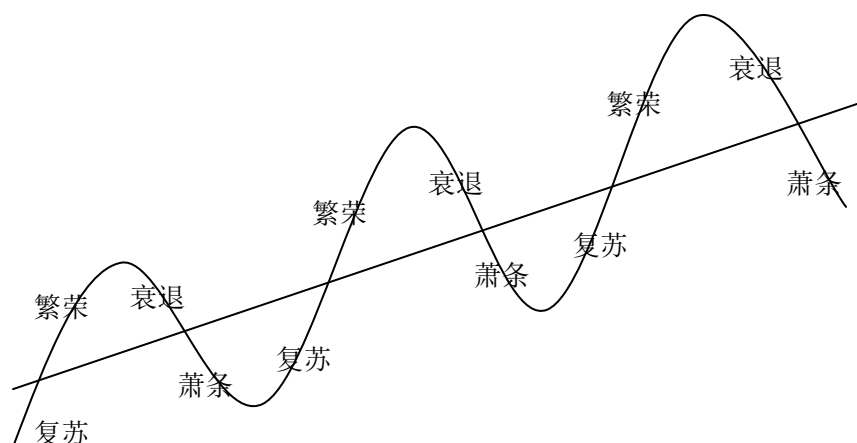
市场中最热衷研究的是经济周期。经济学家伯恩斯和米切尔给出的经济周期经典定义是经济周期是总体经济活动呈现出的波动形态。一个经济周期包括很多经济活动大约同时发生的扩张，随后是相似的总体衰退、收缩和复苏，并逐渐形成下一个周期的扩张。这种周期性变化次序反复出现。

关于经济周期的成因，经济学家有大量争论，并且这个争论从 19 世纪就开始了。总的说来，有外部因素和内部因素两种理论。外部因素理论的主要特征，是认为经济周期的根源在于宏观经济之外的某些事物的冲击性波动，如太阳黑子或星象、战争、革命、政治事件、金矿的发现、人口和移民的增长、新疆域、新资源的发现、科学发明和技术进步等等。而内部因素理论的主要特征，是从宏观经济内部的某些因素，如投资、消费、储蓄、货币供给、利率等之间的相互制约和相互促进的机制来解释经济周期性波动。

我认为每一轮每一个级别的经济周期的起因可能未必一样，或者未必只有一种原因，这需要在当时的具体背景下深入研究，就好比毛主席在研究战争规律时所说，战争有其一般的规律，中国的革命战争也有中国革命战争的规律，但是具体到某一战争，仍然需要具体问题具体分析。

无论任何经济周期，总是一种循环波动，指经济运行中周期性出现的经济扩张与经济紧缩交替更迭、循环往复的一种现象。过去把它分为繁荣、衰退、萧条和复苏四个阶段，现在一般叫做衰退、谷底、扩张和顶峰四个阶段。判断经济周期好比判断经济活动的“大气候”变化，气候变化比日常天气变化的重要性要高一个级别。

图 2.7：趋势向上的经济周期波动阶段



自 19 世纪中叶以来，人们在探索经济周期问题时，根据各自掌握的资料提出了不同长度和类型的经济周期。一般来说，有四类型经济周期值得关注：

1、基钦周期：短周期

是 1923 年英国经济学家基钦提出的一种为期 3~5 年的经济周期。基钦认为经济周期实际上有主要周期与次要周期 2 种。主要周期即中周期，次要周期为 3~4 年一次的短周期。这种短周期就称基钦周期，也就是存货变化周期。

2、朱格拉周期：中周期

是 1860 年法国经济学家朱格拉提出的一种为期 9~10 年的经济周期。该周期是以国民收入、失业率和大多数经济部门的生产、利润和价格的波动为标志加以划分的，也称为投资周期。

3、康德拉季耶夫周期：长周期或长波

是 1926 年俄国经济学家康德拉季耶夫提出的一种为期 50~60 年的经济周期。该周期理论认为，从 18 世纪末期以后，经历了三个长周期。第一个长周期从 1789 年到 1849 年，上升部分为 25 年，下降部分 35 年，共 60 年。第二个长周期从 1849 年到 1896 年，上升部分为 24 年，下降部分为 23 年，共 47 年。第三个长周期从 1896 年起，上升部分为 24 年，1920 年以后进入下降期。

4、库兹涅茨周期：另一种长周期

是 1930 年美国经济学家库涅茨提出的一种为期 15~25 年，平均长度为 20 年左右的经济周期。由于该周期主要是以建筑业的兴旺和衰落这一周期性波动现象为标志加以划分的，所以也被称为建筑周期。

在凯恩斯主义（政府干预经济合理化）盛行以后，朱格拉及其以上的长周期的变化，公众和政府往往没有很大兴趣关注，所有的注意力都集中于短周期上。因为政策制订者喜欢可以直接观察到的短期波动，而更高层次的潜在周期不是立即可以观察到的，因此就不会把他们作为政策制定的依据了，但实际上，长周期仍然非常活跃。

另外一个关于经济周期的观点是，所有的周期到底是独立的还是叠加合成的？我接受熊彼特的观点。1936 年，熊彼特以他的“创新理论”为基础，对各种周期理论进行了综合分析后提出，每一个长周期包括 6 个中周期，每一个中周期包括三个短周期。短周期约为 40 个月，中周期约为 9~10 年，长周期为 48~60 年。他以重大的创新为标志，划分了三个长周期。第一个长周期从 18 世纪 80 年代到 1842 年，是“产业革命时期”；第二个长周期从 1842 年到 1897 年，是“蒸汽和钢铁时期”；第三个长周期从 1897 年以后，是“电气、化学和汽车时期”。在每个长周期中仍有中等创新所引起的波动，这就形成若干个中周期。在每个中周期中还有小创新所引起的波动，形成若干个短周期。

**图 2.8：熊彼特认为周期相互叠加**

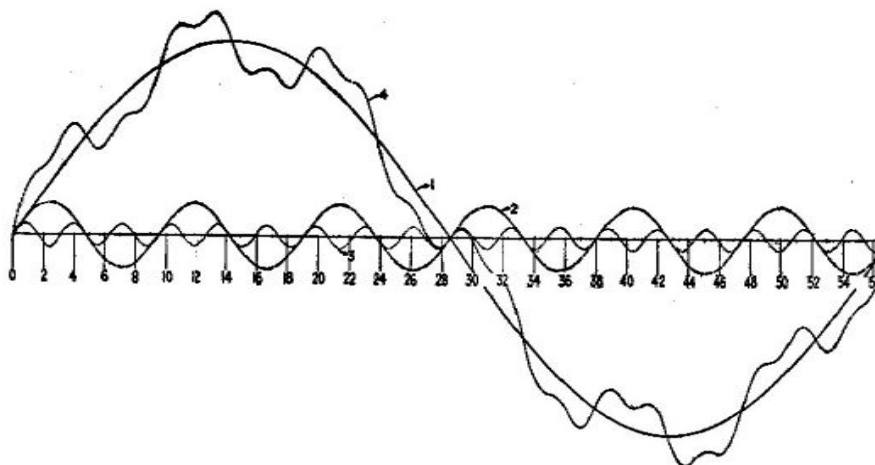


CHART 1.—Curve 1, long cycle; curve 2, intermediate cycle; curve 3, short cycle; sum of 1-3.

因此，如果接受经济周期划分为长、中、短三种并且同时作用，相互影响，那么，对目前的经济周期一种可能的判断是：2008 年下半年的中国经济衰退是长中短三种经济周期同时向下导致的，而 2009 年则是存货周期的反弹时期。

投资者关心的问题不仅在于经济周期及其叠加，还在于经济周期和股市走势是否一致？一般来说，经济周期和股市确实正向关联度很高，且股指领先经济周期。

图 2.9：美国 GDP 增长和股指高度相关，且股指有领先作用

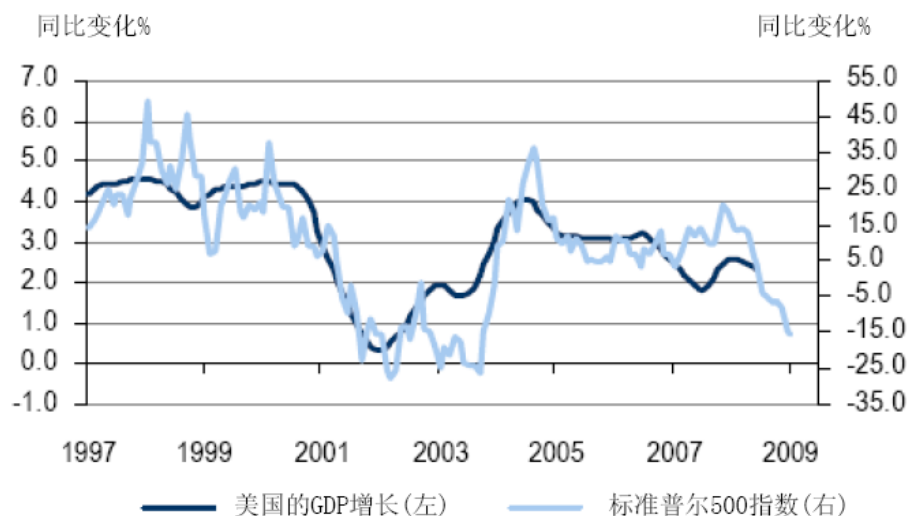
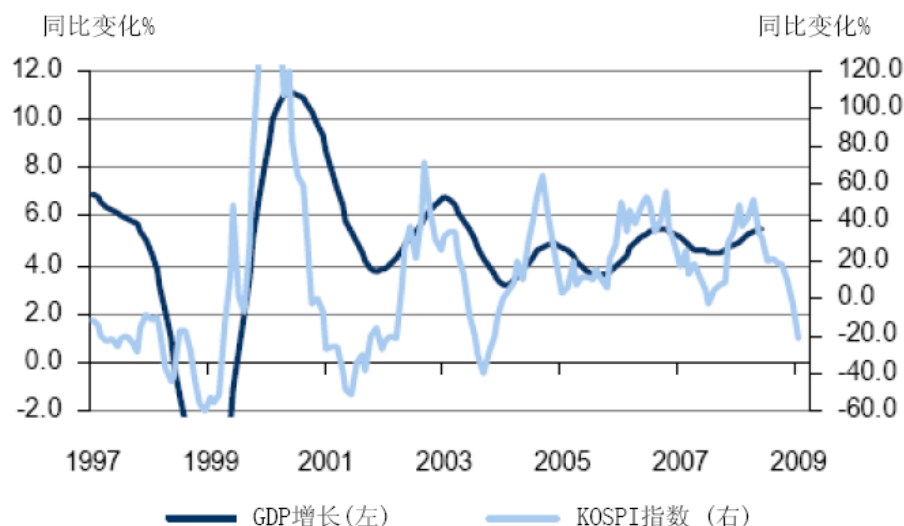


图 2.10：韩国 GDP 增长和股指的相关性较高



根据我们研究，一般情况下，股票市场在经济周期下会出现三次上涨机会：1、经济由快速衰退向平稳衰退的转变；2、经济触底后经济复苏；3、经济由复苏步入繁荣阶段。每个确定性上涨阶段后，会面调整压力：1、前两个是牛市中的调整，后一个是进入熊市。2、但调整是否发生及其幅度，取决于下一轮周期和更高级别周期的运行形态。

图 2.11：股市的波浪运行与经济周期关系

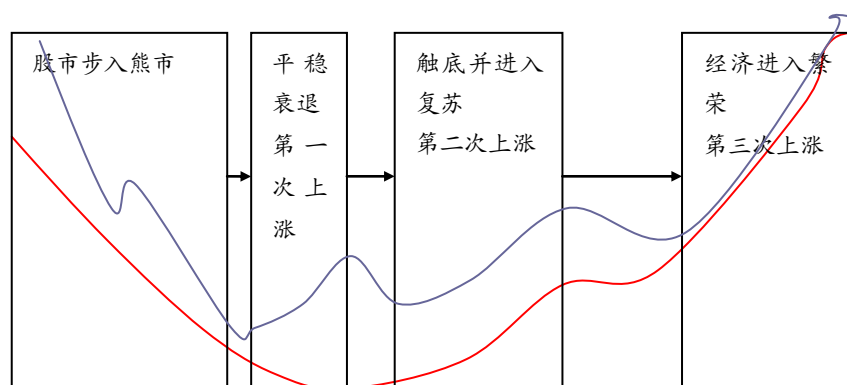
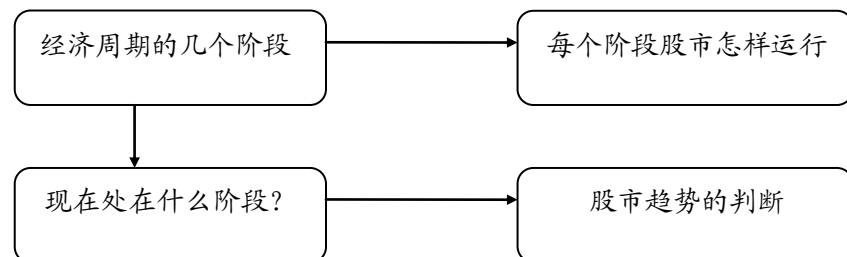


图 2.12：自上而下判断股市趋势的周期视角逻辑



股票市场与经济周期互动的逻辑体现在：在上涨阶段，1、平稳衰退阶段上涨的逻辑：积极的政策——政策评价是上涨的关键，政策评价直接改变了投资的过度恐慌，形成了一个转折点。特别是货币政策带来的流动性和财政政策带来的需求刺激。2、触底走向复苏阶段上涨的逻辑：这个阶段的逻辑在于对经济未来增长模式和路径的思考，股票进入了战略配置



期，这个思考开拓了估值空间。3、繁荣阶段上涨的逻辑：通货膨胀下，价格、成本、利润和扩张构成的基本面的改善，如果繁荣阶段持续时间较长，必然产生一轮较大的牛市。

在回调阶段，1、平稳衰退阶段上涨后可能出现的回调：积极政策产生效果的时滞过长、经济体仍存在较大的负面因素冲击、外围经济的不稳定等。2、触底走向复苏阶段上涨后可能出现回调：复苏阶段表现出基本面好坏因素的交替出现，乐观与悲观的预期交替出现，如果复苏阶段向繁荣阶段转变的时间较长，则会出现调整。3、繁荣阶段上涨的后的调整：紧缩政策后经济回落或者经济自然回落后带来的熊市。

上述的分析框架仅适用一般性周期，但是股市和经济周期的关系判断更多是一门艺术而不是科学，比如科斯托兰尼在《最佳金钱故事》中就有两个类比。一个是股票市场和经济就类似狗和主人的关系。“有一个男子带着狗在街上散步，这狗先跑到前面，再回到主人身边。接着，又跑到前面，看到自己跑得太远，又折回来。整个过程，狗就这样反反复复。最后，他俩同时抵达终点，男子悠闲地走了一公里，而狗走了四公里。男子就是经济，狗则是证券市场。”另外一个就是股票市场和经济就类似二手车市场和新车的关系，每当大汽车公司推出新车型时，汽车销售商便异常活跃，这时二手车的价格就会下跌。反之，如果新车交货期要拖延或者新车型不吸引人，二手车市场就会活跃，价格也随之攀升。股票市场类似二手车市场，经济萧条时，企业可能放弃或者拖延投资计划，他们并未通过增资来发行新股票，反而用剩余资金买回自己公司的股票以留住股东，股票市场反而看涨。德国的战后发展就是典型的二手车市场例子。1952年，工业大规模扩张，企业家将资金全部投入实业，企业取得傲人的业绩，但是证券投资却无人关注。而当工业扩张速度放慢，甚至出现停滞时，股票市场却重新活跃起来，证券价格直线上升。

不过，搞清楚证券和经济逻辑关系比较简单，更重要的还是熟读证券史和经济史，然后结合当时情况进行分析判断。

## 第二节 中国的经济周期

### 中国存在典型的“朱格拉周期”

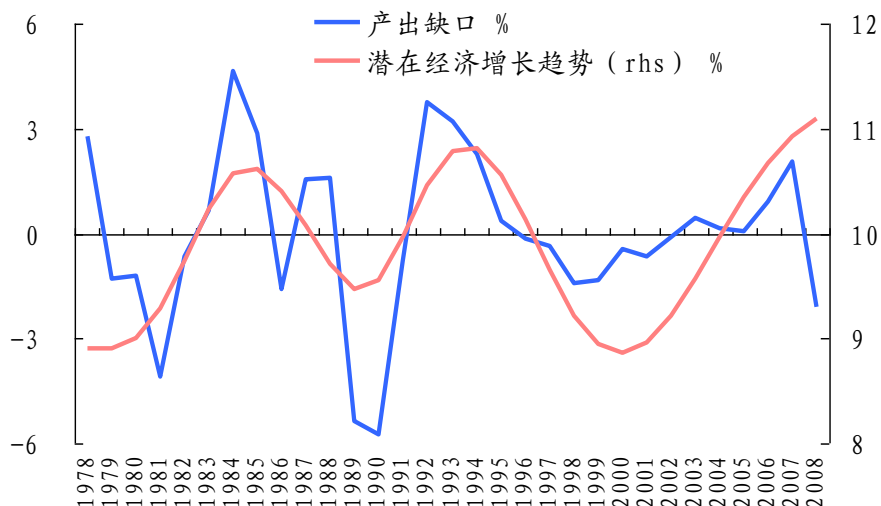
根据学术方面的研究，中国经济周期波动具有以下特征：

（1）经济周期波动的幅度逐步变小，稳定性逐步增强。改革开放以后，尤其是在1990年代中期以来，宏观经济波动明显趋缓，体现在经济增长率峰谷间落差明显下降。

（2）经济周期波动的非对称性逐步增强。1990年之前的经济周期中，经济上升和下降阶段的时间和幅度基本一致。1990年之后，非对称性逐步增强。90年开始的周期中，只用了两年时间，1992年就达到增长峰值，然后出现长达9年的缓慢下降。而最近一轮投资周期，从2001年开始，经过6年的缓慢上升，在2007年达到峰值，随后2008年陡降。如果经济在2009年见底回升。该轮周期正好与上一轮形成镜像对称。

（3）中国经济潜在增长率在9-10%左右。观察改革开放以来中国潜在经济增长率基本在9-11%区间运行。考虑未来以房地产和汽车为代表的消费需求升级和环境资源约束等正负因素，在未来5-10年的中期内，中国经济的潜在增长率仍可以在9-10%左右。当经济增长超出10%，就容易出现经济过热和严重通货膨胀，而当经济增长低于8%时，就会出现通货紧缩，就业压力明显增大。

图 2.13：改革开放以来中国经历三个投资周期



改革开放以来，中国经济总体上呈现存在 9 年左右的中周期波动，符合典型的“朱格拉周期”规律。和总产出相比，存货、出口、固定资本形成、财政支出、信贷等变量的波动性更大。尤其是是存货和出口。

1978 年以来投资基本同步领先于总产出周期波动，造成中国经济周期波动的最主要因素是投资冲击。而投资与货币信贷供应波动也紧密相关。因此，货币信贷冲击是引起中国经济波动的重要外生性因素。

图 2.14：1978 年以来去趋势后投资基本同步领先于产出周期波动

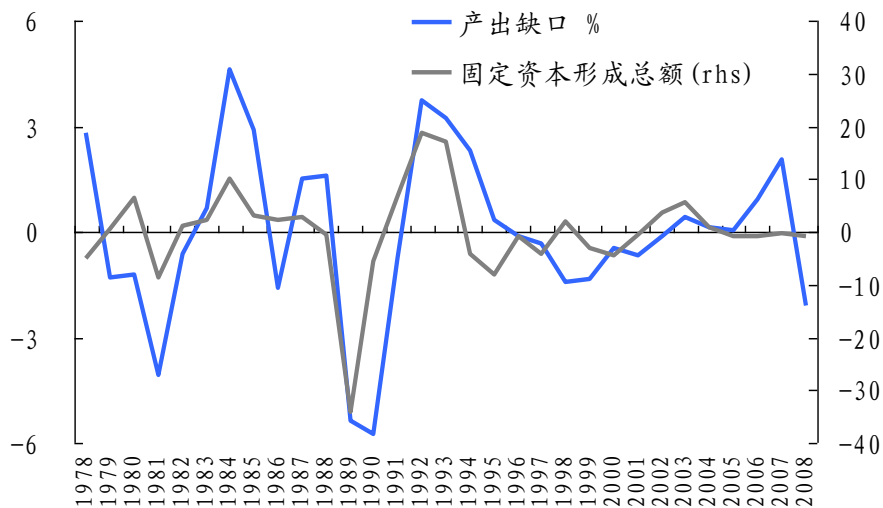
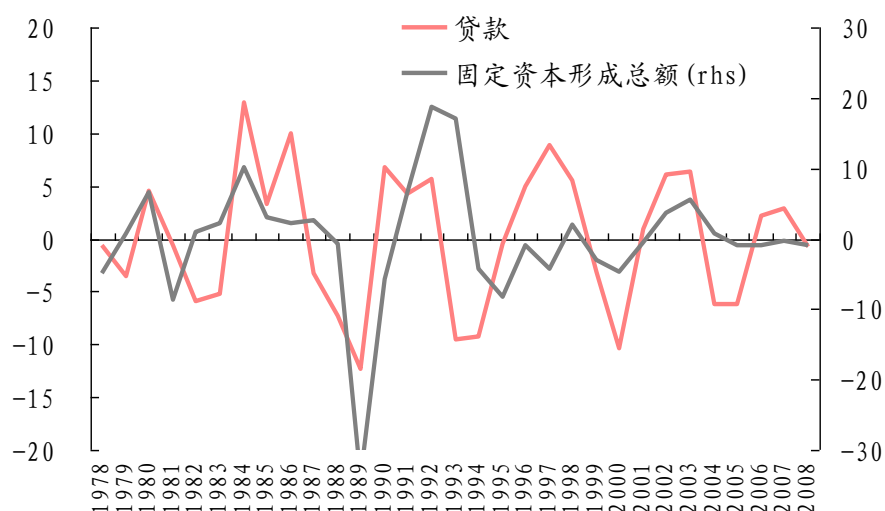


图 2.15：1978 年以来去趋势后投资与货币信贷供应波动紧密相关



为更好的理清货币信贷与其他重要经济变量的关系，对 1986-2008 年去趋势后总产出与各变量间进行横截面相关分析可以发现：

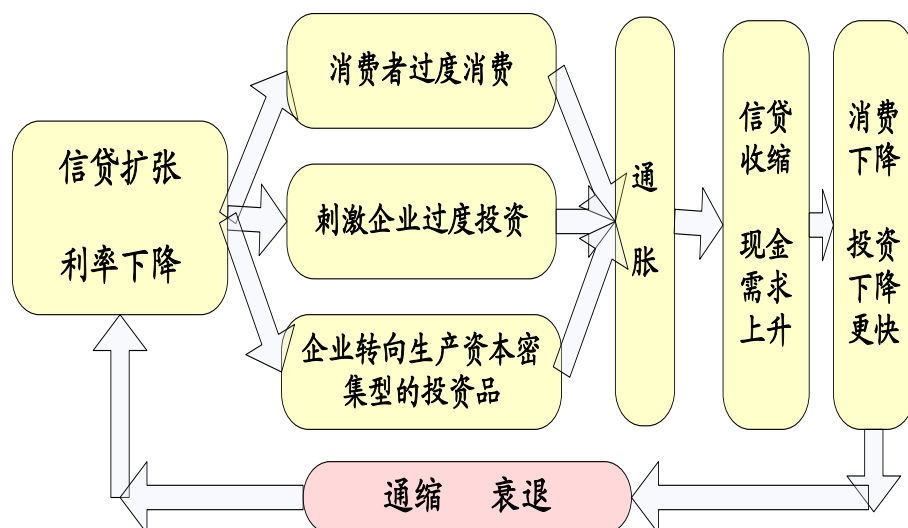
(1) M2 与总产出、进口、全社会固定资产投资保持较高的当期正相关，且具有较强的领先性；(2) M2 对物价（包括 CPI 和 PPI）水平有较强的领先性。这种领先性在 1-2 年表现出来；(3) M2 与财政支出有一定的当期相关，略微滞后于财政支出。这种弱滞后可能是由于政府在调控经济的政策选择上，财政政策的行动效率更高，货币信贷往往扮演配套角色有关。

既然投资与货币信贷冲击是导致中国经济周期波动的最主要原因。那么机理何在呢？根据奥地利学派对商业周期的理解和李嘉图效应原理，在中国经济价格存在粘性、市场不完善背景下，政府控制的货币信贷的放松收紧极易造成经济的大起大落。

当流动性超量供给（表现为实际利率下降、获取贷款的难度下降），整体社会就陷入货币幻觉，居民开始过度消费，企业也利用廉价资本进行大规模投资，并转向生产资本密集型的投资品，此时投资的增长快于消费，投资/消费比例上升。经济繁荣时期总是充斥了浪费和错误的投资。但经济的假象不可能长期维持，涨价效应的扩散，最终使全社会出现通货膨胀（即过热）。为了保持稳定的实际经济增速，需要更大的货币投放，但货币供给不可能一直无限制上升，而过热的时候货币投放速度反而会低于需求，于是企业和居民开始收缩投资和消费规模，导致整个经济进入衰退，有时会伴随通缩。

因为固定资产投资的杠杆比例远高于消费，因此投资对货币更敏感，当经济繁荣时，投资/消费会上升，当该比例严重失衡到需要调整时，危机就到来了。奥地利学派认为衰退是对经济在繁荣时期的浪费和错误的调整，是经济健康发展所必须的。

**图 2.16：奥地利学派宏观经济周期框架**

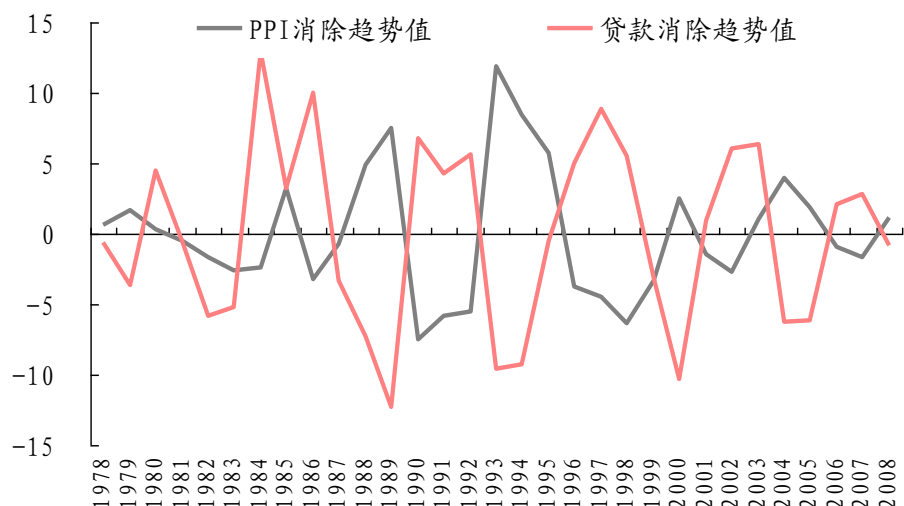


奥地利学派坚定不移的信仰市场经济，与凯恩斯主义和货币主义不同，其认为在衰退期间政府所做的一切，如放松货币、积极的财政政策、阻止企业裁员、给银行注资等，都将延缓经济恢复的进程，进一步扭曲市场结构，并在将来导致更大的危机。在萧条中，不当的投资项目和低效的机构被清除出市场，经济将“恢复”正常，因此繁荣需要萧条，而政府不应该干预市场。

奥地利学派多次成功预测经济大衰退，1929年2月哈耶克因为对即将发生的大危机作出预测引起社会关注，后被聘为伦敦经济学院的教授。2007年6月，国际清算银行的奥地利学派经济学家威廉·怀特发表报告认为资产泡沫预示着一场全球经济危机即将来临（国际清算银行的网站 [www.bis.org](http://www.bis.org) 值得看一看，有不少值得一读的经济工作论文，另一个值得推荐的海外经济研究工作论文的网站是美国经济研究局 [www.nber.org](http://www.nber.org)）。

奥地利学派认为次贷危机的主因不是贪婪的金融家和衍生金融工具，而是过度宽松的货币政策。因此奥地利学派反对加强金融管制、救助金融企业和放松货币供给，认为经济调整的越快，问题解决的也越快。奥地利学派的理论对中国的经济现状有相当好的解释能力。2008年金融危机后，与其他国家仍在去杠杆化不同，中国财政金融状况良好，因此可以注入大量流动性，政府也希望用一个更大泡沫来消除上一个泡沫破灭带来的痛苦，这在短期会带来经济反弹，但是长期会导致更严重的资源错配。

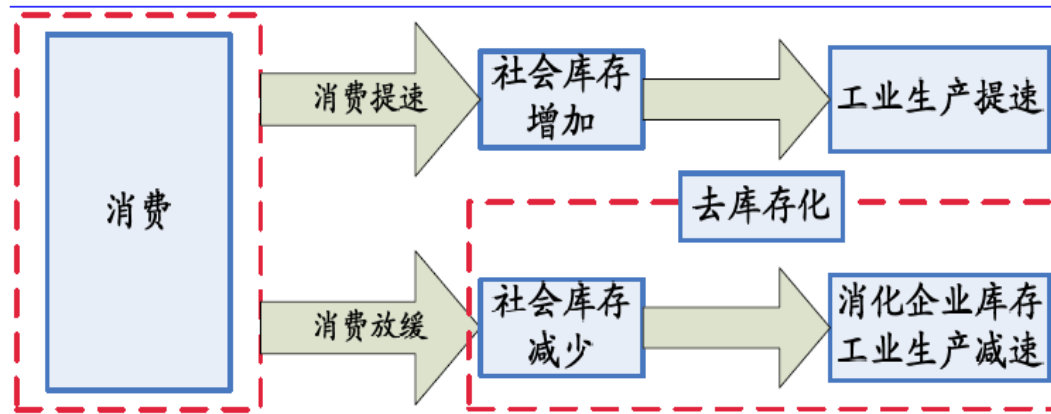
**图 2.17：货币信贷与物价水平反向相关：通胀下过度的信贷增长难以为继，但针对通胀水平的信贷调节往往容易滞后和过度**



### 存货周期

在美国，消费决定库存周期。在美国，库存主要受消费周期影响，在消费增长旺盛之时，社会库存（主要指零售商、分销商和生产厂商的分销渠道库存）增加，导致工业生产较消费以更快速度增长，同样，消费增长放缓后，社会库存也开始减少，这使得作为供应方的生产下降幅度经常超出预期。我们将三者之间调整的先后顺序归纳为：消费增速变化→社会库存变化→工业生产变化，社会库存是消费滞后指标，却是生产领先指标。

图 2.18：美国消费、库存和生产三者关系简单示意图



美国 60 年以来消费和生产周期证明库存周期确实稳定存在，周期长度一般持续 4-6 年，20 世纪 90 年代起因于互联网革命的长期增长可视之例外。从 07 年中期开始，美国私人消费增速快速下滑，到 08 年中期，消费开始出现负增长，同期，工业生产以更快的速率下降，库存变化则领先于工业生产，于 07 年 3 月份开始负增长。

图 2.19：美国 60 年以来的库存周期是 4-6 年

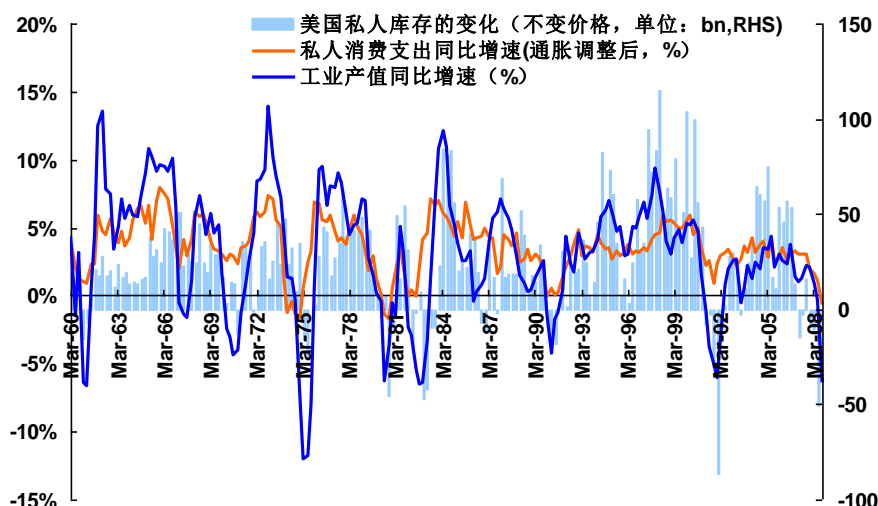
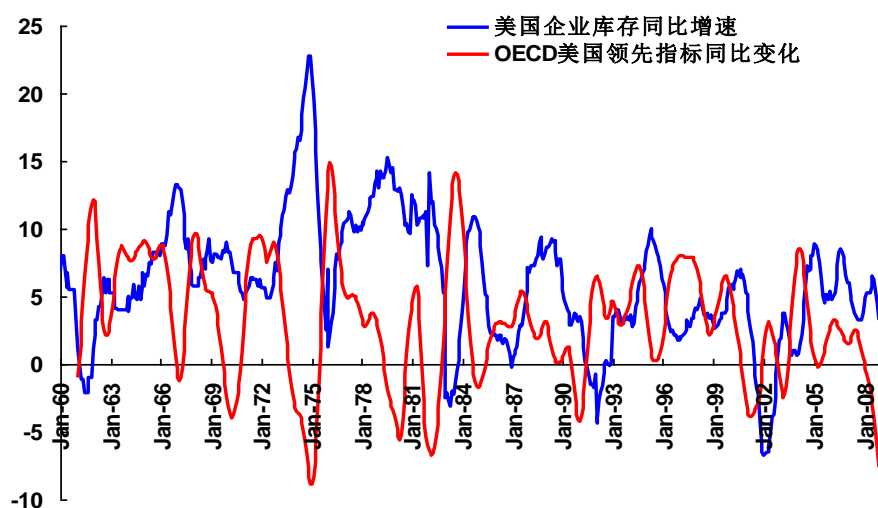


图 2.20: 美国 OECD 领先指标是库存变化很好的领先指标，领先 1 年左右



在美国，消费平均占 GDP 近七成，是经济波动的主导因素。随着全球化和外包，中国工厂越来越承担美国库存功能，因此，在中国，投资和出口主导中国 GDP 波动，从而成为决定库存周期的主要决定因素。存货的大幅波动一方面对应的是货币供应的大幅波动（货币是实物存货的对立面），另一方面，中国企业，从上市公司存货来看，原材料占比过大，超过 50%，因此原材料价格波动通过企业库存会计政策以及涨跌价准备来对利润波动产生重要影响。

从历史数据来看，库存变动与投资变动关系密切，年度数据相关系数 0.53，而与私人消费的相关性明显较弱，相关系数仅为 0.37。工业增加值变动的数据更证实了该结论。95 年以来，工业增加值变动与社会消费品零售总额变动的相关性仅有 0.2，而与出口增速相关系数为 0.47，与资本形成额同比增速相关性高达 0.72，这充分说明了中国经济依赖投资和出口的结构特点。

图 2.21: 中国工业增加值与消费品零售总额增速相关性低

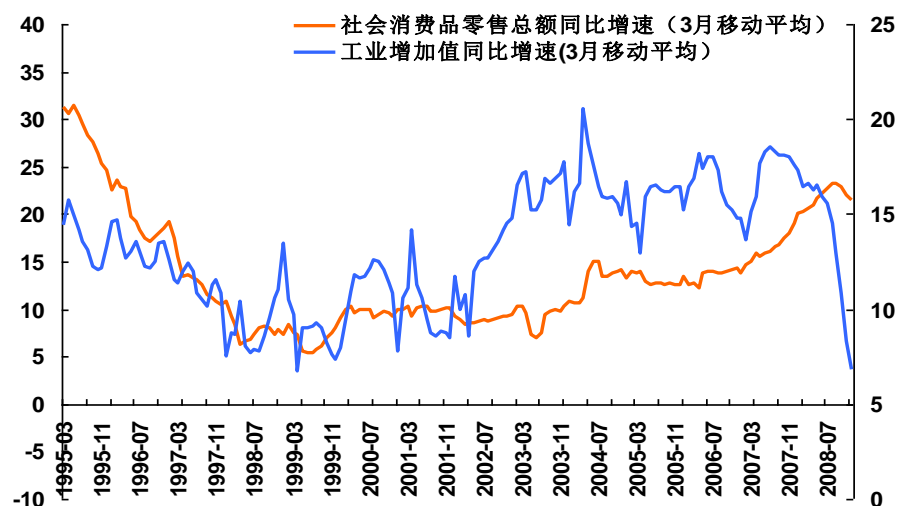
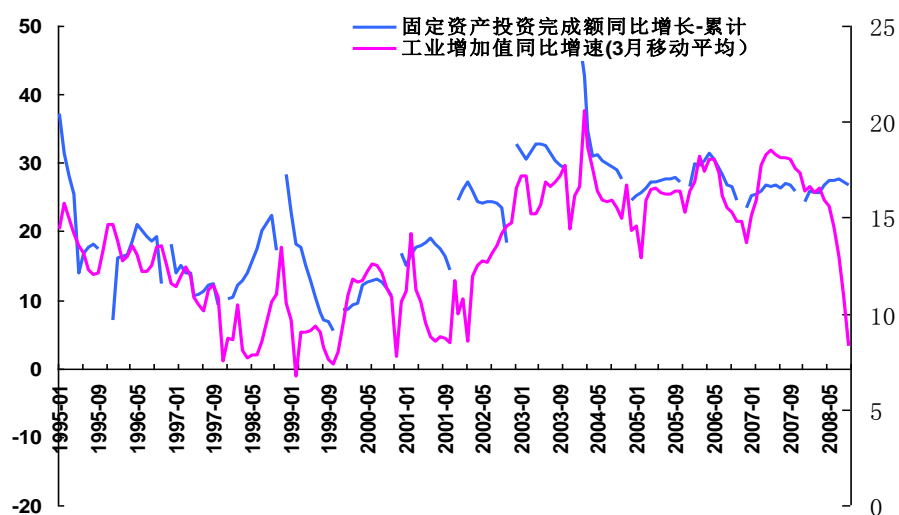


图 2.22: 中国工业增加值与零售总额增速高度相关



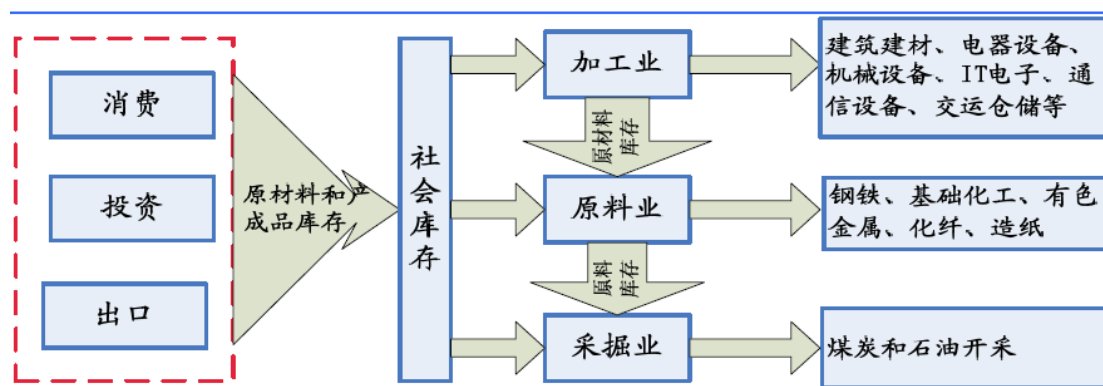
改革开放以来，国际经济形势变化对中国库存周期影响显著，每轮周期的起始和终结都可以发现重大国际经济形势变化的影响。我们将改革开放以来中国的库存周期划分为 5 轮，前 4 轮平均时间是 6 年。

表 2.2: 中国库存周期的大致划分

年份	起点	终点	峰值年份	长度(年)
1982-1987	卡特衰退(1980)、里根衰退(1981-82)	美国股灾、美元创纪录下跌	1985 年	5
1987-1992	美国股灾结束	老布什衰退(1990-91)、苏东剧变	1989 年	5
1992-2000	老布什衰退结束(1991)、南巡讲话	亚洲金融危机(1998-99)、网络泡沫破灭(00-01)	1996 年	8
2000-2005	亚洲金融危机结束(1999)、网络泡沫破灭(00-01)	国内宏观调控	2004 年	6

2005-?	国内宏观调控放松	次贷风暴（08-至今）	2008 年	?
平均年限（除去 05 年以来）				6

图 2.23: 中国库存形成机制和影响行业划分



### 中国的政府换届周期

政府换届周期往往带来 GDP 特别是投资较快反弹。其主要解释是，因为中国的增长模式主要是依靠“扭曲要素价格”补贴工业，因此地方和企业可以通过投资套取中央的要素价格补贴，再加上地方官员的政治晋升刺激，使得地方政府及其掌控下的企业具有强烈的投资动机和资金需求。只要中央政府稍微放松约束，地方政府的投资冲动就会演变为投资过热和整体经济过热，最终中央政府进行强力约束迫使经济降温。这种中央与地方博弈的“怪圈”解释了为什么中国经济存在“一放就乱，一收就死”的循环，和为什么中国经济存在所谓“政府换届效应”。

图 2.24: 中国经济周期的“政府换届效应”（红色点为政府换届年份）

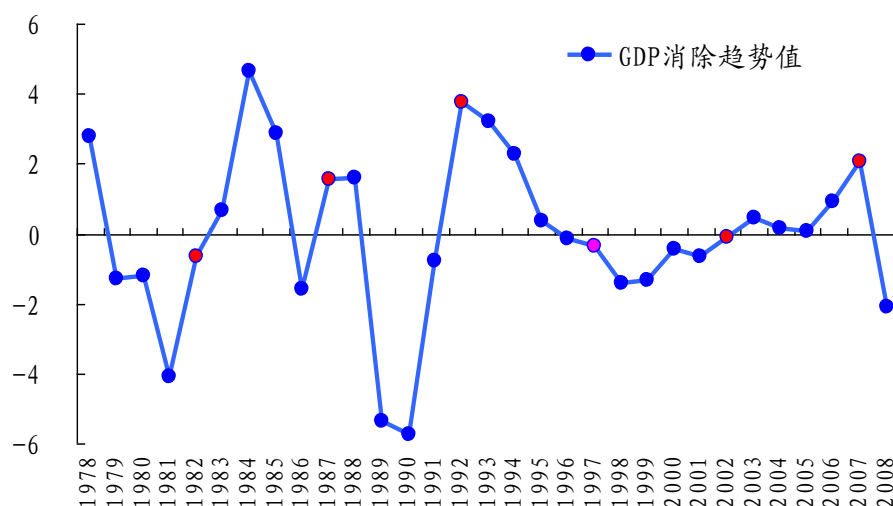
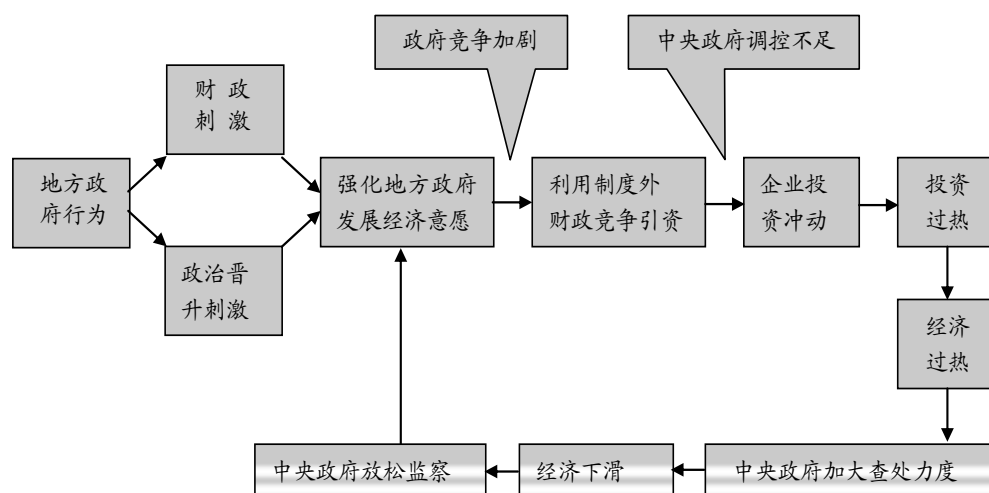


图 2.25: 地方政府行为对宏观经济稳定产生冲击的基本机制

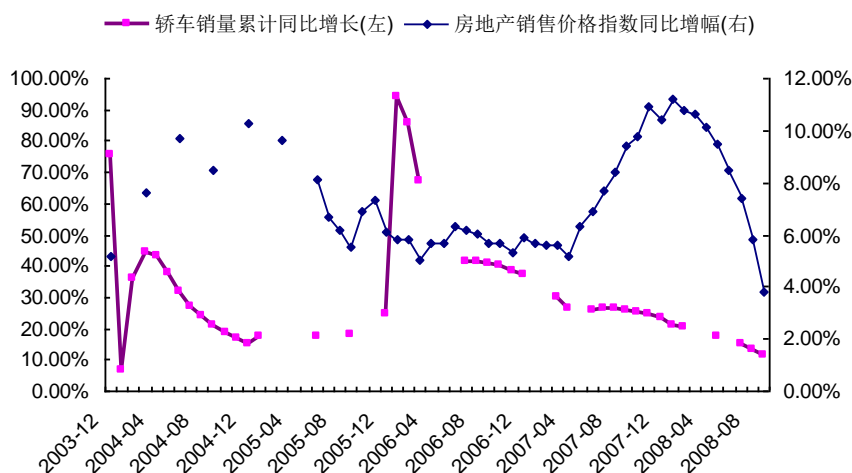




### 地产与汽车销售周期

随着居民收入的提高，2002 年以来，以房地产和汽车为主的大额耐用品消费结构升级推动了中国经济进入新一轮增长。房地产和汽车作为大额可选消费品，又具有较强的波动性，并且由于相关产业链的传导和放大，对整体经济波动也会产生较大影响。因此，可以判断，未来房地产、汽车等大额可选消费正日益成为影响中国经济周期波动的新的的重要因素。因此投资者需要了解地产和汽车销售月度数据的波动周期和领先性。

图 2.26：商品房与轿车消费具有较强的波动特征（2003-2008）



根据 2007 年的数据，房地产开发投资占到整个城镇固定资产的将近四分之一，仅次于制造业的 30%。房地产投资与城镇固定资产投资和货币供应具有较强的同步性，已经是影响中国投资增速的重要因素。商品房新开工面积增速一般滞后销售面积 3-6 个月。因此，根据当期商品房销售数据，可以判断 3-6 个月后房地产投资情况，进而对整体经济投资形势判断有所帮助。

图 2.27：房地产投资与城镇固定资产投资和货币供应具有较强的同步性

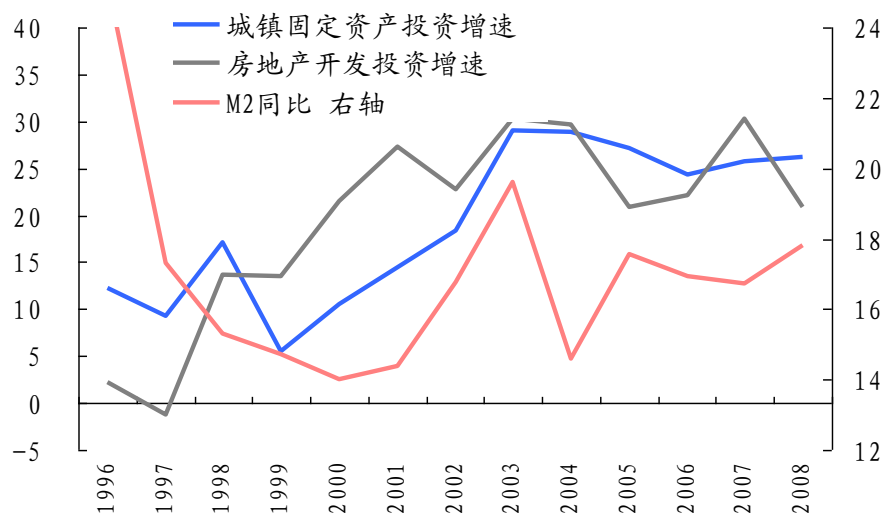
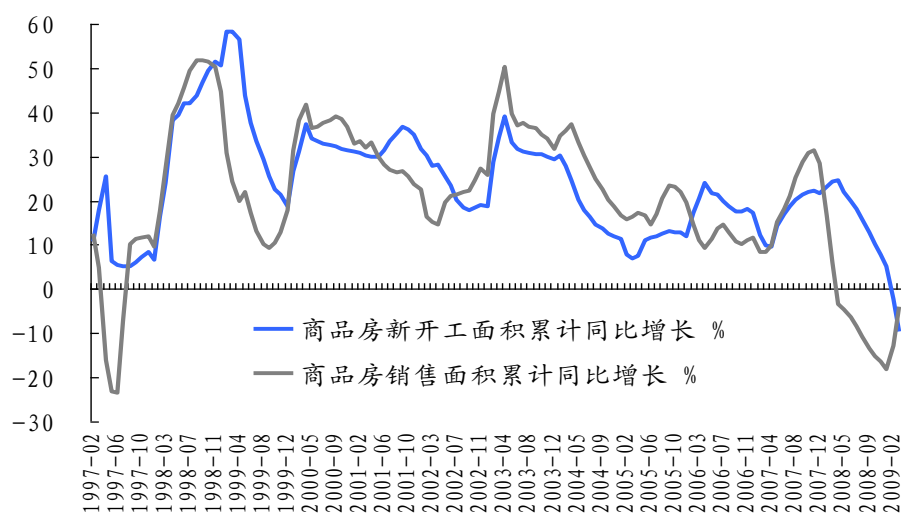


图 2.28: 商品房新开工面积增速一般滞后销售面积 3-6 个月（数据经过季度平滑处理）



上述研究讨论了中国的经济周期，特别是投资周期，存货周期，汽车地产销售周期。对于流动性周期和上市公司业绩周期，则放在第四章去研究。

### 第三节 级别与幅度

周期的时间重要，周期的空间也很重要，研究周期波幅空间最早的是道氏理论，道氏理论应用到股票市场是认为市场的波动有三种趋势：主要趋势、中期趋势及短期趋势。

其中主要趋势持续数个月至数年，大部分股票将随大市上升或下跌，幅度一般超过 20%。中期趋势，持续数个星期至数月，幅度为基本趋势的三分之一至三分之二。短期趋势只反映股票价格的短期变化，持续数天至数个星期。

道氏理论认为任何市场中，这三种趋势必然同时存在，彼此的方向可能相反。长期趋势最为重要，也最容易被辨认，归类与了解。它是投资者主要的考量因素，对于投机者较为次要。中期与短期趋势都属于长期趋势之中，唯有明白他们在长期趋势中的位置，才可以充分了解他们，并从中获利。

中期趋势对于投资者较为次要，但却是投机者的主要考虑因素。它与长期趋势的方向可能相同，也可能相反。如果中期趋势严重背离长期趋势，则被视为是次级的折返走势或修正

走势。次级折返走势必须谨慎评估，不可将其误认为是长期趋势的改变。

短期趋势最难预测，唯有交易者才会随时考虑它。投机者与投资者仅有在少数情况下，才会关心短期趋势：在短期趋势中寻找适当的买进或卖出时机，以追求最大的获利，或尽可能减少损失。

了解长期趋势是成功投机或投资的最起码条件。一位投机者如果对长期趋势有信心，只要在进场时机上有适当的判断，便可以赚取相当不错的获利。

道氏理论主要的功劳在于提醒投资者去有意识的思考周期趋势的级别与幅度，而具体的级别和幅度则没有明确的预测方法。不过这可以利用历史上的价格走势资料，以统计方法归纳。

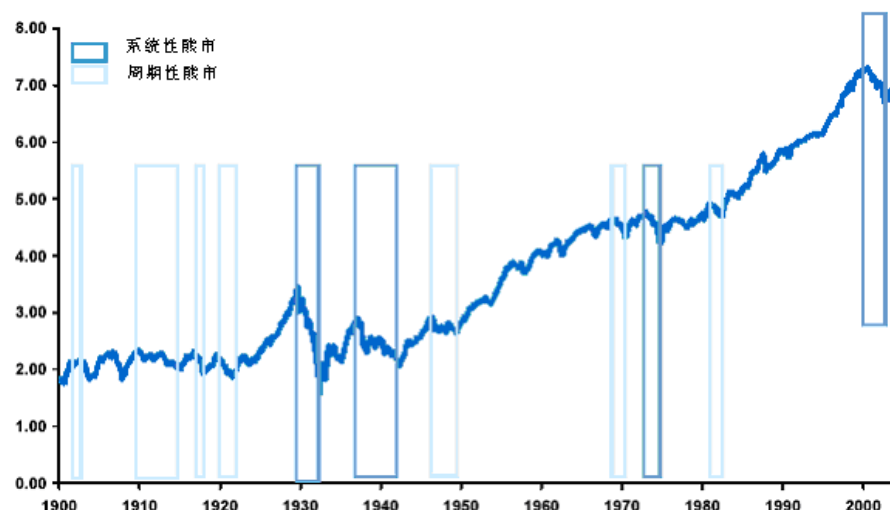
这里，我统计了熊市的级别和幅度。熊市可以分为几种：一种是技术性熊市，对趋势没有影响，调整幅度小，属于市场自发调整；一种是事件性熊市，这种熊市持续时间很短，但是被外力作用；一种是周期性熊市，其根本是一个经济周期与货币现象；另外一种则是系统性熊市，其根本原因是资源的错误配置。

周期性熊市的波动与经济周期的波动基本一致，并领先半年，并受到货币政策的影响，调整时间比事件性熊市长，但是比系统性熊市短。周期性熊市是一个货币现象，主要与经济周期和信用周期联系在一起。一般来说下降的利率会导致熊市结束。

系统性熊市的根本在于资源的错误配置，比如 2001-2005 年整个市场的价值回归，在于以前的市场将资金错误的配置到不该配置的股票上，也可以说是价格严重脱离了价值，因此需要长期的价值回归。

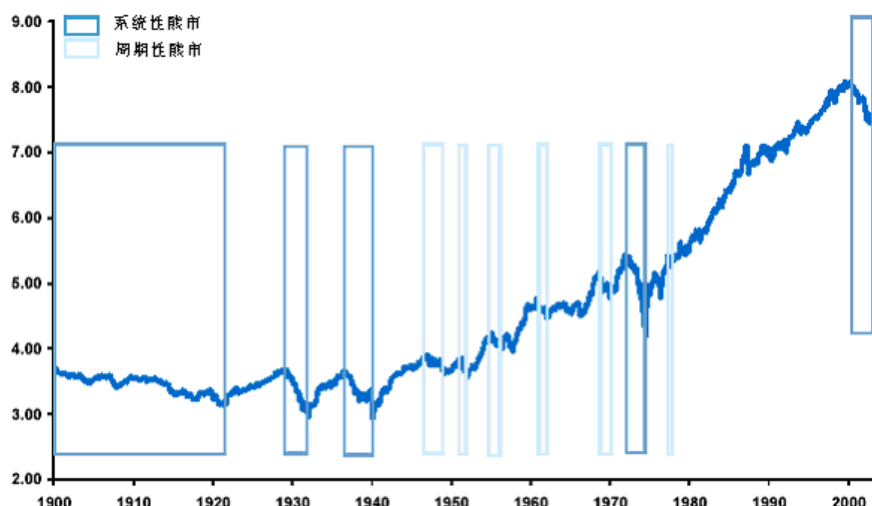
下跌的不同股票处于不同的熊市，投资者应该认真分辨清楚。很多投资者错误的把周期性熊市的股票也看成系统性熊市的股票，这里有错把李逵当成李鬼的嫌疑。比如投资者把优秀的周期类股票下跌当成系统性熊市，给予了最悲观的预期定价，但是优质周期性股票应该是周期性熊市，一旦实际情况好转或者没有投资者想象的那么悲观，周期性股票就存在投资价值。这为有远见的投资者提供投资机会。

图 2.29：美国百年股票市场的系统性与周期性熊市



美国 1900 年以来证券市场多数的熊市为周期性熊市，与经济周期和利率高度相关。但是 1929 年的大崩溃、1940 年的战争熊市、1973 年的漂亮 50 和石油危机熊市、2000 年的网络泡沫熊市均是系统性熊市，调整力度大，时间长，并且与经济周期和利率无关，主要是受到资源错配的影响。

图 2.30：英国百年证券市场的系统性与周期性熊市



英国 1900 年以来最大的系统性能市长达 20 年之久，主要是 1900-1920 年之间，受到了战争和世界经济格局变化（美国成为第一强国，英国逐步衰落）的重要影响。

综合美国百年熊市历史，可以发现最长的熊市长达 5 年，最大的跌幅是 1929 大崩溃，跌幅达-85%。一般的事件性熊市持续时间很短，但是短期跌幅并不小。

周期性熊市平均跌幅达到 30% 左右，从最高点到最低点持续一般一年半左右。

表 2.3: 美国各种熊市的持续性

特征	高点时间	低点时间	持续时间	下跌最大幅度
周期性	1902.9	1903.10	13 个月	-29%
事件性	1906.9	1907.11	14 个月	-38%
周期性	1909.12	1914.12	60 个月	-29%
周期性	1916.11	1917.12	13 个月	-33%
周期性	1919.7	1921.8	25 个月	-32%
系统性	1929.9	1932.6	33 个月	-85%
系统性	1937.2	1942.4	62 个月	-57%
周期性	1946.5	1948.2	21 个月	-22%
事件性	1957.5	1957.12	5 个月	-17%
事件性	1961.12	1962.6	6 个月	-22%
周期性	1968.12	1970.6	18 个月	-29%
系统性	1973.1	1974.9	20 个月	-42%
周期性	1980.11	1982.7	20 个月	-19%
事件性	1987.10	1987.10	1 个月	-31%
事件性	1990.7	1990.10	3 个月	-20%
事件性	1998.7	1998.8	2 个月	-19%
系统性	2000.8	2003.3	31 个月	-43%

英国二战后经济经历了黄金时代，20 年内英国股市经历了 5 次周期性熊市，从高点到低点的平均持续时间为 16 个月，最大下跌幅度为 25% 左右。

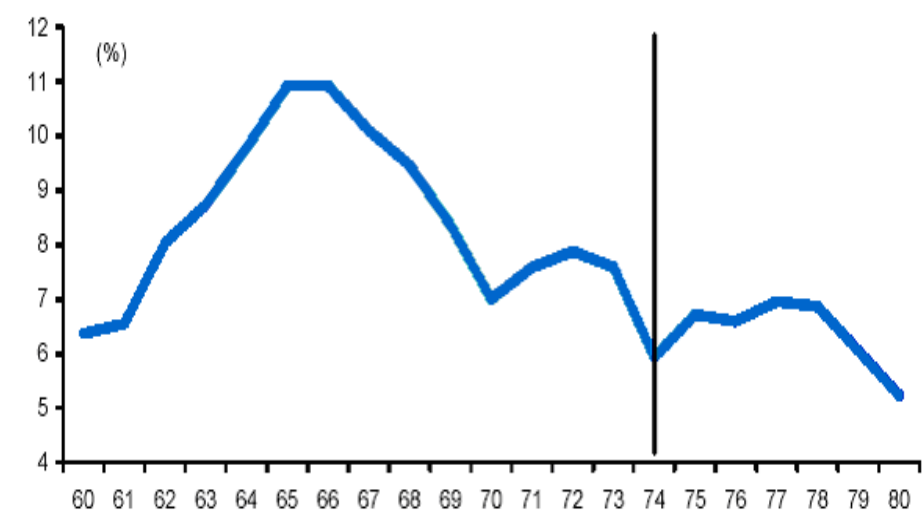
表 2.4: 英国战后 20 年的周期性熊市（黄金时代）

特征	高点时间	低点时间	持续时间	下跌最大幅度
周期性	1947.6	1949.6	24 个月	-25%

周期性	1951.10	1952.6	8 个月	-25%
周期性	1955.7	1956.11	16 个月	-21%
周期性	1961.4	1962.7	15 个月	-27%
周期性	1969.1	1970.5	16 个月	-31%

美国股票市场上世纪 60 年代的上涨和 70 年代的滞胀与上市公司 ROC 正相关。70 年代的全球经济动荡和石油危机也许是重要原因。等到 80 年代后，美国经济重新调整，ROC 提高后，股票市场继续上涨。

图 2.31：美国 60 年—80 年企业 ROC



中国 A 股股市特有的地方在于下跌过程中，系统性熊市股票和周期性熊市股票并存，因此分析系统性熊市需要研究判断的是资源是否重新配置，是否股票价格到达价值区域。分析周期性熊市的核心仍然在于分析经济周期与信用周期。

对于周期性熊市，当收益动量到达高点后，市场一般会停止上行，甚至会大幅度下跌。我们这里用美国 ISM 指数来代表收益动量（用每股收益季度变化没有美国 ISM 指数数据敏感），研究的是美国市场。

表 2.5：ISM 指数和 SP500 指数

ISM 高点	SP500 3 个月后表现	6 个月后表现	12 个月后表现
1955.5	12%	19%	22%
1959.5	2%	-3%	-6%
1961.12	-2%	-23%	-14%
1966.3	-6%	-16%	-2%
1968.11	-10%	-7%	-18%
1973.1	-10%	-10%	-24%
1976.2	-1%	0%	-5%
1978.7	-9%	-5%	-7%
1980.11	-9%	-10%	-18%
1983.12	-5%	-9%	-2%
1987.12	4%	8%	8%
1994.11	7%	14%	29%
1997.7	-5%	2%	15%

1999.12	2%	-3%	-13%
2002.6	-18%	-13%	-4%
平均	-5%	-5%	-5%

投资者一般会问周期性能市与系统性能市的恢复时间是否有规律，一般来说，系统性能市第一年大幅下跌，其后是一年的反弹，第三年走平，彻底回到原来的高点需要 7 年时间。周期性能市一般是第一年下跌，然后逐步恢复。

图 2.32: 系统性能市出现后的恢复路径

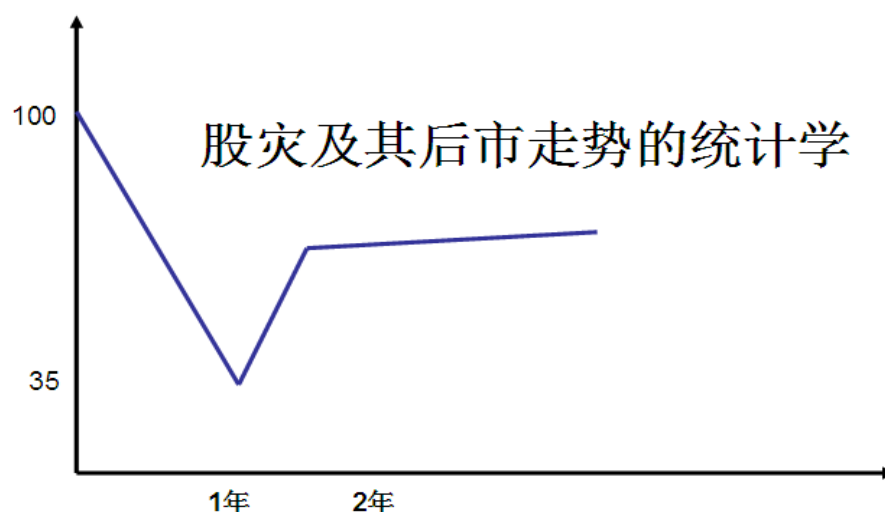
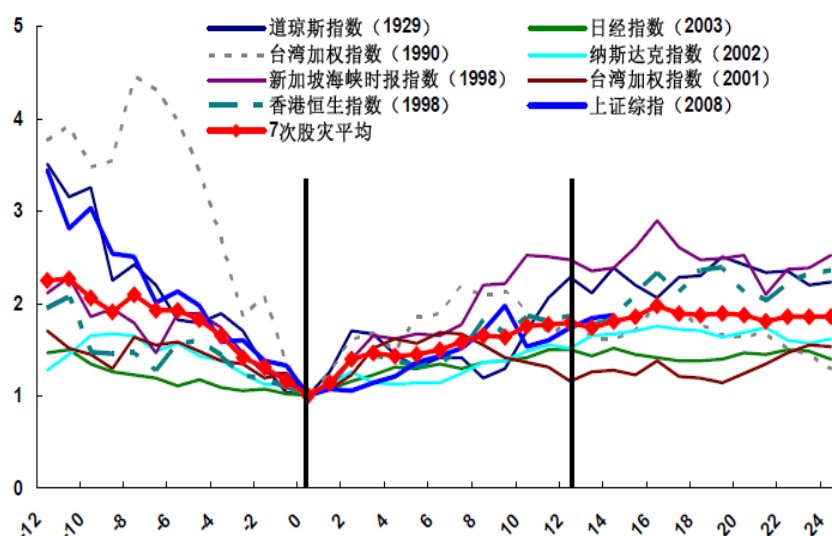
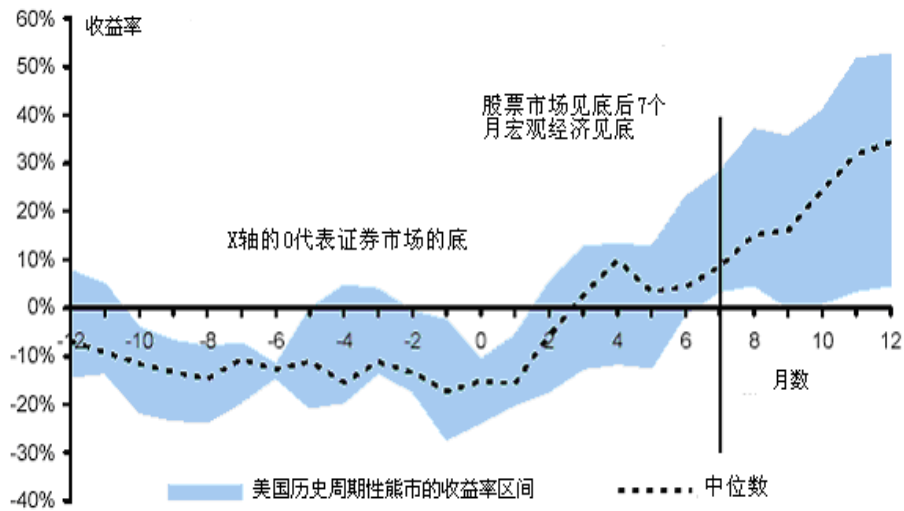


图 2.33: 一些系统性能市的恢复路径距离



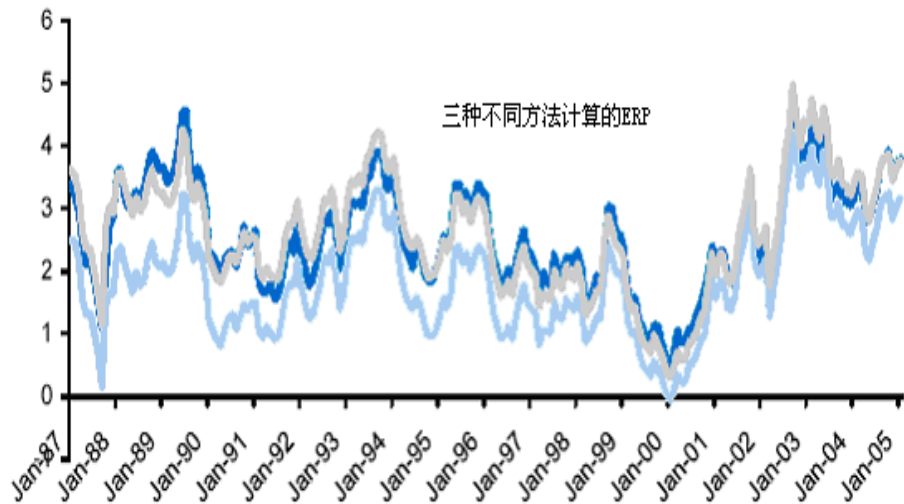
具体来说，周期性能市的恢复路径可以用以下的路径进行分析。美国和欧洲证券市场一般提前宏观经济 7 个月见底，因此证券市场是宏观经济的晴雨表和领先指数。一般来说，第一年的下跌基本已经释放了大量风险。其后只是如何筑底。证券市场一般在货币放宽之后 3-6 个月见最后的底，其后逐步回升。市场指数是经济的领先指标，因此市场要先于经济恢复和见底。而资金的变化领先于市场。一般来说，宏观紧缩后市场下跌，但是下跌一年之后更多是波动性获利机会，大的机会没有了，不过大幅度下跌的风险也并不大。这里需要指出的是系统性能市对于利率的变化往往是无效的。

图 2.34: 周期熊市的恢复路径



具体来说，系统性熊市的结束和开始难以用固定时间判断。但是用 ERP 可以作为判断是否系统性熊市出现和结束的一个指标。比如 2000 年后的美国市场，ERP 几乎达到 0，这显示资源非理性错配，而其后经过 3 年的调整，ERP 逐步达到长期正常水平，说明调整基本结束，2007 年重新创出新高，但是新一轮系统性熊市又开始了。

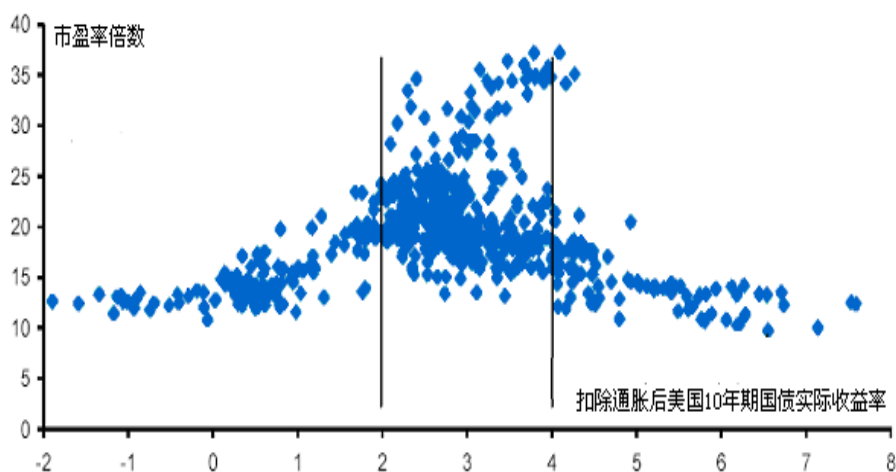
图 2.35: 用风险溢价水平辨认系统性熊市的开始



一般常识认为，根据 DCF 模型，加息提高了贴现成本，导致市场 P/E 乘数下降。但是实际上加息不仅提高贴现成本，而且也改变公式的其他因子，因此并非一个固定系数。历史数据表明，扣除通货膨胀率后的美国 10 年期国债收益率在 2-4% 支持最高的 P/E 乘数，上升和下降对证券市场乘数都不利。

图 2.36: 美国股市市盈率与通胀调整后 10 年期国债的关系





研究了系统性和周期性级别的周期以及其幅度，很多投资者关心的一个问题是技术性级别的周期和幅度能否清楚的判断出来，也就是周期能够压缩到多短？

海外很多策略型投资专家的研究表明，投资期限放的越短，错误的概率越高。比如在《魔鬼投资学》中，该书作者选择 1926-2005 年的平均收益和标准差做模型，但是假定不同的投资期限，投资周期越短，收益或者损失的概率越接近 50%，如果考虑到交易成本问题，则收益率肯定更低。

**表 2.6：时间，收益和效用**

投资时间	收益率（%）	标准差（%）	正收益的概率（%）	效用
1 个小时	0.01	0.48	50.40	-0.488
1 天	0.04	1.27	51.20	-0.464
1 个星期	0.18	2.48	53.19	-0.404
1 个月	0.80	5.92	56.36	-0.309
1 年	10.0	20.5	72.6	0.177
10 年	159.4	64.8	99.9	0.977
100 年	1377961	205.0	100.0	1.000

也就是说，要保证正的效用，投资周期至少要大于 6 个月，周期在一年，正收益的概率达到 72.6%，并且效用显著为正。

该书作者应用美国基金换手率和收益率统计的实证数据也支持了这个看法。比如，一年换手率小于 20% 的基金，其三年期年回报率在 4.5%，而一年换手率大于 100% 的基金，其三年期年回报率只有 2.8%。

**表 2.7：美国基金换手率与收益率**

换手率	三年期回报率
<20%	4.5%
20-50%	5.4%
50-100%	3.8%
>100%	2.8%



更短周期的把握靠的不是分析技术，我们从上可知，对短周期的把握意味着你放弃更多的赢面概率，因为更短周期的把握依靠的是对市场资金动量的敏感，对市场信息的敏感，对技术的敏感和对市场心理敏感，甚至对市场热点的敏感。在这么多难以把握的多变的维度下，仍然能够获得长期成功的投机人士，我觉得其经验往往没有办法复制，只能说其更具有博弈的天分和正确的交易策略。

策略投资者必须自觉的反复思考的问题是：目前处于哪个级别的周期，周期驱动力的什么，该周期的幅度如何，以及本轮周期目前处于何种位置。

在未来两章，作者介绍传统的分析工具和方法，一个是经济增长和通胀区间资产配置背景分析，一个是市场内含的三要素（流动性、业绩和估值）分析方法。由于这些分析方法依赖于更频繁的数据（比如定期公布的月度数据），可以对中短期投资决策提供相互验证和不断修正微调的重要依据。

关于经济和证券史以及市场心理的研究均放在其他部分，本章节可以扩展参考下面的书籍：《逃不开的经济周期》，《下一轮经济周期》，《华尔街的华尔兹》，《经济分析史》。

其中《经济分析史》是熊彼特的巨著，阅读起来需要花很多时间。

《投资者的未来》，《股票长线法宝》，是同一作者的两本书，对于长期投资来说，值得阅读。该作者从历史和长周期的角度来考察股票市场的发展脉络、周期规律、走势变迁。最主要的是考察历史规律的作用周期年限以及历史规律的适用性，这对于长周期投资具有极其重要的指导性意义。本书阅读相对轻松，其超长的视角可以让我们对证券市场的规律有了更为宏观的认识。

作者找到的中文的有价值的周期书只有这些，其他的过于学术，而国内对于周期的研究还很落后，有很多书，但是很难值得推荐。

如果有读者认为自己有能力去研究挑战股市更精细化周期，则请阅读江恩的五本书《江恩股市定律》、《江恩测试法则》、《江恩选股方略》、《挚爱成就梦想》，《江恩华尔街 45 年》。