

第十二章 市场结构分析

宏观市场策略是把市场整体作为研究对象，但是所谓市场结构分析，则是把股票市场进行细分进行研究，比如分成不同的风格股票类型、不同的行业股票类型、不同的主题股票类型。这样做的好处，一方面是自上而下帮助选择投资标的，另一方面，可以和市场趋势相互验证，相互补充。比如，在市场整体趋势不明朗但是预判风险不大的情况下，可以把股票市场进一步细分，选择细分类型具有相对确定性的机会。在对市场趋势预判可能存在较大误差和争论的时候，如果发现并能确定众多市场细分类型（中观角度）具有投资机会，则也可以加总判断整体性的机会。同样，如果发现从主题风格行业均不具有较大的投资机会，则市场整体看多的判断则可能存在较大的问题。

一般来说，市场可以无限细分，也可以有不同的细分标准，但是市场无限细分不仅没有意义而且无法研究，成熟的经过长期检验的细分有行业、风格和主题细分。

更进一步，对于风格，可以细分的较为粗糙，投资者主要监控的风格包括大小盘风格，价值成长风格，高价低价风格，优质劣质风格等。这些一般都有风格指数可以监控。

对于行业，划分标准不一样，国际标准行业划分是 10 大行业，但是划分过于粗糙，30 个行业的指数可以监控，并且投资者不仅可以监控行业指数，还可以监控每个行业龙头股，这样指示器可以相互确认。

对于主题，没有一定筛选的标准，需要和当时的特定环境相结合，因此主题的抽象弹性大，主题投资更难把握。

千万记住的是，股票市场的一切都在变化，没有永远表现好的行业和主题，有些投资者往往因为受益于某个行业或者主题，因此对其一直看好，而忽视了特定环境发生的变化，最后反而将其之前的收益吐出来。

另外，根据我的研究，投资历史上尚未发现基于中观投资成为大师的人物，主要原因是自上而下的宏观投资有规律可以探寻，自下而上的选股投资更有规律探寻，但是中观投资的规律基本没法把握，只有一些思维框架，这些思维框架也是较为长期的和不确定的，因此或许尽量扩展投资期限的长度，才能略微提高中观分析的投资精度。

本章分两节，分别研究行业和风格。

第一节 行业

要进行行业优选分析，则需要知道市场上有哪些行业，如何划分，在 WIND 软件里，有众多行业划分。不过，无论哪种行业划分模式，都需要了解行业交互之间的逻辑，比如下游消费品有哪些行业，包括哪些周期消费品和非周期消费品等，上游资源品有哪些行业。比如，石油石化、煤炭、电力等，中游投资品有哪些行业，比如化工，钢铁、建材，有色，机械等，还需要了解支持经济运转的服务行业，比如构成有金融系统、信息系统、物流系统（公路、铁路、港口、机场、航运航空）等，还要知道下游的需求是如何传导到上游的。不同的行业有不同的驱动因素，宏观经济运行中有多个产业链。

A 股市场的行业结构和利润由于不断新股上市，变化迅速，比如 2001 年同方股份算是大盘股了，但是现在银行股才是真正的巨无霸。

图 12.1：2010 年的行业市值结构

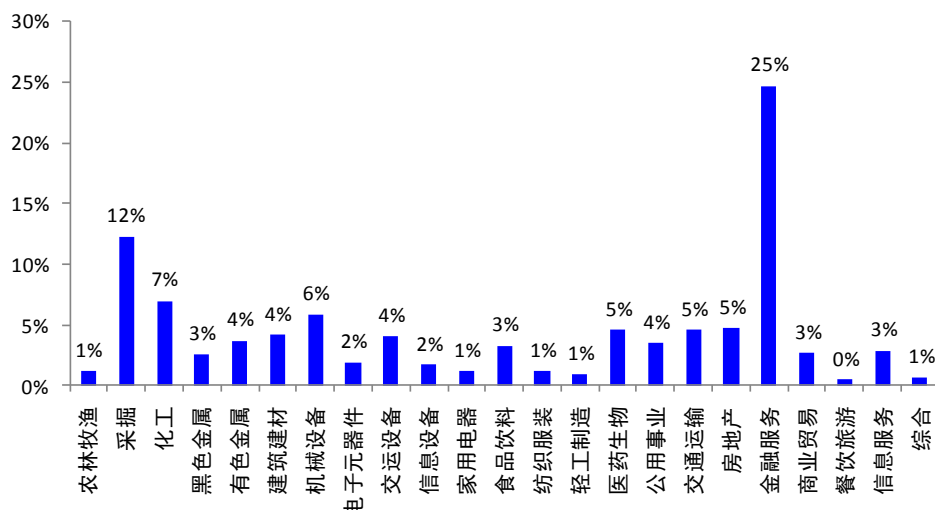
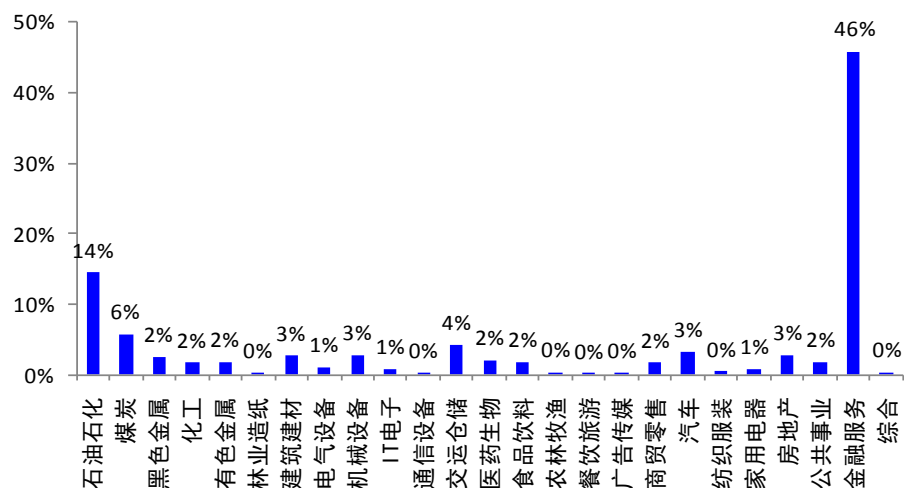


图 12.2: 2010 年的行业利润分布结构



中观分析上，最重要的是对一段时间内优势行业的把握。但是结合这些年的研究以及前人的研究成果，我实在没有找到系统化非常可靠选出一段时间内表现最好的行业的方法。

不过，我认为两种行业选择的思考方式值得借鉴。一种是 Black_Litterman 行业选择方法，其思路非常简单，就是如果对未来一段时间内，投资者对每个行业都没有看法，则最好的看法就是在配置上和市场权重表现一致，如果对某些行业有看法，并且概率上比较高，则可以配置，一般来说，在一个季度内，选择最确定看法的三个行业重配就可以获得相对超额收益。

这个思维体系的优点在于仅押注在未来一段时间投资者具有高概率看法的几个行业，但是缺点是需要对行业进行深入的研究，要形成超出市场的看法，则需要很深入的行业研究，而大多数人不具有深入研究众多行业的能力，同时也不具有比较众多行业的能力。

在这种情况下只能要求投资者探讨并能够对行业核心投资规则进行高概率把握。也就是站在策略角度对行业核心投资规则进行研究，特别是行业核心驱动力的研究。

这个过程没有取巧的方法，只能一个一个研究，对于大型研究机构来说，可能深入研究和追踪的能力会强，但是对于多数投资者来说，能够高概率了解几个行业的核心驱动因素已经很了不起了。

对于周期性行业和非周期性行业的研究方法不一样。这里以水泥行业为例来探求周期性行业的分析方法。水泥是国民经济建设中不可或缺的建筑材料。从产业链来看，水泥行业的

上游主要是煤、电，占成本构成的 60%左右，而原材料如石灰石由于价格低廉，在成本中只占 12%-17%的比例。水泥行业的下游主要集中在房地产、交通建设、采矿等。

图 12.3：水泥的成本构成：煤电成本占 60%左右

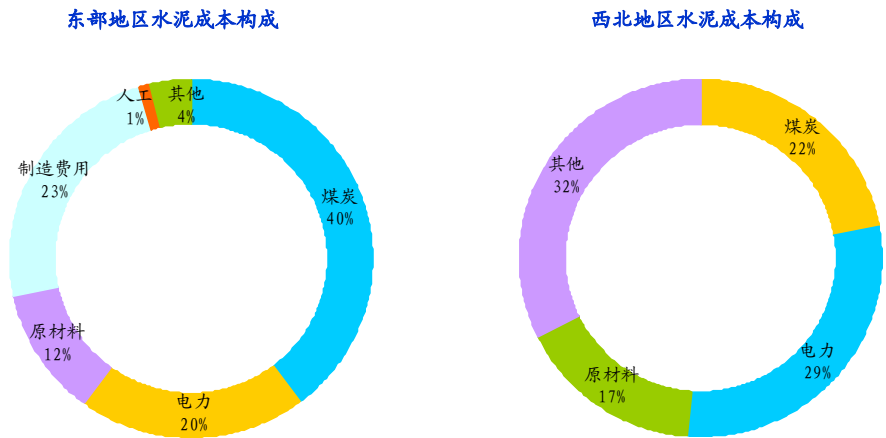
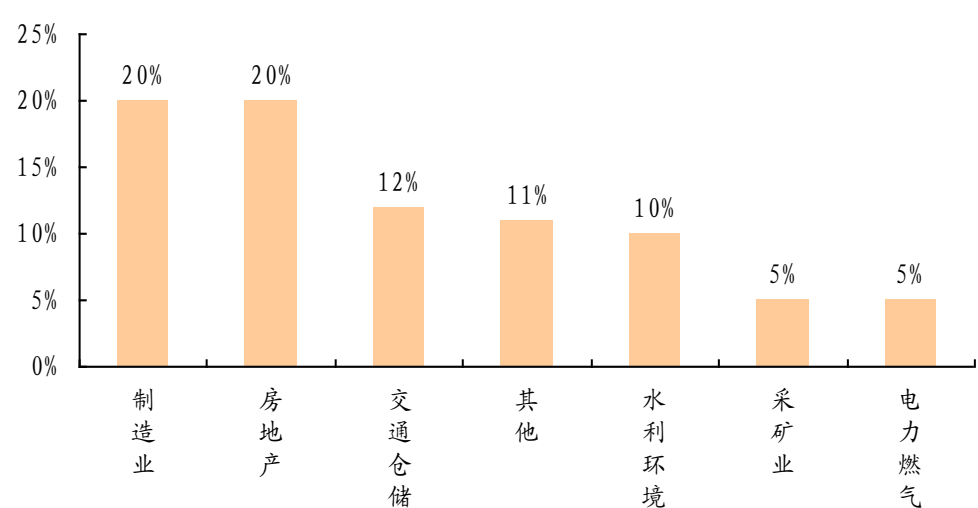


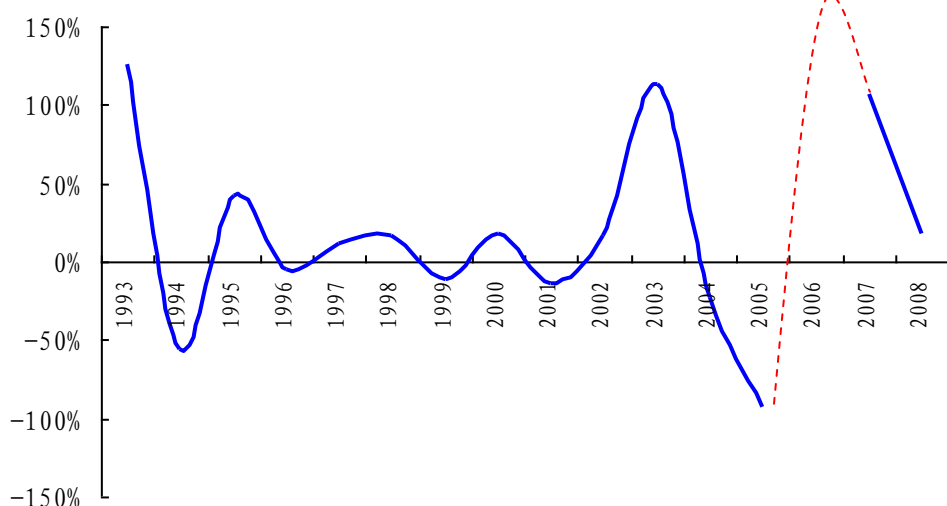
图 12.4：水泥的下游需求构成：制造业、房地产和交通仓储是最主要的需求端



水泥行业具有明显的“区域性”和“季节性”。“区域性”是指水泥生产工艺简单、技术门槛不高、产品价格低廉，但体积较大、运费高、利润薄，这决定了水泥生产消费的区域性。水泥生产与市场的陆地距离一般在 300 公里以内。“季节性”是指随建筑施工的开展，1-2 月份是全年生产的淡季，3-4 月份开始进入旺季，全年产量的高点出现在 5-6 月份。

作为周期投资品的水泥行业，理解水泥行业的周期性很简单，从其行业上市公司的营业利润同比波动就可以看出来。并且水泥行业属于早周期行业。

图 12.5：水泥行业上市公司 1993 年至今营业利润同比增速波动



注：06 年上市公司营业利润同比增速 938%

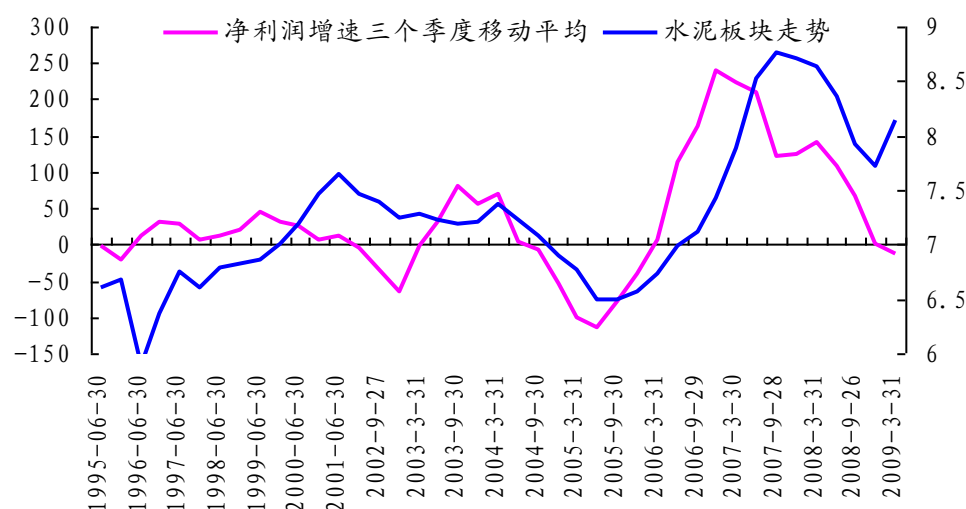
表 12.1： 部分周期性行业上轮周期景气调整对比，水泥属于早周期行业

行业	景气开始调整时间	调整持续时间	调整幅度
煤炭	2005 年 3 月	12 个月	收入增速从 55% 下滑到 23%，销售利润率从 9% 下滑到 7%
黑色金属矿采选	2004 年 12 月	14 个月	收入增速从 125% 下滑到 15%，利润率从 18% 下滑到 10%
有色金属矿采选	2005 年 3 月	13 个月	收入增速从 61% 下滑到 42%，利润率从 19% 下滑到 15%
化学原料及化学制品	2004 年 12 月	15 个月	收入增速从 33% 下滑到 23%，利润率从 7% 下滑到 4%
化纤	2004 年 2 月	24 个月	收入增速从 38% 下滑到 20%，利润率从 4.6% 下滑到 1.1%
非金属矿制品	2004 年 4 月	10 个月	收入增速从 40% 下滑到 19%，利润率从 6% 下滑到 2.3%
黑色金属冶炼压延	2004 年 3 月	23 个月	收入增速从 77% 下滑到 5%，利润率从 8% 下滑到 1.6%
造纸及纸制品	2004 年 4 月	12 个月	收入增速从 27% 下滑到 21%，利润率从 5% 下滑到 3.8%
有色金属冶炼压延	2004 年 4 月	11 个月	收入增速从 55% 下滑到 33%，利润率从 5.8% 下滑到 5%
金属制品	2004 年 12 月	15 个月	收入增速从 40% 下滑到 23%，利润率从 4.8% 下滑到 3.5%

水泥板块的波动主要还是来自周期，周期向上的时候利润高速增长，投资者用 PE 估值，周期向下的时候利润迅速下滑，投资者用 PB 估值，因此核心就是把握周期拐点。不过，毛利率不是核心指标，其变化和水泥板块走势相关性并不高。水泥价格与水泥股票投资两者相关性也不是非常显著。水泥价格变化仅能解释水泥板块估值变化的 42%。投资周期投资品要回归最基本的业绩增长，实际上，水泥板块的净利润增长与二级市场走势多数情况下高度相关。因为业绩是最核心的指标，不过由于公告的业绩仅是股价的同步指标，因此理解业绩

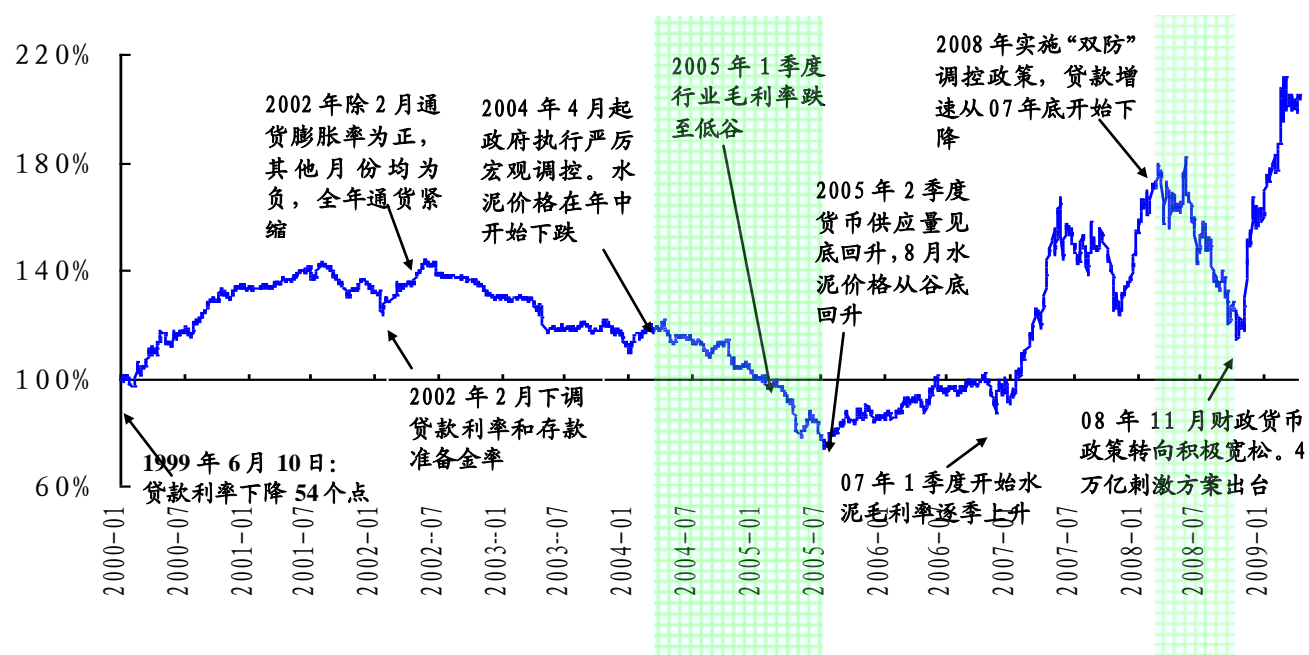
的变化逻辑更重要，也就是说，预判水泥行业的盈利拐点是投资水泥行业的重点。

图 12.6：水泥板块的二级市场走势与净利润增速密切相关



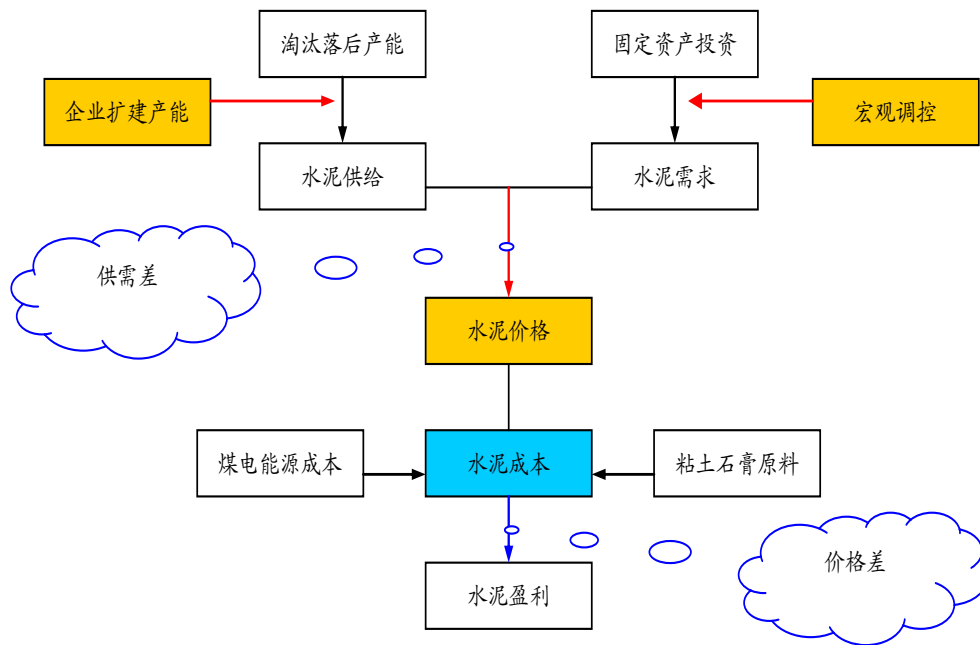
不过，在有些情况下，业绩不能解释水泥板块走势。宏观面，特别是国家货币和财政政策对水泥板块走势也有重要影响，尤其在经济过热和下滑阶段。比如 08 年 11 月财政和货币政策转向双宽松，4 万亿刺激政策方案出台，水泥板块迅速超越市场。

图 12.7：长期来看，水泥行业跑赢大盘：宏观调控政策对水泥股走势起重要作用



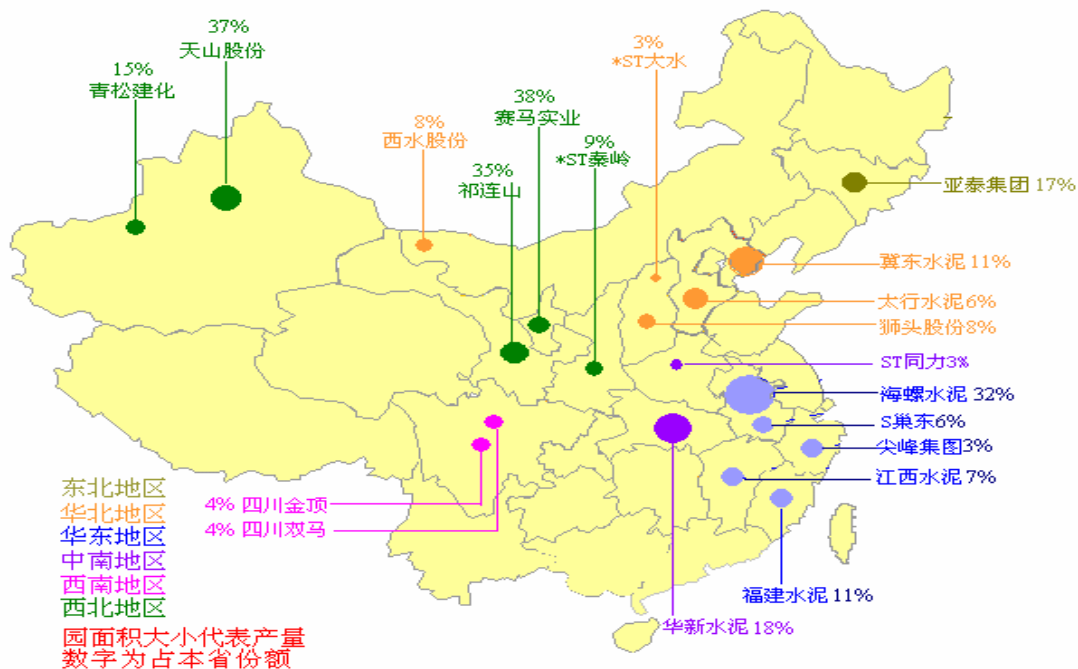
因此，对水泥股周期的把握有两个思路，一个是宏观自上而下的思路，特别是在水泥行业利润低迷期。另外一个微观自下而上的思路，对业绩的探究。如果两者结合，相互印证则可以大大提高对水泥板块周期的把握性。对于业绩周期的预判，需要理解水泥行业的盈利驱动逻辑。水泥行业的盈利模式很传统，价乘以量减去成本。因此，可以从受宏观调控政策影响的需求以及行业产能增加情况着手，结合“价格差”和“供需差”来确认盈利趋势的形成。价格差又是由水泥价格和水泥的煤电成本决定的。

图 12.8：水泥行业投资价值驱动逻辑图



落实在公司选择上。由于水泥行业具有很强的区域性，可以分区域比较水泥的需求、供给和集中度情况，进而选出行业内盈利能力较强的投资标的。不过，对于绝大多数投资者，看三家 A 股重点公司或者直接买龙头海螺水泥就足够把握行业投资机会了。

图 12.9：国内水泥厂商分布以及产量大小



即使对不同的行业投资规则有了一定了解，还是存在很多问题，比如研究水泥股有自上而下和自下而上两个思路，如果一致性的条件下，判断起来则概率更高，但是如果出现不一致，则矛盾就比较难解决。还有一个问题是，如果几个行业同时符合应该投资的规则，则何种行业会是最优选择，如何进行排序，这也是有很多疑问的。

不要说每个季度能够对某些行业进行高概率判断，就是寻找出每年的核心配置行业都不容易。自 2002 年以来，对年度核心行业的选择总结如下：

2000 年是泡沫牛市，多数行业跑赢指数，并无很强的特征分析，而 2001 年是熊市，多数行业跑输指数。由于考虑缺少代表性，我们总结 2002 年以后的行业收益率策略。

2002 年是熊市，所有行业录得负收益，汽车、电信和医疗行业明显跑赢指数，多数行业跑输指数。

2003 年是结构性牛市和振荡市，少数行业取得正收益，电信、电力、煤炭、汽车行业明显跑赢指数。

2004 年是熊市，只有传媒和交通运输取得轻微正收益，近半行业落后指数。

2005 年是振荡市，从熊市逐渐恢复到牛市，但结果仍然是多数行业取得负收益，只有银行和零售业跑赢指数并取得正收益。

2006 年是大牛市，所有行业取得正收益，但是跑赢指数的仅包括证券、银行、食品饮料、地产。

2007 年仍然是大牛市，绝大多数行业跑赢市场，但证券、煤炭、原材料（有色和钢铁）涨幅最大。

2008 年是大熊市，几乎所有行业取得负收益，但是医药行业表现相对最好。

2009 年是反弹性牛市，多数行业跑赢市场，汽车、煤炭和有色金属表现最好，铁路、电力和石油石化表现最差。

上述特征是从收益率角度总结，而从波动性角度来看，2000 年以来，各行业月收益率的波动性基本一致，很难从波动性的差异中获得超额收益。而从各行业利润的波动性来看，各行业差别很大，防御性行业的利润波动性远远小于强周期行业的利润波动性。

多数情况下，跑赢指数的行业是少数行业，特别是在熊市，行业投资很难获得较好的收益。并且也可以认为在跨年度内，多数行业均跑赢指数这个现象很难有持续性。

一般来说，能够跑赢指数的行业，在牛市往往是进攻性行业（当年业绩爆发或超预期增长的强周期行业），在熊市往往是防御性行业，而属于当年热门的行业也可能跑赢指数（比如 2003 年的汽车行业，2007 年的证券行业）。

图 12.10：行业月度收益率的标准差

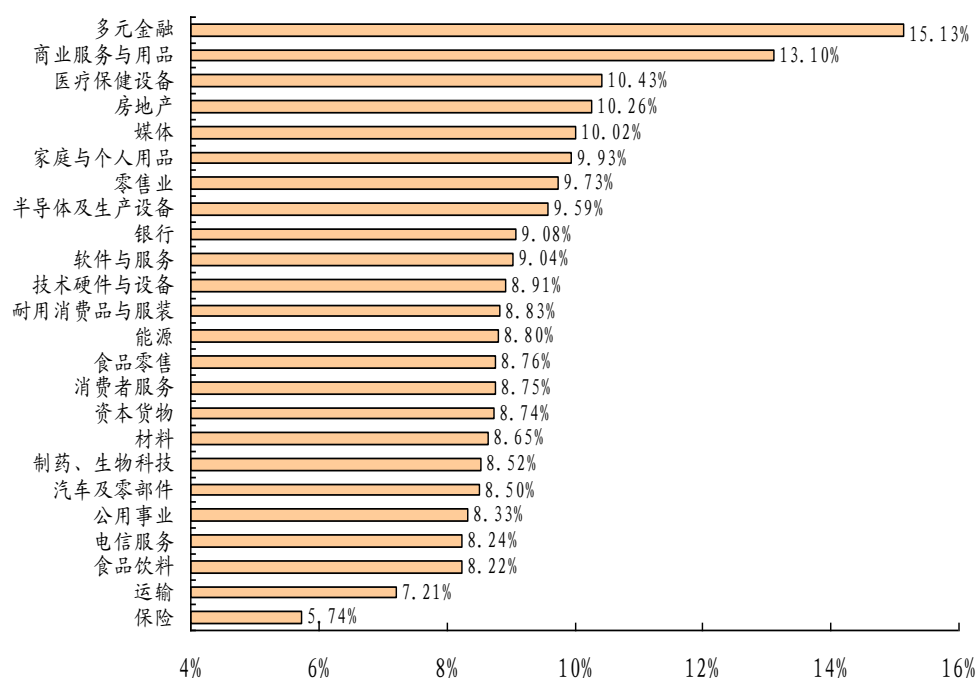
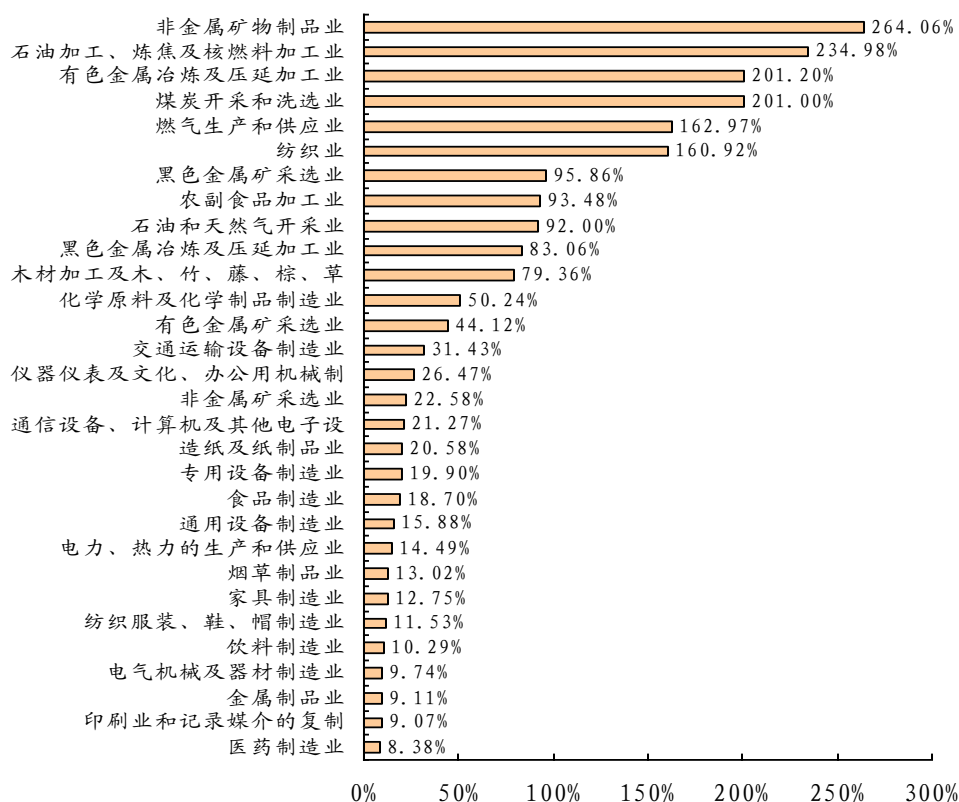


图 12.11：行业利润的标准差



有时候，按照驱动因素划分行业，弱周期内需消费行业，弱周期内需服务行业，资产价格敏感行业，外需敏感行业，投资敏感行业，货币敏感行业，油价敏感行业。根据对宏观变量的分析，来把握行业机会。

比如，如果预期资产价格下跌，外需疲弱，投资下滑，货币增速下降，则只能在弱周期行业中进行选择受益的行业——如果非要进行选择的话。

行业投资时钟是另外的行业优选思维方式，就是判断在经济周期不同阶段，何种行业存在相对最优表现。但是行业时钟和 BL 模型一样只是思维方式，每轮周期表现时间长短和行业强弱需要具体问题具体分析。

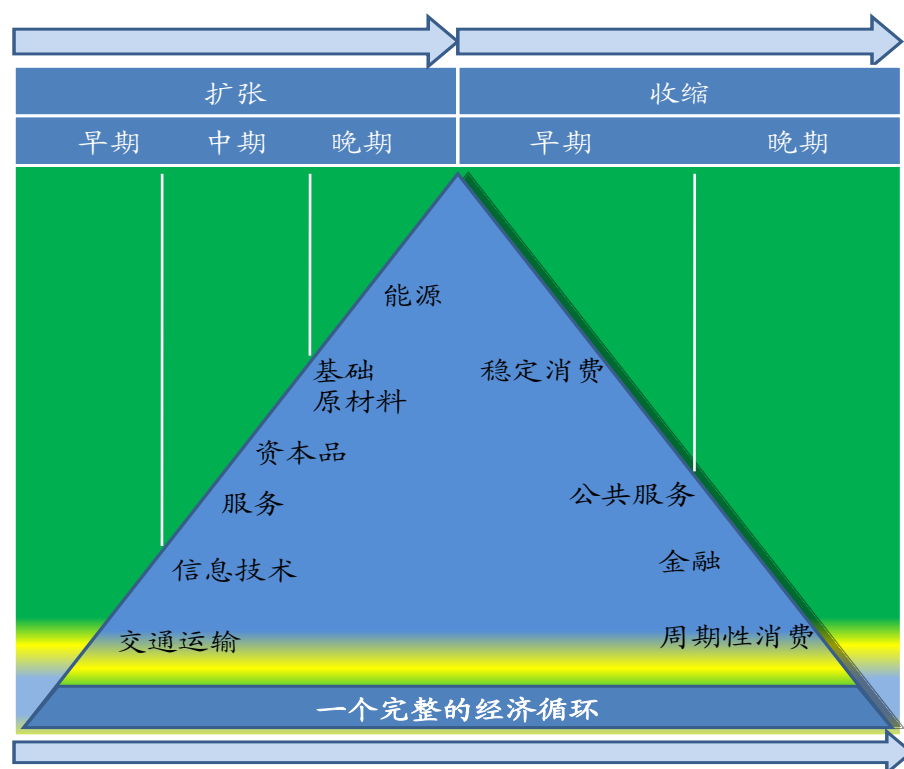
行业投资时钟最先在美国开始探讨。1996年美国标普公司分析师Sam stoavl研究了1970年到1995年25年期间美国的经济周期以及各行业表现情况。他将这25年的经济划分为4个扩张期和5个收缩期，其中扩张期里包含三个时段（前期、中期、后期），收缩期里包含两个时段，并对其中各个行业在周期的表现进行打分。

主要结论认为，当经济从扩张转向收缩时期，往往伴随着股票价格的下降以及市场资金的紧缩，这时候表现最好的是防守型稳定消费品；在收缩期的第二阶段，当经济转向寻找谷底的时候，利率会下调以刺激经济，这时候利率敏感型行业包括公用事业（高资产负债率）与金融行业表现最好；经济见底之前的时间里，可选消费需求开始增加，而资源价格的下降同时降低了该行业的成本；经济在扩张的初期，交运、信息技术与服务行业表现相对较好；扩张中期与后期，资本品、基础原材料与能源等中上游行业开始大展拳脚。

表 12.2: Sam stoavl 对美国经济周期的划分依据

	扩张早期	扩张中期	扩张后期	收缩早期	收缩晚期
消费预期	急剧上升	维持高位	下降	急剧下降	见底回升
工业生产	温和上升	急剧上升	维持高位	下降	下降减缓
通胀	继续下降	见底回升	上升并为 Fed 关注	上升压力减缓	温和下降
利率	见底回升	温和上升	快速上升以控制通胀	见顶	下降

图 12.12: Sam stoavl 行业打分结果



2004 年美林策略研究员曾经按照美国的产出缺口（OECD 的估计值）以及通胀（同比 CPI）划分了 1970 年到 2004 年的美国经济周期，并计算了各种经济周期下的行业表现，从而得出投资时钟的行业轮动策略。综合来看，可以得出三点结论：

（1）金融、可选消费是在通缩与复苏期间表现最好的行业，这期间央行一般都是放松银根、降低利率的，银行受益，同时能源价格的下跌有益于可选消费，比如汽车和家电的成本下降。

（2）稳定消费是通缩期间最好的防御品种。

（3）能源在过热与滞胀期间表现最好，这与期间国际大宗商品价格上涨有关；反之能源在通缩与复苏期间表现很差，也是由于期间国际大宗商品价格下跌。

表 12.3:美林对经济周期的划分

	通缩	复苏	过热	滞胀
产出缺口	↓	↑	↑	↓
CPI	↓	↓	↑	↑

表 12.4:投资时钟的行业轮动

	复苏	过热
可选消费	3.8%	信息技术 4.7%
电信	3.7%	工业 4.3%
信息技术	3.3%	能源 4.2%
金融	1.4%	健康医疗 2.9%
工业	-0.4%	稳定消费 1.1%
基础原材料	-2.4%	电信 -0.9%
稳定消费	-3.1%	金融 -1.8%

公用事业	-3.1%	公用事业	-3.2%
能源	-4.4%	基础原材料	-3.6%
健康医疗	-4.5%	可选消费	-5.8%
通缩		滞胀	
稳定消费	13.3%	能源	14.7%
金融	11.0%	健康医疗	11.6%
可选消费	8.9%	公用事业	6.4%
健康医疗	5.6%	稳定消费	2.5%
基础原材料	0.5%	工业	2.1%
工业	-4.5%	基础原材料	2.1%
信息技术	-4.6%	金融	1.6%
公用事业	-4.7%	电信	0.0%
电信服务	-10.2%	可选消费	-8.9%
能源	-12.8%	信息技术	-12.5%

在《投资时钟》报告中，美林自己把通缩翻译为缓滞，不过都是指的 CPI 下降，产出缺口下降的过程。投资时钟的行业分类是 GICS 的行业分类方法。

2007 年美国教授 Jeffrey Stangl 完成一篇行业轮动关系的报告叫《Sector Rotation over Business-Cycles》，采用 NBER 给出的 1948—2003 年的商业周期划分方法，测算了 48 个二级子行业的行业表现。通过研究他数据的结果重新给出最优的分类方法，发现：在扩张初期，交通运输与可选消费率先复苏（能源在其间收益率排名第二，这个结论与之前的观点不太相符，可能是由于采用的行业表现是均值，而行业表现存在较大的标准差）；在扩张中期，投资资本品收益最高；在扩张后期，能源投资收益显著超越其他行业；在整个收缩时期，投资稳定消费与金融的收益最高；在收缩初期，公用事业的防御性体现得很出色；在收缩后期，整体行业都能得到出色的收益，信息技术涨幅最好，工业相关涨幅最少。

教授同时在报告中认为采用行业轮动投资策略并不能显著的获得（扣除手续费后）超出市场平均的收益。但是如果在收缩初期持有现金或者债券的话，其他阶段继续采用行业轮动策略，那么超额收益会比较明显。

表 12.5: NBER 给出的经济周期峰顶与峰底

峰顶	谷底	峰顶	持续时间
1948.11	1949.1	1953.07	56
1953.07	1954.05	1957.08	49
1957.08	1958.04	1960.04	32
1960.04	1961.02	1969.12	116
1969.12	1970.11	1973.11	47
1973.11	1975.03	1980.01	74
1980.01	1980.07	1981.07	18
1981.07	1982.11	1990.07	108
1990.07	1991.03	2001.03	128
2001.03	2001.11	N.A.	N.A.

图 12.13: NBER 归纳的经济周期图示

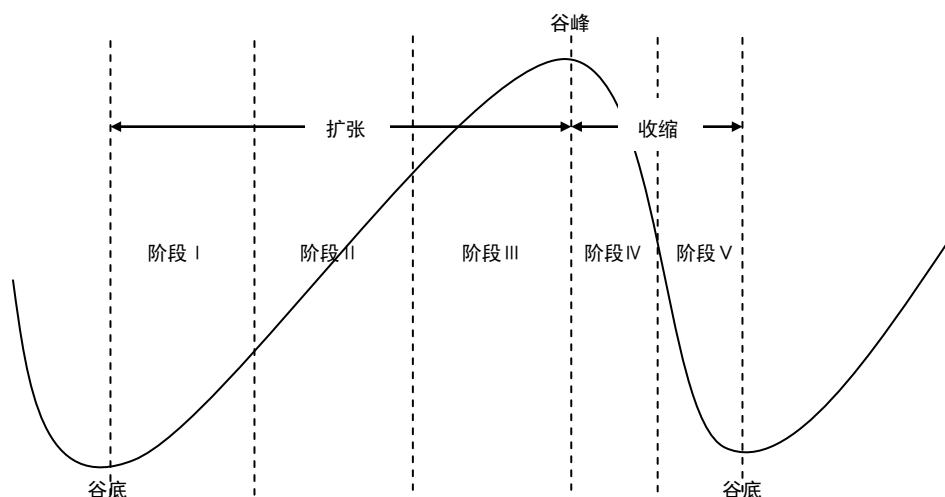


表 12.6: 在 NBER 给出的经济周期下行业轮动的关系

扩张初期		扩张中期		扩张后期		收缩前段		收缩后段	
交通运输	16.50%	资本品	10.90%	能源	10.15%	公用事业	-7.55%	服务	48.80%
能源	15.10%	信息技术	10.38%	稳定消费	3.54%	稳定消费	-18.38%	信息技术	48.40%
可选消费	12.57%	交通运输	9.65%	金融	1.50%	交通运输	-21.55%	可选消费	44.98%
资本品	11.98%	稳定消费	9.59%	公用事业	0.45%	金融	-22.48%	金融	43.46%
金融	11.74%	可选消费	9.49%	信息技术	0.43%	基础原材料	-25.48%	稳定消费	42.11%
服务	10.45%	金融	8.22%	可选消费	0.16%	可选消费	-25.55%	交通运输	36.10%
基础原材料	10.18%	公用事业	7.60%	基础原材料	0.15%	能源	-31.35%	能源	34.35%
公用事业	8.75%	服务	7.45%	服务	-0.05%	服务	-31.70%	资本品	33.77%
稳定消费	7.20%	基础原材料	7.08%	资本品	-0.55%	资本品	-31.80%	基础原材料	29.33%
信息技术	5.65%	能源	6.35%	交通运输	-4.85%	信息技术	-34.73%	公用事业	22.75%

综合来看：（1）经济周期划分阶段非常重要。前面三种研究采用了三种不同的划分经济周期的方法，划分方法的不同会直接导致结果的不同，因此投资者应该注重在各自划分周期方法下的结论，而不是直接拿行业表现来对照。（2）历史规律都是平均值。报告里最后的结论都是历史均值，事实上，这是所有历史研究方法的缺陷，没有一模一样的过去，未来总有不同，因此历史规律都只是作为参考，其中的经济含义更为重要。（3）行业周期轮动适用的行业不全。尽管在研究时，所有的行业都可以加入分析，但是事实上，行业轮动比较效果明显的行业应该是：能源、基础原材料、工业、稳定消费、可选消费、金融、公用事业。而信息技术、电信服务、医疗健康三个行业在不同的国家与时段里有不同的特性，体现在其行业周期与 GDP、CPI 等常用经济指标关联度不大，因此不适合行业轮动策略。

比如，通过研究美国 90-91 与 01-02 年走出通缩时的行业表现就可以看出，投资时钟分析的局限性和有用性。90-91 年走出通缩可以分成三个阶段：第一，从 89 年 9 月到 90 年 11 月，美国经济是滞胀阶段，通胀是头号问题；第二，从 1990 年 12 月以后到 1991 年 12 月，美国经济是通缩阶段，经济是头号的问题（美联储在 1990 年中期开始减息放松银根）；第三，从 1991 年 12 月到 1994 年 4 月，经济开始复苏。在 1990 年的滞胀阶段，美国股市行业以防御为主，健康医疗与稳定消费都是明显的防御类品种，而此时国际油价的快速上涨使能源表现也位居前列；而紧缩的货币政策以及不断减弱的需求使金融和可选消费表现最差。在 1991 年的通缩期间，金融表现跃居第二，可选消费同样表现出色，能源价格大跌，使这段时期能

源行业表现最差，不过糟糕的经济尚未过去，市场仍然需要防御，因此健康医疗和稳定消费是位于最好的第一和第三位。在 1992 年到 1994 年复苏阶段，金融和可选消费涨幅居前，能源价格依旧不振，不过市场偏向进攻的策略使健康医疗与稳定消费表现落在了后面。

表 12.7：1990 年美国衰退到复苏期间股市行业表现

滞胀	1989.9-1990.11	通缩	1990.11-1991.12	复苏	1991.12-1994.4
健康医疗	12.36%	健康医疗	52.81%	可选消费	45.24%
稳定消费	10.81%	金融	51.31%	金融	40.65%
能源	8.44%	稳定消费	43.86%	基础原材料	32.41%
公用事业	-0.09%	可选消费	41.93%	工业	31.21%
电信服务	-5.33%	工业	32.08%	电信服务	20.69%
标普 500	-12.56%	标普 500	29.44%	标普 500	18.21%
工业	-19.07%	基础原材料	28.01%	信息技术	17.33%
信息技术	-21.84%	公用事业	15.80%	稳定消费	7.58%
基础原材料	-25.65%	信息技术	11.06%	公用事业	6.13%
可选消费	-30.49%	电信服务	7.51%	能源	0.90%
金融	-41.91%	能源	0.97%	健康医疗	-18.61%

互联网泡沫破灭后走出通缩也可以分成三个阶段：第一，从 99 年 11 月到 01 年 5 月，是滞胀时期，GDP 增速下滑，而通胀仍然维持高位；第二，从 01 年 6 月到 02 年 7 月，是通缩时期，通胀压力大幅减轻，经济在寻找底部；第三，从 02 年 7 月到 2004 年，经济复苏阶段。从 99 年 11 月开始到 01 年 5 月，由于国际油价的上涨，美国经济持续承受高通胀的压力，整体经济呈现滞胀的特征，这期间标普 500 指数里公用事业与能源行业表现最为出色。从 01 年 5 月到 2002 年 7 月，美国经济增速继续减缓，911 更是加速经济衰退的步伐，由于需求的持续回落，通胀压力开始减轻，这期间，稳定消费表现最好，同时由于新兴市场国家的崛起，期间的基础原材料表现也在前列，跌幅靠前的是有互联网泡沫的行业。从 2002 年 7 月到 2004 年 3 月，美国进入复苏阶段，受益于需求的恢复，以及前期超跌，期间信息技术、金融与可选消费位于涨幅前列。

表 12.8：2000 年美国衰退到复苏期间股市行业表现

滞胀	1999.11-2001.5	通缩	2001.5-2002.7	复苏	2002.7-2004.3
公用事业	37.91%	稳定消费	1.06%	信息技术	41.93%
能源	17.73%	基础原材料	-10.79%	金融	21.70%
工业	15.07%	金融	-19.42%	可选消费	20.40%
金融	9.64%	健康医疗	-20.02%	标普 500	19.34%
健康医疗	8.53%	能源	-23.25%	健康医疗	17.80%
稳定消费	2.51%	工业	-27.40%	基础原材料	17.70%
可选消费	-2.38%	标普 500	-27.41%	电信服务	14.96%
基础原材料	-4.73%	可选消费	-27.44%	工业	14.62%
标普 500	-6.48%	信息技术	-43.59%	能源	10.92%
信息技术	-29.93%	公用事业	-48.12%	稳定消费	3.62%

电信服务	-35.76%	电信服务	-52.38%	公用事业	2.37%
------	---------	------	---------	------	-------

注：本次通缩期间美国基础原材料跌得比较少，一方面是因为该行业提前指数 3 个月见顶跌过了，另一方面也是因为新兴市场的崛起加大了对原材料的需求

关于中国的投资时钟，由于证券市场数据不够，因此可靠性更差，但是逻辑上也可以进行分析。

对一个完整经济周期进行正确的阶段划分是研究投资时钟的基础。按照相对于趋势的经济增长和通货膨胀的方向可以将中国经济周期划分为四个阶段：收缩（增长向下、通胀向下）、复苏（增长向上、通胀向下）、扩张（增长向上、通胀向上）、滞胀（增长向下、通胀向上）。但传统的产出缺口与通胀水平不适用于划分中国经济周期阶段。因为产出缺口为季度数据，难以较好的辨别出经济增长方向的拐点。因此采用可跟踪性较好、月度发布频率的中国宏观经济景气一致指数和 CPI 当月同比增速这两个指标作为划分经济四个阶段的主要依据更为合适。

图 12.14：景气领先指数大约领先一致指数三个月，有利于及时确认一致指数的走势

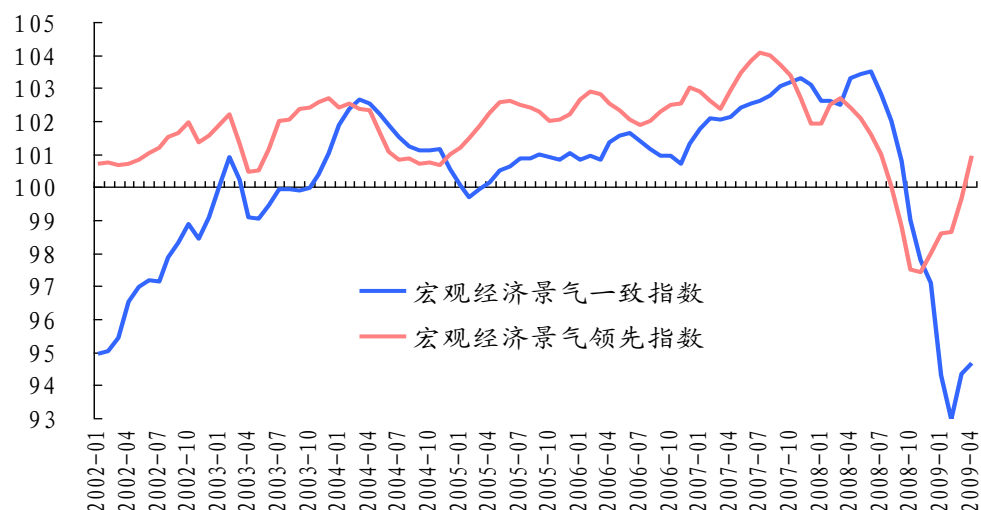
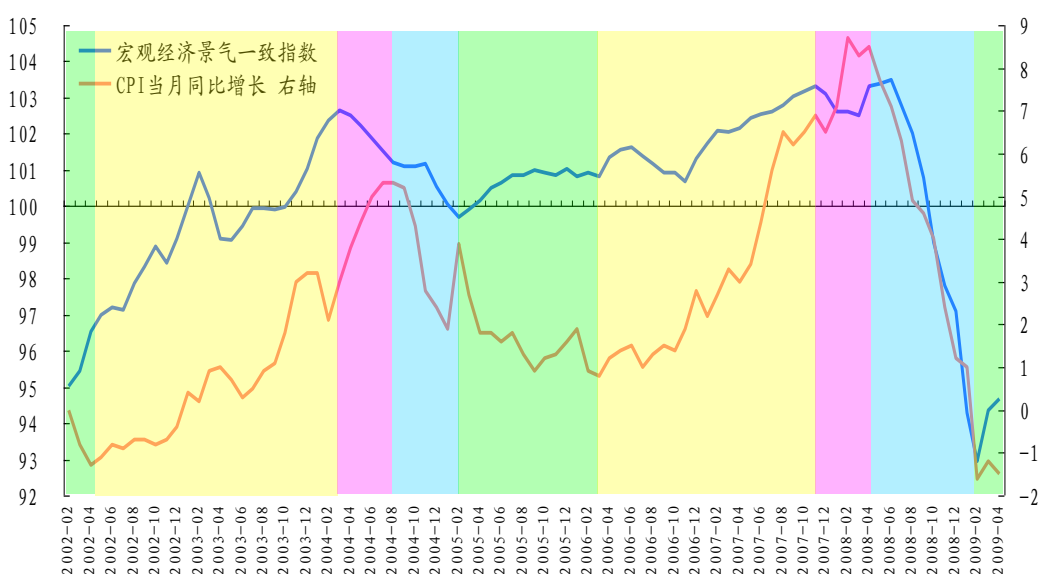


图 12.15：从 2002 年以来的中国经济周期阶段划分：走过相对完整的两轮转换



注：依次分别代表经济所处的复苏、扩张、滞胀、收缩阶段

从 2002 年到 2008 年，中国经济周期阶段可以近似的划分从复苏到收缩两个轮次。观察可以发现，中国经济的高增长运行特征决定了一轮周期中，扩张阶段持续较长。遗憾的是，所观察的周期轮次偏少，而且 2004 年的经济调整，拉长来看，其实仍处于经济的上升期，所以在 2004 年 9 月到 2005 年 2 月的收缩阶段持续时间很短，货币政策并没有出现明显的放松。即便如此，统计在经济不同阶段的沪深 300 指数表现，仍可以发现 A 股市场表现基本符合经典投资时钟规律：经济增长向上的复苏与扩张阶段的股票市场表现要显著的好于滞胀与收缩期。

表 12.9：阶段划分下股票市场表现：滞胀与收缩阶段应该规避权益类资产

阶段属性	月数	上涨月数	下跌月数	累计涨幅	月均涨幅	年化涨幅
复苏	18	12	6	1.3852	1.0183	1.2426
扩张	43	30	13	4.5680	1.0360	1.5280
滞胀	10	4	6	0.6372	0.9559	0.5823
收缩	16	7	9	0.5325	0.9614	0.6233

经济周期阶段划分下的行业轮动。统计沪深 300 及其行业指数在各阶段下的表现，可以发现：

（1）在复苏阶段，表现较好的是能源、金融、可选消费；表现较差的是信息技术、医疗保健、公用事业。基本上和美林投资时钟吻合，主要差别是：能源板块主要包括煤炭和石油石化行业，在三次复苏阶段，都显著的跑赢了大盘。科技类的电信服务和信息技术板块在复苏阶段并没有很好的表现。这和中国科技类板块代表性偏弱，电子类企业更多的集中在加工制造环节，依靠订单生产，而非设计研发环节有关。

（2）在扩张阶段，表现较好的是能源、材料、金融；表现较差的是信息技术、公用事业、电信服务。基本上和美林投资时钟吻合，主要差别是：金融板块在扩张阶段仍表现较好，但在两次扩张期中金融板块的表现是矛盾的，2002 年到 2004 年的第一次扩张期，金融类的表现排在最后一位，而 2006 年到 2007 年的第二次扩张，金融类表现最好，且涨幅巨大，对最后表现有很大的拉动作用。金融板块的表现规律需要更多周期的检验。同时，中国经济处于扩张期的时间较长，可能需要将扩张期更细分为扩张前期和后期。

（3）在滞胀阶段，表现较好的是电信服务、日常消费、医疗保健；表现较差的是信息技术、能源、金融。和美林投资时钟基本吻合，主要差别是能源表现比较落后。美股在经济滞胀阶段，石油天然气行业的表现仍然相对较好。

（4）在收缩阶段，表现较好的是医疗保健、公用事业、日常消费；表现较差的是能源、金融、材料。和美林投资时钟基本吻合，主要差别是金融表现比较落后。美股在收缩后半阶段，由于货币政策的放松，金融股相对表现较好。

总的来说，四阶段下，大类行业的板块轮动规律基本符合投资时钟的内在逻辑。金融、能源、可选消费、日常消费、医疗保健、公用事业、材料行业轮动的效果比较显著，而工业、电信服务、信息技术的轮动效果不是很明显。和美国股市相比，A 股的能源行业表现起来得较早，而金融行业表现起来得较晚。

表 12.10：阶段划分大类行业表现

	复苏		扩张		滞胀		收缩
能源	2.012	能源	6.241	电信服务	0.787	医疗保健	0.848
金融	1.910	材料	5.289	日常消费	0.781	公用事业	0.713
可选消费	1.427	金融	5.007	医疗保健	0.709	日常消费	0.673

沪深 300	1.385	医疗保健	4.853	材料	0.675	电信服务	0.603
日常消费	1.355	沪深 300	4.568	可选消费	0.661	信息技术	0.582
材料	1.300	日常消费	4.504	工业	0.652	工业	0.581
工业	1.277	工业	4.430	公用事业	0.648	沪深 300	0.532
电信服务	1.214	可选消费	4.303	沪深 300	0.637	可选消费	0.526
公用事业	1.104	电信服务	3.818	金融	0.635	材料	0.514
医疗保健	1.073	公用事业	3.605	能源	0.613	金融	0.470
信息技术	1.024	信息技术	2.562	信息技术	0.603	能源	0.442

图 12.16: A 股的产业投资时钟



第二节 风格

风格分析是指对某类具有共同收益特征或共同价格行为的股票进行分析,试图把握其中的机会。风格投资从本质上来说是试图通过某些特定分割的、异质的板块中获得超额收益。

投资风格的形成主要来源于对股票市场异象的研究成果。20 世纪 70 年代以后,对各种市场异象的研究推动了风格投资策略的发展。风格投资产生的理论基础是市场上存在着违反市场有效性假设的市场异象,各种不同的市场异象产生了不同的风格投资。潜在的推理是,如果一种市场异象在某一个股票市场比较显著,并能产生明显不同于市场指数的投资收益,那么基于该种市场异象产生的风格投资策略便是有效的。国际上的历史统计数据显示,的确存在一些基于异象的风格投资策略在一定时期内创造了相当大的正超额收益。

目前,股票风格的分类方法也不拘一格,风格分类指标可以分一级指标、二级指标等。为数众多的风格种类在实践检验后,最终形成几种主流的应用较为广泛的投资风格。最重要的是大小盘风格和价值成长风格。

美林的数量研究部分分析了 1987-1993 年间成长和价值风格投资策略的表现。他们构建了两类指数。第一类是选取了 18 支具有明显风格特征的基金,其中成长风格和价值风格基金各 9 支,基于此构建了两个风格基金指数。第二类是基于 S&P500 的样本股,选取 5 年盈利增长率最高的 50 支股票组成成长型股票指数的样本,选取盈利收益率(市盈率 PE 的倒数)最高的 50 支股票组成价值型股票指数的样本。结果显示,在不同的年份,价值和成长风格投资策略表现各异。

如果对风格轮换能做到完全预测，那么挑选出来的组合最多可能获得的超额收益有多大？有学者对英国市场进行了风格投资研究，发现挑选出来的最优组合在 1968-1997 年间，获得的年平均毛收益率为 29.10%，每笔交易减去 1% 后的净收益为 24.51%，而《金融时报》全股票指数期间收益为 16%。

表 12.11：美国市场主动管理者可能多获得的收益(1979-1994 年)

可能获得的最佳资产配置	31.93%
静态的股权债权和现金组合	13.20%
可能获得的超额收益	18.73%
<hr/>	
可能获得的最佳风格投资分配	29.67%
威尔夏(Wiltshire)500 指数	13.98%
可能获得的超额收益	15.69%

法雷尔（1996）将股票分为成长型、周期型、稳定型和能源型四类风格，分别进行风格轮换收益率测算，在 1971 年 12 月 31 日至 1991 年 12 月 31 日的不同时间区间内，投资于收益率最高的风格组合，所能获得的最多超额收益平均为 20.14%。

风格管理能给投资者带来超额的收益，但在实际中应考虑交易成本的因素。结论显示，必须要达到 80% 以上对未来风格走势的预测准确性，才能弥补由于预测不准所带来的风险成本。不完美的风格走势预测将导致风格转换收益比不上风格固定比例组合。

风格转换策略意味着完全将一类风格的股票换仓至另一类风格，而风格倾斜策略是对每种风格均有配置，但某种主导风格配置得较多。为避免短时间内多次转换风格的不经济性，可使用风格倾斜策略，转换风格时将投资组合向某个风格倾斜。

在多种风格（规模，价值/成长，高价/低价，等等）当中，综合目前的实证文献，晨星公司的选择的两个风格，大小盘风格和价值成长风格轮动最具有可测度、可预测和可投资性。

价值 / 成长轮换周期

有学者研究了将 1 美元分别投至美国、英国、日本、加拿大及德国的价值股和成长股（以简单市净率 P/B 分类），在 1975 年 1 月-1995 年 6 月期间，五个国家的价值股月度收益率超过成长股的比例均大于等于 55%，最高值为 61%。从多国家、长区间的结果看，价值股的表现优于成长股的概率更大。

表 12.12：1975 年 1 月-1995 年 6 月期间 1 美元投资的收益比较

国家	1 美元投资的增长		价值股月度收益率 超过成长股的比例
	价值股（美元）	成长股（美元）	
美国	23	14	55%
英国	42	24	56%
日本	37	10	61%
加拿大	12	5	61%
德国	14	9	55%

Richard Roll 用三个分类变量即市值大小、收益价格比(E/P)、净资产价格比(B/P)来区分价值股和成长股。研究对象是所有在纽约股票交易所和美国股票交易所上市的股票，按市值、E/P 和 B/P 的高低分为八组，每月根据风格分类变量的判断值对风格组合中股票进行调整。在 1984 年 4 月-1994 年 3 月的考察期间内，有三个组合的收益跑赢了标普 500 指数，结论

和上述学者研究较为一致。长期来看，还是价值股组合表现最为优越。

表 12.13：1984 年 4 月-1994 年 3 月期间 1 美元投资的收益比较

组合类别	1 美元增长（美元）	市值	E/P	B/P
小盘+价值	6.85	低	高	高
大盘+价值	5.34	高	高	高
小盘+混合	5.15	低	高	低
标普 500	3.96	-	-	-
大盘+混合	3.49	高	高	低
大盘+成长	3.05	高	低	低
大盘+混合	2.76	高	低	高
小盘+混合	2.02	低	低	高
小盘+成长	1.64	低	低	低

为何价值股表现更好？有如下解释，比如：（1）可能有尚未考虑的风险存在。价值股超过成长股的溢价可能只是对未考虑的风险的补偿。尽管 Roll 用 CAPM 模型和因素模型对收益率进行了风险调整，但是仍不排除有其他风险存在的可能性。（2）预期偏差。Scott Bauman 和 Robert Miller 考察收益预测发现 P/E 比率最低的股票被低估，而 P/E 比率最高的股票被高估，低 P/E 的股票是价值型，其收益被低估，那么股价表现就会比预期要好，对于成长股也类似。Bauman 和 Miller 认为计算预期收益时过分依赖以往较短时间内的收益趋势是造成预期偏差产生的原因。

虽然上述研究均证明，长期来说，价值股的表现优于成长股，但仍有成长股表现好的证据，Robert 等人的研究表明，1975 年 1 月-1995 年 6 月期间，在美国、英国、日本、加拿大及德国五国，有 39%-45% 的概率成长股表现更好。

在美国市场，两种风格都有表现好和不好的时期，在 1985-1995 年间，有 6 年是成长型基金表现更出色，有 5 年价值型基金表现更好，两种风格呈现周期轮换，且每期都有至少一种风格基金的收益率高于股票共同基金平均年收益。

表 12.14：成长型和价值型基金收益呈现周期轮换，每年至少一种风格基金收益高于股票共同基金平均年收益（1985-1995 年，单位：%）

年份	成长型基金 平均年收益	价值型基金 平均年收益	收益率差值 （成长-价值）	股票共同基金 平均年收益
1985	29.7	28.3	1.4	28.7
1986	13.5	15.4	-1.9	14.7
1987	1.4	-0.4	1.8	1.2
1988	13.9	18.5	-4.6	15.8
1989	30.1	20.8	9.3	25.3
1990	-4.2	-8.6	4.4	-5.7
1991	49.7	30.9	18.8	37.0
1992	7.5	12.1	-4.6	9.3
1993	13.0	14.1	-1.1	12.8
1994	-1.7	-1.3	-0.4	-1.5
1995	32.4	28.9	3.5	30.9

历史数据表明，价值和成长投资风格组合的业绩表现具有周期性，且表现优异的价值型

基金和成长型基金往往在次年表现不佳。在 1975-1995 年间，分别选出美国市场成长型和价值型基金收益最高的 5 个年份，将次年收益进行对比，5 年中有 4 年，当年收益最高的成长型基金次年表现落后于价值型基金；价值型基金收益的延续性稍好，当年收益最高的价值型基金，5 年中有 3 年，次年表现高于成长型基金。这预示风格转换仍有研究价值。只要能够把握风格变换的规律，找出风格转折点或是找到能预示风格将要进行切换的系列指标，就能对实际投资起到较好指导作用。

表 12.15: 1975-1995 年间，成长型和价值型基金收益最高的 5 年及次年收益（单位：%）

年份	成长型基金收益率		年份	价值型基金收益率	
	当年	次年		当年	次年
1975	40.2	24.0*	1975	39.5	37.5*
1979	35.2	33.6	1976	37.5*	3.0
1991	33.7	4.9*	1985	29.1*	19.1*
1980	33.6	2.5*	1983	26.2*	7.5*
1982	31.0	23.7*	1979	25.5	25.4

关于价值成长风格轮动的解释。从行为角度来看，投资者趋势追逐导致价格偏离于价值，而价格最终必向价值回归，因此产生了风格周期的轮换。

另外从经济指标来看。（1）经济景气度和盈利动量。当经济衰退时，只有少数公司在成长，投资者则愿意持有这些稀有股票；当经济不景气时，多数公司都在成长，投资者就不会为成长股支付高价。（2）利率曲线的斜率。Bernstein(1991)认为利率曲线的斜率也可用作额外风险指标来判断该选择何种风格的股票。利率水平通过久期和利率敏感性来影响股票，一般来说，价值投资组合的平均久期为 24.9 年，而成长组合的久期为 29.9 年，标普 500 指数的久期约为 27.8 年。（3）股利支付率，是管理层向市场传递信息的信号。历史经验表明，当股利支付率较高时，价值投资会超越增长投资；反之，当股利支付率较低时，表明高的盈余收益将用来支持企业成长，成长型投资就会超越价值投资。（4）收益率曲线的斜率。Harrey(1989、1993)指出收益率曲线的斜率是对未来经济增长的精确预测，用长期国债到期收益率和短期国债折现率描绘的债券收益曲线的斜率可看作对未来名义增长率的预测。

表 12.16: 成长/价值投资表现和收益率曲线的斜率

收益曲线	各类型表现	原因
平坦到反向	成长投资表现相对领先	经济发展受阻
反向到平坦	成长投资表现相对领先	过于紧缩的经济
平坦到陡峭	价值投资表现相对领先	刺激经济
陡峭到平坦	价值投资表现相对领先	过于宽松的经济

在经济景气周期初期即复苏期，价值指数表现更好；在景气周期中后期即繁荣期，价值指数和成长指数均有表现好的证据，因此和前述成长股表现更好的理论似有不符。在经济衰退和萧条期，价值指数和成长指数表现孰好孰坏不一定，但总体而言两者差距并不是很大。

从夏普比率来看，不论在经济复苏或繁荣期，价值指数和成长指数均有超过对方的时候；在经济衰退和萧条期，两者也并不一定是哪个更好，总体来说价值指数的夏普比率较高的可能性更大些。

基于月数据测算的价值指数大于成长指数的概率超过 50% 的年份占比，美英市场并不一致。美国市场价值指数大于成长指数概率超过 50% 的不到一半；而在英国市场，价值指数大于成长指数和 FTSE 350 指数概率超过 50% 的占大多数。

从月度最大跌幅来看，熊市中最大跌幅多由价值指数创造，也有成长指数跌幅大的时候。

另外，对于美国股票型基金的研究表明，总体看，在下跌市中价值型基金表现更好，上升市中则没有定论。

大盘 / 小盘轮换周期

来自所罗门兄弟公司的一份研究报告显示，美国、日本市场上，不同规模组合在不同经济条件下的收益表现呈现出周期变换，且对于某一经济因素的变化，美、日市场呈现出一致性。其中，对美国、日本市场的研究区间分别是 1960-1995 年、1974 年-1995 年。

表 12.17：不同经济条件下规模效应的比较

市场情况	美国	日本
经济高增长	小盘股	小盘股
经济低增长	大盘股	大盘股
货币走强	小盘股	小盘股
货币趋软	大盘股	NA
股市高波动	大盘股	大盘股
股市低波动	小盘股	小盘股
短期利率上升	NA	小盘股
短期利率下降	NA	大盘股
长期利率上升	小盘股	小盘股
长期利率下降	NA	NA

在不同经济指标组合之下，大盘股与小盘股的相对表现，则取决于不同因素相对影响力量的强弱。(1)通货膨胀率的高低对美国、日本不同规模股票的影响主要取决于另一因素——经济增长速度。经济高增长情况下，小盘股表现优良的概率大于 50%，经济低增长情况下则不到 50%，即大盘股表现会更好。(2)汇率走势对美国、日本不同规模股票的影响也同样受制于经济增长速度。经济高增长时，即使货币走软，小盘股也有 50% 以上的概率会表现更好；而当经济低增长时，不论货币强势与否，小盘股都不再有优异表现。(3)股市的波动性则与经济增长速度呈现出交互作用。经济高增长时，不论股市如何波动，小盘股有较好表现；经济低增长时，股市高波动会使小盘股表现较差。而且，股市低波动的影响在美、日市场并不一致，美国市场小盘股表现较好，而日本市场大盘股表现较好。

表 12.18：不同指标组合下小盘股表现优于大盘股的概率

不同指标组合		小盘股表现优良概率	
		美国	日本
经济高增长 (高于最高的四分位数)	高通货膨胀	68%	68%
	低通货膨胀	70%	79%
	货币走强	79%	81%
	货币趋软	50%	65%
	股市高波动	62%	68%
	股市低波动	71%	82%
经济低增长 (低于最低的四分位数)	高通货膨胀	39%	49%
	低通货膨胀	44%	29%
	货币走强	42%	34%
	货币趋软	30%	34%
	股市高波动	27%	18%
	股市低波动	79%	49%

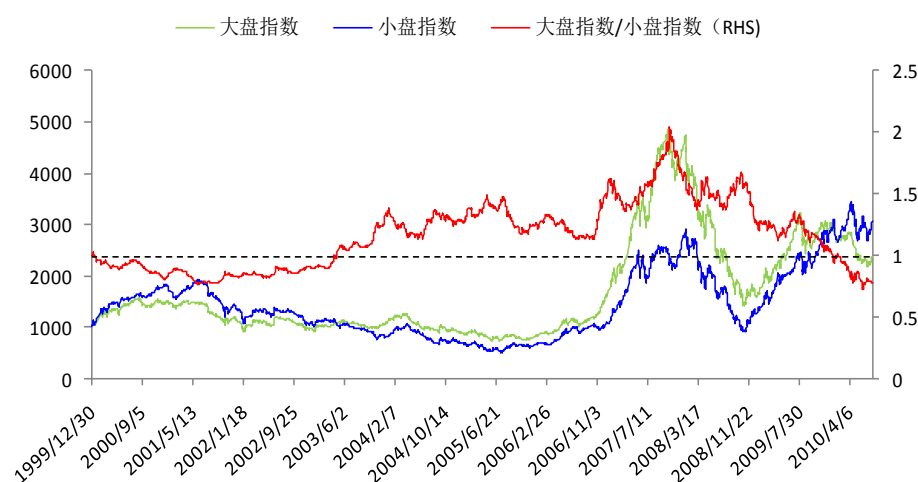
经济周期也可以解释大小盘轮动。宏观经济表现强劲时，小市值公司有一个较好的发展环境，易于成长壮大，甚至还会有高于经济增速的表现，因此，小盘股表现突出的概率高于大盘股。而当经济走弱时，由于信心的匮乏和未来市场的不确定性，投资者可能会倾向于选择大盘股，起到防御作用，即使低通货膨胀、货币走强，也不足以去冒险去选择小盘股。Pradhuman 和 Bernstein(1994)研究发现，经济名义增长率是用来解释规模效应市场周期的有力变量。当名义增长率提高时，小市值组合表现更优，因为小公司对宏观经济变动更为敏感，当工业生产率提高、通货膨胀率上升，小公司成长更快。

做一个风格观察者

风格投资具有很强的趋势性，国内市场有四个最主要的风格值得关注：大盘 / 小盘、高价 / 低价、优质 / 劣质、价值 / 成长。风格的转换可以预判，但是风格的转换更需要观察到相应的信号。

通过把申万或者中信的风格指数的走势数据导出到电子表格然后相除就可以得到风格的相对走势图。

图 12.17: 大盘 / 小盘股指数



注：黑线上方的比例表示大盘指数跑赢小盘指数

图 12.18: 高价 / 低价指数



图 12.19: 优质 / 劣质股指数



图 12.20: 价值 / 成长股指数



通过结合当时背景观察，可以去预判，不过预判经常容易犯错误，比如在 2009 年 9 月份，我非常担心，创业板推出后，大小盘风格轮动会发生转变，如果发生，投资者应该采取行动，但是实际上最后没有发生。当时的理由如下：

从大盘创出 6124 的历史高点以来，大盘股已经跑输两年，目前大小盘股比价关系已经达到 03 年以来的最低点。时间和空间上具备反转条件。而从估值来看，小盘股比大盘股的静态 PE 也高一倍以上。不过，历史上小盘股估值高出 4 倍才具备大幅度反转条件。

仅仅是估值差距，还不能导致大小盘风格转换。风格转换还需要事件性因素，和业绩推动的合力。10 月 30 日开始交易的创业板市场无疑符合这事件性因素的条件，创业板增加了小盘股的供给，如果创业板市场高开低走，很可能对主板小盘股走势构成压力。

而大盘股一般是蓝筹绩优股，其市值较大，炒作空间小，对业绩更依赖。随着投资者认为的市场逐渐进入业绩驱动行情，风格轮动存在较大可能。

一种情况下是，大盘股上涨，小盘股不涨，这种情况时常会创新高，目前不符合我们假定；另外一种情况是大盘股不跌，小盘股下跌，该场景发生的概率较高。

图 12.21: 小盘股已经跑赢两年，比值空间也足够



图 12.22: 小盘股估值高于大盘股一倍以上，尽管没有达到历史高点

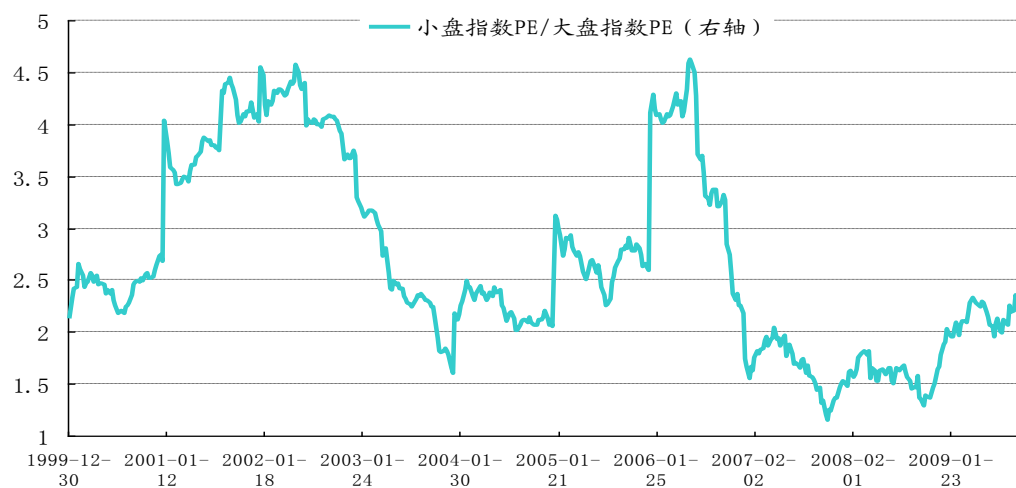


图 12.23: 风格轮换伴随事件性因素（契机）



图 12.24: 业绩推动的行情下, 大盘股容易跑赢小盘股

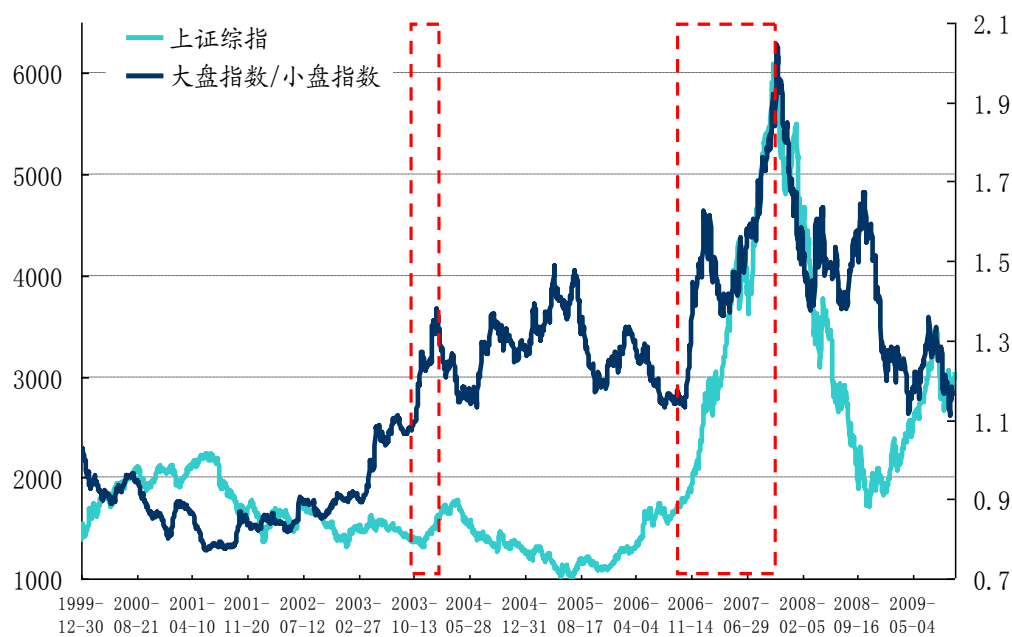


图 12.25: 业绩增速回升时, 大盘股跑赢小盘股 (往往比业绩滞后)



总结，总的说来，几乎不可能找到一种精确的中观分析方法，但是中观分析承上启下，提供了投资的多维视角与思考方式，对于中观分析的参考书籍，也非常少，除了《美林投资时钟》，《美林风格投资》外，几乎只能去阅读行业和投资主题研究报告和观察市场风格数据来实践中提高。对于产业结构来说，则可以参考两本书：《美国产业结构》，《日本产业结构研究》，对于行业投资本质探讨的书也很少，费雪公司的三个研究员写的《能源投资》、《材料投资》、《必需消费品投资》可以读读。

主题分析提供了中观分析的第三种角度，往往是由某一投资思路穿针引线进行挖掘，投资对象具有跨行业、跨板块与跨地域的特点。

寻找投资思路也就是寻找影响某一时间经济发展和某一组企业盈利的关键性和趋势性因素，中国的发展具有多层次、多样化、动态变化的特点，不同主题下的企业两极分化的特点更加明显；中国的崛起也是一个多层次、长周期的历史性进程，不同特点的企业发展顺序有先有后，发展速度和获益程度各不相同，新旧投资主题将出现更替。在国内资本市场上，主题性投资机会一直长盛不衰。有事件性主题，比如世博受益，奥运受益；有政策性主题，比如区域振兴，高铁建设等；有广阔性主题，比如城市化、消费升级等；透过主题投资，可以更贴切的选出一组有明确业绩推动力的公司进行投资。

关于学习投资主题，最好的方式去阅读券商的主题投资报告，通过案例去学习。