

舵手证券图书  
www.zqbooks.com

国泰君安培训教材  
证券分析师培训手册

王成 韦笑◎著

# 策略投资

- 市场中期和长期的趋势分别是什么
- 影响趋势的核心因素有哪些
- 在既定的市场背景下，  
应该选择何种投资风格
- 主题和行业，  
应该选择何种投资组合

地震出版社

# 策 略 投 资

王 成 韦 笑 著

地 震 出 版 社

图书在版编目(CIP)数据

策略投资 / 王成, 韦笑著. —北京: 地震出版社, 2012. 3

ISBN 978-7-5028-3939-0

I. ①策… II. ①王…②韦… III. ①投资分析 IV. ①F830.593

中国版本图书馆CIP数据核字(2011)第203345号

地震版 XM2263

策略投资

王成 韦笑著

责任编辑: 陈晏群

责任校对: 孔景宽

---

出版发行: 地震出版社

北京民族学院南路9号

发行部: 68423031 68467993

门市部: 68467991

总编室: 68462709 68423029

证券图书编辑部: 68426052 68470332

<http://www.dzpress.com.cn>

邮编: 100081

传真: 88421706

传真: 68467991

传真: 68455221

经销: 全国各地新华书店

印刷: 三河市鑫利来印装有限公司

---

版(印)次: 2012年3月第一版 2012年3月第一次印刷

开本: 787×1092 1/16

字数: 779千字

印张: 32

书号: ISBN 978-7-5028-3939-0/F(4607)

定价: 80.00元

版权所有 翻印必究

(图书出现印装问题, 本社负责调换)

此书献给我敬爱的父母

王晓生 何风英

王成

## 致 谢

关于本书的成文，需要感谢众多朋友的支持，没有大家的支持，本书绝无可能写出来。作为国泰君安证券的分析师，首先感谢的是研究所老领导李迅雷老师，现任领导姚伟、李勇和康凯，没有他们的大力支持和创造的宽松环境，我在投资策略上的研究不可能取得进步。

还要感谢国泰君安大策略研究团队的全体成员，现有的成员包括王稹、钟华、时伟翔、张晗、张赞、张昂、张堃、金润、林博、王丽妍、孙金锯、王欣艺、江亚琴、尹为醇等；已经离职的策略研究员包括邵健、陈亮、王炫、侯继雄、吴坚雄、刘兆萍、章锦涛、翟鹏、章秀奇、张林昌、赵媛媛、陈思郁、唐传龙等。基本上，没有我们大策略团队的帮助，本书不可能完成。国泰君安目前的大策略团队分为三个子团队，其中包括中长期策略团队、小盘成长股研究团队和热点组合团队。他们从多个角度为投资者提供不同产品的“洞察力”。

同时也非常感谢与我们有业务来往的研究员和客户经理们的大力支持。

本书除了参考大量参考书、研究资料外，很多投资者也为本书提供了重要思路。由于成文时消耗太多记忆力，很多对我特别是策略体系建立有帮助的朋友在这里并没有提及，但是心中充满感谢。本书中有周金涛、魏凤春、程定华、洛泽斌、蒋敏、阎梓衡、许达、杨韬、郑婷婷等朋友的直接贡献，对此表示感谢。最后感谢我的家人。

谨以本书纪念我已经逝去的父母王晓生和何风英。

最后，如果您对本书的观点有何感想，或者有需要交流的，请随时与作者联系。

E-mail: wyzc@sina.com, wangcheng6461@gtjas.com

王 成

2010年12月

## 前言

本书是一本关于研究中国 A 股市场策略投资方面的参考书。我读了很多书，但这方面的书，在市场上几乎没有看到过。目前的证券类书籍，多数是关于技术、交易、宏观研究、投资理念，以及选股方面的（主流投资大师写的书籍基本集中于此）。索罗斯写的《金融炼金术》算是一本“策略投资”的书，但他是采取的国际金融案例投资法，使很多读者觉得阅读起来难度很大。

市场上缺少策略投资方面的书，我想或许有以下原因：策略投资者工作实在太忙，写一本这方面的书需要花太多时间，而对于出色的策略投资者，时间可能更重要；策略投资的分析体系或许是既定的，众所周知的，因此没有必要写；策略投资并不重要，最重要的还是选出具有巨大增值潜力的股票，这也是为什么巴菲特、彼得·林奇、费雪等投资大师受到欢迎的根本原因；策略投资的分析体系构建缺乏共识，很难去充分把握；策略投资需要综合素质，在目前的教育背景下，掌握策略投资的要义比较难……

我认为，对于职业投资者来说，适当了解策略投资是非常必要的。因为策略投资试图解决的是：市场中期和长期的趋势分别是什么，影响这个趋势的核心因素有哪些，在既定的市场趋势背景下，应该选择何种风格、主题和行业，以及应该选择何种投资组合。

也就是说，策略投资更多的是自上而下研究中大尺度的投资背景问题（背景分析方法比纯投资分析方法更重要），或许并不适合短期交易型投资者，但对于其他类型的投资者，了解策略投资对于自身的投资会很有帮助。这个帮助的意义，可以用毛泽东《中国革命战争的战略问题》中的关于战略问题是研究战争全局的规律的东西的观点写的：

“只要有战争，就有战争的全局。世界可以是战争的一全局，一国可以是战争的一全局，一个独立的游击区、一个大的独立的作战方面，也可以是战争的一全局。凡属带有要照顾各方面和各阶段的性质的，都是战争的全局。

研究带全局性的战争指导规律，是战略学的任务。研究带局部性的战争指导规律，是战役学和战术学的任务。

要求战役指挥员和战术指挥员了解某种程度的战略上的规律，何以成为必要呢？因为懂得了全局性的东西，就更会使用局部性的东西，因为局部性的东西是隶属于全局性的东西的。说战略胜利取决于战术胜利的这种意见是错误的，因为这种意见没有看见战争的胜败的主要和首先的问题，是对于全局和各阶段的关照得好或关照得不好。如果全局和各阶段的关照有了重要的缺点或错误，那个战争是一定要失败的。说‘一着不慎，满盘皆输’，乃是说的带全局性的，即对全局有决定意义的一着，而不是那种带局部性的即对全局无决定意义的一着。下棋如此，战争也是如此。”

“学习战争全局的指导规律，是要用心去想一想才行的。因为这种全局性的东西，眼睛看不见，只能用心思去想一想才能懂得，不用心思去想，就不会懂得。但是全局是由局部构成的，有局部经验的人，有战役战术经验的人，如肯用心去想一想，就能够明白那些更高级的东西。……能够把战争或作战的一切重要的问题，都提到较高的原则性上去解决。达到这个目的，就是研究战略问题的任务。”

策略投资很重要，但是只有策略投资是不够的，并且策略投资本身就具有局限性。

从适用范围上，策略投资仅适合于机构投资者和有一定分析能力的专业投资者，最好能够有WIND分析系统。对于没有形成自己投资体系的金融学硕士研究生来说，策略投资也是值得借鉴和学习的，本书可以作为参考书，对走进这个行业有帮助。而对于普通投资者来说，多数还是应该以交易或者选股为主。

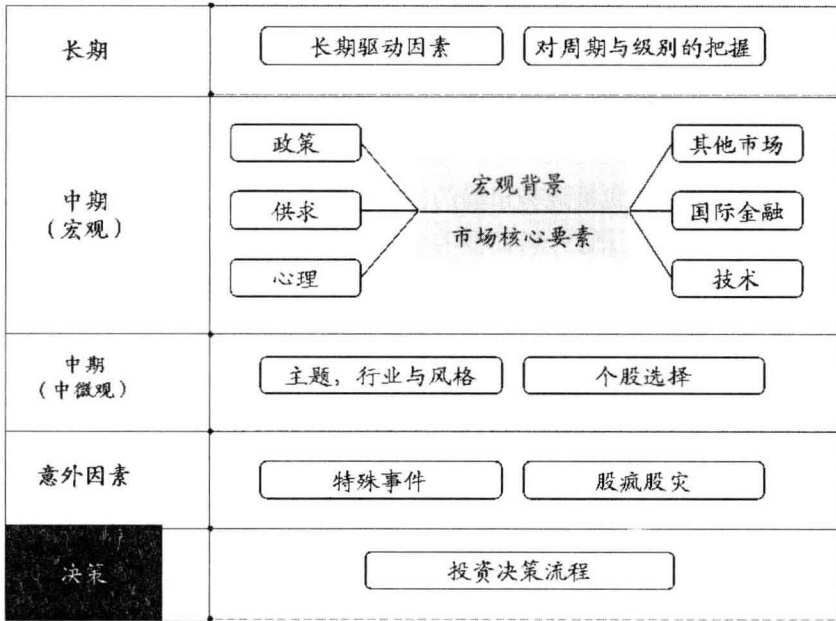
从研究方法上，策略投资研究的是在分析多重影响因素后，对市场的整体性和背景性进行多情景分析，然后选择出最合理的方向。因此，策略投资类似盲人摸象，只能尽可能地从这个角度去摸，摸准，或许才能对大象的整体有了解。对于一个“盲人”来说，这并不容易。

从投资收益上，策略投资在判断上是中长期的市场背景分析，投资收益的获得最终不仅取决于此，更取决于选择了什么样的股票以及其他因素。

我在三年前就想写一本关于策略投资的书，直接的原因是为了培养新入职的分析师，因为很多初入证券市场的分析师对策略投资及相关研究非常有兴趣，但是却找不到一本好的“培训手册”。我试图写一本“培训手册”，不过在建立好自己的分析框架后，暂时放弃了，一方面框架还很粗糙（即使到现在，仍然对目前的分析框架持批判、反思态度）；另一方面，需要两三年的时间对自己的分析框架做个检验（要承认的是，这个检验还远远不够）。

以前培训采用的方法通常是用幻灯片，大概描述一下策略投资研究的体系，然后通过阅读和讨论大量优秀的策略报告来学习，我希望每个学习者最终能够建立起适合自己的体系。不过，这样的学习对于初学者来说过难，最好的方法还是先构建一个体系，然后去掌握，最终去粗取精，去伪存真，由表及里，由浅及深，通过不断裁剪和修正来建立起自己的分析体系。

下图是我所认为的一个典型的策略投资者的分析体系图。



这个图对应着不同的章节。长期宏观策略投资在股市中有两个功用，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；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。长期趋势和周期判断分别对应第一章和第二章。

第一章就是从这三个维度探讨这些长期驱动力对经济和市场机会的影响。

在第二章，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。

经济增长和通货膨胀的不同组合方式构成了证券市场最重要的投资背景，多数投资者最关注的是中期策略。对于中期策略来说，宏观背景分析和市场核心要素分析最为重要，这分别对应第三章和第四章。决定了不同阶段、不同大类资产配置的重要性。

第三章主要研究不同通胀区间对各类型资产的影响以及机理。

第四章是市场策略趋势分析的主体部分，也就是市场策略的三要素分析，这三个要素是股票市场的内在、中期的核心驱动因素，分别是流动性、业绩和估值。

第五到第十一章对影响市场的关键因素进行了逐一分析，其中包括政策、市场供求、国际金融、市场间分析、心理分析、历史研究方法和技术分析。

第五章是研究如何分析政策的部分，政府是什么、通过什么来影响经济和社会、货币和财政政策等等。

第六章研究的是市场供求，也就是判断市场中资金和筹码的关系。

第七章研究的是国际金融。中国已经是一个兼具世界工厂和世界市场双重特征的重要开放经济体。因此，我们所面对的经济和市场必然受全球化主导，这使得投资者在做国内股票市场趋势判断的时候，不能不了解国际金融，不能不预判美元汇率的长期走势。

第八章研究的是跨市场分析。尽管这里所指的策略投资的主战场是中国的A股市场，但是从系统论的角度，各个市场是相互联系，相互影响的，因此其他市场与股票市场的关系也



是必须考虑的因素。

股票市场长期来说是称重机，短期来说是投票机。投票中，心理因素的影响非常重要，因此第九章试图去研究 A 股市场的投资者心理。

投资者在培养投资素养的时候，不仅需要了解当下的知识，还要学习历史，这个历史不仅包括宏观经济的历史，还包括证券市场的历史，以及证券市场中的的人，也就是投资者的历史。第十章对于历史研究方法进行很简要的分析。

第十一章是技术分析。关于技术分析的书籍汗牛充栋，本章并没有为技术分析增加什么新内容，但是作为策略投资者来说，技术分析确实是重要的分析手段之一。

策略投资就是多角度、多层次看问题。多角度保证在市场大方向上看对的概率尽可能增加，而多层次不仅可以和多角度相互验证，更重要的是，体现了最终投资收益的差异。第十二、十三章是从中观和微观的层面分析市场，但是中观和微观的展开更复杂，规律性也更难把握，因此这两章仅是自我经验的探索。

第十三章研究如何进行选股，试图抽象出一些股票的基本规则。我所理解的股票分析需要解答下面的问题：①如何判断一只股票为何上涨？②如何从一只股票集合中选择出“意中股”？③选择出中意的股票后如何建立一个组合以及如何对组合进行调整？不同的投资者有不同的选股方式，我阐述的是自己的选股理念和选股的探索过程。

上述的分析框架，也就是前三十三章内容是我所认为的策略投资分析体系的一个正式框架。上述的传统分析可以解决相当部分(比如 70%)策略投资遇到的问题。

但证券市场还存在大量的随机性和复杂性，远远不是我们所能完全认识的，很多情况下，传统分析是无用的。因此，第十四章和第十五章就是试图研究一些例外的因素。第十四章的例外是个案随机性，主要是突发事件分析，还会探讨更广泛的市场不可预测性条件以及对投资者自我分析方法的反思。第十五章则研究广泛性例外——股疯和股灾。

前五章都是分析方法的研究。但分析只是彩排，行动无可替代。整个投资决策流程中，分析只是其中一个链条，我认为分析链条对整体投资决策的贡献度也就仅占 30%，剩下的因素占有更重要的地位，包括处理信息的能力、抗拒行为干扰的能力、风险管理的能力、遵守纪律的能力等。

第十六章是关于投资者投资决策流程优化的。

最后一章算是案例研究。我选择了从 2008 年 8~12 月的策略投资周记，这些周记没有公开发表，仅通过邮件发给过一些客户。选择那个时候，主要是因为这个背景提供了策略投资的综合练习，那时环境和投资者情绪变化很大。现在回过来看，当时做出的很多策略投资决策是不妥当的——这点不吝于自我批评，市场本身就让人敬畏，自身的认知能力过于有限。不过，在迷雾中前行，还是觉得有惊喜之处，同时，反思也是一种快乐。需要强调的是，写策略报告可以按照周来写，但策略投资不应该按照周来做，至少应该是按照月，正常应该是按照季度来调整投资策略，平时的自上而下的策略投资，仅是看是否有出奇的事件或者超出的事件。真正的用功应该来自自下而上的层面，这是投资的核心竞争力。

这本书的优点在于是第一本自上而下的系统化研究中国证券市场策略投资的书，适合作

为培训和参考用书，对于很有实战经验但是需要系统化的投资者来说，也会有很大帮助。另外，在每章后面，我都进行了总结并且提供了扩展阅读的参考书籍，有些还进行了简要的点评，这些参考书加起来超过 100 本，读者可以按照自己的兴趣有选择的阅读。尽管我自认自己在证券和经济方面的书看得很多，但是在选择方面仍然有所取舍，比如在推荐书的时候，关于企业战略研究的书，仅随机推荐了很小的一部分，因为大多数都差不多。多读我个人觉得边际收益不高。

这里再次强调的是，策略投资体系的建立，不是一个经济周期分析理论或者流动性重估理论就可以包容的。策略投资应该是多角度、多层次的思维体系，在多角度、多层次思考下，观察实际数据进行市场投资机会判断来增加获胜的概率，并且出现意外，有相应决策机制保证安全。因此，策略投资不是纯粹预测市场的手段，而是一种系统的思考方式。

写书是对自己的思维重新梳理的过程，这个过程本身就能带来思维的升华。我为这本书付出了很大心血，但在写作过程中，仍然战战兢兢，害怕框架或者观点误导了读者。即使完成之后，仍然并不满意。或许只能承认，目前水平仅限于此，毕竟我不是什么投资大师，只是在投资之路上不断踏实探索的学生而已。

编著此书，希望读者和我一起在投资之路上继续去探索。

# 目 录

前 言 .....	1
第一章 社会发展的长期动力 .....	1
第一节 人口 .....	2
第二节 技术创新 .....	11
第三节 制度变革 .....	25
第二章 周期与级别:长度与幅度 .....	43
第一节 周期 .....	44
第二节 中国的经济周期 .....	50
第三节 级别与幅度 .....	58
第三章 通货膨胀与经济增长 .....	65
第一节 通胀区间的重要性 .....	66
第二节 分析经济增长和通货膨胀 .....	84
第四章 三个核心因素:流动性、业绩与估值 .....	93
第一节 流动性 .....	94
第二节 业绩分析 .....	107
第三节 估值 .....	113
第五章 政策分析 .....	121
第一节 政府与政策 .....	121
第二节 货币政策与财政政策 .....	138
第三节 其他政策 .....	151
第六章 市场供求分析 .....	163
第七章 国际金融 .....	175
第一节 全球宏观体系 .....	175
第二节 全球最重要的变量——美元汇率的作用 .....	182
第三节 美元汇率走势的因素分析 .....	192
第八章 跨市场分析 .....	207

第九章 市场心理分析 .....	225
第十章 投资历史研究 .....	241
第十一章 技术分析的缺憾 .....	265
第十二章 市场结构分析 .....	281
第一节 行业 .....	281
第二节 投资风格 .....	296
第十三章 选股分析 .....	307
第一节 股价的驱动因素 .....	307
第二节 竞争优势分析 .....	325
第三节 对股票进行分类 .....	356
第四节 案例学习——安迪·史蒂芬斯的选股体系 .....	374
第十四章 突发事件分析 .....	383
第一节 外生性突发事件 .....	383
第二节 黑天鹅 .....	394
第十五章 股疯与股灾 .....	401
第一节 股疯分析 .....	401
第二节 股灾分析 .....	412
第十六章 投资决策流程优化 .....	421
第一节 投资决策中信息的处理 .....	422
第二节 抗拒行为的干扰 .....	435
第三节 其他要素 .....	446
第十七章 策略投资者周记 .....	455

# 第一章 社会发展的长期动力

很多读者会问“社会发展的长期动力”和股票市场策略投资有什么关系呢？这个关系用俗话说就是“大趋势挣大钱”，什么是大趋势？作者认为就是社会发展的长期动力造成的影响。从某种意义上也可以理解为“时势造就英雄”。

一个很简单的例子是，1995年巴菲特和盖茨到中国旅游，途经三峡。巴菲特看到长江纤夫艰苦地拉着自己所乘的船，不禁感叹道：“说不定他们中的一个也可以成为盖茨。但是他们生在这里，注定一辈子以拉纤为生。他们没有这个机会，而我们有今天的地位纯粹是幸运。”从某种角度来说，天赋与才智本身就是一种幸运，而事业成功的环境更是一种幸运。

比如，比尔·盖茨是1955年出生，美国IT大企业的创始人大都是1955年左右出生。当他们毕业的时候，华尔街处于熊市末期，而IT革命处于初始期（大趋势形成），他们投身IT革命的初始期，因此创立了这些IT的大企业，而过早或者过晚都会丧失重要的机遇期，比尔·盖茨就是最幸运的那个（表1-1）。

表 1-1 知名 IT 企业创始人出生时间

企业名称	创始人姓名	出生时间
微软	比尔·盖茨	1955-10-28
微软	保罗·艾伦	1953-1-21
微软	史蒂夫·鲍尔默	1956-3-24
苹果	史蒂夫·乔布斯	1955-2-24
谷歌	埃里克·施密特	1955-4-27
太阳微系统	比尔·乔伊	1954-11-8
太阳微系统	斯科特·麦克尼利	1954-11-13
太阳微系统	维诺德·科斯拉	1955-1-28
太阳微系统	安迪·贝托尔斯海姆	1955-9-30

在股票市场也一样，即使信奉价值投资，但是格雷厄姆在大的“康波周期”向下的背景下投资也没有什么亮色；费雪则是在20世纪五六十年代成长起来的投资者，因为美国当时制造业面临革命性变革，他选择的很多股票都属于制造业，涨幅惊人；同样信奉价值投资的巴菲特因为其选择的标的消费类股票正好适应了当时美国社会向消费转型的特征而成为股神；比尔·米勒则在20世纪90年代投资科技和网络股而功成名就。

投资具有深刻的社会特征，一定与当时的社会背景密切相关。优秀的投资者，有意或许无意，其投资一定符合了当时的社会背景特征，也就是符合了社会发展的趋势。最大的投资机会永远出现在经济社会发展的前沿趋势中，前沿的变化最终导致经济领域大规模的变革。

因此识别大的投资机会的核心就是设法理解大趋势。正是大趋势推动变革，推动生产力，并最终带来整个经济的成长和投资机会的涌现。

如何看待大趋势呢？在这方面，社会学家进行了大量的研究，根据美国社会学家乔纳森·特纳的《社会宏观动力学》一书，影响社会长期发展的动力源包括人口变化、权力变化等几个因素，不同的经济学家或者投资者也从不同角度来观察社会发展的大趋势（比如《大趋势》、《第三次浪潮》等）。

我认为，对于任何证券市场而言，最重要的三个大趋势是人口、技术和制度变革。只不过，不同国家的股票市场，人口、技术和制度变革的组合特征不同，造就的市场机会也就不同。其中，人口变化为社会提供需求变化，并带来收入以及新增投资者，美国学者罗伯特·希勒的研究就表明，美国 40 岁人口相对 20 岁人口增加，美国股市的估值就增加，40 岁人口相对 20 岁人口减少，美国股市的估值就下降。另外，人口变化也对宏观经济发展趋势和宏观经济发展战略有深远影响，比如“刘易斯拐点”。

技术能够提高社会的生产效率，创造新的产业部门，带来企业盈利的（大幅）增加，并且为证券市场投资者带来主题性投资机会（也提升市场和某些技术板块的估值中枢）。在美国，每次行情的龙头企业都是当时技术和业务模式领先的公司，大级别的行情伴随着技术革命的进步。根据《技术革命与金融资本》一书，金融资本在技术革命中扮演积极角色，并且在技术革命的不同阶段对市场和产业的影响并不相同。

制度变革。新制度经济学家们的研究表明，经济增长的关键在于制度因素，一种提供适当的个人激励的有效的制度安排是促进社会进步的决定性力量。这不仅对于西方世界适用，对于中国这个大范围制度变迁的经济体更为重要。制度变革影响经济发展趋势，同时也提升和降低证券市场估值水平（最直接的案例就是 2005 年的股权分置改革）。而中国的制度变革主要是政府主导的制度变革，因此在这样的背景下，中国股票市场的投资者单纯使用西方惯常的纯经济分析方法（比如经济增长和通货膨胀分析框架）很容易失效。对经济和投资的研究不得不在相当大程度上具备心理学的、中国社会学的、法学的、政治学的知识。

谈到长周期和大趋势，投资者经常喜欢使用“康波”周期（以俄国经济学家尼古拉·康德拉季耶夫提出并命名）一词，并且认为每轮周期时间跨度一样。但是，时间周期有着广泛的争论，比如有人认为持续 56 年，有人认为是 73 年，还有人认为是 69.3 年等等，实际上这犯了机械主义的倾向。市场本身是无法以某种固定的，几乎是直线的方式预先决定，并且长波也并非仅是经济周期，而是广泛多的系统现象，其中技术、社会和制度因素起了关键的作用，不同人口、技术和制度的变动趋势可能导致每轮周期时间跨度和阶段特征并不相同。本章就是从人口、技术和制度变革三个维度探讨这些长期驱动力对经济和市场机会的影响，其中人口因素更容易度量；技术变化属于外生变量，波浪式前行并且越来越加速；制度变革往往具有“危机”下出现的特征。

## 第一节 人口

在经济增长中，人口的年龄分布与未来变化趋势被看作是决定宏观的流动性、建设周

期、城市化和中观的工资、成本与利润的一个主要因素。而且人口在不同年龄的收入、消费和投资特征与趋势决定了不同的消费特征和资产类型变化。其中，婴儿潮、新增劳动力变化、总量劳动力和人口趋势三者最有意义。

## 一、婴儿潮带来的消费与投资变化

对于一个普通中国人来说，初次参加高考是19岁；初次就业年龄是22岁；城市平均结婚年龄，女性25岁，男性27岁，全国则是24岁左右；女性生育高峰期是26岁；结婚生子阶段是购房高峰期，需要父母帮助；30岁之后孩子上小学，此时身体健康，会成为工作的骨干，开始有积蓄，因此会逐渐改善生活，并且投资意识开始觉醒（要为将来孩子上学、买房出力，并且要为自己将来养老和医疗增加收入）；由于孩子会再结婚和再生孩子，因此，对成年人而言，其消费的顶点将出现在47~49岁（这时候的消费主要是购买房产，改善性消费已过）；50岁以后，逐渐开始对健康保健的需求增加，退休后则在旅游和医疗上支出更大。

美国的人口消费也有同样的规律，美国人消费的最高峰大概是48岁。因此，人口的变化对投资方向有极为重要的影响，美国二战后的第一次婴儿潮出现在1961年，其消费高峰大约就在2009年，跟次贷危机和房地产泡沫破灭最激烈的2008年只相差一年。

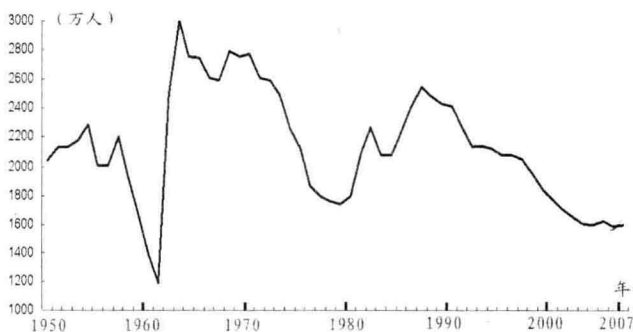


图 1-1 新中国成立以来的人口出生高峰

新中国历史上三次人口生育高峰分别是1954年、1963年、1987年。新中国成立后，我们的第一轮人口生育高峰出现在1954年，出生2232万人，此后逐渐减少，在三年自然灾害的1961年，出生人口只有1193万人，比高峰时少了1000万人。第一轮人口出生高峰所带来的经济增长，出现在改革开放后的1978~1982年。1985年前后，经济增长略放缓。

我国第二轮人口生育高峰出现在1962~1973年。1962年出生人口2437万，1963年达到顶峰2919万。但1964~1973年，每年都维持着2400~2700万的生育人口。这12年，中国出生人口3.14亿，可以说是人口爆炸。这3亿人出生后对中国社会的影响是巨大的。他们上小学、中学、大学时，也正值中国经济逐渐加速的阶段，但全社会积累仍然不足。

1962年起出生的人群从1984年开始陆续进入结婚生育期，而其顶峰出现在1987年。那一年，中国出生人口2549万人，比24年前的人口顶峰时期减少了400万人。不过，也正是“婴儿潮”一代的生育，才造成中国第三轮人口出生高峰，1985~1993年，每年出生人口都超过2100万人。

根据这三个高潮期，我们再来看中国经济。1987~1989年，是中国物价上涨较快、社会问题较多的时期。因为1963年前后出生的人口在这个时候恰好进入结婚生育时期。结婚潮带来了严重的住房紧张，生育潮带来了物资供应的匮乏，加上社会价格转轨期间的腐败盛行，问题就显得格外多。



1990~1991年，中国经济进入萧条期，但婴儿潮时期的人口继续大规模结婚生育，对社会物质财富的需求进入蓬勃时期。于是，在小平南巡的契机下，从1992~1994年，中国经济进入了一个高速增长期。而1994年，恰恰是婴儿潮时期的青年结婚生育的最后一年。1994~2000年，中国经济开始出现滑坡，也恰恰是在这期间，结婚生育人口比1994年之前每年要减少700万人左右。

从2001年开始，中国经济逐渐重新加速。1962~1973年间出生的人口进入了28~39岁的年龄段，他们结婚生子之后，没有再生孩子的压力，逐渐开始改善自己的生活，对购房、买车的需求逐渐提高。换言之，他们是中国最有消费能力的一群人，他们带来的，就是众所周知的“人口红利”。

但他们这一轮的消费浪潮将在孩子结婚的时候达到顶峰。而他们的孩子，出生高峰点是1987年，结婚的高峰将出现在2009~2012年。也就是说，22~25岁是这批年轻人结婚的主要年龄段。所以，为什么2008年房价下跌后2009年会增长得那么厉害？因为1987年出生的2500万孩子要在这一年前后买房子了。他们也许买不起，但他们要靠父母。他们这个时候几乎没有选择。

如果看一下人口曲线图，我们不难发现，买房子的人口在2008~2011年恰好达到阶段高峰，而顶峰将出现在2010年。到2012年才会从高峰下降，减少100万人以上。而且，这次下跌，将可能长期没有反弹，因为结婚需要房子的人将一年比一年少。2017年后，每年需要买房子的人将比2010年减少400~500万人。更重要的是，1987年婴儿高峰出生的人们，他们的孩子将不再需要新的房子了。

长辈需要照顾晚辈似乎是中国人的传统，这导致中国成年人最高消费时刻体现在孩子结婚的24岁和再生孩子的26岁。也就是说，对成年人而言，他们消费的顶点将出现在47~49岁。

能支持中国人上述消费习惯的，是经济发展的脉络。1990~1995年，中国处于22岁年龄的人群合计达到1.5亿人，每年平均2500万人。到1996年，这个人群开始下降到2163万人，1997年只有2043万人，1998年1798万人，2001年进一步降低到1676万人。这导致中国房地产市场的低谷。随后，房价之所以逐渐上升，正是因为22岁的年龄群迅速回到2000万人并保持了4年之久，2007年跃升到2145万人，2008年跃升到2320万人，房价也正是在这两年暴涨。受金融危机影响，2008年后半期房价下跌，买房者观望了小半年，发现中国的刚性需求太强，所以房价转身向上。2009年，这个人群创下这一轮的最高点，2451万人，房价就创下历史新高。那么，2010年人群2389万人，2011年2341万人，而预计2012年为2319万人，2013年下降到2199万人，2014年2064万人。

而中国33~40岁的人口增量决定投资意识，这会导致大量资金进入股市。因此，1996年起房子不太景气，经济也不太好，但股市会涨，1996~1997年，最大年龄群是33~34岁的人群，也就是1963年出生的第一代婴儿潮的人口进入了投资的高潮期。2006年，1972年出生的人群也进入了33岁的年龄段了，至此，1962~1973年期间出生的人全部进入投资时代。也正是从2006年开始，中国股市的新一轮大发展开始了。从这一年开始，有能力投入股市的人群（33岁以上）达到了3亿人，中国的开户数因此达到1亿户。值得注意的是，上一轮婴儿潮的低谷出现在1979年。那一年，中国新出生人口只有1715万人。按照死亡率推算，



到2012年,这批人满33岁,大约有1650万人。这意味着,中国股市的新增力量将在2012年达到最低水平。当然,这种下跌未必持续很久,因为数据显示,2014年起,新增33岁人口再次回到接近和超过2000万人的水平,并可延续到2020年,从此开始走长期的下坡路。

值得注意的是,到2022年,1962年出生的人群进入退休年龄,实际上在进入50岁后(2012年),消费高峰期已过,但收入比较稳定,消费将逐渐转向健康品和奢侈品,投资的力度趋弱,投资的风格也趋向保守。因此从2012年开始,中国的医药产业和老年人服务业将进入一个黄金发展的20年。第一代婴儿潮的人群进入了健康品消费时期,年龄超过60岁的老人将达到1.8亿人,并且开始越来越多,到2020年,60岁以上的老人将达到2.4亿人,占总人口的比例超过18%。

## 二、劳动力和人口总量的测算

婴儿潮是新增人口,具有边际意义的重要性(特别是把握消费变动和投资变动趋势),而劳动力和人口总量变化则对经济发展大趋势具有重要意义。对人口的总量数据进行统计和预测,需要设定总和生育率(由于总和生育率没有一致观点,我们设定高、低两个方案)来预测中国人口变动情况。

低方案:也就是在总和生育率为1.4的情况下,从预测结果看,我国2000年步入老龄化社会;在2013年迎来人口红利的最低点(人口负担比最低),2013~2016年迎来劳动人口总数的最低点,2021年迎来总人口的最高点。老龄化率以每年增加一个百分点的速度上升,2050年达到45%(图1-2~图1-4)。

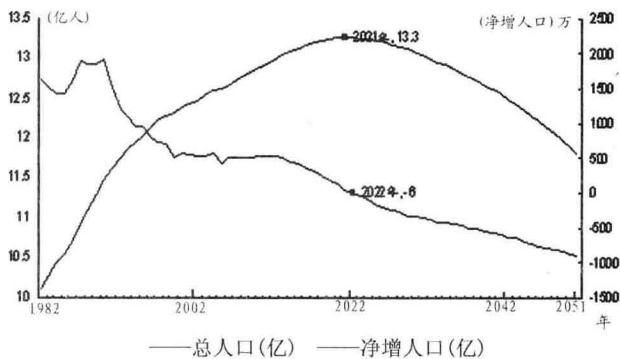


图 1-2 以总和生育率 1.4 为参数,1995 年人口为参数的总人口和净增人口预测

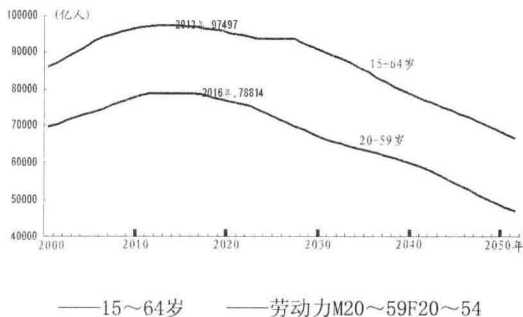


图 1-3 劳动力人口的预测(单位:万)

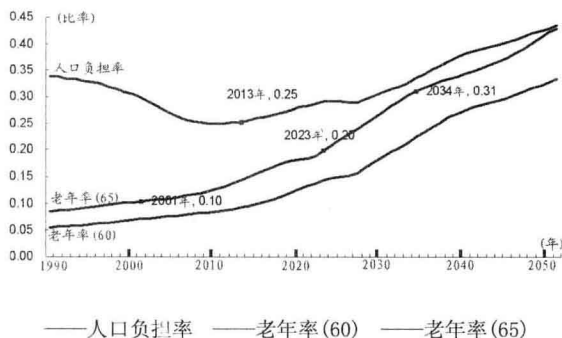


图 1-4 人口负担率、老龄化率预测

高方案:也就是在总和生育率为 1.8 的情况下,该方案下,总人口数将在 2033 年达到峰值(图 1-5),而劳动人口数在 2025 年达到最高值,人口负担率最小值在 2015 年。人口老