

中国股市的

牛熊周期规律 与股票定价真谛

邓哲斌 著



完美惊爆

中国股市牛熊周期的秘密规律

只要一个指标就能预测股市的牛熊变化
一个公式就能计算股票的内在价值



暨南大学出版社
JINAN UNIVERSITY PRESS

中国股市的 牛熊周期规律 与股票定价真谛

邓哲斌 ◎ 著



暨南大学出版社
JINAN UNIVERSITY PRESS

中国·广州

图书在版编目 (CIP) 数据

中国股市的牛熊周期规律与股票定价真谛/邓哲斌著. —广州: 暨南大学出版社, 2014. 8

ISBN 978 - 7 - 5668 - 0992 - 6

I. ①中… II. ①邓… III. ①股票市场—市场分析—中国 IV. ①F832. 51

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2014) 第 069228 号

出版发行: 暨南大学出版社

地 址: 中国广州暨南大学

电 话: 总编室 (8620) 85221601

营销部 (8620) 85225284 85228291 85228292 (邮购)

传 真: (8620) 85221583 (办公室) 85223774 (营销部)

邮 编: 510630

网 址: <http://www.jnupress.com> <http://press.jnu.edu.cn>

排 版: 广州市天河星辰文化发展部照排中心

印 刷: 广东广州日报传媒股份有限公司印务分公司

开 本: 787mm × 960mm 1/16

印 张: 12

字 数: 150 千

版 次: 2014 年 8 月第 1 版

印 次: 2014 年 8 月第 1 次

定 价: 29.80 元

(暨大版图书如有印装质量问题, 请与出版社总编室联系调换)

目 录

绪 论	1
第 1 章 可预测的中国股市：周期规律与交易方法	23
1.1 经济周期	24
1.2 中国股市牛熊周期的秘密规律——实际利率的钟摆周期	33
1.3 如何运用牛熊周期规律构造高回报的交易方法	51
1.4 巴菲特、李嘉诚：高手们都踩在钟摆的穿越点行动 ...	56
1.5 外部冲击也是造成熊市的充分条件	58
1.6 中国股市牛熊周期的完整划分与股票交易系统	67
1.7 相关关系等于因果关系吗	70
1.8 中国首次经历滞胀	72
1.9 美国退出 QE 将引发全球流动性紧缩危机	74
第 2 章 宏观经济与股市周期波动的经济学原理：动态均衡原理	81
2.1 需求曲线和供给曲线是表示主观意愿的虚拟曲线，并不会出现在现实中	88
2.2 马歇尔“剪刀”是如何“剪”出均衡价格的	91

2.3 股市波动的动态均衡模型（一种直观易懂的图表方法）	96
2.4 宏观经济周期波动的动态均衡模型	103
2.5 本章结语	113
第3章 股票定价的真谛：内在价值的源泉是增长	115
3.1 现有定价公式的局限	118
3.2 从均衡原理推导定价公式	126
3.3 增长率定价公式与内在价值	138
3.4 运用定价公式计算内在价值的例子与估算增长率的方法	150
3.5 对增长率定价公式的实证检验	156
3.6 成长股的标准波动形态	158
3.7 本章结语	160
第4章 投资理念	162
4.1 逆向投资	163
4.2 增长与收益等价	165
4.3 保持高成长性的关键是持续创新和研发投入	166
4.4 销售量的增长很重要	167
4.5 警惕周期股业绩的多头陷阱	168
4.6 还原巴菲特：格雷厄姆体系的背叛者	170
第5章 理性预期——金融市场思想流派总结	173
附录：CPI 与实际利率数据表	178
参考文献	186

绪 论

艺术家的作用就是要创新，而不是记载历史。

——奥斯卡·王尔德

一、掌握牛熊转换的规律是中国股市的第一生存法则

投资者都希望自己的投资决策能够领先大市的起落，因为这样能够获得最大的利润。中国股市经常大幅波动，尤其伤害投资者的是深幅调整是家常便饭，因此除了利润目标外，规避熊市风险也构成了投资者希望能够预测股市牛熊变化的直接动机。

在中国股市熊冠全球的这些年，中国的个人投资者成了全世界投资者群体中最无助、最弱势的一群，经济学家和大学教授这些大人物们能帮上忙吗？希望很渺茫，因为他们通常所走的研究路径是规制建议，而不是资产价格实证研究。他们收入丰厚，一场演讲或一份顾问合约就超过普通人一年的收入，在这种状态下他们根本不需要通过股市赚外快，对股市起落也不过是隔岸观火而已。

结果，在中国技术分析成了股票投资理论的主流，书店书架中的投资书籍十之八九都属于技术分析。技术分析流行的原因不是这种方法很有效，而是券商交给个人投资者的行情软件使然。使用者在行情软件上花费时间最多的活动是看 K 线图，因此当他们看到以 K 线为基础的技术分析书籍时就会感觉很熟悉，以至于技术分析书籍都不用营销推广。技术分析的特点就是只讲概率，不讲因果关系。即使给出原因或理由也是从结果反推出原因，这不是正确的逻辑因果分析方法，因此这些技术分析方法的效果通常都很短暂，大市的趋向一旦改变，这些方法的大部分规则都会失效。诚然，技术高手们可以通过不断调整方法以达到他们所宣称的目标（再失效再调整），但普通投资者很难办得到。当个人投资者把赚钱和亏钱的交易汇总再减去交易费用，就会发现实际上他们没有赚到钱，券商才是真正赚到钱的人。万人迷莱昂纳多的新影片《华尔街之狼》中有这

样一句台词：“我们（券商经纪）才是得到现金的人。”我不是随便找几个理由说技术分析不好，因为我也曾经使用技术分析方法，但当我找到将经济分析和金融学方法有效应用于中国股市的途径后，我就不再认为技术分析有吸引力了。

市面上偶然有基本面方法的作品，却将大部分篇幅用于讨论信息披露、内幕交易、发行与退市机制、分红制度、坐庄、审批制度、优先股这类制度因素和建议。制度因素都属于规范性的范畴，是制度学派研究的对象，和个人投资者赚钱这一目标是八竿子打不着的，而说到选股和买卖时点的内容则几乎都是照搬国外的长期持股、价值投资那一套，结果是长期赔钱、价值转移。这样的基本面方法不仅不适合中国国情，而且由于方法的长期性和对变化的反应迟钝使得个人投资者受伤更深。

所谓的中国国情不是指股市的制度性因素，而是指这样一个事实：中国的经济结构是以固定资产投资为主的，投资占 GDP 比重超过 40%，由于固定资产投资的波动会造成衍生需求出现数倍于投资波动的扩张和收缩，这种超高投资比例的结果就是经济的周期性特征非常明显，更为突出的是市场利率由于投资过度、资本不足而经常蹿升，结果就是股市的深幅调整成为家常便饭。因此时机选择变成了投资策略的重要部分，上升到提纲挈领的战略高度。

某某排排网上给出了许多私募发行的股票信托产品的收益率，结果显示中国的私募亏的多赚的少，很多产品跌得一塌糊涂，其中不少是由明星分析师、明星基金经理或经济学博士领衔的。出现这种局面的最大原因就是这些产品都是在经济周期的峰顶阶段发行的。读者会说经济学博士不懂得经济周期，这不是骗人的吧。其实这不奇怪，经济学分为实证经济学和规范经济学（如制度经济学），有些学经济、搞经济的人一辈子都不明白这种划分的含义。规范研究是

不会让人明白真实的经济周期和真实的金融市场的，经济学家赚钱的方法通常是演讲和顾问合约，而不是股票投资，因此不懂经济周期也无所谓。我们经常看到《一虎一席谈》节目上猛人们争论得脸红脖子粗，实际上他们所争辩的大多是规范命题而不是实用命题。这就好比物理学划分为理论物理和实验物理，杨振宁先生因为搞不好实验物理而转向理论物理，他的解释是他做的实验经常爆炸让他在老师和同学面前很没面子（也可能是因为学校经费不足，所以让他少添乱），结果后来他反而因此获得诺贝尔物理学奖。

有人推责说产品在错误的时机发行是运气不好和大环境问题。我可以非常肯定地告诉读者朋友，对于懂得投资的人而言，在峰顶买入而在谷底卖出的概率为零：第一，中国经济的周期特征非常明显，要辨别周期变化也不难，即使对许多人而言没有足够的理论和技术建立预测方法，但要对当前所处的周期阶段有一个正确认识也不过如香港人的口头禅所言——easy job；第二，投资人能够通过自下而上的方法把握经济周期，例如，巴菲特买的普通股个数虽然不多，但他阅读的企业报表数不胜数，在 2011 年第一次购买 IBM 的股票时，他表示他已经阅读这家科技公司的报表 50 年了，因此他能够深刻地感受许许多多企业的经营情况和大环境。正是这种自下而上的广泛研究个体的方法帮助他准确判断经济周期和进行时机选择。

巴菲特既不像那些所谓价值投资专家所宣称的那样长期持股无惧周期，也不是从来不去预测股市：1969 年，巴菲特结束了经营 13 年的合伙人企业，将资金返还给投资者，相当于空仓了，道琼斯指数在 1969 年收于 800 点，在接下来 1970 年的最低位是 631 点，许多股票都下跌一半。虽然在 1973 年初创出新高，但在随后的 1974 年下跌至只有 577 点。这时《福布斯》杂志采访巴菲特，他生平第一次公开预测股市：“现在是发财的机会了。”当时，道琼斯指数是

580 点。根据巴菲特的公司公布的年报资料统计，1980 年巴菲特的公司持有 18 只普通股，1983 年为 10 只，1986 年为 5 只，而 1987 年股灾年份下降到只有 3 只，随后在 1990 年前后恢复到 9 至 10 只。现在你还相信国内某些所谓的巴菲特专家们吹捧的“长期持有然后就发达”的谎话吗？童话故事也不是这么写的。如果你对待所选择的股票一定要像深情的叶芝先生爱慕茅德·冈女士那样长久而专一的话（尽管她还是义无反顾地嫁给了别人），那也没有人能够阻止你。不过叶芝先生还是表示了“后悔”，他在诗中说道：“我曾经爱得长长/ 长长/于是我渐渐过了时/像老掉牙的曲子一样。”叶芝的诗集和深情可以为他赢得诺贝尔文学奖，但如果股票投资者被套住了，敢情就没这么浪漫了。本书第 1 章也会探讨中国的股神们选择时机的例子，这并不是巴菲特的专利。

对于中国的投资者，2008 年上证指数全年下跌 65%、深证成指全年下跌 63% 的情景仍记忆犹新，而从 2010 年到 2013 年中国股市更是持续 4 年下跌，整体跌幅近 40%，这些深刻的现实表明要在中国股市投资的话，掌握牛熊转换的规律不是有没有必要的问题，而是这已经成为中国股市的第一生存法则。

本书预测牛熊市的方法不是找几个经济指标去拟合股市走向，而是将重点放在牛熊市的转换时机上，即关心的是质变而不是量变，预测方法是基于下面的原理：

（1）经济周期决定股市走向。注意是经济周期而不是经济增长，两者差别很大。有许多财经人士说股市跟经济关系不大，就是因为把这两者搞混了。

（2）要找到能够领先反映经济趋势变化的恰当代理变量，价格和实际利率是经济趋势变化的关键变量，因为它们决定了资产之间的相对收益率（即资产的真实回报率），而相对收益率决定人们的消

费和投资行为。

(3) 在经济变量的运用上使用独特的顺趋势穿越方法而不是找拐点方法，因而能够建立起高效的预测和交易系统，这是本书的独特创新之一，也是预测成功的关键所在。这里所说的预测是指找到牛市和熊市的转换时机，而不是股市明年要涨多少点，我从来也没有表示我懂得占星术。

二、预测股市走向的三种常见错误原因

每当财经节目的主持人问旁边的专家是看涨还是看跌时，十有八九的专家都会开始“打起太极”：“这个比较复杂，如果……那么……投资者还是观望……然后再作决定。”一头雾水的投资者听了之后思绪变得更乱了。

通过经济分析预测金融市场走向的一般方法是：使用经济周期的领先指标和同步指标的变化去推测金融市场的下一步走向。如果这些指标的走向是一致的还好办，一旦它们变得不上不下、七上八下、可能上可能下的时候就难住预测者了。面对这种情景，胆大的经济学家会放手一搏：“经济拐点到了！”为什么经济学家要预测经济拐点呢？很重要的一个原因是站在大众的对立面而预测成功的话就能扬名立万了。然后就如萨缪尔森的冷幽默所言：“经济学家们已经成功预测了过去5次经济萧条中的9次。”多数的市场预测都被证明是错误的，原因何在呢？

1. 没有找到正确的代理变量

许多经济指标只是经济的温度计而不是经济活动的决定因素，它们与金融市场之间尽管存在相关关系，但不构成因果关系，因此不能指望经济指标在程度上的改变必然会影响金融市场走向。例如，

库存量变动会被我们作为基本面的其中一个指标，但它并不是进行金融市场预测的恰当变量，因为库存量变动受季节因素影响大，也不直接决定价格和产出增长率，与利率和要求收益率更无关系，因此没有什么途径能够将库存量的变动传导到股市中。

各种固定或不固定、重复或一次性的基本面因素的变化会集中传导到一些特别的经济变量上。这些特别的经济变量，如价格、利率、成交量，就是代理变量或中间变量，也就是说这些代理变量会成为所有因果关系的必由之路，你也可以认为它们是路由器和信号转换器的结合，或者是类似于软件系统的中间件。

好的经济学家首先应该是一位合格的逻辑学者与方法论者，而不是统计学者。会读指标不代表会做分析。据说格林斯潘连泡在浴缸的时候都在读数据（难道他夫人不准他在床上或沙发上读数据？），结果次贷泡沫却在他任职期间不断膨胀。（如果他夫人宽容一点，结果对世界和中国股市的投资者而言是否会好一点呢？毕竟格林斯潘就不用总是对着浴缸里的一堆泡沫来做决定了，结果对次贷泡沫熟视无睹、见怪不怪。）

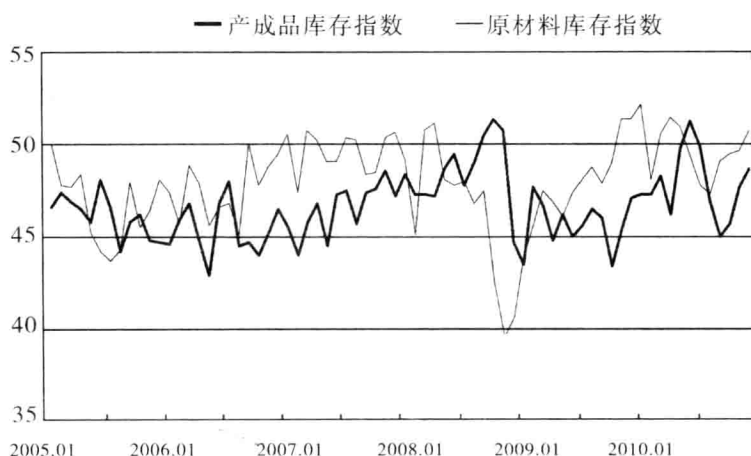


图1 产成品库存指数和原材料库存指数图

图1是包含在制造业采购经理指数 PMI 中的产成品库存指数和原材料库存指数（2005—2010），任何人都不能从这样的图中预测出什么，但是汇丰银行和国家统计局却硬生生地将多个类似指数合并在一起构成 PMI 指数，那么你认为 PMI 在程度上的改变与股市走向之间有很强的因果关系吗？奇怪的是 2012 年有一段时间每当汇丰银行发布 PMI，记者都会郑重其事地访问并邀请汇丰银行的经济学家发表意见，仿佛汇丰银行是市场的主宰，后来当投资者发现这种指数上的反复是常态事件后，都安之若素，不再理会这个指标了。

2. 没有理解资产定价中一个非常重要的因素——要求收益率

我们经常听到这样的抱怨，说中国股市跟经济增长不同步，GDP 增长率每年都在 8% 以上，但股市这些年是下跌多于上涨。现在我来告诉你，股市跟经济增长从来就没有同步的必然性，哪怕从长期来看也是如此。注意我说的是股市跟经济增长不必同步，不是经济周期，中国股市跟经济周期是 100% 相关，关键是如何正确辨别（划分）经济周期，我会在本书第 1 章中给出具体而有力的证明。

在探讨要求收益率之前，需要先定义均衡的概念，均衡或均衡原理指的是供给和需求两方面的同时作用使市场价格达到一个稳定不变的水平，此处的价格恰好使得供给数量与需求数量相等，这个价格被称为均衡价格，这时候的市场被认为是处于均衡状态。“一般均衡”指的是相互联系的多个市场同时达到“均衡”状态。

当我们从一般均衡的角度分析股市、债券、房地产等市场的联系时，就会发现在一般均衡状态下每个市场所提供的资本回报率在扣除风险溢价后应该大致相当（风险溢价指的是投资人要求高于基准利率的收益率以抵消更大的风险），各个市场之间并不是独立割裂的，如果某个市场的回报率出现明显的变化，资金就会在各个市场之间流动，从而推动各类资产需求的变动（在短期内可以假设资产

供给不变), 资产价格的调整随之产生, 从而使得资产的购进价格更高或更低。如果分析仅止于此, 就是一般所说的资产需求理论, 这是经济学看待金融市场的方法。至于价格会调整到何处, 经济学家是不管的, 因为“具体价格交给市场决定”是市场经济的第一目标和原则, 否则就是计划经济了。只有理性预期学派挑战了这个原则, 试图计算出价格, 不过所有事实都表明理性预期学派没有达成他们宣称的目标。理性预期这个概念实际上是经济学家从金融学借来的, 不过后来喧宾夺主了。

进一步地, 由于资本回报率等于资产收益除以购进价格, 在资产收益不变的情况下, 金融学认为市场是通过调整购进价格来调整资本回报率的 (事实也正是如此), 直到所有市场又重新回到一般均衡状态, 这个调整过程才会结束, 这就是金融学看待市场的方法。与经济学家不同, 金融学家认为可以计算出各个资产市场的均衡回报率和均衡价格, 他们认为市场存在足够数量的套利者, 因此不需要市场上的每个投资者都参与到调整行动中, 仅仅以套利者的套利行为就能够使得这种一般均衡得以实现。计算均衡回报率的方法是通过将均衡条件 (套利资金不再在不同市场间流动的条件) 设定为对不同资产进行收益和风险的权衡, 权衡的结果应该相等, 这个均衡回报率 (不同资产的均衡回报率不同) 就是投资者对该类资产的要求收益率。任何资产的预期回报率如果低于其要求收益率的话, 市场供求调整都会使得资产的购进价格足够低, 从而抬高预期回报率, 使之与要求收益率相等; 反之反是。现代金融学将要求收益率作为其“公理系统”的组成部分, 任何资产定价公式都必然包含要求收益率, 并且要求收益率越高, 资产价格就越低, 这也是被作为定理接受的。

现在来看看中国市场的要求收益率是如何影响股市估值的。为了方便分析, 设想一种最简单的情景, 就是将所有企业的盈利全部

派发，由于全部派发盈利后企业的基本面没有变化，因此可以假定股价与期初相比一致，那么资本的预期回报率 = 每股盈利 / 购进价格，股市在期初时的预期市盈率 = 购进价格 / 每股盈利，因此，在期初时点预期市盈率等于预期回报率的倒数，上面已经说明在各个市场达到一般均衡状态下，预期回报率必然等于要求收益率，所以我们有结论：整个市场的预期市盈率等于要求收益率的倒数。在当前（2014 年年初），信贷市场以资金信托产品为例，其要求收益率为 9% ~ 10%（12 个月），股票市场被认为是比信贷市场风险更高的资产市场，因此其要求收益率更高，我们可以简单地假设为 12%，那么它的倒数，也就是整体股市的预期市盈率，即为 8.3 倍。（2014 年 1 月 24 日收盘沪市平均市盈率为 10.6 倍。）

在流动性大幅波动的时期，股价更多地取决于要求收益率的变化造成的估值变化，而不是由基本面（每股盈利）决定，因此也就谈不上股市与经济增长同步。当然，实际当中由于复合增长的优势，成长股的估值往往明显高于上述情况下的计算结果，但对于增长缓慢或预期增长速度下降的公司的股票则不然。经济增长的快慢表明的是总需求的增长情况，总需求因素的确能够作用于企业部门，是影响企业效益的重要因素之一，但要求收益率不是由总需求（商品市场）说了算，而是由货币市场的资金供求关系说了算。

资金的最大需求产生自固定资产投资活动。中国是一个投资拉动的经济体，如表 1 所示，2006—2011 年中国国内投资占 GDP 比重达 43.40%，美国的同期水平为 16.20%。因为中国的投资比重如此之高，所以资本短缺是家常便饭，从而使得市场利率高企，房地产、银行信贷、民间贷款、信托和理财产品吸引了绝大部分的可投资资金，因此股市的要求收益率也随之水涨船高，可以肯定地说：中国的经济结构决定了金融市场的要求收益率居高不下。

表 1 部分国家投资占 GDP 比例、GDP 增长情况

国家名称	GDP 增长率 (%)		固定资产投资占 GDP 比重 (%)	
	2002—2007	2006—2011	2002—2007	2006—2011
中国	11.60	10.50	40.00	43.40
印度	8.80	7.80	29.60	31.90
巴西	4.00	4.20	16.20	18.70
俄罗斯	7.50	2.80	18.80	21.50
德国	1.70	1.20	17.80	18.00
加拿大	2.60	1.10	21.30	22.20
美国	2.70	0.50	19.00	16.20

现在你知道了，如果任何人根据经济增长妄断中国股市的前景，那么他不过是仅仅考虑了总需求这单一因素而已，而忽略了要求收益率。有时候在短期内总需求甚至都不构成重要因素，美国就是最好例子，总需求不振但要求收益率低，股市新高不断。

“便宜”的股票上升的希望不在于价值回归，而在于货币增长的泡沫化——短期内名义利率下降，从而拉低各个资产市场的要求收益率。但在房地产价格和通胀高企、地方政府和企业部门的上一轮债务泡沫未曾消化的情况下，货币扩张不会在政策选择之列，价值回归的说法不过是券商的促销广告，不要轻易相信。

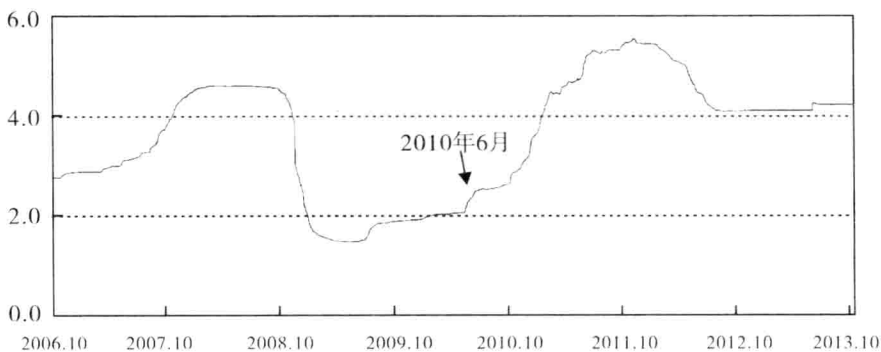


图 2 上海银行间同业拆借利率 (6 月期品种)

图 2 是上海银行间同业拆借利率 shibor (6 月期品种), 从 2010 年 6 月开始陡峭上升, 市场利率的上升推高了要求收益率, 股市只能通过价格下跌来抬高预期资本回报率, 使之与更高的要求收益率相等。

3. 使用经济指标拐点预测股市

这是我的独家发现——任何将经济指标拐点作为预测工具的方法都不会成功。经济指标拐点的数值水平和形态每次都不同、经常反复, 你以为是双底 (顶) 或头肩底 (顶) 的反转形态, 却很可能演变为楔形或三角形的持续形态。拐点本身就是无法预测的, 因此不可能用于预测股市, 我会在第 1 章中进行详细论证。

三、如无必要, 勿增实体

这个原则就是著名的奥姆剃刀原理, 也称为思维经济原则, 意思是说认识事物和研究规律时尽量使用最少数量的实体概念。当我们从实用主义的目标出发研究股市时, 如果找到能够有效地解释并预测牛熊市变化的经济变量和方法, 同时其他竞争性方法的效果不如前者时, 我们就不应该将后者放进我们的方法中。举个例子, 假如我们发现狭义货币 M1 的增长率能够很好地反映流动性变化并与股市涨跌高度相关, 另一方面广义货币 M2 增长率与股市的相关度较低, 也不能比 M1 增长率更好地预测出股市下跌的情况, 即不能降低风险, 那么我们就根本没有必要把 M2 增长率放到我们的方法系统中。

前面提到准确预测股市走向需要找到恰当的代理变量并舍弃拐点方法, 现在又提出了奥姆剃刀原理, 三者合在一起的结果就是: