

1
HZ BOOKS
华章经管

PEARSON

The CARE
DELEVER

看懂 全球投资 90年

通胀、利率、股市如何联动？
如何避免财富化为乌有？

通胀、利率与投资回报的历史对应关系
历次牛市与熊市的数据总结
90年间各类资产的实际回报

经济政策、经济增长与牛熊市

奇普·迪克逊

(Chip Dickson)

(美)

奥迪德·什卡尔

(Oded Shenkar)

著 麻勇爱 译



机械工业出版社
China Machine Press



看懂全球投资 90年

经济政策、经济增长与牛熊市

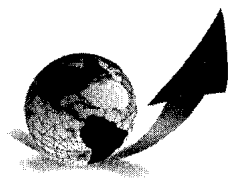
(美) 奥迪德·什卡尔 著 麻勇爱 译
(Oded Shenkar)



机械工业出版社
China Machine Press

前言

PREFACE



本书旨在探究美国繁重债务负担的成因，寻求解除债务（即去杠杆化）的方法，估算去杠杆化所需承担的成本。同时本书还对促进（或阻碍）经济增长和金融市场繁荣的因素进行区分，分析了过去 90 年里的资产回报以及造就牛（熊）市的深层次原因。通过这些研究，试图对投资基本法则进行梳理，指导投资者在瞬息万变的全球经济活动和日益严峻的市场环境中游刃有余，立于不败之地。下面先回顾那段暗无天日的日子吧。

1980 年世界经济陷入全面萧条，人们的情绪异常悲观低落。欧美多国政府致力于扭转延续了十余年的高利率、高通胀和经济停滞的局面。那一年，美国核心通货膨胀率超过 12.5%，政府 17.5% 的短期资金靠 3 个月国库券筹集，30 年期一般抵押贷款利率达 16%，良好企业信用贷款的最优利率超过 20%。此时风险很大，没有人敢借钱，也借不起钱，正值最后一批婴儿潮出生的人到了进入劳动力市场的年龄。

世界其他地区也好不到哪里去。撒哈拉沙漠以南非洲遭受着严重贫困与政局动荡之苦；中央计划经济国家

（苏联等）对大量贫困人口束手无策；亚洲国家同样不容乐观。不过，日本和石油储量丰富的国家风景独好，日本第二次世界大战后经济持续高速发展，储油国家则受益于石油资源的难以填饱的巨大需求。

1980年的投资者如果指望经济向好或金融市场繁荣，简直就是痴人说梦。经济和市场的任何一次回暖，都难逃负面经济消息的残酷打压。实际上，没有人意识到这个最黯淡之年恰恰是具有标志性意义的转机之年。世界各国政府首脑或机构开始更迭，真正的经济增长一触即发，技术创新浪潮势不可挡，金融市场的春天即将到来。

是的，正是这些让经济坠入深渊的通胀和历史性高利率等破坏性因素引发了政治秩序的重整。这次重整始于英国，1979年保守党执政后实行了一系列的改革，终于遏制了通胀，扫除了监管障碍，推动了经济的复苏。美国紧随其后，1980年罗纳德·里根当选总统，在里根和美联储主席保罗·沃尔克的共同努力下，形势趋于好转，经过数年的对两位数通胀和高于10%的高利率的治理，美国股市开始步入延续至2000年的大牛市时期。

遏制通货膨胀和降低利率意味着筹资成本的下降，使投资更有吸引力。无风险收益率和风险溢价的下降则预示着投资者信心的重建。筹资成本下降等同于每1美元投资回报上升，对证券市场而言，就等同于市场价值上升。与此同时，技术和规制的发展使投资更简便，个人凭借很少的资本就能从事投资。由于金融市场逐步面向全世界投资者，投资产品趋于多样化。

促成全球化的五大事件

这时，地球的另一边也发生着翻天覆地的变化。1978年中国进行经济改革，时至今日发展成为世界第二大经济体。在慎重地重新向外资开放之后，中国最高领导人邓小平提倡“致富光荣”，鼓励中国人经商

办厂，让小部分人先富起来，带领大家共同走向富裕。自此以后，中国经济以年均 12% 以上的速度增长，经济总量翻了 5 倍多。1992 年中国 5 000 亿美元的经济总量仅占全球经济的 2%，到了 2008 年就达到 3 万亿美元，占全球经济的 6%。经济的快速增长使中国贫困线以下人口数量锐减，1993 ~ 2005 年间，中国贫困人口下降了 70%。

大开放

中国改革是启动这波全球化浪潮的五大事件之一，同时还创造了金融财富。另外四大事件分别为：玛格丽特·撒切尔和罗纳德·里根当选，推进了自由市场的进程；1989 年柏林墙的倒塌；1991 年万维网的出现；由布什政府发起、克林顿政府实施的自由贸易。这些事件共同缔造了一个更加开放的全球经济，创新和生产力开始复苏，区域之间的紧张得到缓解，交流更开放，教育开始复兴。这些被统称为“大开放”。

在接下来的 25 年中，技术和政治变革改变了许多观念及生活方式。请试想，已在大多数发达国家普及的互联网、电子邮件、手机、智能电话、掌上电脑、功能日益强大的计算机、微型设施、数字电视、语音识别、DVD 播放机、音乐及视频下载、自动取款机、全天候新闻、包罗万象的娱乐选择、博客、全球定位系统和实时交易等带来了何等巨大的变化。这些技术被迅速推广到发展中国家，随着技术的推广，经济与金融市场不断深化。

1980 ~ 2007 年间，全球经济增长了 3.5 倍多；全球国内生产总值达到了 55 万亿美元，按实际价格计算增长了 2.5 倍多（见图 0-1）；人均 GDP 从 1980 年的 2 771 美元上升到 2007 年的 8 443 美元；全球股票市场价值从人均约 675 美元上升至近 9 500 美元——近 14 倍；金融资产总价值从人均约 2 700 美元上升至约 28 500 美元。这是全球经济扩张和财富创造的辉煌时期。

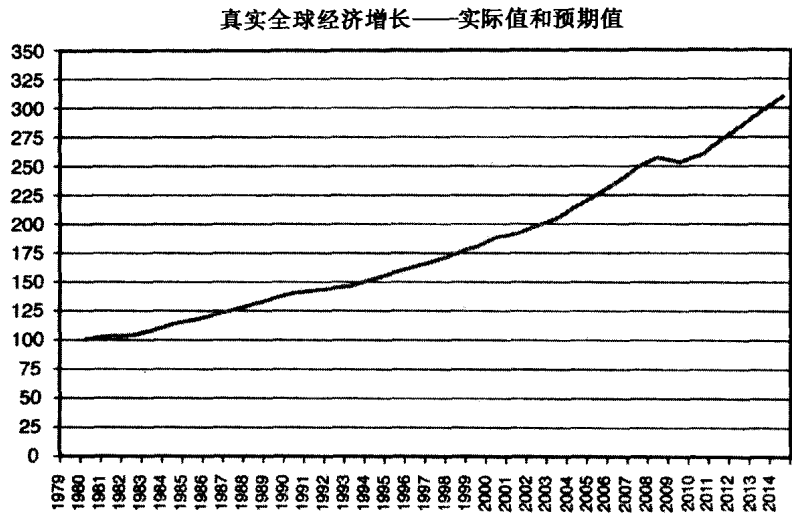


图 0-1 全球经济指数——实际值与预期值

资料来源：国际货币基金组织。

经济强劲增长和金融市场的出色表现伴随着人口增长，同时呈现了贫困人口减少、预期寿命延长和文盲下降等良好趋势。1981 年世界 52% 的人口日均生活费用不足 1.25 美元，约 75% 的人口日均生活费用不足 2.5 美元（见表 0-1）。到 2005 年，日均生活费用低于 1.25 美元的人口降至 25.2%，而日均生活费用低于 2.5 美元的人口则降至 56.6%，变化显著。据联合国教科文组织统计，全球文盲率由 1980 年的 30.3% 降至 2005 年的 18.3%。在美国，预期寿命从 1980 年的 73.7 岁上升到 2005 年的 77.8 岁。

表 0-1 世界各地贫困数据：低于贫困线人口百分比（1981 ~ 2005 年）

地区	1.25 美元/天				2.50 美元/天			
	1981	1990	1999	2005	1981	1990	1999	2005
东亚与太平洋地区	77.7	54.7	35.5	16.8	95.4	87.3	71.7	50.7
东欧和中亚	1.7	2.0	5.1	3.7	15.2	12.0	21.4	12.9
拉丁美洲和加勒比海地区	11.5	9.8	10.8	8.4	29.2	26.0	28.0	22.1
中东和北非	7.9	4.3	4.2	3.6	39.0	31.2	30.8	28.4
南亚	59.4	51.7	44.1	40.3	92.6	90.3	86.7	84.4
撒哈拉沙漠以南地区	53.7	57.9	58.2	51.2	81.0	82.5	83.8	80.5
总计	51.8	41.6	33.7	25.2	74.6	70.4	65.9	56.6

资料来源：Chen, Shaohua and Martin Ravallion, “The Developing World Is Poorer than We Thought, but no Less Success-ful in the Fight Against Poverty,” *Quarterly Journal of Economics*, in press Fall 2010

当世界人口从 1980 年的 44.3 亿扩张到 2008 年的 67 亿时，人们的生活质量更好了。2005 年，全球 65 亿人口中约 12 亿生活在发达国家，其余 53 亿人口生活在发展中国家。人口增长加上经济扩张带来了新业务（包括新兴产业和生产线），如个人电脑、手机、半导体、互联网、信用卡、抵押贷款业务和制造人工关节的医疗保健公司等。新公司不断涌现，如沃尔玛、百思买、英特尔、微软、苹果、戴尔、思科、安进公司、史赛克公司、维萨、万事达、雅虎等标准普尔公司陆续创建起来，谷歌在 1980 年时还未被纳入标准普尔 500 指数。

20 世纪 80 年代后期经历了空前的全球化浪潮。首先是经济结构方面的变化，然后体现在投资结构的变化上。1992 年，发达国家经济占全球经济 75% 以上，到 2000 年仍然保持在这个水平（见图 0-2），2000 ~ 2007 年，发达国家占全球经济份额下降到 68%。据世界银行统计，2001 年以来，美国经济占全球经济的份额从 32% 下降到 23%，1980 年以来，美国经济最好的年份是产值占全球 GDP 34% 的 1985 年。日本 2008 年占全球 GDP 的比重为 8%，其最好的年份是 1994 年，占 18%，到 2001 年下降至 12.9%。

2001 年以来，发展中国家经济的份额不断上升。比如，据世界银行统计：中国经济占世界 GDP 的比例从 4.2% 上升到 2008 年的 7.1%；俄罗斯从 1.7% 上升到 2.7%，能源需求因之猛涨；巴西经济占全球 GDP 的比例从 1.9% 上升到 2.6%；印度经济的比例从 0.5% 上升到 2.0%。在这一时期，中低收入国家经历着快速的经济增长，在全球经济中的份额不断扩大。

从经济结构来看，发达国家控制着大部分金融资产。2001 年美国证券市场市值仍占全球证券市场的 50% 以上，但到了 2007 年底，仅占全球证券市场约 60 万亿美元的 30% 左右，2002 ~ 2007 年间证券市场规模扩大了 3 倍，1992 ~ 2007 年间则扩大了 6 倍，证券投资者 1980 年的

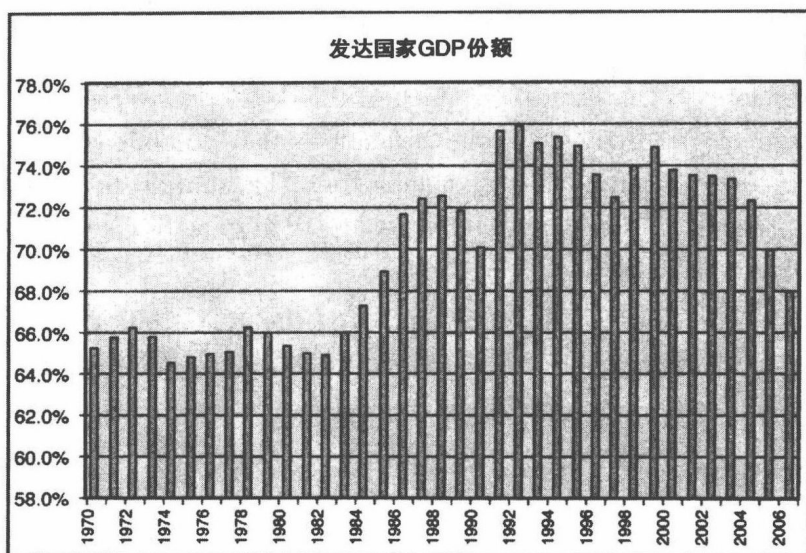


图 0-2 发达国家占全球经济的份额在缩减

资料来源：联合国。

投资到 2007 年时增长了 20 多倍。与全球经济一样，金融市场的特点与结构也已旧貌换新颜。刺激金融市场发展的各种因素正是在 20 世纪 70 年代末发达国家利率和物价达到顶峰时形成的。此外，数字技术使经济活动变得更便捷、实惠和有效，与 GDP 休戚相关的金融市场率先在一些发达国家步入繁荣。

虽然 1980 ~ 2007 年间经济和金融的成功建立在一些非常稳固的基础上，但也有一些不利因素，这些薄弱点和结构性衰退罕为人知，没有引起足够的警觉。自 2007 年底以来，全球证券市场的市值与峰值相比已经缩水 50% 以上，世界大部分国家经济陷入衰退。即便现在经济有所好转并开始复苏，与两年前相比，经济与金融状况都不可同日而语了。

无论世道如何变幻，世界人口依旧继续增加，增长势头将延续到 2050 年，不过增长速度在放缓。到 2050 年，世界人口将超过 90 亿（见图 0-3）。

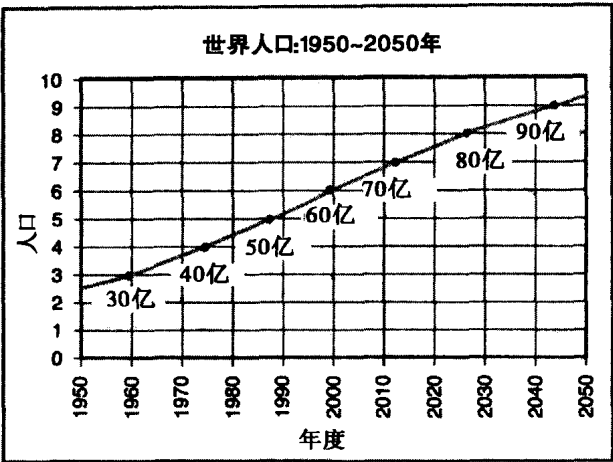


图 0-3 2050 年世界预期人口将达 90 亿

资料来源：美国人口普查局国际数据库，2009 年 6 月数据。

2009 年世界人口达到了 67.6 亿，到 2050 年预期达到 93.2 亿，将增加 25.6 亿或 38% 的人口，所增加的人口相当于 1950 年世界人口总和。印度将超过中国成为世界第一人口大国，预计增加 5 亿人口，仅增加人口就超过世界任何一个国家（中国除外）人口总数。到那时，印度和中国的人口总计占世界总人口的 33%，而 2009 年的这一比例为 36%。2009 ~ 2050 年各国人口预期增长比例见表 0-2。

表 0-2 2009 ~ 2050 年间预期人口增长排名前 25 位的国家

国家	2050 年预期人口	预期变化数量	预期变化百分比（%）
印度	1 656 553 632	499 655 866	43.2
埃塞俄比亚	278 283 137	193 045 799	226.5
美国	439 010 253	131 798 130	42.9
刚果（金沙萨）	189 310 849	120 618 307	175.6
尼日利亚	264 262 405	115 033 315	77.1
巴基斯坦	276 428 758	101 850 200	58.3
乌干达	128 007 514	95 637 956	295.5
中国	1 424 161 948	85 548 980	6.4
孟加拉国	233 587 279	77 536 396	49.7
菲律宾	171 964 187	73 987 584	75.5
印度尼西亚	313 020 847	72 749 325	30.3

(续)

国家	2050 年预期人口	预期变化数量	预期变化百分比 (%)
巴西	260 692 493	61 953 224	31.2
埃及	137 872 522	59 005 887	74.8
苏丹	88 227 761	47 139 936	114.7
尼日尔	55 304 449	39 998 197	261.3
墨西哥	147 907 650	36 695 861	33.0
马达加斯加	56 513 827	35 860 271	173.6
布基纳法索	47 429 509	31 683 277	201.2
伊拉克	56 316 329	27 370 760	94.6
肯尼亚	65 175 864	26 173 092	67.1
坦桑尼亚	66 843 312	25 794 780	62.8
阿富汗	53 354 109	24 958 393	87.9
土耳其	100 955 188	24 149 664	31.4
也门	45 780 651	22 922 413	100.3
越南	111 173 583	22 596 825	25.5

资料来源：美国人口普查局。

美国人口预期超过 4 亿，仍是世界第三人口大国，由于实行了更宽松的移民政策，预期人口增长将快于世界上大多数国家。但并非每个国家和地区的人口都有增加，有 15 个国家和地区减少的人口将超过 100 万（见表 0-3）。

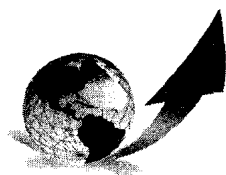
表 0-3 预期到 2050 年人口下降最严重的 15 个国家和地区

国家和地区	2050 年预期人口	预期变化量	预期变化百分比 (%)
日本	93 673 826	-33 404 853	-26.30
俄罗斯	109 187 353	-30 853 894	-22.00
乌克兰	33 573 842	-12 126 553	-26.50
德国	73 607 121	-8 722 637	-10.60
意大利	50 389 841	-7 736 371	-13.30
波兰	32 084 570	-6 398 349	-16.60
韩国	43 368 983	-5 139 989	-10.60
西班牙	35 564 293	-4 960 709	-12.20
罗马尼亚	18 678 226	-3 537 195	-15.90
中国台湾地区	20 161 286	-2 813 061	-12.20
保加利亚	4 651 477	-2 553 210	-35.40
白俄罗斯	7 738 613	-1 909 920	-19.80
捷克	8 540 221	-1 671 683	-16.40
匈牙利	8 374 619	-1 530 977	-15.50
塞尔维亚	5 869 146	-1 510 193	-20.50

资料来源：联合国人口基金组织。

尽管全球经济和金融市场风云变幻，但世界人口仍然不改增长趋势。这是个蕴涵着许多挑战与机遇的过程。

为更好地阐明观点，本书第1章就介绍杠杆化风潮，细数美国债务和累积风险的来龙去脉，并对这个时期的牛熊市、世界经济增长和各类投资的回报进行分析。然后描绘美梦破碎之旅，将谈及日本的发展历程，并娓娓道出梦破的原因。最后，对市场的各种情形、迹象及正在进行的去杠杆化风潮展开分析，把脉全球经济动向，洞察投资先机。



作者简介

About the Authors

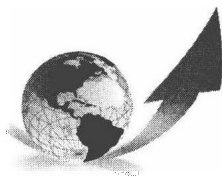
奇普·迪克逊是证券研究机构 Discern 的共同创始人、研究所所长和战略分析师。在华尔街 20 余年的生涯中曾任证券分析师、战略分析师和研究所副所长，曾在雷曼兄弟控股公司和所罗门美邦国际任职。获得波士顿大学工商管理学士和工商管理硕士学位，是特许金融分析师。

奥迪德·什卡尔在耶路撒冷希伯来大学获得东亚（中国）研究和社会学双学位，并在哥伦比亚大学获得博士学位，现任福特汽车公司全球商务管理公司主席和俄亥俄州立大学费舍尔商学院管理学与人力资本管理教授，研究国际商务前沿问题，同时也是中国研究中心和近东研究中心的成员。什卡尔教授一直是哥伦比亚大学的高级研究员，曾在香港中文大学、香港科技大学、北京大学、对外经济贸易大学、日本国际大学等多所高校任教。

什卡尔教授在重要杂志上发表了近百篇文章，《中国世纪》（沃顿商学院出版社）一书被翻译成 12 种语言，还著有《仿冒：公司如何巧用模仿赢得战略先机》（哈佛商学院出版社）一书。他的作品曾被《华尔街日报》、《纽约时报》、《金融时报》、《洛杉矶时报》《今日美国》、《芝加哥论坛报》、《波士顿环球报》、《商业周刊》、《经济学人》等多家报刊杂志广为援引。

目 录

CONTENTS



第1章 杠杆化风潮 / 1

自1952年以来，美国政府债务节节攀升，特别是20世纪90年代以来，增速明显快于GDP增长，其推手是房地产政策、宽松货币政策、政府管制、高通胀、贪欲和能源政策，所有这些因素使得人们愿意承受更高风险，进而极大推高杠杆化水平，由此引发始于2007年的金融危机。

第2章 增长事实 / 24

经济和市场周期是客观事实，那些试图平滑周期的政策举措只会使后果更严重；私人部门很重要，人们需要政府提供很多公共服务，因而需要强大的私人部门向政府提供资金投入基础服务建设；决策要分散和多样化，决策、资金和教育的集中将导致财富与权力的集中，同时还会加大风险和依赖性，最终走向崩溃。

第3章 90年来各类资产的实际回报 / 40

作为一个广泛的资产类别，股票投资在最近90年中有70年回报丰厚，标准普尔500指数摘取桂冠的有3个10年，即20世纪20年代、40年代

和 90 年代。这些高回报依赖于相对较低的估值、经济的繁荣、技术进步、低通胀、通货紧缩和较规范的监管环境。非股票资产在 20 世纪 30 年代和 20 世纪 70 年代回报率居首。

第 4 章 全球经济增长 / 72

在过去 40 年间，全球经济开始了第二次结构性改变，转向基于服务业的信息经济。在此过程中，世界人口继续从农村转移到城市，随着能源需求不断增长，人们越来越依赖于碳基产品，享有更多的自由迁徙、更精确的沟通以及前所未有的融合，这些因素促使人口更加集中。

第 5 章 牛市与熊市 / 88

确定市场周期至关重要，精确地评估市场环境意味着能制定更有效的投资策略、实现更可观的投资回报或尽可能避免巨大损失。在熊市，投资者的预期往往落空，风险超乎想象。投资者若想在熊市中赢利就如白日做梦，而亏损在所难免。投资数学就充分地证明了这一点，即强调了识别市场周期的重要性——任何一个百分点的下跌都需要大于一个百分点的上涨才能持平不亏。

第 6 章 全球经济增长的动力 / 109

在全球局势的变化中，美国公司仍然是产业主导者，在许多领域保持着竞争优势，是行业中的佼佼者和整个新兴产业和新产品的缔造者，外国公司则将受益于美国的创新能力和多样化大市场。将来，顶尖大公司将不仅仅来自美国，还会来自许多其他国家，不仅包括欧盟和日本等传统中心地区，而且还包括中国、印度、韩国和巴西等越来越多的新兴经济体。

第7章 三大新兴国家 / 121

中国和印度经常被描述为两大新兴经济力量，以色列则是在世界经济中起着重要作用的小国的代表。随着改革的进行，中国将进一步转变经济发展方式，致力于建立创新型国家；印度则不仅在服务外包上进一步发挥优势，而且制造业也取得了长足的进步；以色列在科学技术方面远远优于其他国家，风险投资公司在世界首屈一指。这三个国家的经济增长速度将继续高于全球经济。

第8章 私人部门组成 / 133

投资可以通过投资顾问、共同基金、上市交易基金等渠道来进行，无论何种类型或渠道，总会涉及公司股票，投资者有必要盘点全球经济和全球市场中如鱼得水的公司，并分析这些公司是否适合投资。为了更好地鉴别这些公司，摩根士丹利资本国际公司和标准普尔制定的全球行业分类标准可作为分析的基本准则。

第9章 产业演化 / 150

服务业是经济产出的生力军，不仅在美国，在其他发达国家经济中也有着举足轻重的地位，是就业最多的部门。与此同时，制造业就业逐渐被取代。有点意外的是，这不仅发生在发达国家，同时也发生在发展中国家，现在，全球经济已更多地面向以知识和信息为基础的服务型经济，有效地解决了日益增长的人口就业问题。

第10章 去杠杆化风潮 / 171

去杠杆化已经开始，与20世纪30年代一样，率先在私人部门发生。而这一次，经济转型

成以信息为基础、以服务为导向的经济。经济加速增长有利于去杠杆化。与 30 年代大萧条不同的是，当前并不需要依靠政府债务实现任何目标。政府政策应审时度势，允许私人部门比公共部门发展更快。这种转变很可能会举步维艰，并会有风险。风险之一是政府决策者缺乏对经济力量的正确认识，另一个风险是既得利益者不愿意改变现状。

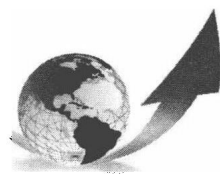
第 11 章 市场信号 / 188

对较大波动和较大风险进行仔细分析，对那些原本应引起重视的迹象进行梳理是投资者需做的功课。投资者用来观察市场和确定牛市熊市的指标有很多，包括估值、以往业绩、利息率、当期市场流动性、黄金和美元。这些方法的应用印证了“前车之鉴，后事之师”的古话。过高的估值意味着将有麻烦降临。另外需谨记在心的另一句话是：“历史可能不会重演，但惊人地相似。”

第 12 章 通行规则 / 206

如今，过度的融资使去杠杆化举步维艰，经济环境变幻莫测。但不管经济环境怎样变化，只要依照本书介绍的 12 条基本法则操作，就能打下扎实的经济基础，但这需要时间、坚持和纪律。收益不会是立竿见影的，要有坚定的意志抵抗短期诱惑。这些基本法则包括：了解自己的财务状况；制定个人收支平衡表；了解自己的风险偏好；养成储蓄习惯；保本；控制支出……

第 1 章 CHAPTER1



杠杆化风潮

那些增长，真的有过吗？

2009 年第二季度末，美国公民、州和地方政府、企业、农场以及其他组织的债务超过 50 万亿美元，比 2000 年时的 25 万亿美元有了大幅增加，在不到 10 年的时间里债务翻了一倍，而经济增长不过区区 40%。债务增长最快的是政府资助企业和金融机构，从图 1-1 可以看到，政府借款增长率从 2003 年开始加速，家庭债务自 2009 年以来开始回落。美国经济通过杠杆化经营实现增长率、投资回报等的急速拉升。

这并不是什么新鲜招数。1952 年以来，美国债务年均增长率达 8.5% 以上，大大超过年均经济增长率 6.5%。如果在此期间债务增长率与经济增长率持平，则债务总额将低于 20 万亿美元，不到 GDP 的 150%。由于债务增长得更快，美国经济杠杆化水平上升。到 2009 年第二季度末，债务总额是 GDP 的 375%，而在 1999 年债务尚不到 GDP 的