

周期



MASTERING
THE
MARKET
CYCLE

Getting
the Odds
on Your Side

「美」霍华德·马克斯 著
(Howard Marks)
刘建位 译

投资机会、风险、
态度与市场周期

价值投资大师、
《投资最重要的事》作者
重磅力作
瑞·达利欧、查理·芒格
倾力推荐

周期

MASTERING
THE
MARKET
CYCLE

Getting
the Odds
on Your Side

》

投资机会、风险、
态度与市场周期

[美] 霍华德·马克斯 著
(Howard Marks)
刘建位 译

图书在版编目 (CIP) 数据

周期 / (美) 霍华德·马克斯著; 刘建位译. -- 北京: 中信出版社, 2019.2
书名原文: MASTERING THE MARKET CYCLE
ISBN 978-7-5086-9914-1

I. ①周… II. ①霍… ②刘… III. ①经济周期
IV. ①F014.8

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2018) 第 297856 号

MASTERING THE MARKET CYCLE by Howard Marks
Copyright © 2018 by Howard Marks
Simplified Chinese translation rights © 2019 by CITIC Press Corporation.
Published by arrangement with author c/o Levine Greenberg Rostan Literary Agency
Through Bardon-Chinese Media Agency
All rights reserved.
本书仅限中国大陆地区发行销售

周 期

著 者: [美] 霍华德·马克斯
译 者: 刘建位
出版发行: 中信出版集团股份有限公司
(北京市朝阳区惠新东街甲 4 号富盛大厦 2 座 邮编 100029)
承 印 者: 北京通州皇家印刷厂

开 本: 787mm×1092mm 1/16
版 次: 2019 年 2 月第 1 版
京权图字: 01-2019-0073
书 号: ISBN 978-7-5086-9914-1
定 价: 88.00 元

印 张: 24 字
印 次: 2019 年 2 月第 1 次印刷
广告经营许可证: 京朝工商广字第 8087 号



版权所有·侵权必究
如有印刷、装订问题, 本公司负责调换。
服务热线: 400-600-8099
投稿邮箱: author@citicpub.com

献给我一生挚爱的

南希

简、贾斯廷、罗茜、山姆

安德鲁、雷切尔

中文版序言

过去十多年来，有件事总让我特别高兴，就是我一年一度的亚洲之旅，特别是中国之旅。这十多年来我到访中国十几次，其间，非常荣幸能够认识一些中国最聪明、最有影响力的顶尖专业投资人士，并与他们深入地交流有关投资的想法。我与他们中的很多人都成了相知相敬的老朋友，以及业务合作的好伙伴。这些中国顶尖的专业投资人士对投资事业的激情之巨大，对投资知识的渴望之强烈，直到现在依然令我钦佩，他们和我关于投资的对话总是能代表投资专业的最高水准。

八年前，我写了第一本书《投资最重要的事》，我在书中提及，20世纪60年代我在上大学期间研读过亚洲文化，这对后来我做投资并逐步发展形成自己的投资哲学有很大帮助。最近十几年我每年都和这些中国顶尖的专业投资人多次交流对话，这让我更加深入地理解了中美投资人之间在经济、政治、文化方面的细微差异，一直都在帮助我不断地完善和提升我的投资哲学。事实上，这十几年来和中国顶尖专业投资人士的多次深入交流，对我写这本关于周期的新书贡献很大，特别是在“周期定位”这个方面。

因此，我非常高兴能和中国投资人分享我的第二本书。我的上一

本书《投资最重要的事》，以及我以前所写的投资备忘录，其中那些与周期相关的关键内容，构成了这本关于周期的新书的基础。2011年，我在《投资最重要的事》书中讨论过，市场的涨跌只是一时的，不可能一直如此，上涨之后必有下跌，下跌之后必有上涨，认识到市场波动必有周期对投资至关重要。现在这个世界和八年前有巨大不同，对于投资人来说，市场周期之重要远胜过从前，投资人只有正确合理地理解市场周期，分析影响周期的因素，判断周期未来的趋势，在周期的每个重要转折点采取合适的投资行为，才能长期战胜市场。因此我希望这本新书能帮助你更加深入地理解周期、正确地分析周期、成功地利用周期，形成你自己独有的长赢投资哲学。

在此我要衷心地感谢我的所有中国朋友，我们多年合作，持续交流，让我受益匪浅、收获良多，期待我们将来继续合作，更多地交流。我还要特别感谢我的搭档巢瀚婷女士，她作为橡树资本大中华区的领军人，多年来对橡树资本的发展和我来此与大家共聚的旅程中，厥功至伟。

霍华德·马克斯

译者序

掌握“投资周期第一书”

中国股票投资人都知道股神巴菲特，都喜欢读巴菲特每年年报中给股东写的信。可是，你知道巴菲特喜欢读谁写的信吗？

橡树资本霍华德·马克斯每年都会给客户写几份投资备忘录，像巴菲特给股东写的信一样，分享自己对投资的思考和感悟。巴菲特说：“我会第一时间打开邮件并阅读的就是霍华德·马克斯的备忘录，我总能从中学到不少东西，他的书更是如此。”能让巴菲特十分关注和欣赏，霍华德·马克斯的投资成就肯定也非同一般。

霍华德·马克斯 1946 年出生，比巴菲特小 16 岁，1978 年开始投资高收益债（即著名的垃圾债券），是第一批垃圾债券专业机构投资者。十年之后，霍华德·马克斯组建了一只不良债权投资基金，可以说这是大型金融机构首次进入不良债权投资领域。后来他又创立了橡树资本，目前管理的资产规模超过 1 200 亿美元，其中 71% 是债务投资，其不良债权投资管理规模全球第一。

熟悉巴菲特的投资人都知道，巴菲特不仅股票投资规模做得大，而且固定收益投资规模也做得很大，超过 1 000 亿美元。其中，巴菲特

对垃圾债券情有独钟，并多次对其进行大规模投资，在致股东的信中他也多次对此进行长篇论述。

两位大师的投资领域各有偏重，但长期业绩都非常好。伯克希尔·哈撒韦公司过去 50 多年的平均投资业绩高达 19%；橡树资本过去 22 年的平均投资业绩也高达 19%。

霍华德·马克斯每年都会仔细阅读巴菲特致股东的信，并在自己的书中和投资备忘录中多次引用巴菲特的名言。巴菲特也经常阅读霍华德·马克斯写的投资备忘录，而且非常欣赏他的见解。

有一天，巴菲特建议霍华德·马克斯把这些投资备忘录整理成一本书：“你要是写一本书，我会给你的书写推荐语。”之后，霍华德·马克斯就开始整理文稿，下了很大功夫完成了《投资最重要的事》。巴菲特收到书稿，如约做了推荐：“这是一本难得一见的好书。”

之后，霍华德·马克斯写了第二本书《周期》。这本书只讲周期，还是在他过去二十多年写的投资备忘录的基础上整理成书，并且加入了新的思考和感悟。这本新书也得到了很多著名投资大师的推荐，其中一位是巴菲特的投资老搭档、人称“长着两条腿的活书架”的查理·芒格。《周期》这本书，告诉我们如何从历史事件中学习经验教训，从而更好地把握未来。”2018 年这本新书出版后，很快登上了《华尔街日报》和《纽约时报》的畅销书排行榜。

霍华德·马克斯的第一本书《投资最重要的事》，我有幸写序推荐。他的第二本书《周期》，我有缘翻译，因此我在三个月内反复读了这本书十几遍。我想说，这本书肯定可以被称为“投资周期第一书”。

人生成功三大要素，天时、地利、人和，天时排名第一。投资成功三大要素，选时、选股、配置，选时排名第一。选时最重要的是周期，讲周期最好的就是这本书。大部分投资人往往只想到市场周期的第

一层浅思维，这本书带你进入市场周期的第二层深思维，教你看懂过去的周期规律，看清现在的周期位置，看透未来的周期趋势，获得少数赢家穿越金融危机、长期战胜市场的投资布局真经。所以我称之为“投资周期第一书”。

这本书最大的特色是结合基本面与心理面来讲投资周期。技术分析派讲市场周期只看市场价格数据，宏观分析派讲市场周期主要看宏观经济和货币数据。基本上都是从数据到数据，从模型到模型，既不实用，又无成效。这本书开辟了第三条道路，从经济和企业基本面出发讲市场长周期的基本趋势，从心理面讲市场短周期如何经常大幅偏离基本趋势，基本面、心理面、市场面三面合一，互为因果，互相影响。这样解读周期既符合实际，又好懂好用。

不过投资人都知道，周期这件事，毫无疑问是投资最重要的事，但它像人生命运一样，人人都讲，人人都讲不清楚。没办法，周期这个主题涉及很多方面、很多层次，非常复杂。虽然讲周期的书很多，但这本书讲得最清晰易懂。不过，书中内容也是一环扣一环、一层套一层的，第一次读此书的人，不太容易把握。

如同其他好书，这本书也有一条明显的主线。主线可以分成三个阶段：认识周期、分析周期、应对周期。它们分别对应着这本书的三大部分：认识周期三大规律、分析周期三类九种、应对周期三步操作。

第一部分 认识周期三大规律

本书的第1章到第3章的核心内容是周期的三大规律。

周期的第一大规律，不走直线必走曲线：前途是光明的，道路是曲折的。任何事件的发展都不会是一条直线，而是一条起伏的曲线。市

场周期，大涨之后必有大跌，大跌之后必有大涨。股市如海，永远是潮起又潮落。但是投资人通常只看到股市波动，却没有想到其中其实存在因果关系，上涨过程积蓄着下跌的能量，并最终导致下跌，下跌过程中积蓄着上涨的能量，最终导致上涨。

周期的第二大规律，不会相同只会相似：历史不会重演过去的细节，历史却会重复相似的过程。霍华德·马克斯解读投资周期，涨跌的方向会重复历史相似的模式，但涨跌的幅度不会重复历史相似的幅度。股市总是潮起又潮落，非常相似，但潮起多高，潮落多深，次次不同。这是因为随机性的作用。所以周期的大趋势，即大方向可以预测，但具体走势，即涨跌幅度无法预测。

周期第三大规律，少走中间多走极端：市场周期围绕基本趋势线或者平均线上下波动，市场走到一个极端之后，总会向中心点回归或者说均值回归。但是市场回归到中心点之后，却并不会停留，而是继续冲向另一个相反的极端。所以市场不是走到极端就是走向极端。股市只会一直潮起潮落，不是向上涨到极端，就是向下跌到极端。

但是海水潮起潮落的幅度通常很有限，并且相当规律，偶尔遇到台风，巨浪滔天，其涨落幅度和持续时间难以预测。股市波动，大牛市和大熊市如同台风一般威力巨大，大涨或大跌的幅度更大，持续时间更长，更加难以预测。

第二部分 分析周期三类九种

本书的第4章到第12章分别分析了9种投资周期。大自然的周期，相当规律。而人参与的经济活动、企业活动、投资活动的周期，非常不规律，很容易走极端。因为人性决定了这些周期要么向上走极端，要么

向下走极端。要研究周期，先研究人，要研究人，先研究人性，人性的表现就是心理和情绪。

第一类周期，基本面周期：经济周期、政府调节逆周期、企业盈利周期。经济周期取决于 GDP（国内生产总值）周期，影响因素一是参加生产的总人口，二是生产效率。政府调节逆周期，其实体现在政府逆周期调节，熨平经济波动，主要依靠货币政策和财政政策，但是政府官员也无法准确预测经济周期。企业盈利周期，从理论上讲，所有企业的产出之和就是一个国家的 GDP，可是企业盈利波动幅度是 GDP 波动幅度的两三倍，甚至更大。其中的主要原因是企业使用了两大杠杆——经营杠杆和财务杠杆。厂房设备等固定资产形成的固定成本在总经营成本中占比越大，形成的经营杠杆越高；负债融资在企业总成本中占比越大，形成的财务杠杆越高。经营杠杆和财务杠杆导致企业销售收入的变化幅度被放大为变化幅度更大的企业盈利。经营杠杆和财务杠杆水平取决于企业经理人的决策。

第二类周期，心理周期：心理钟摆和风险态度周期。

这是书中最重要也最精彩的内容。心理和情绪虽然严格来讲有所不同，但是难以区分，所以作者从便于实际运用出发，把二者结合，心理就是情绪，情绪就是心理。

投资像硬币的两面，不可分离。正面是追逐利润，反面是承担风险。从追逐利润来讲，投资人面对证券的心理和情绪就像钟摆，在恐惧和贪婪两个极端之间来回大幅摆动。这简直是天才的比喻，一下子抓住了那个只可意会而难以言传的东西。我忍不住摘录了下面这段话：

证券市场中的情绪波动，就像一个钟摆的运动一样。这个钟摆来

回摆动，形成一道弧线，弧线的中心点完美地描述了这个钟摆的“平均”位置。但是事实上，钟摆待在这个弧线的中心点位置的时间极短，一晃而过。相反，钟摆几乎大部分时间都在走极端，弧线两端各有一个极端点，钟摆不是在摆向极端点，就是在摆离极端点。但是每当钟摆接近极端点的时候，不可避免的结果是，钟摆会反转方向摆向弧线的中心点，或早或晚，反正肯定会反转。事实上，正是钟摆摆向极端点这个运动本身，为钟摆后来反转方向回归中心点提供了能量。

投资市场也形成了类似钟摆一样的摆动：

- 从兴奋到沮丧；
- 从为利好事件欢呼庆祝到为利空事件忧虑不安；
- 从价格过高到价格过低；
- 从贪婪到恐惧；
- 从乐观到悲观；
- 从风险容忍到风险规避；
- 从信任到怀疑；
- 从相信未来的价值，到坚持现在要有实实在在的价值；
- 从急于购买到恐慌卖出。

这种从一个极端到另一个极端的摆动现象，是投资世界最确定的特征，投资人心理像钟摆一样，很多时间都在走极端，要么走向一个极端，要么走向另一个极端，投资人很少停留在中心点上，很少走令人幸福快乐的中庸之道。

在证券市场待过一段时间的人会惊奇地发现，同样的证券，同样的市场，同样的企业，同样的投资人，却会有完全相反的心理和情绪，

而且自己的每次反转都被自己认为是对的，反转之后又会再反转。这种反复无常，用钟摆来形容可以说十分神似。

巴菲特说他一生投资成功只靠一个原则：在别人贪婪时恐惧，在别人恐惧时贪婪。其实，投资人做投资，对手就是市场，这里说的别人就是市场。霍华德·马克斯把市场的心理和情绪波动比喻为钟摆，在贪婪和恐惧之间摆动。这和巴菲特的那句名言可以说是绝配。

从投资的另一面承担风险来看，投资人面对风险的态度也是周期性的大起大落，从过度风险规避到过度风险容忍。作者首先说明，风险的正确定义是损失的可能性，不是学术上定义的波动性，并澄清了一个流传很广的错误说法：高风险才有高收益。从风险是损失的可能性来讲，低风险才能获得高收益，因为损失的可能性越小，盈利的可能性越大。作者指出，投资人常常把收益和风险看作一个点，而不是一个可能性区间。

第三类周期，市场周期。这本书中的市场周期一般指的是股市。但从广义上讲，信贷市场和不良债权市场、房地产市场也属于市场，所以为了方便起见，我将它们统一归到市场周期。

信贷周期相对于其他周期，影响力特别大，但谈信贷周期的书要少得多，所以信贷周期是这本书的一大亮点。其实企业都是借短投长，因为短期贷款或者短期债券和商业票据的利率最低。但是企业投资的项目周期要长得多，从销售到回款需要几个月，甚至几年的时间；企业建造厂房，从前期设备投入到收回成本也需要几年时间。所以企业都是不断地滚动融资，旧债到期借新债。可是在经济形势好的时候，再差的企业都能借到钱；在经济形势不好的时候，再好的企业也很难借到钱。作者用窗口来做比喻特别形象，从窗口大开到猛然关闭，简直是冰火两重天，而且变化极快。贷款机构对企业贷款如此，对个人住房贷款也是如

此。请注意，管信贷发放的是人，管债券投资的也是人。信贷周期对经济周期特别敏感，对企业盈利周期的影响特别大，对经济和市场的影响也特别大。次贷危机，其实就是信贷周期走极端所造成的危机，而次贷危机引发了全球金融危机。在中国，信贷周期的影响同样很大。读了这本书中的信贷周期，你才能真正明白全球金融危机，才能明白为什么最近中国如此强调“去杠杆”。中国投资人喜欢把信贷周期归为资金面，其实很有道理。

不良债权投资，其实就是破产企业的违约贷款和违约债券，中国的银行称之为不良资产。如果垃圾债还称得上“垃圾”，那么不良债权连“垃圾”都称不上。一般投资人避之唯恐不及，而这正是不良债权具有巨大赚钱机会的根本原因。但是不良债权投资风险极大，只有少数高手才能玩得转，而这本书的作者霍华德·马克斯却是不良债权投资高手中的高手。

房地产周期，是美国次贷危机的根源，也是中国人最关注的周期。房地产周期有三大特点：第一是实物，产品从设想到交付客户长达几年时间，漫长的房地产周期起伏特别大，因此对房地产投资的盈利影响非常大，特别是对烂尾楼的投资。本书作者既投资不良债权，即那些破产企业烂掉的贷款和债券，又投资烂尾楼，他因此发现烂尾楼投资的周期性特别强。房地产周期的第二大特点是开发商只见树木不见森林，只看到自己，没有想到很多同行会有同样的想法，结果出现“一窝蜂”现象，市场要么过热，要么过冷。房地产周期的第三个特点，是投资人盲目相信股市、房价总会上涨，但是这本书的作者用阿姆斯特丹市绅士运河区经过350年房价才上涨1倍的事例表明，不要相信传说，它不是事实。

股市周期是最重要的市场周期，甚至我们平常所说的市场指的就

是股市。股市周期有三个特点：

第一个特点，从多层次组成来看，股市周期集所有其他周期于一身，再加上随机性的影响，形成了股市的波动周期，而且股市周期既受其他周期影响，也影响其他周期。简单地说，基本面加上心理面决定市场面。而市场面反过来影响基本面和心理面。

第二个特点，从波动幅度来看，价格会大偏离，因为投资人不是理性的经济人，他们的心理和情绪会大幅波动，所以资产的买卖价格会大幅偏离价值，投资的机会即在于此，投资的风险也在于此。

第三个特点，从过程来看，大牛市和大熊市都有三个阶段。大牛市的三个阶段是：少数人看到基本面好转，股市小涨；部分人看到基本面好转，股市中涨；所有人看到基本面好转，股市大涨。反过来就是熊市的三个阶段。用巴菲特的话来概括就是：最先做的是聪明人，最后做的是傻瓜。书里讲得最精彩的是，在第三个阶段为什么最后会有一波疯狂上涨，因为原来一直坚持不追涨买入的人，一直看到周围的人在赚钱，实在太痛苦了，实在坚持不了，最后投降了，开始疯狂买入，一下子市场上只有人买，没有人卖出了。作者做了一个比喻，这就像双方进行拔河比赛，在大牛市最后阶段，卖方一下子都投降了，反过来加入买方，结果市场疯狂上涨，可是因为再也没有人卖出，市场最终涨不动了，而一有风吹草动，市场就开始反转下跌。所以经常会有人说：我一买，市场就开始跌了。因为你是最后投降的那批人中的一个。此外，市场涨起来很慢，跌起来却很快，作者将它比喻为：股市泡沫就像气球，充气慢，但泄气非常快。作者提醒道：世界上没有只赚不赔的神奇投资产品，就像世界上没有长生不老的神药一样。当这种神奇的投资产品非常流行时，市场发出了大泡沫的严重警告。

第三部分 应对周期三步操作

认识周期的三大规律，只为了一个目的：应对周期，利用周期，从而获得更多盈利和更高的业绩。这就是这本书讲的第三部分：应对周期。这也是最实用的一部分（第13章到第16章）。

概括地说，应对周期就三步：有识、有胆、有备。中国人常说，有胆有识。其实是先有识后有胆，有胆有识还不够，还要有备，以防万一。

第一步，有识——现在市场到周期的什么位置了。看清现在，才能把握未来。作者的方法是，给市场量体温，就是用一些关键指标来衡量市场估值水平，以及市场情绪是过热还是过冷。市场情绪非常容易传染，在大牛市里，保持众人皆醉我独醒，非常困难。

第二步，有胆——在别人贪婪时恐惧，在别人恐惧时贪婪，这也是巴菲特投资成功的秘诀。从承担风险的角度讲：别人越不谨慎小心，自己越要谨慎小心。我们前面搞懂了市场波动永远是周期性的，市场涨得越高，跌的可能性就越大，我们应该早早卖出。反过来，市场跌得越低，涨的可能性越大，我们应该及时买入。但说起来容易做起来难。大熊市里人人恐慌，有几人有胆量勇敢地进场买入？大牛市里，人人贪婪，有几人有胆量勇敢地卖出离场？但是要成功，非如此做不可，难怪投资成功者，往往只是少数人。

第三步，有备——要在三个方面做好出错的准备。第一个是你出的错误，是人就会出错。第二个是来自市场之外的意外事件，比如风暴、洪水、地震、海啸、日本核泄露、英国脱欧、中美贸易战。第三个是市场本身的错误，市场一直保持错误的时间，比你能保持不爆仓的时间还要长！你分析得对，你做得也对，但是市场就是死不悔改，直到你爆仓之后，市场才迅速修正错误，你没能坚持到光明到来的那一刻，死

在了黎明前的漫长黑夜里，因为你没有想到黎明前的黑夜会如此漫长，如此难熬，你的弹药和粮食耗光了。所以作者感叹：投资最大的秘诀就是活下来，不是胜者为王，而是剩者为王。巴菲特说：“我不要 99% 会成功却有 1% 会爆仓的可能性。” 每年都有投资很成功的人，但十几年后还成功的投资人极少。看看巴菲特和霍华德·马克斯，他们经历了几次大危机而不倒，真是令人钦佩。

要想长期投资成功，关键是保持投资组合布局平衡。作者提出，投资成功要在三对关键因素上保持适当的平衡：周期定位与资产选择（选时与选股），激进与保守（进攻与防守），技巧与运气。这三对因素就是左手与右手、左腿与右腿、左脑与右脑，缺一不可，而且要保持适当平衡。但是其实在适当的时候偏向正确的一边才能保持真正的平衡。

中国人喜欢说，人定胜天。投资人容易过分自信，认为人肯定能战胜市场。作者写这本书，讲市场周期，就是想帮助投资人战胜市场。但是他最后提出了，投资人应对周期有局限性，其原因有两个：人不是神，能力有局限；而且有时候，人算不如天算。要成为一个完美的投资人，关键在于认识自己的局限性。

这本书讲的是周期，可是投资人如此用心地研究周期，追求投资成功，却没有想到，投资成功本身也有周期。失败是成功之母，成功也是失败之母。

最后，我们又要从终点返回起点。其实这本书只有一句话：周期永远在。我们投资失败，往往因为觉得“这次不一样”，其实后来才发现，这次还一样，周期永远在。做投资，你可以什么都不相信，但你必须相信周期。只要有人在，就有周期。正如马克·吐温的那句名言：历史不会重演细节，过程却会重复相似。

感谢汇添富基金管理股份有限公司张晖总经理、李文董事长、雷