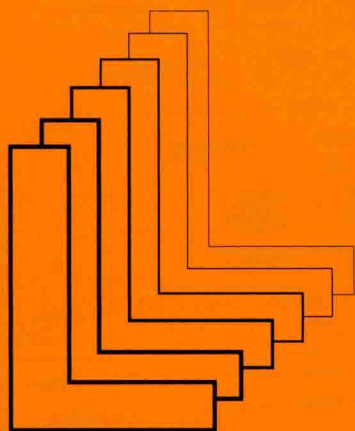


THE FUTURE TREND
of Economic, Policy and Capital Market

大势研判

经济、政策与资本市场

任泽平 著

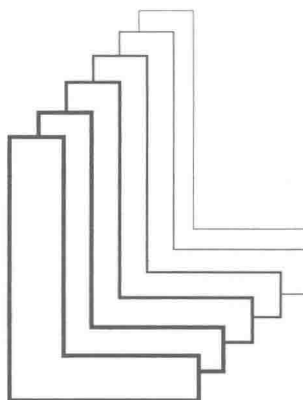


中信出版集团 · CHINACITICPRESS

大势研判

经济、政策与资本市场

任泽平 著



THE FUTURE TREND

of Economic, Policy and Capital Market

图书在版编目(CIP)数据

大势研判: 经济、政策与资本市场 / 任泽平著. —

北京: 中信出版社, 2016.7

ISBN 978-7-5086-6209-1

I. ①大… II. ①任… III. ①中国经济—研究 IV.

①F12

中国版本图书馆CIP数据核字(2016)第101135号

大势研判: 经济、政策与资本市场

著 者: 任泽平

策划推广: 中信出版社(China CITIC Press)

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)

(CITIC Publishing Group)

承印者: 北京鹏润伟业印刷有限公司

开 本: 787mm×1092mm 1/16

印 张: 25.5 字 数: 438千字

版 次: 2016年7月第1版

印 次: 2016年7月第1次印刷

广告经营许可证: 京朝工商广字第8087号

书 号: ISBN 978-7-5086-6209-1

定 价: 65.00元

版权所有·侵权必究

凡购本社图书, 如有缺页、倒页、脱页, 由销售部门负责退换。

服务热线: 400-600-8099

投稿邮箱: author@citicpub.com

序 言

如何研判宏观经济形势？如何抓住大牛市？

一、大势研判

宏观是定大方向的。

宏观经济是一个复杂的开放系统，相对于一家公司而言，所需要输入的信息量以几何级数增加。因此，宏观研究框架应是一个开放兼容的体系，打通各环节，对现实的观察和对未来的预测在各层面能够逻辑自治、交叉检验，减少误判。研究员应保持开放思维、宏大视野、丰富阅历以及发自内心的热爱，并有化繁为简、快速抓住主要矛盾的能力。

宏观研究包括逻辑框架和心性修炼两部分。

宏观研究框架应致力于打通长期与短期、政策与经济、实体与货币、宏观与中观、国内与国际、宏观与策略的界限。作者曾云游四海，遍访名师。做了6年纯学术研究、5年公共政策研究、4年商业研究。

长期与短期：经济变量有两类，人口、制度、技术等长期变量决定经济潜在增长率，货币政策、消费、投资、出口、库存、情绪等短期变量决定经济周期波动。在长周期拐点上，慢变量变快了，这是转型宏观和周期宏观的区别。

政策与经济：中国的经济和市场运行不是单纯经济学能够解释的，政治经济学——“有形的手”亦十分强大。商业研究关注“是什么”，公共政策研究关注“应该是什么”。对于公共政策的预判，需站在利益博弈中各方的角度去思考。

宏观与中观：经济增长是由产业结构转型升级所推动的，周期波动是由行业景气梯次轮动所形成的。

实体与货币：实体运行和货币创造是相互对称、相互影响的两个系统。

国内与国际：中国宏观经济是一个大国的开放模型。

宏观与策略：宏观研究强调对客观世界的认知，是总量思维；策略分析强调心物兼修，是边际思维。大势研判是理性逻辑和直觉艺术的结合，平衡使用左右脑思维。

二、“转型宏观”新思维、新框架

理论是应时代而生的，理论以解释、解决所处时代的重大关键问题为任务。

中国经济正处于转型期，发生了很多新情况和新变化，对宏观经济形势分析而言，挑战的不是观点，是框架，固守旧思维的人将不断犯错，过去这些年我们经常看到市场上各种误判层出不穷。

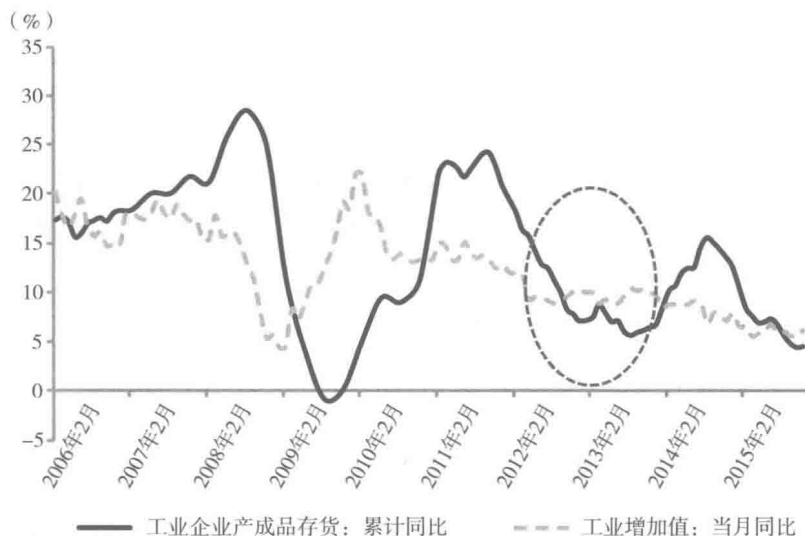


图1 2012年的存货周期误判

数据来源：国家统计局、WIND

案例1：2012年的存货周期误判

2012年去库进入尾声，市场预期补库，但实际却没有发生。

潜在增长率下降主导了2010年以来的经济持续下行，由于“势大力沉”，导致各类周期运行轨迹发生改变，穿越了中短周期。

仔细观察，近年中国存货周期发生了两大变异：去库长（2010年中至2013

年中），补库短（2013年3~4季度）；由过去的“去库—补库”循环，演变为近年的“去库—被动库存积累—去库”循环。

能够解释这种存货周期变异现象的唯一逻辑是：长期需求潜力下降，需求收缩持续快于供给侧产能调整，从而压制补库行为，传统周期性行业景气乏力。

案例2：2011年前后的设备投资周期“新周期”误判

2010~2012年制造业投资加速，部分市场分析人士认为中国经济迎来了产能扩张的“新周期”。而实际上，在这一段时期，中国经济持续下行，企业不太可能去逆势扩张产能。

根据我们的调研发现，当时反常的制造业投资高速增长主要受区域间产业转移而非产能扩张驱动。随着东部地区要素成本上升，2010年前后出现了一场大规模的产业转移活动，从东部转向中西部，并于2013年前后减缓。

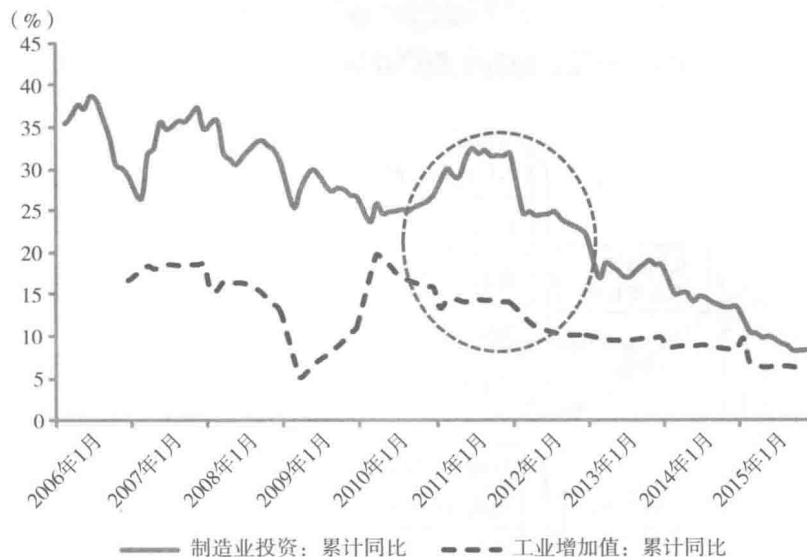


图2 2011年前后的设备投资“新周期”误判

数据来源：国家统计局、WIND

“转型宏观”新思维新框架是相对于传统的“周期宏观”而言的。

经济增长是由趋势和波动组成的，长期趋势是指潜在增长率，由人口、技术、资本、劳动、需求潜力等供给侧慢变量决定；短期波动是指各类短周期，由存货、

投资、财政货币政策、偶然事件等需求侧快变量决定。

过去长期潜在增长率不变的情况下，研究员分析短期经济形势时，经常采用“周期宏观”的传统框架，追踪需求侧快变量和政策变化，一般不会去留意供给侧慢变量的变化。但在转型期，我们发现的一个典型事实是，慢变量变快了！随着刘易斯拐点的出现，住行消费长周期峰值来临，劳动力成本、适龄置业人群、技术等这些“慢”变量完成了从量变到质变的能量积聚过程，发生了急剧的变化，并对经济产生了系统性的冲击。

当我们超越传统“周期宏观”分析框架，将供给侧和需求侧、长期潜在增长率和短周期因素结合起来观察时，各种看似矛盾的“新”现象都可以解释，拼图完整了，未来也清晰了。

转型期对当前宏观经济形势分析框架提出了新的挑战，新的解释框架并不是要抛弃传统“周期宏观”逻辑，而是需要建立一个更包容的分析框架，能够兼容长期和短期、总量和结构因素。

因此，我们提出“转型宏观”新框架，这是一个适用于潜在增长率下降情景的宏观经济形势分析新框架，包容了趋势和波动、总量和结构因素，使其更具解释和预判能力。

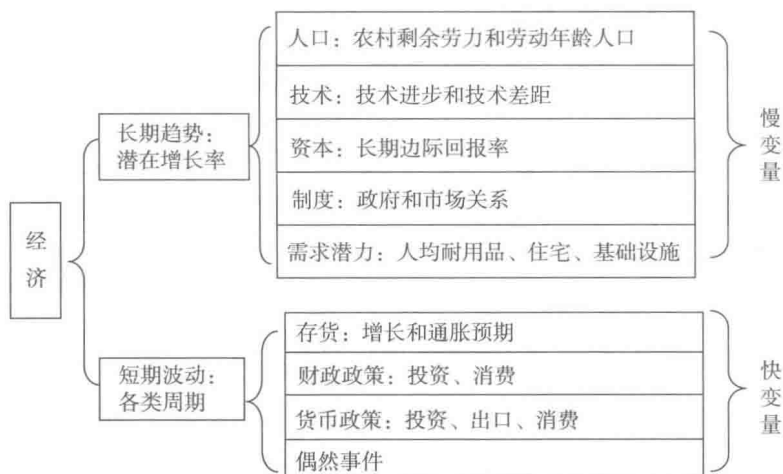


图3 转型宏观与周期宏观下的因素变量

三、转型宏观、转型时钟、转型牛与改革牛

“投资时钟”是常用的基于宏观经济运行之下的大类资产配置框架。

根据我们研究全球和中国经济史发现，经济时钟有两类：转型时钟和周期时钟，其所适用的环境、经济运行逻辑、对应的大类资产轮动是不同的。

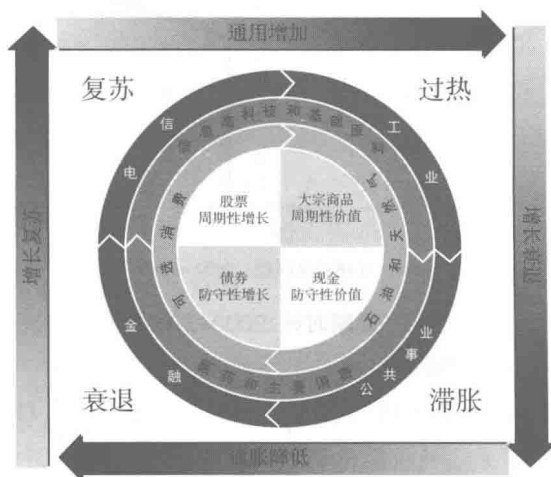


图4 经典的投资时钟

资料来源：美林证券

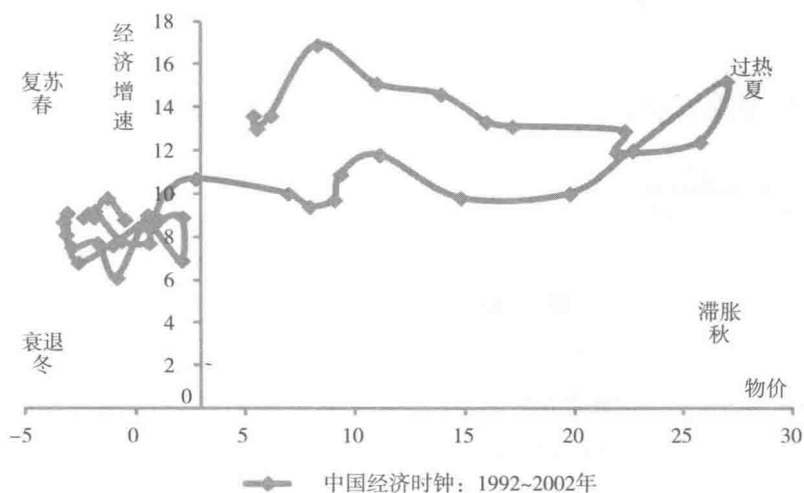


图5 转型时钟：1992~2002年

数据来源：国家统计局、WIND

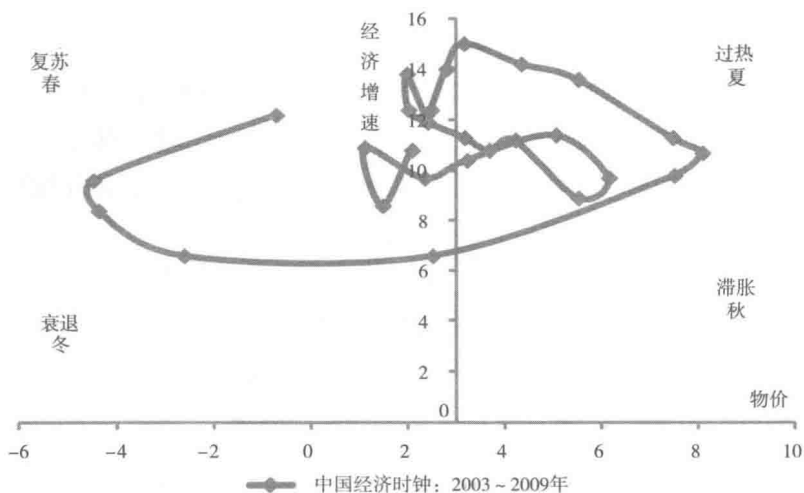


图6 周期时钟：2003~2009年

数据来源：国家统计局、WIND

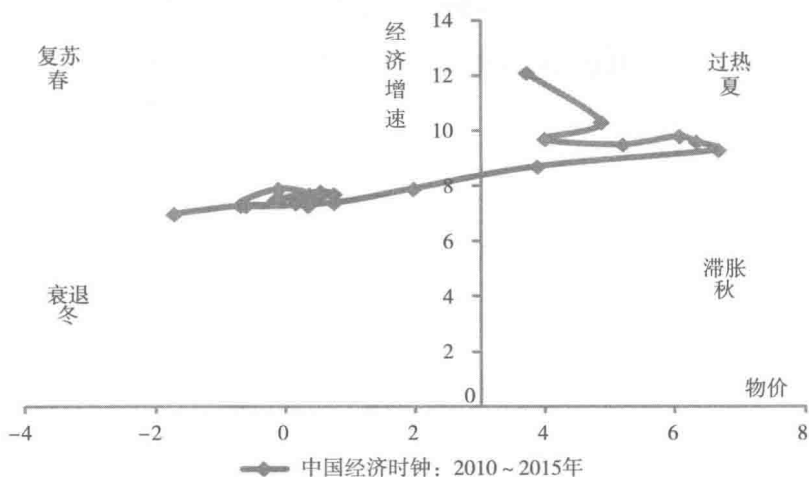


图7 转型时钟：2010~2015年

数据来源：国家统计局、WIND

适用环境：“周期宏观”适用于潜在增长率和动力结构不变时，比如1992~1996年、2003~2007年。“转型宏观”适用于潜在增长率和动力结构改变时，比如中国1996~2001年、2010~2017年，日本1970~1980年，中国台湾1983~1992年，韩国1992~2002年等。

经济形势的主导力量:“周期宏观”重点观察快变量(存货、投资和货币政策)。“转型宏观”需要综合观察快变量和慢变量(人口、房地产),到达拐点后,慢变量变快了。

股市牛熊转换:“周期宏观”下的熊牛转换逻辑是,财政货币政策底→市场底→经济底,分子驱动周期牛^①,行业景气轮动特征明显。“转型宏观”下的熊牛转换逻辑是,改革降低无风险利率提升风险偏好→市场预期底→经济底,分母驱动“改革牛”“转型牛”“水牛”,经济结构升级特征明显。

大类资产轮动逻辑:“周期宏观”下的大类资产轮动逻辑是,经济萧条、产能过剩→货币宽松、利率下降、去杠杆、去产能→债牛→经济复苏、股牛。“转型宏观”下的大类资产轮动逻辑是,旧增长模式拒绝出清,加杠杆负债循环,经济往下但无风险利率往上,股债双熊→改革破旧立新或危机倒逼出清,无风险利率下降,风险偏好提升,股债双牛。

经济转型期,“周期宏观”解释不了,而“转型宏观”能够解释的问题:

(1)增速换挡期的上半场,经济增速往下走,但为什么无风险利率往上走或居高不下?因为旧增长模式拒绝出清,加杠杆负债循环。(2)经济增速往下走,但为什么行业出现结构性衰退与成长,股市出现结构性牛市?因为增长动力结构升级。(3)增速换挡期的下半场,一旦开启出清去杠杆进程,经济增速往下走,为什么股市可能往上走?催化剂在于改革破旧立新,无风险利率下降,风险偏好上升。

四、转型宏观视角下我国宏观运行的主要逻辑与未来展望

当前中国经济最大的宏观背景是增速换挡、结构调整和改革转型。近年典型事实先后出现:2008年前后越过了刘易斯拐点,2012年劳动年龄人口开始净减少,2014年房地产长周期拐点出现。表面上是增速换挡,实质上是动力升级,根本上靠改革转型。新一轮改革的时间表和路线图是:以财税始,以国企终,中间夹金融。成功重启改革需要具备三个条件:政治控盘、形势倒逼达成共识和价值观。

从增速换挡进程看,已由快速下滑期步入缓慢探底期。中国拥有十几亿人的广阔市场,虽然宏观缺增长,但微观并不缺生意,也不缺伟大公司的崛起,近年来信息消费、电影票房等领域需求快速增长,与未来同行的投资者将获得丰厚回报。

^① 分子驱动周期中的分子指的是DDM模型中的分子,即企业盈利,分母是无风险利率、风险偏好和风险评价。

2014年第二季度以来，宏观和微观数据裂口张大，真实的情况是经济经历了一轮快速下滑，倒逼货币放水和改革提速，无风险利率下降，风险偏好提升，居民大类资产开始轮动，股债牛市启动。

2014年下半年至2015年上半年的股票牛市驱动力来自“改革牛+转型牛+水牛+杠杆牛”，是由从下到上的微观转型和从上到下的政府改革所发动的，并有资金配合。2014年下半年价值股行情的驱动力来自无风险利率下降，2015年上半年成长股行情的驱动力来自风险偏好提升，均属分母驱动。杠杆工具放大了高风险偏好投资者表达意见的能力，这也可以理解，“6·15”前后去杠杆和改革预期调整引发了市场风险偏好下降。

2014年债券市场牛市，主要受经济基本面衰退和货币宽松预期驱动。2015年上半年债市震荡，受地方债务置换供给冲击和股市资金分流影响。6月以来债市重新走牛，受股市牛熊切换资金流出和经济基本面预期转差推动。未来的驱动力来自货币宽松、资金成本下降、经济基本面再下台阶等。

未来相当长一段时间，经济都将处在L型的底部调整期，但经济结构内部将发生巨变，改革驱动的风险偏好大起大落。中国经济和资本市场正处在一个大的变革时代。

五、本书研究方法、逻辑框架和主要结论

本书试图采用“转型宏观”分析框架，打通长期与短期、总量与结构、国际与国内、经济与政策、实体与货币、宏观与策略等重大环节。

本书第一部分“转型宏观：国际经验与中国未来”，在“转型宏观”框架下，系统阐述了经济增速换挡、结构升级、政策应对、熊牛转换等问题，是笔者对这个时代宏观经济的体系性思考。

“新5%比旧8%好”一章提出了新5%比旧8%好、改革造就牛市、刺激酝酿危机、产业间结构性衰退与成长等破掉“周期宏观”旧思维定式的“转型宏观”新思维。未来通过改革构筑的5%新增长平台，比过去靠刺激勉强维持的7%~8%旧增长平台要好，经济从要素驱动型向创新驱动型转变，增长模式从速度效益型向质量效益型升级，产业从重化工业为主向高端制造业和现代服务业为主升级，企业利润上升了，股市走牛了，居民生活改善了，政府威信提高了，迈向繁荣持续健康发展的“新常态”。能否理解“新5%比旧8%好”，是检验经济学家和市场人士对当前经济形势认识是否有洞察力的标志。

“增速换挡期的宏观形势与牛市催化剂：国际经验及中国未来”一章为作者下海前推演中国经济和股债未来的逻辑过程，有些判断已经验证，比如“新一轮改革发起了对熊市的最后一战”“经济增速到 5%，股市可上 5000 点”，有些判断还有待历史的检验。联邦德国、日本、韩国和中国台湾的经验表明，增速换挡期，无风险利率下降是牛市的催化剂，这取决于改革提速和出清去杠杆进程开启：

（1）一旦开启出清去杠杆进程，无效融资需求收缩，将导致无风险利率下沉，DDM 估值模型（股利贴现模型）中的分母变小。（2）无风险利率下沉将降低企业融资成本，如果企业的融资环境得到改善，产业从高杠杆、重资产、低利润率部门向低杠杆、重知识、高利润率部门升级，在新旧产业结构到达某个平衡点后，有可能出现经济增速往下走、企业利润往上走的情况，DDM 估值模型中的分子变大。（3）出清倒逼改革提速，改善经济增长的长期前景，将提升风险偏好，降低风险溢价，大类资产配置转向风险资产，DDM 估值模型中的分母变小。

“韩国在增速换挡期面临的挑战、应对与启示”一章研究了韩国在增速换挡期做对了什么。研究发现，1998 年韩国金融危机前后政府的政策方针基本一致，但实际执行效果形成明显反差，危机前的改革呈局部性、被动式、偏政治化、上层精英主导、受利益集团影响、便宜行事、流于形式等特点，危机后的改革呈全局性、主动式、政治经济改革并行、全民共识、方向坚定、攻坚克难、实质推进等特点。韩国在增速换挡期的经验教训启示我们，中国当前必须增强危机意识，充分认识到增速换挡的必然性和动力转换的必要性，下决心推动改革转型。

“中国 1996~2001 年供给侧改革面临的挑战、应对与启示”一章分析了 1996~2001 年经济面临的挑战、应对和牛熊转换，与当前形势比较。该文在市场上首提“改革牛”。作者先后为这轮牛市起名“转型牛”“改革牛”“水牛”，创建话语逻辑分析体系。1996~2001 年，面对复杂严峻的经济形势，我国成功进行了市场化改革，开启了经济社会发展的新篇章，奠定了 2000 年以后“黄金十年”的坚实基础。供给侧改革是唯一出路：当前可考虑通过增发长期建设国债的方式稳增长；实施大规模大范围大力度的减税，提振企业信心，引导市场预期；采取市场和行政手段相结合的方式推动体制内部分市场出清；可考虑剥离现有商业银行不良资产，重新恢复金融体系正常的融资功能；加大服务业开放，大力度放松管制；发挥资本市场在供给侧改革推动转型创新中的重要作用；在推动供给侧改革的同时，建设社会“完全网”，兜住社会稳定的底线。

本书第二部分“中国经济的长周期和短周期”，旨在建立“增长与波动”经

济形势分析框架，长周期（潜在增速）决定了经济运行的长期趋势，短周期决定了经济运行的短期波动态势，是对“转型宏观”和“周期宏观”分析框架的综合与兼容。商业周期包括 70 年左右的人口周期、60 年左右的创新周期、30 年左右的建筑周期及房地产周期、10 年左右的设备投资周期与 3 年左右的库存周期。

“中国人口周期研究”发现：人口数量还在增长，但增长率大幅下降；总和生育率只有 1.67，大大低于人口正常更替的 2.1，符合人口再生产规律，但计划生育影响大，居民生育意愿下降；劳动年龄人口减少，老龄化加速，抚养比上升，受教育程度提高，人口向大城市迁移；随着 2008 年前后刘易斯拐点的出现和 2012 年前后人口红利的结束，中国需要从人口数量红利向人力资本红利转变；人口通过经济增长、流动性、风险偏好等影响股市；人口通过通胀、流动性、风险偏好、利率等影响债市；房地产周期在很大程度上也是人口周期的一部分，人口出生数量领先住宅开工数量 20 年，20~50 岁是适龄购房人群，中国房地产投资到达长周期拐点。

“中国房地产周期”发现：短期看金融，长期看人口，房地产短周期主要受金融政策影响，长周期主要受经济增长、城市化、人口数量和结构等影响。在房地产市场发展初期，住宅开工数量的推动因素主要来自经济高速增长、居民收入水平快速提高、城镇化率快速上升；在房地产市场发展后期，住宅开工数量的推动因素主要来自人口出生数量和适龄购房人口数量。对照典型工业化经济体房地产发展的历程，中国房地产发展正进入新阶段：从高速增长到平稳或下降状态；从数量扩张到质量提升；从总量扩张到“总量放缓、区域结构分化”。增速换挡期，住宅投资告别高增长时代，房地产政策应适应新发展阶段特征，避免寄希望于刺激重归高增长的泡沫风险。

“中国设备投资周期研究”发现：设备投资周期存在一些初始的冲击驱动因素，包括太阳活动周期、实业经济周期、设备寿命周期、政治周期、经济信心周期等。在传导过程中，存在放大机制，包括乘数加速器、抵押信贷加速器、货币加速器、情绪加速器等，进而对经济运行形成广泛而深入的影响。我国设备扩张周期具有典型的十年一轮的“二八现象”，即经济逢二见底、逢八见顶，这是世界经济周期、我国政府换届和设备更新替换等因素叠加的结果，这一规律在增速换挡期有所弱化。近年受劳动力成本上升、汇率升值、房地产长周期拐点等因素影响，我国投资结构发生了重大变化：在房地产、重化工业投资比重下降的同时，高端制造业和服务业投资比重上升；在东部投资比重下降的同时，中部投资比重上升；在银

行信贷融资比重下降的同时,以债券、股票等为主的市场性直接融资比重上升。

“中国存货周期研究”发现:存货在微观上是连接企业生产与市场需求之间的缓冲带,在宏观上是连接生产侧和需求侧经济增长形势的平衡项。存货波动主要受需求预期和通胀预期驱动。存货占GDP(国内生产总值)比重小,但波动性大,是引发短期经济波动的重要原因;存货变动是造成生产侧与需求侧不同步的主要因素。这在2008~2009年、2010~2011年表现得尤为明显。近年随着人口、房地产等长周期性利率启动,存货周期对经济形势的影响趋弱,表现为“去库长、补库短”。

“中国通胀周期研究”发现:关于通胀成因的理论主要有货币主义和实际经济周期学派。我国的历史经验表明,货币供应是物价变动趋势较好的先行指标,但其引发物价上涨的幅度则是不确定的。历史上的4次M1(狭义货币)高速增长(1997年、2000年、2003年、2007年),峰值都差不多(在20%~24%之间),但是其后却分别对应着通货紧缩、无通胀、温和通胀、较高通胀这四种差别极大的物价水平[CPI(居民消费价格指数)1.5%~8.7%]。货币供应在短期内主要从需求侧产生影响,并通过产业链条向实体经济进行传导,其引发通胀的程度还要取决于供给状况,即产能利用率、产出缺口情况。判断未来的通胀形势应该采取“综合派”的观点:一看当前的货币供应对短期需求的冲击程度;二看当前供求状况,包括总量产出缺口和分行业的结构产出缺口;三看国外大宗商品走势、美元汇率等;四看短期的基数因素、季节因素、天气因素等。

“汇率的决定机制与人民币展望——基于理论和国际经验的分析”研究认为:选择外汇还是持有本币,取决于保值、支付和投机需求。过去50年,最强的货币首先是物价最稳定的货币,其次是能长期保持贸易顺差的货币,另外,大国和国际货币发行国的货币普遍强劲。处于经济增速换挡期的国家,汇率表现有三种结果:一是经济增速换挡成功,汇率升值,联邦德国、日本和中国台湾等案例显示了这一点;二是经历危机后经济增速换挡成功,汇率先贬后升,韩国案例显示了这一点;三是落入中等收入陷阱,汇率大幅贬值,墨西哥、巴西和菲律宾案例显示了这一点。人民币汇率当前支撑和压力并存,长期取决于能否通过改革改善长期增长前景。

本书第三部分“中国经济的总量与结构”旨在分析经济增长与产业升级、周期波动和行业轮动之间的关系,打通总量和结构之间的关联关系,是对“转型宏观”和“周期宏观”分析框架在结构层面的扩展。

“经济增速换挡与结构升级”一章研究发现：表面上是增速换挡，实质上是动力升级，根本上靠改革转型。从需求的角度，追赶经济体的需求结构变动具有共性，高速追赶期的经济高增长主要是由高投资、高出口和低消费拉动，增速换挡期的经济减速主要是由于投资、出口增速减缓和消费比重上升所导致。从产业的角度，随着人均 GDP 的逐步上升，典型工业化国家的制造业比重先升后降；工业化率、投资率和经济增速几乎同时达到峰值；增速换挡发生在从重化工业向高端制造业和服务业升级的阶段；根据服务业发展的国际经验判断，我国服务业正处于加速发展阶段，工业比重逐步下降，服务业逐渐成为整个经济的主导产业；目前相对于类似发展阶段的其他经济体，服务业占 GDP 比重明显偏低；生产性服务业占比持续上升，与国际经验吻合度很高；社会服务业比重与典型工业化国家相同发展阶段的水平相比存在一定差距。

“经济周期波动与行业景气轮动”一章研究发现：宏观经济是由行业经济所组成的，在宏观经济由繁荣到衰退周期性的发生背景下，在行业层面会表现出相应的线索和规律，经济总量波动通过产业关联和供求关系在行业景气层面进行传导。经济总量波动与行业景气变动之间存在着一致的对应关系，行业景气的强弱波动及其共振与扩散，形成了宏观经济的复苏、繁荣、衰退与萧条。作者建立了“中国年度、月度行业景气模型”，探索了经济周期波动与行业景气变动之间的因果联系、传导机制与政策含义。我国经济增长动力的多元化决定了国民经济景气先行行业的多种类型，包括消费类先行和生产类先行、内需类先行和外需类先行，这与美国以可选消费类为主的先行行业有很大不同。经济景气周期和通货膨胀周期都存在“行业景气轮动”现象，现实中的行业景气度由二者叠加而成。实体经济周期下的“行业景气轮动”反映的是行业利润普遍增加情况下，由于增加幅度差异而导致的行业景气度差异，而通胀周期下的“行业景气轮动”则反映的是利润在行业间的重新调整和分配。实体经济周期下的“行业景气轮动”一般是下游先导行业率先受益，并逐次向上游传导；而通胀周期下的“行业景气轮动”一般是随着通胀上涨，利润逐渐从下游向上游流动，上游行业景气度不断提高，而下游行业景气度不断下降，当通胀反转，利润则开始从上游回流下游。

“宏观经济的总量和结构：理论、方法与实证”一章研究认为：当前我国经济发展中的结构非均衡现象非常突出。无论是方法论还是研究对象，宏观经济结构研究领域都存在大量崭新的问题有待探索，需要重新思考宏观经济学的基本问题、研究逻辑和主要结论。本项研究试图将总量方法和结构方法结合起来，在研

究空间结构问题时，注意其中的动态变化趋势，在研究总量变化问题时，注意内在的结构变动规律。本研究建立了基于投入产出及其扩展模型的宏观经济结构分析体系，对产业关联、需求结构、投资结构、价格结构、行业景气等主要经济结构进行了理论和实证研究，从结构层面探讨国民经济组成关系、经济增长动力、经济增长模式、经济周期波动、通货膨胀、行业景气、财政政策等宏观经济的主要问题。

本书第四部分“拉斯普京市场之谜”分析了中国资本市场的暴涨暴跌基因以及如何通过改革实现持续健康发展，研究了国际上历次股灾的原因、救市措施、大类资产表现和投资策略。

“拉斯普京市场之谜：如何从暴涨暴跌变成慢牛长牛”一章研究发现：经过20多年的发展，中国资本市场制度建设取得了很大进展，但仍存在不少缺陷有待完善。美国股市牛长熊短，涨多跌少；中国股市牛短熊长，暴涨暴跌。

六大因素造就中美不同牛市。（1）市场法制环境不同：中国法治不完善，监管不足；美国法制健全，信息公开，对违法行为严惩重罚。（2）投资者结构差异：中国股市是散户主导的追涨杀跌；美国股市是机构投资者主导的价值投资。

（3）主流媒体和政府部门发挥不同的作用：中国主流媒体“炒股要听党的话”，政府部门隐性背书干预市场，而美国投资者必须自负盈亏、自担责任，是市场在教育投资者。（4）政府对市场的认识和态度不同：中国政府部门有时把股票市场当工具以服务其特定目的，而在美国，股市得到充分尊重，让其自身规律发挥作用。（5）能否发挥市场的供求调节机能，美国实行注册制，进入退出机制完善能自动调节股票供需，而中国是实质上的审批制，缺乏有效的供求平衡调节机制。

（6）中国A股2015年上半年牛市杠杆工具快速发展，且缺乏有效监管。

因此，我们可以从六个方面改造快牛疯牛为慢牛长牛：一是践行法治、从严监管；二是发展机构投资者；三是主流媒体和政府部门不为股市做背书，让市场教育投资者；四是尊重市场、相信市场，摒弃工具性目的，让市场自身规律起作用；五是推动股票发行制度改革；六是严控杠杆，规范透明发展，有效降低杠杆。

“杠杆上的股市与监管”一章研究发现：此轮市场出现许多新特点，产业资本私募大户蓬勃兴起、杠杆工具广泛使用、微信快速传播并迅速达成一致预期等。带杠杆的股市上涨和调整是我们目前面临的新情况，上涨时加杠杆有助于快速兑现预期，调整时去杠杆加大市场波动。2015年“6·25”“8·25”股灾的根本原因是有毒资产（部分高估值小票）加杠杆（从两融到伞形信托和场外配资），由

此导致市场微观结构恶化。未来应加强杠杆监管。

“历次股灾：原因、救市、效果和启示”一章通过比较全球历史上几次重要股灾、救市政策和最终效果，我们可以得出以下几点启示：一是股票市场有自身涨跌规律。所有的股灾均发生在股票价格偏高时期，而且泡沫化程度越高，跌幅越深；杠杆工具会放大股市的波动，比如美国 1929 年股灾、1987 年股灾，中国台湾 1990 年股灾。二是新兴经济体在推动金融自由化过程中容易出现股灾，因为在资本账户开放、金融创新工具增加的过程中，政府监管体系不完善，投资者对新环境不熟悉。1989 年日本股灾、1990 年中国台湾股灾、1997 年亚洲金融危机就是典型的例证，如果股灾发生在经济周期上升期或降息周期，股市具有较强的恢复能力且调整较浅较快，有基本面或政策面资金面的支撑，比如美国 1987 年股灾、2011 年的主权债务危机，但是如果股灾发生在经济周期下降期或加息周期，股市恢复力较弱且调整较深，比如美国 1929 年大萧条、2008 年次贷危机、日本 1989 年股灾。三是政府救市是正常的逆周期调节。股票市场也是市场经济体系之一，因此需要政府逆周期调节，比如股市过热时加息、增加 IPO（首次公开募股）供给等，而在股市暴跌时注入流动性、降息、减少股票供给等。股灾发生时政府救市要及时有效，防止股灾对金融体系和实体经济的过大伤害。同样处于经济周期的拐点，1929 年美国大萧条的最大教训是政府救助不及时，放任股灾蔓延成金融危机和经济危机；而 2008 年次贷危机由于及时启动注入流动性、QE（量化宽松）等，虽然一度被称为“百年一遇”，但对实体经济冲击相对较小，股灾后美国经济恢复较快。

总结历次股灾的救市措施，包括：政府发布声明，建立常态透明的沟通机制，稳定预期。比如美国 1987 年股灾，总统和财长发布稳定市场预期的声明；理性引导；投放流动性，降息降准，减缓或暂停 IPO，属于逆周期调节工具；降低交易税费，将单边 0.1% 的印花税降至 0.05%；政府及受政府影响的资金直接入市，包括但不限于汇金增持金融股，汇金申购 ETF（交易型开放指数基金），保险资金入市等；打击做空投机，禁止裸卖空；鼓励上市公司回购股票，稳定投资者对公司发展的信心，比如美国 1987 年股灾；改革继续推进，增强社会各界对政府发展资本市场的信心，不要因噎废食，不能因遇到困难出现改革倒退，只有在水里才能学会游泳，在发展中解决问题。

“历次股灾中的大类资产表现和投资策略”一章旨在通过研究近 30 年全球重大股灾中的大类资产表现和成功投资者的交易策略，提出投资启示。沧海横流