

The Bull Inside the Bear

下一轮

[美] 罗伯特·斯坦◎著
沈丽英◎译

全球大牛市

泡沫、通胀、震荡……瞬息万变的投资市场里，怎样做出**正确决策**？

下一波行情就藏着**经济周期**里

了解经济大势，你也能从**经济变动**中获利！

学会观察经济趋势，在震荡中找到下一轮大牛市！



中信出版社·CHINA CITIC PRESS

下一轮
全球大牛市
The Bull Inside
the Bear

[美] 罗伯特·斯坦◎著
沈丽英◎译

中信出版社
CHINA CITIC PRESS

图书在版编目 (CIP) 数据

下一轮全球大牛市 / (美) 斯坦著; 沈丽英译. —北京: 中信出版社, 2010.1

书名原文: The Bull Inside the Bear

ISBN 978-7-5086-1781-7

I. 下… II. ①斯… ②沈… III. 股票-证券投资-经验-世界 IV. F831.51

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2009) 第 199673 号

The Bull Inside the Bear: Finding New Investment Opportunities in Today's Fast-Changing Financial Markets
Copyright © 2009 by Robert Stein

Published by John Wiley & Sons, Inc., Hoboken, New Jersey

Simplified Chinese translation Copyright © 2010 by China CITIC Press

ALL RIGHTS RESERVED. This translation published under license.

下一轮全球大牛市

XIAYILUN QUANQIU DANIUSHI

著 者: [美] 罗伯特·斯坦

译 者: 沈丽英

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 (北京市朝阳区和平街十三区 35 号煤炭大厦 邮编 100013)
(CITIC Publishing Group)

承印者: 北京通州皇家印刷厂

开 本: 787mm×1092mm 1/16

印 张: 14.5 字 数: 152 千字

版 次: 2010 年 1 月第 1 版

印 次: 2010 年 1 月第 1 次印刷

京权图字: 01-2009-2007

书 号: ISBN 978-7-5086-1781-7/F·1811

定 价: 30.00 元

版权所有·侵权必究

凡购本社图书, 如有缺页、倒页、脱页, 由发行公司负责退换。

<http://www.publish.citic.com>

E-mail: sales@citicpub.com

author@citicpub.com

服务热线: 010-84264000

服务传真: 010-84264033

PREFACE

| 序 |

“我观察经济。”我第一次从罗布·斯坦 (Rob Stein)^①口中听到这样的话时，感觉是十足的陈词滥调。要知道，那还是2000年，根据点击率来购买网络个股在那时从基本面分析角度来说还是颇为让人满意的。观察经济发展趋势再来作投资决策显得太落伍了。难道市场不是应当抢先在经济数据显示在报表上之前预示其发展趋势吗？其他人都视“带宽容量”为投资决策的衡量基础，此时盯着经济数据不放似乎是一个相当古怪而呆滞的方式。尽管当时我们一无所知，但那时熊市已经开始，而这，也让我与罗布·斯坦认识了。

当时，罗布知道，经济才是主旋律，其他都是嘈杂的背景音而已。没有就业，就没有薪水；没有薪水，就无法支付账单。当账单都无法支付了，信心自然就下跌了。而当信心下跌后，信贷自然削减。或者像2008年那样倒过来。关注一个公司的利润率、一只个股的走势曲线也许对该公司、该个股有效，但这总有一叶障目、以偏概全的风险。

2008年年末一场金融风暴席卷全球，其源头可以追溯到很多方面。然而，不仅很多投资者关注的范围有限，监管者也是如此。收入不断增长的确很不

^① 罗布 (Rob) 是罗伯特 (Robert) 的昵称。——译者注

错，但总有投资者会发现，公司为完成当前季度指标一直在以相当优惠的条款购买自己的产品和服务。还有，由于基本不可能有再融资的希望，几乎没有剩余资产可以出售来募集资金了，那么，庞大的债务怎么偿还呢？目光短浅的金融监管者（还有投资者）在大范围的资产证券化面前毫无防备，只能束手就擒；因为没人了解全貌，所以这些杠杆得以大规模流行。不仅美国人借的钱比实际能偿还的多得多，而且那些借据被买来卖去，完全不顾实际的债务偿还能力。风险逐步扩散开去，在此过程中，衡量基本面风险的机制受到了侵蚀。

没人关注整体“经济”的组合投资。投资者又怒又怕，而且他们的理由相当充分合理。他们想要知道该责怪谁，他们想要知道该送谁去监狱。每一个恐怖故事都需要一个反面角色，不过在这里，这个反面角色也许是我们自己的消费欲望，想方设法满足消费欲望的同时却很少顾及应该重点关注的：周期。没错，借来大堆的钱给家里装满大电视和不锈钢的家用电器，这的确很容易。为了装下两辆大型SUV车，我们必须要有两个半那么大的汽车车库。企业太乐于“让数字说话”了，市场规则已然过时到无法监管信贷的新途径。于是美国人借啊借啊，直到无法再借钱为止。周期运行着，尽管出现了很多警示性信号，但它还是反转了，并给数百万美国人、房主以及投资者带来了巨大的危害。

2008年年末美国政府仓促的反应，尽管很有必要但却十分混乱，一如金融风暴本身。在对问题的产生原因有明确之前，给问题定性是不大可能的；但当无所作为带来更大威胁时，还有时间去定性吗？也许没有。这就更增添了投资者的焦虑，各种猜测纷至沓来。到底破坏力会有多大？什么时候才会是尽头？

同样的问题出现在1990年、1981年，当然还有1931年。根据美国国家经济研究局的相关数据显示，20世纪后50年内出现了10个经济周期，其中，

经济衰退平均持续的时间为10个月。经济周期两个相邻波谷之间平均相隔5年半，上扬趋势持续的时间大约也是5年半。这一数据包括工业时代的战后繁荣、20世纪70年代的能源危机、80年代初期高达两位数的通胀率以及世纪之交向信息时代的转变等。从1945年起，每一个10年我们基本上都能看到两次经济繁荣与萧条的交替循环。

再往前看150年，经济周期的平均“寿命”更短，只有4年半。然而，我们却很难忘记最近发生的经济周期。2001年的经济衰退是历史上最短、最微弱的衰退之一，那种几乎是单边的下跌紧随历史上最漫长的扩张脚步而发生。这些都不是典型的经济周期，2008年出现的也不是。

每一次经济经历萎缩后都能重新站起来、再次获得增长，其原因各异，不管有没有特殊的原因。信心重塑、就业率出现反弹、新的机会也会再次出现在大家面前。为这样的机会作好准备并及时抓住，需要耐心、恒心以及对环境的正确评估。

每一个周期总有人声称“这次是截然不同的”。20世纪90年代“新经济”遵循的是不一样的规则——实际利润还不如利润的增长潜力重要。20世纪70年代，高涨的油价将把石油作为一种可持续能源的局面彻底终结。21世纪以来，信贷的新途径让原来的借贷标准完全废弃，因为旧标准阻碍了利润的获得。但是，每一次真正要紧的、确实起作用的还是基本面。如今，能源使用更高效了，实际利润更重要了，标准又恢复了。

回归到基本面的过程不可能毫无伤痛，但这确实是必需的，为的是撒下一颗下一个经济繁荣的种子。

汤姆·哈得森 (Tom Hudson)

第一商业电视 (First Business TV) 主编

芝加哥，伊利诺斯州

2008年11月

PREFACE

| 自序 |

应约写作本书时正值经济史上最“独特”的时间段之一——“独特”这个词是我深思熟虑后特地挑选出来的。当我们听腻了“垮台”、“危机”、“恐慌”和“救援”等诸如此类的词汇之后，我们认为，2008年和其他任何年份都太不一样了，大概也只有大萧条时期可以与其相提并论了吧。（尽管事态不妙，但是局势还在不断发展中，远未接近尾声。）

2008年年末，当前的形势就我个人经验而言是从未有过的：既不像20世纪70年代末期两位数的通货膨胀，也不像20世纪80年代初期的双谷经济衰退^①；既不像20世纪80年代末期的股市崩溃，也不像20世纪90年代初期信贷危机或是选举年的温和衰退。我在20世纪90年代末期出现俄罗斯债务危机和货币贬值时大胆出手；纳斯达克指数暴跌时我也积极投资，“9·11”事件后的熊市上也能见到我交易的身影。所以可以说，我认为现在这一时期是“独特”的，是有我自己的道理的。

尽管如此，但我还是坚信，不管经济多么混乱无序，这一时期仍与上述

① 双谷经济衰退指首次经济衰退后出现一次短暂的复苏，然后再度出现衰退。——译者注

那些重要的经济事件一样，紧跟其后的一定是一次经济扩展，或者说是牛市——不一定体现在股票上，但一定是可投资资产。目前为止，每一次经济大变动之后，总有板块会活跃起来，不是这个就是那个板块会崛地而起，以此来证明世界末日没有来到、天还没有塌下来。如果你知道去哪里寻找，那么机会就会自动现身。

当2007年、2008年的金融危机终于过去——更大的可能是这场金融危机还将持续一段时间，我认为历史将会重演。此时，你需要知道去哪里寻找机会、知道怎么样抓住机会。本书也因此应运而生。我们要在本书中讨论房地产泡沫、信贷危机以及美联储最近的一些政策。但更重要的是，我希望能借此书来教育读者，如何看待经济基本面、如何作投资决策以及投资什么方面等。

本书不适合市场择机者或想要从市场每一次小小的起伏中获利的交易员。本书着重分析和评估经济周期和长时间段内的经济走势，使你成为效率更高、收益更多的投资者。或者这么说，至少阅读完本书后，你会明白为什么长期经济基本面决定了某一种资产类型、某一个市场总体情况的方向。

在我的第一本书《打开格林斯潘的公文包》(*Inside Greenspan's Briefcase*)中，我阐述了“购买和持有没用”的观点。当然，购买和持有在几十年内是非常有用的，此外，从统计学角度来讲，股市在一段比较长的时间内肯定是看涨的。但是，如果你以更现实的衡量风险和回报方式来看，在每一个扩张和收缩的周期内进行购买和持有操作是毫无意义的。以股票平均长期回报率来讲，大概能达到7%~10%（具体还取决于买入和卖出的时间、股息等因素）。即使忽略长期平均通货膨胀率，比如3%不算，结果也是非常不对称的风险-回报关系：为了仅仅8%的年均回报，风险却高达50%~70%。这有意义吗？

作为投资者，我认为，为了改变风险-回报关系，我们首先要认识到我们能接受的风险其实比想象中的更大。假如这样的话，我们应改变投资目标，

以提高总回报的潜力。之前这10年内我们体验到的、学习到的经验教训，就是股市会大幅度连续下跌，投资组合项目若是没有经过合适的多样化操作，就会遭受巨大的损失。2000~2002年这两年经济的下挫是自大萧条以来跌幅最大、损失最惨重的一次；仅仅6年后，它又卷土重来了。

时机并不是“万金油”，因为我并不认为你每次都能掐准时间，从容进退、满载而归。要知道，棋差一着，满盘皆输。但是，你会在本书中看到，市场上总有一些有利于股票看涨的基本情况，而这些基本面存在于很多不同的板块。虽然听起来像是市场时机，但却不是。这是根据经济周期来预测的。

通读本书，你会发现我对经济周期的循环深信不疑，而周期的循环性可以通过仔细观察来准确鉴别。打个比方，即使你不知道冬季开始于具体哪一天（实际上从12月21日开始就是冬季了），你还是能通过12月开始越来越冷的天气感受到冬天已经来了。10月份偶尔变得很冷，你也不会觉得冬天到了。经济基本面也同样如此：有时不过一个数字（就像天冷只不过是那一天冷而已，不能说明什么），但有时一连串数字就代表着新“一季”即将到来。

通过观测经济景气情况，你不仅可以知道什么时候减少总体市场中的风险，还可以改变你在个体板块或个体资产类型的风险。你将能鉴别总体市场的相关性，做到真正多样化投资。此外，你还能理解为什么只投资股票并不是创建一个刀枪不入、风雨无阻的投资组合的最好方式，你也能理解越来越流行的交易型开放式指数基金（Exchange Traded Fund，简称ETF）之所以有利于投资组合的真正原因。

购买和持有“太像”20世纪的做法了。而现在，已经到了尽一切可能抓住一切可利用的时机、工具和信息来创建一个真正多样化的投资组合的时刻了。只有这样，你才能躲开不理想的大幅度市场震荡的辐射范围，识别并借机利用经济最基本的变化获利。

我旗下的公司——阿斯特资产管理公司（Astor Asset Management, LLC）

也使用这种方式来分析和解释经济数据，并据此形成对总体市场和个别板块的投资意见的基本想法。此外，我们也在根据经济运行趋势寻求并鉴别那些可能有突出表现的板块。为了能拥有“火眼金睛”可以一眼看透，我们也要研究经济数据来确认此时此刻市场上的动静。是就业率增加还是失业率扩大？某一个板块是不是在创造空缺职位？另一个板块是不是正在经历就业率下跌？工资上涨能引发通货膨胀现象吗？GDP增长还是缩减，速率多大？这些分析让我们穿透层层迷雾，看清当前经济形势。因为，这些数据点不管是对于个别资产类型还是对于经济整体形势都保持一致。

当然，这些数据点在市场正逢最高位或最低谷时被逮个正着的可能性几乎没有。我想再一次强调，这不是市场择机方式。不过，历史已经证明比起择机，顺着经济运行趋势的方向进行投资将收获更多。当然，你出手时可能已经很晚了，但是就像老话说的，“晚做总比不做好”。以我个人经验来说，我就看过很多人无所作为的事例。举个例子来说，假设1991~1992年的衰退结束后，你一直到1995年还没有勇气、有足够的信心重新投入市场中去，那么你还能在扩张期让你的投资翻倍。而且，2000年收缩开始后，如果你等到2001年年中——高峰过后整一年才出来，那么你还能给自己留住30%~40%。不过，要持平你大概还需要一倍时间。这就是典型的例子，说明只要走对方向，不一定每次都要抓准时机。

众所周知，经济运行呈周期性：扩张期、波峰期、收缩期以及波谷期。在任何一个既定时刻，辨别当前的经济状况处于上述四个阶段中的哪一个阶段还是比较容易的，比较不容易的是准确预测下一刻将会是哪个阶段。一旦我们辨别出当前的经济是处于哪一阶段，我们就能因势利导、顺势投资。

我们如此之关注经济，是因为我们相信经济就是一切——经济是为消费者和企业驱动增长、催生财富的引擎。这是我们公司企业文化中最基本的一条；我在上一本书中已经对此有过阐述。我们认为要接触并参与具有可识别

性趋势的资产类型中去，最佳方式就是通过ETF。

在本书中，我将深入经济扩张期一探究竟，看看为什么会突然间出现大幅度增长，讨论一下怎样才能识别泡沫，探讨一下最近发生的信贷泡沫以及它对今后投资的影响。此外，我还将讨论如何利用新兴的ETF进一步丰富和强化你的投资工具，因为ETF以虚拟的形势表现了每一个可以了解到的指数以及经济中的各个板块和子板块。想要承担进入能源、化学、零售或是餐饮业的风险？考虑下大盘股、中盘股、小盘股或是在特定领域拥有一定资本的公司如何？ETF就是你参与进来并规避风险的敲门砖。ETF的分散和扩大，让你更容易进入特定板块；有了ETF，你就不需要再在无以计数的公司名称和推荐股票单上寻寻觅觅、左挑右选，你肯定希望有个类似Google的搜索引擎来帮下忙，以便挑选出最佳投资组合。

在我看来，股市在未来几年内将会是投资者的聚宝盆；胜利的火把已经燃起。房地产的辉煌已经过去，现在是股票开始牛气冲天、一路上扬的时候了。当经济数据再次指向增长时，我们将会听到发令枪响起；之前的经济衰退既是必要的也是有益于经济健康的：可以精简冗余的机构、提高公司效率，还可以抑制通货膨胀。之后，股市就将迎来一段长时期、发展态度良好的扩展阶段。

这，正是最佳的投资机会。

罗布·斯坦

阿斯特资产管理公司

CONTENTS

| 目录 |

序 IX

自序 XIII

01

信贷市场的崩溃

第 1 章 变化的经济和不变的周期 3

下一个熊市和牛市 7

重复的经济周期 8

周期循环四阶段 14

熊市总孕育着牛市 17

影响经济的美联储 18

谁引发了通胀? 21

急速增大的泡沫 24

机会在哪里? 25

第 2 章 泡沫：从成型到破裂 29

20 世纪 70 年代：黄金泡沫日渐膨胀 31

20 世纪 80 年代：两次下跌及一次顶峰 37

看透 20 世纪 80 年代	48
20 世纪 90 年代：扩张和泡沫	49
21 世纪：流动性泡沫	55
未来的泡沫在哪里？	57
下一个破裂的泡沫和即将出现的牛市	59

第 3 章 如影随形的通货膨胀 61

导致通胀的救助措施	63
高工资与通货膨胀	64
工资—通胀公式	67
工资压力和通货膨胀	69
油价：那根刺痛的针	72
通货膨胀：永远的问题	73
20 世纪 70 年代：高达两位数的通胀率	75
格林斯潘年代	76
伯南克接管美联储	78
下一轮牛市：通胀中的机会	79
保持机警和灵敏	81

02

和你息息相关的事

第 4 章 信贷循环 85

房地产周期	89
信贷周期的四个阶段	90
明斯基拐点	91
银行业务	93
现在开始去杠杆化	97
信贷周期的影响力	98
全新的牛市	99

第 5 章 房地产泡沫：从观望到警示 101

接近 70% 的美国住房拥有率 102

筑巢的本能 103

观察房地产的形势 106

人人可贷款 108

从观望到警示 111

分割债务 112

最后的疯狂 114

暴风雨来袭：泡沫的破裂 115

对美国经济增长的冲击 116

房地产泡沫带来的教训 117

第 6 章 美联储“救急” 121

美联储的救助 123

美联储诞生 123

美联储的干预 125

介入股市的美联储 126

格林斯潘和流动性 128

流动性的工具 130

贝尔斯登救助行动 132

美联储救急的隐性成本 135

干预中的投资机会 137

第 7 章 你的下一个机会 139

收缩后的扩张 143

理解目前的形势 145

牛市在哪里？ 151

警惕债券：下一个泡沫 153

回归均线 156

游戏的方案 157

道指翻倍 159

03

受益终生的投资经验

第 8 章 完美投资——ETF 163

不确定时期的投资 164

运用 ETF 167

ETF 的创新 168

纯粹的投资 172

为退休计划服务的 ETF 173

像经济学家那样思考 173

通过做多来做空 175

挑选板块 176

既观全貌又重个体 180

第 9 章 灵敏、清醒：关注大局 183

经济不是股市 185

经济的缩影 186

GDP：衡量经济的健康度 186

就业 189

投资资金流和股票价格惯性 191

无须再做消极的投资者 192

正确的板块，错误的个股 194

盈利 195

借助 ETF 实现投资多样化 197

第 10 章 投资财富，投资人生 199

担心该担心的事 201

基于信贷的经济 202

不要抗拒周期 204

眼光要敏锐 206

经济和政治	206
指责游戏	207
下一轮牛市——是你自己	209
致 谢	211

The Bull

01

信贷市场的崩溃

Inside the Bear