

美股 70 年 13：超级牛市的时代背景

各位书友大家好，欢迎继续做客老齐的读书圈，今天我们继续来讲这本书，美股 70 年这本书，昨天我们开始分析 2000 年之前的这波超级牛市，高增长，低通胀，美联储持续降息，是重要的时代特征。虽然遭遇恶劣东南亚金融危机，巴西危机，俄罗斯国债危机，但是美股上涨的情绪并未受到影响。这段时间，美国的企业利润增速，也高于 GDP 的增速。98 年之后业绩才有所下滑，主要是因为税收加重。

95 年之后，制造业在美国国民经济中的比重，进一步下降，金融地产产值不断提升。到了 2000 年底，金融地产已经占比 19%，而制造业才 15%，二者差出 5 个百分点。这还得多亏，制造业当中的计算机电子制造业的高增长。此外，零售业也增长到了 13%，商业服务业增长也很快，或者说这是这几年来增长最快的行业，增加值年化达到 9.4%，这段时间表现最差的除了农林牧渔之外，就是公用事业了，利润占比逐年下降，从 12.9% 下降到 0.7%。

从上市公司盈利来看，95 年到 98 年属于趋势性下降，但 99 年开始强劲反弹，2000 年后又大幅跳水。其实这些公司净利润，跟市场的反应基本同步，所以有时候你也很难说是先有鸡还是先有蛋，到底是因为利润表现好，才有的市场表象好，还是因为市

场很好，所以企业的业绩才好。老齐认为，二者兼而有之。公司在行情好的时候，一般会愿意释放超预期的业绩，除非他真的是无能为力了。

再看美股的 ROE 水平，95-98 年是超高阶段，达到 14%，99 年，股市最亢奋的时期，ROE 反而降到了 11.7%。所以好像关系也不太大。其实每一波大牛市的最后，基本都跟利润关系不大了，市场涨的都是估值。94 年的时候，标普 500 的市盈率其实已经不低了达到了 17.4 倍，到了 1999 年，涨到了 29 倍。拉高估值主要有两个原因，1 是经济形势确实不错，2 是长端利率持续下行。从 7.5%，降到了 4.5% 的水平。老齐认为还有第三个原因，就是技术革命爆发，这时候互联网兴起，到底是什么玩意，大家伙还看不清楚，所以充满了无限的好奇和想象空间。

我们现在知道，这是一波世纪大泡沫，纳斯达克从 5000 点跌到了 1000 点，跌幅 80%，史称科网泡沫。其实 2022 年，我们也正在发生着这样一场泡沫，恒生科技指数，从 11000 点，跌到了 3000 点，目前已经跌去了，72%，这波下跌的惨烈程度，不亚于当年。2000 年之后，美国市值排名前列的科技公司包括，思科，微软，英特尔，甲骨文，IBM，这些公司如今依旧都在，也同样伟大。不过代价相当惨烈，我们拿微软举例，2015 年才超过了前期高点。也就是说如果你 2000 年高点买入，那么 15 年才能解

套。当然，如果底部反弹之后，你敢一路加仓的话，应该在 2007 年之前，就能收益颇丰。所以这里就有一个知识点，假如你真的不幸，买贵了。千万不要死扛，而是要主动自救，特别是当股市跌了一半多，见底反弹之后，要敢于一路买下去，我们总说暴涨之后必有暴跌，其实暴跌之后通常也都会有暴涨。物体运动的规律就是从 10 米跌下来，第一波反弹通常也会有 4-5 米高。所以要充分抓住这个第一波反弹的机会自救。

当年除了信息技术泡沫之外，还有生物科技泡沫，一系列医疗保健公司，也是极度膨胀，像辉瑞，默克，强生，施贵宝这些公司，也登上了美国的市值排行榜。每一轮大泡沫都有一个特征，就是业绩的涨幅跟不上指数的涨幅，最后就是生生的拔高估值。而且拔高的还很离谱。所以有经验的机构投资者，每年都会拆一下市场的行情，看这一年到底涨的是什么，是业绩，还是估值。又或者是流动性。总得做一下业绩归因。如果发现市场估值拔的太快，业绩却跟不上涨幅，就要小心一下了。

在这段极端行情当中，风格也特别极致，只有医疗和信息技术，还有金融，能够跑赢市场，其他全部跑输。所以如果你要是均衡投资，分散投资，甚至像巴菲特那样搞价值投资的，那么肯定是业绩不灵的。像彼得林奇，最聪明的地方，他懂得见好就收，1990 年人家就退休了，否则以彼得林奇的 PEG 风格，在这段时间，

也一定会被爆锤。所以很多人学彼得林奇是没错，但其实彼得林奇有很大的偶然性，他天生喜欢消费股，特别是可选消费，而且恰巧赶上了 80 年代末消费大爆发。所以才铸造了一代传奇，但是消费行情，并不是一直都适用，也有他完全不灵的时候。

95 年之后出现了一个重要的现象，是半导体价格大幅下降，PPI 指数也同期走低，这其实就是新经济所带来的重要变化。他并不是靠钢筋水泥堆起来的，而是通过数据和网络，实现了更加便捷的交互。其实在 98 年之前，互联网泡沫也并非特别严重，美国三大股指也基本处于同涨共跌的走势，但是在 1999 年最后，特别是 2000 年前后，市场就出现了明显的抱团行情，纳斯达克上涨明显加速。市场出现了一批百倍股，比如什么唯亚威通信，维尔软件，维特斯半导体等，还有一些涨了几十倍的公司，这些名气就大很多，比如戴尔，宏道，高通，太阳微系统和思科，传媒领域的雅虎和时代华纳，也在这个阶段有爆发式的涨幅。

很多人都被互联网科技所吸引，而忽略了这段时间，还有一个大事，那就是 96 年 7 月，克隆绵羊诞生，这一下震惊了世界，这东西给大家太多的想象空间，所以生物技术类公司，在 1999 年之后，基本上是一年涨 3 倍以上。

在科技表现很好地时候，周期股就表现得一塌糊涂，注意这是一个重要的知识点，我们历史上也出现过类似的情况，比如 2015 年的牛市，我们也是 TMT 带动，但是周期表现惨淡。美国在科网泡沫期间，能源，原材料，工业，这些行业基本都是暴跌的，金属跌了 62%，化工跌了 46%，包装跌了 57%。不过这段时间，在传奇 CEO 的带领下，通用电气却表现相当不错。

科技强的时候，消费往往也表现不好，这段时间也就是食品这些必选消费还算凑合，其他的行业都是负收益。可选消费表现更差，纺织服装跌了一半，汽车和零部件也跌了近 4 成。所以我们才会说，如果彼得林奇没有选择退休，这段时间他一定很难受，因为市场风格，完全就不是他的菜。他喜欢的那些东西，根本就都不涨。这段时间另一个基金经理表现出色，这就是比尔米勒，我们之前讲过他的内容，大家可以去翻看，他是敢于押注科技股赛道的，但是在 2000 年后，也遭遇了自己的滑铁卢。所以主观多头的基金经理，永远是这样，花无百日红。有顺风球，就一定会有逆风球。

这个时候，美国其实已经开始推资产证券化的金融创新了，90 年代，美国房地产也开始进入景气周期，所以各种各样的抵押贷款支持证券被创造出来，所以次贷危机的形成，并非是从 2000

年之后才开始的，从 90 年以后，就已经开始不断地刺激他了。而从金融公司来看，在一波特大牛市当中，也诞生了一系列大牛股，比如嘉信理财，5 年 15 倍。第一资本金融，5 年也有 11 倍，花旗和北美信托也有 9 倍。摩根士丹利和道富是 8 倍。所以金融行业说到底还是看天吃饭，当大牛市来了，风险偏好大幅提升了，大量的金融业务也就都活了。

接下来我们看下，很熟悉的 2001 年到 2008 年这个阶段，这段时间美国比较悲催，刚摆脱科网泡沫，又被 911 袭击，接着深陷伊拉克战争泥潭，最后被次贷危机迎头痛击。股市也基本上是 10 年不涨。

2001 年初，崩盘还在继续，而且不光是纳斯达克在崩盘，全市场都在崩盘，此时美联储已经在快速救市，不断调降利率。但是似乎无济于事，只是稍微反弹一下，就接着下跌。那些科技公司，这时候公布的财报，也都是坑爹财报，全都不达预期。3 月，小布什上台，马上就达成了一个减税计划，用来刺激经济。这时候还爆发了安然事件，阿根廷金融危机也浮出水面，所以美股的下跌完全就止不住，跌倒 4 月初，标普又跌了 19%，纳斯达克则跌了 41%。只有道琼斯微微上涨了 0.2%。表现出了明显的防御性。

到了 5 月，美联储降息更凶了，连续降了 2 次 50 个基点，那么

这时候，市场是否会有好的表现了呢？咱们明天接着讲。

美股 70 年 14：从科网泡沫到 911 再到次贷危机

各位书友大家好，欢迎继续做客老齐的读书圈，今天我们继续来讲这本书，美股 70 年，昨天我们说到了 2001 年，美股继续暴跌，美联储持续降息救市，到了 5 月，连续降了 2 个 50 个基点，再加上小布什的减税法案出台，这才把市场稳住，出现了一波不小的反弹，标普和道琼斯涨了不到 20%，纳斯达克反弹了 40%。但是到了 5 月份下旬，那些科技巨头再次发布业绩预警信号，几乎全都不及预期，还有几家暴力裁员。这下市场就又慌了，再次开始下跌。到了 8 月底的时候，已经是再创新低。美联储似乎也无计可施了，基本面疲弱，流动性陷阱，会计造假丑闻，重要的是估值太高。

栗渺社分享微信 jnztxy 谨防N手群转卖，以免断更

但是投资市场往往就是这样，屋漏偏逢连夜雨，正当大家悲观一片的时候，2001 年 9 月 11 日，纽约和华盛顿遭遇恐怖袭击，证券市场被迫休市，要知道二战期间，美国都没有休市这么长时间，复盘后就是暴跌。创下了 1987 年股灾以来的最大跌幅。美联储

此时继续大幅降息，但是已经无人理会。

不过，事后来看来，911 的恐怖袭击，无疑加速了美股见底。在 10 月之前，市场就开始触底反弹。到了 11 月，至少 911 砸出的坑，已经被修复了。到了年底，美联储继续降息，此时已经将利率降到了 1.75%，已经是 1961 年以来的最低水平。12 月利空再次传来，安然公司破产，阿根廷也爆发了历史上最大的债务违约，但美股短期抗住了。全年标普跌了 13%，纳斯达克跌了 21%。道琼斯跌的最少，只有 7%。

到了 2002 年，美国经济有望结束衰退，但格林斯潘却警告，说这些数据转暖都是暂时的。果然如此，911 和安然事件，对于美股信心的打击太大了。美股挺到了 3 月份之后，再次出现了暴跌。一时之间，美股市场上充斥着大量的财务造假的丑闻。甚至有投资人，都对通用电气提出质疑，这也就意味着，市场上基本已无信任可言。后来果然，世界通信公司，也爆出会计丑闻，这下再度引爆了市场的做空情绪。从 3 月一直跌到 7 月，这次标普 500 都跌去了 31%。重新回到了 1997 年的点位。

随后三季报披露，似乎并没有投资者们想象的那么悲观，但此时市场已经无力反转，而只是在底部宽幅震荡。全年标普 500 跌去了 23%。跌幅依旧不小。但是这一年底，大家其实还是有个希望

的，那就是希望小布什的大规模减税，能够把美股拉出泥潭。

到了 2003 年，果然经济很快有了反应，PMI 指数跳涨，新订单指数更是暴增，道琼斯工业指数，大幅上涨。但 2 周之后，就又不行了，主要是因为美国要对伊拉克发起战争，之前股市很强，发动战争没问题，但现在股市已经是惊弓之鸟，瞬间就会先死给你看。

美国还是一意孤行，不顾很多国家的反对，绕开联合国，发动了伊拉克战争，但股市却在这时候，见底回升，上一秒还在担心，下一秒就开始拍手叫好。这从来都是股市的情绪。从这开始，美股也开启了大幅反弹之路，标普 500 指数，从 800 点，一路反弹过了 1000 点。主要是因为经济开始好转，美联储还在降息，该担心的事，也都担心完了，没有什么超出预期之外的东西，继续担心了。所以情绪也就逐渐反转了。这一年标普 500 指数大丰收，涨了 26% 上去。上一次有这个涨幅，还是 1998 年了。

到了 2004 年，再次出现了低利率高增长的市场环境，再加上减税红利，市场继续延续红利，一直涨到了 3 月。此时油价持续上行，创出 1990 年以来的新高，PMI 也开始见顶，所以市场开始担心通胀压制经济扩张了。股市的反弹也就结束了。3 月底，伊拉克局势动荡，再次引发了美股回调。美股一直在这震荡到 7 月，

真正的利空出来了，美联储加息 25 个基点，货币政策转向，这就让市场出现了一波 10%以上的急跌。但是到 8 月，再次触底反弹，不过这波反弹有点分化，道琼斯跌，而标普和纳斯达克涨。而且涨幅还不小，达到 14%。这段时间，美联储三次调升利率，对股市的干扰并不大。全年下来，标普还涨了 9%。

栗渺社分享微信 jnztxy 谨防N手群转卖，以免断更

2005 年，美国股市开门预冷，高企的油价卷土重来，开始对美国经济造成冲击，此时国际上，一方面贸易赤字，另一方面经济增速放缓，公布的非农就业数据也严重低于预期，所以市场悲观气氛浓重，再加上美联储没完没了的加息，所以 2005 年到 5 月份之前，行情都很不好。这一年行情有个特征，股市怕油价，油价跌下去了，他股市就能涨，油价涨上来了，股市立马就跌。到了 8 月，油价又突破了 61 美元新高，然后零售回落，PMI 也从年初的 56 持续下行到了 52 附近。此时美联储雪上加霜，年内第 5 次加息。所以股市也停滞不前，一直调整到了 10 月底。就在此时，小布什提议以站在直升机向下撒钱著称的本伯南克来做美联储新主席，接替 20 年老将格林斯潘，这让市场一下兴奋了一把。认为伯南克上台，也许政策会相当宽松。所以年底出现了一波不小的涨幅。

到了 2006 年 2 月，伯南克上台，但他并没有一上来就改变格林斯潘的基调。所以市场货币政策转向的预期基本落空了，在 5-6 月份，股市再度下跌，但跌幅其实并不大。还不到 10 个点。到

了 7 月之后，美国公布的一系列经济数据严重低于预期，PMI 和工资增长也都不好，这时候大家就都笃定，美联储应该不会加息了。于是把经济利空，当成了政策利好去炒作。股市开启了大反弹，从 7 月一路涨到了年底。这波反弹 15%，注意这里一个知识点，经济利空，当政策利好，我们讲了这么久的美股，大家其实最怕的就是美联储的加息，所以最好的状况就是，经济好，通胀低，联储还降息，其次是经济一般，通胀低，联储保持低利率水平。糟糕一点的是经济好，通胀高，联储加息，最差情况就是，经济不好，通胀高，联储不断加息。所以在美国做投资，大家投的其实就是政策和经济的预期关系。在咱们这的逻辑跟美国股市略微不同，我们投的是经济的预期，通常用信用来反应经济的预期变化。比如社融，企业中长期贷款，M1-M2 这些都是重要的股市同步指标。

2006 年的美国股市其实还可以，最后上涨了 12%，这几年美股每年都很困难，一大堆糟心的事情，但最后总能逆势翻红，蓦然回首，似乎也没那么糟糕，这时候有些投资者的自信心就逐渐回来了，然而，就这么进入了 2007 年

一开始市场还是延续了上涨惯性，但是到 3 月的时候，美国第二大次级抵押贷款机构，新世纪金融公司，出现了盈利预警，随后很快就无力偿还债务，濒临破产，一波金融危机的苗头已经显现，

股市来了一波急跌，是 911 之后最大的跌幅。标普单日跌幅 3.47%，1 个月跌去 6%。5 月的时候，GDP 增速已经到了 5 年最低值，但此时美联储却依旧误判了形势，还在因为通胀而加息。并未快速的给与反应。6 月份 PMI 也掉到了枯荣线以下。经济基本面极度恶化。不过这段时间股市还表现不错，标普从 4 月份一直涨到了 7 月份。

7 月，标普评级机构，降低次级债评级，贝尔斯登旗下两只对冲基金倒闭，整个市场风险偏好迅速降低。1 个月之内，标普 500 指数下跌超过了 9%。

到了 9 月份，美联储才开始大幅降息，予以应对市场出现的流动性危机。这也是美联储 4 年来首次降息。这个信号作用还是很强的，美股再度反弹上涨，几乎涨回到了前期高点。不得不说，这一波反弹其实让很多人失去了警觉。当年虽然已经是山雨欲来，但却很少有人感知。

10 月之后，油价大涨，但此时美联储也只能降息，这时候悲观情绪开始升温。通胀之下，美联储还在降息，说明问题很严重了。一系列金融公司的股价大幅跳水。标普 500 也再次下跌，跌幅 10%。回看整个 2007 年，这是我们投资最后逃生的机会，但很可惜，当时绝大部分人很可能都看不到。包括现在让你重走一遍

2007 年，十有八九你也还是退不出来。当年我们这边是 6 倍大牛市，而美国股市虽然已经出现问题，但全年也只下跌了 6%。

到了 2008 年初期，大家已经感受到了问题，但是还没人敢去想这是一次百年不遇的金融危机。当时小布什宣布了 1400-1500 亿减税方案，企图通过这个来挽救经济下滑。之前他这招也屡试不爽，那么这次会有哪些反应呢？咱们明天接着讲。

美股 70 年 15：百年一遇金融危机后的大反转

各位书友大家好，欢迎继续做客老齐的读书圈，今天我们继续来讲这本书，美股 70 年。昨天我们说到了 2008 年，大家都知道，这是金融危机大爆发的一年，年初的时候，小布什继续抛出他的减税计划。美联储也紧急降息 75 个基点。这是 80 年代以来，美联储最大幅度的降息。而且 8 天之后，又降了 50 个基点。当时的情况，可见已经危及到了什么程度。美国股市在这段时间，基本稳定，但也还是持续下跌。3 个月也跌去了 12%，利好不反应，

本身就说明情绪极度悲观。

到了 3 月美联储联合其他四大央行，继续为市场注入流动性。但是马上问题就严重了，贝尔斯登挺不住了，被摩根大通收购，华尔街侥幸躲过一劫。紧接着问题更严重了，两房危机，美联储继续降低利率。但似乎也于事无补。5 月开始雷曼风雨飘摇，一直在讨论解决方案，但到了 6 月 3 日，标普评级给了最后一个暴击，调低了美林和雷曼的信用评级。次贷危机开始向外蔓延。这个时候，很有意思，欧洲央行竟然去关注油价了，他认为油价上涨，通胀要来，所以竟然还加息。这一误判，让欧洲经济急转直下，付出了惨痛的代价。

美股再 6 月之后，继续下跌，而且跌幅更快了，到了 9 月份，雷曼的问题依旧没有解决，于是只能死给你看，9 月 15 日，雷曼申请破产。这是美国历史上，最大的破产保护。同时 AIG 也快扛不住了，申请 850 亿美元紧急贷款，美国股市心态彻底崩溃，开启了暴跌模式，9 月 29 日一天，美股就暴跌了 7%。那个十一长假，老齐在家天天关注美国的消息，确实小布什又抛出 7000 亿美元救助法案，但这时候都于事无补，让雷曼破产，是美国政府最大的失误，也是整个金融危机的直接导火索。

标普 500 指数从 8 月底，到 11 月 20 日，3 个月时间，下跌幅度

超过 42%，那可真是相当的惨烈。此时已经没人再关注美联储，量化宽松已经启动，但短期确实很难平抑大家的情绪。但其实 QE 的推出，给病入膏肓的美国股市，算是对症下药，开出了良方。2008 年全年，标普 500 指数下跌了 38%。这是美国股市历史上，第二大年度跌幅，仅次于 1931 年的大萧条。

2001 年到 2008 年，从互联网泡沫破裂，到次贷危机，美国可谓是麻烦不断。从经济来看，也经历了大落之后的大起，然后再大落的过程。2003 年到 2004 年，出现了短暂的复苏。当时的美国利率也是最低水平。是这几年，为数不多的低通胀，高增长的年份。但也恰恰是这几年开始，地产泡沫开始爆发。为了刺激居民消费，拉动经济增长，美国制造了一个房地产泡沫，去解决之前的科网泡沫后遗症。而这个房地产泡沫，还是跟金融联系在了一起。所以他来的快，去的也快，制造的财富效应巨大，但是形成的破坏力也是百年一遇。在次贷危机之前，美国人消费透支到什么程度，那会有很多的新闻报道，美国人买衬衫一买就是一打，然后穿脏了洗都不洗就直接扔。在这种透支之下，确实拉动了经济增长。但他也一定是不可持续的。

在这段时间，金融地产独大，占比是 19%，制造业依旧在退坡，只有 12%了，跟商务服务和批发零售已经基本一致。所以美国的实体经济其实已经严重的衰退。资金脱实向虚十分明显。由于通

胀高企，所以这个时期，采掘业又变成了增长最快的行业，年化名义增长高达 17.5% 远远高于其他行业。而制造业反而是拖了后腿，只有年化名义增长 1.9%。

从企业利润来看，基本上也是跟经济同步的，2001 年都是大幅亏损的，2003 年到 2004 年才转正，到 2008 年之后，亏得就更多了。ROE 变化，是在 2002 年见底回升，一直拉高到 2007 年，到了 2008 掉头断崖式下跌。这 8 年的美国股市，也基本上原地踏步，那么不用问也知道，肯定是估值下降，2001 年的时候，市场估值是 24 倍，到了 2008 年，最低跌到了 12 倍。也就是说，8 年估值降了一半，这种情况下，股市就很难上涨了。有 2 个原因让估值下降，1 是长端利率基本没变，再加上这段时间负面消息不断，风险偏好没有太多提升，2 是初始估值位比较高。它本身就有向下调整的动力。

栗渺社分享微信 jnztxy 谨防N手群转卖，以免断更

作者说，这 10 年，是美国股市在二战之后，表现最差的 10 年，比 70 年代的滞胀的时候还要差，70 年代还有 17% 的累计收益率，而 2000 年之后，是 -24%。是 1940 年以后，唯一一个负收益的 10 年。只有周期股焕发青春，埃克森美孚又回到了市值榜第一的位置。必选消费倒是也产生了不错的避险属性。但是可选消费一塌糊涂，信息技术这块，基本上是相当糟糕的。科网泡沫被伤的很深之后，这几年几乎没人敢去再碰互联网了。这其实就是资本市场的轮回，当大家都去投能源和地产的时候，新的崩溃也就

产生了，下个十年，机会将重新回到科技互联网这一边。

之前我们讲过，通胀周期要买能源，当时如果投资在，西南能源公司，最多的时候涨了 30 倍，其他几家石油也都至少是 5 倍以上的涨幅。钢铁也表现很好，纽柯钢铁和美国钢铁，涨幅也都在 8 倍左右。必选消费一般，是 08 年才拉起来的，而且是烟草公司涨的最好。

更有意思的一点事，整体看信息技术板块，这些年表现糟糕，但是，有几家公司却与众不同，比如乔帮主回归后的苹果公司，连续推出了 iPod 和 iPhone，都成为了划时代的产品，苹果最高的时候一度涨了 20 几倍。所以伟大的公司，确实能带来伟大的生意，甚至完全不用理会股市的表现。但这种情况太特殊了。即便是巴菲特，那个时候，他也没发现苹果。

次贷危机是美国金融行业的一次重大转折，很多著名公司都跌的惨不忍睹，一些企业甚至直接关门倒闭。次贷危机过去之后，金融也是很久都没涨。

接下来我们看看 2009 年到 2018 年，这又是一波史诗级的慢牛行情。这段时间，其实我们大多数人，都已经相当熟悉了。2008 年，美国的 PMI 指数已经跌到了 33 点，原油价格也暴跌下来，

从 140 多跌到了 34 美元。失业率飙升到 7.8%，几乎都是 20 年来的最差水平。

到了 2009 年，奥巴马上台，出台了一个更大规模的 7870 亿的美国经济刺激计划，这也是美国大萧条以来最大的一次刺激计划。但是市场却依旧在恐慌情绪当中，到了 3 月初，标普 500 指数再短短两个月的时间下跌了 27%。

之后形成了超跌反弹，后来花旗银行公布盈利 190 亿美元的消息，这几乎是次贷危机之前的水平。该消息给了市场一个信号，次贷危机可能杀伤力，并没有一直宣称的那么大。所以引发了市场暴涨。并且一路上扬。但是一开始其实很少有人会相信，这就是市场的反转。

紧接着美联储扩大了 QE 范围，不断买 MBS 还买机构债，然后还要花钱去买长期国债。到了 4 月份，伦敦 G20 峰会召开，全球出台 1.1 万亿美元的全球经济复苏计划。以提振市场信心。随后欧洲央行，也全面定量宽松。全球大水漫灌之下，其实对于资产价格，会有强烈的支撑。

当年我们也起到了助攻作用，2009 年 7 月，我们的 GDP 同比增长 7.9%，也行成了 V 型反转。成为全球率先走出衰退的经济体。

上市公司增速改善也全面超预期，当然 2009 年，基本还是强周期产品带动的。中国已经走出来了，其实美国也就没那么悲观了。标普 500 从 7 月到年底，又涨了 27% 上去。全年下来，标普 500 涨了 19.6%，如果只算 3 月后绝地反击的涨幅，达到 65%。

2010 年，新的问题又来了，希腊的评级被大幅下调，次贷危机，变成了欧债危机。美股也顺势回调。但这次没跌多少，在 2 月份以后，就开始重新拉回。经济基本面还是相当强劲。GDP，制造业，PMI 和零售数据，都得到了充分印证。

但是正当大家以为，完全复苏的时候，美股又开始下跌，进入了二次探底的磨底过程。虽然事后有很多的解读，但其实我们更愿意相信，这就是市场规律。一波超跌反弹之后，需要一个比较长的时间，进行消化。这波调整一直到 7 月才结束，下跌了 14%。这时候，大家又把预期转向了美联储，而本伯南克，也并未让大家失望，他宣布启动第二轮 QE，于是市场借此重新回到上升通道。从 9 月到年底，这一波美股涨了 20%。全年涨幅也有 11%。明天我们再来看看，2011 年，面对更严重的欧债危机，会怎么样？

美股 70 年 16：次贷刚走！欧债危机又来

:

各位书友大家好，欢迎继续做客老齐的读书圈，今天我们继续来讲这本书，美股 70 年，昨天我们说到了 2011 年，一开始市场是比较激进的，但被利比亚卡扎菲的问题，给影响了一下，油价又回到了 100 美元。开始徘徊不前。

但是 3 月，坏消息来了，日本爆发了 311 大地震，并引发了核泄漏，紧接着利比亚冲突升级，这些让美股发生了短暂的回调。到了 4 月，欧洲央行竟然调高了基准利率，这是比较难以理解的，这一系列利空，但股市并未出现太大的麻烦，主要是因为，美联储宣布了第二轮量化宽松。给与了一定的对冲。到了 5 月希腊债务违约风险不断加大，成为了全球信用评级最差的国家。中国经济此时也开始放缓。美国股市直到这个时候，才开始出现回调。

到了 8 月份，标普开始枪口对内，竟然破天荒的调降了美国的主权信用评级。理由是美国政府缺乏足够的现金，国债有可能会违

约。这时候股市才出现断崖式下跌，一波流跌去了 16.8%，同时急跌的还有国债收益率和原油价格，这里有个知识点，如果看到国债收益率跟股市同时下跌，那么就是风险偏好降低。如果国债收益率和股市同时上涨，就是风险偏好提高，这时候股市就是拔估值的时候。2011 年美股，也表现出了相当不理智的一面，很显然这时候美联储是最后贷款人，他正在不断地印钱买美国国债，怎么可能出现违约呢？

随后又爆发了占领华尔街的事件，这些事情都干扰着市场的运行，直到 10 月份之后，标普才反弹向上，这一年，美股收平。但是全球市场，其实已经哀鸿遍野。给大家补充一下，咱们的沪深 300 跌去了 25%，而创业板跌了 36%。

到了 2012 年，美联储上来就表示，持续宽松，支持经济进一步复苏。美股也是开年就涨了 11%。第二季度才开始技术性调整，从 6 月份开始，重新回到上升通道。这时候全球又开始重新刺激经济，我们的央行和欧洲央行也开始降息。美联储启动 QE3，每月购买 400 亿美元的机构抵押贷款支持债券，也就是 MBS，之后因为财政悬崖的事，出现了一定的回调，但只有 7 个点，很快就继续向上，12 月美联储启动 QE4，欧洲和亚洲股市全面反弹。整个 2012 年美股再涨 11.7%。

2013 年初，美国财政悬崖的问题得以化解，市场开年就开始上涨，从 1250 多点，涨到了 1400 点。随后回调，主要是因为美联储认为，经济复苏已经处于改善的趋势当中，所以要减缓大规模购买资产的计划。国债收益率持续上行，但经济也确实在同步改善。PMI 也回到枯荣线上方。

期初大家担心美联储退出宽松，但是最后发现干打雷不下雨，结束 QE 的进程远远低于预期。紧接着，耶伦当选新的美联储主席，这也是一个宽松+鸽派货币政策代表。所以市场也就一路上扬。标普 500 全年涨了 29.6%，纳斯达克则全年大涨 38.3%。这是 2000 年科网泡沫以来，最大的年度涨幅。同期我们的创业板，其实不输美股，2013 年涨幅达到 83%。但沪深 300 这一年却跌了 7%。不过也不用担心，2014 年，这风水就转过来了。

这一年耶伦上任，成为美联储首任女掌门，他上来就说，支持宽松，给市场吃了一颗定心丸。5 月份，三大股指持续创新高。也就是说，这一年开始，美股终于从互联网泡沫的坑里爬出来了。但是 7 月份，因为一些地缘冲突而终结。主要是因为担心美联储，已经开始有了鹰派表态，认为经济好了，量化宽松可以收队了。再加上非洲传出了埃博拉病毒。而且美国出现了首位患者，于是美股出现了跳水。但是在 10 月份，就又涨起来了。全年涨幅达到 12.4%，这已经是美国股市连续第六年的牛市了。所以美国这

个慢牛长牛，着实让人羡慕。但那时候，我们自己也沉浸在 A 股的喜悦当中，沪深 300 这一年涨幅高达 51%。

进入 2015 年，主要看的是 A 股的波澜壮阔，而美股这段时间失色不少，甚至压根没人关心美股了，直到 8 月，希腊债务危机，和 A 股的股灾，引发了美国股市的短期波动，也让美国股市出现了明显的跳水行情。所以这也是难得一见的，A 股把美股带崩了的情况，8 月底，标普 500 指数跌去了 11%。随后在 10 月，美股开始反弹，几乎又回到了前期高点，12 月中旬，美联储宣布加息，这是 10 年来美联储的首次加息，这次加息市场足足预期了得有一年之久，但是等靴子落地之后，反而大家不太慌了。股市平稳收官，整个 2015 年，美股基本平收。

进入 2016 年，A 股继续带崩美股，我们的熔断行情爆发，美国股市也连续跌了 9%，当然此时的美国经济，也有点要下行的意思，PMI 跌破枯荣线，油价也出现了暴跌。但美股还是相当顽强，从 2 月开始就慢慢爬起来了。而且 7 月创新高。一直盘整到年底。中间有两次黑天鹅事件，市场出现了 2 波急跌，一个是英国脱欧公投，另一个就是川总当选总统，这确实让华尔街没想到。但最后也都算是挺住了，股市还涨了 11%。当年老齐认识很多美国人，他们都强烈看好希拉里，当川总当选的时候，都深深为美国的命运感到担忧。

不过川总还是不错的，虽然嘴巴比较臭，但还是干了不少事的，2017 年的美股，几乎一直在涨，美联储加息，也没有阻挡股市上涨的步伐。很快耶伦就被川总换掉了。变成了现在的鲍威尔。到了 2017 年底，税改法案出台，公司税从 35%大幅调降到了 21%。还全面下调了个人所得税。这是 30 年来，最为重大的一次税法改革。这也极大的刺激了股市行情。这一年标普涨了 18%，纳斯达克涨了 28%。基本上那些科技巨头，全都突破了 2000 年的高点。苹果更是成为全球，也是人类历史上，市值最大的公司。

到了 2018 年，相信小伙伴就更是历历在目了，前 10 个月美股都是相当的强，川总也是底气十足，跟我们搞起了贸易摩擦。贸易问题，贯彻这一年始终。也是从这一年开始，我们才真正感受到了对抗的压力。我们是整整跌了一年，而美股是 4 季度才出现的急速跳水。2 个月时间，从 2800 跌到了 2300 点，当年这个下跌，可谓是打破信仰的一跌。但是也正因为美股也跌下来了。所以 A 股和美股形成了同步。才铸就了 2019 年和 2020 年的反弹。

这本书的时间节点，就写到 2018 年，后面我们可以给大家简要的说一下，2019 年，标普涨了 28.8%，2020 年虽然经历了一波活久见的下跌，但最后全年还是涨了 16%，2021 年，也涨了 26.89%，2022 年，跌到 10 月份，已经跌去了 26%。盘点金融危

机之后，从 2009 年开始，14 年当中，只有 4 年是下跌的，其中 2011 和 2015 基本都是平收。2018 年真实下跌，但跌幅也就是 6%，到了 2022 年才算的上大跌。这波行情确实让人羡慕，标普从 666 点开始反弹，最高摸到了 4818 点，这波上涨达到 7 倍。

下面我们来看看，这段时期的经济基本面，美国工业生产指数表现也不是太好，从低点起步，在 2010 和 2011 年，回正并且增长，随后就一直往下掉，掉到了 2016 年，又进入了负值区间。随后才反弹。通胀到是不高，CPI 在 2011 年的时候，摸到了 3%，大部分时候都在 1-2 的区间内徘徊。最大的股市支持因素，就来自于新一轮又一轮的量化宽松，那时候美国市场就盯两个指标，一个是通胀，一个就是美联储的表态，只要通胀不高，量化宽松就会持续，股市就能上涨。到了 2015 年之后，货币政策开始正常化，美国股市才开始出现了真正意义上的调整。但此时美联储的调控艺术，也发生了明显的变化，不再让市场猜测，而是给与了明确的预期管理。所以利率提升的过程，美股表现并不差。加息到后半段的时候，美股才实现了一定的问题。而且还是因为贸易摩擦引起的。

这几年，美国金融地产和商业服务的比重提升，制造业比重持续下降，只剩下 11%了，甚至掉出了前三大产业的序列，名义增速来看，其实也都不高，娱乐休闲和金融地产涨幅最快，但也就只

有年化 4.5%左右，采掘业又是衰退的，每年衰退 2%。企业利润增速来看，只有 2010 年暴涨，但也是因为 2009 年太差。ROE 水平倒是相当稳定，一直在 12%左右。只有 2016 年跌下来一下。但这些对股市，其实影响也不太大。这些年美国股市，其实也有两个阶段，2010 年之前，估值拉升，但是很快靠业绩消化，2012 年之后，估值又回到了 12 倍左右，之后就是业绩和估值双提升，市盈率从 12 倍涨到了 24 倍，明天我们再来讲讲，这段时间的行情特征。以及进入本书最后一部分，分行业去分析基本面？

美股 70 年 17：地产落！科技兴

各位书友大家好，欢迎继续做客老齐的读书圈，今天我们继续来讲这本书，美股 70 年，今天我们来分析下，最近 10 年的经济基本面，这段时间，苹果微软，亚马逊，谷歌，成为了四大巨头，后面几年，恐怕还要加上一个特斯拉。科技公司强势崛起，已经

形成了霸榜之势，从一个侧面可能已经说明，互联网有点过热了。从涨幅收益来看，可选消费和信息技术，涨幅榜前两名，第三又是医疗保健，在美国投医疗，几乎就是常青树，很少跑输市场。生物技术在 2011 年到 2015 年的行情中，整体翻了一倍。

个股来看，英伟达，博通，苹果，万事达，红帽，希捷这些公司都涨了 10 倍以上。奈飞更是涨了 61 倍。亚马逊被归到了可选消费里面，他对这个板块的涨幅贡献巨大。特别是 2015 年之后。但传统的必选消费这一块表现不佳，比如沃尔玛，可口可乐，宝洁等等。

军工这时候的表现也不错，比如波音，洛克希德马丁公司，雷神公司等等，涨幅都不小，波音涨了 8 倍。主要是行情启动的时候，波音的市盈率比较低只有 12 倍，后来美国政府军费增加，营收迎来拐点。形成了一波戴维斯双击的行情。同样道理，铁路股这些老古董，也都表现不错。联合太平洋公司，也能涨 6 倍。主要是因为行业集中度提高，他们开始提价，所以扩大了营收。

这个阶段还有一个重要的特征，那就是股票回购，2011 年之后，股票回购数量越来越多，从 4000 多亿美元，上升到 8000 多亿美元，超过 2006 年的高峰。这个产生了很多影响，1 是回购注销，会提升每股收益。以及净资产收益率。2 是减少了二级市场

供给，对提升股价有帮助，3 是这也给市场一个重要的信心。相当于上市公司自己做多。当然还有第 4 点，降低道德风险有利于公司治理。比如苹果公司，利润高成长在 2012 年其实就结束了，2012-2018 年他的净利润增速只有 6.1%，但从 2013 年开始，他大比例回购股票，每年都是 200-300 亿美元的规模，2018 年更是 750 亿美元。这就让他，在所有者权益不变的情况下，维持了极高的 ROE 水平，股价一路上涨。

栗渺社分享微信 jnztxy 谨防N手群转卖，以免断更

最后我们分版块来看，看一些板块，到底会在什么情况之下才有表现。我们把这些板块的土壤环境找出来，就更有利于去捕捉这个时机。先看必选消费股，比如可口可乐，百事，宝洁，沃尔玛，亨氏，吉列这些公司。美国必选消费占比的黄金期，是 82 年到 1990 年，之后占比开始持续下降。而整个行业的 ROE 走势也呈现出这个特征，在 82 年之后，ROE 持续攀升，到了 90 年代，就停留在 15%左右停滞不前。而之前我们也说了，巴菲特买可口可乐，就买在了 ROE 攀升期，87-88 年开始逐渐买入。所以这与我们之前讲的方法，一个行业的 ROE 持续提升，就代表了进入景气周期，那么股价大概率会迎来爆发。

反过来看，必选消费的净利润增速，这个到相当不好把握，总是忽上忽下的。你没办法依据这个来做长久的布局。必选消费的估值变化，也与 ROE 走势大致相同，ROE 爆发期，估值从不到 10 倍，提升到 30 倍，特别说一下，90 年到 2000 年，虽然必选消

费的 ROE 不涨了，但是估值还在涨。主要原因是全市场的估值全都在拔高，所以必选消费也跟着涨了上去。

总结一下，必选消费的主要超额收益时期，是从 1966 到 1973 年，然后从 1980 年到 1992 年。这两个时期，都是通胀下行，居民收入提升的时期。通常周期采掘不太好的时候，必选消费才会好。这就是我们所说的天时。如果仔细拆分，60 年代末的上涨，来自于美国人的购买力，80 年代后的上涨来自于必选消费公司的全球扩张。这让老齐联想起了我们的家电，可能也会分两步走，先满足我们国内的生活需求，之后再进行海外扩张。从而出现一轮更大的涨幅。但家电算是可选消费，中国的必选消费海外扩张，还是比较难的。

接下来看可选消费，代表公司是三大汽车，希尔斯百货，哥伦比亚广播，麦当劳，亚马逊，家得宝。时代华纳这些公司。也就是吃喝以外的那些东西。不买这些东西，也死不了。那么很明显，可选消费跟经济相关性更强，经济预期好，收入高，大家才会买这些改善生活的东西。

从可选消费的 ROE 变动我们也能看出来，他基本跟美股整体的 ROE 一致，只是波动性要大的多，而且还能稍微提前一点，也就是说，可选消费先起来，美股的 ROE 才会改善。在咱们这也一

样，老齐也经常用，房地产，汽车， 家电的销量，来预测经济变化。

可选消费跟必选消费基本类似，也是 66-73 年，80 到 90 年有优势。稍微不同的是 09 年到 2018 年，也有优势。最后这波优势，还确实是因为每股收益年化涨幅贡献的。说的更直白一些就是亚马逊算到了这里面。所以才带动整个可选消费走强。而像汽车，耐用品啥的，其实这几年也都表现很差， 所以可选消费内部的分化很大。都是可选消费，但要押错了子行业，可完全不同，比如传统汽车，2000 年之后，表现就一直很差。后来还是靠特斯拉，才扭转了过来。

再看看金融板块，他跟可选消费相反，变动幅度小于美股整体。他的估值拉升和下降，基本就是美国股市的牛熊周期。当金融板块估值突然拉升，基本上后面都会有一波强调整。比如 87 年，2000 年和 2008 年。金融板块，大部分时候在牛市来临初期跑赢市场，而股灾发生之后，跑输市场。作者研究了美股 7 次复苏和繁荣，银行板块都与经济极其同步，在复苏期和繁荣期，银行跑赢大盘的概率只有一半，反而在衰退期里，银行板块跑赢大盘的概率反而略高。不过他又说，综合考量涨跌幅，在衰退期里，银行板块的整体表现，是不如大盘的。注意他说的是，跑赢的概率大，但总体下来是表现不佳的。

随后作者又发现，与其说驱动银行的因素是经济，还不如说是房地产，房地产表现好的时候，银行基本都有超额收益。其实在咱们国家也是如此，楼市政策回暖的时候，银行表现也不会太差。

接着看信息科技行业，这有 3 波明显的行情，60 年代末期，90 年代末，和最近这 10 年，虽然都是科技，但是却是英雄迭代，早年间 IBM，柯达，施乐，如今被苹果，微软取代。信息科技行业的整体 ROE 一直都挺高，只有科网泡沫之后，出现了一次急速下跌。但即便如此，他也依旧维持了一个 12% 的中枢水平，高于美股整体的 10%。所以投资科技赛道，长期是会跑赢指数的。基本也只有科技，医药和消费这三条赛道，算是常青树。

利润增速最好的时期，就是 94 年之后，但那个时候的利润增速，其实有点不太可信，很可能就是因为行情好，所以利润才好。反而给市场造成了估值降低的假象，95 年之后，科技行业的估值降低到了 10 几倍。这才给大家靠高增长消灭高估值的错觉，但没想到这个高增长，说没就没了。如果用 PB 去看估值，其实更明显，90 年代，一直在估值攀升。涨的基本都是估值。

科技行业大部分时间都是能跑赢大盘的，除了通胀和股灾，所以对应美股就是 70 年到 90 年，2000 年到 2008 年，两个大的阶段

跑输。所以我们可以得到一个这样的简单结论，只要通胀不太高，估值也还可以，科技行业都是一个不错的长期标的。反而股价大涨，估值反而下降的时候，要格外小心。要知道这是不可持续的，科技的业绩，跟周期行业一样，说没就没。而且都是断崖式的。到时候这个估值就会从地到天的变化。你期待的戴维斯双击，就会变成戴维斯双杀。而且科技一般跟能源和原材料负相关。那些周期股涨的好的时候，科技往往表现不佳。

接着作者说了几个科技行业投资的伪命题，1 是流动性好的时候科技表现更好，他说 82 年以来，美国 10 年期国债收益率单边下行，但其实超额收益并不稳定，甚至大起大落。所以他没有看出，在流动性好的时间段，科技有稳定的超额表现。A 股也一样，2009 年是流动性最好的一年，但是那时候不是科技的表现时间，反而 2013 年，爆发了钱荒，科技股表现到十分出色。那么能说流动性紧张有利科技吗，也不对，2017 年去杠杆，利率大幅上行，市场涨的是漂亮 50，创业板持续下跌。所以这个也不成立，那么第二个伪命题又是什么呢？

美股 70 年 18：70 年行情大规律

各位书友大家好，欢迎继续做客老齐的读书圈，今天我们继续来讲这本书，美股 70 年。昨天我们讲到了科技行业的伪命题，1 是流动性好的时候，科技表现更好，作者说这个不成立，实际上没有太大的关系，第二个伪命题是经济增速不好的时候，科技股表现更好。从美股复盘来看，他的结论关系似乎也不大，60 年代的时候，美国经济增速下行，信息科技行业确实跑赢了大盘，但是到了 70 年代，经济陷入滞胀，科技行业，反过来开始走弱了，到了 80 年代的复苏期，美国科技行业表现其实也相当一般，依旧落后指数。A 股这些年也能得出这样的结论，2007 年之前，是一轮强周期的末尾，经济持续上行，科技股长期跑输大盘。而在金融危机之后，科技股反而跑出了大行情，2015 年之后，科技再次预冷。那么到底什么时候科技会有表现？老齐可以试着回答一下这个问题，通常来说，科技代表的是高估值高成长策略，这个策略一定是在市场风险偏好大幅上升的时候才会有效，往往是行情过半，投资者信心增加，同时通胀还不能太高，经济不能过热，还得有一个条件，就是最好有产业技术革命发生。靠金融地产拉动的经济复苏，一般都不是科技表现的机会。反过来说，在大家都相信科技能改变未来，科技股泡沫不断上升的，百倍估值都认为没啥太大问题的时候，我们就要尽量减一减仓了，特别

是通胀开始上升的时候，最好加点红利策略，这样能有效帮助平抑波动。

下面我们来看周期股的基本面特征，这个相对容易一些，基本就是经济强周期之下，才会去投周期股，按长期持有，会有问题，比如美国原材料类的上市公司，在 1962 年的时候，市值占比高达 11%，到了 2018 年，行业市值降到了 3%。而能源行业更是一波三折，1962 年的时候是 13%，到了 1980 年升到了 26%，但到了 2018 年，降到了 6%。但上市公司数量，却越来越多，1962 年的时候，美股能源企业才 19 家，到了 2018 年，已经到了 255 家，说明集中度在走弱，所以无论是能源还是材料，都说明，长期投资周期行业。其实是很困难的。1970 年到 2000 年，原材料龙头都是杜邦公司，2010 年，杜邦排名开始下滑，2018 年，已经在榜单上找不到了。但石油这边，格局到相对稳定，埃克森美孚一直都是第一，第二是雪佛龙，但第三变化就比较大了。

周期股的 ROE 变动，跟美国股市整体的 ROE 变动基本类似，但是周期变动的显然更大，美股整体在 5-10%之间波动，周期基本都在 5-20%之间波动，这就意味着他的弹性更大。要么涨上天，要么跌下地。

在时间上，周期也非常有规律，基本就是 7-8 年一波周期，70

年，78 年，85 年，94 年，2002 年，2009 年和 2016 年，之所以会出现这个现象，就是因为库存周期基本都是 3 年半。所以会影响经济周期的明显变动。

行业的净利润增速，和 ROE 关系并不太强，相关性系数只有 0.3，所以这块，还不能作为行业景气度的标志，比如 78 年，ROE 上升，但是增速基本到顶回落。周期行业的业绩十分不稳定，所以一般用 PB 估值，2 倍 PB 是中位数和平均数，但他也有一个明确的演变过程，在 85 年之前，PB 的中位数在 1-1.5 之间，从 85 年之后，原材料行业的 PB，显著抬高。老齐判断，可能是利率影响比较明显，利率降下来了，所以影响了整个行业估值。

能源和原材料都属于周期，所以总体结论差不多，但能源要更难一些，因为会有一个供给的因素。OPEC 是可以左右原油价格的，但原材料这边，却没有这样一个供给方。所以能源行业的变动，就更加无序一些。你很难去寻找他的规律。从利润最高增速 55.4%，到最低增速 -34.1%，标准差极高。也就是业绩波动极大。但他们的 PB 均值也是 2 倍，一般比较疯狂的时期，会涨到 3 倍左右。

从长期收益来看，原材料行业年化收益是 9.5%，长期跑输美股整体的 10.8%，超额收益是负数，甚至在作者统计的所有行业当中

垫底。能源行业稍好一些，也只是 9.7%，所以还是那个结论，周期行业，只能在周期到来的时候投资，而不能长期持有，甚至在绝大多数时候，低配周期，还能取得更高的总体收益。

再往后看看公用事业板块，比如做煤气电力的这些个公司，他们的比重也是长期下降的。说明成长性堪忧，他们长期的 ROE 水平中位数在 8%，弱于美股的 10%，波动性也低于整体，估值也要更低，PE 平均 13 倍，PB 平均 1.3 倍，90%的时间里，公用事业都比美股整体估值要更低。长期投资的话，年化收益 9.9%，超额收益也是负数。

公用事业的超额收益最明显的时候，发生在 99 年到 2009 年，这个阶段我们都不陌生，是科技板块表现最差，市场高估值泡沫明显破灭的时候。那么我们也可以理解，不是公用事业有多好，而是这时候，其他的行业太差了，大家都被市场伤的很重。所以转向了低估值高股息策略，而公用事业就主要集中在这一策略里面。

作者也说，公用事业是一个明显的逆周期板块，具有防御属性。经济复苏和繁荣，他肯定跑不赢指数，但在 7 次衰退周期里，他有 6 次跑赢。所以市场越是悲观，大家也就越小心，其他的忽悠都不信了，基本就会在股息率里面抱团取暖。

下面我们再看工业板块，1983 年达到市值峰值，16%，2018 年降到了 10%。这个行业集中度也是持续发散的过程，之前一直是通用电气最牛，但现在是波音市值第一。这里也有一众明星公司，比如卡特彼勒，明尼苏达矿物公司，联合太平洋的等等。工业行业跟美股的整体 ROE 基本吻合，波动率和估值也基本都一至，他就是经济的大贝塔。也是在互联网泡沫之后，工业板块的超额收益明显增加。逻辑也很好理解，新兴经济破灭，传统经济回归。我们国内也是一样，当没有新技术革命的时候，大家更注重传统行业。2017 年就是银行地产为主导的上涨。

最后来看医疗保健行业，这个之前我们就说了，他好像每个阶段都是前列。从行业来看，也在持续扩张，1962 年，行业市值只有 5%，到了 2018 年，已经达到了 14%，当下最牛的公司，包括强生，辉瑞，默克，联合健康等等。这也都是美股的常青树。比如默克公司 1970 年，他就 36 亿市值，到了 2018 年，已经是近 2000 亿市值。强生更是从 32 亿市值，涨到了 3400 多亿。50 年 100 倍。

医疗保健的 ROE 达到 16%，大幅高于美股平均的 10%，而且相关性比较低，拥有弱周期属性，市盈率平均数是 21 倍，市净率平均是 2.1 倍。90%的时间里，医疗保健的估值都要高于美股整

体水平。医疗保健跟成长股周期基本一致，股市好的时候，他的估值就会越来越高，业绩越来越好。甚至兼具了高质量成长和高成长高估值，两大策略的特征。所以买医药，比买消费和科技都要靠谱。

他的业绩很有保证，基本上贡献率都是正值，而且都在 10%以上，所以买医药还是很踏实的，只要不是估值太高就问题不大。历史上美股上的医药赔钱，都是因为成长泡沫发生。比如 68 年，70 年代初期，还有 2001 年。当时都是因为估值太高了。所以发生了巨大的回撤。目前国内的医药，其实也是牛股集中营，过去几十年，10 倍股频出，但 2021 年，也是因为估值炒的太高了。所以才出现了一波大幅回调，基本都是腰斩。通过美股的经验我们也可以得出结论，医药在 20 多倍估值的时候，或者市场低点。其实可以大胆的买。而到了市场疯狂期，就要谨慎。他跟科技其实有一拼。都容易出现大崩溃。

这就是本书的全部内容了，作者记录了美国股市 70 年的历程，并且分为好几个时间段，分别讲解了这个时期的经济特征，和行情特征，其实投资投的就是天时。比如 60 年代之前，当时个税那么重，美国其实也处于半计划经济社会，所以消费他不可能起得来，到了 60 年代，美国梦时期，大家才开始注重个人消费，改善生活。进入滞胀，那么就必须转向周期品的投资，都在讲悲

催的 70 年代，但是你买对风格，依旧能获利颇丰。80 年代，通胀远去利率持续下行，风险偏好逐渐提升，又是先涨消费，再涨科技。当消费和科技破灭之后，老老实实的又回到低估值高股息策略，回到周期采掘。次贷危机大崩溃之后，市场再次风格切换，先回到零售，再回到科技。如今恐怕又到了变盘窗口。未来的美股，又该如何演绎，我们可以共同探讨。