

美股 70 年 1：战后牛市的起点！并不美妙

各位书友大家好欢迎继续做客老齐的读书圈，之前我们讲过追寻价值之路这本书，讲的是 A 股 30 年的历史，今天我们接着讲作者，也就是国信证券首席策略分析师燕翔老师的另一本书，美股 70 年，讲 1948 年到 2018 年的美股历史，这里面包括了漂亮 50 行情，小票行情，科技股泡沫，消费股黄金时代，生物科技泡沫，周期股复苏等等，还包括了两次 10 年不涨，若干次金融危机。我们可以通过这本书，好好的探寻一下股市背后的规律，看看美股和 A 股到底有什么样的区别。这本书跟追寻价值之路略有不同，是先按照年代，介绍了一下美股这 70 年来的表现，然后再按照各版块行业表现的周期，分别给与介绍。比如必选消费，可选消费，金融，科技，周期，公用事业，工业和医疗保健，这些行业表现所需要的基本面和逻辑，试图总结一些规律性的东西出来。

我们先来按年代回顾一下，先说 1948 年到 1957 年，这段时间其实世界上发生了很多大事，比如 48 年的柏林危机，美苏冷战爆发，也发生了马歇尔计划，美国对欧洲全面援助，还出现了 50 年代的朝鲜战争。但是这些问题，都没有阻挡美国股市上涨，1954 年 11 月 23 日，道琼斯指数终于超过了 1929 年的峰值，381 点。是的你没看错，25 年之后，美股才创出新高。那会估计没

人能想到，70 年之后，美股能涨到 3 万点。上涨 100 倍。年化回报大概能达到 14%。

48 年的美国是一个重工业时代，战争经济下，让国防军工股，周期股风光无限，而消费板块则表现较差。50 年代，美国居民要比我们现在惨的多，当年他们的个人所得税边际税率高达 91%，也就是说赚 100 块钱，91 块钱都要交给国家。所以可以想见，这么搞得个税，必将压制消费。所以在那个年代，投资消费时不明智的。

48 年初，是美股一波大牛市的起点，但这个起点并不太美妙。美联储其实还在加息，因为当时通胀有点高，CPI 达到了 10%，所以美国股市在 48 年初，持续下跌，道琼斯上来就跌到了 164 点，跌幅达到 9%。当年美国还依旧处于战时经济，所以国债利率被管控，而且被压得非常低，商品价格回落并不能带来利率的回落，所以对企业盈利影响较大。也就是市场是失灵的。

后来美国也是进行了一系列政策调整，降低个人所得税 5-13 个百分点，刺激经济，然后又推出了马歇尔计划，打开欧洲市场，增加工业需求。这下股市热情才被点燃，到了 48 年 6 月中旬，股市涨到了 195 点，上涨了 15%，但后来柏林危机紧接着爆发，美苏矛盾升级。再加上美联储加息不断。股市随后又跌了下来。

到了 11 月，美国大选，当时大家都期望着杜威能够当选，共和党主张减税，减少支出，成为工商界人士的希望所在。当时杜威的呼声也很高，甚至很多报社都已经提前印刷好报纸，杜威战胜杜鲁门，但是在最后一刻，杜鲁门却反败为胜，成功逆转，这也就意味着大家的减税期望落空，道琼斯指数暴跌 10%，最后 1948 年，股市出现两波波动行情，反而全年还下跌了 2 个百分点。

进入 49 年，杜鲁门宣布公平施政纲领，实际上就是扩大了罗斯福新政，增加了社会保障和福利，包括，就业，医疗和国民健康保险，以及最低工资等内容。这就意味着要增加财政支出。美股一开始反应较为正面，但是后来大宗商品价格大跌，让股市再度下跌。随后企稳震荡。基本保持平稳。到了 5 月，经济数据全面下滑，对于经济衰退的担忧，让股市也再次跌到了 160 点。美联储政策也随即转向，开始释放了宽松的信号，财政也开始关注减税。股市在 6 月底见底回升。并且一路向上。涨到年底的时候，道琼斯已经有近 200 点了。全年上涨 12.9%。

到了 50 年，美国经济形势已经越来越好，再加上减税预期强烈。道琼斯也持续上行，在 6 月就涨到了 220 点，相当于又涨了 10% 上去，但也就在这个时候，朝鲜战争爆发。股市暴跌，1 个月时间，再次回到了 200 点以下。但随后又开始了反弹，到了 10 月

就涨回去了。而且这中间，还有很多坏消息，比如企业所得税率从 38%，上调到了 45%，也就是说减税没实现，反而变成了加税。美国也因为战争进入了紧急状态，但是这一切也很奇怪，并没有让美国股市下跌。不得不说是个很神奇的事情。

主要可能是因为，当时美国的经济太好了，企业盈利大幅增加，工业生产指数，也达到了最高水平。这些把大家信心打的太高了，所以一些利空事件，就不太能够充分反应。

到了 1951 年美股持续上行，5 月份涨到了 260 点，在这期间，朝鲜战争继续，军费不断增加，通胀也维持在了很高的水平。CPI 到了 9%，PPI 到了 18%。这就让美联储和财政部分歧不断加大。财政部希望保持比较低的融资利率，好发行更多的国债，而美联储则已经开始考虑去遏制通胀了。在经过一轮协商之后，美联储彻底独立，从 1951 年 3 月 4 号开始，美联储不再隶属于财政部，他以独立的中央银行身份在运作。当时这个消息，无疑是一个市场利空，这意味着美联储要加息收货币了。所以市场出现了一波急跌，但幅度并不太大。

1951 年 7 月，朝鲜战争停战谈判举行，这意味着，战争即将结束。国会也通过了经济控制法案，美联储放松了消费贷款的首付比例以及还款期限，多重利好共同作用，美股再 7 月开始上涨，

从 240 点，一直涨到 270 点。1951 年，全年涨幅 14.4%。

到了 52 年之后，美国经济状况不是很理想，工业生产同比出现负增长，商品价格也持续回落。企业所得税太高，企业税后利润大幅减少。再加上美国钢铁工人大罢工，出现了严重的劳资纠纷，钢铁工人希望涨工资，但是资方拒绝。当时朝鲜战争还没有完全结束，如果钢铁工人再大罢工，后果不堪设想。所以杜鲁门总统亲自出面去谈判。并发布紧急声明，美国政府紧急接管钢铁厂。这导致了举国震惊。股票市场也持续下跌。

接管钢铁厂，这种事在美国是违反宪法的，所以 1952 年 6 月 2 日，美国最高法院，宣判总统违宪。杜鲁门只能把钢铁厂还给企业家。随后钢铁工人开始大罢工。直到 7 月份，劳资双方才终于达成协议。这也让杜鲁门心灰意冷，干脆放弃下一届总统竞选。美国股市来看，最差的时间段，股市竟然表现还不错。5 到 8 月份还在持续上涨。也就是说，又是总统违宪，又是大罢工，都没有影响股市的表现。道琼斯指数涨到了近 280 点。到了 8 月中旬，才开始下跌。主要原因有 3 点，1 是朝鲜战争时打时谈，2 是企业业绩太差，高赋税的重大影响还在显现。3 钢铁工人罢工之后，煤炭工人可能也要效仿。

到了 11 月，艾森豪威尔以压倒性优势，当选美国 34 任总统。共

和党 20 年后，重返总统宝座。当时工商界已经对罗斯福新政那一套十分厌恶。这种高政府支出，也就意味着高税率。所以资本市场非常不满，艾森豪威尔主打的就是减税牌。减少美国财政赤字，从而提升企业盈利，市场也给与了正面回应，道琼斯指数从 11 月之前就一路上涨，年底涨过了 292 点。1952 年再涨 8.4%，至此动荡 4 年，美股也已经连涨了 4 年。

到了现在，大家的自信心都已经起来了，战争没能拖垮美国股市，投资者都认为 1953 年，将是美国进入史无前例的繁荣。艾森豪威尔也被给予了很大的期望。而作为一名共和党总统，艾森豪威尔也确实是怎么做的，他取消了全部工资管控和价格管控，美联储也将股票交易的保证金要求从 75%，调降到了 50%。

但是这波连续的好消息，并没有让股市出现大涨，甚至还持续的震荡向下。到了 6 月中旬，道琼斯指数反而跌去了 9.6%，作者说主要原因是两点，1 是利率大幅上行，货币政策在收紧，2 是商品价格不断下跌，导致了企业盈利压力。也就是说，其实经济在这段时间出现了衰退，但美联储却在加息，所以是一个相当费解的事情。不少观点后来都认为，美联储处置不当，才是造成这波衰退的主要原因。6 月之后，美联储政策才转向宽松，7 月朝鲜也传来好消息，正式停战。股市只是稍微好转，但是到了 8 月，市场再度下跌，那么这又是因为什么呢？咱们明天接着讲。

美股 70 年 2：美股黄金十年在战火和内乱中起步

:

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 1953 年，跟今年的 A 股很像，当大家满怀期望的时候，股市却浇了一盆冷水，反而表现不好，全年下跌 3.8%，经济也出现了一定的衰退。到了 1954 年，经济一开始依旧没有起色，但是通用汽车，和美国钢铁，却相继表达了对于经济形势乐观的态度。美联储也改变了 1953 年的政策方向，转向宽松。2 月和 4 月还分别下调了利率，6 月再调降了准备金率。促进信贷投放。

1954 年 5 月底，美国还通过了消费税减税法案，用来进一步刺激经济。美国股市在这一年也一路向上。中间几乎没有什么像样的回调，只有 8 月份一个月，小幅下跌 1.4%，10 月份下跌 2.7%，其他月份都是上涨的。

但这一年其实也并非是一帆风顺，中间有很多政治事件的扰动，比如判定公立学校种族隔离为非法，还有麦卡锡主义的大争论，这些都引发了社会动荡。大家如果对这段历史比较感兴趣，可以去看看光荣与梦想这本书，对这些事情做了详细的描述和还原，给老齐的感觉，美国这段时间，政治上其实是非常极端的，甚至人人自危的感觉。麦卡锡主义到处攻击，颇有一种我们历史上文字狱的感觉。现在说起来风淡云轻，但实际上却相当的恐怖。

道琼斯指数再 11 月见证了历史，终于涨过了 381 点，道琼斯在 25 年之后，终于再次创出历史新高。有时候幸福来的就是这么突然。最后全年上涨 404 点，涨幅高达 44%。而且艾森豪威尔也在这一年实现了财政平衡。为后续的减税，预留了空间。

但是到了 1955 年，美联储开始率先变了，把股票买卖保证金从 50%，提高到 60%，这就相当于降低了杠杆，然后还不断收紧货币政策。使得市场并没有延续 1954 年的行情，到了 55 年 3 月就开始快速下跌。4 月的时候，美联储继续加息，继续上调保证金比例。美国股市在 5 月之前，基本上涨涨跌跌，停滞不前。同一时间国际政治环境也发生变化，联邦德国加入北约，按照巴黎协定，他们也重新拥有军队和生化武器。这一举动让苏联很不满，随机成立了华沙条约组织。两大阵营又开始剑拔弩张。但这段时间，美国股市非但没跌，反而涨的挺好，而且还一路创新高，涨

到了 440 点。

反而到了 7 月，苏美英法四大巨头在日内瓦开会，缓和了国际气氛之后，股市出现了震荡调整。8 月份美联储继续加息，也没能组织美股上行的步伐。但是 9 月份一个风险因素出现了，这就是艾森豪威尔心脏病突发。这让美国股市吓了一跳，道琼斯指数单日暴跌 6.5%，直到 10 月底的时候，美股才逐渐恢复。1955 年，全年下来，股市涨到了 488 点，全年依旧大涨了 21%。

到了 1956 年初，股市开始下跌，主要还是担心艾森豪威尔的身体。直到 2 月中旬，总统的体检报告公布，市场才重拾信心，从 460 多点，一直涨到了 520 点。这段时间美联储依旧在加息，收紧流动性，但是全都被股市给无视了。所以加息未必让股市下跌。只能说持续加息肯定不是好消息，但他具体啥时候出问题，这个没人知道。

正当大家都在为不断创新高喝彩的时候，5 月份，美股就开始大跌，汽车行业表现不佳，通用汽车宣布生产线，停产一天，按理说 5 月份是汽车销售旺季，这时候停产，肯定是一个极差的信号。

按照一般规律，在一轮大牛市之后的第一波调整，有很大的概率会涨回来的，1956 年的美国也不例外，从 510 点，调到了 460

点，随后又反弹上去，到了 8 月份已经回到了前期高点。但此时美联储依旧在加息，贴现利率已经加到了 3%。再加上国际环境动荡，苏伊士运河被收归国有，以色列入侵埃及，第二次中东战争爆发。这期间股市持续下跌。又跌回到了 460 点。最后算账，1956 年，道琼斯工业指数，只上涨了 2.3%，全年都在大起大落，在 520 点到 460 点之间，出现了两波起落。

中东地区，成为美苏两大阵营的必争之地，美国在 57 年初，就开始插手中东战争。提供武力援助。打仗是要花钱的，而花钱就必然提升政府支出，这就让国内翘首期盼的减税，基本落空。然后又增加了通胀压力。所以股市在 1957 年初，一直在下跌，又回到了 460 点。

但是大家此前担心的汽车销售数据，并没有那么糟糕。克莱斯勒发布财报，销售金额还破了历史记录，于是经济基本面的预期再度转向，股市也从 2 月底，再长到了 7 月份，再次回到了 510 点，大家以后遇到这种行情要格外小心，反复在一个高点这里震荡，然后还不创新高，这可能就是市场筑顶的标志。8 月数据出来了，美国经济正式被定义为衰退，这是二战之后的第一波正式衰退，而且不光是美国，而是英法日德，加拿大，整个资本主义世界同时陷入衰退。工业生产下降了 5%。钢铁和汽车产量下降了 14.2%和 9.5%。进出口也大幅缩减。

经济衰退后，美联储的政策依旧没有转向，贴现率继续往上加，到了 3.5%。单次加息 50 个基点。遏制通胀的态度十分坚决。于是美股大跌。从 8 月的 510 点，跌到了 430 点。这波回撤将近 20%。

下面我们总结一下这几年，这是美国经济快速增长的时期，但是波动依旧很明显，根据工业生产指数同比走势，48 年到 57 年，美国一共经历了三轮经济衰退。48 年到 50 年，是第一波周期，一开始的 CPI 是很高的，全年达到 8.1%，到了年底才出现了下降趋势，美联储在这个期间也是持续的加息，收紧流动性。到了 49 年，就出现了通缩，CPI 掉入负值区间。美国经济也出现了衰退。GDP 增速在 49 年四季度，最低降到了 -1.5%，私人投资大幅拖累 GDP，美联储政策也随之转变为放松，一直放松到了 50 年四季度，朝鲜战争并没有带来经济问题，反而带来了需求扩张。1951 年到 1952 年，经济反而进入高位。CPI 也出现了回升，维持在了高位。美联储也转向收紧流动性

这段时间，美国经济扩张十分明显。反而在朝鲜战争之后，美国经济出现了衰退，1953 年，经济达到峰值，开始下降。美联储再次转向刺激。但到了 54 年，经济还是惯性收缩，第二季度触及到了 -2.4% 的底部，这一轮衰退当中，政府支出成为主要的拖

累项。主要是国防支出削减导致。直到 55 年，居民消费和企业投资才开始出现扩张。弥补了政府开支不足。经济也由衰退转入繁荣，55 年的 GDP 竟然大幅增长了 7.1%，居民消费拉动 4.5 个百分点，私人投资拉动 3.5 个百分点。而 CPI 却并没有出现同步扩张。是一轮完美的低通胀高增长。美联储在 55 年前后，政策也是相当宽松的。所以这也助推了美国经济的强劲扩张。上面我们也说了，股市表现也十分出色，大涨 21%。

到了 56 年危机又来了，这次是高点突然回落。第一季度增速直接降到了 3.2%。第三季度就只有 0.9%了。55 年的消费增长没能延续，私人投资也是负增长。所以美国也出现了这种经济的大起大落。而且这次是资本主义世界一起衰退。麻烦不小。

尽管这个十年，内忧外患，战争和对抗不断，经济也是几起几落，但是美国人仍然把他成为是制造业的黄金年代。这十年美国名义 GDP 累计增长了 89.9%，但企业盈利并没有跟上经济的增长，税后利润增速只有 41%。不及 GDP 的一半。主要原因就是企业实际税负太高。所以看到这个，大家也就不用过多抱怨，任何一个国家，都有这样的野蛮生长阶段。国家赚钱，企业不赚钱，说明经济还不够成熟。

50 年代，正是美国制造业最强大的时期，主要都是同行的衬托，

别人都被炸成废墟了，就他这里还保留了完整的建制，所以自然生产能力拉开了差距。美国 GDP 当中，制造业占比达到 27%。批发零售占比 14%，金融地产才 13%。而第一产业占比则持续下降，农林牧渔在 47 年的时候占比 8%，而到了 57 年已经降到了 4%。

这段时间发展最快的行业是公用事业，名义年化增速达到了 10.4%，其次是教育医疗和建筑业，以及金融地产，其实美国的 50 年代，跟咱们的最近 20 年比较相似。当时都是传统产业大发展。经济增长很快，企业成长也很快，但是赚钱并不多。甚至海外市场利润，要远高于国内市场。

从美股上市公司的年度净利润增速变化来看，55 年达到顶峰。随后快速下降，但市盈率却没有降下来。标普 500 整体估值来看，49 年的时候最低，差不多只有 6 倍左右，而到了 55 年，已经拉升到了 12 倍。也就是说估值就翻了一倍。而在股市巅峰期，长端利率的特征是由低向上。这个大家也要格外注意，往往一波大牛市，长端利率都是这种走势。逐渐抬升，在后半段才开始对股市造成压力。明天我们再来看看，这段时间股市上的行业特征。

美股 70 年 3：美国制造业的黄金时代特征

各位书友大家好，欢迎大家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。昨天说到了 48 年到 57 年这段时间，被称为美国制造业的黄金时代，股市的特征就是重工业牛市，国防军工表现最为出色，这个当然也可以理解，毕竟朝鲜战争和中东战争，产生了极大地军工需求，这些年，也在国防军工领域，产生了很多的 10 倍股。另外就是石油，这是制造业的黄金年代，也是石油生产的黄金年代，销量大增，原油和煤炭板块成为了市场第一权重，占比达到 15%，再有就是汽车和高速公路，美国居民很多都到郊区去买房子，于是路网建设，原油，房地产，都产生了较大的市场需求。再一轮建设期，周期股表现也是很出色的，比如钢铁等等，但是这段时间，个人所得税极高。而且战时基本都是资源调配为主，所以消费股普遍表现一般。

所以我们可以简单总结，一个时代最缺什么，什么行业就会表现的更好。老齐经常说天时地利人和，所谓天时就是需求，地利就

是供给，人和就是市场情绪，有需求，供给才有意义，有市场行情，需求供给才能显现出来。所以一个都不能少。那么我们也可以仔细想想，2022 年之后，我们的生活最缺什么呢？哪些是天时，哪些又是地利。这就需要我们站在一个大的格局上去思考。别只想着这一两年，照着 5 年到 10 年去想。如果你是国家领导人，你会怎么做，你会发展哪些产业。扶持哪些行业。

美国 50 年代战争不断，最大的天时就是军工，而军工派生出来的制造业，重工业，钢铁行业，都是具有时代特征的。在这里再去挖掘龙头，那就是洛克希德飞机集团，通用动力公司，波音飞机公司，他们的表现远远跑赢指数，都涨了 10 几倍以上。石油方面，肯定就是石油七姐妹，也就是洛克菲勒的标准石油拆出来的七家公司，他们当时在中东地区，拥有大量油田，二战之前都没来得及开发，50 年代，局势稳定了，刚好是利润爆发期。这些石油龙头的涨幅也都在 5-8 倍之间。然后汽车，钢铁，周期股也大体如此。也都是我们耳熟能详的名字，比如固特异轮胎，通用汽车，伯利恒钢铁，美国国际纸业。他们都远远跑赢大盘。当年他们就是典型的成长股。

下面我们来看，58 年到 68 年，这是美国经济的黄金年代，很多朋友问，怎么又是黄金，48 到 57，是制造业黄金年代，而 58 到 68 是股市和经济的黄金年代。在这个阶段，美国经济走向成

熟。股市更是从 400 多点，一路涨到了 1000 点。又涨了 2.5 倍上去。

58 年，美国经济还在衰退当中，美联储政策开始转向宽松，证券交易保证金比例大幅下调。利率也 3 次下调，降到了 2.25%，同时准备金率也调降了 2 次。但这一系列好消息，并没有把股市推高，而是一直在 440 多点震荡。波动幅度只有 5%。直到 4 月份，经济形势略有好转，股市也才开始对这些变化有反应。并且一路向上，一直涨到了年底。其实 8 月之后，美联储又反过来加息了，但是这都不重要了，已经无法拦住股市上攻的步伐。这一年道琼斯指数，收到了 584 点，全年大涨了 34%。

1959 年，阿拉斯加建州，股市也延续了强劲的势头。到了 2 月虽然有震荡，但很快修复，一直涨到 3 月，美联储再度加息，贴现率回到了 3%。市场再度调整了一下，重新向上。5 月，美联储再加息，7 月美国爆发了大规模钢铁工人大罢工，这些不利因素，终于让美国股市出现了一波深度调整，但也仅仅维持了不到 2 个月。到了 9 月，再度顽强上涨。全年仍然上涨 16.4%。

59 年的 9 月份，是个重要的日子，苏联领导人赫鲁晓夫访美，代表美苏关系缓和。国防军工支出可能大幅减少，这段时间，德州仪器这些公司反而出现了大跌。

58 年到 59 年，美国的经济是相当不错的，是一波明显的复苏周期，但是到了 60 年，戛然而止，道琼斯指数，年初就开始调整，3 个月就跌去了 12%

4 月起，美国经济再次进入了衰退。国债收益率下行了 100 个基点。到了 5 月份，坏消息传来，美国两家 U-2 高空侦察机，在苏联上空被击落。美国拒绝为此道歉，赫鲁晓夫则愤然离场，这又导致了美苏关系紧张起来。市场又开始重新买入军工股，反而给股市打了一针兴奋剂。所以在美国，想着发国难财的人，也并不在少数。

到了 6 月，喜忧参半，喜的是美联储宣布降息了，忧的是，工业生产同比增速进入负增长，再加上刚果战争爆发。股市总体受到了负面影响，开始进入下跌。8 月古巴领导人卡斯特罗开始翻脸，不再亲美，而是觉得美国人干涉内政。9 月，欧佩克组织成立，几个产油国开始联手控制油价。这两个坏消息进一步打击了美国股市。

到了 10 月之前，已经跌到了 570 点附近。此时美元还爆发了危机，黄金大涨，美元贬值。道琼斯指数，1960 年，跌到了 616 点，全年下跌 9.3%，但就在这样内忧外患的情况当中，肯尼迪战

胜了尼克松，当选总统。

肯尼迪当年可谓是被寄予厚望，他当年 43 岁，成为美国历史上最年轻的总统，血气方刚，股市也给与了这位年轻总统，以正面的反应，连续 5 个月出现上涨。但这段时间，其实经济并没有明显好转，只是政策在引导利率下行。

这期间还发生了非常恐怖的猪湾事件，美国年初跟古巴断交，然后逃亡美国的古巴人组成了雇佣军，在古巴西南海岸的猪湾登陆，企图入侵古巴，但是这个被卡斯特罗发现了，结果 3 天后，就被全部消灭。这个事本身就恨不光彩，相当于一个超级大国，搞了一个偷鸡摸狗的事情，结果不但败露，然后又失败了。是一个非常丢人的事情，所以对于市场信心影响较大，股市也出现了下跌。不过好在当时市场整体比较强，只是跌了一下，就反弹起来。

到了 5 月底振奋人心的消息来了，美国首次载人宇宙飞行获得成功，但也在这个时候，市场进入了调整期，一直调到了 7 月份。但调整幅度很小，只有 4% 的空间。所以在美国股市上做波段，做择时都很难。几乎没有空间。不像我们的股市这么暴涨暴跌，也只有这种暴涨暴跌，主动管理的超额收益才会更高。

到了 6 月份，美苏领导人会谈，涉及了柏林这个敏感问题，肯尼迪表示出了强硬态度，于是美苏两国，回去就加了军费国防预算，再次剑拔弩张，史称第三次柏林危机。8 月 13 日，柏林墙破土动工，9 月美苏两国相继恢复核试验，一波军备竞赛开始。美国股市到了 6 月份之后，就基本进入了振荡期。但是好在也没跌下来。全年仍然上涨了 18.7%，这一年道琼斯已经涨过了 730 点。

到了 1962 年，美苏争霸态势升级，美国在国防和太空科研领域，投入巨大，达到 925 亿美元，号称国防美元，但这一举动，被市场理解为负面，3 月之后，股市开始大跌，从 724 跌倒 525 点，跌幅达到 27%。这在美国股市历史上都排的上号了，史称肯尼迪大跌。所以，穷兵黩武，对于投资、经济、以及人民生活水平来说，肯定是个坏事。

62 年的美国经济比较稳健，货币政策也没有大幅收紧，但股市却出现了大跌。而且很多很好地公司，都跌的惨不忍睹，比如 IBM 一年前是 600 多，现在跌到了 300，霍尼韦尔从 179 跌倒 76，宝丽来从 262 跌倒 81。美股这波下跌，作者说，很可能还是因为估值太高。61 年底，估值已经到了 22.5 倍，而 49 年和 81 年的熊市低点，才只有 5-6 倍。20 多倍的标普综合估值，基本就意味着短期市场行情的高点。美股再出现这么高估值，要到 30 年以后的 1990 年了。

美国人对股市其实是相当重视和呵护的，跟我们不太一样，他们到 7 月就开始展开了救市，美联储调降了保证金比例，肯尼迪也提出了减税。市场略微有所回暖，但是到了 9 月再度下跌。特别是 10 月下旬还爆发了古巴导弹危机。苏联把导弹架在了古巴，美国封锁了古巴海域，两个超级大国差点就擦枪走火。最后一刻赫鲁晓夫妥协，撤出了攻击性导弹。结束了这场危机。到了 11 月美国股市也开始恢复上涨。1962 年市场全年下跌了近 11%，正当大家都想着 63 年大干一场的时候，又一场悲剧出现了。咱们明天接着讲。

美股 70 年 4：差点擦枪走火！世界大战一触即发

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 1962 年，市场在古巴危机，差点导致第三次世界大战的阴影之下， 美股跌了 11%。但此时

大家并没有悲观，都等着 1963 年，大干一场，之所以有这个预期，就是因为肯尼迪提交了减税议案，个人所得税将大幅下调，从最高 91%，调到 65%。企业所得税也从 52%调到 47%。这极大地引发市场热情。股市在年初一直上涨，涨到了 2 月中旬。之后出现急跌调整

到了 3 月，各项经济数据开始同步好转，特别是汽车，同比增长 12%。当时美国的汽车保有量基数已经很大，仍然能够大幅增长，说明经济趋势非常乐观。股市也从 3 月开始恢复上涨，到了 5 月，已经摸到了 727 点，也就是说，又回到了前期高点。

但此时出现了一些不同的声音，有人表示，说经济既然这么好，那么还有没有必要再减税？经济过热了，还要刺激吗？所以减税反对的声音越来越大。到了 7 月，美联储开始加息，这也是 4 年以来第一次上调利率，这些都不是好信号，所以股市再度下跌，甚至道琼斯工业指数，出现一波 10 日连阴。当时还是挺吓人的。怎么看都像是一波双头筑顶。

8 月底，还出现了著名的马丁路德金演讲，这个种族主义大游行，引起了社会骚乱。但是股市并未受到太大的影响。反而开启了反弹上涨。一直涨到了 11 月份。道琼斯指数涨到了 760 点，这波上涨，主要还是强劲的经济推动，企业业绩也大幅改善，资

本支出增加。到了 10 月底，美联储再次紧缩，提高了证券交易保证金比例，但这个都在市场预期当中，并未产生预期差。随后震惊全球的事情发生了，1963 年 11 月 22 日，美国总统约翰肯尼迪，在达拉斯坐着敞篷车出游，结果被枪手大中了头部，遇刺身亡。这种事谁也想不到，美国股市也出现一大波急跌，但更加奇迹的是，这么大的负面消息，美国股市竟然调整了一天，就再度反弹。回到了前期高点，1963 年，肯尼迪遇刺身亡，对于美国无疑是悲剧的一年，但是股市却表现相当不错。虽然经过了 3 次波折，但全年上涨了 17%。

肯尼迪身亡，副总统林登约翰逊临危受命。他上台之后，第一次演讲就是向美国国内的贫困和失业宣战。这又被市场理解为利好，减税法案也在 2 月落地。最终，个人所得税从 91%调降到 70%。在现在来看，这依旧是一个不可理解的税率，但在当时看起来，这已经是很大的利好了，所以 64 年的美国股市，依旧一路上扬，5 月就涨到了 830 点。小幅回调后再涨，一路涨到 870 点。市场称之为约翰逊行情，主要就是因为林登约翰逊这种后补选手，上台之后急需一些政治威望，所以他反而更愿意去刺激经济，讨好美国的工商业。让自己的位置更加稳定，不至于很快就被人家给踢下来。

但是美国就是这样，只要国内经济好，他们就会出去招猫递狗，

8 月份，美国两艘驱逐舰，跑到越南去溜达，然后又据说受到北越的攻击，于是引发了北部湾事件，越南战争全面升级。引发大宗商品价格大涨，引发通胀担忧。这个事在后面影响极大，但美国股市，在当时还看不到恶劣的影响，只是短暂调整，又继续上涨。

股市好，经济好，林登约翰逊在 11 月，顺理成章继续当选美国总统，道琼斯指数也受到鼓舞，冲上 897 点。即便美联储加息，苏联政变，美国空袭北越，等等事件，都没能让股市的预期减弱，1965 年，5 月上冲到 920 点。这段时间，所有的消息，统统按照利好来解读。这个其实我们也似曾相识，比如 2020 年那波行情，任何事情都是利好茅台，疫情来了，躲在家里没事可干，要喝上两杯，教育改革了，给孩子找学校要送礼，也肯定送茅台。所以消息其实本没有利好和利空之分，关键看你是什么情绪下去解读。

美国经济当时的问题其实并不小，不断地双赤字，让美元的价值受到了严重的怀疑，所以其他国家，开始动手，把手里的美元换成黄金，比如法国在 1 月就率先拆台，要求换 3500 万美元的黄金，并且要把黄金从美国搬走。但是美股的反应比较慢，到了 5 月中旬才开始反应，一波急跌，从 939 点跌倒了 833 点。原因主要有 2 个，一个是技术面调整，另一个则是美联储持续放鹰，当

时的美联储主席威廉马丁，警告说国内通胀很危险，收支不平衡可能是永久性的。

但此时的美国股市，就如同一只打不死的小强，这波下跌也只是持续了 2 个月，之后他又开始涨起来了。而且很快就创了新高，直奔千点而去。1965 年，虽然已经产生了重大的通胀压力，美联储的利率也已经加到了 4.5%，但是美国股市依旧涨了 10.9%，年底也是收在了高位，969 点。经过几次下跌，反拉之后，此时已经没人相信，股市会跌下去，反而任何一次下跌，都是大家抄底的好机会。而且每次都是很快就能涨回来。

1966 年，美国的经济惯性繁荣，到了 2 月份，创造了奇迹，道琼斯工业指数，突破了千点大关，摸高到了 1001 点。所有投资者都在憧憬着美好的未来，但是没有人会想到，道琼斯指数此时已经见顶，要想成功站上 1000 点，美国人要足足等上 20 年。

这一年也是美股转势的一年，4 月，林登约翰逊也开始给美国经济降温，这个减税的实施者，现在考虑的是加税。股市此时已经表现得十分敏感，在 5 月开始掉头向下，跌到了 864 点。6 月美联储继续加息，而且这次加到了 5%，股市坚挺了几天，最后还是跌了下来，这波跌到了 10 月，直接干到了 736 点，全年跌幅已经超过了 20%。

11 月中期选举，共和党席位从 140 上升到了 187，可见当时美国民众对于林登约翰逊为代表的民主党已经大为不满，主要就是因为经济下行压力加大，以及紧缩的太厉害。当然股市持续下跌，也放大了这种情绪。

到了 1967 年，美国的经济数据还在往下掉，但是股市已经稳住了，之所以这样，就是因为市场已经把所有的坏消息都预期到了，在没有特殊的坏消息出现之前，市场基本就能稳住，除非爆发意想不到的消息，才会进一步下跌。

其实开年的时候，还传来了一些好消息，比如林登约翰逊说，自己要降低利率和放松货币。同时，德国和英国，也都在宣布降息。而且降息的速度很快。所以市场利率已经先行下跌了。股市也出现了正面反应，道琼斯指数也是震荡上行，第一季度就涨了 10% 上去。4 月美联储正式宣布降息，但股市反弹的速度明显降低，到了 5 月，摸到 910 点后，开始下跌。6 月份开始第三次中东战争爆发，7 月份还出现了铁路工人大罢工，美股开始了震荡，但好在国内传来利好，债务上限提高，意味着财政上会更加宽松。所以 8-9-10 三个月，美股在高位进行波动，在此期间，大宗商品价格大幅上涨，带动国内利率上行，10 月份市场利率创出新高。这就逼着货币政策转向收紧，如果这时候再不加息，那么经

济就有通胀风险。这个转向是市场之前没有预计到的，所以这波下跌挺惨，下杀超过了 10%。

到了 67 年底，英镑出问题了，发生了危机，贬值 14%，这使得黄金价格再次接受挑战。也就是说，当大家不相信主权货币之后，就更加倾向于去换黄金，那么黄金价格就会上涨，美元兑黄金，遵守布雷顿森林体系，35 美元兑 1 盎司黄金，这个就会压力山大。你要强撑的话，美国的黄金就会大幅流失。

67 年最后还是守住了，但也付出了持续紧缩的代价。不过 67 年的美股，总体还可以，全年依旧上涨 15.2%。

到了 68 年，黄金问题还是各国政府最为头疼的问题，美元双赤字严重，美元越发越多，大家也就越来越没信心，于是各国纷纷抛售美元，换取黄金，到了 3 月 15 日，英国宣布伦敦黄金市场暂时关闭。伦敦黄金池解体，黄金价格开始在自由市场上浮动。

于此同时，美国也深陷越南战场泥潭，暂时看不到太多的希望。在国内市场利率持续上行，美联储也是持续加息，那么美股肯定表现就不会好，第一季度大跌 9%。但是很快，美股又反弹起来，顶着美联储持续加息的压力，又涨回到 900 点以上。

到了 8 月 15 日，终于迎来了美联储的转向，开始降息，但这是一波技术性降息，也就是说他是偶然的，并不是趋势性的，所以在市场预期之外，这时候企业业绩还是不错的，所以叠加作用之下，股市再涨，10 月份，阿波罗计划，载人飞行任务成功，道琼斯最高到了 968 点。至此美国的黄金十年，已经走完，那么这其中又什么共性需要我们提炼呢？咱们明天接着讲。

美股 70 年 5：经济转型期！哪些行业表现最好？

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，昨天说到了，美股的黄金十年，从 58 年到 68 年，68 年底美国大选为界，林登约翰逊宣布不再连任，而前总统肯尼迪的弟弟，罗伯特肯尼迪，也是遇刺身亡，所以尼克松轻松的赢得了大选。至此美国的黄金十年结束。这段时间，是美国经济高速发展的年代，大部分时候经济都表现的很出色也很稳定，基本只有两波经济下行，一个是 59 到 61 年，一个是 66 到 67 年，真正实现了高增长低通胀，CPI 水平基本都在 1-2%之间，

只有 65 年之后才开始抬升，67 年以后拉升到了 4%。美联储的利率水平也基本平稳，这段时间的动作明显少了很多。

对于美国股市来说，真正遇到挑战的就是 60 年到 62 年，这段时间爆发了美元危机，黄金储备开始减少。资本外流。但后来，从 63 年开始，美国经济开始强劲增长。这些问题都得到了掩盖。美国的好日子结束，其实可以追述到越南战争爆发，他要不去那边挑衅，不陷入越南战争，美国经济的强劲表现，可能还会持续一段时间。越南战争刺激了通胀上行，也导致了大宗商品价格的上涨，而且他还把整个西方世界都搅和了进来，所以最后爆发了英镑危机，第二次美元危机，黄金这边压力极大，美国的黄金储备也一直在减少，最后让黄金和美元脱钩。这个事说的再通俗一点，就是美元违约了。兑换不出那么多黄金，所以最后耍赖了。

美国这段时间，也是重要的经济转型期，他的 GDP 名义增长是 98.4%，而企业税后利润增长达到了 100%以上，增速还略高于经济，远比上个十年的结构更好。

在这个十年，企业实际税负进一步降低，从最高的 52%，降到了 48%，最后降到了 37%。美国此时的三大支柱产业，仍然是制造业，批发零售以及金融地产。农林牧渔占比则持续下降。如果站在行业角度来看，这个 10 年，教育医疗行业年化名义增速最快，

达到了 9.9%，商业服务业第二，也达到了 8%。信息产业是 7.5%。金融地产也有 7.1%，如果从利润看，那么制造业利润占比下降，金融地产提升。

如果要进一步细分的话，耐用品制造业，年均利润增速达到 8.2%，高于非耐用品消费的 6.8%，也就是说，这段时间美国经济好了，消费升级了，美国人开始购买耐用品，这就是那些大件商品了。

从整个市场来看，美股的 ROE 水平很高，这段时间达到了 11.6%。只有 60 年到 61 年，还有 66 年到 67 年是下行的，其他时候都在上行。标普 500 指数的估值，则在 14 倍市盈率到 20 倍市盈率之间波动。如果按照 10 年区间统计，58 年到 68 年，美股估值提升了 53.4%，那么也就是说，光估值拔高这一块，每年就会给市场带来 4-5%的收益率。这几乎带来了一半的年化收益

在 60 年代的行情当中，美股市值最大的公司，除了能源公司之外，已经出现了科技和消费的身影，比如 IBM 成为市值第一，AT&T 市值第二，通用汽车第三，底下是埃克森美孚，柯达，德士古石油，西尔斯百货。

如果要从涨幅来看，大家觉得，这样的 10 年，哪些行业会表现最好？其实很多人可能已经猜到了，是成长股，TMT 行业，包括

电影行业，涨幅最大，然后就是各种消费品，比如纺织，服装，仪器仪表，商贸零售，食品等等。65 年到 67 年还爆发了一波电子行情热。消费电子涨幅很大。这波行情跟后来的互联网热有点异曲同工，2000 年之前，是看到网络字样就涨，而这会是看到电子字样就涨。至于这家公司到底干什么的，其实没那么重要。三家最典型的公司，分别是米罗华公司，宝丽来公司，和真力时无线电，三家企业都涨了 20 倍以上。宝丽来我们都很熟悉，做那种拍完就出相片的照相机的。米罗华则是一家生产，扩音设备，和电话机的公司，后来到了 70 年代就不行了，被飞利浦收购。真力时无线电，最早是做收音机的，后来是遥控器的发明者，也是北美第一家做高清电视的企业。但是到了 95 年被 LG 控股。

与上一个十年的重工业制造和军工完全不同，这个十年是美国人消费的十年。为什么会出现这种现象，一个是减税，一个是婴儿潮，46 年二战结束，美国生了一大批婴儿。一直到 1964 年，高达 7600 万人。这也是美国的婴儿潮一代，那么这批人到了 60 年代，刚好处于青少年，对于消费电子，通信，这些新鲜事物，充满了极大地好奇心。对于汽车，家电，也拥有了强大的需求。所以在 60 年代，美国三大汽车股，家电股，都有突出的表现。联想起我们的婴儿潮，80 后这一代，其实也是汽车，家电，手机，当然我们还有房子。这个是美国没有的。

另外，不得不提的是美国的纺织业，在这一时间段复苏，也是婴儿潮提供了巨大的需求，再有一个原因就是技术创新，比如化纤的应用，自动化工艺等等，伯灵顿工业，是一家最大的纺织厂，他也走出了 10 年 10 倍的行情。当然这个跟航空公司一比，又是小巫见大巫了，达美航空可能是这个时间段，最大的妖股，涨了得有 30 倍。

接下来我们看看，69 年到 81 年，这 12 年，美国股市也经历了漫长的 10 年不涨。美国经济也进入了悲剧般的 70 年代。这一切都得先从尼克松上台说起，美国人民对他最大的诉求就是结束该死的越南战争，把通胀降下来。

美联储依旧在为此努力，依旧在加息，但是率先掉下来的，却是股市。上来就跌了一个 5%。当时的市场利率极高，AAA 级企业发行债券，都得要 7.47% 的利率。然而美联储为了抑制通胀，只能持续加息，贴现率加到了 6%。5 月份，加利福尼亚爆发反战游行，6-7 月份，股市大跌了 20%。8 月，美国开始从越南撤军。股市随后一直在低位震荡，10 月因为越南和谈而小幅反弹了一下，然后就又跌了下来，这波下跌的更深了。此时的尼克松，开始批评反战言论，表示不会立即从越南撤军。这也是股市在年底一泻千里的直接原因。结果 1969 年，股市收到了 800 点，全年下跌 15%。

如果说经济强劲，而通胀低是最好的发展时期，那么反过来，经济衰退，利率持续上行，就是非常糟糕的时期，70 年的美国就遇到了这个时刻，当时他们爆发了工资型通胀，也就是说，工人要求涨工资，涨完工资之后，就又推升商品价格。然后再要求涨工资，形成螺旋式上升。面对通胀压力，股市也继续下行，在 2 月，新的美联储主席伯恩斯就任，这个人跟之前的美联储政策观点不同，市场认为，他的政策方向，很可能会更关注衰退，而不是通胀。所以出现了小幅反弹。

但是很快，市场发现，基本面状况很差，工业生产增速，下滑转为负增长。股市开始掉头向下。同时越南战争也出现了全新的变化。美国又向柬埔寨派出部队。相当于越南战争非但没结束，反而扩大化了。这下美国股市就崩了，从 793 点跌到了 628 点。跌幅近 20%。到了 5 月底，美联储出来救市，承诺做好最后贷款人。绝对不会让美国经济因为缺乏资金而崩溃。会提供必要的货币支持。这一度让市场出现 V 型反弹

但是到了 6 月份，宾州中央运输公司破产，尼克松没救，马上股市就又跌了下来。7 月，美联储放宽了房地产的贷款要求，强力托市，才算稳住大盘。11 月美联储又宣布降息，美国股市在 12 月有一波加速上涨，最终全年还涨了 4.8%。

到了 71 年，美联储持续降息。对股市起到了支撑作用。4 月，中美开展乒乓外交，这让投资者看到了和平的希望，股市站上了 958 点。几乎又涨了回去。但是好景不长，5 月份，美元危机又起，大量外汇流向了欧洲国家。资金流出，必然导致股市下跌。这一波又跌到了 830 点。善变的美联储，在 7 月又开始加息了。这一举动大大超出市场预期。这段时期的美联储其实已经成了搅屎棍。你也不知道他到底要干什么

到了 9 月，尼克松出台了新的管控政策，要求控制工资涨幅，控制物价涨幅。这导致市场一泻千里，跌幅达到 14%。一直跌到 11 月，股市才开始回升。在十国集团和美联储转而降息的背景下，这一年股市才算是稳住。最终全年还上涨了 6%。那么到了 72 年，股市又会有哪些表现呢？咱们明天接着讲。

美股 70 年 6：悲催的 70 年代！其实并没那么差

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。昨天我们说到了美国进入了悲催的 70 年代，但是并没有一上来就跌，甚至一开始还表现得很有韧性，美股反复在 800-900 点做震荡。到了 72 年，经济情况似乎还不错，通胀被压下去了，经济增长开始回升，各国在年初也开始纷纷下调利率。尼克松也提交了一份赤字很高的财政预算，但他只强调扩张，不承认会造成通胀。

2 月，历史性的一幕发生了，尼克松访华，中美在上海发表联合公报，一个新时代开启，也释放出了更多的和平信号。3 月美股继续震荡上行，摸到了 957 点。4 月更是到了 969 点，有望再次挑战千点大关。5 月份，尼克松又访问苏联。在莫斯科也进行了历史性的会谈。但是在 6 月，中东形势发生变化，萨达姆开始把外国石油公司国有化，这就触碰了美英法的利益。导致美国出现了能源紧张。

同时，美国爆发了水门事件的政治丑闻，英国也宣布施行浮动汇率。下半年大宗商品开始上涨，通胀压力再次显现。11 月，尼克松再次赢得大选，这个消息也刺激了股市继续走高最终道琼斯收在千点之上，1972 年，美国股市依旧涨了 14.6%

但隐患其实已经发生，比如 72 年底，PPI 大幅飙升，市场利率持续上行，73 年，美联储宣布加息，其他西方国家也开始纷纷调

转枪口，上调利率，来抑制大宗商品价格上涨所带来的的通胀压力。但与此同时，传来了好消息，越南战争基本结束，和平协议在巴黎签订。不过当时市场，更多的反应是加息利空，对于越南停战，基本没有理会。

2 月份，美元危机再度爆发，市场上开始抛售美元，抢购出口和经济更加强劲的德国马克和日元，这导致了日本外汇市场被迫关闭，紧接着欧洲外汇市场也关闭，美元指数断崖式下跌。美国此时开始赖账，宣布美元兑黄金，变成了 42 美元。

到了 4 月和 5 月，美联储又加息 3 次，利率又加到了 6.5%，6 月 7 月，更是加到了 7.5%。随着美国加息，道琼斯指数也是一路下跌到了 852 点。为了控制物价，尼克松直接冻结了物价，也就是说，都不许涨价。

9 月之后市场出现了一波超跌反弹，道指一度回到了 987 点。但是随后石油危机爆发，中东各国，完全停止向美国出口石油。这一度造成了市场的恐慌，这波下跌很严重，1 个月跌去 21%，相当恐慌。结果道琼斯在 1973 年，全年下跌 16.6%。

面对市场大跌，到了 74 年美联储率先救市，调降了保证金比例，但是水门事件和石油危机并未缓解。所以市场再 800 多点反复震

荡。到了 8 月份，坏消息传来，水门事件录音带曝光，里面证据确凿，说尼克松企图掩盖事实真相。于是总统的人设崩塌。很快他就引咎辞职。股市也因此而崩盘。

尼克松离开白宫的时候，道琼斯是 777 点。10 月份的时候，就跌到了 585 点。福特总统是一位存在感比较低的总统，他应该也还没准备好，如何成为美国总统。股市就给了他当头一棒。到年底的时候，道琼斯指数，这一年大熊，全年大跌 27.6%

这一年跌的很惨，但是大家的希望并未破灭，到了 75 年，美联储持续降息，稳定经济，股市也随之上涨，但是这波上涨，纯粹就是政策推动的，经济并未好转，很快就爆出消息，汽车行业因为高油价而萧条。这波股市攀升，一直持续到 7 月中旬，涨到了 889 点。这个幅度已经很大了。都觉得 70 年代，应该是一波大熊市，但是单看 75 年来说，却是一波大牛市，全年大涨 38.3%。涨幅仅次于 1954 年。

1976 年，美股行情，一上来依旧延续了牛市的惯性，从 850 点，一下干到了 1000 点，正当大家以为，这回总该向上突破的时候，他就又不涨了。美联储在这持续下调利率，成交也相当火爆。纽交所在 1 月 30 日成交，创出 184 年的最高记录。

3月海外市场发生变局，英镑再度发生危机。被索罗斯这些人做空，主要也是英国在65到75年这十年，发展的很不理想。人均GDP要低于其他国家，通胀还攀升。索罗斯当时就拿联邦德国跟英国比，德国经济好的多，出口也更强劲，但是马克和英镑的汇率却没反应这个优势，所以他最后就做空英镑，做多马克。主动把英镑推入深渊。

英国的这波危机，并没有对美股造成太大的影响。美股依旧在1000点附近徘徊，当时没人感受到行情很差，也没人觉得危机要来。9月21日，道琼斯指数还摸到了1014点，创出了历史新高。但此后就出现了一波急跌，调整近9%，当时给人的感觉就是，股市很强，但是1000点始终是一道不可逾越的坎。76年，最终收盘在了1005点，继75年大涨之后，再涨17.9%。

股市这个东西很奇怪，往往事不过三，连续三年大涨的可能性很小，所以有点常识的人都应该知道，1977年要加点小心了。果然，冬天就出现了极寒天气。美国出现了天然气荒，9000多个工厂被迫停产，此时的美国总统，换成了卡特，这也同样是一个存在感很低的总统。但是他在1977年一月，启动了310亿美元的经济刺激计划。以应对极寒天气的冲击。不过这个并没有阻挡股市下滑的步伐，道琼斯开年就跌而且是一路缓慢下跌，几乎没反弹。

77 年 3 月，通胀的恐惧再度袭来，CPI 上的很快。这也导致市场利率上升，商业银行，最优惠贷款利率提升。货币政策重新收紧，美国的国际收支也迅速恶化。76 年还是顺差，到了 77 年就变成了逆差。贸易赤字达到了 28 亿美元，这个把华尔街吓了一跳。美元汇率也随即走软。美联储和白宫发生了明显的分歧，白宫警告，如果再加息，就会对经济带来巨大伤害，但美联储根本就不予理会。在一系列坏消息的影响下，美股大跌，11 月就跌到了 800 点。直到 12 月才小幅反弹。全年下跌 17.3%。

78 年的美联储继续加息。主要为了应对美元危机，这波美元贬值是从 77 年 10 月开始的。美元指数大幅下跌，一直贬值到 10 月底，也就是说，贬值了一年。对瑞士法郎贬值了 36%，兑德国马克贬值了 24%，兑英镑还贬值了 16%。这是最严重的一次货币冲击，美元的信用岌岌可危。外汇贬值，通常都会有资金流出，那么自然而然也就造成股市持续下跌。美联储当时还持续加息，所以没有好消息。但诡异的事情发生了。美股偏偏就没跌，4 月份还大幅上扬。涨了近 20% 上去。到了 9 月通胀压力越来越大了，9-10 月份，CPI 已经到了 8.9%。卡特总统释放了严控通货膨胀的决心。11 月份，美联储也是直接加息 100 个基点，利率加到了 9.5%。这么高的利率，美国股市其实吸引力就很差了。所以年底开始大跌，又跌回了 800 点。折腾一年，最后结果其实也还好，

只跌了 3%。

至此美股已经连跌两年，同样第三年，就会充满希望。79 年 1 月，中美正式建交。开年美股就暴涨，然后是小平访美，美国股市一直涨到了 4 月。回到了 878 点，随后经济确实不行了，国际油价也开始大幅上涨，所以股市来了一波急跌。但是到了 7 月份，继续反弹。8 月份，一代传奇，保罗沃尔克当选美联储主席。当然当时没人知道他是传奇，连他自己也不知道。

沃尔克上台马上释放了加速收紧货币政策的信号，利率加到了 11%。10 月份，又加到了 12%。沃尔克一直诟病之前的美联储主席，动作太慢，在 10 月 6 日，他还开发布会，恐吓市场，说准备将利率加到 15%，甚至到 20%也不是没可能。这一下美股就崩了，单周下跌 6.5%。紧接着海外也不消停，美国驻伊朗大使馆被占领，外交官被扣留，爆发了伊朗人质危机。美国和伊朗矛盾激化，原油价格继续暴涨达到 40 美元。股市出现了一波 20%的下跌，但站在 79 年全年来看，反而还上涨了 4.2%。

早在 71 年，布雷顿森林体系解体，尼克松宣布美元停止兑换黄金，那会黄金是 42 美元一盎司，之后就一路暴涨，到了 79 年底已经达到了 524 美元，足足涨了 10 倍。而 1980 年，黄金上涨反而加速了，1 月 21 日竟然达到了 850 美元一盎司，所有人都

在为黄金疯狂，认为只有投资黄金最保值，但是也是黄金崩溃的开始。咱们明天接着来讲。

美股 70 年 7：里根的供给侧经济学

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 1980 年，一上来黄金就展开了一波大疯狂。直接干到了 850 美元一盎司。美国股市开年也还不错，持续上涨。道琼斯指数在 2 月，又回到了 904 点。经济好像有所好转，但最后发现昙花一现。只是因为通胀，引起来那些金属价格涨了，而并非需求增加。美联储还在持续的加息，此时利率已经加到了 13%，股市很快也就掉头向下，到了 3 月底，就跌去了 16%，跌到了 760 点。但随后美股又开始反弹，一路涨到了 11 月，回到了 960 点上方。

其实在 6 月份的时候，数据已经反映出，美国经济进入经济衰退。但股市却并未反应这种衰退，而是一个劲的上涨。到了 6 月之后，美联储反过来开始间歇性降息，这更加刺激了股市，所以在这个

衰退之年，股市的机会反而很大，4月到8月的上涨幅度，竟然高达27%。

到了11月，里根以绝对选票优势，赢得大选，之所以这么赢得民心，就是里根提出的口号，他反对大政府和高税收。并且提出了减税计划。里根上台后，股市给与了一波脉冲反应。再次站上了1000点。但依旧延续了之前的表现，只要碰到1000点，就必然下跌。

1981年，里根经济学横空出世。道琼斯开年表现也不错，但此时有个美国著名投资家，约瑟夫葛兰碧，他站出来强烈看空股市，用它的OBV能量潮战法，他觉得股市已经太高了，能量已经无以为继。在他的大肆看空之下，影响了市场信心，道琼斯大跌。

到了2月，里根总统，提交了著名的经济复苏计划，这也是里根经济学的基本想法。也就是放松政府对于企业的干预和管制，通过刺激供给，自由竞争，创造需求，带动美国经济达到自动复兴，也叫作里根的供给侧经济学。主要方案包括4个，1是大幅减税，个税每年减少10%，3年减少30%，2是削减联邦政府开支，减少财政赤字，3是控制货币供给增速，抑制通货膨胀。4是放松政府对于企业的管控。减少国家对于企业的干预，这其实就是反过来的罗斯福新政，对股票市场确实起到了明显的提振作用。在2

月出现了见底回升，再次涨回到了 1000 点。

不过到了 6 月，出现了变化，美国经济再次进入衰退，工业生产，已经开始大幅下降。而且通胀导致了长债收益率持续上升。所以这一波美股从 6 月 15 日开始下跌，一直跌到 9 月，跌去了 18.6%，跌到 824 点才算是稳住。到了年底，道琼斯全年下跌了 9.2%，经济复苏计划，也并没有带来立竿见影的效果。

至此我们把悲催的 70 年代彻底说完了，但是听完之后，你可能有一个很明显的感觉，好像并不怎么悲催，甚至这中间，很多年都是牛市。好多次触碰到 1000 点就掉下来了，然后再 700-800 点左右，又开始了反弹。也就是说，对于资产配置来说，这个 70 年代并不友好，但是如果你灵活一点，做一些波段，或者做一些风格调配，再平衡之类的，那么在 70 年代，并非没有机会，甚至收获还不小。

70 年代，美国经济的关键词就是滞胀，经济增长减速，工业生产指数降到了 2.7%，经济的波动性明显加大，而随着布雷顿森林体系解体，滞胀就开始出现。72 年到 75 年有一波明显的通胀，77 年到 80 年是第二波通胀。几乎同时，这两个时间段，都发生了美国工业生产指数的明显下行。

随着经济的变化，货币政策也出现了较大的变化，美联储变得实在是太快了，他好像全年无休的在调整利率，有时候一年就会变好几次。70 年代初期，美联储的政策一开始还是降息的，但是到了 73 年就转而加息，75 年又开始降息。77 年之后开始了急速加息，后来沃尔克上台，更是开启了疯狂模式。现在大家都把保罗沃尔克称之为传奇，称之为英雄，但其实最早的时候，大家都管他叫王八蛋，甚至很多人游行逼他下台。从来没有一个美联储主席，不顾经济死活，而拼命加息。所以有的时候，他就是这么世事难料，站在当时看，是一种感受，站在事后看，又是完全不同的视角。

美国的通胀，主要也是受到了石油危机的拖累，美国汽车保有量太多了，被石油输出国组织扼住了咽喉，就跟咱们今天有点像，我们是电子设备产品太多了，结果被别人用芯片威胁。美国当年虽然很强大，但是也要为命运抗争。既要稳增长，又要控通胀，还得跟石油输出国组织掰手腕。但结果还是造成了两波明显的衰退。特别是 73 年到 74 年。之后有一段 2-3 年的经济复苏，但是通胀还是起的很快。78 年底的时候 CPI 就到了 9%，所以这段时间，美联储一直在加息。

79 年第二次石油危机又来了，经济下来之后，但通胀却没掉下来，所以美联储只能继续加息。1981 年，美联储利率加到了 14%

的水平，那你想想看，投资股市哪还有性价比。

下面我们看看，经济结构，68 年到 81 年，名义 GDP 增长其实不慢，有 241%，企业税后利润也增长了 240%，他们同步。美国持续降税，释放了经济活力，从尼克松开始，美国开始扩大税基降低税率。确实刺激了美国企业的发展，81 年美国企业实际税率已经降到了 25%，在 70 年代，还有一个趋势，去工业化之路慢慢开启，啥意思，就是说大量的制造业经济转移到了海外，与此同时，德国和日本等工业新兴国家崛起，开始冲击美国的本土工业。而美国制造业逐渐败下阵来，美国制造业名义增加值占 GDP 的比重大幅下降了 5 个百分点。所以，其实说到底从这时候开始，美国制造业就已经不太行了。

制造业衰败，美国的服务业对经济的贡献，就逐渐提升。金融地产在 GDP 的比重也提升了不少。高企的通胀，让采掘行业，肯定最为受益，增加值年化名义增速达到了 18.9%，排在第一，而第二三位，分别是教育医疗行业，和商业服务业，金融地产和信息，公用事业，休闲娱乐紧随其后，制造业反正是最惨。滞胀的时候，通常制造业都好不到哪去。我们应该尽量的去投资上游，比如能源材料这些，而要规避中下游。值得一提的是，这段时间，计算机也表现不错。属于是硬件科技的产业革命爆发期。硅谷的竞争优势也是这个时候形成的。

70 年代，美国股市原地踏步，但其实看他的基本面，利润增速平均是 11.1% 在增长，反而高于上个 10 年的 8.2%。从利润变动来看，基本跟经济变动周期一致。更令人惊讶的是，ROE 竟然是提升的，1968 年底，是 10.6%，1981 年升到了 13.5%，这期间两波复苏周期，71-74 年，77-79 年都是拉升 ROE 的重要区间。

那么问题来了，盈利能力提升，为啥美股不涨呢？原因就是估值大幅下降。69 年到 81 年，标普 500 指数的估值下降了一半，从 17 倍，降到了 8.1 倍。也就是说 69 年的 1000 点，跟 81 年的 1000 点，虽然都是 1000 点，但是完全不一样。估值下降了一半，相当于每年收益损失了 5%。所以这段时间没有回报，也是很正常的。所以，长期来看，基本面是不会让你亏钱的，即便再差的经济，指数当中也都是一个国家最好的生意，这些生意 9 成的概率都是持续增长的。真正让你亏钱的原因，99% 都是估值下降。所以投资的事情，就变得很简单了，看到估值便宜就买，看到估值贵了就卖。不高不低你就拿着别动，让他慢慢的增长。这就是长期投资的秘诀。当然绝大多数人，还无法理解这其中的智慧，你把这段文字可以抄下来，贴到墙上，每天睡觉的时候，默念一遍。慢慢你就找到智慧的感觉了。一定要记住，天下没有涨不起来的股市，因为经济在发展，科技在进步，货币也在超发，三重因素作用下，股市的回报肯定是有所有资产中最高的。我们要做的就是，

尽量避免在估值中位数以上去投资。比如沪深 300, 13 倍以下, 随便买。17 倍估值以上就别买了, 20 倍以上就小心了。

不要害怕市场 10 年不涨, 他 10 年不涨的只是价格, 而内在收益其实一直在涨。压制的只是估值, 但估值这东西, 他就是情绪, 情绪总有起落, 一旦情绪回来, 之前欠你的, 都会加倍补偿回来, 压根不用太过于担心。明天我们来看看, 70 年代, 这么差的美股行情当中, 如果你押对了方向, 能不能赚钱?

美股 70 年 8 : 70 年代买对了方向照样赚钱

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。昨天我们讲到了美国悲催的 70 年代, 但其实行情并没有想象中的那么糟, 之前很多书都讲, 如果我们都拿指数, 在 70 年代是没有收益的, 确实如此, 但是我们昨天也看到了, 这其中其实有很多次大波段的机会, 都可以去把握。至少做一些仓位上的调整, 或者再平衡, 也是可以赚钱的。那么今

天我们再看看风格，如果你买对了方向，就像我们说的，通胀周期之下，去投上游的石油股，会怎么样，以埃克森美孚为例，69 年净利润是 12.4 亿美元，81 年就变成了 55.7 亿美元，净利润增长 4.5 倍，营收提升更是达到 7.2 倍。而整个能源板块，在悲催的 70 年代，涨幅将近 2 倍。必选消费和电信，以及不太受通胀影响的金融，涨幅也都在一倍以上。表现最差的就是可选消费和信息技术。这里我们得着重讲一下消费股，在大家的印象里，消费是有抗通胀属性的，这其实也不一定，要看他是否具备，向下游转嫁成本上涨的能力，也就是说，要看他的消费需求是否刚性。从这块来说，必选消费稍微好一点，特别是食品商超，这些老百姓离不开的东西，表现要好很多，而一些家庭个人用品，则表现很差，饮料和烟草也不乐观，说明收入降低后，大家开始纷纷削减这部分开支。最差的是可选消费，因为大部分可选消费都跟贷款关系更强，经济如果不好，会严重影响贷款意愿，特别是汽车，如果房地产状况不好，通胀高企，会严重影响购车意愿。而比汽车还差的就是百货零售，他跟必选消费的区别就在于，百货价格要个更高，更奢侈的一类消费。这类消费受到高通胀冲击的影响是最大的。

在 70 年代，美股还发生了一次历史级别的大小盘切换，在 70 年代初期，爆发了漂亮 50 行情，典型的就运通，辉瑞，雅芳，强生，迪士尼，通用电气，柯达，可口可乐，麦当劳这些公司，

他是从 70 年后半段开始，一直持续到 73 年初结束，这些漂亮 50 大多涨了一倍左右。他们的特征就是，制造业，主要集中在饮料，医药，信息科技，原材料和金融等行业，且利润丰厚，Roe 显著高于同行。都具有很强的行业集中度。

但是在漂亮 50 行情结束之后，市场很快出现了 180 度大逆转，切换到了小票行情，并且持续时间更久，一直持续了 10 年，到 1983 年才重新切换。作者说，之所以发生这轮切换，最主要的原因就是科技革命爆发，一系列电子技术，生物工程技术，新兴材料技术，开启了产业革命。比如我们现在的一些伟大的公司，都诞生于这个时间段，像英特尔诞生于 1968 年，微软是 1975 年，苹果 1976 年，甲骨文，1977 年。所以这就告诉我们，有没有技术革命，是一个重要的风格切换的标志，投资这个玩意，其实最关键的因素，就是要与这个时代最伟大的生意为伍。反过来说，当小而美的科技公司，正在发生产业革命的时候，大而全的科技巨头，通常表现不会很好。比如 IBM，柯达，施乐，这些巨头，也只是在漂亮 50 的时候，表现了一下，之后很快也就都掉下来了。

下面我们看看，波澜壮阔的 80 年代，这是美国一轮特大牛市的开启，但是他也分为了几个阶段，先说 82 年到 87 年，里根的供给侧经济学，加上保罗沃尔克的持续加息压通胀，美股爆发了改

革牛行情。

但之前，我们也说了，供给侧改革并未让股市上来就转暖，里根的第二年，市场也没有什么好脸色，到了 1982 年，市场开年大跌，这段时间，已经有了更科学的标普指数，所以我们用标普代替了道琼斯来刻画市场，82 年开年，标普 500 指数，下探了 12%，当年跟 2021 年有点像，也是美国在不断的反垄断，AT&T 被分拆，IBM 最后达成和解。此外，短期利率也继续上行，最高到了 15.5%，不过通胀显然已经掉下来了，CPI 从最高点快速回落。82 年 3 月已经跌到了 2.7%。这里老齐多说一句，通胀掉下来了，但是沃尔克却依旧在紧缩，当时美联储的思路是，药不能停。之前通胀反反复复，都是因为停药过早，美联储经常很快就转向了，但这次沃尔克守住了压力。在被人骂成狗之后，依旧坚持持续加息，矫枉必须过正。这其实也是他的伟大之处。做到了别人没有做到的东西。

82 年 5 月，经济其实依旧没有好转，甚至还在陷入衰退的状态。工业生产已经是 -5%，到了 6 月，第五次中东战争爆发，股市继续下跌，同时国债利率也跟着下行。此时美联储的货币政策才开始转向降息。到了 8 月份，坏消息再次传来，拉美债务危机爆发，墨西哥宣布，已经无力承担 800 亿美元的外债。这引发了一系列连锁反应，巴西，委内瑞拉，阿根廷，秘鲁，智利等国家相继出

现偿债困难。一时间可谓是风声鹤唳。但是此时，所罗门兄弟的亨利考夫曼，大胆预测，债务危机到来，全球资本回流，美国利率肯定还要大幅下降，劝大家取出现金投资美国的股债。凭借此判断，考夫曼一战封神，

果然 8 月开始，美股开始大涨，到了 11 月，短短 3 个月时间，美股涨了 40%，此后美联储持续降息，美股保持强势，整个 82 年，最后美股还大涨了 15%。所以你担心的那些坏事，未必对股市就是坏事。如果大家都这么想了，甚至已经非常充分的且过度的反映在了价格上，该卖的不该卖的，最后都把股票给卖了，那么市场也就该反转了。我们见到太多这种情形，大家都害怕的坏事发生的时候，股市反而开始了逆转。同样的，当大家觉得天大的好事发生的时候，反而是市场见顶的标志。因为当你觉得这是天大的好事，或者天大的坏事的时候，其实你的预期已经发生了明显的变化。牛市中你很难看到天大的坏事，熊市中你也不会相信天大的好事。虽然都说，别人贪婪我恐惧，别人恐惧我贪婪，但其实别人贪婪我更贪婪，别人恐惧我也更加恐惧。人性就是这样。

到了 1983 年，市场已经出现了明显的回暖信号，从 1 月一直涨到了 7 月，相当于标普指数又涨了 20% 上去。这段时间经济改善，利率下调，一切都看似那么和谐。是一轮明显的戴维斯双击的机

会。

到了6月份,美联储主席保罗沃尔克宣布将提升M1的目标上限,这意味着货币政策有望进一步的放松,当天标普又是大涨。但随后却开始了震荡,一直震荡到了年底。最终标普500指数,全年上涨了17%。

到了1984年,更是一个总统大选年,按照历史规律推断,这一年上涨的概率是极大的,所以大部分投资者,都对这一年表示足够的乐观。但是仅仅涨了几天,就出现了一波急跌,标普从170点跌到了150点。导致市场持续下跌的主要原因是因为对于财政赤字的担忧,二战前后的美国政府,大多都追求过财政平衡,虽然最后也没能实现,但是总体来说,起码不能做的太过分。60年代财政赤字平均也就每年56亿美元,并不是很严重,但到了70年代为了应对石油危机,最后扩大到了350亿美元,里根上台之后,进一步玩命花钱,81年790亿美元,82年1280亿美元,83年2000多亿美元。同时预测84-85年预算,也都接近2000亿美元,堪称花钱小能手。注意这里一个知识点,供给侧改革,意味着大量的赤字,也很烧钱。

对于财政赤字的担心,让股市出现了一波急跌,这也给了里根压力,最后搞笑的一幕出现了,3月中旬,里根提出了一个3年削

减 1500 亿美元赤字的计划，要削减军费，然后还要加税。此时加税反而对市场变成了利好消息。出现了一波弱反弹，但是很快就又不行了，大家后来，可能也逐渐琢磨过来了。

到了 5 月，一个重要的恶性事件爆发，伊利诺伊大陆银行发生了挤兑，这是一个美国排名前七的银行，也是芝加哥最大的银行。虽然很快得到了援助，但这个恶性金融事件，还让股市发生大跌。标普 500 指数，从 160 点，跌到了 150 点以下。但是到 8 月，出现了一波急速拉升，还是得靠美联储，沃尔克公开表示，还是要坚定不移的宽松。货币政策不会收紧，这就给了股市很大的信心，拉回到了 165 点，并维持到了年底。整个 1983 年，美股走出了波动行情，中间挖了个坑，全年只上涨了 1.4%。明天我们来讲讲 1985 年到 1987 年，这是金融史上很重要的一段时期，日本签了广场协议。美元对日元出现了大贬值。

美股 70 年 9：历史最大牛市在巨大的悲观中启航

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 1985 年，这段时期，美联储反复重申，通胀已经得到了控制，货币政策保持了连贯性的宽松。股市开年就出现了一波拉升，涨到了 180 点以上。涨幅达到 10%。随后就进入了震荡行情。

1985 年 2 月，美元指数达到了历史高点，164 点，5 年升值了 1 倍，到了 9 月份，美国与日德英法签订广场协议，意思就是 5 国政府联合干预外汇市场，让美元有序贬值。做法就是 5 国联手抛售美元，进而带动了投资者抛售。造成了美元汇率的急跌。相应的日元和马克升值比较多。这轮美元贬值，反而被市场理解成了大利好，股市再度向上涨，年底的时候已经涨过了 200 点。所以汇率的表现，其实跟股市没有特别明确的联系，有的时候升值是利好，有的时候偏偏贬值才是利好。这都不一定的事。关键看投资者站在什么样的情境当中，如何去解读这些消息。85 年，标普 500 指数，全年大涨了 26%，但其实这一年的经济并不是太好。

这点从石油价格就能看出来，之前是石油危机，而到了 85 年开始转为石油过剩，主要是美国经济开始有衰退迹象。拉美也刚刚爆发金融危机，所以石油价格在这段时间跌的很快，80 年代初还有近 40 美元一桶，85 年底油价跌到了 26.5 美元一桶，几乎就是白菜价，但是 86 年 2 月，跌到了 15.9 美元，到了 7 月干脆跌到了 9.6 美元一桶。这在当年就跟负值交割一样，刚刚经历过石

油危机的人，根本想象不到，油价怎么会便宜到如此程度。86年的美国股市，照样在涨，6月份就涨到了240点。当时的经济基本面，根本就不是股市主要关注的变量，其实那时候的工业生产，同比几乎都已经不增长了。而且对所有的利空消息也是视而不见，比如86年4月，爆发了著名的切尔诺贝利核泄漏事故，这引起了世界的震惊。但是股市完全没啥反映。反而是9月之后，出现了一轮急跌，但这时候消息面到相当平静，在找原因的时候，很多人都把矛头指向了程序化交易。也就说明，很多量化交易可能已经开始主宰市场，迹象就是，在股市表现很好的时期，多次出现单日暴跌。但很快又能收回，因为量化其实是不反应基本面的，他更反应的是技术走势。这其实也为87年股灾，提前做了预演。但是2个月就回来了，所以并未引起大家足够多的重视。大家现在普遍认为，美国股市就是一只打不死的小强了。86年继续全年大涨14.6%。

接下来，市场就进入了令人亢奋的1987年，经济基本面开始迎合股市出现回升，1987年1月，道琼斯指数也历史性的突破了2000点，这里面我们简单回顾一下，1972年11月，道琼斯第一次站上1000点，但是10年后，1983年2月，也才涨到1100点，10年才往前迈了一小步，但是总算是站稳了1000点，1985年底，道琼斯1500点，随后就比较顺利了。7年初，达到了2000点。此时标普也涨到了274点，一个月涨了13%上去。此时其实

没有人在意，美元正在大贬值。当时市场的主要解读就是，政府在主动促进美元贬值，所以不必过于担心。

到了2月份，卢浮宫协议签署，各个国家又开始决定，稳定国际货币市场，停止由广场协议导致的美元贬值，也就是说，主动贬值，这时候就不存在了，但这个变化，在股市上也没有反映出来。到了3月底，股市已经上涨了近25%。

随后指数的抖动开始明显加大，特别是在5月之前，美日当年也打了一波贸易战，里根，宣布对价值3亿美元的，来自于日本的商品加征关税。包括计算机，电视机，电气设备等。到了6月，保罗沃尔克的美联储主席，被格林斯潘接替，一个传奇，就此谢幕，另一个传奇开始了他的表演。此时美国年度涨幅已经接近了40%。这种涨幅之下，其实是比较危险的。格林斯潘可能也没有准备好，他9月份，竟然开始加息，这一下就把股市搞崩了。一个月之后的10月6号，标普指数大跌2.7%。开启了暴跌之路，之后10天，出现了好几次2%以上的下跌，直到10月19日。历史上著名的黑色星期一出现，股市一开盘遍出现收不住的下跌。一天时间跌去了20.5%，道琼斯跌了22%。超过了1929年大萧条时期的暴跌记录。整个交易系统瘫痪。

美股暴跌式的股灾，迅速蔓延到全球，英国股市也暴跌10%。日

经指数两天跌幅 17%，恒生指数也跌了 11%。当时香港联交所甚至为了让投资者保持冷静，而休市 4 天。但是这并没有带来缓解，反而积压了情绪，在 4 天后复盘的日子，恒生指数暴跌千点以上，跌幅达到 33%。创出世界股市历史记录。其实这个不难理解，香港本来就是个离岸市场，全球金融危机爆发，大家都要拿钱回去追加保证金，你还休市，不让大家把钱拿走，那么其实就更加破坏了信心。即便那些不差钱的，最后也来抛售了。所以离岸市场，重要的一定是信用。

87 年这波股灾中，美联储发挥了巨大的作用，格林斯潘当时正在出差，得到消息会迅速返回，并第一时间为市场投入了巨大的流动性，国债利率 90 度角下落，这才没有爆发连锁反应，黑色星期一之后，美国股市爆发了巨大的震荡，涨跌 5% 以上的行情，发生了好几次。但总算没有再往下崩溃。就这样一直大幅波动到年底，这一年总算是稳住了，结果 1987 年，全年还上涨了 2%，只是这一年的波动过于惨烈。绝大多数投资者恐怕都赔了 30% 以上。

我们来简单盘点一下这 5 年，其实美国经济刚刚走出滞胀泥潭，表现也就一般般，82 年到 83 年，商业投资和出口下降的都尤为严重，工业生产也都在负值区间，经济从 83 到 84 年，出现了一波快速的复苏，也标志着美国的经济复苏完成。但是随后，由于

贸易冲击的问题，经济再次走软。美联储的持续降息，反倒成了市场的唯一亮点。

到了 86 年经济再次出现复苏，主要是税改，被里根称之为，第二次美国革命，采取了宽税基，低税率的方式，个人所得税税率降到 28%，企业所得税最高税率降到 34%。低税率刺激了经济的较快增长，86 年和 87 年 GDP 达到了 3.5%，超出了很多人的预期，但其实也不用太羡慕，因为这段时间，经济 GDP 增长了 51%，但是企业税后利润几乎没有增长，出现了明显的分化，为啥降税了，企业却没赚到钱？答案就是在宽税基三个字，也就是说，最高税率降了，但是交税的人多了，偷税漏税管的严了，很多原本个人承担的税负，都转移到了企业身上。

从经济结构来说，美国的三大产业没太大变化，依然是制造业，金融地产，和批发零售，只是金融地产持续提升。随着通胀持续回落，采掘行业增加值持续下行。甚至年化增速是-8%，而表现最好的是商业服务，教育医疗，公用事业，金融地产，都有 9-12% 的增幅。制造业的利润增速，则在这段时间出现了首次负增长，年均负增长 4.2%，近半数制造业细分行业利润都有所下降，耐用品稍微好于非耐用品。石油煤炭企业最差，基本都是巨亏，年均下降 18.6%，所以投资就是这样，得看天时。不能老觉得制造业是经济的支柱，有时候你以为的并不是你以为的，制造业也要分

时间段。在通胀和工资大幅上涨之后，制造业其实很难再有竞争力。所以最后就是大量转移。本土只做利润率更高的科研和设计类工作。

再来看看这段时间美股的 ROE 水平，也不好，82 年的时候达到 13%，到了 86 年-87 年已经跌到了 10.7%，随后才底部回升。那么有人疑问了，这段时间经济不好，盈利不好，那么股市到底涨的是什么。很简单，就是估值，1982 年，美股标普 500 的估值只有 7-8 倍，跟 2022 年 10 月的港股差不多，而到了 87 年股灾之前，市盈率已经涨到了近 23 倍，估值为啥拔高那么多，主要是长端利率大幅下降导致的，81 年 14%，87 年跌到了 8.8%，而且下降趋势十分明显。这就增加了市场的风险偏好

到了 87 年底，从市值来看，IBM 第一，埃克森美孚第二，通用电气第三，AT&T 第四，杜邦第五，基本就都是大家耳熟能详的名字了。这轮行情，又是消费股表现最好，必选消费和可选消费分列前两位，然后是电信，公用事业。这里面有一个重要的信息，明天我们再总结给大家。

美股 70 年 10：真正的改革牛！消费牛

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 82-87 年这段时间，消费表现最好，这里划一个重点，只要是通胀下降，利率下降，货币宽松，减税，大概率对消费有利。消费好不好，其实最简单的逻辑，就是看老百姓手上有没钱。老百姓手上钱多了，消费必然好，老百姓手上钱少了，未来的经济预期也不好，那么消费也就不可能好。

这波美股上涨的基本逻辑，确实是改革牛，改变了市场担心的通胀问题，让经济再次充满希望，这就提升了大家对于风险偏好期望，所以拉升了估值。另外，也大幅降低了无风险利率，让权益资产吸引力进一步提升。虽然在一开始没有显现改革的成果，但是 86 年以后，美股的 ROE 确实也出现了全面的提升。所以投资当中什么最重要，这是一个超级有智慧的问题，通过美股 70-80 年代的分析，我们发现，好像股市涨幅与企业利润涨幅并不同

步？那么他到底跟什么有关？其实答案是 4 个字，叫做风险偏好。大家愿意承担风险的时候，市场就会表现很好，当大家不愿意承担风险的时候，股市就会很糟糕。风险偏好指标看什么，看存款和国债，存款增加，购买国债的人多了，那么股市一定不好。相反，存款搬家，国债也没人买了，利率上升，那么股市一定会很好。比如 82 年到 87 年，经济不是很好，企业业绩也没那么多改善，但是长债利率一直在下降，说明风险偏好越来越高，那么股市肯定也就越来越好。09 年到 2021 年的美股也是如此，市场利率持续下行，风险偏好持续提升，所以股市就是大牛市。反观我们的市场利率，基本上是横着走的，2008 年的利率中枢就是 3%，现在还是 3%。所以风险偏好就没怎么提升。再加上这几年房地产成为了最好的风险资产，所以股市表现就没怎么涨。那么怎么去抓拐点，其实就是长端利率降无可降，或者存款加无可加的时候，再加上央行和政策拼命刺激经济的时候，往往就是风险偏好的拐点到来。所以站在 2022 年的 10 月初，我们并不应该悲观。

82-87 年的美国股市，是一个消费的黄金时期，表现最好的是沃尔玛，走出了 5 年 10 倍的行情，孩之宝和盖普也都是 10 倍股，箭牌口香糖和联合利华也都有 4-5 倍的涨幅。著名基金经理彼得林奇，在这段时间也是一战封神，麦哲伦基金当中 5 大重仓股，买了 2 家汽车，克莱斯克和福特也都是 10 倍的行情。通用也有

不少上涨，但是因为市值太大，所以涨幅逊色不少。

公用事业行业，表现也很好，主要得益于利率敏感，他们都是重资产行业，所以利率下行，释放出来的就是利润。在利率下行期，他们也会走出很好的超额收益。

这段时间的科技股表现很糟糕，整体跑输市场，之所以这样，就是因为此时正处于技术的转型期，经过 70 年代后期的高成长后，信息技术产业被寄予厚望。但实际情况却让大家有所失望。当时有人提出，IT 无处不在，而他对于生产率的推动，却微乎其微。所以这还是预期的问题，科技和成长并不是万能药。当市场预期过高的时候，就要格外谨慎，他很容易让你失望。

接下来，我们看看大牛市的第二阶段，1988 年到 1994 年，87 年的股灾给人留下了深刻的印象，甚至很多投资者因此而跳楼。但其实他只是一瞬间的灾难，到了 1988 年，指数延续了稳步攀升，逐渐恢复，美元汇率也逐渐得以稳定。但是此时的市场，犹如惊弓之鸟，1 月 8 日，又突然暴跌了一个 6.8% 下去，而且又是毫无征兆，其实这就是心理影响，当所有人都担心在发生一次股灾的时候，往往就会透支卖出，所以波动会相当的大。而且当年的程序化交易，也起到了不好的作用。

这次依旧是有惊无险，1月下旬开始反弹，一直涨到了3月，随后再次出现大幅震荡调整，冲击主要来自于美元汇率，美元在那个时候一直走弱，经济不好，加利率下降，贸易逆差，都让美元倍感压力。当时美联储也有点矛盾，降息对汇率不利，加息对经济不利，最后还是损失汇率。所以左右为难，5月底标普500指数回到了原点。

美国股市也一直在先降息，再加息的影响下，震荡到11月，这时候老布什当选美国总统，但后来苏联把美国救了，戈尔巴乔夫宣布裁军30%，大大削减武器装备的数量。这个消息刺激了美股的做多热情，年底一波拉升，让全年上涨了12.8%。否则这一年行情，实在平平无奇，没啥亮点。反而大幅波动之下，投资者很难坚守。

到了1989年，美国经济开始逐渐好转，老布什和里根完成交接，此时里根政府留下的是巨额财政赤字，但美元指数开始反弹，也提升了美股行情。前两个月就涨了10%。短暂调整后4月底，接着涨，一直涨到了8月份，然后开启了震荡模式。此时垃圾债市场出现问题，信用危机导致了市场风险偏好迅速下降，这让美联储的货币政策突然转向了降息。

10月13日，出现了黑色星期五，标普又来了一次高台跳水，一

天跌去了 6%，到了年底，美国储贷业协会危机也开始爆发。从全年来看，89 年指数上涨了 27%，表现相当不错。

但是转到 90 年，全球股市突然都在下跌，美股一上来也是一波急跌，跌幅都在 10% 以上。市场开始担心经济硬着陆的风险，如果对经济熟悉的朋友其实应该已经猜到，当时日本市场发生了股灾，或者说是大崩溃，恐慌情绪传递到了全球市场。

在 5 月初，美股出现了反弹，几乎涨回到了前期的高位，到了 7 月，道琼斯指数更是冲过了 3000 点关口。

8 月份，坏消息再度传来，伊拉克入侵科威特北部，海湾战争爆发，原油价格涨了一倍，第三次石油危机爆发。美国肯定也会采取军事行动，这一举动，让美股暴跌，标普指数跌去了 20%。跌到了 10 月才见底。纳斯达克则跌了 31%。美股在这一年大喜大悲，喜的是道琼斯又创新高，而悲的是，最后做了一轮过山车。承受了一轮惨烈的下跌。从年度跌幅来看，道琼斯跌了 7%，标普跌了 4%，纳斯达克全年跌了 18%，这是 1981 年以来最差的一年。

到了 1991 年，房价也降到了 1982 年以后的最低水平，12 月的时候，PMI 竟然跌到了 40.8，美股一副衰退的样子。海湾战争全

面爆发，老布什下令轰炸了巴格达，发起了沙漠风暴行动，但是令人意外的是，美股却突然大涨，道琼斯第二天涨了 4%。到了 2 月继续涨，这一波 2 个月的反弹，标普指数涨了 18% 上去。纳斯达克涨了 26%，之后蓝筹开始震荡，但纳斯达克继续上涨。所以有时候股市就是这么奇妙，发生了战争，经济很差，市场风险偏好反而大幅提升了，当时大家想的是，美联储会大幅调降利率，从而刺激经济。所以事情本身有时候并不重要，重要的是情绪到底是怎样的，同样的事，情绪不一样，他也会向不同的方向去解读。

到了 6 月，PMI 确实转好，站上了枯荣线，但这时候股市却不怎么涨了，主要是因为日本那边问题严重了，以前是光股市跌，现在楼市也崩了。引发了金融危机。此外还有很多坏消息传来，比如大企业业绩不及预期，苏联出现了八一九事件，但美国股市基本没啥反映，就这么一直横盘震荡到年底，在全年的最后几天突然上涨 10%。导火索是 12 月欧共体成立。西方阵营明显取得了压倒性的优势。

不过这波年底反弹，并未持续很久，到了 92 年就转而下跌，一直跌到 4 月份，原因就是美联储释放了，不再继续降息的消息。到了 4 月份，美联储却突然降息 25 个基点，这让全市场都没想到，于是产生了预期差，美股开始反弹，但后来又是因为日本股

市崩盘，而中断。之后一直震荡到 10 月份，都没啥起色，三季度业绩披露之后，利润高增达到 18%。GDP 也表现不错，所以股市开始了反弹，11 月初，克林顿当选美国新总统。推动了股市加速上行。年末这轮行情，纳斯达克又涨了近 20% 上去。从这时候开始，投资风格已经明确偏向了纳斯达克，标普和道琼斯的涨幅，通常要小得多。明天我们再来看看 93 年和 94 年的表现，顺便再盘点一下，这个阶段的市场结构特征。

美股 70 年 11：战争+金融危机！你悲观了吗？

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，今天我们来看 93 年，克林顿上台，面临着两大麻烦，一个是战争，一个是经济低迷。在 1 月，美英法，动用 100 多架作战飞机，把伊拉克南部的军事设施，全都轰炸了一遍，股市受到这个消息的影响，先跌后涨，炸完之后，基本开始上升，涨到 2 月，已经是 445 点了，但随后又来了一轮急跌，

主要原因就是，克林顿提出的经济振兴计划，这里面强调了由消费转向投资，同时还要削减赤字，削减政府开支。同时要求白宫裁员，也要求提高公司税率。特别是要对企业加税这个事，肯定是当成负面消息来解读，所以很快，指数就又跌回去了。

到了3月初，因为长端利率创出新低，所以很多共同基金，涌入美股市场。推动股市再度反弹。到了4月经济好像又不行了，PMI又掉到了枯荣线附近。市场再次出现一轮急跌。

但从4月开始美股又开始了一路上行，当时通胀很低，利率也是持续下行，这些都支撑着美国股市，到了三季度的时候，业绩增速也超预期，还有个上升加速的过程，整个93年，标普500和纳斯达克涨幅都在15%左右。

94年也依旧延续了不错的趋势，但到了3月份，美联储短期内2次加息，再加上墨西哥再次爆发了金融危机，美国股市出现一波急跌，但其实幅度也不大，不到10%。顶多算是正常调整，4月份的时候恢复上涨，6月份又是一轮急跌，是因为美元汇率这时候太弱。已经创下了20年新低。市场都在猜测，美联储可能加速加息，以对抗汇率走弱，所以说到底，大家其实怕的不是贬值而是加息。

94 年美国 GDP 挺不错，达到了 4.3%，这已经是 92 年以来最好的数字，经济复苏看到成效，但是通胀也有上升的苗头，CPI 也升到了 3%。于是在 9 月之后，美股又跌了下去这一年反反复复，最后三大指数微微下跌了 2 个百分点。

不过 94 年，债市却遭遇了巨大的危机，由于美联储的紧缩，基准利率上升了 250 个基点，十年期国债大涨 214 个基点，2 年期更是上升了 357 个基点，所以发生了债灾，美国债券市场，损失了 6000 亿美元的市值，而全球债券市场，损失高达 1.5 万亿美元。

我们来简单盘点一下，88 年到 94 年这段时间，标普指数从 250 点涨到了 450 点，显然依旧是一个牛市，但这个过程并非风和日丽，包括美国储贷业协会危机，日本泡沫，第三次石油危机，海湾战争，欧洲货币危机，美国债灾等等问题，美国工业生产指数，到 91 年跌到谷底，随后反弹。但也没有出现太高的增长。

在 94 年之前，美联储的政策都是宽松的，直到经济起来了，通胀抬头了，美联储才开始转向加息。所以这段时间，支持股市走强的最主要一个因素，可能就是货币宽松。直到克林顿的经济振兴计划落地，美国经济才逐渐得以复苏。这事其实也挺有意思，值得研究，都叫经济振兴，有时候要扩大财政支出，大搞赤字，

减税降费，有时候反而要削减预算，提高企业税负。所以好像怎么说都有理。那么你说，里根和克林顿到底谁对谁错，好像都对了。克林顿对美国经济的贡献，也是不可磨灭的。所以天时很重要，你得顺势而为，经济问题，没有一针就好永远适用的方法。

88 年到 94 年，GDP 增长了 50%，企业税前税后利润，反而大幅增涨了 82%和 96.7%，那么肯定是因为美国企业的实际税负降低了。87 年是 32%，91 年降到了 27%，克林顿之后给提升到了 29%。整个美国经济大踏步向服务业转移，金融地产的比例已经超过了制造业，商业服务和教育医疗占比也都有提升。

特别是教育医疗，在过去几十年当中，他的产业增加值都是位居前列。94 年之前，由于通胀依旧比较弱，所以采掘业表现最差。这是个知识点，一般消费和采掘是两个跷跷板，通胀高采掘好，消费和制造业比较差，相反，通胀低，采掘就差，相应的商业服务业就会更好。而农林牧渔则常年比较菜，不是一个投资的好选择。金融地产和教育医疗则常年能排到上半区，所以你要是拿不准宏观的话，买他们也能跑赢市场。

92 年之前，上市公司的单季净利润是持续下滑的，情况非常不好，92 年之后，利润才开始明显回升，ROE 也大体如此，所以 90 年代初的这轮衰退，其实还是挺明显的。但是这就叫做富贵

险中求，经济形势很差的时候，股市从 250 点涨到了 400 点，经济形势明显转好之后，股市只是从 400 点涨到了 450 点。为啥会出现这个情况，因为 92 年之前有一轮快速的估值拔高，到了 92 年之后，估值就又开始回落了。所以估值的变化，影响了你的收益。这个估值就是市场流动性，情绪和风险偏好的综合反应，你很难去对他进行预测，我们能做的就是等待。有的时候，确实没道理，也不太讲理。

再看看这几年的行情特征，此时通用电气已经成为了市值最大的公司，然后是 AT&T 和埃克森美孚，IBM 则掉的比较多，掉到了第八位，我们也看到了越来越多的信息科技公司，冲上了排行榜，比如摩托罗拉和微软，92 年之前，每股收益和指数表现，甚至是负相关的，92 年之后才重新回到正相关，而估值正好相反，在 92 年之前，拉动指数的主要是估值，92 年之后，反而估值有所下降。

在所有行业表现中，还是必选消费表现最好，像可口可乐这种公司，从 1981 年就开始大涨，巴菲特是从 88 年进去的，其实可口可乐已经涨了小一半了，股神一直买到了 94 年，基本上是一个主升浪时期，买完之后到 97 年基本就不怎么涨了。然后就一直横盘 12 年。作者说，巴菲特的成功，其实最主要就是买对了可口可乐 ROE 的上升曲线，形成了戴维斯双击，但如果从 98 年

到 2018 年来算，其实可口可乐是跑输大盘的。所以巴菲特其实也就赚了前三分之一的钱。 再说说可选消费，在 82-87 年，他表现很好，在 88 到 94 也还说得过去，由于当时房地产周期开启，诞生出了家得宝这种做装修的大牛股， 6 年涨了 18 倍。

1991 年房地产周期也开始复苏，地产是周期之母，地产销售持续提升，对于经济无疑起到了巨大的拉动作用。由于他带动的产业链很长，所以一大堆行业，也都获得了增长。汽车，家居，建材，家电，这些可选消费都跟房地产息息相关。我们在宏观经济的模型刻画当中，也把房地产销售列为了重要的量化指标。

90 年代初期，还爆发了一波生物技术泡沫，很多小公司都出现了暴涨，但是没能延续多久，92 年之后就陆续破灭。一系列科技公司也逐渐上市，比如思科，甲骨文，微软等等，这些科技公司，在这段时间，也都走出了 10 倍行情。特别是思科，90 年上市，94 年已经涨了 20 倍。很恐怖！这东西你其实也很难拿得住。

当然这时候，还没到鸡犬升天的程度，科技股也并非是集体的表现出色，像数字装备，德州仪器，IBM，莲花软件，特别是我们大家最为热衷的苹果公司，这时候表现都很不好，甚至跑输市场。

由于发生了储贷业协会的危机，所以银行股表现比较差，特别是

在 90 年之前，严重跑输市场，91 年之后，房地产市场转好，银行才快速拿回优势。

接下来我们讲 95 年到 2000 年，美联储主席格林斯潘，管这段时间叫做非理性繁荣。他 96 年就提出这个警告了，结果 2000 年之后，科网泡沫才破，所以即便是美联储主席，也没办法预测股市。也会被啪啪打脸。如果你听了格林斯潘的建议，那么可能会错过美国股市历史上，最为波澜壮阔的主升浪。

94 年其实经济已经有点过热，美联储 6 次加息，给经济降温，到了 95 年这种加息依旧持续，但市场认为，经济增速已经放缓，通胀可控，经济软着陆基本实现。格林斯潘也表态要停止加息，于是市场沸腾，道琼斯指数突破 4000 点。95 年的市场可谓是一路上行，中间几乎都没有调整，波动率非常小，就这么一直涨到了年底。那么是不是经济就一帆风顺呢，其实也并非如此，5 月的时候 PMI 还掉到枯荣线以下，零售数据也曾经恶化，一度有人担心，软着陆成了伪命题，但很快美联储降息 25 个基点，这反而成了股市继续上涨的动力。紧接着财报公布，美股第二个季度，单季盈利增速超过 25%，维持了 10 个月 20% 的高增速。股市更是一飞冲天，11 月，道琼斯破了 5000 点。这一年末，道琼斯涨了 34%，标普涨了 33%。纳斯达克涨了 40%，这都是创纪录的涨幅。明天那我们看看 96 年，看看格林斯潘是怎么被打脸的。

巴菲特是怎么挨骂的

美股 70 年 12：非理性繁荣！巴菲特挨骂

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，看看 1996 年，美联储主席格林斯潘的警告，1 月份，美国政府因为预算问题停摆，造成了市场的短暂下跌，但是到了月底，就迎来了美联储降息，股市开始持续反弹。到了 2 月，美联储表示，经济已经回到了正轨，于是有人猜测，可能是格林斯潘要停止降息了。所以此时，市场开始犹豫不前，在这里震荡了好几个月，一直盘整到了 5 月。才重新上涨。又上了一个台阶，但到了 7 月又掉下来了，主要是因为国债收益率太高了，当时已经破 7，再加上失业率创新低，这都说明经济有过热迹象，此时大家都觉得，美联储可能要开始转向加息。所以出现了一轮短暂下跌，纳斯达克跌了 16%。

到了7月底，一些高频数据显示，经济其实也没有想象中的那么热，于是股市开启了反弹之路，所以在8月之后，股市开启了全年的主升浪，标普500指数，从620多点，一直涨到了720多点。道琼斯指数，也在10月份破掉了7000点关口。

年底的时候，格林斯潘说出了那句著名的非理性繁荣。他说，我们无法知道，非理性繁荣何时会过度抬升资产价值，这将导致资产价值遭遇意想不到的长期收缩。正如过去10年在日本发生的那样。这其实相当于，美联储主席，在给市场泼的冷水。告诉大家要警惕股债市场的泡沫了。所以在12月，美股出现了一波急跌，但是随后却又涨了上来，股市强起来就这样，能够走出六亲不认的步伐。即便是美联储主席，也无法阻挡他上涨的脚步。

1996年，道琼斯涨了26%，标普涨了20%，纳斯达克涨了23%。第四季度的时候，美股盈利逼近20%。这又是一波，盈利上涨加估值拉升推动的戴维斯双击行情，所以涨的会特别快。

进入1997年，市场开始讨论复苏和通胀，克林顿认为，美国经济并未出现通胀上涨的势头，所以市场信心很足，一直涨到了3月，标普上涨了10%，而领涨的又是漂亮50，这里有个知识点，一般当经济复苏初期，推动的行情上涨，同时伴随低通胀环境，那么漂亮50为代表的大盘股，通常表现更好。所谓漂亮50，就

是我们说的 PB-ROE 策略，在各个行业里面，找集中度最高的龙头。

跟随股票市场上升的，还有市场利率，10 年期国债收益率上涨了近 40 个基点。尽管四季度盈利远超预期，但是相比股市的涨幅来说，还是逊色了不少，这也是一种业绩透支。97 年 3 月，格林斯潘开始发表声明，说做好了提高利率的准备。经济好，再产生加息预期，那么美元指数就会先涨，97 年的时候，美元指数上升很快，从当时的 88，一路奔着 100 就去了。这些信息让股市出现了一波调整，一直跌到 4 月份，把年初的涨幅都跌回去之后，开始了第二波拉升，从 4 月份一直涨到了 8 月份，三大股指拉升了 30%。标普 500 指数涨到了 900 点以上，这已经是一波相当大的涨幅。到了 8 月之后，东南亚金融危机爆发，海外风险蔓延，引发了这些跨国企业业绩的担心，到了 10 月份，随着亚洲局势的恶化，美股再度下跌，比 8 月份下跌的更猛。因为这个时候，国际炒家们已经杀到了香港，开始攻击香港联系汇率。港股跌破了 9000 点。11 月中旬，韩国也崩了，国家破产，开始向国际货币基金组织求援。

亚洲金融风暴，也波及到了美国，PMI 和零售数据也都出现了明显的回落，而企业盈利增速，出现了大幅的滑坡。但是对于美股来说，影响却不太大，只是 10 月份象征性的跌了一下，在亚洲

股市哀鸿遍野的时候，美股却依旧保持强势。97 年道琼斯涨了 33%，标普涨了 23%，纳斯达克也有 22%。美股好像跟这场危机毫无关系。

但是他们也不用高兴的太早，1998 年麻烦事就来了，一月白宫丑闻爆出，引发了市场回调。但很快反弹，2 月的时候，标普 500 指数，迎来了高光时刻，突出 1000 点。英特尔和摩托罗拉相继推出了业绩预警，巴菲特甚至都罕见发声，说美股估值过高。但这些都没有打破美股的上升惯性。金融和消费，接力科技，带动市场继续上涨。4 月下旬，标普和道琼斯上涨了 16%，纳斯达克上涨了 21%。随后震荡 2 个月，继续上涨，从 6 月继续涨到了 7 月。标普达到 1150 点。这时候美国爆发了汽车工人罢工，并且迅速蔓延到了几个工厂。

到了第二季度，又有一系列美国龙头公司，比如波音，卡特彼勒，迪士尼，惠普，发出了业绩预警，PMI 也降到了枯荣线以下，这时候大家才真正开始思考危机对于经济的影响和冲击。这时候，美国对冲基金，又遭遇到了俄罗斯债务危机，被赖账不还钱了，紧接着当时四大对冲基金之一，全明星团队的长期资本，因为一个黑天鹅事件一夜爆仓，震惊了华尔街，美股也快速下跌，7 月到 10 月，标普跌了近 20%，纳斯达克跌了 30%。

到了 9 月 29 日，美联储开始降息救市，国际局势也逐渐稳定下来。本就处于强势当中的美股，也开始了绝地反击。从 950 点，标普一路涨回到了 1150 点，涨了 28%，而纳斯达克更激进了。竟然涨了 55% 上去。这一年，虽然一波三折，最后盘点下来，全年标普涨了 27%，纳斯达克全年涨了 40%。经过一场金融危机，美股都是大涨的，这时候，其实已经没人相信美国股市会下跌了。

到了 1999 年，其实也不太平，东南亚金融危机刚过去，巴西金融危机又来了，巴西政府宣布，本国货币雷亚尔贬值，9 天下跌了 20% 多，投资者纷纷撤离拉美市场，导致全球股市动荡，但是处于大牛市末尾阶段的美股，还是一如既往的强势，此时很多公司还利空不断，比如微软就被反垄断调查。戴尔和 IBM 也盈利下滑。

3 月初，失业率上升，这个在经济上，不是一个好消息，但是在股市上，他变成了一个重大利好。因为他释放了一个信号，就是经济没有过热，美联储也不会加息，所以股市反而开始大幅上涨。纳斯达克单月涨幅超过了 13%。

到了 4 月份，市场风格轮动，科技回调蓝筹大涨。主要是因为，千年虫问题引起了市场担忧。但其实也没担心很久，6 月份以后又开始大涨。一直涨到了 7 月，市场再创新高，格林斯潘也忍

不了了，跳出来表示要加息。这确实起到了一定的效果。8 月份，甚至微软总裁鲍尔默也跳出来喊话，说科技股，包括微软在内，都已经严重高估了。

但是到了 10 月下旬，市场已经开始不管不顾了，道琼斯拿下来万点大关，纳斯达克更是进入了疯涨模式。99 年，道琼斯涨了 25%，标普涨了 19%。其实还算是理性，但是再看纳斯达克，这一年暴涨了 86%，已经过于离谱了，这一年已经有人在报纸杂志上，开始教巴菲特该如何炒股了。所以这个信号意义十分明显。另外一个有意思的信号，就是市值排名前十的公司，基本都是科技企业了。这种情况 80 年代初出现过一次，当时前十大市值公司，基本都是石油公司。

到了 2000 年，股市进入了最后的疯狂，持续 5 年的大涨，让投资者的风险偏好大幅提升，但是市场却做出了明显的背道而驰，以纳斯达克为代表的新经济，持续上涨，而以道琼斯为代表的传统经济，开始走衰。到了 3 月份，道琼斯跌了 10%，而纳斯达克则已经涨了 22%。

美联储现在已经在持续加息，抑制经济过热。但这些都并未对股市造成太大影响，但到了 6 月份，微软深陷反垄断案，有可能面临拆分的风险。这时候其实已经开始出现了危机的苗头，但是

市场并没有马上就跌，而是一直撑到了 9 月，才开始全面下跌，到年底，纳斯达克跌去了 42%，标普 500 也跌了 13%。科技股，在 2000 年，遭遇到了最差的年份。美国经济也开始了新一轮衰退周期。

从 94 年到 2000 年，其实是一轮经济繁荣周期，属于高增长，低通胀，低赤字以及低失业的时期，美国工业生产指数，月均同比增速为 5.1%，达到了二战结束后的高增长水平。

95 年到 96 年是一个稳步增长时期，GDP 分别是 2.7%和 3.8%，通胀在 3%以下。而且美联储在这个时间段，持续降息，这就为股市带来了持续的上涨动力。明天我们继续来分析，这个最大的牛市阶段，美国股市的结构特征。