



财通证券
CAITONG SECURITIES

历史照进现实：70年代系列百页深度研究

分析师：徐陈翼

SAC: S0160523030003

分析师：林昊

SAC: S0160526010002

分析师：熊宇翔

SAC: S0160524070003

分析师：王亦奕

SAC: S0160522030002

分析师：张洲驰

SAC: S0160524070004

联系人：常瑛珞

地缘冲突引发大滞胀冲击的经验，除了俄乌冲突期间的短暂阶段，更多的经验仍需回首1970s那段长期滞胀的灰暗记忆。在此，我们对于50年前的那段过往经历深度研究，以飨读者。历史不会重演，但总是惊人的相似。

①宏观政策研究《大滞胀与俄乌冲突期间的八点比较》：70年代美国经济“下台阶”，但白宫和联储却尝试“大放水”予以对抗，造成经济全面过热、原油年消费接近2017年水平；对于通胀，认为源于工会、国际政治等“暂时性”因素，因而毫无作为。我们回顾60-80年间6位美国总统、4位联储主席的施政策略，全面复盘和分析，揭示大滞胀的原因与细节，八点比较详见P20。

②大类资产研究《1970s大类资产深度复盘》：70年代“滞”源于经济下台阶，“胀”源于大放水对抗衰退但反而“火上浇油”。什么样的资产能够穿越“滞胀”？通过复盘我们发现，黄金贯穿70年代收益“一骑绝尘”，也是剔除通胀后唯一正收益的大类资产；期间美林大类时钟生效，美国股债在高通胀时大幅调整，衰退和复苏期有所表现，各类资产表现详见P35。

③行业轮动研究《高通胀下如何穿越牛熊》：70年代经济波动加大、宏观周期开始转动，增长与利率交替定价估值，催生70年代美股四轮行情。期间美股行业轮动完美契合美林时钟，当通胀触顶时，市场迎来反弹，困境反转行业占优。具体而言：通胀受益行业表现长青；估值下杀后，高成长的通信消费穿越牛熊；公用事业等行业在经济下行、杀估值时防御；通胀尾声、利率上行买大金融。70年代全行业季度表现详见P46。

④市场风格研究《高ROE与低PB的50年轮转》：买“好但贵”（高盈利ROE）的公司还是“便宜”（低估值PB）的公司？市场始终充满争议。后疫情时代经济波动加大、通胀利率双双上行，70年代宏观定价环境再现，本篇回顾50年美股风格定价，为后续A股风格策略提供一定指示意义：中期风格定价逻辑变化，经济上行买高盈利，经济下行买低估值。指数估值逻辑详见P68，高盈利与低估值切换逻辑详见P69。

⑤日本牛市研究《对话70s，日本“转型牛”的启示》：日本通过产业转型，在70-80年代大滞胀的背景下走出了相对于其他西方国家“一枝独秀”的经济增速，同时在全球产业竞争力方面也出现“质的飞跃”。日经225指数在大滞胀期间的涨幅接近150%，尤其在第二次石油危机冲击下表现显著优于标普500等其他代表性指数。日元升值倒逼日本产业转型，是日股1970年代“大滞胀”时期牛市的关键。

⑥投资巨星研究《巴菲特和彼得林奇如何赢在1970s》：70年代“大滞胀”，投资界却群星辈出，交出“大业绩”。三次宏观配置（原材料铝、石油、大金融），四次经典择时（69年逃顶、73、77、81年抄底），大师们“赢在70s”的操作对高通胀时期投资有何启示？1）当宏观周期开始剧烈转动，重视贝塔的判断。2）通胀环境下存在“杀估值”的可能，但穿越滞胀的还是成长。3）不执拗于单一风格，宏观波动上升，更宜应时而动，周期、银行、成长跟随宏观轮动配置。本篇梳理70年代巴菲特和彼得林奇的经典案例，争取为当下“滞胀预期”磨平一些焦虑，增添一些启发。

- 01. 大滞胀与俄乌冲突期间的八点比较——70年代的白宫联储
- 02. 1970s 大类资产深度复盘——70年代的资产配置
- 03. 高通胀下如何穿越牛熊——70年代的行业轮动
- 04. 高ROE与低PB的50年轮转——70年代的市场定价
- 05. 对话70s，日本“转型牛”的启示——70年代的日本牛市
- 06. 巴菲特和彼得林奇如何赢在1970s——70年代的投资巨星

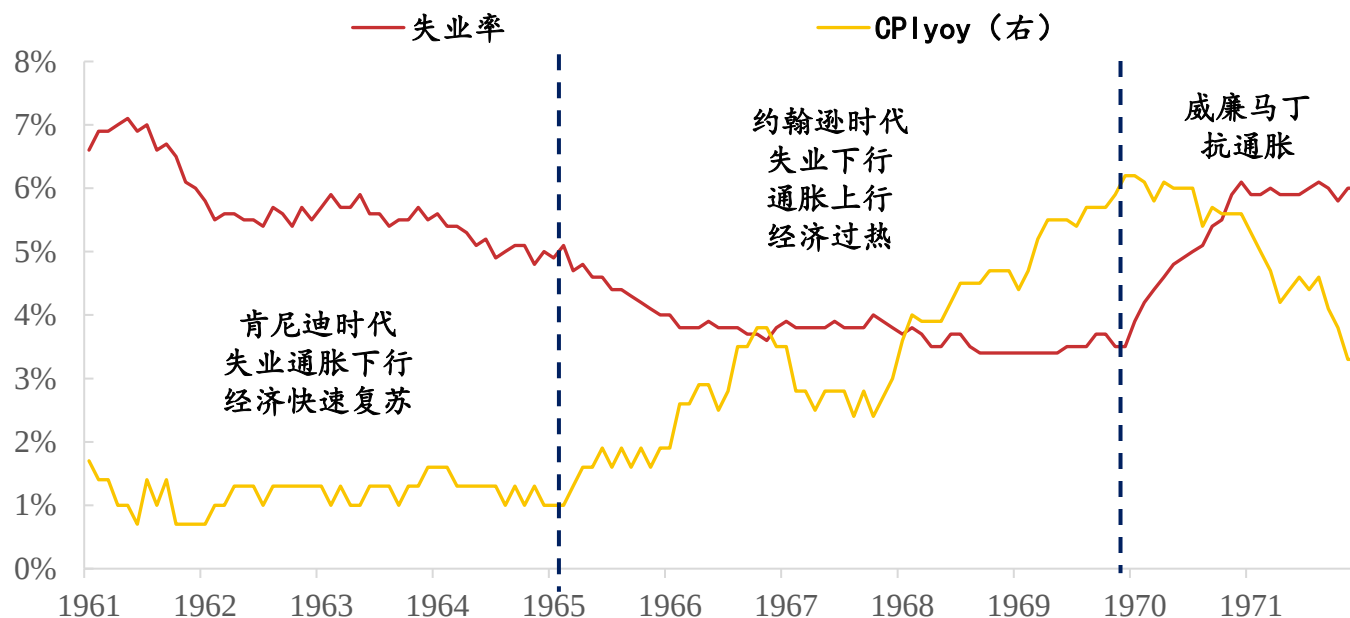
◆令资本市场回想起有关1970年代大滞胀的8大特征：

- ◆ 都曾对通胀持有过“暂时性”看法。经历黄金60年代的低通胀、高增长，70年代社会普遍认为高通胀已经过去，通胀更多来自于工会、国际政治等非经济因素，货币政策无法抗衡成本型通胀，因此不接受以6%失业率为代价压制通胀。
- ◆ 美联储独立性需要重新审视。70年代，伯恩斯受制于尼克松，此后，卡特总统任命威廉·米勒兼任财长和联储主席(美国历史上唯一)。
- ◆ 两党为拉拢选民，展开福利竞赛。70年代美国民主党和共和党首次进入对立状态，开启“驴象之争”，为了拉拢选民，竞相选择财政刺激。民主党倾向于政府支出增加福利，共和党倾向于为企业居民减税。
- ◆ 60年代总需求“大爆炸”后，白宫与美联储仍想经济再创高峰，过度强刺激推升“滞胀”。60年代美国提出“伟大社会计划”，叠加婴儿潮、美国财政冗余空间较大，使得美国出现了需求“大爆炸”。刺激之后，70年代美国经济面临下台阶压力，但白宫和联储对于美国经济“下台阶”普遍不认同，试图采取大规模刺激政策促进经济重回高峰；二是社会各界将通胀成因归结为“暂时性、非经济”的工会、政治等因素，不赞同以失业和衰退为代价控制通胀，最终导致经济走向“滞胀”。
- ◆ 意料之外的总供给冲击。70-72年粮食危机、73-74年第一次石油危机、78-79年第二次石油危机。
- ◆ 经济通胀压力较大。70年代美国CPI超过10%，1978年石油消耗量甚至接近2017年，美国从净出口国转为净进口国。
- ◆ 政府仍想加码刺激经济力度。60-70年代美国先后推出约翰逊“伟大社会”、福特减税、卡特减税，同期美联储大放水，持续刺激。疫情时期，18年特朗普减税，19-21年美联储“直升机撒钱”大放水，20年财政巨额补贴。
- ◆ 美元面临的趋势有所不同。1973年布雷顿森林体系崩溃，美元快速贬值，日元和马克升值产生输入性通胀压力。

1. 伟大社会计划(1964-1968):70年代大滞胀的根源

- ◆ “肯尼迪-约翰逊-马丁”携手创造美国经济黄金60年代。肯尼迪成为美国历史上最受欢迎的总统，不单是受其传奇性影响，更多是源于卓越的执政答卷:1961-1963年间美国年均GDP增速高达5.6%，创二战后记录，同期通胀稳稳压制在2%以内，失业率走出1961年经济危机阴霾;1964年林登约翰逊接棒之后，继续奉行普惠性的社会福利和政府主导的经济政策，推动美国再复苏与再通胀。至60年代末期，随着普惠性的社会福利政策催生通胀抬头，美联储史上任期最长(19年)的主席威廉·马丁站了出来，作为货币政策掌舵人，坚定维护美联储独立性，不参与两党大选政治博弈，顶着与弗里德曼等学者的争论以及经济衰退的压力，收缩货币控制住了彼时的通胀现象。

图表1: “肯尼迪-约翰逊-马丁”携手创造美国经济黄金60年代



1. 伟大社会计划(1964-1968):70年代大滞胀的根源

- ◆ 为什么“大滞胀”发生在70年代?一切都从黄金60年代的“伟大社会计划”开始。“伟大社会计划”是由林登约翰逊提出、承袭于肯尼迪政策理念的普惠性社会福利政策，主要包括医疗、教育、住房城建、平权、反贫困、环境保护、减税7个方面，其核心是通过财政和货币手段，缩小社会贫富差距、提高中低收入人群福利待遇。

图表2：“伟大社会计划”主要内容

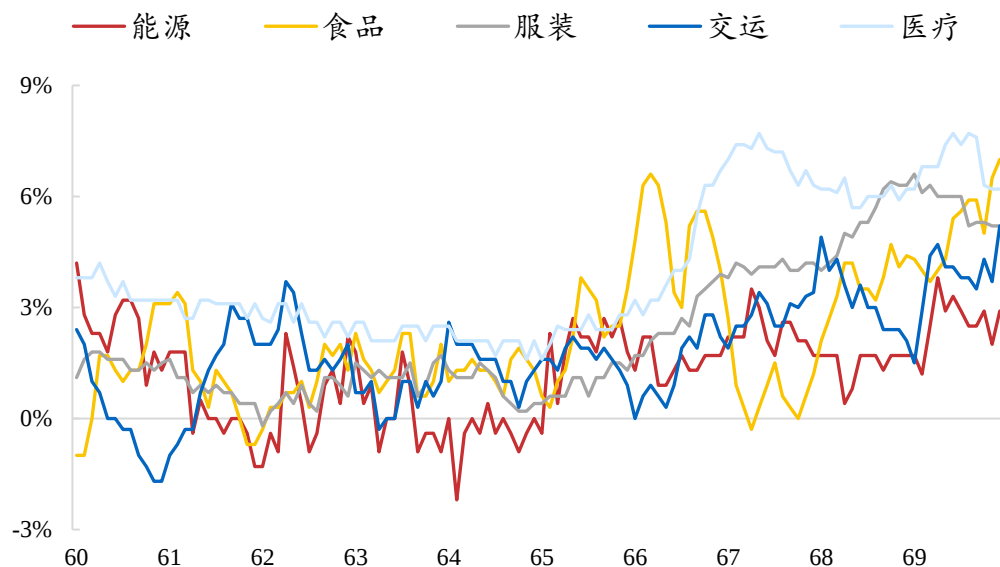
领域	具体内容
医疗保健	推出“医疗照顾”、“医疗援助”法案，普及医保和救助。为65岁以上参保老人提供免费医院和家庭护理，一般就诊费和医药费可报销，67年1900万人受益。对接受社会救济和抚养儿童的低收入、无力承担医疗费用家庭提供医疗补助，联邦政府承担50-83%，67年1000万人受益，73年2300万人受益。
教育	推出“中小学教育”、“高等教育”法案，救助贫困青少年和大学生。68年670万青少年受益（含贫困和残疾儿童）。拨款6.5亿美元为贫困大学生提供低息贷款，累计资助超过100万名贫困大学生，67年22.5万大学生获得奖学金。
住房城建	加大城市基础建设、清除贫民窟，提供公租房和住房补贴。1965年，拨款75亿美元用于城市改造，营建24万套公租房；1966年拨款9亿美元清理75个贫民窟；1968年，为低收入家庭兴建170万套住房，低息贷款利率4%。
平权	推动三项《民权法案》，禁止种族歧视，保证投票权。
反贫困	儿童青少年教育、职业培训、社区行动、改善落后地区计划。1965年拨款10.9亿美元开发12个落后地区，包括修路、治水、兴建农场等等。
环境保护	推出大量环境保护法案。如《水质法》、《全国自然环境区保护法》等。
减税	收入5000美元以下单身青年所得税率20%降至14%，20万美元以上个人所得税率90%降至70%，对公司减税。1964、1965年削减公司税25.5亿美元、个人所得税110亿美元。

数据来源：杨鹏飞. 林登·约翰逊的“伟大社会”与美国工业社会的成熟[J]. 史学月刊, 2006(11):6. , 财通证券研究所

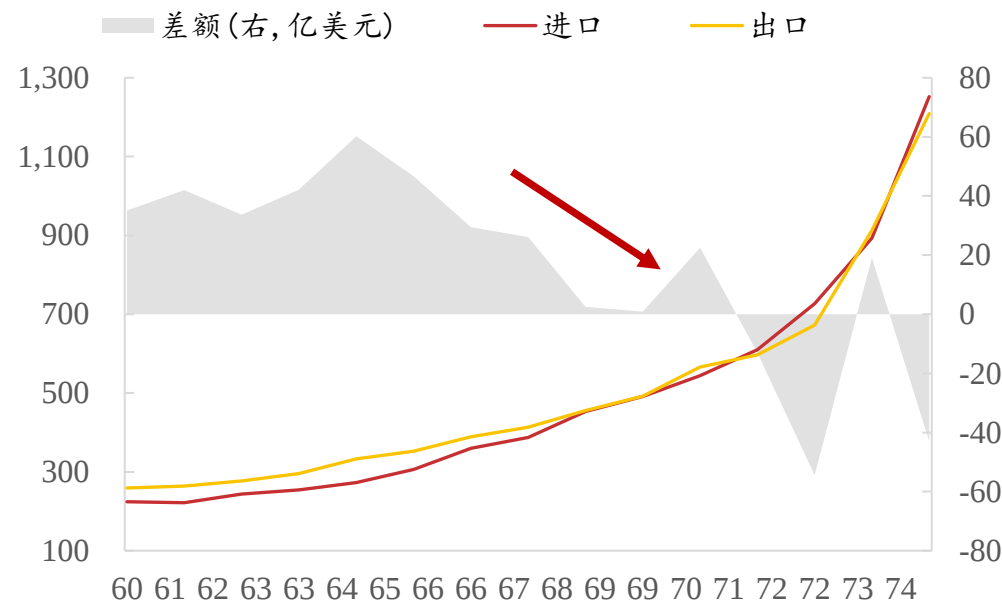
“伟大社会计划”成就了二战后的“美国梦”，但也几乎成为“美国梦”的顶峰，随后便不断衰败。究其背后，“伟大社会计划”极大促进60年代社会平等和总福利的同时，也带来了巨大隐患——总需求剧增和两党福利竞赛：

◆ 在“伟大社会计划”开始时，美国经济就已经过热，刺激政策实施更添一把火。1965年，美国失业率降至4%附近，接近历史低位。考察1965-1970年美国通胀上行压力，能够看到，CPI的核心动力并不是油价，而是医疗为代表的服务业，这与约翰逊医改密切相关。经济过热和国内总需求剧增也表现在贸易差额上，1965年之前，美国是全球贸易中的净出口国，1965年之后，为了弥补国内供需缺口，转为净进口国。积极的刺激政策之下，美国成为了通胀的输出国，为70年代全球性滞胀埋下伏笔。

图表3：1965-1970年美国通胀不来自于油价

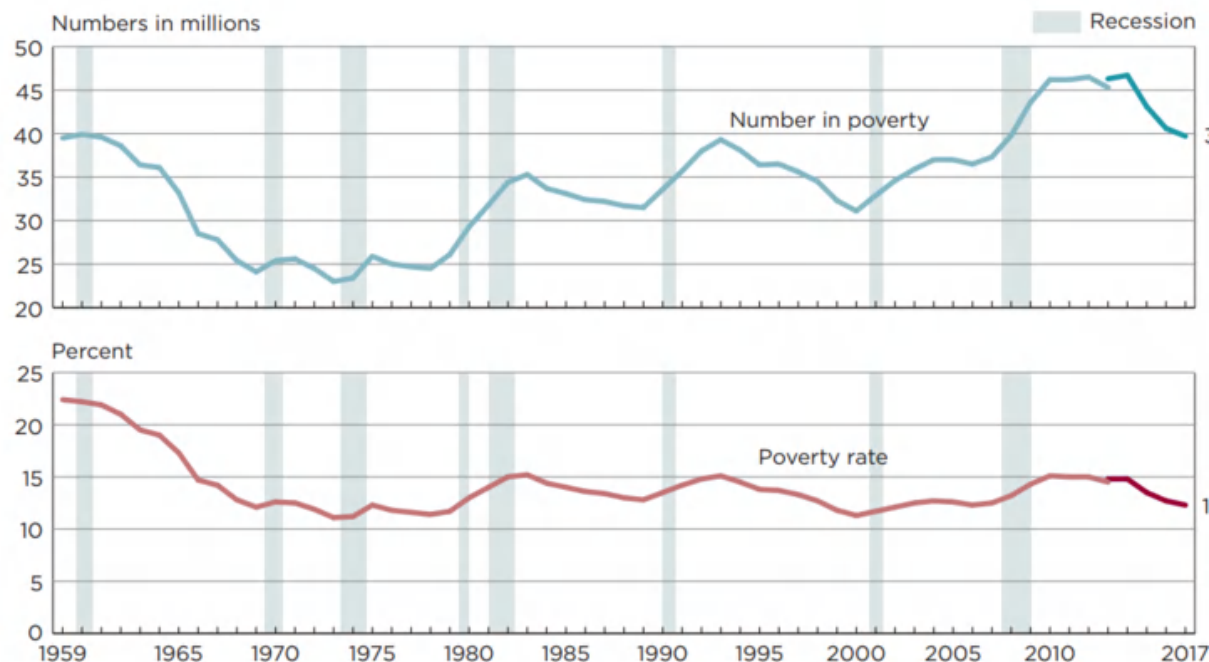


图表4：美国从贸易盈余逐步转为贸易赤字

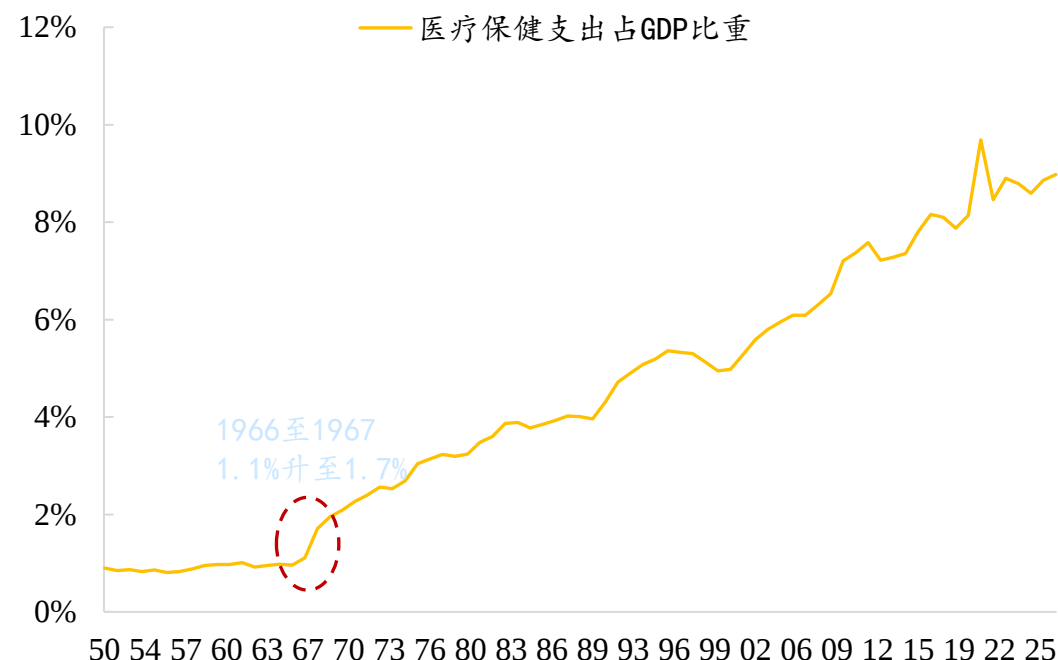


◆ 社会贫富差距缩小，释放大量消费潜力，两党福利竞赛从此展开。1964年至1969年，美国总体贫困人口从3610万人下降至2410万人，贫困率从19%下降至12%，比近些年美国贫困水平还要低。在普惠性的社会福利下，大量原来先不具备消费能力的低收入人群，短期收入提升、释放消费潜力。从长期来看，当时的“反贫困”措施并不具备可持续能力，美国贫困率和贫困人口在1980年后再次反弹，但膨胀的社会福利却已经成为了要挟两党的政治筹码，造成未来两党福利竞赛，财政负担巨大，加剧通胀压力，例如1967年美国财政医药支付迎来历史性拐点，当年财政医药支付占美国GDP比重从1.1%跳升至1.7%，并迎来长达50年的持续大扩张。

图表5：70年代美国贫困率大幅下降



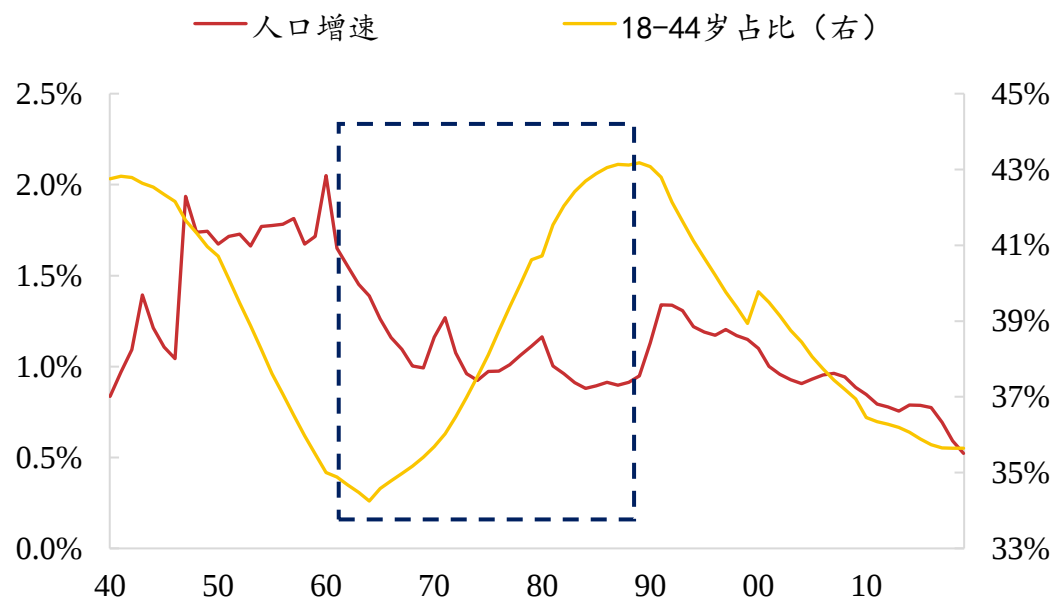
图表6：70年代是美国医疗支出的拐点



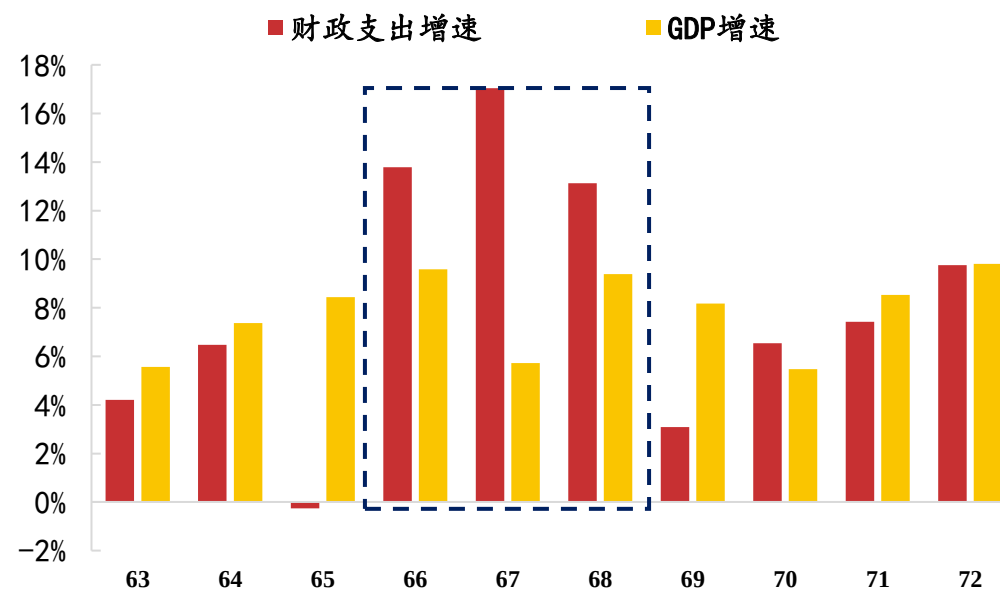
数据来源：美国人口调查局，美国政府开支报告，财通证券研究所

◆ 此外，战后“婴儿潮”的影响初现端倪，与“越战泥潭”共同成为中期抬升通胀的重要推动力。二战后出现“婴儿潮”，当这些新生人口成人时大约在60-70年代，消费需求加速涌现，强烈刺激原本已经紧张的供需缺口，这也是林登约翰逊在“伟大社会计划”中纳入儿童青少年救助、贫困学生教育、职业培训等措施的根源所在。凭借着“伟大社会计划”在反贫困、社会公平、平权运动的重大改革，1964年林登约翰逊以61%的得票率胜选，创下1820年以来最悬殊的竞选记录，也让其民调声望在历任美国总统中的地位一度逼近林肯与罗斯福。然而令人唏嘘的是，仅仅4年之后约翰逊便黯然退选不再追求连任，因为其全面介入越战、深陷泥潭，白宫门口反战者高喊“约翰逊，今天你杀了多少孩子”令他心灰意冷，后来在回忆中说到“他们已烦透我了”。自约翰逊执政开始，美国财政支出“大爆炸”，越战长期拖累美国财政和经济，进一步加剧中期滞胀阴云。

图表7：战后“婴儿潮”在70年代形成巨大冲击



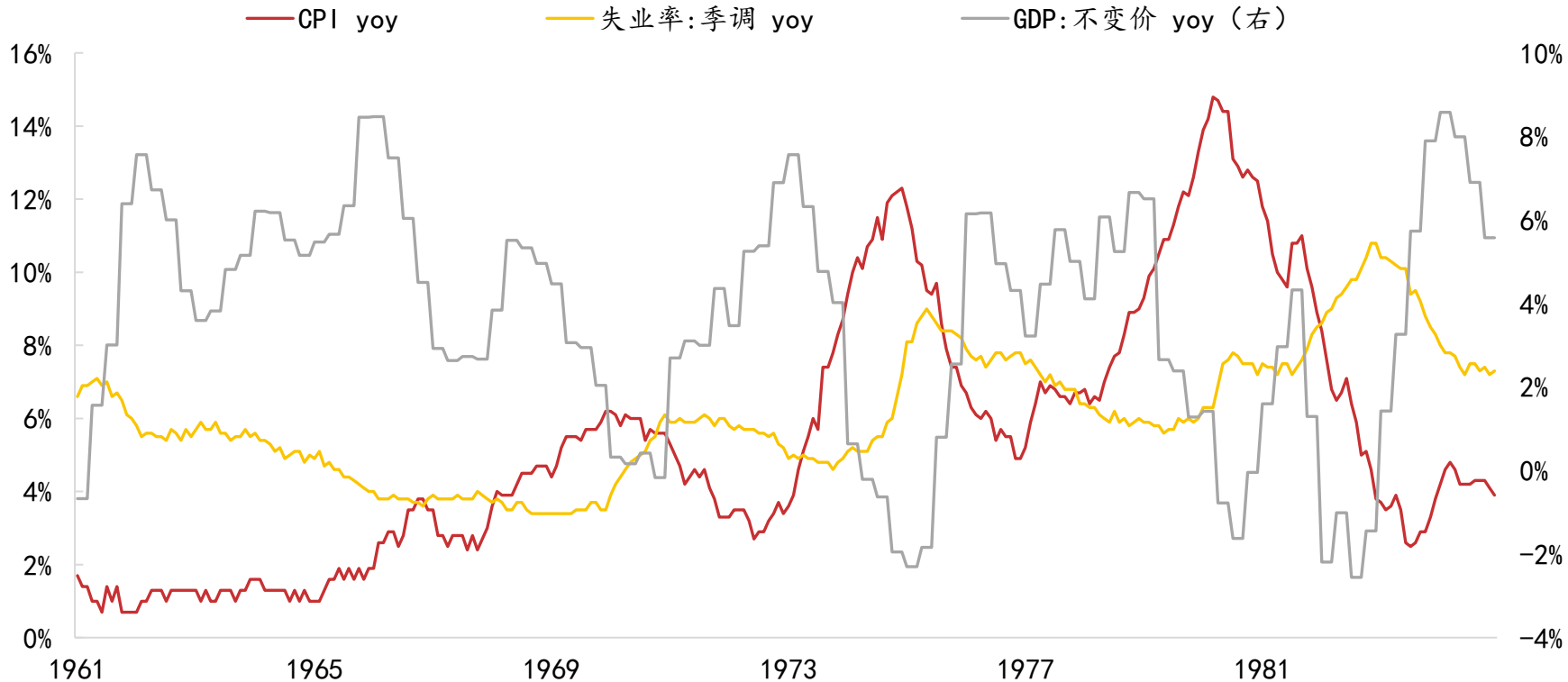
图表8：1966-1968年财政支出爆发增长



◆ 两党政治旋涡的裹挟之下，三位美国总统(尼克松、福特、卡特)与两位美联储主席(伯恩斯、米勒)最终推动全球走向“大滞胀”。

图表9：1969-1981年历任美国总统和联储主席任内增长、通胀和货币政策

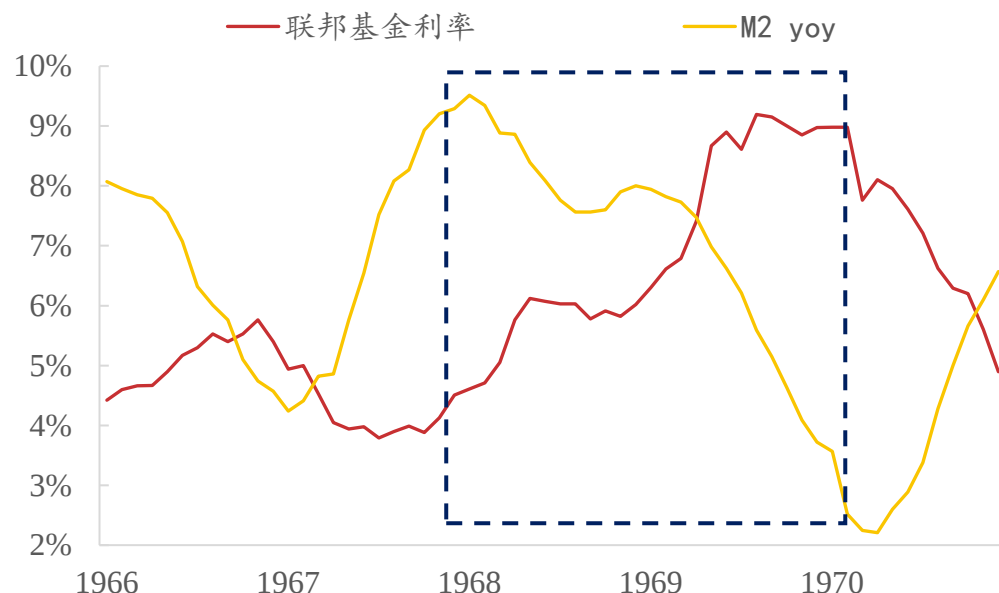
	1961-1964	1965-1968	1969-1972	1973-1976	1977-1980	1981-1984
总统	肯尼迪/约翰逊		尼克松/福特		卡特	里根
联储	马丁		伯恩斯		米勒	沃尔克



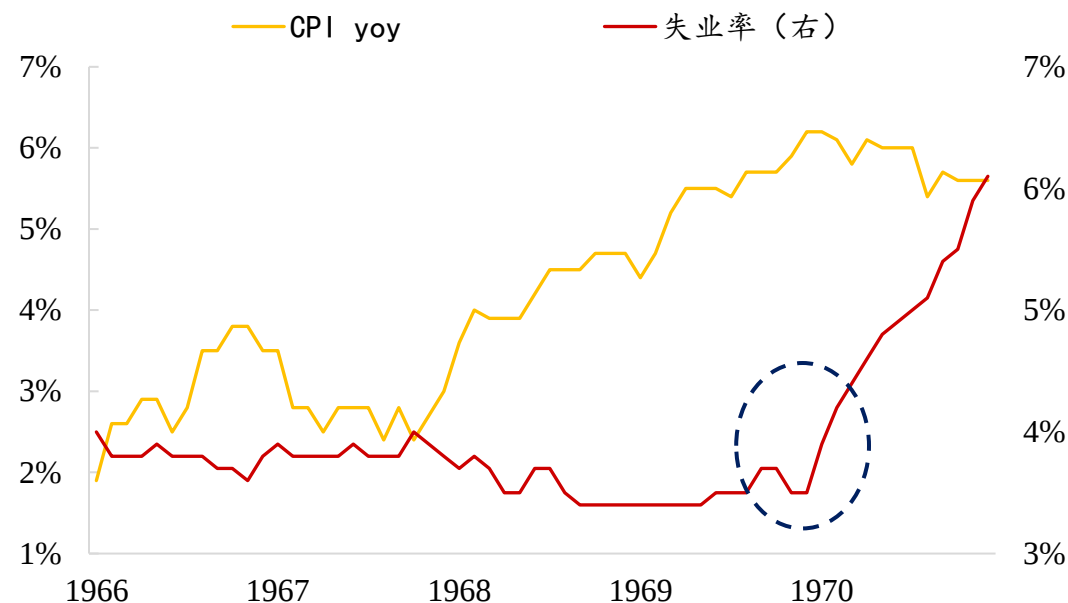
数据来源：，财通证券研究所

◆ 1970年，美联储最后的守门员威廉·马丁被换掉其实并不意外，其中夹杂着他和尼克松的“旧恨”与“新仇”。1) “旧恨”：1960年时任副总统的尼克松第一次参与大选，同期威廉·马丁坚持紧缩政策，导致经济衰退，最终民主党肯尼迪胜选，尼克松也将败选原因部分归咎于美联储货币政策。事实上，威廉·马丁在两党竞争中始终保持了独立性，并在1968年大选期间也采取紧缩政策，执政的民主党败给了共和党的尼克松。2) “新仇”：1969年尼克松上台之后，威廉·马丁为了抑制通胀继续维持紧缩政策，尽管CPI最终在6%附近得到控制，但失业率飙升，1969年12月时为3.5%，1970年1月就上升至3.9%，2月则升至4.2%，衰退阴霾逐步降临，严重威胁到了1970年共和党中期选举。

图表10：1968年开始威廉·马丁大幅收紧货币政策

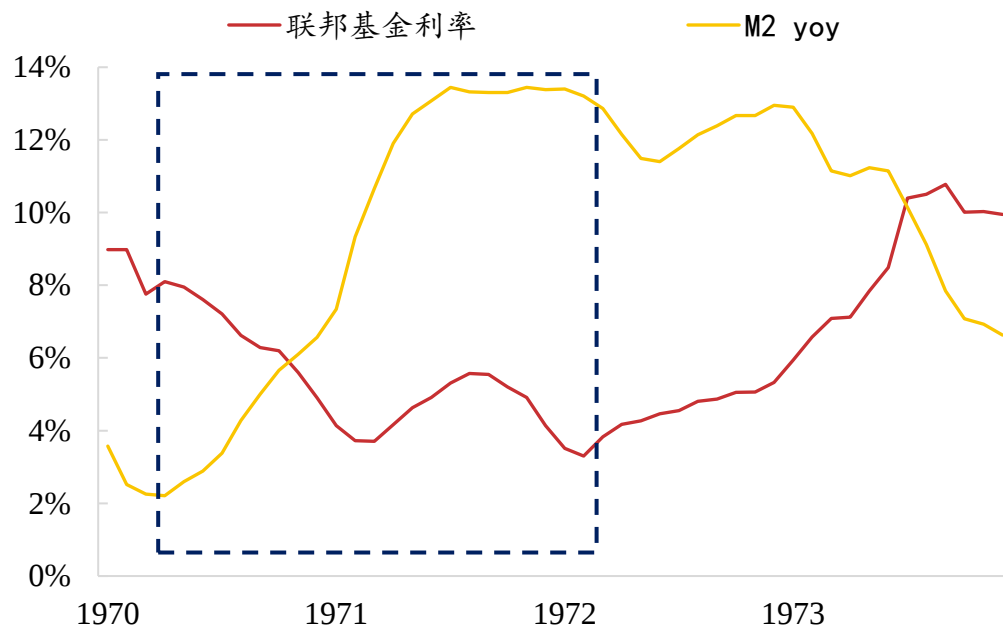


图表11：1970年CPI得到控制但失业率飙升

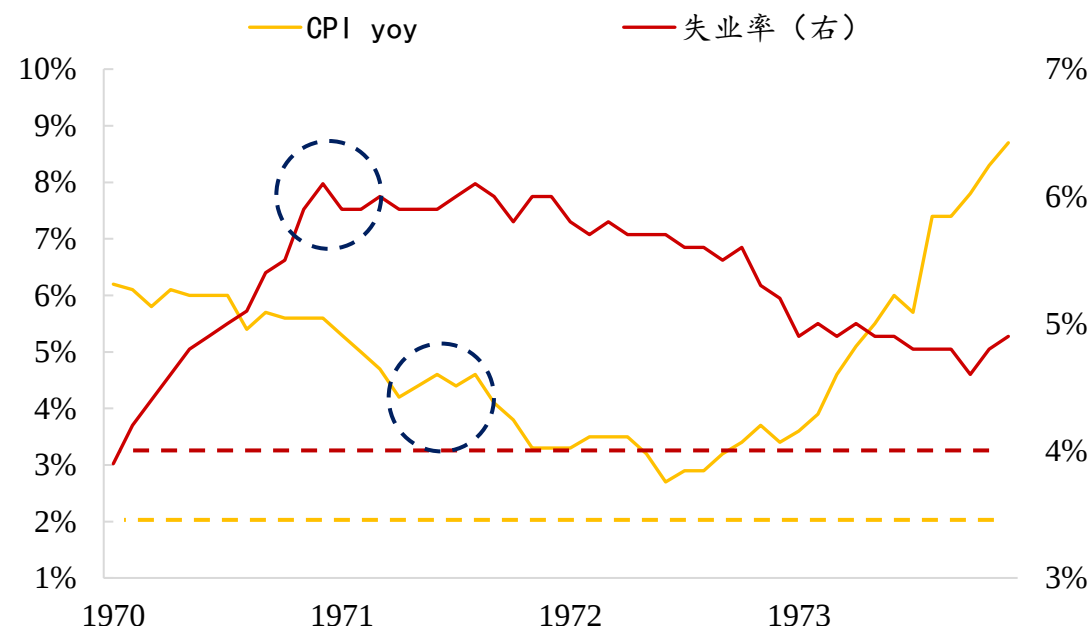


- ◆ 推动伯恩斯替代威廉·马丁成为美联储主席，一方面是尼克松希望加强货币政策掌控力，更深层次原因，是经历黄金60年代之后，人们认为大通胀是“暂时性”的，而更加害怕经济衰退。
- ◆ 经历了60年代的低通胀和高增长，很多学者逐步认为战时的高通胀乃至滞胀已经渐行渐远，威廉·马丁等传统学者和观点可能已经落后于时代，2010s期间的通胀更来自于工会、医改、国际政治等非经济因素，美联储的工作应该是预防衰退。
- ◆ 在1970-1972年间看到了一番离奇景象：一边是美联储放水刺激经济、一边是白宫出台政策限制通胀。

图表12：1970年伯恩斯就任后开启大宽松

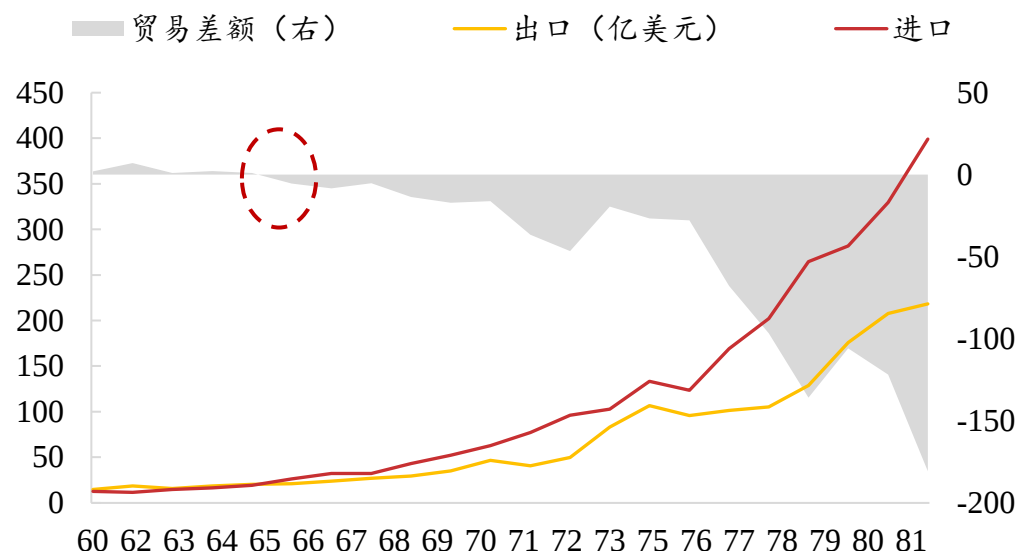


图表13：1970-1971年已经实质滞胀

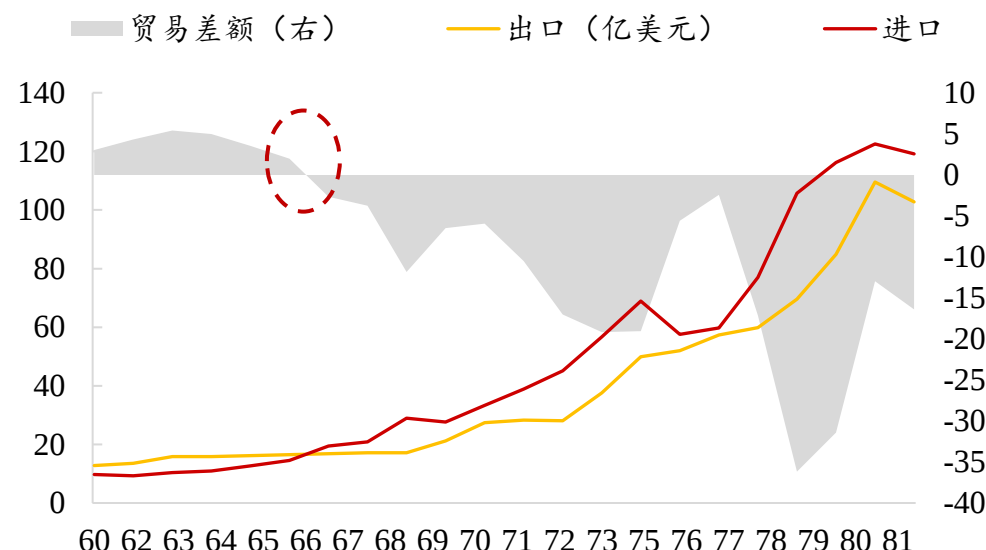


- ◆ 1972年大选在即，通胀已经严重威胁到尼克松连任选情，顶着经济学家的强烈反对，尼克松决定使用1970年《经济稳定法案》给予的“核武器”，1971年8月15日宣布，90天内冻结工资和物价，11月再次宣布对工资和物价实行管制，年通货膨胀率控制在2-3%、工资增长率小于5.5%。尽管社会出现了大规模商品短缺且失业率仍然较高⁴，但通胀切实地快速下降到3%，尼克松“新经济政策”初现成效，再次坚定美联储和白宫的观点：“通胀受到非经济因素，不该把衰退作为平息通胀的代价”。
- ◆ 1973年布雷顿森林体系的覆灭，也和林登约翰逊和尼克松经济政策有一定关联。1965年林登约翰逊新政为已经较热的经济火上添油，当年美国对日本、德国的贸易从顺差转为逆差，而逆差额在尼克松和伯恩斯的政策组合下进一步扩大。70年代初期，尼克松政府仍然竭力维持美元地位，但后来在时任国际货币事务部副部长保罗·沃尔克的建议下，逐步放开浮动汇率、令美元贬值，1971年8月“新经济政策”禁止外国用美元兑换黄金并对进口商品征收10%的附加税，随后将美元贬值7.89%，1973年进一步彻底放弃布雷顿森林体系。

图表14：1965年美国对日本转为贸易逆差



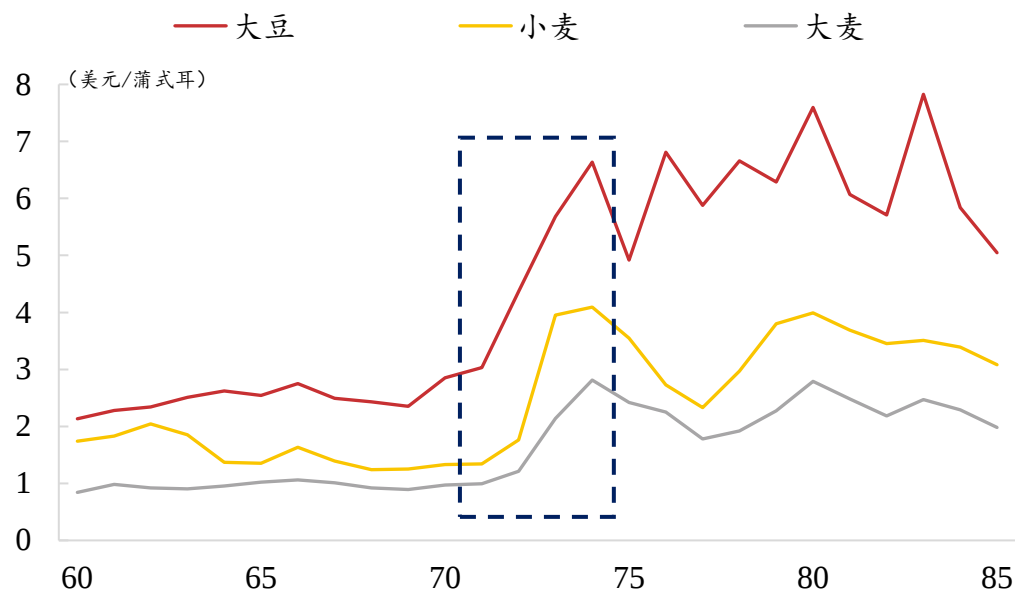
图表15：1966年美国对德国转为贸易逆差



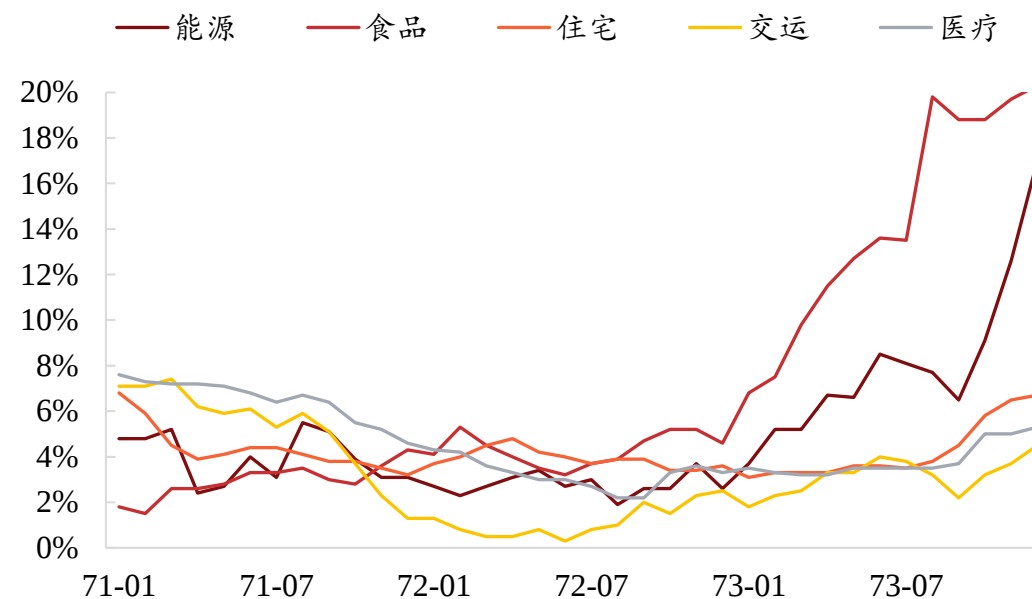
数据来源：，财通证券研究所

- ◆ 尼克松的“新经济政策”短期压制住了抬升通胀的工会、工资等“暂时性、非经济”因素，但更多的“暂时性、非经济”因素随后接踵而至。
- ◆ 首先到来的是1972年粮食危机。1971-1972年，连续两年全球气候异常令各地粮食大幅减产，苏联不得不暂停对加盟共和国提供粮食出口，并转而在全球粮食市场大举采购。1971年，大豆、小麦、大麦价格为3.0、1.3、1.0美元/蒲式耳，1972年飙升至4.4、1.8、1.2美元/蒲式耳，1974年达到1969年的3倍左右，在石油危机到来前已经将美国CPI从2.7%推升至7.4%。

图表16：1973年粮食价格暴增



图表17：1973年粮食与油价先后推升美国通胀

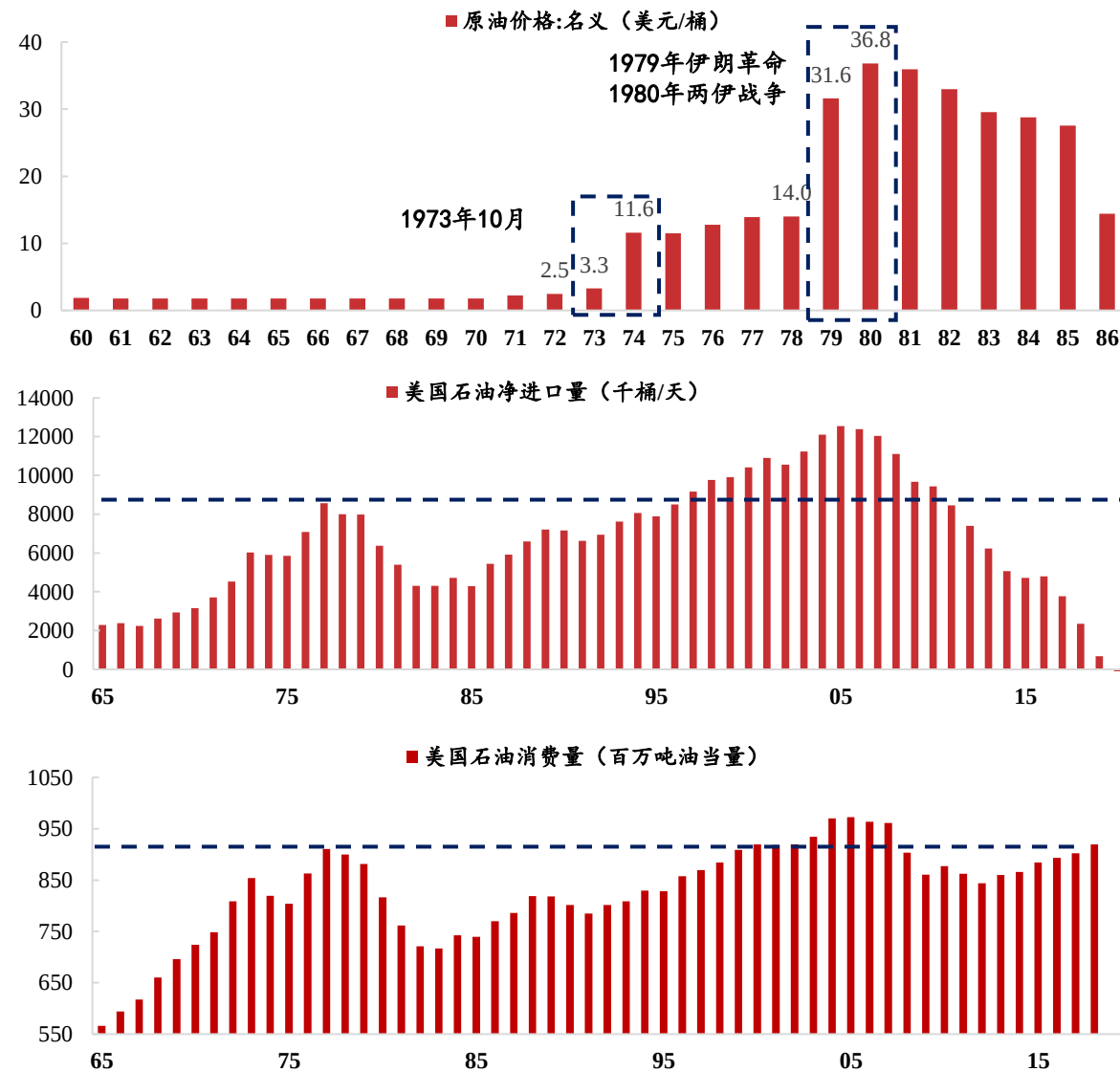


◆ 接下来是1973-1974年第一次石油危机。1973年10月19日，赎罪日战争开后，尼克松总统要求国会向以色列提供22亿美元的紧急援助，阿拉伯石油输出国组织(OAPEC)立即对美国实施石油禁运并开始减产。全球石油价格从禁运前的2.90美元/桶增加到1974年1月的11.65美元/桶。1974年3月，由于OAPEC内部分歧，为期6个月的禁运被正式解除。

◆ 等到1978-79年第二次石油危机时，更加恶劣的通胀反馈形成了。1978年初伊朗革命，一年后巴列维王室统治瓦解，宗教领袖霍梅尼掌权。1979年1月，伊朗石油产量下降480万桶/天(占当时世界产量的7%)。推高油价的最重要因素可能并不是伊朗原油供应中断，而是伊朗革命引发了全球对于油价进一步上涨的恐惧，推动了广泛的原油投机囤积。

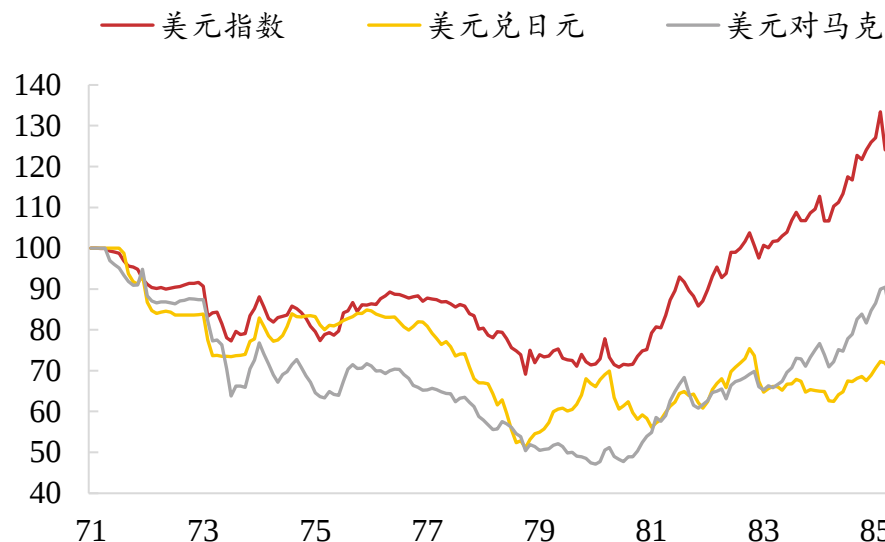
数据来源： ，财通证券研究所

图表18：70-80年代，是全球油价、美国原油消费、美国原油进口的高点

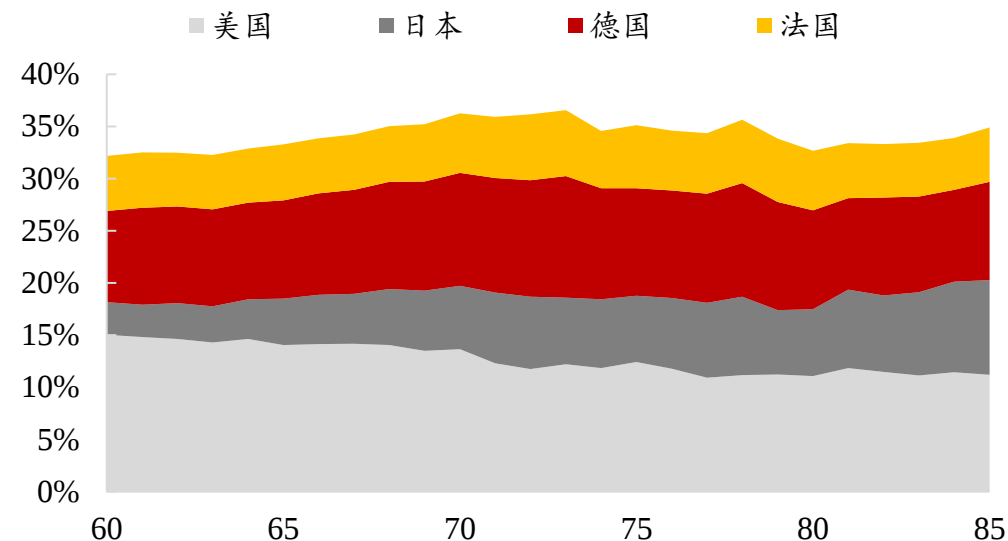


- ◆ 粮食危机和两次石油危机成为了70年大滞胀的首要“借口”，但深挖之后能够看到，外生冲击掩盖了经济过热本质，即便没有粮食和原油危机，70年代也会滞胀。1974年伯恩斯公开表示：“石油出口国对石油价格和供应的操纵对美国来说是最不合时宜的时候。1973年中期，工业品批发价格已经以每年10%以上的速度上涨；我们的工业工厂几乎满负荷运转；许多主要的工业材料都极度短缺”。典型的经济过热现象在当时美苏争霸、两党竞争的背景下被视作理所应当，而通胀都被认为是“暂时性、非经济”因素导致的。1973年美国石油消费量达到8.5亿吨油当量，1978年则达到惊人的9.0亿吨油当量，已经与2017年美国石油消费量相当（其中有部分是受石油利用效率提升影响）。

图表19：美元贬值，马克、日元大幅升值



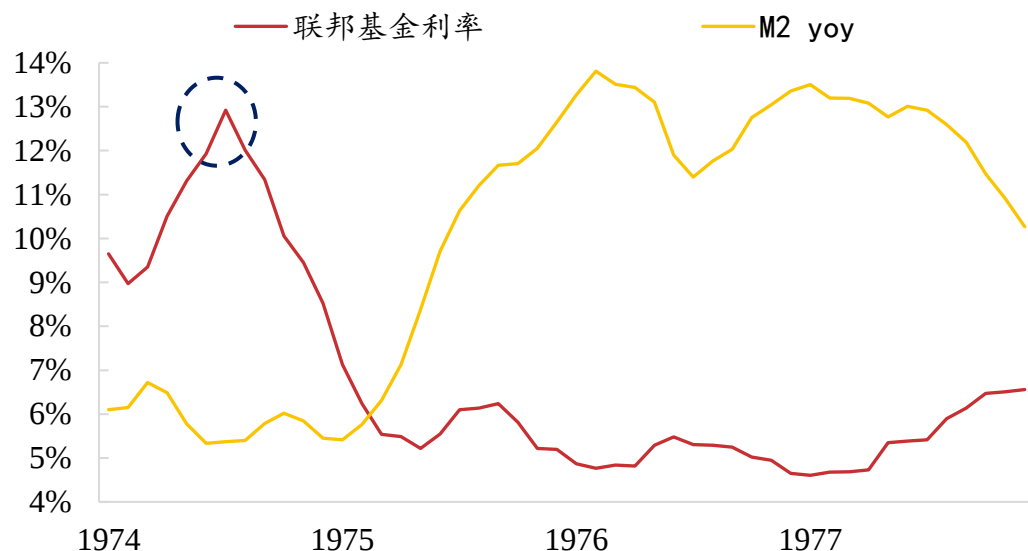
图表20：全球出口占比看，70年代日本和德国成为全球重要出口国



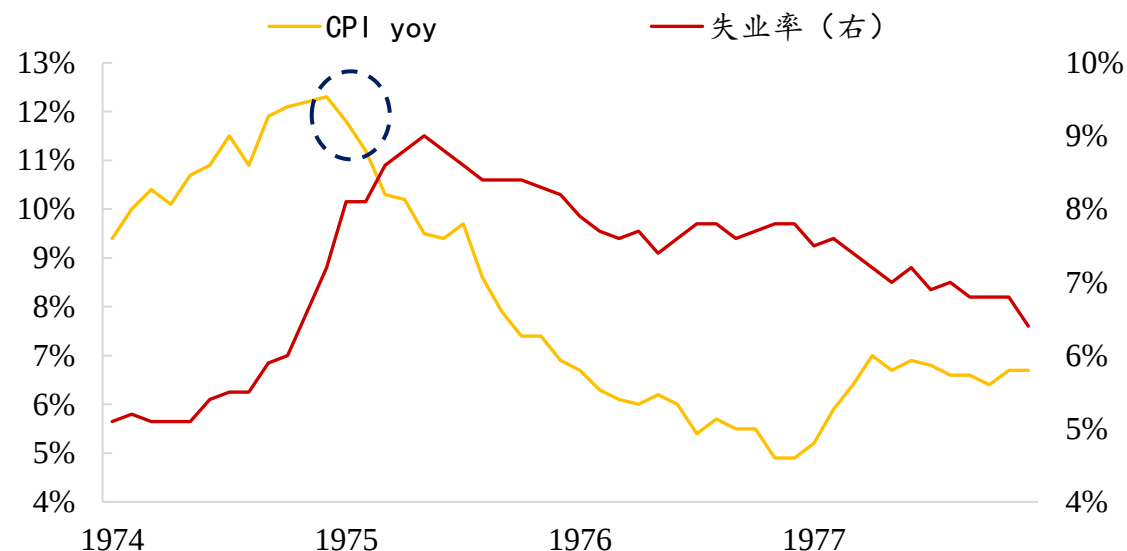
数据来源： ，财通证券研究所；左图汇率走势标准化处理

- ◆ **为什么70年代美国经济能够过热到前所未见的高度?**一是白宫和联储对于美国经济“下台阶”普遍不认同，试图采取大规模刺激政策促进经济重回高峰；二是社会各界将通胀成因归结为“暂时性、非经济”的工会、政治等因素，不赞同以失业和衰退为代价控制通胀。**回顾历任总统和联储主席的执政就可窥一斑。**
- ◆ **福特伯恩斯:撤军、减税、宽松刺激经济，不治理通胀、仅仅宣传走秀。**1974年8月福特上任后，石油禁运已经解除，因此认为通胀会自然回落，工作重心放在刺激经济。福特首先推动西贡撤军，减少财政开支，随后主导了1975年230亿美元减税法案；伯恩斯在1974年7月通胀缓和后，立刻实行大宽松政策。对于通胀，福特组织了牧师祈祷、号召节能减排、佩戴WIN(Whip Inflation Now)徽章等象征性活动，被格林斯潘称为“难以置信的愚蠢”；伯恩斯为代表的联储经济学家则公开表示:货币政策不能对抗成本型通胀和持续的剩余通胀率。

图表21: 1974年7月货币政策“预防式”宽松



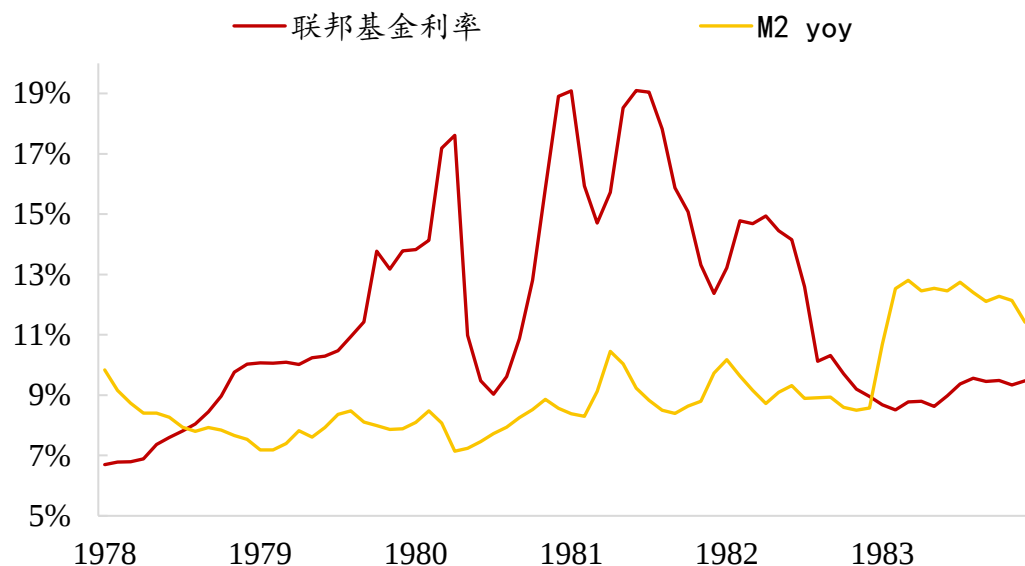
图表22: 1975年通胀见顶，但无法回到4%以下了



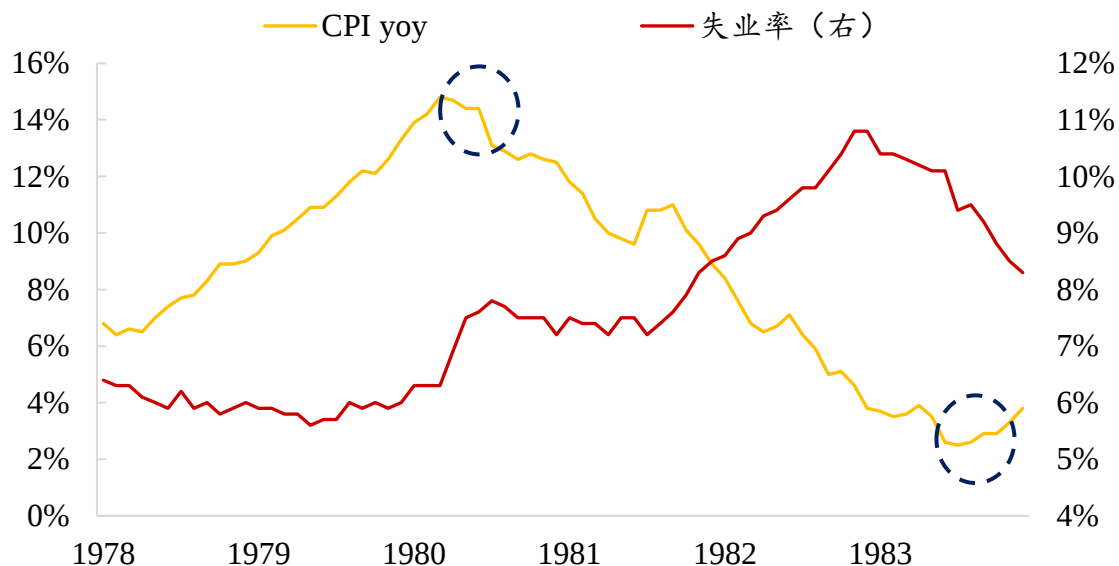
数据来源: , 财通证券研究所

◆ **卡特与威廉·米勒:认为就业大于通胀，共同不作为。**卡特就任总统后，延续此前思路:1)为每位公民提供50美元退税，削减公司税9亿美元;2)1978年《充分就业和平衡增长法案》规定失业率应小于3%，通胀率在不影响就业前提下应小于3%;3)1978年减税187亿美元。威廉·米勒则是历史上唯一兼任财政部长和联储主席的人，在短暂的任期内声称经济“状态良好”、“不支持加息，因为衰退和失业反而会推升通胀”。卡特在执政后半段，终于下定决心抑制通胀，任命保罗·沃尔克采用“休克疗法”，让美国在80年代初期走出大滞胀。

图表23: 沃尔克上任后M2增速压制在10%以内

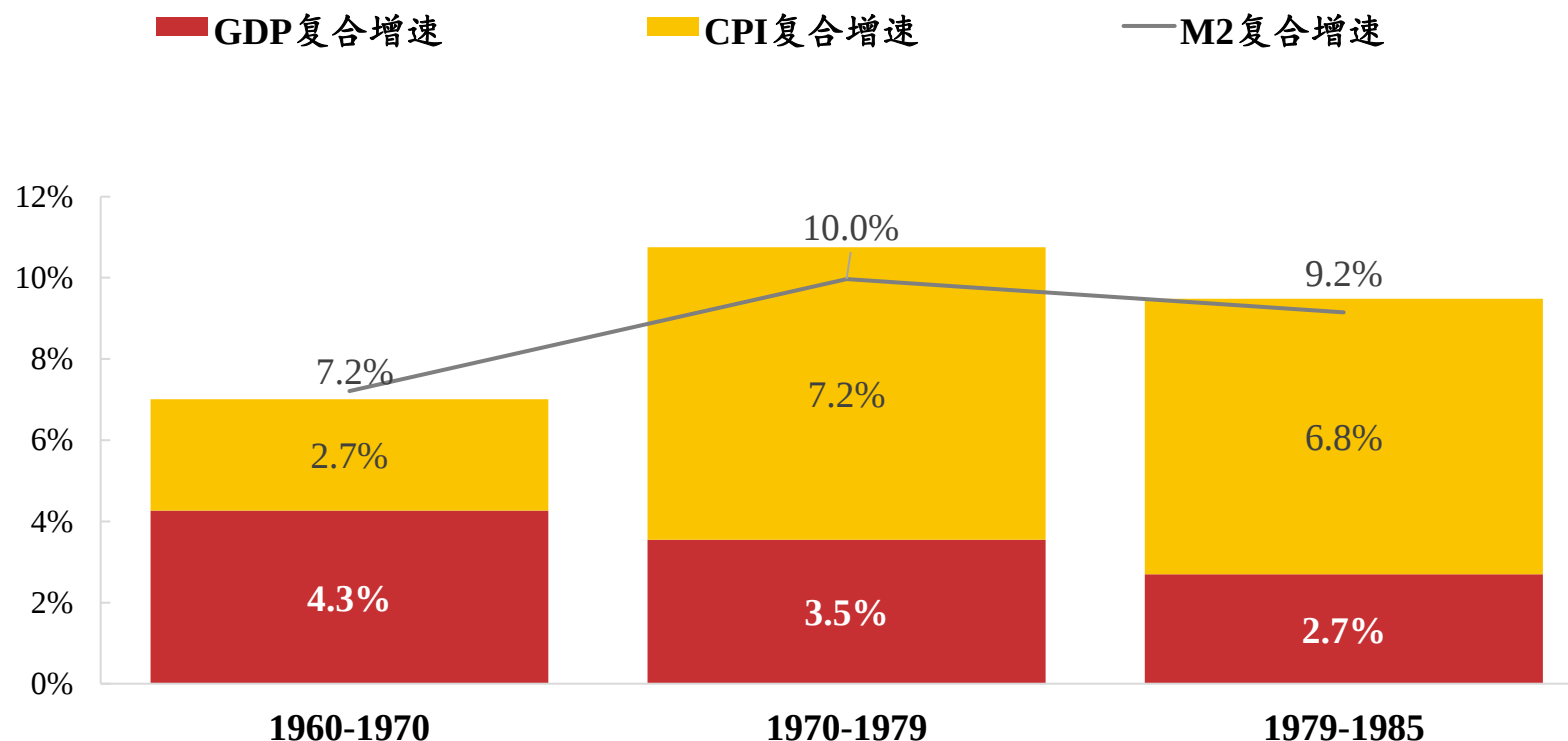


图表24: CPI在80年见顶，83年回到2%



- ◆ 回顾60年代到80年代中期的货币政策，四位联储主席用实践证明了通胀就是货币现象。我们比较各时段M2增速与“CPI增速+实际GDP增速”的关系，总体较为匹配：1) 威廉·马丁将M2增速压制在较低水平，让美国在大刺激政策下仍然维持较低通胀；2) 伯恩斯和米勒采取大放水策略，伴随外生冲击造成美国大滞胀；3) 沃尔克采用高压休克疗法方式，最终控制住了整体通胀率。

图表25：60-80年代联储主席证明了货币政策与通胀的关系



图表26：对话1970s，大滞胀与俄乌期间的八点比较

八点比较	70年代大滞胀	俄乌期间
经济过热，通胀加大	CPI超过10%；美国年石油消耗量接近2017年；美国从净出口国转为净进口国。	CPI达7.5%，近40年新高；20年2月失业率仅有3.8%，逼近史上低点。
政策仍想加码	60年代约翰逊“伟大社会”、70年代福特和卡特先后减税；同期美联储大放水。	18年特朗普减税，20年财政巨额补贴；19-21年美联储大放水。但美联储转向偏鸽的鹰派，拜登刺激计划难产。
总需求“大爆炸”	“伟大社会计划”大幅缩减贫困人口；二战后婴儿潮影响发酵。	疫情后美国财政部多轮次向居民发放现金补贴，商品消费过热，但持续性存疑。
总供给外生冲击	70-72年粮食危机、73-74年第一次石油危机、78-79年第二次石油危机。	疫情时期+俄乌冲突，总供给承压，油价、天然气、粮食价格暴涨，后续待观察。
美联储独立性	伯恩斯受制于尼克松；米勒兼任财长和联储主席。二者均认为就业大于通胀，持宽松态度，联储独立性需要再审视。	鲍威尔此前受制于特朗普；拜登上台任命同为民主党的“鸽派”耶伦任财长。整体支持MMT理论，联储独立性需要再审视。
两党福利竞赛	70年代美国民主党和共和党首次进入对立状态，开启“驴象之争”，为了拉拢选民，竞相选择财政刺激。	本轮两党再次进入极端化对立局面，因此近年来轮番推动“大放水”与“大刺激”。
通胀“暂时性”看法	通胀来自于工会、国际政治等“暂时性、非经济”因素，货币政策无法抗衡成本型通胀，美联储工作重心应该是就业。	通胀来自于疫情供应链断裂、俄乌冲突等“暂时性、非经济”因素；但主张先小幅加息、后视情况而定。
金融市场和美元压力	布雷顿森林体系崩溃，美元快速贬值，日元和马克升值产生输入性通胀压力。	新一轮加息周期美元指数走强，但中期关注人民币升值、中美关税对于美国的输入性通胀压力。

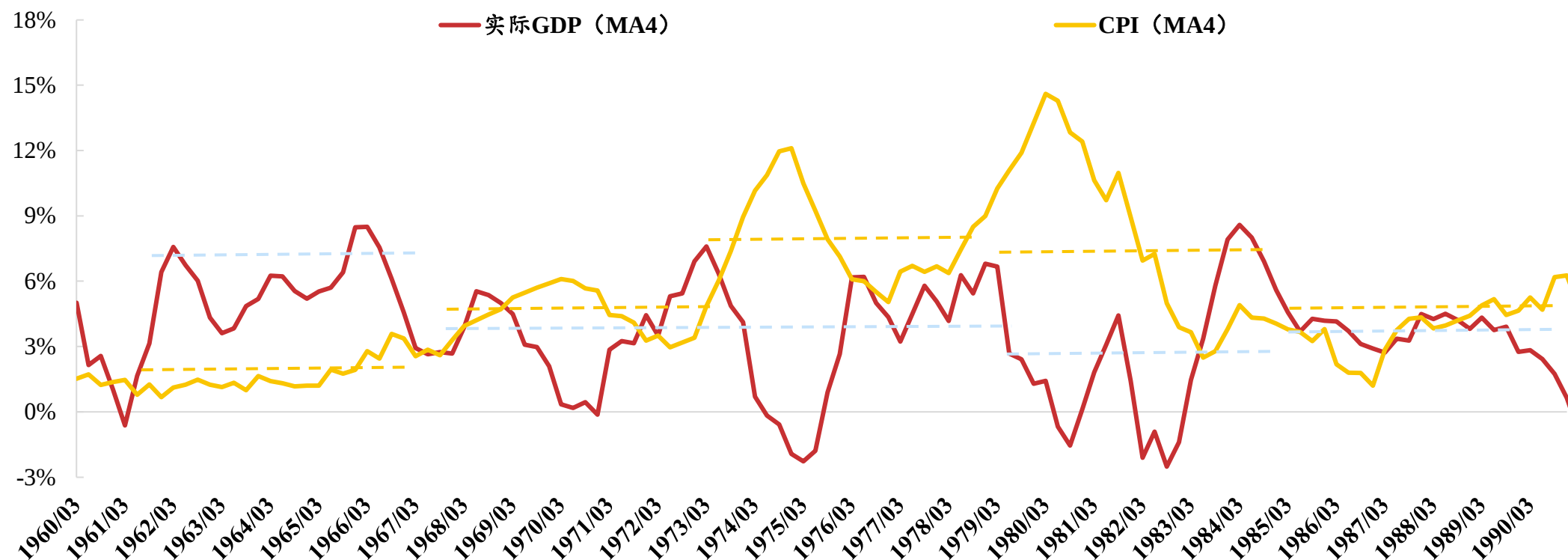
数据来源： ，财通证券研究所 注：红色为相似，灰色为有相似也有不同，蓝色为不同

- 一、大滞胀与俄乌冲突期间的八点比较——70年代的白宫联储
- 二、1970s大类资产深度复盘——70年代的资产配置
- 三、高通胀下如何穿越牛熊——70年代的行业轮动
- 四、高ROE与低PB的50年轮转——70年代的市场定价
- 五、对话70s，日本“转型牛”的启示——70年代的日本牛市
- 六、巴菲特和彼得林奇如何赢在1970s——70年代的投资巨星

- ◆ 俄乌冲突以来，全球地缘格局巨震，“百年未有之大变局”仍在往不确定的方向演绎。我们将通过复盘20世纪70年代的各类资产表现，从而对高通胀时期的投资方向提出线索。
- ◆ “大滞胀”是全球70年代的标签。1973年以来美国CPI环比中枢提升从4.7%上涨至7.7%以上，实际GDP环比却下滑从5.7%下降至3.5%左右。“滞”源于美国经济缺乏增长点，生产效率触及“天花板”；“胀”源于美联储选择通过货币宽松（MMT理论）来试图减缓经济衰退，但反而“火上浇油”。80年代中后期，美国在经济结构自我调整以及货币政策改革后走出滞胀。
- ◆ 就大类整体资产表现而言，黄金的收益率“一骑绝尘”，也是剔除通胀后唯一收益率为正的资产。若按石油危机前后进行划分，可以看到黄金在石油危机期间涨幅高达76.5%、161.9%；避险、抗通胀是持有黄金的主要逻辑。此外美元与黄金脱钩带来的贬值预期大幅增加，这也是黄金涨幅背后的原因之一。两次石油危机对股债的影响不同，第一次石油危机带来了股市的大幅调整，而第二次石油危机对债市表现出来的冲击却更为显著，说明随着持续的高通胀，投资者的通胀预期不断提升。但在考虑通胀因素下，股债的实际收益率均为负。
- ◆ 从投资时钟视角看，黄金是一种贯穿全时间段的主要资产；美国股票和债市则由于高通胀出现大幅调整，只有零星的波段机会。美林投资时钟理论按照经济增长和通胀，我们将经济周期划分为复苏、扩张、滞胀、衰退四种阶段。总体来看，由于当时市场的核心矛盾在于通胀，因此，黄金是一种贯穿全时间段的主要资产；股票和债市则由于高通胀出现大幅调整，只有零星的波段机会。整体而言，股票、债券、黄金以及现金的轮动基本符合传统经济周期的认知：股票在经济衰退和复苏阶段表现较好；黄金在扩张、滞胀阶段表现较佳；债券则在衰退阶段表现较好。
- ◆ 以史为鉴，日本225在1970s走出翻倍行情。尽管1970s留给市场的印象始终停留在滞胀“阴霾”，但实际上作为当时全球第二大经济体的日本在70年代中期至80年代中期成功的实现了经济结构转型，国际竞争力跨越式提升，日经225指数在此期间也演绎了翻倍的长牛行情。

- ◆ “大滞胀”是美国70年代的标签。1973年以来美国CPI环比中枢提升从4.7%上涨至7.7%以上，实际GDP环比却下滑从5.7%下降至3.5%左右。
- “滞”源于美国经济缺乏增长点，生产效率触及“天花板”；“胀”源于美联储选择通过货币宽松（MMT理论）来试图减缓经济衰退，但反而“火上浇油”。80年代中后期，美国在经济结构自我调整以及货币政策改革后走出滞胀。

图表27：1960年以来CPI中枢上行，实际GDP中枢下行

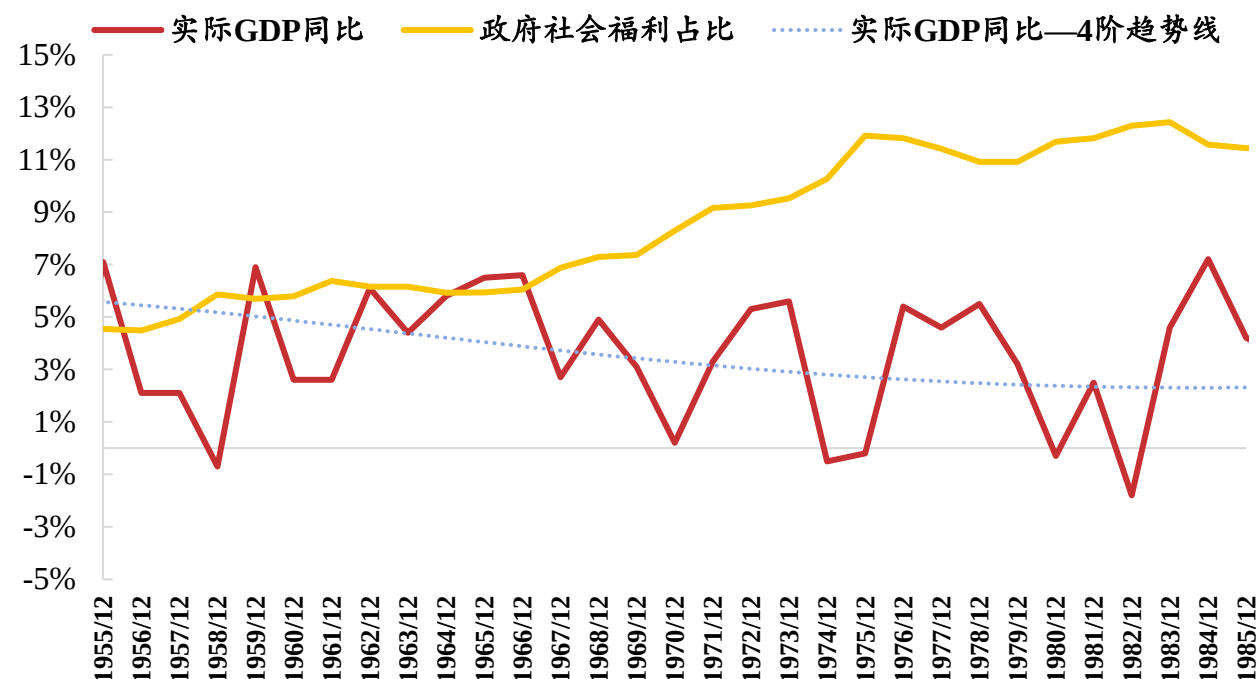


◆ **美国经济放缓首要原因为二战重建期红利减退且无新增长点。**

美国自二战后的长期增长更多源于二战后各国重建所带来的巨大需求，需求包括产品、设备、人力等各个类别。随着重建期步入尾声，其他国家的产能也逐渐恢复，全球产能紧缺逐渐转向产能过剩，经济增速随之放缓。

◆ **美国福利等激励政策效益降低也是其中原因。**20世纪60年代也是美国的高福利时期。约翰逊总统推出了“伟大社会”的社会经济改革纲领，涵盖医疗、教育、住房、城市发展、环境保护等一系列方面，一定程度缓解了社会矛盾；但政府福利对个人收入占比的快速上升并未带动GDP上涨，即个人福利的增加未对经济增长起到激励作用，整体收入结构的改善也未推动社会经济的发展。激励失效的可能原因包括激励方式的选择错误、大企业组织架构僵化、激励本身效果有限等。因此，美国政府仍未解决经济增长放缓的问题。

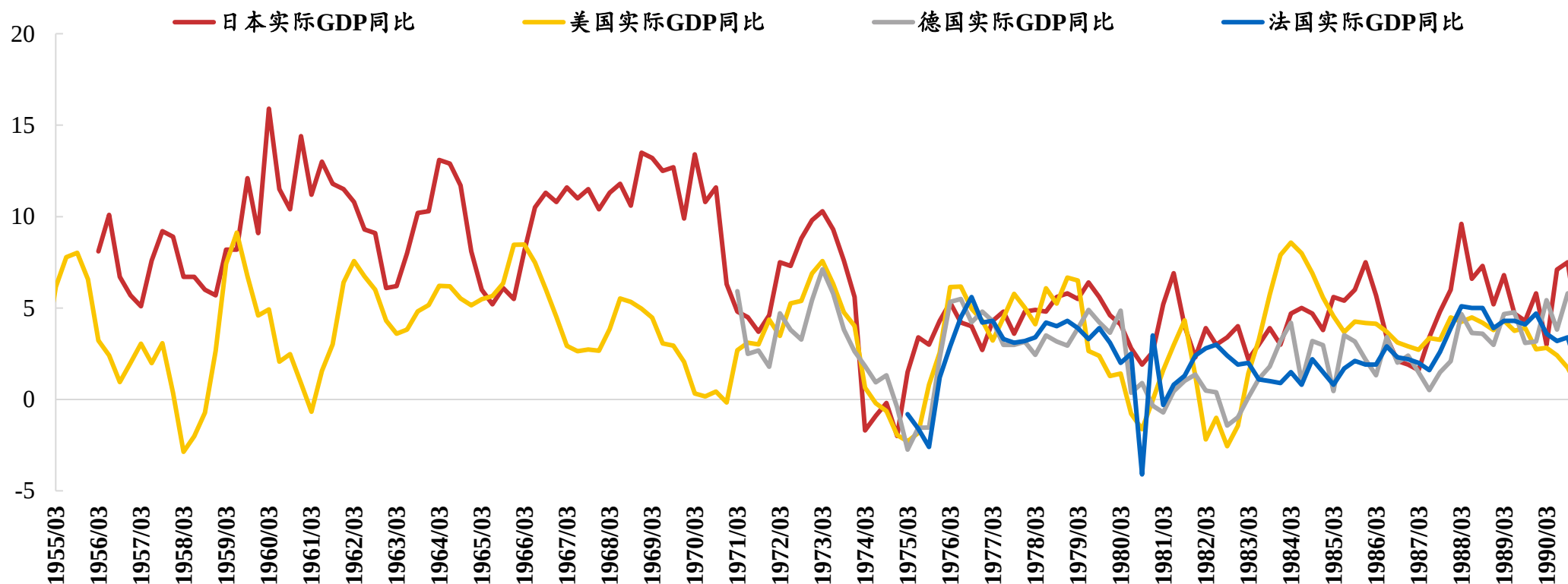
图表28：政府福利上升激励效果甚微



数据来源： ，财通证券研究所

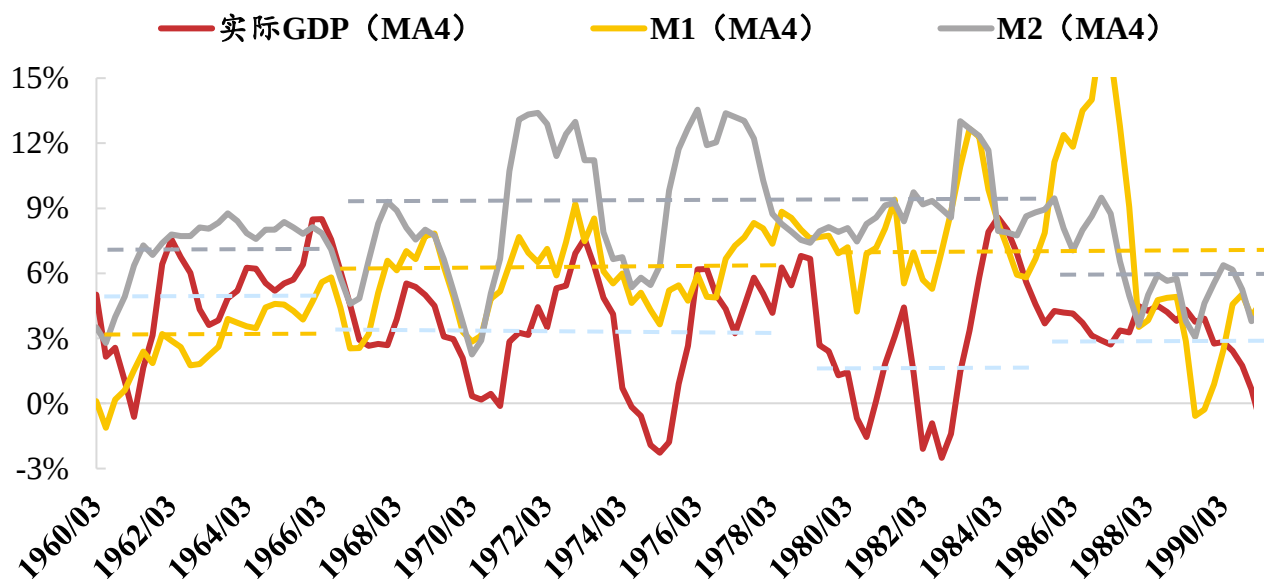
- ◆ **日本等国崛起成为美国经济上行的新压力。**“马歇尔计划”和“道奇计划”下，日本和欧洲逐渐复苏，并逐渐在美国此前领先的汽车、半导体行业上击败美国。从经济逻辑上，直面竞争下的产业利润将大幅下降，竞争失败的产业利润更是堪忧。因此，日本等国的崛起在经济上成为美国复苏的新压力。

图表29：日本在“道奇计划”后逐步成为美国的强大海外对手



◆ 实际上经济增速放缓并非从滞胀前开始，早在60年代就有征兆。从图4中可以看到，实际GDP环比中枢下行，而M1、M2环比中枢上行。从表中看到，在石油危机开始前，经济已经下台阶，实际GDP环比均值已经从1961-1966年的5.69%下降到1967-1972年的3.50%；而M1、M2环比均值也从1961-1966年的3.43%、7.44%增长到1967-1972年的6.41%、9.01%；石油危机后，实际GDP环比均值进一步放缓至3.51%、2.49%，M1、M2环比均值则甚至提升至6.22%、7.59%和9.33%、9.18%；直至80年代后期，实际GDP环比均值才回升至3.13%，而M1、M2反而回落至7.13%、6.04%。因此就结果而言，这段时期的货币扩张仍无法阻止经济增速的放缓。

图表30：货币投放并未阻止经济放缓的脚步

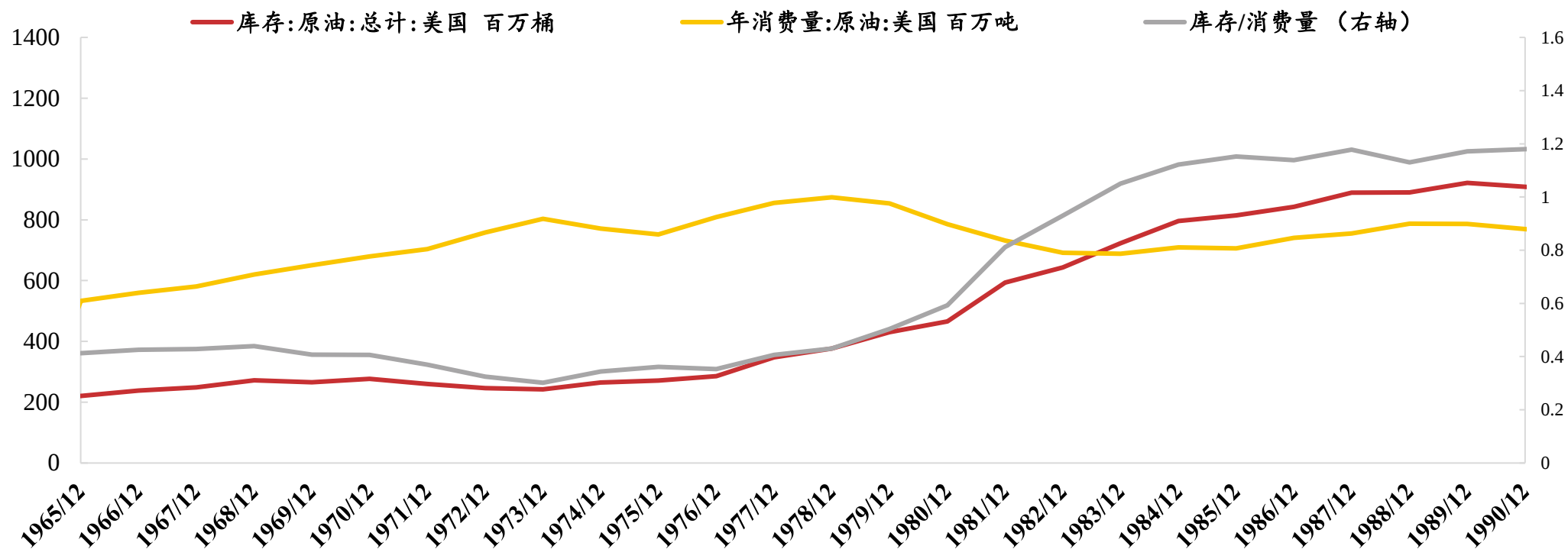


图表31：滞胀及前期，货币增速维持高位

	M1	M2	实际GDP	CPI
1961-1966	3.43%	7.44%	5.69%	1.68%
1967-1972	6.41%	9.01%	3.50%	4.36%
1973-1978 (含第一次石油危机)	6.22%	9.33%	3.51%	8.15%
1979-1984 (含第二次石油危机)	7.59%	9.18%	2.49%	7.73%
1985-1990	7.13%	6.04%	3.13%	4.11%

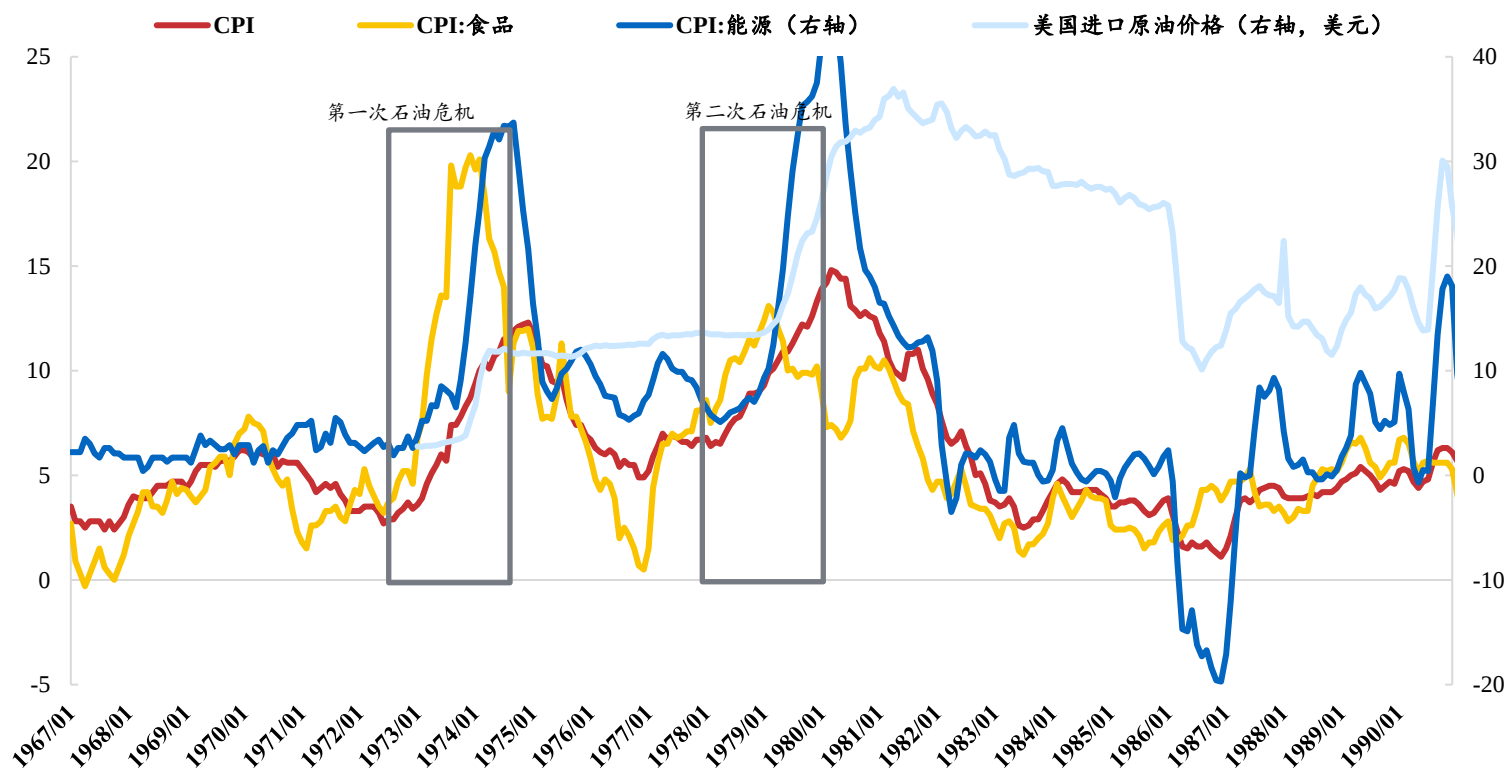
◆ **石油危机由战争、石油供应博弈等一系列政治经济问题引发。**两次石油危机发生时期分别为1973.10-1974.3、1978年底-20世纪80年代初。其中，第一次石油危机源于第四次中东战争中石油输出国组织的阿拉伯成员国为打击美国等以色列支持者所主导石油禁运，以及OPEC组织与被称为“七姐妹”的各跨国石油公司的定价权争夺；第二次石油危机源于两伊战争爆发导致的供给短缺。第一次石油危机对经济造成的巨大冲击则可能与先前原油储备处于相对低位有关。

图表32：第一次石油危机及前期，美国原油储备持续位于低位



- ◆ **石油危机时期油价暴涨，拉动CPI急速上涨。**在第一次石油危机中，油价从危机前1973年9月的3.38美元，上涨至1974年4月的11.91美元，涨幅达252%，且后续不再回落。在第二次石油危机中，油价从危机前1978年11月的13.41美元，最高上涨至1981年4月的36.92美元，涨幅达175%，至1985年才回落至25-26美元区间（1986年油价下跌源于OPEC内部价格战）。石油危机引发的原油价格波动对CPI影响巨大，1973年9月至最高点1974年12月、1978年11月至最高点1980年3月份别上涨66.2%和66.3%。

图表33：石油危机期间，原油价格暴涨，拉动CPI同比飙升（%）



图表34：美国政策核心随着政治经济局势不断变化

◆ 随着政治经济局势不断变化，美国政策从提高财政支出加大福利，到试图调和经济增长和通胀，再到减税的同时货币紧缩以恢复经济。20世纪60年代初，肯尼迪和约翰逊面对冷战竞争，一方面不断介入越战，一方面提升民众福利，财政支出不断提高，结果导致黄金储备下降，并为后面滞涨埋下伏笔。尼克松、福特、卡特先后通过减少开支、在控通胀和保增长之间左右摇摆，但并未解决滞涨问题。期间，美国与中国缓和，并撤出越南，减缓了部分压力。里根选择以高赤字为代价，在减税同时紧缩货币以控制通胀，并且减少政府干预以提高效率。

任命时间	姓名	党派	政策核心	具体政策	政治背景
1961/01	约翰. 肯尼迪	民主党	提高民众福利	减税+扩张性财政政策；第一次非战争、衰退赤字；黄金储备减少	介入越南战争
1963/11	林登. 贝恩斯. 约翰逊	民主党		“伟大社会”计划，社会福利支出上升	直接参与越南战争
1969/01	理查德. 尼克松	共和党	试图调和经济增长和通胀问题	新经济政策（失败）：工资物价管控、削减政府开支、减少政府干预以消除通胀	布雷顿森林体系解体；第一次石油危机；中美破冰
1974/08	杰拉尔德. 福特	共和党		前期欲控制通胀，失业率飙升后放松银根，转而控制失业率	从越南撤军
1977/01	吉米. 卡特	民主党		前期实行扩张性财政政策控失业率，利率高企后使用紧缩货币政策导致经济衰退	第二次石油危机；中美正式建交
1981/01	罗纳德. 里根	共和党		减税+货币紧缩；高赤字；减少政府干预	拉美经济危机；冷战局势逆转

◆ 美国通过放弃黄金美元地位，及部分冷战竞争目标减缓了自身压力，获得了一定战略空间。面对美元储备不断减少，美元汇率难以维持，尼克松于1971年8月放弃随着美元与黄金的脱钩并转为信用货币。但同时，美国通过将美元与石油挂钩，成功维持了美元世界货币的地位。由此，美元的发行约束被大幅削弱，美国财政赤字的上限极大提高，货币财政政策空间得到解放。

图表35：美国政府和美联储在财政货币政策上不断腾挪

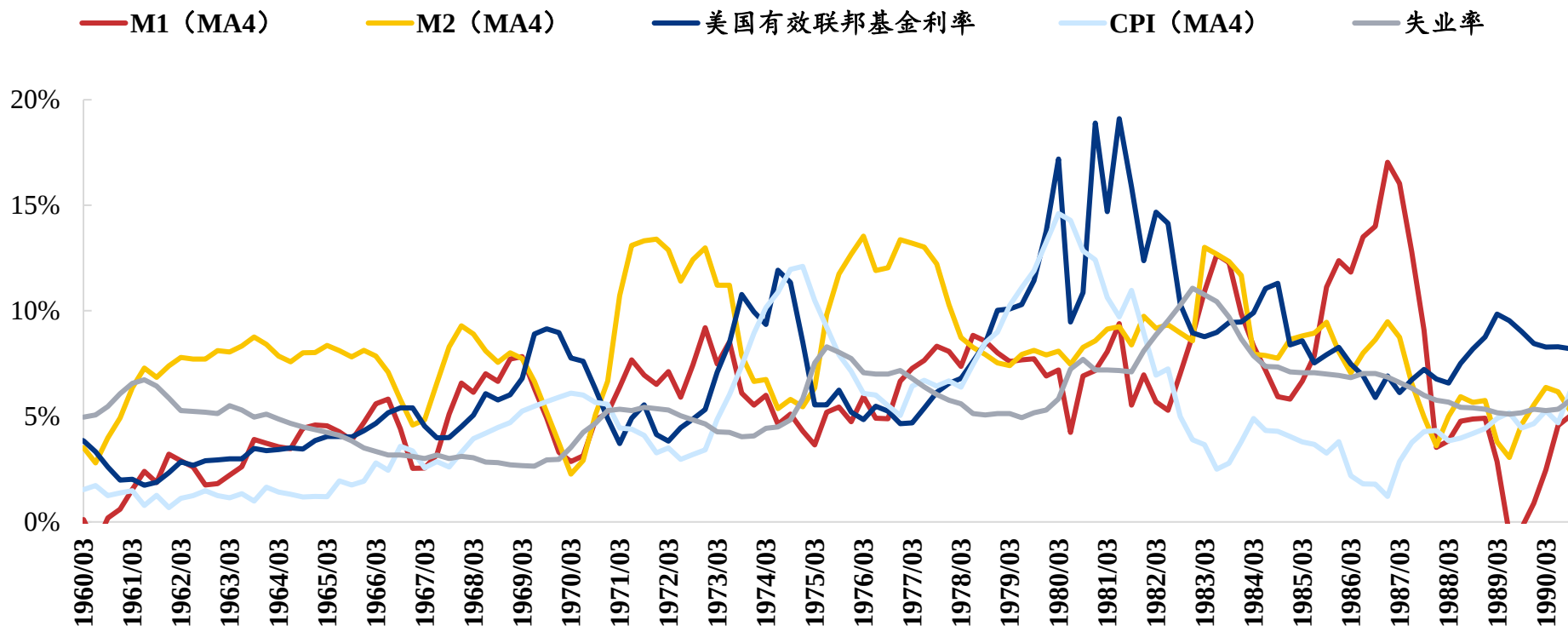
◆ 随着长期使用，凯恩斯主义逐渐失效。美国一开始选择扩张性财政政策，保障经济增长的同时提高民众福利，但这些建立在GDP中枢下行之前，同时一定程度透支了美国财政。美国陷入滞涨后，美国政府希望通过紧缩货币政策控制通胀，但往往马上迎来经济下行，失业率高涨；加息后紧随失业率上涨。美国政府转而回头继续放松银根、扩张财政。但随着多年使用，凯恩斯主义方式的效果不断减弱。

总统				美联储主席			
任命时间	姓名	党派	政策	任命时间	姓名	党派	政策
1961/01	约翰·肯尼迪	民主党	减税+扩张性财政政策；第一次非战争、衰退赤字；黄金储备减少	1951/04	小威廉·麦克切斯尼·马丁	民主党	严格的货币政策和反通货膨胀；相对独立
1963/11	林登·贝恩斯·约翰逊	民主党	“伟大社会”计划，社会福利支出上升				
1969/01	理查德·尼克松	共和党	新经济政策（失败）：工资物价管控、削减政府开支、减少政府干预以消除通胀	1970/02	阿瑟·F·伯恩斯	无党籍	以就业为锚，联邦基金利率为中间目标；受政治压力影响
1974/08	杰拉尔德·福特	共和党	前期控制通胀，失业率飙升后，放松银根控制失业率				
1977/01	吉米·卡特	民主党	前期实行扩张性财政政策控制失业率，利率高企后紧缩货币，导致经济衰退	1978/08	G·威廉·米勒	民主党	对克制通胀保守；企业背景
1981/01	罗纳德·里根	共和党	减税+货币紧缩；高赤字；减少政府干预	1979/08	保罗·沃尔克	民主党	紧缩性货币政策，货币量为锚

数据来源： ，财通证券研究所整理

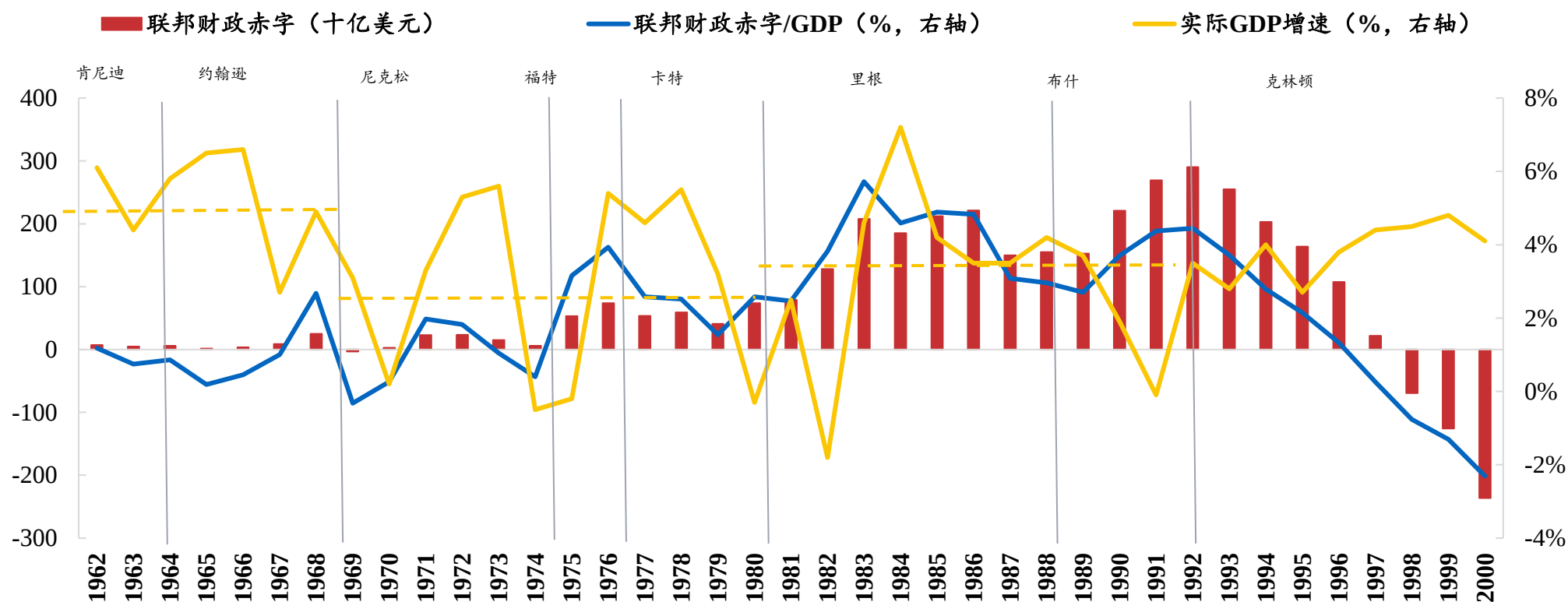
◆ **货币政策改革是终结滞胀的“利刃”**。新任美联储主席沃尔克转向控制货币发行的方式压制通胀，具体方式将中间目标从主要看联邦基准利率转变为紧盯货币供应量，且执行坚决。从结果看，通胀情况得到缓解，CPI平均同比从1980年的13.6回落至1982年的6.2；伴随的失业率上行随又通过放水缓解，但经过遏制的通胀不再反弹，美国走出滞胀阶段。即从结果来看，在当时的经济局面下，货币主义式的判断是对的，即收紧银根的冲击是暂时的，财政扩张政策效果已经较为有限。

图表36：美联储货币数量及利率控制表现



◆ 低增长和通胀问题的两难解决最终靠的是经济本身的好转，依靠的是对市场主体的修复、高赤字的缓冲以及经济的新增长点。80年代里根政府向企业减税让利，修复市场主体，实现了低通胀下的经济复苏；而代价是财政赤字高企，这是由黄金美元转向获得的政策空间。在这一政策空间下，美国等到了苏联解体，开启新一轮全球化，同时军用技术转民用，引发第三次技术革命，美国经济增长重启，赤字隐患也随之被化解。

图表37：美国联邦政府赤字及GDP占比



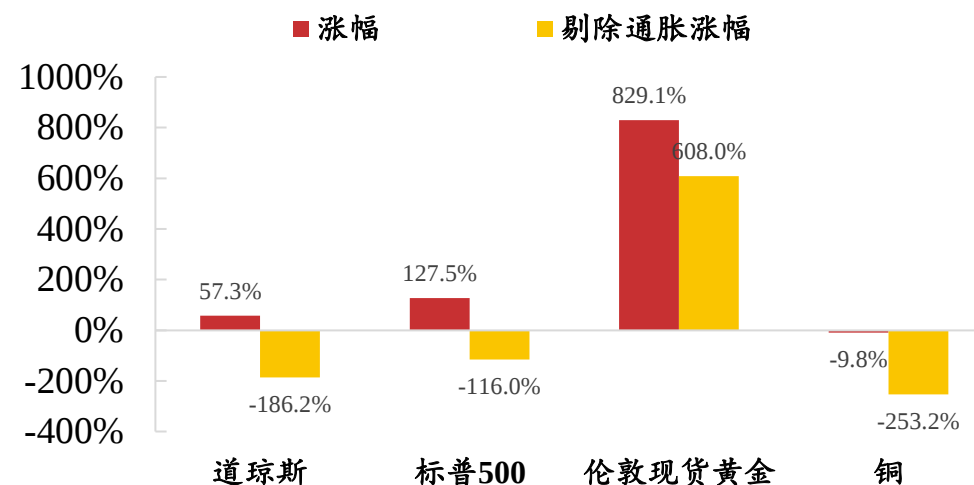
- ◆ 一般而言，各类资产价格的决定要素如下：
 - 股票价格可拆分为EPS和PE，前者与名义GDP增长高度正相关，后者主要取决于无风险收益率。
 - 债券价格的核心决定因素为投资者的通胀预期。
 - 黄金价格的走势与通胀和美联储利率息息相关。
 - 影响外汇核心要素为货币升贬值预期和经济基本面对于资金的吸引。但美元脱钩过程中，外汇的逻辑也发生了一定变化。
- ◆ 就大类整体资产表现而言，黄金的收益率“一骑绝尘”，也是剔除通胀后唯一收益率为正的资产。若按石油危机前后进行划分，黄金在石油危机期间涨幅高达76.5%、161.9%；其他资产在危机期间表现糟糕，可以判断危机期间有限资金全部涌向黄金。危机期间投资者选取黄金目的主要可能为避险、抗通胀等。另外，在1971年8月，美元与黄金脱钩，美元贬值预期大幅增加，这也成为黄金在当期涨幅达178.4%的原因之一。
- ◆ 对于股债表现而言，两次石油危机的冲击带来的影响不同，但在考虑通胀因素下实际收益率均为负。1973-1974年的石油危机带来了股市的大幅调整，而1979年的石油危机对债市表现出来的冲击却更为显著，说明随着持续的高通胀，投资者的通胀预期不断提升，直接表现在长债收益率中枢的不断抬升。

数据来源： ，财通证券研究所

图表38：黄金在石油危机阶段收益远超其他资产

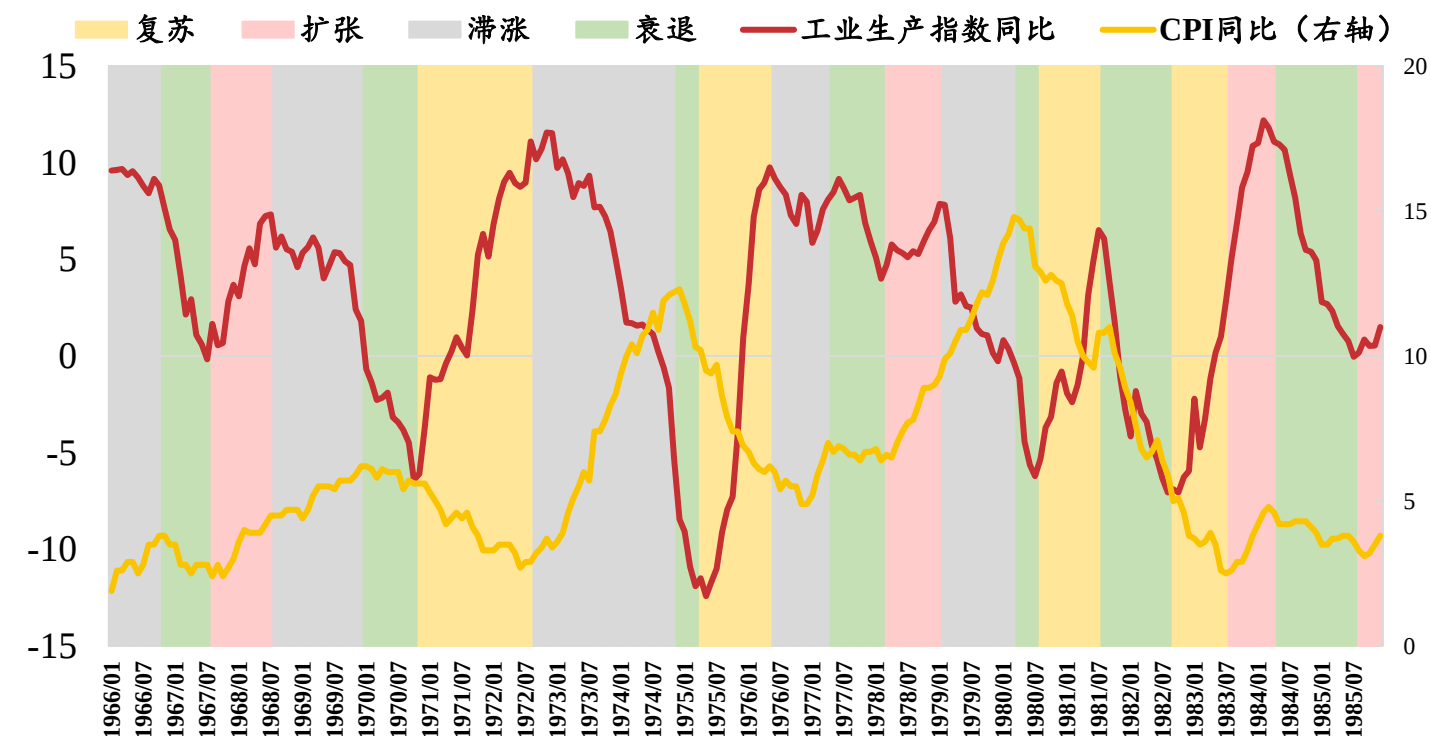
时间段	持续时间 (月)	标普500涨跌 幅	10年期国债 (YTM)	变动 (BP)	伦敦黄金 涨跌幅	美元指数 涨跌幅	最优大类 资产
1966/01—1973/10 (美元与黄金解体)	93	16.6%	4.7%—6.7%	202	178.4%	-	黄金
1973/10—1974/03 (第一次石油危机)	5	-13.2%	6.7%—7.4%	70	76.5%	7.5%	黄金
1974/03—1978/11	55	0.8%	7.4%—8.9%	145	11.8%	-12.5%	黄金
1978/11—1981/01 (第二次石油危机)	26	36.8%	8.9%—12.7%	382	161.9%	2.9%	黄金
1981/01—1985/12	59	63.1%	12.7%—9.0%	-368	-35.4%	37.5%	股票
start—1985/12	240	127.5%	4.7%—9.0%	431	829.1%	4.4%	黄金

图表39：剔除通胀下的实际收益率角度，黄金一枝独秀



◆ 美林投资时钟理论按照经济增长和通胀，我们将经济周期划分为复苏、扩张、滞胀、衰退四种阶段。结合工业生产指数和CPI同比的波峰和波谷，1966到1985年被划分为20个阶段。其中，4个复苏期，4个扩张期，5个滞胀期，7个衰退期。

图表40：基于工业生产指数和CPI划分阶段（%）



图表41：基于工业生产指数和CPI同比划分阶段，确定投资时钟

时期	CPI同比 (%)	工业生产指数同比 (%)	阶段	持续时间 (月)
1966/01—1966/10	1.9	-0.77	滞胀	9
1966/10—1967/07	-1	-9	衰退	9
1967/07—1968/07	1.7	7.51	扩张	12
1968/07—1969/12	1.7	-5.52	滞胀	17
1969/12—1970/10	-0.6	-8.22	衰退	10
1970/10—1972/08	-2.7	17.51	复苏	22
1972/08—1974/12	9.4	-19.54	滞胀	28
1974/12—1975/03	-2	-3.46	衰退	3
1975/03—1976/05	-4.1	21.66	复苏	14
1976/05—1977/04	0.8	-1.67	滞胀	11
1977/04—1978/02	-0.6	-4.09	衰退	10
1978/02—1979/01	2.9	3.87	扩张	11
1979/01—1980/03	5.5	-8.21	滞胀	14
1980/03—1980/07	-1.7	-5.87	衰退	4
1980/07—1981/07	-2.3	12.72	复苏	12
1981/07—1982/08	-4.9	-13.57	衰退	13
1982/08—1983/07	-3.4	9.93	复苏	11
1983/07—1984/03	2.3	8.94	扩张	8
1984/03—1985/07	-1.2	-11.86	衰退	16
1985/07—1985/12	0.2	1.55	扩张	5

数据来源：，财通证券研究所

图表42：黄金的高收益率表现贯穿了整个滞涨时间段

◆ 在1966到1985年按投资时钟划分的区间内，分别统计了以标普500、10年期美债、黄金和美元指数为代表的四种大类资产的区间收益率（另外一种为现金）。黄金是一种贯穿全时间段的主要资产；股票和债市则由于高通胀出现大幅调整，只有零星的波段机会。

◆ 整体而言，股票、债券、黄金以及现金的轮动基本符合传统经济周期的认知：股票在经济衰退和复苏阶段表现较好；黄金在扩张、滞胀阶段表现较佳；债券则在衰退阶段表现较好。

时间段	持续时间(月)	投资时钟阶段	标普500涨跌	10年期国债(YTM)	变动 (BP)	伦敦黄金涨跌幅	美元指数涨跌幅	最优大类资产
1966/01—1966/10	9	滞胀	-13.7%	4.7%—5.0%	28			现金
1966/10—1967/07	9	衰退	18.1%	5.0%—5.2%	19			股票
1967/07—1968/07	12	扩张	3.2%	5.2%—5.4%	23			股票
1968/07—1969/12	17	滞胀	-5.8%	5.4%—7.9%	249	-9.4%		现金
1969/12—1970/10	10	衰退	-9.6%	7.9%—7.3%	-55	5.8%		债券
1970/10—1972/08	22	复苏	33.4%	7.3%—6.4%	-91	79.5%		黄金
1972/08—1974/12	28	滞胀	-38.3%	6.4%—7.4%	98	178.9%	-9.4%	黄金
1974/12—1975/03	3	衰退	21.6%	7.4%—8.0%	61	-5.0%	-4.8%	股票
1975/03—1976/05	14	复苏	20.2%	8.0%—8.0%	-5	-29.2%	13.4%	股票
1976/05—1977/04	11	滞胀	-1.7%	8.0%—7.5%	-51	17.3%	-1.7%	黄金
1977/04—1978/02	10	衰退	-11.6%	7.5%—8.0%	59	23.8%	-8.1%	黄金
1978/02—1979/01	11	扩张	14.8%	8.0%—9.0%	91	28.2%	-8.8%	黄金
1979/01—1980/03	14	滞胀	2.2%	9.0%—12.6%	369	111.6%	2.9%	黄金
1980/03—1980/07	4	衰退	19.2%	12.6%—10.8%	-188	24.2%	-6.2%	黄金
1980/07—1981/07	12	复苏	7.6%	10.8%—14.7%	391	-33.9%	29.8%	现金
1981/07—1982/08	13	衰退	-8.7%	14.7%—12.8%	-186	1.4%	8.9%	债券
1982/08—1983/07	11	复苏	36.0%	12.8%—11.8%	-105	2.6%	5.8%	股票
1983/07—1984/03	8	扩张	-2.1%	11.8%—12.5%	77	-7.9%	1.2%	现金
1984/03—1985/07	16	衰退	19.9%	12.5%—10.6%	-196	-15.7%	10.1%	股票
1985/07—1985/12	5	扩张	10.7%	10.6%—9.0%	-157	-0.2%	-10.8%	股票
区间整体	240		127.5%	4.7%—9.0%	431	829.1%	4.4%	黄金

数据来源： ，财通证券研究所

图表43：不同投资时钟阶段下，道琼斯和标普500均在复苏、衰退期表现更佳

时间段	投资时钟阶段	道琼斯:年末	YoY	标普500:年末	YoY	CPI	道琼斯:剔除CPI	标普500:剔除CPI
1966/01—1966/10	滞胀	807.1	-17.9%	80.2	-13.7%	3.0%	-21.0%	-16.7%
1966/10—1967/07	衰退	904.2	12.0%	94.8	18.1%	1.7%	10.4%	16.5%
1967/07—1968/07	扩张	883.0	-2.3%	97.7	3.2%	4.5%	-6.8%	-1.3%
1968/07—1969/12	滞胀	800.4	-9.4%	92.1	-5.8%	8.0%	-17.4%	-13.8%
1969/12—1970/10	衰退	755.6	-5.6%	83.3	-9.6%	4.5%	-10.1%	-14.1%
1970/10—1972/08	复苏	963.7	27.5%	111.1	33.4%	6.3%	21.2%	27.1%
1972/08—1974/12	滞胀	616.2	-36.1%	68.6	-38.3%	23.9%	-59.9%	-62.2%
1974/12—1975/03	衰退	768.2	24.7%	83.4	21.6%	1.7%	22.9%	19.9%
1975/03—1976/05	复苏	975.2	27.0%	100.2	20.2%	6.8%	20.1%	13.4%
1976/05—1977/04	滞胀	926.9	-5.0%	98.4	-1.7%	6.4%	-11.3%	-8.1%
1977/04—1978/02	衰退	742.1	-19.9%	87.0	-11.6%	5.0%	-24.9%	-16.6%
1978/02—1979/01	扩张	839.2	13.1%	99.9	14.8%	8.7%	4.4%	6.1%
1979/01—1980/03	滞胀	785.8	-6.4%	102.1	2.2%	16.9%	-23.3%	-14.8%
1980/03—1980/07	衰退	935.3	19.0%	121.7	19.2%	3.1%	15.9%	16.1%
1980/07—1981/07	复苏	952.3	1.8%	130.9	7.6%	10.8%	-9.0%	-3.2%
1981/07—1982/08	衰退	901.3	-5.4%	119.5	-8.7%	6.8%	-12.1%	-15.5%
1982/08—1983/07	复苏	1199.2	33.1%	162.6	36.0%	2.1%	30.9%	33.9%
1983/07—1984/03	扩张	1164.9	-2.9%	159.2	-2.1%	3.1%	-6.0%	-5.2%
1984/03—1985/07	衰退	1347.5	15.7%	190.9	19.9%	4.7%	11.0%	15.3%
1985/07—1985/12	扩张	1546.7	14.8%	211.3	10.7%	1.7%	13.1%	9.0%
区间整体		1546.7	57.3%	211.3	127.5%	243.5%	-186.2%	-116.0%

数据来源：，财通证券研究所

图表44：不同投资时钟阶段下，债券在衰退期间的表现更佳

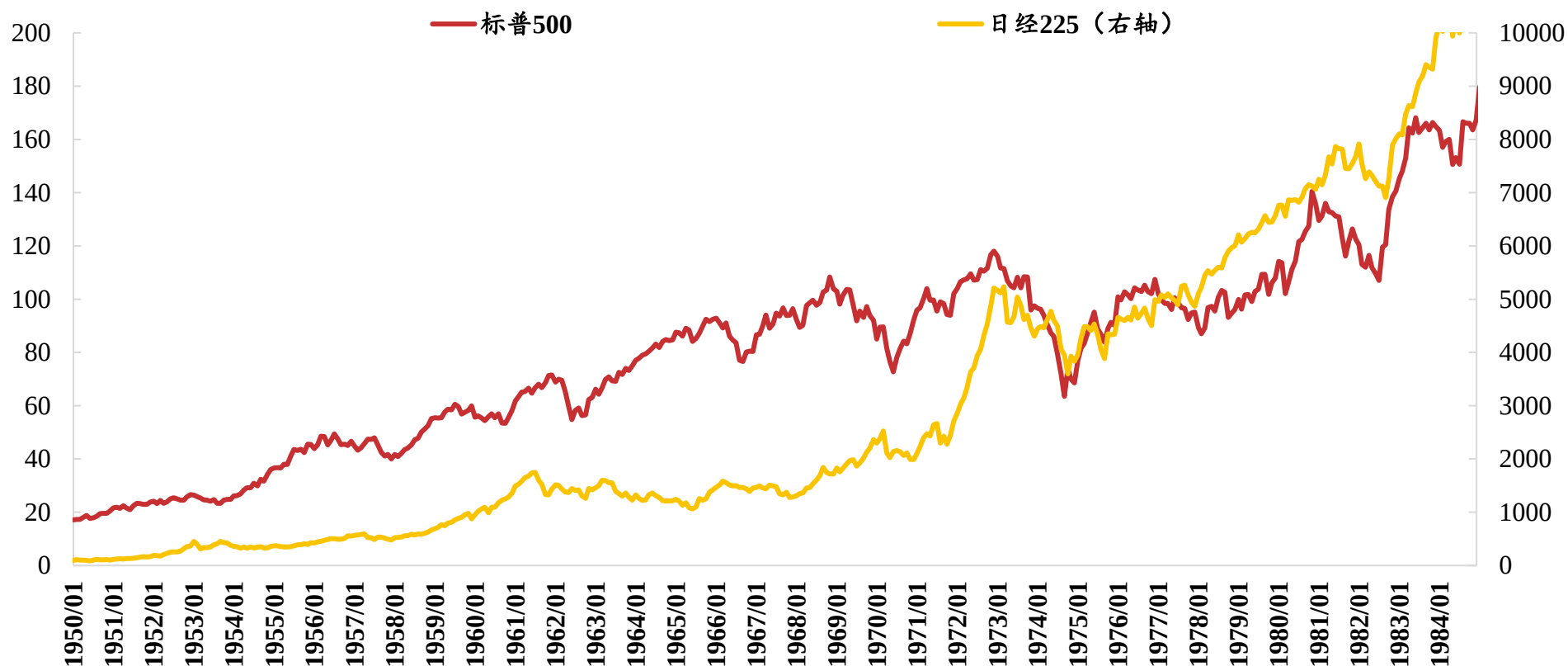
时间段	持续时间	投资时钟阶段	通胀表现	变动 (BP)	0年期国债 (YTM)	变动 (BP)
1966/01—1966/10	9	滞胀	1.9%—3.8%	190	4.7%—5.0%	28
1966/10—1967/07	9	衰退	3.8%—2.9%	-90	5.0%—5.2%	19
1967/07—1968/07	12	扩张	2.9%—4.5%	160	5.2%—5.4%	23
1968/07—1969/12	17	滞胀	4.5%—5.9%	140	5.4%—7.9%	249
1969/12—1970/10	10	衰退	5.9%—5.6%	-30	7.9%—7.3%	-55
1970/10—1972/08	22	复苏	5.6%—2.9%	-270	7.3%—6.4%	-91
1972/08—1974/12	28	滞胀	2.9%—12.1%	920	6.4%—7.4%	98
1974/12—1975/03	3	衰退	12.1%—10.5%	-160	7.4%—8.0%	61
1975/03—1976/05	14	复苏	10.5%—6.2%	-430	8.0%—8.0%	-5
1976/05—1977/04	11	滞胀	6.2%—7.0%	80	8.0%—7.5%	-51
1977/04—1978/02	10	衰退	7.0%—6.2%	-80	7.5%—8.0%	59
1978/02—1979/01	11	扩张	6.2%—9.3%	310	8.0%—9.0%	91
1979/01—1980/03	14	滞胀	9.3%—14.6%	530	9.0%—12.6%	369
1980/03—1980/07	4	衰退	14.6%—13.2%	-140	12.6%—10.8%	-188
1980/07—1981/07	12	复苏	13.2%—10.8%	-240	10.8%—14.7%	391
1981/07—1982/08	13	衰退	10.8%—6.0%	-480	14.7%—12.8%	-186
1982/08—1983/07	11	复苏	6.0%—2.4%	-360	12.8%—11.8%	-105
1983/07—1984/03	8	扩张	2.4%—4.9%	250	11.8%—12.5%	77
1984/03—1985/07	16	衰退	4.9%—3.5%	-140	12.5%—10.6%	-196
1985/07—1985/12	5	扩张	3.5%—3.8%	30	10.6%—9.0%	-157
区间整体	240	0	1.9%—3.8%	190	4.7%—9.0%	431

图表45：不同投资时钟阶段下，大宗商品在滞胀期间的表现更佳

时间段	投资时钟阶段	伦敦黄金：年末	YoY	铜：年末	YoY	CPI	伦敦黄金：剔除CPI	铜：剔除CPI
1966/01—1966/10	滞胀			1128.3	-25.7%	3.0%		-28.7%
1966/10—1967/07	衰退			1015.2	-10.0%	1.7%		-11.7%
1967/07—1968/07	扩张	38.9		1136.7	12.0%	4.5%		7.5%
1968/07—1969/12	滞胀	35.2	-9.4%	1631.4	43.5%	8.0%	-17.4%	35.5%
1969/12—1970/10	衰退	37.3	5.8%	1246.9	-23.6%	4.5%	1.3%	-28.1%
1970/10—1972/08	复苏	66.9	79.5%	1034.6	-17.0%	6.3%	73.2%	-23.4%
1972/08—1974/12	滞胀	186.5	178.9%	1416.7	36.9%	23.9%	155.0%	13.1%
1974/12—1975/03	衰退	177.3	-5.0%	1266.5	-10.6%	1.7%	-6.7%	-12.3%
1975/03—1976/05	复苏	125.5	-29.2%	1510.0	19.2%	6.8%	-36.0%	12.4%
1976/05—1977/04	滞胀	147.3	17.3%	1515.0	0.3%	6.4%	10.9%	-6.1%
1977/04—1978/02	衰退	182.3	23.8%	1261.0	-16.8%	5.0%	18.8%	-21.8%
1978/02—1979/01	扩张	233.7	28.2%	1533.0	21.6%	8.7%	19.5%	12.8%
1979/01—1980/03	滞胀	494.5	111.6%	2918.0	90.3%	16.9%	94.7%	73.4%
1980/03—1980/07	衰退	614.3	24.2%	2006.0	-31.3%	3.1%	21.1%	-34.4%
1980/07—1981/07	复苏	406.0	-33.9%	1700.0	-15.3%	10.8%	-44.7%	-26.0%
1981/07—1982/08	衰退	411.5	1.4%	1440.9	-15.2%	6.8%	-5.4%	-22.0%
1982/08—1983/07	复苏	422.0	2.6%	1701.2	18.1%	2.1%	0.4%	15.9%
1983/07—1984/03	扩张	388.5	-7.9%	1429.8	-16.0%	3.1%	-11.0%	-19.1%
1984/03—1985/07	衰退	327.5	-15.7%	1432.4	0.2%	4.7%	-20.4%	-4.5%
1985/07—1985/12	扩张	327.0	-0.2%	1369.5	-4.4%	1.7%	-1.8%	-6.1%
区间整体		327.0	829.1%	1369.5	-9.8%	243.5%	585.6%	-253.2%

- ◆ 尽管1970s留给市场的印象始终停留在滞胀“阴霾”，但实际上作为当时全球第二大经济体的日本在70年代中期至80年代中期成功的实现了经济结构转型，国际竞争力跨越式提升，同时日经225指数在此期间也演绎了翻倍的长牛行情。

图表46：日经225在70年代中后期显著跑赢标普500



- ◆ 70年代初期，日本在石油危机的冲击下也陷入滞胀。与美国一样，日本的经济增速自1970年开始下台阶，实际GDP增速由60年代的9.4%下滑至70年代的5.2%。为此日本推出“列岛改造计划”，试图以大规模的土地开发、新建城市来以弥补需求不足。但是这一规划却使得银行放贷失控，股市地价高涨。叠加1973年第一次石油冲击，日本通胀飙升至两位数。
- ◆ “减量经营”和“科技立国”帮助日本完成二次经济转型，也是日股走牛的主要因素。第一次石油危机对日本经济和股市造成了较大冲击，但是，危机后日本企业开始“减量经营”，其核心是节约能源消费、压缩负债以及节省劳动力。同时在“科技立国”政策的指导下，日企大力发展自主创新，培育了汽车与大型半导体集成电路两大优势产业。第二次石油危机期间，日本经济和股市受到的冲击也大大降低。

- 一、大滞胀与俄乌冲突期间的八点比较——70年代的白宫联储
- 二、1970s大类资产深度复盘——70年代的资产配置
- 三、高通胀下如何穿越牛熊——70年代的行业轮动
- 四、高ROE与低PB的50年轮转——70年代的市场定价
- 五、对话70s，日本“转型牛”的启示——70年代的日本牛市
- 六、巴菲特和彼得林奇如何赢在1970s——70年代的投资巨星

◆ **结论一：当宏观摩天轮开始转动，美股行业轮动完美切合美林时钟。**

历史背景看，1970s美国经济的基调是石油、粮食危机引发的通胀；危机驱动下，1969-1981年美国走过近3轮周期：第一轮（滞涨：69.1-70.1；衰退：70.2-70.11；复苏：70.12-72.6；过热：72.7-73.1）、第二轮（滞涨：73.2-74.12；衰退：75.1-75.3；复苏：75.4-76.12；过热：77.1-78.4）、第三轮（滞涨：78.5-80.3；衰退：80.4-80.6；复苏：80.7-81.7；衰退：81.8-81.12）。股市走出4轮行情：70-72年“漂亮50”、73-74年“急杀估值”、75-76年“小复苏”、77-81年“盈利消化估值”。

（1）各阶段行业赔率：从月均收益率看，衰退期，零售、可选消费、公用事业位列前3；复苏期，可选消费、零售、工业服务位列前3。过热期，通信、能源、公用事业位列前3。滞涨期，能源、医疗、通信位列前3。（2）各阶段行业胜率：从月度正收益概率看，衰退期，必须消费、能源、可选消费位列前3；复苏期，金融、通信、零售位列前3。过热期，通信、公用事业、能源位列前3。滞涨期，医疗、能源、化工位列前3。

◆ **结论二：从周期轮动节点看，通胀触顶时，市场可能全面反弹。70s滞胀3次转向衰退时期，均出现市场全面反弹行情；反转明显行业中，9成为滞胀期尾声下跌前50%行业。由此，未来通胀触顶时可关注困境反转行业。**

◆ **四点行业配置的具体结论：**

（1）通胀受益行业能源、医疗表现长青。能源直接受益于油价上涨；医疗需求刚性，涨价跑赢通胀，成本端受通胀影响小，实际受益于通胀。长期通胀背景下，能源、医疗为股市领头羊；1968.12-1981.12能源、医疗对标普超额收益分别达192%、95%。

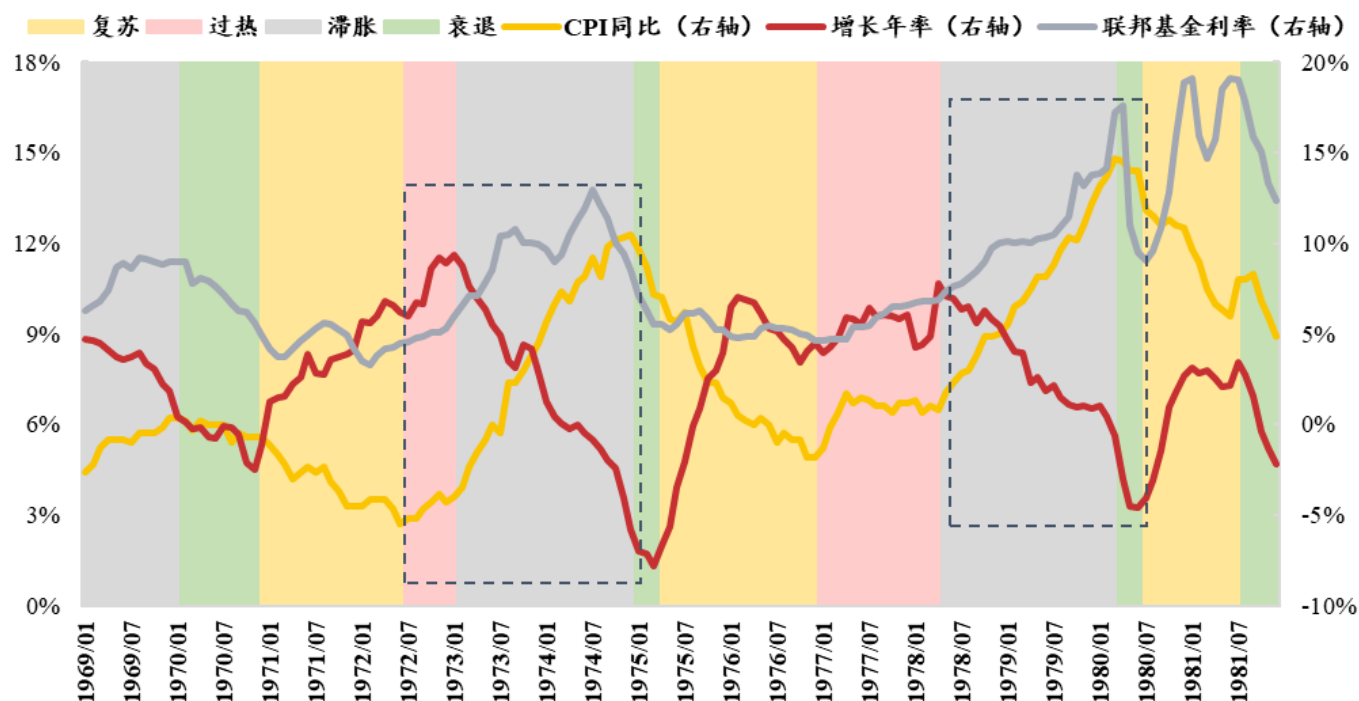
（2）估值下杀后，业绩增速高的通信、消费穿越牛熊。通信属于新兴行业，成长快、空间广，长期领跑市场：68.12-81.12通信对标普超额收益达137%。消费行业成长性高，估值下杀后从1975开始走出长牛：74.12-81.12，必须消费、可选消费、零售收益超标普71%、43%、48%。到80年代，以可口可乐为代表的消费企业迎来戴维斯双升。

（3）经济下行买公用事业等防御性行业。防御性行业公用事业估值变化小，经济下行时相对表现反而领先。70年代经济整体停滞，公用事业表现超越市场，1968.12-1981.12对标普超额收益达54%。另外股市急杀估值阶段（1972.12-1974.12），公用事业对标普超额收益达14%。

（4）通胀尾声、利率上行买大金融（银行、保险、金融服务等）。随着通胀走高，以银行为代表的大金融获益于美联储的加息应对，利润持续增厚。1976.12-1981.12，利率持续上行，金融对标普超额收益达63%。

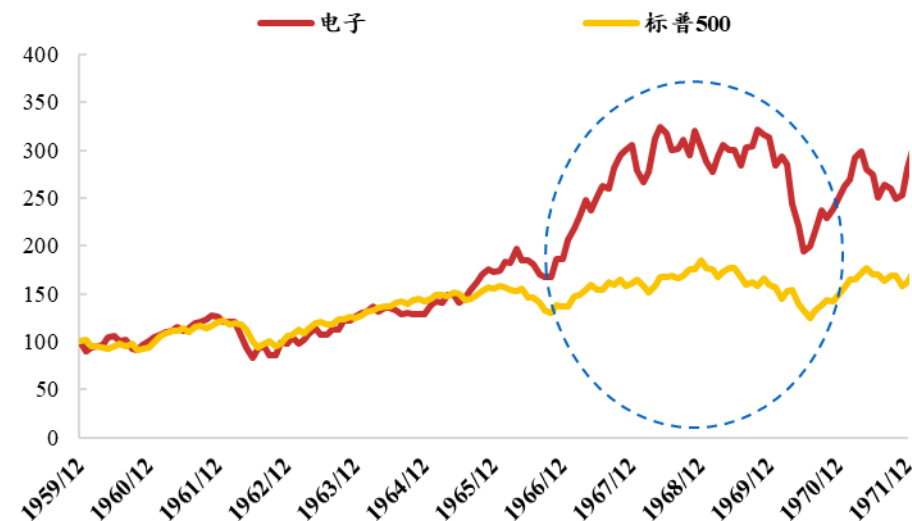
- ◆ 宏观层面看，两轮石油危机和粮食危机引发的通胀是1970s美国经济的基调。两轮石油危机冲击下，1973-1974、1978-1980石油价格分别上涨252%、175%;1972-1974全球粮食减产，大豆价格不到1年翻了3倍。
- ◆ 粮食、石油危机冲击下，美国面临的通胀和失业双重困境。通胀除了直接增加人民生活成本，还进一步冲击经济，并导致失业率高涨。因此，美国政府同时直面通胀和就业问题，时而通过财政扩张缓解就业，时而提高利率控制通胀。
- ◆ 两轮危机驱动，1969-1981美国走过近3轮完整经济周期。本文使用ECRI的增长年率作为同步指标，CPI同比作为滞后指标，进行周期划分。可以看到，伴随两次危机驱动，美国1969-1981经济走过近3轮周期，共11个阶段。

图表47: 美国70年代经济周期划分



◆ 回顾70年代前夕，科技+并购+概念，美股投机氛围浓。60年代，美国开启以原子能、电子计算机和空间技术为主的第三次科技革命；伴随60年代末期阿波罗登月，科技浪潮达到顶峰，1964-1969，电子板块5年翻了2.4倍。整体科技浪潮下，各类概念股票风光一时。同样在60年代，美国开启了第三次并购浪潮，以混合型并购为主，通过跨行收购其他公司提升业绩和股价。借助当时火热的股市，不少公司使用换股方式低成本扩张，并购次数和规模都快速提升：从1963到1969，并购次数翻了超过4倍；从1961到1968，并购规模超10亿占比从5%上升至31%。

图表48:1960s末期登月带动科技热潮兴起

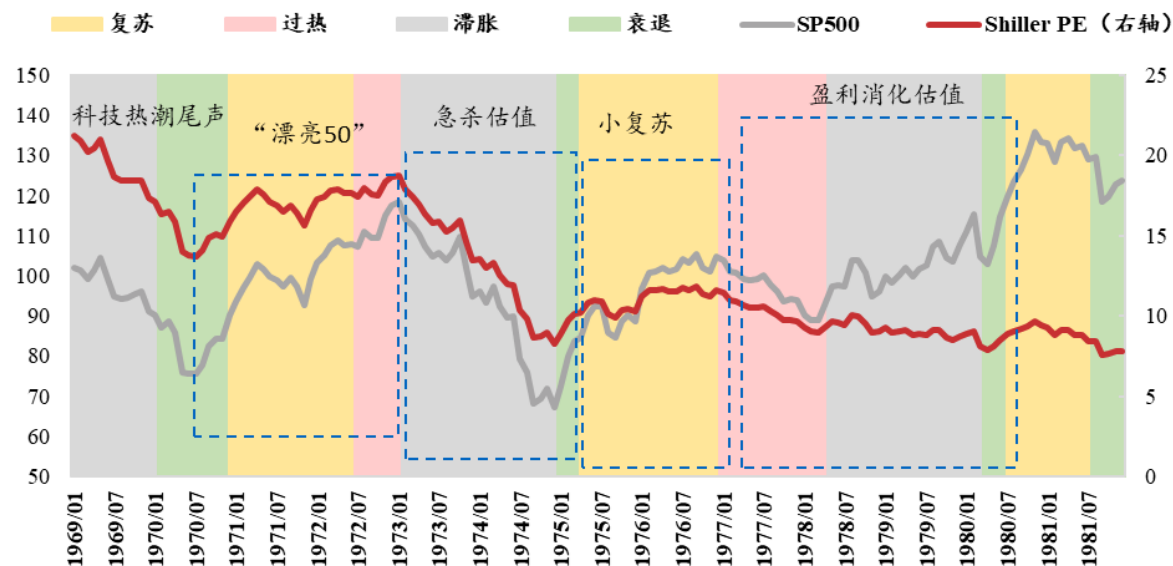


图表49:1960-1970，美国开启第三次并购浪潮

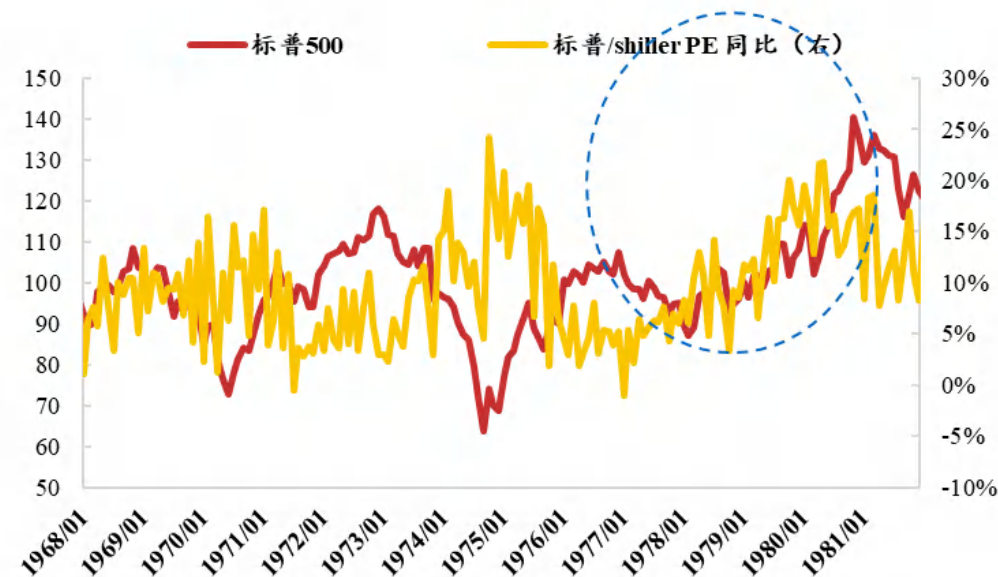
年份	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970
并购次数	1361	1950	2125	2377	2975	4462	6017	5152

- ◆ **1970-1972，价值投资“漂亮50”引领市场上涨56%。**迈入70年代，投机风潮减退，投资回归价值。叠加当时良好的经济走势和宽松的货币政策，以消费、医疗等各行业龙头为主“漂亮50”随之兴起，无论市场整体如何震荡均持续向上；投资者树立价值投资信仰，不断买入。“漂亮50”也带动起了整个市场热潮：标普500近2年半时间上涨56%，ShillerPE提升36%、达到18.7倍，走出了70年代第一轮行情。
- ◆ **1973-1974年，通胀高企+经济衰退，估值急杀56%。**到1973年，股市估值也在高位，叠加通胀逐渐抬头，股市开始调整。之后石油危机爆发，油价的快速上行冲击了投资者对经济和股市的信心，应对通胀的流动性收缩也更是为这场估值调整踩了一脚油门。上一轮领跑的“漂亮50”估值更高，领跌市场。ShillerPE下降最多达56%，对应标普跌幅43%。
- ◆ **1975-1976，经济与股市复苏，股价上升。**到1975年，随着石油禁运结束、油价企稳，美国通胀和经济接连迎来自己的拐点，其中福特政府减税刺激政策和美联储重启降息都起到了重要作用。多方利好下，股市触底反弹，实现了“小复苏”：1975-1976，标普和ShillerPE分别上升56%和40%。
- ◆ **1977-1981，盈利消化估值，市场稳步上涨。**1977-1979，卡特政府选择保增长，经济企稳但通胀上行；1979-1981，美联储新任主席沃尔克转向控通胀，叠加第二次石油危机，经济再度触底，后实现V字反弹。利率上行导致估值下行，ShillerPE下降33%；但企业盈利不断抬升，增长75%；股价逐渐修复，共上涨18%。

图表50:美国70年代经济轮转下的四轮美股行情



图表51:1970s末期盈利消化估值



◆ 周期轮动下，领跑行业不断更替，能源最为强势。在1972-1975年近一轮周期中，能源行业最为强势，其中连续14个季度10次靠前。再到1978年滞胀期，能源连续5个季度第一，再度表现强势。

图表52: 美国70年代行业季度收益率及排名

69Q1	69Q2	69Q3	69Q4	70Q1	70Q2	70Q3	70Q4	71Q1	71Q2	71Q3	71Q4	72Q1	72Q2	72Q3	72Q4	73Q1	73Q2	73Q3	73Q4	74Q1	74Q2	74Q3	74Q4	75Q1	75Q2	75Q3	75Q4	76Q1	76Q2	76Q3	76Q4	77Q1	77Q2	77Q3	77Q4	78Q1	78Q2	78Q3	78Q4	79Q1	79Q2	79Q3	79Q4	80Q1	80Q2	80Q3	80Q4	81Q1	81Q2	81Q3	81Q4	
能源	通信	医疗	医疗	通信	能源	零售	公用	零售	化工	可选	公用	电子	医疗	能源	公用	能源	通信	工业	能源	可选	化工	公用	医疗	零售	能源	能源	必须	可选	能源	公用	金融	通信	公用	零售	医疗	通信	医疗	工业	电子	能源	能源	能源	能源	能源	公用	电子	能源	零售	通信	通信	医疗	
1%	5%	9%	14%	8%	-9%	26%	16%	20%	6%	5%	9%	11%	8%	11%	12%	0%	0%	15%	7%	5%	2%	-9%	24%	47%	28%	-6%	13%	24%	13%	10%	11%	0%	10%	4%	5%	2%	16%	14%	0%	14%	11%	16%	9%	6%	22%	22%	20%	16%	12%	2%	11%	
零售	电子	电子	必须	公用	化工	能源	必须	工业	医疗	金融	电子	工业	能源	通信	通信	医疗	公用	金融	通信	零售	医疗	通信	能源	可选	公用	公用	电子	电子	电子	通信	公用	公用	能源	必须	工业	工业	工业	能源	通信	工业	金融	化工	医疗	通信	金融	工业	医疗	必须	金融	公用	能源	
0%	2%	2%	4%	7%	-11%	24%	13%	19%	4%	4%	8%	11%	2%	10%	11%	-1%	-3%	14%	-3%	4%	-3%	-11%	17%	35%	18%	-7%	13%	23%	5%	8%	9%	-2%	8%	2%	5%	1%	16%	14%	-2%	13%	10%	12%	6%	-6%	21%	20%	12%	12%	5%	-4%	10%	
可选	医疗	金融	电子	可选	公用	工业	化工	电子	零售	零售	零售	化工	电子	公用	能源	电子	能源	零售	医疗	通信	零售	能源	金融	必须	化工	可选	可选	工业	公用	医疗	工业	电子	金融	医疗	电子	可选	电子	工业	能源	工业	工业	工业	工业	可选	工业	工业	电子	可选	零售	必须	金融	
0%	1%	0%	3%	2%	-17%	24%	11%	17%	3%	3%	7%	11%	2%	6%	11%	-2%	-3%	14%	-10%	2%	-4%	-16%	15%	32%	18%	-8%	12%	23%	3%	5%	9%	-5%	8%	1%	4%	-1%	15%	11%	-2%	10%	6%	10%	4%	-7%	20%	17%	11%	11%	4%	-8%	9%	
医疗	零售	零售	公用	金融	医疗	可选	可选	金融	可选	化工	通信	医疗	工业	金融	化工	化工	医疗	可选	公用	化工	可选	金融	公用	工业	可选	通信	零售	工业	可选	能源	通信	能源	可选	通信	能源	医疗	工业	电子	医疗	金融	可选	零售	电子	工业	必须	可选	金融	通信	必须	金融	公用	
-2%	-1%	-2%	2%	0%	-17%	23%	11%	15%	3%	2%	6%	10%	2%	5%	9%	-4%	-4%	11%	-12%	2%	-6%	-24%	12%	32%	18%	-9%	11%	19%	3%	4%	8%	-5%	7%	0%	2%	-1%	13%	10%	-5%	9%	5%	9%	1%	-7%	18%	14%	9%	9%	4%	-10%	8%	
通信	公用	必须	工业	必须	可选	电子	零售	必须	工业	医疗	医疗	工业	必须	化工	零售	通信	化工	工业	电子	公用	通信	工业	必须	工业	工业	必须	公用	金融	工业	必须	可选	工业	工业	公用	必须	金融	必须	金融	公用	电子	公用	医疗	化工	公用	能源	零售	工业	工业	公用	能源	必须	
-3%	-4%	-2%	2%	-1%	-18%	22%	11%	14%	1%	2%	6%	10%	1%	4%	9%	-6%	-6%	11%	-12%	1%	-6%	-25%	11%	32%	17%	-11%	11%	18%	3%	3%	8%	-5%	5%	0%	1%	-1%	11%	10%	-5%	8%	4%	8%	1%	-8%	18%	14%	8%	9%	3%	-11%	8%	
电子	可选	化工	化工	化工	必须	金融	能源	工业	能源	必须	必须	可选	化工	医疗	必须	工业	工业	必须	金融	必须	必须	化工	通信	电子	工业	零售	通信	零售	通信	可选	零售	工业	通信	金融	零售	必须	金融	零售	化工	可选	医疗	工业	公用	医疗	零售	医疗	公用	工业	医疗	零售	工业	
-3%	-5%	-3%	1%	-3%	-18%	20%	10%	12%	0%	1%	5%	8%	1%	4%	7%	-7%	-6%	10%	-12%	1%	-7%	-27%	9%	32%	16%	-11%	11%	18%	2%	2%	6%	-6%	4%	-1%	1%	-1%	11%	8%	-7%	8%	2%	8%	1%	-9%	17%	13%	7%	9%	1%	-12%	7%	
工业	化工	工业	金融	零售	通信	工业	通信	化工	工业	金融	零售	通信	电子	可选	公用	工业	化工	工业	工业	工业	工业	化工	化工	金融	工业	金融	化工	工业	金融	必须	金融	必须	电子	公用	公用	化工	化工	工业	化工	必须	必须	必须	必须	工业	化工	能源	工业	化工	可选	医疗	通信	
-3%	-5%	-3%	-1%	-3%	-20%	15%	9%	11%	0%	0%	5%	8%	-2%	3%	7%	-8%	-9%	8%	-10%	0%	-8%	-27%	9%	26%	15%	-12%	10%	15%	2%	2%	5%	-7%	4%	-1%	1%	-3%	11%	8%	-8%	8%	2%	8%	0%	-9%	15%	13%	7%	8%	0%	-13%	7%	
公用	必须	工业	零售	工业	工业	必须	医疗	医疗	必须	工业	能源	必须	零售	可选	金融	必须	电子	能源	工业	工业	电子	工业	金融	零售	电子	医疗	通信	金融	零售	能源	必须	电子	可选	金融	工业	零售	必须	必须	零售	工业	金融	工业	电子	通信	化工	化工	金融	工业	可选	化工		
-4%	-5%	-4%	-1%	-3%	-23%	14%	9%	10%	-1%	0%	4%	7%	-3%	1%	6%	-10%	-9%	6%	-13%	-1%	-10%	-28%	8%	20%	15%	-13%	9%	14%	1%	1%	5%	-7%	2%	-2%	1%	-4%	10%	7%	-8%	7%	1%	7%	-1%	-9%	12%	12%	5%	6%	0%	-13%	7%	
化工	能源	可选	通信	工业	零售	公用	工业	可选	公用	通信	工业	金融	金融	工业	工业	工业	必须	公用	化工	电子	能源	可选	电子	公用	必须	化工	化工	能源	必须	电子	工业	化工	工业	工业	工业	化工	零售	可选	可选	金融	公用	零售	可选	零售	化工	医疗	必须	必须	医疗	化工	电子	工业
-5%	-7%	-5%	-1%	-4%	-23%	13%	8%	10%	-3%	-4%	3%	6%	-3%	1%	5%	-13%	-11%	3%	-14%	-2%	-14%	-28%	3%	18%	14%	-14%	9%	13%	0%	0%	2%	-8%	2%	-3%	1%	-4%	7%	7%	-9%	7%	1%	7%	-2%	-10%	12%	10%	2%	6%	-1%	-14%	7%	
金融	工业	通信	工业	医疗	金融	化工	金融	能源	金融	能源	工业	通信	工业	零售	工业	金融	可选	通信	必须	医疗	工业	必须	工业	医疗	电子	工业	工业	工业	化工	工业	化工	可选	医疗	化工	工业	能源	能源	医疗	可选	必须	通信	电子	通信	必须	工业	金融	可选	公用	电子	化工	电子	
-5%	-7%	-7%	-3%	-7%	-24%	13%	8%	8%	-3%	-5%	2%	1%	-4%	-3%	5%	-14%	-12%	3%	-18%	-3%	-16%	-29%	3%	17%	14%	-14%	7%	11%	-1%	-1%	1%	-11%	1%	-3%	0%	-6%	4%	7%	-11%	5%	0%	2%	-3%	-10%	11%	8%	2%	-1%	-3%	-15%	7%	
必须	金融	公用	可选	能源	工业	医疗	电子	通信	通信	电子	化工	能源	公用	必须	医疗	可选	零售	医疗	零售	金融	公用	医疗	零售	通信	医疗	金融	工业	医疗	工业	工业	工业	工业	工业	工业	工业	工业	工业	工业	工业	工业	工业	工业	工业	工业	工业	工业	工业	工业	工业	工业	工业	工业
-7%	-9%	-8%	-4%	-7%	-29%	12%	5%	5%	-3%	-5%	1%	-3%	-4%	-4%	5%	-15%	-16%	0%	-22%	-3%	-22%	-33%	0%	16%	8%	-20%	5%	7%	-4%	-2%	1%	-11%	0%	-7%	-1%	-8%	2%	6%	-12%	3%	-1%	2%	-3%	-12%	9%	6%	0%	-3%	-3%	-16%	6%	
工业	工业	能源	能源	电子	电子	通信	工业	公用	电子	公用	可选	公用	可选	工业	电子	零售	工业	电子	可选	能源	金融	零售	可选	能源	通信	医疗	能源	公用	零售	化工	医疗	零售	化工	能源	可选	电子	通信	公用	工业	医疗	化工	通信	可选	零售	可选	公用	通信	能源	能源	工业	可选	
-8%	-11%	-13%	-8%	-9%	-32%	12%	4%	3%	-6%	-6%	1%	-3%	-5%	-8%	1%	-15%	-18%	-2%	-23%	-12%	-22%	-34%	-5%	7%	7%	-21%	-3%	6%	-9%	-3%	-8%	-11%	-1%	-7%	-3%	-9%	1%	3%	-13%	2%	-1%	-1%	-9%	-12%	5%	-1%	-2%	-13%	-7%	-17%	1%	

各阶段行业赔率前3:

69-81: 能源、通信、医疗

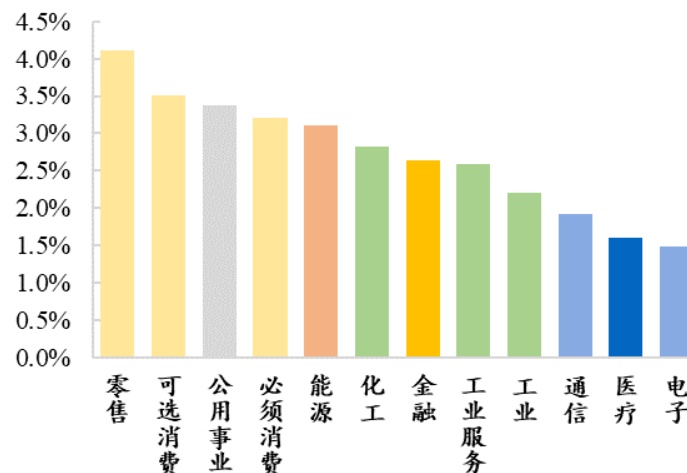
衰退期: 零售、可选消费、公用事业。

复苏期: 可选消费、零售、工业服务。

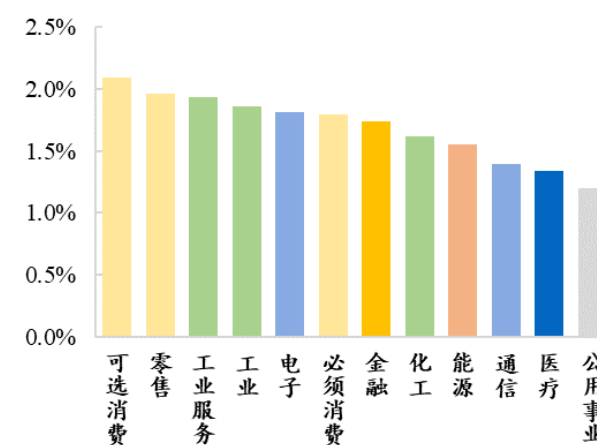
过热期: 通信、能源、公用事业。

滞胀期: 能源、医疗、通信。

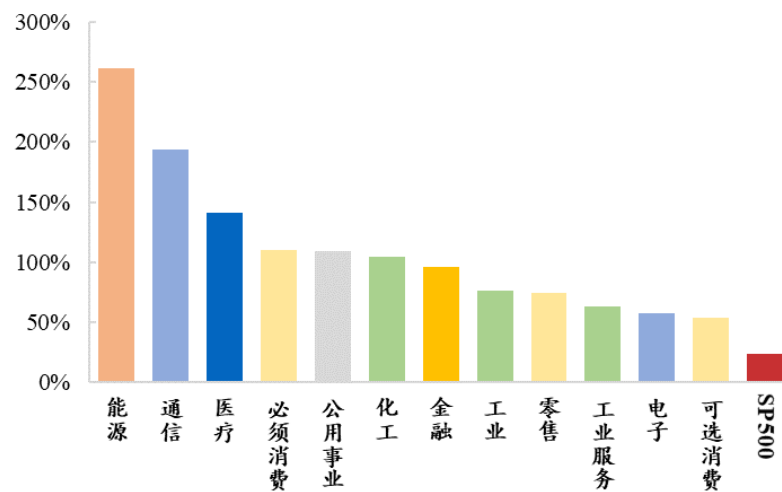
图表53: 衰退期月均收益率



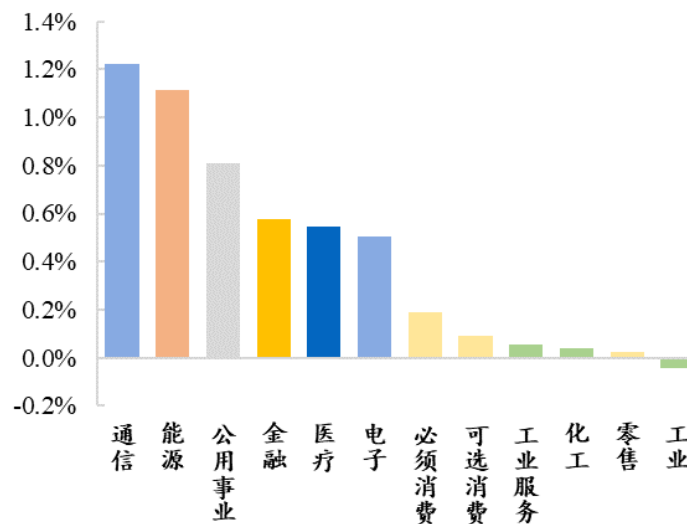
图表54: 复苏期月均收益率



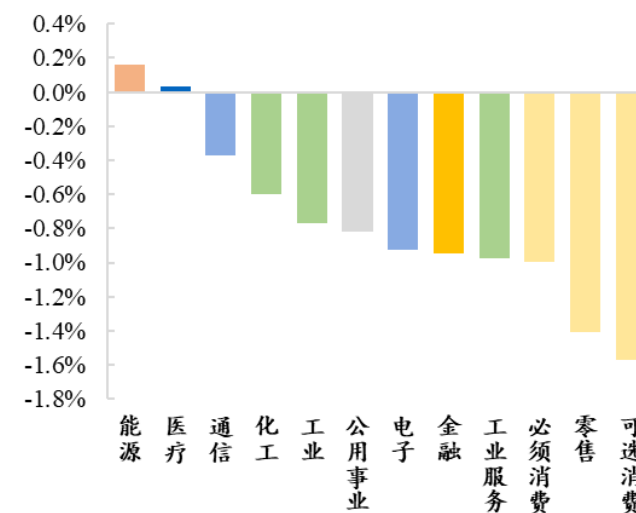
图表55: 1969-1981月均收益率



图表56: 过热期月均收益率



图表57: 滞胀期月均收益率



数据来源: , Bloomberg, 财通证券研究所

各阶段行业胜率前3:

69-81: 通信、医疗、金融

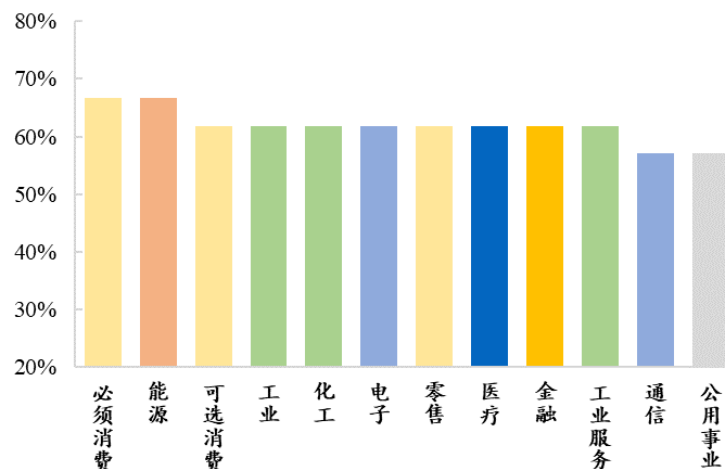
衰退期: 必须消费、能源、可选消费。

复苏期: 金融、通信、零售。

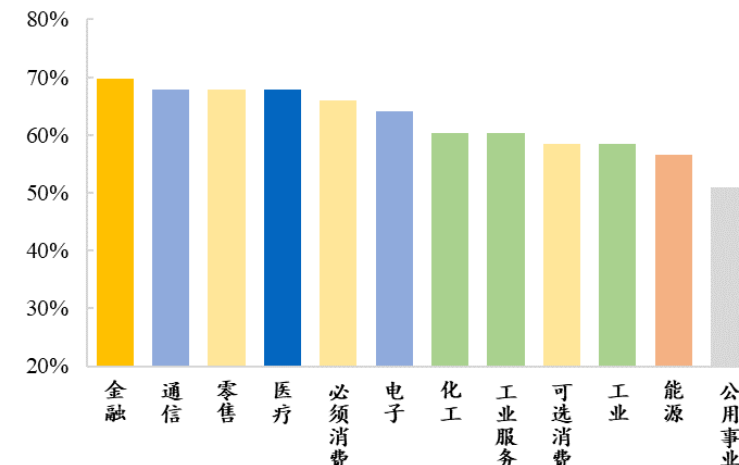
过热期: 通信、公用事业、能源。

滞胀期: 医疗、能源、化工。

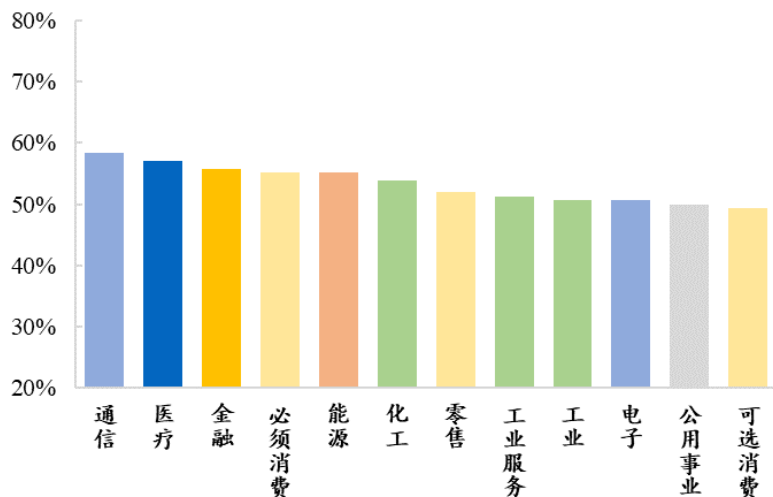
图表58: 衰退期月度正收益概率



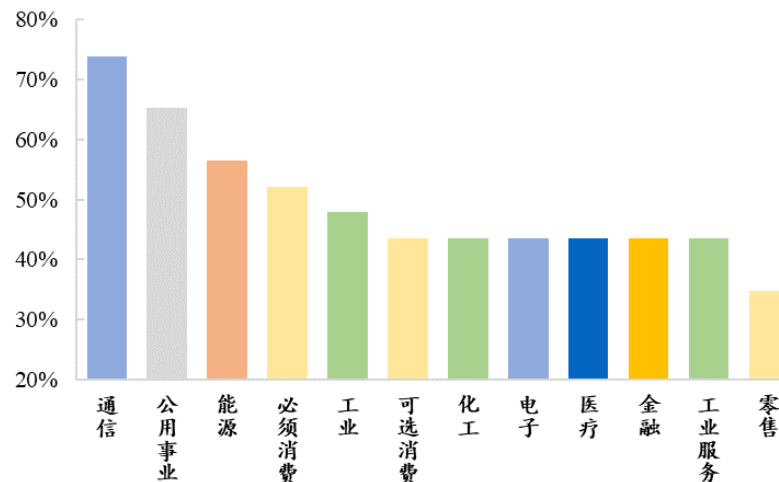
图表59: 复苏期月度正收益概率



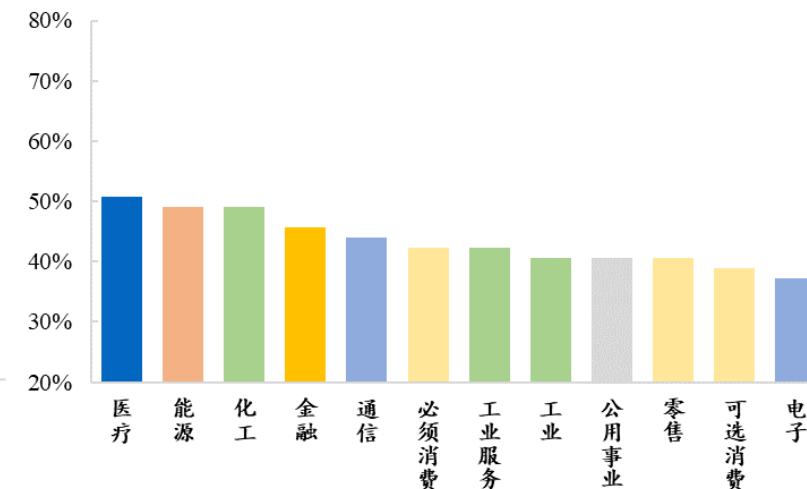
图表60: 1969-1981月度正收益概率



图表61: 过热期月度正收益概率



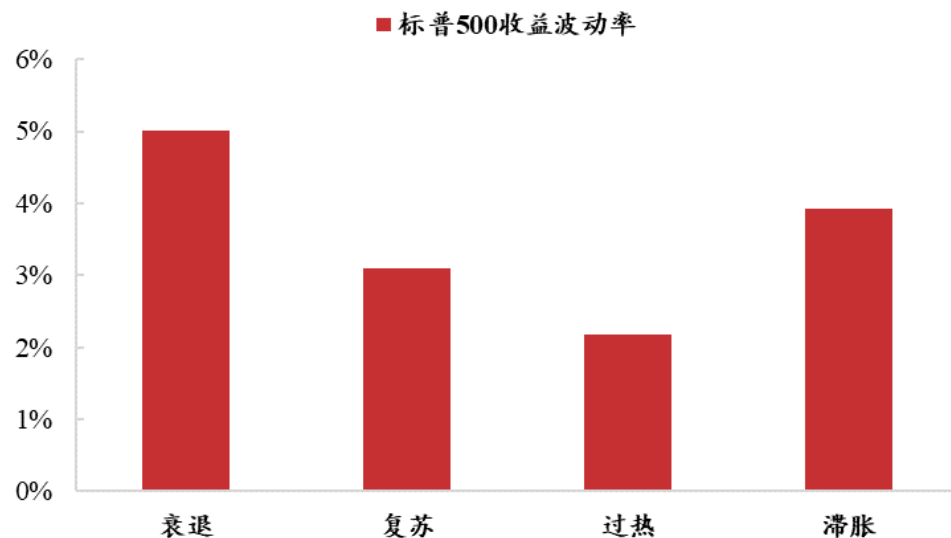
图表62: 滞胀期月度正收益概率



数据来源: , Bloomberg, 财通证券研究所

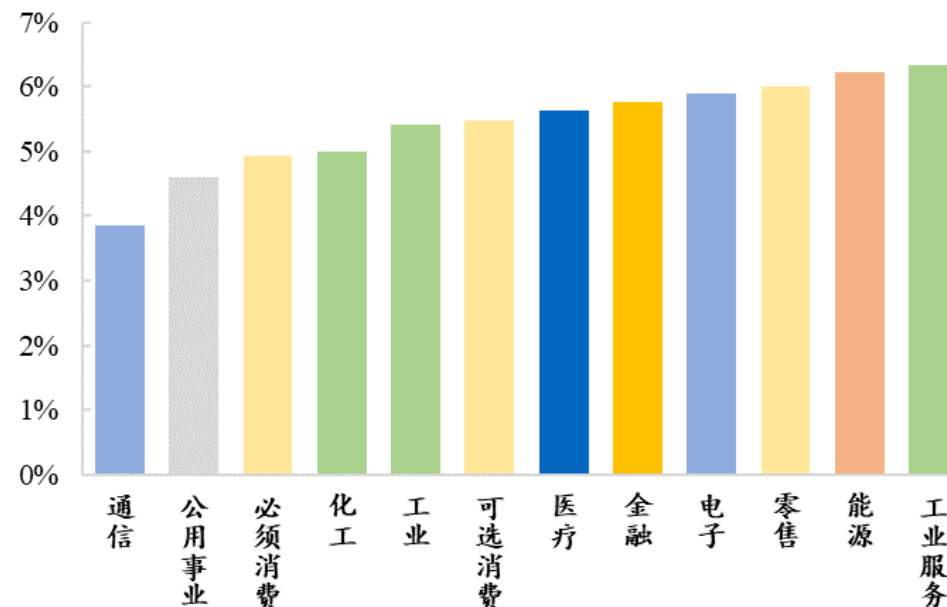
- ◆ 从收益波动率看70年代整体表现，衰退和滞胀期市场分歧大，震荡更强；通信、公用事业预期明确、收益波动更小。从周期阶段来看，衰退和滞胀期市场波动较大，反应了变化释放集中和市场分歧较大。从行业来看，通信、公用事业、必须消费、化工波动最小，其中通信未来成长趋势明晰，市场分歧小且抗周期波动，波动小于4%；公用事业、必须消费和化工基本面预期相对明确，波动多低于5%。
- ◆ 仔细分析各行业整体和分阶段表现：能源和医疗行业受益于通胀，1970s整体表现都较好，在过热和滞胀期表现突出。金融在利率较高时收益更高，在第二轮周期的过热和滞胀期表现较好。通信行业在成长初期、增长较快，1970s整体表现领先；由于不受通胀影响，在过热和滞胀期反而相对突出。消费受通胀影响大，在衰退和复苏期表现更好。制造业和其他科技(电子)在1970s经济相对停滞的背景下，表现较弱；受经济增长影响大，在复苏期表现相对较好。

图表63:衰退和滞胀期市场收益波动率较大



数据来源：，Bloomberg，财通证券研究所

图表64:通信、公用事业、必须消费波动最小



- ◆ **1970s滞胀转向衰退时，市场会出现普跌转向普涨的局面。**在1970、1974、1980年的3段转向期中，滞胀期的最后一个月都表现为普跌局面，而衰退期的第一个月都表现为普涨行情。可能原因为对通胀触顶下行后货币政策调整的预期和对前期跌幅较深的回调。
- ◆ **行业选择可关注困境反转逻辑。**在反转明显的行业中，9成为滞胀期尾声下跌前50%的行业，近半数 of 下跌前3的行业。能源和工业服务反转最为明显，滞胀末期跌幅也都较大。

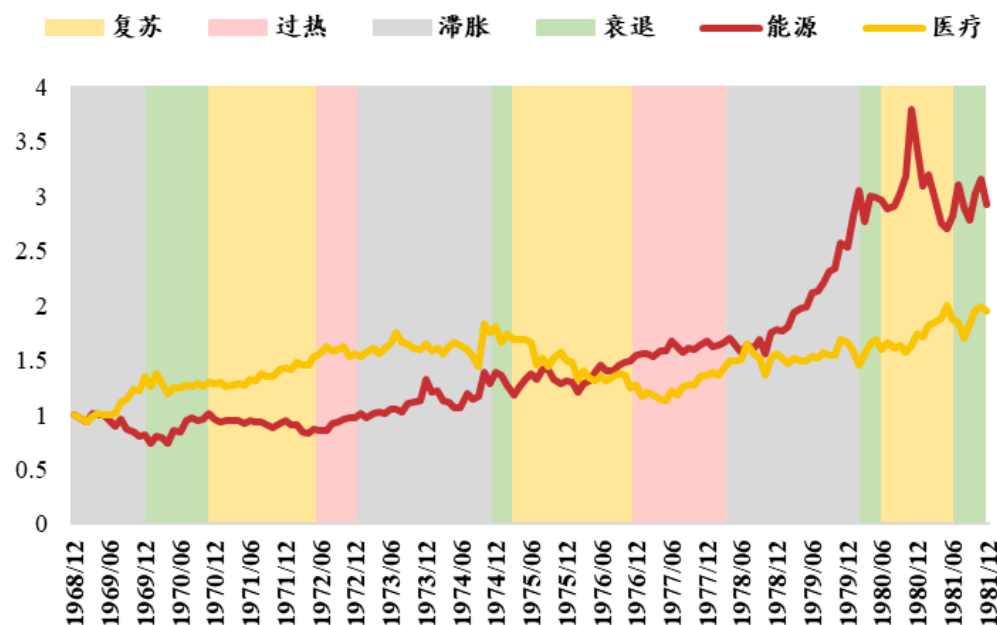
图表65:滞胀转向衰退，美股各行业表现变化

月份	周期	能源	公用事业	金融	必须消费	可选消费	零售	电子	通信	医疗	工业	化工	工业服务
1970-01	滞胀	-11.4%	-4.2%	-9.2%	-4.3%	-8.2%	-5.9%	-9.2%	-2.6%	-7.1%	-7.8%	-5.5%	-8.5%
1970-02	衰退	5.4%	8.4%	11.4%	4.7%	5.9%	5.2%	3.0%	8.0%	5.6%	5.7%	3.4%	7.9%
diff		16.8%	12.6%	20.6%	9.0%	14.1%	11.1%	12.1%	10.5%	12.7%	13.5%	8.9%	16.4%
1974-12	滞胀	0.8%	-0.8%	-2.7%	-0.6%	-3.9%	-3.4%	-5.3%	1.6%	-3.4%	-5.0%	-3.3%	-6.0%
1975-01	衰退	6.5%	18.8%	17.2%	18.9%	21.3%	26.0%	15.2%	11.1%	-0.6%	16.2%	10.9%	18.4%
diff		5.7%	19.7%	19.9%	19.5%	25.2%	29.4%	20.5%	9.5%	2.8%	21.2%	14.2%	24.5%
1980-03	滞胀	-17.8%	-6.7%	-8.9%	-8.2%	-8.7%	-8.8%	-12.7%	-2.6%	-2.8%	-12.4%	-10.0%	-15.7%
1980-04	衰退	6.9%	12.0%	6.8%	6.5%	-1.9%	3.4%	0.6%	7.3%	4.3%	2.4%	5.6%	5.3%
diff		24.6%	18.6%	15.7%	14.7%	6.8%	12.1%	13.2%	9.9%	7.1%	14.7%	15.6%	20.9%

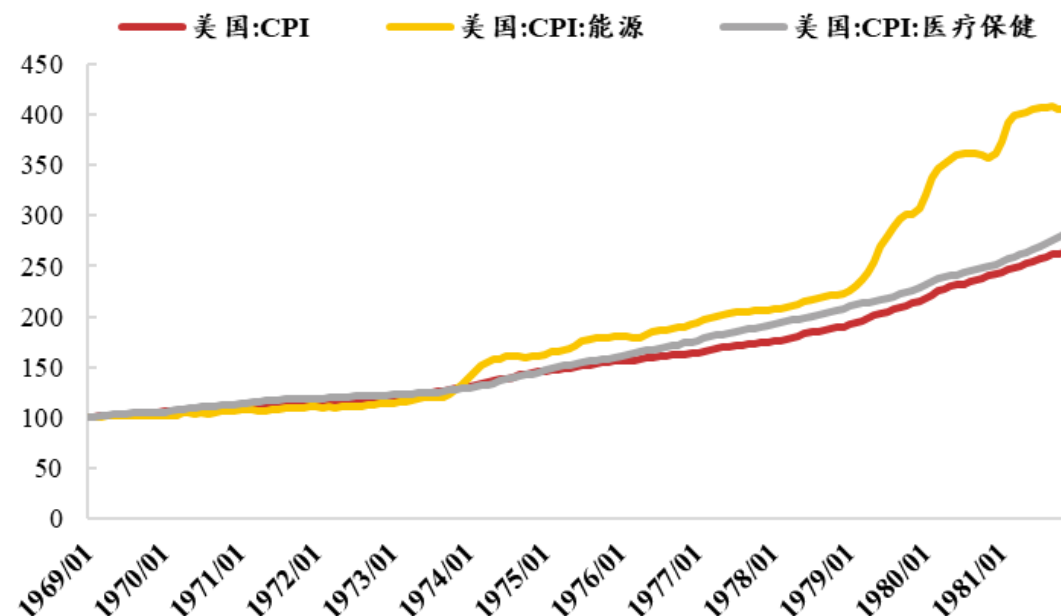
数据来源： ， Bloomberg， 财通证券研究所

- ◆ **能源和医疗行业受益于通胀，1970s长期表现拔尖。**能源行业1970s受益于油价上涨，行业收益领跑市场；1968.12-1981.12，能源对标普超额收益达192%。医疗行业需求刚性，涨价幅度高于通胀平均，且成本端影响较小，整体反而获利于通胀；行业收益长期上行，1968.12-1981.12，医疗对标普超额收益达95%。
- ◆ **能源和医疗高通胀期间领先优势明显。**能源行业高通胀时期(过热期+滞胀期)相对标普收益指数增幅达62%、79%，领跑其他行业；其中第二次石油危机2年上升117%，增速迅猛。医疗行业高通胀时期相对标普收益指数增幅达16%、22%，均位于市场前列。

图表66: 能源、医疗相对标普收益指数

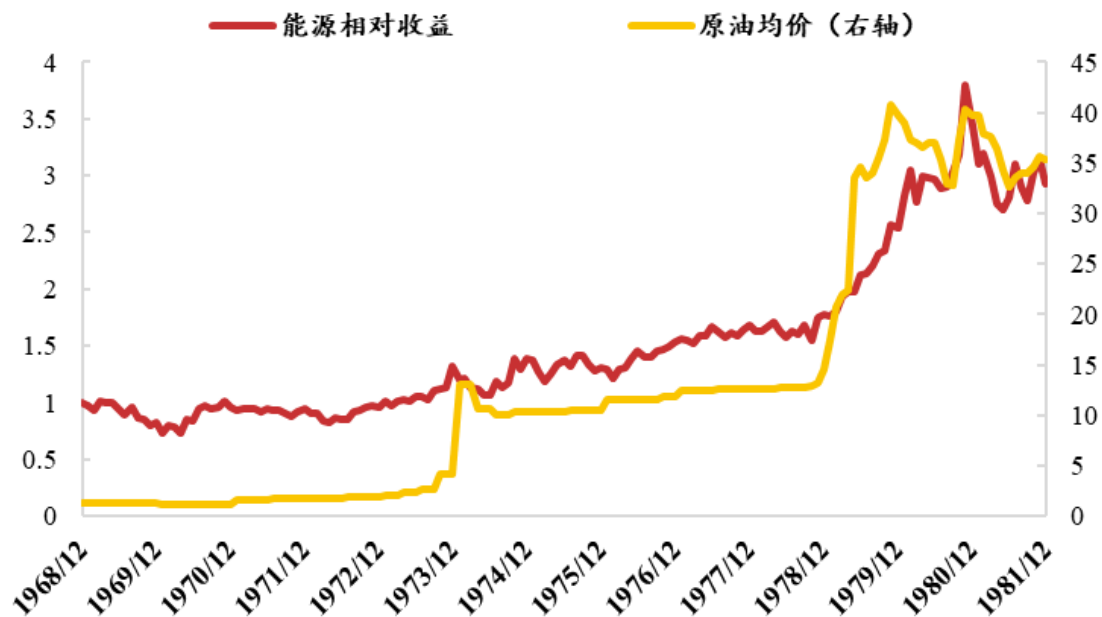


图表67: CPI定基指数-能源、医疗分项涨价跑赢通胀

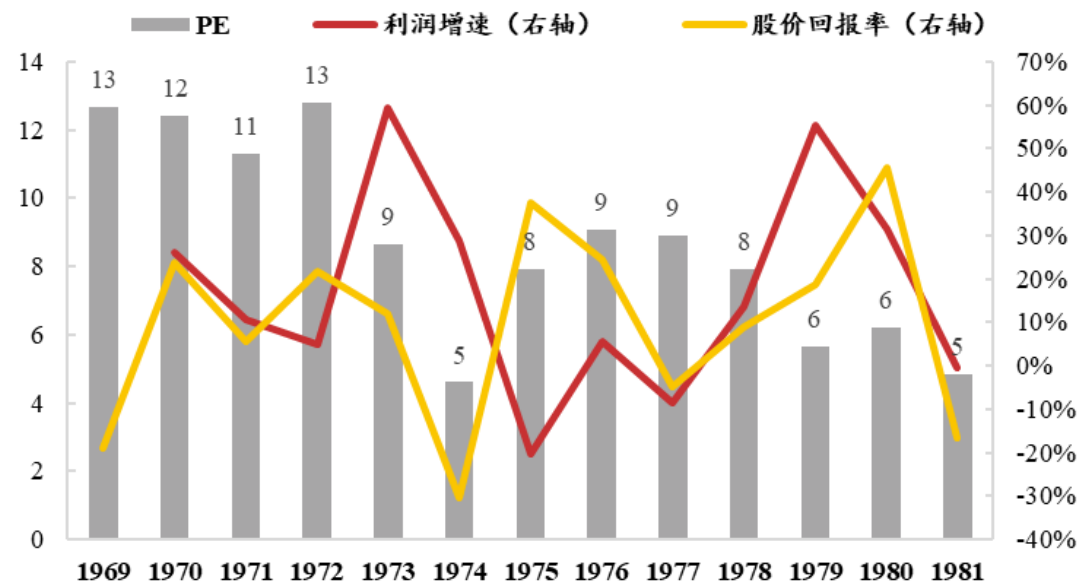


- ◆ **能源涨价带动企业利润上升。**两轮石油危机冲击下，1973-1974、1978-1980石油价格大幅上涨。能源涨价带动企业利润上升，结合个股看，能源巨头埃克森美孚在两次石油危机中，单年利润增速均超50%，助力收益领跑市场，1969-1981，埃克森美孚总收益率达157%。

图表68：油价上涨带动能源行业股价上行（美元/桶）

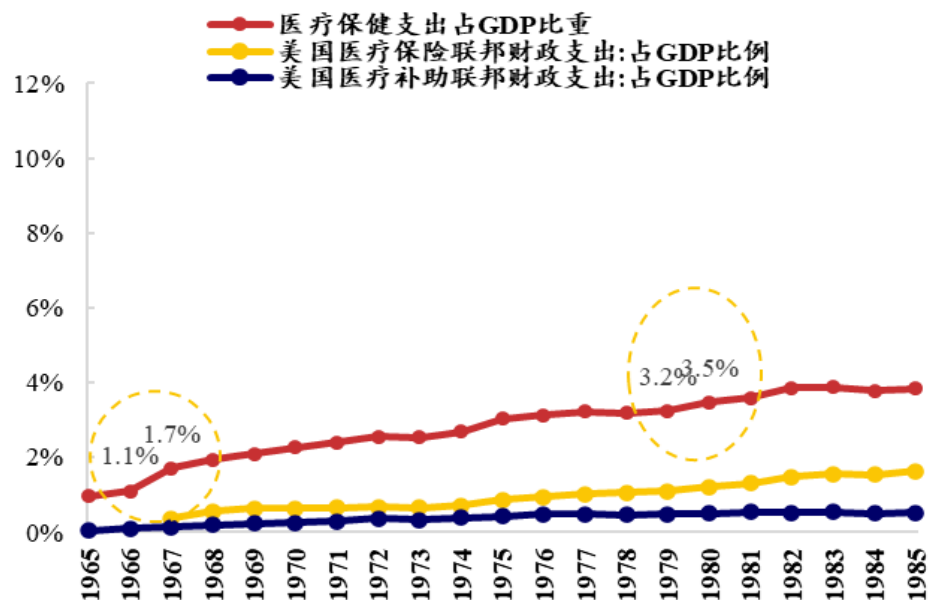


图表69：埃克森美孚70年代估值和利润增速

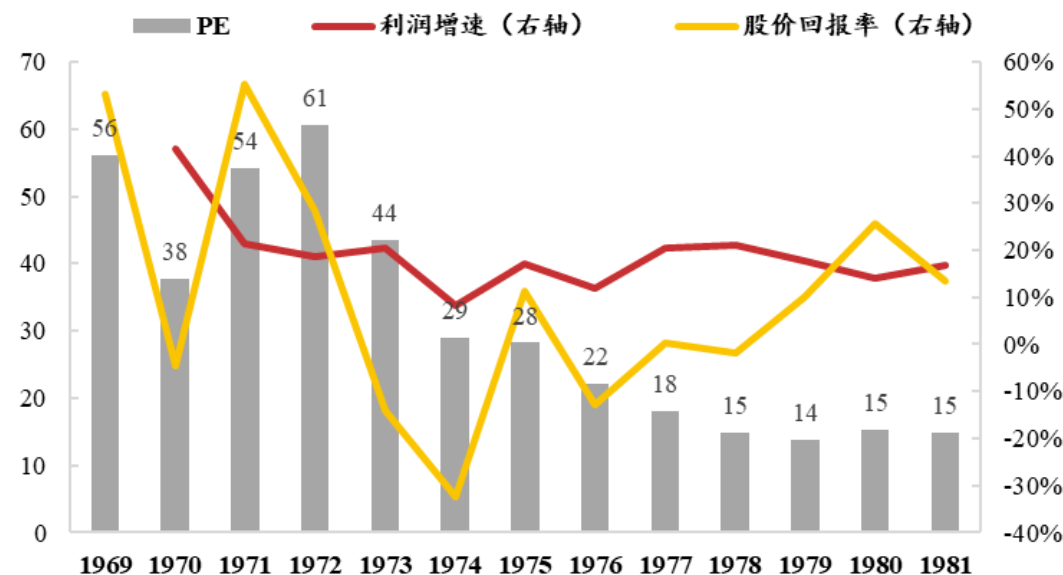


- ◆ **医疗需求获益于财政拨款和制度完善。**冷战美苏社会福利竞争下，美国医疗保障制度在政府的推进下不断完善:1965年，约翰逊政府签署服务老年及残障人士、贫困人群的医疗保险法案的医疗补助法案;1973年尼克松政府颁布《健康维护组织章程》，推进以商保为核心的医疗模式。1966-1980医疗保健总支出和政府支出逐年升高，其中医疗保健支出/GDP从1.1%攀升至3.5%。
- ◆ **通胀免疫叠加需求增加，医疗行业走出长牛。**需求端的稳定增长提升了医疗行业的长期高增速，对通胀的免疫性减少了医疗行业的波动性。以强生为例，70年代利润增长平稳在15-20%;高速稳定的增长推动股价回升，1974-1981，强生在估值腰斩的情况下，总收益率达50%。

图表70：1967-1980年医疗支出/GDP抬升

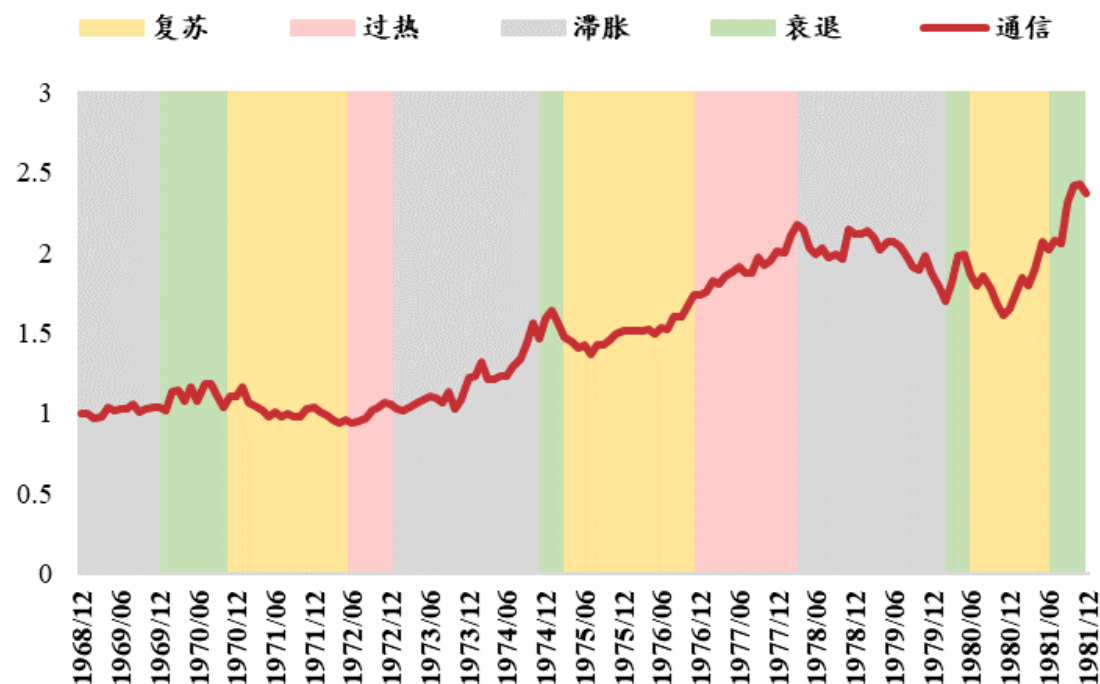


图表71：强生70年代估值和利润增速

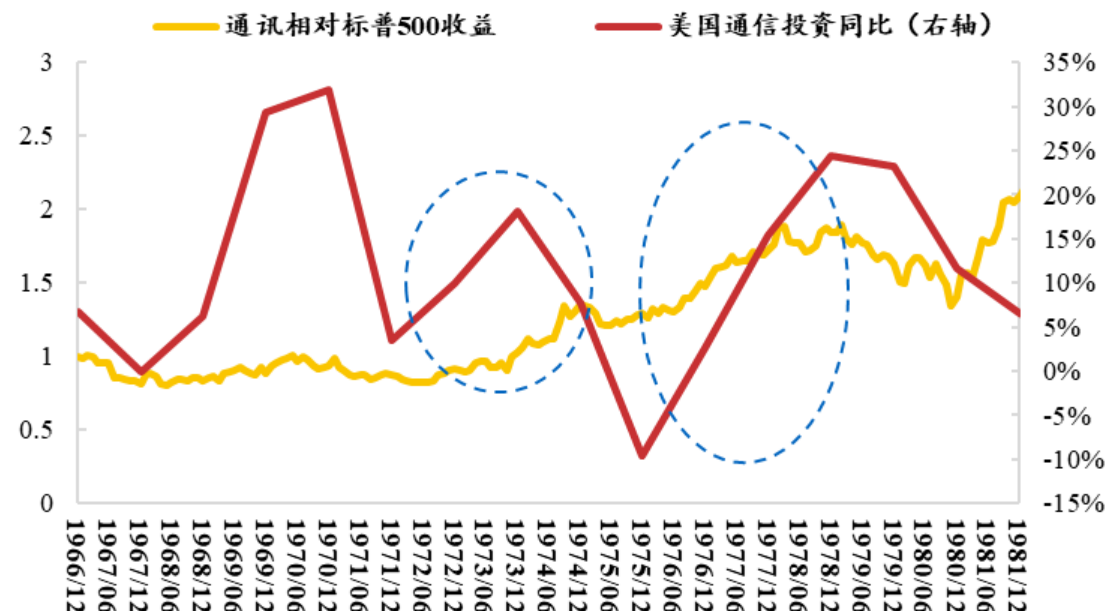


- ◆ 美国1970s通信行业属于新兴行业，成长快、空间广，收益穿越牛熊。通信行业1970s移动通信建设如火如荼，固定通信普及率不断提升，成长快、空间大，行业表现长青、仅次于能源。1968.12-1981.12通信对标普超额收益达137%。增长快叠加空间广，通信在估值下杀期表现远超市场，1973-1974，相对标普收益指数增长51%。

图表72：通信相对标普收益指数



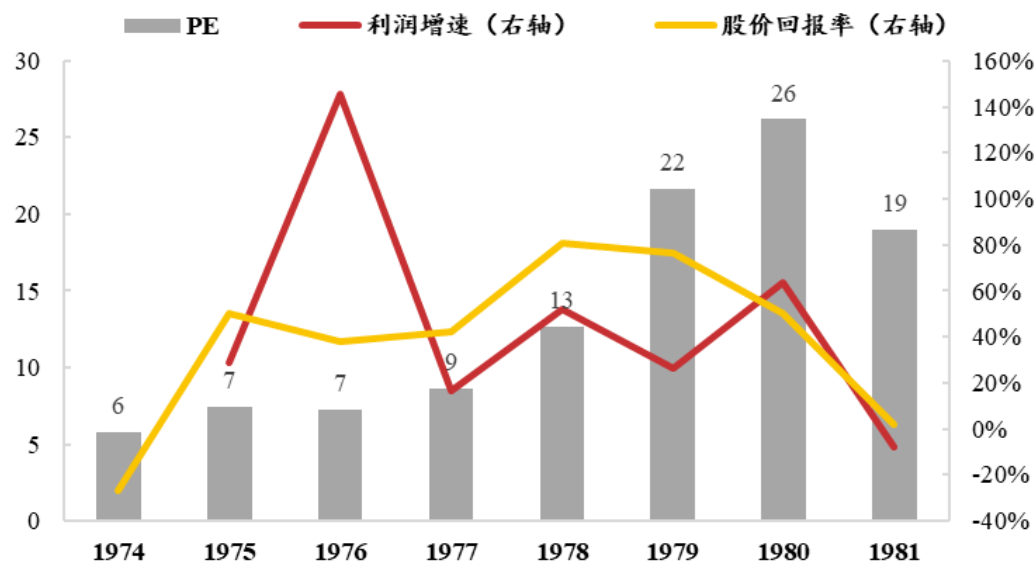
图表73：通信投资高增速引领独立行情



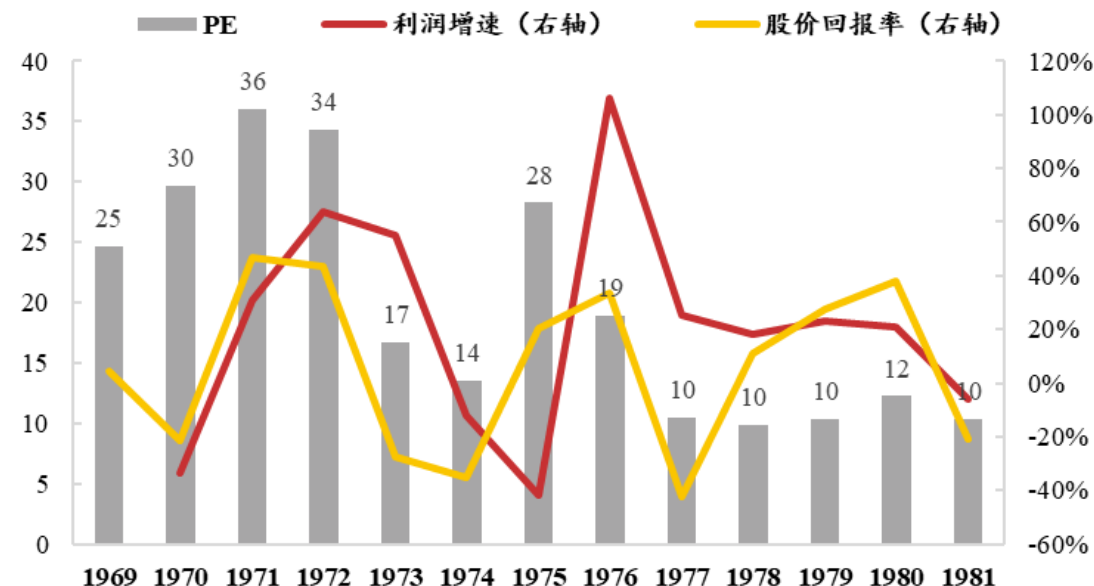
数据来源：, Bloomberg, 财通证券研究所

- ◆ **通信行业70年代大爆发，研发投资加速。**通信行业在1970s大爆发，全球各企业都开始发展自己的通信系统；移动电话1973年首次成功使用，进一步刺激通信行业的研发和投资；到1970年末，1G成功商用。新领域此外，固定电话的普及率也在不断攀升。1969-1981通信投资复合增速达14%。
- ◆ **增长快叠加空间广，通信企业走势独立于周期。**新技术热潮涌动加上投资规模扩张，通信企业股价持续上涨，新兴企业估值也不断上升。摩托罗拉和72年上市的COMCAST利润增速平均为21%、46%，是其股价上行的重要支撑；COMCAST甚至迎来戴维斯双升。

图表74：COMCAST70年代估值和利润增速



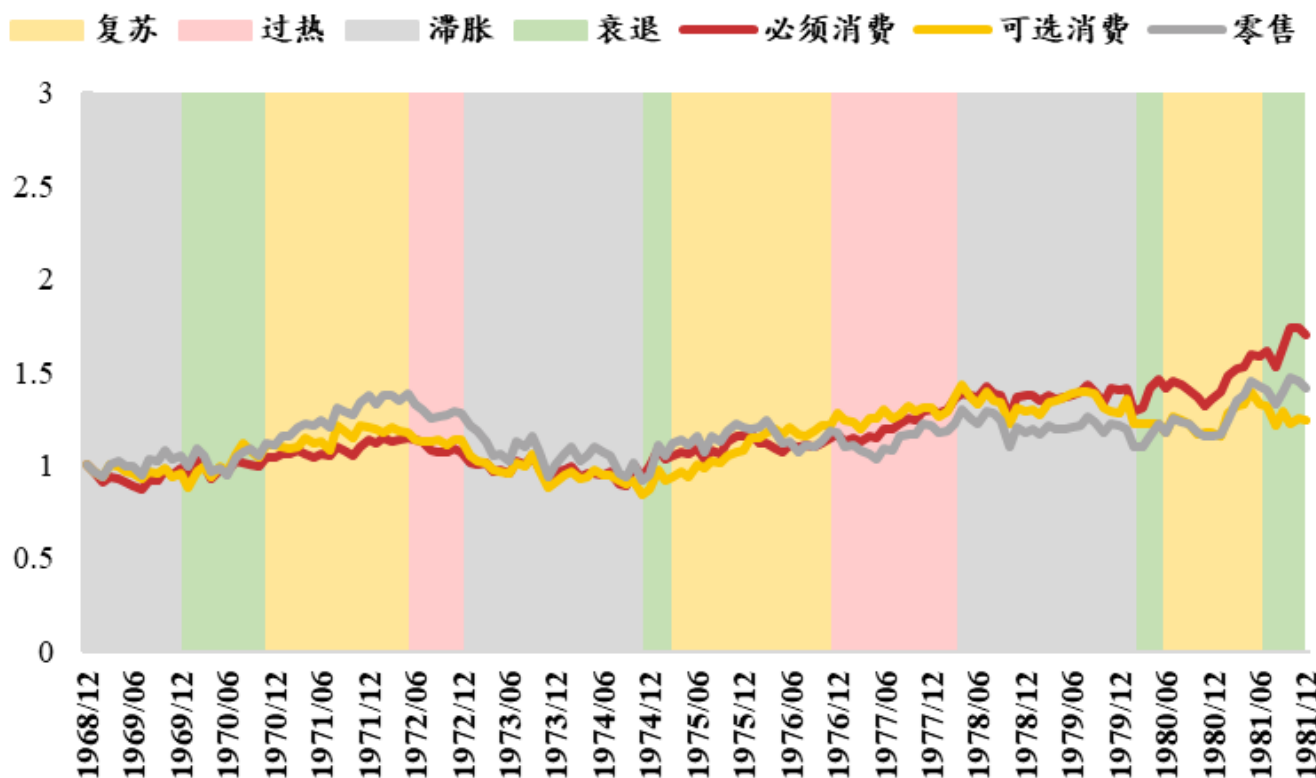
图表75：摩托罗拉70年代估值和利润增速



数据来源：WRDS，财通证券研究所

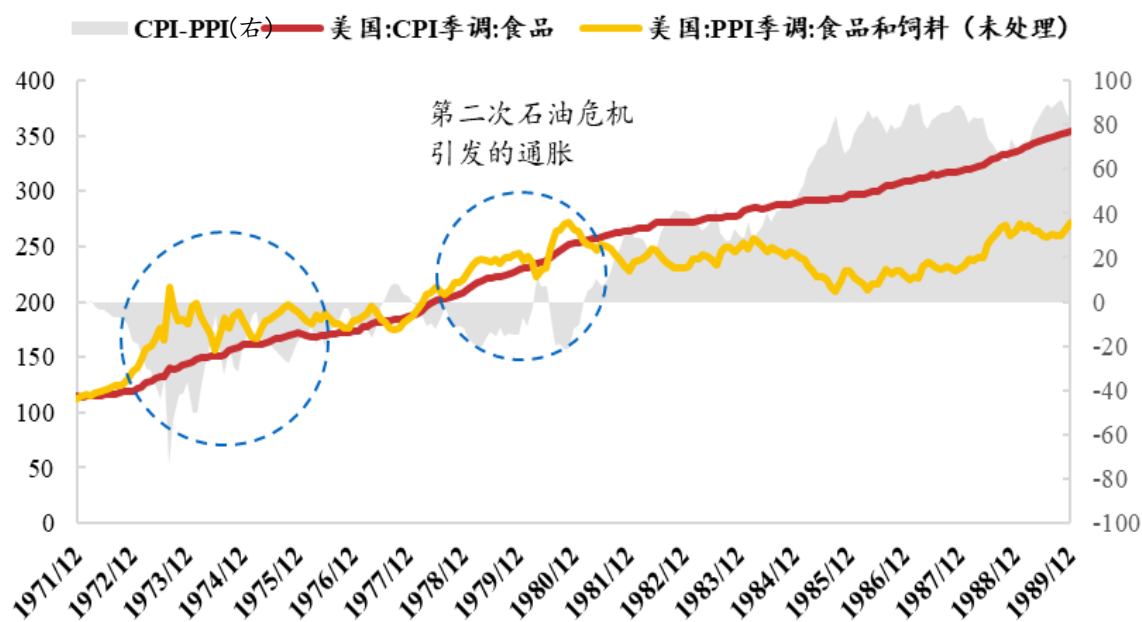
- ◆ 美国1970s消费行业成长性高，估值下杀后走出长牛。消费行业受通胀影响大，石油危机估值调整幅度超过市场;1971.12-1974.12，必须消费、可选消费、零售对标普超额收益为-13%、-28%、-31%。估值调整后，高增长助推消费行业走出长牛;1974.12-1981.12，必须消费、可选消费、零售对标普超额收益达71%、43%、48%。到1980s，随着消费行业估值回升，股价迎来戴维斯双击。

图表76：消费类行业相对标普收益指数

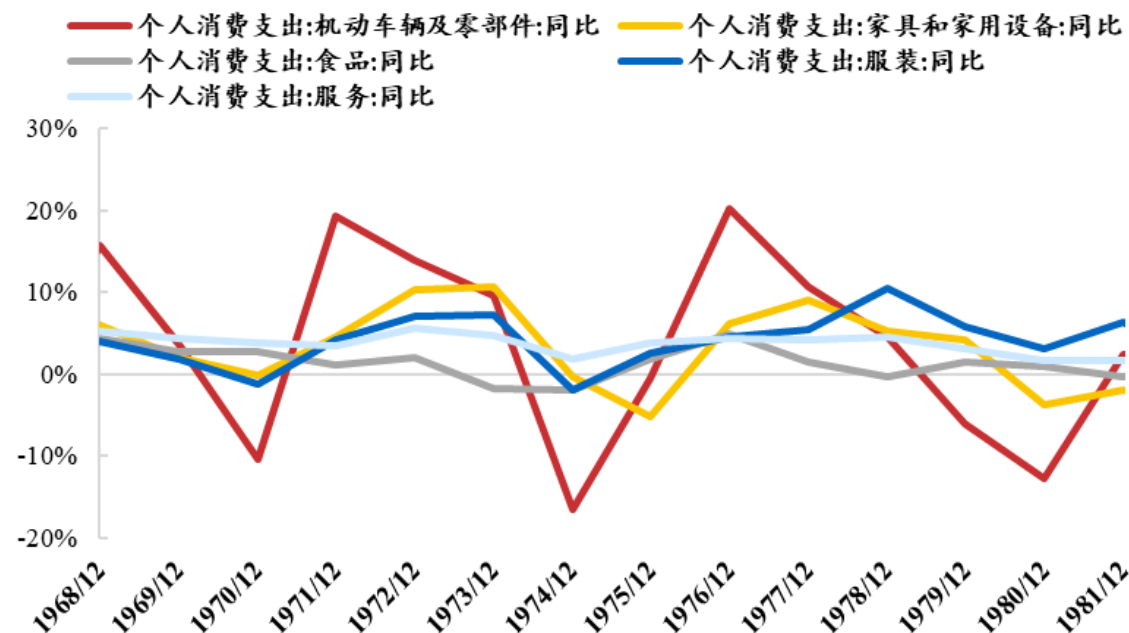


- ◆ 70年代高通胀下消费需求萎缩、成本压力传导慢，高增长缓慢修复股价。在1970s受粮食危机和石油危机冲击下，消费类行业作为下游行业受损较大：一方面上游价格上涨带动食品原料、化肥、能源等全产业链成本上升，另一方面经济萎缩下，消费者购买力下降；73-74、78-80，两段滞涨期各类消费支出都在减少。同时消费行业涨价速度有限，无法快速消化成本暴涨：以需求最为刚性的食品行业为例，危机后PPI-CPI消退较慢，两次危机都用了2年以上时间才彻底走出。

图表77：通胀定基指数看，食品行业通胀压力传导慢

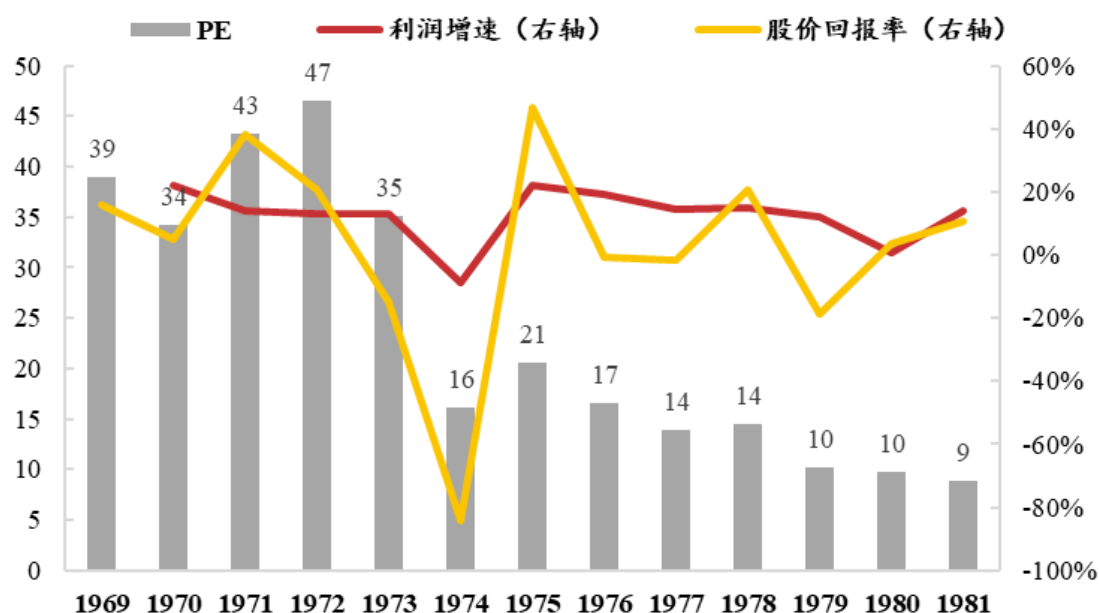


图表78：经济承压带动消费支出下行

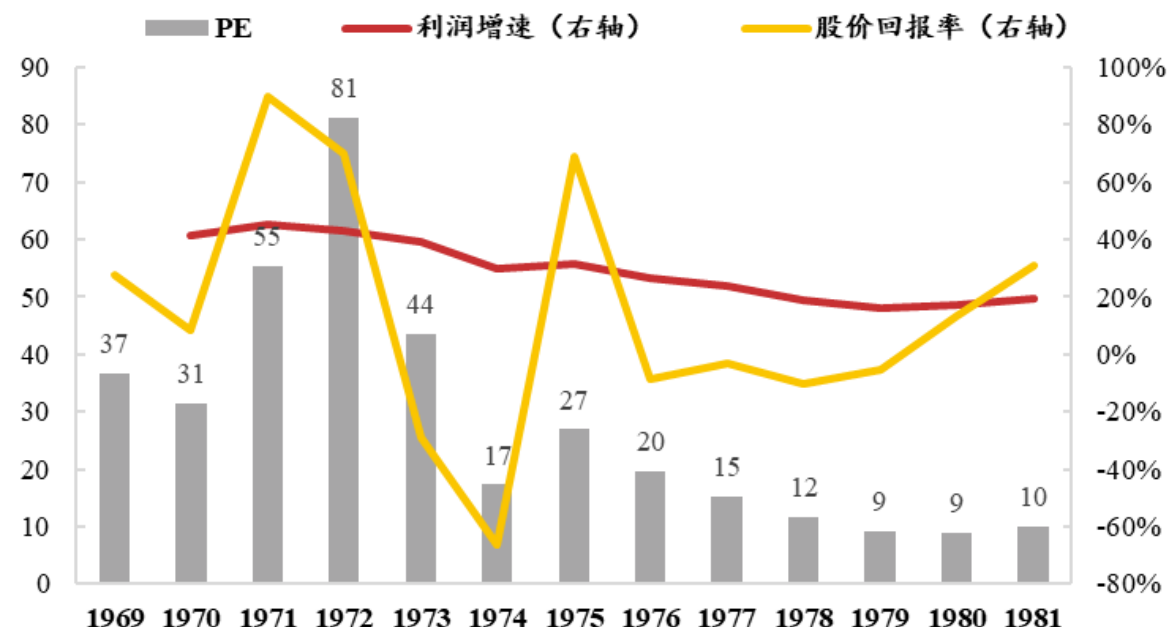


- ◆ 面对供需双重压力，消费企业遭遇戴维斯双杀，但高增速持续修复股价。在供需双重压力下，消费龙头可口可乐和麦当劳估值持续下行，1972-1974分别下降65%、79%、1975-1981又分别下降45%、42%；1972-1974，股价分别下降86%、76%。好在两家公司增长坚挺，可口可乐平均增速12.5%，剔除1974、1980年通胀影响，平均增速15.8%；餐饮龙头麦当劳平均增速29.3%，长期盈利表现优异。估值下杀结束后，1975-1981，两家企业股价上涨60%、88%，修复上轮的下跌。

图表79：可口可乐70年代估值和利润增速

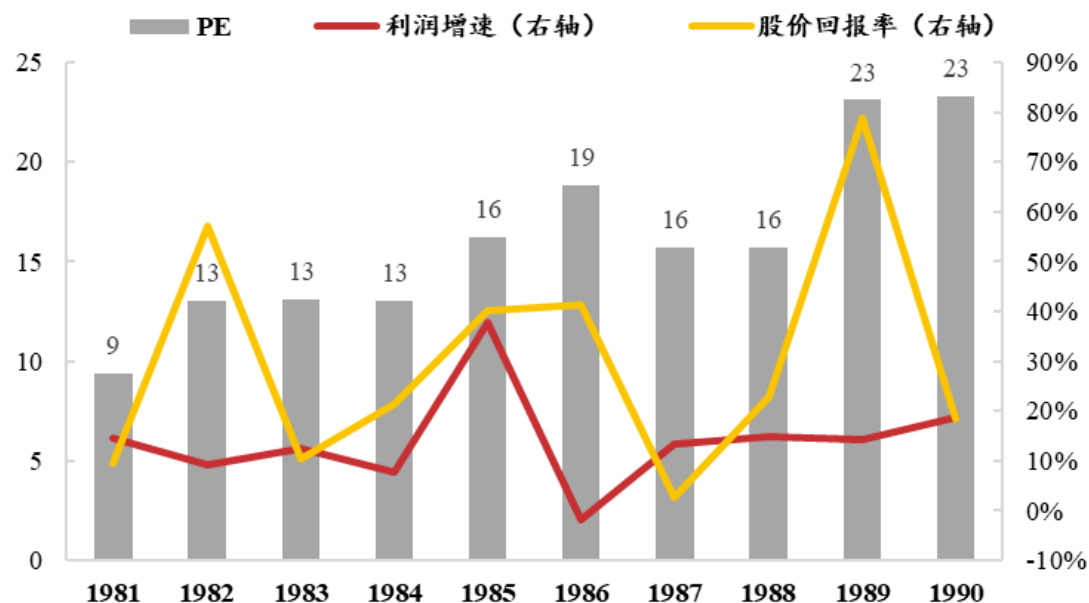


图表80：麦当劳70年代估值和利润增速

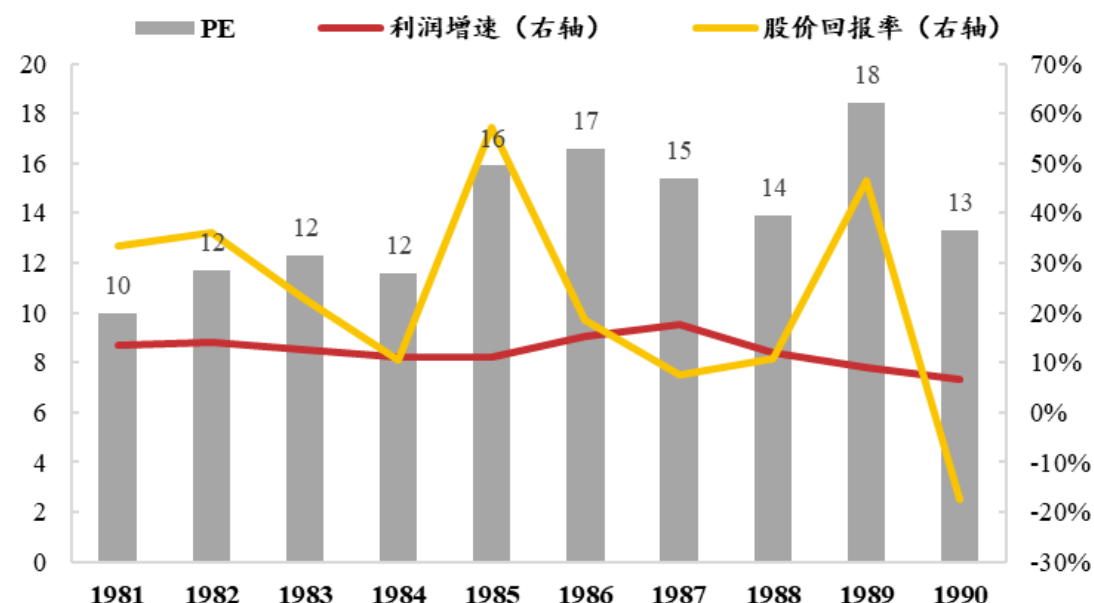


- ◆ 80年代通胀平稳，叠加国内需求增加+全球化扩展，消费行业高增速带来高收益实现。从CPI和PPI的比较看，80年代供给端成本逐渐稳定，需求端价格在里根政府减税政策下仍保持接近70年代通胀时期的增速；叠加80年代开启的新一轮全球化，消费行业增长迅猛，实现戴维斯双升：可口可乐和麦当劳平均利润增速达14.1%、12.3%，估值也都接近翻倍。

图表81：可口可乐80年代估值和利润增速

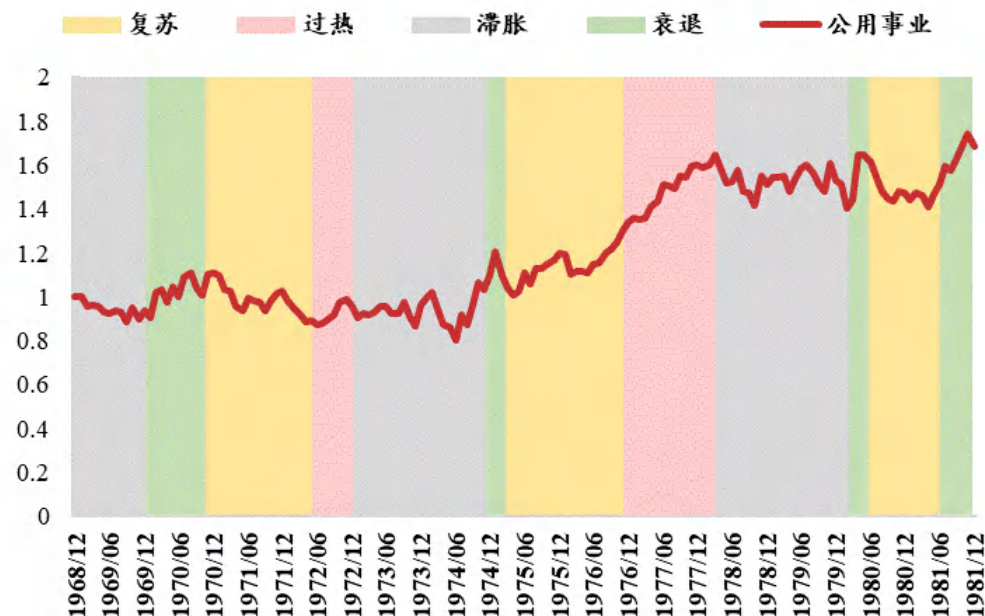


图表82：麦当劳80年代估值和利润增速

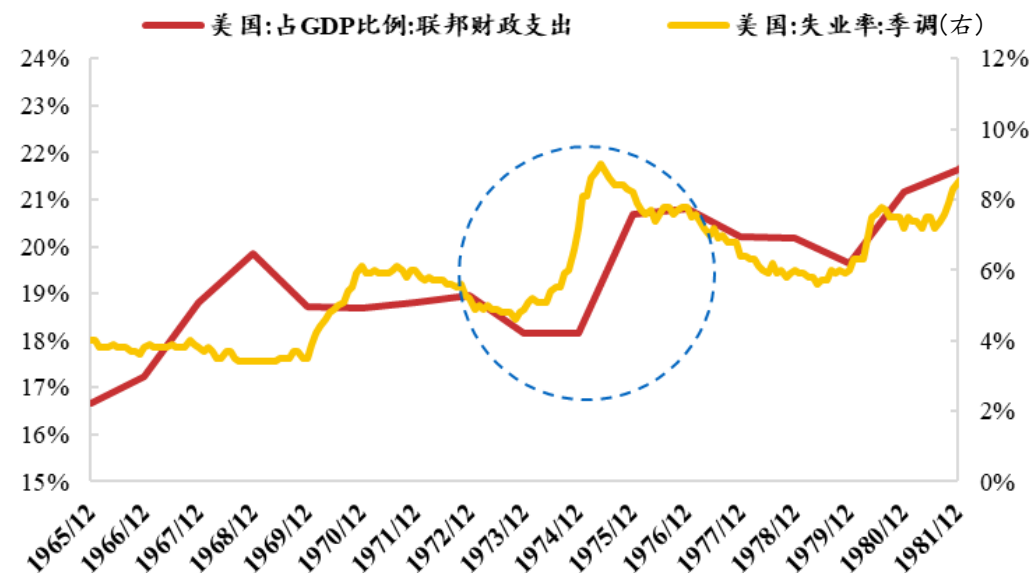


- ◆ 经济下行时，防御性行业公用事业弹性小，相对表现领先。公用事业估值变化较小，在经济和股市下行期相对表现较好，在经济受困的1970s表现领先:1968.12-1981.12，公用事业对标普超额收益达54%，其中1972.12-1974.12股市急杀估值阶段，公用事业对标普超额收益达14%。
- ◆ 经济下行尾声，公用事业有机会受益于政府刺激性财政拨款。石油危机冲击下，美国政府面临通胀和失业的双重困境。福特和卡特政府努力调和通胀和就业问题，时而通过财政扩张缓解就业，时而提高利率控制通胀。1974年起，福特和卡特政府采取了渐进式经济恢复政策，一方面通过减税刺激经济上升，一方面通过拨款公共服务事业增加临时工作位置，缓解失业;1975年财政支出/GDP上升近3%。1975-1977年，受益于政府拨款，公用事业对标普超额收益达46%。

图表83：公用事业相对标普收益指数

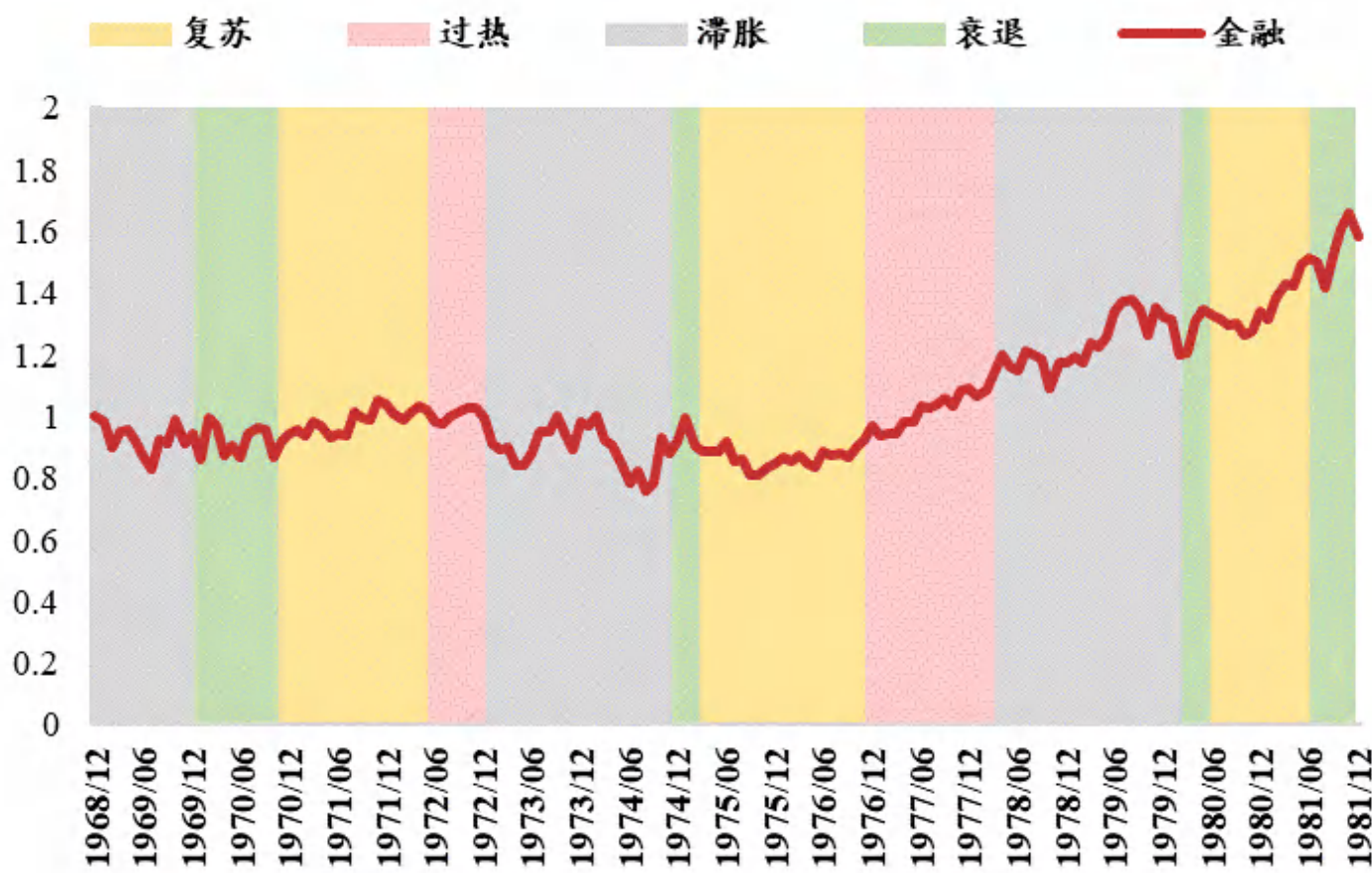


图表84：应对失业率，美国增加公用事业拨款



◆ **大金融加息阶段领跑市场。** 获益于基本面改善，金融在加息周期收益领跑；在1976.12-1981.12加息背景下，金融对标普超额收益达63%。

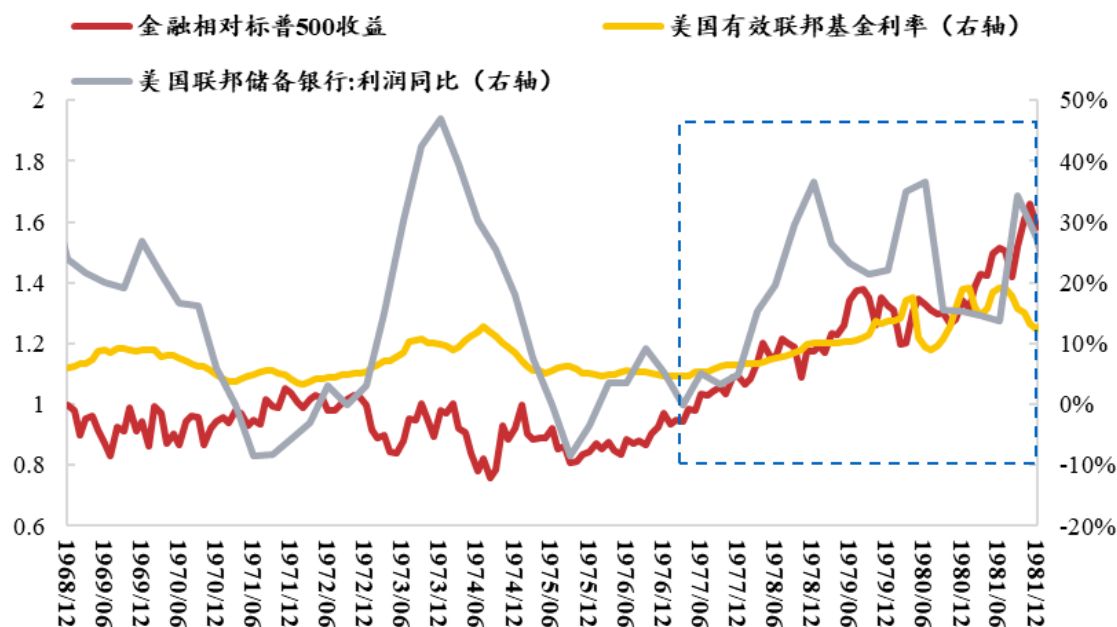
图表85：金融相对标普收益指数



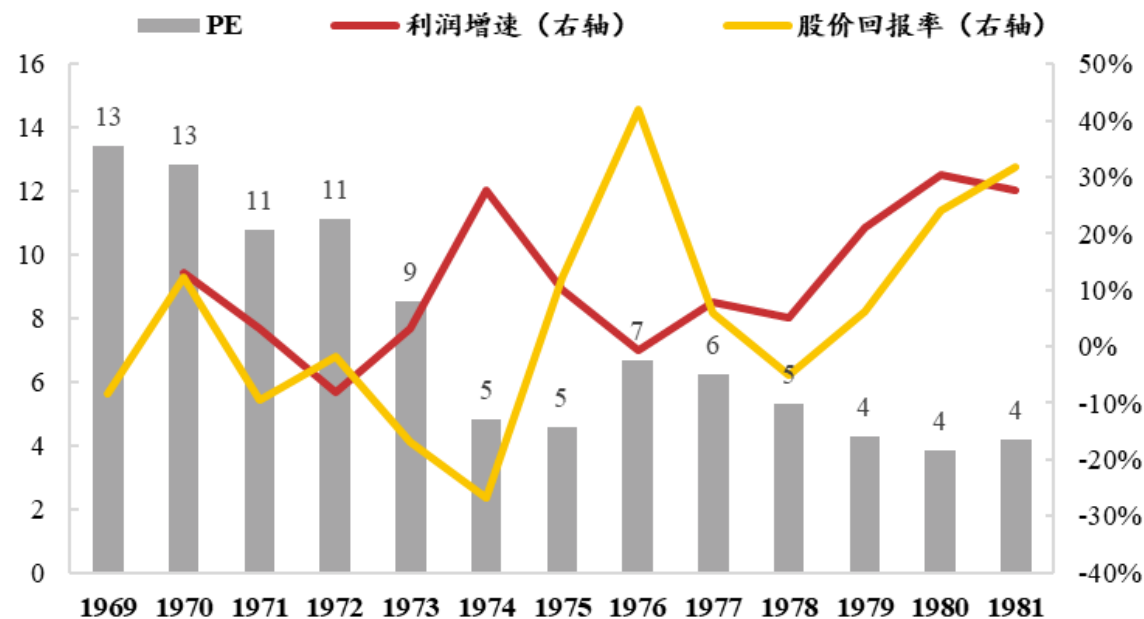
数据来源：, Bloomberg, 财通证券研究所

- ◆ **通胀走高，美国转而加息应对。**1977年起，通胀开始上行；彼时卡特政府仍选择稳增长，1977年GDP增速仍稳定在5%，1977-1978联邦基金利率平均在6.7%，但同时通胀从5.2%上升至9.3%，逐渐成为政府的最大难题。1979年后，美联储加息幅度加大，1979-1981平均利率在13.6%，通胀从最高14.8%下降至8.9%。
- ◆ **持续加息下，金融行业利润增厚。**1978-1981，主要银行的利润同比均值达24.2%；从个股看，摩根大通1979-1981利润增速均超过20%，推动股价上升。

图表86：联邦基金利率上涨利好金融行业



图表87：摩根大通70年代估值和利润增速



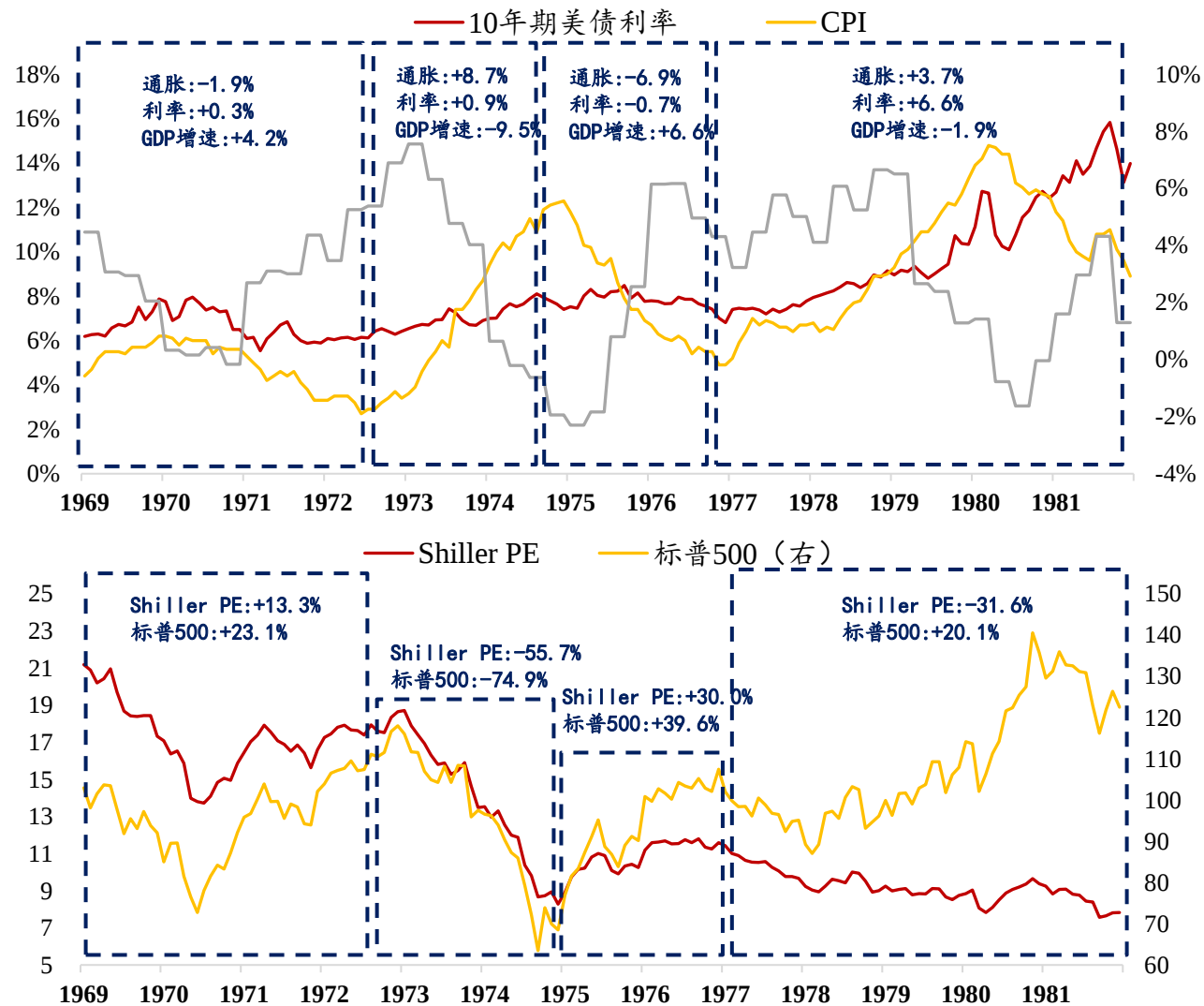
- 一、大滞胀与俄乌冲突期间的八点比较——70年代的白宫联储
- 二、1970s大类资产深度复盘——70年代的资产配置
- 三、高通胀下如何穿越牛熊——70年代的行业轮动
- 四、高ROE与低PB的50年轮转——70年代的市场定价**
- 五、对话70s，日本“转型牛”的启示——70年代的日本牛市
- 六、巴菲特和彼得林奇如何赢在1970s——70年代的投资巨星

- ◆ **70年代大势择时：增长与利率先后主导市场估值。**回顾70年代：美股估值在1974年前由增长主导，GDP增速与Shiller PE的相关系数为0.663；1974年后由利率主导，利率与1/PE的相关系数达到0.792。增长与利率交替定价估值，催生70年代美股的四轮行情：1970-1972年“漂亮50”、1973-1974年“急杀估值”、1975-1976年“小复苏”、1977-1981年“盈利消化估值”。总结70年代行情背后的逻辑：在1974年以前，美国开启“经济下台阶”，长期盈利预期修正，分子端盈利成为美股估值的主导因素；1974年之后，“经济下台阶”逐步被市场price in，政策着力点转向抬升利率抑制通胀，市场更加关注政策博弈，因此分母端无风险利率成为主导估值的定价因子。
- ◆ **70年代风格策略：与宏观层面对应，经济上行买高盈利，经济下行买低估值。**70年代低估值与高盈利相互对立，即高盈利往往高估值，十年间两类风格三次切换：70-72年高盈利>低估值、72-77年低估值>高盈利、77-80年高盈利>低估值。拉长视角回顾50年美股风格定价，我们发现：**增量经济阶段**，高盈利与低估值组合共振；**存量经济阶段**，高盈利与低估值组合相对立，期间高盈利与低估值的风格轮动，取决于二者相对景气度。具体而言：**1) 70年代大滞胀、经济下台阶，流动性收紧，高盈利与低估值轮动；相对业绩优势和高估值难以维系，低估值跑赢。**70年代美股主要行业是消费周期，与宏观经济周期密切挂钩：经济下行阶段，被赋予过多远期预期的高盈利、高估值资产杀估值；经济上行阶段，高盈利、高估值资产则迎来估值回暖。**2) 80年代至08年金融危机前，技术革命与新兴国家大发展，流动性转向宽松，高盈利与低估值共振。**此阶段高盈利组合兼具低估值属性，一方面是高盈利资产盈利不断超预期、快速消化估值，另一方面，科技、消费、周期等景气赛道不断涌现出估值相对较低、成长较快的新公司，促成风格的共振。**3) 08年金融危机后全球增长再下台阶，央行“大放水小收水”，高盈利与低估值轮动；高盈利、高估值资产跑赢、越来越贵。**与70年代不同，本轮“好资产越来越贵”，一是近年来主导行业转向科技，相对业绩优势与经济周期逐步脱钩，二是2010s还未遭遇70s“大通胀、大收水”，核心资产越来越贵。

1. 大势择时：增长与利率先后主导市场估值

回顾70年代，美股估值在1974年前由增长主导、1974年后由利率主导，增长与利率交替定价估值，催生70年代美股的四轮行情：1970-1972年“漂亮50”、1973-1974年“急杀估值”、1975-1976年“小复苏”、1977-1981年“盈利消化估值”。60年代是美国黄金年代，经济高速增长、“阿波罗登月”催生一系列科技革新；到了70年代，美国整体经济增速放缓、从5%下降到3%附近，但彼时美国政界、学界普遍不认同“经济下台阶”，尝试大规模财政货币刺激对抗经济下行，因而引发“大滞胀”；至80年代，保罗沃尔克采用“休克疗法”抬升利率最终结束了“胀”，新一轮信息技术革命则结束了经济的“滞”。总结70年代行情，在经济下台阶的过程中，长期盈利预期的修正是第一轮“急杀估值”的最大动因，而对抗通胀、利率抬升，是大类资产第二轮定价修正的主要驱动力。

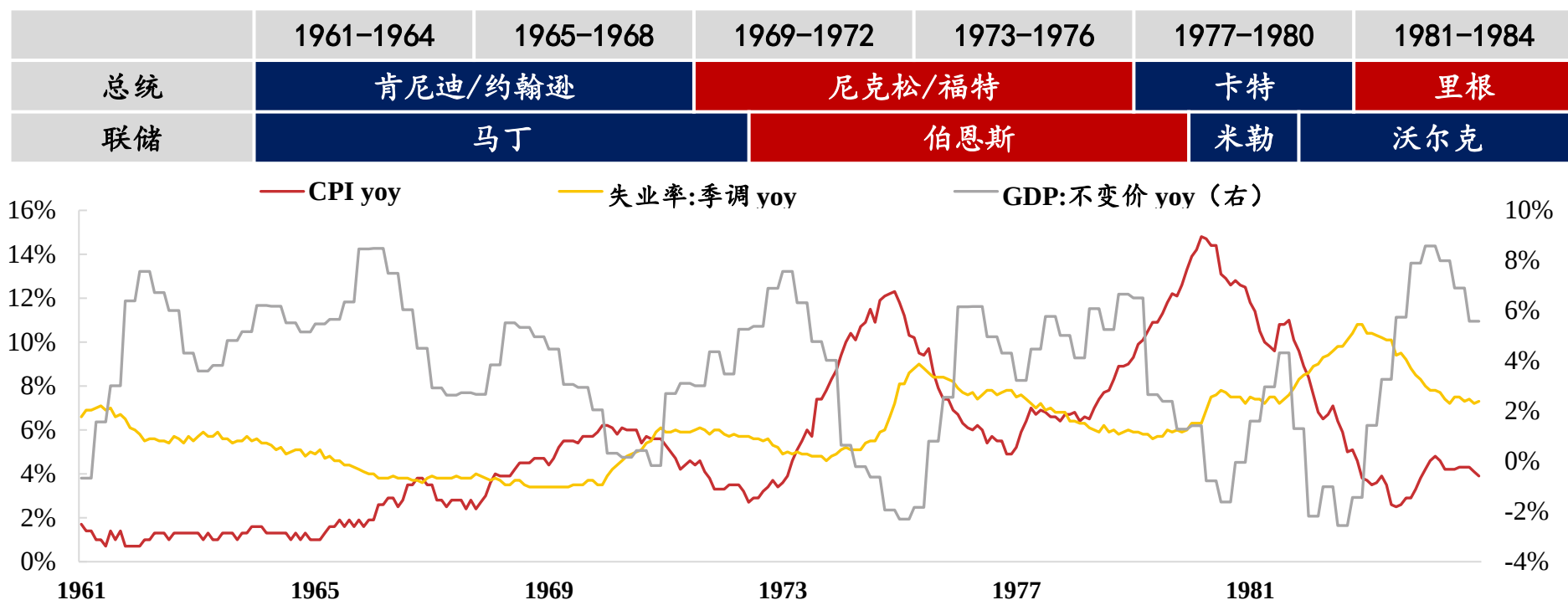
图表88：通胀与增长双重变量演绎下的四轮行情



- ◆ 1970-1972年通胀回落、经济上行，指数与估值创新高。宏观方面，1969年联储主席威廉马丁紧缩货币成功抑制通胀，伯恩斯接任后重新宽松，经济恢复、通胀下行、利率稳定。对于通胀，尼克松的新经济政策阶段性冻结工资及物价，短暂抑制住了自越战起高增的通胀；对于增长，尼克松任命伯恩斯替代威廉马丁接任联储主席，伯恩斯上任后自1970年起增加货币供应量，维稳经济与股市。此阶段GDP增速上行5.0%，而通胀水平下行2.5%，利率下降0.75%。市场方面，分子端与分母端双升，市场演绎“漂亮50”行情。经济增长、通胀维稳的宏观背景下，标普500上涨23.1%，Shiller PE提升13.3%、达到18.7倍。
- ◆ 1973-1974年通胀高企、经济衰退，估值下杀近50%。宏观方面，由于前期价格管控导致供给短缺，叠加第一次石油危机引发的输入型通胀，1973-1974年通胀高企，经济增速大幅下降。尼克松希望采用价格管制控制通胀，但造成商品短缺，通胀并未缓解；原材料价格的急速升高，造成了工业生产停滞，经济大幅衰退。此阶段GDP增速下降9.5%，而通胀上行8.7%，利率上行0.9%。市场方面，分子分母端同时承压，估值大跌。对应Shiller PE下行55.7%，标普500下跌74.9%。
- ◆ 1975-1976年与1970-1972年的宏观格局、市场行情较为类似。宏观方面，通胀回落后经济反弹。随着石油禁运结束、油价企稳，福特总统采用减税政策刺激经济，经济与市场同时触底反弹。此阶段GDP增速上行6.6%，通胀水平下行6.9%，利率最终略微下调至与1975年初持平。市场方面，增长远超通胀，利率小幅下行，带来估值提升。对应Shiller PE提升30.0%，标普500上涨39.6%。

- ◆ 1977-1981年经济实现区间内反弹，盈利消化估值，市场稳步上涨。宏观方面，经济走出V型后企稳，通胀大幅上行后回落，利率大幅上行。此阶段又可细分为两个阶段，1977-1979年的复苏后期，美国政策层不愿牺牲经济复苏来应对日益凸显的通胀，因此通胀一直上行，利率调整却较小；第二个阶段，沃尔克于1979年任命美联储主席，实施了独立的货币政策应对第二次石油危机中高涨的通胀，并最终成功抑制通胀。经济先企稳后V型反弹，区间GDP增速约-1.9%，通胀水平提升3.7%，利率提升6.6%。市场方面，经济先跌后涨、联储鹰派抑胀，估值总体下降。经济的反弹对冲了无风险利率提升带来的影响，上市公司的盈利增长消化了部分市场估值，对应Shiller PE下行31.6%，标普500上涨20.1%。

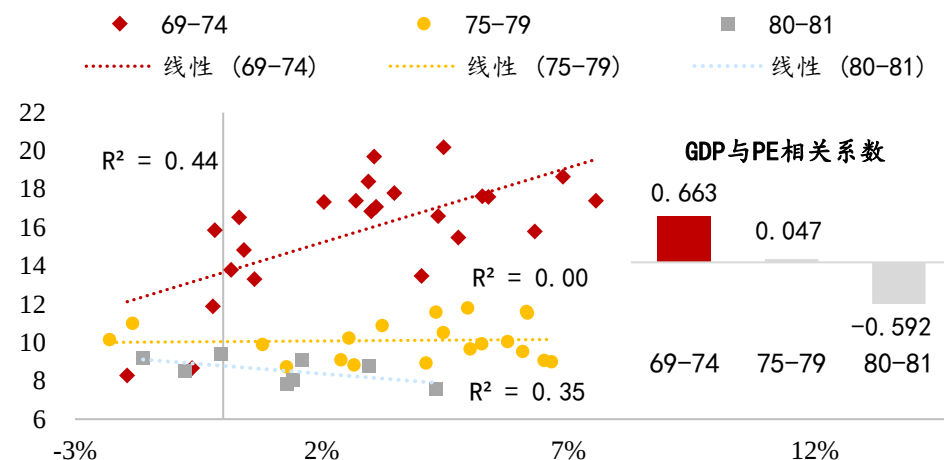
图表89：1969-1981年历任美国总统和联储主席任内增长、通胀和货币政策



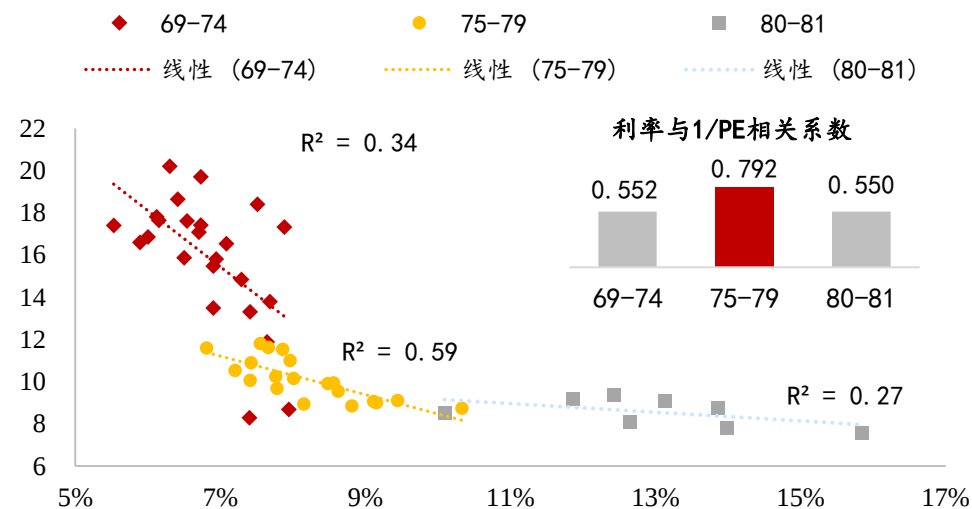
◆ 从DDM模型来看，分子端盈利增长和分母端无风险利率是资产价格的重要定价因素：在1974年以前，美国开启“经济下台阶”，长期盈利预期修正，分子端盈利成为美股估值的主导因素；1974年之后，“经济下台阶”逐步被市场price in，政策着力点转向抬升利率抑制通胀，市场更加关注政策博弈，因此分母端无风险利率成为主导估值的定价因子。

◆ 1974年以前，增长决定估值。1969-1974年间，GDP增速与Shiller PE的走势拟合度较高，相关系数为0.663，约有44%的估值水平可以被增速解释，分子端对于估值的影响较大。1974年以后，利率对估值起主导作用。1974年以前，利率与1/PE的相关系数大约0.552，能够解释34%的估值变化。在1975-1979年利率对估值定价主导作用显现，约59%的估值水平可以被利率走势解释，而利率与1/PE的相关系数更是达到了0.792；进入80年代，利率的解释力度略微下降，但仍有约27%的估值被利率解释，估值与利率依然保持0.55的相关系数。

图表90：1969-1974年，估值与实际GDP增速相关性较高

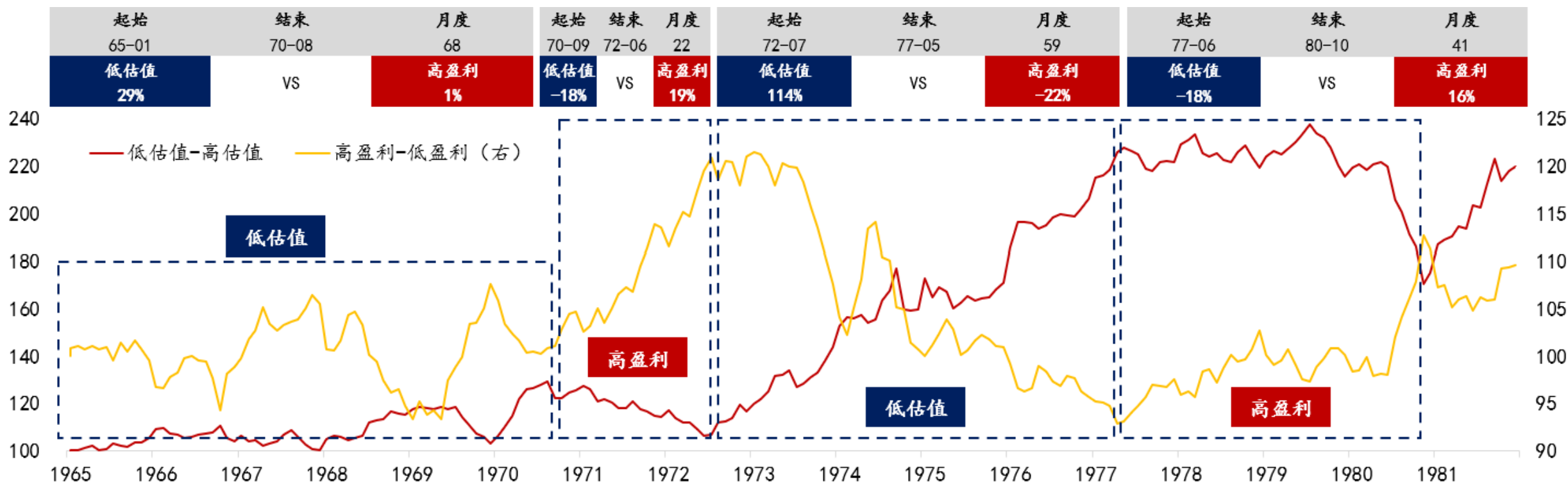


图表91：1974年以后，利率主导估值水平



- ◆ 70年代低估值组合与高盈利组合是对立的策略，即高盈利（ROE）组合往往高估值（PB），十年间两类风格策略出现了三次切换：1970-1972年高盈利策略有效、低估值策略无效，1972-1977年低估值策略有效、高盈利策略无效，1977-1980年高盈利策略再次有效、低估值策略无效。与宏观层面相对应，我们看到经济上行阶段高盈利、高估值组合跑赢，而经济下行阶段低估值组合跑赢。

图表92：70年代低估值和高盈利策略三次切换



图表93：1969-1974年，估值与实际GDP增速相关性较高

65-01 70-08 月均收益率		估值水平					
		高	2	3	4	低	平均
盈利能力	高	0.4%	0.8%	1.6%	1.4%	-0.3%	0.8%
	4	0.0%	0.0%	0.8%	0.9%	0.4%	0.4%
	3	0.4%	0.0%	0.5%	0.9%	0.8%	0.5%
	2	-0.7%	-0.3%	0.2%	0.7%	0.9%	0.2%
	低	0.7%	0.4%	-0.1%	0.9%	1.1%	0.6%
	平均	0.2%	0.2%	0.6%	0.9%	0.6%	

图表94：1970-1972年高盈利策略有效

70-09 72-06 月均收益率		估值水平					
		高	2	3	4	低	平均
盈利能力	高	2.6%	1.5%	1.6%	3.3%	0.6%	1.9%
	4	2.2%	1.4%	1.6%	1.7%	1.4%	1.7%
	3	2.8%	1.0%	0.9%	0.4%	1.7%	1.4%
	2	3.1%	2.0%	0.4%	1.1%	1.3%	1.6%
	低	2.2%	1.2%	0.9%	1.3%	1.9%	1.5%
	平均	2.6%	1.4%	1.1%	1.6%	1.4%	

- ◆ **1965-1970年的经济下行期中，低估值资产跑赢。**受到越战拖累，经济下行叠加通胀爬升，前期高估值资产的盈利和估值向均值收敛，前期低估值资产表现相对领先。将资产按估值水平从低到高分5个级别可以发现，各估值水平资产回报分别为0.6%、0.9%、0.6%、0.2%、0.2%。
- ◆ **1971-1972年的经济短暂上行，高盈利、高估值资产跑赢。**尼克松冻结工资和物价，通胀短期得到抑制，伯恩斯开启货币宽松，经济在1970年底触底回升。随着基本面企稳，高盈利资产的相对业绩优势再次凸显，此前下杀的估值开始修复；在估值分组方面，高估值资产（2.6%）跑赢低估值资产（1.4%）。

图表95：1972-1977年低估值策略有效

72-07 77-05 月均收益率		估值水平					
		高	2	3	4	低	平均
盈利能力	高	-0.2%	0.6%	0.8%	1.3%	0.6%	0.6%
	4	-0.3%	0.6%	1.3%	1.4%	0.3%	0.7%
	3	0.0%	0.4%	0.7%	1.5%	1.4%	0.8%
	2	-1.0%	0.0%	0.7%	1.3%	1.3%	0.4%
	低	-0.5%	-0.1%	0.2%	0.6%	1.2%	0.3%
	平均	-0.4%	0.3%	0.7%	1.2%	1.0%	

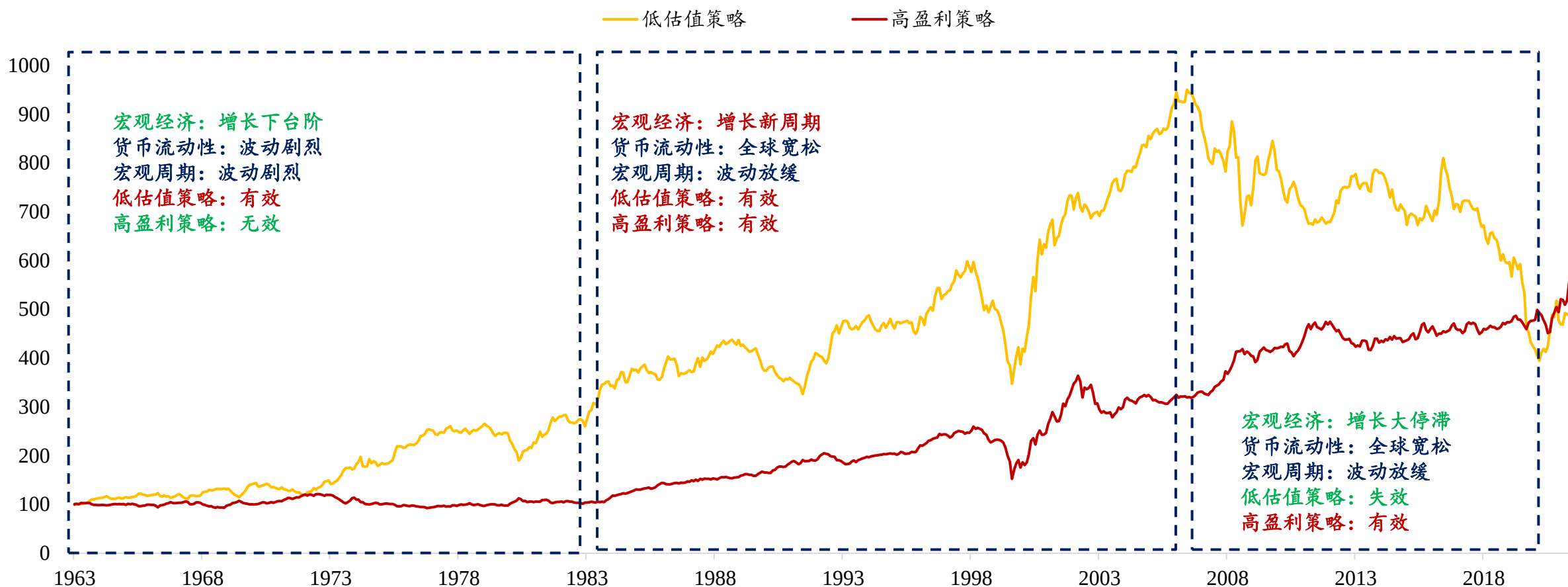
图表96：1977-1980年高盈利策略有效

77-06 80-10 月均收益率		估值水平					
		高	2	3	4	低	平均
盈利能力	高	1.3%	1.8%	2.4%	1.6%	1.6%	1.7%
	4	1.4%	1.6%	1.9%	1.4%	1.4%	1.5%
	3	1.8%	1.5%	1.3%	1.8%	1.8%	1.6%
	2	1.9%	1.6%	1.2%	1.0%	1.4%	1.4%
	低	1.1%	1.5%	1.0%	1.0%	1.6%	1.2%
	平均	1.5%	1.6%	1.6%	1.4%	1.6%	

数据来源： ， Bloomberg， 财通证券研究所

- ◆ 1972-1977年两次石油危机冲击，经济下台阶、利率大幅上行，低估值资产长期跑赢高估值、高盈利资产。两次石油危机冲击、原材料价格飙升抑制工业生产，经济全面衰退。此时曾经的高盈利公司业绩优势不再，出现估值中枢的全面下移，低估值策略成为70年代中期最佳选择。
- ◆ 1977-1981年能源危机冲击后经济先下行后修复，高盈利资产再次跑赢。保罗沃尔克收水抑制住通胀并带来经济的反弹。经历多轮市场调整，美股估值已经全面下修到二战后最低水平，高通胀、高利率下，新的估值体系重塑完毕，当经济回暖，高盈利公司盈利增、估值稳，开始大幅跑赢市场。
- ◆ 高盈利、高估值组合与低估值组合的相对业绩，在经济上行时分化、经济下行时收敛，从而产生风格策略的切换。与后续主导美股的科技行业不同，70年代美股主要行业是消费、周期，与宏观经济周期密切挂钩。经济上行期，高盈利组合被赋予远期业绩持续占优的预期，估值也自二战之后持续攀升，而当70年代经济转向下台阶时，远期估值逻辑全面逆转，低估值组合转而跑赢。伴随着70年代经济周期不断转动，宏观定价环境在经济上行和下行中切换，最终形成了高盈利策略与低估值的三次切换。

图表97：1963年以来美股风格定价的三个阶段



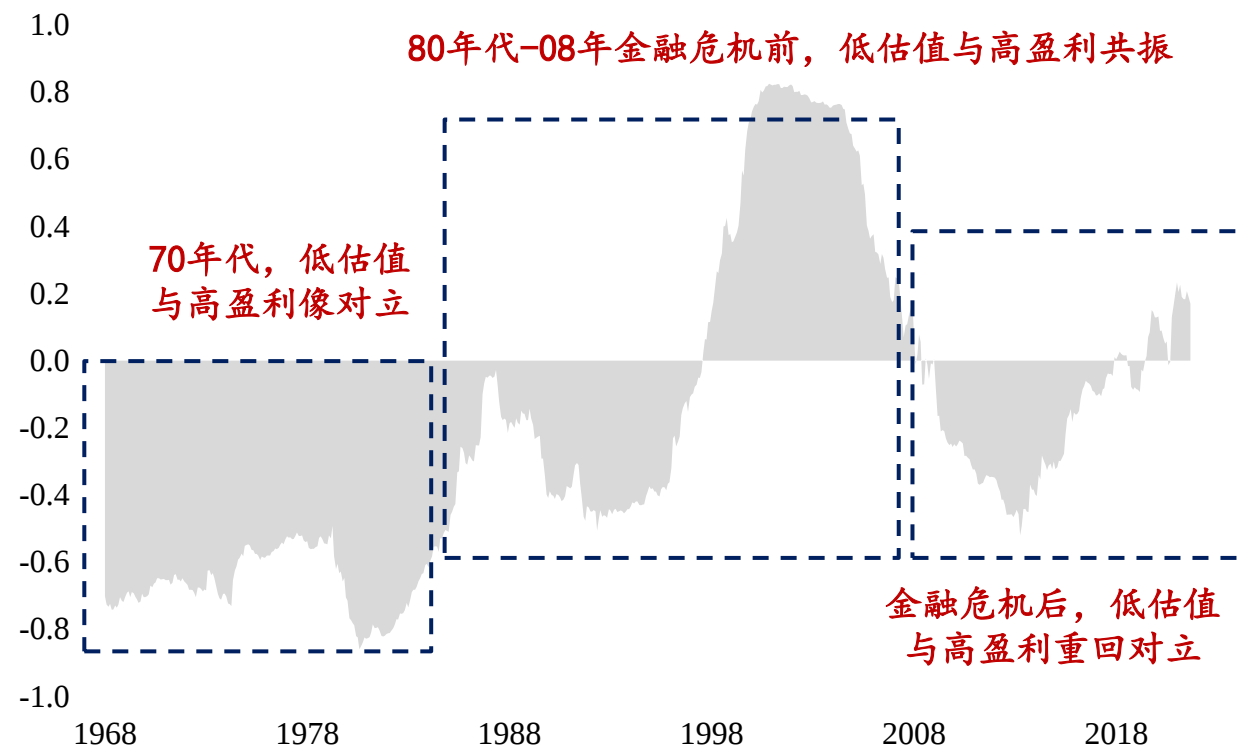
◆ 回顾50年美股风格定价，我们发现：增量经济阶段，高盈利与低估值组合共振；存量经济阶段，高盈利与低估值组合相对立，期间高盈利与低估值的风格轮动，取决于二者相对景气度。

1) 70年代美国陷入“大滞胀”和“经济下台阶”，流动性趋于收紧，高盈利与低估值轮动，且低估值跑赢。石油危机冲击与经济下台阶的自然规律下，美国经济增长从5%以上回落到3%附近，激进的财政货币政策加剧了通胀压力，流动性从70年代初的宽松转向70年代末的趋紧。70年代美股主要行业是消费、周期，与宏观经济周期密切挂钩：经济下行阶段，被赋予过多远期预期的高盈利、高估值资产杀估值；经济上行阶段，高盈利、高估值资产再次迎来估值修复，从而形成了高盈利和低估值的切换。因为整体经济下行与流动性收紧环境，低估值在70年代远远跑赢高盈利、高估值资产。

2) 80年代至08年金融危机前信息技术革命与新兴国家大发展，流动性转向宽松，高盈利与低估值共振。保罗沃尔克抬升利率终结“大滞胀”后，全球货币政策回归常态化，信息技术革命开始影响生产生活的各个领域，同时亚洲国家逐步进入全球生产贸易链条，展开大规模城镇化，全球经济迎来二战后又一轮复苏期。此时高盈利组合开始兼具低估值属性，究其背后，一方面是高盈利资产盈利不断超预期，能够快速消化估值，另一方面，科技、消费、周期等景气赛道不断涌现出估值相对较低、成长较快的新公司，促成了高盈利与低估值共振。

3) 08年金融危机后全球增长再下台阶，央行“大放水小收水”，高盈利与低估值轮动，且高盈利、高估值资产跑赢、越来越贵。金融危机后，全球主要经济发动机“美中欧日”都迎来增长下台阶，“欧美日”更是进入债务驱动的经济模式，整体宏观环境表现为经济下行、流动性宽松。与70年代定价不同，本轮低估值与高盈利对立，最终高盈利、高估值资产在“大放水”之中，因为其成长性的稀缺，取得核心资产溢价，表现为“好资产越来越贵”。为什么两轮存量时代，低估值在70年代跑赢，而高盈利在08年后表现优异？一是70年代主导行业是消费、周期，与经济增长挂钩，而近年来主导行业转向科技，凭借着技术壁垒“强者恒强”，相对业绩优势与经济周期逐步脱钩，二是次贷危机到俄乌冲突期间还未遭遇70年代石油危机下的“大通胀”，货币政策此前保持“大放水小收水”，推动核心资产越来越贵。

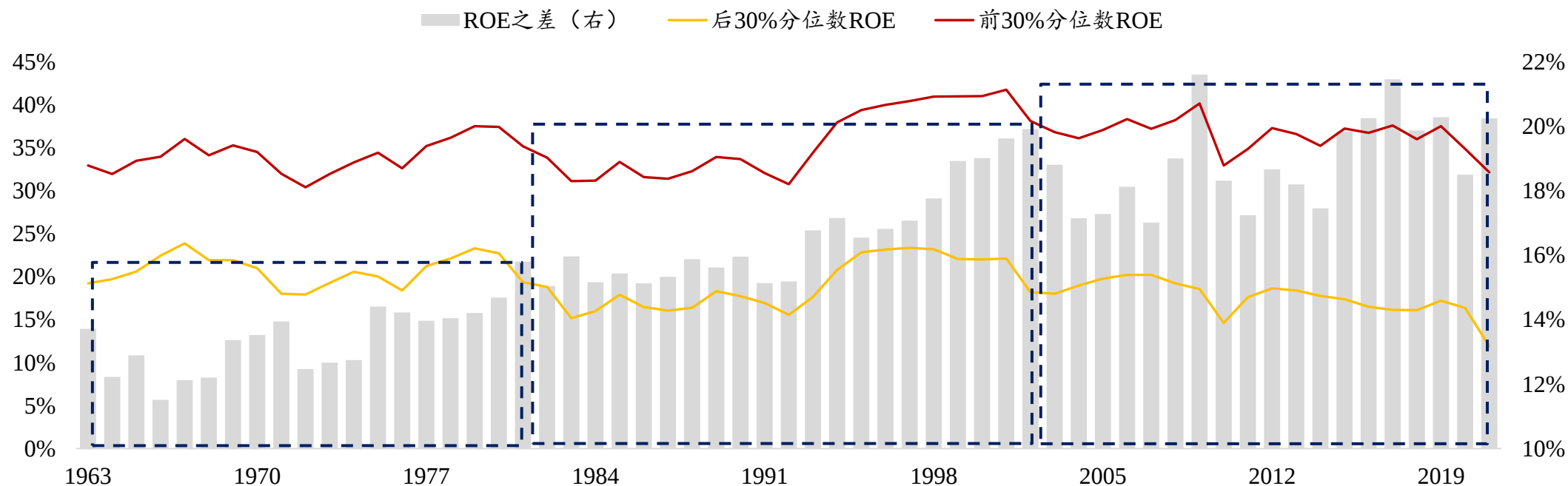
图表98：低估值与高盈利策略收益滚动5年相关性



数据来源： ， Bloomberg， 财通证券研究所

- ◆ 从全市场ROE分位数间差距，能够侧面印证上述逻辑：1) 70年代期间，高盈利与低盈利组合的盈利能力差值上下波动，与经济周期挂钩；2) 80年代-2008年金融危机前，高盈利组合的盈利能力不断拉开与低盈利组合的差距；3) 2008年金融危机后，盈利差距有波动但继续扩大，高盈利资产具备长期增长优势。

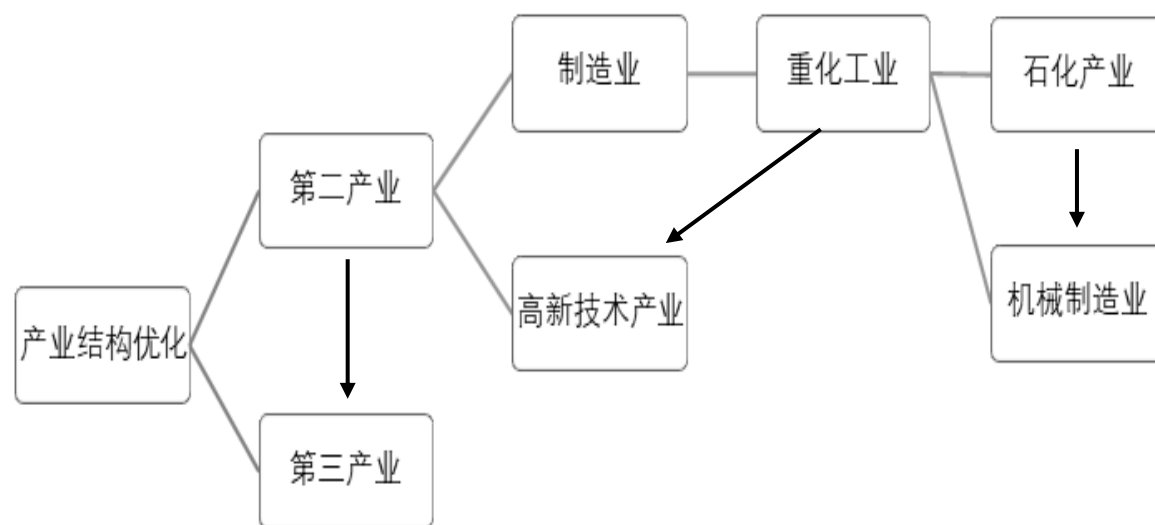
图表99：80年代至08年金融危机前高盈利资产相对ROE优势不断扩大



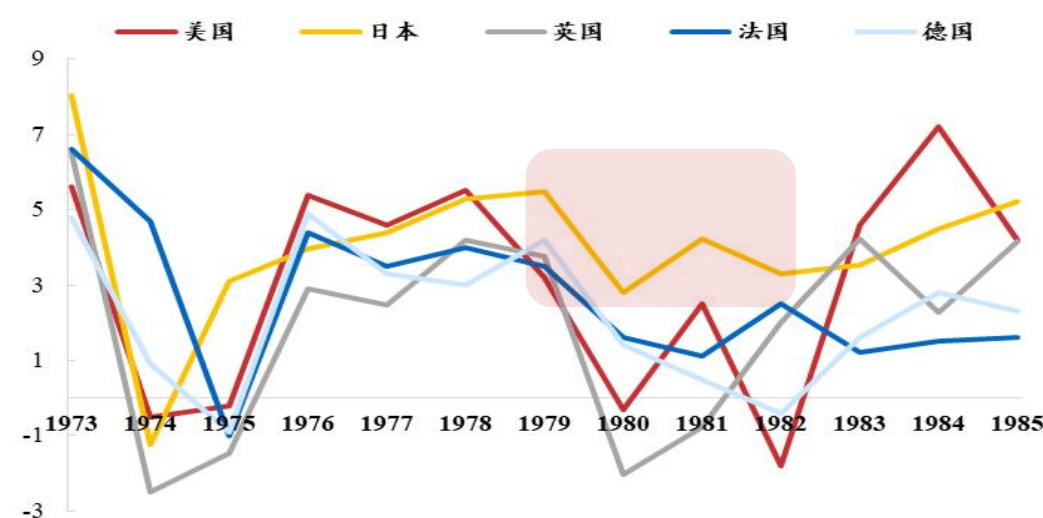
- 一、大滞胀与俄乌冲突期间的八点比较——70年代的白宫联储
- 二、1970s大类资产深度复盘——70年代的资产配置
- 三、高通胀下如何穿越牛熊——70年代的行业轮动
- 四、高ROE与低PB的50年轮转——70年代的市场定价
- 五、对话70s，日本“转型牛”的启示——70年代的日本牛市
- 六、巴菲特和彼得林奇如何赢在1970s——70年代的投资巨星

- ◆ “产业结构转型”是日本在70-80年代的标签，“科技立国”和“减量经营”是其中两大抓手。日本在二战之后成功从纺织为主的轻工业，完成钢铁、化工为代表的重工业经济转型。但随着70年代初布雷顿森林体系崩塌带来的日元升值，以及石油危机带来的油价飙升，“来料加工”模式的重工业体系受到严重冲击，日本被迫进行第二次经济转型。
- ◆ 随着对于重化型产业结构的优化，日本成功在全球产业链中开辟了新领域，并且在70-80年代大滞胀的背景下呈现出的“一枝独秀”的稳定经济增速。经济结构优化后的日本大幅降低了对化工原材料的依赖，而代之以微电子、一般机械等知识与技术密集型产品。因此在第二次石油危机冲击下，日本实际GDP增速均超过5%，相对于其他西方国家表现出强劲的增长韧性。

图表100：日本产业结构转型框架



图表101：1973-1985年期间主要发达国家GDP增速（单位：%）



◆ 日本在二战之后的经济快速增长来自于第一次产业结构优化，但过度依赖外部市场也为此后埋下隐患。以食品和纺服为代表的劳动密集型产业是日本早年的经济支柱。战后经济修复对于工业物资的需求，促使日本政府向煤炭、钢铁等基础工业进行政策倾斜。

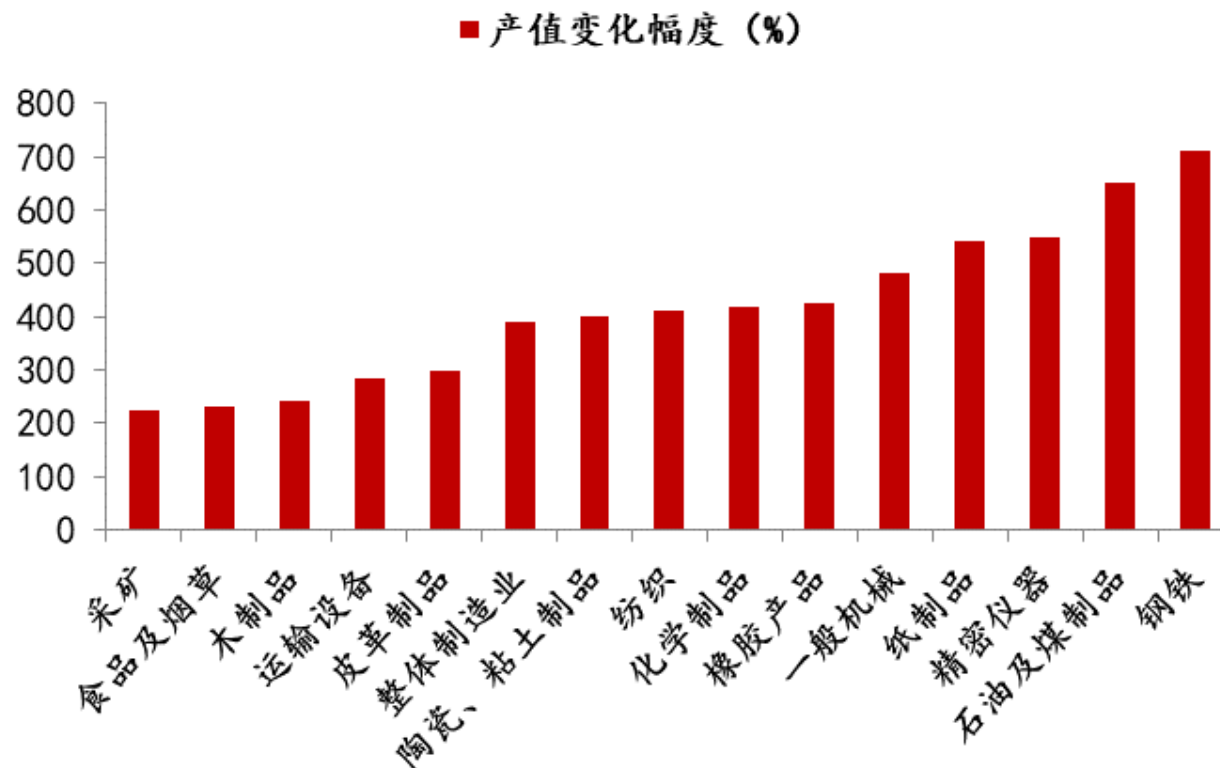
图表102：日本政府对煤炭行业的倾斜政策

贷款支持	1947年3月，政府制定《产业资金贷放优先表》，重点保证煤炭业的贷款。1947、1948年中政府成立的"复兴金融公库"的出资中35%、38%流向煤炭业。
价格补贴	煤炭业获得的价格补贴金在政府发放的价格补贴金在1946、1947年中分别占比71.9%、44%，居各行业之首。
生产资料优先供应	在战后生产资料匮乏、政府物资管制的环境中，煤炭部门可获得生产最低需要的80-90%，而其他部门只能获得20-30%。
人力投入优待	1947年3月，政府通过《确保煤矿劳动者所需物资供应对策》，对其食物、作业用品等生活物资实行全面特殊配给。

数据来源：《日本通商产业政策史》阿部武司，财通证券研究所整理

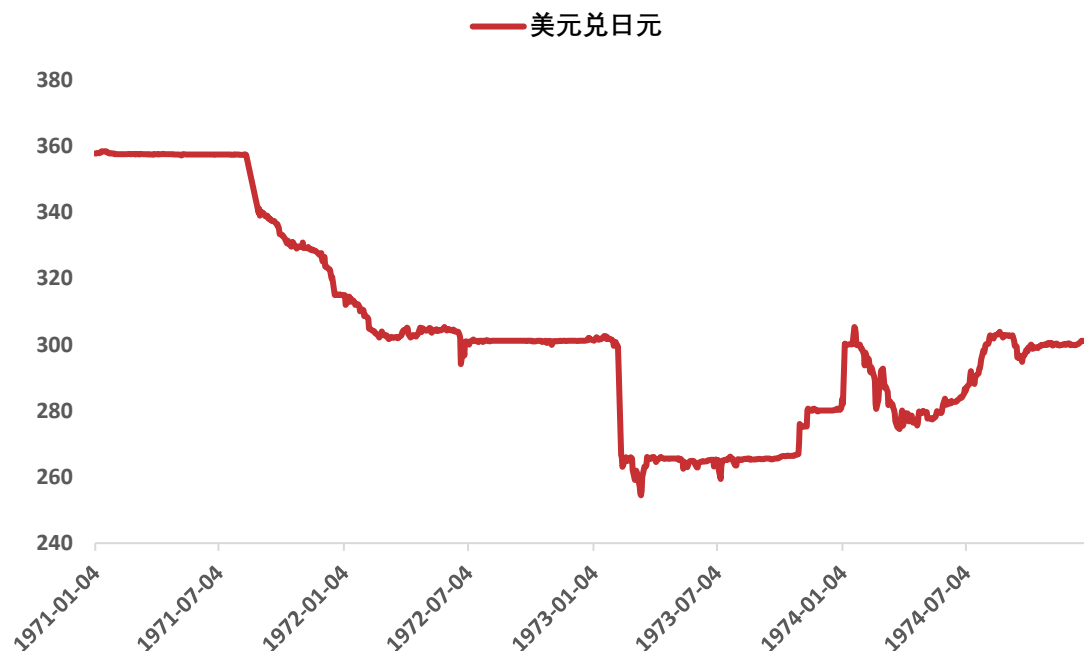
- ◆ 随着工业化水平的提升，日本也迎来了年均实际GDP增速高达9%的高速发展期。但由于市场限制和资源匮乏，日本当时以“来料加工”的粗放式重工业为主，经济快速发展但深度依赖外部市场，以原油和铁矿石为例，1972年两者的对外依存度均接近100%，而消费端，船舶、电视机等产品对出口的依存度也在50%上下。这也为之后的外部冲击埋下隐患。

图表103：煤炭、钢铁是1946年至1951年期间产值涨幅最高的行业

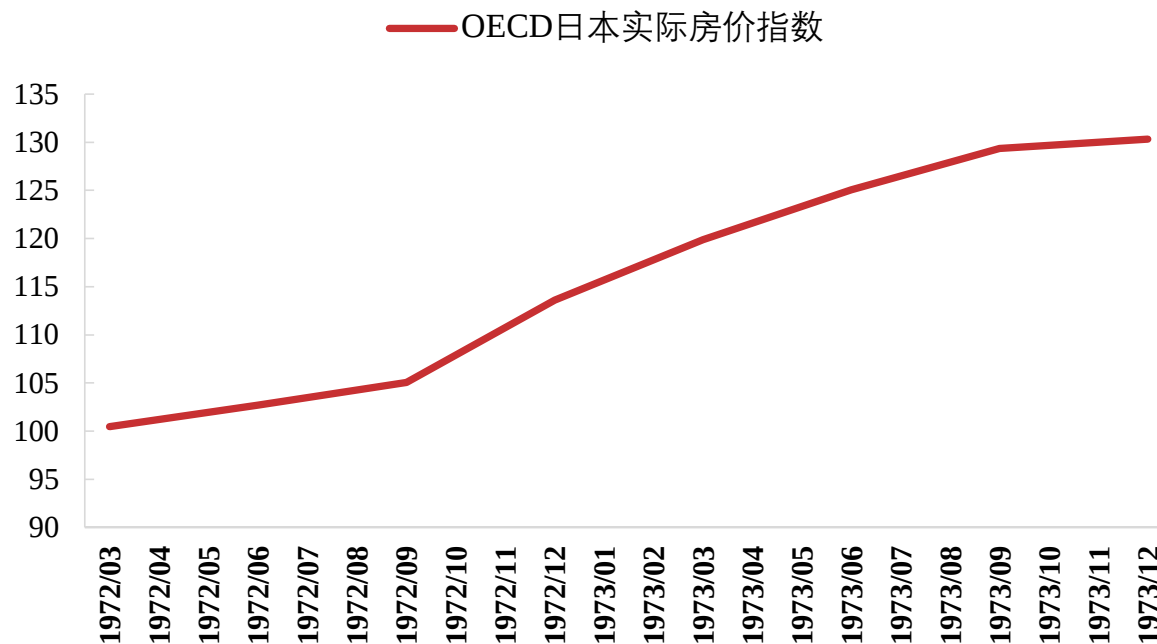


- ◆ 日元大幅升值、经济刺激失败、以及石油危机均倒逼日本不得不进行产业结构调整。1971年，时任美国总统尼克松宣布放弃金本位，导致日元出现快速升值，“两头在外”的日本重化工产业利润因此被大幅挤占。为了应对经济下滑，日本在1972年推出“列岛改造计划”，企图通过大规模的土地开发来弥补需求不足，最终导致银行放贷失控，通胀抬升。

图表104：布雷顿森林体系崩塌导致日元被动大幅升值



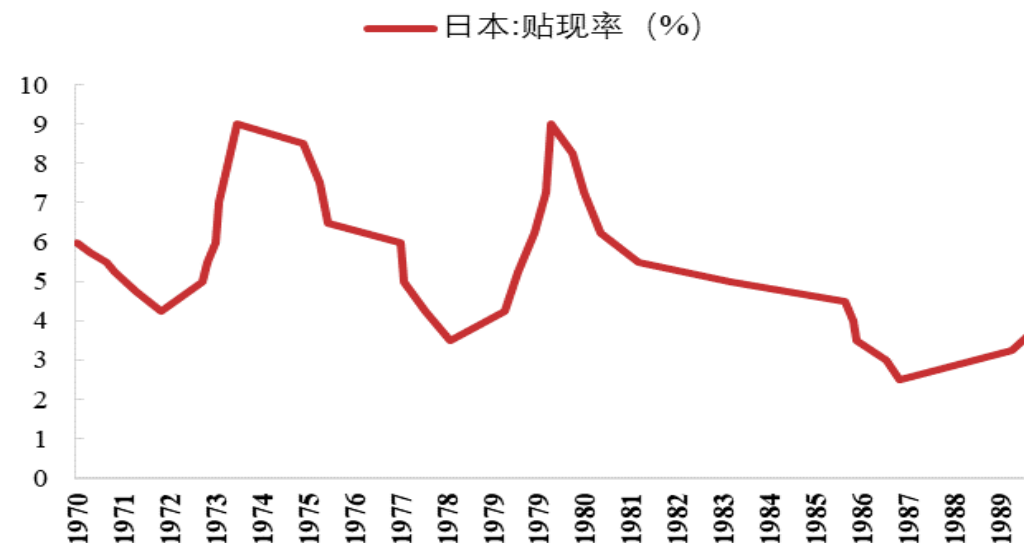
图表105：列岛改造计划带来了日本房价的飙升



- ◆ 1973年第一次石油危机爆发，由于石油占日本当时全部能源消耗的77.6%，油价的快速上行再度对日本经济施以沉重一击：加工型重工业需要将产品成本涨价转嫁给下游，但日元升值同时还抑制了出口的需求端，叠加前期列岛改造计划带来的产能过剩，CPI加速攀升至20%上方。为了抑制通胀压力，日本央行在73年上调贴现率5次，M2从73年初接近30%的同比增长降至至74年10%左右的水平。需求不振叠加流动性收紧，1974年日本企业倒闭数量达到空前的11681家。
- ◆ 国民对于美好生活的需求也是日本产业转型的重要驱动。早年日本奉行“生产第一”的原则，发展重化工业的同时牺牲了生态平衡和自然环境，导致污染问题日益严重。

数据来源： ，财通证券研究所

图表106：日本央行多次上调贴现率来应对通胀

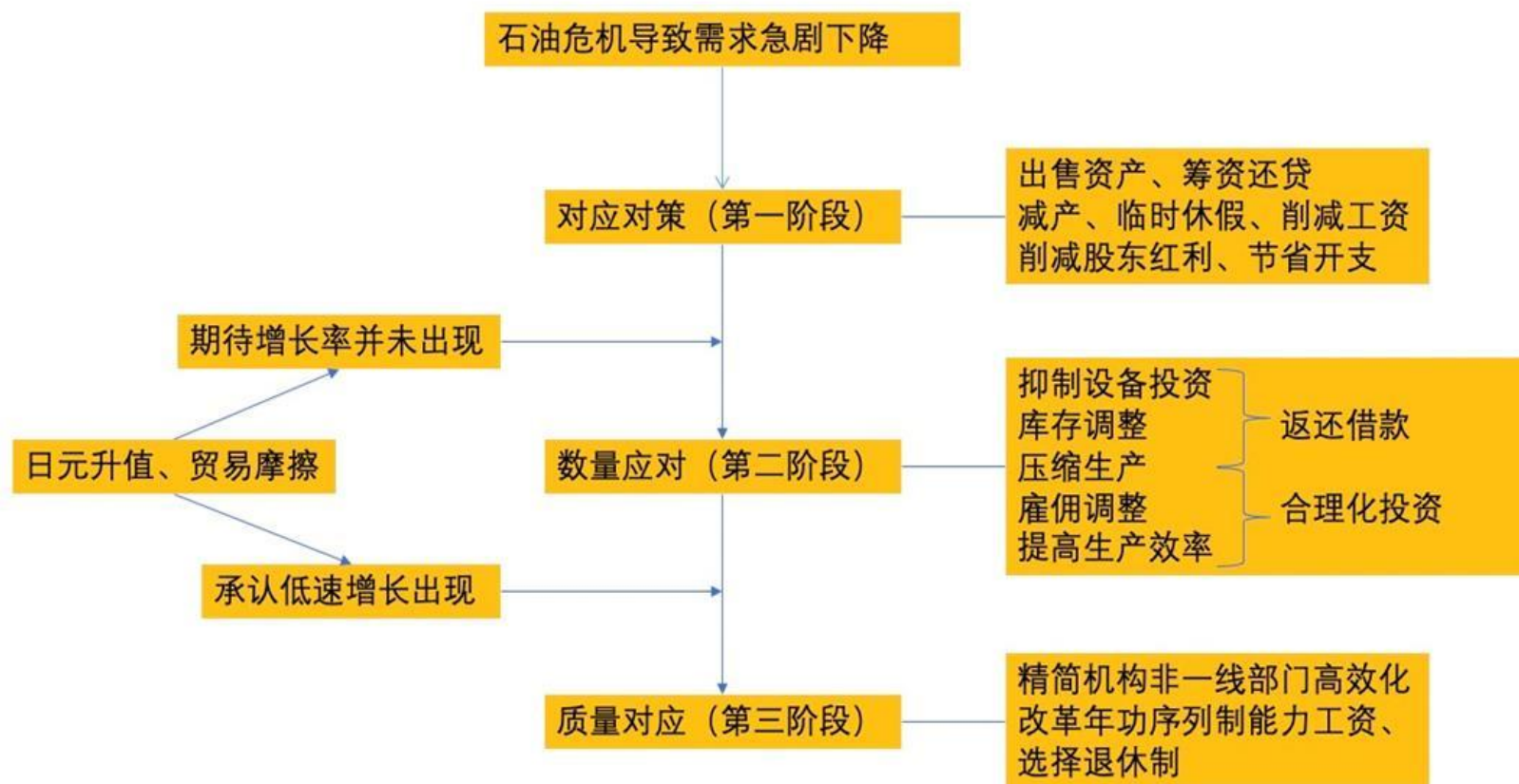


图表107：列岛改造计划“后遗症”遇上石油冲击，日本CPI冲破20%



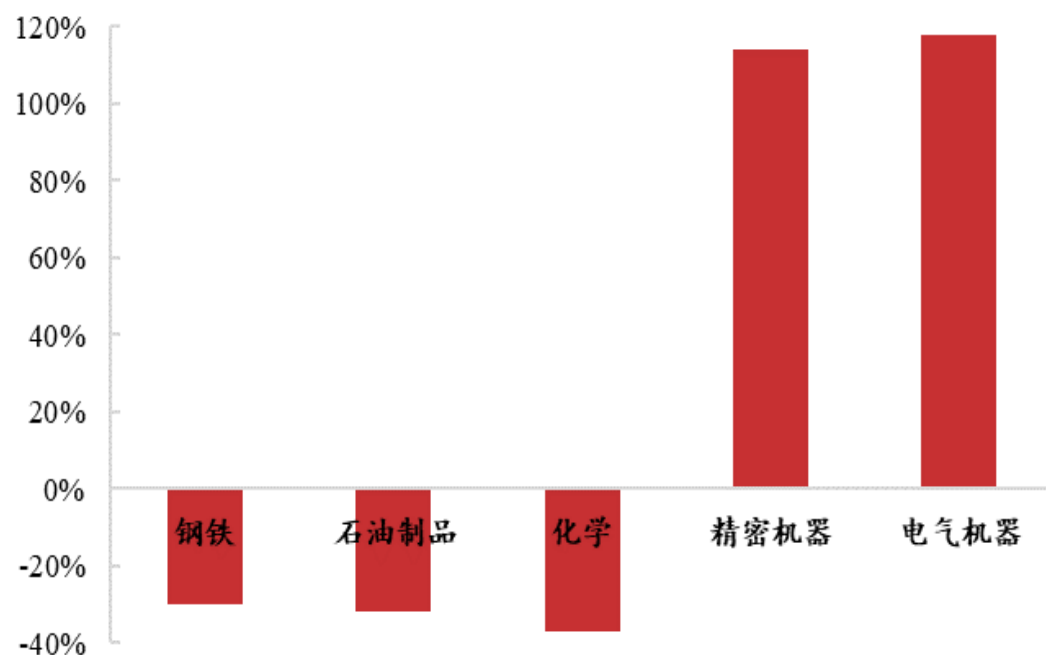
- ◆ 第一次石油危机后，日本致力于降低对传统能源的依赖，开始向“节能化”方向发展。日本政府在1974年出版的《产业结构长期设想方案》中提出“发展资源能源节能型产业”和“发展技术密集型产业”两大目标。日本企业自发进行了“减量经营”的措施。

图表108：“减量经营”的操作流程

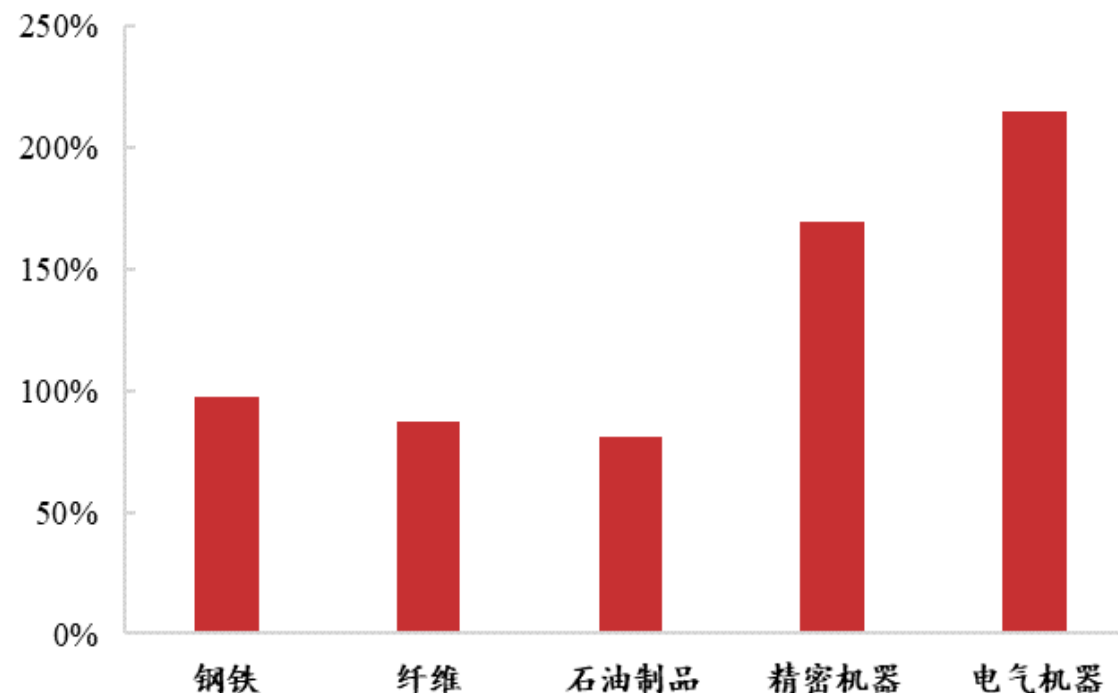


- ◆ 针对传统重化工业，日本政府在1978年出台“特定萧条产业安定临时措施法”，将化肥、造船等14个行业认定为萧条行业，通过政府收购来报废设备的方式对落后产能进行清理。日本政府还成立萧条产业信用基金，帮助萧条行业进行过剩产能出清，日本企业也逐渐开始关注自身成本的降低，包括能源成本与人力成本。

图表109：1975-1979年日本固定资产投资额变动

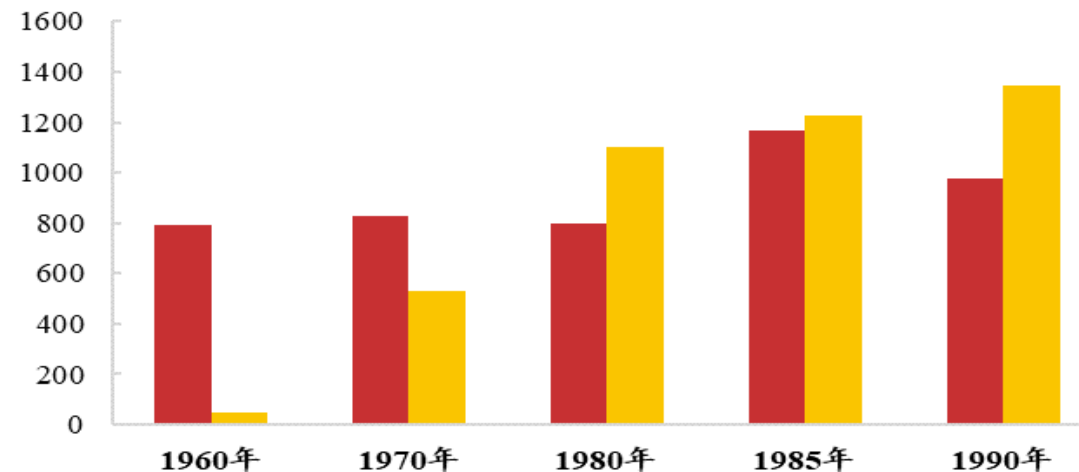


图表110：1987年5月日本产能变动



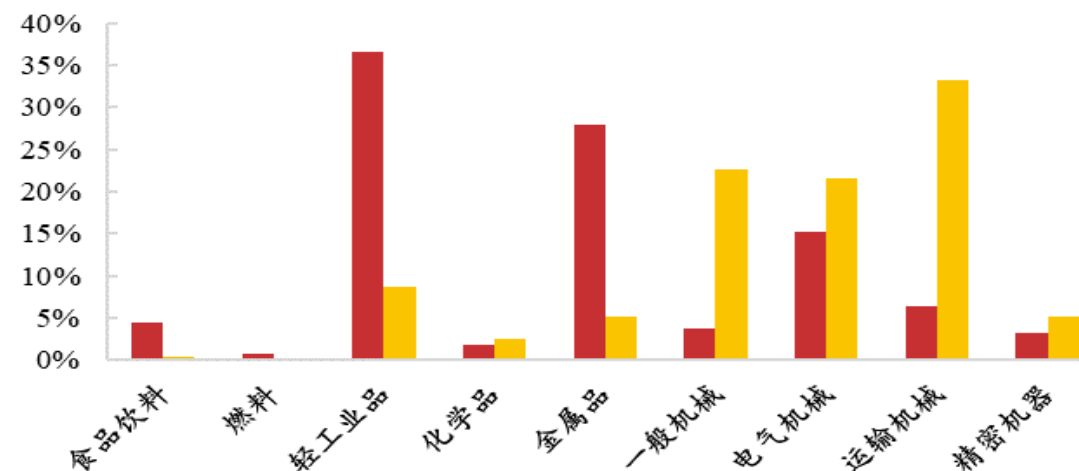
- ◆ 日本汽车和家电在节能方面的优势获得了全球范围的追捧。日本在节能化方面的投入使其产品相较于其他国家更具比较优势。
- ◆ 日本政府还将目光转向技术密集型产业。1973年后日本政府对电子计算机给予了大力支持，而后在1980年的《产业结构长期设想方案》中又进一步提出“科技立国”战略。
- ◆ 工程师红利和大量的专利进口都是日本产业转型背后的重要驱动。1965年到1975年期间，日本大学生人数从94万人增长到174万人，高等教育人才得到了将近于翻倍的增长。同时日本在1971-1975年间引进的甲种技术合同有8368件，相当于整个20世纪50-60年代的总和，其中一半以上来自于美国。

图表111：日本汽车产量在70年代末开始超越美国
 ■ 美国汽车产量（万辆） ■ 日本汽车产量（万辆）



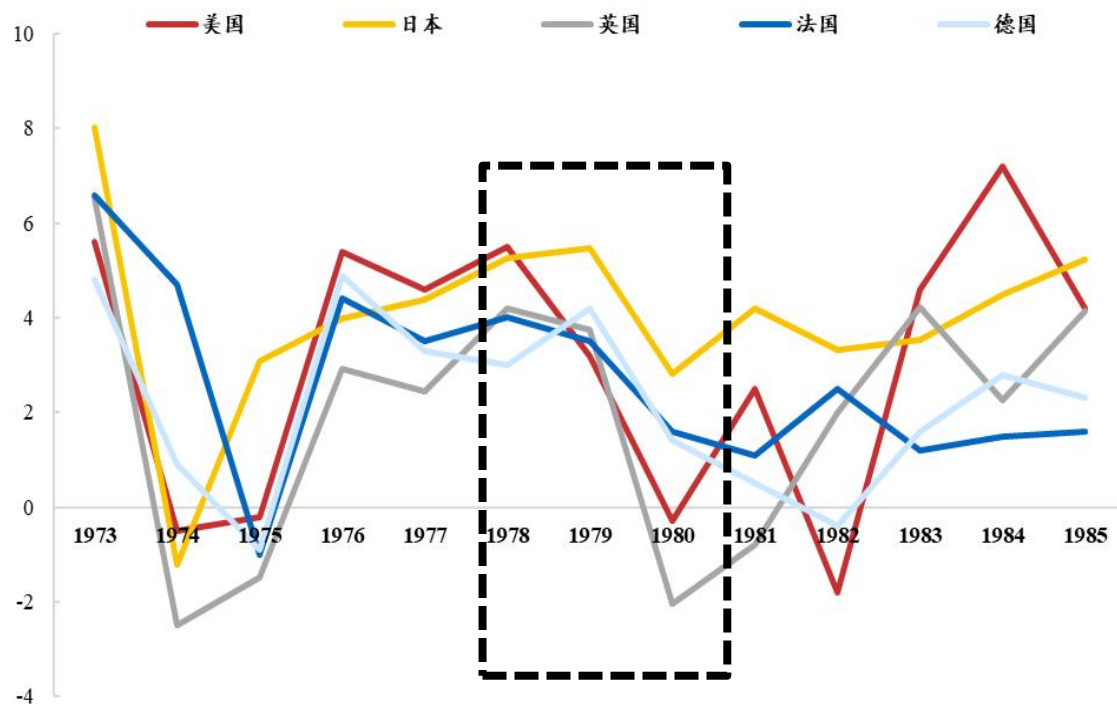
图表112：日本对美国出口品类占比

■ 1965年 ■ 1985年

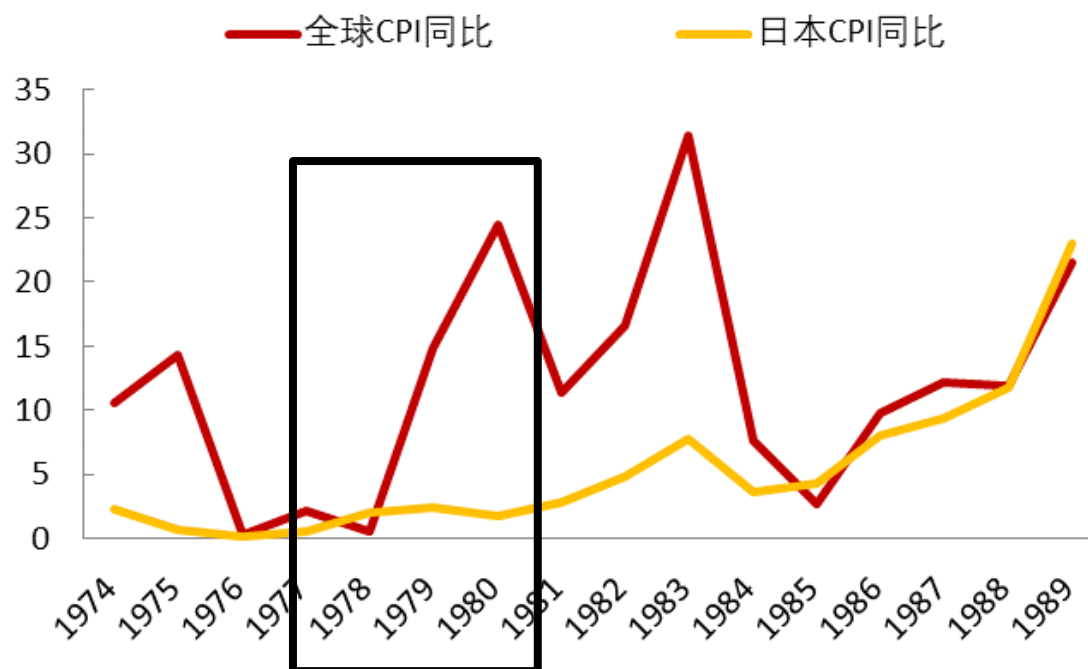


- ◆ **第二次石油危机对日本的冲击显著小于前一次。**1978年底，两伊战争再度引发石油价格飙升。相较于第一次石油危机不同的是，日本在第二次石油危机中并没有受到太大的通胀压力。全球CPI同比涨幅在1979-1981年分别为7.66%、31.40%、16.64%，而日本的同期CPI变化仅为3.66%、7.81%、4.78%。

图表113：第二次石油危机期间日本经济表现好于其他发达经济体（%）

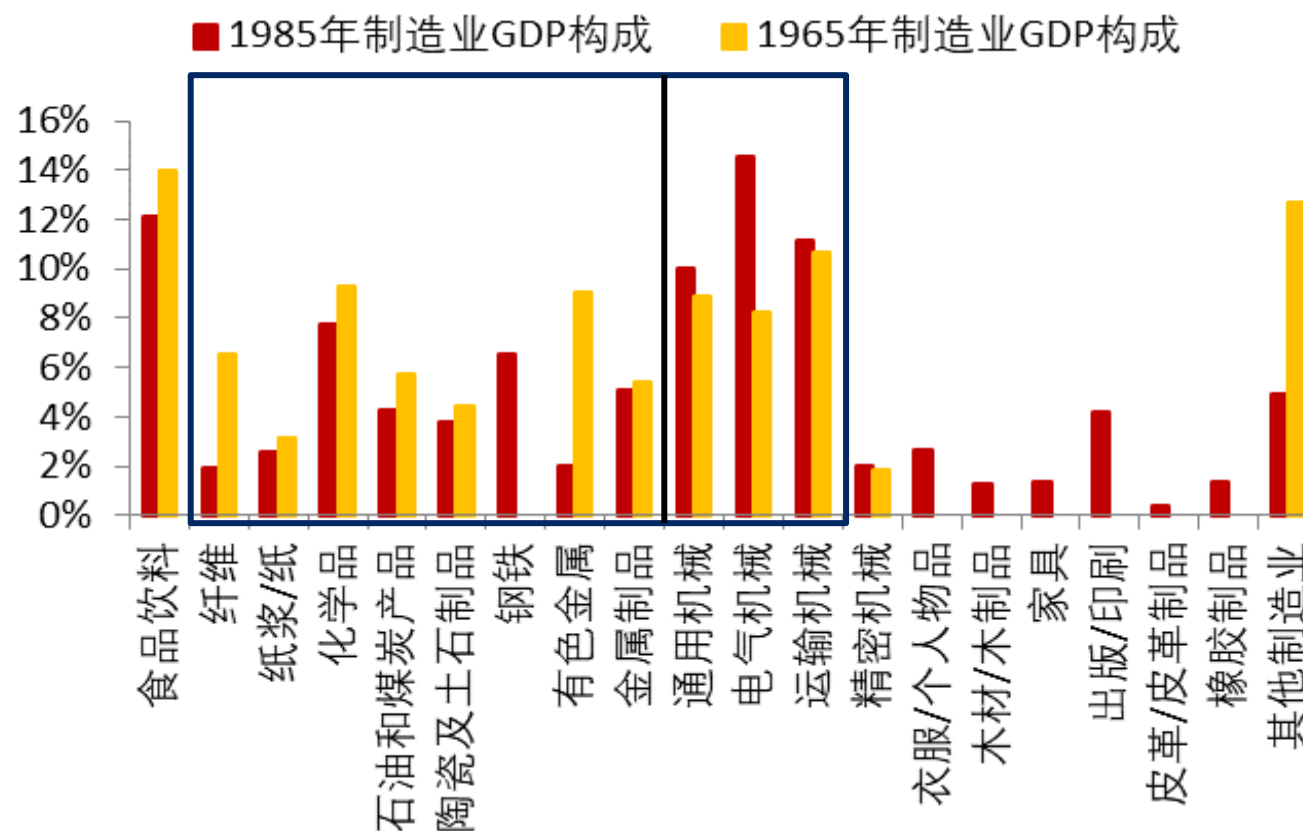


图表114：第二次石油危机期间日本CPI增幅明显低于其他经济体（%）



- ◆ 1985年，通用机械、电气机械、运输机械占日本制造业GDP的比重分别为9.99%、14.51%、11.19%，成为日本制造业占比前四大的行业。然而像纤维、纸浆、化学、石油等重工业的产业占比相对于1965年以来出现明显下降。

图表115：日本制造业在70-80年代进行了结构优化



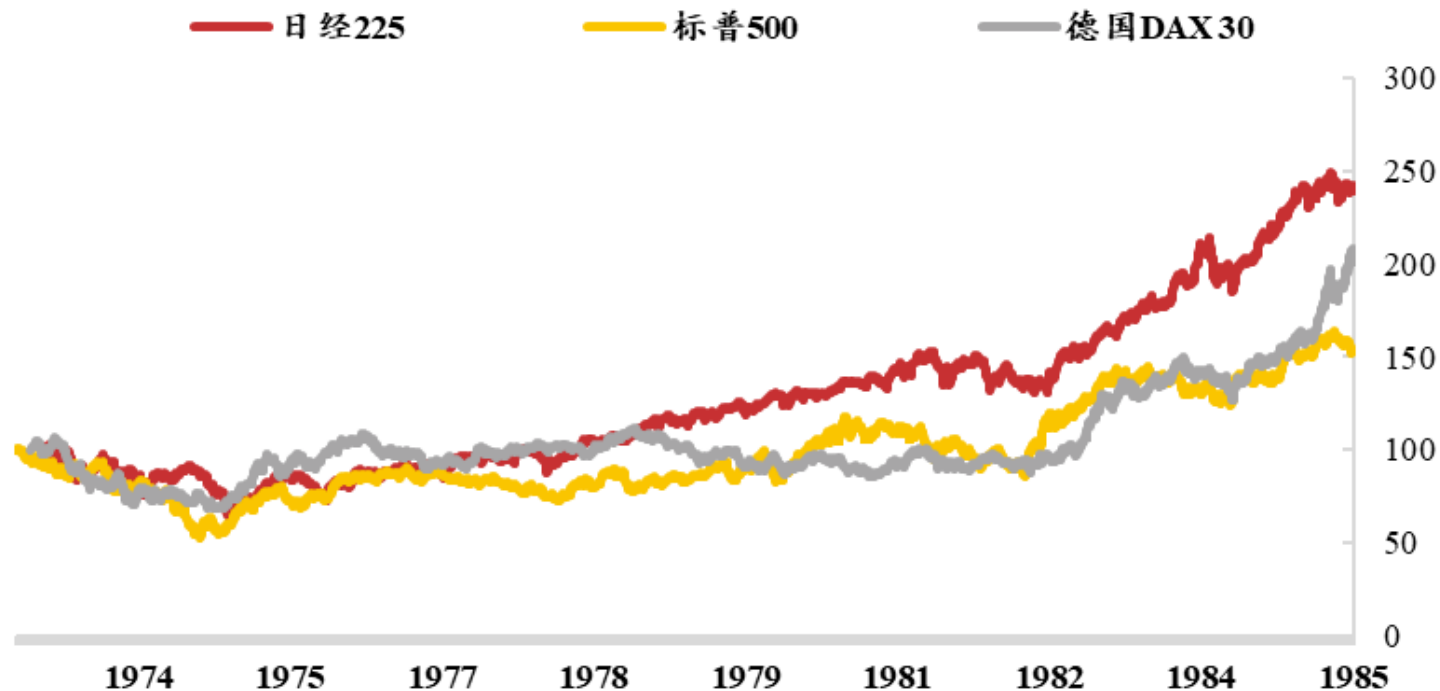
- ◆ 日本政府在第二次石油危机前采取的紧缩货币政策则是充分总结了第一次石油危机时期的教训后的经验之举，从而有效地抑制了物价大涨。日本在79年上调3次贴现率，由3.5%上调至6.25%，并且在80年的第一季度将贴现率上调至9%。同时结构优化带来的高附加值产业出口大幅增加，一定程度上使日本在当时的全球产业链中获得了独一无二的地位：1965-1973年日本经济增速9.4%的背景下，出口贡献度仅16%，而1974-1985年的经济增速仅为4.3%时，出口贡献度高达35%。

图表116：1973年-1983年日本经济增长与出口关系

年份	GDP增长率 (%)	出口增长率 (%)	净出口对经济增长的拉动 (%)	净出口对经济增长的贡献度 (%)	出口依存度 (%)
1973	7.9	28.83	-3	-37.97	9.84
1974	-1.4	50.41	1.2	-85.71	13.33
1975	2.7	2.32	1.9	70.37	12.54
1976	4.8	19.06	1	20.83	13.29
1977	5.3	18.88	0.9	16.98	12.84
1978	5.2	19.3	-0.9	-17.31	10.9
1979	5.3	8.28	-1.4	-26.42	11.34
1980	4.3	24.02	3.4	79.07	13.42
1981	3.7	18.57	1.5	40.54	14.4
1982	3.1	-8.31	0.3	9.68	14.2
1983	3.2	4.7	1.5	46.88	13.63

- ◆ 70-80年代全球“大滞胀”时代，日本股市却在产业转型的背景下走出了一轮长牛。1973-1975年受到日元快速升值和第一次石油危机的影响，日本股市也经历了大幅调整，日经指数从5200点下跌至3600点。1976年日本开始密集出台政策引导传统重化工行业“减量经营”去产能，同时对高端精密机械领域提供补贴、减税等支持，股市开启了超过10年的慢牛行情。

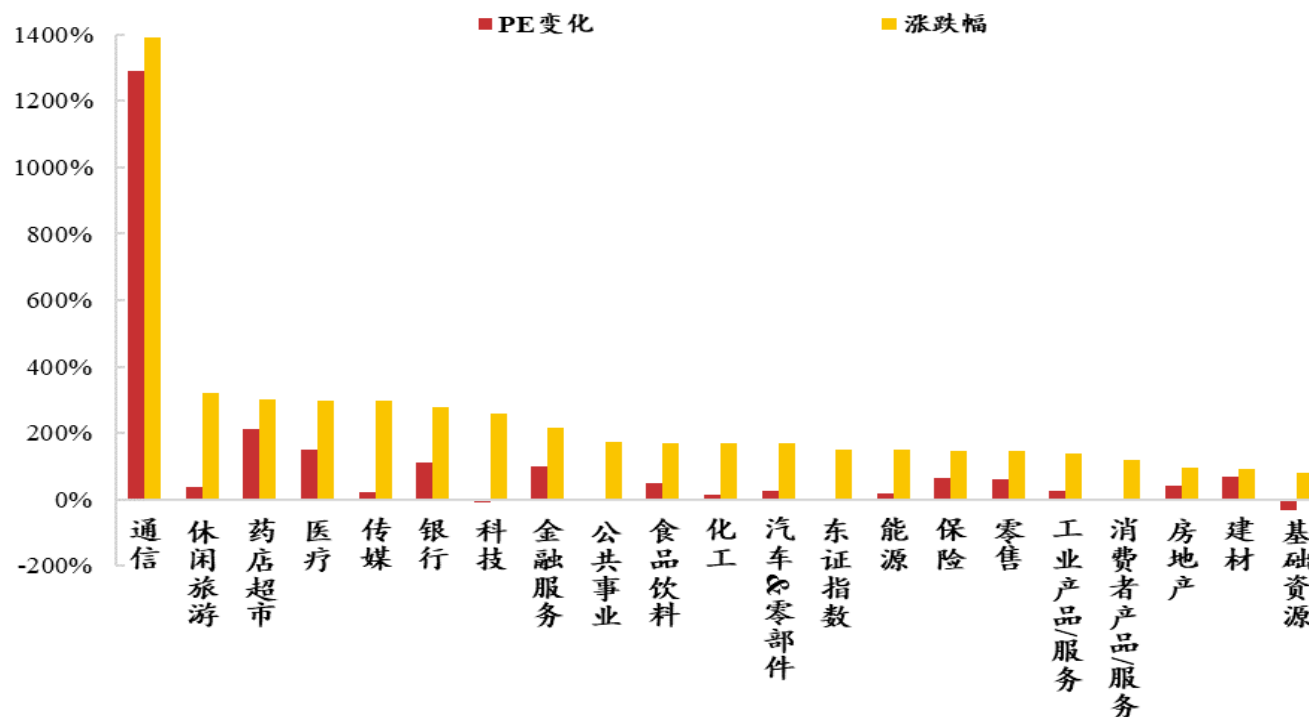
图表117：日经225自70年代末期的表现显著优于其他代表性指数



数据来源：Bloomberg，财通证券研究所

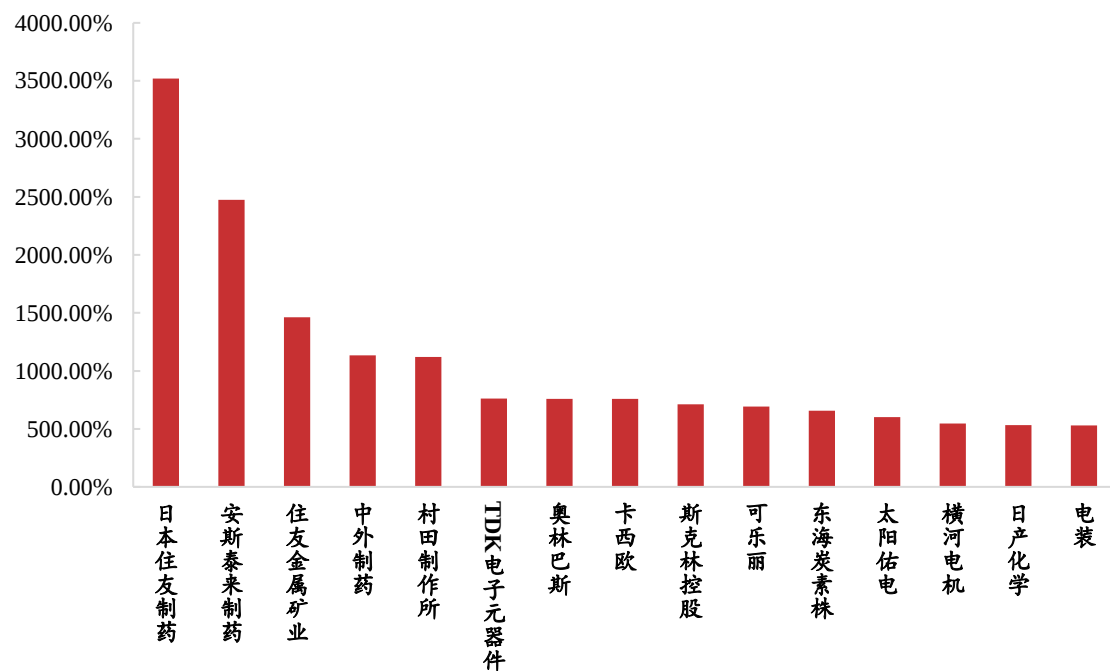
- ◆ 可以明显的看到在1973-1985年，只有不到三分之一的板块涨幅来自于估值拉动，基本面的盈利变化是大部分板块上涨的主要动力。
- ◆ 从行业表现来看，涨幅靠前的分别为通信（1389.85%）、休闲旅游（320.78%）、医药零售（300.33%）、医疗保健（298.80%）、传媒（297.87%）；表现靠后的行业分别为基础资源（79.50%）、建材（90.83%）、房地产（95.72%）、消费品及服务（118.21%）、工业品及服务（137.10%）。

图表118：1973-1985年间各个板块涨跌幅和PE变化

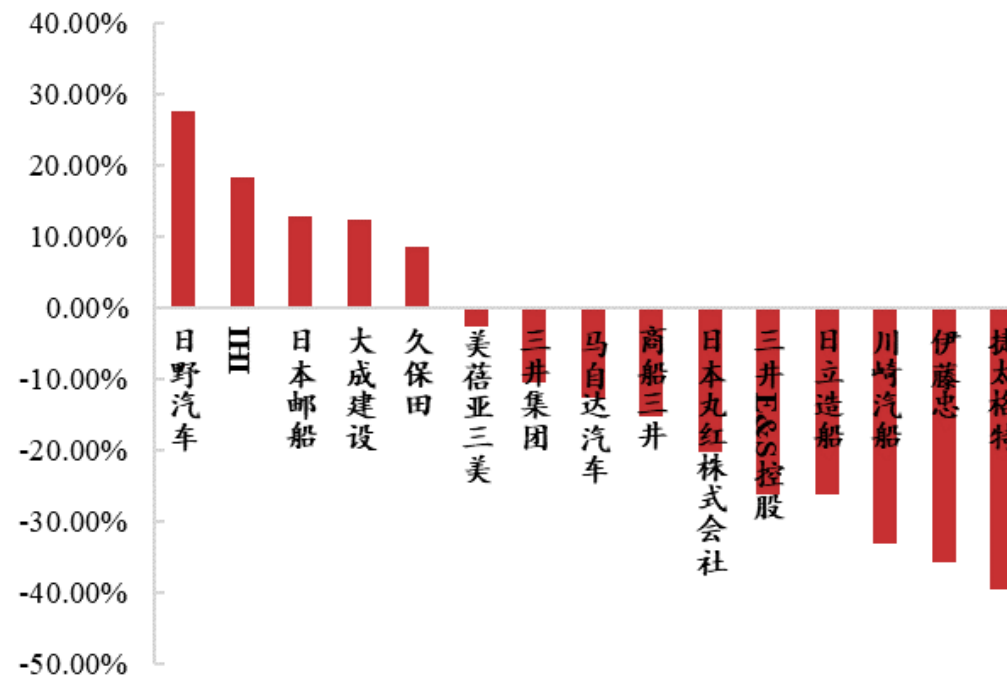


- ◆ 涨幅前五的个股分别为：日本住友制药、安斯泰来制药、住友金属矿业、中外制药、村田制作所，涨幅分别为3520.3%、2473.6%、1463.5%、1133.7%、1119.8%。
- ◆ 跌幅前五的个股分别为：捷太格特、伊藤忠、川崎汽船、日立造船、三井E&S控股，幅度分别为-39.4%、-35.6%、-33.1%、-26.3%、-26.1%。

图表119：1973年-1985年涨幅前15个股



图表120：1973年-1985年跌幅前15个股



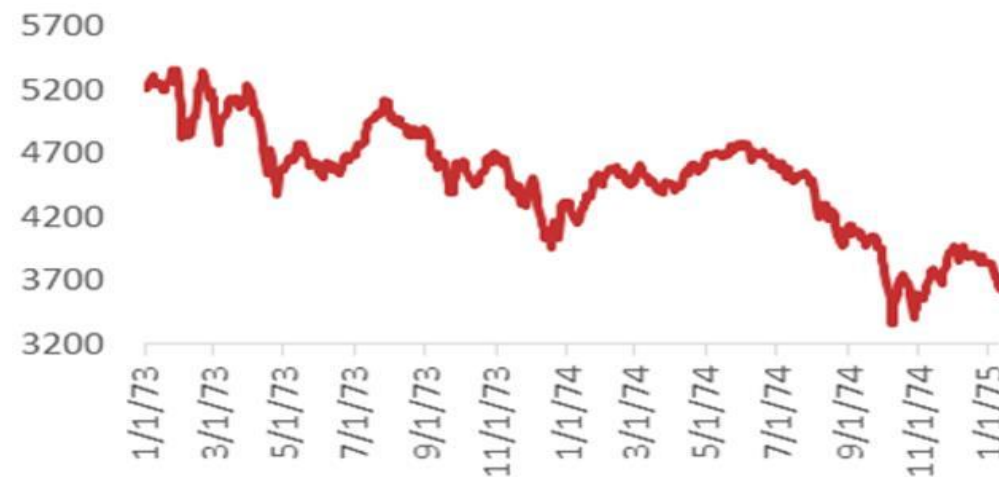
图表121：涨幅前十大个股情况

代码	公司名称	公司介绍	所属行业
4506.T	日本住友制药	大日本制药公司在科技研发技术一直处于领先水平，旗下产品多达几十种，在四十多个疾病领域创新研发。主要产品包括（1）美平、（2）阿尔马尔、（3）希德、（4）加斯清。	医疗
4503.T	安斯泰来制药	安斯泰来制药集团致力于通过提供创新而可靠的医药产品。在需要高度专业技能的器官移植领域、抗肿瘤领域、泌尿领域成为全球专业治疗领域领导者。	医疗
5713.T	住友金属矿业	住友金属矿业提供：1. 金属产品；2. 电池材料；晶体材料；粉末材料；包装材料；汽车/化工；建筑材料；3. 从事水和精密回收利用；水处理和环境相关工程；灭菌和辐射改性；和国内海上运输业务。4. 从事房地产和技术工程业务。	基础资源
4517.T	中外制药	1925年“中外新药商会”业务为自德国进口胆石症治疗剂、止血剂及强心剂。1943年3月改名为中外制药株式会社，开始生产葡萄糖。2002年，日本罗氏收购中外制药半数以上的股份，使其成为罗氏的子公司。	医疗
6981.T	村田制作所	主力商品是陶瓷电容器，高居世界首位。其他具领导地位的零件产品计有陶瓷滤波器，高频零件，感应器等。村田制作所是全球领先的电子元器件制造商。	通讯
6762.T	TDK	TDK是一个著名的电子工业品牌，一直在电子原材料及元器件上占有领导地位。TDK的创始人加藤与五郎和武井武两位博士在东京发明了铁氧体后，于1935年创办了东京电气化学工业株式会社。1983年，该名字正式更名为如今的TDK株式会社，开始从事该磁性材料的商业开发和运营。	通讯
7733.T	奥林巴斯	奥林巴斯1920年在日本成功地将显微镜商品化。迄今为止，奥林巴斯株式会社已成为日本乃至世界精密、光学技术的代表企业之一，事业领域包括医疗、影像、生命科学产业三大业务领域。	科技
6952.T	卡西欧	卡西欧计算机株式会社是一家跨国的消费电子产品和商用电子产品制造公司，其产品包括计算器、移动电话、数码相机、电子音乐仪器和数字手表。	通讯
7735.T	斯克林控股	主要从事半导体制造设备的制造和销售。公司有四个业务部门。半导体制造设备（SE）部门从事开发、制造、销售和图形和艺术设备（GA）部门从事印刷相关设备的开发、制造、销售和维护。显示器制造设备和成膜设备（FT）部门从事开发、制造。公司还从事提供印刷电路板相关设备（PE）分部从事印刷电路板相关设备、生命科学设备、车载部件检测设备、软件和印刷产品的开发、制造、销售和维护。	科技
3405.T	可乐丽	可乐丽是于1926年为了实现把当时非常先进的人造丝产业化而创立的。在第二世界大战后的1950年又成功地在世界首先实现了PVA(PVOH)纤维维尼纶的产业化，生产出了日本第一个国产合成纤维，开创了日本化合纤维产业的先河。	化工

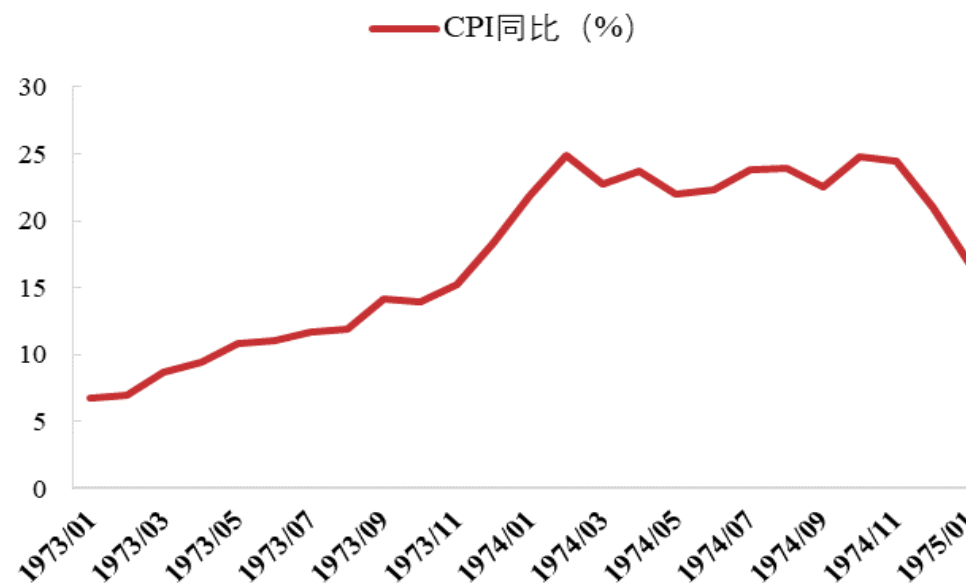
- ◆ 日本从1973年第一次石油冲击前到1985年“广场协议”，经历了从粗放型重化工业到高附加值的知识密集型精密器械为主导的经济结构，期间日本股市也可根据产业结构变化分成3个阶段。
- ◆ 1973年-1974年末：粗放型重化业晚期。
- ◆ 1975年-1978年末：粗放型重工业向加工型工业转型期。
- ◆ 1979年-1985年末：从加工型工业向知识密集型转型期。
- ◆ 1973年-1974年：日经225调整幅度超过30%，所有行业均负收益，滞涨的压力下，日本股市一路震荡下行。日经225指数从5207.94点下跌到3627.04点，下跌幅度达到30.36%。由于列岛改造计划带来的产能过剩和第一次石油危机带来的物价攀升，企业盈利端受到压力是本轮下跌的主要原因。随着第一次石油危机的到来，日本股市反而是迎来了一波反弹，但随着CPI在20%之上进行高位震荡，股市开始掉头向下。

数据来源：Bloomberg, , 财通证券研究所

图表122：滞涨的压力下，日经225一路震荡下行

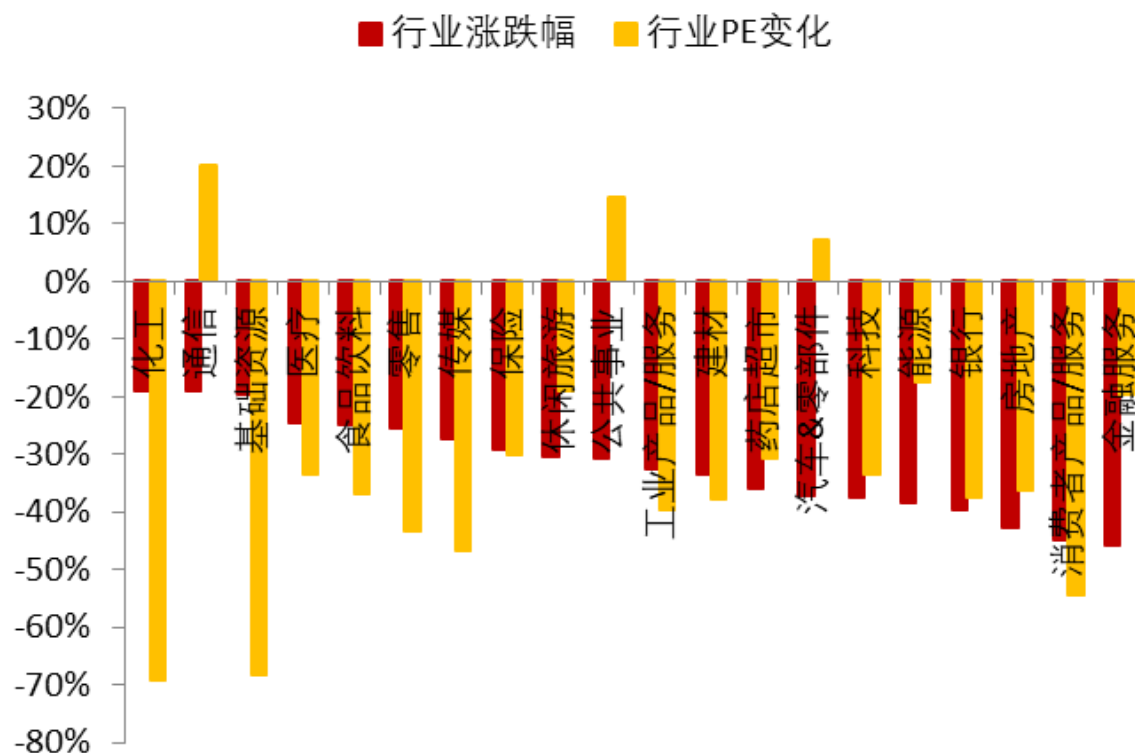


图表123：CPI快速爬升至20%以上



- ◆ 化工与基础资源在PPI的拉动下，市场表现相对靠前；通信受益于《特定电子工业及特定机械工业振兴临时措施法》提振，表现也位列前三。此外，偏防御的医疗保健、食品饮料等板块也在前二分之一列。但与经济相关性较高的金融、房地产以及能源跌幅较大，尤其能源板块中的大部分企业由于油价上涨叠加国内需求不足，利润受大幅挤占。以日经225为例，多家油气加工企业在此期间被移出指数。

图表124：滞涨的压力下，行业涨跌幅和PE变化



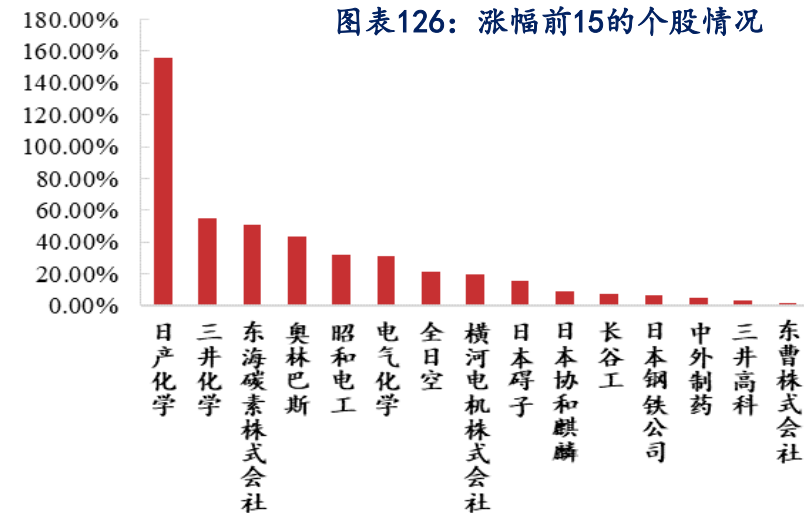
◆ 涨幅前五的个股分别为日产化学（156.2%）、三井化学（54.5%）、东海碳素（50.4%）、奥林巴斯（43.6%）、昭和电工（31.6%）。跌幅前五的个股分别为大和证券（-67.3%）、野村控股（-67.3%）、马自达汽车（-64.7%）、索尼（-61.0%）、美蓓亚三美（-57.7%）。

图表125：涨幅前5个股情况

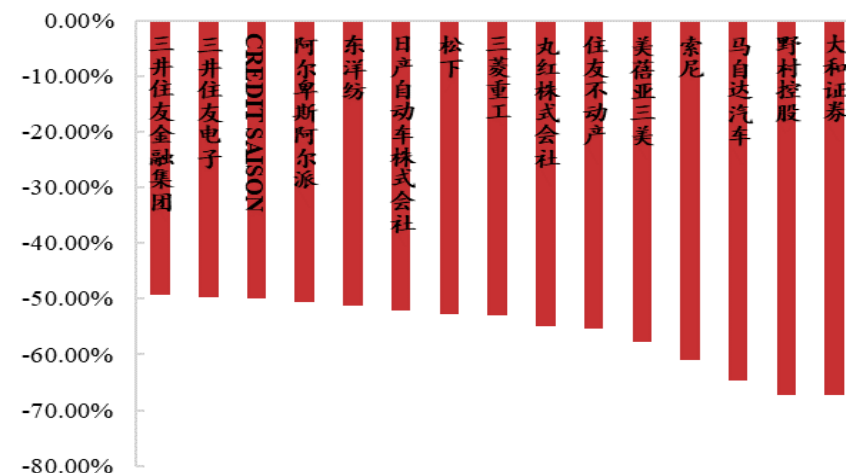
代码	公司名称	公司介绍	所属行业
4021.T	日产化学	日产化学综合型大公司，业务包括农药在内的无机化学，药物化学，通用化学等多重化工产业。	化工
4183.T	三井化学	公司主要从事基本石化原料、合纤原料、基础化学品、合成树脂、化学品、功能性产品，精细化学品、许可证等业务。	化工
5301.T	东海碳素	东海碳素是一世纪以来引领日本成为碳素产业先驱。在全球范围内为钢铁、铝、汽车、机械、冶金和电子等广泛的工业领域制造和供应高品质的碳和石墨产品。	化工
7733.T	奥林巴斯	奥林巴斯1920年在日本成功地将显微镜商品化。迄今为止，奥林巴斯株式会社已成为日本乃至世界精密、光学技术的代表企业之一，事业领域包括医疗、影像、生命科学产业三大业务领域。	科技
4004.T	昭和电工	昭和电工株式会社生产的产品涉及到石油化学，无机，铝金属，电子信息等多种领域。昭和电工除了石油，化学，无机，铝加工产品以外，也生产电脑等的核心部件——硬盘电路板。	通讯

数据来源：Bloomberg，财通证券研究所

图表126：涨幅前15的个股情况



图表127：跌幅前15的个股情况



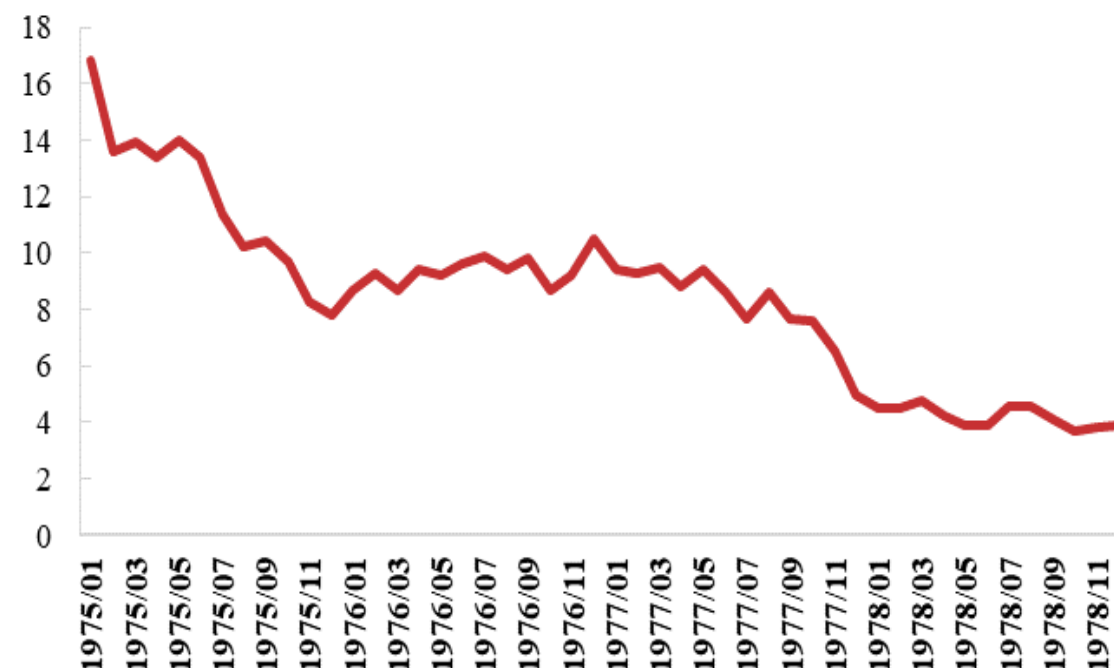
- ◆ 随着通胀逐渐回落，股市也开始触底反弹。1975年1月，日本CPI指数下降到16.8%，这也是过去12个月中，日本CPI指数首次降至20%以下。此后CPI持续下行，1978年仅为3.9%。同期日经225指数从3657.82点上反弹到6001.85点，涨幅达到64.08%。

图表128：日经225随着通胀回落开始触底反弹



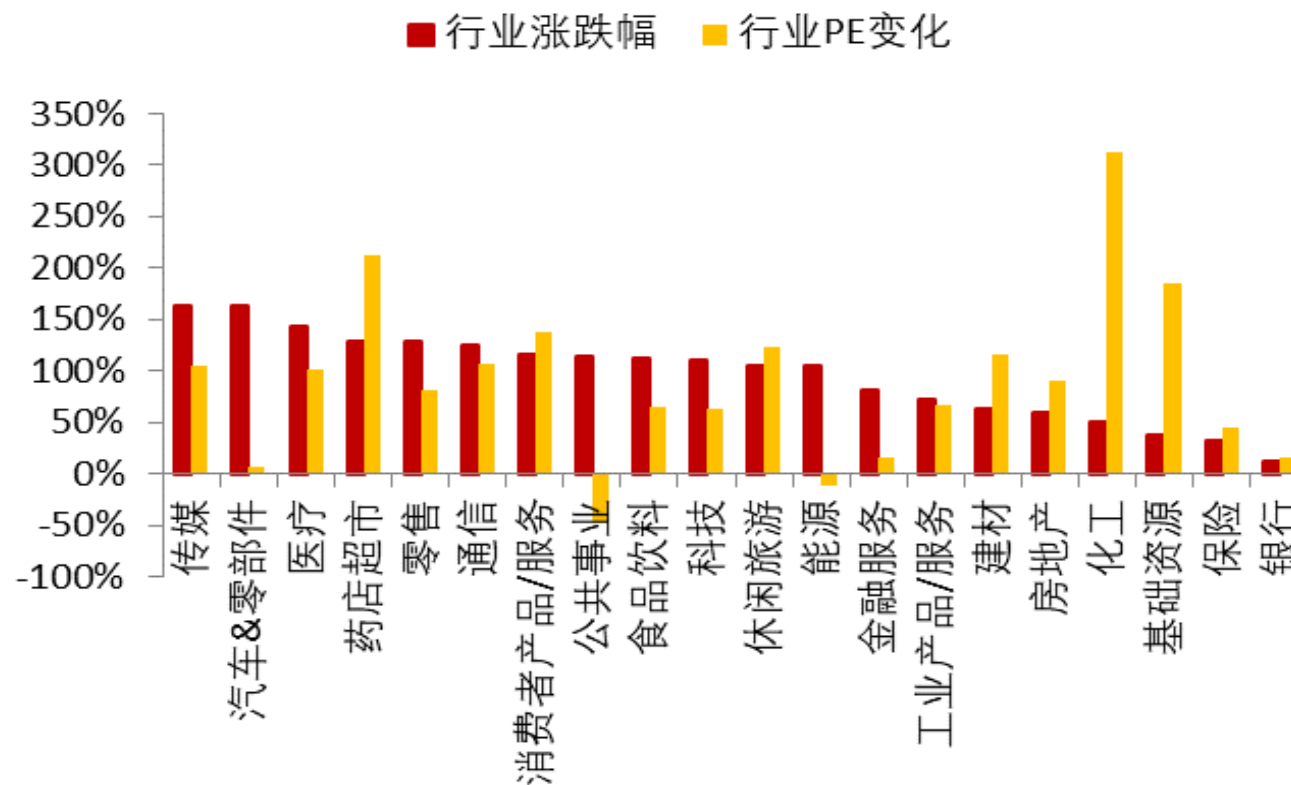
图表129：通胀从高位逐步回落

— 日本CPI同比 (%)



- ◆ 汽车及零部件、通信等政策扶持领域，以及代表消费升级的传媒、医疗保健、医药商业板块均表现靠前，基本都获得了一倍涨幅。石油危机使具备低耗能优势的日本汽车抢占了全球汽车市场，为汽车及零部件板块带来强劲的基本面支撑。

图表130：反弹阶段行业涨跌幅和PE变化



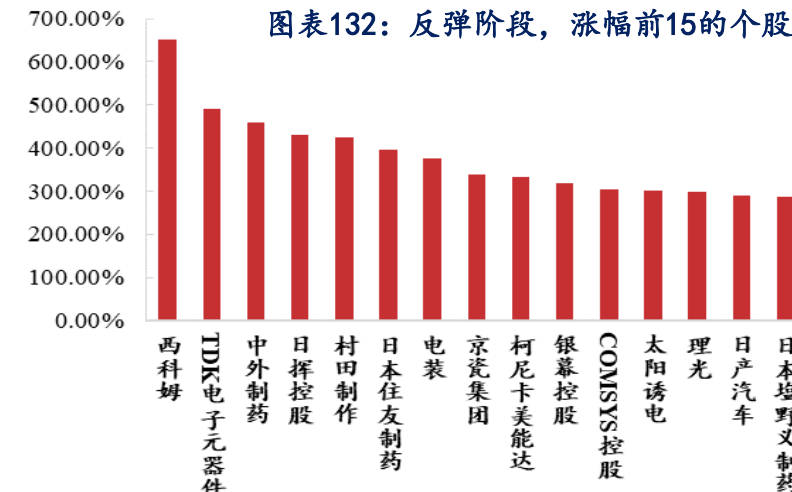
- ◆ 个股层面的表现更能看出产业转型的线索，涨幅最高的个股中大部分的都是半导体、计算机、汽车板块。
- ◆ 川崎汽船、伊藤忠、日本钢铁公司、三井E&S控股、日立造船在此期间表现垫底，幅度分别为-41.88%、-39.05%、-22.46%、-13.23%、-13.13%。

图表131：涨幅前5个股情况

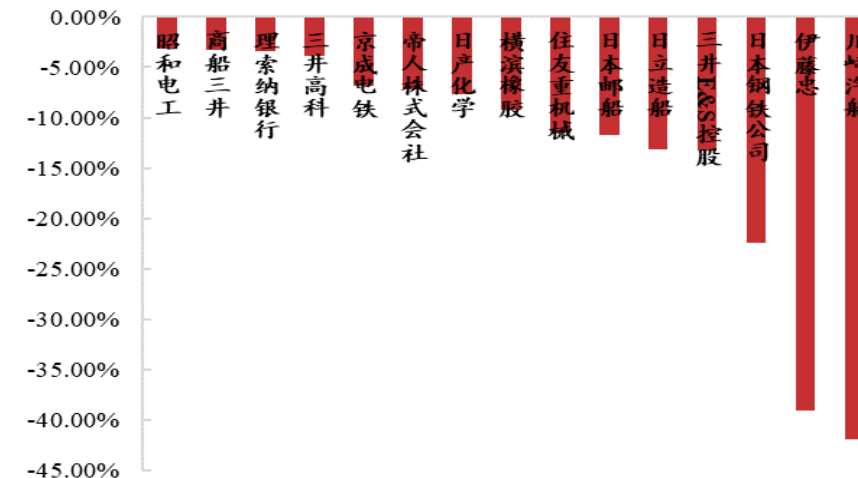
代码	公司名称	公司介绍	所属行业
9735.T	西科姆	作为日本最初的安全公司，西科姆自1962年创业以来，陆续开发、提供了面向企业、面向家庭的划时代的安全系统。通过这些安全系统的普及，从而构筑西科姆独特的信息通信网络。	通讯
6762.T	TDK	TDK是一个著名的电子工业品牌，一直在电子原材料及元器件上占有领导地位。TDK的创始人加藤与五郎和武井武两位博士在东京发明了铁氧体后，于1935年创办了东京电气化学工业株式会社。1983年，该名字正式更名为如今的TDK株式会社，开始从事该磁性材料的商业开发和运营。	通讯
4517.T	中外制药	1925年“中外新药商会”业务为自德国进口胆石症治疗剂、止血剂及强心剂。1943年3月改名为中外制药株式会社，开始生产葡萄糖。2002年，日本罗氏收购中外制药半数以上的股份，使其成为罗氏的子公司。	医疗
1963.T	日辉控股	日本日辉株式会社成立于1928年10月25日，其前身为日本石油公司，是致力于工程承包、环境保护、能源利用等研究开发的全球500强企业之一。该公司在日本工程界独占鳌头，在医药工程界也是硕果累累。	房地产
6981.T	村田制作所	主力商品是陶瓷电容器，高居世界首位。其他具领导地位的零件产品计有陶瓷滤波器，高频零件，感应器等。村田制作所是全球领先的电子元器件制造商。	通讯

数据来源：Bloomberg，财通证券研究所

图表132：反弹阶段，涨幅前15的个股情况

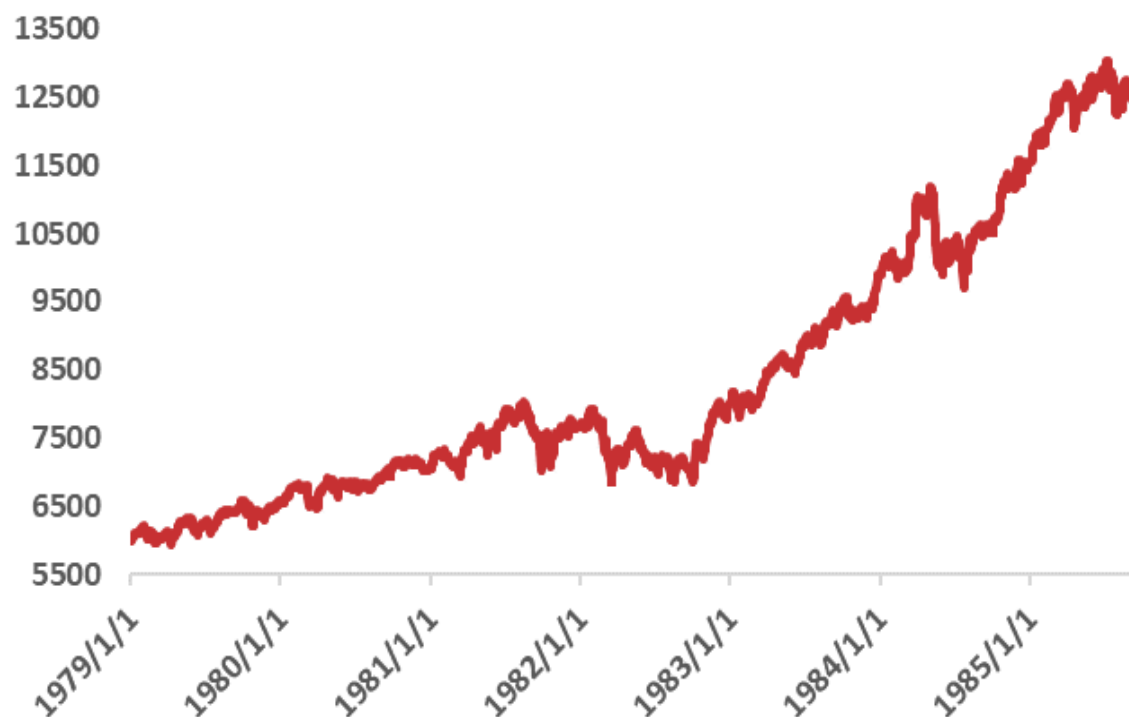


图表133：反弹阶段，跌幅前15的个股情况



- ◆ **第二次石油危机再度引发通胀，但市场仍呈现稳步上行态势。**1979年初，全球油价因地缘因素再次快速上行，导致日本CPI也随之攀升至10%附近。但股市仅出现两次10%左右的回调，日经指数从1979年的6001.85点一路行至1985年9月的12666.95点，走出翻倍行情。

图表134：日经225在第二次石油危机下走出翻倍行情

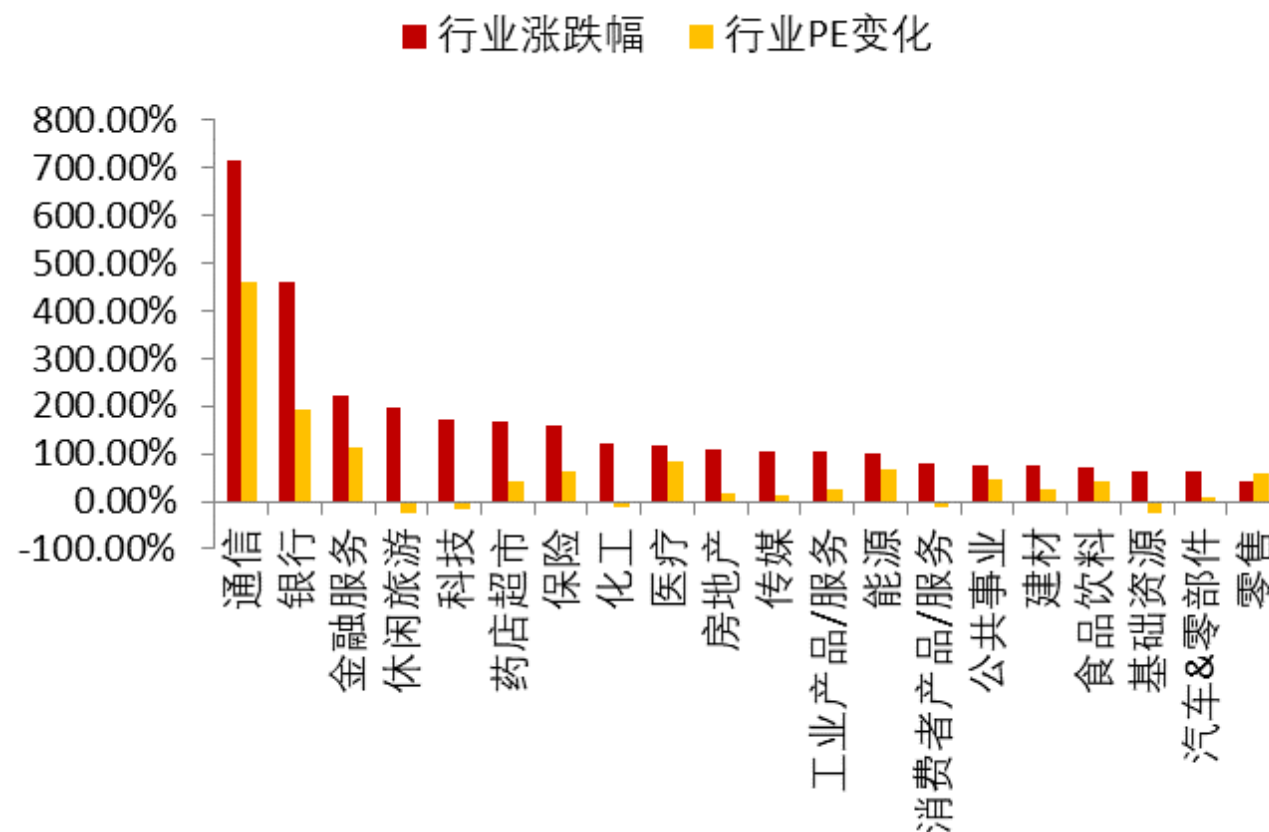


图表135：日本CPI当月同比 (%)



- ◆ 与半导体相关的通信板块在此期间仍然是表现最好的领域，尤其受到“科技立国”战略的催化，估值也出现大幅提升。而大金融的表现除了受益于经济企稳以外，也离不开日本在70年代末期的金融市场改革，包括修改“日本银行法”、放松金融机构持有国债的管制、利率自由化等措施。

图表136：通信和大金融领涨市场

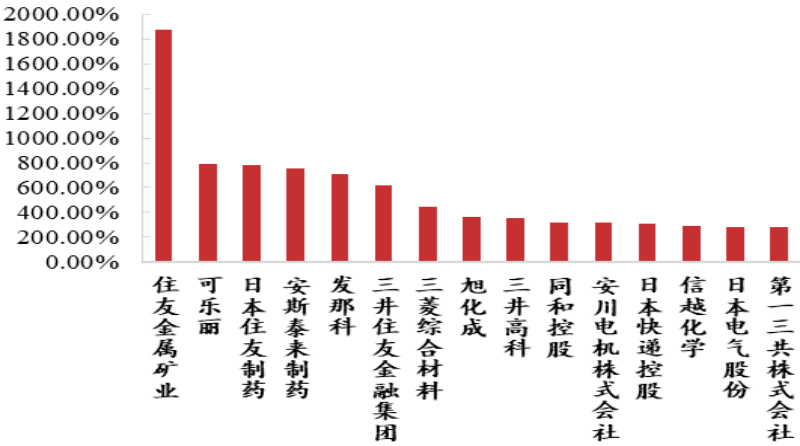


- ◆ 涨幅靠前的15家公司都与制药或半导体有关。涨幅前五的个股分别为：住友金属矿业、可乐丽、日本住友制药、安斯泰来制药、发那科。全民医保和老龄化推动了当时包括日本住友制药、安斯泰来制药、旭化成、可乐丽股票的上涨。住友金属矿业、旭化成、三井高科、同和控股等公司都在70到80年代中进入半导体领域。
- ◆ 跌幅前五的个股分别为：捷太格特、JGC控股、COMSYS控股、日野汽车、西铁城手表。

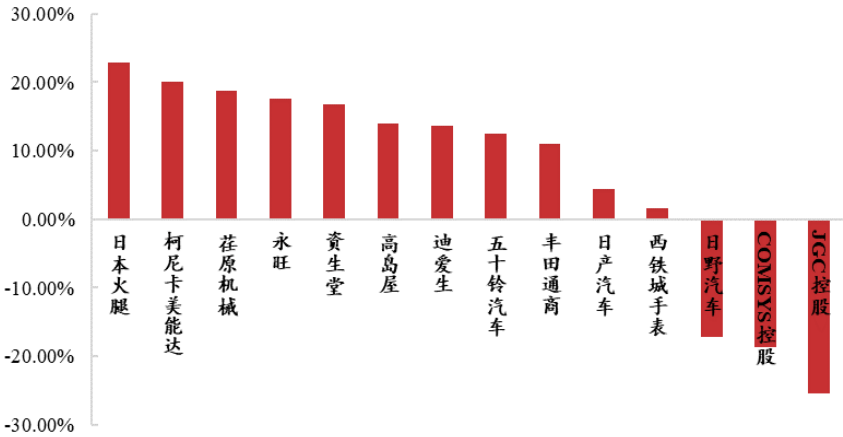
图表137：涨幅前5个股情况

代码	公司名称	公司介绍	所属行业
5713.T	住友金属矿业	住友金属矿业提供：1. 金属产品；2. 电池材料；晶体材料；粉末材料；包装材料；汽车/化工；建筑材料；3. 从事水和精密回收利用；水处理和环境相关工程；灭菌和辐射改性；和国内海上运输业务。4. 从事房地产和技术工程业务。	基础资源
3405.T	可乐丽	可乐丽是于1926年为了实现把当时非常先进的人造丝产业化而创立的。在第二世界大战后的1950年又成功地在世界首先实现了PVA(PVOH)纤维维尼纶的产业化，生产出了日本第一个国产合成纤维，开创了日本化合纤维产业的先河。	化工
4506.T	日本住友制药	大日本制药公司在科技研发技术一直处于领先水平，旗下产品多达几十种，在四十多个疾病领域创新研发。主要产品包括（1）美平、（2）阿尔马尔、（3）希德、（4）加斯清。	医疗
4503.T	安斯泰来制药	安斯泰来制药集团致力于通过提供创新而可靠的医药产品。在需要高度专业技能的器官移植领域、抗肿瘤领域、泌尿领域成为全球专业治疗领域领导者。	医疗
6954.T	发那科	发那科是日本一家专门研究数控系统的公司。是世界上最大的专业数控系统生产厂家，占据了全球70%的市场份额。	工业产品/服务

图表138：指数翻倍行情阶段，涨幅前15的个股情况



图表139：指数翻倍行情阶段，跌幅前15的个股情况



数据来源：Bloomberg，财通证券研究所

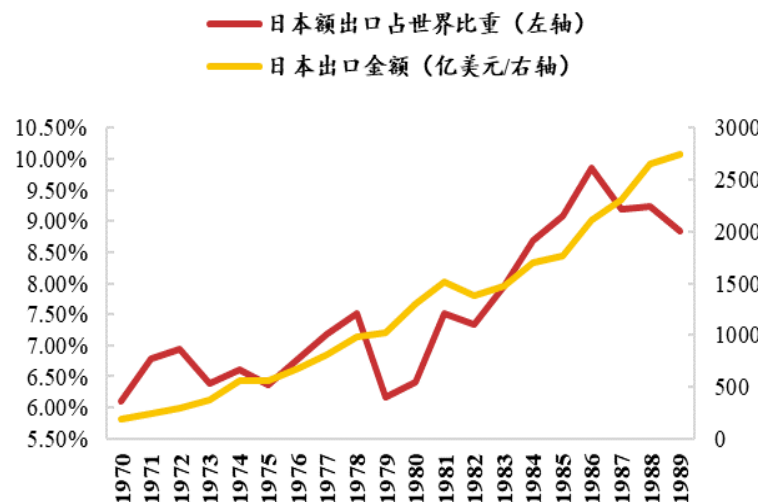
◆ 日元升值倒逼日本产业转型，是日股在十年“长牛”的关键。

◆ 日本原本低附加值的“来料加工”贸易模式在日元升值的倒逼下被迫转型，在此期间完成了从重工业过度到高端制造、消费服务两大支柱的经济结构。

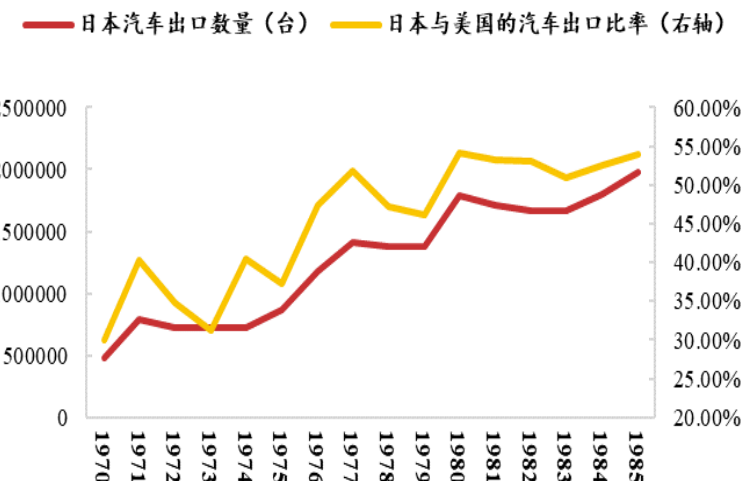
◆ 尽管受到日元升值的压力，日本出口在1985年占世界工业品输出总量的17.9%，位居第一，汽车、半导体取代钢铁、化工成为日本产品的标签。

◆ 产业优化同样给股市注入“新鲜血液”，高端制造产业的强劲出口为市场表现带来业绩支撑，企业盈利修复进一步带来经济复苏，居民消费扩张。因此日元升值与80年代的日股“转型牛”息息相关。

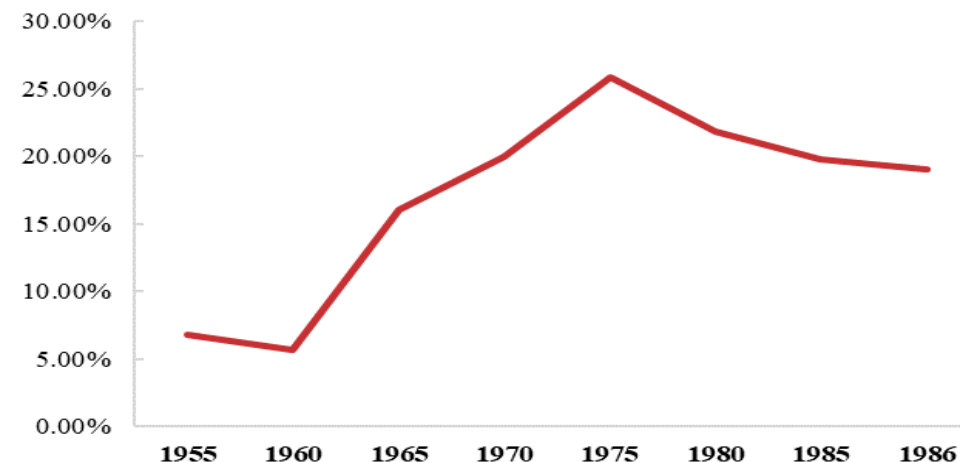
图表140：日本产业转型在全球产业链中开辟了新天地



图表141：1970-1985年日本汽车出口情况



图表142：1955-1986年日本钢铁出口世界占比



数据来源：，钢铁统计要览（各年版），日本汽车工业协会，财通证券研究所

- 一、大滞胀与俄乌冲突期间的八点比较——70年代的白宫联储
- 二、1970s大类资产深度复盘——70年代的资产配置
- 三、高通胀下如何穿越牛熊——70年代的行业轮动
- 四、高ROE与低PB的50年轮转——70年代的市场定价
- 五、对话70s，日本“转型牛”的启示——70年代的日本牛市
- 六、巴菲特和彼得林奇如何赢在1970s——70年代的投资巨星

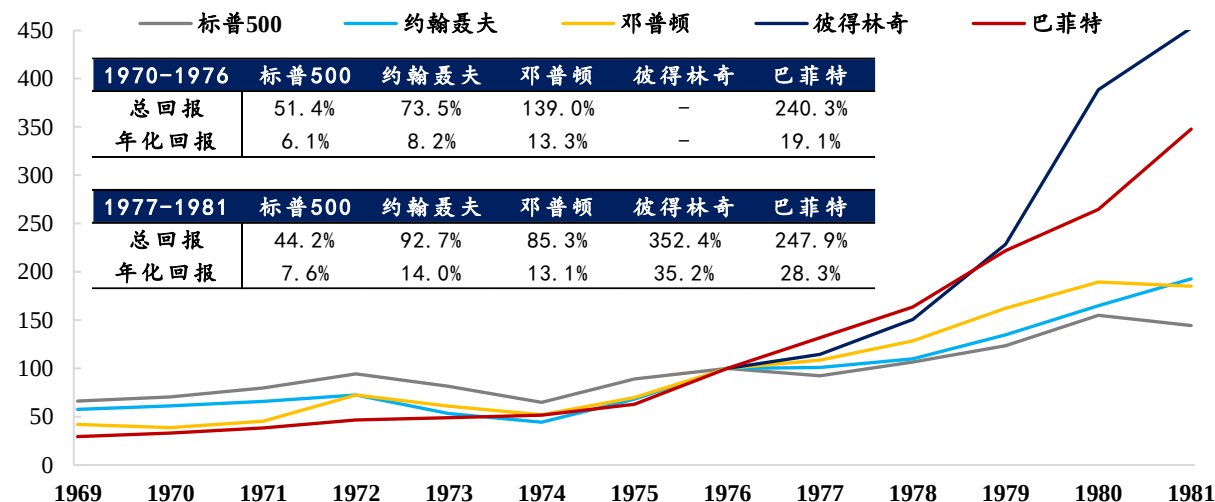
- ◆ 回眸70年代，宏观“大滞胀”是市场挥之不去的时代阴霾，但彼时投资界却群星辈出、交出“大业绩”：1970-1976年，巴菲特、邓普顿和约翰涅夫分别跑赢大盘188%、88%、22%；1977-1981年，彼得林奇后来居上，跑赢大盘308%，巴菲特业绩也超出大盘204%。这些投资巨星究竟如何赢在1970s？本文集中对巴菲特和彼得林奇70年代的投资经历和案例进行梳理，争取为“滞胀预期”磨平一些焦虑，增添一些启发。
- ◆ 三次宏观配置：1) 滞胀时期，两人均买入原材料铝业公司。70年代美国历史工业高峰，原材料高度景气度。巴菲特大约8%仓位持有凯撒铝业，盈利600%；1977年彼得林奇判断铝价拐点出现，抛成长买周期，加配美国铝业。2) 1977年，彼得林奇买入石油。70年代石油是最好赛道，但市场担心油价回落、经济衰退仅给予石油公司5-6倍估值，但实际油价和石油公司业绩持续超预期。彼得林奇买入优尼科石油和皇家荷兰石油取得高额回报。3) 1981年，利率上行两人重仓押注大金融。80年代初利率飙升、经济衰退，股市盈利估值双杀。巴菲特重仓保险业；80年3月，彼得林奇25%仓位押注保险，下半年再转战区域中小银行。二人均取得高双位数收益。
- ◆ 四次经典择时：1) 1969年，“收水”引发经济衰退，叠加市场估值极高，巴菲特暂时“退休”。类似30年代泡沫中期，联储收水对抗通胀，而标普500估值从低点8.9倍升至战后新高23.7倍。巴菲特几乎找不到估值小于10倍（占比仅3.8%，74年暴跌后占比73.7%）的烟蒂股机会，因此萌生退意。2) 1973年，巴菲特抄底华盛顿邮报，但未能躲过系统性杀估值。1973年极为动荡，石油危机导致“漂亮50”破灭，指数估值从20倍跌回10倍以内。巴菲特当时并非一帆风顺，抄底10-15倍“相对便宜”的华盛顿邮报，但估值继续跌到5倍上下，直到“持续现金回购+76年盈利拐点”获得巨额收益。3) 1977年，市场估值普遍较低，巴菲特、彼得林奇从容抄底。两次石油危机后，市场76%的公司估值在10倍以下。巴菲特抄底GEICO加大财务杠杆；彼得林奇上任后大举加仓股市：“3-6倍估值的好公司股票几乎不会亏损”。4) 1981年，彼得林奇下注利率回落，抄底国债和汽车。保罗沃尔克“休克疗法”市场恐慌，彼得林奇则认为长期利率将会回归正常水平，“一旦利率降低，持有股票和长期国债都将会大赚一把”，并用11%的资金抄底汽车股。
- ◆ 此外，邓普顿经历相似获益颇丰：1) 投资风格从低估值转向成长型投资；2) 70年代大滞胀格局判断精准，国别配置All in日本，博取了最强贝塔。

◆ **巴菲特赢在熊市。**73、74年第一次石油危机时标普500指数下跌13%、20%，巴菲特取得5%、6%的正收益；1977年第二次石油危机中，标普500指数下跌8%，巴菲特取得32%的惊人业绩；1981年保罗沃尔克采取“休克疗法”压制通胀，急速抬升利率近10%，标普500下跌7%，巴菲特收益率为31.8%，跑赢大盘38.8%。历次熊市期间其他知名投资者的业绩大多遭受重创，可见巴菲特善于在熊市“抗压”。

◆ **彼得林奇牛市旗手。**相比巴菲特，彼得林奇在牛市期间业绩更牛：1978年石油危机后股市回暖，标普500取得16%的正收益，林奇则取得32%的收益率；1979年标普500上涨16%，而林奇这一年收益率为52%；1980年大盘再次大涨25%，林奇收益率则高达70%。在标普500下跌的年份，彼得林奇也能取得不错的正收益，真正地穿越牛熊，且对于牛市的把控力极佳。

数据来源： ， Bloomberg， 财通证券研究所

图表143:70年代投资界群星璀璨，交出史诗级业绩答卷



图表144:70年代投资巨星历年业绩回报比较

年份	标普500	约翰聂夫	邓普顿	彼得林奇	巴菲特
1970	7%	6%	-8%	-	12%
1971	13%	7%	18%	-	16%
1972	18%	10%	59%	-	22%
1973	-13%	-27%	-16%	-	5%
1974	-20%	-17%	-15%	-	6%
1975	37%	54%	35%	-	22%
1976	12%	46%	43%	-	59%
1977	-8%	1%	9%	14%	32%
1978	16%	9%	18%	32%	24%
1979	16%	23%	26%	52%	36%
1980	25%	23%	17%	70%	19%
1981	-7%	17%	-2%	16%	31%

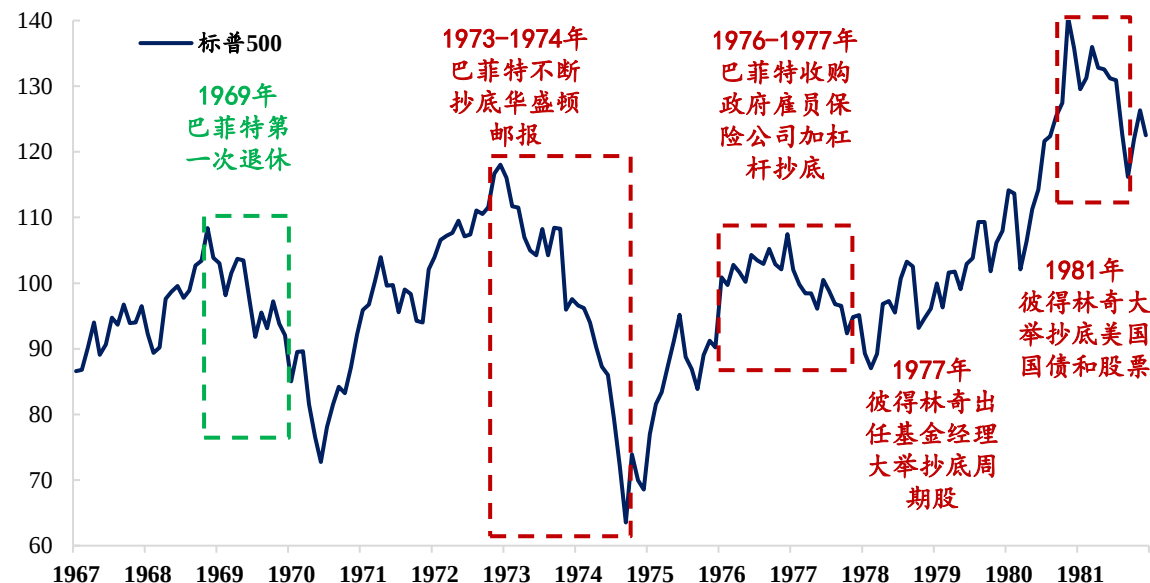
◆ 1969年经济衰退隐现叠加市场估值过高，巴菲特宣布第一次退休。

1964-1968年林登约翰逊采取一系列扩张性财政政策实施普惠性社会福利，包括“伟大社会计划”、医疗改革等，美国失业率不断下降，至1968年底约为3.5%。随之而来的是经济走向过热、通胀大幅上行，1968年CPI达到5%并仍不断上涨。为抑制通胀，1969年美联储史上任期最长（19年）的主席威廉·马丁站出来，全面收紧货币、将CPI控制在6%，但由此失业率飙升、经济衰退隐现。

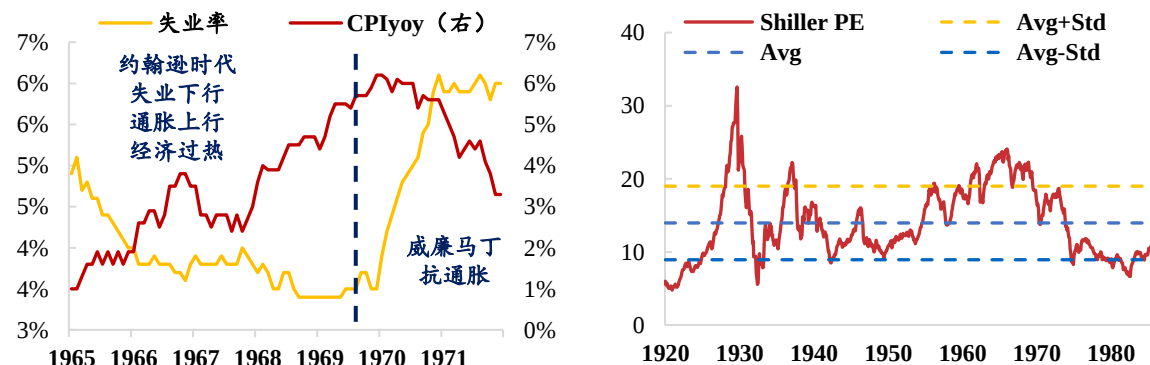
◆ 市场层面，扩张性财政货币政策将股市估值推升至战后最高水平，“烟蒂股”投资机会几近消失，令巴菲特萌生退意。巴菲特早年倾向于寻找价值小于账面价格的公司，这些公司的估值往往在10倍以内。

但战后景气潮与60年代大刺激，标普500指数席勒PE从1949年低点的8.9倍，攀升至1966年的23.7倍，1968年底也仍有22倍以上，创战后最高水平，与1929年股市大泡沫中期类似。1969年5月，美股市场中PE在0-10倍的公司占比仅有3.9%，作为对照，1974年“漂亮50”破灭后，市场中这类公司占比有73.7%。经济过热通胀高企、股市估值进入历史高位、联储决心收水对抗通胀，这一系列情景组合与1930年代历史极为相似，巴菲特自此宣布暂时“退休”。

图表145: 巴菲特与彼得林奇对于精准把握市场大势



图表146: 1969年威廉马丁开启“收水”抑制通胀 图表147: 60年代后期货币收紧、标普500杀估值

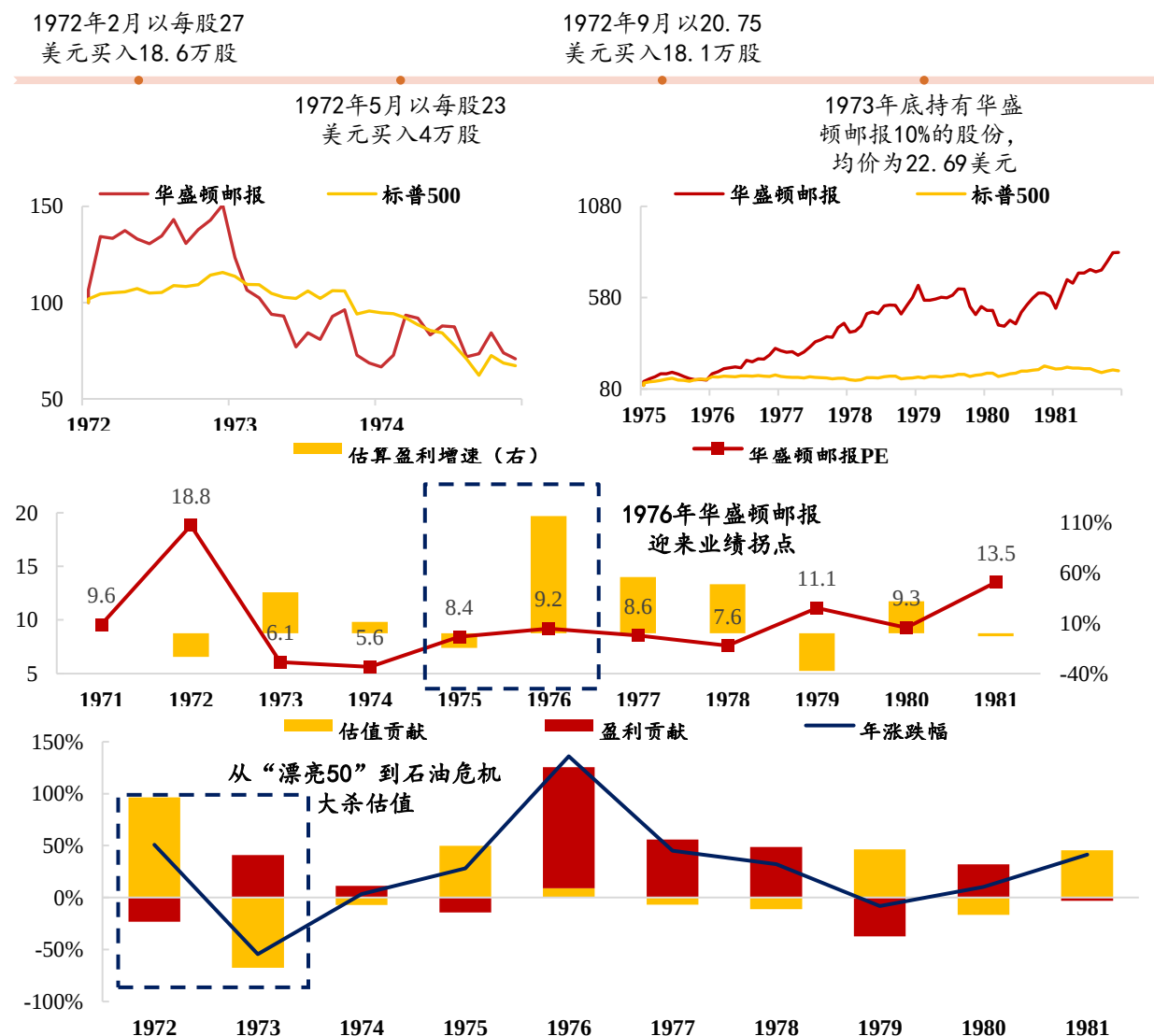


◆ **1973年动荡之年，巴菲特抄底华盛顿邮报。**1973年，布雷顿森林体系崩溃美元急贬，第四次中东战争爆发，油价飙升。内外部通胀压力双升、货币政策短期大幅收紧、经济滞胀衰退，标普500下跌超30%；“漂亮50”下跌幅度最大，年度跌幅为54.5%，其中估值贡献了67.7%的跌幅。1972-1973年巴菲特逐步购入华盛顿邮报，尽管并未躲过“漂亮50”行情的破灭，但1976年的盈利拐点和1985年的回购形成安全垫。

◆ **1976-1978年，第二次石油危机冲击市场，但较低的市场估值令巴菲特十分从容，并抄底政府雇员保险公司。**70年代中期，市场估值已回落在8-10倍之间，第二次石油危机冲击小于第一次，巴菲特趁机购入濒临破产的政府雇员保险公司（GEICO）；1981年伯克希尔超过一半的净值增量是来自GEICO业绩。

数据来源： ， Bloomberg， 财通证券研究所

图表148：巴菲特抄底华盛顿邮报经验



◆ 1977年也是彼得林奇出任基金经理的头一年，彼得林奇上任后即大举加仓股市，迎来业绩开门红。回顾彼得林奇优异的生涯业绩曲线，一是因为他几乎躲过了70年代三次大跌（69年、73-84年、77-78年）；二是其对于宏观大势有着极强把握，在77年和81年底部均大幅加仓。77年市场估值普遍较低，超过76%的公司估值在10倍以下，林奇认为这给了麦哲伦基金一个好的开始。

◆ 1981年抄底则展示了彼得林奇优秀的宏观大势把控能力。1981年保罗沃尔克为了抑制通胀，将基准利率提升到20%以上，标普500大跌17%，市场估值跌到5倍上下。林奇断定利率迟早会降低，因此1980年林奇开始抄底银行股，基金资产的9%用于投资12家银行，1981年林奇重仓克莱斯勒公司和汽车股行业，将基金10%的资金用于重仓汽车股，1982年美国联邦基准利率由3月份的16.8%降至11月份的8.36%，下降近一半。同时林奇1980-1981年投资持仓成本很低，安全边际较大，最终获益巨大，两年收益70%、16%。

图表149：70-80年代美股市场四次主要顶部和底部估值比较

70-80年代美股四次顶部估值特征				
PE 估值	1969-05	1972-12	1976-12	1980-12
>30	22.3%	12.5%	2.5%	4.4%
20-30	19.1%	13.0%	2.8%	3.2%
15-20	24.0%	13.1%	5.5%	3.9%
10-15	23.8%	29.8%	14.7%	10.4%
8-10	2.8%	14.6%	16.1%	9.8%
5-8	1.0%	7.7%	31.7%	27.3%
0-5	0.1%	1.3%	15.4%	28.2%
<0	6.8%	8.1%	11.2%	12.9%

70-80年代美股四次底部估值特征				
PE 估值	1970-06	1974-09	1977-12	1981-09
>30	8.3%	2.5%	3.5%	7.4%
20-30	8.8%	1.8%	2.9%	5.1%
15-20	10.3%	2.5%	3.7%	5.4%
10-15	26.6%	6.7%	13.6%	13.1%
8-10	17.0%	6.7%	15.5%	10.5%
5-8	13.1%	24.2%	35.0%	26.3%
0-5	1.5%	42.8%	15.1%	13.6%
<0	14.5%	12.8%	10.7%	18.5%

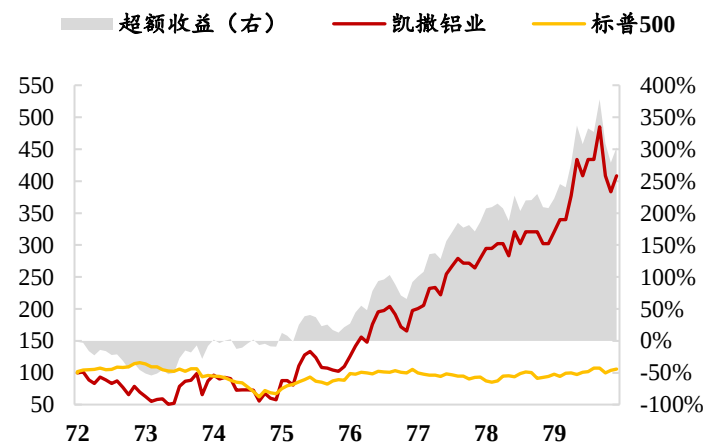
◆ 巴菲特以消费蓝筹投资闻名，彼得林奇是知名的成长捕手，但二者都不拘泥于单一风格，70年代加大周期和金融板块配置。

◆ 第一次石油危机后巴菲特抄底凯撒铝业，盈利超600%。1973年石油危机爆发后，成本激增导致短期工业停滞，凯撒铝业较高点下跌41%，市盈率跌落到4.5倍，巴菲特随后开始布局。1977年美国工业生产进入第二个顶峰时，巴菲特以6%的仓位持有凯撒铝业3%的股权，累计收益率674%。

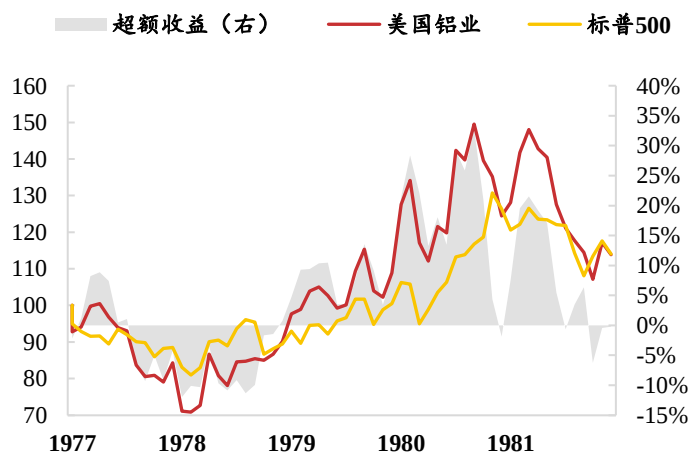
◆ 1977年彼得林奇权衡成长和周期的性价比，加仓美国铝业。彼得林奇发现成长股过高，因此转去寻找被低估的周期股，铝价正在上涨推动美国铝业业绩反弹，其股价也将大幅反弹。1977-1979年美国铝业业绩持续上行，1979年市盈率降至3.8倍，1978年8月至1980年9月，跑赢大盘55%。

数据来源： ， Bloomberg， 财通证券研究所

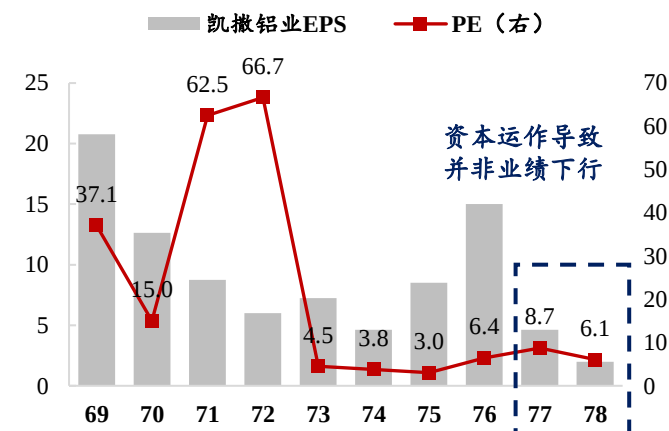
图表150：1973.11-1979.9凯撒铝业跑赢大盘623%



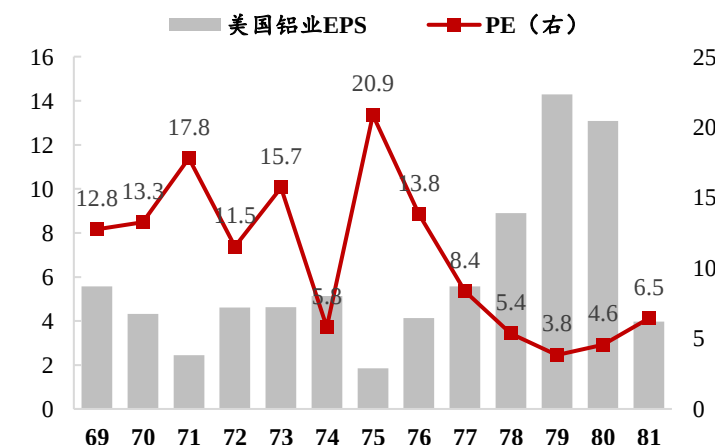
图表152：1978.8-1980.9美国铝业跑赢大盘55%



图表151：70年代中期凯撒铝业的业绩反转

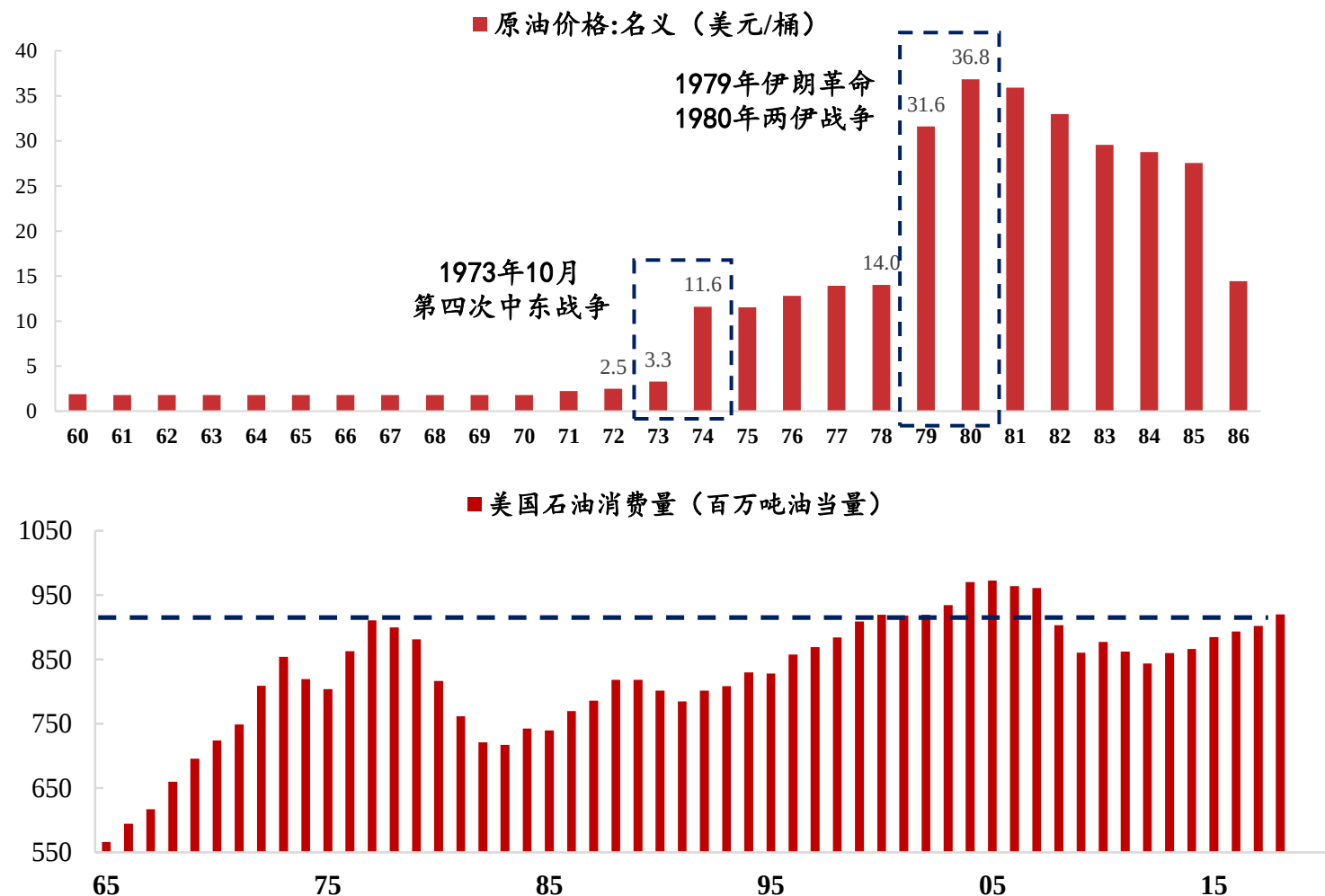


图表153：1977-1979年铝业公司业绩持续上行



图表154：70-80年代原油价格暴涨、美国原油消费量激增

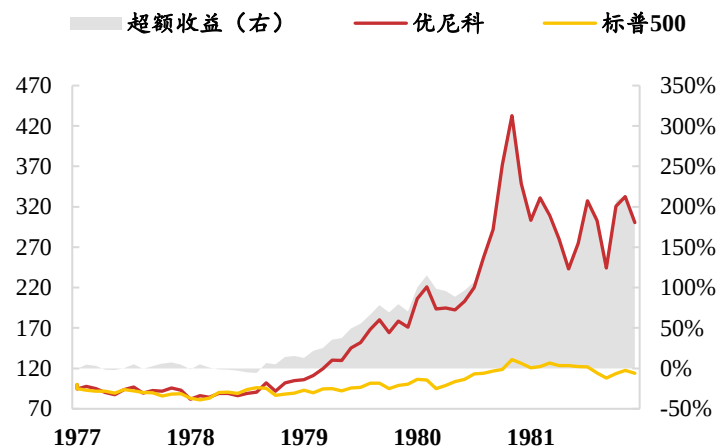
◆ 70年代两次石油危机导致原油恐慌、油价大幅抬升。第一次石油危机期间阿拉伯石油输出国组织(OAPEC)对美国为首的西方国家实施石油禁运，全球油价从禁运前的3.3美元/桶增加到1974年的11.6美元/桶，涨幅达到252%；1978年初伊朗革命，伊朗石油产量下降480万桶/天（占当时世界产量的7%），引发原油投机囤积，油价从1978年14美元/桶升至1979年31.6美元/桶。此外，70年代美国极度过热，1973年美国石油消费量达到8.5亿吨油当量，1978年则达到惊人的9.0亿吨油当量，已经与2017年美国石油消费量相当（其中有部分是受石油利用效率提升影响）。



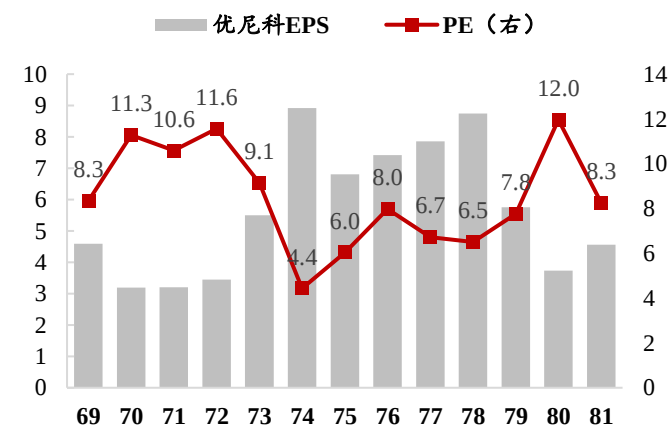
- ◆ 石油化工是70年代最好的赛道，但投资者出于谨慎，仅仅给予石油类公司5-6倍市盈率估值，最终油价和石油公司业绩不断超出市场预期。
- ◆ 林奇上任后毫不吝啬对于周期行业的配置。优尼科石油公司在70年代一直维持较高景气度，1977年左右公司EPS维持高位，彼得林奇买入时PE约为6.5倍，1978年8月至1980年11月，优尼科石油公司跑赢大盘342%。皇家荷兰石油公司同样在70年代拥有高景气度，在石油危机后公司估值维持在5倍左右的低位，彼得林奇买入价格较为便宜，在1977年1月至1978年11月皇家荷兰石油公司跑赢大盘148%。海湾战争爆发后，石油公司的市场关注度升高，并迎来见顶前的最后一轮暴涨，80年代保罗沃尔克采取加息衰退的“休克疗法”后，美国经济不再过热、通胀回落，石油公司开始下跌。

数据来源： ， Bloomberg， 财通证券研究所

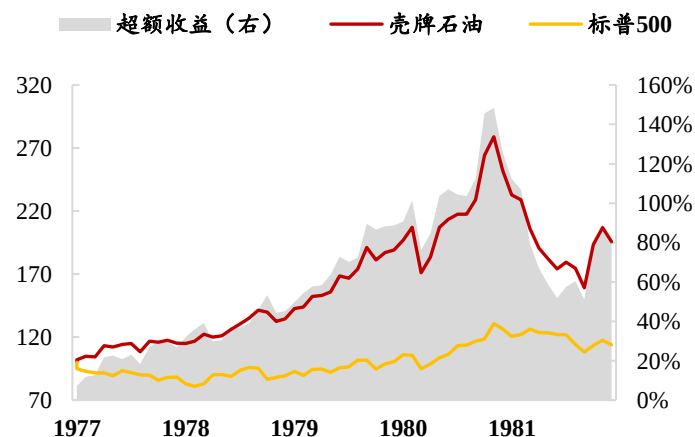
图表155：1978.8-1980.11优尼科石油跑赢大盘342%



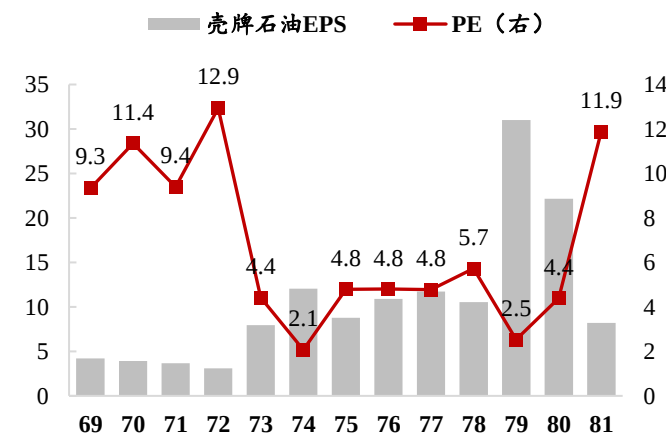
图表156：优尼科石油一直维持较高景气度



图表157：1977.1-1980.11壳牌石油跑赢大盘148%

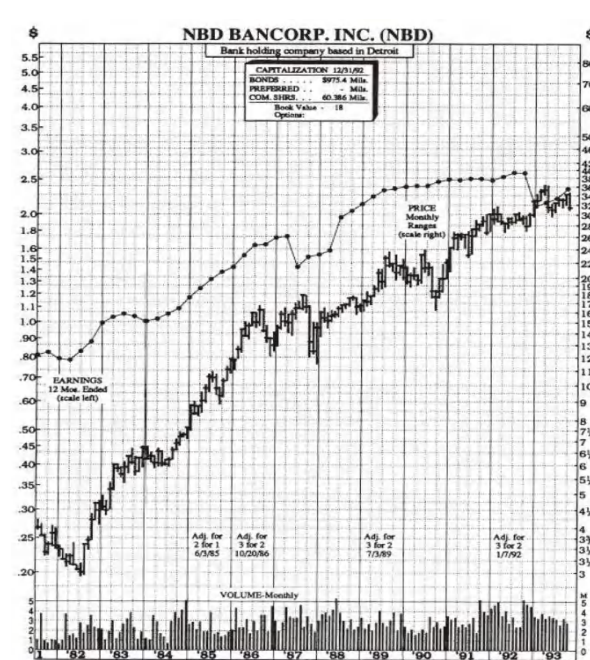
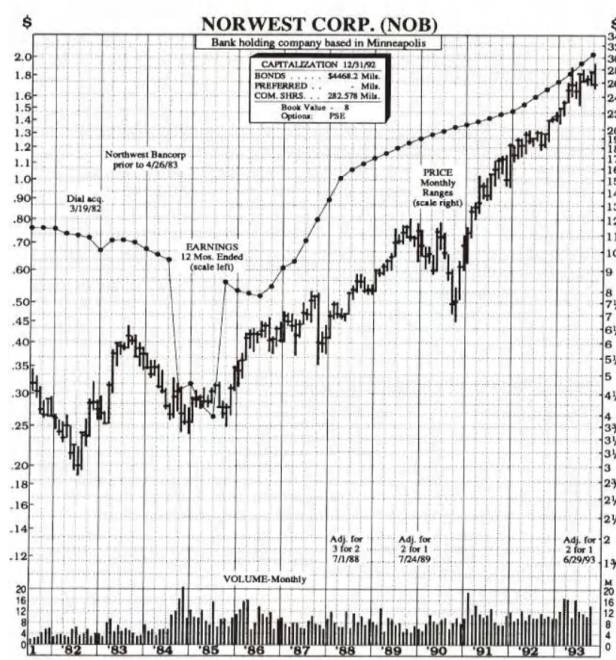


图表158：壳牌石油同样维持较高景气度



◆ 80年代初，利率上行大举配置保险和金融，是巴菲特和彼得林奇的又一重要决策。1980年，美联储为了抑制经济过热，猛踩刹车，把利率提高到了历史最高水平，股市盈利估值双杀、大幅下跌，但是巴菲特和彼得林奇凭借对于保险和金融的配置实现高双位数的业绩增长。保险业的繁荣离不开二战后美国出现的“婴儿潮”，70-80年代中青年人口增长、保险需求提升。巴菲特重仓国民保险公司、政府雇员保险公司等案例这里不再赘述；彼得林奇在1980年初观察到保险行业受市场冷落、公司估值低，而利率出现上行趋势，因此在当年3月将基金25.4%的资金全部投在了保险业股票上，1980年下半年又逐渐将重仓的保险股转为银行股。

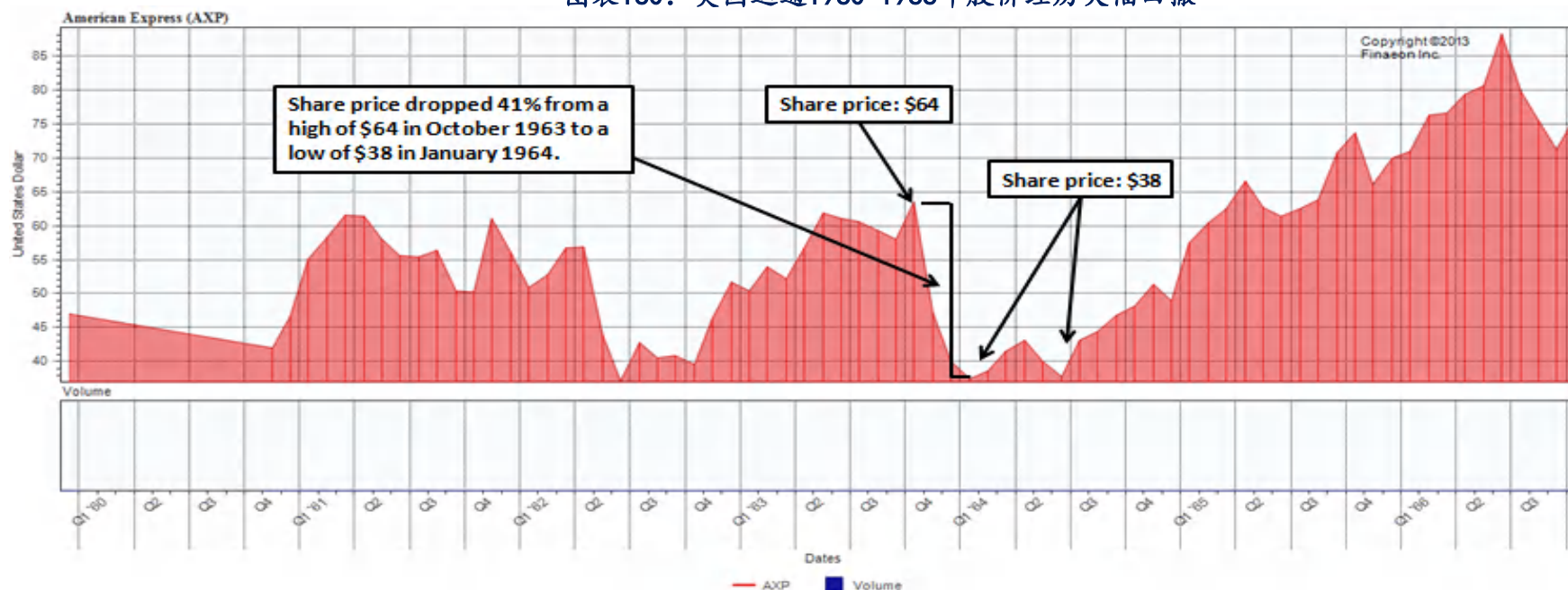
图表159：彼得林奇偏好的部分区域性银行表现优异



数据来源：《战胜华尔街》彼得林奇，财通证券研究所

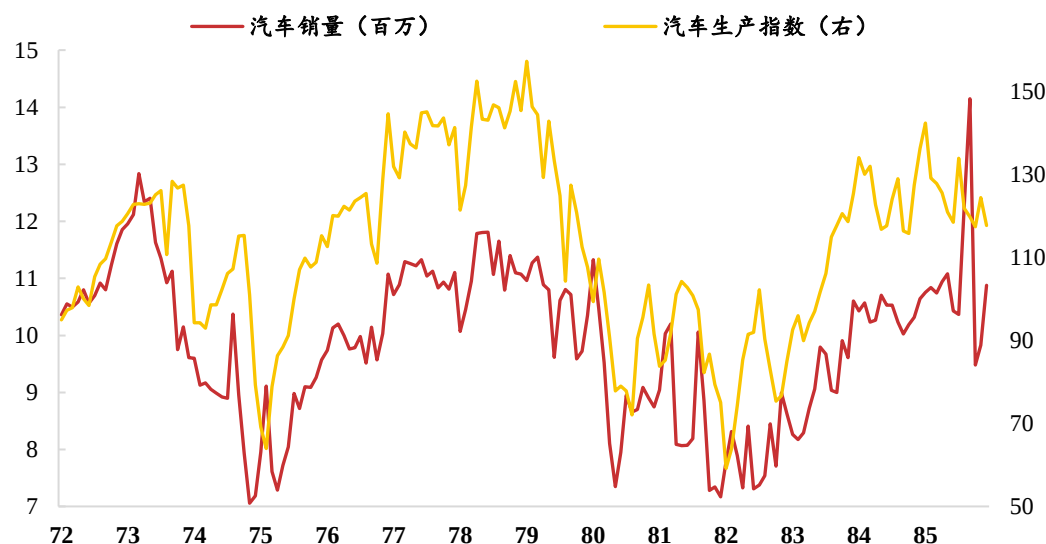
- ◆ 巴菲特和林奇都喜欢投资具有困境反转潜力的公司。巴菲特通过帮助改善公司经营状况使其恢复盈利能力。
- ◆ 美国运通是巴菲特困境反转投资的典型案例。1963年，美国运通出现1.5亿美元债务危机，导致其股价由每股60美元暴跌至每股35美元。巴菲特认为这是一次困境反转投资机会：1) 美国运通有客户存入的8.37亿美元保险浮存金，可用于市场投资并获得巨大收益。2) 美国运通属于轻资产商业模式。3) CEO霍华德·克拉克经营能力卓越。巴菲特以均价40美元、总价1300万美元取得美国运通5%股份，支付对价对应的PE为16倍。1966年美国运通股价逆市大涨，由每股35美元最高涨至70美元，至2021年底，巴菲特累计持有美国运通19.92%的股份，持仓市值达248亿美元。

图表160：美国运通1960-1966年股价经历大幅回撤



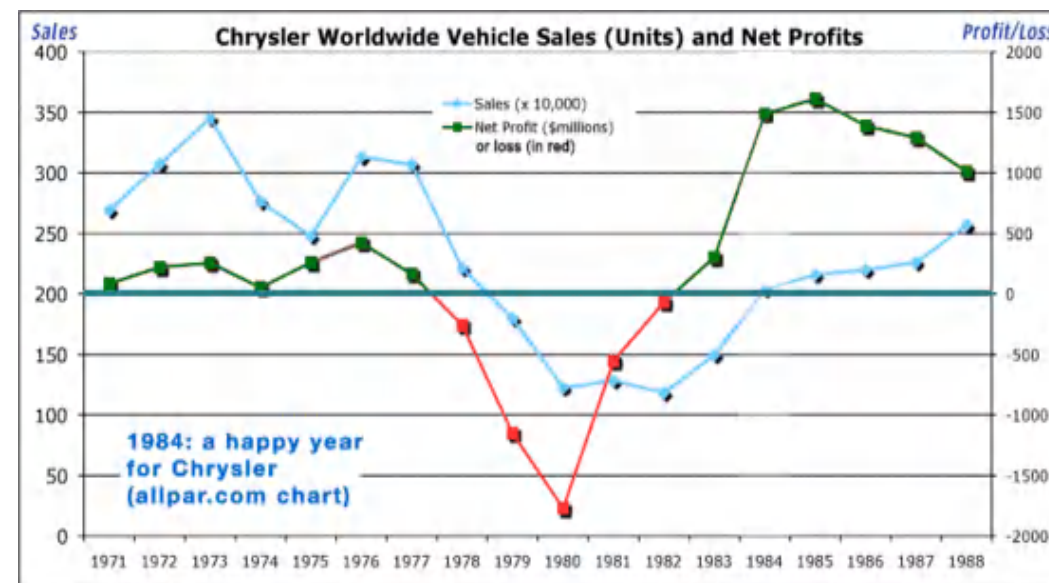
- ◆ 彼得林奇通过周期判断和基本面研究挑选最有潜力的投资标的，以在企业业绩反转时获得巨额收益。
- ◆ 彼得林奇投资困境反转的典型案例则为80年代初抄底克莱斯勒。1980-1983年，油价暴涨、利率激增、经济衰退、日本车企冲击，美国汽车行业萧条。克莱斯勒股价一度跌至2美元，市场普遍认为公司将要破产，但林奇认为这是一次困境反转的机会：1) 经济衰退之后，利率和油价将回落，而美国汽车行业已经出清且估值极低；2) 克莱斯勒公司账上仍有超10亿美元现金；3) 公司能够得到贷款保证短期生存，同时已减少债务，在销售极差时依然保证了公司收支平衡；4) 仍在不断开发新产品，且潜力巨大。因此林奇认为一旦汽车行业复苏，克莱斯勒的盈利就会大幅修复，1982年起逐步重仓克莱斯勒。10月，牛市如约而至，周期股领涨，同时克莱斯勒新产品大获成功，1982-1987年间，克莱斯勒股价上涨近50倍，为林奇带来超过1亿美元的收益。

图表161：80年代初美国汽车业进入低估



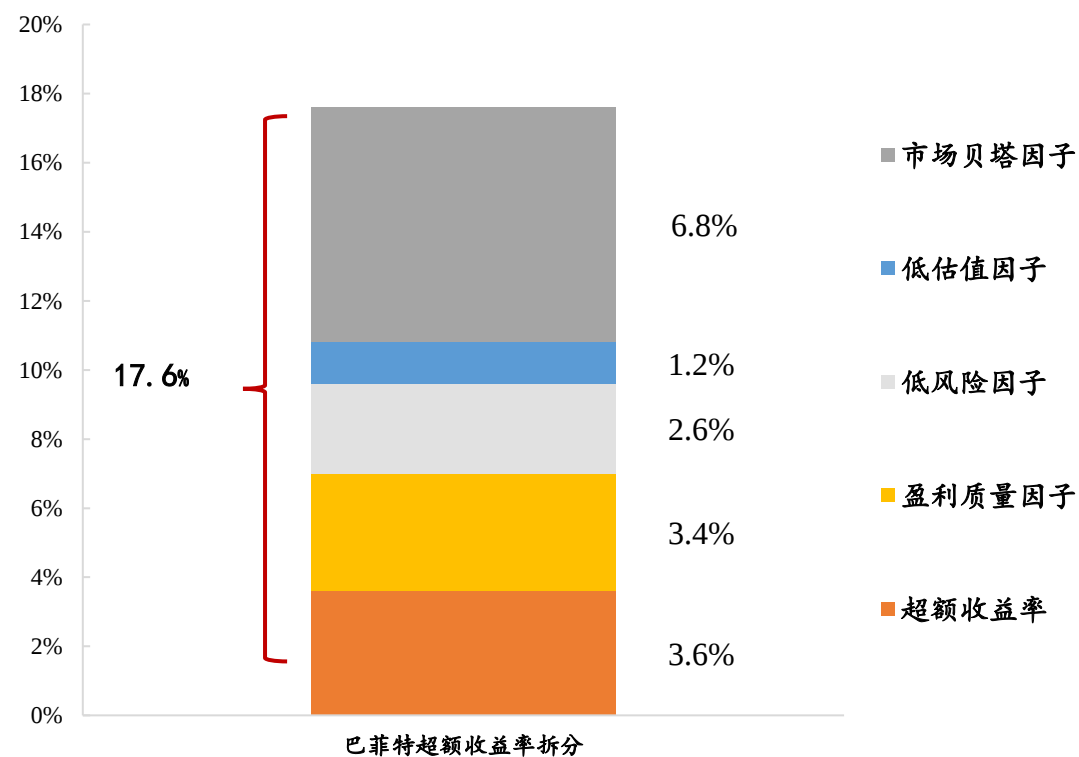
数据来源：, dailykos, 财通证券研究所

图表162：1982年克莱斯勒经营迎来拐点



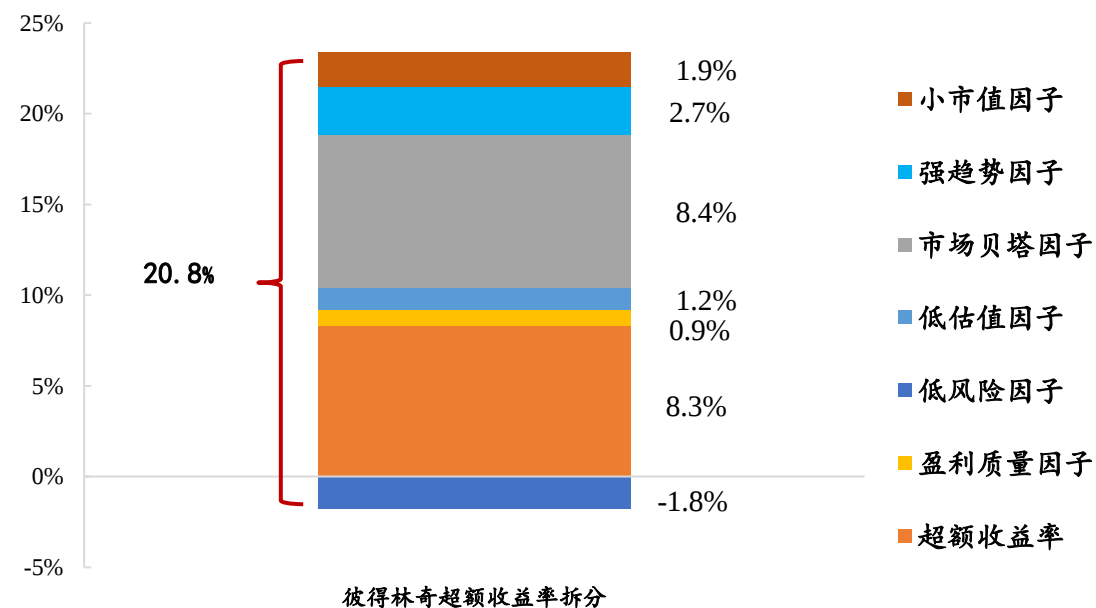
- ◆ 从投资风格上来看，巴菲特和彼得林奇有较大的不同，巴菲特从早年的低估值投资转向价值成长型投资，彼得林奇则以趋势成长风格见长。
- ◆ 量化拆解巴菲特的收益来源，主要包括：盈利质量因子、低风险因子、低估值因子、财务杠杆。1977-2016年巴菲特的年均回报率为17.6%，远高于美国股市的6.9%；夏普比率达到0.74，远超市场的0.45；巴菲特17.6%的收益率中，市场贝塔贡献6.8%，盈利质量贡献3.4%，低风险贡献2.6%，低估值贡献1.2%，自身阿尔法贡献3.6%。伯克希尔超高回报的另一个原因是其保险业务能够获得廉价且长久期的高财务杠杆，因此可以持有更大规模的投资组合。
- ◆ 巴菲特从早年的低估值投资转向价值成长型投资。40岁前，巴菲特的投资思想受格雷厄姆的“烟蒂股”理念影响，注重寻找价值被低估的企业，但60年代后期美国股市一路上涨，“烟蒂股”投资机会越来越少。40岁后，巴菲特从低估值投资逐渐转向价值成长投资，不只看低估值，而更看重企业成长性带来的长期回报。巴菲特最理想的公司是“优秀的公司+优秀的管理”，具体定义为：过去10年至少7年， $ROE \geq 20\%$ 或毛利率 $\geq 40\%$ 或净利率 $\geq 5\%$ 。

图表163：巴菲特投资收益来源拆分（年化收益率）



◆ **量化拆解彼得林奇的收益来源，主要包括：强趋势因子、小市值因子。**彼得林奇在1977-1990年间掌舵麦哲伦基金，年均收益率达到20.8%；彼得林奇的收益率中，市场贝塔因子贡献8.4%，强趋势因子贡献2.7%，小市值因子贡献1.9%，自身阿尔法贡献8.3%。此外低估值和盈利质量因子分别贡献1.2%、0.9%，占比较小；而低风险因子贡献为-1.8%，表明麦哲伦基金更倾向于高风险股票。彼得林奇也会配置固定收益证券和美国政府债务作为资产择时配置工具，1982年9月，公司债券和国债占麦哲伦资产的15%。

图表164：彼得林奇投资收益来源拆分（年化收益率）

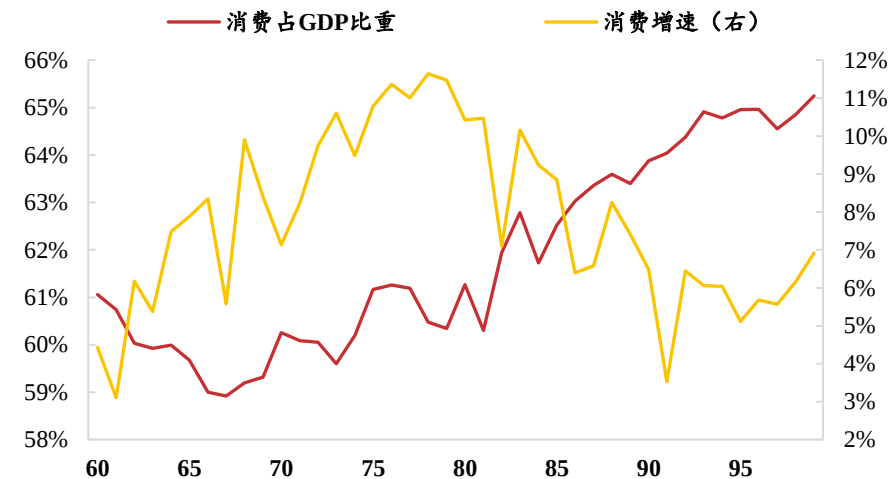


◆ **彼得林奇是激进的牛市选手，偏好趋势成长，追求高动量、高成长、小盘股。**彼得林奇偏爱中小型高速成长股，因为中小型公司股价容易取得比大公司更快的增长，投资组合中只要有一到两只股票的收益率极高，就能够提升整个投资组合的绩效。彼得林奇致力于发掘新市场的公司，能在市场发展早期进入，获得高额回报，因此将股票分为缓慢增长型、稳定增长型、快速增长型、困境反转型、隐蔽资产型、周期型公司股票这六种类型，在其持仓中快速增长型股票的投资占基金资产的30%-40%，稳定增长型股票的投资占基金资产的10%-20%，周期型股票的投资占基金资产的10%-20%，剩下的基金资产投资于困境反转型和隐蔽资产型公司的股票。

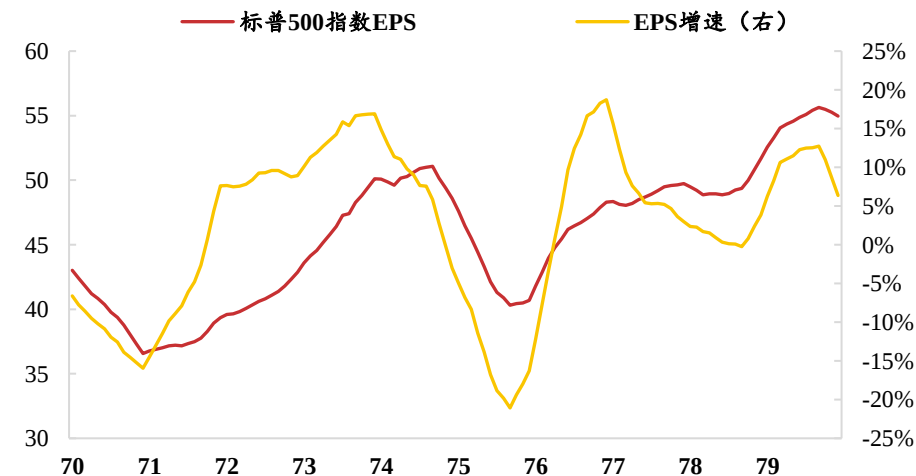
- ◆ 尽管巴菲特和彼得林奇在投资理念上有一定差异，但是两位投资大师对于成长性资产的偏好是一致的，这与当时的宏观环境密切相关。
- ◆ 1) 贫富差距缩小。美国中产阶级大为扩张，同时美国总体贫困人口从1964年的3610万人下降至1969年的2410万人，贫困率从19%下降至12%，比近些年美国贫困水平还要低。在普惠性的社会福利下，大量原来先不具备消费能力的低收入人群，短期收入提升、释放消费潜力。
- ◆ 2 “婴儿潮效应”显现。二战后出现“婴儿潮”，当这些新生人口成人时大约在60-70年代，消费需求加速涌现，强烈刺激原本已经紧张的供需缺口。美国居民消费占GDP比重从1967年低点的58.9%持续上升超过65%，居民消费增速也一度超过10%。
- ◆ 总需求扩张的“滞胀”背景下，上市公司尤其消费行业的业绩大增长。受通胀影响，1970年至1981年间美国名义GDP增速平均在10%左右，那么对于价格传导敏感的龙头上市公司，复合业绩增速大概率超过15%。过热的经济带来美国总需求大爆炸，推动消费为代表的一系列公司高速增长，因此这一时期成功的投资者大多转向零售、餐饮等“成长”投资。

数据来源： ，财通证券研究所

图表165：70年代美国消费占比和增速激增



图表166：70年代标普500指数EPS上



- ◆ 巴菲特和彼得林奇的重要不同还在于交易风格，巴菲特偏好长期持有，几乎不换仓，而彼得林奇年换手率在两到三倍以上。这可能和二者投资策略有关：对于稳定增长的价值成长策略，“买入并持有”可能就是最好方式；而对于趋势成长策略，需要不断换仓捕捉市场、产业的趋势。具体而言：
- ◆ 巴菲特投资坚持长期持有，主要以公司经营增长获得收益。巴菲特的选股标准较为苛刻，“少而精”，股票池中股票相对较少，持有股票数量则一般在5-10只左右。这些股票往往具有持续竞争优势且稳定增长，适合长期持有，如华盛顿邮报持有48年、大都会持有37年、可口可乐持有34年、政府雇员保险公司和喜诗糖果全资持有。设定公司买入计划时，巴菲特已经做出资产分配规划，中期不会出现大变动。
- ◆ 彼得林奇极度勤奋地挖掘市场机会，持有股票众多、换手率高。彼得林奇的勤奋为市场称道，职业生涯大概每年拜访500-600家公司、阅读超过700份年报。他大量持有各行各业的股票，以增加组合中“十倍股”的概率，而一只牛股的收益，往往能够拉动整个组合的业绩。生涯初期，彼得林奇持股数在50-60家，1980年持股数为130家，1983年最多持有900只股票，1990年则同时持有1400只股票。同时彼得林奇不断买入卖出，换手率极高，1977-1980年间换手率都超过300%，1981年组合规模增大后换手率降至100%。

图表167：巴菲特投资10年以上的股票一览表（截止2005年）

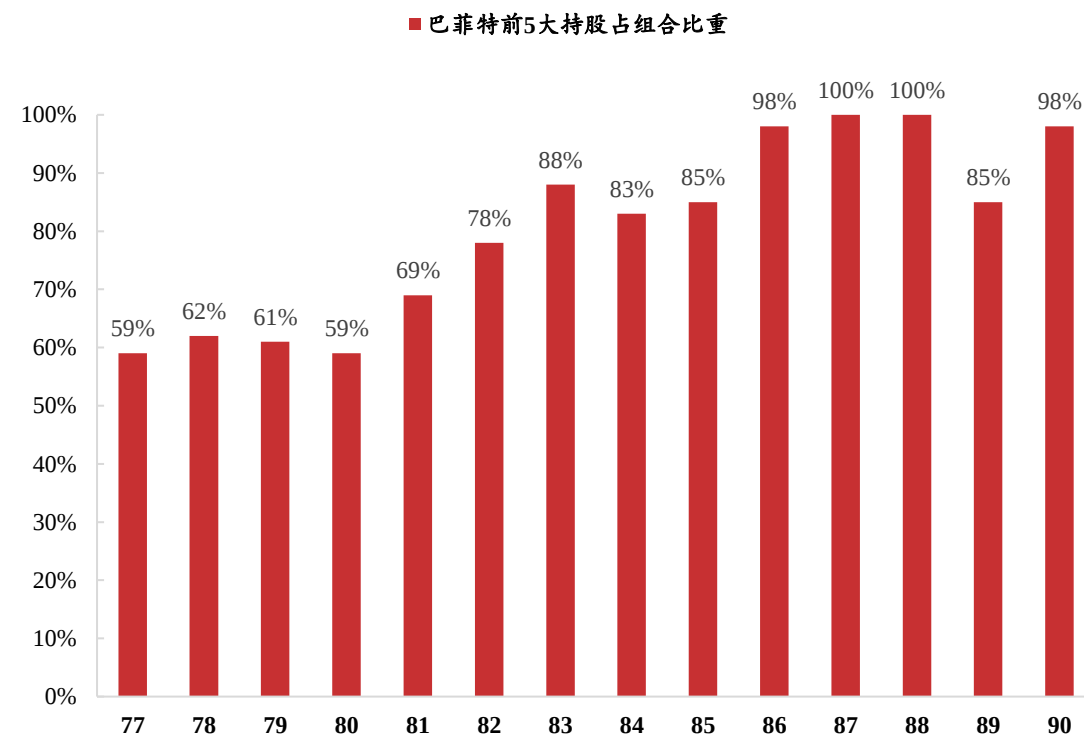
公司	持有年限
华盛顿邮报	32
大都会/迪士尼	21
政府雇员保险公司	19
可口可乐	18
富国银行	16
吉列公司	15
费雷迪迈克	12
美国运通	12

数据来源：巴菲特致股东的信（1977-2005），财通证券研究所

◆ 尽管巴菲特和彼得林奇的交易风格差异巨大，但在确定性机会面前，都敢于重仓持有。巴菲特前5大重仓在组合中的权重大多在60-80%之间，1972-1973年投资华盛顿邮报时，巴菲特以1060万美元持有其10%的股份，而当时伯克希尔的净资产仅为9290万美元，1973-1977年不断加仓后，据估计华盛顿邮报一度占据巴菲特半数以上股票投资仓位。

◆ 彼得林奇职业生涯中的两次重仓为他奠定了传奇地位。一是80年代初逆市重仓汽车股，彼得林奇陆续买入克莱斯勒公司，直至资金达到麦哲伦基金的5%，同时彼得林奇还在建仓福特和沃尔沃，1982年这3只股票价值占麦哲伦基金总资产的8%，整个汽车板块占到基金总资产的10.3%。另一重仓股案例则是房利美，彼得林奇从1977年开始建仓，期间根据公司表现不断进出，1989年林奇将房利美加仓至基金资产5%的上限，而房利美的股价也成功的从每股16美元涨至42美元，1985-1989年间为麦哲伦基金带来5亿美元的回报。

图表168：巴菲特持股高度集中（1977-1990年数据）

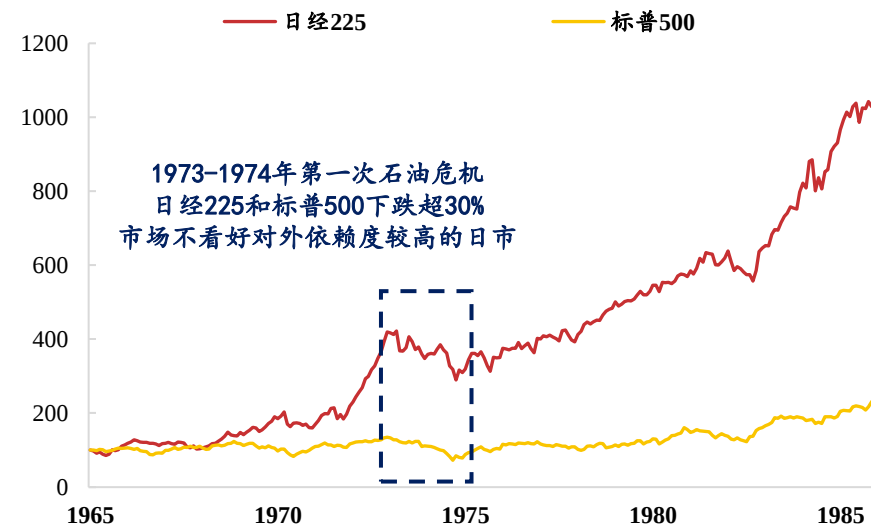


数据来源：巴菲特致股东的信（1977-2005），财通证券研究所

◆ **赢在70年代的邓普顿也有和巴菲特、彼得林奇相似经验：精准择时抄底、从低估值转向成长。**邓普顿投资哲学可以概括为“逆向思想”：1) 在经历第一次石油危机的阵痛之后，日经225和标普500下跌超30%，市场认为日本经济和能源对外依赖度较高、受影响较大，但邓普顿果断转向无人看好的日本股市；2) 到80年代初，日本市场因为其异常优异的表现受到全球投资者追捧，而美股遭受高通胀、高利率、经济衰退和失业等问题，十年未涨、估值接近历史低位，邓普顿则预计日本股市泡沫加大而逐渐撤出，1980年对美国市场的配置比例提高至60%，并且预言美股将迎来10年大牛市，这一论断得到事实证实。70年代，邓普顿也从早期追求低估值的理念（PE估值小于5）转向寻找成长股——PE较高但能保持持续高增长。

◆ **邓普顿对于70年代大滞胀环境下各国的格局判断极为精准，国别配置上转向All in日本、博取了最强贝塔。**1954年成立邓普顿成长基金，首开全球投资先河，60年代日本开放资本市场，此时日本市场PE仅为4倍，而经济增速达到10%，同期美国经济增速仅4%，邓普顿立即布局日本市场，抢占了入市先机。美国在70年代经济陷入滞胀，1973年以来美国CPI环比中枢提升从4.7%上涨至7.7%以上，实际GDP环比却下滑从5.7%下降至3.5%左右，此时日本以“科技立国”战略成功实现经济结构转型、日元升值对冲输入型通胀，邓普顿便几乎将全部身家转向日本。1970-1985年，日经225指数由200点增至1100点左右，演绎了翻倍的长牛行情，邓普顿重仓日本的先见之明使得其业绩稳超大盘。

图表169：1965-1985年日经225指数远超标普500



数据来源： ，财通证券研究所

◆ 历史照进当下，“赢在70s”有何启示：

- ◆ 1) 当宏观周期开始剧烈转动，重视贝塔的判断。波动渐弱的周期过去被市场忽视，如今则需要像彼时巴菲特、彼得林奇、邓普顿一样重新重视，防范系统性杀估值“黑天鹅”、把握底部机会。
- ◆ 2) 通胀环境下存在“杀估值”的可能，但穿越滞胀的还是成长。通胀传导下企业名义盈利高速增长，因此70年代投资大师普遍从低估值转向成长策略；低估值可以防御但不必迷信。
- ◆ 3) 不执拗于单一风格，周期、银行、成长跟随宏观轮动配置。70年代巴菲特和彼得林奇先后押注通胀和利率上行，配置原材料、石油、保险、银行。宏观波动上升，更宜应时而动。

- **美国经济衰退风险：**美国周期下行+关税影响下，美国景气走低，存在软着陆可能，但也存在硬着陆进而衰退的风险，进而影响全球包括中国景气。
- **海外金融风险超预期：**美国潜在的二次通胀风险可能导致降息幅度低于预期，同时叠加美股相对高位，存在美国股市等金融市场波动加大的风险。
- **历史经验失效：**本文结合历史政策效果、经济周期、股市行情等经验对当下进行分析，存在历史经验失效的可能。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

公司评级

以报告发布日后6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；

无评级：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

A股市场代表性指数以沪深300指数为基准；中国香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普500指数为基准。

行业评级

以报告发布日后6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；

中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

A股市场代表性指数以沪深300指数为基准；中国香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普500指数为基准。

免责声明

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。



财通证券
CAITONG SECURITIES

选择财通 财运亨通



欢迎关注财通证券研究所微信公众号