

# 景氣循環投資法 巴菲特 也要學的一堂課

---

景氣サイクル投資法

鈴木一之 ◎著

楊哲群 ◎譯

市場的IQ比你我都高  
海嘯過後  
前言

張松允  
陳旭華

006 010 017

## 第一章 景氣循環投資法・理論篇

023

### (一) 什麼是景氣循環投資法？

024

以景氣為對手

024

景氣有其循環性

027

何謂景氣循環股？

029

巴菲特的投資對象

030

反巴菲特型投資

031

景氣循環投資類股的分類

034

以類股來做決策的習慣

038

個人投資者常見的個股篩選方式

040

「概念股」無法獲利的理由

041

景氣循環投資法的有效性

045

重點

048

### (二) 景氣循環股的收益結構

049

景氣轉換的徵兆

049

收益即為「營業額÷數量×單價」

051

由景氣谷底的反轉

053

景氣觸底要事後才會知道

055

景氣擴張即為「單價」的上升

056

成本也會以「數量×單價」而緊追在後

058

成本的增加率會超過營業額的成長率

060

價格變化存在的兩面性

062

營業額變化的八個階段

064

重點

074

### (三) 股票市場的兩大原則

075

股市投資很困難

075

可以看出景氣周期的期間

077

股票市場的大原則

080

以兩大原則來看股價和景氣的循環

084

以四種階段來看買賣的時機

088

能否判斷(Ⅲ)與(Ⅳ)決定命運走向

089

決定投資人生死的關鍵點

092

景氣循環個股的變動特性

093

營業額的變化等於股價的上升

096

價格動向的注意點

098

重覆取得小幅度的獲利

099

想要一次賺足波段獲利，大多會敗於緊接而來的下跌波段

102

避免預測市場，徹底觀察價格

103

重點

107

## 第二章 景氣循環投資法・實踐篇

109

### (一) 應該要觀察什麼價格？ 110

|            |     |                |     |            |     |
|------------|-----|----------------|-----|------------|-----|
| 要觀察的價格對象   | 110 | 什麼是價格          | 112 | 鎳的價格       | 114 |
| 關於價格的正確認知  | 117 | 股票投資裡的「一村一品運動」 | 119 |            |     |
| 景氣的代替品     | 121 | 景氣的代替品和股價的連動性  | 123 |            |     |
| 原物料的價格     | 125 | 價格數據的收集        | 132 | 資訊收集的訣竅與活用 | 135 |
| 不追求完美的對應關係 | 137 | 重點             | 141 |            |     |

### (二) 價格的上漲、下跌要以什麼為判斷依據？ 142

|                |     |            |     |
|----------------|-----|------------|-----|
| 投資人的決定事項       | 142 | 「買進」的時間點   | 145 |
| 以鎳價的市況來看買進的時間點 | 148 | 順勢操作與反向操作  | 151 |
| 鎳價的市況與股票市場     | 154 | 在最低點買進的意義  | 157 |
| 以小幅度獲利為目標      | 159 | 移動式停損      | 162 |
| 年度異常現象         | 169 | 景氣循環投資實踐報告 | 170 |
|                |     | 重點         | 174 |
|                |     | 出脫持股的時間點   | 163 |

### (三) 景氣循環投資法的優點與缺點 175

|             |     |       |     |
|-------------|-----|-------|-----|
| 景氣循環投資法的特徵  | 176 | 兩大投資法 | 196 |
| 與景氣循環投資法的比較 | 207 | 重點    | 210 |

### (四) 活用信用交易 211

|           |     |        |     |    |     |
|-----------|-----|--------|-----|----|-----|
| 適合放空交易的階段 | 211 | 活用信用交易 | 214 | 重點 | 236 |
|-----------|-----|--------|-----|----|-----|

## 第三章 案例分析

237

|         |     |
|---------|-----|
| 金磚四國的抬頭 | 238 |
|---------|-----|

## 後記

257

推薦文

## 市場的IQ比你我都高

力武電機董事長  
張松允

日二刀流與兵法流始祖宮本武藏（一五八四～一六四五），從十三歲到二十九歲，決鬥六十餘次，從未失手。傳聞他曾經請教「畿內第一劍豪」柳生石舟齋，「如何才能成為世界上最強的劍客？」柳生石舟齋回答說：

「弱一點、再弱一點，你就能成為最強的了。」

股海翻騰，真正的求生之道，並不是打敗大盤，而是要掌握市場脈動。投資人如果抱持著「唯我獨尊」的心態，在不斷買進賣出的激烈交易中，殺紅眼，過份自負一心只

想求勝，終會遭市場反噬。股市致勝之道就在於尊重市場，市場往什麼方向，就跟著市場的方向走就對了。完全以市場的角度作客觀的判斷，不預設立場，行情由市場決定，而不是逼迫市場讓步，將戰線延長。唯有保持隨機應變的心態，見招拆招，才能避免重大損失，增加賺錢的機會。

「百年一遇」的金融海嘯讓很多投資人蒙受鉅額的財富損失。就連投資大師華倫·巴菲特也慘遭滑鐵盧。在二〇〇九年致全體股東的信中坦承：「去年我在投資上做了些蠢事」，例如，於石油和天然氣價格接近高峰時，大量敲進「康菲石油公司」（ConocoPhillips）股票，導致數十億美元的損失。致使「波克夏·海瑟威控股公司」去年第四季淨利驟減九六%，去年每股帳面價值更縮水九·六%，創下歷年來最糟糕紀錄。巴菲特向股東們致歉，坦承自己失算。

## 逐水草而居，順天時而動

在股市投資當中，景氣的方向性比其他任何因素都還來得重要。尤其在險惡的空頭市場當中，只有「趨勢」沒有「價值」。當經濟蕭條，市場瀰漫悲觀氣氛時，投資人對利多消息毫無反應，而任何的利空消息都會被放大來解讀，此時股價的支撐關卡就顯脆弱不堪一擊。「技術線型」、「基本面分析」、「多空指標」……似乎英雄無用武之地，跌勢不知何時停歇。

《景氣循環投資法》的作者鈴木一之先生在書中提到：股市投資即是以「景氣」為對手。對投資人來說，最重要的是如何能敏銳地察覺到景氣變化的轉換點，不預設立場，在股價「上升」與「下跌」之際作出買賣決策。「景氣循環投資法」不需要二大投資法中，「成長股」的那種戲劇性的發展，也不用「價值股」的那種慧眼獨具的眼光。賣買之際不需要加入個人對於未來走勢的預測，不需要研讀總體經濟指標，也不需要技術分析，只要觀察物料的價格走向，就能早一步掌握景氣的變化。

景氣循環的八個階段：谷底、復甦、擴張、過熱、高原、衰退、蕭條、黎明前，有如四季會循環，只是周期長短不一，無聲無息難以捉摸。到底是要找「春燕」還是要看「鴨子」來確認景氣，就連財金官員也莫衷一是。因景氣的止跌回升，通常在大家不知不覺中發生。本書針對景氣轉換的徵兆，有明確的闡述。告訴投資人眼睛看不見的景氣，也有體溫計可以判讀。

賺錢有兩個最基本的方法：一個是靠價格上漲，另一個是靠價格下跌。「景氣循環投資法」不論景氣好壞，都能轉變成為獲利的機會，多空皆宜。社會上的真實經濟活動，幾乎即時性的反映至原物料的價格變化，而在金融市場則是反映在股價的波動上面。景氣循環投資就是要透過這個真實經濟和金融市場的相互關係，來掌握景氣的動向。

編輯部報告

## 海嘯過後

陳旭華

以美國為中心，次貸引發的經濟海嘯衝擊全球波及各個層面，房市、股市哀鴻遍野，企業投資觀望，民間消費縮手，台灣自難以倖免，自二〇〇八年九月到二〇〇九年五月，已經連續亮起九個代表景氣衰退的藍燈，雖然景氣燈號六月已經轉變為黃藍燈，但似乎餘波蕩漾，這波金融海嘯是否已經平息？

### 危機入市，股神也落難

二〇〇八年股神巴菲特不畏市場動盪，「危機入市」進行各類收購和證券投資。二

〇〇九年二月二十八日，巴菲特所主持的波克夏·海瑟威控股公司（Berkshire Hathaway Inc.）因為二〇〇八年第四季的淨利驟減九六%，使得每股帳面價值大幅縮水，因而在寫給股東的信中道歉坦承，因「去年我在投資上做了些蠢事」，才會寫下一九六五年波克夏成立以來最糟的投資紀錄。

在經濟疲軟與市場動盪的夾擊下，二〇〇九年波克夏第一季交出虧損十五億美元的財報，二〇〇八年同期波克夏則是獲利九·四億美元。

巴菲特最為世人傳頌的投資哲學就是「價值投資」，他精算一家公司的內含價值，當股價跌落其內含價值時，就出手買進，所以巴菲特最喜愛「危機入市」。

但股神之所以被尊為神，必有其凡人無法企及之處。

首先，股神資金充裕，所主持的柏克夏在二〇〇九年第一季末的現金部位達二五五億美元。股神信奉長期投資，他的信念是「如果你沒有持有一種股票十年以上的準備，那麼連十分鐘都不要持有！」一般來說，他決定買進的公司股票，就會長期持有，但一般投資人卻沒有如此雄厚的資金、信心與耐心。



台灣歷次景氣循環基準日

| 循環<br>次序  | 谷底<br>(年月)   | 高峰<br>(年月)   | 谷底<br>(年月)   | 擴張 | 收縮 | 全循環 |
|-----------|--------------|--------------|--------------|----|----|-----|
| 第1<br>循環  | 1954年<br>11月 | 1955年<br>11月 | 1956年<br>9月  | 12 | 10 | 22  |
| 第2<br>循環  | 1956年<br>9月  | 1964年<br>9月  | 1966年<br>1月  | 96 | 16 | 112 |
| 第3<br>循環  | 1966年<br>1月  | 1968年<br>8月  | 1969年<br>10月 | 31 | 14 | 45  |
| 第4<br>循環  | 1969年<br>10月 | 1974年<br>2月  | 1975年<br>2月  | 52 | 12 | 64  |
| 第5<br>循環  | 1975年<br>2月  | 1980年<br>1月  | 1983年<br>2月  | 59 | 37 | 96  |
| 第6<br>循環  | 1983年<br>2月  | 1984年<br>5月  | 1985年<br>8月  | 15 | 15 | 30  |
| 第7<br>循環  | 1985年<br>8月  | 1989年<br>5月  | 1990年<br>8月  | 45 | 15 | 60  |
| 第8<br>循環  | 1990年<br>8月  | 1995年<br>2月  | 1996年<br>3月  | 54 | 13 | 67  |
| 第9<br>循環  | 1996年<br>3月  | 1997年<br>12月 | 1998年<br>12月 | 21 | 12 | 33  |
| 第10<br>循環 | 1998年<br>12月 | 2000年<br>9月  | 2001年<br>9月  | 21 | 12 | 33  |
| 第11<br>循環 | 2001年<br>9月  | 2004年<br>3月  | 2005年<br>2月  | 30 | 11 | 41  |
| 第12<br>循環 | 2005年<br>2月  | 2008年<br>3月  | 未定           | 37 | -  | -   |

擴張期為前次谷底至本次高峰；收縮期為本次高峰至本次谷底；

全循環 = 擴張期 + 收縮期。

資料來源：行政院經濟建設委員會； <http://www.cepd.gov.tw/>

發佈日期：2009/3/23

歷次景氣循環（表）  
秋、冬各有其時，但是景氣的復甦、擴張、衰退、蕭條卻沒有這麼平均。（參閱〈台灣

近十年台灣景氣約三年餘完成一個循環，景氣擴張時，台股漲勢凌厲，景氣下滑時，台股更是殺聲震天。若能掌握景氣動向與股市長期趨勢方向，投資必是勝券在握。  
根據台灣經濟建設委員會（經建會），景氣由冷至熱依序為藍燈、黃藍燈、綠燈、黃紅燈、紅燈。雖然說景氣像一年四季循環不已，景氣由高峰滑落到谷底這段期間稱為收縮期，由谷底回升至高峰這段期間稱為擴張期。然而一年四季分配均勻，春、夏、

## 景氣循環，趁勢而起，順勢而為

雖然巴菲特說「別人恐懼時，你要貪婪」，但巴菲特的口袋夠深，又是價值選股，長期持有，相信波克夏·海瑟威的投資績效終會撥亂反正，但一般投資人此番若跟著危機入市，恐難全身而退。  
價值投資既是投資界的顯學，但產業景氣變化無常，如果能夠搭配景氣循環掌握景氣動向，在景氣復甦時投入，順勢而起，豈不美哉？

台灣過去最長的景氣收縮期出現在第二次石油危機，從一九八〇年到一九八三年長達三十七個月，此後每次循環的收縮期大約是十二至十五個月。金融海嘯後，循環收縮超過十二個月，轉折點（谷底）會落在什麼時候經建會仍不確定，但認為這次循環的收縮期極可能創下一九八四年以來的最長紀錄。這也顯示景氣在各種因素的交錯影響下，究竟擴張期會持續多久，收縮期會持續多長，似乎難以預料。

宋·蘇東坡詩云：「竹外桃花三兩枝，春江水暖鴨先知」，意思是竹林外的桃花已有兩三枝開放，春天來了，江水變暖，悠游其中的鴨子最早感受到！

大自然四季變化，可以透過群鴨戲水提前預告，同理，景氣循環也可以透過領先指標而做出判讀。股市是景氣櫥窗，景氣循環股則是景氣動向指標！由於景氣循環股所特有的「股價會領先反映景氣」的股價變動特性，是源於其特有的收益結構，因此不存於其他業種之中，因此可以領先反映，正是股市中的鴨子！

本書作者鈴木一之先生，以經濟學角度的景氣循環見解為基礎，透過物料的價格來觀察景氣變化。以領先任何一種類股表態的「景氣循環股」為根據，能洞悉上漲趨勢、

下跌趨勢間的轉折點，在所有人都還沒有察覺之前，便能夠掌握景氣的轉換，隨時站在景氣起伏的浪頭上。

作者強調，景氣循環投資法著眼在小幅獲利二〇%的重複操作。投資人可將獲利再全額投入股市，以每次二〇%的投資報酬率，若連續四次重複操作的話，即可獲利一倍。

#### 「二〇%獲利連續四次重複操作＝二倍」

這絕對不是紙上談兵。

假設二倍的績效達五次（也就是二〇%獲利重複操作二十次）。  
投入一百萬元，如此操作，最後就會變成了三千萬。

鈴木一之先生運用景氣循環投資法的原則，在一九八〇年六月出脫持股，在金融海嘯肆虐下，全身而退。今年二、三月間，當多數人仍驚魂未定，作者開始進場，並在五



月持續買進非鐵金屬類股的東邦亞鉛（5707），獲取七〇%以上的豐厚投資報酬。

百年一見的金融海嘯或許可怕，但景氣循環周而復始，不會有永遠的多頭市場更沒有永遠的空頭市場，重要的是能否保有元氣，趁勢而起。

## 前言

本書是專門針對景氣敏感股的股票投資（景氣循環投資法）Know-how進行說明的事書。詳細解說要如何解讀景氣？如何掌握收益動向的習性？以及作為買賣標的時應該要怎麼去操作等訣竅。

所謂景氣敏感股指的是一群景氣即將變好或即將轉壞時，針對市場變化迅速作出反應，股價隨即上漲或下跌的股票。如同字面上的意義，這類型股票最明顯的特性就是會對景氣動向敏感的率先表態，比起整體市場還要更早一步產生變動。基本上股票市場就是藉由預測整體景氣趨勢而不斷產生變動，其中特別領先開始反應的「領頭羊」就被稱為景氣敏感股。

景氣敏感股的成分以基礎工業為中心，以往也被稱之為「市況關連股」。其中具代表性的業種為鋼鐵、化學以及非鐵金屬等產業。

昭和三〇至四〇（一九六五至一九七五）年代日本適逢高度成長期。昭和時代可說日本舉國上下都充滿希望與繁榮鼎盛。在那個時代裡，位於產業根基處支撐著日本發展躍進的企業群中，有許多都是景氣敏感股。其中大部分都是屬於產業基礎原物料的製造業。然而，對景氣的動向反應敏感的企業未必一定是從事製造的企業。因此本書為了要能再多擴及製造業範疇以外的業種，特別將景氣敏感股稱之為「景氣循環股」。

股票市場會領先在景氣之前有所變動，其中又以稱之為「景氣敏感股」的景氣循環股更是會超前反應。既是如此，如果我們經常去觀察景氣循環股的動態，理論上可以在某種程度上掌握後續整體市場的變化趨勢。只要盯緊景氣循環股，相信不只是日本經濟的動向，就連世界整體的變化也能夠做到精確的掌握。

本書內文也會提及，景氣循環股在企業規模上其實並不佔有太大的勢力。讓我們姑且以股價現值來做評比，諸如電子業的SONY、夏普、PANASONIC，或是汽

車製造業的豐田、本田等等，此類為數眾多的企業群個個都足以代表日本的經濟。

不過這些一流企業的股價，未必會像景氣循環股一樣，具有「領先景氣的動向而提早一步產生變動」的特性。倒不如說一流企業的股價其實「幾乎和景氣的變動一致」，畢竟這些企業的股價變動對日經平均指數或TOPIX的影響太大，甚至可以說他們的股價動向幾乎就等於是日本經濟動向也不為過。

景氣循環股所特有的「股價會領先反映景氣」的股價變動特性，是來自於景氣循環股的收益結構。因此景氣循環股的領先性僅可見於景氣循環股本身，不存在於其他業種之中。

不光是如此，景氣循環股（以及景氣循環投資法）還有幾項其他類股所沒有的特徵。條列整理如下所示：

- 股票的買賣點皆有明確的依據。
- 因此，就算是空方市場也能以信用交易融券放空來增加獲利。

- 不會有造成重大損失的情形。
- 不需勞心費神選股。
- 賣買之際不需要加入個人對於未來走勢的預測。

本文中對於上述幾點會以相當的篇幅進行說明。

不管任何事情都一樣，當你觀察某一個標的物時，會因為視線焦點集中處不同，而看見完全不同的景色。以股票市場來說，當你將視野置於高點俯瞰整個市場的動向時，就會與針對某一個別企業仔細觀察時，得到的印象會有非常大的差異。

這同樣也反映在「一個好的策略師無法成為一個好的分析師」這句話。策略師的工作是要負責闡述市場整體的走向預測。反之，分析師最有興趣的通常是單一企業的經營內容。一個人要同時兼具策略師和分析師兩種不同的功能非常困難，於是就有了策略師與分析師這兩種職業無法兩全的說法。

然而本書要藉由幾個極為單純的步驟，嘗試讓一個人同時兼任兩種看起來彼此衝突

的角色。簡單說，這個方法就是先以最大限度的努力去注意景氣的方向性，同時間還要分神去關心景氣循環類股中的個股表現。這一方面是策略師的領域，一方面也屬於分析師的範疇。

即便如此，我們還是不需要複雜的景氣預測，也不需要對於企業未來收益的前景推估等諸如此類的分析。只要具有極其一般的、常識性的經濟感覺，就能夠熟悉景氣循環股的股價特性。

在股票市場裡想要持續性的增加獲利不是一件容易的事情。就算有了某種程度的獲利，想維持住成績卻很困難。當你以為要開始獲利的時候，又發生了虧損，結果就是陷入不管花了多少時間去進出市場，原來的本錢卻沒增加多少的兩難階段。反覆失敗幾次後，才終於發現投資股票，與其要追求獲利，倒不如鑽研如何巧妙的避開虧損才是真正重要的事情。

本書除了解說景氣循環投資法之外，關於風險管理這部分也列為重要事項。想要在