

相場サイクルの見分け方へ新装版V
銘柄選択と売買のタイミング

股市循環的 選股時機

首創股市循環理論，
日本近代證券史的巨擘
浦上邦雄——著 游韻馨——譯

—— 日韓證券業必讀經典！ ——

解構市場循環模型，每個階段都買到會漲的股票

—— 幻之名著復活！ ——

日韓百萬讀者殷殷期盼的市場理論巨作，首度中文化！

證券界大師教你解構經濟循環，看懂熱錢流動規律，

在最差的市場，一樣能找到最會漲的股票。

專業推薦 安納金 暢銷財經作家 | 老墨Mophy「老墨的市場觀測站」版主 | 杜金龍 台股老先覺 | 股市小黑 財經專欄作家
股海老牛 價值投資達人、抱緊股專家 | 黃船長 PressPlay訂閱財經作家 | 詹K <股市>起漲點版主 | 歐斯麥 台股籌碼專家

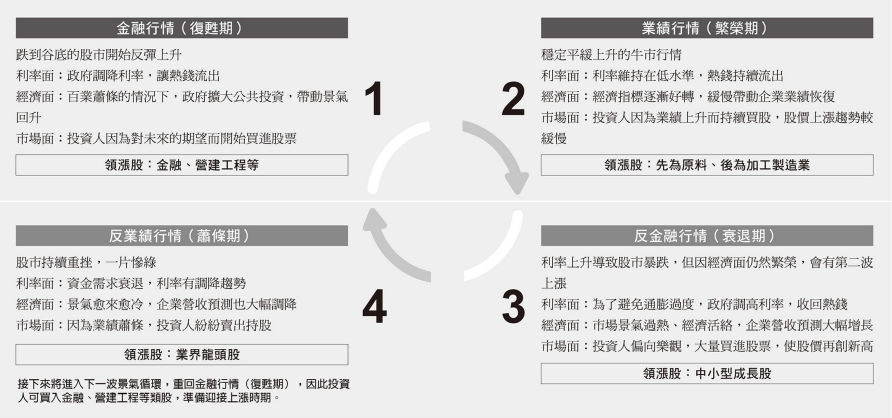
從三角度剖析股市 快速找出最好的

日本證券界鼻祖級大師浦上邦雄，教你從利率、轉衰、再由谷底攀上高峰的過程。只要看對訊號，

循環四週期， 進場時機！



經濟和市場的角度來看股市循環，解構股市由盛就能立刻釐清什麼時候該進場買什麼股票！



| 解說 |

本書的初版發行於**1990**年，距今已二十五年，當時正是**1980**年代後半不動產泡沫的大行情走到盡頭之際。**1985**年日本等五個工業國簽署《廣場協議》（**Plaza Accord**）之後，受惠於日圓走高與降息，熱錢湧出。從市值來看，當時日本的市場規模躍居世界第一，機構化現象（**institutionalization**，編按：意指在證券市場上，散戶參與市場比率降低，機構投資人比率提高的現象）急速發展。不過，那個年代策略分析師和股市分析師在日本的影響力很低，投資人並非基於縝密可信的市場分析進行投資。在此情況下，投資人毫不關心本益比這類企業評價，熱錢帶來的超額流動性（**Surplus Liquidity**）行情也毫無消退跡象，導致股價大幅推升至異常水準。

基於上述的時代背景，本書以冷靜觀點向讀者解說如何掌握景氣循環以及在各個階段物色個股的基調，明確點出投資人的基本方針。此外，也將解說投資人在各個階段，如何運用有效的技術指標，並適時加入行情格言與浦上邦雄的行情哲學。這一點正是本書深獲投資人與市場相關人士等眾多讀者青睞的原因。

無論如何，本書最大重點是在兼顧景氣循環的同時，將股票市場各種面向分成四類，根據當時景氣和股票市場狀況，告訴投資人應該順著趨勢投資熱門股票。

具體來說，就是從景氣與企業業績、和利息之間的關係，將股市行情分成「金融行情」、「業績行情」、「反金融行情」、「反業績行情」等四大階段，詳細解說在各個階段選股趨勢的特性。

當景氣呈下降趨勢，企業業績會持續惡化，但金融政策與財政政

策的政策搭配 (policy mix) 使市場產生期待，認為景氣將逐漸回升，股票市場出現了不景氣中股價上漲的現象。在「**金融行情**」階段，產生低利有助於業績上漲的預期心理，選股標的以銀行、證券，以及電力、瓦斯與電鐵等公共事業股，還有擴大公共投資相關的建築、土木類股，道路、橋樑、大型不動產公司為主。此外，由於市場仍不確定景氣是否能夠復甦，因此業績相對穩定、同時又可對抗不景氣的食品和醫藥類股，也成為投資人購買的目標。

當股價持續在不景氣中上漲，金融與財政相關的景氣對策逐漸奏效。一旦出貨量增加、庫存減少，廠商再努力增產，景氣開始復甦之後，終止降息與股價上漲的驅動因素就轉向「**業績行情**」。簡單來說，降息促使景氣復甦且增加企業業績，帶動股價上揚。

「金融行情」指的是在景氣與企業業績低迷的情況下，低利率和財政刺激讓市場期待未來景氣擴張，於是出現一聽到好消息就先進場買股票的情形。相較之下，「業績行情」是等景氣和企業業績實際好轉後，才根據事實購買股票的階段。

當市場處於業績行情，央行已停止降息，過去因低利而飆漲，對利息敏感的股票不再強勢。隨著景氣擴張，企業業績增長，對景氣敏感的股票成為飆股主流。特別是在**業績行情的前半段**，以業績變化較大的低價股為主，原物料產業表現亮眼；進入**業績行情的後半之後**，加工產業成為選股主角，消費概念股和設備投資概念股的上升趨勢愈來愈強。此外，若景氣持續好轉，也會產生物價上漲、通貨膨脹等疑慮。這代表業績行情已臻成熟，選股標的也從大型低價股，轉向中小型的中價股或高價股。

當景氣邁入成熟階段，物價開始顯著上漲，就會進入金融緊縮期，市場轉移至「**反金融行情**」。在這個階段，雖然景氣依舊擴張，但隨著政策利率提高，開始升息，**之前因低利受惠的金融、不動產與公共事業股，就會受到市場逐步調節**，看壞未來景氣和企業業績的疑

慮，通常也會打擊原物料產業的股價表現。

受到金融緊縮的影響，景氣和企業業績惡化的趨勢變得明顯，經濟低迷、股價下跌的壓力日漸升高，這個階段稱為「**反業績行情**」。通常在反業績行情中，許多股票創下歷史新低，日經平均指數也會跌破低點。尤其是財務表現不佳、債務過多的企業，不僅虧損連連，股價也會暴跌。不過，**財務體質良好、競爭力強的績優股不易下跌，顯得特別突出，有投資的機會**。此外，在利息開始下降的時候，之前已經調整過股價的金融類股、建設類股，以及不易受到景氣影響的電力、瓦斯、電鐵、醫療等相關類股，便成為這個階段最引人注目的類股族群。

本書將針對這四個階段，根據各個時代經濟結構的特性，以具體範例說明**1950年代到80年代**的市場動向。值得注意的是，**80年代後期**的經濟發展，可說是最能代表「金融行情」與「業績行情」的典型範例。

1985年簽署《廣場協議》後，美金暴跌、日圓暴漲，導致出口產業在**1980年代後期**深受打擊，經濟景氣開始衰退。此時還出現了原油價格暴跌，利息大幅下降等情形。在日圓暴漲、原油價格暴跌和低利的三重利多之下，發展出空前的金融行情。

三重利多的相乘效果帶來了前所未有的強勢行情，包括東京電力、東京瓦斯、大型銀行、證券和大型不動產的股價一飛衝天，財政投融资相關個股也備受關注，成為金融行情典型的選股趨勢。

此趨勢一直持續到**1987年年中**，低利、低原油價格和不景氣中股市卻上漲，所帶來的財富效應（**Wealth Effect**），使景氣開始回升，政府不再降息，市場趨勢逐漸轉變。簡單來說，降息使得走揚電力、銀行、證券、大型不動產等股價同時到頂，原本處於上升趨勢的鋼鐵股持續上漲，處於下降趨勢的機械、電機等相關股票也會在打底後開始上漲，進入「業績行情」階段。

關於這個時期階段的轉變，本書也特別描述股票市場中金融行情與業績行情的轉換往往都很激烈」、「若以K線來形容**1987**年的股市行情，可以說是『天底一致』（編按：不同業種股價呈現逆相關，一方股價到頂的同時，另一方的股價則是跌到底部）」，可見轉變趨勢相當明顯。

對於這個時代的金融行情，浦上寫道：「不只過去從未見過如此大規模的行情，未來一段時間也很難重現。」此外，東京電力是這個時代大行情的象徵，浦上也斷言「可說是五十年一遇的大行情」、「東京電力不可能再次掀起原油價格翻騰好幾倍，之後又遇到石油危機，導致原油價格暴跌的大行情」。

事實上，東京電力的股價在此之後持續低迷，無法突破**1987**年的最高點。東日本大地震發生後，更在**2012**年跌至**120**日圓。同樣的，持續上漲至**1987**年的大型銀行股和大型證券股在股價達最高點之後，再也無法突破**1987**年的最高價，反而持續下跌至**2011**年。

另一方面，**1987**年進入業績行情之後，原物料產業前景看好，同時帶動大型高爐股票（編按：高爐是煉鋼業的一種，現代煉鋼分成高爐和電爐兩種體系，高爐是使用鐵礦砂原料煉製鋼鐵的工法，電爐則是用廢鋼回爐重造）的上揚。不過，從**1988**年起逐漸走強的設備投資概念股與消費概念股，在**1989**年成為主流，這一點也完全在浦上的掌握之中。

這股前所未有的強勢行情在**1989**年後期出現轉變，原因就是**1989**年**5**月開始的金融緊縮。儘管日本政府在**1989**年兩次調高官方貼現率（編按：過去日本中央銀行會依據市場狀況來調節放款利率，但隨著利率自由化的浪潮，**2001**年起，日本政府改變了中央銀行放款的制度，其後官方貼現率一詞也於**2006**年改稱為基本貼現及放款利率），但日經平均指數仍維持在高點。過去負責帶動股市的大型低價股，大多數已觸頂反轉，因此投資人開始轉向中小型的中價股和高價股。

隔年，**1990**年以後日本政府仍繼續實施金融緊縮政策，日經平均指數在**1989**年底達到的**38915**點成為天花板，之後指數大幅下跌，進入「反金融行情」。

關於之後的市場狀況，浦上表示從日經平均指數的長期波動，觀察**1990**年行情是否進入十年週期的盤整格局，可從**1990**年**4**月以後的日圓行情和利率走勢看出端倪」、「股市也不會回到業績行情或立刻邁入金融行情」、「股市一定會在不久的將來進入『反業績行情』」。

事實上，利率上升導致日經平均指數持續下跌的反金融行情也在**1990**年**10**月告一段落。**1991**年之後經濟景氣衰退，加上企業業績惡化導致股票市場進入「反業績行情」，日經平均指數進一步下跌至**1992**年夏季。

在思考股市趨勢時，浦上提倡的「景氣動向與股票市場的四個階段」是很明確的概念。而且直到**1990**年代中期，也是考察股票市場的市況特性和選股標的時，極為精準的指導方針。

不過，**1990**年代中期以後，股票市場的四個階段很難明確分類，無法充分發揮作用。這是因為**80**年代後期泡沫經濟崩潰之後，日本陷入長期的景氣低迷、物價停滯，低利率也成為市場常態。

1990年代也循環了好幾次景氣擴張階段，包括**1993**年**10**月～**1997**年**5**月、**1999**年**1**月～**2000**年**11**月和**2002**年**1**月～**2008**年**2**月。可惜的是，當時的景氣趨勢並不強，物價仍然處於停滯狀態，利息沒有大幅調升。日本政府從**1989**年**5**月開始升息，在**1990**年**8**月結束，之後只在**2006**年**7**月和**2007**年**2**月實施兩次金融緊縮政策。不過日本政府在**2007**年升息後，股票市場很快就暴跌，迫使央行不得不在**2008**年**10**月改變政策，宣布降息。

金融政策有其作用，例如金融緊縮政策可抑制過熱的景氣和高漲的物價，導致經濟發展趨緩，企業業績衰退。相反的，在景氣低迷的

時候也能透過金融寬鬆政策，促進景氣復甦。簡單來說，**1993**年以後，金融政策並沒有發揮原本應該有的功能。

在此情況下，即使出現景氣循環復甦，力道也不強。在沒有實施金融緊縮政策的狀況下，導致不斷重複景氣低迷和股價失控暴跌的結果。總的來說，過去二十多年間，「景氣趨勢與股票市場的四個階段」中，一直沒有出現「反金融行情」。

1980年代後半，日本泡沫經濟崩潰後，政府遲遲沒有處理不良債權。日本銀行（日本的中央銀行）放棄了大膽的金融寬鬆政策（包括量化寬鬆）。以上種種反應太慢的作為正是導致日本景氣和物價長期停滯，低利率時代無法終結的最大原因（美國在**2008**年雷曼兄弟破產時，股價也大幅暴跌。但與日本不同，美國政府立刻處理不良債權，也很快宣布實施大膽的金融寬鬆政策，讓美國經濟在短時間內復甦）。

然而，若從景氣循環的觀點來看，康德拉季耶夫週期理論（**Kondratieff Wave**，又稱康波週期）提及的景氣超長期循環下降仍在持續中，就會對更低層的景氣循環帶來負面影響，導致股票市場長期停滯。

浦上也在本書提及這一點，他說：「康德拉季耶夫週期理論是平均五十四年到六十年的超長期景氣循環。」還表示「景氣的中期循環和短期循環的波浪一致向上或向下，就會出現創紀錄的景氣擴張或嚴重的景氣衰退」、「相反的，即使庫存投資循環呈下降趨勢，只要設備投資循環還在成長，景氣衰退的期間較短，也較輕微」。

話說回來，當時的浦上認為「又稱為設備投資循環的朱格拉週期（**Juglar cycle**）以十年為一個週期，很容易套用在股市行情的長期循環週期」、「若從股市行情各階段來看，與康德拉季耶夫週期理論，也就是平均五十四到六十年的超長景氣循環無關」。

在**1990**年代日本股市暴跌，**2008**年雷曼兄弟破產導致全球股市崩

盤並於**2009**年告一段落後，全球股票市場開始上漲。到了**2014**年，已有不少股票指數突破雷曼兄弟破產前的高點。

然而，以歐洲為主的經濟景氣力道不強，處於低通膨狀態。世界各國也維持低利率基調，日本十年期公債殖利率跌破**0.2%**。歐洲與日本的中央銀行實施量化寬鬆政策，利率長期趨近於零。

康德拉季耶夫週期理論以物價長期變動和技術革新為背景，平均五十五年到六十年為一個循環週期。依此推估，景氣將在**2001**年或**2012**年左右打底。此外，稱為建設循環的庫茲涅茨週期 (**Kuznets cycle**) 以二十年為一個週期，也很有可能在**2010**年左右觸底。

上述景氣的長期循環有些以數十年為週期打底，大約二十年就會轉向上升趨勢，也有如浦上所說，今後「即使庫存投資循環 (景氣的短期循環) 呈下降趨勢，只要設備投資循環 (中長期循環) 還在成長」，景氣衰退的期間就會「較短也較輕微」。不僅如此，只要「景氣的中期循環和短期循環的波浪一致向上」，也可能維持「創紀錄的景氣擴張」。長期停滯的股票市場將持續上漲，未來上漲期間也可能變長。

至於利息方面，美國的長期公債殖利率以戰後**1947**年為基點，持續上升三十四年，也就是**1981**年。接著趨勢向下，**1981**年之後持續調降利息，同樣長達三十四年，直到**2005**年，邁入容易出現反轉的時期。不只是先進國家實施大膽的量化寬鬆，全球性的金融寬鬆政策也奏效，物價和利息極可能在**2015**年後半或**2016**年左右開始向上。

若此狀況變得清晰，今後利息對於景氣和股票市場的調節功能就會恢復。誠如浦上在**1980**年代觀察到的一樣，「景氣趨勢與股票市場的四個階段」的概念將再次發揮作用。

本書出版於**1990**年，至今已度過了四分之一個世紀。停滯二十多年的日本股市也很可能在**2011**年左右翻轉，進入新一輪長期上升格局。在此情況下，發行本書的復刻版可說是最好的時機。衷心希望有

更多人閱讀本書，協助各位投資股票與選擇正確的投資標的。

SMBC日興證券 首席技術分析師 吉野 豐

本書是**1990**年**4**月發行的《景氣循環的分辨法》（浦上邦雄著）加上解說，重新出版的書籍。此外，文中的企業名稱等，原則上保留作者執筆時的名稱。

編輯部
