

放眼股史，起伏不定的“牛市”其实也是有规律的——

为什么牛市有长有短？为什么资本市场行情的发展有长有短？牛市的类型决定着资本市场行情的发展、整个金融体系的结构变化乃至经济发展模式的变化。资本市场的大牛市的类型大致有四类：

第一类是投机型的牛市。1929年美国的牛市只持续了一年，其最关键的原因在于它是投机型的牛市。历史上投机型的牛市很多，比如，17世纪法国的密西西比泡沫，英国的南海泡沫，都非常有名。其中南海泡沫最有意思，它验证了在投机型推动的牛市行情里，即使智商最高的人也会变得愚蠢。在南海泡沫发展的过程中，英国著名的物理学家牛顿任造币厂厂长，他在投机推动牛市的开始投了一点钱，一下子赚了很多，后来他一冲动，把所有的积蓄全部投到股市里，结果损失惨重。所以，牛顿说了一句非常有名的话：我可以预测天体的运动，但是无法预测人类的疯狂。

投机型的牛市都不会长久，英国经济学家凯恩斯曾经形象地描述了这样的牛市不会长久的一个原因：在投机型的牛市中，大家不是在炒股，而是在博傻。买股票就像选美一样，台上站了十个美女，大家去选出最漂亮的。这时候的标准不再是漂亮，而是大多数人是否选某个人。也就是说，大多数人都选她，她才成为美女，不管她是不是美女。所以，在投机性牛市中，就形成一种博弈——我要猜别人会选谁，别人也在猜我会选谁，我还要猜别人认为我会选谁。这种博弈的结果，推动了股价的上涨，而一旦这个博弈的过程终止，股价就暴跌。

第二类是技术革命型的牛市。它为什么不会特别的长久呢？道理非常简单，在技术革命的过程中，行情的推动通常是那些网络股、科技股，这些企业的前景是不明确的。它们股票的市盈率可能是天文数字，也可能是负的。比如，微软在上世纪80年代上市的时候，是一家很不起眼的小企业，账面上没有一分钱的盈利。但是，如果当时买了微软一块钱的股票，现在翻了一百倍还不止。当时，像微软这样的企业有很多，谁都搞不清到底哪个企业会成为今天的微软。所以，一旦技术革命的结果开始清晰的时候，一旦在这么多的竞争者、这么多的新技术企业中确定了谁是最终的胜利者时，这轮行情就结束了。

第三类是币值重估型的牛市。它的典型是1985年到1990年日本的牛市。1985年，西方五国在美国广场饭店签订了一个协议，逼迫日元升值。因为当时日本的贸易顺差非常大，美国人、英国人、德国人都要求日元升值。从1985年1月份一美元兑大概260日元，一直升值到1991年一美元兑120日元左右，日元升值了一倍还多。在这个过程中，日经指数从1985年1月份的11000点，一直上涨到1990年的30000点，翻了将近三倍。为什么在日元本币升值过程中，日本的股市会大涨呢？道理很简单，本币能够持续升值的基础是这个国家经济的高速增长，反映了实体经济很强大，企业能够赚钱。最重要的是，在本币升值的过程中，会产生一种财富效应。

当本币升值升不动的时候，股价、房地产价格就要暴跌，币值重估型的牛市就到了结束的时候了。实际上日元升值从1989年开始就升不动了，这跟日本的发展模式有关。日本的消费长期刺激不

起来，日本主要依靠对美国、欧洲的出口，而日元大幅度升值使日本的出口企业受到打击。随着出口企业受到打击，出口额、贸易顺差减少，甚至出现贸易赤字，在这种情况下，日元升值开始升不动了。我们可以看到，从1989年日元开始盘整，一直盘整到1991年，之后股市开始暴跌，这就是币值重估型的牛市。

第四类是比较长久的资本大众化式的牛市。马克思描述的资产阶级和无产阶级的对立情况，至少在美国出现了变化，其标志性的事件就是上世纪初美国福特汽车公司把福特家族私有的股票分配给员工。员工持股意味着原先一穷二白的无产阶级，开始成为股东，能够获得财产性收入了。这意味着非公司股权占比在下降。此外，由于美国私人养老金的迅速发展，美国居民实际上间接通过养老金持有了大量上市公司的股权。

同时，美国居民持有的银行存款在不断下降，这种变化是深刻的，它意味着原先两极分化的社会逐渐向中间集聚，出现了大量新兴的中产阶级。由于居民的金融资产结构的变化是个长期的过程，所以这样的牛市，只要居民的金融资产结构的转变不停止，牛市也不会停止。在1980年到1999年20年的过程中，美国居民不断将银行的钱提出来，投入股市、养老金，出现了一个长达20年的牛市。