

在别人恐惧时按下买入

一堂把周期股的拐点变成纪律的精通课

蜜蜡

费曼式写法 · 由多个 AI 代理撰写与互相审校

导读

先说一句最反直觉的话，把它当这本书的门票：**在周期股上，看起来最便宜的那一刻，往往是卖点；看起来最贵、最烂、最没人要的那一刻，反而可能是买点。**

什么意思？一只周期股，利润创新高、市盈率（*PE*，股价除以每股赚的钱，数越小看起来越便宜）低到个位数、所有人都夸它便宜的时候，其实是这轮景气到头了；反过来，它全行业亏损、*PE* 高得离谱甚至没有 *PE*（因为不赚钱）、研报都不看它了的时候，可能正是黎明前。因为你买的从来不是它**现在的**利润，而是等亏损把过剩产能逼死、供给出清之后，**下一轮**价格回来时它能赚的钱。

「别人恐惧我贪婪，别人贪婪我恐惧。」这句话被说烂了，可真做到的人极少。原因不是不敢，是不会——你根本不知道现在到底是别人该恐惧的时候，还是你该恐惧的时候。

这本书就是要把这句口号，拆成你能执行的信号和纪律。

贯穿全书的一个问题

一只周期股，凭什么能让你在别人恐惧时敢买、在别人贪婪时舍得卖？拐点到底靠什么信号识别，你又怎么把这套判断，变成一套能执行、能天天盯的纪律？

注意，这不是一本讲故事的书，也不是一本喊口号的书。它是一门**课**。上完这门课，你会拿到三样具体的东西：

- **一条属于你自己的投资逻辑**——为什么这只票在这个价位值得埋伏，你能一句话说清；
- **一张分批建仓和卖出的执行计划**——什么价、什么信号、分几笔进、分几笔出，都写在纸上；
- **一份能日常盯的关注清单**——每周看几个数，看到什么动作，不靠感觉靠指针。

这本书怎么读

全书 16 章，是一条从「看懂」到「敢做」的路，分三段。

前半（1-8 章）：搭起看周期、找拐点的框架

先讲清周期为什么**永远杀不死**（它是一台注定要过冲的机器），再用最好懂的**猪周期**当模板，然后给周期股排家谱、认库存这根指针、看资本开支这个母体、读剪刀差和全行业亏损、分清领先和滞后指标——最后落到那句反直觉的估值心法：**低 PE 是卖点**。这八章看完，你手里有了一把尺子。

中间（9-12 章）：拿真实战役检验这把尺子

中国铝业与紫金矿业、中远海控、锂电与光伏、美光与存储芯片——这些经典战役，都是拿框架去复盘、去校准的。看别人怎么在恐惧里赚到、在贪婪里亏掉，你的尺子才刻得准。

后半（13-16 章）：把框架落成能执行的系统

怎么埋伏（分批与仓位）、怎么卖出（卖出纪律）、怎么管住自己那颗会追涨杀跌的心（逆向者的心理账户），最后一章交付：把前面所有东西拼成**你自己的周期投资系统**。

一句话地图：1-8 学会看，9-12 拿真仗练，13-16 变成你能天天用的纪律。

一句诚实的话

这本书讲的是方法论，和历史案例的复盘，**不是荐股，不构成任何投资建议**。周期投资天生有风险：你会浮亏、会被套、会煎熬，最需要的品质是耐心。书里出现的所有数字，都是对历史的大致回顾，用来说明道理，不是精确账本，更不能照搬到未来。真金白银的每一个决定，得你自己负责。

准备好了，就从[第一章](#)开始——先搞明白，周期这台机器，为什么永远停不下来。

第一章·为什么周期永远杀不死

先讲一个你每天都可能碰到的场景。夏天,你拧开淋浴的水龙头,水太凉,你把手柄往热的方向拧一点。等了两秒,还是凉,你烦了,再往热里拧一大截。又过了三四秒,滚烫的水劈头浇下来,你「噉」一声往回猛拧,结果十几秒后又冻得直哆嗦。整整两分钟,你就在「太凉—太烫—太凉」里来回震荡,始终调不到那个刚刚好的温度。

你不是笨。让你调不准的,是**热水从锅炉到喷头有一段路要走**。你拧手柄是「现在」,水温变化是「几秒之后」。你永远在用旧的水温,做新的决定。只要这段延迟存在,系统就一定会过冲、一定会来回甩——哪怕你手再稳。

记住这个画面。周期股为什么杀不死,答案跟这盆水一模一样。

震荡不是意外,是延迟的必然结果

我们把这件事说得更一般一点。任何一个系统,只要同时具备两个条件,它就必然来回震荡,不可能安安静静停在中间:

- **反馈**:它会根据结果调整自己。水太凉你就拧热,价格太低厂子就减产——系统会「回应」。
- **时间延迟**:你的调整不会立刻生效,得等一段时间。热水要走管子,产能要花几年才建成。

翻译成成人话:一个会自我纠正、但纠正总是慢半拍的系统,一定会过头。因为等你看到「不够」而加码时,前面加的那些其实早就够了,只是还没显形。等它们一起显形,就变成「太多」,于是你又反向猛踩。凉—烫—凉,循环开始。

再给你一个更凶的例子:高速公路上的**幽灵堵车**——没有事故、没有出口,车却莫名其妙堵死。原因是最前面一辆车轻点了一下刹车,后车看到刹车灯,反应要零点几秒,于是踩得更重一点,再后面一辆更重……这一脚一脚往后传,传十几辆车,就传成了完全停死。前车早就走了,后面还堵着。**每个司机都在对「上一辆车零点几秒前的动作」做反应,而不是对现在做反应**。延迟 + 反馈,凭空造出了一堵墙。

周期股这台机器,就是把「几秒」的延迟,放大成了「好几年」。

周期股的那台机器:一圈跑下来要好几年

先说清楚什么是**周期股**:就是那些赚钱能力像坐过山车、跟着行业景气度大起大落的公司——猪肉、钢铁、煤炭、有色金属、化工、海运、存储芯片、锂电、光伏,都是。它们跟卖酱油、卖白酒那种「日子平平稳稳、每年慢慢涨」的公司,是两个物种。

现在我们来看这台机器怎么转。假设某种东西——就叫它「铜」吧——突然供不应求:

1. **需求先动,价格先涨。**比如全世界一起搞电动车、搞电网,一下子都要铜。铜矿就那么多,东西不够抢,价格噌噌往上。
2. **价格涨,全行业一起眼红扩产。**铜价高,挖铜的公司利润厚得吓人,人人都想多挖。手上有矿的扩产,没矿的去勘探、去开新矿、去建冶炼厂。**注意,所有人几乎在同一时间做出了同一个决定。**
3. **产能滞后好几年才建成。**这是整台机器的命门。开一座新铜矿,从发现矿体、批文、修路、建选矿厂到真正出铜,全球平均要十五年上下——就算已经探明了矿,光是拿到批文、建成投产也常要五年以上。这几年里,铜价还高高在上,大家一边数钱一边继续砸钱盖厂——手柄还在使劲往「热」拧。
4. **产能一起投产,供给过剩。**几年后,当年那一大批矿、厂、船,前后脚建成投产。市场上的铜「哗」地一下全冒出来了。可这时候需求早就没那么急了。东西太多,卖不掉。
5. **价格崩塌,全行业亏损。**供给远大于需求,价格一泻千里,常常跌破成本线。刚才还在数钱的公司,现在开一天亏一天。
6. **亏损逼着去产能,供给收缩。**亏到扛不住,高成本的矿停产,弱的公司破产、被并购,新项目全部叫停。供给慢慢缩回去。
7. **供给缩到不够,价格再次上涨.....**然后回到第 1 步。**下一轮,重新开始。**

你发现没有?这个圈里,没有一个「坏人」,没有谁犯了愚蠢的错。每一步都是聪明人对眼前信息做出的、当下最合理的决定。价格高就扩产,亏损就减产——这全对。**正是这些「个个都对」的理性决定,加在一起,造出了一台必然过冲的机器。**就像淋浴时你每一次拧手柄都合情合理,合起来却是两分钟的忽冷忽热。

它为什么永远杀不死

总有人问:大家都吃过亏了,难道不能学乖,别一窝蜂扩产吗?

答不了。因为要命的东西是那段**物理上的时间延迟**,它焊死在造矿、造厂、造船这件事本身里,谁也拿不掉。

说白了:你做扩产决定,是在铜价最高、最诱人的那一刻。可你能不能赚到钱,取决于五年后建成时的铜价——而那个价格,恰恰会被你和所有同行今天这个决定给砸下来。**你在为一个「你自己参与制造」的未来下注,但下注时它还没发生。**信息永远滞后,决定永远拿旧地图走新的路。这不是谁蠢,这是这门生意的物理结构。

还有第二把锁:每一个新玩家都觉得「崩盘是别人扛不住,我成本低,我能活」。于是即使明知总量会过剩,每个人还是想抢先扩,好在洗牌里熬死对手。**人人都想当活下来的那个,合起来就保证了一定会有一场需要「洗牌」的过剩。**

所以周期永远杀不死。它不是市场不成熟的毛病,不是等大家变聪明就能治好的病。它是「有反馈 + 有延迟」这个结构,给出的唯一可能的结果。**只要盖一座矿、一座厂、一条船还得花好几年,周期就会一轮一轮转下去。**

这本书要回答的那一个问题

好,机器讲清楚了。现在贯穿全书的问题登场:

既然这台机器必然过冲、周而复始,那么一个周期股,凭什么能让你在别人恐惧时买入、在别人贪婪时卖出?那些拐点,靠什么信号提前认出来?又怎么把它变成一套你能真正执行、还能每天盯着看的纪律?

接下来我先给你埋一条全书最反直觉的钉子,你现在不用全信,记住就行:

周期股赚钱,既要反人性,还要反估值的直觉。

反人性好理解——价格崩到全行业亏损、新闻天天唱衰、人人夺路而逃时,恰恰是供给正在被逼着收缩、下一轮上涨正在孕育的时刻,那才是你该动手的地方。可这时候满屏都是坏消息,买入需要跟你的本能对着干。

更反直觉的是估值那一条。你大概听过「市盈率低就便宜」这种常识——**市盈率**就是股价除以每股利润,数字越小,理论上买得越划算。可在周期股里,这条常识经常是**反的**:当一家周期公司利润爆表、市盈率低得诱人时,往往正是景气顶点、该卖的时候;而当它巨亏、市盈率高到吓人甚至没法算时,反而可能是底部、该买的时候。为什么会这样,我们留到第 8 章专门拆。你现在只要知道:在这门课里,很多「常识」会被倒过来用。

这门课学完,你会拿到什么

我不想给你一堆听着高级、用不上的道理。学完这本书,你手里会有三样实打实的东西:

- **一套投资逻辑。**你会看懂各类周期股背后的那台机器怎么转,知道拐点长在哪里、由什么驱动——库存、资本开支、产能利用率、剪刀差这些信号(后面章章都讲),你会一个个学会读。
- **一份执行计划。**光看懂没用。你会拿到怎么左侧埋伏、右侧加仓、分批建仓控制仓位的做法,以及最难的那件事——什么时候、按什么规则卖出。
- **一张日常清单。**投资不是灵光一现,是日复一日的监测。你会得到一份能贴在桌上的清单:每周、每月该盯哪几个数据,数字到了什么位置该做什么动作。到最后一章,我们会把它拼成一套属于你自己的、能一直用下去的周期投资系统。

下一章,我们从最好懂、最接地气的一个周期开始——猪。一头猪,会把这台机器所有的零件,当着你的面演一遍。

第二章·猪周期：一头猪教会你的所有事

第二章·猪周期：一头猪教会你的所有事

你要真正搞懂周期股，最好的老师不是钢铁厂，也不是芯片厂，而是一头猪。上一章我们说周期永远杀不死。这一章，我们就找一个最土、最好懂、又最完整的例子，把一个周期从头到尾亲眼走一遍。走完这一遍，你脑子里会长出一个模板。后面讲铝、讲铜、讲航运、讲存储芯片，你会发现全是同一个故事换了层皮。

先给这个模板起个名字。它在中国有个特别接地气的叫法——

猪周期，说的是猪肉价格每隔几年就大涨大跌一轮，涨到你怀疑人生，跌到养猪的哭着卖猪，然后又涨回来。它不是意外，是养猪这门生意的结构决定的、几乎必然会发生的循环。

大白话：猪肉价格像坐过山车，而且是那种一圈一圈重复坐的过山车。不是有人捣乱，是这门生意本身注定这样。

一头猪从"决定养"到"能卖钱"，要一年多

要看懂这个循环，你得先记住一个数字：**时间延迟**。

假设今天猪肉很贵，养猪户老王赚翻了，他决定多养。但他不能凭空变出更多肉猪。他得先养**母猪**，让母猪怀孕（约4个月），生出小猪，再把小猪喂到出栏能卖（约6个月）。如果他连母猪都要新养，那从"决定扩大"到"猪肉真正上市"，前前后后要**一年到一年半**。

这里就藏着整件事的命门。老王今天做的决定，要等一年多以后才见效。也就是说——

农户永远在"看着现在的价格，做一年后的决定"。

你把这句话读三遍。它是整本书的钥匙。人开车时看着后视镜踩油门，一定会追尾。养猪户就是被迫看着后视镜踩油门的人。而且不是一个老王，是全国几百万个老王，同时看着同一面后视镜，同时踩油门。

把一整圈走一遍

现在我们让钟表转起来，一格一格走。

1. **价高。**猪肉贵，养一头赚很多。所有养猪户都眼红。
2. **补栏。**大家一拥而上留母猪、买小猪、扩猪场。这个动作叫补栏——就是往生产线里加产能。

补栏="我要多养点"，是把未来的供给往上顶的油门。

3. **过剩。**一年多以后，当初所有人一起踩的油门同时兑现，猪山一样涌向市场。可吃猪肉的人就那么多，供给远超需求。
4. **亏损。**猪太多，价格崩。崩到卖一头亏一头，养得越多亏得越狠。
5. **去产能。**亏到扛不住，养猪户开始杀母猪、退出、关场。这个动作叫去产能——把生产能力主动砍掉。母猪一杀，等于把一年后的供给提前判了死刑。
6. **价再高。**母猪少了，一年多后肉猪就少了，供给塌下去，猪肉又变贵……

回到第1步。这个圈能自己转，不需要任何外力，只靠"看着现在定未来"这一个毛病，就永远转下去。这就是**供需与产能的自我循环**。它必然过冲——就是每次都涨过头、也跌过头，从不温柔地停在刚刚好那个点上。

为什么必然过冲？因为等你看到价格高、决定加产能时，其实已经晚了一年；等你的产能兑现，市场早就掉头了。刹车和油门永远错拍。

最经典的领先指标：母猪存栏

现在关键问题来了：这个循环转到哪一步，你能不能**提前**知道？

能。看母猪。准确说，看一个官方每月都公布的数字——

能繁母猪存栏量：全国正处在能生小猪状态的母猪总数。它不是今天的肉，它是**约十个月后的肉**。今天母猪多，十个月后肉就多、价就跌；今天母猪被大量杀掉，十个月后肉就少、价就涨。

母猪存栏就是猪肉市场的"未来剧本"。它把一年后的供给提前写好了，只是很多人不看。

这就是一个教科书级的**领先指标**——它变化在前，你想预测的东西（猪价）变化在后。看肉价是看后视镜，看母猪存栏是看前挡风玻璃。**周期投资的全部功夫，就是找到并盯住那块前挡风玻璃。**第七章我们会专门讲怎么区分"领先"和"滞后"，这里你先记住母猪存栏这个原型。

真发生过：一轮活生生的过山车

这不是黑板上的推演。就在最近这些年，中国完整地演了一遍，量级大得吓人。

2018年非洲猪瘟爆发，大批猪被扑杀，能繁母猪存栏一路暴跌——从2017年的三千五百多万头，砍到2019年不足两千万头，**近乎腰斩**。这是一次极猛的"去产能"。母猪没了，十个月后肉自然塌。于是2019年下半年猪价一飞冲天，全国均价从十几元一公斤冲到**四十多元一公斤**，翻了一倍多。养猪的人赚到手软。

接着，剧本翻页。天价利润引来疯狂补栏，能繁母猪到2020年底又冲回四千万头以上。你已经知道结局了：一年后产能集中兑现，2021年猪价一路跌到**十二元出头**，跌破成本线，养殖户大面积深亏。曾经四十多块的猪肉，谁也没想到会跌成这样。

方向记住就好，别抠到分：瘟疫去产能→暴涨→疯狂补栏→暴跌深亏。一个完整的圈，两三年走完。

那个反直觉的时刻

现在讲这一章最反直觉、也最值钱的一句话。

当养猪户全都亏到开始杀母猪的时候，恰恰是猪价见底、下一轮要涨的时候。

为什么？因为杀母猪=去产能=亲手把十个月后的供给砍掉。此刻价格是最惨的（这是杀猪的原因），但正是这场大屠杀，注定了一年后的短缺和上涨。**最深的绝望，正在制造下一轮的暴利。**反过来，当所有人都在赚钱、疯狂补栏时，反而是在给一年后的崩盘挖坑。

这就是“别人恐惧时买入”的猪版本：你要买的信号，不是猪价好看，而是养猪户在流泪杀母猪。感受和数据的拧着的——这正是本书要反复训练你的。

把模板贴到重工业上

说好了这是全书的模板。现在当场兑现，把每一环翻译成后面的重工业周期，你先眼熟一下：

- **补栏**=企业**扩产**（价高时抢着上新产线）
- **能繁母猪存栏**=**在建产能**（还没投产、但注定未来会砸下来的供给）
- **肉价崩**=金属价、运价、芯片价**崩盘**
- **杀母猪去化**=行业**去产能**（关厂、停产、破产退出）
- **看肉价做决定**=全行业**追着价格追涨杀跌、必然过冲**

钢铁、电解铝、铜、航运、锂电、光伏、存储芯片——它们的“母猪存栏”分别叫资本开支、在建产能、产能利用率，但转的是同一个圈。**这个模板，你后面每一章都会用到。**看不懂一个陌生行业时，就把它还原成一头猪：现在谁在补栏？母猪存栏在增还是在减？大家是在赚钱扩产、还是在流泪杀母猪？

下一章，我们给这些周期股排个家谱，看看哪些是“猪”、哪些不是，以及为什么有的周期温柔、有的凶残。

第三章 · 周期股的家谱

上一章你陪一头猪跑完了一整圈：价高→补栏→过剩→亏损→去产能→价再高。你可能想直接把这套模板套到钢铁、油、芯片上去。别急。它们跑的是同一个循环，但转一圈的时间天差地别——猪一年多一圈，铜矿要十几年才转半圈。如果你拿养猪的耐心去等一座铜矿的拐点，你会在半路上就熬不住割肉。

所以这一章不给你一堆行业词条，给你一张**地图**。地图上每个行业按“转一圈要几年”排开，你一眼能看出：盯这个行业，我该准备一年的耐心还是十年的耐心，该盯的信号又是哪几根。先学会看地图，后面十几章的案例才不会各是各的散点。

决定周期长短的，是四个旋钮

为什么有的行业三年一轮、有的十年一轮？不是玄学。你可以把每个周期行业想象成一台机器，机器背面有四个旋钮，旋钮拧到什么位置，就决定了这台机器转一圈多慢、抖得多凶。你归类任何一个行业，都拧这四个旋钮就够了。

旋钮一：新增产能的建设周期

建设周期就是——从“决定要扩产”到“新东西真能出货卖钱”，中间隔多久。

这是四个旋钮里最重要的一个。它几乎单独决定了一个行业周期有多长。

为什么？回想第一章那句话：需求先动、产能后到。这个“后到”到底多晚，就是建设周期。养一批猪从补栏到出栏一年多；建一座存储芯片厂从破土到爬到满产要 2–3 年再加 1–2 年爬坡；而开一座新铜矿——从发现矿到真正产出金属，全球平均要 **15 到 18 年**。建得越慢，供给追上需求越晚，价格高位就撑得越久、崩得也越彻底。所以这根旋钮拧得越“慢”，周期就越长、越凶。

旋钮二：需求弹性

需求弹性指的是——价格涨了，大家会不会因此少买。

弹性大 = 一涨价买家就跑；弹性小 = 涨到天上也还得买。

猪肉贵了你可以改吃鸡；但工厂开工离不开电、盖楼离不开钢筋、手机塞不下更少的内存。需求越“刚”、越躲不开，价格就越能被供给的松紧牵着走出大波动。弹性小的行业，剪刀差（价格远高于成本的那段暴利）拉得更开。

旋钮三：供给集中度

供给集中度就是这行的产能攥在几家手里：是三五个巨头说了算（**寡头**），还是成千上万个玩家各干各的（**分散**）。

这根旋钮控制的不是周期长短，而是**它抖得有多规整**。养猪户几百万家，谁也管不住谁，见价高就一窝蜂补栏，见亏损就慌不择路地砍，所以猪周期又急又乱。存储芯片全球就三四家巨头，它们会互相看着脸色收着扩产——集中度高，去产能干脆、涨价也更有默契，周期反而更像一台节拍清楚的机器。

旋钮四：有没有金融或政策的放大器

有些行业本身建设周期不算离谱，但被**钱和政策**额外放大了一层。地产靠按揭撬动、靠土地财政和调控推着走；银行的资产负债表被整个宏观信贷周期牵着。这层放大器一挂上，周期就被拉得又长又沉，还多了一只看不见的手（政策）随时改规则。

四个旋钮：建得多慢、需求多刚、玩家多集中、有没有金融政策加杠杆。把它们拧一遍，你就能估出任何一个陌生行业的周期长短和脾气。

把主要品种排进家谱

现在用这四个旋钮，把你最常听到的周期品种从“短”到“长”排一遍。记住排序的核心是第一根旋钮——建设周期。

短周期（约 1-2 年一轮）：农产品、生猪

养一茬猪、种一季粮，产能一年内就能加上或砍掉；玩家又极度分散，谁也不看谁脸色。**为什么这么短**：产能能快速开关，供给追得上需求，价格来不及长期偏离就被拉回来。代价是又急又频，情绪化补栏砍栏让它像坐过山车。

中周期（约 3–4 年一轮）：存储芯片、化工、航运

- **存储芯片**：建一座厂 2–3 年再加爬坡，寡头格局。为什么是 3–4 年——建设周期不算超长，但每次巨头一起扩产，产能总在下一轮低谷才集中砸下来，供需错峰得几乎像钟表，被称为全球最凶的三年一轮（第十二章细拆）。
- **化工**：一套新装置一两年能建成，但品种繁多、投产扎堆，价格常在三四年里走一个来回。
- **航运**：订一条集装箱船到交船现在要 2–3 年、订单排满时拖到 3 年多。船一旦下水就得跑十几年，退不出去，所以运力过剩会压很久——这决定了航运的暴利来得猛、去得也拖（第十章的中远海控就是活标本）。

长周期（约 5–10 年甚至更长）：有色金属、煤炭、油气

这一支的共同点是——**要挖矿、要建大厂，产能一旦决定要动，好几年甚至十几年才见货**。开一座铜矿平均 15–18 年，一座大油田、大煤矿从勘探到稳产也动辄五到十年。**为什么这么长**：供给的手脚被绑得死死的，价格能在高位撑很久、也能在底部烂很久，一轮下来常要以十年计。你盯这一支，得备好“以年为单位”的耐心。

超长且被政策放大：地产、银行

房子盖起来不算慢，但地产被按揭、土地财政、宏观调控三重放大，一轮上下行能拖十几年；银行更是骑在整个信贷周期背上。第四根旋钮在这里被拧到底，周期又长又重，还随时可能被政策一句话改写方向。

同样是周期股，有两种活法

光会排周期长短还不够。地图上还有一条隐藏的分界线，画错了会让你在对的行业里赚不到钱——甚至亏钱。这条线分开两种周期股。

纯周期股：公司利润几乎完全跟着商品价格上下走，产量、市场份额长期原地踏步。典型是钢铁、电解铝——它们卖的是标准化大宗货，行业价格涨它就赚、跌它就亏，公司自己几乎改不了命。

成长型周期股：也有周期，但在周期的抖动之上，它的产量和市场份额在**长期往上爬**。比如靠逆周期不断买矿、把资源越攒越多的紫金矿业，或者不断迭代制程、份额稳住的部分芯片龙头。价

格低谷时它靠成长垫底，价格高峰时它跟着大赚。

一句话记住区别：纯周期股是“潮水涨落的一条船”，潮退了它就搁浅；成长型周期股是“一边随潮起伏、一边自己还在往上游的船”，潮退了它也在往前挪。

这条线直接决定你的**动作**：

- **纯周期股只能做波段**——低位买、高位卖，绝不能长拿。因为它没有向上的底子，你若在高点没走，下一轮它会把利润连本带利还回去。
- **成长型周期股可以长拿**——在周期低谷埋伏，之后即便扛过一两轮下行，长期成长会替你
把浮亏磨平、再往上带一程。

这就是第九章要用中国铝业和紫金矿业正面对撞的那道题的伏笔：同样是有色金属，一个是纯周期的典型、一个是成长型周期的典型，值不值得长拿，答案完全相反。你现在先把这条分界线刻进脑子。

收尾：先认支，再定耐心和信号

这一章你没背下任何“金句”，你拿到的是一套动作：面对任何一个你关注的行业，先拧四个旋钮——**建得多慢、需求多刚、玩家多集中、有没有金融政策放大**——估出它在家谱上属于哪一支；再问一句它是纯周期还是成长型。

认清了归属，两件最实际的事就有了答案：**该用几年的耐心**（短周期一两年、长周期以十年计），和**该盯什么信号**（转得快的盯库存、转得慢的盯资本开支）。地图有了，接下来的章节就是往地图上填信号——从下一章那根最灵敏的指针“库存”开始。

第四章 · 库存是最快的那根指针

第四章 · 库存是最快的那根指针

上一章你已经把周期股按"三年一轮"还是"十年一轮"排了个谱系。这一章我们只盯一件事：在一台走得很慢的周期机器里，**有没有一根走得最快、最先动的指针？**有。它叫库存。

先说结论，好让你带着往下读：库存是所有周期信号里最灵敏、最领先的一根，它常常在利润还没转、股价还没涨的时候，就先动了。学会读它，你就有了一只提前几个月的表。

钟表类比：秒针、时针，别看错针

把一家周期公司想成一只钟。它至少有两根针在转，快慢差好几倍。

快的那根是**库存周期**。

企业手里囤的原料和成品，会一会儿多一会儿少，多了就少进货少生产、消化一阵，空了再重新囤——这一囤一空的来回，就是库存周期。

它有个学名叫**基钦周期**（Kitchin cycle，1923 年英国人约瑟夫·基钦提出），一轮大约 **3 到 4 年**。这是钟上的秒针，动得勤、动得快。

慢的那根是产能周期，学名**朱格拉周期**（Juglar cycle，设备投资周期）。

工厂盖新的、买新的机器、扩新的产线——这种大动作的一涨一落，一轮要 8 到 10 年。

这是时针，动一下你几乎看不见，但它决定了这只钟的"大势"。第五章会专门拆时针，这一章我们盯秒针。

为什么秒针快？因为改库存太容易了。销量一好，我多进两车货、机器多开一班，几周就见效；要盖一座冶炼厂、一条锂矿产线，得几年才投产。**调库存是随手能做的事，调产能是伤筋动骨的事**。越容易调的东西动得越勤，所以库存永远是最快的那根指针。

四象限：这是本章的核心

光看库存"在加还是在减"没用，你还得知道当时"需求是好是坏"。把这两件事叉起来，就得到库存周期最有名的一张图——四象限。两个维度：

- **横轴——需求**：价格、销量、订单是在涨还是在跌。
- **纵轴——库存动作**：企业是在加库存（补库）还是在减库存（去库）。

两两组合，一轮周期正好走完四段，顺序是固定的一个圈：

1. **主动补库**——需求好，企业主动多囤货。生意火，老板赶紧进料、加班加点，库存越堆越高。这是**最景气、扩张最猛**的一段，价格和股价都在上冲。对应经济学里的"过热"。
2. **被动补库**——需求已经悄悄转弱，可货还在往里堆。老板还没反应过来，仍按老节奏进货，结果卖得慢了、库存被动升高。**这是见顶的危险信号**：库存创新高看着风光，其实是卖不动堆出来的。对应"滞胀"。
3. **主动去库**——需求差，企业主动砍库存。老板认清形势，停止进货、打折清仓、减产。这是**最惨的一段**，价格跌、亏损扩、股价在地板上摩擦。对应"衰退"。
4. **被动去库**——需求刚刚回暖，可企业还在减库存。订单开始零星回来，但老板被前面打怕了，不敢进货，仓库越卖越空。**这往往是拐点，是最好的买点区**。对应"复苏"——黎明前。

请把这四段和你的钱对齐着记：**被动去库买、主动补库拿、被动补库跑、主动去库躲**。最反直觉的是那两个"被动"——被动去库时账面还难看、新闻还在唱衰，恰恰是买点；被动补库时库存和利润都在高位、人人喊景气，恰恰该走。你赚的不是热闹时的钱，是别人还没看懂"被动"两个字时的钱。

四段一句话：主动补库=火（最猛）、被动补库=虚火（见顶）、主动去库=冰（最惨）、被动去库=回春（最佳买点）。

怎么读库存信号：都是公开数据

好消息是，这些信号不用内幕，全是公开的。从粗到细给你三层，越往下越贴近某个具体行业。

第一层，看全国工业的总库存。国家统计局每月公布**工业企业产成品存货同比**。

全国规模以上工厂手里成品货值，比去年同期多了还是少了。同比往上就是全行业在补库，往下就是在去库。

只用一个指标划库存周期，它最简单明了。想分出四象限，就再叠一个需求指标——工业企业营业收入同比或 **PPI（工业品出厂价格）同比**：营收/价格在涨还是跌，就是横轴；库存在加还是减，就是纵轴。记住一个次序：营收、利润、PPI 这些需求信号，通常比产成品库存**早动 1 到 2 个季度**——也就是说需求先转、库存后转，你要盯的正是这个时间差。

第二层，看 PMI 里的库存分项。制造业 PMI（采购经理指数）里，有两个专门的库存分项要分清：**原材料库存**和**产成品库存**。

前者是工厂手里的进料，进料多了说明它敢生产、看好后市；后者是卖不掉的成品，堆多了说明需求在变差。

一个健康的补库拐点，常是原材料库存先起来（工厂开始敢进料）、产成品库存还在低位。PMI 每月月末发布，比统计局的存货数据还早几天，是更靠前的一眼。

第三层，看具体行业的社会库存。这是最贴身的。每个品种都有专门的**社会库存数据**（社会上所有仓库里这个东西的总量，不只是某家公司）：螺纹钢有钢厂库存和社会库存、铜有交易所库存和保税区库存、铁矿石看港口库存、电解铝看铝锭库存。这些数字大多来自专业商品资讯机构（如上海有色网 SMM、各期货交易所、钢联等），很多按周甚至按日更新——比宏观月度数据快得多。当一个品种的社会库存连续几周异常下降、又赶上现货价格开始上翘，那就是“被动去库”最直白的现场证据。

关键洞见：库存领先利润，但库存也会骗人

为什么值得这么费劲盯库存？因为**库存拐点常常领先利润拐点**。等财报里的利润转正，股价早涨完了——利润是滞后指标（第七章细讲）。而“被动去库”这个阶段，需求刚回暖、货已经卖空、价格开始翘头，利润在报表上还是负的、市盈率还是难看的——这正是黎明前最黑的那一段，也是你能用公开数据提前看到、别人还不敢下手的窗口。

但别把秒针当上帝。库存会骗人，有两个坑必须记住：

- **一次去库不等于大周期反转。**库存三四年就转一圈，中间还有各种小抽动。一次漂亮的去库，可能只是补了个短短的小库存周期，价格弹一下又回去——因为上面那根产能时针还

没动，供给的大山还压着。

- **秒针要配着时针看。**真正的大底，是"被动去库"这根快针，撞上"全行业停止扩产、开始砍产能"那根慢针——秒针报复苏、时针也确认出清，两针共振，才是能重仓的大机会。

所以这一章给你的，是一只提前几个月的表，不是一张藏宝图。它让你比看利润的人早看见拐点，但它单独说了不算数。下一章我们就去拆那根走得最慢、却决定所有大顶大底的时针——**资本开支**。把秒针和时针一起读，你才算真正学会看这台周期机器的时间。

第五章·资本开支：所有大顶大底的母体

第五章·资本开支：所有大顶大底的母体

上一章我们盯着库存这根指针，它告诉你现在货多货少。但库存只管眼前几个月。真正把一行行业从天堂拖进地狱、再从地狱拽回来的那只手，藏在更深的地方——它就是**资本开支**。这一章你要学会读它，因为几乎每一个惊心动魄的大顶和大底，都是从这里孕育出来的。

先说清楚：什么是资本开支

资本开支（英文 capex, capital expenditure）指企业花钱去买地、盖厂房、买设备、扩产能的支出。

说人话：不是买原料、发工资那种花完就没了的钱，而是花一笔大钱建一个能用很多年的“下蛋的机器”。买一台一年就用完的原料是成本，盖一座能开二十年的工厂是资本开支。

为什么它是“母体”？因为周期有两条腿：一条是需求，一条是供给。需求这条腿变化又快又难预测，你今天很难知道明年大家会不会多买。但供给这条腿，其实早就被写好了——它由几年前的资本开支决定。

你可以把资本开支想成**种子**。一家钢厂今天决定投资建一条新产线，钱花下去，但产线不会明天就出钢。它要建两三年才投产，一投产就是十年二十年的产能压在市场上。所以今天你看到的价格暴涨，是几年前“没人种种子”的结果；而今天所有人疯狂种下的种子，几年后会成长成一片压垮价格的产能森林。**资本开支决定的不是现在的供给，而是三到五年后的供给。**

那条致命的因果链

把周期股所有的故事拆开，内核几乎都是同一条链。请慢慢读，这条链你背下来，比任何图表都值钱：

1. 某个东西（铜、猪、船、锂、内存）供给短缺，**价格暴涨**。
2. 这个行业里的公司突然赚得盆满钵满，账上全是现金。
3. 赚钱效应刺激所有人——老玩家扩产、新玩家涌入、银行也愿意借钱——**全行业资本开支飙升**，人人都在盖新厂。

4. 但产能有建设周期。两三年后，当年那一批项目**集中投产**，供给像开闸的水一样涌出来。
5. **供给过剩**，价格开始崩。
6. 价格跌破成本线，**全行业亏损**，现金流断裂。
7. 没人再敢投资，大家**停止扩产、砍掉资本开支**，弱者破产退出，产能被动收缩。
8. 几年后供给收缩到位，需求慢慢追上来，**价格见底反弹**——新一轮又开始了。

看懂这条链，你就抓住了本书最反直觉、也最值钱的两句话：

顶部的信号，是全行业疯狂扩产；底部的种子，是集体停止投资。

价格最高、新闻最热闹、公司利润最漂亮的那一刻，恰恰是产能扩张最凶的时候——这些产能正在路上，几年后会把价格砸穿。反过来，价格最惨、公司亏到停产关厂、报纸说这个行业“没救了”的那一刻，恰恰是没有任何一颗新种子被种下——供给正在悄悄枯竭，为下一轮上涨腾出空间。

去哪里读到这个信号（可操作）

光懂道理没用，你得知道信号在哪儿。资本开支不是玄学，它被明明白白写在几个地方。给你一份可以照着抄的监测清单：

- **行业固定资产投资完成额（累计同比）**。国家统计局每月发布，分行业口径。看你盯的那个行业（比如采矿业、有色、化工、电气机械）的投资是同比大涨还是转负。**投资增速冲高**是产能要来的预警，**投资增速转负、持续下滑**是底部在酝酿。以2026年1—5月为例，全国固定资产投资同比是负的，而采矿业却还在增长约6%——不同子行业冷热分化，正是你要读的东西。
- **龙头公司财报里的两行字**。现金流量表里“**购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金**”这一行，就是这家公司当年真金白银花出去的资本开支；资产负债表里的“**在建工程**”（还没盖完、还没投产的项目），代表**未来即将变成产能的东西**。在建工程连续几个季度暴增，就是供给洪水的水位在涨。
- **行业新增产能规划与在建产能统计**。行业协会、券商研报会汇总“未来两三年计划新增多少万吨/多少条产线”。这是最直接的供给预告片。
- **招标、开工、投产的新闻**。某龙头“投资XX亿新建基地”密集出现，是扩产潮的地面证据；反过来，“停产”“检修”“延迟投产”“退出该业务”密集出现，是收缩的地面证据。

一句话记法：宏观看统计局的行业投资增速，微观看财报的“购建固定资产”和“在建工程”，两头对上了，信号才算实。

关键在那个时间差

为什么这套东西能让你埋伏，而不是追涨杀跌？答案就是**建设周期造成的延迟**。

资本开支见顶，到产能投产、供给过剩、价格真正见顶，中间隔着整整的建设时间——矿山三到五年，化工大装置两三年，晶圆厂两三年，一艘船一两年。这段延迟意味着：**当你从投资数据里看到扩产潮已经封顶时，价格往往还在涨，市场还在狂欢**。你有时间从容离场。

底部同理。当你看到全行业资本开支断崖式下滑、在建工程归零，你也知道供给不会立刻减少（在建的还得建完），但几年后一定会紧。**这个延迟就是留给你的埋伏窗口**——你不需要精确抄底，你只需要在种子停止播种、而价格还趴在地上的那段时间里，慢慢把仓位建起来。

这也是为什么库存指针（上一章）和资本开支要一起看：库存告诉你短期的拐点火候，资本开支告诉你这轮周期的长度和力度。短指针定时机，长母体定方向。

反直觉收尾：新闻越亢奋，越该逃

把这一章浓缩成一个能救命的直觉：

当报纸、研报、朋友圈都在报道某个行业“史上最大扩产计划”“产能军备竞赛”“龙头狂砸千亿建厂”时，往往正是你该逃的时候——那片种下去的产能，几年后会亲手埋葬现在的高价。

而当龙头都在关厂、砍资本开支、在建工程归零、整个行业没人敢再投一分钱、连券商都不再覆盖它时，别害怕——底部的种子，正是在这种无人问津里悄悄埋下的。

普通人看到扩产军备竞赛，感到的是兴奋和踏空的焦虑；看到全行业关厂，感到的是恐惧和远离。而你现在知道了：这两种情绪，恰好都指向了相反的正确动作。资本开支这只手很慢，但它从不说谎——它花掉的每一分钱，几年后都会变成压在价格上的产能，或者变成价格底下抽空的真空。

下一章，我们把这条链继续往前推一步：当产能真的过剩、价格崩到成本线以下，会出现一个更极端、更精确的抄底信号——**剪刀差、产能利用率见底、全行业亏损**。那是底部最后、也最可靠的一声闷响。

第六章·剪刀差、产能利用率与全行业亏损

第六章·剪刀差、产能利用率与全行业亏损

前两章你学会了看两块"前挡风玻璃"：库存指针告诉你货堆得多不多，资本开支告诉你未来会不会砸下来一堆新产能。这一章，我们把镜头从"量"转到"钱"和"松紧"。你要盯的三盏灯是：现在这门生意还赚不赚钱、供需到底有多紧、以及最惨的那一刻是不是已经到了。它们分别叫剪刀差、产能利用率、全行业亏损。

这一章有个特别拧巴的结论，我先撂在这儿，你带着它往下读：**财报最难看、新闻最悲观的时候，往往就是拐点最亮的那盏灯**。但灯亮不等于能抄，中间差着一个关键动作，我们最后讲。

周期股赚的不是价格，是价差

新手最爱犯的错，是盯着产品价格看。铝价涨了，就以为铝厂赚了；猪价涨了，就以为养猪的赚了。错。你要盯的不是价格，是——

价格-成本剪刀差：产品卖多少钱，减去造它的主要成本，剩下的每一单位的毛利。它像一把剪刀的两片刃，一片是售价，一片是成本，你真正赚的是两片刃之间张开的那个口子。

大白话：你卖一吨铝赚多少，不看铝卖多少钱，看"铝卖多少钱"减掉"造这吨铝花多少钱"。口子张得大就暴利，口子闭上就白干，口子变成负的就是卖一吨亏一吨。

为什么必须这么看？因为周期股的成本自己也在剧烈波动，而且常常和售价一起动。举个能把你醒的例子：**电解铝**。造一吨电解铝，最大三块成本是氧化铝、电、和阳极（碳素电极），加起来占九成。按2025年初的一个口径，氧化铝约占43%、电力约占36%、阳极约占13%。这里最要命的是氧化铝——它本身也是个周期品，价格能翻着倍地窜。

所以会出现这种事：铝价明明涨了，铝厂却更亏了，因为氧化铝涨得比铝还凶，剪刀口不但没张开反而闭死了。反过来2025年初那波，铝厂盈利大幅改善，主因不是铝价飞了，而是**氧化铝成本塌下来**，剪刀口被从成本这一侧撑开了。你只盯铝价，会把这一切看反。

再看两个后面要专门讲的行业，你先把"盯价差"的肌肉记住：

- **养猪**：盯猪价 vs 饲料（玉米、豆粕）+ 仔猪成本。猪价从十几块跌到十块出头，同时饲料没跌，剪刀口就直接翻负——2026年初自繁自养每头猪动辄亏两三百元（成本最低的龙头才只亏几十元），就是这么来的。
- **集运**：盯运价 vs 燃油 + 租船的日租金。运价高但燃油和船租一起飙，赚的没有账面看着那么多；运价一旦崩、船租却锁死在高位，剪刀口瞬间反转。

价差扩大=暴利来临；价差收窄到零附近=行业勉强糊口；价差跌成负的=全行业亏。

记住这把剪刀。它是你判断"现在这门生意到底赚不赚钱"的第一盏灯。

产能利用率：供需松紧的温度计

第二盏灯，量供需的松紧。它有个朴素的名字——

产能利用率，也叫开工率，就是工厂实际生产出来的量，占它最大能生产量的比例。满负荷跑就是100%，一半机器停着就是50%。

大白话：一家工厂能力气全开能造100吨，实际只造了70吨，开工率就是70%。它是"这个行业到底忙不忙"的体温计。

怎么读这支温度计？很简单，分两头看：

- **开工率打满了、还满足不了需求** → 产能是硬约束，多一分需求就得抢，**价格要涨**。电解铝就是典型：国家给它划了4500万吨的产能天花板，2024年运行产能已经贴着天花板、产能利用率高到98%以上，几乎无路可加。这时候只要需求一起来，价格就没有缓冲，直接往上顶。
- **开工率跌到很低、货还卖不掉** → 供给严重过剩，工厂宁可停机也造不出利润，**价格要跌、且跌势难止**。

你能盯的口径有好几个，由粗到细：全行业开工率（很多行业协会、数据商每周每月发）、龙头公司季报里的产能利用率、以及"日产量/年化产量"这种换算值（比如电解铝就常用日产多少万吨

来推年化)。你不必样样精通，选一个你盯的行业里最权威、更新最勤的那个口径，长期跟住它的**变化方向**就够了。

把前两盏灯连起来：**剪刀差告诉你现在赚不赚钱，产能利用率告诉你供需有多紧**。但光有这两个还不够，因为它们都可能在底部区域“横很久”——亏着、开工率也低着，却迟迟不涨。缺的是第三盏灯。

全行业亏损：最惨的一刻，最亮的一盏灯

现在讲这一章的题眼，也是全书最反直觉的地方之一。

你会本能觉得：一个行业亏得连龙头都赔现金，是最坏的消息，该躲。但在周期投资里，这恰恰是你要等的那个信号。为什么？我们得引入一个概念——

产能出清：亏损像一场大逃杀，逼着成本最高、扛不住的那批产能主动退出市场——关厂、停产、破产。供给被真真切切地砍掉一块。

大白话：价格便宜到造一个亏一个，最贵的那批工厂先扛不住关门。工厂一关，市场上的货就少了，这是供给真正收缩的开始。

要讲透它，你得脑子里有一张**成本曲线**。把全行业所有工厂按造货成本从低到高排成一队：最左边是成本最低的（比如用便宜水电的铝厂、养殖效率最高的猪企），最右边是成本最高的（老旧高耗能的厂、效率差的散户）。市场价格是一条横线，划在这条队伍上。

价格跌到哪里，横线就压到哪里；横线右边那些“成本比价格还高”的产能，每造一单位就亏现金，迟早被迫停产。

关键就在这句：**价格一旦跌破边际高成本产能的现金成本，这批产能就被迫停机，等于给价格砌了一块地板**。因为它们一停，供给收缩，价格就跌不下去了——再跌就把更低成本的厂也逼停，供给缺口更大，反而推价格回头。所以全行业深亏、开始成片减产的时刻，正是供给这一侧被强行收缩、为下一轮涨价埋下种子的时刻。这跟上一章猪周期里“养殖户流泪杀母猪”是同一件事：**最深的绝望，正在亲手制造下一轮的短缺**。

2026年初的养猪业就在演这一幕：猪价刷新十余年低点、全行业每头深亏，能繁母猪从三千九百多万头开始被迫调减，牧原这样的龙头都在主动砍母猪。这就是产能出清正在发生的样子——不是嘴上说难，是账上真在亏、栏里真在减。

三盏灯要合看，别单看一盏

现在把三盏灯摆一起。任何一盏单独看都会骗你，合起来才是完整的仪表盘：

- **剪刀差**：现在这门生意赚不赚钱？（毛利是正是负）
- **产能利用率**：供需有多紧？（开工率打满还是半停）
- **全行业亏损 + 减产出清**：拐点是不是在酝酿？（是不是真有厂在关、在破产）

你的可监测清单，就是把这三盏灯落成几个能定期查的东西：

1. **行业毛利/价差**：产品价格减主要成本，很多数据商直接算好“吨毛利”“头均盈利”发出来，跟住它的正负和方向。
2. **开工率/产能利用率**：行业协会、券商、数据商的周报月报，看它是往满里走还是往停里走。
3. **上市公司整体盈亏**：不是看一家，是看整个板块季报——龙头是不是也开始亏现金了。
4. **减产、检修、破产新闻**：这是“嘴上难”变成“真出清”的实锤。关厂、停线、检修停产、破产重整、龙头主动调减产能，一条条数。

反直觉收尾：等到看见真减产，而不是只看跌得够多

回到开头那句拧巴的话，现在把它补完整。

财报最难看、新闻最悲观、券商研报标题写着“这个行业还要亏多久”、身边人都在喊“这行完了”的时候——恰恰是拐点最亮的那盏灯。因为悲观本身不制造拐点，**悲观逼出来的减产出清才制造拐点**，而全行业亏到极限，正是出清的燃料。

但请你务必记住最后这半句，它能救你的本金：

要等到你亲眼看见真实的减产和出清——工厂真在关、母猪真在杀、龙头真在破产——才是买点；而不是只凭“价格已经跌得够多、够便宜”就抄底。

价格能跌，还能更跌，"便宜"不是底，"供给开始真收缩"才是底。很多人死在"跌了这么多总该反弹了吧"上——那不是分析，是赌。你要的是那张成本曲线右端真的开始熄火、那份季报里龙头真的开始亏现金、那条新闻里真的有厂在关门。三盏灯一起亮，出清的实锤落地，你才在别人还在哭喊"完了"的时候，冷静地把手伸出去。

下一章，我们要解决一个更底层的问题：这些信号里，哪些是"前挡风玻璃"（领先），哪些其实是"后视镜"（滞后）？分不清这个，你会拿着滞后指标当领先指标用，永远慢半拍。

第七章·领先指标 vs 滞后指标

第七章·领先指标 vs 滞后指标

前面三章，我给了你六盏灯：库存四象限、资本开支母体、剪刀差、产能利用率、全行业亏损。上一章结尾我抛了个问题——这些信号里，哪些是"前挡风玻璃"，哪些其实是"后视镜"？这一章就把它收拢成一套仪表盘，并且教你干一件最重要的事：**永远盯前挡风玻璃开车，只拿后视镜偶尔瞄一眼确认，绝不靠它决定方向盘往哪打。**

先把两个词钉死，这是全章的地基。

领先指标：变化发生在价格和景气拐点**之前**的信号。它是原因那一端——供给要不要建、货堆没堆起来、期货市场对未来押了什么价。

滞后指标：等结果已经出来、才被动反映的信号。它是结果那一端——赚了多少钱、市盈率变没变、分析师喊没喊、股价创没创新高。

大白话：领先指标是"路况"——前面有没有堵车、要不要建新路、隧道口积没积水；滞后指标是"后视镜里的风景"——你刚开过的那段路好不好走。用后视镜判断前面的路，就是周期投资里最常见的死法。

看后视镜开车

为什么这个类比这么关键？因为周期股的"路况"和"后视镜风景"经常是**反着的**。当你在后视镜里看见一路阳光灿烂（利润暴增、股价新高），往往是因为车正冲进前方的暴雨区——景气顶部。反过来，后视镜里一片泥泞（全行业亏损、股价新低）时，前方常常正是放晴的路口——底部。

这不是玄学，是时间差造成的。领先指标动在因果链的上游，滞后指标动在下游，中间隔着好几个季度的传导。等下游的利润、市盈率、研报把好消息完整地反映出来，上游的资本开支和库存可能早就掉头了。你若拿下游信号当买卖依据，等于永远慢半拍，而且这半拍恰好卡在最贵和最便宜的反面。

一张对照清单

把六章的信号连同一批新面孔，摆成一张你能定期查的表。左栏是你该重仓依赖的，右栏是你该警惕的。

领先指标（盯这些，做决策）：

- **资本开支 / 在建产能**：钱和产能什么时候砸下来，决定两三年后的供给。它领先得最远。
- **库存拐点**：主动去库、被动去库的切换，比价格更早告诉你供需在往哪走。
- **期货价格 / 期货曲线**：市场用真金白银对未来价格投的票，天然带着前瞻。
- **开工率 / 产能利用率**：供需松紧的实时温度，打满还是半停，先于价格变。
- **上游原料价、价差（剪刀差）**：成本端一动，往往先于成品景气反映出来。

滞后指标（只用来验证，别用来做买卖点）：

- **净利润 / 每股收益（EPS）**：季报出来才知道，反映的是上个季度的事。
- **市盈率（PE）**：分母是滞后的利润，所以它整个是滞后的，而且在周期股上常常反向（下章专讲）。
- **券商研报评级、目标价**：分析师看着已经发生的景气写字，集体转向常在拐点之后。
- **大众情绪、社交媒体热度**：人群是被结果推着走的，最热和最冷都出现在拐点两侧的极端。
- **股价创新高本身**：新高是“已经涨过了”的证据，不是“还会涨”的原因。

散户为什么偏偏都盯右栏

现在讲这章最反直觉、也最伤人的一点。**大多数散户，恰恰把决策权全押在了滞后指标上。**

他们等财报暴增才敢买——可利润暴增往往出现在景气顶附近。等一堆研报打出“强烈推荐”“上调目标价”才敢买——可研报井喷也在顶部。等市盈率算出来“很便宜”才敢买——可周期股利润最高时PE最低，那正是最危险的时刻。等股价创新高、身边人都在赚才敢追——那是列车已经开出很远的信号。

卖的时候同样反着来：等亏损披露了才慌，等研报撤销覆盖、大家喊“这行完了”才割——可这些恰恰扎堆在底部区。**他们不是没在看指标，是把因果链的两端拿反了：拿结果当预兆。**

为什么人会集体这样？三个很硬的心理原因，你得认识它们，才躲得开：

1. **滞后指标好获取**：利润、PE、研报评级都是现成数字，打开软件就有；而库存拐点、在建产能得自己去扒、去算，费劲。人天然选省力的那条路。
2. **滞后指标给人安全感**：财报已经暴增、研报都说好、股价在涨——买进去"感觉很踏实"。而领先指标要你在利润还难看、没人看好时下手，那种别扭正是它有效的原因。
3. **滞后指标符合从众**：大家都看到的信号，跟着做不孤单。可周期投资的超额收益，恰恰来自你敢在人群的反面站着。

滞后指标最亮的时候，正是它最没用、甚至最危险的时候——因为那束光，是拐点已经过去的回声。

研报与卖方情绪：一盏可以反着读的灯

右栏里，研报和卖方情绪值得单拎出来讲，因为它不只是慢，还能被你**反用**。

券商的卖方分析师，工作是盯着已经发生的景气写字。所以他们的集体动作有极强的滞后性和从众性，恰好能当反向指标读：

- **券商集体上调、研报井喷、开始给"远期市值空间" "三年后能到多少"**——当卖方连未来好几年的乐观都提前透支进目标价，往往是景气末期，好消息已被讲尽。
- **集体下调评级、纷纷撤销覆盖、研报无人问津、路演没人来**——当一个行业冷到分析师都懒得跟了，常常是底部区，坏消息已被讲尽。

华尔街有个现成的例子能佐证这套逻辑：美银有个"卖方指标"，专门统计策略师建议的平均股票仓位，把它当**反向情绪信号**用——历史上卖方越是极度看多，前方回报越差；越是极度看空，前方回报越好。2000年顶部时这个建议仓位冲到70%以上，2007年高点前也过了65%。逻辑和你盯的周期研报一模一样：**卖方越亢奋，越接近顶**。

怎么用：别把研报当买卖指令，把它当"人群体温计"。满屏"强烈推荐"时你该警觉，一片撤销覆盖、鸦雀无声时你该竖起耳朵——但真正扣扳机，还得回到左栏的领先指标去核对。

利润和PE为什么是滞后甚至反向

这里先埋个引子，细账留给下一章。你只要记住机制：周期股的利润，跟着价格景气走，天然滞后于供给和库存这些上游变量。而PE的分母正是这个滞后的利润——**景气顶部利润被推到最高，PE被算得最低，看起来最"便宜"，其实最贵；景气底部利润塌成负的，PE要么是天文数字要么算不出，看起来最"贵"，其实最便宜。**所以在周期股上，拿PE找买点，方向常常整个是反的。为什么这么反直觉、又该怎么正确用估值，是第八章的主题。

操作原则：决策权重给领先，滞后只用来验证

把这章收成一条能执行的纪律，只有一句：

决策权重全给领先指标；滞后指标只用来验证和警惕，绝不用来做买卖点。

拆成三步给你：

1. **买卖信号，只从左栏取。**产能要不要收缩、库存有没有拐、期货和价差在往哪走、开工率打没打满——你的进出场决定，从这些里长出来。
2. **滞后指标当交叉验证。**看见领先指标转好、再看到利润开始跟上，那是确认；但确认不是发令枪，发令枪早已在领先指标那里响过了。
3. **滞后指标极端时，反着当警报。**研报一片颂歌、PE看着最便宜、股价天天新高——不是加仓理由，是收手信号；反过来，无人问津、亏声一片，才是把左栏的清单重新翻出来仔细核对的时候。

你会发现，这套原则让你和人群天然错开：别人等后视镜里阳光灿烂才踩油门，你在路况显示前方放晴、后视镜还一片泥泞时就已经挂挡。慢半拍还是快半拍，全看你把权重押在因果链的哪一端。

下一章，我们就把右栏里最迷惑人的那一个——PE，单独拎出来解剖。你会看到一个彻底反直觉的结论：**周期股的低市盈率，往往不是买点，而是卖点。**为什么"便宜"会骗人、又该用什么估值尺子替代它，我们下章讲透。

第八章·低 PE 是卖点：周期股估值的反直觉

第八章·低 PE 是卖点：周期股估值的反直觉

你大概听过一句股市常识：**市盈率越低越便宜，越便宜越该买**。这句话在成长股上没错，在周期股上却是个致命陷阱。这一章我要把这个陷阱拆开给你看——为什么周期股盈利最好、PE 最低的那一刻，恰恰是最危险的顶部；为什么它亏损、PE 高得离谱甚至根本算不出来的时候，往往是最安全的底部。然后我给你两把比 PE 靠谱得多的尺子。

先说清 PE 是什么，它在成长股上怎么用

市盈率 PE，就是股价除以每股盈利。

你花多少钱，买公司一年赚的一块钱。PE 10 倍，意思是照现在的赚钱速度，10 年回本。

对一家盈利稳定、每年缓慢增长的公司（比如卖酱油、卖电力的），这把尺子很好用：盈利这个分母是个平稳的数，PE 低就是真便宜，PE 高就是真贵。这套直觉你用了很多年，它一直没骗过你。

但周期股的盈利不是平稳的数。它像坐过山车——顶部一年能赚出过去五年的总和，底部能把这些全亏回去。**当分母本身在剧烈晃动，用它算出来的 PE 就会彻底失真。**

分母陷阱：一道算术题

假设有一家电解铝公司，我们叫它「甲公司」。跟着它走一个周期：

- **景气顶部（第 1 年）**：铝价飞涨，甲公司一年净赚 100 亿。市场很兴奋，把它的总市值推到 1000 亿。算一下 $PE = 1000 \div 100 = 10$ 倍。你打开软件一看：「才 10 倍！这么便宜的周期龙头？」于是你买了。
- **两年后（第 3 年）**：铝价崩了，全行业杀价，甲公司这一年不但没赚，还亏了 20 亿。分母 E 变成负数，PE 算出来是负的，或者软件干脆显示「——」，没有意义。这时候股价可能已经跌到 400 亿。你一看：「亏损，PE 都没有，这垃圾谁碰谁死。」于是你不敢买。

看出问题了吗？你在 PE=10「便宜」时买在了顶，在 PE 无意义「危险」时躲开了底。**你把方向坐反了。**

根子在分母。顶部盈利 E 巨大，再高的价格除下来 PE 也显得小；底部盈利趋零甚至为负，再低的价格除下来 PE 也大得吓人。**PE 低，不是因为价格便宜，是因为盈利见顶——而盈利见顶，正是周期该结束的信号。**

彼得·林奇：周期股要在高 PE 时买、低 PE 时卖

这不是我编的反常识，是华尔街最有名的基金经理彼得·林奇在《彼得·林奇的成功投资》和《战胜华尔街》里反复强调的。他的原话大意是：

低市盈率对大多数股票是好事，对周期股却不是。如果一家周期公司开始以很低的市盈率交易，那多半说明它已接近繁荣的尾声——聪明的投资者早就在卖了。反过来，高市盈率对大多数股票是坏事，对周期股却常是好事：通常意味着最糟的时候正在过去，生意快要好转。

为什么？因为周期股的价格是市场对**未来**盈利的预期，而 PE 里的盈利是**过去**发生的。顶部时，价格已经开始反映「好日子要到头了」的担忧而下跌，但分母还挂着刚刚创下的天量利润，两者一除，PE 就异常地低。底部时，价格已经开始反映「最坏过去了」的预期而回升，分母却还是那个亏损或趋零的数，PE 就异常地高。**价格在往前看，盈利在往后看，这个时间错位就是分母陷阱的物理本质。**

换一把尺子（一）：市净率 PB

既然盈利这个分母靠不住，我们换一个更稳的分母：净资产。

市净率 PB，就是股价除以每股净资产。

净资产是公司把厂房、设备、存货、现金全卖掉、还清欠债之后，剩下归股东的家底。PB 就是：你花多少钱，买公司一块钱的家底。

PB 为什么比 PE 靠谱？因为一家电解铝厂的净资产——那些电解槽、厂房、土地——不会因为今年铝价崩了就一夜蒸发。**盈利可以从 100 亿跌到亏损，净资产却相对稳定。**用一个稳的分母，PB 就不会像 PE 那样在顶底之间上下翻飞骗你。

周期股底部有个惊人的现象：**股价常常跌破每股净资产，也就是 PB 小于 1**。这意味着市场给这家公司的定价，比它清算变卖的家底还低——等于说「这些厂房设备白送你，还倒贴」。这是极度悲观的印记，通常只在全行业哀鸿遍野、没人相信春天会来时才出现。而这，往往就是底部。

所以别孤立地看 PB 是 0.8 还是 1.5，要看**它在自己历史上的分位**：把这家公司过去 10 年、跨越一整个周期的 PB 排个序，现在这个数落在最低的 10%、还是最高的 10%？**PB 历史分位是比 PE 稳得多的锚**——低分位是市场极度悲观的读数，高分位是极度乐观的读数。

换一把尺子（二）：重置成本

还有一把尺子，它直接连着我们在第 5 章讲的资本开支逻辑。

重置成本，就是现在从零开始、重新建一套一模一样的产能，要花多少钱。

别人现成的一座铝厂摆在那，你要自己从头盖一座同样大的，得砸多少钱进去。

把它跟股价对应的总市值比一比，你会看到一个决定供给的开关：

- **当市值远低于重置成本**：等于「买现成的比自己盖还便宜一大截」。这时候没有哪个理性的新玩家会去砸钱盖新厂——自己盖太贵，不如去二级市场把现成公司买了。**新供给进不来，产能就难以增加**，这正是我们要找的底部安全边际。你花的钱，背后是实打实、且短期造不出来的产能。
- **当市值远高于重置成本**：等于「盖一座新厂比买现成的便宜」。这会把全世界的钱和野心都吸引进来疯狂扩产（这就是第 5 章那个 capex 狂潮的起点），新产能像洪水一样涌出，把价格砸垮。**市值高过重置成本，是顶部的火药味。**

重置成本的好处是，它把估值从「市场情绪」拉回到「造一套东西要花多少真金白银」，这个数不会随情绪飘。它还天然呼应了周期的因果链：**供给要不要来，取决于盖新厂划不划算，而这就写在市值和重置成本的比值里。**

把三把尺子拼成一个框架

现在给你一个可以直接上手的估值流程。周期股别单看 PE，按这个顺序过一遍：

1. **PB 历史分位**：把当前 PB 放进这家公司跨一整个周期的历史里排序。落在最低 10%–20% 分位，尤其跌破 1，是市场极度悲观、值得关注的信号；落在高分位则是乐观见顶的警告。
2. **市值 vs 重置成本**：市值远低于重置成本，供给难增，底部安全；远高于，扩产将至，顶部危险。
3. **用正常化盈利算 PE，而不是当期盈利**。

第三条要特别说。*正常化盈利*，就是把一整个完整周期里的利润拿来平均，得到一个「不好不坏的平常年份大概能赚多少」的数，用它当分母，而不是用顶峰或谷底那个极端值。

别拿它景气最疯那年赚的 100 亿当常态，也别拿它亏损那年当常态。把一个周期里赚的赚的亏的全加起来除以年数，得到一个平均利润，用这个算 PE 才不会被顶底忽悠。

这正是「价值投资之父」格雷厄姆的做法。他早就警告过：对盈利剧烈波动的周期公司套用「低 PE 就买」的筛子会害死人——它们恰恰在好年份卖高价、显低 PE（该卖），在坏年份跌低价、显高 PE 或没有 PE（该买）。他给的解药是：**算周期股的估值，要用过去 10 年左右（覆盖一整个周期）的平均盈利**，而不是任何单一年份。用正常化盈利算出来的 PE，才是那个没被过山车扭曲的、可以横向比较的真实估值。

反直觉收尾

把这一章收成一句你要刻在脑子里的话：

在周期股上，一个「便宜的 PE」往往是陷阱，一个「贵得离谱、甚至根本没有的 PE」往往是礼物。

因为低 PE 的背后是见顶的盈利，是即将掉头的价格；而高到没有的 PE 背后，是亏损出清、供给见底、悲观到极致——是别人恐惧的地方。你手里现在有三把不会被过山车骗的尺子：**PB 的历史分位、市值和重置成本的比值、用整个周期平均利润算出的正常化 PE**。下一章，我们就拿中国铝业和紫金矿业这两个真家伙，把这套尺子实地量一遍。

第九章·中国铝业与紫金矿业：有色金属的两种活法

第九章·中国铝业与紫金矿业：有色金属的两种活法

前面八章，你手里已经攒了一套工具：怎么看一台**周期机器**怎么转（第1章），怎么分辨**纯周期股**和**成长型周期股**（第3章），怎么读库存、资本开支、产能与亏损（第4到6章），怎么用重置成本而不是低市盈率去判断拐点（第8章）。工具再多，不落到真公司上就永远是纸上谈兵。

这一章，我们把两家真公司摆在一起看。它们同在**有色金属**（金、银、铜、铝、锌这些不含铁的金属，价格随全球经济冷热大起大落）这条赛道上，都是标准的周期股，可它们的活法完全相反。一家教你「做波段、认拐点、别恋战」，另一家教你「找对了就长拿、越跌越买」。看懂它们的差别，你就真正分清了周期股里能碰不能碰的两类。

中国铝业：一台被政策封了顶的纯周期机器

中国铝业（A股 601600、港股 2600.HK，俗称「中铝」）是中国最大的铝生产商之一，主业是从铝土矿到氧化铝再到电解铝这一整条链。它是我们讲过的**纯周期股**的活标本——它的利润几乎不来自「自己越做越大」，而几乎全部来自一样东西：**电解铝**（用电把氧化铝电解成金属铝，是耗电大户，一吨铝的成本里电费占大头）的价格此刻是高是低。

一句话：买中铝，你赌的不是这家公司会长大，你赌的是铝价这一轮会不会涨。它自己基本不长个儿。

先看它怎么大起。中铝 A 股在 **2007 年 4 月 30 日** 上市，发行价 6.60 元。那正是全球大宗商品牛市的最疯狂时刻，它成了当年的「牛市旗手」，短短五个多月股价一路冲到 **2007 年 10 月 15 日约 60 元的历史高点**——半年多涨了近八倍。到这里，第 8 章的警告应该在你耳边响起：**周期股在最景气、利润最漂亮、市盈率看着最低的时候，往往正是最危险的顶部。**

再看它怎么大落。2008 年金融危机砸下来，全球需求骤冷，氧化铝价格一年内近乎腰斩（跌幅约 60%），电解铝价从约 4200 元/吨一路跌到约 2000 元/吨。中铝 2008 年只剩微利（约 0.09 亿元，几乎是零），2009 年直接由盈转亏，**亏损约 46 亿元**。此后电解铝行业陷入长期产能过剩，谁都不肯先停炉，价格被压在成本线附近来回磨。中铝就在盈亏线上挣扎了整整十年，其中 **2012 年巨亏约 82 亿元**，一度创下 A 股上市公司的亏损纪录级别；2013 年为了躲开「连续两年

亏损就要被戴上 ST（对连亏公司的风险警示帽子，戴上意味着退市倒计时开始）」的命运，它只能频频把资产卖回给母公司来「做账扭亏」。

一家公司要靠卖资产才能不亏，说明它主业本身在这个价格下不赚钱。这不是经营出了问题，这是**周期把它压到了水下**。

最后看它怎么翻身。转折点在 **2021 年**，而且注意——这次翻身几乎全靠外部政策，不靠它自己。国家推的**供给侧改革**（从「限制供给」这一端下手调结构，而不是刺激需求）给电解铝定了一条硬天花板：全国合规产能封顶在约 **4500 万吨**，想新建必须等量或减量置换。紧接着 2021 年下半年「**能耗双控**」（同时控制能耗总量和强度，电解铝这种耗电大户首当其冲）叠加拉闸限电，运行产能骤降。供给一收紧，铝价一路飙到 **2021 年 10 月中旬约 22998 元/吨** 的高点。电解铝行业上半年每吨利润一度冲到约 4489 元，中铝业绩大幅修复，并在**时隔十年后重新恢复了现金分红**。

请把中铝这条曲线刻进脑子里：**它的顶和底，几乎完全被铝价和政策画出来，而不是被它自己的成长画出来**。产能被封在天花板下，它想扩也扩不了，未来的利润中枢不会因为时间推移而系统性抬高。所以对中铝这类纯周期股，正确的玩法只有一种，就是我们前几章反复讲的：

- **在周期底部逆向埋伏**——全行业亏损、人人喊「铝没救了」、股价跌到重置成本以下时，用第 6 章的「行业性亏损」和第 8 章的「重置成本」当买入信号。
- **在周期顶部果断卖出**——景气最好、利润最漂亮、市盈率看着最低时离场。
- **绝不能傻拿**——因为它不成长，你拿十年，穿越一个完整周期回来，公司还是原来那么大，长期回报被周期波动来回抵消。中铝赚的是「铝价周期的波段」，不是「时间的复利」。

紫金矿业：一台在别人恐惧时不断变大的机器

紫金矿业（A 股 601899、港股 2899.HK）表面看和中铝是同类——它也是有色金属公司，主产铜和金，利润同样随金铜价格周期起落。可它是我们讲的**成长型周期股**的范本，是那种「周期向上，再叠加一层成长」、能穿越周期越长越大的稀有品种。

它靠什么长大？靠一件反直觉、但正是这本书书名所指的事：**在别人恐惧、金属价格低迷时，逆着周期低价买下矿山**。

别人在周期底部忙着裁员、停产、贱卖矿山活命的时候，紫金反过来举着现金去抄底收矿。矿是不会消失的资产，只要熬过低谷，等价格回来，当年的便宜货就成了印钞机。

看它这些年抄底抄成了什么：

- **刚果（金）卡莫阿铜矿**——世界级的高品位大铜矿，紫金在铜价并不亢奋的年份切入，如今是它铜产量的核心增量之一。
- **塞尔维亚的铜金矿群**——收购当时经营困难的当地矿业资产，改造后成为欧洲重要的产铜基地。
- **西藏巨龙铜矿**——在 2020 年行业低谷期拿下，如今已建成中国最大的单体铜矿之一。

逆周期的好处是「买得便宜」，这不是感觉，是能被数字量化的。据统计，紫金 2019 到 2024 年间的海外金矿并购，**平均成本仅约每盎司 61.3 美元，比行业均值低约一半（约 52%）**。买得便宜，意味着它的**成本曲线**（把全行业矿山按开采成本从低到高排队画成的一条线）位置很靠左——它站在成本最低的那一端。这就带来一个关键结论，正好呼应第 6 章：**当金铜价格暴跌、把成本曲线右侧的高成本矿山逼到亏损停产时，位于左侧的紫金还在赚钱**。周期底部对别人是灾难，对它却是「对手出清、我去捡矿」的良机。

这一切最终体现在产量和利润中枢的持续抬升上，这是判断成长型周期股最硬的证据：**2013 年紫金矿产铜产量只有约 12 万吨，到 2023 年已达约 100 万吨**，十年翻了约八倍；2020 年以后，它的矿产铜产量维持着约 30% 的年复合增速，矿产金也保持双位数增长。请注意这十年里铜价、金价都经历过好几轮下跌，可紫金的产量曲线几乎不理睬价格波动，一路向上爬。

中铝的产量被政策封在天花板下十年不动，紫金的产量十年涨了约八倍。这一句话，就看清了纯周期和成长型周期的全部区别。

产量中枢抬升，叠加金铜价格的周期上行，两股力量共振，紫金的营收、利润和市值在过去十年走出了一条长期向上的大曲线（其净利润从 2015 年的约十几亿量级，涨到近年的数百亿量级；给长期股东带来的年化回报据估算达约 38% 的量级——注意这是大致口径，不同起止时点差别很大）。对这样的公司，玩法就和中铝相反：

- **可以长拿**——因为拿住它，你吃的不只是周期的波段，还有产量中枢一年年抬升带来的成长复利。

- **越跌越可能是机会**——金铜价一跌、市场一恐慌、股价一回调，往往正是它逆周期出手买矿、也是你逆周期加仓的窗口。当然，前提是它的成长逻辑（还在低价买矿、储量还在增加）没有被破坏。

两种活法的对照与判断清单

把两家放一起，教训非常干净。同样是有色金属周期股：

- **中铝教你**：认清一家公司「不成长、被封顶」的本质，就老老实实做波段——底部埋伏、顶部卖出、别恋战。把它当一台你要择时进出的机器，而不是要托付时间的伙伴。
- **紫金教你**：真正值得长拿的周期股，必须能**穿越周期长大**——要么产量储量长期爬升，要么成本护城河够深、能在别人亏钱时逆周期扩张。只有这种公司，才配得上「越跌越买、拿住不动」。

下次你面对一只周期股，纠结「这个该做波段还是该长拿」时，别凭感觉，照下面这张清单逐条打钩。**钩得越多，越像紫金（可长拿）；钩得越少，越像中铝（只做波段）。**

1. **产量/储量是否长期增长？** 翻它过去五到十年的产量曲线。是几乎原地踏步（中铝），还是一路向上穿越了几轮价格下跌（紫金）？这是第一位、也是最硬的一条。
2. **管理层是否逆周期扩张？** 看它在行业低谷、价格低迷时是收缩保命，还是反手低价买矿、买产能。前者是纯周期的守成，后者是成长型的进攻。
3. **成本曲线的位置在哪？** 它站在全行业成本的左端（低成本、别人亏它还赚）还是右端（高成本、价格一跌就被逼停）？位置越靠左，越能熬过冬天并趁机扩张。
4. **储量与资源禀赋够不够厚？** 手里的矿是高品位、大储量、能开采几十年，还是资源接近枯竭、只能守着存量。资源是成长型周期股真正的地基。
5. **成长有没有被政策/天花板锁死？** 像电解铝那样被产能天花板封顶的行业，再努力也长不大；没有硬顶、还能靠并购和新建往外拓的，才有成长空间。

记住这一章的一句话：**纯周期股赚的是「铝价的波段」，成长型周期股赚的是「时间的复利」。**前者要你精确择时、见好就收；后者允许你在别人恐惧时买入，然后拿住，让产量和周期一起替你把中枢往上抬。分不清这两者，你就会把中铝当紫金傻拿十年，或者把紫金当中铝做波段做飞——两种错法，都来自同一个源头：没看清你手里这台机器，到底会不会长大。

下一章，我们进入另一种更极端的周期案例——**中远海控**与航运业。你会看到一个比铝更暴烈、比铜更依赖运气与拐点的周期，是怎么在两三年里让一家公司的利润翻上几十倍又跌回来的。

第十章·中远海控：一场供需错配如何造出十倍股

前面几章我们把工具都磨好了：怎么看库存（第4章）、怎么看资本开支（第5章）、怎么分领先指标和滞后指标（第7章）、为什么低市盈率反而是卖点（第8章）。这一章，我们把它们一次性用在一只股票上。它在两年里从三四块钱涨到二十多块，是过去十年A股最教科书的一次“供需错配造十倍股”，也是最好的一堂卖出课。

一台完全被运价推着走的机器

中远海控（A股代码601919，港股1919.HK）是中国最大的集装箱航运公司。

集装箱航运，就是用那种标准铁皮箱子（一个箱子叫一个“箱”）把货装上大船，从中国运到欧美的生意。你网购的很多东西，就是这样漂过来的。

它是在第1章说的那种**纯周期股**——公司自己几乎没有定价权，赚多赚少，几乎完全由一个外部价格决定：**集运运价**，也就是“运一个箱子收多少钱”。运价高，它日赚几个亿；运价低，它一年亏掉上百亿。你可以把整家公司想成一台传动装置：运价这根轴转多快，利润就跟着转多快，中间几乎没有缓冲。

盯这台机器的仪表盘，业内看两个运价指数：**SCFI**（上海出口集装箱运价指数，反映的是“这一周的现货报价”，也就是临时订舱当场谈的价）和**CCFI**（中国出口集装箱运价指数，把长期合约也算进去，更平滑、更滞后）。记住一句话：**SCFI 是领先指标，利润是滞后指标**。运价先动，财报后动——这正是第7章讲的那件事，也是这一章所有判断的支点。

为什么航运的周期特别凶

凶就凶在**供给端反应太慢**。想多运货，你得造船，而造一艘大集装箱船从下订单到下水交付，要两三年（这正是第3章说的“供给滞后”）。所以短期内，全世界能用的船就那么多，运力几乎是刚性的——需求突然多出来20%，供给这个季度一箱都变不出来。

反过来也一样：等船公司看到运价暴涨、纷纷去订船，这些船要两三年后才集中下水。于是新船往往在需求已经退潮时才到货，反手把运价砸下去。**供给永远慢半拍**，这就是航运周期又猛又长的根源。把这句话记死，后面卖点的逻辑全从这里长出来。

时间线之一：趴在底部的四年（2016–2019）

先看谷底长什么样。2016年，全球集运运力严重过剩、需求疲软，SCFI、CCFI 双双创出历史新低，整个行业都在亏钱。中远海控那一年归母净利润**亏损约99亿元**，是名副其实的“亏损王”。

之后运价缓慢修复，2018年净利润约12亿元、2019年约67亿元，但都还只是“活着”的水平。这几年来它的股价长期趴在净资产附近，一度**破净**（股价低于每股净资产，市净率不到1倍）。

破净的意思是：市场给它的定价，比它账上真实家当（船、码头、现金减去负债）还便宜。相当于一整队船白送，你还能倒找点钱。

这正是第8章讲的**用市净率、重置成本埋伏纯周期股**的时刻——不是因为它当下赚钱，而是因为它便宜到“把它拆了卖废铁都不止这个价”，同时行业已经烂到没人愿意再造船。底部的特征从来不是好消息，而是**便宜 + 无人问津 + 供给停止扩张**。

时间线之二：供需错配一夜引爆（2020下半年–2021）

2020年上半年疫情刚来时，大家以为航运要完，运价一度更低，股价5月末探到约**2.41元**的地板。可就在这时，一场罕见的错配开始堆积——这次不是供给突然变多，而是**需求暴增，同时可用运力被“卡住”了**：

- **需求端报复性反弹**：欧美居家，不能出门旅游吃饭，钱都花在买实物上——健身器材、家具、电子产品。零售商又同时疯狂补库存，怕断货（这就是第4章的补库存动作被放大到极致）。
- **供给端被死死卡住**：欧美港口工人、集卡司机短缺，船到港卸不下来，一堆船排队在锚地干等。空集装箱又大量滞留在欧美内陆运不回中国，出现“一箱难求”。船没沉、也没变少，但**能真正周转起来的运力锐减**——等于变相大幅减少供给。

需求猛增、有效供给骤缩，两头一夹，运价开始垂直起飞。SCFI 从疫情前几百点到一千点出头的常态，一路飙升，到**2022年1月冲上约5100点**的历史天量，两年翻了好几倍。这就是我们要的信号：**SCFI 这根领先指标，早在财报之前就已经把牌摊开了**。

时间线之三：剪刀差爆炸与十倍股（2021）

为什么运价翻几倍，利润能翻几十倍？因为船公司的成本相对刚性。

船已经买了、贷款利息、船员工资、燃油——这些成本不会因为你多收运费就同比例往上涨。运价涨出来的部分，扣掉有限的成本，几乎整块变成利润。

这就是第6章讲的**剪刀差**：收入这把刀往上张，成本那把刀基本不动，中间张开的口子全是净利润，而且是加速张开。反映到财报上：中远海控2021年归母净利润**约892.96亿元**，同比暴增约800%。参照物是它常年几十亿的量级，这是几十倍的跳升，是A股罕见的单年利润天量。

股价同步狂奔：从2020年5月约2.41元的底，一路涨到2021年7月约**25.69元**的高点，一年多约**10倍**。底部埋伏、供需错配爆发，一只教科书级的十倍周期股就此走完上半场。

卖点何时亮起：这一章的重点

难的从来不是买，是卖。而卖点最反直觉的地方在于：**它恰恰出现在利润最好看、市盈率最低、所有人最乐观的时候**。我们把当时该走的信号一条条摆出来——它们全是领先指标，全在利润见顶之前或同步亮起。

1. **运价见顶回落（最硬的信号）**：SCFI 在2022年初触及约5100点后掉头向下。运价是领先指标、利润是滞后指标——运价先跌，意味着未来的财报一定难看。**你要盯的不是利润，是运价。**
2. **拥堵开始缓解**：造成短缺的港口堵塞、缺箱、缺司机逐步恢复正常。被"卡住"的有效运力重新释放出来，等于供给悄悄回来了——错配的根基在瓦解。
3. **新船订单大量下水（capex 信号）**：这是第5章的核心。运价暴利时，全行业疯狂订船，两三年后这批船集中交付。当你听到"手持订单创纪录"，要读成"两年后运力洪水将至、运价必被砸下来"。**别人扩产的欢呼，是你的撤退号。**
4. **需求转弱**：欧美加息压制消费，前期疯狂补的库存开始去化（第4章的去库存）。撑起这两根需求柱子同时松动。
5. **市盈率低到诱人（最危险的陷阱）**：近900亿利润一摊，市盈率算出来只有个位数，看着"便宜到离谱"。这正是第8章反复敲的钉子——**纯周期股的低市盈率不是安全，是顶部的红**

灯。因为分母是不可持续的天量利润，运价一回落，明年利润腰斩再腰斩，市盈率反而会“变高”。

6. **研报与人群一片看多**：顶部时，卖方喊出更高目标价，散户蜂拥而入，“这次不一样、高运价是新常态”的故事最动听。**情绪最热，往往就是筹码交接完成、该走的时候。**

这些信号不需要你猜顶——它们是可观测、可日常追踪的事实。此后 SCFI 大幅回落，中远海控利润与股价也随之显著回撤，把上涨的剧本反着又演了一遍。

提炼：这一整轮的完整闭环

把中远海控这一轮抽象成一句话，它就是本书的骨架：

底部破净时埋伏（第8章）→ 供需错配引爆剪刀差（第6章）→ 用领先指标在顶部果断卖出（第7、14章）。

其中最该被你带走的，是**卖出那半场**：真正的卖点不是等财报变差（那时股价早跌透了），而是**当运价见顶 + 新船大量下水 + 需求转弱**这三个领先信号同时亮起时——哪怕当下利润还在创纪录、市盈率还低得诱人。

怎么日常盯这台机器

- **把 SCFI/CCFI 当成航运股的仪表盘**：每周更新，免费可查。运价是这类股票唯一的核心领先指标，运价一转向，其余判断都跟着走。
- **用运价而不是利润择时**：财报里的利润和市盈率都是后视镜，只告诉你过去。想赚周期的钱，你得看挡风玻璃——运价、库存、在手船订单。
- **把“低市盈率 + 天量利润 + 人人看多”当成组合警报**：这三样同时出现，不是让你加仓的理由，是让你准备撤的理由。

下一章，我们把同一套供需错配的框架，搬到另一个更靠近科技的战场：锂电和光伏。你会看到同样的剧本——需求爆发、疯狂扩产、然后产能过剩把价格打回原形——只是主角从铁皮船换成了电池和硅片。

第十一章·锂电与光伏：新兴产业为什么也逃不过周期

第十一章·锂电与光伏：新兴产业为什么也逃不过周期

前面几章讲的猪、铝、铜、航运，你可能觉得那是“老经济”——夕阳行业才有周期，需求不涨了才会一会儿多一会儿少。那新能源呢？电动车、太阳能，这是往后二三十年最确定的大方向，需求年年高增长，买了锂矿股、光伏龙头拿着不动，总该稳赚吧？

这一章要把这个念头彻底打碎。它是全书最反直觉的一课：**越是被看好的高成长新兴产业，周期往往越凶，杀起来越狠。**你会看到，同样是需求爆发，锂和光伏这两个赛道，把一批市值上千亿的公司从天堂拽到地狱，只用了不到两年。

先把那个致命误解说清楚

很多人的逻辑是这样的：需求会长期高增长 → 所以这行会一直赚钱 → 所以龙头股会一直涨。三个箭头，每一个看起来都对，连起来却是错的。错在哪？**错在把“需求好”直接等于了“能赚钱”。**

回想第五章讲过的资本开支（capex，就是企业花大钱建厂、买设备、扩产能的投入）。一个赛道越被看好，越容易发生一件事：钱疯狂涌进来。银行抢着贷款，股市抢着给你增发融资，地方政府抢着给地给补贴。于是所有玩家、加上一大堆新玩家，同时踩下油门大规模扩产。

产能不是当天就能建好的，一座锂盐厂、一条硅料生产线，从动工到投产要一两年甚至更久。所以会出现一个致命的时间差：**需求是平滑地涨，供给却是在几年后“哗”地一下集中砸下来。**当这批产能同时投产，供给增速一下子超过需求增速，价格就崩了。你需求再好，只要供给增长得比你更快，价格照样打到地板，全行业一起亏钱打价格战。

能不能赚钱，从来不看需求这一条腿，要看**供给和需求谁跑得更快**，以及你自己在不在成本曲线的左侧（第八章会细讲，这里先记住：成本比同行低的那批人，价格战里才活得下来）。

下面用两个刚刚发生过、数字都能查到的真实案例，把这条因果链走一遍。

案例一：碳酸锂，一轮教科书级的过山车

碳酸锂是做锂电池正极材料的关键原料，简单说就是电动车电池里最核心的那味“料”。锂电需求 = 电动车 + 储能，2021 年起这两块一起爆发，对碳酸锂的需求突然拉起来。

但锂从矿里、盐湖里挖出来再加工成电池级碳酸锂，扩产慢、周期长，短期供给跟不上。于是价格开始飞：从 2020 年底大约 **4 万元/吨**，一路涨到 2022 年 11 月的历史天价——**超过 60 万元/吨**（60.9 万元/吨的报价被普遍引用）。两年涨了十几倍。

一吨料从四万块涨到六十万块。这不是“涨价”，这是把整条产业链的利润全吸到了最上游的锂这一环。

结果就是锂矿股、锂盐股集体起飞。看两个龙头 2022 年的净利润你就懂那时候有多疯：天齐锂业全年赚了约 **241 亿元**，赣锋锂业约 **205 亿元**——都是历史巅峰。股价自然也在天上。

然后，第五章那台机器开始运转了。全球所有能挖锂的人——澳洲锂矿、南美盐湖、中国的锂云母——看到 60 万一吨的暴利，全都疯狂扩产；同时电动车需求的增速开始放缓。等到 2023 到 2024 年，这批新产能集中释放，供给猛增，需求却没跟上。价格怎么走？

- 2023 年底，国产电池级碳酸锂现货均价已经跌到约 **10.9 万元/吨**。
- 2024 年上半年均价约 **10.4 万元/吨**，同比上一年上半年（约 32.9 万元）暴跌近 **68%**。
- 到 2024 年下半年，价格进一步跌破 **8 万元/吨**，一度到 7 万多元。

从 60 万到 7 万多，跌掉约九成。对应的，锂业三巨头（天齐、赣锋、盐湖）2023 年合计比 2022 年少赚了约 **400 亿元**。相关股票也跟着腰斩、再腰斩。

把这一轮拆开，就是一条完整的周期链条：**需求引爆 → 供给滞后 → 价格暴涨 → 暴利引来疯狂扩产 → 供给集中过剩 → 价格崩塌 → 全行业利润蒸发**。请记住这个形状，因为它会在任何热门赛道里反复出现。

案例二：光伏，把“扩产—过剩—价格战”演了一遍又一遍

如果说锂是一轮惊心动魄的单程过山车，那光伏（太阳能发电）就是一个把同样的循环重复了很多遍的老手。它的产业链一节接一节：**硅料 → 硅片 → 电池片 → 组件**（硅料是提纯后的多晶硅原料，一路加工到最后拼成能装在屋顶上的太阳能板叫组件）。

光伏这行有个特点：技术进步很快，一直在降本，成本一降，装机需求就更旺；需求一旺，资本就涌进来扩产；扩产一多，就周期性过剩、打价格战。这个循环它已经走过好几轮，最近这一轮尤其惨烈。

先看暴利那一头。2022 年，因为下游需求猛而硅料这一环最紧缺，多晶硅价格冲到十年新高，最高约 **30.6 万元/吨**（约合每公斤 300 元）。当年产业链约七成利润集中在硅料、硅片这两个上游环节。硅料龙头有多赚？通威股份、大全能源 2022 年上半年归母净利润同比增速都在 **300% 以上**。跟锂一模一样——最紧缺的那一环，把全链利润吸走了。

接着，剧本重演。所有人看到硅料暴利，全去扩产建新产能。2023 到 2024 年，硅料新产能集中投放，供给严重过剩，价格一泻千里：

- 多晶硅致密料从 2022 年底约 **18.9 万元/吨**（189 元/公斤），到 2023 年底跌到约 **5.9 万元/吨**（59 元/公斤），一年跌约 **69%**。
- 2024 年，光伏产业链全线继续跌：这一年里硅料再跌超 35%、硅片跌超 45%、电池片和组件跌超 25%。到 2024 年上半年，多晶硅价格已经**跌破行业平均成本线**。
- 最下游的组件，2024 年 8 月**首次跌破 0.7 元/瓦**，出现 0.698 元/瓦的报价，隆基、通威、天合等龙头跟着降。

"跌破成本线"是什么概念？就是每卖一块板都在亏钱。于是行业进入全面亏损、"内卷式"价格战：先是小厂停产，到 2024 年下半年，连通威、大全能源、协鑫科技这样的头部企业也宣布减产。**请特别注意：即便是技术最领先、成本最低的龙头，也逃不过全行业过剩带来的杀价，只是它们比别人多扛一阵子而已。**

把两个案例合起来，提炼几条纪律

还记得第三章分的"成长型周期股"和"纯周期股"吗？锂和光伏就是典型的成长型周期股——需求有长期上升的大趋势，但短期照样有凶猛的产能周期叠在上面。而且它们的周期常常**比传统行业更剧烈**，原因恰恰在于"故事好"：故事越动听，融资越容易，扩产就越疯，最后的过剩也就越狠。这正是第六章讲的"全行业一起亏损"在新兴赛道的翻版。

那你该怎么办？几条可以直接用的纪律：

1. **盯供给端，别只听需求故事**。需求"每年增长 30%"是券商研报最爱讲的，但决定价格的是供给增速有没有超过它。去追踪各家公布的**扩产计划、在建产能、投产时间表**——当你看

到全行业都在同一个时间窗口集中投产，价格崩塌几乎是注定的。

2. **在需求最热、价格最高、大家最兴奋时，恰恰是最危险的时刻。**60 万一吨的碳酸锂、30 万一吨的硅料，那是周期的顶，不是起点。此时买入等于替所有扩产者接盘。
3. **真正的机会藏在最难受的地方。**等到全行业价格战、普遍亏损、龙头也开始减产停产、扩产计划纷纷取消或推迟——这叫**产能出清**（过剩的产能被亏损逼着关停、退出，供给重新收缩）。出清完成之时，才是下一轮周期的地基。

一句话收尾：“**这是长期大趋势**”和“**现在买它能赚钱**”，是两个完全不同的问题。方向对，不等于时点对；需求好，不等于此刻能赚钱。新兴赛道尤其如此——它给你一个太好的故事，好到所有人都冲进去扩产，然后一起把价格踩碎。下一章我们换个战场，去看半导体里的美光，那又是另一种周期的凶狠打法。

第十二章·美光与存储芯片：全球最凶的三年一轮

第十二章·美光与存储芯片：全球最凶的三年一轮

前面几章你走过的都是国内的周期：猪、铝、铜、海运、锂电和光伏。这一章我带你出海，看一个全球化、寡头、重资产的周期样本——存储芯片。它是全书唯一的美股案例，也是最能把「谁扩产谁说了算」这句话演到极致的市场。你会看到，一个几百亿美元的市场，价格怎么被地球上区区三家公司的建厂节奏推着走，三四年就把过山车完整地坐一圈：暴利、崩盘、血亏、再暴利。看懂它，你手里那些国内周期股会变得更透。

先说清：存储芯片是「像大宗商品一样的芯片」

DRAM，就是你电脑、手机、服务器里的内存条那种芯片。

机器开机干活时临时放数据的地方，断电就清空。它越多，机器同时能开的东西越多。

NAND，就是固态硬盘、U 盘、手机存储用的闪存芯片。

断电也不丢的仓库，你的照片、App、文件长期存在这里。

这两样东西有个要命的共性：**它们是标准化的、可互换的、按容量论价的通用品**。你买内存不会在乎它是三星做的还是美光做的，只看多少 GB、多少钱。这就让它和螺纹钢、电解铝、猪肉是同一类东西——**没有品牌溢价的大宗商品**。而大宗商品的宿命你早就学过：价格由供需当场撮合，谁也定不了，供给一多就崩，供给一紧就飞。

美光 Micron（美股代码 MU），是全球三大 DRAM 玩家之一，另两家是韩国的三星和 SK 海力士。三家加起来占了 DRAM 市场的绝大部分。NAND 玩家稍多一点，但也是一小撮。**记住这个数字：主要供给由三家决定**。这是整章的钥匙。

为什么它是「最凶的周期」

存储周期比猪、比铝都更凶，原因是两头都极端。

需求这头，波动大且难测。PC、手机、数据中心、现在又加上 AI，每一波都能凭空造出或抽走一大块内存需求。哪一年 PC 换机潮起来、云厂商集体扩容、或者 AI 训练集群开建，需求就能陡增几成。

供给这头，慢且笨重，还捏在极少数人手里。回想第五章讲的资本开支（capex，就是企业花大钱买地建厂买设备的投入）。造一座先进的存储晶圆厂要花几百亿美元，从拍板到量产要两三年。这意味着：今天看到价格暴涨、决定扩产，产能真正砸到市场上是两三年后的事——**而那时行情早就翻篇了。**

把这两头拼起来，你就得到了周期的引擎：需求突然变好 → 三家一起赚翻 → 三家一起拍板扩产 → 两三年后新产能同时开闸 → 供给过剩、价格崩 → 三家一起巨亏 → 三家一起砍 capex、减产 → 一两年后供给出清、价格触底反弹。**整个循环大约三到四年一轮**，比猪周期长、比铜周期短，节奏之规整，堪称周期教科书。

跟着美光的股价走三轮

光讲机制是虚的，我带你把美光的股价和存储价格贴在一起走一遍。数字我都查过，能确定的给你具体数，不确定的只给方向和量级。

第一轮低谷：2016 年。存储价格低迷，DRAM 平均售价一个季度就跌一成，美光当年营收同比掉了约三成，出现了多年来第一次亏损。股价在**十几美元的低位**趴着。这时候的美光，就是第八章讲的那副样子：亏损、市盈率算不出来、人人喊它垃圾——而这恰恰是周期底部的标准长相。

第一轮暴利：2017–2018 年。数据中心（云计算）大扩容，加上厂商把产能往 3D NAND 挪、暂时挤压了 DRAM 供给，两头一夹，存储价格一路飞涨。美光暴赚，那一轮每股盈利峰值冲到约 12 美元。股价一路涨到**2018 年 5 月 29 日的 62.62 美元高点**，比 2016 年的低位翻了好几倍。当时的叙事激动人心：CEO 在分析师日上说，大数据和 AI 会带来一轮「良性循环」的存储需求。**请记住这句话，历史后面会重演。**

第一轮崩盘：2018 下半年–2019。就在盈利还接近顶峰、财报还很漂亮的时候，股价先跌为敬——到 2018 年 12 月中，美光已经从 62 美元砍到约**34 美元**，半年腰斩。为什么盈利还没垮股价先垮？因为聪明的钱盯的不是当期利润，是**存储价格拐头和库存堆积**，它们是领先指标（第七章）。随后 2019 年供给过剩、DRAM 报价一路下滑，又叠加中美贸易摩擦，美光营收全年掉了约两成多，跌到约 234 亿美元。周期的下半场，如约而至。

第二轮：2020–2021 复苏，2022–2023 史上大低谷。疫情初期远程办公、云需求一度托住了行情，2020–2021 存储回暖。但紧接着是存储史上最惨的一轮下行之一：PC 和手机需求萎缩，疫情期间超额囤的货砸下来，价格崩塌。看这组我核实过的数字——美光**2023 财年净亏约 58.3 亿美元**，营收从上一年的约 308 亿腰斩到约 155 亿（降约 49%），毛利率从 45% 掉到负 9%。

毛利率负 9% 是什么概念？就是每卖出一片芯片，卖价比造它的成本还低——卖得越多，赔得越多。这是周期底部最惨烈的信号。

第二轮反弹：2023–2024 起，AI 带来新一轮暴利。AI 服务器要吞掉大量高端内存，行情反转向上。到 2025 财年，美光的高带宽内存等 AI 相关产品营收猛增，数据中心占了公司销售的一半以上。到 2026 年，美光股价一度冲到约 **1000 美元、市值突破一万亿美元**，创下历史新高。从 2016 年那个十几美元的弃儿，到这里翻了几十倍。一个完整的「弃如敝屣→捧上神坛」的周期轮回，就这么走完两圈半。

核心机制：这个周期几乎只由三家的 capex 和减产决定

现在把前面的故事抽干净，只留骨头。存储周期的方向，**几乎完全由三大厂的资本开支节奏和减产决心决定**，终端需求只是导火索。

- **三家一起扩产（capex 集体飙升）：**因为存储太赚了，三家谁也不敢让对手多占份额，于是一起砸钱建厂。这些产能一两年后同时落地 → 供给过剩 → 价格崩。**景气顶部埋的雷，就是此刻的 capex 指引。**
- **三家一起巨亏、砍 capex、宣布减产（供给出清）：**赔到扛不住，三家陆续砍投资、减少投片量、甚至公开宣布减产。2022 年 11 月美光就突然宣布削减 DRAM 和 NAND 产量，2023 财年 capex 砍掉三成多、降到约 80 亿美元，投片量降约两成、裁员向 15% 逼近。三家一起收缩 → 供给退潮 → 价格触底反弹。

这就是为什么说存储是「寡头周期」的活标本：玩家越少，越容易看清谁在扩、谁在收；也正因为玩家少，一旦大家同时判断失误（都在顶部扩、都在底部才收），周期的振幅就被放到最大。**你盯这个周期，盯的不是需求热闹，是这三家的动作。**

周期股的方向，写在少数几个供给玩家的账本里，不写在新闻标题的需求热度里。

这一轮的新变量：HBM 与 AI

2023 年以来这轮上行，有个新主角叫 HBM（高带宽内存）。

把很多层 DRAM 芯片像盖楼一样叠起来、直接怼到 AI 芯片旁边，让数据搬得又快又多。AI 训练最缺的就是这个，所以它比普通内存金贵得多、也难做得多。

HBM 让这轮存储上行显得「更强、更持久」，理由有三：它单价高、利润厚；它良率难、扩产不像普通 DRAM 那么快；它把本来能做普通内存的产能占走，反过来收紧了普通 DRAM 的供给。三家一度把手里的 HBM 产能提前一整年全部卖光、锁进长约。于是市场上出现了熟悉的声音：「这次不一样，AI 需求是结构性的，存储周期被打破了。」

你在第一章、第十一章都听过这句「这次不一样」，也知道它每一轮都出现，每一轮最后都被证伪。我把话说清楚：**AI 的需求是真的，强也是真的，但它改变不了周期的物理**。再强的需求故事，最终都会被三家的扩产追上——因为暴利一定会招来 capex，几百亿美元的厂一座座砸下去，两三年后又是新一轮供给洪峰。**周期不会消失，它只会被拉长，或者变形**。事实上到 2026 年，就已经有中国的新玩家（如 CXMT，就是长鑫存储）扩产入场，开始给 DRAM 价格添压力——寡头格局本身，也在被新产能撬动。这正是这个故事最该让你警醒的地方：当所有人都在讲「这次的需求能撑很久」，恰恰是 capex 最疯、雷埋得最深的时候。

教训：怎么盯一个全球化、寡头、重资产的周期

把这一章浓缩成一句操作原则：**盯少数几个玩家的扩产与减产，别盯终端需求的热闹**。终端需求是果，供给决策是因，而在寡头市场里，因就摆在三张财报和几篇公告里，清清楚楚。给你一份可监测清单：

- 三大厂的 capex 指引**：三星、SK 海力士、美光每季度会说下一年打算投多少钱建厂。三家一起大幅上调 → 一两年后过剩预警；三家一起下调 → 出清在路上。这是最重要的领先指标。
- 减产与裁员公告**：像 2022 年底那种「削减投片量」「减产」「裁员 15%」的新闻，往往是底部临近的信号——痛到主动关水龙头了，说明供给要退了。
- DRAM/NAND 的现货价与合约价**：现货价（当天零买价）拐头通常领先合约价（长约批发价）。价格由跌转平、由平转涨，是行情反转的实锤。

4. **下游库存**：PC 厂、手机厂、云厂商、模组厂手里囤的内存多不多。库存高企时价格没法涨；库存去化干净了，补库需求一来价格就弹。（呼应第四章的库存周期。）
5. **AI/HBM 这条新供需线**：AI 服务器出货、HBM 产能是否被抢光、有没有新玩家（如 CXMT）大举扩产。它决定这轮上行还能走多久、以及下一次过剩会从哪里来。

数字纪律：写方向，不编精确

这一章我给了不少具体数字：62.62 美元的顶、34 美元的腰斩、58.3 亿美元的年度亏损、营收腰斩约 49%、毛利率负 9%、市值破万亿。这些我都逐条查证过口径。但你要学会的不是背这些数字，而是它们背后的**形状**：底部亏得算不出估值、顶部赚得盆满钵满，股价在盈利见顶前先跌、在盈利见底前先涨。至于那些我无法精确核实的（比如某月现货价的确切点位），我宁可只写「跌了约一成」「十几美元的低位」这样的方向和量级，也绝不给你一个编造的精确假数字。

投资里，一个诚实的「大概这个量级、这个方向」，比一个精确的假数字值钱得多。假的精确会让你产生你并不拥有的确定感，那才是真正让你亏钱的东西。

下一章，我们从「看懂周期」走向「动手建仓」——怎么在别人还在恐惧、价格还没起来的时候，埋下一个能扛住波动、又能吃到反转的仓位。

第十三章 · 埋伏：左侧、右侧、分批与仓位

第十三章 · 埋伏：左侧、右侧、分批与仓位

前面十二章，你学的都是「怎么看」：怎么读懂一台周期机器，怎么从库存、资本开支、剪刀差里认出拐点，怎么用低估值和重置成本给自己一条底线，怎么在案例里把这些拼成一个完整的判断。但看懂不等于赚到。真正让人亏钱的，从来不是判断错，而是**判断对了、动作却做砸了**：太早满仓，扛不住浮亏割在黎明前；太晚才敢下手，反转的第一波全错过。这一章，我们把「判断」变成「动作」，把建仓当一件工程来做。

两种买法：一个买得便宜，一个买得踏实

左侧交易，就是在价格还在跌、拐点还没确认的时候，提前埋伏进场。

价格走势画成一条 U 形，左半边是下跌探底，右半边是触底回升。你在还没见底、还在往下走的左半边就买，叫左侧。

右侧交易，就是等价格企稳、趋势确认掉头向上之后，才动手买。

你等 U 形走过最低点、开始往右上方爬了才进场，叫右侧。用趋势替你确认「底已经过去了」。

这两种买法各有各的代价，没有免费的午餐：

- **左侧买得便宜，但要扛浮亏、可能买在半山腰。**你在无人问津时进场，成本低，一旦反转弹性最大。代价是：你永远不知道自己买的是不是底，很可能刚买完它还跌三成，让你抱着一笔账面亏损扛很久——这就是所谓「买在半山腰」。周期底部常常磨一两年，你得有耐心、有闲钱、有心理承受力，才熬得住。
- **右侧买得踏实，但买得贵、会错过第一波。**你等趋势确认，赢在确定性高、不用煎熬。代价是：等你看清底部过去了，价格早已从最低点弹起一截，你买贵了；而周期股反转往往头几个月最凶猛，你等来的确认，常常就是踏空了第一波涨幅换来的。

你可能想，那我就纯右侧、稳一点行不行？问题在于周期股的底部不是一个尖点，而是一片**又长又平的磨底带**（呼应第六章：产能出清要时间，亏损得逼很久才逼得供给退出）。在这片磨底带里，价格反复横跳、假突破一次次骗你，纯右侧的人要么迟迟等不到干净的确认真信号，要么被一次假反转骗进去又甩出来。反过来，纯左侧的人则容易「死在黎明前」——买得太早太满，还没等到反转，先被浮亏和时间耗光了信心和子弹。

纯右侧容易追不上，纯左侧容易熬不到。周期底部这道题，标准答案不是二选一，是分批。

为什么周期底部必须分批：因为你不知道底在哪

分批建仓，就是把一笔计划中的仓位，拆成好几份、分好几次买进去，而不是一把梭哈。

为什么在别的地方可以一次买够，唯独周期底部必须分批？就一个原因：**你永远不知道底在哪、也不知道底要磨多久**。你所有的判断——出清了、估值到底了、库存见底了——都是概率，不是确定。分批，本质上是承认自己会错，并提前给「错」留出补救空间。它带来两个实打实的好处：

- **摊平成本**。越跌越买，你的平均买入价被一路往下拉。等反转来临，你的回本线比一把买在半山腰的人低得多，浮亏扛得更轻松。
- **留住子弹和心态**。手里始终留着没花完的现金，就是留着「它再跌我还能笑着买」的底气。满仓的人一跌就只剩恐惧，分批的人一跌反而是机会——**同样的下跌，对一个人是灾难，对另一个人是打折**。

分批的核心纪律只有一句：**越跌越买，但要有节奏、有上限**。不能跌一点就慌忙加一大笔，也不能把所有钱一口气砸进前两批。你得事先规定好，分几批、每批多少、什么触发下一批、总共最多买到多少——把这些写死，就不会在市场最吓人的时候临时乱了阵脚。

两种分批框架：按信号，或按价格

怎么切这几批？给你两套可操作的框架，可以单用，也可以叠着用。

框架一：按信号分批（推荐，因为它绑在因果上）。用你前面十二章学到的拐点信号，每确认一个，就加一批。比如：

1. 第一批：价格跌破**重置成本**（盖一座新厂比买现成的还便宜，见第八章）时进——这是估值底线，安全边际出现了。
2. 第二批：**产能出清确认**时加——行业出现明确减产、停产、破产、龙头砍资本开支（见第五、六章），供给开始真退了。
3. 第三批：**被动去库转主动补库**时加——库存见底、下游开始重新囤货（见第四章），需求这头回暖了。

这套的好处是：**你不是在赌价格，而是在跟着基本面一步步确认加码**。信号越多兑现，你仓位越重、成本却未必越高——它天然让你在最该重仓的地方最重仓。

框架二：按价格网格分批（简单，纪律性强）。不看信号，只看跌幅。事先画好几档价格，每跌到一档就机械地买一批。比如从你认为「已经便宜」的价位起，每再跌 15% 加一批，一共设四到五档。它的好处是完全去情绪化——价格到了就执行，不给恐惧和贪婪留插手的空间；坏处是它不管基本面有没有变坏，所以只适合用在你已经确信「这是周期底、公司不会死」的标的上。

网格法最怕一种情况：你以为是周期底，其实是这家公司要退出历史舞台的「价值陷阱」。所以网格只在「行业会回来、公司能活到那天」这个前提成立时才用。判断这个前提，靠的还是前十二章的功夫。

仓位管理：活着，比赚得多重要

仓位管理，就是决定单只股票买多少、全部周期股加起来占你总资产多少——也就是你把多少身家押在这张桌子上。

这是整章最该刻进骨头的部分，因为它不决定你赚多少，它决定你**能不能活到兑现的那一天**。周期股的波动是全社会最凶的：一只票腰斩、再腰斩（从 100 跌到 25），在周期底部一点都不稀奇（回想第十二章美光半年腰斩）。给你两条铁律：

- **单一品种绝不满仓**。再看好也不行。因为它可能在你买入后继续跌 50%、甚至 70%，如果这只票是你的全部，你几乎必然在某个最黑暗的夜晚被浮亏击垮、割在最低点。单笔仓位要按「它腰斩后我还能不能睡着觉、还有没有子弹补」来定，而不是按「它翻倍我能赚多少」来定。
- **总敞口按你能承受的浮亏来定**。先问自己：如果我全部周期仓位账面浮亏 40%、并且这状态持续一年，我还扛得住吗、生活会不会被打乱、会不会被迫割肉？用这个答案倒推你总

共能投多少。能扛住，才谈得上赢。扛不住，判断再对也白搭。

周期投资的第一目标不是赚最多，是别死。因为拐点一定会来，只要你还在牌桌上、还有仓位、还没被浮亏赶下车，它兑现的时候你就在场。

说得再直白点：仓位太重的人，会在黎明前那段最难熬的浮亏里，被账面数字和自我怀疑联手击垮，恰恰割在最不该割的底部——他不是判断错了，是仓位把他逼死了。这正是我们下一章（卖出纪律）和第十五章（心理账户）要接着解决的问题。

埋伏的三样东西

把这一章拧成一句话，一次成功的埋伏，需要且只需要三样东西：

1. **便宜的价格（安全边际）**。你得买在明显低估的位置——跌破重置成本、行业普遍亏损这些底线附近。买得够便宜，才有扛错的本钱。
2. **足够的耐心（时间）**。你得能等，等产能出清、等磨底走完。周期以年计，急不得。没有耐心，前面全白搭。
3. **留有余地的仓位（活下去）**。你得分批、留子弹、不满仓，让自己在最坏的情况下也扛得住、还有余力。活着，才等得到兑现。

少一样，埋伏就变成了赌博。三样齐了，你就把「在别人恐惧时买入」从一句口号，变成了一套能重复执行、能承受错误的纪律。

一个具体的埋伏执行模板

光讲原则太虚，给你一份可以照抄照改的模板。假设你已经用前十二章的方法判断某周期股处在底部区域，计划最多投入总资产的 15%（这就是你的总敞口上限）。你可以这样排布：

1. **分四批，仓位递进**。四批比例定为 2%、3%、4%、6%（总资产占比），加起来 15%。注意越到后面越重——因为越往后信号越明确、价格越低，赔率越好。
2. **每批的触发条件写死：**
 - 第一批（2%）：价格进入你测算的重置成本以下、行业开始出现亏损。
 - 第二批（3%）：出现明确的产能出清信号（减产/停产/龙头砍资本开支），或价格较第一批再跌 15%。
 - 第三批（4%）：库存见底、被动去库转主动补库的迹象出现，或价格再跌 15%。

。第四批（6%）：价格右侧确认企稳回升（用趋势替你敲定底部过去了），或基本面反转信号（如价格由跌转涨、龙头业绩拐头）出现。

3. **设总仓位上限：15% 花完就停，绝不加码。**哪怕它继续跌得让你心痒，也不越过上限——这是防止你在「越跌越买」里滑向「越买越多直到满仓」的护栏。

4. **算清最坏情况能扛多久：**如果这 15% 全部买完后整体浮亏 40%，那是你总资产 6% 的账面损失，且可能扛一到两年。**提前问自己：这个数字、这段时间，我扛得住吗？**扛得住，才启动这套模板；扛不住，就把 15% 调小，直到那个最坏数字你能坦然接受为止。

这份模板的数字都是示例，不是标准答案。你的总敞口该是 10% 还是 20%、分三批还是五批、跌多少加一批，取决于你的资金性质、风险承受力和对这个具体周期的把握。模板真正教你的是那个结构：写死批次、写死触发、写死上限、算清最坏——把纪律变成一张不靠意志力就能执行的清单。

建好了仓，故事才讲一半

到这里，你已经会用左侧的便宜、右侧的踏实，靠分批把两者的好处捏在一起，再用仓位管理保住自己活到拐点。你已经埋伏就位，抱着一笔成本低、扛得住、还留有子弹的仓位，在别人的恐惧里安静等待。

但埋伏只是上半场。周期股最反人性的部分，其实不在买——买在恐惧里虽然难，好歹方向清楚；真正让绝大多数人把浮盈坐成过山车、甚至把赚的又还回去的，是**卖**。什么时候该收手？涨了三倍还拿不拿得住、又该在哪一刻果断离场？下一章，我们就来把「卖出」也做成一套纪律。

第十四章 · 卖出纪律：不赚最后一个铜板

买得好只是成功一半，卖不掉，等于没赚。这话听着刺耳，但它是周期股最真实的一面。第10章那个坐在中远海控上从2.4元涨到25元的人，如果没在顶部下车，两年后又眼睁睁看它跌回十来块——十倍变两三倍，甚至更少。第11章的锂电、光伏同理：涨十倍再跌回原点的人，比比皆是。**周期股最痛的，从来不是没买到，而是坐了一整轮过山车，又原封不动坐回了原点。**

为什么卖比买还难？买的时候满地坏消息，你只需要克服恐惧，按纪律扣动扳机。卖的时候完全反过来：股价正爽、财报创纪录、研报一片叫好、身边人都在赚钱——这时候让你走，逆的是人性里最强的那股贪。这一章要做的，就是把卖点从“凭感觉”变成“照单执行”，接住这最难的一下。

核心原则：卖在领先信号亮起时，不是等价格跌下来

先立一条铁律，整章都从它长出来：

周期股要卖在景气顶部的领先信号亮起时，而不是等价格已经跌下来才卖。

为什么？因为顶部是尖的，下跌是快的。

底部往往磨很久，是个圆弧，你有的是时间慢慢埋伏；顶部却常常是一根尖头，涨到最高点后几周内就掉头急跌。等你从财报、从股价确认“它真的见顶了”，价格通常已经从顶上摔下来一大截了。

这跟第7章讲的**领先指标 vs 滞后指标**是同一件事，只不过我们现在把它**反过来用**。前面所有章节教你怎么在底部识别拐点信号；把每一个信号翻个面，就是一份顶部卖出清单。价格、利润是滞后的后视镜；运价、产能、库存、capex 才是能提前看到刹车灯的挡风玻璃。

顶部卖出清单：把前面的拐点信号反过来用

下面七条，每一条都对应前面某一章。它们不是要你猜顶，而是可观测、可日常追踪的事实。

1. **全行业疯狂扩产、capex 重新飙升**（对应第5章）。暴利会招来所有人订船、建厂、扩产能。今天的资本开支，就是两三年后砸下来的供给洪水。**别人扩产的欢呼，是你的撤退**

号。

2. **价格见顶回落**（对应第6章）。运价、金属价、产品价——这台机器的“那根轴”一旦掉头，未来的财报就注定难看。**你盯的不是利润，是价格。**
3. **剪刀差见顶**（对应第6章）。收入涨、成本不动张开的那个口子，一旦不再加速张开、开始收窄，暴利的引擎就熄火了。
4. **产能利用率见顶**。开工率冲到接近满负荷再也上不去，说明供给这边已经绷到极限，接下来只会靠新产能来“泄压”，也就是价格要往下走了。
5. **库存从主动补库转向被动补库**（对应第4章）。景气最旺时企业主动加库存、越囤越有底气（主动补库，价升）；一旦需求悄悄转弱、货卖不动、库存却还在被动堆高（被动补库），需求见顶的信号就亮了。
6. **市盈率变得极低**（对应第8章的分母陷阱）。利润最好看时，市盈率算出来只有个位数，看着“便宜到离谱”。但纯周期股的低市盈率不是安全，是红灯——因为分母是**不可持续的天量利润**，价格一回落，明年利润腰斩，市盈率反而会“变高”。**利润最好看的时候，最危险。**
7. **研报一片“强烈推荐”、大众开始热议这个板块**（对应第7章的滞后/情绪指标）。卖方喊出更高目标价、大谈“远期市值空间”，饭桌上、群里人人都在聊这个板块，“这次不一样、高价是新常态”的故事最动听时——往往是筹码交接完成、该走的时候。**情绪是最滞后的那个指标。**

你不需要七条全齐。记住它们的共性：**它们几乎都在利润见顶之前或同步亮起**，而价格和利润要更晚才反应。这就是“卖在信号、不卖在价格”的底气所在。

不赚最后一个铜板

不赚最后一个铜板——这是李嘉诚的名言，意思是别贪最后一段涨幅，赚有把握的钱，把最后那一段留给别人去赚。

一段行情从头到尾像一根甘蔗，最甜的中段你已经吃到了。最后那一小节又硬又渣，为了它你得一直坐到最高点，风险却成倍上升。不赚最后一个铜板，就是主动放弃这最后一节，换来“我一定能全身而退”的确定性。

为什么周期股尤其要卖早？回到那句话：**顶部是尖的，下跌是快的**。等你确认见顶，价格往往已经从顶上下来了很多了。卖早的代价，最多是少赚最后那一段；卖晚的代价，是把已经到手的大部

分利润又还回去，甚至坐一趟完整的过山车。这两种错的量级根本不对等——卖早比卖晚安全得多。在周期股里，“少赚”是小错，“回吐”是大错。

把卖点写成不依赖情绪的硬规则

这是本章的交付重点。光知道信号没用，涨得正爽时你会给自己找一万个理由不卖。唯一的解药，是事先把卖出条件写死，到点机械执行，不给情绪留商量的余地。三条硬规则：

- **信号计数规则：**在上面七个卖点信号里，只要同时出现其中任意 3 个，无论多舍不得，都启动分批卖出。把“我觉得还能涨”换成“到了 3 个就卖”，这是纪律的核心。
- **目标估值分位规则：**事先设定目标价或目标估值分位，到了就减。比如市净率回升到历史 80% 分位、或股价到达你入场时定好的目标区间，触发即减仓。
- **分批卖出规则：**分批卖，和分批买对称。第13章你怎么分几笔埋进去，这里就怎么分几笔撤出来。没人能卖在最高点，分批卖能让你的平均卖价落在顶部区域，而不是赌那一个点。

这些规则的共同点：**决策在冷静时做好，执行时不再动脑。**你要战胜的不是市场，是那个涨得正爽、天天都是好消息、拼命劝你“再拿一会儿”的自己。用白纸黑字的条件，替换掉当下滚烫的情绪。

一份可以照抄的卖出执行模板

把上面的东西落成一张清单，买入前就填好、打印出来贴在显眼处：

- **触发信号清单（勾选，满 3 个启动）：**☐ capex/新产能重新飙升 ☐ 价格·运价·金属价见顶回落 ☐ 剪刀差见顶 ☐ 产能利用率见顶 ☐ 被动补库出现 ☐ PE 低到个位数 ☐ 研报一片看多·大众热议
- **分批比例：**满 3 个信号，先卖 1/3；满 4 个或价格较高点回落 10%，再卖 1/3；余下 1/3 由目标估值分位或“跌破关键均线”了结。
- **纪律约定（写下并签字）：**触发条件到达时，我按上表机械减仓，不因“再等等”“这次不一样”“刚出的利好”而推翻。我接受少赚最后一个铜板，换全身而退。

比例和阈值都可以按你自己的品种调，但两件事不能改：**条件必须事先写死，执行必须分批且机械。**

收尾

这一章我们把最难的一步拆成了可执行的动作：认清"卖不掉等于没赚"，理解"顶部是尖的、下跌是快的"，把七个拐点信号反过来当卖点，接受"不赚最后一个铜板"，最后用不依赖情绪的硬规则和一张模板，把卖出从赌运气变成照单执行。

但你可能已经发现：规则都写在纸上了，真到那一天，手还是会抖。为什么明知道该卖，却按不下那个键？为什么浮盈和已落袋的钱，我们对待的方式完全不同？下一章我们钻进**心理账户**，看看大脑是怎么给钱贴上不同标签、又是怎么在顶部悄悄骗你留下的——理解了这台"情绪机器"，你才真正拿得住手里这份纪律。

第十五章 · 逆向者的心理账户

第十五章 · 逆向者的心理账户

前面十四章，我们把周期这台机器几乎拆到了螺丝：怎么看库存、怎么读资本开支、怎么用低市盈率和重置成本找底、怎么埋仓、怎么卖出。信号讲全了，纪律也写好了。可我要在这里说一句扫兴的实话：**真正让大多数人在周期股上亏钱的，从来不是不懂，而是懂了也做不到。**

你现在心里那句「底部要贪婪、顶部要恐惧」，人人都会背。但等你真站在底部——账户浮亏40%、新闻全是坏消息、身边人都在割肉——你的手会不听脑子的。等你站在顶部——股价翻倍、朋友天天晒收益、卖出去还在涨——你也一样管不住自己。**周期的拐点，恰好是人性最容易反着来的地方：最该买的时候最恐惧，最该卖的时候最贪婪。**这一章，我们把你大脑里那几个会在拐点背叛你的机制，一个个拆开。

亏钱的痛，比赚钱的爽强一倍

损失厌恶 (loss aversion)，是人类对亏损的痛苦感受，远强于对同等金额盈利的快感。

简单说：亏 1000 块的难受，大约要赚 2000 块才补得回来。同样一笔钱，赔了比赚了对你情绪的冲击大得多。

这个不对称，是刻在基因里的——远古时候，错过一顿饭还能活，被咬一口可能就死了，所以大脑对「失去」格外敏感。放到周期投资里，它就成了埋在底部的地雷：当你埋伏的周期股浮亏越来越深，那种痛不是线性增长，是越亏越难熬。人最终会为了「让这种痛立刻停下来」而割肉——而这一刀，往往正好砍在最低点附近。**你不是被基本面说服才卖的，你是被痛感逼着卖的。**底部割肉的人，绝大多数不是判断变了，是扛不住了。

大家都在卖，你凭什么敢买

羊群效应 (herd behavior，也叫从众)，是人会不自觉地跟随大多数人的行为，别人买你敢买，别人卖你就恐慌。

一群羊里，只要几只往一个方向跑，其余的会本能地跟上，哪怕并不知道为什么跑。人在市场里也一样。

从众在原始社会是保命的：多数人往一个方向跑，大概率是真有危险。但周期投资的要害在于，**拐点恰恰要求你和人群反着走**。底部之所以是底部，正因为几乎所有人都在恐慌抛售；顶部之所以是顶部，正因为几乎所有人都在兴奋买入。如果你的买卖依据是「大家在干嘛」，那你天然会在最贵的时候人多时买、在最便宜的时候人少时卖。逆向不是嘴上说说，它意味着你要在一片喊你傻的声音里，做那只不跟着跑的羊。这在心理上极其难受，因为孤独本身就是一种痛。

把最近发生的，当成永远会发生

近因偏差（recency bias），是人会把最近一段时间的趋势当成常态，无意识地假设它会一直持续下去。

跌了半年，你脑子里就默认「它还会接着跌」；涨了一年，你就觉得「它还能一直涨」。其实价格不认识「最近」这回事。

这可能是周期投资里最致命的一个偏差，因为它精准地作用在拐点上。价格在底部横盘或阴跌久了，近因偏差让你确信「这行业完了、买了就是接刀」——于是你在最该动手时望而却步。价格在顶部涨久了，它又让你相信「这次的景气能一直撑下去」——于是你在最该撤退时反而加码。**周期的本质是均值回归、是反转，而近因偏差让你的大脑刚好在反转点上把方向看反。**第十二章里那句反复出现的「这次不一样」，本质就是近因偏差穿上了逻辑的外衣。

一旦站队，就只看得见对自己有利的证据

确认偏差（confirmation bias），是人一旦形成某个观点，就会不自觉地只关注支持它的信息，自动过滤掉反对它的信息。

你看多一只周期股，就会觉得每条利好都是实锤，每条利空都是噪音；你看空它，则反过来。确认偏差最坏的地方是，它让你误以为自己在「客观分析」，其实你只是在给早已定好的结论找理由。周期拐点常常伴随基本面的悄然反转（比如第七章讲的领先指标先变），而确认偏差会让你对这些不利于自己立场的早期信号视而不见，直到被市场用亏损狠狠敲醒。

舍不得割、又拿不住：锚定与处置效应

锚定（anchoring），是人做判断时会过度依赖第一个抓到的数字（比如你的买入成本价），并以它为参照，哪怕情况已经变了。

由锚定和损失厌恶合起来，会长出一个投资界最出名的坏习惯——处置效应（disposition effect）：**浮盈的股票太早卖，浮亏的股票死死拿着。**

赚了一点就急着落袋，怕煮熟的鸭子飞了；亏了却不肯认，总想「等它回本我就走」，结果越套越深。

在周期投资里，处置效应会双向坑你：景气刚起、股票刚翻红，你就因为「终于不亏了」的解脱感提前跑掉，吃不到主升浪；而在下跌途中，你又用买入成本当锚，「跌破成本我绝不卖」，把一次本该止损的操作，拖成了套牢。注意，它有时也会反向发作——顶部时因为一路赚惯了，反而不舍得卖，直到周期掉头。**关键不是它往哪个方向坑你，而是你的买卖被“成本价”这个心理锚绑架了，而成本价对市场毫无意义。**

心理账户：别让账面浮亏绑架你的判断

把上面这些串起来的，是一个更底层的東西——心理账户（mental accounting），是人会不自觉地把钱和盈亏分门别类装进不同「格子」里，对每个格子非理性地区别对待。

同样是钱，你会把工资看得很重、把年终奖花得很爽、把股票的浮亏当成「还没真亏」。其实一块钱就是一块钱，是你的脑子给它们贴了不同的标签。

周期投资对你的核心要求，是把「此刻的账面浮亏」和「拐点逻辑最终是否兑现」放进两个格子，且不让前者去干扰后者。一笔基于库存出清、capex 见顶、价格触底的埋伏，它的对错，取决于两三年后周期反转有没有发生，而不取决于下个月它是浮亏 20% 还是 30%。可损失厌恶会让那个「浮亏格子」发出刺耳的警报，逼你把一个需要用季度、年度来验证的判断，塞进一个按天计价的情绪里去审判。**底部最深的恐惧，从来不是来自逻辑崩了，而是来自你盯着那个浮亏数字看得太久。**

唯一的解药：用事先写好的规则，替临场的你做决定

读到这你可能想问：知道了这些偏差，是不是就能靠意志力克服了？**不能**。这是本章最反直觉、也最重要的一句话。这些机制是几百万年进化焊死在你大脑里的，越是在拐点那种情绪最极端的时刻，它们越强，你的理智越弱。指望「到时候我冷静一点」，等于指望酒后的自己别开车。

真正能救你的，只有一件事，也正是第十三、十四章反复在做的：**提前写下规则，到时候机械执行，不允许临场修改**。本质是，在你还冷静的今天，替那个未来会恐惧或贪婪的你，把手先绑起来。具体做法：

- **写投资日志，记下决策依据**。买入前把「我为什么买、基于哪几条周期信号、什么情况证明我错了」白纸黑字写下来。将来浮亏时你回头看的，是当初冷静的逻辑，而不是此刻慌乱的情绪。这也是对抗确认偏差最有效的办法——你事先写好的「证伪条件」，逼你正视不利信号。
- **设自动化的分批触发**。把买入拆成几档价格或几个时间点，到点自动执行（呼应第十三章的分批埋伏）。分批的意义不只是摊平成本，更是把「要不要下手」这个会被恐惧劫持的决定，提前交给了规则，而不是当天的你。
- **和市场保持距离，少看盘**。近因偏差和损失厌恶都靠「你频繁地看」来喂养。你越是每天盯着浮亏数字，那个心理账户的警报就越响。看得越少，情绪波动越小，越拿得住。
- **提前接受「买了还会跌、卖了还会涨」是常态**。没有人能买在最低点、卖在最高点。如果你把「买完立刻上涨」当成成功的标准，你会在每一次正常的回撤中怀疑自己、割在坑里。事先承认埋伏之后大概率还要经历一段浮亏，你才扛得住那段最难的路。
- **用小仓位练逆向的心理肌肉**。逆向承受浮亏的能力，和肌肉一样是练出来的。先用小到亏光也不影响生活的仓位，去经历几次「买了还跌、最后反转」的完整周期，让身体记住这种感觉。练过的人，下一次面对大仓位的浮亏，手会稳得多。

逆向不是勇敢，是把自己的手绑起来

我们常把逆向投资想象成一种性格：胆识过人、临危不惧、在血流成河里镇定买入。这是个美丽的误会。**真正做到长期逆向的人，靠的不是比你更勇敢，而是比你更早地把自己的手绑住了**。他们清楚地知道，到了拐点，那个恐惧的、贪婪的、被近因偏差蒙住眼的自己一定会出现，一定会想乱动——所以他们在今天这个还清醒的时刻，用一套写死的规则，把未来那个人的手脚提前捆好，让他动不了。

你战胜不了拐点处的人性，你只能在人性发作之前，就把决定做完、把规则锁死。

周期给你的，永远是同一道题：在所有人恐惧时按下买入，在所有人贪婪时按下卖出。这道题的答案不在勇气里，在纪律里。下一章，我们把前面所有的信号、仓位、卖出和这一章的心理防线，整合成一套你可以真正照着跑的**交付系统**——一张从看懂到动手、不依赖你临场发挥的完整清单。

第十六章 · 交付：你自己的周期投资系统

第十六章 · 交付：你自己的周期投资系统

这本书从头到尾在回答一个问题：一个周期股，凭什么让你敢在别人恐惧、亏损、无人问津时按下买入，又敢在别人贪婪、研报一片看多时分批卖出？答案不是勇气，也不是预测天赋，而是把三件事拧成一套**属于你自己的系统**——看懂周期机器（1–6 章）、识别拐点信号（7–12 章）、纪律化执行（13–15 章）。前面所有的案例、指标、心理陷阱，都是为了这一章的交付。

这一章不抒情。我把整本书拧成你今天就能拿去用的**三件东西**：一条你自己的投资逻辑、一张分批建仓与分批卖出的作战表、一份能每周每月盯的日常清单；最后附一个可复用的单品种监测模板，让你对任意一个周期品种照着填。读完请你别合上书，去填它。

第一件：你的投资逻辑（一段话能说清）

好的投资逻辑有个硬标准：**你能用一段话对一个外行讲清楚你赚什么钱、凭什么赚到**。讲不清，说明你没想明白，那你在拐点处一定会被情绪推着走。先给你一个我从全书提炼的范本，你照着改成自己的：

我只在全行业产能出清、普遍亏损、无人问津时，逆向埋伏成本曲线左侧的行业龙头；在行业疯狂扩产、产品价格见顶、卖方研报一片看多时分批卖出。我赚的是周期均值回归和拐点的钱，不赚趋势最后一段。我用有限仓位和分批建仓保证自己活到周期兑现，扛得住三年不涨。

成本曲线左侧的龙头，大白话就是：全行业里成本最低的那家。

当价格跌到全行业亏损时，成本最高的先倒下减产，成本最低的龙头能扛到最后、甚至逆势抢份额。你埋伏它，等于赌它是这轮出清后活下来吃肉的人。

现在轮到你。把下面六个空填满，你的信条就成型了——每一个填空我都在括号里标了它来自哪几章：

1. **我买什么类型的周期股：**（第 3 章家谱——是三年一轮的短周期如猪、存储，还是十年一轮的长周期如航运、有色？纯周期还是带成长的锂电光伏？）

2. **我在什么条件下买：**（第 5、6、8 章——比如全行业 capex 停止、全面亏损、跌破重置成本或 PB 处历史低分位。）
3. **我赚什么钱：**（价格从底部均值回归 + 拐点估值修复，而不是趋势最后一段的鱼尾。）
4. **我在什么条件下卖：**（第 5、14 章——capex 重新扩张、价格见顶、PE 极低、研报集体看多、情绪过热。）
5. **我用多大仓位：**（单品种上限、总周期敞口上限，写死一个数。）
6. **我能扛多久：**（这笔钱三年不涨、中途再跌三成，我是否还睡得着、不需要用它？扛不住就减仓位，别改信条。）

六个空填完，把它读一遍。如果读起来别扭、有一处你自己都不信，那处就是你真正的风险敞口，回到对应章节重读，直到整段话你敢签字。

第二件：执行计划（分批建仓 + 分批卖出的作战表）

这是第 13、14 章收成的一张表。核心只有一个字：**对称**。分批进，就分批出；进场规则事先写死，出场规则也事先写死。写死的意思是，在你还冷静、没上仓位、不受盈亏刺激时，就把每一批的触发条件、买卖多少定下来，之后只照表执行、不临场改主意。

建仓端（左侧分批埋伏）

- **第一批（试仓，约总目标的 1/3）：**触发信号——行业全面亏损确认 + capex 明显收缩（在建工程增速转负）。此时价格未必到底，你是买「出清已在发生」这个事实。
- **第二批（加仓，约 1/3）：**触发信号——出现产能出清的实锤（龙头/边际产能宣布减产、破产、退出），或估值跌破重置成本、PB 进入历史 10% 低分位。
- **第三批（补满，约 1/3）：**触发信号——库存从被动去库转向主动补库（第 4 章四象限的右下转右上）、或核心商品价格由跌转平、由平转涨的拐点确认。这一批是「右侧」的，用趋势反转来确认前两批没接错。
- **单品种仓位上限：**写死一个数（例如不超过总仓位的 15%），任何理由都不突破。
- **总周期敞口上限：**所有周期股加起来不超过某个比例（例如 40%），避免一次系统性回撤打穿你。
- **最坏能扛多久：**假设建完仓后还要在底部横盘或再跌两三年，你的资金和心理都要预留这个时间，否则减仓位。

卖出端（右侧分批兑现，与建仓镜像）

- **第一批减仓（约 1/3）**：触发信号——行业 capex 重新大幅扩张（在建工程、固定资产投资集体飙升），这是顶部埋雷的最早信号。此时价格往往还在涨，你是卖「过剩已在酝酿」。
- **第二批减仓（约 1/3）**：触发信号——核心产品价格见顶回落 + 产能利用率见顶，或估值 PE 掉到历史极低分位（周期股低 PE 是卖点，见第 8 章）。
- **第三批清仓（约 1/3）**：触发信号——卖方研报数量与看多评级集中爆发、板块热度和大众讨论度冲顶（第 15 章的反向指标）、目标估值分位（如 PB 回到历史 70%–90% 高分位）达成。情绪过热就是最后一批的离场铃。
- **不赚最后一段**：写死一句——顶部区域宁可早走、留鱼尾给别人，也不赌「还能再涨一波」。你赚的是拐点，不是最高点。

把这张表做成你自己的两栏纸：左栏「买入触发」，右栏「卖出触发」，每一批一行、条件明确到可以打勾。到了拐点，你要做的不是判断，是**对照打勾、执行动作**。

第三件：日常关注清单（每周/每月盯什么）

系统要跑起来，靠的是固定频率的观察，而不是行情来了才临时抱佛脚。按频率分三层，慢的月度盯产能、快的周度盯价格、最后加一支情绪温度计。

每月 / 每季盯（慢变量，决定周期大方向）

- 行业固定资产投资 / capex 的同比增速（去统计局行业数据、行业协会、龙头财报电话会）。
- 在建产能与新增产能规划（行业协会、公司公告里的扩产/投产时间表）。
- 行业整体盈亏与**产能利用率**（开工率）——全面亏损 + 低开工是底部信号。
- 库存四象限位置（第 4 章）：主动补 / 被动补 / 主动去 / 被动去，现在在哪一格。
- 龙头财报里的「**购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金**」与「**在建工程**」——这两栏是 capex 的直接读数，全行业一起飙升是顶部前兆，集体转负是底部种子。

每周 / 每日盯（快变量，对价格敏感品种）

- **核心商品价格**：对应你的品种——金属价（有色）、SCFI/CCFI 集运运价指数（航运）、碳酸锂价 / 多晶硅（硅料）价（锂电光伏）、DRAM 现货价与合约价（存储）、生猪价（养

殖)。

- **期货曲线**：近月与远月的价差，看市场对未来供需的定价。
- **开工率 / 库存的高频数据**：很多品种有每周更新的开工率和社会库存。
- **剪刀差（价格 - 成本）**：价格贴着或跌破成本线，是全行业亏损、底部临近的实时读数（第 6 章）。
- **减产 / 扩产 / 破产新闻**：底部盼减产破产，顶部警惕新扩产落地。
- **卖方研报数量与情绪**：多少家在覆盖、评级偏多还是偏空。

情绪温度计（当反向指标用）

- 研报评级从无人覆盖到集体强烈推荐——越推荐越接近顶。
- 板块热度、成交额、大众讨论度冲高——群众都来了，往往是离场信号。
- 反过来，当一个品种没人聊、研报停更、你说出来别人皱眉——那才是埋伏的时候（第 15 章）。

附：可复用的「单品种监测模板」

这是把整套系统装进一个品种的收纳盒。任何一个你想跟踪的周期品种，都照下面十一项填一遍；填不出的空，就是你还没看懂的地方。

- ① **品种名**：（例：电解铝 / 中远海控 / 美光 / 碳酸锂）
- ② **属于家谱哪一支**：（第 3 章——短周期约 3 年 / 长周期约 10 年）
- ③ **纯周期还是成长型周期**：（纯周期看均值回归；成长型如锂电光伏，需求长期向上但仍有产能周期）
- ④ **核心供需驱动**：（供给由谁决定、需求由什么拉动，一句话）
- ⑤ **核心领先指标（3-5 个，标明去哪看）**：（例：capex 指引、开工率、现货价拐点、库存四象限、龙头减产公告；分别来自财报 / 行业协会 / 数据终端）
- ⑥ **当前处在周期什么位置**：（出清中 / 底部 / 复苏 / 过热 / 见顶，用第 4-6 章的信号判定）
- ⑦ **买入触发条件**：（照作战表建仓端三批，写具体到本品种的数值/事件）
- ⑧ **卖出触发条件**：（照作战表卖出端三批，写具体条件）
- ⑨ **目标仓位**：（单品种上限、目前建了几批）
- ⑩ **当前动作**：（观察 / 建第一批 / 持有 / 减第二批 / 清仓——只写一个）
- ⑪ **复盘一句话**：（上次动作对不对，为什么，供下轮改进）

把这个盒子复制几份，一个品种一份，钉在你随时能翻到的地方。它的作用是把脑子里飘着的想法，逼成白纸黑字的条件与动作——**系统和情绪的分界线，就在写没写下来这一步。**

收尾：你要的不是抓住某一次，是有一套能反复用的纪律

请别误会这套系统的价值。它**不在于让你预测得多准**——没人能精确预测拐点在哪个月出现。它的价值在于：当拐点真的来临、当所有人都在恐惧或贪婪时，你手里有一张事先写好的表，让你**有章可循、不被情绪支配**。你不需要比别人聪明，你只需要在别人靠感觉时，靠清单。

回到第一章那个结论：**周期永远杀不死，它一定会重来**。正因为它会重来，你才不必焦虑于抓住某一次特定的机会。你真正需要的，是一套能被你反复执行、越用越顺的纪律——这一轮你可能只吃到一段，下一轮更熟练，再下一轮它就成了你的肌肉记忆。

所以，从今天起，别贪多。挑**1-2个你真正看得懂的品种**——你了解它的供需、找得到它的领先指标、说得清它现在在周期哪一格——用上面那个模板开始盯。等下一个别人恐惧的时刻到来时，你不会慌，因为你早就把该做的写在纸上了。这，就是你从这门课带走的全部：不是一次预测，而是一套系统。