

第 1 章

周期、市场与参与者

本章涉及的概念一般在介绍性的宏观经济课程中都有，其目的是使一个复杂的问题简单化，而不是综合化。为了使说明简要并避免那句著名的经济辩解词——“其他所有的因素保持不变”，在很大的程度上，以后的定义一次将只针对一个因素。当然，现实世界并不像一个科学的实验室那样运作，而且我们不得不消除各因素彼此之间的各种影响。

理解经济指标对美国经济的重要性，要求首先熟悉基本的周期、市场和那些市场中的参与者。本章简要地描述了 3 种类型的周期、3 种不同的市场和几种类型的参与者以及他们的情绪与行为，并总结了每一部分的关键点，这样你就会对经济体系有一个基本的认识。

1.1 周期

1.1.1 经济周期

实际上每个人都知道经济周期。报刊不这样描述它，但是人们经常听到术语：经济扩张与衰退。经济周期是按经济从高峰到高峰或者从低谷到低谷来衡量的，它有5个阶段。经济周期高峰是经济活动达到了最高水平——经济指标开始下跌之前的一个月或一个季度的经济数据。一系列经济指标第一次下跌表明经济刚刚进入它的第1个阶段：下降，通常称为衰退。只要经济指标继续下跌，经济衰退就会持续下去。经济周期的第2个阶段是低谷，它是经济周期的最低点和任何一个指标的最弱一点。经济周期的高峰与低谷一般被视为某个时点 如一个具体月份（见表1-1）。衰退会持续几个月（或者几年，如大萧条时期）。自 1945 年以来，美国10次衰退期的平均长度是11个月。

表 1-1 经济周期

高峰	低谷	衰退期月数	上次扩张期月数
1945 年2月	1945 年10月	8	79
1948 年11月	1949 年10月	11	36
1953 年7月	1954 年5月	10	44
1957 年7月	1958 年4月	9	37
1960 年4月	1961年2月	10	23
1969年12月	1970 年11月	11	105
1973年11月	1975年3月	16	36
1980 年1月	1980年7月	6	57
1981年7月	1982 年11月	16	11
1990 年7月	1991年3月	8	92

复苏预示着经济周期的第3个阶段。在复苏过程的头一个月，一系列经济指标开始上升，它意味着衰退结束。作为一名经济参与者，在复苏的头几个月，你不可能注意到经济活动有任何改善。复苏的头一个月是仅次于衰退的最后一个月的经济较坏的月份，记住这一点很重要。对于失业的人（他们不能立即找到工作）和零售商（他们仍然不得不要使多余的存货变现）而言，复苏的前几个阶段感觉还像衰退。一般在头几个月，经济积聚了一定的力量以后，大约会强劲地增长两年。

经济扩张是经济周期的第4个阶段，但是没有有一个明确的点表明复苏结束、扩张开始。一个经验原则是，复苏会持续到它重新获得衰退时损失的产量。当经济达到一个新高点时，扩张就开始了。

当经济达到一个新高峰时，经济周期的第5个阶段就产生了；只有当高峰过去，经济已经走向下降时，你才会知道你处于第5个阶段。图1-1描绘了一个程式化的经济周期形式，而图1-2则显示了从1989年到1992年初美国的实际经济活动。从这张图中可以看出，在复苏的初期阶段，国内生产总值（GDP）水平与衰退期一样。特别是在1991~1992年的复苏期间，GDP的增长极弱，以致一般消费者不相信声称复苏即将到来的经济学家。

经济的总量指标会达到新高峰，但个别指标不一定如此。例如，按非农场职工衡量的就业在1990年6月达到了一个新高，与国家经济研究局（National Bureau

of Economic Research, NBER) 确定的经济周期高峰一致, 但是制造业就业在 1989 年 1 月——正好在衰退开始之前——就达到了周期高点。那时, 工厂职工数从 1979 年 6 月达到的最高峰下降了大约 8%。美国经济结构的变化使服务业就业激增, 而以制造业为代价。因此, 就业总数能够增加, 但是制造业部门从未恢复它在 80 年代损失的工人数。

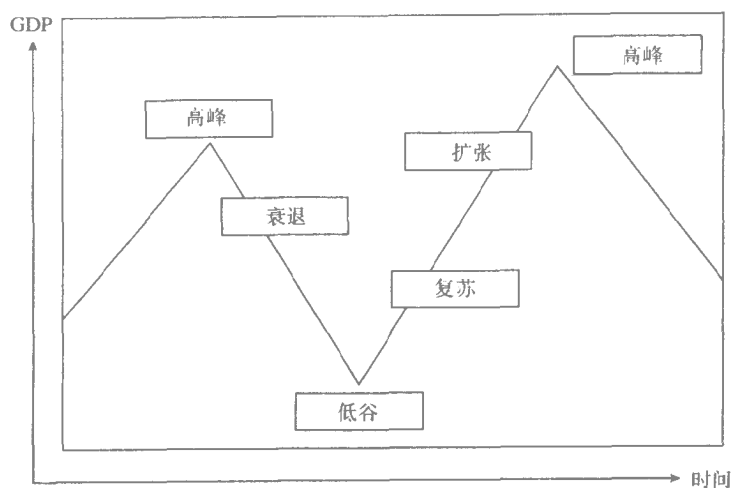


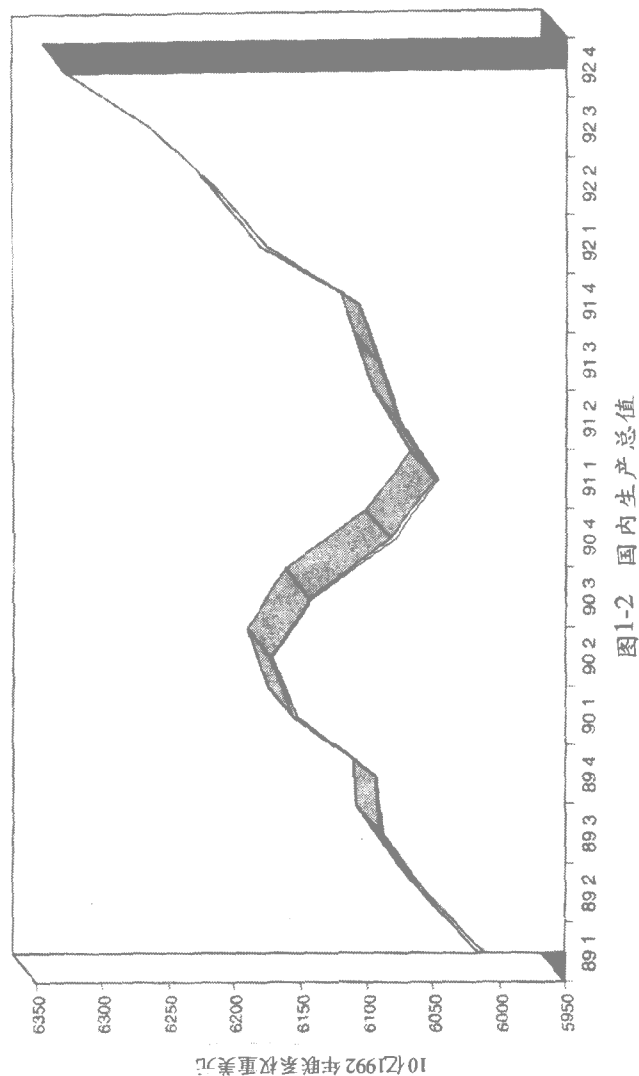
图 1-1 经济周期

注：这是经济周期的一个典型例子，但是现实世界不会沿直线运动。

NBER，是经济周期的官方确定者，它由几个杰出的经济学家组成经济周期日期确定委员会。在指出衰退实际开始或结束的确切日期之前，他们分析许多因素。就 1990 ~ 1991 年衰退而言，NBER 认为 1990 年 7 月经济

周期达到高峰——意味着1990年8月是衰退的第一个月。1990年7月被认为是经济周期高峰，几乎是在一年后——1991年4月确定的，而且直到1992年12月NBER经济周期日期确定委员会才把1991年3月确定为衰退的结束，虽然很多经济学家——包括联邦储备体系主席阿兰·格林斯潘（Alan Greenspan）——认为衰退结束于1991年春天，因为早在那年夏天，几个经济指标已开始上升。

虽然NBER经济学家分析了几个经济部门与几个经济指标，但是很多经济学家还是利用这样的经验原则：即，衰退要求实际国内生产总值（商品与服务生产的最全面的衡量指标）至少连续两个季度下降实际（按通货膨胀调整）GDP在1990年第3、第4季度和1991年的第1季度下降，但是在1991年的第2、第3、第4季度和1992年为正值（见图1-2），这些数据都支持了衰退在1991年春天的某个时候结束的观点。衰退实际开始于1990年第3季度（8月），但是商业部最初未估计到实际GDP在那个季度下降。这就是为什么经济周期日期确定委员会必须不只考虑一种经济指标。而且，NBER经济学家过早地力图确定经济周期的日期，尤其是按照经常修正的经济指标来确定，这是很愚蠢的。NBER不想让日期确定委员会被视为一个预测机制。据经济周期专家和委员会成员Geoffrey Moore所说，在宣布1990~1991年衰退结束之前，委员会想确定经济达到了低谷，并且未走向重复下跌。经济周期高峰之后两年，国民收入与生产帐户的1992年年度标准修正显示，实际GDP在1990年第3



注：这是最近一个经济周期的例子，1990年第2季度实际国内生产总值达到高峰，1991年第1季度达到低谷，1992年第1季度GDP水平超过了以前的高峰。

资料来源：Bureau of Economic Analysis.

季度下降，证实了其他指标指出的证据和 NBER 经济学家作出的决策。

表1-1 列出了1945年以来美国的经济周期。

1.1.2 股票市场周期

股票市场也有高峰和低谷周期，但是不再是探讨股票市场是扩张或是衰退，行话是指股票市场是牛市与熊市。股票市场周期与经济周期相关，但它实际是后者的一个先导指标。事实上，标准·普尔500家公司股票指数是构成先导指标指数的10个指标之一。这个指数比道·琼斯工业平均数范围广泛，后者只包括30家蓝筹股公司，但却颇受报刊的注意。股票市场不是一个完善的经济先导指标。（一个机敏的人曾经注意到过去8次衰退，股票市场预测却预测有10次。）

虽然股票市场暴跌之后并不总是伴随着经济衰退（1987年股票市场暴跌就是一个例子），但是股票市场下跌总是先行于经济衰退（见图1-3）。经济周期专家 Geoffrey Moore认为，股票市场通过利润与利率对经济活动作出反映。随着经济扩张的结束，生产成本上升、利润下降。同时，利率也可能上升，因为贷款需求增加或者是通货膨胀压力提高。这两个因素导致股票价格下跌，即使经济活动在继续扩张²。一般说来，股票市场的波动——上升、下跌——比经济的变化早6个月。

本书不是关于股票市场投资策略或股票市场时间选择的。不过，在作出投资决策时，知道经济与股票

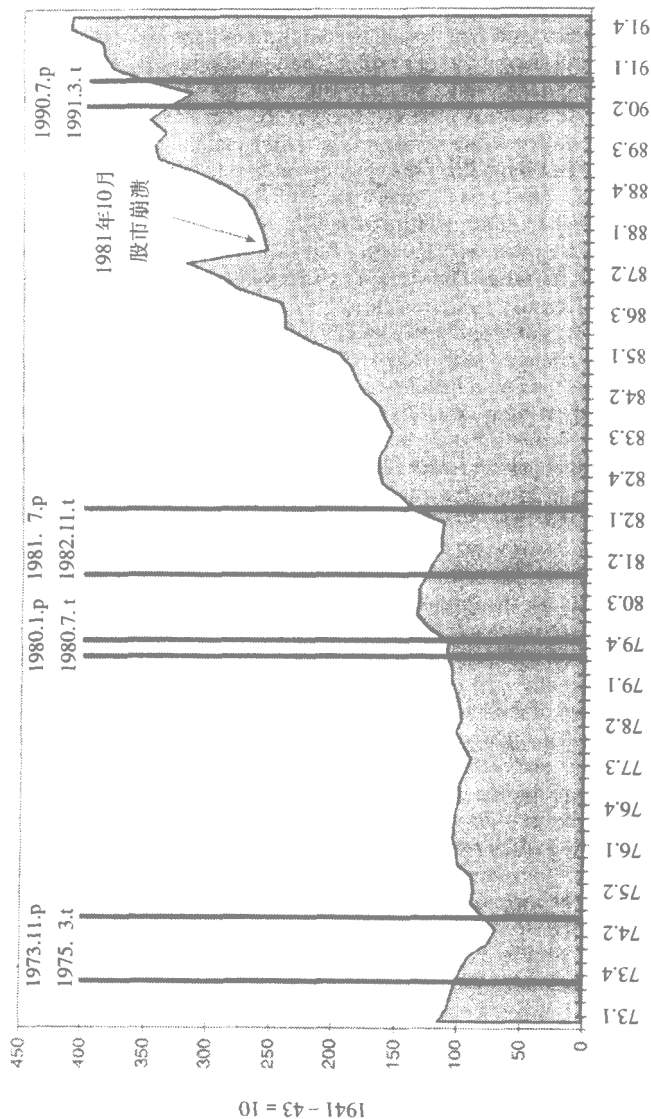


图1-3 股票市场与经济周期

注：这里描绘了4次经济周期和股票市场的相应运动（用标准·普尔500种普通股股票价格指数表示）：p——高峰；t——低谷。
资料来源：Various Commerce Department publications.

市场周期的现状是很有用的例如，遵循“贱买贵卖”这句格言，当股票市场反转，但经济仍然处于衰退时，你应买入耐用消费品公司的股票，如轿车或家具生产商的股票。当你不知道经济是否再增长时，对任一给定的周期性经济而言，股票价格的低谷将可能出现。例如，1990~1991年衰退期间，标准·普尔消费品股票价格指数在1990年10月达到底部——此前3个月进入衰退，并在1991年3月衰退达到底部之前持续了5个月。第2年这个指标几乎不断攀升。

1.1.3 利率周期

利率也呈周期性变化，虽然它们比经济指标或股票更多样化，但是它们并不严格地与其特定的周期一起运动。不过，根据Geoffrey Moore与其他研究经济周期的经济学家的观点，利率滞后于经济周期。

利率周期不如经济周期和股票周期明显的原因之一是没有像经济学教科书上描述的“利息率”这种东西。存在有很多利率，它们并不一起运动。的确，长期利率与短期利率以不同的幅度在不同的时间运动。而且，Geoffrey Moore认为，公司债券不与国库券一起波动；新发行的证券与已在二级市场上交易的未偿付的证券相比，对经济有不同的反应率²⁴。

在衰退期，由于信贷需求减少，短期利率可能下跌。同时联邦储备(the Federal Reserve, Fed)趋于通过更为适当的货币政策来确保经济的复苏。通常，Fed只能通

过增加或减少储备金来影响联邦基金利率（因利用隔夜资金，银行彼此之间收取的利率）。其他短期利率，如CD（定期存单）利率、商业票据利率与短期国库券利率，通常与联邦基金利率密切相关地变动。研究发现，短期利率（如短期国库券利率）紧随经济周期，或领先或滞后后者大约2个月。

当Fed继续放松货币政策时，长期利率开始缓慢变动，不像短期利率变动得那么迅速。长期利率对通货膨胀压力非常敏感。如果长期债券市场参与者担心通货膨胀压力，即使是处在衰退环境下，长期利率也会暂时下跌（长期债券期限在10年以上）。然而，衰退继续时，长期利率总是成为经济复苏的一个关键，因为长期利率决定抵押贷款利率，后者反过来推动住房建设活动，而住房活动又是经济中出现反转的第一个部门。向利率可调整的抵押贷款的转变稍微改变了这种关系。图1-4显示了3个月短期国库券利率如何在1989年达到高峰，随后在1990~1991年的衰退期间与复苏的开始阶段持续下降。同时，30年期国库券利率在衰退之前1989年稍有下降、衰退期间稍有上升、1992年中期以前实质上保持不变，最后，1992年中期后在衰弱的复苏初期它开始下降。

虽然利率与经济有滞后关系，但是利率对经济活动也有影响。经济增长时，对可贷资金的需求会给利率——借入资金的成本——施加上升的压力。相反，当经济衰退时，由于很少有人需要贷款，所以会给利率

——借入资金的成本——施加下降的压力。但是，另一方面，利率下降时，更多的人愿意借入资金；利率上升时很少有人愿意借入资金。因此，利率的变动不是在真空中形成，它有其自身的内涵。在这种理论基础上，Geoffrey Moore 研究了长期利率的先导特征⁵。由于他没有找到先导关系的持续时期，因此，结果是不确定的。

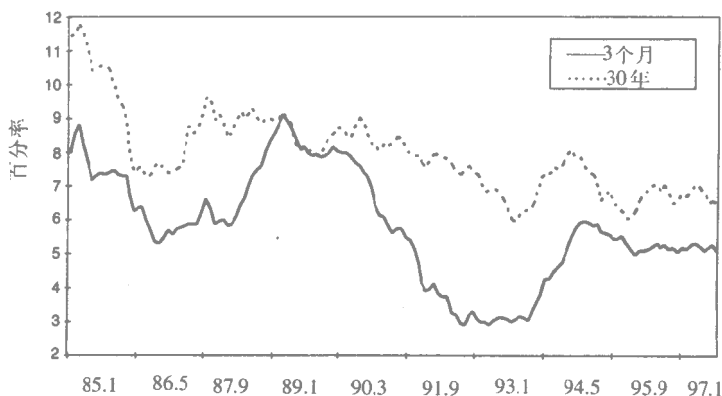


图 1-4 国库券：短期与长期

注：国库券的长短期利率之间的差异很典型。注意 1989 年，这次经济周期期间，Fed 开始它适度的政策之前，收益率曲线平坦（短期与长期利率都是一样的）。

资料来源：Federal Reserve Board.

短期利率大致上是经济的相关指标，而长期债券利率则是经济的滞后指标。这样，一个一般原则就是利率周期滞后于经济周期。

在这3种周期（经济周期、股票市场周期与利率周期）中，股票市场周期领先于经济周期，经济周期又领先于利率周期。经济周期与利率周期之间的领先/滞后关系不如股票市场与经济周期之间的关系那么明确，这大体上是因为在经济周期期间，短期利率与长期利率的行为不同。

1.2 市场

金融市场包括3种不同的市场：股票市场、固定收入市场与外汇市场。正像不同的周期彼此相关一样，各市场之间也相互关联。（通常，债券交易人盯着外汇市场，而货币交易人关注着长期债券市场。谁随着谁运动呢？）然而，它们之间的关系并不总是很清晰，也不总是很一致。

1.2.1 股票市场

股票市场，也叫做资本市场，受经济因素的很大影响。强烈的经济活动是公司利润或盈利稳健增长的动力。从长远来看，公司盈利推动着股票价格。一般，有利的经济将产生牛市，因为公司盈利在增长。相反，不利的经济前景将产生熊市，因为公司盈利在下降。股票市场上的投资者不是通货膨胀的爱好者。在扩张的经济时期，加速的通货膨胀将阻止股票价格的上涨，即使公司利润在增长。毕竟，某些利润所得是由于价格的上涨，而不是工人劳动生产率的提高或销售额的

增长。

利率的下降通常与利率敏感部门——如住房与资本投资——的增长相联系。因此，利率下降也对股票市场有利此外，（实际）利率低，资本的现值提高；（实际）利率高，资本的现值降低。实际利率是按通货膨胀调整的。例如，如果现行抵押贷款利率是8%，通货膨胀率是3%，那么实际抵押贷款利率是5%（见专栏，“净现值”）。

美元汇价疲软有助于股票价格上涨美元疲软或贬值与出口增长快、进口增长慢相联系，因为随着需求从外国生产的商品转向国内生产的商品，美国制造商从美元的贬值中获利，而外国制造商受损。美元疲软使得美国消费者与生产商购买外国商品变得很贵，有些人可能转向国内生产的商品——它们的价格现在较低。同时，其他国家的消费者会发现美国产品比他们自己的产品便宜，于是就将其需求转向美国商品。这是在蛋糕上加糖霜。由于美国消费者从较昂贵的外国商品转向国内商品，所以对国内生产商的商品需求增加；而且，由于美元的疲软，国内生产商的外国销售需求也增加了。

不过，这里存在一个前提条件：即假设美国制造商在生产可贸易商品。美元汇价的贬值并不有利于所有的行业，尤其是在服务部门的那些行业。干洗店、理发店与咖啡店的老板没有从美元的贬值中获得任何收益。而且，利用海外生产的原材料的制造商会发现他

们的成本在上升。如果理发师购买海外制造的香波、干洗店老板用国外制造的洗涤剂，那么因为美元贬值，他们的成本将上升，这会潜在地损害他们的利润。

疲软的美元对股票市场有利是由于它改善了美国的贸易余额（我们国内的生产量超过了我们向外国竞争者的购买量），其前提是假设美国商品较高的销售额能够弥补生产商利用外国原材料而支付的较高的价格。

净现值

每个人都知道你今天获得的 1 000 美元比你从今天起一年后获得的 1 000 美元值钱得多，即使我们假设在这一期间商品与服务的价格（通货膨胀）没有上涨。今天的资金值钱得多，是因为实际上你可以拿 1 000 美元按一定的（无风险）利率——当前约为 5%——投资。到年底，你最初的 1 000 美元投资将值 1 050 美元。如果利率是 10%，那么从今天起一年后你将拥有 1 100 美元。因此，如果有人让你在今天的 1 000 美元与从今天起一年后的 1 000 美元之间进行选择，毫无疑问你会拿今天的钱或者要求那人从今天起一年后给你 1 000 多美元。

除计算今天的 1 000 美元在一年内的价值外，我们也可以计算第 2 年的 1 000 美元在今天的价值。在这种情况下，我们将第 2 年的 1 000 美元折现，并在今天的条件下比较它。我们可利用和第一例相同的利率。不过，我们不是用本金乘以利率，而是用本金除以利率。因此，第 2 年的 1 000 美元的价值等于 $1\,000 \text{ 美元} / (1.050)$ ，得到净现值为

952.38 美元一般，从现在起 n 年获得 1 美元的现值为 $P/(1+i)^n$ 。于是，如果我们 3 年后获得这笔资金，那么我们可以用 $1\,000 \text{ 美元} / (1+0.05)^3$ 来计算净现值。从现在起 3 年后获得的 1 000 美元的价值今天缩减为 863.64 美元

利率越高、时间越长，净现值就越小利用公式 $NPV = P/(1+i)$ ，我们可以计算从现在起 1 年（或多年）按不同的利率 1 000 美元的净现值在下表中，注意随着利率的上升，净现值下降得非常迅速。下表第 1 行给出了按不同的利率，第 2 年的 1 000 美元的净现值；第 2 行给出了按不同的利率，从现在起 3 年后赚得的 1 000 美元的净现值。

		可能的利率与净现值				
		3%	5%	7%	10%	15%
NPV (\$1 000)	3年后	\$970.87	\$952.38	\$934.58	\$909.09	\$869.57
NPV (\$1 000)		\$915.14	\$863.84	\$816.30	\$751.32	\$657.52

净现值的概念是股票价格的决定性因素利率上升时，股票市场将下跌，因为代表股票的资本的净现值下降。利率越高，代表股票的资本的净现值越低因此，利率上升时，股票价格将下跌；相反，利率下降时，股票价格将上涨。

1.2.2 固定收入市场

固定收入市场，也称为债务市场或债券市场。像股票市场一样，它受到经济因素的影响，但是它被分为长期证券、中期证券与短期证券市场。通常，短期证券市场是指货币市场，而债券市场则表示中

长期证券市场。不同的因素对每个市场都有着重要意义。短期证券及短期利率最易受经济活动的影响。如果经济走向衰退，则利率呈下降趋势；如果经济进入扩张阶段，则利率呈上升趋势。这种形式的出现是因为短期利率主要由信贷需求决定。如果信贷需求强（扩张期资本投资增长旺盛时是这样的），对可贷资金的竞争增强，换句话说，如果银行与其他金融中介有大量的贷款需求，那么它们会要求其借款人有较好的信用资格，并且会迫使较差的公司支付较高的利率——如果它们向后者贷出资金的话。相反，当信贷需求较弱的时候（衰退期会发生），生产商不会借入那么多资金，因为现在他们进行的资本支出较少。这将导致利率降低。

长期利率——源于期限在10年以上的证券——主要受通货膨胀的影响，而受其他经济因素影响较小。长期债券市场的金融参与者害怕通货膨胀胜于其他任何东西，因为加速的通货膨胀是使债券价值降低的罪魁祸首（70年代投资者损失惨重）。因此，通货膨胀率开始以较快的速度上升时，长期债券价格将下跌。由于债券的价格与收益率呈反向关系，所以债券价格下跌会带来较高的收益率。通货膨胀率开始减缓时，长期债券的价格将上涨。较高的债券价格将产生较低的收益率（见专栏：“债券价格与收益率”）。

中期证券的期限大致为2至10年。中期利率除对经济变化的预期或通货膨胀不如长期利率那么敏感以外，

其表现类似于长期利率。因此，在一些坏消息（如通货膨胀突然爆发）出现的情况下，你的5年期证券的价值不像30年期证券的价值下跌得那么多。长期债券的价值受通货膨胀的制约是因为本金损失了购买力。30年期证券比5年或10年期的证券有更多的时间损失掉购买力。因此，期限越短的证券对通货膨胀的敏感性越小。

债券价格与收益率

通常，新发行的债券按面值出售，并且它有一个固定利率或息票率。任何债券的利率都由各种因素决定，包括当前的经济状况和发行债券的公司的违约风险为避免违约风险以简化问题，让我们来研究一下长期国库券。

美国财政部发行新的10年期国库券，通过市场拍卖体系，这种债券的利率为8%。你决定购买这种10年期国库券，它每半年将向你支付40美元的利息。与在银行定期存单存入1 000美元相比，美国长期国库券的良好特征之一是国库券可以在二级市场上卖出（交易）因此，当你确定1个月后你需要1 000美元的现金时，你可以花费较少的费用在二级市场卖出你的国库券。然而，市场心理转为看跌，利率急剧上升。财政部拿到市场上的新国库券利率为10%。如果投资者能够得到有较高利率的新国库券，那么你就不能按1 000美元（你支付的价格）卖出你的利率为8%的国库券，当然，你不会全部损失。如果你真的需要卖出你的国库券，你可以按875.35美元卖出。按照这个折现率，你的利率为8%的国库券等于利率为10%