



第一章

经济周期循环 与股市总体波动

股市——作为一种社会经济现象，其任何变化均受到特定的经济体制及经济发展态势的制约，不仅股市组织形式、运行机制如此，股市价格的变动也不例外。那么，什么因素导致股价涨跌循环，且周而复始再现，什么因素使不同股票涨跌又具有各自特征呢？本章以经济周期循环分析为主线，结合各种经济变量的变化规律，阐述它们与股市波动的关系。

经济增长的
结构性变动
与经济政策的
紧中有松的特点，
多使股市
在板块、个股方面
发生较大变动

第一节 经济周期的表现形式及形成原因

一、经济周期一般表现形式

经济发展是以螺旋上升、高低起伏的波浪走向表现出来的，经济活动低潮高潮有规律的替换即为经济周期。通常，萧条与繁荣两阶段构成经济周期的谷底与峰位，其间又以复苏与高潮作为过渡阶段。

在经济萧条与不景气阶段，消费不畅、投资需求不振、社会开工率不足，大量设备资源闲置，产品严重过剩，产品价格下跌，企业盈利水平下降。这时，货币财政政策还无变化，产业政策因一时找不到新的增长点而无法明显起作用。

随着市场价格供求关系强制调节，生存竞争及利益驱动又使经济逐步复苏回暖，而经济政策的调整使经济萧条转为复苏的进程加快。随着消费逐步回升、投资渐渐活跃，就业率增加，银根适度松动，社会闲置资源得到进一步利用。

当这一过程再继续，经济开始走向高潮，消费投资需求走旺，就业率再提高、资源更充分被利用，价格上涨，企业利润大幅增长，松动的经济政策进一步刺激经济走热，由此将经济增长推向周期峰顶—繁荣阶段。在这一阶段，经济过热、通胀日趋严重、投资消费需求扩大带有盲目性，这为之后生产过剩埋下了祸根。虽然居民收入仍增加，但因通胀充抵而有限，消费开始减弱，虽然企业收入在增长，利润在提高但因物价上涨也开始带有“水分”，实际效益并未提高，等等。由此，经济开始出现衰退的

先兆。之后，经济增长滑坡再次进入衰退与萧条阶段。

应该指出，上述仅对经济周期表现作了一般描述，实际生活中的表现更为复杂多样。

一段时间内，人们曾把经济周期的出现归为某一社会经济制度特有现象。而实际生活证明凡为市场经济几乎都无法摆脱这一经济现象，它是市场经济共性的东西。当然，由于各国经济结构不尽雷同，经济政策的运用、经济体制的运行特征不一，经济开放程度（内向型还是外向型）差异，因此经济周期表现形式具有多样化特征。即使同一国家，在经济发展不同阶段，经济增长方式变化时，经济周期表现也有很大变化。

以后分析，还将结合我国经济状况再作详析。

二、经济周期产生原因探讨

那么，什么原因导致经济周期性波动呢？西方经济学家作出如下解释？

汉森认为，社会收入消费投资三要素的变动有紧密关系，投资变动引起收入变动，收入变动又引起投资变动，两者又以消费变动为中介，三者产生的乘数—加速机制是经济扩张—衰退周期波动主要原因。通过调节投资，提高经济效益，促进消费者收入增量中比例，可减少周期波动，维持经济稳健增长。

凯恩斯指出，有效需求大小是影响经济波动的基本因素。有效需求受到边际消费倾向递减、资本边际效率递减、货币流动偏好的心理因素及货币量的制约。有效需求不足导致经济衰退，有效需求扩大促进经济高涨。但由于消费倾向，资本边际效率递减因素，又会产生反向调节机制，经济再走向衰退。鉴此，单靠市

场难以调节，因而需要政府干预，以便减缓经济波动促进经济稳定增长。

哈罗德、多马将收入（产量）增长率、储蓄率、资本产出比率三要素作为影响经济增长的重要因素。经济波动原因在于实际增长率、有保证的增长率（在储蓄与资产产出比率为一定条件下，要使经济均衡发展，实际增长率必须等于储蓄率除以资本产出比率）及自然增长率（人口增长、技术进步条件下所达到最大经济率）互相违背所致。

如实际增长率大于有保证增长率导致经济高潮、通胀。反之相反。

此外，消费不足、投资过度均被用来解释经济周期波动的重要原因。甚至有人用太阳黑子变化等自然因素解释这一经济现象。

上述经济学家都从经济总量角度分析，另一些学者则从经济结构或中观微观经济角度予以解释。

熊彼特将经济周期波动的原因归结“创新”因素，即企业家对生产要素作新的组合，如引进新产品、新技术、新原料、新市场、企业新组织。一种“创新”一旦扩散，引发大规模投资，经济进入高潮阶段。一旦投资机会消失，便转入衰退，由于“创新”不能延续，影响程度及实现时间有大有小、有长有短，因而经济周期亦有长短不同。

库兹涅茨从产业结构变化、产业兴衰等来探讨经济周期变化原因，后来的经济学家钱纳里、筱原三代等将这一理论细化，作了进一步分析。

在对经济周期原因作探讨的同时，不少经济学家还对经济周

期长度、短中周期特点等作了预测；基钦提出了 40 个月短周期理论，龙格拉、库兹涅茨提出 9~10 年及 15~20 年中周期理论，有名的 50~60 年康氏周期视为长周期，熊彼特将上述理论作了归纳，认为康氏周期由 6 个尤格拉周期组成，而尤格拉周期又由 3 个基钦周期构成。虽然，因为各种因素干扰（如经济政策、技术革命等），现代经济周期长度发生很大变化，但这些预测仍很有价值。

三、经济周期波动信号的把握

经济周期波动节奏的把握十分重要，特别是周期转折点的预测对证券投资更有意义。

对经济周期的预测可采用各类指标进行综合分析。由于各种经济现象变动在时间序列上不完全一致，以此划分，可有先行指标，同步指标及滞后指标三类。通过观察这三组指标先后变动顺序可预知经济周期处在哪一阶段，并向哪一阶段转化。

先行指标是指先于经济活动到达峰位及谷底的指标，其提示未来经济活动转折点发展方向，主要有货币政策指标、财政政策指标、国民生产总值增减指标、劳动生产率、工业原料批发价指数、消费支出、基建支出指数等等。

同步指标是指与经济周期基本同时到达峰位和谷底的指标。其可完全确认高峰与谷底的确切时间及评价经济现状。有按不变价格计算的国民生产总值、工业生产指数、个人收入、商品零售额、失业率等等。

滞后指标指落后周期变动的指标，可作验证之用。如商业票据利率、商品库存率、零售物价指数、优惠贷款利率等等。

一般以先行指标预测、同步指标证实，最后采取相应投资决策。

目前广泛使用的卡斯特预警体系属权威分析体系。这一体系包括综合指数与扩散指数两大类。其中综合指数（CI）将先行、同步、滞后三类加以广义平均而得出。其可预测同期波动高峰、谷底，并描述经济上升下降急缓程度。扩散指数（DI）可用来判断经济上升下降属性及这些趋势在不同经济领域和地区的分布蔓延程度。其也由先行、同步及滞后三类指标编制，但方法不同于前者。

这一信号系统将各种指标作出数学处理后形成红灯、黄灯、绿灯、浅蓝灯、蓝灯信号，以此判断未来经济变化。红灯区（综合分数 48 分以上）表示经济过热，黄灯区（42~48 分），表示经济偏热或正常，绿灯（30~42 分）经济稳定或正常，浅蓝灯区（24~30 分）经济偏冷，蓝灯区（24 分之下）经济过冷。

此外，其还将消费者心态指数（消费者所持某观点百分比）及景气度（厂商订单数量、原料价格以及厂商对行业情况某种判断观点百分比）作为预测依据。

上述分析必须掌握一手资料，还有繁杂数学统计，一般可通过权威统计部门发布信息得到。

有关各类指标的具体分析判断留到后几个章节论述。

四、经济周期变异状况及其原因分析

以上我们仅就经济周期波动一般特征作了描述，但实际生活中，经济周期波动形式错综复杂。在探讨我国经济周期变化特征前有必要再作具体分析。

有时可看到，经济周期某个阶段拉长，或各阶段模糊不清、

或周期长度出现变异，等等。较为典型的有；

(1) 复苏到高潮的过渡时间较长，经济增长速度处在上下均不得的状况，或者经济增长率在中高位窄幅整理，周期很长。

(2) 萧条时间较长，复苏到高潮、繁荣阶段较短。

(3) 繁荣时间较长，转到萧条阶段时间很短，如此等等。

上述情况产生的原因是：

1. 经济政策的干预。随着凯恩斯的国家干预理论被各国政府普遍利用后，及周期的经济政策对经济周期波幅、波长的影响越来越大，在萧条阶段或不景气临近时，通过货币财政政策刺激消费、投资、提高有效需求，实现充分就业促进经济回升。反之，通胀、经济过热时，则采取增税减支提高利率、减少货币供应量等财政货币政策，抑制需求，使经济降温，经过政策调节，经济周期波幅平稳了，震荡周期拉长了，当然由于力度不足，或矫枉过正，又会使经济周期各个阶段出现变异特征。

2. 经济发展阶段的制约。在不同经济发展阶段，经济波动的特征并不一样。在早期，可利用的生产资源充足，潜在市场较大，受收入及技术水平制约，人们生活方式、生产方式较为稳定，同时竞争有限，因而经济波幅平稳、周期较长。但发展到一定阶段后，收入提高、技术更新速度加快，生活、生产方式变化大，竞争激烈，因而周期波幅增大，周期缩小。再到后来，受各类资源限制，生产垄断现象加剧，技术壁垒提高，政府调控政策陷入两难境地，于是周期再拉长、经济波幅再减少。如此等等。

3. 经济结构的制约，一国的经济增长，不仅受到自然资源、经济政策影响，也与特定的经济结构有关。如消费结构、投资结构、产业技术结构、劳动力结构、企业组织结构等。

其中不同结构内容、结构变化的速率均影响经济周期波幅与长度。通常，在某一时期，投资产业结构以农业、传统工业为主，收入消费结构以温饱型单一型为特征，企业组织结构规模不经济，这时，经济周期波幅平稳，各阶段特征清晰，周期也略长。反之，当深加工业发展，新兴产业兴起，发展型多元化消费结构形成后，则出现相反情况，随着第三产业比重增加，知识经济成份加大后，经济波动情况就更为复杂。

尤其需要指出的是，经济结构转换内容、方式、速度如何，对经济周期影响更大，也使周期波动特征更为复杂化。转换的要素多，速度快，引起的经济震荡大，时间短。反之经济结构转换困难（如消费结构变化慢，找不到主导产业与新的经济增长点，技术更新困难重重），又使经济周期的波幅不明显，且时间拉长，等等。

经济开放程度如何对一国经济波动也有很大影响。开放程度高，对外市场及资源依赖大，虽可扩大国外需求对本国经济增长的拉动力。但也容易受周边国家经济波动影响。从而引发国内经济的不规则波动。东南亚经济震荡即说明这一点。因而考察一国经济周期波动特点，不能不注意到上述特点。

4. 经济增长方式的制约。经济增长方式有粗放型（即外延扩张型）与集约型（即效益提高型）两种，或者是两种方式的结合。前者通过生产要素不断投入求得经济增长，后者则在生产要素增加有限情况下通过要素有效组合求得经济增长。不同经济增长方式对经济周期波动也有影响。在粗放型经济增长时期，极易产生“瓶颈”，重复无效投资及存货率过低过高现象，从而使经济周期波动过于频繁，带来的震荡过大。相反，在集约型经济增

长阶段，资源市场制约小，经济发展较平稳，周期性特征不明显。

从另一个角度分析，粗放型发展阶段政策干预也较频繁，且力度大。而在集约型发展阶段、结构性政策微调多，冲击也小。

5. 经济体制的影响。通常，如市场经济机制较成熟，社会经济自我调节能力强，再加上政策调控得当，引起经济震荡小、周期平稳拉长。反之相反。在一国经济体制变革时期，经济周期波动会大一些，且更为复杂。此外，在体制变革不同阶段，经济增长速度，周期波动特征也不一样。一般来讲，渐进性改革对经济冲击小，经济波动也小，反之较大。最后，经济体制改革的战略步骤及措施的前后连贯性、延续性如何也对经济波动有很大影响。

6. 技术变化状况、劳动力结构状况、自然资源状况及区域经济发展的平衡状况，均对经济增长及经济增长周期波动产生影响。概括起来讲，新技术形成快，传统产业得到快速改造、新兴产业不断产生、劳动力结构可不断适应经济技术变化，自然资源充足、区域经济发展平衡及合理分工相互促进，由此，经济可平稳发展，经济周期波动频率小，时间可延长，反之某些条件不能满足，则容易形成经济波动，或拉长经济复苏调整期，甚至长期处在不景气阶段。

不管经济周期变动如何复杂、其对股市波动的影响是显而易见的。

一般规律是：经济从萧条走向复苏时，股市走出低谷而逐步回升进入牛市，经济进入扩张期、繁荣时期，股价加速上升，步入牛市主升浪。经济从繁荣转到衰退期时，股市向上走势发生逆

转，股价下跌，转入熊市。此态延续到萧条期结束，再转入新的升势，如此循环，周而复始。由于经济周期级别大小不同、短中长周期相嵌、相对应，股市也形成长短不一波动周期。由于种种复杂原因，股市波动与经济周期波动不一定完全同步，通常超前或滞后（这一问题在后一节再作探讨）。如经济周期表现形式变异，股市也会作出反映，即涨、跌、整理呈现不规则状态，周期各阶段模糊化以及周期长度变异。

第二节 经济周期循环如何导致股市波动

经济周期循环对股市的影响是通过经济指标、经济参数及经济政策的变化为作用基础的。分析可从经济指标、经济政策两方面展开。

一、经济循环各个阶段的指标变化特征及其对股市的影响

反映经济变化的主要指标有国民生产总值、社会固定资产投资增长率、居民收入增长率、失业率、通货膨胀率、利率、税率、汇率、社会存货率、国际收支、社会劳动生产率等等。以下就各类指标与股市关系作些分析。

1. 国民生产总值变化与股市波动

国民生产总值是一国在一定时期内所产生的最终产品的货币总价值。为剔除通货膨胀、物价上涨的因素，通常用不变价格指数进行调整，以便反映经济增长实际状况，最简单的计算方法是国民生产总值增长率减去通货膨胀率即为实际经济增长率。如国民生产总值增长 10%，通胀率 3%，实际经济增长率为 7%。国

民生产总值的增减是反映经济周期变化的主要指标。如用图表显示，国民生产总值变化曲线有高峰、低谷及两者之间的上升、下跌曲线。所对应的经济周期则为萧条（低谷点）、扩张（上升曲线）、繁荣（高峰点）及衰退（下降曲线）四个阶段。由于种种原因，国民生产总值变化曲线形式多样，从而导致经济周期各个阶段持续时间及周期长度不一，对股市周期波动也产生了错综复杂的影响。

一般而言，国民生产总值持续上升是股市稳步上升的重要基础。但对此要作具体分析。如国民生产总值增长是建立在低通胀基础上，这一表现更为显著，因为：（1）企业的经营环境良好，市场打开、投资增加、利润不断上升，给予投资者回报丰厚，股票投资价值提高，升值快，股价上扬有坚实基础。（2）经济发展，使企业居民收入提高，满足基本消费需要后的投资资金增多，资产保值、增值的动机强烈，从而扩大了证券市场投资需求，促使股价上涨。（3）经济形势转好增强了投资者信心，由于对未来经济发展有良好的预期也加速了潜在投资需求向现实的投资需求的转化。

如国民生产总值增长同时伴随高通胀，则有导致股价下跌的作用。负面作用加大。衡量国民生产总值增长不能用名义增长率，而要用实际增长率。只有扣除通胀率才不会被名义增长率所迷惑。前几年一直困惑投资者的问题是：1993—1995年，我国国民生产总值每年以15%~17%以上速度增长，但股市却一路走熊，表面看似乎与经济状况不协调，然而考虑当时极高通胀率（13%以上）因素，就不足为奇了。因为实际增长率很低，股市当然难以走牛。为什么高通胀高增长不利于股市上涨呢？因为高

通胀使企业面临经营环境恶化，居民实际收入也降低，高通胀会招致紧缩的经济政策，这都导致股市下跌。同时，人们对未来经济形成不良预期，又加速了股市的下跌。

低通胀条件下的国民生产总值减速增长，即有促进股市上涨一面，也有不利股市一面。经济政策调控，过热经济得到抑制，通胀率大大降低，经济增长率也逐步下降。在初期，积压存货仍很高，市场消化也有一个过程，企业利润受到影响。根据菲力浦斯曲线特征，低通胀导致失业率提高，人们收入减少，设备资源闲置、减弱了投资需求等等。所有这些，均不利于股市上扬。在中后期，积压存货逐步消化，通过投资结构、产业结构、市场结构调整，企业经营状况逐步改善，就业率扩大，使人们收入逐步增多，这又促进股市走出低谷，平稳整理后而逐步回升，特别重要的是，在这一阶段经济矛盾更多表现在经济萎缩方面，政府也会采取各种政策给予刺激。这些先行指标使人们再次产生良好预期心理，增强了股市投资的信心。此外，经济增长从减速转到平稳，新的经济增长点不明朗，人们实业投资热情还不高，松动货币政策所形成的增量资金（游资）会先渗透到股市中来，使股市资金较为宽松，从而逐步推动股价上扬。

国民生产总值由增长转为负增长，或由负增长转为增长的转折点对股市的影响最大。对股市投资买卖点选择更有意义。当经济增长向下转折时，表明经济状况出现恶化，股市必然会作出反应，此后形成中长期下跌趋势，即进入熊市。反之，经济逐步复苏，经济出现转好的信号，股市由跌转涨，进入牛市。

上述分析表明经济好坏决定股价盛衰，把握经济周期循环节奏，才能正确判断股市涨跌周期。

2. 社会固定资产投资增长率与股市波动

社会固定资产投资可从静态与动态两个方面考察。前者指固定资产投资额占国民生产总值比重，其预先提示经济增长潜力，当然这一比率过高也不合适。动态地考察更有意义，社会固定资产投资增长率逐步提高，表明经济复苏缓步增长，股指将作出反应，而逐步向好。一方面投资增长，将使企业利润来源扩大，有利于股票升值。另一方面投资增长，交叉形成的暂时未用的闲置资金较多，不时会有游资介入股市而投机一把。当社会固定资产投资增长率逐步回落，表明经济增长已从高峰拐头，企业利润将滑坡，股市会预先作出反应，所以投资要谨慎。当然，社会固定资产投资增长率的变化与股市并不发生直接相关关系。因为投资还有一个效益问题。无效投资过多，不仅不能促进经济增长，反而会导致资源的浪费。对股市自然产生消极效应。再有，投资有产业地区的倾斜，这对不同行业不同区域的股票价格也会形成不同影响。投资重点一般放在基础产业、基础设施、必需产业、主导产业及新兴产业方面。通常，这类产业股票价格走势较稳健、坚挺。

3. 失业率变化与股市波动

失业率高是反映经济萧条还是繁荣的重要信号，萧条时期失业率通常较高。反之，繁荣时期，失业率很低。失业率逐步提高或逐步下降则是衰退与扩张期的信号。

失业率高通过如下机制对股市产生影响，失业率很高，表明企业资源未充分利用，积压存货过多，利润大幅下降，股票价值受到影响。同时，失业率提高导致居民收入下降，也使证券投资需求大大减弱。更重要的是，失业率过高使人们更容易对未来

经济预期产生悲观情绪，进一步减弱投资需求。相反，失业率逐步下降，表明经济复苏，社会资源得到充分利用，企业市场打开，利润提高，有利于公司股票升值。人们收入提高又增加证券投资比重，再从供求角度推动股价上扬。

4. 通货膨胀率与股市波动

通货膨胀为现代经济生活中一个较为复杂经济现象，其是导致经济周期波动的重要因素，其对股市的影响错综复杂。

通货膨胀导致收入和财富的再分配，物价指数上涨，形成相对价格扭曲及经济增长率失真。通货膨胀按其程度划分有温和与恶性两种，温和通胀（8%以下）对经济影响不大，恶性通胀（两位数以上）则影响极大。

通胀对股市影响可从几个层面加以探讨：

先分析其对股市的总体影响。温和通胀对股价影响很小，可忽略考虑，某些程度上，其对股市有积极影响。因为温和通胀可使企业名义资产增值，导致股价上扬。同时温和通胀必然伴随经济增长，人们对未来经济预期较乐观。持有债券股票还可保值，如此等等。

当严重通胀出现后，情况就有所不同了。严重通胀会导致资金成本（利率）、原材料、设备劳动力成本提高、企业利润受到影响，股价随之下跌。另外，企业未来经营状况不稳定，利润增长，股息分配也不确定，由此，风险预期的成分扩大，再加上货币迅速贬值，人们更多囤积商品，购买房屋以求保值，从而分流了股市的资金，导致股价下跌。

严重通胀必然招致政府的干预。随紧缩政策的实施，投资消费需求的压缩使企业经营困难重重，导致股票贬值，货币供给量

减少，利率提高又削减了入市资金。

严重通胀又通过经济结构变化影响股市。各类商品价格上涨并不是同步的，因此不同企业所受影响不完全一致，有些企业利益严重受损（如部分加工业），有些则获得好处（如生产紧缺原料的产业）。反应到股市前类企业股票必然下跌，后类企业股票则上扬。当然通胀延续并进一步恶化时，所有股票都会受到影响的。

归纳起来，通胀对股市的影响机制是：通胀初期，股指逐步回升，趋势向上，持续通胀开始对股市产生负面效应，直到恶性通胀，股价由涨为跌，并形成狂跌。

5. 利率变化与股市波动

利率代表资金使用成本。利率变化可反映经济周期变化特征。通常，利率下调，表明资金供给大于资金需求，由于投资成本降低，必然刺激投资需求，而流动资金成本降低又使利润增加，同时过低利率鼓励人们消费，反过来又拓宽了企业产品的销路，再促进企业发展。这时经济从萧条走向繁荣。当利率上涨时，则产生相反效应，其标志经济从繁荣走向萧条。

与上述经济参数相比，利率对股市的影响更为直接。其通过如下机制产生作用。

利率下跌，使企业资金使用成本下降与利润率上升。公司业绩转好提高了股票价值，促进股价上扬，对负债比重较高的企业尤其有好处。利率下跌，使股票投资机会成本降低通过比较，必然使部分资金从银行债券中流出进入股市以追求更高利润，从而导致股市产生供不应求现象，进一步刺激股价上扬。

利率的上涨则产生了与此相反的效应，不再赘述。

除了利率之外，准备金比率，贴现率等衍生参数对股市有相似的影响。当降低存款准备金比率时，货币乘数效应扩大，商业银行可用的资金增加，贷款能力随之扩大，市场货币供给量增加，这时可促进经济发展。又可使部分资金流入股市，从而推动股价上涨。反之，则相反。贴现率提高将限制商业银行向中央银行借贷额，进一步缩小社会资金使用量。银根抽紧，不利于游资进入股市，导致股价下跌，反之则相反。

6. 居民收入增长率高低更直接影响股市

通常，在经济繁荣时期，企业发展、利润增加、居民收入提高很快。如无严重通胀，居民名义收入“水分”不多，从而有充足资金介入股市。反之居民收入降低，则限制入市资金。

7. 国际收支汇率变化对股市的影响

国际收支与汇率对股市的影响较为复杂。以国内需求为主、货币未自由兑换、资本项目未开放的内向型经济国家，国际收支对股市的影响较小。反之，所受的影响很大，东南亚金融危机已说明这一点。

一般而言，汇率（这里为单位外币的本币标值）上升，本币贬值，会引起通胀，一旦到恶化地步不利于股市上扬。同时汇率上升又引起资本外流、资金的流失将减弱本国股票投资需求，也导致股价下跌。再有，政府为抑制汇率上升，将抛售外汇，从而减少本币供应量，又是引起股价下跌因素，当然如通过公开市场业务大量回购国债，则可避免这一现象。这时会导致国债价格上涨。

如汇率下跌，本币升值则对股市产生相反效应，导致股价上涨。