

人人需要了解的 14个经济指标

14个基本经济指标，让普普通通的你，
读懂经济学家的分析报告，看穿投机者的谎言，
明白复杂的经济态势，找到致富的时机。



(美)理查德·亚马罗尼◎著
曾伏娥◎译

The Trader's Guide to Key
Economic Indicators

电子工业出版社



电子工业出版社
PUBLISHING HOUSE OF ELECTRONICS INDUSTRY
<http://www.phei.com.cn>

创幻论坛 www.chcj.com

人人需要了解的 14个经济指标

(美)理查德·亚马罗尼◎著
曾伏娥◎译

电子工业出版社

Publishing House of Electronics Industry

北京·BEIJING

Richard Yamarone: The Trader's Guide to Key Economic Indicators, Updated Edition

Copyright © 2007 by Richard Yamarone

Original language published by Bloomberg Press.

Simplified Chinese language copyright © 2009 by Publishing House of Electronics Industry

All rights reserved. No part of this book may be reproduced or transmitted in any form or by any means, electronic or mechanical, including photocopying, recording or by any information storage retrieval system, without written permission from Bloomberg Press.

本书中文简体字版由 Bloomberg Press 授权电子工业出版社独家出版发行。未经书面许可，不得以任何方式抄袭、复制或节录本书中的任何内容。

版权贸易合同登记号 图字：01-2008-4274

图书在版编目（CIP）数据

人人需要了解的 14 个经济指标 / （美）亚马罗尼（Yamarone, R.）著；曾伏娥译.
北京：电子工业出版社，2009.5

书名原文：The Trader's Guide to Key Economic Indicators

ISBN 978-7-121-08535-2

I. 人… II. ①亚… ②曾… III. 金融市场—经济理论 IV. F830.9

中国版本图书馆 CIP 数据核字（2009）第 040619 号

责任编辑：韩丽娜

印刷：北京机工印刷厂

装订：三河市鹏成印业有限公司

出版发行：电子工业出版社

北京市海淀区万寿路 173 信箱 邮编 100036

开本：720×1000 1/16 印张：16.5 字数：281 千字

印次：2009 年 5 月第 1 次印刷

定价：32.00 元

凡所购买电子工业出版社图书有缺损问题，请向购买书店调换。若书店售缺，请与本社发行部联系，联系电话：（010）68279077；邮购电话：（010）88254888。

质量投诉请发邮件至 zlts@phei.com.cn，盗版侵权举报请发邮件至 dbqq@phei.com.cn。

服务热线：（010）88258888。

目 录

导 论	1	如何利用看到的信息	77
第 1 章 国内生产总值	11	背后的秘密	79
指标的演化	12	第 4 章 工业生产与产能利用率	80
数据解读	14	指标的演化	81
它们的深层含义是什么	29	数据解读	82
如何利用看到的信息	42	它们究竟意味着什么	86
背后的秘密	42	如何利用看到的信息	93
第 2 章 先行指数、滞后指数与同		背后的秘密	94
步指数	46	第 5 章 美国供应链管理协会指标	95
指标的演化	48	指标的演化	96
数据解读	48	数据解读	97
它们的深层含义是什么	58	它们究竟意味着什么	101
如何利用看到的信息	61	如何利用看到的信息	111
背后的秘密	62	背后的秘密	112
第 3 章 就业形势	63	第 6 章 制造商配送、库存与	
指标的演化	65	订单	116
数据解读	65	指标的演化	117
它们的深层含义是什么	70	数据解读	118

它们的深层含义是什么	124	它们的深层含义是什么	177
如何利用看到的信息	128	如何利用看到的信息	180
背后的秘密	128	背后的秘密	183
第 7 章 制造、贸易库存与销售 ..	131	第 11 章 个人收入与支出	186
指标的演化	133	指标的演化	187
数据解读	133	数据解读	188
它们的深层含义是什么	135	它们的深层含义是什么	193
如何利用看到的信息	139	如何利用看到的信息	199
背后的秘密	139	背后的秘密	200
第 8 章 新住宅建设	141	第 12 章 消费者价格指数与生产	
指标的演化	142	者价格指数	206
数据解读	143	指标的演化	208
它们的深层含义是什么	144	数据解读	210
如何利用看到的信息	152	它们的深层含义是什么	214
背后的秘密	153	如何利用看到的信息	218
第 9 章 美国经济咨商委员会消费		背后的秘密	218
者信心指标与密歇根大学		第 13 章 固定收益市场	221
消费者情绪指标	155	指标的演化	222
指标的演化	157	数据解读	223
数据解读	157	它们的深层含义是什么	226
它们的深层含义是什么	159	背后的秘密	232
如何利用看到的信息	164	第 14 章 商品	239
背后的秘密	167	指标的演化	241
第 10 章 零售贸易及食品服务		数据解读	243
前期月销售额	170	它们的深层含义是什么	246
指标的演化	171	如何利用看到的信息	252
数据解读	172	背后的秘密	256

导 论

在对经济毫无了解的情况下进行投资，就像是完全不关心目的地的天气状况而前往旅行。恶劣的天气会让度假的好心情大打折扣，尤其会彻底毁掉户外活动的计划。同样，如果选择经济不景气的时期将自己辛辛苦苦赚来的钱投资到股票或期货市场，无疑会将你原本设计好的舒舒服服的退休计划破坏得一干二净，或者让购置新房的计划泡汤，甚至孩子的教育基金也因此没了着落。

华尔街的投资银行、经纪人和研究机构对此当然是最清楚不过的。这类分析无一例外都采取自上而下的方式进行，从整体经济环境到有色证券的分析，包括利息率的估计、货币预测，以及国内外经济发展走势的预测，都是如此。在这方面，大家都遵循一条公认的游戏规则，那就是本杰明·格雷厄姆和戴维·多德于1934年推出的被誉为“投资圣经”的著作——《证券分析》，其中谈道：“经济预测是股票和债券市场、工业以及企业规划预测的根本基础。”

不过，研究经济状况并根据经济现状设计投资战略，并不意味着手里必须掌握几百万或几十亿美元资金才行。通过国内的报纸、杂志或晚间新闻的企业/商业版等，你完全可以掌握华尔街的金融专家们在进行金融分析时究竟都借鉴了哪些相关信息。即使没有经济学或数学方面的学位，你同样可以对这些财经信息进行提炼和分析，并掌握其精髓。事实上，在一流大学攻读相关学位的很多学生几乎都有这样的体会：即使从学校毕业了，他们仍然会感觉自己现实的金融世界完

全手足无措。本书试图打破常规，缩小普通经济学教材中常常令人不知所云的经济学理论（各个大学都在向学生教授这些理论）与华尔街真实的市场之间的巨大差距。本书之所以能够将抽象的理论知识具体化，是因为本书始终将关注的焦点放在大量经济指标上，而这些指标是分析师或经济学家们最常用的分析工具。理解了这些指标，经济学的研究将变得更有趣、更振奋人心。

在 20 世纪，前前后后出现了几千个经济指标，用于对各种对象的预测——上至汽油需求量，下至农业的庄稼收成。它们当中有的趣味性大于功能性，如那些用来阐释年度股票业绩与国家橄榄球联合会（National Football Combination, NFC）或美国橄榄球联合会（American Football Combination, AFC）之类的协商会议赢得“超级杯（Super Bowl）”（指美国橄榄球联盟的年度冠军赛）大奖之间的关系，或者女性的裙边开到大腿中部与开到小腿中部之间究竟有何关系等。其他指标则更严肃，完全以经济观察报告为基础，既包括一些鲜为人知的“神秘”指标，如用来衡量涂料和塑料中使用的颜料成分——二氧化钛的生产水平与建筑材料需求量之间的关联性指标，也包括一些非常直观的常识性指标，例如，在建筑用的金属丝及大量其他建筑材料中所使用的铜的价格，就与人类住宅的发展速度之间存在明显的相关性。同样，经济增长与火车车厢的负载量之间、与货运集装箱的生产之间、与木制垫板装运之间、与槽形硬纸板及包装之间，都存在显著的关联，这些因素又全都与运费或制成品等因素存在一定的关联性。

随着时间的推移，经济学家们在逐渐淘汰那些无效的指标，这些指标所衡量的要素往往不一定像人们之前所以为的那样具备所谓的相关性。到现在，经过筛选后保留下来的关键指标大概有 50 个，它们的可靠性是经得起考验的。本书将谈到的 14 个指标则是任何分析工具包当中都必不可少的经济指标。事实上，华尔街的所有经济学家都会在其分析过程中以及报告的撰写过程中使用这些指标。美联储官员们在制定和执行货币政策时也会参考这些指标，对整体经济走势做出判断。之所以说这些经济指标“必不可少”，是因为它们能够非常准确地描述经济关系及市场发展方向。也就是说，这些经济指标总是轮番地成为引发金融市场巨大震荡的关键因素之一。

本书探讨的 14 个经济指标当中，有的是美国政府机构（如美国商务部人口调查局、美国劳工部、美联储管理委员会等）推出的，有的则来自储备管理协会、论坛委员会、密歇根大学等私人组织，其中不乏预测力极强的指标，也不乏能够

很好地反映当前经济状况的指标。另外，有的还能适时地凸显那些极富潜力、能够准确代表经济活动发展方向的行业指标。无论如何，这些指标都具备这样一个共性：它们无一例外地在某种程度上与经济周期相关联。

⑤ 经济周期

经济周期是现代经济学中的核心概念之一。著名的经济学家亚瑟·本斯（Arthur Burns）和维斯里·米切尔（Wesley Mitchell）早在1946年的研究报告《衡量经济周期》（*Measuring Business Cycles*）中就对经济周期的概念做出了定义。这份报告当时是为美国国家经济研究局（National Bureau of Economic Research, NBER）提供的。如今，报告中关于经济周期的定义已经成为美国官方定义的经济周期概念。在本斯和米切尔看来，经济周期是“主要在商业企业当中组织其工作的国家在整个经济活动中发现的一种波动范围——每个周期都包含大量经济活动中同时存在的扩张及紧随其后的大衰退、经济紧缩、复苏等现象，同时它们又共同成为下一个经济周期的扩张阶段”。

永远不会出现两个完全一样的经济周期。如表0-1所示，在人们真正对美国经济进行衡量的并不算长的历史当中，扩张期的时间长度差异巨大，从经济谷底到经济高峰，经济紧缩期的时间长度也同样波澜起伏，只不过扩张期通常比紧缩期持续的时间更长，也更稳定。这种趋势在近期变得尤为显著。扩张期的时间长度有的长达120个月（1991年4月~2001年3月），有的仅仅持续10个月（1919年3月~1920年1月）。同样，经济低迷期也有的长达43个月（1929年9月~1933年3月），有的则仅仅持续6个月（1980年2月~1980年7月）。此外，不同的经济周期中波峰和谷底之间波动的幅度也往往呈现出巨大的差异性。

对于经济周期，我们不妨将它视为一个国家整体经济活动的曲线图。由于人们当前所普遍接受的美国经济活动的参照物就是GDP（Gross Domestic Product，国内生产总值），因此经济学家们通常都根据GDP的交替涨落来区分不同的经济周期。GDP的上扬标志着经济扩张，而GDP的回落则意味着经济紧缩（见图0-1）。也就是说，根据本斯和米切尔的定义，经济周期不能简单地通过某一个经济指标来确定，即使是GDP这样的指标，同样如此。真正要从各个不同视角对经济环境进行呈现和折射，其实还得靠一系列综合的指标。

表 0-1 美国经济周期

经济周期参考日期		每月持续时间			
波 峰	波 谷	紧 缩	扩 张	周 期	
圆括号中为季度日期		波峰到波谷	上一次波谷到此次波峰	上次波谷到此次波谷	上次波峰到此次波峰
1854 年 12 月 (IV)	—	—	—	—	—
1857 年 6 月 (II)	1858 年 12 月 (IV)	18	30	48	—
1860 年 10 月 (III)	1861 年 6 月 (III)	8	22	30	40
1865 年 4 月 (I)	1867 年 12 月 (I)	32	46	78	54
1857 年 6 月 (II)	1858 年 12 月 (IV)	18	30	48	—
1860 年 10 月 (III)	1861 年 6 月 (III)	8	22	30	40
1865 年 4 月 (I)	1867 年 12 月 (I)	32	46	78	54
1869 年 6 月 (III)	1870 年 12 月 (IV)	18	18	36	50
1873 年 10 月 (III)	1879 年 3 月 (I)	65	34	99	52
1882 年 3 月 (I)	1885 年 5 月 (II)	38	36	74	101
1887 年 3 月 (II)	1888 年 4 月 (I)	13	22	35	60
1890 年 7 月 (III)	1891 年 5 月 (II)	10	27	37	40
1893 年 1 月 (I)	1894 年 6 月 (II)	17	20	37	30
1895 年 12 月 (IV)	1897 年 6 月 (II)	18	18	36	35
1899 年 6 月 (III)	1900 年 12 月 (IV)	18	24	42	42

续表

经济周期参考日期				每月持续时间					
波	峰	波	谷	紧	缩	扩	张	周	期
圆括号中为季度日期				波峰到波谷		上一次波谷到此次波峰		上次波谷到此次波谷 上次波峰到此次波峰	
1902年9月(Ⅳ)		1904年8月(Ⅲ)		23		21		44	39
1907年5月(Ⅱ)		1908年6月(Ⅱ)		13		33		46	56
1910年1月(Ⅰ)		1912年1月(Ⅳ)		24		19		43	32
1913年1月(Ⅰ)		1914年12月(Ⅳ)		23		12		35	36
1918年8月(Ⅲ)		1919年3月(Ⅰ)		7		44		51	67
1920年1月(Ⅰ)		1921年7月(Ⅲ)		18		10		28	17
1923年5月(Ⅱ)		1924年7月(Ⅲ)		14		22		36	40
1926年10月(Ⅲ)		1927年11月(Ⅳ)		13		27		40	41
1929年8月(Ⅲ)		1933年3月(Ⅰ)		43		21		64	34
1937年5月(Ⅱ)		1938年6月(Ⅱ)		13		50		63	93
1945年2月(Ⅰ)		1945年10月(Ⅳ)		8		80		88	93
1948年11月(Ⅳ)		1949年10月(Ⅳ)		11		37		48	45
1953年7月(Ⅱ)		1954年5月(Ⅱ)		10		45		55	56
1957年8月(Ⅲ)		1958年4月(Ⅱ)		8		39		47	49
1960年4月(Ⅱ)		1961年2月(Ⅰ)		10		24		34	32

续表

经济周期参考日期			每月持续时间			
波 峰	波 谷	紧 缩	扩 张	周 期		
圆括号中为季度日期		波峰到波谷	上一次波谷到此次波峰	上次波谷到此次波谷	上次波峰到此次波峰	
1969年12月(IV)	1970年11月(IV)	11	106	117	116	
1973年11月(IV)	1975年3月(I)	16	36	52	47	
1980年1月(I)	1980年7月(III)	6	58	64	74	
1981年7月(III)	1982年11月(IV)	16	12	28	18	
1990年7月(III)	1991年3月(I)	8	92	100	108	
2001年3月(I)	2001年11月(IV)	8	120	128	128	
所有周期的平均值:						
1854—2001年(32个周期)		17	38	55	56*	
1854—1919年(16个周期)		22	27	48	49**	
1919—1945年(6个周期)		18	35	53	53	
1945—2001年(10个周期)		10	57	67	67	

*表示31个周期,**表示15个周期。

(资料来源:美国国家经济研究局)

经济指标是根据其与经济周期之间的关联度来进行分类的：用来反映当前经济现状的指标称为同步指数；用来预测未来经济状况的指标称为先行指数；而用来证明经济状况出现了转折的指标即为滞后指数。

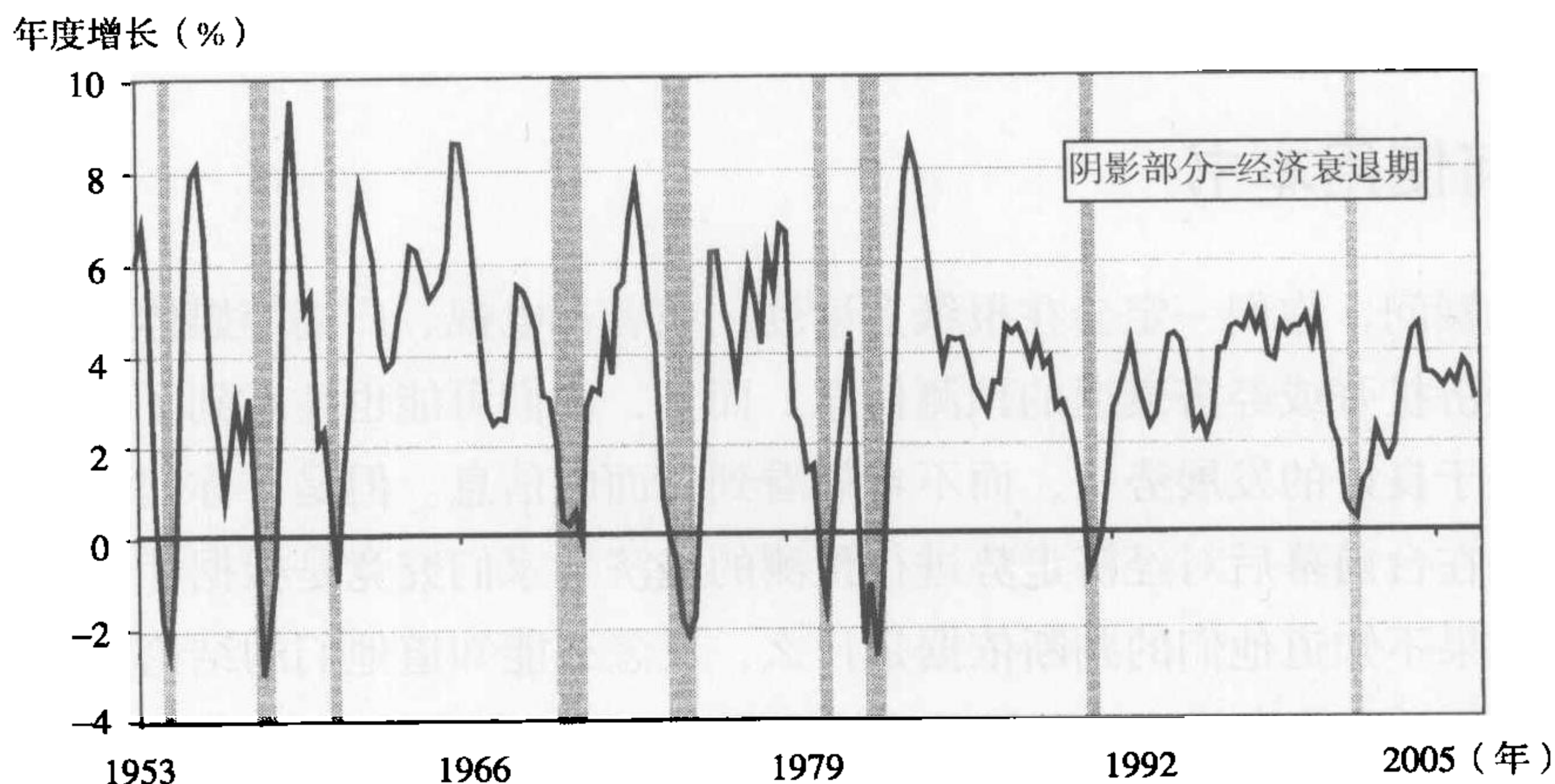


图 0-1 GDP 与突出显示的经济衰退期

（资料来源：美国商务部，经济分析局，美国国家经济研究局）

⑤ 经济指标与资本市场

负责经济指标的统计和报告的组织通常会在《彭博资讯》(Bloomberg News)、道琼斯新闻网、路透社、CNN（美国有线电视新闻网）、CNBC 财经新闻等财经新闻发布渠道正式发布官方数据的一小时以前公布这份报告。记者们会被“关”在房间里，不允许与外界的任何人联系，他们在此期间只能向一些经纪人提某些相关的问题，准备新闻标题和报告内容的分析文字。这些消息将一直处于封锁状态，直到官方数据正式披露——通过新闻渠道传播并由华尔街的分析师们进行详细的剖析和研究。华尔街的大多数机构都会特地请经济学家在公开场合通过媒体及时发布这些数字，并且对与之相关的市场反应做出解释或加以评论。对经济学家们而言，这项工作的压力是最大的，又被称为“实时语音（hoot-and-holler）”或实况直播。一个小小的口误都可能导致公司或整个交易所数百万美元的损失。

经济指标与华尔街的预期值相差越远，对金融市场的影响越大。例如，如果经济学家要得到的结论是持平或 0.1% 的上涨，那么零售业销量下降 0.1% 可能不

会对市场产生太大的影响。但是如果他们预测将实现 0.7% 的上升，而公布的数据是下降了 0.1%，那么市场可能会出现大幅振荡。也就是说，对于市场交易员及其他市场参与者而言，随时了解华尔街有关关键经济指标（如本书中探讨的各类指标）的预测信息，永远都不失为保险之策。

如何使用本书

毫无疑问，你们一定会在报纸上读到，或者在电视、广播等媒体上看到、听到有关经济扩张或经济衰退的预测信息。而且，你们可能也注意到了，大家都希望经济处于良好的发展势头，而不希望看到负面的信息。但是，你们可能不一定知道这些在台前幕后对经济走势进行预测的经济学家们究竟是根据什么来做出判断的。如果不知道他们的判断依据是什么，又怎么能知道他们的结论究竟是科学的结论，还是不负责任、经不起考验的推测呢？我们又怎么能确定在制定投资战略的时候是否可以将这些结论作为参考依据呢？本书旨在帮助读者形成自己对于经济发展趋势以及市场状况的看法，从而根据这些判断采取更准确有效的行动方案。

书中每一章分别对应一个指标，首先从综合性最强的 GDP、先行指数、滞后指数，以及同步指数着手，然后探讨与整体经济的具体方面或领域相关的其他指标，如消费价格、制造、住房、零售额等。每章都包含 4 个主要部分：概括指标的主要属性及其对市场产生的影响的导言部分；追溯指标的起源与发展的部分；如何获取、分析、汇报相关数据的部分；如何将这些数据有效应用到投资过程的部分。最后一部分还将给大家开几个小“玩笑”——透露各个指标鲜为人知的一面——华尔街的经济学家们就是利用这些信息更清晰、更及时地掌握商业活动状况的。

为了将本书中获得的知识付诸实践，你还可以参考华尔街的信息。正如每一个投资机构都会在股市开市之前举行会议，讨论当天的形势以及潜在的交易策略。类似的会议上一定会预测当天即将公布的经济指标大概会是怎样的数字。市场交易员们都不希望等到数据公布的那一刻才发现真实的情况完全出乎意料。同样，很多市场交易员都会在自己的办公桌上准备好台历，标明哪一天会发布哪些经济信息，之前的报告数值以及变化幅度，并且标明接下来的报告中华尔街将做怎样

的预测等——包括可能出现的最乐观情况、最糟糕情况以及大家的预测达成一致的情况。因此，真实的数字公布以后，他们就会知道真实数字与预期状况之间的差异，从而做出相应的反应。

当然，没有任何一个经济指标能够单独对当前或未来的经济发展状况做出全面预测，每种指标都有其不足之处，可能会由于出现了不可预见的变故、采用的衡量标准/方法不对，或者采取的数据收集程序不合适等，而发出错误的信号。如同镶嵌瓦片那样，将本书中提到的所有经济指标传达的信息拼凑起来，就能够对经济走势有一个动态的把握。不过，如果真的想了解宏观经济环境和具体的行业状况，还得借助证券交易委员会 2000 年公布的规定，该规定赋予了个人投资者同等的权利，能够通过电话会议等方式了解专业分析师手头掌握的企业每季度的收益情况。

这些电话能够提供大量有关企业支出计划、制造和生产活动、国际动向、定价水平，以及总体商业环境等信息。而美铝（Alcoa）、波音（Boeing）、卡特彼勒（Caterpillar）、康明斯（Cummins）、爱默生电气（Emerson Electric）、福特汽车公司（Ford Motor）、通用电气（GE）、伊利诺伊工具（Illinois Tool Works）、约翰逊控制系统（Johnson Controls），以及联合技术（United Technologies）这样的行业巨鳄发出的各类声明也是具有特殊价值的。很多公司还会在季度报告中附上幻灯片、印刷资料以及补充数据等信息。这些资料往往会更具体地说明其采购意向、预期的招聘改革计划，以及能够预计可能对未来绩效产生影响的因素。这已经是获得相关商业秘密的最经济、最便捷的方式了。如果实在没有办法找到这样的报告，那么也可以访问公司网站进行查询，因为这些信息通常会全部归档保存，几乎可以达到一天 24 小时全天候供查询。

⑤ 谁将从本书中获益

本书的目标读者主要是那些对华尔街最炙手可热的经济指标缺乏整体了解的市场交易员和投资者。即使手头揣着数百万美元的投资基金，并不意味着你真正掌握了各类经济指标的奥妙，也不一定意味着你已经掌握了投资的真正含义。例如，新鲜出炉的 MBA 们刚刚接触金融机构的交易所时，几乎没有几个人能够对这些指标做出完整的理解。无论哪个机构或学校的 MBA 毕业生，都是这样。根

据我本人在为数不多的几家全球性的、规模最大的交易所多年工作的经验，我发现有必要来为大家填补一些空白，那就是相关数字的经济学意义和市场对其做出的反应。从指标、统计数据的角度来看，这中间很可能存在巨大的真空。

对于投资和经济学领域尚感到陌生的读者，包括相关学科的学生，同样会从本书注重基础原理、注重实际应用的特点当中受益。正如大多数学者所了解的那样，如果学生们看不到结果，或者不能够通过真实数据直接对理论进行检验，那么掌握的知识可能就会比真实的情况更空洞，因此最终只能对这个领域失去兴趣。这样，也就毁掉了很多原本应该大有所作为的未来的经济学家。作为在尚不完整的“科学”范畴内的演习，经济学的社会学科实验主要都是理论性的或假定的实验，很少用有形的数据进行检验。从这个意义上说，经济学家们就不像心理学家或自然科学家们那么幸运了，因为心理学家和自然科学家的实验都是在可控的环境中进行的，如实验室、河床、海洋等。这些章节当中谈到的经济指标都是作为经济学学科范畴内的具体路标在发挥指向作用，因此使得实验、测试和投资研究不但完全可能，而且更加轻松。

第 1 章 国内生产总值

经济学一直备受非议。20 世纪中期，伟大的苏格兰历史学家托马斯·卡莱尔曾经将这一学科戏称为“沉闷的科学（Dismal Science）”，并且开玩笑说经济学家比充斥在华尔街各个角落的会计师们更枯燥无聊。然而事实证明，最激动人心的事情，还是莫过于每次重大市场趋势报告最终公布前的几分钟里，大家怀着各种复杂的心情，一起屏住呼吸，眼睛齐刷刷地紧盯着货币中心银行交易大厅里的公告牌时的壮观场面。国内生产总值（Gross Domestic Product, GDP）是经济学与会计学的综合指标，GDP 报告是最令人情绪紧张、兴奋的指标之一。

经济学家、政策制定者以及政治家们之所以对 GDP 推崇备至，是因为它是用来衡量一个国家总体经济状况的一张最为重要、综合性最强的晴雨表。GDP 是一个国家（即国内）在给定的时间范围内，利用本国资源（无论这些资源归谁所有）生产的所有制成品及服务的市场价值总和。例如，在美国本土制造的所有汽车都将计算在美国的 GDP 之内——即便其制造基地或工厂为德国的戴姆勒·克莱斯勒公司（Daimler Chrysler）或日本的雷克萨斯公司（Lexus）所有。相反，国民生产总值（Gross National Product, GNP）指的是一个国家的永久居民和企业给定的时间范围内制造（无论其制造地在哪里，即无论生产制造活动是在该国国境以内发生还是在该国国境以外发生）的所有产品和服务的市场价值之和。例如，美国联合企业——Sara Lee 在加拿大生产的烘烤食品都算做美国的 GNP 的一部分，

而不算在 GDP 之内。

相比较而言，GDP 比 GNP 更能准确地反映美国的经济状况，因为其生产过程中使用的各种资源基本上都是国内的资源。GDP 数据与其他美国经济指标之间存在高度的相似性，如工业生产和美国经济咨询局的同步经济指数等，我们在之后的章节将有相关论述。

作为国民收入和产品账户的一部分，GDP 是以季度为单位进行计算和报告的。国民收入和产品账户（National Income and Product Accounts, NIPAs）数据是我们可以获取的与美国国民输出、生产以及收入分布相关的一组综合性最强的数据。它由美国商务部经济分析局制定，并且现在也由该局进行维护，每一份 GDP 报告都包含以下几个部分的内容：

- 个人收入与消费支出；
- 企业利润；
- 国民收入；
- 通货膨胀。

这些数据能够说明某个具体的时间段（通常是上一个季度）内美国的整体经济发展态势——属于经济扩张状态还是经济紧缩状态。通过观察 GDP 各个要素及子要素所发生的变化，同时将这些变化与过去曾经发生的变化情况进行对比，经济学家们能够推断出未来的经济发展方向。

在市场经济学家们的所有工作当中，利用 GDP 数据作为衡量指标对整体经济表现进行预测，要占到很大一部分时间。事实上，华尔街的所有经济学家都会将最新的 GDP 报告随时放在案头，以备参考之用。由于贸易机构好几个部门的工作都必须在经济学家所做的预测基础上开展，因此这一指标已经成为所有研究和贸易活动的基础和前提，并且这个指标通常决定着华尔街所有金融预测的基调。

☺ 指标的演化

过去，一个国家的产出量和经济表现通常用国民收入账户来衡量。这股经济潮流的主要代表是 20 世纪 30 年代供职于美国商务部的西蒙·库兹列茨（Simon Kuznets）。自那之后，美国国家经济研究局为其提供了赞助，其目的是更准确地反映美国经济的产出情况。不过，当时并没有任何政府机构对这一关键经济数据

进行统计。

库兹列茨于 1934 年所做的首次国民收入预测包括国内创造的收入值、国民经济净产品的衡量指标，以及国民收入“支出”，或者为参与净产品生产的劳动者提供的全部报酬。当时的这份预测报告并没有对相关要素进行任何深入的分析。事实上，库兹列茨当时根本就没有提供具体的国民消费支出统计报告。不过，这是推出正式的国民收入记账方法的漫长过程中迈出的第一步。当然，同如今相当详细的宏观经济报告比起来，当时的这份预测还是存在相当大的距离的。

最后，国民收入和产品账目终于正式诞生了。除了完成这一历史性的艰巨任务之外，库兹列茨还回过头去，对 1869 年的美国国民收入账户进行了研究，完成了该账户的重建工作。他个人也因此获得了 1971 年的诺贝尔经济奖。库兹列茨的第一份研究报告是在 1937 年提交到美国国会的，其中包括了 1929 年到 1935 年的国民收入和产出量数据。

1947 年，有关国民收入账户的首份正式报告以增刊的形式出现在《当代商业调查》(*Survey of Current Business*) 杂志的 7 月刊上。这份增刊将 1929~1946 年的年度数据通过 37 张表格分别列出，数据分属于以下 6 个账户：

- 国民收入和产品账户。
- 商务部收入和产品账户。
- 政府收/支账户。
- 海外账户。
- 个人收入/支出账户。
- 总储蓄和投资账户。

NIPA 出现以前，各家各户、广大投资者、政府决策者、企业，以及经济学家们对国内的整个宏观经济状况知之甚少，甚至一无所知。能够找到的资料只有与原材料和日用品生产相关的各种指标，以及与价格和政府支出相关的统计数字，而找不到整个经济活动的综合统计数字。事实上，“宏观经济”这个术语也是直到 1939 年才首次出现在相关出版物上。在不了解以往经济表现、不了解条件和背景的差异、不清楚哪些部门状况不佳而哪些领域成绩卓然的情况下制定经济决策，无疑是件可怕的事情。这大概也是 20 世纪初期美国经济决策频频失误的原因之一吧。

很多经济学家都将造成 20 世纪 30 年代出现经济大衰退的原因归咎于美国联邦储备局（以下简称美联储）当时未能对“咆哮的 20 世纪”（Roaring Twenties，

听起来是不是有些耳熟？）产生的泡沫经济做出有效的反应。对此，美联储也许的确应该承担大部分责任。但是由于信息不足，当时几乎没有人能够力挽狂澜，阻止美联储的最终失利——如果说当时的确有人做过这样的尝试的话。“经济大衰退”迫使美国政府不得不开始想办法寻找合适的国民记账方法。第二次世界大战爆发之后，美国政府更深刻地感觉，全面把握国家的真实产能、综合生产状况，以及整个国家的整体经济状况，已经是刻不容缓的事情。NIPA 的出现使得决策者们能够制定出合理的企业目标，如提高经济增长率、降低通货膨胀等。同时能够在此基础上推出相关的政策和方案，以期真正实现这些目标，并且有效地排除实施过程中可能出现的各种障碍和阻力。

5 数据解读

要对美国这样一个规模庞大而活力充沛的经济体系的发展变化进行跟踪，绝非易事。然而来自经济分析局的一群相对而言为数并不多的经济学家却一直在兢兢业业地坚持完成这项艰巨的任务，他们一个季度一个季度地对数据不断进行修正和更新。每一份季度经济活动报告都会在经过 3 次修订之后，正式公布在美国经济分析局的网站——www.bea.gov 上。第一版报告于本季度结束后一个月内推出，并于东部时间上午 8:30 发布在新闻网络上。因此，每年度前 3 个月的 GDP 报告有时会在 4 月的最后一周公布，第二个季度的报告在 7 月的最后一周公布，第三季度的报告在 10 月公布，而最后一个季度的报告则在第二年 1 月份的最后一周公布。由于报告首次发布时还无法完全掌握完整的数据，因此经济分析局（Bureau of Economic Association, BEA）必须分次进行一系列预测，尤其是涉及库存和外贸的相关报告。

一旦拿到新的数据，BEA 会对之前的报告进行必要的修改更新，以得到更准确的 GDP 预测数字。第二次发布（即初步报告）会在本季度结束两个月后发布，时间比预测报告晚一个月，报告中将体现出日期的更新。最终报告中将提供最后一次更新的数据，其发布的时间是数据所属季度 3 个月之后，也就是初步报告发布一个月之后。2007 年的发布日期如表 1-1 所示。

报告的年度更新在每年的 7 月进行，数据以年为单位，来自 BEA，如国家和当地政府的消费支出数据等。BEA 每个季度都会根据国家和地方政府的年度调查

报告进行趋势判断，从而对相关数据做出预测。趋势判断是在源数据的基础上，以季度为单位进行修订的，而这些源数据每年只能获取一次。由于调查报告也是以年为单位，因此只能在年度报告修订的过程中进行相关预测。

表 1-1 2007 年 GDP 报告发布日程

	2006 年 4 季度	2007 年 1 季度	2007 年 2 季度	2007 年 3 季度
预测报告	1 月 31 日	4 月 27 日	7 月 27 日	10 月 31 日
初步报告 (第一版)	2 月 28 日	5 月 31 日	8 月 30 日	11 月 29 日
最终报告 (第二版)	3 月 29 日	6 月 28 日	9 月 27 日	12 月 20 日

(资料来源：美国商务部，美国商务部经济分析局)

随着账目上分属于各个栏目的源数据不断更新和修订，NIPA 的各个栏目也必须相应地更新，以及时反映修订的内容。年度更新修订的主要目的也在于此。这三年（12 个季度）中每年的数据更新都会在年度更新期间进行修订。每过 5 年，BEA 会对 NIPA 的所有数据进行一次所谓的“基准数字修订”。经过这样的修订，结果往往是五年的季度数字已经发生实质性的变化。

基准数字修订与年度修订的不同之处在于，基准数字修订通常涉及对报告结构的实质性、大范围修订，通常包括对定义的修改、重新分类，以及数据的重新表述。必须创建新的表格，以便描述新开发的产品。随着经济的不断发展，越来越多的新产品和新服务不断上市，因此都需要添加到报告中去。显然，CD、微波炉、MP3 播放器、DVD 等产品从前是不存在的。由于美国经济在发展，各种各样的商品在不断被生产出来，因此需要找一个合适的地方将其生产情况记录下来。所有这些数据都会在基准数字修订期间进行修订——无论以季度为单位还是以年度为单位。

一些定义

正如之前谈到过的，GDP 是一个国家耗费本国资源（人力资源和物力资源）生产的所有最终产品和服务的市场价值总和。这个定义中包含两个特别重要的概

念，即最终和生产的。当经济学家们谈到最终商品时，指的是为满足其最终使用目的而生产的商品，也就是最终产品，而不是将进入制造的另一个阶段的中间产品或零部件。例如，固特异轮胎&橡胶（Goodyear Tire & Rubber）每年生产好几百万个轮胎，其中大部分都用做新车的部件，但也有相当一部分用于供应其下游的零售商或批发商，作为替换或备用部件。销售给汽车制造商，用于装配新车的这些轮胎并不算做生产，因为我们的全国账目当中汽车价值的计算方式并不是将汽车零部件的价值进行累加。换言之，我们在进行计算时并不是对收音机、座椅、加热元件、火花塞等零件的成本进行简单地累加。我们只计算最终产品的价值，也就是整车的价值。

显然，如果将制造商出售给沃尔玛（Wal-Mart）和西尔斯（Sears）的所有轮胎，以及汽车制造商作为汽车零部件出售给汽车买主的所有轮胎全都计算在内，那么 BEA 的经济学家们就犯了严重的计算错误。羊毛或毛织品生产的计算也同样如此。BEA 的经济学家们只计算作为最终产品供终端用户使用的毛织品的采购价格。由于羊毛制品的终端产品数量庞大，包括羊毛衫、帽子、毛毯等，因此如果将生产羊毛原材料和羊毛衫、毛毯等羊毛制品的产量全都加进去，那么 BEA 也会犯同样的重复计算的错误。

接下来讨论另外一个关键词：生产的。这一记账科目不包括转售。BEA 已经确定，由于转售的频率无法表述当前的生产频率，因此自然不应该算到产量的数字之内。

BEA 在 GDP 报告中没有涉及，但与经济相关的另一类活动是“账本以外”的活动。这部分活动似乎显然应该排除在该报告之外，但其实它们所占的比重并不小。一些最为保守的研究结果表明，美国的地下经济规模大概占到美国 GDP 的 10% 左右，2007 年第一季度大约为 1.3 万亿美元。对于美国政府不提倡的赌博、性交易、违禁药品、商业欺诈、假冒伪劣商品等的生产和销售，BEA 不进行统计，也不加以调整，因为这部分产值在官方的数据里面是不存在的——视为不存在。这些交易的信息根本就不会上报给政府，因此也就无法统计和测量。如果考虑这类地下活动，某些经济指标的预测结果可能就会发生变化了。这一点不难理解，而这种变化对 GDP 的影响也是最大的。

GDP 与 GNP

NIPA 报告中既有 GDP 的数字，又有 GNP 的数字。1991 年以前，所有评论、报告、论文、教科书当中都将 GNP 作为一切经济活动的风向标。当 BEA 认定 GDP 这一衡量指标比其他国家所采用的联合国国民账户体系更为适用时，GDP 即成为正式的官方晴雨表，从而大大简化了国际范围内的经济增长比较工作。

GDP 与 GNP 之间的差值就是经济学家们所谓的“源自国外的净生产要素收入”，即从国外得到的收入与向国外支付的支出之间的差值。表 1-2 阐释了 BEA 在 GDP 报告中是如何对这种关系加以量化的，其数据来源于 2006 年第四季度的 GDP 报告。

表 1-2 由 GDP 导出的 GNP（QIV2006 年第二季度报告）

单位：10 亿美元

美国 GDP	13 197.3
加上从全球其他国家获得的收入	661.4
减去向全球其他国家支付的支出	638.6
等于美国 GDP	13 220.1

（资料来源：美国商务部经济分析局）

GDP 与 GNP 之间的差值往往非常小，通常小于 0.5%。例如，在表 1-2 中，GDP 大约等于 13.197 万亿美元，GNP 约等于 13.220 万亿美元，相差大约 230 亿美元。

计算 GDP：累计支出法

无论在怎样的经济实体当中，所有的交易都涉及两方，那就是：买方和卖方。为了对整体经济活动的数据进行统计，经济学家们可以将重点放在买方的行为上，将与服务和产品有关的所有支出全部相加；也可以重点聚焦卖方行为，将生产过程中所有参与者获得的收入全都计算进去。这两种方法与 GDP 的两种计算方法相对应，即累计支出法和收入法。其中，累计支出法更普遍也更受欢迎，华尔街的大部分交易所都采用这种计算方法。从理论上说，这两种计算方法得到的结果应该是完

全一致的；然而在实际工作中，通过这两种方法得到的结果往往存在一定的差异。
在计算 GDP 的时候，BEA 使用的是累计支出公式：

$$GDP = C + I + G + (X - M)$$

式中， C 为个人消费支出， I 为私人国内投资总额， G 为政府消费支出及总投资， $(X - M)$ 为商品和服务净出口值（出口减去进口）。

这一公式中体现的等式关系可能是所有经济关系中被引用的次数最多，使用范围也最广的一种关系了。并且，在导论性质的宏观经济文献中，这一等式关系几乎可以说无处不在。

由于美国经济相当活跃，很容易受到各种潜在的、无法预见的因素影响，如恶劣的气候、战争等，因此以上等式中各个组成要素在 GDP 当中所占的百分比会随着时间的推移逐渐发生变化，甚至每个季度都可能有所变化。不过，其相对比例大致上会始终保持在图 1-1 所示的比例，不会发生本质上的重大变化。图 1-1 所示的是 2006 年第一个季度美国 GDP 的构成情况。

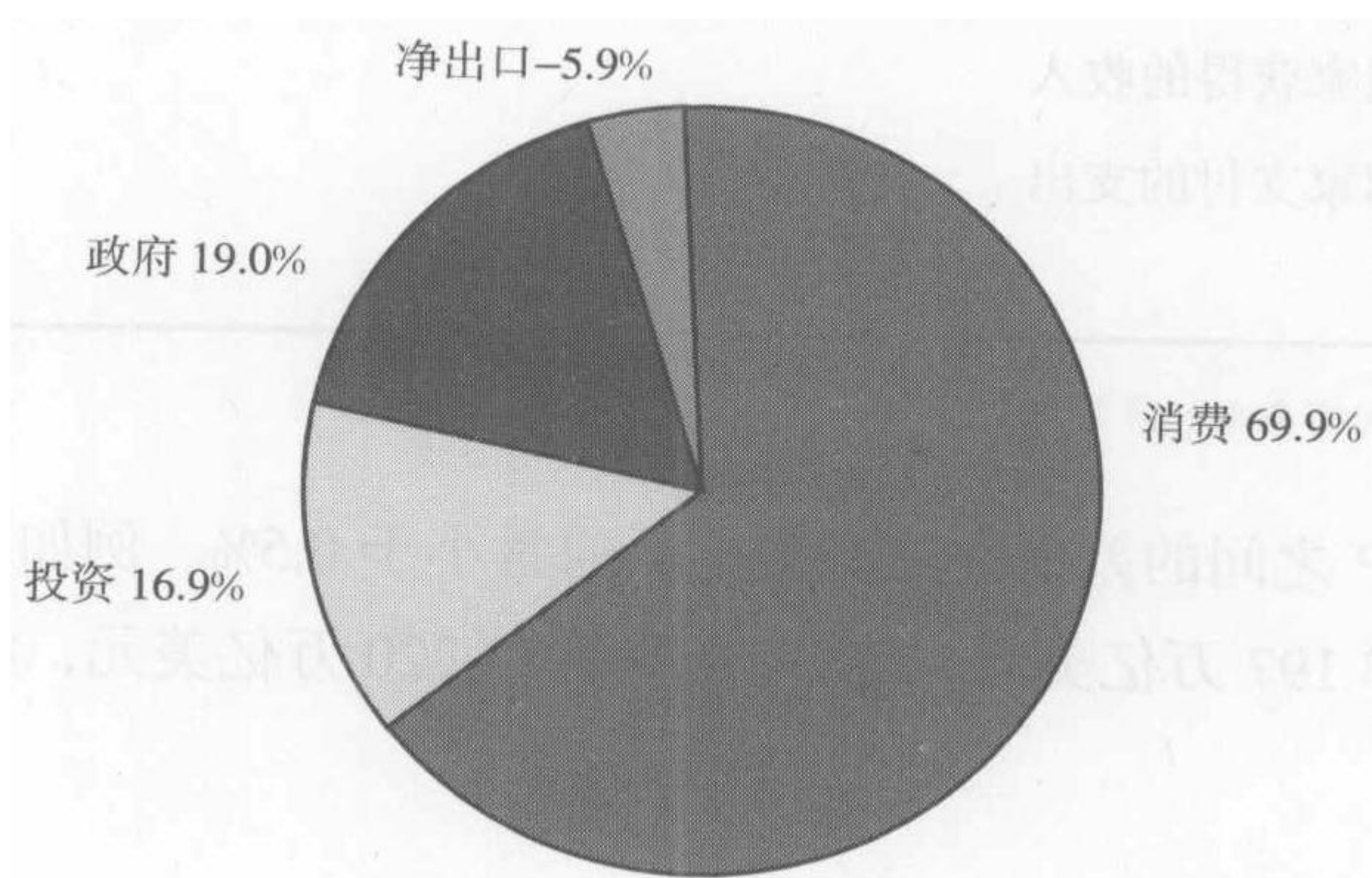


图 1-1 GDP 的构成

（资料来源：美国商务部经济分析局）

“个人消费支出”（也叫“消费支出”或“支出”）是 GDP 中最大的组成部分，在整个经济产出中占 2/3 左右。2006 年第一季度，消费支出在 GDP 中所占比例达到了 70% 左右（即 9.228 万亿美元/13.197 万亿美元）。

消费支出是记账周期内家庭采购的市场总价值，包括啤酒、电话服务、高尔夫俱乐部、CD、汽油、乐器、出租车消费等。如表 1-3 所示，这些消费项目分属

于3个类别：耐用消费品、非耐用消费品和服务。耐用消费品指的是保存期限为三年或三年以上的商品，如汽车、冰箱、洗衣机、电视机，以及其他贵重商品，如珠宝首饰、运动设施、枪支等。非耐用商品包括食品、服装鞋帽、能源产品（如汽油和燃油等），还包括烟草、化妆品、处方药、杂志、包袋等其他商品。服务则包括住房、家政服务、交通、医疗、娱乐休闲等，以及美发沙龙、干洗服务、殡葬服务、法律服务、教育等。

表 1-3 消费支出细目

单位：10 亿美元

	2006 年第二季度	在总支出中所占比例
消费支出	9 228.1	100.0%
耐用消费品	1 061.8	11.5
机动车及其配件	441.7	4.8
家具及家居用品	401.3	4.3
其他	218.8	2.4
		0.0
非耐用消费品	2 721.4	29.5
食品	1 274.0	13.8
衣物及鞋类	355.1	3.8
汽油、燃油、其他能源产品	359.1	3.9
其他	733.3	7.9
		0.0
服务	5 444.9	59.0
住房	1 370.1	14.8
家政服务	499.1	5.4
交通	335.9	3.6
医疗	1 578.2	17.1
娱乐休闲	377.2	4.1
其他	1 284.3	13.9

(资料来源：美国商务部经济分析局)

在消费采购当中，服务绝对是所占比重最大的一个类别。目前，服务采购占到所有消费支出的 59% 左右，而这个数字在 1950 年仅为 1/3。这也是美国经济如今之所以被称为服务型经济的原因。非耐用消费品的支出是第二大支出类别，在整个支出中占 29% 左右。耐用消费品支出在整个支出中占 11%，同时也是其中波动最大的一部分支出。

经济分析局的《个人收入与支出报告》中，以月为单位对个人消费支出进行了详细汇总，这些汇总资料成为 GDP 报告中该部分数据的直接来源。有关个人收入与支出等相关内容，我们将在本书第 11 章进行探讨。

“国内私人投资总额”包括企业在计算机等设备上的支出、在工厂和生产基地建设上的支出、在企业创立之初所投入的相关支出（如办公场所及公寓住宅等），以及在库存上的支出。库存包括企业某个时期生产但尚未售出的商品，美国商务部经济分析局按照报告当时的市场价格对其进行定价。这个价格每个季度都会发生剧烈的波动，导致国内私人总投资水平出现剧烈振动。同时，经济学家们常常会关注“固定资产投资”——国内私人投资总额减去库存额度。同样，固定资产投资也包含两个组成部分：住宅投资与非住宅投资。非住宅投资也被称为资本支出，包括用于计算机及相关外围设备、工业设备、软件，以及非住宅性建筑（例如工厂和车间等）的投资。住宅投资包括新房屋和公寓建设支出以及相关设备投资。

即便没有库存水平的波动性影响，投资支出还是可能出现剧烈的变动，因为这一支出活动与时时处于调整状态的利率环境密切相关。国内私人投资总额在 GDP 中通常占 15% 的比例。2006 年第二季度，国内私人投资总额为 GDP 的 16.9%（2.237 万亿美元/13.197 万亿美元）。

“政府消费支出与投资总额”包括联邦政府、各州、当地政府为商品（包括耐用消费品和非耐用消费品）和服务支出的总费用，而无论其是否用于军事目的。这类支出包括收费桥梁、图书馆、公园、高速公路、联邦政府办公大楼等的建设和维护费用，包括政府部门工作人员的津贴，包括研发、储备、食品、服装及军火弹药，还包括差旅费用、租金以及公用设施。政府支出和投资通常在 GDP 中占 20% 的比例。2006 年第二季度，政府消费支出和总投资额在全部经济活动中占到 19%（2.514 万亿美元/13.197 万亿美元）的比例。

商品和服务“净出口”是上述等式中最后一个组成部分。很简单，这部分金

额是美国向国外输出（出口）的商品和服务的美元价值与从境外输入（进口）的商品和服务的美元价值之间的差额。由于国家的进口额通常大于出口额，因此这个数字通常都是负数，这对一国经济的增长来说是一个阻碍或负担。2006年第二季度，美国的净出口总额在整个经济活动中所占的比例下降了5.9%（-7 818亿美元/13.197万亿美元）。

账面值与真实值

GDP中报告的数据有两种形式：账面数据和真实数据。“账面”GDP也叫“现今币值”，是报告所属时间区间内所有最终商品和服务按照当前价格计算的总价值。“真实”GDP或“固定币值”是以指定的基准年度的价格为标准，所有产品和服务的价值。相对于账面数据，经济学家们更青睐的是真实数据（固定币值）。至于其中的原因，不难想象。假设有这样一个国家，它只生产两种商品：铅笔和伏特加酒——这种经济模式非常有意思。如果第一年内铅笔的销售量为2 000支，单价0.10美元/支，伏特加的销售量为1 000瓶，单价为5.00美元/瓶（低价的伏特加酒），那么该国的账面GDP价值为5 200美元。计算方法如下：

铅笔	$2\,000 \times 0.10 = 200$ 美元
伏特加	$1\,000 \times 5.00 = 5\,000$ 美元
账面 GDP	5 200 美元

第二年，这个国家只生产了1 000支铅笔、500瓶伏特加，但销售价格翻了一番，分别涨到0.20美元/支和10.00美元/瓶。那么该国的账面GDP仍然是5 200美元。计算方法如下：

铅笔	$1\,000 \times 0.20 = 200$ 美元
伏特加	$500 \times 10.00 = 5\,000$ 美元
账面 GDP	5 200 美元

那么，第二年的经济总量扩大了吗？生产的数量是否保持不变呢？回答这些问题是有一定难度的，因为我们得首先了解账面GDP值的含义。经济学家们也无法解释造成GDP增长的原因究竟是这个国家生产的产品价格上升了，还是数量增加了。并且也并不能解释其增长的幅度。如果再考虑到不断增加的商品与服务，问题就更复杂了。

计算第一年的 GDP 的时候,我们用当年生产的各种产品的数量乘以其对应的产品售价,相加之后得到的结果是 6 000 美元。计算第二年的 GDP 的时候,我们不用第二年生产的产品数量乘以当年的售价——因为这样得到的乘积是账面价值,而是用第二年生产的产品数量乘以基准年(也就是第一年)的售价。这样计算得到的结果就是真实的,或者说经过通货膨胀调整的 GDP 值,即 7 650 美元。根据这一计算结果,第二年的 GDP 实际上在第一年的基础上增长了 1 650 美元。

在 1996 年以前,经济分析局一直将 1982 年作为基准年,用来计算所有真实的 GDP 估计值。像这样选定某一年作为基准年来进行 GDP 计算,能够将这一年的价格结构套用到之后的一段时期,并且在已知 GDP 计算当中与这些价格相关的商品之后,能够将相对的权重值确定下来。不过,经济分析局发现这种“固定权重”法往往在计算过程中会造成某些变形:计算某一年度的 GDP 的时候,这一年离基准年度越远, GDP 的实际增长率被夸大的幅度就越大。例如,经济学家卡尔·维兰(Karl Whelan)注意到一份工作文件上出现过这样的情况:在将 1995 年作为基准年进行计算时,得到 1998 年的固定权重实际 GDP 是 4.5%,用 1990 年的价格作为基准时,计算得到的结果是 6.5%,用 1980 年的价格作为基准时,这一结果为 18.8%,而将 1970 年作为基准年的时候,1998 年的固定权重实际 GDP 居然达到了 37.4%。

经济分析局会对这些衡量指标不断地进行精简和优化。(这也是美国的经济统计数据之所以会比其他任何发达国家都更完备、更精确的原因之一。)20 世纪 90 年代中期,经济分析局决定已经到了该对其权重法进行优化的时候了,因此到 1995 年年底的时候,全面开始采用线性权重法。由于本章只是探讨一些导论性的问题,而线性权重的计算过程比较复杂,在此我们不做更多的讨论。不过值得一提的是,线性权重法与固定权重法的不同之处在于,该方法不是将一揽子商品和服务当做常量,这种计算方法将商品和服务的“效用”作为常量,允许用价格相对比较便宜的商品或服务来替代价格较贵的商品或服务。此外,随着 GDP 价值估算的年度往前推移,计算过程中采用的基准年也相应地往前推移。结果得到的是—系列链环,或者叫一条估价“链条”,保证误差范围控制在最小范围内。

使用线性权重数据时,遇到的最大障碍就是数值的相加。根据固定权重的计算,得到的 1996 年实际 GDP 美元价值总额等于 1996 年 GDP 的各组成部分各自美元价值相加得到的总和,而公式中每个项的价值又等于该项下一级各个组成部

分的价值的总和。如表 1-4 所示,使用线性权重进行计算的时候,情况就不一样了。请注意,在将真实线性权重计算公式当中的其他组成部分的数值相加以后,得到的结果并不是真正的真实线性美元消费总额 9 228.1 万亿美元。

表 1-4 2006 年第二季度消费支出 (单位: 10 亿美元)

	GDP 账面值	GDP 真实值
非耐用消费品	2 721.4	2 351.1
耐用消费品	1 061.8	1 190.3
服务	5 444.9	4 535.4
总消费额	9 228.1	8 055.0

(资料来源: 美国商务部经济分析局)

紧缩指标

账面 GDP 和真实 GDP 之间的差值实际上就是通货膨胀的数值。因此,我们得以根据这一差值计算一国经济的通货膨胀率。计算的结果叫做内含价格紧缩指标,或者 GDP 紧缩指标。

每一份 GDP 报告都会提供价格紧缩指标,包括 GDP 标题数据的价格紧缩指标,以及 GDP 报告各个组成部分(例如消费支出、政府支出、私人国内总投资等)的价格紧缩指标。经济分析局的经济学家们通过以下公式来计算 GDP 内含价格紧缩指标。

$$(\text{账面值}/\text{真实值}) \times 100 = \text{内含紧缩指标}$$

例如,从 2003 年第一季度 GDP 报告中的数据可以看出,2003 年第一季度 GDP 紧缩指标为:

$$(10.698/9.556) \times 100 = 111.947 \approx 111.95$$

以年度为单位计算某个阶段的通货膨胀率可以按照下面这个公式来计算。

$$(\text{当期紧缩指标}/\text{前期紧缩指标})^4 - 1 = \text{年度通货膨胀}$$

例如,要计算 2003 年第一季度的 GDP 年度通货膨胀率,就应该将以上计算得到的 2003 年第一季度 GDP 紧缩指标和 2002 年第四季度的紧缩指标 111.25 代

入上面的公式，所以得到：

$$\begin{aligned} & (111.95/111.25)^4 - 1 = (1.00629)^4 - 1 \\ & = (1.025398 - 1) = 0.025398 \times 100\% \approx 2.54\% \end{aligned}$$

计算以年度为单位的 GDP 季度总增长率以及各个组成部分各自的增长率时，也可以套用类似的公式：

$$(\text{本季度}/\text{上季度})^4 - 1 = \text{以年度为单位的季度增长率}$$

例如，计算 2002 年第四季度的增长率时，应将 2002 年第三季度和第四季度的 GDP 数字代入该公式进行计算，得到：

$$\begin{aligned} & (2002 \text{ 年第四季度 GDP} / 2002 \text{ 年第三季度 GDP})^4 - 1 \\ & = (9518.2 / 9485.6)^4 - 1 \\ & = (1.00344)^4 - 1 = 1.013831165 - 1 \\ & = 0.013831165 \times 100\% \\ & = 1.383\% \approx 1.38\% \end{aligned}$$

国民收入

正如之前提到过的，经济活动包括两个方面——支出和收入，所以 GDP 的计算相应地也就可以通过两种方式来计算。到目前为止，我们已经讨论过支出的计算方式。可是其中“收入”这部分数据可就不那么好计算了，因为在计算收入时，我们并不对行业进行区分，也不对生产的产品加以区分。市场交易员们大都不会特别关注国民收入方面的要素，但事实上收入与支出同样重要。投资者，尤其是证券操盘手，都希望能够随时掌握自己所投资的产业每个季度的业绩表现。例如，在软件股方面，投资特别多的证券投资者会希望了解软件投资领域每个季度都有哪些进展和变化。那么，如果仅仅以收入为依据进行 GDP 计算，就无法掌握这方面的信息。

生产过程中产生的收入之和称为“国民收入”。国民收入由以下 5 个部分组成：

- 员工薪酬（工资加福利津贴）。
- 净利息。

- 业主所得。
- 按人头计的租金收入。
- 企业利润。

表 1-5 截取自经济分析局 2006 年的 GDP 报告，表中对这几个组成部分分别进行了分析，并且注明了各个组成部分在整个国民经济分别占多大比例。与以支出为基础的 GDP 及其组成部分不同的是，收入方面的数据只能以账面值的形式报告，也就是说，它们的取值只能根据当前价格来定。另外，还要考虑到价格调整的因素，因此计算过程中应随价格的波动而相应做出适当调整。

表 1-5 国民收入 (单位: 10 亿美元)

	2006 年第二季度	占总收入的百分比
员工薪酬	7 533.2	64.28%
工资和薪金及利息	6 081.2	51.89
津贴	1 452.0	12.39
业主所得 (库存价值及资本消费调整)	1 011.9	8.63
按人头计的租金收入 (资本消费调整)	71.4	0.61
企业利润 (库存估价及资本消费调整)	1 591.8	13.58
净利息	513.2	4.38
	914.0	7.80
	93.1	0.79
	-9.4	-0.08
国民收入	11 719.3	100.00%

(资料来源: 美国商务部经济分析局)

员工薪酬

员工薪酬在国民收入中所占比例为 65%左右，它包括两部分，其中最大的一部分由员工的工资及薪金组成，包括佣金、小费、奖金，以及延期发放给员工的津贴或补偿等，如 401 (K) 养老计划等。在大多数情况下，经济分析局在对这部分收入进行估价时采用的计算方法是：将美国劳工统计局的月度就业形势报告(第 3 章将具体探讨)中公布的就业人数乘以个人收入以及工作小时数。员工补偿的

第二个组成部分是“津贴”，如由雇主为员工支付的社会或失业保险费用等，这部分收入在员工薪酬中占 12% 左右。

“净利息”的计算方法是：用内资企业、在美国经营的外资企业、寿险公司、其他利息分配来源等所支付的作为部分运营支出的利息，减去收入的利息。为抵押贷款、住房改善和资产借贷而支付的利息被视为企业成本——因为 NIPA 将家庭所有的产业也视为企业。经济分析局在进行净利息计算的时候，大部分数据都来自网上报税服务（IRS）提供的纳税申报表、美联储管理委员会、相关主管部门年报，以及美国农业部。

其他收入类别

最后三个部分——业主所得、租金收入、企业利润——通常都是捆绑在一起计算的，也就是说，通过存货计价调整（IVA）、资本消费调整（CCAdj）将它们捆绑起来计算。IVA 将对计算中出现的数据差额进行调整，因为相对于现时重置成本（经济分析局即采用该成本）来说，一些企业更看重的是原始购置成本。在计算折旧或贬值金额（经济学家称之为资本消费）时，企业所采取的计算方法与政府部门专门负责国民收入计算的会计人员或财务机构（如经济分析局）所采取的计算方法存在一定的差异——也就是说，按照不同的方法进行收入、利润、库存和商品数量的统计计算时，得到的最终结果往往存在一定的出入。而资本消费调整的价值就在于对中间可能出现的出入进行适当调整。正是由于引入了 IVA 和 CCAdj 这两个调整因素，因此运用收入法计算的 GDP 数值和运用支出法计算的 GDP 数值结果往往不一致。

“业主所得” 包括非股份制企业，即个人独资与合伙企业等的收益所得。这部分收入的美元价值是根据 IRS 企业纳税申报表来计算的，包含存货计价和资本消费调整。这部分收入在总收入中所占比例大约为 9%。

“租金收入” 指的是由并非主要从事房地产行业的人士通过住宅及非住宅所有权所获得的租金收入，以及通过自己拥有的版权和专利权等获得的版税收入。

GDP 报告中统计的企业利润有好几种类型。税前利润是企业 在缴纳税费和进行股东分红以前获得的利润，也被称做账面利润。应用 IVA 和 CCAdj 对“当前生产利润”的总额度进行调整，得到的结果即为企业界所谓的“营业利润”。企业在计算国民收入的时候使用的“利润额”数值就是这个数字。用公司的账面利润减

去应付税收，得到的结果就是税后利润。表 1-6 是美国 2006 年第一季度的 GDP 报告，我们可以从中看出各个不同的企业利润衡量指标之间存在怎样的相互关系。

企业利润的数据是从 IRS 表格中、统计调查局的企业利润季度调查报告，以及公开发布的企业金融陈述报告中获取的。企业利润在国民总收入中所占的比例大约是 10%。

表 1-6 企业利润

(单位：10 亿美元)

	2005 年第二季度	2005 年第三季度	2005 年第四季度	2006 年第一季度
企业利润（经库存价 值及资本消费调整）	1 342.9	1 266.3	1 393.5	1 569.1
企业利润（经库存价 值调整）	392.8	378.9	424.6	456.9
税前利润	950.1	887.5	968.9	1 112.1
应付所得税	568.2	584.0	601.0	615.7
税后利润	381.9	303.5	367.9	496.4
分红	1 209.8	1 230.7	1 223.9	1 349.2
未分配的利润	381.9	303.5	367.9	496.4
存货计价调整	827.9	927.2	856.0	852.8
资本消费调整	-21.0	-30.9	-39.2	-22.9
净利息	1 230.8	1 261.5	1 263.2	1 372.1

（资料来源：美国商务部经济分析局）

并不是每一份 GDP 报告都会像表 1-7 那样严格将企业利润的具体分配情况逐一列举出来。由于企业损益数值涵盖了整个季度，而 IRS 企业纳税申报的处理程序又相当烦琐冗长，因此要得到准确的数字，必须等到本季度结束后几个月以后才能统计出来。有关企业利润状况的最完整报告通常在年度的最终 GDP 报告中提交。

GNP、GDP、国民收入

如以上所述，国民收入指的是通过生产过程中投入的所有生产要素创造出来的收入总和。这个总和的数值与由支出决定的 GDP 的数值并不相等。为了使之相

等，必须进行一些相关的调整。如表 1-7 所示，经过调整之后我们可以得到 2006 年第二季度 GDP 报告。

表 1-7 GDP、GNP 与国民收入之间的关系 (单位: 10 亿美元)

国内生产总值	13 197.3
加上从全球其他地区得到的收入	661.4
减去向全球其他地区支出的个人收入	638.6
等于国民生产总值	13 220.1
减去固定资产消耗	1 572.8
减去统计误差	35.8
等于国民收入	11 611.5
员工报酬	7 425.5
基本工资	5 980.9
补贴	1 444.5
业主收入 (经存货估价及资本消耗调整)	1 011.9
个人租金收入 (经资本消耗调整)	71.4
企业利润 (经存货估价及资本消耗调整)	1 591.8
净利息和杂项支付	513.2
产品税和进口税减补贴	914.0
企业转移支付	93.1
当期政府企业盈余	-9.4
国内总收入	13 161.6

(资料来源: 美国商务部经济分析局)

最大的调整是对固定资产消耗的调整。具体来说，它涉及美国境内的固定资本私人所有者和政府所有者收取的折旧费，用来充抵生产过程中耗费掉的资源。经济分析局会根据 IRS 企业纳税申报情况和旧设备等的转手价格估计这笔费用的大致金额。

另一种类型的调整则包括间接营业税 (如销售税、消费税、不动产税、海关税等) 和非税收债务，其中包括罚款。经济分析局估计这些调整大部分都是在调查局五年一度的统计调查以及每年一度和每季度一次的调查报告的基础上做出的

所谓趋势判断。同样，由于以季度为单位获取数据难度往往比较大，经济分析局只能根据年度调查结果推算出每季度的数据。这个外推和内推的过程被经济分析局称为判断趋势。

第三个类型的调整包括转让性支付——私有（非政府性质）企业分配给个人的收入，中间不涉及任何形式的产品转手或服务赠与。慈善捐赠和因造成人身伤害而支付责任赔偿就属于这类转让支付。经济分析局的这些数据是通过 IRS 企业退税、政府机构报告及其他商业来源获取的。

所有这些数据——包括折旧费、税费、转让费等——都计入国民收入当中。与之相对应，第四类调整，即补助津贴减去当前政府企业盈余，却需要从国民收入中减掉。这里所说的补助津贴指的是政府部门向私有企业以及其他级别的政府部门（例如美国邮政局）分配的收入。

完成以上所有这些调整以后，国内总收入理论上应该与国内生产总值相等。不过，事实上二者仍然存在一定的差距，我们称之为“统计误差”——例如，2002年第四季度的GDP为105 796亿美元，根据收入法计算得到的国内总收入为106 892亿美元，二者之间的差额是1 096亿美元。之所以会存在这样一个差额，是因为两种计算方法采用的数据来源不一样。计算国民收入的时候使用的数据相对而言不容易直接观察到，所以相应的可靠性也差一些。另外，正如之前提到过的，我们这里不统计违法支出，也不进行这类数据的评估。

本章到目前为止已经具体介绍了GDP报告中的大部分数据，探讨了它们彼此之间存在何种关系，以及可以通过何种方式获取等。以下我们再进一步具体分析：重点探讨经济学家和市场交易员们是如何根据这些报告数据来从宏观上把握大致数据的——例如商业周期——未来发展走向等；以及从微观上该如何对这些数据加以具体应用——例如，什么时候适合做投资、投资的最佳时间是什么时候等。

☺ 它们的深层含义是什么

GDP报告是一个巨大的信息源，从中可以得到有关国民经济的大量信息。报告的每一个组成部分都能从不同的角度折射出有关某个团体、部门、行业或活动的不同内容。所以，不同的市场参与者能够根据各自的具体需要参考报告中的不同内容，有针对性地做出经济推论和判断。例如，零售分析师关注的焦点主要在

消费支出方面；从事住房、建筑或房地产投资信贷（REITs）的读者最关心的是投资支出当中与住房有关的活动；军事及国防行业的分析师会将关注点放在政府消费支出和总投资当中有多少是用于国家防御方面的支出；固定收入分析师及投资者永远都对通货膨胀可能造成的负面影响保持高度警惕，因此他们更关注的是 GDP 紧缩指标和 GDP 增长率。而那些时时刻刻都在留心寻找潜在市场机会的商人们，则会对与当前主流预期结果不一致的那些数据格外敏感，他们会非常认真地跟踪这些数据，用心地将这些数字记在自己的笔记本上，放在办公桌的抽屉里，以便真实数据公布的时候能够第一时间及时查看。

GDP 增长

在每个季度的 GDP 报告中，GDP 实际年增长率数字会作为大标题出现在最醒目的位置。如果该数值是正数，而且数字还比较大，那么对于社会经济、企业利润、股票价值而言都是非常乐观的利好消息——大部分经济数据都属于这种情况。然而，如果正数的数值过大，对于债券市场而言却不是什么好事情。由于存在通货膨胀的因素，因此固定收益证券的价值大打折扣，而经济的过热发展通常都伴随着通货膨胀率的进一步走高。

当最终公布的数据与预期数据存在差异时，市场做出的反应也越大。无论是积极的反应还是消极的反应，结果都是如此。真实数据与预期数据之间差距越大，市场活动就越频繁。例如，关于第三季度的 GDP 年增长率，华尔街预测的一致结果是 4.2%。一方面，即便最终结果比预期的结果仅仅高出 1.0%~2.0%，但这样一点点差距已经可能导致股票市场证券价格的下跌，从而引发固定收益证券价格的上扬，以及投资收益的减少。另一方面，如果实际的 GDP 增长超过了预期的增长幅度达到 5.5%~6.5%，那么证券操盘手会乐不可支，而固定收益交易员就得皱眉头了。

虽然每个季度公布的 GDP 年增长率等数据很重要，但是很多经济学家却仍然更倾向于参考 GDP 的年度变化情况。以一年为期限来考察经济的整体变化趋势更容易找出经济发展过程中的每个转折点，确定当前是否即将进入经济衰退期，或者正在进入经济活跃期等。从图 1-2 可以看出该数据能够对市场预期产生怎样的影响。

如图 1-2 所示,在过去的 20 年当中,美国经济已经经历过两次衰退期,即 1990 年到 1991 年期间,以及 2001 年,两次经济衰退之前,GDP 实际增长率和账面增长率都出现了明显下降。我们注意到,GDP 实际增长率跌到了 0 以下,而账面增长率同期虽然也处于下降趋势,但是并没有出现负增长。这是因为账面数字体现了通货膨胀的影响,而通货膨胀基本上永远都是处于上升的态势。账面 GDP 的增长率要成为负数,通货膨胀率就必须呈下降趋势,即通货紧缩,社会经济此时将出现收缩。通货紧缩的情况在美国的历史上几乎从未出现过,而且,无论在哪个国家,出现通货紧缩的次数几乎都是屈指可数。

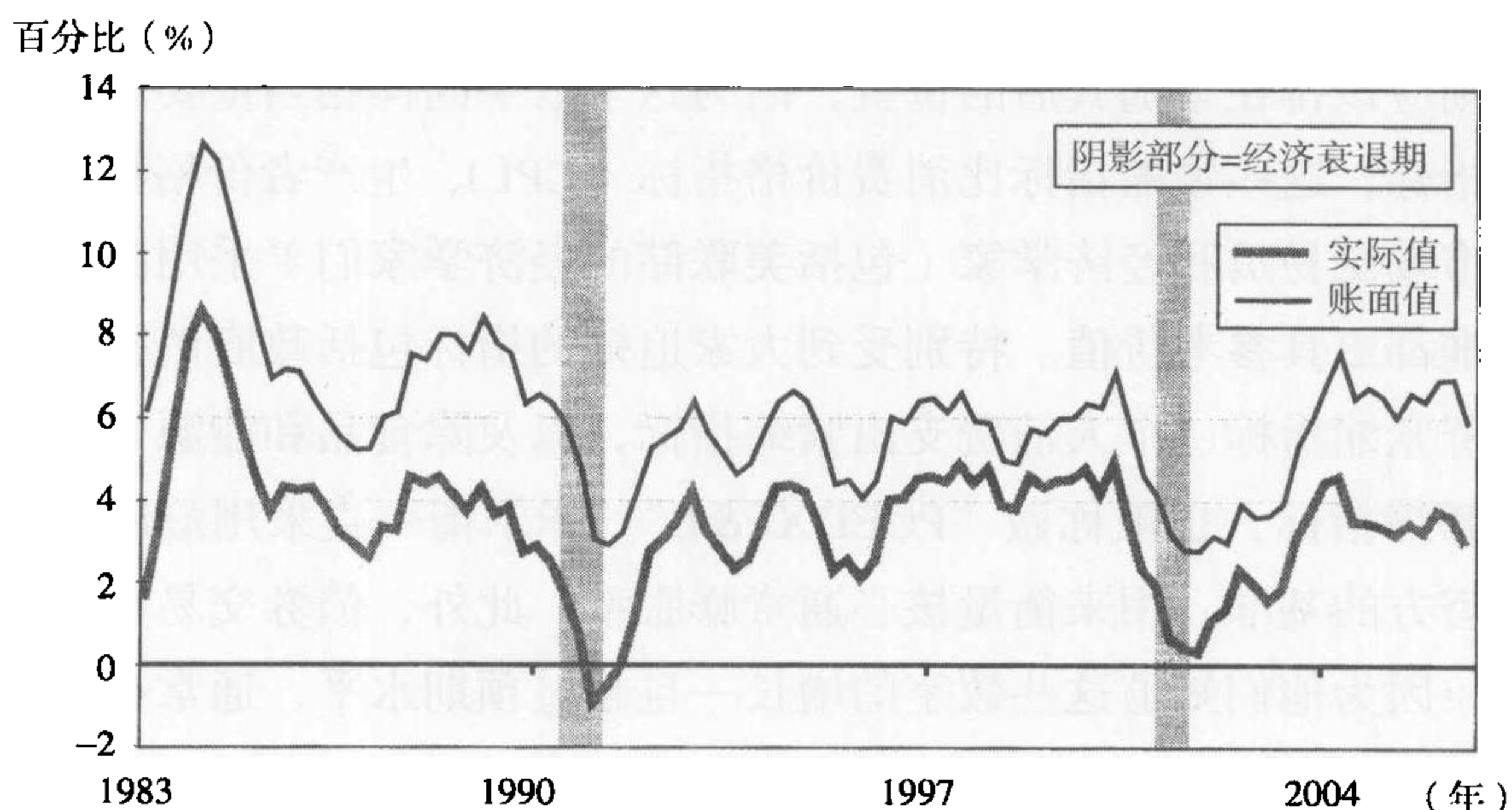


图 1-2 实际 GDP 与账面 GDP 的年度百分比变化

（资料来源：美国商务部经济分析局，美国国家经济研究局）

大致来说，每次经济衰退期之前的 4~5 个季度，GDP 的年增长率即开始出现下滑。不过，也不是所有的增长率放缓趋势都会导致经济衰退。等到出现报警信号的时候，政府的政策制定者们往往已经及时采取了一定的补救措施，尽可能减少经济低迷造成的损失。同样，参考 GDP 的年度增长情况有利于更准确地做出短期预测，因为整体的变化趋势基本上不会在短时间内发生逆转。要使得高达 13 万亿美元的经济总量（例如美国的经济总量）偏离正常轨道，其实也不是件容易的事情。幸运的是，对金融市场上的广大参与者来说，每当经济巨人出现少许乏力的时候，总会有那么几个“先行”经济指标会及时地提前发出预警。

为了更准确地把握全面的经济形势，经济学家们一般都喜欢同时考察好几个

经济指标。通过这样的对比考察，能够减少发出错误信号的几率。有的时候一些独立的经济指标会在同一时间全部呈现下降的趋势，这种情况往往预示着经济活动将出现恶化或低迷。另外，如果同时考察好几个经济指标，当其中大部分指标均显示经济活动处于积极发展态势时，我们可以将较弱的绩效指标视为异常值，并据此得出一个总的结论，那就是，预计经济走势不会偏离正常轨道。

紧缩指标

如果说 GDP 增长率是发布的所有经济报告当中最重要的数据，那么，GDP 紧缩指标则应该排在紧随其后的位置，因为这个数字同样相当重要。作为通货膨胀的衡量指标，这些紧缩指标比消费价格指数（CPI）、生产者价格指数（PPI），以及大量市场交易员和经济学家（包括美联储的经济学家们）采用的其他商品价格衡量标准都更具参考价值。特别受到大家追捧的指标包括政府消费支出紧缩指标和总投资紧缩指标、个人消费支出紧缩指标，以及除食品和能源以外的个人消费支出的紧缩指标，也被称做“PCEDXF&E”。华尔街一直采用最后一个紧缩指标作为非官方的基准，用来衡量核心通货膨胀率。此外，债券交易员还特别关心紧缩指标，因为他们知道这些数字的增长一旦超过预期水平，通常会造成固定收益价格的下挫。

为什么紧缩指标比其他通货膨胀衡量标准更具参考价值呢？那是因为新兴的创业者、政策制定者、市场交易员、一般投资者，无一例外地都希望看到经济发展始终处于稳中有升的态势，而不希望市场波动过于频繁。GDP 紧缩指标反映的是宏观经济的价格变动。与之形成鲜明对比的是，CPI 则只是一个小小的竹篮，里面装着的商品和服务仅有几百种而已——这些商品和服务都是由美国劳工统计局挑选出来的。（有关价格波动以及核心通货膨胀率的更详细说明，请参见本书第 12 章“消费者价格指数与生产者价格指数”的相关内容）

市场交易员通常都关注除食品和能源以外的个人消费支出紧缩指标的变化情况，这部分数据被称为“核心 PCED”。相对于其他大部分衡量指标而言，这个通货膨胀指标更受欢迎，因为它衡量的是将食品和能源价格波动因素排除出去以后的核心通货膨胀率。由于食品和能源的价格在一个月当中很可能出现大幅度的波动，因此经济学家们往往喜欢先将这些干扰因素排除在外，然后再来考虑价格的

整体变化趋势。同时，由于一国经济的绝对消费主力是单个的人，而这个指标涵盖了个人消费的所有商品和服务种类，而不是像 CPI 数据那样，只考虑几百个消费主体。所以，核心 PCED 在最常用的通货膨胀衡量标准中重要性已经排在第一位。

消费支出

伴随着消费支出的增长而增长的是美国经济的增长。如今，这句老话可能比以往任何时候都更有道理。近年来美国国内频频出现的各类破坏性活动，例如战争硝烟四起、在美国国土上展开的针对美利坚合众国的恐怖袭击阴云弥漫、企业欺诈等违法行为频频曝光、美国历史上影响最大的 10 起公司破产案短时间内连续出现 8 起、总统弹劾行动等屡见不鲜。而美国消费者在面对一系列的负面问题时表现出了越来越强的应对能力和适应能力，而人们认为正是这种日益增强的适应能力，促进了美国整体经济实力的进一步增强。如果退回到几十年前，一旦出现任何类似的打击，都完全有可能导致美国经济的全面颠覆。现在，消费者们似乎已经具备了始终保持足够的经济活力的能量，正是种能量支撑着美国的经济扩张期时间不断延长，而经济低迷或衰退期时间不断缩短，负面影响不断减弱。

通常来说，消费支出增长率出现下降，只能意味着经济已经濒临逐渐衰亡的边缘。当人们对国家的经济环境缺乏足够的安全感时——例如，失业率不断上升，或者通货膨胀正在一点点消耗美元的采购能力，或者国民个人开始感觉到入不敷出、经济吃紧——这种感觉会直接体现为消费者消费习惯的改变。如图 1-3 所示，每当消费支出年增长率出现下降以后，总是会伴随着一次美国经济的衰退期，自 1963 年开始，每年一次，一共出现了 6 次。从变化趋势上来看，第一次消费支出年增长率下降出现在大笔资金采购项目中，例如耐用商品采购项目。因此，在这个消费支出比例的位置，就能够看出经济下降的预警信号。（关于消费支出及其变化趋势的具体细节，请参见本书第 11 章“个人收入与支出”中相关讨论）

投资支出

资本设备/固定设备指的是在生产作为销售之用的其他商品和服务的过程中使用的所有工业和技术设备。统计企业在这些设备上投入的资金额度，将有助于

对国家未来的经济活动进行预测。这个数字可以说明企业的赢利能力是处于上升态势还是下降态势，并且可以说明管理者是如何看待国家未来的经济状况的，以此来判断未来将出现经济的上升还是下滑。

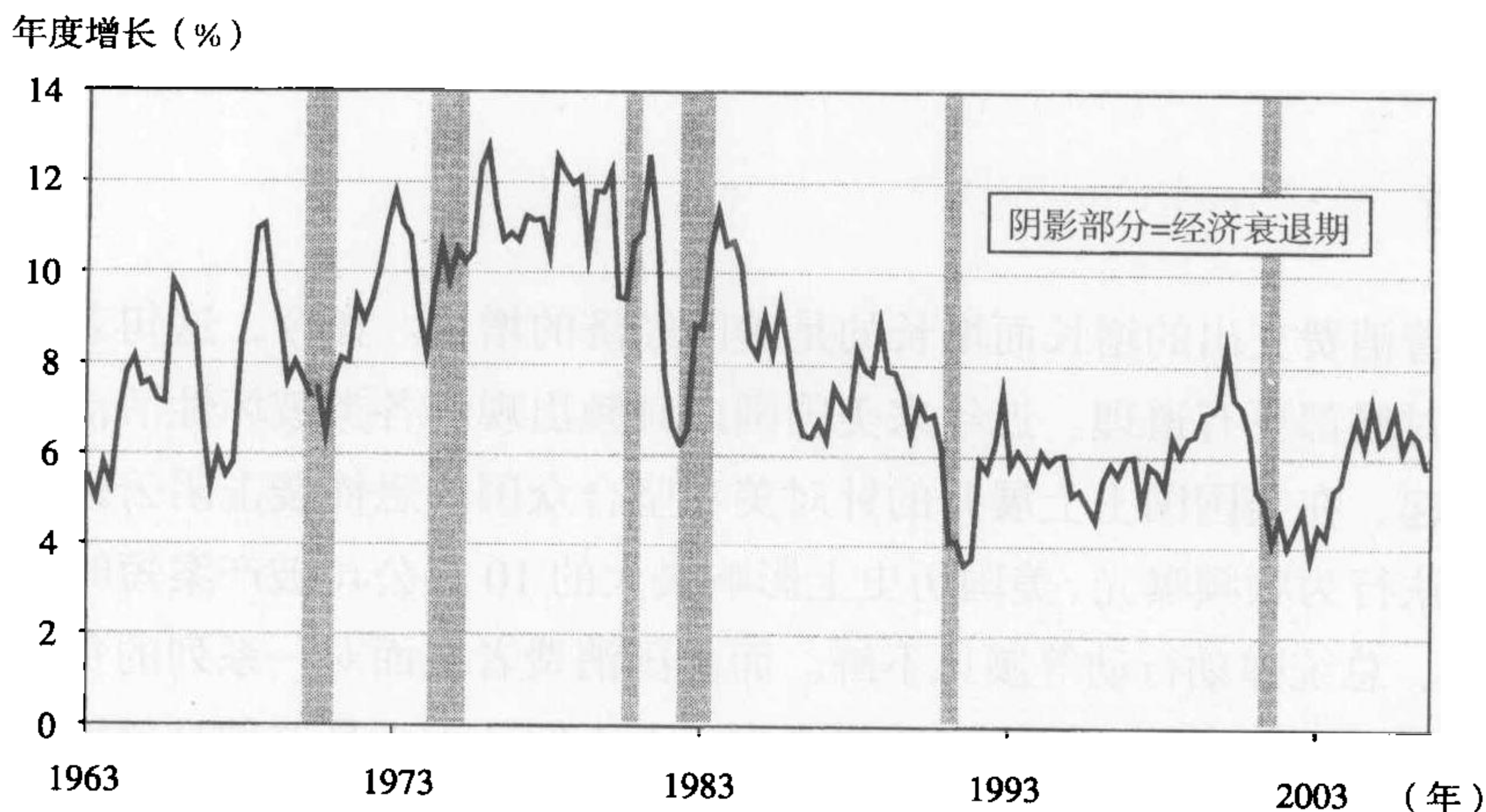


图 1-3 个人消费支出

(资料来源：美国商务部经济分析局，美国国家经济研究局)

我们之前曾经提到过，华尔街往往特别关注固定投资——国内总投资减去库存。在住宅和非住宅（或资本支出）这两类固定投资当中，前者所占的比例远远低于后者，在总投资中仅仅占 25%~30%。不过，我们还是不能低估在住宅方面进行的商业投资可能对国民经济造成的影响。这部分投资在一国经济总量中所占的比例大约为 5%，住宅建设对整个经济将产生巨大的增值效果：一旦房子或公寓楼盖起来，个人消费支出通常会继而出现一次激增，因为房屋业主在这个阶段会比较集中地进行房屋粉刷、装修等，以及为新家购置家具。

也就是说，分析师和经济学家们往往总是将更多的目光投向非住宅性投资。从某种程度上说，这是因为非住宅性投资规模巨大——在固定总投资额当中，非住宅性投资所占比例大致达到近 75%。根据这方面的数据，我们还能够看出企业本身是如何看待国内的经济状况的。最后，很多证券操盘手，尤其是活跃在纳斯达克，正凭借着敏锐的嗅觉搜寻下一个微软或者下一个英特尔的操盘手们，对技术投资更是兴趣盎然，而技术投资就属于非住宅性投资的范畴。

无论整体经济状况究竟如何，每年进行一定数量的非住宅固定投资永远都是

有必要的。因为设备和机械等都需要定期打磨、升级和维修。在汽车行业，各汽车制造商每年都会拿出两周左右的时间，关闭整个生产线，让工程师对其生产设备进行全面改造和更新，为下一个新车型的上线做好前期技术准备。恶劣天气、使用过度，甚至正常的设备磨损都可能导致固定设备出现问题。在技术进步的鼎盛时期，一些固定设备将逐渐被淘汰。设备的更新换代常常有利于企业提高生产水平，并从而提高企业的赢利水平。

资本支出的不断增加通常都会伴随着企业赢利能力的提高和国民经济的繁荣期。对于打算投资购买新的固定设备的企业来说，它们当然希望这些设备能够带来足够的利润增长。毕竟，没有赢利收入就不可能有支出。（事实上，企业可以通过发行债券获得一定资金，用于支出和投资。但是，如果利润增长情况不乐观，企业就很难有机会成功地获得这类融资。另外，如果企业财务方面有不良记录，信用评级就会比较低，而在这种情况下要想获得必要的资金贷款，就只能付出高额的借贷利息。）

管理层也必须对经济发展前景保持乐观的态度。如果经济出现疲软，消费需求不够明朗，那么企业在采购新的机器设备时会更谨慎。不过，如果经济扩张正处于稳步发展的状态，那么一定的经济基础将有利于未来的持续发展（利率低、通货膨胀率低、劳务市场繁荣发展）。消费者购买力强，企业投资的力度也很可能会因此而进一步加大。

资本设备通常价格都比较高——例如，汽车制造企业装配线上的大型专业设备、食品加工厂的烤箱和包装系统、混凝土制造企业工业规模的干燥炉等，都是价格不菲的重要资本设备。因此，在采购这样贵重的设备时，企业通常都需要通过贷款获得足够的资金。因此，商业投资的金额与利率水平密切相关：利率水平低会刺激消费支出的增长，而利率水平高则会导致消费者的消费支出更为谨慎。相应地，美联储可以通过转移目标，瞄准联邦基金利率，对资本支出施加一定的影响。联邦基金利率指的是银行为了满足美联储的储备要求进行隔夜贷款时，银行之间互相收取的费率。如果美联储打算刺激资本支出，它就会降低隔夜贷款率。经过一段时间之后，整个证券的期限范围（从3个月的短期证券到长达10年的中长期证券）都会随之缩短，因此各企业在做大的投资项目（如投资建厂、建设生产基地、购置机械设备等）的时候，都能够以比较低的利率获得足够的前期贷款。

当投资者们意识到银行利率似乎出现了一定程度下降时（无论下降的原因是

因为通货膨胀速度有所放缓,还是由于美联储的干预),他们会注意到企业此时可能已经开始加快投资速度,因为针对这些产品和服务的融资成本此时将有所下降。为了更好地利用这个机会,市场交易员很可能会故意将那些主营业务与技术、机械设备、工具,或资本设备相关的企业的股票价格炒高。主要从事资本设备生产的制造性企业比较常见的包括:康明斯动力(Cummins Inc)、Deere & Company、Illinois Tool Works、英格索兰(Ingersoll-Rand)、派克汉尼汾(Parker-Hannifin Corporation)、Timken Co.、Wolverine Tube Inc.等。

政府支出

华尔街通常都不太关心政府消费支出和总投资。其原因之一是考虑到数据的稳定性。自1947年以来,政府支出和投资已经占到经济总产量的15%左右。只有在出现重大经济衰退或军事冲突的时候,这个百分比才有可能上升。因为在这种特殊时期,政府会特别加大支出的力度,以推动经济增长,或者用来满足军需消费。在第二次世界大战过后的1953年,也就是朝鲜战争接近尾声的时候,政府支出和投资额在经济总量中所占的比例曾经一度飙升到24%。

不过,在政府数据当中有一项数据一直备受经济学家们的关注,尤其是近几年,对该数据的关注度日益提高,这项数据就是国防支出。从长期发展趋势来看,作为总体政府支出的组成部分之一的国防事业支出,自从第二次世界大战结束以后一直呈现下降的趋势。当美国政府在20世纪50年代初期的朝鲜战争等军事冲突中大幅度提高军需物资的采购量时,这个比例再次出现了明显上升。此外,20世纪60年代中期到70年代初的越南战争、20世纪90年代初的“沙漠风暴”,以及最近发生在阿富汗和伊拉克的反恐怖主义战争期间,政府支出的比例都出现了上升。请记住,政府在国防方面增加支出并不仅仅带来战斗机、电子跟踪设备和导弹等军需物资产量的提高。事实上,国防支出的增加通常都会导致国内整体就业水平的提高——包括工程师等技术性职位的增加和生产制造业相关工作机会的增加。出于安全的考虑,这些工作岗位往往都设置在美国境内,而不是像大量其他制造企业那样,近几年来纷纷将制造基地向劳动力成本相对较低的其他国家转移。

主要从事与国防和航天领域相关的美国企业,如诺斯罗普(Northrop

Grumman)、Raytheon、Lockheed Martin、General Dynamics、Curtiss-Wright、波音公司等股票分析师发现，报告中提供了大量有关国防支出的相关数据和具体细节，这对分析人员来说无疑是一个巨大的宝藏。这方面的支出项目具体又可以分解为飞机、导弹、船舶、汽车、电子、软件、军火、石油、补偿金等。只要政府进行了这方面的采购，你就能在这份报告中找到相关的记录。

净出口

当美国国内的进口额高于出口额（事实上，在过去的三十年当中，大部分时候情况都是如此），下一次出口结余则被称为赤字。给定期限内的 GDP 水平因此下降。相反，当出口额大于进口额，贸易收支上即出现有盈余。贸易盈余会带来附加的经济活动。这样的结果似乎顺理成章，因为美国出口商品是由驻在美国境内的工厂生产的，而进口商品是由其他国家的人员生产，然后送到美国境内的。图 1-4 所示的是净出口值在 GDP 总量中所占的百分比。在最近的 30 年中，这个比重绝大部分时间里一直表现为负数，说明进口的速度和幅度比出口要大，国内经济活动减弱。

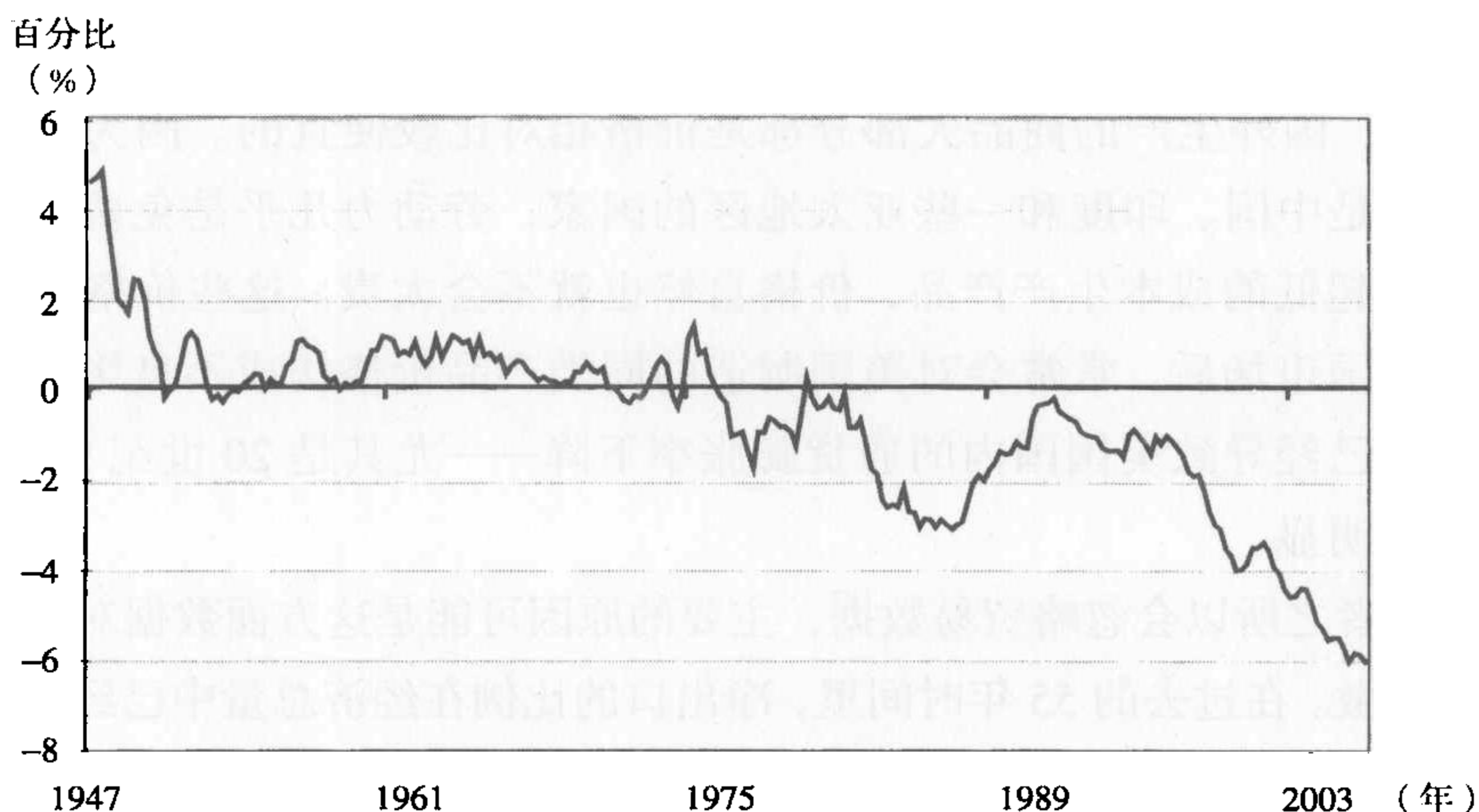


图 1-4 净出口在 GDP 中所占比例

（资料来源：美国商务部经济分析局）

不过，进口是不可能为负数的。很多资源在美国境内的拥有量都会少于其在

美国以外的其他地区的拥有量。其中一个很明显的例子就是原油。美国在国内有一定的石油资源，但是其石油拥有量还远远不能满足其国内的消费需求。因此，消费石油中有一半必须依赖进口。对这种商品进口，我们难道能不予以特别关注吗？当然不能。美国国内石油消费量巨大这个事实已经证明其国内经济环境相当活跃，所以各工厂和制造基地等需要消费大量的石油产品，以保证生产所需——这样才能保证美国继续保持其制造产品输出量全球第一的绝对领先地位，同时解决数百万劳动力的就业问题，创造良好的经济环境，确保其国民能够享受到全球最繁荣的经济创造的最高水平的经济成果。用于房屋供暖、运输系统和商业维持的进口支出不应该被当做美国经济的拖累，而应该被视为经济繁荣的助推力量。

就政府支出来说，各贸易团体几乎没有任何理由对净出口的持平感到欢欣鼓舞。商业界当然为贸易赤字的扩大而感到头疼，因为进口额的上升会导致 GDP 增长速度的放缓。但是，进口的增加同时也意味着美国企业和家庭消费的商品和服务数量在日益增加——因为没有谁会逼着消费者购买意大利酒、日本汽车或加拿大木材等，这些采购行为都是消费者自发的行为。美国企业和家庭之所以会从国外进口商品，原因有很多，其中包括价格的考虑、质量的考虑、尺寸的考虑，以及口味的考虑等。市场上之所以需要国外制造的商品，背后最主要的推动力其实很简单，那就是需求。

此外，国外生产的商品大部分都是价格相对比较便宜的。因为全球很多国家，尤其是中国、印度和一些亚太地区的国家，劳动力几乎是免费的，所以企业能够以超低的成本生产产品，价格自然也就不会太贵。这些价格低廉的商品被送往美国市场后，常常会对美国制造的同类产品价格构成不良影响。这种全球化趋势已经导致美国国内的通货膨胀率下降——尤其是 20 世纪 90 年代中期下降比较明显。

投资者之所以会忽略贸易数据，主要的原因可能是这方面数据对整个经济活动影响甚微。在过去的 55 年时间里，净出口的比例在经济总量中已经达到了 50% 的比例。

最终销售

GDP 报告中表格 1 的附录部分提到了 3 个经济指标，财经媒体对这几个指标

几乎都不太关注，但贸易团体对它们却格外感兴趣，因为这几个指标可以反映出GDP数据中隐含的潜在支出模式。这3个衡量指标分别是：国内产品最终销售额、国内采购总额、国内采购最终销售额。

国内产品最终销售额指的是某个指定的时间范围内在美国国内生产并且最终销售出去（而不是作为存货放到仓库里）的商品的美元价值。在计算这个数据的时候，经济分析局会对比企业当前的库存水平和其上下游企业的库存水平，首先计算“私人库存的变化”，或者CPI。其中包括企业库存商品的数量增加了多少，以及当前尚未出售的产品数量等。然后用GDP减去CPI，得到最终销售额。这个数字很重要，因为相对于GDP，这个数字更能够准确反映当前经济支出的速度。经济学家们会采用当前速度这个概念，因为每个季度的数据不包括前几个季度的库存商品数量。经济学家们通常会将GDP的增长率与最终销售额的增长率进行对比，以确定经济增长究竟是受到新近生产的商品的推动，还是受到之前已经生产出来，作为存货保存在仓库里的商品的消费活动的推动。

国内采购总额衡量的是美国居民购买的所有商品的价格——无论这些商品的产地在哪里。其计算方法是用GDP的数字减去净出口额。因此GDP与国内采购总额之间肯定存在一定的差额。GDP衡量的是国内生产的商品和服务的总价值，而国内采购总额衡量的则是国内采购的所有商品的总价值。国内采购总额每个季度的增长通常都会显示美国消费需求呈现旺盛的态势，因为这个数字的计算过程中我们只考虑国内商品的采购。

国内采购最终销售额衡量的是国内采购总量减去私人库存之后的销售水平。这个指标能够反映出美国家庭采购和企业采购的支出需求状况，无论商品或服务的产地在哪里。有的经济学家认为这个数字是反映整个经济发展状况的良好指标。如果国内采购最终销售额出现滑坡，则说明美国消费者的消费热情有所减退。

经济学家们密切关注国内采购最终销售额的年度百分比变化，因为这个指标对于提前预测经济增长疲软期的到来具有非常好的参考价值。如图1-5所示，自1980年以来曾经出现过的四次经济衰退，基本上都是国内采购最终销售额的年增长率在经济衰退期之前呈现长达3个季度的下降趋势，因此，我们完全可以从中提前看出端倪，及时做出相应的反应。

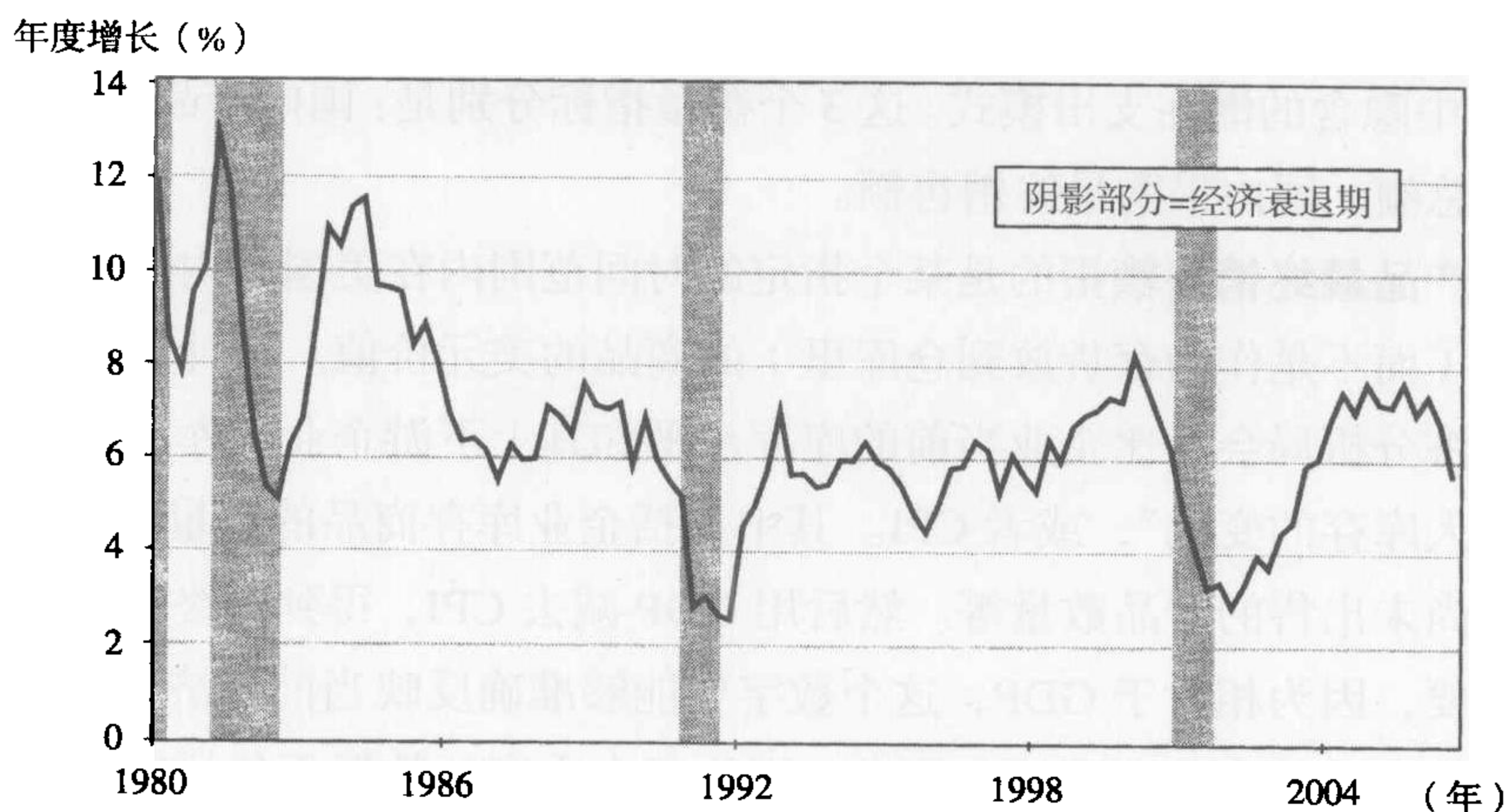


图 1-5 国内采购最终销售额

(资料来源：美国商务部经济分析局)

企业利润

通常来说,金融市场的参与者们对 GDP 收入情况的关注程度总是不及对 GDP 支出情况的关注程度。不过,这并不意味着工资和薪金的变化趋势对从事零售行业研究和分析师们不重要。毕竟,潜在消费者的收入水平对于一个国家未来消费支出的发展趋势预测是最具参考价值的。只不过人们认为支出方面的变化趋势更能说明问题,因为这方面的数据不会涉及库存和资本消费价值的调整,这一点与以收入为基础的数据有所不同。同样,某些收入方面的数据对经济趋势预测具有极佳的参考价值。其中最重要的数据包括企业利润的相关衡量指标。

对于我们讨论的大部分其他指标来说,企业利润出现增长即预示着商业环境比较健康。事实上,经济的增长周期也的确是从企业利润的提升开始的。企业如果经营得成功,收入就会超过成本,因此能够赢利。有了足够的利润,企业就可以投资新的资本/固定设备或者增加员工数量。

比税前收入更重要的是税后利润。经济学家和分析师们可以根据这个数字判断企业在新设备或新员工投资上究竟需要花多少钱。如图 1-6 所示,每当利润增长出现缩水(图中跌至 0 以下的部分)时,企业通常都会首先采取分流员工的措施。同样,在这种情况下,企业投资也必定是首先砍掉的项目。企业的税后利润的下降出现在经济增长放缓或经济衰退期之前的 3 个季度左右。

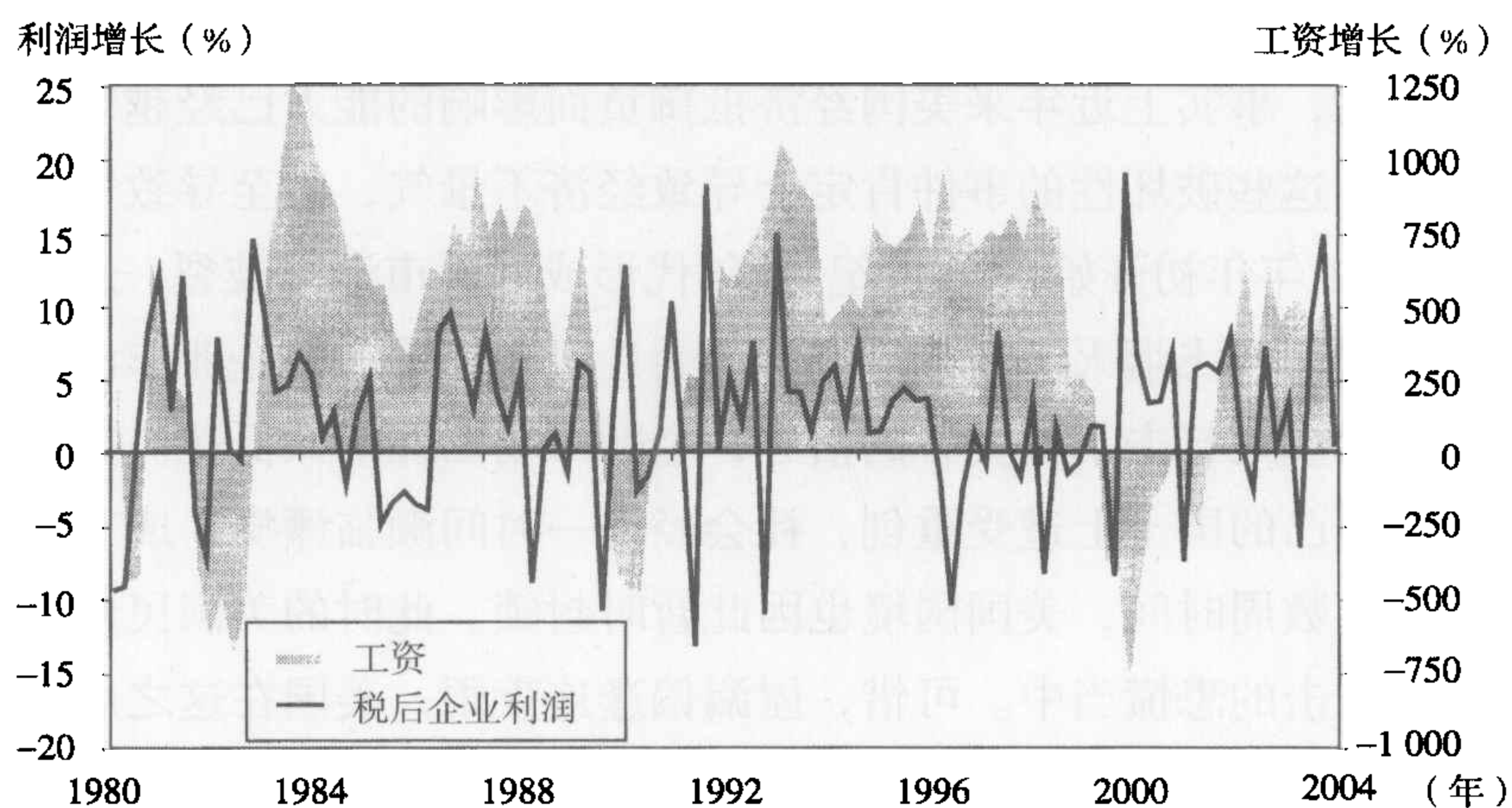


图 1-6 税后企业利润与工资增长

（资料来源：美国商务部经济分析局，美国劳工部，劳工统计局）

不过，用来衡量企业用于运营支出和人员工资的资金水平的最佳指标还是未分配利润水平。这部分利润是企业在支付税费并且发放分红以后剩余的净收益。图 1-7 显示的是 20 世纪最后三分之一的时间里未分配利润的数额，图中有一个显著的特点，那就是 20 世纪 70 年代初、1987 年，以及 2002 年期间，未分配利润水平都非常低。而与此同时，股票市场上价格都出现了大滑坡，且伴随而至的是失业率陡增、企业投资水平回落。

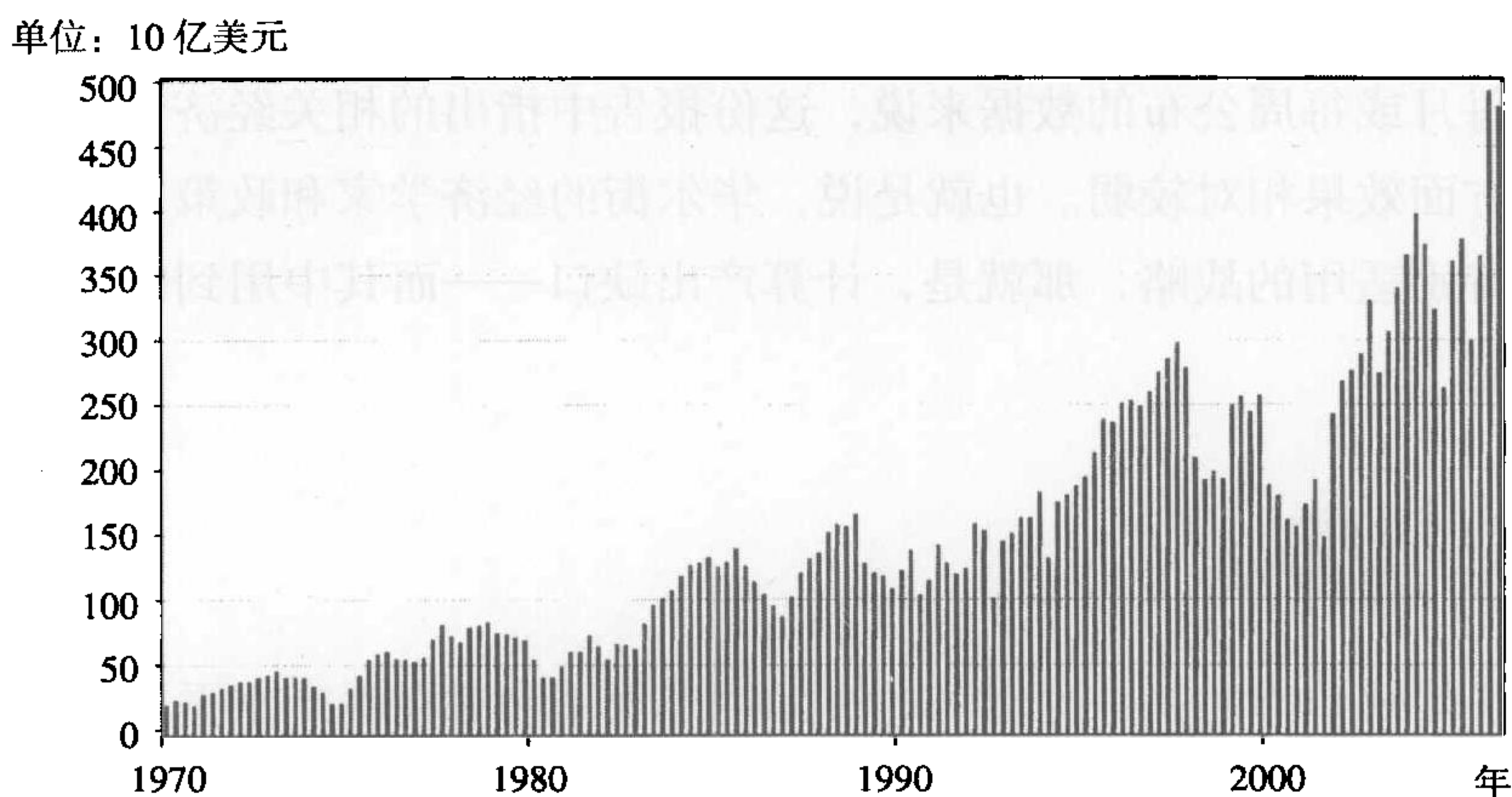


图 1-7 未分配利润

（资料来源：美国商务部经济分析局）

与企业利润相关的经济信号已经不像从前那样，能够真正说明问题了。正如之前提到过的，事实上近年来美国经济抵御负面影响的能力已经越来越强了。如果是多年前，这些破坏性的事件肯定会导致经济不景气，甚至导致大规模的经济衰退。从2001年年初开始，20世纪90年代形成的股市泡沫破裂，造成了数万亿美元的个人财富灰飞烟灭。连锁反应似的会计丑闻和惊人的企业非法操作案件的频频曝光也沉重地打击了投资者的信心，金融市场因此陷入低迷。美国五十几年来第一次在自己的国土上遭受重创，社会经济一时间濒临瘫痪。成千上万的企业被迫关闭长达数周时间，美国国境也因此暂时封锁。此时的美国民众人人自危，陷入对恐怖袭击的恐慌当中。可惜，屋漏偏逢连夜雨，美国在这之后派出部队，荷枪实弹参与到阿富汗和伊拉克的军事争端当中。不过即便美国在这么短的时间里前后遭受如此多的巨大负面影响，美国经济仍然突出重围，成功地避免了大规模破坏性的经济衰退泥沼。这个过程中一个最根本的标志性经济反弹信号可能就是：在整个过程当中，美国的消费支出水平始终没有下降。

⑤ 如何利用看到的信息

相对于其他系列经济指标来说，国民收入和产品账户并不神秘。其中的一个原因就是，这些账户都是经济活动的标杆，商界人士都是通过其他经济指标来对GDP的变化进行预测的。换言之，GDP水平通常是所有其他经济指标希望能够预测出来或进行仿效的一个变量。GDP报告同样也是每个季度公布一次，因此，相对于其他每月或每周公布的数据来说，这份报告中指出的相关经济信息在经济关系的预测方面效果相对较弱。也就是说，华尔街的经济学家和政策制定者们的确拥有一个特别适用的战略，那就是，计算产出缺口——而其中用到的数字就来自GDP报告。

背后的秘密

产出量的缺口指的是一国经济的实际生产水平和潜在生产水平之间存在的缺口。通过这个缺口的具体数值可以把握重要的经济形势，如就业形势和通货膨胀形势等。

经济的潜在产出指的是一个国家在利用其拥有的所有资源进行生产时，能够生产出来的商品和服务的数量。在计算这个数字（即趋势水平）时，经济学家们会先估计在通货膨胀率不上升的情况下，一国经济的增长速度可能达到的水平。这个计算并不那么容易，如果不同的经济学家对最大产量水平、生产能力、工作时数等定义不一致，计算出来的结果就会千差万别。所幸的是，这里有一份发布频率相对高一些，并且得到大家广泛认可的潜在产出估计值数据，大约每个季度公布一次，由美国国会预算办公室发布。国会预算办公室的网站是 www.cbo.gov，其中可以查询趋势水平的计算方法和相关假设，同时还可以在该网站上查询一系列具体的历史数据。

当实际 GDP 的增长低于预期的潜在 GDP 值时，产出缺口将会表现为负数。这就说明该国的劳动力和资本资源尚未得到充分的利用。类似这样的“投资不足”通常表现为失业率飙升、通货膨胀率下降、工厂纷纷关闭、工人被迫暂时休假、机器设备闲置等。图 1-8 说明在 1990~1991 年以及 2001~2002 年这两个经济发展相当疲软的阶段，实际 GDP 的实际增长率相对来说低于其潜在增长率。

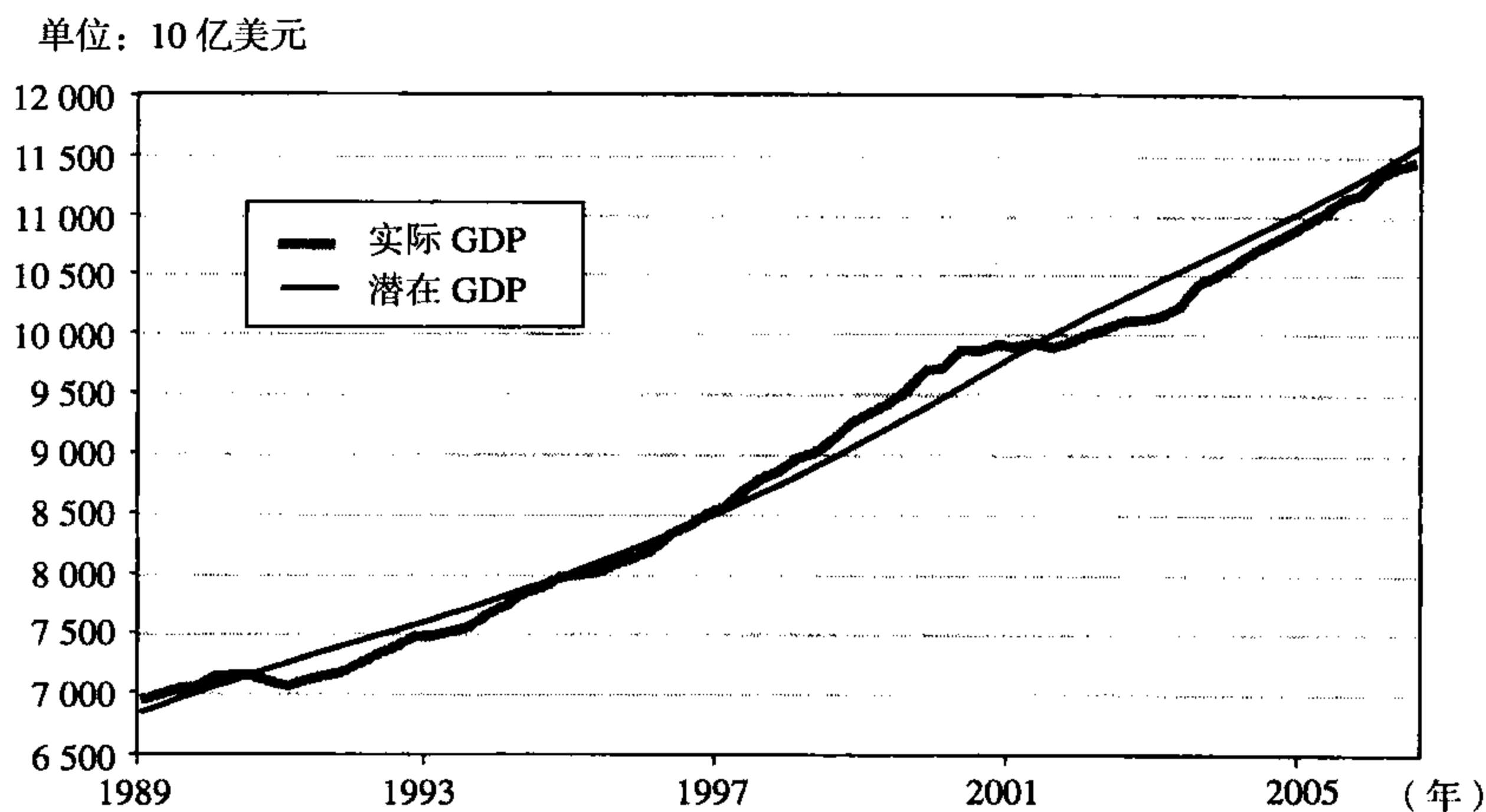


图 1-8 实际 GDP 与潜在 GDP

（资料来源：美国商务部经济分析局，美国国会预算办公室）

当 GDP 的实际增长超过计算得到的增长幅度时，该差值将呈现正数，经济进入极速发展状态。所有工厂和生产基地将进行产能重组，劳动力就业达到最充分

的水平，经济产出量飞涨。图 1-9 说明的即是缺口为正的情况下这个差值与失业率下降之间的关系。在产能过剩的阶段，例如 1997 年到 2001 年，经济体系面临的压力加大，通常会引发通货膨胀。

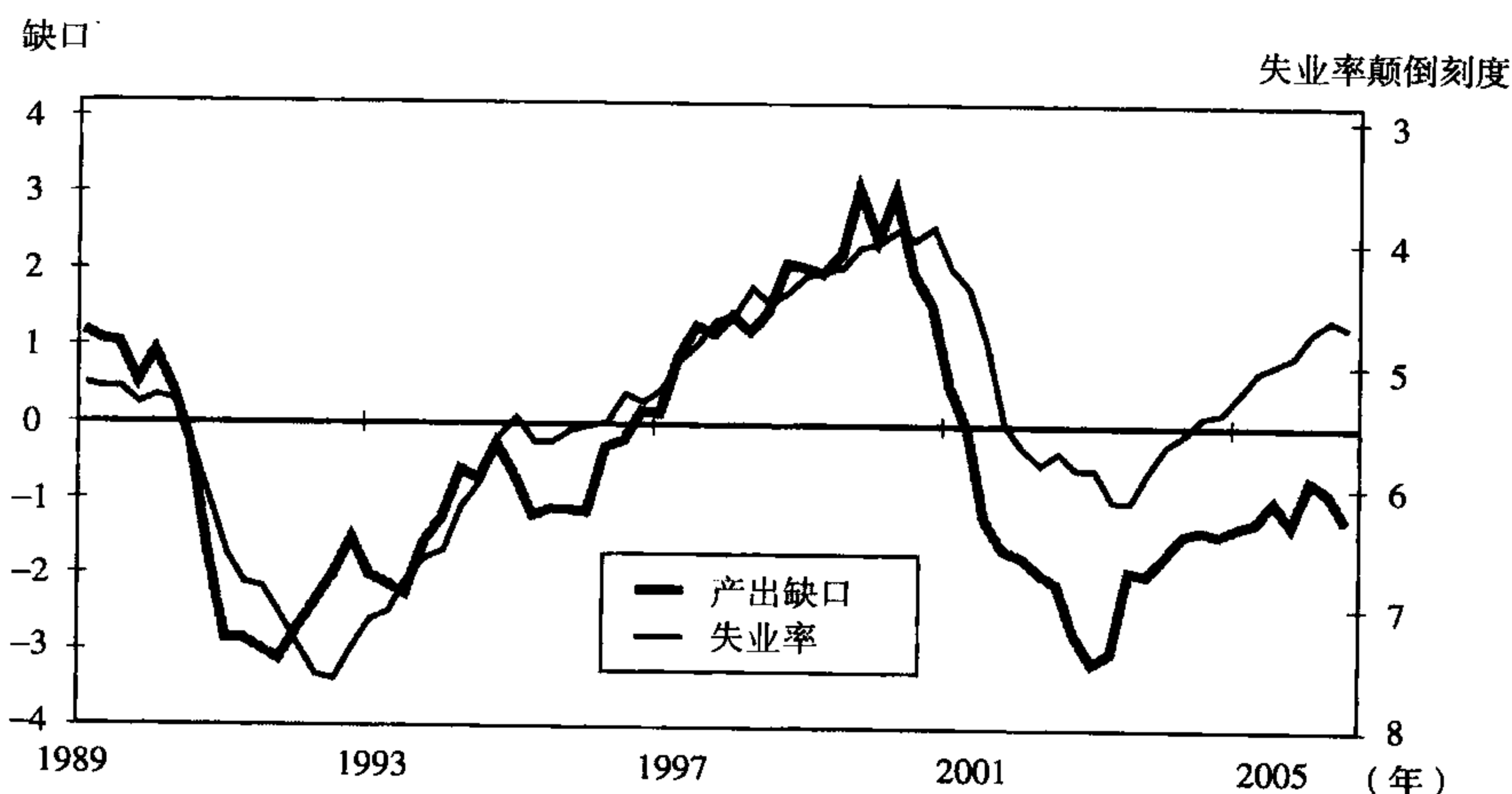


图 1-9 产出缺口与失业率（反向刻度）

（资料来源：美国商务部经济分析局，美国国会预算办公室，美国劳工部劳工统计局）

经济学家有时会用比率的形式来表示产出量的缺口，这个比率的计算方法是用实际产出除以潜在产出。当这个比率跌至 0 附近时，整个市场呈现萧条；当这个比率升至 0 以上，经济呈现扩张态势。

由于产出缺口对于整个经济关系具有很强的预测作用，因此成为政策制定者们的最爱。例如，美联储在决定如何确定联邦基金利率的时候，会考虑产出缺口这个指标。如果产出缺口为负值，即说明该国经济的实际发展水平尚未达到其最大潜能，这时美联储可能会想办法降低隔夜贷款利率，以刺激经济活动。通过采取这些措施，短期债券市场将出现下跌，因此企业能够更轻松地进行资本项目投资。同时，通过向消费者提供必要的贷款，以用于购买汽车、房产等商品，消费者的个人支出额度进一步上升。相反，当产出缺口为正数时，即说明大的资本集团正准备大量抛售，美联储可能会提高隔夜贷款的目标利率，将资金抽走，因而打击消费者和企业单位的信心，迫使他们紧缩银根，减少支出和投资。从图 1-10 中可以看出联邦基金利率随产出缺口的变化而发生变化的大致趋势。

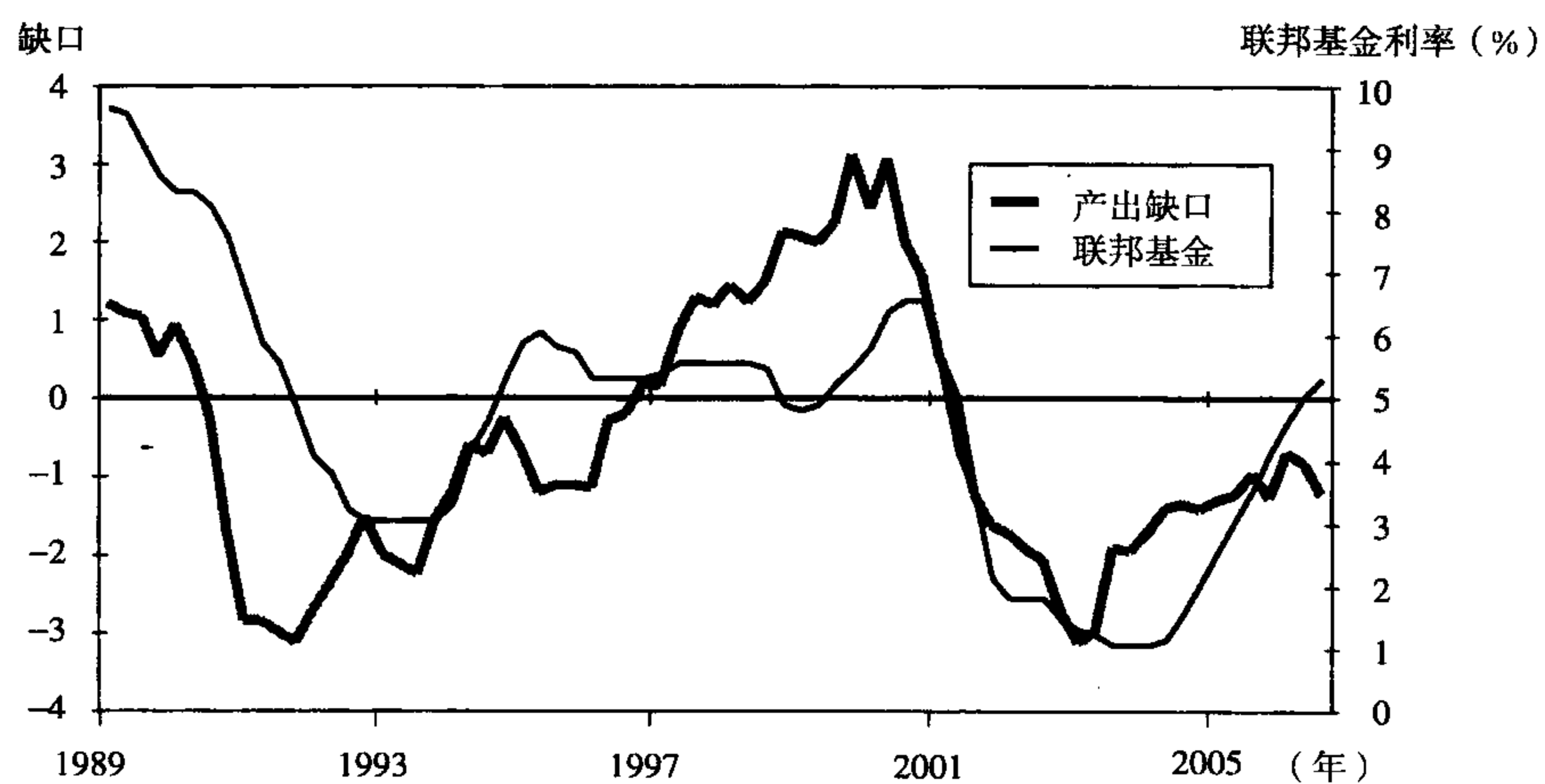


图 1-10 产出缺口与联邦基金利率

(资料来源：美国商务部经济分析局，美国国会预算办公室，联邦储备体系管理委员会)

第 2 章 先行指数、滞后指数与同步指数

如果给市场经济学家们一个机会，让他们许个心愿的话，那么他们的愿望可能是：找到一个最简单的经济指标，能够一劳永逸地对经济发展方向和发展速度做出准确预测。可惜的是，直到目前为止，他们始终没有发现这样放之四海而皆准的东西。有的经济指标对于准确把握经济活动的活跃程度非常有效，但却不适合用来对经济发展趋势做出预测。其他一些指标对于识别一国经济或某种经济形态的具体优势和不足之处非常有价值，但是无法对更大范围的市场表现情况进行衡量。

由于无法找到一个能独当一面、无所不包的经济指标，经济学家们一直在不断尝试各种预测准确度高的衡量指标，将它们与先行经济指数（LEI）结合起来，共同发挥作用。LEI 是三大综合指标中的一个，另外两大综合指标分别是滞后经济指数和同步经济指数。美国经济咨商委员会在其每月的《商业周期指标》报告中会收录和发布这方面的数据。这份报告通常会在数据所属月结束之后第 4 周到第 5 周发布，具体时间是东部时间上午 10:00。通过经济咨商委员会的官方网站 www.conference-board.org/economics/bci 网站可以查询这份报告。网站上同时提供过往的历史数据，以及各种指标背后相关统计方法的说明，有的信息需要缴纳少量的年费方可查询。

华尔街的金融人士们将整个《经济周期指标》报告中的数据均作为先行经济

指数，因为这部分指标是他们最关心的。事实上，三个指标的相关图表、评论和数据对于准确识别和解释商业周期的不同阶段都具有重要的参考价值。不过先行经济指数针对的是未来的发展趋势和各阶段之间的各个转折点，同步指数的主要价值在于区分经济发展过程中的趋势变化，而滞后经济指数则可用于描述之前究竟已经发生了这些变化。表 2-1 显示的是历史上三个综合经济指标曾经领先或滞后于经济周期中的波峰或波谷的几个月，它们都是经美国国家经济研究局（NBER）确认的，时间跨度为 1960 年到 2001 年。

表 2-1 与周期转折点相关的综合指标时间表

	综合先行指数	综合同步指数	综合滞后指数
经济周期波峰期（月）先行（-）或滞后（+）			
1960 年 4 月	-11	0	3
1969 年 12 月	-8	-2	3
1973 年 11 月	-9	0	13
1980 年 1 月	-15	0	3
1981 年 7 月	-8	0	2
1990 年 7 月	-18	-1	-12
2001 年 3 月	-11	-6	-4
经济周期波谷期（月）先行（-）或滞后（+）			
1961 年 2 月	-11	0	9
1970 年 11 月	-7	0	15
1975 年 3 月	-2	1	17
1980 年 7 月	-2	0	3
1982 年 11 月	-10	1	6
1991 年 3 月	-2	0	21
2001 年 11 月	-7	17	28

* 与美国商务部指定的波峰/波谷期存在差异时当前（1997）版本的时间表

（资料来源：美国经济咨商委员会）

由于这些指标中所含的各个部分的数据全都是在指标本身正式发布之前就公布的，因此金融市场通常不会对这份指标报告做出强烈反应。不过市场参与者们还是可以从指标及其各组成部分的波动变化中获取大量有价值的信息，当然，在这些信息当中，经济咨商委员会的经济学家们每个月定期发表的相关评论和说明的参考价值是最大的。

⑤ 指标的演化

综合经济指标并不是什么新鲜事物，而且也并不是美国经济咨商委员会首创的概念。早在 20 世纪 30 年代初，美国国家经济研究局(NBER)的经济学家 Arthur Burns 和 Wesley Mitchell 就已经开始着手对各个经济数据系列进行整合，用于识别整体经济发展趋势和各个不同阶段之间的转折点。NBER 于 1938 年首次公布其统计结果，到 60 年代的时候，美国商务部发布的月度报告中就已经开始将 NBER 的先行、滞后、同步经济指数添加进去了。美国商务部与 NBER 之间的合作一直持续到 1995 年才告结束。从那时开始，美国经济咨商委员会(它是一个非营利的、采取中立态度的、私人性质的研究及商业会员团体)正式负责综合指标的计算、统计汇总，以及维护。

先行、滞后、同步经济指数在其发展进程中先后都经历过大幅度的修订。随着美国经济结构不断发生变化，相关部门会定期推出更适合最新情况的新的经济指标，以取代原来的那些已经不能够再精确反映商业周期的当前特点的经济指标，同时抛弃那些已经不再需要进行计算的旧指标。最近的一次指标更新是在 1996 年 11 月进行的，此次更新过程中美国经济咨商委员会从先行经济指数中淘汰了两个旧的指标，一个是敏感材料价格，另一个是制造业耐用商品未发货订单数量。与此同时，又新增了一个新的指标，即“产出差额”。经过这次调整之后，该报告的准确性进一步提升，从而得以继续作为华尔街经济学者及市场参与者们最为常用的精确预测工具之一。

⑤ 数据解读

美国经济咨商委员会报告中的 3 个指标由一系列循环指标组成，其中大部分指标每个季度都会经过相应的调整。指标一旦确定下来，就必须对其中的相关组

成部分进行价值评估，然后对所有内容进行适当的修改。因此，这些指标本身也必须相应地加以修订。每月发布的报告中既有报告数据所属月份的原始数值，又有该月之前6个月之内的所有修订数值。

在创建一个指标的时候，首先要计算其每个组成部分每个月百分比的变化，然后进行“标准化”处理，也就是进行挥发度调整，这样就不至于出现每个月活动相对比较频繁的那些经济指标占据统治地位的情况。将完成标准化处理以后的指标各个组成部分的变化百分比（即变化幅度）全部相加。其次，再次调整先行和落后指标之和，使其标准差与同步指数的标准差相等。最后，将三个指标的计算结果转换为以某个日期为基数的变化幅度值——目前是以1996年为基准年，该年的数值设定为100。

由于3个指标的构成会随着国家经济结构的变化而发生变化，因此，每项指标中的各个组成部分如果想继续保留在这类指标的范畴之内，或者，要想进入另一类指标的范畴，就必须始终体现出其作为一个先行指数、同步指数或滞后指数的前后一致性。而且，整个数据收集过程必须非常规范、非常可靠。因此，数据的发布必须严格遵守其规定的时间进度，而且不宜做过多修改，甚至要尽可能确保无须任何修改。

同步指数

美国经济咨商委员会同步经济指数的四个组成部分包括非农业（如非农场）就业人口数量、个人收入减去转移支付（以2000年作为基准名义比率，单位：10亿美元）、工业生产指标（2002年=100），以及制造业及零售业销售额（以2000年为基准，单位：百万美元）。

非农业就业人口数量是通过对16万家企业的问卷调查得到的数据，调查由美国劳工统计局组织进行。这个数字一直是劳工统计局每月发布的《就业形势报告》（参见第3章）中最显要的标题数据之一。非农业就业人口数据的变化趋势基本上与国内生产总值（GDP）的变化趋势保持一致。

个人收入减去转移支付的数据来自《个人收入与支出》报告，由美国经济分析局推出（参见第11章）。其中最大的收入来源是工资和薪金，占到总收入的55%左右。转移支付通常占总支出额的15%左右——包括“社会保险”支出、退伍军

人福利，以及给低收入者发放的食品券等政府福利支出。转移支付通常是指快速消耗在基本必需品上（例如食品或房租等必需品，而不是消耗在耐用商品和服务上）的支出。因此，这部分支出对宏观经济活动相对来说几乎没有影响。所以，人们通常认为收入减去转移支出的数据更有说服力，所以认为这个经济指标更具有代表性。

工业生产指标在美联储每月发布的《工业生产和产能利用》报告（参见第 4 章）中始终占据最显著的位置。它由 295 个部分构成——分别代表制造业、采矿业和公用服务事业，报告中每个行业所占比重根据其在生产过程中带来的增值价值的大小而定。这个指标能够精确地反映出国家的总体经济状况，所以人们通常认为它比 GDP 季度报告更及时，而且更能说明实质性的问题。

制造业及零售业销售额数据是作为“国民收入和产品账户”的一个组成部分来进行统计和报告的。这些数据在美国商务部发布的《制造及贸易库存和销售》（MTIS）报告中可以找到。（更多相关信息，请参见本书第 7 章 MTIS 报告中有关销售情况的讨论。）

先行经济指数

先行经济指数（Leading Economic Index, LEI）包括以下 10 个方面的指标。

- 制造业平均每周工作时数。
- 每周平均提交的初次失业保险申请的数量。
- 制造企业消费商品及材料新订单数量。
- 供应商配送扩散指数。
- 制造型企业非军用资本商品新订单数量。
- 每月发放的私有房屋新建许可证数量。
- 股票价格。
- M2 货币供给（以 2000 年美元数额为基准）。
- 10 年长期国库券与联邦基金利率之间的利率范围。
- 消费者预期指标。

以上这些指标之所以属于先行经济指数，原因其实很简单，从它们各自的名称上即可可见一斑：例如，新“订单”和“预期”显然是预期性或预见性的指标。

不过,也有一些指标并不能从名称上看出其为什么属于先行经济指数。但是,所有这些指标的共同特点就是,它们都可以作为经济活动的“预报器”,因此,都归属于先行经济指数。

制造业平均每周工作时数与以上提到的非农就业人口数量一样,来自同样一份调查结果,而且也是在BLS的《就业形势》报告中披露。周平均生产小时数对于预测未来的生产水平和经济活力状况非常有效。假设工人们的生产能力基本都相当,那么工作时间越长,产出量自然就越大。当制造商们预计其生产的产品在市场上的需求量将出现一定的削弱时,他们可能采取的首当其冲的解决办法就是缩短工人的工作时间,然后才会考虑裁员的问题,因为裁员耗费的时间更多,而且执行起来成本也更高。同样,当预计市场需求将扩大的时候,企业往往也是更青睐于通过延长现有工人的工作时间来应对即将扩大的市场需求,而不愿意马上雇用新员工。因此,每周平均工作时数能够反映出未来经济状况究竟将呈现积极的发展态势还是可能会不太乐观。

每周平均提交的初次失业保险申请的数量反映的是劳动力市场的发展状况(参见第3章)。在经济低迷的早期阶段,随着企业解雇员工的数量不断上升,申请失业保险的人数也会不断增加,随之而来的可能就是经济萧条。不过,申请失业保险的人数和国家的经济状况并不存在很高的相关性,其原因一定程度上是因为每个州在核准失业申请的时候对申请人资格的要求各不相同,所以造成失业人数的统计结果有差异。

制造企业消费商品和材料及非军用资本商品的新订单能够非常好地体现企业对未来经济形势的预期(参见第6章)。考虑到大宗采购要涉及大量资金成本和库存成本,因此批发商和零售商通常不会轻易下订单,除非已经预见到市场对这些产品有足够的需求。同样,公司通常不会轻易对资本商品进行大规模投资,除非他们有理由相信这项投资能够带来企业产能的大幅度提升,或者能够提高企业的生产效率。资本商品订单作为先行经济指数具有相当高的参考价值,因为商业投资在GDP总量中所占的比重是15%左右。

供应商配送扩散指数是美国供应管理协会用来制作“采购经理指标(Purchasing Managers Index, PMI)”的五大季节性调整的景气动向指标之一,PMI是供应管理协会每月发布的《ISM制造业运营报告》(参见第5章)中位于标题位置的关键指标。供应商指标是ISM根据其对全美近400名采购经理进行问卷调查

获得的反馈信息统计得到的指标数据，主要用来衡量供应商进行零件和物料配送需花多长的时间，因为配送是所有企业商品生产过程中的一个有机组成部分。如果这个指标在 50% 以上，说明配送速度较慢，通常证明市场需求在增加，整个经济活动处于稳健发展状态。而如果该指标低于 50%，则意味着配送速度相对较快，且经济活动处于停滞状态。

有关“私有房屋新开工许可证”的统计数字可以在《新住宅建设》报告中找到，该报告由美国商务部人口调查局和美国住房及城市发展部共同推出（参见第 8 章）。这些数据反映的是美国经济中的一个基本的要素，这个要素不仅在美国经济的发展中扮演着至关重要的角色，而且体现了美国经济的整体发展状况。虽然新住宅建设在 GDP 中所占的直接比例非常小，但是它对于涂料采购、房屋装修，以及数量巨大的其他相关耐用商品的消费水平起到了巨大的推动作用。此外，由于购房活动对大部分个人来说都是一笔重要支出，因此购房行为同时也反映着一个国家的整体就业形势和国民收入水平的稳定与否，同时也反映整个国家的经济基础是否稳定。

先行经济指数（LEI）当中“股票价格”这部分数据是“标准普尔 500 指数”的月平均值，在标准普尔的出版物《展望》（*The Outlook*）中公布。有的经济学家对于是否有必要在这一出版物中公布“股票价格”提出了质疑，他们认为股票价格是由带有投机性质的金融交易决定的，而不是由国家的经济基础决定的，因此不应该作为未来经济活动的精确衡量标准。而支持将“股票价格”作为预期衡量指标的人们提出的理由则是：因为股票价格体现的是大量经验老道的市场交易商和投资者对资本市场的非正式预期，有相当高的参考价值。为了第一时间做出预测，这些信息灵通的市场参与者们通常会在股票收益情况大范围公布之前提前完成股票交易。这样一来，不断攀升的资产价值会带来企业赢利的大幅度提升，其结果是：国民经济将得到进一步发展。随着企业赢利能力的进一步提高，其在新项目、新工厂、新设备等方面的投资能力将进一步提升，并且也因此具备更大的实力雇用更多的劳动力。相反，股票价格一旦下跌，说明投资者的股票收益将缩水，相应地意味着经济发展速度放缓。

“货币供应量”简言之就是一国经济拥有的货币数量。美联储认可的货币累积方式有三种，分别用 M1、M2 和 M3 来标记。先行经济指数采用的是 M2 方式，这种货币累积方式在流通货币、储蓄存款，以及支票存款货币的基础上，

还包括货币市场基金股份和其他流动资产，例如商业银行发行的隔夜二次采购协议等。

经济学家们通常将货币当做经济活动引擎上的润滑油，因此，货币供应量的增长率与经济增长率之间自然就存在一定的相关性。货币与经济活动之间的关系被称为货币数量理论，可以用这样一个公式来表示：

$$M \times V = \text{GDP}$$

式中， M 指的是货币供应量； V 指的是货币周转率——指定的时间段内市场上货币的换手频率；GDP 则是国内生产总值的账面价值（参见第1章）。

经济学家们一直认为从一个较长的时间范围来看，货币周转率是比较低的——如果说的确有一定的货币周转的话。在这一假定条件下，货币供应量的任何一点提高都可以通过 GDP 账面价值反映出来。与之相对应，经济的缩水则会体现为货币供应量的缩减。二者之间的相互关系如图 2-1 所示。

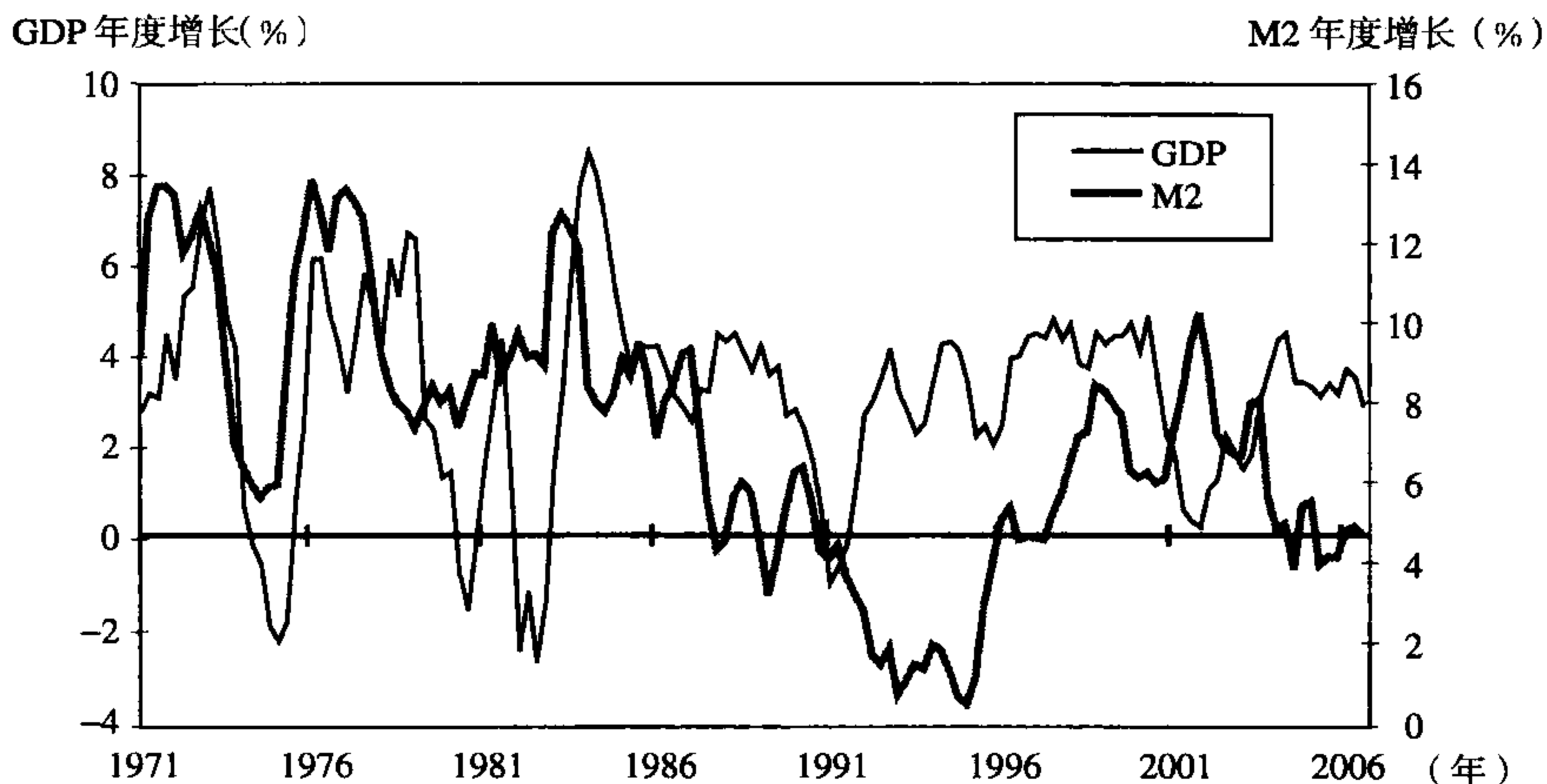


图 2-1 货币供应量与 GDP

（资料来源：美国联邦储备系统管理委员会，美国经济咨商委员会）

不过，经济学家们已经发现，货币周转率一直都不太稳定。如果没有 V 这个常量，代换方程式就不成立。从发展历史来看，货币周转率水平之所以差异性 or 波动性比较大，是由好几个原因引起的，其中包括银行业推出的各种新的规定以及陆续采取的新的改革举措，例如 ATM 机的引进、自助银行业务、电子银行业务等。同样，正如我们在相关图表中看到的那样，货币和经济活动之间仍然保持着一种长期的、正面的关系。正因如此，这种关系的系数就被归为先行经济指数。

先行经济指数当中“利率价差”这部分数据指的是美国的 10 年中期国库券收益率和联邦基金利率之间的差额，也就是银行根据美联储提出的储备要求，进行跨行隔夜贷款业务的时候，银行与银行之间互相收取的费用。例如，如果联邦基金利率为 3.25%，10 年中期国库券收益率为 5.35%，利率价差即为 2.10%，或 210 个基本点（一个基本点即一个百分点的 1%）。利率价差之所以被归为先行经济指数，是因为收益曲线的形状能够体现出固定收益市场的交易商们对一国经济的预期情况，而利率价差就决定着收益曲线的形状。

收益曲线描述的是美国中期债券的收益与到期时间之间的关系。长期利率通常高于短期利率，因为在 10 年的时间范围内可能造成债券价值发生波动的影响因素要远远多于短短 2 年时间内可能对债券价值造成影响的因素。因此，债券投资人也会根据投资债券时自己需承担的风险的年限长短，对短期和中长期债券的收益率提出不同的要求。这样一来，在“正常的”、利好的经济环境下，利率价差为正数，收益曲线的形状略呈突出状，短期债券上扬的幅度相对较大，而中长期债券等的发展趋势则相对比较平缓。

收益曲线出现急遽上扬或急遽下挫（即出现巨大的利率价差）可能是由当时的暂时性经济疲软造成的。美联储为此所做出的努力是，通过压低隔夜利率来抵抗市场疲软或滑坡，因此，美联储会相应地降低借贷成本，并鼓励商业投资者和普通消费者更多地投资或消费那些对利率变化比较敏感的商品和服务，例如住房和汽车等。这些举措都能够对经济产生一定的刺激，但同时也会导致固定收益投资者产生一定的恐慌心理，担心未来会出现通货膨胀。通货膨胀的因素将导致银行利率和主要支出的价值都大打折扣。有鉴于此，固定收益投资者们往往会将长期债券（对通货膨胀更敏感）抛售出去，以压低债券的价格，并同时提高债券收益。投资者的这些行为，再加上美联储不断压低短期利率水平，最终导致收益曲线的波动幅度进一步加大。与之相反，当经济处于过热的发展状态时，美联储就会想办法提高隔夜借贷利率、抑制支出，从而降低发展速度。以期通过这样的方法，先发制人，达到预防通货膨胀的目的。经过这样一番调整之后，收益曲线将变得更加平稳（即利率价差缩小）。

曲线也可能发生颠倒，即短期利率爬升到长期利率水平以上，而利率价差可能降至零点以下，即负值区域。这种情形通常都同时伴随着经济低迷，甚至经济萧条期的到来。如图 2-2 所示：每当联邦基金利率和 10 年中长期债券之间的价差

呈现负值时，同步指数将出现下降趋势。同步指数可能会作为商业周期的一个标志，因为它反映的是当前的经济状况。这种紧密的相关性成为美国经济咨商委员会决定将这一衡量指标作为其先行经济指数之一的一个重要原因。

为什么收益曲线出现颠倒分布就意味着未来将出现经济衰退呢？对此我们无法给出一个最确切的答案。不过事实上，一个可能的答案是：曲线出现颠倒可能是因为美联储调整过度——将利率水平提升得过高，从而导致经济增长受到过度抑制甚至出现窒息，并且最终导致投资者们对通货膨胀的恐慌感空前增强。不过，可以确定的一点是，由于预计未来经济状况将出现疲软，人们可能会因此而做出判断：利率水平接下去将有所下降。这样一来，人们可能会更多地购买长期债券，从而抬高债券价格、压低债券收益。结果就出现了颠倒过来的收益曲线。

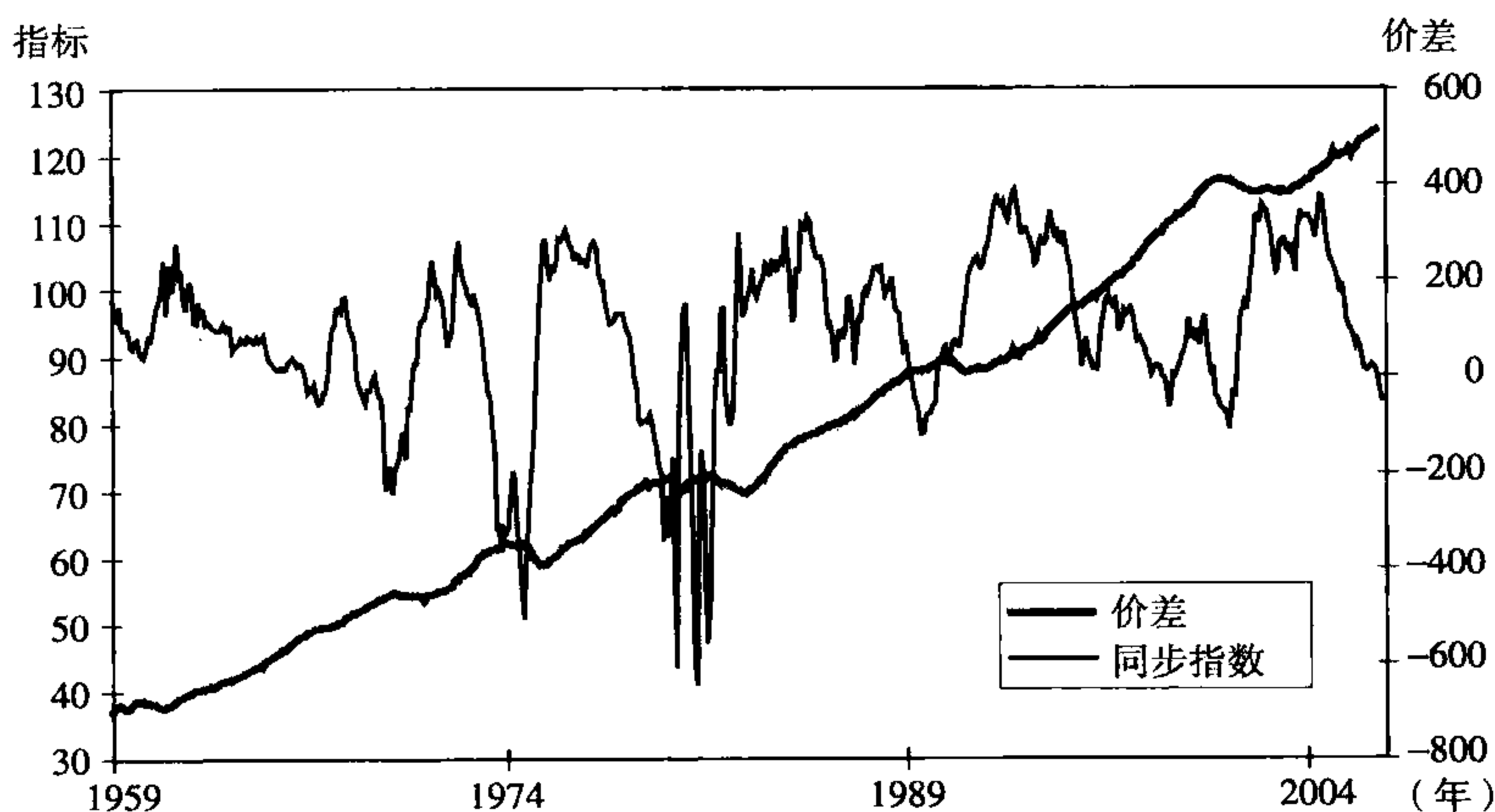


图 2-2 利率价差与同步指数

（资料来源：美国联邦储备系统管理委员会，美国经济咨商委员会）

“消费者预期指标”由密歇根大学的调查研究中心编辑推出的，每月发布一次，其发布时间与“消费者情绪与当前经济状况”指标的发布时间基本一致。制作该指标的依据是密歇根大学所组织的消费者问卷调查中回收的所有问卷的综合调查结果。问卷中有的问题是询问接受调查的消费者个人经济状况如何、国内的整体经济状况如何、消费者的采购习惯是怎样的、消费者对当前各种问题的看法，以及当前主要有哪些担忧等。“消费者预期指标”能够综合反映出被调查者对未来经济发展趋势的预测结果。

将这个指标纳入先行经济指数应该说是不会引起任何争议的。消费者所作的经济预测主要是根据他们在工作环境中的亲身经历和个人判断。消费者信心水平的提升取决于就业机会的增加、生产活动的日益频繁，以及工资水平的进一步提高，即整个经济处于积极的发展氛围。同时，鼓励消费支出又能更好地达到营造积极氛围的目的，因为消费支出本身就是 GDP 当中的一个重要组成部分。另外，如果经济状况出现恶化，消费者将是最早感觉到这种迹象的，因为经济发展一旦出现下滑，企业的生产速度就会减缓，工作量减少，企业的各方面开支也将一定程度趋紧。而这样的现象反过去又会造成国民经济进一步萧条和恶化。因此，我们也就完全可以理解为什么“消费者预期指标”能够比较准确地预测出消费者支出和国家整体经济活动何时将出现转折。

滞后经济指数

滞后经济指数（Lagging Index, LI）包含以下 7 个组成部分：

- 平均失业持续时间。
- 制造及贸易库存与销售额之比。
- 制造业每单位产出所付出的劳动力成本。
- 平均最低贷款利率。
- 大额工商业贷款。
- 消费者分期付款信贷与个人收入之比。
- 服务业消费者价格指标的变化。

“平均失业持续时间”指的是人们所处的失业状态平均将持续几周（参见第 3 章）。随着平均失业持续时间的上升，消费者的挫败感也不断增强，这种消极情绪将对整个消费支出产生负面影响，并进而对经济增长产生抑制作用。失业时间的负增长通常出现在经济状况已经开始复苏之后，这是因为企业通常都不会轻易招聘新员工，而会等到有确凿的事实证明国民经济的确已经开始进入恢复阶段。同样，增长幅度最大的阶段通常出现在国民经济已经正式进入低迷期之后。正因为如此，这个指标毫无悬念地被归为滞后经济指数。

“制造及贸易库存与销售额之比”是由美国商务部统计调查局根据其制造商发货、库存、订单或 M3、问卷调查（参见第 6 章）及其《批发贸易问卷调查》进行计算的。统计的结果发布在美国商务部每月的《制造业及贸易库存与销售

(MTIS)》报告中(参见第7章)。这个比率可以说明按照当前的销售速度,所有库存全部清仓完毕大概需要几个月的时间。如果这个比率出现上升,则意味着暂时无法实现企业库存的稳步削减,其原因有可能是因为销售情况实在太糟糕,也有可能是因为库存积压的速度过快。无论出于什么原因,都预示着经济发展出现了一定程度的疲软。相反,如果该比率呈下降趋势,则意味着企业的货架已经开始逐渐清空,提醒制造企业应该考虑迅速加快生产,以补给日益减少的库存。因此,整个经济此时处于看涨、上扬的态势。虽然经济学家们关注这个比率是为了更准确地对未来生产活动的发展趋势进行预测,但是这个比率本身仍属于滞后经济指数。这是因为,从历史的角度来看,库存上升的状况总是在销售额停止增长很久以后才可能出现。因此,该比率会在经济低迷期的中间时段达到峰值。

“制造业每单位产出所付出的劳动力成本”的百分比变化是通过美国经济咨商委员会推出的一个指标来衡量的。这个指标主要来自BEA所获得的季节性调整的制造企业员工补偿金数据,以及联邦储备委员会的制造业生产数据。当制造企业劳动力成本的提高速度高于产量的增长速度时,这个指标就会出现上扬。由于该指标每个月的活动非常频繁,且无规律可循,因此其中的百分比变化是以6个月为单位进行统计的。在6个月的时间当中,变化率的最高值通常出现在经济低迷期内。

每月的“最低贷款利率”平均值数据由美联储提供。最低贷款利率指的是银行向其信誉度最高的客户(例如蓝筹股企业)收取的贷款利率,它已经成为银行向信誉度较差的客户提供贷款时采用的贷款利率的一个标杆或参照物。举个例子来说,规模相对较小或组建时间比较短的企业可能需要支付2%的利息作为贷款利率。由于最低贷款利率会随着联邦基金隔夜贷款利率的变化而发生变化,因此最低贷款利率出现上扬往往是美联储上调利率造成的结果。而美联储之所以对利率进行上调,主要是因为预计未来即将出现经济过热的现象,同时通货膨胀的压力未来将加大等。最低贷款利率下降则通常是因为联邦隔夜目标利率下降,而下调隔夜目标利率的目的通常是为了刺激国内的经济活动。各银行通常会等到整体经济形势真正发生变化之后,才对最低贷款利率进行调整。

“大额工商业贷款”的数据是由美联储计算,然后由美国经济咨商委员会根据通货膨胀水平进行调整之后得到的数值。工商业贷款水平高,往往意味着企业的经济状况比较乐观,因此未来将扩大企业的经营活动,并通过贷款获得资金,

来支持类似的企业扩张计划。相反，当经济状况不太乐观，并且企业对发展前景产生怀疑时，贷款业务的增长自然就会受到负面影响。当企业扩张达到较高的水位线之后，贷款的增长即将达到一个高峰，并继而在经济低迷期结束一年以后，跌至谷底。

“消费者分期付款信贷与个人收入之比”是根据美联储每月公布的当前大额消费信贷的具体数量，以及 BEA 的每月《个人收入与支出》报告（参见第 11 章）的数据来进行计算的。消费信贷并未体现在 BEA 的收入数据当中，但是对很多美国人来说，消费信贷是很重要的一项补充收入。在遭遇一些金融风险或不稳定时期时——例如当国民经济处于低迷或衰退期时，人们往往会减少个人借贷，直到确定个人收入将开始稳步上升，才开始逐渐增加个人借贷。相应地，到经济衰退期结束，再过一年以上以后，这个比率的数值通常会达到一个最低值。

“服务业消费者价格指标的变化”衡量的是 CPI 当中服务这一部分科目的数值变化情况，它以月为单位，由 BLS 制作推出（参见第 12 章）。CPI 值每月的变化情况是衡量通货膨胀的最佳指标。服务行业的通货膨胀通常在一国经济正式进入衰退期之后开始逐渐抬头，然后直到经济衰退期完全结束之后，才开始下降。之所以会呈现出这样的倾向性，主要是由所谓的“认知滞后”或“内在时间滞后”，以及市场的其他一些僵化特征造成的。

⑤ 它们的深层含义是什么

在先行经济指数、滞后经济指数和同步经济指数的创建、提炼和维护等问题上，美国经济咨商委员会所起到的作用与国家经济研究局（NBER）所起的作用是不能混为一谈的。每月的《商业周期指标》报告中将分别公布这三项指标的具体数值。NBER 是决定商业周期当中哪些属于波峰值、哪些属于波谷值的官方权威机构。为了精准地把握这些关键转折点的具体日期，国家经济研究局的经济学家们考察了大量的相关因素，同时还对其他一些经济指标进行了横向对比，其中包括（但不限于）同步经济指数的各个组成部分。而美国经济咨商委员会的《经济周期指标》报告则无权决定美国经济发展的波峰和波谷区间的具体日期。不过，咨商委员会推出的这些经济指标实际体现出来的各个转折点的位置事实上却与 NBER 所确定的各个转折点位置惊人的相似。

同步经济指数

各商业媒体往往很少提到同步经济指数。不过，同步经济指数对于评估当前的经济活动发展速度是非常有价值的。如表 2-1 所示，同步经济指数始终紧紧跟随商业周期当中各个转折点的变化规律而变化。因此，同步经济指数可以作为一个参照物，用来对任何经济统计数字与商业周期之间的相互关系进行评估。商业周期当中最为常用的一个典型指标就是 GDP。我们对实际的 GDP 增长率和同步经济指数进行相关性分析，通过简单的线形回归分析即可发现，二者之间的相关性高达 86%。如图 2-3 所示，由于存在如此高的相关性，同步经济指数已经成为反映每季度 GDP 值的最具说服力、最合适的代表性指标之一。

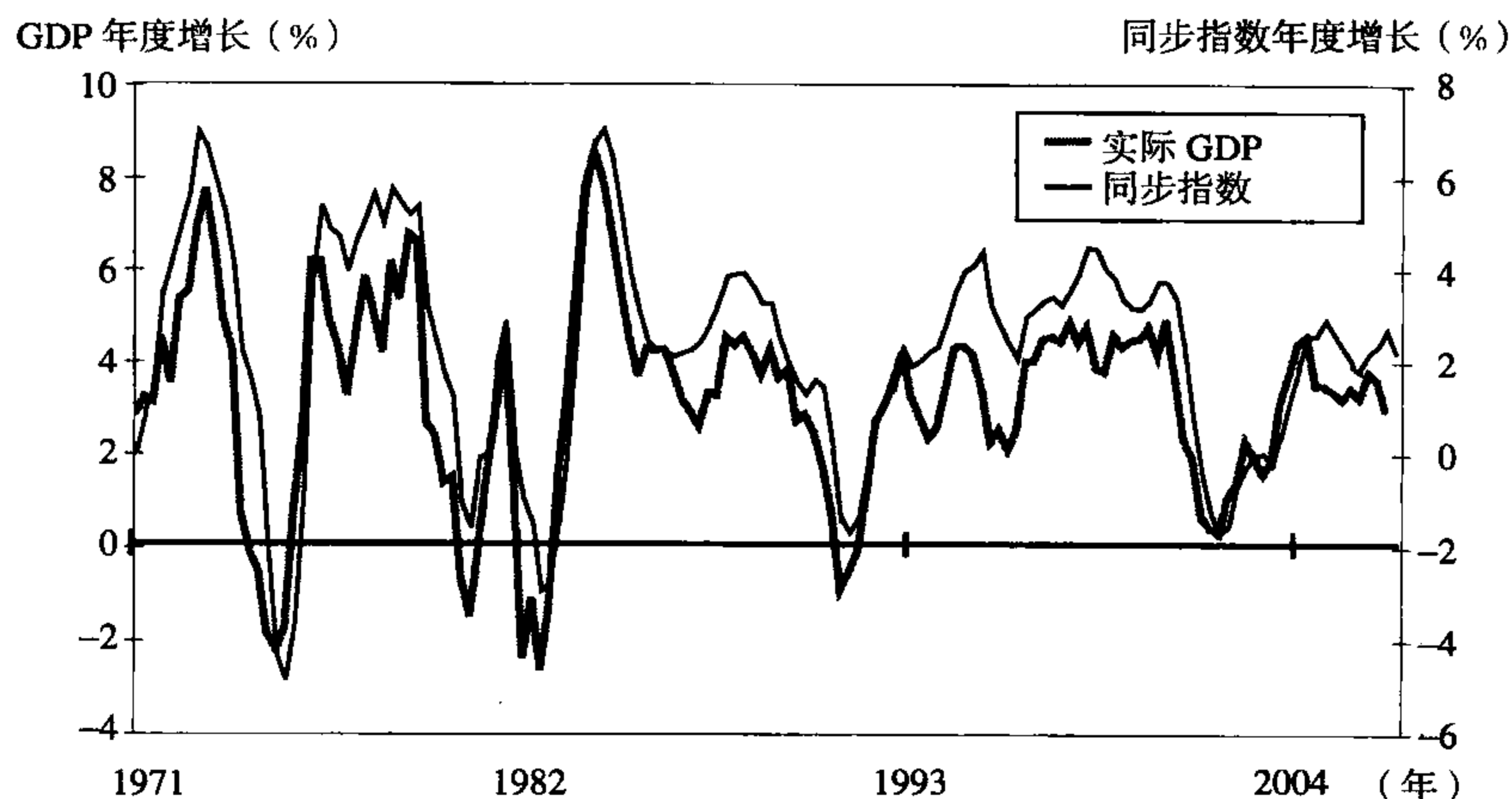


图 2-3 同步经济指数与 GDP

（资料来源：美国经济咨商委员会，美国商务部经济分析局）

先行经济指数

组成 LEI 的各个指标在对各个经济转折点的位置进行预测时，预测的精准度可谓千差万别。有的指标预测能力极强，完全能够“高瞻远瞩”，而也有的则相对而言比较“短视”。复合指标则是将各个先行指数全都结合起来，成为一个整体指标，这个复合指标在进行经济预测时的准确度大大高于单独运用每一个指标进行预测时的预测准确度。复合指标在进行经济预测时的精确性如图 2-4 所示，图中

显示的是 LEI 年度百分比每个季度的变化情况与真实 GDP 值之间的对比关系。

从图 2-3 中可以清晰地看出，LEI 的起伏或波动周期通常都会比国民经济实际的波动起伏周期提前相当长的一段时间。根据最新的研究结果，指标的平均周期时间为 9 个月。不过，这个平均周期当中的每个阶段时间却长短不一。之所以存在这样的不一致，一部分原因是因为指标的各个组成部分前前后后几经修订，因此必须相应地对复合指标的各个组成部分也做出必需的修改。同时，它也能够说明这样一个事实，那就是，每一次经济衰退和经济恢复都是多种因素共同作用的结果。正因为如此，LEI 在对这些转折点进行预测时，预测的准确程度也就不完全一致了。

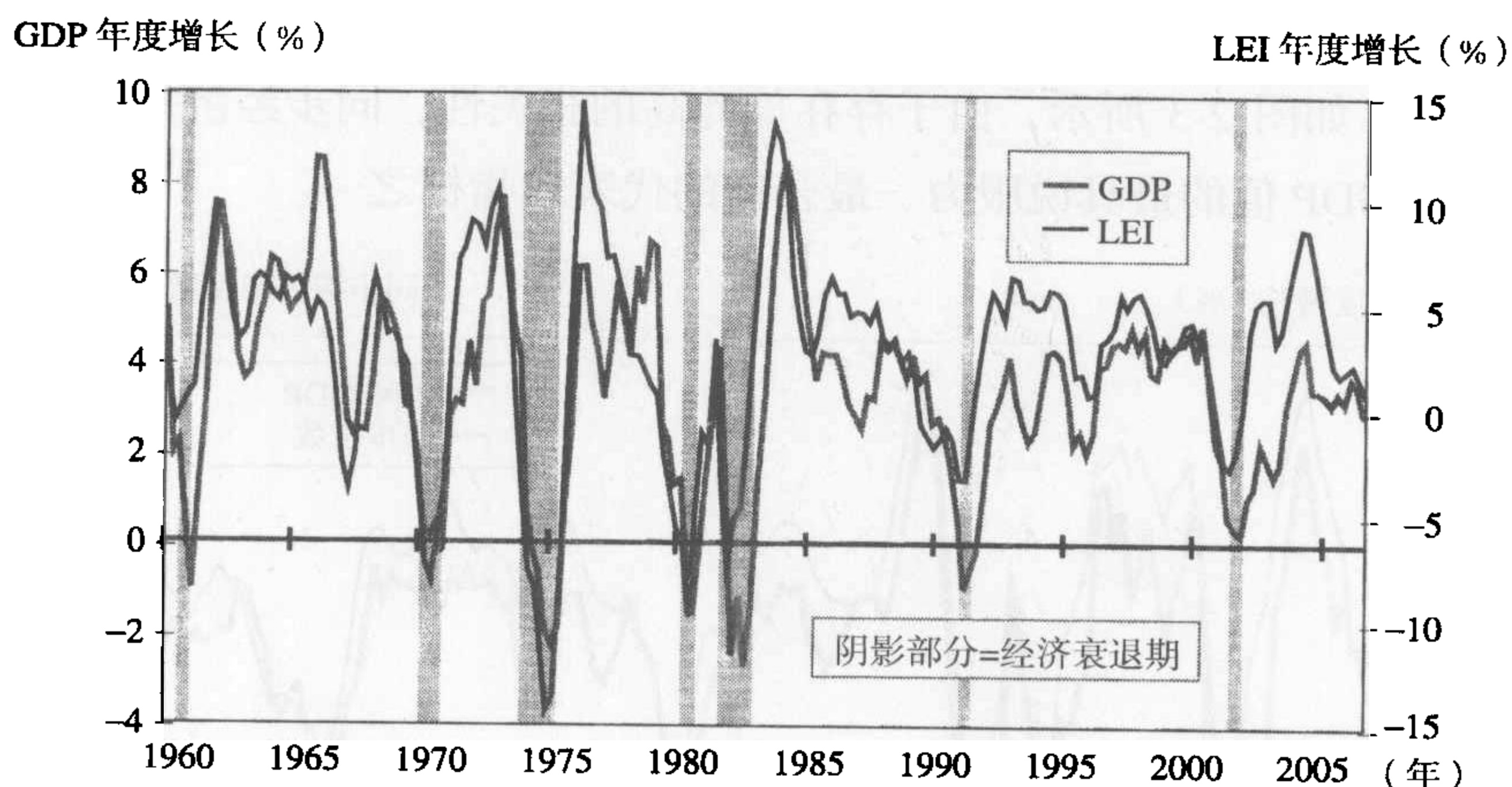


图 2-4 先行经济指数与 GDP

（资料来源：美国经济咨商委员会，美国商务部经济分析局，美国国家经济研究局）

滞后经济指数

滞后经济指数通常落后于商业周期（用同步经济指数来表示）当中的经济低迷期大约 3 个月的时间，同时落后于经济扩张期大约 15 个月的时间。乍一看起来，这样的经济指标似乎无法提供任何有价值的信息——就像是看着后视镜来开车。可是，专业的经济学家们对此却有不同见解，他们认为，如果不知道自己目前已经处于什么样的位置，就不可能了解下一步究竟要走到哪里去。滞后经济指数可以确切地告诉我们，经济活动中那些用先行经济指数和同步经济指数来标志和区分的转折点是否已经真正出现了。这样，就可以有效避免发出错误的经济信号。

⑤ 如何利用看到的信息

金融市场的参与者们通常都不会特别关注美国经济咨商委员会的《商业周期指标》报告，因为他们已经可以通过其他的途径对隐含的基本数据进行查看和处理。不过，经济学家和企业早已经习惯了参考先行经济指数的长期变化趋势，并据此对经济发展的各个转折点做出及时的预测。

人们过去的老经验是：如果经济指标连续3个月始终处于下降的趋势，即意味着进入了经济衰退期；如果该指标连续3个月一直呈现上升的趋势，则表明国民经济正处于逐渐恢复状态。这个规则基本上是准确的。不过，历史上也的确出现过几次意外，即原本预测国民经济将进入衰退期，而结果却并没有出现预料中的情况。还有几次的状况是，虽然预料到了国民经济将进入衰退或恢复期，但周期时间却出现了负值，即当时预测将出现经济衰退的时间最后被证明晚于现实活动中经济真正进入衰退期的时间。在对经济衰退进行预测时之所以会出现误差，其中的一个原因可能是，虽然指标的各个组成部分涵盖了各个方面和各个行业，例如制造业、消费品行业、金融业、就业环境、商业投资领域等，但是无一例外地都无法反映出当前经济活动中占主导地位的行业（即服务业）的市场需求，而且也不能反映服务业的整体投资和就业情况。除此之外，这些经济指标当中金融业的相关数字的变化常常与宏观经济中金融业的变化情况并不一致，从而导致出现一定的波动，并且出现了以上提到发出错误信号的情况。

对于LEI所做的预测，一些人提出了质疑，甚至把它们称做“误导”指标。LEI预测中曾经出现的“最后5次经济衰退中有7次”这个“经典”定语也被传为一时的笑谈。这样的评价其实是有失公允的。为了提高预测的准确性，经济学家们常常会从三个维度来考察LEI的变化趋势，包括时间长度、深度、传播扩散趋势等，而不是像之前提到过的“经验判断”那样，只单独考虑时间这个因素，以所谓的3个月为单位，简单地作为判断经济走势的尺度。也就是说，更精确的预测方法是，除了要求这种持续的变化趋势持续的时间必须超过3个月以外，还应当考察变化的幅度究竟有多大，以及这种变化究竟涉及了哪些相关领域。例如，假设有以下两种情况：一种是，复合指标的10个组成部分当中有9个都呈现上升趋势，而只有1个（例如“制造业每周平均工作时数”）在下降；另一种是，复合指标的10个组成部分当中4个上升、3个下降、3个保持不变。那么，两两相比较，我们可以得出肯定的结论：前者描述的情况更应该属于经济扩张的状态。

背后的秘密

华尔街的专业人士们实在是很富有创新意识，他们已经找到了合适的途径对这一三维分析方法进一步加以完善。那就是，根据《商业周期指标》报告的数据，计算同步指数与滞后指数之间的比率。之所以采用这个比率，其根本的原理是：在经济复苏期的最初几个阶段，同步经济指数一直处于上升趋势，而滞后经济指数则保持不变（因为它们反映的是前几个月的状况），这样一来，二者之间的比值就处于上升的状态。当经济扩张达到峰值的时候，两组经济指标都将呈现上升，不过同步经济指数的增长速度比较慢，所以此时二者之间的比值将下降。同样，在经济衰退期基本达到最低值的时候，经济指标的各个组成部分将再次进入同方向变化的阶段——这次将出现同时下降的情况——只不过同步经济指数下降的速度相对缓慢一些，因此二者之间的比值有所上升。

从 1959 年开始，同步指数/滞后指数的比值始终是在每次经济衰退期开始之前就出现下降（见图 2-5）。这一点同 LEI 是一样的。但是相对于 LEI 来说，这个比值却不容易给我们发出错误信号。之所以存在这种相对优势，有一个原因就是，同步指数和滞后指数都能够更好地反映出当前和过去的经济表现，而先行经济指数在评估未来的经济活动时相对而言效果会比较差。

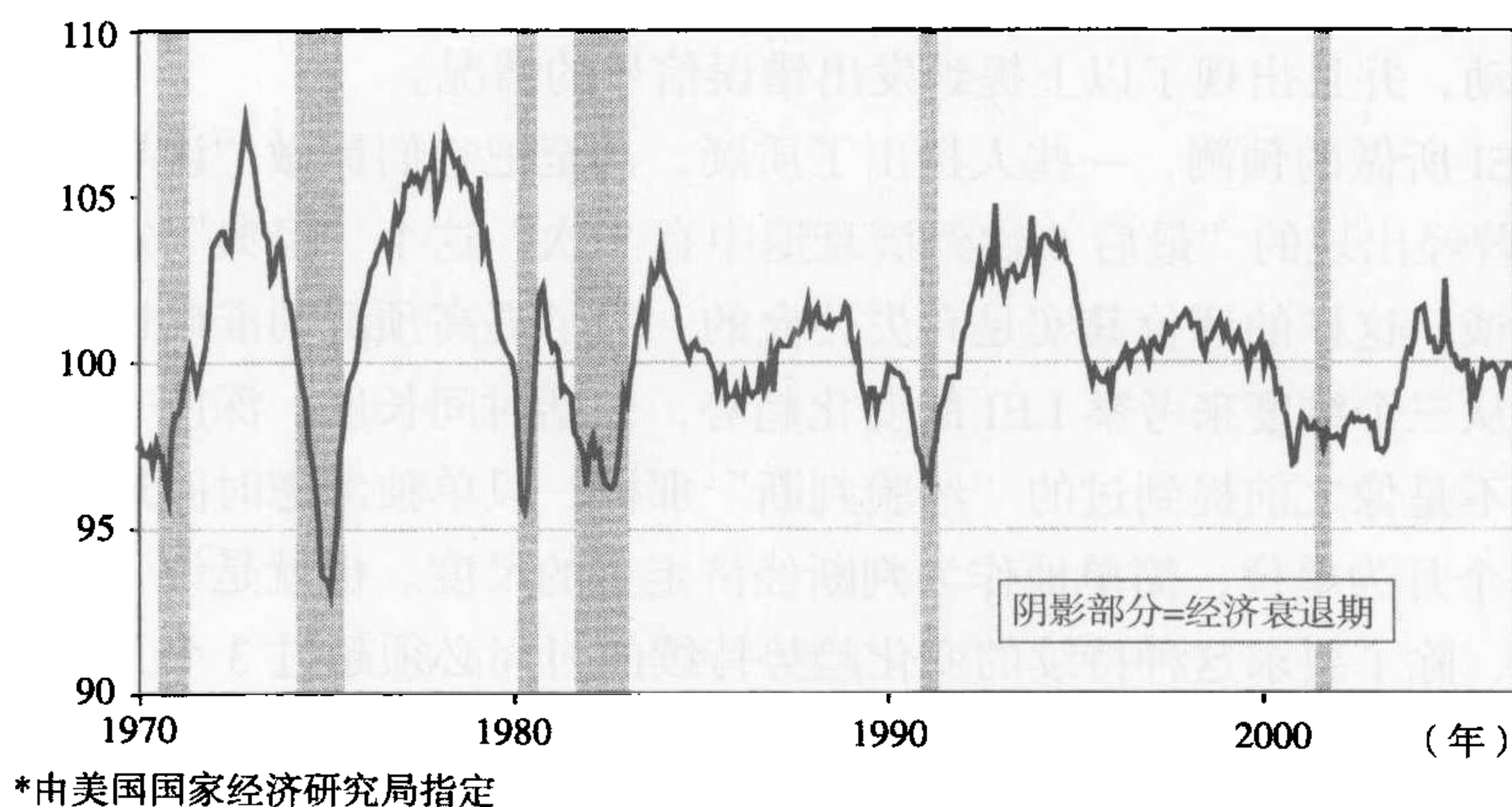


图 2-5 同步指数/滞后指数比值与经济衰退期*

（资料来源：美国经济咨商委员会，美国国家经济研究局）

第 3 章 就业形势

到目前为止，最重要的经济指标就是“就业形势”指标。该指标是由美国劳工统计局（Bureau of Labor Statistics, BLS）发布的。没有哪个经济报告能够像就业形势报告这样对股票和债券市场产生巨大的撼动，也没有哪个经济指标能够比劳动力市场的数据更能体现一个国家总体经济形势的发展态势。这就是为什么每个月的第一个星期五，即《就业形势》报告发布的这一天，会成为每个月最重要的交易事件的根本原因。

每次《就业形势》报告一经发布，固定收益市场就会出现剧烈的波动，其波动频率基本都是以秒计。“道琼斯工业平均指数”从《就业形势》报告发布后 1 个小时开始在市场上交易，它常常会在上一个交易日的收市价的基础上高开或低开数百个百分点。就业形势报告对金融市场的参与者也至关重要，因此市场交易员、金融经纪人、经济学家等都会根据该报告的风向来制定自己的工作进度和休假计划。很多市场交易员都曾经有过在该报告发布当日就赚足整整一个月才能赚到的钱的经历，也就是说，该报告一公布，他们很可能只需进行一笔交易即可赚到一个月的酬劳。不过，也的确有人就因为错过了东部时间早 8:30（即该报告的发布时刻）而丢掉饭碗的。

就业方面的数据之所以如此重要，是因为它们能够反映出企业、公司及其他负责招聘人员的机构究竟是如何看待目前和未来国民经济的发展趋势的。如果相

信没有必要增加新员工，公司就不会愿意冒险招人，造成人力成本的不必要支出。同样，如果预计未来将出现市场需求的增长，企业也不会愿意冒险解雇员工。从家庭的角度来说，就业环境比什么都重要。有人说，消费者一旦发现物价上涨或者自己的资产水平下降，就肯定会削减不必要的开支。事实上，在物价上涨、投资收益减少的情况下，消费者还是有可能继续保持原来的消费水平的，但是只有失业这个因素才能真正让消费者改变之前的消费水平，立即减少支出。由于消费支出在经济活动中占 70% 的比例，因此所有经济学家、市场交易员、投资者都应该随时把握最新的劳动力市场发展状况。

每月的就业报告数据主要来自两个调查：人们所熟知的家庭调查——《当期人口调查》（*Current Population Survey, CPS*）和被用来作为机构调查或薪资调查《当期就业统计数据》调查。通过家庭调查获得的相关数据分别列在该报告前半部分的表格“A”中，通过机构调查获得的相关信息则在表格 B 中列出。比较而言，华尔街的专业人士通常更关注表格 B。

作为补充，发布的每份报告后面还附有美国劳工统计局的委员们向美国国会联合经济委员会提交的陈述报告。这份陈述报告篇幅约为 3 页，其中突出强调的重点是每月就业统计数字的显著优势和劣势。

就业报告通常有好几个标题，但其中唱主角的通常是以下两方面的数字：失业率及非农就业人数的月变化。此外，华尔街还特别关注每小时平均收入、工作小时数、加班小时数、制造业就业岗位的月变化情况。与发布的很多其他经济数据不同的是，《就业形势》报告中的信息需要读者花大量时间才能真正消化。

当失业率出现意料之外的增长时，资本市场通常会出现大量抛售的现象。而当非农就业人数出现大幅度下降时（通常达到 15 万人左右，甚至更多），资本市场也会出现同样的情况。由于就业情况对收入和支出起着决定性的作用，而消费支出在经济活动中所占的比例是最大的，因此市场交易员们都希望看到就业人数呈现稳步上升的态势。当失业率下降，即就业机会呈现上升趋势时，股票价格往往会出现上扬。

固定收益市场的情况则与此大相径庭，因为固定收益对通货膨胀的变化是非常敏感的。非农就业人数的增长和失业率的下降会引起人们对通货膨胀的恐慌，从而纷纷将手头的债券抛售出去。这样一来，债券的价格通常会下跌，而单位收益看涨。

⑤ 指标的演化

同大量备受推崇的经济指标一样,《就业形势》报告也诞生于20世纪30年代,也就是美国的经济大萧条时期。BLS于1915年进行了第一次就业人口及月薪调查,不过此次调查只涉及了4个制造行业。到1932年的时候,已经有91个制造型行业和15个非制造型行业参与到该项调查中来。20世纪30年代早期经济危机的加剧致使胡佛政府对BLS项目的统计范围进行了扩充,将工作小时数和工作收入系列数据也添加进去。有关每周平均工作时数和每小时收入方面的数据最早是在1933年首次发布的。就在就业形势报告的统计工作在全国范围内稳步推进的同时,另一个统计项目也开始在美国大范围铺开。1915年,纽约州和威斯康星州开始就向州政府提供就业数据报告一事达成了协议。达成共识以后,这份协议逐渐将美国其他各州也相继囊括进来,并且,哥伦比亚特区也成为协议的成员单位之一。而到了今天,波多黎各和维京群岛各区域也全都已经加入到该就业数据统计项目的统计范围之内。经过美国各州以及美国联邦政府的共同努力,以上的数据统计工作最后演化为如今的《当期就业统计数据》调查,调查取得的结果即成为就业报告上表格B中的数据来源。

就业报告中表格B显示的数据来自《当期人口调查》,该调查最开始是作为“公共事业振兴署”(Work Projects Administration,WPA)的调查项目之一。WPA于1940年启动了一项针对美国国内所有家庭的问卷调查,名为《每月失业情况报告》。到1942年年底,该调查的相关工作开始由美国统计调查局接手。几年以后,调查更名为《当期人口调查》。1959年,美国统计调查局下属的劳工统计局开始正式接手这项调查工作。

以上这两份调查前前后后都经历了修订,对抽样方法和汇总方式进行了完善,并且开始结合各种先进的计算机辅助数据收集技术和语音识别技术。正是因为经历了多年以来的持续完善和变革,我们今天看到的这份数据才真正成为及时、准确、完备的劳动力市场和状况综合指标,它不仅从就业者的角度,而且从企业雇主的角度,对国内的就业情况进行了详尽报告。

⑤ 数据解读

BLS的这份就业报告仅仅统计了年龄在16周岁以上的就业人口数量。这样做

看起来的确很有道理，因为美国的大部分州都提供针对学龄儿童的义务教育，儿童义务教育的年龄是到 16 周岁为止，而且，有的州很多工作岗位都禁止雇用未成年人。此外，该调查中的数据不包括因精神障碍或刑事犯罪而被关押或监禁的人口，也不包括各部队的服役军人。

从时间周期上说，月就业报告既有以 1 个月为周期的，也有以 3 个月、6 个月、12 个月为周期的。要了解这些数字的重要性，我们就得先了解“就业”、“失业”这两个名词的真正含义。从字面上来看，这两个词的意思似乎很清楚，但是 BLS 在使用这两个名词以及其他相关术语的时候取义是相当精确的，往往要经过多年的辩论和实际验证，才最终将其定义确定下来。

所谓“就业”人口，通常指的是两类人口。第一类是在某个给定的时间范围内，作为领取劳动报酬的受雇用方，在他人的公司或自己的公司，或自己的农场工作，或者在自己家族经营的企业里提供不少于 15 个小时的不计酬劳动的就业人口。第二种是有工作，但因疾病、恶劣天气、休假、育婴、劳务争端、产假、陪产假或其他家庭或个人原因而向所在单位暂时告假的就业人口。

“失业人口”是指在调查期限内未从事工作的人口，而无论其是主动暂停工作（这类未就业人口被称为“无业人员”），还是被动下岗（即所谓的“失业人口”）。虽然该报告并未对此进行严格区分，但经济学家们通常对以下几种类型的“失业”作为同一种情况处理。劳动力市场短期的周期性变化造成的季节性失业，这类失业的具体情况包括：圣诞购物季商家因人手不足而临时雇用劳动力参与工作，但销售旺季结束之后即被辞退的零售业就业人口，即所谓的“一月失业期”失业人口。也包括某些地区由于遭受冬季恶劣天气影响，为满足建筑物维护、环境维护等工作所需而临时招募的建筑工人、景观维护人员、环卫工人等，他们也将在工作结束后被解雇。“摩擦性失业”指的是临时性就业的人员在更换工作的过程当中，从上一份工作结束到下一份工作开始之前这段时间所处的状态。“结构性失业”指的是新技术或其他创新活动所带来的经济结构重组活动导致的人员失业，例如，汽车的出现当年曾经导致大量二轮马车制造企业的从业人员失业。最后一种是“周期性失业”，这类失业对华尔街的经济学家们来说是最直观的了，它指的是在商业周期的变化过程中，由于市场需求滑坡、生产频率和数量下降，而导致企业不得不削减其工作岗位时，解雇的这部分人

员的失业状况。

要成为以上讨论的这几类“失业”人口，前提是这些人员仍在想办法寻找新的工作。否则，那些认为自己的工作能力和资历和所在地区的特点已经使自己再也没有条件找到新工作，从而放弃找工作的人，将被视做“失意劳动者”或“丧失信心的劳动者”。如果这部分失意劳动者的数量持续上升，通常意味着一国经济进入疲软状态。

对于失意的劳动者以及那些既不属于就业人口，又不属于失业人口的劳动力，我们将其归为“非劳动力”。可雇用人口在劳动力总人口中所占的比例我们称为“劳动力参与率”。这个比例通常在60%上下的范围内波动。“就业人口比率”指的是就业人口在总人口中所占的比例。这个比率的数值通常比劳动力参与率的数值低。

家庭调查（表格A）

家庭调查的官方名称是《当期人口调查》，其中的数据来自对6万户左右的美国家庭进行问卷得到的结果，问卷内容主要是关于被调查者的工作状况和找工作的情况。调查通常在这个月的19日所在的那一周进行，因此这一周也被称为“调查周”。调查中会提供调查当月12日所在的那一周的就业情况，那么这一周就被称为“参考周”。收集的统计数字将汇总编辑在以下表格当中。

- **表格A。**劳动力市场活动的主要指标，会进行季节性调整。
- **表格A-1。**按性别和年龄分类的民间人口就业状况。
- **表格A-2。**按种族、性别、年龄分类的民间人口就业状况。
- **表格A-3。**按性别、年龄分类的西班牙或拉丁人口就业状况。
- **表格A-4。**按受教育水平分类的25岁及25岁以上民间人口就业状况。
- **表格A-5。**按工人级别和兼职状况分类的就业人口。
- **表格A-6。**经挑选的就业指标。
- **表格A-7。**经挑选的失业指标，季节性调整。
- **表格A-8。**按失业原因分类的失业人口。
- **表格A-9。**按失业时间长短分类的失业人口。
- **表格A-10。**按职业分类的就业和失业人口，非季节性调整。

- **表格 A-11。**按行业分类的失业人口，非季节性调整。
- **表格 A-12。**劳动力利用不足的替代性衡量指标。
- **表格 A-13。**按性别分类的非劳动力人口和从事多份工作的就业人口。

一个国家的民间失业率的计算方法是：用失业人口的数量除以民间劳动力人数（民间劳动力的具体数字以家庭调查中所列的数字为准）。例如，2006年1月，计算的失业率为4.5%，即用失业人数681.7万除以劳动力人口总数15 238.1万。

机构调查（表格B）

进行机构调查的时候，调查机构将从分布在40万个独立的工作地点的所有企业中抽取约16万家进行问卷调查。同家庭调查一样，机构调查也有一个参考周，这个参考周的具体时间是调查当月12日所在的那一周，我们要统计的是该参考周的计薪工作时间。相关数据分别列在以下表格中。

- **表格 B-1。**按行业领域和所选的行业细目分类的非农就业人口。
- **表格 B-2。**按行业领域和所选的行业细目分类的非农就业人口中生产或非督导岗位工人每小时的平均薪酬和每周薪酬。
- **表格 B-3。**按行业领域和所选的行业细目分类的非农就业人口中生产或非督导岗位工人每小时的平均薪酬。
- **表格 B-4。**按行业领域和所选的行业细目分类的非农就业人口中生产及非督导岗位工人每小时的平均收入，会有季节性调整。
- **表格 B-5。**按行业领域和所选的行业细目分类的非农就业人口中生产及非督导岗位工人每周的累计工作小时指标。
- **表格 B-6。**按行业领域和所选的行业细目分类的非农就业人口中生产及非督导岗位工人每周累计薪资总额指标。
- **表格 B-7。**就业变化景气动向指标，会有季节性调整。

非农就业人口所从事的工作主要分为两大类：产品生产和产品供应。产品生产型的非农就业人口主要从事生产制造方面的工作，这部分就业岗位在所有这两类就业岗位中占64%，建筑类的就业岗位占33%，自然资源及采矿业的就业岗位占3%。制造行业的就业岗位绝大部分是交通运输设备生产的相关岗位，且主要是汽车等机动车辆的生产。其他大型制造企业包括食品生产、金属制品生产、机加

工、化学品生产等。从事建筑类工作的基本上都是具备专业技能的建筑项目承包商，包括负责墙体建设和绝缘材料铺设的承包商，以及负责框架结构、屋顶维修、外墙处理、用电设备、砖瓦石材、油漆粉刷等工作的项目承包商等。

在过去的 60 年里，美国已经从原来的以制造业为基础、工会影响力相当强大的经济形态转变为以服务业为主导的经济形态。服务业的工作岗位属于产品供应类的工作岗位，目前在所有非农就业岗位的总数中所占的比例是 81% 左右，而第二次世界大战期间这个比例为 56%。服务行业的就业岗位包括以下几个类型。

- 政府部门。
- 教育和健康服务。
- 专业性服务及商业服务。
- 零售贸易。
- 休闲招待。
- 金融、保险、房地产。
- 交通与仓储。
- 信息。
- 其他。

经济学家对私有企业薪资总额的增长率非常关注。所谓私人企业薪资指的是非农业及非政府行业薪资表上的就业人口的数量。当经济增长低于常规发展速度的时候，美国的经济学家们都非常乐观地期待跨行业的薪资水平出现大范围的提升。如果创造的就业机会仅限于政府部门，那就证明私有企业对国内的经济环境缺乏信心，所以可能不愿意招募新的员工。

如图 3-1 所示，根据家庭调查推断出来的就业水平数值与机构调查收集到的就业水平数值是不一样的，前者通常高于后者。之所以会出现这样不一致的情况，很大程度上是因为二者的数据统计或收集的方式不一样，所取的调查对象不一样，抽样时样本数量不一样，或者各自参考的时间范围也不一样等。然而，两份调查所体现出来的就业趋势却是基本上一致的。

通过机构调查获取的数据一般用来作为制定或撰写个人收入报告（综合收入）、工业生产和产能利用率报告（生产制造业、采矿业、公共设施等被使用的累计小时数）、美国经济咨商委员会的先行经济指数和同步经济指数（制造业平均每

周的工作小时数及所有就业人口平均每周的工作小时数),以及每季度的生产能力衡量标准(累计小时数)的参考数据。此项调查一直吸引着投资机构和商业媒体的广泛关注。由于其中的数据直接来自企业或公司,因此经济学家们对这项数据的信任程度要高于通过家庭调查统计获得的数字,因为家庭调查的数据统计方式是电话访问,这样的数据收集和统计方法往往比较主观、不够科学。

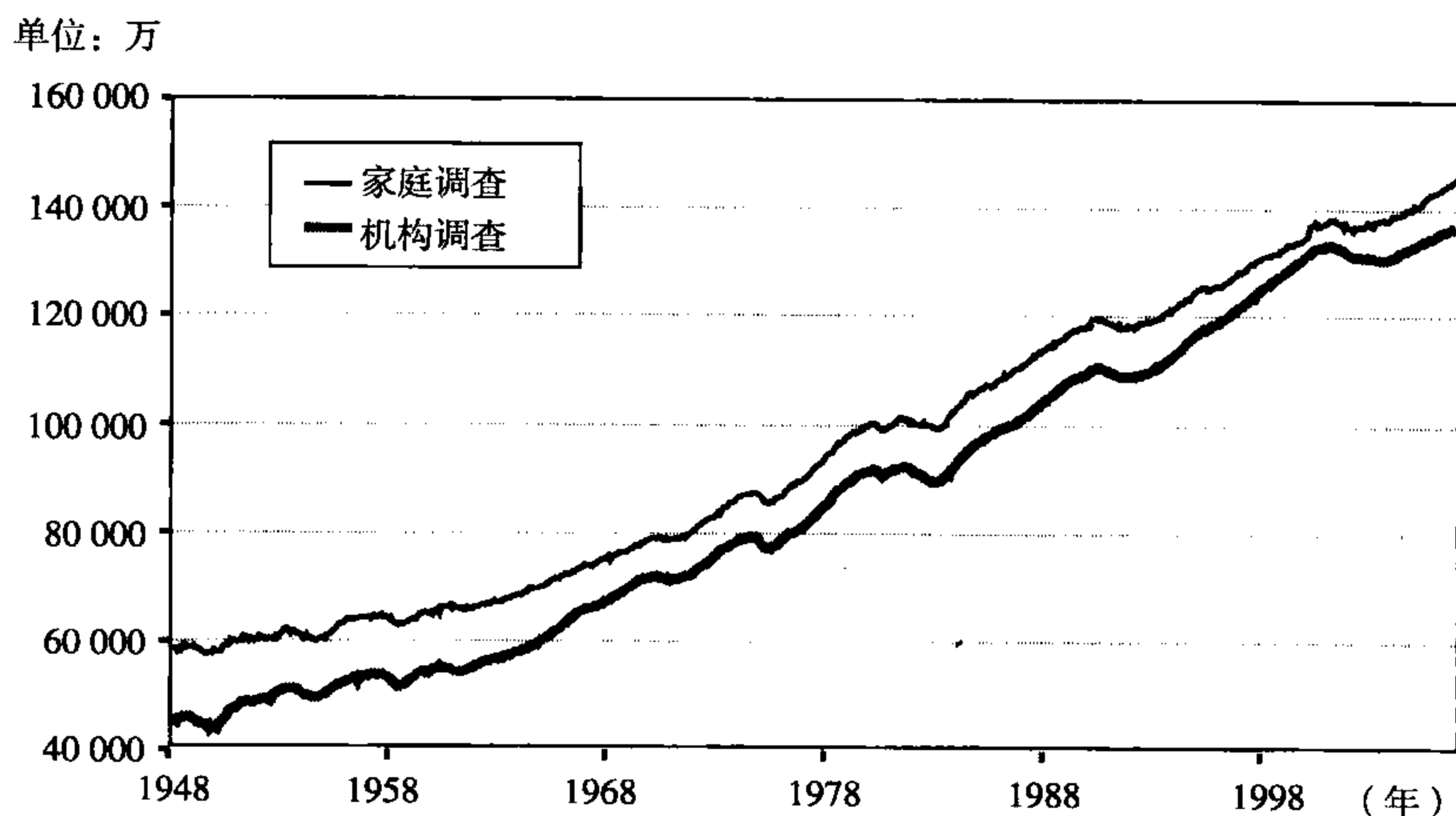


图 3-1 家庭调查与机构调查中就业水平数据比较

(资料来源:美国劳工部劳工统计局)

⑤ 它们的深层含义是什么

如前所述,如果说要掌握国家的整体经济发展态势,以便更好地进行相关经济分析,最及时、最合适的参考指标就是美国劳工统计局的每月就业形势报告。这份报告是每个月发布的第一份综合性报告,它分别从企业的角度和家庭的角度对所有经济标准中最为重要的一个衡量标准(即就业形势)进行了分析。

就业数据几乎和其他所有经济指标之间都密切相关。例如,非农业就业人口的增长率与 GDP、工业生产与产能利用率、消费者信心、消费支出、个人收入的增长率之间就存在非常强的相关性,它甚至与美联储的活动也存在紧密的联系。而一旦涉及经济活动,就一定跟薪资数据有关。

就业、失业及商业周期

就业情况与商业周期的变化密切相关。如图 3-2 所示，非农就业人口每个季度的薪资变化情况与 GDP 的每季度变化趋势非常接近。掌握这一相关性规律，能够很大程度上帮助我们更好地对经济增长情况进行监控。GDP 报告每季度发布一次，发布的时间通常是本季度结束后往后顺延一个月，时间上相对来说有些滞后。因此，如果因为种种需要必须第一时间了解经济发展态势，不妨先根据薪资水平的相关数据对经济增长率的数值进行初步推算。

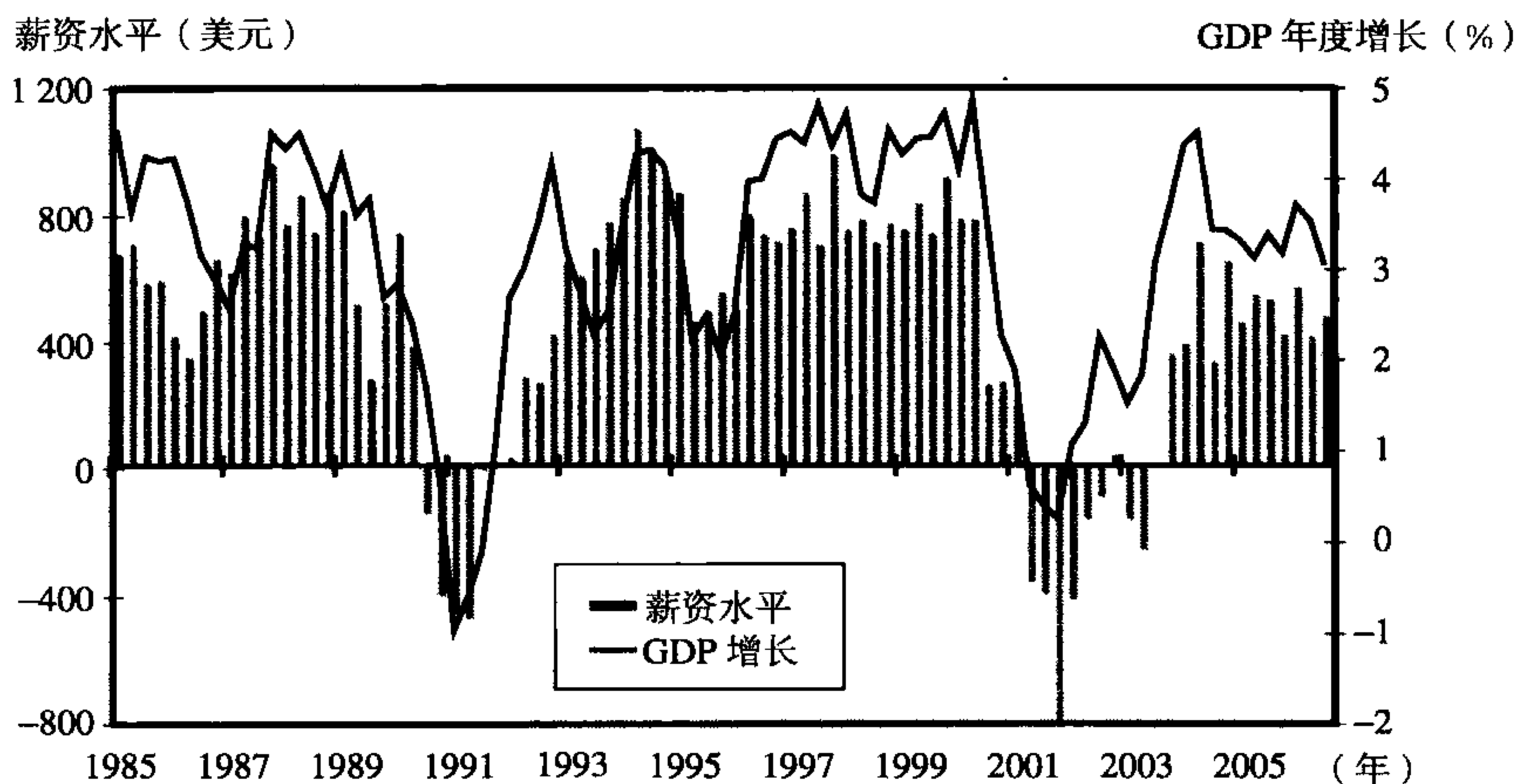


图 3-2 非农就业人口薪资的增长与 GDP

（资料来源：美国劳工部劳工统计局，美国商务部经济分析局）

鉴于就业情况与 GDP 增长之间的这种密切关系，我们可以推出的一个结论是，薪资水平下降的步调始终与经济衰退的变化步调保持一致。从图 3-3 中可以看到，自 1960 年以来，从来没有出现过非农业就业人口的薪资水平连续 3 个月下降而经济周期未进入低谷的情况。相反，第二次世界大战结束以来，到目前为止最近的 10 次经济衰退期无一例外地都表现出了同样一个特点，那就是：经济衰退期间都出现了非农业就业人口薪资收入连续 3 个月下跌的现象——最多的甚至达到连续 3 个季度持续下跌。

在经济恢复阶段，失业状况则成为一个滞后经济指数，即当失业水平已经跌

破最低点之后，失业率将连续几个月呈现上升趋势。最近几年，该指标的滞后幅度日益加大。参考和对比图 3-3 和图 3-4 中的走势变化，我们注意到，美国到目前为止经历的最后两次经济衰退期（1990 年至 1991 年和 2001 年）都是在衰退期结束之后，出现了失业期延迟的现象。

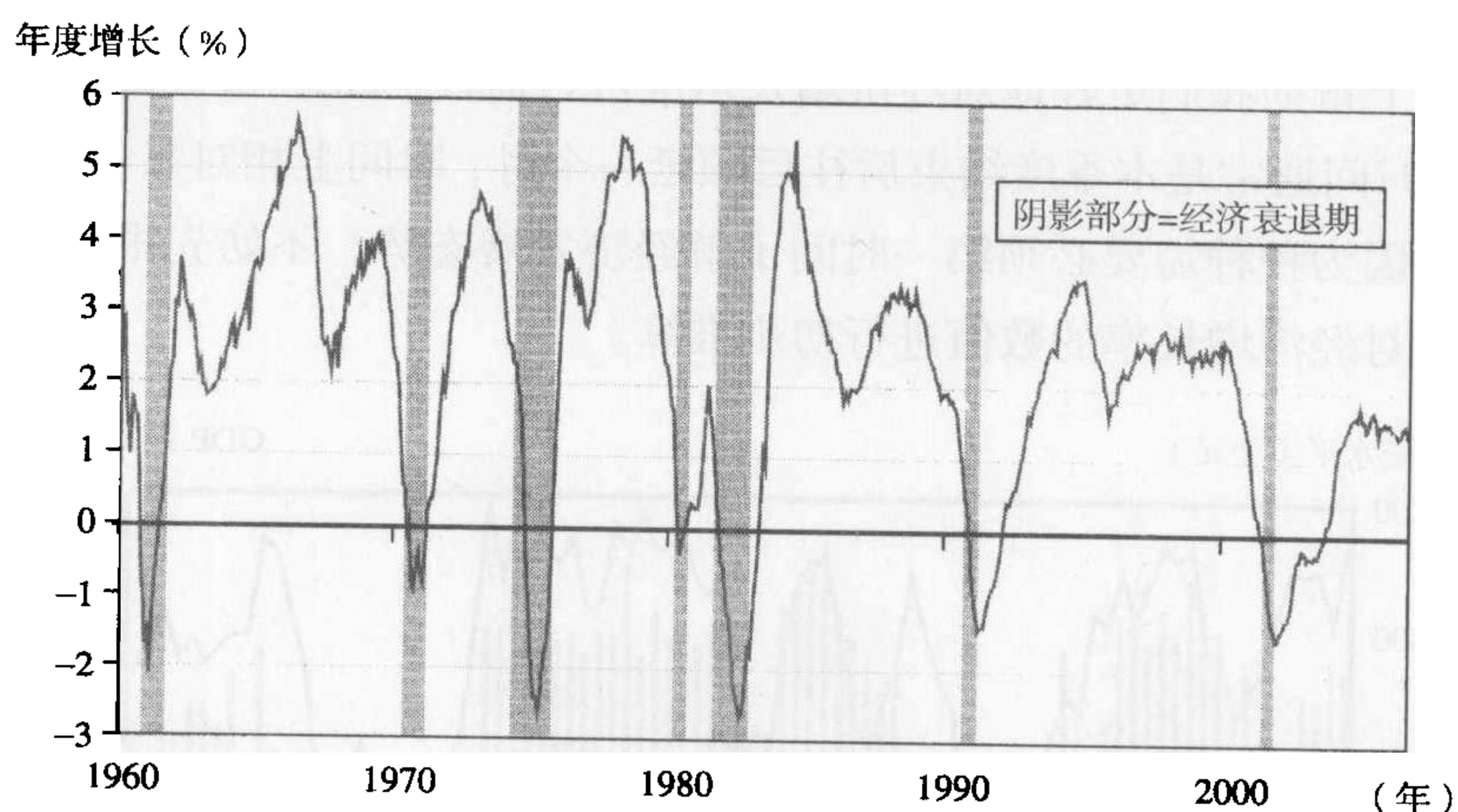


图 3-3 非农业就业人口薪资增长率与经济衰退期

（资料来源：美国劳工部劳工统计局，美国国家经济研究局）

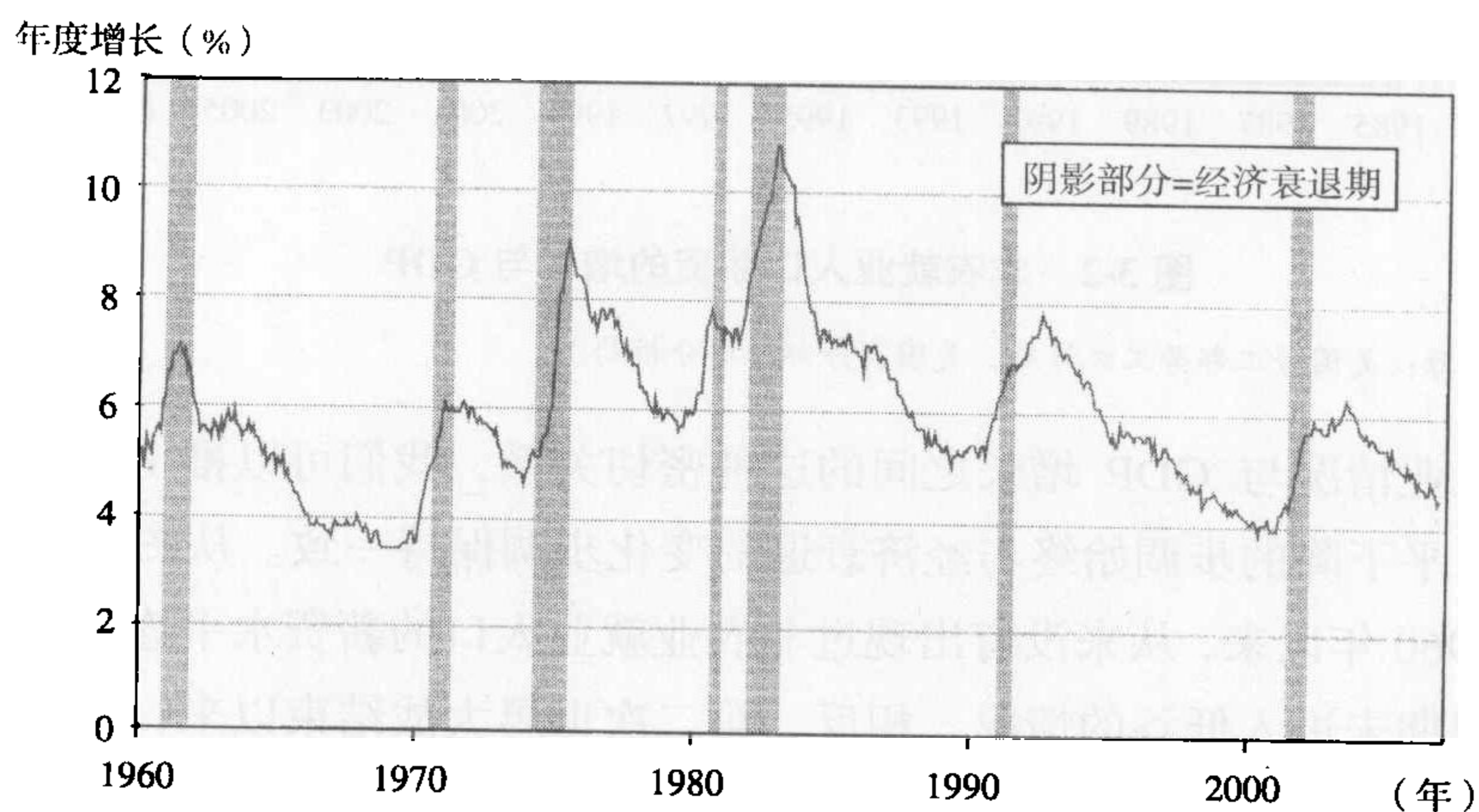


图 3-4 失业率与经济衰退期

（资料来源：美国劳工部劳工统计局，美国国家经济研究局）

通货膨胀指标

人们认为每小时的平均收入数值可以用来作为通货膨胀状况的指标，因此主要从事固定收益交易的市场交易员对此特别关注。当月收入的数值出现大幅度上扬时，债券市场通常都会随之出现大面积抛售的情景，因为通货膨胀导致了固定收入资本价值的贬值。

通货膨胀与失业之间存在反相关的关系。由于意识到了这一点，出生于新西兰的经济学家 A.W.菲力普斯于 1958 年对此展开了研究。该研究结果显示，当每年的工资增长和失业率呈现反方向的交错发展时，变化图将表现为渐变的凸曲线形状。这条曲线因此被命名为“菲力普斯曲线”（Phillips Curve），它说明了这样一个事实：在被研究的这个时间范围内，失业率低的那几年往往收入增长速度也相当快，而失业率高的那几年，通货膨胀的增长速度放缓，甚至出现负增长。这说明通货膨胀和失业率之间存在一定的动态平衡，而经济政策的制定者们则可以充分利用这种平衡关系——中央银行可以在一定程度内主动通过承受较高失业率的压力来达到抑制通货膨胀率的目的，反之亦然。正因如此，这种关系在很短时间内即在整個经济学界被广泛推广开来。

“菲力普斯曲线”及其隐含的政策意味引出了“不加速通货膨胀的自然失业率（Non-Accelerating Inflation Rate of Unemployment, NAIRU）”这个概念。顾名思义，NAIRU 指的是在通货膨胀率不上升的情况下，即没有通货膨胀的压力的情况下，失业率可能跌到的最低水平。几十年来经济学家们认为 NAIRU 一直保持在 6.0% 左右。如图 3-5 所示，特别值得关注的是 20 世纪 60 年代和 70 年代出现了失业率的持续走高（达到 6.0% 以上），而其后不久即出现了通货膨胀率下降的现象。相反，当失业率跌至 6.0% 以下，通货膨胀率即开始呈现上扬的趋势，这种情况在整个 20 世纪 80 年代显得尤为突出。然而，进入 20 世纪 90 年代末，这个假设性的前提却逐渐消失了，因为当时曾经出现过失业率跌至 3.9% 而通货膨胀率却没有上升的现象。事实上，这段时间内的确出现了通货膨胀率下降的情况，美联储和投资机构为此感到一定程度的恐慌，担心接下去会进入通货紧缩期。

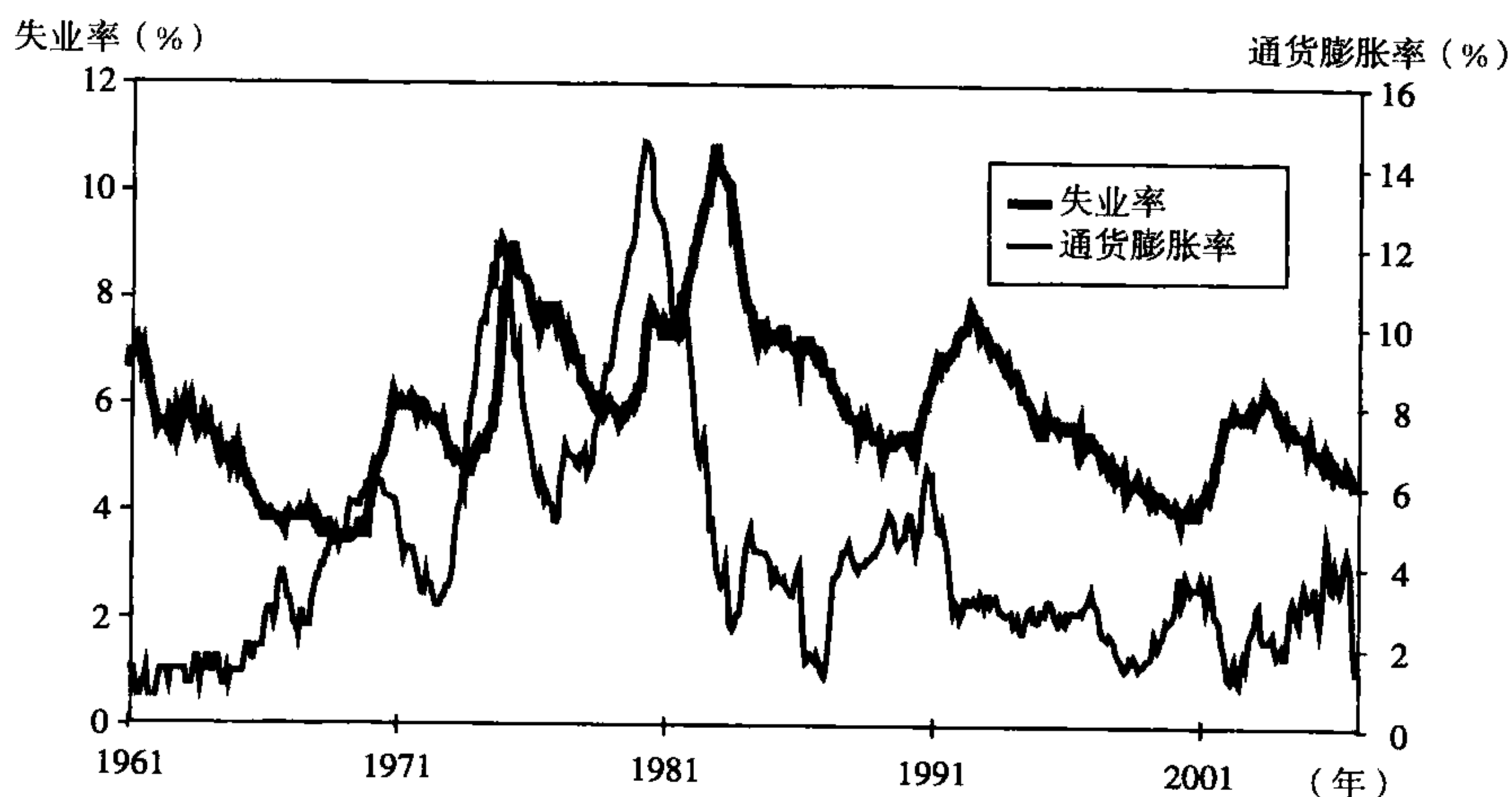


图 3-5 失业率与通货膨胀率

（资料来源：美国劳工部劳工统计局，美国国家经济研究局）

因此，经济学家们继续探寻失业率和通货膨胀率之间是否还存在其他关联，最终得出了“可用劳动力资源”这个概念。“可用劳动力资源”指的是实际上可以参与劳动但并未就业的人口数量，其计算方法是：失业人口数量（按劳动力人口等传统定义来说应属于失业人口，但仍在寻找就业机会的人口数量）加上目前正希望获得工作但尚不属于劳动力人口范围的人口数量。之所以要这样计算，是因为当可利用的劳动力资源开始减少或消失时，企业雇主们就得提高雇员的工资，以吸引合适的人才。为了达到这个目的，他们通常必须提供比竞争对手更高的薪水，而这样做的结果必定造成大范围的通货膨胀。不过，这个理论始终没有出炉。20 世纪 90 年代中期到末期这段时间里，可利用劳动力资源出现了缩水，跌到了历史最低水平，然而这段时间内通货膨胀却并未向之前预期的那样，出现大幅度上扬。

情绪与失业

杜鲁门总统曾经这样说道：“当你的邻居失业时，我们称其为不景气或衰退；当你自己失业时，我们称其为沮丧或萧条。”要衡量由失业带来的低落情绪，最好的晴雨表莫过于失业时间的中值，即取被调查者处于无业状态所持续的周数的中间值（也叫中位数）。从图 3-6 中可以看到，当失业周数的中值不断上升时，工人

们的挫折感将不断加强,关于这一点,我们可以通过图中密歇根大学消费者情绪指标在此期间呈现的下降趋势得到验证。我们可以注意到,在2002年和2003年期间,当失业率达到最高峰的时候,消费者情绪指标都是在最高峰出现后即迅速跌落到十年当中的最低水平。请记住,这里我们采用的衡量标准是所有统计样本,即被调查者失业周数的中间值(将所有数值依次排列后,处于最中心位置的那个数值),而不是取其平均值。

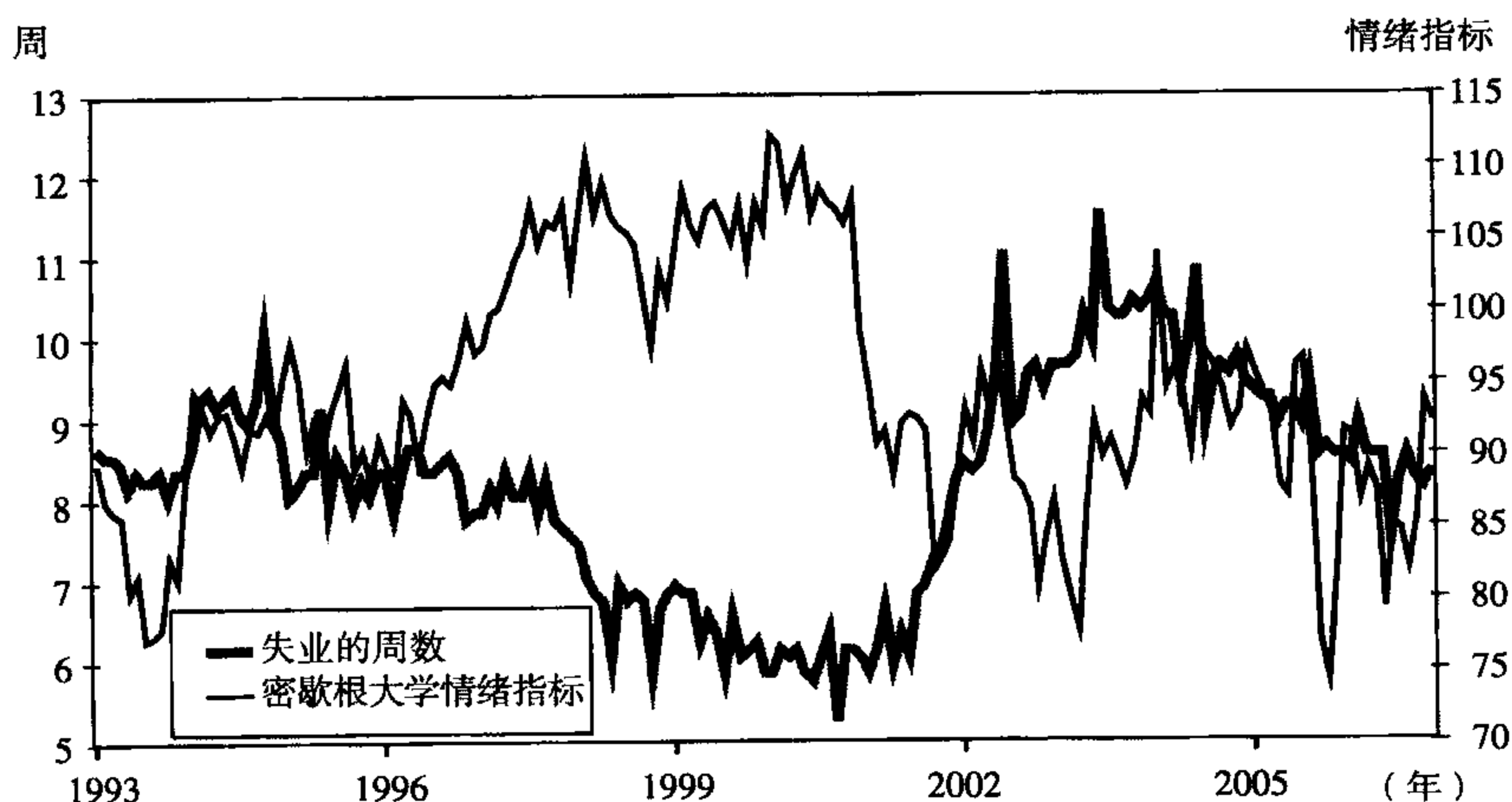


图 3-6 失业周数的中间值与密歇根大学消费者情绪指标

(资料来源:美国劳工部劳工统计局,密歇根大学)

如果失业状况长时间未能得到解决,人们的婚姻关系就将逐渐趋于紧张,而且很可能出现家庭破裂。经济萧条是很普遍、很常见的。当潜在的劳动力市场状况不断恶化时,消费者们会越来越清晰地认识到找工作有多难。他们会相继听到朋友、邻居、直接家庭成员失业的消息。然后,一些远亲此时也开始陆续打电话来询问是否有合适的工作机会可以介绍给他们。而此时,报纸和电视等新闻媒体每天播报的相关失业数字报道则只能进一步加剧人们的低落情绪。这样的情况事实上是无法刺激消费支出的增长,也不能促进国民经济向着更积极的方向发展的。

平均工作时数与临时工

负责计算累计每周工作时数的机构是BLS,其计算方法是:用当月的累计工作时数估计值除以当年的月平均工作时数水平。同其他几个次级指标一样,这个

指标可以在每月就业形势报告的表格 B-5 中找到。

由于经济活动从根本上说体现的是一种函数关系，即雇用的人数与这些人的工作时间长度之间的函数关系。因此，经济学家们已经发现了对经济增长进行“综合”预测的方法，那就是跟踪统计每季度累计工作时数的平均值每年的百分比变化情况。显然，这两个指标之间存在着相当密切的相关性。

一旦经济形势开始出现恶化，企业会首先采取减少工作时数的措施，然后再考虑裁员。这样一来，如果以后经济形势能够有所恢复，那么企业可以首先通过增加工作时数的方法，在短时间内迅速恢复生产，而不用因为辞退了正式员工，而到这个时候急急忙忙地花大量时间和金钱去紧急招募新员工和进行新员工培训。这也是累计工作时数指标之所以在某种程度上属于衡量经济增长的先行指数的原因。图 3-7 所示的是过去 20 年的平均工作时数指标。

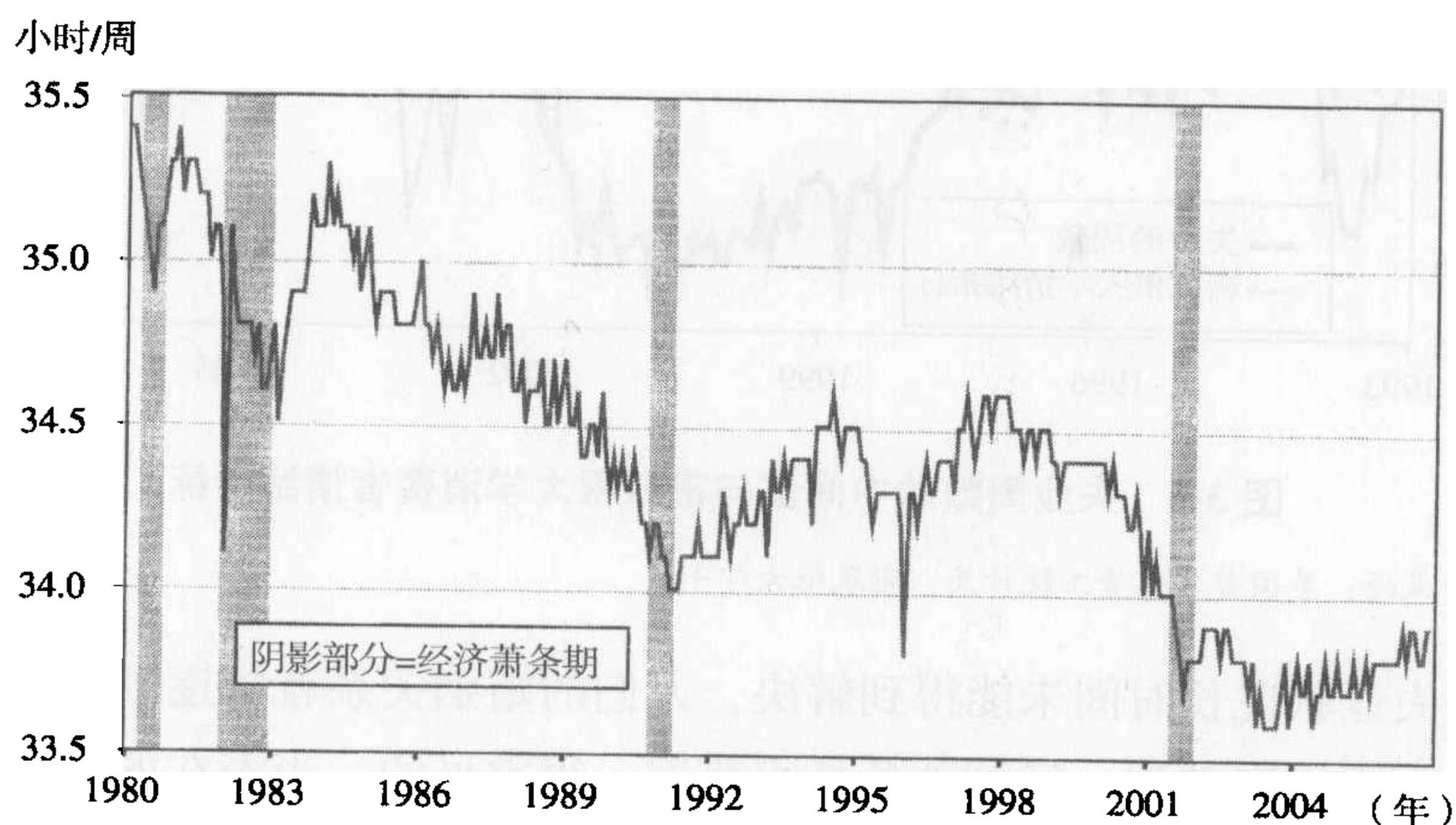


图 3-7 平均工作时数指标与经济萧条期

（资料来源：美国劳工部劳工统计局，美国国家经济研究局）

如果经济形势和企业利润继续下滑，管理层下一步就会采取裁员的措施，以确保企业能够正常运营。裁员过程中首当其冲将面临失业的就是临时工或短工，这是因为这个层次的员工所做的工作对企业的日常运作并不产生关键性影响。否则，他们就会被企业全职雇用。此外，临时工和短工通常都不属于工会组织的成员，因此当企业遭遇经济不景气，而必须将他们辞退的时候，手续上会更简单，成本也会更低。相反，在刚进入经济恢复的初期阶段时，企业往往对未来的市场

需求情况无法做出准确预测，所以此时若需要招募新员工，企业也会选择先招募临时工人，而不愿意在未来尚不明朗的情况下冒险花大的代价去聘用全职工人。

从图 3-8 中我们注意到，在 2001 年美国经济真正进入萧条期以前，美国的临时工人数量已经提前出现了下降趋势，而且提前了长达 6 个月左右的时间。从总体上来说，临时工人数量的增长幅度总是会在商业周期中国民经济开始转为回暖攀升阶段之前提前开始上扬。

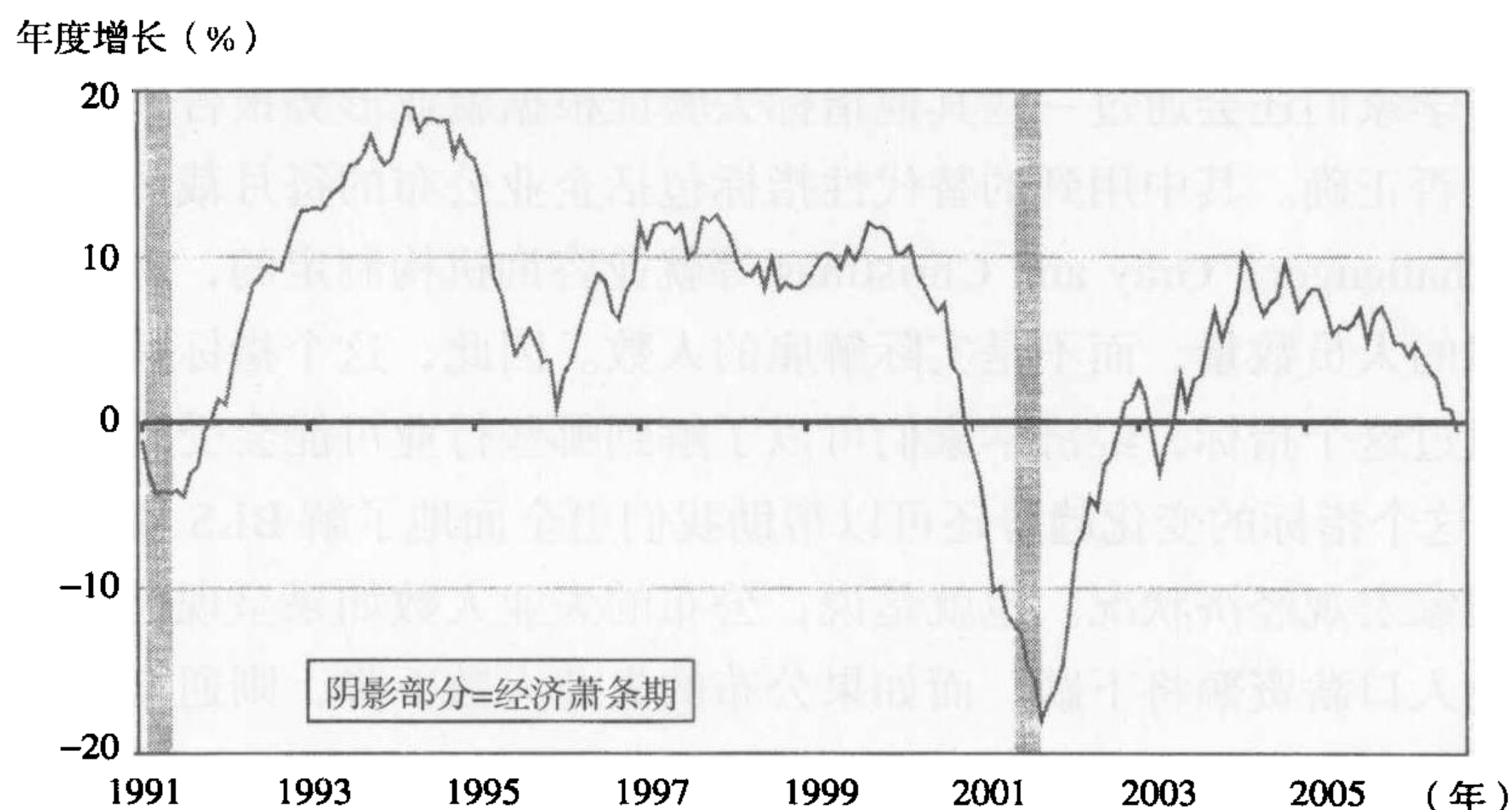


图 3-8 临时就业与经济萧条期

（资料来源：美国劳工部劳工统计局；美国国家经济研究局）

市场交易员们很清楚企业基本都是按照这样的规律进行运营的，因此他们总是会密切关注企业雇用的临时员工的数量是否出现了相应的增减。要对临时雇用的人员数量变化趋势进行评估，还有一个办法，那就是，留意那些专门从事临时雇员招聘业务的代理或中介机构所公布的每季度收益情况。很多公司都会提供大量有关行业趋势、统计数据、行业预测等的信息，如 Adecco、Kelly Services、Manpower、Robert Half 等。美国短工供应协会（American Staffing Association, ASA）这类贸易组织会提供有关短工/临时工和兼职人员的最及时的情况报告，并出版相关的一些出版物。

⑤ 如何利用看到的信息

对于各种对市场产生影响和推动作用的数据信息，我们在应用的过程中基本

思路始终不变，那就是：考虑怎样才能找到合适的方法，在数据正式发布前提前对其做出准确的预测。例如，由于就业人口的薪资数据能够作为经济活动的准确参数，因此经济学家和市场交易员们会想尽各种办法对这方面的数据进行预测，确保自己所作的分析具有足够的前瞻性。很多专业人士都会在案头准备一本日志，以便将每天读到的可能对就业形势产生影响的信息随时记录下来。一些意料之外的破坏性事件，如工人罢工、大范围裁员，以及飓风、龙卷风、洪水、暴风雪等自然灾害，可能会导致工人数量在某个月出现巨大的变化。

经济学家们还会通过一些其他指标去验证根据就业形势报告所做出的发展决定究竟是否正确。其中用到的替代性指标包括企业公布的每月裁员指标。这一指标是由 Challenger、Gray and Christmas 等就业咨询机构制定的，它统计的主要是将被解雇的人员数量，而不是实际解雇的人数。因此，这个指标基本上属于先行指数。通过这个指标，经济学家们可以了解到哪些行业可能会受到相关的负面影响。把握这个指标的变化趋势还可以帮助我们更全面地了解 BLS 就业报告所反映出来的国家宏观经济状况。也就是说，公布的失业人数如果呈现上升趋势，即意味着就业人口薪资额将下跌。而如果公布的失业人数下降，则通常会导致员工薪资水平增长。

另外还有一个参考资源，那就是“招聘广告指标”。这个指标由美国经济咨商委员会推出并进行维护，它反映的是美国各个州排名前 51 位的报纸上每月刊登的招聘广告的总数，因此，通过这个指标可以了解每个地区的劳动力需求情况。不过，随着因特网的出现，企业已经找到了更多的途径发布职位招聘信息，所以这个指标的受欢迎程度如今已经大打折扣。不过，它对于了解就业市场上劳动力需求的大致趋势仍然具有一定的参考价值。

就预测每个月就业人数的变化情况来说，最有效的途径可能就是每周申请失业救济保险的人数了。如果申请失业救济的人数增加了，通常意味着劳动力就业市场正在恶化。很多经济学家都认为，当失业救济申请的数量 4 周内的移动均值达到 40 万份时，意味着就业岗位即将减少。当然，申请失业救济的人数和就业数据之间的相关性并非特别精确。就业形势随时都有可能发生变化，每周的失业救济申请报告的数量更能够体现就业形势的短期变化，而 BLS 的每月就业形势报告在这方面的功能则相对较弱。另外，虽然失业保险金通常只能维持 13 个星期，但是我们不能忘了，人们很可能有时会连续好几个月都找不到工作。另外还要注意，那就是，有的失业工人本身是不具备享受失业救济的资格的。

背后的秘密

本章最值得一提的问题当然就是：一定要注意就业报告当中那些鲜为人知但非常有用的细节——景气动向指标。BLS 分别以 1 个月、3 个月、6 个月、12 个月为单位发布景气动向指标报告，数据既包括私人企业非农业就业人口的数量（分别来自 278 个行业），也包括制造业的就业人口数量（分别来自 84 个行业）。经济学家们往往倾向于参考该指标一个月内的数据变化情况，因为单月的数值通常不容易受其他因素的干扰。

景气动向指标主要是统计被调查的机构近期的人员配置计划，即企业近期打算增加或削减员工数量，还是打算保持现有人数。该指标统计的就是企业针对这个问题所做的回答。这些指标的计算方法是，用表示打算增加员工数量的企业的数量加上表示员工数量未来将保持不变的企业数量的 50%。如果相加得到的结果大于 50，就意味着打算增加员工人数的行业多于打算裁员或维持现有员工规模的行业，也就是说，此时就业形势比较乐观。这个数字越大，就意味着经济处于膨胀发展的状态。当指标跌至 50 以下时，相关行业就可以考虑开始削减员工数量了。在经济萧条期期间，行业景气动向指标低于 50 的情况非常普遍。如图 3-9 所示，经 NBER 确认的经济萧条期与 BLS 景气动向指标在 50 以下的时间区间基本上一致。

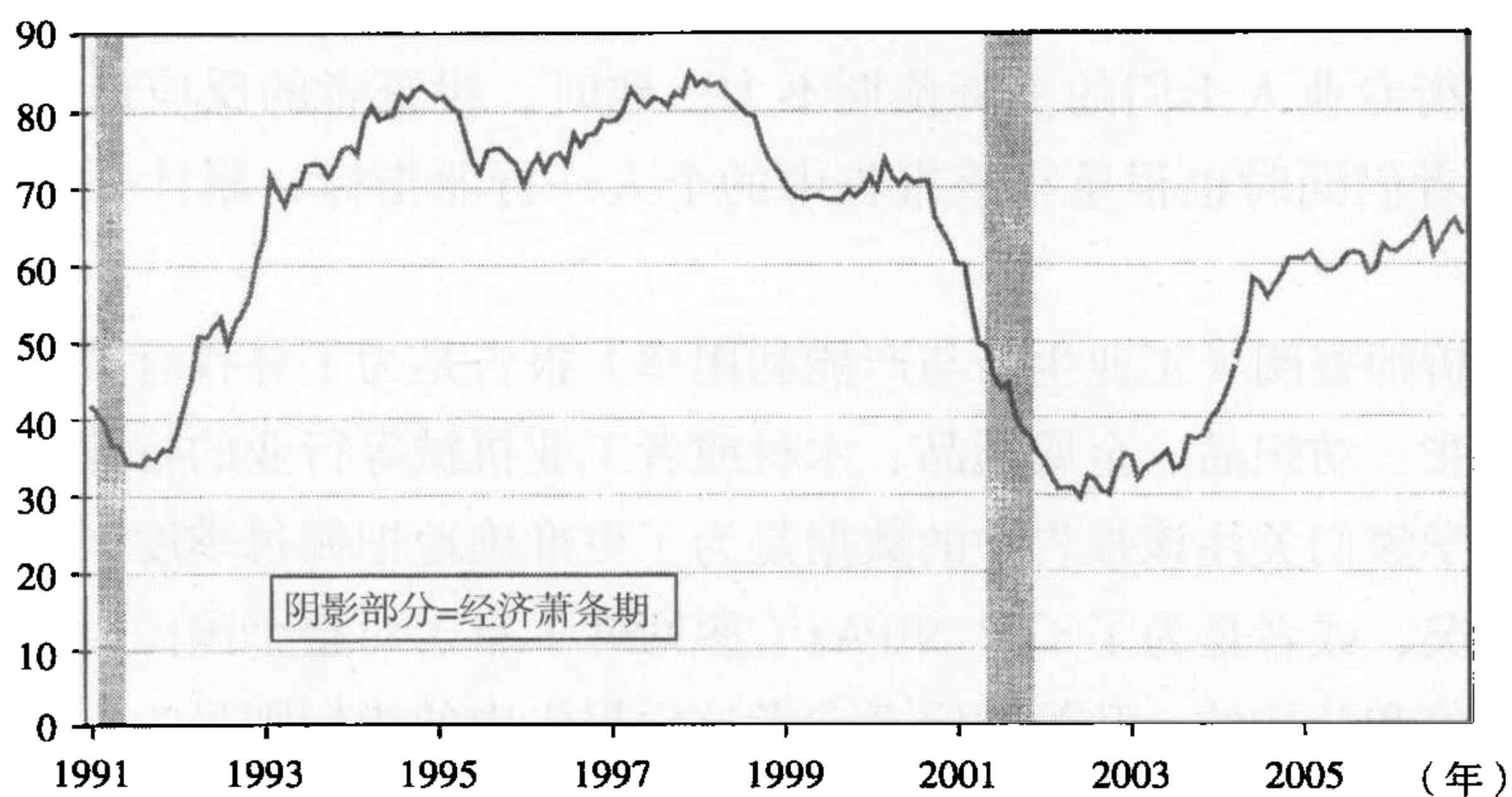


图 3-9 就业景气动向指标与经济萧条期

（资料来源：美国劳工部劳工统计局，美国国家经济研究局）

第 4 章 工业生产与产能利用率

《工业生产与产能利用率》报告是由美联储的联邦储备委员会编辑发布的，发布的时间是每月的 15 日左右。该报告陈述的是国内的制造、采矿、公用事业等部门的产出量方面的数据。同时，我们知道，美联储在其 G17 报告中也会根据这些数据整理推出工业生产和产能利用率指标。前者评估的是不同行业 and 市场的物理产出量；而后者汇总的则是为了达到这一产量，国家是如何对相关的生产要素或产能进行比例分配的。工业生产总指标通常总是出现在各大媒体最显著的位置。投资者往往对该指标每个月的百分比反应特别强烈，尤其是当指标的数值与华尔街专业人士们的主流预期不太一致时，投资者的反应最为强烈。但是市场参与者们同时也很重视该报告中的个人—行业指标、累计—行业指标和市场指标。

资本分析师查阅《工业生产与产能利用率》报告是为了寻找有关化学品、家用电器、纸张、纺织品、金属制品、木材或者工业机械等行业的行业状况方面的信息。经济学家们关注该报告中的数据是为了更准确地把握每季度国民收入和账户的情况，或者是为了了解 NIPAs（参见第 1 章）对整个国民经济的健康状况是如何评价和分析的。政策制定者参考这份报告中的指标则是为了对通货膨胀的发展趋势做出预测和判断。而作为政府官方对美国商业周期进行最终判定的权威机构，美国国家经济分析局（NBER）会将工业生产指标载入其经济状况陈述

报告，读者可通过该指标最终确认当前经济应属于经济衰退期的起始阶段还是结束阶段，从而得出结论，判断此时是否处于良好的市场发展期。最新的《工业生产和产能利用率》报告及其过往的相关历史数据都可以通过美联储的官方网站进行查询，网址是 www.federalreserve.gov。

◎ 指标的演化

工业生产指标是美国制造及宏观经济活动的最传统衡量指标之一，其历史甚至比古老的“国家收入和产品账户”报告还要早。事实上，这份指标基本上与美联储同龄。美国中央银行建立后不久，即1913年12月23日的《美联储行动计划》通过以后，美联储的官员们很快意识到，要想使美国真正摆脱19世纪末20世纪初低迷的经济环境——银行纷纷破产、经济萧条频频出现、失业阴云重重，他们就必须找到一个能提供精确的经济数据和评估标准的数据来源。可是1913年的美国还没有任何正式的经济活动评估标准。由于美国经济研究局（如今已经成为美国负责对国家账目进行统计和维护的主要国家机构）直到1920年才开始着手进行收入评估，因此美联储推出了自己的《物理贸易量》报告。该报告中提出了用来对煤炭、可乐、原油、钢材、纺织品、金属、纸张等商品的生产状况进行跟踪统计的非总量指标。到1919年的时候，这些指标已经涵盖美国的7个主要经济领域，它们分别是：农业、林业、采矿业、制造业、贸易与交通、银行与金融，以及劳动力领域。

1922年，美联储引进了《国内商业指标》月报，该报告将55种商品生产评估标准与三个生产领域的代表性指标结合在一起，这三个领域分别是：农业、采矿业和制造业。同年晚些时候，美联储继而推出了一项更详细的指标，即“精选的基础行业生产指标”。这份数据当中包含22种商品，每种商品在其中的权重值都是根据其制造过程的就业水平来分配的，数据来源于1919年的人口普查，数值由各企业填写，这里的数值是指商品的最终价值中由企业在生产过程附加进去的那一部分增值的价值。该指标的两个最大的组成部分就是生铁和棉花的数据，其权重值分别为18%和15%。从结构上来说，这个指标与现在的工业生产指标非常类似。

工业生产指标在第二次世界大战之后被用来对工业产能利用情况进行评估，

一直使用了 20 年时间。1960 年，美联储制定了工业产能和产能利用率评估程序，评估的结果公布在另一份名为《产能利用：制造业、采矿业、公共事业及工业材料》的统计报告中。该报告每月发布一次，即人们所说的统计发布 G3，发布时间是工业生产报告公布之后一个工作日。在对业内商家进行问卷调查的基础上，美联储还通过麦格劳·希尔（McGraw-Hill）和美国统计局对工厂生产能力的问卷调查获得的数据来进行产能指标的评估。

产能利用率衡量标准发生的实质性变化基本上都是在 20 世纪 70 年代完成的，尤其是 1974 年，当时材料评估标准经历了重新修订。然后，到了 1976 年，工业生产指标中又加入了总体材料数据。

2002 年 12 月，美联储对工业生产和产能利用率评估标准进行了一次修订，修订主要是将“标准行业分类”（Standard Industrial Classification, SIC）升级成了新的“北美行业分类体系”（North American Industry Classification System, NAICS）。同时，此次修订还引进了更可靠的计算方法，用来对通信设备、半导体、轻型汽车、报纸行业的制造活动进行统计，另外还根据加工过程的不同阶段，对主要的市场分类进行了重新划分，与生产者价格指数（Producer Price Index, PPI）的体系非常接近。

🔍 数据解读

《工业生产和产能利用率》报告当中汇编了 15 种表格，篇幅长达 19 到 20 页。其中的表格显示的是各行业的生产与产能利用指标的当月数值、上月数值的新变化、各指标每月的百分比变化，以及每季度和每年的增长率等。发布的报告还在首页特别列出了最重要的几个指标——工业生产总指标和产能利用率每月的百分比变化，以及之前三个月的变化情况。此外，美联储还在报告正文之前提供了很多具体的图表——这些图表恰恰是企业和商家们的最爱。

工业生产

工业生产指标评估的是相对于某个基准年度（例如，目前使用的基准年度是 1997 年，当年的基准价值设为 100）的产出量（采用的生产单位主要是吨、平方

英尺、千瓦时等), 而不是美元金额。例如, 如果指标数值为 109, 说明当月的产出量比 1997 年的平均值高出了 9 个百分点。

美联储通常通过直接和间接两种方式来获取生产数据, 以计算相关指标。直接的数据来源包括贸易协会, 如美国森林纸业协会(通过该协会获取纸浆、木材、纸张和纸板的产量)、美国地质调查协会(通过该协会获取铜、铅、锌、金、银矿石的数据)、美国国家税务局(以获取啤酒、葡萄酒、白兰地的数据)和美国皮革理事会(以获取皮草和制带材料的数据)等。不过, 要想获得真实的生产数据, 每个行业的数据采集时间是不一样的。如果无法得到确切的数字, 那么美联储会根据劳工统计局每月公布的《就业形势报告》中有关生产工人工作时数的数据对行业产出量进行评估, 或者根据各行业的用电量来估计该行业的产值。报告最初公布的时候, 真正能够得到确切数字的行业非常少, 只有汽车、钢铁及其他金属、木材、造纸等为数极少的几个行业。到第三次修订的时候, 新增的数据就比较多了, 其中实际的物理产值在新增数据中达到 46% 的比例, 生产工时数在新增数据中占 31% 的比例, 用电量数据在新增数据中占 19%, 而美联储对相关事件的判断性评论占 4%。

总体的工业生产指标由 295 个数值组成, 它们分别可以划分到铜、器具、计算机、木材等不同的系列, 每个系列的权重值是根据基准年度内生产过程中创造的增值价值来分配的。每个系列都用相应的数量单位表示(例如, 钢铁行业采用的单位是吨, 汽车行业采用的单位是辆), 这样就可以在不考虑价格变化的情况下对每个月的产值变化进行计算了。报告中的数据主要按照两种方式分类: 一是按行业分类, 主要从供应商的角度来分; 二是按市场分类, 主要从市场需求的角度来分。

行业分类主要是参考“北美行业分类体系”(North American Industry Classification System, NAICS)的标准来划分的。三个主要行业类别分别是制造业、采矿业和公用事业。制造业又进一步分为耐用品行业和非耐用品行业。表 4-1 中所示的是几个主要的行业类型及其在 2005 年的工业生产总值中所占的比例。

如果是按市场来分类, 那么如表 4-2 所示, 总指标分成了两个主要类别, 即最终产品及非工业供给与材料。最终产品及非工业供给本身又可分为消费品(消费品又细分为耐用消费品和非耐用消费品)、商用设备、防御及空间设备、建筑材料、商业供给品等。

表 4-1 主要行业类型及其所占比例

	2005 年所占比例 (%)
工业生产总值	100.00
制造业	80.94
耐用品行业	40.23
非耐用品行业	36.37
其他制造业 (NAICS 以外的制造业)	4.34
采矿业	9.20
公用事业	9.86

(资料来源: 美国联邦储备体系管理委员会)

表 4-2 按市场分类

	2005 年所占比例 (%)
工业生产总值	100.00
最终产品及非工业供给品	57.48
消费品	30.27
耐用消费品	7.46
非耐用消费品	22.80
商用设备	9.36
防御及空间设备	1.73
建筑材料	4.38
商业供给品	11.08
原材料	42.52

(资料来源: 美国联邦储备体系管理委员会)

产能利用率

产能利用率衡量的的是一个国家的制造部门在生产制造过程中多大程度上对国内全部产能进行了利用。从数值形式上说, 产能利用率就是工业生产指标与总体产能指标之间的比值。那么, 所谓的“全部产能”指的是什么呢? 美联储对全部产能的定义是: 可持续的实际生产能力, 即“假设机器设备等的状况完全能够满足正常生产运作, 在除去正常的停机时间之后, 现实的工作进度框架范围内能够

获得的最大产出量”。

计算每年的全部产能过程相当复杂，其中有的是从“美国统计调查局的年度工厂产能调查”等行业问卷调查结果（所有雇员人数在5人及5人以上的企业——制造业当中按SIC代码被归为D类的企业——都必须填写这类问卷）获取的确切数据，也有的是通过以上提到的比率推算出来的数据。美联储假定每月的数字增长处于平均分布的状态，因此在年度数据的基础上按相应的比例，描出相应的每个月的产能数字。

每月产能利用率的计算方法是，用每月的工业生产总值除以每月的生产能力数值。例如，2006年11月，工业生产指标为112.3，产能指标为137.3。将工业生产指标除以产能指标（即 $112.3/137.3$ ），得到的结果即产能利用率为81.8%。用外行的话来说，这个比值结果说明工厂的生产运营水平达到了全部产能水平的81.8%。

报告中提供了85个行业的生产能力和产能利用率数据，其中包括以下几个主要类别：

- 半导体及相关电子零部件。
- 汽车及其零部件。
- 服饰及皮草。
- 纸张。
- 化学品。
- 木制品。
- 电力行业。

产能利用率总值就是由以上几个行业的数据组成的，其中各行业的权重比例如表4-3所示。

表 4-3 产能利用率百分比（季节性调整）

	2005 年所占比例 (%)
所有行业	100.00
制造业	82.51
制造业（NAICS 以外）	78.44
耐用商品	42.53
非耐用商品	35.91
其他制造业	4.08
采矿业	8.41
公用事业	9.08

（资料来源：美国联邦储备体系管理委员会）

⑤ 它们究竟意味着什么

经济学家、分析师、投资者通常通过《工业生产与产能利用率》报告来获取及时的整体经济健康指标，掌握制造业发展趋势以及通货膨胀趋势。报告当中的两大主要板块分别提供不同类型的信息和信号。

工业生产

工业生产指标具有“领先周期性”的特点，也就是说，它是随着商业周期的变化而发生一致变化的。如图 4-1 所示，指标与经济活动之间的相关性是非常强的：事实上，由于二者之间具有非常强的相关性，因此每月的工业生产指标往往被人们当做比 GDP 季度报告更及时的指针来参考使用。

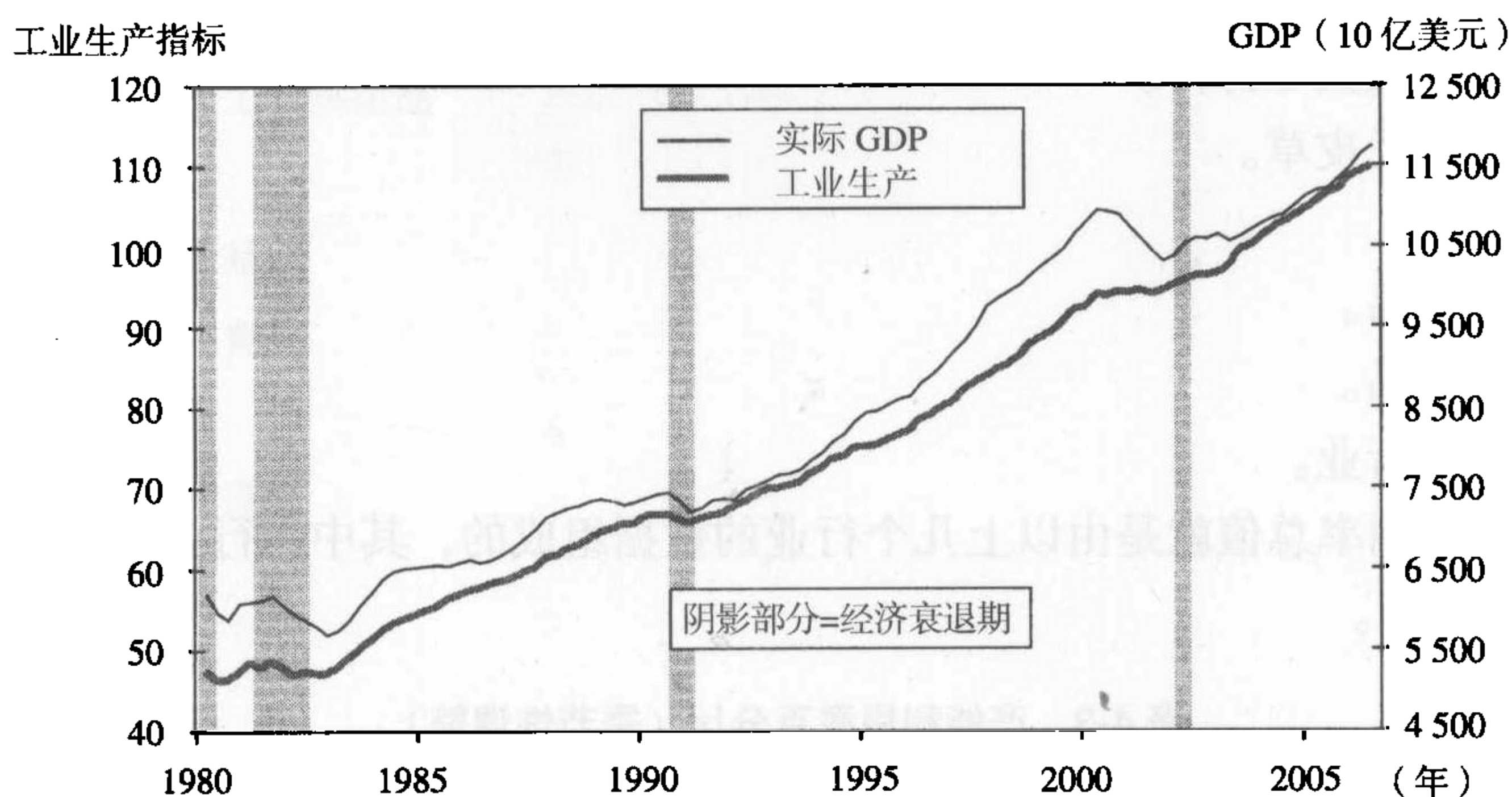


图 4-1 工业生产与实际 GDP

（资料来源：美联储管理委员会，美国商务部经济分析局，美国国家经济研究局）

美国国家经济研究局利用这个指标来区分商业周期中的各个转折点。如图 4-2 所示，自 1950 年开始，NBER 确认的每一个经济衰退期都无一例外地伴随着工业生产的年增长率出现急剧下降。而反过来看却并不没有反向的影响，即当国家的宏观经济呈现持续繁荣状态时，制造行业却有可能正处于经济衰退期。

乍一看，工业生产指标和整体经济之间的这种紧密关联似乎有些奇怪。毕竟，

制造业在美国总体经济活动中仅占 20% 的比例。美国已经从生产制造型经济形态演变成现在的以服务为主导的经济形态，但在总体经济活动中占相当大比例的医疗保健、软件、电信、旅游休闲、医药、银行金融等服务行业的相关信息在工业生产指标中却并没有直接体现。此外，该指标中也不包含与建筑活动相关的评估标准，虽然其中的确公布了轮式装载机、轮式拖拉机等建筑机械制造行业的数据。

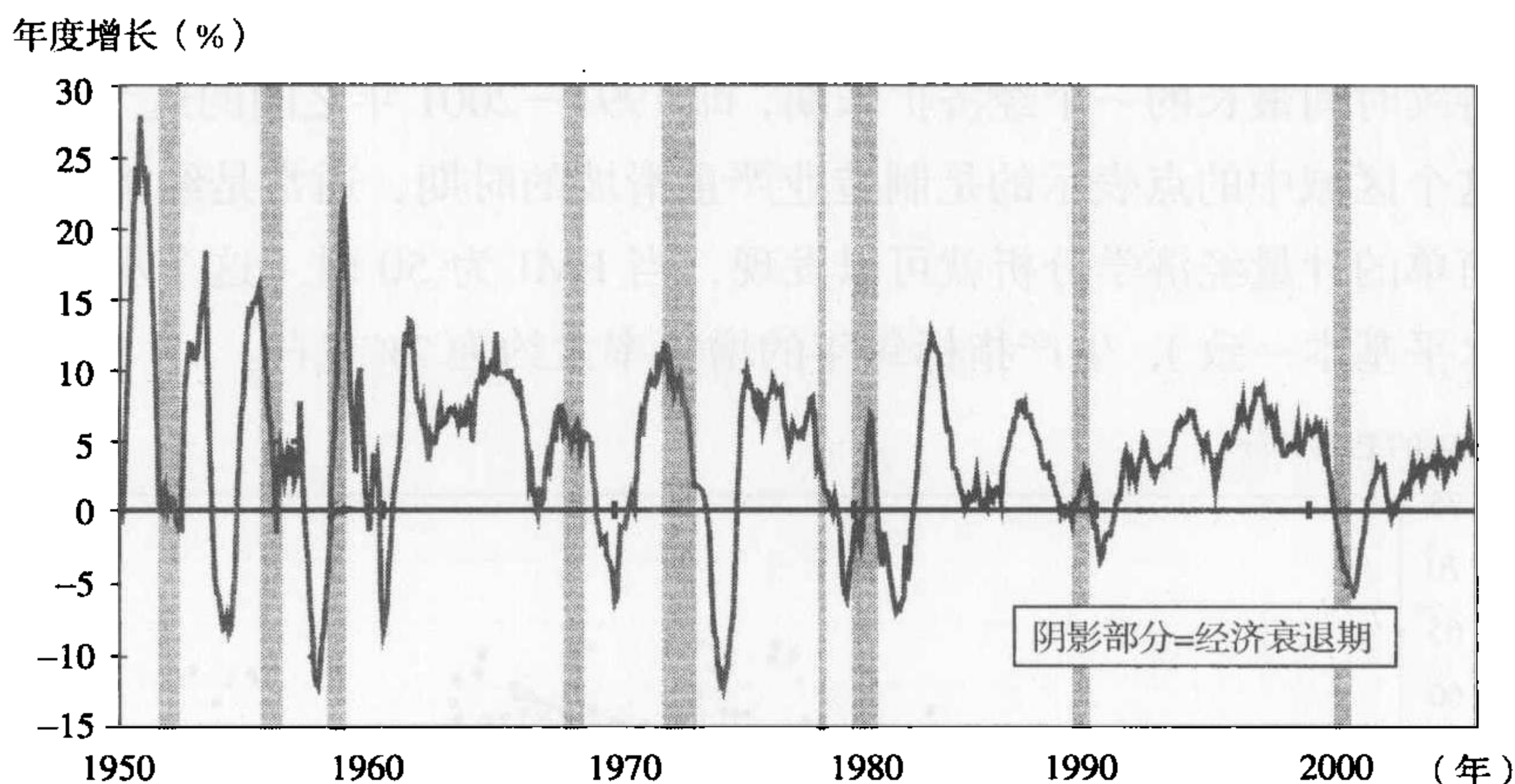


图 4-2 工业生产与经济衰退期

（资料来源：美联储管理委员会，美国国家经济研究局）

不过，如果仔细观察一下，就会发现指标和宏观经济之间的密切关系其实并不奇怪。对于起步阶段的行业来说，在所有经济活动中占 1/5 这个比例其实从总体上看并不小。美国制造行业的发展变化与市场总体需求的变化趋势具有很高的 consistency，这种一致性有点像零售业销售额的变化与消费支出的变化趋势之间的关系，而零售业销售数字同样也是一个比较小的、变化周期基本类似的统计数字。另外，制造和生产活动具有很大的“乘数效应”。制造商——尤其是耐用商品（即保质期预计在 3 年以及 3 年以上的商品）制造商——与买方之间签订的服务合同当中通常都包括维修、破损、维护费用等。显然，这类服务的价值和水平都是由对产品本身的需求来推动的。

最后，最关键的一点是，很多服务行业都是制造产品的重要消费群：作为服务行业的出租车行业需要汽车；航空公司需要飞机和电子安全系统；酒吧和餐馆

需要冰箱、洗碗机、炉具、食品等；金融机构和法律机构要消耗大量计算机及其外围设备；医疗保健行业需要是手术台、床具、灯具、成像设备、手术用具等工业产品的最大消费行业之一。

工业生产指标还体现另一个重要的相关性，即与美国供应管理协会（the Institute for Supply Management, ISM）发布的“采购经理指标”（Purchasing Managers' Index, PMI）之间的相关性。两个指标之间的关系如图 4-3 所示。右上方部分的点代表的是制造业产量极高的时期，例如经济衰退后的恢复期，或者美国历史上持续时间最长的一个经济扩张期，即 1991—2001 年之间的这个阶段。图中左下方这个区域中的点表示的是制造业严重滑坡的时期，通常是经济衰退期。只要进行简单的计量经济学分析就可以发现，当 PMI 为 50 时（这个水平与制造业的扩张水平基本一致），生产指标每年的增长率大约为 2% 左右。

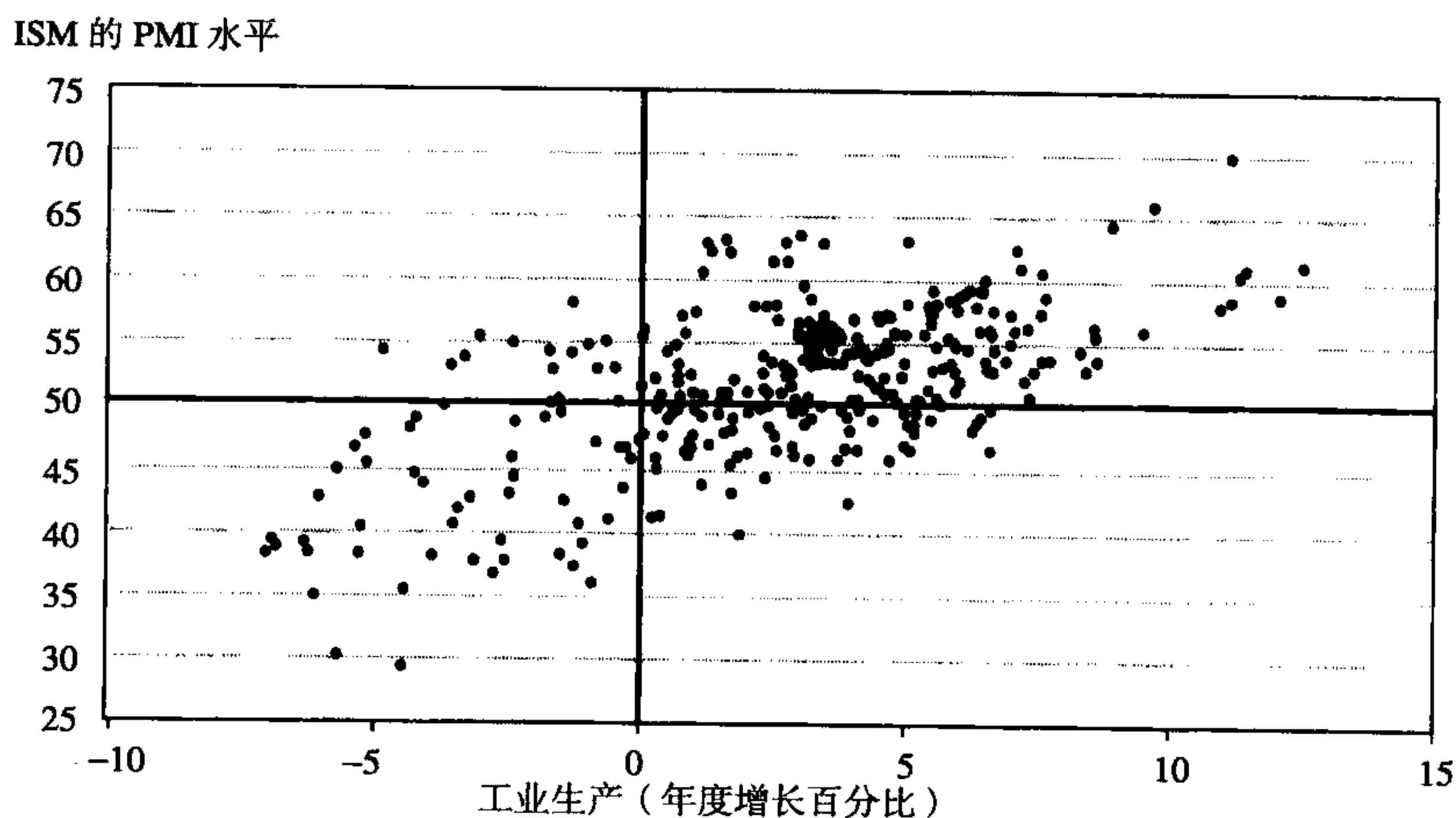


图 4-3 采购经理指标与工业生产指标之间的相关性

（资料来源：美联储管理委员会，美国供应管理协会）

正是在这段时间内，美联储主席格林斯潘在美国企业协会主办的集会上发表了著名的经济言论，即“非理性繁荣”。虽然格林斯潘当时是用这个词来形容资产价格，但是他显然非常清楚，计算机、通信设备、半导体等高科技产品的年增长率达到了 40% 以上，大大高于一年半以前公布的 15% 的增长率。

这样的发展速度是不可持续的。如图 4-4 所示，从 2000 年年底开始，高科技产品的增长率已经开始出现大幅回落。而此前相关制造型企业由于担心跟不上高

科技产品市场的火热发展势头，都出现了过度生产的情况。这样一来，一旦市场需求放缓，这些企业毫无疑问只能品尝大量库存积压带来的恶果。其中电信设备提供商遭遇的后果最为严重。面对这样的情况，制造企业大幅度削减生产，大幅度裁员，直到客户慢慢将库存的产品消化完，再考虑招聘员工的问题。所有库存花了将近三年的时间才消耗完。而与此同时，美国企业相继爆出的财务丑闻、收益欺诈、企业违规等负面报道迫使大量企业走向破产，其中包括 Global Crossing、World Com、Qwest 等电信企业。作为对这一系列经济活动的反应，美国股市 2000 年到 2002 年期间全面下挫。当时的整个情形可以根据图中所示的高科技产品和非高科技产品的生产情况对比走势图来详细了解。

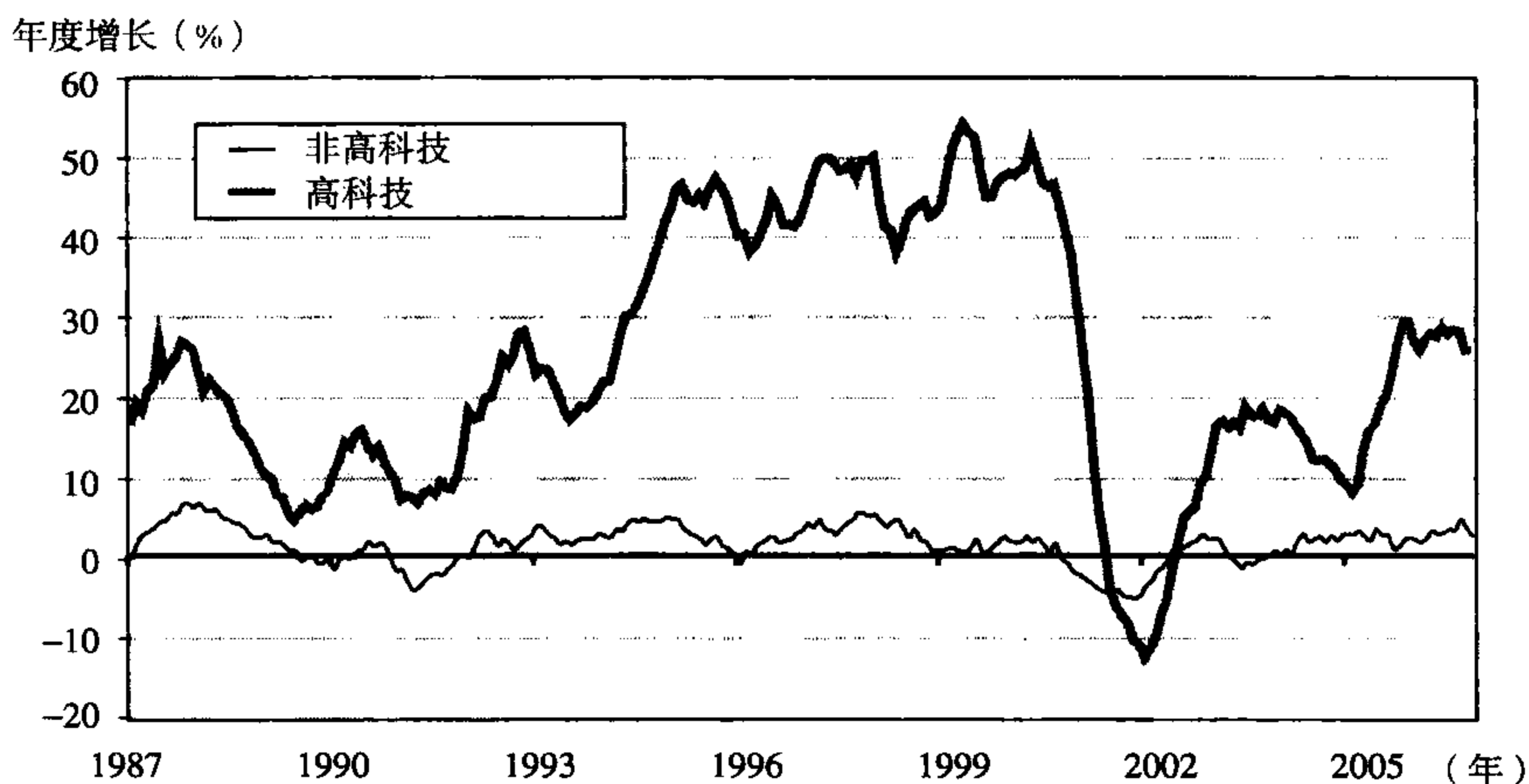


图 4-4 工业生产指标：高科技行业与非高科技行业的生产对比

(资料来源：美联储管理委员会)

产能利用率

经济学家们都参考总体的产能利用率数值来了解生产、一般经济活动、制造业行情、通货膨胀等的发展变化趋势。此外，特定行业的产能利用率能够反映出究竟哪些领域出现了产能利用过度（即生产过程中对生产能力的利用已经接近极限）的情况。因为如果产能被过度利用，很可能成为制造过程中的瓶颈，对产品生产产生极大的限制，而且很可能因此导致物价上涨。这类信息不仅对经济学家极具参考价值，而且对企业管理者进行成本预测和合理的生产进度安排具有重要

价值。

产能利用率低（78%或以下）意味着国民经济即将进入衰退期，或者已经处于衰退期。事实上，如图 4-5 所示，过去的六个经济衰退期当中，产能利用率全都在 78%以下这个区域。这种关系其实很符合逻辑：如果经济发展低于预期水平，当然无法保证生产的稳定和扩大。

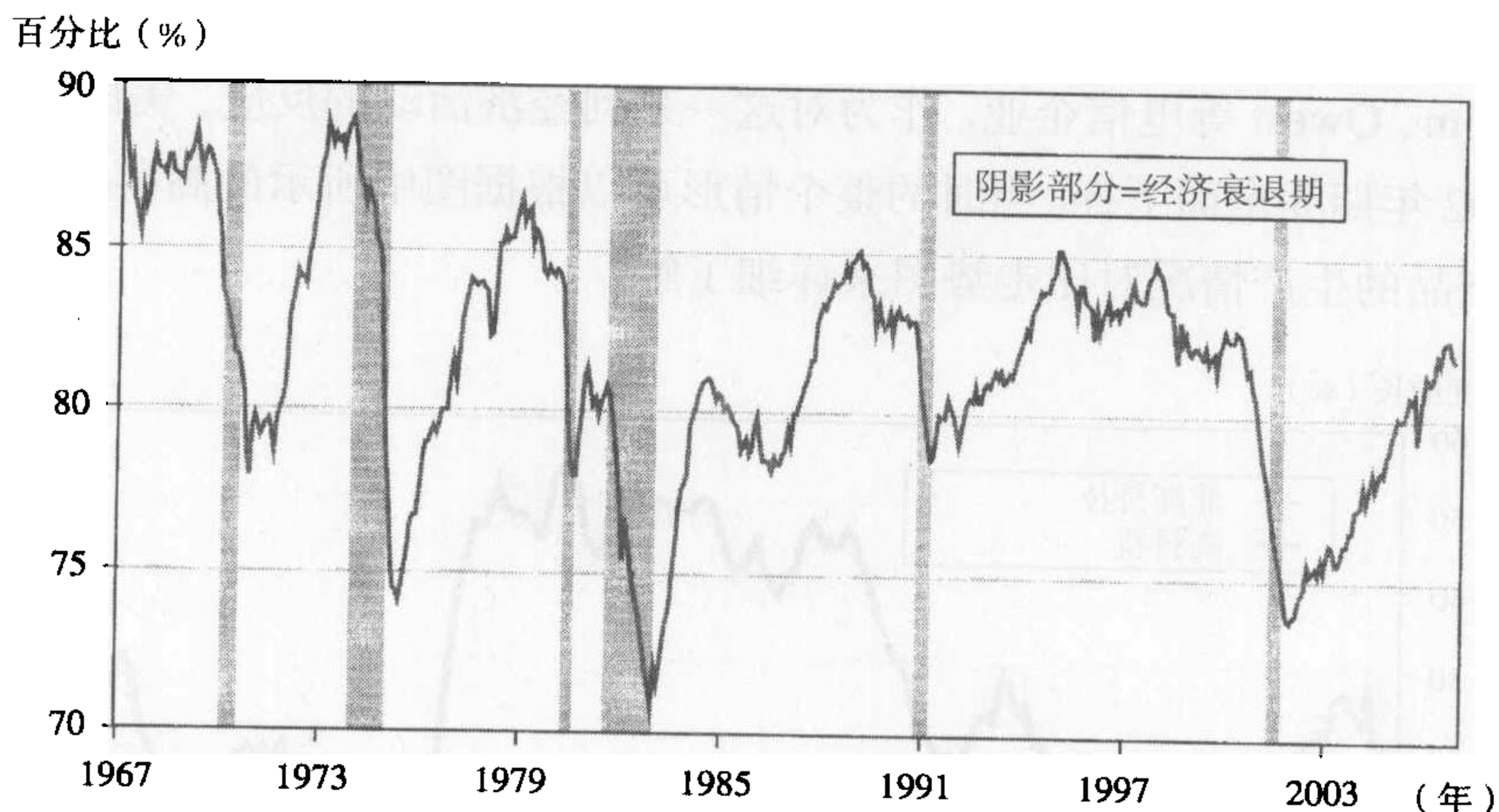


图 4-5 产能利用率与经济衰退期

（资料来源：美联储管理委员会，美国国家经济研究局）

另外，当市场需求和商业发展表现旺盛时，工厂的生产量自然会向上攀升，一步步接近饱和的产能利用率。

随着工厂生产日益接近其最大生产潜能，机器设备及其他生产资本的使用也相应地频频告急。其结果可能导致电子零部件短缺、水泵等过热、润滑剂干掉或核心部件爆裂等问题。如果过度使用的设备不能在合理的时间范围内得到妥善修复，就会对企业利润产生负面影响，并从而导致大量员工失业。这里比较复杂的一点在于，所有这一切恰恰发生在市场需求最旺盛，正需要提高生产的时候。为了了解这种周期变化究竟将如何对通货膨胀产生影响，我们不妨来看一个例子：一个每周产量为 5 万吨左右的水泥公司的例子。

在正常的情况下，该公司的工厂通常以 80% 的产能进行生产运营。按照这个比率，市场对水泥产品的定价为 50 美元/吨。随着时间的推移，住房需求迅速升温，因此对水泥的需求量也相应地大幅提高。为了在升温的市场中抢占更多的份

额，公司开始扩大生产，工厂的生产负荷达到满负荷运转时产能的 92%。在这种情况下，旋转式干燥炉出现崩溃，原因是无法适应如此大的运转压力。这一故障可能需要几周甚至几个月的时间才能修复。那么，在这种情况下，工厂除了让那些因为机器停产而闲置下来的操作工人下岗以外，还能不能找到其他办法去弥补由此带来的经济损失呢？

答案是：有，那就是——提高产品售价。水泥制造商此时会告诉经销商，他们将把价格提高到每吨 55 美元、60 美元，甚至 65 美元，而不是 50 美元/吨的市场价格。由于市场需求已经迅速飙升，因此经销商会欣然接受这个新价格，因为他们很清楚，自己在向零售商和承包商销售的时候也可以相应地加价。水泥价格的提高因此就会引起新建房屋、汽车道、人行道、高速公路等价格的相应攀升，并最终影响到国民经济的整体物价上升。

正如以上这个例子里提到的那样，在产能利用率较高的时期，通货膨胀的压力也会相应增加。由此可能带来严重的经济后果。通货膨胀因素会导致人们对债券、大件商品等的购买力下降，从而这类商品的价格将受到打压，而产出量上升。受此影响，利率开始上升，对未来的投资造成一定阻力。由于担心形成这样的恶性循环，经济学家们一直在寻找适当的方法对产能利用率和通货膨胀之间的关系进行量化，而此前他们已经对失业率和通货膨胀之间的关系成功地进行了量化（参见第 3 章）。他们已经计算出了不会造成通货膨胀的情况下的最低失业水平（即自然失业率或 NAIRU），同样，还计算出了不造成通货膨胀的情况下产能利用率的最大值（Non-Accelerating Inflation rate of Capacity Utilization, NAICU）。

总体来说，人们能接受的制造行业的 NAICU 比例是 84%。不过不同的企业对技术创新、法律壁垒、停工、周期性废弃率（这些因素对整体的制造业产能都会造成重大影响）等因素的敏感性稍有差异。因此，每个行业的 NAICU 各不相同。有的行业 NAICU 高于 84%，例如，造纸行业的 NAICU 为 87%；有的行业 NAICU 则相对较低，例如采矿业的 NAICU 为 80%。当然，这些比例都不是完全固定的。行业环境的变化可能会造成特定 NAICU 的改变。所以，最好将具体行业的数字作为范围值来处理，而不要看成固定的精确比率。

虽然 NAICU 的定义并不算特别严密，但它在当前国民经济中的应用却已经开始遭到一些质疑，就像 NAIRU 的应用已经遭到人们的质疑一样。至于为什么，我们可以看一下图 4-6。对于一般制造业的 NAICU 和通货膨胀之间是否存在某种

关系，人们在 20 世纪 80 年代末的时候已经进行过一番探索。不过在那之后就没有再受到关注。20 世纪 70 年代末期，曾经出现过产能利用率长时间保持在 84% 以上的情况，而在这段时间过去之后美国经济的确进入了中间材料的 PPI 快速上升的阶段。同样，20 世纪 80 年代初产能利用率下降之后也的确曾经出现一段时间的反通货膨胀——当时仍然是呈现上升趋势，不过价格上升的幅度很低，甚至通货紧缩或价格下跌。不过，到了 20 世纪 90 年代和 21 世纪初，二者之间的相关性就开始发生分离，出现了产能利用率大幅度飙升但并未造成通货膨胀的情况。

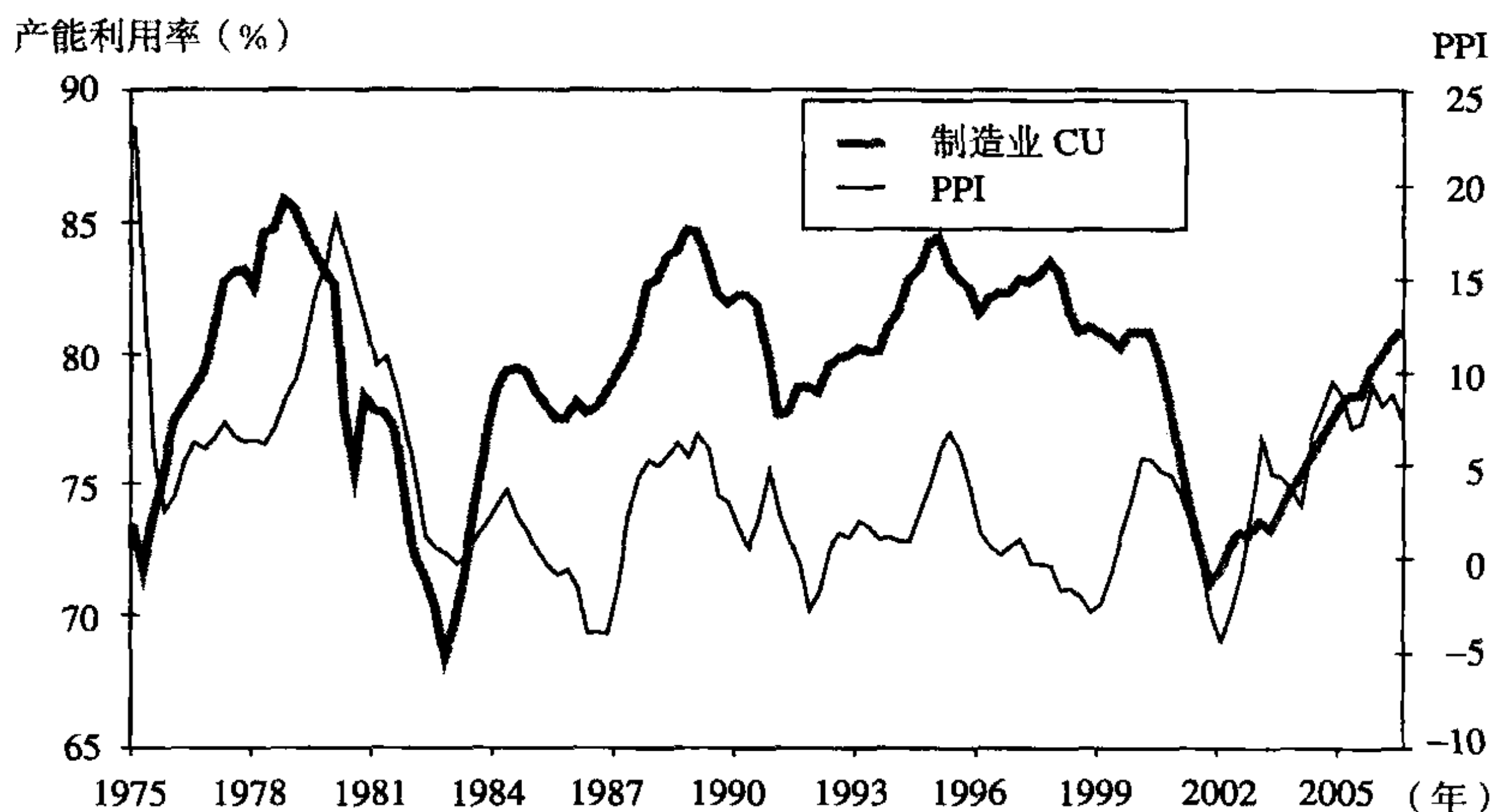


图 4-6 制造业产能利用率 (CU) 与中间产品 PPI

(资料来源：美联储管理委员会，美国劳工部劳工统计局)

这是否能说明二者之间的相关性原理不再成立，产能利用率高不会带来更大的通货膨胀压力呢？不一定。造成这种分离现象的原因更多的可能还是：存在本章所讨论的各个影响因素之间一级一级的连环影响，是由于 20 世纪 90 年代后 5 年美国在生产技术改进方面进行了大量投资，从而带来制造业产能的不断提高。同时，通过低价进口代替国内生产的策略也对此起到了重要作用，因为低价进口能够将制造业成本控制在较低的范围内，并且对通货膨胀起到抑制作用。有人说，产能利用率的底限值有可能略高于 84% 一到两个百分点，即可能在 85% 或 86% 的水平。

有一个点可以证明 NAICU 背后的普遍性理论或规律还是成立的，那就是美联储对很高的产能利用率数值所做出的反应。美联储很关心的是对通货膨胀进行

一定的限制，并且对货币政策做出相应的调整。国内经济刚开始出现过热时，美联储通常会抬高联邦基金利率（银行之间互相收取的用于达到储备要求而进行的隔夜贷款的贷款利率，参见第1章）的目标值。联邦基金利率的上升最终蔓延到各个市场发展阶段，从而对人们的购买力造成负面影响，同时抑制投资和生产的发展。

如果美联储的管理者们仍然将 NAICU 用做通货膨胀指标，联邦基金利率就会对保持高位的产能利用率做出相应的反应。而事实也的确如此。如图4-7所示，从1989—2003年，每当产能利用率达到接近90%的水平，联邦基金利率都出现了同步上升。

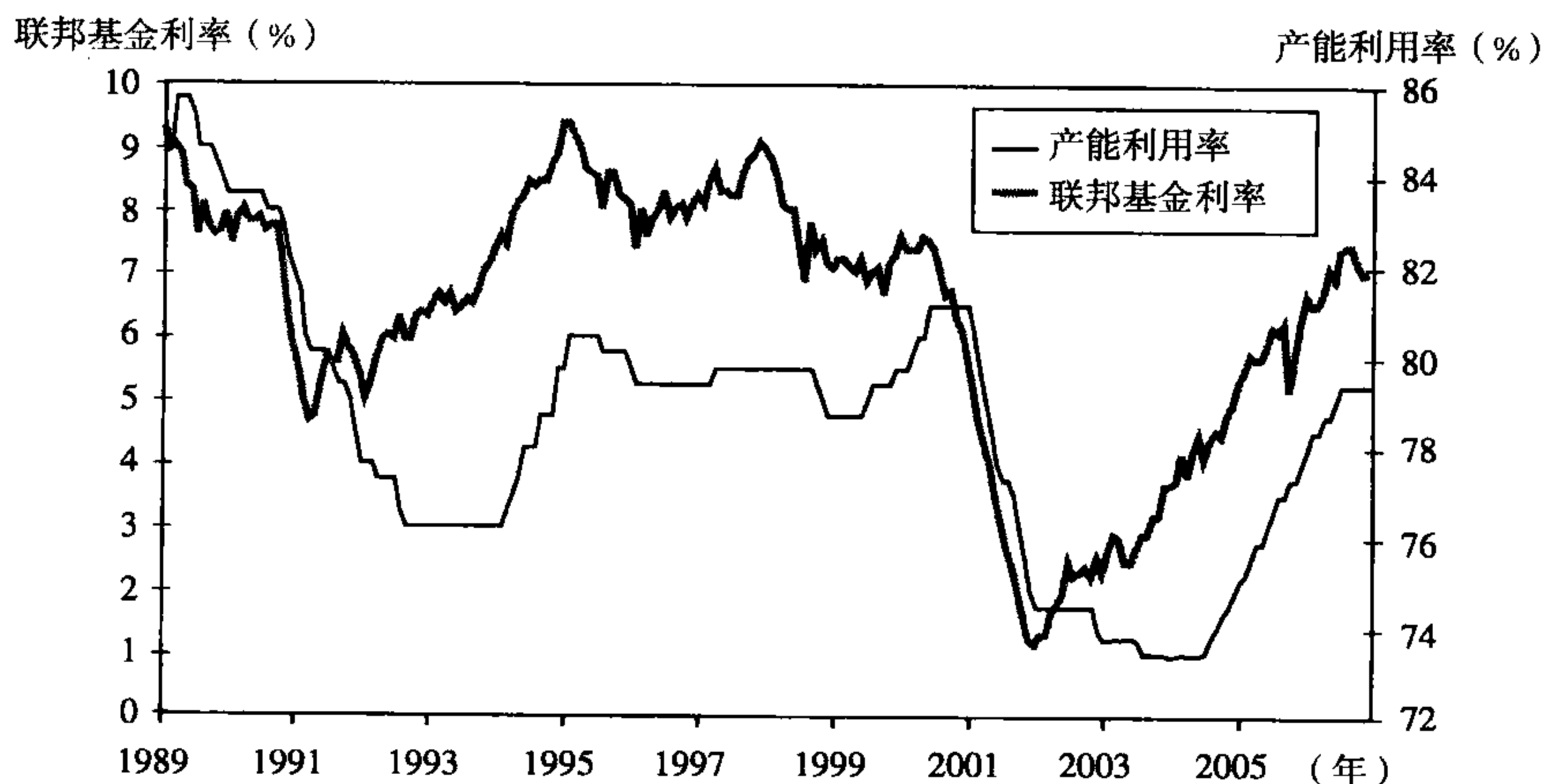


图4-7 产能利用率与联邦基金利率的增长

（资料来源：美联储管理委员会）

我们得出的结论是：虽然近几年来产能利用率和通货膨胀之间的关系已经比过去松散了一些，但美联储仍然坚信产能利用率是造成通货膨胀的一个非常重要的因素，因此始终对报告的产能利用率数值给予密切关注。同时，对交易商（尤其是固定收入市场的交易商）来说，这个理由已经足以说明应当对产能利用率给予密切关注。

⑤ 如何利用看到的信息

对大多数指标来说，华尔街的金融人士们都希望能够透过它们提前了解“工业生产与产能利用”报告可能提供哪些信息：越早得到大致的工业生产指标，就

能越早发现这些数字中的任何异常情况，并且对此加以利用。在这个过程中，比较实用的工具是美国劳工部每月的就业报告中公布的工作时数。本章内容当中特别值得一提的是市场参与者究竟该如何通过劳工部提供的数据来对工业生产指标进行预测。

背后的秘密

正如之前提到过的，在暂时无法得到确切的实际数据的时候，美联储可能会根据生产工人的工作时数来估计工业生产的相关情况。华尔街的经济学家们使用同样的一组统计数字，采取简单快速的“信封背面（back-of-the-envelope）”算法对工业生产指标进行估算，通常能在官方数字公布前的两周之内提前得到一个估算值。下面我们讲一个计算方法举例，其中使用的就是美国劳工统计局于2002年4月5日发布的当年3月的《就业形势》报告中的数据。BLS的报告中提到：2002年2月，制造业的就业人数为1 686.9万人，平均每周工作时间为40.7小时。而同年3月，制造业就业人数为1 683.1万人，周平均工作时数为41.1小时。计算时第一步是计算每个月所有劳动力的工作总时数。

$$2月：1\,686.9（万人） \times 40.7（小时） = 68\,656.83（万人 \cdot 小时）$$

$$3月：1\,683.1（万人） \times 41.1（小时） = 69\,175.41（万人 \cdot 小时）$$

下一步计算3月份增加或减少的劳动力工作时数总值。

$$69\,175.41 - 68\,656.83 = 518.58（万人 \cdot 小时）$$

最后计算出每月的变化比例。

$$（518.58 \div 69\,175.41） \times 100\% = 0.749\,6\%$$

所以，根据制造工人人数及其工作时数，预计3月工业生产指标的变化比例是0.75%。结果，4月16日的报告中公布的真实指标是138.8，在修订后的2月份数值137.9的基础上上升了0.65%。当然，计算结果并不一定总是跟真实结果如此接近。不过计算方法的确非常简单，就算具体数值不一定精确，但它对于判断指标（指标是一个至关重要的统计数字）的变化方向是很具参考价值的。

第 5 章 美国供应链管理协会指标

除了第 3 章讨论过的每月《就业形势》报告以外，各种经济参数中最受关注的就当数采购经理指标（PMI）了。PMI 的变化往往能引起市场的重大震荡，有传言说 PMI 指标是前美联储主席格林斯潘的“荒岛统计值（即救命稻草）”，也就是说，如果格林斯潘身陷某个荒岛，被迫只能根据一个经济指标来制定他的经济政策的话，他一定会选择 PMI 这个指标。

PMI 在《供应链管理协会商业报告》中总是作为最重要的头条指标发布。报告由美国供应链管理协会（ISM）制作推出，协会设在美国亚利桑那州中南部的坦佩（Tempe）市，是一个非营利的专业协会。每月的第一个工作日东部时间上午 10 点以后，即可登录 ISM 的网站 www.ism.ws，浏览报告内容。该网站不仅提供报告中涉及的有关各种指标的大量信息，而且还提供完整的历史数据，并且第一时间对数据进行及时修订和更新。

ISM 的商业报告所陈述和讨论的是 10 个季节性调整的景气动向指标（扩散指数）当前的数值，这些指标是根据 ISM 对全美近 300 位采购经理所做的问卷调查的结果统计出来的。问卷调查大约是上个月的月中左右，调查的内容包括采购经理对生产企业所支付的材料价格有何评价，以及对生产水平、新订单、订单储备、供应商配送速度、库存、客户库存、就业、新出口订单、进口等的评价和看法。PMI 按照不同的权重值包含以下 5 种指标。

- 新订单。
- 生产。
- 就业。
- 供应商绩效。
- 库存。

经济学家们参考 PMI 主要是为了判断制造业的发展是否健康，但是运用该指标同时还有助于从更宏观的角度了解和把握国民经济的整体情况。该指标的变化与先行经济指数（参见第 2 章）的变化趋势基本上保持一致，能够在美国经济研究局正式宣布经济衰退期的具体月份之前提前做出时间预测，效果非常突出。这一点其实并不奇怪。关于制造活动及相关的支出情况，还有谁会比国内制造企业中真正负责做采购决策的商业人士更清楚的呢？

根据美联储纽约银行进行的调查结果显示，金融市场（尤其是固定收益证券市场）对 ISM 每月公布的 PMI 做出的反应是非常敏感的。有的时候，PMI 被当做各种以月为单位的周期性报告中最强有力的市场推动因素。

⑤ 指标的演化

《制造业 ISM 商务报告》（*Manufacturing ISM Report on Business*）最开始起源于 20 世纪 20 年代，当时 ISM 的前身机构（最初被称为“国家采购代理协会”，后更名为“国家采购管理协会”），在进行一些零星的会员招募和调查工作——调查一开始仅限于全国范围内的商品的货源情况，但不久以后即开始将其他类型的信息也考虑进去。1930 年，该协会还只是美国商会下设的一个委员会的组成部分之一，美国商会也是当时的胡佛政府为了应对美国股市的崩盘和经济大萧条而专门组建的。1930 年设立的这个委员会的主要任务就是从美国商会的会员那里收集商业数据。虽然委员会 1931 年就解散了，不过由于得到美国政府的鼓励，协会决定将这方面的工作接下来继续做，并且开始定期进行问卷调查，公布调查结果。

这个调查项目由此一直延续下来，仅在第二次世界大战期间中止了四年的时间，因为战争期间数据质量来源得不到保障，因此无法保证正常发布。从 1948 年开始，PMI（也被称为 ISM 指标，更早的时候还被称为 NAPM 指标，即该协会 2001 年 5 月以前一直使用的名称）一直是美国供应管理协会月报告的组成部分之一。

☞ 数据解读

正如之前谈到过的,《制造业 ISM 商务报告》中所包含的 10 个景气动向指标反映的是美国各个地区的采购经理对问卷调查中提供的看法和评价情况。问卷调查的对象分别来自 20 个制造行业,行业分类参照的是“标准行业分类(SIC)”体系,其中在每个行业挑选的调查对象的数量根据各行业在 GDP 中所占的比重来定。这 20 个制造行业如下所述。

- 服饰。
- 化学制品。
- 电子零部件及电子设备。
- 金属制品。
- 食品。
- 家具。
- 玻璃、石材、矿物材料。
- 工业用、商用设备与计算机。
- 皮革。
- 其他(如珠宝、玩具、运动器材、乐器)。
- 造纸。
- 石油。
- 照相器材。
- 主要金属。
- 印刷与出版。
- 橡胶与塑料制品。
- 纺织。
- 烟草。
- 运输与运输设备。
- 木材与木制品。

美国供应链管理协会 2003 年调查问卷

1. 综述

请根据您的采购活动或您所在企业或行业产生影响的任何商业环境（地区性、全国性或国际性）进行评价。您的观点和评价非常重要。

2. 生产

请以上个月为参照物，选择一个最能反映本月真实水平（以数量计，不以美元金额计）的选项。

比上个月好 ☐ 与上个月一样 ☐ 比上个月差 ☐

3. 新订单

请以上个月为参照物，选择一个最能反映本月新订单真实情况（以数量计，不以美元金额计）的选项。

比上个月好 ☐ 与上个月一样 ☐ 比上个月差 ☐

4. 订单积压

请以上个月为参照物，选择一个最能反映本月订单积压（未发货的销售订单）情况（以数量计，不以美元金额计）的选项。

未统计订单积压的数量 ☐ 多于上个月 ☐
与上个月持平 ☐ 少于上个月 ☐

5. 出口新订单

请以上个月为参照物，选择一个最能反映本月出口新订单真实情况（以数量计，不以美元金额计）的选项。

无出口 ☐ 比上个月好 ☐
与上个月一样 ☐ 比上个月差 ☐

6. 商品价格

请以上个月为参照物，选择一个最接近您本月采购的商品的加权平均净价的大约值（以数量计，不以美元金额计）的选项。

比上个月高 ☐ 与上个月持平 ☐ 比上个月低 ☐

请列出与上一份报告相比价格上涨或下降了的商品的名称（请使用通用商

品名称, 不要使用个别性的名称)。

价格上涨的:

价格下降的:

7. 采购材料的库存

请以上个月为参照物, 选择最接近原材料、MRO(维护、维修、运营材料)、中级产品等(非最终产品, 购入的材料除外)的“整体”库存水平(以数量计, 不以美元金额计)的选项。

比上个月高☐

与上个月持平☐

比上个月低☐

请评价您的客户从您的企业采购的产品本月的库存情况。

太多☐

正合适☐

太少☐

8. 进口

请以上个月为参照物, 选择最接近原材料、MRO(维护、维修、运营材料)、零部件、中级产品等(非最终产品, 购入的材料除外)的“整体”进口情况(以数量计, 不以美元金额计)的选项。

无进口☐

比上个月高☐

与上个月持平☐

比上个月低☐

9. 就业

请以上个月为参照物, 选择最接近真实的“整体”就业水平的选项。

比上个月高☐

与上个月持平☐

比上个月低☐

10. 供应商配送

请以上个月为参照物, 选择一个最接近本月“整体”配送/交货表现的选项。

比上个月快☐

与上个月一样☐

比上个月慢☐

11. 供应短缺的商品

请列出您想采购但供应不足的商品的具体名称(请使用通用商品名称, 不要使用个别性的名称), 即使之前的报告中已经用过这样的名称。

12. 采购计划

请在每一类采购中选择一个最合适选项, 作为离计划采购日期最接近的加权天数。不包括预防性采购或投机性采购。

生产材料

马上 30 天 60 天 90 天 6 个月 1 年

MRO 采购

马上 30 天 60 天 90 天 6 个月 1 年

资本支出

马上 30 天 60 天 90 天 6 个月 1 年

经美国供应链管理协会许可后翻印，2003 年。

ISM 每个月都会向来自以上这些行业的会员企业提出 12 个问题(上页即经美国供应链管理协会许可后翻印的问卷内容)。在当月 20 日或 21 日左右，协会对发放出去的问卷进行回收和统计。

被调查者对每个问题做出的回答将被用来计算景气动向指标，除此以外，ISM 还针对有关问题询问被调查者为什么会做出这样的选择，例如商品价格上涨了还是下降了，就业情况改善了还是恶化了等。ISM 也会要求被调查者列出出现货源短缺的商品具体都有哪些(提供通用的商品名称，而不用个别性的名称)，无论这些商品在之前的统计报告中是否已经列举过。这些答案或评价将被用到每月的报告当中，同时也将被收录到报告最开始的综述部分，放在报告主体内容之前。

ISM 对被调查者就每个问题的做出的回答进行归类，分为肯定、中立和否定三个级别，并且计算每一类答案的数量在所有答案中所占的比例。然后，再把每个类别的百分比数值分别代入以下这个计算公式：

$$\text{肯定回答所占百分比} + (\text{中立回答所占百分比}) / 2$$

得到的结果就是一个景气动向指标。如果问卷中有关就业水平的问题收回了 350 份回复，其中 20 份为否定回答(即“比上月低”)，275 份为中立回答(即“与上月一样”)，55 份为肯定回答(即“比上月高”)。那么，将这些数字分别代入以上计算公式，可以得到这样一个 ISM 就业指标值。

$$\begin{aligned} \text{就业指标} &= (55 \div 350) \times 100 + (1/2)[(275 \div 350) \times 100] \\ &= 15.7 + (1/2)(78.57) \\ &= 15.7 + 39.28 \\ &= 55.0 \end{aligned}$$

经过这样的方法计算之后得到的数值会在 0 到 100 之间。如果得到的结果大于 50, 则可以预计未来将出现经济扩张; 如果得到的结果小于 50, 则预计未来将出现经济紧缩。那么, 扩张/紧缩的分界点为 50, 而不是 0。从历史上来看, 每个 ISM 指标往往会因国民经济当前在经济周期中所处的具体阶段的不同和具体指标的不同, 而在 35 和 70 之间波动。例如, 价格指标的波动范围是 30 到 90 之间, 出口指标则保持在 40 到 70 之间。

正如之前已经提到过的, 这些指标当中有五个经过权重值分配和加总以后, 即构成了 PMI。这五个指标及其相关权重值分别是: 新订单指标 (30%)、生产指标 (25%)、就业指标 (20%)、供应商配送指标 (15%)、库存指标 (10%)。例如, 2006 年 11 月的 PMI 的计算方式是这样的。

$$\begin{aligned}
 \text{PMI (2006 年 11 月)} &= \text{新订单指标 (0.30} \times 48.7) + \\
 &\quad \text{生产指标 (0.25} \times 48.5) + \\
 &\quad \text{就业指标 (0.20} \times 49.2) + \\
 &\quad \text{供应商配送指标 (0.15} \times 52.8) \text{ 与库存指标 (0.10} \times 49.7) \\
 &= 14.61 + 12.125 + 9.84 + 7.92 + 4.97 \\
 &= 49.5
 \end{aligned}$$

其中所占比重或权重最大的是新订单指标, 说明 5 个指标当中新订单指标的预测值是最大的。从经济学的角度来说, 新订单指标所占比重最大是有道理的, 因为根据定义, 订单代表的是采购意向。这个权重值相应地有助于综合 PMI 对商业周期中的各个转折点做出更精确的预测。

⑤ 它们究竟意味着什么

ISM 制造业报告不仅对于了解景气动向指标非常有价值, 而且对于把握参与问卷调查的采购经理们讨论的热点话题和观点看法等也具有相当的参考意义。将各项指标与采购专业人士的观点结合起来, 我们就可以真正掌握制造业当前的具体发展状况。而且, 由于该报告的发布时间是每月的第一个工作日, 因此提供的信息非常及时, 也可以将该报告的发布作为经济指标每月周期的一个非正式的起点。

正因为具有以上种种优势, 该报告已经成为华尔街的经济学家们、政府的经

济预测专家，以及从事商业规划的专业人士们能够借鉴的极具价值的分析工具。由于经济界的这些专业人士关注的任何问题、采取的任何行动、发表的任何言论都可能对股票市场和债券市场产生影响。因此，投资者们也同样有必要对这份报告予以密切关注。

如果 PMI——生产、新订单、就业指标等的数据表现得比较稳定，那么我们通常可以认为国内的大量制造型企业都处于乐观的发展状态。对企业和行业的价值产生影响的因素不计其数，而且存在大量风险因素，但是只要国家的经济基础足够稳定（例如，通货膨胀率低、银行利率低、就业人数增长稳定、全球范围内对美国制造的产品需求量提高等），只要 ISM 指标呈现上升趋势，那么卡特彼勒、英格索兰（Ingersoll-Rand）、国际纸业（International Paper）、联合科技（United Technologies）、伊顿集团（Eaton Corp）、礼恩派国际集团（Leggett & Platt）等工业企业可能就处于繁荣发展的状态。

下面我们探讨 PMI 及商务报告中涉及的一些相关次级指标的经济学意义，以及这些指标与其他经济指标之间的某些关联。次级指标与其他经济指标之间存在千丝万缕的相互关系，事实上，它们之间的关系在我们这样一本入门级的书里是没有办法进行深入剖析的。我们强烈建议读者根据 ISM 网站上提供的数据，与其他经济指标进行对比，去了解一下它们之间的微妙关系。这里我们来看看华尔街专业人士比较热衷于研究的几种关系。

PMI

PMI 之所以与本书中讨论的大部分其他经济指标有所区别，之所以受到分析师、经济学家和投资者的特别青睐，是因为它相对而言比较简单，与宏观经济趋势存在很强的相关性，并且视角独特。与其说 PMI 是生产部门的产出量或产出值，倒不如说它是从那些真正从事制造商品的采购工作的专业人士的角度看到的经济发展的真实情况。这也是这个指标真正与众不同的特质。不过，PMI 及其包含的次级指标最吸引人之处大概还在于它们很容易理解，所以市场交易员们几乎可以在拿到数据的同时马上就对每个月的相关变化情况做出判断。

PMI 不仅仅是一个制造活动的衡量指标。如图 5-1 所示，指标每个月的变化能够清晰地折射出 GDP 账面值的年度百分比变化情况。PMI 对于预测整体的宏观

经济活动具有巨大价值。

从图中我们可以看到，PMI 和 GDP 之间的关系表现出了高度的一致性。这是因为图 5-1 中的 PMI 变化是以季度为单位的，而每季度 PMI 数值是根据对每个月的数据进行平均之后计算得到的。不过，由于 ISM 的 PMI 每月发布一次，而 GDP 报告是以月为单位发布的，相对比较滞后，因此 PMI 事实上从某种意义上说属于先行指数，或者说具有预测功能。

我们之前探讨过，“50”这个数字对 PMI 来说是一个分水岭，50 以上或 50 以下即意味着制造业处于扩张状态或是紧缩状态。但是如果说到更大范围的宏观经济的变化，经济扩张和经济紧缩还可以分为不同的级别。例如，如果 PMI 的数值为 42.0 左右，可以找到整个经济周期中相应的转折点。

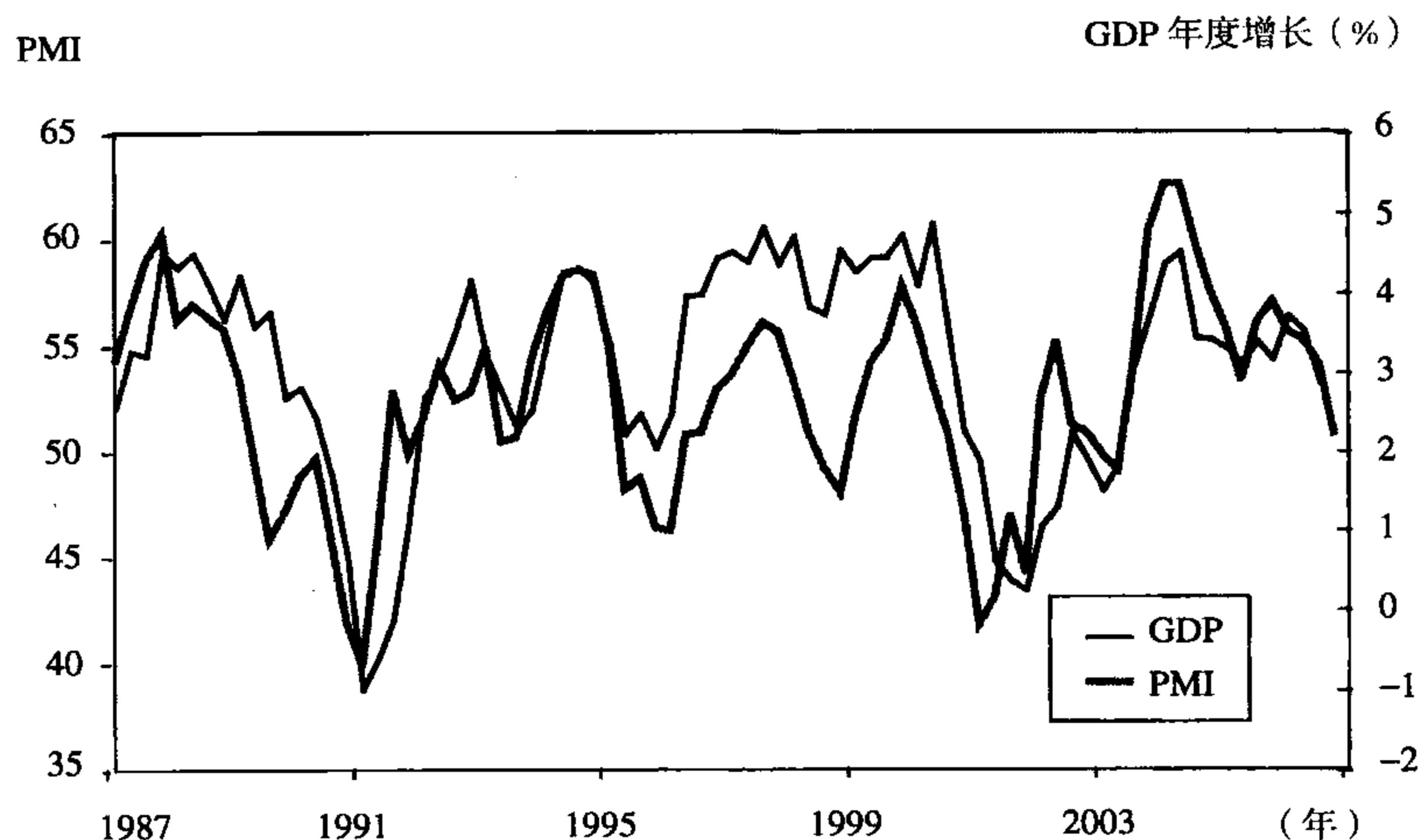


图 5-1 GDP 与 ISM 的 PMI 对比

（资料来源：美国商务部经济分析局）

水平下降取决于美国经济的潜在组成结构。在 20 世纪 40 年代到 70 年代期间，制造活动对美国整体经济产生的影响大于其在 20 世纪 80 年代对美国整体经济产生的影响，因为 20 世纪 80 年代的美国经济已经由过去的工业为主的经济形态开始向服务行业倾斜。所以，在从前，每当制造业出现滑坡，整个国民经济即陷入衰退。如今，制造业在整个经济输出中仅占到 20% 左右的比例。因此，制造活动的缩减就不一定会导致整个宏观经济的衰退了。这也是为什么 PMI 指标水平越低，即意味着宏观经济呈现衰退。

从图 5-2 中我们不难看出，美国在第二次世界大战以后出现的经济衰退期期间，PMI 都出现了大幅度下降，而 PMI 下降有时会出现在经济衰退期以前，并且贯穿整个经济衰退期的始终。在 20 世纪 80 年代以前，每当 PMI 跌落到 50 以下，经济就必然进入衰退期。然而到了 80 年代以后，PMI 跌至 50 以下的情况仅在两次经济衰退期期间出现过，并且，两次衰退期持续的时间都很短，影响也比较微弱。比如说，如果我们回过头去看看 1995—1996 年期间以及 1998 年年末媒体发布的低于 50 的 PMI 数字，一定能找到很多经济学家预测的经济衰退期。这些经济衰退期从来都没有出现扩大蔓延的情况——这同样可以说明制造业的滑坡已经不会再像从前那样引起整个国民经济的衰退。也就是说，制造业处于衰退状态而宏观的国民经济却并不呈现衰退趋势的情况是完全有可能的。

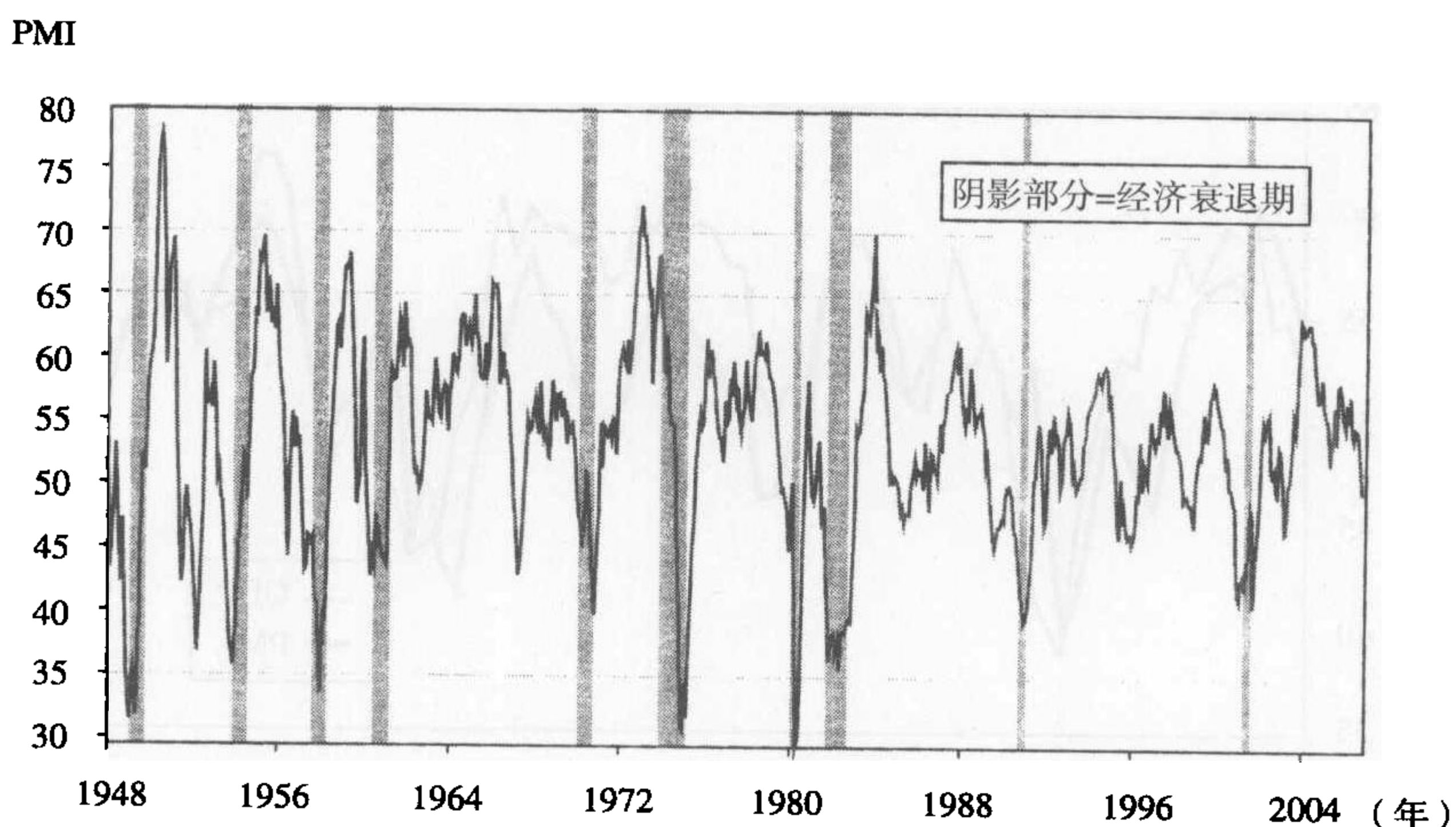


图 5-2 ISM 的 PMI 与经济衰退期

（资料来源：美国供应管理协会，美国国家经济研究局）

ISM 就业指标

PMI 本身反映的就是制造业的总体状况以及更大范围的国民经济的总体状况。不过，这只是从很宏观的角度来看的。要掌握更具体的信息，经济学家和市场交易员们会进一步考察各个次级指标，因为每个次级指标对于制造行业及其相关制造活动的方方面面能够发挥相当明显的预测效果。

ISM 就业指标是根据被调查的采购经理们对“当前就业水平相对于上个月有何变化”这个问题的回答来统计制定的，这个指标反映的是美国制造型企业员工的就业趋势。例如，图 5-3 中所体现的就是就业指标与制造业薪资水平的年度百分比变化状况之间的关系，其中制造业薪资方面的数据是由美国劳工统计局提供的。该图进一步证明美国经济已经在从制造业一统天下的局面逐渐转向服务导向型的模式：在 1980 年到 2002 年这 276 个月中，有 190 个月该指标一直在 50 以下徘徊。换言之，在过去的 1/4 个世纪里，制造业就业人数处于下降而非增长的时间大概占到了 69%。

制造业薪资增长和 ISM 就业指标之间的关系事实上是非常密切的。根据图 5-3 我们还看到，就业指标对于预测制造业薪资水平增长率的下降趋势效果显著，但是对于回暖或上升等积极的发展趋势却不能做出很好的预测。在以上这段时间内，每当指标跌至 50 以下并且持续至少 5 个月时，制造业的薪资增长就会在首次出现 50 以下的数字之后 6 个月左右开始呈现负增长。与之形成对比的是，自从 1980 年以来，就业指标几乎没有预测出制造业薪资的正增长。就算曾经做出过准确的预测，次数也是少之又少。之所以会这样，可能是因为 1980 年到 2003 年期间，制造型企业雇用的工人人数在所有行业当中处于绝对优势，而且很多制造工作被转移到了美国境外进行。

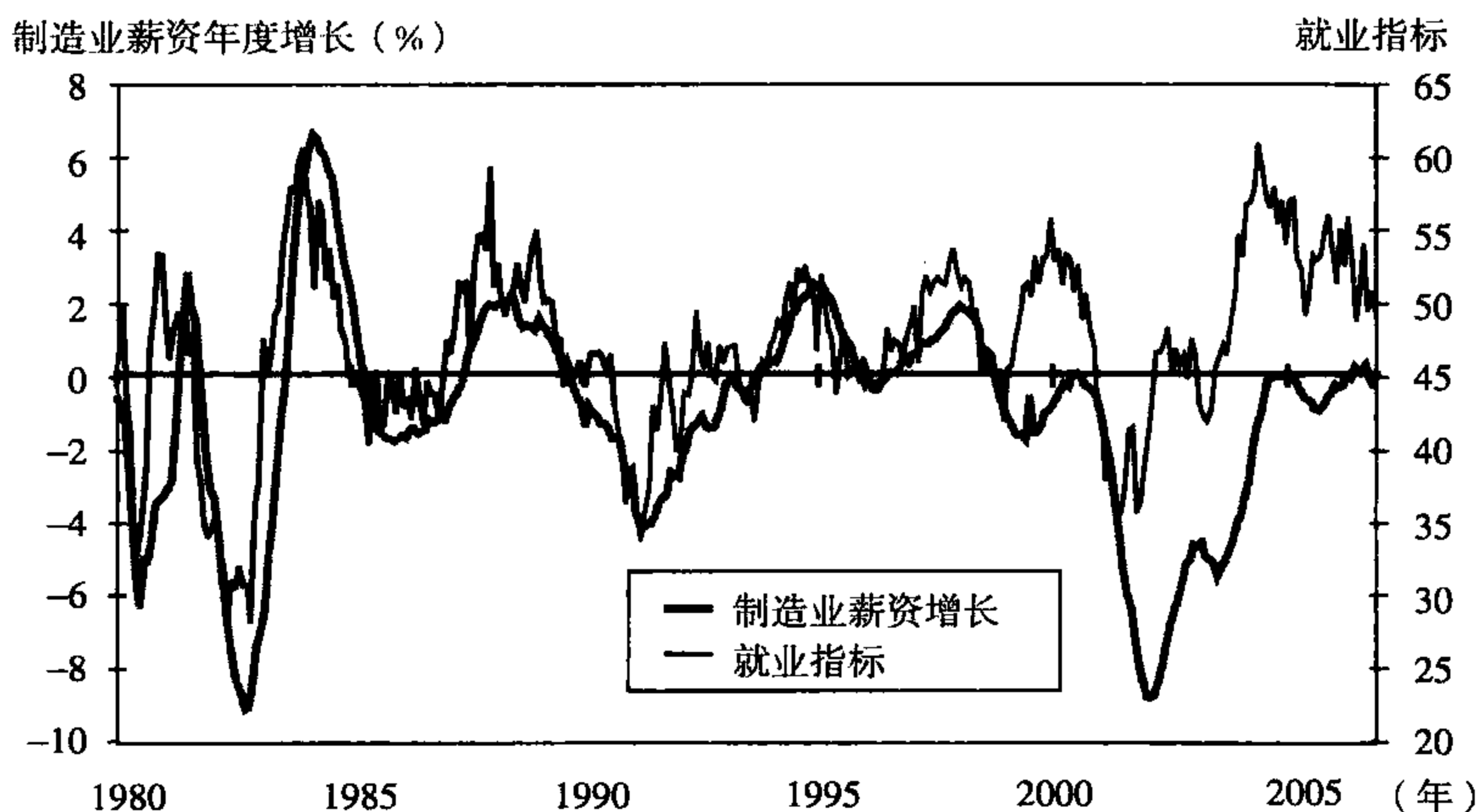


图 5-3 ISM 就业指标与制造业薪资状况

（资料来源：美国劳工部劳工统计局）

最近，经济学家们开始逐渐得出这样一个结论，那就是美国经济已经出现了结构性变化，尤其是在制造业工人的就业水平方面。随着 20 世纪 90 年代后半叶生产力水平（经济学家们对生产力的定义是：每个工时制造的产品数量）的迅速提高，企业雇用的工人数量在减少。此外，跨国制造企业已经开始向其他国家（如中国、印度、捷克共和国、墨西哥等）寻求更廉价的劳动力。关于这一点，有人坚持说这类的工作岗位减少是永久性的，因为它们永远不可能再回到美国。从 20 世纪 90 年代中期一直到现在，ISM 的就业指标始终在 50 以下，这个事实进一步证明了这种趋势的确存在。

ISM 价格指数

ISM 价格指数源自被调查者对问卷中有关“商品制造商所支付的用于生产制造过程的价格相对上个月有何变化”这个问题的回答。这个指标能够体现制造企业所面临的潜在通货膨胀压力。指标引起了华尔街专业人士的广泛关注，尤其是受到了信贷市场的追捧，因为通货膨胀会造成固定收益证券市场上证券价值的缩水。由于美联储相当关注通货膨胀是否有可能出现上升，因此这个指标也始终排在美联储经济指标排行榜的榜首位置。

当然，指标最直接的作用不过就是说明制造行业的价格变化情况。而至于它究竟能够多么精确地反映出本行业的通货膨胀状况，请参考图 5-4。图中呈现的是 ISM 价格指数与中间产品 PPI 的年度增长率之间的关系。中间产品指标是美国劳工统计局作为 PPI 来计算的批发价格衡量指标之一。它反映的是原材料经过加工之后进入下一个生产阶段的商品的价格变化情况。也就是说，经过了一定加工的中间商品，包括地板材料、新闻用纸、橡胶轮胎及内胎、钢丝、精制食糖等商品。这些都是制造型企业最有可能采购的几类材料。同样，对这类的商品，还有谁会比直接从事其采购工作的采购经理们更了解其价格波动情况的呢？这就是 ISM 价格指数之所以会得到金融市场以及美联储的密切关注和大力推崇的原因了。

这其中可能会出现一个问题，那就是：既然这两个指标之间存在如此密切的关系，那么为什么不干脆只看中间商品 PPI 数值呢？由于 ISM 商务报告的发布时间是每个月的第一个工作日，因此比 BLS 的 PPI 报告发布时间早两周左右。对债券市场的交易员来说，两周时间几乎是完全可以忍受的。在固定收益债券市场上做出买入或是卖出决定，基本上都是以秒来计时的。债券交易员速度越快，发

现通货膨胀上升趋势的时间越早，所赚的钱就越多。

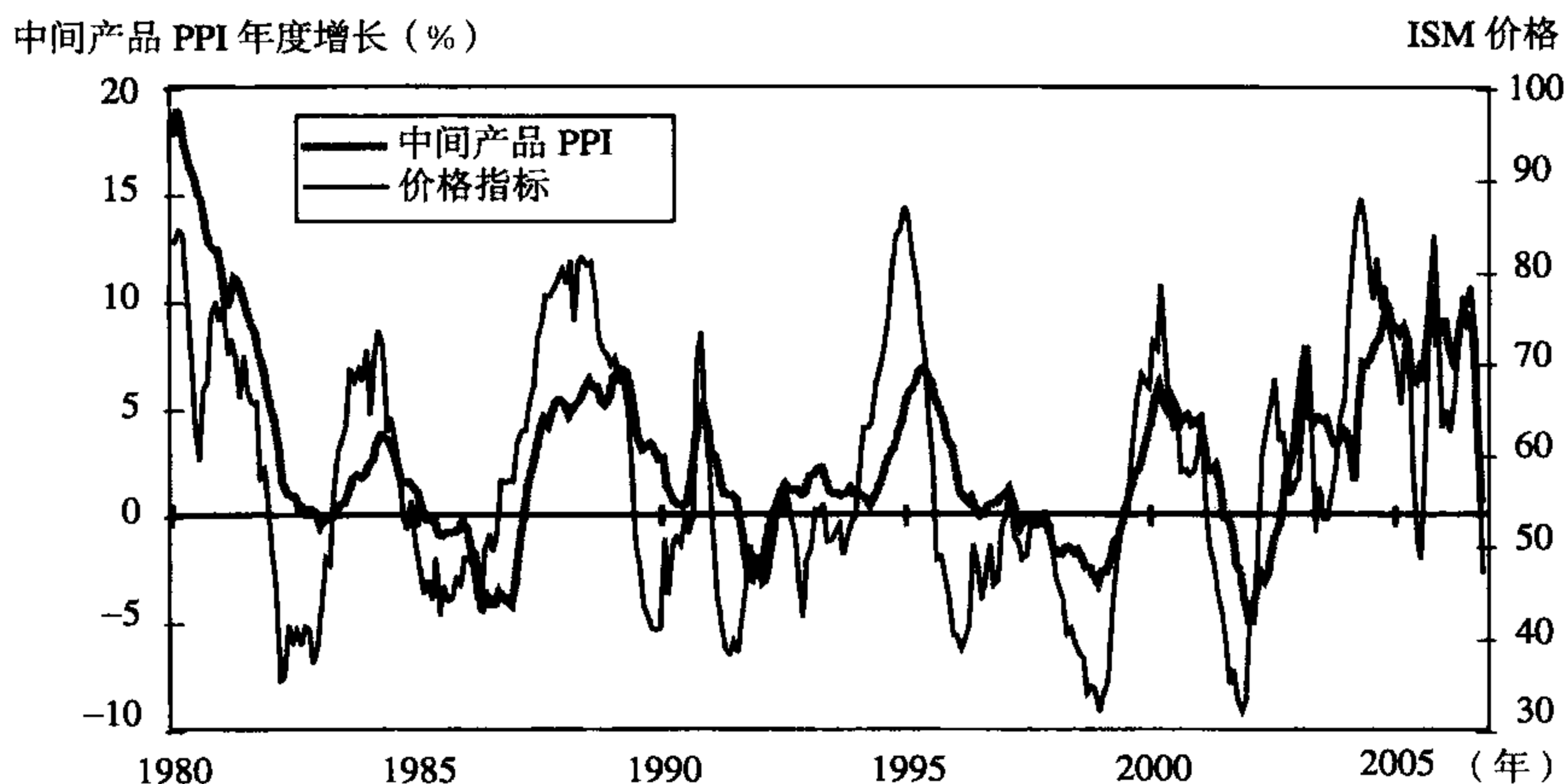


图 5-4 ISM 的价格指标与中间产品 PPI

（资料来源：美国供应链管理协会，美国劳工部劳工统计局）

投资者和经济学家们关注“价格指标”是为了获得中间商品价格以外的更多其他信息。对政策制定者来说，最关心的则不外乎制造商是不是会将提高的成本转嫁到这些商品的最终用户头上。如果出现价格的持续、大范围上涨，那么整体物价水平将因此上涨，从定义上来说，这就叫做通货膨胀。除了对固定收益证券市场造成破坏性影响以外，通货膨胀还会对消费支出水平产生负面影响，因为工人们此时必须赚更多的钱（通过延长工作时间）才能支付得起原来用比较便宜的价格就可以获得的商品或服务的消费。

因此，“价格指标”是一个用来衡量制造行业和整个国民经济的通货膨胀潜力的有用指标。根据最近的商务报告，当“价格指标”持续处于 47.1 以下时，通常会同时出现 BLS 制造业价格指数下降的情况，而制造业价格指数是批发价格通货膨胀水平的衡量标准之一。

在 ISM 商务报告的所有章节当中，针对每个次级指标的变化情况做出的相关评价能够大大提高该报告的价值。由于每月报告能够提供非常详细的信息和见解独到的评论，因此基础材料及商品分析师（如主要进行金属制品、化学制品、水泥、木材造纸、包装等行业分析的分析师）每个月总会迫不及待地争取第一时间拿到这份报告。

报告对投资者的帮助则在于其商业评论的价值，例如，2006 年 11 月的报告

中做出了这样的评论。本月支付的成本价格提高的 8 行业是：食品及饮料、烟草、机械、交通运输设备、计算机与电子产品、家具及相关产品和非金属矿产品。

如果投资者能够了解到究竟哪些行业在经济发展趋缓的情况下支付的制造成本在提升，就可以初步判断这些行业的发展方向很可能未来即将发生变化。经济发展放缓时国民经济的最常见的一个特征就是：企业无法（也不愿意）提高价格。由于经济增长放缓即意味着收入增长速度下降，且工作机会减少，因此企业在这个时期提高产品价格基本上是行不通的。（在经济不景气的时候唯一有机会提高价格的企业就是生产或销售生活必需品的企业，例如生产医疗保健类商品或提供相关服务的企业。）所以，一旦价格出现上升，通常预示着接下来将迎来经济的回暖。

ISM 的“价格指标”和西得克萨斯中间原油的现货价格之间同样存在紧密的相关性。同样，这一点也不难理解，因为制造商在生产过程中要使用大量的原油产品。熔炉、干燥炉、压缩机、高炉，以及无数工厂的机械设备都需要用到某种形式的原油，或者它的某种衍生产品。所以，当原油的价格上升时，制造企业的输入成本也就提高了。成本的上升通常会体现在 ISM 的“价格指标”上，因为它实际上就是制造商支付的价格的一个衡量标准。同样，政策制定者们此时关心的是：随着输入价格的提高，价格上涨的压力被转嫁到最终产品上的可能性是不是也将随之增加。而对于最终用户即普通消费者来说，生活成本也就因此而提高了。

ISM 供应商配送指标

在 ISM 的每月商务报告当中，ISM “价格指标”并不是通货膨胀的唯一风向标。ISM 供应商配送指标（也被称为供应商指标）能够作为判断未来价格走势的一个指示剂。

供应商配送指标衡量的是供应商将零部件和材料送交至生产企业，作为生产企业商品生产过程中的有机组成部分应用于生产过程所需的时间。当该指标超过 50 时，就意味着供应商的配送即发货速度下降了，说明市场需求在增加，因此获得关键性材料用来供应给生产企业的难度加大了。该指标低于 50 时即意味着配送速度较高。

配送时间延长往往容易引起劳动争端，因此常常导致工人罢工或工厂停业。这种争端在制造型企业里发生的频率更高，在机械工、铁路工、码头工，以及货

运行业尤为突出，服务业则相对较少出现。当物资供应（生产过程的输入）时间延长的时候，就可能会遭遇相应的瓶颈，而如果长时间得不到妥善解决，就会因为无法生产和供给必要的制造输入而导致物价上涨。

这个过程与最基本的供需平衡规律是一致的。无论出于什么原因，一旦配送出现延迟，生产企业的产量就必然受到影响，并最终导致企业最终产品的供给不足。从定义上来说，这就叫做供应短缺。当某种商品出现供应短缺的现象时，价格就必然上涨。劳动争端持续的时间越长，导致通货膨胀的可能性就越大。此外，一旦供应不足的情况持续下去，制造商付出的代价就会不断攀升，错过生意机会的风险即相应上升，进而激发通货膨胀环境的形成。

《商业日报》(*Journal of Commerce, JOC*)的“工业材料价格指数 (Industrial Materials Price Index, IMPI)”是由美国经济周期研究协会 (Economic Cycle Research Institute, ECRI) 计算的以天为单位的一个价格指数，其中涉及了 18 种工业商品材料，包括镍、棉花、聚酯、粗麻布、铜、红橡木、胶合板、动物脂、钢铁、原油、苯、乙烯等。我们之前谈到过，当这些工业商品价格上涨时，通常意味着经济形势正在逐渐改善。如图 5-5 所示，该指标其实只不过是用来同 ISM “供应商配送指标” 类似的另外一个原材料或商品价格指数而已。从图中我们可以看到，“供应商配送指标” 始终紧跟工业商品价格的增长趋势，《商业日报》中的“工业材料价格指数” 也同样如此。相反，当该指标出现迅速下滑以及跌至 50 以下时，工业价格水平即随之下降。

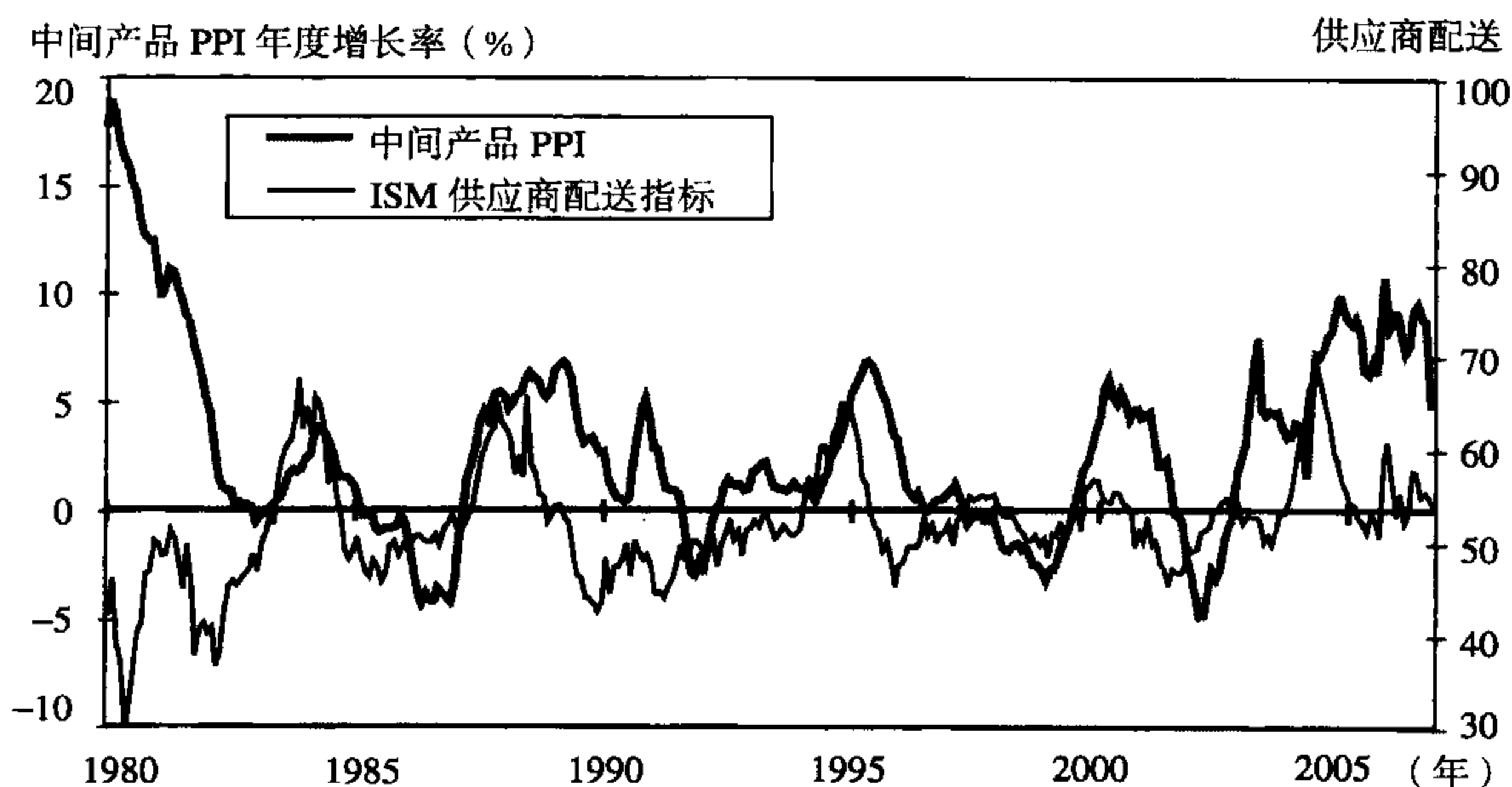


图 5-5 ISM 的供应商配送指标与中间产品 PPI

(资料来源：美国供应链管理协会，美国经济周期研究协会)

ISM 非制造业指标

由于制造业目前在美国的经济输出总量中仅占到 20%左右，因此经济学家们自然就希望能够找到一个与 PMI 类似的指标，用来对在国民经济中占 80%之多的其他行业的发展情况进行统计和评估。为此，ISM 于 1997 年 7 月推出了《非制造业商务报告》。非制造业问卷调查与制造业的问卷调查类似，并且，它与制造业调查一样，具有相当好的预测效果。该调查针对近 62 个行业（包括休闲娱乐业、公用事业、宾馆酒店业、房地产业、零售业、保险业、金融银行业、会计业、通信业、采矿业、农业、工程技术、教育服务、建筑，以及医疗保健等行业——也就是说，它包括所有不属于制造业的行业）的 375 位采购与供应经理进行，根据他们对调查问卷上提出的问题的回答，统计制作而成。由于这项调查涉及了大量服务行业，因此商业媒体常常把非制造业调查当做 ISM 服务报告来看待。

《非制造业商务报告》中包含以下指标。

- 总体商业活动。
- 新订单。
- 积压订单。
- 新出口订单。
- 进口。
- 价格。
- 就业。
- 供应商配送。
- 库存情绪/气氛。
- 库存变化。
- 客户的库存。

非制造业报告与 ISM 制造业报告中的 PMI 一样，都有一个最首要的关键指标，即“总体商业活动”。这个指标经常被当做非制造业 PMI 或服务业 PMI。不过，与制造业报告中的 PMI 不同的是，“非制造业总体商业活动指标”并不是一个复合指标，或者说，并不是由一系列次级指标根据不同的权重值组成的复合性指标。

由于非制造业报告相对来说还处于襁褓期，因此同历史更悠久的制造业 PMI 相比，每月的报告（通常比制造业报告的发布时间晚两个工作日，即每月的第三个工作日发布）对于金融市场的影响力是不能相提并论的。事实上，关于这个指

标的预测能力,目前尚未得到定论,其原因是自1997年以来,美国经历过的经济低迷期的次数还比较有限。

图5-6所示的是ISM的非制造业PMI与美国商务部提供的12个月服务消费比例变化之间的密切关系。其实二者之间存在这样的关系是完全可以预见的,因为服务业在被调查的非制造行业中已经占据了压倒性的优势地位。经济学家们已经发现,如果指标在50以下,则意味着服务消费的增长率在3.5%(年度百分比)的水平。

非制造业调查中的各项指标显然与美国的相当大一部分经济活动之间存在着很强的相关性。毫无疑问,ISM的非制造业调查最终还是会变成最重要的经济指标,其原因主要是因为美国已经从工业国家逐渐转变为以服务业为主导的国家。但是,在成为首要经济指标以前,非制造业指标还得经过较长时间的市场考验,同时需要一个与制造业ISM商务报告中的PMI类似的,包含一系列权重值不同的指标在内的复合指标。

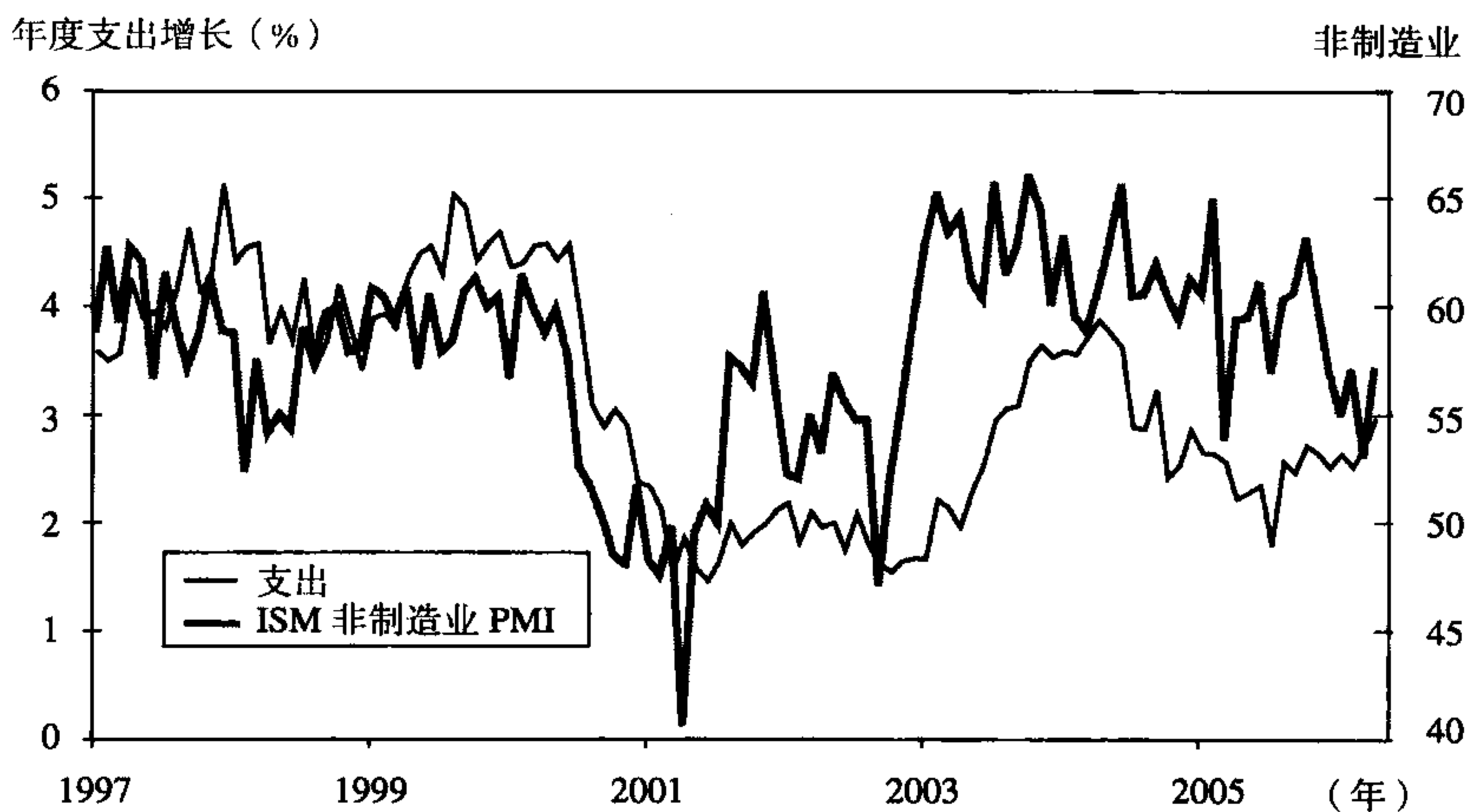


图 5-6 ISM 非制造业 PMI 与服务消费支出

(资料来源:美国供应链管理协会,美国商务部)

5.2 如何利用看到的信息

股票市场往往会对PMI和生产指标的变化做出同步反应。这一点完全可以理解,因为虽然制造活动在美国经济中所占的地位已经有所削弱,但是事实证明制

造活动仍然能够很好地代表国家的整体经济环境。当企业预期消费者需求将有所提高时（这一点可以通过商品库存的下降和消费支出的增长得到印证），它们就会扩大生产。因此，如果 PMI 或生产指标出现上升，并且达到 50 以上，那么通常对股票市场是一个利好消息，因为市场需求上升通常会带来销量的上升，而利润水平也必将随之水涨船高。

在正常情况下，固定收益市场会对 PMI 的大幅上升迅速做出反应。也就是说，当 PMI 达到 50 以上时，通常即被视为经济处于通货膨胀状态，从而对固定收益市场的债券价值产生负面影响，债券价格也因此有所下降，投资收益相应提高。请记住，ISM 的商务报告同样也包含债券交易员所感兴趣的“价格指数”。“价格指数”越高，通货膨胀的压力就越大，证券价格的下跌也就越明显。所以，为了更好地把握固定收益市场的反应，华尔街的专业人士们通常都会直接将“价格指数”以及价格指数的变化趋势视为该报告中最基本的一张通货膨胀晴雨表。

背后的秘密

当经济学家们拿到一堆经过证明的经济指标（例如 ISM 商务报告中涉及的指标）以后，往往总是能够找到最好的办法将它们与自己手头现有的指标（通常是指标系列当中更有价值、更有效的那些指标）联系到一起。除此以外，华尔街还有一个更受欢迎的做法，那就是取 ISM 新订单指标与库存指标之间的差。如图 5-7 所示，最终得到的统计结果与真实 GDP 的年度百分比之间存在相对较强的相关性。

由于国内生产总值是以季度为单位汇总的，而且有时中间的时间间隔甚至超过一个季度，因此一些经济学家发现这个数值能够更精确、更及时（每月发布，而非每季度发布）地反映经济增长率的真实变化。

同本章介绍的很多景气动向指标一样，“新订单减库存（即 NO-INV）指标”并不能反映真实的经济增长或 GDP 增长具体达到了怎样的水平，但是却能够非常准确地预测出未来将出现经济紧缩或经济扩张的趋势。在整个经济周期当中的某些发展阶段，当我们不能特别准确地区分当时是否处于经济衰退期时，以上这样一个计算方法就成为另一个很有用的指标，可以反映出经济形势的真实状态。

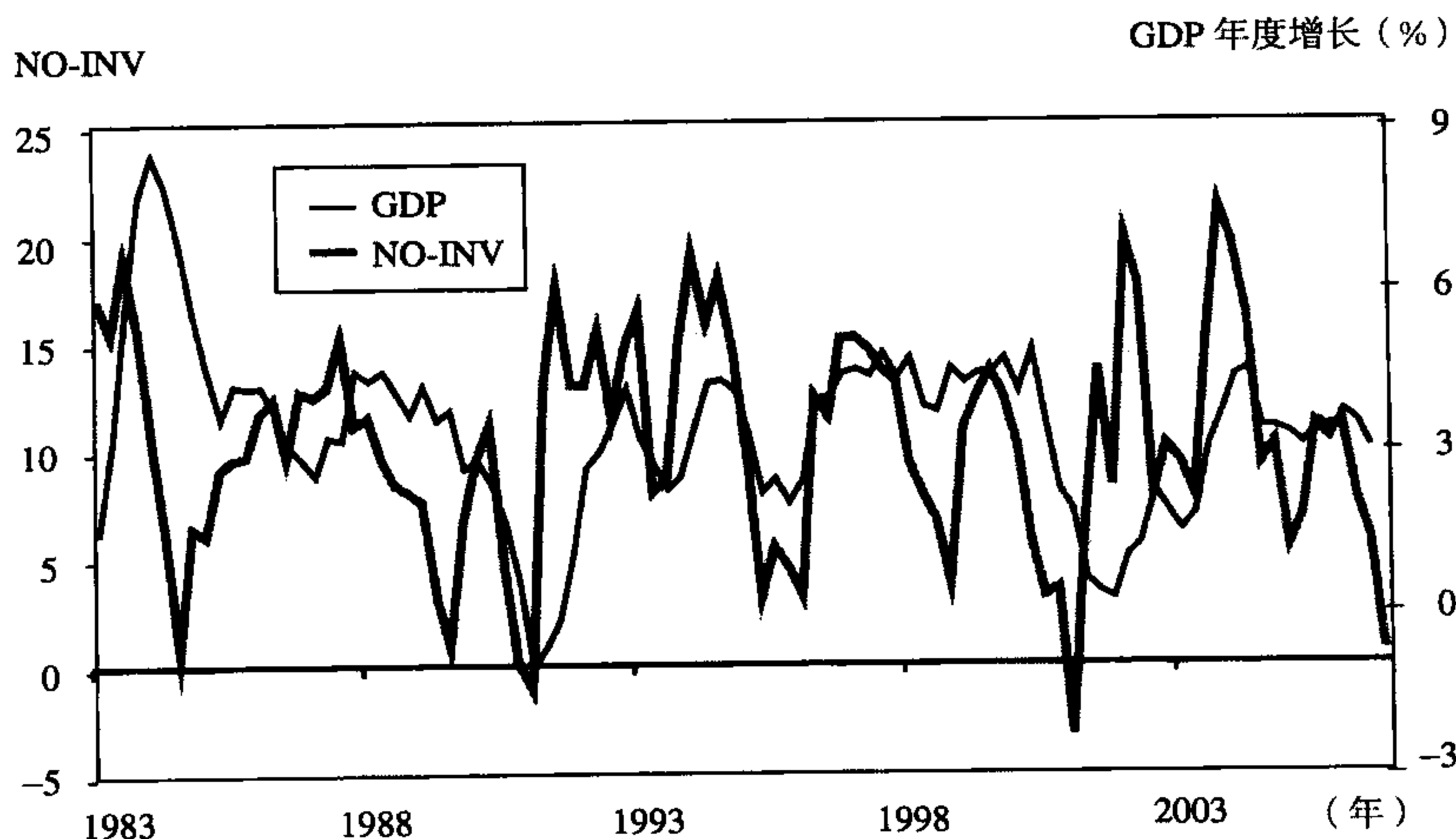


图 5-7 ISM “新订单减库存 (NO-INV)” 与 GDP

(资料来源：美国商务部经济分析局，美国供应链管理协会)

一旦 NO-INV 指标过低或呈现负数，经济学家们就会表现得格外谨慎。每当“库存”和“新订单指标”完全相等，即“NO-INV 指标”为 0 时，经济增长率就会呈现缩减状态。从过去的历史来看，该指标为负值必然伴随经济衰退期的到来。每当 NO-INV 指标为 10 或大于 10 时，真实的经济增长率就会达到 3.5% 以上——通常这个比例被认为是相当稳定的。

那么，这个比例是不是永远不变的真理呢？绝对不是。这个比例只不过是一个最原始的模型，只能用来对每月的经济活动进行规划而已（因为 GDP 数据并不是随时都能获取）。但是，由于这个指标从某种程度上说带有先行指数的性质，因此一些经济学家会根据该指标的变化趋势去预测 GDP 的增长情况。

经济学家同时还会使用另一个原始模型，那就是，取 ISM “新订单”和“价格指标”之间的差值。这个衡量标准与标准普尔 500 指数 (S&P 500) 总回报率的年度百分比变化之间存在一定的相关性。关于二者之间的关系，经济学的解释可能是：“价格指标”从效果上来说代表的是成本，“新订单”代表的则是收益。二者之间的差值就应该是利润。在这种情况下，利润即表现为标准普尔 500 指数的年度总回报率。如图 5-8 所示，这两个指标之间的是存在密切关系的。

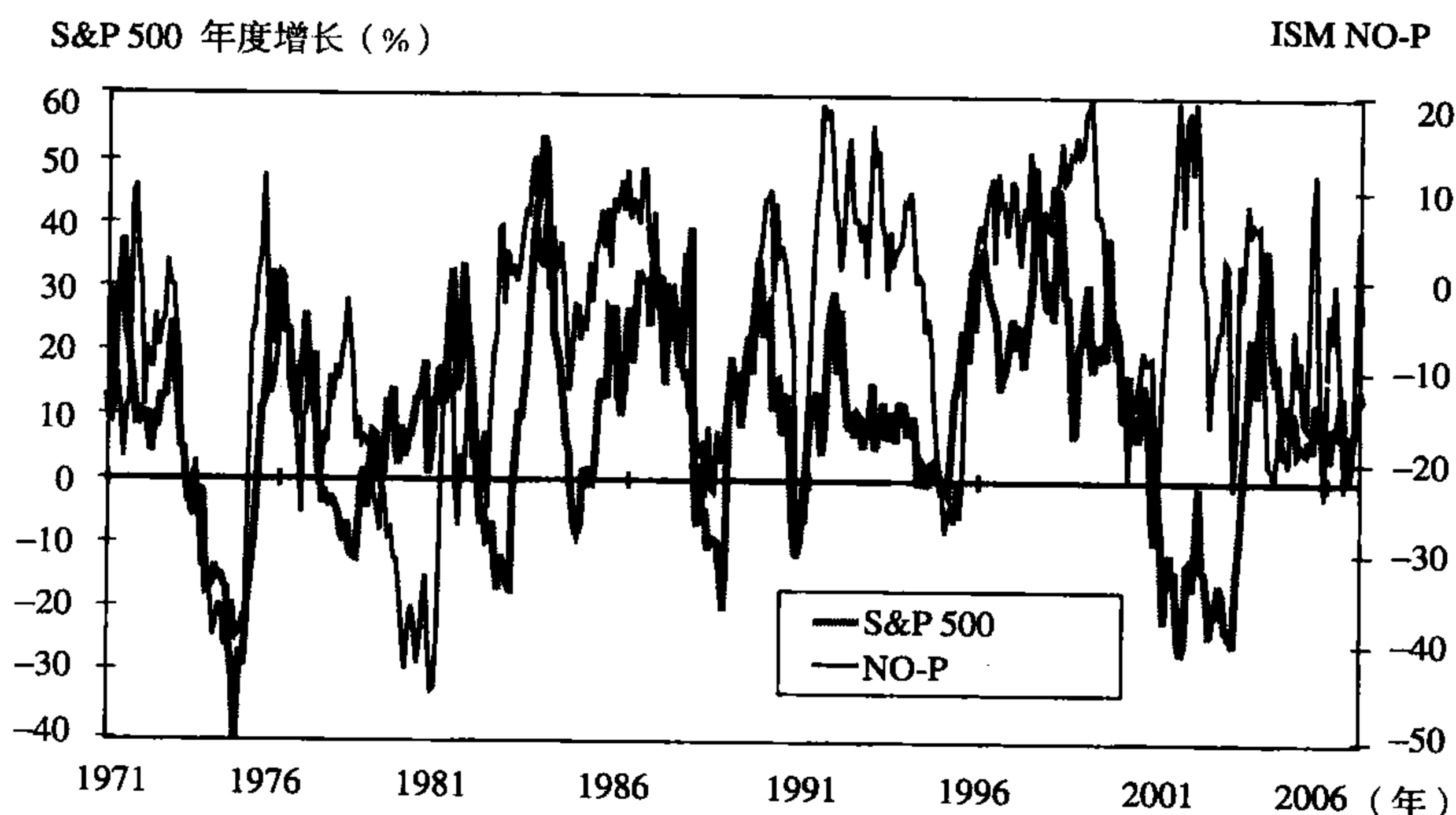


图 5-8 ISM 新订单减价格指标 (NO-P) 与 S&P 500 总回报

(资料来源：标准普尔，美国供应链管理协会)

关于这个鲜为人知的指标，目前仍存在这样的问题：“ISM 价格指标”所衡量的输入价格并不能完全代表成本的精确数字。制造型企业支付的很多成本并不能通过“价格指标”反映出来，例如，这个指标中最大一部分成本就是劳动力成本。此外，新订单也并不能作为收益的最佳代表。订单并不一定都能按约定发货，很多订单都会出现延迟的现象，而且最终发货的数量也常常与合同约定的数量不符。同样，所谓的 NO-P 对于预测 S&P 500 的总回报来说只是一个“快而不精”的模型。做一个简单的回归分析，我们就会发现，只要“ISM 新订单”与“价格指标”之间的差值大于-20，S&P 500 的总回报率（以若干年度为单位）就始终为正数。

请不要忘记，这个指标并不一定总是能够甄选出预测股市发展水平的最佳模型。在 2000 年年初股票市场的经济泡沫破灭以后，从 2001 年年初开始，NO-P 的数字中逐渐出现一些大额的数字。这种现象按理说应该预示着 S&P 500 的回报率将日益提高，然而事实证明这个信号是错误的，因为股市的下滑仍未得到遏制，而是一直持续到了 2003 年。不过，正如我们从图 5-8 中看到的那样，如果要用简单的“信封背面”分析法（即简单的数字分析法）来进行这类预测，那无疑很难对股市的投资回报情况进行有效预测。

对各地方的经济学家和那些需要用到更具体的、目标更明确的制造环境指标的专业人士来说，我们建议最好访问 ISM 的网站，查看各类地区性商业调查报告。

这些调查是很多地方性的采购管理协会组织的，不过请注意，不要将它们与本章介绍的全国性调查混为一谈。华尔街关注且更推崇的地方性报告包括亚利桑那州、奥斯汀、布法罗、芝加哥、克里夫兰、达拉斯、丹佛、乔治亚、休斯敦、纽约、西北俄亥俄、匹兹堡、西华盛顿等地区和州的报告。

这些报告已经帮助华尔街的很多经济机构成功地推出了“褐皮书”模型。真正的“褐皮书”（之所以被华尔街称为“褐皮书”是因为报告的封皮是褐色的）是美联储于每年8次的货币政策研究时推出，并且在研究过程中使用的三份报告之一。它也是美联储会议上披露的唯一信息。信息披露的时间是美联储开放市场委员会会议召开的前两周。

美国联邦储备局对“褐皮书”的正式命名是《当前经济形势评论摘要》（*Summary of Commentary on Current Economic Conditions*），其中包括来自12个联邦储备区的地区性经济事件评论。地区ISM调查为这些调查提供的信息是最丰富的，而且通常会针对每个地区的制造和经济气氛提出极有深度的观点和看法。

第 6 章 制造商配送、库存与订单

制造商配送、库存与订单（也被称做 M3）调查是华尔街最受推崇的经济指标之一。这份报告由美国商务部统计调查局发布，每月一次，主要用来衡量美国制造部门当前的经济活动状况及未来预期的经济活动。该报告中的统计数据包括工厂发货、新订单、未发货的订单，以及库存商品的价值等，涉及来自 89 个行业的 4 700 个业务单位的相关数据。经济学家、商业社团的成员、各政府机构等对该报告的调查结果都相当关注，对该报告特别关注的单位中就包括美国经济分析局（BEA）。经济分析局在统计国内生产总值的数据，尤其是投资和存货方面的数据时，会参考该报告的相关数据。

正式发布的 M3 调查分为两个主要部分。《耐用品高级报告》（*Advance Report on Durable Goods*）发布的时间通常是报告中的数据所属的月份往后顺延四周左右，也就是报告当月结束之后第 18 个交易日前后（报告发布的具体日期每个月稍有差别，对其稍作调整的的目的是为了避免与其他经济报告的发布日期“撞车”）。BEA 在发布制造商配送、库存和订单报告之后会继续对其进行修订和更新，以使数据更为完整，并于首次发布后大约一周左右再次发布。第二次发布的报告中有关个工业团体的生产状况的数据更为详尽，并且，除了首次发布的耐用品数据以外，第二次发布新增了非耐用品的信息。在首次发布的高级报告以及其后的修订版当中，市场参与者们最感兴趣的内容就是制造业订单方面的数据。

制造业订单数值属于先行经济指数，因为它反映的是企业根据经济预测中的预期市场需求水平所确定的最佳商品库存水平。事实已经证明，耐用品新订单数值的确是准确性相当高的经济预测工具。因为制造商品的市场需求水平在很大程度上是取决于国民经济的健康程度的，所以透过耐用品新订单的数据，能够对一个国家未来的经济状况进行精确的预测。

制造业是美国经济的一个重要组成部分，在美国 GDP 中所占比例大约为 20%，制造业的从业人数在各行业就业总人数中所占比例也达到 20%。但是对活跃在各证券交易所的经济学家和交易商们而言，了解市场对制造业商品的需求情况和制造业的生产速度等数字比掌握这几个百分比数值更有价值。与制造产品的运输相关的服务行业往往也能通过所运商品的数量变化把握制造商品的发展走势，并且能够据此精准地预测出整体经济发展过程中何时将出现转折点。因此，美国国会委员会的先行经济指数就包含了 M3 调查的各个组成部分：非军用资本商品生产订单、消费品及制造材料新订单。

M3 调查的相关信息可以通过美国统计调查局的官方网站进行查询，网址是：www.economicindicators.gov。同时，在该网站还可以查到所有这些报告内容的历史记录。人们通常都认为，如果耐用商品或工厂制造的产品的的新订单数量每个月的增长幅度比较大（增长幅度达 1.0%或更高），将对产权投资市场产生积极的影响，不过对固定收益债券市场却只会产生消极影响。从企业的角度来说，只有当预计自己生产的商品市场需求将出现上扬时，才会下订单。与之形成对比的是，新订单数量的减少则被视为市场需求未来将减缓的一个信号，因此往往导致股票市场出现下挫，而债券价格则将因此出现反弹。请投资者们注意，这两份报告的数据波动性都相当大，因此很难对经济状况做出准确预测。也就是说，由于月与月之间百分比的变化情况很不稳定，资本市场只是将每月的数据变动作为参考之用，而不会作为决策依据。

☞ 指标的演化

M3 调查来源于“美国商务部行业现状报告（CIR）”项目，该项目于 1904 年正式启动。1939 年，商务部商业经济办公室曾经推出一个 CIR 项目，是历史上第一份月度行业报告。当时的这份报告囊括了大量存货变化衡量标准以及新订单和

未发货的订单与当前销量之间的比率，成为 M3 调查的前身。报告推出后的短短几年时间里，数据计算和表述方式已经发生了很多变化，同时数据所代表的行业集团以及行业集团的组成结构也已经发生了变化。例如，在 1947—1963 年之间，该报告陆续推出的修订版开始增加根据季节特点进行调整的美元价值估计值，这样做能够更好地反映出非季节性特征，以便将耐用品与非耐用品区别开来，并且将家用商品与商用商品区别开来。同时，市场范畴已经分割为最终产品和制造材料两大类。季节效应包括：汽车的生产数量在夏天出现下降——因为汽车制造商一般都会选择在夏季对生产设备进行重建，为来年新车型的上线做好准备；另外，通常在冬天特殊季节来临之前，即九月份左右，民用燃油的产量都会出现上升。

1997 年，美国商务部的经济报告当中很多都进行了大范围的修订，在这股修订潮中，统计局将 M3 数据系列从已经跟不上形势的标准行业分类系统（SIC）转化成了更及时、更得到大家普遍接受的北美行业分类系统（NAICS），以适应美国市场上各种新产品和新行业大量涌现的需要。其实，这些系统只不过是统一的分类系统。由于采用了 NAICS，因此可以对整个北美范围内所有制造、贸易、库存数据进行横向比较，而不是像从前那样仅局限于美国境内。NAICS 系统推出导致行业类目的重新划分。例如，在原来的 SIC 系统中原本不属于制造业的一些活动现在被正式纳入到新的 NAICS 系统中去，这些活动包括瓶装矿泉水、零售面包店、软件复制等。在这个重新分组的标准化过程中，数据修订最多只能追溯到 1992 年 2 月，当时的美国正处于从 1990—1991 年的经济大萧条中逐渐复苏的状态。由于只能获取 1992 年 2 月及其之后的数据（因为在那之前的数据全都是根据 SIC 行业分类系统进行分类的，而两种分类方式大相径庭），所以以时间为线索进行的纵向分析和比较受到了一定的限制。

☺ 数据解读

美国统计调查局所报告的国内制造业相关数据是通过对于年产量达到或超过 5 亿美元的制造型企业进行的问卷调查结果来统计得到的。被调查者全部为自愿参与，问卷填完后可通过因特网、电话或传真进行提交。耐用品高级报告中的数据是问卷中指定的被调查月结束后那个月的 18 日以前的所有统计数据。其他数据在

被调查当月的月底（每月30日）进行汇总，与之前报告中的数据合并，这样就构成了一份更为完整的制造商配送、库存与订单报告。

报告当中涉及被调查当月及其前三个月的数据，既包括已经进行过季度性调整的数字，也包括未经调整的数字，另外还包括每个月百分比的变化情况。所有数值都是名义数值，以固定的美元数值形式表述。

美国商务部统计调查局再通过两种方式对收集到的数据进行统计汇总：一种是按行业类别进行分类，例如，工业机械类、计算机类等；另一种则是按照主题进行分类。按主题进行分类是将各行业种类累计起来，在更广泛的市场交易额的基础上进行分组，例如，可以分为家居用品和服饰用品或者也分为非国防资本商品和国防资本商品等特殊商品系列。举例来说，非国防资本商品系列包括小型武器、农用机械和建筑设备、涡轮设备、发电设备、水泵、压缩机、油田/天然气机械设备、计算机存储设备、办公家具，以及医疗设备和医疗物资等。华尔街的行业分析师们会对主题系列的相关数据进行严密监控。例如，航天和军事类的专业分析师始终密切关注军用物资市场的变化趋势，而硬件和外围设备分析师则对信息技术系列数据的研究情有独钟。

耐用品报告

“耐用品”指的是预计能够使用三年或三年以上的商品。耐用品的范畴包括木材和木制品、家具和固定装置、石头、黏土以及玻璃产品，此外还包括工业机械和设备。这些产品往往价格非常高昂，通常采购的途径也比较特殊。所以，与这类产品的制造相关的数据每个月都在不断发生波动，很难预测。对于军用/国防产品，例如，舰船和飞机等，这一特征尤其明显，对这些产品进行估价时，往往过程相当繁杂。

《耐用品高级报告》包含4种类型的数据：发货、新订单、未发货的订单及存货。表6-1 2006年10月报告向大家说明了不同领域每季度进行调整的耐用品发货、新订单以及每月百分比的变化数据是如何进行报告的。报告中的另一个表格（这里未展示）说明的同样是未发货订单和总库存的相关明细。

“发货”数据指的是公司最后真正售出去的产品。报告中以美元为单位的数字是在国内制造生产，并于记录当月运送至分销商的所有商品的净销售额的数值。

(对于制造周期特别长的大型商品,如飞机和坦克等,报告中显示的数据则是整个调查周期内所有项目各自的估计价值。)

表 6-1 制造企业耐用品发货及新订单

单位:百万美元

科 目	每季度调整					
	月 份			百分比变化 (%)		
	2003 年 10 月	2003 年 9 月	2003 年 8 月	9 月~10 月	8 月~9 月	7 月~8 月
耐用品						
总计						
发货.....	209 941	208 769	214 555	0.6	-2.7	2.1
新订单.....	209 974	229 021	210 645	-8.3	8.7	0.0
运输除外						
发货.....	155 211	154 375	157 774	0.5	-2.2	0.8
新订单.....	150 229	152 752	151 951	-1.7	0.5	-1.3
军用除外						
发货.....	200 037	199 366	204 689	0.3	-2.6	1.9
新订单.....	200 338	214 073	199 373	-6.4	7.4	-0.4
未发货订单商品的生产						
发货.....	146 370	147 698	150 590	-0.9	-1.9	2.1
新订单.....	154 112	173 843	153 476	-11.3	13.3	-0.8
初级材料						
发货.....	19 045	19 297	19 958	-1.3	-3.3	0.0
新订单.....	19 115	18 908	19 503	1.1	-3.1	-2.7
金属产品						
发货.....	24 661	24 610	25 037	0.2	-1.7	1.3
新订单.....	24 425	25 044	25 595	-2.5	-2.2	2.7
机械设备						
发货.....	28 343	27 817	28 169	1.9	-1.2	1.7
新订单.....	30 018	29 602	28 608	1.4	3.5	-1.0

续表

科 目	每季度调整					
	月 份			百分比变化 (%)		
	2003年10月	2003年9月	2003年8月	9月~10月	8月~9月	7月~8月
计算机及电子产品						
发货.....	34 858	34 466	35 745	1.1	-3.6	-1.0
新订单.....	27 575	30 722	30 040	-10.2	2.3	-2.1
计算机及相关产品						
发货.....	4 715	6 276	6 710	-24.9	-6.5	-3.2
新订单.....	4 766	6 410	6 354	-25.6	0.9	-10.1
通信设备						
发货.....	5 944	5 974	5 910	-0.5	1.1	10.5
新订单.....	5 526	6 652	6 700	-16.9	-0.7	12.2
计算机及电子产品 半导体产品						
发货.....	5 944	5 974	5 910	-0.5	1.1	10.5
新订单.....	5 526	6 652	6 700	-16.9	-0.7	12.2
电气设备、电器和组件						
发货.....	7 709	5 893	6 796	30.8	-13.3	-1.1
新订单.....	(NA)	(NA)	(NA)	(NA)	(NA)	(NA)
运输设备						
发货.....	10 249	10 023	10 367	2.3	-3.3	0.8
新订单.....	10 838	10 316	9 859	5.1	4.6	-8.9
机动车辆及配件						
发货.....	54 730	54 394	56 781	0.6	-4.2	5.6
新订单.....	59 745	76 269	58 694	-21.7	29.9	3.6
非军用飞机及配件						
发货.....	37 203	36 585	39 436	1.7	-7.2	5.1
新订单.....	37 434	36 932	39 301	1.4	-6.0	3.7

续表

科 目	每季度调整					
	月 份			百分比变化 (%)		
	2003年10月	2003年9月	2003年8月	9月~10月	8月~9月	7月~8月
军用飞机及配件						
发货.....	8 199	8 863	8 158	-7.5	8.6	9.2
新订单.....	13 207	23 802	7 981	-44.5	198.2	-19.2
所有其他耐用品						
发货.....	3 717	3 427	3 614	8.5	-5.2	6.4
新订单.....	3 546	2 976	3 301	19.2	-9.8	8.2
资本品						
发货.....	38 055	38 162	38 498	-0.3	-0.9	0.2
新订单.....	38 258	38 160	38 346	0.3	-0.5	-0.5
非军用资本品						
发货.....	74 575	75 773	76 398	-1.6	-0.8	2.4
新订单.....	80 978	100 237	79 237	-19.2	26.5	-0.8
飞机除外						
发货.....	66 371	67 940	68 173	-2.3	-0.3	2.0
新订单.....	73 165	86 733	69 569	-15.6	24.7	-2.0
军用资本品						
发货.....	61 010	61 928	62 940	-1.5	-1.6	1.3
新订单.....	63 289	66 662	64 617	-5.1	3.2	1.1
Defense capital goods						
发货.....	8 204	7 833	8 225	4.7	-4.8	5.9
新订单.....	7 813	13 504	9 668	-42.1	39.7	9.1

注：NA—暂无 * 已修订

更大范畴的发货还包括资本品/生产材料（用来制造其他产品的产品，例如，机械设备等），这部分数据在所有数据中所占的比例为 35%，与运输产品相关的数据占到 26%，而与机械设备相关的数据则占到 13%。（几个类别的数据相加得到的

总比例并非 100%，因为按照不同的分类方式，各个类别之间会出现一定程度的重叠，例如，非军用资本品和机械设备这两个类别中都包括纺织品和纸张工业机械。）

“新订单”指的是记录当月接到的所有产品订单，包括当月应计入财务科目的订单和计划将在未来某个时间发货的商品。由于这些数字都能从某个角度体现企业的采购意向，因此这部分数据被认为是公布的报告当中最具有预见性参考价值的。“未发货的订单”指的是尚未配送或尚未作为“售出”科目报账的那些订单。这项数据可作为统计积压订单的数量的指标之一。

正因如此，我们也就不难理解，为什么各企业往往都希望将“新订单”这一类的信息紧紧地藏起来。由于一些参与调查（义务调查）者不愿意提供这方面的数据，美国商务部统计调查局不得不对新订单的数量进行大致的估计。

新订单数据是将当月发货价格和未发货订单价格（以美元为单位）全部相加，然后减去上个月未发货订单的价格（所以不可能“新”）。（对于非耐用品，新订单价格和已发货订单的价格基本上相等。由于这些产品大都为易腐烂的产品，因此通常都会在订单确认后尽快发货，而且基本上都会在很短的时间内被消费掉。）

M3 报告中的每月存货记录所示的是存在工厂和销售部门的商品的价格（以美元记账），而无论这些商品在报告当时是处于制造过程中的哪个阶段。这部分制造库存在美国全国总库存量中所占的比例为 40% 左右。（有关商业总库存位置的相关内容，我们将在第 7 章探讨。）

工厂订单报告

工厂订单报告中包含《高级耐用品报告》的修订内容，而且第一次将非耐用品的相关数据也涵盖了进去，所以综合性更强。同时，该报告还根据不同的制造阶段，对所有这些数据进行更详细的说明。

什么是“非耐用品”？从前有一位经济学家朋友曾经就“非耐用品”给出了这样一个非技术性的定义：将它放在户外的自然环境中，如果 3 年后发现它消失了，那么它一定属于非耐用品。食品、饮料、烟草产品、纺织品、服饰、纸张及相关产品、化学品及相关产品都属于此类，另外，石油和煤炭产品也属于非耐用品。

相对于“耐用品”，作为其姐妹概念的“非耐用品”享受的待遇可就完全不同了。比起杀虫剂、烟草、涂料等非耐用品，涡轮、发动机、家用电器、机械设备

等耐用品更吸引人的注意，也更看得见摸得着，常常被作为制造过程中的生产要素。不过，这并不意味着它们不是经济活动的有机组成部分。非耐用品在整个制造行业发货数值中所占的比例大约接近 1/2。例如，2006 年 10 月，发货数值中非耐用品所占比例为 46%，而耐用品所占比例为 54%。

除了按行业分类和按主题分类以外，工厂订单报告还根据不同的制造阶段对数据进行分组，例如，可以分成：材料与供给、在制品、成品等。大多数经济学家都喜欢参考各个制造阶段的数据，因为这份数据包含流通渠道中已经存在的材料。这一制造阶段的产品中 3/4 属于耐用品。相对来说，生命周期比较短的非耐用品的制造过程相应的也比较短。这些商品在制成品的数据中出现频率非常高。

⑤ 它们的深层含义是什么

对于投资者、交易商、分析师和经济学家而言，M3 报告无疑是一个巨大的金矿，富含大量尚待发掘的经济信息。其中，耐用品新订单数据所能够传递的信息尤其丰富，因为把握这部分数据对于深入了解个人消费和资本支出情况极具参考价值。

耐用品报告

资本市场对耐用品新订单的增长情况能够及时做出积极反馈，因为了解这方面数据的增长趋势，即可以掌握市场上对商品的最新需求趋势，以及总体经济形势的乐观程度。相反，如果接收新订单的速度出现下降，或者新订单的数量有所减少，则意味着国家经济环境出现了疲软，企业的赢利能力有所减弱——这种情况通常会对股票价格造成消极影响。不过，在固定收益市场上，情况则恰恰相反：每月的固定收益数值如果持续走高，可能会引发人们对通货膨胀的担忧，而这种担忧的情绪将导致息票支付价值的下降，进而导致利率上升。息票支付价值的减弱和利率的上升都会使债券价格受到负面刺激，同时，商品产出量和投资收益额将提升。债券市场更欢迎的是比较“弱势”的数据，因为这样的数据往往意味着比较乐观的通货膨胀环境。

不过，解读这些数据并不那么容易，因为数字的波动非常明显。耐用品和工厂订单的数量统计的是每个月的双重信息。如图 6-1 所示，请参考耐用品新订单

数量每月的变化趋势。事实上所有商品的新订单数量——无论是人造金属、通信设备，还是机械设备——都呈现出类似的不规则、无规律状态，因此，我们很难对其发展趋势进行精确的追踪描述。

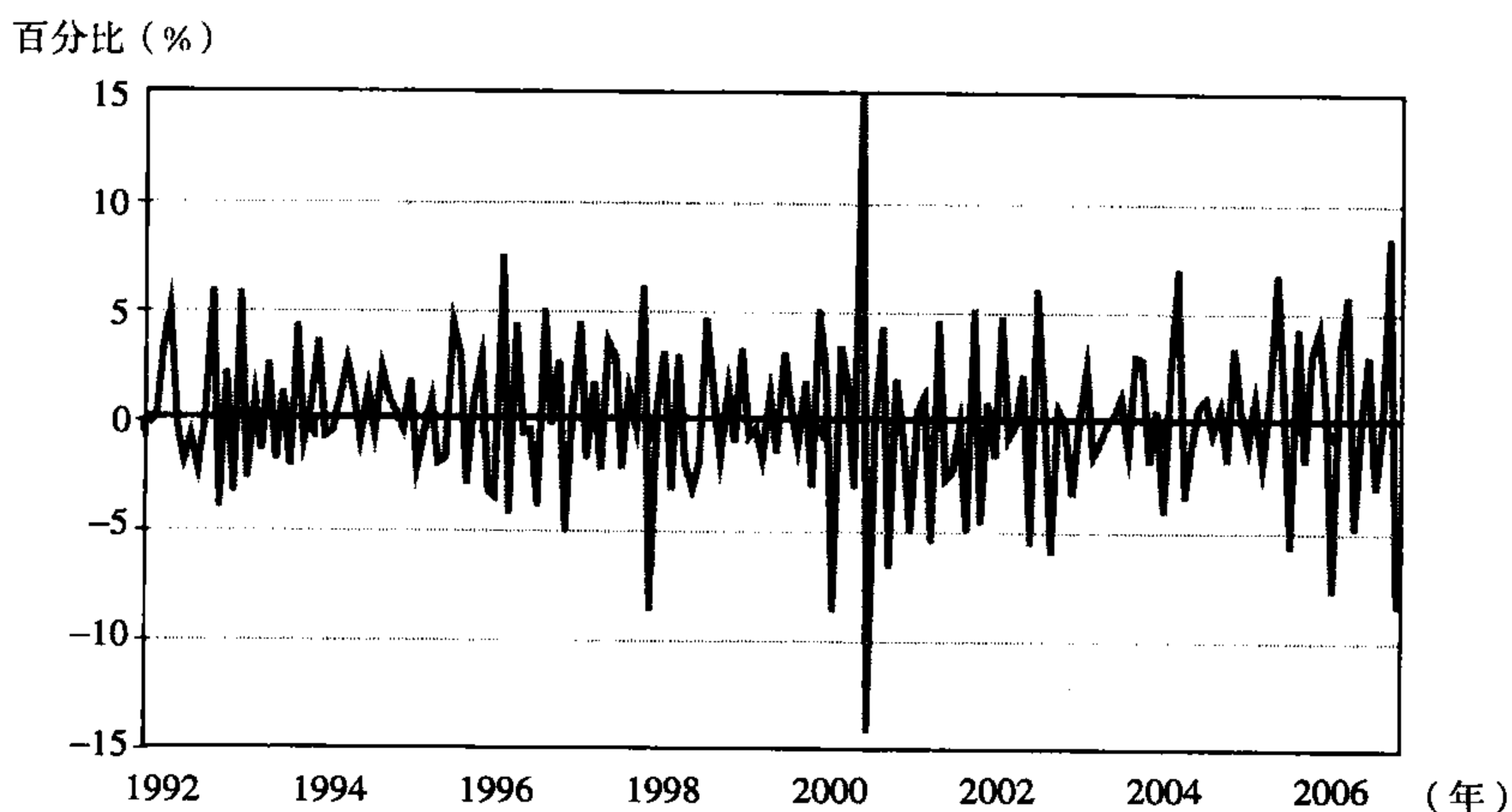


图 6-1 耐用品新订单每月百分比变化走势图

（资料来源：美国商务部统计调查局）

为了减少这种不稳定性带来的不良影响，经济学家们采取了以下两种对策：一种是忽略最不稳定的部分数据（如军用品及运输类产品），只看其他数据。船舰、军用装甲车、弹道导弹等商品的需求可预测性非常弱，并且非常不稳定，尤其是在以月为单位进行预测时，预测难度很大。例如，如果突然接到一份 25 架商用飞机的订单，之前所做的经济预测有可能一时间被彻底打破。另一种对策是，运用一定的技巧，例如，移动均值等，来降低这些数据的不稳定程度。计算移动均值的时候，首先求该组数据在一段时间内的平均值，例如，求 3 个月范围内的移动均值，可以将 3 份月度报告中获得的数字（如新订单）相加，然后用相加得到的和除以 3。为了使这个均值能够“移动”，可以重新计算每个月的均值，舍去最开始的数据点，加上最新的数据点。此外，降低不稳定程度的另一个方法是，以跨年度（而非跨月）的变化趋势为准。

图 6-2 显示的是以上两种方法的运用将如何减弱数据的波动幅度：消除不稳定的运输环节，从更长远的角度（比如比较若干年度的数据），进行长期范围内的综合考察。虽然这样的长期走势图上仍然会呈现出不少波动，但特别显著即特别极端的数字已经大幅度减少。

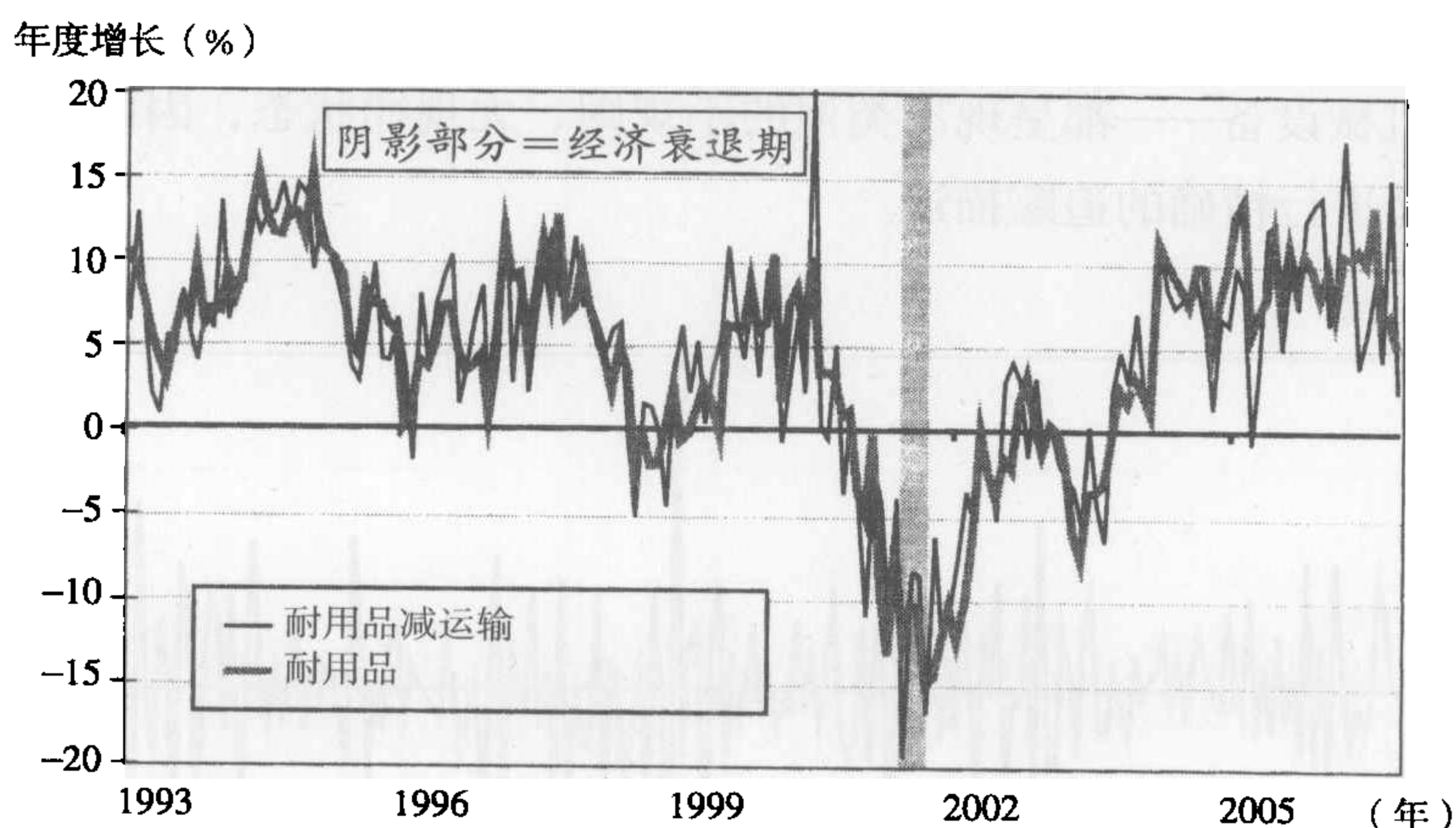


图 6-2 耐用品新订单

（资料来源：美国商务部统计调查局，美国国家经济研究局）

这张图还说明另一个问题，即运用其他信息源（例如，报纸和电视上公布的企业报表）来解释这些数据同样非常重要。在图 6-2 上，新订单这条线在 10 月份降到了最低点，10 月是 2001 年经济衰退期最后的几个月之一。在该年度的最后一个季度当中，这条趋势线开始出现逐渐走高。关注经济新闻的人可能都知道，这次经济回暖出现在 2001 年 10 月，当时汽车制造商为引进若干个新车型和若干新的生产线展开了一系列融资。在此次融资活动的刺激下，汽车需求、生产和销售一时间达到历史最高峰：仅 10 月份一个月，轿车和轻型卡车的销售量就达到了 2 110 万辆左右。进入 2001 年经济萧条期之后的经济缓慢增长期时，家得宝（Home Depot）和西尔斯（Sears）等知名零售商还为洗衣机、冰箱、地毯、割草机等大型耐用商品提供零利率融资，时间长达 18 个月。这些行动不仅刺激了直接相关的一些领域的经济活动，而且大大刺激了 2001 年的累计市场需求，从而确保了整个经济衰退期对经济造成的负面影响并不十分大，而且持续时间也不算太长。专门从事汽车制造企业和零售企业商业决策分析和研究的经济学家和分析师们，也因此能够对经济活动进行更为精确的预测，而且成功地避免了对来自汽车领域的持续刺激抱有过于乐观的态度，因为这种刺激某种程度上说其实是人为的，它是建立在缺乏有力支撑的零利率融资和折扣的基础之上的，因此事实上难免会对未来的商品销量产生影响。

在耐用品报告所划分的各种商品类别当中，初级金属类——包括铁、钢、铝、铜材产品——是经济学家们最为关注的部分。虽然这些产品的发货量在耐用品总量中只所占比例相对很小（如表 6-1 中所示，2006 年这部分数量所占比例仅为 9%），但是这些材料在生产制造过程中却扮演着至关重要的角色。因此，材料新订单的增加通常都预示着未来的制造活动发展状况将更为乐观。

耐用品报告中的其他类别绝大部分都与制造活动有关。这些环节生产的商品通常价格昂贵，其买主（无论是个人买主还是企业买主）通常都不得不为此埋单。这样一来，这些产品的新订单和发货量对利率非常敏感。利率高意味着数量更少，而与之相对，利率低则会推动生产数量的增长，因为对消费者来说，利率低意味着家具、家电、汽车、个人电脑更便宜了。对企业来说，则意味着机械设备、电力传输器和资本设备的价格更容易接受了。美联储降低隔夜借贷目标的目的即在于刺激这个数字的增长。

工厂订单报告

到工厂订单报告公布的时候，市场已经有足够的时间来消化吸收耐用品报告中的关键数据，并对其做出反应，因为该数据的发布时间比工厂订单报告的发布时间早一周。之后的报告中涉及的有关库存和未发货订单的更详细信息事实上并不会引起各交易方之间硝烟四起。因此，这份报告公布的时候，市场并不会做出明显的反应。不过，报告中包含好几个部分的内容，针对当前和未来的市场需求预测提供了重要的衡量指标，因此对于进行细致的市场监控具有重要意义。

未发货订单理所当然是一个精确的测量设备，能够对特定行业的需求情况进行评估，并且对国家的整体经济活力进行衡量。产品积压的数量上升时，经济学家们会将其视为市场需求和经济实力有所提升的标志，同时，将产品积压数量的减少视为经济发展势头减弱的一个指针。这种关系背后的具体情况某种程度上说是相当复杂的。当经济处于快速扩张的时期时，企业往往对未来充满信心，大量发出订单。他们希望无论客户什么时候打来电话，自己的货架上和展示厅里随时都能有足够的产品可以供应。这些商品的制造商都希望尽可能及时地按订单发货，但是迫于现有的员工配备情况，往往没有办法做到完全及时。大部分雇主都是等

到眼看着市场需求已经开始升温的时候才考虑招聘员工。之所以采取这种“准时制（JIT，即严格按需供应，不提前准备任何预存）”招聘策略，主要是为了节省招聘的成本和劳动力成本——这部分成本可能是企业成本中最主要的成本了。生产制造是高度统一、高度组织化的一项活动，往往需要找那些掌握着精湛技艺的专业工匠，才能及时完成蜂拥而至的新订单的生产。制造商们必须咨询工会负责人，按工会的要求制定具体的薪酬方案和工作进度。工会通常会给企业设定一个雇员数量底限。一旦经济风向发生变化，导致客户大范围取消订单，企业就不得不面临一大堆新员工守着空置的机器而无所事事的窘境。只有等到与工会协商的合同期结束以后，企业才可以解雇这些员工。这就不难理解企业为什么不到万不得已都不愿意增加员工了。可是，发布招聘广告、组织面试、确定聘用、新员工培训等一系列工作战线是很长的，要耗费大量时间。在这个过程当中，未发货订单已经开始出现积压。

⑤ 如何利用看到的信息

与 M3 报告相关的基本贸易战略包括如何找出美国制造商及其相关产品的潜在市场需求发生变化的各个转折点。显然，发货量越大，当前需求就越旺盛。对于未来的需求趋势，同样可以这样去推断：新产品订单的数量越多，曲线图走势呈现坚挺状态的概率就越高；新产品订单的数量越少，曲线图上的走势就越不乐观。对于预测未来尤其有效的是制造商生产的消费产品及材料新订单数量，以及非军用资本品的新订单数量。事实证明这几类数据能够对市场走势进行非常精确的预测，美国大型企业联合会将它们作为先行经济指数类的参考依据。不过，请你记住，在应用这种方法的时候，最好参考跨年度的百分比变化趋势，而不是月度数据。如上所述，月度数据波动过大，无法对发展趋势进行精确的跟踪。

背后的秘密

本章最值得解析的要点是：观察除飞机以外的非军用资本商品支出（NDCGXA）的价值。经济分析局援引 NDCGXA 报告中与发货相关的数据，来

确定 GDP 报告中设备和软件投资的构成情况。如图 6-3 所示，NDCGXA 发货量与软件和设备消耗水平之间存在着高度的相关性。

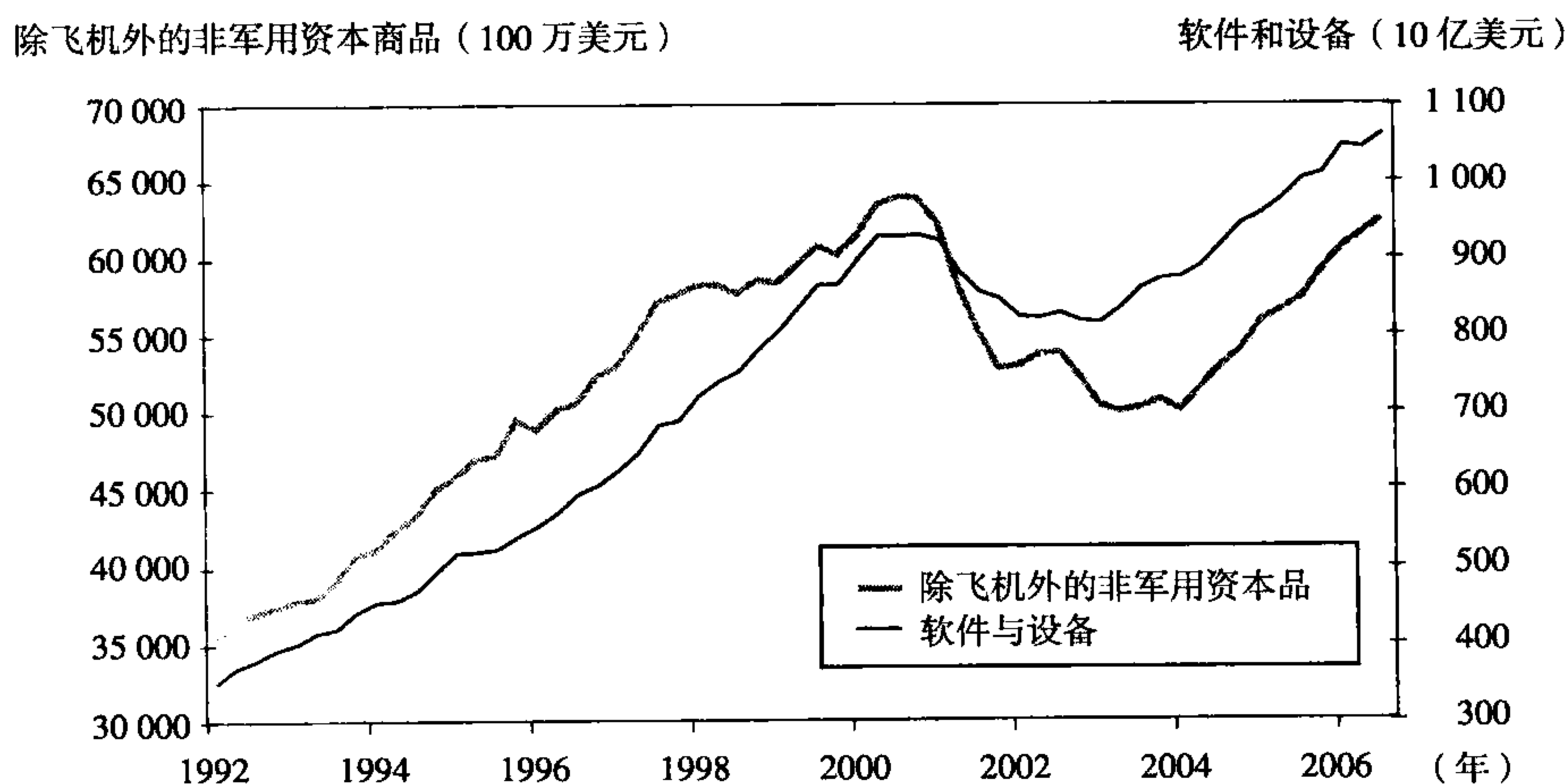


图 6-3 除飞机以外的非军用资本商品与软件和设备投资的发货数量

(资料来源：美国商务部统计调查局及经济分析局)

由于存在这种关系，除飞机以外的非军用资本商品的发货数量可以作为 GDP 报告中非住宅商业投资的整体水平的一个代表，也被称为资本商品投资。了解这一点意义非常重大，因为资本投资能够刺激经济活动的繁荣，经济学家们希望能够尽早捕捉到这类活动的发展趋势。但是资本投资数据只能从 GDP 报告中每季度的数据中获取，而 3 个月的等待时间是非常漫长的。NDCGXA 发货量是为数不多的几个可以用来替代这一重要指标的月度指标，同时也是其中唯一一个以美元计数的指标，它不是行业生产或“美国供应商管理协会新订单扩散指标”这类代表性的指标。

正如上面提到过的，发货量的数据体现的是当前需求的状况。要掌握未来的发展趋势，则必须了解新订单的数据。除飞机以外的非军用资本商品新订单数据尤其重要。只有当各企业对经济状况和未来的市场需求有足够信心的时候，它们才会对新的机械设备和创新工艺进行大规模投资。如图 6-4 所示，NDCGXA 新订单能够预测 3 到 6 个月的投资情况。从宏观经济的层面来看，比如，在进入 2001 年 4 月的经济衰退期以前，2000 年 7 月就已经出现了新订单数量的急剧下降，2000 年第四季度的资本支出随之出现急剧下降。

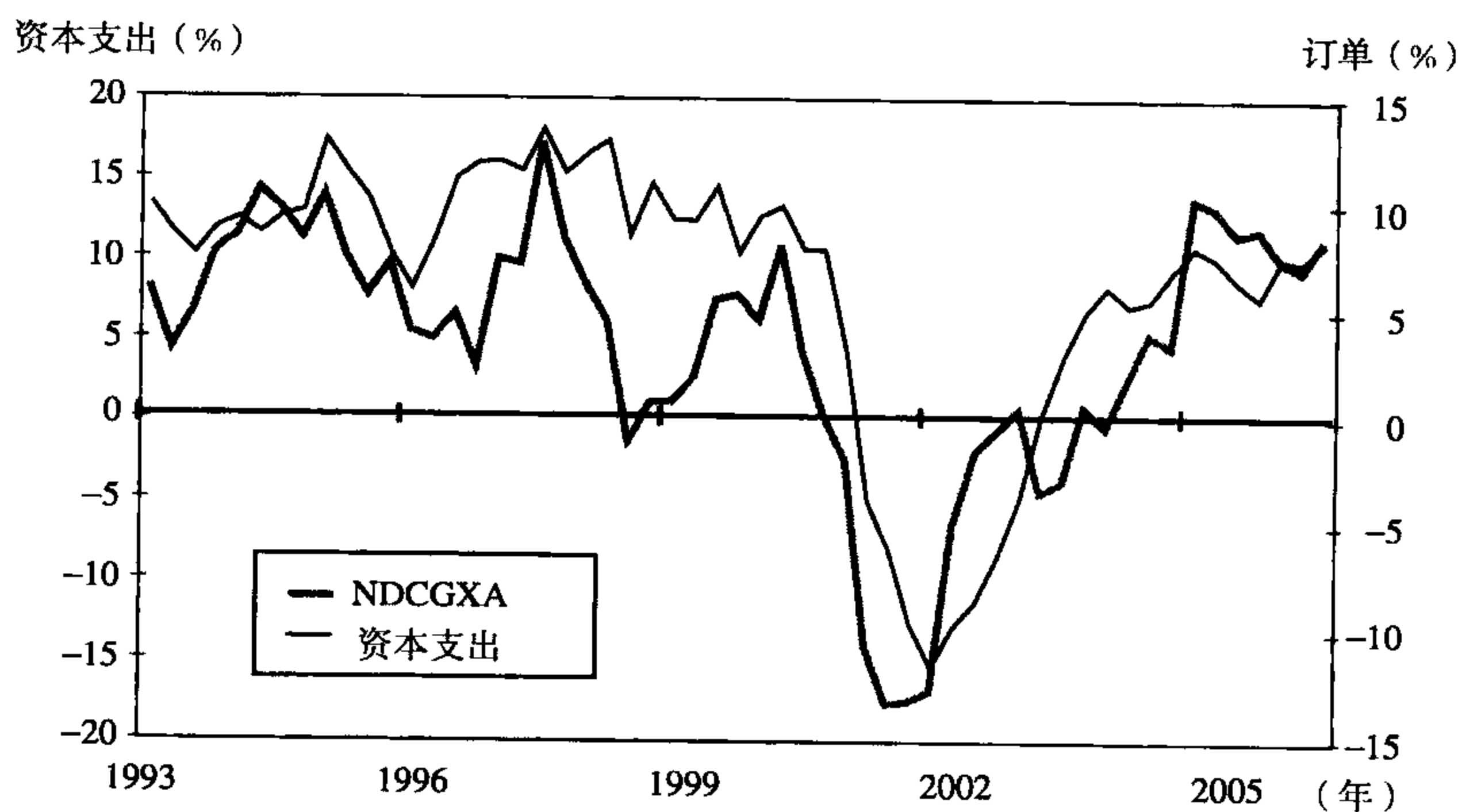


图 6-4 除飞机以外的非军用资本商品支出 (NDCGXA) 新订单与资本支出

(资料来源: 美国商务部统计调查局及经济分析局)

同样, NDCGXA 数据也呈现类似的发展趋势。通过这些趋势可以了解近期的经济前景, 从而帮助人们更好地预测制造活动以及总体经济发展状况。

第 7 章 制造、贸易库存与销售

这里我们要探讨的是经济指标的红头“继子”。几乎所有的投资者——无论是职业投资人还是非职业投资者——都不会关注库存水平。甚至，当下最流行的经济学文献也无一例外地全都忽略库存方面的数据。但是，企业管理者和经济学家们却不会忽略库存这部分信息。企业管理者和经济学者都很清楚库存水平的重要性，以及库存水平一旦出现计算错误，将导致什么后果。

商业库存指的是那些“候补”商品——已经生产、加工或开采出来但尚未出售给最终用户的商品。因此，在国内生产总值的计算当中，这部分商品占有非常重要的地位（参见第 1 章）。GDP 指的是一个经济实体在给定的时间范围内生产的最终产品及服务的总量。其中包括尚未找到最终买主的商品，即我们所说的库存。与之对应，经济分析局将库存水平纳入了累积支出公式—— $C+I+G+(X-M)$ ，用来计算 GDP。公式中的 I 代表国内私人总投资，包括企业在库存方面的支出。这也是经济学家们始终密切关注这个要素的重要原因之一，库存计算错误可能导致经济增长幅度的估计值比实际值高出 2%，而这 2% 的误差足以造成在华尔街谋职的经济学家彻底失业。

不过，经济学家和管理者们之所以对库存保持密切关注，不仅仅是因为库存在 GDP 的计算当中扮演着重要角色，还因为库存水平和市场需求之间如果不能达到适当的平衡，就有可能对企业造成负面影响，并且破坏整个经济状况的稳定。

公司一旦对市场需求做出错误的估计，过度进货而导致产品积压，就会面临进退维谷的两难境地，往往不得不被迫削减生产，解雇员工。一些非常优秀的经济学家曾经甚至指出，1929 年之所以出现了经济“大崩盘”，至少从某种程度上说是库存比例失当所致。从另一个方面来说，库存数量过少有时也会导致企业在市场黄金发展期错过一些潜在的赢利机会。为了避免错失这样的机会，库存数量较少的企业可以紧跟新订单数量的变化趋势，适时地加大生产，繁荣经济。考虑到库存水平与生产活动之间存在某些关系，交易商们对库存水平也会表示一定的兴趣。同时，由于经济快速增长通常会导致通货膨胀的加剧，而一旦人们有这方面的担心，相应地就容易导致固定收益价格下降。另一方面，库存的不断激增自然引发生产的放缓，并进而压低股票价格，带来债券市场的波动。

有的经济报告能够对美国企业的库存水平加以说明，不过相关数据最全的还是《制造及贸易业的库存和销售》(MTIS)月报。MTIS 报告在华尔街又被称为企业库存全面报告，其中包含制造、批发、零售领域的最新库存数据。这些数据由美国商务部统计调查局收集，并于报告所属月结束之后 6 周左右发布，当日发布的具体时间是东部时间早 8:30。例如，2006 年 10 月的报告正常发布时间应该是 2006 年 12 月 13 日。我们可以通过统计调查局的官方网站查询最新报告以及以往的历史数据，网址是 www.economicindicators.gov。

虽然库存对 GDP 和企业管理非常重要，但是投资机构和商业媒体往往并不重视 MTIS 月度报告。其中的一个原因就是，该报告中提供的所有销售统计数字以及其中 2/3 的库存数据（与生产制造和批发业务相关的数据）都可以通过其他途径获得。而该报告唯一的独家信息就是零售库存方面的数据，而且基本上都是一个半月以前或者一个半月以前的数据。

MTIS 报告遭冷遇的另一个原因就是，这份报告很难用来进行必要的历史对比，无法通过该报告的信息来进行更深入的分析，因为报告中的数据只对记录当月及其前一个月有效。此外，由于 2001 年的时候所有的数据都被转换为北美行业分类系统 (NAICS)，因此数据统计的最早历史记录只能追溯到 1992 年。

尽管存在这样一些缺点，MTIS 报告却仍然值得认真阅读。该报告是第一份零售库存月度报告，其中提供的库存/销售额比率数据具有很高的参考价值。报告中的数据分析和陈述能够帮助读者更轻松地把握经济发展趋势，并且更轻松地对经济活动及其发展价值做出判断。

7.1 指标的演化

首次 MTIS 调查是由美国商务部经济分析局牵头，由美国经济分析局公布相关结果并进行数据分析的。统计调查局于 1979 年 3 月接手这一任务，并且首次公布该年度一月份的库存和销售数据。1997 年，经济分析局决定抛弃已经过时的标准行业分类（SIC）系统，用 NAICS 来取而代之，以适应新产品和新行业大量涌现，急需全新的完善分类编目的要求。不过，MTIS 报告中的数据直到 2001 年才全部转换为 NAICS。为了便于进行历史对比研究，当时不得不对过往旧系统的报告中的相关数据进行一定的调整。到 1992 年的时候，调整即告完成。

7.2 数据解读

MTIS 报告将统计调查局之前在《零售贸易及食品服务销量高级月报》（参见第 10 章）中公布的数据与《批发贸易调查》以及《制造业发货、库存与订单》调查（参见第 6 章）中的库存与销售信息编纂在了一起。正如之前提到过的，其中唯一的独家资料就是零售库存信息，这些信息来自零售部门，主要是月底库存的价值等数据。

这份报告将数据分别放到三张表格里。表格 1 包括销售和库存数据，以及库存/销量比，既有各类型企业的整体数据，也有三个主要类别——制造业、零售业和批发业——各自的具体数据。数据涉及的时间范围是报告当月及其前一个月，外加上年的同一个月份，数据有的以季度为单位更新，有的不需要更新。表 7-1 显示的是 2006 年 10 月的报表中表格 1 的部分内容，报表发布的时间是 2006 年 12 月。在该表中，制造业占总库存的 37%，零售业占 31% 左右，而批发业所占百分比为 31%。这些比例一般是相对稳定的，虽然从理论上说应该会随着美国经济的发展变化而发生一定程度的变化。

报表中的表格 2 显示的是报告当月销售额和库存情况每月及每年的百分比变化（包括每季度调整的数据和不需调整的数据），另外还显示了报告当月之前一个月的月度变化情况。表格 3 提供的是零售领域的具体情况，按照各个零售行业对库存和销售数据、百分比、比率等进行逐一分解，这些零售行业包括：机动车及其零件贸易企业、家具、家装、电子、厨房用品商店、建筑材料、园艺设备、物料商店、食品饮料商店、一般日用品商店，以及最后一个类别当中除专卖店以外的超级市场。此外表中还提供了两组总体数据：零售行业总体销售额，以及除机动车及其零件销售业以外的其他行业数据。

表 7-1 制造业、零售业、批发业月销量及库存评估

单位: 百万美元

	销售额		库存		库存/销售额比	
	2006 年 10 月 (p)	2006 年 9 月 (r)	2006 年 10 月 (p)	2006 年 9 月 (r)	2006 年 10 月 (p)	2005 年 10 月 (s)
所有企业	1 046 286	1 047 878	1 365 943	1 361 086	1.31	1.26
制造业	389 854	389 406	481 078	479 304	1.23	1.16
零售业	328 648	329 040	491 941	491 908	1.5	1.48
批发业	327 784	329 432	392 924	389 874	1.2	1.15

注: (p) 为原始数据, (r) 为修订后数据, (s) 为调整后数据。

(资料来源: 美国商务部统计调查局)

☺ 它们的深层含义是什么

库存水平对经济学者们究竟意味着什么？最简单的回答就是：内涵非常丰富。库存数量低可能意味着生产即将激增、制造活动即将提速。相反，库存水平相当高，则很可能预示着经济不景气，同时失业人数将上升。华尔街的资产分析师也同样可以从库存数据中获取大量信息。通过对自己研究的行业的整体发展水平进行监控，分析师们可以找出发展中的失衡之处，同时可以发现潜在的隐患，而这些都是其他指标无法提供的信息。

库存是整个生产过程的中枢环节，并且因此对每个行业、每个部门以及更宏观范围内的整个社会经济的健康发展发挥着关键作用。为了说明这一点，我们不妨来看看通信行业最近的发展轨迹。

在IT行业的鼎盛时期，即20世纪90年代和21世纪初，那些不惜一切代价紧跟21世纪时代潮流的企业争先恐后地对其网络基础设施进行升级，纷纷上马最新的电信技术。从蓝图设计到开发和生产，通信和光纤设备的上马往往只需短短几个月的时间即告完成。企业和消费者都迫不及待地引进各种新产品。一些电信设备制造商由于贪图更大的市场份额，纷纷打起了价格战。这种竞争也刺激了生产，制造商一方面要想办法弥补不断缩减的市场份额，另一方面则要保持满足飞速增长的市场需求，抢占先机。尔后，IT的泡沫出现破灭。企业用户都已经在自己的需求范围内，或者根据预算的情况对设备进行了必要的升级换代，于是通信制造商们此时就不得不面临库存激增的问题。要将这些存货处理掉，唯一的方法就是低价抛售。由此带来了价格的大滑坡，从而导致利润空间大幅度缩小。企业订单大幅度削减，导致生产活动的减缓，从而造成大量富余劳动力的失业。股票价格因此应声下挫，商业信贷遭到破坏，企业纷纷宣布破产——社会经济陷入衰退。

事实上，观察家们如果有兴趣的话，只要注意到库存水平的大幅攀升，应该就会及时看到通信设备行业的发展已经出现了泡沫。如图7-1的曲线所示，在20世纪90年代中期的经济繁荣期，非军用通信行业的库存水平一直处于稳步上升态势，制造商们也成功地保持着供应量恰好在市场的巨大需求之上的位置。不过，到了世纪之交，库存水平又突然出现激增，反映出消费者采购量的急速下降。其后的经济衰退期基本上体现在企业纷纷着手开始清仓的这类活动当中。

从经济的角度来说，库存的激增或削减并非都具有足够的经济价值，一定程度的增长或削减是企业发展过程中的正常表现。库存水平的变化是否足够显著某种程度上是由其动机或初衷决定的——要考虑库存变化究竟是属于计划中的调整还是意料之外的突然波动。睿智的经济学家们会通过正处于上升或下降趋势的行业的相关业内人士、企业家或经理人交换意见，根据他们的现实反应做出尽可能理性的判断。

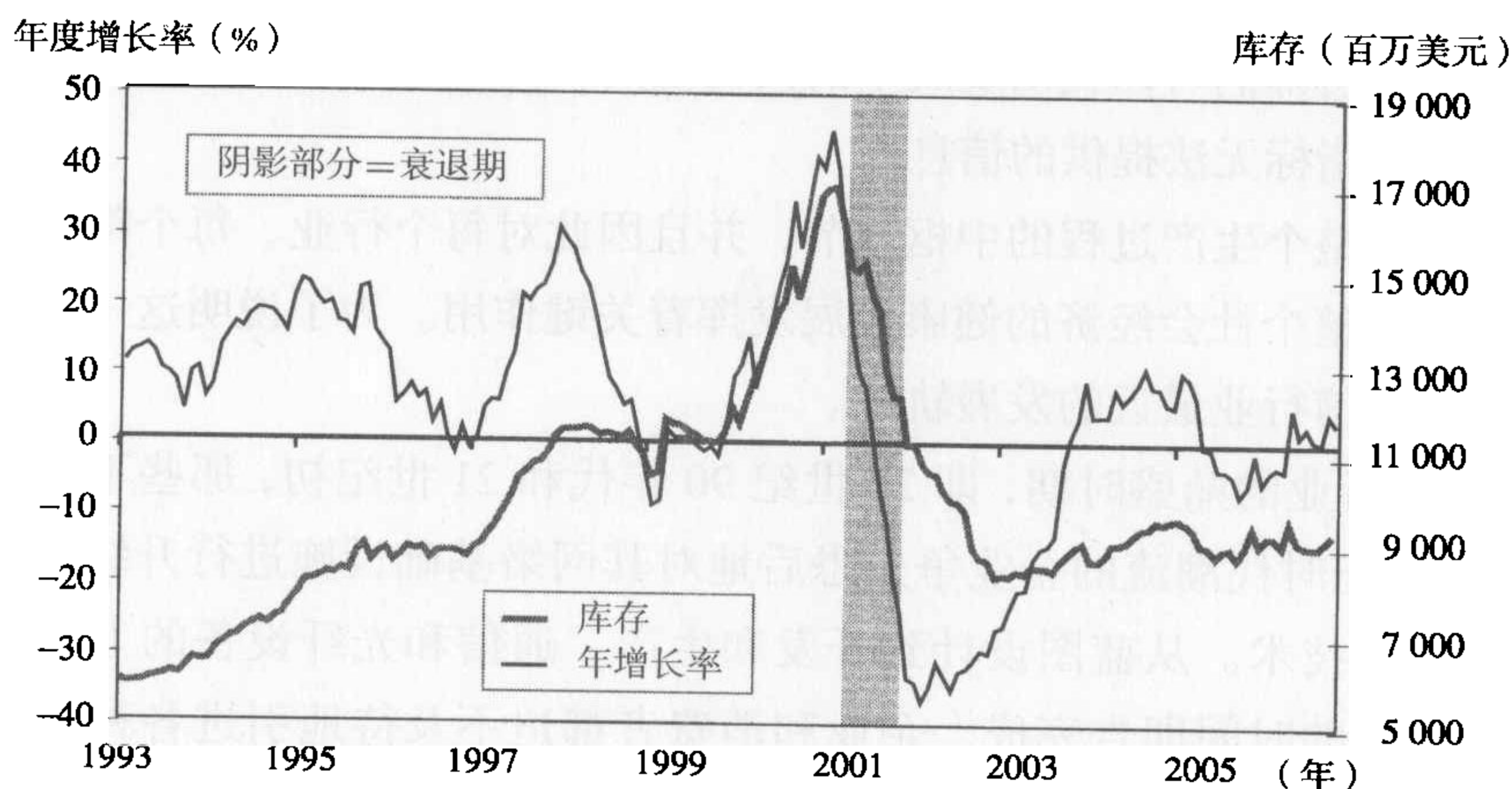


图 7-1 通信设备制造企业的库存情况

（资料来源：美国商务部统计调查局）

库存与商业周期

库存水平显然与经济活动密切相关，但是库存数据究竟属于滞后经济指数、同步经济指数还是先行经济指数呢？正确的答案是：属于哪类指标取决于你怎么看待它。库存投资的水平通常都被视为滞后经济指数。这是因为企业通常都很难意识到市场需求已经开始减少，而自己仓库里的存货却正在不断积压，已经带来潜在风险，因此往往等到经济发展速度已经大幅下降，才开始采取措施压低库存。不过，一旦企业真正开始动手削减库存，库存投资的商业周期从波峰跌到波谷的落差幅度可能会相当惊人，有时甚至会超过总体市场需求的削减幅度。在商业周期的另一端，企业基本上都已经开始着手削减生产，重新规划仓库库存，直到确信市场已经开始回暖。

关于这种滞后，基本上可以在图 7-2 中看出梗概，图 7-2 描述的是制造业及贸易库存每个月发生的变化。

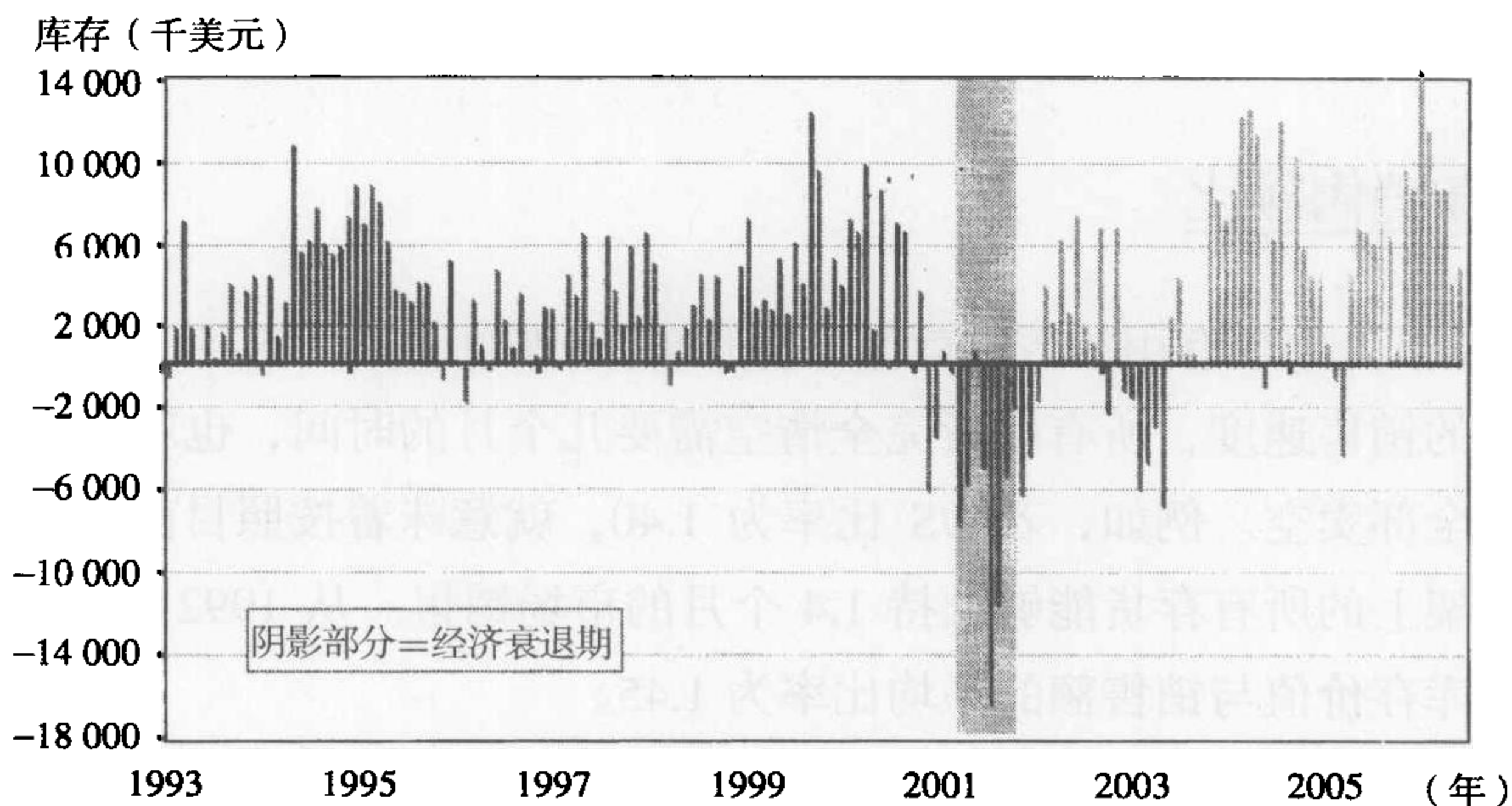


图 7-2 每月库存数额变化情况

（资料来源：美国商务部统计调查局）

库存水平的变化对商业周期起着引领的作用，因为这些变化反映出了企业的商业预期。如果管理层预计某个行业即将迎来市场需求的稳步增长，那么企业就会及时补充库存。同时，如果预计市场需求将减弱，那么企业会通过当前的销售适时地消耗一部分当前存货，而不再盲目补给，以保证库存水平能够稍稍有所下降。这样做的目的就是在充分考虑预期市场需求的前提下，保证最大的库存水平，以便恰到好处地满足市场需求。近年来，随着先进的电子扫描仪、供应链及相关库存管理系统的引进，企业已经能够更好地实现这个目标。这些新技术的应用使得企业有能力更好地对商品销售水平进行监控，以免陷入过度采购或存货不足的窘境，同时，还能够对库存活动进行更有力的控制。这方面的努力带来的结果是，随着经济衰退期的缩短和衰退幅度的下降，商业周期的波动已经变得更温和。

总体商业库存的变化率是一个非常有用的工具，能够用来预测商业周期的转折点。但是总体商业库存变化率还可以同一个更精确的测量指标校准，那就是每个具体行业的数据，其中有的数据与经济活动的相关性比其他数据与经济活动的相关性要高得多。非耐用商品的库存水平对于总体经济状况并没有特别大的参考价值，如食品的库存水平等。这些商品的市场需求相对比较稳定，并且对经济衰退趋势并不敏感。同时，由于这些商品往往容易腐烂，不易保存（从其定义上就

可以看得出来),所以在货架上摆放的时间不可能很长。相对来说更具参考价值的是循环性更强的商品的库存水平,例如非军用资本商品、汽车、耐用消费品的库存数量等。

库存价值/销售额比

MTIS 报告中最有用的数据就是库存价值/销售额比率(I/S)。这个比值显示的是以当前的销售速度,所有存货完全清空需要几个月的时间,也就是说,多长时间以后将全部卖空。例如,若 I/S 比率为 1.40,就意味着按照目前的销售率,企业仓库货架上的所有存货能够维持 1.4 个月的市场销售。从 1992 年到 2002 年,总体商业库存价值与销售额的平均比率为 1.45。

由于不同类型的商品在保质期限、生产进度、销售率等方面各不相同,因此不同行业的库存价值/销售额比通常都会在不同的数值范围内波动。从图 7-3 中可以清晰地看到这一特点,该图以制造业、零售业、批发业为例,显示了这一比率的波动情况。如图所示,1992 年到 2003 年期间,零售业的库存/销售额比在三个行业中排名是最高的,往下依次是制造业和批发业。了解本行业该比率波动范围的证券分析师们可以查看 MTIS 报告,看看当前的比率大概是在曲线中的什么位置。

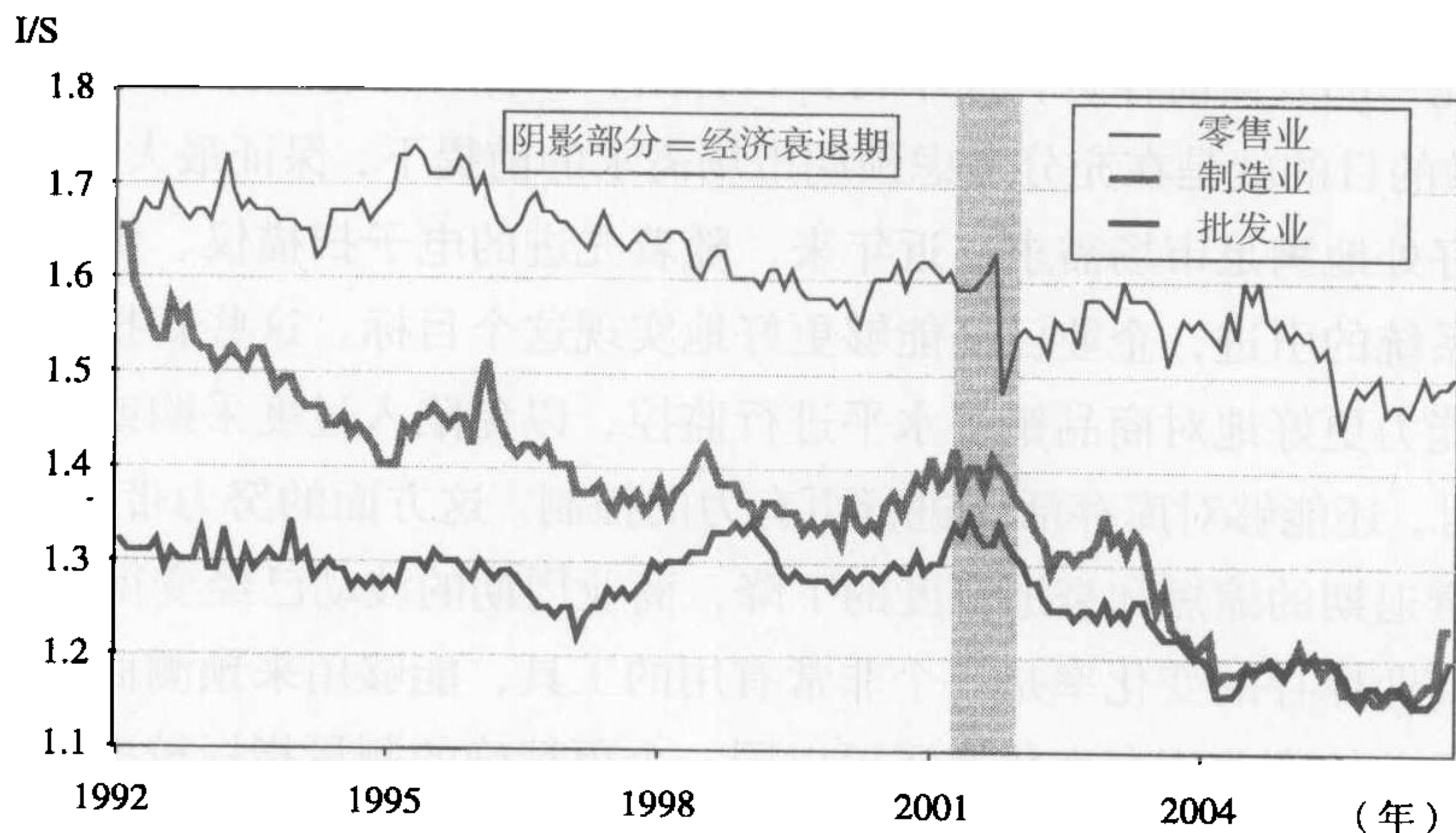


图 7-3 库存价值/销售额比: 零售、批发、制造

(资料来源:美国商务部统计调查局,美国国家经济研究局)

◎ 如何利用看到的信息

由于 MTIS 中的数据都标有日期，因此从较长的时间跨度范围考察库存数据的整个发展趋势要比单独考察和分析每一份报告中独立的数据更有价值。华尔街的很多经济学家都会对报告中的库存、销售、库存价值/销售额比进行连续跟踪记录，在每次报告发布时都进行更新。做这样细致的工作可能有些枯燥乏味，但是很有意义，绝对值得花时间和精力去做。

华尔街大部分研究机构的经济部门每月都会为其证券分析师提供相关图表。这些图表将库存数据放在“制造业及贸易库存与销售”报告中，因此可以用来跟踪潜在的生产变化情况。例如，如果每月汽车库存水平出现持续的非正常激增，可能预示着该行业的生产制造速度正在放缓，产品价格可能正在大幅下降，员工数量将出现锐减。分析师和经济学家们一旦注意到这个趋势，就可以及时跟汽车行业的业内人士探讨，确定这部分生产异常情况究竟是否的确属于异常，如果是，找出造成这种状况的原因。Rolodex 的内部数据始终都是非常有用的。

背后的秘密

本章内容中最具特殊意义的内容在于如何换一个角度看待 MTIS 报告中公布的数据——I/S。正如我们之前提到过的，很长时间以来，这个比值一直被认为是预测未来经济活动的良好指标。在引入 NAICS 之前，人们一直使用 I/S 比率，并且认为 I/S 比率的数值在 1.55 到 1.60 之间时，意味着经济即将进入衰退期。不过这个指标已经逐渐退出历史舞台。同样，我们还注意到，准时生产制（即零库存）和供应链管理系统的引进使得企业能够更好地把握库存的大致水平，从而对生产—发货—库存过程进行更好的控制。这样一来，任何 I/S 比率都不能继续作为精确的经济衰退信号。

取而代之的是，经济学家们现在会考察这个比值在若干个月当中表现出来的明显变化，例如，从 2000 年 3 月的 1.38 迅速提升到 2001 年 4 月的 1.46。当 I/S 比率经过一段时间之后出现上升，就意味着销售额的增长速度还不够快，尚不足以在有限的时间内将相应的库存全部消耗完毕，或者意味着商品堆积的速度过快。

这里有一个底线，那就是销售额的增长速度比企业预期的增长速度要慢。对于国民经济来说，这不是一个好消息。如图 7-4 所示，在 2000 年到 2001 年的激增过后，随即出现了经济衰退。相反，当 I/S 比率几个月内持续呈现下降趋势时，就意味着销售额的增长速度比库存的增长速度要快，所以，提示制造商必须迅速加快生产。当然，这种预示作用对于整体经济活动都将起到积极作用。

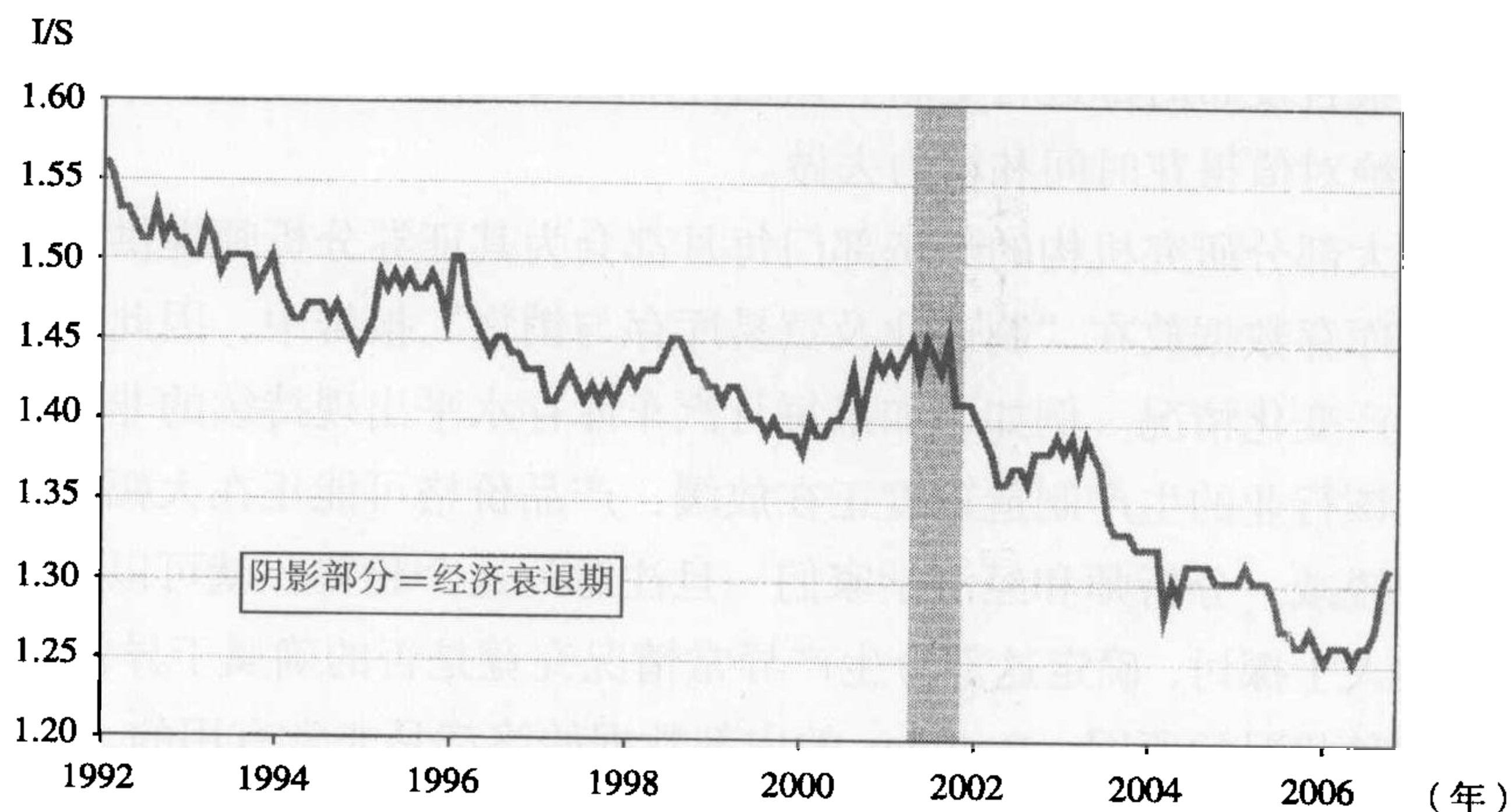


图 7-4 企业总体库存价值/销售额比率

(资料来源：美国商务部统计调查局，美国国家经济研究局)

第 8 章 新住宅建设

如果说您只能从本书中学到一课，那么我希望这一课是：永远不要低估住房建设在一国经济中发挥的重要作用。拥有属于自己的房屋产权这个普通美国人的“美国梦”已经成为推动美国经济增长的主要助推器。在国内生产总值这个累计支出的计算公式（参见第 1 章） $C+I+G+(X-M)$ 中，投资（即 I ）这个部分的数值很大程度上要受到住房活动的影响。新的私有住宅的建设，尤其是单门独户的家庭住宅的建设，能够反映出消费者情绪和国民经济的健康状况。毕竟，真正决定购买住房这类大宗商品，得要求购买者对自己的个人财务状况（包括工作的稳定程度以及预期的家庭收入水平）具备相当的自信。同时，这类住宅的开工建设预示着国内的宏观经济状况处于比较乐观的状态。除了个人收入以外，对住宅建设活动产生重大影响的因素还包括利率水平和人口数量等。如果这些要素组合得当，那么住房市场将相当活跃，并且刺激整个经济活动的繁荣。如果组合不得当，就只能导致市场滑坡，整个国民经济也将因此陷入衰退境地。

既然新住宅开工数量在 GDP 总量中仅仅占到 5% 的比例，那么它为什么能够对社会经济产生如此重大的影响呢？这是由相关支出及其他间接因素带来的增值效果所致。消费者购买房屋之后，就必须进行相应的装修和装饰。这些消费活动意味着建筑工人、零售商、制造商等都能获得更多的就业机会；当地政府和联邦政府也能因此获得更多的税收；地毯、家具、家电等商品的消费将继续上升。当

然，一旦整体经济环境出现滑坡，例如利率上升等，就可能对新房屋的需求产生抑制作用，并进而导致相关从业人员的就业机会减少，个人收入下降。

重要的住宅指标有好几个，其中包括美国商务部统计调查局的新房屋销售额，以及美国房地产行业工会当前的住宅销售额。不过，其中最具影响力的指标还应该是新住宅开工率及发放的建筑许可证数量。这些数据将在《新住宅建设》报告中公布，由美国商务部统计调查局和美国住宅与城市发展部联合发布。发布时间是报告当月结束后 15 天左右，当日的具体发布时间是美国东部时间早上 8:30。该公告的具体内容可以通过美国统计调查局的官方网站 www.census.gov/newresconst 查询，房屋建设过程中每个阶段的具体细节以及房屋建设所采用的建筑方法等信息都可以在该网站上查到。市场参与者们给《新房屋建设》报告起了个不太正式的名字，叫做“住宅开工”报告，其中的数据在华尔街的专业人士当中成为最受推崇的经济指标之一，美国经济活动的任何重要模型当中都不应该忽略这个指标。

⑤ 指标的演化

获取新住宅建设报告相关的信息的渠道非常有限。说实话，值得一提的有价值的历史信息可以说少之又少。美国商务部的人口统计局从 1959 年开始正式承担收集住宅开工率相关数据的责任。在那之前，收集、计算、分配新房屋开工数和许可证数量的工作一直由美国劳工部劳工统计局（BLS）负责。BLS 收集的数据可以追溯到 1889 年。

这个报告自从 1959 年以来几乎一直没有发生任何变化，在形式上和统计方法上始终保留了最初的传统。不过，随着时间的推移，报告多多少少还是发生了一定的变化，例如，已经将农场房屋的开工数量纳入进来、将公共房屋的开工数量剔除出去。其中的一些定义也经过了适当的修改。例如，就在 1992 年的安德鲁飓风刚刚过去之后，“新房屋开工率”这个概念的外延进一步扩展，首次将在原有基础上重建的房屋也包含进去。20 世纪 90 年代，就进行了一次修订，自此，未经法律许可的房屋开工数量也被计入这项数据，从而造成整个系列数字中出现了断层。这个断层对于数据系列的连续性影响并不大。1968 年，劳工统计局开始统计和报告新建房屋的具体特征，如是否完工等。不过，在大多数情况下，任何一点

修订或变化都可能对月度报告带来重大影响。

5 数据解读

《新房屋建设》报告统计了私人所有的住宅结构的数量，其中既包括单门独户的私人房屋的数据，也包括多户连住家庭的统计数字。多户连住家庭中每一个单元的数据将分别计算，所以一共 10 套公寓房的建筑记做 10 个单元。公共房屋以及宾馆、汽车旅馆、集体居住房屋如大学宿舍、疗养院、活动住房等则不包含在内。

这份报告提供了当月数据的汇总，另外还附有 5 张表格。每张表格都对应着住宅建设过程的 5 个步骤。第一张表格包括新建的私有房屋单元数，其中还附有建筑许可证的申请表——美国大部分地区都要求必须具备房屋建筑许可证房屋才可以开工新建。报告中的数据来自分设在美国境内的 8 500 个办公地点的建筑许可事务办公室提供的统计数字，建筑许可事务办公室通过邮寄的方式进行问卷调查，回收的调查问卷大约是 19 000 份左右。

统计局从“建筑调查问卷（SOC）”中抽取了 900 个许可发放地作为统计样本，这个样本即成为“授权开工但‘尚未动工’的住宅数量”、“住宅动工数量”、“在建住宅数量”、“住宅完工数量”（表格 2 到表格 5）的数据来源。选择统计样本的时候充分考虑了各个许可证发放地的劳动力、种族/民族出身、人数变化，以及家庭和住宅特征等因素。统计局的区域代表对这 900 个地点进行调查，并且对土地面积不到 3%、不要求申请建筑许可证的地点也进行了调查，对处于不同建筑阶段的房屋特征（例如，属于刚开工的建筑、已经完工的建筑，还是其他类型的建筑等）进行评估。

第二张表格中的数据是关于那些已经拿到建筑许可证但尚未动工的建设项目。统计局之所以会制作这张表格，是因为新建筑绝大部分都会在许可证发放的当月就开土动工，表格 1 中提供了相关的房屋开工信息。两张表格的不同之处在于，在已经拿到土地或建筑许可证的住宅单元数量这一栏里，有的可能已经开始动工，有的可能尚未开工。

第三张表格显示的是房屋动工的数量——也就是已经开始打地基的房屋单元的数量。《新住宅建设》报告中显著位置公布的也是这部分数据。进入这个阶段，

通常货币交易已经完成，说明房屋业主承诺对建筑项目负责。第四张表格中包含了“在建”项目——也就是建设工作已经启动但是尚未完工的项目。这些数据与美国商务部《建筑价值定位》报告中提供的住宅建设数据的变化非常接近，在华尔街通常被作为建筑支出处理。

第五张表格分析的是建筑完工数。

这些表格按照住宅建设过程的不同阶段对数字进行分解，帮助经济学家、投资者及其他市场参与者分析其中蕴涵的机遇和挑战。例如，如果获得建筑许可证、房屋破土动工和正式开始建设这几个阶段全都在加速进行，但是却迟迟未能完工，那么证明房屋建筑方很可能遇到了经济方面的麻烦，例如遭遇了失业率上升的问题等——因为失业率的上升可能会使潜在的房屋购买者在投资置业、购买新房产的时候有所顾虑。另外，如果整个经济环境处于利率上升的状态，那么那些原本打算以合理的条件获得融资或贷款的买主就有可能感觉到还款压力比较大。

这些表格包含十二个月的数据——记录当月的初始数据、之前两个月的修订数据，以及一年以前的最终数据，数据的形式既有每个季度调整的年度数据，也有未经调整的月度数据。此外，表格中还有经过调整的前两年的年度数据，以及当年和前一年的“年一日”总数，外加经过调整的记录当月及其前一个月之间、记录当月与上年同一个月之间年度百分比变化的相关数据。

各个阶段的房屋建筑单元数既有整个美国的总数，也有以下四个地区单列的统计数字，这四个地区分别是：美国东北部、中西部、南部和西部地区。全国的总数按照建筑物的尺寸又分为单门独户的家庭住房、2到4家住户的单元房，以及5户或5户以上的单元房。

☞ 它们的深层含义是什么

居民住宅投资给整个经济带来的连锁反应远远大于其对GDP的直接影响。这是因为劳动力数字和房屋建设和装修过程中消耗的相关产品的数量和体积往往很大。我们不妨来看看下面这张清单，它列出的是面积为2000平方英尺（1平方英尺=0.0929平方米）的单门独户住房平均消耗的建筑材料等资源的平均数据。

- 13 127 英尺框架木材。
- 6 212 平方英尺盖板。

- 13.97 吨混凝土。
- 2 325 平方英尺外墙材料。
- 3 100 平方英尺屋顶材料。
- 3 016 平方英尺绝缘材料。
- 6 144 平方英尺内墙材料。
- 120 英尺条形管材。
- 15 个窗户。
- 13 个厨房橱柜，两个其他橱柜。
- 1 个厨房水槽。
- 12 个内房门。
- 7 个壁橱门。
- 2 个外房门。
- 1 个院门。
- 2 个车库门。
- 1 个壁炉。
- 3 个厕所，2 个浴缸，1 个淋浴间。
- 3 个洗手间面盆。
- 2 085 平方英尺地板材料，如地毯、弹力板、弹力瓷砖、陶瓷瓷砖或木制支架。
- 1 个双面书柜、1 个冰箱、1 个洗碗机、1 个垃圾处理器、1 个书柜罩。
- 1 个洗衣机、1 个干衣机。

（资料来源：全美房屋建造商协会）

当然，各种材料还得通过合适的方式结合起来才能完成建筑活动，例如，木材的接合，混凝土灌注、盖板、竖墙板、盖房顶、墙面材料、绝缘材料的应用，窗户、门、电气及其他设施的安装等。NAHB 得出的结论是，建设 1000 套单门独户住宅能够创造出 2 448 个全职工作岗位、给工作人员提供 7 940 万美元工资，并且为政府创造 4 250 万美元税收。

即便房屋已经建好并且装修完毕，它们仍然能够继续对经济活动产生影响——不仅仅是通过房屋改建和其他形式的升级。由于房子通常是人们最大的一笔资产，

从而也是最大的潜在资本来源。当按揭贷款利率下降时，房屋业主们会以更低的利率进行二次贷款，通过减少月供或者增加贷款金额，抑或双管齐下，充分发挥二者的优势，来进行投资。

研究结果显示，这个过程中节省出来的资金大部分还是重新投资到了房子上。这样一来，我们就不难理解为什么定位在房屋建设 DIY（自助）业务的商家，例如，Home Depot 和 Lowe's 等，能够在 20 世纪 90 年代末到 21 世纪初按揭再贷款盛行期间始终能够成功保持其在市场上的突出表现了。此外，由于消费支出在 GDP 中占有相当大的比重，因此整个国民经济都可以从中受益。事实上，很多经济学家认为最近的经济萧条之所以不那么明显了，是因为这个期间利率下降带来了按揭再贷款业务的迅猛发展。

对住宅建设的影响

显而易见，住宅投资对经济的影响非常深远。反之，经济环境对住宅投资的影响同样深刻：住宅建设是对经济环境最敏感的一个因素，也是周期性最强的影响因素之一。对住宅建设影响最大的两个因素分别是银行利率和人口数量。

由于对大多数人来说，住房都是最大的一项投资，因此往往必须部分依赖贷款。当然，除非得到幸运之神的眷顾，中了彩票大奖。这样一来，我们就很容易理解为什么住宅动工率与利率水平之间会存在一定的相关性了：30 年固定按揭利率（即大多数梦想拥有自己的房屋的人借款的利息率）越低，借贷压力就越小，房屋开工数量就越多。图 8-1 显示的就是按揭利率和住宅开工数量之间的关系（反方向发展——注意右边的数值刻度与左边方向相反）。其中有一个基本规律，那就是：只要个人收入和就业机会稳步增长，并且房价保持在合理范围内，那么当这个比值等于 7.25% 或低于这个比例时，住宅活动就会得到有力的推动。

由于能够对 30 年贷款利率产生间接的影响，因此美联储完全可以推动或抑制住宅建设活动。当经济增长可能导致经济膨胀进一步加剧时，美联储可能会通过提高隔夜贷款利率的方法去抑制经济增长速度（参见第 1 章）。这种增长通常要通过长期债券来实现，并将最终引起按揭利率的上扬。受其影响，住宅建设和住宅销售势头减弱，美联储为此将采取紧缩银根的措施，从而导致其他资本支出也继而缩减，经济发展速度减缓。如果美联储热情过头，将利率提升得过高，很可能

会导致经济萧条。另一方面，当经济发展趋于缓慢时，美联储往往会通过降低其隔夜贷款的目标率的方法来刺激经济，从而刺激市场上对新房屋的需求，同时促进新住宅的开发建设。

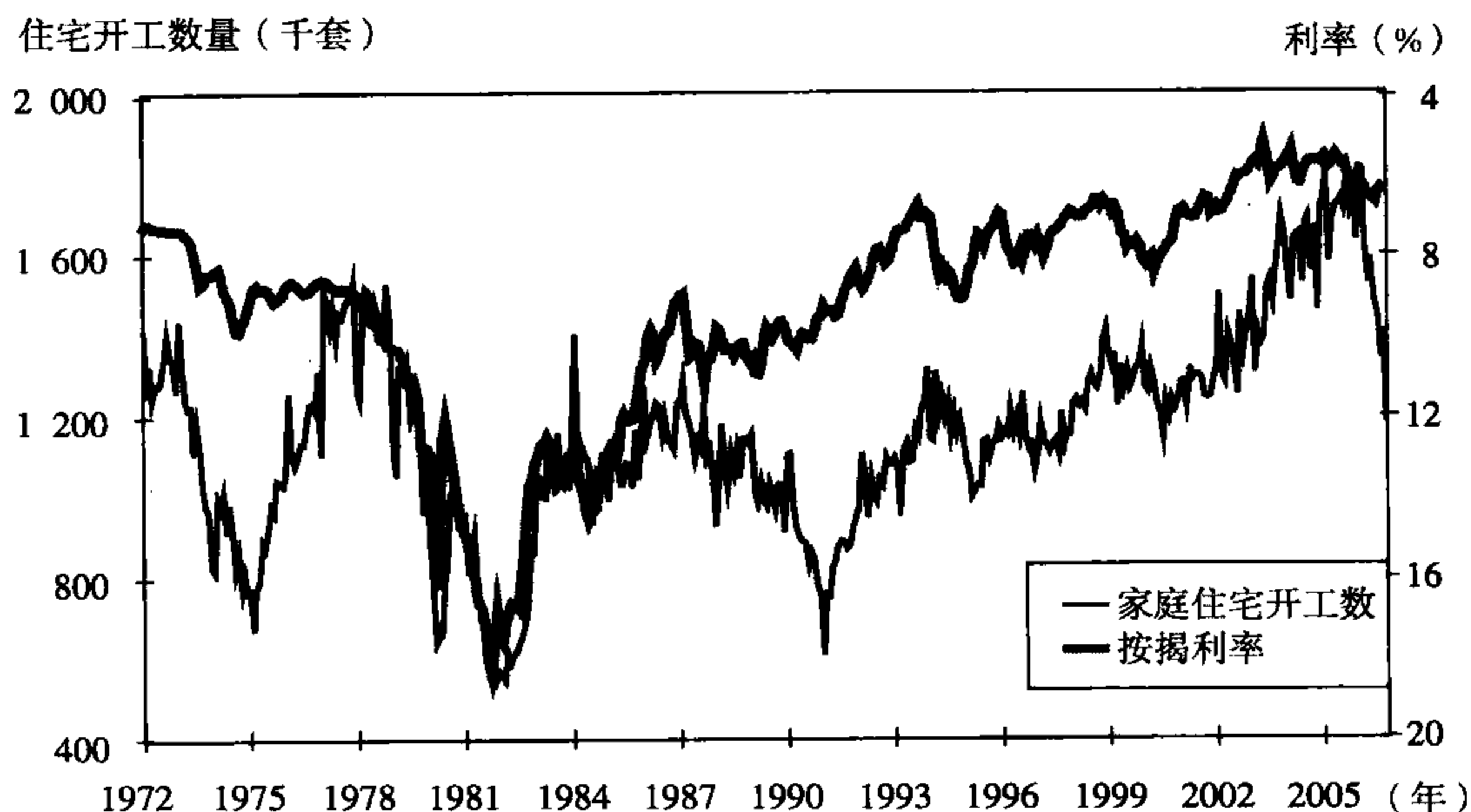


图 8-1 单门独户家庭住宅开工与 30 年固定按揭利率

（资料来源：联邦住房贷款抵押公司，美国商务部）

在确定住宅活动的发展态势的时候，需要特别考虑的因素还包括人口规模和人口构成等。显然，正处于购房年龄段的人口数量越多，潜在的住宅活动就越活跃。经济学家们已经发现，年龄在 30~59 岁之间的人口数量与现有及新建房屋的销量之间相关性最强。同时，这个年龄区间的人口数量与独栋住宅的建设速度之间也存在极强的相关性。请记住，刚从学校毕业的学生们通常都需要经过一段时期的资金积累之后才具备足够的实力，去支付房屋的首付。此外，一般人在二十几岁时收入状况通常都不会特别可观。

年龄在 20~25 岁之间以及 60 岁以上的人与多单元房屋的开工数量之间关联性更强，因为刚毕业的学生和年长的老人往往更倾向于合居的住房结构，例如，公寓式的建筑等。在第二次世界大战后美国婴儿潮期间出生的美国人（即 1946 年到 1964 年之间出生的美国人）当中，年龄排在最靠前的 7 700 万人于 1978 年左右先后达到了购房人群的平均年龄——32 岁。人口因素的这一变化不仅引起了住房市场在过去 25 年间急剧增长，而且对经济活动的进一步活跃起到了有效的推动作用。

外来移民的涌入导致了人口的增长，并同时刺激了住房需求的增长。美国联邦抵押贷款协会（Federal National Mortgage Association）注意到，移民到美国的人通常都会在进入美国之后 10~15 年实现自己的“美国梦”。而随着外来移民个人收入以及利率环境的巨大改善，外来新移民进入后首次购房所需要的时间可能远远少于这个时间。20 世纪末至 21 世纪初的巨大移民潮已经带动了新一轮的建设高峰，有的房屋开发商认为，相对于近期的低利率环境，这段时间出现的住房建设高峰与美国为移民提供的福利待遇的改善关系更为密切。

由于对利率非常敏感，因此人口因素与税收、天气、每月住房数据这些因素波动幅度通常非常大。为了更清楚地把握经济发展趋势，经济学家们往往以季度为单位或者以三个月为一个周期，来考察新的住宅建设活动，其目的是降低波动幅度。

地区差异

对建筑活动可能产生影响的因素很多，而且这些因素对美国每个地区的建筑活动造成的影响往往还显示出巨大的差异性。例如，在中西部以农业为重点的地区，住宅建设活动往往会受到不同时期就业环境以及个人收入的影响，并且，该地区的经济环境与以制造业为主的其他地区（如 Rust Belt、西海岸等技术型企业集中的地区）是很不一样的。环境条件也同样因地区的不同而呈现出不同的特点，东南部地区多飓风天气，东北部及中西部多寒冷的冬季，而南部及西南部地区则常见洪水和干旱。此外，虽然美国的货币政策是全国统一的——货币政策直接决定利率水平，但其他政策条款，如税收鼓励政策等，却每个州各自为政。因此，《新房屋建设》报告中公布的住房建设方面的统计数字在不同的地区往往会大相径庭，这种现象也就不奇怪了。

如图 8-2 所示，从 20 世纪 90 年代到 21 世纪，美国东北部地区新建私有房屋的开工数量在房屋开工总数中所占的比例不足 10%。而中西部地区、西部地区和南部地区所占比例则分别达到 16%、23%和 51%。

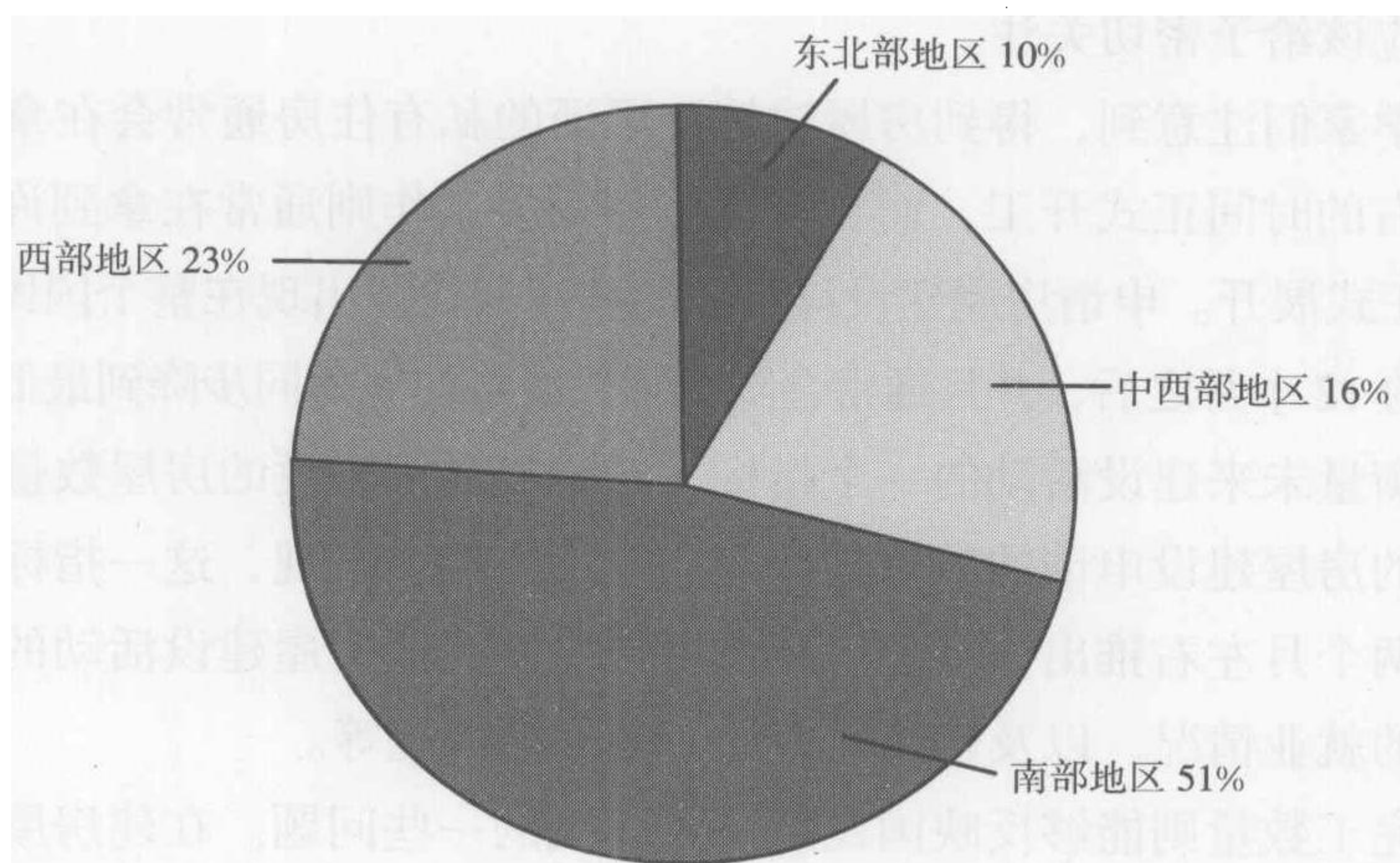


图 8-2 新房屋建设的区域构成 (2006 年 11 月)

(资料来源：美国商务部统计调查局)

住房与商业周期

之前的各章节描述的是住房建设与一国经济之间存在的密切关系，那么，住房建设活动——或者更精确地说，新住宅报告中所包含的统计数据——能够传达给我们哪些有关经济周期不同阶段以及各个转折点的信息呢？

有关住房建设与商业周期之间的关系的最形象的描述就是 FIFO，即先进先出 (First In, First Out)。它指的是：住房建设这个因素是经济低迷期到来之前最先出现衰退趋势的领域之一，同时，也是经济衰退期临近尾声时首先恢复活力的领域之一。换言之，房屋开工数量从某种意义上来说属于先行经济指数。不过，这个指数在房屋建设的不同阶段表现出来的预测能力并不完全相同，而且房屋建设的每个阶段所受到的关注程度也并不一致。

申请房屋建设许可证的数量是该报告中最具前瞻性的统计数据。事实上，由于这个数字极具前瞻性，因此建设经济委员会将其列为先行经济指数的范畴 (参见第 2 章)。虽然开发商在拿到建设许可证之后并不一定会立即开工，但经济学家们仍然认为，如果不是真的打算建房，承包方通常也没必要花时间、精力和成本去申请这份许可证。由于这项统计数字可以用来预测未来的房屋建设和住房需求，因此专门从事住宅开发商和房地产投资信托 (REIT) 市场的经济分析工作的分析

师们还是应该给予密切关注。

经济学家们注意到，得到房屋建筑许可证的私有住房通常会在拿到许可证后 1 个月左右的时间正式开工，而在建房屋的销售工作则通常在拿到许可证之后 3 个月左右正式展开。申请房屋建设许可证的高峰期往往出现在整个国民经济进入低迷状态后的 12 个月之后，并且通常会随着国民经济的回落同步降到最低点。

作为衡量未来建设活动的一个指标，经授权开工建设的房屋数量比提交主管部门审批的房屋建设申请的数量更准确。经济学家们发现，这一指标大约在房屋开工前的两个月左右推出，在建房屋数量可反映当前房屋建设活动的大致状况、建筑行业的就业情况，以及建筑材料的市场需求状况等。

建筑完工数量则能够反映国民经济中隐藏的一些问题。在建房屋数量和建筑完工数量二者之间的重大差距可能要归咎于恶劣的天气，例如南部地区的飓风和西北部及西部地区的暴风雪天气等，经常造成建筑施工过程中工期被延误。不过，建筑完工时间的滞后也可能是因为大量房地产开发商或购房者无法坚持到项目最终完工。如果是这样，整个国民经济很可能会陷入重大的财务困境。

独栋家庭住宅开工数

虽然房屋建设其他阶段的统计数字也能说明问题，但《新住宅建设》报告的标题位置公布的往往是住宅开工数量——更具体来说，是与独栋住宅建设相关的房屋开工数量。华尔街最关注的是独栋家庭住宅，而不是多住户住宅的开工数量，因为后者的数字往往波动较大。多住户的单元房屋通常包括普通公寓、高级共管式独立产权公寓（Condominium）、连栋住宅（Townhouse）等。正如之前提到过的，这些建筑中每幢公寓都被计为一个独立的单元。每当一栋 500 个单元的公寓楼正式开土动工或者建设计划被取消时，每月的汇总表中就会一次性增加 500 套公寓或者一次性减少 500 套公寓的现象。这样的结果可能会导致两个月之间的数字出现非常极端的变化。

多住户住宅对税收政策也更为敏感。例如，美国政府会鼓励欠发达地区大力发展住宅建设，其采取的鼓励或刺激措施通常都是针对多住户住宅，而非独栋住宅的开发建设。由于这些鼓励政策会随着政治气候的变化而变化，因此可能导致多住户住宅数字的波动性进一步加大。最后，多住户住宅的建设速度与独栋住宅的增长率之间可能存在某种程度的函数关系。20 世纪 90 年代末及 21 世纪初，很

多公寓住户逐渐搬出公寓楼，开始购买独栋家庭住宅，因为此时独栋房屋价格已经相对更能接受了。这股潮流刺激了独栋住宅楼建设项目的增长，同时抑制了多住户住宅的发展。

如图 8-3 所示，独栋住宅的开工通常在所有新建私人住宅的开工总数中占到约 80% 的比例。这个统计数字可能是消费者信心的最根本衡量标准。由于消费活动在美国经济总产量中占到 70% 以上，因此独栋住宅动工数量值得大家予以关注。

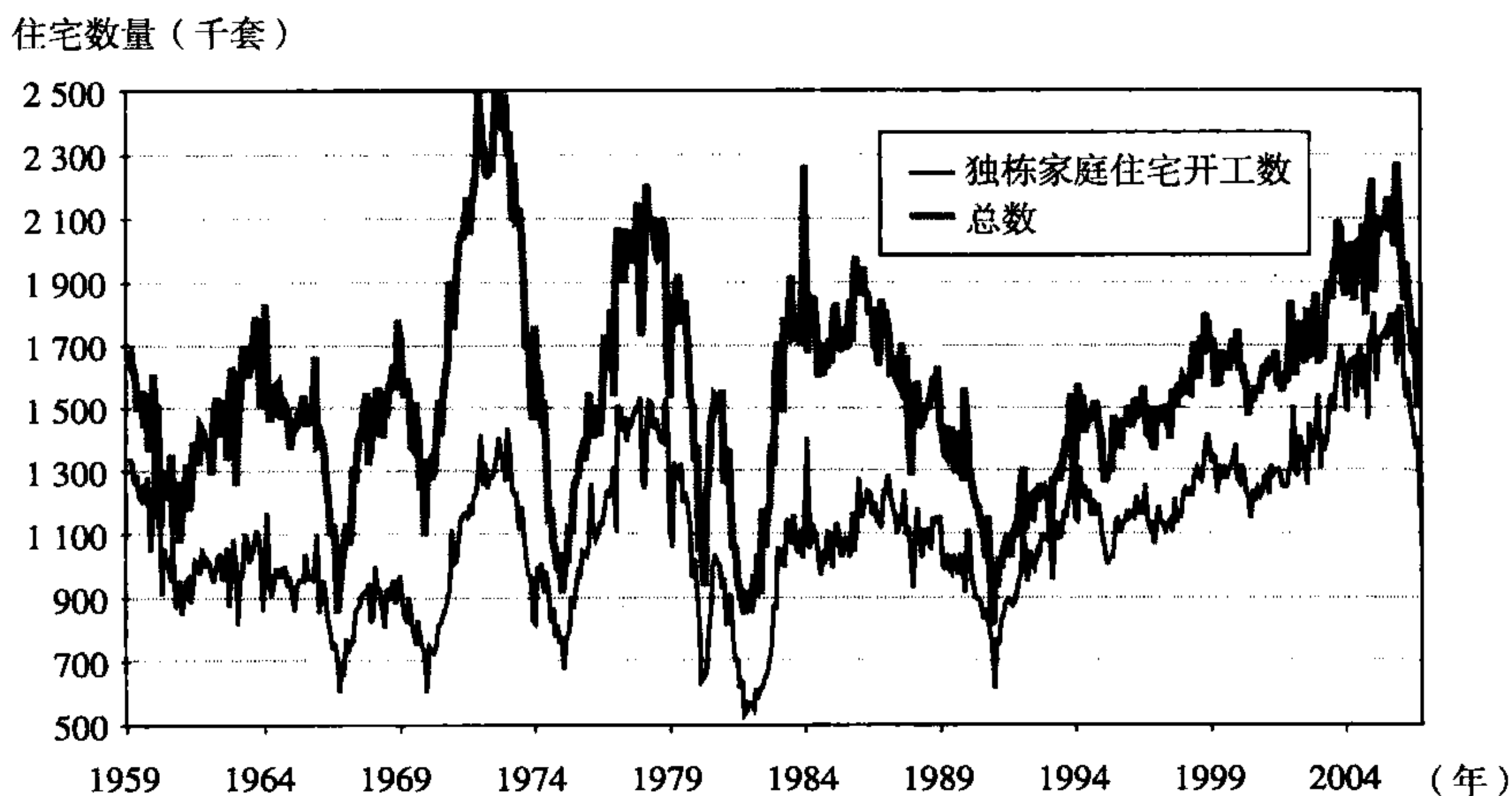


图 8-3 住宅开工总数及独栋家庭住宅开工数量

（资料来源：美国商务部统计调查局）

为什么独栋住宅开工数量水平能够成为如此受推崇的一个消费健康状况衡量标准呢？简单来说，当人们担心个人或家庭经济状况可能发生变化时，一般不会减少其他消费品的支出，但绝对不会在经济状况不佳的时候去考虑购置房产。这也是住房市场之所以成为经济周期变化的极好衡量指标的重要原因之一。

在 2001 年经济衰退期到来之前，住宅开工数这一指标一直是用来衡量美国经济健康状况的最可靠也最准确的指标。第二次世界大战后的每一次经济衰退都伴随着新建房屋开工数和总体住宅建设活动的急剧缩减，这一缩减造成了相关商品消费支出的一定程度减少，以及相关行业工人就业数量的下降。

2001 年的经济衰退打破了这一常规。住宅开工数量在经济趋势走低的情况下始终保持坚挺，因为史无前例的低通货膨胀使得抵押贷款率一直较低。失业率出现了几十年来的新低，20 世纪 90 年代工资收入的快速增长导致个人收入直线飙升。

升，对未来（如经济衰退期）的家庭及相关采购活动起到了推波助澜的作用。同样的因素（加之之前提到过的抵押贷款重新融资）也导致消费支出一直处于正向增长的态势。事实上，即使在最低谷的那段时间，消费支出也达到了 1.4% 的增幅，这样的现象发生在 2001 年第二季度。这项支出很大一部分是用于家居产品，以及家装、房屋扩建或其他房屋改进消费，应该不算是巧合。正因如此，2001 年的经济萧条造成负面影响并不算严重。

购买住房的支出及其他相关支出之所以在经济衰退期以及 2002 年期间能够始终保持坚挺，还有一个原因，那就是当时的美国股市表现不佳。当时人们已经意识到自己所做的投资几乎没有机会增值，因此只能想办法提高自己手头最大的资产的价值，即房产的价值。很重要的一点是，要记住：在这个时候，美国的房产所有人（占 67%）的数量大于股东的人数（占美国房屋所有人的 50%）。美国商务部统计调查局对房屋所有权的定义是：拥有房屋所有权的家庭住户数量在家庭住户总数中所占的比例。2001 年 9 月 11 日的恐怖袭击发生以后，美国居民开始更多地回归家庭，尽可能将活动范围控制在自家周边 100 英里的范围之内，并且同时取消了所有不必要的商业出行。同时，美国居民还开始购买第二套住房，作为自己在大城市里或大城市周边的主要家庭住所之外的另一个居住场所。购买这些房屋的人很多都是出生在美国婴儿潮期间的美国人，他们此时基本即将退休，所以购买这些房产可以作为退休之后的主要居住场所。

☺ 如何利用看到的信息

几乎所有市场交易人士都有一个共同目标，那就是从相关经济报告中找出最能对市场产生推动作用的统计数字，实现投资价值的飞跃。对于《新住宅建设》报告来说，要达到这个目的，可以从房屋建筑商那里收集最真实生动的证据。在全国最大的建筑商（包括 KB 家园、M.D.C 土地、Pulte 家园有限公司、Toll Brothers、Lennar 集团、Ryland 集团、Hovnanian 企业、Engle 家园、美国 Beazer 家园等）当中，很多都会在其季度陈述报告或经常性的展示陈述中提到当前面临的问题，感兴趣的读者可以在各企业的网站上查询其探讨的相关问题细节。此外，NAHB 还提供极好的住宅市场、房屋改造趋势，以及住宅承受能力统计衡量指标。美国住房抵押贷款银行家协会（MBA）就推出了几个有关购置住房和再融资的经济指标，在华尔街受到了高度推崇。另外，还有一个很好的方法就是关注美联储

网站上的贷款数据和默认数据,通过这些数据可以及时了解到该行业可能面临哪些危机状况。负责贷款业务的官员如果不愿意扩大住宅信贷,那么可能意味着银行在募集更大规模的贷款的时候可能遇到了问题。有关具体细节,读者如果感兴趣,可以参考“美联储高级借贷官员对银行出借活动的观点调查”。这方面的内容可以在 www.federalreserve.gov 这个网站上进行查询。

背后的秘密

经济学家们已经注意到,个人私有住宅开工总数与获得住宅许可证许可的私有住宅单元数量之间的差值可以成为住宅活动的天然衡量指标,它比新住宅开工数量本身更能说明问题。在这里,住房建筑许可证可以被视为住房需求量的衡量指标,而住宅开工数量则可以作为住宅供应状况的良好指针。最终得到的数值“分布范围”成为用来衡量住宅领域繁荣状况的非常具有参考价值的指标。

如果得到的结果在负值区域内,也就是说,当住宅建设许可证的数量少于住宅建设开工数量时,则标志着住宅市场处于正常发展状态,甚至适度扩张状态。如图 8-4 所示,1992 年到 1997 年,住宅市场的发展趋势即属于这种情况。在这 6 年当中,新住宅开工数量平均达到 140 万套(年平均),从历史的角度来看,这个数值属于合理范围内的稳步发展。

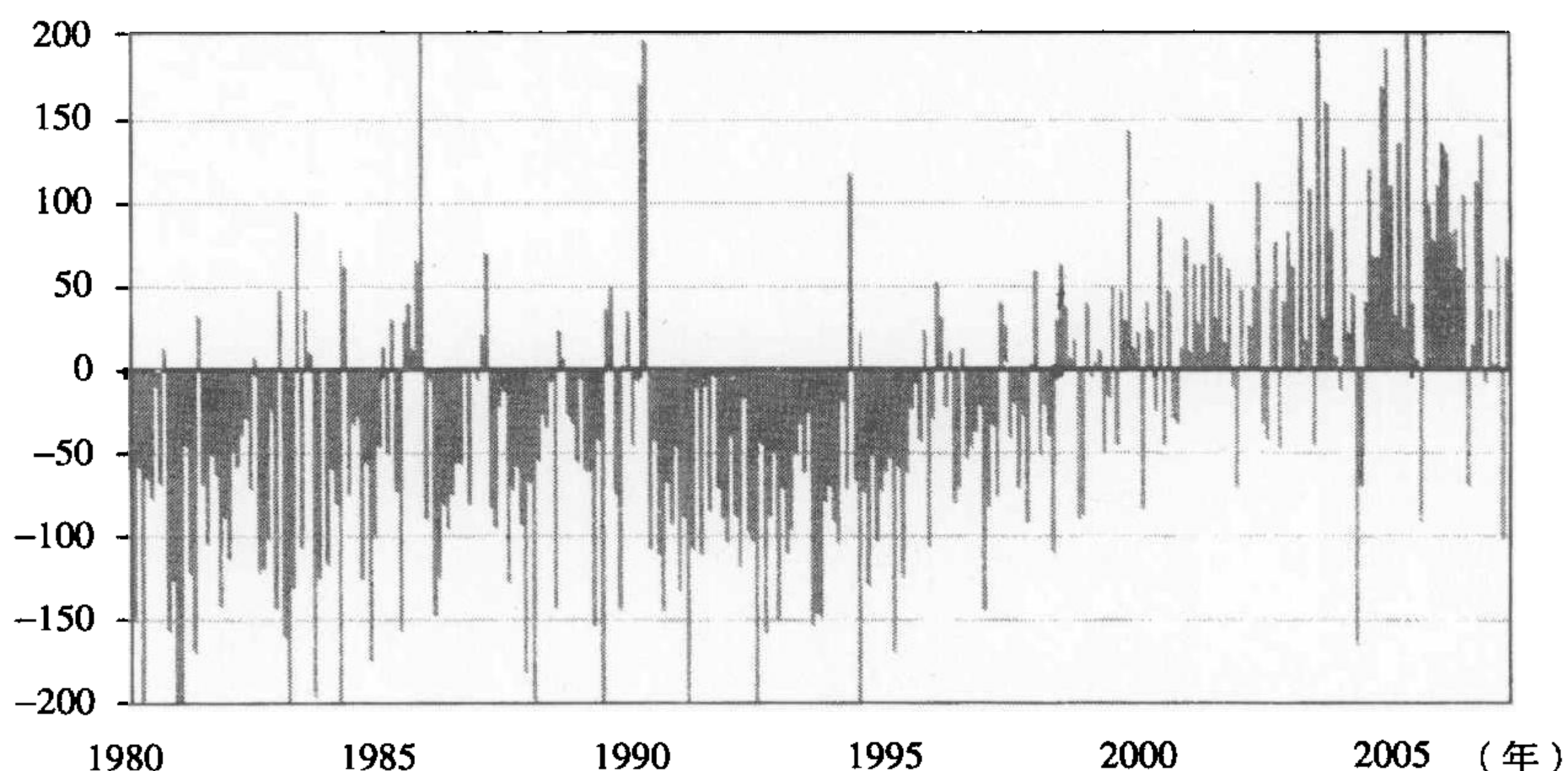


图 8-4 住宅建设许可数量与开工数量的差别

(资料来源:美国商务部统计调查局)

数值范围为正数的情况出现在 1998 年到 2006 年年初期间，当时发放的住宅建设许可证数量超过了新住宅开工数量。经济学家们认为这预示着未来住宅活动将出现繁荣状况。当住宅需求数量大大超过供给数量时，房价通常会抬高。从 1995 年到 2006 年，中等的新房价格上涨了 110%。当所有经济趋势都出现上升势头时，通货膨胀和利率水平比较低，而个人收入和就业率处于上升状态。

第 9 章 美国经济咨商委员会消费者信心指标与密歇根大学消费者情绪指标

也许，在我们做过的所有积极的决定（最终结果得很多天以后才能浮出水面的决定）中，大部分都不过是根据人类动物性的本能做出的——即处于本能地决定有所行动，而不是消极等待，不是根据科学的计算得到的结果来决定（用量化的利益乘以量化的概率得到的加权平均的结果）。这些话是先锋派经济理论家约翰·梅纳德·凯恩斯（John Maynard Keynes）在其 1936 年的作品《就业、利息和货币通论》中说过的，这番陈述大概可以称得上历史上对消费情绪在经济学中的重要性做出正面肯定的第一份书面文字了。而将“动物性本能”进行量化，则成为当前消费信心指标背后的推动力量。

从经济的角度来说，消费者是上帝，在国内生产总值中所占的比例为 $2/3$ 左右，包括从算盘到压缩光盘等各类商品。所以，了解上帝的真实感受永远都是好事情。当人们对自己的经济状况和未来发展充满信心时，通常会对一些基本经济要素的积极变化做出反应，例如就业率或个人收入的稳定上升等。所以，消费者态度这个衡量指标对于预测各个经济转折点的准确时间将发挥重大作用，也就不奇怪了。

有关消费者信心和情绪的调查种类繁多，一些研究机构和投资机构甚至推出了自己的调查，以便将这些数据收录到他们的系统里，并尽快转化为各类预测和战略方案。虽然具体细节有所不同，但所有调查都具备一个至关重要的特点，那就是：他们会询问来自各行各业的人对于当前和未来经济状况、通货膨胀的感受如何，以及是否有购房或购车计划等。参加问卷调查的人可能并不清楚经济衰退和经济萧条之间有何区别，但是他们就问卷上的问题给出的回答却能够作为参考，用来判断这类经济状况发生的可能性有多大。

在所有调查和衡量指标中，最广为人知也最受推崇的是美国经济咨商委员会的“消费者信心指标”和密歇根大学的消费者情绪指标。每月的 ABC 新闻或《Money》杂志上的“消费者舒适指标”是另一个重要衡量指标，与消费者零售活动密切相关，不过这个指标的受欢迎程度不及另外两个，其原因大概是因为以周为单位的发布进度导致了这一指标波动性非常大，因此对市场的预测作用较弱。

美国经济咨商委员会的消费者信心指标通常会在每个月的最后一个星期二发布，广大投资者可以在经济咨商委员会的官方网站 www.conference-board.org 上进行查询，虽然信息内容有一定局限性。要获得更详细的信息并且了解该指标的历史变化情况，可以直接从咨商委员会订阅这份报告。

密歇根大学的消费者情绪指标通常在每月倒数第二个周五发布，接着于两周之后发布修订后的“最终”评估结果。这份调查报告只能通过订阅获取。而有关“情绪指标”和“通货膨胀预期指标”的过往历史数据，则可以通过美联储的圣路易斯银行网站查询，网站地址是：<http://research.stlouisfed.org/fred2/>。不过，对绝大部分读者来说，通过新闻专线或张贴在更受欢迎的商业新闻网站上的数据结果已经能够满足参考所需了。

华尔街的每一个对经济增长预测相当谨慎的经济部门都认可这些调查报告。同时，美联储和白宫官员常常引用这些报告中的数据和结果，政府机构也对这些调查报告进行反复的研究和分析，力图确保国家经济政策是朝着期待的方向正常运行发展的。例如，美联储在对隔夜利率进行下调之后，可能需要了解这次行动是否达到了鼓励消费者购买对利率非常敏感的商品（如房产和汽车等）的目的。他们从这些调查报告中得到的结果可能直接影响到美联储是否会进一步下调利率。

当商业周期接近转折点的时候，各级市场通常会对信心衡量标准做出相当剧

烈的反应。这些指标并不能说明国民经济未来究竟会向前发展还是会出现回落，但是当这些指标出现急剧下降的时候，你可以毫不犹豫地做出判断：未来即将出现大幅度的经济攀升。相反，当这些指标接近峰值时，我们完全有理由相信未来将会进入更繁荣的发展阶段。

⑤ 指标的演化

乔治·卡托纳（George Katona）是生于匈牙利的心理学家和经济学家，他供职于美国密歇根大学调查研究中心，在20世纪40年代的时候开始对消费者意图提出质疑。密歇根大学对这个问题的调查于1946年正式展开，当时的调查借用的问题跟我们今天使用的问题完全一样。这种调查最开始属于年度事件，1960年的时候调整为每季度进行，到1978年，则开始成为每月发布的报告。

从20世纪40年代到20世纪50年代，卡托纳和密歇根大学的经济学教授埃娃·米勒事实上是唯一的两位专注于该领域研究的人士，他们两人共同推出了一系列有关消费者态度、收入、消费习惯的研究丛书。美国经济咨商委员会直到1967年才开始进行每两月一次的消费者态度调查。同样，这个调查在10年之后的1977年6月开始改为月刊。

⑤ 数据解读

虽然美国经济咨商委员会和密歇根大学的指标衡量的都是消费者信心和预期，但是其调查问卷中提出的不同问题，同时抽取不同数量、来自不同领域的人作为被调查者。密歇根大学调查研究中心通过电话对位于美国南部48个州的500个家庭进行了投票式调查，向被调查者询问其个人财务状况、整体商业环境和计划性采购的情况。整个调查中包含24个以上核心问题，作为获得好几个指标数据的基本问题。消费者情绪指标（Index of Consumer Sentiment, ICS）是根据被调查者对其中5个问题的回答情况制定的，问题分别是：（1）经济状况相对于一年前是提高还是下降了；（2）未来这一年经济状况将更好还是更差；（3）未来12个月企业将如何经营；（4）整个国家在未来的5年左右时间内将保持良好的发展还是将遭遇大范围失业和经济萧条；（5）此时是否适宜购买大件家用商品。问卷

上提供的答案分为“是”、“不确定”、“否”三类。在对这五个问题的不同回答当中，又形成了两个次级指标：根据被调查者对问题1和问题5的回答得到的当前经济状况指标（Index of Current Economic Conditions, ICC），和根据被调查者对问题2、3、4的回答得到的消费者预期指标（Index of Consumer Expectations, ICE）。

ICS、ICC、ICE全都是通过扩散法建立的：把所有回答“是”的答案相加，用相加的和除以所有回答“是”和“否”的答案总数，得到一个相对值。指标值是以1966年1月为基准月计算的，基准月的数值定为100。研究中心通常会在报告当月之后那个月的第二个星期五发表初步指标，并于之后两周之内公布最终数据。

美国经济咨商委员会的指标调查是由位于康涅狄格州格林尼治的美国恩孚欧咨询有限公司（NFO）研究中心指导进行的。NFO将5 000个家庭作为一组，在他们当中进行调查，了解其对当前经济状况的评价，询问他们对未来的预期，以及未来6个月有何重大采购计划。同密歇根调查研究中心一样，美国经济咨商委员会根据被调查者对这些问题当中的5个问题的回答情况得到3个扩散指标。他们询问的分别是以下5个问题：（1）你对本领域内的企业概况作何评价；（2）预计未来6个月的发展状况将会怎样；（3）你所在行业当前的工作机会呈现怎样的特点；（4）这一情况在未来6个月将会出现哪些变化；（5）6个月之后家庭收入状况与当前状况相比将发生什么变化。“消费者信心指标”是根据被调查者对所有5个问题的回答情况建立起来的。“当前状况指标”来自对问题1和问题3的回答。

“预期指标”来自对问题2、3、4、5的回答。这3个指标全都是以1985年作为基准年计算得到的相对值，1985年的基准数据设为100。与“调查研究中心”不同的是，美国经济咨商委员会会根据季节性波动调整调查统计数据。

美国经济咨商委员会会在报告当月的第18天到第21天收到初步统计结果，因此这些指标反映的是该月前3个星期的情况。之后的调查结果会收集起来，放到下一个月最新公布的数据当中。每月报告中指标的数据在官方数据正式公布之前是一直保密的——除了负责撰写附加评论的美国经济咨商委员会、美联储，以及白宫经济顾问委员会以外。美联储和白宫经济顾问委员会会在官方数据公布前一天的东部时间下午4:00以后收到这份报告。美国经济咨商委员会还分别公布9个地理区划的消费者信心数据。

⑤ 它们的深层含义是什么

密歇根调查研究中心和美国经济咨商委员会采用的方法彼此之间差异很小，但二者之间的微小差异已经足以导致各自推出的指标某种程度上存在互相矛盾的特征和优势。另一方面，很多经济学家都发现，美国恩孚欧咨询有限公司（NFO）调查所取的样本数量越多，美国经济咨商委员会的指标统计作用就越明显。他们还相信，比起密歇根大学的调查方式（即询问调查者未来5年的前景），NFO调查采取的对未来6个月进行预测的方法更具现实意义。另外，由于历史更为悠久，同时由于每月发布两次情绪指标报告，密歇根大学报告成为华尔街最受推崇的报告资料。一些特别认真的投资者选择同时订阅两份调查报告，因此能得到最好的资讯服务。

也就是说，两组指标之间的共同点从很多方面来说比二者之间的差异更为重要。二者最显著的共同点就是，它们与商业周期的发展进度保持高度一致。

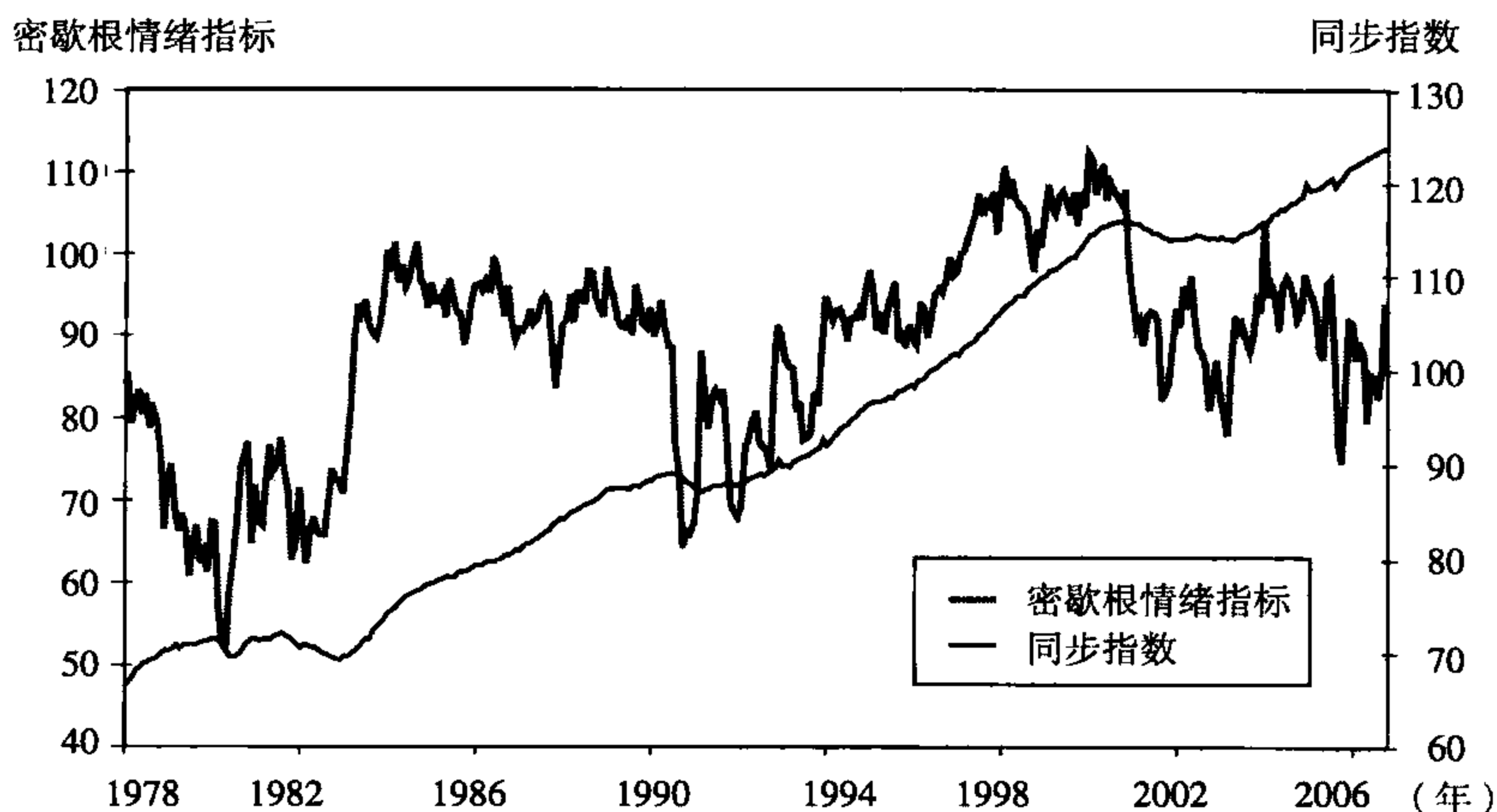


图 9-1 密歇根大学消费者情绪指标与美国经济咨商局同步指数

（资料来源：密歇根大学，美国经济咨商委员会）

图 9-1 显示的是密歇根大学的消费者情绪指标与美国经济咨商委员会的同步指数之间的对比图形。正如本书第 2 章中阐述过的那样：同步指数反映的是当前的经济状况，在经济活动扩张期，同步指数将出现上升；到经济衰退期或发展迟缓阶段，该指标则出现下降。我们注意到，当前经济活动是由同步指数来衡量的，

每当密歇根大学的消费者情绪指标跌破 80 点以下时，图形呈水平趋势或下降趋势。当该指标持续低于这一水平，经济即处于发展异常缓慢的状态。1978 年年底到 1983 年年初一直属于这种情况。在这段时间，美国经济陷入萧条，经历了美国历史上经济最糟糕的状况：通货膨胀率达到 14%，失业率突破 10%，美国一流的基金及联邦基金利率都超过了 20%。因此，当时的消费者信心自然地出现了大幅下挫。与之相对的是，当该指标连续保持 90% 以上，则预示着经济相对繁荣，其特征是相似性指标出现上升趋势。

这张图与美国经济咨商委员会的消费者信心指标类似。经济咨商委员会消费者研究中心总监 Lynn Franco 提出，当数值达到 100 或 100 以上时，说明该国经济处于扩张上升状态。1991 年 4 月到 2001 年 3 月的 120 个月这个阶段是美国历史上经济扩张最显著的一段时间，信心指标在其中 69 个月一直保持在 100 以上，有 81 个月保持在 90 以上。相反，当经济正开始走向萧条的时候，该指标通常会骤降到 80 以下。如图 9-2 所示，高亮显示的一致性指标代表的即是经济萧条期——这是美国商业周期官方权威机构国家经济研究局（NBER）的标准。我们注意到，在 1981 年到 1982 年的经济萧条期期间，该指标在这 16 个月当中有 15 个月均低于 80，1990 年到 1991 年的经济萧条期期间，8 个月当中有 5 个月在 80 以下。

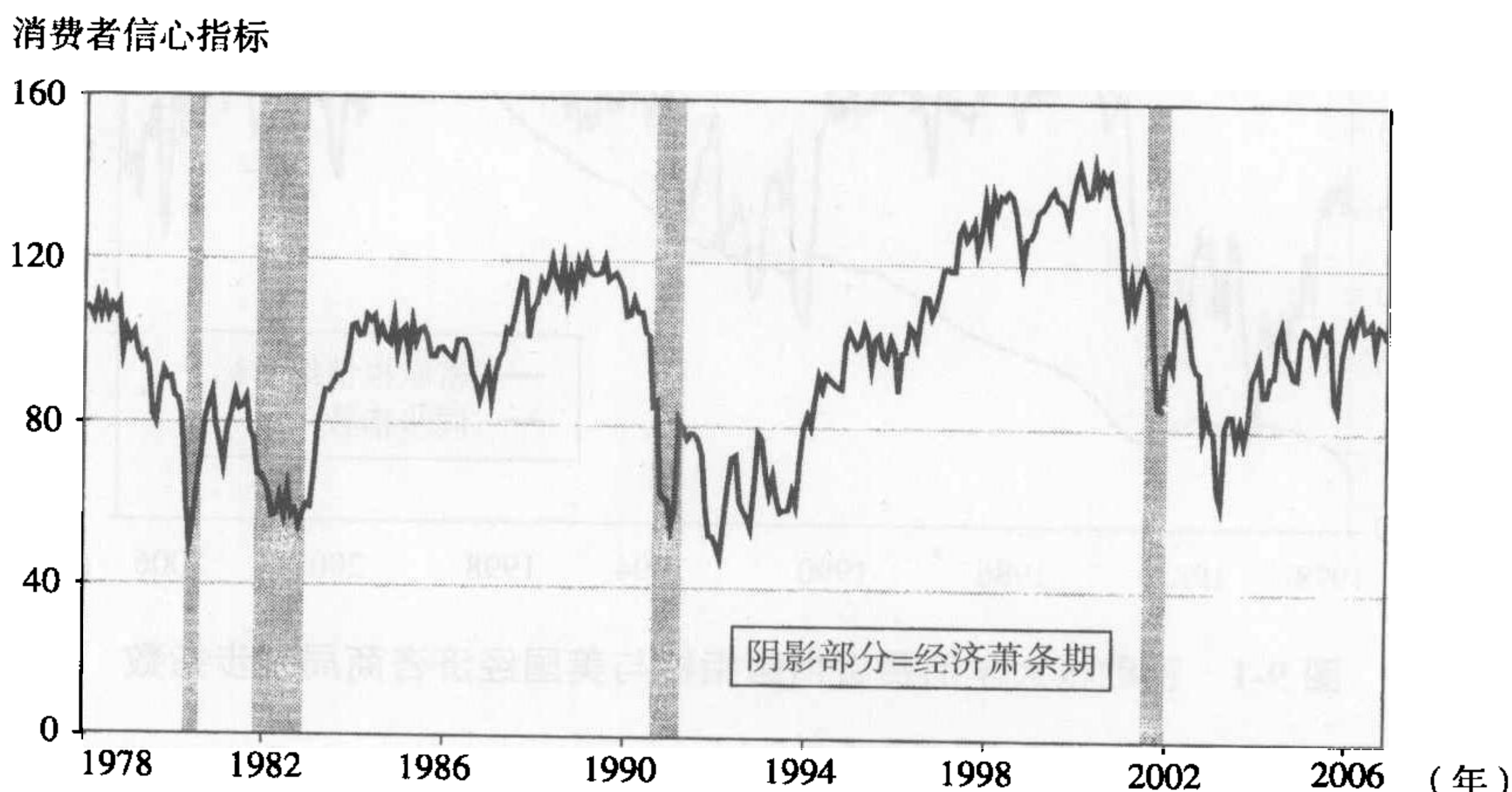


图 9-2 美国经济咨商委员会的消费者信心指标与经济萧条期

（资料来源：美国经济咨商委员会，美国国家经济研究局）

从图 9-1 和图 9-2 中还可以看出这两个指标作为经济指标存在的一个不足之处，即由于与消费者的活动关联性非常强，因此，可能很难识别出哪些并非由消费者造

成的转折点。例如，图 9-1 说明，密歇根情绪指标导致 1991 年美国经济恢复严重滞后，即使在经济开始逐渐改善的时候，该指标仍然停留在 60、70 左右。这个“后遗症”反映出一个事实，那就是在 1991 年 3 月经济萧条正式进入尾声之后的两年多时间里，就业市场一直处于停滞状态。劳动力状况对消费者的态度影响深远。

美国经济咨商委员会的消费者信心指标也常常会对人们造成误导，如图 9-2 所示，我们可以看出其在 2001 年到 2002 年的经济萧条期间的表现就令人失望。在 2001 年 4 月到 2001 年 11 月的整整 7 个月时间里，该指标从未跌破 80。事实上，该指标在经济萧条期间的最低点是 84.9，当时的时间是 2001 年 11 月。它反映了一个事实，那就是，与第二次世界大战后的其他经济低迷期不同，2001 年的经济萧条是由商业投资的急剧减少造成的，而不应归咎于由消费者支出的骤减。事实上，支出是受到 4.6% 的低失业率、2.5% 的适度通货膨胀，以及几乎同样低的银行利率刺激的结果。

造成情绪指标产生误导效果的另一个潜在原因是，组织调查问卷和发布各种指标的时间存在一定程度的滞后。美国经济咨商委员会的指标反映的是当月前三个星期的情况。每月 21 日以后发生的任何新闻，哪怕惊天动地的新闻，也不会当月公布的信心水平记录中反映出来。关于这一点，有一个极富戏剧色彩的例子，那就是 1987 年的股市大崩盘。在其中的黑色星期一即 10 月 19 日，道琼斯工业均指跌到了历史新低——508 点。NFO 调查返回的问卷中很多都是在 10 月 19 日之前填写完毕的。这样一来，信心指标在 10 月份的时候仅仅下跌了 0.6 个百分点，从 9 月份的 115.7 跌到 115.1。到 11 月的时候，所有人都知道出现了大崩盘，该指标一时之间下降了将近 15 个百分点，跌至 100.8。当然，比起通常的经济萧条水平 80，100 仍然还有一段距离。因此，信心指标成为为数不多的几个能够准确预测出股市在经历大崩盘之后何时将进入经济繁荣期的经济指标之一。

预期指标

虽然整体的信心指标和情绪指标预测能力一般（正如之前的例子所述），它们更可能与商业周期同步变化。真正具备极强预测能力的是美国经济咨商委员会和密歇根大学推出的两个预期指标。事实上，密歇根大学的消费者预期指标（ICE）属于美国经济咨商局的先行经济指数（LEI）。密歇根大学的情绪指标发布日期早

于美国经济咨商局的标准，会在经济咨商局正式接受 1996 年的商业周期指标的计算、公布和托管责任之前用做 LEI。

在经济萧条期以前，两个预期指标通常会经历 5 到 6 个月的大幅度下降。这两个指标都无法通过具体的数值或百分比的下降来体现实质性的经济衰退或低迷。不过，两个指标中的任一个若出现重大滑坡，则可以理解为在警告分析家，未来可能会进入经济低迷期。例如，1990 年 8 月的经济萧条出现之前，美国经济咨商委员会的预期指标从 6 月份的 100.3 骤降到 8 月份的 74.2。在当年剩下的几个月时间里，该指标持续走低，一直降到 50 点左右。美国经济咨商局预期指标如此大的下滑幅度，已经突破了美国整个经济发展历史上经济下滑平均持续 3 个月左右时间这一记录，同时，这个时间也突破了密歇根大学的消费者预期指标历史记录，比密歇根大学的消费者预期指标多出两个月。这两个指标下滑持续时间的最高纪录都是 6 个月，出现在 2001 年 4 月经济低迷期开始之前。

如果将全年的变化情况都考虑进去，这些指标对经济低迷期的预测是最准确的。美国经济咨商局的预期指标和密歇根大学的预期指标在 12 个月当中分别出现了 24% 和 18% 的平均下滑幅度，之后继而出现 1980 年、1990 年和 2001 年的经济低迷期。有趣的是，当我们从这个角度来分析时，总体信心指标和情绪指标的预测功能也非常强大。这几次经济低迷期到来之前的 12 个月内，美国经济咨商局的指标平均下降了 20.9%，密歇根大学的指标则下降了 14.4%。

然而，涉及经济恢复时，预期指标的预测能力就相对不足了。例如，当 1990 年到 1991 年之间的经济低迷期于 1991 年 3 月结束时，美国经济咨商委员会的预期指标在 1991 年 1 月出现探底，达到 5.3 的历史新低，之后于 1991 年 2 月回升至 63.3，而同年 3 月更是回升到 100.7。同样，美国经济咨商局的预期指标于 2001 年 10 月降至最低点，即 70.7，比“官方”认定的 11 月经济低迷期结束的时间仅仅提前一个月。官方认定的经济低迷期即 11 月的预期指标为 92.4。预期指标能够帮我们清晰地识别出经济恢复期，但是做出预测的时间较迟，几乎无法留出提前准备的时间。

消费者信心与耐用品支出

人们在购买大件耐用消费品，如灶具、冰箱、汽车等时，通常都选择信用卡

刷卡消费,也就意味着必须经过相对比较长的一段时间才能实现本金支付和利息支付。因此,在购买这类商品时,消费者必须考虑到自己未来的财务状况。也就是说,必须考虑到自己的就业状况、潜在收入增长潜力——乃至国家的整体经济状况。这些都是密歇根大学和美国经济咨商委员会进行的问卷调查中有关前瞻性问题要探讨的问题。因此,我们就不难理解这两个预期指标与耐用品消费之间存在如图 9-3 所示的平行发展关系了。

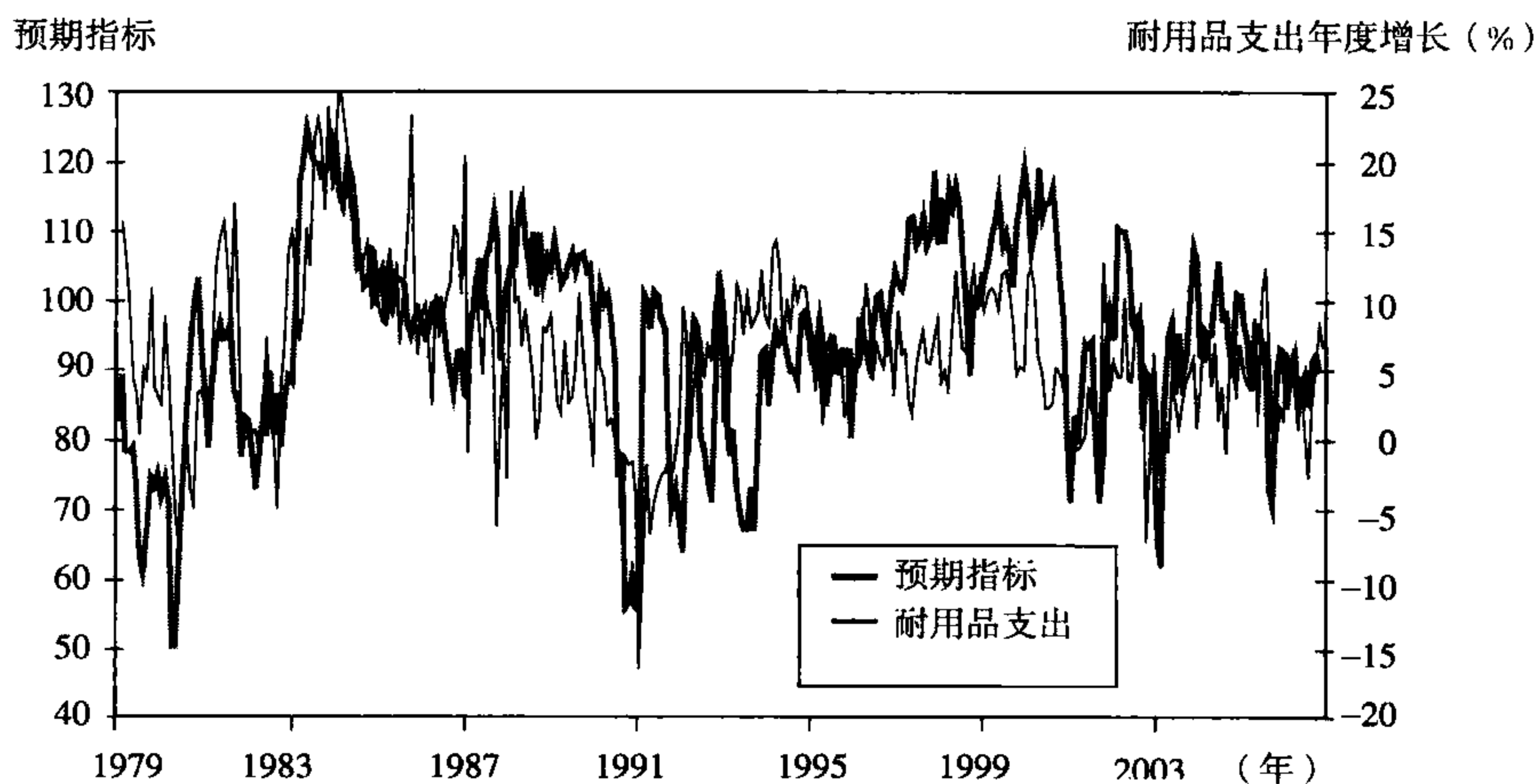


图 9-3 美国经济咨商委员会的预期指标与消费者支出——耐用商品

（资料来源：美国经济咨商委员会，美国商务部，美国经济分析局）

由于意识到了这样一种平行发展趋势,各大型汽车制造企业、某些高档耐用品制造商往往会对消费者指标予以密切关注。福特汽车公司的销售分析经理在 2001 年 1 月发表的《华尔街日报》中特别谈到该指标对于行业发展趋势预测的重要作用。他指出,密歇根大学的情绪指标由上月的 98.4 跌至当月报告的 93.6 这一结果,对于福特公司当时做出的削减其北美地区的汽车生产的决策“起到了重要作用”。

汽车制造商对该指标的细心解读通过图 9-4 可见一斑。如图所示,20 世纪 80 年代的大部分时间当中,尤其是 90 年代期间,汽车生产状况与情绪指标保持平行。到 21 世纪初,这种平行关系某种程度上已经被打破,其原因是汽车制造商们 2001 年秋几乎没有任何财务交易记录。消费者自然不会对这样令人难以置信的情况熟视无睹。同样,这一关系从长远来看是稳定而可靠的,因此建议所有分析人士都将该指标作为自己的分析工具之一。

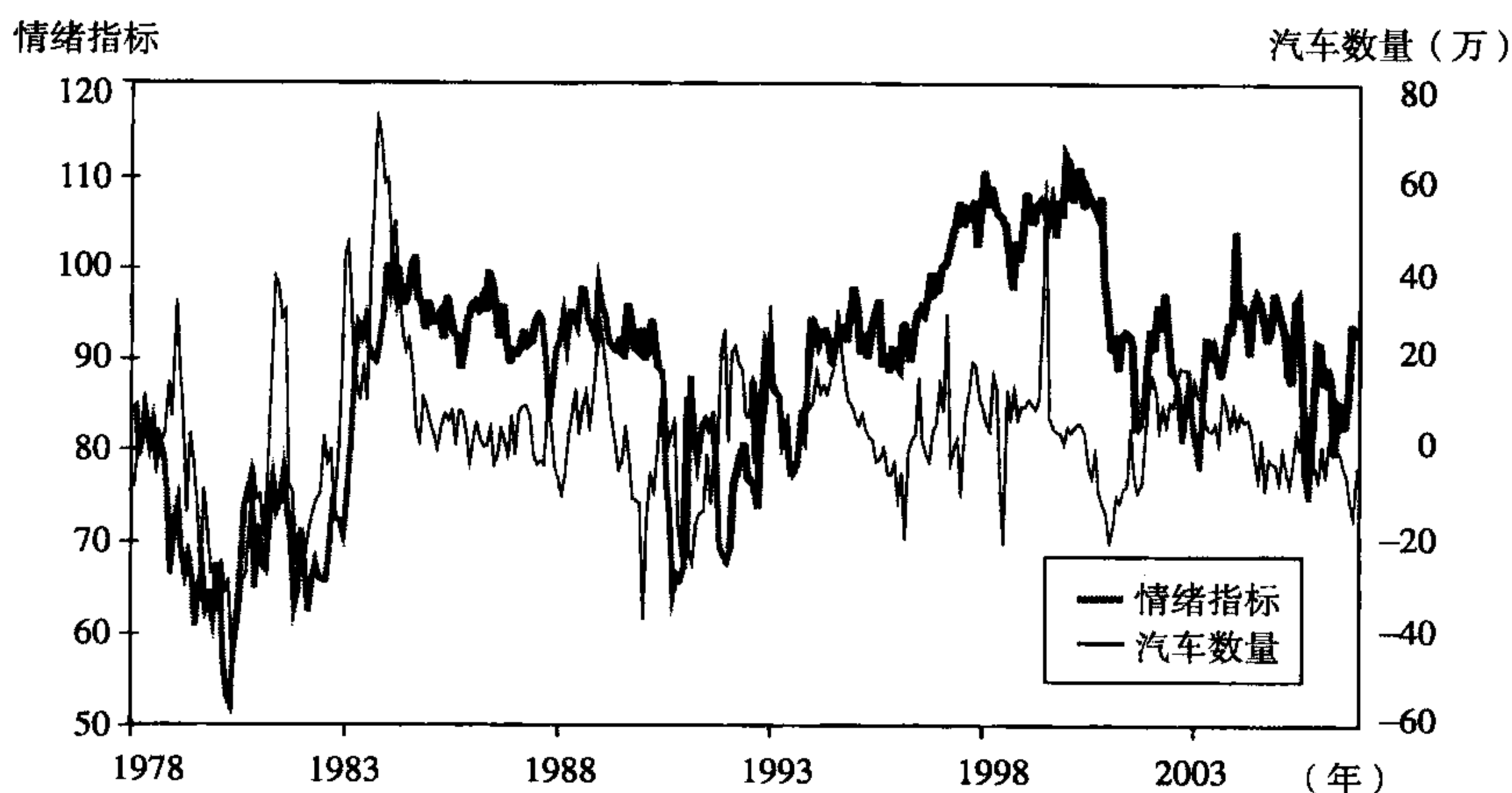


图 9-4 密歇根大学消费者情绪指标与美联储汽车制造行业生产指标

(资料来源：密歇根大学，联邦储备体系管理委员会)

⑤ 如何利用看到的信息

当我们真正了解到一个经济指标究竟会受到哪些因素的影响之后，就能够更有效地对这个经济指标加以利用了。这些知识不仅有助于我们对指标的数值进行解读，而且可以用来对指标进行预测。运用消费者态度来进行预测不同于运用其他指标进行预测，因为消费者态度预测法不涉及有形的东西（如生产的计算机数量、飞机订单水平，或建成的建筑物的价值等），更多的是对消费心理进行分析。因此，要进行适当的消费者情绪衡量，就必须了解消费者情绪是如何发生作用的，必须了解这些情绪是否足以改变消费者的消费习惯，从而对整体经济状况产生影响。

就业与情绪

在美国，个人的工作情况对人们的心理状态影响巨大。你做什么工作就决定了你是怎样的人。当人们出席鸡尾酒会时，陌生人初次见面，在相互交换名片过后第一个问题往往就会问到对方的工作情况：“你在哪里工作？”如果回答得不合适，人们会感觉很不舒服。

如果不能确定自己的工作是否稳定，或者听说某位亲戚或邻居失业，人们往

往都乐观不起来，而难过的程度则取决于自己或对方失业的次数和待业时间的长短。在经济萧条期，有关申请失业救济的人数激增、失业人数大面积上升的报道屡屡见诸报端，引起整个社会的担心，即便那些仍然保有工作机会的人，也难免产生焦虑情绪。所有这一切现象都通过消费者信心和情绪指标折射出来。如图 9-5 所示：当非农就业人口的工资水平增长趋缓时，信心指标开始出现急速下降；当这一指标处于负增长时，信心指标则出现直线下降。因此，考察就业人数有助于我们对下个月的情绪指标进行预测，并且，同样重要的是，它能够对当前的数字情况进行说明。我们注意到 1991 年的恢复期信心指标的表现情况，高失业率可能导致信心水平低，即使其他基础数据同期正在走高。

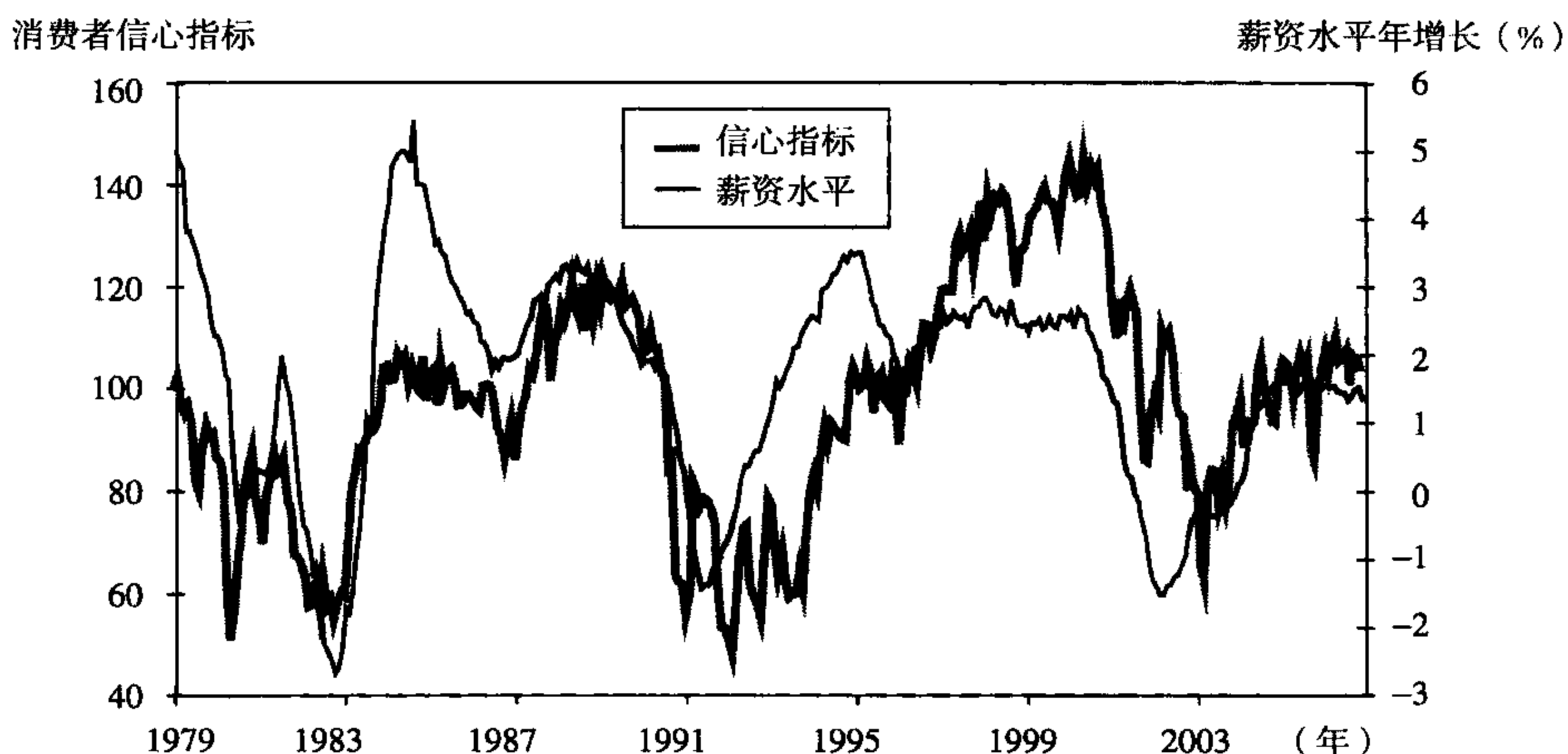


图 9-5 消费者信心指标与非农就业人口薪资水平增长

（资料来源：美国劳工部，美国劳工统计局，美国经济咨商委员会）

对消费者情绪的非经济影响

除了对就业形势以及整个经济健康状态有一定的感受以外，消费者还会对很多信息做出相应的反应。战争、和平、政治都有可能动摇或者坚定消费者的信心。如今，消费者情绪的波动变得尤其激烈，这是因为因特网、有线新闻网等媒体的传播渠道大幅度增加，不过通过这些渠道传播的信息几乎都是稍纵即逝的。结果往往导致出现错误的经济信号。经济学家、分析师和市场交易员等都必须学会判断，究竟哪些信息能够刺激消费活动而哪些信息只能抑制消费活动，同时学会对

那些能够增强消费者信心和打击消费者购买信心的信息加以甄别。

不妨回忆一下 20 世纪 90 年代的情形。投资建议、技术和基础信息，以及实时的证券价格通过林林总总的财经网站和新闻媒体如潮水般涌现出来，引发了普通民众对股票市场的巨大投资热情。因此，我们也就不难发现，消费者的态度与股票价格每月的波动情况始终保持相当密切的平行发展趋势。当消费者屡屡错误地判断股市的变化活动与国家经济活动之间的关系时，对那些专门从事这些信心指标的解释工作的分析师而言，会很难成功地对二者进行区分。消费者往往总是过于乐观地高估股票市场的发展状况，而不太关心未来经济可能会出现日渐严重的过剩发展。之所以产生这样的错觉，完全是因为受到那些商业记者的误导，这些记者的唯一目的就是掘地三尺，打探各种有关新的投资趋势的独家新闻，为此大肆造势。

当然，新闻对消费者信心的影响是两个方面的。正如网络新闻的盛宴会将消费者的情绪推动到历史最高点，美国总统比尔·克林顿可能遭遇弹劾的有关报道同样会引起群情激动，2000 年的美国总统竞选和 2001 年如瘟疫般肆虐的恐怖主义威胁使得消费者的信心水平降到了冰点。

1998 年 12 月，当克林顿总统正处于总统弹劾案的威胁当中时，美国广大民众则对美国的领导层变动、国家的发展方向，以及这些变动可能对个人带来的各种后果产生了挥之不去的巨大担忧。2000 年的总统竞选活动期间，情况也基本如此。当时的有力竞选者之一戈尔在大众投票中获胜，而乔治·W·布什则获得了竞选的最终胜利。对于此次总统竞选，有关佛罗里达州在进行选票记票时可能存在舞弊行为的质疑之声此起彼伏，竞选程序的合法性也遭到了民众的怀疑。这两个事件都对消费者情绪产生了负面影响，但是由于这两个事件事实上都与经济无关，因此经济活动基本上没有受到影响。

相对于战争和恐怖主义活动，总统弹劾案的阴云和有关总统竞选结果的质疑产生的影响并不算大。因为战争和恐怖活动等完全有可能对消费者信心产生毁灭性影响。1990 年 8 月伊拉克对科威特发动的侵略战争引发了 1991 年 1 月的第一次海湾战争，造成了美国所有家庭对战争伤亡的恐惧。1995 年发生在美国俄克拉荷马城的爆炸事件及其产生的出乎意料的国内恐怖主义威胁，同样导致了美国国内的巨大震惊。这些插曲的出现影响了消费者的信心，但是并没有对消费者的消费支出活动产生抑制作用。

对消费者情绪真正产生决定性影响的是 2001 年 9 月 11 日的恐怖主义袭击。美国人开始担心自己的安全受到威胁，担心个人经济状况受到影响，担心失去工作机会。出于安全性的考虑，美国的金融市场和银行系统关闭了超过半周的时间。面对这一切，消费者信心水平下降到了 6 年来的历史最低点。这样的信心水平下降可以理解为经济萧条的一个信号，尤其是在这样的经济背景下，国内的机场、边境、港口、运输枢纽等全部关闭，国内和国际商业活动被迫被中断，数百个行业的工人因此而失业。不过，不可思议的是，此次经济萧条事实上仅在短短的一个月之后就宣告结束，并没有持续下去。

这里要说明的一个要旨就是，并非每一次消费者信心危机都预示着经济将进入低迷期，同时，也并非消费者的每一点乐观情绪的膨胀都意味着经济扩张。这不是各种指标要解决的问题，它更多的是对分析人士的挑战。也就是说，真正去阐释和使用这些指标的人，必须学会如何区分将对消费支出构成影响的消费者信心变化与不会对消费支出构成影响的消费者信心波动。

背后的秘密

经济学家们通过各类消费者情绪指标预测经济发展波峰和波谷的方法之一，就是通过图表的方式记录美国经济咨商委员会的预期和当前状态下指标之间的差额和差异。之所以采取这种方式，背后的原因是：如果“预期指标”高于“当前状态指标”，前者与后者之间的差额为负，这就意味着人们对当前的经济状态满意程度要高于对未来的预期。相反，如果前者与后者之间差额为正，那么意味着人们相信未来即将出现经济的进一步繁荣，并且相信这是消费支出和经济向着积极方向发展的一个信号。无论差额为正还是为负，差额的数值越大，人们对未来或乐观或不乐观的经济预期都与当前的经济状况有关。

如图 9-6 所示，“预期”—“当前状况”的指标差额通常会在即将进入经济萧条期之前达到最低值，同时在经济萧条期刚结束的时候达到最高值。2001 年 2 月，这个差值进一步扩大，进入有史以来最大的负值区域。显然，消费者的担心完全是有道理的，因为两个月以后，美国经济即进入萧条期，并且萧条状况保持了 8 个月，一直持续到 2001 年 11 月。随着个人收入的减少以及股票市场的下挫，美国消费者开始缩减消费支出。为此，布什政府通过削减个别税收项目（每个工人

300 美元，最多的达到每个工薪家庭 600 美元）的方式迅速实现了美国公民的税费减免，并且通过下调边际税率实现长期税款宽减。

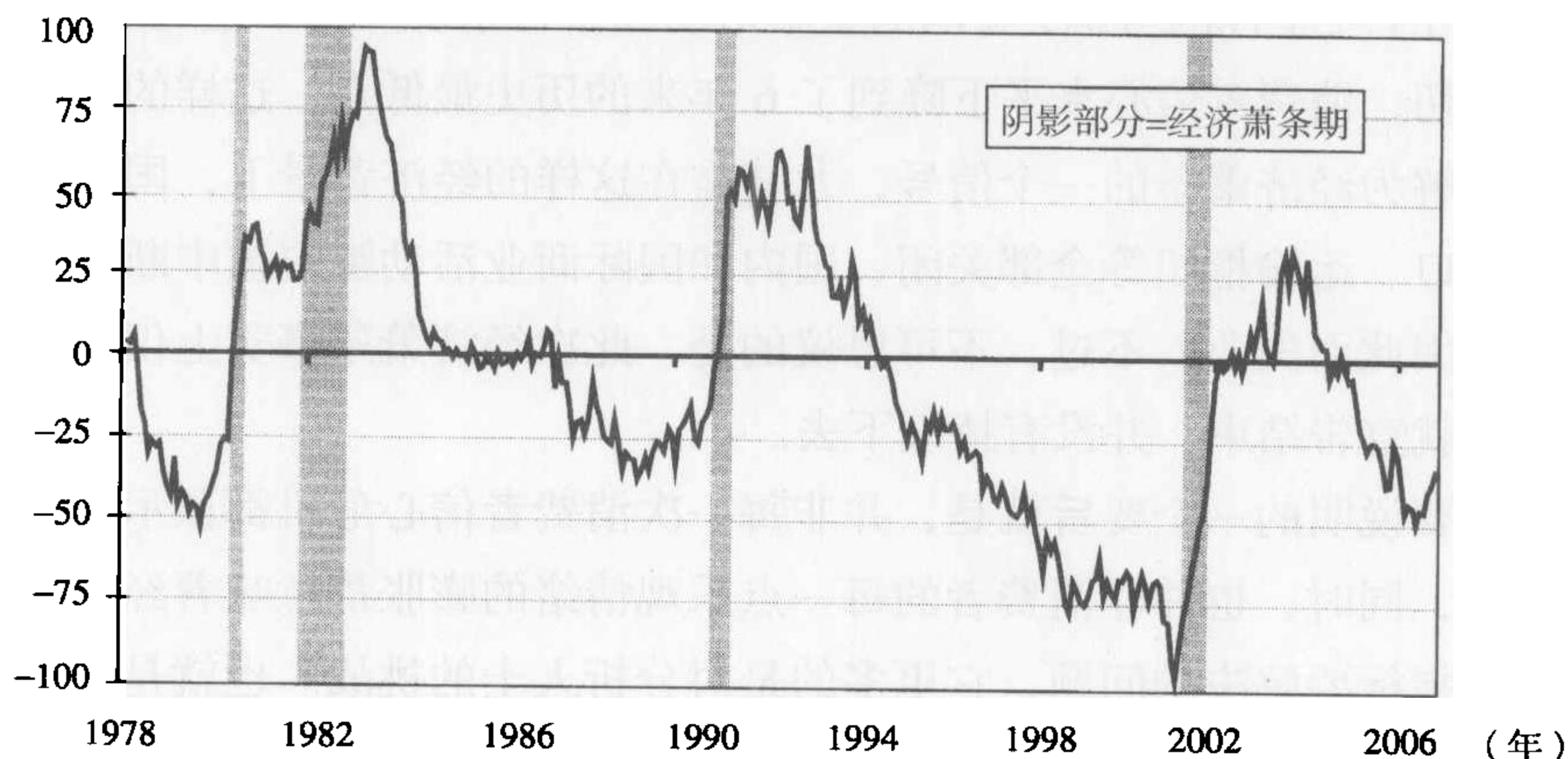


图 9-6 预期—当前状况分布与经济衰退期

（资料来源：美国经济咨商委员会，美国国家经济研究局）

在很多经济学家的“魔术包”里，还有一个指标，它同样是根据密歇根大学消费者情绪指标及相关次级指标所采用的问卷调查研究出来的，但却是根据被调查者所回答的问卷问题结果的另一个子集得到的指标。“价格预期指标”是根据两个问题制定的，一个是询问被调查者认为未来 12 个月内商品价格将呈现上升、持平还是下降趋势，以及被调查者认为商品价格变化的幅度大概是多大。如图 9-7 所示，最终的结果是，得到了一个能够对不远的未来通货膨胀情况进行高度精确预测的指标。由于通货膨胀不仅影响到消费者的支出，而且影响到固定收入市场，因此这个指标非常实用，受到了人们的积极追捧。

在图 9-7 所覆盖的 25 年时间当中，“价格预期指标”与“消费者价格指数”的增长方向几乎完全一致，预示着这个期间美国经济属于通货膨胀的状态。仅在 1979 年到 1981 年和 1990 年到 1991 年期间，实际的通货膨胀率与消费者预期之间产生了重大差异。在这两个时期，美国经济陷入了经济萧条的泥沼。首先，通货膨胀出乎意料地高达 10%，同时，华尔街的经济学家当中没有一个人预见到通货膨胀会出现如此大幅度的加剧。因此，消费者未能正确地预测出这样的结果，也就完全在情理之中了。

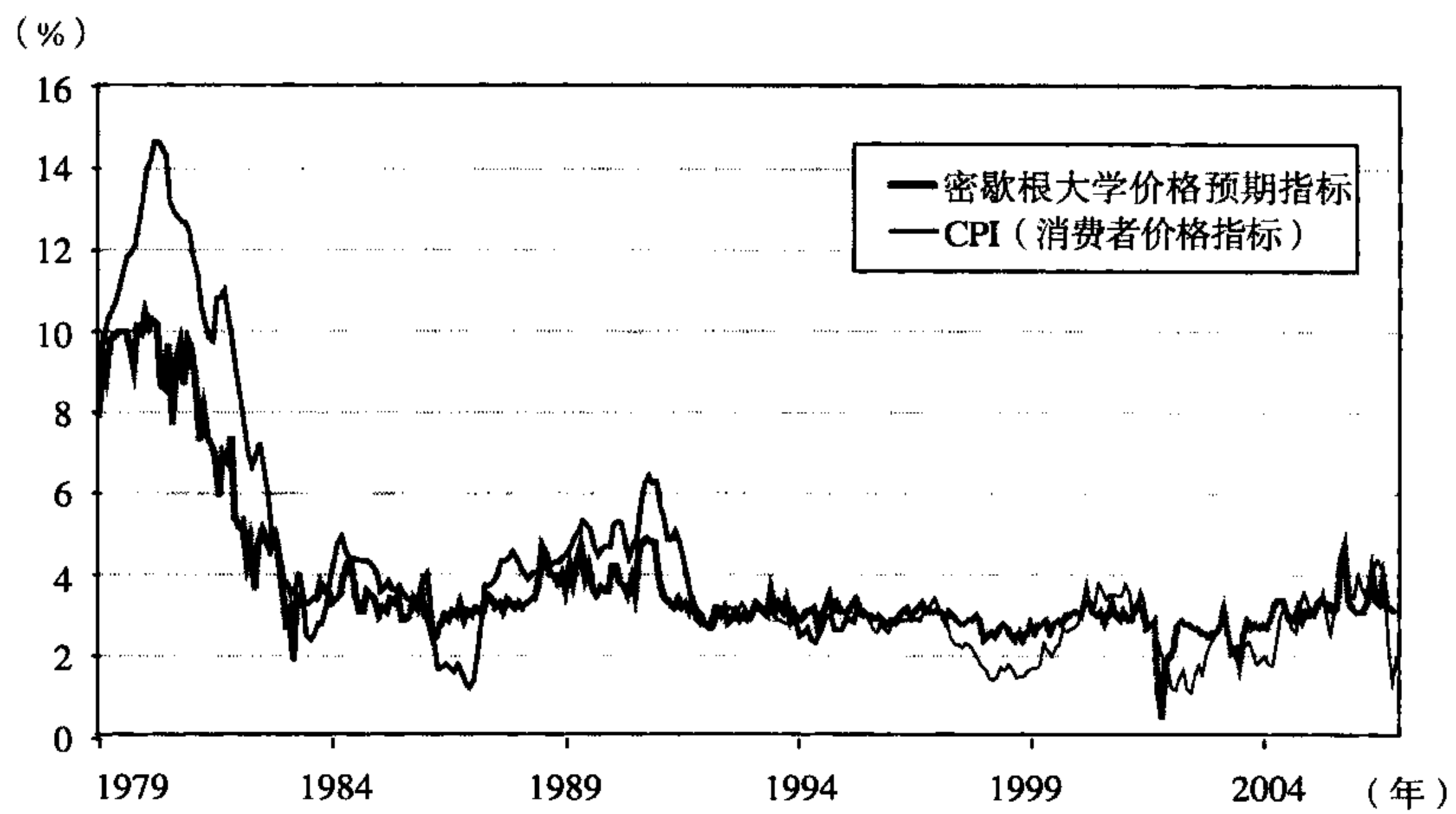


图 9-7 密歇根大学价格预期指标和消费者价格指标的变化

(资料来源：密歇根大学，美国劳工部，美国劳工统计局)

第 10 章 零售贸易及食品服务前期月销售额

美国商务部统计调查局公布的《零售贸易及食品服务前期月销售额》报告在华尔街只是被当做零售业销售报告来使用，于记录当月结束之后两周左右推出，正式发布时间为美国东部时间上午 8:30。该报告中对零售行业销售额的账面（未经通货膨胀因素调整）美元价值进行初步估算，并且对零售行业销售额的月变化情况进行评估，相关数字可以通过（美国）统计调查局的官方网站 www.census.gov/retail 进行查询。经济学家和分析师们对这些报告推崇备至，并且认为它们已经造成了金融市场的重大震荡。

零售业销售报告之所以备受瞩目，是因为通过零售支出的情况能够很清楚地了解个人消费支出的状况——个人消费支出在国内生产总值即 GDP 中所占的比例是最大的，二者都作为总体来计算，同时，个人消费支出涉及了好几个行业和部门。此外，这些数据可以在（美国）经济分析局的《月度个人收入与支出》报告（GDP 报告中消费支出统计数据的来源，参见第 11 章）发布的两周以前就提前获取。因此，零售业销售额报告成为反映当前和未来国民经济健康状况的最及时的参考指标，虽然这份报告所包含的数据范围较之《月度个人收入与支出》报告相对较小。

这样，该报告对金融场所产生的重大影响也就不言而喻了。当该报告显示

零售总销售额出现了增长时，股票市场通常都会做出积极反应，这就意味着企业的赢利能力正在增强。不过，销售额的上升同时也可能意味着价格将出现上涨。由于通货膨胀会抵消固定利息票和主要支出的价值，因此，该报告中如果数据保持坚挺，将导致债券价格的下挫，同时债券收益提高——与价格的变化方向刚好相反。另一方面，零售业销售活动如果不活跃，则预示着利润表现差强人意，通货膨胀压力几乎为零。在这种情况下，股票价格将出现暴跌，债券价格攀升，收益率下挫。

如果零售业销售额的总数对整个市场有参考价值，那么报告中各个组成部分的数字就可能会影响到相关销售部门，甚至单支股票的市场表现。例如，电子产品和电器产品经销商零售额如果出现上升，可能会带来 Best Buy 和 Circuit City 两家公司股票价值的升值。服装和食品店的销售额则可能对 Ann Taylor 和 Talbots 的股票价格产生影响。

⑤ 指标的演化

统计局从 20 世纪 50 年代初开始着手收集零售业销售额方面的数据。第一份《月度零售交易报告》出版于 1952 年 3 月，其中公布了自 1951 年 1 月以来，零售商店的预计销售额。

1997 年中期，统计局对数据的收集程序做出了重大调整。在获取最终统计数据时，为了尽可能减少对原始统计数据进行的必要修订，统计局根据 1992 年的零售业销售统计数量对调查问卷中使用的样本进行了重新定义，推出了一个全新的系统，以便每个月对 13 000 家企业进行民意调查。在那以前，只有最大型企业才会每个月都进行问卷调查，同时规模相对较小的企业被分成 3 个小组，轮流调查，每个小组都是每三个月进行一次民意调查。2001 年中期，统计局又进行了一次大范围的修改，对报告中需要的数据进行转换，将旧的“标准行业分类（SIC）”系统转换为新的“北美行业分类系统（NAICS）”。其以往的其他经济报告和调查问卷也是这样进行类似转换的。进行这次调整的目的是，使人们能够对整个北美大陆范围内的零售业数字进行更有效的对比分析，提高分析效率。不过，由于这样大范围的对比分析工作量巨大，因此最后只完成了 1992 年及 1992 年以后的数据转换工作，即仅对 1992 年及其以后各个年份的数据进行系统

转换，从而缩小了必要的历史对比和分析工作的范围。

⑤ 数据解读

统计局在编纂《零售贸易及餐饮服务前期月销售额》报告时，依据的是其通过邮寄调查问卷的方式对 5 000 家左右的公司进行调查的结果，调查问卷在报告当月月底之前 5 个工作日左右寄出。在调查过程中，统计局会从被调查的 13 000 家公司中抽取一个 5 000 家公司的样本，将统计结果公布在之后的零售贸易每月报告中。所有被调查企业的主营业务都是销售供个人或家庭消费用的相关商品。

收回调查问卷之后，统计局会对问卷中的问题进行权重值分配，然后进行标准化处理，使之能够精确地反映全美国 3 百万家以上的零售及食品服务企业的综合情况。这样我们就能了解这些商业组织在报告当月通过商业售卖活动以及提供相关服务（关于这一点，统计局的描述是“伴随商品销售而产生的”服务），最终获得了多少收益。换言之，与汽车零售配套的汽车维修服务即包含在这部分服务当中，而意外保险或出租车服务就不属于此类了。从这个角度来说，零售业销售数据对总体消费支出状况的描述并没有《个人收入与支出》报告那么完整，因为《个人收入与支出》报告包含了服务支出这一项。

零售业销售收入中包括特许权税——如那些对酒类、烟草和汽油等商品征收的相关税费，它们都是由制造商或批发商支付，转移给零售商并继而与商品价格捆绑在一起的税费。不过消费者支付的销售税不包含在内。

统计局将所有调查数据累计起来，作为当月的总销售额，同时根据 NAICS 的主要分类和下级分类方法，针对不同类型的企业，对相关数字进行分解（类似表 10-1 中的分类表格）。数据主要分成两个子组：除机动车及其零部件以外的总销售额，以及 GAFO（即日用商品、服装服饰、家具家装商品，以及其他商品）。

数字当中有的未经过任何调整，有的则根据季节、节假日、交易日的变化而进行相应调整。报告中对相关问卷调查结果进行了简短的概括，后面附上几张图表和表格。无论是否经过调整，其零售业销售额的报告方式既包括账面的美元价值，又包括同上个月和上一年相比，百分比发生的变化。除了总体销售额以外，调查还涉及所有主要类别、子类别和子组的数据——报告当月的预期数据、上一

个月的原始数据及上上个月的最终数据。该报告同时还提供被调查的当月及其上一个月在前一年同期发生的、经修订之后的数据。

表 10-1 零售及食品服务企业的主要类别及其在整体销售额中分别所占比例 (%)

主要零售行业在零售及食品服务总销售额中所占比例*		
零售及食品服务总销售额		
① 机动车及零部件销售商		20.08
汽车及其他机动车辆经销商	18.28	
新车经销商	16.56	
汽车零件、配件及轮胎零售店	1.80	
② 家具及家装		2.79
家具零售店	1.43	
家装商品零售店	1.36	
③ 电子产品及电器产品		2.24
电视、相机等电子产品	1.83	
电脑及软件产品零售店	0.41	
④ 建筑材料及园艺设备及储备		8.43
建筑材料及储备经销商	7.54	
⑤ 食品及饮料零售店		12.65
日用商品零售店	11.22	
啤酒、葡萄酒及酒精饮料零售店	0.88	
⑥ 医疗保健及个人护理品商店		5.30
药房及药店	4.51	
⑦ 加油站		9.38
⑧ 服装及服饰零售店		4.92
男士服装零售店	0.25	
女士服装零售店	0.90	
家居服饰	2.01	
鞋类商品零售店	0.59	
⑨ 运动商品、运动休闲音像用品零售店		1.77

续表

主要零售行业在零售及食品服务总销售额中所占比例*

零售及食品服务总销售额

⑩一般日用商品零售店	12.57
商场（不包括租赁商品）	4.69
商场（包括租赁商品）	4.80
其他一般零售店	7.88
仓储式超级商场	6.92
所有其他一般零售店	0.96
⑪其他零售商店	2.83
⑫非店面经营的零售商	6.77
电子购物及邮购销售店	4.47
⑬食品服务及饮料零售店	10.25
⑭在零售及食品服务总销售额中所占比例	100.00

注：以上为 2006 年 12 月的比例。

（资料来源：美国商务部统计调查局）

在根据 NAICS 商业分类对销售额数字进行分解的过程中，零售业销售额报告与《个人收入与支出》报告处理方式并不一样，因为《个人收入与支出》在对支出活动进行分类的时候不是根据支出活动发生的地点，而是根据支出的用途来分类的，即该项支出属于服务支出、耐用商品支出，还是非耐用商品支出。为了说明这一点，我们这里举一个例子：在《个人收入与支出》报告中，从 Best Buy 购买一台冰箱应当属于耐用商品支出，然而在零售业销售额报告中，该项支出则被作为电子及电器产品销售商店的一项销售活动来统计。

根据 NAICS 商业分类来组织零售数据，能够大大简化问卷调查的整个过程。被调查的企业只需要在问卷上简单地描述其在指定时间范围内的总体销售情况，然后将表格寄回即可，而不需要根据问卷中涉及的商品或服务的类型对开出的销售票据进行更细致的分类。可惜，最简单的数据收集方法并不一定能够给我们提供信息量最丰富的数据。这里可以回过头去再看看之前提到的购买冰箱的例子。这个购买行为恰好发生在电子产品和电器产品零售店，其实消费者也完全有可能

在某家家具店、建材供应中心、仓储式售卖店、超级市场购买需要的冰箱，甚至可以通过因特网或邮购的方式购买这台冰箱。由于该报告是根据商品购买地点来收集销售数据的，因此我们无从得知每个月的冰箱销售情况。

也就是说，根据商业分类来分析销售数据对零售资本分析师来说是很具参考价值的一种分类方式。此外，经济学家们还可以考察零售业子组的相关数据，以收集有关消费者态度的重要信息。例如，就在2001年的经济萧条结束之后不久，消费者信心调查就遭遇了大滑坡，国民经济受到了打击。不过，进行食品服务和饮料销售的场所销售势头仍然坚挺。鉴于这一点，聪明的经济学家们得出结论：消费者的信心水平并没有想象中那么低，如果消费者真的对未来的经济走势以及个人的财务状况没有信心，他们就不会频繁地去饭店或酒吧消费。

如潮水般涌现的子类别——超级市场与电子商务

只需短短的几年时间，新的商业模式已经完全有可能扭转整个零售业的发展态势。类似的商业模式包括以下零售业子类别：仓储式卖场与超级市场、电子购物与邮购。

在过去的10年当中，批发折扣店对整个经济产生了深刻影响，其对商品零售价格产生的影响更明显。从1992年到2006年，仓储式卖场和超级市场在零售业销售总量（不包括机动车及其零部件的销售）中所占的比重呈现两倍的增长，从原来的2.5%上升到7.5%。这一点可以通过Costco、BJ仓储大卖场、Sam会员店等仓储式卖场不断升温的人气得到印证。

据美联储费城银行研究顾问Leonard Nakamura称，1980年的时候，传统的超级市场在超市销售的销售总量中占到了73%的比例，而到1994年，这个份额已经缩减到28%。超级市场（融肉类食品、烤制食品、医药商品等于一体的大型购物场所）和仓储式大卖场（大型折扣超市）一统天下的局面被打破。

另外，网上购物这一销售渠道业颠覆了传统的商业模式，不仅对零售行业影响重大，而且对宏观经济带来革命性的影响。统计调查局的统计数字显示，2006年，电子商务在零售业销售总额中所占的比重达到5%。单独看起来，这个比重并不大，但是这个数字意义非常重大，并且，这个比重目前仍处于持续上升状态。

根据统计调查局的调查结果，在最近几年时间里，美国家庭的因特网接入率呈现飞速上升的态势：1998年，所有美国家庭中已接入因特网服务的占26%；截止到2000年8月，这个数字迅速攀升至4400万美元左右（即在美国家庭总数中

占 42%)。毫无疑问,随着个人电脑日益成为人们可以承受的一项消费支出,在组织和进行此项调查的自 2000 年到 2007 年 7 年时间当中,这个数字已经出现显著提高。很多学校和图书馆都开始提供免费的因特网接入服务。现在,消费者只需轻点鼠标,就能轻松找到那些原本难寻芳踪的商品,还可以轻松搜索成千上万家商店,货比三家,不受任何时间的限制。所有的零售商都希望自己的商品能够让尽可能多的潜在客户了解,电子商务则帮助商家实现了这个梦想:商家可以将自己的所有产品都放到企业的网站上,提供最新的价目表和使用效果说明等,向消费者告知产品的销售情况,并且公布新商品信息,这样可以将库存数量随时控制在最适当的水平,电子商务这种商业模式的应用使得商家能够以超低的成本实现以上所有这些梦想。结果证明,电子商务的赢利水平已经比最开始提高了好几倍。

由于这种销售渠道变得越来越重要,统计调查局从 1999 年开始发布每个季度的零售业电子商务报告。这份报告列举出通过在线系统(无论是在线支付还是通过传统的渠道支付货款)售出的所有商品和服务的总销售额。《零售业电子商务》报告所运用的统计方法基本上与每月的零售业销售报告所采用的统计方法完全一致,唯一的差别在于,我们在这里只计算那些通过电子或网络的方式完成的销售活动所产生的销售额。如图 10-1 所示,每个季度的电子商务零售总额的估计值从 1999 年最后一个季度的 46 亿美元左右迅速飙升到了 2006 年第 3 季度的 275 亿美元上下。

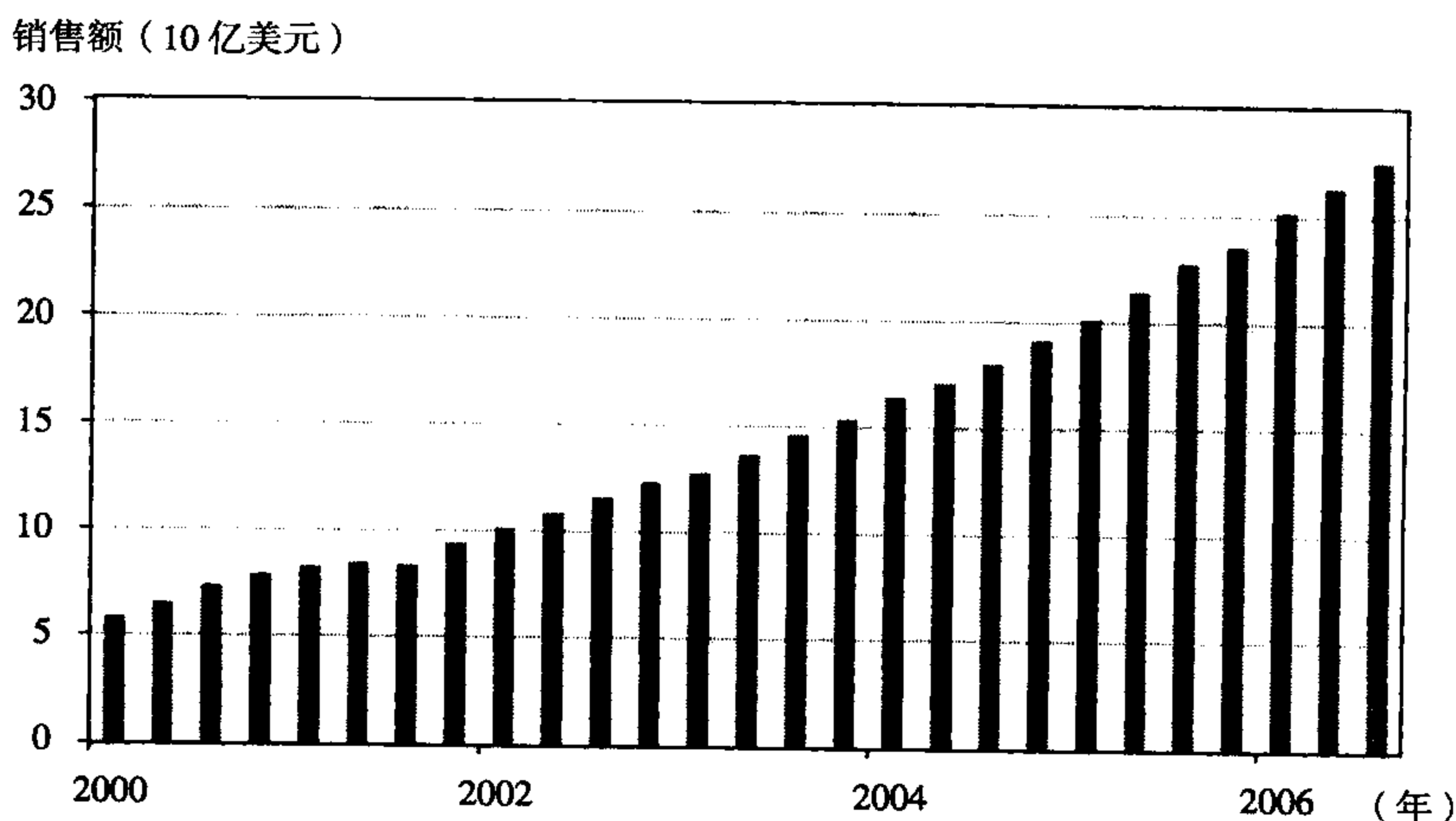


图 10-1 电子商务零售业销售额

(资料来源:美国商务部统计调查局)

电子商务已经改变了整个零售业的经营模式，同时对通货膨胀也产生了积极的影响。通过使用因特网，消费者们可以多方搜索对比，在短短的几分钟之内轻松找到价格最实惠的轮胎、短波收音机、曲棍球棒等商品。无论在泰国曼谷还是在美国波士顿，企业都不得不常常面临降价的痛苦选择，否则就有可能遭遇失去生意和失去客户的风险。毫无疑问，在20世纪90年代后半叶到21世纪初这半个世纪左右的时间内，这个风险因素的存在对抑制市场价格的上浮发挥了关键性的作用。

⑤ 它们的深层含义是什么

正如我们之前提到过的，单独的商业分类能够为零售业资本分析提供无穷无尽的信息源泉。经济学家们会对整个报告内容进行深度挖掘，以获取最有价值的信息。不过，华尔街最关注的始终都是那两个数字，即零售与食品服务总销售额每个月的百分比变化、除机动车辆及其零部件以外的总销售额的变化情况。

零售与食品服务总销售额、账面数字与真实数字

正如之前提到过的，前期的零售业销售总额对整个市场带来了冲击，因为它能够对消费支出的状况进行非常深入的剖析，而消费支出是美国经济的主要推动力量之一。市场交易员最关注的是商品销售总额每个月的百分比变化，以及除汽车以外的零售业销售额在商品销售总额当中所占百分比的变化，而不是每个月的美元数额变化。之所以会倾向于比较百分比的变化而不是具体销售额的变化，主要原因是因为，1993年实现的每月销售额上升1千万美元，与2003年每月销售额上升1千万美元是两码事。因此，分析每月百分比的变化能够避免类似的误导。为了掌握更长时间范围内的变化趋势，同时为了更精准地把握每个月的细微波动，分析师们会以年度为单位，考察每年的百分比变化情况。

不过，这样得到的总体经济活动描述往往会对人们产生误导。虽然零售额事实上并不包括具体的服务方面的支出，但是仍然表现为账面数字。由于这些数字并没有经过通货膨胀因素的调整，因此我们很难确定零售额的增长究竟是由于销量上升所致，还是由于价格上涨所致。因此，考虑到通货膨胀的因素，一些经济

学家会用“消费者价格指数”(CPI, 参见第 12 章)减去年度百分比, 对零售额的数字进行调整。如图 10-2 所示, 零售额的真实增长率通常会低于账面增长率, 在 20 世纪初的几年之内, 零售额的真实增长率甚至曾经出现负增长的情况。

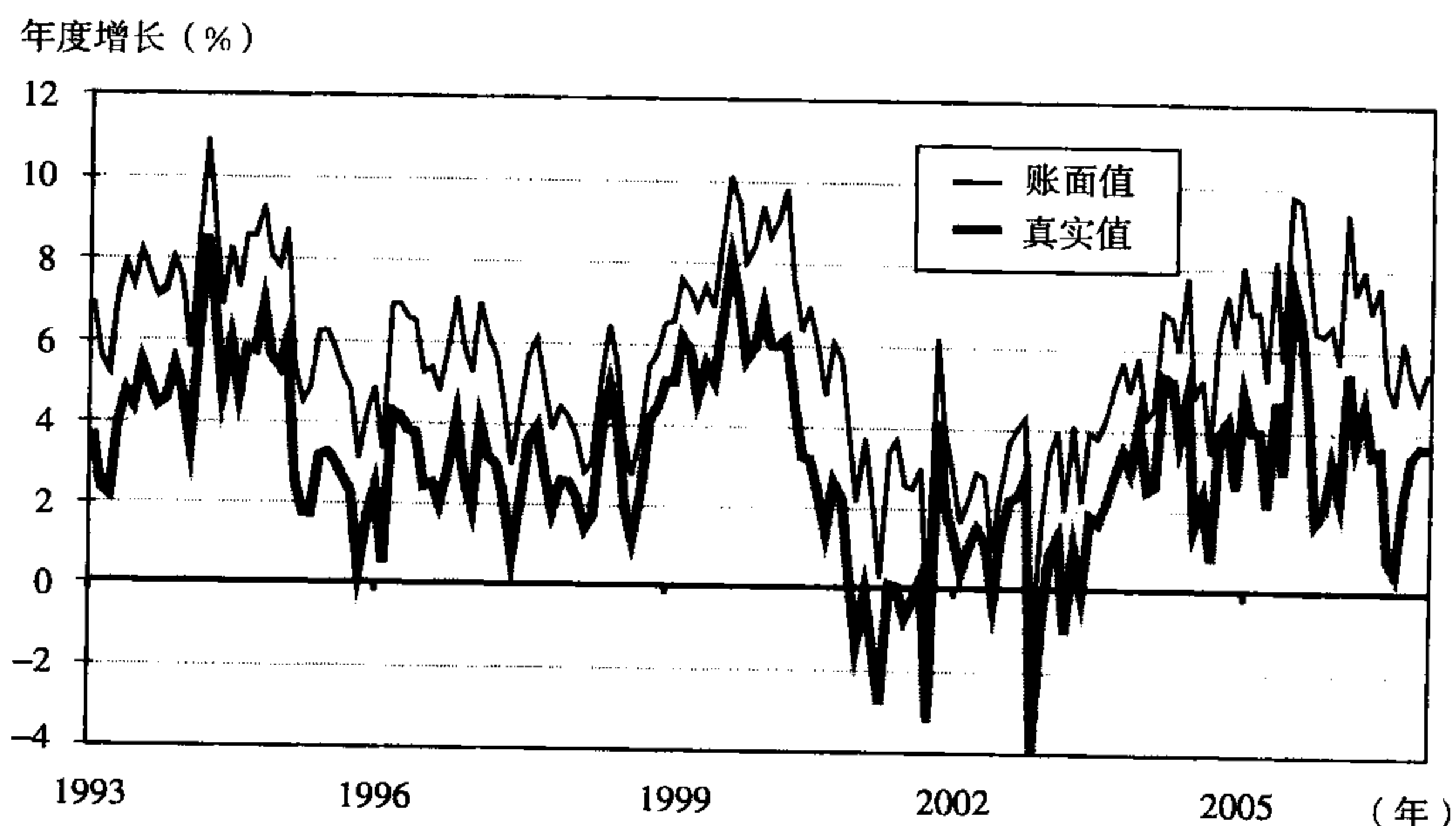


图 10-2 真实零售额的增长与账面零售额的增长

(资料来源: 美国商务部统计调查局, 圣路易斯联邦储备银行)

“消费者价格指数”能够对降低零售额的通货膨胀幅度起到一定的作用, 但它有一个显著的不足之处, 那就是, 它将医疗保健、教育、交通, 以及住房 (CPI 的最大组成部分) 等服务支出包含进去了, 而零售额数据当中基本上都不包含这方面支出。不过, 经 CPI 调整的销售数字可以对真实的增长幅度的每一点敏感变化做出预测, 是一种非常经济实用的预测方法。

除汽车及零部件以外的总销售额

汽车及零部件经销商销售的汽车及零部件产品在此类商品的零售总额中所占比例相当大, 自 1992 年以来, 这部分商品的比重值已经由原来的 20% 提高到了 27%。因此, 汽车经销点的销售数字对前期零售总额的影响巨大。同所有贵重商品一样, 汽车销售额可能每个月都会发生重大变化。相应地, 包含以上这些销售额在内的零售总额数字同样也表现出剧烈的波动性。由于波动性非常明显, 因此把握零售业数字的长期变化趋势难度是很大的。相应地, 经济学家们往往特别关注除汽车销售以外的商品总销售额数字。例如, 如图 10-3 所示, 当我们把 2001

年下半年和 2002 年下半年的销售总额数字当中两个最极端的数字撇开以后，会发现“除汽车销售以外”的商品每年的销售额增长趋势相对来说是比较平缓的。

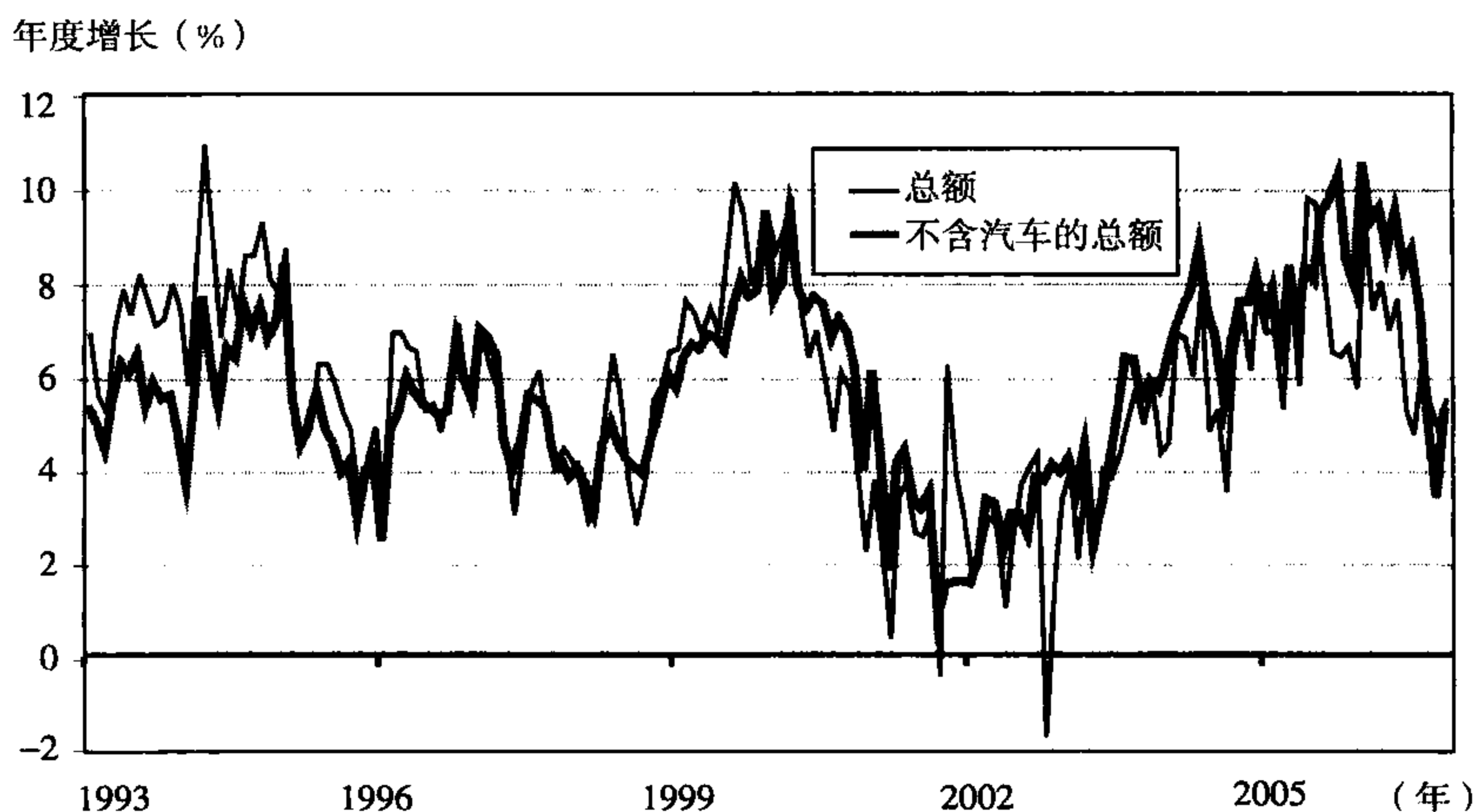


图 10-3 零售总额的增长与除汽车外的商品总销售额的增长

（资料来源：美国商务部统计调查局）

GAFO

零售业销售额的数字当中，波动最大的不仅仅是汽车行业的销售额。建材销售商店、医疗保健和个人护理品销售商店、食品及饮料销售商店、加油站等经销点的美元销售数字随着市场对建筑材料、药品、食品、石油等商品的需求量的剧烈震荡而呈现或上或下的波动，波动范围和频率同样惊人。例如，石油行业即是如此。如果政府决定上调汽油税的征税标准，或者要求购买附加产品，用于减少汽油消费在夏季造成的环境污染，那么汽车加油站或服务站的美元销售额就会上扬。这里，造成销售额提高的原因是价格出现了上浮，而不是因为市场需求扩大，但是通过这些数字，我们很难判断究竟是哪种原因造成的销售额上扬。由于消费者价格指标的各个组成部分及其各自所占的比重与零售额报告中与它们相对应的数字有所不同，因此通过 CPI 来“平抑”零售额报告并不是最佳的选择。建筑材料和保健及个人护理产品的销售同样如此。此外，就汽车销售来说，其相关指标各个组成部分比重的变化将表现为总销售额的波动，而我们很难提前预测到这些变化。

这里的解决方法就是：GAFO。除了汽车销售以外，GAFO 也不包括之前讨论过的那几个方面的数字的波动情况。而且，我们还排除了食品服务和饮料售卖商店，因为这两项数字在该计算当中往往被当做服务来处理，而不是当做商品。GAFO 领域的销售增长（包括家具和家庭装饰品商店、电子产品及电器产品零售店、服装及服饰商品销售商、运动休闲及音像商品零售店、一般日用商品零售店、办公用品、文具、礼品销售店等）被作为“核心”零售业增长率，与核心通货膨胀率（参见第 12 章）类似。如图 10-4 所示，GAFO 每年度的增长幅度显然比零售总额、食品服务销售额，以及除汽车及零部件以外的商品零售额等极其敏感的数字的变化要平稳得多。

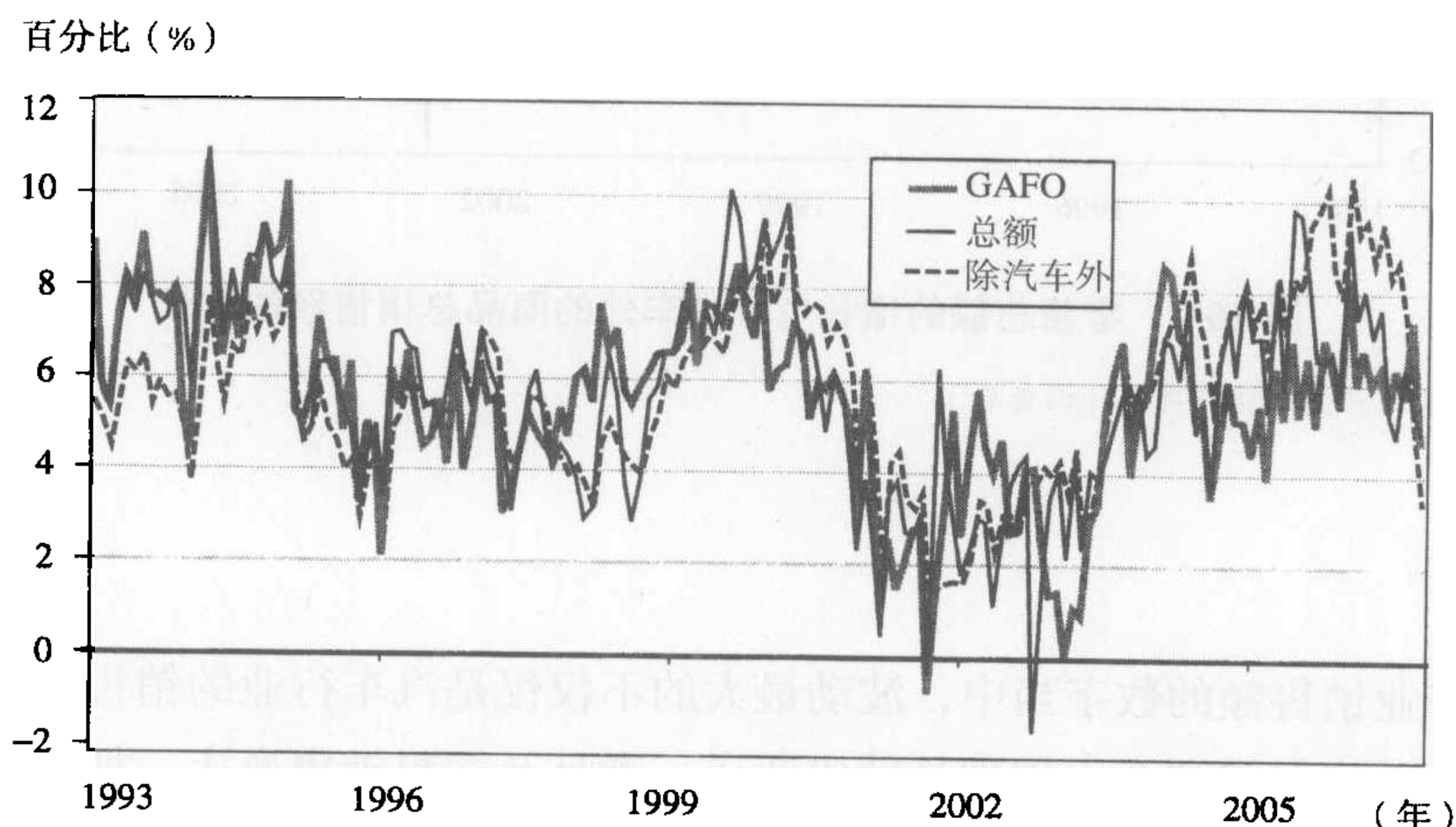


图 10-4 GAFO、销售总额和除汽车外的销售额的增长

（资料来源：美国商务部统计调查局）

☺ 如何利用看到的信息

掌握了我们在本书其他章节中讨论过的那些指标之后，分析师和市场交易员们会不遗余力地争取在第一时间及早着手跟踪零售额数字的发展趋势。预测这些数字本身并不容易，之所以那么难，很大程度上是因为我们能够获取的信息量非常有限。不过，这样的信息来源始终是存在的，这些信息能够帮助我们了解报告中将体现哪些内容，以便我们能够在找出这些数据之后，能够更准确地对数据进行分析。

为了更精准地把握具体行业的活动和变化趋势，经济学家和零售资本分析师们常常在每月的零售额报告中补充一些生动的证据。正如棒球传奇人物 Yogi Berra 曾经说过的那样：“只要稍微仔细一点观察，就会有大量意外的发现。”很多分析师和市场交易员在重要的圣诞假日期间都会在每个星期六和星期天去购物中心和大商场转一转，了解一下消费者支出的频率如何，是非常频繁，还是比较保守。也有一些专业的分析人士会去数数有多少汽车在马路上跑，或者数数有多少停车位是空着的。不过，这样的计算方式显然是非常粗略的。人们光顾购物中心除了购物以外还有其他的目的。例如，青少年去购物中心可能只是闲逛，年纪大的人“逛商场”有可能只是为了找一个温度适宜的场地锻炼锻炼身体，或者为了躲开室外过于寒冷或过于炎热的天气。此外，很多购物者都选择乘坐公共交通工具去购物，而不会开私家车去购物。即使通过这样的方式真的能够数出准确的购物人数，这个人数也没法说明这些购物者光顾的具体都是哪些商店。由于没有向商店经理询问店里都在卖哪些商品，因此要估计购物中心的销售额，最有效的方法就是计算消费者带出来的印有购物中心标志的购物袋的数量。人们购物时通常不会特意提前准备一个空的包袋，因此如果从商场出来的时候手上提了购物袋，就意味着真正发生了购买行为。

分析师和经济学家们还会考察连锁店张贴的公告，寻找有关消费活动的更多信息。每个月的月初（通常大约在零售额报告公布的两周以前）连锁零售店都会提交销售活动报告，有的甚至每周都提交该报告。通过这些报告不仅可以获得具体的零售商当前优势及弱势的相关衡量指标，还可以了解沃尔玛等巨型零售企业的意见和态度，从而把握整体经济活动趋势。由于批发折扣店越来越受到消费者欢迎，因此我们也可以通过这些折扣店获取一些重要的零售活动指标。最后，“国家零售联盟”、“国际购物中心理事会”、“国际大众商品协会”等零售贸易集团发布的报告往往包含丰富的信息，这些报告可能会对季节性的支出模式和趋势进行分析，其中大部分的分析结果都可以在其相关网站上进行查询。

为了对这些数据进行有效整合，必须考虑到气候的因素。危害性的暴风雨天气可能导致商店被迫关门、破坏交通线路、迫使人们缩短工作时间等。这一切都有可能对零售业销售额下降，不过铁铲、发电机、吹雪机及相关商品的销售额此时可能会上升，从而一定程度上抵消零售业下降的影响。不过，自然环境对购物等消费活动所产生的影响已经随着因特网的出现而有所削弱，因为有了网络以

后，消费者即使不去商店，也同样可以通过在线购物的方式买到自己需要的商品。

同店销售

每个月月初，通常在第一周之内，国内最大的零售商会公布其上个月的同店销售额度或者发放的赠券金额。公布这项数据可以帮助我们提前预测前期零售销量报告中可能公布的一些主要参数的变化趋势，因此这项数据具有非常大的参考价值。例如，我们完全有理由相信建筑材料及其供应商集团会在前期报告中引用 Home Depot 和 Lowe's 之前已经宣布过的一些销售活动的数据——具体数量不一定完全相同，但向量或发展趋势上却可以完全一致。同样，从 Ann Taylor、Sports Authority 和 CVS 等公司公布的信息当中，我们可以找到一些线索，分别得到服装、运动商品、保健及个人护理等各类商品的零售额数字。

作为预测工具，同店销售额数据的确存在一些不足。其中的一个缺陷就是，同店销售额没有包含开业不足一年的商店的销售额。而这一项缺失不可小视。因为新开店往往选址非常谨慎，而且其母公司对新店的推广力度通常非常大，因此，其销售活动往往也是最活跃、最有力的。同店销售额的另一个缺陷是，它只对跨年度的销售额增长数据进行汇报，因此我们很难根据这些数字判断零售额报告中涉及的每月销售活动。此外，为了更好地把握同店销售额数字，我们还得知道基准月或对比月中最具影响力的零售环境是怎样的。例如，如果 2006 年 12 月的销售额达到了历史新高，那么 2007 年 12 月的销售额若低于 2006 年 12 月的数字，并不一定意味着 2007 年 12 月的销售活动出现了滑坡，而只能说明这一年的销售活动比上年同期发展速度要慢一些。

季节性

很多零售单位或部门的销售周期都表现出季节性的特点，这一点并不奇怪。例如，服装服饰等商品的销售通常在 8 月和 9 月出现飙升趋势，因为在这个时间段内，低年级的学生开始返校上课，需要购置新衣服迎接新学期；而高年级毕业生也正是在这个时候毕业离校，升至大学等，同样也需要购买新衣服。大学新生尤其需要准备新衣服、个人电脑，以及其他必备的电子产品。与此类似，每年的 2 月，糖果、贺卡、鲜花、餐饮业等的销售也呈现出旺盛迹象。当然，出现这次

销售高峰的原因是2月14日的情人节。事实上,很大一部分的零售活动都与节日有关。节日促销的成功与否很可能直接决定零售商全年销售业绩的成败。这就难怪经济学家和零售业分析人士会特别关注感恩节、复活节等具体日期不固定的节日究竟会在哪一天到来了。

时间至关重要。例如,每年的复活节可能在3月,也可能在4月,无论在哪个月,这个节日一定会推动当月的零售市场的活动,尤其是服装服饰零售市场的销售,受这个节日的影响尤为明显。由于常受到节日的影响,我们在进行同月销售额比较时,往往会遇到一些问题。例如,如果第一年的复活节在3月份,而第二年复活节是4月,那么,对比一年以前的数字,第二年3月的零售额就会显得相对不足,而第二年4月的零售业绩却会因为复活节的影响而表现得特别突出。

每年感恩节的具体日期对零售业的销量影响同样非常重大,因为接下来星期五就将开始进入非法定的圣诞购物季。由于感恩节总是在每年11月的第四个星期四,因此这个购物季持续的时间通常会在26天到32天之间变化。我们可以假定,该购物季持续的时间越长,节日销售的额度就越高。当然,在这个时间内,大部分消费者都会购买一定数量的礼物,无论该购物季最后究竟持续27天,还是持续30天的时间。不过可以肯定的是,持续的时间越长(包括节日时间的延长),人们采购的日用商品的数量就一定会更多,例如汽油、日用品的消耗量,以及酒吧和参观的人流量等。

背后的秘密

假日销售额对于衡量经济发展的健康程度和消费者的消费能力等是非常好的参考指标。如果节假日销售量始终保持稳定,那么人们很可能会感觉到自己的个人经济状况仍然比较稳定,工作也仍然稳定。相反,如果节假日的零售活动不景气,可能就意味着消费者对自己的经济状况存在一定的担忧,同时可能意味着劳动力就业市场出现了一些隐患。从这一点上说,感恩节、复活节,甚至万圣节和情人节的零售额数字都具有非常重要的意义。不过,毫无疑问的是,最具决定性意义的节假日销售还应当数圣诞节的零售情况。

由于圣诞节的商品零售情况非常重要,因此经济学家、分析师、商业人士等

想出了各种各样的方法，根据每月的零售额报告估计圣诞节的零售业销售数字。他们当中有的是通过 11 月和 12 月的总销售额外推出圣诞节的假日零售额，也有一些人则使用除汽车及其零部件外的总销量数字——这种推算方法很有道理，因为很少有汽车制造商会到圣诞树下来展示自己的汽车产品（至少梅赛德斯·奔驰不会做这样的广告）。还有一些统计专家则只考虑 12 月的零售数字，其原因就是，在很多年当中，圣诞购物季中只有短短几个真正的购物日的零售额会计入当年 11 月的零售额中。同时，大部分美国人总是会等到即将到圣诞日的最后一刻才采购圣诞礼物——几乎每年都是如此。不过，最具代表性的两种假日销售额数字似乎应该是 11 月和 12 月这两个月的除汽车及食品服务以外的商品零售总额，以及这两个月的 GAFO 总零售额之和。

那么，这两种数字统计方式究竟哪一个更好呢？判断好与不好，关键在于我们对“节假日销售”是如何定义的。如果我们认为汽车及其部件零售店的销售额与假日无关，而汽油、食品饮料、保健及个人护理产品、建筑材料和园艺设备等的销售额属于与假日相关的销售，那么，最好选择第一种方式。而如果只考虑一般商品的采购数量，那么选择 GAFO 法就更加现实了。

绝大多数经济学家都更青睐 GAFO 法。毕竟，有多少人在许下圣诞心愿的时候会希望圣诞节得到一件橡胶仪表盘、地毯或处方药作为节日礼物呢？另一方面，20 世纪 90 年代末和 21 世纪初房地产和再融资市场的热炒大大刺激了家装设备、工具，以及自助家装商品的市场需求，而这些商品大部分都可以作为圣诞礼物。所有这些因素毫无疑问大大加强了 11 月和 12 月期间食品饮料商店的销售额，以及餐饮酒吧行业的零售额。最后，如果没有 Walgreens、CVS、Rite-Aid、Body Shop、Sephora 这些零售店，人们还能去哪里去采购香水、化妆品等礼物来填满圣诞老人的圣诞袜呢？

无论选择怎样的计算或统计方式，经济学家们对节假日商品销售额进行统计，是因为这个销售额与宏观经济之间存在重大的相关性。其相互关系如图 10-5 所示，节假日销售的年度增长是通过 GAFO 方法进行估价的。我们注意到，20 世纪 90 年代下半叶，美国的零售额一直呈现稳步增长的趋势。在这个时间段内，GDP 增长势头强劲，股票市场也直线上扬。到 21 世纪早期，零售额却出现急遽下挫，此时消费者正在同经济萧条和大面积失业的阴影作斗争。

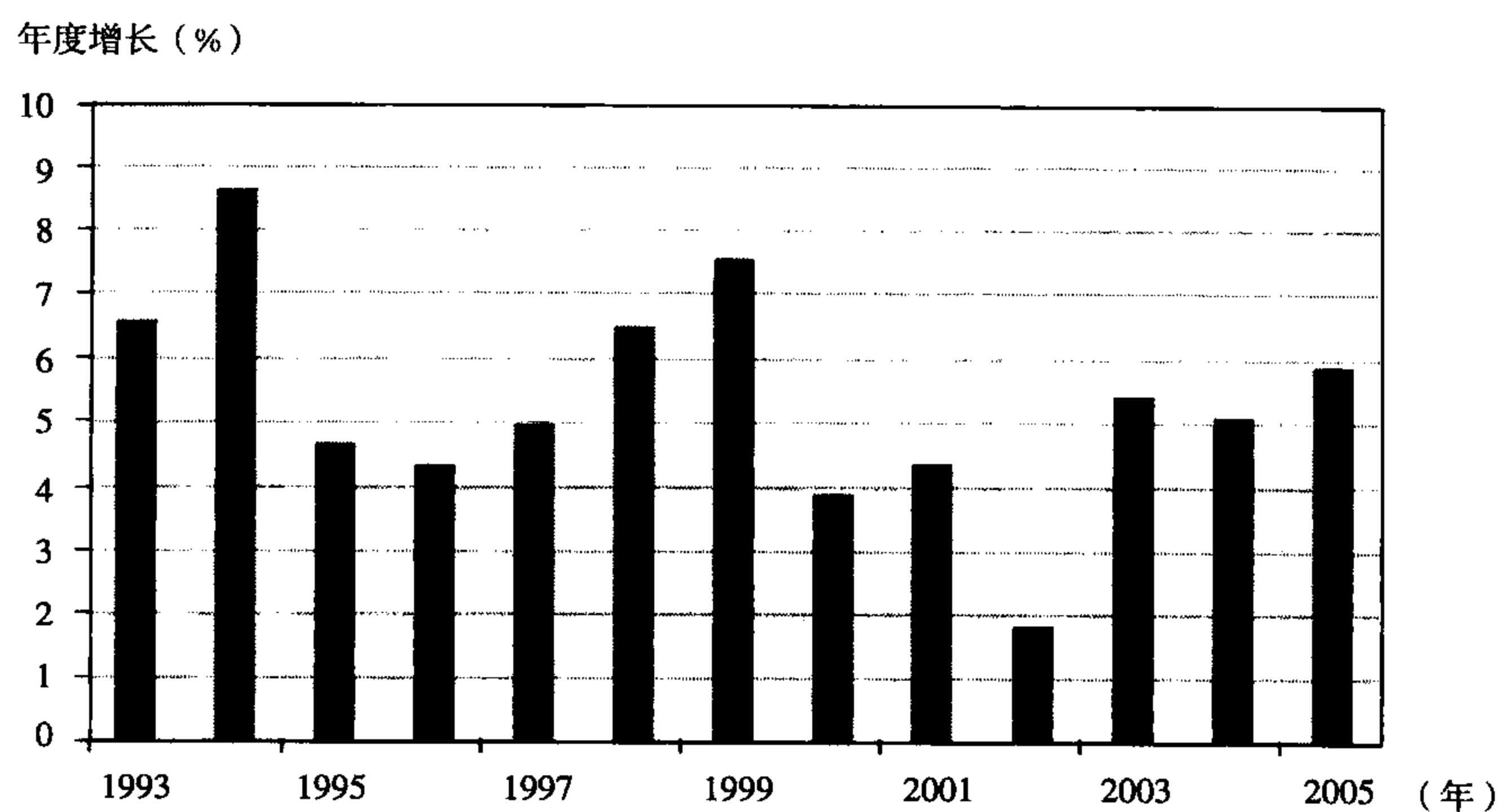


图 10-5 通过 GAFO 法进行节假日零售额评估

(资料来源: 美国商务部调查统计局)

第 11 章 个人收入与支出

《每月个人收入与支出》报告由经济分析局（BEA）制作推出，其中包含大量有关个人收入的衡量指标以及我们可以想象得到的所有商品和服务的相关支出数据，数据的具体细致程度简直令人难以置信。这份报告通常被华尔街称做“收入与支出”，主要由收入数字组成，不过其中有关支出的具体细节可能恰恰是所有经济学统计数据当中综合性、全面性最强的。

作为一名经济学家或者根据经济新闻中的信息来做生意的商业人士，对经济指标的要求无非就是希望它们能够提供与消费者相关的最及时的信息，以便准确了解消费者的收入情况以及消费者究竟是如何将这些收入花掉的。报告里的所有数据全都以月为单位。《个人收入与支出》报告发布时间是报告所属月结束之后四个星期左右，也就是国内生产总值报告发布之后的第一个工作日，具体发布时间是美国东部时间上午 8:30。报告正式公布后几分钟之内，相关信息就可以通过 BEA 的网站 www.bea.gov 进行在线查询，这些信息对于宏观经济趋势的分析具有相当高的参考价值。

由于支出和收入数据属于同步指数，因此它们并不属于最重要的市场推动因素。不过，意料之外的账目记录却不期而至，给金融市场带来晴天霹雳。

BEA 在报告中用支出数据来编辑 GDP 报告中有关消费支出的这部分数据。正如第 1 章中提到过的：消费支出在美国的所有经济活动中占 70% 左右，支出的

坚挺稳定是一个信号，暗示着国内的经济气候正处于扩张期；与之相反，支出趋缓则是经济状况出现疲软的一个信号。同时，掌握收入方面的数据能够帮助我们更好地了解未来的支出趋势，从而对未来的经济活动趋势进行预测。

经济学家通常都会得到这样的推论，那就是：个人收入的增长最终会带来消费支出的增加，然而，要对二者之间存在的这种关系进行量化，却并非易事。从概念上说，收入和支出之间的关系某种程度上说应属于先行指数，不过从图形上看，这种关系更应归于某种同步关系。个人收入的稳步增长通常反映出整个社会经济处于扩张的阶段，而个人收入出现下降趋势，则往往意味着社会经济将出现相对疲软乏力的阶段。税后可支配收入（即个人工资和薪水在扣除个人所得税之后所剩的部分，以及非税务支出的金额）对于我们判断消费支出是否将进一步增长尤其重要。用于失业救济等公共事业方面的开支如果呈现上升状态，可能意味着该国经济正处于飞速发展阶段。该报告中还统计了个人储蓄方面的数据，其计算方法是用个人收入减去个人支出，不过相对于其他信息来说，这项数据能够说明的问题比较少。

市场对个人收入和个人支出数据每个月发生的百分比变化所做出的反应通常都比较冷静，当然，除非这些数据与华尔街专业人士之前所做的趋势预测大相径庭。无论是收入还是支出，一旦出现大大超出预料之外的大幅增长，则意味着经济发展在进一步巩固，这对于未来的经济环境、企业赢利水平等都能产生极好的预测作用，并且最终能够反映出股票价格的真正价值。个人支出和个人收入的减少通常都会导致股票价格的疲软。债券市场对个人收入和消费支出稳步增长通常会做出负面的反应，反之，对个人收入和支出增幅的减缓则往往做出积极的正面反应。当股票市场和债券市场大规模发行股票或债券时，人们出于对联邦政府政策可能趋紧的担忧，常常会产生一定程度的恐慌。

☺ 指标的演化

由于GDP报告中的数据有的来自每月的《个人收入与支出》报告，我们自然会怀疑二者的数据来源可能存在一定的相似性。事实上，两份报告的数据来源的确存在相似性。不过，收入与支出报告的诞生相对更早一些，它诞生于20世纪20年代。1921年，维斯里·克莱尔·米歇尔（Wesley Clair Mitchell，美国国家经

济研究局的筹建者，同时也是其第一位研究总监）与他在国家经济研究局的员工一道，发表了《美国的个人收入：数量与分配 1909—1919》。这份报告一共分为两册，为衡量国民收入，并且对国民收入的组成、行业来源、分配等进行量化的描述提供了一个基本框架。报告当中用到的数据来源不太清楚，就像美国电话电报公司城镇用户话费调查的数据和美国农业部的年度农作物产量评估的数据一样模糊。这份报告的推出是个巨大的成就，这里有一个很重要的原因就是，NBER 是 1920 年才刚刚获得特许授权的。不过，报告中的各种计算相对来说还比较粗浅，而且报告每年才发布一次。真正使得该项目的统计工作走向成熟的是米歇尔的学生西蒙·库兹内茨（Simon Kuznets）。正如本书第 1 章提到过的：库兹内茨于 20 世纪 30 年代为美国商务部创建了《国民收入和产品账目》，GDP 报告即来自这份账目。商务部于 1934 年发布了第一份国民收入统计数据。

直到 1958 年进行全面修订改版，每季度的评估数据才开始面世，并且也是直到那一年，收入与支出数据才正式开始发布。在接下来的 40 年中，该报告又经历了几次修订改版，其中的相关定义也得到了不断完善和改进，《个人收入与支出》也由此一步步发展为美国国民家庭活动的一流衡量指标。

5 数据解读

同 GDP 报告一样，每月的《个人收入与支出》报告既包含国民经济中收入方面的数据，也包含生产方面的数据。这些数据每个月都要经过分析，并且通常用大概 11 张表格列出来。表 11-1 所示的，就是其中一张表格的部分内容（来自 2003 年 5 月的报告）。这些表格显示的是个人收入及其分配情况，即个人收入在有税支付和非税务的支付金额、个人支出、个人储蓄（既包括美元金额也包括相对于上月、上季度、上一年的百分比变化）等方面的究竟是如何分配的。支出和可支配收入是用现今美元价值（账面值或名义值）和连锁（真实）美元价值来表示的。

（参见第 1 章《连锁价值、账面价值、真实价值》部分的相关讨论。

表 11-1 个人收入与支出

(单位: 10 亿美元; 月份以年为单位进行季节性调整)

	2006 年 9 月	2006 年 10 月	2006 年 11 月
个人收入	11 021.7	11 057.4	11 091.2
雇员薪酬	7 557.7	7 593.7	7 620.5
工资和薪水款	6 087.6	6 116.7	6 137.8
私人行业	5 061.1	5 087.7	5 105.9
商品生产行业	1 184.9	1 190.5	1 191.8
制造业	736.5	739.8	739.5
服务行业	3 876.2	3 897.2	3 914.2
贸易、运输、公共事业	1 006.3	1 009.4	1 011.9
其他服务行业	2 870.0	2 887.8	2 902.2
政府	1 026.5	1 029.0	1 031.9
其他劳务收入	1 470.1	1 477.1	1 482.7
资方补偿、保险基金	1 004.5	1 009.5	1 013.8
政府社会保险金	465.6	467.5	468.9
包含库存评估和资本消费调整在内的所有者收入	1 017.4	1 023.2	1 024.3
农业	26.4	29.2	30.1
非农业	991.0	994.0	994.3
资本消费调整内的租金收入	83.4	79.5	77.3
个人资产收入	1 690.6	1 701.3	1 712.2
个人利息收入	1 035.9	1 039.7	1 043.4
个人股息收入	654.6	661.6	668.8

续表

	2006 年 9 月	2006 年 10 月	2006 年 11 月
个人现金周转收入	1 625.5	1 617.6	1 617.5
政府社会收益	1 589.8	1 581.7	1 581.4
养老、救济、伤残、健康保险收益	939.7	937.2	937.1
政府失业保险收益	27.3	27.0	27.3
其他	622.8	617.6	617.0
其他现金交易收入	35.7	35.9	36.1
减去：个人缴纳的社会保险费	952.9	957.9	960.6
减去：个人交税	1 370.1	1 384.5	1 391.4
等于：可支配个人收入	9 651.6	9 672.8	9 699.8
减去：个人支出	9 718.1	9 744.3	9 794.8
个人消费支出	9 348.5	9 374.7	9 425.2
耐用商品	1 072.3	1 079.1	1 091.8
非耐用商品	2 726.2	2 711.0	2 729.2
服务	5 550.0	5 584.6	5 604.2
个人支付的利息	241.2	240.7	240.1
个人现金周转支出	128.3	128.9	129.5
给政府	79.5	80.1	80.6
给其他（净值）	48.8	48.8	48.8
等于：个人储蓄	-66.5	-71.4	-95.0
可支配个人收入	-0.7%	-0.7%	-1.0 %
总额（以 2000 年为基准）	8 386.2	8 422.7	8 445.4

续表

	2006 年 9 月	2006 年 10 月	2006 年 11 月
人均			
现金	32 175	32 218	32 280
2000 年美元价值	27 957	28 054	28 106
人口（中期，单位：千人）	299 972	300 233	300 485

（资料来源：美国商务部，美国经济分析局）

个人收入

BEA 是通过将来自 7 个主要来源的收入全部相加，然后减去个人支付的失业、伤残、医疗、养老保险等支出。其中最大一笔收入是工资和薪水收入，它在所有收入中占 55% 的比例。BEA 主要从《美国国家税务局（IRS）》报告中获得这个方面的数据。公共事业开支（美国政府用于社会保险、退伍军人福利、失业者或贫民饮食救济等方面的公共事业开支）通常在总收入中占到 15% 左右的比例。这部分的数据由美国社会保险局和美国劳工统计局提供。月度总收入当中另外的 30% 左右分别来自于个人利息和股票红利收入（占 15%）、经营或所有者收入（占 9%）、其他劳动收入（如集团健康保险和救济金以及利润分成，占 7%）、个人股息收入（占 5%）及租金收入（占 0.3%）。（每个月的实际百分比各不相同，但是始终与这里显示的百分比水平比较接近。）

从个人收入中减去个人所得税和非税务支出的金额（如捐款、消费、罚款等）之后，我们得到的就是“可支配个人收入”。人们通常认为这个数字比单纯的个人收入数字更有用，因为它代表的是每家每户拥有的可用于进行消费支出或者用来储蓄的货币金额。

个人消费支出

BEA 将“个人消费支出”定义为个人消费者购买的商品和服务、非营利机构为个人提供服务时支付的运营成本，以及个人消费者取得的食物、燃料、服装、租金、金融服务等商品和服务的价值。这部分数据的最主要来源是美国统计局的每月零售业销售报告。

消费支出当中最大的一部分支出就是用于服务项目消费的支出，它在所有消费支出中占到 55% 的比例。美国经济是以服务业为主导的经济形式。美国的所有工人当中有 80% 左右供职于服务行业。美国的消费者在保险、维修、交通、投资咨询、医疗保健等服务方面的消费是惊人的。从购房到离婚，再到起草遗嘱，美国生活的几乎每一个方面、每一个角落都离不开法律服务。企业形式的活动，如组建小型公司或写书等，都需要用到会计和法律咨询等服务。其他服务支出还包括学校收取的学费、宾馆和汽车旅馆住宿的费用、运动、看电影、电话及有线电视服务等。

第二大类支出当数非耐用商品的支出，这部分支出在个人消费总支出中占到 30% 的比例。非耐用商品指的是生命期限相对较短的消费品。这类消费品分成四个主要类型，包括：食品，服装鞋袜，汽油、燃油及其他能源商品，其他（包括香水、清洁用品、胶卷、贺卡等各类产品）。耐用品指的是能够使用 3 年或 3 年以上的商品（大部分耐用品都能使用 3 年或 3 年以上，否则即根据商品维修合同，将其作为服务支出处理），占据着个人消费支出当中另外的 15% 的比例。耐用商品包括汽车、冰箱、洗衣机、电视机、家具，以及其他大件商品，如珠宝首饰、运动器材、枪支等。由于耐用商品通常价格比较昂贵，且采购频率不是特别高（因为比较“耐用”），因此在这些商品上消费的金额在消费总支出金额中所占的比例很可能每个月都不一样，千差万别。

“个人支出”是个人收入报告中的子类别之一。为了对个人支出进行计算，BEA 将转移支出的净数额计入了其他类别，而将个人利息支出记作一项个人消费支出。“转移支出净值”包括美国居民向美国境外支付的资金，例如来自国外的工人往自己祖国寄出的汇款等。“利息支出”包括消费者用于支付信用卡和汽车、个人信贷（但不包括分期付款利息，因为购买住房在这里被作为投资来处理）等的支出。

个人储蓄

BEA 包括个人储蓄和表 11-1 收入和支出报告当中的个人储蓄率。“个人储蓄”被定义为消费者的可支配收入（消费者可用来支出的钱）和真正支出或花费（即个人支出）之间的差额。用可支配收入的百分比的形式来表示，就是“个人储蓄

率”。例如，2006 年 11 月计算的个人储蓄率如下。

可支配个人收入	96 998	(亿美元)
减去个人支出	-97 948	(亿美元)
等于个人储蓄	= 950	(亿美元)

表示为个人可支配收入的百分比

$$-950 \div 96\,998 \times 100\%$$

等于个人储蓄率 约-0.9%

数据表明个人储蓄率为负数，即，支出大于收入。怎么会这样？答案可从美联储的报告中关于消费者信心的文章中找到消费者可以借款的渠道太多了。

⑤ 它们的深层含义是什么

在收入和支出报告中，最值得关注的两个细节是个人收入账面值和个人消费支出账面值这两个数值每月的百分比变化。在这份报告的所有数字当中，金融市场最为关注的就是这些月变化数字。由于这两个系列的美元数值非常巨大（高达数万亿美元），因此每个月的数值波动不会特别大。换言之，每个月的数字变化大概在 0.1%、0.2%、0.3%这样的数量级左右。因此，每个月 0.2%的个人收入或支出最终可能只是一个“打湿的爆竹”。真正能说明问题的其实反而是一些细节，尤其是那些包含个人收入或消费数字的细节。通过对这些细节和个人收入与支出之间的关系进行分析，经济学家和投资者们就能够找到经济发展过程中可能出现的转折点，把握其大致发展趋势。

个人收入

财经媒体往往对支出数据比较关注，而忽略收入方面的数据。例如，我们可能经常听到商业记者对服务支出的每月增长情况进行评论，却很少听到他们对股息收入的意外增长发表任何看法。人们之所以对这些信息缺乏兴趣，最主要的原因可能还是在于收入对国民经济的影响不是很直接。收入不一定都需要花出去，除了消费以外，可能还得储蓄一部分。相反，支出的数据却能很好地反映出消费者实际上是如何处理自己的收入的。支出数据之所以比收入数据更受到人们的青

睐，是因为股票市场的交易者们可以直接了解消费者的支出究竟都花到什么地方去了。收入数据则不能为股市交易人员提供这样具体的信息。不过，这也并不意味着个人收入数据就不重要。相反，个人收入能够很好地反映消费者的财务健康状况，正如我们注意到的那样，它对于国民经济的方方面面将产生巨大影响。

由于一定水平的个人收入对于任何经济活动都是必不可少的，因此从理论上说，收入的增长趋势对于未来的消费支出发展模式应该是具备一定的参考价值的。可惜的是，理论并不总是与现实的情况相吻合。如图 11-1 所示，个人收入往往与消费支出保持同步变化，而不会领先于消费支出的变化频率。

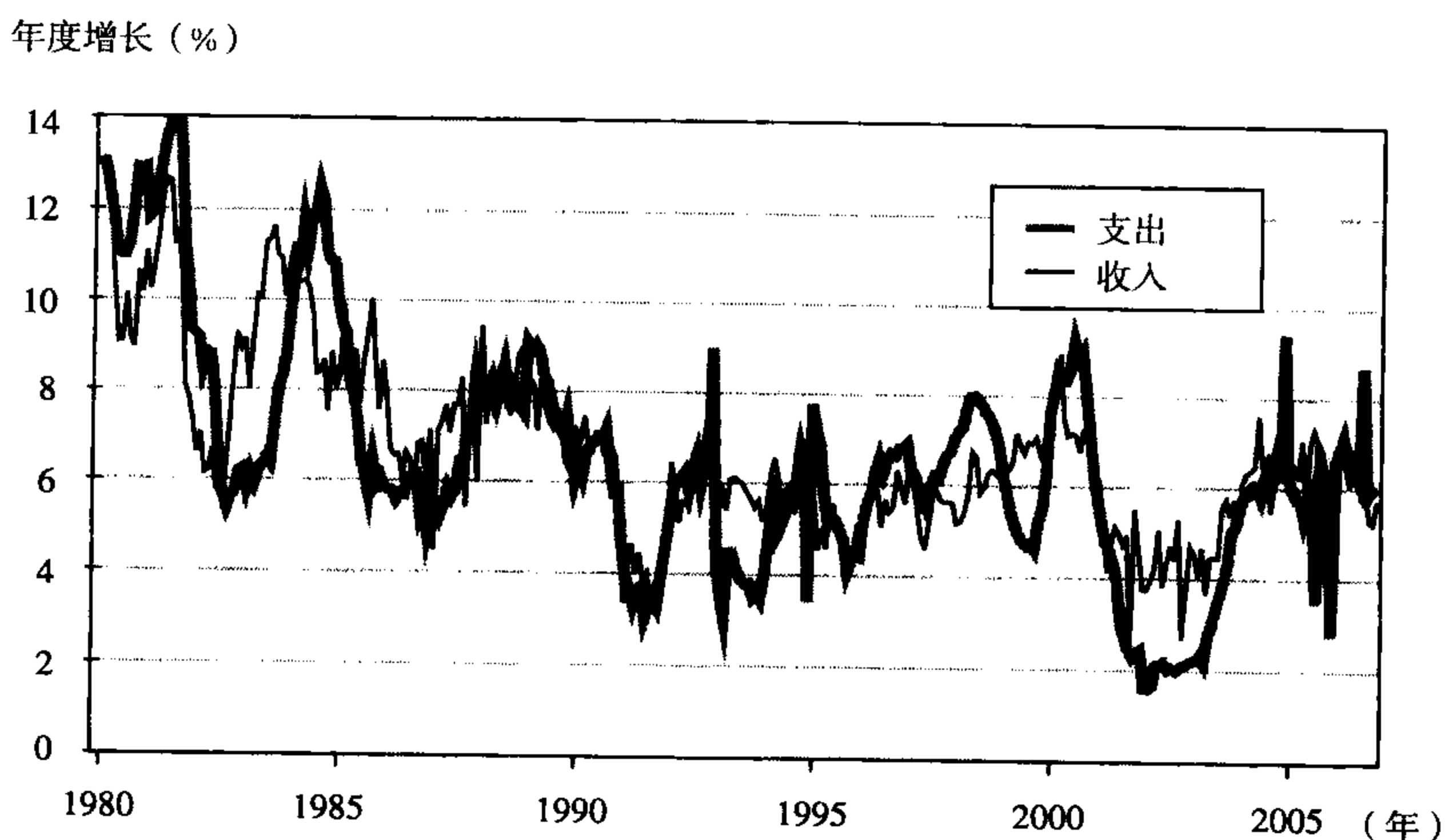


图 11-1 12 个月的个人收入和消费支出变化

(资料来源：美国商务部，美国经济分析局)

之所以能够保持同步变化，原因之一就是大部分美国人都留不住钱，留不住自己的工资。很多美国人都是靠支票生活的，他们在拿到工资之后往往第一时间就迅速花掉，储蓄的金额越来越少。此外，个人收入不仅包括工资薪水，还包括股票分红和利息收入以及公用事业收益，如健康保险和失业保险金等。这些至关重要的失业救济支出通常会在短时间内被消费者用来支付基本必需品，如食品、租金等的费用。

由于这些支出都是花在必需品上，而不是花在耐用品和服务上，因此，这部分支出对宏观经济活动的影响相对比较小。经济学家们为了对各种经济力量进行

判断，会将关注的重点放在工资、薪水上。

关于收入和支出的同步增长，还有一种解释，可能就是月报告中没有涉及的另一个收入来源，即消费信贷。消费信贷是美国的一项非常关键的收入来源，可以改变整个经济中的支出数额。如果没有正式的信贷渠道，我们大概很难清楚地了解收入和支出增长之间的差距究竟有多大。也许收入的增长更多的是表现出先行指数的特点，因为如果只有工资收入，消费者们不可能购买那么多的商品和服务。信贷转移机制使人们得以通过更多渠道获得资金，这样在消费的过程中就不会受到单纯的工资薪金收入的限制。毫无疑问，消费信贷对于先行/滞后收入的质量起着一定的影响作用。由于它在经济生活中扮演着重要角色，因此经济学家、零售分析师、短期资本经营者等都在密切关注美联储管理委员会每月发布的报告中有关当前大额消费信贷的数字，包括个人、汽车、教育贷款，以及信用卡上的周期性贷款等。美联储的消费信贷报告并不包括以房地产作为抵押的消费贷款，例如分期付款或家庭资产最高信贷限额等。所有这些数据以及这些数据的过往历史都可以通过美联储的网站进行查询，网址是：www.federalreserve.gov。

另外一个对个人收入产生影响，但并未在月度报告中公布的要素是抵押债券的再抵押。20 世纪 90 年代末到 21 世纪初的这段时间里，债券抵押率跌到了历史最低点。美国人对当时的债券进行了再抵押——有的甚至进行了两次到三次重新抵押。抵押率的飞速上升对美国经济产生了两个方面的影响：首先，它将之前专门用来支付利息的那部分收入释放出来了；其次，拥有多套房产的房地产业主可以利用自己之前通过贷款的方式分期付款购买，但已经付清全款的房产作为个人固定资产，用来向银行申请更大金额的贷款——从而得以按照之前的月还款额度，作为再融资贷款，用来购置更大的房产。储蓄和资本就是这样产生的，这些储蓄和资本金一点点积累到数千亿美元，但并不计入个人收入。不过，这部分资本金能够大大刺激消费支出。另外，由于存在这部分资金，个人收入的先行经济指数和滞后经济指数之间的差异性特征就产生了。

因此，消费信贷和抵押再融资能够导致消费支出的增加。不过，同 BEA 报告中所计算的个人收入总额相比，通过消费信贷和抵押再融资获取的个人收入在数量上是非常有限的，并且，它们对消费支出所产生的影响也非常有限。为了对消费支出这个至关重要的经济数据进行预测，我们必须先了解可能对总收入——尤

其是可支配收入总额——的数量和增长率产生影响的因素大致都有哪些。在这些影响因素当中，最重要的因素分别是就业人口、税收结构，以及总体经济环境。

正如之前提到过的，工资和薪水是个人收入的最大来源。为了获得相应的工资收入，人们往往得付出一定的服务。当然，有的人的确有办法做到不干任何事情而获得补偿金等收入，但我们这里只讨论绝大多数美国人的正常收入情况。因此，工作机会的增加应该能够作为收入增长的一个重要的衡量指标。图 11-2 中所示的相关图表给我们特别显示了一些矛盾或不一致的地方，造成这些矛盾的因素有很多，其中包括税收政策的变化以及获得股票分红和股票认购等非工薪个人收入来源所付出的代价。

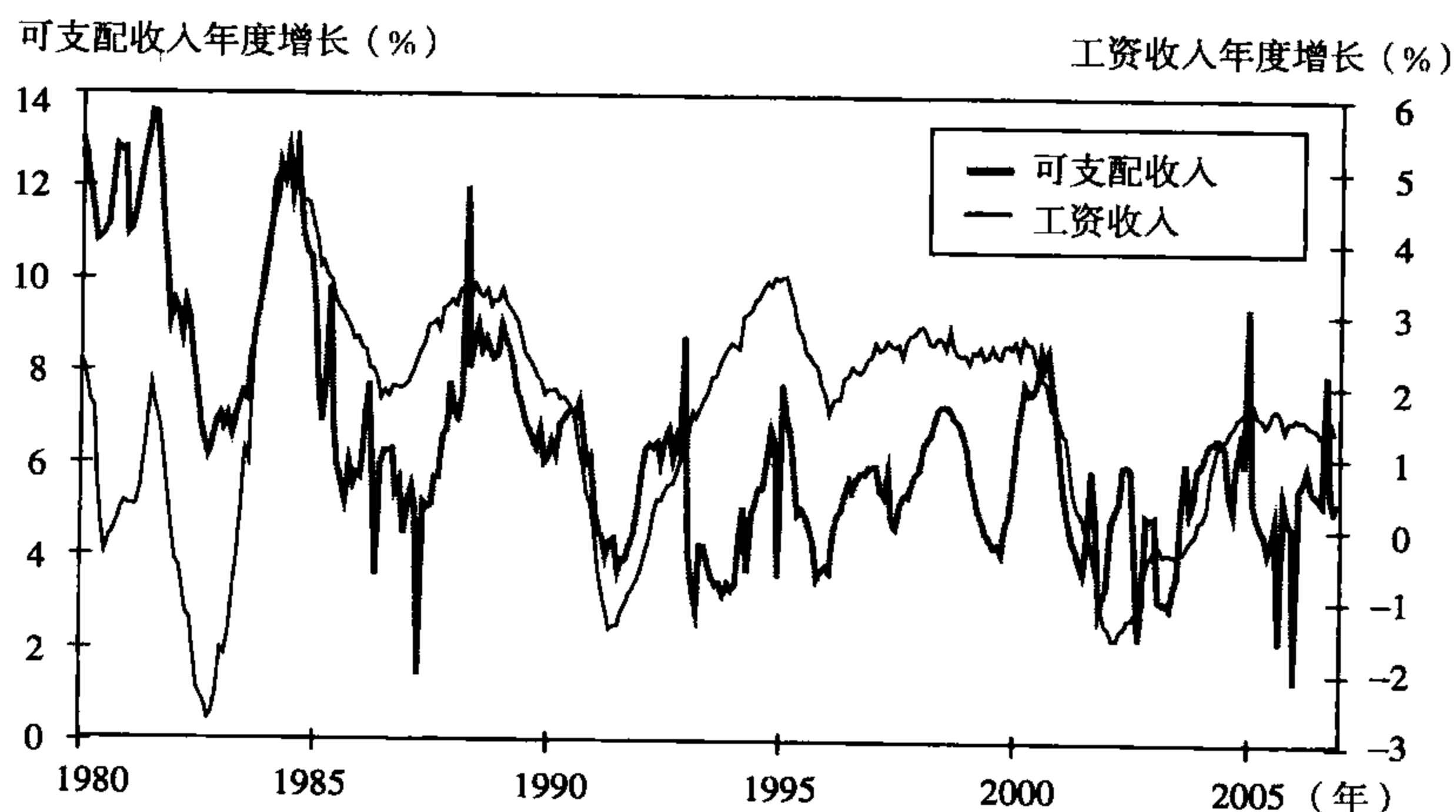


图 11-2 可支配个人收入与就业

（资料来源：美国商务部经济分析局，美国劳工部劳工统计局）

工资收入的增加能够刺激消费支出，其原因一方面是因为工资的增加能够使消费者的可支配收入增加，另一方面则是因为工资的增加能够使消费者的信心增强。对消费支出造成影响的另一个重要因素就是税费的高低。当边际税率比较低的时候，可支配个人收入会增加。由于有了更多的收入盈余，消费者更愿意扩大消费。另外，由于消费支出在所有经济活动中占 70% 的比例，同时美国从历史上来看一直是一个消费气氛很浓的国家，因此一旦消费者的手头有足够的收入盈余，经济增长就会不断扩大。

消费支出

消费支出和经济增长之间的关系已经建立起来了。但是并非所有支出在经济趋势的预测方面都能发挥同样的效果。花费在食品和家庭供暖燃料等非耐用品上的支出往往数额比较稳定，即便在经济相当困难的时期，这部分非耐用品的支出也仍然会保持正增长。与此相反，用来购买耐用品的支出则只是在经济发展状况乐观的条件下才会表现得活跃坚挺，因为耐用品通常价格相对较高，而且使用周期长。当经济发展不够活跃的时候，消费者通常不会考虑购买立体声音响设备、家具，或者新的瓷器等。因此，在《个人收入与支出》报告的所有组成部分当中，耐用消费品的支出可能会成为用来预测经济发展的各个转折点的最有效的经济指标。

从图 11-3 中的趋势表可以看出，国家经济研究局认定的 4 次经济衰退期中有 3 次（1981 年到 1982 年、1990 年到 1991 年、2001 年）都随之出现了用于购买耐用商品的消费支出的增长率呈现下降的趋势。不过，2001 年的经济衰退期却打破了这个规律，因为在这次经济衰退期期间，汽车制造商及一些其他零售业巨头成功地保证了消费者在没有获得任何融资贷款、大幅度折扣，或其他激励措施的前提下，始终保持对他们生产的各类商品的足够消费力。

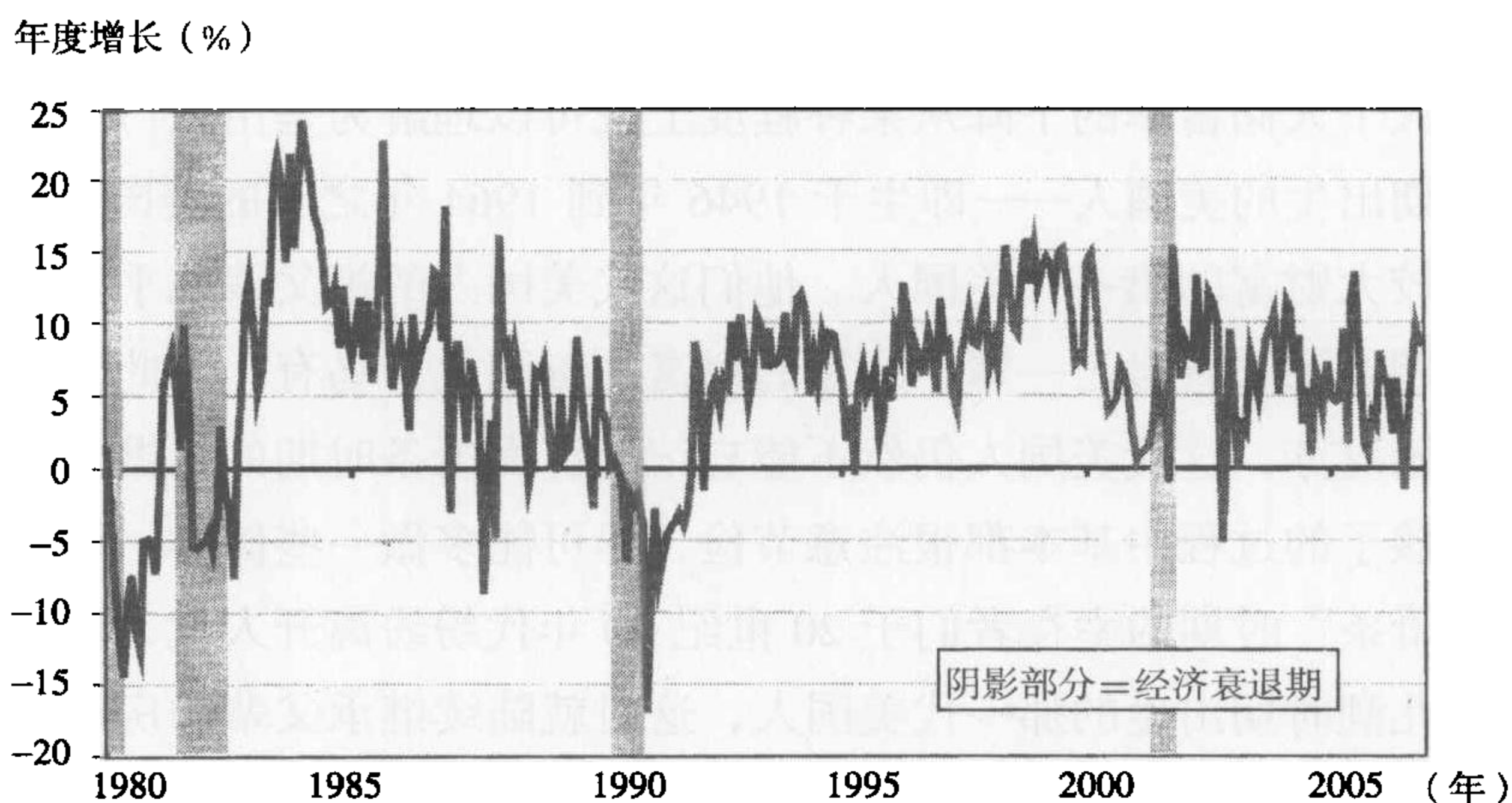


图 11-3 耐用消费品支出与经济衰退期

（资料来源：美国商务部经济分析局，美国国家经济研究局）

个人储蓄率

美国人爱花钱。这个国家似乎整个就没有“未雨绸缪”的概念，即便上几代美国人常常警告他们要有所节制。如图 11-4 所示，美国消费者的这种不理智的消费倾向在过去的五年当中愈演愈烈。

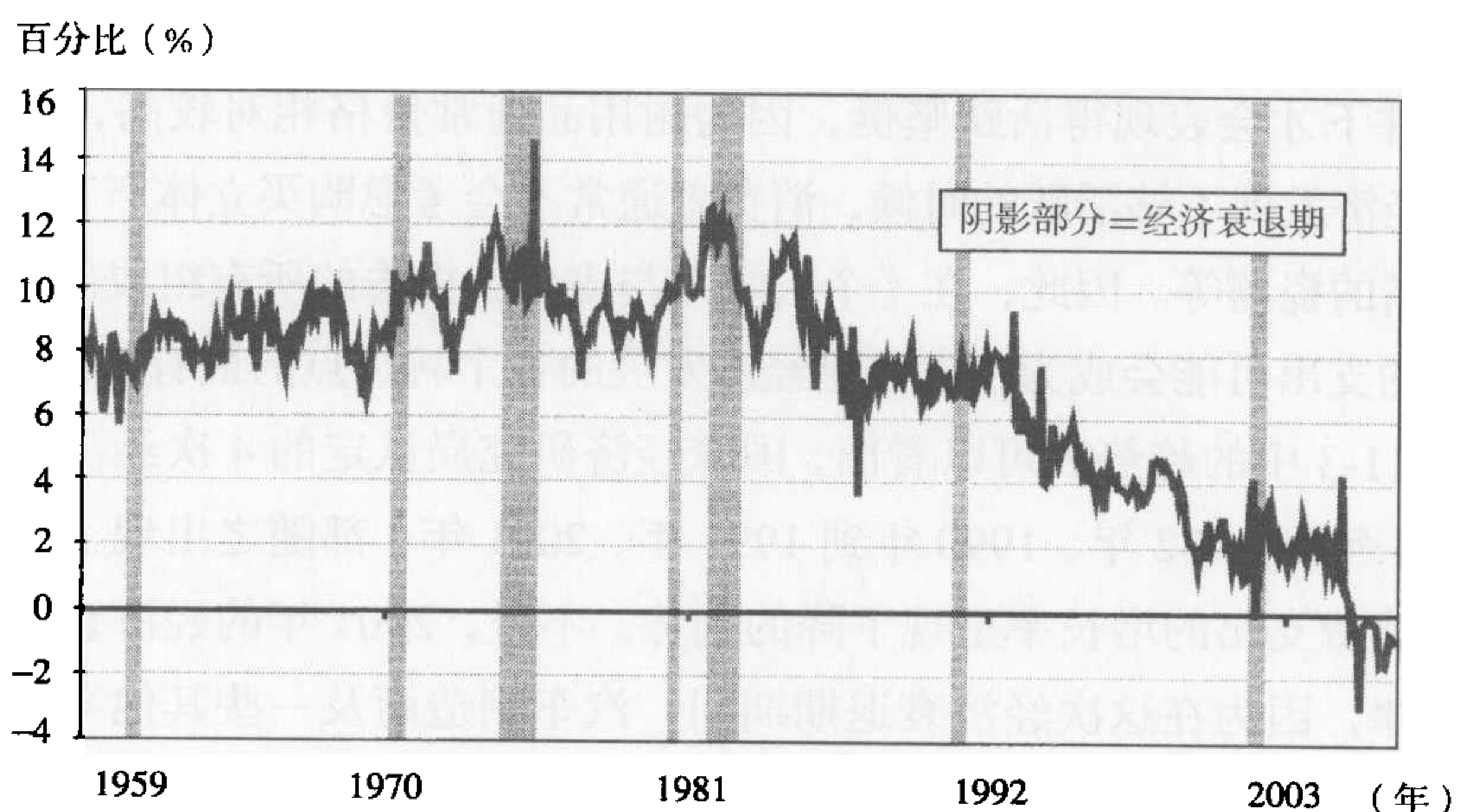


图 11-4 个人储蓄在可支配个人收入中所占的比例

(资料来源：美国商务部经济分析局)

美国人个人储蓄率的下降从某种程度上说可以理解为是由人口因素造成的。婴儿潮时期出生的美国人——即生于 1946 年到 1964 年之间的美国人——是能够继承一笔较大财富的第一代美国人。他们这代美国人的祖父辈几乎都在“经济大萧条”时期亲眼看着自己一辈子积累的财富顷刻间化为乌有。因此，即使后来美国经济开始复苏，这代美国人仍然不能忘记经济大萧条时期的拮据生活场景，因此在养育孩子的过程中基本都很注意节俭，尽可能多做一些储蓄。随着曾经亲历“经济大萧条”时期的幸存者于 20 世纪 90 年代纷纷离开人世，他们的孩子，也就是婴儿潮时期出生的那一代美国人，这时就陆续继承父辈的房产、投资、珠宝、汽车、带有亲笔签名的棒球，以及他们收集的其他财产等。这一切发生在近 50 年以来经济状况最佳的一段时间——当时的失业率降到了 3.9%，而且几乎没有真正意义上的通货膨胀，股票市场也保持暴涨状态。这就难怪婴儿潮时期出生的这代美国人很难理解储蓄究竟有什么用了。

当个人储蓄率开始下降时，经济学家们通常会有些担心。因为个人储蓄率下降通常意味着消费者正在依靠以往的储蓄资金来满足生活所需。在经济出现疲软的时期（例如 21 世纪初，失业率不断上升的那几年），个人储蓄如果不断消耗下去，就会成为最令人担忧的社会问题。工人们的负担原本已经很重，这时一旦再遭受失业的打击，或者因为失业而导致收入减少，则无疑是雪上加霜。所以，关注消费信贷的变化趋势对我们来说非常重要。如果经济处于疲软的状态，而此时消费信贷在不断上升，那么这可能会是一个危险信号，结果很可能造成双重经济衰退，因为之前将国民经济拉出经济衰退境地的消费支出这股力量此时已经消失了。

⑤ 如何利用看到的信息

每月的《个人收入与支出》报告中的数据成为 GDP 季度报告相关分析结果的原始参考数据。为了得到季度数据，BEA 会将每个数据类别中的月数字进行简单的求平均值。由于 GDP 报告直到报告所属的季度结束之后一个月左右的时间才能发表，因此分析师、短期资本经营者、经济学家（以及某些分析人士和专业资本经营人士）等会根据每月的消费支出数字制作一份连续的表单，计算出经济活动的这一重要组成部分的近似价值。

由于个人收入和支出对经济活动的整体发展速度至关重要，因此经济学家们往往会在报告正式发布之前纷纷做出预测，试图提前预测真正的报告出来之后会是怎样的结果。每月的支出信息最主要的数据来源就是《零售交易销售额与食品服务高级月报》。不过，与零售商品相关的支出数据并不是都同样重要，其中一些支出数据具有特殊的参考价值。正如之前提到过的，同非耐用商品相比，耐用商品对经济状况的敏感程度更高。在耐用商品当中，也有一些商品对宏观经济状况的预测能力相对要更强一些。举例而言，华尔街的专业人士们会注意“RV 指标”。所谓 RV，指的是休闲车，购买这类休闲车的消费者基本都是用自己可自由支配的或者非必需的资金去购买。如果花在这类休闲车上的消费支出出现了滑坡，我们则完全有理由认为国民经济的发展速度将很快出现减缓。相反，当这类消费品的销售额呈现上升趋势时，国民经济应该会出现扩张的势头。

对于很多美国人来说，RV 仍然被视为奢侈品，而汽车则基本不属于奢侈品。

美国的所有年轻人都会梦想着自己能拥有一辆运动型汽车，而且，美国的几乎每一个成年人都有一段有关自己的爱车的美好回忆。（以我自己的经历来说，我对汽车的最初记忆就是外公的那辆产自 1965 年的紫绿晶的雪佛兰羚羊 283——这辆车的发动机在通用汽车公司生产的所有汽车发动机当中是最出色的。）所以，汽车及其零部件的采购在消费支出当中成为最重要的组成部分之一，也就毫无悬念了。如图 11-5 所示，汽车方面的消费支出在耐用商品的支出方面所占份额非常大。事实上，至少从 1997 年开始，汽车方面的支出在耐用商品支出总额中所占的比重就从来没有低于过 40%。

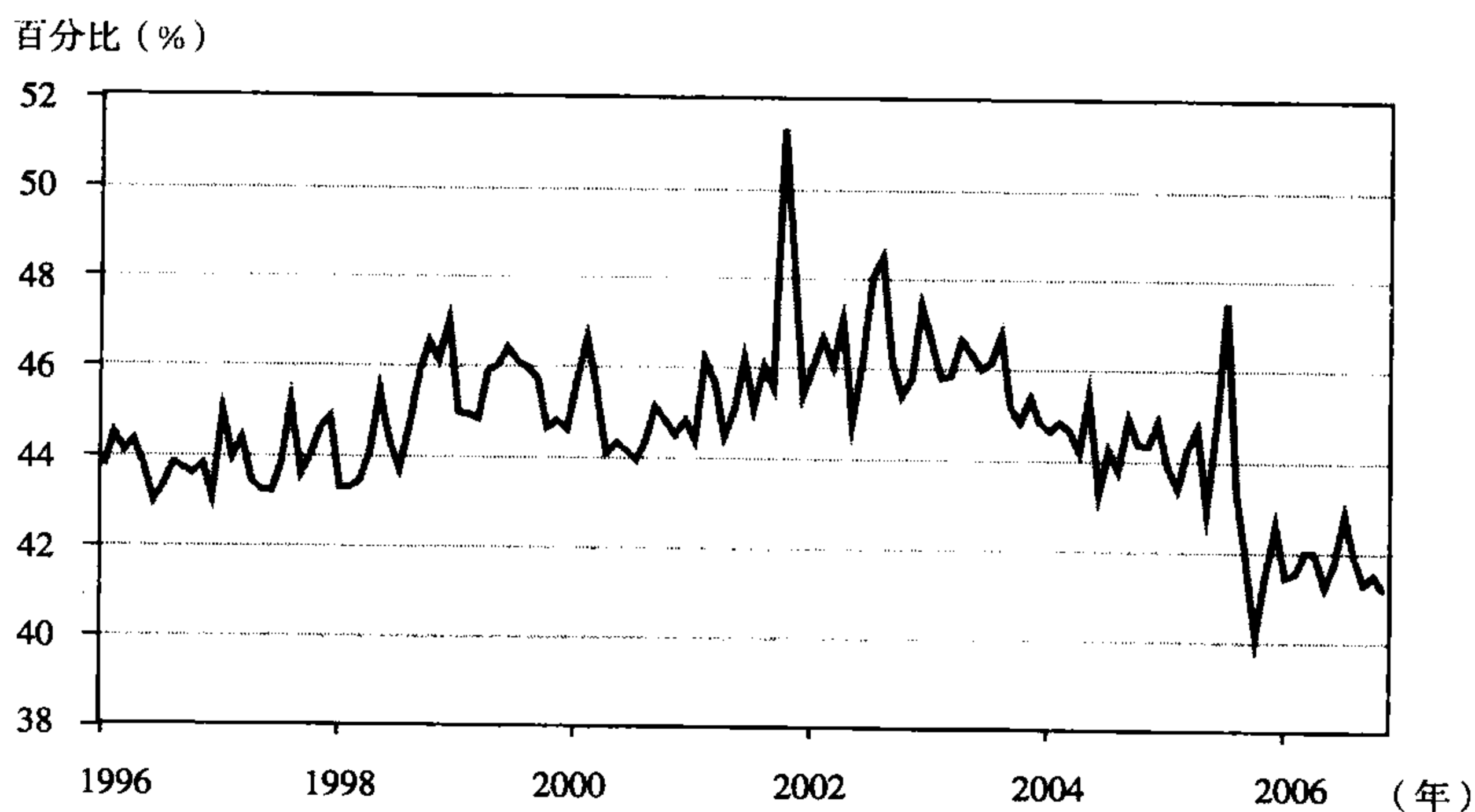


图 11-5 汽车支出在耐用商品支出中所占比例

（资料来源：美国商务部经济分析局）

正因为了解到这样一个特点，因此经济学家们对汽车销售额每月的变化情况尤为关注。这里有好几个汽车需求方面的指标。其中相关性最高的指标出现在零售额高级月报当中，因为这些指标不仅可以衡量支出的情况，而且还可以用来作为每家汽车公司每月的销售额报告（可通过各汽车企业的网站进行查询）。通过评估汽车的销售情况，投资者能够很好地把握耐用消费品的整体销售情况的变化，并且从而了解整体的消费支出情况和国民经济的整体状况。

背后的秘密

本章的重点主要是对消费支出水平产生影响的各个要素，以及经济学家和投

资者可以用来对消费支出水平等进行预测的各个影响因素。那么，消费者的支出水平究竟是由什么决定的呢？哪些因素与消费支出没有关系？有的消费者在进行某项消费时可能唯一的原因就是——当时是周六的晚上。天气比较阴沉灰暗的时候，人们往往愿意去大的购物中心逛逛，这样能让自己心情变得好一些。但是如果是海岸或海滨地区，商品销售的情况就会因为下雨天而大受影响，大风雪的天气也会让大家尽可能足不出户，即便是原本已经决定出门的人，也会因为风雪交加的天气而放弃之前的购物计划。与此同时，商店关门会导致提供计时服务的小时工们失去赚钱的机会。天气变化、一周当中的不同时间、一年当中的不同时间，以及很多其他因素都会对人们的消费支出造成影响。然而，对经济学家们来说，有三个因素是最主要的影响因素，那就是：财富额、物价水平及就业情况。

财富额的影响

很多经济学家都注意到了财富额的影响：随着个人财富的不断积累，人们进行消费支出的理由也越充分，而且，支出的额度也不断提高。这一点看起来完全符合逻辑。但是，我们该如何衡量个人的财富呢？方法之一就是参考美联储的季度性报告——《资金流》（可登录美联储的网站 www.federalreserve.gov/releases/Z1 进行查询），该报告主要是对美国经济的金融和资本的物理性流动情况进行跟踪报告。美联储的报告当中提供了美国普通家庭所持有的几类资本的详细情况，包括家庭持有的美国政府有价证券、共有基金股份、企业资产等的相关信息。可惜遗憾的是，这些数据每季度才公布一次，而且时间上大概存在3个月左右的滞后，所以看起来似乎对于每月经济趋势的分析用处不大。例如，第一个季度的数据直到六月中旬才会公布，并且前后还要经过大范围的修改。

由于这类数据存在这样一些不足，因此经济学家们另辟蹊径，找到了更及时有效的方法去衡量和把握消费者信心水平，那就是消费者手中所掌握的财富的数额。具体计算方法是：用每月月底统计的威尔谢指标（即 Wilshire 5000，它是股票市场上的一个股票指标，由总部设在美国境内的所有公司的资产额数据组成）的美元价值除以可支配个人收入水平。当威尔谢指标与可支配个人收入之间的比值（即我们用来表示财富额的数值）出现上升时，整个股市的财富额即处于上升趋势。这个比值的上升会让消费者感到手中掌握的财富增加了，因此消费的信心也就更大了。根据计量经济学的分析，一些经济学家已经发现，股市财富额每上

升 1 美元，消费支出每年即增长 0.03 美元到 0.07 美元。

一些经济学家并不赞同财富额的影响作用，他们指出，美国所有家庭中真正涉足股市的（无论是以直接的方式还是间接的方式）事实上只占美国家庭总数的 50% 左右。也就是说，我们之前采用的这种计算方式只能够说明美国所有家庭当中 50% 左右家庭的财富在增长或缩水的情况。这个因素大概就能够解释为什么图 11-6 当中，1997 年之前和 2002 年之后这两个时间段内，图中的两个变量会发生数量上的分离，而未能显示出同步紧密变化的趋势了。由于我们的财富额影响因子这个比值在 1997 年到 2001 年之间的变化情况事实上的确与同一个时间段内消费支出的年度增长率的变化趋势保持了高度平行，同时，由于 1997 年到 2001 年这个时间段内股票价格出现了暴涨，并且继而出现暴跌，这个事实从某种意义上说也许能说明，只有当股票市场预期将上涨时，这个时间段内财富额的比值才能够作为有价值的衡量标准。不过，可以理解的是，即便是那些并没有在资本市场进行投资的普通美国人，也能够从不断上扬的市场发展氛围中受益，并且在整个气氛的影响下，加大个人和家庭的消费支出。报纸、电视的晚间新闻节目、广播电台等都会报道股票市场当日的收益情况及其背后的原因——这些理由通常也无非就是我们在本书中探讨过的各种经济指标所传递出来的积极信号等。股票市场价值的提高大多源于人们对个人收入增长的乐观估计，个人收入的上升趋势同时也意味着商业支出的增加以及就业机会的增加。当工作机会增多的时候，消费者通常都会更乐观，个人收入和消费支出也随之普遍上升。

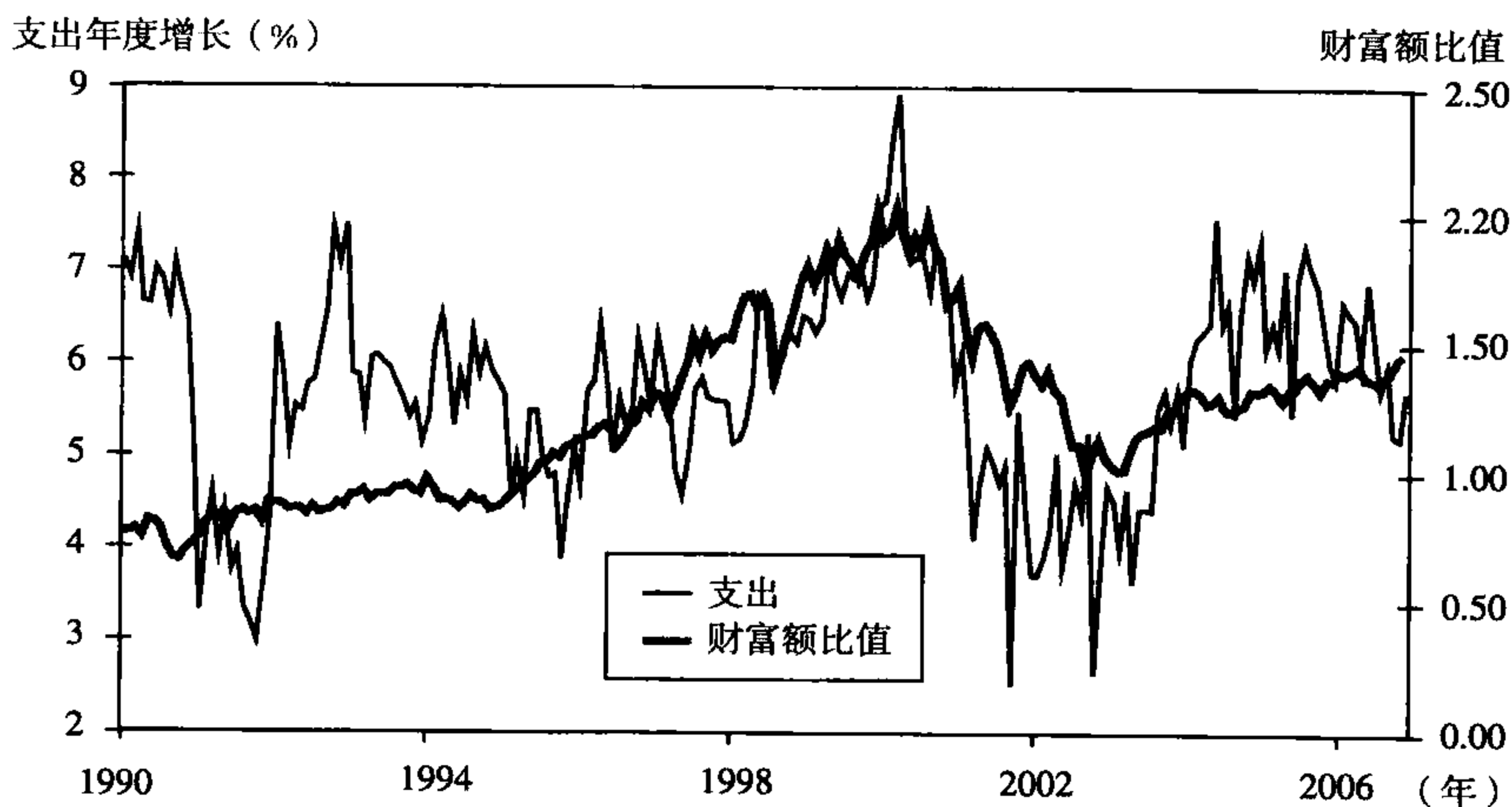


图 11-6 财富额比值与消费支出

（资料来源：美国商务部经济分析局，彭博通讯社）

物价水平

消费支出与物价水平之间还存在一种明显的相关性。如果用一个最基本的经济学规律来解释,那就是:市场需求的规律——这也是经济学专业的学生们在进入学校学习时第一堂课上就会学到的几个最基本的经济学原理之一。关于这一点,最通俗的理解就是,商品的价格越高,该商品的市场需求量就越小;相反,商品价格越低,市场需求量就越大。这里不妨以汽油这种商品为例简单解释一下。当每加仑汽油的价格达到 3 美元或 3 美元以上时,消费者对汽油的需求量就会减少。原本自己开车去上班的人可能就会开始考虑拼车上班,或者选择其他交通工具出行,例如公交车、火车、渡船等。普通家庭也可能因此而推迟原本的出游计划,尽量等到燃油价格回落到基本可以承受的范围之内,再考虑出游。图 11-7 所示的是商品价格和市场需求之间的反比关系。该图所覆盖的时间范围包括了美国汽油价格出现严重通货膨胀的 3 个时期:2000 年、2003 年和 2006 年。在以上这三个时间段内,用于购买燃料的消费支出增长率一直处于下降趋势。有关这方面的数据,有兴趣的读者可以查询 BEA 的网站:<http://www.bea.gov/bea/dn1.htm>。这个网页上有大量具体的数据信息。

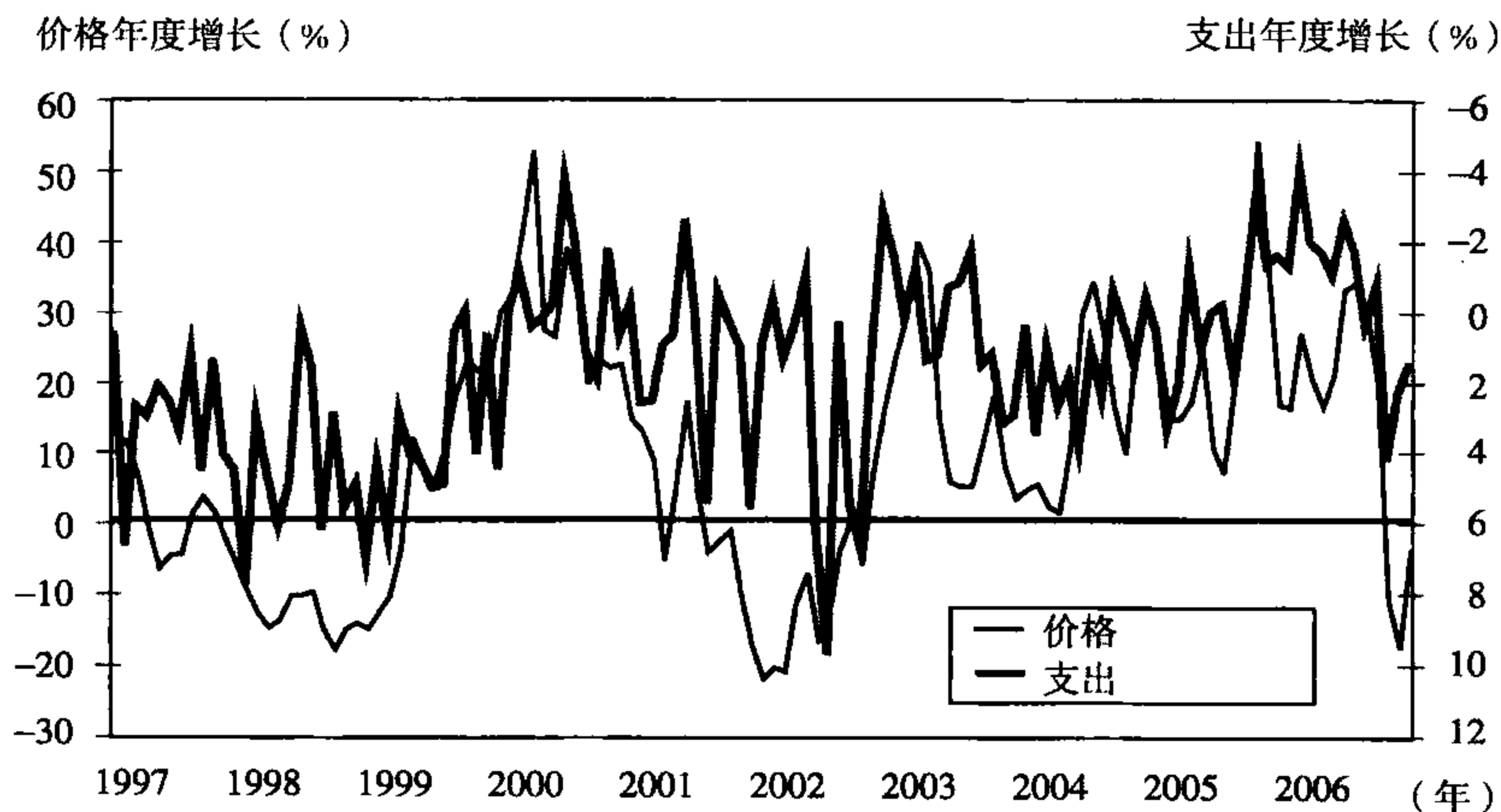


图 11-7 用来购买汽油的消费支出的实际增长与汽油的消费价格增长

（资料来源：美国商务部经济分析局）

投资者们应该养成良好的数据收集习惯,随时掌握健康保健、医药、服装服饰、食品、学费、交通等几类主要消费支出项目的潜在价格变化趋势。显然,这些商品(大部分情况下为生活必需品)的价格越高,可以用来购买其他商品的消

费支出就会减少。关于所有这些商品和服务（至少还有数千种）的消费价格，更详细的信息可以浏览美国劳工统计局的网站 www.bls.gov 进行查询。有关物价这一经济衡量指标的更多相关细节，我们还将本书第 12 章进行探讨。

就业形势

股票市场的价格下降或上升可能会影响消费者的情绪，打击他们的消费热情，但是即便如此，人们往往只是相对减少一些不必要的支出，而不会一股脑地砍掉所有的开支。只有一个因素能够导致消费者真正将所有非必需的消费支出全部取消，那就是失业。

图 11-8 中所示的，是非农就业岗位的增长率与消费支出的增长率之间的高度紧密的相关性。对于国民经济来说，没有什么能比失去工作机会或者担心失去工作机会这种情绪造成更大的负面影响了。关于这一点，问题不仅仅在于人们失业之后将没有足够的收入用于消费，还在于人们可能会感到绝望，不相信自己能在不久的将来随时找到新的工作。当国民经济处于疲软状态的时候，这个问题表现得尤为突出。因为在这样的经济大气候下，可能出现好几百个人争夺同一个工作岗位的情况。在进入经济衰退期之前和正在经历经济衰退期的过程当中，消费者的信心的衡量指标达到低谷，这个时候，消费者情绪和整个经济均处于消极状态。这种消极气氛将导致消费支出陷入全面瘫痪。

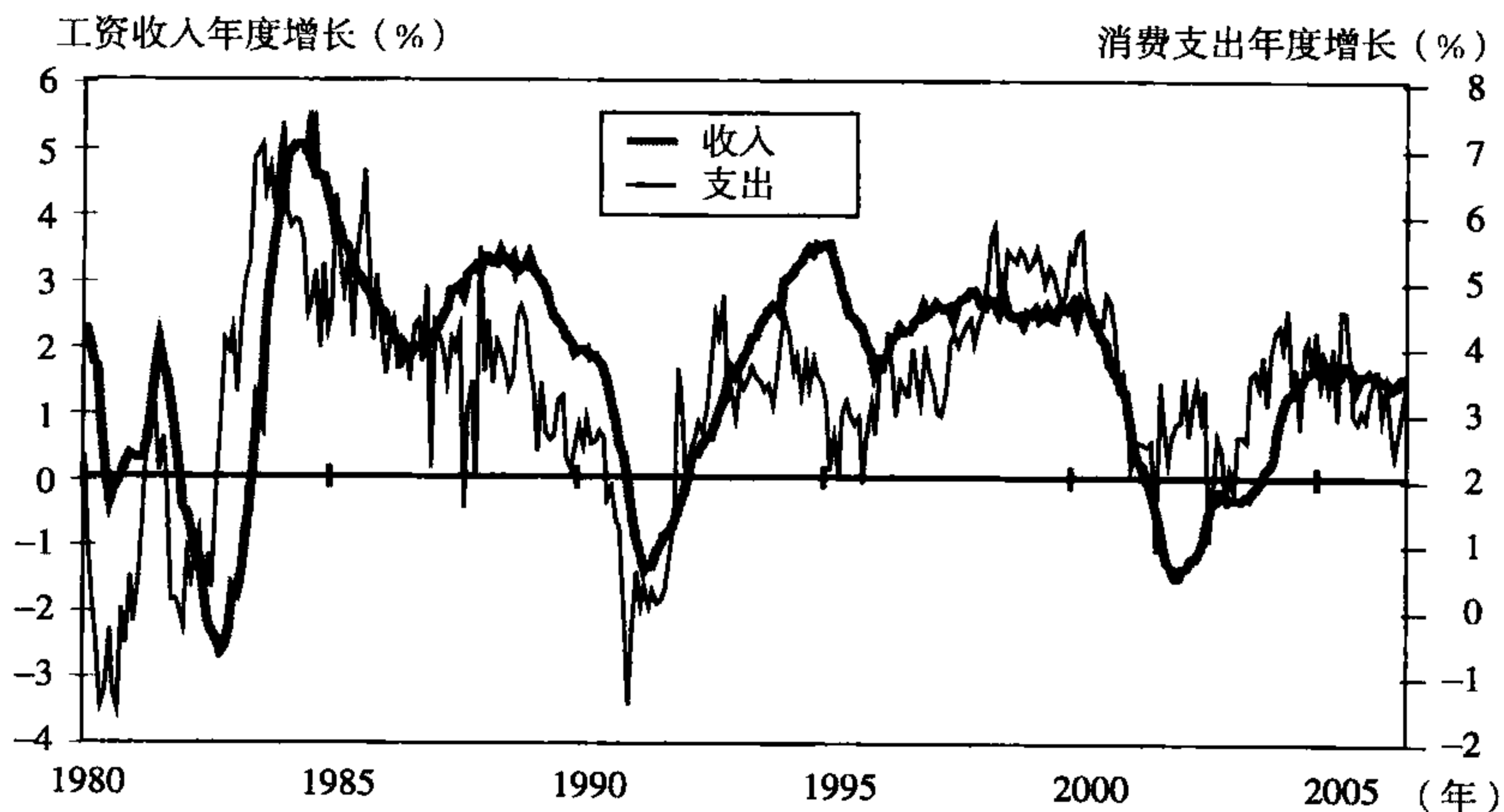


图 11-8 消费支出的实际增长率与工资收入的增长情况

（资料来源：美国商务部经济分析局，美国劳工部劳工统计局）

从图 11-8 中还可以看到, 2001 年和 2002 年之间, 两条趋势线出现了分离。我们注意到, 在这个时间段内, 国民的工资收入增长出现了缩水, 而有记录的个人消费支出却呈现一定程度的稳步增长。这种情况是比较罕见的, 2001 年的经济衰退期就是第二次世界大战以来美国历史上出现的唯一一次例外, 即消费支出在经济衰退期期间并未出现滑坡。之所以出现这样的异常情况, 其原因应当总结为美国财政及货币政策的有效贯彻和实施发挥一定的效果。布什政府制定并且迅速到位的税费削减决策, 以及格林斯潘领导下的美联储做出的提前、清仓式的利率下调决策有效地刺激了个人收入的增加以及消费支出的增加。

既然我们已经注意到就业水平对于消费支出具有决定性的关键作用, 因此在进行投资时, 就应当随时关注就业机会的增长情况。就业机会的增长幅度越大, 消费支出的增长也就越稳定。就业人数及相关详细信息可以通过美国劳工部劳工统计局的官方网站进行查询。与就业形势相关的具体内容, 我们在本书第 3 章已经探讨过。

第 12 章 消费者价格指数与生产者价格指数

当商品和服务的价格出现上升时，我们称其为通货膨胀。存在一定程度的通货膨胀对一国经济来说属于正常现象，甚至可以说是经济健康发展的表现。不过，如果通货膨胀的状况长时间得不到抑制，就有可能造成非常严重的问题，有时还会导致经济萧条。这也是为什么金融市场通常对各种价格衡量指标及它们的增长水平特别关注的原因。为此，很多商业人士和经济学家（包括美联储的经济学家们）都对国民生产总值报告（参见第 1 章）中隐含的价格紧缩方面的线索情有独钟。不过，这份报告每个季度才发布一次。要获得更及时、更具体的通货膨胀指标，大多数市场人士还是得参考消费者价格指数（Consumer Price Index, CPI）和生产者价格指数（Producer Price Index, PPI）。

美国劳工统计局（BLS）负责对 CPI 和 PPI 相关数据进行计算、维护和汇总报告。（此外，国际进出口价格报告中的所有指标中有 1/3 都是由劳工统计局提供的，不过，金融市场基本上不关注这方面的数据，因此本书也就暂时不讨论这方面的话题。）CPI 和 PPI 报告的公布时间是报告数据所属月份结束后一个月的月中左右，PPI 的公布时间通常比 CPI 的公布时间早一个工作日。公布的这些报告会作为新闻头条，于美国东部时间早上 8:30 出现在相关报刊杂志的显著位置，相关人士可以根据自己的需要，通过 BLS 的官方网站 www.bls.gov 进行查询——公

布的这些报告、数据往往会在金融界引起巨大的反响和波澜，其对固定收益市场的影响尤其重大。

CPI 跟踪的是从消费者的角度来说，市场物价的变化趋势，即消费者“菜篮子”里购买的几百种商品或服务价格的变化情况。这个“菜篮子”里的商品和服务反映的即是美国普通家庭每个月最典型的采购情况，其内容与消费者支出调查（Consumer Expenditure Survey, CEX）中披露的信息一致，消费者支出调查是由美国统计调查局为美国劳工统计局所做的调查。商品或服务的权重值分别根据该商品或服务在家庭总支出中所占的百分比来确定。指标的数值代表的是这一揽子商品和服务自基准年 1984 年以来价值增值的水平。例如，如果该指标的数值是 130，那么意味着商品和服务当前的平均成本比 20 年前上升了 30%。

CPI 有两个基本版本，它们分别是：CPI-U（它反映的是所有城市消费者的日常采购习惯）；旧的 CPI-W（它只考虑城市家庭当中仅有一位家庭成员有工资收入这类家庭的日常采购习惯）。这两个版本的 CPI 数据都来自同一个调查，而且都是通过同样的方式获取的。二者唯一的区别在于“菜篮子”里每种商品或服务的具体权重值。私人企业经常会根据 CPI-W 反映出来的人们采购习惯的变化情况来调整协议价格，政府部门也会参考 CPI-W 来计算生活成本变化（COLA），作为社会保险中生活成本的波动数据。而华尔街和各媒体则都将关注的焦点放在 CPI-U 上，因为它统计的人口数据占到非机构性人口总数的 87% 左右，而 CPI-W 则只占 32%。国家和地方政府、企业、组织都会借助 CPI-U 数据来制定和执行其相关政策。经济学家们则利用这些数据来调整与账面数据（又叫名义数据）相关的指标，例如零售业销售额指标等，以便对通货膨胀进行调整。本书中提到的所有关于 CPI 的讨论都与 CPI-U 有关。

PPI 也被称为批发价格指数，它反映的是大约 3 450 种商品和服务的销售价格在制造环节的各个不同阶段的变化情况，处于不同环节的商品和服务制造商就是按照这个价格进行采购的。大部分情况下，价格方面的数据每个月收集一次，并于报告当月 13 日所在的那一周的周二进行录入。批发价格指数中各个组成部分的权重值是根据其在 GDP 中所占的比重来决定的。CPI 数值显示的是商品和服务价格相对于基准年 1984 年的变化情况。

生产者价格指数（PPI）指的是零售价格确定之前的价格数据，其中包括 CPI 中未涉及的一些数据，如原材料和中间商品的相关数据等。经济学家们根据 PPI

数据可以看出生产过程中通货膨胀的压力究竟有多大，同时也可以预测零售或消费行业将在未来的什么时候出现通货膨胀的压力。另外，经济学家们还可以通过这些数据判断市场需求或市场供给是否刺激了企业成本的激增。

由于存在这些特点，同时也由于其发布日期比 CPI 早一些，因此有的分析师会通过 PPI 来预测 CPI 的数值。不过，根据 PPI 进行预测往往会造成一些误导。因为这两个指标其实差别很大，不仅指标的构成方式不同，而且所包含的内容也大相径庭。举例来说，PPI 中不涉及任何有关服务价格的信息，而服务业却是美国经济总量中最大的一个组成部分。另一方面，PPI 又的确包含了原材料的价格，原材料的价格对天气条件的变化相当敏感。因此，PPI 每月的数值波动非常大，常常与 CPI 的数值相去甚远，不过从较长的时间范围来看，这两个指标之间的相关性是非常高的。

☺ 指标的演化

PPI 和 CPI 这两个指标最初的形成时间差距非常大，不过二者的发布时间却离得很近。PPI 和 CPI 不仅初创时间不同，而且人们当时创建它们的目的也不尽相同，因此两个指标的演化过程也就存在着巨大的差异。

生产者价格指数

19 世纪末，美国参议院授权美国劳工统计局着手收集和汇报商品批发价格，这样参议院就可以根据统计数字来评估国家税法对经济的影响作用。第一份《批发价格指标》(WPI) 发表于 1902 年，当时确定的这个官方名称就这样一直沿用了近 80 年的时间。这份报告中的指标涉及 250 种商品的价格，当时并没有对各种商品进行权重值的区分，报告的时间跨度为 1890 年到 1901 年。直到 1914 年，才开始对不同商品进行了权重值的分配，并且，在后来的 1952 年和 1967 年，这份数据又经过两次加工完善。

推出这项指标最早的目的是用来反映生产过程的最初始阶段价格水平的变动情况。当时人们认为，要达到这个目的，最佳的途径就是对国内的制造商或进口商在获得该商品的时候支付的价格水平进行汇总统计。可惜的是，当时采用的这种方法却导致抽样过程中出现了样本分布不平衡的状况，即大型公司或企业的数

据成为所有数据样本中占主导优势的数据，结果造成整个抽样活动无法准确反映出被调查或被统计的企业真实情况。长此以往，很难统计到准确的商品价格。最开始采取的这种统计方法过于关注规模较大的企业所生产的商品的价格，而不能有效地反映小企业生产的商品的价格水平。此外，到20世纪40年代的时候，最初确定的权重比例越来越跟不上现实情况的变化。因为按照这种权重分配，无法体现某些矿产品和制造产品的重要地位，而在当时，这部分产品已经占到整个生产过程中所用到的所有生产资料价值的近一半（以美元价值计算）。为此，相关部门对数据进行了重新分类，并且陆续对抽样方法和权重计算系统不断进行升级，最终使这一问题得到解决。

1978年，BLS再次对该指标进行了彻底的修订，修订后的生产者价格指数特别强调根据产品在加工过程中所处的不同阶段进行价格分类，而不是根据商品种类或行业差异进行价格分类。另外，修订后的指标还特别强调制成品的价格，相应地对处于其他制造阶段的商品价格则相对有所淡化。与此同时，劳工统计局还将该指标的名称由原来的“批发”价格指数变更为我们现在仍在使用的“生产者”价格指数。

消费者价格指数

与PPI相比，CPI可以算是一个后来者。从消费者的角度统计价格数据的做法最早可以追溯到第一次世界大战期间，当时收集这项数据的目的是为了估计生活成本对工资收入所起到的调整作用。从1917年到1919年，BLS收集了92个机构化的人口中心的数据，并且对其支出模式进行了分析，从而推出消费者支出权重指标。

由于消费者的采购习惯发生了重大变化（尤其是“咆哮的20年代”和30年代“经济大萧条”期间，美国的消费结构变化相当显著），因此，到1940年的时候，人们对这些指标的权重比例进行了一次全面的修订。在那之后，第二次世界大战期间又进行过一次类似的修订，其原因是当时战争因素造成了一定程度的限额配给和商品短缺。1953年，CPI经历了自其推出以来历史上最大规模的一次修改，当时不仅对数据收集方法和数据收集程序进行了相应的改进，而且增加了一些新的数据来源，数据的类别也变得更加丰富。这一次大范围修订和重建过程一

直延续到了 20 世纪 90 年代末。

1996 年 12 月，美国参议院金融委员会下设的一个研究 CPI 及其框架结构的调查机构发布的一份报告引起了广泛关注，这份报告中得出的结论是：我们当前采用的 CPI 导致通货膨胀的真实水平被高估了 1.1 个百分点。报告还就此提出了几种可能的补救措施。《Boskin 报告》（根据金融委员会主席 Michael Boskin 先生的姓氏命名）给金融界带来了一阵骚乱：由于员工补偿金和退休金当中的生活水平调整与 CPI 的增长率有关，因此如果降低该指标的增长率，将会导致政府可用于支付退休人员、享受社会保险的人员，以及行政机构工作人员的补偿金这方面的开支减少，因此将造成这几类人群的消费能力受到消极影响。考虑到这些新发现所具有的政治、经济、社会特点，消费者价格指数至今没有得到任何重大调整。

☞ 数据解读

CPI 和 PPI 最初的制定初衷就相去甚远，而两类指标的数据来源以及汇总方法也同样存在显著差异。

消费者价格指数的数据源

CPI 表示的是一国经济中零售市场的价格水平，即针对市场需求而言的价格水平。为了收集构成这一指标的相关数据，来自 BLS 的现场经济学家们走访了美国国内 87 个地区的各类超市、百货公司、加油站、医院及其他机构，将当时销售的食物、燃料、饮料、食品、保健品/服务和其他相关商品和服务的价格进行了记录。其他价格则通过邮寄调查问卷的方式进行统计。

收集到的数据分别来自 8 个方面的支出：住房、交通、食品饮料、休闲娱乐、医疗保健、教育和通信、服饰，以及“其他”。“其他”这类支出中包括个人护理产品及烟草产品。调查中涉及的商品和服务是根据《消费者支出调查》的结果来分类和确定的，对这些指标进行计算的时候每个类别的权重值同样参照《消费者支出调查》的结果来定。每种商品的权重值各不相同，住房的权重值为 42.4%，交通为 17.4%，教育和通信为 6.0%，“其他”的权重值为 3.5%，服饰则为 3.8%，如图 12-1 所示。

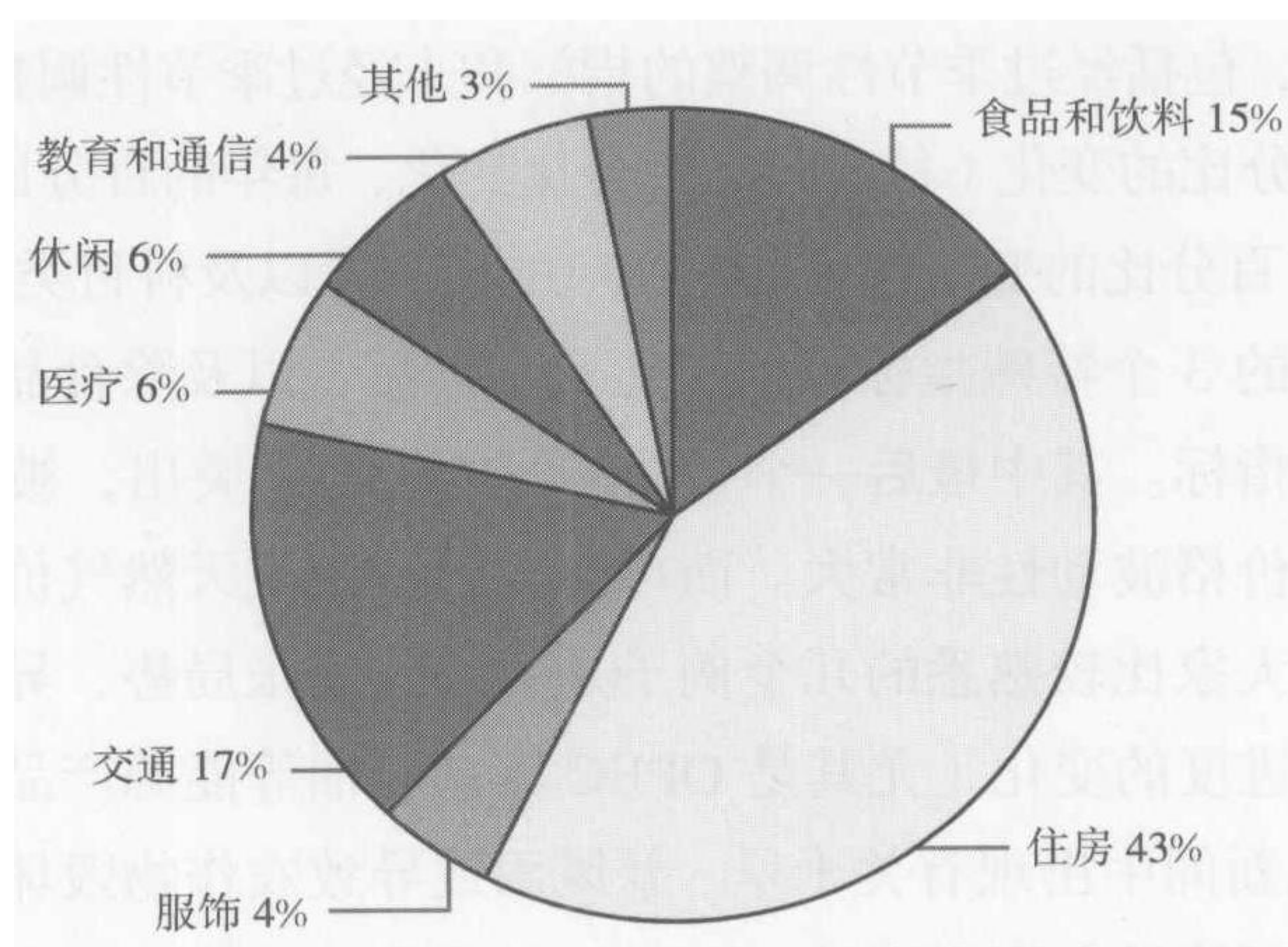


图 12-1 CPI-U 的组成

（资料来源：美国劳工部劳工统计局）

当然，该指标中所说的一揽子商品和服务并不一定与每个个体或每个特定人群的消费模式完全吻合。例如，对于老人而言，每个月的退休金可能更多的是花在医疗和药品方面，而年轻人的消费支出可能更多的是用于支付学费和服饰等。不过，以上这些分类及其相应的权重值基本上能够比较准确地反映出普通美国人每个月的平均支出习惯。

计算各个科目和商品类别的平均消费价格听起来很轻松，真正做起来却没那么容易。对于牙签、酒精饮料、轮胎、观看运动赛事的门票之类的商品，计算起来相对而言比较简单。但如果要计算服务产品的平均价格，可就完全是另外一回事了。住房是CPI当中最大的一个组成部分，这部分数据的计算尤其复杂。CPI衡量的是消费各种服务时要支付的价格，而不是获得公寓楼或Cape Cod公司这类资产时需要付出的成本。因此，BLS正式认可的住房价格也就相应地分为两种类型：房屋租金和房屋业主拥有的相当于房屋租金的等价物。其中，BLS对后者的定义是，“等同于业主出租自有房屋的租房服务的价格”。这个定义将所有权中投资这部分内容去掉了。有关租房服务的相关价格信息是通过访问房东、租户、房屋产权所有人这样的途径来获取的。

BLS根据每月的定价数据来计算报告标题位置的全科目指标（即之前提到的整个一揽子商品的价格指标）和各个次级指标的数值，包括所有8个支出科目的数值和几个“特殊”次级指标的数值。报告中的所有表格列出的就是各个指标和

次级指标的数值，包括经过季节性调整的指标和未经过季节性调整的指标。其中最引人注目的是百分比的变化（每个月的百分比变化、每年的百分比变化、每3个月的百分比变化），百分比的变化代表的是相应的时间段以及科目类别的通货膨胀率。

排名最靠前的3个特殊指标分别是能源、食品，以及除食品和能源以外的所有商品和服务的指标。其中最后一个指标的影响力尤其突出，被视为核心CPI。

能源和食品价格波动性非常大。而可能导致石油或天然气价格狂飙或跳水的因素很多，其中大家比较熟悉的几个例子是：中东紧张局势、异常寒冷或异常炎热的天气、生产进度的变化（尤其是OPEC国家石油等能源产品的生产进度的变化）。同样，一旦新闻中出现有关干旱、暴风雨或导致农作物毁坏的霜冻天气的报道，食品价格就可能发生剧烈变动。因此，只要将这些特殊因素及其无规律可循的变化排除掉，就能够对长期的通货膨胀趋势进行更准确的预测。这样做产生的结果就是所谓的“核心通货膨胀”。（克里夫兰联邦储备银行的经济学家们在减少CPI的“干扰”方面又向前迈进了一步，即砍掉了具体月份中的最大收益值或最大跌幅值。关于所谓的“中值CPI”或“克里夫兰联邦储备银行中值CPI”，具体信息可以通过克里夫兰联邦储备银行的网站 www.clevelandfed.org 进行查询，这个指标已经成为华尔街人气最高的指标。）

生产者价格指数数据源

PPI是从供应商的角度来描述价格的变化趋势。BLS每个月都会收集大约10万种处于不同生产阶段的商品的价格信息，商品价格的数值通过问卷调查获取。问卷调查在30 000家企业当中展开，由被调查的企业按自愿的原则参与。这些价格数值相应地构成了大约10 000个指标，主要分成以下3个类别：商品指标——其数据的组织是按照最终用途或材料构成（如农产品、纺织品与服饰、交通设备等）来进行的；工业指标——根据“标准行业分类（SIC）”组织并且按照“净输出”来分配各个组成部分的权重值，或者该行业以外的运输活动（铁路、美国邮政、包价旅游代理商）的价值；加工阶段指标（根据商品加工的数量和采购商级别分类）。最后一类是PPI报告中的核心内容，同时也是商业媒体和交易所最经常引用的指标。

根据加工阶段分类，商品可分为待加工的天然材料、中间材料、制成品等。

“天然材料”指的是未经提炼或加工的商品，如原棉、皮革皮毛、铜铝基础碎片

等。“中间材料”指的是经过了一定加工但尚未完成加工过程的商品。这类商品中比较受欢迎的包括工业纺织品、皮草、玻璃容器、人造橡胶等。“制成品”指的是不需要再进行提炼，目前已经可以出售给最终用户（消费者及企业）的商品。

加工阶段的商品主要分为两大类，其权重值或所占比例的大小取决于各自对国民收入和产品账户中总体经济活动所做的贡献大小，这两类商品分别是：消费商品（在所有制成品中大约占 3/4 左右）——其权重值与它们在个人消费支出中所占的比例一致，这类商品可细分为食品和非食品两类；“资本设备”，即企业采购的价值。（表 12-1 所示的是制成品包括哪些组成部分，每个部分又可以如何进行进一步细分。）制成品包括服饰、炒咖啡、纺织机械、商用设备、铁路设备等。由于这些商品最能代表零售额水平，因此华尔街对它们的价格指标非常关注。当媒体、经济学家或分析师提到生产者指标、批发价格、PPI 时，它们指的是通货膨胀率或制成品指标的百分比变化。

表 12-1 制成品的构成

天然食品	1.688%
加工食品	18.583
消费食品制成品	20.272
非耐用商品减去食品	40.114
耐用商品	14.884
非食品	54.998
制成消费品	75.270
制造行业	6.662
非制造行业	18.068
资本设备	24.730
制成品	100.000%

注：表中百分比数字为 2006 年 11 月的数字。

（资料来源：美国劳工部劳动力统计局）

每月发布的 PPI 中只会披露 200 个左右关键性聚合指标，它们当中有的已经经过季节性调整，也有不进行季节性调整。BLS 发布的行业价格指数数量在 500 个以上，具体的产品线和产品类别次级指标数量达到 10 000 个以上，另外还包括

3 200 个商品价格指数。要了解一系列完整的指标及其各自的发展历史，可以查询 BLS 网站和 BLS 的每月《PPI 具体报告》，可供订阅。

通货膨胀率的计算

我们可以根据以下公式来计算 CPI 或 PPI 报告中任何指标值所指的两个阶段之间的通货膨胀率。

$$R_{\text{通胀}} = 100\% \times (I_{\text{CP}} - I_{\text{PP}}) \div I_{\text{PP}}$$

其中 $R_{\text{通胀}}$ 为通货膨胀率， I_{CP} 为当前指标值， I_{PP} 为上一个指标值

举例来说，如果你要计算的是 2006 年 11 月纸产品 12 个月的通货膨胀率。已知当月未经调整的指标是 212.3，2005 年 11 月为 203.8。那么将这些数值代入以上公式，可以得到：

$$R_{\text{通胀}} = 100\% \times (212.3 - 203.8) \div 203.8 = 4.17\%$$

即，年度之间的通货膨胀率约为 4.2%。

⑤ 它们的深层含义是什么

通货膨胀率可以体现经济发展过程中很多方面的信息。随着经济状况的不断改善，各企业产品的市场需求日益扩大，所以企业可以相应地提高产品价格。这样一来，随着收益的提高和利润增长，企业可以开始继续加大资本投入，为社会提供更多的就业机会。不过与此同时，由于价格上涨，可能导致消费者数量减少，因为价格一高，有的消费者可能就会考虑究竟应该如何对自己手头有限的资金进行分配了，在一种商品或服务上投入的支出越多，可用于其他商品或服务的投资的就越少。两者形成某种微妙的平衡。如果通货膨胀过低，那么企业利润缩水，资本支出将因此减少，从而导致失业。如果通货膨胀过于严重，那么消费者就买不起一些商品。两种情况结果是一样的，只不过发挥作用的过程略有不同罢了。

人们通常不会把 PPI 和 CPI 指标归为先行指数。就预测经济周期中的转折点而言，一般价格水平的变化在预测的准确性方面不及本书探讨的相关指标。不过，他们却能有效反映每一种商品或每一个行业的微观经济环境。不过，对某一个月的具体经济状态，我们其实没有必要过于深究。价格指数可能受到各种各样的影响，

即使那些不涉及能源和食品因素的指标，也是如此。例如，法律和税务方面的因素可能会导致酒精饮料和烟草类商品的价格在短短的一个月之内出现急速飙升。

价格趋势

价格可能会呈现三种趋势：通货膨胀，或价格的持续上涨；反通货膨胀，增长率放缓；通货紧缩，价格持续下跌。图 12-2 中将三种价格变化都包含进来了。首先，通货膨胀。代表消费者价格每年变化情况的曲线在整个图中始终保持在 0 点以上，这意味着通货膨胀率在整个时间段内始终为正数。换言之，从 1970 年到 2003 年，消费商品的价格一直呈现上升趋势。不过，每年的价格上涨幅度并不完全一致。价格增长曲线在 1972 年到 1974 年、1975 年到 1977 年、1980 年到 1983 年中旬期间出现了急速下降，并且在 1991 年到 1992 年之间再次出现下跌。曲线的下滑说明消费商品的价格增长率下降了，即出现了反通货膨胀。为了了解通货紧缩的趋势变化，还得参考波动更为剧烈的生产者价格（美国历史上唯一的一次消费者价格通货紧缩出现在“经济大萧条期”）。正如我们在 PPI 增长曲线中看到的那样，自从 1975 年以来，生产者价格 12 个月的通货膨胀率在 1986 年到 1987 年、1992 年、1994 年、1997 年到 1999 年、2001 年到 2003 年并在 2006 年期间曾经几次降到 0 点以下。

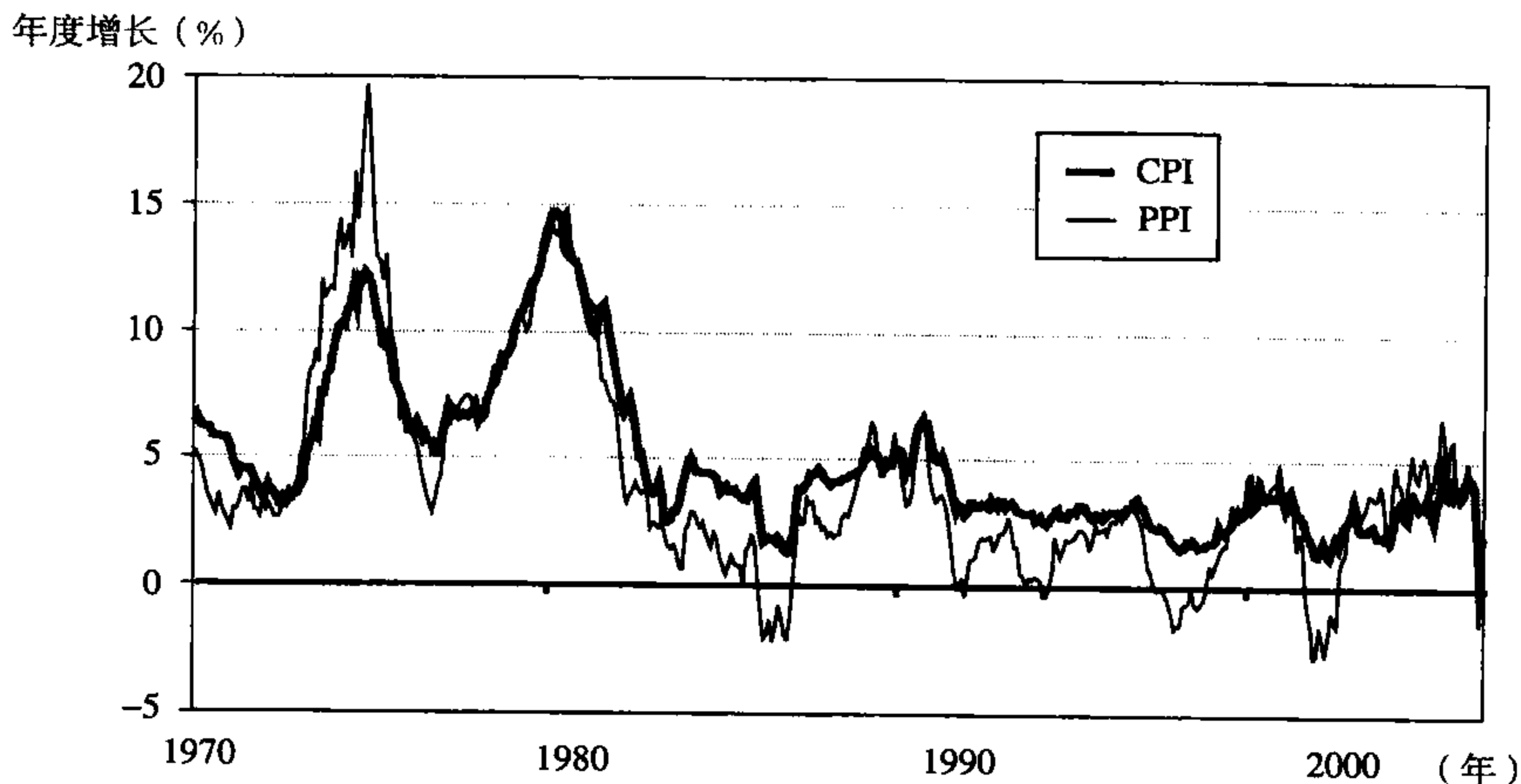


图 12-2 消费者与生产者价格指数

（资料来源：美国劳工部劳工统计局）

通货紧缩对经济健康的负面影响与过度通货膨胀对经济的影响是一样的。当价格呈现下降趋势时，消费者会推迟自己的采购计划，因为他们估计价格还有可

能进一步下跌。如果没有消费支出（GDP 的最大一个组成部分）这个火车头，经济增长就会放缓，并且如果继续持续下去，甚至会出现负增长。通货紧缩也会对企业利润构成负面影响，企业可能因此压缩生产，或进行裁员。

最近几年，经济学家们一直在担心美国可能会出现通货紧缩。随着全球化趋势的不断加强，美国企业将生产基地迁往劳动力成本较低的中国和印度等国家的做法越来越普遍，同时又从这些劳动力成本低的国家进口数量惊人的玩具、纺织品、计算机零部件、食品等。不过非进口服务的价格（如学费、医疗费用、房租、电力）一直呈现上升的趋势。所以，虽然一些行业经历过通货紧缩，但从总体上说，国民经济并没有进入通货紧缩。当真正进入通货紧缩期时，所有商品的价格都会下降，无论是从消费者的角度来看还是从生产者的角度来看。造成这种现象的原因之一是，PPI 中并不包含服务这一部分，此外，核心的生产者价格增长率（不包括波动过大的食品和能源）只有一次跌到了负值水平，而且也是刚刚低于 0 以下。（核心 PPI 通货紧缩只在制造业滑坡之后的几个时期内出现过。）

价格指数与市场

对于债券持有者来说，通货膨胀无疑是头号公敌。投资者在购买债券的时候事实上已经将债券的采购价格出借给了债券发行方，作为对这部分贷款或投资的回报，债券投资者可以在债券的整个交易期限内（除非债券持有人将其出手，或发行方要求进行债券回购）定期获得息票形式的投资回报，即息票偿付。通货膨胀因素将导致期货到期时购买力的减弱。例如，10 年期的债券票面利率为 6%。如果通货膨胀率提高到了 4.5%，那么投资者真正得到的回报率（经过通货膨胀调整后）仅为 1.5%——从 10 年的时间周期来看，这个比例并不理想。这就难怪投资者只要嗅到一点点通货膨胀的“气味”，就会将手头的固定收益债券抛出，从而导致单位价格下降，投资回报（与价格呈反比）上升。

股权投资者通常对通货膨胀报告并不敏感。不过，每当月数字与预期值相差太大，或者通货膨胀率的水平有可能阻碍消费投资、破坏经济增长时，一般的股民往往就沉不住气了。当通货膨胀数字长时间一直居高不下时（例如 CPI 或 PPI 连续三个月达到 0.7% 的增长幅度），债券投资者和股票投资者可能会得出初步结论：美联储未来将采取措施紧缩银根。

为了抑制经济增长过热的现象，以消除通货膨胀的压力，美联储可能会提高

其联邦基金利率（即银行为满足美联储的储备要求而申请隔夜贷款时，银行与银行之间互相收取的贷款利率，参见第1章）的目标值。期限较长的贷款利率通常也是如此。基金率过高会打击消费者的资产投资信心，如对房产、汽车等资产进行投资的信心。因为这类采购活动通常都是通过贷款来实现的。企业还会取消那些可能对债券市场带来突然打击的建筑投资项目。而一旦利率上升到了接近极限的水平，企业就只能通过解雇员工来解决了。

价格指数与商业周期

同其他价格衡量标准一样，“核心”通货膨胀率常常被用来判断通货膨胀的发展趋势，计算核心通货膨胀率时我们不考虑波动比较大的食品和能源商品排除出去了。BLS 是通过核心通胀率来计算 PPI 值的：用非食品原材料减去能源指标。正如大家知道的那样，核心原材料 PPI 不像其他核心指标那样清楚，但对于掌握商业周期的变化趋势很具参考价值。

原材料价格一直都被用来区分经济周期中的转折点。当经济刚刚进入恢复期时，企业会加快速度，采购生产过程中必需的各种商品，因为他们估计自己生产的商品的市场需求即将回升。相反，当国民经济刚开始进入低迷期时，企业通常会减少原材料的消费和采购，以免因为市场需求滑坡而蒙受不必要的经济损失，在这种情况下，这类商品价格往往会出现下滑。图 12-3 中所示的即是核心原材料 PPI 和标准普尔 500 企业每股营业收入 12 个月的增长率变化之间的关系。

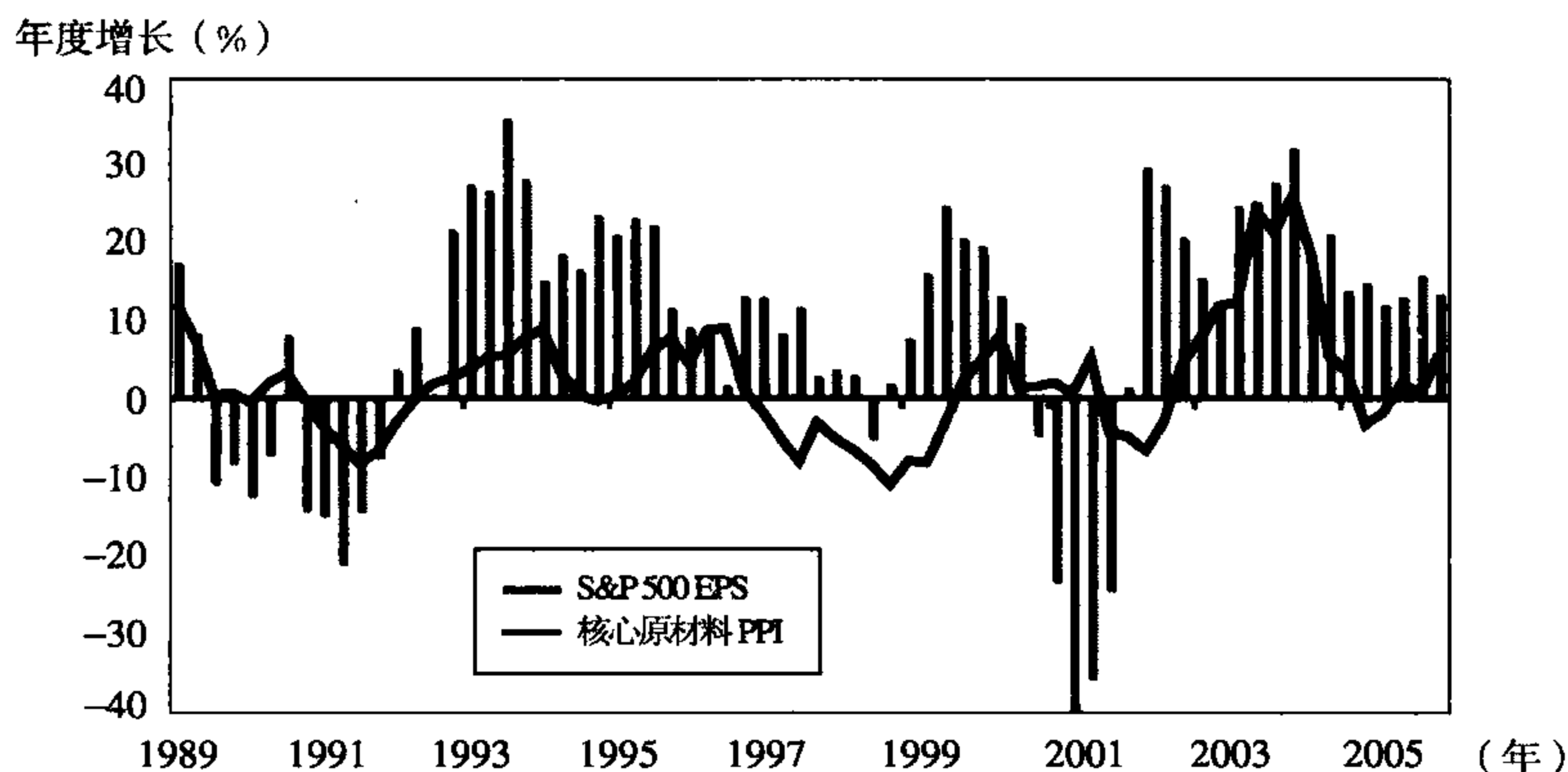


图 12-3 核心原材料 PPI 与 S&P 500 企业每股营业收入（EPS）

（资料来源：美国劳工部劳工统计局，S&P 集团）

⑤ 如何利用看到的信息

同本书其他章节已经讨论过的那些指标一样，与通货膨胀报告相关的很多战略都希望能够在简单的数据汇总的基础上实现新的飞跃。需要对 CPI 和 PPI 数字做出预测的经济学家们会密切关注材料和商品的价格。这个阶段的价格上涨可能导致生产链上更远一些环节所涉及的商品的价格上涨。这就是所谓的成本推进式通货膨胀——面对材料、资本、劳动力或价格上涨的行业通过提高自己的产品或服务的价格，将上扬的价格转移到其他经济环节。例如，当铜的价格上浮时，住房开发商和购房者就会感觉到压力。美国铜业协会估计每建一栋独立的住房，平均需要耗费 439 磅金属，用来作为屋顶、翻边、沟槽、水管、电路系统、电线、填充料、真空管、家用电器、五金器具、采光设备等的制造材料。所以，一旦铜的价格出现上扬，我们完全可以推断，新住房的价格将同时上涨。

天然气和铝材同样如此。天然气不仅被用来作为数百万家庭冬季取暖的燃料来源，而且是发电行业中仅次于煤炭的第二大燃料来源。对能源依赖性最强的行业是铝材制造行业。天然气价格的上浮将导致铝材价格的抬高。因此相应地对汽车等商品的价格构成影响，因为汽车的防护板、发动机、轮轴、车身、车轮及其他零部件的生产都要使用铝材或铝材的相关衍生产品。

几乎每一个重要的商业环节都要涉及一些商品和原材料价格的衡量指标。《华尔街日报》、《金融时代》、《投资者商业日报》、《经济学人》、《巴伦周刊》（*Barron's*）、《商业周刊》等媒体上通常都能找到这些商品和原材料的详细清单，而且通常还能找到某些类型的商品最显著的变化情况。

有一点需要注意的是：仅仅关注商品和原材料价格的变化是不够的，还必须了解引起这些变化的背后原因究竟是什么。相对于那些由供应方面的因素（如工人罢工、天气恶劣、工厂爆炸、其他破坏生产的因素）造成的通货膨胀，由于市场需求扩大而导致的价格上涨（即所谓的需求推进式通货膨胀）往往持续时间更长，而且上涨的价格会进而转嫁到最终用户头上。

背后的秘密

价格指标波动非常剧烈，这种情况比比皆是。例如，经济学家们会将核心 CPI

率作为通货紧缩因子——用相关指标名义值12个月的增长率减去核心CPI的年度百分比变化，这样就可以在准确阐释通货膨胀的影响的前提下，对变化趋势进行跟踪。有时候分析师会调整、合并或比较各种通货膨胀指标，通过比较得出更多的分析结果。“痛苦指标”就属于这类经过调整之后的结果。

喜欢听独唱音乐会的人都很熟悉安东尼奥·维瓦尔第的名剧 *Griselda* 中的经典唱词：“Agitata Da Due Venti”，即“两股风夹击（battered by two winds，意为腹背受敌）”。经济学也有这样“两股风”，这两大主要敌人就是：通货膨胀和失业。由于很清楚这些“邪风”可能会肆虐消费者、企业、投资者那里，对它们产生各种影响，因此经济学家们决定将12个月的消费者价格通货膨胀与美国劳工统计局的失业率数字结合起来考察。如图12-4所示。

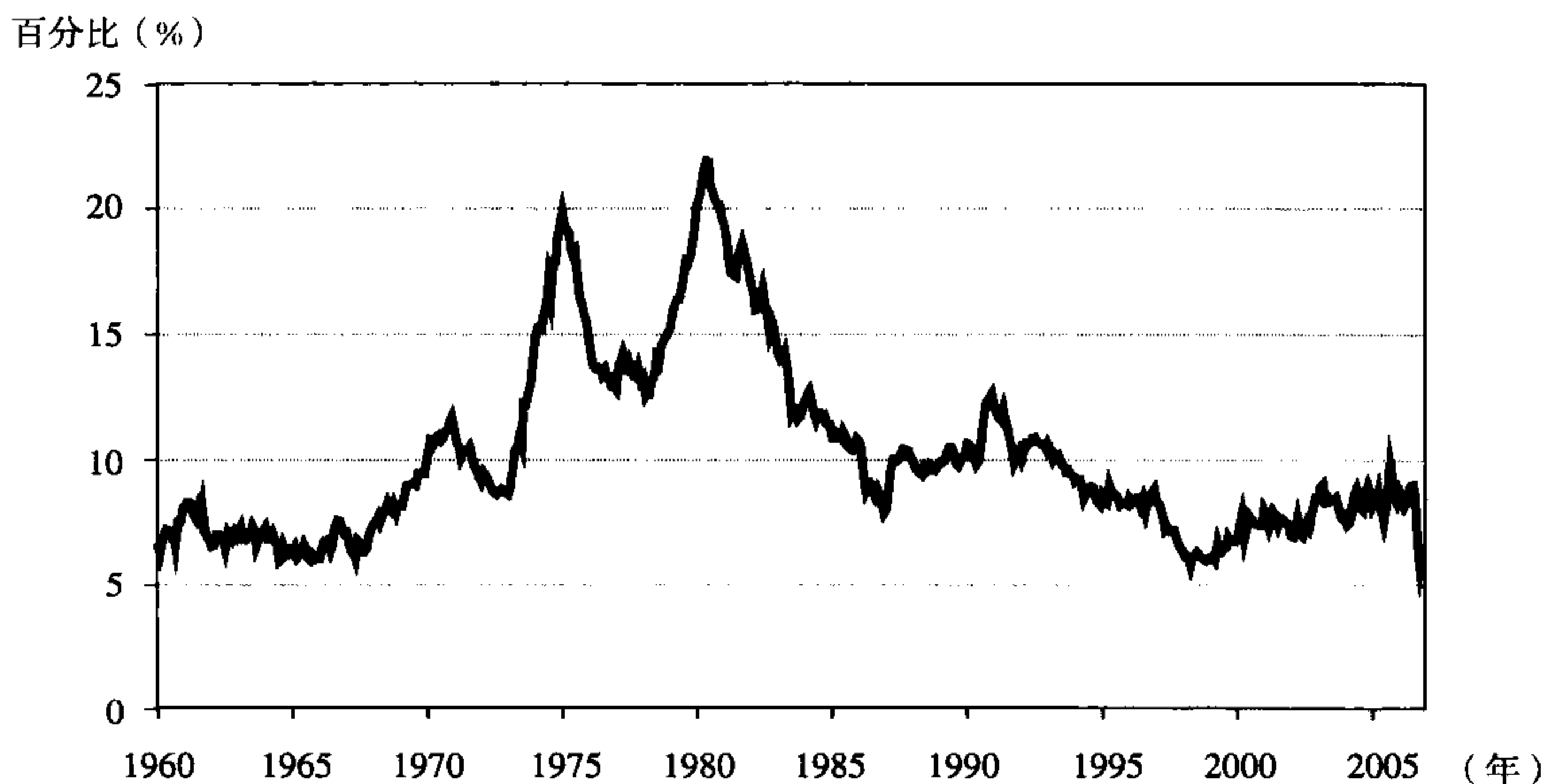


图 12-4 痛苦指标

（资料来源：美国劳工部劳工统计局）

当“痛苦指标”升至13%以上的时候，经济形势自然就属于很可怕的情况了。在图12-4中所示的40多年的时间里，曾经先后出现7次经济衰退，期间指标均值为13.25%。从1973年中期到1984年，经济衰退期期间的指标均值为15.40%，其中1980年5月更是达到了21.9%的比例。与之相对应的是经济扩张，经济扩张的特征是，“痛苦指标”的值将保持在9.7%左右。最近几年，该指标基本上一直保持在7%~9%的范围内。

耶鲁大学的经济学家 Ray Fair 在大量工作文件和自己的著作《总统选举及其他事件预测》（*Predicting Presidential Elections and Other Things*，斯坦福大学出版

社，2002 年）中反复指出，经济形势的变化，包括通货膨胀和失业率等，会对美国的总统选举结果产生影响。“痛苦指标”比较高的情况曾经出现在 1980 年 5 月，恰好是当年的美国总统大选期间。当时该指标数值居高不下，被认为是造成吉米·卡特总统在竞选中失利的主要原因之一。美国人在为总统候选人投票的时候主要是根据国家的经济状况来做决定的，而当年的这届选举进行的时候恰好碰上美国正在遭遇几十年来经济形势最糟糕的一段时间。

第 13 章 固定收益市场

前面的章节主要集中说明了一些特殊的经济指标或经济数据。本章从更广阔的经济视角，探讨为什么熟悉固定收益市场是非常重要的，而且最重要的是，讨论我们为什么必须要了解债券价格和它们各自的利率水平。上面所提到的这些因素是股票定价和评估、整体股票市场以及其他投资的主要决定因素。投资者常常会把不同资产类别及投资（股票、商品、房地产、艺术品等）所带来的回报与一些诸如 10 年国库券投资收益的利率参照物作比较。固定收益市场的利率水平也极大地影响了家庭开支和商业投资决策，而这两点正是整体经济活动的双驱动因素。

第 2 章简要介绍了投资收益曲线和利率差，并讨论了首要的经济指标。投资收益曲线显示了大量有关债券市场对经济状况感知和预期的信息。需要投资者注意的其他指标有：市场对于通货膨胀的预期、整体经济发展的速度以及联邦储备委员会货币政策的潜在引导方向。

美国债券市场是金融市场中最最重要的市场。根据美联储资金流转的声明，在 2006 年年末，信贷市场未偿债务总额达到 43.5 万亿美元，超过了 19.3 万亿美元的美国未偿公司产权价值，同时也降低了美国 GDP 的水平，而这个 GDP 总是在 13.3 万亿美元的水平上徘徊。正如我们所见到的，庞大的债券市场对于经济形势的发展有着充分的话语权。

⑤ 指标的演化

利率有着一段悠久而著名的历史，这段历史要追溯到金属货币创造出来的时代。这个主题能够在 Sidney Homer 的《利率的历史》(*A History of Interest Rates*) 里面得到完全的验证，这本《利率的历史》对于任何学习投资的学生都是需要重点推荐的读本。Homer 的书对于信用和利率进行了细致入微的分析，甚至包括了来自公元前 3000 年至公元前 400 年美索不达米亚的利率表。但是，针对我们的讨论，我们还是坚持使用近期的 20 世纪和 21 世纪的数据。

经济学家已经开始首先关注债券市场上的活动并把其放在最重要的位置，因为债券市场的规模足够大，任何像美国债券市场这么大规模的市场都应该受到关注。债券市场中的行为显示了大量的对经济、投资者情绪、一般公司境况、市政当局、美国政府以及其他许多发行固定收益证券的实体的预期。

多元投资的投资者受到固定收益证券的影响，该观点得到了广泛认同。多元投资中各种投资方式所占的百分比依据投资组合的不同而不同，但是绝大多数专业货币经理都会认为债券是构成整体投资策略的一个必不可少的部分。结合许多借款人筹集资本的需求，这就解释了固定收益市场之所以庞大的原因。在发行者与投资者之间有着如此多交易的发生，经济学家们坚信那些来源于固定收益市场的数据是确凿的或是具有统计学意义的。

除了样本容量的规模，还有另外一个原因可用来解释债券市场中包含未来经济状况的信息，也许这个原因是更重要的。由市场决定的数据是关于经济基础市场预期强有力的指标。我们知道包含在债券市场里的消息是真实的，因为债券市场里的活动是“由钱来支持的”。也就是说，在每项投资希望获得回报的基础之上，市场参与者实际上会投资到特定的证券中。这种类型的花费能够在大量事实的基础上来预测，这些事实可能蕴涵了对货币政策和财政政策的预期、经济活动的强度、美元的价值、一般价格水平的导向以及那些借钱发行债券的人的信用可靠性。

由市场决定的指标与通过传统的调查得出来的结果是不一样的，因为被调查的市场参与者不会总按照他们说的那样去做。通过证券的买卖，一个投资者将钱置于一些特殊的经济情况之下，或者说是置于一系列环境之下。如果在调查和测验时，向应答者支付一定的现金或奖品，那么调查得出的结果和测验得出的指标

可能会非常的不一样。

在金融市场上，投资者会判断是否有通货膨胀或者投资是否活跃，在这种判断的基础上投资者会做出明显不同的决策。此外，建立在投资者决策基础上的指标是非常精确有用的，因为从一个瞬间到下一个瞬间投资者会改变他们自己的想法，甚至彻底改变或者倾覆他们原有的想法。调查和测验的方式不能顺应这种瞬息的变化。

⑤ 数据解读

变动的债券价格和相关利率可以通过订阅像“彭博专业服务”这样的专业交易系统在第一时间提供的交易数据。在像 CNBC 那样的电视节目当中以及大量的金融网页里面都能够发现对于这些专业数据的定期引用。但是，如果这些利率的数据的最终用途是用于经济研究和贸易决策分析，那么最好就要有一种包含更多相关利率的历史记录的数据资源。幸运的是，这样的资源不仅存在而且是免费的。美联储组织汇编了这座名副其实的“信息金矿”。

美联储在每周一下午 2:30（东部时间）公布 H.15 选择选择性利率报告（H.15 Selected Interest Rates Report）。通常这被认为是利率数据的第一手资料，并且能够在美联储的官方网页上查到，网页地址是 <http://www.federalreserve.gov/release>。这份报告中还通过选定的美国财政部、私人资金市场及资本市场中的工具，计算日利率和周利率的平均值。表 13-1 就是下载的 2007 年 1 月 16 日公布的 H.15 报告。

联邦基金利率是由信托组织管理的一种利率，在美联储系统之下将过剩的储备相互之间进行隔夜拆借。联邦开放市场委员会制定了期望的目标，但是市场决定了实际的水平。每日贸易的加权平均值也就是我们所知道的有效联邦基金利率。

商业票据既是金融工具，也可以作为非金融工具，在 H.15 报告中是失效的。商业票据简单来说就是一种票据或是记录，由公司发行，以上限为 270 天为到期时间，平均的到期时间为 30 天左右。

CD（Certificate of Deposit），即定期存款凭证，是一种通常由商业银行发行的货币工具，商业银行在规定的期限内支付明确的固定利率。这个期限从 5 年到

30 年的时间不等, 并且存单的持有者提前提取资金的行为是受限制的。H.15 报告仅仅规定了小于 1 年的到期时间。这种短期的定期存款凭证被认为是货币市场工具, 并且可以在次级市场进行转让。

表 13-1 美联邦 H.15 利率报告

Instruments	2007 Jan 8	2007 Jan 9	2007 Jan 10	2007 Jan 11	2007 Jan 12	Week Ending		2006 Dec 5
Federal funds (effective)	5.23	5.25	5.26	5.27	5.22	5.23	5.22	5.24
Commercial Paper								
Nonfinancial								
1-month	5.26	5.26	5.23	5.19	5.24	5.24	5.23	5.23
2-month	n.a.	5.25	n.a.	5.17	n.a.	5.21	5.19	5.20
3-month	n.a.	n.a.	n.a.	5.17	n.a.	5.17	n.a.	5.19
Financial								
1-month	5.25	5.25	5.25	5.25	5.24	5.25	5.25	5.25
2-month	5.24	5.24	5.23	5.25	5.24	5.24	5.24	5.24
3-month	5.23	5.24	5.23	5.24	5.24	5.24	5.23	5.24
CDs (secondary market)								
1-month	5.30	5.29	5.30	5.29	5.29	5.29	5.30	5.31
3-month	5.31	5.31	5.32	5.32	5.32	5.32	5.32	5.32
6-month	5.32	5.32	5.33	5.33	5.34	5.33	5.32	5.31
Eurodollar deposits (London)								
1-month	5.32	5.32	5.32	5.32	5.32	5.32	5.32	5.34
3-month	5.35	5.35	5.35	5.35	5.35	5.35	5.35	5.35
6-month	5.36	5.37	5.37	5.37	5.37	5.37	5.36	5.33
Bank prime loan	8.25	8.25	8.25	8.25	8.25	8.25	8.25	8.25
Discount window primary credit	6.25	6.25	6.25	6.25	6.25	6.25	6.25	6.25
U.S. government securities								
Treasury bills (secondary market)								
4-week	4.75	4.81	4.85	4.89	4.89	4.84	4.71	4.78
3-month	4.95	4.95	4.96	4.98	4.96	4.96	4.92	4.85
6-month	4.93	4.93	4.93	4.95	4.96	4.94	4.90	4.88
Treasury constant maturities								
Nominal								
1-month	4.87	4.90	4.94	4.99	4.98	4.94	4.81	4.87
3-month	5.08	5.08	5.09	5.11	5.09	5.09	5.05	4.97
6-month	5.13	5.13	5.13	5.15	5.15	5.14	5.09	5.07
1-year	5.01	5.02	5.02	5.05	5.06	5.03	4.98	4.94
2-year	4.78	4.79	4.81	4.86	4.88	4.82	4.76	4.67

续表

	2007	2007	2007	2007	2007	Week Ending		2006
Instruments	Jan	Jan	Jan	Jan	Jan	Jan	Jan	Dec
	8	9	10	11	12	12	5	
Treasury constant maturities								
Nominal (continued)								
3-year	4.70	4.70	4.72	4.78	4.81	4.74	4.68	4.58
5-year	4.66	4.65	4.68	4.73	4.76	4.70	4.65	4.53
7-year	4.66	4.65	4.68	4.73	4.76	4.70	4.65	4.54
10-year	4.66	4.66	4.69	4.74	4.77	4.70	4.66	4.56
20-year	4.84	4.83	4.87	4.92	4.96	4.88	4.84	4.78
30-year	4.74	4.74	4.77	4.82	4.86	4.79	4.76	4.68
Inflation indexed								
5-year	2.42	2.43	2.46	2.50	2.53	2.47	2.40	2.28
7-year	2.42	2.42	2.46	2.50	2.53	2.47	2.41	2.28
10-year	2.38	2.39	2.42	2.43	2.49	2.42	2.37	2.25
20-year	2.37	2.38	2.41	2.46	2.50	2.42	2.35	2.26
Inflation-indexed long-term average								
	2.34	2.35	2.38	2.43	2.47	2.39	2.32	2.23
Interest rate swaps								
1-year	5.32	5.33	5.34	5.36	5.39	5.35	5.30	5.25
2-year	5.13	5.14	5.18	5.20	5.23	5.17	5.12	5.02
3-year	5.05	5.06	5.10	5.13	5.17	5.10	5.05	4.94
4-year	5.04	5.05	5.08	5.11	5.16	5.09	5.04	4.93
5-year	5.05	5.06	5.09	5.12	5.17	5.10	5.05	4.94
7-year	5.07	5.08	5.12	5.16	5.20	5.13	5.08	4.97
10-year	5.12	5.14	5.17	5.21	5.26	5.18	5.14	5.03
30-year	5.25	5.25	5.30	5.33	5.38	5.30	5.27	5.18
Corporate bonds								
Moody's seasoned								
Aaa	5.29	5.29	5.32	5.37	5.41	5.34	5.31	5.32
Baa	6.25	6.25	6.28	6.33	6.36	6.29	6.27	6.22
State & local bonds				4.21		4.21	4.15	4.11
Conventional mortgages				6.21		6.21	6.18	6.14
n.a. Not available.								

(资料来源: 联邦储备体系管理委员会)

欧洲美元存单是由美国本土之外的银行持有的美元主导存单。这种存单与美联储没有联系, 它们作为“欧洲美元”在华尔街命名, 因为它们被欧洲的银行和金融机构大量地持有。

银行最低贷款利率是由大多数国家顶尖的本国商业银行控制的针对他们最有信誉的顾客的一种利率。它作为银行进行商业贷款和消费贷款利率的参考依据。通常的贷款利率的制定都是在银行最低利率的基础之上上下浮动的, 也就是说,

最低贷款利率加减某个百分比。

贴现窗口初级信贷利率是由美联储为商业银行以及其他信托机构制定的，在美联储贴现窗口贷款工具之下进行借贷。这通常是隔夜拆借利率。

美国政府证券是由美国政府募集资金发行的固定收益工具。美国财政部网站 <http://www.treas.gov> 给出了政府募集资金和出售证券的非常详细的说明，同时也给出了整个由四部分构成的资金偿还过程的说明。

通货膨胀指数债券是政府发行的，其本金是与消费价格指数相联系的。通货膨胀销蚀了传统债券本金的实际价值。通货膨胀指数债券可以阻止这种销蚀的发生。

利率互换是指双方同意根据同种货币的同样的名义本金交换现金流，其中一方的现金流根据固定利率计算出来，而另一方的现金流根据浮动利率计算。互换的期限和条件可以变换。在美联储的 H.15 报告中提供的利率是针对于为期 3 个月拆借的接收者（Libor 是指伦敦银行同业拆借利率）。

企业债券，在该报告中指的是由穆迪投资者服务机构提供的在 Aaa 级和 Bbb 级债券基础上的平均投资收益。

国家和地方债券投资收益是通过债券买家指标获得，指的是一般义务债券，有混合的信用质量以及 20 年或者更长时间的期限。

传统抵押，指的是在承诺固定利率的第一笔抵押基础之上的合约利率，由联邦住房贷款抵押公司编制，通常被认为是抵押利率的基准点。

作为这份报告的补充，美联储的网页上也提供了一份深入而详尽的关于利率历史的说明。绝大多数华尔街的经济学家都是从这个站点上或者从其中某一个地区联邦储备银行的站点上获得他们想要的数据库。大多数流行且易得的用于下载数据到电子表格中的来源是联邦储备经济数据库 II 中的，这个数据库由圣路易斯的联邦储备银行维护运行，网址是 <http://research.stlouisfed.org/fredII>。另一个在固定收益市场上关于贸易规模的信息的极好的来源是证券行业和金融市场协会，它的网址是 <http://www.fifma.org/>。

以上所列出的各种数据，以及它们之间各种各样的联系，使得经济学家对于目前经济的良好形势和未来经济的走向形成了自己的观点并对此做出预测。

⑤ 它们的深层含义是什么

正如有无数影响因素作用于股票市场的投资，同样也有多重的因素决定着价

格，跟着决定债券的投资收益。实际上，债券的价格和他们各自的利率是运用于众多股票市场价值模型的一个最重要的因素。利率是一种临界解释衡量工具，在经济发生变化之前的几个月，就潜在地给投资者发出关于经济变化的信号。因为经济学家们对于利率上升的经济结果非常清楚，关于这方面的数据形成了一种反映利率情况的仪表盘，这些利率情况包含了经济不景气时利率的历史性趋势、投资回报曲线的改变、特定固定收益工具之间的延展以及投资收益曲线的倾斜度。

当人们希望建立新工厂或者购买新机器设备的时候，发行更多的债券是一种商业趋势。如果利率相对于历史标准来说变得太高，那么经济中的一些部门就可能感觉到日子的艰难。对于多数利率敏感的经济部门如耐用品、汽车和房地产部门的商品的需求，如果利率太高，这些部门的处境就可能变得艰难。因为高价值产品通常都是要经过一段时间才能支付完，这时候一定数量的融资就非常必要了——利率水平越高，花费就越高。相反，当经济疲软的时候，美联储会通过降低利率水平来试图促进人们对这些商品更多的消费支出，这也会吸引新的借款者和消费者。华尔街通常会将美联储短期利率的下调作为“放松”的参考，或者实施宽松的货币政策。

通货膨胀、利率和债券价格

如图 13-1 所示，既反映了 5 年期国库券的投资收益，也反映了经济不景气的时间段。请注意在经济陷入衰退之前，利率是如何被抬高的。在最近的 5 个衰退期中（1973—1975 年，1980 年，1981—1982 年，1990—1991 年和 2001 年），每一段时期中 5 年国库券的投资收益都是以至少 230 点在增长。利率的增长对经济的影响带来长期而多变的滞后效应（但也要注意投资收益有一个反映“错误”信号的趋势，例如在 1994—1995 年，当投资收益上升到超过 300 点时，却没有将经济陷入衰退期）。

这种情况为什么会发生呢？在经济低迷的时期，商业只有较小的能力能提高价格。因此人们所广泛接受的观点是：在经济发展较慢的时期，一个首要的特点就是低通胀，或是滞胀——这说明通货膨胀为正，但是是下降的。低通胀意味着更高的债券价格和更低的投资收益，因为大多数债券都是支付固定回报利率的，通胀的存在销蚀了未来支付的实际价值。相反，当通胀率低的时候，投资人将那

些投资工具的价格抬高，债券变得更有吸引力。当经济再次开始加速复苏的时候，通货膨胀趋向于成为一个主导的关注点，因为通过提高就业和收入能够给消费者足够的资源去忍受价格的增长，商业因此而变得更有信心。

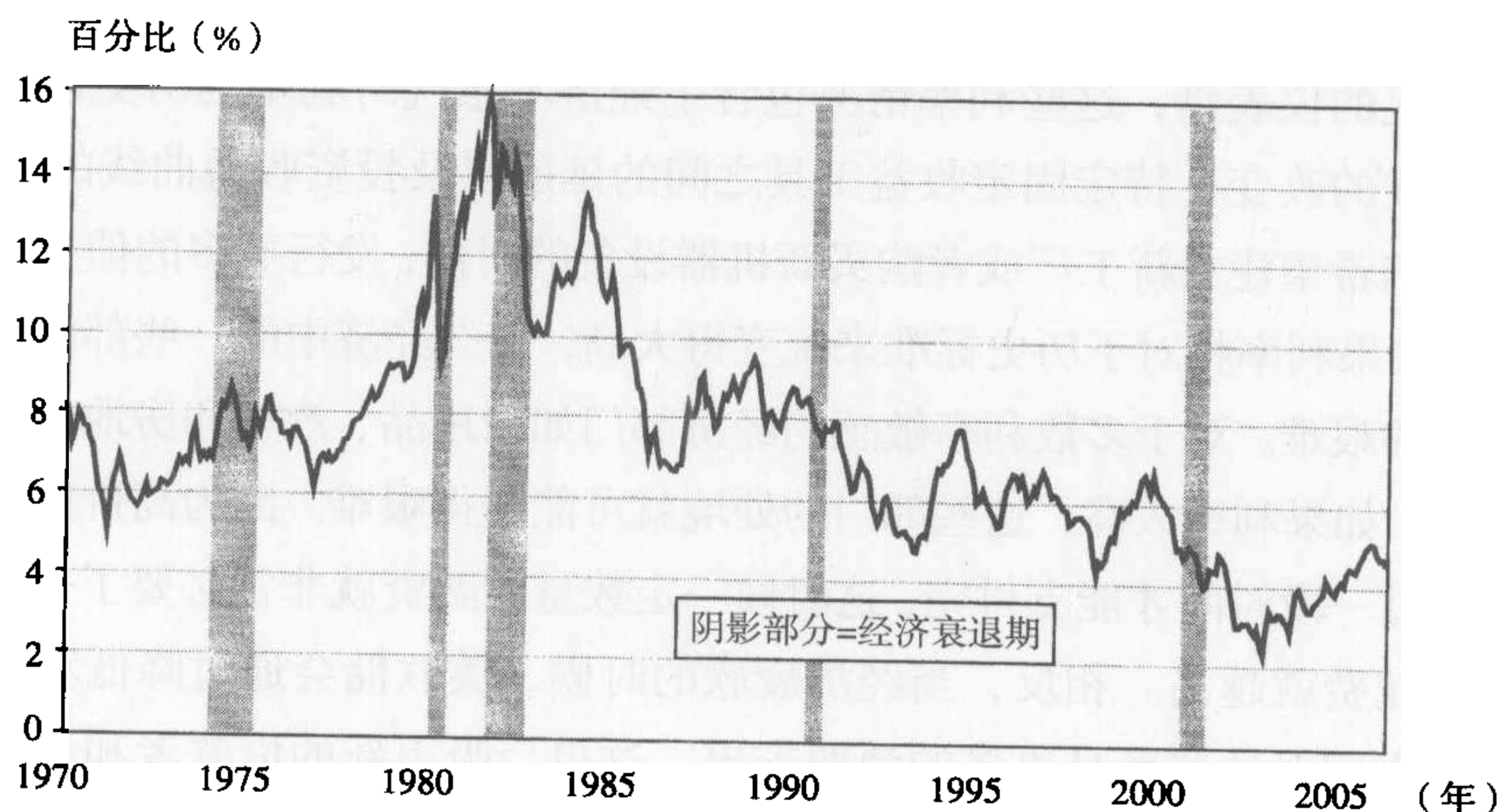


图 13-1 5 年期国库券投资收益

（资料来源：美国国家经济研究局）

为了阻止通货膨胀，美联储通常会通过提高隔夜拆借目标利率来试图给经济降温，这个利率又叫做联邦基金利率。那些知道美联储只对隔夜拆借目标利率提高过一两次的投资者开始将一系列增长的预期纳入他们的思考，这通常会使长期投资收益率上涨。

在其他事情上，美联储的行动触发了对于高通胀的恐惧，从而导致债券持有者卖掉债券，而这一行为又将投资收益率推高。较高的利率水平（最优惠利率、抵押利率和其他贷款率）导致借款活动数量的下降，结果商业和家庭开支缩减。这种开支的减少最终会导致经济的放缓，在经济活动放缓的时期，商业活动中就不太可能提高价格，从而通货膨胀率下降，到此完成了一个循环。

美国国库券收益率曲线

收益率曲线只是一组特定的不同到期证券的收益（有效利率）的图形的生动表达。最普遍常用的收益率曲线是美国国库券收益率曲线，它也经常被称为做券息曲线。图 13-2 中所展现的这个曲线，常常可以在报纸的商业版和商业新闻节目中看到。

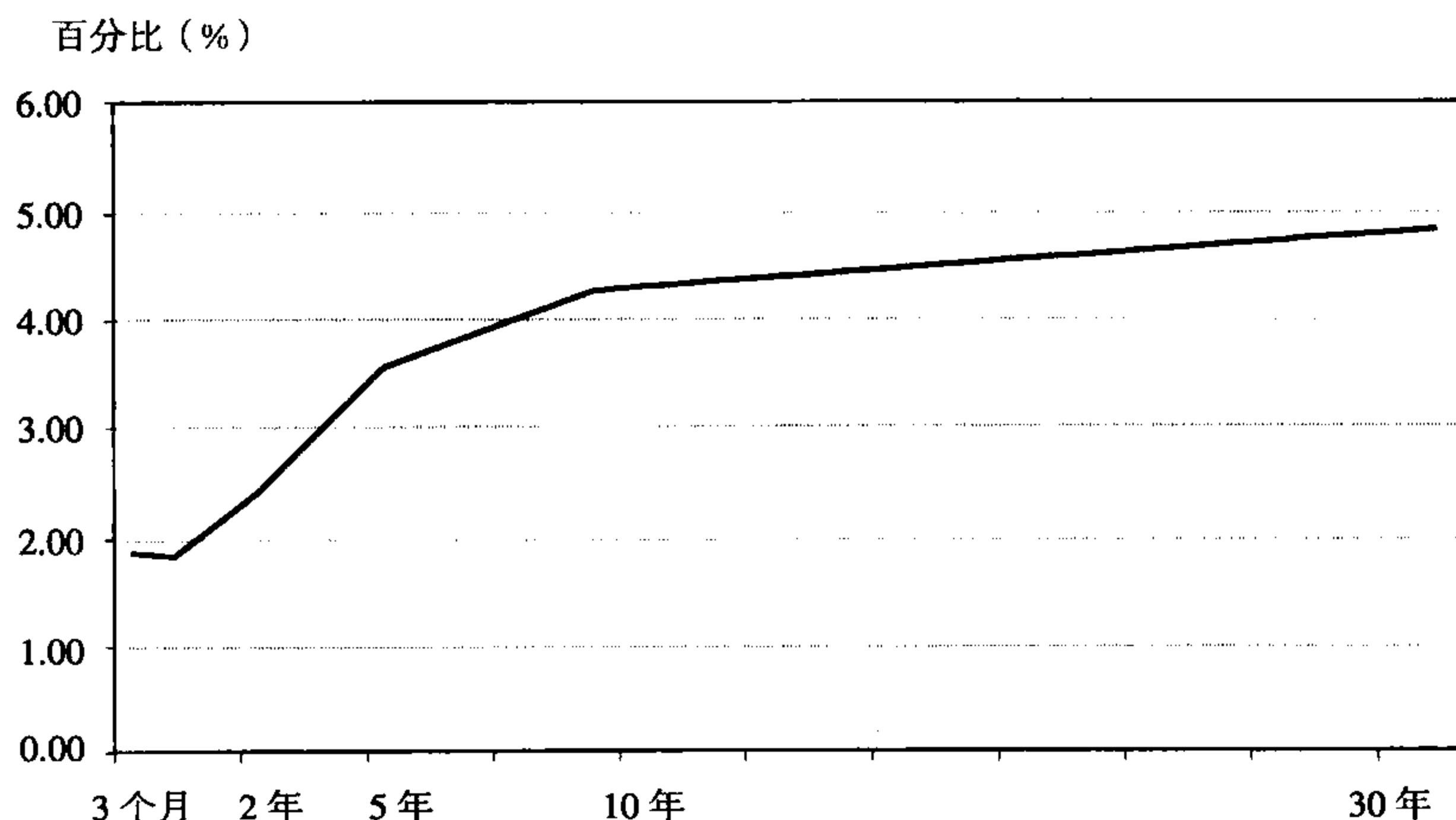


图 13-2 美国国库券收益率曲线

一般认为，当短期证券的收益低于长期证券收益时，收益率曲线向上倾斜。由于投资者对经济条件、基本规则、政策等的期望总在变化，收益率曲线的斜率在一个交易日内也是不断变化的。一般而言，价格收益率曲线变动最大的驱动因素是美国联邦储备委员会和财政部官员发布的经济数据资料和讲话。由于这些数据 and 讲话通常透露了未来经济发展方向的一些信号，市场会对这些新的信息进行透彻解读并据此做出反应。在没有或极少有经济数据资料发布的日子里，收益率曲线可能不会有任何变化，但这只是例外情况，并非一般常态。

积极的向上倾斜的收益率曲线通常被认为是正常的，它一般暗示了稳定的经济环境。期限延长带来的收益率平稳增长的原因，是与更长时间地持有一种固定回报率的有价证券如债券相关的更大的风险的回报。在 10 年或者 30 年的时间跨度里可以发生很多事情来改变证券的价值。为了弥补和平衡这些潜在的风险，债券持有者会要求更高的收益。

那些斜率接近于零的平滑的收益率曲线通常会在金融市场遇到政策变动时出现。例如，美联储正在考虑提高或者降低短期利率，而维持长期利率的现有水平，这个时候很难预测经济状况，因为平滑的曲线通常暗示了经济形势的一次变动。

反过来，向下倾斜的收益率曲线极少出现，并很明确地表明了疲软的经济状况，而这也是不常发生的。从历史经验来看，这种倾斜变化的罪魁祸首依然是美

联储。当市场参与者希望美联储降低它的隔夜借款利率目标以应对迟缓的经济活动时，这个反向的收益率曲线就会回升。因为美联储降低利率最基本的原因是为了刺激经济，投资者预期利率会下降，同时债券价格上升，所以他们开始买入债券，抬高债券价格，使得收益率曲线向下移动。更长期到期证券比只在特定期间变化的美联储基准利率更加频繁地变动。美国联邦储备委员会的主体——美国联邦公开市场委员会（FOMC）每年开8次会，大约每6~7周一次。近期以来，美国联邦公开市场委员会很少在这些定期会议之外调整利率，一旦市场认定经济在朝某一特定方向发展，它就会据此做出反应。

风险和差值

每一笔交易中都存在风险，不管是金融的还是其他方面的。为了评估风险程度，信用评级机构如标准普尔、穆迪投资者服务公司等把价值转嫁给特定的债务问题。这些评估供企业、地方政府当局、中央政府使用。如表13-2所示，最高的等级是“投资”，最差的则是“垃圾”级。

表 13-2 债券等级

标准普尔	穆 迪	等 级
AAA	Aaa	投资
AA	Aa	投资
A	A	投资
BBB	Baa	投资
BB, B	Ba, B	垃圾
CCC, CC, C	Caa, Ca, C	垃圾
D	C	垃圾

一个公司或其借款人的财务实力越强大，它偿还其债主债务的能力就越安全可靠，它的债券等级就越高。相反地，借款人偿还贷款的能力越弱，等级就越低。关注等级较低的债券的发行者是很重要的，因为其很容易在经济衰退中破产。经济学家们努力试图通过观察国债的差异，来限定如公司债券等证券的风险级别。

一般人们认为美国国库券——完全以美国政府的信用发行和回收——是世界

上最安全的投资工具，因为违约的可能性微乎其微。美国国债素有“安全港湾”的美誉，一个有趣的例子是2001年9月11日针对美国的恐怖袭击发生之后，市场的反应迅速。尽管面对全球金融市场、国家经济和个人的恐惧和不确定性，投资者依然蜂拥购买美国政府债券。

图13-3显示了10年期美国国债平均每周收益与穆迪的Aaa和Baa级债券平均每周收益之间的差异。

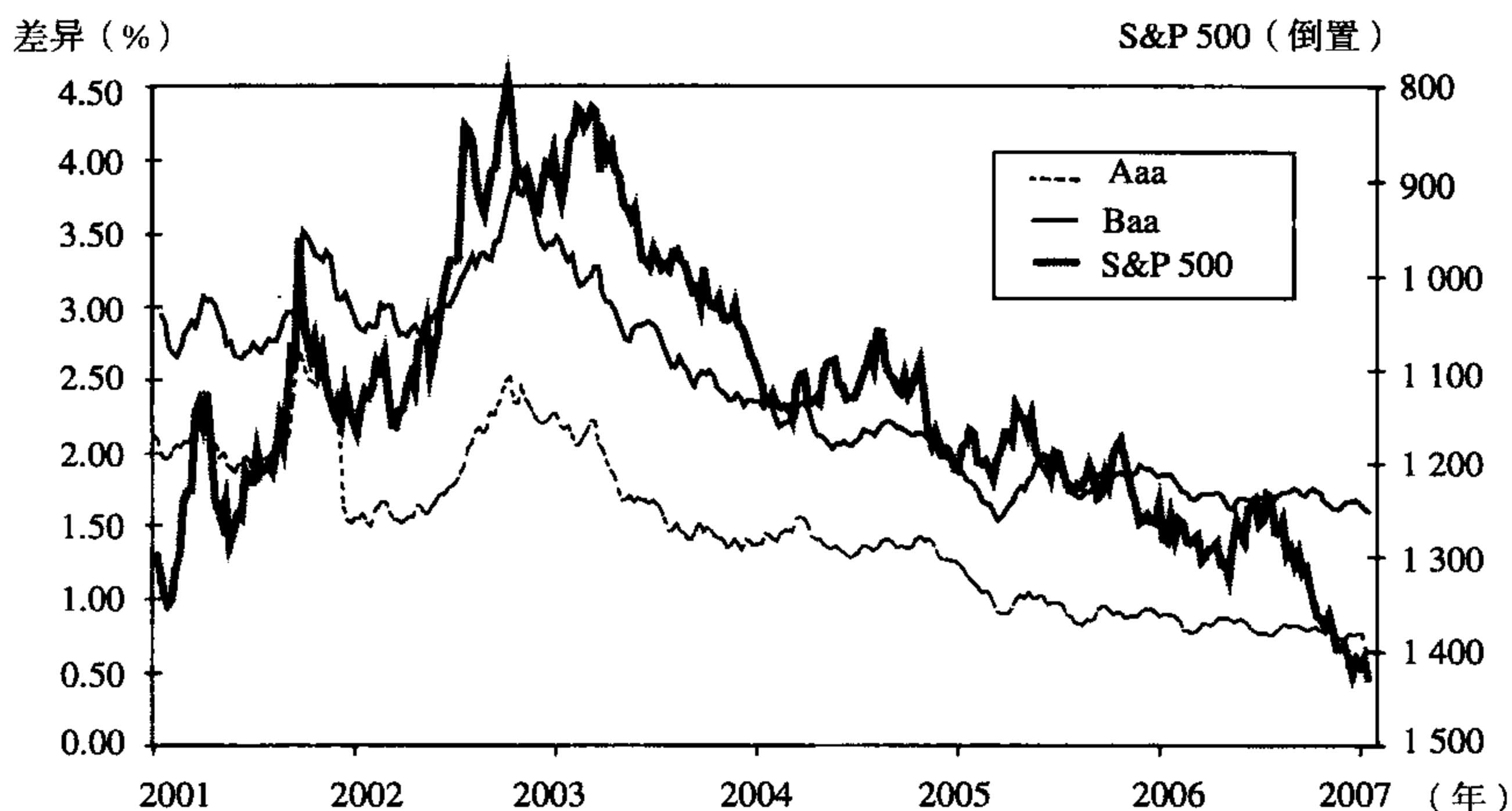


图13-3 公司债券与10年期国债之间的差异和S&P500

风险更大的投资——如低信用质量的公司（Baa级，高于垃圾级）——的风险差异在经济衰退之前和衰退期间会突然上升。甚至高质量（Aaa）证券的差异在经济形势乐观时也会上升，虽然不会像Baa级的证券上升那么多。在经济发展强劲时期，投资者对借款人（债券发行者）还款的能力更有信心，这使得债券价格上升，收益下降。

在表13.5中，我们可以发现基本经济环境越好，公司债券的收益就越低。随后，随着公司发行债券和基准10年期美国国债之间的差异变小，经济增长趋于繁荣。另一方面，当经济不确定性增加，这个差异就会扩大。差异会随着经济低迷和进一步衰退而扩大。根据标准普尔的测量，股票市场和这个差异呈线性相关变动。不断扩大的差异与死气沉沉的股票市场相关，而趋于狭窄的差异与增长的股票市场价格相一致。

背后的秘密

债券市场包含着很多基础经济状况的信息，投资者只需要知道如何获取这些信息。在分析信息的同时也有助于我们了解经济中正在发生的事情。图 13-4 表明了经济学家以固定收益市场为切入点洞察经济状况的基本原因之一：即收益与总体经济增长速度之间的紧密关系。这个关系存在的原因之一，可能是国内生产总值（GDP）很小的增长率中的通货膨胀因素。随着经济趋向繁荣，导致通货膨胀开始出现。当投资者意识到高通货膨胀即将到来时，他们会抛售债券，收益增加。相反，经济低迷时期伴随着低通货膨胀，投资者就会买入债券，从而致使其收益降低。

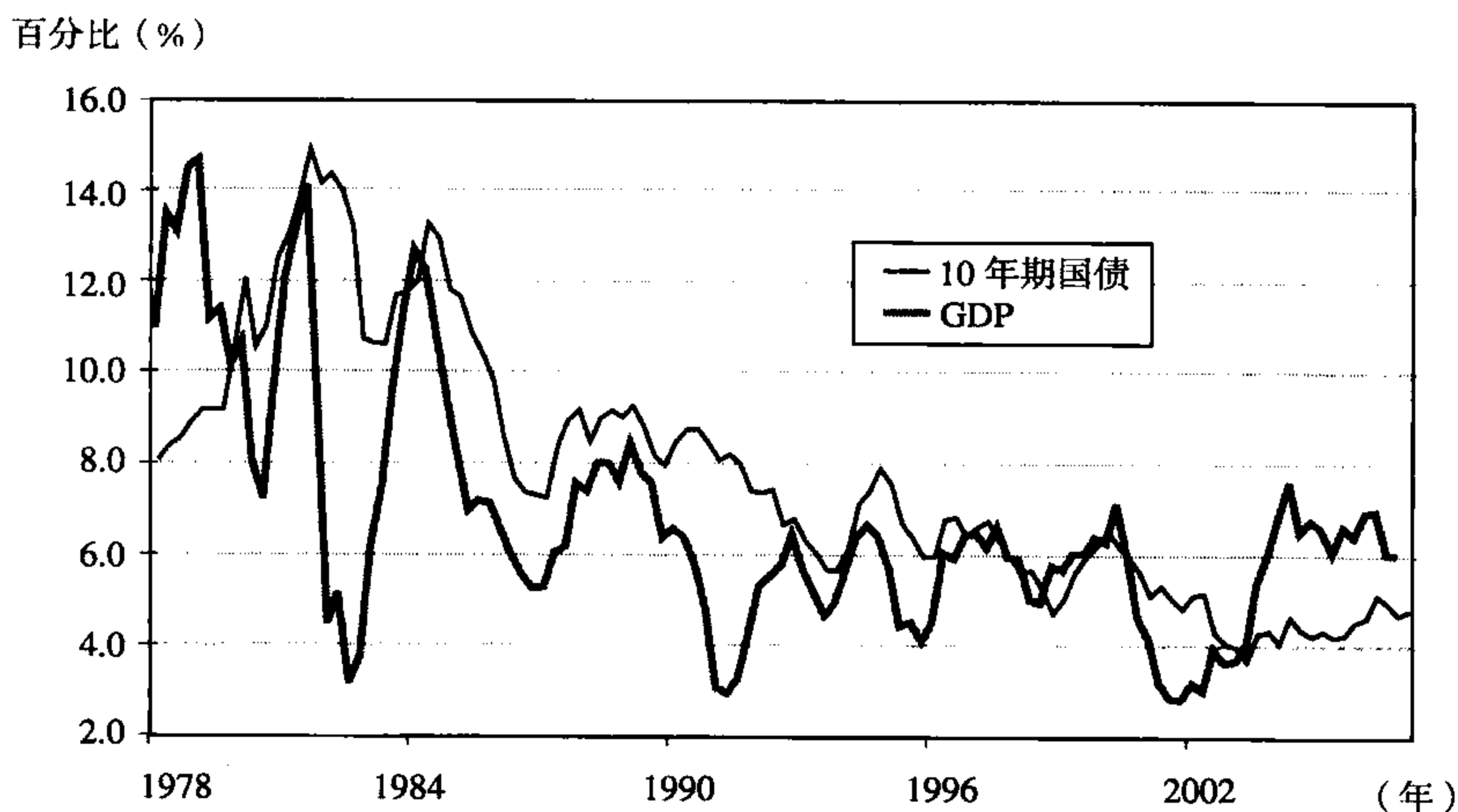


图 13-4 GDP 与 10 年期国债收益增长

（资料来源：美国商务经济分析局）

这种紧密的关系在图 13-4 中的绝大多数时期是合乎事实的。然而，2002—2003 年，这个关系破裂了，随着经济加速增长，基准 10 年期美国国债收益继续趋于降低。对这种异化的最好的解释，是人们普遍认为美国经济在生产水平上经历着前所未有的持续增长。非农商业生产率（每工作小时的产出水平）得到控制。这使得人们对通货膨胀的恐惧维持在低水平，经济在较低甚至为零的通货膨胀压力下得以发展。

随着时间推移的收益率曲线

有些经济学家非常信赖收益率曲线的历史和它预测经济拐点的准确性，另一些人则争辩说短期和长期收益率的差异已经让它失去了很大效力，因为有更重要的、差异化的因素在驱使到期证券范围扩展。然而，要想把经济学家的这些工具完全弄清楚是不现实的。

一个非常简单的收益率曲线可以通过绘制不同到期证券的同一资产类别中的任意两个固定收益证券来建构。只有当两个到期证券被用到了，那条特定的曲线才可能连接两点。有些机构利用基准10年美国国债收益率与联邦基金利率之间的差异来决定收益率曲线的斜率。另外一些机构则运用基准10年美国国债收益率与3个月国债之间的差异来评估收益率曲线的斜率。

在我们的两点收益率曲线的分析中，我们将用3个月-10年基准差异，因为这个是华尔街运用最广泛的。图13-5描述了收益率曲线在评估经济衰退中的强大的预测能力。事实上，最近5次衰退的每一次都被3个月-10年收益率曲线预测到了。

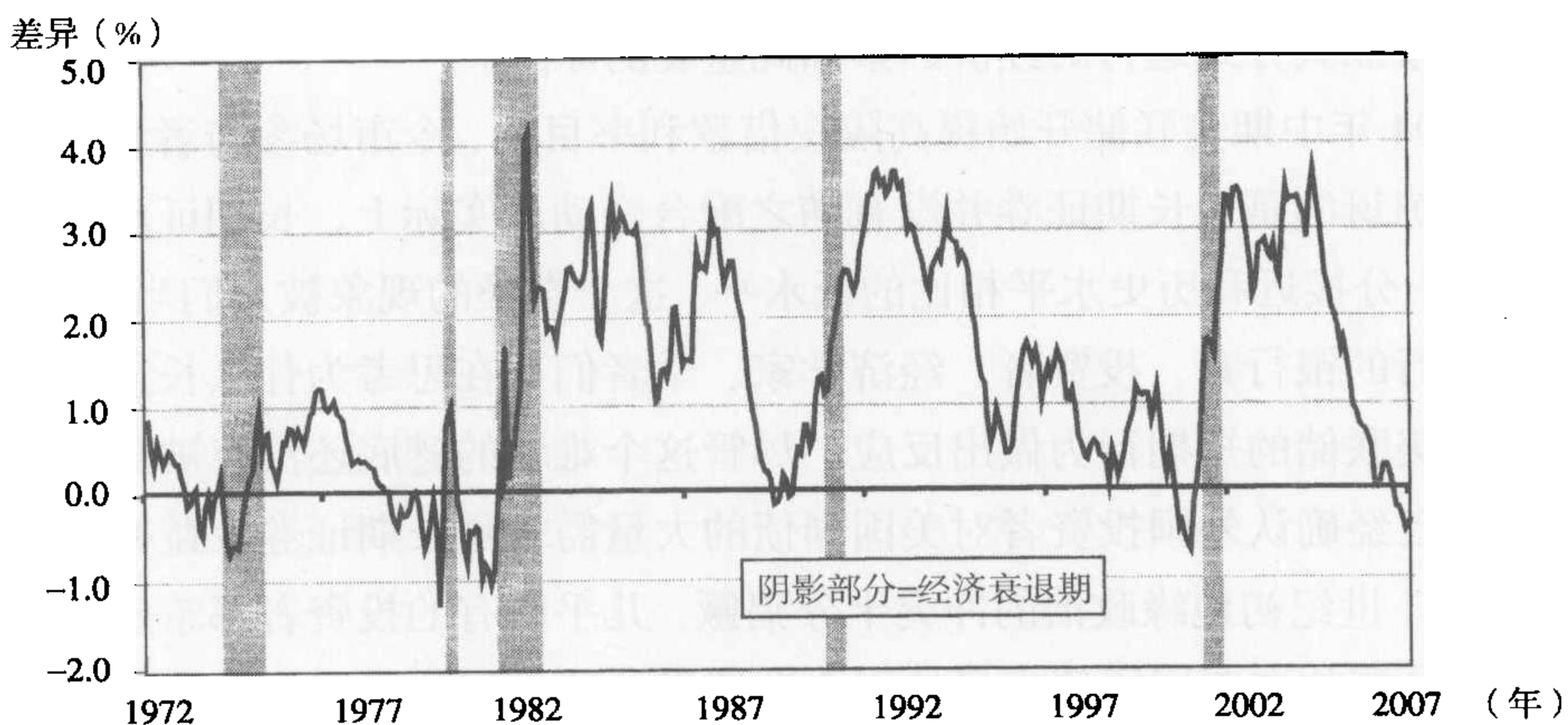


图 13-5 3个月-10年期国债差异与经济衰退期

（资料来源：美国商务经济分析局）

在2006年8月到2007年2月间发生的逆转中，这些评估因素仍然没有受到重视。首先，作为最原始的驱动因素，曲线末端的增长是由于美联储把隔夜借款

利率从不可思议的 1.0% 低水平提高到 5.25%，这并没有什么特别的管制作用，而是更多地与其历史平均水平保持一致。要记住的是，美联储已经把它的目标利率降到了 20 世纪 50 年代以来的最低水平，以应对“9·11”袭击和 2001 年衰退以来的流动性短缺。

第二，对长期国库券的需求——尤其是中国——让曲线的长尾达到了历史性的低水平。为了保持人民币与美元挂钩，中国不得不过量地购买美国国债。同时，几年以来，其他国家债券收益的变动处在一个下降的态势中，一直到 2006 年。在 2006 年到 2007 年，全球市场长期利息率（包括英国、法国和德国）降到了数十年来的最低水平。而且，大多数收益曲线的逆转都伴随着产权投资市场价格的暴跌。但是在 2006 年到 2007 年间的转折中，股票价格回升了。此外，在此期间，根据季度 GDP 数据来看，美国经济持续以固定在 3% 以上的速度增长，失业率处于周期性的 4.5% 的低水平，消费支出高于 4.0%。并没有明确的迹象表明经济下降或衰退的袭击。所以可以说 2007 年到 2008 年间的转折是个错误的信号。

要注意的是即使收益率曲线在过去数次变得平缓，最近的一次是 1995 年到 1998 年，但是经济并没有急剧地转向衰退。我们应该比仅仅看一条平直的或者倒置的收益率曲线更多地去预测一个时期的经济衰退。这就是为什么理解引起收益率曲线按照其方式运行的经济因素如此重要的原因。

2004 年中期美联储开始提高隔夜借款利率目标，令市场参与者和美联储主席都十分惊讶的是，长期证券并没有随之配合变动。实际上，长期证券收益率继续下滑，十分接近和历史水平相比的低水平。这个奇怪的现象被人们当做一个难题。中央银行的银行家、投资者、经济学家、学者们都在思考为什么长期证券收益率没有对美联储的短期行为做出反应。尽管这个难题的谜底还没有被揭开，很多经济学家已经确认外国投资者对美国国债的大量需求是长期证券收益率走低的基本原因。21 世纪初地缘政治的冲突十分猖獗，几乎所有的投资者都希望他们的资产的一部分能放在美国国债市场的安全港湾里，这也促使了更低的收益率。在低利息率的状况下可能就需要对长期收益率不配合的情况采取很多措施。低通货膨胀预期在这里也起了很重要的作用。

1996 年，来自纽约的美国联邦储备银行的经济学家考虑到收益曲线差值（通过基准 10 年国债利率和 3 个月国债的测量），就已经预计了经济衰退的可能性。表 13-3 展示了这些发现成果。

表 13-3 根据收益曲线差值估计经济衰退的可能性

衰退可能性 (%)	差值 (%)
5	1.21
10	0.76
15	0.46
20	0.22
25	0.02
30	-0.17
40	-0.50
50	-0.82
60	-1.13
70	-1.46
80	-1.85
90	-2.40

通货膨胀保护国债差价

在华尔街，一个相对较新、广受欢迎的来自固定收益市场的指标是财政部通货膨胀保护债券差价。1997 年 1 月，美国财政部引入了一种新的债券，称为“通胀指数国债”（Treasury Inflation-Indexed Security, TIIS）。显然，这个名字很难吸引散户，所以被销售人员巧妙地变了措辞，称之为“通胀保护国债”，或者 TIPS。

TIPS 和传统的国债或债券一样，受到美国政府全额信用责任保护，对一些中长期证券有效。不同之处在于它的面值还要根据城市居民消费物价指数（CPI-U）进行调整（见第 12 章）。

由于通胀保护国债（TIPS）和国库券根本的区别在于通货膨胀，或者在未来时期内对到期 TIPS 的通货膨胀预期，经济学家从理论上可以通过减少来自比较成熟的国库券的 TIPS 的收益来预测通货膨胀。这个差值使得对通货膨胀的测量比较准确合理。

两个最常见的指标是利用 5 年期国库券和 5 年期通胀保护国债（见图 13-6）之间的差价、10 年期国库券和 10 年期通胀保护国债之间的差价而构建的。

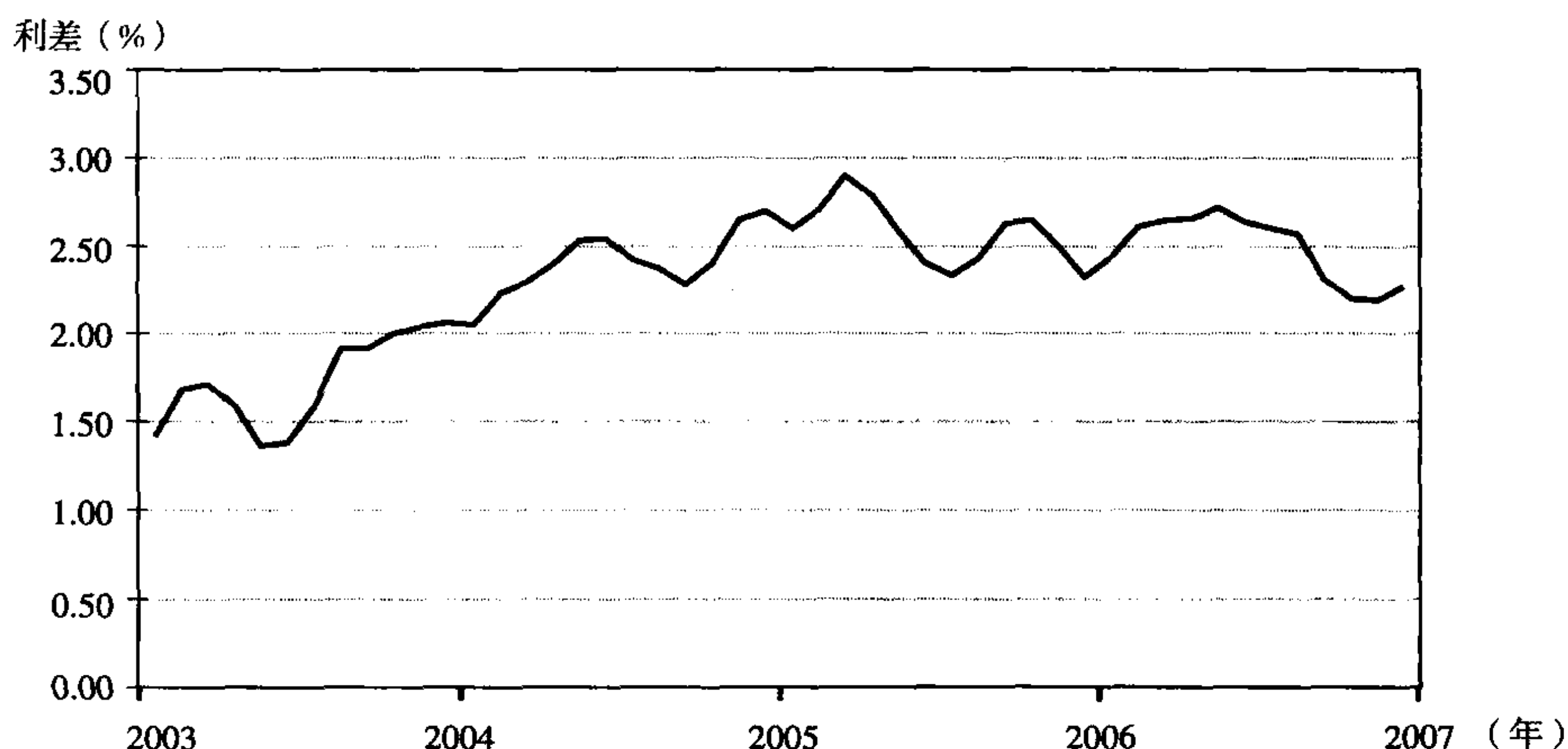


图 13-6 5 年期国库券与 5 年期 TIPS 差价

(资料来源：圣路易斯联邦银行)

在这个基于 5 年期国库券-5 年期通胀保护国债差价的图中，我们得出的最有趣的推断是 2003 年以来，通货膨胀预期还没有超过 3.0%。对这个情况有几种可能的解释，包括生产率的快速增长、全球化——更自由的商品、服务、创意、资本的交易——以及技术进步等。有人指出控制通货膨胀解决了美联储自 20 世纪 80 年代到 21 世纪初对价格失控的恐惧。不管实际确切的理由是什么，我们可以说根据 5 年期通胀保护国债差价指数，2006 年年末的固定收益市场没有看到任何在未来短期内可以对经济造成损害的通货膨胀。

像大多数指标一样，通胀保护国债差价并不是十全十美万无一失的。通胀保护国债潜在的假设是，通货膨胀预期之外，这两种证券（常规国库券和通胀保护国债）应该是一样的。如果有任何因素破坏了这个条件，天平就会倾斜，测量也会扭曲。有些人也许会争辩说这两种证券（国库券和通胀保护国债）的流动性导致不可能有准确的比较，这种争辩可能是成功的。从这个角度看，通胀保护国债差价就不能准确地预测通货膨胀。尽管如此，它依然是一项重要的指标，为今天华尔街所有的经济部门所采用。

经济学家们有一种独特的方法定义关于货币政策的市场预期，就是基于联邦基金期货水平，它常常包含于综合性更强的商业出版物中。具体说来，这些信息来自联邦基金利率期货合约表。专业的投资者可以在彭博专业服务公司那里获得

次级定价数据。

联邦基金期货。一份关于联邦基金期货指数的合同是投资者买来用于设定范围或者推测美联储隔夜借款利率目标的文件。30 天联邦基金期货在芝加哥商品交易所 (CBOT) 交易, 它是基于对某一特定交割月份的未来平均有效交易率预期的。看看表 13-4 所示的 2007 年 1 月底 30 天联邦基金期货的结算价格表。

表 13-4 联邦基金期货的价格

结 算 月	结 算 值	期 望 值
1 月	94.75	5.25%
2 月	94.75	5.25%

1 月份联邦基金期货的价格回缩至, 或者说收于 94.75。为了更好地理解这个价格, 你必须从 100 对它做减法以获得一个一致的收益。从我们例子的数据来看, 1 月份市场对于联邦基金利率的预期是 5.25% (100 减去 94.75)。同样, 2 月份的价格也收于一个隐含的收益率 5.25% (100 减去 94.75)。

这个数据告诉我们的是, 市场参与者期望联邦储备委员会的隔夜借款利率目标在 1 月份和 2 月份期间平均为 5.25%。由于实际的联邦基金利率是 5.25%, 市场参与者不希望在 1 月 31 日的联邦市场委员会上利率有任何变化。并且由于 2 月份美联储并没有安排会议, 市场参与者希望 2 月份整个月联邦基金利率也保持在 5.25% 的水平不变。

要估计联邦基金利率变化的概率要比仅仅从 100 减掉一个价格指数更难一些, 它要求具备基本的概率和统计知识。

我们假设这一天是 2007 年 3 月 27 日, 你想知道即将到来的 5 月 9 日联邦公开市场委员会上 25 个基点利率下调的可能性。首先我们查阅报纸, 获得 5 月份联邦基金的相关数据如表 13-5 所示。

表 13-5 5 月份联邦基金的价格

结 算 月	结 算 值	期 望 值
5 月	94.80	5.20%

我们继续把这些数据输入一个标准的概率方程式来计算 25 个基点利率下调的概率 p , 以及美联储保持基准利率不变的概率 $1 - p$:

$$\left(5.25\% \times \frac{9}{31}\right) + [(5.00\% \times p) + (5.25\% \times (1-p))] \times \frac{22}{31} = 5.20\%$$

这里 5.25% 是 3 月 27 日的联邦基金利率，9/31 是当月目标利率是 5.25% 的比例（5 月 1 日到 5 月 9 日）。这个月剩下的比例 22/31（5 月 10 日到 5 月 31 日）是未知的，但是我们可以假定这个利率要么是 5.25% 保持不变，要么降到 5.00%。

逐步计算 p 值和 $1-p$ 的值的求解步骤是：

$$5.25 \times 0.29032 + [5.00p + 5.25(1-p)] \times 0.70968 = 5.20$$

$$5.25 \times 0.29032 + [5.00p - 5.25p + 5.25] \times 0.70968 = 5.20$$

$$1.52418 + 3.5484p - 3.7258p + 3.7258 = 5.20\%$$

$$3.5484p - 3.7258p = 5.20 - 1.52418 - 3.7258$$

$$-0.17740p = 3.67582 - 3.7258$$

$$-0.17740p = -0.05000$$

$$p = -0.05000 \div -0.17740$$

$$p = 0.2818, \text{ 或约 } 28.2\%$$

因此我们可以说根据 5 月份联邦基金期货合同的当前价值，市场认为 5 月 9 日联邦公开市场委员会会议把联邦基金利率 25 个基点利率降到 5.00% 的概率是 28%。如果想获得一份关于这个过程的更详细的报告，可以查看芝加哥商品交易所关于芝加哥商品交易所联邦基金期货的参考指南。

就像我们刚才所看到的，在经济状况和经济活动的检测中，有很多因素包含了固定收益市场指标。易得的、免费的资料数据帮助投资者理解固定收益市场的参与者在干什么，以及为什么这么做，这可以极大地增强投资者做出明智的交易决策的能力。我们展示了债券市场如何提供关于通货膨胀预期的信息、资本市场事件的描述、金融市场风险的基本水平、商业周期中潜在的变化，以及美联储隔夜借款利率目标变化的概率，这些深刻的理解在任何一个投资中都是至关重要的。

这些指标最令人满意的特征在于它们是由金融市场所决定的，反过来又服务于实际投资活动。它们超越了传统的测量和调查，居于经济指标名单的前列。

第 14 章 商 品

将商品作为经济指标这种观念可能是最单纯的，也是目前存在的最基本的经济学概念。随着经济的增长，对于商品和相关原材料的需求也随之增长。这种增长一般会带来价格上涨，而价格本身就是一个很有效的经济指标。相反，随着经济活动降温，大部分原材料的需求也会减少，其价格随之降低。对于投资者而言，有许多原因将商品归入他们的经济预测指标库。除了作为一种明确而重要的资产类别之外，商品及其价格透露了大量潜在的经济条件方面的信息，并提供了通货膨胀的有力线索。任何一个严谨的投资者都应该了解商品市场上最新的趋势和发生的大事件。

八九十年以前，在社会经济更多地依赖自然资源的时候，经济状况和商品价格之间的联系非常密切。在此之后，宏观经济情况直接由所记录的金属、玻璃、纺织品、化学制品、食物、纸和橡胶等的生产数量来衡量。如今，虽然服务业在经济中占据了首要地位，然而它仍然依赖于商品。一个简单的例子是交通运输，这是一个严重依赖于原材料的庞大的服务行业。航空服务业中，飞机的构架和机身需要铝，线路系统以及元部件需要铜，燃料需要石油，而美味的空中菜肴则需要食物原料。

一些商品指数的变化趋势——包括单个商品系列，例如黄金、原油、铅、木料、棉花、汽油和铜等——是商业周期中重要的晴雨表。只要原料在商品制造和

服务提供上是必需的,商品在华尔街的经济学家们的仪表盘上就会占据一席之地。商品作为指标是由金融市场交易所决定的。

成千上万的指标代表了原材料和其他商品的价格动向。最普遍的一些统计包括路透商品研究所(Commodity Research Bureau, CRB)商品价格指数,高盛商品指数(GSCI),商业日报—经济周期研究所工业价格指数,以及经济学家商品价格指数。在本章中我们将探究其中的几个指数,并将它们与几个关键的宏观经济变量的变动进行比较。

在所有的近些年经过分析的单个商品中,原油及其衍生品——汽油、家用加热原油、飞机燃料——获得了最多的关注。随着近年来中东地区冲突和战争的不断升级,集中在这些商品上的关注也在不断增强。乙醇作为一种燃料原料的前景为人们的分析加入了新的成分,乙醇广泛地影响了其他商品和消费品的价格。

另外两种具有重要经济象征意义的产品——铜和木材,几乎处于被投资者密切关注的指标名单的首要位置。这些原料的变动趋势透露给我们大量的关于房地产行业的信息,而房地产行业是铜和木材的最大的消耗者。其他基本原料的价格则帮助投资者理解特定行业甚至特定企业的活动。钯是汽车燃料转换器用到的一种原料,它被汽车行业的分析家密切关注。用来制造不锈钢的镍被那些从事家用硬件业务的人士跟踪观察。

黄金的价格成为经济学家的工具已经有几个世纪了。在危机时期,这种贵金属一直是安全的避风港,并且给投资者提供了广为接受的储存价值。也许黄金的最有趣的特点是它防止通货膨胀的功能。随着通货膨胀对其他投资的价值侵蚀,黄金的价格会上涨。黄金是预估通货膨胀相当好的指标。

由于商品价格由供给和需求决定,对于这两个经济决定因素之一的任何干预都可以对整体价格格局产生重大影响。研究个别商品市场是很重要的,因为一些非经济增长正在操纵一些商品的供给和需求,从而引起价格的波动。如商品的价格可以受到天气的重要影响,因此了解天气状况是必要的,它可以帮助我们区分短期的临时变动和长期的结构性变化。新近制定的法律和规则可以影响特定作物的供需情况。税收减少可能促进对棉花、谷物、大豆的需求,而关税提高则会减少对海外商品的需求。对于汽车所引起的环境污染的控制可以影响在燃料转换器中会用到的钯的价格。

14.1 指标的演化

商品、商品价格与那些旧有的经济指标是有区别的。追随商品和原材料的变化趋势而动的实践要早于现代“经济”一词的使用，在那之前几个世纪，商品的生产和价格所起到的指示作用就已经被人们运用了，几乎和商业贸易存在的历史一样长。在国民收入和产品生产记录被创造性地使用之前，经济学家把商品的工业生产指数作为经济活动的一种衡量标准。

根据第一次有记录的对商品和经济财富指标的使用，我们完全可以有保证地说，那些在从中世纪开始直至整个17世纪储藏着金币和其他贵重商品，并在这一历史阶段被禁止出口贸易的重商主义者，是最早观察经济活动的人。更近一些，20世纪早期，一些经济学家和商人在商品市场活动的基础上进行着经济和市场状况的预测。著名投资者罗杰·巴布森在他的著作《利润、安全和收入的商业晴雨表》中写道：“商品的价格是最好的商业晴雨表之一。”

由于美国已经形成了以服务业为主导的经济，曾经一度很密切的商品价格与美国经济增长之间的相互关系减弱了。80%以上的美国工人从事于服务业，美国消费总量的55%花在了服务业。美国人已经极大地减少了国内的工业生产，而把工人和生产设备离岸给那些能够更有效率地生产硬件商品和工业制品的国家。美国凭借其受过较高教育的劳动力，在创新方面——如设计、创造和开发新的产品与服务——占有优势；而那些拥有廉价劳动力供给的国家则专注于工业制造的生产加工。由于这个原因，商业活动与全球经济增长的关系要比它同美国一个国家经济增长的关系更密切。

路透商品价格指数的季度平均值年复一年的变化反映了经济合作与发展组织（Organization for Economic Cooperation and Development, OECD）的国内生产总值与其30个成员国的经济增长的一种合理的强相关性（见图14-1）。经济合作与发展组织指标包括如加拿大和澳大利亚这样一些以商品为主导的国家，美国也包含在这项统计中。

不过，一个以服务业为基础的经济也保持着对基本原材料和商品的依赖。飞机、公共汽车、货车、火车、拖拉机以及其他类型的交通工具没有燃料就无法运转，不论是居民楼还是办公楼，没有木料、钢材和水泥就无法建造。如果没有谷

物、小麦、咖啡和糖，餐饮业就无法提供食物和饮料。而如果没有棉花、呢绒和皮革的存在，时装业会变成什么样子呢？这些商品全都促进着宏观经济的进步，所以它们的价格趋势是对经济如何运作、向什么方向发展的很好的指示。

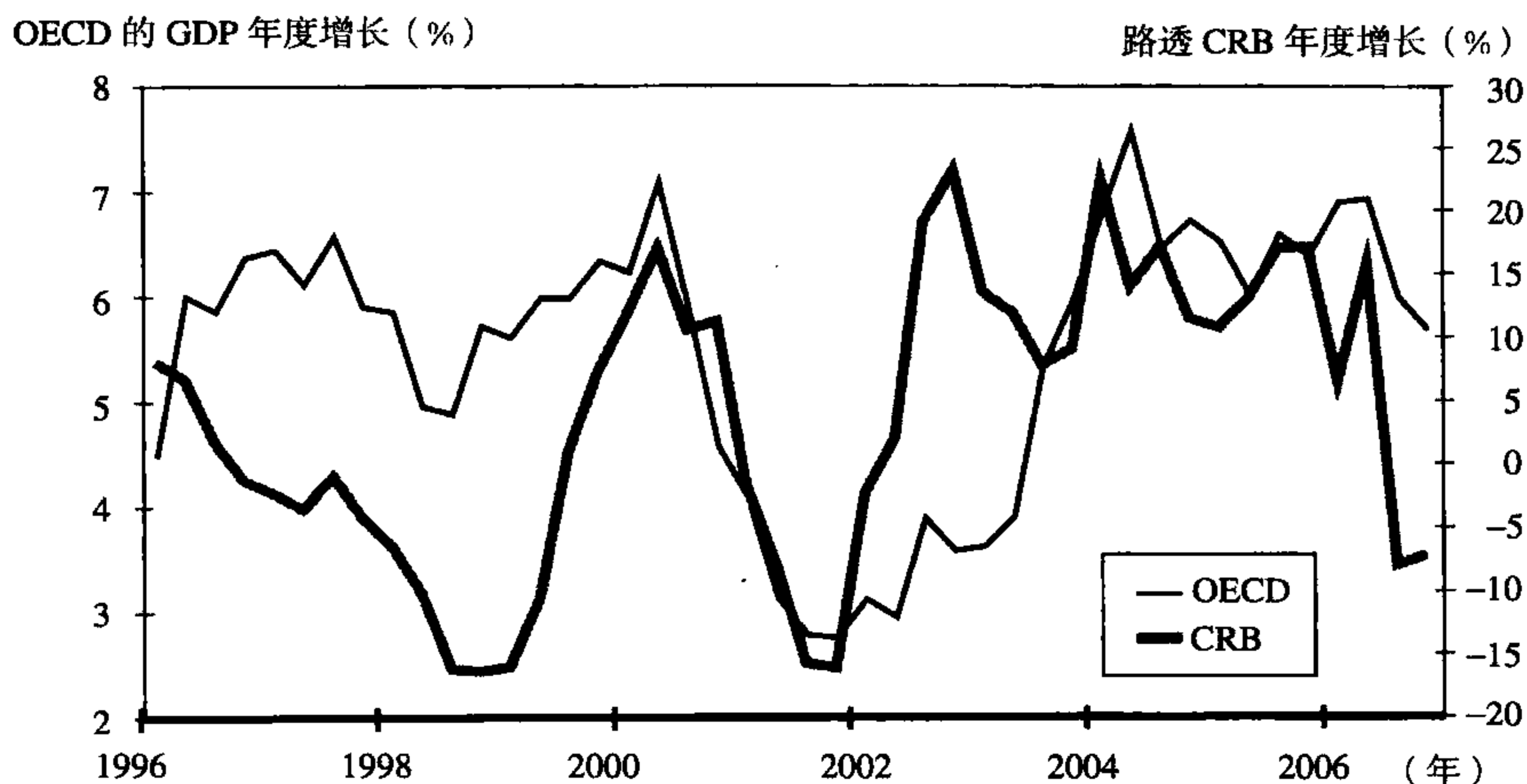


图 14-1 路透 CRB 值指数与 OECD 的 GDP

商品价格指数

关于商品价格的最古老、最广受信奉的指标是在图 14-1 中运用的路透商品价格指数。这一华尔街标准创立于 1957 年，已经经历了 10 次以上的修改。它第一次发布是在 1958 年的《化学商品年编》上。1986 年这一指标开始进入美国纽约期货交易所，即现在的纽约期货交易所。

《商业日报》创办于 1827 年，公布国家的航运、贸易和商业情况，包括像小麦、麻布、毛纺织品、蔗糖和亚麻子油等商品的每天价格。很自然地，这样一个卓越的报纸一定会产生出商品价格的衡量标准。《商业日报》工业价格指数是 20 世纪 80 年代中期在商业周期理论的先驱、经济学家杰弗里·摩尔的观察研究中产生，并在 90 年代由其在纽约的美国经济周期研究所的研究者改进完善。它的结构最近在 2000 年年初做了调整。

高盛商品指数（Goldman Sachs Commodity Index, GSCI）创立于 1991 年，它利用了自 1970 年以来的历史资料。它是一个生产衡量指标，即意味着其主要构成部分都是基于过去 5 年的生产的平均价值。这个指标每年做一次年度调整，

2007 年年初这个指标被标准普尔认可并联合发展为标准普尔高盛商品指数 (S&P GSCI)。

☞ 数据解读

事实上,前面所有的单一或综合的商品数据,不论是历史记录还是详细情况,都可以通过彭博专业服务下载。对于那些没有这项服务的规模较小的投资者,商品数据就比较难以获得。那些综合指标,如路透商品价格指数和标准普尔高盛商品指数,不像政府或者供应管理协会的资料一样可以在过去的文献中找到,即使一般每天最新的价格都印刷在那些大型报纸的商业板块。很多财经网站都提供最新的数据资料,有些还用图表显示简要的历史变动。令人遗憾的是,完整的历史数据资料的下载都是要付费的。《经济学家》杂志还对其商品价格指数的历史资料收费。

<http://www.CRBtrader.com> 这个网站上有路透商品价格指数的完整的历史修订记录,以及其他相关信息。它还提供商品生产资料、出版刊物和路透商品价格指数部分的算法。

标准普尔高盛商品指数的价格每天都出现在像《华尔街日报》、《金融时报》、《投资者商业日报》这样的大多数商业报纸上。芝加哥商品交易所数据库有偿提供这一系列的资料。关于其组织结构、权重计算方案、贸易规范,以及完整的概况,都可以在网站 <http://www2.goldmansachs.com/gsci/> 上找到,最新的信息发布和《高盛商品指数手册》也可以在上面找到。

在所有的综合商品指数中,商业日报—经济周期研究所 (Journal of Commerce-Economic Cycle Research Institute, JOC-ECRI) 工业价格指数在华尔街是最受尊敬的。尽管这一指数的构成和各自权重是其专有的秘密,它与其他顶级指标不同,因为它并不完全依赖于交易所交易的成分,还包括其他一些商品,如麻布。自从商业日报—经济周期研究所工业价格指数在实际中有预测性力量——它在通货膨胀的转型中有令人印象深刻的准确的预报历史,它就成为华尔街投资者们极为信赖的参考依据。如果你仅仅关注一种商品指数,请务必使用这个 (见图 14-2)。你可以在网站 <http://www.businesscycle.com> 上查看信息。

《经济学家》杂志拥有最受人尊敬的商品价格衡量标准之一。每周这一指标

从第二页到最后一页都会进行修订，并提供给订购者，在杂志网站 <http://www.economist.com> 上也有。

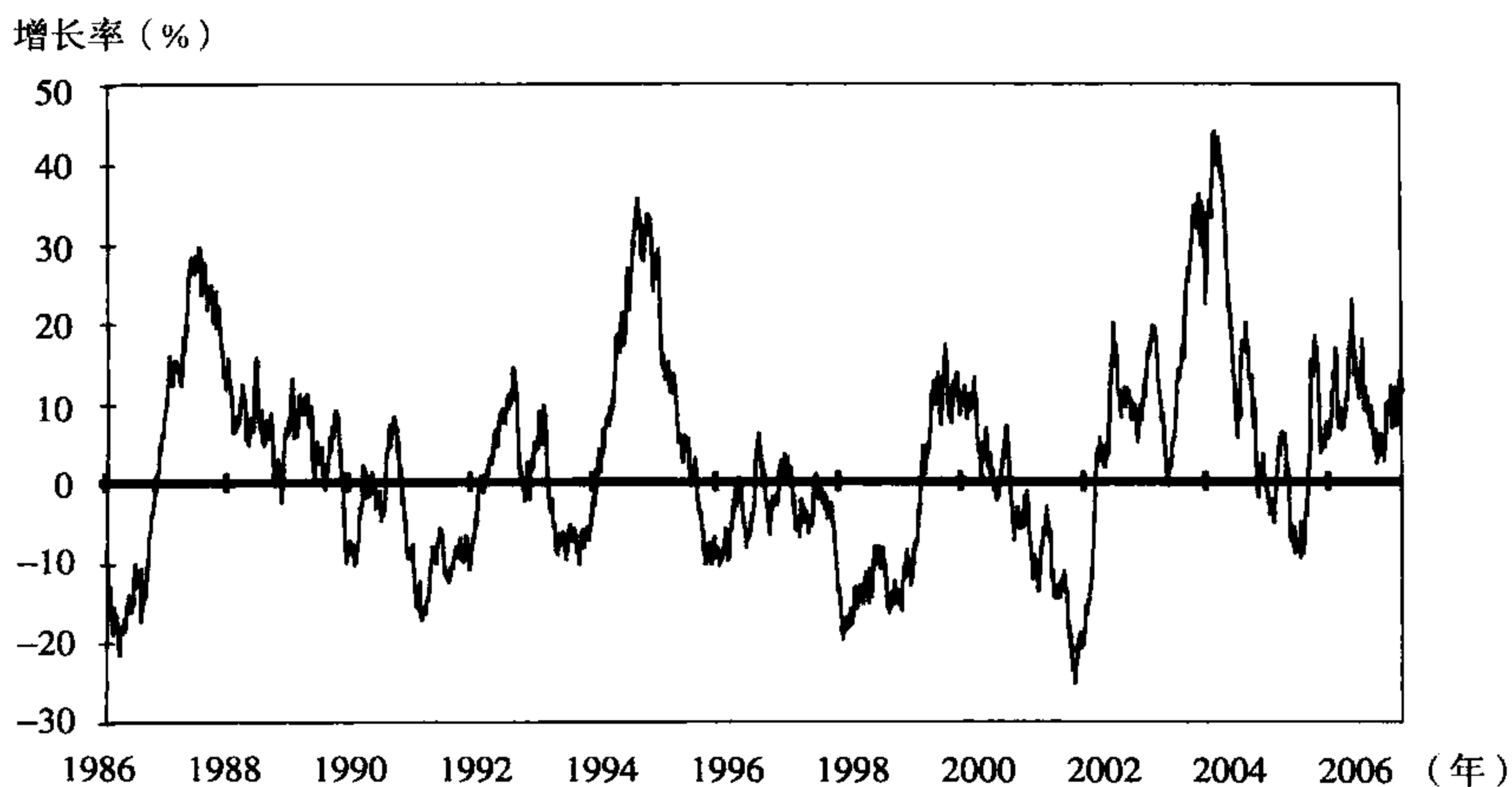


图 14-2 JOC-ECRI 工业价格指数

(资料来源：经济周期研究所)

能源

美国能源部能源情报署是被普遍接受的能源市场上数据资料和相关信息情报的来源。除了每周密切关注石油、汽油、天然气的盘存数据，美国能源部能源情报署还发表深入的评论和分析，以及关于能源问题的深入的历史数据库，包括石油、天然气、电能、煤、核能以及可再生能源、替代燃料，它还提供国际统计报告。大多数华尔街商人和经济学家从美国能源情报署的网站 <http://eia.doe.gov> 上免费获取数据资料和信息情报。

每周一，美国能源情报署发布每周的“美国汽油零售价格报告”，它包括一份不同地区、国家和主要城市的细目价格。广受关注的“周度石油现状报告”在东部时间每周三上午 10:30 公布，包括每周原油、汽油、馏分燃料油的股票以及一些基本石油产品如二号取暖油、煤油型航空燃料、丙烷等的价格。一些对于炼油厂活动的观察认识也得到了公布。人们可以在每周四得到完整的“周度石油现状报告”，包括原油及其相关产品的供给和价格信息。这份报告是必不可少的。

天然气是一种重要的经济指标，美国能源情报署在东部时间每周四上午 10:30 发布受到密切关注的“每周天然气库存报告”，紧随其后，他们会发布一份名为“每

周天然气更新”的总结。

另外一些信息，像石油输出国组织（OPEC）最新的新闻和生产计划可以在网站 <http://www.opec.org> 上找到。这个网站上有存储容量的报告，还会报道其会议发布的最新信息。众所周知，这些报告材料已经影响了金融市场。除了其他有关石油输出国组织的事件和数据，石油输出国组织网站还发行几份出版物。没有任何一个严谨的投资者能离开“欧佩克月度石油市场报告”和同样资料丰富的“欧佩克公告”。

还有其他的石油和能源市场数据的重要的来源，但是大部分都是需要付费的。美国石油协会（<http://www.api.org>）和国际能源机构（<http://www.iea.org>）是首要的石油市场分析研究的重要信息的来源。严谨的商人应该考虑订阅业内顶尖的出版物《石油与天然气杂志》和《石油与天然气投资者》。

农产品

美国农业部提供所有投资者在其网站 <http://www.usda.gov> 上要求的关于农业的信息，网站上有关于农场的收入和支出、农业市场贸易、食品市场、价格、消费以及商品展望报告的详细信息。

美国农业部有几个机构提供大量的关于这个国家农业的数据和信息，其中一个为农业研究服务中心。这个机构从事美国农业问题的研究和分析，并在数千种经济相关的研究报告上发表他们的研究结果。所有这些资料在其网站 <http://www.ars.usda.gov> 上都可以得到。另一个信息和数据的来源是美国农业部经济研究所网站 <http://www.ers.usda.gov>，它提供农业经济、粮食部门和商品前景的信息。有不计其数的出版物和数据资料有助于我们分析与农业相关的任何事物。一些比较知名的报告包括“美国农业贸易展望”，以及单独的关于棉花和羊绒、牲畜、乳制品和家禽、烟草、小麦的前景分析报告。经济研究所还提供详细的“美国农业部长长期宏观经济展望”，它包括详细的宏观经济预测总结。

另一个值得关注的来自美国农业部的经济信息来源是“办公室的首席经济学家”（<http://www.usda.gov/oce>）。一些论文、演讲以及“世界农业供需预测报告”在这个网站上也可以得到。

矿业

一个关于矿物、采矿业和采石业的很好的信息数据来源是美国地质调查局网站 (<http://www.usgs.gov>)。除了庞大的历史数据库, 这个网站还包括大量关于产品、储存以及一些重要经济指标如水泥、钨、镍、铝、铜、黏土、石灰、盐、锌、锡、硫、钾、汞、渗漏、石膏、钴、二氧化钛颜料的价格。《矿产品摘要》、《矿产行业调查》、《矿产年鉴》以及个别商品数据表、月度金属工业指标等都包含着大量的信息。如果你想知道运用于美国汽车业的铝存货的数量或者是锂的最新价格趋势, 这个网站将会告诉你一切。

期刊和协会

商业出版物是特定商品信息的一个理想来源, 很多杂志和期刊提供某些特定商品的价格。相关商业杂志如《化工周刊》、《今日包装》、《包装世界》、《涂料工业》、《塑料新闻》、《纸浆和造纸》、《金属世界》、《水泥制品》和《混凝土月刊》等是一个客观的分析师桌上常备的, 用于分析各个行业。

商业协会和团体如波特兰水泥协会、美国铜理事会、美国森林和纸张组织、美国锌协会以及铜业发展协会经常提供对各自行业的有洞察力的观察研究。

⑤ 它们的深层含义是什么

具有广泛基础的综合商品指数试图与经济相关原料聚合到一个单一的、交互的指数中去。近年来, 交易所交易基金的到来使得人们投资于单个商品或一揽子商品, 就像投资一只股票那么简单。这些也是令人惊奇的经济指标, 但它们的历史并不长。路透商品价格指数和标准普尔高盛商品指数都在进行互换交易, 商业日报—经济周期研究所工业价格指数设计的目的并不是用于商业交易, 而是一种经济指标和基准。

路透商品价格指数

路透商品价格指数可能是最重要的商品指标, 它由 19 中商品的未来价格构

成,与1957年的指标相差很大,1957年的指标中包含29种商品。

像大麦、土豆、洋葱、亚麻、鸡蛋、猪油等商品已经一去不复返了,因为这些商品对于21世纪的商品概览已经没有用了。

路透商品价格指数运用了4级加权法,第1组限于石油产品;第2组是7种最不稳定的商品;第3组是4种不稳定商品;第4组,1个软商品的多样化组合(包括糖、咖啡豆、可可等商品)、谷物、工业金属和贵金属。

表 14-1 路透商品价格指数构成表(2005 年)

第 1 组		第 2 组		第 3 组		第 4 组	
石油		高度不稳定		不稳定		多样化	
西得克萨斯原油	23%	天然气	6%	蔗糖	5%	镍	1%
取暖油	5%	谷物	6%	棉花	5%	小麦	1%
无铅汽油	5%	大豆	6%	可可	5%	瘦肉猪	1%
		活牛	6%	咖啡豆	5%	橙汁	1%
		黄金	6%			银	1%
		铝	6%				
		铜	6%				
总计	33%		42%		20%		5%
总计: 100%							

资料来源:路透商品研究所

从某种角度看,这个指标的主要权重在能源和农业上:西得克萨斯原油、取暖油、无铅汽油和天然气占了指标的39%;谷物、大豆、蔗糖、棉花、可可、咖啡豆、小麦和橙汁占了34%;工业金属(铝、铜、镍)占了指标的13%;贵金属(黄金、银)和牲畜(如牛、瘦肉猪)各占7%。

高盛商品指数

像路透商品价格指数一样,标准普尔高盛商品指数完全由商品的未来状况构成(见表14-2),它们的权重是基于全球生产产品的状况制定的。在标准普尔高盛商品指数中,现在一般有24种商品,它们被分类为能源(74.55%)、工业金属(8.46%)、贵金属(2.07%)、农产品(10.16%)和牲畜(4.76%)。这个指标中权重最大的单个商品是原油,占了36.86%。

表 14-2 高盛商品指数构成表

能 源		工业金属		贵金属		农 产 品		牲 畜	
原油	36.86%	铝	3.05%	黄金	1.84%	小麦	2.21%	活牛	2.61%
布伦特原油	14.98%	铜	3.41%	银	0.23%	红小麦	0.92%	牛	0.66%
油									
RBOB 无铅汽油	1.46%	铅	0.28%			谷物	2.12%	瘦肉猪	1.49%
取暖汽油	6.09%	镍	0.80%			大豆	1.44%		
汽油	5.27%	锌	0.92%			棉花	0.87%		
天然气	9.89%					蔗糖	1.77%		
						咖啡	0.65%		
						可可	0.18%		
总计	74.55%		8.46%		2.07%		10.16%		4.76%
总计 100%									

资料来源：高盛

商业日报—经济周期研究所工业价格指数

商业日报—经济周期研究所工业价格指数是一个经济学家想要从投资者身上知道的一切（见表 14-3）。商业日报—经济周期研究所工业价格指数不是试图陷入一组有交易性的商品，而是跟踪观察那些推动产业发展的原材料。只有那些能够燎原商业发展之火的商品才能进入这个包含 18 种商品的阵营。看看那些构成，你会感觉到生产加工过程中的工作：机械和轮机运转，大规模的重型卡车挖掘矿藏，热轧的钢铁从压榨机中流出来，木材堆置场充满了胶合板和栎木的气味。经济学家几乎可以闻到经济中商品流动的气息。

表 14-3 商业日报—经济周期研究所工业价格指数构成表

棉花	钢铁	皮革	原油
麻布	铜	橡胶	苯
聚酯	铝	兽脂	乙烯
	锌	胶合板	
	铅	红栎木	
	锡		
	镍		

资料来源：经济周期研究所

商业日报—经济周期研究所工业价格指数比路透商品价格指数和标准普尔高盛商品指数在预测经济变化和通货膨胀拐点方面表现更加优秀，因为它不包含有交易性的商品。由于路透商品价格指数和标准普尔高盛商品指数运用了未来的价格，它们包含着一些推理的成分。很多情况下，投资者们——特别是对冲基金的投资者——需要基于对某一特定商品的未来的推测购买这个商品，这为商品市场注入了很大的不稳定因素，而掩盖了实际中商品价格的潜在的变化趋势。而且，农场主通常通过购买商品的期货来应对差劲的庄稼收成。因为商业日报—经济周期研究所工业价格指数中的一些成分并没有期货，也就不考虑推理带来的影响。

修改的需要

前面所述的那些综合商品指标在其历史中已经经历了数次修改，这使得历史比较更加困难。但是，这些必要的修改必须发生，以使这些指标能更准确地刻画商品市场的情景。随着经济的变化，对原料的需求也在变化。这会使你心生疑问：在未来50年里，路透商品价格指数、标准普尔高盛商品指数、商业日报—经济周期研究所工业价格指数中包含的将会是什么呢？

综合起来研究商品价格显得很快，并且十分简便，但是一些投资者可能想要通过一个更加微观的角度来理解单个原料最新的变动趋势。下面一系列商品是经济中最重要的。虽然对某一瞬间的详情的了解是没有必要的，但它可以让投资者知道每件商品最根本的用途，了解每件商品是如何影响宏观经济的，了解各种经济预测指标之间是如何相互影响的。

铜。据说铜是一个博士的经济指示剂，因为它在预测全球宏观经济变化趋势方面表现非常优异（图14-3）。它作为“红色黄金”被频繁地提到。这些是有意义的，因为铜是运用最广泛的商品之一，在建筑业（自来水、管道、装修、接线、屋顶和玻璃）、电力和工业、汽车业、海洋运输业都被用到。像综合商品指标一样，铜与整体经济活动表现出很强的相关性。

镍。镍（大约48%）单独的最大用途是在不锈钢钢生产中。不锈钢由于其抗腐蚀性，是一种高期望的有色金属。镍在交通运输、家用电器、电子设备、机械、生产的氢化镍电池等方面有很多用途，这是一种值得关注的商品，因为汽车制造商计划在即将到来的几年里把氢化镍电池运用到他们的混合动力交通工具中去。

原油。石油当然是其他燃料——如汽油、柴油、残留燃料和喷漆燃料——的基础，它还是很多塑料及其他石油化学产品的来源。在美国，2/3的石油消耗用在

了交通运输上。根据美国能源情报署信息，一桶原油（42 加仑^①）平均产出 19.4 加仑汽油、10.5 加仑馏分油、4.1 加仑喷气燃料、1.7 加仑重型或剩余燃料、1.5 加仑液化石油气以及 4.7 加仑其他产品。

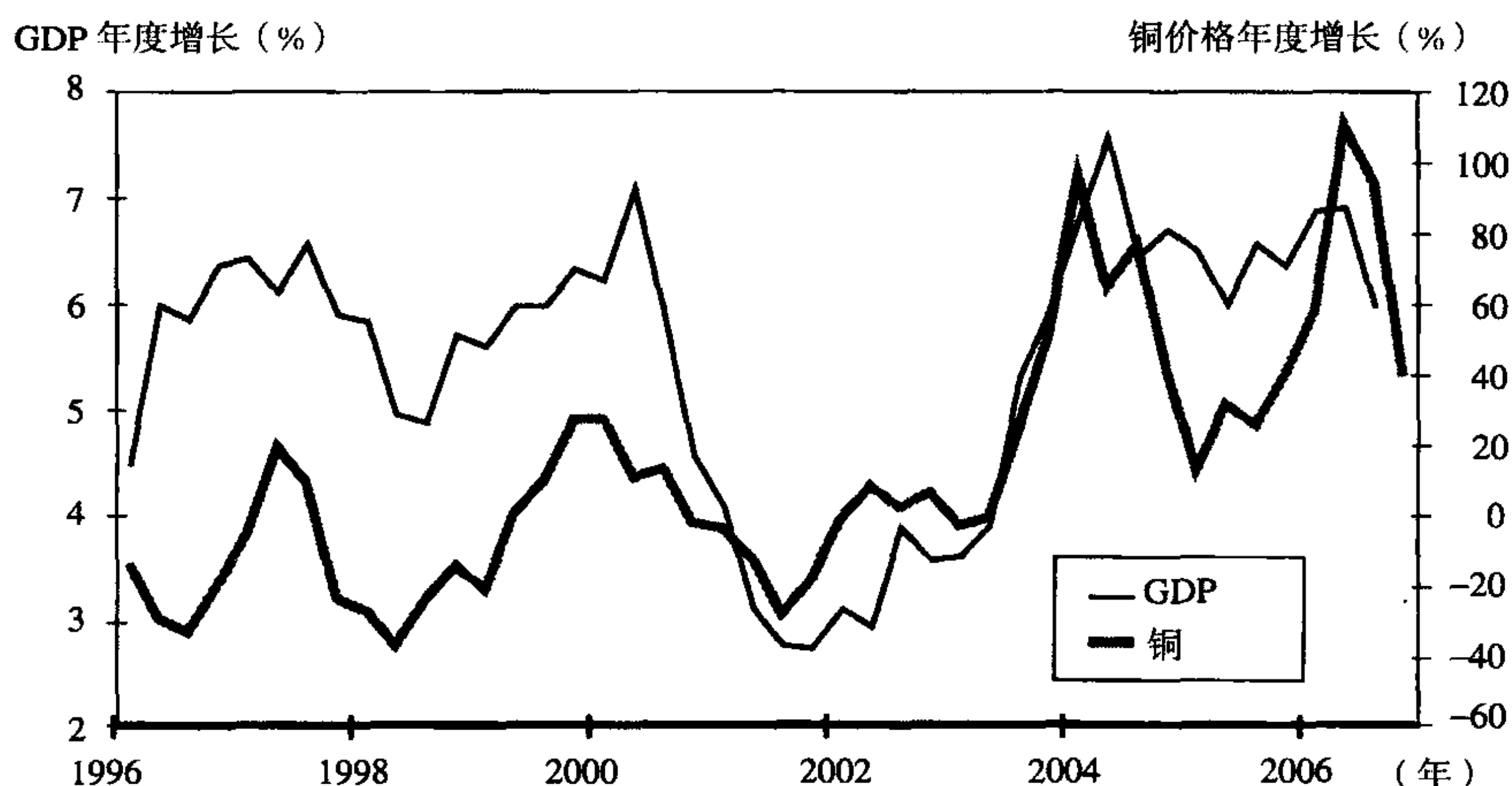


图 14-3 铜价格与 GDP

（资料来源：美国经济分析局）

天然气。天然气是一种非常重要的指标，因为国家电能的大概 17%是由它产生的。如果夏天天然气价格上升，你可以打赌消费者在使用空调和风扇的时候会感觉到受折磨。冬天，经济学家们喜欢研究天然气的变化趋势，因为美国 50%的家庭依靠它取暖。在中东，251 万户居民中几乎有 80%依靠天然气取暖。高价格阻碍了消费和经济的增长。

铝。铝是对经济最重要的商品之一，它在不计其数的消费品中被运用，从器具、汽车、激光唱片到食物和饮料包装、建筑隔板、医药。航空和国防工业每年都购买大量的铝。商业和工业应用包括建筑（运动场、横梁、门面）、机械和天线生产。2006 年，交通运输业消费了 40%的铝，接着是包装（28%）、建筑（13%）和耐用消费品（7%）。

木材和纸板。毫不奇怪，木材是房子建造中用到的单个最大的原料。一般情况下，一座新的现代规模的木结构房子不管怎么样（都）需要 12 000 ~ 16 000 英尺的木板。2006 年，即使建筑行业陷入了低迷，仍然有大约 140 万幢新建筑在这一年开始建造，那需要大量的木材。再加上维修、改造、附加物品、地板和其他

① 1 加仑=4.54 升，1 英尺=0.3 米。

木制品。经济学家也喜欢关注纸板生产，绘制出图表。从商品生产开始，就有了对包装的需要。关注包装、硬纸板、纸及集装箱产品可以有助于对经济活动做出较准确的评估。

黄金。几个世纪以来，黄金被看做财富的一种形式，一种商业交易方式，一件代表美丽和奢侈的东西。黄金被用来装饰家具、床具和建筑物，并已经成为食品和饮料的成分。黄金软、重、柔韧——这是工业制造者和珠宝商所希望的3种特质。除了作为抵制通货膨胀的屏障，黄金还用在牙科、钱币、电力和电子设备构成上，如蜂窝状组件和电脑。黄金不会被腐蚀，还有很好的导热性能和导电性能。2006年美国大部分黄金用在了珠宝制造（84%）上，接下来是电力和电子设备（6%）、牙科和其他用途（10%）。

水泥。水泥和所有的建筑活动都有紧密的关系。想想需要它的所有建筑项目，如高速公路、建筑物、家用建筑、宿舍、桥梁、办公室、学校、公寓建筑、体育场所、教堂。如图14-4所描绘的，水泥产品是一种很强的经济指标。

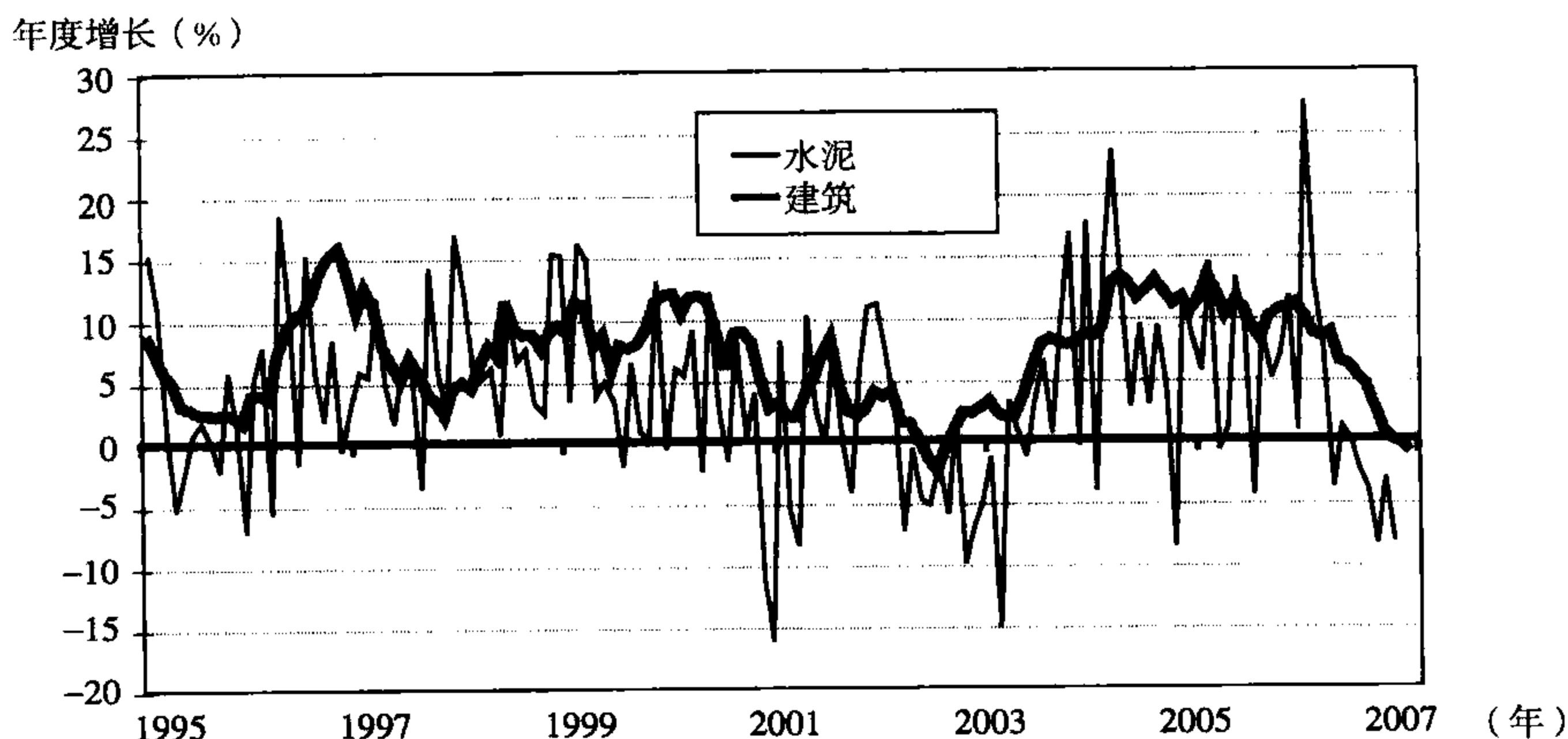


图 14-4 水泥生产与建筑

钯。对于某些工业制造工艺而言，钯是一种很重要的金属。它首先被汽车制造商用在燃料转换器中，牙科医生也用它，还有药剂师——它是如泰诺和伟哥这些著名药物的重要成分。

钛、二氧化钛以及钛。钛及其衍生品具有广泛用途，美国地质调查局报告显示，2006年大约72%的钛金属用在了航空业中，其余的被用在了其他应用中，如医疗设备、体育设备、发电系统。二氧化钛颜料用在了涂料、清漆、真漆，以及塑料、造纸、陶瓷上。

石膏。想想石膏，再想想建筑板。石膏也用于制造混凝土，石膏是一个非常重要的指标。美国地质调查局说 2006 年大概 91%（约 3 720 万吨）石膏用于建筑板和涂料，300 万吨用于混凝土，100 万多吨用在了农业上。由于飓风和其他自然灾害破坏了家庭住宅和基础设施，石膏生产大大增长。

锌。在当今世界所生产的所有金属中，锌的吨数排在了第 4 位。大约 75% 的锌用在了电镀工艺中，用于保护钢铁材料不被腐蚀，较大一部分用在了黄铜和青铜上。锌、锌的合成物以及锌粉在化学、磨砂、医药和涂料工业得到应用。锌还用于干电池、电视屏幕、家用电器、荧光灯以及农业生产。

⑤ 如何利用看到的信息

这一部分的主要内容是反映商品价格和金融市场、经济如何相互影响。综合商品指标可能非常易变，大多数指标含有容易受天气影响的成分，这使得这些指标全面遭受预料之外的干扰。因此，最好要历经时间去观察它们。下面的 3 个例子比较了路透商品指数和股票市场、经济以及 10 年期国库券的变化。

在商品生产过程中会用到产品，服务部门也同样如此。企业的业绩可以通过标准普尔 500 指数的变化趋势来衡量，我们发现在标准普尔 500 指数和路透商品指数之间存在着很密切的相互关系，如图 14-5 所示。

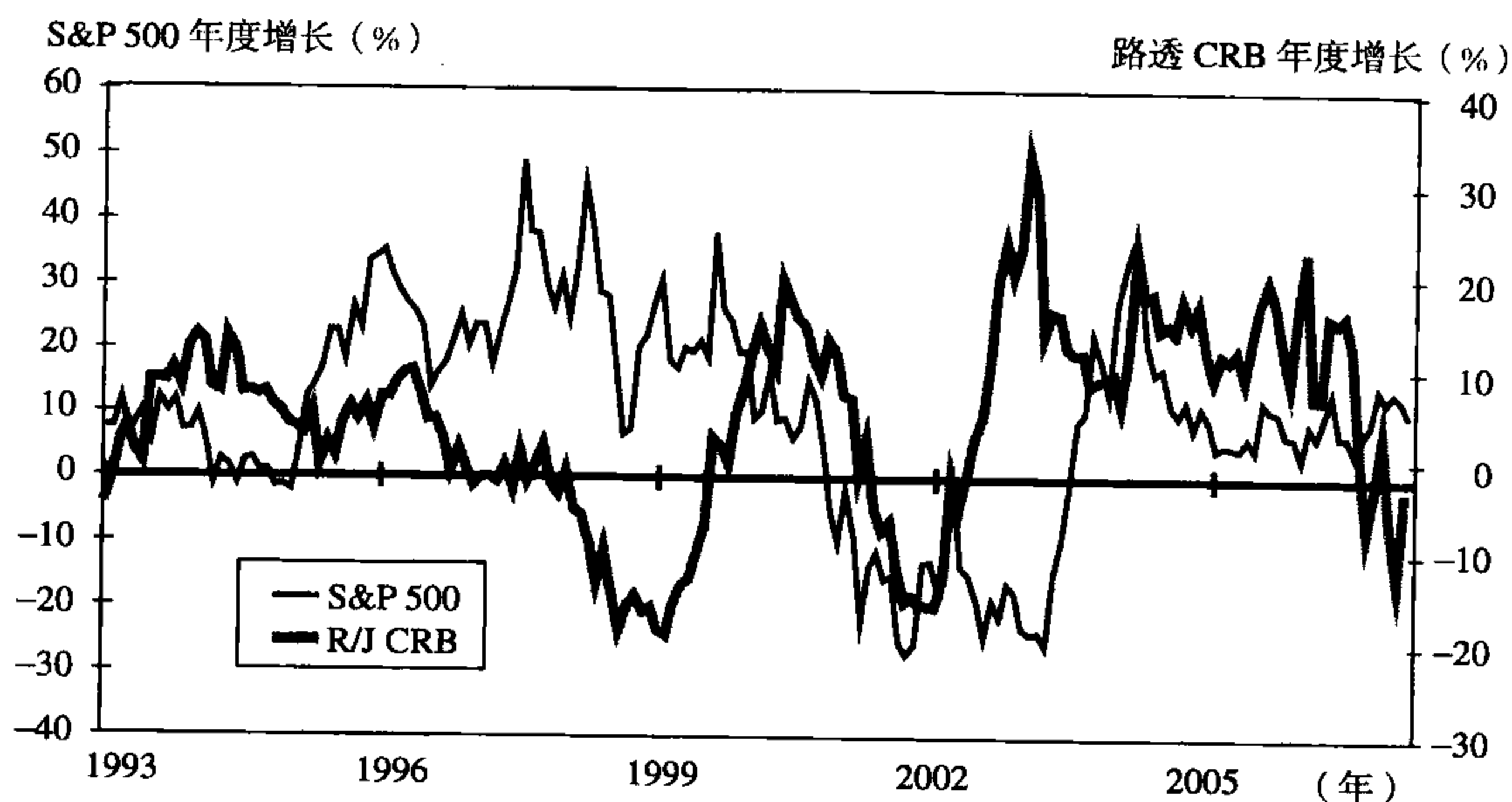


图 14-5 路透 CRB 与 S&P 500

（资料来源：路透商品研究所）

通货膨胀与商品价格变化趋势朝着同一方向变动，因为商品价格是在最基本层面衡量通货膨胀的工具，它们反过来又与利息率水平紧密关联。图 14-6 描绘了 10 年期国库券的变化与路透商品指数的变化之间的强相关性。这很容易解释，商品价格的通货膨胀侵蚀了固定收益证券的价值。

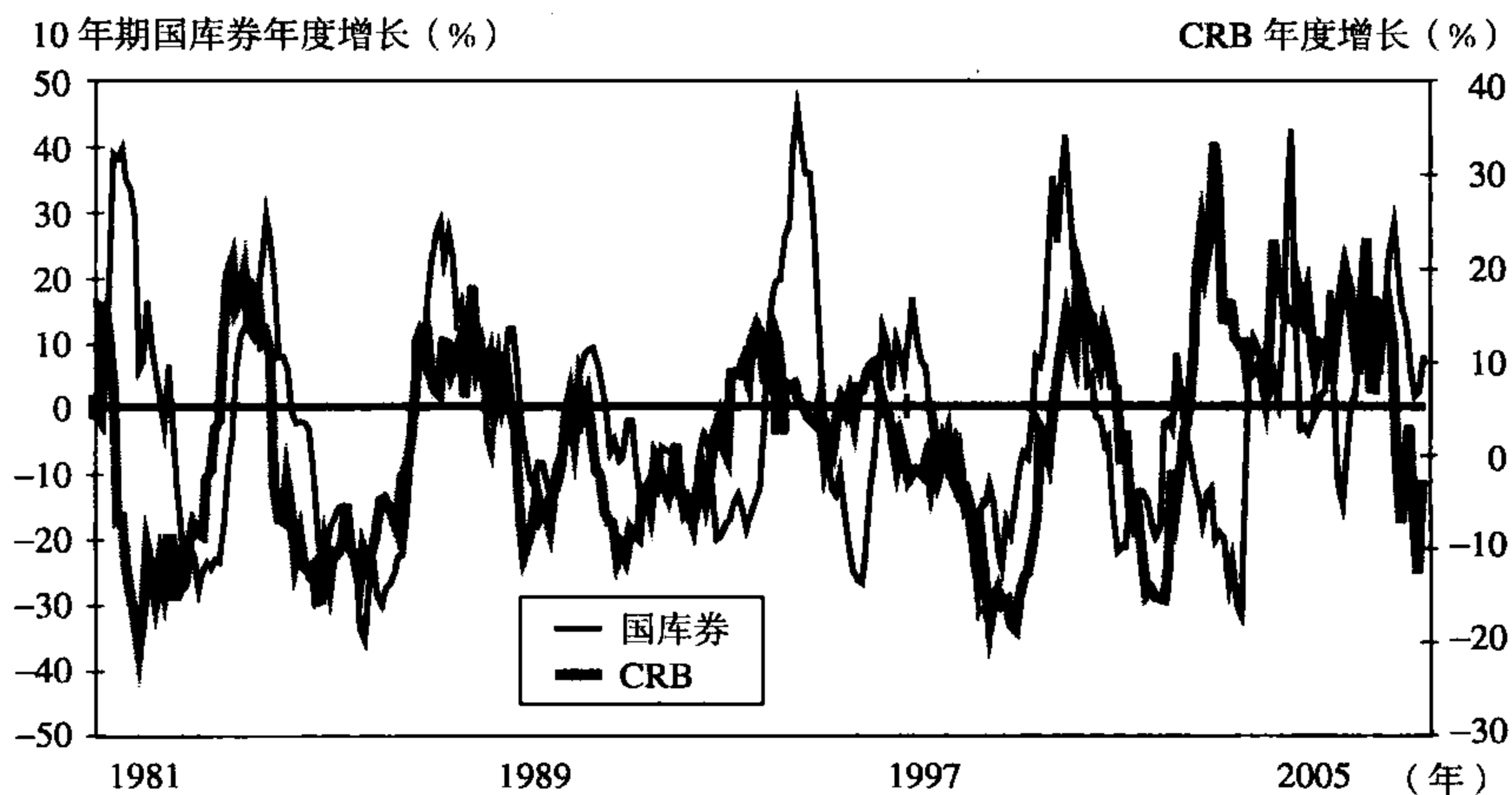


图 14-6 路透 CRB 与 10 年期国库券

(资料来源：路透商品研究所)

基本原材料和商品企业

洞察商品市场的最重要的来源之一是基本原材料生产企业组织的季度交易，这些公开交易的商业贸易通常透露了关于产品、价格和原材料大量的信息。谁能比美国铝业公司更清楚铝呢？钢铁巨头美国钢铁公司和纽柯公司毫无疑问是钢铁行业中最新发展趋势的最好参考依据。埃克森移动公司、雪佛龙公司和康菲石油公司能为投资者提供比他们想知道的更多的关于石油市场的信息。国际香料香精公司利用了 5 000 种商品从事生产，可能地球上没有任何其他一家公司能告诉你更多的关于马达加斯加肉桂和斯里兰卡檀香的价格信息。也许肉桂和檀香的价格变动对于经济学家们没什么意义，但对某些人的研究是十分有价值的，如食品和饮料分析师。

农业产品价格总结报告

另外一种在最初生产阶段了解商品价格变动，而不至于过于烦琐的方法，是

研究美国农业部的“农产品价格报告”，该报告在每月月底发布。每份报告中都有很多表格、图形和图解来描绘几乎所有作物和牲畜的价格变动。该报告通常有 60 多页。

在图 14-7 中看看报告中最常用的商品。经济学家乐于观察这些指数，因为这给他们提供了早于生产价格指数及消费价格指数公布两周的关于食品价格变动趋势的判断。如果农场主对他们的作物和牲畜收取更高的价格，你会首先在这里看到。而且，该报告还允许经济学家自行判定价格是否朝某一特定方向变动、价格的增长是短期的还是稳定的。每份深入的报告评述值得我们深入解读。

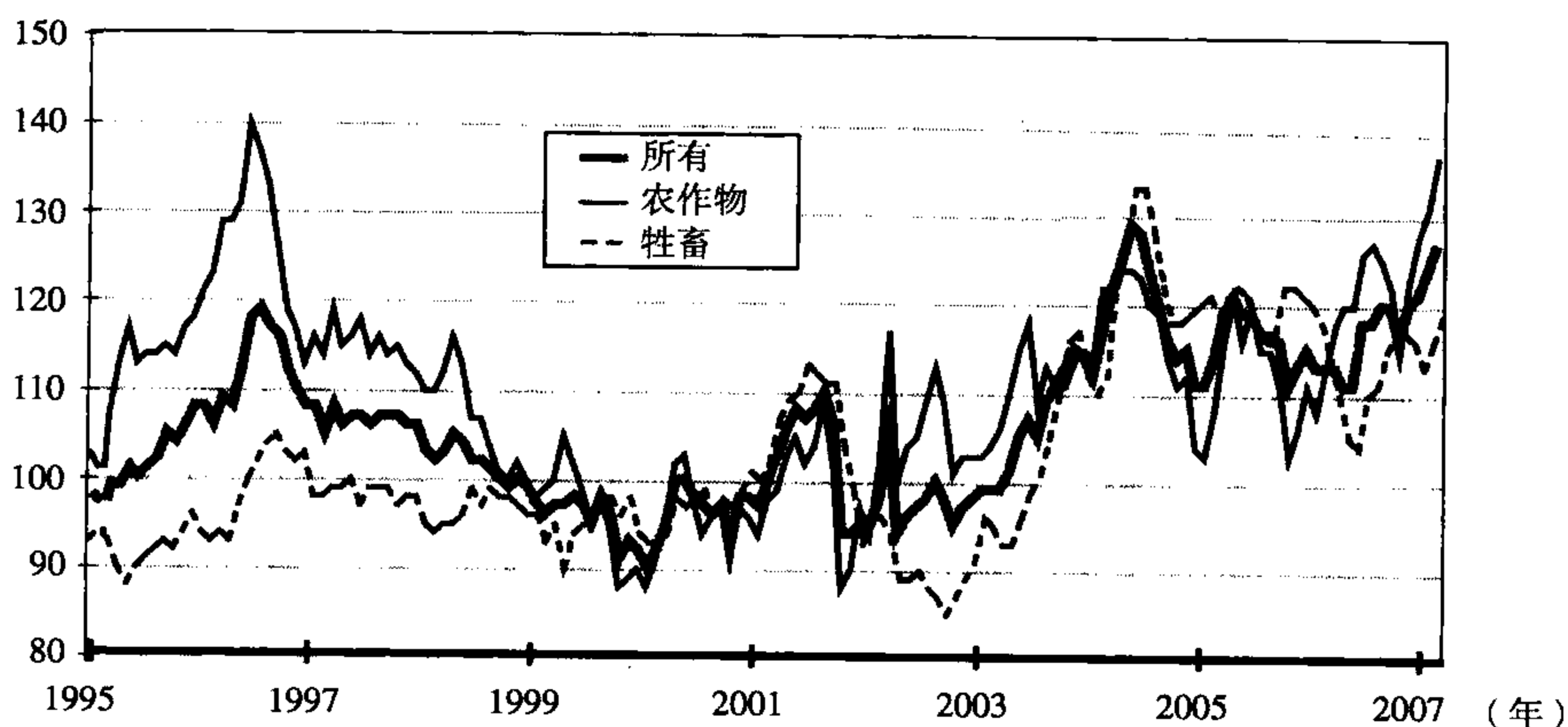


图 14-7 农业产品价格指数

（资料来源：美国农业部）

原油市场

原油的价格变动一般会在如美国有线新闻网络和彭博电台这样的商业财经电台里每 30 秒播报一次。大多数华尔街人士把了解石油每一时刻的变动作为一件重要事情。为什么？原油价格峰值的到来通常预示着紧随其后的经济下滑。

显而易见，过高的能源价格会导致经济衰退和消费支出的削减。为什么投资者发现与原油期货市场的发展变化保持同步是很重要的？如图 14-8 所揭示的，因为美国联邦储备委员会明显地发现西得克萨斯中级原油最新的变动很有意思。虽然我们非常怀疑美联储的货币政策是否郑重考虑了原油价格，但是我们相信，原油价格一定在美联储的监测显示屏上。任何一个强大到可以引起广泛的通货膨胀威胁的东西都是中央银行所密切关注的。如果美联储关注它，那么华尔街也关注它。

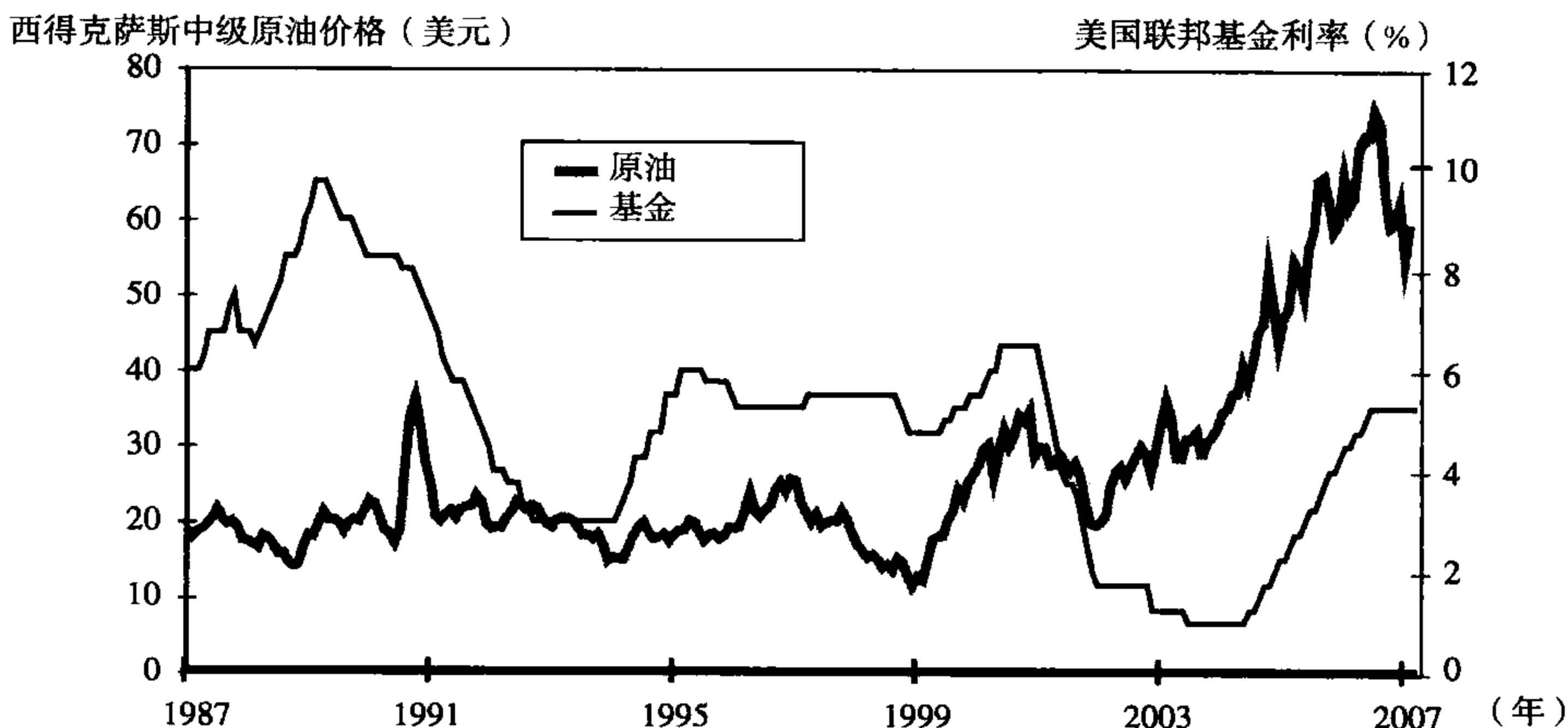


图 14-8 西得克萨斯中级原油价格与美联邦基金利率

(资料来源:《华尔街日报》)

自 1973 年以来的所有经济衰退之前都伴随着原油价格峰值的出现,而这些价格的峰值又伴随着美联储的隔夜借款利率目标的上涨。虽然目前为止预期隔夜借款利率对原油价格的上涨还没有什么直接的影响,美联储可能是相信如果能使拥有高利率的经济降温,对石油的需求也会削减,其价格就会降低。

成品油、家用取暖油、汽油和航空燃油等的价格可能会与原油价格朝着不同的方向变动,造成这种背离的首要原因是供应的中断。在过去 30 年中美国没有新的炼油厂建立,因为这种基础设施容易发生故障、停电或火灾。如果停止生产的信息被报道出去,那些炼油厂的馏出物的交易将与石油独立开来,即使原油是提炼这些产品过程中的一部分。这些停产一般是短期的、单独的事件。然而,如果遭到大范围的灾难的袭击,就像 2005 年打击了美国能源生产能力的 25%的大西洋飓风,那么所有石油相关产品的价格都会迅速上涨。

黄金

投资者很久就使用一些商品,尤其是黄金这样的贵金属,作为抵制通货膨胀的工具。由于黄金价格走势与物价总水平相一致,贸易商、投资组合经理人和对冲基金经理在价格上涨的环境中通过购买黄金来保护他们的资产。通货膨胀侵蚀固定收益证券的价值,减损像股票等其他投资工具的估值。黄金还被当做应对不

确定的局势和地缘政治斗争的安全避风港。

黄金与通货膨胀并不是联系最紧密的，运用黄金作为通货膨胀预期的衡量工具的一个问题是你无法将“通货膨胀预期”与黄金的“安全避风港”的特质分离开来。注意图 14-9 中 1998 年消费价格指数陷入很低的水平，2002 年又一次如此。黄金价格在这些时期下跌了，这是市场参与者的担忧在通货紧缩盛行的环境下的表现。但在 2003 年年初，由于美国及一些其他国家开始了同伊拉克的战争，地区不确定性增加，黄金价格开始了震荡。此外，不断上涨的原油价格也加剧了全球范围内通货膨胀蔓延的恐慌。但就像消费价格指数显示的那样，美国的通货膨胀从未发展。

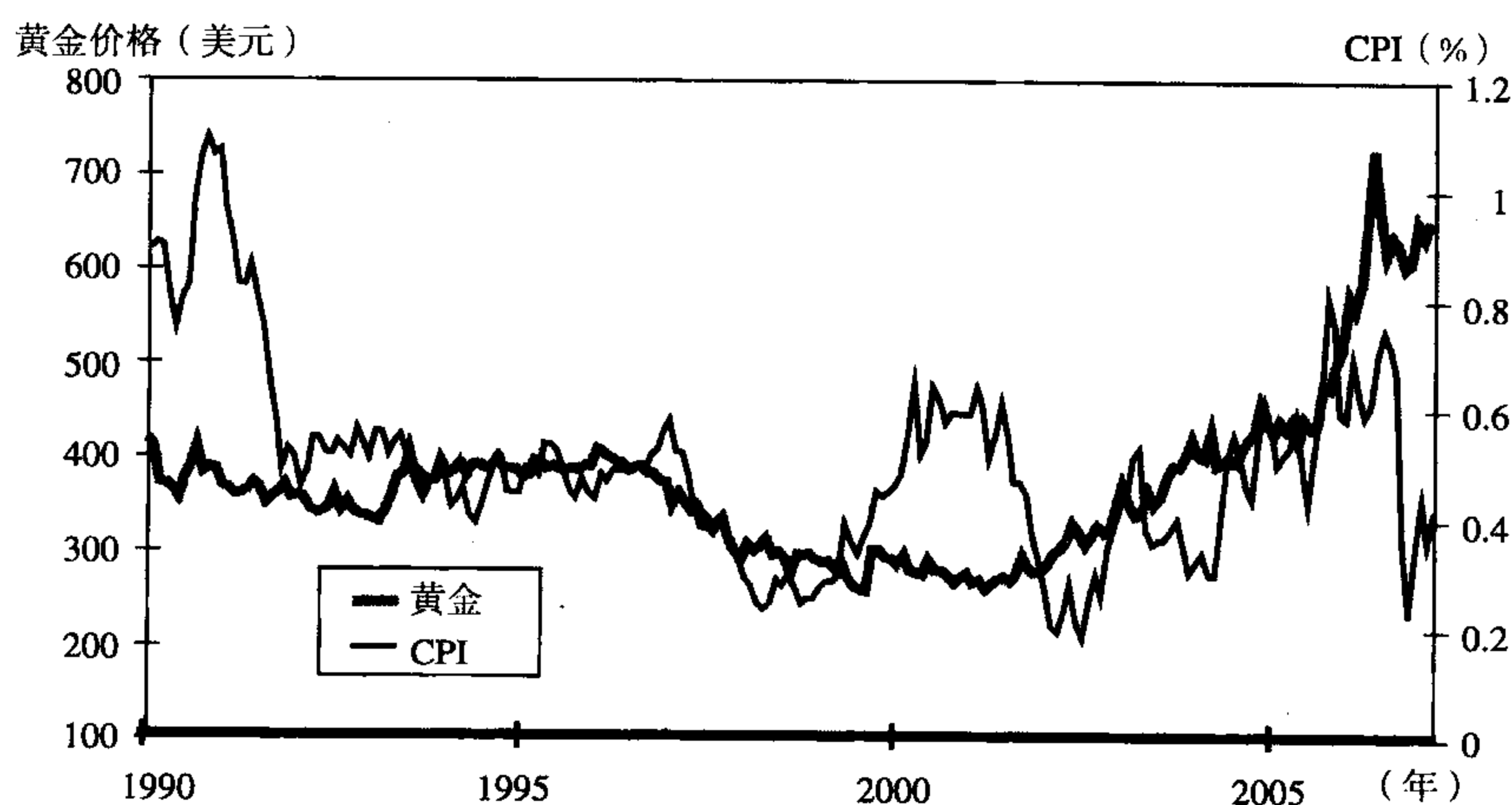


图 14-9 黄金价格与消费价格指数

（资料来源：美国劳工部）

背后的秘密

有时候经济变动趋势并不是立刻就显而易见的，可能需要通过一些时间的调查来发现有实质意义的事态发展。这一章提供的只是思考这个范围之外的事物的框架，因为经济指标并不一定总是遵循线性的路径。例如，谷物并不像一种宏观经济指标，但它可能影响货币政策。

近期能源市场上替代性生物燃料的需求已经替代了对食物和谷物价格水平上涨的压力。美国国会已经通过了一些法律，来支持对绿色能源的追求，对那些创造和运用环境友好型能源生产和使用方案的单位提供鼓励性方案。不幸的是，一

个全国范围的通货膨胀可能即将来临，这个情况的线索可以在商品市场中找到。

对以玉米为原料的燃料如乙醇和纤维材料（玉米秸秆，纤维和其他原料）的需求处在震荡中，使得玉米价格创造新高纪录。玉米变得越有利可图，就有越多的农场主种植玉米。而适于耕种的土地数量是相对固定的，所以当农场主把大面积的土地用于种植玉米时，他们减少了可以用来种植其他作物如小麦、大麦或大豆的土地。自然而然地，随着那些作物的供应减少，其价格会上升，导致其他谷物和作物的价格更高，而不仅仅是玉米。

玉米的消耗不仅是在7月4日，也不仅是在夏日周末的一场海滨聚会，玉米还是牲畜的饲料。所以当饲料的价格上涨时，禽类和牛肉的价格也会上涨。而且，玉米的衍生品还作为甜味剂用在食品和饮料的加工过程中，这些甜味剂中最普遍的是高果糖玉米糖浆。如图14-10所示，美国农业部每月报告月度高果糖玉米糖浆的价格，近几年这一价格已经长涨了。大豆在啤酒和其他食品的生产中会用到，所以酒精饮料的成本上升。根据《金融时报》最近的一篇文章，2006年种植大麦的土地面积大约是295万英亩，这是自1866年以来的最低纪录。

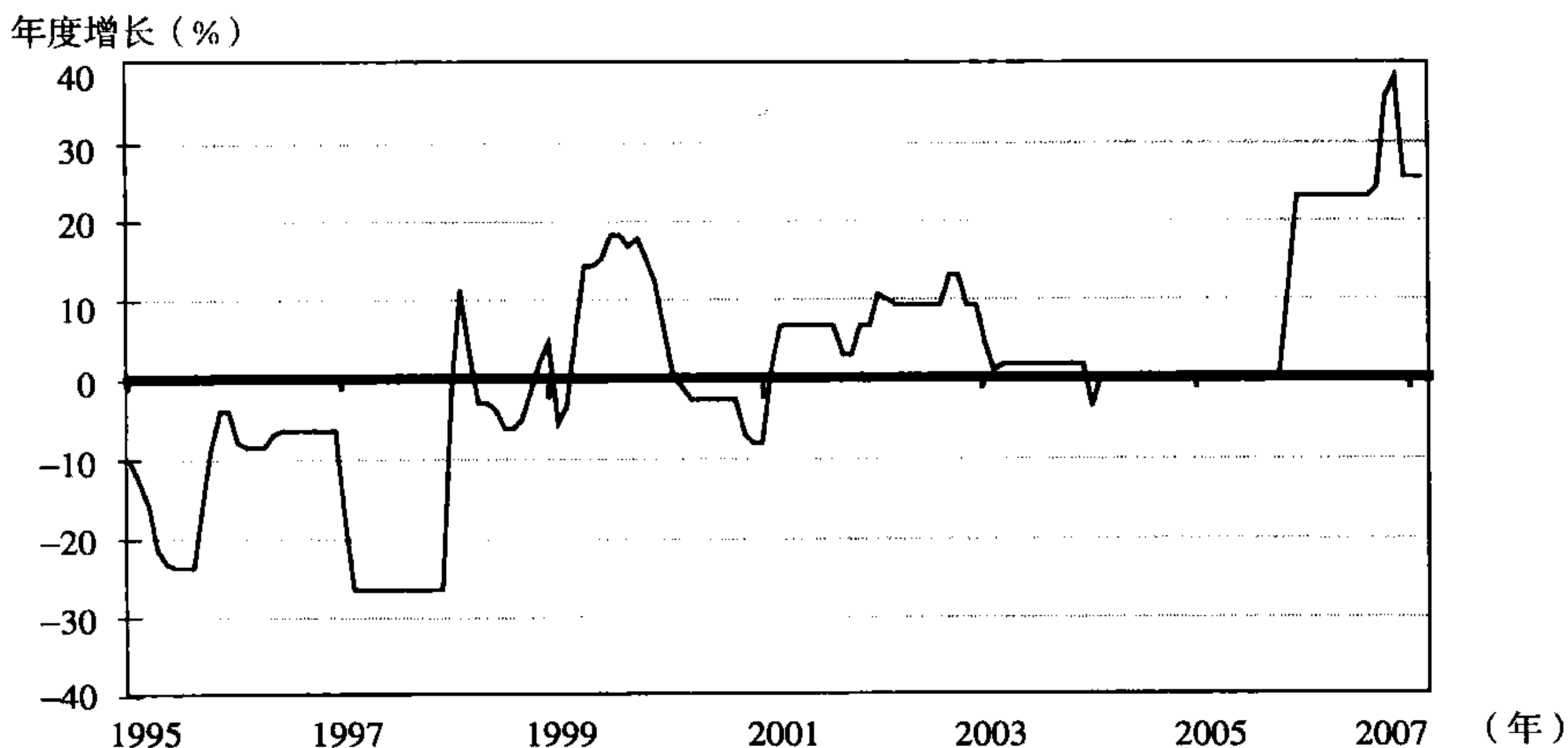


图 14-10 玉米价格增幅

(资料来源：美国农业部)

所有这些都还不是最坏的情况，如果一场干旱或者洪水袭击了农民的玉米——一种本来就紧缺的商品——那么将会发生什么？

食品是消费者承担的最明显的开支。如果食品价格的压力持续下去，超级市场和餐馆的开支会升高，餐饮服务设施，如宴会厅、娱乐公园、体育场所和类似

的饮食场所可能会提高它们的价格，因为它们投入的成本提高了。最后，通货膨胀就会在零售领域出现，这可能会引起一些经济的失衡。如果这个情况影响足够大，且是长期性的，美联储可能不得不用一个更快的速度调整它们。鉴于这一切，所有商品价格的变动趋势都值得关注，即使是那些并不广为接受的经济指标。

由乙醇和高果糖玉米糖浆新市场驱动的商业活动偶然地已经引起了人们的关注，经济 and 很多商业活动已经大大受益。农场的价值在近几年迅速上升，给国家的农业部门注入了新的活力，要知道它已经萧条了数十年。阿彻丹尼尔斯米德兰公司——美国最大的乙醇生产商，受到了市场对其股票价格的忠实追捧。联合收割机、拖拉机和 other 农业生产设备的销售增加了企业的收入，如约翰迪尔公司。这些设备必须运输，这又帮助了货运业和铁路运输业的发展。所有的这一切已经在努力使美国经济减少对化石燃料的依赖，而更多地依靠清洁的可再生能源。

从这一章中我们可以清晰地看到商品在全球经济范围内扮演着一个不可或缺的角色，对一些经济变化如建筑、工业生产、通货膨胀、雇用和综合需求有重要影响。受到商品变动影响的包括从交通运输业、农业到能源、食品饮料等一切行业，甚至于很多服务性行业如航空、铁路、通信、石油钻井和设备租赁也受到商品市场变动的很大的影响。因为这些很强的关联性，大多数华尔街的交易台上的屏幕中任何时候都闪动着不少于 12 个的商品指标。行业分析师有用他们特定行业的各自特定的密切关注的商品指标，某些经济师则被频繁地问到一些范围较广的商品指标。

由于价格和经济变动趋势在投资过程中十分重要，因此所有种类的商品都值得占据每一位投资者仪表盘的重要位置。



人人需要了解的 14个经济指标

The Trader's Guide to Key
Economic Indicators

“本书成功地对通常被认为相当复杂的经济世界进行了剖析，不失为一本非常通俗易懂的投资指南。亚马罗尼先生帮助读者跳出数字的局限，真正读懂金融市场上的各种经济要素，并且向大家揭示了大量‘背后的秘密’。而这些，在其他地方很难找到。”

—Rhonda Schaffler, CNN高级记者/主持人

“无论是炒股票还是买债券，每个人都应当随身携带这本经济指标指南，因为它实在是无价之宝。”

—David M. Jones博士

“华尔街的专家们在进行市场分析和预测时都要用到各种关键经济指标，如果你希望自己也能大幅度地提高对投资前景的把握能力，那么你同样需要了解这些经济指标。亚马罗尼先生用浅显易懂的文字讲解了大量有关经济的概念，用平实的语言体现了相当高的专业水平。这本书向读者们说明了，要在金融市场上赚钱，适用的指标都有哪些，以及如何对它们进行利用等。它能帮助读者效仿专业人士的分析方法，成功地对金融市场的经济走势做出准确的分析。”

—Stan Richelson, 《债券投资指南》合著者

世纪波文化发展有限公司

<http://www.century-wave.com>

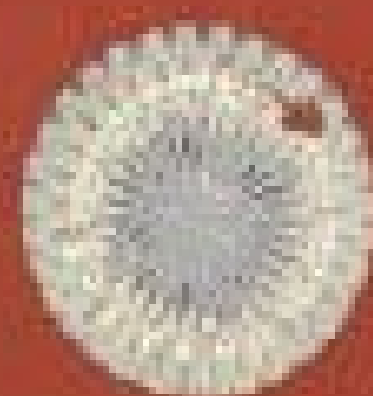


咨询投稿: (010)88254199

sjb@phei.com.cn

责任编辑: 韩丽娜

本书贴有激光防伪标志, 凡没有防伪标志者, 属盗版图书。



ISBN 978-7-121-08535-2



9 787121 085352 >

定价: 32.00 元

创幻论坛 www.chfj.com