

辨识经济周期：发现机遇，避免损失

作者 谢丹阳

研判宏观大势主要看历史趋势、发展阶段、地缘政治、国家体制和机制、人力资本、自然禀赋与文化。这种判断需要我们集中注意力在主旋律上，要分清当下的热点事件中哪些会影响大趋势，哪些只不过是短期的插曲。

下面我们将注意力集中在中短期的考虑上，集中在当下。美国特朗普政府中有一位对中国抱有极大成见且对贸易理解很狭隘的策略人士，名叫彼得·纳瓦罗（Peter Navarro），他是挑起对华贸易争端的主要鹰派人物。此人是经济学家，早年写过一些学术论文，也出过一些书，但并未太引人注意。我倒是在2006年读到他的一本书，叫作《The Well-Timed Strategy: Managing the Business Cycle for Competitive Advantage》，即《时机：反向思考战胜经济周期》，对企业实践有一定的指导意义。我甚至认为，特朗普将挑起贸易争端的时机选择在美国经济完全复苏之际，也许就是受到了纳瓦罗的影响。纳瓦罗抨击中国的书，以及特朗普的《交易的艺术》（The Art of the Deal），大家有时间都应该找来读一读。我们必须做到知己知彼。

纳瓦罗在《时机：反向思考战胜经济周期》这本书中主要谈到以下几点：

第一，关于资本开支和收购策略，公司在繁荣期将要结束时削减资本开支。由于我们无法精准地预测拐点的到来，所以这一削减资本开支的行为可能意味着公司会错过繁荣期最后疯狂的那一段时间，但因此而节省下来的现金将使公司在经济衰退最终出现的时候以低成本扩张，尤其是公司可以吞并那些由于过于激进而遇到麻烦的竞争对手，并为经济衰退结束时的扩张做好准备。

他举了一个由于过于进取而遭到惨痛损失的公司的例子——美国的计算机零售商 Gateway（捷威）。1999年，也就是科网泡沫崩盘的前一年，Gateway 将其计算机零售店从280家扩展到400家，这使其多项开支成倍增长。当2001年经济衰退来临时，Gateway 留下了大量库存。高昂的管理费用降低了其对戴尔的竞争力，戴尔迅速抢走了 Gateway 的市场份额。

另一个经典案例是电信设备制造商 Nortel（北电）。Nortel 在科网泡沫期间为收购付出了沉重代价。大家想一想，在2000年的某个时刻，Nortel 占整个多伦多证券交易所市值的1/3，那是多么庞大的体量。但是，当2001年科网泡沫破裂时，这些并购许多都血本无归，Nortel 的净资产中750亿美元化为乌有（注：如果大家上网查一查就会发现，Nortel 已于2009年1月申请破产保护）。

上面说的是两个失败案例。纳瓦罗也举了一个成功的案例，那就是潘石屹。潘石屹于1992年果断退出了海南房地产市场，随后海南房产泡沫于1993年破裂。潘石屹于1995年创立了 SOHO 中国，在亚洲金融危机期间，他在北京积累了土地储备，为2001年之后的扩张做好了准备。

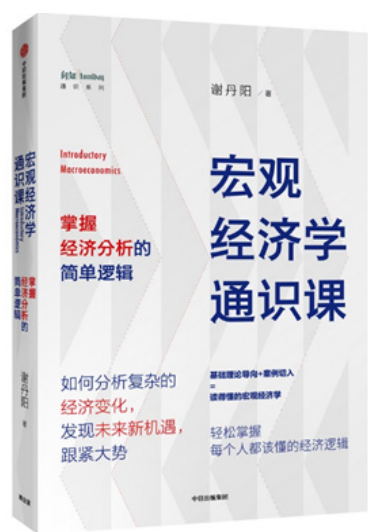
大家可能还会注意到另一个成功的案例：马云。在阿里巴巴香港首次公开募股（2007年11月）取得巨大成功后，马云于2008年2月宣布“冬天即将来临”并要求员工做好准备应对。这离雷曼破产的9月15日还有大半年的时间。马云大幅削减资本开支，其节省的现金使阿里巴巴能够在危机当中以有利的价格购买中国万网、搜狗、scn、Sinosoft 等公司的股份，并加速其在印度、美国和欧洲国家市场的扩张。

纳瓦罗谈到的第二点是库存管理。他指出，企业不要被表面的幻影需求所迷惑。他以思科（Cisco）为例做了说明。

当面临供应短缺时，客户会在实际需求为100个单位时订购180个单位，希望可以分配到100个单位。在这180个单位的需求中有80个是虚幻的。思科没有意识到实际需求和幻影需求之间的差异，也没有留意到经济衰退即将到来的信号。它不明智地继续扩张，结果在衰退到来之际累积了大量库存而卖不出去，不得不在2001年减记了价值20亿美元的库存。

第三点是关于经济衰退期间的营销。他将必胜客和麦当劳的营销策略做了比较。在1990年到1991年经济衰退期间，必胜客依然在做广告，但在广告中强调的是家庭套餐的价廉物美，而麦当劳则在同一时间削减了广告。结果是这一时期必胜客销售额增长了60%，而麦当劳则下降了30%。在衰退期不是不做广告，而是要懂得如何让广告打动消费者。

最后，他讨论了风险对冲。我们都知道，航空公司的主要成本之一为燃



书名：《宏观经济学通识课：掌握经济分析的简单逻辑》
作者：谢丹阳著
出版社：中信出版集团 2020年7月

《宏观经济学通识课：掌握经济分析的简单逻辑》后记

写作这本书的目的是希望你研判宏观大势，辨识经济周期，从而发现机遇、避免损失，培养对宏观调控政策的预见力。我们既要密切关注当前的热点问题，同时也要牢记长远趋势，以及判断哪些突发事件将改变长远趋势。

毫无疑问，当下最重要的热点问题关于疫情的前景。我觉得现在经济学家发声还为时过早：我们完全不清楚疫情从医学上来讲到底能否得到有效控制和缓解。经济学家应该在复工的效率数据出来之后再评价。这次疫情，可以说是人类的灾难，尤其是对那些不幸被击中的家庭而言。但对于宏观经济学的研究来讲是一次特别好的机会，这几乎是一组完美的试验，使我们得以检测各个国家在面临同样的外部冲击时所采取的不同政策与措施，并观察到哪一种能够产生更加理想的结果。此外，这次疫情也会推动大量的科技创新，政府监管机构也会更加配合，提高批复效率，比如在医药和生命科学领域。甚至在其他领域创新落地也会加速，诸如无人驾驶、无人快递、无人送餐、机器人搬运、机器人酒店以及增强现实和虚拟现实（通过这些来感受现场球赛，感受朋友聚会等）。从我们教育界来看，疫情大幅加速了线上教育、线上办公的步伐。将来回过头来看这段经历，我们会发现，这一疫情危机激发了人类极大的创造力。

疫情的出现让所有金融和决策机构过去所做的预测成为一张废纸。面对这一突发事件，我们毫无疑问要对预测做出大幅调整，宏观政策也需出台应对措施。美联储立刻采取了一系列的行动。它通过两次快速降息将政策利率降到零的边缘，同时推出无限量化的量化宽松，用于购买国债、市政债、企业债，甚至垃圾债券，可以说是放手一搏！这些行动最主要的作用是缓解资金市场的恐慌。我们观察到穆迪利差指数（美国投资级企业债与10年期美国国债的利差）从4.3%迅速降到3.3%，资金市场渐趋镇定。尽管目前债券市场利差比去年同期高出一个百分点，但比起2008年的6%而言还是要低很多。可以认为，美联储从2008年的危机处理当中吸取了有益的教训。事实上，全球各国面对疫情均采取了某种程度上的货币宽松与财政刺激的纾困政策。

疫情的发展还导致了前所未有的金

融乱象，原油期货价格居然出现负值，而且一度为负的每桶40美元！这又如何解释呢？

首先，不要相信阴谋论。网络媒体里充斥的阴谋论会让大家觉得这又是美国金融大鳄刻意算计全世界，尤其是算计中国的一幕。实际上，美国也有大量的金融机构在这一轮油价暴跌之中输得倾家荡产，美国页岩油企业同样受到重创，股价普遍暴跌60%，可以说美国得不到任何好处。还有阴谋论将沙特阿拉伯王子描写得深谋远虑，称其先行做空美股然后挑起石油价格争端，多管齐下，一战成名。难道沙特阿拉伯不担心会遭到美国和其他西方发达国家的集体报复？

真相其实很简单，油价暴跌起始于沙特阿拉伯和俄罗斯的石油价格摩擦，但后期的波动更多是因为大家对疫情的发展无法做出清晰的判断。那些认为疫情会逐渐平稳下来的投资者认为前段时间的油价暴跌过了头，尤其是在沙特阿拉伯与俄罗斯达成巨幅减产的情况下，于是买入原油期货。他们的对手方当然是看空者，而看空者认为疫情拐点远未到来。油价自然随着疫情的起伏而波动。当然，原油期货出现负值也确实前所未有的。芝加哥商品交易所于2020年4月15日完成测试成功修改计算机系统允许负值出现也属实。如果不允许出现负值，或许5月期货根本没有任何买家愿意接盘。投资者将无法脱手，如果一时间找不到真正的石油用户和买家，那就只有租用管道或仓储来接货。试想：那些拥有管道和仓储的企业，面临如此巨大的结算需求，将租用价格提高十倍乃至百倍都是有可能的。到了这个地步，那些买入原油期货的投资者只有任人宰割了。这背后是否存在精明投机者做空石油，同时抢先控制了石油接收管道和仓储资源，我不敢绝对否认这一可能，我只敢说这背后不存在国家势力和国家行为（否则我们只能用“利令智昏”来形容这一行为）。这些行为均为市场操纵。如属于个人行为，个人负有刑事责任。如属于机构行为，机构将被严惩。芝加哥商品交易所市值为660亿美元，犯不着冒着被严惩的风险和某一方合作去算计另一方（又一阴谋论版本）。

总之，油价波动仍会继续，但这无关阴谋。阴谋论当然不是我们国产的，

油。2004年，当油价超过每桶50美元时，美国西南航空公司的风险对冲率为80%，它早在原油期货每桶24美元的时候就已经锁定了绝大部分成本。相比之下，美国的大陆航空公司的石油对冲率为45%，对冲价格为每桶36美元；西北航空公司的石油对冲率只有25%，对冲价格为每桶37美元；而达美航空公司则完全没有对冲。我们现在回过头去看，航空公司最差的做法是当油价冲到每桶150美元的时候才慌忙去对冲，担心油价会奔向每桶200美元。据报道，2008年中国航空的对冲策略导致其将近10亿美元的账面损失，国泰航空公司账面损失9亿美元，中国东方航空同样损失9亿美元。

2016年2月20日，在深圳与武汉大学校友会举行的“全球经济金融形势”座谈会上，我谈道：“美国的经济复苏应毫无悬念，全球的形势也在趋强。在此大背景下，现在每桶35美元的油价两年后有可能会上每桶70美元。”如今果不其然。也许你感兴趣知道我对油价

美国也有阴谋论。大家如果读读白邦瑞（Michael Pillsbury）的《百年马拉松》（The Hundred-Year Marathon: China's Secret Strategy to Replace America as the Global Superpower），那简直将咱们中国人的智商夸上了天，恨不得说咱们用几千年的智慧早就将美国算死了。而不少中国人却正好相反，认为美国人，尤其是总统特朗普高瞻远瞩，早就将我们算计了，中美之间必有一战等等。这些在我看来都很可笑，都是因为双方民众互不了解所造成的错觉。尽管我痛恨阴谋论，但我们必须意识到各个国家都有类似的专业人士从事这方面的工作，而且阴谋论也有它的建设性和可以被政府利用的一面。政府的国际事务决策机构中有鹰派、鸽派和中间派。这几大派别各司其职，缺一不可，这些不同派别的共存可以极大地提高大国博弈当中对手方的决策难度，同时也提高本国决策灵活度和双方最终解决国际争端的成功率。

疫情会不会导致中美科技脱钩呢？中美脱钩并非新的议题，是“逆全球化”思维的一个环节。就这一议题，2019年中国国际经济交流中心美欧所首席研究员张莱楠先生有一篇细致的分析，他的主要观点是：“中国制造”+“中国市场”造就中国难以复制的综合比较优势，美国高科技公司如想和中国脱钩，不是那么容易。即便是在美国政府推出种种有利的税收政策之后，制造业回流美国的速度并未如期加速。我同意这一判断，而且我们不要忘记，虽然美国工人希望制造业回流，但资本是逐利的，而且在西方它是主导政府决策的，资本之所以不断来到中国，看上的还是中国多方面的优势：要素成本、产业配套、基础设施（包括数字新基建）、政府扶持以及巨大的消费市场。另外一点我们也不能忘记，美国政府已经是寅吃卯粮，债务占GDP的比重超过100%，它虽然能够付得起美国企业的搬迁费用，但是没有能力长期资助下去。所以，除非疫情进一步恶化从而大幅提高贸易成本、彻底改写贸易格局，否则，中美科技脱钩论雷声大、雨点小。我认为，全球化的道路虽然不平坦，但将在更为包容的前提下强势归来。尽管如此，从中国本身而言，我们应当加强高科技创新能力，进一步推动产业升级，提高自身的应变能力。■

进一步的判断，请继续关注。

可能大家会觉得，虽然纳瓦罗举的这些例子说明了辨识经济周期的重要性，但难在如何辨识。事后诸葛亮容易做，可是当你真正要做决策时总感觉信心不足。决策对了，当然可以把握机遇，决策错了则难免造成重大损失。

宏观经济学家判断失误也不在少数，比如1994年11月克鲁格曼在《外交》杂志上撰文，声称亚洲奇迹其实和苏联的奇迹一样没有什么神秘或可以称道的。所谓的“Asian Tigers”（亚洲虎）只不过是“Paper Tigers”（纸老虎）。大部分经济学家（包括本人在内）应该不会赞同他的这一观点，但是随后却爆发了1997年亚洲金融危机，好几只“小虎”包括韩国、泰国、马来西亚等均未能幸免，克鲁格曼算是赢了一局。2001年，他在《纽约时报》上刊文指责小布什政府企图制造紧张气氛以帮助推动国会减税法案。他说数据显示情况没那么糟，结果美国经济在2001年3月见底并开始下行，直到11月才见底。2008年1月11日，克鲁格曼在自己的博客上称美国将出现甚至已出现衰退。曼昆教授对此不以为然，于1月15日发表的博客上指出克鲁格曼在2001年对美国经济误判。结果金融海啸下半年如期而至。虽然谁都不能保证自己永远正确，但我还是佩服这些愿意搭上自己的名誉去白纸黑字清晰表达自己观点的学者。

学习宏观经济学会让我们注意到一些关键的数据，同时也让大家理解那些重大事件是如何影响整体经济的，这种影响的整个链条是如何衔接的。通常的情况是，一个事件，比如1985年《广场协议》（Plaza Accord）推动日元升值，是如何影响东亚经济的，包括东亚国家的投资与出口，以及如何在这些经济体中催生泡沫的，而日元在1995年之后的贬值又是如何部分地导致了亚洲金融危机的。再比如，2012年5月22日我在新浪博客上撰文《负利率时期黄金并非非总能保值》，当天黄金价格为每盎司1580美元。

其中有这么一段：“假设我们抽象地将所有商品分成两类，一类方便储存（如黄金），一类不易储存（如水果）。那么在负利率的环境下，与其接受债券的负实际利率，不如购入黄金并将其储存。但在这种考虑的驱使下，民众对黄金的追逐必然会推高黄金的相对价格。当黄金价格已经被充分推高之后，那些一味认为黄金能保值而继续购买的储蓄者将来难免会感到失望。事实上，黄金价格的进一步上涨将有赖于地缘政治上的突发事件或全球央行释放出目前市场预期外的流动性。从长远来讲，各大央行迟早会收回为处理本轮经济危机而提供的流动性，收回的速度和幅度越出人意料，则黄金价格将跌得越快。黄金价格的波动虽受各种繁杂因素的影响，但其主要影响因素来自市场对原有预期的修正。如果美国的货币政策在2014年后如期逐渐恢复正常，那么黄金价格在跌破每盎司1500美元后的中长期内可能一蹶不振，在2020年仍将维持在每盎司1500美元以下。”这些我们将在接下来的内容中谈到。

为了能够更准确地辨识经济周期，各国纷纷建立了调查数据库，官方和民间的数据发布也都相当多，其中有一些是左右大市的。经济学家们设计了一系列的领先指标和预警体系，虽不完美但还是对判断和决策有一定的参考价值。

这本书关系到宏观经济运行和政策的方方面面。我们既要明了用于判断与分析的理论依据和内在逻辑，也要利用实际数据形成我们的观点。希望通过这些理论训练和实际操作，我们的判断能越来越明智。■