



短期债务和商业周期的经典情景重现



对于全球经济正在发生的一切，我们不妨置于历史上短期债务与商业周期的经典情景下进行考察，主要问题是投资时机以及下次经济低迷的表现。

在短期的债务和商业周期的“后期”阶段，经济体生产能力的增速赶不上其需求的增速；且经济体的生产能力接近其上限，那些被制约的产品（比如人工以及受制约的资本商品）价格上涨。届时，那些有能力生产这些短缺物品的组织将获得更多利润。然后，需求进一步制约生产能力，加之价格及利润上升导致利率上升、央行收紧货币政策，从而导致股票和其他资产价格下跌，因为所有资产的定价均为其未来现金流的现值，而利率是用来计算现值的折现率。

这就是为什么，经济强劲却伴随着股票和其他资产价格下跌的情况并不少见，有些人很好奇，不清楚为什么股票在经济强劲时下跌，不明白其中的动态过程。如果股票和其他在增长强劲时表现出色的资产的价格继续下跌（这很典型），信贷市场收紧导致需求下降，直到需求明显低于生产能力。利率随之下降，央行开始放松货币政策，因为他们对经济疲软的担忧取代了对通胀的担忧；这又反过来导致股票和其他资产价格上涨。这就是“短期市场和商业周期”的本质。这就是为何当经济非常疲软、经济体中存在大量过剩产能、利率下降时，经典的最佳做法是购买股票（反之，则是抛售股票的最佳时机）。

当前我们处于短期债务/商业周期的“后期”阶段，但我们并不确切知

道身在何处——也就是说，尽管债券市场的顶峰已经过去，但我们并不确切知道距离股市和经济的顶峰有多远。虽然我们眯着眼睛计算，试图弄个明白，我们也知道我们不可能算得分毫不差，但我们希望能像过去那样，算得八九不离十。

我们正在进行的计算，如果利润增长（这对股票有利）的增速快于利率上升（这对资产价格不利），将略微看涨；如果有大量现金仍未进场（情况确实如此）而导致股市价格最后一次上涨，这也对债券不利（抬高利率），并导致美联储收紧政策，这时经典情景中的股市顶峰出现。大多数情况下，这将是决定股市达到顶峰的确切时间的最重要因素。

大约 10 天前（2018 年 2 月初），我认为这就是我们所处的现状。然而，最近刺激政策、经济增长以及工资的上升表明，这一周期比我认为的要快一些。这些消息导致了债券的反应，而这些反应影响了股票，这可以理解。

然后在 2 月 9 日，我们获悉参众两院通过的预算协议将产生更多的财政刺激，令美国财政部出售更多国债，这对债券更为不利。很快，我们将获悉大型（且需要的）基础设施计划，将需要更大的赤字以及更多的国库券销售来为此类计划提供资金。换句话说，生产能力进一步受制约，导致市场推动名义利率上涨。美联储对名义利率上涨的反应以及随之上涨的实际（经通胀调整的）利率将非常重要，所以我们将密切关注这一点。

可以确认的是，我们处在周期中的这一阶段——央行很难确保货币政

策无误,而且这个时期平衡行动将特别困难(鉴于所有对产能限制的刺激,以及资产和其他因素的长期持续性),因此未来一年半至两年内出现经济衰退的风险在上升。虽然大多数市场参与者都聚焦于 2018 年的强劲表现,但我们更关注 2019 年和 2020 年(这是下一个总统大选年)。坦率地说,在下次选举前若不讨论经济衰退的可能性以及经济衰退的可能状况,未免有失察之嫌。

我关注两个重要的不同: 1) 富人和穷人之间存在如此巨大的差距(这造成了社会和政治敏感性); 2) 央行扭转收缩的能力比以往任何时候都更有限(因为利率如此之低,量化宽松不那么有效)。出于这些原因,我担心下一次经济下滑的情况,尽管它不太可能很快出现。

瑞·达利欧 (Ray Dalio) | 文 康娟 | 译 刘筱薇 | 校 时青
靖 | 编辑

瑞·达利欧是桥水基金主席。

预览已结束,完整报告链接和二维码如下:

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_32131

