

C·H·A·P·T·E·R·2

第2章

基础

术语、定义、趋势和政策

本章从债券基础开始，包括定义、债券特性和术语，然后将债券和股票进行对比分析，最后，关注债券与不同经济统计数据的关系。

债券基础

债券是借据（IOU）。债券同大额定期存单（certificates of deposit, CD）和储蓄账户具有相似之处。投资者用现金购买大额定期存单（或存入储蓄账户），实际上，投资者是借钱给银行。当大额定期存单到期时，银行支付投资者存款利息和本金收益。类似地，债券投资者将资金借给债权发行者（公司或政府）。投资者是债权人，而不像股票投资者是所有人。反之，债券发行者定期支付利息直到债券到期日。事实上，所有债券都有到期日，发行者到期返还每张债券面值（如1 000美元）给投资者。图2-1展示了债券支付流程。

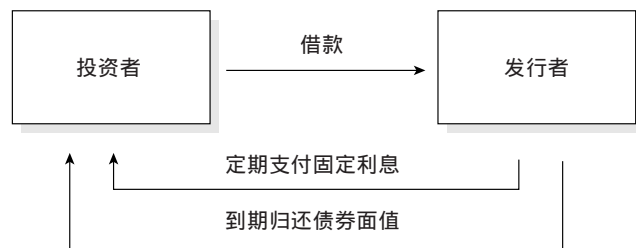


图2-1 债券的运用

储蓄账户、大额定期存单和债券的主要差异是投资者可在到期日前出售债券给他人，而储蓄账户和大额定期存单则不行。请谨记，只有超过100 000美元的大额定期存单才能在到期日前出售给他人而且可转让。因此，与100 000美元以下的储蓄账户和大额定期存单不同，债券是可转让的借据。

债券术语

理解债券基本术语是债券投资的前提。

平价/票面价值 (par/face value) 平价即是债券的票面价值，当债券到期时，归还投资者的金额。例如，如果发行时，债券买入价是1 000美元，则投资者以平价买入债券。到期日时，投资者重获1 000美元。除一些少数例外，本书所说的债券面值一般为1 000美元。

折价 (discount) 债券不一定需要在平价交易，可低于或高于面值交易。低于1 000美元面值交易的成为折价交易。

例如，AT&T债券承销时，息票率为6.5%，到期日为2029年，每张债券是以870美元折价交易的。

溢价 (premium) 债券也可溢价交易，即高于面值1 000美元（平价）交易。IBM公司2013年到期的债券，息票率为7.5%，承销时，每张债券以1 030美元进行交易。每张债券有30美元的溢价。

息票率 (coupon interest rate) 息票率是债券发行人承诺支付给债券持有人的利率。如果息票率为5%，债券发行者则承诺每年支付50美元利息（ $5\% \times 1\,000$ 美元）。

很多债券每半年付息一次。如果发行者支付5%的息票率，每半年支付，则债券持有人每6个月每张债券将收到25美元的利息。一些债券采用同某一特定指数挂钩的可调整或浮动利率。换句话说，息票支付金额随着所依据的基础指数而上下浮动。

到期日 (maturity) 债券到期日是债券到期的时间长度，即债券持有人收取票面价值的日期。

市场利率 (market rates of interest) 市场利率影响债券价格。以下实例说明了这一点。假设一名投资者去年以5%的息票率购买了一只债券,当时市场利率为5%,每张债券投资者支付1 000美元,今年市场利率上升到6%。

如果投资者出售这只债券,将会从中得到多少收益?很显然,当新投资者以6%的息票率购买每张面值1 000美元债券时,不会支付1 000美元,息票率为5%的收益。新投资者预期收益率至少为6%,也就意味着为了同当前市场中的债券竞争,债券将折价出售(低于1 000美元)。

相反,如果市场利率降到息票率之下,投资者将会支付债券的溢价(高于1 000美元)。由此,债券价格对市场利率以及在以后章节描述的其他影响因素十分敏感。

提前赎回条款 (call provision) 许多债券都包括提前赎回条款。这就意味着债券到期日前,债权发行者以特定价格赎回或补偿债券。

当市场利率低于债券息票率时,债券发行者将行使债券提前赎回条款。对于到期日为20年、息票率为8%的债券,如果市场利率低于发行息票率,提前赎回条款可让发行者提前赎回债券。这对那些以8%息票率赎回债券并以较低的息票率发行新债券的发行者而言是优势。

认沽期权 (put option) 附带认沽期权的债券能使债券持有人重新以面值/平价,即1 000美元,再次出售债券。认沽期权是提前赎回条款的反面,因为债券持有者决定是否执行认沽期权。

买入价 (bid price) 债券有买卖报价。买入价是买者为购买债券支付的最高价格。例如,一种债券的买入报价为94 1/2美元,其含义就是当卖出这种债券时,大多数买者都报出了每只债券94.5美元的价格。

卖出价 (ask price) 卖者报出的发行的最低价格。例如,如果债券的买入价是94 1/2美元,卖出价是94 5/8美元,则投资者发行时买入每只债券要支付94.625美元(卖者可接受的最低发行价格)。

价差 (spread) 债券的买卖差价被称为价差。其中一部分作为经纪人/交易者的佣金,较大的价差表明债券的交易不活跃。

报价 (price quotes) 债券数以百计报价，但交易却数以千计报价。债券的报价是 $86\frac{3}{4}$ 美元，意味着债券不会在86.75美元进行交易，但是报价却是每只债券867.5美元。

基点 (basic point) 一个基点相当于一个百分点的1/100。例如，债券的收益率从5.25%下降到5.20%，则收益率下降了5个基点。基点用来衡量收益率差异。

债券的一般特点

所有债券都有类似的特点，现总结如下：

- ▶ 到期日，偿还债券的日期。
- ▶ 利息支付，发行者承诺返还使用借入资金。
- ▶ 本金归还，发行者承诺到期日归还本金。

所有债券发行都有一个主贷款协议，称为债券契约，包括发行信息在内。

债券契约包括下列发行条款：

- ▶ 债券发行金额
- ▶ 息票率
- ▶ 利息支付频率（每年或每半年）
- ▶ 到期日
- ▶ 提前赎回条款（可能有）。这一条款允许债券发行者在到期日前提前赎回债券。
- ▶ 偿付条款（可能有）。这一条款允许发行者由于发行新债券而在债券到期时返还债券持有者，并获取收益。
- ▶ 偿债基金条款（可能有）。这一条款在发行者将收益置之不理而退出发行时，为债券持有者提供了较大的保障。
- ▶ 认沽期权（可能有）。这一条款允许债券持有者以平价将债券回售给发行者。

债券规则

精明的读者能够将第1章和本章中所体现的信息同特定的规则和原理结合起来。具体总结详见表2-1。

债券有规律的固定利息支付使其更适合于那些追求收入而非增长的投资
者。第1章中有关债券定价缺少透明度的探讨指出了运用债券作为交易工具
的困难。不同于股票那样轻易获取新价格而且买卖价差很小，从而使得投资者
交易活跃。由于债券获取新价格较难，所以其佣金也高于股票。因此，可以购买
债券并持有至到期日。债券能持有至到期日的另一个原因是债券持有者将会收
取票面价值，这是对其本金的回报。

表2-1 债券规则

-
- 债券提供定期收入支付
 - 债券交易没有股票交易那么活跃
 - 购买债券并持有至到期日
 - 债券价格同市场利率呈反向变动
 - 当市场利率上升时，已发行债券的价格下跌
 - 当市场利率下降时，已发行债券的价格上涨
-

债券对市场利率的变化很敏感。利率上升对已发行债券价格具有抑制作用。
类似地，利率下跌，已发行债券价格上升。这主要是由于债券息票率同市场利
率之间的关系。理论上，当市场利率和债券息票率相同时，债券将在平价
1 000美元进行交易。当市场利率高于息票率时，债券将折价交易（低于1 000
美元）。当市场利率低于息票率时，债券将溢价交易（高于1 000美元）。

债券和股票

从历史的角度看，普通股在长期比债券表现得好。最明显的就是少数网络
和科技股的收益，诸如网络创投公司（CMGI）、美国在线服务公司（AOL）、
雅虎（Yahoo）、甲骨文（Oracle）和太阳微系统公司（Sun Microsystems）在
1999年的几个月内双倍增长。而当这一情况与1999年债券的负收益相反时，
投资者就会好奇为什么他们会考虑投资债券。投资债券令人信服的一些原因已

在第1章中表述过。

债券和股票差异较大，表2-2对这些差异进行了归纳总结。股票为以资本盈余形式存在的组合提供了增长性（当股票价格高于其购买价格时），而债券则提供了定期的固定利息收入和到期日本金的归还。从长期看，股票收益要远高于债券收益。即使在1994~1999年较短的时间内，这种情况也是真实存在的。

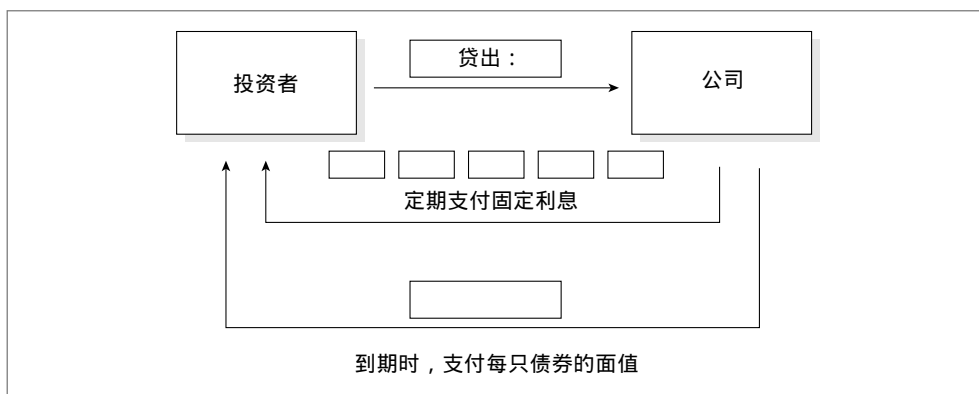
由道琼斯工业平均指数、标准普尔500指数和纳斯达克指数衡量的股票市场增长极快，而在1994年和1999年，30年期的国债投资都遭受了负收益。股票市场的极大收益使得很多资金从债券市场流入到股票市场。由于资金离开债券市场，流入股票市场，就会有提高债券收益的压力以吸引资金。这是因为，自1997年以来，当股票市场上升时，债券市场就下降。换句话说，当股票价格上升时，已发行债券的价格下跌。股票市场和债券市场的关系一般呈反向趋势。那么，为什么投资者还会考虑债券投资呢？

表2-2 股票与债券

股 票	债 券
1. 提供长期增长	1. 提供当期收入
2. 投资期相对较长	2. 投资期相对较短
3. 要求不应是以股票收益为生存目的的投资者	3. 要求现在和未来的通货膨胀率较低
4. 要求投资者能承受股票市场的波动性	4. 适合于风险厌恶型投资者
5. 投资的潜在资本盈余将以比当期收入更低的税率进行纳税	5. 市场债券和政府债券可分配降低了联邦和州的税收
6. 提供价值储存	

专栏2-1 债券的现金流支付决策

请填写下列债券的现金流：投资者购买970美元的公司债券，息票率为5%，到期期限为5年。



股票是波动的，如果投资的股票价格升值，则不存在问题。然而，不存在后知后觉，人们从来都不确定选择投资股票是赢家。许多股票的收益率都是负的，所以如果投资者在低于购买价格被迫抛出股票时，就会遭受损失。债券比股票更稳定。但是如果债券投资者以低于其获得债券的价格出售债券时，也会承受损失。然而，如果债券投资者将债券一直持有至到期日，当期收回面值时，风险就会减少。

波动性还同债券持有时间的长短有关。持有债券的时间越长，则股票和债券损失的机会就越小。详见表2-3 先锋集团的情况（1998年）。1926~1998年间，持有一年期股票和债券的风险分别是43.1%和8.1%。1960~1998年间，1974年股票收益最差，负收益率为26.3%，1969年债券收益最差，负收益率为8.1%。随着持有期的延长，由于坏年头的差收益与好年头的多收益持平，则损失风险降低。在较长的投资期内，当市场下跌时，投资者不会被迫出售债券和股票。

然后，问题不在于是否投资股票或债券，而是选择适当的债券和股票投资组合。投资组合取决于投资者的总资产、年龄、风险承受力和投资期。

股票和债券的适当组合决策

同时投资于股票和债券的目的就是保护市场内的交易免受负面发展的影响，从而减少整体损失风险。债券市场和股票市场并非总是同升同降。如果股

表2-3 股票、债券和现金的投资收益范围

		1926~1998年普通股、债券和现金每年总收益范围																				
		阶段收入(年)																				
		1			3			5			10			15			20			25		
	高	年份	低	年份	高	低	年份	高	低	年份	高	低	年份	高	低	年份	高	低	年份	高	低	年份
股票	54.2%	1933	-43.1%	1931	31.2%	-26.9%	1931	24.1%	-12.4%	1931	19.9%	-0.8%	1931	18.1%	0.6%	1931	17.7%	3.1%	1931	14.9%	5.9%	1931
债券	45.5%	1982	-8.1%	1969	21.9%	-3.5%	1969	22.5%	-2.0%	1969	16.4%	0.2%	1969	13.6%	0.7%	1969	10.8%	0.9%	1969	9.8%	1.2%	1969
Cash	15.1%	1981	0.0%	1939, 1940	12.7%	0.0%	1939, 1940	11.5%	0.1%	1939, 1940	9.5%	0.2%	1939, 1940	8.6%	0.3%	1939, 1940	7.9%	0.5%	1939, 1940	7.5%	0.7%	1939, 1940

		1960~1998年普通股、债券和现金每年总收益范围																				
		阶段收入(年)																				
		1			3			5			10			15			20			25		
	高	年份	低	年份	高	低	年份	高	低	年份	高	低	年份	高	低	年份	高	低	年份	高	低	年份
股票	37.6%	1995	-26.3%	1974	31.2%	-9.2%	1974	24.1%	-2.4%	1974	19.2%	1.2%	1974	17.9%	4.3%	1974	17.7%	6.5%	1974	14.9%	7.9%	1974
债券	45.5%	1982	-8.1%	1969	21.9%	-3.5%	1969	22.5%	-2.0%	1969	16.4%	0.9%	1969	13.6%	0.7%	1969	10.8%	0.9%	1969	9.8%	1.2%	1969
Cash	15.1%	1981	2.4%	1961	12.7%	2.7%	1961	11.5%	2.7%	1961	9.5%	2.2%	1961	8.6%	1.8%	1961	7.9%	1.4%	1961	7.5%	1.2%	1961

资料来源：The Vanguard Group.

票市场低迷,债券和货币市场有时可通过保存资本而使投资组合价值免受损失。这是因为表面上看债券和股票弱相关,而实际上,股票和债券市场没有关系。

开发一项投资组合通常是基于投资多样化而非集中于单一投资的想法,也就是不要把所有的鸡蛋放在同一个篮子里。投资者运用这一方法是为了减少风险损失,使不同投资的收益趋于均衡。后者可以用如下假设的例子进行说明。

假定投资者购买：	总投资（美元）
1 500股Toys'RUs, 每股价格37美元	55 500
ABC公司100份可转换债券, 每份债券1 000美元	<u>100 000</u>
总计	155 500
一年后组合价值如下：	
1 500股Toys'RUs, 每股价格17美元	25 500
ABC公司100份可转换债券, 每份债券1 060美元	<u>106 000</u>
总计	131 500

投资者通过拥有两种不同证券以及平均两种投资的收益,从而分散损失风险。当然,投资者应当做得更好,就是全部投资于ABC公司的债券,但是事后觉悟总会产生更高的收益。事实是我们没有足够的洞察力通过广泛的投资分散风险而获得收益。换句话说,多样化寻求的是风险和收益之间的权衡(详见第9章管理债券投资组合)。

多样化需要通过选择不同行业不同类型证券的投资组合才能达到。例如,投资美国通用汽车公司、福特公司和克莱斯勒公司的股票和债券很难达到多样化。通过仔细挑选不同行业不同类型的公司股票和债券,或投资股票和债券共同基金,可以均衡投资于任一债券的风险损失。

什么才是股票和债券的适当配置?答案取决于投资者想要承担风险的程度。通常,股票投资比债券投资更具风险。通过增加股票投资的投资期,投资者可平衡股票市场的波动性。债券的到期期限要满足投资者需求的投资期。短期债券到期期限为1~5年,中期债券为5~10年,长期债券期限超过10年以上(通常到期期限为30年,但也有到期期限为100年的债券)。

除了风险，投资者的目标也决定了资产分配。那些靠投资利息为生的投资者将倾向于把投资组合中的资产多分配给债券，能够定期产生固定利息收益。而那些投资期较长、不必以资本收入为生的投资者，为了投资组合的增长，将更多比例的资产投资于股票。

资产分配不必遵循死板的公式。一定程度上，把这一概念作为投资货币的指导原则是个不错的办法。不同资产的分配比例可以依情况而定，当个人情况发生变化，投资者的目标也会随之变化。例如，如果重点从资本增长转移到产生更大的收入和资本保值，则投资组合中的投资比例也会相应地发生变化。

图2-2展示了资产分配决策的一些模式，图2-3进一步将模式细化。

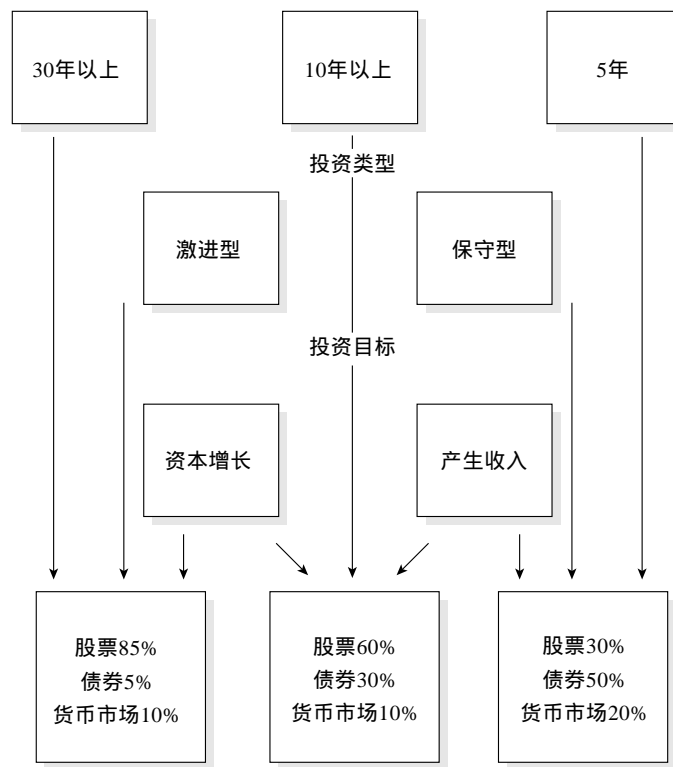
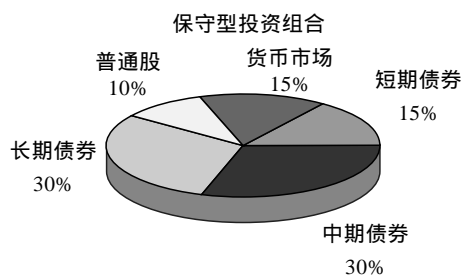
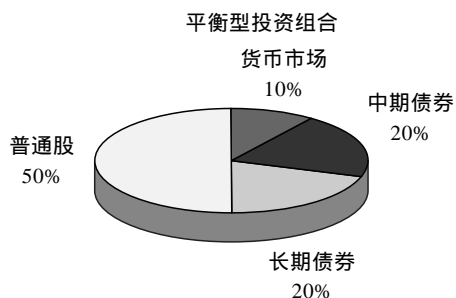


图2-2 从退休到急需用钱的不同资产分配模式

一个极端保守的投资组合，其投资目标是资本保值并提供一些增长。比重搭配是高质量债券和小部分股票。



平衡型投资组合 (balance portfolio) 包括较大比重的股票，提供资本增长，大比重的债券资产，提供收入。



十分激进型投资组合 (very aggressive portfolio) 是将大比重投资于股票，以求资本增长。

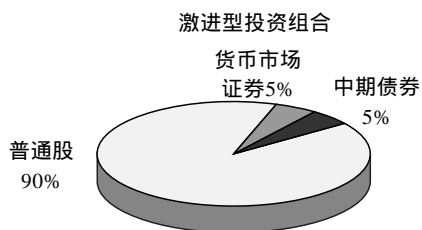


图2-3 资产分配模式

投资最重要的部分就是反映股票和债券广泛组合的资产配置计划。一旦决定资产配置计划，则可以购买单项的投资产品。紧急救助所有资金一定要具有流动性。换句话说，这些资金一定要在不损失本金的情况下很容易兑换成现金。

这些是货币市场债券。根据个人环境不同，经验原则就是以货币市场证券的形式保留相当于3~6个月生活费用的资金作为紧急救助资金。

资产配置计划并不需要一锤定音，由于个人的需要或者环境的变化，投资者每年都会重新评估其计划，详见表2-4 资产配置和分散化的效果。

表2-4 资产配置和分散化的效果

-
1. 通过投资不同类别的证券品种，损失风险分散到不同类别的品种中，而不是只集中在一个投资品种上。
 2. 分散的投资组合减少了总体风险。
根据Clements的研究，过去70年内，由23%的普通股和77%的债券构成的投资组合，其风险和100%投资于债券的风险相同。
 3. 分散化可以增加总体收益。在上述投资组合中，分散化的投资组合，即23%的普通股和77%的债券，其每年收益率比100%投资债券的收益率高出2%（Clements，p.C1）。
-

融资

有时，公司和政府需要增加外部资本来融通其费用支出。中长期资本可以通过在资本市场上发行债券、普通股和优先股融通资金。到期期限在一年以内的短期资本需要在货币市场上得到融通。资本市场和货币市场的主要区别就在于债权发行到期期限的长短。在第1章中，我们发现发行债务（债券）是公司获得现金的主要形式。图2-4展示了1981~1996年间公司通过出售证券所获取的资本情况（Scott等，P42）。

资本市场和货币市场十分重要，因为它们发挥了将经济体中的储蓄配置给需要这些储蓄资金的人们。换句话说，金融市场是配置经济体中储蓄供求的工具。

对于大多数公司而言，通常不会经常发行新债券获取资本融通，这是因为每次新发行的数量都很大。政府经常发行新债券，不同类型的政府融通资金的程序不同，我们将在以后章节中介绍具体的程序。

图2-5表明了市场上的融资程序并界定了初级市场和二级市场之间的区别。大多数新债券的发行都需在公开发行时经过承销商/投资银行家，由他们向公众配售债券。新公司发行中的一小部分通过私募直接发行给数量有限的机构投

投资者。新证券的首次发行出现在初级市场中。那些决定在到期日前出售其债券的投资者可在二级市场通过经纪人/交易商将其债券出售给其他投资者。

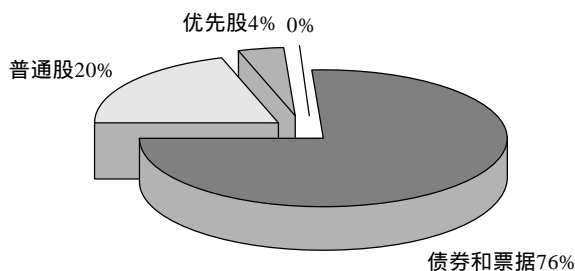


图2-4 1981~1996年公司资本融资组合

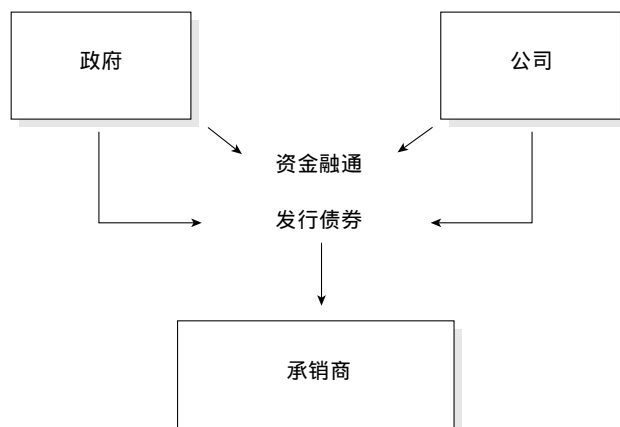


图2-5 融资程序

公司债券和某些政府债券的承销也很类似，投资银行家扮演了公众和发行人之间的中介角色。然而，公司债券和政府债券的承销还有很多不同之处。市政当局必须获得有竞争性的报价，而公司债券的发行是需要协商的。另外一个主要不同之处就是承销的程序。大多数公司债券的发行必须符合美国1933年证券法案的规定，这些公司必须将包括所有公司和发行相关信息在内的注册声明放在证券交易委员会备案。如表2-5所示，其中列明了注册声明中的主要信息。

从注册声明归档到向公众发行新债券之间有20天的等待期。在这一期间内，证券交易委员会检查注册声明，确定其是否存在严重的错误和遗漏。如果不存在，则证券交易委员会批准注册声明。但是，这一批准并不意味着证

券交易委员会对此发行持有支持态度，这仅表明申请批准所提交的信息没有明显的漏洞。

表2-5 证券交易委员会注册的主要信息

-
- 发行人的一般信息
 - 发行目的
 - 对公众的发行价格
 - 对特定团体的发行价格
 - 印刷费
 - 承销费
 - 公司净收益
 - 每年收取高于25 000美元的管理人员报酬
 - 任何异常合约的披露
 - 详细的资本化声明
 - 详细的资产负债表
 - 近三年详细的收入表
 - 管理人员、董事和承销商的姓名和地址
 - 拥有任何一类超过10%股票持有人的姓名和地址
 - 未决诉讼
 - 承销协议的副本
 - 法律意见的副本
 - 公司章程的副本
 - 影响新债发行契约的副本
-

资料来源：Radcliffe, Robert C.: Investment Concepts, Analysis, Strategy, 5th Ed. 1997, p.123.

必须为新发行的潜在购买者提供章程（包括的信息同注册声明信息基本相同）。

如果满足一定的要求（投资者少于25人，发行规模小于150万美元，由其他联邦机构发行的），通过私募发行证券的公司发行者不必在证券交易委员会注册。

这一发行的不利之处就是没有在证券交易委员会注册，缺乏市场性。由于证券买者有限，不容易在到期日前出售证券。

新债券的发行价通常在生效日的早上或者头天晚上制定，从而考虑了当前市场情况下的最新变动。

新发行的美国国债通过拍卖直接销售给投资大众，然后才给承销商使用。

阅读财经版面

经济情况影响债券市场。息票利率和投资者要求的收益率（两者都同经济相关）共同影响债券的价值。如果利率和风险受经济情况影响，则理解债券市场和经济之间的关系变得十分重要。

下列因素直接影响债券市场。

- ▶ 利率
- ▶ 通货膨胀
- ▶ 经济状况

利率

市场利率和债券价格呈反方向变动关系。当经济体内的市场利率上升，则现有债券的价格有下降的压力。类似地，当市场利率下降时，现有债券价格的息票率则上升。

通货膨胀

通货膨胀率上涨也会对债券价格产生下降的压力，因为债券按照规定的息票率支付固定金额的利息。随着通胀率的上升，侵蚀了利息的购买力，债券价格下降。因此，在这种情况下，新债券的发行者必须提高其息票率以吸引投资者购买债券。类似地，如果预期通胀率下降，则现有债券的价格上升，因为债券持有者将获得较高的收益率。

$$\text{真实收益率} = \text{债券收益率（息票率）} - \text{通货膨胀率}$$

经济情况

通常，经济扩张对债券市场具有消极作用，因为扩张就预知会有通货膨胀。经济低迷通常对债券市场是利好消息，因为利率和通胀趋势就会很低。

政府报告和统计数据观察

投资者十分关注利率，并试图在购买债券前决定利率的变动方向。如果投资者在到期期限前出售债券，当利率上升时，购买债券会引起票面损失或者实际资本损失。类似地，在利率降低时投资债券可以创造资本盈余。

美国联邦储蓄银行和联邦储蓄公开市场委员会

经济体内的利率主要掌握在美联储银行手中。美联储银行有三个主要工具可影响货币供给和利率：

- ▶ 公开市场操作
- ▶ 存款准备金
- ▶ 贴现率

公开市场操作

美联储在公开市场上买卖美国证券（主要是国债和回购协议）以扩张和收缩全国的货币供给。当美联储想要扩张货币供给时，就会从市场上买入债券，结果，国家的货币供给就会增加；反之，则收缩货币供给。如图2-6所示，美联储在公开市场上出售证券，将减少流通中的货币数量。美联储的这些行为将影响利率。货币供给紧缩，则市场利率上升，货币供给扩张，则市场利率下降。

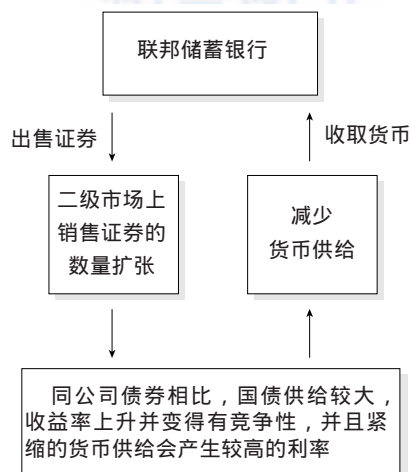


图2-6 公开市场操作对利率的影响

联邦储蓄公开市场委员会（FOMC）是由纽约的联邦储蓄银行、理事长以及其他联邦储蓄银行的总裁组成，在轮流的基础上引导公开市场操作。委员会会议每两周召集一次，每次会议召开六周后，将向公众公布会议记录。然而，联邦公开市场交易在其出现后，就会公布在报纸上。债券交易者能够准确地意识到美联储有关买卖和抑制公开市场交易的行动。

存款准备金

美联储可通过存款准备金影响利率。联邦储蓄银行要求银行在美联储保持一定的储备。由美联储决定银行持有存款的比率作为储备，被称为存款准备金。美联储通过减少存款准备金增加货币供给：银行持有的储备少，则向外借贷资金增加；相反，当美联储增加存款准备金时，利率上升。

美联储银行也会通过联邦基金利率影响利率的变化。美联储不会为银行上缴的存款准备金支付利息。拥有超额储备的银行将资金贷给需要增加储备的银行，这些基金叫做联邦基金，虽然也会有提供较长期限基金的情况出现，但是大多数都是短期（一天）且没有担保的。银行支付这些资金的比率叫做联邦基金率，会在财经报纸上公布。美联储可以通过改变联邦基金率来改变货币供给。这些对联邦基金率和存款准备金率的变化都可以在报纸上获取。

贴现率

贴现率是美联储运用的第三个工具。贴现率是美联储向从其借款的银行收取的利率。当贴现率太高时，银行就不会轻易从美联储借入储备金；当贴现率太低时，银行就会从美联储借入资金。因此，通过改变贴现率，美联储能够扩张或收缩货币供给。贴现率的变化也可在报纸上查到。

监管公开市场交易、存款准备金和贴现率能够给投资者预测未来利率走向提供较好的感知度，这是因为投资团体仔细监控美联储主席的言辞，以及未来关于利率政策变动时美联储采取的行动。美联储通常十分警觉通胀的信号。经济的过度增长也会引发通胀。当通胀信号很明显时，美联储就会提高短期利率，然后影响长期利率。

通胀报告

通货膨胀是指经济体内商品和服务价格上升。通胀一般在商品服务的需求超出产出、导致价格上涨的持续增长的经济体中出现。换句话说，就是太多的货币追逐太少的商品和服务。写这本书的时候，从短期看，似乎不存在通胀。一些经济学家预期通胀率会下降二个百分点，而另一些学者则认为，由于紧俏的工作市场上工资的上涨以及现有商品价格的上涨会引发通胀率的上涨。2000年8月，油价从12美元/桶上涨到34美元/桶。

消费者物价指数（CPI）是衡量通胀的手段之一，是由美国劳动统计署每月计算。劳动统计署监管CPI中物品的价格变化（诸如食物、服装、住房、交通、医疗保障和娱乐）。CPI计量了通胀水平，当同前期的CPI进行对比时更有意义。

一些经济学家相信CPI引发了通胀就像猫在追逐自己的尾巴。社会保障支付以及雇员合同中许多生活成本的增加都同CPI增加紧密相关。实际上，CPI夸大了通胀的水平。

当通胀水平高时（相对于前期），联邦政府将追寻限制性的经济政策以试图降低通胀水平。

生产者消费指数（PPI）每月对外公布，监管用于生产产品的原材料成本。PPI是比CPI更好的通胀预测器，因为当原材料价格上涨时，消费者经历价格上涨前，会出现时滞。

另外一个主要的预测器是商品研究局的商品价格指数，用以衡量原材料价格。当六个月内这一指数有很大上升时，就要警惕通胀了。

其他预测器，如首要通胀指数，是由哥伦比亚大学经济周期研发中心开发的、用于预测消费者价格周期变动的指数，随着商品价格上涨时，很明显的信号就是通胀要来临了。

当经济体处于恢复期时，制造业设备利用率变成了主要的观测指示器。这一指示器衡量了经济体内有多少工厂潜力可以被利用。当经济体内的工厂设备

利用高出82.5%时，经济学家就会担心通货膨胀发生。例如，当经济恢复强劲，经济体内增长较快而利率较低、失业率下降时，就会有增加工资和提高商品价格的压力。

通货膨胀对债券市场、股票市场乃至整个经济体都有不利影响。当通胀水平提高时，真实GDP就会下降（如1980年的美国）。类似地，当通胀下降时，真实GDP就会上升（如1983年的美国）。这种反向变动关系并非在，1992年美国就是证明。尽管当时通胀水平较低，但真实GDP并未显现出很大的增长，以至于经济体花费了很长一段时间才走出衰退。

对于债券持有者而言，通货膨胀率决定了其真实收益率。债券价格对未来通胀的预期有反应，并且十分易变。然而，债券持有者对其每日活跃交易价格的上涨和下跌则没有反应。甚至于，他们依据对未来长期通胀的预期决定是否买卖债券。例如，核心CPI（除去食品和能源价格的通胀率）在2%左右，而五年期国债的当期收益率为6%。这就意味着运用核心CPI有4%的收益率或运用总CPI有3.3%的收益率。

经济体情况报告

国内生产总值（GDP）是用美元衡量的经济体内商品和服务的总产出。当期GDP与前期相比表明了经济增长率。GDP增长表明经济扩张，美国1994年经济增长率在3.5%左右，1995年趋缓为2%，1999年在3%~4%之间加速增长。大家对未来GDP的预期增长缓慢。较慢的经济增长预示着增长迟缓的公司利润，影响存货。由于销售额增长缓慢，公司经历了存货累积，使其减缓生产以积累存货。经济体状况十分复杂，远超过只有两个相关变量。为了更好地评价经济体状况，运用了诸如通胀率、失业率、国民收入、国际贸易和制造设备利用率等变量进行衡量。

通货膨胀扭曲了这一增长的准确性。引发了对经济体产出真实增长的衡量，被称为“真实GDP”。真实GDP是调整后的价格水平变化，运用选择的基期价格衡量每一时期的商品和服务。运用真实GDP数据与前期进行对比，能够更为

准确地衡量真实增长率。因此GDP是衡量一国经济健康的指标。目前，美国通胀率较低，GDP并没有明显损失。

一个更为狭义的衡量一国产出的指标是工业产出，用以衡量制造业产出。通常，制造部门引起经济的短期波动。由于亚洲和拉丁美洲的脆弱性，工厂产出下降，但2000年的头20年这些经济体开始反弹。

失业率是一个国家无工作劳动力的比率，是经济增长的又一指示器。2000年，美国劳动力市场吃紧，1999年11月，失业率下降到4.1%，是29年来的最低点。持续增长的经济和较低的失业率共同引爆了通货膨胀。当劳动力比率增长快于生产率增长时，就会出现这个问题。这就是为什么债券和股票市场十分关注美联储主席在国会讲利率时的言辞了。当出现通胀的蛛丝马迹时，美联储就会提高短期利率。

硬币的另一面就是高失业率。当失业率高于一定水平（大约为7%时）时，政府就会极为关注。政府会通过刺激经济（通过财政政策和货币政策）以降低失业率。这些行为也会刺激通货膨胀。

在20世纪80年代初，美国经历了高通胀率和高失业率。政府首先通过限制经济政策处理通货膨胀，这会导导致经济衰退并且失业率更高了。1992年，美国经历了低通胀和高失业率。政府通过降低利率刺激经济（通过美国联邦储备银行）。

房屋开工率每月都公布，表明了房屋建筑的强劲势头。相对于以前月份，房屋开工率的增加表明经济情况十分乐观，有更多的人购买房屋。由此可以看出，房屋开工率的增长表明了消费者对经济的信心。

经济学家设计了一些主要指标指数以预测经济行为。这些主要指标指数的范围从股票价格、新楼准入证和平均工作周数到商业和消费者债务变化。通过分析这些月度指数，经济学家希望预测经济发展变化，以便提前给出股票市场新变化对债券市场产生影响的警示。然而，在现实中，当主要指标预测经济变化时，股票市场已经对变化做出了反应。

这一讨论指出了债券市场、利率、通货膨胀率和经济状况之间的整体关系。

经济扩张能够威慑债券市场，因其害怕通胀而做出反应。伴随着低失业率和油价上升的经济扩张引发对通胀的恐惧，致使美联储提高利率来缓解预期通货膨胀，这对债券市场有向下的压力。类似地，经济下滑同债券市场的增长相关，因为利率下降会刺激经济发展。一般而言，债券市场对经济中的好消息具有负相关关系，同坏消息具有正相关关系。表2-6总结了经济变量和债券市场的关系。

表2-6 经济变量和债券市场的关系

经济体	债券市场
连续季度的真实GDP增长	对债券市场有负面影响。GDP下降对债券市场有正面影响
失业率增加	这表明商业销售下降，对债券市场有正面影响
失业率降低	表明商业达到充分就业，对债券市场有负面影响
通货膨胀率	高通货膨胀损害债券市场，因为其将侵蚀固定收益的购买力
利率	利率与债券市场相关性较强。利率下降，债券市场有积极影响，高利率会打压现有债券价格
货币供给	增加货币供给对经济和债券市场都好，条件是没有通货膨胀，紧缩的货币供给会抑制经济和债券市场
美元	美元强劲对债券市场利好，因为其鼓励外国投资。美元弱势则对债券市场有负面影响，因为其打消了外国投资者的积极性

债券注册

债券以三种形式之一发行，即注册、持有人或账面记录三种形式。注册形式类似于拥有股票权证。债券以所有人的名义注册并且利息支付邮寄给所有者。当出售债券时，转让机构以新所有者的名义注册。为了在到期日补偿债券，债券持有者将债券证书送交给受托人。持有注册债券的投资者必须保留不同债券发行的受托人的地址名单。

持有人形式，持有就意味着所有权。债券不必具有注册的所有者，发行公司也不必知道将利息邮寄到何处。因此，利息支付的息票附着在持有人债券上。利息支付日，持有者剪下息票并将其送至发行人支付机构，后者将利息以支票形式送给债券持有人。息票也可送至债券持有人银行，银行负责为债券持有者收取利息。

出售持有人债券很简单，因为其不必注册。然而，其在保管方面还是会出现问题。持有人债券就像货币，必须保管在一个比较安全的地方，因为拥有即意味着所有权。持有人债券形式在19世纪80年代前发行，现在很难发现新发行的债券是以此种形式出现的。

债券也可以账面记录的形式发行，大多数发行都采取这种形式。相对于债券证书，债券持有者收到一个带有计算机号码的确认码，以表明所有权。债券持有者指示其所在银行或储贷账户直接存入其利息。出售此类债券需要存款机构出具账面记录的简单转让。

谁应该保有投资者的债券证书

投资者对是否应该拥有债券证书（持有人形式还是注册形式）或者是否应将债券证书交给经纪公司而经常展开争论。

将债券证书的监护权交给经纪公司的优势如下：

- ▶ 如果经纪公司受证券保险保护公司（SIPC）保障，则债券证书将免受实体损失。
- ▶ 当债券被传唤时，经纪公司更可能清楚地知道这一传唤并立即补偿债券。

将债券证书的监护权交给经纪公司的劣势如下：

- ▶ 如果投资者通过其他经纪人买卖债券，则债券必须转交给其他新经纪人公司。在经纪公司评估逾期手续费之前，投资者在送交债券出售日期后有3天时间。
- ▶ 一些经纪公司对利息支付的汇款很慢。例如，一家经纪公司在月初接到利息支付，在月底才将收入汇给其客户，这一经纪公司占用客户资金30天。
- ▶ 当具有偿债基金条款的债券以经纪公司的名义留下的时候，经纪公司 will 选择哪个客户的债券要早些进行偿付。这跟小投资者特别相关。由于具有偿债基金条款，投资者最好持有自己的债券，可以直接传唤，而不是留给经纪公司选择哪个客户先得到补偿。每年到期日前，公司

运用偿债基金偿还一定数量的债券。经纪公司通过信件方式通知债券持有者并在报纸上公布。

本章注释

1. Clements, Jonathan. "Portfolio for the Conservative and the Bold," *The Wall Street Journal*, November 10, 1998, p C1.
2. Radcliffe, Robert C. *Investment: Concepts, Analysis, Strategy*. 5th Ed. Massachusetts: Addison Wesley, 1997.
3. Scott, David F., Jr.: *Basic Financial Management*. 8th Ed. New Jersey: Prentice Hall, 1999.

