

第 17 章

宏观经济分析与 行业分析

试用水印

一、选择题

1. 对公司由上至下的分析必须从（ ）入手。
A. 公司相对价值 B. 公司绝对价值 C. 国内经济
D. 全球经济 E. 行业概况
2. 高度周期性行业的例子是（ ）。
A. 汽车行业 B. 烟草行业 C. 食品行业
D. 汽车行业和烟草行业 E. 烟草行业和食品行业
3. 需求经济学关注的是（ ）。
A. 政府开支和税收水平
B. 货币政策
C. 财政政策
D. 政府开支、税收水平和货币政策
E. 政府开支、税收水平、货币政策和财政政策
4. 使用最为广泛的货币市场工具（ ）。
A. 改变折现率 B. 改变准备金要求 C. 公开市场操作
D. 改变边际税率 E. 上述说法都不正确。
5. 真实汇率或者风险调整汇率是（ ）。
A. 贸易平衡 B. 预算赤字 C. 购买力比率
D. 对美国经济不重要 E. 上述说法不正确。
6. 标准普尔500指数的正常市盈率是（ ）。
A. 2~10 B. 5~15 C. 小于8
D. 12~25 E. 大于20
7. 货币政策是由（ ）决定的。
A. 政府预算 B. 总统职权 C. 联邦储备系统管理委员会
D. 国会行动 E. 上述说法都不正确。
8. 谷底 (trough) 是（ ）。
A. 经济周期扩张期结束，收缩期开始的转折点
B. 经济周期衰退期结束，扩张期开始的转折点
C. 萧条期持续超过3年
D. 只是农民喂猪的工具，与投资期限无关
E. 上述说法都不正确。
9. 高峰 (peak) 是（ ）。
A. 经济周期扩张期结束，收缩期开始的转折点
B. 经济周期衰退期结束，扩张期开始的转折点
C. 萧条期持续超过3年
D. 只是一个地理特征，与投资期限无关
E. 上述说法都不正确。
10. 如果经济增长，高经营杠杆公司（ ）。
A. 比低经营杠杆公司利润增加得更多

- B. 与低经营杠杆公司利润增长相同
 - C. 比低经营杠杆公司利润增长得更少
 - D. 利润不变
 - E. 上述说法都不正确。
11. 如果经济衰退，高经营杠杆的公司（ ）。
- A. 比低经营杠杆公司利润减少得更多
 - B. 与低经营杠杆公司利润减少相同
 - C. 比低经营杠杆公司利润减少得更少
 - D. 利润不变
 - E. 上述说法都不正确。
12. 工业生产是指（ ）。
- A. 经济中个人可支配收入的数量
 - B. 政府支出与政府收入之差
 - C. 经济中制造业的总产值
 - D. 经济中商品和服务的总产值
 - E. 上述说法都不正确。
13. GDP 是指（ ）。
- A. 经济中个人可支配收入的数量
 - B. 政府支出与政府收入之差
 - C. 经济中制造业的总产值
 - D. 经济中商品和服务的总产值
 - E. 上述说法都不正确。
14. GDP 的快速增长意味着经济（ ），公司（ ）机会增加销售。
- A. 停滞；有较小的
 - B. 停滞；有充足的
 - C. 扩张；有较小的
 - D. 扩张；有充足的
 - E. 平稳；没有
15. GDP 下降意味着经济（ ），公司（ ）机会增加销售。
- A. 停滞；有较小的
 - B. 停滞；有充足的
 - C. 扩张；有较小的
 - D. 扩张；有充足的
 - E. 平稳；没有
16. 平均失业持续时间和劳务的消费者价格指数变化是（ ）。
- A. 先行经济指标
 - B. 同步经济指标
 - C. 滞后经济指标
 - D. 综合经济指标
 - E. 上述说法都不正确。
17. 某行业的公司对经济周期很敏感，它的股票贝塔（ ）。
- A. 大于 1
 - B. 等于 1
 - C. 大于 0，小于 1
 - D. 小于等于 0
 - E. 贝塔与行业周期敏感系数无关
18. 如果经济将进入衰退期，投资于（ ）行业仍具有吸引力。
- A. 汽车
 - B. 医疗服务
 - C. 建筑
 - D. 汽车和建筑
 - E. 医疗服务和建筑
19. 股票价格指数和非防御性资本品的新订单是（ ）。
- A. 先行经济指标
 - B. 同步经济指标
 - C. 滞后经济指标
 - D. 无用的经济指标
 - E. 上述说法都不正确。
20. 一家公司位于行业生命周期的创业阶段，很可能有（ ）。

- A. 高市场占有率
- B. 高风险
- C. 较高的发展速度
- D. 高市场占有率和较高的发展速度
- E. 高风险和较高的发展速度

二、课后习题

1. 经济急剧衰退时，应该采取什么样的货币政策和财政政策？
2. 如果你比其他投资者更相信美元会大幅贬值，那么你对美国汽车产业有何投资建议？
3. 选择一个行业，列举其未来3年业绩的影响因素并预测其未来业绩。
4. 证券评估中“自下而上”和“自上而下”方法的差异是什么？“自上而下”方法的优势在哪里？
5. 公司的哪些特征会使其对经济周期更敏感？
6. 与其他投资者不同，你认为美联储将实施宽松的货币政策。那么你对下列行业有何投资建议？
 - a. 金矿开采。
 - b. 建筑业。
7. 在供给方经济学家看来，所得税税率降低将会对价格产生怎样的长期影响？
8. 下列哪些政策与垂直倾斜的收入曲线相一致？（ ）
 - a. 宽松的货币政策和宽松的财政政策。
 - b. 宽松的货币政策和紧缩的财政政策。
 - c. 紧缩的财政政策和宽松的货币政策。
9. 在供给方经济学家看来，下列哪项政策不是能够促进经济长期增长的政府性结构政策？（ ）
 - a. 再分配的税收体系。
 - b. 促进竞争。
 - c. 政府对经济干涉最小化。
10. 有两家电话生产厂商。一家使用高度自动化的机器生产，另一家人工生产，当生产需求增加时，需要支付加班费。
 - a. 在经济萧条和经济繁荣的时候，哪家公司的利润较高？
 - b. 哪家公司的 β 值更高？
11. 下表是4种行业以及对宏观经济的4种预测。将行业与最佳情景相配对。

行业	经济预测
a. 房屋建造	(i) 严重经济衰退：通货膨胀减少，利率下降，国内生产总值减少
b. 健康保健	(ii) 经济过热：国内生产总值迅速上升，通货膨胀和利率上升
c. 采金	(iii) 健康扩张：国内生产总值增加，温和的通货膨胀，低失业率
d. 钢铁生产	(iv) 滞胀：国内生产总值减少，高通货膨胀

12. 你会将下列产业放在产业生命周期的哪个阶段？（注：本题的答案较为灵活。）（ ）
 - a. 油井设备。
 - b. 计算机硬件。
 - c. 计算机软件。
 - d. 基因工程。
 - e. 铁路建设。
13. 从下列每对公司中选择你认为对经济周期比较敏感的公司。（ ）
 - a. 大众汽车和大众制药。
 - b. 友谊航空公司和幸福照相机生产商。

14. 为什么消费者期望指数是有用的先行宏观经济指标？
15. 为什么每单位产出的劳动成本指数是有用的滞后宏观经济指标？
16. 大众除草剂公司以其获得专利的除草产品控制着化学除草市场。但是，该专利将要到期。你预期该行业将会发生什么变化？尤其是大众除草剂公司所生产的产品价格、销售量和期望利润，及其竞争对手的期望利润将会发生什么变化？你认为该市场处于行业生命周期的什么阶段？
17. 你计划建立的公司第1年的收入是120 000美元，固定成本是30 000美元，可变成本是收入的1/3。
 - a. 公司的期望利润是多少？
 - b. 基于固定成本和期望利润，经营杠杆系数是多少？
 - c. 如果销售额比预期低10%，利润下降多少？
 - d. 证明利润下降百分比等于经营杠杆系数乘以销售额下降10%。
 - e. 根据经营杠杆系数，公司最初预测的销售额下降多少时利润将变为负数？该点的保本销售额是多少？
 - f. 为了证明你的e题的答案是正确的，计算保本销售额的利润。

根据下面的案例回答第18~21题。

IAAI是一家咨询公司，主要为基金、捐赠、养老基金和保险公司等各种机构提供建议，也为部分大额投资的个人投资者提供建议。IAAI在宣传中承诺将致力于搜集大量信息以预测长期趋势，然后使用普遍接受的投资模型确定这些趋势将如何影响不同投资的业绩。IAAI研究部成员得出了一些重要的近期宏观经济趋势。例如，他们发现工作岗位和消费者信心都明显增加，他们预期这种趋势将会持续几年。IAAI研究部考虑的其他国内先行经济指标包括工业产量、制造业平均每周工作时间、标准普尔500指数、M2货币供给以及消费者预期指数。

IAAI的投资顾问希望根据对就业岗位和消费者信心的预期为客户提供建议。他们运用一套将工作岗位、消费者信心与通货膨胀、利率结合起来的理论，将通货膨胀和利率的预期动向融合到所建立的模型中，用来解释资产定价。他们的主要工作是预测工作岗位和消费者信心趋势将如何影响债券价格，以及这些趋势将如何影响股票价格。

IAAI研发部的成员也注意到在过去几年中，股价开始上涨，且他们在预测总体经济形势时已运用了这一信息。研究者认为上行趋势的股票市场本身就是一个积极的经济指标。但是，他们对引起这种情况的原因未达成一致。

18. 根据IAAI研究成员的预期，岗位数量和消费者信心将呈上升趋势，这两个因素中哪一个因素的上升趋势会对股票价格产生积极影响？
19. 股价作为一种有用的领先经济指标，下列哪项可以准确解释这一现象？（ ）
 - a. 股价预测未来利率，反映其他指标的趋势。
 - b. 无法预测未来利率，与其他领先经济指标无关；股价作为领先经济指标的有用性是一个谜。
 - c. 仅仅反映了其他领先经济指标的趋势，本身没有预测能力。
20. 下列IAAI研究部列示的国内指标中，哪些作为领先指标是最不合适的？（ ）
 - a. 工业产量。
 - b. 制造业平均每周的工作时间。
 - c. M2货币供给。
21. IAAI在计算和预测过程中主要使用了历史数据。下列有关IAAI的行为中，哪些是最准确

的? ()

- a. 信用风险溢价对 IAAI 有用, 因为它们基于正确的市场预期。
- b. 时机不好时, IAAI 应该使用最近股票收益的动态平均, 因为这会导致较高的预期股票风险溢价。
- c. 应该使用较长的时间窗口, 这样制度改变就会成为影响预期的因素。

根据下列案例回答第 22 ~ 25 题。

史密斯女士是一位二级特许金融分析师候选人, 最近受雇成为爱尔兰银行的一名分析师。她的第一项任务是接受法国酿酒厂的雇用以助其考察竞争战略。

史密斯的报告涵盖了法国白酒业的四家酿酒厂, 酿酒厂的特征列示在下表中。在史密斯报告的正文中, 她阐述了法国白酒业的竞争结构, 并且发现在过去 5 年, 法国白酒业没有迎合消费者已经变化了的口味, 白酒行业的利润率持续下降, 行业的代表性企业也从 10 家下降到 4 家。这说明为了生存, 法国白酒企业必须进行合并。

法国四大主要酿酒厂的特征

	South Winery	North Winery	East Winery	West Winery
创建日期	1750	1903	1812	1947
一般竞争策略	?	成本领先	成本领先	成本领先
主要消费者市场 (80% 集中于)	法国	法国	英国	美国
产地	法国	法国	法国	法国

史密斯的报告说明消费者的议价能力比行业的议价能力高。她在“购买方议价能力”标题下用五点来支持这一结论。

- 许多消费者在用餐和社交时, 喝的啤酒比白酒多。
- 随着网上销售的增加, 消费者更容易获取白酒的相关信息, 以及其他消费者的想法, 从而辨别哪些生产商的价格更佳。
- 法国白酒企业在不断合并, 5 年前存在 10 家代表企业, 现在只剩 4 家。
- 法国白酒业 65% 以上的业务与饭店购买有关。饭店通常会成批购买, 一次性购买四五箱白酒。
- 在法国, 能够种植葡萄进行白酒生产的肥沃土地非常稀有。

完成了报告的草稿后, 史密斯将其交给老板范德莱森评价。范德莱森告诉她, 他自己也是一名白酒鉴定家, 经常从 South Winery 那里购买白酒。史密斯对范德莱森说: “在报告中, 我将 South Winery 作为一家进退两难型的公司。它既想成为成本领先者, 销售价格比其他公司更低, 又想与其他竞争者产生差异, 将白酒装在瓶颈弯曲的瓶子中, 但这增加了成本。最后导致 South Winery 的利润率不断降低。”范德莱森回答道: “我在白酒大会见过 South Winery 的管理层成员几次。我认为如果它分成几个不同的经营单元, 就可以同时实现成本领先和差异化战略。”史密斯决定在发表报告的最终稿件之前, 对一般竞争战略做更多研究, 以改变范德莱森的想法。

22. 如果法国资本相对于英镑大幅升值, 那么对 East Winery 的竞争性地位将产生什么影响?

- a. 使其在英国市场竞争力减弱。
- b. 没有影响, 因为 East Winery 的主要市场是英国而不是法国。
- c. 使公司在英国的竞争力更强。

23. 在史密斯的观点中，哪一点支持了消费者有比其他行业更强的议价能力的结论？
24. 史密斯在她的报告中提出，West Winery 可能会使根据消费者看重的白酒特性差异化。下面哪种特性是 West Winery 进行产品差异化时最需要关注的问题？（ ）
- 产品运输方式。
 - 产品价格。
 - 关注 30~45 岁的消费人群。
25. 史密斯知道公司的战略计划是一般战略的核心。在对研究资料和文件进行编写的基础上，史密斯总结了关于 North Winery 的三项发现以及它的战略计划过程：
- North Winery 的价格和成本预测代表法国白酒行业的未来结构变化。
 - North Winery 将每个业务单元区分为建设、持有或者收获中的一种。
 - North Winery 将市场份额作为竞争地位的主要测度方法。
- 以上哪种发现最不支持 North Winery 的战略计划过程遵循一般竞争战略的结论？

三、CFA 考题

- 简单讨论一下美联储在实行扩张性货币政策时，会分别使用下列货币工具采取什么措施？
 - 准备金要求。
 - 公开市场业务。
 - 折现率。
- 已经实施了非预期扩张性货币政策，指出这一政策对下列四个可变因素的作用。
 - 通货膨胀率。
 - 实际产量和就业。
 - 实际利率。
 - 名义利率。
- Universal Auto 是一家大型跨国企业，总部在美国。出于部分报告的需要，公司从事两种业务：汽车生产和信息处理服务。

汽车业务是到目前为止 Universal Auto 较大的一项业务。它包括大多数美国国内客车的生产，也包括在美国小型卡车的生产，以及在其他国家客车的生产。Universal Auto 的这部分业务过去几年中运作结构不是很好，2013 年达到亏损。尽管公司没有报告美国国内客车业务的运作结果，但这正是导致汽车业绩较差的主要原因。

Idata 是 Universal Auto 的信息处理服务业务部分，于 15 年前成立。这项业务在国内增长稳定处于强势地位，没有并购事项发生。

CFA 候选人亚当斯为 Universal Auto 准备了一项调查报告，报告称：“我们假设 Universal Auto 将于 2014 年大幅增加美国客车的价格，根据这项假设我们预计利润将增加数十亿美元。”

- 描述行业生命周期的四个阶段。
 - 辨别 Universal Auto 的两项主要业务（汽车和信息处理）位于哪个阶段。
 - 讨论产品定价在两项业务中如何不同，基于每项所处的生命周期的阶段。
4. 亚当斯的调查报告（见问题 3）接下来是：“经济复苏正在进行中，期望利润增长应该会使 Universal Auto 的股票价格上升。我们强烈建议买入。”
- 讨论投资择时的生命周期法。你的回答应该描述在典型商业周期的不同时段该如何操作股票和债券。
 - 假设亚当斯的断言是正确的（经济已经在复苏过程中），基于市场择时的生命周期，该评论对购买 Universal Auto 这只周期性股票的实时性在哪里？
5. Ludlow 在准备美国电动牙刷制造业的报告，搜集的信息见下面两张表。Ludlow 在报告中总结说，电动牙刷也正处于行业生命周期的成熟阶段。
- 从下表中选择和论证三种要素支持 Ludlow 的观点。

电动牙刷行业指数和主要股票市场指数

	2007	2008	2009	2010	2011	2012
股权回报						
电动牙刷行业指数	12.5%	12.0%	15.4%	19.6%	21.6%	21.6%
市场指数	10.2	12.4	14.6	19.9	20.4	21.2
平均市盈率						
电动牙刷行业指数	28.5 ×	23.2 ×	19.6 ×	18.7 ×	18.5 ×	16.2 ×
市场指数	10.2	12.4	14.6	19.9	18.1	19.1
派息率						
电动牙刷行业指数	8.8%	8.0%	12.1%	12.1%	14.3%	17.1%
市场指数	39.2	40.1	38.6	43.7	41.8	39.1
平均股息收益率						
电动牙刷行业指数	0.3%	0.3%	0.6%	0.7%	0.8%	1.0%
市场指数	3.8	3.2	2.6	2.2	2.3	2.1

b. 从下表中选择和论证三种要素反驳 Ludlow 的观点。

电动牙刷制造行业特征

- **行业销售增长。**最近每年的行业销售额增长率为 15% ~ 20%，预期接下来的三年每年的增长率为 10% ~ 15%
- **非美国市场。**有些美国制造商想要进入快速增长的非美国市场，这些市场还没有开发
- **函购销售量。**一些制造商直接通过函购方式向顾客销售电动牙刷从而开创了一个新的用户群。该行业细分市场的销售额每年增长了 40%
- **美国市场渗透。**制造商在价格的基础上激烈竞争，行业内的价格战很常见
- **利基市场。**有些制造商能够在美国基于公司名誉、质量和服务开发新的未开发的利基市场
- **行业兼并。**最近几家制造商合并，预期该行业兼并将会增加
- **新进入者。**新制造商继续进入市场

6. 作为一名证券分析师，你被要求重新评价一家股权集中度很高的 WAH 公司的价值，该报告由 RRG 提供。你要对评价给出自己的看法，并且通过分析评价的每一部分支持你的观点。WAH 的唯一业务是汽车零部件零售。RRG 所做的报告“汽车零部件零售业分析”完全基于下表中的数据和接下来的信息。

- WAH 和它的主要竞争者在 2012 年年底各经营 150 多家店。
 - 每家公司在汽车零部件行业经营店铺的数量为 5.3 个。
 - 零售店销售的汽车零部件的主要顾客群是旧汽车的新主人。这些人出于经济考虑自己做汽车维护。
- a. RRG 的一个结论是汽车零部件零售业整体处于行业生命周期成熟阶段。讨论下表中支持这一结论的三组相关数据。
- b. 另一个 RRG 结论是 WAH 和它的主要竞争者都处于生命周期的兼并阶段。
- 引用下表中的三组数据来支持这一结论。
 - 解释一下行业总体处于成熟阶段时，WAH 和它的主要竞争者如何处于兼并阶段。

挑选出来的汽车零部件行业零售数据 (%)

	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004
18 ~ 29 岁人口 (比例变化)	-1.8	-2.0	-2.1	-1.4	-0.8	-0.9	-1.1	-0.9	-0.7	-0.3
收入大于 35 000 美元的家庭的数量 (比例变化)	6.0	4.0	8.0	4.5	2.7	3.1	1.6	3.6	4.2	2.2

(续)

	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004
收入小于 35 000 美元的家庭的数量（比例变化）	3.0	-1.0	4.9	2.3	-1.4	2.5	1.4	-1.3	0.6	0.1
汽车使用年限在 5~15 年之间的数量（比例变化）	0.9	-1.3	-6.0	1.9	3.3	2.4	-2.3	-2.2	-8.0	1.6
汽车贩卖修理用零件的市场份额（比例变化）	5.7	1.9	3.1	3.7	4.3	2.6	1.3	0.2	3.7	2.4
消费者在汽车零件和消费者支出（比例变化）	2.4	1.8	2.1	6.5	3.6	9.2	1.3	6.2	6.7	6.5
店面达到 100 家及以上的汽车零部件零售公司的销售增长	17.0	16.0	16.5	14.0	15.5	16.8	12.0	15.7	19.0	16.0
店面达到 100 家及以上的汽车零部件零售公司的市场份额	19.0	18.5	18.3	18.1	17.0	17.2	17.0	16.9	15.0	14.0
店面达到 100 家及以上的汽车零部件零售公司的平均经营利润率	12.0	11.8	11.2	11.5	10.6	10.6	10.0	10.4	9.8	9.0
所有汽车零部件零售公司的平均经营利润率	5.5	5.7	5.6	5.8	6.0	6.5	7.0	7.2	7.1	7.2

7. a. 如果英镑的汇率价值从 1.75 美元/英镑变动到 1.55 美元/英镑，那么：()。

 - i. 英镑升值，英国人发现美国货物变便宜了
 - ii. 英镑升值，英国人发现美国货物变贵了
 - iii. 英镑贬值，英国人发现美国货物变贵了
 - iv. 英镑贬值，英国人发现美国货物变便宜了

b. 下列哪些变化可能影响利率？()

 - i. 通货膨胀预期。
 - ii. 联邦赤字规模。
 - iii. 货币供给。

c. 根据财政政策的供给方观点，如果总体税收收入的影响相同，减少边际税率与增加个人豁免额这两种减税方式有差别吗？()

 - i. 没有，两种削减税收的方法对总体供给的影响相同。
 - ii. 没有，两种情况下，人们都会增加收入，预期未来税收增加，因此会抵消目前较低的税收的刺激影响。
 - iii. 有，边际税率较低本身会增加刺激，获得边际收入，因此会刺激总体供给。
 - iv. 有，如果边际税率下降，利率会上升，但是如果个人豁免额上升，利率往往会下降。

参考答案

一、选择题

1. D 2. A 3. E 4. C 5. C 6. D 7. C 8. B 9. A 10. A
11. A 12. C 13. D 14. D 15. A 16. C 17. A 18. B 19. A 20. E

二、课后习题

- 降低利率即放松货币政策将有助于刺激投资和对耐用消费品的支出。扩张性财政政策即降低税收、增加政府支出和福利转移支付将直接刺激总需求。
 - 美元的急剧贬值会使进口汽车变得更昂贵，美国的汽车对外国的消费者则变得更便宜了。

这将使得美国的汽车行业获益。

3. 答案不唯一。
4. 证券评估“自上而下”的方法开始于全球和国内的经济分析。在给定宏观经济的预期表现的情况下，遵循“自上而下”方法的分析家将会试图寻找一个可能表现良好的行业或部门。最后，分析会集中于行业或部门内可能表现良好的特定企业。“自下而上”的方法通常强调个别公司股票的基本面分析，它主要是基于这样一种信念，即无论行业或宏观经济的前景好坏，被低估的股票都将表现良好。

“自上而下”方法的主要优势是它提供了一种在每一水平下，将经济和金融变量的影响纳入到公司股票分析中的结构性方法。特定行业的前景高度依赖于宏观经济变量。同样，个别公司的股票表现可能受该公司经营的行业前景的影响很大。
5. 对经济周期有较大敏感性的公司一般属于生产耐用消费品或资本货物的行业。耐用品（如汽车、大家电）的消费者更倾向于在经济扩张时购买这些东西，而在经济衰退时往往会推迟购买。公司的资本货物（如购买生产产品的设备）的购买在经济衰退时会降低，因为在经济衰退时对公司最终产品的需求会下降。
6. a. 金矿开采：传统上认为黄金可以对冲通胀风险。扩张性的货币政策将导致通胀，因而可能增加金矿股票的价值。
b. 建筑业：扩张性货币政策将导致利率降低，从而刺激住房需求，建筑业会因此受益。
7. 供给经济学家相信，所得税税率的降低会使工人们在当前或稍低一点的工资下更乐意努力工作。这样的效应会减轻通货膨胀率的成本压力。
8. a. 当财政政策和货币政策都是宽松的时候，收入曲线会大幅度向上倾斜（即短期利率会低于长期利率），并且经济在未来可能会扩张。
9. a. 当财富通过政府的税收政策重新分配时，将会产生经济的无效率。税收政策应该尽可能地提高经济增长。
10. a. 自动化生产线有较高的固定成本和较低的可变（劳动）成本。因此，这家企业在经济繁荣时有更好的表现，在经济衰退时有更糟的表现。例如，在经济繁荣时期销售增多时，成本的增速低于收益的增速。
b. 因为自动化企业的收益对经济周期更敏感，因此它有更高的 β 值。
11. a. 房屋建造（周期性行业但对利率敏感）：(Ⅲ) 健康扩张；
b. 健康保健（非周期性行业）：(Ⅰ) 严重经济衰退；
c. 采金（反周期性）：(Ⅳ) 滞胀；
d. 钢铁生产（周期性行业）：(Ⅱ) 经济过热。
12. a. 油井设备：相对衰退（环境压力，容易开发的新油田也在减少）；
b. 计算机硬件：成长阶段；
c. 计算机软件：成长阶段；
d. 基因工程：创业阶段；
e. 铁路建设：衰退阶段。
13. a. 大众汽车。医药购买的可选择性比汽车更低。
b. 友谊航空公司。旅游支出比拍照对经济周期更敏感。
14. 消费者期望指数是一个极为有用的先导性经济指标，因为如果消费者对于未来很乐观，他们就会更愿意进行消费，尤其是对耐用品的消费，从而增加总需求，刺激经济。
15. 每单位的劳动成本是一个有用的滞后指标，因为工资只有在经济已经完全进入扩张期之后

才会有所上升。在扩张初期，经济十分萧条，产出可以在雇主不需要提高投入品的价格或者无须提高工人工资的情况下增长。等到工资由于对劳动力的高需求而上升时，繁荣期早已进行了相当长一段时间了。

16. 大众除草剂公司专利权的即将到期意味着它很快就会面临来自其竞争对手的激烈的竞争。可以预期到价格和边际利润都会下降，随着价格的下降，整个行业的销售额会有一定的上升。行业很可能进入成长期，这一时期生产商不得不在价格方面展开激烈竞争。

17. a. 期望利润 = 收入 - 固定成本 - 可变成本 = $120\ 000 - 30\ 000 - (1/3) \times 120\ 000 = 50\ 000$ (美元)。

b. 经营杠杆系数 = $1 + \text{固定成本}/\text{利润} = 1 + 30\ 000/50\ 000 = 1.6$

c. 如果销售额只有 108 000 美元，利润将下降到：

$$108\ 000 - 30\ 000 - (1/3) \times 108\ 000 = 42\ 000 \text{ (美元)}$$

将比预期值下降 16%。

d. 利润下降 16% 等于 DOL 乘以销售收入下降的 10%。

e. 如果收益变成负的，利润下降比例将超过 100%。利润下降 100%，销售收入将下降：

$$100\%/\text{DOL} = 100\%/1.60 = 62.5\%$$

因此，收入只是初始预期的 37.5%。在这一水平上，销售收入只有 $0.375 \times 120\ 000 = 45\ 000$ (美元)。

f. 如果收入为 45 000 美元，利润将为： $45\ 000 - 30\ 000 - (1/3) \times 45\ 000 = 0$ (美元)。

18. 股票价格与岗位数量或工作时间正相关，因为每多赚取一美元就意味着支出将更高。信心程度高会对支出和股票价格有积极影响。

19. a. 股票价格是领先指标之一。一个可能的解释是，股票价格预测未来利率、公司盈利及股息。另一个可能的解释是，股票价格会对其他领先经济指标的变化做出反应，比如货币供给的变化或者长期和短期利率之间的利差变化。

20. a. 工业产量是一个同步指标；其他的都为领先指标。

21. b. 如果使用历史数据，则可得到收益的几何和算术平均值。几何平均值偏向于从多时段的角度来看长期趋势。股权风险溢价的另一种方法是利用近期过往市场回报的移动平均。这表明当时机不好时会有一个低预期股票风险溢价，这与投资者预期相违背。当使用历史数据时，在长期和短期的时间跨度之间有一个权衡。短期跨度有利于减少政权变动的影响。长期跨度则提供了更好的敏感性低的统计数据。

22. a. 外汇汇率可以显著地影响某一行业的竞争力和盈利能力。对一个很大部分商品都通过出口销售的行业，货币升值通常是坏消息，因为这将使得该行业在国外的竞争力减弱。在这里，法国货币升值使得法国进口商品在英国更加昂贵。

23. 购买方力量的决定因素包括买方集中度、买方数量、买方信息、可用的替代品、转换成本、品牌形象和产品差异。观点 1 指出的是可用的替代品，观点 2 指出的是买方信息，观点 4 指出的是买方数量和买方集中度，观点 3 指出在行业内的竞争者数量，观点 5 指出有新进入者，这都是对事实的陈述，并不能支持消费者有较强议价能力的结论。

24. a. 产品的差异化可能基于产品本身、运输方式或市场营销方法。

25. 一个在战略计划过程中不遵循一般竞争战略的企业通常会犯一个或多个以下的错误。

(1) 战略计划是一个不相关行为的集合，无法形成可持续的竞争优势。

(2) 价格和成本预测是基于目前的市场状况得出的，并没有考虑到行业结构将影响到未来的行业的长期盈利。

(3) 将业务单位进行分类，如建设、持有和收获；但并没有意识到这些都不是业务策略，

而是实现策略的方式。

- (4) 公司关注的是衡量竞争地位的市场份额，但未能认识到市场份额是结果，而不是可持续竞争地位的原因。

史密斯的总结 2 和 3 描述了其中两个错误，因此不支持 North Winery 的战略计划过程遵循一般竞争战略的结论。

三、CFA 考题

1. a. 较低的准备金要求会使银行贷出大部分的存款，从而增加货币供给。
b. 美联储将买入国库券，从而增加货币供给。
c. 贴现率将降低，允许银行以更低的利率借入额外资金。
2. a. 扩张的货币政策可能会过度刺激经济，或者因为货币增多而促使物价上涨，导致通货膨胀。
b. 在扩张政策下，实际产出和就业至少在短期内会增加。
c. 实际利率至少在短期内会下降，因为经济中的资金供给增加了。
d. 名义利率可能上升也可能下降。一方面，实际利率可能下降（参见 c），但是通货膨胀溢价可能上升（参见 a）。名义利率是这两个因素共同作用的结果。
3. a. 行业的生命周期是指大多数行业将经历不同的增长阶段。尽管很难明确地指出一个阶段在什么时候结束，另一个阶段在什么时候开始，但行业从一个阶段转换到另一个阶段时，增长率、竞争环境、边际利润和定价策略都会有相应的调整。

创业阶段的特点是对巨大的潜在市场的预期，以及对潜在利润的乐观估计。但是，在这个阶段失败的概率通常也比较高。第二阶段通常称为稳定增长期或成长期，增长率很高，且加速增长，市场不断扩大，单位成本下降，质量得到改进。在这一阶段，行业领导者开始出现。第三阶段通常称为缓慢增长期或成熟期，其特点是由于市场成熟和或其他产品参与竞争而导致增长逐渐减慢。最后，行业达到相对衰退期，在这一时期销售额增长缓慢甚至下降。

产品的定价、获利能力和行业的竞争结构，在各个阶段有很大区别。例如，在第一阶段，通常是高价格、高成本（研究开发、市场营销等）以及（暂时的）垄断性市场结构。在第二阶段（稳定增长期），新的进入者开始出现，成本由于学习曲线而急剧降低。但是通常价格并不急速下降，因而使得利润率上升。在第三阶段（缓慢增长期），增长开始放慢，因为产品或服务开始饱和，而利润则因为价格的极大削减而受到侵蚀。在最后一个阶段，行业的累计生产力很高，以至于生产成本停止下降，利润微薄（假定竞争存在），行业的命运取决于替代性产品（服务）的存在以及替代需求的程度。

- b. 美国的客车行业可能已经进入了行业生命周期的最后阶段，因为常规的增长率相当低。相反地，信息处理行业无疑正处于行业的早期。根据其增长率是否加速判断，它要么处于第二阶段，要么处于第三阶段。
- c. 汽车：在生命周期的最后阶段，需求倾向于对价格敏感。因此，Universal 公司不可能在提高价格的同时保证销售量不受影响。而且，由于行业的成熟，竞争者之间的成本结构可能是相似的，任何削价行为都会立即被模仿。因此，Universal 汽车业务可以被认为是：产品的价格由市场决定，公司是价格的接受者。

Idata：由于 Idata 处于行业生命周期的早期，它对定价具有更大的灵活性。需求的增

长要快于供给，而且，由于行业领导者的存在或其行为，Idata 可以将价格定得很高，以最大化当前的利润并为产品开发创造现金，或者定价很低以争取市场份额。

4. a. 用行业周期方法来进行投资择时的基本前提是，股票价格预期到了行业周期的波动。例如，有证据表明股票价格的波动通常比经济提前 6 个月。事实上，股票价格是经济的一个先导性指标。

在用行业周期方法的过程中，投资方式大致如下：在预期到行业周期的顶端就要来临时，购买的股票应该是不易受衰退影响的股票。当预期到一个下降趋势即将来临时，持有的股票应该减少，将卖出所得投资于固定收益证券。一旦衰退到一定程度，利率下跌，债券价格就将上升。当预期到衰退即将结束，则应将债券投资得到的利润取出转而投资于股票，尤其是具有高贝塔值的周期性行业的股票。

通常来说，异常收益只有在资产配置的转换时机要优于其他投资者时才能实现。在拐点之后才转换是不能获得异常收益的。

- b. 根据行业周期方法来进行投资择时，投资于类似客车公司的周期性股票的理想的时间是在衰退结束前。如果复苏已经在进行了，亚当斯的建议就太迟了。股票市场通常会预期到经济周期的变化。因此，如果复苏已经在开始，Universal Auto 的股价应该早已反映了对经济变动的预期。

5. a. 支持 Ludlow 的观点的因素如下。

- ①全行业的股权回报率趋于稳定，这表明该行业可能正接近生命周期的后期阶段。
- ②平均市盈率下降，这表明投资者越来越不看好增长前景。
- ③派息率增加，这表明公司找不到再投资盈利的机会。行业中可能没有增长的机会了。
- ④行业股息收益率在增加，即使市场股息收益率在下降。

- b. 反驳 Ludlow 的观点的因素如下。

- ①行业的增长率仍然预计是在 10% ~ 15%，比成熟行业的实际增长率要高。
- ②非美国市场仍然未开发，一些公司现在正进入这些市场。
- ③函购销售量以每年 40% 增长。
- ④利基市场不断在发展。
- ⑤新的制造商不断进入市场。

6. a. 表中支持“汽车配件零售业作为一个整体处在行业生命周期的成熟阶段”的结论的相关数据如下。

- ①本行业的主要消费者 18 ~ 29 岁的人口正在下降。
- ②收入低于 35 000 美元的家庭（另一个重要的消费群）数目没有扩大。
- ③使用 5 ~ 15 年的汽车数量（一个重要的最终市场）仅以一个很低的比率增长（实际上有些年是降低的），因此零部件的潜在需求没有增长。
- ④汽车售后服务行业零售额几年来增长缓慢。
- ⑤消费者用于汽车零部件和配件的支出几年来增长缓慢。
- ⑥所有零配件公司的平均营业利润率已经在逐步减少。

- b. i. 支持“WAH 公司和其主要竞争者正处于生命周期的兼并阶段”的结论的相关数据如下。

- ①有 100 家以上零配件商店的公司的销售额正在快速并以增加的速度增长。
- ②有 100 家以上零配件商店的公司的市场份额正在增加，但仍然低于 20%，还有很大的增长空间。

- ③有100家以上零配件商店的公司的平均营业利润比较高并在增长。
- ii. 因为行业分割（即大部分市场份额被大量只有较少商店的公司获得），零配件行业正在经历市场创新和整合阶段。行业正朝着“类别杀手”的形式变化，少部分主要公司通过扩张销售网控制了大部分市场份额。有证据表明，新的“行业中的行业”正在以“类别杀手”型、大型连锁商店公司的形式出现。虽然整个行业实际上已进入生命周期的成熟期，但这个行业中的子行业正处在其兼并阶段（即高增长率，同时具有较高的营业利润率，并且出现了市场领头者）。
7. a. iii
b. 以上所有。
c. iii