



重建宏观周期的思维框架（上）



摘要：

自 2020 年以来，疫情、国际冲突等改变了人们对于经济环境的认知和理解。极端的增长偏差（比如全球经济因疫情短时间的暂停和回落），超出认知的通胀数据（2021 年工业品价格增长、美国通胀创 20 年新高等）都扰乱了传统的经济分析框架。从 2022 年的视角来看，我们应该认识到疫情等因素的冲击可能更多是加速了传统增长周期的节奏，而不是改变了增长本身的逻辑，结构性的因素和暂时的影响长期看是有限的，驱动增长的逻辑长期看是稳定的。基于这一认识，我们认为市场有必要重建宏观周期的思维框架，从中长期的视角对增长、企业运行，以及金融市场的变化进行重新审视。如果重新审视，可能看到经济增长从周期视角看，正处于新一轮复苏周期的起点。

正文：

自 2020 年以来，疫情、国际冲突等改变了人们对于经济环境的认知和理解。极端的增长偏差（比如全球经济因疫情短时间的暂停和回落），超出认知的通胀数据（2021 年工业品价格增长、美国通胀创 20 年新高等）都扰乱了传统的经济分析框架。站在 2022 年的视角来看，我们应该认识到疫情等因素的冲击可能更多是加速了传统增长周期的节奏，而不是改变了增长本身的逻辑。

1、传统经济周期理论认为周期共有四类，分别对应着存货、设备、建筑与科技

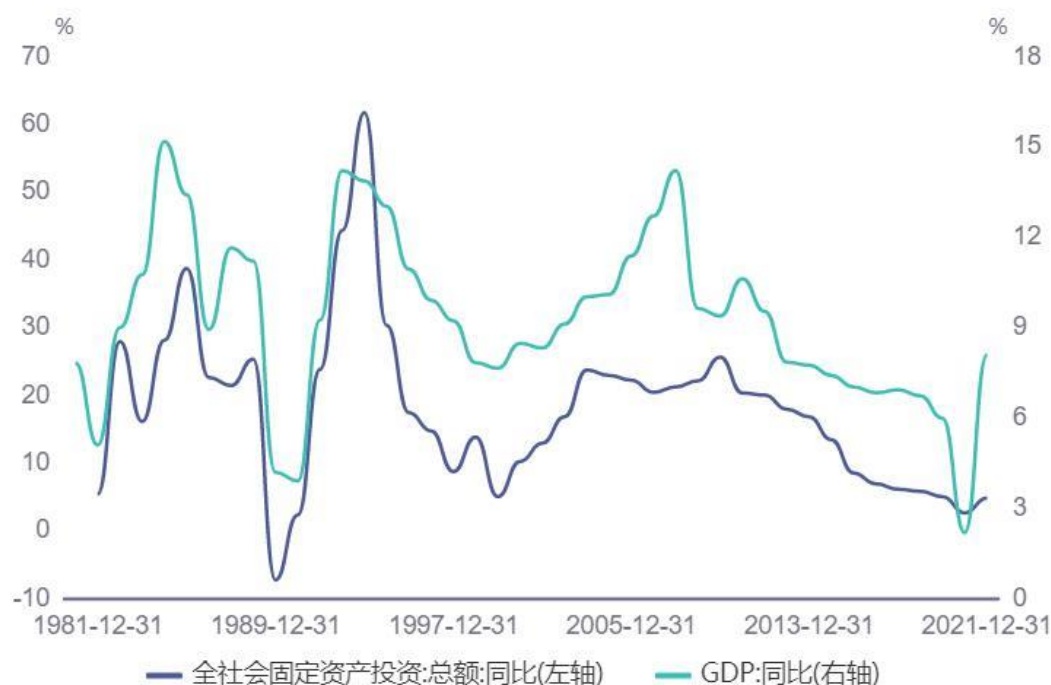
一般认为，周期从短到长可以分为四类，分别是：基钦周期、朱格拉周期、库兹涅兹周期、康德拉季耶夫周期，周期的时间长度分别为 3-4 年、7-10 年、15-25 年、40-60 年，而这四种周期本质上都是由投资的波动所导致的，分别对应着：存货、设备、建筑、科技。

具体来看，美国从 1993 年以来经历了 7 次库存周期，平均每轮持续 40 个月；而中日均在 1996 年以来经历了 7 次库存周期，平均每轮持续 38 个月。美国、日本在 20 世纪 80 年代以来，先后经历了四轮设备投资周期，平均每轮设备投资周期的时长分别为 9 年左右。

2、中国的经济周期具有浓重的产能周期色彩，且主要由投资所驱动

中国的经济周期具有浓重的产能周期色彩（对应前面的设备周期），每轮周期持续 10 年左右，且主要由总供给和总需求两方面的力量推动。总供给由投资主导，体现出投资规模大、波动剧烈的特点。总需求是由当期投资需求决定的，但目前中国的需求是被动的，是滞后于投资的。两方面结合起来分析，中国的经济周期主要由投资所驱动。

产能扩张本身往往也产生了需求扩张的要求，经济增长在产能扩张的过程中实现层叠式的进步。



数据来源：同花顺iFinD

3、2010 年后金融对宏观周期的影响不容忽视

2008 年之后，金融与流动性条件的参与程度（不足/过度）都会使经济周期明显变化（拉长/缩短）。特别自从 2010 年之后，一个明显的变化是 GDP 增速几乎不再具有周期性，但这并不意味着周期性的消失。

中国经济的波动主要缘于工业部门，而工业用电量、中长期贷款、铁路货运量，这三者都与工业经济高度相关，由三者合成得到的克强指数，也同样显示 2012 年以来中国经济依然呈现出较明显的周期性。而此时，社会固定投资增速与克强指数间的相关性明显降低，而代表着金融周期的 M2、社融增速等数据的指向性明显更好。



1、MMT 理论成为美日欧等国实施赤字货币化的背书

MMT 理论 (Modern Monetary Theory), 即现代货币理论, 认为在不产生严重通胀的情况下, 央行可以无限“印钞”; 同时还支持赤字货币化, 主张央行应该为功能财政融资等。这些理论预示着央行完全丧失独立性, 将央行当作了财政部的会计和出纳, 忽略了现代中央银行作为一个独立的管理部门在整个宏观经济调控中的作用, 因而受到了主流经济学的严厉批判。但在实践中, 由于其支持财政赤字货币化的观点, 却受到了很多国家政府的欢迎。

日本是最先开启庞大的债务赤字和货币宽松政策的, 尤其是安倍晋三

上台以后，所采取的“安倍经济学”：宽松的货币政策、积极的财政政策和结构性改革，实际上就带有强烈的 MMT 色彩。之后是美国，在次贷危机后启动了史无前例的量化宽松政策，在疫情后，不到一年的时间资产负债表几乎扩张了一倍。最后是欧洲，在美国次贷危机和欧债危机后也步入了财政和货币大肆扩张的进程，当前欧洲央行资产负债表规模已经达到 7 万亿欧元，疫情期间增加了近 50%，占欧元区 GDP 的比重超过了 50%。

政策分类	政策措施	政策成果
量化宽松政策	推动日元贬值，刺激出口	(1) 日元大幅贬值：美元兑日元汇率由 2012 年初的 1:77 迅速提升到 2015 年的 1:124，并在之后长期维持在 1:110 左右波动。 (2) 出口大幅提升：以日元计价，2018 年相较于 2012 年出口提升 27.82%，不过受疫情影响，2020 年出口仅相当于 2013 年水平。
扩大财政支出	加大财政投入力度，拉动消费与	(1) 政府总负债水平进一步上升：日本政府总负债占 GDP 比重从 2012 年的 226% 进一步提升到 2021 年的 257%。同时，日本政府外债在 10 年内大幅增长 114%。 (2) 多个经济指标向好：日本私人消费在疫情前相比于 2012 年小幅上涨 5%；CPI 上涨 6%，基本摆脱通货紧缩；失业率下降 2%。但上述经

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_39151

