

经济周期与资产价格的关系

行业深度

产出缺口和产出增速缺口是不一样的，产出增速缺口是产出缺口的一阶导数，领先于产出缺口。当产出增速缺口为正时，产出缺口才开始上升。经常会出现，产出增速缺口已经转正很久了，产出缺口还没有转正。当实际经济增速等于潜在经济增速时，经济增速缺口为0，不意味着产出缺口为0。存在一种特殊情况，当产出长期在潜在产出附近，有可能产出缺口和产出增速缺口均接近0。

ROE是连接实体经济和资产价格的核心变量。从理论以及经验来看，利润增速和PMI、名义经济增速同趋势，领先ROE半年到一年。目前来看，中国企业ROE拐点未至，还会继续上升，大概在利润增速降至8%（潜在名义经济增速）左右，ROE开始下降。

对市场而言，一阶经济变量对应一阶资产价格变量，社融增速、PMI、经济增速、利润增速，对应股价增速；水平经济变量对应水平资产价格，ROE、产出缺口对应股价。经济增速、利润增速下降初期，PMI仍高于50%，经济增速仍高于潜在经济增速，利润增速较高，ROE、产出缺口还会增长一段时间，此时股价增速虽然下降，但增速依然为正。随着经济增速、利润增速进一步下降，ROE下滑、产出缺口转负，股价开始负增长。当然，由于投资者预期的存在，股价会提前反应，几个经济金融指标的先后顺序是：政策，股价增速，经济增速、利润增速，股价，ROE、产出缺口。虽然未来经济增速、利润增速可能会下滑，但在一定时期高于名义潜在经济增速是比较确定的，ROE仍会继续上升，股价仍有上涨空间，只是增幅下降。特别是对周期股而言，这一阶段上涨动力充足。随着利润增速下降到8%附近，ROE将下滑时，股价面临较大压力。利率方面，长端利率对应一阶经济变量，因为都是收益率概念，PMI和长端债券收益率的走势很吻合。短期利率对应水平经济变量，因为短期利率盯住的核心是产出缺口。产出缺口转正或即将转正时，货币政策利率上升，产出缺口转负时，货币政策利率下调。

尤其需要注意的是，美林时钟依据的是产出缺口和通胀的关系，如果将产出缺口替换为产出增速（缺口）可能存在逻辑问题。比如，当经济增速下行，但仍高于潜在经济增速时，产出缺口继续上升，同时，产能利用率也会持续上升，失业率持续下降，这在经济周期上仍处于繁荣阶段，而不是滞胀。此时，债券收益率下降，但股价和商品价格仍会继续上涨。当经济增速下行且低于潜在经济增速时，产出缺口开始向下，此时由于通胀的适应性预期，通胀还会继续上升，这个阶段才是滞胀阶段。经济周期并不会完全按照美林时钟那样运转，重要的是要理解产出增速、产出缺口对经济以及资产价格的影响是不同的。

● 风险提示：经济指标与资产价格的关系比较复杂

刘娟秀（分析师）

liujuanxiu@xsdzq.cn

证书编号：S0280517070002

邢曙光（分析师）

xingshuguang@xsdzq.cn

证书编号：S0280520050003

相关报告

投资周报：经济分歧的调和

2021-05-06

投资周报：产出缺口、产出增速缺口的不同含义

2021-3-28

目 录

1、 产出增速缺口领先产出缺口	3
2、 经济周期与失业率、通胀的关系	4
3、 经济周期与利润增速、ROE 的关系	6
4、 经济周期与资产价格的关系	8

图表目录

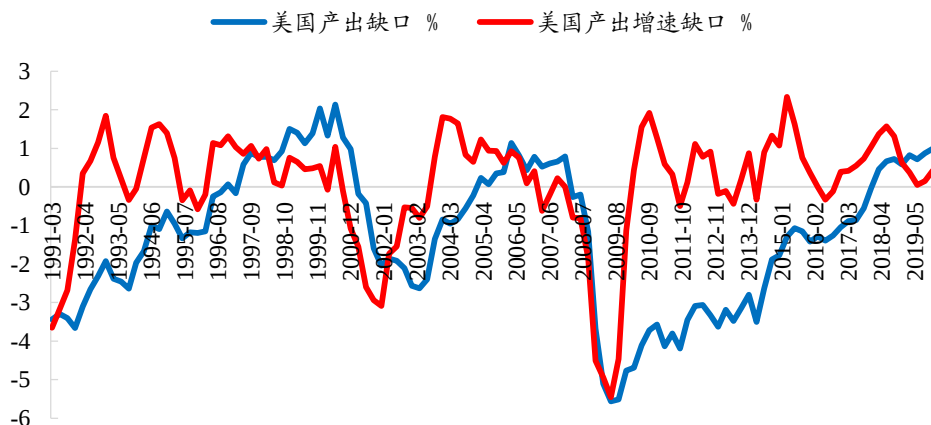
图 1: 美国产出增速缺口领先产出缺口	3
图 2: 产出增速缺口与产出缺口关系示意图	3
图 3: 产出增速和产出缺口的关系	4
图 4: 疫情后的中国产出缺口	4
图 5: 经济增速缺口为负时失业率上升, 反之亦然	5
图 6: 产出增速与失业率关系示意图	5
图 7: 产出缺口与通胀关系示意图	6
图 8: PMI 和利润增速同趋势	7
图 9: ROE 滞后于利润增速	7
图 10: ROE 和产出缺口基本同趋势	8
图 11: 美林时钟依据的是产出缺口与通胀的关系	9
图 12: 股价增速对应经济增速	9
图 13: 股价对应产出缺口	10
图 14: 长端利率对应经济增速	10
图 15: 短端利率对应产出缺口	11

经常看到有人用“产出增速—通胀”坐标来划分经济周期，然而，产出增速和产出缺口的含义是不同的，经济周期的划分应用“产出缺口—通胀”坐标。著名的美林时钟用的也是产出缺口而非产出增速来划分经济周期。如果用产出增速代替产出缺口，那么在分析经济形势以及资产价格时都会存在偏误。

1、产出增速缺口领先产出缺口

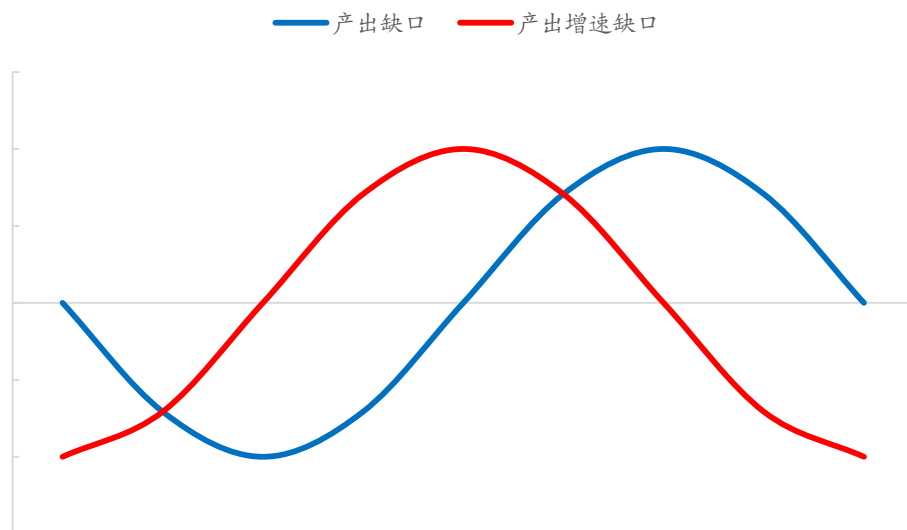
产出缺口和产出增速缺口是不一样的，产出增速缺口是产出缺口的一阶导数，领先于产出缺口。当产出增速缺口为正时，产出缺口才开始上升。经常会出现，产出增速缺口已经转正很久了，产出缺口还没有转正。当实际经济增速等于潜在经济增速时，经济增速缺口为0，不意味着产出缺口为0。存在一种特殊情况，当产出长期在潜在产出附近，有可能产出缺口和产出增速缺口均接近0。

图1：美国产出增速缺口领先产出缺口



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图2：产出增速缺口与产出缺口关系示意图

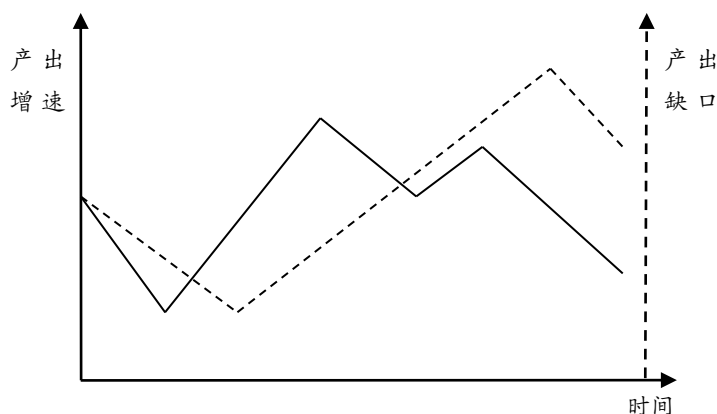


资料来源：新时代证券研究所

疫情对产出增速缺口、产出缺口的影响和以前经济周期不一样。疫情导致经济快速下滑又快速上升，产出增速缺口、产出缺口均会快速变化。大部分人测算疫情时期的潜在产出，是基于长期趋势不变。但是疫情会通过资源配置效率、劳动参与率等渠道，快速改变潜在产出。真实的潜在产出并不是平滑增长的，潜在经济增速也不是稳定的。疫情冲击下的真实潜在经济增速可能也出现了一个V形反弹。所以，包括本文在内测算的产出缺口只是基于长期趋势，并不是真正的产出缺口。美国负的产出缺口继续收窄，下半年有望转正。粗略测算，中国产出缺口在去年四季度就已转正，此后有所收窄，但仍然为正，四季度有望再次扩大。

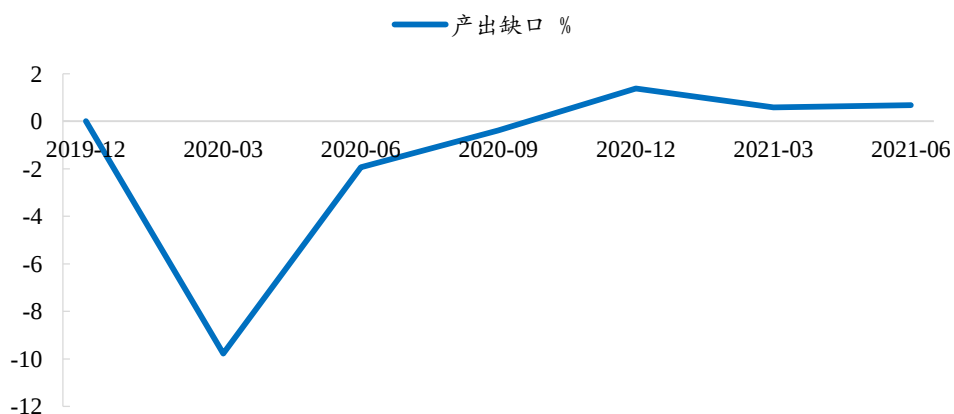
产出缺口、产出增速对失业率、通胀、利润增速、ROE等经济指标的影响不同，进而对资产价格的影响也不同。

图3： 产出增速和产出缺口的关系



资料来源：新时代证券研究所

图4： 疫情后的中国产出缺口



资料来源：Wind，新时代证券研究所

2、经济周期与失业率、通胀的关系

产出缺口、产出增速缺口和失业率的关系是不同的。经常听到有人说，产出增速上升（下降），失业率下降（上升）。这是不准确的，准确的说法是：产出（缺口）上升（下降），失业率（缺口）下降（上升）；产出增速（缺口）上升（下降），失业率变化下降（上升）；只要产出增速高于（低于）潜在产出增速，即使产出增

速下降（上升），失业率也是下降（上升）。

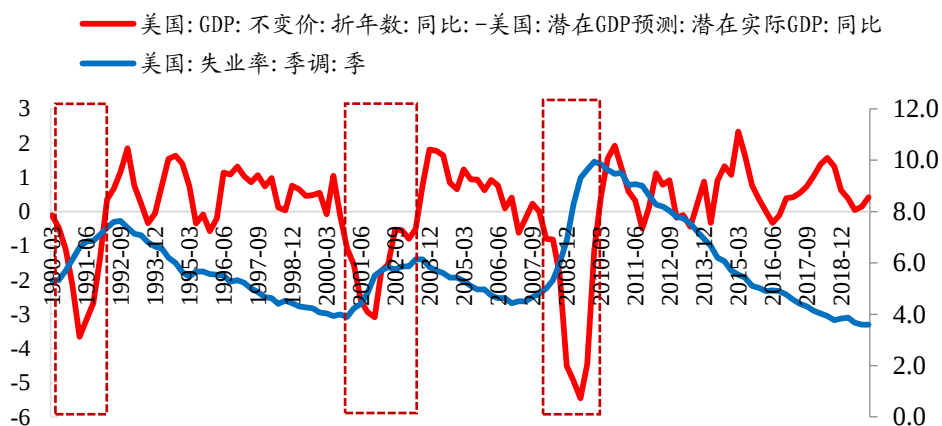
以上是奥肯定律的含义。奥肯定律有两种形式：

$$g = g^* - \alpha \Delta u$$

$$y - y^* = -\alpha(u - u^*)$$

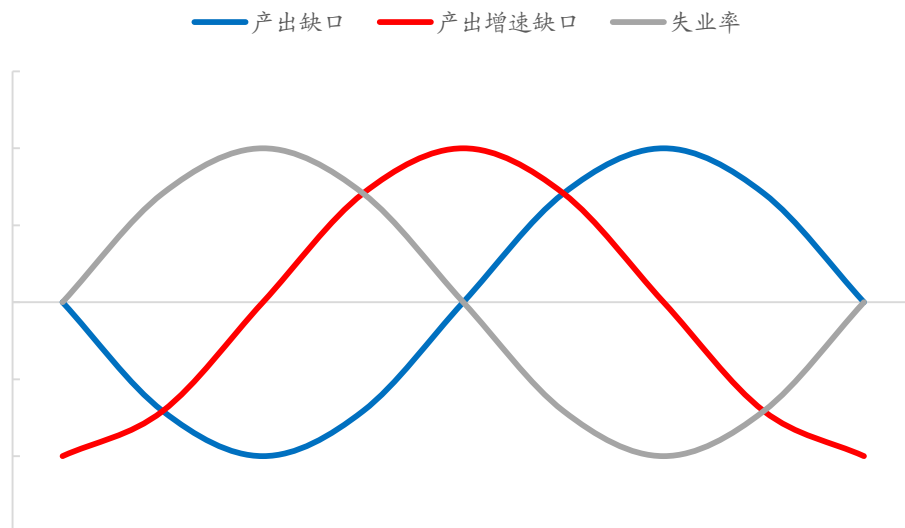
其中， g 是实际经济增速， g^* 是经济增长趋势（潜在经济增速）， Δu 是失业率变化。 y 是产出（对数形式）， y^* 是潜在产出（对数形式）。 u 是失业率， u^* 是自然失业率，经常假设是稳定的，实际上是不断变化的。奥肯定律可以由生产函数推导出，具有理论基础，不仅仅是经验总结。

图5： 经济增速缺口为负时失业率上升，反之亦然



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图6： 产出增速与失业率关系示意图



资料来源：新时代证券研究所

疫情之后，产出缺口快速下降，失业率大幅上升。此后产出缺口降幅收窄，失业率下降。如果 2021 年下半年经济增速下滑，但只要还高于潜在经济增速，失业率就会继续下降。当经济增速收敛至潜在经济增速时，失业率降至最低。

疫情导致自然经济增速、自然失业率剧烈变动，无法测算真实的自然经济增速、

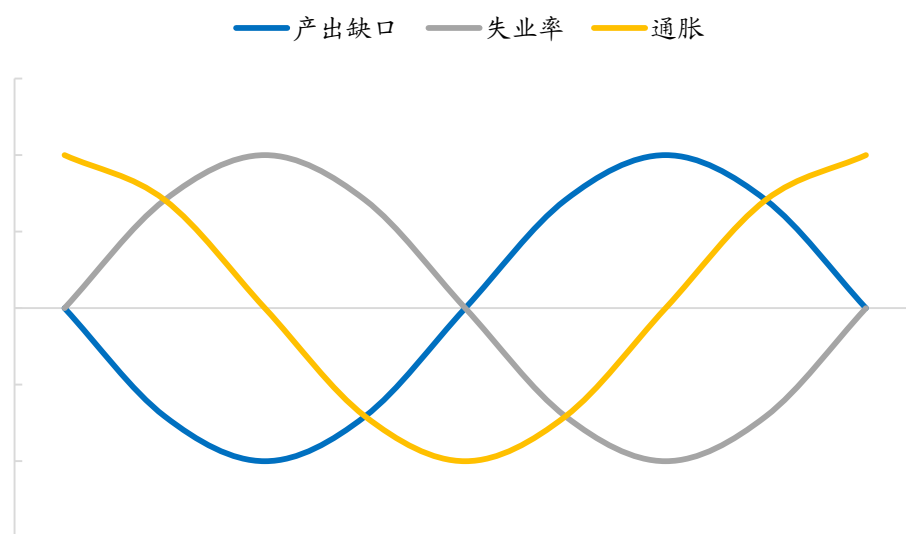
自然失业率，以至于测算的产出增速缺口没有转正，失业率就开始下降。实际上，包括奥肯定律在内的一些经济规则并没有失效，只是一些参数、变量剧烈变动，产出缺口、产出增速缺口难以准确测量。

失业率是连接产出和通胀的关键。产出缺口、产出增速缺口对失业率的影响不同，也意味着它们对通胀的影响也不同。一个标准的菲利普斯曲线为：

$$\pi = \pi^* + k(y - y^*) + v$$

其中， π 、 π^* 分别是通胀、通胀预期， $y - y^*$ 是产出缺口， v 是供给冲击。由于受到适应性通胀预期的影响，产出缺口往往领先通胀，而产出增速缺口又领先产出缺口，如果将产出增速缺口替换为产出缺口，则产出增速缺口进一步领先通胀。

图7： 产出缺口与通胀关系示意图



资料来源：新时代证券研究所

产出缺口、失业率、通胀三者之间的关系是宏观经济的核心。潜在产出很难衡量，现实中往往将产出缺口替换为产出增速缺口，此时潜在经济增速可以根据经验、目标来设置，避免了复杂测算。但这需要非常谨慎。泰勒规则盯住的是通胀和产出缺口（失业率缺口）。如果将产出缺口替换为产出增速缺口，就会出现一个问题，产出增速缺口转正了，但实际上的产出缺口、失业率缺口仍为负，这就容易导致在不该收紧货币政策时收紧货币政策。

3、经济周期与利润增速、ROE 的关系

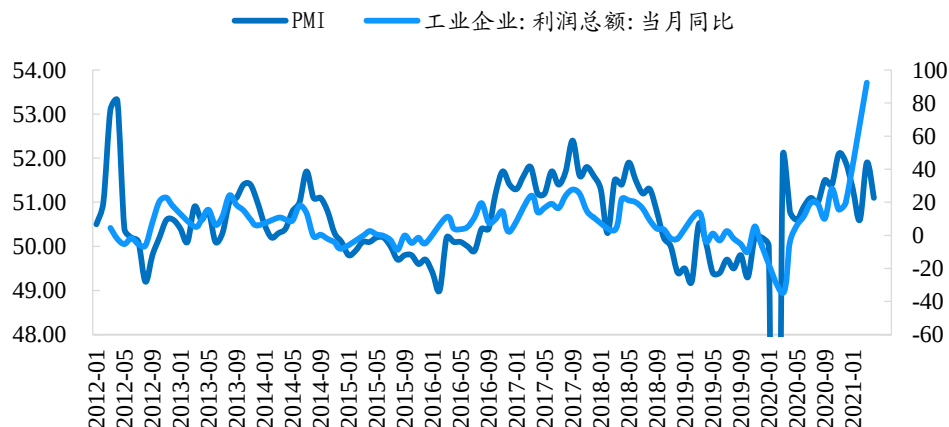
ROE 是连接实体经济和资产价格的核心变量。长期来看，经济处于稳态时，利润增速和 ROE 趋势一致，但是短期情况下并非如此。这就如长期来看，产出增速缺口和产出缺口都为 0，但短期来看，产出增速缺口领先产出缺口。

假设企业不分红，利润都用来投资，只要利润增速大于 ROE，ROE 就会上升，当利润增速向下和 ROE 交叉后，ROE 才会下降。从 $R = \alpha Y/K$ 来分析 ROE 就更有意思了。将资本存量粗略视为潜在产出，ROE 就是和产出缺口对应的水平变量，ROE 增速就是和产出增速缺口对应的一阶变量。ROE 增速等于利润增速减去资本

存量增速，只要利润增速高于潜在经济增速，ROE 就会上升。

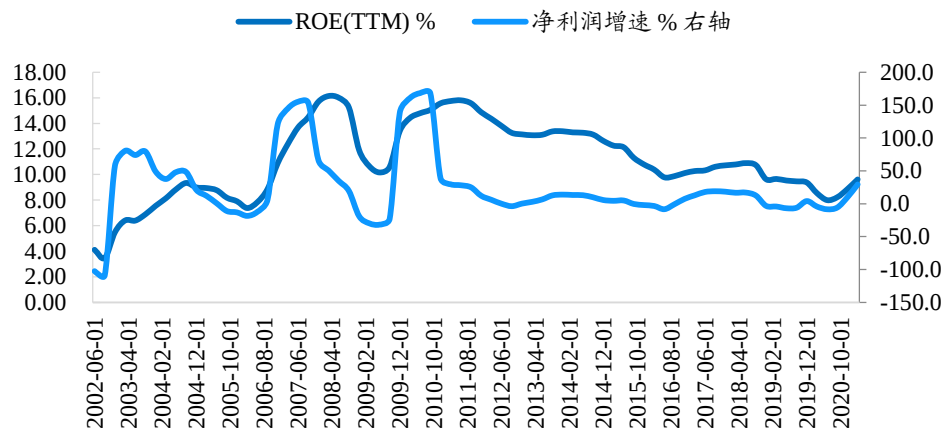
从经验来看，利润增速和 PMI、名义经济增速同趋势，领先 ROE 半年到一年。目前来看，中国企业 ROE 拐点未至，还会继续上升，大概在利润增速降至 8%（潜在名义经济增速）左右，ROE 开始下降。

图8: PMI 和利润增速同趋势

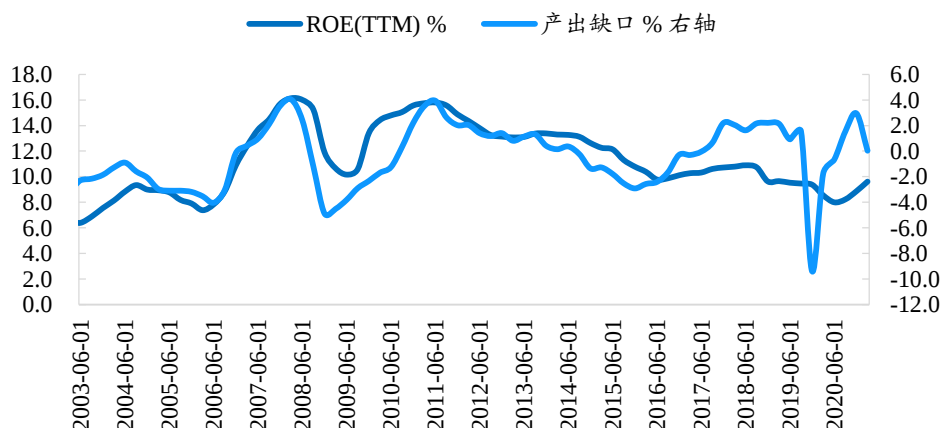


资料来源：Wind，新时代证券研究所

图9: ROE 滞后于利润增速



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图10: ROE 和产出缺口基本同趋势

资料来源: Wind, 新时代证券研究所

4、经济周期与资产价格的关系

产出缺口、产出增速缺口的经济含义是不同的,它们对资产价格的影响也不同。对市场而言,一阶经济变量对应一阶资产价格变量,社融增速、PMI、经济增速、利润增速,对应股价增速;水平经济变量对应水平资产价格,ROE、产出缺口对应股价。

经济增速、利润增速下降初期,PMI 仍高于 50%,经济增速仍高于潜在经济增速,利润增速较高,ROE、产出缺口还会增长一段时间,此时股价增速虽然下降,但增速依然为正。随着经济增速、利润增速进一步下降,ROE 下滑、产出缺口转负,股价开始负增长。当然,由于投资者预期的存在,股价会提前反应,几个经济金融指标的先后顺序是:政策,股价增速,经济增速、利润增速,股价,ROE、产出缺口。

虽然未来经济增速、利润增速可能会下滑,但在一定时期高于名义潜在经济增速是比较确定的,ROE 仍会继续上升,股价仍有上涨空间,只是增幅下降。特别是对周期股而言,这一阶段上涨动力充足。随着利润增速下降到 8%附近,ROE 将下滑时,股价面临较大压力。

利率方面,长端利率对应一阶经济变量,因为都是收益率概念,PMI 和长端债

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_26005

