

周期即趋势

——宏观大势研判

宏观专题

潘向东（首席经济学家）

证书编号：S0280517100001

刘娟秀（分析师）

010-83561312

liujuanxiu@xsdzq.cn

证书编号：S0280517070002

邢曙光（联系人）

18046221202

xingshuguang@xsdzq.cn

证书编号：S0280118060007

宏观经济形势分析框架分为三个层次。第一层次，经济周期和经济趋势（经济增长）是不同，即“周期异于趋势”，以美国经济周期模式为代表。第二层次，经济周期和经济趋势并不是泾渭分明，经济趋势影响经济周期，经济周期也同样会影响经济趋势，即“周期影响趋势”，以日本、欧洲经济周期模式为代表。经常被嘲笑的一个说法，经济增长是由“三驾马车”拉动的，也不是完全没道理。第三层次，和成熟经济体不同，新兴市场各种制度不成熟、对外开放有限，这些都可以迅速改变，进而影响潜在经济增速，因此，新兴市场的经济波动主要来自经济增长趋势受到的冲击，即“周期就是趋势”，这种经济周期模式以中国为代表。

1980年代以来，中国经历的三轮经济周期，都是改革周期。本轮经济周期是2000年至现在。次打危机之后，改革红利消退，激励机制破坏，“后发优势”减弱下技术进步放缓，人口、环境、资源约束增强，虽然政府采取了数次经济刺激政策，实际经济增速无法摆脱潜在经济增速的下滑。

中国经济长期下行趋势仍在，但是近期出现了一些短期企稳迹象。产成品库存增速已经降至历史低位，如果需求不差，加上PPI增速回升带来的盈利改善，2020年上半年可能开启新一轮补库存。企业盈利改善情况下，制造业投资增速可能从底部缓慢回升。一些去杠杆时限制基建投资的措施已经开始调整，加上2020年财政政策可能更加积极，基建投资增速也在缓慢恢复中。汽车产销两端均已结束持续2年多的下行趋势，目前呈现底部回暖迹象。虽然地产施工增速可能接近顶部区域，但竣工的持续修复将带动相关产业链景气度改善。

由于去产能、环保、去杠杆，这两年潜在经济增速下滑的幅度高于实际经济增速，经济增速缺口几乎消除。经济短期企稳情况下，如果再采取强力的经济刺激政策，带来的将是通货膨胀。同时，鉴于这次猪周期的特殊性、复杂性，可能要在相当长的一段时间接受高猪价的事实，2020年CPI增速中枢会抬升。因此，2020年货币政策整体上仍较为宽松，但整体上债券收益率下滑空间不大。

影响资本回报率的不仅仅是经济增速，还有资本收入份额等因素，经济增速下滑也并不意味着资本市场回报率也下滑，依然可以从高技术行业及高市场集中度传统行业中，寻找伟大企业。

● 风险提示：每个国家的经济周期模式都有差异

相关报告

宏观专题：美国经济的几个“谜”——兼论新经济的影响

2019-10-31

宏观专题：负利率、数字货币与黄金价格
2019-09-04

宏观专题：利率市场化对债券收益率的影响——兼评央行完善LPR形成机制

2019-08-17

宏观专题：全球利率趋势性下滑的前因后果

2019-07-19

宏观专题：影响债市的是哪一种物价增速——中国债券收益率影响因素的理论及经验分析

2019-06-25

宏观专题：美联储利率调控体系：挑战、展望及影响

2019-05-19

宏观专题：资本市场收益率是由什么决定的？——理论与经验分析

2019-04-09

宏观专题：分行业市场估值影响因素检验

2019-02-11

目 录

1、 美国经济周期异于趋势.....	3
2、 日欧经济周期影响趋势.....	6
3、 中国经济周期就是趋势.....	9
4、 不同经济周期模式下的资产价格逻辑.....	15
4.1、 美国：经济周期主导短期资产价格.....	15
4.2、 日欧：长期低利率下的资产价格.....	17
4.3、 中国：经济增速下滑不意味着资本回报率下降.....	17
4.3.1、 短期内债券收益率下行空间不大.....	17
4.3.2、 在高新技术行业和高市场集中度传统行业中寻找伟大企业.....	19
5、 参考文献.....	20

图表目录

图 1: 美国经济周期模式.....	3
图 2: 美国朱格拉周期特征很明显.....	5
图 3: 美国金融周期和朱格拉周期对应.....	5
图 4: 近几年美国潜在经济增速回升（%）.....	5
图 5: 近期全球制造业 PMI 回升（%）.....	6
图 6: 日欧经济周期模式.....	6
图 7: 房价泡沫破裂后，日本土地价格持续下降.....	8
图 8: 日本股市指数尚未回到 1989 年.....	8
图 9: 日本企业直到 2005 年才开始微弱加杠杆，次贷危机之后再次去杠杆.....	8
图 10: 中国经济周期模式.....	9
图 11: 中国经济周期是制度改革周期.....	10
图 12: 2018 年末中国非金融企业杠杆率雄冠全球.....	11
图 13: 去产能、去杠杆、环保加强之后，供给能力收缩.....	11
图 14: 2019 年食品 CPI 增速和非食品 CPI 增速背离.....	12
图 15: 当前处于主动去库存末期.....	13
图 16: 全球经济有短期企稳迹象.....	13
图 17: 基建投资增速处于回升期.....	14
图 18: 汽车行业产销两端改善.....	14
图 19: 地产竣工持续修复.....	14
图 20: 近几年美国储蓄率上升（%）.....	16
图 21: 美股 EPS 增速开始下滑.....	16
图 22: 中国债券收益率呈现“箱体运动”.....	18
图 23: 债券收益率和经济增速的关系.....	18
表 1: 整体上，美国股票收益率没有随着经济增速下滑（%）.....	19
表 2: 1970 年代后，日本股票收益率高于经济增速（%）.....	19
表 3: 1997 年后，韩国股票收益率没有随着经济增速下滑（%）.....	19

We find that shocks to trend growth—rather than transitory fluctuations around a stable trend—are the primary source of fluctuations in emerging markets.

——Mark Aguiar 和 Gita Gopinath (Journal of Political Economy, 2007)

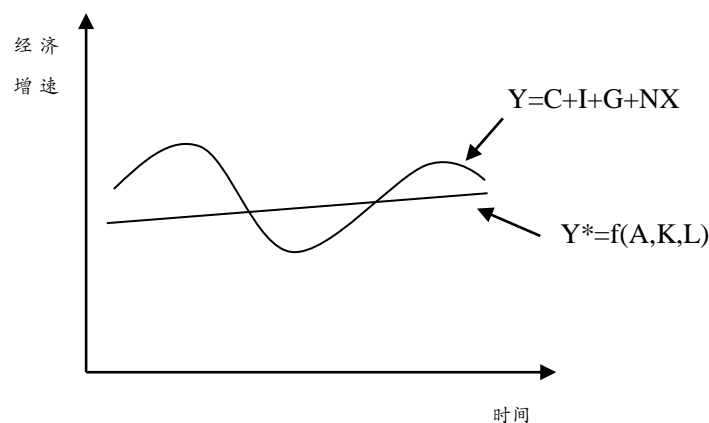
宏观经济形势分析框架分为三个层次。第一层次，经济周期和经济趋势（经济增长）是不同，即“周期异于趋势”，以美国经济周期模式为代表。第二层次，经济周期和经济趋势并不是泾渭分明，经济趋势影响经济周期，经济周期也同样会影响经济趋势，即“周期影响趋势”，以日本、欧洲经济周期模式为代表。经常被嘲笑的一个说法，经济增长是由“三驾马车”拉动的，也不是完全没道理。第三层次，和成熟经济体不同，新兴市场各种制度不成熟、对外开放有限，这些都可以迅速改变，进而影响潜在经济增速，因此，新兴市场的经济波动主要来自经济增长趋势受到的冲击，即“周期就是趋势”，这也是本文开篇引语的含义，这种经济周期模式以中国为代表。

剖析这些经济周期模式的运行机制，对我们理解经济形势，预判经济政策，指导投资，具有重要价值。首先，我们将阐述这三类经济周期模式是如何运行的。其次，对于不同的经济周期模式，它们的资产价格逻辑当然也不同，我们还将阐述不同经济周期模式下的资产价格逻辑。再次，我们不仅分析长期的经济形势和资产价格逻辑，还将对市场比较关注的 2020 年经济形势和资本市场进行展望。

1、美国经济周期异于趋势

经典的教科书中，经济周期和经济趋势（经济增长）截然不同，经济周期是个短期概念，受需求影响，可以用 $Y=C+I+G+NX$ 来表示。经济趋势是个长期概念，可以用 $Y^*=f(A,K,L)$ 表示，也就是经济增长受技术进步、资本、劳动力等因素影响，对于中国等转型国家来说制度也是重要的影响因素。

图1：美国经济周期模式



资料来源：新时代证券研究所

最经典、最常见的经济周期是朱格拉周期。当经济衰退时，市场出清留下高效率企业，这些高效率的企业可能是以前传统产业留下的，也可能是新产生的企业。

再加上市场集中度提升、加成定价能力较强，以及价格下降带来的生产成本降低、需求增加，这些企业资本回报率较高，开始加杠杆，增加投资，带动经济复苏。由于企业的盲目乐观，以及银行的顺周期性信贷投放，企业会过度投资。在资本边际报酬递减以及成本上升作用下，资本回报率会下降，加上银行收缩信贷以及价格上涨带来的需求下滑，一部分企业减少投资，甚至破产，经济再次衰退。这个过程是自动的，并不需要外力干扰，货币财政政策会加快经济的复苏和衰退。

经济周期会受到经济趋势的约束。当需求拉动实际经济增速上升超过潜在经济增速时，通货膨胀就会上升，抑制需求扩张，此时再加上货币政策加息，实际经济增速将被拉回到潜在经济增速。当需求下降时，实际经济增速低于潜在经济增速，会产生通货紧缩，阻止需求下滑，此时再加上货币政策降息，实际经济增速将上升到潜在经济增速。

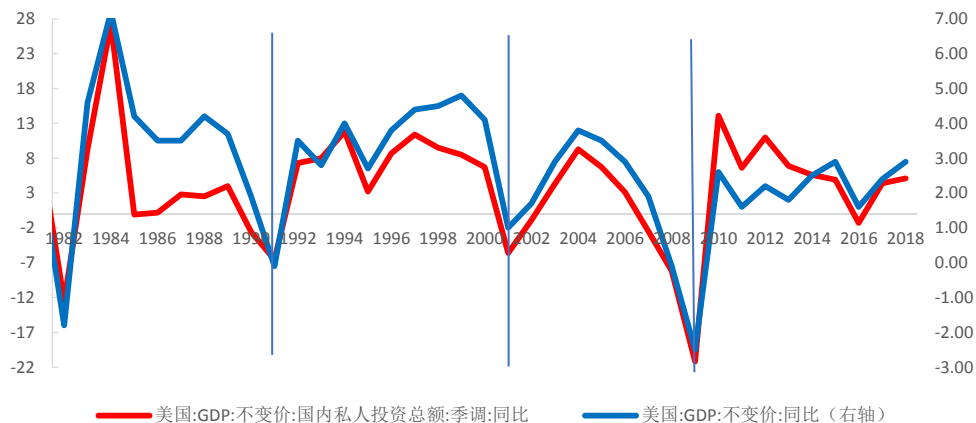
美国是经济周期和经济增长分离模式的代表。按照波谷—波谷的划分形式，1982年以来美国经历了四次朱格拉周期，分别是1982年-1991年，1991年-2001年，2001年-2009年，2009年至现在。每次经济周期也受到了潜在经济增速的制约。1982年-1991年年均经济增速为3%。1990年代在信息技术革命的拉动下，潜在经济增速上升，1991年-2001年年均经济增速为3.2%，其中1992年-2000年年均经济增速达到了惊人的3.8%。进入新世纪，信息技术革命的溢出效应减弱，潜在经济增速下滑，2001年-2009年年均经济增速仅为1.7%。次贷危机后，奥巴马、特朗普政府推行供给侧改革，美国潜在经济增速近几年又有所回升，2009年-2018年年均实际经济增速为1.8%，其中2010年-2018年年均经济增速达到2.3%。

这一轮的美国经济周期在2015年出现见顶迹象，2016年经济增速下滑，向潜在经济增速收敛，但是特朗普减税又刺激了消费和投资，经济增速反弹，经济周期拉长。2019年，美国PMI、债券利差等指标显示经济形势恶化，实际经济增速也确实开始下降了，不过美联储预防式降息、重新扩表，经济周期再度拉长。

经济周期难以逃避，但2020年美国或不会太差，实际经济增速继续向2%的潜在经济增速收敛，并最终在潜在经济增速附近波动。最大的经济支持仍是消费。次贷危机改变了一部分居民的消费习惯。为了预防未来的不确定性，消费更加谨慎，更加注重商品的价格和实用性。此次经济复苏，美国居民没有加杠杆，未来去杠杆的空间不大，消费增速大幅降低的可能性就比较小。这意味着美国经济增速可能会整体保持平稳，即使出现调整，大幅衰退的可能性也不大。当然，如果其他因素引起经济金融危机，那是另一回事。

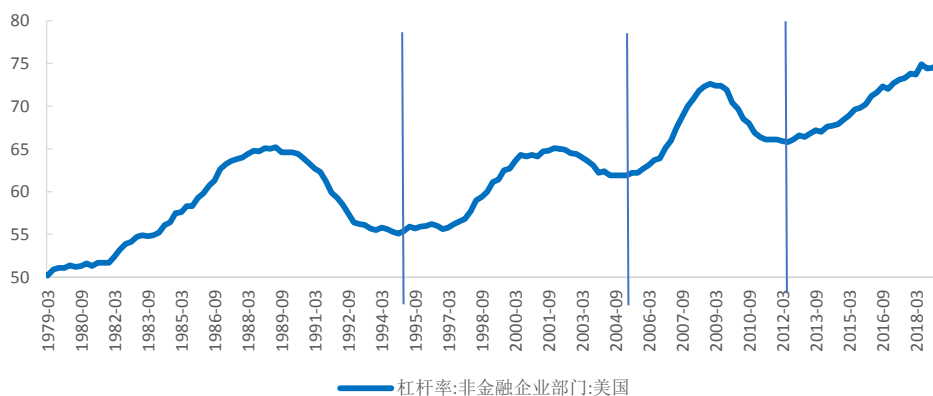
在降息的刺激下，新兴市场出现复苏迹象，全球制造业PMI在2019年8-11月持续回升。美国经济主要依靠消费，新兴市场复苏对美国的溢出效应可能有限，但是对日本、德国的影响或许会大一些。需求警惕的是，近期全球PMI的回升，可能只是降息刺激的结果，而非经济周期向上。

图2： 美国朱格拉周期特征很明显



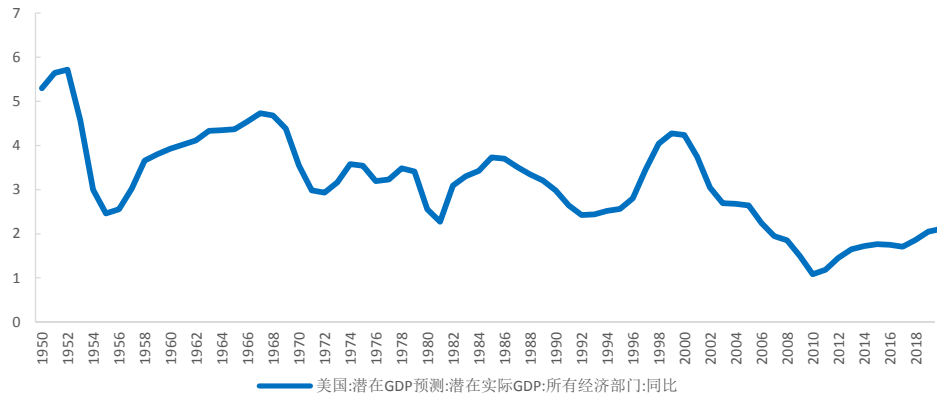
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图3： 美国金融周期和朱格拉周期对应



资料来源：Wind，新时代证券研究

图4： 近几年美国潜在经济增速回升（%）



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图5： 近期全球制造业 PMI 回升 (%)

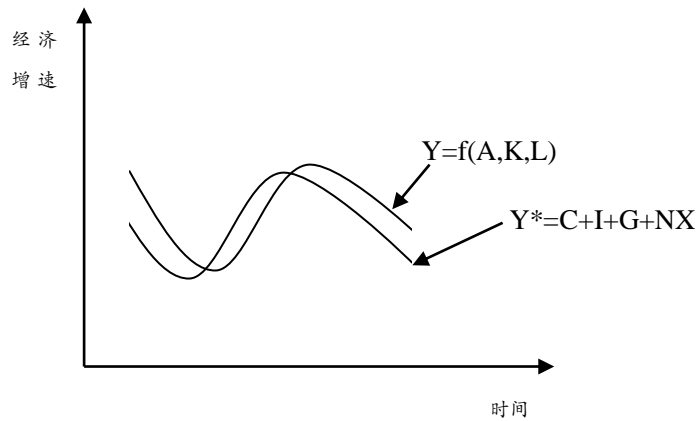


资料来源：Wind，新时代证券研究所

2、 日欧经济周期影响趋势

经济周期和经济趋势不是割裂的。经济趋势影响经济周期自不必多说，技术进步、劳动力增速上升会提升资本回报率，带动投资扩张；新产品、新工艺带来新的消费体验，有助于摆脱边际消费效用递减，拉动消费。经济周期也同样会影响经济趋势，这是经常被忽视的。“长期停滞”（secular stagnation）理论就是从需求端解释长期经济增速下滑的。一方面，需求不足导致消费、投资低迷，影响企业盈利，企业减少研发和固定资本投入，技术进步和资本积累速度放缓；另一方面，需求不足导致工人长期失业，他们可能会退出劳动力市场，减少劳动供给，最终潜在经济增速下滑，这也被称为“磁滞现象”（hysteresis phenomenon）。

图6： 日欧经济周期模式



资料来源：新时代证券研究所

潜在经济增速下滑意味着自然利率下降，甚至为负值。为了刺激经济，货币政策利率要低于自然利率，低利率、负利率成为常态，这也是“长期停滞”的一个特征。在法定数字货币发行之前，负利率存在下限，货币政策也将受限。政策制定者被迫寻找其他的解决方案。

“长期停滞”理论为积极财政政策提供了理论支持。政府发挥功能财政作用，进行逆周期调节，以及通过税收、转移支付缩小贫富差距，需求会增加，进而企业盈利改善，企业便加大研发以及实物资本、人力资本投入，提高经济的长期增长能力。同时，企业盈利还会带来居民就业和薪资的增加，进而带来消费扩张，这进一步改善企业盈利。如此形成正向反馈。

还可以从另一个角度理解积极财政政策。既然受制于利率下限，货币政策空间有限，积极财政政策可以消耗储蓄，带动自然利率上升，并高于货币政策利率，如此，传统货币政策便开始起效。

1991年之后的日本是这种经济周期模式的代表。1990年代初期，日本房地产泡沫破裂，房价、股价大跌，居民、企业资产负债表恶化，抵押品价值缩水，银行坏账增加，信用收缩，经济陷入“长期停滞”。金融危机后的最初几年，日本货币和财政政策并不是很积极，错失了救助经济的良机，回过神来，量化宽松、负利率、积极财政政策轮番登场，但仍难敌老龄化的负面影响。日本企业杠杆率直到2005年才开始微弱的加杠杆，次贷危机之后再次下滑，整体上仍在延续1990年代初以来的下滑趋势。最终，日本1992年-2018年年均经济增速只有0.7%。与此同时，通货膨胀低迷，年均CPI增速不到0.3%。

欧洲经济内部差异比较大，整体上也归为这种模式。这种经济周期模式，打破了人们关于经济周期是短期现象的固有思想。教科书中，经济周期是短期概念，经济增长是长期概念，代表国家是美国。对于日本来说，经济衰退后，资本负债表无法修复，长期通货紧缩，甚至影响了经济增长趋势，经济周期就变成了长期现象。

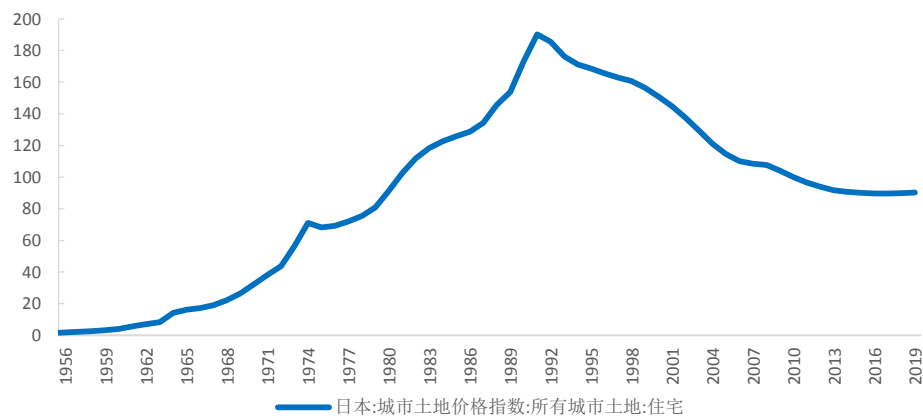
经济发展带来的老龄化，是人们的理性选择，很难逆转。老龄化带来的需求下降，会抑制投资、资本形成。老龄化还会带来储蓄率的下滑，财政政策也会受到约束。这样，经济便进入低增长、低利率、低通胀的“长期停滞”状态。

依靠科技革命走出“长期停滞”，那是很遥远的事情。况且，由于老龄化、科

研经费不足等原因，日欧的创新能力有限，需要美国的技术外溢。

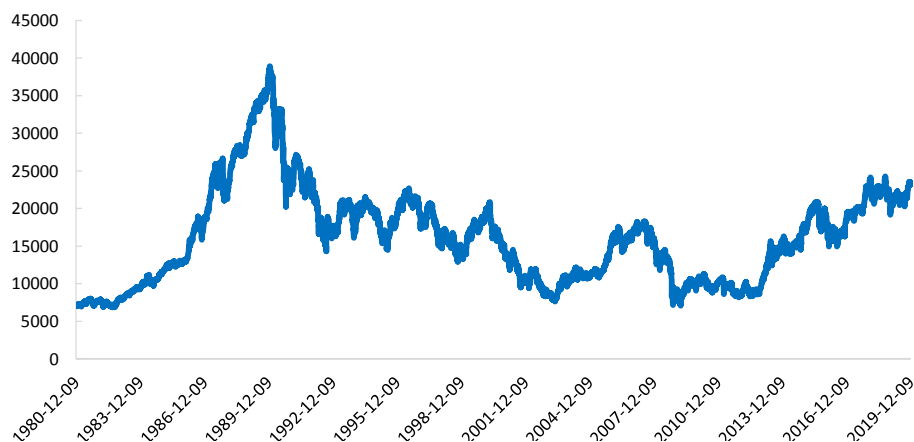
由于货币政策、财政政策空间比较大，也比较有效，新兴市场将扮演更加重要的角色。在2019年降息的刺激下，新兴市场经济出现了好转迹象，这会带动日本、德国等国的出口上升，阻碍经济恶化。那样的话，2020年日本、欧洲加大货币宽松的急迫性也下降。

图7： 房价泡沫破裂后，日本土地价格持续下降



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图8： 日本股市指数尚未回到1989年



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_8406

