



重建宏观周期的思维框架（下）



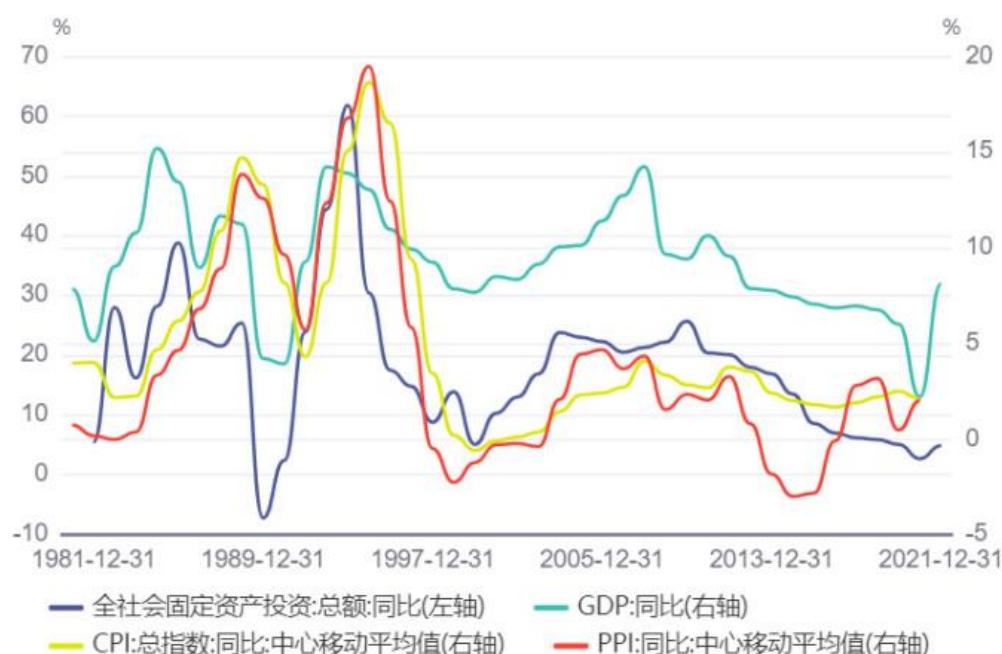
(接上篇《重建宏观周期的思维框架(上)》)自2020年以来,疫情、国际冲突等改变了人们对于经济环境的认知和理解。极端的增长偏差(比如全球经济因疫情短时间的暂定和回落),超出认知的通胀数据(去年工业品价格增长、美国通胀创20年新高等)都扰乱了传统的经济分析框架。站在2022年的视角,我们应该认识到疫情等因素的冲击可能更多是加速了传统增长周期的节奏,而不是改变了增长本身的逻辑。

1、2010年之前,传统产能周期分析框架能够较好地解释宏观经济周期

2010年之前,由于中国金融市场尚不完善,中国经济周期以产能周期为主,传统分析框架能够较好地解释宏观经济周期。1980-2020年间,中国经历了四轮完整的产能周期,时间分别是1980-1989、1989-1999、1999-2006、2006-2020。追根溯源,每一轮产能周期的扩张阶段都由制度红利释放的原因,20世纪80年代初期的改革开放、90年代的南巡讲话、21世纪初中国加入WTO、2009年“四万亿”计划分别对应了1980-1985年、1989-1993、1999-2003、2006年之后的产能扩张阶段。

前两轮产能周期与GDP周期几乎完全一致,唯一的区别在于GDP增速最高点总是早于固定资产投资增速最高点一年出现,这两轮周期中,CPI与PPI的周期也基本与产能周期保持一致,只不过稍有落后。这说明,在2000年之前,传统的产能周期分析框架对于宏观周期的解释能力较好。而在2000后的两轮产能周期的最高点则略早于GDP增速最高点,体现出固定

投资对 GDP 的引领作用,不过此时 CPI 与 PPI 周期已经与产能周期发生了错位,二者不再保持同步变动。



数据来源: iFinD, 万物研究院

表 1: 1980-2020 年间固定投资、GDP、CPI 和 PPI 周期汇总

周期轮次	周期阶段	固定投资 周期时间	GDP 周期时间	CPI 周期时间	PPI 周期时间
第一轮	扩张	1980-1985	1981-1984	1982-1988	1982-1988
	收缩	1985-1989	1984-1990	1988-1991	1988-1991
第二轮	扩张	1989-1993	1990-1992	1991-1994	1991-1994
	收缩	1993-1999	1992-1999	1994-1999	1994-1998
第三轮	增长	1999-2003	1999-2007	1999-2007	1998-2005
	收缩	2003-2006	2007-2009	2007-2010	2005-2008
第四轮	增长	2006-2009	2009-2010	2010-2011	2008-2011
	收缩	2009-2020	2010-2020	2011-2016	2011-2014

数据来源: iFinD, 万物研究院

自从 2010 年之后, GDP 的增长率已经似乎失去了周期性。但实际上,

这并不是中国的宏观经济已经失去了周期性，而只是 GDP 不再是反映周期性的有效指标，我们需要定义新的“增长指数”来对周期性进行描述。由于中国经济的周期性主要由工业制造业所产生，因而增长指数（也被称为“克强指数”）中包含了工业用电量、中长期贷款、铁路货运量三个重要的工业生产指标。可以看到，增长指数可以很好地反应工业产能利用率，但是社会固定资产投资总额则基本上已经失去了指示效应，这也说明了传统分析框架的破产。



数据来源: iFinD, 万物研究院

2、2010 年之后，金融周期对宏观经济的影响明显变大

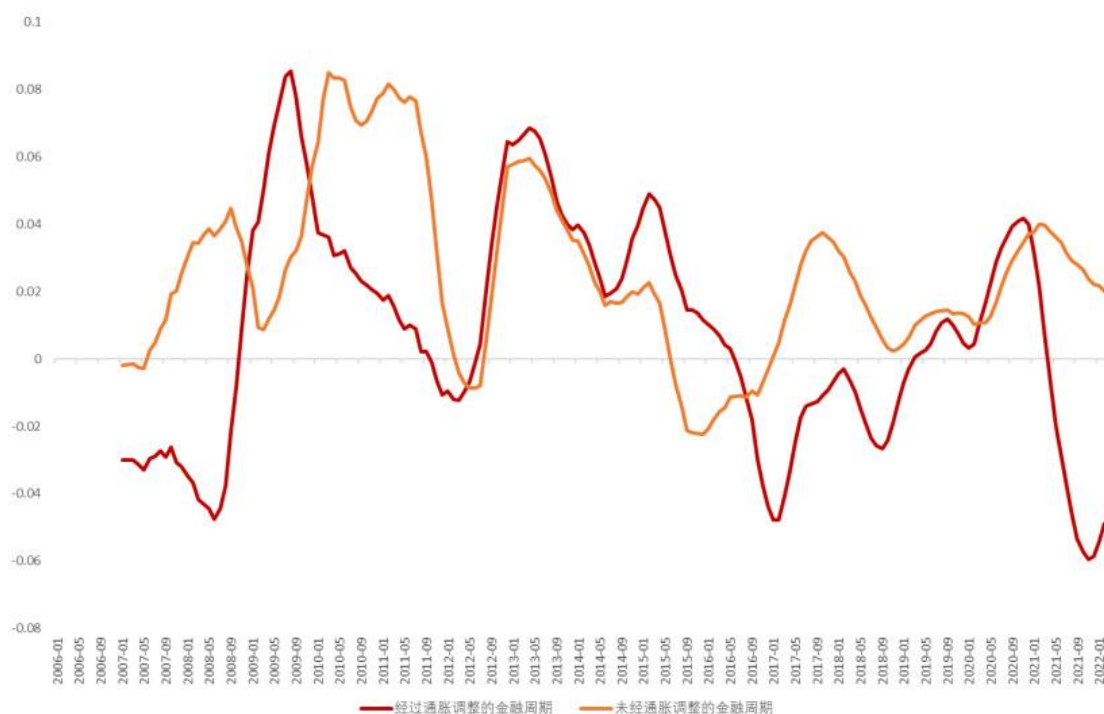
2008 年以来，中国共经历了四轮大规模的宏观刺激，这些宏观刺激对于经济周期的影响是很明显的。每一轮的政策基本都包括财政层面的扩大

政府投资，货币政策层面的降准、降息、降低再贴现利率、降低公开市场操作利率等。但是不断的刺激对 GDP 的影响越来越小，2008-2009 年的“四万亿”及与之匹配的货币政策能够将 GDP 增速重新拉回 10%，但在 2012 年又重新面临较大的下行压力，GDP 回落至 8% 以下，之后的两轮刺激无力阻止 GDP 增速继续回落，只能使得下降的速度有所减缓。

刺激 轮次	时间	政策推出前的经济状况	政策具体内容	政策效果
第一轮	2008下半年-2009年	(1) 出口增速从2008年10月份的19.2%快速下跌到2009年5月的-26.4%。	(1) 央行在4个月内四次降低存款准备金率，大型存款类金融机构累计下调2%，中小型存款类金融机构累计下调4%。	(1) 强力刺激在短期内立刻止住了经济的快速下滑。
		(2) PPI从2008年8月份的10%下跌到2009年7月的-8.22%。	(2) 央行先后五次下调金融机构存贷款基准利率，1年期存款基准利率累计下调1.89%，1年期贷款基准利率累计下调2.16%。	(2) 一年内使得政府总债务占GDP比重增长9.4%，达到了历史高位。
		(3) GDP增速从超过14%的高速增长下降至不足10%。	(3) 央行将再贴现利率由4.32%下调至1.80%。	(3) 信贷急速扩张：银行新增贷款在2009年第一季度猛增4.6万亿人民币，超过2008年全年数据。
			(4) 央行两次下调中国人民银行对金融机构的存贷款利率，其中法定准备金和超额准备金存款利率由1.89%和0.99%分别下调至1.62%和0.72%。	
			(5) 中央提出“四万亿”刺激计划，在基础设施等领域进行大规模投资。	
		(1) 2011年四个季度GDP增速一路滑落，同时在2012年GDP增速跌破8%。	(1) 央行连续3次降低存款准备金率，累计下调1.5%。	(1) 并未止住GDP增速继续下降的趋势，但减缓了这一过程。

经过通胀调整的社融增速-M2 增速能够有效地反映货币金融政策对实体经济的影响，因而是金融周期的良好表征指标。社融-M2 增速衡量的是银行资产端（社融）相对负债端（M2）的扩张速度，同时也是金融对实体经济影响的名义值，在此基础上剔除了通胀的影响，就可以反映金融对实体经济影响的实际值。同时，在考虑社融存量数据时，还需要将房地产贷款余额予以剔除，才能更好地反映出对于实体经济的影响。

从结果来看，该指标兼具短期的敏感性和长期的正确性：周期波动明显，同时每一轮周期的低点就对应着货币政策开始走向宽松，例如 2008 年 6 月、2012 年 3 月、2014 年 5 月、2017 年 2 月、2020 年 2 月等时间，与宽松政策的开始时间保持高度一致；而每一轮周期来到最高点，就意味着整体金融环境对实体经济的支持由宽松转向紧缩。



数据来源：万物研究院编制

增长指数的周期与金融周期保持相对较好的一致性, 增长指数在 2009、2013、2017 和 2021 达到了阶段性的高点, 而这正好对应着四轮宏观刺激的最高点。同时, 金融周期相对于增长指数来说, 又有一定的领先性, 体现了货币金融政策引导产业发展的特点。二者存在差异较大的时间段是 2014-2015 年, 彼时央行大幅降低融资成本, 释放巨量流动性, 但增长指

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_39506

