

宏观专题

从三大周期的背后，看经济形势与资产配置

近期市场对短期经济走势的理解分歧较大，本文基于三大经济周期（地产周期、资本开支周期和库存周期）视角，对短期和中期经济形势做出分析展望，以资借鉴。

核心观点：2021年“地产周期下、资本开支和库存周期上”，整体经济动能仍强，下半年可能弱于上半年，背后仍是“外需强、内需弱”的经济特征；2022年三大周期可能均趋于回落。下半年债市可能表现更好；目前应注意周期风格回调风险，金融和消费风格可能是更好选择。

引言：经济周期是如何划分的？

经济周期视角是传统经济分析框架的重要补充。周期理论认为乘数-加速原理驱动下，经济波动存在着周期性规律，因此可以通过研究周期变动预测未来经济走势。一般而言，按照驱动因素和时间长短划分，常见的经济周期包括四种：创新周期（康德拉季耶夫周期，40-60年）、地产周期（库兹涅茨周期，15-25年，我国还有3-5年的政策金融短周期）、资本开支周期（朱格拉周期，8-10年）、库存周期（基钦周期，2-4年），本文主要分析后3个周期。

一、房地产长周期（库兹涅茨周期，15-25年）+中国房地产短周期（政策金融周期，3-5年）

1、**房地产长周期（库兹涅茨周期）存在吗？**—以美国为例。传统库兹涅茨周期指由建筑业和房地产业兴衰驱动的15-25年的经济周期，但我们发现美国的地产周期长度实际并不稳定，典型的库兹涅茨周期可能并不存在，而人口因素可以更本质地解释地产景气的长期变动。

2、**我国房地产周期的历史与现状。**1)长周期：人口同样是我国房地产长周期的决定因素，同时城镇化速度也有重要影响，二者决定了我国2021年后的较长时期内，中国地产景气的下行压力将进一步加大。2)短周期：地产政策和金融流动性变化驱动我国地产景气呈3-5年的周期性波动，直至2016年中央调控思路转变，提出“房住不炒”，建立长效机制，地产景气波动明显趋缓，预示我国政策金融驱动的地产短周期可能已经结束，地产市场整体低波动与结构性分化将成为长期特征。

3、**未来我国房地产周期怎么走？**如前述分析，预计未来较长时期内地产下行压力将进一步加大，继续呈现整体低波动和结构性分化的特点。短期看，疫后地产景气仍是结构性的，年内流动性整体趋紧与地产政策持续加码下，地产景气仍将趋于温和回落。

二、资本开支周期（朱格拉周期，8-10年）

1、**我国资本开支周期的历史和现状。**分析我国资本开支周期的指标主要有两类：制造业投资同比的周期项和企业固定资产投资景气指数，据此可将我国企业投资划分为三个阶段：1998-2008年、2009-2016年、2017年至今，目前处于第三轮资本开支周期后半段。

2、**我国资本开支周期由什么驱动？**企业投资的源发需求可分为两类：1)新增扩张：占比约6成，顺周期性较强，由外生需求变动决定；2)存量更新：占比约4成，受设备使用寿命限制，内生性较强。我们发现企业资本开支周期走势主要取决于新增扩张需求，而非传统认为的设备更新，进而资本开支周期主要取决于出口、地产等外生需求波动。近年来我国地产周期趋平，出口波动的影响将更加重要，我国企业资本开支周期实质上就反映了全球经济周期。

3、**未来我国资本开支周期怎么走？**综合看，2021年受益于更新需求释放和扩张需求共振，整体企业投资复苏的确定性较大；但受制于经济节奏、环保政策、利润侵蚀等因素扰动，幅度可能弱于预期；2022-2023年扩张需求受到经济见顶回落压制，叠加前期累积的更新需求释放完毕，企业资本开支周期可能将逐步回落。

三、库存周期（基钦周期，2-4年）

1、**我国库存周期的历史与决定因素。**供需的不匹配产生了库存，需求波动的周期性产生了库存周期。我国经历了6轮库存周期，其中3轮较强、3轮较弱，是需求强弱决定了库存周期强弱。

2、**目前我国库存情况如何？**库存水平看，目前库存水平不低。库存时间看，目前已处于补库中期。

分行业看，上游采矿业和原材料加工业被动去库，中下游装备和消费品制造业主动补库。

3、**未来我国库存周期怎么走？**从历史规律看，补库可能仍将持续半年左右；从领先指标看，补库可能持续到年底；从需求走势看，二季度经济仍可能环比上行，下半年可能有所回落，但仍维持较高水平。总体来看，从历史规律、领先指标、需求走势来看，我国补库周期大概率仍将持续到年底左右，下半年可能逐步转为被动补库。

四、三大周期视角如何看待当前经济与资产配置

1、**今明两年我国三大周期怎么走？**2021年地产周期下，资本开支周期和库存周期上；2022年三大周期均趋于回落。据此预计经济2021年整体仍强，下半年可能弱于上半年；2022年可能回落。**中国经济周期的本质是什么？**地产周期的背后实质是人口和政策变化，与内需强弱密切相关；资本开支周期实质上反映了全球经济波动，即外需的强弱；库存周期则是内外需变动的结果。就今年而言，“地产周期下，资本开支和库存周期上”的走势背后实质反映的仍是“外需强、内需弱”的经济特征。

2、**经济会“滞胀”吗？**我国在2007、2010、2016年出现过“经济增速下行+通胀上行”的“类滞胀”情景，今年三大周期走势相对较类似2010年，但实际经济运行有明显区别，年内经济动能韧性仍强，因此倾向于认为，年内出现明显“滞胀”的可能性较小，更有可能是微滞胀或者说类滞胀。

3、**三大周期视角看，资产价格表现有何规律？**回顾历史上“地产周期下，资本开支和库存周期上”的时期，1)资产价格：前期表现，商品>股票>债券；后期表现，债券>股票>商品；今年股市整体可能小幅上升，而随着下半年经济动能放缓，债市可能表现更好，需警惕商品下行风险。2)股市风格：消费和金融整体较为抗跌，成长表现较差，周期前半段有超额收益，但后期往往跌幅较大。目前周期风格应注意继续回调的风险；消费风格目前估值仍在历史高位，上行空间受到一定限制，但可能仍相对抗跌；金融风格估值仍在底部，后续可能迎来修复性行情，可能是相对较好的选择。

风险提示：疫情演化超预期，外部环境恶化超预期，政策收紧超预期。

作者

分析师 熊园

执业证书编号：S0680518050004

邮箱：xiongyuan@gszq.com

研究助理 杨涛

邮箱：yangtao3123@gszq.com

相关研究

- 1、《经济恢复到什么程度了？—全面解读4月经济》
2021-05-17
- 2、《第七次人口普查的七大信号》2021-05-11
- 3、《从资本开支看，哪些行业提升空间仍大？》
2021-05-08
- 4、《出口为何频频超预期？——兼评4月贸易数据》
2021-05-07
- 5、《把握三重“窗口”——逐句解读4.30政治局会议》
2021-05-01
- 6、《价格有蝴蝶效应吗？——论PPI的四重传导》
2021-04-26
- 7、《各部委各省碳中和已有政策一览——碳中和系列一》2021-04-24
- 8、《从资本开支看，哪些行业可能加速修复？》
2020-12-24
- 9、《滞胀对资产价格的影响——兼评9月通胀数据》
2018-10-16



内容目录

引言：经济周期是如何划分的？	4
一、房地产长周期（库兹涅茨周期，15-25年）+中国房地产短周期（政策金融周期，3-5年）	4
1、房地产长周期（库兹涅茨周期）存在吗？——以美国为例	4
2、我国房地产周期的历史与现状	5
3、未来我国房地产周期怎么走？	8
二、资本开支周期（朱格拉周期，8-10年）	9
1、我国资本开支周期的历史和现状	9
2、我国资本开支周期的驱动因素	10
3、未来我国资本开支周期如何走？	13
三、库存周期（基钦周期，2-4年）	15
1、我国库存周期的历史与决定因素	15
2、目前我国库存情况如何？	16
3、未来我国库存周期如何走？	18
四、三大周期视角如何看当前经济与资产配置	19
1、今明两年我国三大周期怎么走？	19
2、三大周期视角看，会“滞胀”吗？	20
3、三大周期视角看，资产价格表现有何规律？	21
风险提示	22

图表目录

图表 1: 经济周期示意图	4
图表 2: 美国人口波动影响地产景气	5
图表 3: 中国人口波动和城镇化速度影响地产景气	6
图表 4: 我国的地产短周期	7
图表 5: 一线城市房价上涨明显，二三线涨幅较缓	7
图表 6: 一线城市房价和房租走势分化	7
图表 7: 2020年以来地产政策并未全面放松	8
图表 8: 商品房销售增速趋于回落	9
图表 9: 地产新开工持续低增	9
图表 10: 制造业（设备）投资同比的周期项	9
图表 11: 投资环比指标：5000户工业企业固定资产投资景气指数	9
图表 12: 部分通用设备、专用设备的产量增速	10
图表 13: 制造业上市公司资本开支同比	10
图表 14: 企业设备投资的两大需求	11
图表 15: 近年来存量更新投资占比不断提升	12
图表 16: 制造业投资：存量更新具有一定的逆周期特征	12
图表 17: 制造业投资：存量更新和新增扩张投资增速的周期项	12
图表 18: 制造业投资与出口增速	13
图表 19: 制造业投资与地产投资增速	13
图表 20: 我国资本开支周期与全球资本开支周期波动较一致	13
图表 21: 近年来高耗能产业投资增速回升	14
图表 22: 利润总额增速：上游回升幅度明显大于中下游	14
图表 23: 库存周期划分	15
图表 24: 我国的库存周期	15

图表 25: 各个库存周期的强弱划分.....	16
图表 26: 各个库存周期的补库动力.....	16
图表 27: 我国库存水平走势.....	17
图表 28: 各工业子行业库存情况.....	17
图表 29: 分行业库存增速.....	18
图表 30: M1、PPI 领先产成品存货增速.....	18
图表 31: 原材料库存领先产成品库存.....	18
图表 32: 三大周期今明两年的可能走势.....	19
图表 33: 2000 年以来, 我国发生过三轮“类滞胀”.....	20
图表 34: 三大经济周期与 GDP 走势.....	21
图表 35: 股、债、商品走势.....	22
图表 36: 股票四大风格超额收益走势.....	22

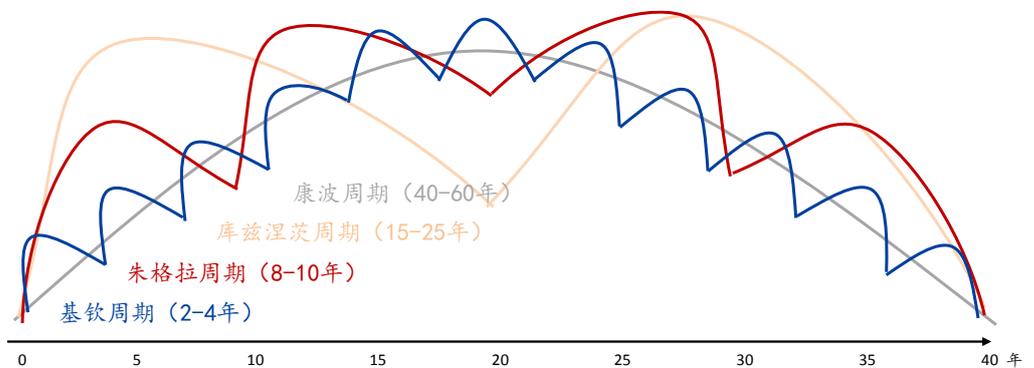
引言：经济周期是如何划分的？

经济周期视角是传统经济分析框架的重要补充。周期理论认为经济发展过程中的衰退、萧条、复苏、繁荣周而复始，存在着周期性规律，因此可以通过研究周期变动预测未来经济走势。乘数-加速原理可能是经济内生周期性波动的根本原因。一般而言，按照驱动因素和时间长短区分，常见的经济周期包括以下四种：

- 1、**创新周期（康德拉季耶夫周期，40-60年）**：简称“康波周期”，是1925年苏联经济学家康德拉季耶夫提出的，以科学技术创新为驱动的40-60年的长经济周期。
- 2、**地产周期（库兹涅茨周期，15-25年）**：是1930年美国经济学家库兹涅茨提出的，由建筑业和房地产业兴衰驱动的经济周期。
就我国而言，由于我国地产市场起步较晚（1998年正式开启商品房市场），数据时长较短，库兹涅茨周期缺乏验证；相对而言讨论更多的是3-5年的地产短周期，由于每轮地产小周期与政策调控密切相关，本文称之为**地产（政策金融）短周期**。
- 3、**资本开支周期（朱格拉周期，8-10年）**：是1862年法国经济学家朱格拉提出的，由设备更替和资本投资驱动的8-10年的经济周期，也称产能周期、设备投资周期等。
- 4、**库存周期（基钦周期，2-4年）**：是1923年英国经济学家基钦提出的，由库存变化驱动的2-4年的短期经济周期。

由于康波周期时间跨度过长，对实际投资的指导意义十分有限，本文主要还是主要讨论地产周期、资本开支周期和库存周期这三大周期的影响。

图表 1：经济周期示意图



资料来源：国盛证券研究所注：图中为便于辅助理解，各周期较为规律；实际上各周期并不一定是同一起点开始，每轮周期时间和幅度也各不相同。

一、房地产长周期（库兹涅茨周期，15-25年）+中国房地产短周期（政策金融周期，3-5年）

1、房地产长周期（库兹涅茨周期）存在吗？——以美国为例

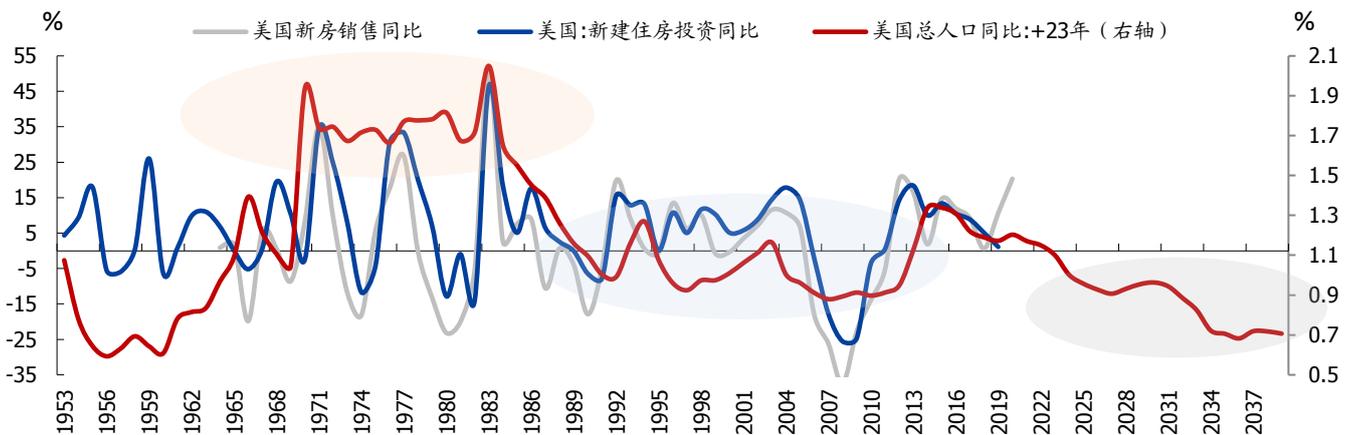
美国的地产周期长度实际并不稳定。以数据较为完备的美国为例，按照地产景气低点划分，最近的一轮美国地产周期是1990-2008年，持续时间18年左右；而再往前看，美国地产周期波动十分剧烈，1974、1980均是-20%左右的低点，其间隔明显小于库兹涅茨周期定义的15-20年，从这个意义上讲，典型的库兹涅茨周期可能并不存在。事实上，

一些西方学者¹也对库兹涅茨周期提出质疑，认为库兹涅茨周期是滤波工具造成的假象。

人口因素可以更本质地解释地产景气的长期变动。这是由于居住属性是房地产的根本属性，因此人口波动会直接影响地产需求。以美国为例：

- 1970-1985年期间美国地产市场虽然因为石油危机、股灾等因素波动较大，但整体景气度维持较高水平，1971/1977/1983年地产销售和 investment 高位增速达到30%-50%，主因当时战后婴儿潮进入成年，推升了购房需求。
- 1990年至今，随着人口增速下行，地产销售和 investment 增速峰值明显下降，高点均在20%以下。2008年美国金融危机从地产领域爆发，与人口波动导致的购房需求转弱可能也有一定关系。
- 往后看，美国人口增速持续下行，将对未来美国地产市场景气度构成长期压力。

图表 2: 美国人口波动影响地产景气



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2、我国房地产周期的历史与现状

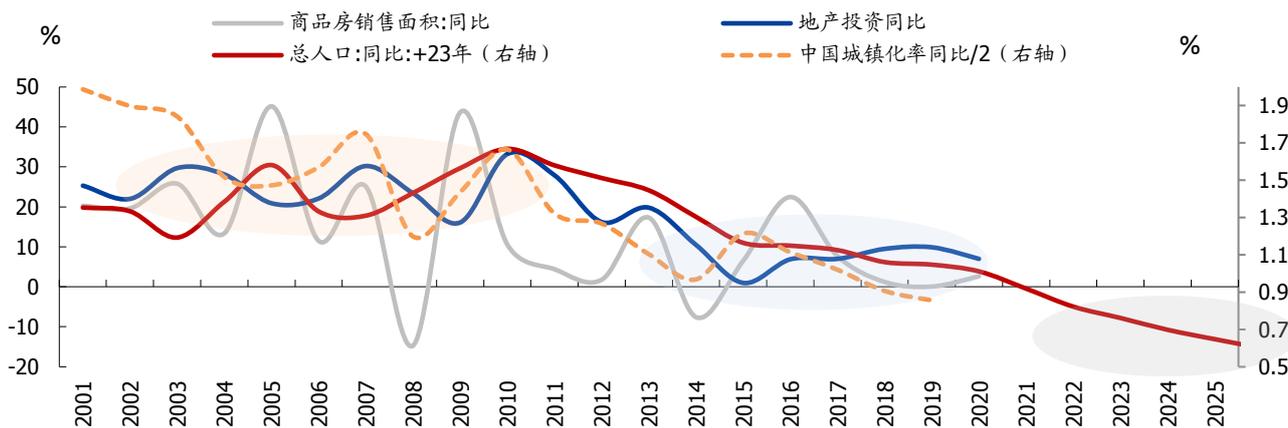
人口同样是我国房地产长周期的决定因素。我国房地产市场起步较晚，1998年才正式开启商品房市场，数据时长较短，难以验证库兹涅茨周期是否存在，也可从人口角度分析。

- 1998年商品房市场正式开启至2010年，我国地产市场景气度均维持较高水平，地产销售和 investment 增速均在25%左右的水平波动，对应的是上世纪70-90年代人口高增时期的购房需求较为强劲；
- 2011年至今，我国地产市场景气度出现明显下滑，增速中枢降至10%左右，与之对应的是人口高增时代的购房需求退去。
- 往后看，2000年后我国人口增速进一步下滑，对应2021-2030年的购房需求迎来新一波下行，地产市场景气压力同样较大。

城镇化速度也是影响我国地产长期景气度的重要因素。数据显示，2011-2017这段时期地产销售和 investment 的下滑幅度明显大于人口对应的购房需求降幅，其背后除了短期政策的扰动，一个重要因素可能是我国城镇化速度也明显放缓。往后看，2020年我国城镇化率已经达到64%，距离欧美发达国家80%左右的城镇化率距离进一步收窄，城镇化速度将进一步放缓，同样对地产市场构成下行压力。

¹ Howrey, E. "A spectrum analysis of the long swing hypothesis." International Economic Review. 9:228-252. 1968.

图表 3: 中国人口波动和城镇化速度影响地产景气

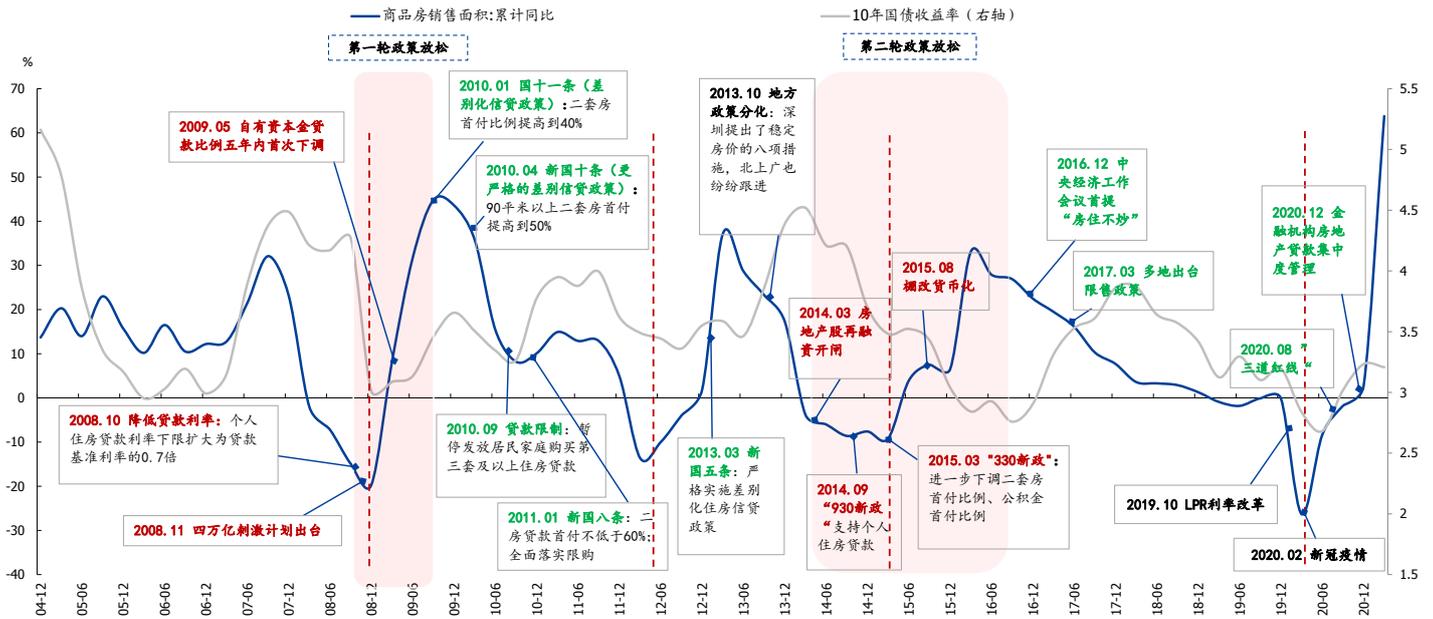


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

我国房地产更多表现为 3-5 年短周期（政策金融周期）。2008 年以来，我国地产景气呈现 3-5 年较规律的周期性波动，分析其原因均与房地产产业政策和金融流动性密切相关，具体而言：

- **2009-2012H1，“四万亿”政策周期：**08 年金融危机爆发后，我国实施“四万亿”刺激计划，流动性大幅宽松，利率短时间内大幅下行；地产市场迅速反弹，景气度升至历史高位。随后为控制地产泡沫，2010 年起政府开始收紧地产政策，“国十一条”、“国十条”等限制措施密集出台，利率中枢也震荡抬升，到 2012 年地产景气度已经明显回落。
- **2012H2-2014，政策严控下的弱反弹周期：**2012-2013 年地产政策仍延续此前偏紧的状态，并未有明显放松；期间由于流动性较为宽松，政策压制的地产需求有所释放，地产销售短暂回升，但力度偏弱，且随着 2013 年流动性再次收紧，地产景气又再度回落。
地产景气持续承压，库存不断累积，导致地产投资增速从 2013 年的 20% 左右大幅下滑至 2015 年仅 1%，经济下行压力明显加大，促使政策再次转松，2014 年 9 月“930 新政”发布，个人住房贷款再度放松，同时开启降准降息。
- **2015 至今，“去库存”与“房住不炒”政策周期：**上轮政策周期压制下，地产库存持续走高，为应对库存压力，2015 年 6 月棚改货币化开启，二三线地产市场景气度大幅反弹。随后，面对政策影响下波动剧烈的地产市场，结合我国进入“新常态”的历史定位，2016 年中央调控思路开始明显转变，首先在《2016 年政府工作报告》中提出“因城施策化解地产库存”，之后年底的中央经济工作会议首次提出“房子是用来住的，不是用来炒的”定位，建立地产调控长效机制，不将房地产作为刺激经济的工具。在此影响下，各地地产调控趋于常态化，地产销售趋于平稳，传统总量层面的地产周期逐步弱化。

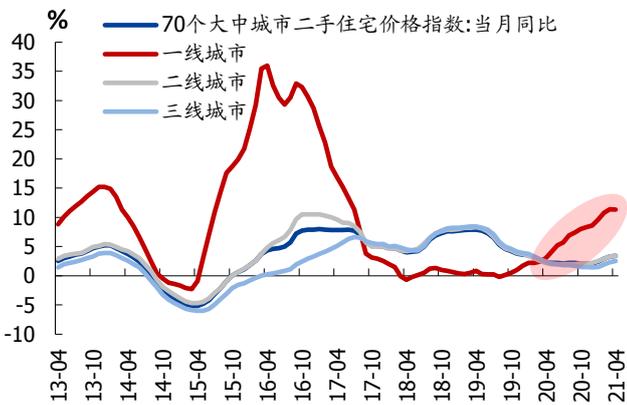
图表 4: 我国的地产短周期



资料来源: Wind, 中国政府网, 国盛证券研究所

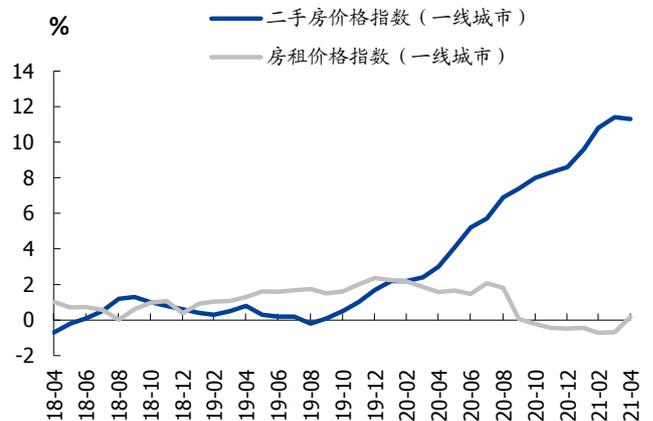
疫后地产景气仍是结构性的。2020年疫情发生后,我国货币政策转为宽松,地产景气也迅速复苏反弹,但由于Q1跌幅较大,全年商品房销售面积实际仅增长2.6%。从房价看,本轮地产景气仍是结构性的,主要是一线城市房价涨幅较大,而二三线房价基本保持平稳。主因应是近年来人口持续向大城市集聚,同时土地供应并没有显著上升,且一线城市房产金融属性更高(反映为房价和房租走势背离),对流动性变化更加敏感。

图表 5: 一线城市房价上涨明显, 二三线涨幅较缓



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 6: 一线城市房价和房租走势分化



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

从政策应对上来看,2020年疫情以来地产政策并未全面放松,仍是此前周期的延续。面对本轮一线城市房价上行,货币政策在总量上并未做太大调整,反映央行也是将本轮房价上涨归结为结构性问题,主要是采取针对性的区域调控政策。更长期看,即使是疫情冲击仍然较大的2020年上半年,4月政治局会议、5月政府工作报告也都继续强调“房住不炒”,以7月房地产工作座谈会为标志地产政策又迅速转为趋紧,凸显了中央保持定力,将“房住不炒”作为长期政策方针的意愿。今年3月两会和430政治局会议更是删掉了持续5年之久的“因城施策”,进一步预示后续将加强全局调控。

图表 7: 2020 年以来地产政策并未全面放松

时间	会议/文件/部门	主要内容
2020/1/21	住建部	住建部副部长倪虹表示,“解决好大城市住房突出问题”作为2021年度重点任务之一,城市政府要充分认识到保持房地产市场平稳健康发展的重要性,毫不动摇坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位,不将房地产作为短期刺激经济的手段,切实落实城市主体责任。
2020/4/17	政治局会议	要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位,促进房地产市场平稳健康发展。
2020/5/22	2020年政府工作报告	坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位,因城施策,促进房地产市场平稳健康发展。
2020/7/24	房地产工作座谈会	要牢牢坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位,坚持不将房地产作为短期刺激经济的手段,坚持稳地价、稳房价、稳预期,因城施策、一城一策...确保房地产市场平稳健康发展。要坚持问题导向,高度重视当前房地产市场出现的新情况新问题,时刻绷紧房地产调控这根弦,坚定不移推进落实好长效机制。
2020/7/30	政治局会议	要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位,促进房地产市场平稳健康发展。
2020/8/20	住建部、央行	为进一步落实房地产长效机制,实施好房地产金融审慎管理制度,增强房地产融资的市场化、规则化和透明度,央行和住建部形成重点房地产企业资金监测和融资管理规则,即传闻已久的“三道红线”。
2020/8/26	住建部召开部分城市房地产工作会商会	毫不动摇坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位,坚持不将房地产作为短期刺激经济的手段,保持调控政策连续性稳定性,确保房地产市场平稳健康发展。要高度重视当前房地产市场存在的突出问题,始终绷紧房地产市场调控这根弦。住房供需矛盾突出的城市要增加住宅及用地供应,支持合理自住需求,坚决遏制投机炒房。要整顿规范市场秩序,做好舆论和预期引导。
2020/10/26	五中全会	坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位,租购并举、因城施策,促进房地产市场平稳健康发展。
2020/11/3	“十四五”规划建议稿	坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位,租购并举、因城施策,促进房地产市场平稳健康发展。有效增加保障性住房供给,完善土地出让收入分配机制,探索支持利用集体建设用地按照规划建设租赁住房,完善长租房政策,扩大保障性租赁住房供给。
2020/12/11	政治局会议	促进房地产市场平稳健康发展
2020/12/16	2020中央经济工作会议	要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位,因地制宜、多策并举,促进房地产市场平稳健康发展。要高度重视保障性租赁住房建设,加快完善长租房政策。
2020/12/31	央行、银保监会	建立银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度。2020年12月末,银行业金融机构房地产贷款占比、个人住房贷款占比超出管理要求,超出2个百分点以内的,业务调整过渡期为自本通知实施之日起2年;超出2个百分点及以上的,业务调整过渡期为自本通知实施之日起4年。
2021/3/25	2021年政府工作报告	坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位,稳地价、稳房价、稳预期。
2021/4/30	中央政治局会议	坚持“房住不炒”防止以学区房等名义炒作房价

资料来源:中国政府网,国盛证券研究所

3、未来我国房地产周期怎么走?

长周期方面,如前述分析,基于人口因素和城镇化因素的变化趋势,未来较长时期内我国房地产市场的下行压力将进一步加大。在这种情况下,考虑到地产在我国居民财富、国家经济中的重要地位,为维持地产市场稳定,供给端(土地)的限制将持续较紧,意味着2021年后土地财政压力再度加大,可能也在侧面解释了为何近期房地产政策有加速推进的迹象。

短周期方面,考虑到面对新冠疫情这种严重冲击,地产政策仍未全面宽松,预计未来地产政策更不太可能有大幅放松,中国传统意义上的3-5年地产短周期可能已经结束,取而代之的是整体低波动(人口趋势和土地供给主导)与结构性分化(人口流动主导)成为我国房地产的长期特征。

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_19790

