

大类资产交易深度报告

经济周期的经验观察和初步分析

全球主要经济体经济周期大部分时间是同步的；经济结构的变动并不会从根本上改变经济周期规律。

相关研究报告

《基于经济周期的大类资产价格趋势研究》
20221208

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观经济及策略：大类资产配置

证券分析师：周亚齐

(8621)20328270

yaqi.zhou@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300522090002

- 我们在 12 月 8 日的报告《大类资产交易深度报告：基于经济周期的大类资产价格趋势研究》中提出了以预测经济周期为基础来形成对于未来一段时间大类资产价格趋势变动判断的方法。本报告则更详细地解释了我们是如何测量、理解和预测经济周期的。
- 我们用制造业 PMI 的过去 12 个月平均值来衡量经济周期的变动。
- 美国的经济周期：历史经济周期平均长度为 3 年并且历史平均上下行时间基本对称；不同时期的经济周期长度，经济周期的上行和下行时长以及经济周期的上下震动幅度均存在一定差异。美国经济周期拐点和波动幅度的判断：参考房地产周期、库存周期、领先经济指标以及关键收益率曲线利差。我们预计美国本轮的经济周期底部可能会在 2023 年的 3 季度左右出现，并且下行深度会超过 2016 年的低点。
- 中国的经济周期：中国历史经济周期平均长度为 3.5 年并且历史平均上下行时间基本对称；不同时期的经济周期长度，经济周期的上行和下行时长以及经济周期的上下震动幅度均存在一定差异。中国经济周期的波动性较小，并且存在持续磨底和寻顶的过程。中国经济周期拐点的判断：参考中长期贷款余额增速、库存周期以及中美经济周期协同性。我们预计中国本轮的经济周期底部可能会在 2023 年的 3 季度左右出现。
- 全球主要经济体经济周期大部分时间是同步的。我们认为中美经济周期同步，而不是背离，将继续是历史主流的现象。
- 美日的房地产和汽车行业兴衰的历史经验告诉我们：经济结构的变动并不会从根本上改变经济周期规律。
- 风险：中美经济周期实际走势同我们的判断偏离较大
- 本报告为框架性报告；我们的大类资产观点基于本报告阐述的理论框架，并同时考虑具体的市场和宏观因素及其边际变动；我们的大类资产详细观点请参见我们的大类资产交易周报以及其它的市场分析类报告，本报告不再赘述。

目录

1 什么是我们使用的经济周期	4
1.1 我们需要一个什么样的“经济周期”概念?	4
1.2 什么是我们使用的经济周期概念?	4
1.3 我们如何统计“经济周期”?	4
2 全球主要经济体经济周期观察	6
2.1 美国的经济周期	6
2.2 中国的经济周期	12
2.3 其他主要经济体的经济周期	15
2.4 不同经济体的经济周期的契合和背离	17
3 经济结构变动对经济周期的影响——以房地产和汽车行业为例	19
3.1 房地产行业的兴衰并不显著改变经济周期规律	19
3.2 汽车行业的兴衰并不显著改变经济周期规律	20

图表目录

图表 1. 中国制造业 PMI vs. 工业企业利润	4
图表 2. 美国制造业 PMI vs. 工业企业利润同比增速(%)	4
图表 3. 中国经济周期在 2016 年和 2018 年出现磨底和寻顶的阶段	5
图表 4. 美国经济周期中 2004-2009 年的大的下行趋势在 2006 年左右被暂时打断	5
图表 5. 美国经济周期的统计	7
图表 6. 美国经济周期的历史变动以及上下振幅变动	8
图表 7. 美国房地产周期 VS 经济周期	9
图表 8. 美国库存周期 VS 经济周期	9
图表 9. 美国 ECRI 领先指标 VS 经济周期	10
图表 10. 美国芝加哥联储经济活动指数 VS 经济周期	10
图表 11. 美国 2 年 5 年利差情况 VS 经济周期	11
图表 12. 彭博统计的经济学家对于美国经济增速的一致预期	11
图表 13. 中国经济周期的统计	12
图表 14. 中国经济周期	13
图表 15. 中国经济周期 VS 中长期贷款余额增速	13
图表 16. 中国经济周期 VS 中国库存周期	14
图表 17. 彭博统计的经济学家对于中国经济增速的一致预期	14
图表 18. 英国经济周期 VS 美国经济周期	15
图表 19. 法国经济周期 VS 美国经济周期	15
图表 20. 意大利经济周期 VS 美国经济周期	15
图表 21. 德国经济周期 VS 美国经济周期	15
图表 22. 德国, 英国, 意大利, 法国的经济周期	16
图表 23. 日本经济周期 VS 美国经济周期	16
图表 24. 韩国经济周期 VS 美国经济周期	16
图表 25. 中日韩经济周期	17
图表 26. 主要经济体的经济周期	18
图表 27. 中美经济周期	18
图表 28. 美国经济周期变动 VS 房地产 GDP 比重	19
图表 29. 日本经济周期变动 VS 房地产对 GDP 的拉动作用	20
图表 30. 日本经济周期变动 VS 房地产销售变动	20
图表 31. 美国经济周期变动 VS 美国汽车产量	21
图表 32. 日本经济周期变动 VS 日本汽车产量	21

1 什么是我们使用的经济周期

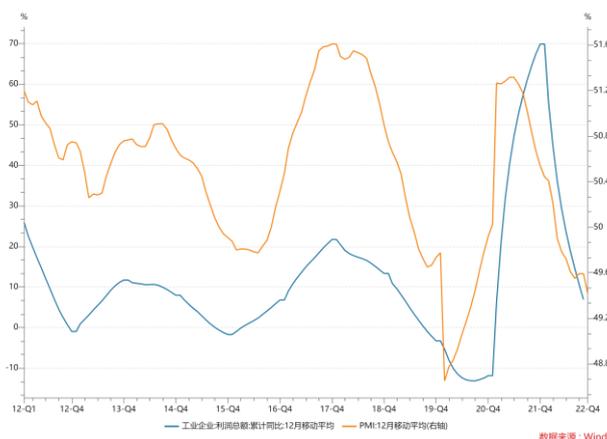
1.1 我们需要一个什么样的“经济周期”概念？

站在理解经济基本面和大类资产之间的关系，并且有助于预测大类资产价格走势的角度，我们认为一个合适的经济周期概念必须至少满足以下条件：1) 从经济逻辑上要同大类资产价格变动有直接的关系 2) 必须同大类资产价格有较好的历史关联性，也即这个“经济周期”的变动必须要能够对资产价格变动有较好的指示意义 3) 这个“经济周期”要有规律，可预测。

1.2 什么是我们使用的经济周期概念？

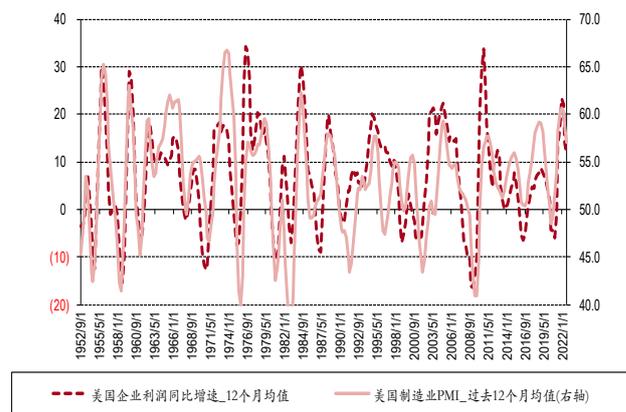
我们用制造业 PMI 的过去 12 个月平均值来衡量经济周期的变动。PMI 的 12 个月平均值的变动同中美的工业企业利润变动之间非常契合，而中美的工业企业利润又大致能够衡量整个经济体的企业利润，因为服务业利润变动同工业利润变动关联度很高。我们认为逻辑上企业利润变动是经济周期的核心变量，并且历史数据上企业利润变动同 GDP 的关联度也非常高。综合上述观点，我们认为 PMI 的 12 个月平均值是一个可以用来衡量经济周期变动的变量。同时，相较一般的衡量经济周期的指标，例如工业增加值，GDP 等，PMI 的优势在于频率更高，更新速度更快，波动更为明显。

图表 1. 中国制造业 PMI vs. 工业企业利润



资料来源：万得，中银证券

图表 2. 美国制造业 PMI vs. 工业企业利润同比增速(%)

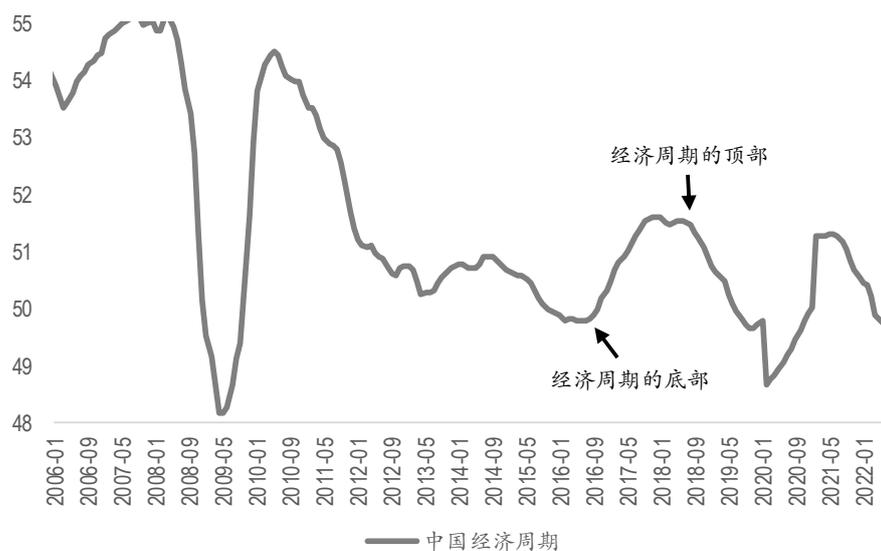


资料来源：彭博，中银证券

1.3 我们如何统计“经济周期”？

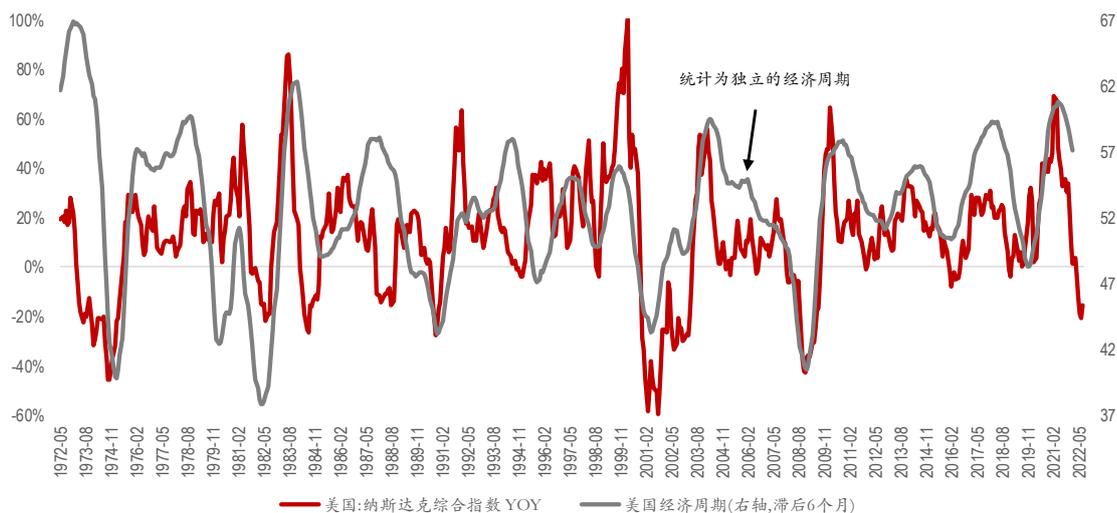
由于我们使用了制造业 PMI 的过去 12 个月平均值来衡量经济周期的变动，这在很大程度上帮助平滑了我们观察到的经济周期的曲线，避免了多次探底，多次触顶以及由短期因素所造成的波动所带来的对于统计经济周期顶部和底部的困难。因此，在大部分情况下，我们能够看到比较清晰的“V”型的经济周期的底部以及“倒 V”型的经济周期的顶部，而这自然而然地成为了我们统计的经济周期的底部和顶部。除此之外，我们目前在经济周期统计上主要遇到了两类相对棘手的情况：1) 经济周期呈现非常平缓的持续几个月的顶部和底部状态。对于这种情况，我们以平缓期的结束的月份来作为底部和顶部的确认。2) 在经济大的下行和上行趋势中，出现了一个相对较小幅度的“V”型“倒 V”型的经济周期。对于是否将其认定为单独的经济周期，将取决于期间股票市场指数是否有相应的大幅波动：如果有，就认定是单独的经济周期，反之则否。

图表 3. 中国经济周期在 2016 年和 2018 年出现磨底和寻顶的阶段



资料来源：万得，中银证券

图表 4. 美国经济周期中 2004-2009 年的大的下行趋势在 2006 年左右被暂时打断



资料来源：万得，中银证券

2 全球主要经济体经济周期观察

2.1 美国的经济周期

美国历史经济周期平均长度为 3 年并且历史平均上下行时间基本对称。我们统计了美国自 1949 年以来的经济周期，并观察到美国历史上的平均经济周期时长是 36 个月，金融危机之后(2011 年以来)的历史平均周期长度是 42 个月。在一个完整的经济周期中，平均历史上行时间和下行时间为 18 个月左右，也即从历史均值观察，美国的经济周期大致是左右对称的。

不同时期的经济周期整体长度同历史均值存在差异。 开始于 1952 年，1975 年，1990 年，1991 年，2001 年，2003 年的经济周期显著短于历史均值（较历史均值的 36 个月缩短 10 个月左右）；开始于 1954 年，1963 年，1971 年，2006 年，2009 年的经济周期则显著长于历史均值（较历史均值的 36 个月延长 10 个月左右）。上述显著偏离历史周期均值的时间，大都发生在美国国家经济研究局（NBER）所定义的“经济衰退”前后——这意味着我们需要格外注意美国新一轮“经济衰退”的时间（NBER 目前定性为衰退的时间段涉及年份包括：1949，1953-1954，1957-1958，1960-1961，1969-1970，1974-1975，1980，1981-1982，1990，2001，2007-2009，2020）同时，我们注意到 2008 年金融危机之后的经济周期长度都长于 1949 年以来的均值水平——金融危机之后，美国的经济周期长度为约 3 年半。另外，从历史统计来看，美国经济周期最长时间为近 5 年，最短时长为 1 年零 1 个月。尽管我们尚未在经济学理论层面找到对于经济周期长度变动规律的准确的令人信服的解释，但是上述经验观察还是有助于我们对于目前的经济周期做出更为合理的预测。

不同时期的经济周期的上行和下行时长存在差异。 从历史上的上行周期来看，开始于 1971 年，1985 年的上行周期显著长于历史上行周期的均值，而开始于 1990 年，2006 年的上行则显著较短；上行周期中最长为 34 个月，最短为 4 个月。从历史上的下行周期来看，开始于 1955 年，1965 年，2006 年的下行周期显著长于历史下行周期的均值，而开始于 1993 年和 2003 年的下行周期则显著较短；下行周期中最长为 36 个月，最短为 5 个月。

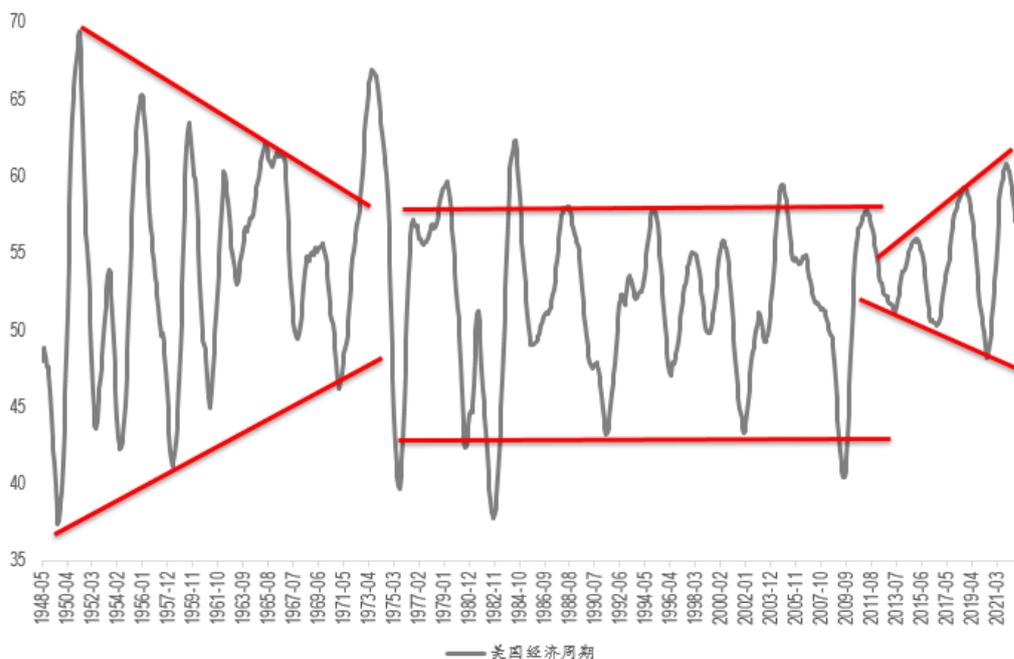
不同时期的经济周期上下震动幅度也呈现出不同的规律特征，并且大致呈现出每 20-30 年一变的特征。 从 1949-1971 年这 20 多年的时间中，美国经济周期的波动幅度整体是逐渐收窄的。而在经过了 1973-1975 年的宽幅震荡之后，美国经济周期的波动幅度则是整体趋于稳定，直到 2008 年金融危机。金融危机之后至今，美国经济周期的波动幅度重新开始扩大。

图表 5. 美国经济周期的统计

基于 美国制造业PMI_过去12个月均值						
低点	高点	上行时间 (月)	下行时间 (月)	低点衡量的 周期长度 (月)	高点衡量的 周期长度 (月)	周期长度同 历史均值差 异(月)
1949/07	1951/03	20	15	36	27	-4
1952/06	1953/06	12	10	22	30	-10
1954/04	1955/12	20	28	49	44	10
1958/04	1959/07	15	19	35	32	-2
1961/02	1962/03	13	12	25	39	-4
1963/03	1965/05	26	29	56	53	18
1967/10	1969/09	23	16	40	46	7
1971/01	1973/06	29	26	56	39	11
1975/08	1976/08	12	10	22	31	-9
1977/06	1979/03	21	17	39	29	-2
1980/08	1981/08	12	14	26	35	-5
1982/10	1984/06	20	15	36	50	7
1985/09	1988/07	34	21	56	25	5
1990/04	1990/08	4	9	13	31	-14
1991/05	1993/02	21	6	27	23	-11
1993/08	1995/01	17	15	32	38	-1
1996/04	1998/02	22	13	35	26	-5
1999/03	2000/04	13	19	33	34	-3
2001/11	2003/01	14	5	19	21	-16
2003/06	2004/10	16	17	33	22	-8
2006/03	2006/08	5	36	41	57	13
2009/07	2011/04	21	25	47	46	10
2013/05	2015/01	20	19	40	44	6
2016/08	2018/08	24	21	46	40	7
2020/05	2021/11	18				
历史平均周期长度 (月)				36		
2011年以来历史平均周期长度 (月)				42		
历史最长周期长度 (月)				57		
历史最短周期长度 (月)				13		

资料来源: 万得, 中银证券

图表 6. 美国经济周期的历史变动以及上下振幅变动



资料来源：万得，中银证券

美国经济周期拐点和波动幅度的判断：基于经济周期规律本身，并参考房地产周期、库存周期、领先经济指标以及关键收益率曲线倒挂情况。我们可以依据已经观察到的最近的经济周期的低点（2020年5月），或者最近的经济周期的高点（2021年11月），以及历史上的周期长度（经济危机以来平均约3.5年），来判断本轮美国经济周期的低点可能会在何时出现。另外一方面，我们也可以借助一些其他经济指标的拐点，来帮助我们判断美国经济周期的拐点。我们发现以下几个对美国经济周期拐点有一定指示意义的指标：1) 以新屋销售为参考的美国房地产周期变动大致领先美国经济周期约1年左右的时间，而目前的数据显示美国房地产周期可能已经于2022年7月底，这也意味着美国经济周期有望于2023年3季度前后见底。2) 以“ISM制造业PMI:客户库存”为参考的美国库存周期的顶部拐点大致领先美国经济周期的底部拐点约3个月，而目前我们还远未看到美国库存周期的顶部拐点，这也意味着美国经济周期2023年1季度前见底的可能性很小。3) 从Leading economic indicator的角度看，“美国ECRI领先指标”以及“芝加哥联储经济活动指数”在历史上大致都领先美国经济周期拐点约0-9个月，而这两个指标目前都没有看到见底的迹象。4) 历史上，关键收益率曲线期限利差压缩乃至倒挂对于预测之后的美国经济下行/衰退有很好的指示作用。以美债2年5年期的期限利差的三个月移动均值为例，历史上该值快速下行乃至为负（倒挂）之后的12个月左右，美国经济都会跟随快速下行。除了拐点的预测之外，我们发现美国房地产周期的波动幅度（上行以及下行）对于之

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_50260



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn