

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如何走？**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、**未来我国库存周期如何走？**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

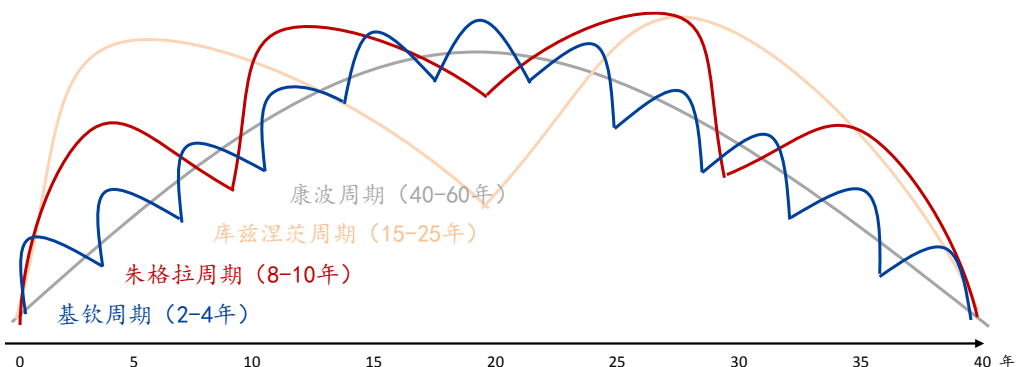
引言：经济周期是如何划分的？

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 15-25 年的经济周期。
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

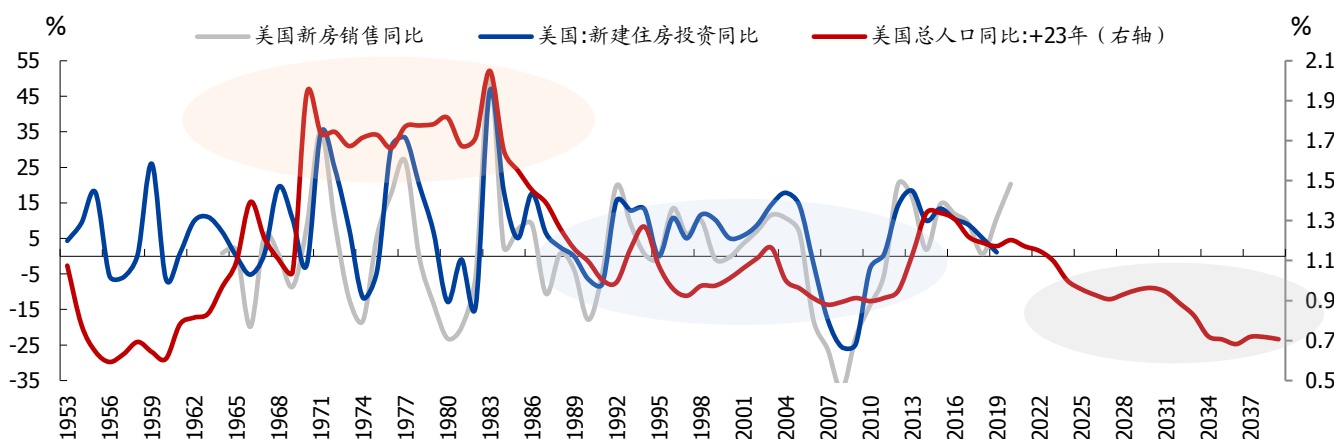
美国的地产周期长度实际并不稳定。以数据较为完备的美国为例，按照地产景气低点划分，最近的一轮美国地产周期是 1990-2008 年，持续时间 18 年左右；而再往前看，美国地产周期波动十分剧烈，1974、1980 均是-20%左右的低点，其间隔明显小于库兹涅茨周期定义的 15-20 年，从这个意义上讲，典型的库兹涅茨周期可能并不存在。事实上，

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 年地产销售和地产投资高位增速达到 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，地产销售和地产投资增速峰值明显下降，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

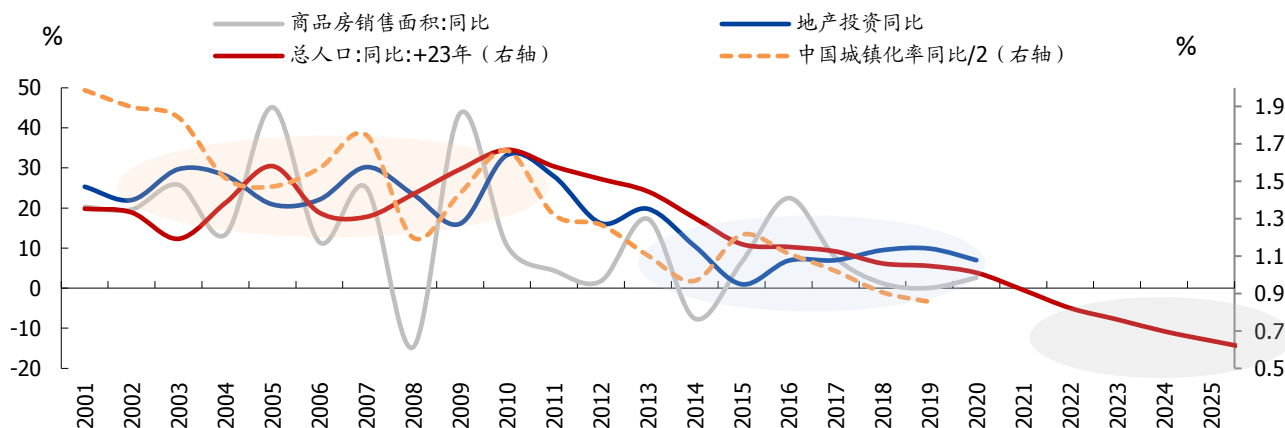
人口同样是我国房地产长周期的决定因素。我国房地产市场起步较晚，1998 年才正式开启商品房市场，数据时长较短，难以验证库兹涅茨周期是否存在，也可从人口角度分析。

- 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，地产销售和地产投资增速均在 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投资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

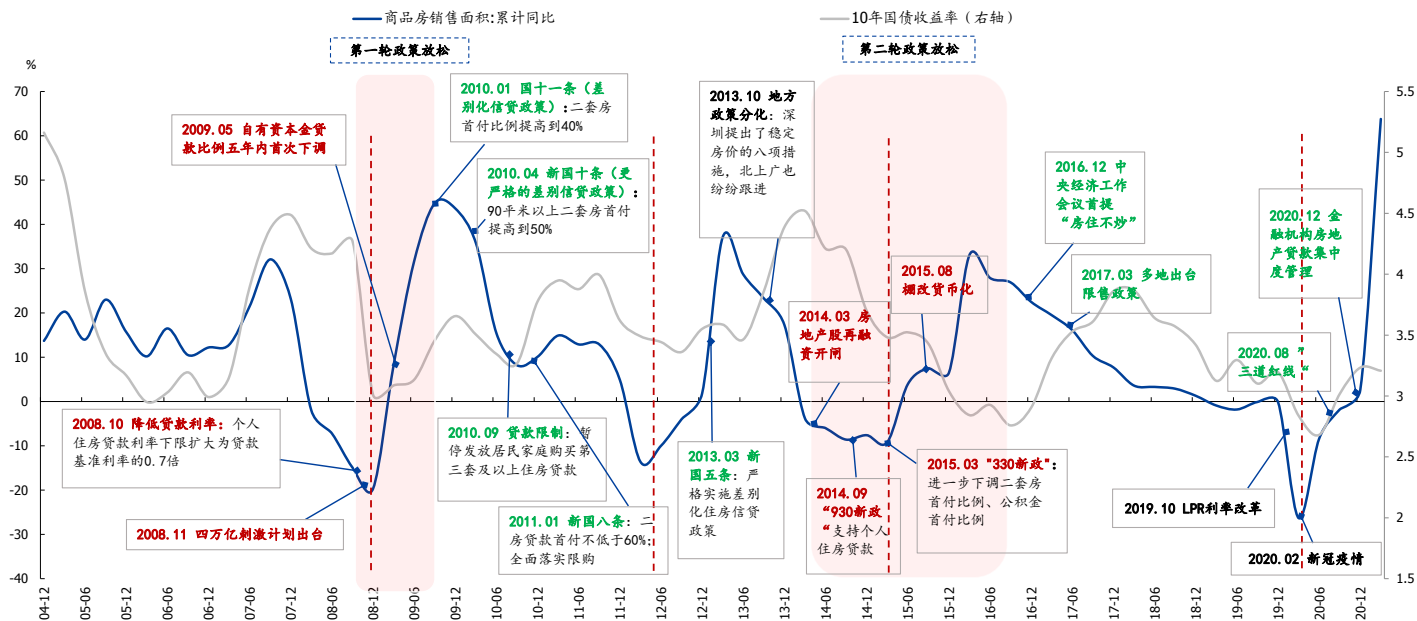


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

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。

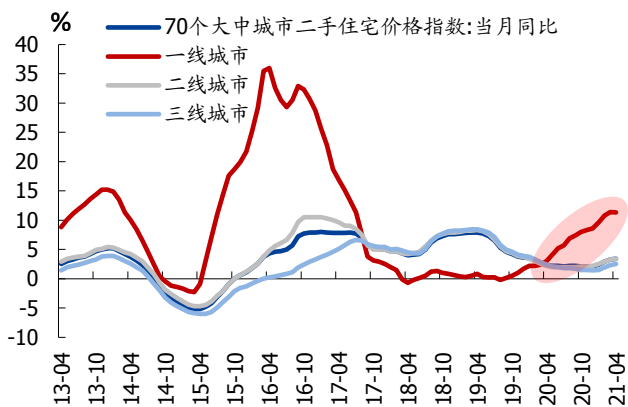
图表 4: 我国的地产短周期



资料来源: Wind, 中国政府网, 国盛证券研究所

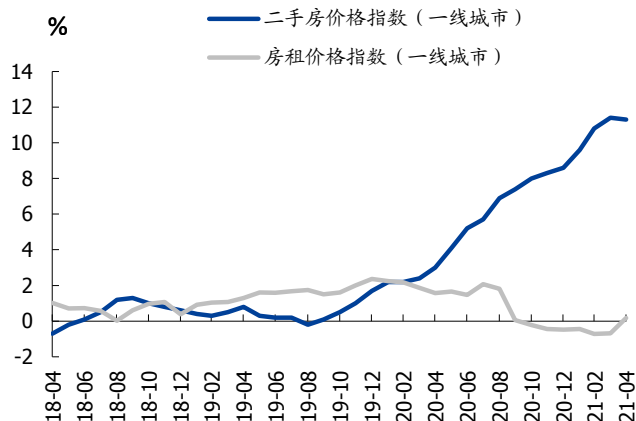
疫后地产景气仍是结构性的。2020 年疫情发生后, 我国货币政策转为宽松, 地产景气也迅速复苏反弹, 但由于 Q1 跌幅较大, 全年商品房销售面积实际仅增长 2.6%。从房价看, 本轮地产景气仍是结构性的, 主要是一线城市房价涨幅较大, 而二三线房价基本保持平稳。主因应是近年来人口持续向大城市集聚, 同时土地供应并没有显著上升, 且一线城市房产金融属性更高 (反映为房价和房租走势背离), 对流动性变化更加敏感。

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

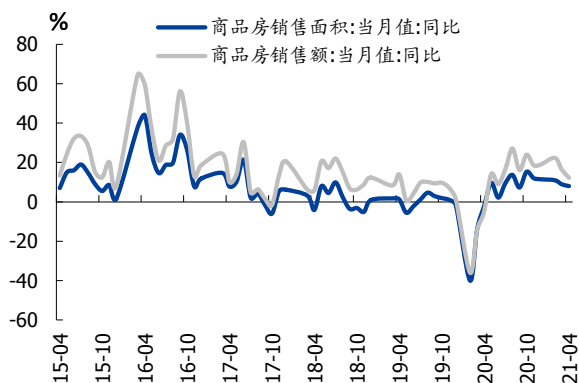
3、未来我国房地产周期怎么走？

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税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。

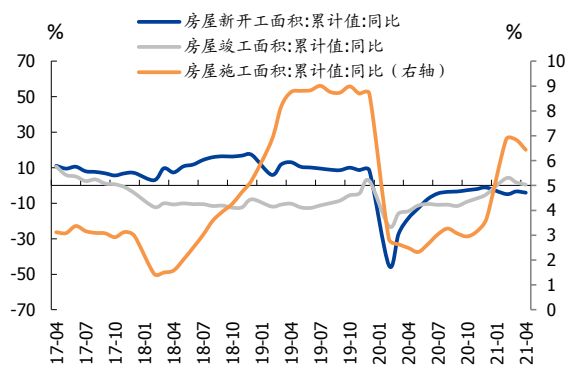
短期看,年内地产景气将趋于回落,但幅度会比较温和。在流动性整体趋紧与地产政策持续加码下,今年 3-4 月商品房销售面积和新开工面积增速已经有所回落;受 3 月以来对消费贷和经营贷的管控(过往看主要去向是房地产),今年 4 月居民短贷也大幅低于去年同期也低于季节性水平。需注意的是,鉴于今年政策稳字当头、不急转弯,叠加今年地方政府化债仍需土地财政支撑,预计地产景气回落斜率和幅度可能比预期温和。

图表 8: 商品房销售增速趋于回落



资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 2021 年 1-4 月增速为较 2019 年同期两年平均增长

图表 9: 地产新开工持续低增



资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 2021 年 1-4 月增速为较 2019 年同期两年平均增长

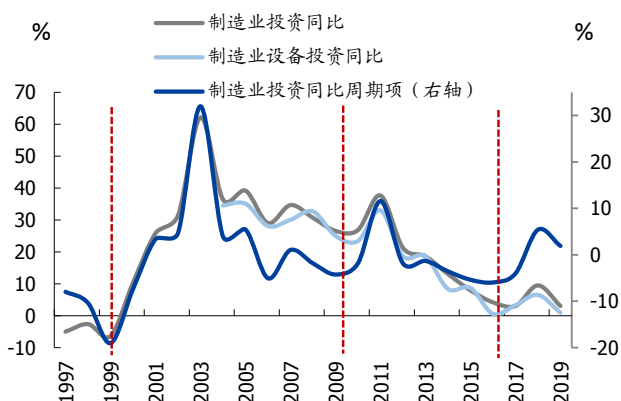
二、资本开支周期 (朱格拉周期, 8-10 年)

1、我国资本开支周期的历史和现状

应该用什么指标衡量我国企业投资的周期性? 对比分析我国和海外的企业投资, 应注意两点关键区别: 1) 政府投资能力区别, 我国基建投资 (政府主导) 对冲了企业投资 (民间主导) 周期性; 2) 经济增速趋势区别, 我国经济增速下行趋势削弱了企业投资的周期性。综合上述两点原因, 我们认为分析中国资本开支周期性的指标主要有两类:

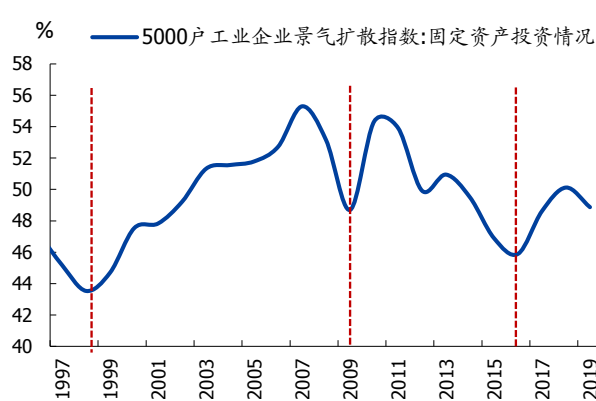
- **制造业 (设备) 投资同比的周期项:** 由于制造业设备投资数据是从 2003 年开始, 时间跨度相对较短, 且其增速走势与制造业投资整体十分接近, 故本文选用时间跨度相对更长的制造业投资增速进行分析。本文使用 HP 滤波方法, 去除制造业投资同比增速的下跌趋势, 得到相应周期项 (由于 2020 年数据异常低, 为作图更加直观, 分析历史走势时数据截至 2019 年, 下同)。
- **企业固定资产投资景气指数:** 本文选取央行 5000 户工业企业问卷调查数据中的固定资产投资景气指数, 该指标类似 PMI, 是一种环比指标, 以 50% 作为扩张和收缩的分界点, 当指数高于 50% 时, 预示相应分项较上期好转。

图表 10: 制造业 (设备) 投资同比的周期项



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

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



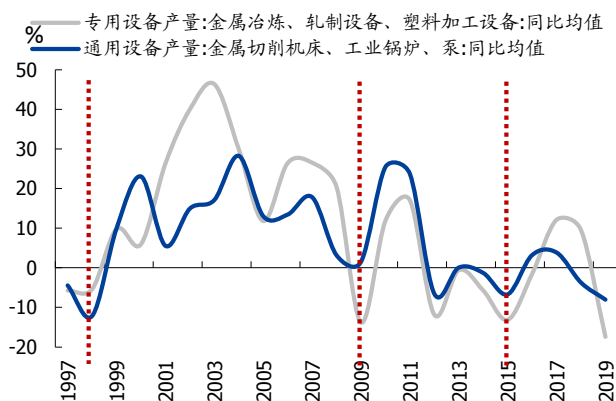
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

综合考虑两个指标的降幅、经济环境变化等因素，我们认为 1998、2009、2016 是三个较为典型的资本开支周期分界点，可将近年来我国企业投资划分为以下三个阶段，目前处于第三轮资本开支周期后半段。其中：

- **1998-2008 年：**起源于亚洲金融危机爆发及我国加入 WTO，结束于 08 年金融危机。这一段周期持续时间较长，达 11 年。
- **2009-2016 年：**2009 年由于政策刺激，制造业并未得到出清，是一个不完全的低点，这也导致本轮资本开支周期较短，上行期仅维持了 2 年便转头下跌，直至 2016 年供给侧改革开启，迎来较为彻底的出清。这一段周期持续时间较短，仅 8 年。
- **2017 年至今：**2018 年短暂回升后，企业投资在 2019-2020 年接连受到去杠杆、中美贸易摩擦、新冠疫情三轮外生冲击，回升趋势被打断。这一段周期已经持续 5 年。

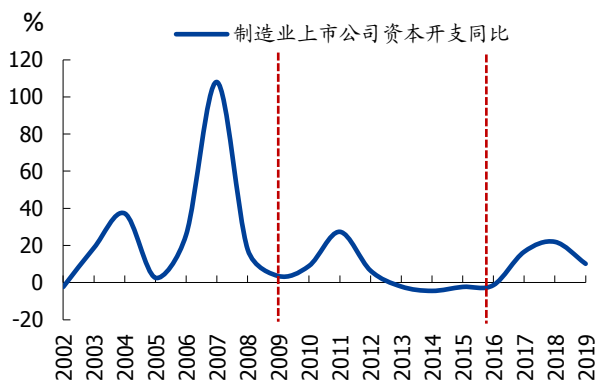
以上划分从一些侧面指标也可以得到验证：如中观维度的通用设备（金属切削机床、工业锅炉、泵等）和专用设备（金属冶炼、轧制设备、塑料加工设备）产量增速、微观维度的制造业上市公司资本开支同比增速，整体走势均与上述指标接近。

图表 12：部分通用设备、专用设备的产量增速



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表 13：制造业上市公司资本开支同比



资料来源：Wind，国盛证券研究所

2、我国资本开支周期的驱动因素

如上文所述，我国企业投资可分为三个阶段，那么这种区分的背后驱动因素是什么？是否是传统认为的设备更新？我们认为：从逻辑上来说，企业投资的源发需求可分为两类：新增扩张和存量更新。这两种需求的驱动因素差异较大，应当区别分析：

- **新增扩张：**当需求超过生产能力时，会刺激企业增加投资，即在经济上行期存在“经济上行-企业盈利和预期向好-增加投资”的传导链条，在经济下行期则相反。同时新增扩张投资一般资金投入量较大，因此企业新增产能投资顺周期性较强，应会同步或略滞后于宏观经济，其特点是直接扩大生产能力。
- **存量更新：**受到设备老化、技术进步、政策推动（比如环保标准提升）等因素影响，原有机器设备不满足新的要求，从而产生存量设备更新的需要。相对于新增扩张投资，存量更新所需投资额一般较小，且受设备使用寿命限制，需求内生性较强，受经济形势影响相对较小。其特点是不直接增加生产能力。

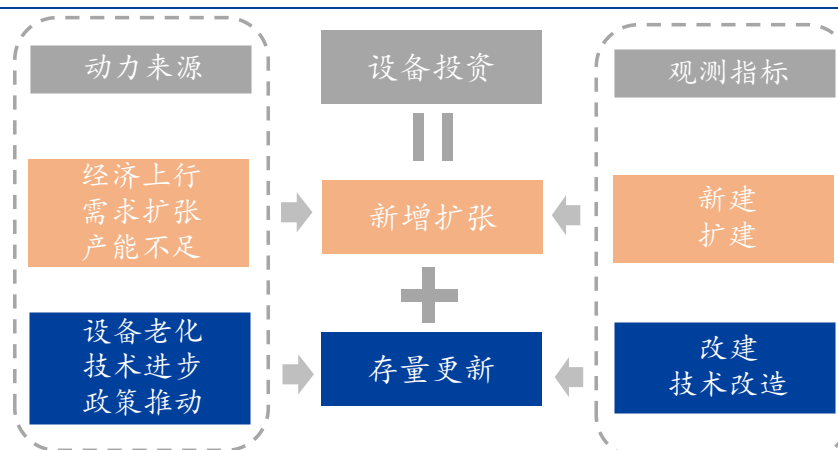
此外，参考财政部《政府会计准则第 3 号——固定资产应用指南》给出的固定资产折旧年限表，不同类型的设备折旧年限差别较大，多数位于 5-20 年之间；实际使用寿命与使用频率、政策推动、技术进步等多种因素有关，整体而言一般认为在 10 年左右。

另一方面，按照统计局口径，固定资产投资按性质区分，主要包括新建、扩建、改建和技术改造三类：

- **新建**：一般指从无到有开始建设的企事业单位或建设项目。
- **扩建**：指为扩大原有产品的生产能力或增加新的产品生产能力，而增建主要的生产车间、分厂、独立的生产线。
- **改建和技术改造**：指对原有设施进行技术改造或更新的建设项目。1) 改建：包括为适应市场变化而改变产品种类、为填平补齐原有生产能力而增建不增加本企业主要产品设计能力的车间；2) 技术改造：指企业、事业单位在现有基础上，用先进的技术代替落后的技术，用先进的工艺和装备代替落后的工艺和装备，达到提高产品质量、促进产品更新换代、节约能源、降低消耗、扩大生产规模、全面提高社会经济效益的目的。在目前的统计报表制度中，改建和技术改造二者是合并统计的。

可以发现，**新建-扩建与改建-技术改造**的一个主要区别为是否直接增加生产能力。因此我们认为可用新建和扩建投资衡量新增扩张投资需求，用改建和技术改造投资衡量存量更新投资需求。

图表 14：企业设备投资的两大需求



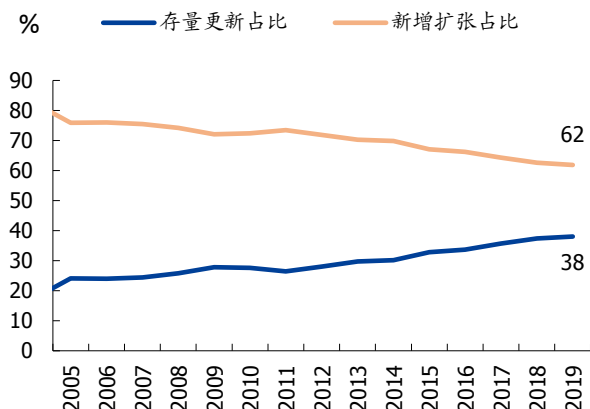
资料来源：国盛证券研究所

但也应当注意，在实际经济活动中，新增扩张和存量更新投资常是混合进行的。比如企业的一种设备在达到使用年限需要更新后，由于经济发展、市场扩大，企业可能不会选择按原规模更新为更先进的设备，而是进行扩大投资，或由于市场需求变化，直接转产其他产品或新建其他产品产线。因此设备达到使用寿命后进行的再投资行为，可能同时满足了存量更新和新增扩张两类需求。

从历史数据看，新增扩张和存量更新投资呈现以下特点：

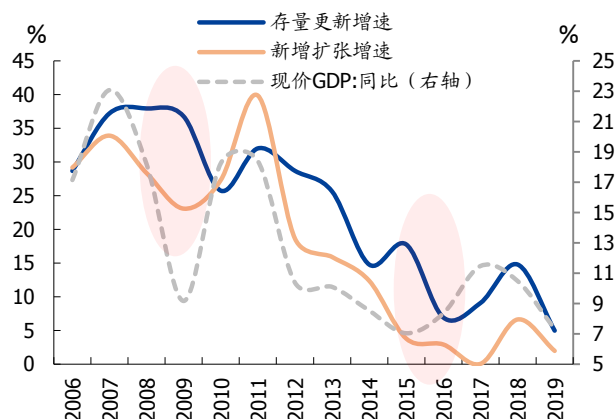
- **占比方面**：新增扩张与存量更新 6: 4 左右，新增扩张占比下降。分析其背后原因，一方面，我国近年来经济下行，许多传统行业产能过剩，导致企业新增扩张投资意愿下降；另一方面，投资存量不断积累，占比也不断提升。
- **增速方面**：新增扩张顺周期性较强，存量更新具有一定逆周期特征。新增扩张增速波动多数和 GDP 同向，2016-2017 年短暂背离，可能是受到供给侧改革的制约；存量更新 2011 年后增速持续高于新增扩张，且在 2009 年、2015 年整体投资增速低点时，存量更新增速仍维持高位，甚至小幅上行。从这个原因上讲，我国朱格拉周期形成的原因可能更多是跟随经济的周期性波动，而非一般认为的设备使用寿命。

图表 15: 近年来存量更新投资占比不断提升



资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 固投新建、扩建、改建数据在 2004 前后波动较大, 应是口径变动所致, 因此本部分分析从 2005 年开始。

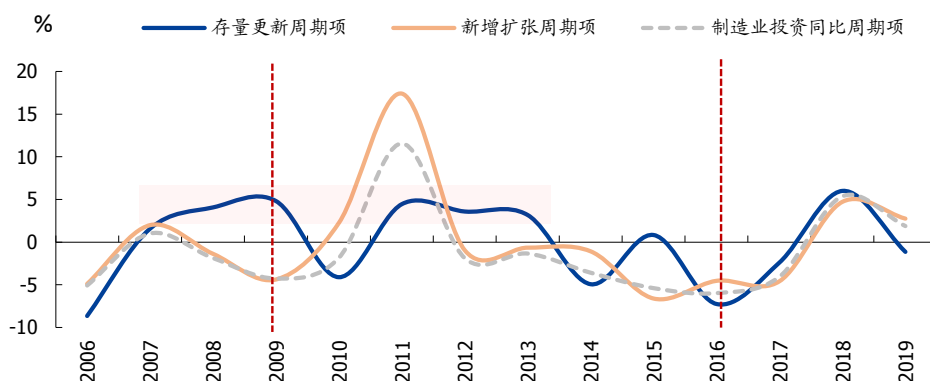
图表 16: 制造业投资: 存量更新具有一定的逆周期特征



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

新增扩张投资决定了整体资本开支周期走势。类似的, 我们也将存量更新投资和新增扩张投资增速进行滤波处理, 分离周期项。可以更加明显的看出: 新增扩张投资的波动与整体制造业投资波动基本一致, 而存量更新投资波动的周期性不明显。主因新增扩张占比更高, 且波动更为剧烈; 而存量更新需求占比低, 且各年增速较为稳定。这可能反映了在我国的实际经济活动中, 由于设备使用寿命的内生限制, 企业的设备更新并不会特别集中在某个年份, 整体更新时间分布较为均匀。因此资本开支周期的决定因素并非传统认为的设备更新, 而更多是新增扩张需求。

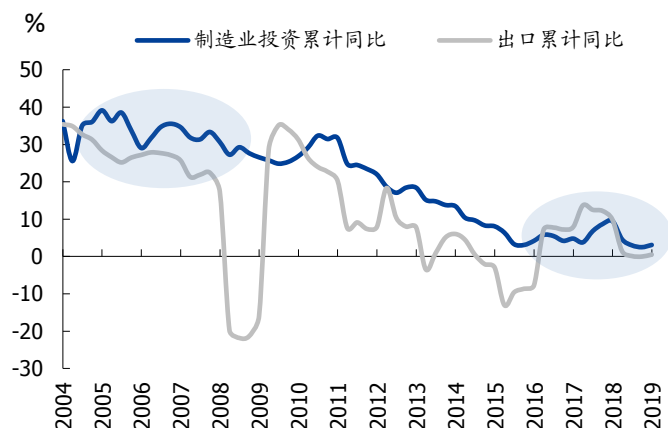
图表 17: 制造业投资: 存量更新和新增扩张投资增速的周期项



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

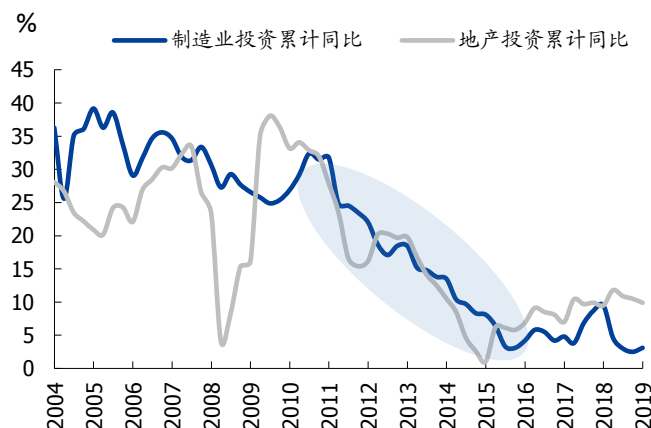
新增扩张投资需求取决于出口、地产等外生需求的变化。如 2008 年以前和 2018-2019 年我国制造业投资和出口的变动相关性较好, 而 2011-2017 年制造业投资与地产投资的相关性较好, 这种转变也较为符合我国经济增长驱动力的变化。此外, 过去由于消费增速波动较小, 与制造业投资的相关性较低, 未来随着以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局逐步建立, 预计消费对资本开支周期的影响重要性将提升。

图表 18: 制造业投资与出口增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

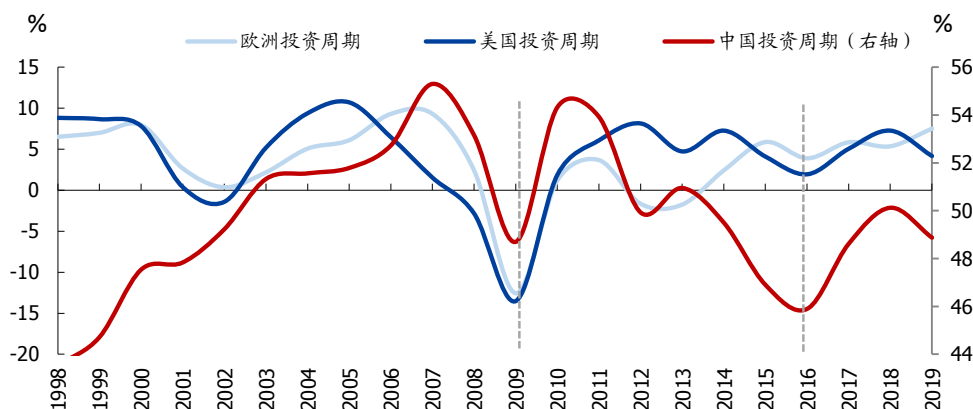
图表 19: 制造业投资与地产投资增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

我国资本开支周期是全球资本开支周期的一部分。此外,对比海外可以看到,2009 年后我国企业投资波动和美、欧的节奏较为接近,这也是我国出口占比不断提升,经济融入全球产业链的侧面反映和必然结果。

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



资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 美欧指标是固定资产投资同比, 中国指标是 5000 户工业企业景气扩散指数
固定资产投资情况

总结来看: 1) 我国企业投资波动主要取决于新增扩张需求, 进而取决于出口、地产等外生需求波动。2) 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如何走?

(1) 新增扩张投资方面, 预计 2021 年仍趋复苏, 但幅度可能弱于预期。

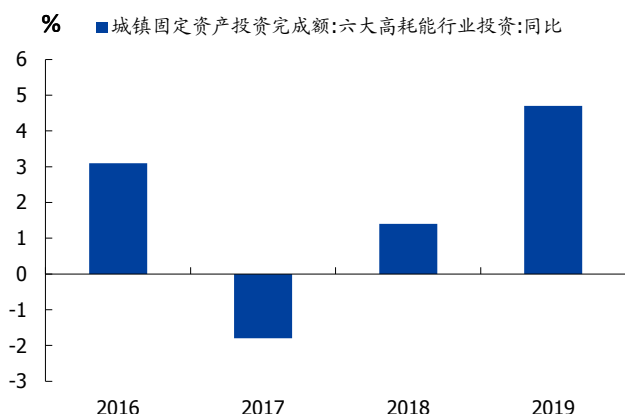
我们在年度报告《重塑与重估——2021 年宏观经济展望》中曾分析过, 受益于全球经济复苏(国内 2021 全年、海外 2021-2022 应都处于复苏趋势中)、政策端加码(“十四五”强调保持制造业比重稳定)等内外因素好转, 年内我国制造业投资新增扩张的动力较强, 但需要注意三方面负面因素的拖累:

➢ **经济节奏:** 经济从经济复苏节奏看, 不同于 2009 年金融危机后基建投资带来的强刺激, 本轮我国复苏更多依靠经济内生动力(出口、消费、地产等), 制造业投资的

复苏斜率应较缓。此外，我国经济率先从疫情冲击中反弹，政策也率先收紧，对应经济见顶回落也将早于其他国家，对未来制造业投资上行构成压制。

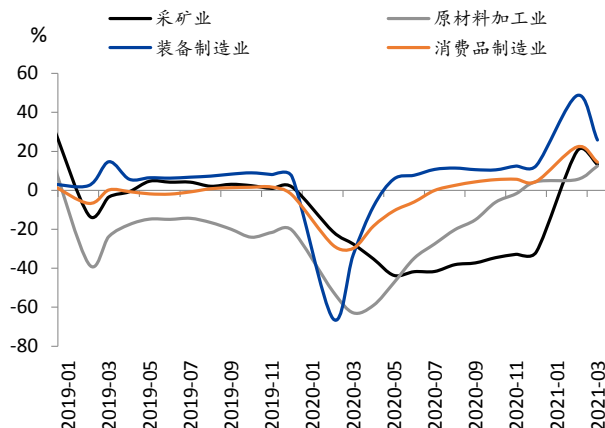
- **环保政策压制：**需关注后续环保政策对上游行业资本开支的压制。我们在此前报告《各部委各省碳中和已有政策一览》中指出，碳减排压力下，今年冶金（钢铁、有色、铝）、石化、水泥、建材、印染、造纸等高耗能高排放的传统重工业普遍受到各省重点关注，严控新增项目和推进节能减排改造双管齐下。预计相关行业未来的新增扩张投资将继续承压，可能成为今年制造业投资的一个拖累。
- **上游价格暴涨对下游行业利润的侵蚀：**本轮碳减排过程中限产、减产仍是重要手段，对中上游行业的影响类似上轮供给侧改革，大幅改善上游原材料、资源品行业盈利，但对中下游盈利可能会有挤压，削弱其投资意愿。

图表 21：近年来高耗能产业投资增速回升



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表 22：利润总额增速：上游回升幅度明显大于中下游



资料来源：Wind，国盛证券研究所

(2) 存量更新投资方面，预计 2017-2018 年影响不大，近几年均较强。

- 一方面，2019 年受中美贸易摩擦、2020 年受新冠疫情影响，企业设备更新被打断，但更新需求并未消失，在疫情影响消退、海外环境缓和后可能集中释放，提振 2021 年存量更新增速，这可能也是 2020 年底的制造业投资增速跳升的重要原因。因此我们认为 2017-2018 年投资上行对本轮存量更新投资需求的影响较小。
- 另一方面，存量更新投资的增速由 2007-2009 年的 37% 下滑至 2011-2013 年的 29% 左右，绝对增速水平仍然较高，增速周期项也维持 3%-4% 左右，叠加前两年更新需求集中释放的支持，整体来看本轮 2021-2023 年的存量更新需求也相对较强。

但应注意，2013 年后存量更新投资增速大幅下滑，增速周期项降至-3% 左右，绝对增速也降至 12% 左右，这意味着 2024 年后的存量更新增速可能将明显下降。

综上所述，未来几年的资本开支周期可能呈现如下特征：

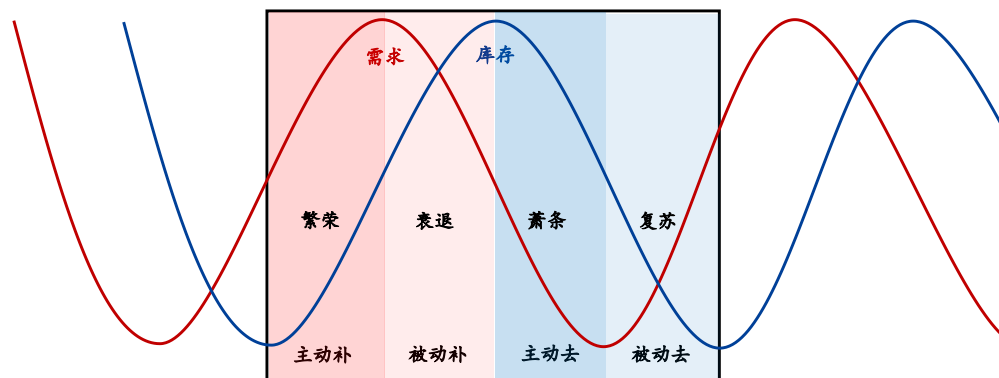
- **2021 年：**受益于更新需求释放和扩张需求共振，整体企业投资复苏的确定性较大；但受制于经济节奏、环保政策、利润侵蚀等因素扰动，幅度可能弱于预期；
- **2022-2023 年：**扩张需求受到经济见顶回落压制，叠加前期累积的更新需求释放完毕，整体企业投资增速可能将逐步回落；
- **2023 年后：**受制于更新需求明显减弱，制造业投资可能难有高增速。

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。结合需求变动，一般可将库存周期划分为四个阶段：主动补库存、被动补库存、主动去库存、被动去库存。

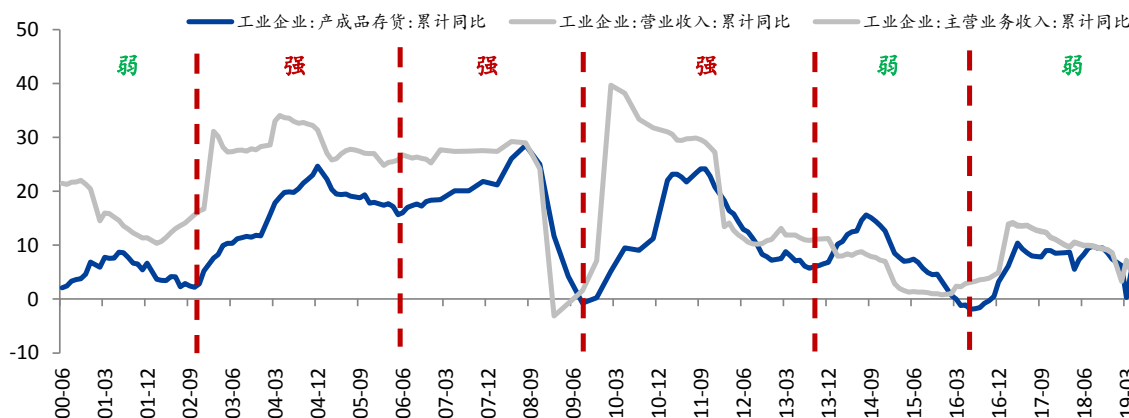
图表 23: 库存周期划分



资料来源：国盛证券研究所

我国经历了 6 轮库存周期。用工业企业产成品存货同比代表库存变动，用营业收入变动代表需求变动，可以将 2000 年以来我国库存变动划分为 2000-2002、2002-2006、2006-2009、2009-2013、2013-2016、2016-2019 这 6 轮周期，每轮 3 年左右。

图表 24: 我国的库存周期



资料来源：Wind，国盛证券研究所

按照补库存的时间长度和上行幅度可将其划分为 3 轮强周期和 3 轮弱周期。2002-2006、2006-2009、2009-2013 这三轮周期是强周期，其平均补库时间达 25 个月，平均补库幅度 20 个百分点；2000-2002、2013-2016、2016-2019 这三轮周期是弱周期，平均补库时间仅 11 个月，平均补库幅度 10 个百分点。

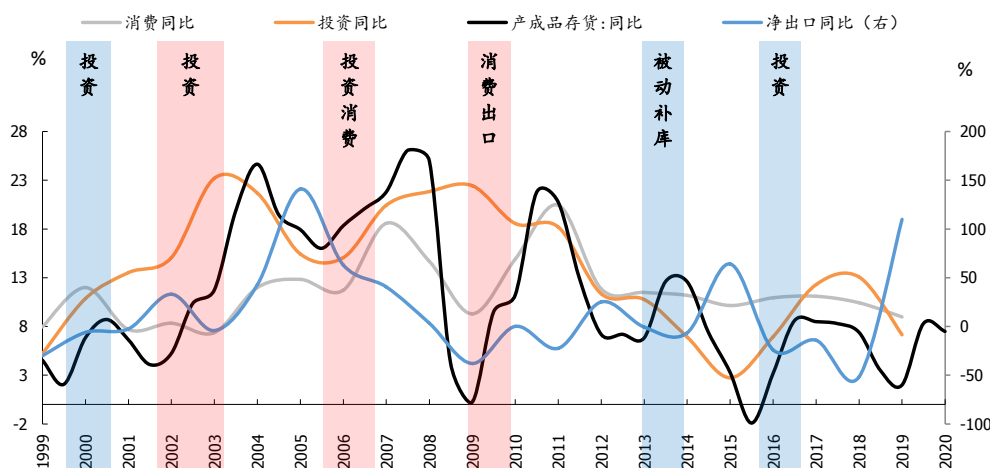
图表 25: 各个库存周期的强弱划分

库存周期	时间跨度	全周期时间 (月)	补库时间 (月)	补库幅度(%, 增 速高点-低点)	去库时间 (月)	去库幅度(%, 增 速高点-低点)
一(弱)	2000.5-2002.10	29	14	7	15	6
二(强)	2002.11-2006.5	42	26	22	16	7
三(强)	2006.6-2009.8	38	27	13	11	26
四(强)	2009.8-2013.8	47	26	24	21	17
五(弱)	2013.9-2016.6	33	12	10	21	8
六(弱)	2016.7-2019.12	41	10	12	31	8
平均	-	38	19	15	17	13

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

需求强弱决定了库存周期强弱。回顾历史可发现, 强周期启动时需求均有明显反弹, 如 2002、2006、2009 年分别是投资增速大幅提升、投资&消费共同反弹、消费&出口共同反弹; 而弱周期启动时需求无明显增长, 如 2000 年三大需求均是弱复苏、2013 年需求均趋于恶化、2016 年投资弱复苏但出口恶化。可见虽然需求疲弱时也可能启动弱库存周期, 但只有总需求的明显反弹才能启动强库存周期。

图表 26: 各个库存周期的补库动力



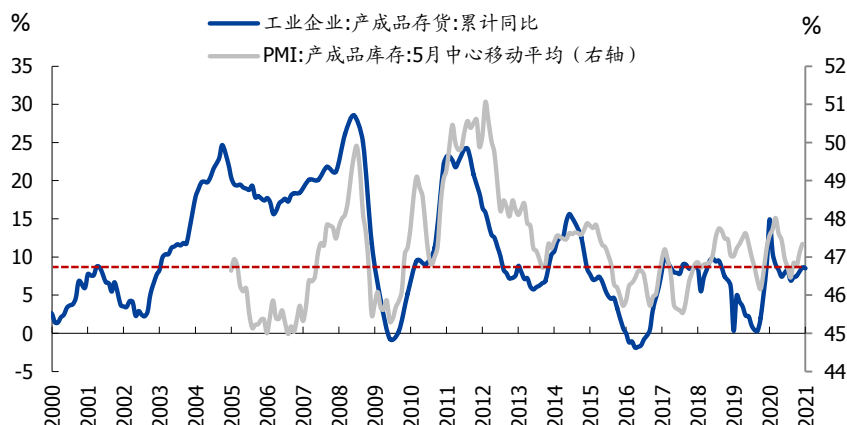
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2、目前我国库存情况如何?

疫情冲击影响下, 我国库存走势较为复杂, 依次经历了销售停滞造成的被动补库 (2020 年 2-3 月)、销售复苏后的被动去库 (2020 年 4-10 月), 产销两旺的主动补库期 (2020 年 11 月至今)。目前的库存水平如何?

- 从库存水平看, 目前库存水平不低。目前的库存增速水平与历史上 3 轮强周期的高点仍明显偏低; 与 3 轮弱周期对比, 已与 2000-2002、2016-2019 这两轮弱周期高点水平相当; 但仍处于 2013-2016 这轮弱周期的起点水平附近。
- 从库存时间看, 目前已处于补库中期。若以 2020 年 11 月作为新一轮补库的起点, 目前已经补库 5 个月, 考虑到历史上弱库存周期的补库时间平均 12 个月左右, 目前已处于补库中期。

图表 27: 我国库存水平走势



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

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。

将各工业行业重新划分为上下游 4 个大类(具体分类见下表),其中:

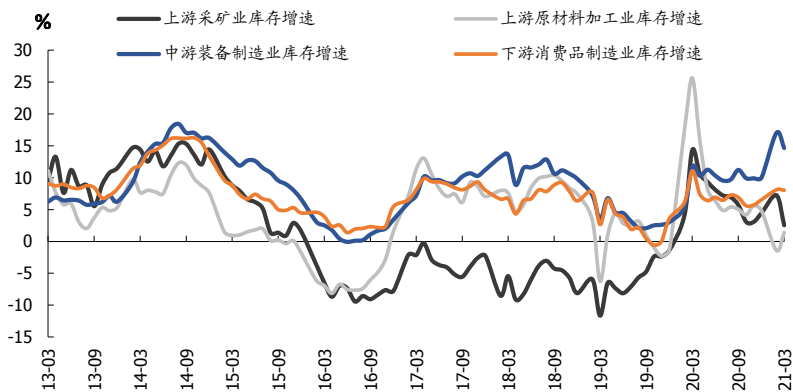
- **采矿业:** 整体被动去库,各行业分化较大,煤炭采选被动去库、石油开采低位补库、铁矿高位补库、有色和非金属矿开采业高位震荡。
- **原材料加工业:** 多数行业(化学制品、钢铁、非金属)被动去库,石油煤炭加工业补库,有色震荡。
- **装备制造业:** 多数行业均已经开始主动补库,金属制品业仍在被动去库。
- **消费品制造业:** 多数主动补库,纺织服装、文体用品、化纤仍在被动去库。

图表 28: 各工业子行业库存情况

行业	库存增速分位数(2000年以来)	库存走势图	营收走势图	所处阶段	行业	库存增速分位数(2000年以来)	库存走势图	营收走势图	所处阶段
上游采矿业					下游消费品业				
煤炭开采和洗选业	0.2			被动去库	农副食品加工业	0.4			主动补库
石油和天然气开采业	0.2			主动补库	食品制造业	0.5			主动补库
黑色金属矿采选业	0.7			主动补库	饮料制造业	0.6			主动补库
有色金属矿采选业	0.4			震荡	烟草制品业	0.4			主动补库
非金属矿采选业	0.9			震荡	纺织业	0.1			被动去库
上游原材料加工业					纺织服装业	0.0			被动去库
石油煤炭燃料加工业	0.3			主动补库	皮革毛皮和制鞋业	0.3			被动去库
化学原料及制品业	0.1			被动去库	木材加工业	0.3			震荡
非金属矿物制品业	0.1			被动去库	家具制造业	0.4			主动补库
黑色金属冶炼加工业	0.3			被动去库	造纸及纸制品业	0.2			震荡
有色金属冶炼加工业	0.3			震荡	印刷业	0.3			震荡
中游装备制造业					文体娱乐用品业	0.1			被动去库
金属制品业	0.4			被动去库	医药制造业	0.9			主动补库
通用设备制造业	0.6			主动补库	化学纤维制造业	0.1			被动去库
专用设备制造业	0.8			主动补库	橡胶塑料制品业	0.7			主动补库
运输设备业	0.6			主动补库	汽车制造	0.6			主动补库
电气机械制造业	0.9			主动补库					
电子设备制造业	0.6			主动补库					
仪器仪表制造业	0.8			震荡					

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 数据截至 2021 年 3 月, 2021 年 1-3 月营收增速为较 2019 年平均增速

图表 29: 分行业库存增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

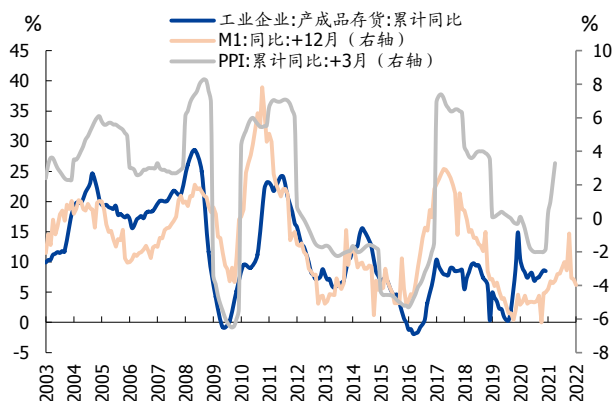
3、未来我国库存周期如何走？

从历史规律看，补库可能仍将持续半年左右。从 2020 年 11 月至今已经补库 5 个月，考虑到历史上弱库存周期的补库时间平均 12 个月左右，目前已处于补库中期，按规律可能仍有半年左右的补库时间。

从领先指标看，补库可能持续到年底。

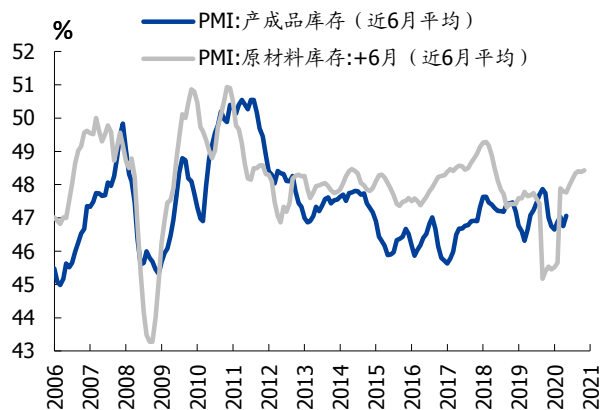
- 货币指标 (M1) 反映企业的资金充裕程度，领先产成品存货增速 1 年左右，预示补库可能持续到今年年底；
- 价格指数 (PPI) 一方面反映供需变动，作为信号影响库存调整，一方面直接影响库存计价，领先库存增速 3 个月左右，预计下半年将持续处于高位；
- PMI 指标可去除价格影响，企业生产需要先购进原材料，PMI 原材料库存指数一般领先产成品库存 PMI 指数 6 个月左右，目前也仍趋于上行。

图表 30: M1、PPI 领先产成品存货增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 31: 原材料库存领先产成品库存



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

从需求走势看，二季度经济可能环比上行，下半年可能有所回落，但仍维持较高水平。

- 经济上行动能方面，年内海外经济复苏仍是大趋势，出口形势依然乐观，叠加二季度可能是国内“服务业-消费”链条复苏斜率最大的一段时期，预计将接力“出口-工业生产”支持经济景气水平；

- 经济下行动能方面，政策不急转弯背景下，今年地产景气预计温和回落但仍偏强；随着专项债落地，基建等建筑施工可能回升也将提供支撑；
- 货币信贷方面，紧信用可能已经开始，但更偏结构性，且过程会较缓和，预计对实体经济拖累有限。

总体而言，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。分行业看，化工、钢铁、有色等多数上游原材料加工业，纺服、化纤、造纸等部分下游消费品制造业补库空间较大。

四、三大周期视角如何看当前经济与资产配置

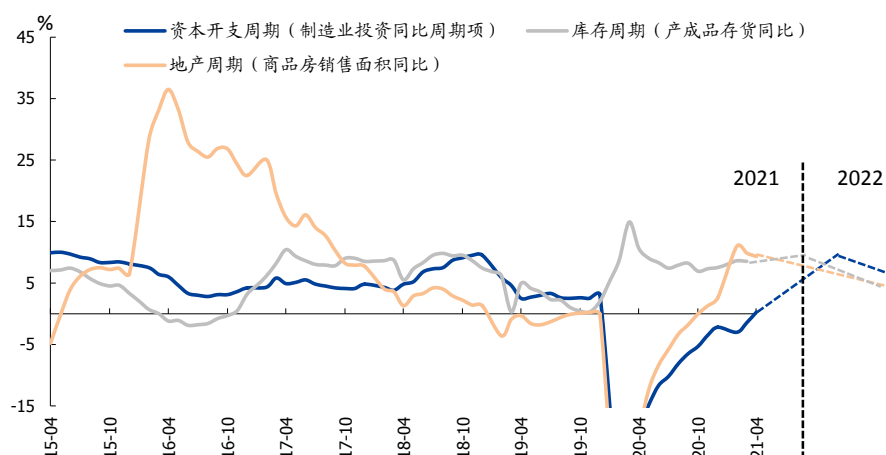
1、今明两年我国三大周期怎么走？

总结上文对三大周期的分析结论：

- 地产周期方面：短期看，流动性整体趋紧与地产政策持续加码下，今年地产景气仍将趋于温和回落；长期看，人口因素和城镇化因素均决定了较长时期内，我国地产景气的下行压力将进一步加大。倾向于认为，鉴于面对疫情冲击中国地产政策仍未实质放松，预示中国传统意义上的 3-5 年地产短周期可能已经结束，中长期内我国房地产市场将表现为整体低波动（人口趋势和土地供给主导）与结构性分化（人口流动主导）。
- 资本开支周期方面：预计 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 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，整体企业投资增速可能将逐步回落。
- 库存周期方面：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；2022 年可能开始去库。

简单来说，即：2021 年地产周期下，资本开支和库存周期上；2022 年三大周期均趋于回落。在此影响下，预计经济动能 2021 年整体仍强，下半年可能弱于上半年；2022 年可能回落。

图表 32：三大周期今明两年的可能走势



资料来源：Wind，国盛证券研究所

进一步分析来看，中国经济周期的背后是什么？

如上文分析：1) 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。地产周

期上行的原因是前期人口高增或当期政策环境宽松，地产周期下行的原因是人口增速下降或政策环境紧缩，地产景气与内需强弱密切相关；2）资本开支周期实质上反映了全球经济波动，即外需的强弱。资本开支周期上行反映了全球经济扩张，下行反映了全球经济下行，资本开支周期反映了外需的强弱；3）库存周期则是内外需变动的结果，内外需波动共同决定了库存波动，不同时期主导地位不同。

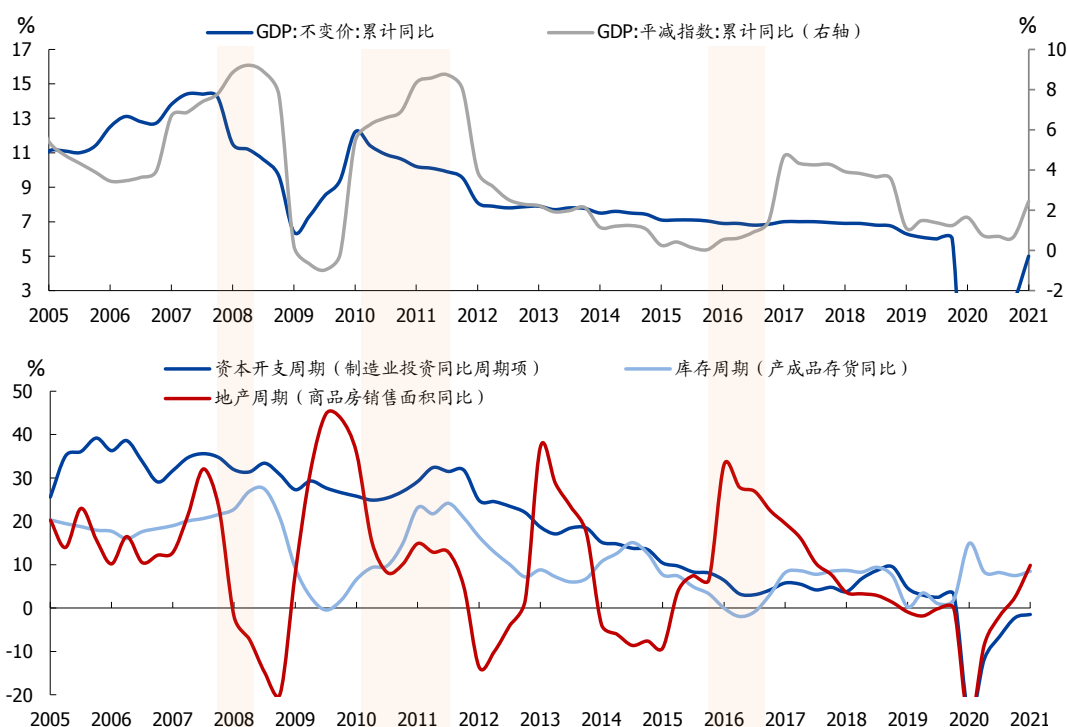
就今年而言，“地产周期下，资本开支和库存周期上”的走势背后实质反映的仍是“外需强、内需弱”的经济特征。

2、三大周期视角看，会“滞胀”吗？

随着 PPI 高企和经济动能趋于回落，近来市场担心我国可能会出现“滞胀”。滞胀指经济停滞，失业及通货膨胀持续高涨。2000 年以来，我国经济一直保持中高速增长，尚未经历过严格意义上的滞胀，仅在 2007、2010、2016 年出现过“经济增速下行+通胀上行”的“类滞胀”情景。回顾 2000 年以来我国发生的三轮“类滞胀”，分别是：2007Q3-2008Q2、2010Q1-2011Q3、2015Q4-2016Q3。

- **2007Q3-2008Q2**：金融危机爆发前后，工业品和消费品价格全面上行，金融危机冲击全球经济。从国内三大周期看，地产周期大幅下滑，资本开支周期震荡，库存周期被动回升，经济大幅下滑。
- **2010Q1-2011Q3**：金融危机后，“四万亿”带来的超发货币涌入到各个行业，抬升物价水平。从国内三大周期看，美欧经济复苏，我国出口增速重回高位，带动资本开支周期上行；但为抑制地产泡沫，2010 年起政府密集收紧地产政策，利率中枢也震荡抬升，地产周期大幅下行，库存被动上行。
- **2015Q4-2016Q3**：2015 年货币供给增加，推动 2016 年物价触底反弹，同时经济增速自然回落，整体看本轮“类滞胀”十分轻微。从国内三大周期看，地产周期上行而资本开支和库存周期下行。

图表 33：2000 年以来，我国发生过三轮“类滞胀”



资料来源：Wind，国盛证券研究所

今年三大周期走势类似 2010 年，但实际经济运行有明显区别，年内经济动能韧性仍强。

因此我们倾向于认为，明显的“滞胀”在年内出现的可能性较小。

整体看，今年一季度的经济动能放缓更多源自疫情和供给端（环保政策、芯片短缺、国际物流不畅等）的扰动，经济仍处于复苏趋势中，其背后是我国出口、地产景气仍高，消费、制造业投资持续修复。

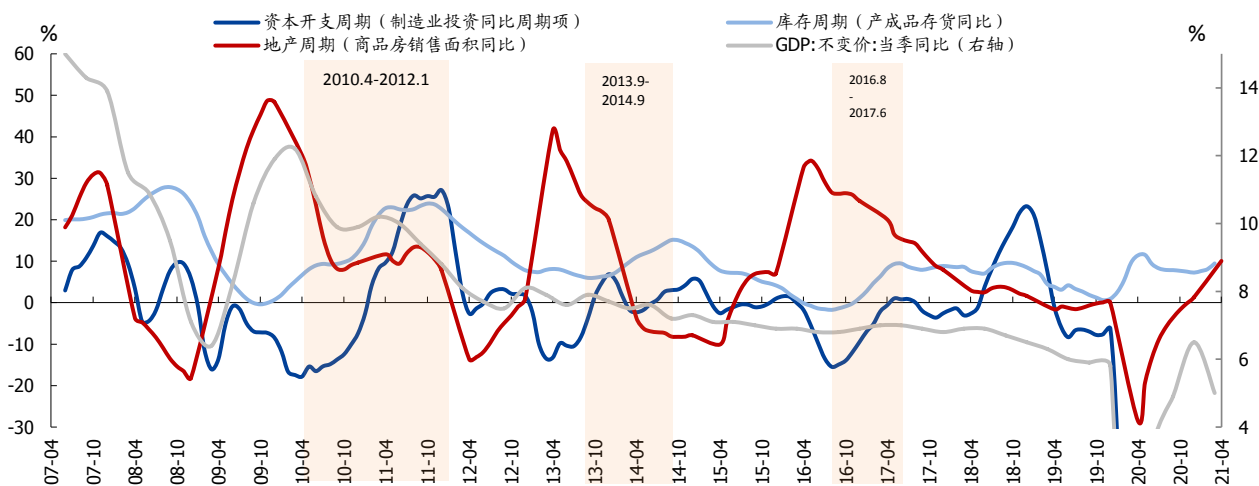
分项看，与 2010 年相比：

- 1) 美欧经济仍趋复苏，我国全年出口形势乐观，持续提振工业生产、制造业投资；
- 2) 今年政策稳字当头，地产政策收紧较为温和，地产韧性较强，地产周期的回落斜率较 2010 年将明显更缓；
- 3) 随着国内疫苗加速接种，疫情约束仍趋减退，消费仍有较大修复空间，与 2010Q1-2011Q3 消费增速震荡下行有明显差异。

3、三大周期视角看，资产价格表现有何规律？

从历史数据来看，2010.4-2012.1、2013.9-2014.9、2016.8-2017.6 这三段时期与现在较为类似，均是“地产周期下，资本开支和库存周期上”。

图表 34：三大经济周期与 GDP 走势



资料来源：Wind，国盛证券研究所注：图中增速为近 3 期平均，2021 年 1-4 月增速为较 2019 年同期两年平均增长

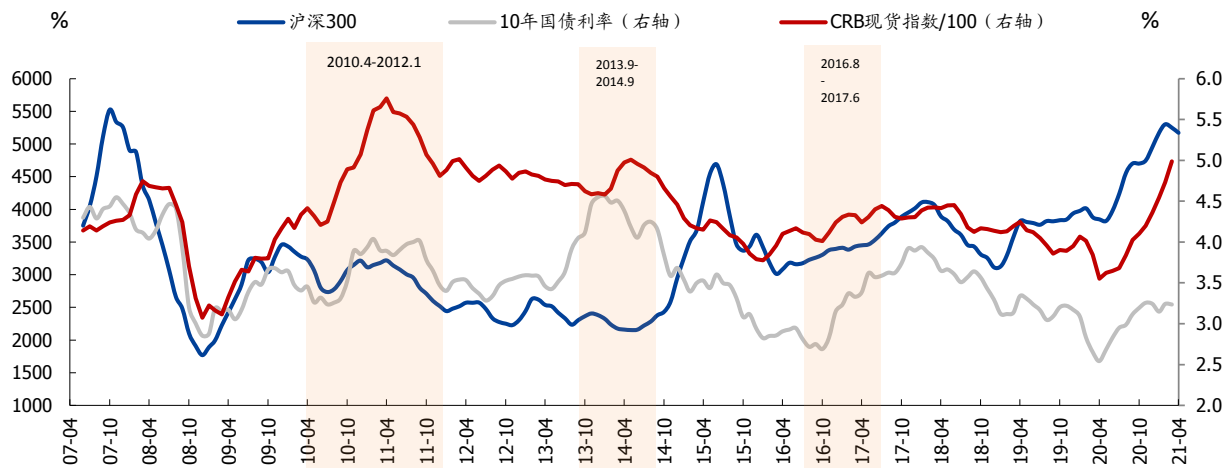
回顾这三段时期的资产价格表现，可发现：

(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

- 股票整体表现不会太好，以沪深 300 为例，整体跌多涨少，仅 2016-2017 小幅上涨。
 - 债券后期表现好于前期，以 10 年国债利率为例，利率多是先涨后跌或持续上涨。
 - 商品前期表现好于后期，以 CRB 指数为例，商品价格多是先涨后跌，整体仍趋上行。
- 这种资产价格表现的原因应在于地产周期回落一般意味着货币金融条件的收紧，而企业投资和库存周期回升意味着经济基本面并不太差，即分子端明显不改善，但分母端恶化，则股价易跌难涨；而前期经济好于后期，因此债券和商品前后走势相反。

如上文所述，预计本轮地产下跌以及企业投资和库存上升的斜率较缓，经济动能 2021 年整体仍强，下半年可能弱于上半年。则股市整体可能小幅上升，原因在于货币金融条件收紧幅度较小，而基本面较为强势；而随着下半年经济动能放缓，债市可能表现更好，同时需警惕商品下行风险。

图表 35: 股、债、商品走势



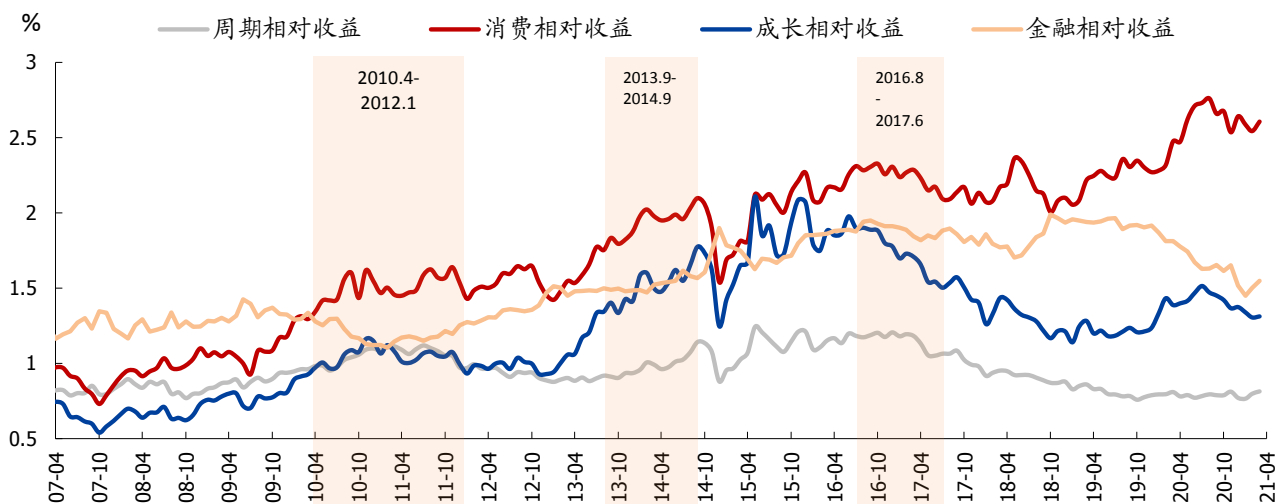
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

(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。

这种风格表现的分化也可从宏观环境角度理解: 如上所述, “地产周期下, 资本开支和库存周期上”的时期一般对应利率上行, 对成长风格形成压制; 基本面不差, 对消费和金融风格提供支撑; 周期风格方面, 前期基本面不差, 利率低位回升, 经济景气仍较强, 对周期风格提供支撑, 但随着后期基本面弱化, 利率升至相对高位, 经济景气开始向下, 周期风格也趋于回落。

目前来看, 周期风格受制于经济景气逐步见顶, 应注意回调风险; 消费风格从历史看相对较好, 但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。

图表 36: 股票四大风格超额收益走势



资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 相对收益=对应中信风格指数/沪深300指数

风险提示

1、疫情演化超预期: 近期印度疫情大幅爆发, 如后续病毒发生变异、疫苗效果不及预期,

导致全球疫情再度大幅恶化，可能拖累全球经济复苏。

2、外部环境恶化超预期：如拜登政府对华超预期强硬等，中美摩擦可能进一步恶化，打击企业投资信心，政策可能再度转松。

3、政策收紧超预期：碳减排目标下，如环保政策超预期收紧，可能抑制企业投资意愿。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街 26 号楼 3 层
 邮编：100032
 传真：010-57671718
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路 868 号保利 One56 1 号楼 10 层
 邮编：200120
 电话：021-38934111
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com