

针对债务问题，楼继伟解释称，以往债务周期的“积累、危机、衰退、复苏”对应经济周期的“繁荣、衰退、停顿、复苏”。而现在债务周期右移，与经济周期错位，债务的“积累”对应经济的“衰退”。“由于经济周期与债务周期错位，我们可以看到，华尔街在挣钱，其他很多人收入下降，收入分配差距扩大。美国哪怕直接送支票给那些生活无着的人，也解决不了这些问题。”

楼继伟表示，上述四个方面的不确定性相互传染、相互加强，形成正反馈。

“债务积累期和经济衰退期叠加，疫情蔓延，会扩大收入分配差距，进一步推动民粹主义，增加控制疫情和增加全球合作的难度，又反过来加大经济衰退的程度。这是我们从来没有遇到过的复杂情况。”

消费升级：

温饱、耐用品、住行、买健康买快乐

收入法：

劳动者报酬、生产税净额、

2012 财税改革

中国个人所得税 45%累进税率 分项征收

企业税率重：名义税率、租金（隐形税率）

金融实名制

美国是30% 综合征收

农产品周期 蛛网周期 1-12月 生产对价格的反应时间滞后

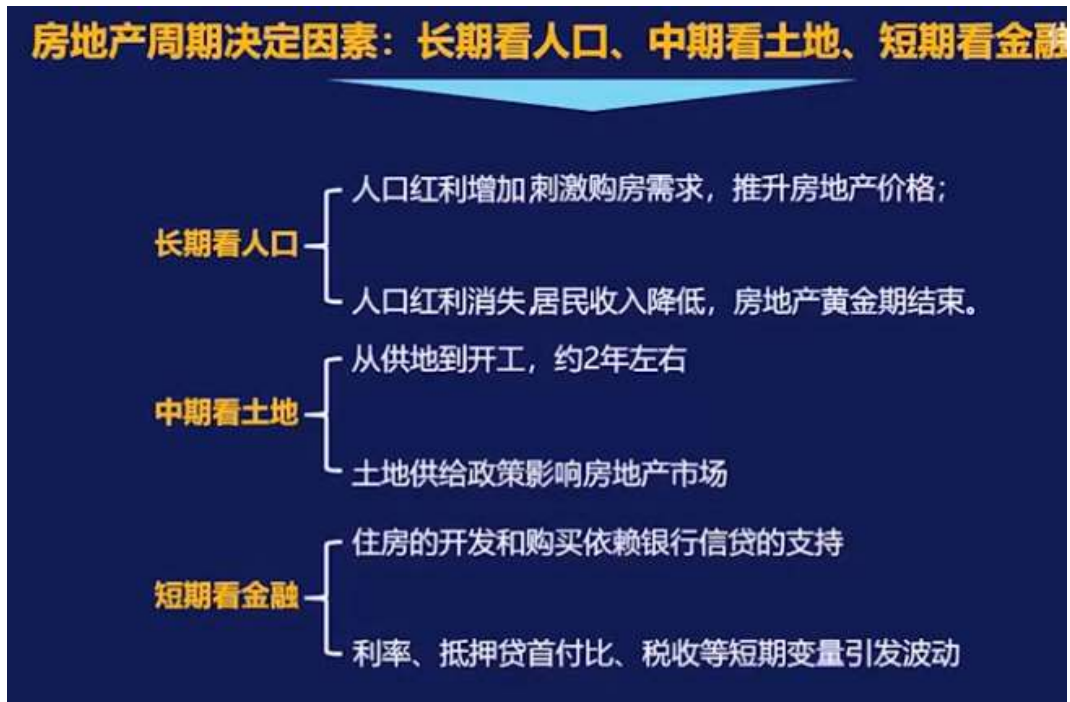
工商存货周期 基钦周期 2-4年 增长与通胀预期

设备投资周期（朱格拉周期） 6-11年 （设备投资 劳动雇佣）经济景气、设备寿命

住房建设周期（库兹涅兹周期） 20-40年 人口、移民

创新周期 康德拉耶夫周期 50-70年 创新的重要发生

政治周期 4-5年 选举换届



十年以来 货币超发

货币政策失效 因为钱都进入了资产价格， 消费品没有通胀

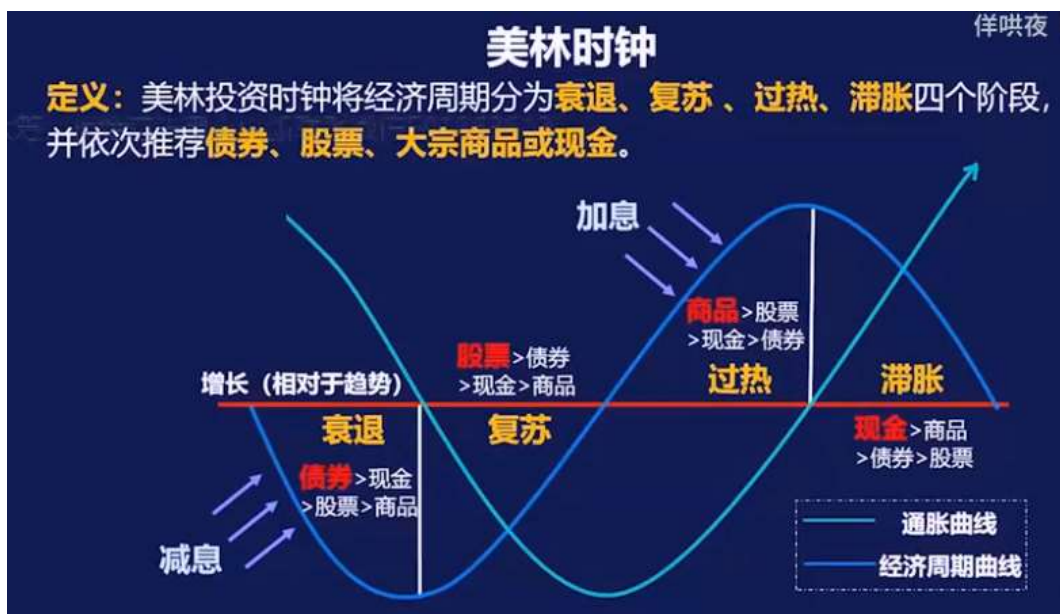
2018年年底

去杠杆 信用债收缩的过程

宏观经济学的两大命题：短期经济波动

目前中国面临六大周期叠加。

- 世界经济周期：全球经济逐步进入复苏，美国率先、欧洲日本先后紧随，中国出口超预期改善，但需要注意（1）美国经济周期可能正在筑顶；（2）中美贸易的摩擦具有长期性以及日益严峻性。
- 产能周期：中国处于产能周期底部，经过2010-2015年市场自发出清叠加2016-2018年供给侧改革，中国产能出清非常充分，资产负债表逐步修复，为新一轮高质量产能扩张积蓄力量。
- 金融周期：中国处于金融周期顶部，任何金融机构任何市场主体必须做好充分的准备，不能对这一轮的金融杠杆抱有侥幸的心理，无论哪种金融业态都应该做出主动的调整，不能抱有侥幸心理。
- 房地产周期：人口、中期看土地、短期看金融，从房地产销售、资金回笼等先行指标看，地产处于调控的中期阶段。
- 库存周期：2019年一季度开始进入一轮商品的去库存周期，约持续到2020年初。
- 政治周期：政策执行力更强，政令畅通。



投资时钟在中国

修理地球 面多了加水、水多了加面

接下去，我们来把经济周期给划分成 6 个阶段：

阶段 1：经济减速期间，通货膨胀率和利率开始下滑，债券价格在经历熊市之后开始上涨，股票和商品依旧处于熊市中。

阶段 2：经济衰退出现转平向上的一些迹象，比如 CPI、PP I 开始稳步上涨，股票由熊转牛，价格开始上涨，债券进入强势通道，商品依旧处于熊市尾巴。

阶段 3：经济再度扩张，黄金和黄金相关资产做为通胀保值工具开始受到追捧，部分商品价格上涨，股票进入强势期，而债券上涨势头减弱。

阶段 4：经济开始快速扩张，过热导致通胀压力商品价格被拉高，利率也开始上升，债券价格开始下跌，股票涨势减弱。

阶段 5：经济扩张动能耗尽开始收缩，股票开始下跌，债券持续深跌，商品涨势减弱慢慢进入熊市。

阶段 6：经济急速下降，商品开始下跌，股票持续下跌，债券即将探底。故，债券，股票，债券三杀的现象出现，此时，现金为王。

接下去，我们来把经济周期给划分成 6 个阶段：

阶段 1：经济减速期间，通货膨胀率和利率开始下滑，债券价格在经历熊市之后开始上涨，股票和商品依旧处于熊市中。

阶段 2：经济衰退出现转平向上的一些迹象，比如 CPI、PP I 开始稳步上涨，股票由熊转牛，价格开始上涨，债券进入强势通道，商品依旧处于熊市尾巴。

阶段 3：经济再度扩张，黄金和黄金相关资产做为通胀保值工具开始受到追捧，部分商品价格上涨，股票进入强势期，而债券上涨势头减弱。

阶段 4：经济开始快速扩张，过热导致通胀压力商品价格被拉高，利率也开始上升，债券价格开始下跌，股票涨势减弱。

阶段 5：经济扩张动能耗尽开始收缩，股票开始下跌，债券持续深跌，商品涨势减弱慢慢进入熊市。

阶段 6：经济急速下降，商品开始下跌，股票持续下跌，债券即将探底。故，债券，股票，债券三杀的现象出现，此时，现金为王。

如果可以明确判断出经济所处的阶段后，用 ETF 来做布局就变得容易了，具体来说：

在阶段 1：投资组合应该着重关于高收益的现金和债券型 ETF，还可以关注一些行业热点的股票，比如现在的 5G 概念。

阶段 2：该阶段的市场焦点应该是股票，应该开始重点布局股票类ETF，往往之后会有很不错的收益。同时，债券表现也不会太差，但应该没有阶段 1 那么好。

阶段 3：此时，股票会进入一个普涨的阶段，但是增长速度开始放缓了。同时，债券的表现应该已经过了峰值。另外，可以开始买入商品类 ETF，因为后面就是商品的大行情了。

阶段 4：这个阶段应该清仓掉自己的债券类 ETF 的配置，同时在股票类 ETF 上面减仓。并且，加大仓位在商品上面。

阶段 5：进一步的减少股票的 ETF 配置，在商品的投资上也可以考虑减仓了，现金头寸增加。

阶段 6：到了这个阶段，应该就是「现金为王」，商品 ETF 也应该清仓了，加大自己的现金储备，以备在市场底部购买一些被错杀的债券 ETF。

在我国债券整体分为两大类：利率债和信用债。利率债就相当于国债，国开债这种，属于信用等级最高的那种。还有一种叫信用债，说白了就是企业债，城投债这种，有一定的违约风险。那么，我们知道整个 2018 年，央行对于货币政策的调控是「宽货币，紧信用」，在这种格局下，我认为利率债，也就是国债ETF是最佳的投资标的，既没有信用风险，不会到期兑付不了，又有很高的流动性。