

## 经济周期系列之经济周期

2023年3月2日 星期四

兴证期货·研发中心  
金融衍生品研究团队

林玲

从业资格编号：F3067533

投资咨询编号：Z0014903

杨娜

从业资格编号：F03091213

投资咨询编号：Z0016895

周立朝

从业资格编号：F03088989

投资咨询编号：Z0018135

联系人：杨娜：

电话：021-20370947

邮箱：

yangna@xzfutures.com

### 内容提要

#### ● 我们的观点

经济的增长并不呈现线性形态，而是围绕长期趋势上下波动，形成扩张与收缩两个阶段。经济波动通常以人均GDP变动情况衡量，一个经济体短期波动取决于一个经济体的消费需求，工业生产，投资，就业、消费、政府支出/需求，净出口等多方面因素影响；而经济长期波动则受到人口出生率、劳动生产率和科技水平等情况影响。经济周期通常包括四个阶段：繁荣 → 衰退 → 萧条 → 复苏。一个经济周期通常为2至10年，中国的经济周期为10年。一个完整的经济周期有上升和下降两个阶段，当实际GDP相对于潜在GDP上升时，经济周期处于扩张期，经济由谷底转向顶峰；当实际GDP相对于潜在GDP下降时，经济周期处于收缩期，经济由顶峰回到谷底

股指期货指数运行形成约3年的周期，与基钦周期时长相当，但除了第三次底部位置外，指数指标通常会提前基钦周期10个月左右，而中证500与中证1000指数会更早触及底部。2013年伴随部分银行交割违约，隔夜回购利率暴涨，央行不仅没有启动逆回购，反而发现央票回笼资金导致市场情绪恐慌，虽然之后央行向一些符合要求的金融机构提供流动性支持，但指数仍然持续回落。

## 报告目录

1.经济周期理论原理.....	3
2. 国内经济周期.....	4
3. 周期之下的指数运行.....	10

## 图表目录

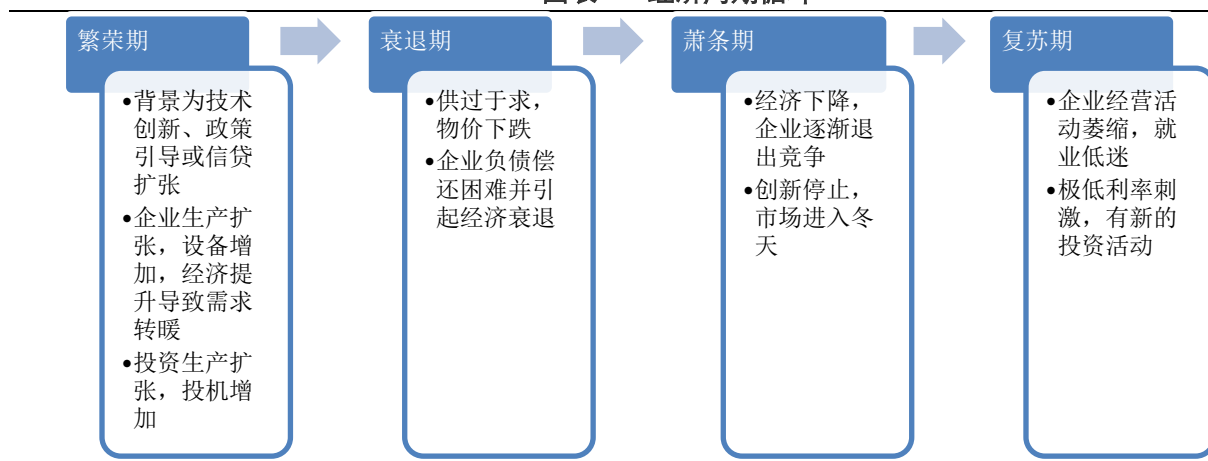
图表 1: 经济周期循环.....	3
图表 2: 周期嵌套.....	5
图表 3: 人均 GDP 同比及周期.....	5
图表 4: GDP 分类.....	5
图表 5: 基钦周期.....	6
图表 6: 原材料/产成品库存.....	6
图表 7: PMI 就业情况.....	7
图表 8: PMI 新订单.....	7
图表 9: CRB 商品指数.....	7
图表 10: M1/M2 同比.....	8
图表 11: 上证指数/深圳成指.....	8
图表 12: 房地产建筑面积.....	8
图表 13: 工业增加值.....	9
图表 14: 企业家信心指数.....	9
图表 15: PMI 生产指数.....	10
图表 16: 当月利润同比.....	10
图表 17: 经济与指数底部时点.....	11
图表 18: 沪深 300 指数周期情况.....	11
图表 19: 上证 50 指数周期情况.....	12
图表 20: 中证 500 指数周期情况.....	12
图表 21: 中证 1000 指数周期情况.....	13
图表 22: 不同时期不同资产收益情况.....	13

## 1.经济周期理论原理

经济的增长并不呈现线性形态，而是围绕长期趋势上下波动，形成扩张与收缩两个阶段。经济波动通常以人均 GDP 变动情况衡量，一个经济体短期波动取决于一个经济体的消费需求，工业生产，投资，就业、消费、政府支出/需求，净出口等多方面因素影响；而经济长期波动则受到人口出生率、劳动生产率和科技水平等情况影响。

**经济周期**通常包括四个阶段：繁荣 → 衰退 → 萧条 → 复苏。一个经济周期通常为 2 至 10 年，中国的经济周期为 10 年。一个完整的经济周期有上升和下降两个阶段，当实际 GDP 相对于潜在 GDP 上升时，经济周期处于扩张期，经济由谷底转向顶峰；当实际 GDP 相对于潜在 GDP 下降时，经济周期处于收缩期，经济由顶峰回到谷底。**1. 繁荣期**：技术创新、政策引导或信贷扩张使得企业生产扩张，设备增加，经济提升带动需求转暖；需求转暖带动新的投资与生产扩张，并引来大量投机活动，最终带来过度繁荣。**2. 衰退期**：新产品不断被生产出来，最终导致物价下跌，供过于求，企业负债偿还困难，最后引起经济衰退。**3. 萧条期**：经济在下降的过程中，创新停止，投机活动消失，企业逐渐退出竞争，市场进入冬天。**4. 复苏期**：在萧条低谷期时，企业经营活动萎缩，就业低迷，通常此时会有极低利率等政策刺激，出现新的投资活动。复苏阶段通常是风险完全出清后的重新回归。

图表 1：经济周期循环



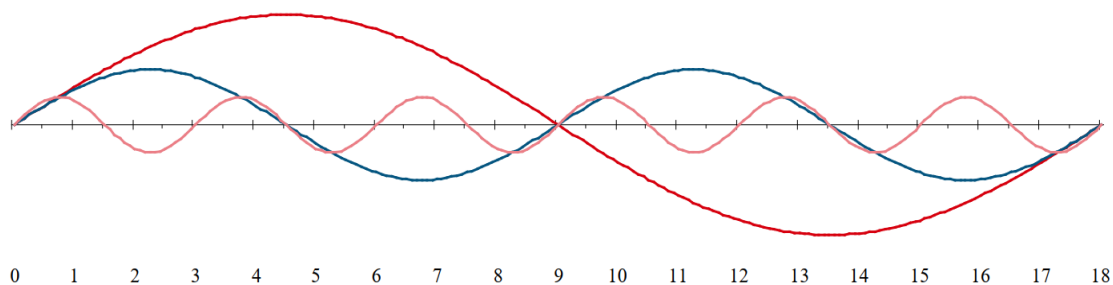
数据来源：公开市场整理，兴证期货研发部

## 2. 国内经济周期

以 GDP 同比增速和人均 GDP 同比增速为标准，自 1980 年以来我国共经历了四轮经济周期，共五次经济底部时点分别是 1981 年，1990 年，1999 年，2009 年和 2020 年。而其中 1990 年和 2020 年经济增速陷入历史极低点，GDP 同比增速分别为 3.89% 和 2.24%。主要原因在于：前者包括国内经济生活面临的高通胀、社会面临的腐败下政府采取了强硬的紧缩政策及过热的经济降温与日本地产泡沫波及；后者主要受到疫情爆发下管控导致经济停滞影响所致。

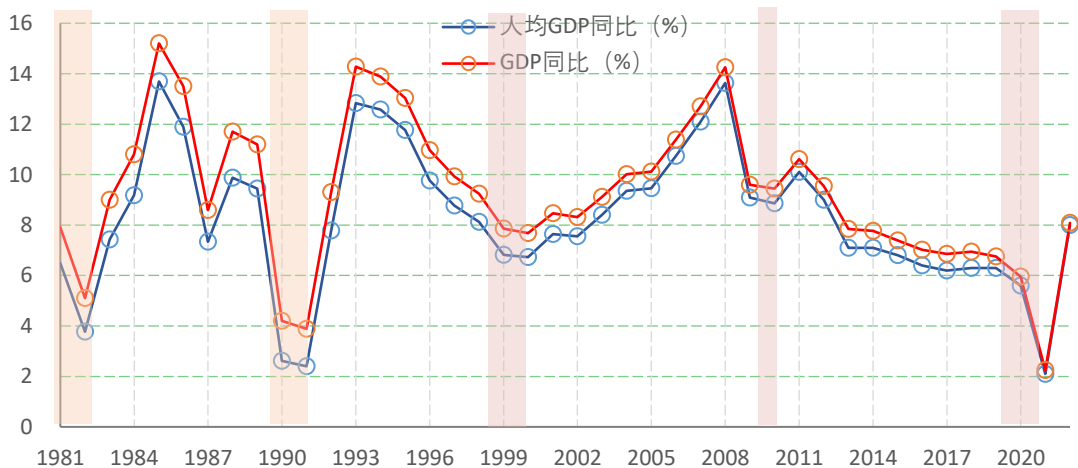
就我国经济本身而言，过去四十年经历过四轮大周期。回看经济本身，每一轮经济起飞的起点都源自于在危机中的变革。1992 年邓小平主席进行南方谈话，开启改革潮，敲定中国经济市场方向，接踵而来的是国内货币供给与信贷双双宽松，投资加速上行，尤其房地产投资快速升温，下海潮兴起，通胀压力逐渐陡增。1997 年，外有亚洲金融危机影响，国内长江流域亦遭受百年难得一遇大洪水，29 个省受灾对经济造成拖累。在此背景下，一方面，政府出台多项经济刺激政策，包括减税降费、通过加大基础设施建设投资等提高居民收入；另一方面，国务院开始对房地产松闸，多项政策出台：《个人住房担保贷款管理试行办法》、《关于进一步深化城镇住房制度改革加快住房建设的通知》《个人住房贷款管理办法》等，一方面改善了市场需求，另一方面相关产业链投资生产进入扩张期带动经济进入拐点。2001 年中国加入世贸组织，出口创汇快速扩张，一方面，出口需求扩张带动国内企业投资生产，外汇储备增加；另一方面，国内收入提高推进国内消费，并且国内基础货币在外汇增多的锚定下快速扩张。2008 年，美国次贷危机爆发，为应对这一冲击，全球相继出台了大规模财政刺激计划。就国内而言，政府集中出台多项实行积极的财政政策与宽松的货币政策，并出台扩大国内需求措施，包括加快民生工程、基础设施、生态环境建设和灾后重建，提高城乡居民特别是低收入群体的收入水平，以促进经济平稳较快增长。在宽货币的带动下，经济快速增长。2019 年中美贸易战如火如荼，之后 2020 年经历了新冠疫情爆发及国内 LOCKDOWN 式管控，对经济形成较大拖累。

图表 2: 周期嵌套



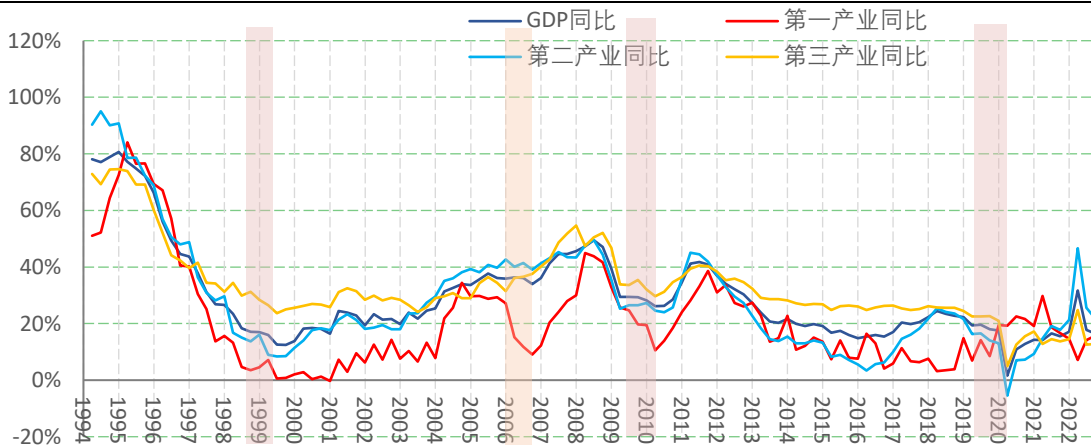
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图表 3: 人均 GDP 同比及周期



数据来源: wind, 兴证期货研发部

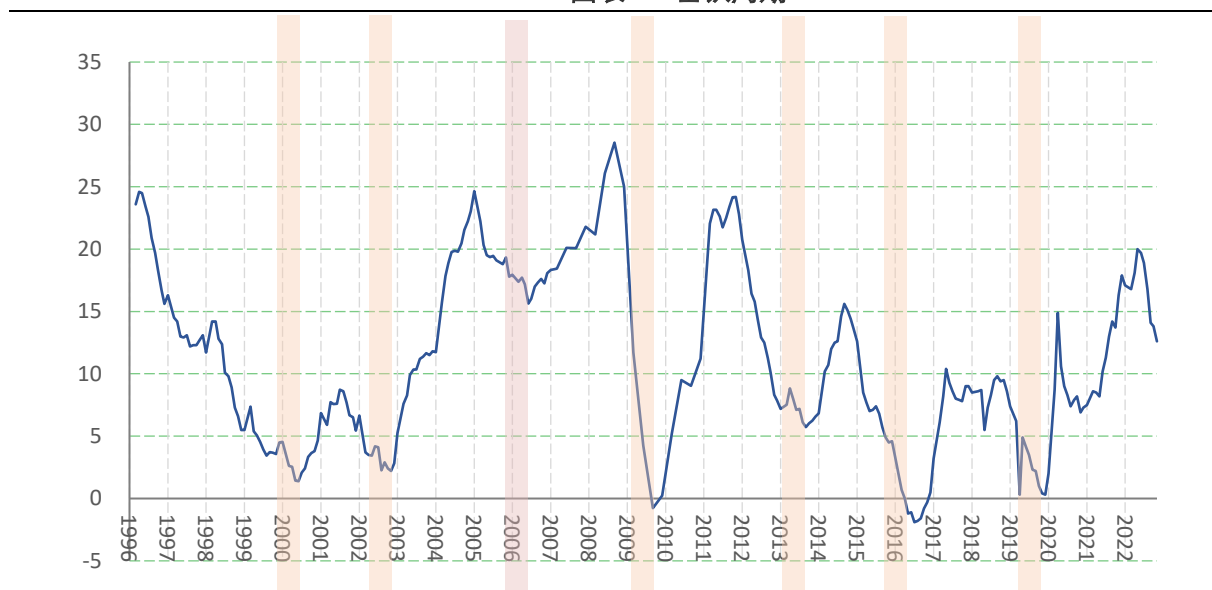
图表 4: GDP 分类



数据来源: wind, 兴证期货研发部

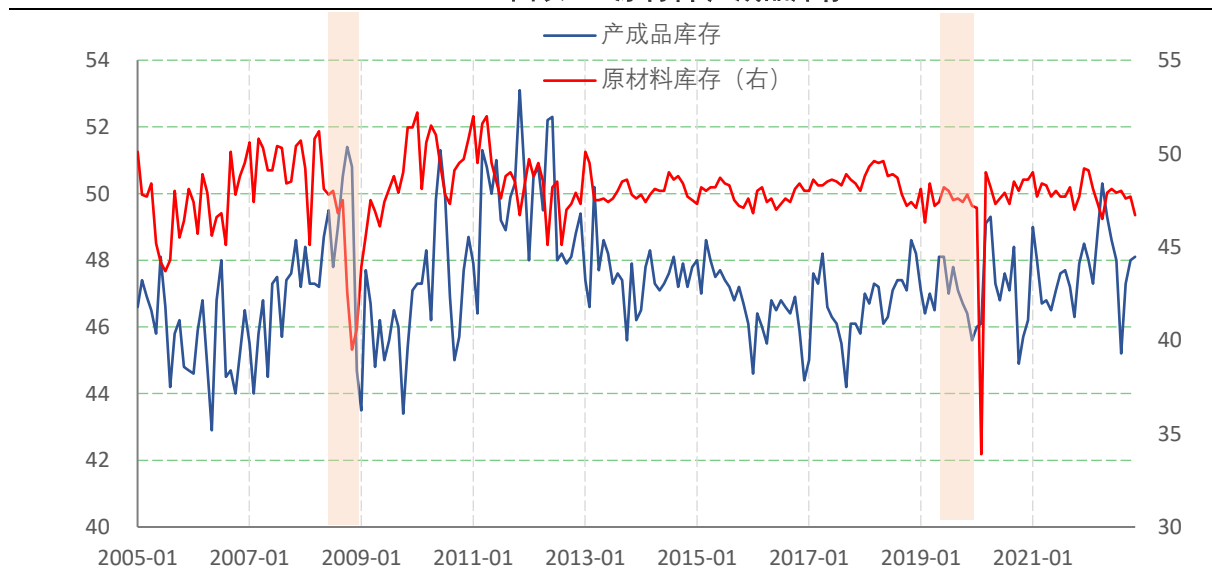
在经济周期中，领先指标包括：原材料/产成品库存、就业、订单、商品价格指数、M2 和股票价格指数。其中，原材料/产成品库存属于大周期指标，其余属于小周期指标。原材料/产成品库存提前经济周期 1 年。小周期以基钦周期（3.5 年左右）为基准，则 PMI 就业指标领先约 7 个月，新订单指标领先约 5 个月，CRB 指数领先约 5 个月，M1/M2 领先约 9 个月，股票价格指数领先约 10 个月。

图表 5：基钦周期



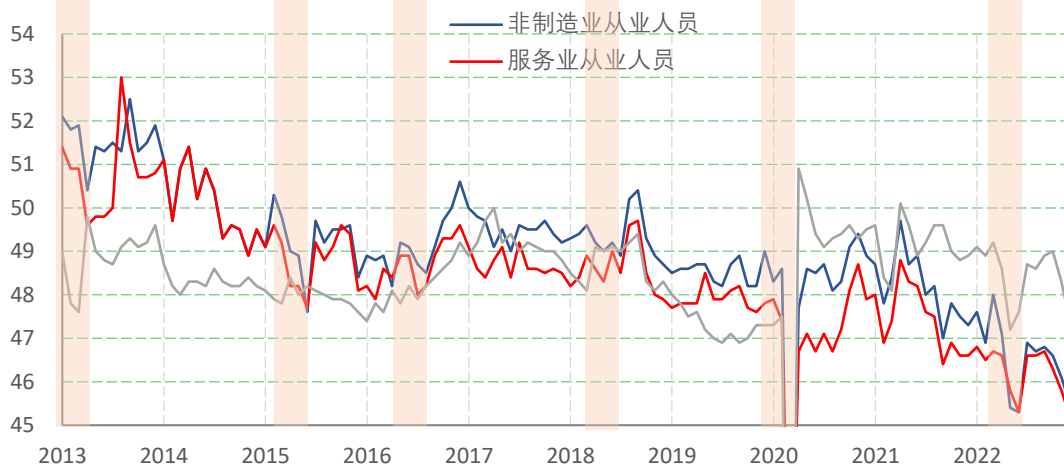
数据来源：wind，兴证期货研发部

图表 6：原材料/产成品库存



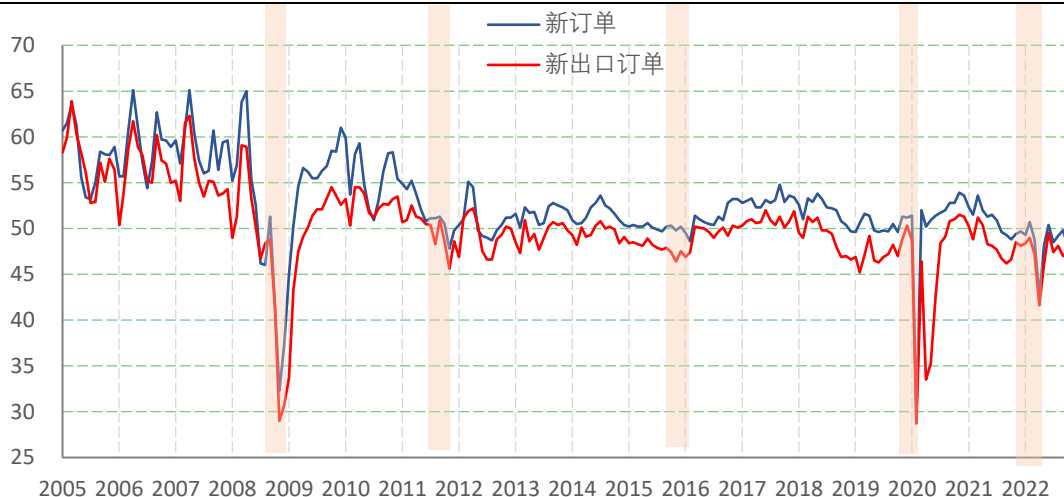
数据来源：wind，兴证期货研发部

图表 7: PMI 就业情况



数据来源: wind, 兴证期货研发部

图表 8: PMI 新订单



数据来源: wind, 兴证期货研发部

图表 9: CRB 商品指数



数据来源: wind, 兴证期货研发部

图表 10: M1/M2 同比



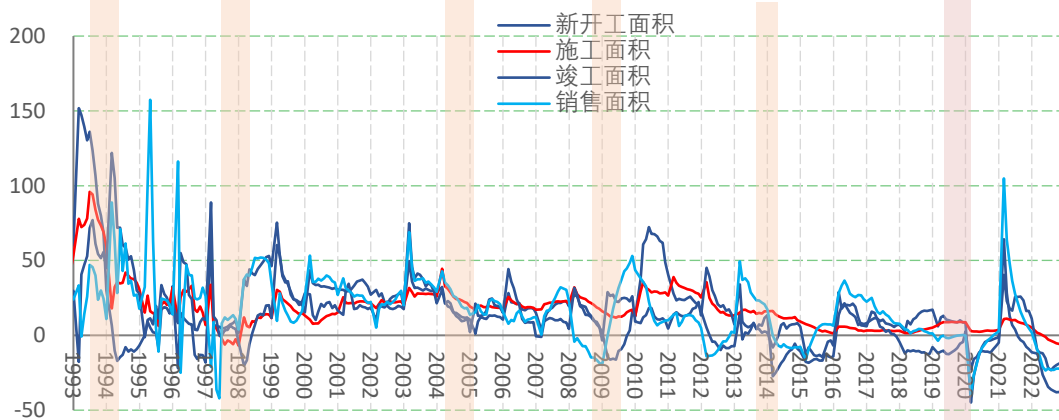
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图表 11: 上证指数/深圳成指



数据来源: wind, 兴证期货研发部

图表 12: 房地产建筑面积

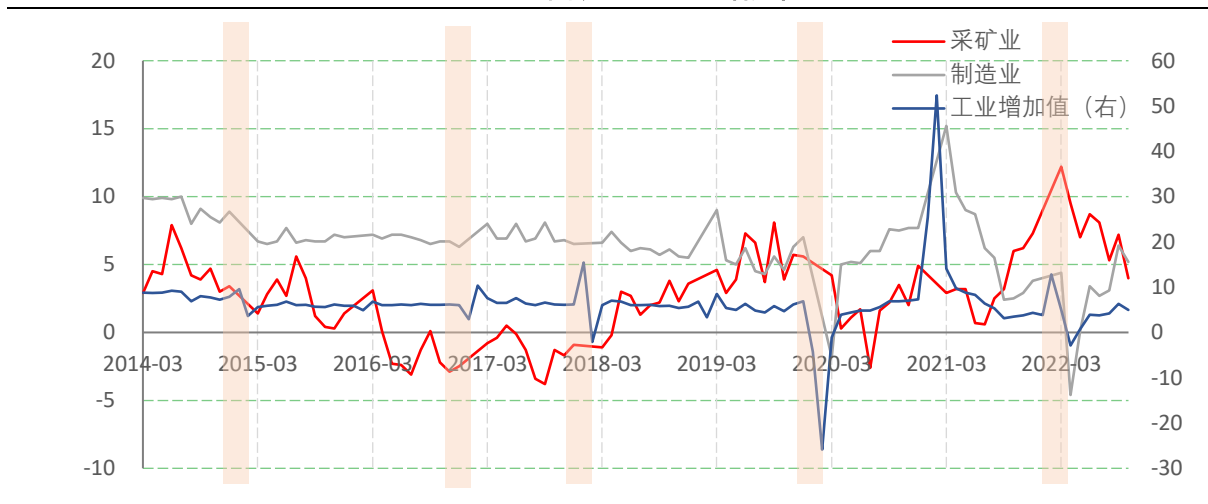


数据来源: wind, 兴证期货研发部



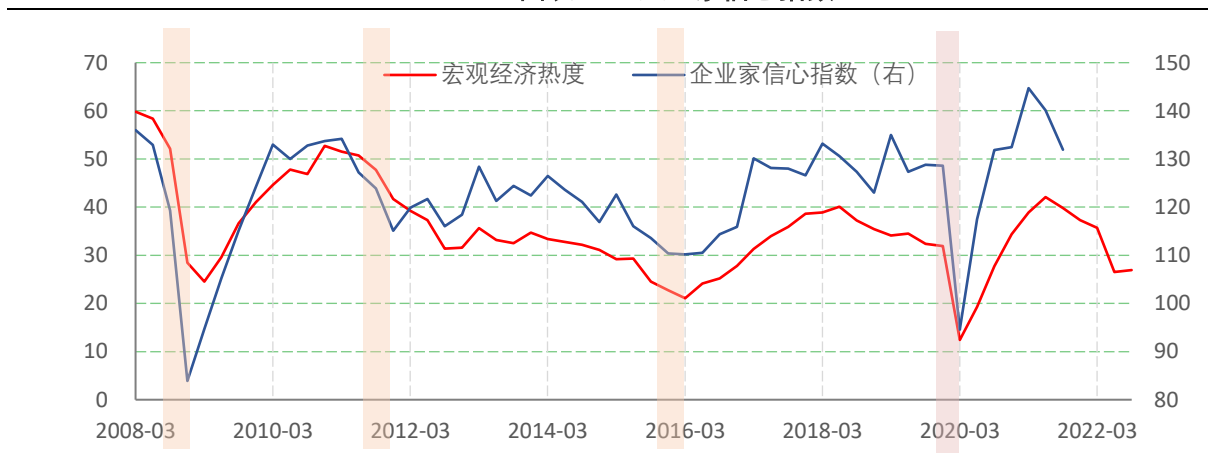
在经济周期中，同步指标包括：工业增加值、企业家信心指数、PMI 生产指数、利润同比，均属于小周期指标。

图表 13: 工业增加值



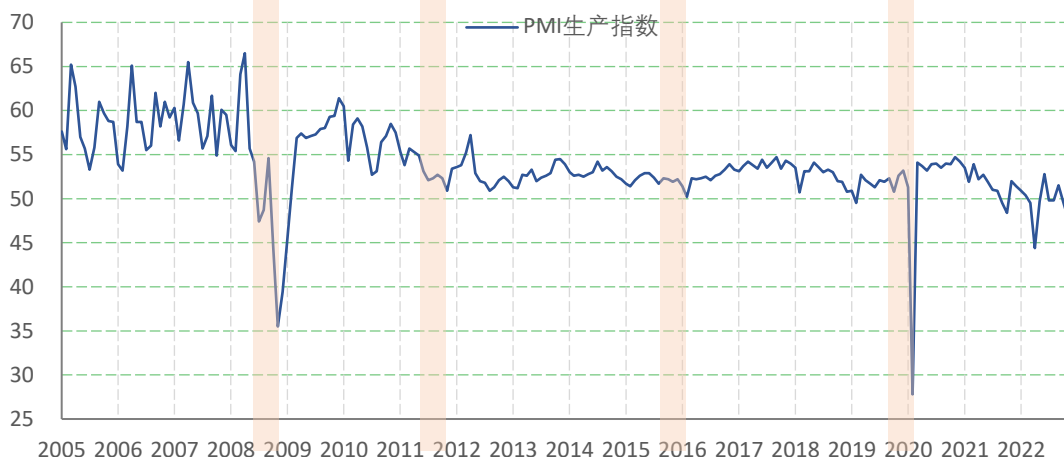
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图表 14: 企业家信心指数



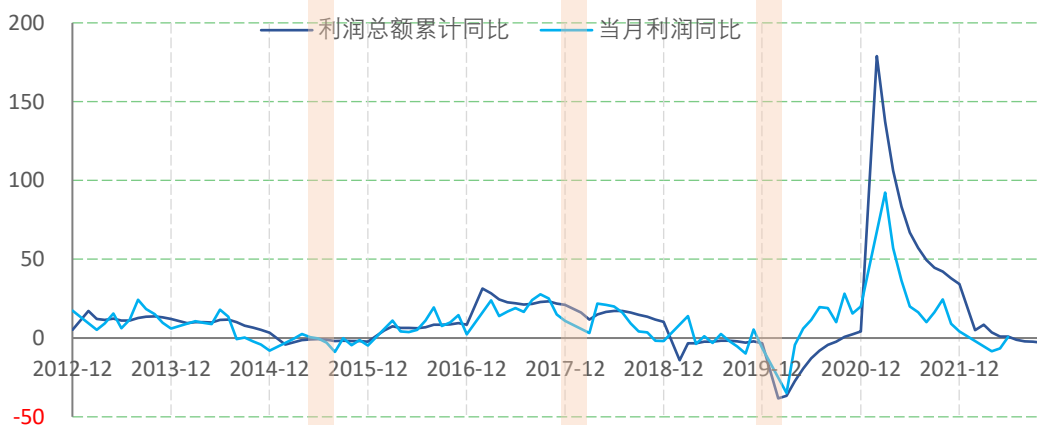
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图表 15: PMI 生产指数



数据来源: wind, 兴证期货研发部

图表 16: 当月利润同比



数据来源: wind, 兴证期货研发部

### 3. 周期之下的指数运行

股指期货指数运行形成约 3 年的周期, 与基钦周期时长相当, 但除了第三次底部位置外, 指数指标通常会提前基钦周期 10 个月左右, 而中证 500 与中证 1000 指数会更早触及底部。2013 年伴随部分银行交割违约, 隔夜回购利率暴涨, 央行不仅没有启动逆回购, 反而发现央票回笼资金导致市场情绪恐慌, 虽然之后央行向一些符合要求的金融机构提供流动性支持, 但

指数仍然持续回落。且 13 年底，证监会发布《关于进一步推进新股发行体制改革的意见》股票发行逐渐由核准制向注册制过渡，IPO 重启再度推动 A 股进入下行通道。

图表 17: 经济与指数底部时点

	第一次	第二次	第三次	第四次	第五次
基钦周期	2006.6	2009.8	2013.9	2016.7	2019.11
沪深300	2005.10	2008.11	2014.6	2016.2	2019.1
上证50	2005.11	2008.11	2014.7	2016.1	2019.1
中证500	2005.7	2008.11	2014.6	2016.3	2019.1
中证1000	2005.7	2008.11	2012.12	2016.1	2019.1

数据来源: wind, 兴证期货研发部

图表 18: 沪深 300 指数周期情况



数据来源: wind, 兴证期货研发部

图表 19: 上证 50 指数周期情况



数据来源: wind, 兴证期货研发部

图表 20: 中证 500 指数周期情况



数据来源: wind, 兴证期货研发部

图表 21: 中证 1000 指数周期情况



数据来源: wind, 兴证期货研发部

图表 22: 不同时期不同资产收益情况

		上证指数	上证50	沪深300	中证1000	中证500	深证成指	WTI原油	COMEX黄金	恒生指数	标普500
2020-03	滞涨	-9.53	-12.19	-9.69	-1.86	-3.82	-3.89	-67.41	4.13	-16.65	-19.77
2020-06	复苏	8.64	9.37	13.33	16.70	16.65	21.07	98.21	10.43	5.40	18.03
2020-09	复苏	8.66	10.49	11.62	6.53	7.46	9.83	0.40	6.12	-3.47	10.15
2020-12	复苏	7.71	12.32	13.49	0.38	2.22	12.17	23.24	-0.08	16.99	12.61
2021-03	复苏	0.80	-0.97	-1.28	-3.58	-0.24	-2.98	22.79	-9.75	4.54	6.45
2021-06	滞涨	3.89	-2.20	2.54	12.41	8.40	9.17	21.32	5.04	0.88	8.56
2021-09	衰退	-0.14	-8.20	-6.25	5.73	5.00	-4.61	2.93	-0.43	-15.24	0.37
2021-12	滞涨	2.93	2.35	2.20	11.27	4.98	5.53	0.83	6.17	-5.13	9.33
2022-03	复苏	-10.14	-11.13	-14.20	-14.54	-13.49	-18.10	31.45	6.63	-4.83	-5.20
2022-06	滞涨	4.04	4.90	5.43	1.91	1.19	5.16	-1.68	-6.35	-1.67	-17.75
2022-09	过热	-10.03	-13.26	-13.94	-11.25	-10.36	-15.11	-27.36	-8.45	-21.70	-6.11

数据来源: wind, 兴证期货研发部

### 分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。报告所采用的数据均来自公开资料，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断的得出结论，力求客观、公正，结论，不受任何第三方的授意影响。本人不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

### 免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。文中的观点、结论和建议仅供参考。兴证期货可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的独立判断。

客户不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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损失负任何责任。

本报告的观点可能与资管团队的观点不同或对立，对于基于本报告全面或部分做出的交易、结果，不论盈利或亏损，兴证期货研究发展部不承担责任。

本报告版权仅为兴证期货有限公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处兴证期货研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。