经济周期，经济趋势和投资策略

——2021 年投资策略报告

报告要点：

- **中国先行指标上行阶段可能已经结束，美国先行指标在 2021 年有望继续上行**

中国先行指标具有较强的周期性，周期持续时间大约 3-3.5 年，从 2018 年春季货币市场宽松开始，到 2018 年 12 月 M1 数据触底反弹，目前中国已经处在先行指标周期的末端。先行指标上行的阶段可能已经过去，人民银行的鹰派态度和 2020 年 5 月份之后债市的下行可以佐证这一点。与之相对的是，美国的货币政策宽松阶段可能已经过去，但目前并没有进行实质性收紧的动机和理由。我们认为 2021 年中美先行指标将出现走势上的分裂。

- **中国同步指标上行阶段可能还有 2-3 个季度，美国同步指标的恢复需要观察疫情进展**

中国经济同步指标一般落后先行指标 8-12 个月，考虑到货币市场向先行指标传导的时差，我们认为站在当下，中国同步指标可能在未来 2-3 个季度维持上行趋势，这会带来企业利润的回暖。与之相对的是，美国经济同步指标的恢复仍然需要观察疫情进展。目前市场的预期是疫苗在 2021 年 1-2 季度得到分发，欧美产能将逐渐恢复，复工复产将是明年欧美市场的主旋律，而关注焦点可能在于需求的恢复速度以及库存的去化速度。

- **通胀预期当下热烈，但美债收益率上行空间比通胀预期更大**

目前在疫苗的驱使下，对于 2021 年再通胀交易的呼声非常热烈。但如果对比美债收益率的上行空间和通胀预期的上行空间我们会发现，当前市场通胀预期已经回到了疫情前，而长期美债收益率则依然偏低。如果看好经济复苏，无风险回报率上行的空间比通胀上行空间更大。

- **投资建议**

在经济同步指标恢复过程中没必要对于中国权益市场过于悲观，但可以尝试避开先周期与流动性关系更紧密的板块，更多关注顺周期甚至后周期板块利润的修复。由于疫情管控得力，中国经济周期再一次领先欧美。这意味着在欧美实质性复苏之前，人民币汇率可能会维持较为强势的地位。而相对弱势的美元也可能推动商品价格偏强运行。形成投资逻辑的自我加强，上述投资逻辑的终结有两种可能:其一是疫情后经济增速不达预期；其二是通胀预期过高导致货币当局介入。考虑到联储提出的“对称通胀目标”，我们认为全球范围内经济解封后增速不达预期，导致顺周期交易逻辑被证伪的概率要大过货币当局主动收紧货币政策。

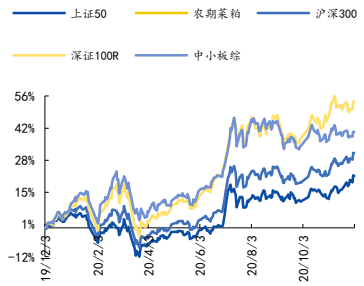
有鉴于此，我们建议投资者在疫苗大规模应用之前做多无风险回报率，在疫苗逐渐大规模应用之后警惕经济增速不达预期导致无风险回报率回落的风险。

风险提示：中国与美国经济先行指标可能因为短期风险而走高；中国与美国经济同步指标可能复苏不达预期；中国与美国经济滞后指标可能超预期走高，或因为突发事件走低。

主要数据：

上证综指：	
深圳成指：	13961.58
沪深 300：	5067.14
中小盘指：	4477.02
创业板指：	2682.97

主要市场走势图



资料来源：Wind

相关研究报告

报告作者

分析师 陈大鹏
执业证书编号 S0020520070002
邮箱 chendapeng_sh@gyzq.com.cn
电话 02151097188

内容目录

1.经济先行指标的趋势与周期 5
1.1 经济先行指标的周期性 5
1.1.1 经济先行指标的选择 5
1.1.2 本轮先行指标周期的起点 6
1.1.3 先行指标周期的长度 9
1.2 经济先行指标的趋势性 11
1.2.1 货币政策?财政政策？ 11
1.2.2 长期无风险利率的下行 13
1.3 经济先行指标的结论 15
2.经济同步指标的趋势与周期 15
2.1 经济同步指标的趋势性 15
2.1.1 经济同步指标的放缓，从人口/资本/TFP 的角度思考 15
2.1.2 长趋势的拐点？ 17
2.2 经济同步指标的周期性 18
2.3 经济同步指标的结论 19
3.经济滞后指标的趋势与周期 19
3.1 经济滞后指标的周期性 19
3.1.1 滞后指标的选择 19
3.1.2 当前的通胀预期回到了疫情前的水平 20
3.2 经济滞后指标的趋势性 21
3.3 经济滞后指标的结论 21
4.结论与投资建议 22
4.1 结论一览 22
4.2 投资建议 24
4.2.1 中国权益市场 24
4.2.2 中国固定收益市场 24
4.2.3 美国权益市场 24
4.2.3 美国固定收益市场 25
4.2.4 低胜率高赔率交易 25
4.3 风险提示 25

图表目录

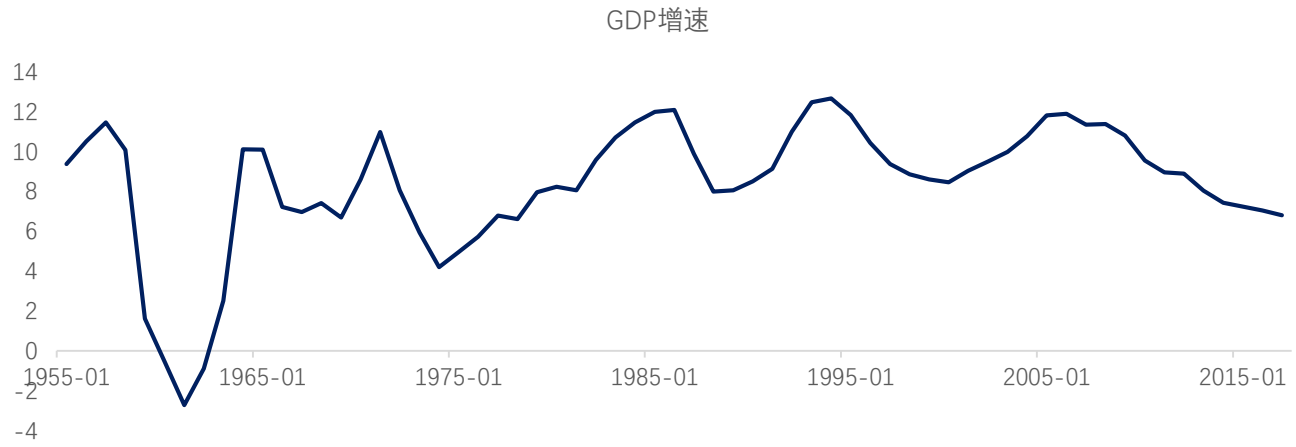
图 1：GDP 的放缓并不仅仅发生在当代 4
图 2：利率周期性高高低低，但同样存在长期趋势 4
图 3：传统基于 PMI 等经济数据做成的先行指标 5
图 4：以 M1,M2 为主体构造的中国经济先行指标 5
图 5：M2 与名义 GDP，在 2016-2017 年，名义 GDP 高于 M2 6
图 6：联储主席鲍威尔在同期进行的缩表尝试 7
图 7：同业存单到期收益率在 2018 年 3 月之后开始下行 7
图 8：美国国债收益率在 2018 年 10 月-12 月见顶 8
图 9：本轮货币政策周期时间顺序 8
图 10：中美 PMI 的拐点与货币政策拐点基本雷同 9
图 11：新兴市场经济周期长度 9
图 12：中国信贷脉冲指数（China Credit Impulse Index） 10
图 13：地产曾经是中国经济的风向标 11
图 14：美国经济增速在 2008 年之后实际上脱离了自身的趋势线 11
图 15：欧洲经济增速并没有因为欧央行的扩表而回到先前的趋势线 12
图 16：美国长端利率的走低 13
图 17：未经修改的泰勒规则与 EFFR(浅色) 14
图 18：修改后的泰勒规则与 EFFR 14
图 19：中国潜在产出的测算 16
图 20：工业与消费的增速在 08 年之后一路走低 17
图 21：劳动人口/储蓄人口比重与十年期国债收益率的对比 18
图 22：经济同步指标的反弹一般稍稍落后经济先行指标的反弹 19
图 23：Inflation Breakeven - 市场的通胀预期 20
图 24：高盛商品全收益指数/标普 500 指数 21
图 25：结论一览 22
图 26：中国经济周期图 23
图 27：美国经济周期图 23
图 28：期限利差的恢复速度不及全球金融危机之后 24

在自上而下的研究中，趋势和周期是两种常见的经济现象。例如中国国民生产总值增速的放缓往往被当作是一种趋势，而货币政策则存在一定的周期性。然而实际上，讨论趋势和周期的时候，必须明确时间范围。不然我们容易犯下两种错误：

- 第一种错误是过度看重短期的趋势，忽略了长期的周期；
- 第二种错误是过度看重短期的周期，忽略了长期的趋势。

第一种错误的例子是：GDP 增速的放缓并不一定全是基数效应下的必然情况，我国历史上同样有多次类似情景。

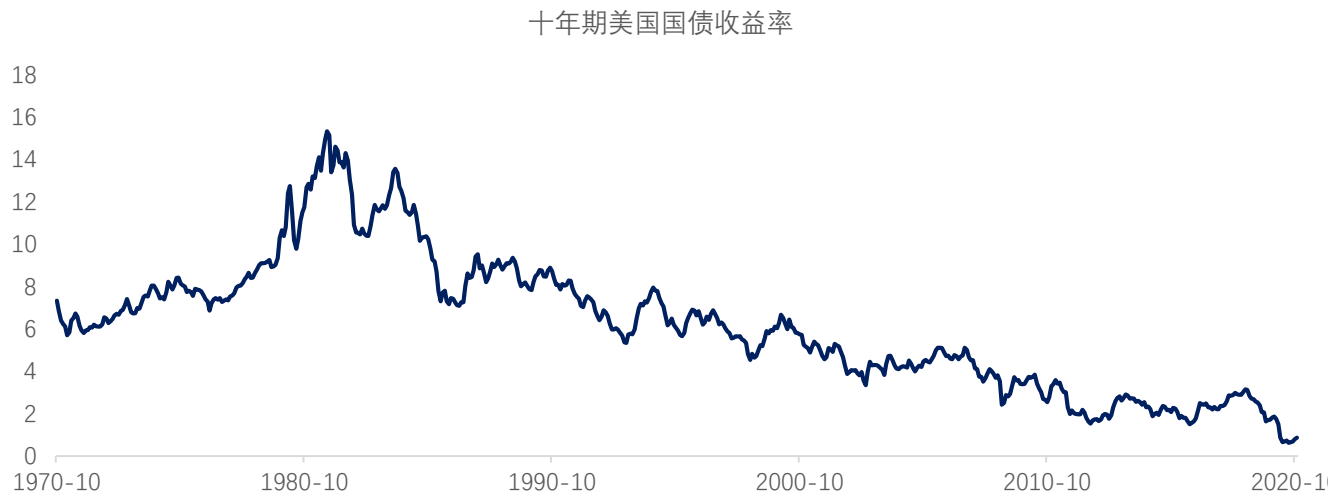
图 1：GDP 的放缓并不仅仅发生在当代



资料来源：Wind，国元证券研究所

第二种错误的例子是：货币政策的周期性下，同样有其趋势性，发达国家为期大概 40-44 个的经济周期背后，也存在着自 1980 年开始的经济自由化，货币宽松大环境。

图 2：利率周期性高高低低，但同样存在长期趋势



资料来源：Wind，国元证券研究所

有鉴于此，当我们研判投资策略的时候，也需要明确时间范围。在此时间基础上，对时间段内的经济趋势和周期做出研究。基于这种理解，我们从短到长，由周期到趋势，尝试判断 2021 年股票/债券的机会与风险。而为了方便归类和整理，我们把经济指标分为先行指标/同步指标/滞后指标。按照这个顺序探讨它们在 2021 年的展望。

进行这种讨论和分类的目的在于：我们认为投资中风险与回报总是相伴而生，投资者可以选择追随趋势，也可以选择判断趋势反转，可以相信周期性在未来持续下去，也可以相信周期性在未来被打破。没有一定正确的判断法则，但每一种判断都对应了一个胜率和一个盈亏比。高胜率的交易总是低盈亏比，低胜率的交易总是高盈亏比。了解经济的趋势与周期并不能同时做到高胜率和高盈亏比，但至少可以让我们在投资的时候了解自己所承担的风险。考虑到利润总是来自于风险的承担，了解风险就是了解自己的利润来源。

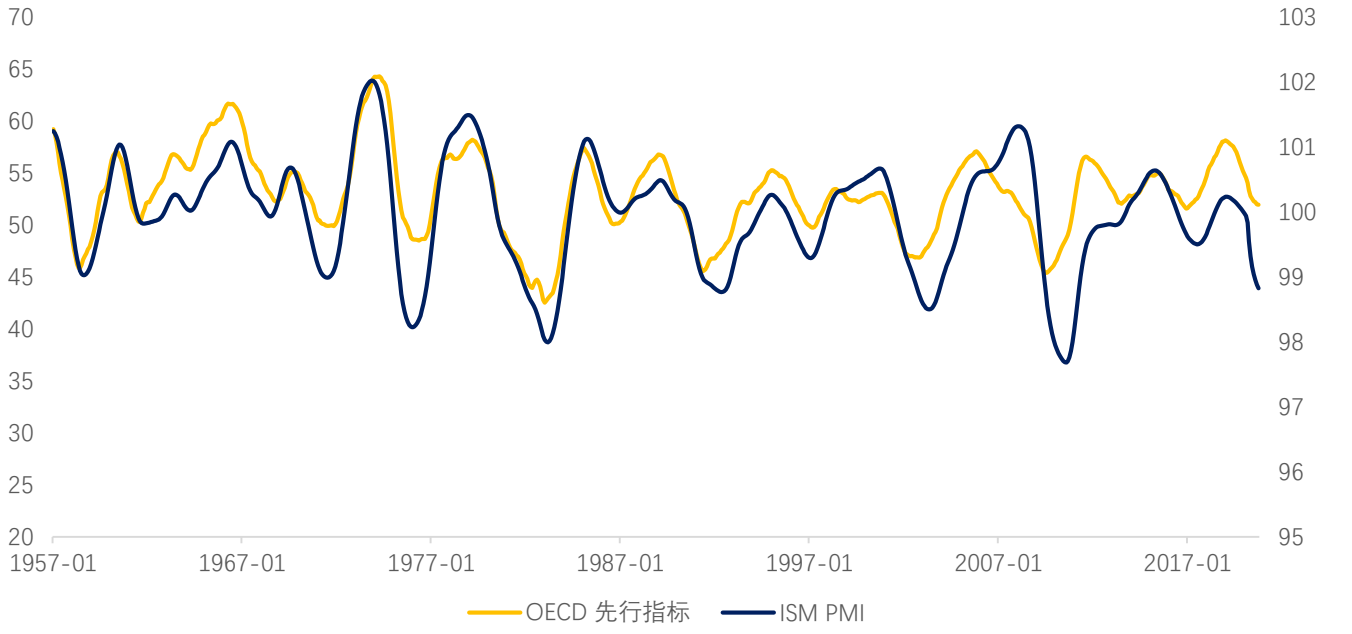
1.经济先行指标的趋势与周期

1.1 经济先行指标的周期性

1.1.1 经济先行指标的选择

在上世纪八十年代之后，凯恩斯主义的弊端逐渐显现，中央银行和货币政策逐渐走上了经济活动的主舞台。经济先行指标也从此分为了两类。**一类是传统的以 PMI 等与经济活动直接相关的指标整理编撰而成的先行指标。**

图 3：传统基于 PMI 等经济数据做成的先行指标



资料来源：Wind，国元证券研究所

而另一类则是依据货币当局政策变化而形成的先行指标，联储的加息/降息，人民银行的 M2 和社融都属于此类。下图展示了中国 M1、M2 在过去 20 年的周期。

图 4：以 M1,M2 为主体构造的中国经济先行指标



资料来源：Wind，国元证券研究所

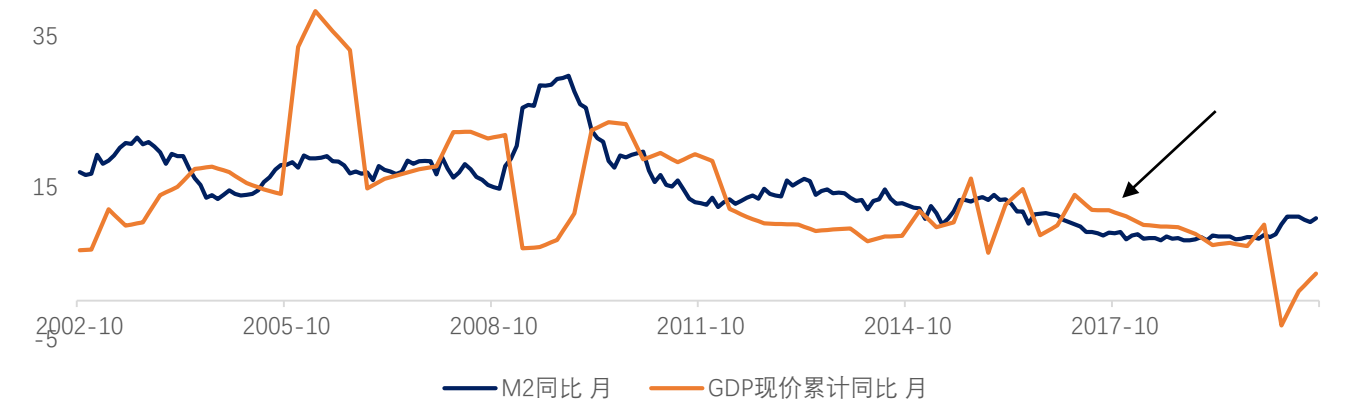
而在货币政策周期的观察中，又可以细分为对货币数量的观察和对货币价格的观察，这对应的是央行的两种货币政策中介目标，数量型货币政策和价格型货币政策。一般来说，对于间接融资更多，货币国际化程度不大的国家，数量型货币政策更为适用；对于货币国际化程度较高，直接融资更多的国家，价格型货币政策更为适用。

综上所述，在本文中探讨中国的先行指标时，我们更多关注 PMI 和数量型货币政策，兼顾价格型货币政策。在讨论美国的先行指标时，我们只关注价格型货币政策。

1.1.2 本轮先行指标周期的起点

从图 4 中我们可以发现，2018 年年底是中国本轮货币政策周期的一个潜在起点。为了加深此观点的可信度，我们必须对当时的环境做一个回顾。2016 年，在 811 汇改之后，全球央行和财长全年举行了三次峰会，就货币政策的协同和财政政策在经济周期末期的作用达成了部分一致意见。在此基础上，于 2017 年年初开始，人民银行开始尝试将 M2 保持在名义 GDP 以下。这与 2012-2016 年的情景是迥异的，但另一方面，这与联储在 2017-2018 年的缩表尝试又是同步的。

图 5：M2 与名义 GDP，在 2016-2017 年，名义 GDP 高于 M2



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 6：联储主席鲍威尔在同期进行的缩表尝试



资料来源：Wind，国元证券研究所

上述政策设想的终结是分两步发生的。首先是在 2018 年春天后，考虑到贸易摩擦对于经济的扰动，人民银行对于流动性的关注开始上升。一个具体体现为，2018 年 3 月之后，从 2017 年年初开始的同业存单到期收益率上行趋势开始终结。

图 7：同业存单到期收益率在 2018 年 3 月之后开始下行



资料来源：Wind，国元证券研究所

其次在 2018 年年底，联储考虑到贸易战带来的不确定性，调整了货币政策。从之前的偏鹰派预期转为偏鸽派。同时期，美国国债收益率见顶。

图 8：美国国债收益率在 2018 年 10 月-12 月见顶



资料来源：Wind，国元证券研究所

综上所述，本轮经济经济周期的起点，对于中美而言，或多或少都受到了贸易摩擦的干扰，具体来说时间顺序如下表所示。

图 9：本轮货币政策周期时间顺序

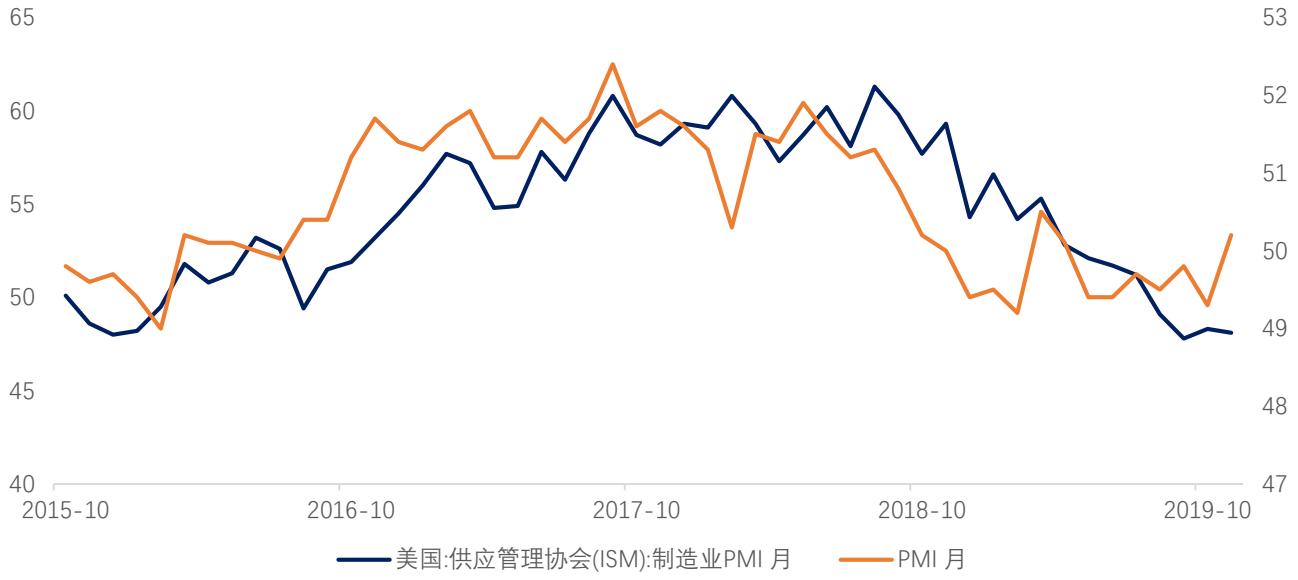
时间	中国	美国
2017 年	M2 低于名义 GDP，货币市场收紧	联储缩表，加息预期
2018 年	3 月后 M2 低于名义 GDP，但货币市场转宽松	联储缩表，圣诞节前后加息预期消除
2019 年	M1 见底回升，货币市场宽松持续	7 月后降息，联储扩表
2020 年	M2 高于名义 GDP，但 5 月份后货币市场收紧	降息，联储扩表

资料来源：国元证券研究所

可以看到，2018 年的 3 月-12 月，是中美两国货币政策从收紧转向宽松的一个分界线，综上所述，我们认为本轮中美两国先行指标的“起涨点”，应该被算在 2018 年的夏天和秋天。中国货币政策宽松的顶点可能在 2020 年 5 月前后已经度过，需要 M1 和 M2 数据在未来几个月的确认，美国货币政策宽松的顶点也可能已经度过，但距离实质性加息可能仍有一段距离。

上述判断是基于偏货币导向的先行指标，而如果我们观察 PMI，LEI 等指标， 2018 年年底同样也是 PMI 等经济先行指标的企稳区间，这种共振使我们无需讨论两者孰为有效，也提高了结论的可信度

图 10：中美 PMI 的拐点与货币政策拐点基本雷同



资料来源：Wind，国元证券研究所

1.1.3 先行指标周期的长度

如果说我们确认了先行指标周期的起点，另一个需要解决的问题在于先行指标周期的长度。正如我们在本文开头所言，趋势与周期的判断，时间长度是一个关键因素。

一般来说，新兴市场的经济周期要短于发达市场，在这里我们参考普遍情况。下表展示了不同经济体的经济周期对比。

图 11：新兴市场经济周期长度

区域	国家	观察时间	繁荣期长度	萧条期长度	经济周期长度
南非	南非	1961-1999	5.8	5.9	11.8
	马拉维共和国	1970-1999	5.9	5.4	12.0
	尼日尼亚	1970-1999	4.0	5.5	9.5
	科特迪瓦	1968-1999	4.8	4.8	9.7
	津巴布韦	1978-1998	5.1	5.3	10.4
拉丁美洲	乌拉圭	1979-1999	4.9	4.3	9.1
	哥伦比亚	1980-1998	5.0	4.7	9.7
	秘鲁	1979-1999	4.6	4.3	9.4

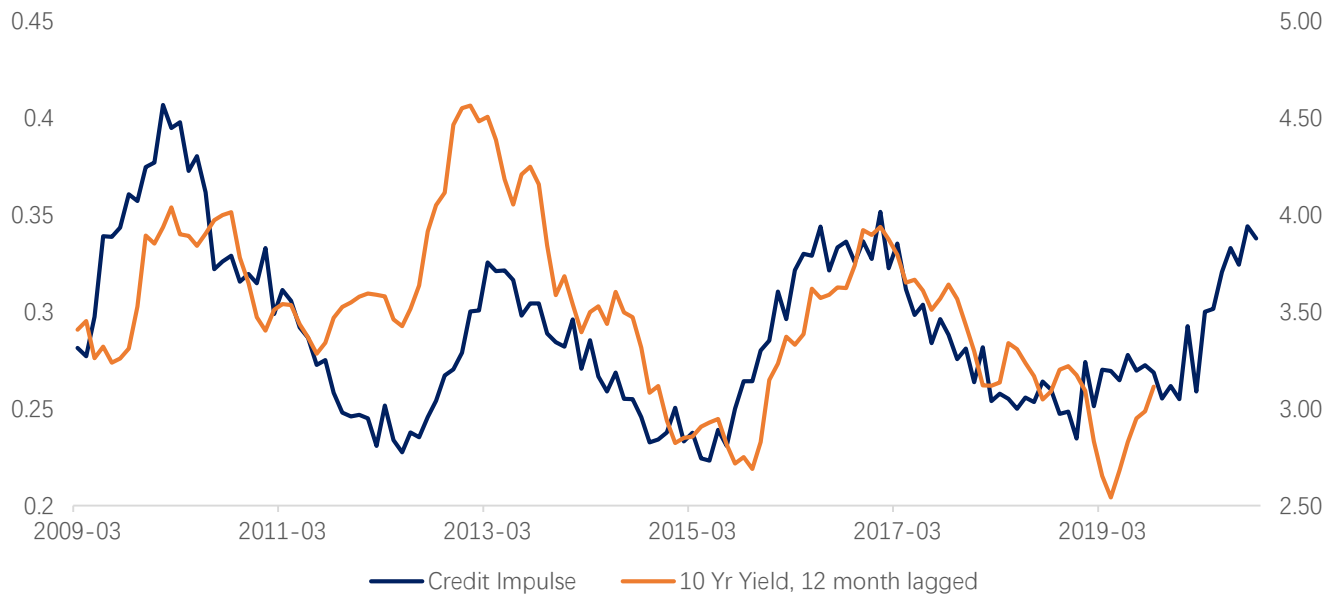
	智利	1960-1999	3.7	3.8	7.8
	墨西哥	1960-1999	4.8	4.7	9.589++
	印度	1960-1999	3.1	4.7	8.1
	韩国	1960-1999	6.3	10.4	18.1
亚洲和北非	摩洛哥	1960-1999	3.7	4.0	7.7
	巴基斯坦	1970-1999	5.4	5.8	11.2
	马来西亚	1970-1999	4.2	4.9	9.6
合计	合计		4.8	5.2	10.2

资料来源：《Business Cycles in Developing vs. Developed Countries》，国元证券研究所

而发达市场的经济周期，以美国为例，往往持续超过 30 个季度，比新兴市场的周期更长。

回到中国的具体情况，中国的经济周期和新兴市场一样，与发达国家相比较短。具体来说，中国经济的周期持续时间大约为 3-3.5 年。在诸多的先行指标中，下图选择了中国信贷脉冲指数（China Credit Impulse Index）来刻画中国先行指标的周期性。

图 12：中国信贷脉冲指数（China Credit Impulse Index）



资料来源：Wind，国元证券研究所

同时我们参考图 4 也可以得出类似的结论。这种 3-3.5 年的周期起因有较多解释。我们认为较为合理的解释为，房地产行业在中国经济中可以辐射到上下游较多的产业

链，同时基建对于中国经济的拉动作用在过去也比较明显。3-3.5 年符合一个基本的建设周期。下图展示了地产对于 PMI 的映射。

图 13：地产曾经是中国经济的风向标



资料来源：国元证券研究中心

综上所述，中国经济周期大致持续 3 到 3.5 年，如果我们把 2018 年 3 月当作是这一轮经济周期的起点，那么此时我们已经进入了周期较为中后期的阶段，这与我们在前文中阐述的，人民银行在 5 月份之后货币政策有收紧趋势是相互呼应的。

1.2 经济先行指标的趋势性

如果说在 3-3.5 年之内，中国经济先行指标具有一定的周期性，那么在更长的时间段里面，它同样具有一定的趋势性。本文中将主要着重讨论中美先行指标的两个长期趋势。分别为：

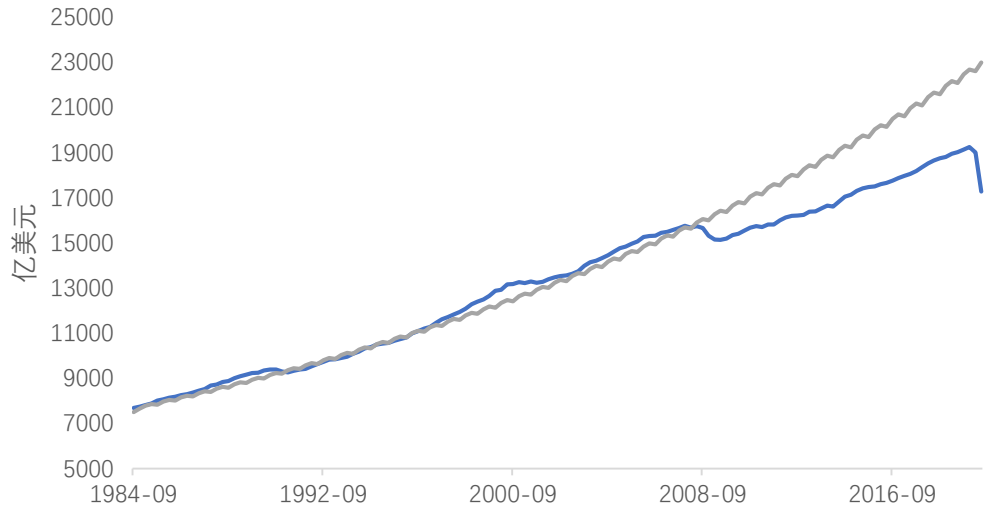
- 2016 年至今关于货币政策与财政政策效力的争论；
- 上世纪 80 年代至今，全球无风险利率的走低。

1.2.1 货币政策?财政政策？

在 2016 年，全球主要经济体的货币当局负责人与财长们举行了三次会谈，就共同面临的挑战分享看法和讨论解决方案。具体来说，时任美联储主席耶伦意在为下一次美国经济的萧条准备弹药，因此有意保持比较鹰派的货币政策。而在 2015 年，中国进行 811 汇改之后全球金融市场震荡，油价下跌加剧了通胀预期的走低。发达市场的鹰派看法与脆弱的新兴市场环境形成了鲜明对比，合理的协同机制势在必行。

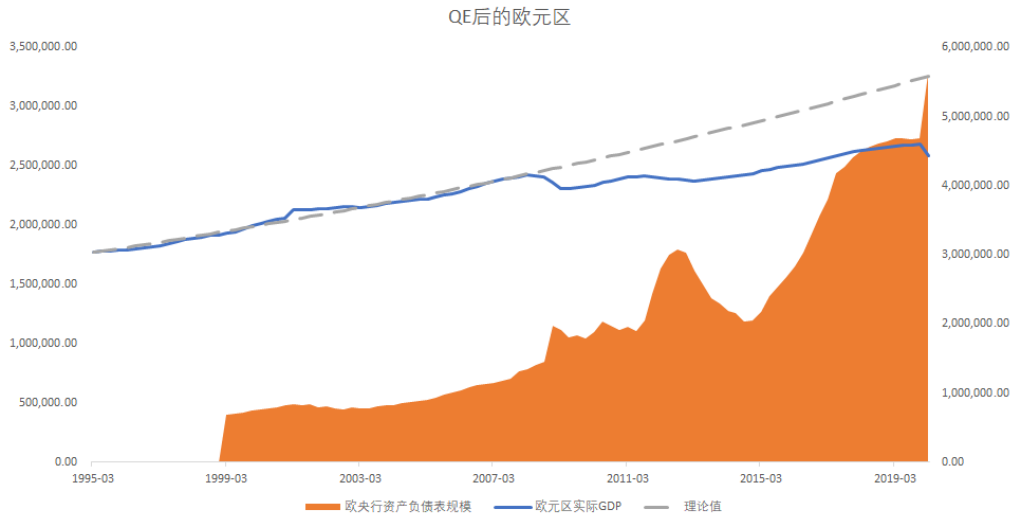
在三次会谈中，各方就财政政策有必要发挥更大的作用达成了一定共识。这种共识的背景是：无论是在美国抑或是在欧洲，宽松的货币政策并没有把 08 年金融危机之后的经济增速拉回到危机前的趋势线。全球经济增速预期和通胀预期远未达到设想的目标。

图 14：美国经济增速在 2008 年之后实际上脱离了自身的趋势线



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 15：欧洲经济增速并没有因为欧央行的扩表而回到先前的趋势线



资料来源：Wind，国元证券研究所

上世纪八十年代后，由于凯恩斯主义在战后经济中的弊端不断显现，发达市场货币当局更多拥抱了以弗里德曼为代表的芝加哥学派。财政政策的重要性逐渐下降，货币政策成为了经济舞台的主角。2016 年的反思从更大的角度来看，是 2008 年 QE 逐渐被证明无效后的必然结果，也是对上世纪八十年代货币主义的反思。

在 2017-2020 年，由于贸易摩擦的存在，上文中表述的中国和美国各自的紧货币尝试都遇到了经济增速下滑的干扰，中美先后在 2018 年逆转了货币政策。在 2021 年贸易摩擦有望和缓的大背景下，一种潜在的趋势是财政政策将占据更为重要的地位。这可能带来无风险利率和通胀预期的上行。

1.2.2 长期无风险利率的下行

自上世纪 80 年代以来，货币政策的宽松让无风险利率一路走低，以美国十年期国债收益率作为观察对象，长期美国国债到期收益率目前已经低于 1%，低于联储长期的通胀目标。对于此类现象有以下几种观点比较普遍：

- 联储错误地设置了通胀目标，过高的通胀目标让货币政策易松难紧。
- 通胀低迷失业率低迷的美好时间很快将会过去，通胀的恢复可能非常凶猛。

图 16：美国长端利率的走低

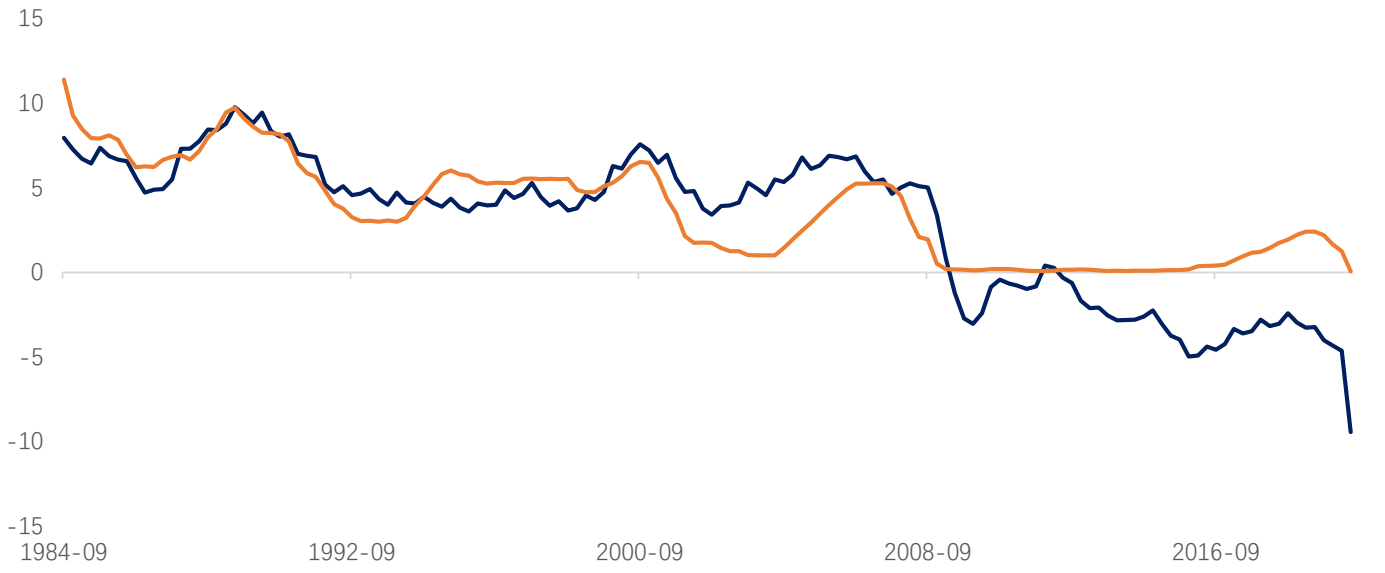


资料来源：Wind，国元证券研究所

我们对此的看法是，联储的货币政策与上世纪 90 年代相比已经有了根本性的改变，虽然 2%的通胀目标依然被经常提起，但从联储的利率决议来看，联储对于长期通胀预期能否达成也存在分歧，同时在考虑产出缺口的时候，联储可能也早已意识到 2008 年之前的经济增速不可持续。

上述判断的依据来自于 1993 年被提出的泰勒规则按照原始的泰勒规则我们计算出的联邦基金利率如下所示，可以看到 2008 年之后，原先的泰勒规则就已经与现实情况存在差距。

图 17：未经修改的泰勒规则与 EFFR(浅色)



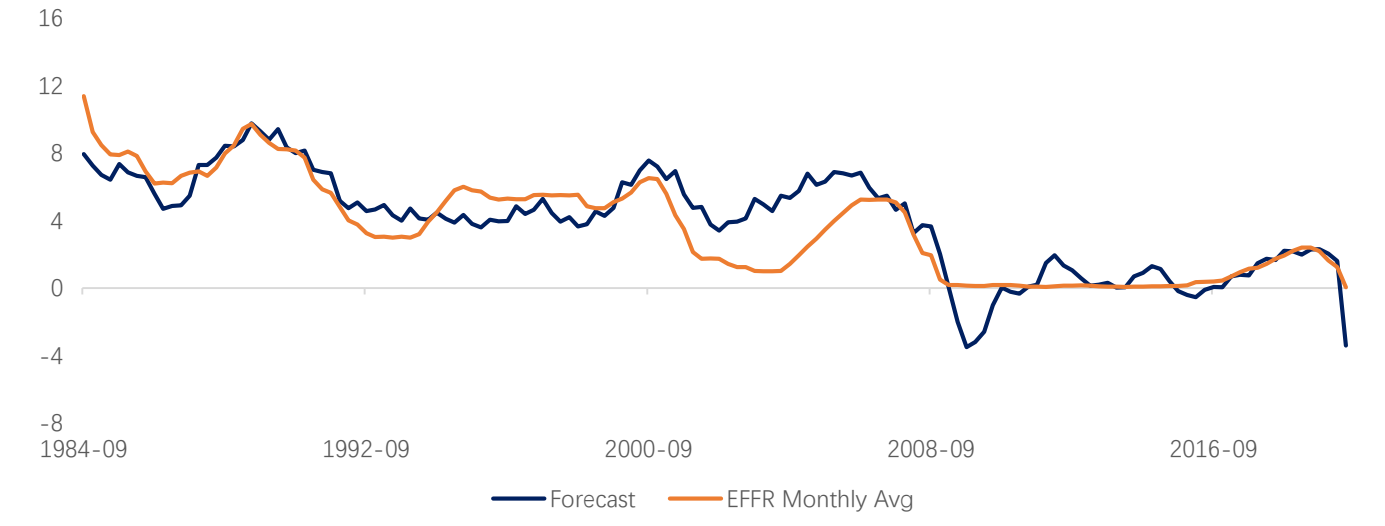
资料来源：Wind，国元证券研究所

在对泰勒规则做出以下修改之后我们发现它可以比较好地反应联储对于利率的看法：

- 在 2008 年之后将长期通胀预期从 2%调节为 0%；
- 产出缺口的计算中，GDP 增长速度由之前的 2.2%每年调整为 1%每年；
- 在 2015 年之后去除公式中过去四个季度的通胀均值，呼应联储当下声明的“对称通胀目标”。

如下图所示，经过修改之后的泰勒规则可以较好地反应联储的货币政策。

图 18：修改后的泰勒规则与 EFFR



资料来源：Wind，国元证券研究所

但这给我们留下了更大的疑问，从修改后的公式来看，当前联储在考虑货币政策时，可能只保留了通胀和产出缺口两项，并且实行了非常宽松的货币政策。在未来继续加码宽松的空间可能只剩下负利率的选项。在货币政策效力被质疑的今天，从上世纪80 年代开始的宽松货币政策可能已经快要触达自身的极限。MMT（现代货币理论）的提出并不是无源之水。

1.3 经济先行指标的结论

我们认为中美两国经济先行指标最近一次起涨点都位于 2018 年，中国领先美国大约 3 个季度左右。中国经济周期一般持续时间 3 到 3.5 年，目前中国正在本轮经济周期偏中后段的位置。而美国经济周期一般更长，当前美国可能尚未完全走出经济后周期。

从先行指标的周期性来看，2021 年中国经济先行指标走低的概率更大，2021 年美国先行指标维持在高位的可能性更大。

从先行指标的趋势性来看，2021 年可能是财政政策发力超过货币政策的一年，而在更大的时间维度来看，过去 40 年无风险利率的下行趋势可能在未来几年被打断。

2.经济同步指标的趋势与周期

2.1 经济同步指标的趋势性

经济同步指标指的是反应当期经济活动的指标，本文中主要观察的经济同步指标有 GDP，工业增加值和社会消费品零售总额。与先行指标不同的是，经济同步指标在短期往往更多表现出趋势性。其周期性需要在更长的时间段内才可以体现。

2.1.1 经济同步指标的放缓，从人口/资本/TFP 的角度思考

随着 L 型增长的概念被越来越多的市场参与者接受，GDP 增速的放缓逐渐成为一个共识预期。然而在此过程中，市场更多从基数角度出发思考 GDP 增速放缓的成因。毫无疑问基数效应会带来增速的降低。但我们认为按照古典经济学理论，从劳动力和资本以及全要素生产率的角度思考 GDP 增速放缓的趋势更为合理。这有助于我们理解在长周期中 GDP 增速的周期性，正如我们在前文所述，GDP 增速的放缓并不是近十年的特有现象。

在 2019 年人民银行的一篇研究当中，依靠上述方法对于中国未来的潜在产出进行了测算。在测算中，人民银行预测 2019-2024 年中国实际 GDP 的增速在 5.6%左右，2025-2029 年 GDP 的增速在 4.6%左右。具体测算结果如下图所示。

图 19：中国潜在产出的测算

表 1　潜在产出增速及其拉动情况[1]　　单位：%

	平均年度增速							预测	
	1993－1998	1999－2007	2008－2012	2013－2018	2008 年危机前	2008 年危机后	1993－2018 整体平均	2019－2024	2025－2029
实际 GDP 增速	**11.3**	**10.1**	**9.7**	**7.3**	**10.6**	**8.1**	**9.5**	**5.6**	**4.6**
潜在产出增速	**10.9**	**10.4**	**10.3**	**7.1**	**10.4**	**8.2**	**9.4**	**5.5**	**4.6**
劳动投入增速	1.1	0.8	0.4	0.3	0.9	0.3	0.6	0.2	0.1
资本投入增速	11.4	12.1	14.2	10.9	11.6	12.0	11.7	7.5	5.8
TFP 趋势增速	5.5	4.3	2.8	1.9	4.7	2.1	3.6	1.9	2.3
潜在产出的要素拉动									
劳动投入	0.6	0.4	0.2	0.1	0.5	0.1	0.3	0.1	0.1
资本投入	4.9	5.6	6.9	5.2	5.3	5.9	5.6	3.5	2.6
TFP 趋势	5.6	4.1	2.8	1.8	4.7	2.3	3.7	1.8	2.1
要素拉动合计	11.0	10.1	9.9	7.1	10.4	8.3	9.5	5.4	4.8

资料来源：《中国潜在产出的综合测算及其政策含义》，国元证券研究所

如果我们假定在 2030 年之后，中国的实际 GDP 增速回落到 3%，也就是发达国家中偏高的水平。我们可以得出一个与十四五规划非常近似的结论，即人均 GDP 在 2035 年有望实现翻倍目标。

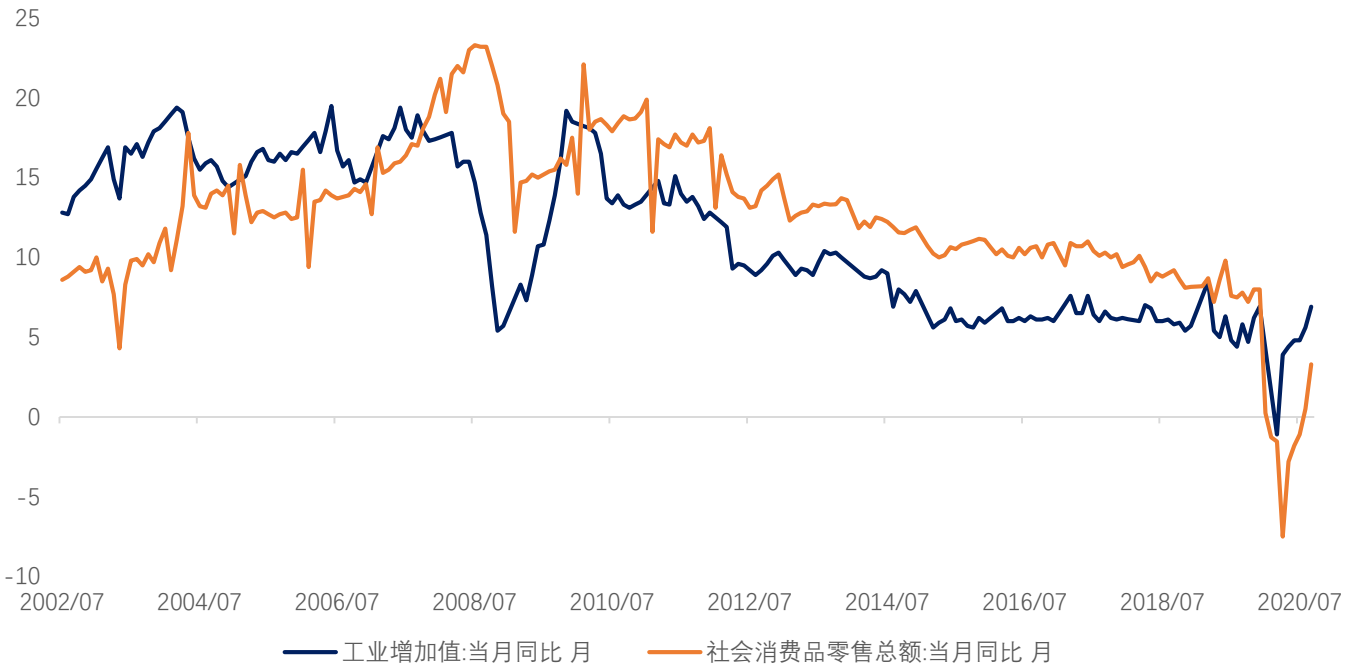
具体来看，我们可以发现经济增速从 1993-2018 年均值 9.5%向 2019-2029 年 5.1%靠拢的推手主要有三个方面：

- 资本投入增速的下滑，从 1993-2018 年均值 11.7%，下滑到了 2019-2029 年的 6.6%；
- 劳动投入增速的下滑，从 1993-2018 年均值 0.6%，下滑到了 2019-2029 年的 0.15%；
- TFP 全要素生产率的下滑，从 1993-2018 年均值的 3.6%，下滑到 2019-2029 年的 2.2%。

值得注意的是，该论文预测 TFP 趋势增速需要在 2024 年之后走高。这与过去 15 年所表现出的趋势是相反的。

在这样的大背景下，2008 年危机后，工业增加值和社会消费品零售总额的增速降低并不令人意外。

图 20：工业与消费的增速在 08 年之后一路走低



资料来源：Wind，国元证券研究所

2.1.2 长趋势的拐点？

正如我们在本文开头所论述的，讨论趋势与周期的时候，时间是一个重要的参考指标。短期内形成的趋势，可能在更长周期中只是周期的一部分。此时拐点的判断就非常关键。

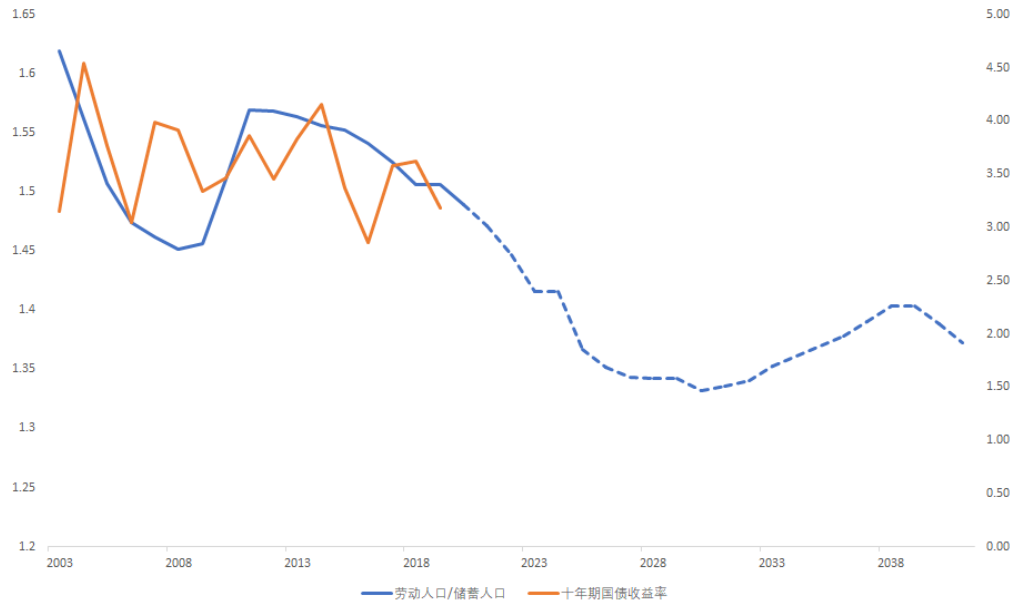
从资本/劳动力/全要素生产率的角度出发。资本的拐点短期内难以预料，稳杠杆的政策定力不容小视，而稳杠杆的宏观表现之一就是 M2/社融增速与名义 GDP 相匹配。并且我们预计，如果在未来中国人民银行逐渐从数量型货币政策向价格型货币政策转变。GDP 实际增速与潜在增速的差距，将成为货币政策松紧转变的分水岭。即：

- 当 GDP 增速高于潜在增速时，货币政策收紧的概率更大；
- 当 GDP 增速低于潜在增速时，货币政策宽松的概率更大。

有鉴于此，我们认为在未来，通过增加资本投入拉动 GDP 的概率是不高的。GDP 潜在增速的拐点可能有赖于全要素生产率或者劳动力投入的增长。其中全要素生产率的提高与技术发展息息相关，具有一定的不确定性，结合人民银行的测算，以及产业政策，我们认为全要素生产率有望在 2025 年前后实现回升。

劳动力投入的增长除了绝对量值得关注之外，劳动人口占总人口的比重同样是值得关注的指标。研究表明，适龄劳动人口占总储蓄人口的比例与长期国债收益率或者经济增速预期息息相关。如下图所示。

图 21：劳动人口/储蓄人口比重与十年期国债收益率的对比



资料来源：Wind，国元证券研究所

其中虚线假设建立在以下基础上：出生率和死亡率在 2027 年左右达到均衡。人均寿命在可预见的未来没有爆发性增长。

结合前文中对于 TFP 的结论。我们认为 2025-2027 年可能是本轮 GDP 增速下行的一个潜在拐点，经济增速在之后走平甚至略微走高的概率更大。

2.2 经济同步指标的周期性

上文中论述了经济同步指标的趋势性，而如果我们需要在更短的时间周期内寻找经济同步指标的周期性。我们就必须借用分位或者滤波的方法。这有助于我们在趋势中寻找周期性。

如果采用分位的方法，我们可以得出下图，可以看到中国经济同步指标也存在较为明显的周期性，经济同步指标落后经济先行指标大概 8-12 个月的时间。

图 22：经济同步指标的反弹一般稍稍落后经济先行指标的反弹



资料来源：Wind，国元证券研究所

在前文的论述中，我们诠释了中国在本轮经济周期的起点位于 2018 年春天的货币市场宽松，而 M1 的上行开始于 2018 年 12 月，在 2019 年秋季之后中国经济同步指标有了回暖迹象，虽然被疫情干扰，但目前来看中国经济同步指标恢复情况较为不错，按照人民银行的看法，在明年一季度有望完成经济复苏的工作。同理可知，如果 2020 年 5 月是货币市场转向的起点，M1 的下行可能要在 2020 年春季发生，而 2020 年秋冬可能是本轮经济复苏的高点。

2.3 经济同步指标的结论

中国经济同步指标的增速下行趋势是一个长期过程，目前来看，最近的潜在拐点也需要等到 2025-2027 年左右。当然在经济活动中，不确定性永远存在。技术发展的快慢可能决定了拐点到来的具体时间。

而在趋势性走势中，依然存在一定的周期性特征，目前来看，距离本轮经济周期同步指标的高点可能还有 8-12 个月的时间。这也是我们认为在 2020 年四季度，顺周期投资逻辑逐渐开始获得认可的根本驱动力。

3.经济滞后指标的趋势与周期

3.1 经济滞后指标的周期性

3.1.1 滞后指标的选择

传统意义上，经济滞后指标指的是通胀、失业率，两者通过菲利普斯曲线耦合在一起。一般来说，货币当局通过货币政策引导先行指标，实现经济同步指标的良好发展，并通过经济滞后指标观察政策效果。但这种传统的滞后指标存在一定的缺陷，具体来说其缺点主要体现在两个方面。

- 难以预测，无论是失业率抑或是通胀，都具有一定的不确定性。例如 2020 年冠状病毒带来的失业率上行，或者 2008 年全球金融危机带来的失业率上行，都是在短期发生的不确定事件。

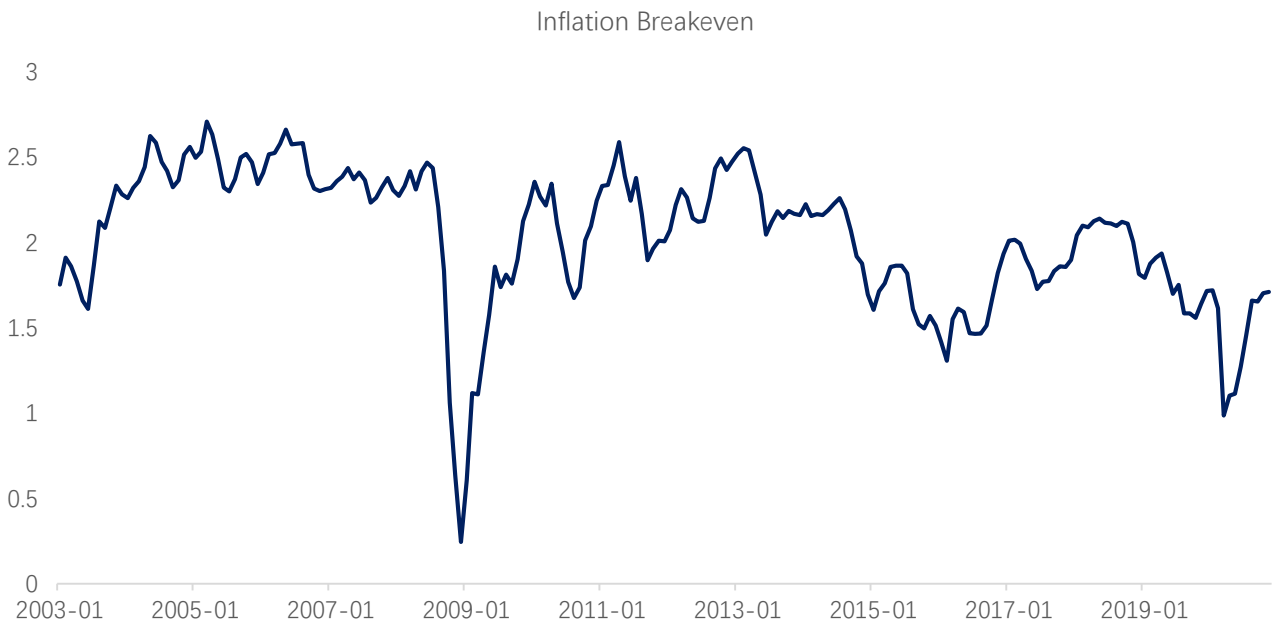
- 失业率与通胀的传统联系似乎正在失效，2016 年之后，美国维持了一段时间低通胀和低失业率的反常状态。对此存在两种解释，一种解释倾向于寻找菲利普斯曲线失效的原因，一种解释倾向于认为失业率和通胀数据自身存在缺陷难以框架经济运行状态。

我们认为在当下，比通胀和失业率数据更好的滞后指标是通胀预期。原因有二：

- 其一当前货币当局对于金融市场的关注度有所提高，无论是联储的风险评估（Risk Assessment）还是人民银行的防风险，都体现了金融市场不再单纯是经济领先指标。金融市场某种意义上也成为了货币当局的施政观察对象。
- 其二通胀预期与货币政策/财政政策等先行指标关系更为紧密，选择通胀预期作为经济滞后指标，可以免去探讨先行指标向滞后指标的传导路径。

而目前市场上较为高频的通胀预期，来自于计算美国 TIPS 国债市场价格与同等期限美债收益率差值所得出的通胀预期（Inflation Breakeven）。下图可见，通胀预期在大部分时间内位于一个区间内。这里需要说明的是，与经济先行指标/经济同步指标具有地域特色不同的是，经济滞后指标由于与大宗商品价格息息相关，具有一定的普适性。意即：各国可以按照自身经济周期的长短和特色制定货币政策，但原油/铜/农产品等大宗商品价格对大部分国家的 CPI 产生影响。

图 23：Inflation Breakeven - 市场的通胀预期



资料来源：Wind，国元证券研究所

3.1.2 当前的通胀预期回到了疫情前的水平

在疫苗有望投入使用的大背景下，全球通胀预期目前已经回到了疫情前的水平。考虑到基数原因明年通胀水平可能走高。但在低基数效应散去之后，通胀预期有望稳定在2%左右。有鉴于此，市场关于通胀预期的分歧主要集中在：

- 所谓对称的通胀目标是否意味着未来通胀预期可以稳定高于 2%并维持一段时间？

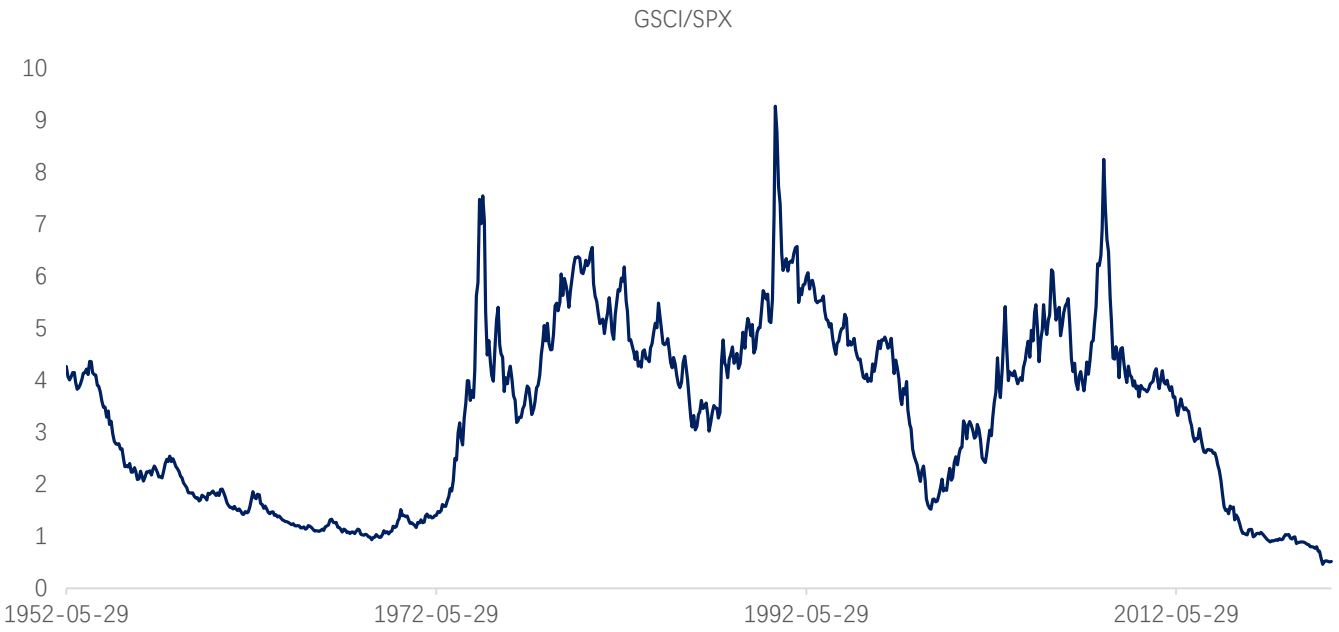
- 如果上述判断属实，联储会采取何种方式实现目标？

对此我们的看法是，参考之前关于经济同步指标的论述，大型危机过后，经济增速的放缓是大概率事件，我们认为在疫情过后，通胀预期难以长期维持在疫情前区间的高点(即 2.1%左右的位置)以上，目前通胀预期仍然有 30bp 左右的空间，未来通胀预期可能在 2%上下各 20bp 左右的空间窄幅震荡。

3.2 经济滞后指标的趋势性

长期通胀预期的下行在过去 40 年中屡次被提及，实际上，当前高盛商品指数与股票指数的比价已经达到了全历史最低的点。

图 24：高盛商品全收益指数/标普 500 指数



资料来源：Wind，国元证券研究所

我们认为这种趋势性难以在短期内得到逆转。考虑到 08 年之后商品/股指的下行可能与非正常的货币政策以及对于银行的强监管有关。我们认为这种趋势的逆转可能需要货币政策的正常化。

3.3 经济滞后指标的结论

我们认为通胀预期上行最快的时间可能已经过去，但考虑到疫情后需求的恢复，通胀预期仍有可能在疫苗投入使用之后上行大约 30-40bp。这实际上与我们在商品市场上观察到的情况是遥相呼应的。与经济先行指标关系更大的贵金属已经开始回落，而与经济同步指标更相关的有色金属价格正在上行，与经济滞后指标关系更大的油价和农产品今年涨幅相对落后

我们认为在疫苗投入使用之前，通胀预期上行可能性更大，而在更长的周期中，通胀预期的下行趋势依然没有得到逆转。

4.结论与投资建议

4.1 结论一览

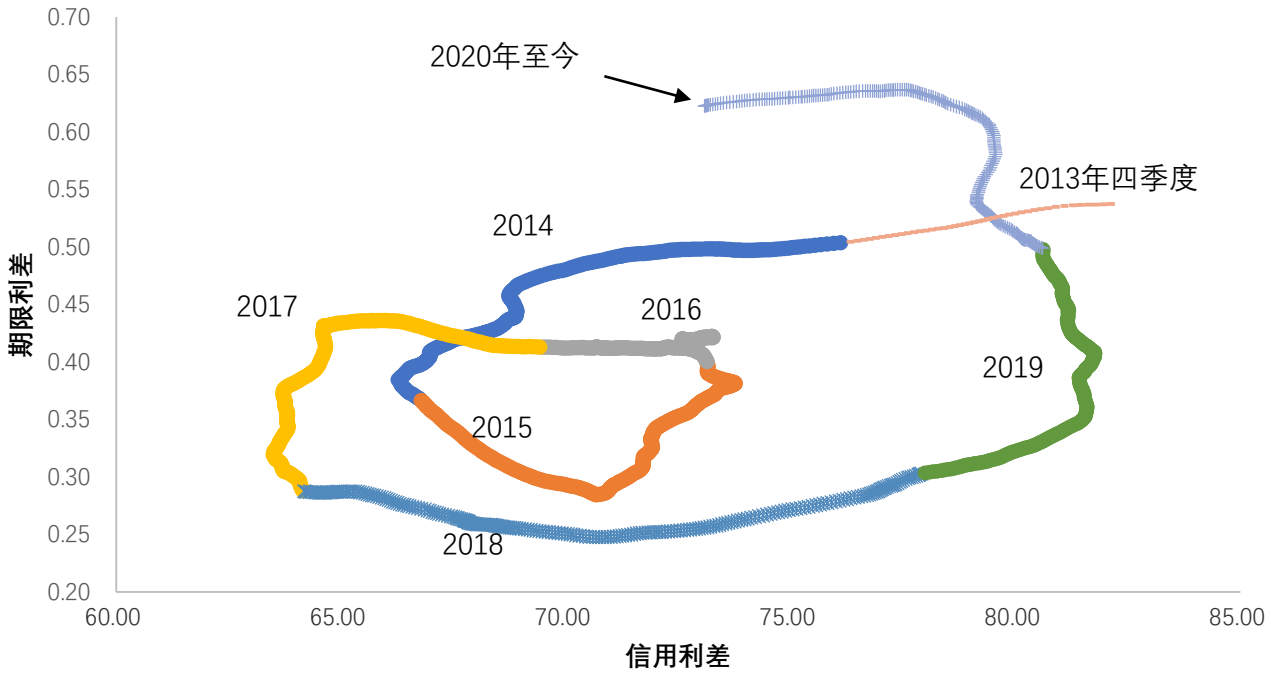
图 25：结论一览

		中国	美国
先行指标	周期性因素	先行指标可能在 2021 年走弱，具体来说，货币市场已经在 2020 年年中转向，2021 年上半年可能看到社融增速的高点和 M1 的高点。	目前联储没有加息的必要，如果 2021 年美国经济增速回到先前的趋势线。预计在 2021 年年底存在货币政策转向的可能。
	趋势性因素	对于货币政策的反思正在发生，过去 40 年无风险利率的下行趋势有可能在未来被逆转。	财政政策可能在未来发挥更大的作用，这有可能带来无风险利率的提高。
同步指标	周期性因素	复苏正在进行当中，预计 2021 年一季度可以完成经济复苏工作。2021 年下半年可能看到本轮经济复苏的高点。	经济复苏情况依赖于疫情的发展，目前市场预期较为良好。
	趋势性因素	长期经济增速下行趋势可能在 2025-2027 逆转。	大型经济危机后经济增速往往更低，战后婴儿潮带来养老金负担，2025 年之后情况将逐渐有所好转。
滞后指标	周期性因素	目前通胀预期处在较为均衡的位置，有上行空间，但空间并不大。	目前通胀预期处在较为均衡的位置，有上行空间，但空间并不大。
	趋势性因素	长期通胀预期下行趋势难言终结。	长期通胀预期下行趋势难言终结。

资料来源：国元证券研究所

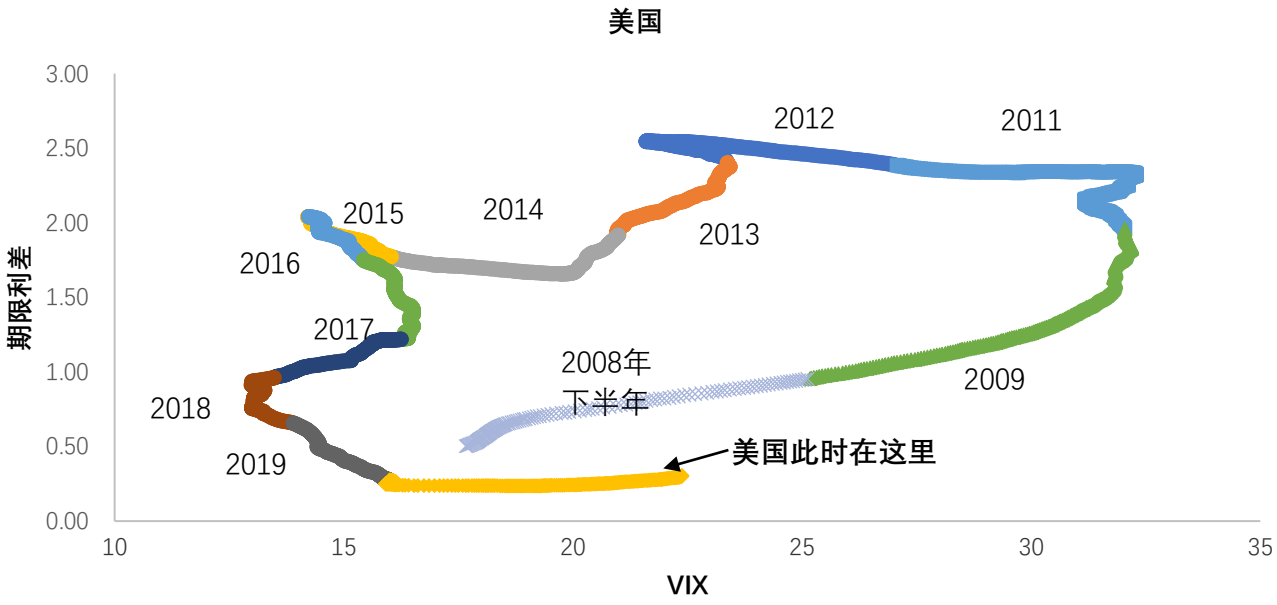
我们也可以用经济周期的图表来表示上述结果，参照我们之前的报告，用期限利差和信用利差构建经济周期的图，可以看到中国的经济周期时长更短，处在较为领先的位置（右上方为先周期位置）。美国经济周期时长更长，处在较为落后的位置（左下方为后周期位置）。

图 26：中国经济周期图



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 27：美国经济周期图



资料来源：Wind，国元证券研究所

4.2 投资建议

4.2.1 中国权益市场

考虑到中国经济同步指标可能会维持一段时间的上行，我们对于未来 8-12 个月中国权益市场并不悲观。但建议投资者选择更加后周期的品种。后周期的选择中存在两种思路，无风险利率的上行或者通胀预期的上行。我们认为无风险利率上行的空间（以美国十年期国债收益率为观察指标，当前位置 0.8%-0.9%，长期均值在 1.5%-2%以上）比通胀预期上升的空间更大（当前位置 1.8%，前期高点 2.1%，长期均值 2.2%）

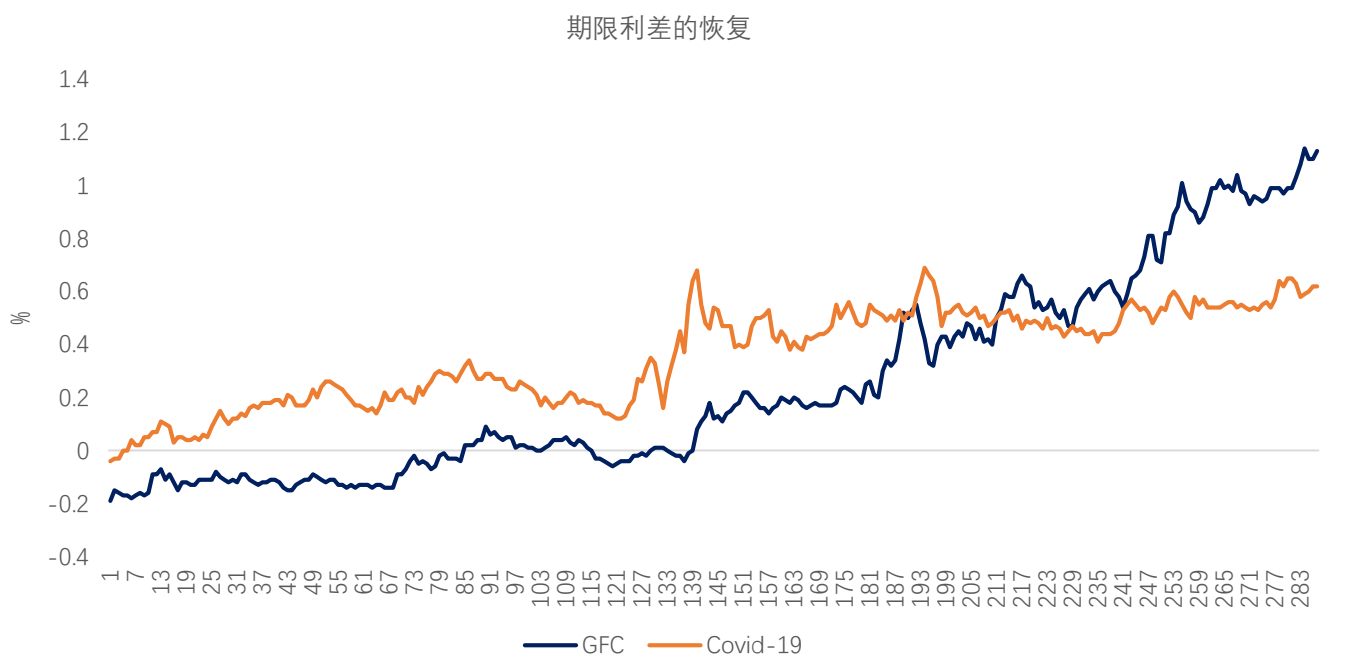
4.2.2 中国固定收益市场

信贷脉冲指标显示利率债的机会可能仍需要等待，明年秋天之后经济复苏的高峰过后可能存在利率债的投资机会。

4.2.3 美国权益市场

我们认为美国经济当前仍然存在不确定性，如果疫情后经济恢复较为顺利，需求恢复良好，美国当前较低的长端国债收益率有望继续上行，如此即可确认美国进入新的经济周期，目前的情况显示 2020 年美国长端国债收益率的修复情况不如 2008 年全球金融危机。

图 28：期限利差的恢复速度不及全球金融危机之后



资料来源：Wind，国元证券研究所

因此美国权益市场的走势存在两种可能：

- 通胀预期未能恢复，1996-1999 年的故事重演，低迷通胀预期下资金涌入科技股带来科网泡沫；
- 通胀预期恢复，2008-2010 年的故事重演，高通胀预期下资金开始关注商品的投

资机会。

我们建议在疫苗正式使用之前更加关注通胀预期恢复的可能性，在疫苗投入使用之后更多关注通胀预期未能恢复的可能

4.2.3 美国固定收益市场

当前美国长端国债收益率的水平依然较低，较低的期限利差意味着波动率放大的概率更高。我们认为在财政刺激通过之后，美国长债收益率走高的概率更大。

4.2.4 低胜率高赔率交易

除了短期的趋势性和周期性机会之外，我们建议投资者同样关注一些长周期的投资机会，无风险利率在长周期内如果见底回升会带来金融/保险行业的投资机会，通胀预期的逆转有可能带来商品的投资机会。

4.3 风险提示

中国与美国经济先行指标可能因为短期风险而走高；中国与美国经济同步指标可能复苏不达预期；中国与美国经济滞后指标可能超预期走高，或因为突发事件走低。

投资评级说明

（1）公司评级定义		（2）行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

分析师声明

作者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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》（Z23834000),国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（以下简称“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。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。 本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、 分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究中心

合肥

地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券
邮编：230000
传真：（0551）62207952

上海

地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编：200135
传真：（021）68869125
电话：（021）51097188