

## 目前四大经济周期分别处于哪个阶段？

2020年07月07日

### 上证综指-沪深300走势图



%	1M	3M	12M
上证指数	13.72	18.16	10.69
沪深300	16.72	22.96	19.96

刘敏

分析师

执业证书编号: S0530520010001  
liumin@cfzq.com

### 相关报告

- 《策略报告: 策略周报 (7.6-7.10): 从2014 年看, 当前周期板块是估值修复行情》 2020-07-05
- 《策略报告: 2020 年第三季度十大金股》 2020-06-30
- 《策略报告: 基于经济周期的大类资产配置——2020 年三季度大类资产配置建议》 2020-06-30
- 《策略报告: 2020 年第三季度宏观策略报告: 溢出的流动性追逐稀缺的确定性将继续维持》 2020-06-29
- 《策略报告: 两融余额环比上升, 融资买入额继续净流入-融资融券周报第 258 期》 2020-06-29

### 投资要点

- 在经济史上, 虽然历史不会重演, 但会惊人的相似。纵观全球经济发展历史, 尽管每段历史都有其不可置疑的独特性, 但仍存在不同的历史时期有相同或相似的规律, 熊彼特 (Schumpeter) 提出周期嵌套模型, 这四种周期之间是相互关联的, 根据各周期的平均长度, 他们之间的关系可以表示为: 1 个康德拉季耶夫周期=3 个库茨涅兹周期=6 个朱格拉周期=18 个基钦周期。经济周期的原因可从技术创新、货币与信贷、心理周期、政治周期、太阳黑子周期等方面来解释。
- 目前我们仍处于第五次康波萧条期, 预计将持续到 2025 年。美国是本次康波的主导国, 中国是追赶国。当前在康波萧条大背景下, 美国本轮房地产周期开启于 2010 年, 预计将延续到 2030 年左右, 目前美国处于房地产周期的第一波下行阶段; 开启于 2010 年左右的朱格拉周期已运行到第 11 年, 处于朱格拉下行期的末端, 本轮朱格拉周期的下降期可能会延续到今年年底或 2021 年年中; 美国处于本轮朱格拉周期下的第三库存周期, 本轮库存周期开启于 2016 年初, 由于遭遇疫情冲击将延长下行期。中国的房地产周期开启于 2000 年, 目前应处于房地产周期下行期的末端, 根据房地产周期的 15-25 年时间的运行规律, 近 5 年可期待新一轮房地产周期的开启; 中国本轮朱格拉周期于 2011 年开启, 目前运行到第 10 年, 本轮朱格拉周期预计延续较长时间; 中国本轮库存周期开启于 2016 年 1 月, 与美国基本同步。目前美国与中国同处于经济短期萧条阶段, 且中国处于朱格拉下行期, 中国经济复苏可能与下一轮朱格拉周期开启相关性较大。
- 在当前周期下面临的风险与挑战:** 1、当前处于新的基础创新的酝酿期, 我们不得不承认目前中国在研究与发展 (R&D)、金融市场发展、教育水平等方面与美国存在的较大差距, 所以说赶超美国, 取决于后期我们在创新领域能否持续突破, 并且成为主干创新的领导者。2、产业链集群的形成过程中, 还要注重产业整体价值链的重塑。3、中国也被看作是美霸权的最有力挑战者。这也是中美关系出现转折的大背景。中美贸易、政治关系紧张。
- 投资策略建议:** 在康波萧条阶段, 三大周期筑底的叠加影响下, 短期经济将走向筑底回升阶段, 但由于经济发展的重要引擎——技术创新仍处于酝酿阶段, 而其引领的房地产周期、朱格拉周期的驱动作用一般来说不及康波复苏、繁荣阶段, 预计目前经济周期将处于弱复苏阶段。我们建议资产配置上可侧重权益类资产、黄金的投资, 减少债券、商品类 (除黄金外) 资产的投资比例。在行业方面, 可重点关注可选消费类及科技类行业。
- 风险提示:** 全球疫情再次冲击风险、国内外经济大幅下滑风险、债务危机等风险、全球或国内紧缩或滞胀风险、地缘政治风险

## 内容目录

<b>1 历史会重演吗？</b>	<b>4</b>
1.1 历史会重演吗？	4
1.2 经济周期形成的原因	6
1.2.1 货币或信贷周期理论	6
1.2.2 心理周期理论	6
1.2.3 政治商业周期理论	7
1.2.4 太阳黑子周期理论	7
<b>2 历史上的经济周期现象</b>	<b>7</b>
2.1 康德拉季耶夫周期（康波）	7
2.1.1 技术创新与经济周期	7
2.1.2 技术创新下的五次康波	8
2.2 房地产周期	9
2.3 朱格拉周期	10
2.4 库存周期	10
<b>3 当前经济周期处于哪个阶段？</b>	<b>11</b>
3.1 第五次康波萧条仍未结束	11
3.2 房地产周期	12
3.2.1 美国房地产周期	12
3.2.2 中国房地产周期	13
3.3 朱格拉周期阶段	15
3.4 库存周期阶段	18
3.5 小结	24
<b>4 当前经济周期下面临的风险与挑战</b>	<b>25</b>
4.1 康波萧条的技术创新可期	25
4.2 康波萧条+疫情冲击下的产业链重构	26
4.3 中美之间的博弈	26
<b>5 投资策略建议</b>	<b>27</b>

## 图表目录

图 1：经济周期曲线	4
图 2：创新周期曲线	8
图 3：技术创新下的五轮康波	9
图 4：美国房地产周期	13
图 5：美国房地产销售周期	13
图 6：美国房地产价格周期	13
图 7：中国房地产投资周期	14
图 8：中国房地产销售周期	14
图 9：美国的朱格拉周期	17
图 10：美国 GDP 各分项同比增长率	17

图 11: 美国投资各分项对 GDP 的拉动率 .....	17
图 12: 中国朱格拉周期 .....	17
图 13: 中国工业产能利用率 .....	18
图 14: 制造业、信息技术服务业固定资产投资同比增速 .....	18
图 15: 三驾马车对经济贡献率 .....	18
图 16: 中美人均资本存量比较 .....	18
图 17: 美国制造商库存、零售商库存、批发商库存环比变化 .....	20
图 18: 美国库存周期 .....	20
图 19: 美国库存销售比 .....	21
图 20: 美国制造商库存环比与新订单环比变化 .....	21
图 21: 中国库存周期 .....	22
图 22: 下游乘用车销量同比数据 (周) .....	23
图 23: 下游汽车 (乘用车) 库存 .....	23
图 24: 下游房地产存销比 .....	23
图 25: 中游钢铁 PMI 原材料库存 .....	23
图 26: 粗钢日均产量 (旬) .....	23
图 27: 中游 PTA 库存天数 (周) .....	23
图 28: 上游煤炭库存 (周) .....	24
图 29: 上游铁矿石港口库存 .....	24
表 1: 长波不同阶段下的创新倾向 .....	8
表 2: 美国的库兹涅茨周期 .....	10
表 3: 历次康波四阶段划分 .....	11
表 4: 康波四阶段对应的宏观经济特征 .....	12
表 5: 2016 年以来政府工作报告房地产调控相关表述 .....	14
表 6: 美国库存周期运行时间 .....	21
表 7: 当前所处周期阶段综合判断 .....	24

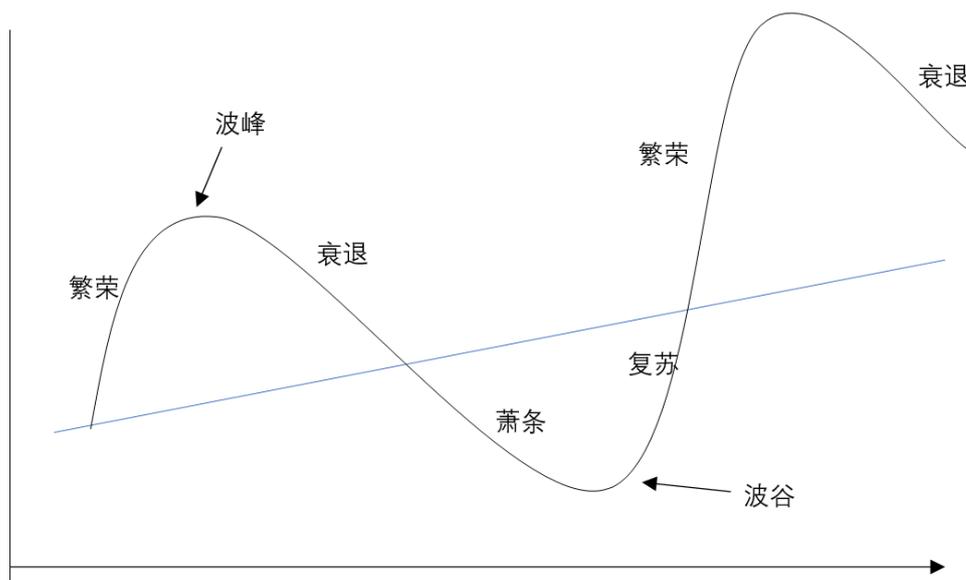
## 1 历史会重演吗？

### 1.1 历史会重演吗？

古希腊哲学家赫拉克利特说“人不能两次踏进同一条河流”，意思是历史不会完全地重复昨天的故事。在经济学史上，虽然历史不会重演，但会惊人的相似。纵观全球经济发展历史，尽管每段历史都有其不可置疑的独特性，但仍存在不同的历史时期有相同或相似的规律，即经济周期现象，经济周期（Business Cycle）又被称为商业周期。

根据伯恩斯（Burns, 1946）的《衡量经济周期》描述，经济周期是经济活动中看到的一种波动现象。一个周期内会出现阶段性特征，一般使用“复苏”、“繁荣”、“衰退”与“萧条”的术语来描述一个周期的不同阶段。在一个周期内，大部分经济或行业领域或经济指标几乎同时发生扩张，以及随之而来同时发生衰退、收缩以及复苏。其中复苏与下一周期的扩张阶段相连。同时，我们称低位转折点为波谷、高位转折点为波峰。

图 1：经济周期曲线



资料来源：财信证券

以史为鉴，90年代末虽有认为经济不再受波动困扰的说法，但事实证明这种看法是错误的。第二次世界大战后，在美国主导国背景下全球经济走向繁荣，但随后世界主要工业经济体的经济增长率一直下滑。随着美国、日本和欧洲互联网泡沫的破灭，他们走向更深层次的经济难题。繁荣创造萧条，朱格拉、康德拉耶夫、熊彼特等的周期阐述无疑证明了这点。经济史是扩张与收缩反复更替的一部历史。

广义经济周期可根据时间长短分为长周期、中周期和短周期，分别对应康德拉季耶夫周期、朱格拉与基项周期。在经济周期研究中康德拉季耶夫发现的周期时间最长，一个康德拉季耶夫周期的平均时间长度约为半个世纪。库茨涅兹、朱格拉、基钦发现的经

济周期时间长度依次缩短。康德拉季耶夫周期、朱格拉周期、基钦周期也常常分别被称为长波、中波、短波。这4种周期都以发现者的名字命名，别名及周期时间长度信息如下：

①康德拉季耶夫周期 (Kondratieff cycle)，又称长波或康波，时间跨度一般为45-60年；

②库兹涅茨周期 (Kuznets cycle)，又称建筑周期、房地产周期，时间跨度一般为15-25年；

③朱格拉周期 (Juglar cycle)，又叫投资周期、固定资产投资周期、资本开支周期、资本性支出周期，时间跨度一般为7-11年；

④基钦周期 (Kitchin cycle)，又被称作库存周期、存货周期，时间跨度一般为3-5年。

众所周知，投资可以分为固定资产投资、房地产投资、存货投资等类型，而不同长度的经济周期分别与某一特定的投资类型相对应。基钦周期与存货投资相关、朱格拉周期与固定资产投资相关、库兹涅茨周期与房地产投资相关，康德拉季耶夫周期与基本的资本或货物（如大型工厂、铁路、运河、土地改良工程等）投资相联系。而且，不同周期的长度取决于各种资本货物的耐久性、以及最终需求刺激同新资本货物的形成之间的时滞长短。

熊彼特 (Schumpeter) 提出周期嵌套模型，这四种周期之间是相互关联的，根据各周期的平均长度，他们之间的关系可以表示为：1个康德拉季耶夫周期=3个库兹涅茨周期=6个朱格拉周期=18个基钦周期。周期嵌套模型中，投资波动常被看作是经济周期的引擎。

我们可从创新的角度来理解各周期之间的关系。熊彼特提出康德拉季耶夫周期的重要的驱动因素为科技创新，创新——科技进步的前提为经济长期增长的驱动因素。从创新周期发展各个阶段的投资活动的演变来看，新技术早期，风险资本家为获取高额利润，迅速投资于新的活动和新的企业。但是新技术的不确定性伴随着这个进程，可能多数预期都以失望告终，从而导致企业转型经营未成功，金融投机产生的泡沫与技术狂热症和“非理性繁荣”一起破灭。随着另外一部分企业充分吸收并适应了新技术，引入期的紊乱状态消失，而产生更加和谐的增长。随着技术应用及发展过程进入后期阶段，已是相对老旧的技术或成熟的技术边际收益递减，用于该领域的投资活动将减少，资金在试图发现下一代创新，等待转移到下一代的重大创新上。

总的来说，经济周期的推动力的根源还是科技创新，投资波动也是科技创新周期导致的结果。例如，在技术创新引进阶段，因为各种基本创新将吸引投资活动，导致投资的增长，从而推动经济的增长。所以，周期嵌套模型中，每一个较高层次的周期都是其层层周期的趋势。

## 1.2 经济周期形成的原因

正如我们上一节所提到，对于为什么会形成长波周期，因为每个时代在一定制度框架下基于核心技术取得的进步在快速增长后都会进入边际报酬递减阶段，进而建立在这种技术基础上的经济进步必然会减缓，而经济再次迅速增长需要依靠新一代核心技术的驱动。

不可否认，在经济领域，金融资本始终扮演着重要且关键的角色。在创新技术引入阶段支持技术革命的发展，继而在可能引发冲突的技术-经济领域和社会-制度领域之间加快建立协调机制，随着协调建立起来，金融资本又开始成为技术扩张期的推动力，当技术革命行将结束，又将转移催生下一场技术革命。对于 20 世纪 30 年代的大萧条，凯恩斯（Keynes）认为经济周期的时间顺序和期限长短的规律性，主要取决于资本边际效率的波动，危机的因素是资本的边际效率及其预期崩塌，而不是利率上升的货币因素。

所以除了创新理论及资本边际效率的解释外，还有比较流行的是货币和信贷因素，另外，还有心理因素理论、政治因素理论、太阳能黑子理论等解释方法，从不同角度对经济周期形成原因进行解释。

### 1.2.1 货币或信贷周期理论

奥地利学派的哈耶克（Hayek）分析了在充分就业均衡条件下，从货币与生产结构相互作用的视角来分析经济周期的原因。

英国经济学家霍特里（Haw.trey）认为经济周期形成的根源是纯货币因素，在于货币供给非均衡变动，并认为解决经济周期问题的出路在于货币和信用的控制方面。因为货币当局的政策行为若引起货币供给和信用的非均衡变动，就会通过“庇古效应”和市场利息率变动，从而引起消费者的货币收支（消费和储蓄之间的分配）及厂商的存货投资的变动，引发产出和就业的波动。

桥水基金创始人达里奥（Dalio）认为推动经济周期发生的根本驱动力是信贷，信贷会导致短期信贷周期和长期信贷周期。企业或者个人通过借贷进行投资或者消费，随着负债越来越多，支出会远远大于收入，推高整个经济总额。为防范杠杆水平过高风险，中央银行通过紧缩政策调节，这时企业和个人需要用收入的一部分用于偿还负债，所以造成消费减少，生产减少、收入减少，经济下行。随着负债的减少，为了刺激经济增长，中央银行会通过扩张的货币政策推进借贷行为。周而复始，从而不断形成短期借贷周期。

### 1.2.2 心理周期理论

英国经济学家庇古（Pigou）提出心理商业周期的理论。经济系统像是一个复杂的生态系统，因为经济系统是人为的，所以又是一个社会经济系统。如马克斯（Marks）的《周期》中所描述，产生周期循环原因在于经济活动是人参与的活动，人的决策对经济周期、企业周期、市场周期产生巨大的影响。人在做决策过程中会把情绪和性格上的弱点如贪

婪、恐惧带入自己的经济决策和投资决策中。由于人过于夸大周期上行和下行的风险，因此人的参与会让趋势走到周期的极端，这些极端最终必须得到修正，从而导致了周期的现象。

### 1.2.3 政治商业周期理论

卡莱茨基（Kalecki）、诺德豪斯（Nordhaus）提出政治商业周期理论，即由政治过程引发经济周期性波动。

### 1.2.4 太阳黑子周期理论

英国经济学家杰文斯（Jevons）提出太阳黑子理论，把经济周期的波动性归因于太阳黑子的周期性变化。美国的穆尔（Moore）发现因为太阳黑子的活动，密西西比河流域的降雨量和收成以 8 年的周期联动，这与物价和经济景气循环的变化一致。

## 2 历史上的经济周期现象

### 2.1 康德拉季耶夫周期（康波）

康德拉季耶夫周期是一种流行全球的现象。康德拉季耶夫周期是最长的周期，不像存货周期容易观察到，必须从长远的历史观察。根据《新帕尔格雷夫经济学大辞典》的定义，康德拉季耶夫周期是指资本主义发展过程中为期约 50-60 年的价格与产出周期。康德拉季耶夫认为，1920 年以前，价格遵循着不规则的正弦波状曲线变动，繁荣和衰退一起构成长波的上升阶段，萧条和回升构成下降阶段。对于康波的形成原因，我们从技术创新方面对康波解释。

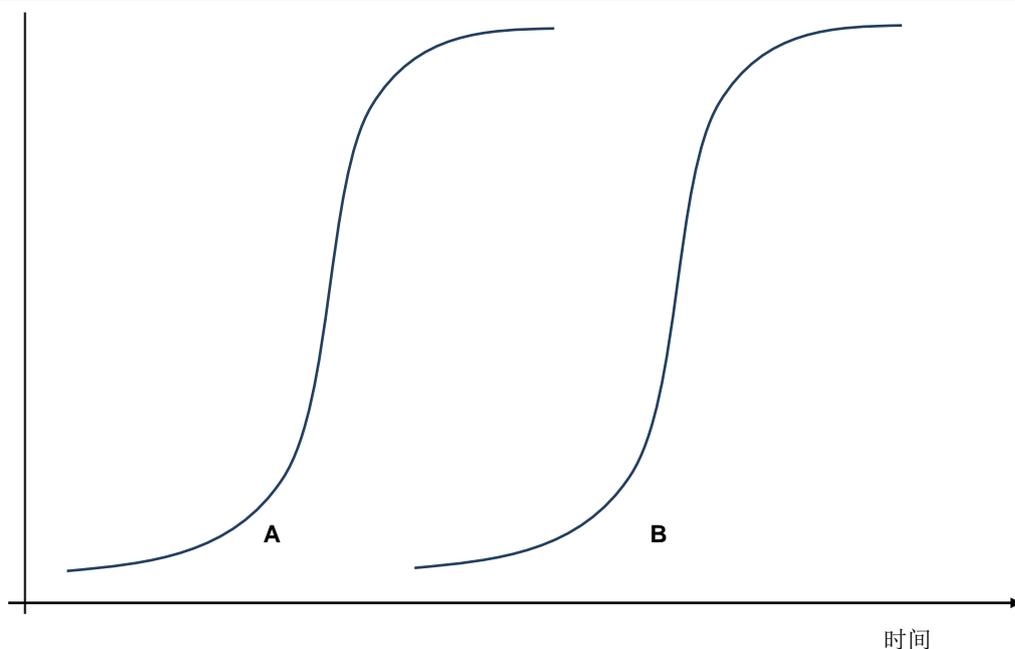
#### 2.1.1 技术创新与经济周期

创新也具有周期性，一项技术从诞生到应用，再到新技术出现而将其淘汰，技术具有生命周期特征。新技术从发明到商业化的过程具有周期性。创新周期一般表现为 S 型，与产品生命周期的四阶段：引进、增长、成熟、衰退对应。引进阶段类似百花齐放阶段，存在不同的技术或产品选择，涌现出众多创新，但对需求是否充足有待验证，创新之初进程是缓慢的。增长阶段，随着产品创新数量的减少，对某一类创新消费者的接受程度增加，需求增长开始加速，销售额的增长导致技术的标准化，并出现降低成本的工艺创新，总的市场规模迅速发展。成熟阶段，创新同改进有关，需求水平平缓下来，产出率下降，通过产品差异的竞争增加；衰退阶段，人们试图通过技术变化来避免市场饱和，并继续使用劳动节约型的工艺创新，产品对消费者开始失去吸引力，销售量逐渐下降。

创新周期可通过创新技术采用率的变化，观察市场需求的饱和率变化，创新周期中采用率发展路径呈现“慢-快-慢”的规律。技术创新周期从慢到快对应了康波的上升期（复

苏和繁荣)，从快到慢形成了康波的下降期（衰退和萧条）。创新动能盛衰交替的变化过程，同时也是经济周期扩张与收缩更替的过程。康波实际上是作为创新的结果呈现的。一个长波的扩张与大量纳入基本创新的部门或行业的快速增长一致。主要创新的生命周期可以延伸到一个以上的长波。新的创新出现，老的创新仍然可能延续。

图 2：创新周期曲线



资料来源：《技术经济学及其应用》、财信证券

基础创新不是平均分布在时间的各个阶段，而是呈现聚集性特征，格·门斯发现大批基础创新分别集中在某些年份，而这些年份正处于世界经济增长的低谷。所以，创新似乎是萧条扳机，当既存创新对经济增长的推动力消耗完，企业家会推出新的基础创新，引起创新主要出现在萧条期。表 1 展示了在长波不同阶段，不同类型创新倾向展现了一定经济周期规律性。

表 1：长波不同阶段下的创新倾向

创新类型	萧条	复苏	繁荣	衰退
产品创新（新行业）	+	++++	++	+
产品创新（现有行业）	+++	+++	+	+
工艺创新（现有行业）	+++	+	++	++
工艺创新（基本部门）	+	++	+++	++

资料来源：《技术经济学及其应用》、财信证券

备注：产品创新（新行业）相当于基础技术创新，符号“+”表示对应类型的创新出现的频次，即创新倾向。

### 2.1.2 技术创新下的五次康波

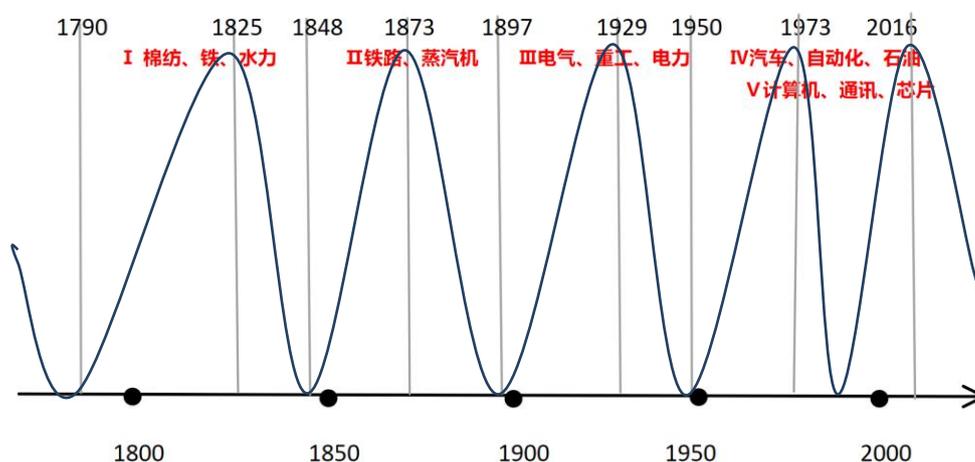
近两个世纪以来，每约半个世纪发生一次技术革命，并引领康波周期。每次技术革命都有一个主导国家，第一次康波棉纺、铁、水力时代，及第二次康波铁路、蒸汽机和机械化时代均由英国主导。第三次康波钢铁、重工业、电气及电力时代的主导国较复杂，发生在英国及另外挑战国家德国和美国。美国为第四次康波汽车、自动化、石油及大规模生产时代和第五次康波计算机、信息通讯、芯片时代的主导国。第四次与第五次康波出现重叠现象。每次技术革命都属于全球性现象，变迁只是从核心向外围逐渐扩散的。

综上，历史上的五次康波中，英国是前两轮康波的领导者，从而也成为了世界经济体系的中心国。美国是近两次康波的领导者，也是 20 世纪初至今的中心国。美国在以铁路建设为代表的第二次康波中紧随英国之后，之后在两次世界大战之间完成了切换，美国取代英国成为了世界体系的中心国。所以，也有观点认为，两次世界大战加速了世界体系的转换。

图 3：技术创新下的五轮康波

不同学者的康波年表

康德拉季耶夫	1790	1810/17	1844/51	1870/75	1890/96	1914/20		
德·沃尔夫		1825	1849/50	1873/74	1896	1913		
冯·寄里亚奇	1792	1815	1842	1873	1895	1913		
熊彼特	1787	1813/14	1842/43	1869/70	1897/98	1924/25		
C. 克拉克			1850	1875	1900	1929		
杜普里兹	1789/92	1808/14	1846/51	1872/73	1895/96	1920	1939/46	1974
罗斯托	1790	1815	1848	1873	1896	1920	1935	1951
曼德尔		1826	1847	1873	1893	1913	1939/48	1967
范·杜因			1845	1872	1892	1929	1948	1973



资料来源：《光阴似箭——从工业革命到信息革命》、财信证券

## 2.2 房地产周期

对于被称为房地产周期的库兹涅茨周期，有的人认为它并不是普遍有效的，房地产周期与建筑活动相联系，包括住房建筑投资与非住房建筑投资。周期的平均时间长度是 16 年，其中扩张阶段大概 11 年，收缩阶段 5 年。霍伊特 (Hoyt) 的《百年来芝加哥地区的土地价格》详细阐述了 1830—1933 年芝加哥的房地产周期。103 年期间，建筑活动的事

件按照先后顺序不自觉地重复发生了五六遍，平均时间间隔为 18 年。关于房地产周期的原因，伊斯特林（Easterlin）主要依赖于经济变量和人口统计变量之间的相互作用。

房地产周期是一个国别周期，它不具有全球的共时性。根据《涛动周期论：经济周期决定人生财富命运》所描述，在一轮康波中，作为技术革命的主导产业会增长，另外房地产是康波增长的最核心载体。且主导国的房地产周期相对于外围国和追赶国具有明显的领先性，外围国的房地产周期也同步或领先于追赶国。可把房地产周期看作是技术革命的引致增长，所以房地产周期滞后于技术创新周期。

**表 2：美国的库兹涅茨周期**

转折点				持续年数	
波谷	波峰	收缩	扩张	波谷-波谷	波峰-波峰
1861	1871				
1878	1892	7	7	17	21
1898	1912	6	14	20	20
1918	1927	6	14	20	15
1933	1941	6	9	15	14
1944	1959	3	8	11	18
1960	1972	1	15	16	13
1975		3	12	15	
平均		4.6	11.3	16.3	16.8

资料来源：《经济长波与创新》、财信证券

## 2.3 朱格拉周期

1962 年克里门特·朱格拉 (Clement Juglar) 在《论法国、英国和美国的商业危机以及发生周期》一书中，他对较长时期的工业经济周期进行研究，并根据生产、就业人数、物价等指标，发现存在 9-10 年的经济周期。如前文所述，朱格拉周期又称固定资产投资周期，固定资产投资是存货周期转折点的一个决定因素。7-11 年的投资周期与机器和设备方面的投资波动相关联，固定资产方面的投资包括资本货物：如机器、设备、建筑物、船只、飞机。

## 2.4 库存周期

存货投资是一个滞后的周期指示器。厂商有种种理由备有存货，如为了销售的目的进行存货投资，并通过调整存货量使实际存货适合期望水平，而期望水平是销售量的函数。另外，出于投机目的，例如期望价格会上升或原材料短缺时，他们可以拥有额外的存货。第三，厂商可能想拥有一定数量的存货作缓冲，以应对额外需求。如果生产和需求不匹配或不均衡，如本次疫情冲击需求停滞，存货就会超出期水平，反之，需求增加就会耗尽各种存货。

1941 年梅茨乐 (Metzler) 提出存货加速模型。它强调销售预测中的偏差对存货和整

个产出量的影响。他认为，经济扩张时，生产量和收入、消费会上升，导致销售量上升，会使存货下降，从而增加存货投资（补库存）。由此生产量和收入、消费继续上升，销售量也持续上升。当经济扩张到一定阶段，销售增长率和存货增长率将下降，导致生产量和收入、消费下降，进而存货继续下降（即去库存）。随着经济收缩到一定程度，各种下降将逐渐放慢。当收入、消费有了新的增长时，销售量开始上升，由此进入一个新的存货周期。

实际存货低于期望的销售水平，厂商就会补足其存货，增加存货投资，这是主动补库存。额外需求和额外存货投资之间存在互相促进机制，即生产会导致收入增加，反过来创造额外需求，促使更多的存货投资。一旦实际销售量低于预期量，额外需求和额外存货投资之间互相促进机制可能在存货大于期望水平时停止，这时常规上就开始清理库存，这是被动减库存。这种周期性的下降会在库存水平变得极低时结束，存货投资又会作为一种正向需求刺激，进入下一轮存货周期。但是，商业周期衰退并不意味着产出的绝对下降，也可能是较小幅度的上升。

### 3 当前经济周期处于哪个阶段？

#### 3.1 第五次康波萧条仍未结束

目前全球经济处于第五次康波的萧条阶段，第四次之前的康波根据范·杜因《创新随时间的波动》划分，第五次康波根据周金涛的《涛动周期论：经济周期决定人生财富命运》划分，本次康波起源于1982年，1982年-1991年为本次康波复苏阶段，1991年-2005年为康波繁荣阶段，2005年至-2016年为康波衰退阶段，2016年至今仍处于本次康波萧条阶段，而疫情对萧条阶段的经济造成了较大经济冲击。

表 3：历次康波四阶段划分

	第一次	第二次	第三次	第四次	第五次
繁荣	1782-1802	1845-1866	1892-1913	1948-1966	1991-2005
衰退	(战争 1802-1815) 1815-1825	1866-1873	(战争 1913-1920) 1920-1929	1966-1973	2005-2016
萧条	1825-1836	1873-1883	1929-1937	1973-1982	2016-
复苏	1836-1845	1883-1892	1937-1948	1982-1991	

资料来源：《创新随时间的波动》、《涛动周期论：经济周期决定人生财富命运》、财信证券

根据卡萝塔·佩蕾斯的《技术革命与金融资本：泡沫与黄金时代的动力学》，在康波

萧条阶段经济增长很少甚至没有增长，且生产能力过剩，消费需求以牺牲储蓄为代价维持增长。

**表 4：康波四阶段对应的宏观经济特征**

阶段特征	繁荣	衰退	萧条	复苏
国民生产总值	高增长	增长率下降	很少或没有增长	增长率提高
投资需求	资本存量强烈扩张	投资规模增加	生产能力过剩	更新投资增加
消费需求	所有部门的需求扩张	新的部门继续增长	以储蓄减少为代价，暂时继续增长	购买力寻找新的出路
就业	由于主导部门的增长对一般经济的影响，实现充分就业	由于对劳动力的替代，失业率增加	由于合理化和需求停滞，出现大量失业	由于更新投资和对新产品的需求上升，失业率下降
市场结构	在繁荣的早期阶段存在竞争性的市场，然后出现集中趋势	多样化，兼并重组	独家垄断和寡头垄断市场，高破产率	出现新市场，且只有少数竞争者

资料来源：《技术革命与金融资本：泡沫与黄金时代的动力学》、财信证券

## 3.2 房地产周期

根据周期嵌套理论，每一个较高层次的周期都是其次层周期的趋势。我们分析朱格拉周期和库存周期，应该在房地产周期分析得出结论的情况下再去进一步研究。康波萧条背景下，了解我们处于房地产周期运行阶段是十分有必要的。因为目前美国还是本次康波的主导领先国，要了解全球经济情况，我们可以从美国着手，再结合国内情况针对性的进行周期判断。

房地产周期应包括住房建筑投资以及非住房建筑投资活动相关的周期。

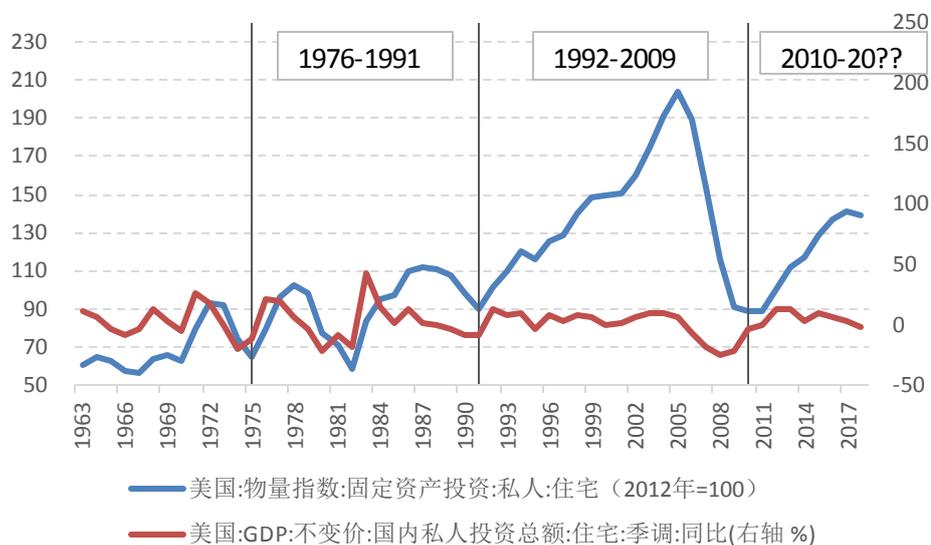
### 3.2.1 美国房地产周期

私人部门的房地产投资意愿更能反映房地产经济形势，我们采用了美国私人固定资产投资中的住宅指数来观察美国房地产周期，再结合价格、销售数据来判断周期形势。

从 1963 年以来美国私人固定资产投资中的住宅物量指数（已剔除价格影响因）年度数据来看，从 1975 年到目前，美国共发生三个房地产周期轮回，1976 年-1991 年为第一轮，约 16 年；1992 年至 2009 年为第二轮，约 18 年；目前正在经历的是 2010 年启动的房地产周期，2017 年是美国本轮房地产周期的第一波高点。图 4 中的私人部门住宅投资物量指数周期性较明显，而住宅季调同比数据较住宅物量指数领先。从新建住房销售及

新建住房售价中位数月度指标看，其周期拐点基本与投资周期一致。

图 4：美国房地产周期



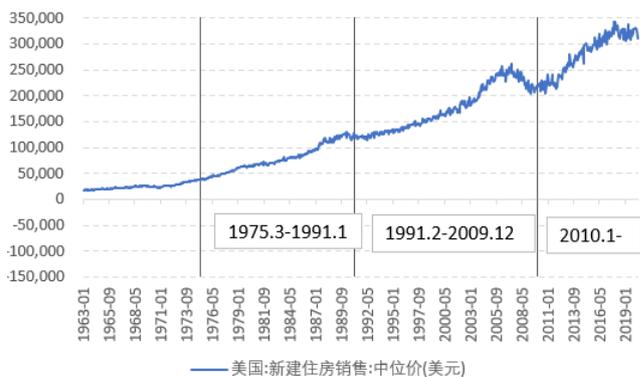
资料来源：wind、财信证券

图 5：美国房地产销售周期



资料来源：wind、财信证券

图 6：美国房地产价格周期



资料来源：wind、财信证券

### 3.2.2 中国房地产周期

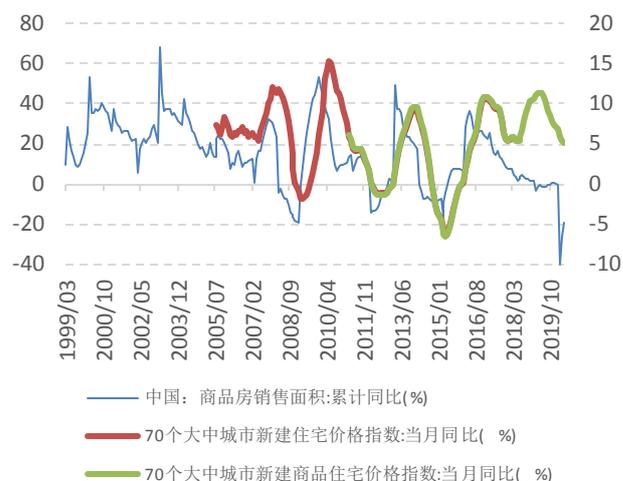
中国房地产周期从 2000 年开始，根据房地产投资增速划分为三个阶段：2000 年-2007 年为高速增长阶段，从房地产开发投资完成额平均增速看达到 27.87%，2007 年次贷危机后，向下调整了一年，之后 2010 年继续回到高增长阶段，2012 年后为低速增长，2016 年政府首次明确“房住不炒”，2016 年后房地产投资被控制，从房地产投资增速来看，2016 年-2019 年平均增速在 10% 以下。2016 年后至今反复强调“房住不炒”削弱房地产投资属性。

图 7：中国房地产投资周期



资料来源：wind、财信证券

图 8：中国房地产销售周期



资料来源：wind、财信证券

从历年政府工作报告对房地产控制的表述来看，从 2016 年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”，此前，中共中央政治局会议、住建部都曾多次提到“坚决遏制房价上涨”，新华社评论也称“中央遏制房价上涨的决心不会发生改变，决不允许房地产调控半途而废、前功尽弃”，种种迹象均表明今年房地产调控政策将不会放松。回顾过去 5 年，房地产表述走势从抑制投资投机需求，演变到了培育住房租赁市场，以及“因城施策”，再到“房住不炒”。因为市场已经逐渐趋于理性，今年房地产相关内容隐藏在“城镇化”部分，没有单列表述。

表 5：2016 年以来政府工作报告房地产调控相关表述

政策年份	政府工作报告	其他
2016 年	<b>推进城镇保障性安居工程建设和房地产市场平稳健康发展。</b> 今年棚户区住房改造 600 万套，提高棚改货币化安置比例。完善支持居民住房合理消费的税收、信贷政策，适应住房刚性需求和改善性需求，因城施策化解房地产库存。建立租购并举的住房制度，把符合条件的外来人口逐步纳入公租房供应范围。	强调“刚性需求”、“棚户改造”。2016 年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”。
2017 年	<b>因城施策去库存。</b> 目前三四线城市房地产库存仍然较多，要支持居民自住和进城人员购房需求。坚持住房的居住属性，落实地方政府主体责任，加快建立和完善促进房地产市场平稳健康发展的长效机制，健全租购并举的住房制度，以市场为主满足多层次需求，以政府为主提供基本保障。加强房地产市场分类调控，房价上涨压力大的城市要合理增加住宅用地，规范开发、销售、中介等行为，遏制热点城市房价过快上涨。目前城镇还有几千万人居住在条件简陋的棚户区，要持续进行改造。今年再完成棚户区住房改造 600 万套，继续发展公租房等保障性住房，因地制宜、多种方式提高货币化安置比例，加强配套设施建设和公共服务，让更多住房困难家庭告别棚户区，让广大人民群众在住有所居中创造新生活。	强调“去库存”、“因城施策”、“租购并举”和“棚改货币化”。

2018 年	<p><b>更好解决群众住房问题。</b>启动新的三年棚改攻坚计划，今年开工 580 万套。加大公租房保障力度，对低收入住房困难家庭要应保尽保，将符合条件的新就业无房职工、外来务工人员纳入保障范围。<b>坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位</b>，落实地方主体责任，继续实行差别化调控，建立健全长效机制，促进房地产市场平稳健康发展。支持居民自住购房需求，培育住房租赁市场，发展共有产权住房。加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度，让广大人民群众早日实现安居宜居。</p>	<p>强调“房住不炒”、“房地产税”、“租售并举”。</p>
2019 年	<p><b>深入推进新型城镇化。</b>坚持以中心城市引领城市群发展。抓好农业转移人口落户，推动城镇基本公共服务覆盖常住人口。更好解决群众住房问题，落实城市主体责任，改革完善住房市场体系和保障体系，促进房地产市场平稳健康发展。继续推进保障性住房建设和城镇棚户区改造，保障困难群体基本居住需求。继续推进地下综合管廊建设。城镇老旧小区量大面广，要大力进行改造提升，更新水电路气等配套设施，支持加装电梯和无障碍环境建设，健全便民市场、便利店、步行街、停车场等生活服务设施。新型城镇化要处处体现以人为核心，提高柔性化治理、精细化服务水平，让城市更加宜居，更具包容和人文关怀。同时提出，健全地方税体系，<b>稳步推进房地产税立法。</b></p>	<p>强调“落实城市主体责任”、“房住不炒”、“新型城镇化”、“城镇老旧小区”、“房地产税”。</p>
2020 年	<p><b>深入推进新型城镇化。</b>发挥中心城市和城市群综合带动作用，培育产业、增加就业。<b>坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位</b>，因城施策，促进房地产市场平稳健康发展。完善便民设施，让城市更宜居业安居。同时提出，加强新型城镇化建设，大力提升县城公共设施和服务能力，以适应农民日益增加的到县城就业安家需求。新开工改造城镇老旧小区 3.9 万个，支持加装电梯，发展用餐、保洁等多样社区服务。</p>	<p>强调“房住不炒”、“促进房地产市场平稳健康发展”、“新型城镇化”、“老旧小区改造”。</p>

资料来源：历年政府工作报告、财信证券

### 3.3 朱格拉周期阶段

美国 1973 年以来共经历 5 轮朱格拉周期，前 4 轮分别是 1973Q1-1982Q4、1983Q1-1992Q1、1992Q2-2001Q1、2002Q2-2009Q3，本轮朱格拉周期自 2009 年 4 季度开始，目前处于本轮朱格拉周期下行期至下一轮朱格拉上升的转折期。本次朱格拉周期自 2009 年第四季度开启，2009 年-2015 年上升，2016 年设备投资增速放缓，之后 2017 年微弱反弹，直到 2019 年设备投资动力不足。我们认为 2017 年的设备投资增速回升并非新一轮朱格拉周期的开启，从 GDP 各分项同比增长率来看，2017 年，美国私人投资增速止跌回升支撑经济走出低谷阶段性回暖，而与 2009 年不同的是，2009 年开启的朱格拉周期正值美国新一轮房地产周期的启动快速上升阶段，而 2017 年是美国房地产周期的第一波高点拐点，房地产投资的大力度一定程度上对设备投资形成一定支撑。而 2018 年、2019 年为美国房地产周期的下行期，私人住宅投资、私人建筑投资对 GDP 的拉动率都掉

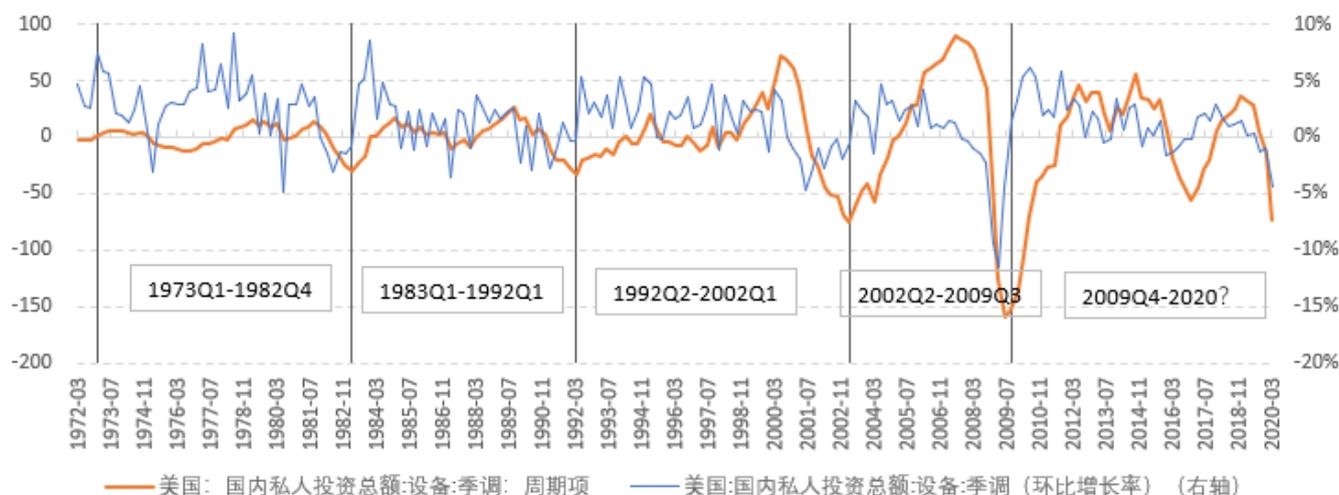
头往下走，甚至为负值。疫情冲击下，美国经济 3 月以来一直处于停摆状态，设备投资延续 2019 年以来的下行趋势，设备投资环比降幅为-4.29%。疫情对经济有冲击，但是不会改变周期的趋势，本轮朱格拉周期的下降期可能会延续到今年年底或 2021 年年中。伴随中美贸易摩擦升级以及房地产周期下行，企业的投资预期边际减弱，设备投资增速将继续放缓。

从中国的朱格拉周期来看，上一轮为 1999 年-2010 年，本轮朱格拉周期为 2011 年开启，由于房地产周期的不同步，中国房地产周期于 2000 年开启，2000 年 2014 年经过了漫长的上升期，同样我们观察到的 2017 年设备投资增速的企稳回升，并不代表新一轮朱格拉周期的开启。叠加设备投资指数、产能利用率、库存周期从低位回升，似乎显示新一轮设备投资周期开启。2017 年的设备投资增速回升主要得益于以下两点：1、2016 年以来的供给侧改革显成效，传统资本密集型产能过剩行业加速出清，提升了产能利用率，对经济拖累下降。2、“新经济”的崛起对经济支持作用提升，且内外需的改善增强了企业的投资意愿。但是在 2016 年以来房地产的去库存、“房住不炒”等政策严控环境下，中国房地产经历了难过的几年，叠加 2018 年以来中美外贸环境的恶化，企业的投资边际效益递减，设备投资增速仍处于下行阶段。受疫情影响，2020 年 2-5 月固定资产投资完成额:制造业累计同比增速-31.50%、-25.20%、-18.80%、-14.80%；信息技术行业投资增速修复相对较好，2-5 月固定资产投资完成额:信息传输、软件和信息技术服务业累计同比增速为-32.80%、-21.20%、-9.50%、-2.20%

虽然投资边际效应递减，但是我们认为我国还存在较大的投资空间待挖掘。据 wind 统计数据，改革开放以来，中国经济的快速增长主要靠投资拉动经济，从三驾马车对 GDP 贡献率指标来看，投资目前仍为中国的主要经济动力，2019 年资本形成对 GDP 贡献率为 57.8%，近 10 年投资对 GDP 的贡献率达到 59.17%的平均水平。过去 40 多年中国累积了大量的资本，随着资本存量的增加，投资的边际回报处于递减状态。但是目前中国的人均资本存量与发达国家相比尚存在较大差距，例如据 penn world table 9.1 数据，2017 年中国的人均资本存量为 6.7 万美元，而作为世界第一经济体的美国人均资本存量达到 17.3 万美元，接近我们的 3 倍。所以目前我们和经济追赶效应相关的投资需求仍然较强，我们未来还存在较大的投资空间。

且从另一个角度看，朱格拉周期以来的是技术升级产生的设备投资或旧设备更新，由于房地产周期下行，房地产投资、基建投资对经济增长的贡献走弱，而“新动能”尚难以完全替代“旧动能”的作用。通过观察具备新动能代表的信息传输、软件和信息技术服务业的投资增速，自 2013 年-2014 年为高速增长阶段，而 2015 年后呈下降趋势。我们认为中国下一轮的朱格拉的开启应等待生产技术升级改造或国内外需求的改善等条件的形成，可能要到 2021 年。

图 9：美国的朱格拉周期



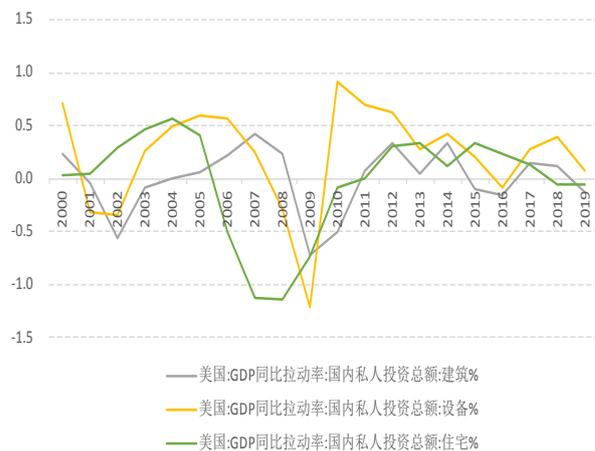
资料来源: wind、财信证券

图 10：美国 GDP 各分项同比增长率



资料来源: wind、财信证券

图 11：美国投资各分项对 GDP 的拉动率



资料来源: wind、财信证券

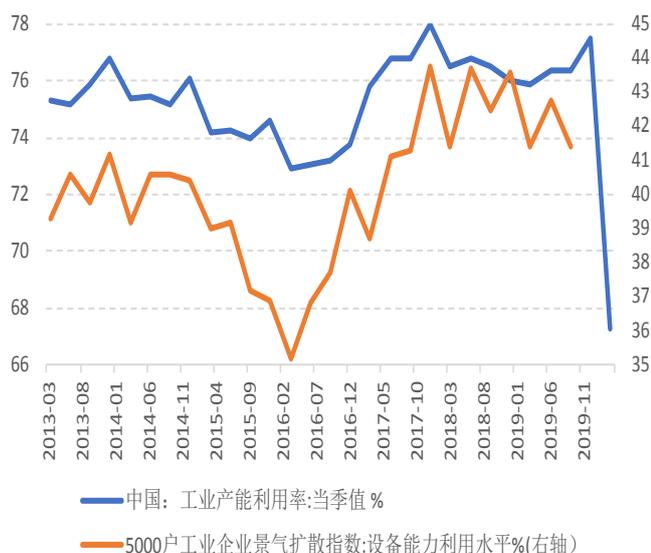
图 12：中国朱格拉周期



资料来源: wind、财信证券

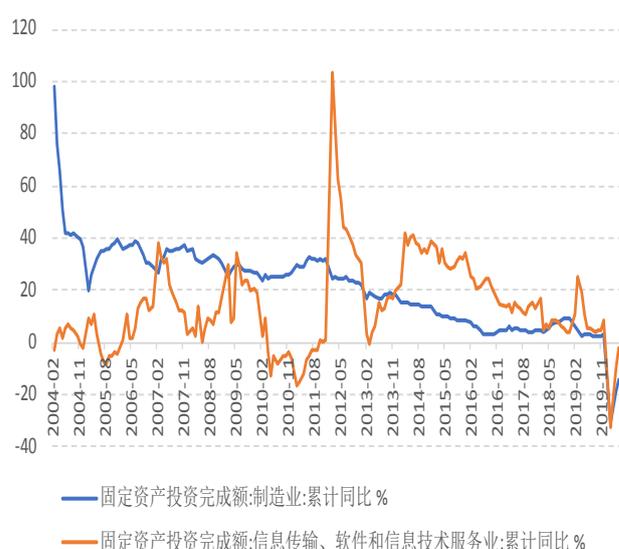
说明: 根据设备工器具购置年数据计算 2004 年之前的设备投资同比增速。

图 13: 中国工业产能利用率



资料来源: wind、财信证券

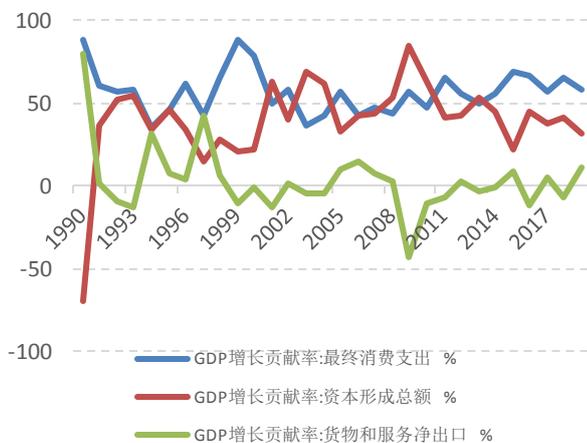
图 14: 制造业、信息技术服务业固定资产投资同比增速



资料来源: wind、财信证券

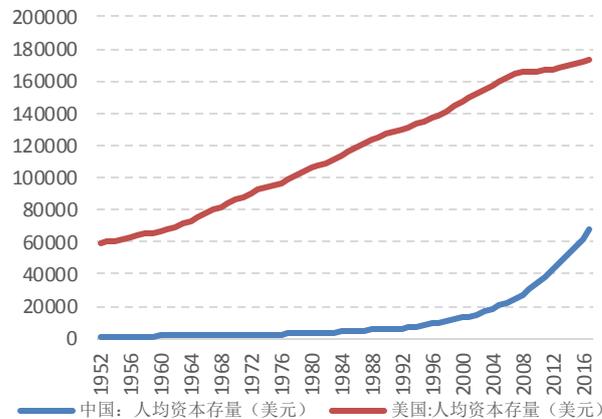
说明: 中国工业产能利用率数据截至 2020 年一季度末, 5000 户工业企业景气扩散指数: 设备能力利用水平数据截至 2019 年 9 月。

图 15: 三驾马车对经济贡献率



资料来源: wind、财信证券

图 16: 中美人均资本存量比较



资料来源: Penn World Table 9.1、财信证券

### 3.4 库存周期阶段

库存周期对应的是经济的短周期, 反应的是经济的短期波动。库存的变化反应的是厂商或者零售部门对经济周期运行状态的反应, 通常是根据原材料或产成品未来价格预期, 从而进行库存调整。库存周期同时也是价格周期, 所以我们用库存指标结合价格指标来进行分析。

对于库存的上升期可以理解为需求旺盛情况下, 企业预计未来有更多的需求, 提高

库存对应的时期；对库存的下降期可以理解为需求不振情况下，价格上涨乏力，企业没有提高库存的动力从而降库存。库存周期从根本上取决于供给和需求两个维度。库存的波动实质上是供给和需求错配的结果。供需错配情况下就会产生库存的波动，所以说需求或供给的异常波动都会导致库存的波动。

从另一方面来理解，库存周期反应的是一种量价关系。库存周期也可以根据量价关系划分为四个阶段：被动去库存阶段（价格先下跌，然后库存下跌）→主动去库存阶段（量价齐跌）→被动补库存阶段（价格先上升，然后库存上升）→主动补库存阶段（量价齐升）。

库存指标分为制造商库存、零售商库存、批发商库存，其中制造商库存与批发商库存因为与原材料价格关系较为密切，而零售商库存与产成品价格相关性较大，所以从库存指数变化规律看，制造商库存与批发商库存环比走势较为一致（图 17）。而制造业库存与零售商库存的变化并非是同步的，并且在某些时候甚至是反向的，制造业库存同比波动幅度大于零售商库存。

零售商库存对应产成品价格，所以一定程度上说产成品价格反应的是经济的消费需求，经济的消费需求作用于经济的短期波动，所以零售商库存是对短期波动。制造业库存对应的是原材料价格，原材料价格与国际大宗商品关系较为密切，制造业库存是作用于供给端，与工业景气度相关性较大。另一方面，制造商库存即原材料库存周期领先于产成品库存（图 17）。

美国制造业 PMI 指标与中国有些不同，其中与库存相关的指标有：自有库存 PMI 指数、客户库存 PMI 指数，分别表示制造业库存、零售商库存。因为 PMI 数据快于库存数据的出具，所以我们进行周期划分采用的是制造业库存 PMI 指数，而考虑到指标的领先性，我们采用制造业库存 PMI，而不是采用客户库存 PMI。

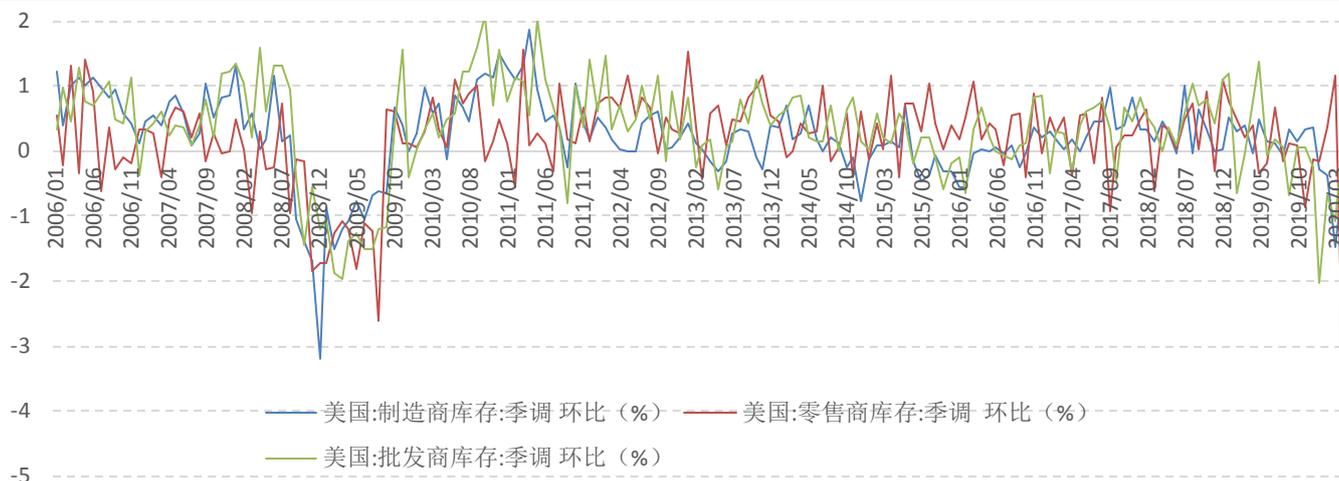
一般而言，相对销售库存越高，也就是库存比越高，可以解释为产品滞销导致的库存增加，就意味着经济衰退甚至萧条概率较大；相对销售库存越低，即库销比越低，产品供不应求，就意味着经济向好或过热。

为排除疫情冲击因素，我们观察 2020 年 3 月之前的库销比数据，2019 年 2 月至 2020 年 2 月，制造业库销比呈上升趋势，而零售商库销比呈现下降趋势。期间，制造商库存 PMI 下降的，说明原材料滞销，而零售商库存 2019 年 2 月至 2019 年 11 月是下降趋势的，直到 2019 年 12 月以后呈上升趋势，说明零售商在销售向好之后有补库存，在疫情冲击之前，可见美国的消费需求是向好的。而从制造业新订单 PMI 指数及出口订单 PMI 指数看，2019 年 1 月至 12 月一直呈现下滑态势。疫情冲击之前，美国制造业都呈现萎缩状态。而疫情对美国供给端以及全球供应链都造成较大冲击，在主动去库存阶段遭遇冲击导致 4 月之前库存进一步去化，而 5 月美国逐步复工复产，库存开始上升。

目前，美国处于本轮朱格拉周期下的第三库存周期，本轮库存周期开启于 2016 年初，经历了 2 年的库存上升期，于 2018 年 2 月达到顶峰后，进入去库存阶段，2020 年 3 月疫

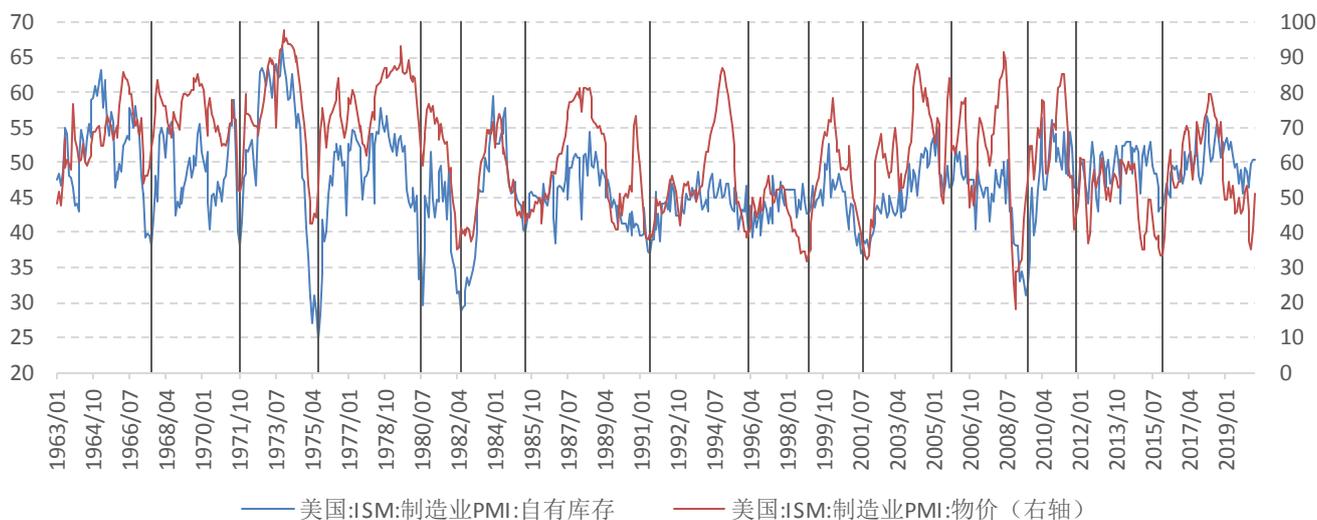
情冲击之前，美国仍处于去库存阶段。在不同的周期状态下库存周期运行时间有不同的特征，我们类比康波萧条期间 1971 年 10 月-1975 年 7 月的库存周期，上行期经历了 25 个月，下行经历了 21 个月，按照 21 个月的下行期则本轮库存的下行期也要持续到 2020 年 1 月，由于遭遇疫情冲击将延长下行期。

图 17：美国制造商库存、零售商库存、批发商库存环比变化



资料来源：wind、财信证券

图 18：美国库存周期

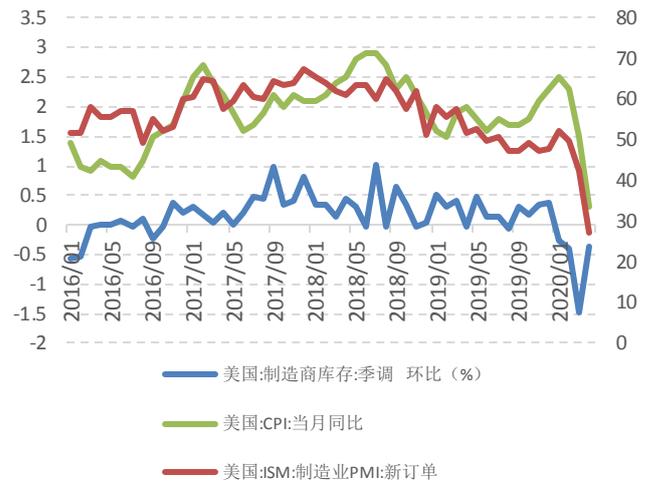


资料来源：wind、财信证券

图 19：美国库存销售比



图 20：美国制造商库存环比与新订单环比变化



资料来源：wind、财信证券

资料来源：wind、财信证券

表 6：美国库存周期运行时间

	上行（月）	下行（月）	总计（月）
1967.8-1971.10	28	25	53
1971.11-1975.7	24	21	45
1975.8-1980.6	35	24	59
1980.6-1982.5	7	16	23
1982.5-1985.6	20	18	38
1985.7-1991.7	29	44	73
1991.8-1996.3	29	27	56
1996.4-1999.1	14	20	34
1999.2-2001.8	18	13	31
2001.9-2005.12	43	9	52
2006.1-2009.7	32	11	43
2009.8-2011.11	14	13	27
2011.12-2016.1	35	15	50
2016.2-	29	?	?

资料来源：wind、财信证券

上文所说到，自 2016 年以来中国进行的供给侧改革化解过剩产能，中国本轮库存周期，本轮周期的形态比较特别，上行坡度较小，且顶部徘徊时间较长，形态上具有顶部特征不明显、较为平缓的特征。这与中国自 2016 年以来供给侧改革去除过剩产能有关，供给侧改革抑制了如煤炭、钢铁、玻璃等产能过剩行业的投放需求。疫情冲击之前，内外需并未出现好转迹象，而疫情影响下的库存回升表面上是从主动去库向被动补库的“逆序”切换，库存周期的下行趋势仍不改。受疫情因素影响，2 月原材料库存指数为 33.90%，但 3 月就快速恢复到 1 月水平，从可选消费中乘用车销量数据来看，疫情冲击后销量迅速恢复到以前水平，但是并未出现“报复性反弹”。

分产业链库存中，上游行业如煤炭等整体处于去库阶段，而铁矿石比较特殊，近期受新冠肺炎疫情影响、主要出口国巴西供货处于较低水平，铁矿石价格出现上涨（类似2019年初），而铁矿石贸易商为了规避风险，降低库存、快进快出，从而导致库存下降；中游行业如钢铁库存存在下降，国内疫情后启动、且新基建拉动影响钢铁行业向好。从粗钢日均产量数据看，2020年6月上旬重点钢企粗钢日均产量达到210.92万吨，创出近一年新高。价格方面，一方面需求较旺盛、另一方面价格受原材料铁矿石价格上涨影响，钢铁价格有所上升。而中游的化工原料PTA去库存压力大，主要是当前环境下外贸不利因素影响；下游房地产行业存销比在疫情冲击后目前已恢复至去年同期水平，下游乘用车仍处于去库存阶段，主要是国内需求恢复库存继续降低。

目前中国仍处于经济结构转变，转换增长动力的局面，在目前国内外经济环境复杂变化背景下，供求两端“双收缩”的可能性大大提高，经济的下行压力仍较大。中国新一轮库存周期的启动，主要面临的阻力点在需求端不足，疫情对国内中小企业造成较大冲击，而海外疫情对全球经济创伤面较大，全球经济不确定因素较多，美国、欧洲等经济下滑、失业人员暴增会造成外需不足，且中美关系僵局下贸易摩擦升温，不利中国大量的出口型企业。所以在内外双需共振向下的环境下，难以成为企业持续补库的支撑，库存周期的动力面临与上一轮库存一样的局面。

图 21：中国库存周期



资料来源：wind、财信证券

图 22: 下游乘用车销量同比数据 (周)

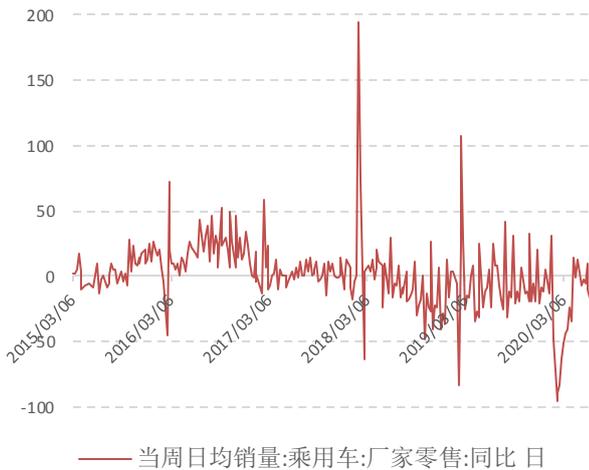


图 23: 下游汽车 (乘用车) 库存



料来源: wind、财信证券

资料来源: wind、财信证券

图 24: 下游房地产存销比

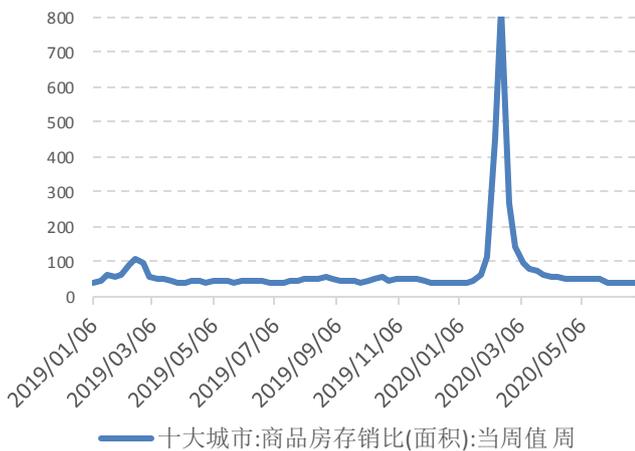
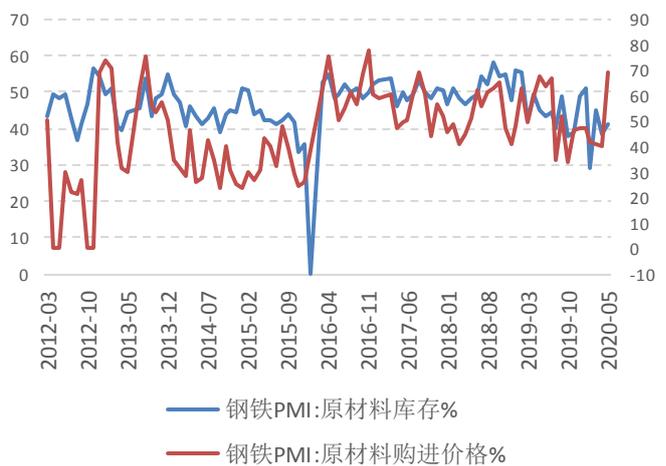


图 25: 中游钢铁 PMI 原材料库存



料来源: wind、财信证券

资料来源: wind、财信证券

图 26: 粗钢日均产量 (旬)

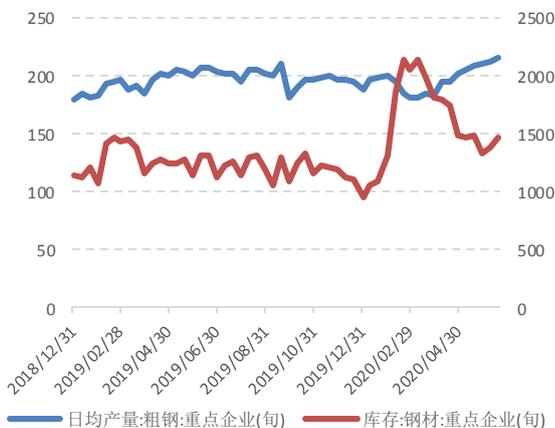


图 27: 中游 PTA 库存天数 (周)



料来源: wind、财信证券

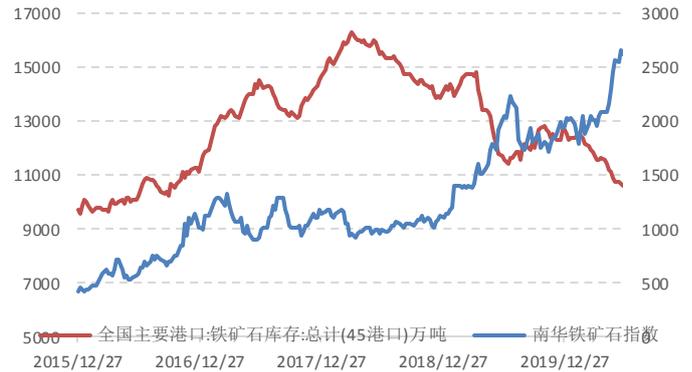
资料来源: wind、财信证券

图 28：上游煤炭库存（周）



资料来源: wind、财信证券

图 29：上游铁矿石港口库存



资料来源: wind、财信证券

### 3.5 小结

综上，当前在康波萧条大背景下，美国本轮房地产周期开启于 2010 年，预计将延续到 2030 年左右，目前美国处于房地产周期的第一波下行阶段；开启于 2010 年左右的朱格拉周期已运行到第 11 年，处于朱格拉下行期的末端，本轮朱格拉周期的下降期可能会延续到今年年底或 2021 年年中；美国处于本轮朱格拉周期下的第三库存周期，本轮库存周期开启于 2016 年初，由于遭遇疫情冲击将延长下行期。中国的房地产周期开启于 2000 年，目前应处于房地产周期下行期的末端，根据房地产周期的 15-25 年时间的运行规律，近 5 年可期待新一轮房地产周期的开启；中国本轮朱格拉周期于 2011 年开启，目前运行到第 10 年，本轮朱格拉周期预计将较长时间；中国本轮库存周期开启于 2016 年 1 月，与美国基本同步。目前美国与中国同处于经济短期萧条阶段，且中国处于朱格拉下行期，中国经复苏可能与下一轮朱格拉周期开启相关性较大。

表 7：当前所处周期阶段综合判断

	康波周期	房地产周期	朱格拉周期	库存周期
美国	康波萧条	第一波的下行	下行期的末段、筑底过程	下行期的末段、筑底过程
中国		下行期的末段、筑底过程	下行期的末段、筑底过程	下行期的末段、筑底过程

资料来源: 财信证券

## 4 当前经济周期下面临的风险与挑战

### 4.1 康波萧条的技术创新可期

目前我们处于康波萧条阶段，2016年进入康波萧条以来，这是第5年，康波萧条不会在短期内结束，根据历史经验，一般持续时间为10年。康波的周期变动是缓慢的，原因在于技术创新不是一蹴而就的，而是一个渐进的缓慢的过程。

从经济康波周期考虑，萧条期虽然是现有行业的工艺创新、产品创新的集群期。这些创新主要集中于减少产品生产成本等方面。在佩蕾丝所说的“技术-经济范式”中，即将新思维方式与生产体系(包括其组织、技术及其相互依赖性)相结合的模式，一般存在影响整个经济的“元范式”，“元范式”指的是新投入品，比如早期工业革命时代的铁、煤、钢、石油，后期信息化时代的芯片。谁掌握了这些投入品，就代表谁能控制全球经济命脉，因为投入品的生产可能产生巨大的规模经济。

基础创新相对于复苏期和繁荣期较少，但是却是新的基础创新的酝酿期。不妨回顾下目前所处康波的发源，信息技术发源于1971年，正是康波萧条期，加利福尼亚圣克拉拉(Santa Clara)，鲍伯·诺伊斯(Bob Noyce)和戈登·摩尔(Gordon Moore)开发了英特尔公司第一台微处理器，这是芯片上的计算机的最早版本。此后的世界依附芯片技术，芯片功能强大，且开创了无数技术和商业机会。

对于前几阶段长波周期，不能跳过到下一阶段，一般循着历史上工业国家的吸收序列进行：棉纺织通过先于钢铁业和重型机械业，后面一般为汽车和耐用消费品工业，在接下来电子产品和现代化学工业。吸收创新成果需要资本和熟练劳动力。一般同时拥有资本和熟练劳动力的国家能够实现高速增长。中国正是具备资本和熟练劳动力才能在较短时间吸收第三次工业革命以来的技术成果。下一轮康波谁是主导国家，谁又是外围或追赶国家？取决于下一轮的技术创新由谁来发起。

可能正在酝酿的第六轮康波相关的基础创新会是什么？根据目前可能会从实验室走向市场的相关领域预测，可能会是新能源、量子计算和区块链、人工智能、高端制造、物联网、航空航天、生物制药或基因工程。

就中国目前来说，目前的区块链技术的发展或许至少还要发展10年才能进入成熟阶段，而华为遭遇美国政府的连续封杀，因为华为做的是基础架构，5G可能具备“元范式”的禀赋。5G作为AR、VR、自动驾驶、人工智能等场景应用的基础，加快物联网、智慧家庭、混合现实快速增长。值得注意的是，5G是第一次工业革命以来，中国第一次在技术领域领先美国。但是，我们不得不承认目前中国在研究与发展(R&D)、金融市场发展、教育水平等方面与美国存在的较大差距，所以说赶超美国，取决于后期我们在创新领域能否持续突破，并且成为主干创新的领导者。

## 4.2 康波萧条+疫情冲击下的产业链重构

近三十年来，发达国家与发展中国家形成了产业链的分工，西方发达国家抓住上游的研发设计，对发展中国家出口技术，另一方面负责下游的销售结款清算和售后服务；而发展中国家担负起“世界工厂”的作用，主要集中在劳动密集型产业和低技术高消耗产业，负责对发达经济体转移过来的产成品和半成品、零部件、原材料的进行加工制造。这种分工的产业链体系下，通过市场化方式促进了全球资源的优化配置，从而实现了跨国公司利润最大化的目的。

但是此次新冠肺炎疫情冲击下，各国的隔离阻断以及各地区为阻隔病毒传播实行的停工停产措施，对全球产业链、供应链带来巨大冲击。一些地区的企业即便有复工复产的能力，但因为没有订单、没有零部件供应不得不停工。面对一片狼藉的全球产业链，迫使各国不得不重新思考全球化的分工机制，如市场上有美国预将产业链转移出中国的种种说法。

我们在这暂不讨论发达国家是否会产业链迁出中国的事情，当时产业价值链的重塑确实值得探讨。因为价值链包含了产业链制造系统的上游研发设计、品牌建设环节，和中游的制造业服务的生产性服务业，下游的消费清算、售后服务等环节，是产业链中的所有价值增值环节的集成。这些价值增值体系原本是游离在世界各地，通过网络链接。但一旦某地营商环境突出，能够与当地产业链适配的价值链上的企业自然会集聚于此，从而促进产业链集群的形成。

目前来看，一方面，产业链集群的形成也是价值链重塑的过程，依赖于全球产业链的数字化转型，数字化将会成为未来驱动产业变革、全球化发展的核心动力。企业的数字化转型虽然在战略方向上是必须的，但在路径选择上却是任重道远的，不可能一蹴而就的。当前不断升温的新基建是数字化转型的铺垫，是未来的产业链集群、产业转型升级的基础。中国不断通过引资补链、引资扩链等动作加速战略性新兴产业产业链集群的建设。

另一方面，核心技术和关键零部件产品的生产在全球价值链体系中的地位 and 影响力是持续提升的，大国之间核心技术与关键零部件生产竞争推动全球价值链重构。国家之间尤其是大国之间在全球价值创造与价值分配领域的竞争集中于核心技术和关键零部件产品生产领域的竞争，涉及的领域主要有区块链技术、高端芯片、大数据、超级计算、高速互联网、人工智能、先进的制药与生物技术等新兴领域。

## 4.3 中美之间的博弈

目前处在本次康波萧条阶段，也是下一次康波的孕育阶段，根据历史经验，在这历史性的阶段，世界体系的结构存在更替的可能性。具体来说，谁能成为第六次康波的中心国家？

回顾第四次康波向第五次康波的过渡阶段，1980年代中期日本也面临与美国激烈的

贸易摩擦，且外汇波动剧烈，美国为解决巨额贸易赤字问题，诱导美元对主要货币的汇率有秩序地贬值，1985年签订《广场协议》，之后日元继续快速、大幅升值，削弱了日本出口产品的竞争力，随后发生的是日本1990年代股市和房地产泡沫破裂。以上是日本失去美国世界中心地位的挑战者的过程。

而反思目前中国现状，中国缺席了前三次康波，直到1949年新中国建立之后，才开始发展工业。1978年改革开放之后的40年，中国坚持改革开放和后发优势，快速吸收了前3次康波的代表性工业的技术，第四次、第五次康波也没落下。在第五波康波中，美国是主导国，中国是追赶国。所以中国被看作是日前美国霸权的最有力挑战者。这也是目前中美关系紧张、贸易摩擦频繁的大背景。并且根据美日经验，中美的矛盾将不是短期问题，还会不定期的发酵，会是长期问题。

## 5 投资策略建议

在康波萧条阶段，三大周期筑底的叠加影响下，短期经济将走向筑底回升阶段，但由于经济发展的重要引擎——技术创新仍处于酝酿阶段，而其引领的房地产周期、朱格拉周期的驱动作用一般来说不及康波复苏、繁荣阶段，预计目前经济周期将处于弱复苏阶段。经济复苏阶段的宽松货币政策有利于企业盈利的上升，而经济向好的预期利好权益类资产，所以我们应重点关注权益类资产。商品价格在2016年经历一波弱反弹后，预计在康波萧条后期无大的周期性机会。

在行业方面，复苏阶段可重点关注可选消费类行业，而基于目前处于技术创新酝酿阶段，可关注科技类行业。另一方面，从康波角度看黄金存在中长期投资机会。基于康波萧条阶段叠加疫情冲击的影响因素，且中美之间的博弈将会是长期问题，伴随着康波更替过程的美元冲击，世界货币美元存在不稳定因素，从而导致黄金的需求增加，可能推动黄金价格上涨。因此，中长期看好黄金的走势。总之，我们建议资产配置上可侧重权益类资产、黄金的投资，减少债券、商品类（除黄金外）资产的投资比例。

## 投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	推荐	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	谨慎推荐	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	中性	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 -10%—5%
	回避	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为 -5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

## 免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财信证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司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。

本报告中所指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。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，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。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财信证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

## 财信证券研究发展中心

网址：www.cfzq.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438