

大类资产交易深度报告

经济周期的经验观察和初步分析

全球主要经济体经济周期大部分时间是同步的；经济结构的变动并不会从根本上改变经济周期规律。

相关研究报告

《基于经济周期的大类资产价格趋势研究》
20221208

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观经济及策略：大类资产配置

证券分析师：周亚齐

(8621)20328270

yaqi.zhou@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300522090002

- 我们在 12 月 8 日的报告《大类资产交易深度报告：基于经济周期的大类资产价格趋势研究》中提出了以预测经济周期为基础来形成对于未来一段时间大类资产价格趋势变动判断的方法。本报告则更详细地解释了我们是如何测量、理解和预测经济周期的。
- 我们用制造业 PMI 的过去 12 个月平均值来衡量经济周期的变动。
- 美国的经济周期：历史经济周期平均长度为 3 年并且历史平均上下行时间基本对称；不同时期的经济周期长度，经济周期的上行和下行时长以及经济周期的上下震动幅度均存在一定差异。美国经济周期拐点和波动幅度的判断：参考房地产周期、库存周期、领先经济指标以及关键收益率曲线利差。我们预计美国本轮的经济周期底部可能会在 2023 年的 3 季度左右出现，并且下行深度会超过 2016 年的低点。
- 中国的经济周期：中国历史经济周期平均长度为 3.5 年并且历史平均上下行时间基本对称；不同时期的经济周期长度，经济周期的上行和下行时长以及经济周期的上下震动幅度均存在一定差异。中国经济周期的波动性较小，并且存在持续磨底和寻顶的过程。中国经济周期拐点的判断：参考中长期贷款余额增速、库存周期以及中美经济周期协同性。我们预计中国本轮的经济周期底部可能会在 2023 年的 3 季度左右出现。
- 全球主要经济体经济周期大部分时间是同步的。我们认为中美经济周期同步，而不是背离，将继续是历史主流的现象。
- 美日的房地产和汽车行业兴衰的历史经验告诉我们：经济结构的变动并不会从根本上改变经济周期规律。
- 风险：中美经济周期实际走势同我们的判断偏离较大
- 本报告为框架性报告；我们的大类资产观点基于本报告阐述的理论框架，并同时考虑具体的市场和宏观因素及其边际变动；我们的大类资产详细观点请参见我们的大类资产交易周报以及其它的市场分析类报告，本报告不再赘述。

目录

1 什么是我们使用的经济周期	4
1.1 我们需要一个什么样的“经济周期”概念?	4
1.2 什么是我们使用的经济周期概念?	4
1.3 我们如何统计“经济周期”?	4
2 全球主要经济体经济周期观察	6
2.1 美国的经济周期	6
2.2 中国的经济周期	12
2.3 其他主要经济体的经济周期	15
2.4 不同经济体的经济周期的契合和背离	17
3 经济结构变动对经济周期的影响——以房地产和汽车行业为例	19
3.1 房地产行业的兴衰并不显著改变经济周期规律	19
3.2 汽车行业的兴衰并不显著改变经济周期规律	20

图表目录

图表 1. 中国制造业 PMI vs. 工业企业利润	4
图表 2. 美国制造业 PMI vs. 工业企业利润同比增速(%)	4
图表 3. 中国经济周期在 2016 年和 2018 年出现磨底和寻顶的阶段	5
图表 4. 美国经济周期中 2004-2009 年的大的下行趋势在 2006 年左右被暂时打断	5
图表 5. 美国经济周期的统计	7
图表 6. 美国经济周期的历史变动以及上下振幅变动	8
图表 7. 美国房地产周期 VS 经济周期	9
图表 8. 美国库存周期 VS 经济周期	9
图表 9. 美国 ECRI 领先指标 VS 经济周期	10
图表 10. 美国芝加哥联储经济活动指数 VS 经济周期	10
图表 11. 美国 2 年 5 年利差情况 VS 经济周期	11
图表 12. 彭博统计的经济学家对于美国经济增速的一致预期	11
图表 13. 中国经济周期的统计	12
图表 14. 中国经济周期	13
图表 15. 中国经济周期 VS 中长期贷款余额增速	13
图表 16. 中国经济周期 VS 中国库存周期	14
图表 17. 彭博统计的经济学家对于中国经济增速的一致预期	14
图表 18. 英国经济周期 VS 美国经济周期	15
图表 19. 法国经济周期 VS 美国经济周期	15
图表 20. 意大利经济周期 VS 美国经济周期	15
图表 21. 德国经济周期 VS 美国经济周期	15
图表 22. 德国, 英国, 意大利, 法国的经济周期	16
图表 23. 日本经济周期 VS 美国经济周期	16
图表 24. 韩国经济周期 VS 美国经济周期	16
图表 25. 中日韩经济周期	17
图表 26. 主要经济体的经济周期	18
图表 27. 中美经济周期	18
图表 28. 美国经济周期变动 VS 房地产 GDP 比重	19
图表 29. 日本经济周期变动 VS 房地产对 GDP 的拉动作用	20
图表 30. 日本经济周期变动 VS 房地产销售变动	20
图表 31. 美国经济周期变动 VS 美国汽车产量	21
图表 32. 日本经济周期变动 VS 日本汽车产量	21

1 什么是我们使用的经济周期

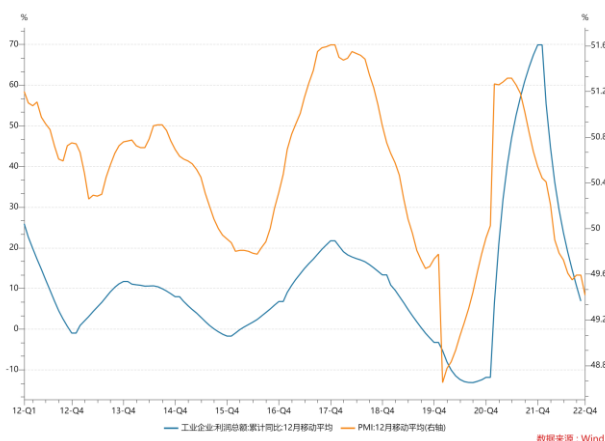
1.1 我们需要一个什么样的“经济周期”概念？

站在理解经济基本面和大类资产之间的关系，并且有助于预测大类资产价格走势的角度，我们认为一个合适的经济周期概念必须至少满足以下条件：1) 从经济逻辑上要同大类资产价格变动有直接的关系 2) 必须同大类资产价格有较好的历史关联性，也即这个“经济周期”的变动必须要能够对资产价格变动有较好的指示意义 3) 这个“经济周期”要有规律，可预测。

1.2 什么是我们使用的经济周期概念？

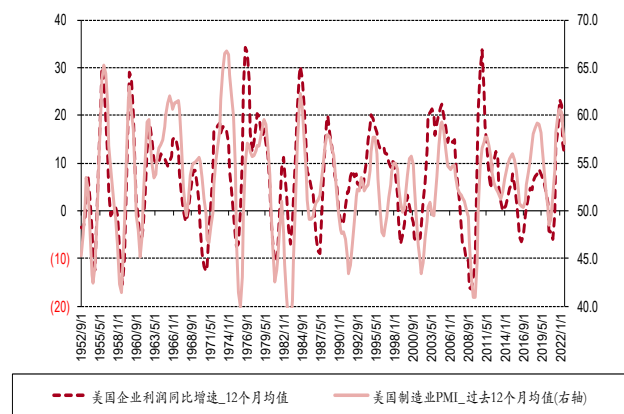
我们用制造业 PMI 的过去 12 个月平均值来衡量经济周期的变动。PMI 的 12 个月平均值的变动同中美的工业企业利润变动之间非常契合，而中美的工业企业利润又大致能够衡量整个经济体的企业利润，因为服务业利润变动同工业利润变动关联度很高。我们认为逻辑上企业利润变动是经济周期的核心变量，并且历史数据上企业利润变动同 GDP 的关联度也非常高。综合上述观点，我们认为 PMI 的 12 个月平均值是一个可以用来衡量经济周期变动的变量。同时，相较一般的衡量经济周期的指标，例如工业增加值，GDP 等，PMI 的优势在于频率更高，更新速度更快，波动更为明显。

图表 1. 中国制造业 PMI vs. 工业企业利润



资料来源：万得，中银证券

图表 2. 美国制造业 PMI vs. 工业企业利润同比增速(%)

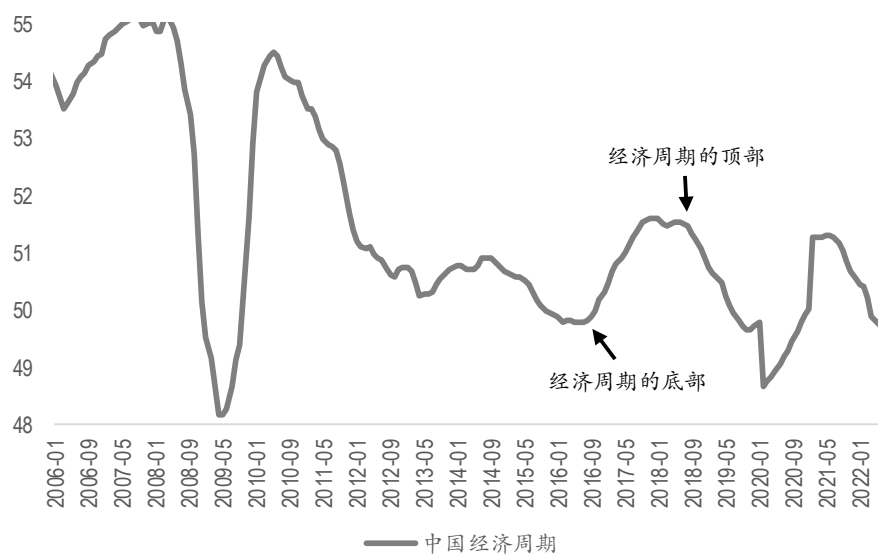


资料来源：彭博，中银证券

1.3 我们如何统计“经济周期”？

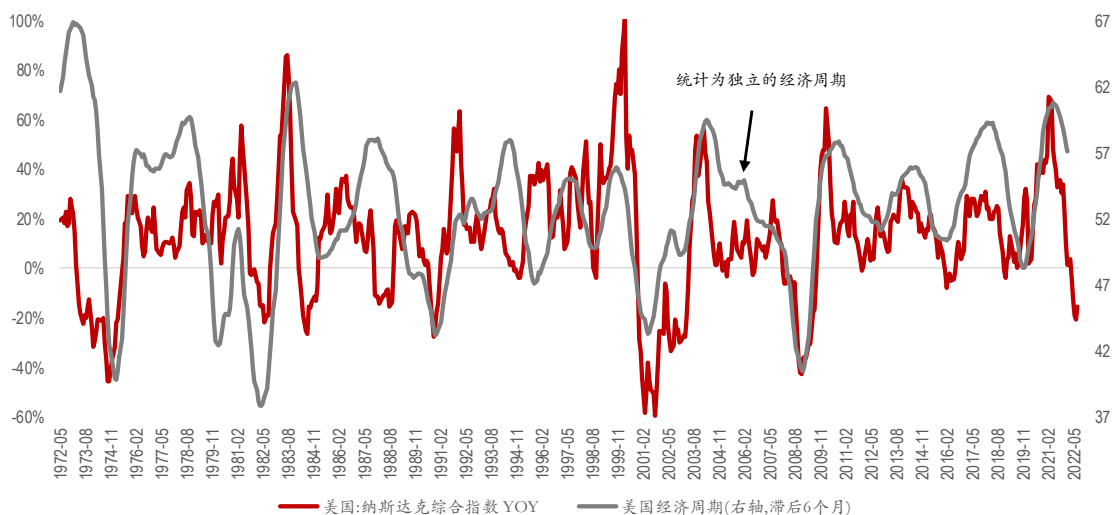
由于我们使用了制造业 PMI 的过去 12 个月平均值来衡量经济周期的变动，这在很大程度上帮助平滑了我们观察到的经济周期的曲线，避免了多次探底，多次触顶以及由短期因素所造成的波动所带来的对于统计经济周期顶部和底部的困难。因此，在大部分情况下，我们能够看到比较清晰的“V”型的经济周期的底部以及“倒 V”型的经济周期的顶部，而这自然而然地成为了我们统计的经济周期的底部和顶部。除此之外，我们目前在经济周期统计上主要遇到了两类相对棘手的情况：1) 经济周期呈现非常平缓的持续几个月的顶部和底部状态。对于这种情况，我们以平缓期的结束的月份来作为底部和顶部的确认。2) 在经济大的下行和上行趋势中，出现了一个相对较小幅度的“V”型“倒 V”型的经济周期。对于是否将其认定为单独的经济周期，将取决于期间股票市场指数是否有相应的大幅波动：如果有，就认定是单独的经济周期，反之则否。

图表 3. 中国经济周期在 2016 年和 2018 年出现磨底和寻顶的阶段



资料来源：万得，中银证券

图表 4. 美国经济周期中 2004-2009 年的大的下行趋势在 2006 年左右被暂时打断



资料来源：万得，中银证券

2 全球主要经济体经济周期观察

2.1 美国的经济周期

美国历史经济周期平均长度为 3 年并且历史平均上下行时间基本对称。我们统计了美国自 1949 年以来的经济周期，并观察到美国历史上的平均经济周期时长是 36 个月，金融危机之后(2011 年以来)的历史平均周期长度是 42 个月。在一个完整的经济周期中，平均历史上行时间和下行时间为 18 个月左右，也即从历史均值观察，美国的经济周期大致是左右对称的。

不同时期的经济周期整体长度同历史均值存在差异。 开始于 1952 年，1975 年，1990 年，1991 年，2001 年，2003 年的经济周期显著短于历史均值（较历史均值的 36 个月缩短 10 个月左右）；开始于 1954 年，1963 年，1971 年，2006 年，2009 年的经济周期则显著长于历史均值（较历史均值的 36 个月延长 10 个月左右）。上述显著偏离历史周期均值的时间，大都发生在美国国家经济研究局（NBER）所定义的“经济衰退”前后——这意味着我们需要格外注意美国新一轮“经济衰退”的时间（NBER 目前定性为衰退的时间段涉及年份包括：1949，1953-1954，1957-1958，1960-1961，1969-1970，1974-1975，1980，1981-1982，1990，2001，2007-2009，2020）同时，我们注意到 2008 年金融危机之后的经济周期长度都长于 1949 年以来的均值水平——金融危机之后，美国的经济周期长度为约 3 年半。另外，从历史统计来看，美国经济周期最长时间为近 5 年，最短时长为 1 年零 1 个月。尽管我们尚未在经济学理论层面找到对于经济周期长度变动规律的准确的令人信服的解释，但是上述经验观察还是有助于我们对于目前的经济周期做出更为合理的预测。

不同时期的经济周期的上行和下行时长存在差异。 从历史上的上行周期来看，开始于 1971 年，1985 年的上行周期显著长于历史上行周期的均值，而开始于 1990 年，2006 年的上行则显著较短；上行周期中最长为 34 个月，最短为 4 个月。从历史上的下行周期来看，开始于 1955 年，1965 年，2006 年的下行周期显著长于历史下行周期的均值，而开始于 1993 年和 2003 年的下行周期则显著较短；下行周期中最长为 36 个月，最短为 5 个月。

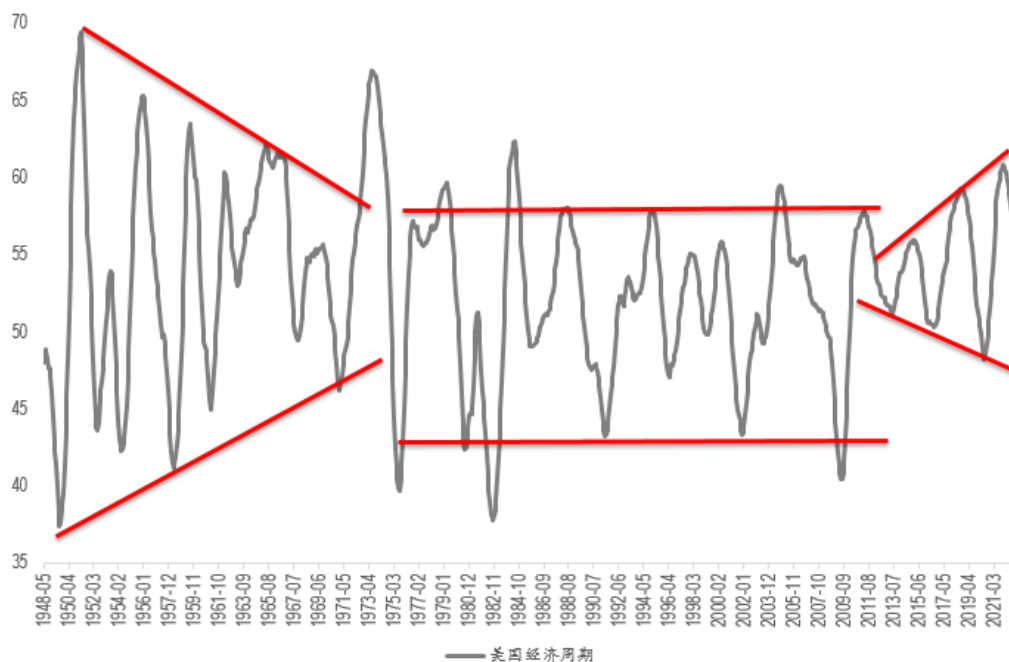
不同时期的经济周期上下震动幅度也呈现出不同的规律特征，并且大致呈现出每 20-30 年一变的特征。 从 1949-1971 年这 20 多年的时间中，美国经济周期的波动幅度整体是逐渐收窄的。而在经过了 1973-1975 年的宽幅震荡之后，美国经济周期的波动幅度则是整体趋于稳定，直到 2008 年金融危机。金融危机之后至今，美国经济周期的波动幅度重新开始扩大。

图表 5. 美国经济周期的统计

基于 美国制造业PMI_过去12个月均值						
低点	高点	上行时间 (月)	下行时间 (月)	低点衡量的 周期长度 (月)	高点衡量的 周期长度 (月)	周期长度同 历史均值差 异(月)
1949/07	1951/03	20	15	36	27	-4
1952/06	1953/06	12	10	22	30	-10
1954/04	1955/12	20	28	49	44	10
1958/04	1959/07	15	19	35	32	-2
1961/02	1962/03	13	12	25	39	-4
1963/03	1965/05	26	29	56	53	18
1967/10	1969/09	23	16	40	46	7
1971/01	1973/06	29	26	56	39	11
1975/08	1976/08	12	10	22	31	-9
1977/06	1979/03	21	17	39	29	-2
1980/08	1981/08	12	14	26	35	-5
1982/10	1984/06	20	15	36	50	7
1985/09	1988/07	34	21	56	25	5
1990/04	1990/08	4	9	13	31	-14
1991/05	1993/02	21	6	27	23	-11
1993/08	1995/01	17	15	32	38	-1
1996/04	1998/02	22	13	35	26	-5
1999/03	2000/04	13	19	33	34	-3
2001/11	2003/01	14	5	19	21	-16
2003/06	2004/10	16	17	33	22	-8
2006/03	2006/08	5	36	41	57	13
2009/07	2011/04	21	25	47	46	10
2013/05	2015/01	20	19	40	44	6
2016/08	2018/08	24	21	46	40	7
2020/05	2021/11	18				
历史平均周期长度 (月)				36		
2011年以来历史平均周期长度 (月)				42		
历史最长周期长度 (月)				57		
历史最短周期长度 (月)				13		

资料来源: 万得, 中银证券

图表 6. 美国经济周期的历史变动以及上下振幅变动

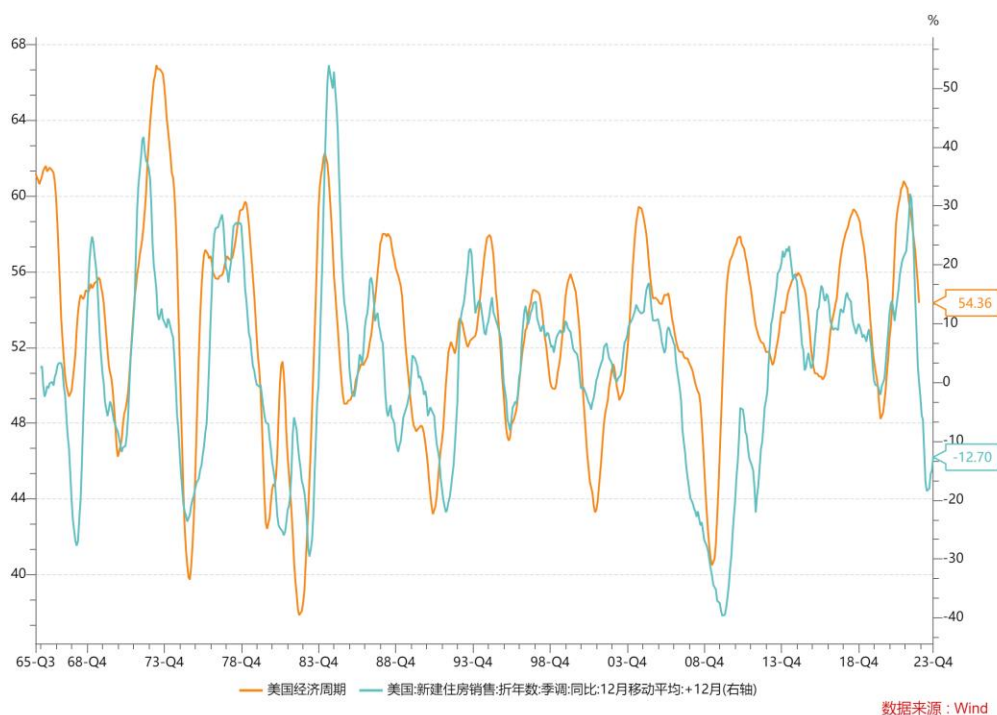


资料来源：万得，中银证券

美国经济周期拐点和波动幅度的判断：基于经济周期规律本身，并参考房地产周期、库存周期、领先经济指标以及关键收益率曲线倒挂情况。我们可以依据已经观察到的最近的经济周期的低点（2020年5月），或者最近的经济周期的高点（2021年11月），以及历史上的周期长度（经济危机以来平均约3.5年），来判断本轮美国经济周期的低点可能会在何时出现。另外一方面，我们也可以借助一些其他经济指标的拐点，来帮助我们判断美国经济周期的拐点。我们发现以下几个对美国经济周期拐点有一定指示意义的指标：1) 以新屋销售为参考的美国房地产周期变动大致领先美国经济周期约1年左右的时间，而目前的数据显示美国房地产周期可能已经于2022年7月见底，这也意味着美国经济周期有望于2023年3季度前后见底。2) 以“ISM 制造业 PMI: 客户库存”为参考的美国库存周期的顶部拐点大致领先美国经济周期的底部拐点约3个月，而目前我们还远未看到美国库存周期的顶部拐点，这也意味着美国经济周期2023年1季度前见底的可能性很小。3) 从 Leading economic indicator 的角度看，“美国 ECRI 领先指标”以及“芝加哥联储经济活动指数”在历史上大致都领先美国经济周期拐点约0-9个月，而这两个指标目前都没有看到见底的迹象。4) 历史上，关键收益率曲线期限利差压缩乃至倒挂对于预测之后的美国经济下行/衰退有很好的指示作用。以美债2年5年期的期限利差的三个月移动均值为例，历史上该值快速下行乃至为负（倒挂）之后的12个月左右，美国经济都会跟随快速下行。除了拐点的预测之外，我们发现美国房地产周期的波动幅度（上行以及下行），对于之后美国经济周期的波动幅度也有较好的指示作用；而关键收益率曲线期的倒挂程度也对之后美国经济周期的下行深度有较好的指示作用。

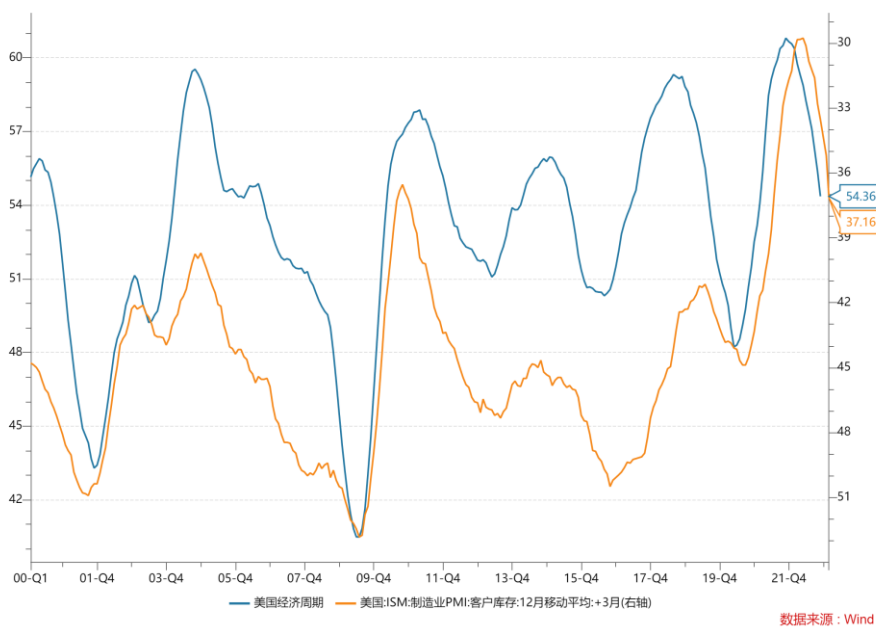
综合上述美国经济周期的历史经验规律，目前观察到的领先指标趋势以及彭博统计的经济学家对于美国的经济增长预测，我们预计美国本轮的经济周期底部可能会在2023年的3季度左右出现，并且下行深度可能会深于2016年的经济周期低点。

图表 7. 美国房地产周期 VS 经济周期



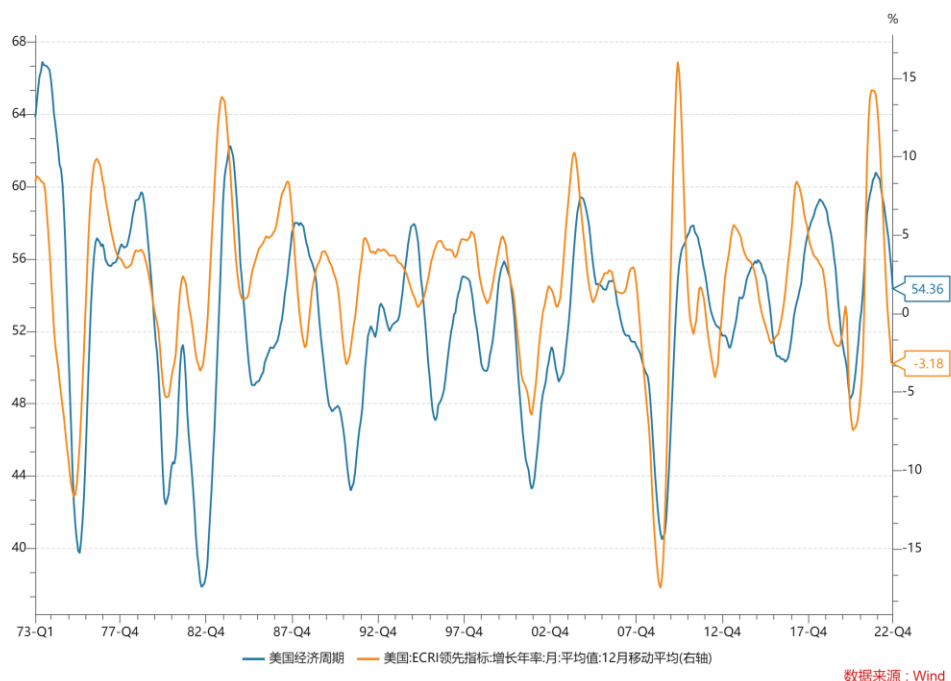
资料来源: 万得, 中银证券

图表 8. 美国库存周期 VS 经济周期



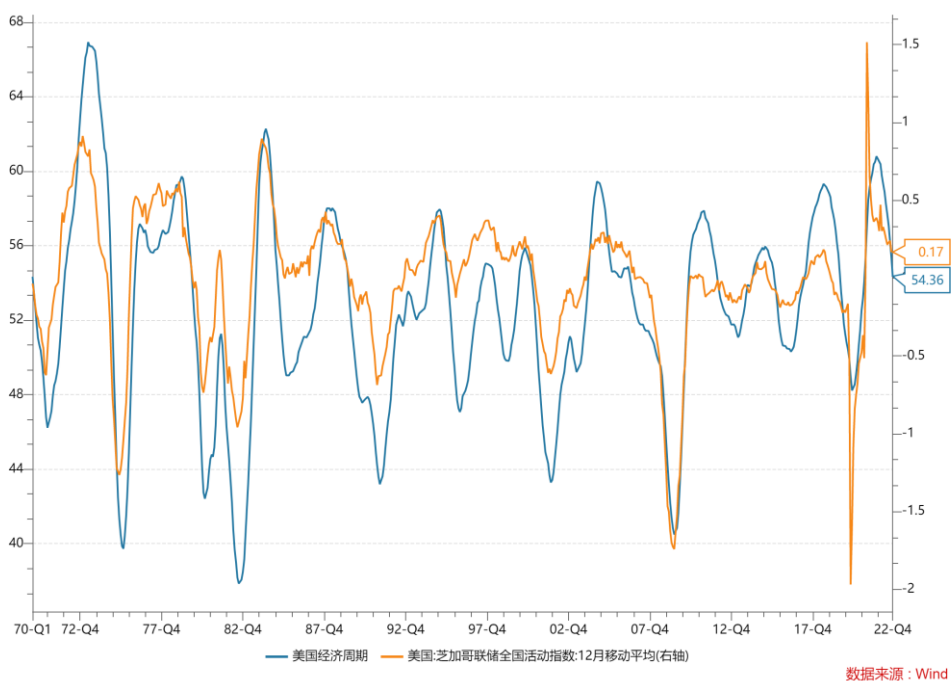
资料来源: 万得, 中银证券

图表 9. 美国 ECRI 领先指标 VS 经济周期



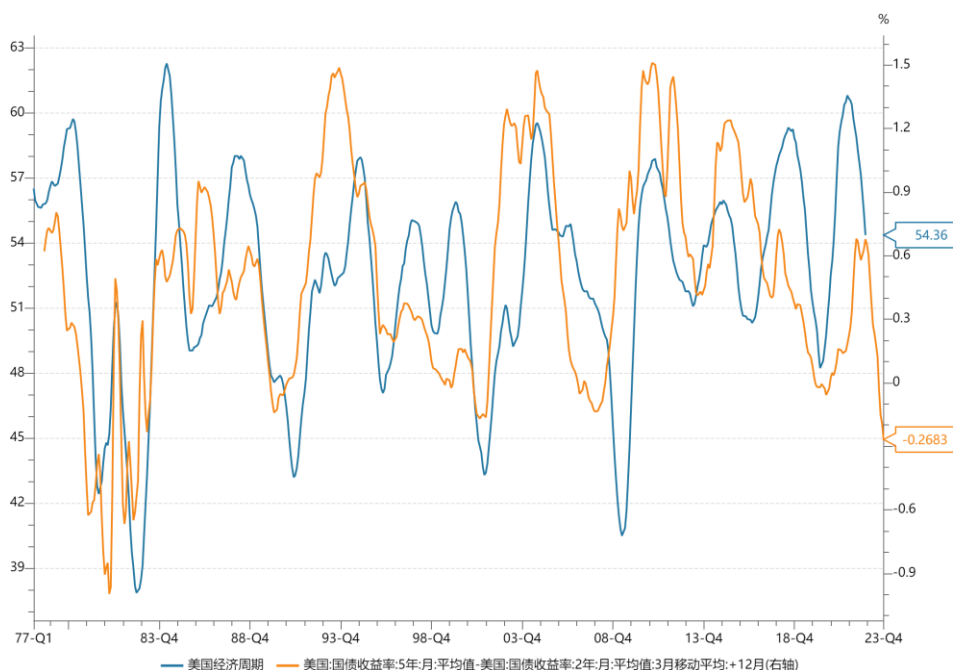
资料来源: 万得, 中银证券

图表 10. 美国芝加哥联储经济活动指数 VS 经济周期



资料来源: 万得, 中银证券

图表 11. 美国 2 年 5 年利差情况 VS 经济周期



资料来源: 万得, 中银证券

图表 12. 彭博统计的经济学家对于美国经济增速的一致预期

United States		Browse		Private		Official		Actual/ Forecasts		Probability of Recession		62.5%
Indicator	Q4 21	Q1 22	Q2 22	Q3 22	Q4 22	Q1 23	Q2 23	Q3 23	Q4 23	Q1 24		
Economic Activity												
Real GDP (YoY%)	5.7	3.7	1.8	1.9	0.2	0.5	0.5	0.1	0.2	0.8		
Real GDP (QoQ% SAAR)	7.0	-1.6	-0.6	2.9	0.5	0.0	-0.1	0.6	1.0	1.6		
Consumer Spending ...	3.1	1.3	2.0	1.7	1.3	0.5	0.5	0.9	1.2	1.4		
Government Spendin...	-1.0	-2.3	-1.6	3.0	1.0	1.0	1.0	0.9	1.0	1.0		
Private Investment ...	32.0	5.4	-14.1	-9.1	-0.7	-1.7	-1.1	0.4	1.6	2.5		
Exports (QoQ% SAAR)	23.5	-4.6	13.8	15.3	1.8	0.0	0.0	1.1	2.0	3.0		
Imports (QoQ% SAAR)	18.6	18.4	2.2	-7.3	1.4	1.1	0.4	1.1	2.0	2.6		
Industrial Production (Yo...)	4.5	4.9	4.5	4.2	3.3	2.0	0.6	-0.6	-0.4	0.0		
Price Indices												
CPI (YoY%)	6.7	8.0	8.7	8.3	7.5	6.2	4.4	3.7	3.1	2.7		
PCE Price Index (YoY%)	5.7	6.4	6.6	6.3	5.8	4.8	3.5	3.0	2.7	2.4		
Core PCE (yoy%)	4.7	5.3	5.0	4.9	4.8	4.3	3.8	3.4	3.0	2.6		
Housing Market												
Housing Starts (000s SAA...)			1650	1487	1410	1350	1335	1331	1330	1310		
New Home Sales (000s S...			663	588	541	523	529	539	549	568		
Existing Home Sales (Mln...)			5.5	4.8	4.5	4.5	4.4	4.4	4.6	4.7		
Building Permits (000s S...			1759	1618	1594	1600	1600	1600	1600	1600		
Labor Market												
Unemployment (%)	4.2	3.8	3.6	3.6	3.7	4.0	4.2	4.4	4.5	4.8		
Non Farm Payrolls (000s...	637	539	349	366	199	61	13	-13	52	82		
Average Hourly Earnings ...	4.9	5.6	5.2	5.1	4.7	4.4	4.3	4.1	4.1	4.0		
External Balance												
Curr. Acct. (% of GDP)	-3.5	-3.8	-3.9		-3.6	-3.7	-3.6	-3.6	-3.6	-3.4		

资料来源: 万得, 中银证券

2.2 中国的经济周期

中国历史经济周期平均长度为 3.5 年并且历史平均上下行时间基本对称。考虑到历史数据可得性以及中国经济的转型(从农业经济向现代化经济转型;从计划经济向市场经济转型)时间,我们统计了中国自 2006 年以来的经济周期,并观察到中国历史上的平均经济周期时长是 42 个月,金融危机之后(2011 年以来)的历史平均周期长度是 41 个月。在一个完整的经济周期中,平均历史上行时间和下行时间为 20 个月左右,也即从历史均值观察,中国的经济周期大致也是左右对称的。

不同时期的经济周期整体长度同历史均值存在差异。2008 年金融危机前后的两个中国经济周期的长度较历史均值的 42 个月有相对较大的偏离:2006 年开始的经济周期较均值缩短了 10 个月左右,而 2009 年开始的经济周期较均值延长了 8 个月左右。余下的两个经济周期的长度同历史均值的偏离度都未超过 4 个月。

不同时期的经济周期的上行和下行时长存在差异。从历史上的上行周期来看,中国最长的上行时间为 25 个月;从历史上的下行周期来看,中国最长的下行时间为 36 个月。

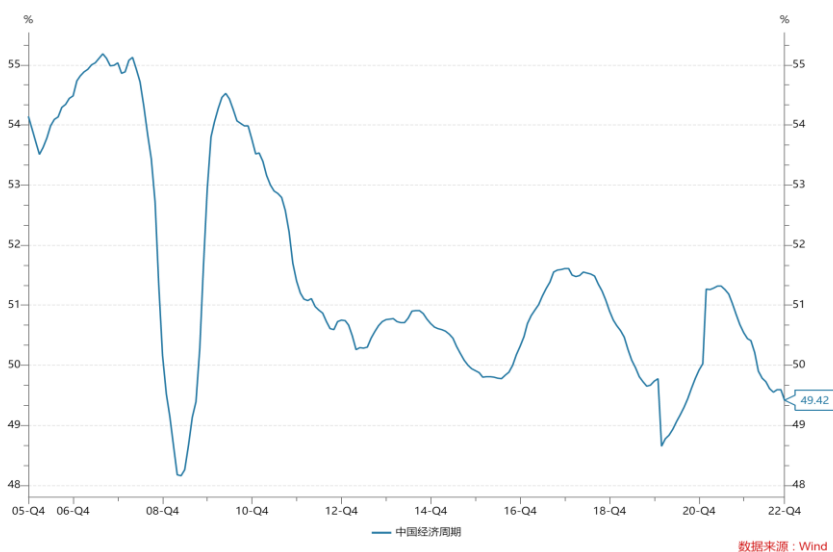
中国经济周期的波动性较小,并且存在持续磨底和寻顶的过程。除开金融危机时期和疫情时期所形成的较深的底部和之后反弹所形成的较高的顶部,在其他经济周期中,中国经济周期的波动都显著弱于美国的经济周期。同时,不同于美国经济周期通常形成的比较清晰的“V”型底部和“倒 V”型顶部,中国在金融危机和疫情之外的经济周期中,其底部和顶部相对更加平滑,更像是“U”型底部和“倒 U”型顶部,这一特征在 2016-2018 年的经济周期中特别明显。从历史上看,磨底和寻顶的过程可以持续 6-12 个月左右,而经济周期的平缓也会导致相关的资产价格呈现出类似的横盘震荡特征。

图表 13. 中国经济周期的统计

基于中国制造业 PMI_过去 12 个月均值					
低点	高点	上行时间 (月)	下行时间 (月)	低点衡量的 周期长度 (月)	高点衡量的 周期长度 (月)
2006/03	2008/04	25	12	38	26
2009/04	2010/06	14	36	50	52
2013/05	2014/09	16	23	40	49
2016/08	2018/09	25	17	43	33
2020/02	2021/06	16			
历史平均周期长度(月)					42
2011 年以来历史平均周期长度(月)					41
历史最长周期长度(月)					52
历史最短周期长度(月)					26

资料来源:万得,中银证券

图表 14. 中国经济周期

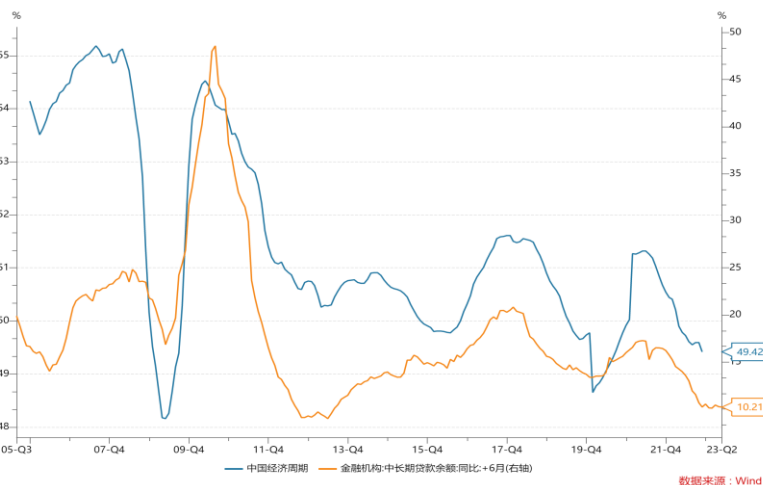


资料来源：万得，中银证券

中国经济周期拐点的判断：参考中长期贷款余额增速、库存周期、以及中美经济周期协同性。我们可以依据已经观察到的上一轮的经济周期的低点（2020年2月），或者本轮的经济周期的高点（2021年6月），以及历史上的周期长度（平均3.5年），来判断本轮中国经济周期的低点可能会在何时出现。另外一方面，我们也可以借助一些其他经济指标的拐点，来帮助我们判断中国经济周期的拐点。我们发现以下两个对中国经济周期拐点有一定指示意义的指标：1) 中长期贷款余额增速的向上拐点通常领先中国经济周期底部拐点约6个月左右，而我们目前还没有看到中长期贷款余额增速坚实的向上拐点的形成。另一方面，我们也需要关注中国经济结构的调整，尤其是房地产对于经济增速的贡献的下降，可能带来的该指标同经济周期之间的关联度的弱化 2) 基于PMI产成品库存计算出的中国库存周期数值的顶部拐点往往领先经济周期的底部约6-12个月。而我们目前也还没有看到该指标的明确触顶回落的迹象。3) 中美经济周期虽然历史上看有错位的时候，但是大部分时间是一致的（后文有更详细解释）。我们可以借助这种一致性以及对于美国经济周期的判断，来帮助形成对于中国经济周期拐点的判断。

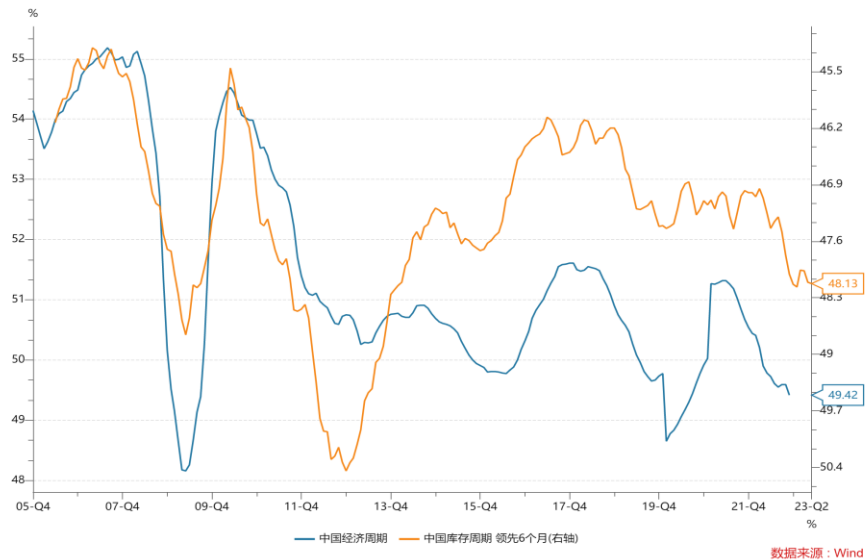
综合考虑上述中国经济周期的历史经验规律，中美经济周期的协同性以及彭博统计的经济学家对于中国的经济增长预测，我们预计中国本轮的经济周期底部可能会在2023年的3季度左右出现。

图表 15. 中国经济周期 VS 中长期贷款余额增速



资料来源：万得，中银证券

图表 16. 中国经济周期 VS 中国库存周期



资料来源: 万得, 中银证券

图表 17. 彭博统计的经济学家对于中国经济增速的一致预期

Indicator	Actual / Forecasts										Probability of Recession 17.5%
	Q4 21	Q1 22	Q2 22	Q3 22	Q4 22	Q1 23	Q2 23	Q3 23	Q4 23	Q1 24	
Economic Activity											
Real GDP (QoQ%)	1.3	1.6	-2.7	3.9	1.2	1.0	1.0	1.2	1.2	1.2	
Real GDP (YoY%)	4.0	4.8	0.4	3.9	3.6	3.5	6.7	4.2	4.4	4.7	
Fixed Asset Investment (YoY%)	4.9	9.3	6.1	5.9	5.6	5.5	6.0	5.5	5.2	5.0	
Industrial Production (YoY%)	3.9	5.0	0.6	4.8	4.9	3.8	6.0	4.6	4.5	4.6	
Retail Sales (YoY%)			-5.2	4.0	3.0	4.9	8.7	5.4	4.8	5.5	
Price Indices											
CPI (YoY%)	1.8	1.1	2.2	2.7	2.4	2.8	2.3	2.2	2.0	2.0	
PPI (YoY%)			6.9	3.1	-0.7	-0.1	-0.8	0.5	1.0	-0.2	
Labor Market											
Unemployment (%)	4.0				4.1	4.0	4.1	4.1	4.0	4.0	
External Balance											
Curr. Acct. (% of GDP)	1.8	1.8	2.1	2.5	2.7	1.4	1.5	1.4	1.9	0.5	
Export Trade (YoY%)			10.0	10.0	1.5	-2.6	-1.0	0.0	0.5	0.5	
Import Trade (YoY%)			3.0	2.3	0.0	1.5	1.9	2.3	3.2	-1.3	
Monetary Sector											
Money Supply (M2, YoY%)			10.5	12.0	11.9	11.6	11.0	10.5	10.5	8.4	
Interest Rates											
1-Year Best lending (%)	3.80	3.70	3.70	3.65	4.30	4.30	4.30	4.30	4.30	4.25	
3-Month Rate (%)	2.50	2.37	2.00	1.67	2.57	2.60	2.61	2.66	2.50	2.25	
2-Year Note (%)	2.36	2.29	2.25	2.12	2.32	2.42	2.48	2.45	2.43	2.41	
10-Year Note (%)	2.78	2.79	2.82	2.75	2.68	2.77	2.85	2.86	2.87	2.83	
Exchange Rates											
USDCNY	6.36	6.34	6.70	7.12	7.20	7.14	7.10	7.00	6.90		

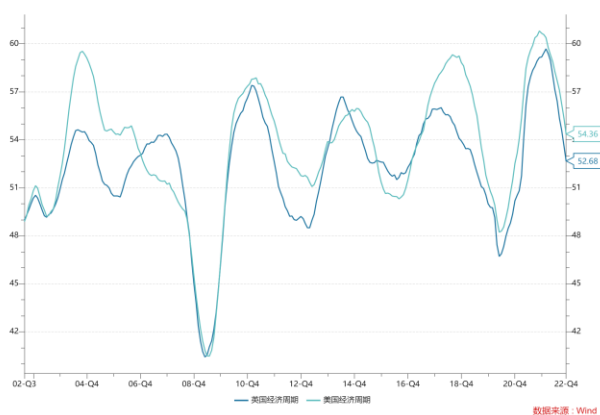
资料来源: 彭博, 中银证券

2.3 其他主要经济体的经济周期

考虑到历史和现在的经济体量，经济工业化程度以及数据可得性，在中美经济周期以外，我们还粗略考察了英国，意大利，法国，德国以及韩国，日本的经济周期特征。

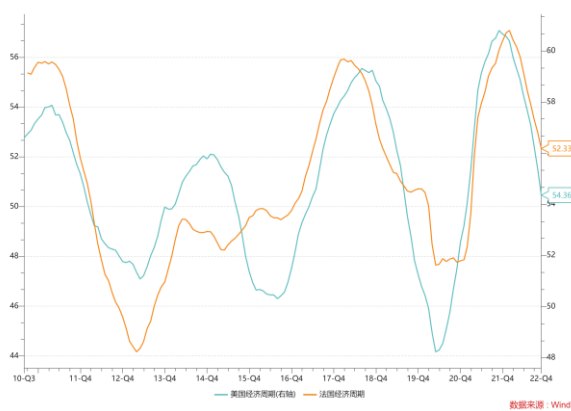
英国、意大利、法国、德国的经济周期同美国经济周期呈现出较强的关联度。从金融危机之后的历史数据来看，英国，意大利，法国，德国的经济周期同美国经济周期呈现出较强的关联度，其中英国的经济周期更是同美国展现出高度一致的形态。从周期的时间长度来看，英国，意大利，法国，德国的经济周期也大致呈现出 3 年左右一个周期的特征；从经济周期拐点来看，意大利，法国，德国的经济周期拐点基本一致。尽管在大部分时间，上述经济体同美国的经济体呈现出较好的关联度，但是 2015.8-2016.8 月这期间也出现了 1 年左右的背离时期：彼时美国的经济周期持续放缓，但是法国，意大利以及德国经济仍持续上行。

图表 18. 英国经济周期 VS 美国经济周期



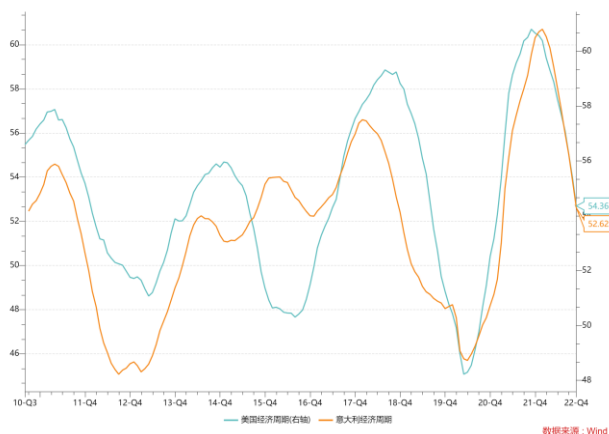
资料来源：万得，中银证券

图表 19. 法国经济周期 VS 美国经济周期



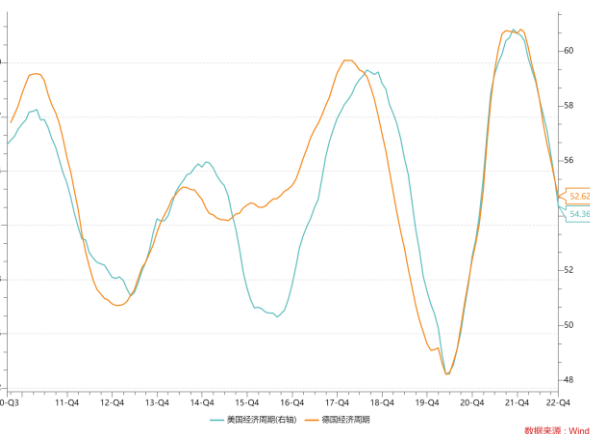
资料来源：万得，中银证券

图表 20. 意大利经济周期 VS 美国经济周期



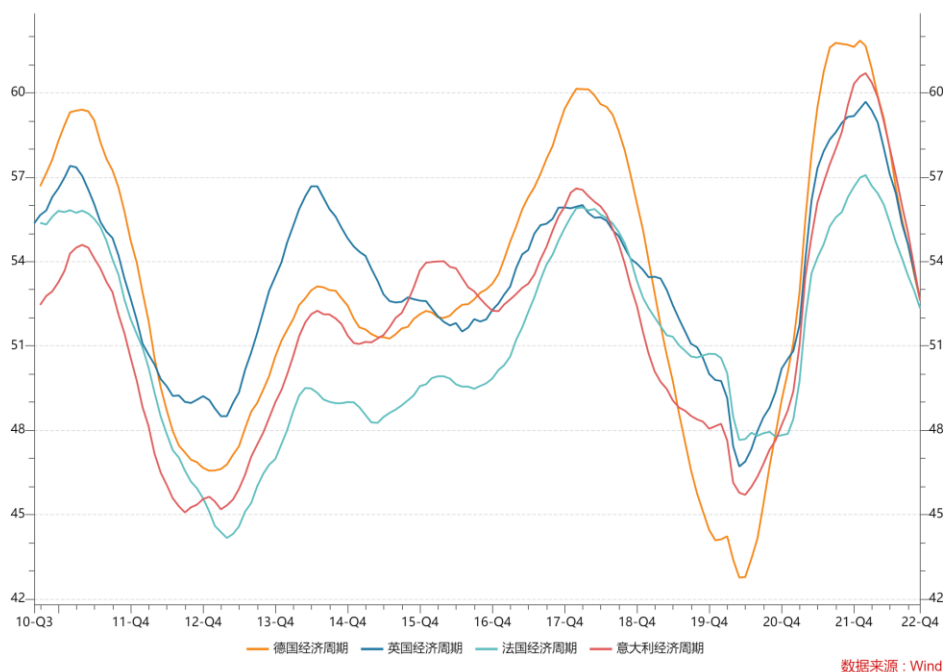
资料来源：万得，中银证券

图表 21. 德国经济周期 VS 美国经济周期



资料来源：万得，中银证券

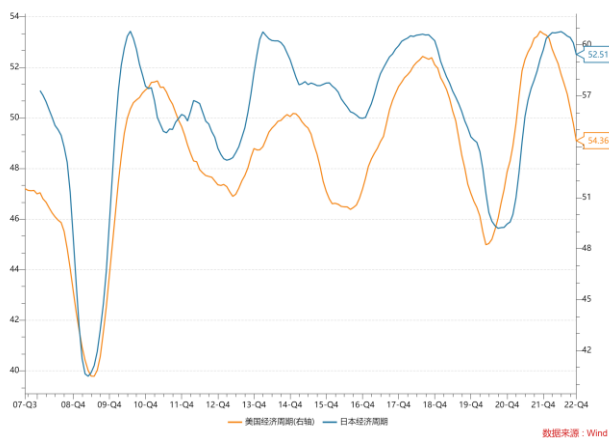
图表 22. 德国，英国，意大利，法国的经济周期



资料来源: 万得, 中银证券

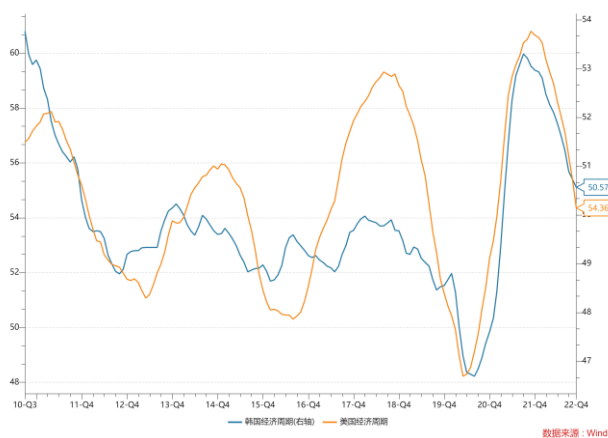
日韩经济周期同美国经济周期呈现出较强的关联度；韩国经济周期波动相对较大。类似于英国，意大利，法国以及德国的情况，日韩的经济周期同美国经济周期也呈现出较强的关联度，其中韩国的经济周期波动相对较大，经济周期曲线不是很平滑。另一方面，中日韩经济周期同步性也相对较好。整体来看，中日韩三国的经济周期都大致呈现出 3 年一轮的特征，不过不同的国情和国内政策也会显著影响三个经济体的经济周期拐点和长度。

图表 23. 日本经济周期 VS 美国经济周期



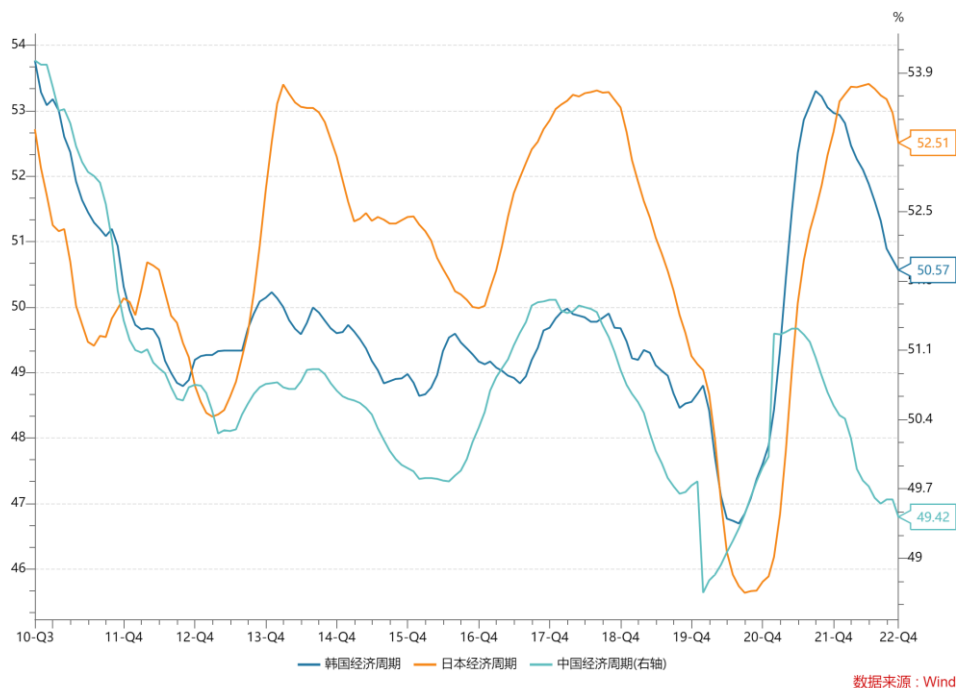
资料来源: 万得, 中银证券

图表 24. 韩国经济周期 VS 美国经济周期



资料来源: 万得, 中银证券

图表 25. 中日韩经济周期



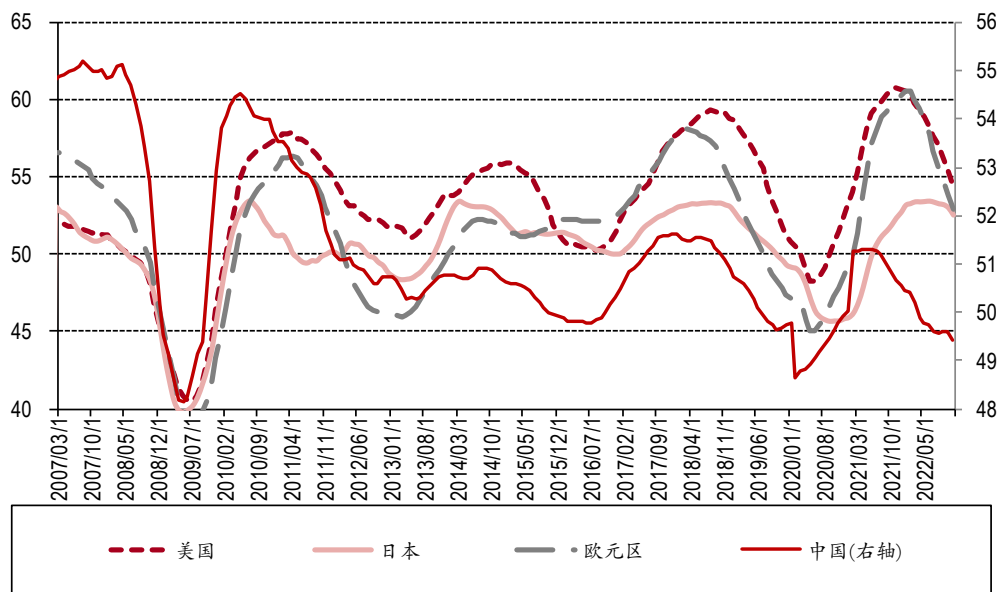
资料来源: 万得, 中银证券

2.4 不同经济体的经济周期的契合和背离

全球主要经济体经济周期大部分时间是同步的。不过在周期拐点上, 各国经济体并不一致。当出现某一个经济体周期开始出现独立的小幅反弹迹象, 而其它三个经济体仍处于下行的时候 (例如 2011.7-2012.2 月的日本, 2012.10-2013.1 的中国, 2015.6-2016.1 月的欧元区), 历史的结果都是“独善其身”的弱复苏的中止。跨越不同地域, 拥有不同资源禀赋, 运行在不同经济, 文化和政治体制下的全球不同经济体却呈现出类似的/同步的经济周期波动, 这样的观察目前至少给我们这样的启示: 1) 经济周期本身的规律可能是现代经济体普遍的规律 2) 全球供需变动的共振可能是我们观察到的铜油和中国经济周期高度关联的背后的根本因素, 也即中国经济周期背后代表的是与中国经济周期血脉相连的全球经济周期。

“逆全球化”即便能够最终实现, 也需要时间, 更何况贸易数据尚不支持这一观点; 全球经济周期的同步性仍有望持续。我们注意到近期逆全球化的观点在市场中广为流传, 并且有观点进一步指出这意味着中国经济同全球经济的逐步的完全脱轨 (在美欧的“去中国化”战略之下)。不过对此, 我们有点不一样的看法: 1) 在疫情之后, 全球的贸易额并没有下降而是上升的, 并且中国的占比有所上升, 这意味着中国经济同全球经济的联系是上升而不是下降的 2) 美欧“去中国化”不代表着全球“去中国化”: 即便是假设美欧的产品全部从非中国地区进口, 但是只要中国的工业化体系仍然存在并且中国同美欧之外的经济体的贸易仍然不受影响, 那么美欧的消费产品很大程度上也会是间接地从中国进口 (例如中国出口产品以东南亚为转口地并最终出口至欧美市场)。中美贸易摩擦以来中国出口目的地结构虽然有所调整, 但是出口增速并没有受到持续冲击就是一个很好的例证。3) 美欧“去中国化”或者“逆全球化”即便会最终成型, 但可能也需要一个漫长的时间。这意味着至少在未来数年, 全球经济周期的同步性仍会大致有效, 而大类资产同该经济周期之间的历史关联度也可能仍然会大致有效。

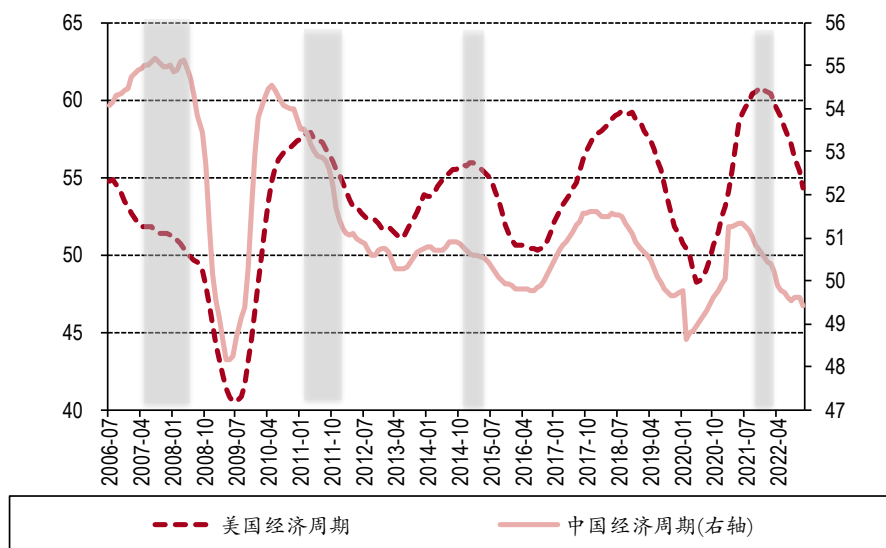
图表 26. 主要经济体的经济周期



资料来源：万得，中银证券

中美经济周期历史上存在着良好的同步性。在大部分时间中，中美经济体所处的经济周期阶段都是一致的。金融危机之前存在过一个中国经济向上，而美国经济下行的中美经济背离时期，时间长度大致是 1 年；金融危机之后，中美经济周期之间出现过短暂的三次背离，并且三次都是中国经济开始下行而美国经济仍然上行，背离时间大致在 3 个月到 1 年左右。尽管历史上有过数次短暂的背离，但是应该看到，背离之后的中美盈利周期仍然能够重回大致同步的轨道上来，并且中美经济周期的每一次触底反弹也几乎都是同步的。同时，考虑到前述的主要经济体之间的盈利周期的同步性，我们因此认为包括中美在内的主要经济体之间经济周期同步占历史主流的现象，可能说明了主要经济体通过深度参与全球贸易，跨境资本流动等方式，仍然在很大程度上相互影响着彼此的经济 development 情况。除非全球贸易和跨境资本流动迅速萎缩，或者主要经济体在国际市场中的参与程度断崖式下降，否则我们仍然认为中美经济周期同步，而不是背离，将继续是历史主流的现象。

图表 27. 中美经济周期



资料来源：万得，中银证券；注：阴影部分为中美经济周期错位的时间段

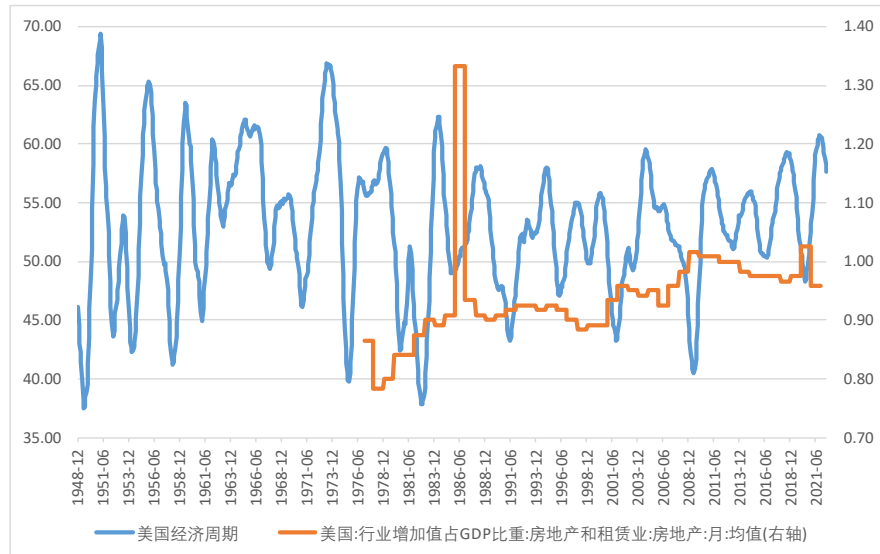
3 经济结构变动对经济周期的影响——以房地产和汽车行业为例

在本节讨论中，我们主要察看了美日在本土房地产和汽车兴衰的不同时期，经济周期波动和时长是否出现显著的变动，以此来理解经济结构变动是否会根本上改变经济周期规律。

3.1 房地产行业的兴衰并不显著改变经济周期规律

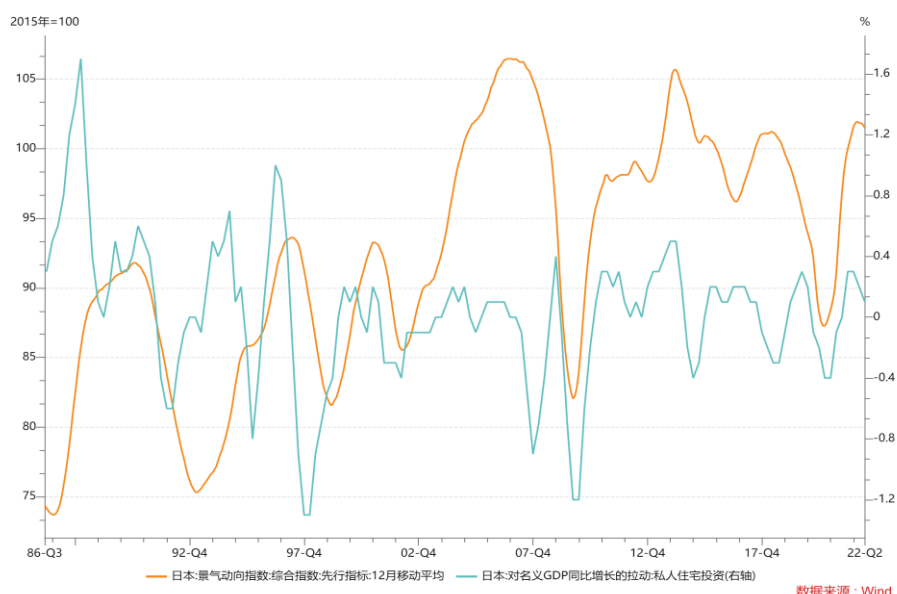
美日的经验说明房地产对经济影响的强弱变动并不会显著改变经济周期规律。以美国为例，从自 1948 年有数据以来的历史变动来看，尽管在这超过半个世纪的时间中，房地产对于经济的影响和贡献不断变动（例如 1975-2008 年期间房地产占 GDP 比重阶梯式抬升），但是美国经济周期所呈现出的约 3.5 年出现一个完整的经济周期的规律一直延续至今。类似地，日本的房地产行业对于经济增速的拉动作用虽然从 1985 年一直趋势性下降至 90 年代末期，但是日本的经济周期规律也并没有随着房地产在经济增长中的式微而出现显著的改变。我们认为上述美日的经验观察背后可能隐含着更深刻和更普遍的现代经济发展规律，而这一规律并不会随着房地产在经济中的比重变动而发生显著的改变。基于此，我们认为即便是未来中国经济结构变动发生较大的变化（也即经济活动中房地产占比下降同时制造业和服务业占比上升），中国经济现代化之后所呈现出来的约 3.5 年的经济周期规律仍然存在。

图表 28. 美国经济周期变动 VS 房地产 GDP 比重



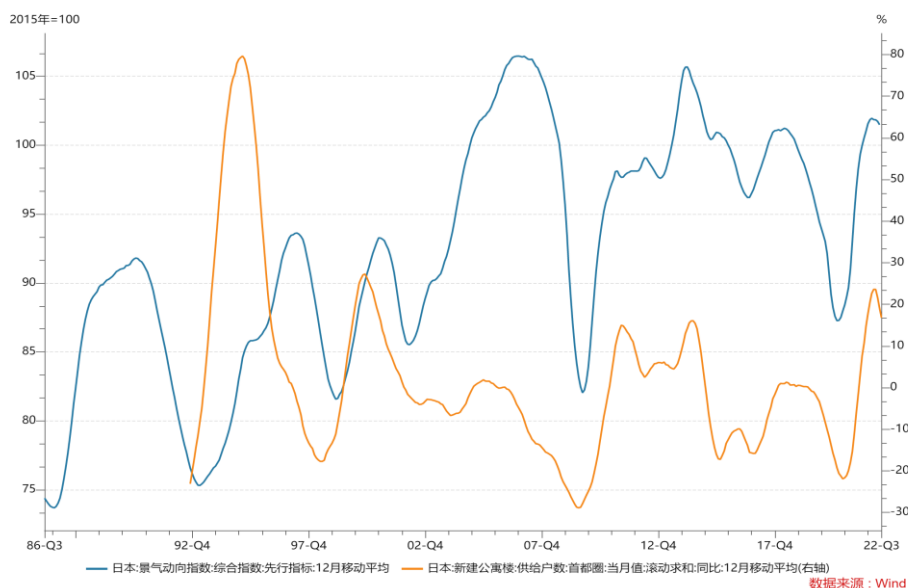
资料来源：万得，中银证券

图表 29. 日本经济周期变动 VS 房地产对 GDP 的拉动作用



资料来源：万得，中银证券

图表 30. 日本经济周期变动 VS 房地产销售变动

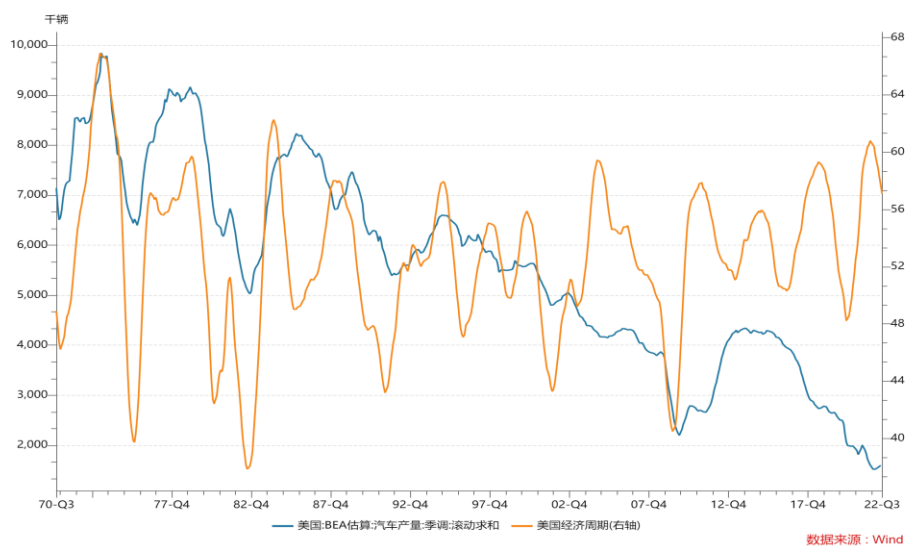


资料来源：万得，中银证券

3.2 汽车行业的兴衰并不显著改变经济周期规律

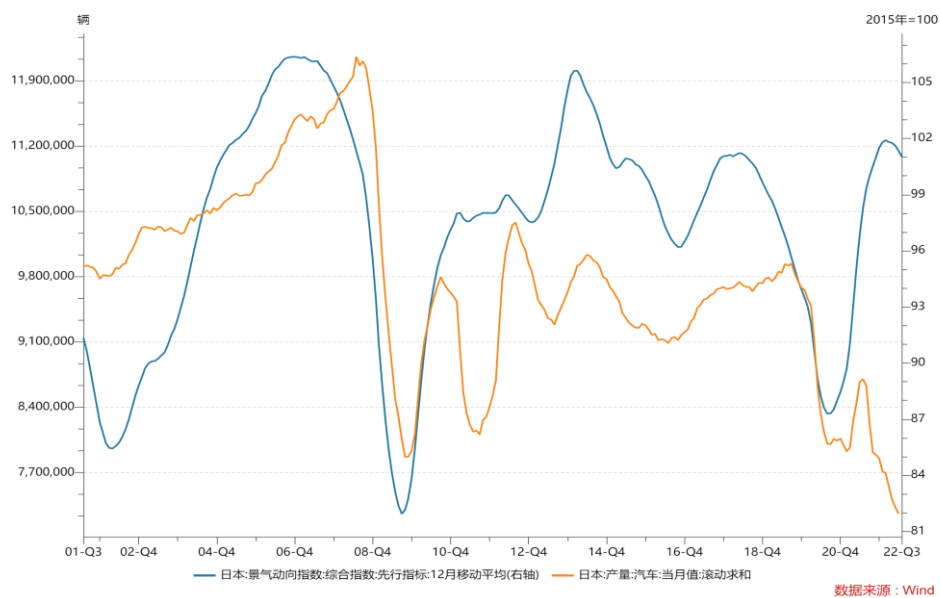
美日的经验说明汽车行业的兴衰对经济影响的强弱变动并不会显著改变经济周期规律。以美国为例，美国的本土汽车产量从1985年左右开始持续下降，但是美国经济周期所呈现出的约3.5年出现一个完整的经济周期的规律一直延续至今。在1970-1980年美国汽车产量高位盘整期间，美国的经济周期同汽车产量的变动的同步性是较高的；但是在1985年之后，我们却看到美国经济周期同美国汽车产量变动之间的关联度快速下降甚至是转负的情况。同美国类似，日本的汽车产量的历史变动也并没有显著改变日本的经济周期规律——也即我们并没有在日本汽车产量的巅峰的2007年前后观察到超长的经济周期，也并没有在疫情之后汽车产量不断创出新低时看到经济周期显著缩短，或者波动显著增大。不同于美国的是，尽管日本本土的汽车产量自金融危机之后呈现出趋势下行的态势，但是其汽车产量的变动与日本经济周期的同步性一直是较好的。

图表 31. 美国经济周期变动 VS 美国汽车产量



资料来源: 万得, 中银证券

图表 32. 日本经济周期变动 VS 日本汽车产量



资料来源: 万得, 中银证券

风险提示

中美经济周期实际走势同我们的判断偏离较大。显然的是，本报告的经济路径发展假设面临着诸多的风险和不确定性。就中国而言，目前来看，下行的最大风险可能来自于出口下行速度高于预期。这些风险意味着我们所假设的 2022 年下半年中国经济周期开始进入“横盘磨底”的状态可能会演变成新的快速下行。就美国而言，目前来看，下行的风险来自于“滞涨”的形成，也即美国不得不以更低的和持续更久的经济减速来换取通胀和通胀预期的稳步下降。显然，这种情况会让本轮的美国经济周期下行幅度更大，持续时间更长——对比之下，我们目前的假设是美国本轮经济周期长度仍然大致遵循 1950 年以来的历史均值，并且经济周期底部的低点高于 2008 年经济危机期间的幅度（但是低于疫情期间形成的底部）。我们会持续关注中美经济发展的情况，并及时更新我们对于未来一段时间中美 PMI 的预测，以便做出更准确的经济路径判断。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话：
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371