

# 新一轮朱格拉周期的可能性

## ——中央财经委第四次会议解读

### 主要结论：

2024年2月23日习近平主持召开中央财经委员会第四次会议，研究大规模设备更新和消费品以旧换新问题，研究有效降低全社会物流成本问题。这两项工作各包括三项重点。叠加2023年下半年以来出台的一系列财政、货币、房地产与资本市场政策，有望在2024年驱动资本开支的加速，这是朱格拉周期启动的必要条件之一。

**涉及部委：**会议听取发展改革委、商务部、工业和信息化部关于大规模设备更新和消费品以旧换新的汇报，听取发展改革委、交通运输部、商务部关于有效降低全社会物流成本的汇报。住房城乡建设部、市场监管总局、铁路集团作书面汇报。

**1.大规模设备更新和消费品以旧换新：**一是推动各类生产设备、服务设备更新和技术改造。二是鼓励汽车、家电等传统消费品以旧换新，推动耐用消费品的以旧换新。三是推动大规模回收循环利用，加强“换新+回收”物流体系和新模式发展。

**2.降低全社会物流成本：**一是优化运输结构，强化“公转铁”、“公转水”，深化综合交通运输体系改革，形成统一高效、竞争有序的物流市场。二是优化主干线大通道，打通堵点卡点，完善现代商贸流通体系，鼓励发展与平台经济、低空经济、无人驾驶等结合的物流新模式。三是统筹规划物流枢纽，优化交通基础设施建设和重大生产力布局，发展临空经济、临港经济。

**在中国，朱格拉周期的触发点往往是事件性冲击后的政策调整。**这包括1981年工业生产经济责任制；1992年建立社会主义市场经济体制；1998年住房制度改革，2001年加入WTO；2009年大规模刺激计划；2016年供给侧结构性改革与棚改货币化安置等。相比较而言，通过改革开放（如责任制、市场经济、加入WTO）带动全社会投资的效果要明显好于扩大政府投资（如“四万亿”）。当前，市场期待的改革与开放措施包括财税体制改革、金融体制改革、房地产新发展模式、扩大内需政策、民营经济政策、中美经贸关系优化等。

**展望未来，中国有望开启新一轮朱格拉周期。**2020年新冠疫情爆发、2022年地缘政治冲击升级，由此带来的全球能源冲击与超常规货币政策冲击共同形成了经济周期底部。2023年随着疫情结束，中国经济开始了“波浪式发展、曲折式前进”的疫后恢复。2023年下半年以来，全球货币政策开始转向，中国出口增速也随之趋于回升；国内财政政策、货币政策、房地产政策、稳定资本市场措施不断出台，此次中央财经委第四次会议与即将召开的“两会”、党的二十届三中全会将是这一系列政策的系统集成与升级，合力之下有望在2024年进一步驱动资本开支加速。

**从周期形态来看，未来中国的朱格拉周期上行斜率相对缓和。**主要原因在于经济结构演变与政策模式调整。产业结构层面，工业与建筑业占国民经济比重下降，第三产业成为主体。需求结构层面，人口的老齡化使得资本形成占GDP比重下降，消费成为总需求主体。同时，投资驱动型、出口导向型经济增长模式都开始退出。政策层面，经济增速目标权重下降，结构优化、宏观杠杆率稳定、就业与民生、国家安全、绿色低碳等目标的权重上升，因此政策扩张更为温和。

### 分析师

高明

☎：18510969619

✉：gaoming\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522120001

### 风险提示：

1. 海外经济衰退的风险

## 一、中央财经委第四次会议的主要内容与宏观背景

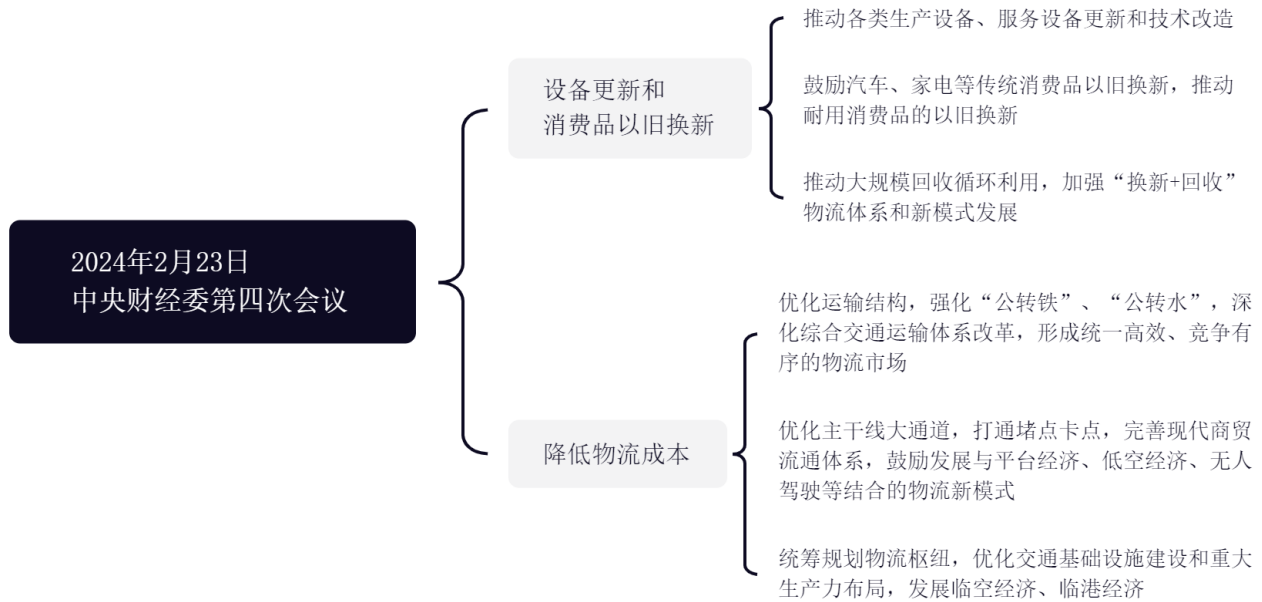
2024年2月23日习近平主持召开中央财经委员会第四次会议，研究大规模设备更新和消费品以旧换新问题，研究有效降低全社会物流成本问题。会议听取了国家发展改革委、商务部、工业和信息化部关于大规模设备更新和消费品以旧换新的汇报，听取了国家发展改革委、交通运输部、商务部关于有效降低全社会物流成本的汇报。住房城乡建设部、国家市场监管总局、国家铁路集团作了书面汇报。

从会议内容来看，大规模设备更新和消费品以旧换新问题，有效降低全社会物流成本问题这两项工作各自包括三项重点。

**1.大规模设备更新和消费品以旧换新：**一是推动各类生产设备、服务设备更新和技术改造。二是鼓励汽车、家电等传统消费品以旧换新，推动耐用消费品的以旧换新。三是推动大规模回收循环利用，加强“换新+回收”物流体系和新模式发展。

**2.降低全社会物流成本：**一是优化运输结构，强化“公转铁”、“公转水”，深化综合交通运输体系改革，形成统一高效、竞争有序的物流市场。二是优化主干线大通道，打通堵点卡点，完善现代商贸流通体系，鼓励发展与平台经济、低空经济、无人驾驶等结合的物流新模式。三是统筹规划物流枢纽，优化交通基础设施建设和重大生产力布局，发展临空经济、临港经济。

图1：2024年2月23日中央财经委第四次会议的主要内容



资料来源：新华社，中国银河证券研究院

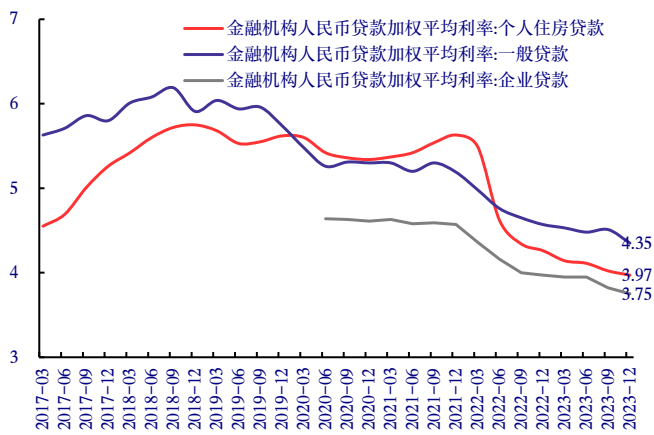
此次会议延续中央经济工作会议精神，有助于扩大内需。2023年12月中央经济工作会议指出，当前的困难和挑战主要是“有效需求不足、部分行业产能过剩、社会预期偏弱、风险隐患仍然较多，国内大循环存在堵点，外部环境的复杂性、严峻性、不确定性上升”。因此提出要“坚持稳中求进、以进促稳、先立后破，多出有利于稳预期、稳增长、

稳就业的政策，在转方式、调结构、提质量、增效益上积极进展，不断巩固稳中向好的基础。要强化宏观政策逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加强政策工具创新和协调配合”。

**2023 年下半年以来扩大内需政策不断出台，但效果还没有完全释放。**2023 年下半年以来财政政策、货币政策、房地产政策、资本市场政策不断出台。从效果来看，金融机构加权平均利率持续下降（图 2），政府债发行加速带动了社会融资增速上行（图 3）；但房地产市场销售还没有明显好转，资本市场直到 2024 年 2 月才实现企稳回升，且通胀率持续运行在负值区间，这会限制货币政策效果、加剧政府债务负担、影响企业盈利水平。总之，房地产市场、资本市场、通胀预期低位等因素都在影响固定资产投资增速的回升。为此，中央财经委第四次会议部署以大规模设备更新和消费品以旧换新、有效降低全社会物流成本的措施，以期在 2024 年加速资本开支，而这是朱格拉周期启动的必要条件。

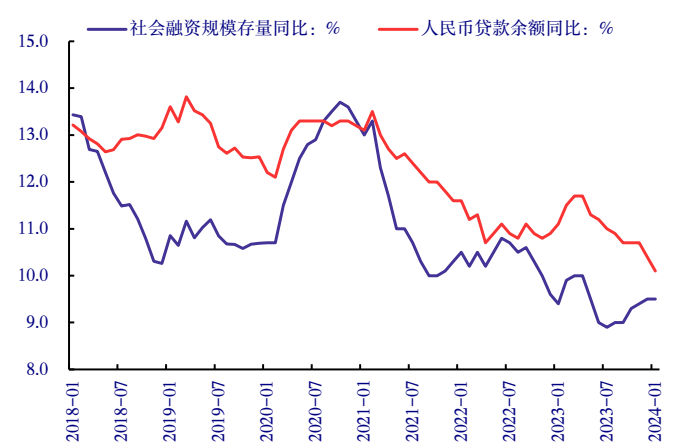
为此，我们在下一节分析了 2024 年中国能否开启朱格拉周期的可能。

图2：金融机构加权平均利率保持下行趋势（%）



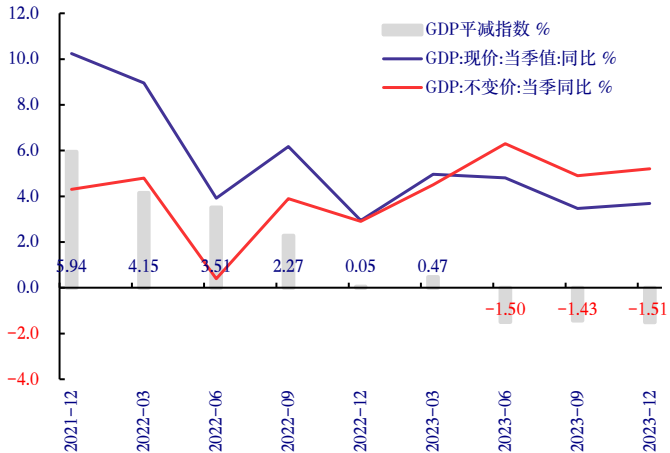
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图3：政府债发行加速驱动社会融资增速上行



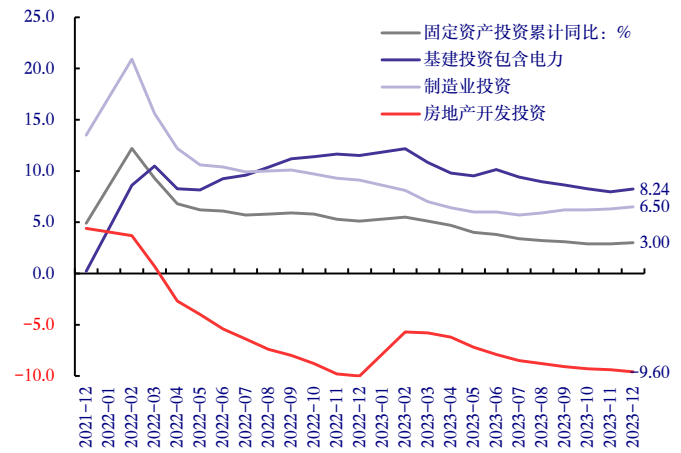
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图4：2023 年二季度以来 GDP 平减指数降至负值



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图5：房地产投资拖累固定资产投资增速（%）

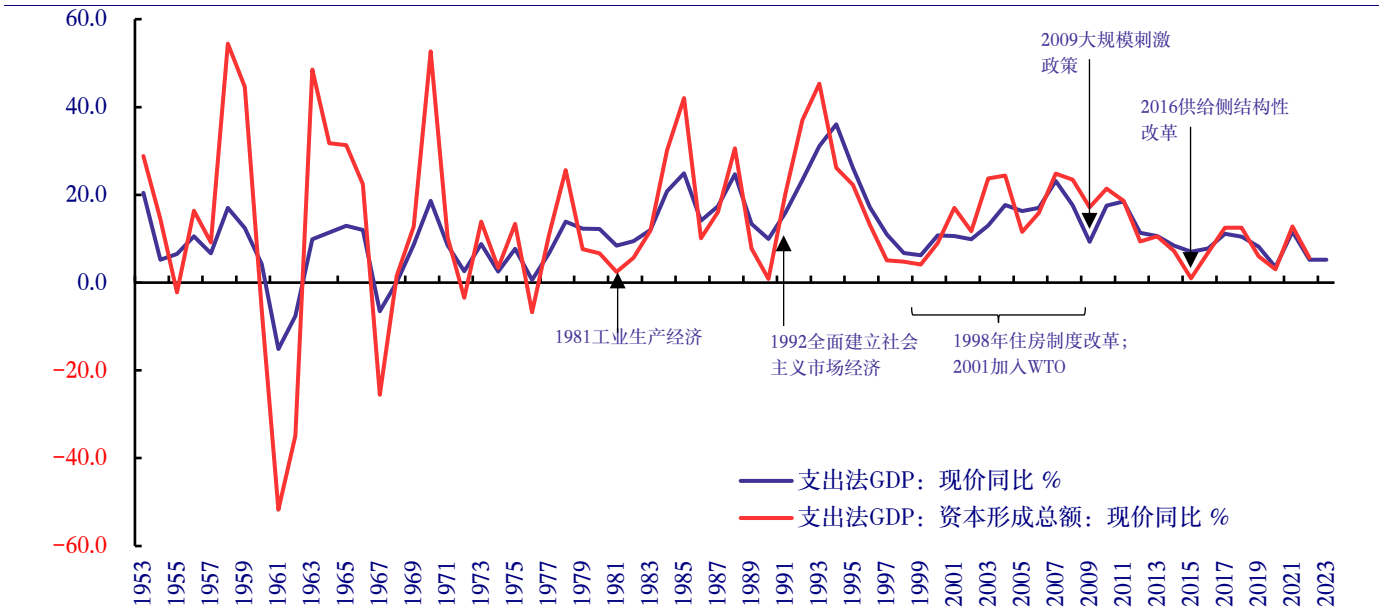


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

## 二、中国新一轮朱格拉周期的驱动力量与主要特征

朱格拉周期以设备的更新换代引发的资本投资增长为主要驱动因素，平均周期长度为 8 至 10 年。以名义 GDP 增速的波谷为界线，即使在改革开放之前，中国在 1950s、1960s、1970s 都存在朱格拉周期。改革开放以来中国经历了 4 轮完整的朱格拉周期（1981 年至 1989 年、1990 年至 1999 年、2000 年至 2009 年、2010 年至 2020 年），现在处于第 5 轮朱格拉周期的起点（图 6）。

图6：中国朱格拉周期（以 GDP 增速的波谷为界线）的形态及其加速的时间点（%）



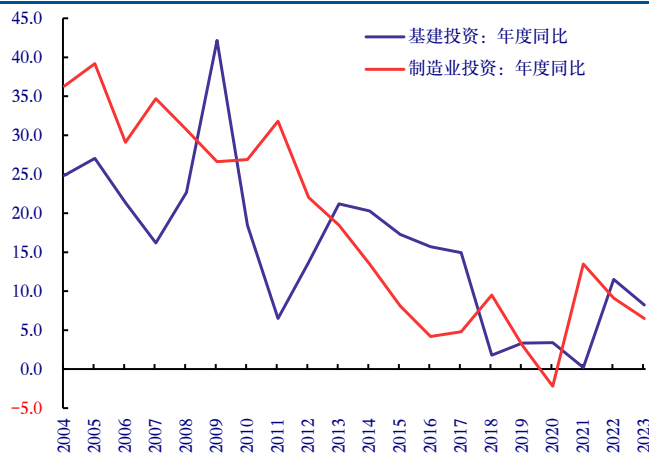
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

在中国，朱格拉周期上行的触发点往往是事件性冲击后的政策调整。在改革开放以来的四次朱格拉周期中，第一次周期上行起点是 1981 年中央提出在试点企业实行工业生产经济责任制，调动了企业经营生产的积极性，开启了一轮资本开支周期。第二次周期加速起点是 1992 年党的十四大提出要建立社会主义市场经济体制，推动了工业经济进入高速发展期，带动固定资产投资快速上升。第三次周期上行的触发点是 1998 年住房市场化改革、2001 年我国加入 WTO，驱动城镇化进程加速，制造业企业迅速扩张发展，以及固定资产投资快速增长。第四次周期上行是金融危机后的大规模刺激计划，驱动基建投资扩张，也带动大量企业的设备更替和资本开支。但由此形成的过剩产能直至 2016 年供给侧结构性改革之后才得以缓解。

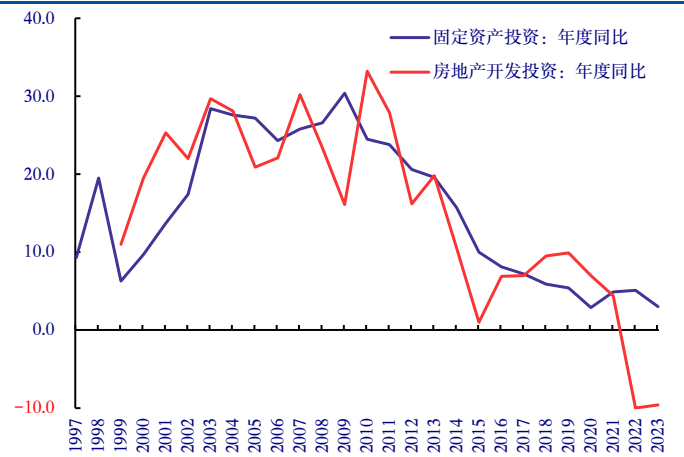
2016 年至 2017 年固定资产投资增速反弹，但并不是新一轮朱格拉周期。2016 年以“三去一降一补”为主要内容的供给侧结构性改革解决了诸多行业的产能过剩问题，使得工业品价格回升，工业企业利润改善；叠加棚改货币化政策再一次带动了房地产周期上行，驱动全国资本形成增速再度回升。当时市场普遍认为这将是新一轮朱格拉周期的起点，但 2018 年逆全球化趋势兴起，再次导致中国资本形成增速回落，直至 2020 年新冠疫情爆发进入谷底。回顾次贷危机以来中国的这一轮朱格拉周期，上行期仅限于危机后大规模刺激政策期间，持续仅 2 年，此后经历了漫长的下行期，特别是 2012 年至 2015 年，PPI 持续为负，企业盈利快速下行，出口增速也从 2012 年之前 20%至 30%的高增速状态降至 2012 年至 2014 年 6%至 8%的区间，2015 年、2016 年

出现负值，分别为-2.9%、-7.7%。这使得固定资产投资增速从2012年之前25%的超高速状态快速下降至2015年的10%。

从周期形态来看，全球次贷危机以来中国的朱格拉周期的波动性明显下降，主要原因在于经济结构演进与政策模式调整。产业结构层面，强顺周期的工业与建筑业占国民经济比重显著下降，波动性较低的第三产业成为主体，从而弱化了整体经济波动。需求结构层面，人口老龄化使得强顺周期性的资本形成占GDP比重下降，相对平稳的消费成为总需求的主体。同时，投资驱动型、出口导向型经济增长模式都开始退出。政策层面，经济增速目标权重下降，结构优化、宏观杠杆率稳定、就业与民生、国家安全、绿色低碳等目标的权重上升，因此政策扩张更为温和，以基建投资增速衡量，已从2017年之前15%至20%的高速区间降至3%至5%的低速区间。

**图7：2016年以来制造业投资、基建投资相继进入低速阶段（%）**


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

**图8：1998年以来固定资产投资增速呈现“倒U型”特征（%）**


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

展望未来，中国即将开启改革开放以来的第五次朱格拉周期。2020年新冠疫情爆发、2022年俄乌冲突爆发，由此带来的全球能源冲击与超常规货币政策冲击共同形成了这一轮朱格拉周期的底部。2023年随着疫情的结束，中国经济开始了“波浪式发展、曲折式前进”的疫后恢复。2024年，随着全球环境的改善和一系列宏观政策的落实，资本开支有望加速。

从驱动力来看，中国朱格拉周期上行的触发点往往是外生冲击之后的政策调整。特别是通过改革开放（如责任制、市场经济、加入WTO）带动全社会投资的效果要明显好于直接扩大政府投资（如“四万亿”）。2023年市场最为期待的改革开放制度包括中美经贸关系的优化、扩大内需政策、民营经济政策、财税体制改革、金融体制改革、房地产新发展模式等。重大改革与开放措施有助于带动民间投资（占固定资产投资的比重已从2018年的62.0%降至2023年的50.4%）。而对于直接扩大政府投资（占比约30%），尽管仍会保持相对较高增速（2023年基建投资增速为8.2%），但从地方政府债务问题与财政收入特别是土地出让收入情况来看，进一步加速空间有限。

## 图片目录

|   |   |
|---|---|
| 图 1: 2024 年 2 月 23 日中央财经委第四次会议的主要内容 .....       | 2 |
| 图 2: 金融机构加权平均利率保持下行趋势 (%) .....                 | 3 |
| 图 3: 政府债发行加速驱动社会融资增速上行 .....                    | 3 |
| 图 4: 2023 年二季度以来 GDP 平减指数降至负值 .....             | 3 |
| 图 5: 房地产投资拖累固定资产投资增速 (%) .....                  | 3 |
| 图 6: 中国朱格拉周期 (以 GDP 增速的波谷为界线) 的形态及其加速的时间点 ..... | 4 |
| 图 7: 2016 年以来制造业投资、基建投资相继进入低速阶段 (%) .....       | 5 |
| 图 8: 1998 年以来固定资产投资增速呈现“倒 U 型”特征 (%) .....      | 5 |

### 分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

**高明：中国银河证券宏观经济研究组组长。中国人民大学国民经济学博士，招商证券与中国人民大学联合培养应用经济学博士后。2022年11月加入中国银河证券。**

### 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

### 评级标准

| 评级标准   | 评级                     | 说明                    |
|--|------------------------|-----------------------|
| 评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以摩根士丹利中国指数为基准。 | 行业评级                   | 推荐：相对基准指数涨幅10%以上      |
|  |                        | 中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间 |
|  |                        | 回避：相对基准指数跌幅5%以上       |
| 公司评级   | 推荐：相对基准指数涨幅20%以上       |                       |
|  | 谨慎推荐：相对基准指数涨幅在5%~20%之间 |                       |
|  | 中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间   |                       |
|  | 回避：相对基准指数跌幅5%以上        |                       |

### 联系

#### 中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

#### 机构请致电：

|       |     |               |                                  |
|-------|-----|---------------|----------------------------------|
| 深广地区： | 程曦  | 0755-83471683 | chengxi_yj@chinastock.com.cn     |
|       | 苏一耘 | 0755-83479312 | suyiyun_yj@chinastock.com.cn     |
| 上海地区： | 陆韵如 | 021-60387901  | luyunru_yj@chinastock.com.cn     |
|       | 李洋洋 | 021-20252671  | liyongyang_yj@chinastock.com.cn  |
| 北京地区： | 田薇  | 010-80927721  | tianwei@chinastock.com.cn        |
|       | 唐曼羚 | 010-80927722  | tangmanling_bj@chinastock.com.cn |