

宏观经济深度报告

周期系列（1）：女王之问与周期之答

核心观点

2008年全球金融危机后，英国女王伊丽莎白二世向顶尖经济学家们发出的直击灵魂的质问——“为什么当初就没有一个人注意到它？”，这并非轶事，而是揭开了主流经济学的核心尴尬：在关乎经济存亡的重大历史考验面前，其主流范式出现了系统性的预测失灵与解释苍白。

与主流范式不同，周期研究选择了一条截然不同的、务实且贴近现实的认知路径。周期视角坚定地基于历史数据进行经验归纳，在经济世界的混沌中识别秩序、锚定方位、把握节奏。周期不仅是一个分析工具，更是一种连接宏观逻辑与市场实践的思维框架和认知范式。

周期是刻录在经济史与资产价格中的普遍事实，而非理论臆想。

时间谱系清晰：从基钦（3-5年库存周期）、朱格拉（7-11年产能周期）、库兹涅茨（15-25年房地产周期）到康德拉季耶夫（45-60年技术长波），不同时间长度的周期相继从历史数据中被“发现”，构成了观察经济波动的精密计时器。

宏观数据与资本市场均存在周期性起伏：跨越一个半世纪的全球总生产增长率、投资增长率及大宗商品价格，均呈现出清晰的、长达数十年的系统性起伏。股票估值（如美股约30年的市盈率周期）、债券利率（如中国10年期国债收益率与产能周期同步）乃至全球资本流动（美元周期），无不存在规律性起伏。即便在日本“失去的三十年”中，其房地产周期的节律依然顽强奏效。

周期的根源内生于经济系统，是创新、资本积累与制度生态协同演化的结果。

熊彼特的创造性破坏：根本性技术创新集群出现，开辟高利润新大陆，吸引资本蜂拥投资，驱动长期繁荣；随着技术扩散与红利耗尽，经济陷入萧条，并为下一轮创新积蓄条件。

马克思-曼德尔的积累脉搏：资本为增殖而进行的无止境积累，内在推动资本有机构成提高与一般利润率趋于下降。长波的扩张与萧条，对应着利润率在特定历史条件（技术革命、市场扩大、阶级斗争）影响下的长期波动周期。

调节学派（SSA）的制度舞台：一套能稳定利润预期的社会制度生态（如战后布雷顿森林体系、劳资妥协）是长期繁荣的温室；其成功会逐渐侵蚀自身基础（如利润挤压、竞争加剧），导致制度危机与长期停滞，形成长波的制度生命周期。

佩蕾丝的金融-技术范式：在技术革命生命周期中，金融资本与生产资本角色交替。导入期由金融资本投机主导，催生泡沫；转折点泡沫破裂，迫使社会进行制度重构；展开期则由生产资本主导，技术广泛渗透，带来坚实的金时代。

风险提示：历史数据缺失，数据模型失效。

经济研究·宏观深度

证券分析师：邵兴宇 010-88005483
shaoxingyu@guosen.com.cn
S0980523070001

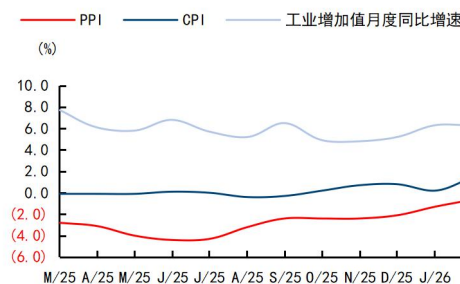
证券分析师：田地 0755-81982035
cntiandi2@guosen.com.cn
S0980524090003

证券分析师：董德志 021-60933158
dongdz@guosen.com.cn
S0980513100001

基础数据

固定资产投资累计同比	1.80
社零总额当月同比	0.90
出口当月同比	39.60
M2	9.00

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《宏观经济深度报告-有形之手（3）：新一轮财政增收路线图》——2026-04-02
- 《稳就业催生超预期变化》——2026-03-31
- 《宏观经济深度报告-有形之手（2）：税制改革回顾》——2026-03-19
- 《宏观经济深度报告-反内卷系列一：将“反内卷”进行到底》——2026-02-04
- 《宏观经济深度报告-有形之手（1）：财政ABC之“四本账”》——2026-02-03

内容目录

周期认知：从“女王之问”说起	4
周期泛在：来自经济史与资产价格的证据	6
周期溯源：从数据中被发现的经济节律	6
宏观印记：总量数据里的周期脉动	8
资产价格：金融资产的周期回声	11
周期理论：学派脉络与思想谱系	13
熊彼特的阐述：周期诞生于创造性破坏	14
马克思的阐述：周期内生于资本积累	16
调节学派的阐述：周期孕育于社会生态	17
长波中的金融：技术-经济范式的衍生剧本	18
小结	20
风险提示	21

图表目录

图 1: 重大宏观节点主流预测往往失效	5
图 2: 美国历史上的房地产（库兹涅茨）周期	7
图 3: 康波示意图	8
图 4: 全球工业增长的长期波动	9
图 5: 全球投资的长期波动	9
图 6: 大宗商品的全球超级周期	10
图 7: 即使在“失去的三十年”当中日本地产周期仍然奏效	11
图 8: 美股市盈率具有一定周期性	12
图 9: 中国国债收益率与产能周期的一致性	12
图 10: 美元指数的背后是房地产周期	13
图 11: 关于周期的理论阐释	14
图 12: 熊彼特理论下的长波周期形成机制	15
图 13: 熊彼特理论下的长波周期形成机制	16
图 14: 资本积累与经济增长	17
图 15: 产品生命周期与劳资冲突	18
图 16: 罢工次数的历史演变	18
图 17: 技术革命与金融资本演化	20

经济世界与资本市场始终被不确定性包裹，荣衰交替、涨跌共生，让人沉迷其中又难以完全看清它运行的全部逻辑。当我们谈论经济周期，并非在寻找能精准预言未来的魔法水晶球，而是在承认人类暂时尚无法穷尽经济系统全部规律之后，选择一种更务实、更贴近现实的认知方式。周期研究的本质，是在不确定性中识别秩序、在历史波动中锚定方位、在复杂系统里把握节奏。周期既是理解经济运行节律的思维框架，也是连接宏观逻辑与市场实践的桥梁。

周期认知：从“女王之问”说起

经济学界多年来流传着一个真实的段子。2008年全球金融危机爆发后，英国女王伊丽莎白二世视察伦敦政治经济学院时，向在场顶尖经济学家发出直击灵魂的质问：“为什么当初就没有一个人注意到它（经济危机）？”随后，伦敦政治经济学院一群经济学者联名致歉，承认未能预测危机的时间、幅度与严重性，反思金融界与学界陷入了“一厢情愿和傲慢自大”的误区。

“女王之问”绝非轶事，而是揭开了主流经济学的核心尴尬：在关乎经济存亡的重大考验面前，其主流范式出现系统性预测失灵与解释苍白，迫使我们重新思考经济学的根本研究路径——究竟该如何认识经济运行？

在人类认知经济世界的漫长历程中，经济学始终试图为自身寻找一种稳固、可靠、具备普遍解释力的学科身份。自古典政治经济学诞生以来，一代又一代学者怀揣着将经济学科学化的理想，不断模仿自然科学的研究范式，其中最具代表性、影响最深远的方向，便是以物理学为标杆，构建一套如同经典力学一般严谨、精确、可推演、可验证的公理体系。

主流经济学有着根深蒂固的“物理学羡慕”。早在萨伊所处的古典经济学时代，学者们便清晰地表达出这样的理想：经济世界如同物理世界一样，存在着普遍、稳定、永恒的规律，只要找到这些规律，就可以像解释物体运动一样解释经济行为，像预测天体轨道一样预测经济走势。萨伊所主张的“经济学应当像物理学一样精确严谨”，本质上是为经济学确立一种硬科学的学科定位，要求其摆脱价值判断、历史经验、社会结构的干扰，以少数不证自明的公理为起点，通过严密的逻辑演绎，推导出覆盖全部经济活动的一般法则。进入20世纪，弗里德曼为代表的实证经济学方法论，进一步将这种“物理学崇拜”推向顶峰。

在这样的方法论指引下，主流经济学构建起一整套高度形式化的理论大厦：以理性经济人为第一公理，构筑起了一整套复杂堡垒。然而，这套高度模仿物理学构建的公理化体系，从诞生之初就存在一个无法回避的致命缺陷：它系统性地淡化、弱化甚至直接否认经济波动的内在必然性，乃至让宏观研究退化为了“巨魔和小鬼”（Troll and Gremlin）的游戏。（Paul Romer, 2016）

在经典力学的世界里，物体在不受外力作用时保持静止或匀速直线运动，扰动来自外部，且不改变物体的本质属性。主流经济学将这一逻辑完全移植到经济分析中，形成了一套根深蒂固的认知：经济系统存在一条由技术进步、人口增长、资本积累等供给面因素决定的潜在产出长期趋势，这条趋势线平滑、稳定、持续向上，代表经济的自然状态；而现实中观察到的繁荣、过热、衰退、萧条，不过是来自外部的、随机的、不可预测的冲击所导致的暂时偏离——可能是技术冲击、货币冲击、偏好冲击、政策冲击，也可能是地缘冲突、自然灾害、疫情等外生事件。这些冲击没有规律、无法提前识别，因此由其引发的经济波动，自然也被定义为不规则、不可预测的噪音。

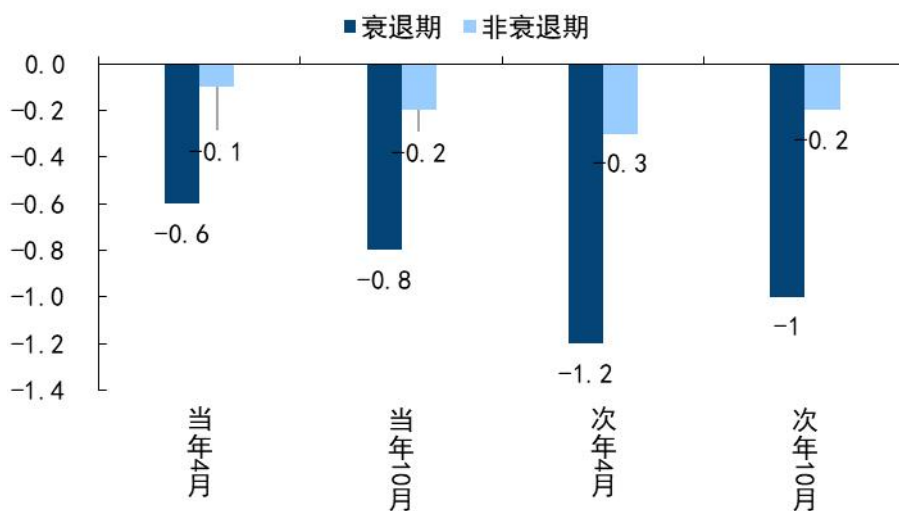
在主流经济学的教科书与主流研究中，这种认知被反复强化。曼昆在极具影响力

的《经济学原理》中，直接以“经济波动是不规则且不可预测的”作为章节核心论断。这种波动不可知论的背后，是根深蒂固的均衡思想与有效市场假设。它隐含着一个判断：市场本质上是有效的，能够迅速消化信息并回归均衡；波动只是对均衡的、无规律的暂时偏离，是噪音。既然根源（冲击）不可预测，那么波动本身也就无法被系统性地把握和利用。

这种对经济波动的刻意淡化和回避，直接导致了主流经济学预测能力的全面退化。在长期的学术发展中，主流经济学在预测未来方面的战绩堪称惨淡。面对已经发生的经济事件，学者们可以迅速调整模型参数、补充假设条件，构建出逻辑自洽的事后解释。但面对尚未发生的风险与拐点，整个学界几乎集体失语，既无法给出明确的预警，也无法提出有效的应对方案。这种“事后解释头头是道，事前预测一塌糊涂”的理论困局，在2008年次贷危机这样的重大历史节点中暴露无遗。

图1：重大宏观节点主流预测往往失效

IMF统计显示重大宏观拐点时预测偏差加大



资料来源：International Monetary Fund. (2008). World Economic Outlook October 2008: Financial Stress, Downturns and Recoveries, 国信证券经济研究所整理测算

周期论则选择了一条与主流不可知论不同的道路。它拒绝将波动简单地贴上“随机”标签后便束之高阁，而是转向了一条基于历史数据的经验归纳与实证之路。

这条道路的精神内核是朴素甚至笨拙的。既然我们无法从几条先验的公理中推导出经济的全部秘密，那么最好的老师就是历史本身。周期理论不追求在精巧的数学模型中获得理论上的洁净，而是坚持俯身于漫长、纷繁甚至充满断裂和突变的经济史数据之中，运用统计工具，耐心地寻找那些重复出现的模式、波动节奏以及变量间的因果关联。

这就触及了科学哲学方法论上的根本分野：我们究竟是应该首先相信逻辑推导，还是首先相信客观事实？周期研究的回答是：永远应该优先相信事实。周期现象，首先是一个统计规律。它的最早发现，无论是康德拉季耶夫对英法美等国物价、利率序列长达一个多世纪的观察而提出的长波，还是朱格拉对银行信贷、破产数据的分析归纳出的中周期，抑或是基钦对企业库存行为的追踪识别出的短周期，都并非源于某条优雅的公理推导，而是来自于对长期历史数据的耐心观察与归纳。

周期的事实实际上告诉我们，人类对经济现象的理解还很浅薄，但这并不妨碍我

们使用一些从历史中归纳出来的、合乎直觉的规律来指导实践。一个颇具启发的类比是：哪怕是经济学一直竭力模仿的物理学，其革命性理论——量子力学的建立，也首先是建筑于黑体辐射、光电效应等无法用经典理论解释的实验现象之上，而后才发展出与之匹配的数学框架（如矩阵力学、波动力学）。是事实迫使理论革新，而非相反。

因此，周期理论的根基，是科学哲学上的经验主义与实证主义。它是在承认我们不够全知全能的背景下，基于历史经验进行归纳，并尝试进行合乎逻辑的演绎与解释。它提供的不只是一个预测工具，更是一种观察经济波动、理解驱动力量交替、识别系统性风险与机会的分析框架和思维范式。当主流范式在“波动不可知论”前止步，周期研究选择了一条更接地气的道路：从历史中寻找秩序，在混沌中建立坐标。

这种分野在资本市场研究的语境下显得尤为尖锐和重要。资本市场的研究与实践，其本质恰恰重预测远甚于解释。投资者、交易员、资产配置者每天面对的是真金白银的决策，他们需要的是对未来概率分布的判断，是对风险与机遇的评估，是对系统性拐点的警觉。事后无论多么完美的解释，对于已经发生的亏损都于事无补。

由此带来的一个尖锐矛盾是：就我个人所见，当前主流经济学界的诸多宏观研究成果，无论理论模型多么精巧，实证手段如何复杂，其结论能够直接、有效地应用于资本市场实战的，寥寥无几。两者在方法论、时间尺度和核心诉求上，似乎存在着一条难以逾越的鸿沟。

而周期研究，可能正是少数能够弥合这条鸿沟的桥梁之一。因为它生于对市场数据的观察（如价格、利率），长于对历史规律的总结（如资产轮动、危机重现），最终服务于对未来可能路径的推演。它不承诺精确，但提供概率；不迷信公理，但尊重历史。对于需要在不确定性中做出决策的资本市场参与者而言，这种基于经验的、框架性的思维方式，其价值远胜于一个逻辑完美但预测失灵的理论模型。凡此种种，一言以蔽之——它有用。

周期泛在：来自经济史与资产价格的证据

如果周期视角仅是一种哲学上的选择或方法论上的偏好，那么它的力量将是苍白的。其真正的生命力，根植于它在现实经济肌体与资产价格脉搏中留下的广泛、深刻且可验证的烙印。这些经验证据清晰地刻画在百年经济史与资产价格图谱上。

周期溯源：从数据中被发现的经济节律

理解周期的泛在性，最好的起点是回到它被最初发现的时刻。

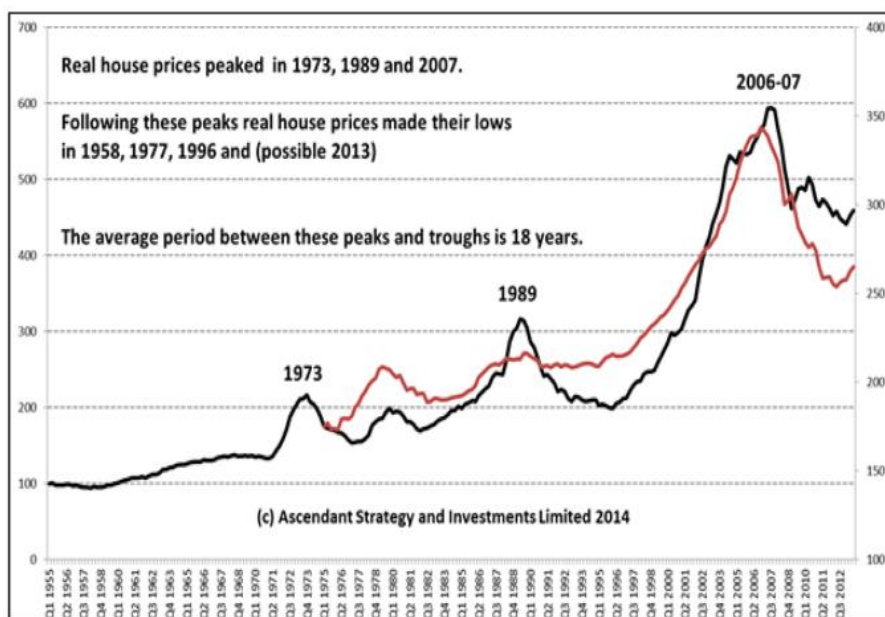
周期现象第一次被正式观察，源于一位法国医生对“经济流行病”的追踪。1862年，法国人克莱门特·朱格拉出版了《论法国、英国和美国的商业危机及其周期性复发》。作为一名训练有素的医生，他的研究最初旨在探寻疾病与经济状况的关联，却在系统梳理三国长达数十年的银行数据、利率与价格序列后，得出了一个颠覆性的结论：经济危机并非偶然的灾难，而是像海浪一样，以大约7到11年的间隔规律性地重现。他所揭示的，正是后来以他名字命名的朱格拉周期。

朱格拉的发现打开了一扇门，让后来者意识到，经济波动可能存在不同时间尺度的谐波。1923年，美国经济学家约瑟夫·基钦将目光投向了更短促的节奏。通过分析英美两国银行清算、利率等高频月度数据，他识别出一个平均约40个月（3-4年）的短周期。基钦敏锐地将其归因于当时难以直接观测的企业库存行为。这就

是基钦周期。

如果说朱格拉和基钦揭示了产业与企业的中短期节奏，那么 1930 年代西蒙·库兹涅茨的工作，则将周期视野拓展至与一代人生命历程共鸣的更长时间维度。他在研究美国经济增长时，发现了平均 15-25 年的中长期波动。这一周期后来被与建筑业活动和人口代际迁移紧密联系起来，形成了库兹涅茨周期或房地产周期。其物质基础是住宅、商业设施和重大基础设施等超长寿命固定资产的投资浪潮。

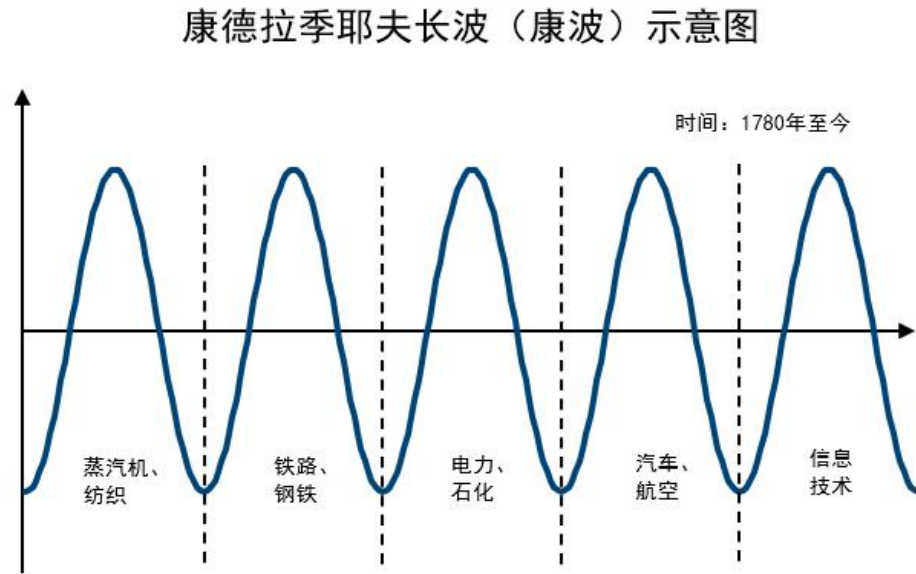
图2：美国历史上的房地产（库兹涅茨）周期



资料来源：Phillip J. Anderson 《The Secret Life of Real Estate and Banking: How It Moves and Why》，国信证券经济研究所整理测算

至此，从 3-5 年、7-11 年到 15-25 年，一个多层次的时间谱系已初具轮廓。然而，最具野心和争议的发现，来自 1925 年的苏联经济学家尼古拉·康德拉季耶夫。他搜集整理了英、法、美等国从 18 世纪末到 20 世纪初长达 140 年的数据，涵盖物价、利率、工资及多种产量指标。通过对这些超长期序列的统计分析，他断言资本主义经济中存在平均约 54 年的长周期波动，并明确划分为上升波与下降波。这就是康德拉季耶夫长波（康波）。

图3: 康波示意图



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理测算

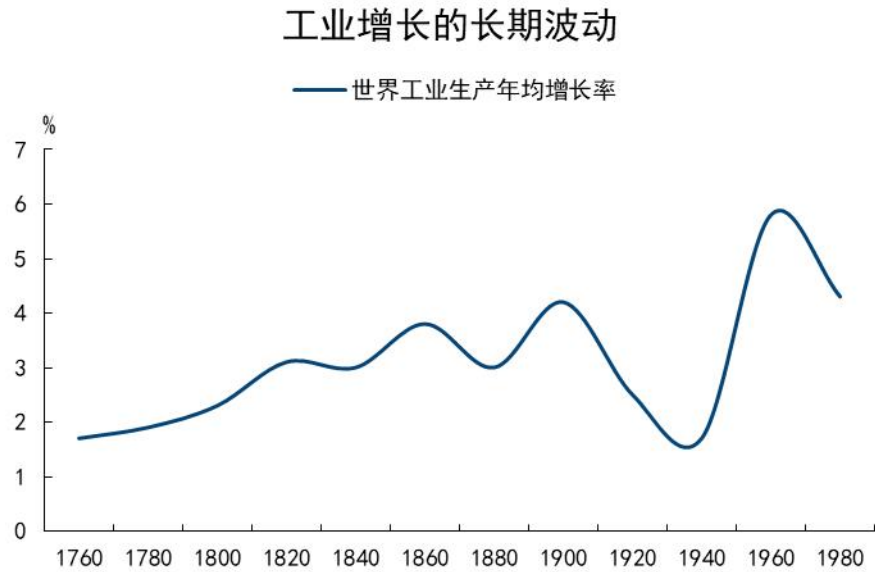
从基钦、朱格拉、库兹涅茨到康德拉季耶夫，这条发现之路清晰地表明：周期，首先是一个从历史数据中归纳出的统计事实。不同研究者从不同变量、不同时间尺度中，反复提炼出具有特定时间长度的重复模式。这套时间谱系，为我们观察经济世界提供了一组精密的计时器。

宏观印记：总量数据里的周期脉动

周期的存在性，首先体现于宏观经济总量数据之上。

最直观的证据，莫过于世界总生产增长率的长期轨迹。根据《经济长波论》中的经典图示，从1840年到1985年，总生产增长率并非围绕一条平滑趋势线随机扰动，而是呈现出数次完整的、跨度数十年的系统性起伏。这种长达数十年的、律动般的加速与减速交替，很难用一系列外生、孤立的冲击来合理解释。它强烈暗示，经济系统内部存在一种缓慢而强大的内生节律，在主导着增长节奏的代际切换。

图4: 全球工业增长的长期波动



资料来源: 赵涛《经济长波论 :对资本主义世界经济长期波动研究》P238, 国信证券经济研究所整理测算

如果将目光投向这一宏观律动的引擎, 我们会发现一个更为剧烈的“舞伴”——投资。与总生产增长波动几乎完全同步的, 是资本主义世界投资增长率的起伏, 且其振幅远为剧烈。在上升期, 投资增长率往往率先飙升并维持在高位; 在下降期, 它又往往率先断崖式下滑。这种领先性和放大效应揭示了一个核心逻辑: 投资不仅是增长的伴随现象, 更是其波动的核心驱动力和放大器。投资的周期性收缩, 直接压制当期需求, 更意味着未来生产能力的增长陷入停滞, 从而可能延长经济的低迷期。宏观数据在此清晰地指认了投资作为周期关键变量的角色。

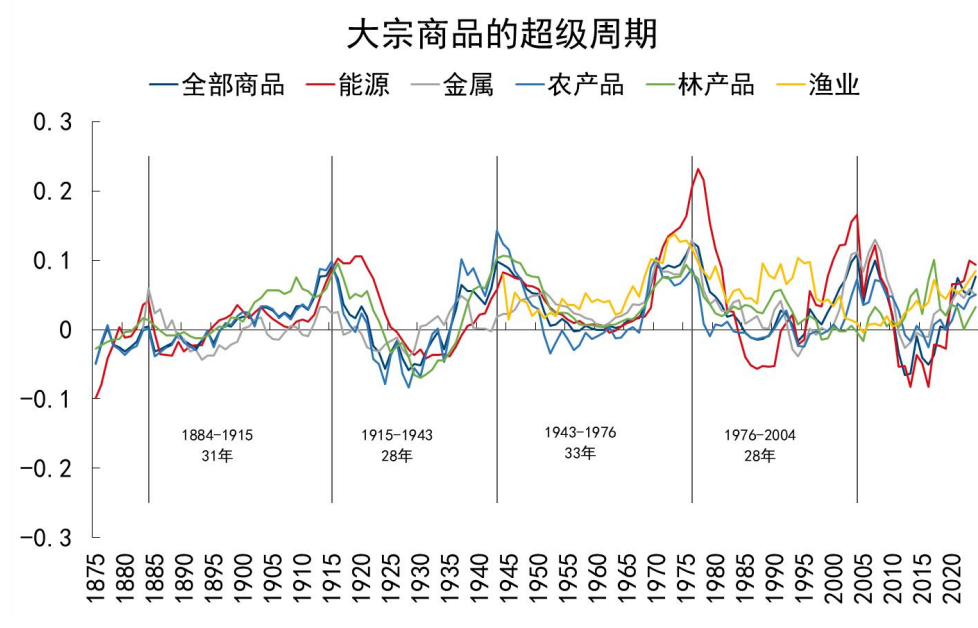
图5: 全球投资的长期波动



资料来源: 赵涛《经济长波论 :对资本主义世界经济长期波动研究》P240, 国信证券经济研究所整理测算

这种周期性格律同样穿透了货币面纱，深刻塑造着价格体系的长期波动。大宗商品价格的世纪沉浮提供了一个绝佳例证。研究表明，大宗商品价格存在跨越数十年的超级周期，其牛市往往与全球性的工业化、城镇化浪潮同步。例如，21 世纪初震撼全球的商品超级周期，其核心驱动力并非单纯的货币因素，而是由中国等新兴经济体快速工业化所引发的、对实物资源的集中性、浪潮式需求，与供给端漫长调整周期之间旷日持久的博弈。价格，在此成为了实体经济重大结构性需求变化的忠实记录者。

图6: 大宗商品的全球超级周期



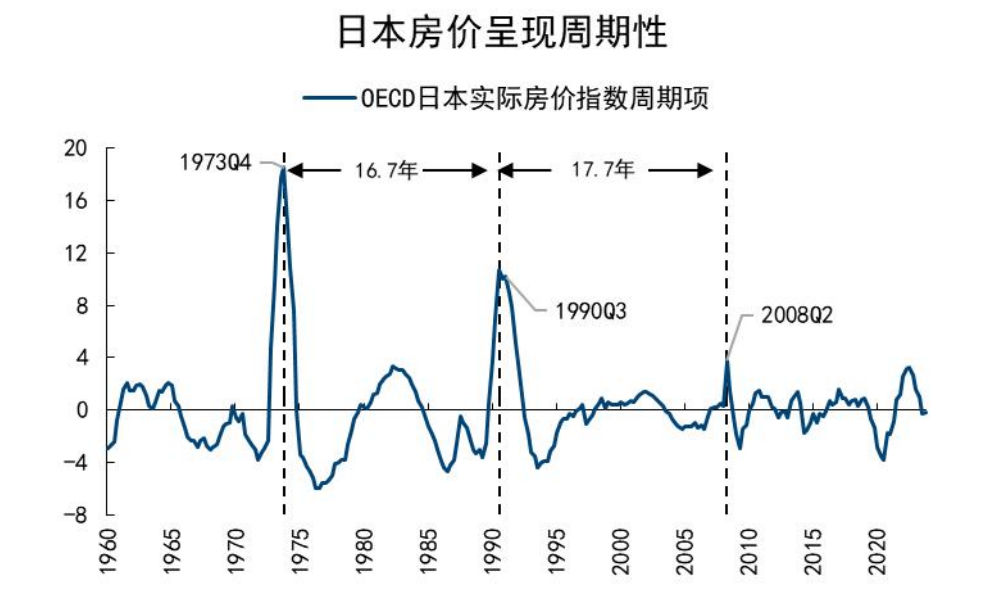
资料来源：加拿大央行，国信证券经济研究所整理测算

周期的存在性不仅体现在全球总量上，更在国别层面展现出清晰的规律，且这种规律具有惊人的韧性。

以日本为例，其房地产市场经历了完整的周期性循环。对日本 1960 年至今的房价数据进行滤波分析，发现即使在 1990 年代泡沫经济破灭、房价进入长期下行趋势的背景下，其房价波动项依然呈现出约 16.7-17.7 年的周期性规律。

这意味着，即使在“失去的三十年”这一宏大下行趋势中，房地产市场的中期波动节奏——即房地产周期本身——依然在顽强地奏效，在长期熊市中制造出可辨识的阶段性企稳与波动（如 2003-2007 年的短暂企稳）。这强有力地证明，周期规律并非只在牛市或特定阶段存在，它是内嵌于经济结构中的一种基础性波动模式，即便在趋势性下行期，其节律依然清晰可辨。

图7：即使在“失去的三十年”当中日本地产周期仍然奏效



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理测算

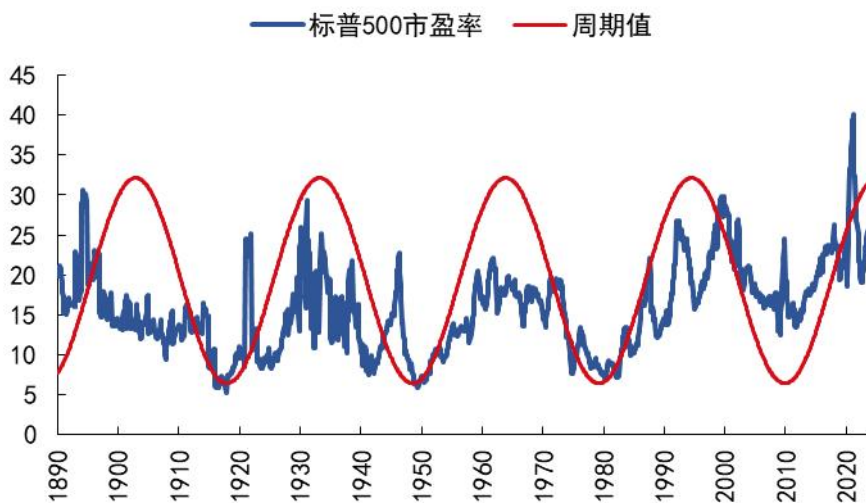
资产价格：金融资产的周期回声

周期的力量从不局限于实体经济的统计报表，它被金融市场敏锐地捕捉并放大，并影响着资产价格的起伏、产业板块的轮动与估值水平的世纪轮回。在这里，周期获得了最具流动性、也最引人注目的表达。

资产价格的长期波动，本身就是周期最直观的铭刻。对于投资者而言，股票市场的估值水平（市盈率）所呈现的惊人长周期，揭示了超越企业短期盈利的深层规律。数据显示，自1890年以来，标普500指数的静态市盈率呈现出约30年的周期性波动，其高峰与低谷（如1929年、1960年代中期、2000年；1920年代初、1940年代末、1980年代初）宛如潮汐般规律。这反映的是一代人风险偏好的系统性变迁、长期利率环境的周期性摆动，以及资本稀缺性的世纪起伏。在经历了长期繁荣的乐观顶点后，市场情绪将估值推至泡沫化高位；而在漫长的危机与熊市洗礼后，悲观又将估值压缩至历史性低位。

图8: 美股市盈率具有一定周期性

美股市盈率呈现30年左右周期规律



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理测算

债券市场同样回荡着周期的声音, 其核心波动与实体经济周期深度绑定。以中国债券市场为例, 在对中国 10 年期国债收益率进行滤波处理后发现, 其波动项与中国的产能利用率周期在方向和力度上几乎完全吻合。这表明, 即使是看似由央行政策和通胀主导的利率曲线, 其核心波动也深深植根于实体经济的产能周期(朱格拉周期)之中。

图9: 中国国债收益率与产能周期的一致性

10Y国债与产能利用率

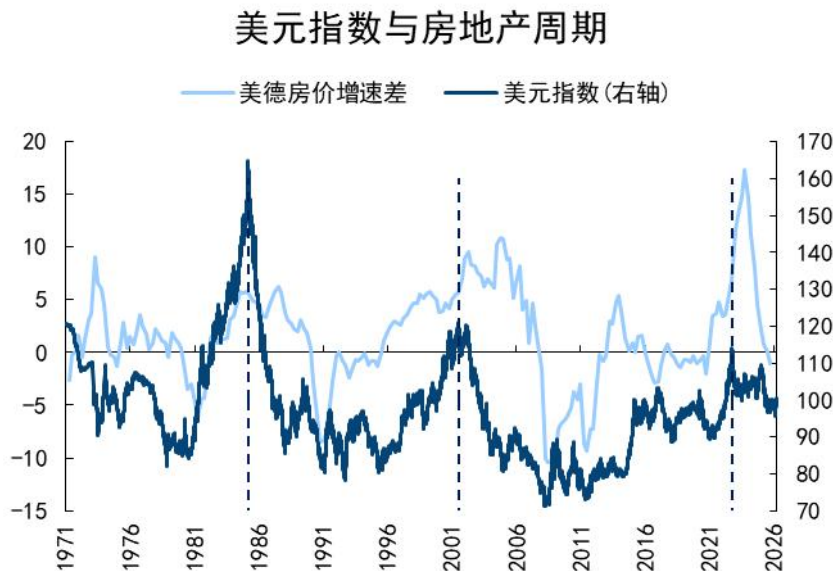


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理测算

全球资本流动与汇率周期, 则是连接国别资产价格(尤其是房地产)与全球金融条件的关键纽带。美元作为全球核心货币, 其强弱周期具有显著的规律性, 并与全球资本流动和国别资产表现深度互动。

一个典型的传导链条是：当美国经济相对强劲或货币政策收紧时，美元往往进入强势周期。强势美元会吸引全球资本回流美国，这通常会对其他经济体的资产价格，特别是对资本流动敏感的房地产市场，形成压力。反之，当美元处于弱势周期时，国际资本倾向于流向非美经济体寻找机会，可能助推这些地区的资产价格。这种由汇率周期驱动的资金潮汐，促使房地产金融周期与汇率周期呈现显著共振。

图10: 美元指数背后是房地产周期

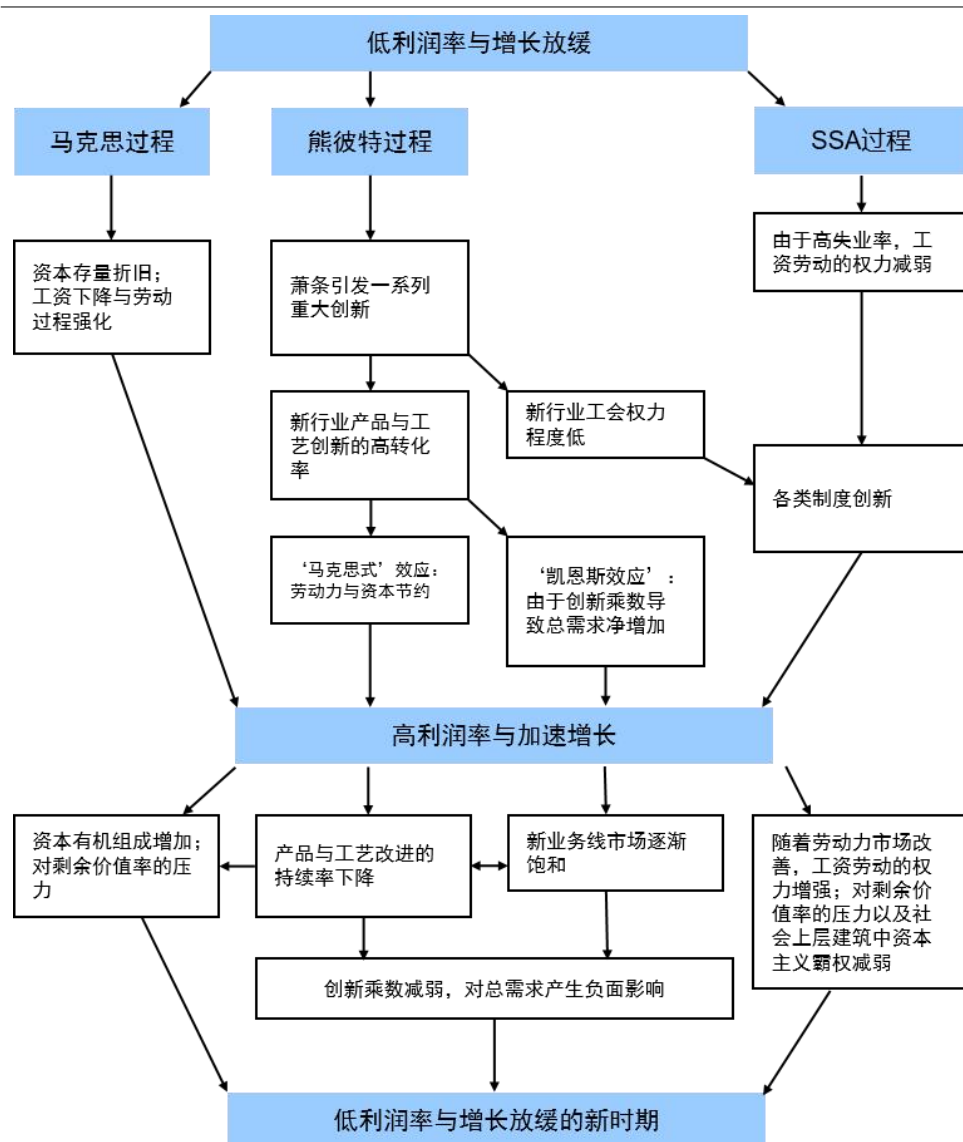


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理测算

周期理论：学派脉络与思想谱系

周期，尤其是跨越半世纪的康德拉季耶夫长波，并非凭空臆想。它在宏观运行、资产价格乃至国际格局中留下了深刻的烙印。然而，承认其存在只是第一步。真正的挑战在于回答：驱动这种宏大节奏的内在引擎究竟是什么？对此，学术界并未给出唯一的答案。作为资本市场从业人员，我们并无兴趣过多陷入这些学理之争，但简要回顾与康波相关理论，或许有助于我们进一步理解周期这一概念。

图11: 关于周期的理论阐释



资料来源: Klienkecht 等, 《New findings in long-wave research》, 1993, P8, 国信证券经济研究所整理测算

熊彼特的阐述: 周期诞生于创造性破坏

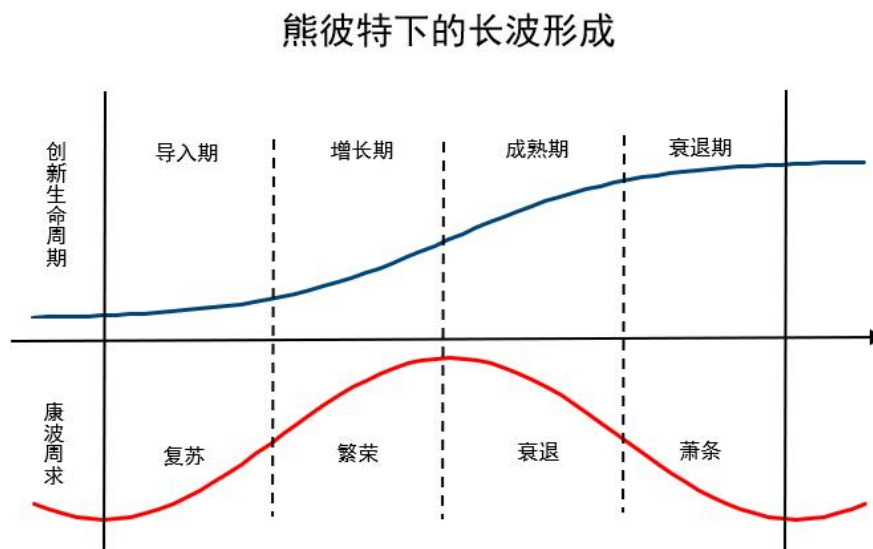
当我们谈论科技浪潮与产业革命时, 约瑟夫·熊彼特的身影便悄然浮现。他的理论, 为长波提供了一套最直观、也最富魅力的叙事——一部由企业家和创新所主导的经济史诗。

熊彼特将经济视为一个围绕均衡点循环流转的体系。真正的变革, 来自体系之外的创造性毁灭。企业家如同经济史上的英雄, 引入根本性的新组合, 可能是新产品(如汽车)、新技术(如流水线)、新市场或新组织方式。这一创新摧毁旧产业的利润基础, 为创新者开辟出一个暂时的垄断暴利区。

暴利是最好的信号。它吸引模仿者蜂拥而至, 形成创新集群。全社会资本开始围绕这一新的主导部门进行巨额的、集群式的固定资产投资, 信用随之扩张, 经济

进入长达二三十年的繁荣期。然而，创新的扩散有其极限。随着技术潜力耗尽、市场趋于饱和、竞争白热化，超额利润消失，投资机会枯竭，繁荣的帷幕落下，经济陷入漫长的萧条。萧条期既是消化上一轮创新的阵痛，也为下一轮创造性毁灭积蓄着能量与必要条件。

图12: 熊彼特理论下的长波周期形成机制



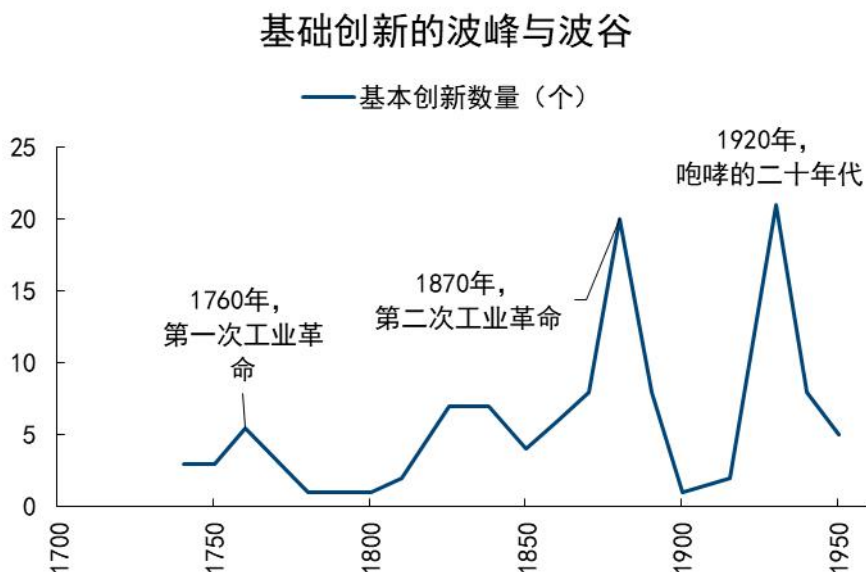
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理测算

熊彼特模型颇具英雄史观和浪漫色彩¹，创新仿佛源于企业家个人的非凡意志。但这留下一个关键问题：创新为何会以 50-60 年的周期集群出现，而不是均匀分布？后来的新熊彼特主义者试图为此寻找内生答案。

其中，门施的“萧条引致创新”假说影响深远。他在《技术的僵局》中通过对历史数据的统计发现，基础性创新往往密集出现在大萧条时期（如 19 世纪 30 年代、80 年代和 20 世纪 30 年代）。他的逻辑是：只有当旧技术范式下的利润前景极度黯淡，陷入技术僵局时，资本为寻求出路，才愿意承担巨大风险去投资那些可能带来暴利但也极不确定的基本创新。因此，萧条是催生新一轮技术革命的温床。

¹ 理论特质或许也契合了熊彼特的个人气质，其年轻时曾戏言人生三大心愿是：做维也纳最出众的情人、欧洲最好的骑手和世界最伟大的经济学家。

图13: 熊彼特理论下的长波周期形成机制



资料来源: Mensch, Gerhard. "Stalemate in technology: innovations overcome the depression." 1979, 国信证券经济研究所整理测算

马克思的阐述：周期内生于资本积累

如果熊彼特描绘了打破平静的浪涛，那么从马克思到曼德尔的理论，则揭示了海面之下那深邃而规律的潜流。在马克思主义的阐释下，长波运动的根源不是外生的创新，而是内生的资本积累本身。

在马克思的框架中，资本的本质是自我增殖。这驱动了无止境的资本积累和利润再投资。然而，积累主要采取采用机器、提高生产率的形式，这表现为资本有机构成的提高。一个核心趋势随之产生：一般利润率趋于下降。

利润率的下降侵蚀积累的动机与能力。当积累普遍放缓，危机便爆发了。危机通过企业破产、资产贬值、工人失业等方式，暴力地摧毁一部分现有资本价值，从而为利润率的回升和新的积累扫清道路。因此，危机不是系统的故障，而是系统修复自身、重启增长的强制性机制。这个“积累→利润率下降→危机→资本贬值→积累重启”的循环，构成了，典型的马克思式的危机理论。在这一理论下，周期性是资本积累与生俱来的脉搏。

二战以后，曼德尔极大继承了马克思的危机理论，并将研究重心放在了关于经济长波的研究当中。根据曼德尔的分析，在长波的扩张期，一系列有利条件会共同作用，有力地抵消利润率下降的趋势。这些条件可能包括：重大的技术革命开辟了新的高利润投资领域；世界市场的突然扩大；劳资冲突因特定历史原因（如战争、政治挫折）而暂时削弱；甚至像金矿发现这样的偶然事件。这些因素汇聚在一起，推动社会平均利润率进入一个长期高涨的阶段。高利润率刺激了大规模、持续数十年的投资浪潮，资本积累加速，经济呈现繁荣景象，例如二战后的“黄金年代”。

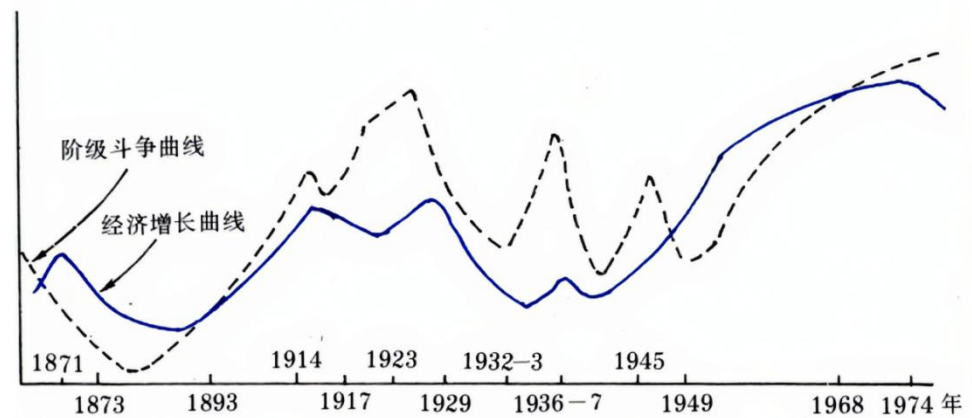
然而，这种扩张本身会逐渐耗尽推动它的力量。技术革命的红利被普及和吸收，新市场趋于饱和。更重要的是，持续的经济繁荣会改变社会力量的平衡：充分就业增强了工人的谈判能力，工资上涨可能挤压利润；企业之间的竞争加剧，导致

产能过剩。扩张期普遍采用的、节约劳动的新技术，虽然提高了生产率，但也持续推高了资本有机构成。这些因素相互作用，最终导致利润率进入一个长期的下降通道。

因此，在曼德尔看来，经济长波的历史，就是一部利润率长期波动与特定历史条件（技术、市场、劳资冲突、国际事件）相互交织的史诗。每一次长波都不是上一次的简单重复，其具体形态和转折都深深烙上了独特时代的印记。这一理论为理解全球经济为何会呈现出黄金年代与长期停滞交替的宏大节奏，提供了一个以利润率为核心的、充满历史感的分析框架。

在曼德尔之后，学术领域涌现出大量以宏观利润率测算为核心焦点的研究，成为经济长波实证研究领域的重要分支。例如，安瓦尔·谢克等人试图区分基本利润率和实际利润率，并论证前者存在长期下降趋势，而后者因产能利用率波动而起伏。

图14: 资本积累与经济增长



资料来源：欧内斯特·曼德尔，《资本主义发展的长波》，第二章，国信证券经济研究所整理测算

调节学派的阐述：周期孕育于社会生态

无论是熊彼特的创新英雄，还是马克思、曼德尔的“积累脉搏”，其潜力的发挥都需要一个舞台。社会积累结构（Social Structure of Accumulation, SSA）和调节学派，则将聚光灯对准了这个舞台本身——确保利润能够被稳定生产和实现的社会制度与关系，即社会生态。

SSA 学派的理论起点，直指经济运行的重大现实困境：利润，并非天然存在，而是极度脆弱的。企业要进行长期、大规模的积累和投资，一个不可或缺的前提是拥有稳定且乐观的长期利润预期。然而，经济内部充满了破坏这种稳定性的力量：激烈的竞争会侵蚀利润空间；强势的劳工运动可能挤压利润份额；剧烈的市场波动会打断投资计划；不稳定的国际环境则会阻断市场与资源。

因此，一套成功的、能带来长期繁荣的积累体系，其核心功能就是系统地压制或疏导这些破坏性力量，为资本积累创造一个可预测、有保障的“温室环境”。它不是单一的政策，而是一整套相互支撑、彼此强化的制度组合。

在 SSA 学派看来，战后持续二十余年的黄金年代，正是这样一套高度协调、内部一致的制度生态的杰作。布雷顿森林体系提供了稳定的国际货币环境；美国霸权

保障了全球贸易与投资安全；国内劳资之间达成了生产力增长-工资增长的默契；凯恩斯主义政策致力于维持充分就业和需求。这套组合拳，共同塑造了企业乐观的长期预期，催生了史无前例的固定资产投资浪潮，驱动了长波的扩张。

然而，与任何生态系统一样，SSA 也具有内在的生命周期。其衰败，恰恰源于其成功。持续繁荣会逐渐侵蚀支撑它的制度基础：

——充分就业最终增强了劳工的议价能力，导致工资增长超过生产率增长，引发利润挤压。

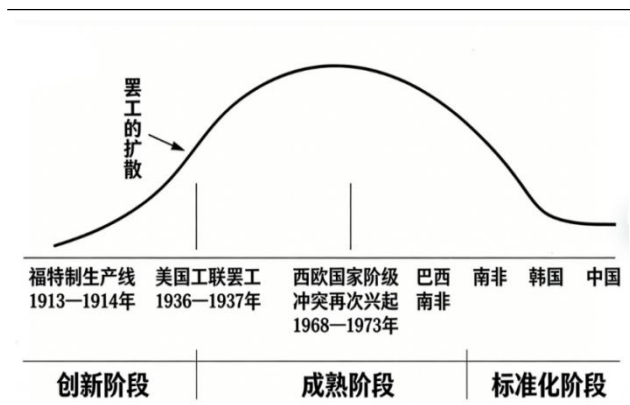
——国际竞争随着欧洲和日本的复兴而加剧，动摇了美国的绝对霸权和原有的国际利润分配格局。

——持续的通货膨胀和财政压力，瓦解了凯恩斯主义政策的共识。

当旧制度的各个支柱开始松动、彼此矛盾时，支撑长期乐观预期的制度温室便出现裂缝。企业面对不确定的未来，长期投资意愿骤降，经济随之陷入长期的停滞与动荡，即长波的萧条期。因此，萧条期不仅仅是技术红利的耗尽或利润率的自然下降，更是一场深刻的制度危机。

相对于马克思-曼德尔的利润率脉搏，SSA 学派同样关注利润，但更强调利润预期而非单纯的利润率数值。是制度环境塑造了经济主体对未来的判断，从而决定了长期投资的勇气和规模。利润率下降是结果，而制度生态的瓦解是更深层的原因。

图15: 产品生命周期与劳资冲突



资料来源：孟捷，高峰.《发达资本主义经济的长波：从战后“黄金年代”到2008年金融—经济危机》，国信证券经济研究所整理

图16: 罢工次数的历史演变



资料来源：孟捷，高峰.《发达资本主义经济的长波：从战后“黄金年代”到2008年金融—经济危机》，国信证券经济研究所整理

长波中的金融：技术-经济范式的衍生剧本

如果说 SSA 学派描绘了支撑利润的制度舞台，那么以卡萝塔·佩蕾丝为代表的新熊彼特主义学者，则为我们呈现了一部在这舞台上反复上演的、关于金融与技术的经典剧本。这部剧本的核心，是金融资本与生产资本在技术革命生命周期中的大戏，它深刻地解释了为何每一次长波的繁荣都伴随着巨大的资产泡沫，而泡沫的破裂又总是成为长波转向萧条的关键拐点。

佩蕾丝的理论将一次完整的技术革命扩散过程，清晰地划分为两个阶段、四个时期，金融资本在其中扮演了截然不同的角色。

第一阶段：导入期——金融资本狂热

当一项根本性技术创新（如微处理器、互联网）崭露头角时，其巨大的潜力与极高的不确定性并存。此时，传统的生产资本（产业资本）往往持观望态度，因为旧的投资范式依然有利可图。而金融资本，凭借其追逐高风险高回报的天性，率先涌入这片新大陆。它们为那些充满梦想但尚无盈利的初创企业提供融资，催生出全新的产业部门。

随着成功案例的出现，财富效应开始显现。金融资本的乐观情绪迅速传染，从风险投资蔓延至股市乃至整个信贷体系。一场技术狂热就此爆发：资产价格（尤其是与新范式相关的股票和资产）脱离基本面疯狂上涨，形成巨大的金融泡沫。这个阶段，经济增长的引擎看似强劲，但主要驱动力是金融投机而非生产率的普遍提升。金融资本成为舞台上的绝对主角，而生产资本则被泡沫的财富效应所吸引，逐步加大投入。

第二阶段：转折点：泡沫崩溃与制度重构

然而，纯粹的金融狂欢无法永远持续。当泡沫膨胀到极致，其脆弱性便暴露无遗。一次外部冲击（如货币政策收紧）、或仅仅是预期转向，就足以引发泡沫的崩溃（如2000年的互联网泡沫、2008年的次贷危机）。资产价格暴跌，大量投机资本灰飞烟灭，经济陷入短期恐慌与衰退。

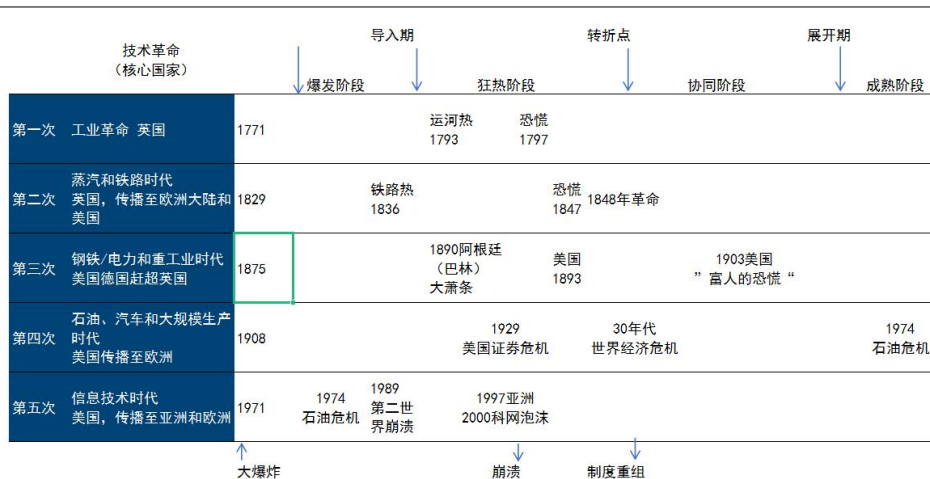
佩蕾丝指出，这个转折点至关重要。它不仅是泡沫的出清，更是社会共识和制度框架重塑的契机。泡沫破裂的惨痛教训，迫使社会认识到：新技术要真正转化为全社会的生产力提升和普遍繁荣，必须建立一套与之匹配的新“游戏规则”。这包括：更新监管框架以管理新产业、调整税收和收入分配以缓解社会矛盾、建设新一代基础设施（如宽带网络、智能电网），以及形成新的商业和组织模式。这个过程充满冲突与博弈，是长波从“导入期”转向“展开期”必须跨越的门槛。

第三阶段：展开期——生产资本协同主导

一旦新的制度框架初步建立，技术革命的扩散便进入展开期。此时，舞台的主角从金融资本换成了生产资本。新技术不再是少数行业的专利，而是像电力或汽车一样，向所有传统产业部门渗透和融合，引发全面的“技术-经济范式”更新。投资的重点从追逐概念转向扎实的工艺改进、供应链优化和市场规模应用。

在这个阶段，经济增长建立在更广泛的生产率提升基础之上，虽然增速可能不如泡沫期那样炫目，但基础更为坚实、利益分配更为广泛（即所谓的黄金时代）。金融资本的角色也发生转变，从投机主导转变为服务于产业扩张的融资渠道。最终，当这项技术在所有领域潜力耗尽，生产率增长再次放缓，长波的繁荣期便走向终结，等待下一轮技术革命的曙光。

图17: 技术革命与金融资本演化



资料来源: Perez, Carlota. "Great surges of development and alternative forms of globalization." 2007, 国信证券经济研究所整理测算

小结

经济世界与资本市场潮起潮落，人类始终在混沌中追寻运行的秩序。面对“女王之问”所揭露出的主流经济学预测困局，周期研究给出了另一条直面现实、尊重规律的认知之路。

现实看，从朱格拉、基钦到库兹涅茨、康德拉季耶夫，周期并非抽象假说，而是镌刻在经济史中的真实节律。全球工业增长、投资起落、大宗商品价格，无一不遵循着内生的波动轨迹；即便在日本“失去的三十年”漫长阴霾里，地产周期依旧成立。而在金融市场，美股估值、中国国债收益率、美元指数也均呈现显著周期特征。

理论史看，熊彼特以“创造性破坏”书写创新史诗，马克思从资本积累深处挖掘周期根源，调节学派以社会生态勾勒周期舞台，佩蕾丝则揭开技术革命与金融资本的潮汐共振。诸多流派殊途同归，共同揭示：周期是经济系统的内生脉搏，是创新、资本、制度与市场交织演化的必然结果。

本篇重在搭建周期认知框架、梳理理论脉络，整体偏于理论阐释。我们将在下一篇文章中从理论走向实战，系统尝试如何刻画、识别各类周期，把周期规律落地为可观测、可跟踪、可应用的数据指标。

风险提示

历史数据缺失，数据模型失效

免责声明

分析师声明

作者保证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理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或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并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本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，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布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。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032