

宏观经济分析理论、方法、体系与观点

——宏观专题报告

2024年8月22日



主要观点

【核心结论】当前内外宏观环境正在发生深刻变化，在总量增速逐步降低的背景下，市场更加关注结构层面的机会。因此，宏观研究的分析框架也需要进一步细化。我们基于宏观经济分析的主要任务，从经济增长、经济结构和货币三个维度出发，构建宏观经济分析框架，并基于这一框架，提出当前经济依然运行在修复式增长的框架中，弹性有限。

【报告亮点】从人口周期、朱格拉周期、库兹涅兹周期和库存周期出发，梳理现有的宏观、中观经济指标体系，搭建可想象、可追踪、可验证的宏观分析框架，并基于修复式增长的框架对当前经济形势作出判断。

【主要逻辑】

- **宏观经济分析的主要任务：**准确判断宏观经济形势和资产价格，寻找资产配置的预期差。
- **宏观经济分析的指标体系：**实体经济：（GDP、月度经济活动数据）、物价、货币财政、国际收支。
- **当前经济运行在修复式增长的框架中：**1) 居民、企业和地方政府三大部门的增长动能不足；2) 经济修复的时间较长；3) 没有通胀压力；4) GDP增速环比、同比波动较大，经济预测的不确定性上升。
- **预计2024下半年GDP增长5%左右，通胀温和回升。**

【风险提示】

宏观政策不及预期，经济形势存在不确定性，地产风险外溢，海外金融市场回调幅度超预期，数据统计存在遗漏或偏差。



目录

1 宏观经济发展的背景及转型	04
1.1 宏观经济发展背景	05
1.2 转型的宏观经济学定义	06
1.3 宏观经济分析方法论	07
1.4 宏观经济分析的主要任务	17
1.5 宏观经济分析的覆盖面	18
2 周期理论是基于经验的重要框架	20
2.0 周期理论概述	21
2.1 人口周期	22
2.2 朱格拉周期	25
2.3 库兹涅茨周期	26
2.4 库存周期与美林投资时钟	27
2.5 中国经济周期	29
3 数据验证	32
3.1 宏观经济指标分析方法	33
3.2 数据使用方法	58
3.3 政策分析	64
4 大势研判	70



目 录

CONTENTS

- 1 宏观经济发展的背景及转型.....4
- 2 周期理论是基于经验的重要框架.....20
- 3 数据验证32
- 4 大势研判.....70



一、宏观经济发展的背景及转型

1.1 宏观经济发展背景：“大缓和”时代

- 80年代以后，发达国家通胀水平和波动下降，增长波动下降
- 对其原因有争议
 - 政策作用，尤其是货币政策
 - 运气：经济面临较少供给面冲击
 - 人口结构变化



一、宏观经济发展的背景及转型

1.2 转型的宏观经济学定义：全球金融危机冲击古典经济学

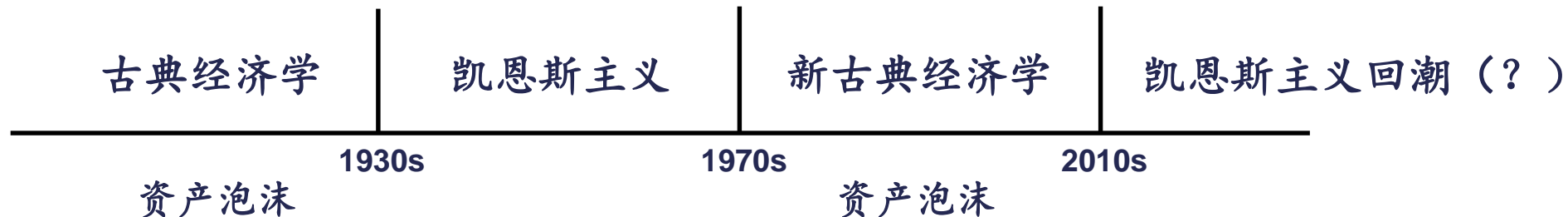
- 经济大衰退，失业大幅上升，很难用均衡的变化解释

- 政府干预大幅增加
 - 主要发达国家政府救助金融体系
 - 减税，扩大财政支出支持总需求（IMF的新政）
 - 货币大宽松（量化宽松等非常规手段）
 - 宏观审慎管理（金融压抑）
 - 中国2008年出台“4万亿”投资计划



一、宏观经济发展的背景及转型

1.3 宏观经济分析方法论：经济学两大流派的变迁



- 古典经济学：强调“理性”，供给决定需求，政府干预弊大于利
- 凯恩斯主义：强调“非理性”，需求决定供给，需求不足时需要政府干预
- 历史的相似：两次凯恩斯主义兴起发生在资产泡沫破灭和金融危机之后
 - 1920年代：经济快速增长，股市泡沫
 - 1990年代-2000年代初：大缓和（Great moderation），资产泡沫



一、宏观经济发展的背景及转型

1.3 宏观经济分析方法论：古典经济学

■ 古典经济学的两个部分

- 一般均衡论 (general equilibrium theory)
- 货币数量论 (quantity theory of money)

■ 一般均衡论：解释商品的相对价格和资源配置

- Alfred Marshall: 单一商品供给和需求
- Leon Walras: 存在至少一个价格和数量系统使得每个商品的供给和需求平衡
- Pareto efficiency: 给定现有的财富分配，市场有效配置资源：失业是自愿选择

■ 货币数量论：解释商品的货币价格和一般价格水平

- 1920年代：经济快速增长，股市泡沫
- 1990年代-2000年代初：大缓和 (Great moderation) ，资产泡沫



一、宏观经济发展的背景及转型

1.3 宏观经济分析方法论：古典经济学（续）

■ 萨伊定律 (Say's Law)：供给创造需求

- 基本观点：经济在受到这些冲击后，产生短暂的波动，但自身有稳定机制，很快回到充分就业
- 很难解释1930年代大萧条带来的持续的高失业

■ 收入分配问题

- 生产要素边际产出决定初次收入分配
- 不一定代表社会福利最优



一、宏观经济发展的背景及转型

1.3 宏观经济分析方法论：凯恩斯理论

- 凯恩斯的总供给理论：需求决定供给
 - 总需求：居户和企业购买商品和服务的总支出—消费和投资需求
 - 总供给：为满足总需求所需要雇佣的工人数
 - 总需求决定总供给（就业人数）

- 对大萧条的解释：投资者信心是经济周期的重要驱动力（animal spirit）
 - 投资者信心下降，股市下跌
 - 企业减少投资，生产机器的工人失业
 - 失业的工人降低消费，生产消费品的工人失业

- 有效需求不足：非自愿失业

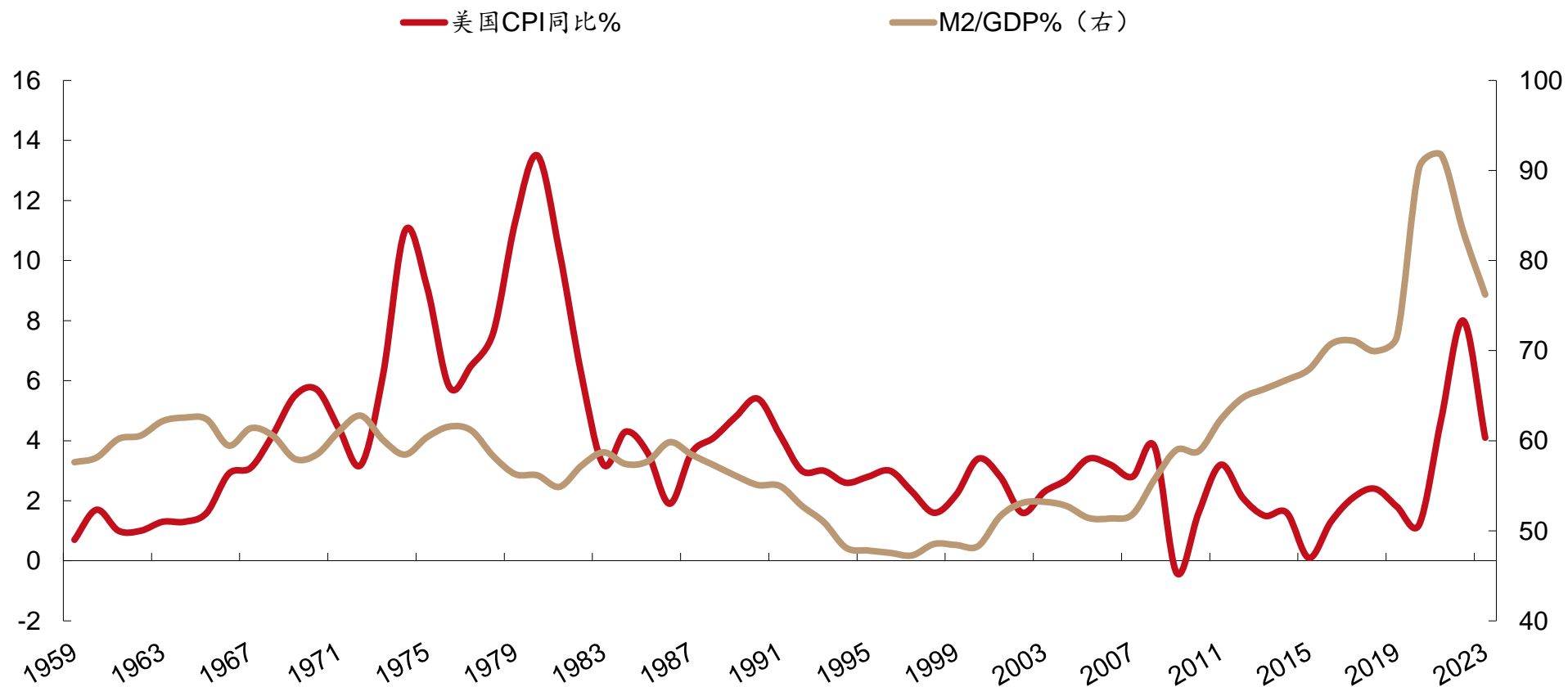
- 凯恩斯的货币理论：流动性偏好决定货币需求，货币是内生的
 - 货币的储值功能和流动性偏好
 - 流动性偏好（货币需求）和货币供给决定利率
 - 高利率是导致投资弱、经济萧条的重要原因

- 货币短期不是中性的，影响实体经济，而“长期我们都不在了”



一、宏观经济发展的背景及转型

1.3 宏观经济分析方法论：凯恩斯理论（以美国为例）





一、宏观经济发展的背景及转型

1.3 宏观经济分析方法论：凯恩斯理论（政策主张）

- **财政政策：**在私人部门需求不足时，政府应该借债增加支出，支持总需求
 - 1930年代：美国联邦政府赤字温和增加，但基本被州政府紧缩抵消
 - 1940年代：美国大规模财政扩张，经济大幅反弹

- **货币政策：**政策操作对象应包括短、中、长期利率，而不仅仅是短期利率
 - 预期重要，而影响预期的最有效方法是直接管理长期利率
 - 公开市场操作：政府发债只定利率，数量由市场决定
 - 在短期利率接近零时，央行购买长期国债和风险资产（QE）



一、宏观经济发展的背景及转型

1.3 宏观经济分析方法论：凯恩斯理论（凯恩斯主义的挫折）

- 凯恩斯总供给理论对战后经济学和宏观政策有极大影响，也最有争议性
 - 总需求变化先影响就业，充分就业后才会影响物价
 - 失业和通胀不会同时发生
- 凯恩斯总供给理论的阐释
 - 菲利普斯曲线（1958）：失业率和工资增长率稳定负相关
 - Paul Samuelson & Robert Solow：总需求管理在低失业和低通胀间取舍
- 自然失业率：现代经济学和宏观政策的核心概念
 - Milton Friedman & Edmund Phelps (1968)：失业率取决于基本面因素，包括劳动生产率、居户偏好、找工作的成本
 - 长期看，失业率和总需求管理没有关系，和通胀没有关系
 - 潜在增长率
- 1970年代滞胀造成凯恩斯理论和政策破产
 - 1975年美国失业率达到9%，通胀率13%



一、宏观经济发展的背景及转型

1.3 宏观经济分析方法论：新古典经济学

- 理性预期学说：Robert Lucas对宏观经济学的革命性影响
 - 你不能一直愚弄所有的人
 - 失业是一种均衡现象（居户的偏好，技术进步，劳动力供给）
 - 总需求管理即使短期内也不能改善一般民众的福利
 - 经济学应更多研究经济增长，而不是周期波动

- 革新版的一般均衡论：实际商业周期理论（real business cycle theory）
 - Edward Prescott & Finn Kydland：用生产率变动解释就业、投资、消费和GDP（包括相对价格）的波动
 - 没有失业率变量，就业的波动反映人们对工作时间的自愿选择

- 革新版的货币数量论：“新凯恩斯”经济学（New-Keynesian economics）
 - 价格不能及时变动，货币变动先影响实体经济，后影响物价
 - 货币对增长和失业率有短期影响，长期是中性的
 - “新凯恩斯”经济学对中央银行影响极大



一、宏观经济发展的背景及转型

1.3 宏观经济分析方法论：经济自由化政策

- 减少政府干预，增加市场配置资源的作用
 - 里根政府的供给学派政策：减税，降低政府干预
 - 萨切尔夫人的私有化政策
 - 金融自由化：1999年 The Glass-Steagall Act 被取代； fair-value accounting

- 经济全球化：贸易自由化，资本账户开放，浮动汇率制



一、宏观经济发展的背景及转型

1.3 宏观经济分析方法论：几大流派对金融市场的影响

- 经济全球化：贸易自由化，资本帐户开放，浮动汇率制

代表性人物：

- 费雪尔 (Irving Fisher) 与凯恩斯 (John Maynard Keynes)

- 法马 (Eugene Fama) 与席勒 (Robert Shiller)

- 2013年诺贝尔经济学奖获得者

- 理查德·塞勒 (Richard Thaler)

- 2017年诺贝尔经济学奖获得者

- 人的有限理性行为对金融市场的影响



一、宏观经济发展的背景及转型

1.4 宏观经济分析的主要任务

(一) 准确判断宏观经济形势

- 经济增长：实际GDP增速
- 通货膨胀：CPI、PPI
- 政策研判：财政政策、货币政策、产业政策

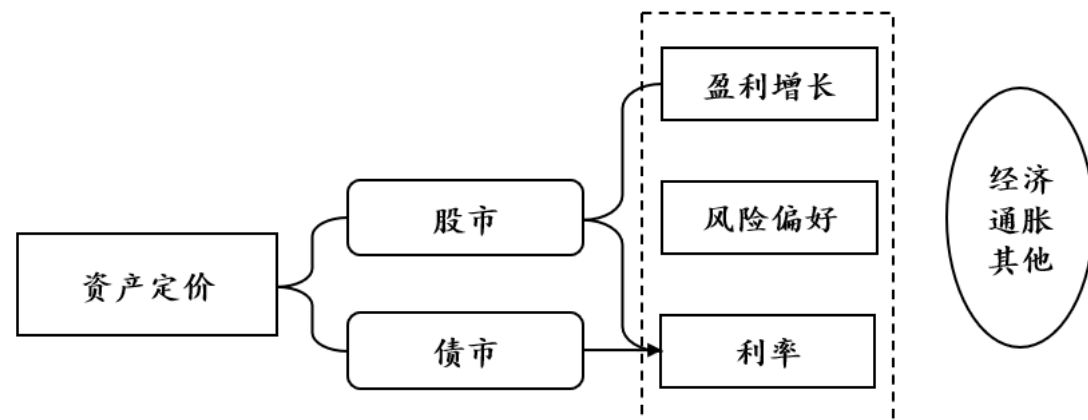
(二) 对资产价格做出判断

- 权益：A股、美股、港股
- 债券：中债、美债
- 商品：
 - 有色：黄金、白银、铜、铝等
 - 黑色：螺纹钢、铁矿石
 - 能源：原油、动力煤、焦煤
- 汇率：人民币汇率、美元指数、日元等

(三) 寻找资产配置的预期差

- 2023H1经济的“强预期、弱现实”
- 2024年1月市场过度悲观带来的A股超跌

资本市场定价模型





一、宏观经济发展的背景及转型

1.5 宏观经济分析的覆盖面：宏观的三个经济视角

(一) 经济增长

- 短期波动：主要看需求
- 长期趋势：主要看供给

(二) 经济结构

- 需求：消费、投资、出口
- 供给：劳动力、资本、生产效率（全要素生产率）

(三) 货币

- 货币是中性的吗？
- 资产泡沫与金融稳定



一、宏观经济发展的背景及转型

1.5 宏观经济分析的覆盖面：规则与透明度

- 货币政策仍有逆周期操作，但强调机制、规则和透明度
 - Inflation targeting; Taylor rule (泰勒准则)
 - 央行独立性

- 财政政策更多强调中长期可持续和市场效率
 - 中期财政政策框架
 - 减税
 - 对收入分配的二次调节降低



目 录

CONTENTS

- 1 宏观经济发展的背景及转型.....4
- 2 周期理论是基于经验的重要框架.....20
- 3 数据验证32
- 4 大势研判.....70



二、周期理论是基于经验的重要框架

2.0 周期理论概述

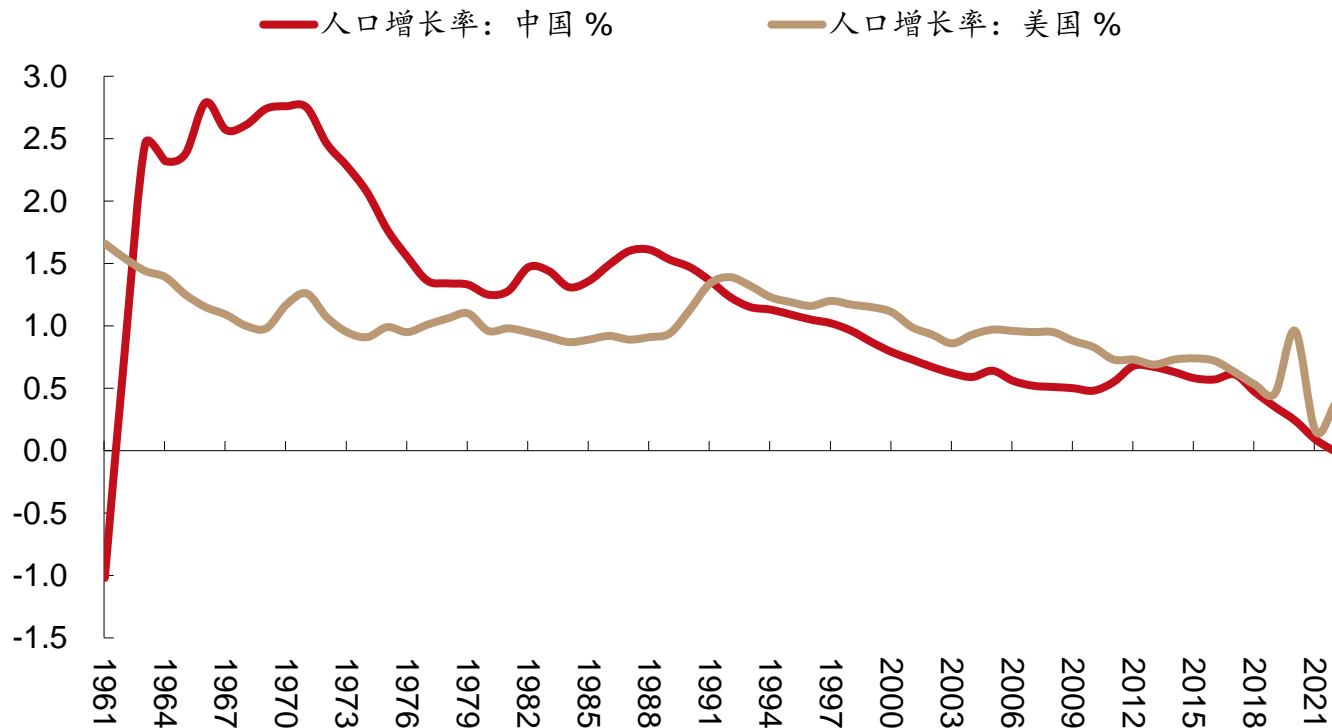
- 周期理论的前提是，经济运行可以拆分为趋势部分和周期部分。
- 周期理论在经济学界仍然存在一定的分歧，属于“后验性”研究。
- 人口周期：主要是指人口的增长率和结构的周期性波动现象。
- 经济周期：实际经济增长、物价的周期性波动现象。
 - 基钦周期：库存周期（平均40个月左右）
 - 朱格拉周期：资本开支周期（8-10年）
 - 库兹涅茨周期：房地产周期（15-25年）
- 金融周期：主要是指利率、信贷、信用的周期性波动现象。



二、周期理论是基于经验的重要框架

2.1 人口周期：人口增长与人口结构

- 人口增长率：随着经济发达程度的提升，存在逐步下降的趋势。
 - 美国即使是移民国家，也存在类似趋势
 - 中国虽然受到计划生育政策扰动，但也存在类似趋势
- 人口结构：正确认识老龄化。
 - 导致老龄化的原因是多方面的
 - 老龄化的影响更多体现在劳动力供给上
- 刘易斯拐点：劳动力过剩向短缺的转折点。





二、周期理论是基于经验的重要框架

2.1 人口周期：中国的总和生育率

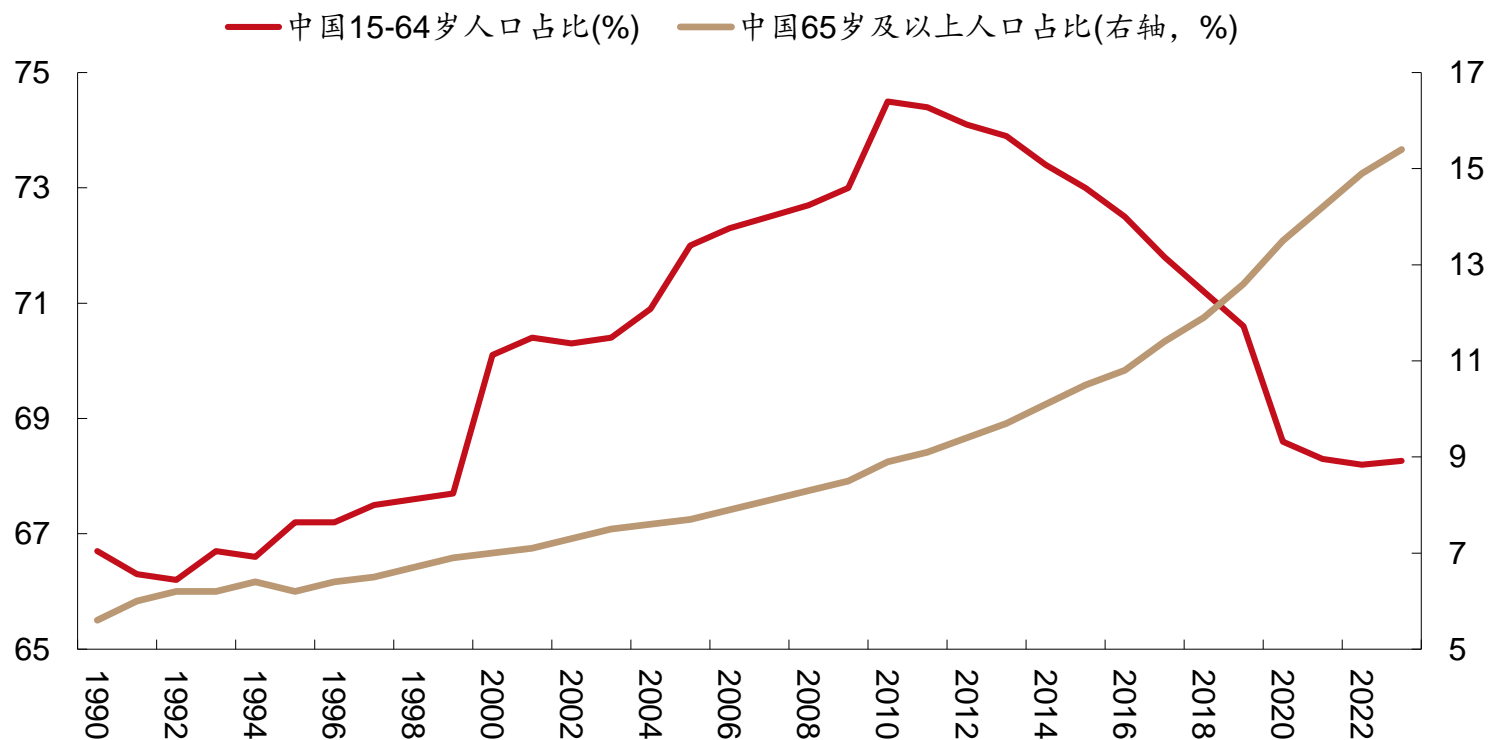
- 总和生育率：指一个国家或地区的育龄女性平均生育的子女数，是国际上衡量生育水平最常用的指标之一。国际上认为世代更替水平总和生育率约为2.1。
- 低生育率陷阱：一旦总和生育率降到1.5以下，再想重新回升至1.5以上就会变得非常困难。
- 中国的低生育率问题不容忽视：
 - 根据第七次人口普查，2020年我国总和生育率为1.3；
 - 中国人口与发展研究中心初步测算，2022年中国总和生育率已下滑至1.09；
 - 2023年新生儿数量为902万，梁建章估算2023年中国总和生育率仅有1.0，世界倒数第二；
 - 一线城市低生育率问题更加严重，2023年上海总和生育率仅有0.6，首尔为0.59，韩国为0.72。



二、周期理论是基于经验的重要框架

2.1 人口周期：中国的老龄化

- 总量上看，我国的老龄化水平持续上升。劳动年龄人口占比于2010年见顶回落，65岁以上老龄人口占比将持续增加。
- 从区域结构上看，我国的老龄化水平较高的地区为东部及东北部沿海地区。
- 从我国的人口结构演变上看，表现出明显的由金字塔型转化为倒金字塔型结构。

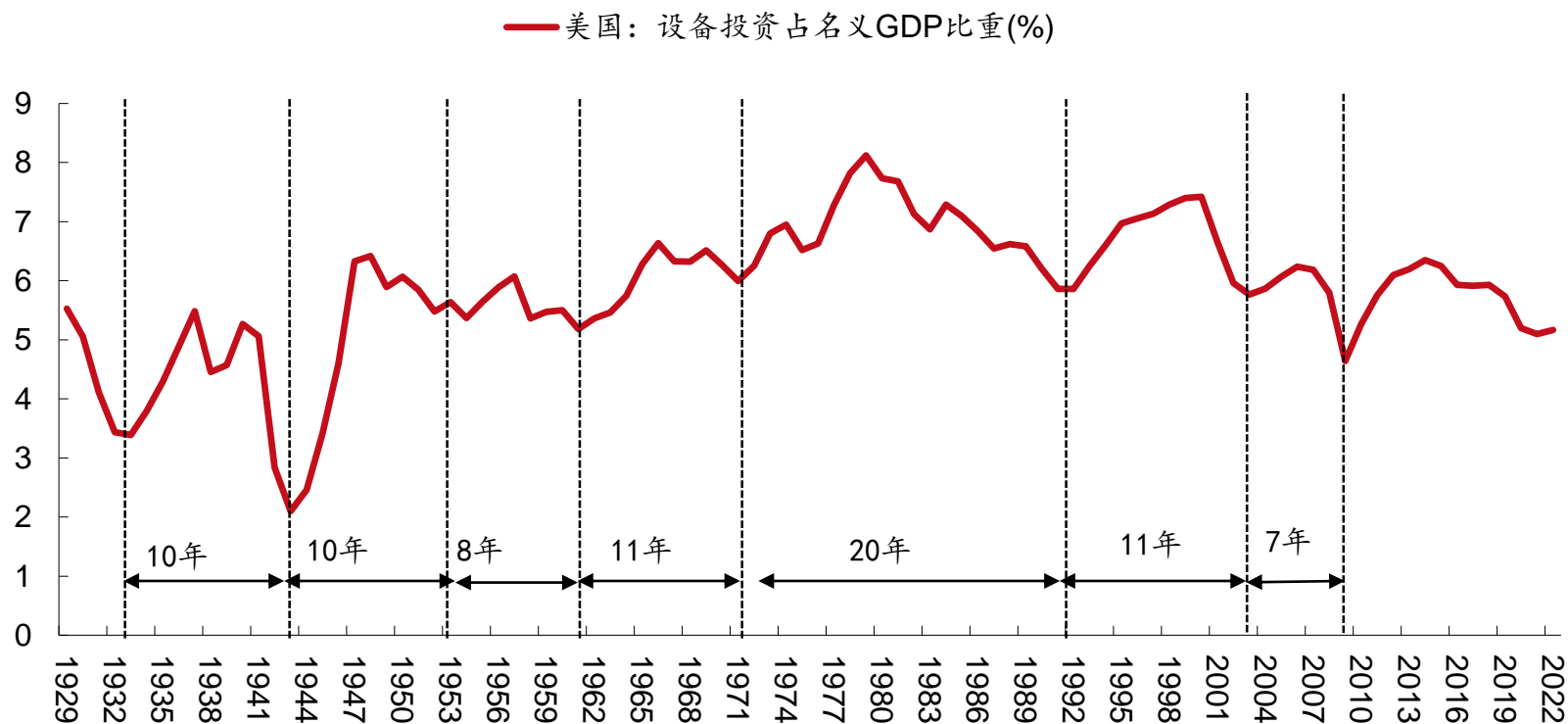




二、周期理论是基于经验的重要框架

2.2 朱格拉周期：资本开支周期

- 1862年法国医生、经济学家克里门特·朱格拉(C Juglar)在《论法国、英国和美国的商业危机以及发生周期》一书中首次提出。
- 认为市场经济存在着9~10年的周期波动。
- 一般从设备投资占名义GDP的比例来进行观察。

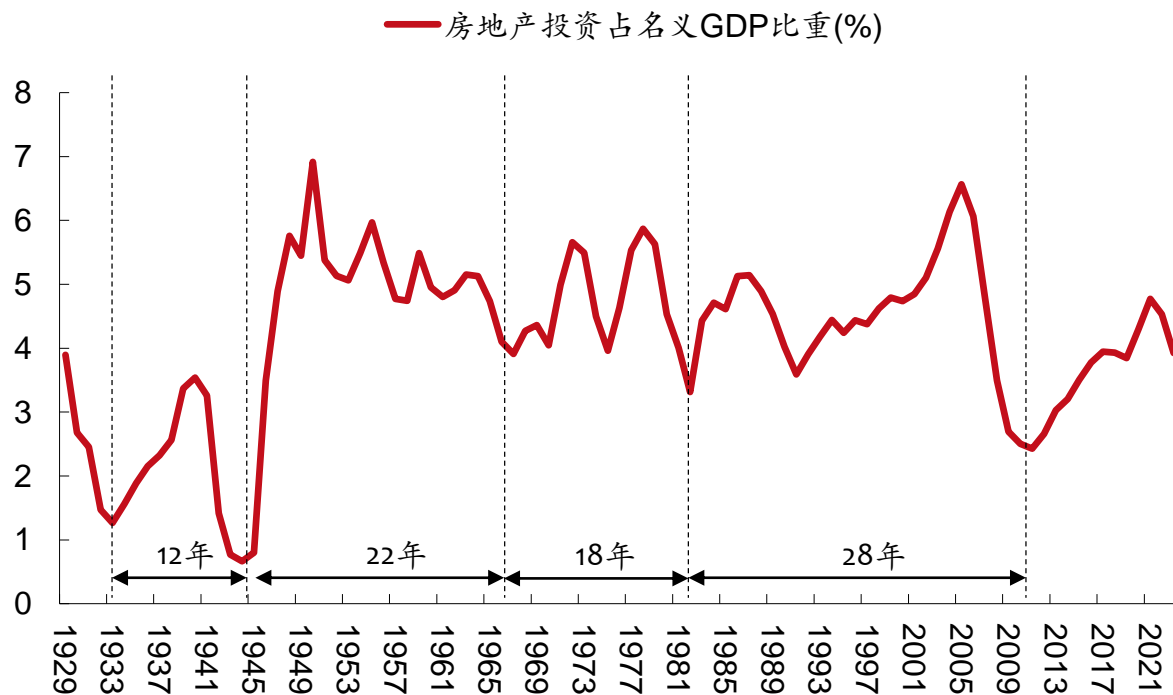




二、周期理论是基于经验的重要框架

2.3 库兹涅茨周期：建筑业周期（房地产周期）

- 1930年美国经济学家西蒙·库兹涅茨在《生产和价格的长期运动》一书中提出。
- 认为经济中存在长度为15~25年不等的长期波动。
- 这种波动在建筑业中表现得特别明显，所以库兹涅茨周期也称为建筑业周期。

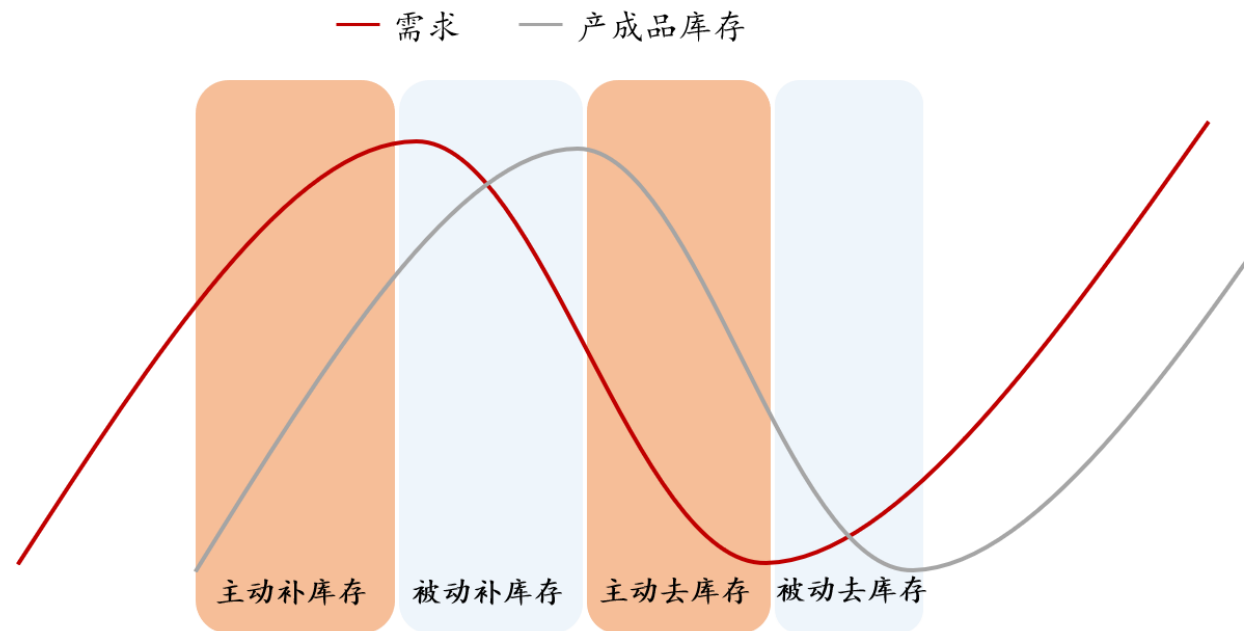




二、周期理论是基于经验的重要框架

2.4 库存周期与美林投资时钟：基钦周期

- 库存周期的概念是从“基钦周期”发展演化而来。基钦周期由美国经济学家约瑟夫·基钦在1923年的《经济因素中的周期与倾向》中提出。
- 基钦认为，企业生产过多时就会形成存货、从而减少生产，生产下降又会导致需求回升，刺激企业再度增加生产，从而形成周期反复的现象。
- 库存周期一般长度为40个月左右，持续2~4年。

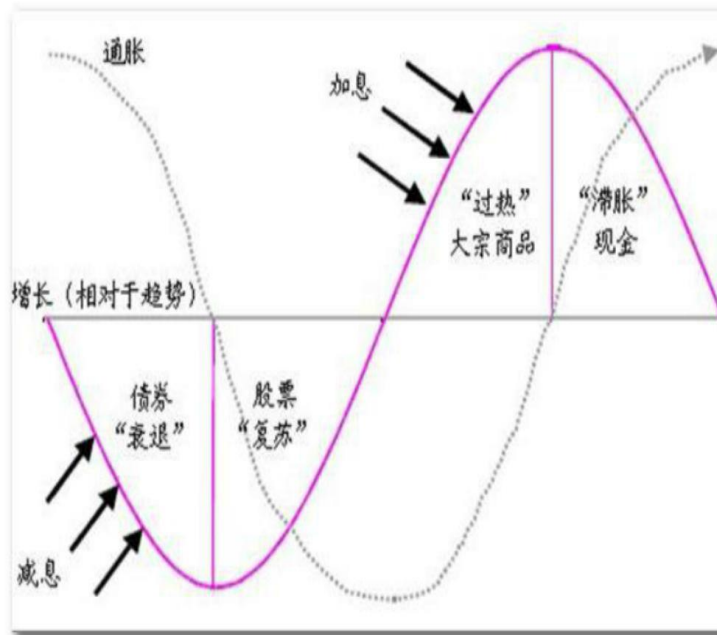
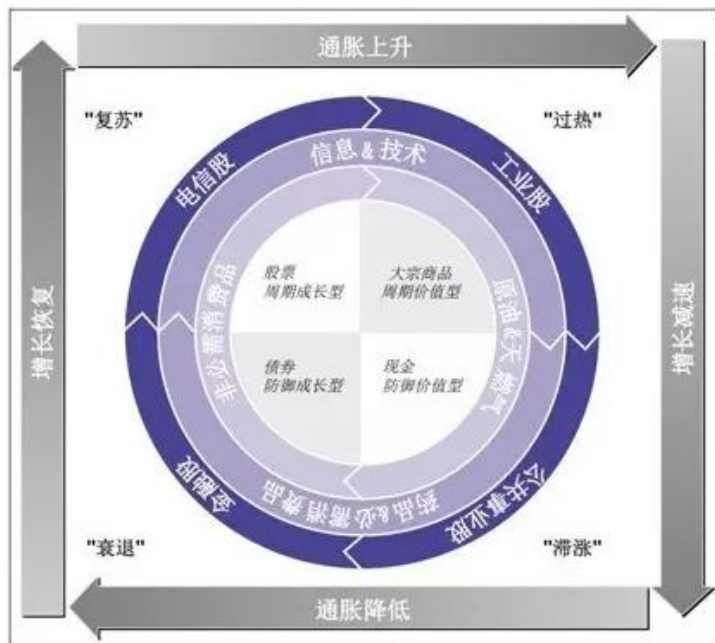




二、周期理论是基于经验的重要框架

2.4 库存周期与美林投资时钟：基钦周期

- 根据经济增长和通胀状况，美林投资时钟将经济周期划分为衰退、复苏、过热、滞胀四个不同的阶段。
- 不同阶段的资产收益率：
 - (1) 衰退：债券>现金>大宗商品；股票>大宗商品
 - (2) 复苏：股票>债券>现金>大宗商品
 - (3) 过热：大宗商品>股票>现金/债券
 - (4) 滞胀：大宗商品

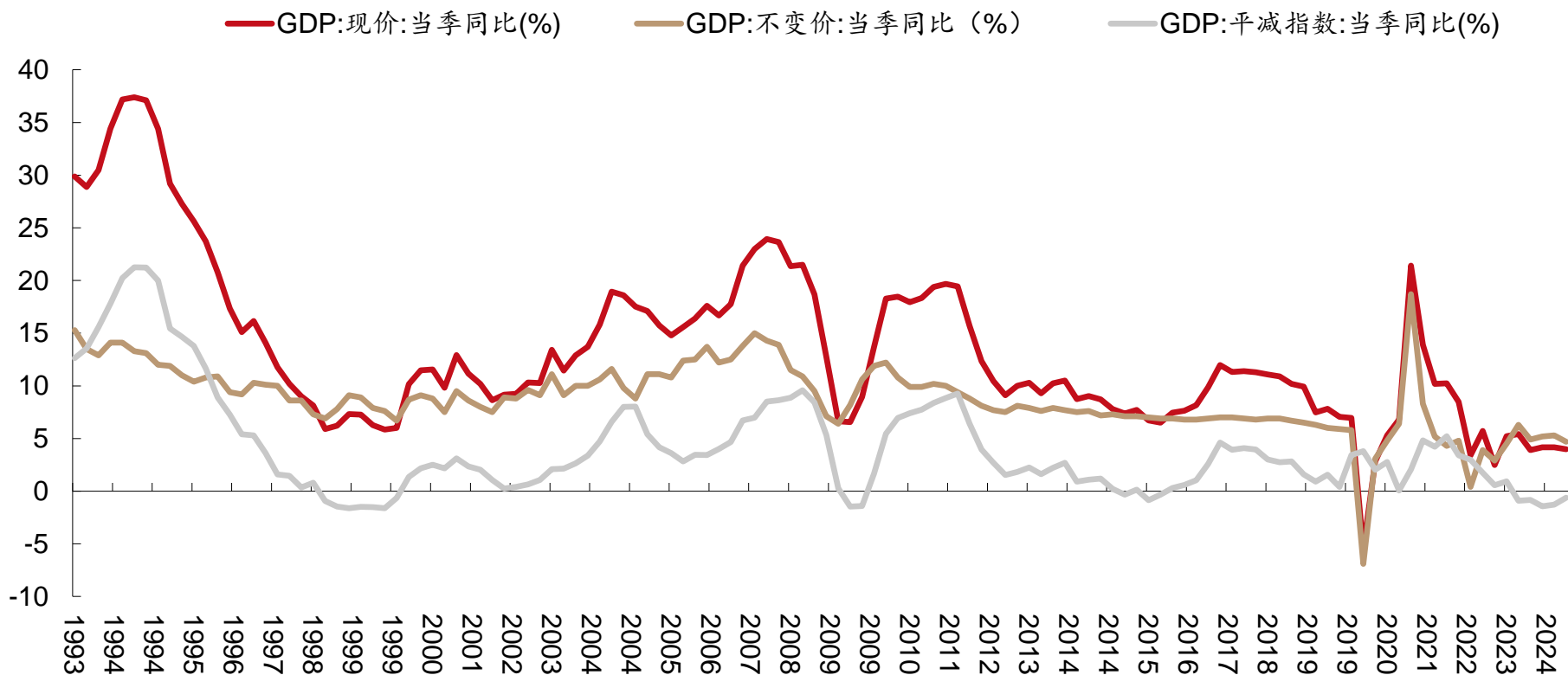




二、周期理论是基于经验的重要框架

2.5 中国经济周期：为什么自2010年之后经济增长没有向上？

- 自2010年以来，中国的实际GDP增速基本处于震荡回落的格局，一直没有出现过明显的向上的周期性过程。
- 为什么？单纯的人口红利结束难以完全解释。中国经济当前可能处于一种“非再生产周期”的状态。





二、周期理论是基于经验的重要框架

2.5 中国经济周期：非再生产周期

资本回报率 $(R/K_0) = \text{利润率}(R/Y) * \text{有效产能产出率}(Y/K) * \text{产能利用率}(K/K_0)$

- **再生产周期**。由于市场经济的内在调节机制，经济萧条期伴随三个现象：1) 产能退出导致产能利用率提高；2) 低效率的产能暂时退出，使得有效产能产出率提高；3) 由于失业率上升，导致资本劳动的关系更有利资本方，单位产品的劳动力成本下降，从而提高利润率。因此，资本回报率提高，企业开始增加资本投资，经济进入上升期。
- **非再生产周期**。上述三个现象不再出现，比如美国大萧条时单位产品工资上升。为什么市场的自动调节机制失效？因为社会制度条件无法促进资本回报率的调高，包括劳动力市场制度、国际货币体系、经济体制等等。（非再生产周期的概念见David M. Gordon等“Long Swings and the Nonreproductive Cycle”）
- **摆脱非再生产周期的陷阱**。只能通过制度变革和技术创新提高资本回报率，来摆脱非再生产周期的陷阱。这是当前中国和全球经济体面临的主要问题。
- **制度变革和新兴产业的发展才是王道**。2016年开始的去产能提高了公式的第三项，资本投资增速一度回升，周期行业景气度明显提升，但这个方式难以为继。未来提高全要素生产率才是政策的核心，我们判断中国新经济发展的宏观驱动因素和政策支撑体系已经显现。



二、周期理论是基于经验的重要框架

2.5 中国经济周期：我国处于非再生产周期下行阶段

- 企业的资本回报率可以表示为：

$$r = \frac{R}{Y} * \frac{Y}{K_u} * \frac{K_u}{K_0} = syk$$

- 其中， r 为企业资本回报率， s 为企业增加值中利润的份额， y 为产出率，代表企业加工生产过程中的效率， k 为企业的产能利用率。
- 具体来看，企业增加值中利润的份额 s 可以进一步表示为：

$$s = 1 - \frac{w/p}{qe} - \frac{f_c/p}{f_I e_I}$$

- 其中， w 为名义工资， p 为产品价格， q 为单位劳动投入产出率， e 为劳动投入的数量， $(w/p)/qe$ 代表企业购买生产资料过程中真实劳动成本； f_c 为上缴的政府财政收入， f_I 为政府的财政支出， e_I 为政府支出贡献弹性， $(f_c/p)/f_I e_I$ 为政府对企业增值过程的影响。

参考文献：杨小勇，甘梅霞. 中国当前经济增长率下行的异质性、原因及对策——基于积累的社会结构方法[J]. 教学与研究, 2017, (1): 55-65



目 录

CONTENTS

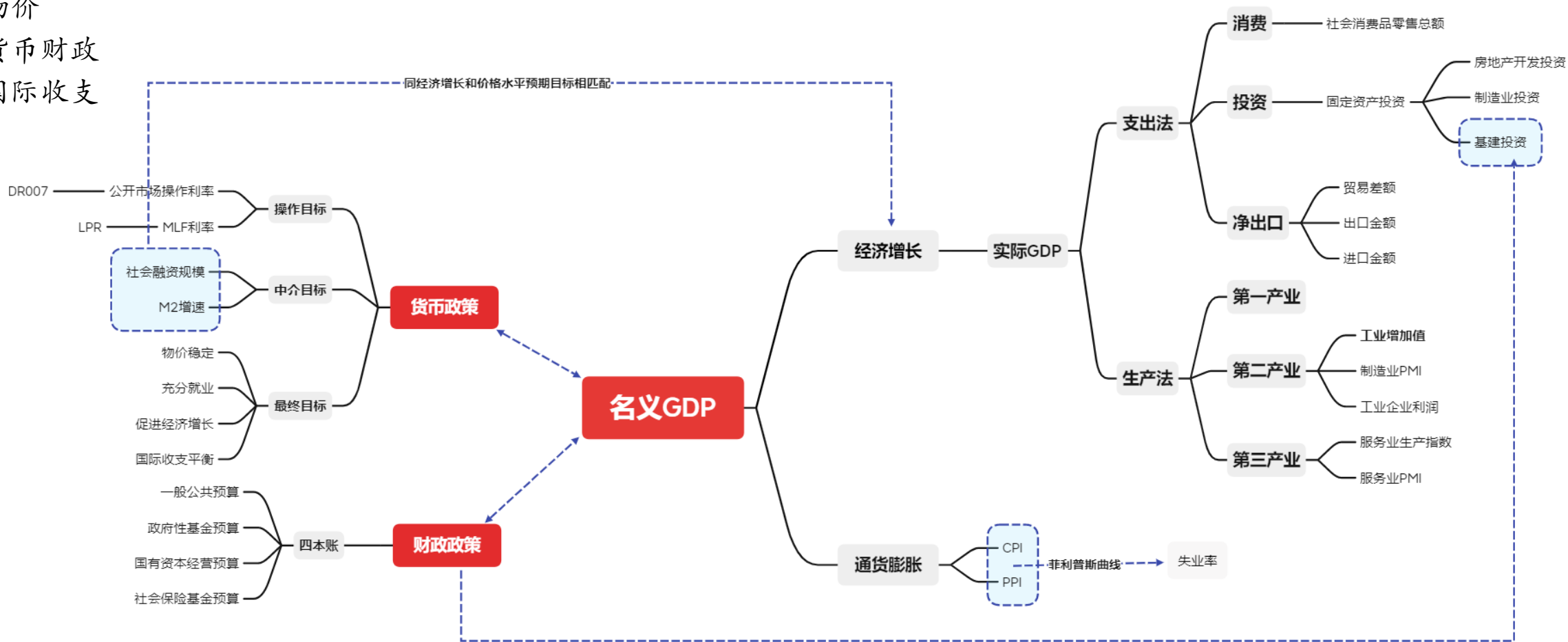
- 1 宏观经济发展的背景及转型.....4
- 2 周期理论是基于经验的重要框架.....20
- 3 数据验证32
- 4 大势研判.....70



三、数据验证——宏观经济指标分析方法

宏观经济分析的指标体系

- 实体经济：GDP、月度经济活动数据
- 物价
- 货币财政
- 国际收支

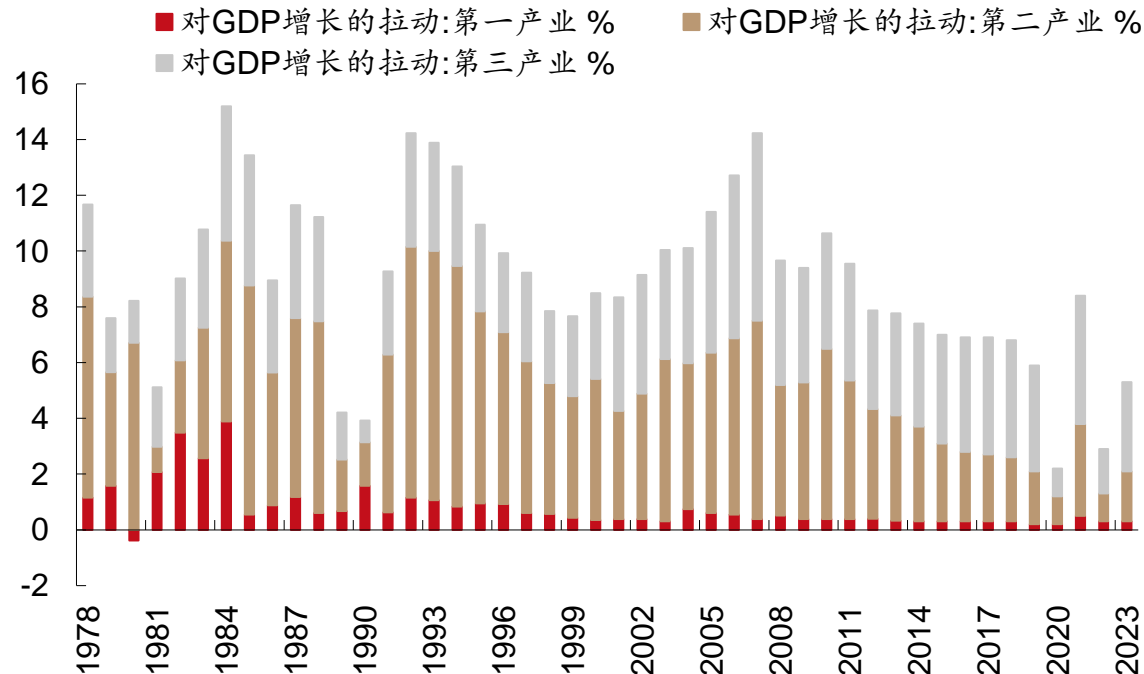
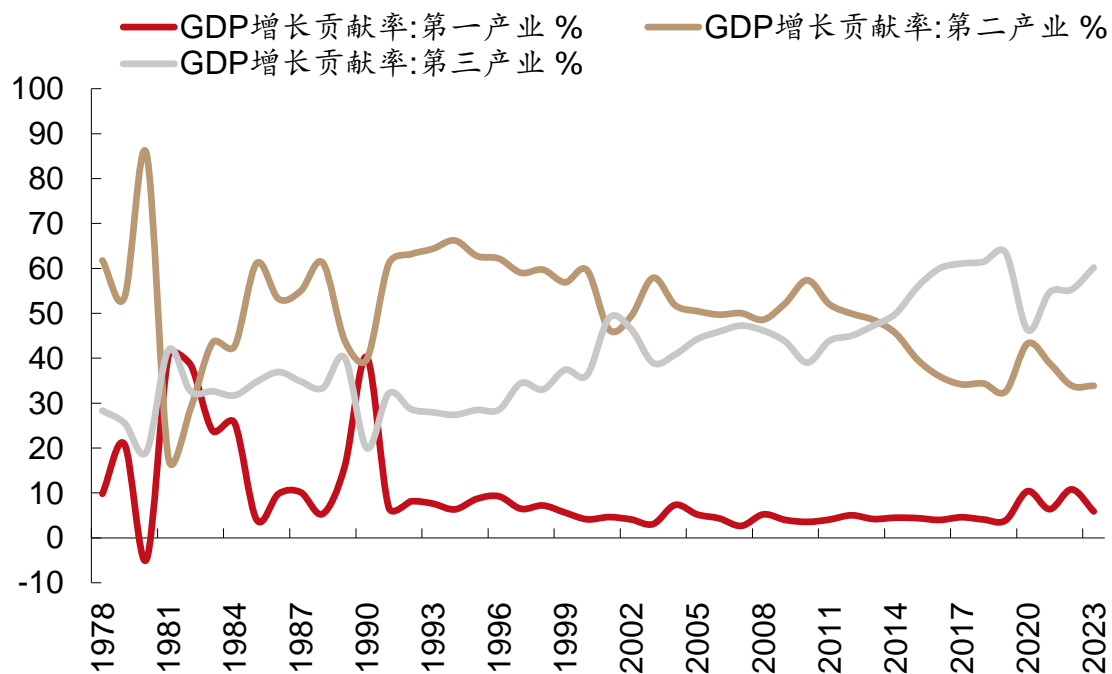




三、数据验证——宏观经济指标分析方法

GDP：生产法是我国GDP统计的基础

- 规模以上企业工业增加值+农业、建筑业和服务业增加值+规模以上工业企业增加值
- 增加值核算方法：农业、林业、渔业、牧业等行业增加值采用生产法核算，其他行业则采用收入法核算。
 - 生产法核算方法：行业增加值=总产出-中间投入；
 - 收入法核算方法：行业增加值=劳动者报酬+生产税净额+固定资产折旧+营业盈余
- 产业结构变迁的一个显著特征：第一产业占比下降，第三产业崛起，其中批发零售业、金融业和房地产业在第三产业中占比较高。

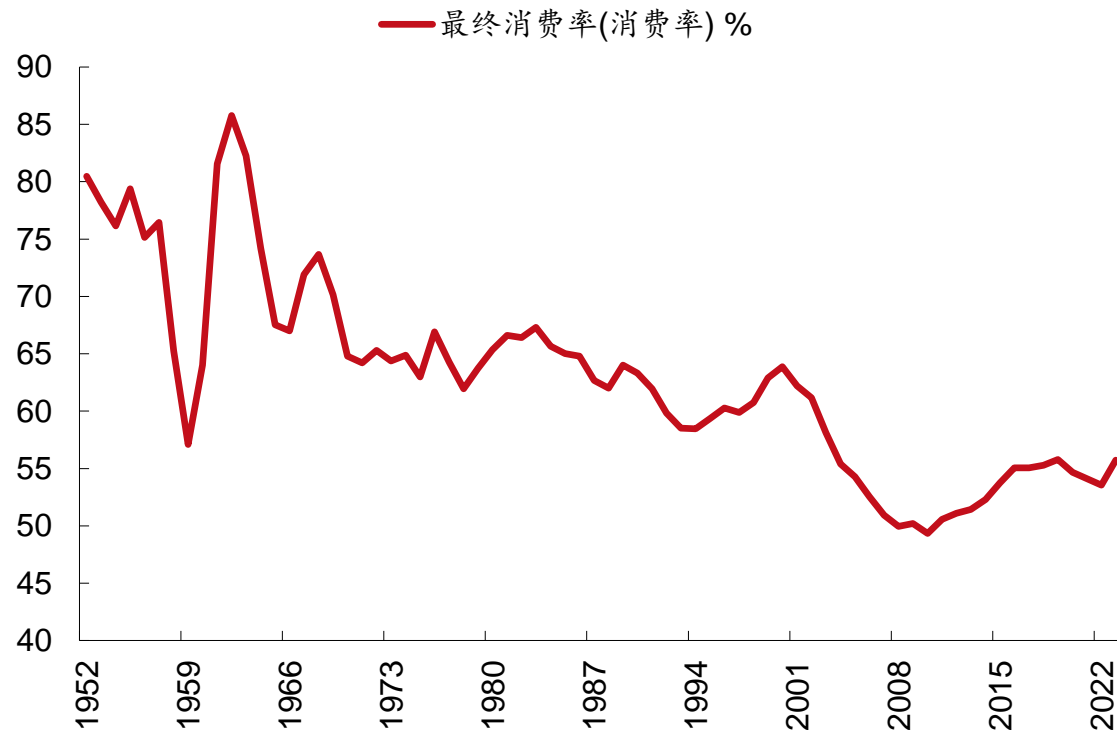
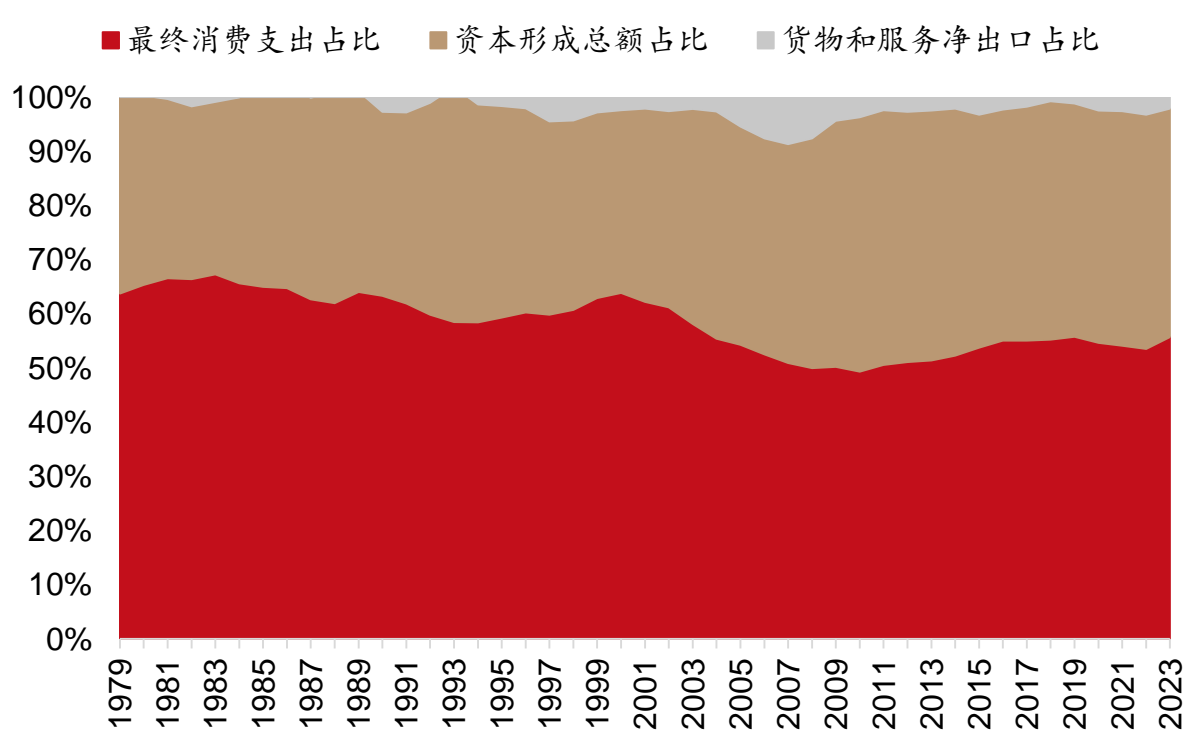




三、数据验证——宏观经济指标分析方法

GDP支出法：如何看中国过低的消费率？

- $GDP = \text{最终消费支出} + \text{资本形成总额} + \text{货物和服务净出口}$ ，最终消费支出包括居民消费和政府消费。
- 消费低估：自有房屋租金低估导致4-6个百分点；服务业被低估；部分消费计算成了投资。
- 2011年以来消费率有所回升，但仍然偏低：人口结构、预防性储蓄、住房商品化、收入分配等。



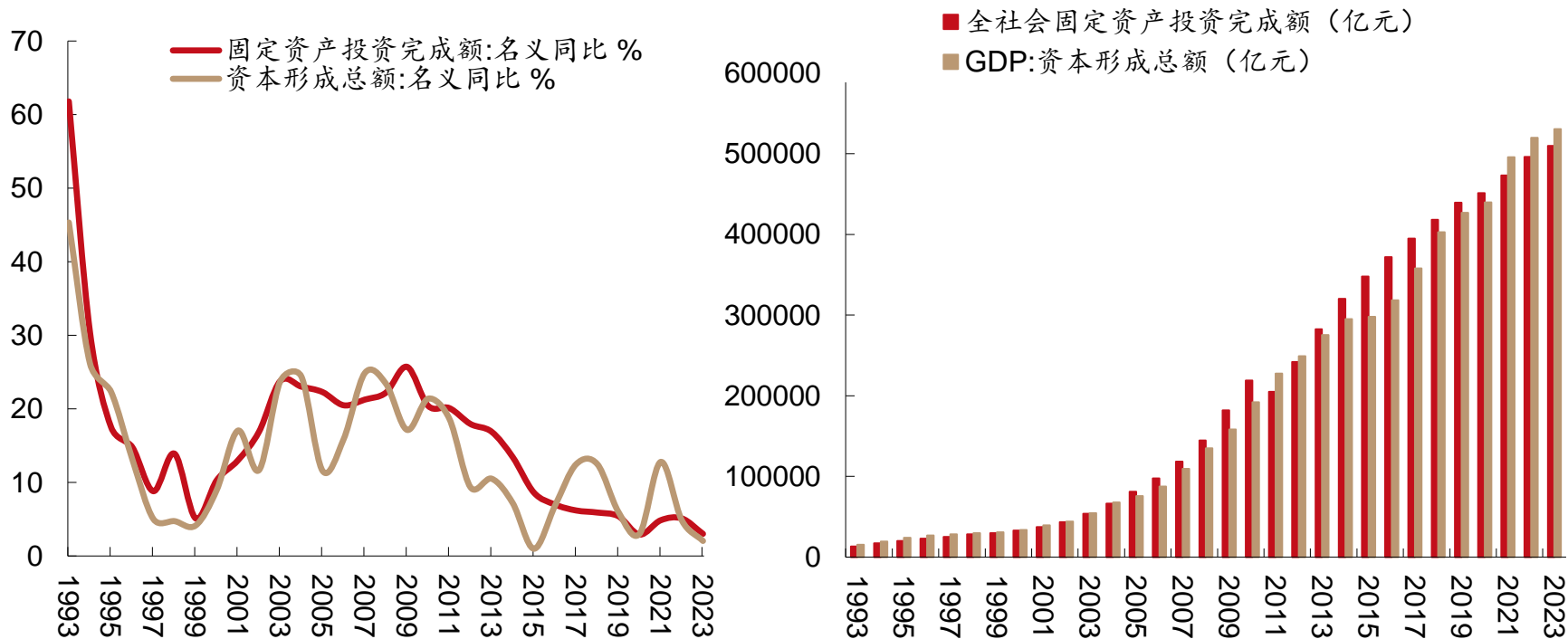
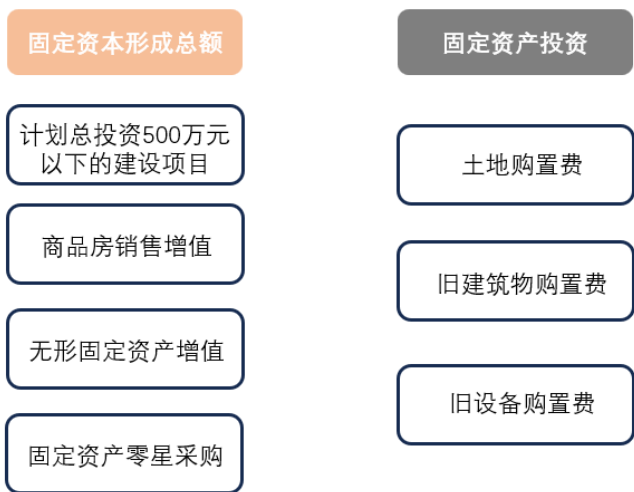


三、数据验证——宏观经济指标分析方法

GDP支出法：投资（资本形成）与FAI的区别

- 全社会固定资产投资包含土地购置费、旧设备购置费和旧建筑物购置费，固定资本形成总额不包含这部分内容。
- 全社会固定资产投资不包含城镇和农村非农户500万元以下项目的固定资产投资，固定资本形成总额包含这部分内容。
- 固定资本形成总额包含商品房销售增值和无形固定资本形成总额（主要是矿藏勘探、计算机软件等获得减处置的价值），全社会固定资产投资不包含这部分内容。投资仅包括当期生产的资本，不包括土地和二手资本品交易。

核算范围的差异项

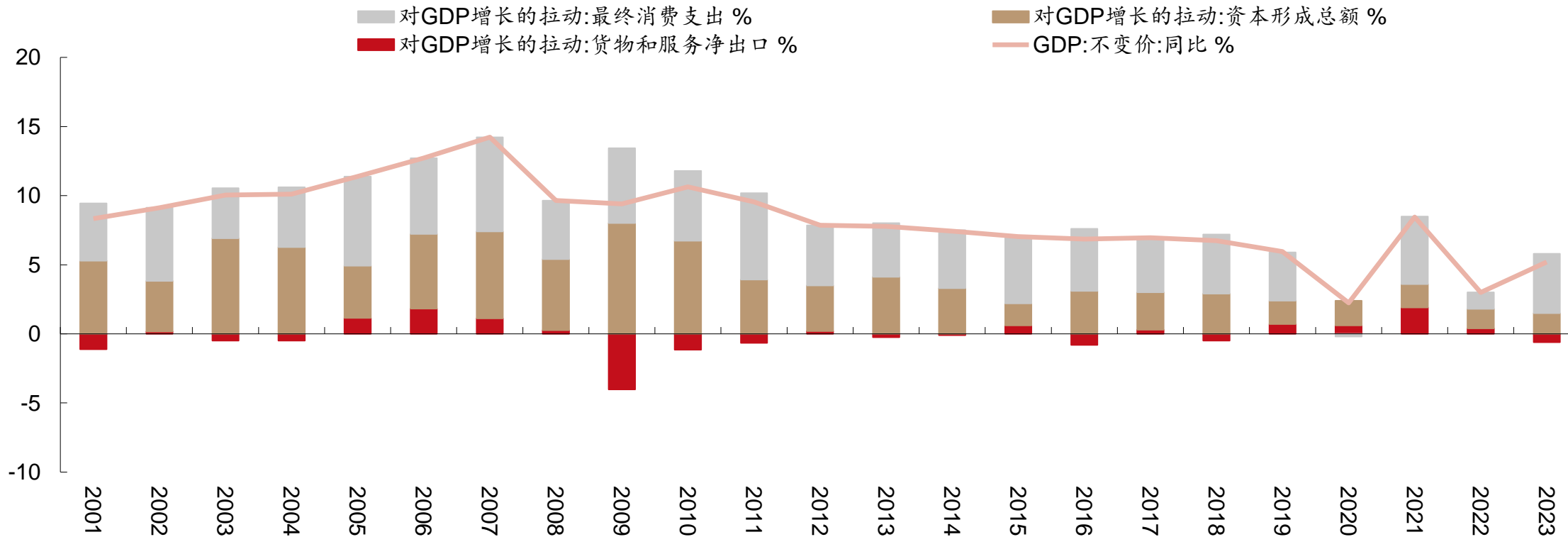




三、数据验证——宏观经济指标分析方法

GDP支出法：三驾马车对增长的贡献

- 投资和净出口波动大
- 消费有望超过投资成为最给力的一部马车
- 外需的冲击可能是长期的

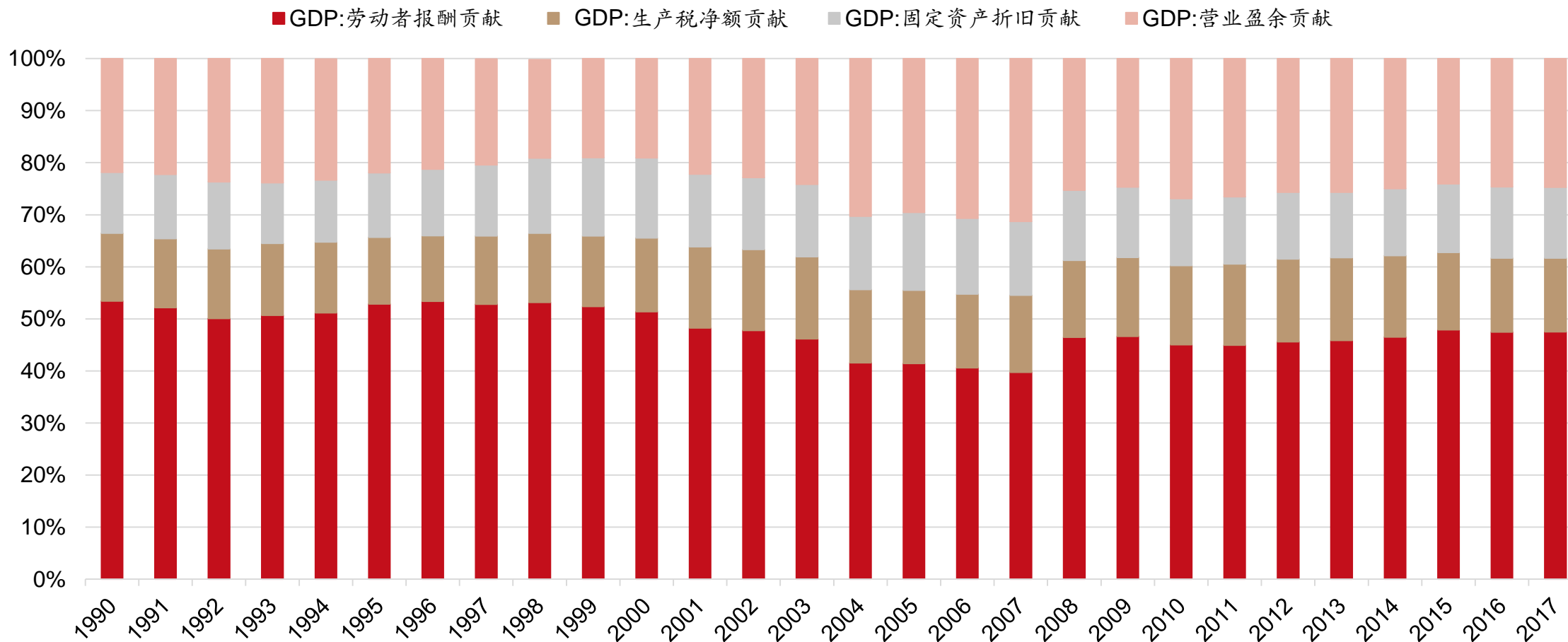




三、数据验证——宏观经济指标分析方法

GDP收入法：劳动收入占比下降

■ 1990-2017年间劳动收入占比下降5.9个百分点，而生产税净额上升了1.1个百分点，营业盈余上升2.9个百分点左右。



以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/407064063153006150>