

《策略：三周期嵌套之理论篇（1）——经济周期综述——我们为何选择熊彼特？》

逻辑起点：

经过近两年的不懈努力，《周期之轮》也逐渐为市场所关注，我们也就有一个想法：能不能系统性地对经济周期理论及其资本市场尤其是中国资本市场中的应用进行研究，也算是我们多年来对经济周期研究的一个总结和升华。

凯恩斯主义经济周期

凯恩斯主义认为，三大心理规律导致经济周期波动：边际消费倾向递减规律、资本（投资）的边际效率递减规律、流动性偏好规律，这些因素导致经济周期“繁荣、恐慌、萧条、复苏”四阶段。

新古典派经济周期理论

“乘数—加速数”理论是该流派经济周期理论模型的核心。萨缪尔森认为，影响经济周期的因素是一国的居民边际消费倾向 $\alpha$ 和资本-产出比例 $\beta$ 。

希克斯的经济周期理论

希克斯经济周期原理有两个关键点：一是经济体系产量内部存在上限和下限，二是存在厂商合意存货水平，后者触发“引致投资”和“超级乘数”，在乘数和加速数的作用下，经济体系从萧条到繁荣的周期波动过程。

弗里德曼的经济周期理论

弗里德曼认为，短期内经济的波动源于货币供给的不规则变动，其内在作用机制在于，货币增加使市场参与者产生相对价格变动的“货币幻觉”，导致自然率水平偏离均衡状态，由此产生经济周期波动。

哈耶克的经济周期理论

哈耶克认为经济周期源于货币信用的膨胀对均衡结构的破坏，依靠以经济结构均

衡为代价的货币扩张制造的经济繁荣必会导致萧条。

### 熊彼特的经济周期理论

熊彼特认为外部因素是导致波动的重要根源，但即使排除外部因素，经济仍呈现周期现象，因为存在创新活动。熊彼特提出“两阶段”、“四阶段”以及“周期嵌套”等理论来解释经济周期。

结论：我们为什么选择熊彼特的周期理论？

我们研究经济周期更关注以下问题：合理性、前瞻性、开放性和可观测性，通过综合衡量，我们更倾向于采用熊彼特的周期理论来研究中国的经济周期，我们甚至可以将凯恩斯、希克斯、哈耶克、弗里德曼等周期理论融合起来，用来研究中国的经济周期和资本市场运行。

前一篇中，我们回答了“经济周期是否已经过时？”这一大是大非问题，为了回答经济周期的本质问题，系统性地介绍并总结了主流的经济周期理论。在综合分析主流经济学流派关于经济周期理论基础上，我们提出了作为卖方研究的周期理论选择原则。

### 熊彼特经济周期理论：概述

熊彼特将引起经济波动的因素分为三类：外部因素、增长因素和创新。外部因素主要指的是革命、战争、灾害、制度变迁、经济政策变化、银行和货币管理、支付习惯以至黄金生产变化等。外部因素变化是导致经济波动的一个明显的重要根源；增长因素指人口增长这类不会引起经济波动或周期的因素。但即便排除非周期因素，经济仍呈现周期现象，因为存在创新活动。

### 两阶段理论

熊彼特两阶段经济周期模式只有繁荣和衰退，揭示在创新作用于均衡体系下的一

般原理：首先增长因素决定长期均衡水平；其次，企业家为追求利润，引入创新，创新扰乱经济体系的长期均衡，创新的效仿引致“创新风暴”并带来繁荣；再次，大量创新效仿、产量极大增加、信贷收缩、利润渐趋消失，经济衰退。 四阶段理论

在两阶段理论上，熊彼特引入投机和从属波：繁荣是大量的投机以及创新的扩散形成从属波，经济过度繁荣；经济衰退时，从属波以及投机消失使经济回落至均衡以下，形成萧条，由于某些收入阶层的存在，不会出现所有的产业全部失去需求的情况，经济中存在一个“回归点”，在在极低利率的刺激下经济复苏。

从属波与周期嵌套

熊彼特认为创新期长短是不定的，创新是不连续的、不稳定的和不均匀的，同时又具有多样性，从而形成了不同长度的周期：50年的长波、10年的中波、40个月的短波，一个康德拉季耶夫周期大约包括6个朱格拉中周期和18个基钦短周期；1个中周期中包含约3个短周期，形成了熊彼特的三周期嵌套模型。

从熊彼特到罗斯托：主导产业的创新推动经济的发展

关于创新如何推动的经济繁荣，熊彼特未尽的论述，在罗斯托的理论中得以完美解决，主导产业是其中的关键，发生在主导产业的创新活动，才能使得经济脱离长期趋势，迈向繁荣，而创新生命周期决定了不同长波阶段创新以及起作用方式。中国的主导产业经历“纺织→电气→通信计算机、设备制造、汽车→信息技术”一系列演化，根据熊彼特、罗斯托以及范·杜因的理论推导，新兴产业正处于培育期。

经济周期的识别：NBER方法

关于经济周期识别问题，最权威的莫过于美国国民经济研究局（NBER）所公布

的美国经济“扩张”与“衰退”的划分，其主要基础数据虽然简单来自制造与贸易销售额、非农就业人数、工业产值等，但由于NBER有关经济周期的划分方法并不公开、且滞后公布，难以及时获得拐点，但对趋势的把握仍然是有益的。

经济周期的识别：学术方法

非参数商业周期划分方法、马尔可夫机制转换模型、平滑转换模型等方法在学术上研究较多，但对卖方研究而言，具有不可逾越的鸿沟：一是模型的复杂性，难以一般读者所理解和接受；二是上述方法都是基于计量模型，难以用一般的经济学理论来解释；第三，这些理论尚未得到切实的实践检验。

经济周期的识别：产出缺口法

投入产出方法在理论上能够描述经济周期：真实产出总是由于需求的波动而偏离潜在产出，若实际产出大于潜在产出，则意味着总需求大于总供给，经济周期繁荣阶段总是伴随着持续向上的正缺口；若产出缺口为负，则意味着总需求小于总供给，经济衰退伴随着产出缺口的下降，萧条期总是伴随持续下降的负缺口，产出缺口为负时间越长或是缺口越大，通货紧缩的可能性也越大。投入产出方法的关键是潜在产出水平的估计。产出缺口法与NBER

我们比较产出缺口与NBER公布的经济周期划分：（1）1920年以来，NBER经济周期拐点平均而言与我们计算的产出缺口是同步的，中位数则是NBER拐点领先产出缺口1个月；（2）NBER在扩张起点平均领先产出缺口0.6个月、在衰退起点平均滞后产出缺口0.6个月；（3）NBER最大领先产出缺口5个月，最大滞后产出缺口的时间则高达10个月。

产出缺口判断经济周期是有效的，并且在每一次较大的衰退以及复苏之间，与NBER结论基本上是一致的，但短周期（或基钦周期）在NBER周期中并没能得

到充分体现，就检验熊彼特“三周期嵌套”模型而言，产出缺口或者是更有效的方法，并且这种方法并不依赖 NBER 的判断。

第三篇报告则详细介绍了经济周期的识别问题。

长波与中波的嵌套：范·杜因的结论

自1782年以来，以美英为主导的资本主义世界经历了四个完整的长波，平均每个长波周期大约52年，在每一个长波中，大约20年的长波繁荣、10年的长波衰退、10年的长波萧条以及10年的长波回升，从学术上验证了长波与中波的嵌套假设。

长波与中波的嵌套：资本主义长波危机与中波危机的嵌套

大萧条（1929-1937）、两次石油危机（1973-1982）是两次公认的资本主义世界危机，我们称这种大范围的危机为长波危机。也正是范·杜因的长波萧条期，二者相隔44年，符合长波规律，按照长波规律，2017年将进入长波萧条，爆发全球性危机可能性增大。与长波相对应，还存在中波危机，1919年以来，美国平均每9年发生一次的中波危机是存在的，在这些中波危机中，包含了长波危机。历遍美国历史上的经济危机，并不存在“短波危机”，所以，短周期的调整源自经济内生动力自我适应与自我调整，并不会引发大的经济危机。

中周期与短周期的嵌套：朱格拉周期 朱格拉周期一般从设备投资占GDP的比例定，我们发现比较明显的周期波动，每个周期的时间跨度发生频率最多的就是10年。美国2005年后，进入长波衰退期，长波衰退初期设备投资下降较快，但之后直到长波回升期，设备投资是逐渐恢复的，所以，自从2009年中，美国经济进入缓慢恢复期，从一个较长时期看，虽然美国经济增速恢复缓慢，但朱格拉周期已经进入一个15-20年的上升期，朱格拉周期或是主导未来较长时间美国以及全球经济增长的模式—有限度创新下的设备投资增长，而非新的投机泡沫—这或许是

较长时期内“从老中游到新中游”的长周期逻辑。

中周期与短周期的嵌套：产出缺口法

通过对美、日、韩、中等的工业产出缺口的计算，我们发现一些显著的规律：（1）时间跨度：103个月（中国），比韩国短（128个月）、与美（107个月）日（104个月）相当；（2）每个中周期包含三个短周期平均跨：33-36-39（中国）、37-35-35（美国）、32-34-38（日本）、24-25-36（韩国），平均每个短周期约3年；（3）平均而言，短周期上行19个月、下行17个月；（4）对当前中国而言，本轮库存周期属于第二库存周期，按照平均上行时间计算，将在2014年1-2季度达到高点。

本文将从经济周期的驱动力角度出发，探讨经济周期的拐点问题。

真实经济周期假设

周期嵌套理论存在直观理解上的困难，因此，我们提出假设：真实的经济周期只有一个，只不过，同一时间或不同时间中，经济生活中的驱动力量强弱对比变化是导致经济周期波动形式和强弱差异的主要因素。而驱动力量的变化，反映熊彼特三周期嵌套的实质。

加速器假设

根据熊彼特周期理论，我们提出了周期动力模型，主要的、可见的经济活动，看成是真实经济周期的驱动力，或者说周期的加速器：周期驱动力量围绕其均衡水平波动的现象，分为加速、衰竭、抑制以及修复四阶段，与经济周期阶段对应。

加速器与经济周期的领先-滞后关系 房地产销售领先投资1个季度相关性最强、制造业销售领先库存1个季度相关性最强、设备投资同步产出缺口相关性较强、

财政支出与产出缺口同步负相关、货币信贷与经济周期相关性不强。

### 因果关系

经济周期与房地产销售、房地产投资、制造业库存、制造业销售、信贷之间存在双向因果关系，意味着经济周期与这些加速器之间是互相影响的，一个变量的变化，在2个季度内必然会导致另一个变量的变化；经济周期与设备投资之间是单向因果关系，即设备投资的波动会影响经济周期的波动，反过来并不成立；财政支出与货币供给M1不是经济周期的原因。

### 拐点的识别

主要的拐点—中周期从繁荣到衰退以及从衰退（或萧条）到复苏，对美国而言，平均来说，房地产销售领先经济周期1个季度、房地产投资领先约2个季度、制造业库存滞后3个季度、制造业销售滞后1个季度、设备投资及信贷分别滞后2-3个季度；从周期动力角度看，先是需要判断房地产销售和投资的拐点，其次是观察制造业销售，在这三者中有两者出现拐点下，基本上就能判断经济拐点，而制造业库存和信贷的拐点仅仅是验证经济的趋势。 本文将从经济周期的驱动力角度出发，研究中国经济周期。

### 两个基本假设

第一假设：真实经济周期假设，但并不等于我们摒弃了三周期嵌套理论，而是将周期嵌套理论、甚至更多的周期因素融入真实经济周期中；第二假设：加速器假设，从经济学的一般均衡出发，与熊彼特的长期均衡与周期波动一致：熊彼特就是认为，经济周期波动就是经济数据在创新以及其他因素作用下，围绕长期均衡波动的一种现象。

### 加速器机制与中国经济周期

我们定义了房地产周期、固定资产投资周期、库存周期、货币周期以及出口周期，总体而言，房地产销售、货币、固定资产投资中的非制造业投资在经济复苏过程中是领先的，而前两者在衰退时也是领先的；房地产投资基本与经济周期同步；库存是滞后的。除了货币和非制造业投资外，其他加速器与经济周期之间的关系，与美国的结论是一致的。 加速器与经济周期的计量关系

我们从计量上检验加速器与经济周期的领先滞后关系，总体而言，在经济周期拐点出现之前，房地产销售、M1等先发生变化，其后是房地产投资、制造业投资、出口，最后才是库存。在经济底部复苏前，非制造业投资也是关键性领先指标。

#### 拐点分析

经济周期从扩张到衰退：包括2004年2月、2008年1月、2011年2月，房地产销售平均领先4个月开始回落、房地产投资滞后约1个月、M1平均领先1个月、出口平均滞后3个月；经济周期从衰退到复苏：2001年12月、2005年7月、2008年12月以及2012年7月。在经济周期从衰退到复苏过程中，房地产销售平均领先2-3个月、房地产投资平均滞后1个月、M1平均领先1个月、非制造业投资平均领先5个月。

#### 环比是判断拐点的辅助指示器

增加值环比平均领先产出缺口大约三个月，房地产销售、房地产投资、M1等变量的季调趋势项环比同样领先对应的加速器，可见，环比的领先性具有普遍性，可能是计量模型使然，从数学上作出严谨的证明，我们仍然力有未逮。