

## 朱格拉周期：国内外的历史经验与借鉴

### 投资要点：

朱格拉周期描述的是为期10年左右的经济增长周期，由于产能的变化是朱格拉周期的重要驱动因素，因此市场往往将朱格拉周期称为产能周期。从中美两国的朱格拉周期以及设备投资周期的历史经验来看，我们可以得到以下结论：

#### ➤ 从时间上来看，中美两国朱格拉周期平均长度均为8年左右

1980年以来，中国大致经历了5轮完整的朱格拉周期，分别发生在1981年至1990年、1991年至1999年、2000年至2009年、2010年至2015年、2016年至2020年，每轮周期持续时间在5-10年不等，平均时长在8年左右；1960年以来，美国经济共经历了七轮完整的周期，分别在1961年-1970年、1971年-1975年、1976年-1982年、1983年-1991年、1992年-2002年、2003年-2009年中、2009年-2016年，每轮周期持续时间在4-11年范围内，平均时长为7.9年。

#### ➤ 从投资与经济增长的关系来看，中美两国存在差异

我国的投资周期要略领先于经济周期的变化，而在美国，企业的设备投资周期则要略滞后于经济增速的变化周期。从以往的经济周期来看，中国经济增速触底回升的主要动力往往来自于投资，消费的好转要晚于经济的好转，但是对于美国经济来说，带动美国GDP增速触底回升的主要动力则来自于居民消费，消费增速的拐点不会晚于经济增速的拐点出现，或是同时、或是领先，投资增速的拐点没有明显的领先性，相反，投资细分项中的非住宅投资和设备投资往往要略滞后于经济周期的变化。

#### ➤ 趋势上看，金融危机后中美两国经济周期的波动性都出现了明显减弱

改革开放后至金融危机前，我国经济持续了较长一段时间的高增长高波动，但在2010年后，实际GDP增速开始下降，并且伴随着我国经济结构的转型，经济波动明显减弱。这一现象不仅出现在中国，在美国也呈现同样的规律，即使是成功转型的发展经济体也很难一直维持高速增长，减速在经济发展的后期不可避免，这是经济发展的普遍规律。经济周期性逐渐减弱的另一个可能原因，就是科技进步解决了信息不对称的问题。当前科技的进步使得信息的及时性、透明度都有了明显提升，企业能够合理规划生产经营活动，在一定程度上也导致了经济波动性减弱。

#### ➤ 风险提示

历史经验不代表未来、经济数据不及预期、海外市场大幅波动等。

### 团队成员

分析师：许茹纯(S0210523060005)

xrc30167@hfzq.com.cn

分析师：燕翔(S0210523050003)

yx30128@hfzq.com.cn

### 相关报告

1、一周综评与展望：七月数据出炉，经济总体向稳——2024.08.18

2、经济数据点评：运行总体平稳，延续回升向好——2024.08.15

3、巴菲特大幅减持苹果逻辑探析——全球热点观察系列(6)——2024.08.15



## 正文目录

1 什么是朱格拉周期.....	3
1.1 朱格拉周期的定义.....	3
1.2 如何观测朱格拉周期.....	3
2 我国朱格拉周期的历史经验.....	4
3 美国朱格拉周期的历史经验.....	9
4 中美朱格拉周期规律对比.....	16
5 风险提示.....	18

## 图表目录

图表 1: 2010 年后我国经济波动性明显下降 (%) .....	5
图表 2: 1979 年至 1990 年资本形成总额、设备投资及经济增速走势对比 (%) 5	
图表 3: 1990 年代初期经历了显著的通货膨胀 (%) .....	6
图表 4: 1989 年至 2000 年资本形成总额、设备投资及经济增速走势对比 (%) 7	
图表 5: 1999 年至 2010 年资本形成总额、设备投资及经济增速走势对比 (%) 7	
图表 6: 2007 年以来资本形成总额、设备投资及经济增速走势对比 (%) .....	8
图表 7: 美国固定资产投资增速与实际 GDP 增速走势对比 (%) .....	9
图表 8: 美国设备投资总额占名义 GDP 比重与实际 GDP 增速走势对比 (%) 10	
图表 9: 美国实际 GDP 增速、固定资产投资增速以及设备投资周期波谷划分 .....	10
图表 10: 1960-1972 年设备投资占比和实际 GDP 走势对比情况 (%) .....	11
图表 11: 1970-1976 年设备投资占比和实际 GDP 走势对比情况 (%) .....	12
图表 12: 1975-1983 年设备投资占比和实际 GDP 走势对比情况 (%) .....	12
图表 13: 1982-1992 年设备投资占比和实际 GDP 走势对比情况 (%) .....	13
图表 14: 1991-2003 年设备投资占比和实际 GDP 走势对比情况 (%) .....	14
图表 15: 2001-2009 年设备投资占比和实际 GDP 走势对比情况 (%) .....	15
图表 16: 2009-2023 年设备投资占比和实际 GDP 走势对比情况 (%) .....	16
图表 17: 1980 年以来我国经济、消费及投资增长情况 (%) .....	17
图表 18: 1948 年以来美国经济、消费及非住宅投资增长情况 (%) .....	17
图表 19: 1980 年代后美国经济增速和波动均明显下降 (%) .....	18

## 1 什么是朱格拉周期

### 1.1 朱格拉周期的定义

朱格拉周期是一种中等长度的经济周期。朱格拉周期最早是在 1862 年由法国经济学家克里门特·朱格拉在《论法国、英国和美国的商业危机以及发生周期》一书提出的。

朱格拉在研究人口、结婚、诞生、死亡等统计时注意到经济事物存在着有规律的波动现象，他认为经常性的经济危机并不是一些简单的相互独立的事件，而是经济组织内在不稳定性、周期性发生的结果，并提出了平均时长为 9-10 年的经济周期理论，这种周期也被后人称为朱格拉周期。在朱格拉周期中，繁华、危机与萧条三个阶段的反复出现构成了周期现象。

朱格拉周期描述的是为期 10 年左右的经济增长周期，由于产能的变化是朱格拉周期的重要驱动因素，因此市场往往将朱格拉周期称为产能周期。所谓产能，是指在企业所有要素投入后所能生产的最大产品量，决定产能的三大核心要素是技术、资本以及劳动投入，由于技术短期内提升较慢，产能的变动通常由资本和劳动决定，而在实际研究中都将更多的精力放在投资上。

朱格拉周期的变化与设备更替和资本投资息息相关。由于设备使用存在着技术迭代、折旧损耗等因素，在实际生产过程中，企业生产设备的更新往往存在规律性的周期变化。当企业开始大量建造机器设备、厂房等投资项目时，固定资产投资将明显增加，产能扩张，企业生产活动加快，工人工资增加带动消费上升，从而推动经济进入繁荣期；随着企业投资不断增加，产能出现过度扩张，产能过剩迹象显现，企业投资开始下降，部分企业收缩规模甚至退出市场，经济进入出清阶段；随着部分企业或产能的出清，产能过剩现象缓解，产能利用情况好转，企业经营效益开始回升，经济进入复苏阶段。

### 1.2 如何观测朱格拉周期

朱格拉周期是经济整体的周期性波动，因此可以直接通过观测包括实际 GDP 增速与名义 GDP 增速在内的经济增速指标来观测朱格拉周期。

此外，由于朱格拉周期中资本投资及设备更替会对产能变化产生重要影响，因此研究中也重点会关注资本投资及设备投资周期的变化。具体来看，常见的 GDP 统计方法主要包括生产法、收入法以及支出法三种核算方式，其中支出法下 GDP 由消费、投资以及进出口三大需求组成，我国在统计 GDP 时，支出法下会公布消费、投资以及净出口三大需求的具体数据以及各需求下的具体细分项，其中，资本形成总额中的固定资本是我们跟踪资本投资变化的重要参考指标；美国经济分析局在公布季度 GDP 时也会公布私人投资以及固定投资数据。包括固定投资以及设备和器械投资等细分数据。

判断和度量设备投资周期的核心指标主要包括设备投资增速以及设备投资占 GDP 的比重。我国在公布固定资产投资完成额数据的同时也会公布不同构成的详细数据，包括建筑安装工程、设备工器具购置以及其他费用，其中设备工器具购置数据是跟踪我国设备投资情况的重要参考。美国按季度公布的固定资产分项数据还能进一步分拆成住宅投资以及非住宅投资，非住宅投资又包括建筑投资、设备投资以及知识产权产品投资。

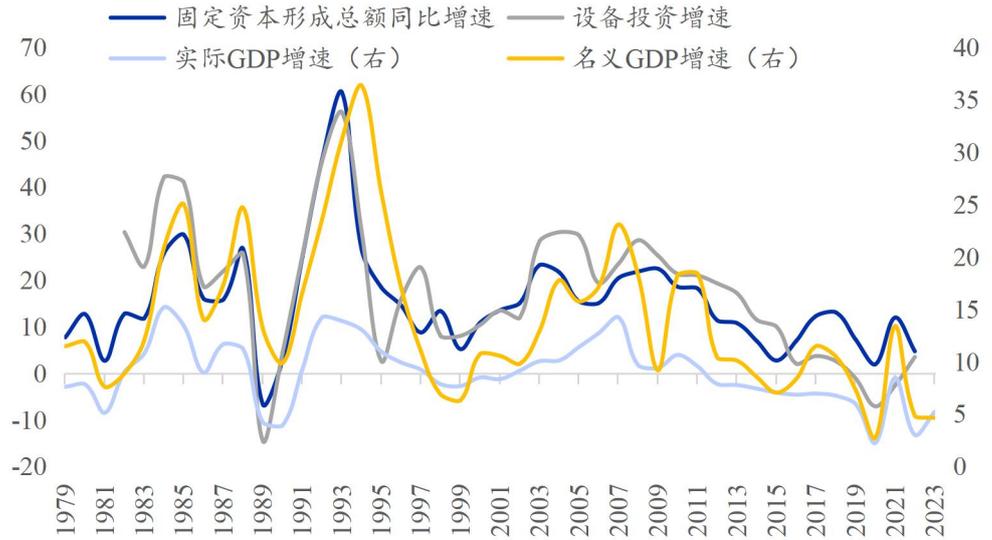
## 2 我国朱格拉周期的历史经验

从 1980 年以来我国 GDP 增速的走势来看，以波谷至波谷划分为一个完整的周期，同时参考固定资本总额形成增速以及设备投资增速的变化，我国大致经历了 5 轮完整的朱格拉周期。总结来说，我国朱格拉周期具有以下规律特征：

一是从时间上来看，1980 年以来我国朱格拉周期的平均长度在 8 年左右。我国 5 轮朱格拉周期分别发生在 1981 年至 1990 年、1991 年至 1999 年、2000 年至 2009 年、2010 年至 2015 年、2016 年至 2020 年，每轮周期持续时间最长为 10 年，最短为 5 年，平均长度为 8 年左右。

二是从领先滞后关系来看，我国的投资周期要略领先于经济周期的变化。对比资本形成总额增速、设备投资增速和 GDP 增速的走势，可以看到，在 1980 年以来的 5 轮朱格拉周期中，投资增速不会晚于经济增速触底，甚至会略微领先。在 2010 年之前的三轮较为明显的周期中，资本形成总额增速与设备投资增速总是领先于 GDP 增速见底回升，2010 年之后，投资增速基本与 GDP 增速同时触底。

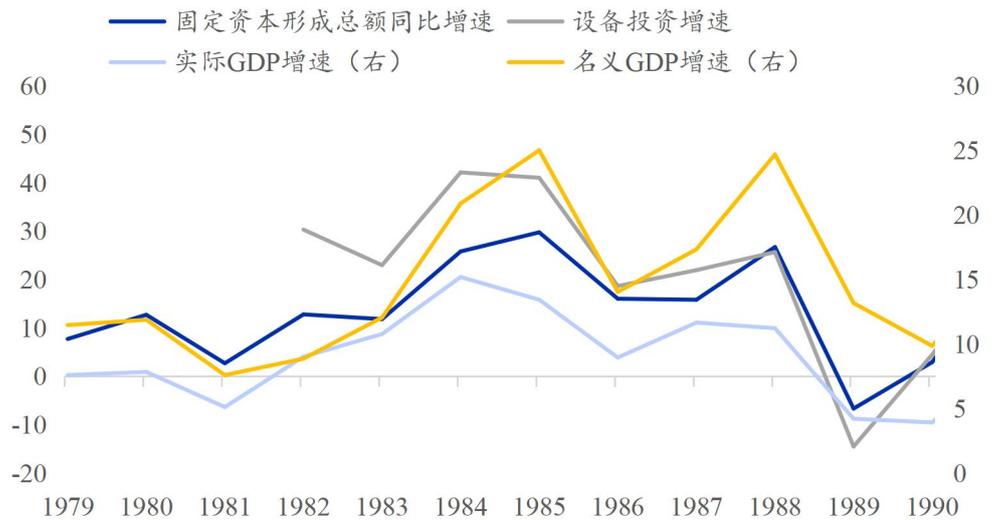
三是中国经济的周期性特征在 2010 年后有所减弱。从 GDP 增速、资本形成总额增速以及设备投资增速的走势来看，在 2010 年以前，这些指标波动幅度较大，经济的周期性特征较为显著；但在 2010 年后，国内经济的运行特点出现了很大的变化，实际 GDP 的走势曲线越来越平滑、斜率越来越平坦，在 2020 年新冠疫情前，GDP 增速每年几乎都是没有波动地小幅下滑。除实际 GDP 增速外，其他指标也面临着同样的情况，考虑了价格因素的名义 GDP 增速仍然呈现出一定的周期性，不过从近年来的峰值及低谷来看，名义 GDP 增速的振幅相比于 2010 年以前也明显收窄。


**图表 1: 2010 年后我国经济波动性明显下降 (%)**


来源: iFind、华福证券研究所

具体来看，在党中央提出“调整、改革、整顿、提高”的新“八字方针”后，我国经济开始调整，1981 年降至低点，1982 年 GDP 增速开始回升。在此期间，为了控制随着经济上升的通货膨胀，1986 年国家实行“双紧”的调控政策，GDP 增速短暂下降。不过到 80 年代后期，通货膨胀再次走高，1989 年国家再次进行调控，经济“急刹车”，实际和名义 GDP 增速在 1990 年分别降至 3.9% 和 9.9% 的低点。

相比于 GDP 增速，投资增速触底时间更早。1989 年，固定资本形成总额增速与设备投资增速便分别降至 -6.7% 和 -14.5%，到 1990 年，投资增速率先企稳回升，两者已经分别回升至 2.9% 和 4.5%。

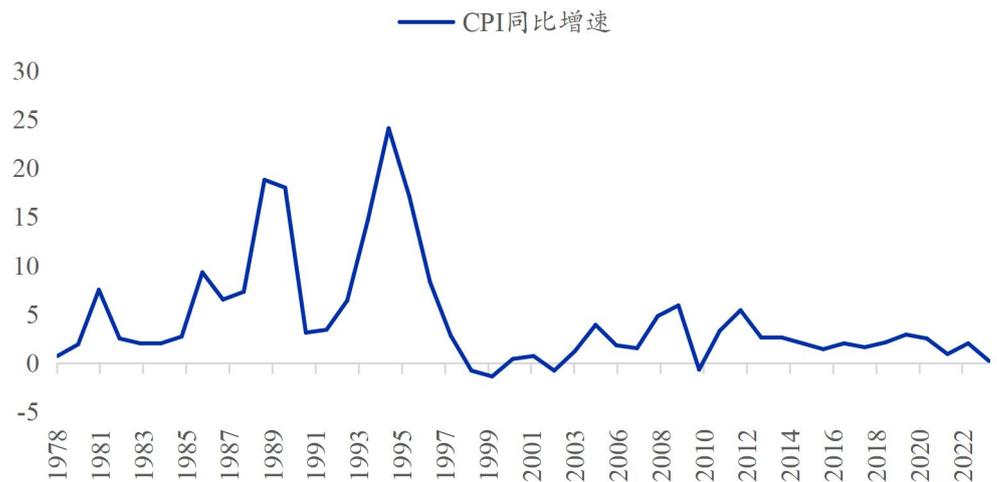
**图表 2: 1979 年至 1990 年资本形成总额、设备投资及经济增速走势对比 (%)**


来源: iFind、华福证券研究所



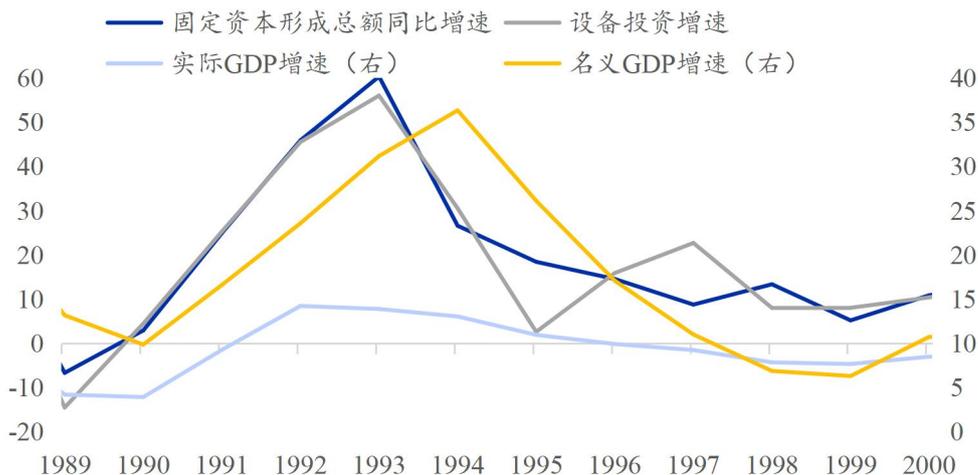
从经济增速的走势来看，第二轮朱格拉周期从 1991 年持续至 1999 年。为了尽快走出低迷的经济环境，国家开始鼓励投资刺激经济，GDP 增速大幅回升，1992 年实际 GDP 增速上升至 14.2% 的高点。过热的经济增长也带来了通货膨胀率的快速的上升，此轮周期中国经历了开放以来最为严重的通货膨胀，1994 年 10 月 CPI 一度攀升至 27.7% 的高点。包含物价的名义 GDP 增速一直到 1994 年才升至此轮周期 36.3% 的高点。物价的飙升迫使政府采取紧缩银根等政策，经济增速下降，1999 年名义 GDP 增速和实际 GDP 增速分别降至 6.3% 和 7.7% 的低点。

**图表 3：1990 年代初期经历了显著的通货膨胀（%）**



来源：iFind、华福证券研究所

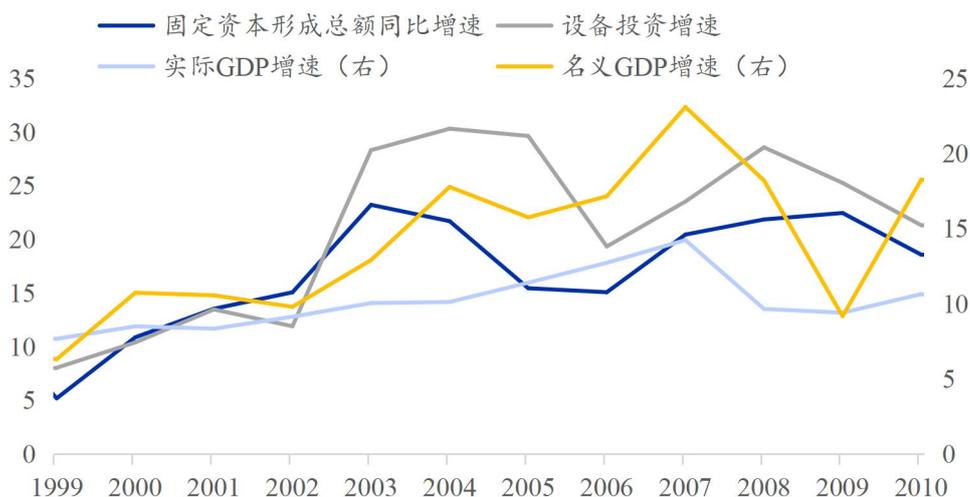
从投资周期的角度来看，资本形成总额增速及设备投资增速在 1994 年便出现了明显的下降。1993 年 6 月，《关于当前经济情况和加强宏观调控的意见》印发，提出了严格控制货币发行、稳定金融形势等 16 条加强和改善宏观调控的措施。在宏观调控的背景下，资本形成总额增速便开始持续下滑，1998 年为了应对国内特大洪水以及国外亚洲金融危机冲击，宏观调控政策明显转向，资本形成总额增速出现了短暂反弹，1999 年再度下滑并触底。设备投资增速在 1995 年骤减后小幅反弹，1998 年再度下滑至 8% 的增速，略领先于经济增长周期触底。


**图表 4：1989 年至 2000 年资本形成总额、设备投资及经济增速走势对比 (%)**


来源：iFind、华福证券研究所

从 GDP 增速来看，2000 年之后，在中国加入 WTO 以及房地产市场化改革效果持续显现的刺激下，内外需同步大幅提升，GDP 增速逐年持续提升，一直到 2008 年，在全球金融危机的影响下经济才有所减速，GDP 同比增速下降。四万亿经济政策刺激下，2009 年我国经济出现深 V 型走势，全年来看虽然仍然实现了 9.4% 的增速，但相比于 2008 年有所下降。

从投资周期角度来看，2003 年我国经济出现“过快”增长势头，其中最核心的就是固定资产投资增速过快，因此 2004 年各项宏观调控政策出台，固定资本形成总额同比增速较 GDP 增速更早出现放缓迹象。资本形成总额增速与设备投资增速均在 2006 年触及本轮周期的底部。

**图表 5：1999 年至 2010 年资本形成总额、设备投资及经济增速走势对比 (%)**


来源：iFind、华福证券研究所

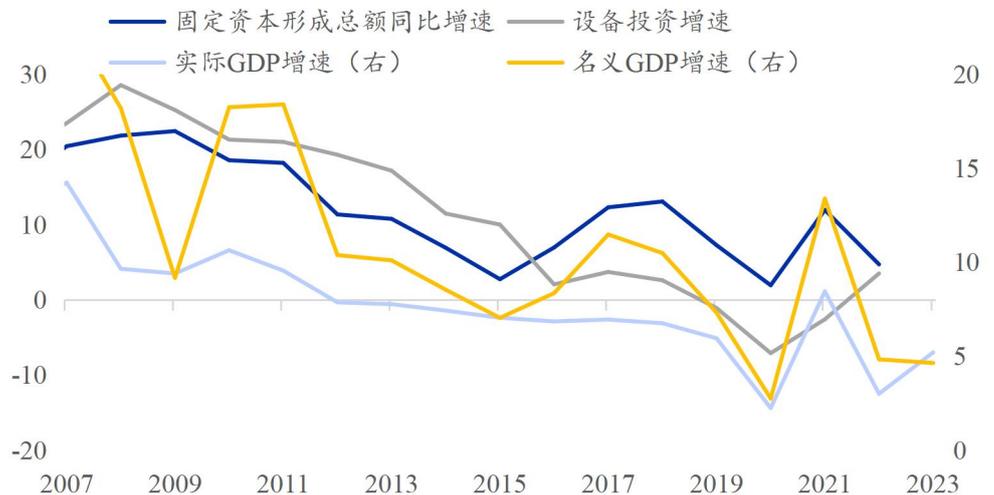


2010年经济增速小幅反弹，不过随着通胀的上行，宏观政策开始收紧，2011年经济增速再次进入下行通道。此后，随着我国经济增长阶段从高速发展转向高质量发展，我国经济的运行特点出现了很大变化，GDP增长中枢有所下降，同时除了2020年新冠疫情造成的意外性冲击外，以GDP增速衡量的经济整体的波动性也明显下降。如果单从实际GDP增速的走势来看，2011年后一直到2021年前，GDP增速几乎都是没有波动地小幅下滑。不过从名义GDP增速角度来看，在供给侧改革带动的价格抬升背景下，2016年至2018年我国经济出现了一轮弱复苏。

从固定资本形成总额同比增速来看，虽然在2008年至2009年由于全球金融危机的影响，我国经济增速放缓，但在四万亿等经济政策刺激下，固定资本形成总额同比增速反而稳中有升，设备投资也维持较高增速。在2016年这一轮经济弱复苏中，资本形成总额同比增速跟随名义经济增速出现了小幅上升，但设备投资增速并没有出现明显的提升。

因此综合来看，2008年金融危机至今，我们在划分朱格拉周期时主要参考名义GDP增速及资本形成总额同比增速。第四轮朱格拉周期从2010年经济回升开始持续至2015年，持续时长为6年，该轮朱格拉周期中投资周期启动时间更早，但与经济增速同时触底。2016年开始经济出现弱复苏，第五轮朱格拉周期与投资周期同时启动，一直持续到2020年，持续时长为5年。

**图表 6：2007 年以来资本形成总额、设备投资及经济增速走势对比（%）**



来源：iFind、华福证券研究所

### 3 美国朱格拉周期的历史经验

对于美国朱格拉周期的跟踪判断，我们同样主要跟踪实际 GDP 增速的变化，同时参考美国私人投资中固定资产投资增速，考虑到设备投资增速波动较大，而设备投资占比的周期性更为明显，因此以设备投资占名义 GDP 比重的走势跟踪判断美国的设备投资周期。美国朱格拉周期主要呈现以下规律特征：

一是从时间上来看，1960 年以来美国的朱格拉周期平均长度在 8 年左右。遵循“波谷-波谷”的周期划分法进行判断，1960 年以来，美国经济共经历了七轮完整的周期，分别在 1961 年-1970 年、1971 年-1975 年、1976 年-1982 年、1983 年-1991 年、1992 年-2002 年、2003 年-2009 年中、2009 年-2016 年，持续时间在 4~11 年范围内。

二是从走势来看，固定资产投资增速与实际 GDP 增速变化保持高度的一致性，依据设备投资占名义 GDP 比重划分的设备投资周期也基本上与美国实际 GDP 增速变化周期保持一致。不过从时间上来看，美国企业的设备投资周期、投资变化以及经济增速的变化周期存在一些领先滞后关系。

GDP 变化的周期与固定资产投资增速变化的周期基本保持一致，固定资产投资增速波谷出现的时间基本上不会偏离实际 GDP 增速波谷出现的时间超过一个季度。不过美国企业的设备投资周期则要略滞后于经济增速的变化周期，除了在 2003 年-2009 年那一轮周期中设备投资增速占名义 GDP 的比重与实际 GDP 增速同时触底外，其余几轮周期中设备投资总额占名义 GDP 的比重总是晚于实际 GDP 增速触底，滞后时期最长为 5 个季度，平均滞后时间在 2~3 个季度。

图表 7：美国固定投资增速与实际 GDP 增速走势对比（%）



来源：iFind、华福证券研究所


**图表 8：美国设备投资总额占名义 GDP 比重与实际 GDP 增速走势对比（%）**


来源：iFind、华福证券研究所

**图表 9：美国实际 GDP 增速、固定投资增速以及设备投资周期波谷划分**

轮次	实际 GDP 增速		设备投资总额占名义 GDP 比重		固定投资增速	
	波谷 1	波谷 2	波谷 1	波谷 2	波谷 1	波谷 2
第一轮	1961-06	1970-12	1961-06	1971-03	1961-06	1970-09
第二轮	1971-03	1975-03	1971-06	1976-03	1970-12	1975-06
第三轮	1975-06	1982-09	1976-06	1983-03	1975-09	1982-12
第四轮	1982-12	1991-03	1983-06	1992-03	1983-03	1991-03
第五轮	1991-06	2001-12	1992-06	2003-03	1991-06	2002-03
第六轮	2002-03	2009-06	2003-06	2009-06	2002-06	2009-06
第七轮	2009-09	2016-06	2009-09	2017-03	2009-09	2016-03
第八轮	2016-09	-	2017-06	-	2016-06	-

来源：iFind、华福证券研究所

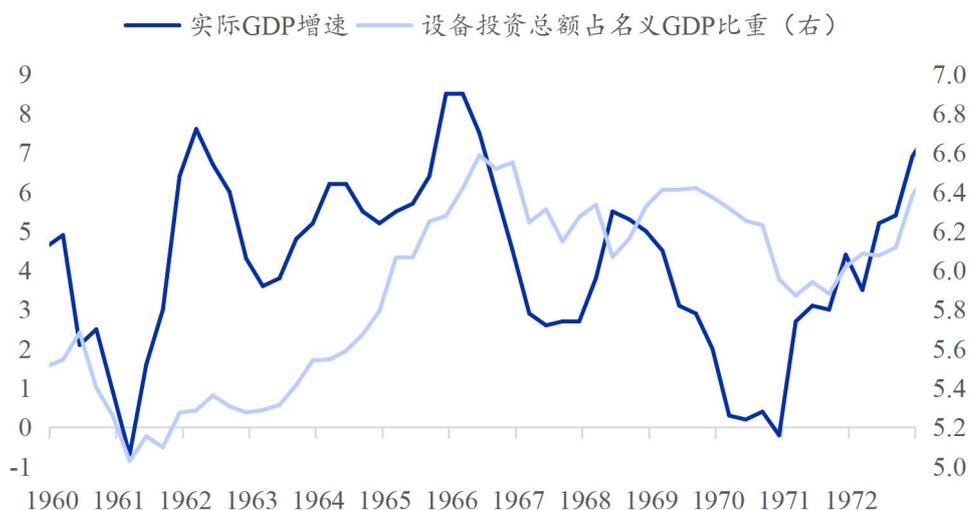
具体来看，1961 年至 1970 年这一轮朱格拉周期的具体时间是 1961 年一季度持续至 1970 年年底，持续时长接近 10 年，从设备投资周期角度来看，本轮周期在 1971 年一季度真正结束。美国此轮产能周期基本都处在被西方经济学家誉为美国经济增长黄金时代的 60 年代。

1960 年代是第二次世界大战后美国经济发展最快的 10 年。1961 年，年仅 43 岁的肯尼迪入主白宫，民主党总统的上台昭示着凯恩斯主义进入到了一个新的阶段，美国政府不断使用减税、扩大福利项目等财政政策刺激经济的发展，约翰逊总统的“伟大社会”理想以及之后的越南战争更是将财政刺激推向了极致。

在财政政策的刺激下美国经济保持高速增长，但随着 60 年代末通胀压力的逐渐显现，美联储不断收紧货币政策，美国经济在 70 年代初出现了一轮小的经济衰退，实际 GDP 增速在 1970 年四季度下滑至负增长区间。设备投资周期的下降明显要滞后于宏观经济的下滑，直到 1971 年一季度设备投资总额占名义 GDP 的比重才降到了本轮周期的低谷，在“黄金 60 年代”以及计算机硬件制造业崛起的背景下，本轮设

备投资周期持续了整整 10 年。

图表 10：1960-1972 年设备投资占比和实际 GDP 走势对比情况（%）



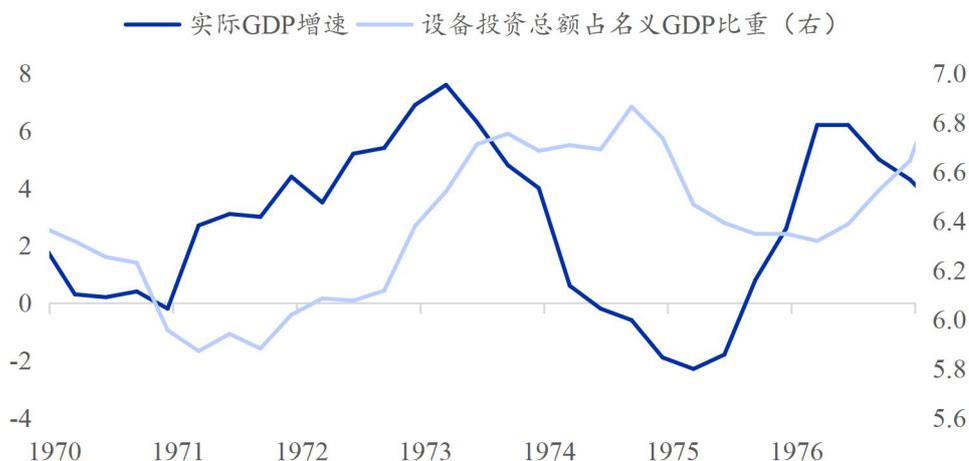
来源：iFind、华福证券研究所

在经历了“黄金 60 年代”的快速增长后，1970 年代美国经济进入了典型的滞胀期，直到 1983 年才走出了“滞胀”泥潭。而在此期间，美国也经历了两轮朱格拉周期和设备投资周期，两轮朱格拉周期为 1971 年一季度至 1975 年一季度、1975 年二季度至 1982 年三季度，两轮设备投资周期则分别为 1971 年二季度至 1976 年一季度，和 1976 年二季度至 1983 年一季度。

美国的“滞胀”问题其实在刚进入 70 年代时便已经初露端倪了，此后还经历了两次较为严重的经济衰退。造成美国 70 年代“滞胀”危机频发的原因来自于多个方面，外部因素包括两次石油危机带来的外力冲击、粮食危机的推波助澜等，内部因素在于财政赤字失控般的持续扩大以及货币政策的反复无常，但造成经济停滞最根本的原因还是在于 70 年代的美国实体经济缺乏增长点。

两次石油危机是美国“滞胀”危机的直接导火索，第一次石油危机发生在 1973 年，实际 GDP 增速拐头向下，通胀却持续上行，1974 年美国陷入衰退，直至 1975 年一季度才企稳回升。设备投资周期表现相对滞后，直到 1976 年一季度才降至低点。第二次石油危机发生在 70 年代末，虽然经济出现了再次衰退，但设备投资占比没有明显下降，直到 80 年代初在保罗·沃尔克强硬的货币政策下，美国经济再次出现衰退后，设备投资总额占名义 GDP 比重才降至了阶段性的低点。

图表 11: 1970-1976 年设备投资占比和实际 GDP 走势对比情况 (%)



来源: iFind、华福证券研究所

图表 12: 1975-1983 年设备投资占比和实际 GDP 走势对比情况 (%)



来源: iFind、华福证券研究所

美国实际 GDP 增速自 1982 年四季度开始回升, 1984 年一季度到达高点, 1991 年一季度转负, 持续时间为 8~9 年。设备投资总额占名义 GDP 的比重从 1983 年二季度企稳回升, 1984 年底到达高点后开始持续下降, 直至 1992 年一季度到达本轮周期的低点, 本轮设备投资周期持续了 9 年左右。

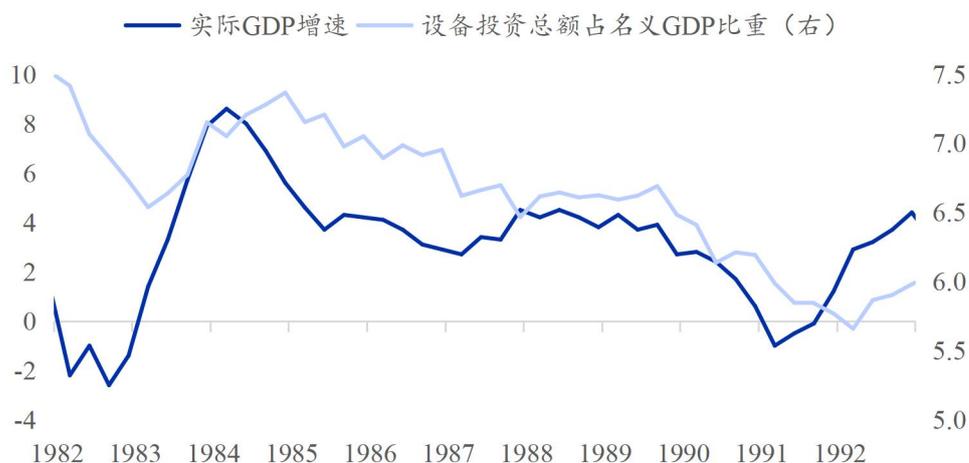
在经历了长期的滞胀后, 里根经济学给美国带来了希望, 美国经济也在 1982 年底开始复苏。继《经济复苏和税收法案》之后, 参议院通过了里根提出的《1986 年税制改革法案》, 这一被里根称为“第二次美国革命”的税制改革基于宽税基、低税率、简税制的原则, 对个人和企业所得税进一步作出调整。

在《经济复苏和税收法案》以及《1986 年税制改革法案》刺激下, 美国经济在 80 年代一直保持温和扩张的态势。直到 80 年代末, 储贷危机以及第三次石油危机的先后爆发最终导致了美国经济增长在 1991 年再次放缓甚至衰退。1992 年一季度, 设



备投资占名义 GDP 的比重也随之降至本轮周期的低点。

**图表 13：1982-1992 年设备投资占比和实际 GDP 走势对比情况（%）**

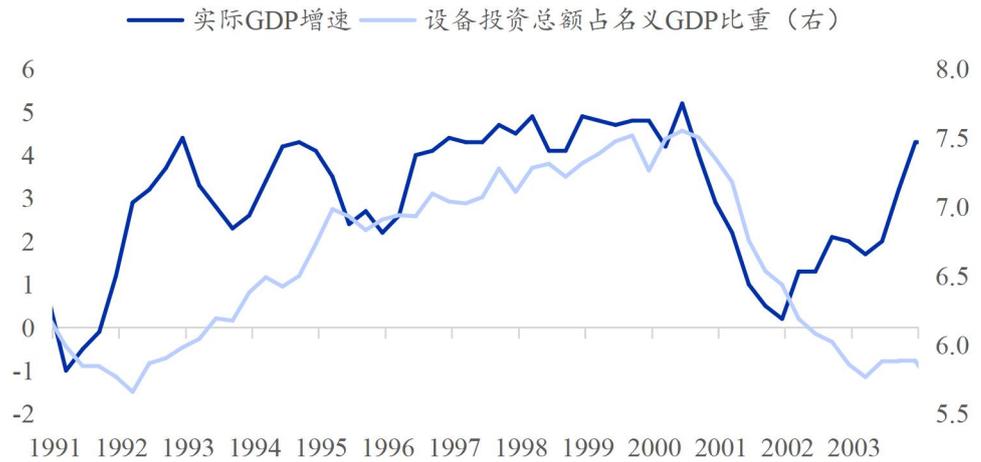


来源：iFind、华福证券研究所

1991 年二季度开始，美国进入新一轮朱格拉周期，一直持续到 2001 年底，持续时间长达 43 个季度。这一轮设备投资周期从 1992 年二季度开始，一直持续到 2003 年一季度，持续时间为 11 年。本轮朱格拉周期与设备投资周期均是上世纪 60 年代以来美国经济发生的最长的一次。

1993 年美国总统克林顿提出了经济振兴计划。克林顿的经济计划主要包括 4 项基本内容，一是大力削减财政赤字，实施有增有减的财政政策；二是坚决遏制通货膨胀，实行稳定连续的货币政策；三是加强经济外交，实行以开拓国外市场为核心的贸易政策并且扩大出口；四是由间接促进产业技术发展转向直接发展产业技术。克林顿的经济政策在美国的经济发展史上是不可磨灭的一笔，对美国的经济生活影响是巨大的。

90 年代中后期美国的经济表现非常亮眼，在经济保持快速扩张、通货膨胀维持低位的同时，美国政府甚至在 1998 年摆脱了困扰多年的财政赤字，真正实现了财政盈余。高增长、低通胀、低赤字，新经济的繁荣使得美国经济产生了从未有过的美好。但互联网泡沫的破裂、9·11 恐袭等一系列事件使得美国经济在进入二十一世纪初时便再次出现衰退，设备投资占名义 GDP 的比重也由 2000 年二季度的 7.6% 下降至 2003 年一季度的 5.8%。


**图表 14：1991-2003 年设备投资占比和实际 GDP 走势对比情况（%）**


来源：iFind、华福证券研究所

2002 年开始美国的实际 GDP 增速就开始回升，在次贷危机以及金融危机的影响下 2008 年底转为负增长，直到 2009 年二季度才降至最低点。设备投资占名义 GDP 的比重在 2003 年二季度企稳回升，在 2006 年三季度到达阶段性顶点后开始回落，金融危机中，设备投资占比最终在 2009 年二季度降至了 4.5% 的低点。

为了应对互联网泡沫的破裂和随后的经济衰退，美国政府推出了宽松的货币政策和财政政策，美国经济开始强劲增长，通货膨胀也保持在温和水平。但危机带来的隐患并未完全消除，房地产市场的泡沫正在不断积聚。可以说，在 2000 年股市崩盘之后，房地产市场取代了股市，承载着美国的“非理性繁荣”。

不断收紧的货币政策最终刺破了地产泡沫，次贷危机也随之而来。房地产市场泡沫崩溃的影响通过次级抵押贷款传导至金融部门，此后，多家金融机构相继爆出巨额亏损，次贷危机不断深化最终演变为金融危机，全球资产价格、信贷环境、企业及消费者信心均受到了巨大的冲击。美国实际 GDP 增速快速下滑，经济陷入衰退，直至 2009 年二季度才有所企稳，美国设备投资占比也同时触及了低点。


**图表 15：2001-2009 年设备投资占比和实际 GDP 走势对比情况 (%)**


来源：iFind、华福证券研究所

金融危机后，美国经济周期的波动性有所减弱。为了应对 2009 年的金融危机，美国也出台了大萧条以来规模最大的刺激方案，从 2010 年到 2012 年，美联储先后推出多轮量化宽松政策，美国经济一直保持平稳扩张；在 2016 年实际 GDP 增速开始放缓后，2017 年特朗普又推出了史上最大规模的减税计划，2017 至 2018 年美国在经济在减税刺激下再次复苏。从数据来看，美国实际 GDP 增速在 2009 年三季度回升，2010 年至 2019 年期间均维持在 2%~3% 的区间范围内波动，期间在 2016 年二季度小幅下滑至 1.5% 后又开始回升，这一轮经济的持续增长一直持续到 2020 年新冠疫情到来。

从设备投资周期的角度来看，设备投资总额占名义 GDP 比重在 2014 年三季度达到 6.4% 的高点后开始下降，到 2017 年一季度降至 5.8% 的阶段低点后开始小幅回升，此后稳定在 5.9% 左右的水平，2019 年三季度开始加速下降，即使在 2020 年下半年疫情后的经济复苏中也没有出现特别明显的提升。

综合美国实际 GDP 增速以及设备投资占名义 GDP 比重的走势，我们在划分朱格拉周期或者说产能周期时，以 2016 年为截点，2009 年三季度至 2016 年二季度为一轮朱格拉周期，2016 年三季度后为新一轮朱格拉周期，这主要是考虑到 2020 年新冠疫情对经济的冲击不同于以往经济周期的内生性规律。在常规的经济下行周期中，落后产能、低效率产能会自发出清，供给收缩到一定程度后，剩下的高效率企业经营状况逐渐好转。而新冠疫情的冲击并不是周期性因素造成的，疫情导致的大范围停工停产对企业流动性提出了较高的要求，因此受到较大影响的企业往往是出现流动性困难的企业而不一定是低效产能的企业。


**图表 16：2009-2023 年设备投资占比和实际 GDP 走势对比情况（%）**

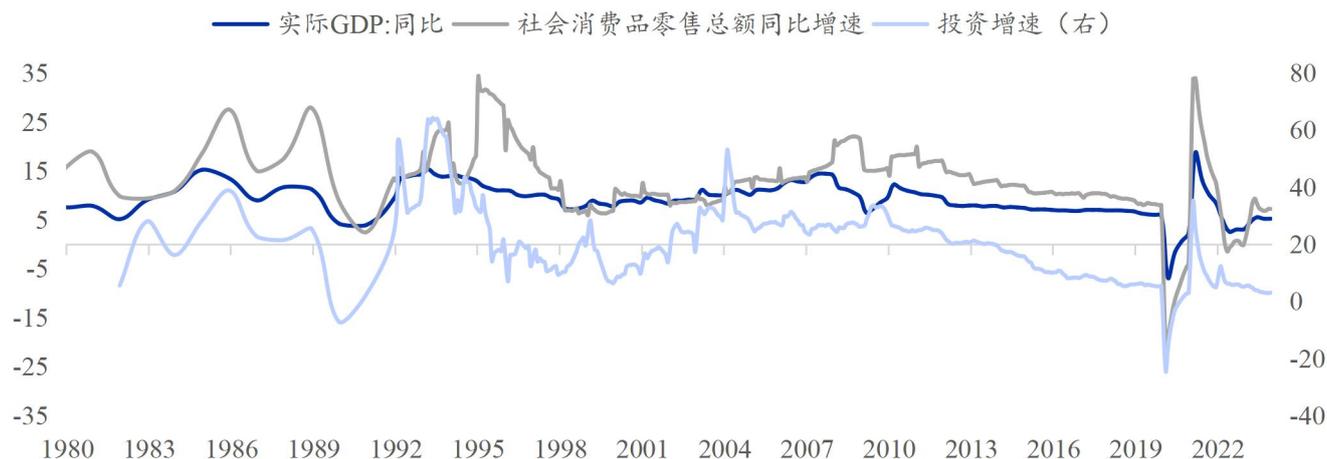

来源：iFind、华福证券研究所

#### 4 中美朱格拉周期规律对比

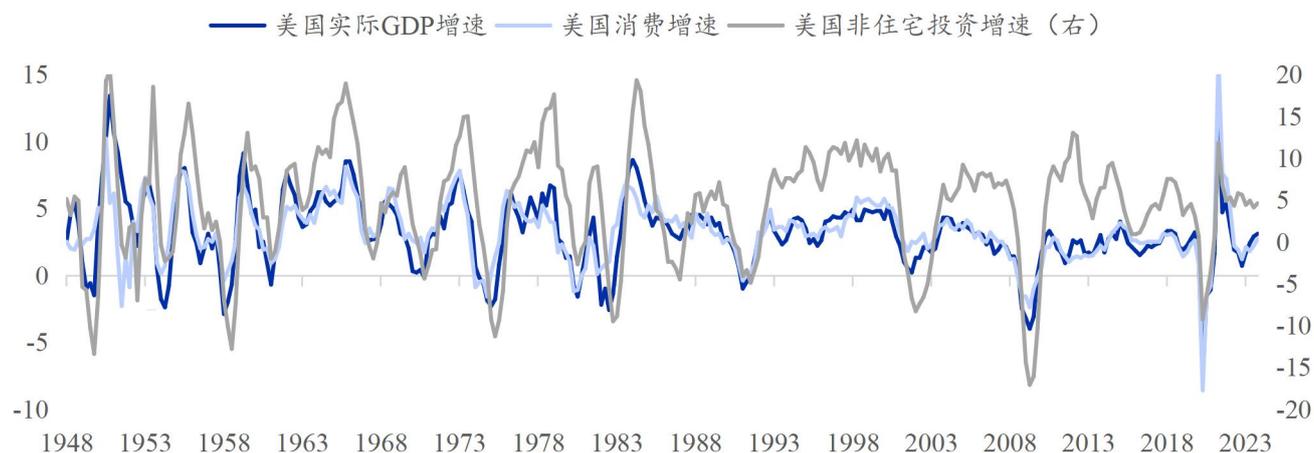
从中美两国的朱格拉周期以及设备投资周期的历史经验来看，我们可以得到以下结论：

一是从时间上来看，中美两国朱格拉周期平均长度均为 8 年左右。1980 年以来，中国大致经历了 5 轮完整的朱格拉周期，每轮周期持续时间在 5~10 年不等，平均时长在 8 年左右；1960 年以来，美国经济共经历了七轮完整的周期，每轮周期持续时间在 4~11 年范围内，平均时长为 7.9 年。

二是从投资与经济增长的关系来看，中美两国存在差异。我国的投资周期要略领先于经济周期的变化，而在美国，企业的设备投资周期则要略滞后于经济增速的变化周期。从以往的经济周期来看，中国经济增速触底回升的主要动力往往来自于投资，消费的好转要晚于经济的好转，但是对于美国经济来说，带动美国实际 GDP 增速触底回升的主要动力则来自于居民消费，消费增速的拐点不会晚于经济增速的拐点出现，或是同时、或是领先，投资增速的拐点没有明显的领先性，相反，投资细分项中的非住宅投资和设备投资往往要略滞后于经济周期的变化。


**图表 17：1980 年以来我国经济、消费及投资增长情况（%）**


来源：iFind、华福证券研究所

**图表 18：1948 年以来美国经济、消费及非住宅投资增长情况（%）**


来源：iFind、华福证券研究所

三是从趋势来看，金融危机后中美两国经济周期的波动性都出现了明显减弱。改革开放后至金融危机前，我国经济持续了较长时间的高增长高波动，但在 2010 年后，GDP 增速开始下降，并且伴随着我国经济结构的转型，GDP 的走势越来越平缓，包括其他宏观经济指标也面临着同样的情况，经济波动明显减弱，传统意义上的“经济周期”逐渐消失。

如果不考虑新冠疫情带来的外部冲击，从更长期的视角来看，未来经济总量增速放缓、经济波动性下降很有可能会成为新常态。这一现象不仅出现在中国，在美国也呈现同样的规律，即使是成功转型的发展经济体也很难一直维持高速增长，减速在经济发展的后期不可避免，这是经济发展的普遍规律。美国经济在第二次世界大战后开始快速增长，经济持续大幅波动。80 年代后美国经济增速开始放缓，经济增长中枢由前期的 4% 左右放缓至 3%，金融危机后进一步降至 2%。

经济周期性逐渐减弱的另一个可能原因，就是科技进步解决了信息不对称的问题。以往由于信息传递的时滞性，企业不能及时了解到市场供给情况，当需求好转



时会同时增加库存扩大产能，不同企业的同一行为叠加导致市场产能或库存出现波动。而当前科技的进步使得信息的及时性、透明度都有了明显提升，企业能够合理规划生产经营活动，在一定程度上也导致了经济波动性减弱。

**图表 19：1980 年代后美国经济增长和波动均明显下降（%）**



来源：iFind、华福证券研究所

## 5 风险提示

**历史经验不代表未来。**本文研究基于丰富的历史数据，但历史经验规律并不代表未来一定会发生。

**经济数据不及预期。**当期经济仍然存在较多不确定性，回升基础仍需巩固，国际形势严峻、国内需求不足等问题仍然存在。不过一系列政策措施陆续出台，未来经济恢复情况有待观察。

**海外市场大幅波动等。**日元套息交易余波仍在，叠加美联储年内降息空间存在不确定性，以及美国经济下行压力凸显，可能会导致年内海外市场大幅波动。

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

## 联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn