

相关研究

《经济增长与经济周期——海通宏观研究框架之一》2019.08.20

《同向还是反向？——汇率贬值与资产价格的关系》2019.08.12

《海通宏观研究框架 2019》2019.08.10

经济增长与经济周期 ——海通宏观研究框架之一（更新版）

投资要点:

- 美国经济研究

经济研究的目的

长期增长与短期波动

经济周期与债务周期

宏观研究与资产配置

分析师:姜超

Tel:(021)23212042

Email:jc9001@htsec.com

证书:S0850513010002

目 录

1. 经济研究的目的.....	5
2. 长期增长与短期波动.....	6
3. 经济周期与债务周期.....	11
4. 宏观研究与资产配置.....	17

图目录

图 1	伯克希尔股价（美元/股）与涨幅（%）	5
图 2	美国、日本 GDP 变化（十亿美元）	5
图 3	日经指数（点）	5
图 4	美国名义 GDP 和实际 GDP（1900=1）	6
图 5	美国年均 GDP 增速、道指年均涨幅和 10Y 国债利率均值	6
图 6	经济增长三大动力	6
图 7	过去 20 年美日欧 GDP 实际增速、劳动人口增速均值（%）	7
图 8	美国 GDP 构成（2018 年）	7
图 9	美国 GDP 实际增速、居民消费实际增速（%）	8
图 10	2017 年美国投资构成（%）	8
图 11	美国存货变动贡献 GDP 增速、GDP 增速（%）	9
图 12	美国 GDP 增速、住宅投资增速（%）	10
图 13	美国 GDP 增速、非住宅投资增速（%）	10
图 14	美国 GDP 实际增速、政府支出实际增速（%）	10
图 15	美国投资贡献 GDP 增速及其中分项贡献（%）	11
图 16	美国 GDP 实际增速、政府支出实际增速（%）	12
图 17	美国财政赤字率（%）	12
图 18	美国政府债务率（%）	12
图 19	美国 GDP 增速、M2 增速（%）	13
图 20	货币政策传导机制	13
图 21	经济周期与美国联邦基金利率（%）	14
图 22	美国 M2 增速、房价涨幅（%）	14
图 23	美国道琼斯指数与 10 年期国债利率（%）	14
图 24	里根政府时期税改措施	15
图 25	美国纳指、10 年期国债利率	16
图 26	80 年至今美国货币和经济增速（%）	16
图 27	经济增长与债务周期	17

表目录

表 1 美国货币增速、通胀和经济增长 (%)	15
表 2 里根与特朗普政策异同	16

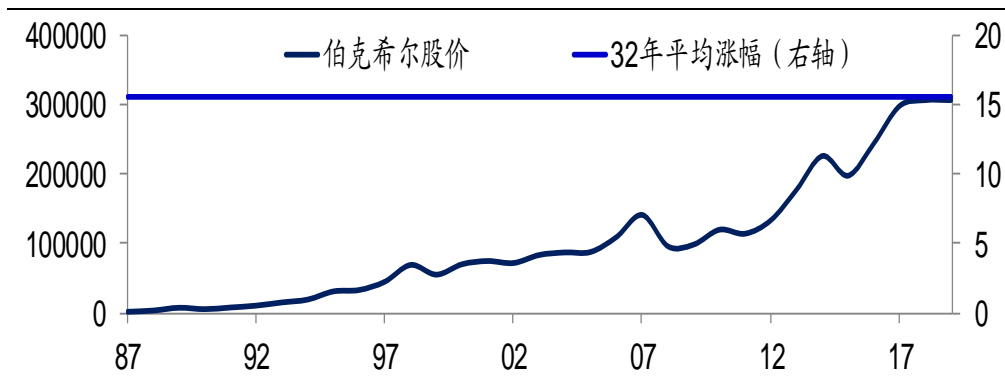
今天从两个方面进行分享，首先是如何理解美国经济的经验。研究美国的原因在于它是全球第一大强国，并且是资产管理行业的霸主，美国的研究会给我们长期的启发。

1. 经济研究的目的

首先要知道为什么要做宏观研究？在资本市场做研究和在学校做学术研究是不一样的，学校研究的是知识本身，而资本市场则是研究如何通过知识来创造财富。

比如说，我们来看股神巴菲特的业绩，过去 40 年伯克希尔公司的股价变化：40 年以前每股股价是 300 美元，目前每股股价是 30 万美元，过去 40 年涨了 1000 倍，年均涨幅是 20%。他有一句名言：“人生就是滚雪球，最重要的事是发现湿雪和长长的山坡。”

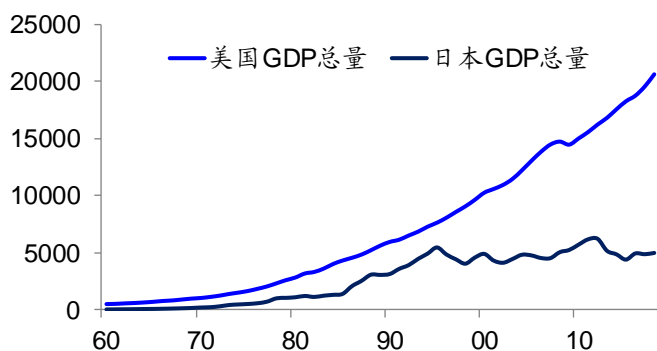
图1 伯克希尔股价（美元/股）与涨幅（%）



资料来源：Wind，海通证券研究所

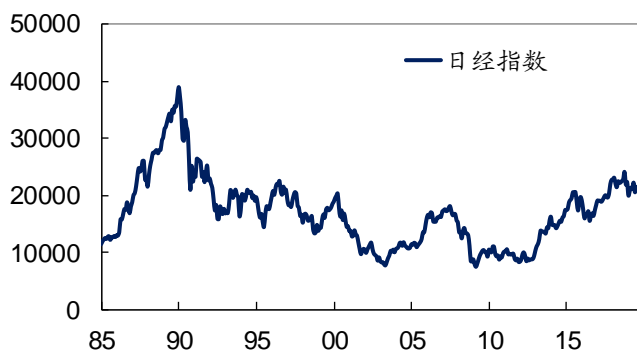
为什么巴菲特可以赚这么多？他说是因为他的命很好，中了彩票，出生在美国。我们可以对比一下，如果不巧出生在日本，就很难有这样一个神话故事，因为日本在过去 20 多年的经济总量几乎没有变化。日本的经济所谓失去了多少年，大家都算不清了，最早说失去了 10 年，之后是失去 20 年，后来又失去了 30 年。反映到日本的股市上，日经 225 指数在 30 年以前峰值是 4 万点，目前只有 2 万点。美国和日本经济的对比还是非常鲜明，要想赚钱，国家的经济发展至关重要。

图2 美国、日本 GDP 变化（十亿美元）



资料来源：Wind，海通证券研究所

图3 日经指数（点）



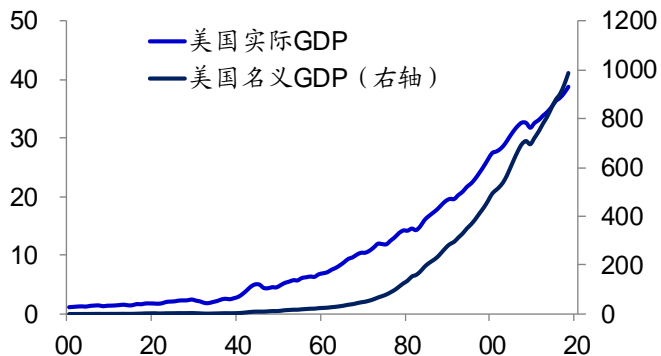
资料来源：Wind，海通证券研究所

巴菲特资产每年增长 20%，40 年涨了一千倍，其根基还是在于美国的经济不断增长。用历史数据，我们做了一个简单分析，把美国过去 100 多年各种资产的平均回报率列出来，比如说股市、债市、房市，黄金，并与美国的经济增长做了比较。

美国的经济增速在过去的一百多年，大概每年年均增长是 3%，这是实际的经济增长。但如果把物价的每年上涨 3% 加上去以后，它每年的名义增速差不多是 6%。而在过去的 100 年，美国股市和债市的平均回报率就在 5-6% 左右，和美国 GDP 名义增速的长期均值接近。

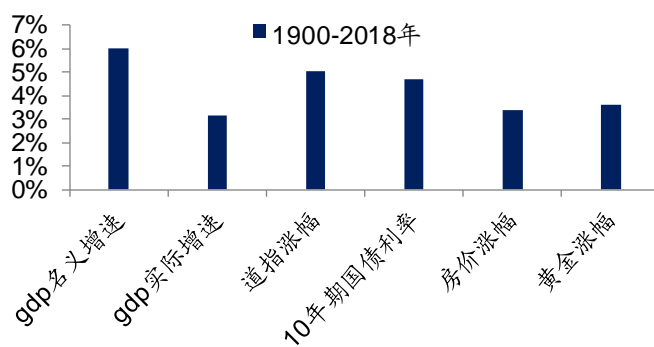
而如果再来看房子和黄金，过去 100 多年的年均回报率都在 3% 左右，基本上等于同期的物价上涨。也就是说，房子和黄金这类实物资产，因为本身不创造价值，因而长期上涨的唯一支撑在于通胀。

图4 美国名义 GDP 和实际 GDP (1900=1)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图5 美国年均 GDP 增速、道指年均涨幅和 10Y 国债利率均值



资料来源: Wind, 海通证券研究所

所以股市、债市等金融资产的长期回报来源于经济名义增长，因而在经济长期稳定增长的美国，巴菲特靠股市投资创造了巨大的财富。而巴菲特长期厌恶黄金、比特币等资产，原因也在于这些资产只能涨价，而不能创造实际价值。

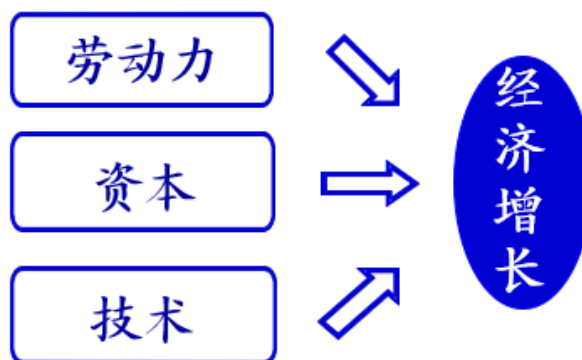
2. 长期增长与短期波动

在刚才的第一部分，我们发现长期的财富创造来自于经济增长。那么第二部分我们要研究一下，对经济增长本身如何去做研究分析。其实这里面有两个视角，第一个是长期的增长，第二个是短期的经济波动。

长期增长因素。

如果大家学过经济学，就知道按照经典的经济增长理论，长期的经济增长有三个主要动力：第一个是劳动力，第二个是资本，第三个是技术。技术变化很难观察，但是劳动力和资本是比较好做研究的。

图6 经济增长三大动力



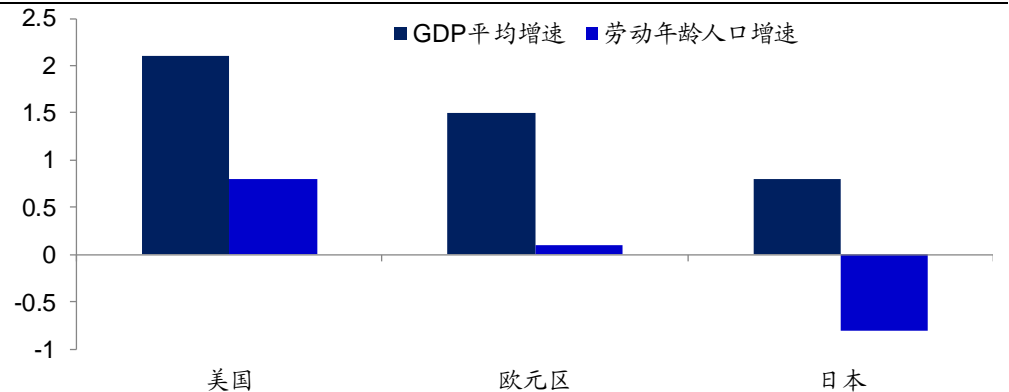
资料来源: 海通证券研究所

如从劳动力和资本的角度，我们来研究一下美国过去 100 年的增长。我们的研究方式是以 20 年为周期，观察这一段时间的 GDP 平均增速，作为美国经济潜在增速的代表。可以发现，在 20 世纪 30、40 年代，当时美国的经济增速其实还是蛮高的，20 年的平均增速高达 5%，但是从那以后就开始持续下降，到目前差不多降到了 2% 左右。

与美国经济增速持续回落相对应的，是美国过去 80 年中无论是人口的增长，还是资本的增长，都出现了显著的下降。也就是说，从长期来看，因为劳动力增长变慢了，资本投入变少了，所以经济增长下降了。

但即便是美国的经济增长变慢了，第一目前还有增长，第二美国在发达国家里面依然是最好的，因为大家都在变慢。美国虽然说增长变慢了，但相比于日本、欧洲还是强了很多，而且美国还有移民。日本人口增长是负的，而欧洲的人口也几乎没有增长。所以目前美国在发达国家里面的经济表现、金融市场表现依然是最好的，本质上还是来自于劳动力、来自于资本、来自于技术进步，美国基本面是最好的。这是长期，要重视人口、资本、技术这些要素。

图7 过去 20 年美日欧 GDP 实际增速、劳动人口增速均值 (%)



资料来源：WIND，海通证券研究所

短期经济波动。

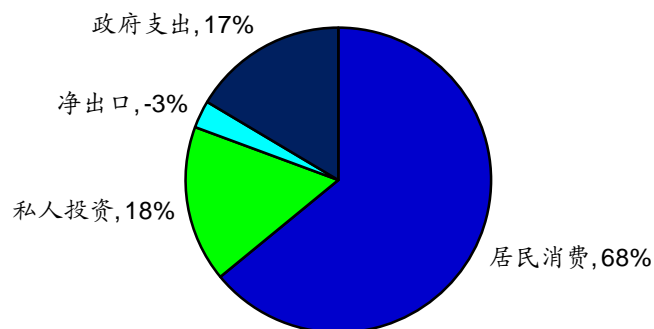
另外一个值得研究的是短期的经济波动。在美国有一个机构叫做美国经济研究局，它所从事的就是经济周期的研究。我们小时候学政治课，会提到资本主义国家经常有“倒牛奶”现象，其实它就描绘的是经济周期变化的现象。也就是说，在经济的运行当中，不是沿着长期的潜在增速稳定增长，而是经常发生剧烈的波动，有时经济好的过热，有时经济差的发生衰退。

那么经济的周期波动是由什么推动的？比如说目前看中国，大家说中国最新的货币融资数据不太好，经济往下走，所以很多时候大家很关心短期的经济变化。

消费同步经济。

如果要研究短期的变化，我们首先要知道经济是由什么构成的。美国经济结构是这么一个分解，最大的一块叫做消费，居民消费占比差不多是 2/3。另外两块是政府支出和固定资产投资，占比都是接近 1/6。还有最后一块是外贸，外贸占比即净出口占比是负的，占比也不大，所以经济构成主要关注三大项，就是消费、政府支出和投资。

图8 美国 GDP 构成 (2018 年)

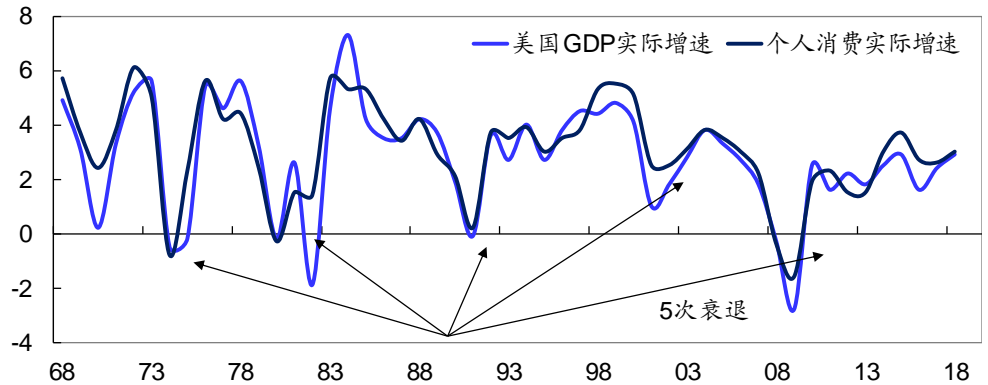


资料来源：BEA，海通证券研究所

接下来我们观察每一项经济成分和美国经济增速变化的关系。首先看最大的消费，美国消费的走势和美国的经济走势几乎是一模一样的，这背后有一个很重要的背景，因

为消费占经济的比重太大了，所以它只能够同步于经济的变化，没有领先性。也就是说，我们看不到，比如说哪一次经济出问题，消费提前不行了。消费是一个同步指标。

图9 美国 GDP 实际增速、居民消费实际增速 (%)

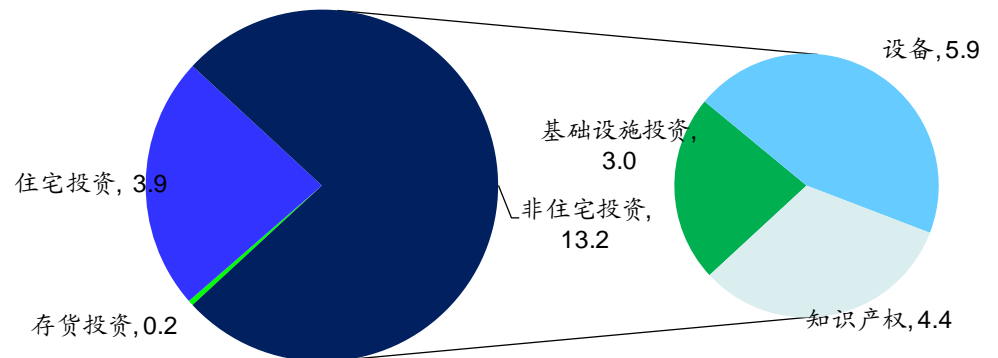


资料来源：BEA，海通证券研究所

投资领先周期。

我们再看一下投资，美国的投资占比是接近 1/6，但投资本身是有结构分解的，投资里面有三大项，最大的一项叫做非住宅投资，就是企业部门的投资。第二项叫做住宅投资，就是房地产投资，最小的一项叫做存货投资。

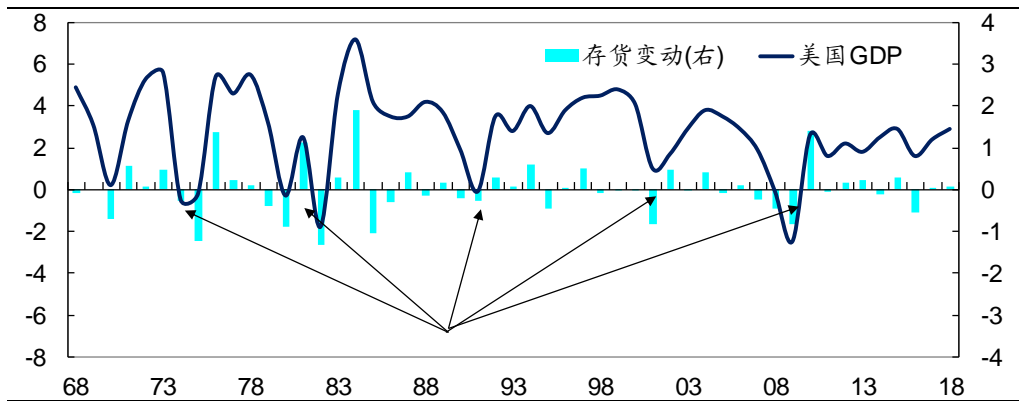
图10 2017 年美国投资构成 (%)



资料来源：BEA，海通证券研究所

投资的比重虽然说总体上不是很大，但是投资的影响其实比较大。我们把美国每一次的经济衰退找出来，在过去的五六十年比较典型的衰退有五次。每一次经济衰退之前的一两年，可以发现可能存货投资已经提前下行，比如 08 年就很明显。存货投资是一个领先指标，如果经济真的不好了，可能很多企业的东西就卖不掉了，卖不掉以后就变成产品的积压，也就是存货投资开始拖累经济增长。

图11 美国存货变动贡献 GDP 增速、GDP 增速 (%)



资料来源：BEA，海通证券研究所

大家选择的行业不一样，但是可能都有一个共性，无论是做周期行业的研究，还是消费行业研究，都要去研究到底存货是不是在发生变化。比如说现在 A 股的股王-茅台，现在大家都在抢着买，但是其实曾经在 2015 年、2016 年茅台酒没人买，当时一瓶茅台酒零售价 800 多块，但是因为之前一直在跌价，大家不想买。

后来就有人研究茅台酒的存货，因为大家都不买酒，所以家里的茅台酒喝完了，后来调研发现经销商的酒也不多了，好像全社会都没什么存货了，之后茅台酒就开始涨价了。也就是说，在行业拐点的时候，研究清楚这个行业到底有多少库存非常重要，可以看清未来的方向，这是行业研究的一个重要的基本功。

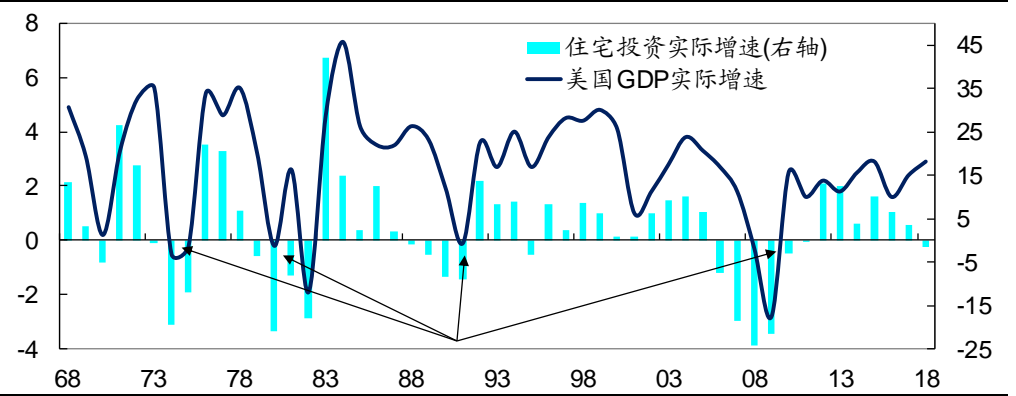
第二个投资指标是地产投资，房地产投资非常重要，外号是经济周期之母。我们同样来研究美国经济衰退，在几乎每一次经济衰退之前，地产投资也都出现了明显的负增长。

比如说 08 年全球金融海啸，期间发生了很多经典的投资故事，后来还拍了一部电影《大空头》。它描绘的故事就是怎么样去做空美国的地产市场，一小撮幸运分子抓住了 CDS 这个机会，一夜暴富赚了很多钱。

但是怎么样去抓住这个机会？当时大家拍电影找了各种线索。其中的一条线索是这样的，有一个郁郁不得志的中年潦倒男 40 多岁被裁了，后来投奔他的一个好朋友的公司，给他画了一张图，也就是美国的实际房价走势图，说你看美国的实际房价以前都是平着走，但是在过去几年是竖着涨，这肯定是涨过头了，你要去做空美国地产市场，后来就赚了几百亿美金。这是一个电影里面的故事，它也是根据现实故事改编的，后来就有人把美国的实际房价走势图看作是一幅价值数百亿美元的神图。

但是在 2008 年，其实美国的地产投资同样也可以做到准确的预测经济衰退，可以看到早在 06 年，美国的地产投资就已经出现了负增长，因此地产投资的变化是非常重要的一个领先指标。

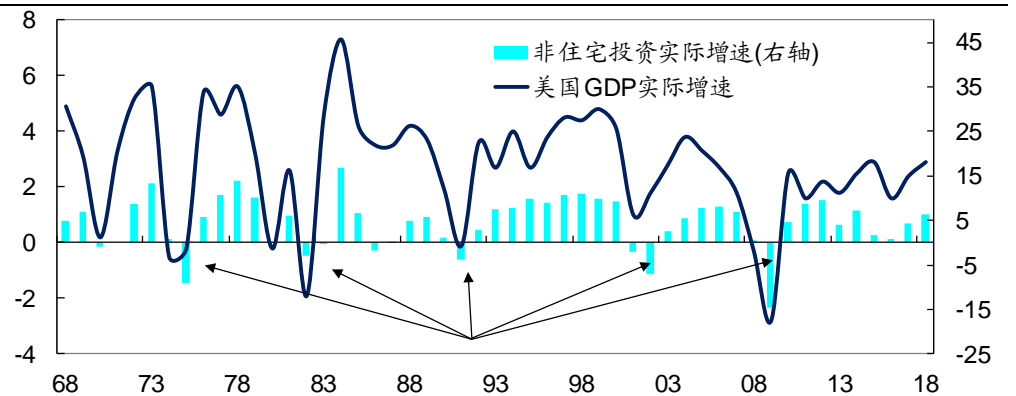
图12 美国 GDP 增速、住宅投资增速 (%)



资料来源：BEA，海通证券研究所

第三个投资指标是美国的非住宅投资，也就是企业投资。企业投资会对经济的衰退有反应，也就是一旦经济衰退企业投资会明显下滑，但是它领先性不是很明显。总结来说，投资里面的存货和地产投资很重要，他们都领先于经济周期的变化。

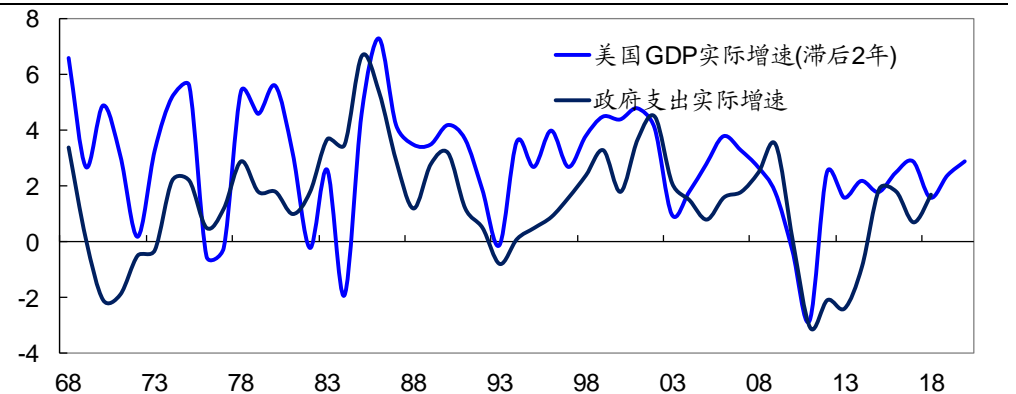
图13 美国 GDP 增速、非住宅投资增速 (%)



资料来源：BEA，海通证券研究所

最后，我们再看政府的支出，财政支出占GDP的比重也不小——六分之一。但是财政支出有这么一个特点，它总体上是滞后于经济的变化大概两年左右。这个滞后性其实也比较好理解，因为政府本身是不赚钱的，是靠收税的，所以政府赚的钱就是居民和企业的钱。政府想要花钱，前提是我们得要有钱。所以只有经济好了，政府才有钱花，并且在滞后两年以后对经济产生影响。

图14 美国 GDP 实际增速、政府支出实际增速 (%)



资料来源：BEA，海通证券研究所

这是我们讲美国经济的三个成分，消费、投资和财政支出每一项的潜在的影响，其中消费的占比最大，但是投资对经济周期的影响最大。

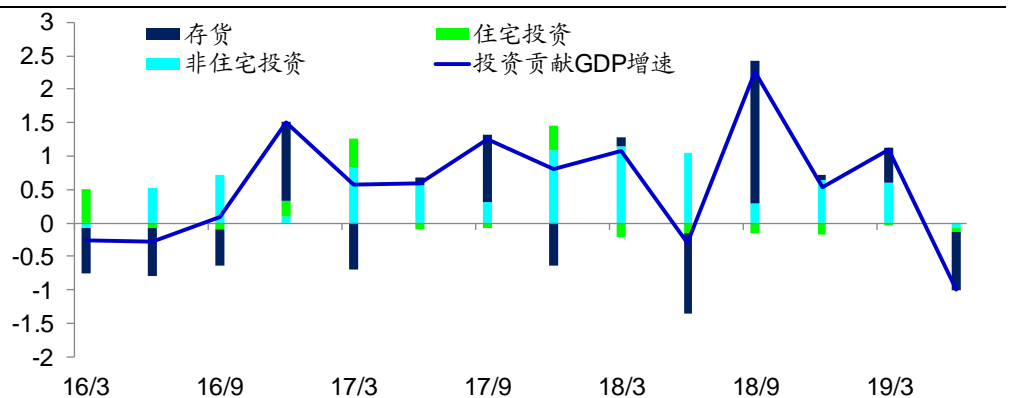
提防经济衰退。

有这个框架以后，我们再来对应到现实的美国经济。我们做研究不光要回顾历史，一定要去分析现实。大家知道目前全球经济很动荡，而且各种研究吓唬大家说，可能未来全球经济衰退的风险比较大。其实不是全球经济衰退，就是美国经济衰退，美国的股市最近跌了不少，而且美国的国债利率曲线倒挂了。

所谓的国债利率曲线倒挂，指的是长期国债利率比短期国债利率还要低。确实，从历史经验来看，利率曲线倒挂是一个预测经济衰退的重要指标，但这依然只代表金融市场投资者的预测，有没有实际的经济指标来证明？

我们看一下美国的投资。在今年的二季度，美国的三大投资增速，包括了存货、房地产和企业投资，三大投资全部都出现了负增长，这是在 2011 年以来第一次出现这样的现象。刚才我们说过，投资是经济周期的领先指标，因此投资的全面下滑预示着美国在未来可能会出现经济衰退的风险。美联储最近开始降息了，美联储主席出来说他们比较担心美国经济，给出的理由就是因为全球贸易摩擦，美国的投资开始掉头向下走。

图15 美国投资贡献 GDP 增速及其中分项贡献 (%)



资料来源：BEA，海通证券研究所

大家仔细想一想，消费都被消耗掉了，投资和储蓄才是经济的积累，所以投资就是经济增长的源泉，因此一旦投资开始往下走，未来经济可能就会不太好，所以大家担心美国未来经济衰退并非空穴来风。

下一个问题是，如果经济有衰退风险应该怎么办呢？

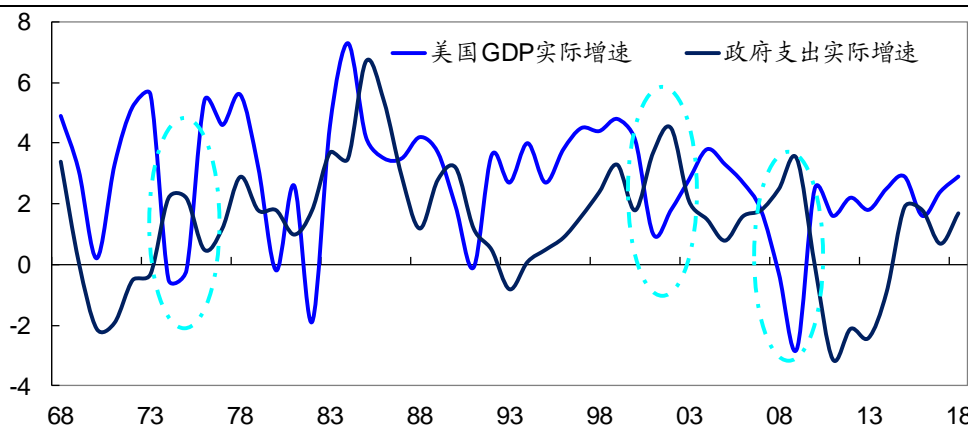
3. 经济周期与债务周期

第三部分我们讲一下政策如何应对，政策如何使得经济周期产生变化。

财政逆周期调节。

第一个能想到的就是经济不好，政府就要出来做点事，所以第一个政策叫做财政政策。那么财政政策如何去发挥作用呢？

我们可以再来看一下财政支出和 GDP 的关系。虽然说财政政策本身是有约束的，因为财政收入来自于经济本身，所以它是滞后于经济变化，但是不妨碍财政政策在短期可以用来做一个逆周期的对冲。可以看到，几乎在每一次经济衰退的时候，财政支出都有一个反周期的上升，08 年就很明显。所以在经济不好的时候，第一个可以用的手段是加码财政政策。

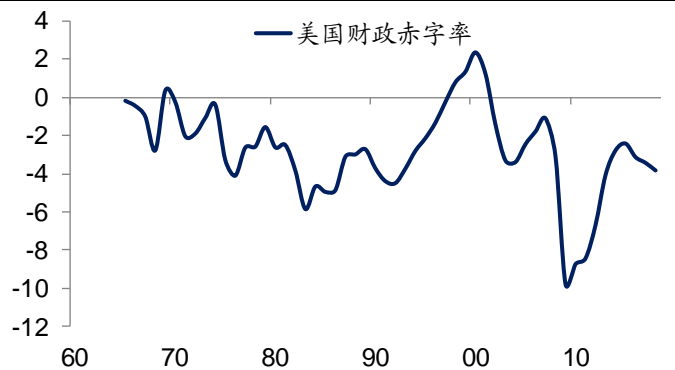
图16 美国 GDP 实际增速、政府支出实际增速 (%)


资料来源：BEA，海通证券研究所

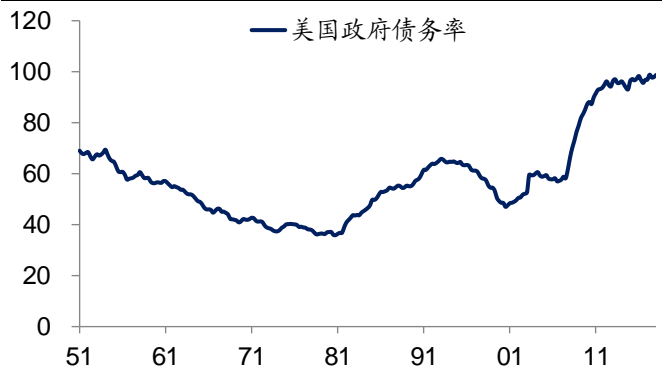
财政政策如何发挥作用？如果要用财政政策去刺激经济，首先财政支出要超过财政收入，也就是一定要体现为财政赤字率的扩大。看一下美国财政赤字率，80年代以后有过四次明显扩大：80年是第一次，当时是里根时代大减税，2000年第二次是小布什大减税，08年第三次是奥巴马大减税，这一次是特朗普大减税。

受政府债务率约束。

要搞财政刺激，就要去扩大财政赤字率。但是前三次财政刺激的时候，美国的政府债务率只有50%左右，1980年是40%，后来2000年、2008年也就是50-60%，但这次特朗普刺激的时候，美国的政府债务率已经高达100%，而且目前美国的两党在国会处于分治状态，不像特朗普刚上台的时候共和党控制了国会两院。

图17 美国财政赤字率 (%)


资料来源：WIND，海通证券研究所

图18 美国政府债务率 (%)


资料来源：WIND，海通证券研究所

所以，想做财政刺激，也不是那么简单的。首先是政府层面的约束，比如欧债危机之所以出现就是部分国家财政刺激失控，而英国脱欧也因为对欧盟内部对穷国的补贴不满。其次是政府债务率的约束，比如日本的政府债务率高达200%，美欧也高达100%，其实上升空间也不大了。如果财政政策搞不动了以后，还有没有别的办法？

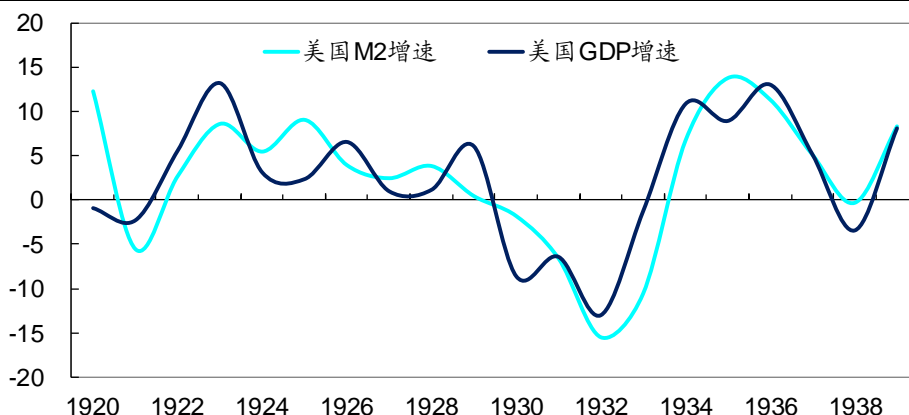
货币政策与经济周期。

第二招就是货币政策。为什么会有货币政策？其实很多人没有想过这个问题。货币政策之所以能够被发明出来，它的源头是在大萧条时期，大家发现货币和经济增长是有密切关系的。

在美国二十世纪二三十年代，突然一夜之间经济垮掉了。如果看美国当时GDP的数据，可以发现它的变化是匪夷所思的，经济总量在1929年还是1000亿美金，而到了1933年大概只剩不到600亿美金，有一半左右的经济突然之间消失了，就相当于一半的工厂、一半的就业，所有的这些东西全部都消失了。

但是为什么突然之间经济消失了这么多？后来大家发现一个解释是因为没有钱了，因为银行关门了，银行给不了贷款，企业没有钱，只好去关掉工厂、裁掉工作。所以经过了大萧条以后，大家发现货币增长对经济增长有着非常显著的影响。基于经济萧条期的经验，大家发明了央行和货币政策。

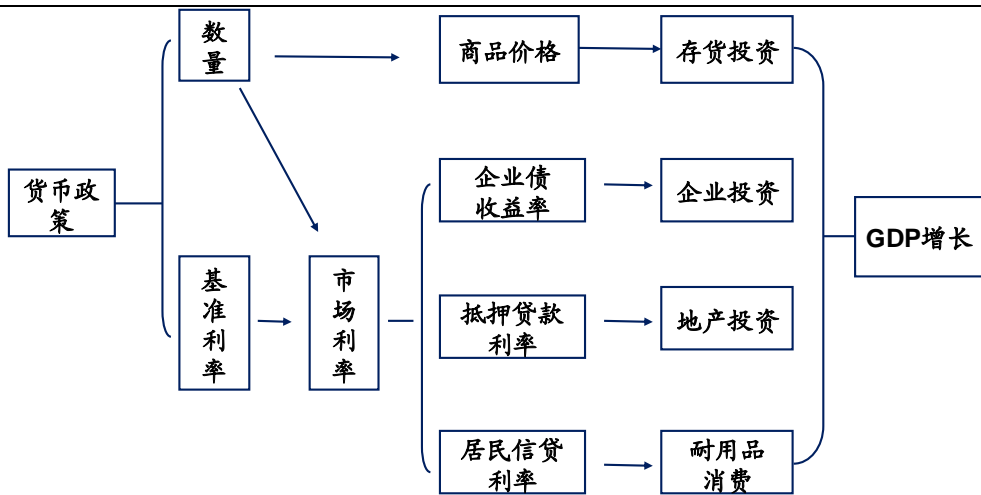
图19 美国 GDP 增速、M2 增速 (%)



资料来源：WIND，海通证券研究所

在美国，央行不是天生就有的，美国立国比央行成立早了接近 150 年，央行成立的时间是 1913 年，也就是之前没有央行美国经济也在运转，但是后来大家发现美国的经济运行不是很稳定，经常经济衰退，所以发明了央行。央行成立的使命就是让大家过上好日子，因为大家发现央行可以影响利率，利率可以影响到居民消费和企业投资，可以影响到货币和信贷增速，因此货币政策可以通过调节利率，来影响美国的经济增长。在央行诞生以后，它成为了影响经济周期的一个核心指标。

图20 货币政策传导机制

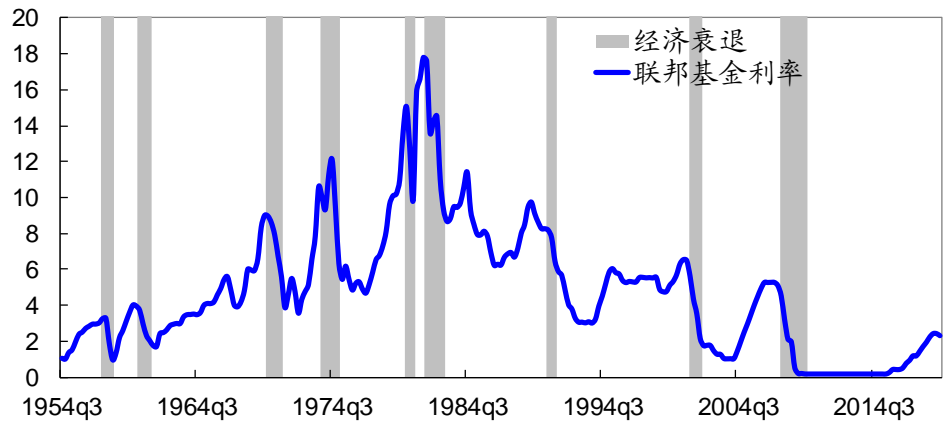


资料来源：海通证券研究所

比如说我们回到 08 年爆发的全球大萧条，按照 1929 年的经验，经济可能在未来十年都不好过。但是因为美联储一夜之间把利率降到零，大家本来是觉得经济不好，要去存钱的，后来发现利率降到零了，只好又跑出来开始花钱。本来企业觉得经济不好，大家不想投资，后来一看利率这么低，又出来投资。所以美联储相当于是用这样一个反周期的货币政策使得经济提前启动了。

后来美国经济好了以后，美联储在 15 年又开始加息，而往往在加息的尾声，大家发现利率很高，就又开始存钱，企业又不愿意投资了，这个时候经济又开始步入新一轮衰退周期。所以央行成立以后，央行成为影响经济周期的一个核心因素。

图21 经济周期与美国联邦基金利率 (%)



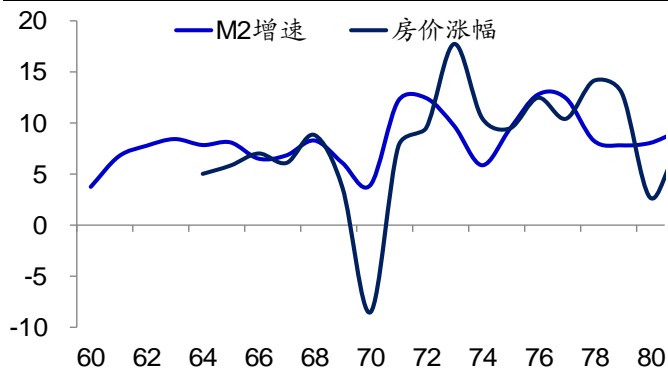
资料来源: Wind, NBER, 海通证券研究所

货币超发与滞胀。

央行通过调控利率来熨平经济周期, 这个想法很美好。但是人性是很难控制的, 经济好的时候, 大家希望经济可以更好, 这个时候央行可能做不了什么事。但是万一经济变得不好了, 可能马上就要央行出来干活。人类可以享受经济繁荣、经济过热, 但是很难忍受经济萧条。所以经过了央行的调节以后, 最开始货币和经济增长相安无事, 互相配合, 货币和经济增速相匹配。但是后来央行就慢慢的把货币发多了, 在二十世纪七十年代以后, 很明显货币增速超过了经济增速, 出现了一个很大的缺口。

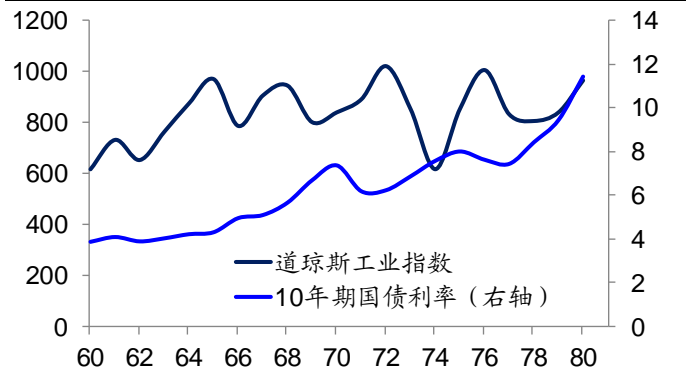
美国 70 年代货币发多了以后, 出现了非常强烈的反应, 大家发现经济没增长, 然后物价乱涨, 房价暴涨, 利率很高, 股市也下跌。所以在 70 年代的美国, 其实大家日子过得很不好。大家发现靠央行放水好像也没有过上好日子, 美国的 70 年代和中国的过去十年很像, 居民都在投机买房, 企业在投机商品。

图22 美国 M2 增速、房价涨幅 (%)



资料来源: WIND, 海通证券研究所

图23 美国道琼斯指数与 10 年期国债利率 (%)



资料来源: WIND, 海通证券研究所

供给学派: 收货币与减税。

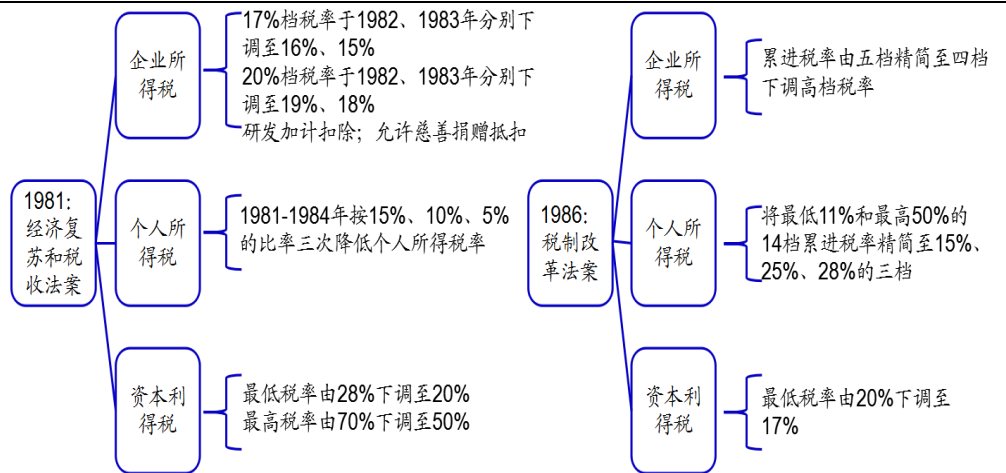
经过了 70 年代以后, 到了 1980 年美国就开始反思。当时里根 1980 年出来竞选美国的总统, 他说其实货币超发是不对的, 他给美国开了一个药方, 这个药方的名字跟目前我们的国策很像, 我们国策是供给侧结构性改革, 美国当时叫供给学派, 供给学派认为经济的增长不能靠刺激需求, 要靠改善供给。里根政策第一条是支持央行行长沃克尔紧缩货币, 大幅降低了货币增速, 把货币增速从 10% 降到了 6%。

表 1 美国货币增速、通胀和经济增长 (%)

	货币增速	通胀	经济增长	利率
1800-1900	4.5	0	4.1	4.9
1900-2000	7	3	3.3	5.5
1970-1980	10	7.8	3.2	8.6
1980-2018	6	2.7	2.8	6

资料来源: Wind, BEA, 海通证券研究所

第二招就是减税来改善供给。就在里根的政策实施以后, 美国的经济发生了很大的变化, 首先就是货币增速下降以后, 通胀消失了, 房价也不涨了, 泡沫都没了, 同时利率发生了大幅的下降, 金融资产股市债市全都涨了。另外减税以后企业开始有盈利有创新, 所以后来美国逐渐进入到信息时代、科技时代, 股市出现了 40 年的超级大牛市。

图 24 里根政府时期税改措施


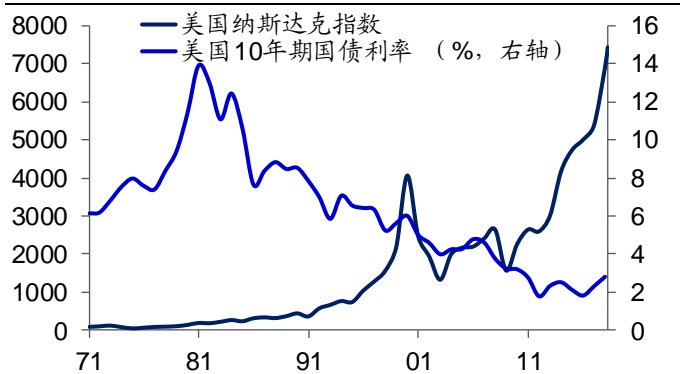
资料来源: 美国财政部网站, 海通证券研究所

戒不掉的货币超发。

其实沃克尔或者里根的政策组合是非常完美的, 就是紧缩货币以后减税改善供给。但问题是货币超发的诱惑太大, 大家始终戒不掉这个瘾。

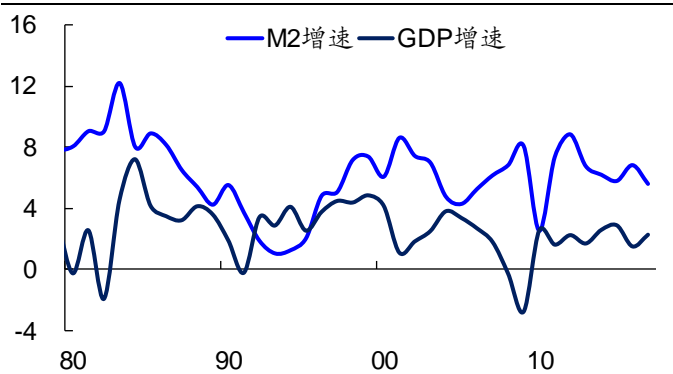
除了在八九十年代那一小段时间, 美国的货币和经济增速完全匹配。到了 2000 年以后, 美国的货币又发多了, 货币增速又开始持续超过经济增速。所以在过去短短 20 年, 美国的泡沫几乎是不断的。2001 年是科网股泡沫, 到了 06、07 年爆发了地产泡沫。目前美国的股市虽然创新高, 但是很多人都觉得美国的股市不太安全, 由于过去几年美国的利率一直很低, 无数的企业都在借钱回购股票, 把股票买回来, 股价就可以涨。比如可口可乐公司的业绩十年没增长, 但是估值水平比 10 年以前提升了 50%, 所以在持续低利率的环境之下, 美国的股市本身是有很大泡沫的隐患。而目前美国又开始降息, 说明货币超发这个模式很难戒掉。

图25 美国纳指、10年期国债利率



资料来源：WIND，海通证券研究所

图26 80年至今美国货币和经济增速(%)



资料来源：WIND，海通证券研究所

特朗普不是里根。

在这样的背景下，我们再把特朗普跟里根来做一个对比。特朗普的很多行为都是在模仿里根，他的竞选口号是“让美国再次伟大”，这是当年里根竞选时发明的口号，他就是原封不动的拿过来用。他的减税政策也是模仿里根。

但是有一点，他和里根有着本质的区别。大家回忆一下，刚才我们讲里根时提到他支持当时美国央行行长的紧缩货币政策，但是特朗普怎么对待央行行长呢？美国现任联储主席鲍威尔在6月份主持新闻记者招待会的时候，当时有记者提问：“听说我们的总统想要炒掉你，请问你有什么感想？”大家可以想象一下，央行行长当面被提这种问题会有多尴尬。当时鲍威尔面无表情，回答说法律规定我还能干四年。

最近美国四任前联储主席集体出来喊话，说美联储一定要保持独立性，总统不能干预美联储。特朗普本身是地产商人出身，他肯定认为放水对经济是好事，放水可以帮助他自己连任。这意味着特朗普政府在货币政策上跟里根时代是完全不同的，与此相应，靠放水未必能够把美国带入新的繁荣时代，反而可能走向没落，这是我们关于美国的一些分析。

表2 里根与特朗普政策异同

	货币	财政
里根	收货币	减税
特朗普	放水	减税

资料来源：海通证券研究所

经济增长与债务周期。

如果把上述对美国的所有经济分析做一个简单的概括，达里奥的债务周期模型是一个很好的总结，也是一个非常好的理解现实经济变化的模型。我个人认为宏观研究里面，达里奥应该是做的最好的之一。

达里奥的研究做得好，有几点很重要：首先是达里奥的业绩很好，他的桥水公司在08年的次贷危机、11年的欧债危机、以及18年全球亏损中都赚了很多钱，在投资这个行业，业绩才是硬道理。大家可以不用理会经济学家的预测，因为都是纸上谈兵，但是业绩好的基金经理，讲的话是要认真听的。其次就是达里奥的历史研究做得好，为了研究债务危机，他把过去几百年的典型债务危机都仔细研究了一遍，并且总结成了《理解巨额债务危机》这本书。历史总是惊人的相似，研究好了经济历史，对经济现实的理解和未来的预测就会更准确。

在达里奥看来，长期的经济增长取决于技术进步、劳动力等生产因素，但是在短期的经济波动则是由债务周期决定的。我们可以用日常生活来打比方，当我们去努力工作赚钱的时候，就是在创造经济增长。但是我们发现有些人不用努力工作，靠借钱也能在一段时间过上好日子，但是等到了还钱的时候，就要过苦日子，因此借贷行为产生了债

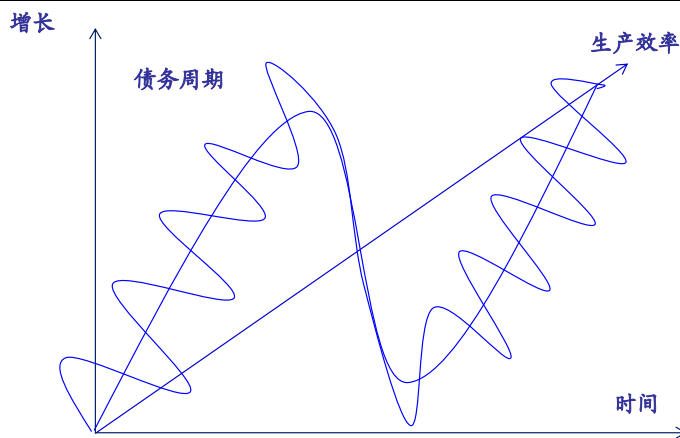
务周期。

对于个体而言，借钱到期了之后就要还钱。但是对于一个国家而言，由于还钱会过苦日子，而大家都不想过苦日子，因此一旦到了要还钱的时候，政府会想方设法让大家借更多的钱，这样就从短期债务周期逐渐变成了长期债务周期。直到有一天，整个社会都借不动钱了，就出现一个长期债务周期的顶点，到这个时候会发生一次大萧条。

达里奥的债务周期模型其实非常的准确，可以概括美国过去一百多年的经济变化。也就是说，人口增长、技术进步等因素推动着经济在长期持续增长，但是在短期内则是债务周期在发生作用，央行熨平了短期债务周期，但是又一手导演了长期债务周期，在长期债务周期的顶点会发生一次大萧条，然后经济又重新开始新一轮循环。

这是我们对美国经济分析以后的一个总结，债务周期模型虽然不是特别的具体，债务周期拐点的具体时间很难判断，但这个模型的思想非常重要。

图27 经济增长与债务周期



资料来源：《理解巨额债务危机》Dalio，海通证券研究所

4. 宏观研究与资产配置

我们关注这个经济增长模型的不同方面，就可以有不同的宏观投资方法。

比如说大多数人都是关注于经济的短周期波动，经济数据不好了就要跑掉，经济数据好了就好买进去，在市场中进进出出，看似很热闹，但未必能赚钱。可以把这种投资理解为“趋势投资”，看经济走势投资与看股票K线图投资，理论上没有本质区别。

另一种就高大上一点，根据经济周期所处的不同状态，来进行相应的投资。比如说有名的美林时钟，就是把经济周期分成四个象限，通常经济运行到不同象限时受益的资产不一样，因此可以根据经济环境的变化选择最佳投资标的，这一种投资可以理解为“宏观对冲”。

还有一种则是像大空头中所描述的一样，专注于研究经济的大萧条。这种研究的时效性不强，因为长期债务的形成需要很长时间，而且政府的各种政策往往会不停延长债务周期的时间，但是一旦发生则需要高度重视，因为会在短期极大地改变财富的分配。

还有一种听起来最简单，也就是巴菲特的价值投资，其实就是关注美国的长期增长，而忽略短期波动。只要技术在进步，人口在增长，经济就会不停增长，那么只要长期投资于美国优秀的龙头企业，就可以享受经济不断增长的回报。历史证明巴菲特的价值投资非常成功，如果大家长期持有美国的优秀企业的股权，回报率其实非常不错。

最后跟大家分享一些关于08年金融危机时投资行为的故事。

在08年次贷危机爆发以后，在危机最严重的时候，美国的房价跌了30%，股市跌了50%，百年老店贝尔斯登被收购，雷曼倒闭，花旗、AIG等巨头都是巨额亏损。面对

这样的极端环境，该怎么办？

如果你是美国的普通人，什么都不干的话，在 08 年财富的平均损失是 20%。

而当年的大明星是华尔街的传奇空头保尔森，也是电影《大空头》的原型，在 08 年金融危机中一战成名，通过做空 CDS 和买黄金，两年狂赚 200 亿美元。

另一个在 08 年赚钱的是桥水公司的达里奥，他说他也预见到了美国债务的问题，通过全天候的投资策略，他的桥水公司在 08 年也赚取了 11% 左右的平均收益率。但因他自己是美国人，所以他在 08 年并没有极力去做空赚钱。

而李录则跟我们分享了另一个故事，他被誉为是巴菲特的接班人之一。他说在 08 年他也看到了次贷危机中 CDS 产品的投资机会，后来他去和芒格商量，芒格跟他说，如果你说的是对的，要么承接这些产品的交易对手、那些大的金融公司可能因为破产而不能兑现，要么这些大的金融机构被政府通过纳税人的钱救活了，这时你赚的钱其实也就是政府的钱、纳税人的钱，于心并不踏实。于是李录就放弃了这次机会，而后来芒格就把家族资产长期委托给李录管理。

还有一个人是巴菲特，他在 08 年 10 月 16 日的《纽约时报》发了一篇文章，标题是《我正在买入美国，Buy America, I am》。他说，20 世纪，美国经历了两次世界大战以及别的伤痕累累、代价高昂的军事冲突、大萧条、无数的经济不景气和金融恐慌、石油危机、流感时疫、总统辞职等，然而道琼斯指数从 66 点涨到了 11497。今天，持有现金的人们会感觉很舒适。可是不会是这样的。他们事实上选择了一种糟糕的长期资产，现金不会带来任何回报并且必定贬值。接下来的几十年，股票几乎肯定会比现金的回报高，很可能还高出不少。

事实证明，巴菲特是对的，他的伯克希尔公司的股票在 08 年之后涨了 3 倍。而执着于做空美国的保尔森，长期持有黄金等贵金属，但是美国经济走出了长达十年的经济复苏，而黄金则是见顶以后大幅下跌。到了 2018 年，保尔森的资产管理规模已经下降到了不到 100 亿美元。

哪怕是美国的一个普通人，虽然在 08 年资产损失了 20%，但只要坚持持有到现在，他的平均资产比 07 年的最高峰又高出了 50%，这其实就是长期经济增长的力量。

（注：本文为 2019 年 8 月 13 日宏观经济研究方法培训演讲内容整理）

信息披露

分析师声明

姜超 宏观经济研究团队

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“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，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

海通证券股份有限公司研究所

路颖 所长
(021)23219403 luying@htsec.com

高道德 副所长
(021)63411586 gaodd@htsec.com

姜超 副所长
(021)23212042 jc9001@htsec.com

邓勇 副所长
(021)23219404 dengyong@htsec.com

荀玉根 副所长
(021)23219658 xyg6052@htsec.com

涂力磊 所长助理
(021)23219747 tll5535@htsec.com

宏观经济研究团队

姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com
于博(021)23219820 yb9744@htsec.com
李金柳(021)23219885 lj11087@htsec.com
宋潇(021)232154483 sx11788@htsec.com
联系人
陈兴(021)23154504 cx12025@htsec.com
应镓娟(021)23219394 yjx12725@htsec.com

金融工程研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
冯佳睿(021)23219732 fengjr@htsec.com
郑雅斌(021)23219395 zhengyb@htsec.com
罗蕾(021)23219984 ll9773@htsec.com
余浩淼(021)23219883 yhm9591@htsec.com
袁林青(021)23212230 ylq9619@htsec.com
姚石(021)23219443 ys10481@htsec.com
吕丽颖(021)23219745 lly10892@htsec.com
张振岗(021)23154386 zzg11641@htsec.com
联系人
颜伟(021)23219914 yw10384@htsec.com
梁镇(021)23219449 lz11936@htsec.com

金融产品研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
倪韵婷(021)23219419 niyt@htsec.com
陈瑶(021)23219645 chen Yao@htsec.com
唐洋运(021)23219004 tangyy@htsec.com
宋家骥(021)23212231 sjj9710@htsec.com
皮灵(021)23154168 pl10382@htsec.com
徐燕红(021)23219326 xyh10763@htsec.com
谈鑫(021)23219686 tx10771@htsec.com
王毅(021)23219819 wy10876@htsec.com
蔡思圆(021)23219433 csy11033@htsec.com
庄梓恺(021)23219370 zzk11560@htsec.com
周一洋(021)23219774 zyy10866@htsec.com
联系人
谭实宏(021)23219445 tsh12355@htsec.com
吴其右(021)23154167 wqy12576@htsec.com

固定收益研究团队

姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com
朱征星(021)23219981 zzx9770@htsec.com
周霞(021)23219807 zx6701@htsec.com
姜珺珊(021)23154121 jps10296@htsec.com
杜佳(021)23154149 dj11195@htsec.com
李波(021)23154484 lb11789@htsec.com
联系人
王巧喆(021)23154142 wqz12709@htsec.com

策略研究团队

荀玉根(021)23219658 xyg6052@htsec.com
钟青(010)56760096 zq10540@htsec.com
高上(021)23154132 gs10373@htsec.com
李影(021)23154117 ly11082@htsec.com
姚佩(021)23154184 yp11059@htsec.com
周旭辉 zhx12382@htsec.com
张向伟(021)23154141 zxw10402@htsec.com
李姝醒(021)23219401 lsx11330@htsec.com
曾知(021)23219810 zz9612@htsec.com
联系人
唐一杰(021)23219406 tyj11545@htsec.com
郑子勋(021)23219733 zzx12149@htsec.com
王一潇(021)23219400 wyx12372@htsec.com

中小市值团队

张宇(021)23219583 zy9957@htsec.com
钮宇鸣(021)23219420 ymniu@htsec.com
孔维娜(021)23219223 kongwn@htsec.com
潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com
联系人
程碧升(021)23154171 cbs10969@htsec.com
相姜(021)23219945 xj11211@htsec.com

政策研究团队

李明亮(021)23219434 lml@htsec.com
陈久红(021)23219393 chenjiuhong@htsec.com
吴一萍(021)23219387 wuyiping@htsec.com
朱蕾(021)23219946 zl8316@htsec.com
周洪荣(021)23219953 zhr8381@htsec.com
王旭(021)23219396 wx5937@htsec.com

石油化工行业

邓勇(021)23219404 dengyong@htsec.com
朱军军(021)23154143 zjj10419@htsec.com
胡歆(021)23154505 hx11853@htsec.com
联系人
张璇(021)23219411 zx12361@htsec.com

医药行业

余文心(0755)82780398 ywx9461@htsec.com
郑琴(021)23219808 zq6670@htsec.com
贺文斌(010)68067998 hwb10850@htsec.com
联系人
梁广楷(010)56760096 lgk12371@htsec.com
吴佳桢 0755-82900465 wjs11852@htsec.com
朱赵明(010)56760092 zzm12569@htsec.com
范国钦 02123154384 fgq12116@htsec.com

汽车行业

王猛(021)23154017 wm10860@htsec.com
杜威(0755)82900463 dw11213@htsec.com
联系人
曹雅倩(021)23154145 cyq12265@htsec.com
郑蕾 075523617756 zl12742@htsec.com

公用事业

吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com
张磊(021)23212001 zl10996@htsec.com
戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com
联系人
傅逸帆(021)23154398 fuf11758@htsec.com

批发和零售贸易行业

汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com
李宏科(021)23154125 lhk11523@htsec.com
联系人
高瑜(021)23219415 gy12362@htsec.com

互联网及传媒

郝艳辉(010)58067906 hyh11052@htsec.com
孙小雯(021)23154120 sxw10268@htsec.com
毛云聪(010)58067907 myc11153@htsec.com
陈星光(021)23219104 cxg11774@htsec.com

有色金属行业

施毅(021)23219480 sy8486@htsec.com
联系人
陈晓航(021)23154392 cxh11840@htsec.com
甘嘉尧(021)23154394 gjy11909@htsec.com

房地产行业

涂力磊(021)23219747 tll5535@htsec.com
谢益(021)23219436 xiey@htsec.com
金晶(021)23154128 jj10777@htsec.com
杨凡(021)23219812 yf11127@htsec.com

电子行业 陈平(021)23219646 cp9808@htsec.com 尹岑(021)23154119 yl11569@htsec.com 谢磊(021)23212214 xl10881@htsec.com	煤炭行业 李焱(010)58067998 lm10779@htsec.com 戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com 吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com 联系人 王涛(021)23219760 wt12363@htsec.com	电力设备及新能源行业 张一弛(021)23219402 zyc9637@htsec.com 房青(021)23219692 fangq@htsec.com 曾彪(021)23154148 zb10242@htsec.com 徐柏乔(021)23219171 xbj6583@htsec.com 联系人 陈佳彬(021)23154513 cjb11782@htsec.com
基础化工行业 刘威(0755)82764281 lw10053@htsec.com 刘海荣(021)23154130 lhr10342@htsec.com 张翠翠(021)23214397 zcc11726@htsec.com 孙维容(021)23219431 swr12178@htsec.com 联系人 李智(021)23219392 lz11785@htsec.com	计算机行业 郑宏达(021)23219392 zhd10834@htsec.com 杨林(021)23154174 yl11036@htsec.com 鲁立(021)23154138 ll11383@htsec.com 于成龙 ycl12224@htsec.com 黄竞晶(021)23154131 hjj10361@htsec.com 洪琳(021)23154137 hl11570@htsec.com	通信行业 朱劲松(010)50949926 zjs10213@htsec.com 余伟民(010)50949926 ywm11574@htsec.com 张峥青(021)23219383 zzzq11650@htsec.com 张戈 01050949962 zy12258@htsec.com 联系人 杨彤昕 010-56760095 ytx12741@htsec.com
非银行金融行业 孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com 何婷(021)23219634 ht10515@htsec.com 李芳洲(021)23154127 lfz11585@htsec.com 联系人 任广博(021)23154388 rgb12695@htsec.com	交通运输行业 虞楠(021)23219382 yun@htsec.com 罗月江(010)56760091 lj12399@htsec.com 李轩(021)23154652 lx12671@htsec.com 联系人 李丹(021)23154401 ld11766@htsec.com	纺织服装行业 梁希(021)23219407 lx11040@htsec.com 联系人 盛开(021)23154510 sk11787@htsec.com 刘溢(021)23219748 ly12337@htsec.com
建筑建材行业 冯晨阳(021)23212081 fcy10886@htsec.com 潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com 申浩(021)23154114 sh12219@htsec.com	机械行业 余炜超(021)23219816 swc11480@htsec.com 耿耘(021)23219814 gy10234@htsec.com 杨震(021)23154124 yz10334@htsec.com 沈伟杰(021)23219963 swj11496@htsec.com 周丹 zd12213@htsec.com	钢铁行业 刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com 刘璇(0755)82900465 lx11212@htsec.com 联系人 周慧琳(021)23154399 zhl11756@htsec.com
建筑工程行业 杜市伟(0755)82945368 dsw11227@htsec.com 张欣劼 zxj12156@htsec.com 李富华(021)23154134 lf12225@htsec.com	农林牧渔行业 丁频(021)23219405 dingpin@htsec.com 陈雪丽(021)23219164 cxl9730@htsec.com 陈阳(021)23212041 cy10867@htsec.com 联系人 孟亚琦 myq12354@htsec.com	食品饮料行业 闻宏伟(010)58067941 whw9587@htsec.com 成珊(021)23212207 cs9703@htsec.com 唐宇(021)23219389 ty11049@htsec.com
军工行业 蒋俊(021)23154170 jj11200@htsec.com 刘磊(010)50949922 ll11322@htsec.com 张恒珺 zhx10170@htsec.com 联系人 张宇轩(021)23154172 zyx11631@htsec.com	银行行业 孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com 解巍巍 xww12276@htsec.com 林加力(021)23214395 lj12245@htsec.com 谭敏沂(0755)82900489 tmy10908@htsec.com	社会服务行业 汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com 陈扬扬(021)23219671 cyy10636@htsec.com 许樱之 xyz11630@htsec.com
家电行业 陈子仪(021)23219244 chenzy@htsec.com 李阳(021)23154382 ly11194@htsec.com 朱默辰(021)23154383 zmc11316@htsec.com 联系人 刘璐(021)23214390 ll11838@htsec.com	造纸轻工行业 衣楦永(021)23212208 yzy12003@htsec.com 赵洋(021)23154126 zy10340@htsec.com	

研究所销售团队

深广地区销售团队 蔡铁清(0755)82775962 ctq5979@htsec.com 伏财勇(0755)23607963 fcy7498@htsec.com 辜丽娟(0755)83253022 gulj@htsec.com 刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@htsec.com 王雅清(0755)83254133 wyq10541@htsec.com 饶伟(0755)82775282 rw10588@htsec.com 欧阳梦楚(0755)23617160 oymc11039@htsec.com 巩柏含 gbh11537@htsec.com	上海地区销售团队 胡雪梅(021)23219385 huxm@htsec.com 朱健(021)23219592 zhuj@htsec.com 李唯佳(021)23219384 liwj@htsec.com 黄毓(021)23219410 huangyu@htsec.com 漆冠男(021)23219281 qgn10768@htsec.com 胡宇欣(021)23154192 hyx10493@htsec.com 黄诚(021)23219397 hc10482@htsec.com 毛文英(021)23219373 mwy10474@htsec.com 马晓男 mxn11376@htsec.com 杨祎昕(021)23212268 yyx10310@htsec.com 张思宇 zsy11797@htsec.com 慈晓聪(021)23219989 cxc11643@htsec.com 王朝领 wcl11854@htsec.com 邵亚杰 23214650 syj12493@htsec.com 李寅 021-23219691 ly12488@htsec.com	北京地区销售团队 殷怡琦(010)58067988 yyq9989@htsec.com 郭楠 010-58067936 gn12384@htsec.com 张丽莹(010)58067931 zlx11191@htsec.com 杨羽莎(010)58067977 yys10962@htsec.com 杜飞 df12021@htsec.com 张杨(021)23219442 zy9937@htsec.com 何嘉(010)58067929 hj12311@htsec.com 李婕 lj12330@htsec.com 欧阳亚群 oyyq12331@htsec.com 郭金垚 gjy12727@htsec.com
---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------

海通证券股份有限公司研究所
地址：上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 9 楼
电话：(021) 23219000
传真：(021) 23219392
网址：www.htsec.com