

## 分报告 3

# 经济周期、通胀周期与股市周期

任泽平 李志兵

**摘要：**本文研究了经济周期、通胀周期和股市周期三大周期之间的关系。在我国，通胀周期与增长周期之间存在稳定的滞后关系，据此可将经济周期分为四个阶段，目前我国处在增长上行与通胀下行的黄金时期，明年将处在增长与通胀双双上行的全面复苏阶段。2003 年以来尤其本轮周期，宏观经济趋势与股市周期趋势的相关性显著增强，股市的国民经济晴雨表功能开始显现。通胀主要通过利率机制对股票市场产生影响，根据中国的历史经验，在通胀成因方面，货币主义和真实经济周期学派都缺乏解释力，高增的货币供并不必然导致通货膨胀，产能过剩也不必然抑制通货膨胀，货币供应会否引发通胀及其程度，既要看总量产出缺口，也要看结构产出缺口。综合明年的宏观环境来看，明年通胀水平最接近于 2004 年的水平（CPI3.9%），面临较大程度的通胀压力。

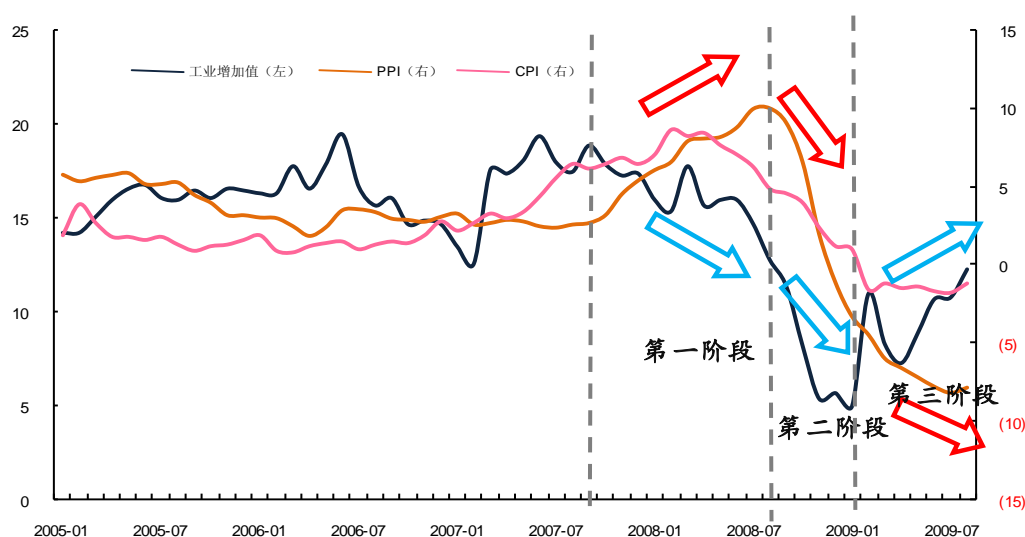
## 一、经济周期与通胀周期

由于价格的“粘性”，通胀周期一般滞后于增长周期。Niemi(1998)等根据 1945—1992 年美国经济增长周期的研究发现，平均通货膨胀转折点日期在增长周期转折点之后 5 个月出现。

在中国，通胀周期与增长周期具有明显的先后波动次序。

根据通胀周期与增长周期的关系，可把本轮经济周期分为四个阶段：

图 1 通胀周期滞后于增长周期：股票投资时机选择



第一阶段，经济下行与通胀上行（2007 年四季度-2008 年三季度）——在经济衰退的初期，也即增长周期从繁荣走向衰退的转折点上，“春江水暖鸭先知”，下游行业和需求敏感型行业的价格率先下调，但是上游行业和需求迟钝型行业的价格由于在建项目和前期订单的支撑则继续保持价格上升的惯性。这一阶段很多行业存在景气幻觉，政府的宏观调控在保增长和控通胀方面面临两难选择，这是股票投资最危险的时期。

第二阶段，经济与通胀双双下行（2008 年四季度-2009 年一季度）——在经济衰退的中期，即使是离终端需求最远、最不敏感的行业也已经意识到经济的冬天已经来临，这时中上游产品价格开始下调，经济的冬天全面到来。在这一阶段的后期，政府采取扩张性政策刺激经济。

第三阶段，经济上行与通胀下行（2009 年二季度-2009 年四季度）——在经济复苏初期，当消费需求和生产需求渐渐恢复的时候，生产商和贸易商由于刚刚渡过经济的冬天，出于谨慎预期往往不敢提价，这时出现“增长复苏+低通胀”的组合，这往往是经济增长和股票投资的黄金时期。同时，以可选消费为代表

的先导行业率先复苏，行业景气轮动规律开始发挥作用。

第四阶段，经济与通胀双双上行（2010年一季度-）——经济全面复苏与通胀，政策转型，黄金时期结束，景气重归上游。

不但自2007年以来的本轮经济周期表现出了增长周期与通胀周期之间的先行滞后关系，而且2004年前后和1998年前后的经济周期中，二者同样表现出了上述的稳定关系。

## 二、经济周期与股市周期

股票价格扮演很多角色，比如，（1）国民经济晴雨表；（2）反应利润预期；（3）及时对利率变化做出反应；（4）体现市场心理。

股市周期与经济周期在大部分时期趋势相同，但并不是全部。波尔·斯普林克尔（1964）观察到：“股票价格趋势特别难于预测，因为它看上去与一般的经济周期和利润模式之间没有密切的和简单的关系。经济活动与股票价格之间大约有三分之二的时间走势方向是一致的，这是事实，但另外三分之一的时间恰恰是最有趣和最可能获利的”。

根据美国股票市场周期的历史，有两条重要规律：

（1）股市周期一般提前经济周期6个月见底；

（2）平均而言，牛市比熊市持续的时间要长，大约比例为3:1，也就是通常所说的“熊短牛长”。这可能跟经济周期有关，平均来说，美国经济周期的扩张阶段与萧条阶段持续时间比例几乎达到4:1。

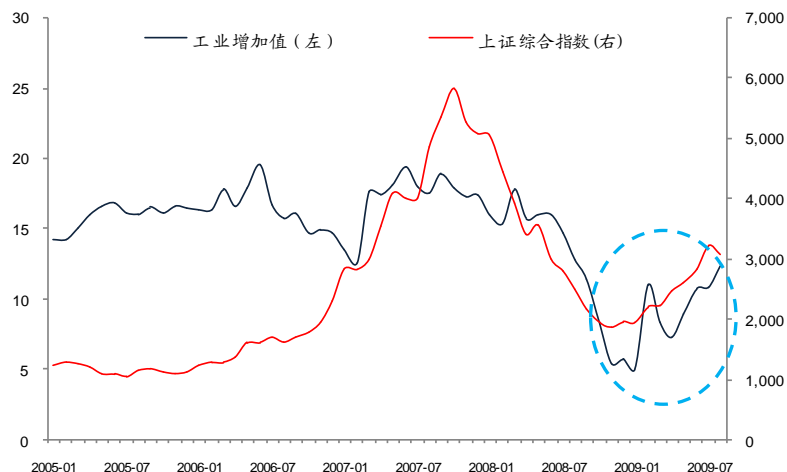
问题是，中国是否也正在进入熊短牛长的股市周期阶段？

观察中国2009年以来新一轮经济周期和股市周期，有两个重要的新特征：

（1）经济周期与股市周期的趋势相关性显著增强，经济的拐点也正是股市的拐点。

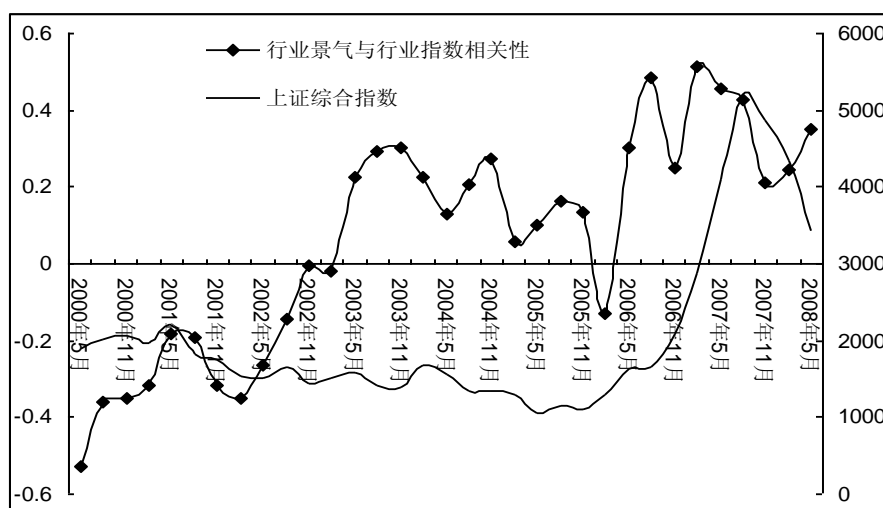
（2）实体经济的行业景气轮动与股票市场的板块轮动相关性明显增强。

图2 2009年以来的新一轮经济周期与股市周期



任泽平（《金融研究》，2009）通过实证检验，发现我国 2003 年以后行业景气指数与股市行业指数之间相关性明显增强，羊群效应在减弱，“板块轮动”现象与“行业景气轮动”的联系日益密切。随着 QFII 进入中国和股权分置改革全面启动，我国资本市场发生了本质的变化。

图 3 中国行业景气指数与股票市场行业指数的时间相关性趋势

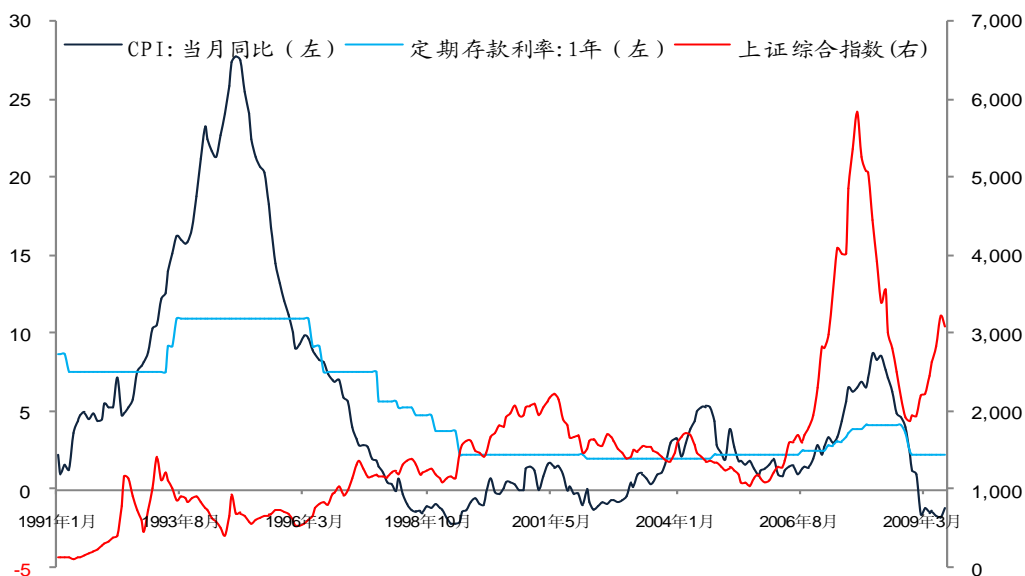


### 三、通胀周期与股市周期

利率周期主要由通货膨胀预期所驱动，而股票市场依赖于利率周期。由于通货膨胀压力会对利率形成压力，进而会使股票价格下跌。

因此，通过观察指示通货膨胀的先行指标可以预测利率和股票价格的趋势。

图 2 通胀周期与股市周期方向相反



由于全球流动性和今年基数效应，各界对明年通货膨胀普遍存在着较强的预期，明年通胀预期会否变成真实的通胀？通胀水平会有多高？成为判断明年宏观形势的关键问题。

**1、高增的货币供并不必然导致通货膨胀，产能过剩也不必然抑制通货膨胀**  
关于对未来通胀形势的判断，有两种典型的观点：

一种观点认为明年通胀压力较大，主要是从货币的角度，认为今年票子发多了很快会导致通胀，1-9月份新增人民币贷款8.67万亿，9月份M1增速达到29.5%，M0增速达到16%。这种观点的理论基础是货币主义的，认为“通货膨胀在任何时候、任何地方都是一种货币现象”（弗里德曼，1963）。货币学派认为通货膨胀率等于货币供应量的趋势增长率，因此通过观测反应货币供应量方面的指标，如M1、M0、信贷投放等来预测通货膨胀。

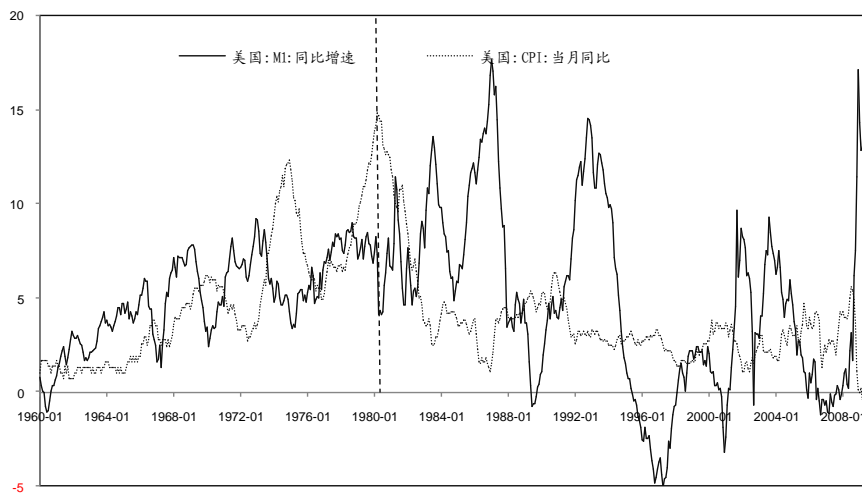
在我国，尤其2000年以来，无论波谷还是波峰，M1与CPI之间存在着较为稳定的先行关系。

但是货币主义在国内外都有很多反面例子：

货币主义无法解释我国2000年的情况，M1增速在2000年6月份达到23.7%的峰值，但是2000-2001年CPI同比增速却始终在2%以下，2001年5月份CPI仅达到1.7%的峰值。

即使在美国，M1也是通货膨胀的一个蹩脚的领先指标，指标信号错误百出（H.罗斯，1986）。在美国，1980年以前M1对CPI的领先迹象比较明显，但是近30年以来，二者的先行滞后关系很不显著。我们认为，1980年是美国经济结构的重要转折点，1980年美国完成了重化工的发展阶段，由机电工业时代向信息产业和服务业时代转型，进入后工业化阶段。因此，煤电油运等传统的瓶颈部门在美国已经不再构成瓶颈约束，货币供应不再直接通过瓶颈部门沿着产业链条对实体经济产生直接影响，而主要通过大宗商品和虚拟经济间接产生影响，因此M1向CPI和实体经济的影响模式和传导机制发生了根本性的改变。

**图5 美国的M1和CPI关系：1960-2009**



另一种观点是认为明年通胀压力不大的，主要是从供求的角度，认为当前

中国严重的产能过剩对通胀会产生抑制作用。这种观点的理论基础是真实经济周期学派，把通货膨胀看成实体经济中的供求不平衡所致，具体可分为需求拉动型通胀、成本推动型通胀和结构性通胀，观测指标有产能利用率、产出缺口、部门生产率等。

同样，真实经济周期学派也无法解释很多现实问题，比如产能严重过剩的行业同样可能具有高度的价格敏感性和超过平均水平的价格振幅，冶金行业就是这类行业的典型，作为当前中国产能最为过剩的行业之一，该行业价格的振幅远远超过作为综合指标的PPI振幅（见图4），而且仅次于石油和煤炭工业。

这固然跟冶金行业的周期性特征和铁矿石成本的周期大幅波动有关，但更主要的是，当行业的景气趋势出现，产能利用率提升时，产能过剩的行业同样具有涨价的空间和可能，尤其是成本传导能力强的行业。可见，产能过剩是一个动态的相对概念，在经济低谷时产能过剩的行业，在经济繁荣时期则可能并不过剩。

总体来看，几百年来，国内外关于通胀成因的争论一直存在，但目前尚没有一个令人满意的具有普适性的理论，已有的理论在解释现实问题时都存在这样或那样的缺陷。

## 2、历史经验：1996-2007年4次M1高速增长所对应的物价水平差异很大

从中国的情况来看，M1的波谷其后对应的一般都是通货紧缩，但是M1的波峰其后却不一定对应着通货膨胀。

历史上1996-2007年M1共出现过4次高速增长，峰值基本相同，22%左右，但是，同一水平的M1增速，所引发的CPI波动幅度却差别极大。

第一次是1997年1月份，M1达到阶段峰值22.2%，但是其后对应的CPI趋势却一路下滑，1998年甚至出现了通货紧缩，1998年通缩最深处CPI-1.5%（9月份），PPI-5.7%（10月份）；

第二次是2000年6月份，M1达到阶段峰值23.7%，但是其后对应的2001年CPI却始终在2%以下，2001年5月份CPI仅达到1.7%的峰值。

第三次是2003年6月份，M1达到阶段峰值20.2%，其后对应的是2004年的温和通胀，2004年8月CPI峰值达到5.3%，10月份PPI峰值达到8.4%；

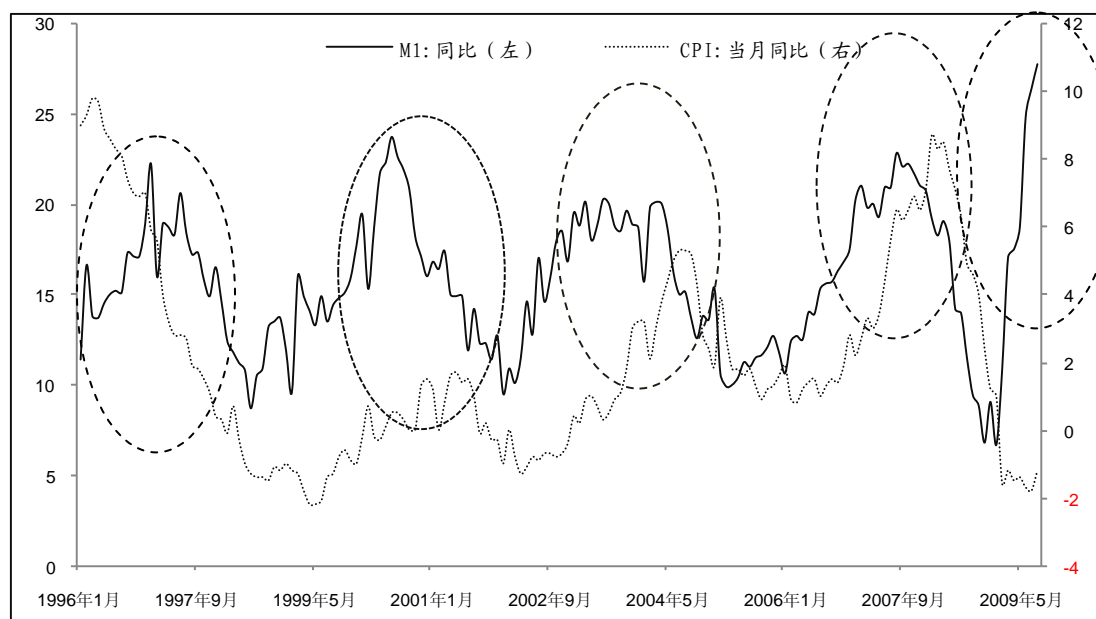
第四次是2007年8月份，M1达到阶段峰值22.8%，其后对应的是较高的通胀水平，2008年2月份CPI峰值达到8.7%，8月份PPI峰值达到10.1%；

第五次就是2009年以来的情况，9月份M1增速达到29.5%，目前仍处于通缩，CPI-0.8%，PPI-7%。

历史上的四次 M1 高速增长（1997、2000、2003、2007），峰值都差不多（在 20%-24% 之间），但是其后却分别对应着通货紧缩、无通胀、温和通胀、较高通胀这四种差别极大的物价水平（CPI-1.5%-8.7%）。

可见，拉长历史的视野，高增的 M1 与通货膨胀之间并不存在必然的因果联系，M1 能否引发通胀是有条件的。

图 6 中国的 M1 与 CPI 关系：1996-2009



### 3、货币供应和供求基本面共同影响物价运行的方向和幅度

货币供应在短期主要从需求侧产生影响，并通过各产业链条向实体经济进行传导，其引发通胀的程度还要取决于供给状况，即产能利用率、产出缺口情况。

货币供应会否引发通胀及其程度，既要看总量产出缺口，即实际经济增长水平离潜在经济增长水平有多大差距，也要看结构产出缺口，即各产业的实际增长水平离潜在增长水平有多大差距。如果是总供求的链条绷得较紧，则会引发全面性的通胀，如果只是部分链条绷得较紧，则会引发结构性的通胀。

#### (1) 总量产出缺口与通胀水平

1996-2007 年 4 次高增的货币供应之所以引发了差异极大的物价水平，主要是因为 4 次高增的货币供应分别对应着经济周期阶段的衰退中期、复苏初期、复苏中期和经济繁荣末期，分别是在不同的经济增长水平、产出缺口和供求背景。

1997-1998 年我国正处于经济周期的下行阶段，产出缺口在低谷，所以这次

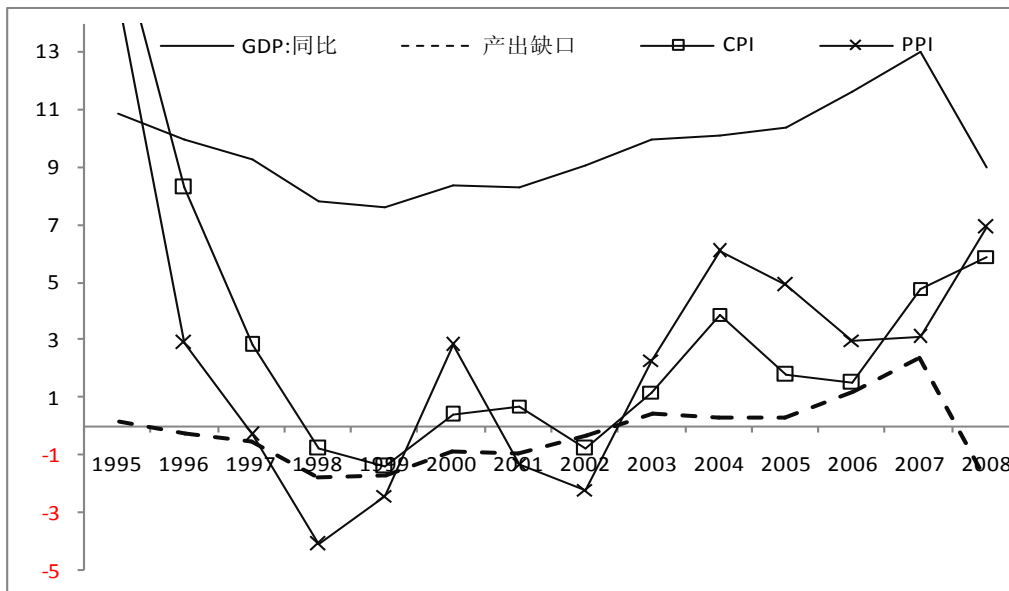
高增的 M1 并没有改变物价的下行方向；

2000-2001 年我国正处于经济复苏的初始阶段，刚刚结束自 1993 年以来长期的经济不景气，产出缺口仍在底部，所以这次高增的 M1 虽然改变了物价的运行方向，但是并没有引发通胀；

2003-2004 年我国处于经济复苏的中期，产出缺口明显收窄，所以这次高增的 M1 引发了温和的通胀；

2007-2008 年我国正处于经济繁荣的波峰，供求链条明显绷紧，所以引发了较高水平的通货膨胀。

图 7 中国的产出缺口与通货膨胀



注：产出缺口=实际经济增速—潜在经济增速

## (2) 结构产出缺口与通胀水平

高增的货币供应出来以后，总要寻找突破口，货币天然具有追逐那种供给弹性小或需求弹性大的瓶颈品种的属性。瓶颈部门的供给短板程度与货币供应引发的需求冲击程度共同决定了物价的波动水平。

从结构的角度，1997-1998 年和 2000-2001 年，宏观经济经历了从 1993 年以来长达 8 年的调整和 2 次外部经济危机（1998 年亚洲金融危机和 2000 年全球网络泡沫），各部门的产能都存在严重过剩，对货币供应的吸纳能力较强。

2003-2004 年，在内需带动下经济从 2001 年启动以来，内需部门的链条逐渐绷紧。

2007-2008 年，外需经过 2005 年以来的爆发式增长，外需部门的链条也已



经绷紧。

#### 4、从结构的角度看通胀：分行业产出缺口与价格波动

PPI 的 15 个大类行业构成中，波动幅度较大的行业排序为：石油工业、煤炭工业、冶金工业、化学工业、食品工业、建材工业、电力工业，其它的行业基本不波动，比如造纸、机械、纺织、皮革等。

其中，波动幅度超过 PPI 总指数的有：石油、煤炭和冶金。

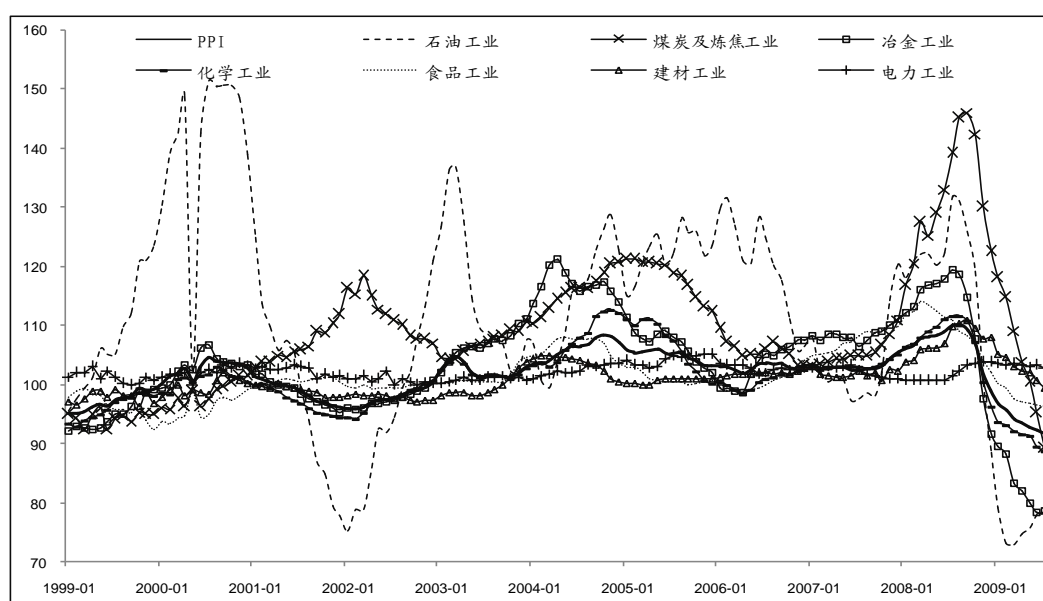
波动幅度与 PPI 基本相同的有：化工、食品、建材和电力。

总体来看，波幅较大的行业有两类，第一类是供给弹性小的瓶颈行业，比如石油、煤炭、电力、食品；第二类是需求弹性大的周期性行业，比如冶金、化工、建材。

其中第一类行业，往往是历次通货膨胀的激发因子，第二类行业则是由第一类行业涨价带动的扩散效应传导。

第一类行业是国民经济上游的基础资源能源部门，往往供给弹性小，当经济景气周期来临时，需求上升，产出缺口迅速扩大，供求矛盾突出。第二类行业是国民经济中游的重化工部门，需求的周期性特征明显，当经济景气周期来临时，需求弹性大，这类行业由经济低谷时的产能过剩很快转化为供不应求，而且第二类行业具备较强的成本传导能力，价格敏感性和成本敏感性高。

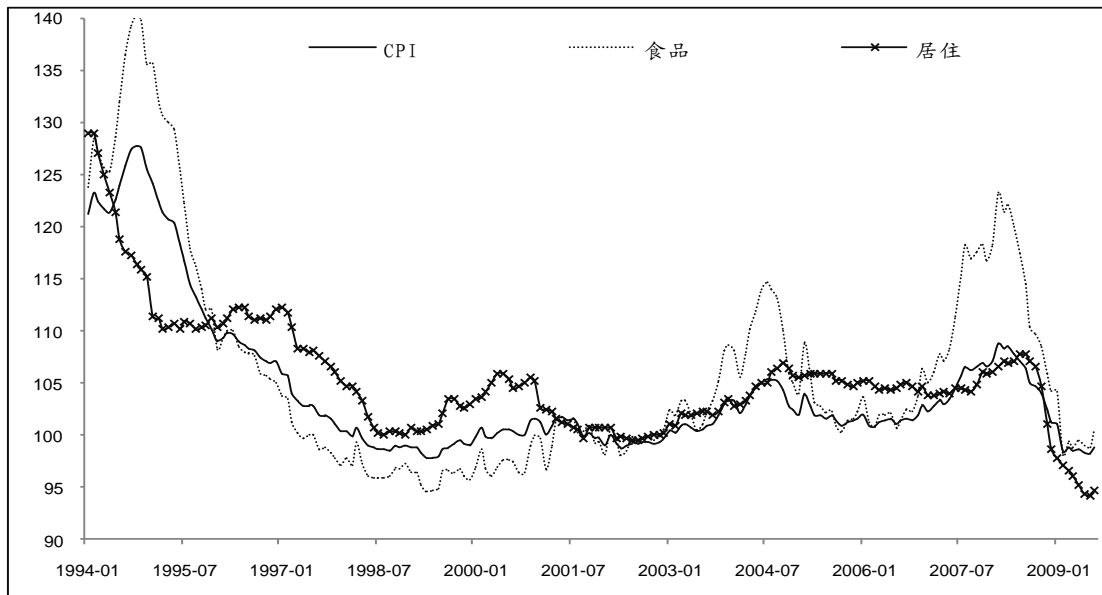
图 8 PPI 分行业价格指数波动



CPI 的八大类构成中，只有食品和居住波动较大，其它各类基本没变化，食品和居住类消费品主要受能源价格的波动影响，受 PPI 分行业中的第一类行

业驱动。

图 9 CPI 构成价格指数波动



### 5、对明年通货膨胀形势的预测

综合来看，判断明年的通胀形势应该采取“综合派”的观点：一要看当前的货币供应对短期需求的冲击程度；二要看当前供求状况，包括总量产出缺口和分行业的结构产出缺口情况；三要看国外大宗商品走势、美元贬值等因素。

从经济周期的角度，我国目前处于经济周期性复苏的初始阶段，与 2001 年前后的情形相似。

从货币供应的角度，当前无论从信贷投放还是从 M1、M0 增速，都远远超出了 20 年来历次的程度。

从供求状况的角度，明年如果出口达到 8-10% 的增速，外需与 2001 年的水平差不多，但是远小于 2004 和 2007 年的水平；如果投资达到 17% 左右的增速，内需略高于 2001 年的水平，但低于 2004 和 2007 年的水平。综合内外需的情况，明年总体需求水平将介于 2001 年和 2004 年的水平之间。

从国际环境的角度，目前美元贬值和国家大宗商品价格上涨仍在继续。明年通胀形势最大的风险来自于国际大宗商品价格，国际大宗商品受美元、全球经济复苏进程、多元政治等多重因素影响，尤其是通货膨胀的两大激发因子能源和食品价格充满不确定性。根据测算，全球生物能源技术在原油 80 美元左右具有成本优势，目前原油价格 60 多美元，如果明年石油价格攀上 80 甚至 100 美元，对明年通胀形势的预测逻辑显然要重新改写。

综合明年的宏观环境来看，明年通胀水平最接近于 2004 年的水平（CPI3.9%），面临较大程度的通胀压力。

#### **6、政策建议：**

（1）明年通胀压力较大，全年将在 3.5%左右的水平，要防范物价过快上涨，做好通胀预期管理。

（2）重点关注瓶颈部门，提前做好应对明年可能的煤电油运紧张状况的预备性政策手段。

（3）对需求弹性大的周期性行业，在治理其产能过剩时要把握度，适当为明年留有余地。要客观地历史地看待产能过剩问题，产能过剩是市场经济的必然结果，在某种程度上它起到了经济缓冲带的作用，有利于发挥市场的定价机制和竞争机制，提高市场化的生产效率和产品质量。

（4）对受通胀冲击较大、承受能力较弱，同时成本传导能力较差的环节应重点予以补贴和关注，以润滑通胀给企业和居民带来的困难和矛盾，减少社会的不稳定因素。