

## 美国周期沉浮-浅析美国经济周期

## ——宏观与商品之《美国经济分析手册》第十一篇

2024 年 8 月 23 日

申银万国期货研究所

分析师：林新杰

从业资格号：F3032999

投资咨询号：Z0014722

电话：021-50586279

邮箱：linxj@sywgqh.com.cn

联系人：孙西明

从业资格号：F03134969

电话：021-5058 5921

邮箱：sunxm@sywgqh.com.cn

申银万国期货有限公司

地址：上海东方路 800 号

宝安大厦 7、8、10、11 楼  
3401 室

邮编：200122

电话：021 5058 8811

传真：021 5058 8822

网址：www.sywgqh.com.cn

申银万国期货  
宏观金融研究

申银万国期货研究



宏观与商品

## 摘要：

- **浅析美国经济周期。**回顾美国以往经济周期特征，包括实际国内生产总值、实际国内收入、就业、工业生产总值、批发及零售额的高低等指标，分析美国当前经济周期阶段，以及未来走势。
- **1990-2001 周期：**此周期涵盖了互联网泡沫的兴起与破灭，对美国经济产生了一定影响。这一时期，美国经济展现了强劲的增长势头，特别是在信息技术和全球化浪潮的推动下，新经济（也称为知识经济或信息经济）逐渐兴起。
- **2007-2020 周期：**由次贷危机引发的经济衰退开始于 2007 年 12 月，结束于 2009 年 6 月；此后进入扩张期，是史上最长的一个经济扩张期。此周期衰退程度严重，实际 GDP 在衰退期下降了近 4%。扩张期增长缓慢，扩张期的实际 GDP 增长速度是所有周期中最低的，年均增长率仅为 1.6%。
- **美国库存周期目前处于被动去库阶段。**美联储加息暂停，住宅投资和制造业景气度下行趋势缓解，消费持续强劲推动美国需求恢复。美联储 2023 年上半年以来共加息 3 次，每次加息 25bp。美联储和财政部使用快速有效的应对方式避免了流动性风险的蔓延，并且基于美国相对健康的居民部门资产负债表，个人消费持续维持高位，为美国经济下行提供缓冲。
- **美国通胀形势持续向好。**尽管当前美国的通胀尚未完全回归到美联储设定的 2% 目标水平，但通胀已经较峰值出现了大幅放缓，下行趋势也已经较为明显。再加上稍早前发布的美国 7 月生产者价格指数（PPI）环比上升 0.1%，同比上涨 2.2%，均低于预期水平，美国通胀形势持续向好。
- **从目前的情况看，尚不足以判断美国经济将陷入衰退周期。**美国劳工统计局（BLS）最新公布数据显示，美国 7 月非农就业人数新增 11.4 万人，远低于预期的 17.5 万人。与此同时，前两个月的非农就业新增人数共向下修正了 2.9 万人。失业率显著上升，从 4.1% 大幅升至 4.3%。
- **美国经济目前可能仍处于增长轨道上，但增速可能有所放缓。**根据 2024 年 7 月 17 日发布的美联储褐皮书（The Beige Book）报告，美国大多数地区的经济活动保持小幅增长。不过，虽然有七个地区报告经济活动有所增长，但也有五个地区报告经济活动持平或下降——比上一报告期增加了三个地区。

# 目录

一、“宏观与商品”之《美国经济手册》第十一篇.....	3
二、经济周期的定义与特征.....	3
（一）经济周期的定义.....	3
（二）经济周期的主要阶段与特征.....	3
三、美国经济周期的历史回顾.....	4
四、主要经济指标分析.....	7
（一）国内生产总值（GDP）.....	7
（二）实际个人可支配收入（DPI）.....	9
（三）消费者物价指数（CPI）.....	10
（四）就业与失业.....	11
（五）库存变动指标.....	12
五、美国主要短经济周期回顾.....	13
（一）基钦周期.....	13
（二）朱格拉周期.....	15
六、当前美国经济周期和未来走势分析.....	16
（一）当前美国经济周期分析.....	16
（二）未来走势分析.....	17

## 一、“宏观与商品”之《美国经济手册》第十一篇

“宏观与商品”（Macommodities）是申万期货研究主打的研究品牌。宏观经济与大宗商品，天然有着十分强烈的关系。在全球宏观经济分析中，美国经济分析占据着重要的地位。许多全球定价的大宗商品价格与美国的经济、政策波动关系密切。《美国经济分析手册》是“宏观与商品”的重要系列，本报告是系列报告的第十一篇，主要讨论美国经济周期，分析美国当前经济周期阶段，以及未来走势。

## 二、经济周期的定义与特征

### （一）经济周期的定义

经济周期，也称为商业周期或景气循环，是指经济活动沿着经济发展的总体趋势所经历的有规律的扩张和收缩。这种周期性波动通常以大多数经济部门的扩张与收缩为标志，是国民总产出、总收入和总就业的波动，是国民收入或总体经济活动扩张与紧缩的交替或周期性波动变化。

经济周期在宏观经济学上通常被定义为一个国家或地区的国内生产总值（GDP）增长连续两个或两个以上季度出现上涨或下跌的现象。然而，这个定义并未被世界各国广泛接受，因为不同国家和机构可能采用不同的经济指标和标准来确定经济周期的起止时间。例如，美国国家经济研究局（National Bureau of Economic Research，即 NBER）就是根据经济活动，包括实际国内生产总值、实际国内收入、就业、工业生产总值、批发及零售额的高低，来确定美国的经济周期。

### （二）经济周期的主要阶段与特征

经济周期通常包括四个阶段：繁荣、衰退、萧条和复苏。

1、**繁荣阶段**：经济活动的扩张阶段，生产、销售和就业都达到较高水平，物价稳定或略有上升，企业盈利增加，投资活跃。在这阶段往往利率较低，生产、信贷以及投资均处于扩张阶段，因此，伴随着的是就业充分、收入较高，从而令通胀高企、民众对经济充满信心。当经济发展到顶峰阶段，企业的新雇用放缓，但总体失业率依旧下降。

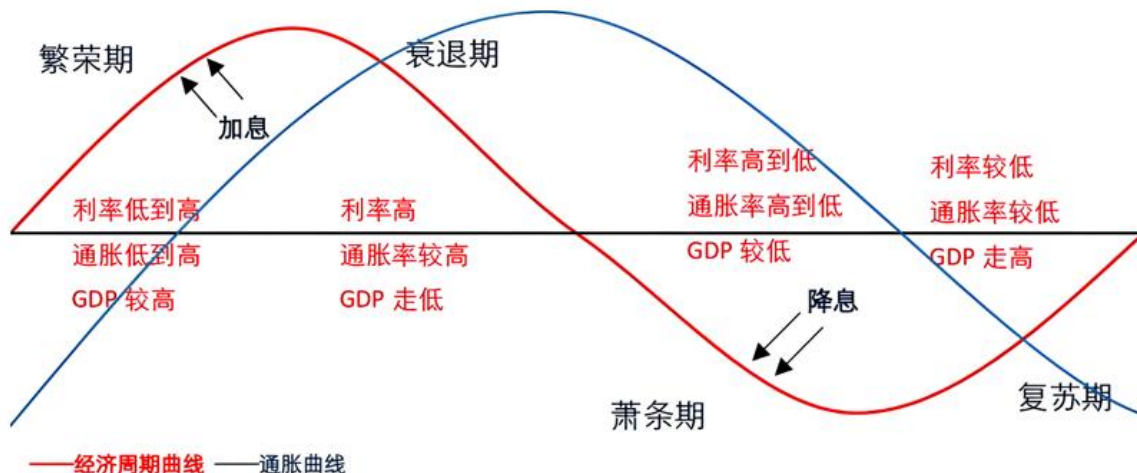
2、**衰退阶段**：经济活动开始放缓，产出、销售和就业都开始下降，物价可能上涨（成本推动型通货膨胀）或下跌（需求不足型通货紧缩），企业盈利减少，投资减少。在这一阶段，经济开始从顶峰向下滑坡，但没有跌至谷底。由于此前经历了一轮加息，因此，此时利率相对较高。通胀则随着经济下滑，从高位开始下滑。这一时期，市场需求开始萎缩，往往会出现供过于求的状况，企业盈利能力逐步走弱，经济增长速度减慢，失业率也随之上升。

3、**萧条阶段**：经济活动降至最低点，生产、销售和就业都大幅下降，物

价可能急剧下跌，企业大量破产，失业率上升。经济前景较差，GDP 处于低位，社会需求不足，因此供求关系均处于较低水平。通胀继续回落，资产大幅缩水，失业率处于较高水平。这一时期，政府为了刺激经济，往往会出台货币宽松政策。央行也会选择降息以刺激经济。

**4、复苏阶段：**经济活动开始回升，产出、销售和就业逐渐增加，物价稳定或略有上升，企业盈利增加，投资增加。通过政府的经济政策以及央行降息，刺激效果开始显现。需求逐步好转，生产开始活跃，价格区间上升，通胀预期开始回升，就业开始好转。在经济复苏初期，企业裁员现象减少，但仍未出现新的就业机会。通胀方面，由于企业会先卖出存货而非立刻扩大生产，因此初期物价水平通常不会增长，通货膨胀水平较温和甚至可能继续下降。在晚期，随着加班时间的增加和企业对经济回暖的确认，企业开始增加对正式员工的雇佣，失业率开始下降。通胀方面，随着存货水平下降至一定程度，企业开始扩大生产，物价水平开始上升，通货膨胀水平随之开始温和上升。

图 1：经济周期的主要阶段与特征



资料来源：申万期货研究所

### 三、美国经济周期的历史回顾

衰退期在宏观经济学上通常定义为“一个国家的国内生产总值（GDP）增长连续两个或两个以上季度出现下跌”。但是这个定义并未被世界各国广泛接受。美国国家经济研究局（NBER）根据经济活动，包括实际国内生产总值、实际国内收入、就业、工业生产值、批发及零售额的高低，来确定美国的经济周期，即衰退期和扩展期的起止时间。

表 1 列出了从 1960 年开始美国经历的七个主要经济周期。一般来说，NBER 确定的经济周期起止时间都是月份，但很多经济指标只公布季度数据，因而经济周期的季度起止时间就是起止月份所在的季度。

**表 1： 1960 年开始美国经历的主要经济周期**

经济周期	起点（季度）	终点（季度）	持续时间（季度）
1960-1969	1960 年 2 季度	1969 年 4 季度	39
1969-1973	1969 第 4 季度	1973 第 4 季度	17
1973-1981	1973 第 4 季度	1981 第 3 季度	29
1981-1990	1981 第 3 季度	1990 第 3 季度	37
1990-2001	1990 第 3 季度	2001 第 1 季度	43
2001-2007	2001 第 1 季度	2007 第 4 季度	28
2007-2020	2007 第 4 季度	2020 第 2 季度	51
2020-	2020 第 2 季度	——	

资料来源：NBER，申万期货研究所

上述经济周期中，持续时间相对较长的有四个，即 1960-1969、1981-1990、1990-2001 以及 2007-2020。

**1、1960-1969 周期：**衰退最不严重而恢复和扩张最快的周期。实际 GDP 累积增长率高达 51.7%，年均增长率为 4.5%。在 1960 年到 1966 年期间，美国经济总体上处于扩张阶段。这一时期的经济增长主要得益于战后重建的推动和科技进步的加速。1966 年左右，美国经济可能达到了一个高峰。然而，由于通货膨胀的加剧和货币危机的爆发，经济开始逐渐放缓并进入收缩阶段。在 1967 年到 1969 年期间，美国经济经历了不同程度的收缩和低谷。特别是 1968 年的“黄金危机”对经济造成了较大的冲击，使得美国经济陷入了更加困难的境地。

**2、1981-1990 周期：**经济表现较为稳健，实际 GDP 和实际个人可支配收入增长率均较高。这一时期，美联储在应对通胀方面采取了积极的货币政策。例如，在 1981 年至 1982 年的经济衰退期间，美联储通过提高利率来抑制通胀，但同时也对经济增长造成了一定的压力。而在 1990 年的经济衰退中，美联储则更加注重在保持经济增长和稳定物价之间的平衡。里根政府实施了一系列减税政策，以刺激经济增长和增强企业投资能力。这些政策在一定程度上促进了经济的复苏和增长，但也导致了财政赤字的增加。美国经济经历了从制造业向服务业的转型。随着科技的进步和全球化的发展，高新技术产业和服务业逐渐成为美国经济增长的主要动力。

这一时期，美国经济主要经历了两次较为明显的经济衰退。第一次经济衰退：从 1981 年 8 月开始，持续到 1982 年 11 月。这次经济衰退是里根政府上台后初期面临的挑战之一，主要受到高通胀、高利率以及全球经济环境等多重因素的影响。第二次经济衰退：从 1990 年 8 月开始，至 1991 年 3 月结束。这次经济衰退与海湾战争等外部因素有关，同时也反映了美国经济在 80 年代末至 90 年代初的周期性波动。

**3、1990-2001 周期：**此周期涵盖了互联网泡沫的兴起与破灭，对美国经济产生了一定影响。从 1990 年代末期的经济衰退中恢复后，美国经济进入了一个相对稳定的增长期。这一时期，美国经济展现了强劲的增长势头，特别是在信息技术和全球化浪潮的推动下，新经济（也称为知识经济或信息经济）逐渐兴起。90 年代中后期，美国经济进入了一个被称为“新经济”的时期。这一时期的特点是高科技产业的快速发展，尤其是信息技术产业的繁

荣，以及由此带来的高生产率和低通胀的经济增长模式。

该阶段三个重要的事件有：

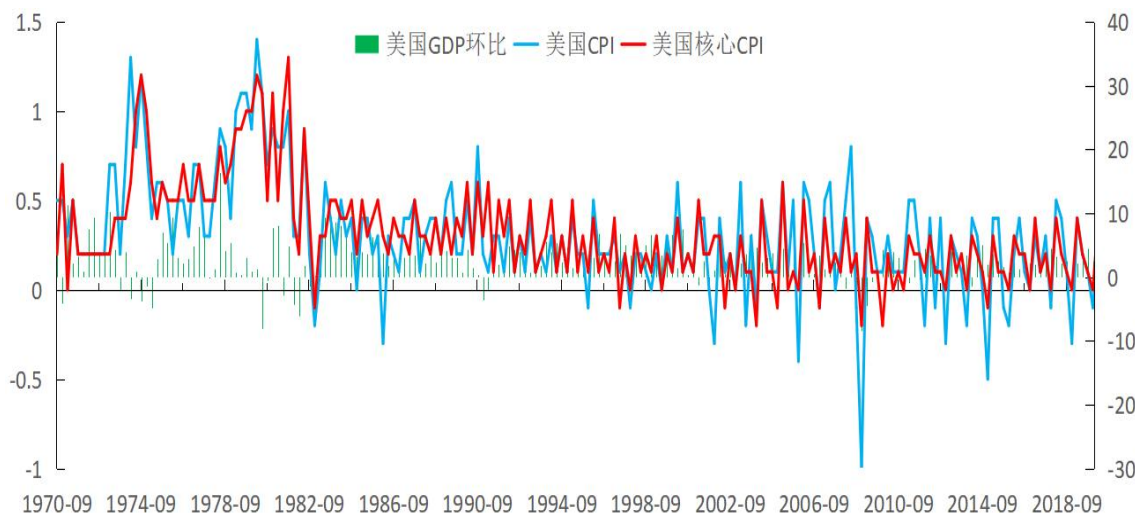
**克林顿政府的经济政策：**克林顿政府在任期间采取了一系列旨在促进经济增长和减少财政赤字的经济政策。这些政策包括减税、增加政府支出（特别是用于教育和医疗的支出）以及加强金融监管等。这些政策为美国经济的稳定增长奠定了基础。

**互联网泡沫：**在 90 年代末期，随着互联网技术的快速发展和广泛应用，互联网产业成为美国经济增长的重要引擎。然而，随着互联网泡沫的破裂，美国经济也经历了一段短暂的调整期。但总体而言，互联网产业的发展为美国经济的长期增长注入了新动力。

**9·11 事件：**2001 年发生的 9·11 事件对美国经济造成了短期冲击。然而，在政府和市场的共同努力下，美国经济迅速恢复并继续保持增长态势。这一事件也促使美国政府加强了对国家安全和经济安全的重视。

**4、2007-2020 周期：**由次贷危机引发的经济衰退开始于 2007 年 12 月，结束于 2009 年 6 月；此后进入扩张期，是史上最长的一個经济扩张期。此周期衰退程度严重，实际 GDP 在衰退期下降了近 4%。扩张期增长缓慢，扩张期的实际 GDP 增长速度是所有周期中最低的，年均增长率仅为 1.6%。恢复和增长质量不高，尽管扩张期持续时间最长，但累积增长率并不高，仅比部分短周期稍高。政策空间受限，低利率、高货币发行量和高政府债务压缩了应对下一场经济衰退的政策空间。

**图 2：美国经济周期循环图**



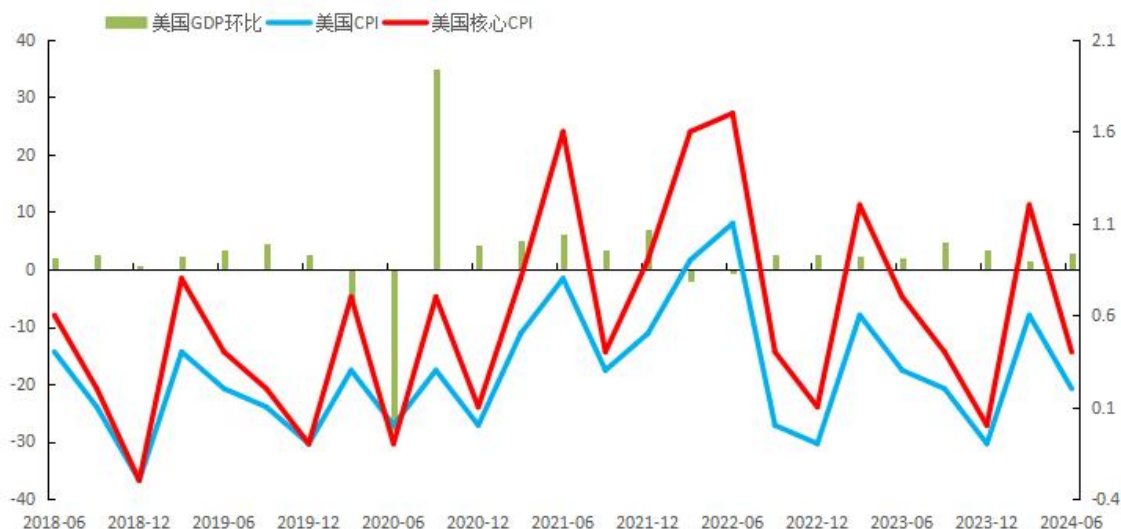
资料来源：WIND，申万期货研究所

图 2 总结了美国自 1970 年以来（到 2018 年）的经济走势，用 GDP 季度环比指标表示经济总量的扩张与收缩，用 CPI 来表征美国经济的通胀与通缩。（CPI 是居民消费物价指数，核心 CPI 是将 CPI 中季节性波动较大的因素剔除掉）。

为便于分析阅读，图 3 展示了美国 2018 年以来的经济走势。2018 年，美国的经济增长表现强劲，实际 GDP 增速达到 2.9%，这是最近几年来的新

高。这一增速主要得益于减税（提升投资和消费）、美元资本回流、以及政府支出的增加。分季度来看，经济增长呈现“两头低、中间高”的形态。第一季度和第四季度的环比年化增速相对较低，分别为 2.2%和 2.2%，而第二季度和第三季度则分别达到 4.2%和 3.4%。

**图 3：美国经济周期循环图（2018 年以来）**



资料来源：WIND，申万期货研究所

## 四、主要经济指标分析

前文中提到，美国国家经济研究局（NBER）根据经济活动，包括实际国内生产总值（GDP）、实际国内收入、消费者价格指数（CPI）、就业、工业生产总值、批发及零售额的高低，来确定美国的经济周期。下面将详细介绍几个经济指标。

### （一）国内生产总值（GDP）

国内生产总值（Gross Domestic Product，简称 GDP），是指一个国家（或地区）所有常住单位在一定时期内生产活动的最终成果，GDP 是国民经济核算的核心指标，也是衡量一个国家或地区经济状况和发展水平的重要指标。

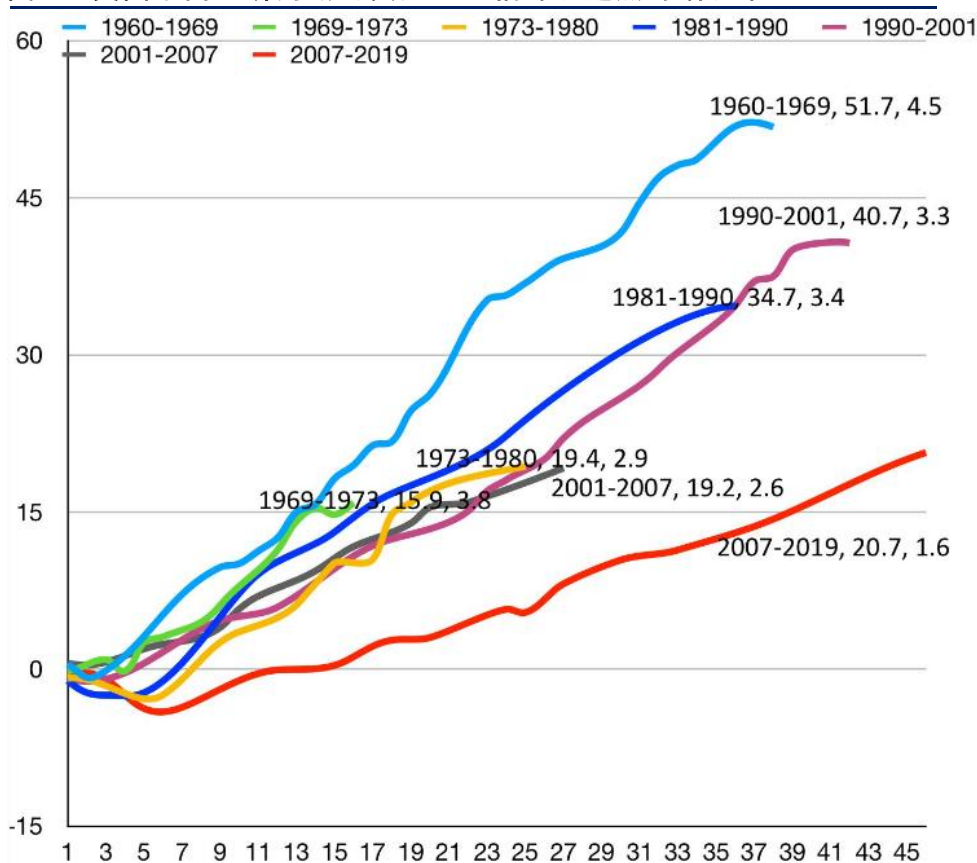
GDP 是按市场价格计算的一个国家（或地区）所有常住单位在一定时期内生产活动的最终成果。国内生产总值有三种表现形态，即价值形态、收入形态和产品形态。从价值形态看，它是所有常住单位在一定时期内生产的全部货物和服务价值超过同期投入的全部非固定资产货物和服务价值的差额，即所有常住单位的增加值之和；从收入形态看，它是所有常住单位在一定时期内创造并分配给常住单位和非常住单位的初次收入之和；从产品形态看，

它是所有常住单位在一定时期内所出产的最终使用的货物和服务价值减去货物和服务进口价值。

值得注意的是，GDP 与国民生产总值（GNP）不同。国民生产总值（GNP）是一个国民概念，是指某国国民所拥有的全部生产要素在一定时期内所生产的最终产品的市场价值。举例说明：一个在日本工作的美国公民所创造的财富计入美国的 GNP，但不计入美国的 GDP，而是计入日本的 GDP。在 1991 年之前，美国均是采用 GNP 作为经济总产出的基本测量指标，后来因为大多数国家都采用 GDP，加之国外净收入数据不足，GDP 相对于 GNP 来说是衡量国内就业潜力的更好指标，易于测量，所以美国才改用 GDP。

衡量经济体的经济活动水平高低的一个重要指标是实际国内生产总值（Real Gross Domestic Product，即实际 GDP）。图 4 画出了不同经济周期内各个季度的实际 GDP 相对于周期起始季度实际 GDP 的增长率（%）。比如，2007-2019 周期的起始时间是 2007 年 4 季度，相对于起始季度的第 5 个季度是 2009 年 1 季度，因而图 4 中横轴刻度 5 对应的值是 2009 年 1 季度实际 GDP 相对于 2007 年 4 季度实际 GDP 的增长率（%）。

**图 4：美国不同经济周期内实际 GDP 相对于起点的增长率（%）**



资料来源：Bureau of Economic Analysis，申万期货研究所

## （二） 实际个人可支配收入（DPI）

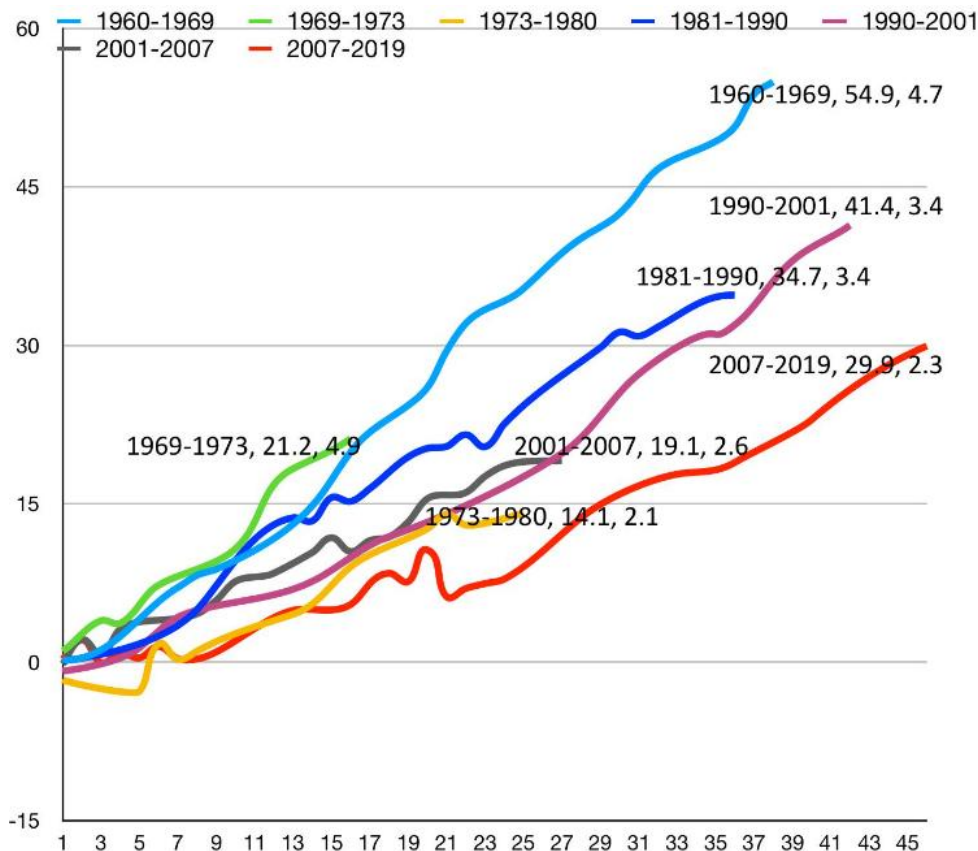
实际 GDP 衡量的是经济体在一段时间内的实际产出，而实际个人可支配收入则衡量了经济体中个人可用于最终消费支出和储蓄的总和，即个人可用于自由支配的收入。

实际个人可支配收入是指个人收入扣除向政府缴纳的所得税、遗产税和赠与税、不动产税、人头税、汽车使用税以及交给政府的非商业性费用等后的余额。这个概念通常简称为 DPI（Disposable Personal Income），是衡量一国生活水平变化的重要指标，常被用来衡量生活水平的变化情况。

个人可支配收入可以分为几个部分：用于个人消费支出的收入、个人储蓄（包括储蓄存款和现金）以及其他可支配收入，如各种债券、股票、应收应付款、个人保值商品等。影响个人可支配收入大小的因素主要包括个人收入的多少和相关的纳税政策及税率的高低等。此外，个人可支配收入是消费开支的最重要的决定性因素，因此，它被视为衡量一国生活水平变化情况的关键指标。

图 5 展示了不同经济周期内各个季度的实际个人可支配收入相对于周期起始季度实际个人可支配收入的增长率（%）。

图 5：美国不同经济周期内实际可支配收入相对于起点的增长率（%）



资料来源：Bureau of Economic Analysis，申万期货研究所

实际个人可支配收入增长率的变化与实际 GDP 增长率的变化趋势类似。

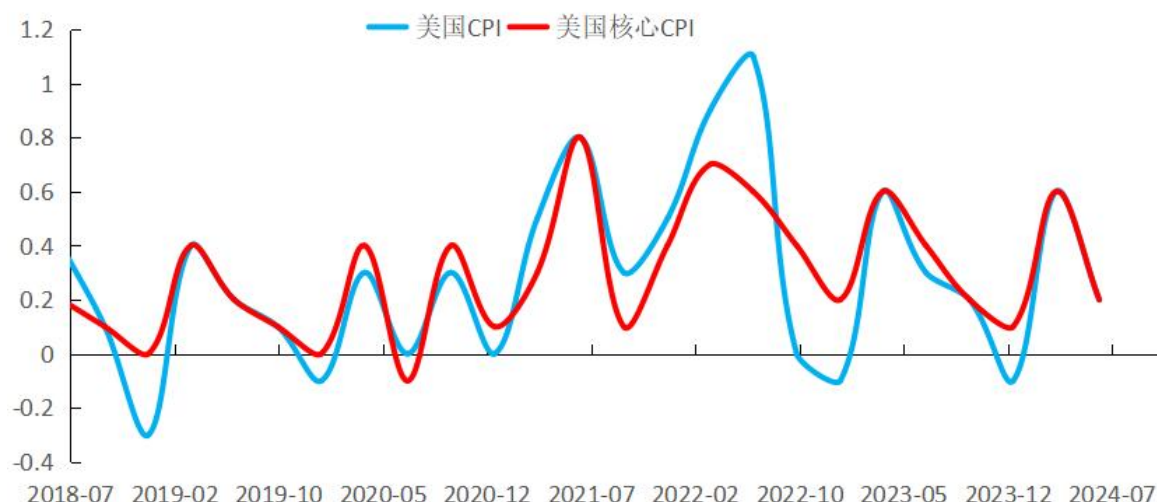
一个例外是 1969-1973 周期的实际个人可支配收入增长相对较快，因而整个曲线位于其它几个周期的曲线的上方。除了周期开始的几个季度外，2007-2019 周期的曲线基本上都位于其它周期曲线的下方，这一点和实际 GDP 增长率类似。不同的是，实际个人可支配收入相对于经济周期的起始点 2007 年 4 季度并没有明显的下滑。

### （三） 消费者物价指数（CPI）

消费者物价指数（Consumer Price Index, CPI），是反映一定时期内城乡居民所购买的生活消费品和服务项目价格变动趋势和程度的相对数，是对城市居民消费价格指数和农村居民消费价格指数进行综合汇总计算的结果。通过该指数可以观察和分析消费品的零售价格和服务项目价格变动对城乡居民实际生活费支出的影响程度。消费者物价指数（CPI）是反映与居民生活有关的消费品及服务价格水平的变动情况的重要宏观经济指标，也是宏观经济分析与决策以及国民经济核算的重要指标。一般来说，CPI 的高低直接影响着国家的宏观经济调控措施的出台与力度，如央行是否调息、是否调整存款准备金率等。同时，CPI 的高低也间接影响资本市场（如股票市场、期货市场、资本市场、金融市场）的变化。

CPI 是度量通货膨胀的一个重要指标。通货膨胀是物价水平普遍而持续的上升。CPI 的高低可以在一定水平上说明通货膨胀的严重程度。美国劳工统计局（BLS）最新公布的数据显示，美国 7 月消费者价格指数（CPI）同比上涨 2.9%，是自 2021 年 3 月以来首次回落至 3% 以下，重回“2 字头”，并且实现了连续第四个月的回落。而剔除食品和能源成本的美国 7 月核心 CPI 同比上涨 3.2%，连续第四个月回落，同时也是 2021 年 4 月以来最低水平。

图 6：美国通胀指标



资料来源：WIND，申万期货研究所

尽管当前美国的通胀尚未完全回归到美联储设定的 2% 目标水平，但通胀已经较峰值出现了大幅放缓，下行趋势也已经较为明显。再加上稍早前发

布的美国 7 月生产者价格指数（PPI）环比上升 0.1%，同比上涨 2.2%，均低于预期水平，美国通胀形势持续向好。

7 月 CPI 的公布，向市场提供了更多有关美联储下一步利率举措的线索。7 月的核心 CPI 连续第四个月回落，这一趋势与市场对通胀回落的预期相一致，为美联储提供了更多的政策灵活性。最新的通胀数据支持了美联储下个月首次降息的理由，但幅度可能不会很大。美联储主席鲍威尔此前表示，在美联储开始降息之前，他正在寻找通胀放缓的更多证据。

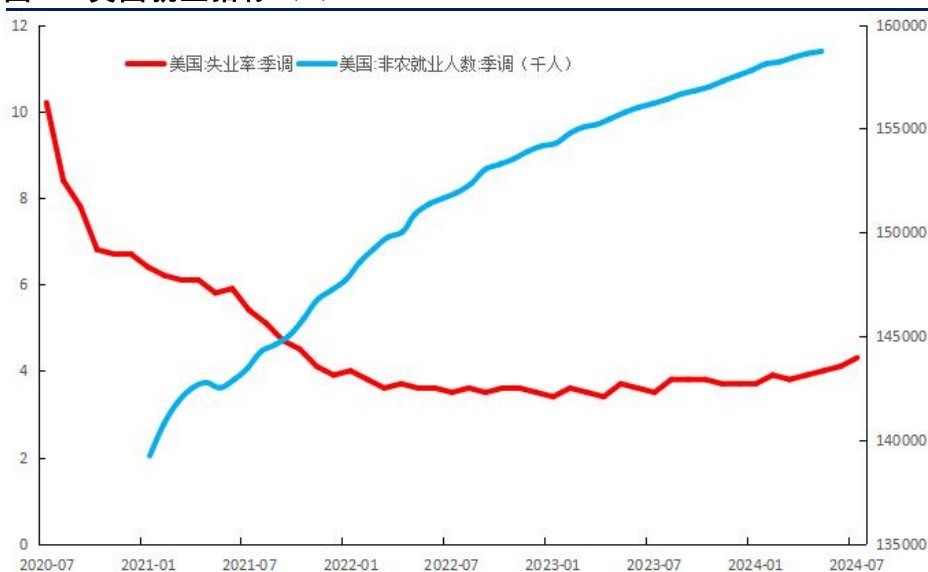
#### （四） 就业与失业

就业是民生之本，也是社会经济发展的基础与前提。实现社会的充分就业，提高人力资源的运营效率，是实现就业与社会经济良性互动的必然选择。从经济学的角度来看，就业的本质是指生产资料与人结合后的生产劳动。就目的而言，就业，从个人的角度来看，是每一个劳动者生存的经济基础和基本保障，也是其融入社会、共享发展成果的基本条件。从用人单位角度来看，则是找到合适的人才，以推动本单位的生存、发展；从政府的角度来看，是实现双方需求的共同满足，进而促进社会经济的健康发展。通过促进经济和社会发展，创造就业条件，扩大就业机会。

美国劳工统计局（BLS）最新公布数据显示，美国 7 月非农就业人数新增 11.4 万人，远低于预期的 17.5 万人。与此同时，前两个月的非农就业新增人数共向下修正了 2.9 万人。失业率显著上升，从 4.1% 大幅升至 4.3%。

不过，从目前的情况看，尚不足以判断美国经济将陷入衰退。劳动力市场必须大幅恶化，美联储才能降息 50 个基点。瑞银全球财富管理高级投资策略师布莱恩·罗斯表示，通胀数据足以让美联储在 9 月开始降息，但并没有给他们大幅降息的理由，这个问题的答案可能要取决于下一份非农数据。

图 7：美国就业指标（%）



资料来源：WIND，申万期货研究所

### （五） 库存变动指标

库存变动在经济周期中扮演着核心角色。当经济繁荣时，消费和投资旺盛，库存量减少；而当经济衰退时，消费和投资疲软，库存积压。这种库存的变动直接反映了生产商对经济前景的预期和反应。具体来说，库存周期可以分为以下四个阶段：

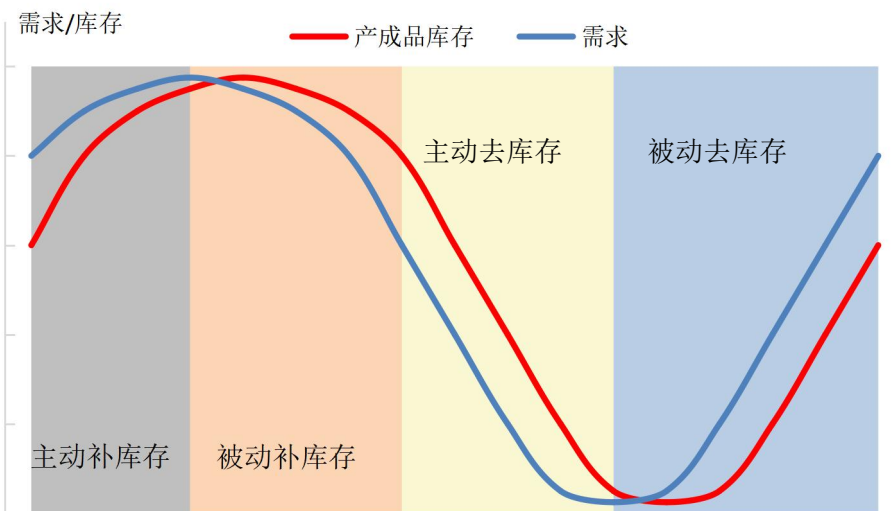
**主动去库存：**经济明显变差后，需求回落，企业对未来经济状况的预期悲观，不得不主动降低库存以改善自身资金状况。此时，产品价格显著下降，经济处于衰退期。

**被动去库存：**经济边际回暖时，市场需求触底反弹，但企业依然谨慎。随着市场需求的逐渐上升，企业的库存进一步下降。此时，经济逐渐从衰退期转为复苏期，但企业的生产计划调整具有滞后性，因此库存继续下降。

**主动补库存：**经济明显转暖，市场需求持续上升带来积极预期，企业对未来逐渐乐观。此时，库存已降至较低水平，企业开始逐渐补充库存以应对需求的反弹。经济进入繁荣期，产品价格提升，销售状况良好，盈利预期改善。

**被动补库存：**到达繁荣顶点后，经济边际变差，需求开始下滑，产品价格逐渐下降。此时，企业可能尚未察觉到市场需求的下降，仍然保持较高的生产水平，导致库存被动积累。经济进入滞涨期。

**图 8： 库存周期**



资料来源：申万期货研究所

**库存周期通常反映需求而又滞后于需求。**主动补库存阶段，需求逐渐爬坡，企业受到良好需求拉动逐渐扩大投资、扩大生产，库存水平受需求拉动走高。被动补库存阶段，当需求达到顶点逐步减弱，但企业生产仍受过去需求高增以及生产周期较长影响持续上升，会滞后达到峰值。主动去库存阶段，整体企业库存挤压，需求不景气，生产减少，企业去库存压力较大。被动去库存阶段，需求触底反弹，积压库存迎来利好，销售增多，企业再次开工生产。

1997 年以来美国共经历 8 次库存周期，一个完整库存周期约持续三年。其中，1997 年至今三次经济衰退均通过主动去库存周期，在主动去库存周期实际 GDP 下行较大。因此，对于库存周期、经济衰退的判断和监测可以结合工业库存水平，预测需求顶点来完成。

## 五、美国主要短经济周期回顾

### （一）基钦周期

基钦周期，也称为库存周期，是由英国经济学家约瑟夫·基钦在 1923 年提出的，周期长度大约为 3-4 年。这个周期主要反映了企业供给对经济需求的滞后响应，具体表现为企业库存的积累和减少。在宏观层面，库存周期的四个阶段（复苏、过热、滞胀、衰退）大致对应着美林时钟的经济周期理论。在微观层面，库存周期的四个阶段也对应着量价关系的四个阶段。库存周期的长短和波动幅度会受到多种经济因素的影响，如经济增长速度、消费者信心、政策调整等。美国的库存周期呈现出明显的周期性波动特征。这种波动与整体经济周期密切相关，通常在经济扩张期库存水平上升，而在经济收缩期库存水平下降。

图 9：美国近三次库存周期



资料来源：WIND，申万期货研究所

#### 1、第一次基钦周期（2013.10-2016.10）

**主动补库阶段（2013.10-2013.11）**。住宅市场投资拉动美国需求增长恢复，美国企业进入一轮短暂主动补库周期。2013 年，房地产市场已经出现明显筑底反弹的迹象，新屋开工总数、新发放建筑许可数量、新屋销售总数等持续上升，带动制造业 ISM-PMI 进入 55% 以上高景气

区间，零售商持续补库导致制造商库存处于低位（低于 2%），需求端逐步传导提升企业补库意愿。

**被动补库阶段（2013.12-2014.8）。**流动性缩减导致住宅建筑活动复苏显著放缓。单户住宅开工和多户型建筑活动仅略有增长，整体住宅投资增长仅约 2.5%，住宅投资同比增速放缓。同时，极端寒冷天气抑制美国需求，个人消费支出上行速度放缓，投资消费减弱。

**主动去库阶段（2014.9-2015.8）。**市场对美联储收紧货币政策已经形成一致预期，叠加欧元区和日本自身额外的货币宽松和经济疲软，美元指数在 2014 年开始大幅度上升，至 2015 年 8 月日元和欧元对美元贬值约 20%，导致美国制造业出口订单持续减少。

**被动去库阶段（2015.9-2016.10）。**TPP 各项贸易税收削减以及扩大美国企业市场准入机会，美国企业销售额增加，企业进入被动去库阶段。

## 2、第二次基钦周期（2016.11-2020.6）

**主动补库（2016.11-2018.5）。**宽松的货币政策刺激住房市场，处于历史低位的美国住宅抵押贷款利率和房价持续上涨带动美国住宅投资热情。特朗普政府“制造业回流”以及“重振制造业”作为美国再工业化战略的重要组成部分和经济政策的重点，采取的措施包括提高进口商品关税、提供本土产品税收优惠和补贴，推动企业利润持续增加。特朗普政府采取了一系列政策措施，以推动制造业回流和重振美国制造业。

**被动补库阶段（2018.6-2019.5）。**尽管美联储强调希望在不引发经济过热的情况下，逐步将利率提升至中性水平，但对于消费者来说，美联储加息转化为更高的借贷成本，包括按揭和信用卡付款，美国住宅投资和建筑投资快速下滑，消费者信心受到打击，消费支出同比增速由增转跌，需求不足导致企业利润减少，进入被动补库阶段。

**主动去库阶段（2019.6-2020.4）。**2019 年中美贸易摩擦加剧，两国关税屡次加码，美国制造业设备投资继续下滑，美国经济继续降温，企业缩减开支，进入主动去库阶段。2020 年新冠疫情席卷全球，冲击供需两端，经济活动大幅下滑，企业加速去库。

**被动去库阶段（2020.5-2020.6）。**美联储增持美国国债并且实施“无限量”QE，流动性宽松托底经济。大量流动性通过财政刺激政策进入美国实体经济，企业得到救助而避免大面积破产，消费者信心快速恢复增加商品需求，带动企业利润上行。

## 3、第三次基钦周期（2020.7-至 2024.7）

**主动补库阶段（2020.7-2021.4）。**财政政策和货币政策持续加码，扩张性财政政策直接作用于经济供求两端，美国经济投资和需求快速恢复，美国个人消费快速回升，推动企业利润上升。在财政支持下，美国经济短期内快速反弹。

**被动补库阶段（2021.5-2022.6）。**受 2021 年第二季度新冠变种病毒影响，经济活动开始放缓。随着 Delta 毒株和奥密克戎毒株的相继来袭，美国疫情在下半年迅速恶化。拜登政府不断推出更加积极的防疫措

施，但上述举措都没能扭转美国疫情不断恶化趋势。

**主动去库阶段（2022.7-2023.6）。**宽松流动性以及地缘政治格局动荡带动通胀率上行，美联储“鹰”派路径超预期。2022年2月俄乌冲突爆发，导致全球商品和食品价格暴涨，美国通胀问题进一步加剧。

**被动去库阶段（2023.7-2024.7）。**美联储加息暂停，住宅投资和制造业景气度下行趋势缓解，消费持续强劲推动美国需求恢复。美联储2023年上半年以来共加息3次，每次加息25bp。美联储和财政部使用快速有效的应对方式避免了流动性风险的蔓延，并且基于美国相对健康的居民部门资产负债表，个人消费持续维持高位，为美国经济下行提供缓冲。个人消费支出强劲，叠加芯片法案拨款对高科技制造业的支持，企业进入被动去库阶段。

## （二）朱格拉周期

朱格拉周期，也称为技术更新周期，是经济学中的一个重要周期概念，由美国经济学家克莱夫·朱格拉（注意：实际应为克莱门特·朱格拉，Clément Juglar）提出。这一周期理论主要描述的是经济中大约每十年发生一次的周期性变化，特别关注设备投资、技术创新等长期投资领域的波动。朱格拉周期的周期长度相对较短，一般为7至11年，但实际长度可能会因特定时期的经济条件而有所变化。这一周期由繁荣、衰退、复苏和再衰退四个阶段组成，经济在这些阶段中交替发展。

朱格拉周期主要由企业的设备投资和技术更新驱动。在繁荣期，企业增加设备投资，新技术不断涌现并应用于生产，带动经济增长和生产提升；而在衰退期，设备投资减少，企业调整生产结构以适应市场需求变化。朱格拉周期的波动性表现为周期性的经济繁荣和衰退。在繁荣期，经济增长迅速，企业利润增加，就业率上升，物价上涨；而在衰退期，经济增长放缓甚至衰退，企业利润减少，失业率上升，物价水平下降或稳定。

**图 10：美国技术投资水平（%）**



资料来源：WIND，申万期货研究所

历史回溯来看，每一轮“朱格拉”周期的持续时长相近，但其中的企业设备投资强度、经济增长动能大相径庭。以美国为例，1982年至今，已经历4轮完整的朱格拉周期。其中，1990年至2002年的“朱格拉”周期，设备投资增速中枢最高、接近8%，周期内设备投资增速在上行通道中的时间长达34个季度。相反，1982年至1990年的“朱格拉”周期中，设备投资增速中枢仅4%上下，设备投资增速在上行通道中的时长也只有6个季度。不难发现，不同“朱格拉”周期中，企业设备投资的强度差异显著，最终的结果是经济增长动能大相径庭。

朱格拉周期对美国经济具有深远的影响。在繁荣期，经济增长迅速，企业利润增加，就业市场活跃，消费者信心增强；而在衰退期，经济增长放缓甚至衰退，企业面临经营困难，就业市场不景气，消费者信心下降。了解和把握朱格拉周期有助于政策制定者制定合理的经济政策，以应对经济周期的变化和挑战。

## 六、当前美国经济周期和未来走势分析

### （一）当前美国经济周期分析

关于当前美国经济周期的具体状态，不同的来源和分析方法可能会给出不同的结论。然而，从一般趋势来看，美国经济在经历了多年的扩张后，目前可能正处于一个调整或转型的阶段。这一阶段的特点可能包括经济增长速度放缓、通货膨胀率上升、货币政策收紧等。然而，需要注意的是，经济周期是一个复杂而多变的过程，其未来走势将受到多种因素的影响和制约。从主要指标上看：

#### 1、GDP

美国经济目前可能仍处于增长轨道上，但增速可能有所放缓。具体增长率受多种因素影响，包括消费、投资、出口和政府支出等。美国2024年二季度实际GDP初值年化季环比2.8%，高于市场预期的2.0%。核心PCE价格指数年化环比增2.9%，高于预期的2.7%，低于前值3.7%。我们有点理解：一是今年一二季度美国名义同比分别为5.4%、5.8%，低于去年的6.3%，但仍处于相对偏高位；二是过去六个季度美国实际GDP环比折年率均值在2.8%，二季度的环比数据持平于这一趋势值，反映经济仍具备韧性

#### 2、通胀水平

通胀率是衡量经济周期的重要指标之一。当前，美国通胀水平可能仍然较高，但美联储已经采取了一系列措施来控制通胀，包括加息和缩表等。美国劳工统计局（BLS）最新公布的数据显示，美国7月消费者价格指数（CPI）同比上涨2.9%，是自2021年3月以来首次回落至3%以下，重回“2字头”，并且实现了连续第四个月的回落。而剔除食品和能源成本的美国7月核心CPI同比上涨3.2%，连续第四个月回落，同时也是2021年4月以来最低水平。

#### 3、就业市场

当前，美国失业率可能保持在较低水平，表明就业市场相对稳健。美国

劳工统计局（BLS）最新公布数据显示，美国 7 月非农就业人数新增 11.4 万人，远低于预期的 17.5 万人。与此同时，前两个月的非农就业新增人数共向下修正了 2.9 万人。失业率显著上升，从 4.1% 大幅升至 4.3%。北京时间 8 月 22 日晚间，美国劳工部公布的数据显示，美国 8 月 17 日当周首次申请失业救济人数 23.2 万人，市场预估为 23.2 万人，略高于前值 22.7 万人，劳动力市场正在逐渐缓和。

#### 4、政策环境

政府的财政政策对经济周期有重要影响。拜登政府可能继续实施宽松的财政政策以支持经济增长和应对疫情等挑战。美联储的货币政策是调控经济周期的重要手段。当前，美联储可能正在根据通胀和经济增长情况 调整货币政策，包括加息和缩表的节奏和幅度。

根据 2024 年 7 月 17 日发布的美联储褐皮书（The Beige Book）报告，美国大多数地区的经济活动保持小幅增长。不过，虽然有七个地区报告经济活动有所增长，但也有五个地区报告经济活动持平或下降——比上一报告期增加了三个地区。在大多数地区，工资继续以适度的速度增长，而物价则普遍小幅上涨。

## （二） 未来走势分析

未来美国经济的走势是一个复杂且难以精确预测的问题，因为它受到多种因素的影响，包括全球经济形势、政策环境、地缘政治风险以及国内经济状况等。然而，我们可以根据当前的经济数据、政策动向以及市场趋势来做出一些合理的推测。

**1、经济增长。**当前美国经济虽然仍在增长，但增速可能逐渐放缓。这主要是由于全球经济环境的不确定性、高通胀压力以及消费者和企业信心的波动所致。美国经济正在经历从传统产业向高科技、数字经济等新兴产业的转型。这种转型可能会带来新的增长点，但也可能在短期内对传统产业造成冲击。

**2、通胀。**尽管美联储已经采取了一系列措施来控制通胀，但通胀压力 仍然存在。未来通胀水平的变化将取决于美联储政策的实施效果以及全球经济形势的发展。美联储可能会根据通胀和经济增长情况继续调整货币政策，包括加息和缩表的节奏和幅度。这些政策调整将对未来通胀水平产生重要影响。

**3、就业。**当前美国就业市场相对稳健，失业率保持在较低水平。然而，未来就业市场的变化将受到经济增长、政策调整以及技术进步等因素的影响。不同行业的就业状况可能存在差异。一些新兴行业可能继续扩大就业规模，而传统产业则可能面临就业压力。

**4、政策环境。**未来美国政府的财政政策将继续对经济产生影响。政府可能会继续实施刺激措施以支持经济增长和应对挑战。美联储的货币政策是调控经济的重要手段。未来美联储将根据经济数据和通胀情况继续调整货币政策以维护经济稳定。

**5、其他因素。**地缘政治风险是影响全球经济的重要因素之一。未来地

缘政治局势的变化可能对美国经济产生不确定性影响。全球经济形势的发展也将对美国经济产生影响。特别是主要贸易伙伴的经济状况和政策调整将对美国出口和国际贸易产生重要影响。

未来美国经济的走势将受到多种因素的影响和制约。虽然无法准确预测未来的具体情况，但我们可以根据当前的经济数据、政策动向以及市场趋势来做出一些合理的推测和判断。在这个过程中，我们需要保持警惕和谨慎，密切关注相关指标和数据的变化情况以应对可能出现的挑战和机遇。

## 风险提示

- 1、地缘政治风险；
- 2、美联储降息节奏不及预期；
- 3、美国大选不确定性加剧。

## 声明

本公司具有中国证监会核准的期货投资咨询业务资格  
(核准文号 证监许可[2011]1284 号)

### 研究局限性和风险提示

报告中依据和结论存在范围局限性，对未来预测存在不及预期，以及宏观环境和产业链影响因素存在不确定性变化等风险。

### 分析师声明

作者具有期货投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者及利益相关方不曾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获取任何形式的利益。

### 免责声明

本报告的信息均来源于第三方信息提供商或其他已公开信息，本公司对这些信息的准确性、完整性、时效性或可靠性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。市场有风险，投资需谨慎。我们力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述品种的买卖出价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司无关。

本报告所涵括的信息仅供交流研讨，投资者应合理合法使用本报告所提供的信息、建议，不得用于未经允许的其他任何用途。如因投资者将本报告所提供的信息、建议用于非法目的，所产生的一切经济、法律责任均与本公司无关。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利，未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为申银万国期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。