

新周期

任泽平 甘源 著

中国宏观经济理论与实战

全面呈现

“5000点不是梦” “一线房价翻一倍” “经济L型” 等
重大预测的逻辑和框架

“新周期” 创建者

构建宏观经济、公共政策和大类资产的研究体系

中信出版集团

任泽平 甘源◎著

新周期

中国宏观经济理论与实战

图书在版编目 (CIP) 数据

新周期 / 任泽平, 甘源著. — 北京: 中信出版社,
2018.7 (2018.9 重印)

ISBN 978-7-5086-8811-4

I. ①新… II. ①任… ②甘… III. ①中国经济—经
济周期分析 IV. ① F124.8

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2018) 第 061622 号

新周期

著 者: 任泽平 甘 源

出版发行: 中信出版集团股份有限公司

(北京市朝阳区惠新东街甲 4 号富盛大厦 2 座 邮编 100029)

承 印 者: 北京盛通印刷股份有限公司

开 本: 787mm×1092mm 1/16 印 张: 22 字 数: 200 千字

版 次: 2018 年 7 月第 1 版 印 次: 2018 年 9 月第 3 次印刷

广告经营许可证: 京朝工商广字第 8087 号

书 号: ISBN 978-7-5086-8811-4

定 价: 68.00 元

版权所有·侵权必究

如有印刷、装订问题, 本公司负责调换。

服务热线: 400-600-8099

投稿邮箱: author@citicpub.com

任泽平

恒大集团首席经济学家（副
总裁级）、恒大研究院院长



曾先后担任国务院发展研究中心宏观部研究室副主任，国泰君安证券研究所董事总经理、首席宏观分析师，方正证券首席经济学家、研究所联席所长。兼任首都金融智库专家，科技部国家高新区升级评审专家，中国新供给经济学50人论坛成员，中国人民大学、中央财经大学、对外经贸大学、南开大学等兼职导师。中国人民大学经济学博士，清华大学经济管理学院博士后。

长期从事宏观经济、公共政策、货币金融、房地产等领域研究。曾参与重大文件和改革方案起草，在国务院发展研究中心年度量化绩效考核中排名第四。在《人民日报》、《经济研究》等发表文章数百篇，出版专著《宏观经济结构研究》（入选“当代经济学文库”）、《大势研判：经济、政策与资本市场》、《房地产周期》等，出版译著《从奇迹到成熟：韩国转型经验》等。中国金融市场上颇具影响力的经济学家。2015年带领团队在中国机构投资者各大评选中，获得“宏观第一大满贯冠军”，获得“新财富四项大奖”，是“新财富最佳分析师”评选历史上获此殊荣的第一人。



“泽平宏观”微信公众号



作者微博号

甘 源

恒大研究院高级研究员。曾供职于中信证券、方正证券。西安交通大学金禾经济研究中心经济学学士，清华大学五道口金融学院金融学硕士。从事宏观经济、货币政策、汇率、流动性、互联网金融等方面的研究。撰写过《房地产调控二十年：回顾、反思与抉择》《分久必合、合久必分：美国金融监管改革的历程及启示》《同业存单的前世今生：套利链条与监管影响》等报告。

内容简介

本书是任泽平博士及其团队研究成果的精选，旨在建立打通宏观经济、公共政策、金融市场和大类资产的研究体系，涉及中国宏观经济、产能周期、房地产周期、汇率、黄金、投资时钟等重要领域的分析框架。

出版策划 中信出版·灰犀牛

策划编辑 黄静 李亚婷

责任编辑 李亚婷 程璞玉

营销编辑 朱小兰 龙彬彬 冯奕莹 吴倩

装帧设计 江山社稷书匠

出版发行 中信出版集团股份有限公司

服务热线：400-600-8099 网上订购：zxcbs.tmall.com

官方微博：weibo.com/citicpub 官方微信：中信出版集团

官方网站：www.press.citic

微信关注“中信书院”服务号，一起用知识抵御平庸

序 言

带着梦想去旅行：感恩时代 贡献社会

人生有七个阶段：嗷嗷待哺的婴儿，满面红光的学童，哀歌的恋人，长胡子的士兵，身经百战的将军，戴眼镜的政治家，返璞归真的贤者。人生是一趟心灵的伟大旅程，17年来我追求梦想，遍访名师。

感谢方正证券大气正直的董事长高利兄长般的关怀和信任，感谢公司领导、研究所、经纪业务部、投行部、分支机构等同事的帮助和支持，感谢熊柴、甘源、卢亮亮、易斌、宋双杰、杨为敦、汤雅文、刘镜秀等团队成员的辛勤工作。一路走来，感谢师友，在人大、清华读书的时候幸运地遇到了刘起运、李子奈、杨瑞龙、陈璋、黄达、陈雨露、高培勇等名师硕儒，系统地学习了经济金融经典著作。在国务院发展研究中心服务的时候我遇到了刘世锦、余斌、吴敬琏、陈清泰、隆国强、张军扩、李建伟等前辈师长，参与重大文件和改革方案起草，数百人的量化绩效考核曾排第四。下海第一站加盟了券商中的黄埔军校——国泰君安，遇到了证券研究的一代宗师黄燕铭先生和敬业重情义的江伟女士，以及那些优秀的同事和市场上的师友。感恩遇到的每个人和每件事，赞许是鼓励，批评是鞭策。

三年前怀抱梦想投笔下海，先后提出“新5%比旧8%好”“5000

点不是梦”“一线房价翻一倍”“经济 L 型”“新周期”等判断。每次观点迭代，都是一次涅槃；每次人生转换，都是一次自我进化。

也包括我带的徒弟提出的“全球流动性拐点”“全球朱格拉周期”等观点，都是在回应时代的脉搏。好的研究，是认识时代，认识自己，认识使命。

2015 年，在各位机构投资者的信任和支持下，组建团队一年后问鼎各大评选“大满贯”冠军，获得新财富四项大奖以及全市场最高分。2016—2017 年连续在各大评选中名列前茅。“泽平宏观”微信公众号报告阅读量创业内第一。

荣誉的背后，是团队成员辛勤的付出，我和团队建立了完整的研究框架、数据库以及报告体系，3 年多来推出报告 1000 多篇，我也勤勤恳恳地跑调研路演，飞行 270 多次、40 万公里。我们深知，过去差强人意的判断不代表未来能取得同样的成绩。对于研究，始终追求理性严谨；对于社会，始终牢记责任；对于市场，始终心怀敬畏谦虚。未来转做智库和实业研究及相关管理工作，我将不忘初心，砥砺前行，承担更大的责任，推动更大的事业，做出更大的贡献。

从 2018 年年初开始，我争取每天跑步 10 公里。哪有什么天生如此，只是我们天天坚持。自律给我自由。只要保持对学习、锻炼和工作的热情，心态将永远年轻。只有拥有旺盛的精力和强大的内心，才能经得起世事的磨炼。那些未能打败你的，都将使你更强大。只有百折不挠的翅膀才能凌空翱翔，只有闪耀着人性光辉的笑容才是最美的。

我是如此的深爱跑步，因为面对不确定的未来，我们必须依靠健壮的身体和强大的信仰，穿越漫长的时空隧道，去迎接曙光！当

我们迷茫的时候，初心和梦想将照耀前方的路。哪有什么优秀，不过是更专注、更勤奋、更热爱。所谓的伟大，不过是简单，正直，目标远大，坚韧不拔。

发上等愿，享下等福，择高处立，向宽处行。慎独则心泰，主敬则身强，求仁则人悦，思诚则神钦。人生最重要的不是事后的荣誉或财富，而是过程中获得的历练和成长。不在荣誉面前停留，不为失败辩解，一直在路上，风雨兼程。

白驹过隙，沧海桑田，追问人生的终极意义是什么？心即理，知行合一，事上磨炼，致良知。心即理，道之所在，虽千万人吾往矣。致良知，勉其一生为改革鼓与呼，为民生请命。一个人的成就取决于对社会贡献的大小，我们很幸运赶上时代发展的大潮，我深信只有为社会、为他人创造价值，才能实现自身价值。

我们每个人对世界的看法，其实都是各自内心修炼的影子。你信仰什么，就看见什么——理想、事业、爱情……感恩时代，贡献社会。以梦为马，不负韶华。

任泽平

（原文发表于2017年11月29日

任泽平离职方正证券入职恒大集团之际）

本书受朋友建议，整理我下海四年的重要报告，旨在建立宏观经济、金融市场和大类资产的分析框架，前后历时半年时间。当然即使如此，书中仍有不尽如人意之处。希望此书能够抛砖引玉，就教于大家。本书是集体智慧的结晶，本书的完成要感谢多年的师友和同事，感谢家人长期以来的理解和支持。感谢中信出版社总编乔卫兵，感谢李亚婷、程璞玉认真细致的编审工作，并提出了大量建设性的宝贵意见。如有不足和错误之处，由作者负责。

目 录

序 言 / 001

理论：宏观金融分析

中国宏观经济分析框架 / 003

转型宏观：“增速换挡”与“新 5% 比旧 8% 好” / 007

产能周期：新周期 / 023

房地产周期：长期看人口、中期看土地、短期看金融 / 038

大势研判：策略思维 / 047

站在新周期的起点上 / 049

产能周期与经济周期 / 053

新常态、新周期：供给出清，剩者为王，强者恒强 / 060

中美税制及税负的比较 / 085

中美税收制度对比 / 089

中美宏观税负对比 / 099

中美税收结构对比 / 106

中美税负对比的启示 / 109

中国影子银行：银行的影子和监管博弈 / 113

影子银行的由来与内涵 / 117

中国影子银行的产生背景与发展现状 / 121

影子银行的规模测算 / 149

流动性变化视角下的影子银行与金融杠杆率 / 154

影子银行的影响、监管与未来演变 / 158

实战：金融市场和大类资产配置

房地产周期研究 / 163

房地产是周期之母，十次危机九次房地产 / 167

什么决定房地产周期 / 173

如何衡量房地产市场风险 / 196

如何促进房地产健康发展 / 207

研究房地产周期的意义是什么 / 216

投资时钟与大类资产表现：经典理论与实证检验 / 219

投资时钟的研究进展 / 223

美林投资时钟如何运行 / 230

美林投资时钟在美国基本可靠 / 234

美林投资时钟在日本作用有限 / 243

美林投资时钟在中国基本适用 / 250

美林投资时钟的应用价值 / 260

美林投资时钟的应用边界 / 265

汇率的分析框架与人民币展望 / 269

汇率决定理论 / 273

汇率决定因素：短期与长期 / 275

汇率决定因素：内因与外因 / 282

人民币汇率制度的历史回顾与现状 / 298

人民币汇率展望 / 303

黄金价格的分析框架 / 307

黄金具备避险和抗通胀特征 / 311

黄金价格的决定因素 / 313

布雷顿森林体系瓦解后的历次黄金价格周期 / 324

深度对话：我是一名不可救药的长期乐观主义者 / 327

理论：
宏观金融分析

中国宏观经济分析框架

任泽平

(本文为任泽平于2017年8月下旬至9月初
在北京、上海、深圳方正首席研究框架培训会上的演讲)

尊敬的各位来宾，女士们、先生们，大家下午好！首先非常感谢，欢迎大家参加方正首席研究框架培训会。

大家知道，我其实很少做培训，为什么呢？主要是水平比较差，研究做得也很粗糙。

但是，大家知道我的观点一直非常鲜明，你看我所有的报告最后都有结论。我们不会像有的报告，洋洋洒洒从头读到尾竟然没有结论，或者给你 10 种可能让你去猜。我们的报告不管观点对错，到最后都有结论，因为我是按照实战来要求团队的。我一直给团队提一个要求：实战、真诚，知行合一。我本人也是这么要求自己的。2014 年我看好“5000 点不是梦”，就辞职下海了。2015 年我预测“一线房价翻一倍”，就加杠杆买房了。2017 年我看好新周期，就去推周期，推金融。无论是对自己的内心，还是对别人，都要真诚。

今天向大家汇报四个方面的内容：

一是转型宏观，给大家描述一下我们所处的这个时代，宏观经济发展的背景，从何处来，向何处去，以及如何应对。在这个时代背景下，经济结构将会发生哪些变化。

二是给大家介绍一下产能周期和新周期，现在对这两者的争论很多。但我们只认认真真地做研究，把对错交给市场和时间去检验。

三是房地产周期，给大家介绍一下怎么判断房地产，什么时候买房，买哪里的房。

四是大势研判，宏观怎么落地实战的策略思维。