

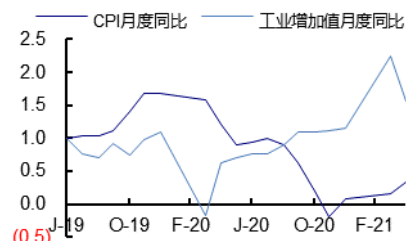
证券研究报告—深度报告

宏观经济

宏观专题报告

2021 年 06 月 24 日

CPI 与工业增加值月度同比增速



宏观数据

固定资产投资累计同比	15.40
社零总额当月同比	12.40
出口当月同比	27.90
M2	8.30

相关研究报告:

《国信证券-宏观固收: 历史同期分位数法研判金融数据》——2021-05-14
 《国信证券-宏观固收专题: 商品与股票轮动如何演绎》——2021-06-07
 《宏观专题报告: 理论探讨系列——今年3月以来国内利率下行的经济解释》——2021-06-11
 《当金融数据遇到基期效应: 三点化解思路》——2021-04-26
 《国信证券-宏观固收: 人民币升值对股债的影响》——2021-06-07

证券分析师: 王开

电话: 021-60933132
 E-MAIL: wangkai8@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980521030001

证券分析师: 李智能

电话: 0755-22940456
 E-MAIL: lizn@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980516060001

证券分析师: 董德志

电话: 021-60933158
 E-MAIL: dongdz@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980513100001

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

宏观专题

“利率-利差”(四): 美林时钟的自我救赎

● 中国版美林时钟与海外经验基本一致

在中国版的“美林时钟”的复苏阶段, 大宗商品表现最好, 其次是股票, 债券最差。在过热阶段, 股票表现最好, 大宗商品次之, 债券最差。滞胀阶段, 大宗商品相对好一点, 股票和债券都不太好。衰退阶段, 债券最好, 其次是股票, 最差是大宗商品。

● “躺平”的收益率曲线与“内卷”的美林时钟

2013 年后, 国内外物价、工业产出陷入低波动, 美林四阶段切换的顺序开始走向无序性, 且轮转频率加快, 四时轮动“内卷化”。而后金融危机时代到疫情前的这段时间, 中美两国期限利差趋势缩窄, 收益率曲线逐渐“躺平”。收益率曲线无论是熊平还是牛平, 对美股而言都是中间次优、次劣的两种情况, 因此随着美债曲线的“躺平”, 美林时钟对股市结构指引并不明显, 疫情后期限利差走阔, “躺平”的曲线一度陡峭崛起, 美林时钟才重新焕发活力。

● 美林时钟的自我救赎

实际上饱受争议与诟病的是老版“美林时钟”, 但基本面和资产价格对应关系还在, 出现问题的是基本面去波动, 以及资产界定的变迁。在市场上诸多改进方法之中, 纳入过多指标可能会产生过拟合的谬误, 而考虑政策因素不失为适宜道路。美林时钟的开创者对投资时钟进行了如下调整: (1) 淡化了股票板块有关周期/防御和成长/价值的分类; (2) 电信行业配置阶段从“复苏”调整为“滞胀”和“衰退”; (3) 债券视角从原版四象限对应收益率曲线的“熊平牛陡”, 拓展到了高收益债、企业债、通胀保值型债券、政府债等不同债券品类。(4) 更加注重债券收益率与其他资产价格间的比照。

● 从信用利差回归期限利差

在美林时钟最初的设定中, 经济周期、大类资产大势和结构轮转和期限利差具有天然的对对应关系。实证表明, 利用利率-期限利差组合为收益率曲线的“熊平牛陡”和市场更为相关, 中国股市在曲线熊平期(过热)整体板块回报最高; 中、美股市在曲线熊陡阶段(复苏)录得牛市概率和平均回报较高; 在曲线牛陡阶段(衰退)录得熊市的可能性最大, 而曲线牛平阶段(滞胀)则是股市次劣的阶段。

内容目录

中国版美林时钟和轮动规律	4
“躺平”的收益率曲线与“内卷”的美林时钟	6
“利率-利差”轮盘与美林时钟对应关系	7
美林时钟的进化	10
美林时钟的自我救赎	11
从信用利差回归期限利差	15
股票、债券定价的成分拆解及在投资时钟的关联	16
三点结论	19
国信证券投资评级	20
分析师承诺	20
风险提示	20
证券投资咨询业务的说明	20

图表目录

图 1: 中国美林时钟四象限下股、商牛熊分布.....	6
图 2: 中国美林时钟四象限下各板块股票回报.....	6
图 3: 中国市场: 美林时钟到“电风扇”.....	7
图 4: 疫情后从无序电风扇恢复时钟规律.....	7
图 5: 中、美 10 年 vs 2 年国债期限利差: 波动→躺平→再波动.....	7
图 6: 美国美林时钟 (上)、“利率-利差”轮盘 (下).....	8
图 7: 中国美林时钟 (上)、“利率-利差”轮盘 (下).....	9
图 8: 股票估值和实际利率间呈现倒 U 分布.....	10
图 9: 周期切换时宏观指标和行业信号的先后顺序.....	11
图 10: “美林时钟”和早期“富达时钟”(2004~2012).....	12
图 11: 投资时钟进化史: “伦皇时钟”(2013~2021).....	12
图 12: 美债收益率与美国金融、科技股相对走势.....	12
图 13: 美股成长、价值板块相对回报与美国 PPI 同比.....	12
图 14: 全球成长、价值股相对走势与美债收益率.....	13
图 15: 全球商品、债券比价与全球名义 GDP 增速.....	13
图 16: 美国美林时钟下成长/价值股和周期/防御股的相对回报.....	13
图 17: 美国周期股、防御股 6 个月相对回报率走势相反.....	14
图 18: 美国成长股、价值股 6 个月相对回报率走势相反.....	14
图 19: 美国电信行业的“周期”属性逐渐消散.....	15
图 20: 美国信息通信技术行业增加值占 GDP 比重提升.....	15
图 21: 理论: 美林时钟收益率曲线对应四阶段的示意图.....	16
图 22: 实践: 衰退、复苏阶段牛陡、熊平效应显著.....	16
图 23: 美债期限利差和各类指标间的周期关系.....	16
图 24: 改进后“伯南克法”长端美债收益率成分拆解.....	17
图 25: 美国股票回报率拆分.....	17
图 26: 美国长债收益率拆分.....	17
图 27: 美债通胀溢价、实际利率溢价与股票盈利贡献、风险贡献的对比.....	18
图 28: 美债期限利差-信用利差的周期性规律.....	18
图 29: 美债信用利差与股票风险贡献度.....	18
图 30: 美债熊平牛陡四类状态的划分.....	18
图 31: 中国收益率曲线熊平牛陡四状态的划分.....	18
图 32: 美国收益率曲线四状态下各行业股票回报.....	19
图 33: 中国收益率曲线四状态下各板块股票回报.....	19
表 1: 四区间时长以及大类资产牛、熊、震荡分布.....	4
表 2: 中国美林时钟四阶段划分和行情研判.....	5
表 3: 中国“利率”、“利差”二维度与美林时钟四阶段交集的时间分布.....	9
表 4: 中国“利率-利差”四维度与美林时钟四阶段交集的时间分布.....	9
表 5: MSCI 四类指数的介绍和对比.....	14

中国版美林时钟和轮动规律

在对比两个投资框架之前，我们不妨回顾下中国版“美林时钟”的构建流程。笔者选择经济增长和通货膨胀两个宏观变量，分别判断经济增长是处于正面还是负面的阶段，同时用这两个变量组合成四个组合。有三点值得注意：（1）**绝对幅度 vs 趋势方向**：考虑到对资本市场的影响比较大的一般是投资者的预期，或者是人的心理状态，而影响人们的预期或者是心理状态的，最重要的往往是宏观指标的趋势和方向，而不是绝对幅度的大小。如通胀这一变量，即使在同比负增长的阶段，如果说它在向上的趋势中，其实给市场的感觉也是偏正面的感受。即便处于非常高的分位点，但在下降的趋势里，还是比较偏负面的信息。所以笔者在对两个指标进行正面负面考察的时候，更加关注的是其趋势方向，而不是绝对幅度大小。（2）**产出缺口 vs 实际增速**：在变量的选择方面，笔者选择了月度的工业增加值同比代表经济增长的状态，选择 CPI 和 PPI 加权平均值代表综合的通货膨胀。之所以并未参考原版美林时钟，采用 OECD 产出缺口，是因为产出缺口的计算要应用滤波得到潜在增速水平，而 2020 年的新冠疫情造成的数据波动、基数效应无疑会影响近两年，甚至之前一两年数据的形态。（3）**连续性 vs 波峰谷**：在运行周期划分的上，当我们看到一个波峰，接下来肯定要有个波谷。其次，持续的时间要有一定的长度，上升期或者下降期对应时间的跨度至少有 3 个月（注意：仅适用于通胀或增长一维数据，二乘二得到的多维数据可能并不复合这一原则）。此外，在谷底和谷顶，笔者采取的是极值点作为代表。最后，如果出现很多个点都满足上述三条，以最后出现的点作为拐点。

根据上述原则，笔者对 2002 年 1 月-2020 年 12 月的国内经济状态做了完整周期的划分，发现复苏阶段出现了 9 次，过热出现了 9 次，滞胀出现了 10 次，衰退出现了 11 次。中国版的“美林时钟”共计轮动了 39 次。随后我们关注三大类资产的表现，以上证综指和南华工业品指数的月均涨幅为依据，如果月均涨幅大于 1% 就定为牛市，月均下跌超 1% 定义为熊市，涨幅在中间定义为震荡市。债市方面，如果十年期国债收益率月均上行超过 3BP 定义为熊市，月均下行超过 3BP 定义为牛市，居间定为震荡行情。

表 1：四区间时长以及大类资产牛、熊、震荡分布

概率		股票	大宗商品	债券
复苏	牛市	41.6%	75.2%	43.8%
时长（月）：41.4	熊市	9.7%	17.2%	56.2%
频率：18.1%	震荡	48.8%	7.6%	0.0%
过热	牛市	59.3%	37.6%	0.0%
时长（月）：87.4	熊市	12.8%	0.0%	66.2%
频率：38.1%	震荡	27.9%	62.4%	33.8%
滞胀	牛市	27.1%	26.6%	30.3%
时长（月）：33.4	熊市	42.5%	7.8%	45.5%
频率：14.6%	震荡	30.3%	65.6%	24.2%
衰退	牛市	30.2%	6.2%	84.9%
时长（月）：67.0	熊市	54.5%	68.7%	0.0%
频率：29.2%	震荡	15.3%	25.1%	15.1%

资料来源：万得，国信证券经济研究所

表 2: 中国美林时钟四阶段划分和行情研判

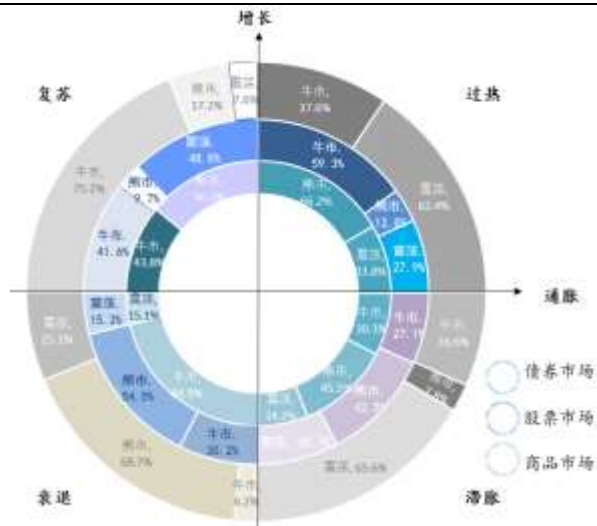
阶段	起点	终点	时长	阶段总变化			单位时间变化			行情判断		
				上证变化	南华工业品指数变化	十年期国债变化(bp)	上证变化	南华工业品指数变化	十年期国债变化	上证变化	南华工业品指数变化	十年期国债变化
复苏	2003-05	2003-06	1.0	-0.5%		6	-0.5%		5.8	震荡		熊市
	2004-12	2006-03	15.2	-1.7%	70.3%	-229	-0.1%	3.6%	-15.1	震荡	牛市	牛市
	2008-04	2008-05	1.0	4.5%	5.0%	10	4.5%	5.0%	10.0	牛市	牛市	熊市
	2009-02	2009-07	5.0	45.6%	32.2%	19	7.8%	5.7%	3.8	牛市	牛市	熊市
	2012-08	2012-09	1.0	-2.1%	3.8%	13	-2.0%	3.7%	12.6	熊市	牛市	熊市
	2013-02	2013-05	3.0	-4.9%	-13.9%	-17	-1.7%	-4.9%	-5.7	熊市	熊市	牛市
	2015-03	2015-06	3.1	37.7%	-0.4%	10	11.0%	-0.1%	3.3	牛市	震荡	熊市
	2017-02	2017-06	4.0	-2.0%	-12.7%	20	-0.5%	-3.3%	5.0	震荡	熊市	熊市
过热	2020-03	2020-11	8.2	17.3%	13.0%	60	2.0%	1.5%	7.3	牛市	牛市	熊市
	2002-01	2003-02	13.2	2.0%		-17	0.1%		-1.3	震荡		震荡
	2003-06	2004-03	9.1	11.0%		98	1.1%		10.7	牛市		熊市
	2006-03	2008-04	25.4	165.1%	22.0%	113	3.9%	0.8%	4.4	牛市	震荡	熊市
	2009-07	2010-02	7.2	-6.9%	22.0%	9	-1.0%	2.8%	1.3	震荡	牛市	震荡
	2010-10	2011-06	8.1	-7.9%	0.9%	37	-1.0%	0.1%	4.6	熊市	震荡	熊市
	2012-09	2013-02	5.1	15.0%	8.4%	12	2.8%	1.6%	2.4	牛市	牛市	震荡
	2013-05	2013-08	3.1	-8.4%	0.5%	49	-2.8%	0.2%	16.0	熊市	震荡	熊市
衰退	2016-02	2017-02	12.2	14.6%	70.7%	52	1.1%	4.5%	4.3	牛市	牛市	熊市
	2019-08	2019-12	4.1	4.0%	3.5%	12	1.0%	0.9%	3.0	震荡	震荡	震荡
	2003-03	2003-05	2.0	4.4%		-24	2.1%		-11.8	牛市		牛市
	2004-09	2004-12	3.0	-4.8%	3.4%	3	-1.6%	1.1%	1.0	熊市	牛市	震荡
	2008-05	2009-02	9.2	-37.9%	-38.6%	-95	-5.0%	-5.2%	-10.3	熊市	熊市	牛市
	2011-07	2012-08	13.2	-23.8%	-21.5%	-63	-2.0%	-1.8%	-4.8	熊市	熊市	牛市
	2013-10	2015-03	17.2	59.3%	-26.8%	-61	2.7%	-1.8%	-3.5	牛市	熊市	牛市
	2015-06	2015-10	4.1	-30.3%	-14.5%	-52	-8.5%	-3.8%	-12.8	熊市	熊市	牛市
滞涨	2017-06	2017-07	1.0	2.4%	9.1%	2	2.4%	9.1%	2.0	牛市	牛市	震荡
	2017-10	2018-04	6.1	-7.8%	0.4%	-9	-1.3%	0.1%	-1.5	熊市	震荡	震荡
	2018-07	2019-02	7.2	-1.5%	6.7%	-39	-0.2%	0.9%	-5.4	震荡	震荡	牛市
	2019-05	2019-08	3.1	-1.8%	-2.4%	-26	-0.6%	-0.8%	-8.5	震荡	震荡	牛市
	2020-02	2020-03	1.0	-2.6%	-7.8%	-18	-2.7%	-8.0%	-18.6	熊市	熊市	牛市
	2003-02	2003-03	0.9	-1.2%		-11	-1.3%		-11.8	熊市		牛市
	2004-03	2004-09	6.1	-19.9%		129	-3.5%		21.0	熊市		熊市
	2010-02	2010-10	8.1	-1.5%	2.8%	6	-0.2%	0.3%	0.7	震荡	震荡	震荡
滞涨	2011-06	2011-07	1.0	2.4%	3.8%	7	2.4%	3.8%	7.0	牛市	牛市	熊市
	2013-08	2013-10	2.0	5.4%	-0.3%	20	2.6%	-0.1%	9.8	牛市	震荡	熊市
	2015-10	2016-02	4.1	-16.1%	1.2%	-23	-4.2%	0.3%	-5.6	熊市	震荡	牛市
	2017-07	2017-10	3.1	5.1%	1.6%	15	1.6%	0.5%	4.9	牛市	震荡	熊市
	2018-04	2018-07	3.0	-9.7%	4.5%	-14	-3.3%	1.5%	-4.6	熊市	牛市	牛市
	2019-02	2019-05	3.0	4.3%	3.8%	19	1.4%	1.3%	6.4	牛市	牛市	熊市
	2019-12	2020-02	2.1	-1.2%	-5.3%	-34	-0.6%	-2.6%	-16.5	震荡	熊市	牛市

资料来源: 万得, 国信证券经济研究所

随后笔者把大势和结构的回溯结果汇总成轮盘图, 图 1 有三个圆环, 内环是国内的债券市场, 中环是股票, 外环是大宗商品。以复苏阶段为例: (1) 中国的“美林时钟”如果轮动到复苏的阶段, 债券有 43.8% 的概率是牛市, 有 56% 的概率是熊市。这点似乎与理论认知相悖。回顾历史可发现, 复苏阶段的债券牛市只在一个时段出现过, 就是 2005 年 1-12 月份, 而此时工业增加值抬升的幅度是非常有限的。综合来看, 这一阶段是很明显的名义经济增长速度下降的区间, 在这样的状态下, 债券处于牛市是可以理解的。基本上在复苏阶段, 债券大多经验还是处于熊市。(2) 在复苏阶段, 股票市场有 41.6% 的概率处于牛市, 还有 48% 的概率处于震荡市, 震荡市有很大一部分也是发生在 2005 年, 这也

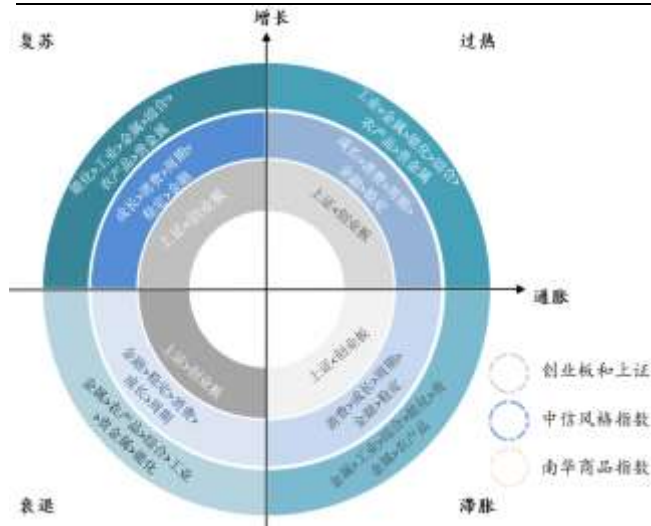
是很特殊的一个时间窗口。如果把噪声剔除掉，在复苏阶段股票也是表现比较好的。（3）复苏阶段的大宗商品在三类资产里表现最好，有超过 70% 的概率处于牛市阶段。总结来看，中国版的“美林时钟”在复苏阶段，大宗商品表现最好，其次是股票，债券最差。在过热阶段，股票表现最好，大宗商品次之，债券最差。滞胀阶段，大宗商品相对好一点，股票和债券都不太好。衰退阶段，债券最好，其次是股票，最差是大宗商品。

图 1：中国美林时钟四象限下股、商、牛熊分布



资料来源：万得，国信证券经济研究所

图 2：中国美林时钟四象限下各板块股票回报



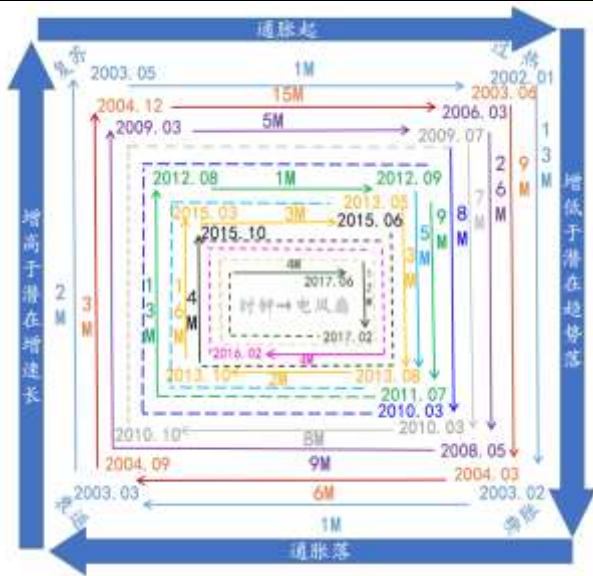
资料来源：万得，国信证券经济研究所

“躺平”的收益率曲线与“内卷”的美林时钟

金融危机之前，美林时钟对美国、中国投资均有较好的指导意义。近年来批判美林时钟的观点迭出，主要依据在于经济数据的低波动熨平了美林时钟的轮转规律。一个现状是在 2013 年后，国内外物价、工业产出陷入低波动，美林四阶段切换的顺序开始走向无序性，轮转频率加快、从“时钟”变为“电风扇”，如果用线段长度和时间长度相匹配，则美林时钟 2013~2019 呈现“内卷化”（图 3）。直到抗击疫情阶段，CPI、工业增加值的数据重新恢复了波动（暂且不论基数效应的影响），锚定美林时钟进行投资的策略重新焕发了活力。

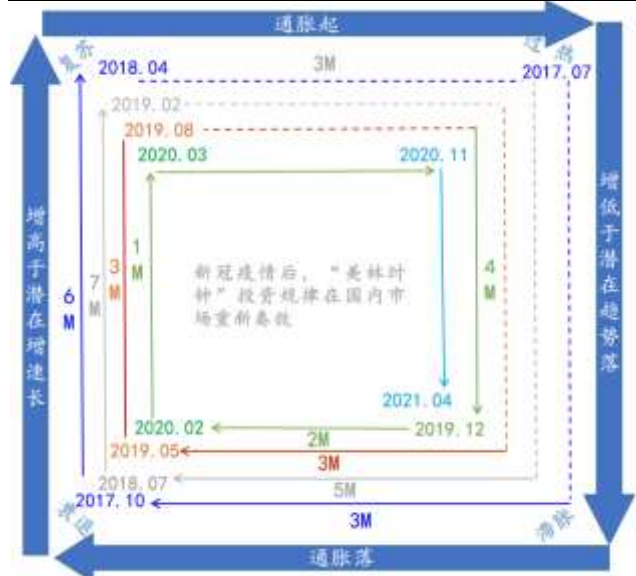
另一个现状是中美两国收益率曲线在后金融危机时代逐渐“躺平”。我们知道收益率曲线长短端的期限利差实际上可以理解为债券市场投资者对名义增速（长端）与货币政策（短端）的不同预期，在金融危机后到疫情前的这段期间，中美两国收益率曲线都呈现出“躺平”的状态，一来短端关注的货币政策调整周期较长、幅度不算高，二来长端对应的经济数据周期波动性减弱，这种状态在新冠疫情后才发生转变。值得一提的是，与“利率-利差”相对有序的规律不同，美林时钟在金融危机后、新冠疫情前的轮转规律无迹可寻，并不适合将历史全样本的轮转切换频率当成下阶段轮转的概率。在四阶段对应资产相对排名还算有规律的前提下，人为研判下阶段通胀和增长走势，好过照搬历史经验、过度依赖四时交替规律。

图3：中国市场：美林时钟到“电风扇”



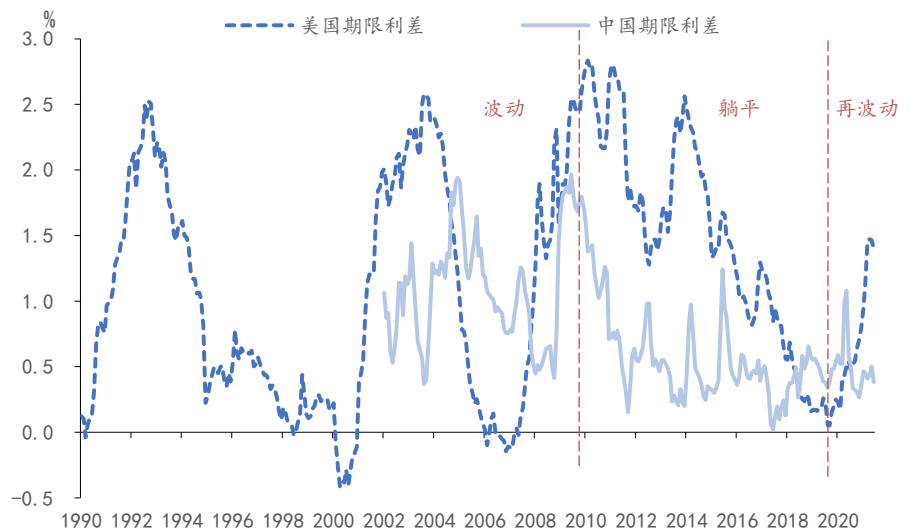
资料来源：万得，国信证券经济研究所

图4：疫情后从无序电风扇恢复时钟规律



资料来源：万得，国信证券经济研究所

图5：中、美10年vs2年国债期限利差：波动→躺平→再波动

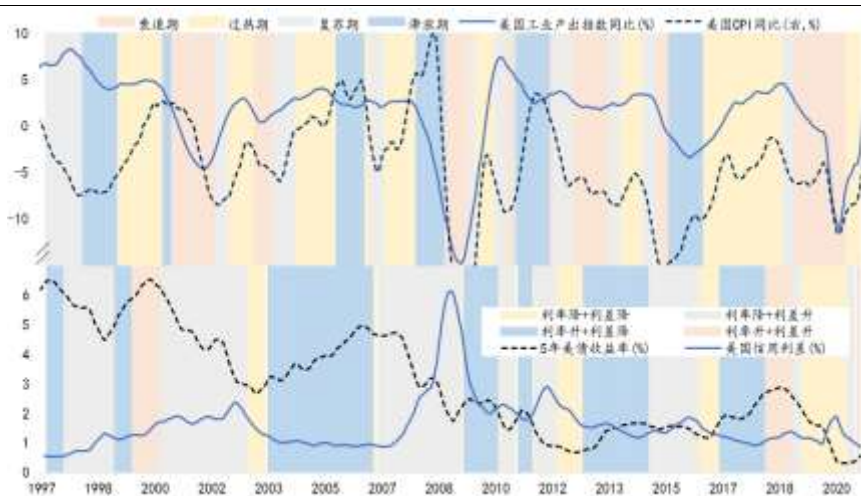


数据来源：万得，国信证券经济研究所

“利率-利差”轮盘与美林时钟对应关系

在“利率-利差”系列的开篇中，笔者验证了美国资本市场“债市-股市-商品”的传导顺序，以及市场利率、信用利差对联邦基金利率、M2的领先性。美国的“利率-利差”两类市场价格可以视为基本面的领先指标，对“货币-信用”风火轮还有美林时钟都有一定前瞻性。然而中国信用违约市场并没有美国般市场化，信用债收益率相对钝感，虽然利率对货币领先，但利差于信用而言只是个后验信号。基于此，笔者绘制了中国美林时钟、“利率-利差”对应关系，并测试了利率、利差对中国美林四阶段的相关性、领先滞后关系。

图 6：美国美林时钟（上）、“利率-利差”轮盘（下）



数据来源：彭博，万得，国信证券经济研究所

可以发现，中国美林时钟四阶段轮转顺序在 2013~2018 年间相对“利率-利差”更加频繁且无序，价格和增长双指标相对于社融的起承转折不甚明显。如果将四阶段相匹配，则利率、利差二维变动（表 3）和构成的四维组合（表 4）都未能很好地同美林时钟对应起来。（1）二维的匹配中，衰退和过热两阶段相对有迹可循：如利率降和利差升和美林时钟重合度最高的都是“衰退”，达到六成以上，此时经济滑坡、债券存在违约风险，相应的风险溢价体现在信用利差走高上，但利率债已经在交易货币政策宽松而提前出现收益率下行。利率升或利差降对应美林时钟频率最高的阶段均为过热，各自占了三、四成，原理和衰退一致。（2）四维的对应关系中，利率降+利差升对应的衰退频率最高（约 80%），利率、利差双降对应美林时钟衰退的频率也是最高的（约 44%）；利率升+利差升与过热阶段重合最高（53%左右），利率升+利差降对应的四阶段也以过热最高（44%）。即对于衰退期间而言，市场利率（Shibor 3M）降低、交易宽松预期是可验的信号；对于过热期间而言，利率上升反馈的未来货币政策收紧的信息更充分。总而言之，对于“利率-利差”轮盘与美林时钟的二维匹配中，利率依然有领先性、交易未来预期的效果，信用利差最多可以视为反映当下情况的同步指标，在四维匹配中，信用利差更是沦为鸡肋信号。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_20327

