

超越美林时钟



报告日期： 2019年11月08日

投资时钟的核心思想在于经济周期对资产价格有很大的影响，研究经济周期可以进行资产配置。对于任何一种投资时钟而言，主要有两点：把经济周期划分为不同的阶段，以及确定每一个阶段资产价格的表现。美林时钟总结美国1973年到2004年的经验，认为经济增长的变化领先通胀的变化，用经济增长和通胀把经济周期划分为4个阶段：复苏、过热、衰退和滞胀。但是金融危机之后的经验显示美国的经济增长回升并没有带来通胀的上升，而美国的通胀与中国的通胀高度相关。显然美林时钟的前提已经不再成立了。需要新的投资时钟。

我们认为，对周期的划分不只是一要考虑经济周期，还要考虑金融周期。为此提出了新的概念：新增债务规模，即债务的年度增量与名义GDP的比值。我们认为新增债务规模的变化对名义经济增长的变化有很大的影响，由此提出了金融周期—经济周期运行原理，来解释中国的周期运行规律。从中国的经验出发，名义经济增长与GDP平减指数衡量的通胀同步，而新增债务规模领先通胀两个季度。因此，可以用新增债务规模(作为金融周期的同步指标)与GDP平减指数(作为经济周期的同步指标)来把周期划分为4个阶段，进一步确定每一个阶段表现最好的资产，这样就得到了东证时钟。

对比2003年至今股票、债券、大宗商品等资产价格表现与东证时钟的不同阶段，可以发现在新增债务规模上行期，股票和大宗商品表现较好；在新增债务规模下行并且通胀下行阶段，债券表现较好；在新增债务规模下行而通胀上行阶段，现金表现最好。

东证时钟是从中国的经验总结，但是其中的核心概念新增债务规模，对于研究分析美国、欧洲和日本的经济现象和资产价格，也有很大帮助。

★风险提示：

经济周期运行规律改变。

刘鸿 资深分析师(宏观、国债)
从业资格号： F3034263
投资咨询号： Z0014507
Tel: 8621-63325888-1610
Email: hong.liu@orientfutures.com

目录

1、从美林时钟到美林电风扇.....	6
2、新增债务规模与金融周期-经济周期运行原理.....	9
3、东证时钟与大类资产价格表现.....	14
4、重新理解社融：从广谱利率到新增债务规模.....	23
4.1、从新增债务规模看社融统计口径存在的问题.....	23
4.2、从利率变动到新增社融规模变动.....	25
4.3、重新理解 M1：从新增债务规模到新增存款规模.....	27
5、重新理解经济周期：经济周期的先行指标、同步指标与滞后指标.....	28
5.1、经济周期的先行指标.....	28
5.2、重新理解库存周期：经济周期领先指标 vs 经济周期滞后指标.....	30
5.3、经济周期的同步指标.....	31
6、从新增债务规模看全球经济.....	33
6.1、从新增债务规模看美国经济.....	33
6.2、从新增债务规模看日本的资产负债表衰退.....	36
6.3、从新增债务规模看欧洲的日本化.....	37
7、风险提示.....	37

图表目录

图表 1: 美林时钟的基本假设: 经济增长的变动领先通胀变动, 用这两个变量把经济周期划分为四个阶段.....	6
图表 2: 美林时钟的核心思想: 经济周期对资产价格表现有很大影响, 通过研究经济周期可以进行资产配置.....	6
图表 3: 美国产出缺口与通胀对比, 2009 年之后产出缺口上升并没有带来通胀上升.....	7
图表 4: 美国产出缺口与失业率有着相同的周期.....	7
图表 5: 金融危机之后美国失业率的下行并没有带来通胀的上行.....	7
图表 6: 美国 CPI 与 PPI 波动周期基本一致, 但是波动幅度有显著差别.....	8
图表 7: 美国 PPI 与中国 PPI 波动幅度与周期基本一致.....	8
图表 8: 2013 年之后中国实际经济增长与 CPI 波动幅度较小, 但是资产价格波动较大.....	8
图表 9: 2013 年之后中国实际经济增长波动幅度较小, 以 GDP 平减指数衡量的通胀波动较大.....	8
图表 10: 私人非金融部门宏观杠杆率与年度新增债务对比.....	10
图表 11: 年度新增债务与年度新增债务占 GDP 比例对比.....	10
图表 12: 私人非金融部门新增债务规模与实体经济新增债务规模对比.....	10
图表 13: 居民、非金融企业和政府部门新增债务规模对比.....	10
图表 14: 名义 GDP 与 GDP 平减指数同步.....	11
图表 15: 新增债务规模领先 GDP 平减指数两个季度左右.....	11
图表 16: 通过新增债务规模与 GDP 平减指数可以把周期划分为四个阶段.....	12
图表 17: 经济周期—金融周期运行的原理与东证时钟.....	12
图表 18: 周期划分: 东证时钟 vs 美林时钟.....	13
图表 19: 美林时钟与东证时钟的对比.....	13
图表 20: 东证时钟 I 阶段与 II 阶段股市表现较好.....	15
图表 21: 上证指数 vs 名义经济增长.....	15
图表 22: 东证时钟 IV 阶段国债表现较好.....	16
图表 23: 东证时钟 I 阶段通胀回落, 但是国债表现不确定.....	16
图表 24: 东证时钟 vs 欧元兑美元.....	17
图表 25: 铜价在东证时钟 I 阶段和 II 阶段表现较好.....	18
图表 26: 螺纹钢价格在东证时钟 II 阶段表现较好.....	18
图表 26: 大宗商品在东证时钟 I 阶段 II 阶段表现较好.....	19
图表 28: 东证时钟不同阶段资产价格表现.....	19
图表 29: 居民部门新增债务规模 vs 房地产销售价格增速.....	21
图表 30: 居民部门新增债务规模 vs 房地产销售面积增速.....	21
图表 31: 中国与发达国家居民部门新增债务规模对比.....	22

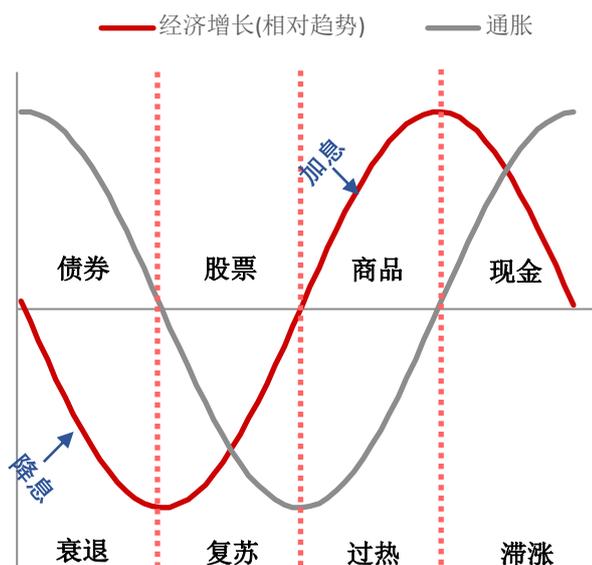
图表 32: 美国居民部门新增债务规模与美国私人住宅投资有相同的周期	22
图表 33: 社融存量增速 vs 年度新增社融占 GDP 比值	24
图表 34: 新增社融规模与实体经济年度新增贷款规模对比	24
图表 35: 新增社融规模与私人非金融部门新增债务规模对比	24
图表 36: 新增债务规模与资产价格走势更接近	24
图表 37: 新增社融规模结构: 居民和非金融企业银行表内融资	25
图表 38: 新增社融规模结构: 非金融企业银行表外融资以及债券股票融资	25
图表 39: 新增社融规模及其分项热力图	25
图表 40: 房贷利率领先新增居民贷款(新增居民债务规模)	26
图表 41: 新增居民债务规模与房地产销售的面积和价格增速有相同的周期	26
图表 42: SHIBOR 利率变动与企业贴现汇票规模同步	26
图表 43: 企业债券利率变动与企业债券融资规模变动同步	26
图表 44: M1 增速与非金融企业年度新增存款规模同步	27
图表 45: 非金融企业新增存款规模与私人非金融部门新增债务规模有相同的周期	27
图表 46: 按照领先、同步和滞后名义 GDP 区分经济周期的不同指标	28
图表 47: OECD 中国综合领先指标与新增债务规模同步, 为经济周期的领先指标	29
图表 48: 汽车销售增速与新增债务规模同步, 为经济周期的领先指标	29
图表 49: 设备制造业工业增加值与新增债务规模同步, 为经济周期的领先指标	29
图表 50: 制造业 PMI 产成品存货与新增债务规模同步, 为经济周期的领先指标	29
图表 51: 制造业 PMI 原材料库存与产成品库存分项对比(12 月均值转化为同比)	30
图表 52: 制造业 PMI 产成品库存领先原材料库存半年左右	30
图表 53: 制造业 PMI 原材料库存与原材料购进价格的对比	30
图表 54: 制造业 PMI 原材料购进价格对应 PPI	30
图表 55: 制造业 PMI 产成品库存领先工业企业产成品存货增速 1 年左右	31
图表 56: 新增债务规模领先工业企业产成品存货增速 1 年左右	31
图表 57: 制造业 PMI 的 12 个月移动平均与名义 GDP 同步	32
图表 58: 制造业 PMI 生产、新订单、进口与出口同步	32
图表 59: 制造业 PMI 及其分项 12 个月移动平均	32
图表 60: 制造业 PMI 的 12 个月移动平均与名义 GDP 同步	33
图表 61: 制造业 PMI 生产、新订单、进口与出口同步	33
图表 62: 金融危机之后美国居民和企业同时经历了新增债务规模收缩的情况	34
图表 63: 美国政府新增债务规模变动与私人非金融部门新增债务规模变动方向相反	34
图表 64: 非金融新增债务规模反映资产负债表扩张速度, 对就业有较大的影响	34
图表 65: 美国非金融企业新增债务规模对美国企业员工时薪的增速有较大的影响	34
图表 66: 美国国债收益率曲线倒挂, 新增债务规模接近顶部	35
图表 67: 美国私人非金融部门新增债务规模与标普指数有较高的相关性	35

图表 68: 日本非金融企业新增债务规模与城市商业土地价格指数.....	36
图表 69: 日本居民新增债务规模与城市住宅土地价格指数	36
图表 70: 从新增债务规模看日本的资产负债表衰退	36
图表 71: 日本新增债务规模: 私人非金融部门收缩, 政府部门扩张	36
图表 72: 从新增债务规模看欧洲的日本化	37
图表 73: 从新增债务规模看欧洲的日本化	37

1、从美林时钟到美林电风扇

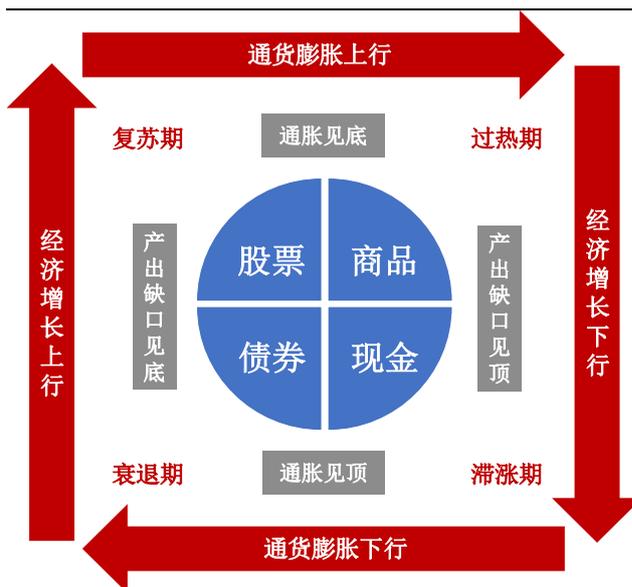
宏观经济有周期性的波动，周期的不同阶段资产价格有不同的表现。美林时钟是资产配置领域一个重要的理论，其核心思想是经济周期对于资产价格的表现有很大影响，通过研究经济周期可以进行资产配置。因此，美林时钟(以及其他类似的投资时钟)一个很重要的问题是如何划分经济周期。对此，美林时钟的基本假设为：经济增长(用产出缺口来表示)的变动领先通胀的变动。经济增长和通胀有涨跌两个方向，因此用这两个指标可以把经济周期划分为四个阶段：经济增长和通胀都下行的时期为衰退期，经济增长上行通胀下行的时期为复苏期，经济增长和通胀都上行的时期为过热期，经济增长下行通胀上行的时期为滞涨期。对于每一个阶段，都有一类资产表现最好：衰退期为债券，复苏期为股票，过热期为商品，滞涨期为现金。

图表 1：美林时钟的基本假设：经济增长的变动领先通胀变动，用这两个变量把经济周期划分为四个阶段



资料来源：Merrill Lynch，东证衍生品研究院

图表 2：美林时钟的核心思想：经济周期对资产价格表现有很大影响，通过研究经济周期可以进行资产配置



资料来源：Merrill Lynch，东证衍生品研究院

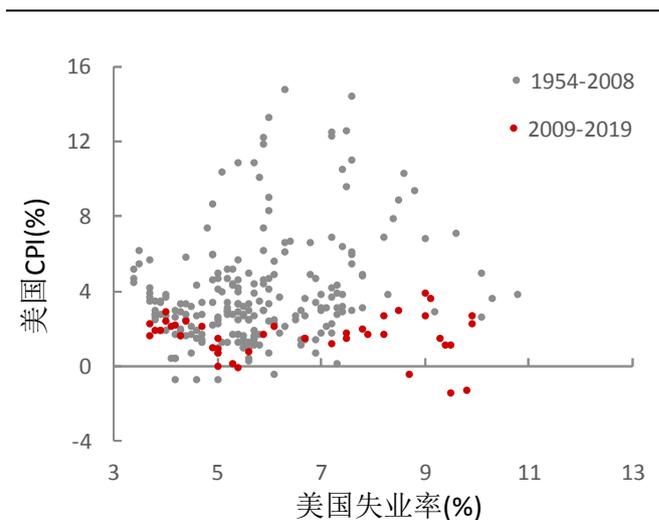
美林时钟的报告完成于 2004 年 11 月，是对美国 1973 年至 2004 年经验的总结。20 世纪 90 年代之前，美国的通胀主要受到美国经济增长的影响。但是从 21 世纪开始，特别是 2008 年金融危机之后，美国的经济增长对于美国通胀的影响越来越小。从金融危机之后的经验来看，美国经济增长(以产出缺口衡量)对于美国通胀的影响(以 CPI 衡量)和上世纪 70 年代相比已经有明显的差异。产出缺口衡量的是实际生产和潜在水平之间的差异。随着生产要素的利用效率的提高(例如失业率的下行)，产出缺口逐渐收窄。同样，美国失业率对于通胀的影响也变得更为复杂，从 2009 年至今，美国失业率持续下行至多年来的低点，但是美国的通胀持续在低位徘徊。

图表 3: 美国产出缺口与通胀对比, 2009 年之后产出缺口上升并没有带来通胀上升


资料来源: Bloomberg, Wind, 东证衍生品研究院

图表 4: 美国产出缺口与失业率有着相同的周期


资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

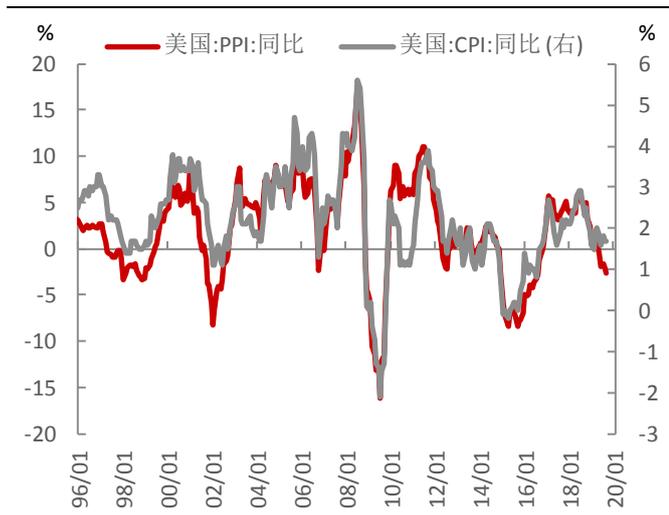
图表 5: 金融危机之后美国失业率的下行并没有带来通胀的上行


资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

另一方面, 我们注意到从上世纪 90 年代后期开始, 美国的 PPI 与美国的 CPI 波动周期高度一致(尽管波动幅度差别较大), 而中国的 PPI 与美国的 PPI 波动幅度与周期均高度一致。这表明, 随着中国经济的崛起, 中国对美国的经济周期(以通胀来衡量)已经有很大的影响。在分析美国通胀的时候, 不能仅仅考虑美国的经济增长, 还要考虑中国的影响。因此, 从这个角度看, 美林时钟的基本假设(美国的经济增长变动领先通胀变动)对

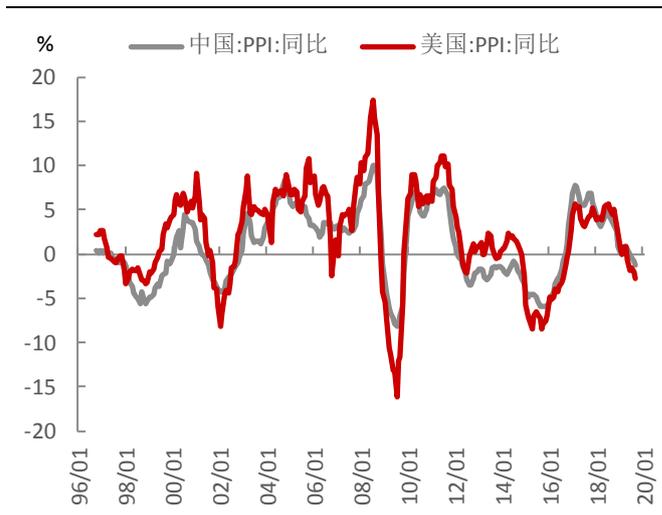
于美国现在的状况来说已经不再成立了。

图表 6: 美国 CPI 与 PPI 波动周期基本一致, 但是波动幅度有显著差别



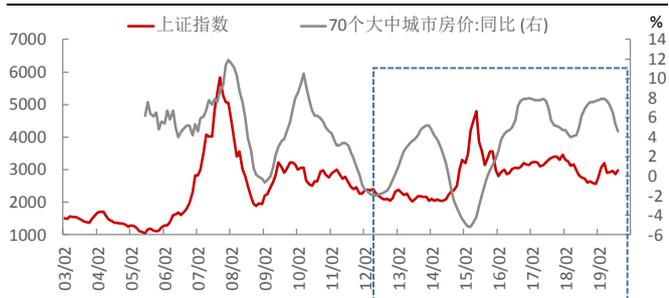
资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 7: 美国 PPI 与中国 PPI 波动幅度与周期基本一致



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 8: 2013 年之后中国实际经济增长与 CPI 波动幅度较小, 但是资产价格波动较大



图表 9: 2013 年之后中国实际经济增长波动幅度较小, 以 GDP 平减指数衡量的通胀波动较大



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_9100



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn