

美国投资时钟初探

Bigger mind, Bigger future™
智慧创造未来

南华期货研究所

马燕 0571-87839259

mayan@nawaa.com

投资咨询资格证号

Z0012651

戴朝盛 0571-87839255

daichaosheng@nawaa.com

投资咨询资格证号

Z0014822

核心观点：

沿用美林时钟对大类资产配置的研究，我们通过对经济、通胀周期的轮动来观测大类资产的轮动规律，以期对当下的海外资产配置以及经济、通胀形势有所启发。

对美国经济周期的划分，我们采用实际 GDP 同比+制造业 PMI 的组合来确定。对于美国通胀周期的划分，我们直接采用美国 CPI 同比（非季调）进行划分。

若将特殊时期剔除，去思考各个阶段的资产表现，可以发现，在复苏期，经济舒缓向上，通胀率持续下降，股票是最佳选择，商品在此阶段抗通胀属性支撑急速下滑，商品是最差选择；在过热期，经济增长处于相对高位，通胀持续攀升，美股和商品表现都不错，美股最优，商品次优；在滞胀阶段，大宗商品表现是最优；在衰退阶段，债券最优，其次是现金，大宗商品表现相对最差。

风险提示：数据有误，周期划分不合理

目录

第 1 章	基于经济及通胀轮动的资产配置周期	3
1.1.	美国经济增长周期划分	3
1.2.	美国通胀周期划分	3
1.3.	基于通胀以及经济周期的投资时钟划分	4
1.3.1.	数据处理	6
1.3.2.	统计结果	6
第 2 章	美国投资时钟	9
2.1.	大类资产表现特征初探	9
2.2.	不同宏观环境下的资产表现	10
2.2.1.	过热时期	10
2.2.2.	滞胀时期	11
2.2.3.	复苏时期	12
2.2.4.	衰退时期	13
2.3.	修正后的投资时钟	13
	免责声明	15

第1章 基于经济及通胀轮动的资产配置周期

沿用美林时钟对大类资产配置的研究，我们通过对经济、通胀周期的轮动来观测大类资产的轮动规律，以期对当下的海外资产配置以及经济、通胀形势有所启发。

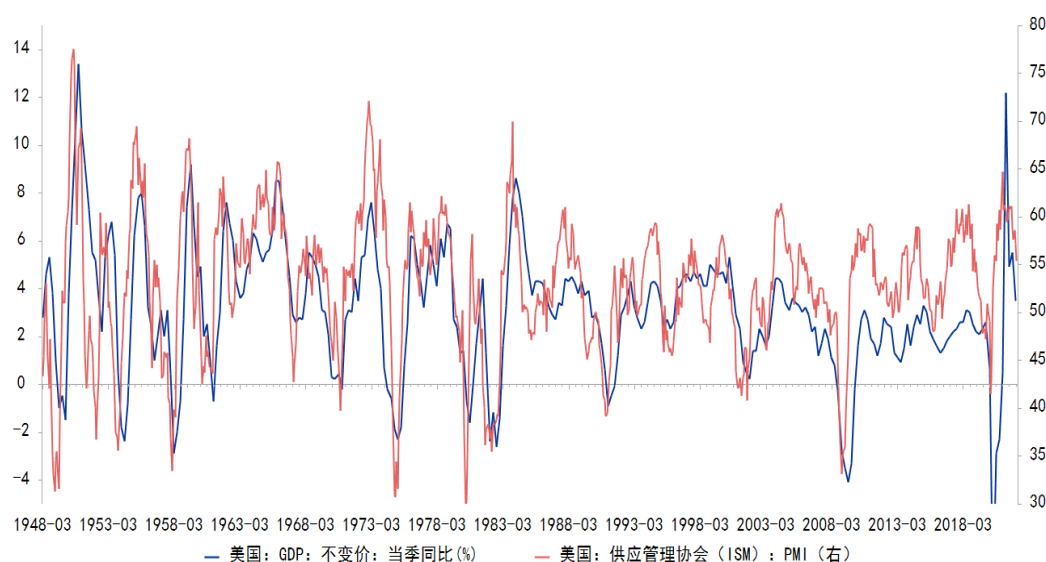
1.1. 美国经济增长周期划分

对美国经济周期的划分，我们采用实际 GDP 同比+制造业 PMI 的组合来确定，具体原则是：

(1) 由于实际 GDP 同比是季频数据，制造业 PMI¹是月频数据，我们以实际 GDP 同比来划分大周期，在具体月份节点上则采用 PMI 作为辅助来确定，举例来说，在最近的一周经济周期中，2021 年 Q2 为上行周期的经济顶，从 PMI 上看 Q2 中的 5 月份的 PMI 数值最高，则将 2021 年 5 月作为上行周期的月度顶点。

(2) 从制造业 PMI 与美国 GDP 同比表现来看，二者拐点基本一致，经济运行表现出明显的周期性。

图 1.1.1：美国经济周期划分



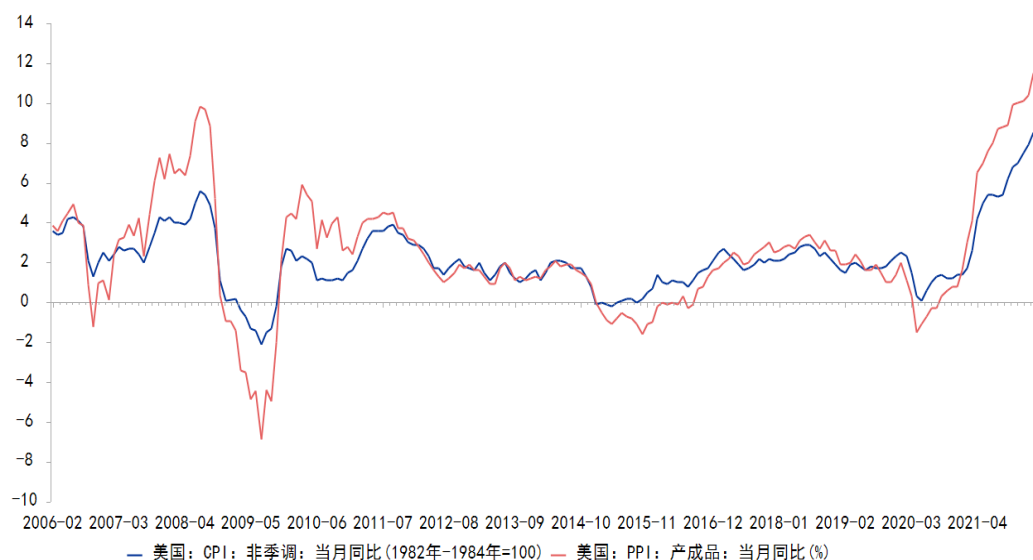
资料来源：choice 南华研究

1.2. 美国通胀周期划分

对于美国通胀周期的划分则相对简单许多，我们直接采用美国 CPI 同比（非季调）进行划分，之所以与之前国内经济周期划分原则不同，主要在于：1. 美国 CPI 同比与 PPI 同比基本同步，不存在需求传导问题；2) 美国 GDP 平减指数与 CPI 同比、PPI 同比之间也是呈现出极强的同步性，因此，单独采用 CPI 同比即可完成通胀周期的划分。

¹ 此文指代的制造业 PMI 为美国供应商协会 ISM 的制造业 PMI

图 1.2.1：美国 CPI 与 PPI 同比之间不存在需求传导问题



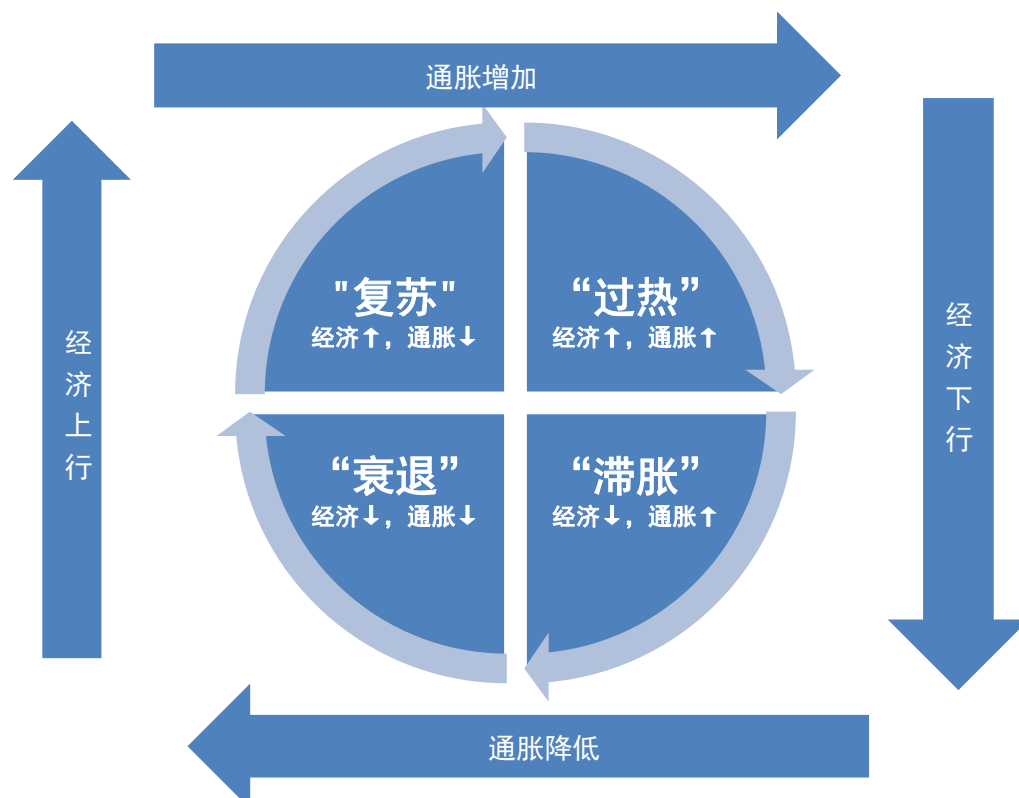
资料来源：Choice 南华研究

1.3. 基于通胀以及经济周期的投资时钟划分

与“美林投资时钟”中划分经济周期的方法一样，我们也是根据前述对经济 and 通胀周期的划分，将进一步将经济增长和通胀状况进行周期划分，同样采用美林四阶段——衰退、复苏、过热和滞胀，其中：通胀下行+经济下行为衰退阶段；通胀下行+经济上行为复苏阶段；通胀上行+经济上行为过热阶段；通胀上行+经济下行为滞胀阶段。

根据这一划分依据，我们将 1949 年以来的经济周期划分为以下阶段：

图 1.3.1：不同经济增长以及通胀表现下的经济周期划分



资料来源：南华研究

表 1.3.1：美国经济周期的划分

复苏期	繁荣期	滞胀期	衰退期
1954. 04-1954. 10	1949. 11-1950. 12	1950. 12-1951. 02	1950. 12-1951. 02
1958. 01-1959. 03	1954. 10-1955. 07	1955. 07-1957. 03	1955. 07-1957. 03
1970. 11-1972. 06	1959. 03-1959. 05	1959. 05-1961. 02	1959. 05-1961. 02
1975. 01-1976. 11	1961. 02-1966. 01	1966. 01-1969. 12	1966. 01-1969. 12
1982. 08-1984. 02	1972. 06-1973. 01	1973. 01-1974. 12	1973. 01-1974. 12
1991. 01-1998. 02	1976. 11-1978. 11	1978. 11-1980. 03	1978. 11-1980. 03
2000. 03-2000. 04	1998. 02-2000. 03	1986. 12-1990. 10	1986. 12-1990. 10
2001. 10-2002. 01	2002. 01-2004. 01	2004. 01-2005. 09	2004. 01-2005. 09
2009. 04-2009. 07	2009. 07-2011. 09	2006. 10-2008. 07	2006. 10-2008. 07
2011. 09-2015. 04	2015. 04-2018. 06	2021. 05-2022. 03	2021. 05-2022. 03
2020. 04-2020. 05	2020. 05-2021. 05		

资料来源：南华研究

备注：标红区间为剔除掉的年份

接下来，我们主要聚焦股、债、商品以及现金等大类资产，按照之前划分出的经济周期，将各投资品种在不同周期下的收益率表现进行统计。衡量美股收益的指标我们采用道琼斯工业指数、标普 500 指数、纳斯达克综合指数这三大最常用的美股指数之外，

还包括了以上三大指数的总回报/总收益指数²,代表债市表现的指标则采用彭博 10 年期国债全收益指数,商品收益的度量指标有彭博商品指数,还有分板块的彭博能源指数、彭博工业金属、彭博农产品指数等,以及代表具体商品的彭博布伦特原油指数、彭博铜指数、彭博黄金指数以及这三大指数对应的具体品种,现金收益的度量则采用美国 3 个月国库券收益率。

1.3.1. 数据处理

在数据频率上,我们将上述标的收益转化为月度收益率,即先将日频数据转化为月频(求算术平均),然后对其计算收益率,收益率采用算数收益率,但现金收益率则采用算数平均值进行直接度量。

对于不同经济周期下大类资产收益率的比较,我们采用几何平均后的年化收益率,每一细分周期持续时间的计算采取计头不计尾的原则,避免重复计入。

另外,由于三大美股的总收益指数以及针对具体品种的彭博商品指数的统计期限自 1980 年以来才相对趋于完整,因此我们对于大类资产各经济周期下的平均收益率计算统一从 1980 年以后开始,对于 1980 年之后尚未有记录的资产及指标考虑到统计区间过短则将其剔除。

1.3.2. 统计结果

接下来,我们将所有时间段股市、债市、大宗商品以及现金的表现逐一进行统计,统计结果分别如下所示:

从统计结果来看,美国大类资产仅在 2000-2006 年期间资产轮动基本按照美林时钟的顺周期方向轮动,其余要么逆周期轮动,要么资产表现相对跳跃,很少严格顺时钟周期性轮动。

² 总回报指数值得是把成分股公司派发的红利在除息日收盘后再投资回组合,也就是考虑了上市公司分红的因素,执行了类似基金分红中红利再投资的操作。

表 2.3.1：各经济周期轮动下股市指数表现（%）

周期	表现	区间	道琼斯工业指数	标普500指标	纳斯达克综合指数	道琼斯总回报指数	标普500总回报指数	纳斯达克总收益指数
衰退	经济下，通胀下	1980.03-1982.08	-2.88	-2.17	2.01	#N/A	#N/A	#N/A
复苏	经济上，通胀下	1982.08-1984.02	33.10	32.19	40.10	#N/A	#N/A	#N/A
衰退	经济下，通胀下	1984.02-1986.12	15.38	14.72	8.89	#N/A	#N/A	#N/A
滞胀	经济下，通胀上	1986.12-1990.10	8.19	6.78	0.71	#N/A	#N/A	#N/A
衰退	经济下，通胀下	1990.10-1991.01	10.08	18.06	2.57	14.86	22.78	#N/A
复苏	经济上，通胀下	1991.01-1998.02	16.73	16.39	22.63	19.81	19.49	#N/A
过热	经济上，通胀上	1998.02-2000.03	15.40	19.18	64.49	17.22	20.82	#N/A
复苏	经济上，通胀下	2000.03-2000.04	-4.39	57.81	164.78	-1.02	50.12	#N/A
衰退	经济下，通胀下	2000.04-2001.10	-9.47	-19.37	-52.60	-7.02	-17.89	#N/A
复苏	经济上，通胀下	2001.10-2002.01	49.21	44.50	153.40	42.58	41.25	#N/A
过热	经济上，通胀上	2002.01-2004.01	0.72	-2.85	-0.53	3.04	-1.17	#N/A
滞胀	经济下，通胀上	2004.01-2005.09	2.50	7.77	6.03	4.59	9.67	6.65
衰退	经济下，通胀下	2005.09-2006.10	8.57	7.04	2.76	11.14	9.10	3.56
滞胀	经济下，通胀上	2006.10-2008.07	2.42	0.90	5.05	4.89	2.88	5.79
衰退	经济下，通胀下	2008.07-2009.04	-48.99	-53.03	-50.12	-47.24	-51.71	-49.61
复苏	经济上，通胀下	2009.04-2009.07	96.09	121.00	161.44	102.66	126.41	164.05
过热	经济上，通胀上	2009.07-2011.09	13.69	12.10	15.69	16.74	14.38	16.75
复苏	经济上，通胀下	2011.09-2015.04	13.62	16.96	20.82	16.57	19.51	22.33
过热	经济上，通胀上	2015.04-2018.06	10.48	8.64	13.39	13.25	10.91	14.71
衰退	经济下，通胀下	2018.06-2020.04	-4.55	-1.19	2.97	-2.23	0.81	4.09
复苏	经济上，通胀下	2020.04-2020.05	48.02	70.78	128.33	50.62	74.26	130.40
过热	经济上，通胀上	2020.05-2021.05	44.99	49.77	67.34	48.11	52.29	68.65

资料来源：Bloomberg 南华研究

表 2.3.2：各经济周期轮动下债市表现（%）

周期	表现	区间	彭博10年期国债全收益
衰退	经济下，通胀下	1980.03-1982.08	9.84
复苏	经济上，通胀下	1982.08-1984.02	20.57
衰退	经济下，通胀下	1984.02-1986.12	23.99
滞胀	经济下，通胀上	1986.12-1990.10	5.66
衰退	经济下，通胀下	1990.10-1991.01	39.46
复苏	经济上，通胀下	1991.01-1998.02	11.07
过热	经济上，通胀上	1998.02-2000.03	2.48
复苏	经济上，通胀下	2000.03-2000.04	29.43
衰退	经济下，通胀下	2000.04-2001.10	12.63
复苏	经济上，通胀下	2001.10-2002.01	-4.49
过热	经济上，通胀上	2002.01-2004.01	9.48
滞胀	经济下，通胀上	2004.01-2005.09	8.40
衰退	经济下，通胀下	2005.09-2006.10	0.63
滞胀	经济下，通胀上	2006.10-2008.07	6.51
衰退	经济下，通胀下	2008.07-2009.04	20.80
复苏	经济上，通胀下	2009.04-2009.07	-27.28
过热	经济上，通胀上	2009.07-2011.09	11.97
复苏	经济上，通胀下	2011.09-2015.04	7.79
过热	经济上，通胀上	2015.04-2018.06	0.02
衰退	经济下，通胀下	2018.06-2020.04	20.94
复苏	经济上，通胀下	2020.04-2020.05	58.54
过热	经济上，通胀上	2020.05-2021.05	-15.67

资料来源：Wind 南华研究

表 2.3.3：各经济周期轮动下商品表现（%）

周期	表现	区间	彭博商品指数	彭博能源指数	彭博工业金属	彭博农产品指数	彭博布伦特原油指数	彭博铜指数	彭博黄金指数	黄金现货	原油	铜
衰退	经济下，通胀下	1980.03-1982.08	-22.98	#N/A	#N/A	-19.11	#N/A	#N/A	-34.52	24.35	4.92	25.71
复苏	经济上，通胀下	1982.08-1984.02	5.89	#N/A	#N/A	3.23	#N/A	#N/A	-4.43	6.25	-3.10	-1.25
衰退	经济下，通胀下	1984.02-1986.12	-7.68	-13.62	#N/A	-7.39	#N/A	#N/A	-5.51	2.47	21.66	-2.05
滞胀	经济下，通胀上	1986.12-1990.10	11.86	35.15	#N/A	1.18	#N/A	#N/A	-7.06	-0.54	28.82	21.02
衰退	经济下，通胀下	1990.10-1991.01	-30.72	-45.54	#N/A	-24.68	#N/A	-30.11	-17.39	12.97	73.17	-37.32
复苏	经济上，通胀下	1991.01-1998.02	1.30	1.10	#N/A	3.11	#N/A	1.71	-7.39	-3.63	-6.87	-4.85
过热	经济上，通胀上	1998.02-2000.03	-5.33	5.17	0.50	-22.54	19.32	-2.66	-2.05	1.66	31.46	2.77
复苏	经济上，通胀下	2000.03-2000.04	17.25	78.93	-18.63	12.38	120.52	-36.29	-45.71	42.56	77.23	-30.97
衰退	经济下，通胀下	2000.04-2001.10	-0.63	22.65	-17.76	-18.00	14.25	-16.79	-5.15	-0.53	-8.80	-12.47
复苏	经济上，通胀下	2001.10-2002.01	-33.14	-69.56	2.72	-10.76	-65.93	13.09	-14.01	-9.90	48.59	3.22
过热	经济上，通胀上	2002.01-2004.01	22.86	40.81	16.15	13.92	38.76	16.10	19.70	21.63	28.03	21.48
滞胀	经济下，通胀上	2004.01-2005.09	12.98	36.51	20.57	-9.16	27.62	41.67	1.76	4.19	35.96	26.18
衰退	经济下，通胀下	2005.09-2006.10	-1.78	-32.79	21.56	-10.62	-9.74	145.18	26.27	3.34	-8.10	36.17
滞胀	经济下，通胀上	2006.10-2008.07	21.12	22.65	0.66	36.19	44.55	2.28	19.39	25.66	27.95	4.40
衰退	经济下，通胀下	2008.07-2009.04	-62.64	-81.22	-64.09	-51.78	-80.17	-64.12	2.52	5.14	74.89	-64.14
复苏	经济上，通胀下	2009.04-2009.07	84.79	100.78	165.72	87.47	231.52	198.57	7.47	8.18	292.31	206.11
过热	经济上，通胀上	2009.07-2011.09	11.44	-10.66	19.86	18.14	15.60	27.27	32.20	3.51	11.69	0.92
复苏	经济上，通胀下	2011.09-2015.04	-12.25	-17.11	-11.87	-11.30	-14.70	-11.95	-11.14	-10.65	-15.97	-11.03
过热	经济上，通胀上	2015.04-2018.06	-3.04	-7.96	4.70	-5.19	-1.07	2.05	1.87	3.15	11.42	4.61
衰退	经济下，通胀下	2018.06-2020.04	-16.12	-30.69	-16.57	-14.07	-30.61	-15.41	8.71	11.58	47.63	-14.16
复苏	经济上，通胀下	2020.04-2020.05	-52.78	-89.49	-34.54	-46.08	-93.82	-26.28	116.55	89.10	63.27	-21.03
过热	经济上，通胀上	2020.05-2021.05	40.70	40.50	38.01	32.19	102.44	20.76	0.07	4.30	227.47	32.23

资料来源：Wind 南华研究

表 2.3.4：各经济周期轮动下现金表现（%）

周期	表现	区间	3个月国库券收益率（%）
衰退	经济下，通胀下	1980.03-1982.08	12.55
复苏	经济上，通胀下	1982.08-1984.02	8.51
衰退	经济下，通胀下	1984.02-1986.12	7.62
滞胀	经济下，通胀上	1986.12-1990.10	6.99
衰退	经济下，通胀下	1990.10-1991.01	6.80
复苏	经济上，通胀下	1991.01-1998.02	4.53
过热	经济上，通胀上	1998.02-2000.03	4.79
复苏	经济上，通胀下	2000.03-2000.04	5.68
衰退	经济下，通胀下	2000.04-2001.10	4.75
复苏	经济上，通胀下	2001.10-2002.01	1.84
过热	经济上，通胀上	2002.01-2004.01	1.29
滞胀	经济下，通胀上	2004.01-2005.09	2.04

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_42681

