

大类资产交易深度报告

基于经济周期的大类资产价格趋势研究

大类资产领先/同步于经济周期；经济周期规律引导大类资产价格趋势判断。

- 我们用制造业 PMI 的过去 12 个月平均值来衡量经济的周期变动，并将这种经济周期同大类资产价格变动相联系。
- 全球主要经济体经济周期同步性较好；在其它主要经济体的经济周期均处于下行阶段时，历史上个别经济体“独善其身”的弱复苏通常会在半年内中止。
- 从历史统计来看，中美的平均经济周期大致都在 3-4 年。并且在有统计数据的大部分时间中，中美经济体所处的经济周期阶段都是一致的。尽管近期中美经济周期再次出现分叉，但是我们认为同步仍将是历史主流。
- 从经济周期同大类资产价格变动的历史关系来看，我们发现：上证指数月均值的同比变动大致领先中国经济周期半年；纳斯达克指数月均值的同比变动大致领先美国经济周期半年；铜价和油价月均值的同比变动大致领先中国经济周期 1 个季度；中国 10 年国债收益率走势大致同中国经济周期同步；美国 10 年国债收益率变动大致领先美国经济周期 1 个季度；我们基于对美国实际利率的预测来推算黄金的变动趋势。
- 风险：模型失效，中美经济周期实际走势同我们的判断偏离较大。
- 本报告为框架性报告；我们的大类资产观点基于本报告阐述的理论框架，并同时考虑具体的市场和宏观因素及其边际变动；我们的大类资产详细观点请参见我们的大类资产交易周报以及其它的市场分析类报告，本报告不再赘述。

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观经济及策略：大类资产配置

证券分析师：周亚齐

(8621)20328270

yaqi.zhou@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300522090002

目录

1 什么是“基于经济周期的大类资产价格趋势研究”框架	4
1.1 我们需要一个什么样的“经济周期”概念?	4
1.2 什么是我们使用的经济周期概念?	4
1.3 什么是我们使用的“基于经济周期的大类资产价格趋势研究”框架.....	4
1.4 相较于市场中普遍存在的“资产价格领先基本面/经济变动”的认知, 我们的框架有何特别之处?	5
2 全球主要经济体经济周期观察	6
2.1 概览	6
2.2 中美经济周期比较.....	6
3.从经济周期到大类资产价格	9

图表目录

图表 1. 中国制造业 PMI & 工业企业利润.....	4
图表 2. 美国制造业 PMI(右轴%) & 工业企业利润同比增速(%).....	4
图表 3. 主要经济体的经济周期.....	6
图表 4. 美国历史经济周期统计.....	7
图表 5. 中国历史经济周期统计.....	8
图表 6. 中美经济周期比较.....	8
图表 7. 中国经济周期 & 美国经济周期：实际路径 VS 预测路径.....	9
图表 8. 上证指数月度均值同比变动大致领先中国经济周期半年.....	11
图表 9. 上证指数历史变动：实际值 VS 模型预测走势.....	11
图表 10. 美国纳斯达克指数月度均值同比变动领先美国经济周期约半年.....	12
图表 11. 纳斯达克指数历史变动：实际值 VS 模型预测走势.....	12
图表 12. LME 铜价变动大致领先中国经济周期 3 个月.....	13
图表 13. LME 铜(美元/吨)历史变动：实际值 VS 模型预测走势.....	13
图表 14. 布伦特油价变动大致领先中国经济周期约 3 个月.....	14
图表 15. 布伦特油价(美元/桶)历史变动：实际值 VS 模型预测走势.....	14
图表 16. 中国 10 年国债收益率(右轴 %)大致同步中国经济周期.....	15
图表 17. 中国 10 年国债收益率历史变动：实际值(左轴 %)VS 模型预测走势(右轴 %)	15
图表 18. 美债 10 年收益率同比变动 (%) 大致领先美国经济周期 3 个月.....	16
图表 19. 美债 10 年收益率(%)历史变动：实际值 VS 模型预测走势.....	16
图表 20. 美国 10 年实际利率 (%) VS 金价走势 (美元/盎司).....	17
图表 21. 黄金价格(美元/盎司)历史变动：实际值 VS 模型预测走势.....	17

1 什么是“基于经济周期的大类资产价格趋势研究”框架

1.1 我们需要一个什么样的“经济周期”概念？

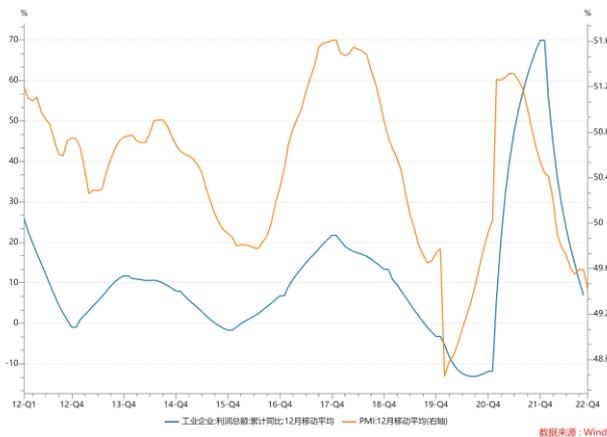
站在理解经济基本面和各类资产之间的关系，并且有助于预测各类资产价格走势的角度，我们认为一个合适的经济周期概念必须至少满足以下条件：1) 从经济逻辑上要同各类资产价格变动有直接的关系 2) 必须同各类资产价格有较好的历史关联性，也即这个“经济周期”的变动必须要能够对资产价格变动有较好的指示意义 3) 这个“经济周期”要有规律，可预测。

1.2 什么是我们使用的经济周期概念？

我们用制造业 PMI 的过去 12 个月平均值来衡量经济周期的变动。PMI 的 12 个月平均值的变动同中美的工业企业利润变动之间非常契合，而中美的工业企业利润又大致能够衡量整个经济体的企业利润（因为服务业利润变动同工业利润变动关联度很高）。我们认为逻辑上企业利润变动是经济周期的核心变量，并且历史数据上企业利润变动同 GDP 的关联度也不错。综合上述观点，我们认为 PMI 的 12 个月平均值是一个可以用来衡量经济周期变动的变量。同时，相较一般的衡量经济周期的指标，例如工业增加值，GDP 等，PMI 的优势在于频率更高，更新速度更快，波动更为明显。

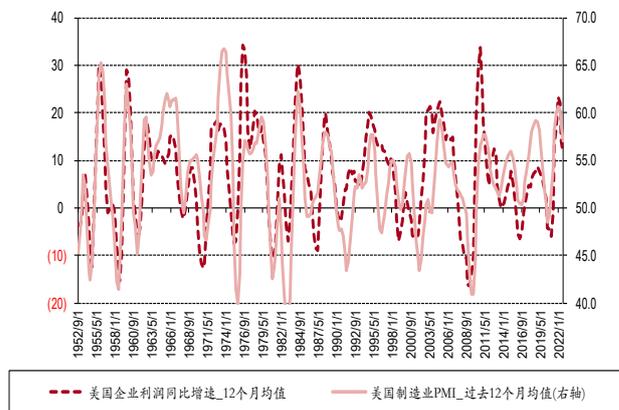
大类资产领先/同步于经济周期；经济周期规律引导大类资产判断。报告接下来的部分会呈现，基于制造业 PMI 的过去 12 个月平均值构建的经济周期能够较好地用于大类资产趋势的预测，因为其具有的特征是：1) 历史上经济周期同大类资产具有较好的关联度：大类资产同步或者领先于经济周期数月 2) 经济周期具有 3.5 年左右的波动规律：我们可以基于该规律（并结合其他经济指标）来帮助判断未来的经济周期发展趋势，进而判断未来的大类资产趋势变动。

图表 1. 中国制造业 PMI & 工业企业利润



资料来源：万得，中银证券

图表 2. 美国制造业 PMI(右轴%) & 工业企业利润同比增速(%)



资料来源：彭博，中银证券

1.3 什么是我们使用的“基于经济周期的大类资产价格趋势研究”框架

大类资产领先/同步于经济周期；经济周期规律引导大类资产价格趋势判断。“基于经济周期的大类资产价格趋势研究”框架的核心思想是非常直接而朴素的：找到经济周期同大类资产价格之间的历史关联，并基于这个历史关联度来给出对于未来的预测。从逻辑上看，资产价格领先基本面变动是不言而喻并且普遍被市场接受的。我们的工作则从实证角度从不同的大类资产证实了这一朴素的认知。我们使用企业盈利来衡量经济周期，牺牲的是数据的领先性，但是得到的是（相对的）逻辑和实证中的规律性和可预测性。在对于经济周期未来发展路径的预测基础上，我们再基于经济周期同大类资产的关联性，对大类资产价格趋势做出预测。

我们的框架主要是基于宏观变量和资产价格之间的历史关联性，而并不是基于因果关系。对于宏观变量和资产价格之间的关联性背后所隐藏的经济学原理和意义是一个非常值得研究的学术主题，但是作为市场导向的研究，我们以提出经验观察和可能的市场应用为目的，而不是以学术探究为目的。尽管我们尚不确定背后的根本原因，但是我们观察到的关联性跨越了很长的时间（美国的数据长达近 100 年），跨越了不同的地域，经济，文化体制，跨越了战争和和平的年代，这意味着即便我们不知道这个关联性的本质究竟是什么，但是这个关联性显然具有非常强的生命力——这意味着未来一段时间这个关联性持续存在的可能性是非常高的，进而，基于该关联性的框架研究，也会具有稳定性和可持续性（即便从原理上我们可能还缺乏清晰的认识）。

1.4 相较于市场中普遍存在的“资产价格领先基本面/经济变动”的认知，我们的框架有何特别之处？

区别于市场普遍使用的经济周期指标，我们用制造业 PMI 的过去 12 个月平均值来衡量经济周期的变动。PMI 的 12 个月平均值的变动同中美的工业企业利润变动之间非常契合，而中美的工业企业利润又大致能够衡量整个经济体的企业利润（因为服务业利润变动同工业利润变动关联度很高）。我们认为逻辑上企业利润变动是经济周期的核心变量，并且历史数据上企业利润变动同 GDP 的关联度也不错。综合上述观点，我们认为 PMI 的 12 个月平均值是一个可以用来衡量经济周期变动的变量。同时，相较市场普遍使用的的衡量经济周期的指标，例如工业增加值，GDP 等，PMI 的优势在于频率更高，更新速度更快，波动更为明显。

制造业 PMI 趋势变动所衡量的企业盈利趋势变动（而不是较常使用的 GDP 增速等）可能是一个同大类资产变动更加相关的指标，从而可能是一个更实用的经济周期的概念。尽管 GDP 同企业盈利有着天然的联系和历史数据上的相关性，但是就中国的情况来看，GDP 增速有时存在着波动性较低，并且同大类资产价格之间的关联度有时偏弱的情况。例如从实际 GDP YOY 的变动来看，今年二季度目前被大部分经济学家认为是中国本轮经济增长的低点（未来几个季度实际 GDP YOY 的预期值都是高于二季度的）。那么按照市场一般的理解，由于资产价格领先基本面/经济变动，那么中国的风险资产就应该在二季度之前就见底企稳反弹，但是这显然并不是事实——中国的风险资产至今仍然持续趋势性承压。不管是从数据频率还是从同大类资产历史关联的角度，我们都认为传统意义上的 GDP 增速可能并不是一个特别方便好用的指标。相反的，基于制造业 PMI 的企业盈利周期的指标，具有更新频率快，同大类资产历史关联度更好，历史周期波动规律更加明显的特征。

我们明确了大类资产的同比变动，而不是绝对水平，同经济周期呈现出比较显著的关联度。资产价格的同比变动一方面有助于消除季节性因素，一方面也有助于消除绝对水平中包涵的上行或者下行的趋势性因素。尽管这只一个非常简单的操作，但是这极大地提高了资产价格同经济周期之间的关联度。我们尚未在其它报告中看到类似的使用方法。

我们明确了大类资产价格领先基本面/经济周期变动的的时间是约 3-6 个月左右。尽管市场中普遍存在的“资产价格领先基本面/经济变动”的认知，但是我们的观察是大部分时候这样的认识都是比较模糊的，而且可能缺少历史数据支撑，更多的时候更像是不同市场参与者基于自身个体经验的总结。我们的报告则以跨资产的，跨经济体的，长达半个世纪的历史数据，坐实了这一规律本身。

我们为经济周期变动同资产价格变动之间搭建了一个初步的可量化的桥梁，也即一方面可以通过对经济周期的预测构建资产价格的可能的波动范围，另一方面通过现有的资产价格推测隐含的对于经济增速的路径预期。简单地说，我们的框架是基于两条曲线之间的历史关联度：一条曲线是资产价格（领先 3-6 个月），另外一条曲线是经济周期。两条曲线之间的关系则可以通过简单的回归模型做一个粗略的数量化表达。而基于这样的数量化的观察，我们就可以做一个简单的“给定方程，已知 X，求 Y（或者已知 Y，求 X）”运算。具体而言，就是一方面可以通过对经济周期的预测构建资产价格的可能的波动范围和趋势，另一方面通过现有的资产价格推测隐含的对于经济增速的路径预期。

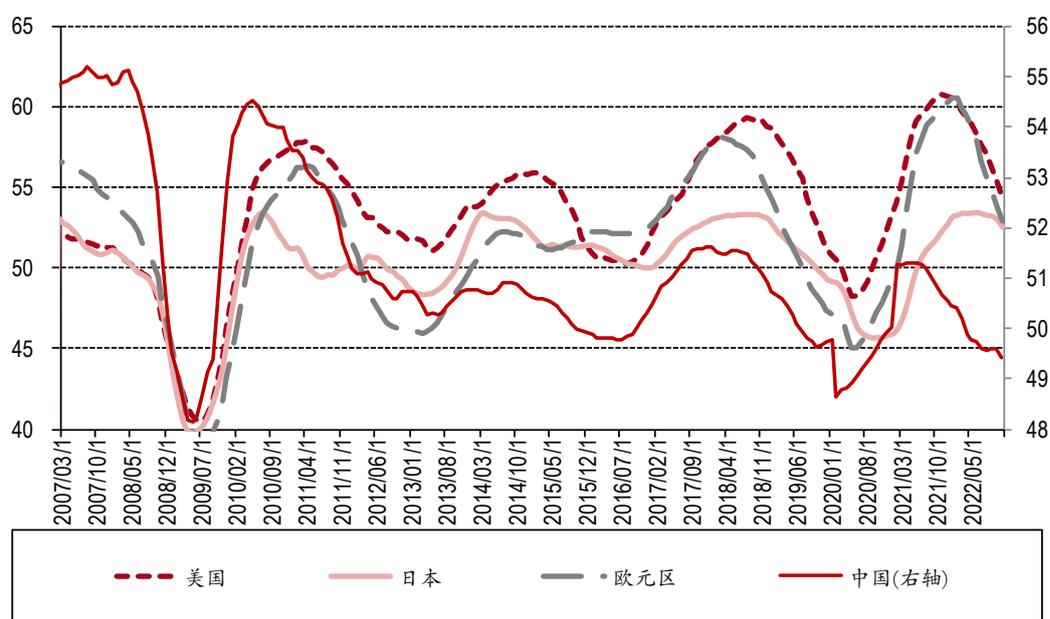
2 全球主要经济体经济周期观察

2.1 概览

综合考虑经济体的体量，同其他地区经济的关联性以及历史数据的可得性，我们观察中国，美国，日本和欧元区的经济周期来理解全球主要经济体的经济周期历史变动。

全球主要经济体经济周期大部分时间是同步的。不过在周期拐点上，各国经济体并不一致。当出现某一个经济体周期开始出现独立的小幅反弹迹象，而其它三个经济体仍处于下行的时候（例如 2011.7-2012.2 月的日本，2012.10-2013.1 的中国，2015.6-2016.1 月的欧元区），历史的结果都是“独善其身”的弱复苏的中止。这也意味即便未来中国的盈利周期能够逆势触底反弹，但是如果海外经济体的盈利周期持续下行，那么这种反弹可能都是较弱的，并且持续时间可能不会超过半年。

图表 3. 主要经济体的经济周期



资料来源：万得，中银证券

2.2 中美经济周期比较

从历史统计来看，中美的平均经济周期大致都在 3.5 年左右；我们预计本轮中美经济周期有望于 2023 年 2-4 季度见底。我们统计了美国自 1949 年以来的经济周期，并观察到美国历史上的平均经济周期时长是 36 个月，金融危机之后(2011 年以来)的历史平均周期长度是 42 个月。在一个完整的经济周期中，平均历史上行时间和下行时间为 18 个月左右，也即从历史均值观察，美国的经济周期大致是左右对称的。基于美国经济周期的历史均值以及最近的一次周期低点(2020 年 5 月)和高点(2021 年 11 月)，我们预计本轮美国经济周期的低点将会出现在 2023 年 2-4 季度。考虑到历史数据可得性以及中国经济的转型(从农业经济向现代化经济转型)时间，我们统计了中国自 2006 年以来的经济周期，并观察到中国历史上的平均经济周期时长是 42 个月，金融危机之后(2011 年以来)的历史平均周期长度是 41 个月。在一个完整的经济周期中，平均历史上行时间和下行时间为 20 个月左右，也即从历史均值观察，中国的经济周期大致也是左右对称的。基于中国的经济周期规律和其他的一些领先指标，我们预计本轮中国经济周期的低点也将会出现在 2023 年 2-4 季度，也即本轮经济周期中美可能会在接近的时间段同时触底。

中美经济周期历史上存在着良好的同步性。在大部分时间中，中美经济体所处的经济周期阶段都是一致的。在 2008 年金融危机之后的中美经济周期的三次背离中，都是中国经济开始下行而美国经济仍然上行，背离时间大致在 3 个月到 1 年左右；金融危机之前存在过一个中国经济向上，而美国经济下行的时期，背离时间大致是 1 年。尽管历史上有过数次短暂的背离，但是应该看到，背离之后的中美盈利周期仍然能够重回大致同步的轨道上来。同时，考虑到前述的主要经济体之间的盈利周期的同步性，我们因此认为包括中美在内的主要经济体之间经济周期同步占历史主流的现象，可能说明了主要经济体通过深度参与全球贸易，跨境资本流动等方式，仍然在很大程度上相互影响着彼此的经济情况。除非全球贸易和跨境资本流动迅速萎缩，或者主要经济体在国际市场中的参与程度断崖式下降，否则我们仍然认为中美经济周期同步，而不是背离，将继续是历史主流的现象。

图表 4. 美国历史经济周期统计

低点	高点	上行时间 (月)	下行时间 (月)	低点衡量的周 期长度 (月)	高点衡量的周 期长度 (月)
1949/07	1951/03	20	15	36	27
1952/06	1953/06	12	10	22	30
1954/04	1955/12	20	28	49	44
1958/04	1959/07	15	19	35	32
1961/02	1962/03	13	12	25	39
1963/03	1965/05	26	29	56	53
1967/10	1969/09	23	16	40	46
1971/01	1973/06	29	26	56	39
1975/08	1976/08	12	10	22	31
1977/06	1979/03	21	17	39	29
1980/08	1981/08	12	14	26	35
1982/10	1984/06	20	15	36	50
1985/09	1988/07	34	21	56	25
1990/04	1990/08	4	9	13	31
1991/05	1993/02	21	6	27	23
1993/08	1995/01	17	15	32	38
1996/04	1998/02	22	13	35	26
1999/03	2000/04	13	19	33	34
2001/11	2003/01	14	5	19	21
2003/06	2004/10	16	17	33	22
2006/03	2006/08	5	36	41	57
2009/07	2011/04	21	25	47	46
2013/05	2015/01	20	19	40	44
2016/08	2018/08	24	21	46	40
2020/05	2021/11	18			
历史平均周期长度 (月)					36
2011 年以来历史平均周期长度 (月)					42
历史最长周期长度 (月)					57
历史最短周期长度 (月)					13

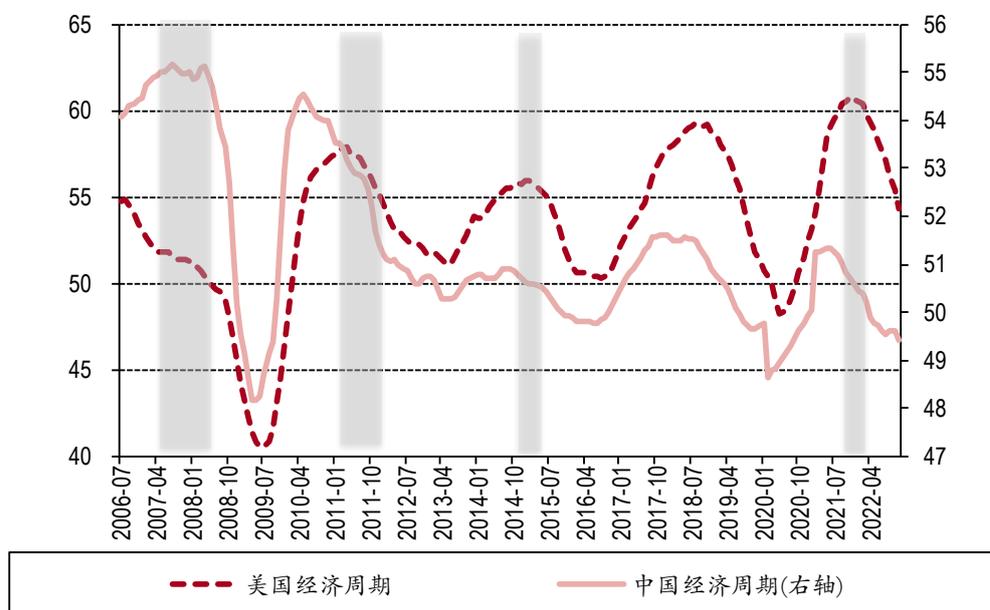
资料来源：万得，中银证券

图表 5. 中国历史经济周期统计

基于 中国制造业PMI_过去12个月均值					
低点	高点	上行时间 (月)	下行时间 (月)	低点衡量的周期 长度(月)	高点衡量的周期 长度(月)
2006/03	2008/04	25	12	38	26
2009/04	2010/06	14	36	50	52
2013/05	2014/09	16	23	40	49
2016/08	2018/09	25	17	43	33
2020/02	2021/06	16			
历史平均周期长度(月)					42
2011年以来历史平均周期长度(月)					41
历史最长周期长度(月)					52
历史最短周期长度(月)					26

资料来源: 万得, 中银证券

图表 6. 中美经济周期比较



资料来源: 万得, 中银证券; 注: 阴影部分为中美经济周期错位的时间段

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_49882



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn