



2021年4月22日

Experts of financial
derivatives pricing
衍生品定价专家

优财研究院

投资咨询业务资格

湘证监机构字[2017]1号

刘文波

·从业资格编号 F3070864

·投资咨询编号 Z0015179

联系人：杨谱

·从业资格编号 F3078457



美林时钟下中国大类资产配置

——股指研究系列（中国篇）

内容提要

中国的美林时钟：按美林时钟思想，以 GDP 增长率和 CPI 增长率这两个宏观指标，把经济周期划分为复苏期、过热期、滞胀期和衰退期。通过统计 2005 年 1 月至 2021 年 3 月中国大类资产在不同经济阶段表现，得到大类资产配置：衰退期，债券>现金>股票>商品；复苏期，股票>商品>债券>现金；过热期，股票>商品>现金>债券；滞胀期，股票>商品>债券>现金。净值从 1 上升至 8.14。

修正的美林时钟：(1) 在中国的应用中，美林时钟思想的一个缺陷在于，在通胀或产出缺口波动频率较高时，很难判断经济指标是属于上升通道还是下行通道，即使经济数据预测正确，也会经常难于确定经济阶段。为了改进这一缺点，本文把产出缺口为正代替产出缺口趋势上升，把产出缺口为负代替产出缺口趋势下降，把通胀高于前值代替通胀趋势上升，把通胀低于前值代替通胀趋势下降。(2) 按照定义，通胀同比上升就归入滞胀和过热，但实际上当通胀同比处于低位回升时，市场还是会把经济归入衰退和复苏期。通过研究发现，当 CPI 同比高于 4% 时，货币政策大概率收紧，股指下跌的可能性较大，因此本文把 CPI 同比大于 4% 归入滞胀和过热，类似的把 PPI 同比大于 5.5% 归入滞胀和过热，CPI 同比小于 1.51% 归入衰退和复苏。

修正美林时钟的结论：通过统计 2005 年 1 月至 2021 年 3 月中国大类资产在不同经济阶段表现，得到大类资产配置：衰退期，股票>债券>现金>商品；复苏期，股票>商品>债券>现金；过热期，商品>股票>债券>现金；滞胀期：债券>现金>商品>股票。经修正的 2005-2021 年资产配置净值从 1 上升为 114.3，大幅高于前述未修正未调整的配置净值 8.14，且最大回撤要小很多，说明经调整后资产配置方案更加有效。

2021 年中国大类资产配置建议：二季度商品表现或最优，股票次之；三季度前半段商品和股票的表现或优于债券和现金，后半段股票和商品或有回调风险，债券表现或较优；四季度前半段，股票和商品价格仍有较大概率回落，债券表现或更优，后半段股票反弹的可能性较大，商品表现或不及其他大类资产。

风险提示

重大突发事件冲击；宏观经济指标剧烈变化；监管措施巨大变化

请务必仔细阅读正文之后的声明

相对来说，股指对宏观环境敏感，本系列试图研究不同宏观环境下股指的变化。本篇为该系列第三篇，探讨美林时钟在中国的应用。

一、前文回顾

该系列第一篇研究了宏观环境下股指的涨跌，通过统计 2002 年 1 月至 2021 年 1 月，沪深 300、中证 500、PPI 同比、CPI 同比、工业增加值同比、DR007、M1 同比和 M2 同比数据的相关性，得到：沪深 300 和中证 500 与 PPI 同比弱正相关与 CPI 同比弱负相关、与工业增加值弱正相关与 DR007 弱负相关。沪深 300 在利率下行、CPI 同比加速和经济增速放缓时上涨的概率高于这些指标往相反的方向变化时，中证 500 相反。

该系列第二篇研究了当前美林时钟是否在美国仍有效，得到：

(1) 2007 年 1 月至 2021 年 2 月，美国衰退、复苏、过热和滞胀期切换有所加快，并且复苏期较其他 3 个时期持续时间短很多。尤其是 2016 年 1 月以来复苏期和滞胀期持续时间很短，似乎美林时钟经济周期的轮转理论失效了。

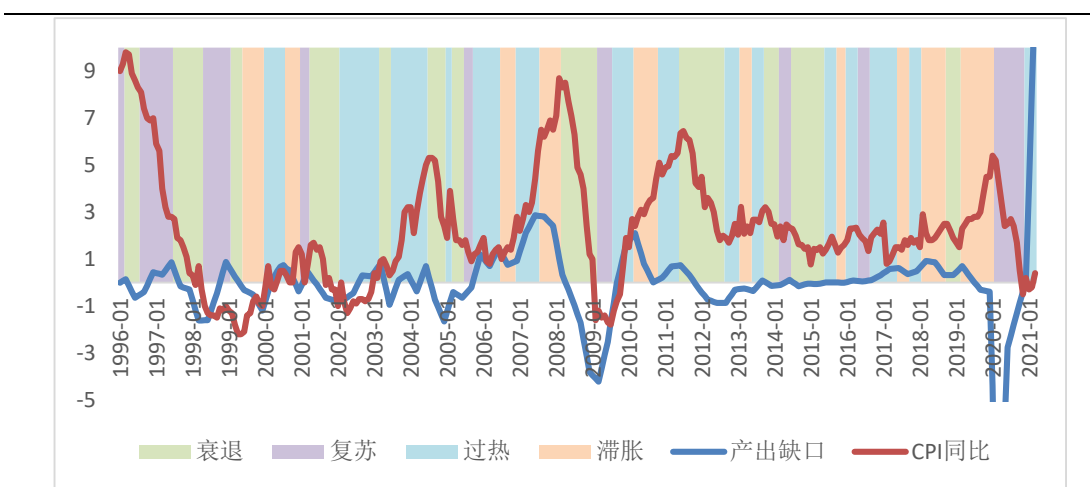
(2) 从计算的净值看，2007 年 1 月至 2021 年 2 月，美林时钟配置法则（衰退配置债券、复苏配置股票、过热配置商品、滞胀配置债券）下净值远高于单独配置股票、债券、商品和现金的净值，说明美林时钟配置法则仍有效。

(3) 美林时钟经济周期轮转理论失效的原因为 CPI 同比和产出缺口的同涨同跌，而美国货币政策反应迅速化是同涨同跌的重要原因。美国货币政策表现出对通胀的削峰填谷特征，且 CPI 同比对货币政策敏感度偏低，美国货币政策超级宽松不会引起 CPI 同比大幅上行。

二、美林证券时钟思路下的中国大类资产配置

我们以 GDP（国内生产总值）增长率和 CPI（消费者物价指数）增长率这两个宏观指标，把经济周期划分为复苏期（经济上行且通胀下行），过热期（经济上行且通胀上行），滞胀期（经济下行且通胀上行）和衰退期（经济下行且通胀下行），用中国 GDP 不变价季度数据进行 HP 滤波处理后得到产出缺口数据。

图 1：美林时钟下中国经济周期：单位：%



资料来源：美林证券，Wind，优财研究院

我们统计了 2005 年 1 月至 2021 年 3 月中国大类资产在不同经济阶段表现。股票以沪深 300 为指标、债券以中证企业债为指标、商品以南华综合指数为指标、现金以 10 年期国债到期收益率为指标。

大类资产配置：衰退期，**债券**>现金>股票>商品；复苏期，**股票**>商品>债券>现金；过热期，**股票**>商品>现金>债券；滞胀期，**股票**>商品>债券>现金。

表 1：2005 年 1 月至 2021 年 3 月中国大类资产在不同经济阶段的表现（CPI 划分）

阶段	股票	债券	商品	现金
I 衰退（52 个月）	-5.75	9.95	-15.78	3.74
II 复苏（26 个月）	39.80	5.53	20.56	3.22
III 过热（67 个月）	21.74	2.52	14.43	3.48
IV 滞胀（50 个月）	11.89	4.98	5.31	3.50

资料来源：Wind，优财研究院

需要注意的是，2005至2021年包含了2006至2009年股市大幅波动的时候，前述配置可能会受此阶段的影响很大，影响2009年以后配置的有效性，为此我们统计2010年1月至2021年3月中国大类资产在不同经济阶段表现。

衰退期，大类资产配置：**股票**>债券>现金>商品；复苏期，大类资产配置：**股票**>商品>债券>现金；过热期，大类资产配置：**商品**>现金>债券>股票；滞胀期，大类资产配置：**债券**>股票>现金>商品。

可以看到，的确2010年后有效的大类配置方案与2005-2021年不同。

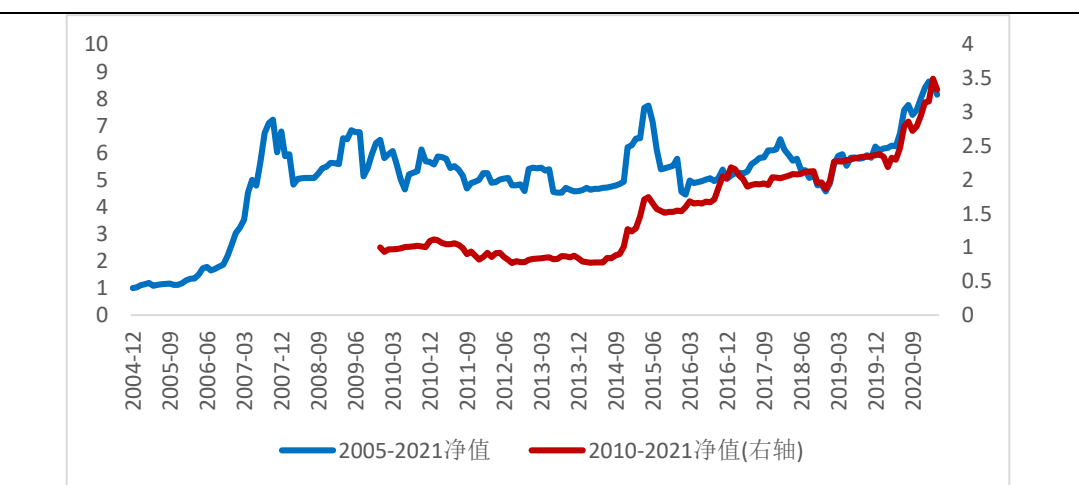
表2：2010年1月至2021年3月中国大类资产在不同经济阶段的表现（CPI划分）

阶段	股票	债券	商品	现金
I 衰退（36个月）	18.95	6.69	-11.26	3.72
II 复苏（18个月）	14.78	4.36	13.25	3.21
III 过热（43个月）	-8.91	3.21	10.28	3.47
IV 滞胀（38个月）	5.46	6.75	3.15	3.39

资料来源：Wind，优财研究院

正是因为配置方案不同，两种配置方案下2010-2021年净值变化巨大，后一种配置方案在此时间段净值更高且回撤更小，这也提示我们，配置方案应该随着时间的推移需及时更新，该配置方案的稳定性较差。

图2：美林时钟下大类资产配置净值



资料来源：Wind，优财研究院

三、修正的美林时钟大类资产配置

美林证券思路的美林时钟有一个明显的缺陷，就是配置方案调整频率很低，对宏观环境的非激烈变化不敏感，在结构性行情中往往错失机会，使得美林时钟对应的整体收益率比较低且净值回撤可能很大。导致这一缺点的重要原因为美林证券时钟的思想以产出缺口上升通道为复苏和过热，产出缺口下降通道为衰退和滞胀，实际上经济通常在很长一段时间都处上升单通道或下降单通道，如果 CPI 同比同期也处于上升单通道或下降单通道，会使得在相当长的时间里只配置一种资产，在波动行情中非常不利。

美林证券时钟思想上述缺陷导致的另外一个问题在于，当通胀或产出缺口波动频率较高时，很难判断是属于上升通道还是下行通道，导致判断经济所处阶段困难，即使经济数据预测正确，也会经常难于确定经济阶段。

为了改进这一缺点本节把复苏期定义为产出缺口为正且通胀下行，过热期定义为产出缺口为正且通胀上行，滞胀期定义为产出缺口为负且通胀上行，衰退期定义为产出缺口为负且通胀下行。在此定义下，只要经济数据预测正确，就能准确判断经济处于什么经济阶段，对投资具有较好的参考意义。

（一）以 CPI 同比划分经济周期

我们统计了 2005 年 1 月至 2021 年 3 月中国大类资产在不同经济阶段表现，通胀以 CPI 同比衡量。

衰退期，中证 500 指数上涨幅度高于沪深 300 和上证 50，就风格看，成长股指涨幅最大，大类资产配置：**债券>股票>现金>商品**；复苏期，中证 500 指数上涨幅度高于沪深 300 和上证 50，沪深 300 和中证 500 涨幅与上证 50 相近，周期股指涨幅最大，金融股指、消费股指、成长股指涨幅与周期股指相近，大类资产配置：**股票>商品>债券>现金**，商品涨幅与债券涨幅相近；过热期，上证 50 指数涨幅高于沪深 300 和中证 500，上证 50 涨幅与沪深 300 相近，金融股指涨幅最大，但消费股指

涨幅与金融股指相近，大类资产配置：**股票>商品>现金>债券**，不过债券涨幅与现金涨幅相近；滞胀期，上证 50 指数涨幅高于沪深 300 和中证 500，金融股指涨幅最小，大类资产配置：**商品>股票>债券≈现金**。

可以看到，相较于美林时钟思路下的资产配置，按照新的经济周期划分方法，衰退期、过热期和滞胀期大类资产表现更优，但复苏期资产价格涨幅略低。

表 2：2005 年 1 月至 2021 年 3 月中国大类资产在不同经济阶段的表现（修正，CPI 划分）

阶段	上证 50	沪深 300	中证 500	金融	周期	消费	成长
衰退（46 个月）	-16.48	-9.90	7.10	-8.68	-2.15	8.99	11.66
复苏（44 个月）	27.05	27.33	28.34	29.96	32.34	32.22	30.15
过热（61 个月）	31.74	31.12	25.03	31.73	21.55	29.93	19.23
滞胀（44 个月）	4.88	3.21	3.54	13.74	3.07	6.92	9.44
阶段	稳定	商品	工业品	农产品	企业债	南华综合	现金
衰退（46 个月）	0.11	-22.50	-24.47	-17.31	10.27	-22.50	3.61
复苏（44 个月）	22.69	4.26	8.99	-1.99	6.32	4.26	3.51
过热（61 个月）	22.86	17.22	25.03	7.07	2.85	17.22	3.46
滞胀（44 个月）	-13.55	16.90	17.64	12.11	3.51	16.90	3.51

资料来源：Wind，优财研究院

与第二节一样的原因，我们统计 2010 年 1 月至 2021 年 3 月中国大类资产在不同经济阶段表现。

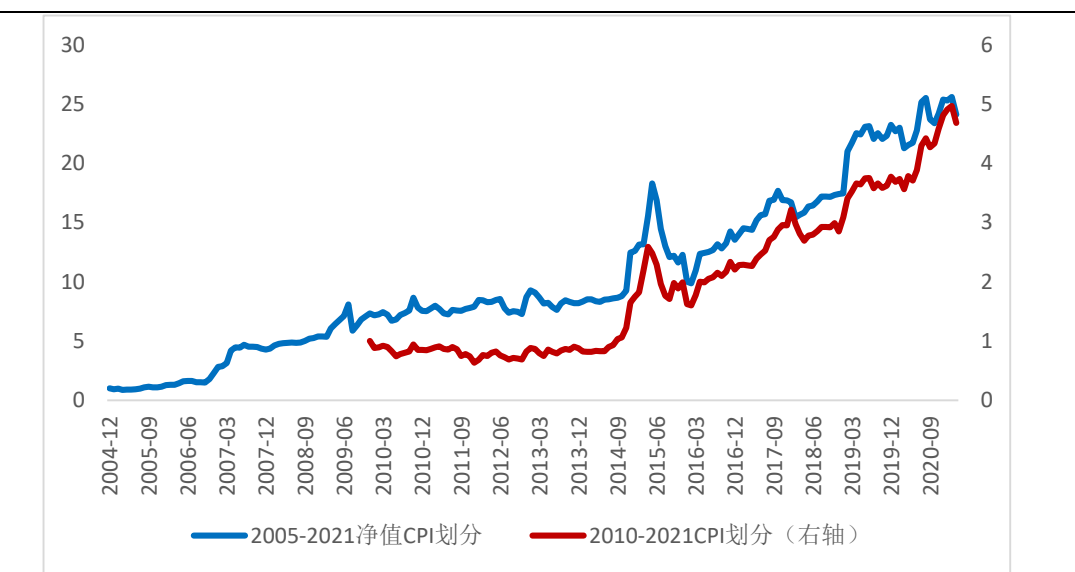
衰退期，中证 500 指数上涨幅度高于沪深 300 和上证 50，就风格看，成长股指涨幅最大，大类资产配置：**股票>债券>现金>商品**；复苏期，上证 50 指数上涨幅度高于沪深 300 和中证 500，沪深 300 和中证 500 涨幅与上证 50 相近，消费股指涨幅最大，周期股指、成长股指涨幅与消费股指相近，大类资产配置：**股票>债券>现金>商品**；过热期，上证 50 指数涨幅高于沪深 300 和中证 500，上证 50 涨幅与沪深 300 相近，稳定股指涨幅最大，但金融股指、消费股指涨幅与稳定股指相近，大类资产配置：**股票>商品>现金>债券**，不过债券涨幅与现金涨幅相近；滞胀期，上证 50 指数跌幅小于沪深 300 和中证 500，消费股指跌幅最小，大类资产配置：**商品>债券>现金>股票**。

表 2：2010 年 1 月至 2021 年 3 月中国大类资产在不同经济阶段的表现（修正，CPI 划分）

阶段	上证 50	沪深 300	中证 500	金融	周期	消费	成长
衰退（28 个月）	0.57	6.30	26.61	8.30	18.26	28.97	40.15
复苏（34 个月）	9.74	8.59	8.99	14.74	12.13	14.92	14.20
过热（41 个月）	18.31	16.02	5.54	14.81	4.62	12.39	4.71
滞胀（32 个月）	-10.41	-11.02	-13.12	-9.06	-11.85	-1.06	-4.95
阶段	稳定	商品	工业品	农产品	企业债	南华综合	现金
衰退（28 个月）	14.64	-22.26	-28.87	-12.78	8.38	-22.26	3.57
复苏（34 个月）	5.68	1.06	1.75	-2.01	5.67	1.06	3.49
过热（41 个月）	16.82	13.54	16.65	4.92	3.29	13.54	3.48
滞胀（32 个月）	-22.13	13.34	13.93	8.34	4.73	13.34	3.37

资料来源：Wind，优财研究院

图 3：修正的美林时钟下大类资产配置净值



资料来源：Wind，优财研究院

可以看到，经济周期修正后，大类资产配置下的净值从 1 升至 24.1，较美林证券思想下的资产配置净值高很多，显示修正后的配置更有效。2005-2021 年净值变化与 2010-2021 年净值变化非常类似，说明配置具有较好的稳定性。

（二）以 PPI 同比划分经济周期

前述是以 CPI 同比作为通胀划分经济周期，但大类资产价格对 PPI 同比同样较

敏感，并且 CPI 同比与 PPI 同比走势时常背离，考虑以 PPI 同比作为通胀来划分经济周期也有较大参考意义。

我们统计了 2005 年 1 月至 2021 年 3 月中国大类资产在不同经济阶段表现，以 PPI 同比作为通胀划分经济周期。

衰退期，中证 500 指数上涨幅度高于沪深 300 和上证 50，就风格看，成长股指涨幅最大，大类资产配置：**股票>债券>现金>商品**；复苏期，上证 50 指数上涨幅度高于沪深 300 和中证 500，金融股指涨幅最大，大类资产配置：**股票>债券>现金>商品**；过热期，中证 500 指数涨幅高于沪深 300 和上证 50，消费股指涨幅最大，但周期股指、成长股指涨幅与消费股指相近，大类资产配置：**股票>商品>债券>现金**，不过债券涨幅与现金涨幅相近；滞胀期，中证 500 指数跌幅小于沪深 300 和上证 50，消费股指跌幅最小，大类资产配置：**商品>现金>债券>股票**，债券和现金涨幅接近。

表 2：2005 年 1 月至 2021 年 3 月中国大类资产在不同经济阶段的表现（修正，PPI 划分）

阶段	上证 50	沪深 300	中证 500	金融	周期	消费	成长
衰退（48 个月）	4.40	9.43	19.28	16.57	8.71	15.24	23.95
复苏（46 个月）	24.79	18.35	0.51	27.26	5.16	7.80	-3.41
过热（59 个月）	33.66	38.25	46.61	33.90	42.38	48.89	45.03
滞胀（42 个月）	-17.96	-18.25	-10.56	-14.05	-9.09	-0.32	-4.71
阶段	稳定	商品	工业品	农产品	企业债	南华综合	现金
衰退（48 个月）	8.23	-11.45	-12.61	-8.86	9.93	-11.45	3.41
复苏（46 个月）	9.20	0.34	3.10	1.27	5.40	0.34	3.58
过热（59 个月）	33.39	20.72	30.17	4.83	3.45	20.72	3.41
滞胀（42 个月）	-23.48	6.15	6.09	3.86	3.57	6.15	3.74

资料来源：Wind，优财研究院

我们统计了 2010 年 1 月至 2021 年 3 月中国大类资产在不同经济阶段表现。

衰退期，中证 500 指数上涨幅度高于沪深 300 和上证 50，就风格看，成长股指涨幅最大，大类资产配置：**股票>债券>现金>商品**；复苏期，上证 50 指数上涨幅度高于沪深 300 和中证 500，金融股指涨幅最大，大类资产配置：**股票>债券>现金>商品**；过热期，中证 500 指数涨幅高于沪深 300 和上证 50，消费股指涨幅最大，但

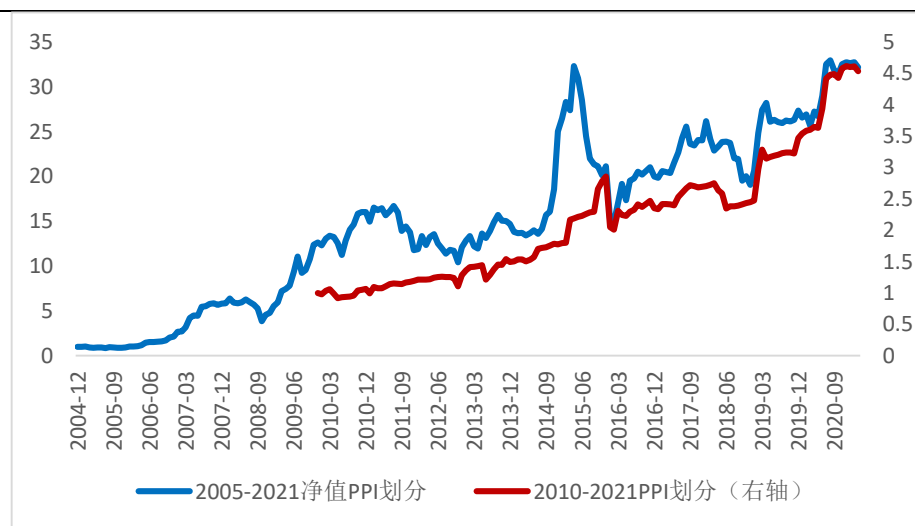
周期股指、成长股指涨幅与消费股指相近，大类资产配置：**股票>商品>债券>现金**，不过债券涨幅与现金涨幅相近，滞胀期，中证 500 指数跌幅小于沪深 300 和上证 50，消费股指跌幅最小，大类资产配置：**商品>现金>债券>股票**，债券和现金涨幅接近。

表 2：2010 年 1 月至 2021 年 3 月中国大类资产在不同经济阶段的表现（修正，PPI 划分）

阶段	上证 50	沪深 300	中证 500	金融	周期	消费	成长
衰退（35 个月）	-4.92	-4.41	0.86	0.05	-7.22	4.76	10.59
复苏（31 个月）	3.18	-5.98	-23.22	1.22	-21.87	-11.00	-24.87
过热（44 个月）	22.35	25.78	28.47	24.33	29.09	30.82	32.88
滞胀（25 个月）	-5.79	-0.89	11.80	-2.36	15.40	24.42	23.80
阶段	稳定	商品	工业品	农产品	企业债	南华综合	现金
衰退（35 个月）	-0.80	-11.68	-16.28	-6.45	8.77	-11.68	3.47
复苏（31 个月）	-3.06	-9.89	-14.00	-1.20	6.82	-9.89	3.62
过热（44 个月）	22.22	20.40	26.73	3.88	2.65	20.40	3.40
滞胀（25 个月）	-10.81	8.49	8.28	5.40	3.17	8.49	3.47

资料来源：Wind，优财研究院

图 4：美国 GDP 同比、M2 同比与基金利率：单位：%



资料来源：Wind，优财研究院

可以看到，经济周期修正后，大类资产配置下的净值从 1 升至 32.2，较美林证券思想下的资产配置净值高很多，也较 CPI 划分的修正后的配置下净值更高。不过 2005-2021 年净值变化与 2010-2021 年净值变化差异较大，说明配置的稳定性的较差。

四、调整后修正的美林时钟大类资产配置

按照定义，通胀同比上升就归入滞胀和过热，但实际上当通胀同比处于很低位置回升时，市场还是会把经济归入衰退和复苏期，我们通过研究发现，当 CPI 同比高于 4% 时，货币政策大概率收紧，股指下跌的可能性较大，因此我们把 CPI 同比大于 4% 归入滞胀和过热，类似的我们把 PPI 同比大于 5.5% 归入滞胀和过热，CPI 同比小于 1.51 归入衰退和复苏。

（一）CPI 同比划分资产配置

经上述调整和修正后，以 CPI 同比作为通胀指标，我们统计了 2005 年 1 月至 2021 年 3 月中国大类资产在不同经济阶段的表现。

衰退期，中证 500 指数上涨幅度高于沪深 300 和上证 50，就风格看，成长股指涨幅最大，大类资产配置：**股票>债券>现金>商品**；复苏期，中证 500 指数上涨幅度高于沪深 300 和上证 50，不过三者涨幅相近，消费股指涨幅最大，但稳定股指、消费股指、金融股指、周期股指涨幅与消费股指相近，大类资产配置：**股票>商品>债券>现金**；过热期，上证 50 指数涨幅高于沪深 300 和中证 500，不过上证 50 涨幅与沪深 300 涨幅相近，金融股指涨幅最大，大类资产配置：**商品>股票>债券>现金**，不过现金涨幅与债券涨幅相近；滞胀期，上证 50 指数跌幅小于沪深 300 和中证 500，消费股指跌幅最小，大类资产配置：**债券>现金>商品>股票**。

可以看到，相对于未调整的修正资产配置，经调整后的经济周期衰退期和过热期明显减少，复苏期和滞胀期明显增多，并且衰退期、复苏期配置的股指涨幅更大，但过热期和滞胀期配置的资产价格涨幅减小。

表 2：2005 年 1 月至 2021 年 3 月中国大类资产在不同经济阶段的表现（调整，修正，CPI 划分）

阶段	上证 50	沪深 300	中证 500	金融	周期	消费	成长
衰退（33 个月）	27.25	37.61	68.63	46.62	56.43	58.80	77.42
复苏（56 个月）	39.33	41.77	44.25	40.68	40.74	46.74	40.74
过热（49 个月）	18.86	15.54	6.03	19.91	9.31	12.77	4.45
滞胀（57 个月）	-25.31	-27.28	-31.27	-23.39	-32.04	-21.44	-28.12
阶段	稳定	商品	工业品	农产品	企业债	南华综合	现金

衰退 (33 个月)	35.40	-4.23	-2.68	-5.80	7.87	-4.23	3.40
复苏 (56 个月)	36.94	6.80	14.80	-3.12	4.84	6.80	3.41
过热 (49 个月)	6.62	17.49	22.32	10.58	3.69	17.49	3.56
滞胀 (57 个月)	-30.87	-2.66	-4.58	-1.26	6.44	-2.66	3.66

资料来源：Wind，优财研究院

注：CPI 划分，CPI 过 4，PPI 过 5.5 归入滞胀和过热，CPI<1.51 归入衰退和复苏

我们统计了 2010 年 1 月至 2021 年 3 月中国大类资产在不同经济阶段表现。

衰退期，中证 500 指数上涨幅度高于沪深 300 和上证 50，就风格看，成长股指涨幅最大，大类资产配置：**股票>债券>现金>商品**；复苏期，上证 50 指数上涨幅度高于沪深 300 和中证 500，金融股指涨幅最大，但稳定股指、消费股指涨幅与金融股指相近，大类资产配置：**股票>债券>现金>商品**；过热期，上证 50 指数涨幅高于沪深 300 和中证 500，不过上证 50 涨幅与沪深 300 和中证 500 涨幅相近，消费股指涨幅最大，但周期股指、稳定股指、金融股指、成长股指涨幅与消费股指相近，大类资产配置：**商品>现金>债券>股票**，不过股指涨幅、债券涨幅与现金涨幅相近；滞胀期，上证 50 指数跌幅小于沪深 300 和中证 500，消费股指跌幅最小，大类资产配置：**债券>现金>商品>股票**，债券和现金涨幅接近。

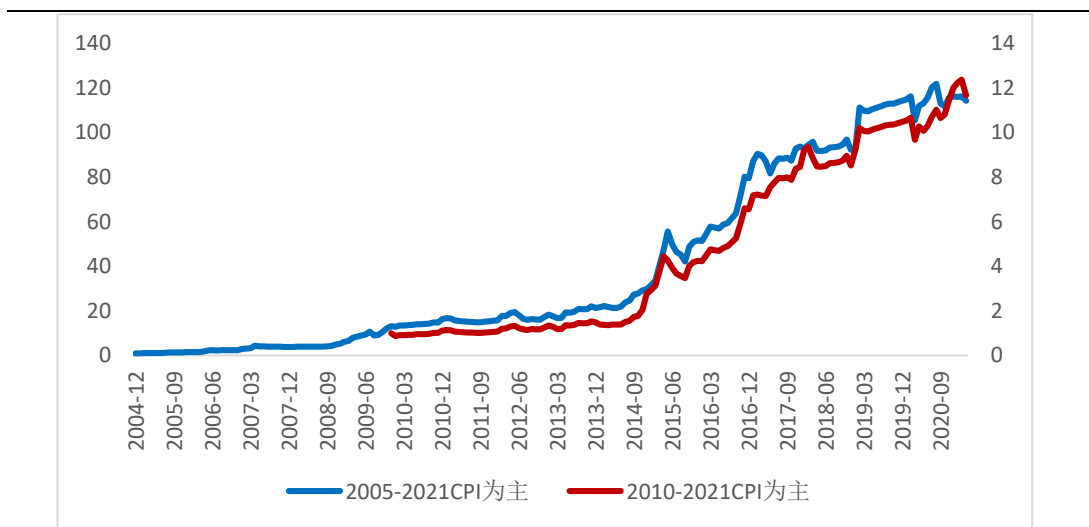
表 2：2010 年 1 月至 2021 年 3 月中国大类资产在不同经济阶段的表现（调整，修正，CPI 划分）

阶段	上证 50	沪深 300	中证 500	金融	周期	消费	成长
衰退 (22 个月)	17.29	27.81	61.79	28.70	54.61	58.97	79.35
复苏 (38 个月)	26.36	24.47	15.40	29.84	17.47	23.28	17.89
过热 (37 个月)	2.18	0.51	-1.41	-0.69	-1.67	3.53	-0.11
滞胀 (38 个月)	-18.35	-20.74	-27.22	-18.13	-28.14	-13.69	-20.53
阶段	稳定	商品	工业品	农产品	企业债	南华综合	现金
衰退 (22 个月)	39.26	-10.29	-14.03	-4.49	7.00	-10.29	3.54
复苏 (38 个月)	27.15	1.44	2.53	-3.54	6.35	1.44	3.48
过热 (37 个月)	-4.03	14.51	17.47	7.25	2.34	14.51	3.49
滞胀 (38 个月)	-30.58	0.78	-1.42	0.21	6.11	0.78	3.42

资料来源：Wind，优财研究院

注：CPI 划分，CPI 过 4，PPI 过 5.5 归入滞胀和过热，CPI<1.51 归入衰退和复苏

图 5：调整后修正的美林时钟大类资产配置净值（CPI 划分）



资料来源：Wind，优财研究院

经调整和修正的 2005-2021 年资产配置净值从 1 上升为 114.3, 大幅高于未调整的净值 24.11, 且最大回撤要小很多, 说明经调整后资产配置方案更加有效。

2010-2021 年资产配置的净值变化路径与 2005-2021 年的非常类似, 说明经调整后修正的资产配置方案具有较好的稳定性。

(二) PPI 同比划分资产配置

经上述调整和修正后, 以 PPI 同比作为通胀指标, 我们统计了 2005 年 1 月至 2021 年 3 月中国大类资产在不同经济阶段的表现。

衰退期, 中证 500 指数上涨幅度高于沪深 300 和上证 50, 就风格看, 成长股指涨幅最大, 大类资产配置：**股票>债券>现金>商品**；复苏期, 中证 500 指数上涨幅度高于沪深 300 和上证 50, 消费股指涨幅最大, 大类资产配置：**股票>商品>债券>现金**；过热期, 上证 50 指数涨幅高于沪深 300 和中证 500, 不过上证 50 涨幅与沪深 300 涨幅相近, 金融股指涨幅最大, 但周期股指、消费股指涨幅与金融股指相近, 大类资产配置：**股票>商品>债券>现金**, 不过工业品涨幅与上证 50 涨幅相近；滞胀期, 上证 50 指数跌幅小于沪深 300 和中证 500, 消费股指跌幅最小, 大类资产配置：**债券>现金>商品>股票**, 债券和现金涨幅接近。

表 2：2005 年 1 月至 2021 年 3 月中国大类资产在不同经济阶段的表现（调整，修正，PPI 划分）

阶段	上证 50	沪深 300	中证 500	金融	周期	消费	成长
衰退（43 个月）	21.17	28.51	48.47	37.87	37.58	41.46	55.83
复苏（57 个月）	27.23	29.25	29.75	29.82	25.23	31.26	25.88
过热（48 个月）	32.80	29.87	22.45	32.38	27.07	30.45	21.34
滞胀（47 个月）	-30.93	-32.77	-34.08	-30.28	-33.62	-22.65	-30.83
阶段	稳定	商品	工业品	农产品	企业债	南华综合	现金
衰退（43 个月）	24.61	-0.41	1.93	-4.27	8.05	-0.41	3.33
复苏（57 个月）	21.80	5.96	10.25	1.74	4.51	5.96	3.45
过热（48 个月）	23.97	18.72	27.88	5.09	4.06	18.72	3.52
滞胀（47 个月）	-35.10	-5.83	-9.20	-1.70	5.97	-5.83	3.78

资料来源：Wind，优财研究院

注：PPI 划分，CPI 过 4，PPI 过 5.5 归入滞胀和过热，CPI<1.51 归入衰退和复苏

我们统计了 2010 年 1 月至 2021 年 3 月中国大类资产在不同经济阶段表现。

衰退期，中证 500 指数上涨幅度高于沪深 300 和上证 50，就风格看，成长股指涨幅最大，大类资产配置：**股票>债券>现金>商品**；复苏期，上证 50 指数上涨幅度高于沪深 300 和中证 500，稳定股指涨幅最大，大类资产配置：**股票>债券>现金>商品**；过热期，上证 50 指数涨幅高于沪深 300 和中证 500，不过上证 50 涨幅与沪深 300 涨幅相近，消费股指涨幅最大，但周期股指、金融股指涨幅与消费股指相近，大类资产配置：**商品>股票>债券>现金**，不过上证 50 涨幅与工业品涨幅相近；滞胀期，上证 50 指数跌幅小于沪深 300 和中证 500，消费股指跌幅最小，大类资产配置：**债券>现金>商品>股票**，债券和现金涨幅接近。

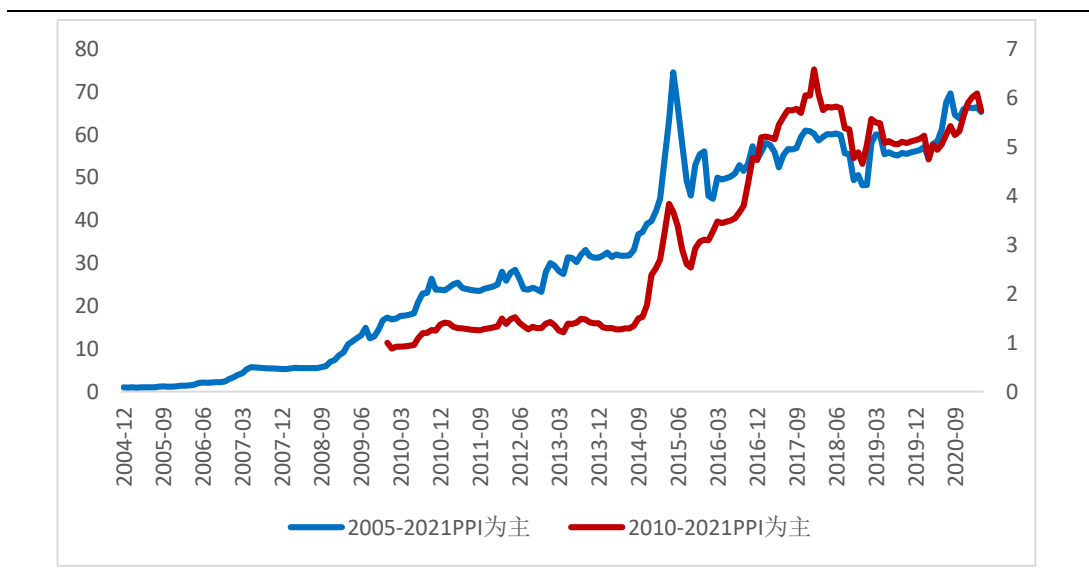
表 2：2010 年 1 月至 2021 年 3 月中国大类资产在不同经济阶段的表现（调整，修正，PPI 划分）

阶段	上证 50	沪深 300	中证 500	金融	周期	消费	成长
衰退（31 个月）	10.17	15.64	33.63	19.26	26.91	34.27	46.93
复苏（37 个月）	9.28	7.55	-0.47	9.75	-1.77	6.88	0.92
过热（38 个月）	19.44	17.62	14.48	19.68	17.57	20.01	16.89
滞胀（29 个月）	-21.80	-22.80	-24.74	-22.57	-24.20	-9.84	-16.86
阶段	稳定	商品	工业品	农产品	企业债	南华综合	现金
衰退（31 个月）	23.11	-5.76	-9.49	-3.21	7.41	-5.76	3.42
复苏（37 个月）	10.39	-3.42	-4.08	-3.10	6.27	-3.42	3.50
过热（38 个月）	13.12	18.89	23.51	6.54	2.53	18.89	3.47
滞胀（29 个月）	-34.99	-0.62	-2.36	0.30	5.39	-0.62	3.51

资料来源：Wind，优财研究院

注：PPI 划分，CPI 过 4，PPI 过 5.5 归入滞胀和过热，CPI<1.51 归入衰退和复苏

图 6：调整后修正的美林时钟大类资产配置净值（PPI 划分）



资料来源：Wind，优财研究院

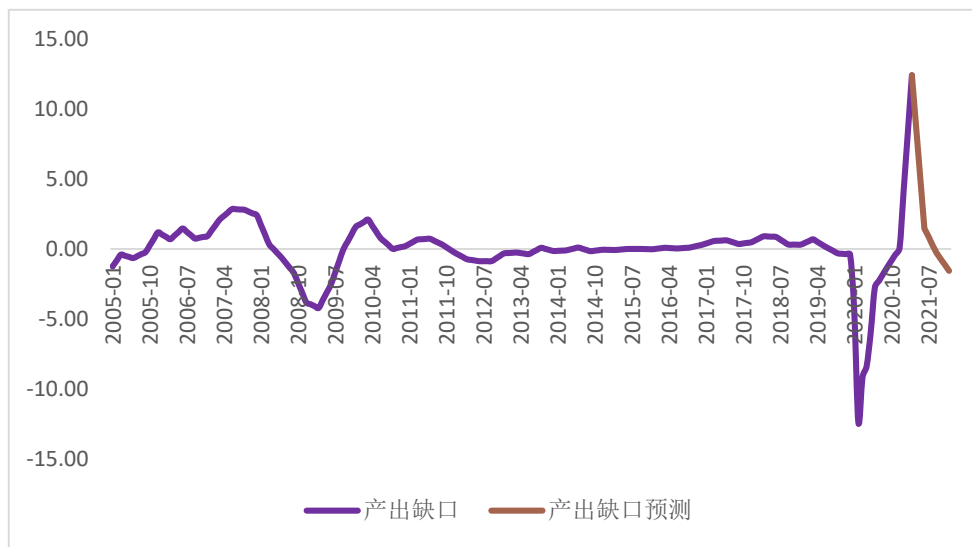
从净值看，经调整和修正的 2005-2021 年资产配置净值从 1 上升为 65.3，高于未调整的净值 32.2，说明经调整后资产配置方案更加有效。

2010-2021 年资产配置净值变化路径与 2005-2021 年差异较大，说明经调整后修正的资产配置方案稳定性仍较差。

五、2021 年中国经济所处阶段判断及配置建议

按照我们对 GDP 不变价同比的预测计算的产出缺口，虽然二季度至四季度产出缺口值逐步下降，但产出缺口在 4-8 月均为正，说明在此区间或应更多的视经济为复苏和过热，9-12 月均为负，在此区间或应更多的视经济为衰退和滞胀。

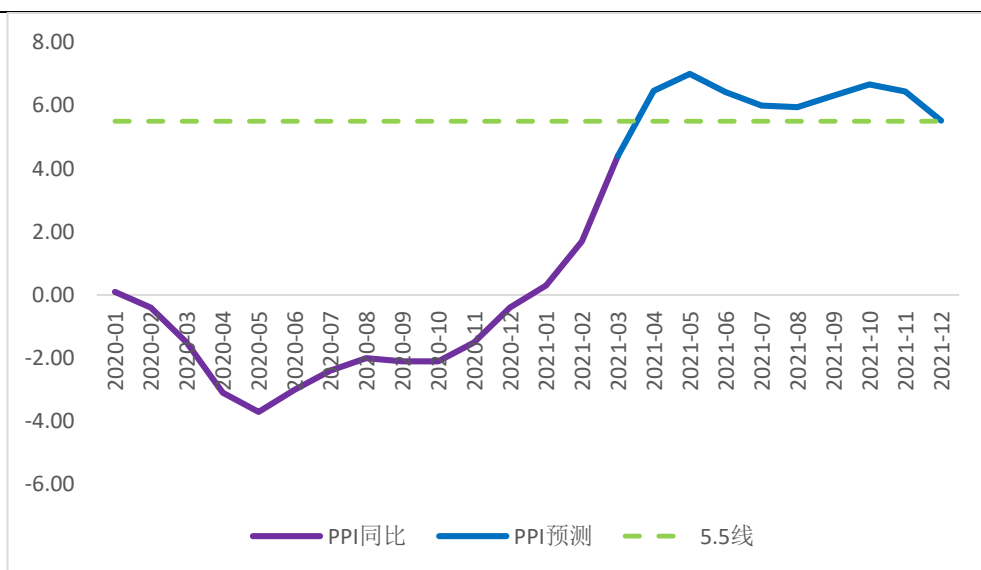
图 7：中国产出缺口及预测



资料来源： Wind, 优财研究院

综合考虑近年 PPI 环比变化和当前物价走势对 PPI 同比进行预测, PPI 同比大概率在 4 月达到接近 6.5%, 4-12 月 PPI 同比大概率高于 5.5%, 按修正的经济周期, 或应更多的视经济为过热或滞胀。

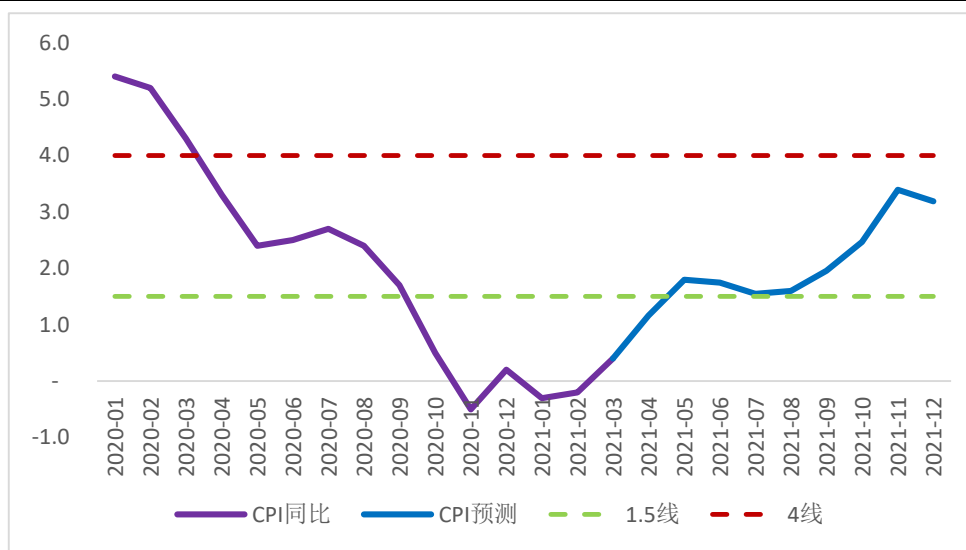
图 8：中国 PPI 同比及预测：单位：%



资料来源： Wind, 优财研究院

综合考虑近年 CPI 环比变化和当前物价走势对 CPI 同比进行预测，CPI 同比大概率在 4 月仍低于 1.5%，按修正的经济周期，或应更多的视经济为衰退或复苏，5-12 月 CPI 同比大概率高于 1.5%，按修正的经济周期，应更多的按 CPI 同比走势判断经济周期。

图 9：中国 CPI 同比及预测：单位：%



资料来源：Wind，优财研究院

分月看：

4-5 月 CPI 同比和 PPI 同比大概率上行，产出缺口为正，经济周期大概率属于类过热期，资产配置建议：商品>股票>债券>现金。

6-7 月 CPI 同比下降，但 PPI 同比高于 5.5%但有较大概率下降，产出缺口仍为正，经济周期大概率处于类过热的复苏期，复苏期，股票>商品>债券>现金；过热期，商品>股票>债券>现金，股票和商品表现大概率好于债券和现金。

8 月 CPI 同比或再拾升势，PPI 高于 5.5%且上升，产出缺口仍为正，经济周期大概率属于类过热期，资产配置建议：商品>股票>债券>现金。

9-10 月 CPI 同比或再拾升势，PPI 高于 5.5%且上升，产出缺口可能转负，经济周期大概率属于类滞胀期，资产配置建议：债券>现金>商品>股票。

11月CPI同比大概率攀升，PPI同比或高于5.5%但下降，产出缺口可能为负，经济周期大概率属于类滞胀期，资产配置建议：债券>现金>商品>股票。

12月CPI同比和PPI同比均大概率下降，产出缺口为负，经济周期大概率属于类衰退期，资产配置建议：股票>债券>现金>商品。但若PPI同比该月录得较高数值（大幅高于5.5%），则应该更多的视经济周期为滞胀期。

综合来看，二季度商品表现或最优，股票次之；三季度前半段商品和股票的表现或优于债券和现金，后半段股票和商品或有回调风险，债券表现或较优；四季度前半段，股票和商品价格仍有较大概率回落，债券表现或更优，后半段股票反弹的可能性较大，商品表现或不及其他大类资产。

当前多数大类资产价格处于较高位置，最大的风险为估值回落。沪深300PE的倒数（可以理解为风险收益率）与10年期国债到期收益率（无风险利率）之差（可以理解为权益类投资的风险溢价）历史低位回升，说明相对于国债，沪深300的吸引力处于低位但有所好转。

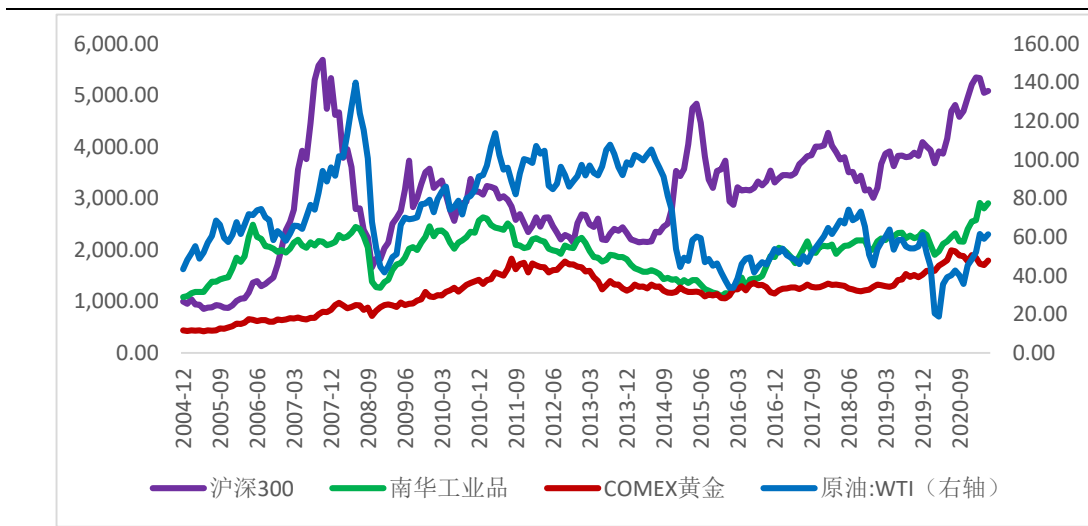
图 10：沪深 300 风险溢价：单位：%



资料来源：Wind，优财研究院

考察 2004 年 12 月至 2021 年 4 月时间段，沪深 300 指数 2 月达到历史次高位后回落，4 月小幅上升，南华工业品 2 月创下历史最高值后回落，4 月再度抬升，COMEX 黄金价格 2020 年 7 月达到最高逐步回落，4 月有所回升。WTI 原油价格近期已经突破 64 美元/桶，但仍处于较低位置。

图 11: 2004 年 12 月以来大类资产价格走势



资料来源： Wind， 优财研究院

六、 风险提示

重大突发事件冲击；宏观经济指标剧烈变化；监管措施巨大变化

重要声明

分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

1.本报告发布的信息均来源于第三方信息提供商或其他已公开信息，但金信期货对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。

2.本报告的观点、见解及分析方法，仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告，并不代表金信期货或其附属机构的立场。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达的意见并不构成对任何人的投资建议，投资者据此投资，风险自担，金信期货不对因使用本报告信息、建议、观点而引致的损失承担任何责任。

3.本报告旨在与金信期货特定客户及其他专业人士交流信息，分享研究成果，版权归金信期货所有，未经金信期货书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制，修改。如引用、刊发，需注明出处为“金信期货”。