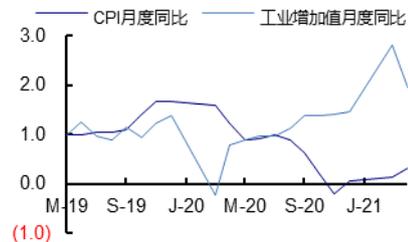


CPI与工业增加值月度同比增速



宏观数据

固定资产投资累计同比	12.60
社零总额当月同比	12.10
出口当月同比	32.20
M2	8.60

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
 《宏观专题报告:油铜“轮盘”》——2021-03-29
 《信用周期:从“二分法”到“三段论”》——2021-04-08
 《当金融数据遇到基期效应:三点化解思路》——2021-04-26
 《宏观专题报告:理论探讨系列——为什么经济增速与利率会同向运行?》——2021-04-08

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号:S0980521030001

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号: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

破六合、观四象:探寻至简配置奥义

● 美林时钟双锚未解之谜

初代美林时钟复盘时采用的两个锚是美国的“OECD产出缺口”和“CPI同比”。美林时钟看的是OECD产出缺口和CPI同比的峰、谷,衍生了两个问题:其一是产出缺口的高低点与真实增长的高低点时有错位,其二是CPI、PPI本身就是诸多大宗商品价格汇总而成的、衡量通胀的综合类指数,用于评判资产价格,尤其是商品价格的“锚”,是否有本末倒置的含义。

● 双缺口时钟的试水和经济周期的斜偏

为了解决第一个问题,我们基于周期可得性,暂且优先照顾平滑的产出缺口思路。国内的产出缺口-价格缺口模型自2000年至今大致走完了六轮完整的经济周期,四个象限并不适合与“滞胀”、“过热”等阶段硬性匹配,缺口正负轮转和景气切换的关系是错位的,经济周期较经济数据缺口具有斜偏性,这点源于价格、产出的真实波动较潜在水平的均值回归不是即时的。

● 六合时钟的引入和产出传导逻辑

CPI、PPI和大宗商品价格同源性无法根除,且国内价格缺口和货币政策是拖钩的,因为中国并不像美联储或者欧央行一样奉行通胀目标制。因此我们效法欧洲“六合时钟”的划分方法,采用产出单一指标,将其缺口正负、缺口高低和同比高低作为节点,将经济周期六分。基本历次周期都遵循产出缺口转正(负)-产出同比见顶(底)-产出缺口见顶(底)的轮转规律,其中产出缺口的见顶/底更接近价格同比的同步指标。

● 从六合到四象:删繁就简的简明配置奥义

从“双缺口时钟”向“六合时钟”的进化,虽然实现了数据的降维,但划分的阶段却出现了升维。产出同比峰、谷到产出缺口峰、谷间的传导经济逻辑淡化,主要是“术”的技巧。遵循大道至简的思维范式,再次进化为“四象时钟”:

(1) 大类资产方面,商品在产出缺口为正,产出增速上行时录得100%的正回报,次优的阶段是产出缺口为负、增速上行时。债券在产出缺口回落时表现好过产出缺口回升时,产出增速下降时的表现也要超出上行时的表现,股票与之恰好相反。(2) 分板块来看,经济好之又好时周期板块有八成概率跑赢大盘;经济差中见好时,金融和消费两个板块有2/3机会跑赢大盘,这一经验仅在2014-2015年期间失效;经济差之又差阶段,配置TMT和消费板块是占优策略,均有3/4的胜率;而在经济好中见忧时期,消费跑赢大盘概率最大。

● 不同体系得出的统一结论:二季度经济弱,下半年通胀难缓解

如果用价格缺口-产出缺口的办法,6月的CPI+PPI+IP读数处在滞胀的阶段,如果用产出缺口-缺口环比的办法判断,可以得到经济在产出不足的情况下还在进一步变差,即处在衰退阶段,总之整个二季度经济恢复的弹性都不足。价格缺口-产出缺口模型显示经济会从滞胀逐渐过度到过热阶段,而产出缺口-产出变动模型则认为经济会先历经好之又好的过热阶段,年底12月会转为好中有忧的类滞胀特征,两种方法比较确定性的结论都是通胀。考虑到真实周期和数据的“斜偏性”,实际进展可能比模型推断的还要慢、要缓。

内容目录

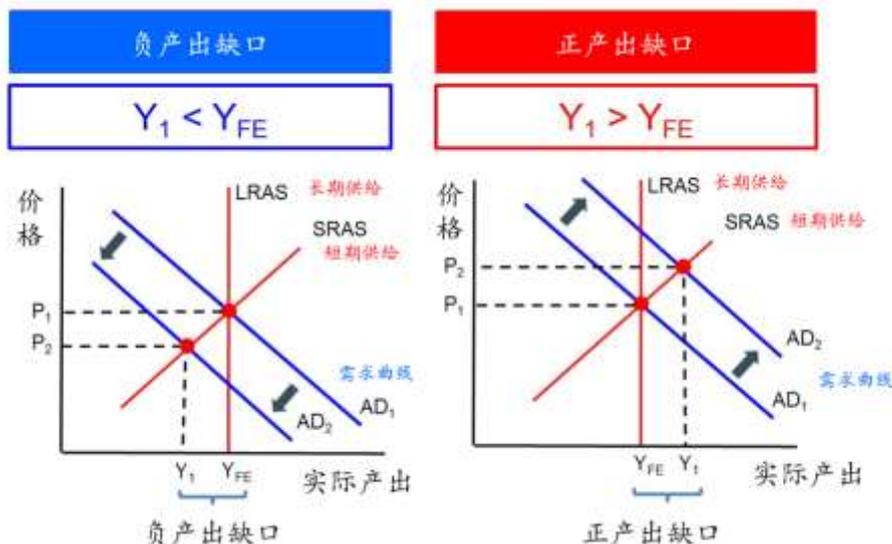
1. 传统美林时钟选锚的“道”与“术”	4
2. 双缺口周期模型的试水	5
3. 单一的产出指标来构造“六合时钟”	8
4. 从“六合”到“四象”，大道至简的配置体系.....	13
5. 总结：删繁就简，重要的是思维范式和追踪目标.....	17
国信证券投资评级	19
分析师承诺	19
风险提示	19
证券投资咨询业务的说明	19

图表目录

图 1: 多元指标打分、降维来评判经济周期景气.....	4
图 2: 新版美林时钟的动态轮转	4
图 3: 产出缺口的形成机制和市场供需关系.....	5
图 4: 价格缺口-产出缺口周期轮转规律.....	6
图 5: 产出缺口、价格缺口四象限组合下的产出同比、价格同比缩略图....	6
图 6: 经济阶段和双缺口的“斜偏”.....	7
图 7: 美林基金经理调查定义经济阶段与宏观数据也呈斜偏.....	7
图 8: 美国通胀目标值下通胀的趋势与货币政策挂钩.....	7
图 9: 中国的价格缺口是单纯的趋势值	7
图 10: 产出缺口与其说是领先价格, 不如认为是价格影子指标.....	8
图 11: 经济周期时钟六合划分原理	9
图 12: 欧洲经济周期“六合时钟”在疫情期间的摆动.....	9
图 13: 价格和产出缺口转正、转负分别领先同比变化率峰值、低谷.....	10
图 14: “六合时钟”对应的经济周期关系.....	11
图 15: 国内版“六合时钟”轮转中产出和价格的示意图.....	11
图 16: 国内“六合时钟”下扩张和收缩六阶段的划分方式.....	12
图 17: 六阶段不同板块相对回报(时间加权口径)	13
图 18: 工业增加值同比增速和产出缺口.....	14
图 19: OECD 商业时钟利用一维指标观测经济景气.....	14
图 20: 产出缺口: 单一指标也可以刻画出四个阶段.....	15
图 21: 产出缺口轮盘的四象划分	15
图 22: 不同资产类别、细分板块在“四象时钟”下各阶段表现.....	16
图 23: 不同资产类别、细分板块在“四象时钟”的平均回报.....	16
图 24: “四象时钟”下的大类资产配置策略.....	17
图 25: 中国价格缺口-产出缺口路径跟踪.....	17
图 26: 中国产出缺口-产出变动路径跟踪.....	17
图 27: 中国价格缺口-产出缺口年内路径预测	18
图 28: 中国产出缺口-产出变动年内路径预测	18

美林时钟用于定义增长的指标是产出缺口，产出缺口对价格的传导用新古典的体系很好解释。为避免“Gap”歧义，我们仍沿用“缺口”的翻译，实际上“缺口”是可正可负的。负的产出缺口出现在真实产出不及潜在产出水平时，供给较长期趋势存在明显不足，需求萎缩，供需平衡点向左下角移动，价格和产出均下滑。正的缺口对应真实产出超过潜在产出水平，是一种超调的状态，供需平衡的点向右上角移动，价格和产量都有抬高。总体而言，经济增长的趋势值，或者成为潜在值是一种理想的均衡状态，真实的产出较这种均衡时有偏离。

图 3：产出缺口的形成机制和市场供需关系



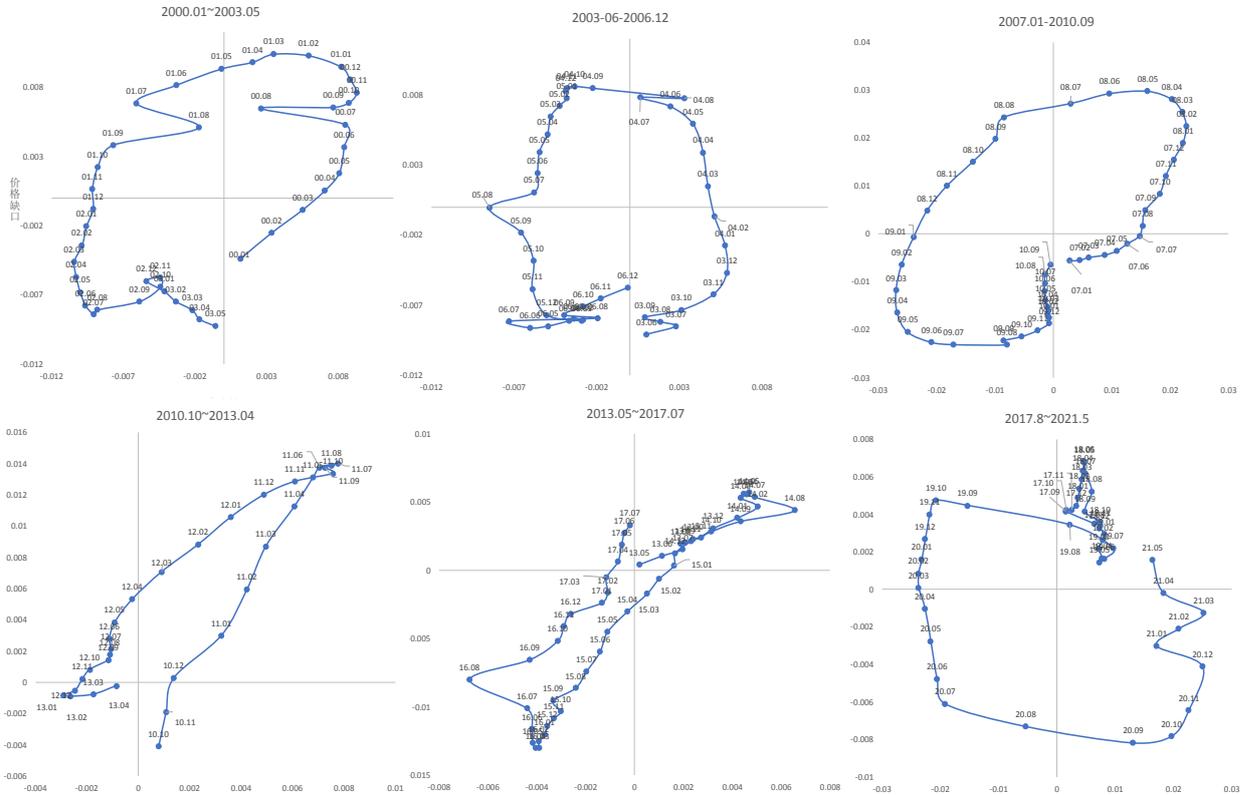
资料来源:国信证券经济研究所绘制。

美林时钟看的是 OECD 产出缺口和 CPI 同比的峰、谷，衍生了两个问题：（1）产出缺口的高低点与真实增长的高低点并不等同。OECD 产出缺口虽然看似一个权威指标，但在计算时和真实的景气高低点时有错位，OECD 在计算美国这类数据较为详实经济体的产出缺口时，利用索洛模型估算潜在 GDP，用（真实 GDP-潜在 GDP）/潜在 GDP 的公式得到最终结果，而对数据不全的经济体则采用滤波的方法，这也是我们在日常跟踪时常用的方法。滤波的好处无疑是平滑，将高波动的工业增加值、GDP 同比滤掉噪声，使拐点看起来更明确，但问题在于人为地设定参数、选用不同的滤波得到的缺口高低点也不尽相同，这点在 BIS 计算的中国信贷缺口与老口径社融反映的金融周期拐点错位中，也有例证。而工业增加值同比数值的峰、谷即便波动较高，也是投资人心目中认定的拐点。简而言之，放任市场皆准的拐点可能是噪声，而滤掉噪声的拐点受众较少。（2）CPI 本身就是诸多大宗商品价格汇总而成的、衡量通胀的综合类指数，用于评判资产价格、尤其是商品价格的“锚”，是否有本末倒置的含义。

2.双缺口周期模型的试水

为了解决第一个问题，我们基于周期可得性，暂且优先照顾平滑的产出缺口思路。将中国工业增加值定基数、综合价格（用 CPI 和 PPI 高频拟合 GDP 平减指数）按照滤波的方法算出产出缺口和价格缺口，绘制了图 4 所示的价格缺口-产出缺口周期规律，2000 年至今大致走完了六轮完整的经济周期。

图 4：价格缺口-产出缺口周期轮转规律



资料来源:万得, 国信证券经济研究所整理。

根据历史回报率复盘，三、四象限股票时间加权平均回报率为正值，一、二象限录得负回报，四个象限并不适合与“滞胀”、“过热”等阶段硬性匹配。(1) 图 4 所示的六轮周期效果比较平滑，但峰谷并非出现在缺口由正转负，或者由负转正的临界点，高点一般出现在右上角和左下角，低点在左上角和右下角。经济周期的切换并非发生在双缺口正负切换时，而是发生两次切换之间。(2) 图 5 将历次四个象限对应的价格同比、产出同比以缩略图形式表现出来，可以发现每段的价格和产出极少呈现单一的涨、落趋势，往往是先抑后扬或者先升后降的，双缺口正负切换与传统观测的价格、产出同比并不具有同步性。

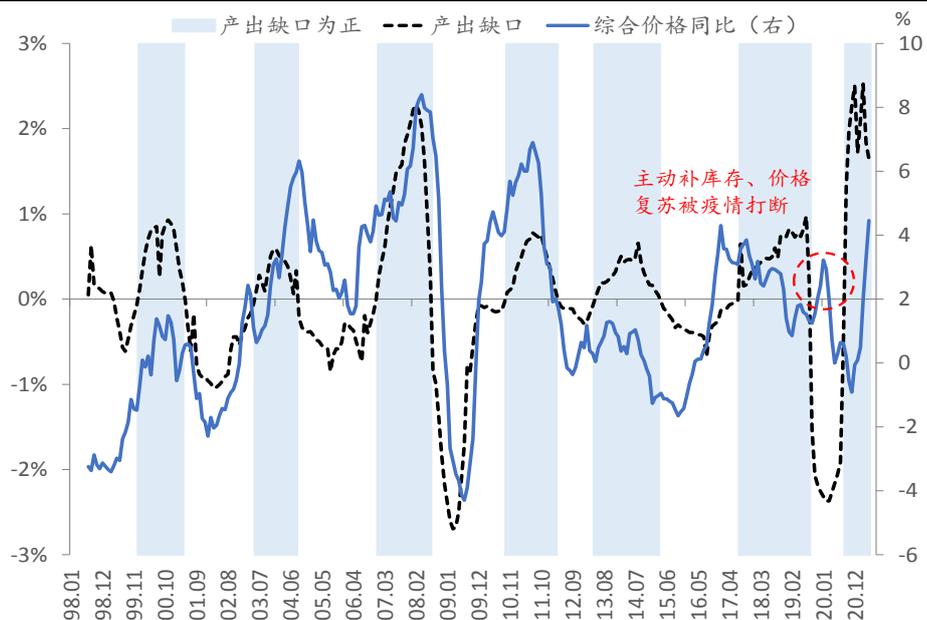
图 5：产出缺口、价格缺口四象限组合下的产出同比、价格同比缩略图

基本面环境 (缩略图)	第一象限 价格正、产出正	第二象限 产出负、价格正	第三象限 价格负、产出负	第四象限 产出正、价格负
价格同比	2000-4-30	2001-5-31	2001-12-31	2000-1-31
产出同比	2001-4-30	2001-11-30	2003-5-31	2000-3-31
价格同比	2004-3-31	2004-9-30	2005-8-31	2003-6-30
产出同比	2004-8-31	2005-7-31	2006-12-31	2004-2-29
价格同比	2007-8-31	2008-8-31	2009-1-31	2007-1-31
产出同比	2008-7-31	2008-12-31	2010-9-30	2007-7-31
价格同比	2010-12-31	2012-4-30	2012-12-31	2010-10-31
产出同比	2012-3-31	2012-11-30	2013-4-30	2010-11-30
价格同比	2013-5-31	2017-4-30	2015-4-30	2015-2-28
产出同比	2015-1-31	2017-7-31	2017-3-31	2015-3-31
价格同比	2017-8-31	2019-9-30	2020-4-30	2020-9-30
产出同比	2019-8-31	2020-3-30	2020-8-31	2021-4-30

资料来源:万得, 国信证券经济研究所整理。

为了解决第二个问题，即 CPI 和大类资产，尤其是商品价格间的反身性，我们采取“降参数、扩象限”的方法，仅用产出指标来划分经济阶段。初代美林时钟原版文章在测试当下环境时，也会用价格去反推产出缺口，用 PMI 去判断价格，价格和产出的“相互印证”本质上是一定程度的混用。我们将中国产出缺口和综合价格同比增速放在一张图中，除了 2020 年初疫情打断库存周期起步、商品价格上涨，导致商品产出缺口和价格增速高点隔得较远外，二者峰、谷时差一般较小。历史上产出缺口对价格的传递关系也并没有放任皆准的经验，有时领先、有时滞后，从历次平均传导期来看，二者基本上是同步的。

图 10: 产出缺口与其说是领先价格，不如认为是价格影子指标



资料来源:万得, 国信证券经济研究所整理。

表 1: 产出缺口见顶(底)与价格同比增速见顶(底)基本上同步的

周期	产出缺口见顶	综合价格同比见顶	时间长度(月)	产出缺口见底	综合价格同比见底	时间长度(月)
第一轮	2000-11-30	2000-11-30	0.0	2002-03-31	2002-1-31	-2.0
第二轮	2004-01-31	2004-9-30	8.1	2005-07-31	2006-4-30	9.1
第三轮	2008-02-29	2008-4-30	2.0	2009-02-28	2009-7-31	5.1
第四轮	2011-08-31	2011-7-31	-1.0	2013-01-31	2012-9-30	-4.1
第五轮	2014-08-31	2013-10-31	-10.1	2016-08-31	2015-10-31	-10.2

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_22398

