

宜信财富 资本市场周报

宜信财富—资本市场部

2017.4.15--4.23

目 录

一、资本市场走势

二、经济数据解读

三、事件、政策性点评

四、美林投资时钟的资产配置和在中国的适用性

概 要

非常火爆的雄安新区概念股连续六七日涨停，引发了证监会的打压，要求雄安概念股停牌，证监会主席刘士余不断加强对于资本市场的监管和对投机的打击，在本周雄安概念股复牌后的大幅杀跌之下，伴随着朝鲜半岛的紧张局势，本周一 A 股低开低走，A 股大幅下跌，上证指数下跌达到 2.5% 左右，创业板下跌更大，跌幅超过 4%，已经回到前期的低点，A 股仍然要注意调整的风险。一行三会相继表态要“加强金融监管”，金融严管之下，千亿委外赎回潮持续扩散，导致机构们卖出债券，回收现金，推动了债券收益率的回升，特别是风险较高的企业债，收益率显著回升。

2017 年第一季度 GDP 同比增长 6.9%，好于市场一致预期的 6.8%，各项指标中，3 月工业增速为 7.6%，创近期新高，第一季度固定投资同比增长 9.2%，较 1-2 月回升 0.3 个百分点，3 月消费同比增长 10.9%，回升至 1 年来的最高水平。工业品价格上涨和出口景气上升，带动工业增加值增速蹿升；房地产和基建的持续带动下，制造业投资增速出现显著反弹；房地产投资增速仍处高位，开发商对房地产市场仍持乐观态度；汽车和房地产相关消费回升，年初社会消费的低增速获得纠正。外需改善、投资回稳以及消费反弹，均对一季度 GDP 增速超预期做出贡献。

一线城市和二线城市的房价同比涨幅，延续几个月回落，而三线城市的房价同比涨幅，延续回升。从环比来看，一线城市房价走势也出现严重的分化，广州新建住房价格环比大涨 2.5%，北京新建商品住宅价格环比上涨 0.4%，上海新建商品住宅价格环比下跌 0.1%。二手房市场热度较高，70 个大中城市中，仅有南京和乌鲁木齐的二手房价格环比下跌。

美林投资时钟模型将经济周期划分为衰退、复苏、过热和滞胀四个阶段，每个阶段最佳的投资资产，分别是债券、股票、商品和现金。美国基本符合该理论；日本符合大部分。在中国，除了滞胀期，其他阶段表现最优的大类资产与美林投资时钟的预计是相符的，同时，在整个时间段，股票的年平均收益率是最高的，达到 6.16%，远高于债券的 3.58%，现金的年平均收益率 2.08%，商品年平均收益率甚至为负，只有 -1.03%，观测各大类资产在各个阶段的表现，也会得到与美林投资时钟的预计基本一致的结论。

一、 资本市场走势

(1) A 股大幅下跌

我们不断地提示“A股注意风险，具有短期调整的动力”，在上周的周报中，我们重点提醒：“A股注意风险，从盘面上看，上证指数创出了新高后，又回到压力位之下，而创业板创出了近期的新低，显示出A股向上突破失败，短期有下跌的压力”。

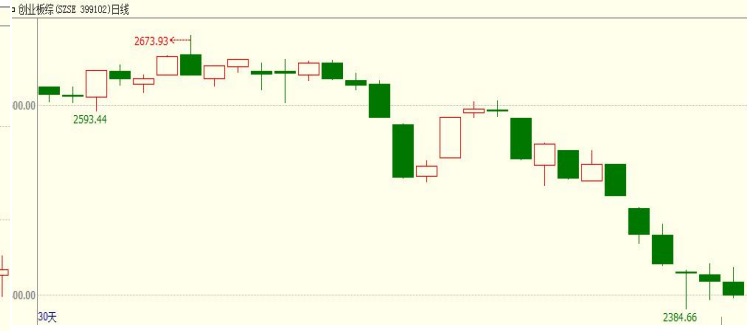
此前非常火爆的雄安新区概念股连续六七日涨停，引发了证监会的打压，要求雄安概念股停牌，证监会主席刘士余不断加强对于资本市场的监管和对投机的打击，在本周雄安概念股复牌后的大幅杀跌之下，伴随着朝鲜半岛的紧张局势，本周一A股低开低走，A股大幅下跌，上证指数下跌达到2.5%左右，创业板下跌更大，跌幅超过4%，已经回到前期的低点。

2017年一季度超预期的GDP和强劲的各项指标，也未能对A股形成支撑作用，上证指数已经跌破3200附近，由于市场对于经济的持续性存疑，我国宽松的货币政策已经结束，货币处于收缩之中，加上朝鲜半岛的紧张局势尚未化解，所以短期内，我国A股仍然要注意调整的风险。在监管的打压下，雄安概念股步入了大幅的下跌，由于雄安的定位高，新区主题市场的认可度高，预计调整过后，去伪存真，雄安依然存在机会。

图：上证指数的走势



图：创业板指数的走势



(2) 债券市场：收益率上行，信用债收益率上行较大

一行三会相继表态要“加强金融监管”，银监会更是在10个工作日内发出9份文件，金融严管之下，千亿委外赎回潮持续扩散，波及券商资管、公募基金、专户，委外赎回潮持续扩散，包括国有大行、股份制银行、城商行在内的各类大中小银行都加入其中，导致机构们卖出债券，回收现金，推动了债券收益率的回升，特别是风险较高的企业债，收益率显著回升。

本周债券收益率明显上行，相对于上一周，截止到4月20日，1年期、3年期和10年期的国债收益率分别为3.1164%、3.1509%、3.424%，分别上行8.31BP、9.25BP和6.41BP。

信用债收益率大幅上行，相对于上一周，截止到4月20日，1年期、3年期和10年期的AA级企业债收益率分别为4.8954%、5.0189%和5.2287%，分别大幅上行26.43BP、20.47BP和14.02BP。

图：1年期、3年期和10年期的国债收益率



图：1年期、3年期和10年期AA级企业债券的收益率



(3) 人民币汇率稳定

2017年春节以来，人民币一直处于大的震荡范围之中，美元兑人民币汇率，在6.85-6.92之间波动，这和我国春节以来对外汇的严管有关，也与今年以来美元指数在一直处于震荡之中有关，本周汇率一直在6.88附近小幅波动。

图：美元兑人民币的汇率 (CNY)



(4) 海外市场：美股和港股都陷入高位横盘

伴随着美联储对于加息的强硬声音，以及年底可能缩减资产表的预期，伴随叙利亚和朝鲜半岛的国际紧张局势尚未解决，美国股市近期向下调整后，本周处于震荡之中。

港股在前期压力位附近，已经出现了一个月的横盘震荡，本周受A股大幅下跌的拖累，本周二港股下跌较大，随后虽然A股继续下跌，但港股又大幅回升，表现出比A股强的特性。由于港股的估值在全球主要国家处于估值洼地，同时港股是大陆资金可以避开外汇管制而展开的唯一投资领地，所以吸引了大陆资金的关注，港股具有投资机会。

图：道琼斯指数的走势图



图：恒生指数的走势图



二、经济数据解读

事件：2017年3月规模以上工业增加值同比增长7.6%，社会消费品零售总额同比名义增长10.9%，全国固定资产投资（不含农户）同比名义增长9.2%。

点评：2017年第一季度GDP同比增长6.9%，好于市场一致预期的6.8%。其中，外需改善、投资回稳以及消费反弹，均对一季度GDP增速超预期做出贡献，GDP增速连续两个季度回升，表明经济稳定增长。工业品价格上涨和出口景气上升，带动工业增加值增速蹿升；房地产和基建的持续带动下，制造业投资增速出现显著反弹；房地产投资增速仍处高位，开发商对房地产市场仍持乐观态度；汽车和房地产相关消费回升，年初社会消费的低增速获得纠正。

图：GDP的增速



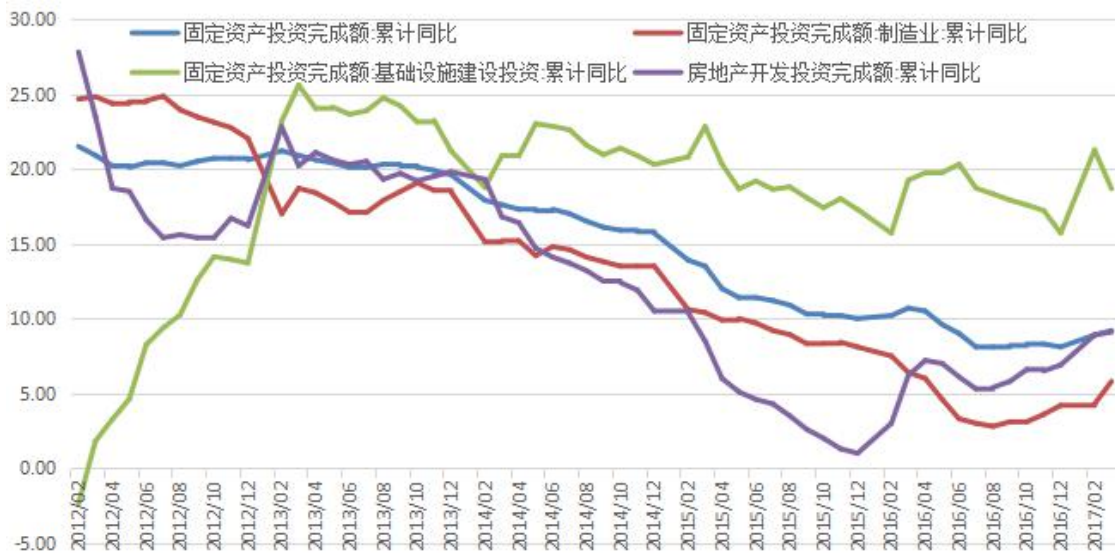
3月工业增速为7.6%，创近期新高，显著好于市场预期的6.2%和1-2月份的6.3%，环比增速0.83%，创2年半新高。受益于补库存和出口需求回暖的带动，3月制造业生产同比增长8.0%，较前两月提升1.1个百分点。其中，采矿业降幅有所缩减，制造业整体呈现稳中趋升，高技术装备制造继续上升。主要工业品生产量来看，十种有色金属产量明显下滑，水泥、发电量略有改善。

图：工业增加值的累计同比和当月同比



投资形势全面超预期，第一季度固定资产投资同比增长 9.2%，较上期回升 0.3 个百分点。从分类来看，第一季度房地产投资增速升至 9.1%，增速为近 2 年来最高，比 1-2 月加速 0.5%，明显好于市场预期房地产的新开工面积同比增速比 1-2 月提升 2.7%，不过商品房销售面积、金额增速均较 1-2 月回落，应该是受地产调控的影响；制造业投资增速升至 5.8%，增速为近 1 年来最高，连续第 4 个月环比改善；基建投资同比增长 23.5%，维持在 20% 以上的高位。除此之外，民间投同比增长 7.7%，较上期回升 1 个百分点，连续第 8 个月环比上升，创 2016 年来新高。制造业盈利改善和产能利用率提高，有助于提振制造业投资信心。

图：固定资产投资、制造业投资、基建投资和地产投资的增速



3 月消费需求明显反弹，本月同比增长 10.9%，回升至 1 年来的最高水平，较 1-2 月提升 1.4 个百分点，近年来，由于消费的季节性规律不断发生变化，使得消费数据出现了年初创下低点、随后爬升的规律。从分类来看，3 月份汽车、家电音像制品、家具、建筑装潢材料分别增长了 8.6%、12.4%、13.8%和 17.8%，家具、家电等地产相关消费继续保持较快增长。汽车销售增速较前两月大幅回升 9.6 个百分点至 8.6%，拉动限额以上企业消费品零售增速 2.4 个百分点，是推动消费增速大幅回升的主因。尽管当月汽车销售有所好转，但汽车购置税优惠减半，叠加前期基数抬高，或导致汽车消费增速趋势性放缓，未来一段时期或继续拖累总体消费增速。

图：零售消费、汽车消费和家具消费的增速



3月社会融资规模 21200 亿，其中新增人民币贷款 11550 亿，3 月份 M2 增速为 10.6%，M1 增速为 18.8%，其中企业中长期贷款处于相对高位，中长期贷款 5482 亿元，环比少增 536 亿，但同比多增近 400 亿，仍处于相对高位；居民中长期贷款并未缩减，3 月份居民部门新增人民币贷款 7977 亿元，环比多增 5000 亿，同比多增近 1600 亿，与 2 月份以及上年同期相比，居民中长期贷款规模并未缩减，或跟房地产销售增速仍然较高有关。

M2 增速下滑明显，根据央行公告，M2 增速下滑跟基数因素、银行债券投资规模、贷款下降等因素有关；M1 增速不及前值，与一二线城市房地产调控、积压贷款逐渐发放完毕、利率抬升叠加高基数效应有关。

总体看，3 月新增贷款低于预期，表外融资规模显著扩大，主要跟 MPA 考核有关，受 MPA 季末考核、央行中性偏紧的货币政策，及放缓信贷发放窗口指导的影响，票据融资和非银信贷增量下降是 3 月信贷不及预期的主要原因。

图：M1、M2 的增速，人民币新增贷款



整体看，第一季度经济数据整体好于预期，消费增速回升，投资稳中有升，工业经济总体仍呈平稳向好的运行态势，PPP 等政策支持下的基建投资增长，抵消了地产投资的下降。今年经济工作以稳中求进为主基调，加之供给侧改革有助于恢复经济内生动力，全年经济保持平稳的可能性较大。

一季度经济名义增长加速带来的企业盈利状况好转，为决策层有序推进结构性改革，以及金融去杠杆提供了相对较好的宏观环境。展望二季度，经济、企业盈利同比增速将会有所回落，但仍会处于相对高位。而阶段性的风险因素可能来自金融监管趋严对表外项目的压缩，进而在资金供给层面对经济形成约束。

三、事件、政策性点评

(1) 房价上涨城市继续增加，3月有62座城市新建商品住宅价格环比上涨，而2月份为56座上涨，1月为45座。

点评：一线城市和二线城市的房价同比涨幅，延续几个月回落，而三线城市的房价同比涨幅，延续回升。三线城市新建商品住宅价格同比涨幅略有扩大，3月份比2月份扩大0.4个百分点；一线城市新建商品住宅价格同比涨幅连续6个月回落，3月份比2月份回落3.4个百分点；二线城市新建商品住宅价格同比涨幅连续4个月回落，3月份比2月份回落0.6个百分点。这与本轮楼市调控的目标有关，本轮楼市调控主要针对的是一线城市和二线城市，而三四线城市仍然是以去库存为主。

从环比来看，15个一线和热点二线城市，房价环比总体平稳，6个城市新建商品住宅价格比上月下降，降幅在0.1至0.7个百分点之间，6个城市涨幅在0.5%以内。

一线城市房价走势也出现严重的分化，广州环比涨幅显著扩大，广州新建住房价格环比大涨2.5%，深圳环比则连续六个月内下跌，上海重回下跌，其中3月北京新建商品住宅价格环比上涨0.4%，大幅高于2月份的-0.1%，3月上海新建商品住宅价格环比下跌0.1%，而2月份是环比上涨0.2%，3月深圳新建商品住宅价格环比下跌0.3%，2月份是环比下跌0.6%。

二手房市场热度较高，70个大中城市中，仅有南京和乌鲁木齐的二手房价格环比下跌。

(2) 4月19日，国务院召开常务会议，进一步推出六方面减税措施1：继续推进营改增，简化增值税税率结构。7月1日起将增值税税率由四档减并至17%、11%和6%三档，取消13%一档税率，将农产品、天然气等增值税税率从13%降至11%。

点评：六方面减税措施，包括：继续推进营改增，简化增值税税率结构；小型微利企业年应纳税所得额上限由30万元提高到50万元；科技型中小企业研发费用加计扣除比例由50%提高至75%；在试点地区对投资种子期、初创期科技型企业的投资额进行抵扣；商业健康保险个人所得税税前扣除试点政策推广至全国；将2016年底到期的部分税收优惠政策延长至2019年底。

今年减税降费规模将超过去年，根据官方测算，上述六方面措施全部到位后，将为各类市场主体减轻税负3800亿元，加上今年出台的2000亿元降费措施，全年减税降费总规模将达到5800亿元，力度超过去年的5700亿元。六项减税措施对象同时包含了企业和居民部门，进一步推出减税政策将增加企业和居民收入，有利于投资和消费，针对小微企业、初创科技企业和创业就业群体的减税措施将促进就业增长。

财政收入增速将会回落，今年1季度财政收入同比增长14.1%，财政收入高增长受益于经济企稳和工业品价格回升。随着进一步减税措施的实行，加上工业品价格涨幅放缓、房地产调控、以及基数上升的影响，2季度财政收入增速将明显回落，财政支出也会相应放缓。

(3) 3月美国CPI季调同比2.4%，CPI季调环比-0.3%，核心CPI季调同比2.0%。

点评：3月美国CPI季调同比2.4%，低于预期的2.6%，也低于2月份的2.7%。3月CPI季调环比-0.3%，高于预期的0%，核心CPI季调同比2.0%，低于预期的2.3%，低于2月份的2.2%。

整体来看，美国3月通胀走弱、低于预期，主要受到了能源价格走低的影响，食品价格的上涨和工人薪资的上升，对通胀仍有一定支撑。此外，近期美国的就业、零售销售等数据也较弱，加息的预期会减弱。不过，相比经济数据，不确定性的国际局势或许更受市场关注，因为对地缘政治的担忧，加息预期的概率会降低。接下来的月份数据是否会出现反弹，仍是美联储决策加息的重要参考。

(4) 法国大选首轮投票4月23日即将拉开帷幕。

点评：法国在危机后陷入困境，僵化的劳动力市场以及高企的公共债务制约经济复苏。经济增长乏力，失业率高企，强推劳动法触动了既得利益，以及恐怖事件的频繁发生，使得奥朗德政府的支持率不断下滑，一度创下4%的低点。

民众迫切希望找到解决当前困境的新方法。不同政治势力对于当前法国的现状开出了不同的药方，这也导致了本次大选出现了群雄逐鹿的格局。

极右翼“国民阵线”领袖勒庞打着反欧盟、反移民、法国优先的旗帜在本次大选中异军突起；而近来民调走高的极左翼候选人梅朗雄的政策核心则是反紧缩，主张增加公共开支以及居民福利，并由于欧盟对成员国财政的制约，希望重新审视与欧盟之间的关系；而独立候选人马克龙主张继续推动欧洲一体化，并把政策的重点聚焦于国内劳动力市场的改革；传统右翼共和党候选人菲永，则将重整财政作为政策的优先考虑对象，包括削减公共开支以及减税政策。

目前来看，尽管勒庞与马克龙的民调略微领先，但整体上看这四位候选人都有在首轮选举中获胜的机会。而法国的两轮选举制度却限制了其立场相对极端的候选人最终当选的概率。从目前的信息看，尽管马克龙当选法国总统的可能性相对较大，但是极左与极右势力上台黑天鹅事件发生的概率仍然不容忽视。首轮选举后，第二轮选举将在5月7日举行，而6月中旬法国还要进行议会选举，国民议会中的政治格局也势必将重新洗牌，因此政治风险对欧元区资产价格的影响短期来看仍完全难以消除。

四、深度解剖：美林投资时钟的资产配置和在中国的适用性

（本文由 方正证券 的报告内容，进行整理）

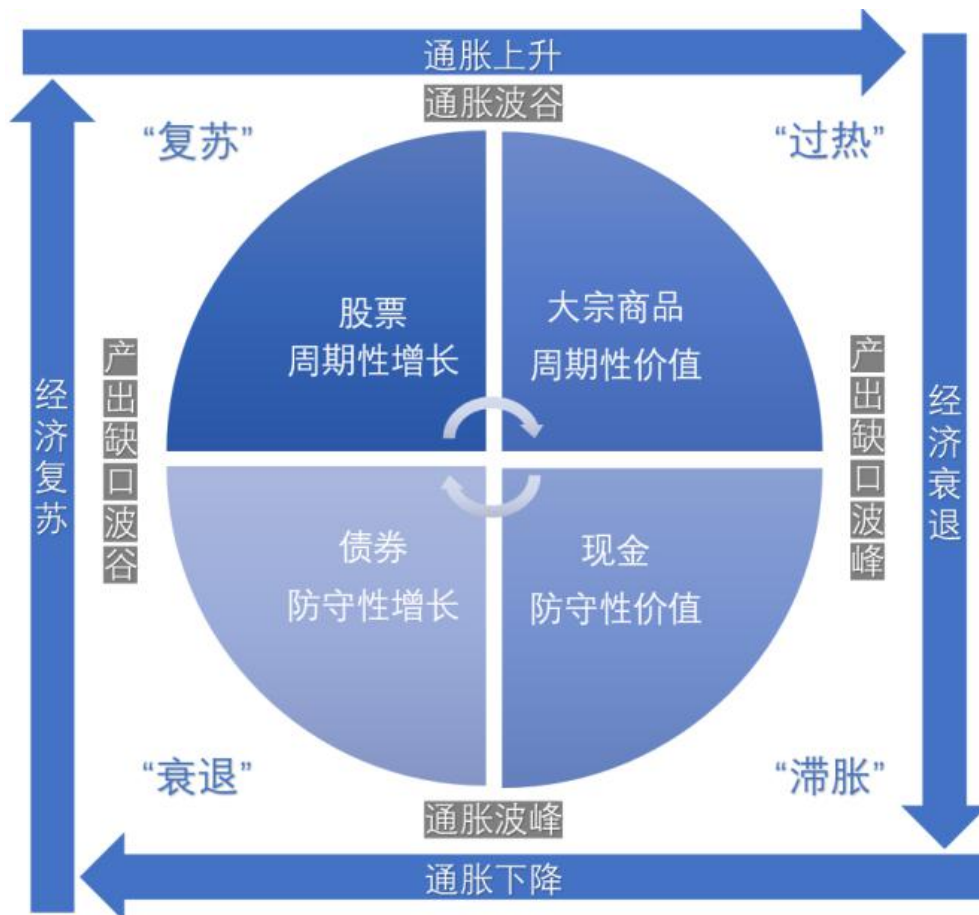
前记：由于我们宜信财富是做资产配置的，方正证券的一篇报告，关于美林投资时钟在中国的研究，对我们的资产配置策略有借鉴的价值，所以我们对那篇报告进行整理。

（1）美林投资时钟的经典理论

“美林投资时钟”是2004年由美林证券在《The Investment Clock》中提出，基于对美国1973年到2004年的30年历史数据的研究，将资产轮动及行业策略与经济周期联系起来，是资产配置领域的经典理论。

美林投资时钟模型将经济周期划分为衰退、复苏、过热和滞胀四个阶段，资产类别划分为债券、股票、大宗商品和现金四类资产，为我们完整展示了在一轮完整的经济周期中，经济从衰退逐步向复苏、过热方向循环时，债市、股市、大宗商品的收益依次领跑大类资产。

图：美林投资时钟基本框架



在衰退期：经济下行，产出缺口减少、通胀下行；货币政策趋松，债券的表现最突出。
投资机会：债券>现金>股票>大宗商品。

在复苏期：经济上行，产出缺口增加，通胀下行；经济转好，企业盈利改善，股票获得超额收益。投资机会：
股票>债券>现金>大宗商品

在过热期：经济上行，产出缺口增加，通胀上行。通胀上行增加了现金的持有成本，加息的可能性降低了债券

的吸引力，商品受益于通胀的上行，明显走牛。

投资机会：大宗商品>股票>现金/债券。

在滞胀期：经济下行，产出缺口减少，通胀上行；经济下行对企业盈利形成拖累，对股票构成负面影响，债券的吸引力提升。

投资机会：现金>债券>大宗商品/股票。

美林投资时钟将经济周期的四阶段与资产回报率相关联，使得投资决策主要取决于经济增长和通胀所处的阶段的判断，具有很强的实用性。

表：美林投资时钟的四个阶段

阶段	增长率	通胀率	最佳资产类别	最佳行业板块	收益率曲线斜率
I 衰退	↓	↓	债券	防守性成长	牛市陡
II 复苏	↑	↓	股票	周期性成长	-
III 过热	↑	↑	大宗商品	周期性价值	熊市平
IV 滞胀	↓	↑	现金	防守性价值	-

(2) 美林投资时钟：美国基本符合理论；日本符合大部分

在 1973 年至 2016 年这三十多年里，美国各类资产在各经济周期的平均收益率，与美林投资时钟的预期一致，当然本身而言，美林投资时钟就是基于美国的证券数据而得出的理论，自然在美国最符合。但是具体表现在 2008 年前后存在较大差异，在 2008 年的经济危机之前，无论是经济周期的划分，还是各类资产在各阶段的表现，美国的情况都与美林投资时钟基本符合。2008 年金融危机之后，美国的情况与美林投资时钟预示的产生了一定偏差，过热与衰退成为美国经济的主旋律，股票与债券则成为 2009 年以来表现最好的资产。

表：1973 年至 2016 年美国四大类资产收益率

阶段	债券	股票	商品	现金
I 衰退	10.24	9.39	-9.04	5.33
II 复苏	11.73	18.39	-4.53	4.18
III 过热	5.73	5.45	15.03	3.68
IV 滞胀	2.93	-5.40	19.46	6.41
	7.58	6.92	5.49	4.81

表：2009 年至 2016 年美国四大类资产收益率

阶段	债券	股票	商品	现金
I 衰退	3.78	12.45	-18.64	0.05
II 复苏	21.97	15.38	11.70	0.19
III 过热	7.66	9.75	3.16	0.16
IV 滞涨	-	-	-	-
	6.92	11.40	-6.26	0.11

按照美林投资时钟划分经济周期的四阶段，发现无论是 2008 年金融危机之前还是之后，日本的经济周期与美林投资时钟所展示的“衰退——复苏——过热——滞胀”四阶段轮转相去甚远，四个阶段随机分布，没有规律可循。日本在衰退期和复苏期的最佳资产与美林投资时钟的理论预期基本相符，但过热期与滞胀期并不一致。

表：1973 年至 2016 年日本四大类资产的收益率（%）

阶段	债券	股票	商品	现金
I 衰退	5.14	-1.20	4.74	3.73
II 复苏	5.11	9.04	-1.13	3.61
III 过热	2.34	15.21	11.08	1.01
IV 滞涨	3.25	-10.46	7.28	1.98
	4.02	2.95	5.54	2.65

(3) 美林投资时钟，中国基本面合理论

对中国通胀测算的异议较少，基本都采用 CPI，而对于中国经济增长的测算则各不相同，有 GDP、GDP 产出缺口、工业增加值、工业增加值产出缺口等，本文为了和美林证券的美林投资时钟保持一致，使用的是 GDP 产出缺口。

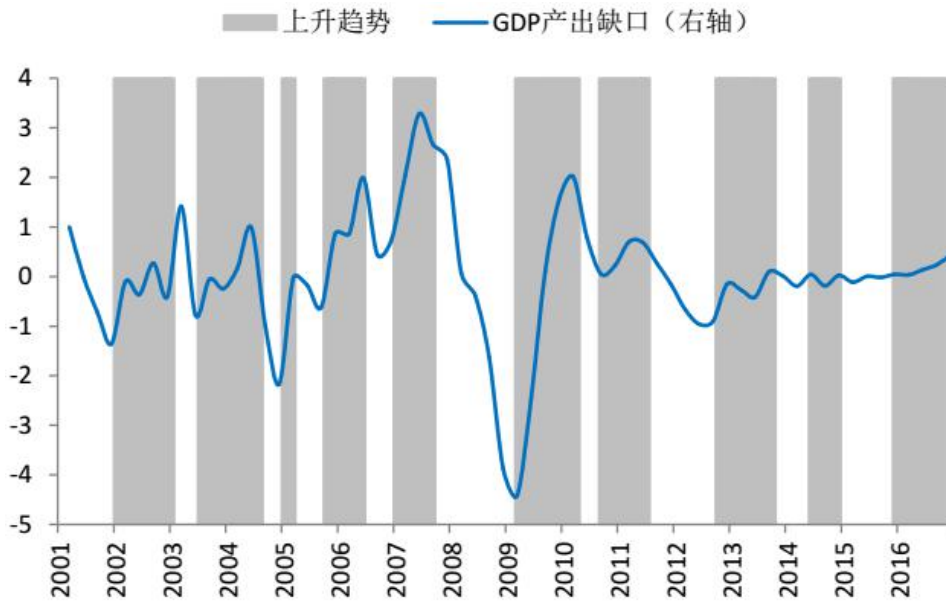
1、中国经济周期的运行：“过热”与“衰退”是主旋律

识别经济增长趋势与通胀趋势是划分美林投资时钟经济周期的关键，我们采用中国的 GDP 产出缺口和 CPI 数据来识别增长趋势与通胀趋势来考察 2002 年 1 月到 2016 年 12 月的经济周期，为了更清晰的识别阶段，我们从 2001 年 3 月起开始分析研究。

整体来看，中国经济上升的时间远长于下降的时间，大致可以区分为四个较明显的阶段：1) 2001 年至 2007 年年中处于震荡上升的阶段；2) 2008 年前后受金融危机的影响，经济严重下滑，产出缺口于 2009 年年初跌至整个时期的最低点，为-4.42%，随后触底反弹，在 2010 年年初达到 2008 金融危机之后至今的最高峰 2%；3) 2010 年至 2012 年年中，经济整体呈下滑趋势。4) 2012 年年底至今，产出缺口长期处于低于 0 的水平，2015 年之后产出缺口在接近 0 的位置几近处于平滑状态，在图表里上升与下降的趋势都不明显，通过观察产出缺口原始数据以及 PMI 指数，我们可以判断出 2015 年 1 月至 2015 年 11 月产出缺口处于下降的趋势，2015 年 12 月之后产出缺口大于 0，并持续

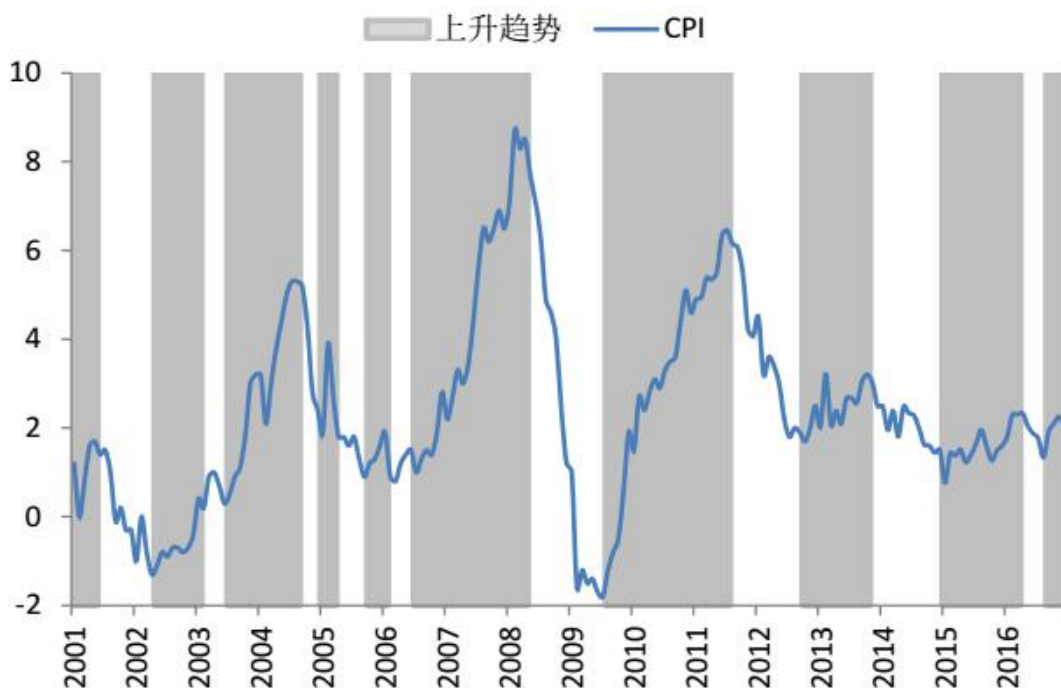
上升至2016年12月。

图：2001年至2016年中国产出缺口（%）



2002年以来，中国通胀经历了三个较明显的周期：1) 2002年至2004年8月CPI是显著上升的阶段，随后至2006年3月震荡下跌，为第一个周期；2) 2008年2月上升至CPI的最高点8.7%，随后又于2009年6月剧跌至最低点-1.7%，此为第二个周期；3) 第三个周期便是2009年年中至今，同样经历了一个先上升再下降的过程，不过在2011年至今的下降的过程中，有过两次小幅上升的阶段。整体上来看，CPI上升的时间略长于下降的时间，并且CPI大部分时间处于1%至4%这个较为正常的区间，既没有发生恶性的通货膨胀，也没有严重的通货紧缩。

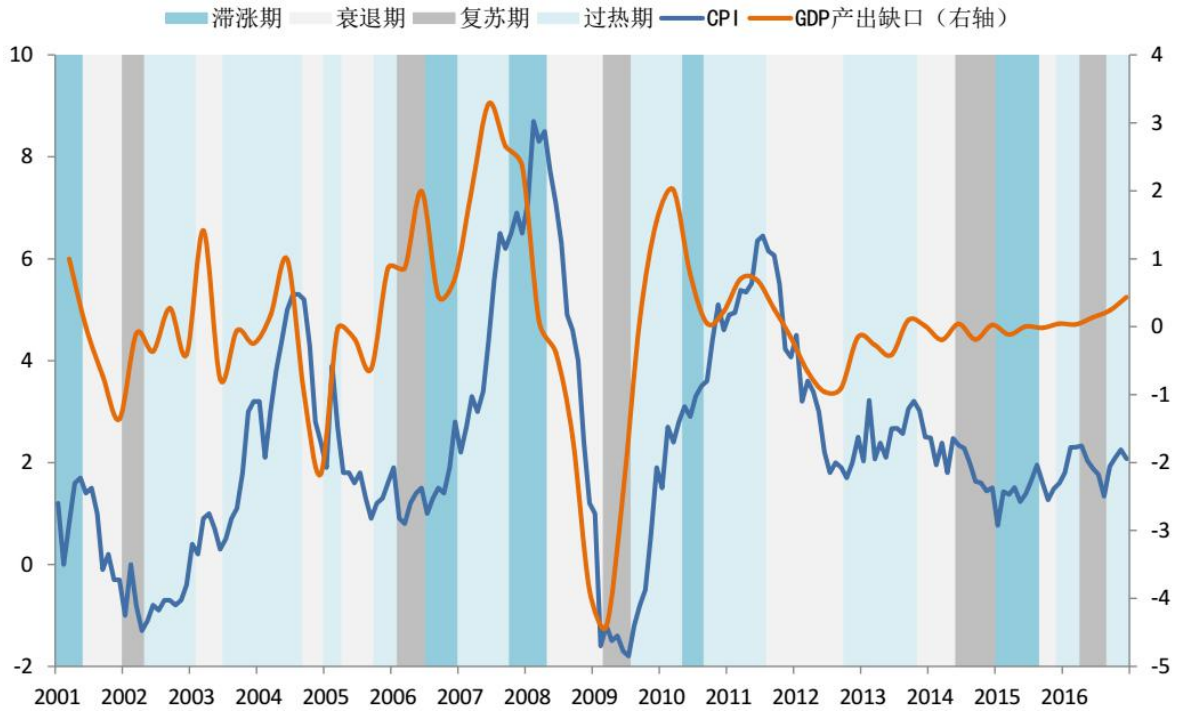
图：2001年至2016年中国CPI（%）



划分经济增长与通胀的周期之后，根据美林投资时钟模型，我们可以划分经济周期的四个阶段，“经典”的经

济周期是从时钟的左下角（衰退期）开始，按照顺时针方向轮动，经历衰退-复苏-过热-滞胀四个阶段。但是，时钟在某些时间段内也会逆时针转动或者直接进入到下个阶段。从我们的划分结果来看，2008年5月至2010年8月，如美林投资时钟显示，依次经历了这四个阶段，是一个经典的周期。除此之外，经济周期的四个阶段并没有遵循顺时针转动的规则，而更多呈现出“衰退”和“过热”交替出现的态势，“过热”与“衰退”是2002年至今经济的主流，滞胀期和复苏期都较短。

图：2001年至今中国经济周期的四个阶段



我们考察2002年1月至2016年12月的经济周期，在180个月中，共经历了7个衰退阶段、5个复苏阶段、10个过热阶段和4个滞胀阶段。各阶段的分布极不均匀，过热期最长，有80个月，占比接近一半，时间最短的是滞胀期，只有25个月，占比13.89%。持续时间也存在较大差异，过热期平均有8个月，复苏期只有5.2个月。

表：中国经济周期频率及持续时间

阶段	总计 (月数)	总计 (年数)	频率 (%)	平均持续 时间 (月数)
衰退	49	4.08	27.22%	7
复苏	26	2.17	14.44%	5.2
过热	80	6.67	44.44%	8
滞胀	25	2.08	13.89%	6.25
	180	15.00	100.00%	6.92

2、大类资产收益率与美林投资时钟预期一致

在中国，除了滞涨期，其他阶段表现最优的大类资产与美林投资时钟的预计是相符的。同时，在整个时间段，股票的年平均收益率是最高的，达到 6.16%，远高于债券的 3.58%，现金的年平均收益率 2.08%，商品年平均收益率甚至为负，只有-1.03%。

衰退：债券是衰退阶段的最佳选择，债券的收益率为 3.76%。处于投资钟对立位置的大宗商品表现很差，年平均收益率为-23.04%；而表现最糟糕的是股票，收益率为-23.96%。

复苏：股票是复苏阶段的最佳选择，年平均收益率达到了 68.07%。

III过热：商品在过热阶段表现最好，年平均收益率为 15.65%。

IV滞胀：现金在该阶段的年均收益率为 2.08%。但表现最好的是债券，年平均收益率为 3.59%。

表：中国四大类资产的收益率（%）

阶段	债券	股票	商品	现金
I 衰退	3.76	-23.96	-23.04	2.36
II 复苏	3.28	68.07	-0.83	1.82
III 过热	3.57	8.14	15.65	1.95
IV 滞胀	3.59	-3.14	-10.70	2.21
	3.58	6.16	-1.03	2.08

观测各大类资产在各个阶段的表现，也会得到与美林投资时钟的预计基本一致的结论。在 7 段衰退期，有 4 个阶段债券取得最好的收益率，例外的 2 个阶段商品表现最好，这与商品的国际市场有关，另一个阶段是 2015 年末，股票收益最高。在 5 段复苏期，有 3 个阶段股票取得最好的收益率，年平均收益率均在 80%以上，例外的 2 个阶段是商品表现最佳。在 10 段过热期，有 6 个阶段商品取得最好的收益率，例外的 4 个阶段有 3 个正是在股市高速上升时期，分别是在 2005 年年底、2007 年 1 月至 9 月，以及 2012 年至 2013 年，股票的收益率高于商品。在 4 段滞胀期，现金都不是收益最高的，有三个阶段债券表现最好，另一个阶段是在 2006 年下半年，股票年平均收益率远高于其他资产，达到 78.74%。

表：每个周期中的梅林投资时钟表现

衰退	月份	债券	股票	商品	现金
2003.02-2003.06	5	3.01	1.38	-2.58	1.71
2004.09-2004.12	4	5.16	-16.23	1.39	1.71
2005.04-2005.09	6	3.60	-5.33	30.13	1.71
2008.05-2009.02	10	3.64	-71.58	-109.09	2.66
2011.08-2012.09	14	3.56	-22.03	-2.44	2.97
2013.11-2015.05	7	4.45	-16.34	7.89	2.60
2015.9-2015.11	3	3.17	23.29	-61.19	1.18
平均		3.76	-23.96	-23.04	2.36
复苏	月份	债券	股票	商品	现金
2002.01-2002.04	4	3.06	8.38	45.40	1.78
2006.02-2006.06	5	2.98	79.98	2.10	1.71
2009.03-2009.07	5	3.19	141.31	55.10	1.71
2015.06-2015.12	7	3.97	87.72	-72.46	2.53
2016.04-2016.08	5	2.86	8.07	8.74	1.10
平均		3.28	68.07	-0.83	1.82
过热	月份	债券	股票	商品	现金
2002.05-2003.01	9	2.98	-15.12	29.11	1.71
2003.07-2004.08	14	3.81	-11.93	23.17	1.71
2005.01-2005.03	3	4.80	-23.58	82.17	1.71
2005.10-2006.01	4	3.12	29.08	-23.03	1.71
2007.01-2007.09	9	3.81	141.90	23.24	2.17
2009.08-2010.04	9	3.55	-25.96	10.31	1.71
2010.09-2011.07	11	3.82	2.56	28.49	2.44
2012.10-2013.10	13	3.66	3.19	-5.24	2.60
2015.12-2016.03	4	2.87	-30.44	-34.16	1.10
2016.09-2016.12	4	2.85	-1.60	29.34	1.10
平均		3.57	8.14	15.65	1.95
滞涨	月份	债券	股票	商品	现金
2006.07-2006.12	6	3.09	78.74	-42.20	1.78
2007.10-2008.04	7	4.30	-57.43	49.22	3.20
2010.05-2010.08	4	3.27	-16.39	-41.08	1.71
2015.01-2015.08	8	3.50	-7.25	-22.45	1.91
平均		3.59	-3.14	-10.70	2.21
全时段	月份	债券	股票	商品	现金
2002.01-2016.12	180	3.58	6.16	-1.03	2.08

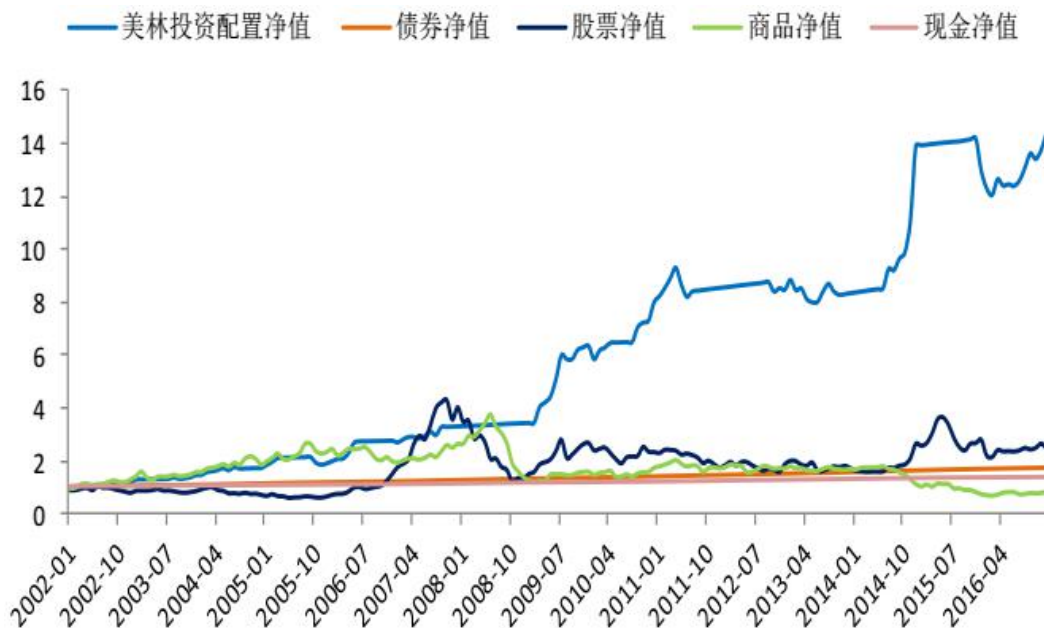
3、按照美林投资时钟进行资产配置的表现优异

美林投资时钟在中国的有效性很高。2002年至2016年期间，债券、股票、商品与现金收益率累计分别为70.98%、151.44%、-13.39%、36.53%，而美林资产配置的收益率累计为1344.3%，远远高于四大类资产的收益。

美林投资时钟应用到中国，也有表现不佳的时候，在2007年1月至2007年10月，中国经济周期处于过热期，按美林投资时钟理应配置到商品，但因股市大涨，商品的表现并不如股票，股票净值一度高于美林投资时钟配置的净值。在2014年6月到2014年12月，中国经济周期处于复苏期，美林投资时钟配置股票，此时股市大涨，美林投资时钟配置表现优异，随后2015年1月至2015年6月，因中国经济周期进入过热期，美林投资时钟建议配置商品，但股市继续大涨，依美林投资时钟配置的表现受到影响。即便如此，2002年1月至2016年12月的整个时段，依美林投资时钟进行资产配置的净值表现还是远远优于仅投资任意单一资产类别。

考虑净值的回撤，依美林投资时钟进行资产配置，较仅投资股票优势更加明显。中国股市波动幅度较大，虽然股票有过多次大幅上升，但在2008年以及2015年下半年，股票净值也经历了两次很大的回撤，2007年10月到2008年10月，股票净值从4.32回撤到1.26，回撤幅度达70.8%。2015年5月到9月，股票净值从3.68回撤到2.43，回撤幅度为40.6%，其他还有多次幅度较小的回撤。而依美林投资时钟进行资产配置的净值回撤，最大的两次分别是在2011年上半年以及2015年年底，2011年4月至2011年6月，美林投资时钟配置净值从9.32回撤到8.22，回撤幅度为11.8%，2015年11月至2016年2月，美林投资时钟配置净值从14.23回撤到12.08，回撤幅度为15.1%，幅度远远小于股票净值的回撤。

美林投资时钟资产配置净值表现优异



4、“过热”与“衰退”交织是政府干预经济的结果

在2002年至2016年中，只有2008年5月至2010年8月经历了一个经典的经济周期，其他时候经济周期的四个阶段都没有遵循特定的规则。在这15年里，中国经济周期的一大特点便是过热期与衰退期明显比复苏期与滞涨期要长，有好几个时段甚至出现过热与衰退轮替的情况，这与政府频繁使用积极的财政政策来调控经济有关。

中国的经济周期受政府的影响比较大，是一种政府主导型经济周期。在2002至2016年这15年中，除了2004年至2008年实施稳健的财政政策，其余10年均是积极的财政政策。当政府采取积极的财政政策对经济进行频繁调控时，容易导致经济波动较大：当经济过热时，政府采用抑制性的政策进行调控，使得经济迅速走向衰退；当衰退时，在政府的积极刺激下，经济迅速复苏过热。“过热”与“衰退”成为主流是政府主导型经济周期的一大特色。

5、应用美林投资时钟可以把握股市机会、规避风险

中国大类资产收益表现的一大特点便是股票的表现突出，收益率远高于其他资产。在 2002 至 2016 这 15 年里，股票的年平均收益率是最高的，达到了 6.16%，债券、现金分别仅为 3.58%与 2.08%，商品的年平均收益率甚至是负的，为-1.03%。中国股市的高收益伴随着极高的风险，从沪深 300 指数来看，2002 年 1 月至 2016 年 12 月，中国股市在这 15 年间整体呈上升走势，上涨了 170.93%，但在 2008 年以及 2015 年有两次很大的波动，波动的低点较前期高点分别下跌了 70.75%与 40.56%，跌幅巨大，除了两次大的下跌之外还有很多次幅度相对较小的下挫。

美林投资时钟能够有效把握复苏期的股市机会和规避衰退期的股市风险，依美林投资时钟划分的经济周期，在衰退期股票表现差，在复苏期股票表现好，可以有效的指导资产配置。当然也有一定的代价，即在一些时间，按美林投资时钟并不能够配置收益最高的资产上去，如 2007 年 1 月至 2007 年 10 月和 2015 年 1 月至 2015 年 6 月期间都是股市表现最佳，但美林投资时钟均建议配置到商品上去。

规避衰退期的股市风险是应用美林投资时钟指导资产配置表现优异的重要原因，因为衰退期时，股市的回撤幅度巨大，2008 年 5 月至 2008 年 10 月沪深 300 指数从 3612 跌至 1634，幅度达 55%；2011 年 8 月至 2012 年 9 月，沪深 300 指数从 2847 跌至 2294，幅度达 19%。

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更，本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不代表任何确定性的判断。投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发需注明出处为宜信卓越财富投资管理（北京）有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。