

两种经济周期的研究方法

——如何把握危机后的投资机会

策略分析师：陈大鹏

执业证书编号：S0020520070002

邮箱 chendapeng_sh@gyzq.com.cn

电话 021-51097188

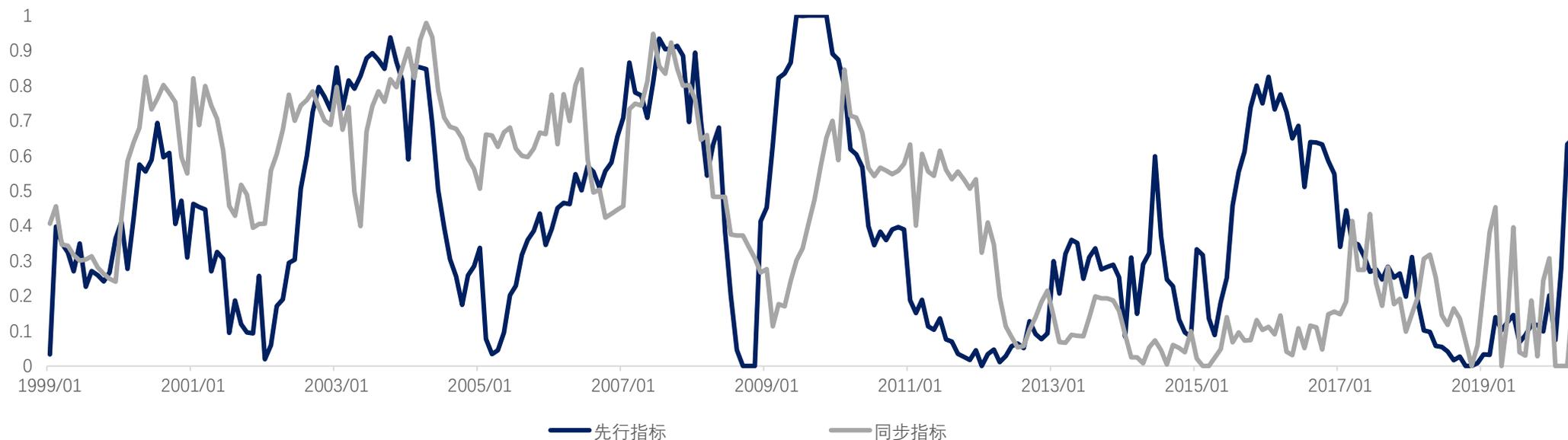
- 如何自上而下地研究投资机会
- 经济周期的两种判断方法
- 资产价格周期
- 当前的投资机会
- 当前的分歧
- 当前可以采取的行动
- 当前面临的风险

➤ 上世纪80年代，金融学家们发现90%的资产价格波动可以被大类资产价格波动解释，这给了大类资产配置以存在的意义。但我们依然没有完全明白大类资产配置的轮动到底是由什么驱动的。目前来说有两种思路比较普遍

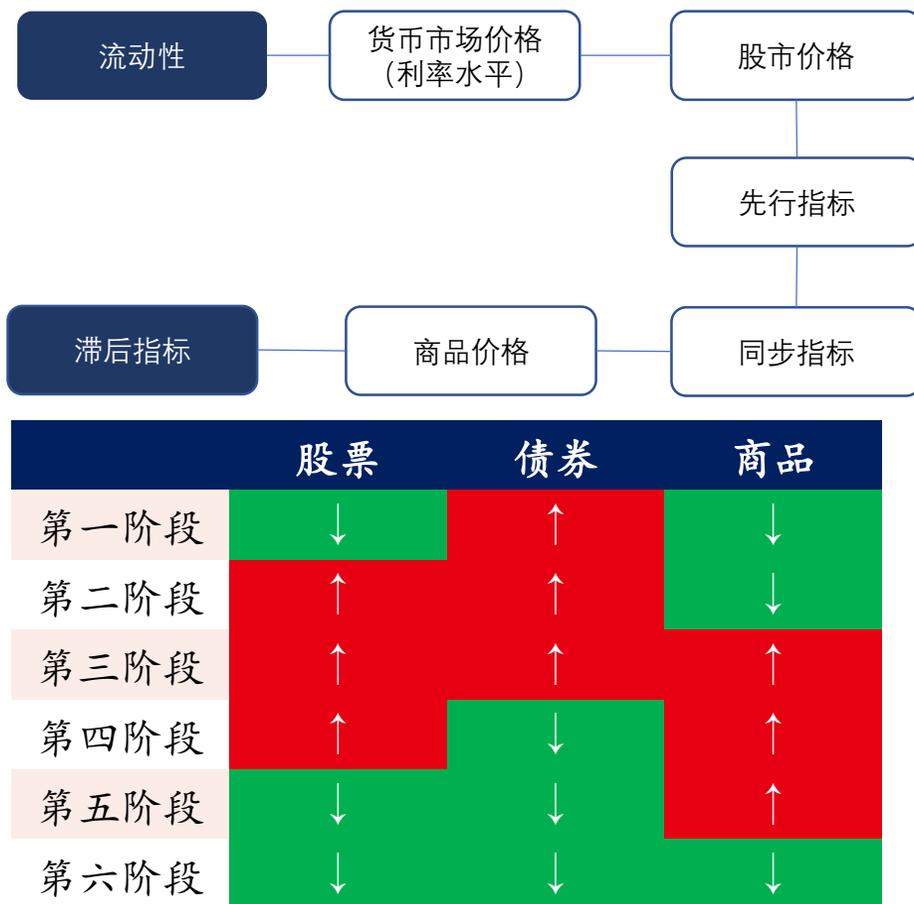
1. 大类资产价格周期由经济周期驱动，具体来说，利率是驱动大类资产配置的核心指标
2. 大类资产价格周期由不确定性驱动，具体来说，波动率是驱动大类资产配置的核心指标

但无论如何，经济周期的波动，资产价格的波动，是自上而下进行投资的收益来源所在

图 1：20年中国经济周期



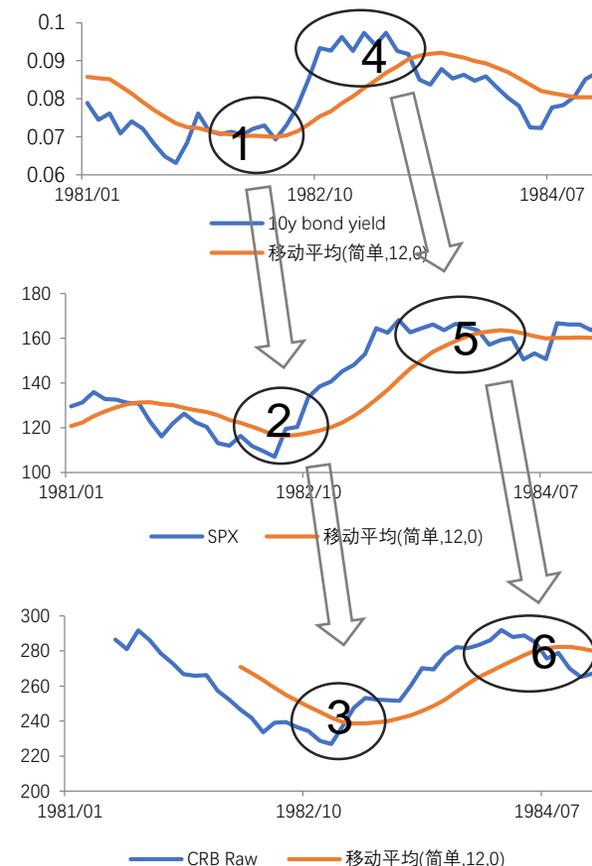
资料来源：Wind，国元证券研究中心



债券

股票

商品



- 下图展示了如果用普林格经济周期来研究中国资产价格周期，我们会得出的结论，从2010-2018年，中国经历了一个完整的普林格经济周期，而在2018年年底，开始了第二个普林格经济周期，这与我们在图1中得出的结论是类似的
- 然而值得思考的是，图中红色所示的2013年夏季，与2015年夏季，是周期的例外，还是周期的推手？不同的看法可能导出不同的结论

图 2：资产价格周期与经济周期



资料来源：Wind，国元证券研究中心

如果用普林格经济周期的判断方法，我们当前情况如何？

- 当前经济先行指标从高位开始回落，经济同步指标正在缓慢复苏，工业快于消费，经济滞后指标有望回暖，PPI的好转可期。
- 当前处于普林格经济周期第四阶段-第五阶段
- 可以理解当前市场对于周期股的关注

图 3：普林格周期与分行业表现情况

阶段	5	6	1	2	3	4	
开始时间	2010/7/10	2011/4/23	2011/9/24	2013/11/23	2014/7/26	2016/2/6	2016/10/22
结束时间	2011/4/23	2011/9/24	2013/6/1	2014/7/26	2015/2/7	2016/10/22	2018/3/8
表现好的行业	有色金属	食品饮料	传媒	计算机	非银行金融	家电	食品饮料
	建材		银行	汽车	建筑	食品饮料	家电
	机械		医药	电力设备	计算机	建筑	钢铁
	煤炭		电力及公用事业	餐饮旅游	交通运输	建材	银行
	基础化工		房地产	有色金属	钢铁	电子元器件	非银行金融
表现差的行业	传媒	机械	有色金属	商贸零售	电子元器件	计算机	计算机
	非银行金融	电力设备	钢铁	传媒	石油石化	餐饮旅游	国防军工
	银行	钢铁	煤炭	煤炭	食品饮料	传媒	传媒

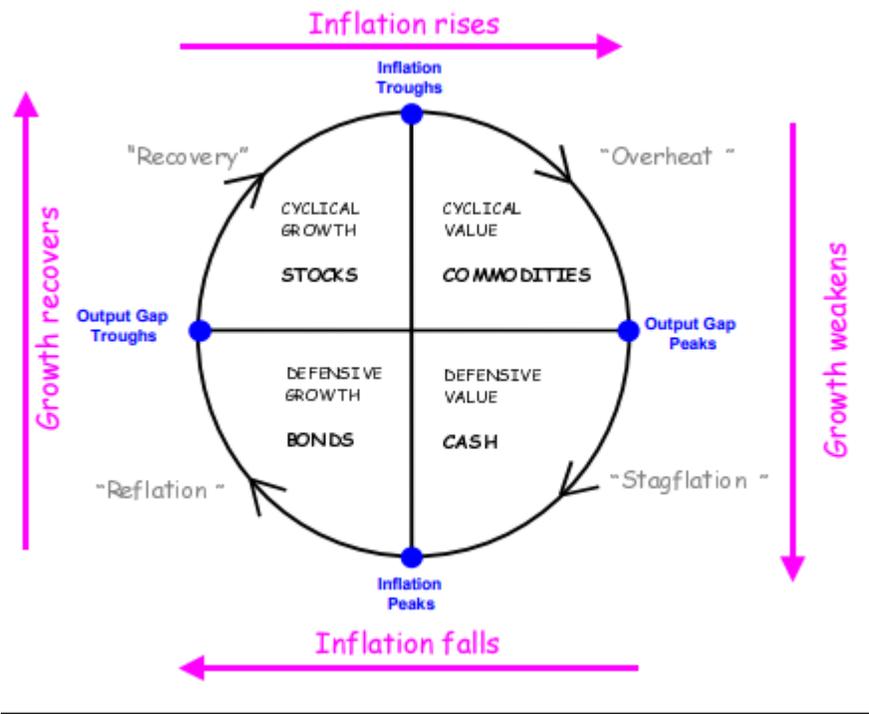
资料来源：Wind，国元证券研究中心

从波动率的周期看经济周期

➤ 美林时钟实际上是一种宏观的波动率时钟，GDP和通胀的波动率决定了它的走势，但它有几个缺点

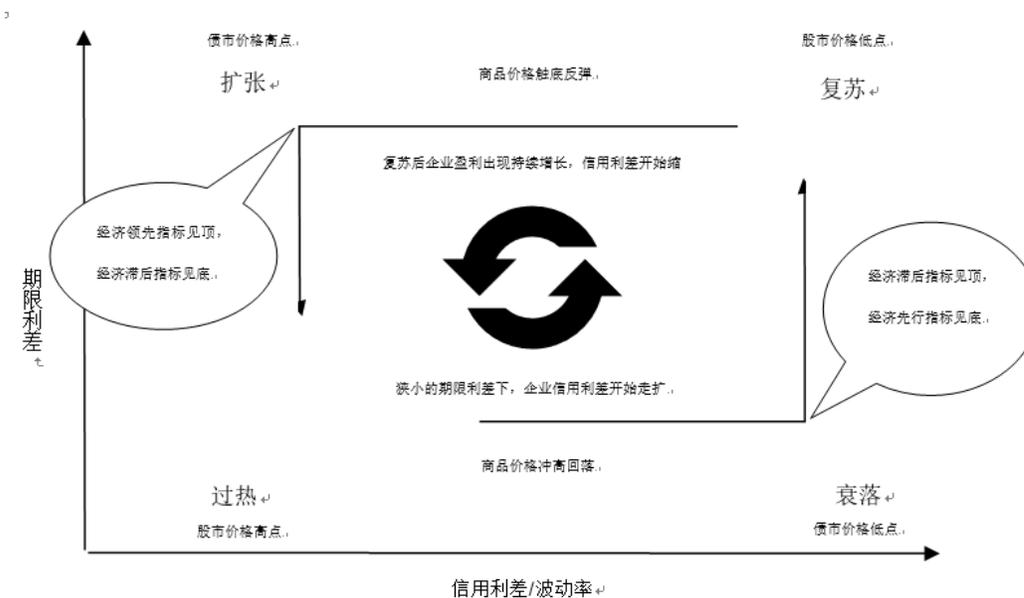
1. 不够高频，GDP和CPI是月度数据
2. 萧条的时间越来越短
3. 对于投资的指导意义基于历史经验，一如图3

图 4：美林时钟是正确的，但不一定实用



资料来源：Wind，国元证券研究中心

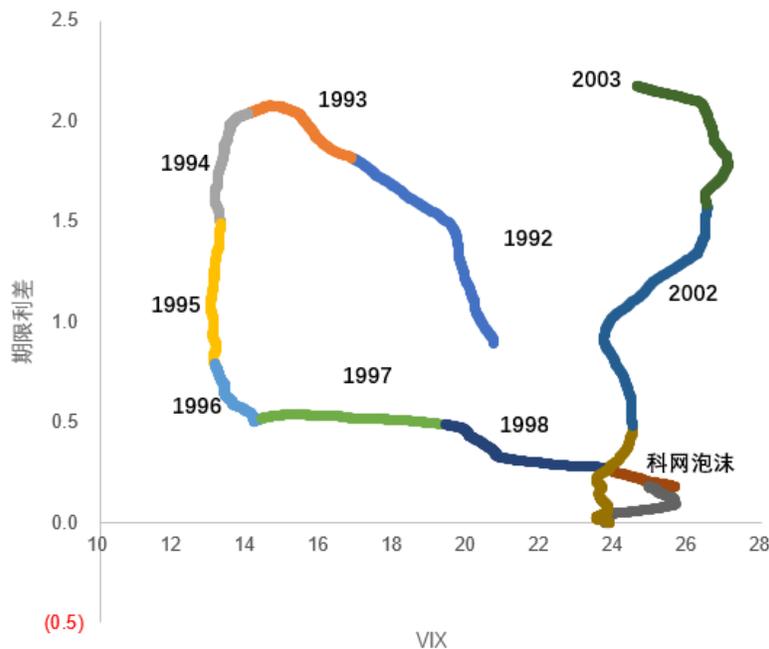
图 5：波动率也可以反映经济周期



资料来源：Wind，国元证券研究中心

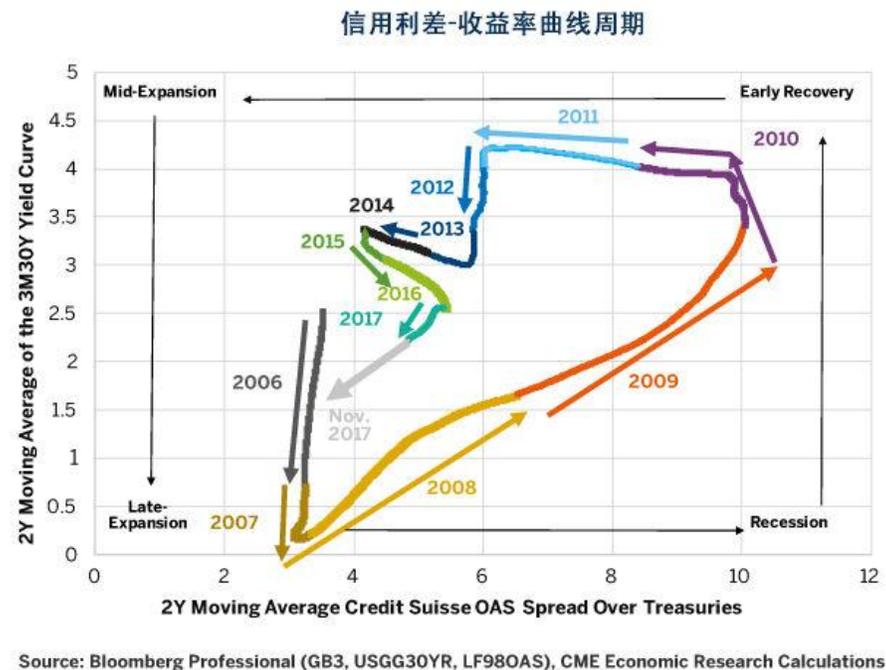
➤ 更高频的经济周期时钟可以用来指导投资

图 6: 1993-2003的周期 (VIX)



资料来源: Wind, 国元证券研究中心

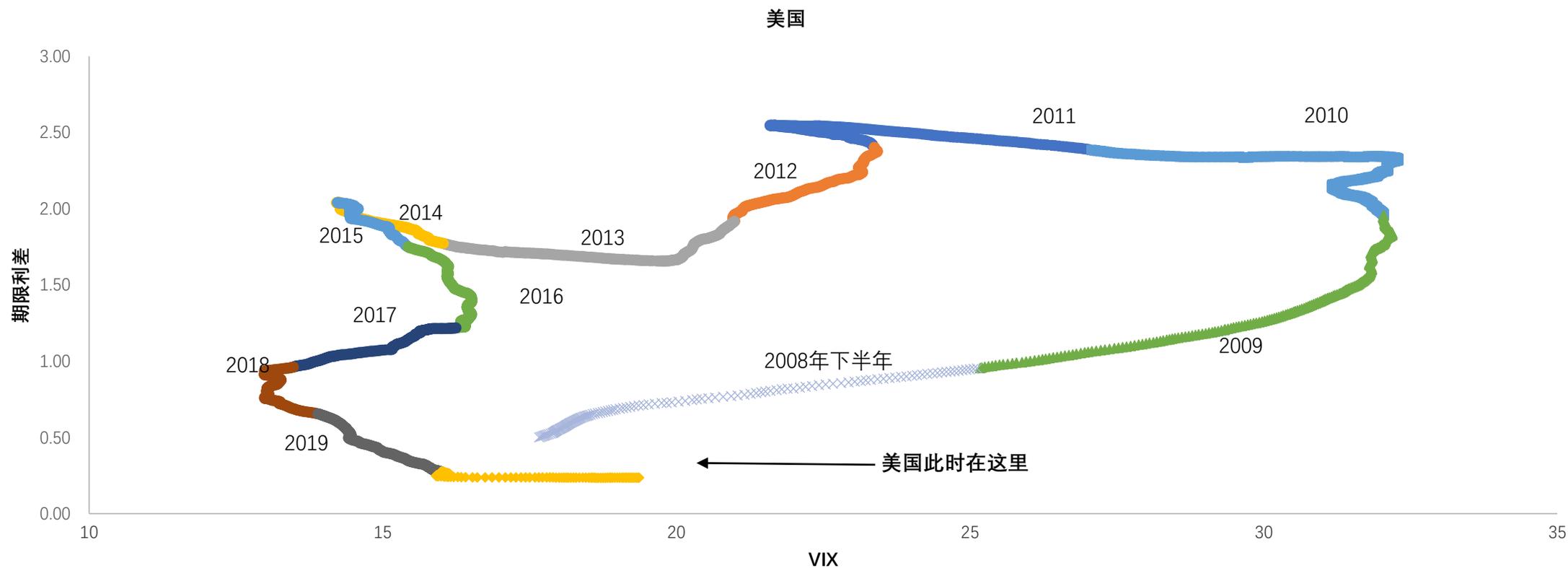
图 7: 2006-2017年的周期, 信用利差



资料来源: CME Group, 国元证券研究中心

➤ 更高频的经济周期时钟可以用来指导投资

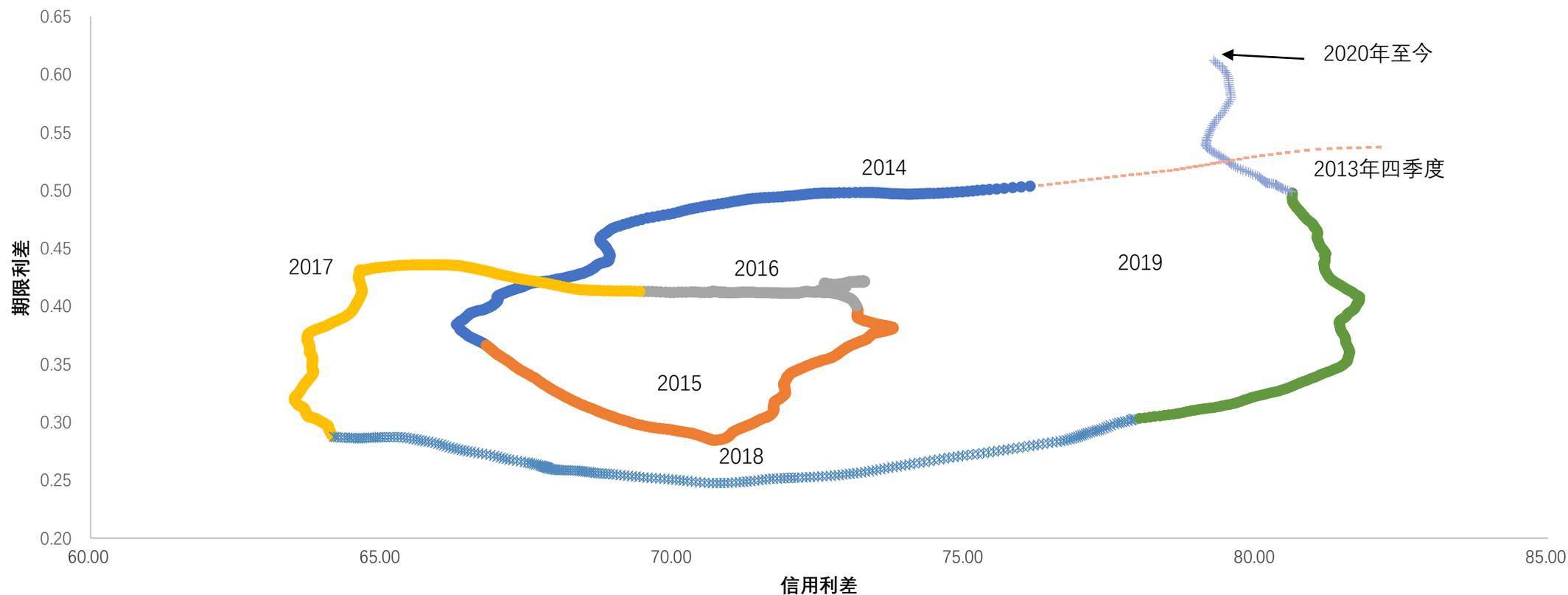
图 8：美国经济周期，2008-2020，VIX



资料来源：Wind，国元证券研究中心

➤ 更高频的经济周期时钟可以用来指导投资

图 9：中国经济周期，2014-2020



资料来源：Wind，国元证券研究中心

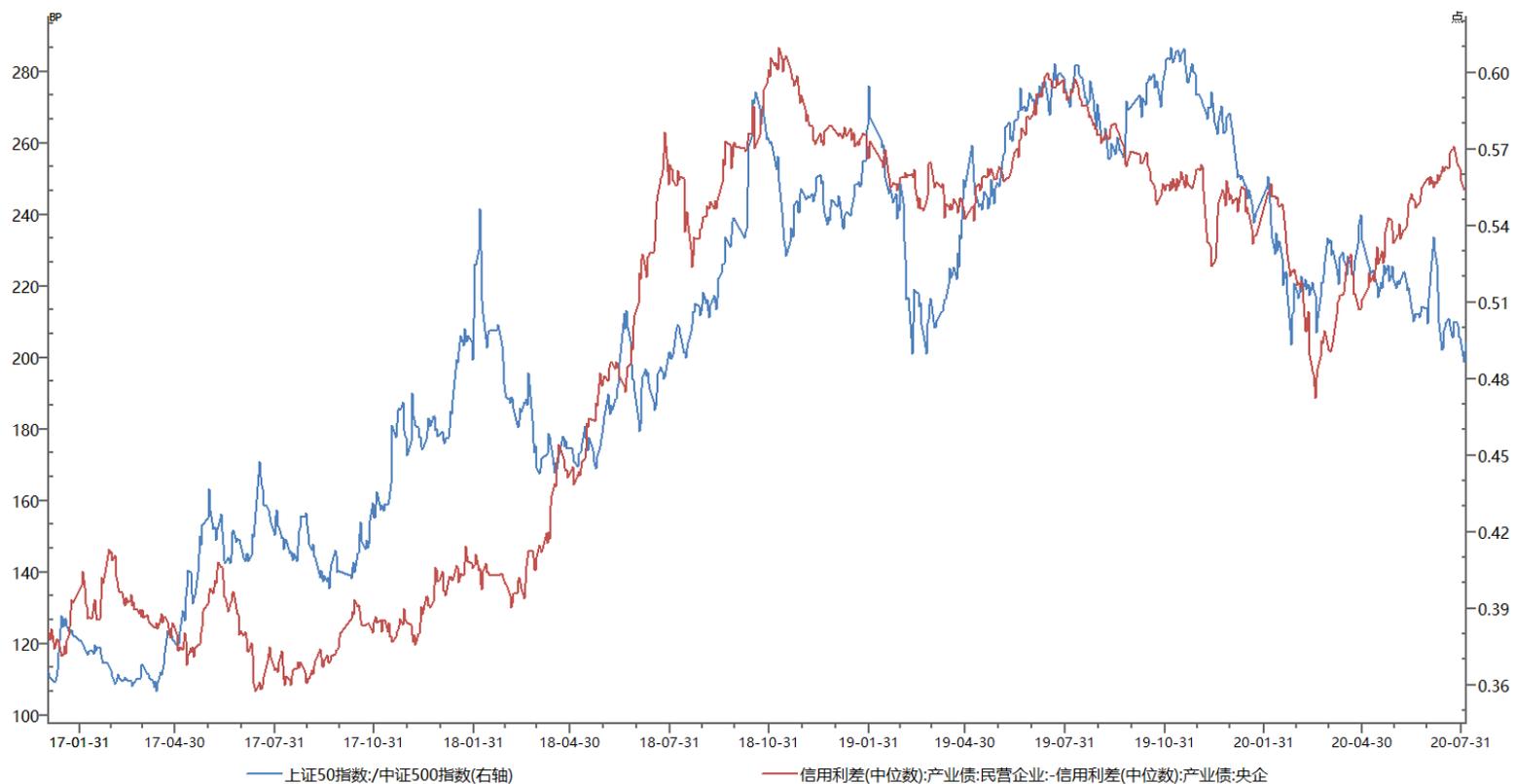
- 在经济周期初期，信用利差较高，风险较大，期限利差扩大，经济先行指标走高，债券表现更好
- 在经济周期中期，信用利差降低，风险趋缓，期限利差维持，经济同步指标走高，股票表现更好
- 在经济周期后期，信用利差走平，风险趋缓，期限利差降低，经济滞后指标走高，债券表现更差
- 在经济周期末期，信用利差走高，风险较大，期限利差维持，经济指标全面走低，股票表现更差

在完成大类资产配置的同时，我们也可以自上而下地观察投资风格

- 大盘股与小盘股
- 成长与价值

➤ 2017年之后，股市与债市对于大小盘的看法趋于一致

图 10：大小盘比价

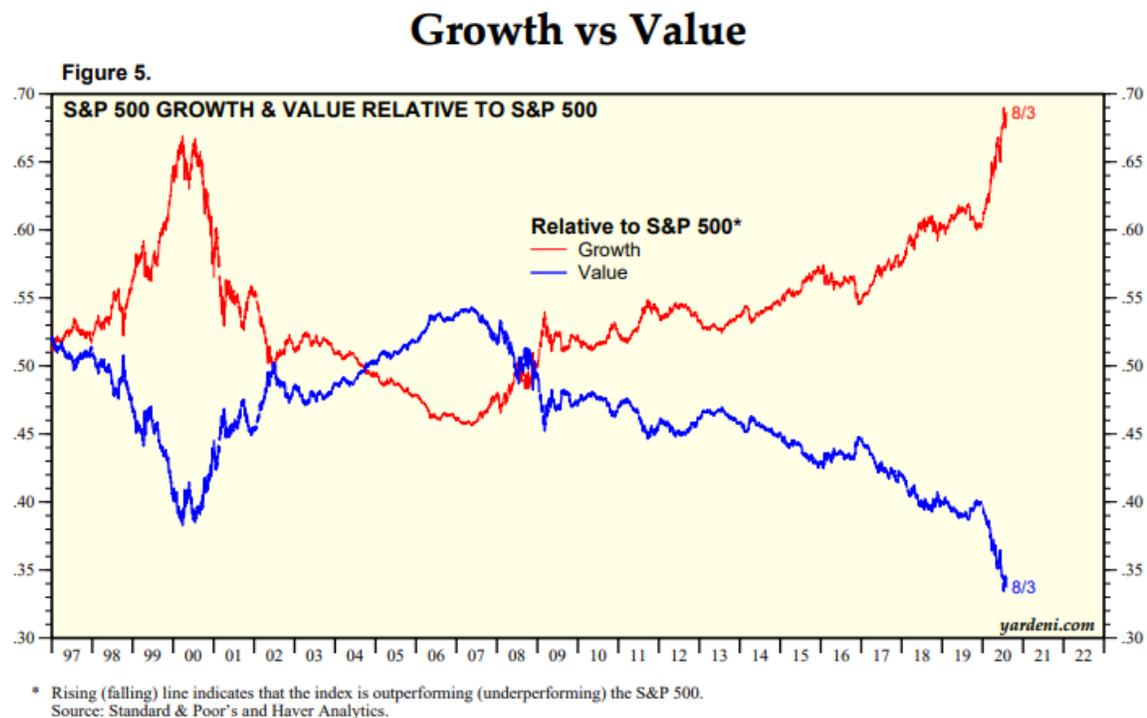


数据来源: Wind

资料来源: Wind, 国元证券研究中心

➤ 而成长股与价值股的背离更为明显

图 11：成长/价值比价



资料来源：Wind，国元证券研究中心

- 中国经济先行指标已经处在较高的位置
- 中国经济同步指标正在恢复
- 中国经济滞后指标正在恢复
- 期限利差长期均值已经处在高位
- 信用利差长期均值已经处在高位
- 2017年开始民企与国企的融资成本差距正在拉开
- 成长股跑赢低市净率股票的情况普遍存在

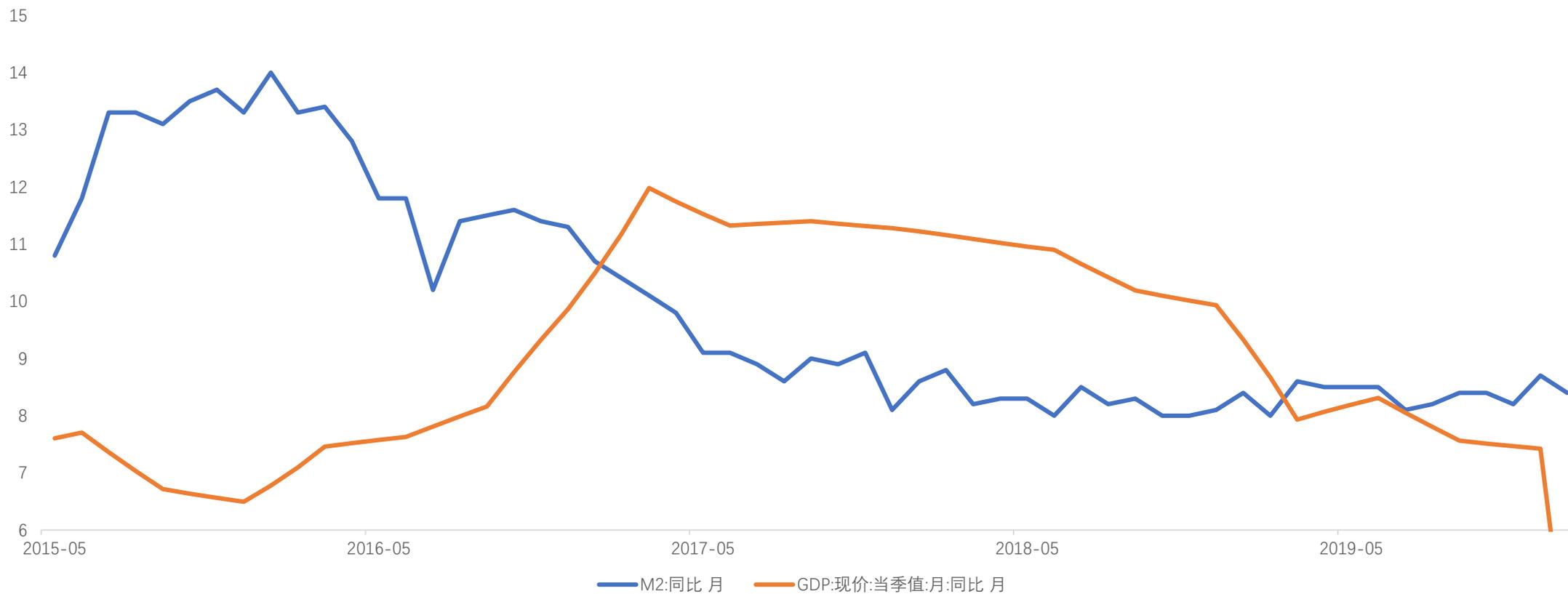
资产配置建议

- 股票/商品优于债券
- 低市净率股票可能在5年以上的时间段跑赢
- 央企的比价优势依然存在

- 央行对于杠杆的态度
- 联储扩表的上限
- 经济复苏的进程

➤ 考虑到中国经济周期更为领先，人民银行的监管态度较为严格

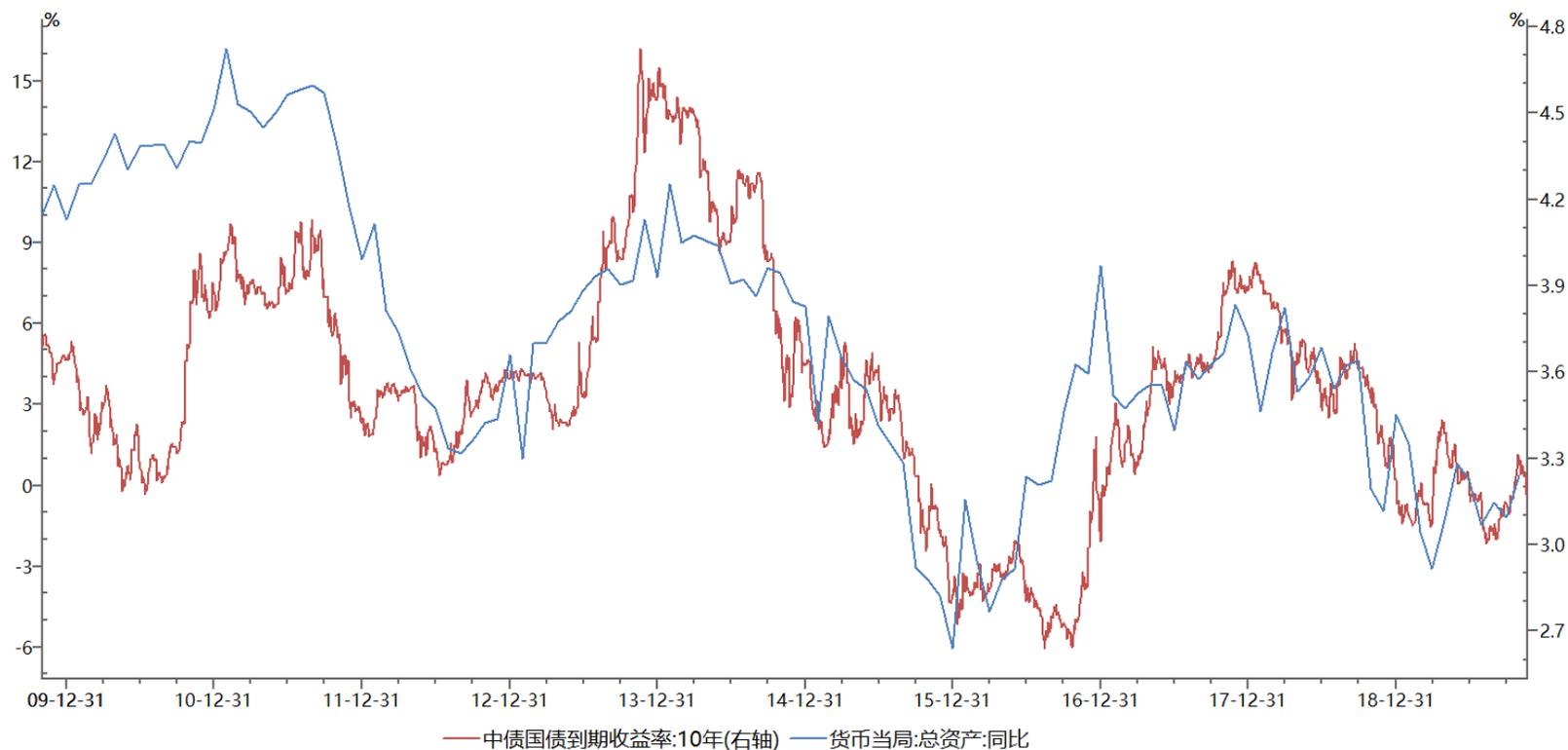
图 12：人民银行在2017-2019的尝试去杠杆



资料来源：Wind，国元证券研究中心

➤ 扩表是收紧，缩表是放松

图 13：人民银行扩表是收紧，缩表是放松，另外一个角度看当时人民银行的態度



数据来源:中国债券信息 Wind

资料来源: Wind, 国元证券研究中心

➤ 宽货币与宽信用截然不同

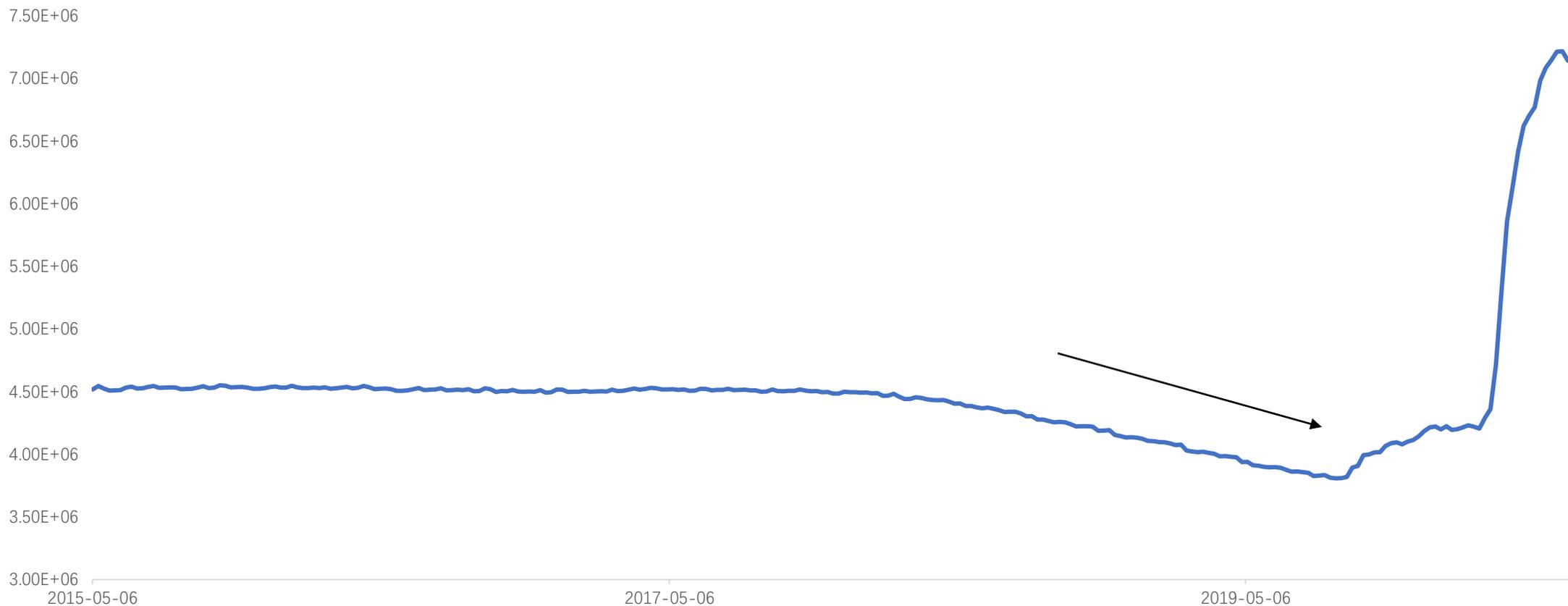
图 14：这种收紧并不意味着对民企的融资收紧



资料来源：Wind，国元证券研究中心

➤ 联储当前左右为难，缩表的进程被打断

图 15: 今天的联储已经不再是2018年的联储了



资料来源: Wind, 国元证券研究中心

非理性繁荣的重演，一如1996年

➤ 联储当前左右为难，缩表的进程被打断

图 16: 1996年非理性繁荣的预言实际上是精准的

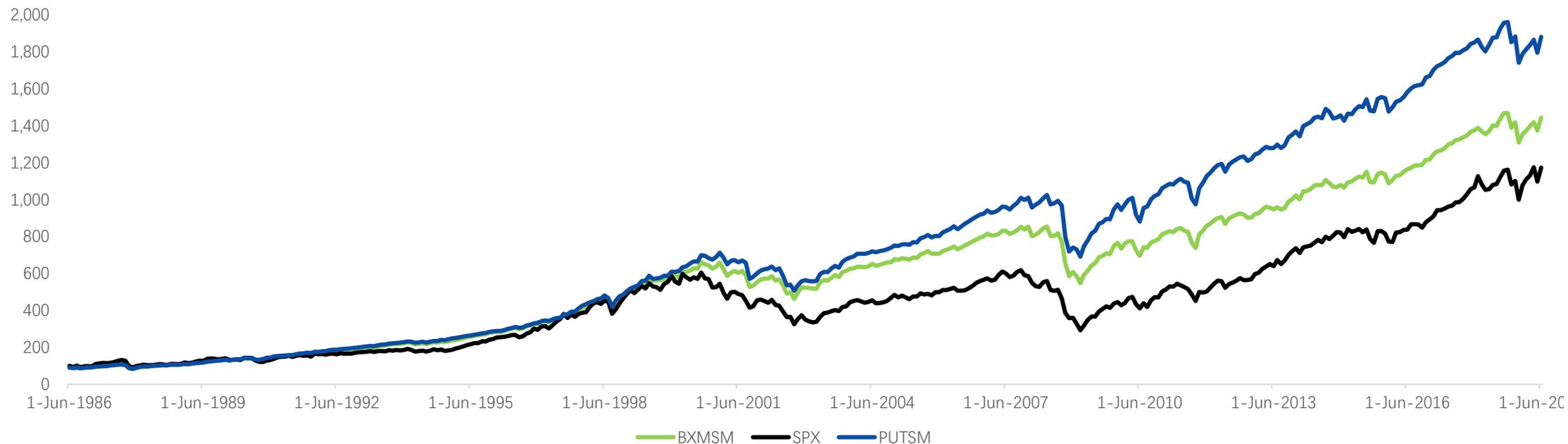


资料来源: Wind, 国元证券研究中心

- 中国经济周期较为领先，人民币汇率可能无需过度担忧，人民币资产的回报率较高，外资流入应有之义，长期做多人民币/美元
- 低市净率股票可能长期修复，周期股的表现可期，但银行可能被负利率预期拖累
- 期权策略可能在当下有较好的发展空间，建议关注上证50备兑策略

图 17：未来中国上证50期权策略也有可能类似BXM, PUT一样跑赢指数

卖出不需要的流动性



资料来源：Wind，国元证券研究中心

当前面临的风险

- 经济复苏进程可能被打断
- 对民企的宽松可能不达预期
- 疫情可能超预期



(1) 公司评级定义

买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5%之间
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上

(2) 行业评级定义

推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10%以上

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。特此声明。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000),国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。



一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出告或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。

免责声明：

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。网址：www.gyzq.com.cn