

审时度势

——大类资产配置框架

荀玉根（海通证券首席经济学家） SAC号码： S0850511040006

郑子勋（海通策略联席首席分析师） SAC号码： S0850520080001

余培仪（海通策略高级分析师） SAC号码： S0850523040002

王正鹤（海通策略高级分析师） SAC号码： S0850523060001

2023年8月7日

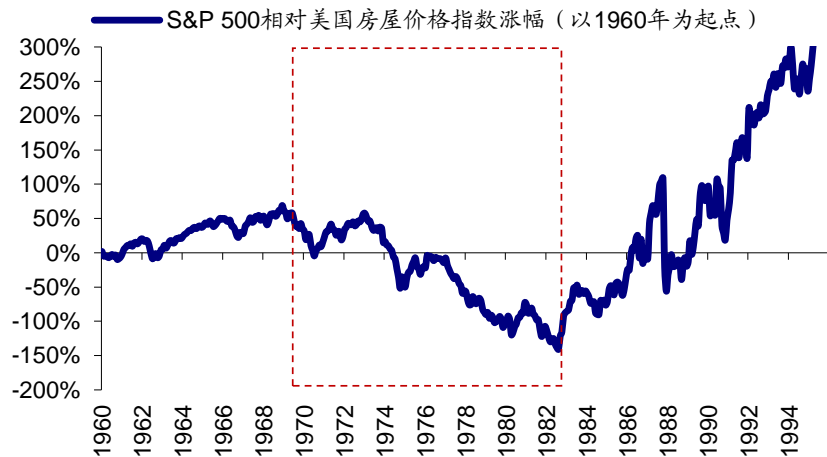
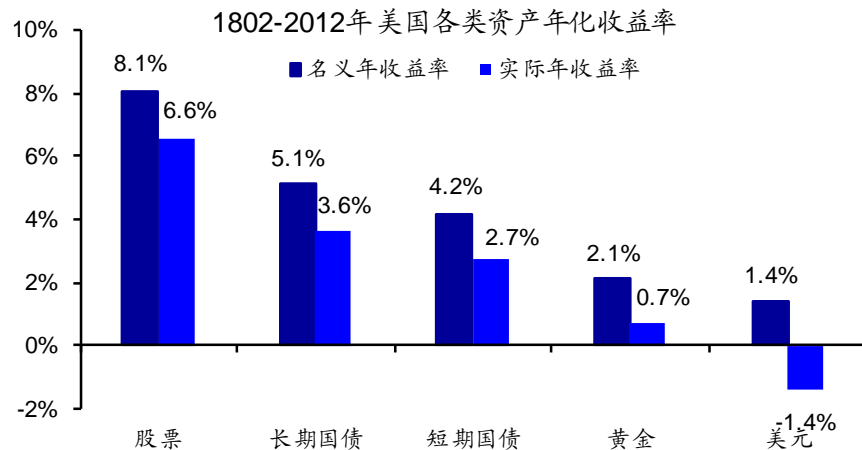
1. 长期股市占优

2. 中期依时而变

3. 短期情绪往复

百年历史：股市占优

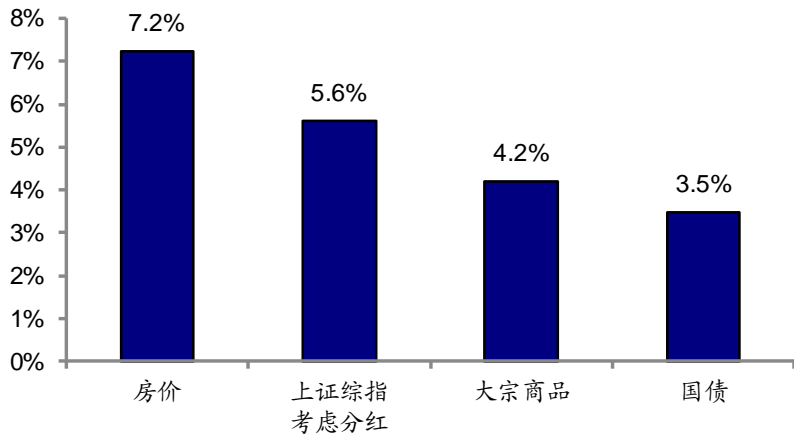
- ✓ 美国的经验显示，长期来看股市收益率较高。
- ✓ 从时间序列上看，美股在1980年之后收益率开始跑赢房价指数。



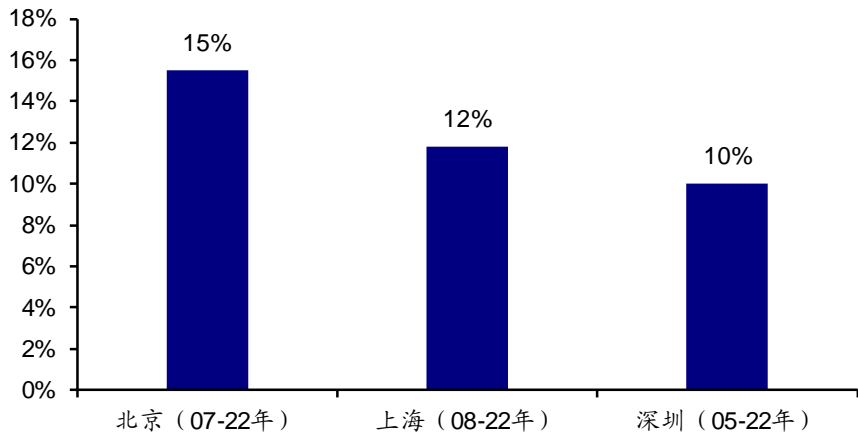
十年历史：房市、股市轮换

✓ 我国过去20年房市表现优于股市，源于过去经济增长模式、人口年龄结构显著地刺激了房屋需求。

2000年-2022年我国大类资产名义年化收益率

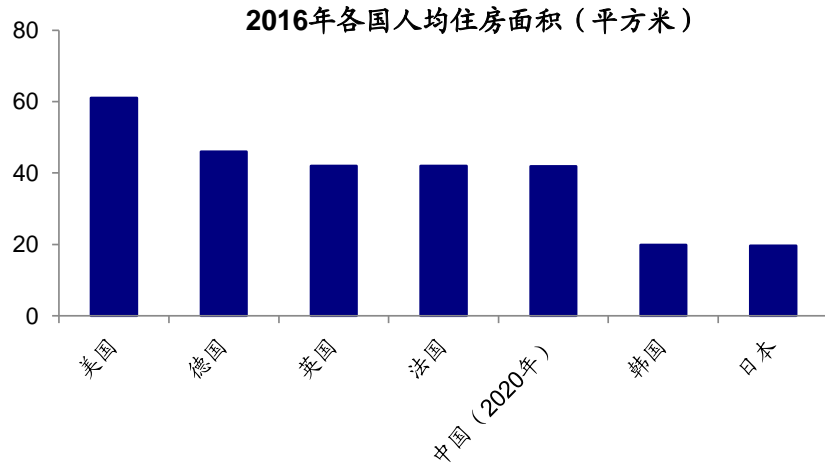
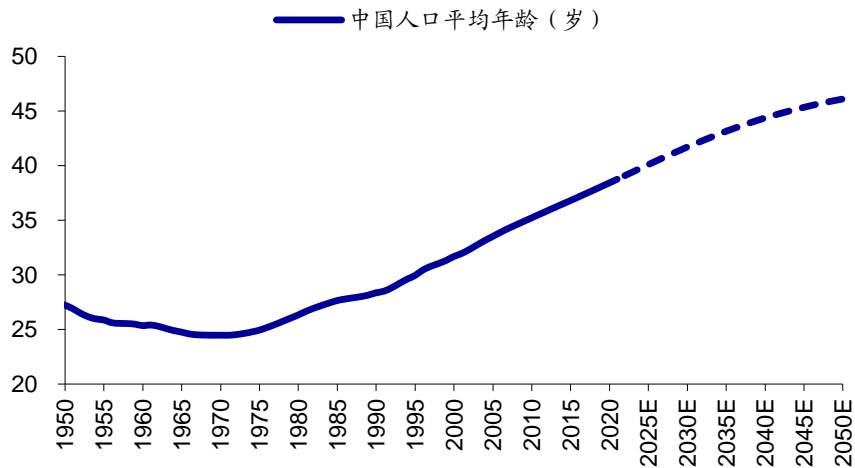


北上深二手房均价年化涨幅



房产黄金时代过去了

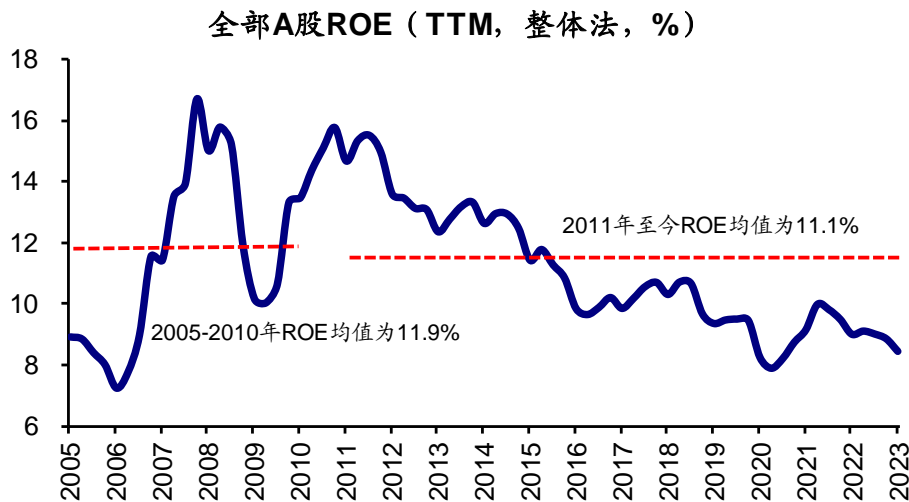
✓ 2020年我国人口平均年龄已达38.1岁，人均住房面积接近发达国家水平。



资料来源：Wind, Points2home, 《2022中国统计年鉴》，《世界人口展望2022》（联合国），海通证券研究所

股权时代的基本面基础：产业升级

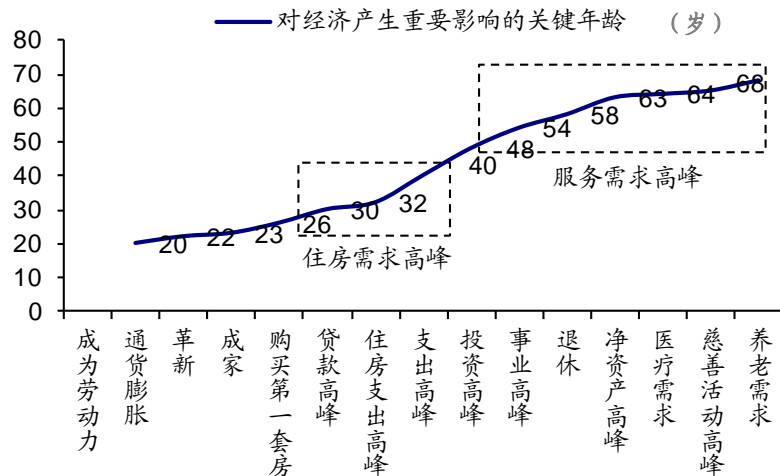
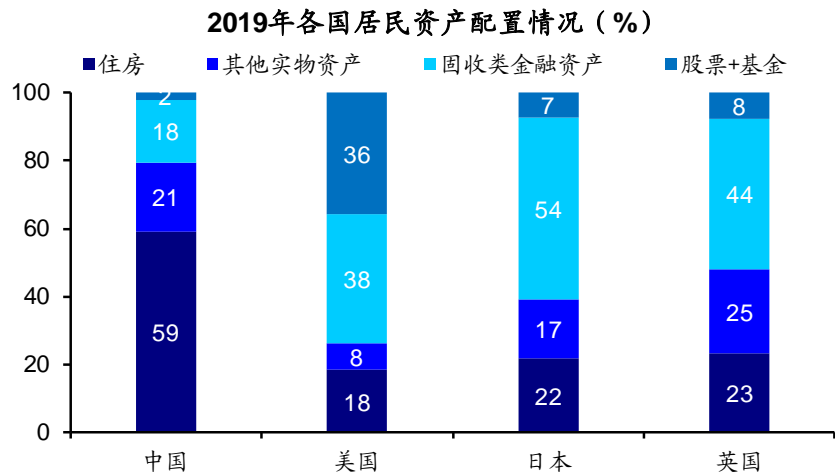
- ✓ 未来我国产业升级有望推升盈利中枢，长期来看全球股市年化回报和盈利中枢正相关。



全球股市盈利和回报对比	2012-22年ROE中枢 (%)	2012-22年年化收益率 (%)
标普500	14.6	11.7
印度NIFTY 50	13.0	13.8
中国台湾加权指数	11.2	7.6
万得全A	10.7	10.4
德国DAX	9.4	9.1
法国CAC 40指数	7.5	7.5
韩国综合指数	7.2	3.0

股权时代的资金面基础：配置迁移

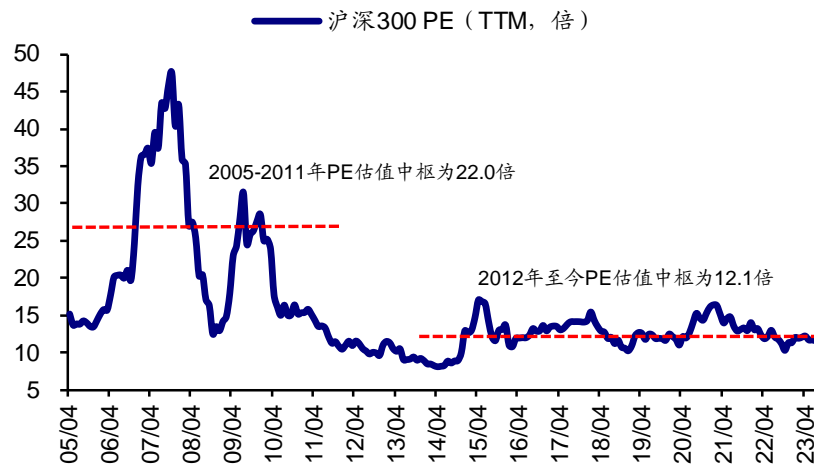
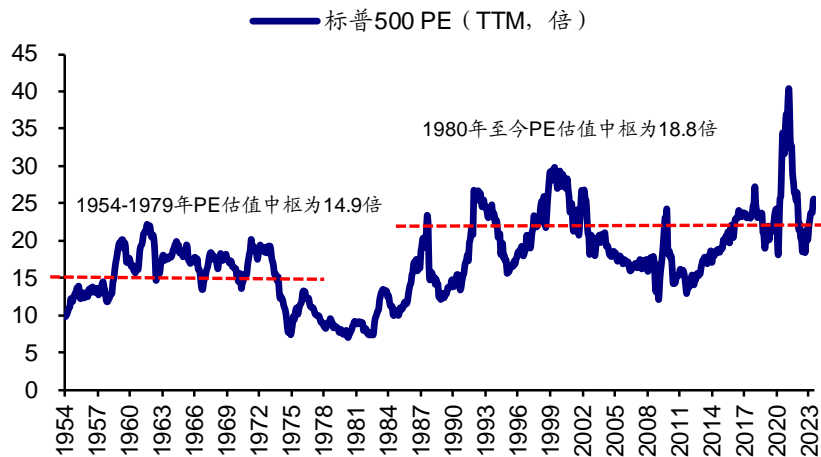
✓ 中国人平均年龄已经接近40岁，人均住房面积已经接近欧美国家，住房需求高峰正在过去。



资料来源：Wind，中国人民银行，OECD，《下一个大泡泡（哈里·S·登特）》，海通证券研究所

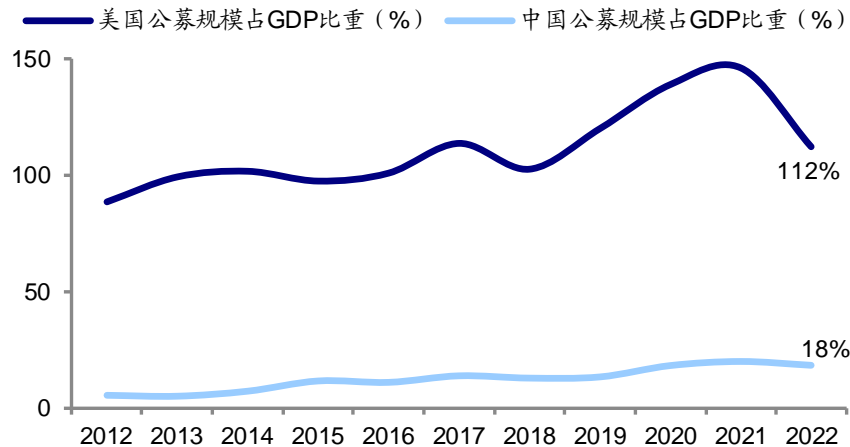
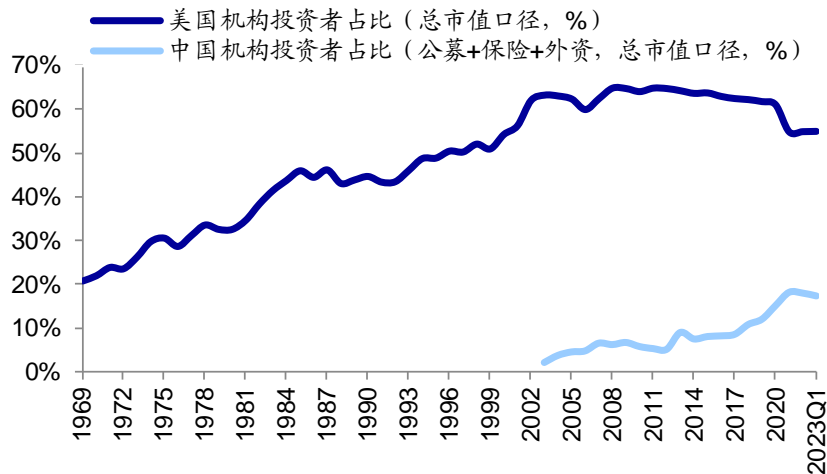
股市的估值中枢可能上移

- ✓ 过去中国一线城市房租收益率2%附近，隐含50倍PE，配置迁移会推高A股估值中枢，类似1980年后美股。



股权时代资管行业面临大发展

- ✓ 全面注册制的股权时代，机构在投资上的专业优势将凸显。借鉴美股，A股机构化面临大发展。



1. 长期股市占优

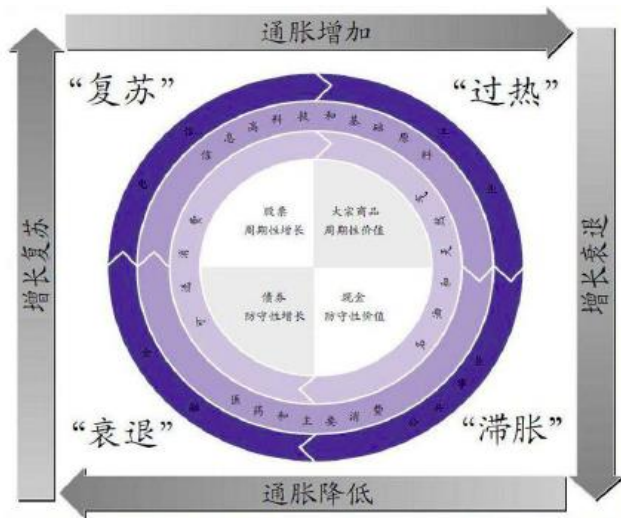
2. 中期依时而变

3. 短期情绪往复

中短期资产轮动：美林投资时钟

美林《The Investment Clock》2004/11/10

- ✓ 首次提出利用宏观经济周期进行资产配置的方法
- ✓ 以经济增长、通胀将经济周期分为：复苏（Recover）、过热（Overheat）、滞胀（Stageflation）、衰退（Recession）

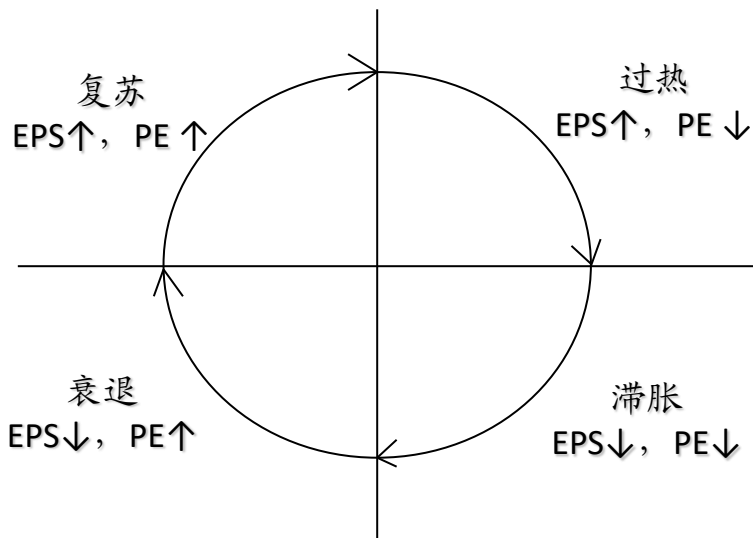


	债券	股票	大宗商品	现金
衰退	9.8%	6.4%	-11.9%	3.3%
复苏	7.0%	19.9%	-7.9%	2.1%
过热	0.2%	6.0%	19.7%	1.2%
滞胀	-1.9%	-11.7%	28.6%	-0.3%

资料来源：《The Investment Clock》，海通证券研究所，右表为1974-2004美国各类资产年化收益

中国的运用：2001-12年基本符合

✓ 根据2001-12年经济增长和通胀数据划分中国经济周期阶段，大类资产轮动基本符合投资时钟规律。



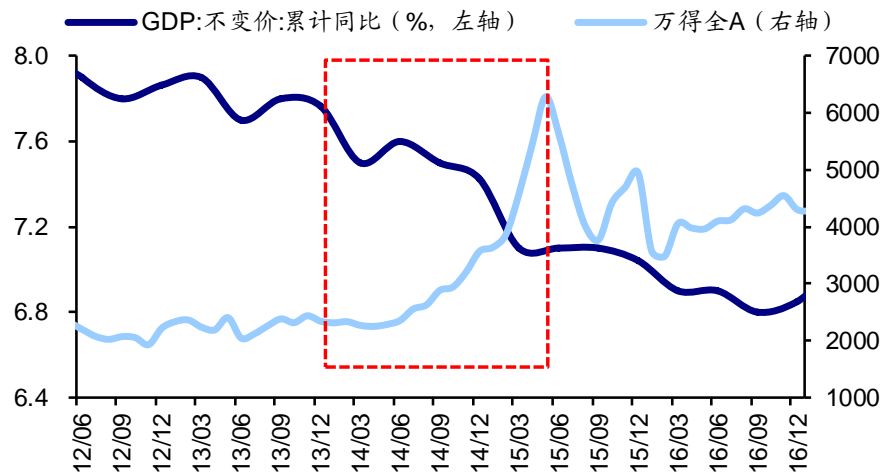
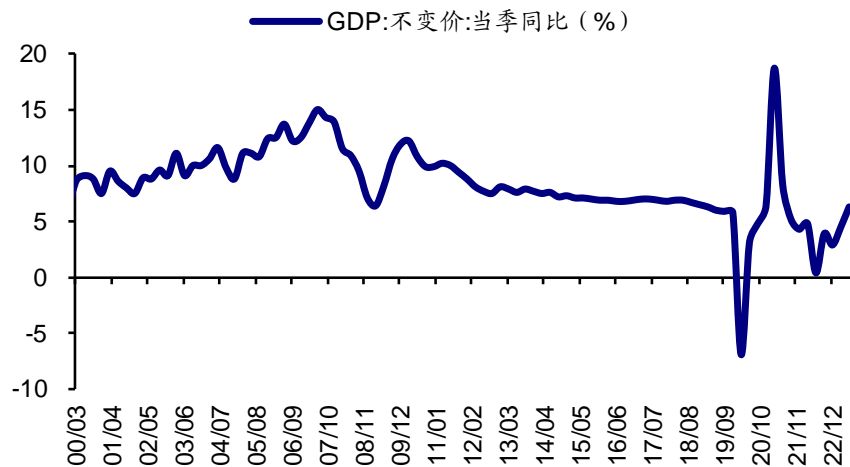
经济周期	中债综合指数	上证综指	CRB指数	1年期存款利率
衰退	4.63%	-26.47%	-15.72%	3.01%
复苏	2.38%	15.97%	22.01%	2.17%
过热	0.79%	59.26%	15.58%	2.38%
滞胀	0.54%	-39.08%	18.99%	3.38%

资料来源：Wind，海通证券研究所，右图为2001-12年中国大类资产轮动情况，前三列为对应指数年化涨跌幅，第四列为存款利率 12

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

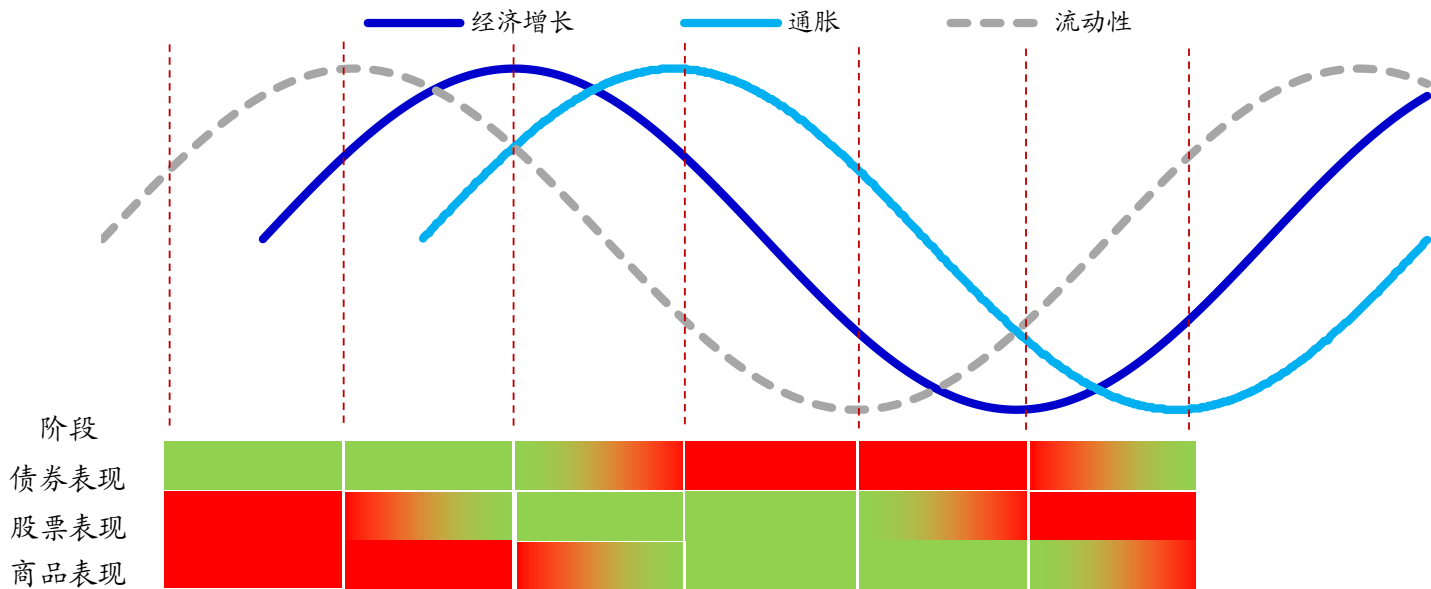
美林投资时钟失效的原因

- ✓ 12年之后经济周期波动率明显下降，难以划分不同区间。
- ✓ 仅考虑增长和通胀，未考虑到流动性因素，导致14-15年时钟失效。

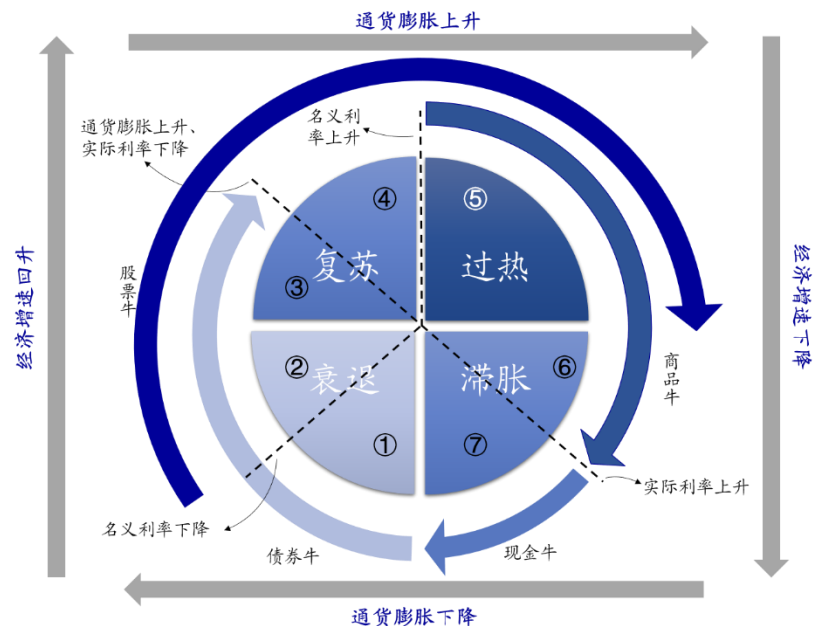


优化方法：引入流动性指标

- ✓ 1936年凯恩斯的《就业、利息和货币通论》出版后，政府宏观调控逐渐被大众接受，其中货币政策是最直接的宏观调控方式。

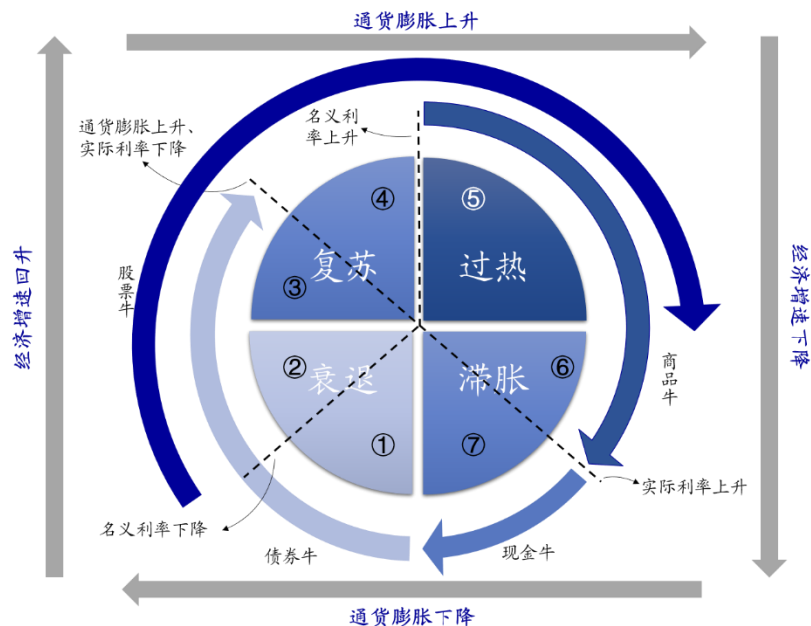


- ✓ 衰退期：政策还未发力的衰退前期（阶段①）和政策加码开始刺激经济的衰退后期（阶段②）



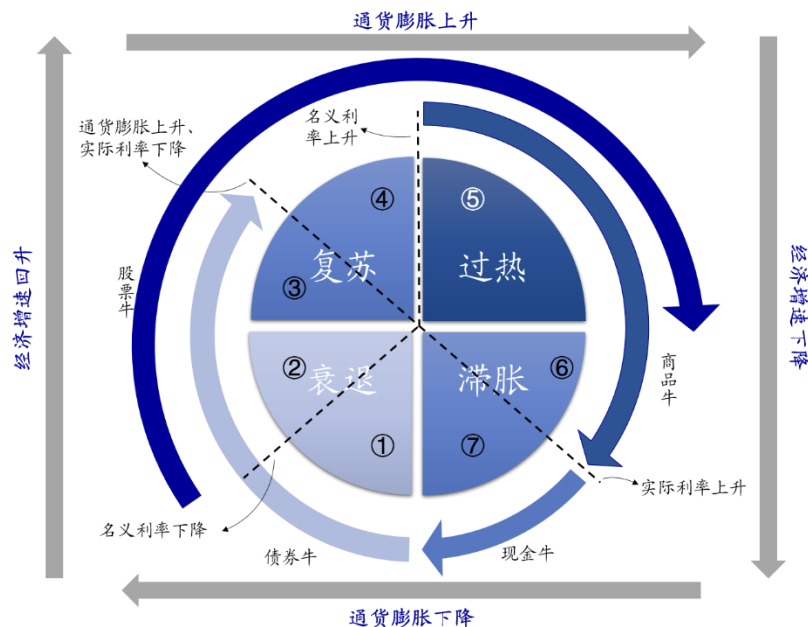
改进版投资时钟：复苏+过热期

- ✓ 将复苏按照通胀起没起来划成复苏前期（阶段③）和复苏后期（阶段④），通胀起来一段时间后政策开始转向，过热期开始（阶段⑤）



改进版投资时钟：滞胀期

- ✓ 按照政策效果分为通胀快速上行的滞胀前期（阶段⑥），以及政策继续加码但是通胀上行斜率放缓的滞胀后期（阶段⑦），即名义利率在整个滞胀期继续上升，但是实际利率会因为通胀的斜率而先降后升。



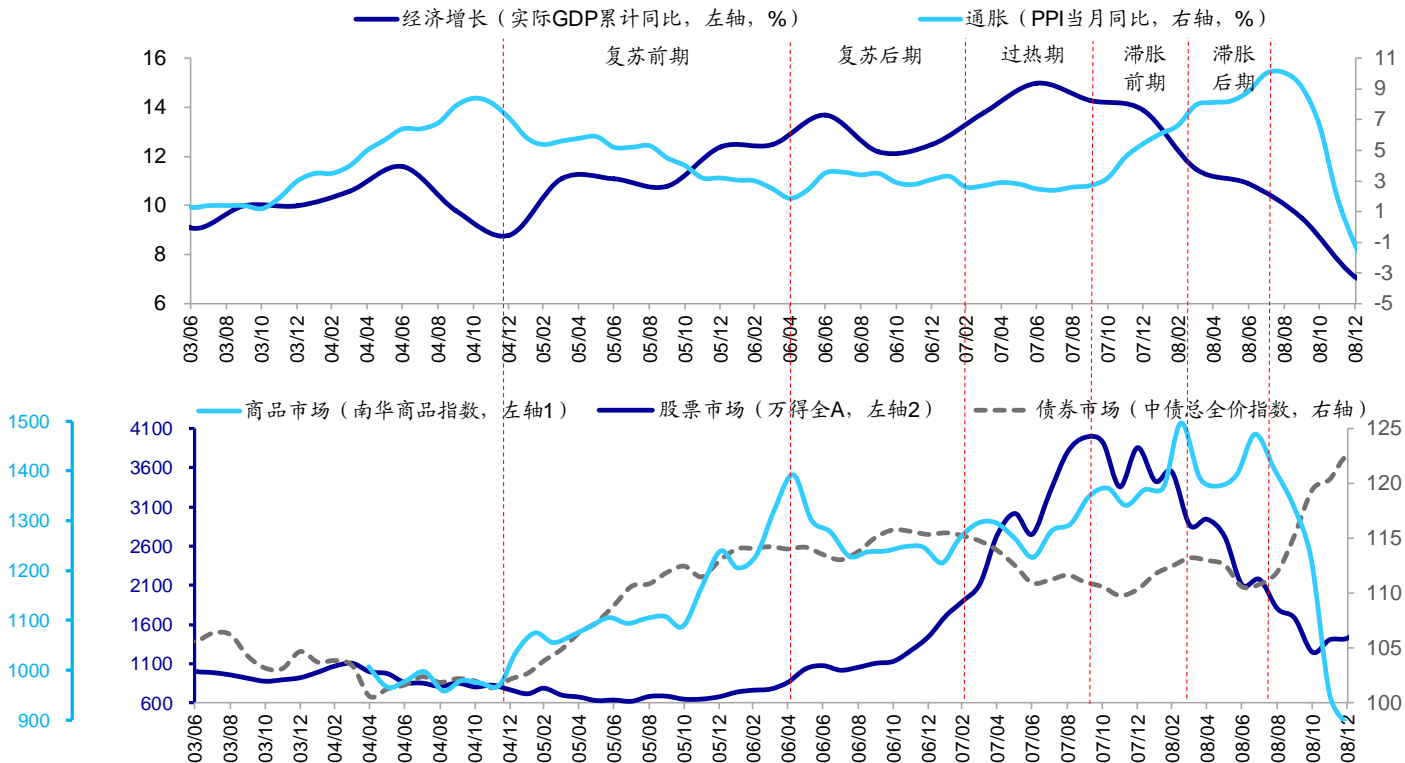
改进版投资时钟更符合中国现实

✓ 大类资产轮动顺序为债牛-股牛-商品牛-现金牛。

经济阶段	平均资产表现（对应指数年化涨跌幅，%）		
	债券 （中债总全价指数）	股票 （万得全A）	商品 （南华商品指数）
衰退前期（①）	10	-50	-28
衰退后期（②）	5	28	-12
复苏前期（③）	3	50	12
复苏后期（④）	-3	80	13
过热期（⑤）	-3	57	24
滞胀前期（⑥）	0	-18	25
滞胀后期（⑦）	-4	-37	-5

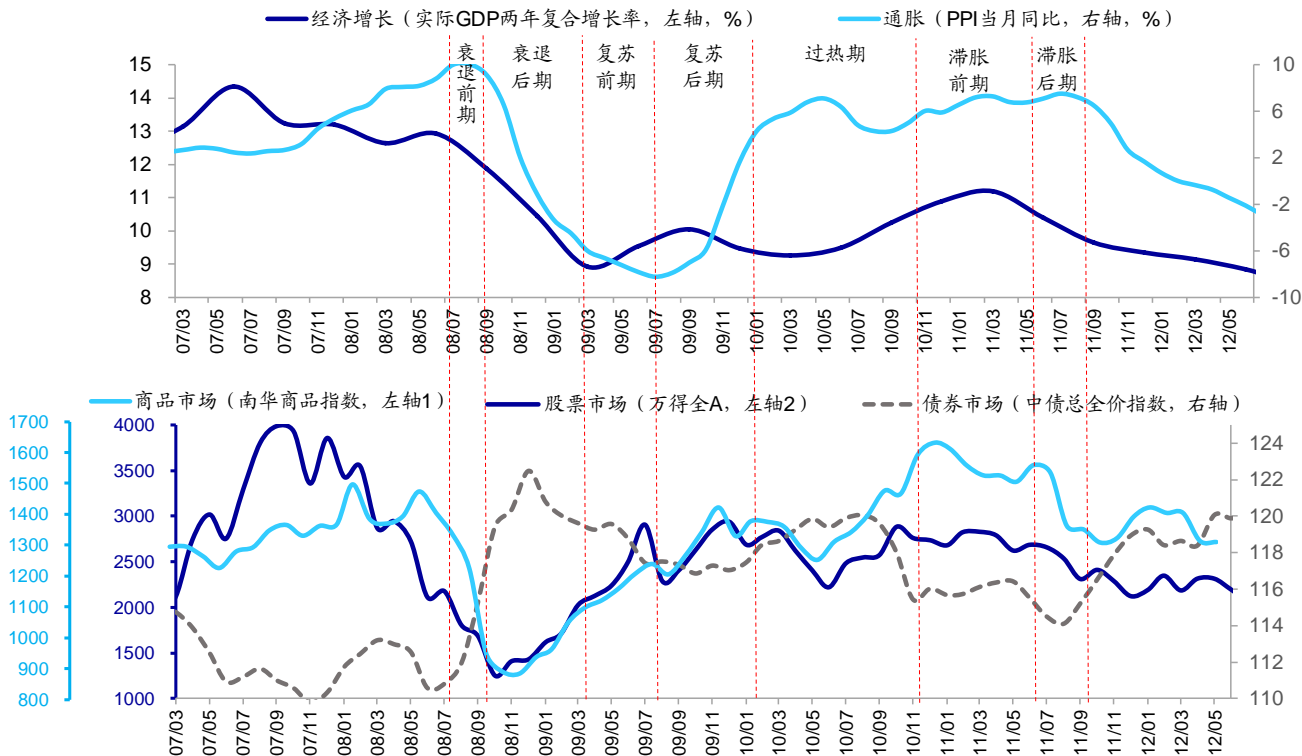
例1: 04-08年

✓ 经济从复苏走向滞胀，债牛股牛依次启动，商品则是长牛。



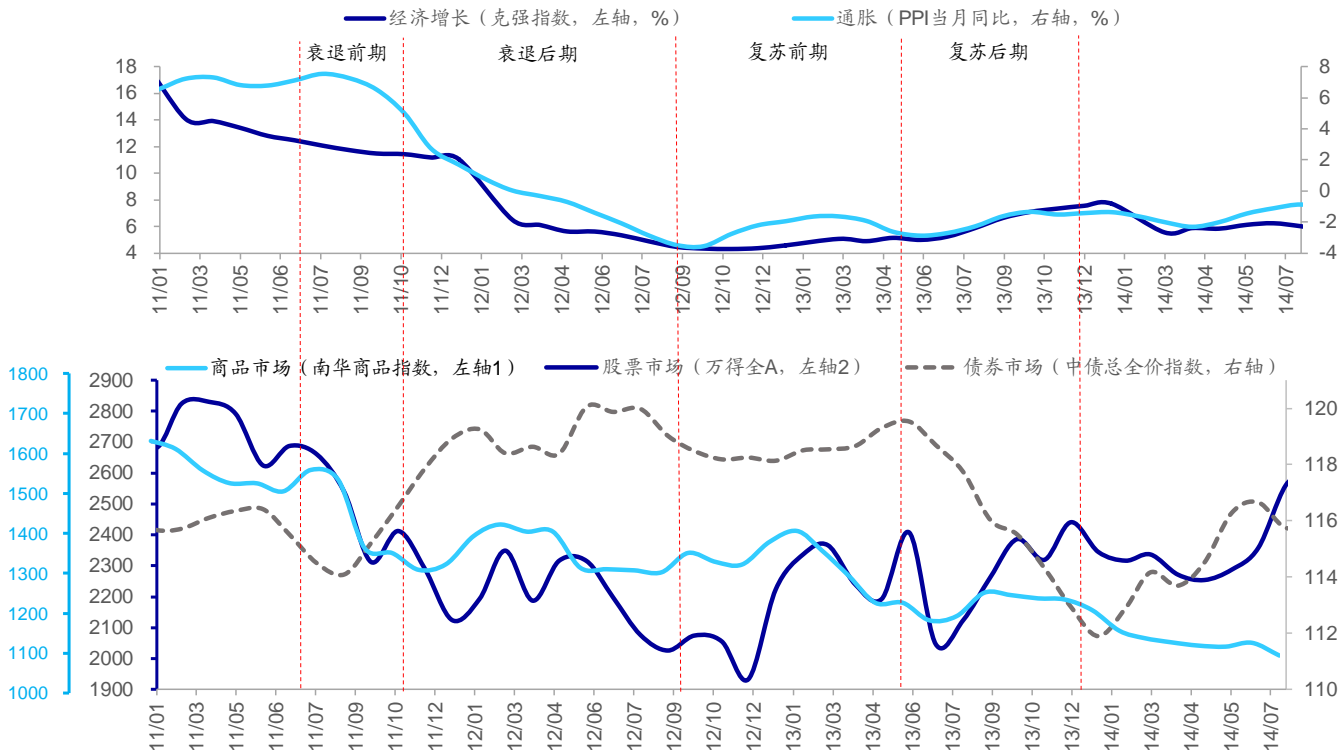
例2: 08-10年

✓ 经济从衰退走向滞胀，债牛先启动，股牛、商品牛后启动。



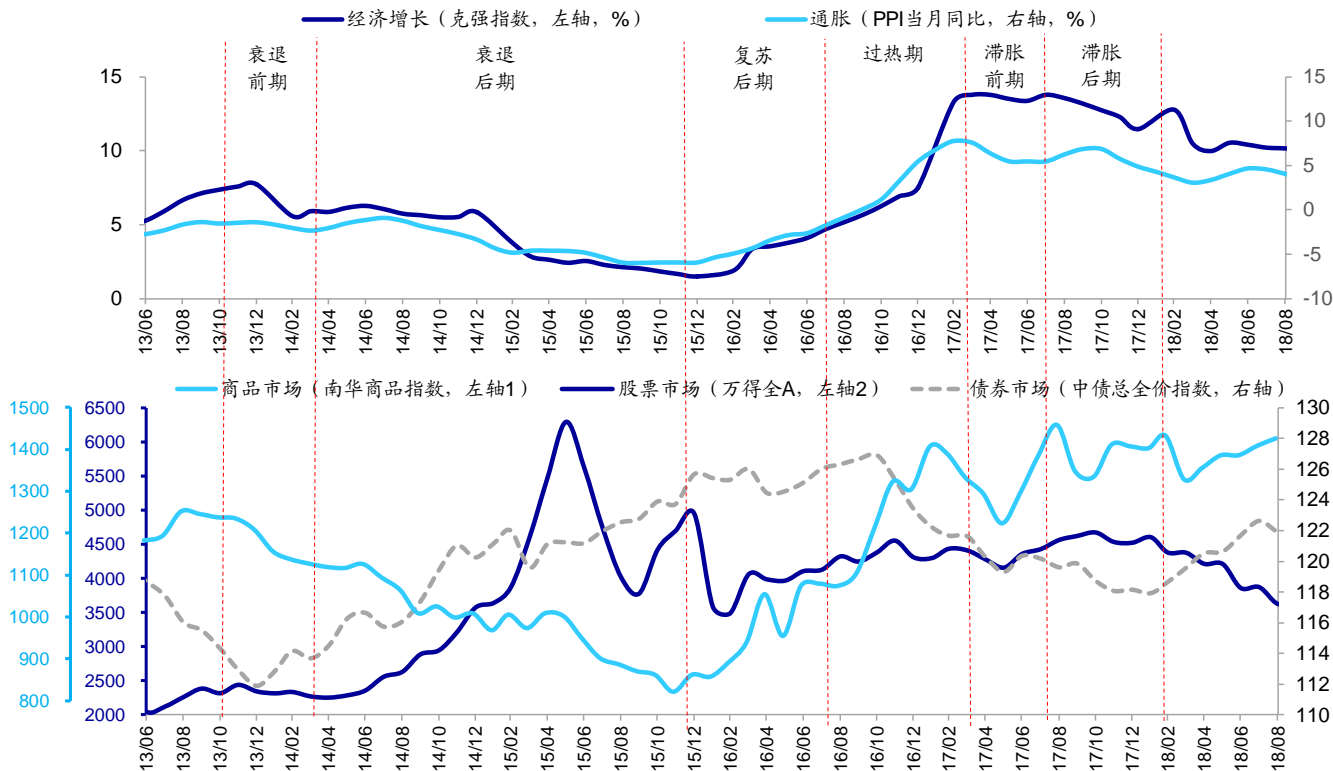
例3: 11-13年

✓ 投资时钟只走了一半，债牛启动，股牛孕育，商品牛未起。



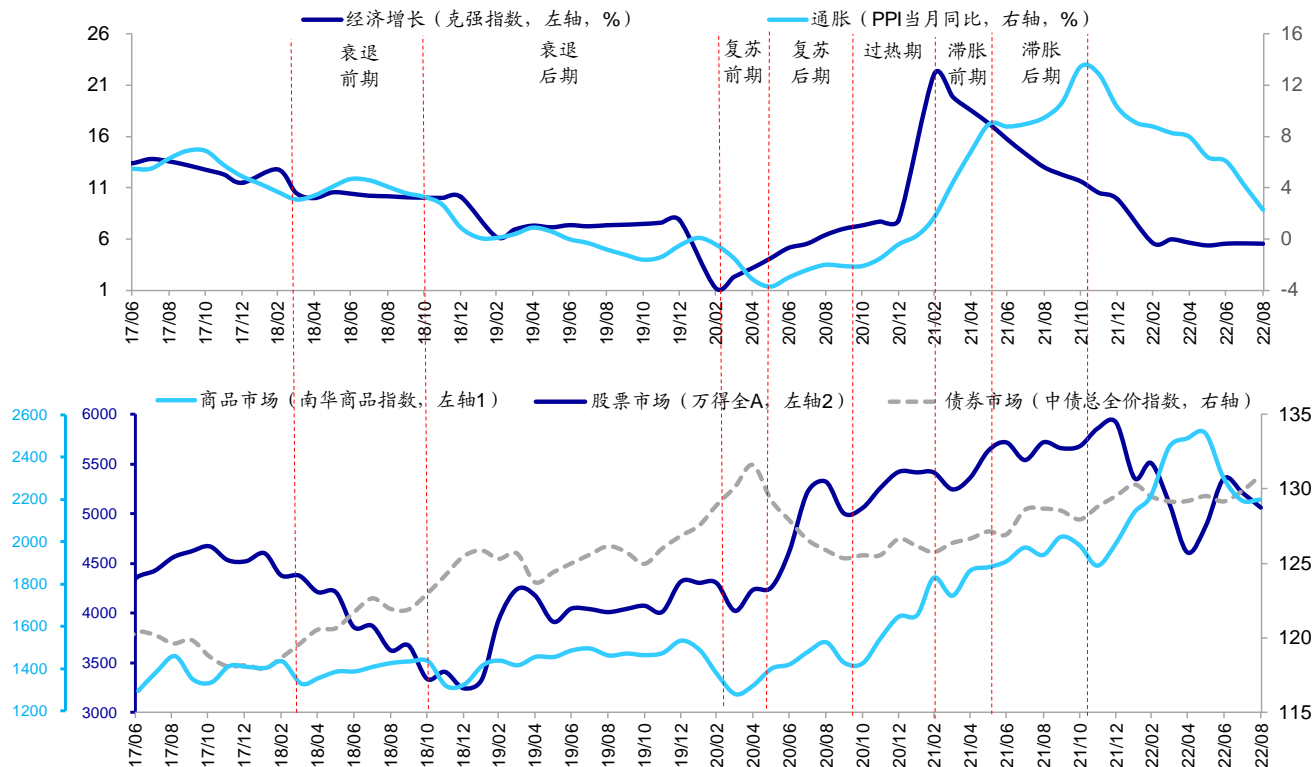
例4: 13-18年

✓ 经济从衰退走向滞胀，债、股、商品依次走牛。



例5: 18-21年

✓ 经济从衰退走向滞胀，债牛先启，随后股、商品依次走牛。



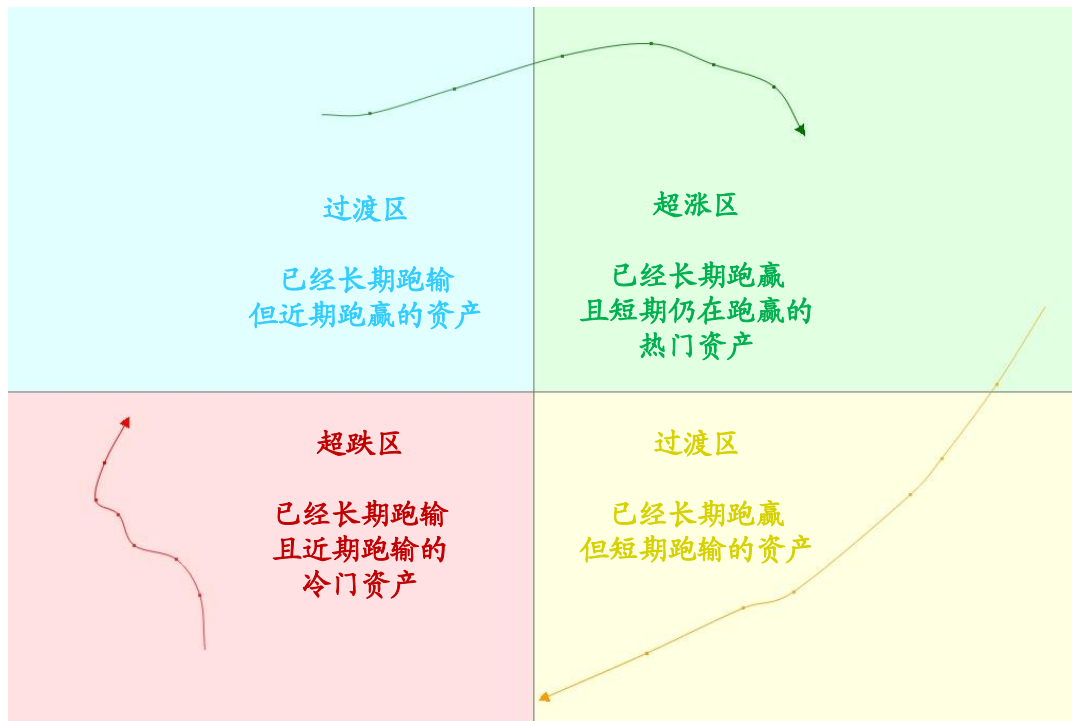
1. 长期股市占优

2. 中期依时而变

3. 短期情绪往复

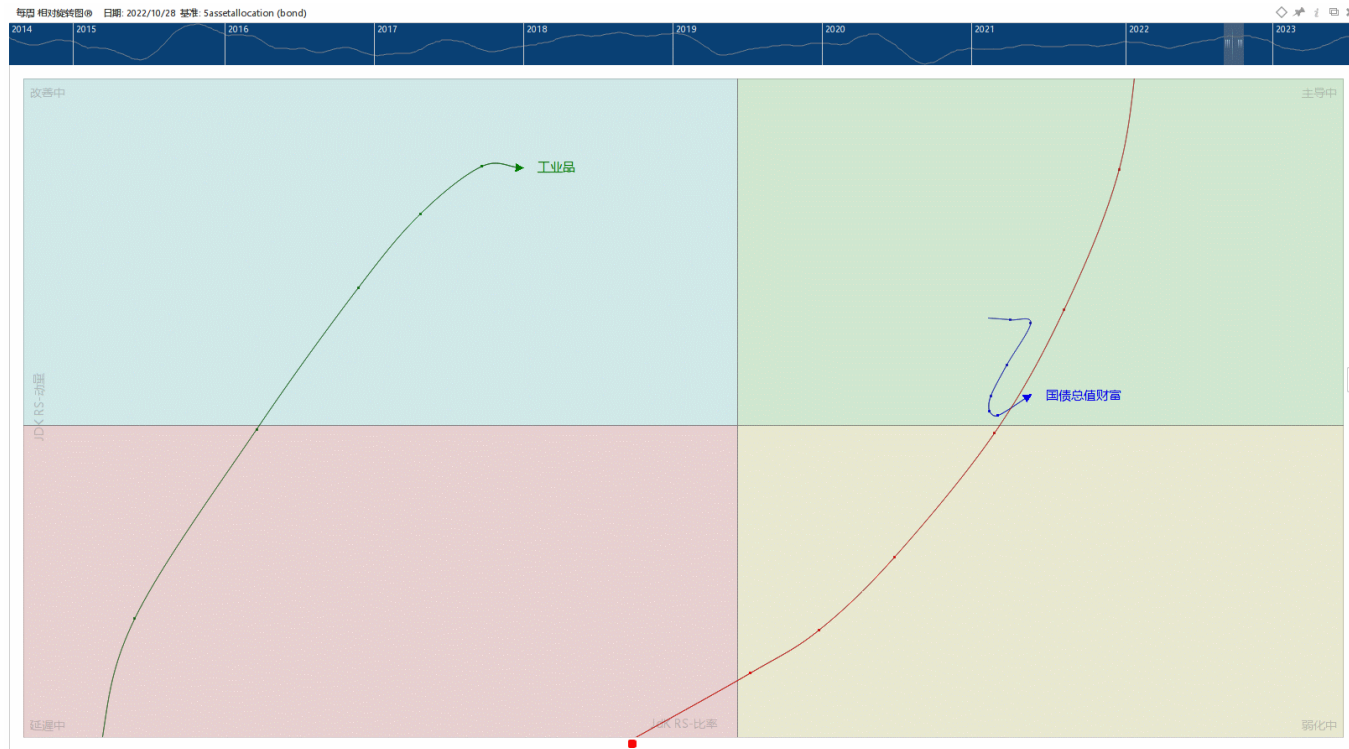
四象限大类资产定位模型

- ✓ 纵坐标代表短期情绪，横坐标其实代表基本面的相对优势（因为连续跑赢半年）。



效果呈现：多资产——截面+时间序列

✓ 不同资产的超额收益在四个象限中周期性地轮回。



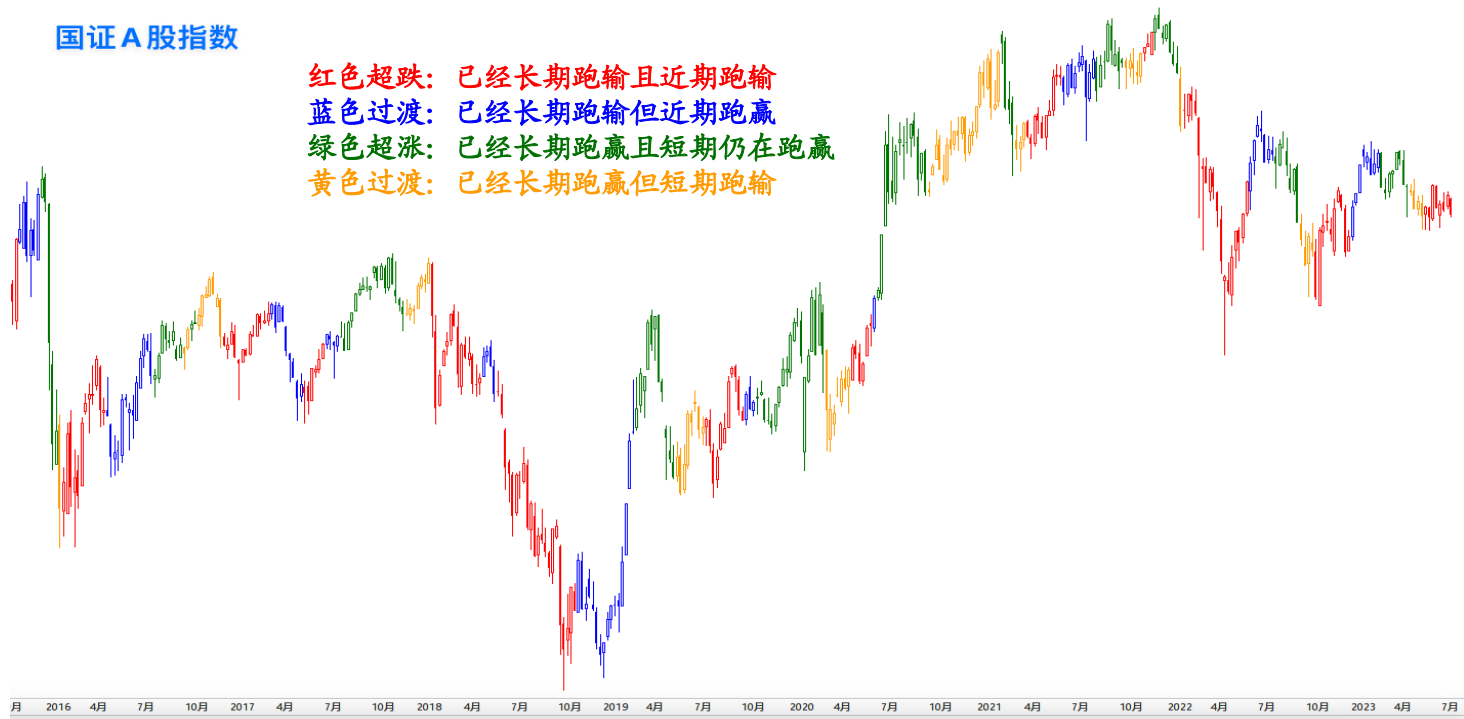
资料来源：Uqer，Optuma，海通证券研究所。基准为大类资产等权重组合

效果呈现：单一资产——时间序列

✓ 将股价按超额收益的四个象限划分，能看出资产超涨/超跌的情况。

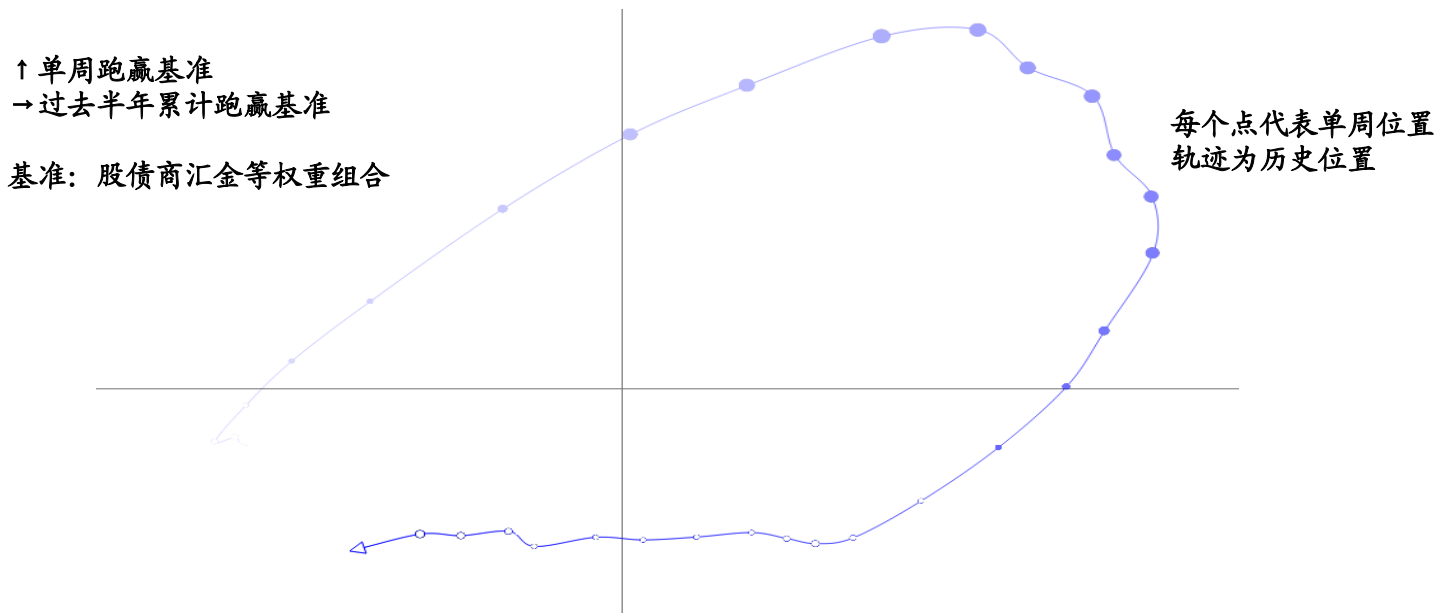
国证A股指数

红色超跌：已经长期跑输且近期跑输
蓝色过渡：已经长期跑输但近期跑赢
绿色超涨：已经长期跑赢且短期仍在跑赢
黄色过渡：已经长期跑赢但短期跑输



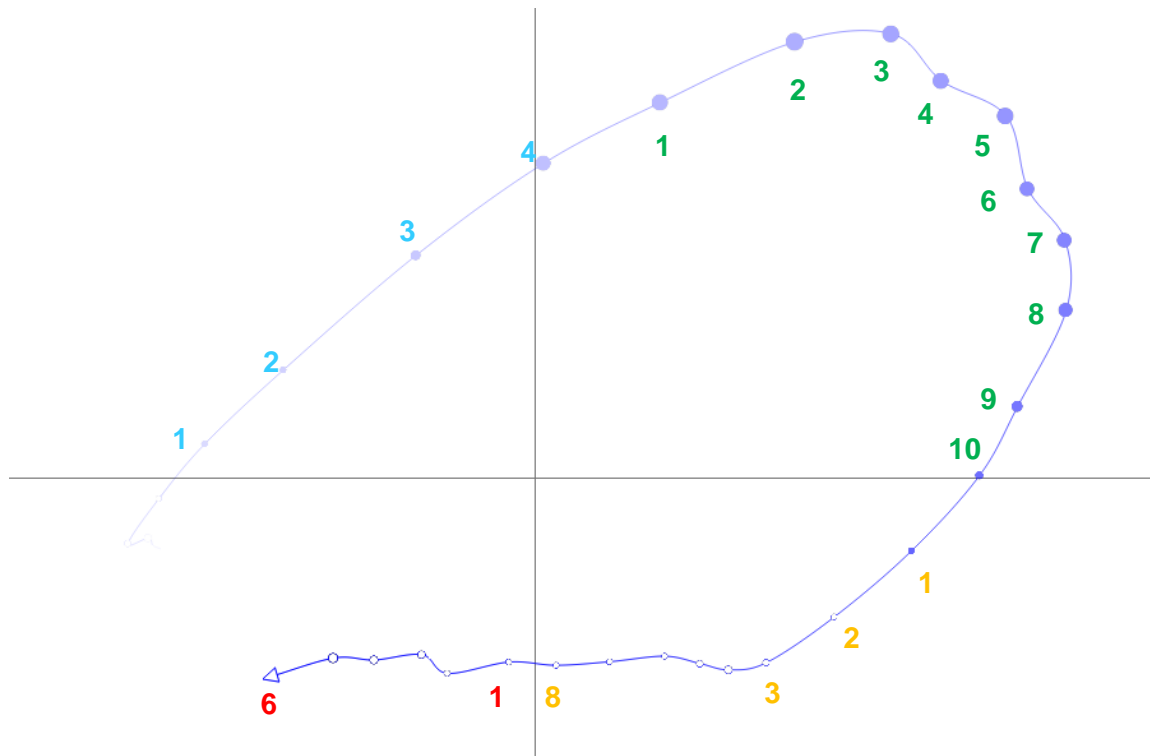
缘何能够转圈？

- ✓ 逻辑上：单个资产相对基准的表现会反复（跑赢↔跑输）。
- ✓ 数理上：横坐标是纵坐标的区间滚动累计值。



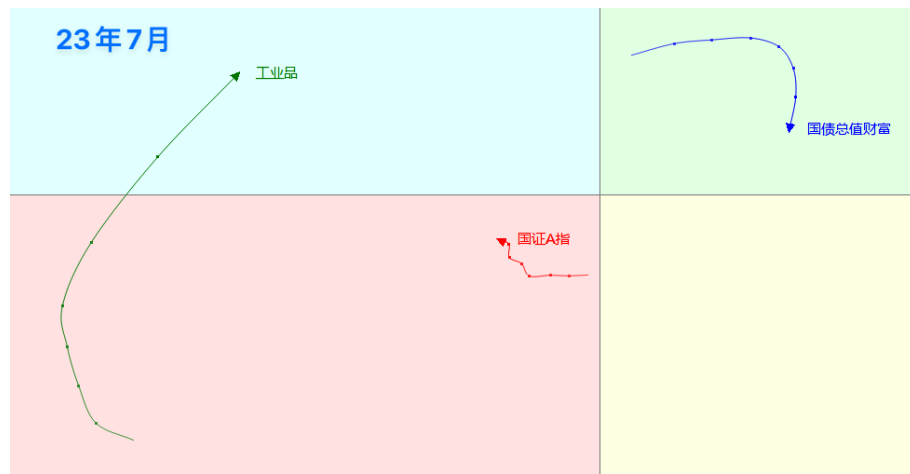
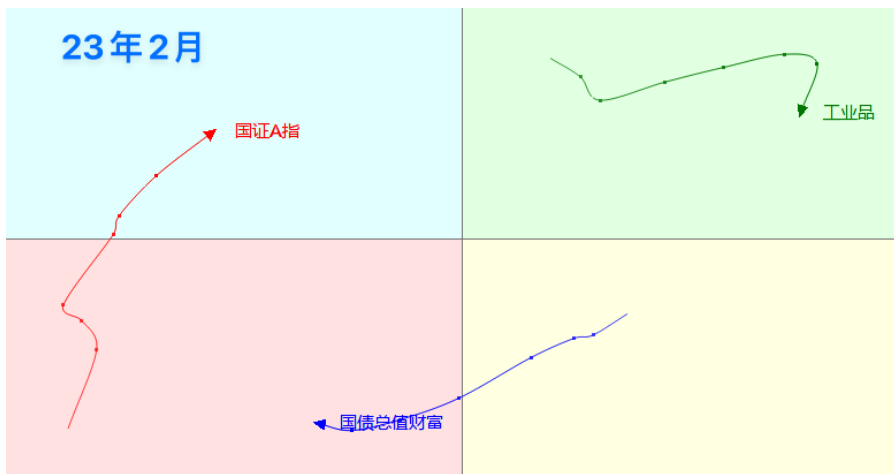
注意点：模型管多久？

✓ 一个象限运行时间为1-3个月，决策周期为季度到半年。



宏观前景price in到哪儿了？

- ✓ 2023年2月疫情刚结束，市场对宏观前景较为乐观，债超跌/商品超涨。
- ✓ 2023年7月市场讨论资产负债表衰退，宏观预期较为悲观。



资料来源：Uqer，Optuma，海通证券研究所

风险提示：理论与现实存在差异；模型仅描述现象，不提供投资建议。

分析师声明和研究团队



分析师声明

荀玉根、郑子勋、余培仪、王正鹤

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

姓名	职级	SAC执业证书编号	联系电话	邮箱
荀玉根	首席经济学家	S0850511040006	021-23185715	xyg6052@haitong.com
郑子勋	联席首席分析师	S0850520080001	021-23219733	zzx12149@haitong.com
吴信坤	联席首席分析师	S0850521070001	021-23154147	wxk12750@haitong.com
高上	资深分析师	S0850515090002	021-23185662	gs10373@haitong.com
杨锦	高级分析师	S0850523030001	021-23185661	yj13712@haitong.com
余培仪	高级分析师	S0850523040002	021-23185663	ypy13768@haitong.com
王正鹤	高级分析师	S0850523060001	021-23185660	wzh13978@haitong.com
刘颖	联系人		021-23185665	ly14721@haitong.com
陈菲	联系人			cf15315@haitong.com

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准:

以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准, 报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;

2. 市场基准指数的比较标准:

A 股市场以海通综指为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。

类别	评级	说明
股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
	中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
	弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
	无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
	中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
	弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司 (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。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 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。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考, 不构成投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下, 海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经海通证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容, 务必联络海通证券研究所并获得许可, 并需注明出处为海通证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。