



TALKS VII

美林的投资钟

一 特殊报告：从宏观经济周期波动中盈利

翻译/作者：徐阳

校正：翟建业 房四海

2008年10月28日



宏源证券

HONGYUAN SECURITIES

前言：投资钟问题的精华部分

■ 投资钟

美林的投资钟，是将资产轮动及行业策略与经济周期联系起来的一种直观的方法。在该报告中，我们用超过三十年的数据来验证理论。我们发现，尽管每轮周期都有其独特之处，但也存在明显的相似之处，可以帮助投资者赚钱。

前言：投资钟问题的精华部分

方法和结论

根据经济增长状况和通胀情况，投资钟模型将经济周期划分为四个阶段（表1）。我们使用经合组织对“产出缺口”的估计和用CPI做通胀指标的数据来识别自1973年以来美国经济在各个时期所处的阶段。然后，我们计算每个阶段的平均资产回报率 and 行业资产回报率，再来检验我们的模型。我们证实了当经济周期在不同的阶段变换时，债券、股票、大宗商品和现金依次有超过大市的表现。此外，我们还发现了一个非常有用且简便，能同时融合行业板块投资策略及债券收益率曲线斜率的图形。

表 1: 投资钟的四个阶段

阶段	增长率*	通胀率*	最佳资产类别	最佳行业板块	收益率曲线图斜率
I “衰退”	↓	↓	债券	防守性增长	牛市陡
II “复苏”	↑	↓	股票	周期性增长	
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	

来源：美林全球资产配置。

*相对于趋势的增长（如：“产品缺口”）

前言：投资钟问题的精华部分

经济周期分析是关键

我们不是在检验一个实时、定量的交易策略。相反，我们只是想展示通过正确的宏观判断也是可以获利。我们并没有特别关注估值-这个通常被认为最重要的因素，而得到的结论却惊人的一致。经济周期分析，包括对政策制定者所设定的目标及其政策效果的评估，构成我们战略资产配置的核心工作。

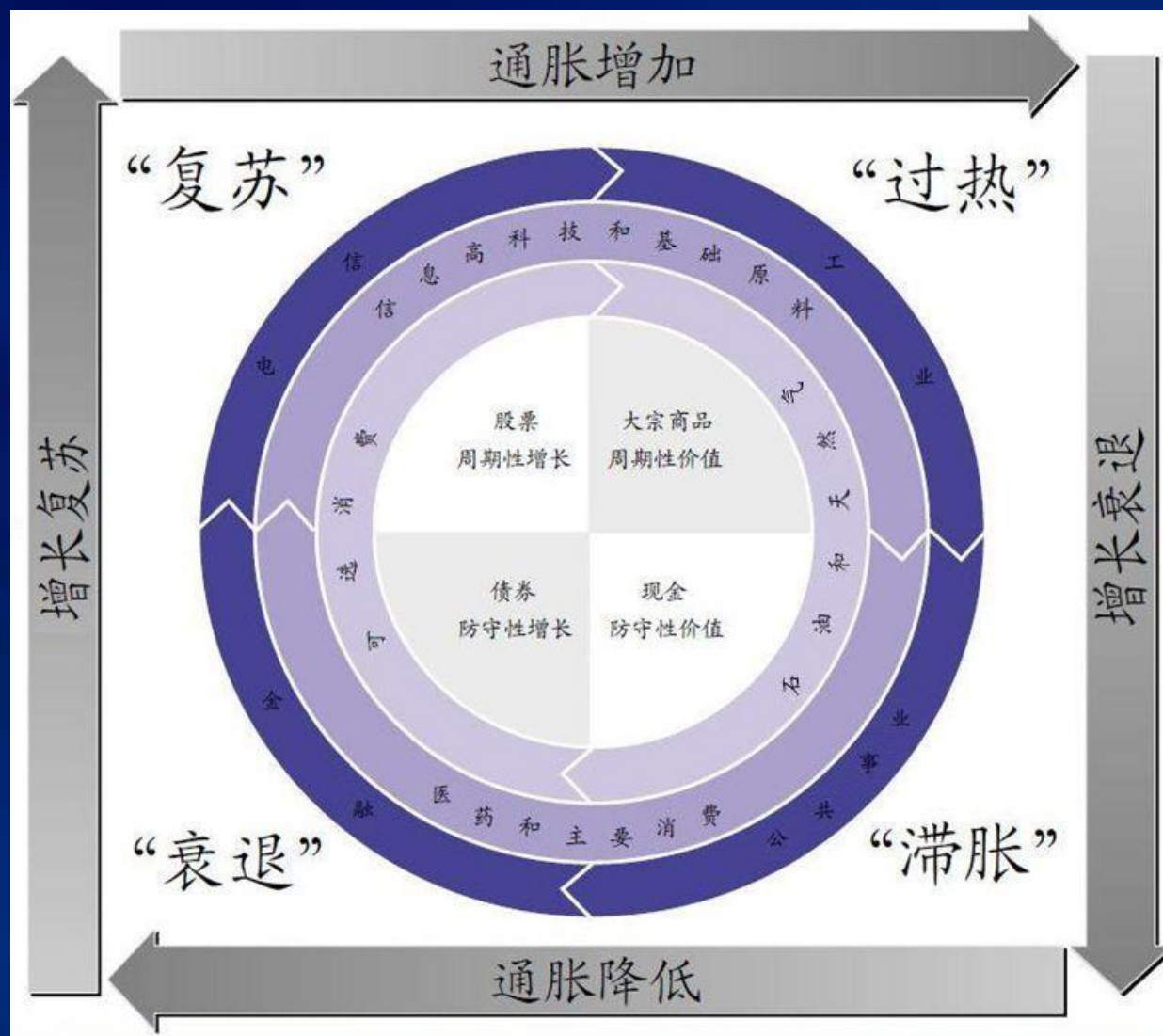
基于投资钟模型，我们依然维持对全球经济“过热”的判断：我们看多大宗商品、工业股股票、亚洲货币、日本和新兴市场，而减持国债、金融股、可选消费股和美元。

一、投资钟图

I 如何使用投资钟

- Ø 根据经济增长和通胀状况，美林的投资钟将经济周期划分为四个不同的阶段。在每个阶段，图中(图1)标识的资产类和行业的表现倾向于超过大市，而处于对立位置的资产类及行业的收益会低过大市。
- Ø 经典的繁荣-萧条周期从左下角开始，沿顺时针方向循环；债券、股票、大宗商品和现金组合的表现依次超过大市。但往往并没有这么简单。有时候，时钟会逆时针移动或跳过一个阶段。我们在资产配置研究中需要对未来全球经济周期将要到达的阶段做出判断。

图1：在经济周期内的资产类和行业轮动



来源：美林全球资产配置小组。

技术细节提醒：

我们图形的排列方式是：越接近图形中间的资产类或行业，从统计检验所获得的支持就越高。该模型很好地解释了资产类轮动，并对部分行业（如：可选消费、石油和天然气）的解释要好于另外一些（如：电信、公共事业）。

二、投资钟是如何工作的

美林的投资钟是一种将经济周期与资产和行业轮动联系起来的方法。在该报告的第一部分，我们分析模型背后的思想。

I 长期增长和经济周期

从长期看，经济增长取决于生产要素的可获得性、劳动力、资本，和生产能力的提高。从短期看，经济经常偏离可持续的增长路径。政策制定者的工作就是要使其回复到可持续增长路径上来。在潜能之下的经济增长会使经济面临通货紧缩的压力并最终变为紧缩；另一方面，经济增长持续保持在潜能之上会导致破坏性的通胀。

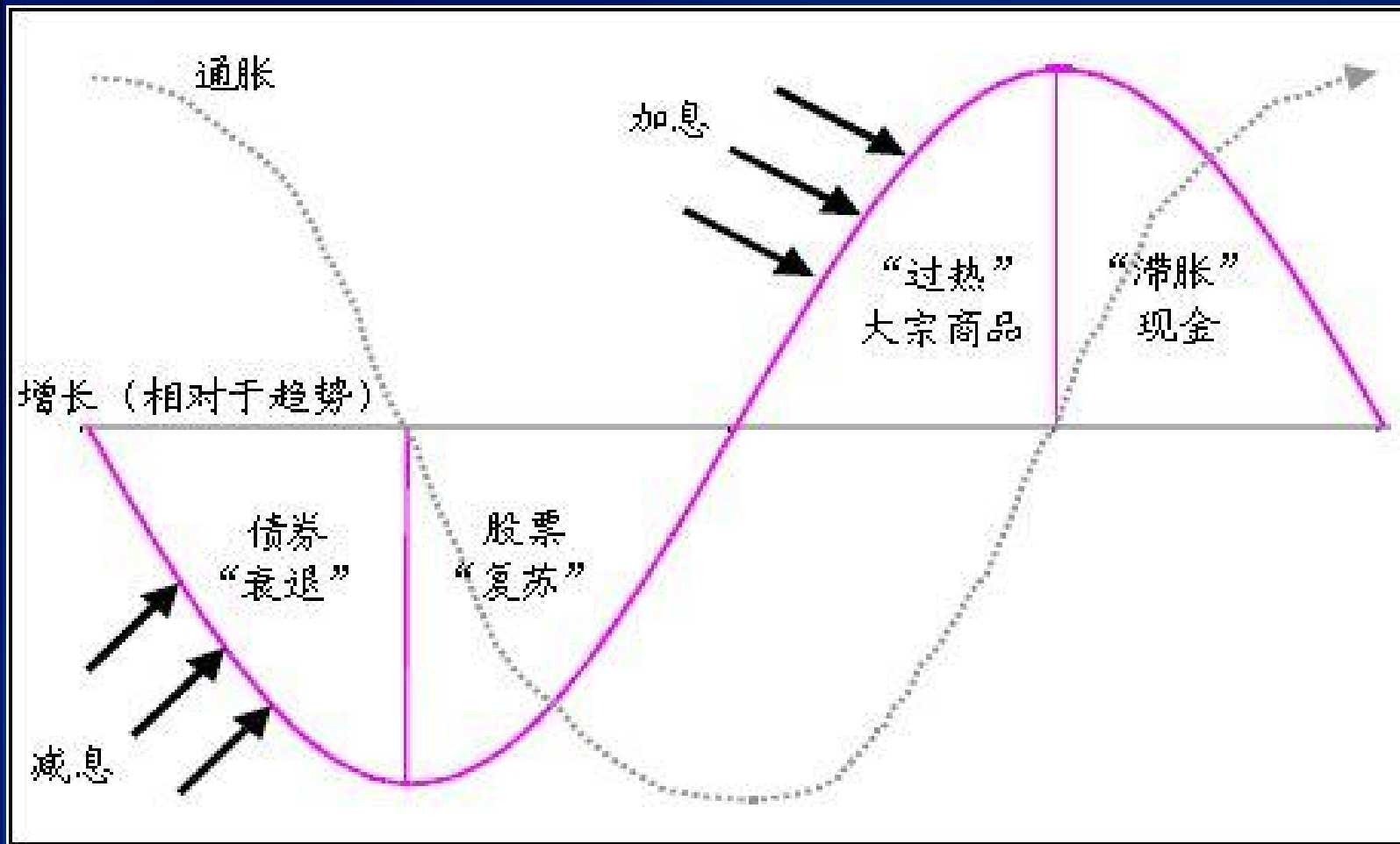
Ø 认清拐点可盈利

金融市场一贯地将增长率的短期偏离误认为是其长期趋势的改变。结果，在经济偏离的极限处，当政府的“矫正”政策就要起作用时，资产往往被错误定价。投资者正确地识别拐点，可以通过改变资产配置而盈利。但前几年的情况套用该理论会出现错误。例如，许多投资者凭着对美国经济增长和科技股公司从“新纪元”中受益最多的判断，在1999年底买入了昂贵的科技股。然而，美联储对抗正在轻微上升的通胀的紧缩性政策已经在起作用。这轮周期在2000年初达到顶峰，接着科技股泡沫破灭。随后的下跌推动了激进的美联储从债券和住宅房地产市场中追逐巨大利益。

Ø 周期的四个阶段

投资钟的分析框架有助于投资者识别经济中的重要拐点，从周期的变换中获利。我们将经济周期分为四个阶段 — 衰退、复苏、过热和滞胀。每一个阶段都可以由经济增长和通胀的变动方向来唯一确定。我们相信，每一个阶段都对应着表现超过大市的某一特定资产类别：债券、股票、大宗商品或现金（图2）。

图2：理论经济周期 - 产出缺口和通胀



来源：美林资产配置小组。横线表示“可持续增长路径”，通货膨胀的变动滞后于经济增长，因为只有当空置的生产能力被全部利用后，通胀才开始上升。

I 在衰退阶段，经济增长停滞。超额的生产能力和下跌的大宗商品价格驱使通胀率更低。企业赢利微弱并且实际收益率下降。中央银行削减短期利率以刺激经济回复到可持续增长路径，进而导致收益率曲线急剧下行。债券是最佳选择。

II 在复苏阶段，舒缓的政策起了作用，GDP增长率加速，并处于潜能之上。然而，通胀率继续下降，因为空置的生产能力还未耗尽，周期性的生产能力扩充也变得强劲。企业盈利大幅上升、债券的收益率仍处于低位，但中央银行仍保持宽松政策。这个阶段是股权投资者的“黄金时期”。股票是最佳选择。

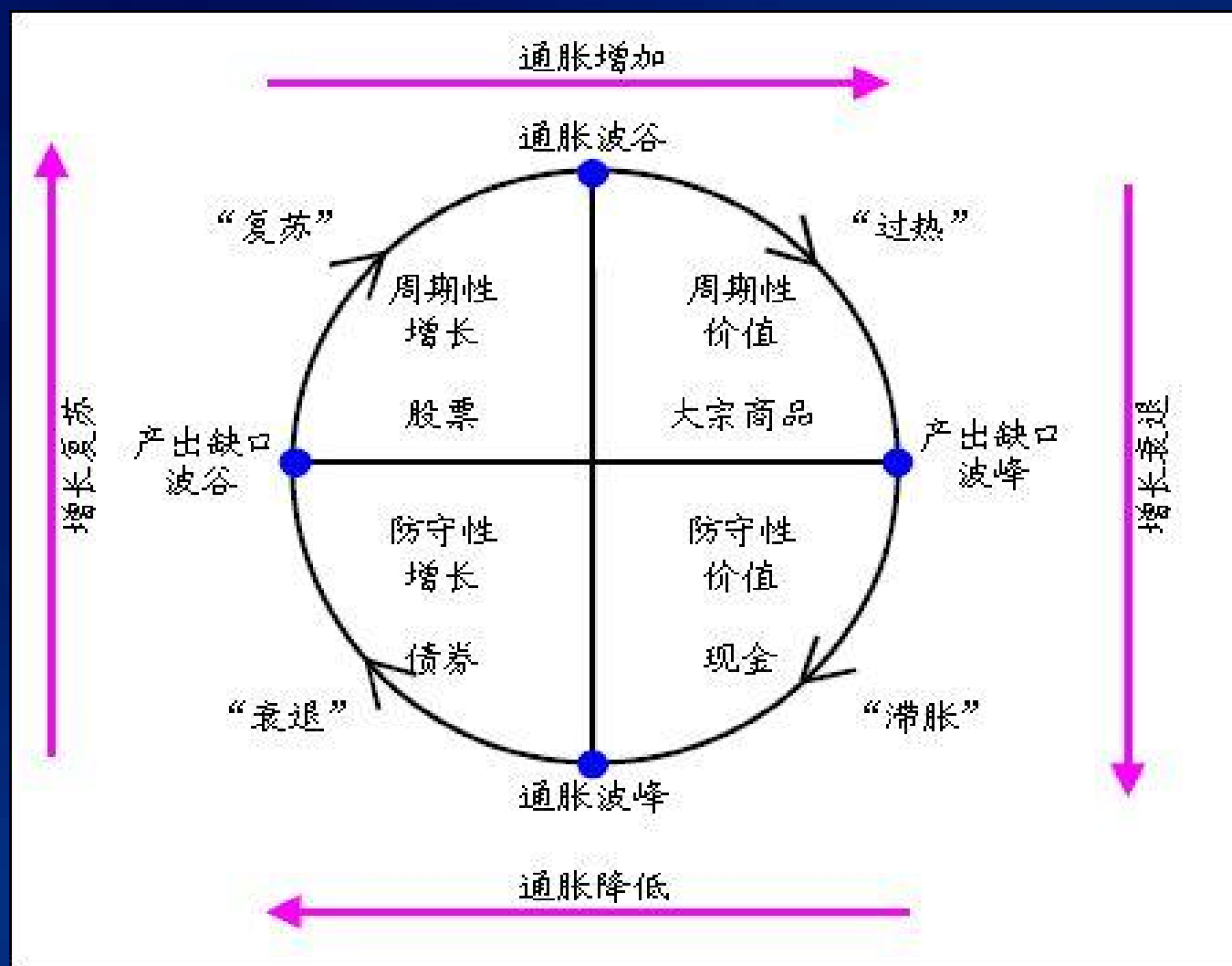
III 在过热阶段，企业生产能力增长减慢，开始面临产能约束，通胀抬头。中央银行加息以求将经济拉回可持续的增长路径上来，此时的GDP增长率仍坚定地处于潜能之上。收益率曲线上行并变得平缓，债券的表现非常糟糕。股票的投资回报率取决于强劲的利润增长与估值评级不断下降的权衡比较。大宗商品是最佳选择。

IV 在滞胀阶段，GDP的增长率降到潜能之下，但通胀却继续上升，通常这种情况部分原因归于石油危机。产量下滑，企业为了保持盈利而提高产品价格，导致工资-价格螺旋上涨。只有失业率的大幅上升才能打破僵局。只有等通胀过了顶峰，中央银行才能有作为，这就限制了债券市场的回暖步伐。企业的盈利恶化，股票表现非常糟糕。现金是最佳选择。

I 投资钟

投资钟被重新画成一个圈(图3)。一个经典的繁荣-萧条周期始于左下方，沿顺时针方向循环。从一个阶段向下一个阶段的变换，可以通过产出缺口和通胀的波峰和波谷来识别。

图3：投资钟



来源：美林的全球资产配置小组。箭头表示在一个经典的繁荣-萧条周期中的循环顺序。

Ø 增长和通胀驱动投资钟

我们把投资钟画为圆圈的一个优点是：可以分别考虑增长率和通胀率变动的影响。经济增长率指向南北方向，通胀率指向东西方向。当经济受到海外因素影响或受到冲击时，如：“9/11”，投资钟不再简单地按照顺时针方向变换阶段，投资钟的这种画法可以帮助我们预测市场的变动。

Ø 投资钟有利于股权行业战略

第二个优势是：它可以帮助我们制定行业战略：

I 周期性：当经济增长加快（北），股票和大宗商品表现好。周期性行业，如：高科技股或钢铁股表现超过大市。当经济增长放缓（南），债券、现金及防守性投资组合表现超过大市。

II 久期：当通胀率下降（西），折现率下降，金融资产表现好。投资者购买久期长的成长型股票。当通胀率上升（东），实体资产，如：大宗商品和现金表现好。估值波动小而且久期短的价值型股票表现超出大市。

III 利率敏感：银行和可选消费股属于利率敏感型，在一个周期中最早有反应。在中央银行放松银根，增长开始复苏时的衰退和复苏阶段，它们的表现最好。

IV 与标的资产相关：一些行业的表现与标的资产的价格走势相关联。保险类股票和投资银行类股票往往对债券或股权价格敏感，在衰退或复苏阶段中表现得很好。矿业股对金属价格敏感，在过热阶段中表现得很好。石油与天然气股对石油价格敏感，在滞胀阶段中表现超过大市。

Ø 配对交易

最后，我们想说明处于投资钟中每个阶段对立位置的资产类和行业板块也是有意义的，可以用来做配对交易。例如，如果在过热阶段，我们应该做多大宗商品和工业股，位于对立面的是衰退阶段，所以我们应该同时做空债券和金融股。

I 结论

美林的投资钟将经济周期的四个阶段与资产和行业轮动相关联，并与债券的收益率曲线联系起来(表2)。该模型使得投资策略主要取决于经济增长和通胀所处的阶段。这份报告的其余部分将检验使用该理论的实践效果。

表2：投资钟的四个阶段

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	防守性增长	牛市陡
II “复苏”	↑	↓	股票	周期性增长	—
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	—

来源：美林全球资产配置小组。 *相对长期增长率趋势，增长率的变动方向（“产出缺口”）

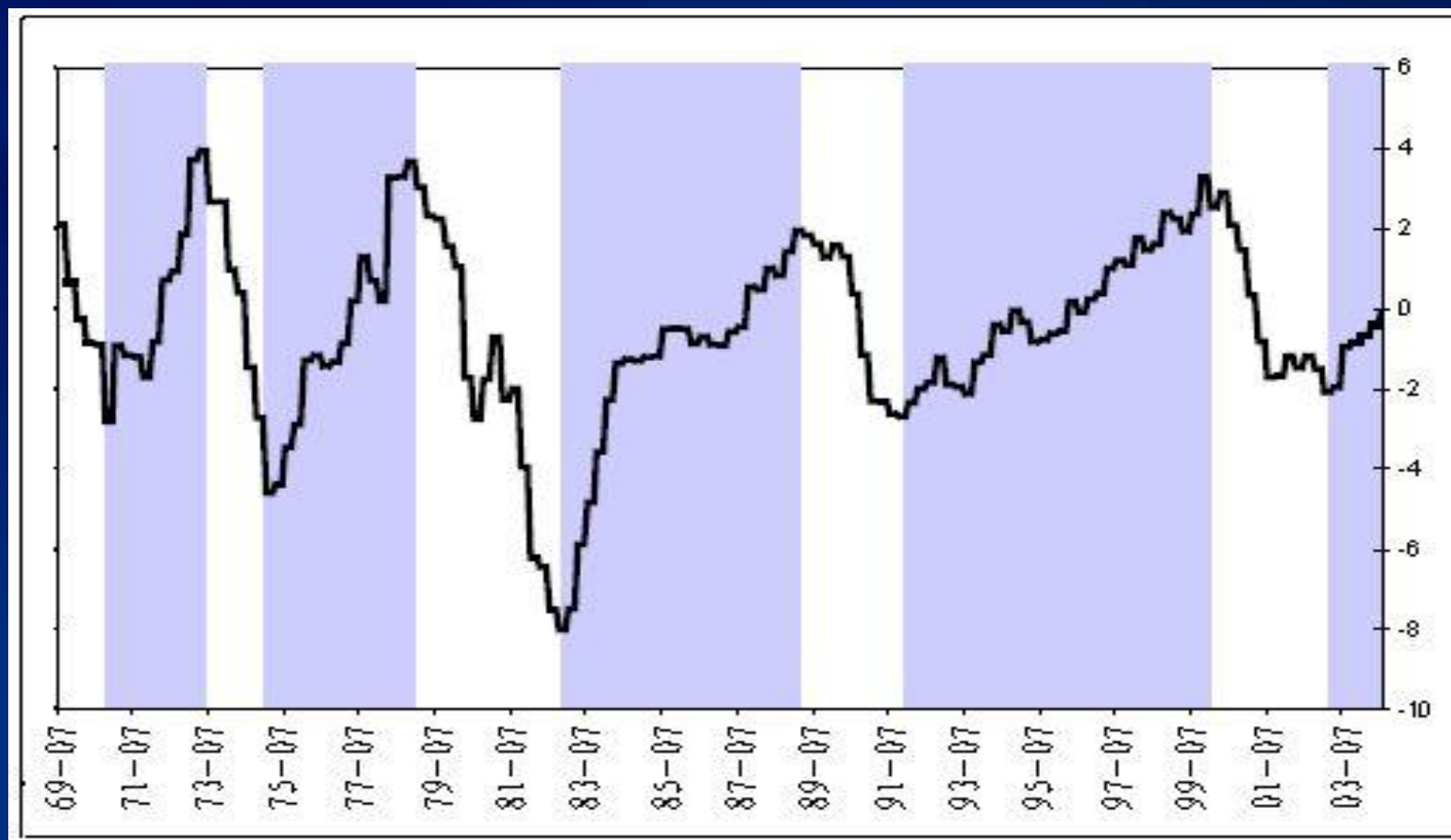
三、测试方法

我们使用美国市场数据测试投资钟理论，因为该数据包括完整的超过三十年的资产和行业回报率数据。首先，我们通过观察经济增长与通胀率将每一个日历月份归于经济周期四个阶段中的一个。然后，给定任意一个经济周期的阶段，我们把符合这个阶段的所有月份的数据汇总，计算出各种投资类别的平均回报率，再来检验我们的模型。

I 产出缺口周期中的波峰和波谷

产出缺口是测量经济偏离可持续增长路径百分比的指标。我们使用经合组织对产出缺口的季度估测数据，识别出美国产出缺口周期的主要拐点。因为我们的测试使用的是月度数据，所以我们采用美国供应链管理协会提供的制造业信心调查来确切地查明在一个季度的三个月中哪一个月是拐点。自1970年以来，已经有四个清楚的周期，并且2003年3月的低点的出现标志着第五个周期(图4)的开始。

图4: 美国产出缺口的估测显示主要波峰和波谷



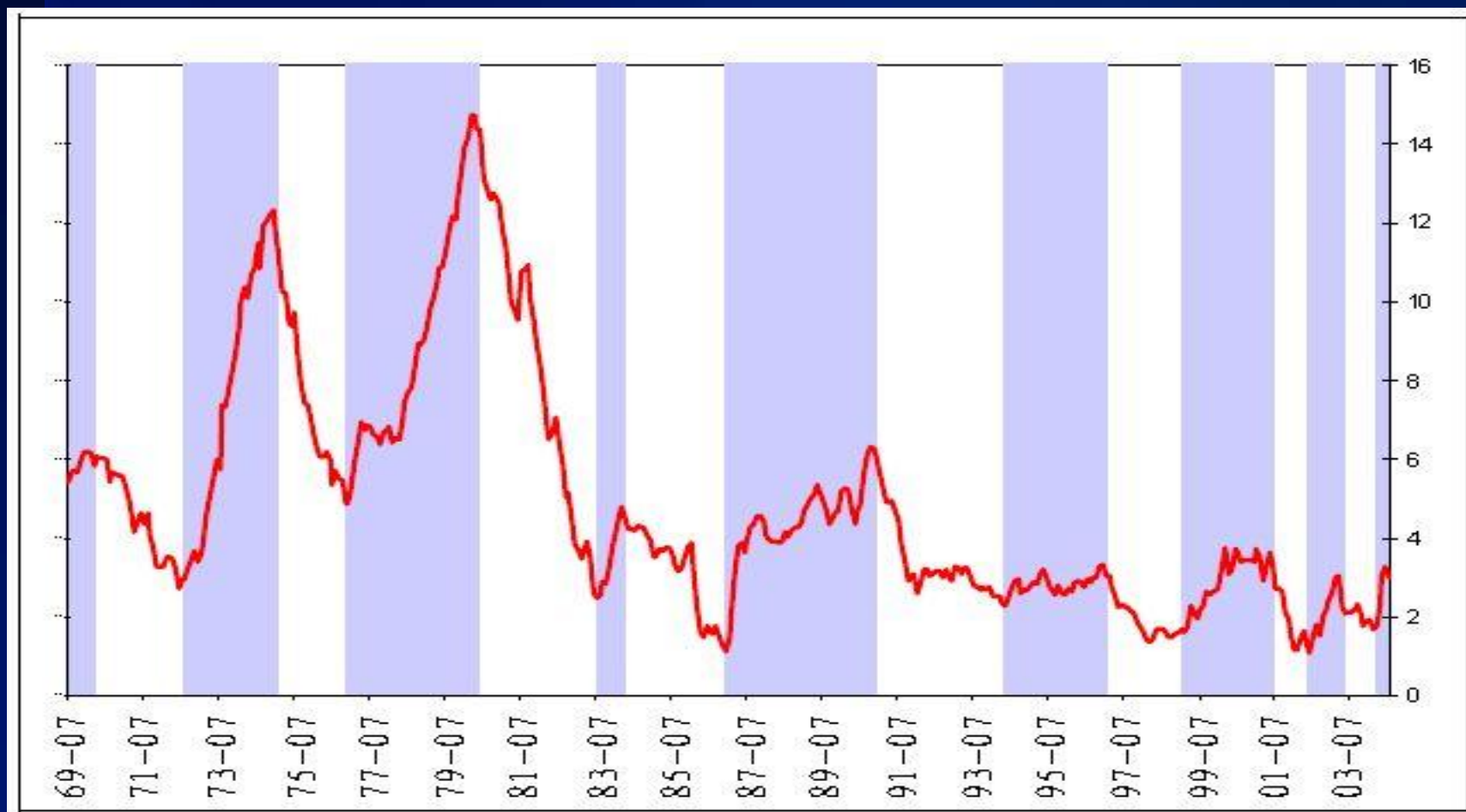
来源：经济合作与发展组织。阴影部分表示产出缺口的上行周期。

在这些长期趋势中暗含了一些“迷你周期”，像1981/2年间构筑的一个“双底”衰退。一些重大国际事件的影响并不明显，如：亚洲金融危机或98年俄罗斯的国债风波，美国经济成功地摆脱了它们。

I 通货膨胀的波峰和波谷

我们使用类似的方法来辨别美国通胀周期中的拐点。我们关注以同比CPI衡量的通胀数据，因为这是美联储和其它中央银行盯住的目标和划分通胀等级的依据，投资钟模型要依此来预测他们的政策变动。20世纪70年代两次石油危机的冲击非常明显（图5），我们还可以观察到80年代末期的经济过热。然而，从90年代中期起通胀率简单地向一个方向运动，近年来的周期变化变得模糊。这反映出核心通胀率是相当稳定的，而石油价格的变动却不是这样。

图5：美国通胀率的波峰和波谷

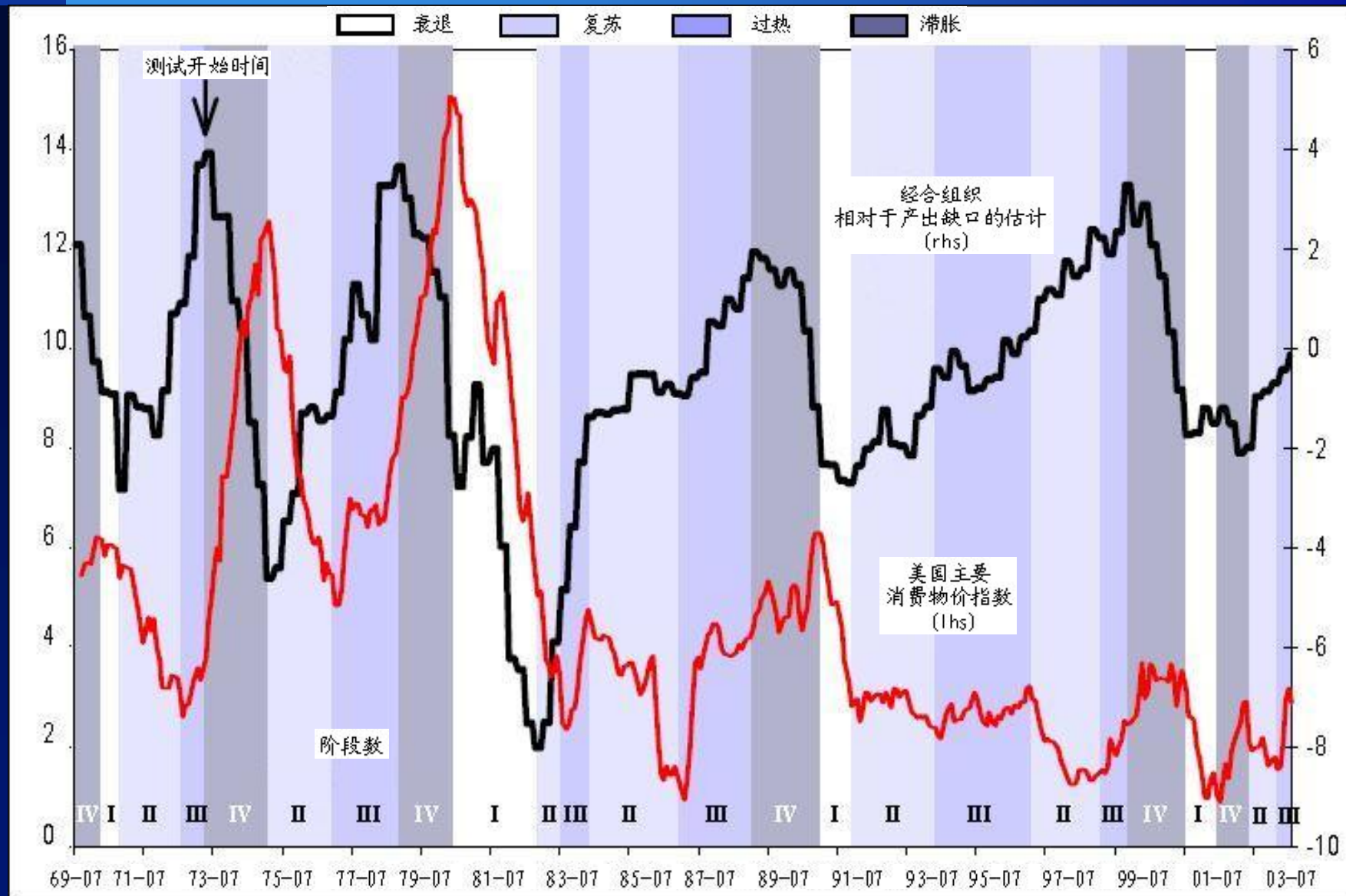


来源：美国劳动统计局。阴影部分表示通胀处于上行周期。

划分投资钟的四个阶段

划分增长和通胀周期之后，如模型所示，我们将每一个日历月份归到投资钟的一个特殊的阶段。例如，在我们的测试期内的第一个阶段是1973年4月到1974年12月。产出缺口下降，但通胀率上升，造成“滞胀”。投资钟通常沿顺时针(图6)转动。有两次逆时针转动出现在20世纪80年代中期和20世纪90年代中期，都与外部的通货紧缩冲击有关。第一次是石油输出国组织协议瓦解时，第二出现在亚洲金融危机时。回头看，这些事件对美国而言是好事情，因为不需要国内经济下滑，就可以保持通胀在控制之中。在2002年底到2003年初出现的滞胀阶段并没有遵循简单的投资钟顺时针方向，是因为通胀受到了伊拉克战争前油价上涨的冲击。

图6: 自1970年以来, 美国投资钟的四个阶段



来源：美林的资产配置。

Ø 测试期的特征

从整体上看,经济周期相当的均匀。从1973年4月到2004年7月之间的375个月被合理地、均匀地划分在四个阶段(表3)。通胀率有一半时间在上升,另一半的时间在下降。经济增长率低于可持续增长路径的时间要短于高过此路径的时间,这就意味着在一个经济周期的最后,会由一个短而急剧的衰退来标示一个典型扩张期的结束。每一个阶段平均持续二十个月,一个经济周期大致为六年。

I 下一步

下一步是给定一个特定的阶段,将所有处于这个阶段的月份数据聚在一起,来计算各种各样的资产类和行业板块的平均收益率。

表3：美国经济周期频率和持续时间

阶段	总计 (月数)	总计 (年数)	频率 (%)	平均持续时间 (月数)
I “衰退”	58	4.8	15%	19.0
II “复苏”	131	10.9	35%	21.8
III “过热”	100	8.3	27%	20.0
IV “滞胀”	86	7.2	23%	17.2
	375	31.3	100%	19.5

注：我们从1973年开始测试，即我们数据集中的第一个产出缺口的波峰。于2004年结束。

四、周期内的资产收益率

在这个部分我们展示在投资钟的每个阶段，对几大资产类投资收益率的分析结果。

I 资产回报

Ø 我们在测试什么

首先，把每个投资钟阶段的月份数据聚在一起，计算以美元计价的几个主要资产类别各自的平均回报率。我们需要使用经通胀率调整的实际收益率，才能把20世纪70年代处于高通胀时期的月份数据与低通胀时期的月份数据合并。我们包含了收入。

重要结论

每个阶段的实际收益率结果与我们投资钟模型的预期是一致的(表4)。分时期具体分析每个阶段也会得出完全一致的结论(表5)。

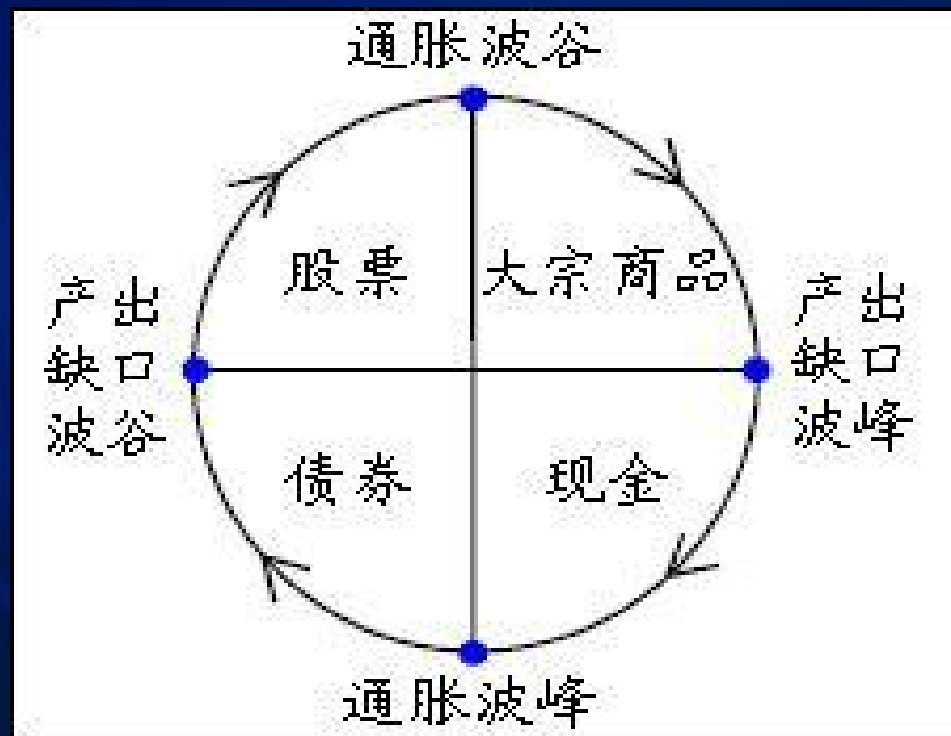
I 衰退：正如所料，债券是最佳选择。债券的实际回报率达到了9.8%，远远超过其3.5%的长期回报率。处于投资钟对立位置的大宗商品表现最糟糕。

II 复苏：目前为止股票是最佳选择，相比它长期6.1%的平均回报率，每年实际收益率达到了19.9%。现金回报率很糟糕。大宗商品的投资回报率是负值，但这主要归因于油价下跌。

III 过热：大宗商品是最佳选择，相比它长期5.8%的平均回报率，每年的实际收益率为19.7%。正如所料，债券表现最糟糕。

IV 滞胀：现金是一堆糟糕资产中的最佳选择，年均实际回报率为-0.3%。处于投资钟对立位置的股票表现最糟糕。大宗商品的年均回报率达到了28.6%，反映了20世纪70年代石油危机的冲击，所以掩盖了非石油类大宗商品价格的下跌。

图7: 资产配置



来源：美林的资产配置。

表4：美国几大类资产的实际回报率

阶段	债券	股票	大宗商品	现金
I: “衰退”	9.8	6.4	-11.9	3.3
II: “复苏”	7.0	19.9	-7.9	2.1
III: “过热”	0.2	6.0	19.7	1.2
IV: “滞胀”	-1.9	-11.7	28.6	-0.3
	3.5	6.1	5.8	1.5

来源：数据是从1973年4月到2004年7月。债券收益数据来源于美林美国财政部或机构债券指数，股票收益数据来源于标准普尔500综合指数，大宗商品的收益使用高盛商品指数的总体回报率，现金收益用三个月短期国库券收益计算。年均回报率的计算采用几何平均。

表5：美国在每一个阶段中的实际资产回报的全部细节

衰退			月数	债券	股票	大宗商品	现金
74-12	到	75-01	1	45	142	-78	0
80-04	到	82-11	31	9	10	-6	5
90-11	到	91-12	13	11	20	-9	3
01-05	到	02-06	13	8	-18	-18	1
			58	9.8	6.4	-11.9	3.3
复苏			月数	债券	股票	大宗商品	现金
75-01	到	76-12	23	4	20	-17	-1
82-11	到	83-07	8	7	34	10	5
84-03	到	86-12	33	15	20	0	5
91-12	到	94-05	29	3	6	-4	0
96-12	到	99-02	26	6	27	-27	3
03-03	到	04-03	12	2	33	16	-1
			131	7.0	19.9	-7.9	2.1

过热			月数	债券	股票	大宗商品	现金
76-12	到	78-11	23	-5	-9	14	-2
83-07	到	84-03	8	3	-6	12	5
86-12	到	89-01	25	0	6	20	2
94-05	到	96-12	31	5	21	16	2
99-02	到	99-11	9	-2	16	56	2
04-03	到	04-07	4	-10	-1	20	-4
			100	0.2	6.0	19.7	1.2

滞胀			月数	债券	股票	大宗商品	现金
73-04	到	74-12	20	-8	-31	50	-3
78-11	到	80-04	17	-13	0	4	-2
89-01	到	90-11	22	5	4	31	2
99-11	到	01-05	18	4	-9	23	2
02-06	到	03-03	9	7	-23	44	-1
			86	-1.9	-11.7	28.6	-0.3

总计			月数	债券	股票	大宗商品	现金
73-04	到	04-07	375	3.5	6.1	5.8	1.5

注：数据是从1973年4月到2004年7月。收益率采用几何平均。粗体数字表示投资钟理论认为应该表现最好的资产类别。

Ø 统计检验

对投资钟每个阶段的结果的检验都是很显著的。方差分析的结果显示，我们有99.9%的可信度认为资产在不同阶段的收益率差异不是因为我们抽取了特殊的样本而导致的结果。此外，使用单侧T检验，发现至少有95%的可信度可以认为使用处于投资钟对立位置的资产做配对交易，其收益是可以超过大市。换句话说，如果历史对未来有任何指导意义的话，我们拥有超过99.9%的信心来期待在复苏阶段中，股票收益率会超过现金。这些是得到统计检验强有力支持的结论。关于全面细节，请参考附录。

Ø 结论

统计检验的结果以一个很高的可信度验证了我们对资产轮动规律的判断。我们并没有特别关注估值-这个通常被认为最重要的因素，而得到的结论却惊人的一致。自上而下的经济周期分析应该是我们在主要资产类之间做战略资产配置工作的出发点。

Ø 全部历史

这张表显示了自1973年4月以来，在投资钟的每个阶段，经通胀调整的年均回报率。数据采用的都是年均收益率。

历史脚注

对整个时期不同资产类收益率的比较也很有意思：

- I 所有资产中股票的表现最好，年均实际回报率达到6.1%，相比债券收益率，存在约2.5%的股权风险溢价。
- II 债券的收益率高出现金2%，反映了债券的久期风险和一点违约风险（美林的索引指数包括了机构）。
- III 大宗商品的收益率高出预期，反映出国际油价从1973年4月的每桶2.74美元上涨到2004年7月的每桶40美元所带来的影响。

IV 1. 5%的现金实际回报率是平均实际利率。相对于期间内2.9%的经济增长率，这看起来有些偏低，但美联储的政策在20世纪70年代实在太宽松—从1980年CPI上涨到15%可以证实这一点。

I 行业板块

Ø 我们在测试什么

我们用相同的方法来分析美国的行业板块，计算行业板块在经济周期四个阶段的收益率状况。

Ø 主要结论

行业板块在不同的经济周期阶段会交替表现出超过大市或低于大市(表6)，这让我们可以配置以下的配对交易。每一对中的两个行业都反映了截然相反的宏观判断。这些可以做配对交易的行业在图1中已经有总结。

I 可选消费股 VS. 能源股：当通胀率和利率下降时(西)，像零售商这些可选消费股表现优异。当通胀率和油价上涨时(东)，石油和天然气股表现优异。

II 周期性行业股 VS. 工业股：当中央银行正在努力复苏经济时(西南)，金融股表现优异。当中央银行加息时(东北)，一般工业股表现优异。

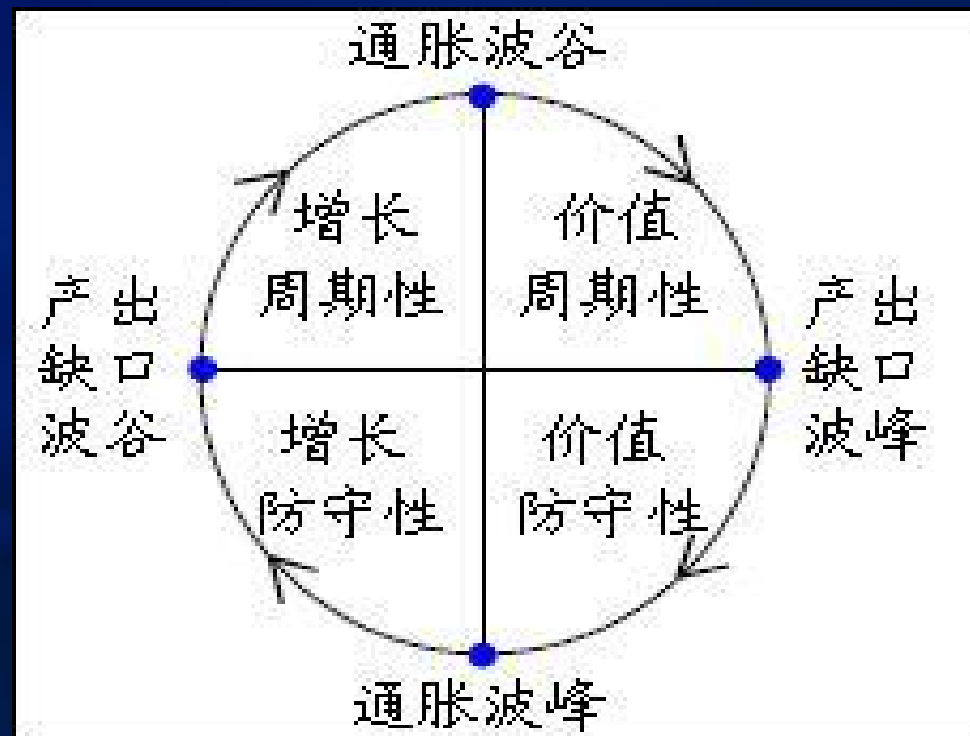
III 电信 VS. 公共事业：近年来，电信股更像是周期性成长类股票，在低通胀的复苏阶段(西北)表现优异。公共事业股属于价值防守型，在滞胀阶段(东南)收益高于其他行业板块。

表6: 美国行业板块的收益率

复苏		过热	
可选消费	3.8	科技	4.7
电信	3.7	工业	4.3
科技	3.3	石油&天然气	4.2
金融	1.4	医药	2.9
工业	-0.4	主要消费	1.1
基础原料	-2.4	电信	-0.9
主要消费	-3.1	金融	-1.8
公共事业	-3.1	公共事业	-3.2
石油&天然气	-4.4	基础原料	-3.6
医药	-4.5	可选消费	-5.8
衰退		滞胀	
主要消费	13.3	石油&天然气	14.7
金融	11.0	医药	11.6
可选消费	8.9	公共事业	6.4
医药	5.6	主要消费	2.5
基础原料	0.5	工业	2.1
工业	-4.5	基础原料	2.1
科技	-4.6	金融	1.6
公共事业	-4.7	电信	0.0
电信	-10.2	可选消费	-8.9
石油&天然气	-12.8	科技	-12.5

来源: Datastream中涵盖92%市场的十个行业的索引。年均回报率的计算采用几何平均。

图8：股权行业轮动



来源：美林的资产配置。

统计测试:

方差分析的结果表明，用投资钟模型对10个主要的行业板块在不同阶段的收益做预测，其中5个板块的统计检验结果显著。可选消费股和石油与天然气股跟其他很多受宏观因素驱动的板块一样，检验结果很显著。令人惊讶的是，电信、公用事业和基础原料股，没能被该模型很好地解释。在四个投资钟阶段，单侧T检验识别出40个可信度超过95%的可做配对交易的行业组合。全部细节请参见附录。

详细的产业衰退

下表显示在行业层面上的分析得出的最重要的结论。

表7: 美国行业收益率

复苏		过热	
前10		前10	
康乐及酒店业	7.4	电气设备	4.8
汽车零配件	7.2	IT硬件	4.5
软件与计算机服务	5.1	钢铁及其它金属	4.2
零售, 一般	3.9	石油和天然气	4.2
地产	3.8	工程机械	4.1
电信	3.7	饮料	3.7
专业及其它财务	3.5	软件与计算机服务	3.7
食品与药物零售商	2.8	燃气输配	3.2
IT硬件	2.8	制药与生物技术	2.9
航空航天, 国防	2.6	多元化的产业	2.8
后10		后10	
燃气输配	-3.7	媒体和娱乐	-4.5
多元化的产业	-4.2	汽车零配件	-5.2
林业造纸	-4.2	林业造纸	-5.2
石油与天然气	-4.4	专业及其它财务	-5.3
制药与生物技术	-4.5	房地产	-5.6
钢铁及其它金属	-5.5	建筑, 建材	-5.9
烟草	-6.9	家庭用品及纺织品	-7.5
健康	-7.1	采矿	-8.9
投资公司	-8.6	零售, 一般	-10.1
采矿	-16.0	投资公司	-13.6

	衰退		滞胀
前10		前10	
零售，一般	24.8	烟草	20.6
房地产	20.1	燃气输配	18.8
家庭用品及纺织品	20.1	石油与天然气	14.7
专业及其它财务	17.1	采矿	12.4
饮料	17.0	医药与生物技术	11.6
烟草	14.6	航空航天，国防	9.7
银行	14.2	粮食生产者与处理器	9.6
健康	13.9	健康	8.2
粮食生产者与处理器	13.6	保险	7.0
支持服务	13.2	人寿保险	5.4
后10		后10	
工程机械	-3.5	家庭用品及纺织品	-5.6
建筑，建材	-3.6	软件与计算机服务	-6.2
航空航天，国防	-4.0	零售，一般	-7.6
多元化的产业	-6.1	媒体和娱乐	-9.3
汽车及零部件	-6.5	康乐及酒店业	-10.0
IT硬件	-8.0	支援服务	-10.0
钢铁及其他金属	-9.5	投资公司	-11.5
电信	-10.2	房地产	-11.8
石油与天然气	-12.8	汽车零配件	-12.2
燃气输配	-26.8	IT硬件	-14.0

来源：数据从1973年4月至2004年7月。来自Datastream中数据第4级，35个行业中的前、后10名。

Ø 结论

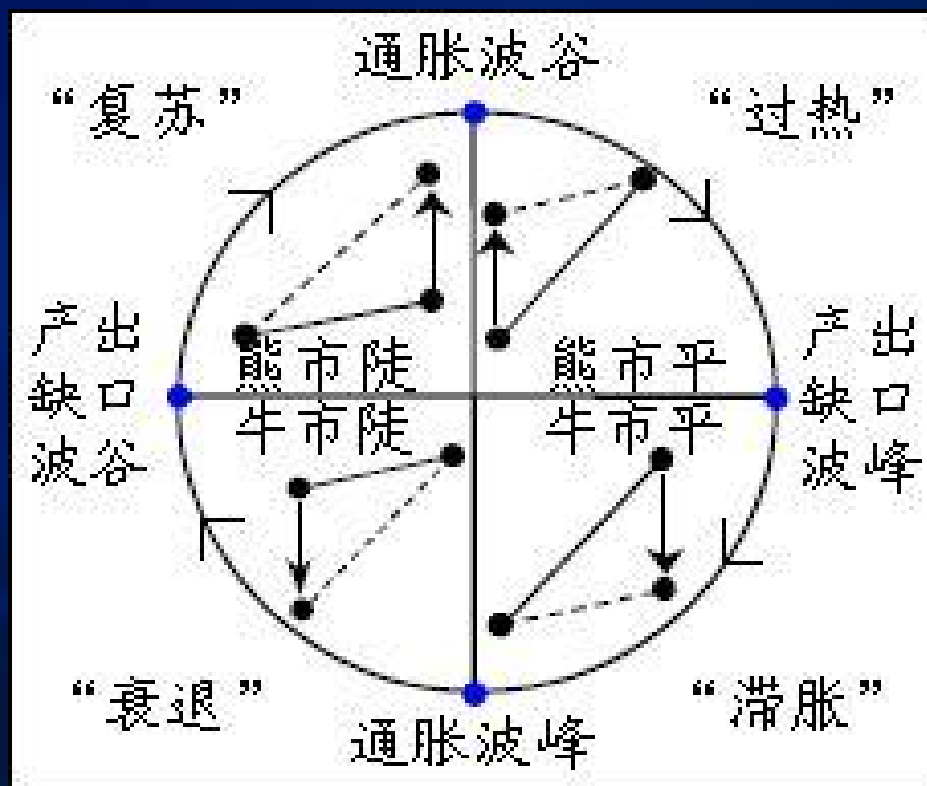
投资钟模型提供了一种非常有用且简便的行业板块投资策略。该模型对部分板块的解释力（如：可选消费股、石油与天然气）要强于对另一些板块（如：电信、公共事业和基础原料）的解释力。

I 固定收益

Ø 我们在测试什么

我们分析用美国国债收益率曲线表示的名义利率变动。理论认为当投资钟在不同阶段变换时，国债收益率曲线存在陡峭和平缓的转换(图9)。

图9: 债券收益曲线变化



来源：美林的全球策略。

表8: 名义利率改变

	联邦 基金 利率	3个月 国库券 收益	2年 债券 收益	10年 以上 债券 收益	收益 曲线 斜率*	收益 曲线 水平	总计曲线 移动
I: “衰退”	-324	-225	-141	-43	+182	-268	牛市/陡
II: “复苏”	-60	-56	-44	-45	+12	-101	牛市/陡
III: “过热”	+122	+102	+107	+54	-48	+147	熊市/平
IV: “滞胀”	+86	+51	-13	+20	-32	+93	熊市/平

注: 数据是从1973年4月到2004年7月的。该图展示了按年计算的名义利率的实际基点变动。*收益率曲线的倾斜在此定义成十年期国债回报率减去3个月短期国库券收益率。

Ø 主要结论

曲线前端的变动与理论是一致的：

I 在**衰退**阶段，美联储会积极地削减利率，平均每年会降低324个基点；并在通胀未上升的**复苏**阶段继续放松银根。

II 在**过热**阶段，美联储加息最为迅速，往往加息会进一步持续到**滞胀**阶段。这反映出20世纪七十年代的石油危机。在格林斯潘时期，美联储即使在温和的**滞胀**阶段，仍小幅削减了利率。

曲线后端的变动与理论也是一致的：

在**衰退**与**复苏**阶段，10年期国债交易开始回暖；但在其他两个阶段，随着通胀率上升应该抛售债券。

综上所述，我们发现了有美联储参与的两个阶段收益率曲线变动的特点：

- I 在**衰退**阶段，我们看到“牛市陡”。我们可以预计美联储会一直减息，直至收益率曲线变得陡峭，这是经济即将复苏的一个标志。
- II 同样，我们看到在**过热**阶段中的“熊市平”。再次，我们可以预计美联储会不断加息，直至收益率曲线变得平坦。

Ø 统计检验

收益率曲线的形状与经济周期紧密相连，相比之下收益率曲线的斜率跟经济周期的关联度要稍弱。只有衰退阶段的“牛市陡”通过了95%置信水平的T检验。全部细节请参考附录。

Ø 其它的固定收益资产

我们没有其它类别的固定收益资产能追溯到1973年的数据。使用较短时间区间的数据分析显示，新兴市场国家的国债和高收益的公司债的收益情况类似于美国周期性股权行业板块，在复苏和过热阶段收益率高过美国国债。在过热和滞胀阶段，通胀免疫债券的表现优于普通债券。

Ø 结论

投资钟模型可以帮助我们确定固定收益资产的投资策略。收益率曲线的形状反映出通胀的压力。在美联储调整政策时，收益率曲线的斜率形状是可以预测的。该模型还可以被扩展至包括其他类别的固定收益资产，如新兴市场的债券和通胀免疫债券。

I 外汇

Ø 我们在测试什么

在投资钟的每个阶段，我们观察美元交叉汇率的变动。

Ø 重要的结论

我们有一个清晰，但初看似乎违反预期的结论：

I 在美国经济周期的**衰退和复苏**阶段，即美国通胀率下降和联邦基金利率下滑期间，美元的表现最强势。原因在于海外利率很可能会下降更快，并且国际投资者经常将美元作为重压之时的一個避难所。

II 在美国经济的**过热**阶段，我们发现日元和澳元表现为强势。再次，非常有趣的是在美联储猛烈加息的周期阶段中，美元表现为疲软。

表9：汇率（按年计算的波动）

复苏			过热		
美元/日元	+6.7	美元	美元/日元	+9.9	美元
美元/欧元	-1.6	美元	美元/澳元	+7.0	澳元
美元/加元	-2.7	美元	美元/英镑	+5.8	英镑
美元/英镑	-4.6	美元	美元/欧元	+1.7	欧元
美元/澳币	-7.0	美元	美元/加元	0.0	-
美元/兰特	-10.5	美元	美元/兰特	-3.7	美元
欧元/日元	+8.5	日元	瑞郎/澳元	+0.4	澳元
瑞郎/澳元	-9.4	瑞郎	欧元/日元	+8.1	日元
衰退			滞胀		
美元/加元	-0.8	美元	美元/欧元	+2.0	欧元
美元/日元	-1.3	美元	美元/英镑	+1.2	英镑
美元/澳元	-1.4	美元	美元/加元	+0.3	加元
美元/英镑	-6.3	美元	美元/兰特	0.0	-
美元/欧元	-8.9	美元	美元/澳元	-5.7	美元
美元/兰特	-13.7	美元	美元/日元	-7.4	美元
欧元/日元	+8.3	日元	欧元/日元	-9.3	欧元
瑞郎/澳元	+3.3	澳元	瑞郎/澳元	-10.4	瑞郎

来源：Datastream数据库。数据是从1973年4月至2004年7月。

Ø 统计检验

统计检验的结果表明，大多数汇率都不与美国经济周期强烈相关。比较明显的例外是日元/美元以及澳元/美元汇率。全部细节请参见附录。

Ø 结论

汇率的变动取决于两个经济体之间的差异。因此，当单独依据美国经济周期进行分析时，我们不应该期待统计上显著的结果出现。不过，我们仍然可以说在美国经济过热时，亚洲货币倾向于表现为强势；在美国经济的衰退阶段，尽管美联储猛烈减息，美元通常也是最强势的。

I 全球投资策略

Ø 我们在测试什么

最后，我们来看看对应于美国经济周期四个阶段的国际股票市场的表现。我们假定不存在任何货币对冲。

Ø 重要结论

广义上说，我们可以将国家分配到每一个阶段，如下所示：

- I 衰退：新加坡、英国、美国 - 防御性，利率敏感；
- II 复苏：香港、瑞士、欧洲地区 - 喜忧参半；
- III 过热：日本 - 买入钢铁股等股票；
- IV 滞胀：南非、加拿大、澳大利亚 - “资源市场”。

表10: 相对于世界指数的国家回报率, 以美元为单位, 按年计, %

	复苏		过热
香港	9.3	日本	10.5
瑞士	4.4	英国	6.9
欧元区	4.1	澳大利亚	2.5
美国	-0.4	香港	2.0
日本	-1.7	新加坡	1.1
英国	-1.8	南非	0.5
澳大利亚	-6.7	瑞士	-0.2
加拿大	-8.4	欧元区	-1.8
新加坡	-9.4	加拿大	-2.1
南非	-11.0	美国	-4.9

	衰退		滞胀
新加坡	18.5	南非	25.9
美国	4.7	加拿大	13.8
英国	4.1	澳大利亚	9.3
加拿大	-0.8	欧元区	7.0
澳大利亚	-1.5	美国	5.7
南非	-2.4	瑞士	5.1
香港	-2.9	英国	0.4
瑞士	-7.4	新加坡	-7.1
日本	-7.7	日本	-8.6
欧元区	-11.3	香港	-8.8

来源: Datastream全球股票指数, 以美元为单位的总回报率。数据从1973年4月到2004年7月。

统计检验

方差分析的结果显示，对一些国家未对冲的投资收益的检验结果与上面做美国行业分析时得出的结果类似。单侧T检验帮助我们 把每一个国家划分到一个特定的经济周期阶段。然而，我们告诫不要读太多不能得到统计检验支持的结果。例如：在经济过热阶段，英国的投资似乎表现很好，但方差分析的结果却很糟糕。全部细节参考附录。

结论

投资钟模型可以帮助我们选择全球股权投资策略，在经济周期的每个阶段都有投资回报优异的国家。但是，在每次做投资决策以前，分析这个市场是否适用投资钟模型都是很有必要的。

五、在实践中使用投资钟

■ 报告展示了什么

我们不是在检验一个实时、定量的交易策略。相反，我们是想展示通过正确的宏观判断也是可以获利的。该报告充分证实了“买方”经济分析团队和宏观战略团队的价值。经济周期分析，包括对政策制定者所设定的目标及其政策效果的评估，构成我们战略资产配置的核心工作。

■ 在实践中运用该模型

我们将会在未来的特别报告中进一步发展我们的理论。在这里，略述我们的全球平衡基金设定策略的基本方法，并将作一些初步的结论。对于每个主要的经济体，我们将从尝试回答三个问题开始：

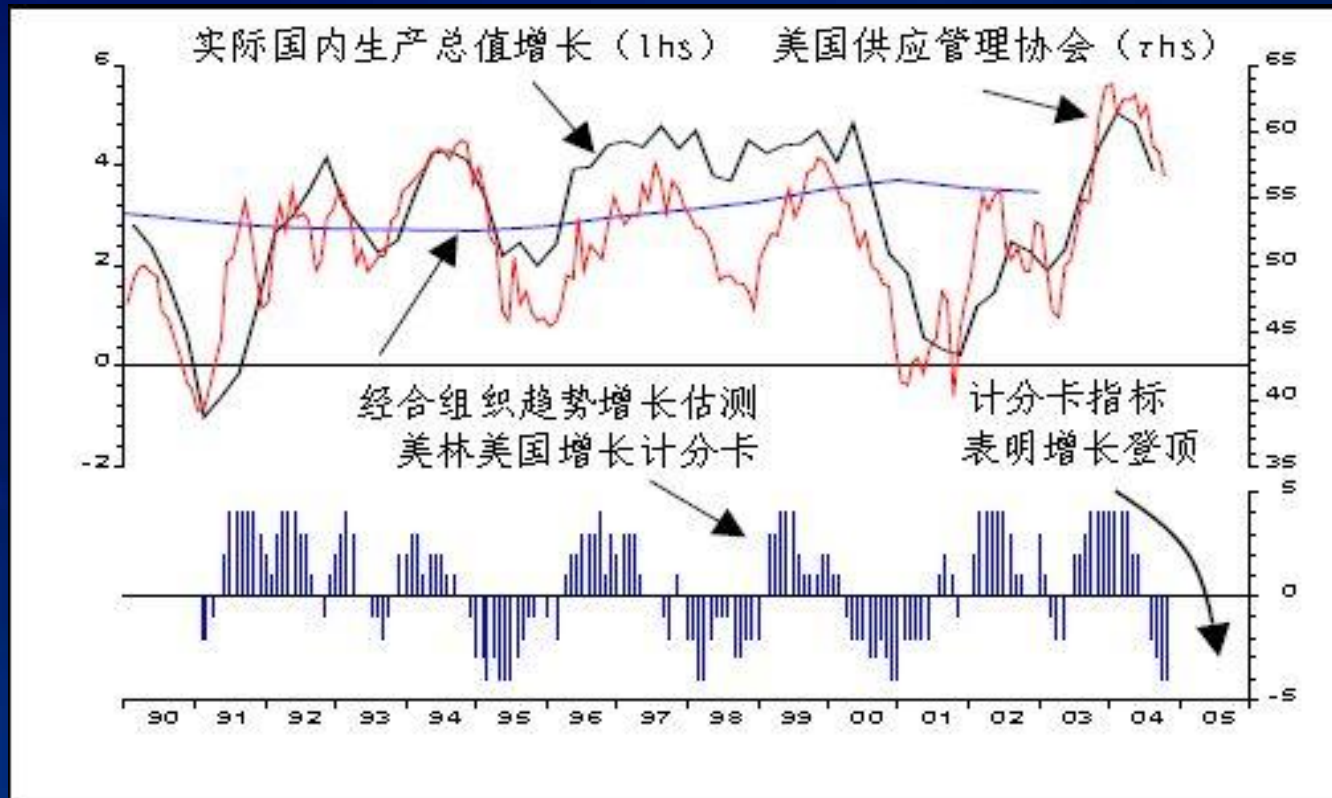
1) 我们处于周期的哪个阶段？“美国的过热阶段。”

我们通过看近期的经济数据，识别目前所处的投资钟的阶段。最简单的方法是找到一个能代表实际GDP增长率的指标。美国供应链管理协会调查指标在过去3个月的平均值超过了55，该值对应着美国GDP的长期增长率（图10）。这点指向复苏或过热阶段。通过CPI就能判断产出缺口是正值还是负值。相对其12个月的移动平均值不断上升的通胀率（图11），意味着经济增长处于可持续增长路径之上。我们的结论是美国经济处于过热阶段。很明显联邦公开市场委员会跟我们的观点是一致的，至少是在现在，因为他们在加息。

2) 领先指标怎么说？“经济增长放缓，通胀率仍在上升。”

我们需要发展一套系统的方法来预测下一个时期投资钟将要转向的阶段。经济学家普遍更关注于预测一系列经济指标的未来值，而我们做决策时仅仅需要判断未来产出缺口和通胀率的变动方向。我们制作了简单的记分卡指标，以帮助我们判断每个主要经济体在短期内的走势（参见表12 & 13）。

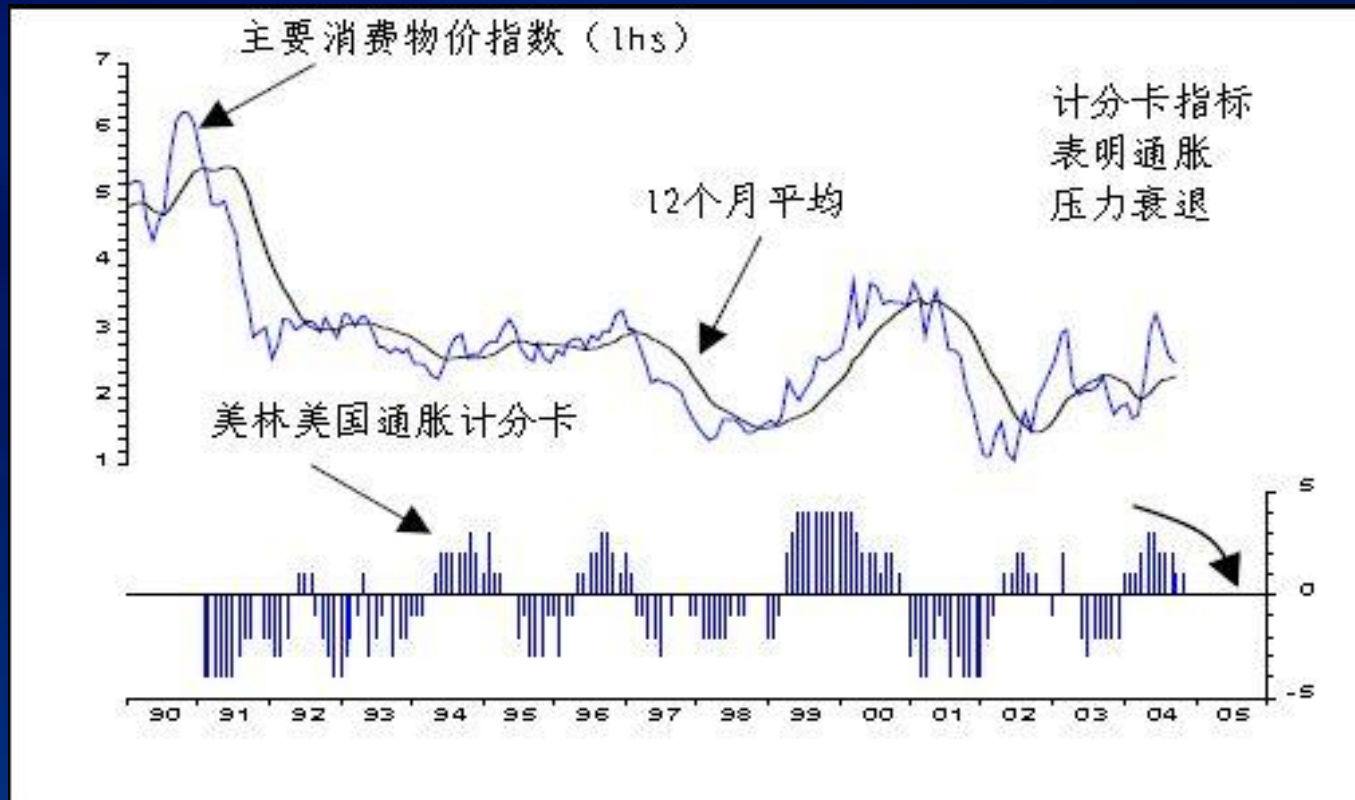
图10: 美国实际GDP增长率、美国供应链管理协会指数和美林的增长率记分卡指标



来源：美林全球资产配置小组。美林的增长记分卡指标是以中央银行行政策、经合组织的领先经济指标指数、美国供应链管理协会指数和市场对实际GDP增长率的预期等指标为基础的一个扩散指数。详情可应要求提供。

美林的经济增长率记分卡指标是参考了中央银行政策、经合组织的领先经济指标、商业信心和市场对真实GDP增长率的共识预期等指标的一个扩散指数。它可以作为领先指标，很准确地提前6个月预测GDP增长率的变动方向。最近，美国的该指数显示为-4/4，处于最糟糕的状况（同见图10）。这应该是毫不奇怪的。几乎可以肯定地说增长已经见顶。美国供应管理协会指数已结束爬升，并且我们比较的基础也不再像2003年第一季度时面临伊拉克战争和SARS病疫冲击的糟糕的经济状况。不过，国内生产总值的增长率在一段时间内可能不会始终如一地处在趋势之下。这是一个重要的区别。全球GDP的增长率在1988年达到高峰，但产出缺口和通胀率直到1990年才见顶。与此同时，新兴市场股票表现优异，债券被抛售。

图11：美国CPI指数及其12个月平均线和美林的通胀记分卡指标



来源：美林的全球资产配置小组。记分卡的详情可应要求提供。

美林的通货膨胀记分卡指标是一个扩散指数，它以经合组织对产出缺口的估计、以本币计价的石油价格、物价调查及CPI的市场一致预测等指标为基础。近期，美国该指数是良性的+1/4（同见图11）。感觉似乎通胀压力正在消退。

3) 政策的决策者想要什么？“经济平稳运行。” 他们可以 实现吗？“大概。”

在可能出台矫正政策的情况下，我们勾画出我们的中期观点。美联储大概是想看到2005的经济增长处于或略高于长期增长趋势的水平，相应地通胀将稳定于或高于现有的水平。持续的温和过热似乎是一个可接受的合理水平。石油冲击会带来经济增长的下行风险，但美联储可能会采取行动消除任何可能的负面影响。有种种迹象表明货币政策正在起作用，由持续强劲上涨的房地产价格就可以判断。石油价格下降会减轻美国消费者的负担，引起一个经济增长率提高的惊喜。

I 全球观点：2005年继续温和的过热

沿着类似的分析，我们很可能会看到全球范围内的继续温和的过热。中国显然是在其过热的阶段，但可能在2005年大部分的时间内仍处于这个阶段。通胀率正在上升，政府想放慢经济，但到目前为止，他们的努力收效甚微。从技术角度讲，日本亦是在过热阶段，但当局想保持这种状态。通胀率正在上升，但现在才刚刚转为正值。欧元区通胀率为2.5%，在2%的目标值之上；但随着德国商业调查指数正在变弱，欧洲央行很可能会按兵不动。欧洲大概不会是世界经济的风向标。最后，英国央行已升息，并有迹象表明，房价可能会达到顶峰；但英国太小，其影响很有限。随着“欧洲消费物价指数”衡量的通胀低于目标值，利率将会在必要时迅速下降。

I 市场在考虑什么？

如果我们不同意市场共识并假设我们的判断是正确的，我们的交易会带来非常可观的利润。我们可以从几个方面来评估市场的意见。

Ø 短期情绪

2004年第3季度的回报率说明经济处于滞胀（石油股涨、高科技股跌）和过热（新兴市场和矿业股表现优异）的混合阶段。我们10月份对基金经理们的调查表明，他们增持能源类股、工业股、日本和新兴市场的股票，同时减持债券、可选消费股和美国股票。平衡基金经理把股票当作一个资产类别，却增持现金。这些观点与经济过热的判断是一致的。

Ø 中期宏观展望

我们可以直接将中期宏观观点与调查结果作比较。大多数基金经理们认为世界经济有负的，而非正的产出缺口，即经济增长处于可持续增长路径之下（表11）。

表11：你认为全球经济正处于？

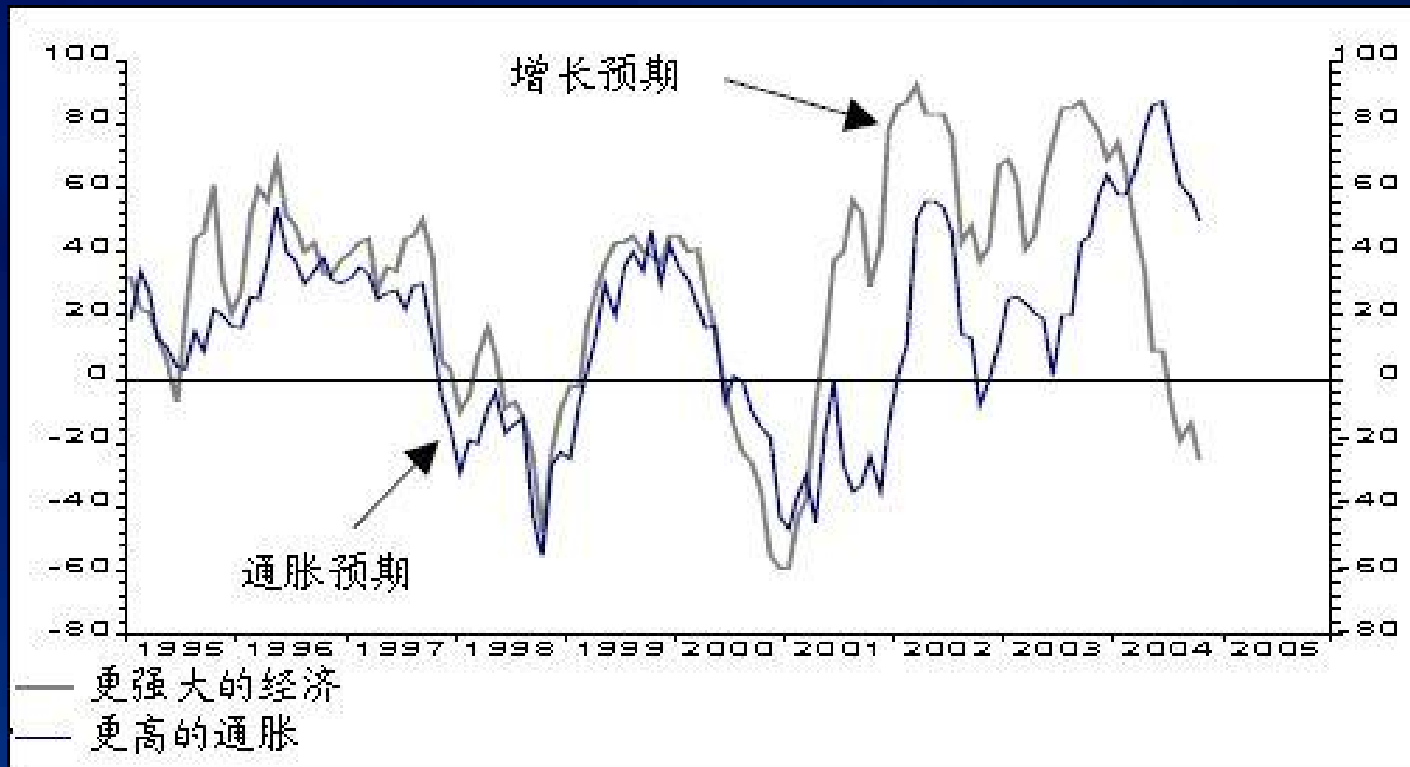
(%的人认为)	10月	9月	8月
正的产出缺口（即产出位于可持续增长路径之上）	29	25	29
负的产出缺口（即产出位于可持续增长路径之下）	41	42	42
零产出缺口	25	28	22
合计净%的人认为正的产出缺口	-12	-17	-13
不清楚	6	5	7

来源：2004年10月美林基金经理的调查。

直到近期，通过基金经理们开始关注通胀问题来判断，他们认为经济增长太强有力，会带动世界进入过热阶段。但在最近的几个月，这些恐惧已开始消失。大多数基金经理们现在认为全球经济增长已达到顶峰，少数则认为通胀将增加（图12）。



图12：预期全球增长和通胀



来源：2004年10月美林的基金经理调查。

■ 当前观点：我们仍然维持对全球经济过热的判断

我们觉得很难强烈反对经济增长正在放缓的共识。不过，我们看到全球产出缺口已经变为正值，并且我们预期该正值还会在2005年扩大。我们仍然维持对全球经济“过热”的判断：大宗商品、工业类股、亚洲货币、日本和新兴市场。我们会减持政府债券、金融类股、自选消费股和美元。下一个衰退阶段似乎离我们还有些距离。

■ 美林的增长和通胀记分卡：全球经济增长放缓，但通胀压力持续

表12：经济增长记分卡

		04-11	04-10	04-09	04-08	04-07	04-06
美国	中央银行的立场	-	-	-	-	-	=
	领先经济指标指数	-	-	=	=	+	+
	商业信心	-	-	-	=	=	+
	共识国内生产总值的预测	-	-	-	-	=	=
	总计	-4	-4	-3	-2	0	+2
欧元区	中央银行的立场	=	=	=	=	=	+
	领先经济指标指数	-	=	=	+	+	+
	商业信心	-	-	-	=	-	=
	共识国内生产总值的预测	+	+	+	+	+	=
	总计	-1	+0	+0	+2	+1	+2
英国	中央银行的立场	-	-	-	-	-	-
	领先经济指标指数	-	-	=	=	+	+
	商业信心	-	=	+	+	+	+
	共识国内生产总值的预测	-	=	=	=	+	+
	总计	-4	-2	+0	+0	+2	+2
日本	中央银行的立场	+	+	+	+	+	+
	领先经济指标指数	-	-	-	-	=	=
	商业信心	-	=	=	+	=	+
	共识国内生产总值的预测	-	=	=	+	+	+
	总计	-2	+0	+0	+2	+2	+3
全球	平均水平	-2.75	-1.50	-0.75	+0.50	+1.25	+2.25

注：增长记分卡为正分数表明在未来两个季度经济增长应当加速。负分数则显示减速增长。如果最后的率动下跌，中央银行的立场分数+1；如果最后的率动上涨，则中央银行的立场分数-1；如果在12个月内没有改变，则不变；如果指标超过6和12m的移动平均线，其它分数+1；如果均在两者之下，则-1。

全球增长分数剧烈为负。

表13: 通胀计分卡

		04-11	04-10	04-09	04-08	04-07	04-06
美国	经合组织的产出缺口	=	=	=	=	=	=
	石油价格	+	+	+	+	+	+
	价格调查	=	-	=	=	=	+
	共识消费物价指数预测	=	+	+	+	+	+
	总计	+1	+1	+2	+2	+2	+3
欧元区	欧元区经合组织的产出缺口	-	-	-	-	-	-
	石油价格	+	+	+	+	+	+
	价格调查	+	+	+	+	+	+
	共识消费物价指数预测	+	+	+	+	+	=
	总计	+2	+2	+2	+2	+2	+1
英国	英国经合组织的产出缺口	=	=	=	=	=	=
	石油价格	+	+	+	+	+	+
	价格调查	=	+	+	+	+	+
	共识消费物价指数预测	=	=	-	-	-	-
	总计	+1	+2	+1	+1	+1	+1
日本	日本经合组织的产出缺口	=	=	=	=	=	=
	石油价格	+	+	+	+	+	+
	价格调查	=	=	=	+	+	+
	共识消费物价指数预测	+	+	+	+	+	+
	总计	+2	+2	+2	+3	+3	+3
全球	平均水平	+1.50	+1.75	+1.75	+2.00	+2.00	+2.00

注: 增长记分卡为正分数表明在未来两个季度通胀率要增加。负分表明在通胀减少。如果增长率为1%或超过趋势, 经合组织的产出缺口分数+1, 如果增长为1%或低于趋势, 经合组织的产出缺口分数-1; 如果指标超过6和12m的移动平均线, 其它分数+1; 如果均在两者之下, 则-1。

温和的通胀压力仍然明显。

统计附录

我们需要用历史数据检验我们所认为的经济周期与资产收益率之间的关系是否稳健。平均收益率这个变量容易受到异常值的干扰，所以还需要使用一些统计方法对我们所使用的月度数据做检验。

■ 资产类别

首先，我们计算在每个投资钟阶段，四种资产类各自的历史平均收益率。为读者阅读的方便，我们再次把结果列了出来（表14）。

表14：美国几大类资产的实际回报率

阶段	债券	股票	大宗商品	现金
I 衰退	9.8	6.4	-11.9	3.3
II 复苏	7.0	19.9	-7.9	2.1
III 过热	0.2	6.0	19.7	1.2
IV 滞胀	-1.9	-11.7	28.6	-0.3
	3.5	6.1	5.8	1.5

来源：债券收益数据来源于美林美国财政部或机构债券指数，股票收益数据来源于标准普尔500复合指数，大宗商品的收益使用高盛商品指数的整体回报率，现金收益用三个月短期国库券收益计算。年均回报率的计算采用几何平均。

Ø 方差分析

单因素方差分析方法从同一个总体中抽取4个相互独立的样本，来检验对于一个给定的资产类，偶然因素导致我们得到这个平均收益率的可能性。F统计是整个期间收益率的方差与每个阶段收益率的方差的比值。

统计检验结果表明，投资钟模型对资产收益的预测非常显著。对于这四个资产类别，纯粹由偶然因素导致我们得出这些结论的概率低于0.1%。这与直觉相符。我们用来做检验的样本足够大，从经济周期的一个阶段变换到另一个阶段时资产类的收益率差别如此之大。

表15：美国资产的实际回报率 – 单因素方差分析

	债券	股票	大宗商品	现金
P统计	5.83	5.57	8.31	13.22
置信水平	99.93%	99.90%	99.99%	99.99%

注：黑体数字表示置信水平超过90%。

Ø T - 检验

下一步是比较几类资产的收益率。我们用单侧T检验来检验每一个可能的资产对（表16）。以下列出每个阶段的收益率排序：

- I 衰退：债券 > 现金 > 大宗商品；股票 > 大宗商品
- II 复苏：股票 > 债券 > 现金 > 大宗商品
- III 过热：大宗商品 > 股票 > 现金/债券
- IV 滞胀：大宗商品 > 现金/债券 > 股票

在验证我们的模型时，最重要的事情是检验位于投资钟图形中对立位置的资产对（图1）。投资钟理论认为这些应该是在每个阶段分别表现为最佳和最差的资产。检验结果表明该理论存在至少95%的可信度。例如，如果历史能对未来有任何指导意义的话，我们将以超过99.9%的可信度认为在未来经济复苏阶段股票的收益率要高于现金。这些都是得到统计检验强有力支持的结果。



表16: 美国实际资产回报率 - 配对T检验

衰退		表现低于大市			
表现 超过 大市	债券	债券	股票	大宗商品	现金
	-	-	58.7%	97.3%	95.5%
	股票	41.3%	-	91.8%	70.4%
	大宗商品	2.7%	8.2%	-	6.6%
	现金	4.5%	29.6%	93.4%	-
复苏		表现低于大市			
表现 超过 大市	债券	债券	股票	大宗商品	现金
	-	-	0.2%	99.8%	99.9%
	股票	99.8%	-	100.0%	100.0%
	大宗商品	0.2%	0.0%	-	2.2%
	现金	0.1%	0.0%	97.8%	-

过热		表现低于大市			
		债券	股票	大宗商品	现金
表现	债券	-	9.3%	0.0%	29.7%
超过	股票	90.7%	-	3.3%	87.1%
大市	大宗商品	100.0%	96.7%	-	100.0%
	现金	70.3%	12.9%	0.0%	-

滞胀		表现低于大市			
		债券	股票	大宗商品	现金
表现	债券	-	93.7%	0.1%	25.1%
超过	股票	6.3%	-	0.0%	4.0%
大市	大宗商品	99.9%	100.0%	-	99.9%
	现金	74.9%	96.0%	0.1%	-

注：该表显示单侧配对T检验的置信水平（我们接受原假设的概率）。黑体数字表示置信水平超过95%，那些画圈的数字为处于投资钟对立位置的资产配对。

I 美国行业板块

我们使用与上面分析资产类时相同的方法，来检验几大类行业板块的收益情况。

Ø 方差分析

我们使用方差分析研究行业板块的相对收益，检验投资钟理论是否能预测一些板块的收益情况。

投资钟理论能很好地预测十个行业中一半的收益情况。但在大多数情况下，其置信水平都远远低于检验资产类的回报时得到的结果。对于自选消费和石油与天然气等受宏观因素驱动的行业，模型的预测效果良好。令人惊讶地，电信、公用事业和基础原料行业被模型解释得很糟糕。

表17: 美国几大类行业的收益率 – 单因素方差分析

	可选 消费	石油& 天然气	主要 消费	医药	科技
F统计	6.54	3.67	2.58	2.20	2.19
置信水平	99.9%	98.8%	94.7%	91.3%	91.1%
	金融	工业	电信	公共 事业	基础 原料
F统计	1.63	1.63	1.10	0.92	0.35
置信水平	87.8%	81.8%	65.3%	56.8%	21.3%

注：黑体数字表明置信水平超过90%的结果。

Ø T-检验

我们使用单侧T-检验来检验每个可能的“配对行业”的收益情况（表18）。下面列出了在每一个阶段最显著的收益对比关系：

- I **衰退**：主要消费股、金融股和可选消费股表现得比工业股、石油与天然气股、高科技和电信股优异。
- II **复苏**：可选消费股表现优于主要消费股和医药股。电信股收益率超过了主要消费股和公用事业股。
- III **过热**：工业股、高技术股、石油与天然气股、医药股和主要消费股表现优于可选消费股。工业股收益率高于金融股。
- IV **滞胀**：石油与天然气股几乎击败所有其它类的股票。医药股、公用事业股和主要消费股表现优于自选消费股和高科技股。

表18: 美国行业板块回报率 - 配对T检验

衰退		表现低于大市					
表现 超过 大市		工业	电信	科技	石油& 天然气	基础 原料	公共 事业
	可选消费	99.8%	98.9%	98.6%	96.8%	95.2%	92.4%
	金融	99.4%	99.6%	97.7%	97.6%	92.9%	95.6%
	主要消费	99.1%	99.5%	96.7%	98.7%	95.5%	98.2%
	医药	-	90.9%	-	91.7%	-	-
	基础原料	-	-	-	90.3%	-	-
复苏		表现低于大市					
表现 超过 大市		主要 消费	医药	公共 事业	石油& 天然气		
	可选消费	97.5%	95.1%	-	-		
	电信	95.3%	94.1%	95.1%	91.4%		
	金融	91.7%	-	-	-		
	科技	-	91.1%	-	-		

过热		表现低于大市			
		可选消费	基础原料	金融	公共事业
表现超过大市	工业	99.9%	97.5%	93.8%	-
	科技	98.4%	90.5%	-	-
	医药	97.3%	-	-	-
	石油&天然气	96.2%	92.3%	-	92.2%
	主要消费	95.8%	-	-	-

滞胀		表现低于大市					
		可选消费	科技	工业	金融	电信	基础原料
表现超过大市	石油&天然气	99.8%	99.2%	95.8%	95.0%	94.4%	91.9%
	医药	99.7%	99.3%	92.6%	91.4%	90.3%	-
	工业	98.7%	97.2%	-	-	-	-
	基础原料	97.8%	91.4%	-	-	-	-
	公共事业	97.2%	95.5%	-	-	-	-
	主要消费	97.0%	91.3%	-	-	-	-
	金融	96.9%	92.3%	-	-	-	-

注：该表显示了单侧配对T检验的置信水平（我们接受原假设的概率）。我们展示了置信水平超过90%的所有的配对。黑体数字表示其置信水平在95%以上。

I 固定收益

Ø 方差分析

方差分析的结果表明，收益率曲线的形状与经济周期紧密相连，相比之下收益率曲线的斜率跟经济周期的关联度要稍弱。

表19：收益曲线 - 单因素方差分析

	收益曲线水平	收益曲线斜率
F统计	2.66	1.63
置信水平	95.2%	81.8%

Ø T检验

只有在衰退阶段中的“牛市陡”通过了T检验，其置信水平达到95%。

表20: 收益曲线 - T检验的总结

阶段		收益曲线水平		收益曲线斜率	
		阶段	置信	阶段	置信
I	衰退	牛市	95.4%	陡	96.1%
II	复苏	牛市	74.5%	陡	15.7%
III	过热	熊市	87.4%	平	52.4%
IV	滞胀	熊市	48.4%	平	32.7%

注：该表显示了单侧配对T检验的置信水平（我们接受原假设的概率）。
黑体数字表示其置信水平在95%以上。

I 外汇

Ø 方差分析

方差分析的结果显示，我们分析的汇率中有一半是显著的，尤其是那些包括日元或澳元的汇率。

表21：汇率 - 单因素方差分析

	欧元/ 日元	美元/ 澳元	美元/ 日元	美元/ 英镑	瑞郎/ 澳元	美元/ 欧元	美元/ 兰特	美元/ 加元
F统计	3.85	3.68	3.30	2.32	1.45	1.47	1.26	0.65
置信	99.6%	98.8%	98.0%	93.5%	78.4%	77.7%	71.4%	42.0%

注：黑体数字表示置信水平在90%以上。

Ø T检验

当我们观察T检验的结果时，发现显著值很少。最显著的结果是在美国经济过热阶段的亚洲货币汇率。

表22：汇率 - T检验的总结

	衰退		复苏		过热		滞胀	
	强	置信	强	置信	强	置信	强	置信
美元/英镑	美元	82.2%	美元	83.5%	英镑	92.2%	英镑	30.2%
美元/欧元	美元	94.2%	美元	26.4%	欧元	45.3%	欧元	48.1%
美元/日元	美元	29.6%	日元	89.5%	日元	96.9%	美元	93.8%
美元/澳元	美元	21.8%	美元	97.6%	澳元	97.0%	美元	85.5%
美元/加元	美元	24.7%	美元	88.5%	加元	8.1%	加元	24.2%
美元/兰特	美元	96.9%	美元	95.9%	美元	52.5%	兰特	9.9%
欧元/日元	日元	88.2%	日元	98.0%	日元	95.5%	欧元	99.0%
瑞郎/澳元	澳元	47.8%	瑞郎	96.5%	澳元	23.2%	瑞郎	95.8%

注：该表显示了单侧配对T检验的置信水平（我们接受原假设的概率）。
黑体数字表示其置信水平在95%以上。

I 股权投资回报率的国别差异

Ø 方差分析

对一些国家未对冲的投资收益的方差分析结果，与美国行业分析时得出的结果类似。在我们仅仅凭借美国经济状况来划分投资钟的阶段的情况下，这个结果的出现绝对是一个惊喜。

表23：股权投资回报率的国别差异 - 单因素方差分析

	加拿大	欧元区	日本	美国	南非
F统计	4.73	3.33	2.53	2.52	2.24
置信水平	99.7%	98.1%	94.6%	94.3%	91.7%
	新加坡	澳大利亚	瑞士	英国	香港
F统计	1.50	1.15	1.07	0.38	0.38
置信水平	78.7%	67.1%	63.7%	23.4%	23.2%

注：黑体数字表示置信水平在90%以上。

Ø 配对T检验

下表列出了在每一个投资钟阶段，不同国家股权投资回报率的比较：

表24：股权投资回报率的国别差异 - 配对T检验

衰退		表现低于大市				
表现 超过 大市	英国 新加坡 美国	欧元区	日本	瑞士	加拿大	澳大利亚
		99.2%	99.1%	98.3%	94.0%	-
		96.4%	98.3%	97.7%	95.5%	93.3%
		-	92.5%	-	-	-
复苏		表现低于大市				
表现 超过 大市	欧元区 瑞士 香港 美国	加拿大	日本	美国	新加坡	
		99.9%	99.4%	95.2%	94.1%	
		98.4%	96.6%	-	-	
		97.8%	97.9%	91.9%	98.5%	
		97.2%	-	-	-	

过热		表现低于大市		
		瑞士	美国	欧元区
表现	香港	90.0%	(89.7%)	(87.1%)
超过	英国	(89.5%)	(88.6%)	(83.3%)
大市	日本	(83.9%)	(82.3%)	-

滞胀		表现低于大市						
		日本	瑞士	欧元区	英国	新加坡	美国	香港
表现	南非	99.4%	99.2%	98.7%	98.3%	97.7%	97.5%	94.6%
超过	澳大利亚	98.1%	-	-	-	95.0%	-	-
大市	加拿大	97.6%	97.1%	93.2%	93.4%	93.9%	93.4%	-

注：该表显示了单侧配对T检验的置信水平（我们接受原假设的概率）。我们验证了所有配对的置信水平不低于90%。黑体数字表示其置信水平超过95%。括号内的数字表示置信水平介于80%和90%之间。

认证和声明

■ 覆盖免责声明

由于战略分析的本质，发行人或在本报告中被推荐或讨论的证券并不是被持续跟踪。因此，投资者必须把这份报告当作是提供独立分析，并且不应期望继续的分析或额外的有关该发行人及/或证券的报告。

■ 给读者的笔记

在这份文件中所做出的评论和观点属于战略团队，并不一定符合美林证券基础分析师的评论和观点。



重要披露

投资评级分布：全球集团（截至2004年9月30日）

全球报道	计数	百分比	投资银行关系*	计数	百分比
买	1095	44.05%	买	374	34.16%
中立	1207	48.55%	中立	333	27.59%
卖	184	7.40%	卖	37	20.11%

*在过去12个月，美林证券、皮尔斯、芬纳和史密斯公司或其附属机构公司已收到为投资银行服务的报酬。



基本股权观点的要点：包括波动风险评级、投资评级和收入评级的观点。波动风险评级、潜在价格波动的绩效指标，分别为：A-低，B-中，C-高。在12个月期间内，从公布之日起，投资评级、预期总回报率的绩效指标（价格上涨加收益）的初步评级，分别为：1-购买（10%或以上低和中等波动风险证券 - 20%或以上高波动风险证券）；2-中立（0 - 10%低和中等波动风险证券 - 0- 20%高波动风险证券）；3-出售（负回报）；和6-无评级。收入评级、潜在现金股利的绩效指标，分别为：7-相同/更高（股息被认为是安全的）；8-相同/低（股息，被视为不安全的）；和9-不付现金股利。

除其他因素外，负责报道本报告中证券的分析师（们）依据美林的整体盈利能力，包括从投资银行的收入中所赚得的利润，获得报酬。

版权2004年，美林证券、皮尔斯、芬纳和史密斯公司（MLPF&S）。保留所有权利。禁止任何未经授权的使用或披露。这份报告已经拟备，并由美林证券、皮尔斯、芬纳和史密斯有限公司和/或其附属公司出版，并已获批准在英国，由美林证券、皮尔斯、芬纳和史密斯有限出版，被金融服务管理局授权和监控；在澳大利亚，由美林证券股票（澳大利亚）有限公司（ABN65006 276 795）出版，于澳洲公司法之下领有牌照AFSL NO.235132；在日本，由美林日本证券有限公司出版，依据日本证券交易法的注册证券经销商；在香港，由美林证券（亚太）有限公司出版，被香港证监会监控；在新加坡，由美林国际银行有限公司（商业银行）和美林（新加坡）私人有限公司（公司注册NO.198602883D）出版，被新加坡金融管理局监控。此处的资讯源自各种不同的出处；我们不保证其准确性或完整性。

该研究报告是为一般流通而准备，并且只供一般参考流通。它没有考虑到具体的投资目标、财务状况和任何特定的想得到这份报告的人的特殊需要。对于投资于在这份报告中被讨论或建议的任何证券或投资策略的正确性，投资者应寻求投资意见，并应该明白关于未来前景的声明可能不现实。投资者应注意到从该证券获得的收入，如果有的话，可能会发生波动。并且，每一个证券的价格或价值有可能上升或下降。因此，投资者可能会无法收回原来的投资。过去的表现并不一定能对将来的业绩起指导作用。

无论是信息，还是任何表达的意见，都不会构成买或卖出任何证券或期权或期货合约的提议。

外汇率可能会对本报告所提到的任何证券或有关投资的价值、价格或收入产生不利的影响。此外，像价值被潜在证券货币影响的美国预托证券，投资者要切实承担货币风险。

后记：雷曼和美林之大厦倾

公元2008年9月15日，雷曼兄弟宣布破产，美林被美国银行收购，这两个品牌从此消失得无影无踪。

雷曼兄弟（1850-2008），诞生于上个世纪中期，至今已经将近160年。和高盛一样，雷曼的先祖们也是牲口贩子，卖些牛羊马骡之类的牲口。之后，他们的子孙从欧洲的巴伐利亚迁到美国，从开纺织品小铺子开始，逐渐发展到今天。哪怕是在20世纪30年代，金融风波席卷全球，他们也挺过来了，而如今，百年基业毁于2008年。

后记：雷曼和美林之大厦倾

美林（1914-2008），创办于1914年1月7日，当时美瑞尔（Charles E. Merrill）正在纽约市华尔街7号开始他的事业。几个月后，美瑞尔的朋友，林区（Edmund C. Lynch）加入公司，于是在1915年公司正式更名为美林。比起雷曼的牲口贩子出身，他似乎高贵与平稳一些，从开始就已经是金融家，第一笔做的就是投资生意。如今他好歹能够落个实存名亡的局面，至少被规模上并不太合适的美国银行以500亿美元收购了。特别指出的，美林是首家获邀在中国开设办事处的美资投资银行，曾经在中国的业务只有美林证券投资银行。

后记：雷曼和美林之大厦倾

雷曼兄弟是美国的主要交易商，历史悠久，地位崇高。大厦倾于一刻，那些盛极一时的资本家们，不知道如何度过这一劫难？又该用如何的心情来度过？相比于美林而言，我对雷曼兄弟有着多一点的了解。他在伦敦的建筑，就在金丝雀码头的岸边，与摩根士丹利相邻。那是一幢十分高大的建筑，约莫估计有超过50层楼那么高。他外表十分华丽，整个表面用玻璃装饰，玲珑剔透，若是在夜色里望过去，可谓是通体发光且透亮。雷曼的一楼大厅足有普通楼层的两层到三层那么高，四周墙壁里，靠街的两面都是巨大的落地玻璃，于是可以直接望见里面的接待台和宽敞得有些夸张的大厅空地。其他知名大投行的一楼大厅也比较高大，但是入口往往是个大门而已，最多正面靠街的一面墙是落地玻璃。但雷曼兄弟建筑的一楼，其使用玻璃透明墙面面积之宏大，是金丝雀码头其他公司难以比拟的。

后记：雷曼和美林之大厦倾

以中国的风水理论来解释，那就是太过透气，财气太露，风水不够好。这些玻璃的墙面不仅使得里面一览无遗，而且自然易碎，于是他们就在靠街两面墙体那边用水泥铸了大概一米半高的若干个花盆。而且只在最上层种了点花草，其他都是水泥灌心儿的，十分结实。每个水泥墩子中间相隔大概一米左右，不足让一辆汽车冲撞进来。估计这样的设计，就是预防恐怖分子或者其他莽撞分子，沿街开傻了就冲破玻璃墙而闯荡进来。

后记：雷曼和美林之大厦倾

当然了，吸引我注意力的，在如此众多奢华高大建筑的小金融城，自然不仅仅是雷曼建筑的玻璃墙体了。吸引我的，是站在大门口的两到三个高大威猛的守卫。在英国，站在建筑体门口的守卫没见着很多。偶尔在夜店门口，也就是像酒吧那些容易闹事的地方，门口站一、两个高大威猛的守卫。一般公司，若不是开重大会议，谁平白无故的站两个人在门口？正因为有了这样站在大门口、单纯地用体力去守卫的几个人，雷曼兄弟给予我非常蓝血的印象。所谓蓝血，就是贵族气质。他们看上去十分的贵族味，一种私立的，奢华的，讲究品味，愿意投入一些非核心投入的服务类消费的人。而其他公司，包括摩根士丹利、花旗银行、汇丰银行等等，都是通过旋转大门或者普通大门，进大厅走了几步才是接待台。

后记：雷曼和美林之大厦倾

而如今，雷曼倒了，美林被收购，前者158年，后者将近一个世纪的历史，都付之一炬。尤其是雷曼这样一个家族企业，如今毁灭在这一代子孙手里，不知道他们该如何去面对当年那个牲口贩子祖先的牌位？也许即便有了这样的结果，曾经辉煌过，而且叱咤风云过一个半世纪，也算不愧于世。

申 明

- 以上TALKS系同行“美林证券”2004年11月10日英文版的研究报告《The Investment Clock – special report #1: Making Money from Macro》的中文翻译，特致以谢意；
- 未经宏源证券的事先书面授权，本材料的任何部分均不得（1）更改；（2）以任何方式发送、复印、复制；（3）再次分发；
- 所有于此报告中使用的商标、服务标记均为宏源证券的商标、服务标记；
- 此报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请或隐含邀请；
- 本报告的版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。