

宏观研究/深度研究

2017年06月08日

李超 执业证书编号: S0570516060002
研究员 010-56793933
lichao@htsc.com
程强 010-56793961
联系人 Chengqiang@htsc.com
侯劲羽 021-28972202
联系人 houjinyu@htsc.com

相关研究

- 1 《中国央行抢先美联储开始缩表了?》
2017.05
- 2 《“债券通”渐行渐近》2017.05
- 3 《监管套利之辩》2017.04

美林时钟在中国靠谱吗?

——宏观指导大类资产配置研究之一

美林时钟的再回顾

美林时钟是2004年由美林证券(Merrill Lynch)通过对超过30年的数据统计分析得出的资产配置模型,通过将资产轮动及行业策略与经济周期联系起来,指导经济周期不同阶段的资产配置。模型将经济周期分为四个阶段:复苏、过热、滞胀、衰退,并使用产出缺口和CPI来识别经济。四个阶段对应的优质资产分别为股票、商品、现金、债券。经典的繁荣至萧条的经济周期在四个阶段间依序轮动,不过现实并不会简单按照经典的经济周期进行轮动,有时时钟会向后移动或者向前跳过一个阶段。08年金融危机后,美林时钟在指导美国大类资产配置中仍具一定参考价值。

美林时钟真的有效指导了二季度的大类资产配置吗?

我们在年初的《轻微类滞胀下的改革与政策选择——2017年宏观经济展望及经济数据预测》中提出了全年经济可能处于“轻微类滞胀”判断,目前看宏观经济正在向这个方向走。看起来,“类滞胀”似乎有效解释了二季度以来的“股债商”三杀,但事实上,“利率”才是驱动二季度大类资产变化的核心变量。利率的快速上升并不是因为经济增长和通货膨胀等基本因素,而是由于央行边际收紧货币政策和三会不断加强的金融监管,导致市场流动性趋紧和整个金融系统广义信贷创造能力下降有关。回溯看,2011年以后,美林时钟的指导力非常弱、经常错。

美林时钟之所以在中国有效性差在于利率的决定因素不同

美林时钟在美国的有效性,与美联储货币政策框架以经济和通胀两大因素决定货币政策有很大关系,存在“增长和物价——货币政策及其预期——市场利率——大类资产走势”的传导渠道。但是在中国,利率和货币政策决策因素较其他国家复杂,央行并不是像美联储那样有明确的“利率定价方程”,而是一个多目标制的决策体系。除了经济与通胀以外,金融稳定和国际收支平衡也是央行的重要考量,这导致利率一定的外生性质。我们认为,金融稳定和国际收支平衡仍然是央行目前的重要货币政策目标。

我们在美林时钟上的改进——利率为轴

我们以利率为轴,将美林时钟在四个维度拓展。分别是利率强上行阶段、利率上行阶段、利率下行阶段和利率强下行阶段。美林时钟在不同的维度会产生一些变化。在利率强上行阶段,任何经济周期中都是“现金为王”;在利率强下行阶段,股票的机会变得更多,滞胀周期中商品也会比现金显得更优。在利率下行和上行阶段,滞胀周期和衰退周期中的现金和债券呈现出替代的关系。我们以此模型对中国2011年以来的季度大类资产配置变化进行回溯,配置准确率提升至72%,远高于直接应用美林时钟模型的28%。

下一步模型应用:利率未来很可能走出倒U型曲线

货币政策由于其多目标制,经济缓慢回落的趋势并不重要,回落趋势并不影响金融稳定和国际收支在当前央行货币政策目标决定中的重要性,但是一旦接近GDP增长的目标值6.5%,经济增长很有可能成为货币政策决策的最重要目标,由于财政政策进一步积极的难度也较大,所以货币政策可能无法实现持续的紧缩,利率也无法进一步向上抬升,最终重回宽松,利率重现下行的趋势,这对债券是极为有利的,对股市也会形成利好,并可能带来股市的风格转换。我们判断这一预期最快在今年四季度末会出现。

风险提示:模型中关于一些主观性判断因素存在偏差。

正文目录

一、美林时钟模型的再回顾	4
二、美林时钟真的有效指导了二季度的大类资产配置吗?	6
1、看起来,“类滞涨”似乎有效解释了二季度以来的“股债商”三杀	6
2、事实上,“利率”才是驱动二季度大类资产变化的核心变量	7
3、回溯看,2011 年以后,美林时钟的指导力非常弱、经常错	8
三、美林时钟之所以在中国有效性差在于利率的决定因素不同	10
1、为什么美林时钟在美国的有效性强?	10
2、为什么美林时钟在中国的有效性弱?	15
四、我们在美林时钟上的改进——利率为轴	17
五、下一步模型应用:利率未来很可能走出倒 U 型曲线导致从现金到债券的转换	21
1、金融去杠杆进程可能导致利率走出倒 U 型曲线	21
(1) 利率处于上行阶段,存在超调风险	21
(2) 长端利率可能走出倒 U 型曲线,拐点看经济何时逼近目标值 6.5%	22
2、届时大类资产配置会迎来新的机会	22
(1) 债券会凸显配置价值	22
(2) 股票可能会面临风格转换的问题	23
(3) 商品的机会还要看多种力量的博弈	25

图表目录

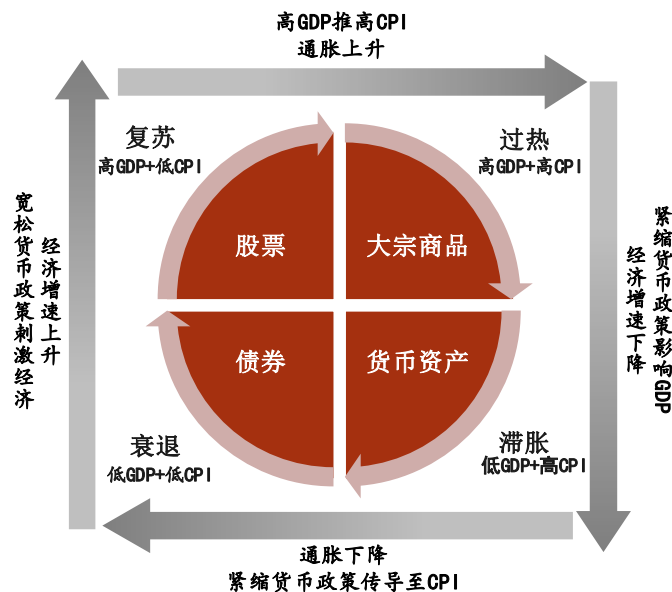
图表 1: “美林时钟”轮动机制	4
图表 2: 美国历史各经济时期的划分	5
图表 3: 金融危机为初始起点的各类资产的相对回报率	5
图表 4: 二/三/四季度 GDP 预测为 6.8%-6.6%-6.6%, 全年增速 6.7%	6
图表 5: 对后续 CPI 走势的预测	6
图表 6: 非食品 CPI 大多维持温和上涨	6
图表 7: 二季度以来的“股债商三杀”	7
图表 8: 二季度以来银行间拆解资金利率不断走高	7
图表 9: 市场流动性趋近、十年期国债收益率持续上行	8
图表 10: 央行不断抬升利率走廊	8
图表 11: 2011 年以来不同经济阶段的数量	9
图表 12: 2011 年以来季度最优资产的统计数量	9
图表 13: 美林时钟对 2011 年以来历史上各个季度的检验 (红色表示不符合美林时钟,黄色表示符合)	9
图表 14: 美林时钟的实证结果	10
图表 15: 美联储货币政策职责与工具	11
图表 16: 泰勒规则在美国的应用	12
图表 17: 伯南克规则在美国的应用	13

图表 18: 埃文斯规则在美国的应用	14
图表 19: 耶伦规则在美国的应用	15
图表 20: 货币政策操作工具、中介目标和最终目标	16
图表 21: 各阶段货币政策决策源自央行不同的最终目标侧重点	16
图表 22: 我们在美林时钟上的改进——利率为轴	17
图表 23: 七天回购利率（90 日移动平均）与利率阶段判断对比（强上行+3，上行+1，下行-1，强下行-3）	18
图表 24: 2011 年以来 M2 同比增速	18
图表 25: 2011 年以来基础货币投放情况	18
图表 26: 利率判断货币政策方向	19
图表 27: 存款准备金率判断货币政策方向	19
图表 28: 银行对非银金融机构的债权	19
图表 29: 2011 年以来货币乘数情况	19
图表 30: 美林时钟的解释力	20
图表 31: 利率为轴的解释力	20
图表 32: 利率为轴模型对 2011 年以来历史上各个季度的检验（红色表示不符合，黄色表示符合）	20
图表 33: 今年以来央行两度上调 7 天逆回购利率	21
图表 34: 国债收益率和利差走势	23
图表 35: 在工业企业实际利率上行期，制造业和地产投资往往出现回落	23
图表 36: 2017 年企业取消发债笔数统计	23
图表 37: 贷款平均利率有所上行	23
图表 38: 银行贷款下浮的情况比例在降低	24
图表 39: A 股平均财务杠杆小于 1.15，负债/所有者权益小于 1 的行业（2016 年年报数据）	24

一、美林时钟模型的再回顾

美林时钟是2004年由美林证券（Merrill Lynch）通过对超过30年的数据统计分析得出的资产配置模型，通过将资产轮动及行业策略与经济周期联系起来，指导经济周期不同阶段的资产配置。模型将经济周期分为四个阶段：复苏、过热、滞胀、衰退，并使用产出缺口和CPI来识别经济。四个阶段对应的优质资产分别为股票、商品、现金、债券。经典的繁荣至萧条的经济周期在四个阶段间依序轮动，不过现实并不会简单按照经典的经济周期进行轮动，有时时钟会向后移动或者向前跳过一个阶段。

图表1：“美林时钟”轮动机制



资料来源：美林证券，华泰证券研究所

经济由“衰退”至“复苏”：宽松货币政策刺激下，经济由衰退转向复苏，企业经营业绩提升，由于股票对经济复苏的弹性更大，其相对债券和现金具备明显超额收益。

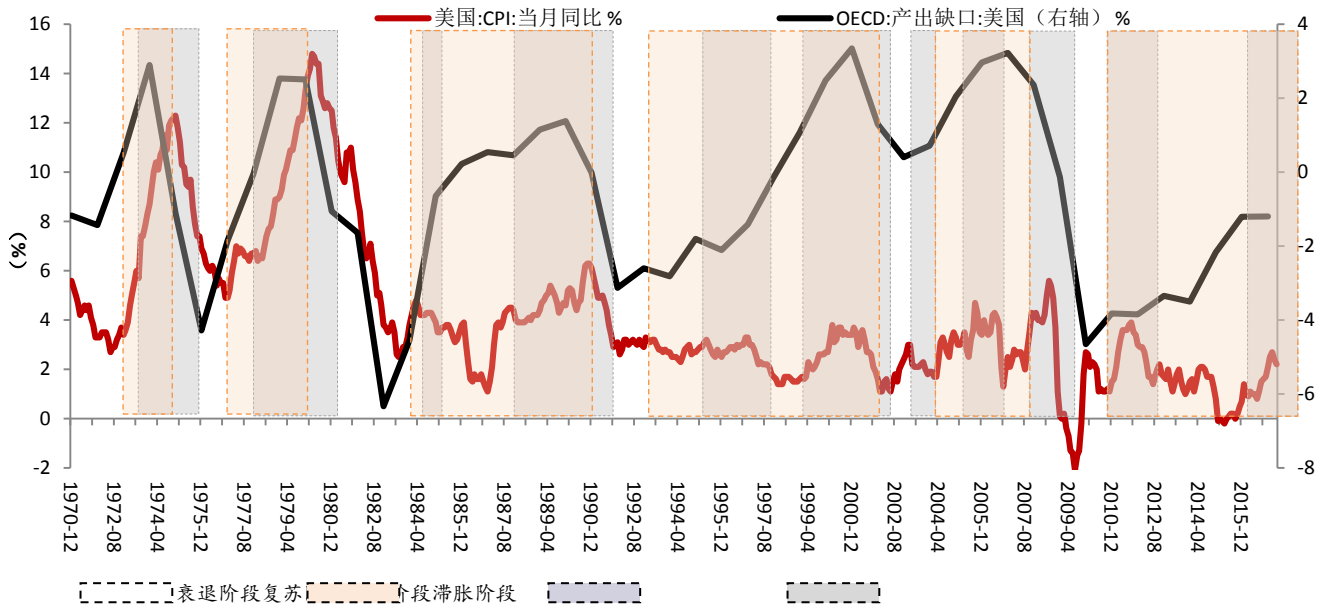
经济由“复苏”至“过热”：高GDP推高CPI，商品类资产与CPI正相关，高CPI环境下，大宗商品投资价值高，而股票、债券、货币资产收益由于无法抵御通胀，不是好的投资选择。

经济由“过热”至“滞胀”：为控制高通胀，央行采取紧缩货币政策，但是首先作用于GDP，使GDP降低，经济陷入滞胀。由于CPI仍然居高，货币政策将持续紧缩。货币紧缩提高了货币类资产的收益水平，降低了股票、债券、大宗商品的投资价值。

经济由“滞胀”至“衰退”：紧缩货币政策将CPI拉回低位，为刺激经济，央行将采取宽松货币政策。由于经济低迷，总需求疲软，股市和商品类资产均没有上行逻辑，此时长端利率由于处于利率曲线高点的成本优势，成为优质投资资产。

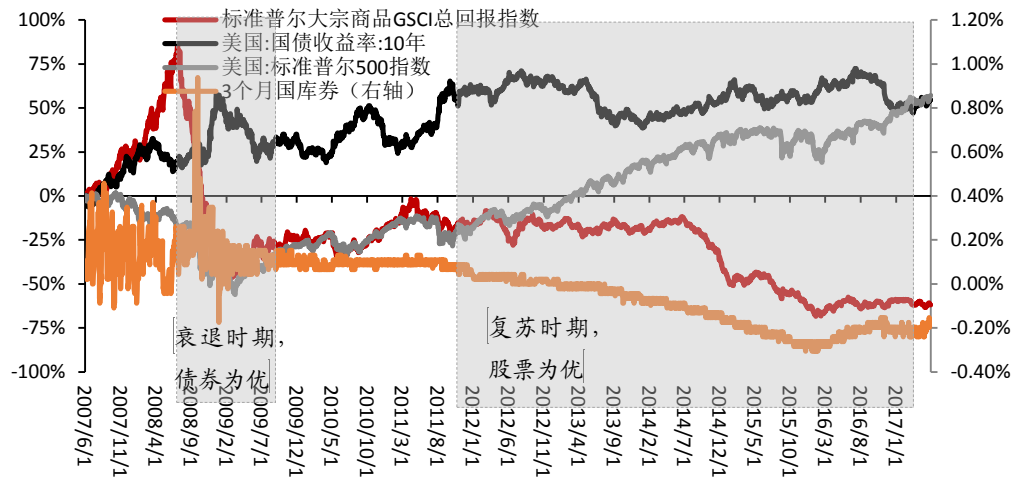
美林证券通过对2004年以前逾30年的资产表现总结出美林时钟逻辑。依据美林时钟，金融危机后美国经济先后经历了衰退和复苏两个时期，2008年下半年-2009年7月为衰退时期；2011年11月至今为复苏时期。观测两个时期的四类资产表现，发现2008年金融危机后美林时钟在指导美国大类资产配置中仍具一定参考价值。衰退时期，债券相比其他三类资产具有明显的超额收益；经济复苏阶段，美股也走出了持续向上行情。四类资产的计算基准分别选用美国国债收益率，标普500指数，标准普尔大宗商品GSCI总回报指数和美国3个月国库券。

图表2：美国历史各经济时期的划分



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表3：金融危机为初始起点的各类资产的相对回报率



资料来源：Wind，华泰证券研究所

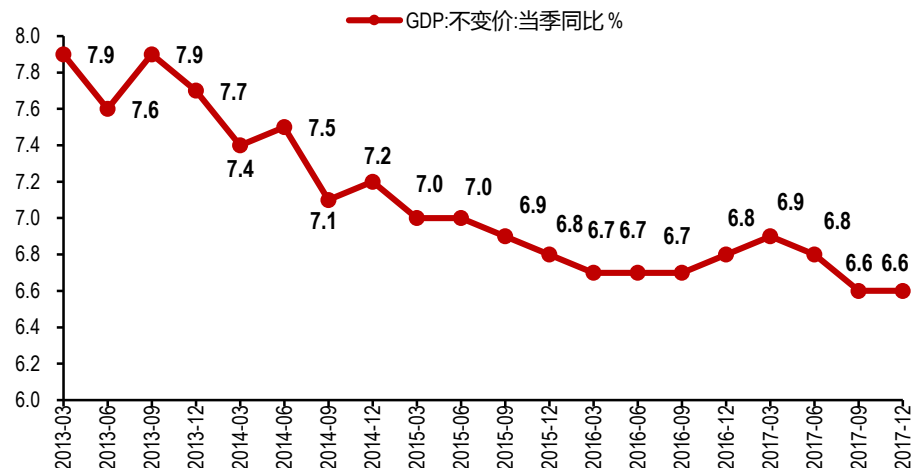
二、美林时钟真的有效指导了二季度的大类资产配置吗？

1、看起来，“类滞涨”似乎有效解释了二季度以来的“股债商”三杀

我们在年初的全年经济预测报告《轻微类滞胀下的改革与政策选择——2017年宏观经济展望及经济数据预测》中提出了全年经济可能处于“轻微类滞胀”判断。所谓“滞胀”，一般是指经济增速为零甚至负，且通胀特别高，典型代表是在美元升值周期中的巴西俄罗斯等大宗商品出口国。事实上，这种情况出现的可能性很低。所谓“类滞胀”，是指经济增速回落而通胀增速不断提高的状态，与滞胀相比是一阶导数和二阶导数的关系，即虽然经济没有停滞或倒退，通胀也没有控制不住的高，但分别面临着下行压力和上行压力，表现出来的是的增速的回落和上升。所谓“轻微类滞胀”，是指这种经济增速回落的很慢，通胀增速上升的也很慢的状态。

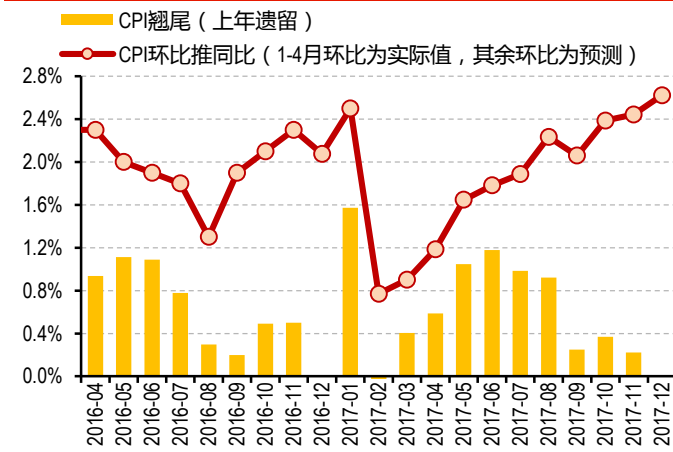
年初我们给出“轻微类滞胀”的判断以后，经济正在朝着这个方向发展。一季度经济增速超预期达到6.9%，预计后续增速将缓慢回落，CPI一月份由于春节错月等走高后，2月份以后也逐渐回到温和通胀的态势。进入二季度，这种“轻微类滞胀”的特征将更加明显，4月工业增加值回落幅度较大，当月6.5%，进一步引发大家对经济下行的担忧，但回落的速度很缓慢。通胀上，服务门类CPI篮子价格维持从2016年初以来的温和回升，并且CPI整体的翘尾因素二季度将逐渐反弹，但上升的速度不会太快。

图表4：二/三/四季度 GDP 预测为 6.8%-6.6%-6.6%，全年增速 6.7%



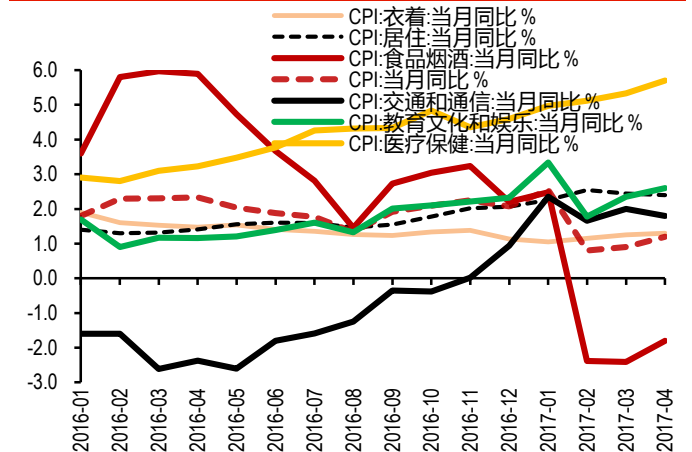
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表5：对后续 CPI 走势的预测



资料来源：Wind，华泰证券研究所

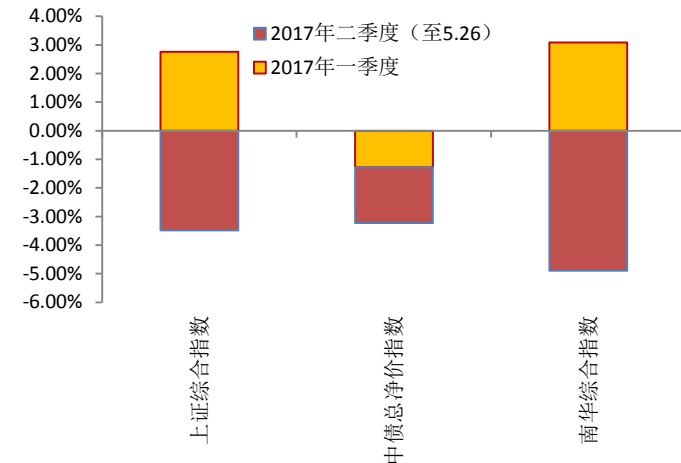
图表6：非食品 CPI 大多维持温和上涨



资料来源：Wind，华泰证券研究所

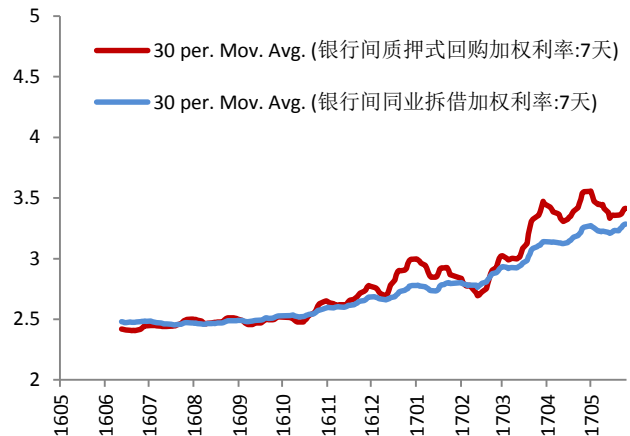
如果按照“美林时钟”的大类资产配置指导思路，在“轻微类滞涨”的状态下，我们应该选择现金。我们看到二季度中国股票、债券、商品三杀，最优的资产配置就是选择现金，货币市场基金的表现相对不错，或者在银行间市场出借现金也会获得较高的收益率。作为卖方研究员，我们大可以喊出看对了宏观经济形势，从而按照美林时钟的思想有效指导了大类资产配置，但我们并没有这样做，原因在于，“股债商三杀”的这种大类资产表现核心逻辑并不是“类滞涨”，美林时钟只是“看似正确”，事实并非如此。

图表7：二季度以来的“股债商三杀”



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表8：二季度以来银行间拆借资金利率不断走高



资料来源：Wind，华泰证券研究所

2、事实上，“利率”才是驱动二季度大类资产变化的核心变量

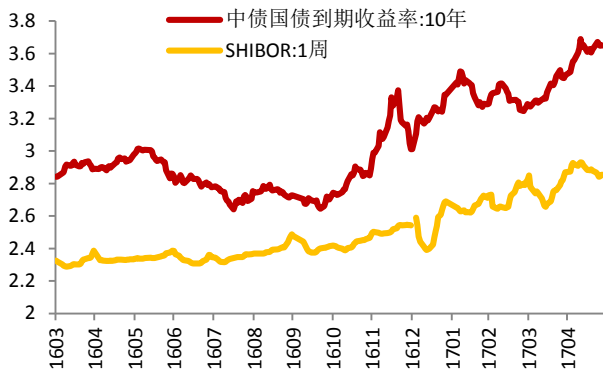
我们认为在大类资产配置中，无论是股票、债券、大宗商品甚至房地产价格变化都围绕着一个重要的核心变量就是利率。这也是我们一贯的思路。换句话说，在美林时钟两个输入变量“经济、通胀”以外，我们认为必须要加入第三个输入变量即“利率”，而且在很多时段，“利率”又会成为主要矛盾变量，从而左右所有大类资产走势。今年二季度以来，就是这种情况。

在《“假”加息？莫误判货币紧缩大势》报告中，我们坚定的认为 2017 年初央行开始上调政策利率就是利率上行周期的开始，并专门论述了加息周期中的大类资产配置思路，提出“应对经济过热或通胀抬升的加息周期，往往因为商品和股市的顺周期惯性，仍然有不错表现，比如中国的前两次加息。但如果加息更多是应对资产价格泡沫，那么杠杆化、泡沫化程度高的资产会受冲击或价格涨势受控，货币市场基金或体现出比较好的风险收益比。”目前，股市、债市均出现较大调整幅度，我们当时提出的观点正在逐步验证。

在《二季度宏观经济对大类资产配置的影响》报告中，我们用专门一章提示二季度可能发生的风险事件，排在第一位的就是金融去杠杆加速，此外还提示可能出现流动性超预期收紧带来的股债双杀，目前看这一风险提示也在验证。

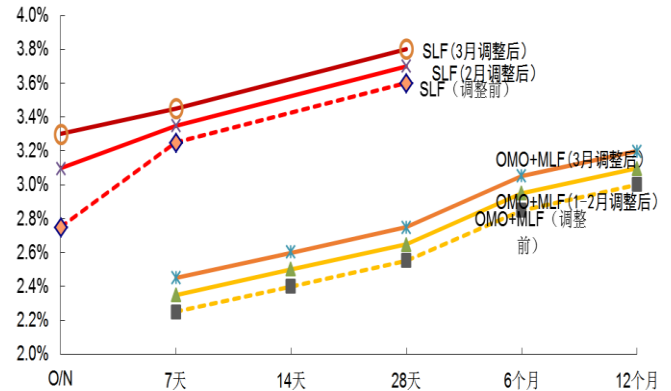
利率的快速上升并不是因为经济增长和通货膨胀等基本面因素，而是由于央行边际收紧货币政策和三会不断加强的金融监管，导致市场流动性趋紧和整个金融系统广义信贷创造能力下降有关。同时，紧张的形势又进一步拉低风险偏好，按照 DDM 模型，无风险利率上行和风险偏好下行（风险溢价要求提高），拉升分母端贴现因子，拉低股价估值，引发了股市的多次下挫。

图表9：市场流动性趋近、十年期国债收益率持续上行



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表10：央行不断抬升利率走廊



资料来源：Wind，华泰证券研究所

在金融去杠杆方面，进入二季度三会明显加强了监管力度，银监会针对资管行业密集发布了一系列文件，包括银监办45号文“三违反”、46号文“三套利”和53号文“四不当”，银监会6号文《关于银行业风险防控工作的指导意见》和7号文《关于切实弥补监管短板提升监管效能的通知》等，目的在于切断金融同业链条，促进资金脱虚向实。针对委外投资、同业存单纳入同业负债、金融去杠杆节奏、监管套利等多个问题，我们发布了防风险抑泡沫系列报告。并指出利率可能在短期内出现超调的情况，对大类资产表现产生决定性影响。

3、回溯看，2011年以后，美林时钟的指导力非常弱、经常错

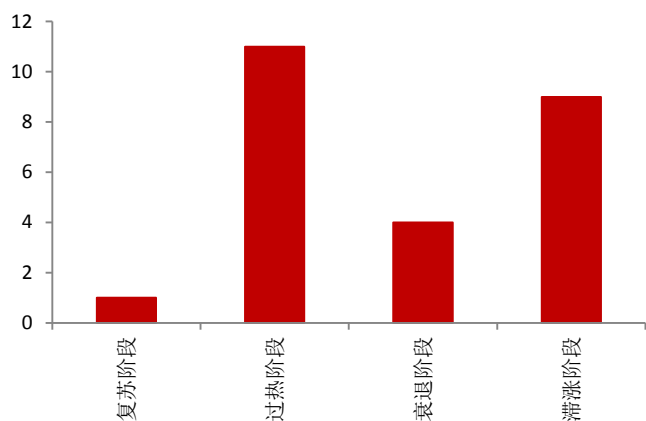
我们认为，自2011年以后，中国一直在权衡缓释多种风险的，分别经历过地产泡沫风险（2011年、2015年）、地方债务风险（2013-2014年）、影子银行风险（非标通道业务，2012-2013年）、金融同业风险（2016-2017年）以及贯穿始终的实体经济下行风险。在风险的不传递中，货币政策和金融监管政策考虑经济和通胀以外的因素越来越多，从而导致只有两个输入变量的美林时钟解释能力变得非常弱、经常错。

我们对2011年以后的大类资产配置思路进行了回溯，发现按照美林时钟的思路，只有28%的正确率。需要说明的是，美林时钟衡量经济和通胀没有统一的变量，在衡量经济上行或下行的指标上，有经济增速与潜在增速的差异、产出缺口等变量，在通胀上也有CPI和PPI等多种衡量维度。在具体操作上，我们采用GDP与长期均衡值的偏离作为产出缺口，CPI的走势作为通胀的衡量，两者匹配观察是在美林时钟的哪个象限，推荐的最优配置大类资产是否与实际表现相一致。

具体方法是：国家统计局公布的不变价GDP，使用X-12&ARIMA模型方法进行季节调整，经过单位根检验表明在10%（p值为0.0546）的显著性水平可以认为原序列为I(1)序列，采用HP滤波法估算潜在产出，λ按照以往文献设置成1600，产出缺口定义为（实际GDP-潜在产出）/实际GDP，CPI为2009年一季度为基数的定基CPI，现金收益率定义为3个月期Shibor利率，股票收益率选择沪深300指数收盘价收益率，债券收益率选择中债综合指数收盘价收益率，大宗商品收益率选择南华综合指数收益率。

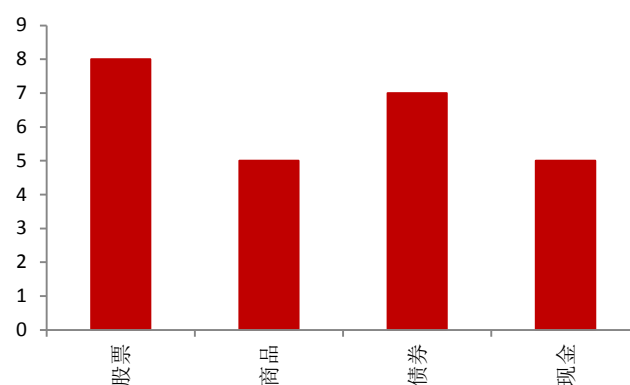
需要提醒的是，任何一种方法计算上均会存在误差，甚至存在个别季度与直觉不相符的情况，但任何一种算法也基本上都能大致反映经济和通胀的走势。我们的目的不是为了精准地划分出历史上的每个季度到底处于哪个阶段（复苏、过热、滞胀、萧条），而是选择一种标准来大致检验美林时钟的有效性。当然，结果显示美林时钟的有效性并不尽如人意。

图表11: 2011年以来不同经济阶段的数量



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表12: 2011年以来季度最优资产的统计数量



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表13: 美林时钟对 2011 年以来历史上各个季度的检验 (红色表示不符合美林时钟, 黄色表示符合)

时间	产出缺口	经济趋势	CPI	通货膨胀	经济周期	SHIBOR:3 个月	沪深 300 收益率	中债综合指数收益率	南华综合指数收益
2011-03	-6.81%	↓	107.25972	↑	滞胀阶段	1.14%	1.05%	0.53%	-2.90%
2011-06	1.84%	↑	107.8503	↑	过热阶段	1.04%	-6.48%	0.92%	-6.26%
2011-09	3.75%	↑	108.96913	↑	过热阶段	1.60%	-20.69%	1.24%	-10.36%
2011-12	10.59%	↑	109.49786	↑	过热阶段	1.41%	-17.24%	4.56%	-13.41%
2012-03	-8.93%	↓	111.301	↑	滞胀阶段	1.37%	6.79%	0.84%	5.97%
2012-06	-0.35%	↓	110.85621	↓	衰退阶段	1.22%	-6.52%	2.49%	-7.09%
2012-09	1.66%	↑	110.96406	↑	过热阶段	1.02%	-12.91%	0.14%	3.56%
2012-12	9.27%	↑	111.66691	↑	过热阶段	0.92%	13.22%	0.63%	4.82%
2013-03	-10.71%	↓	113.88265	↑	滞胀阶段	0.98%	-1.16%	1.42%	-6.35%
2013-06	-2.21%	↓	113.42828	↓	衰退阶段	0.97%	-17.54%	1.26%	-12.08%
2013-09	0.22%	↑	113.99671	↑	过热阶段	1.32%	-7.44%	-1.34%	0.83%
2013-12	7.75%	↑	114.9135	↑	过热阶段	1.17%	0.42%	-1.75%	-4.80%
2014-03	-12.94%	↓	116.47097	↑	滞胀阶段	1.39%	-7.57%	2.48%	-6.93%
2014-06	-4.19%	↓	115.92826	↓	衰退阶段	1.38%	-1.15%	3.16%	-1.07%
2014-09	-2.11%	↓	116.23824	↑	滞胀阶段	1.19%	14.00%	2.09%	-9.34%
2014-12	5.62%	↑	116.65475	↑	过热阶段	1.14%	50.03%	3.72%	-4.70%
2015-03	-15.90%	↓	117.85767	↑	滞胀阶段	1.28%	11.25%	0.69%	-2.34%
2015-06	-6.99%	↓	117.52439	↓	衰退阶段	1.22%	24.21%	1.17%	-5.98%
2015-09	-5.03%	↓	118.25221	↑	滞胀阶段	0.80%	-36.90%	2.46%	-13.08%
2015-12	2.86%	↑	118.36184	↑	过热阶段	0.79%	10.97%	3.17%	-3.11%
2016-03	-4.82%	↓	120.44228	↑	滞胀阶段	0.77%	-7.23%	1.24%	10.22%
2016-06	3.74%	↑	120.09544	↓	复苏阶段	0.71%	7.62%	1.02%	19.72%
2016-09	6.07%	↑	120.35771	↑	过热阶段	0.74%	2.93%	2.48%	15.66%
2016-12	12.07%	↑	120.98165	↑	过热阶段	0.70%	0.26%	-1.05%	20.71%
2017-03	-7.31%	↓	122.16455	↑	滞胀阶段	0.82%	3.41%	-0.30%	3.09%

资料来源: wind, 华泰证券研究所

三、美林时钟之所以在中国有效性差在于利率的决定因素不同

美林时钟之所以广受资产配置者欢迎，是因为仅用了经济增长和通货膨胀两个最基础的宏观变量，以极其简洁的方式揭示了资产配置的一般规律，而且在国内的资产配置实践中确实有现实意义。美林时钟这种简洁的分析范式是我们非常推崇的，同时我们也一直在寻找在美林时钟上进行改进，从而让其更适用于指导中国大类资产配置的方式。这里需要做的一项首要工作，就是弄清美林时钟在中国特殊的环境下是否遗漏了某个重要的外生变量。经过我们的研究，认为这一变量就是利率，也即直接源于货币政策和金融监管政策叠加产生的结果。

事实上，利率短期取决于央行的货币政策和金融监管政策，中长期取决于经济的潜在增速、长期物价趋势和长期资本回报率等。以美国作为类比，中国与之最大的不同在于，短期货币政策和金融监管政策不是仅由经济和通胀两个因素决定，还要考虑金融稳定、国际收支平衡等因素，这就导致利率相对于经济和通胀又产生了某种外生的性质，而利率在中国又是影响大类资产走势的“轴心”，短期的影响往往又更加重要，这样即导致了美林时钟在中国的失灵。

1、为什么美林时钟在美国的有效性强？

美林时钟在美国有较强的现实意义。美林投资时钟最早就是从美国经济和市场数据中总结出的规律。如下表，当经济数据处于美林时钟指示的某个阶段时，美林时钟推荐的资产类别平均回报率确实高于其他类别。唯一的例外在于 IV 滞胀阶段，美林时钟所推荐的货币资产表现弱于大宗商品，但这部分是受 70 年代两次石油危机、原油价格大幅上行的冲击所致。

图表14：美林时钟的实证结果

经济阶段	经济表现	债券	股票	大宗商品	货币资产
I: 衰退	低 GDP+低 CPI	9.8	6.4	-11.9	3.3
II: 复苏	高 GDP+低 CPI	7.0	19.9	-7.9	2.1
III: 过热	高 GDP+高 CPI	0.2	6.0	19.7	1.2
IV: 滞胀	低 GDP+高 CPI	-1.9	-11.7	28.6	-0.3
全时期平均回报率		3.5	6.1	5.8	1.5

注：数据：1973/04-2004/07。资产表现计算基准分别为美林美国国债和机构债指数，标普 500 指数，标准普尔大宗商品价格总回报指数，标准普尔 3 月现金票据指数。收益率计算方法为年化几何平均。

资料来源：美银美林，华泰证券研究所

美林时钟在美国的有效性，与美联储货币政策框架有很大关系。美联储的货币政策双目标制指的是维持接近但不高于 2% 的通胀水平，以及在此基础上的最大充分就业。这决定了经济增长（产出缺口）和物价不仅影响利率的长期走势，也会通过货币政策及预期影响到其中短期走势。这也就是说，美联储货币政策框架下，存在“增长和物价——货币政策及其预期——市场利率——大类资产走势”的传导渠道。而美林时钟对于所处经济阶段的划分的依据也主要是经济增长和物价水平，相当于直接从“增长和物价”看到“大类资产走势”。因此，美联储货币政策框架决定了美林时钟在美国是基本有效的。

图表15： 美联储货币政策职责与工具



资料来源：federalreserve.gov，华泰证券研究所整理

泰勒规则

利率成为美联储宏观调控的中间目标，进而催生了泰勒规则。从 80 年代开始，随着经济学理论尤其是货币主义学派的发展，以及财政政策受到国会制度的约束，货币政策成为政府对经济进行调控的主要工具。随着美国金融市场的发展，90 年代开始，美联储决定以调整名义利率作为宏观调控的主要手段，代替了对货币供应量直接调控的政策规则。这是泰勒规则诞生的背景。

泰勒规则是常用的简单的货币政策规则之一，认为央行应该根据产出和通胀的情况实施利率政策。约翰·泰勒于 1993 年在一篇论文中提出“泰勒规则”，认为货币政策应该遵循以下规则：

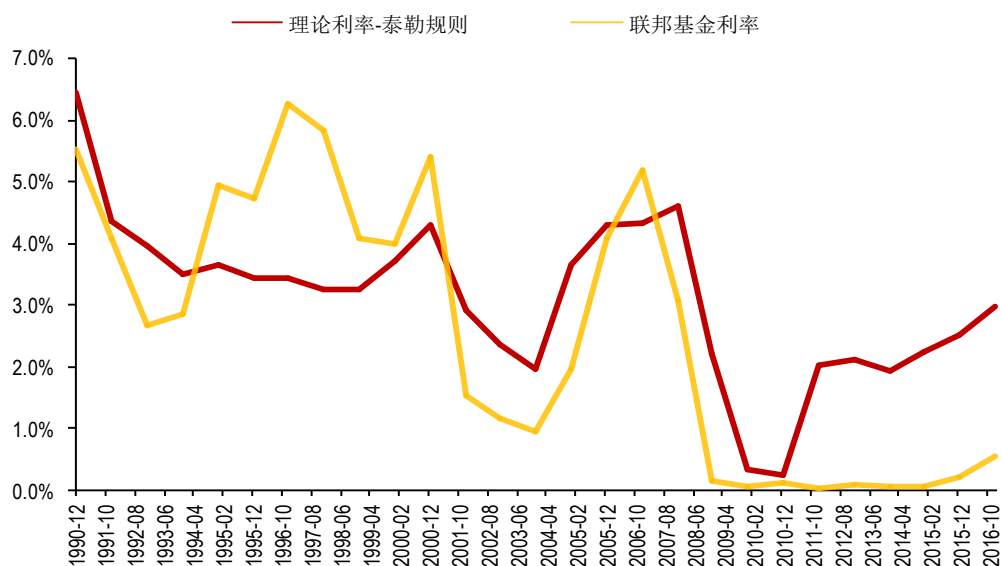
$$r = 0.5 * (\pi_t - 2) + 0.5 * \hat{y} + \pi_t + 2$$

其中 r 代表真实利率； π_t 代表通胀， $(\pi_t - 2)$ 代表实际通胀与目标通胀的差距，目标通胀一般设为 2%，整体赋予权重 0.5； $\hat{y}$ 为产出缺口，即实际产出偏离潜在产出¹的部分； $(\pi_t + 2)$ 代表产出缺口以及通胀目标偏离均为 0 情况下的名义利率，其中 2% 为长期实际利率。在实际中，如果尝试从泰勒规则的角度观察美联储的加息行为，一般用联邦基金利率衡量 r ；用核心 PCE 衡量通胀， π_t ；用实际产出偏离潜在产出的百分比衡量产出缺口。

简单地说，泰勒规则认为，如果通胀高于通胀目标，央行应该上调利率，缓解通胀压力，反之亦然；如果产出低于潜在产出水平或者失业率高于自然失业率，央行就应该下调利率，刺激经济、增加产出、降低失业率。由下图可以看出，1990 至 2010 年间，除了 1993 年至 1997 年，其余时间泰勒规则下的理论利率与联邦基金利率走势较为一致。但是 2010 年以后，泰勒规则的理论利率开始走高，联邦基金利率则一直保持接近零利率的水平。

¹潜在产出是指一国在一定时期内可供利用的经济资源在充分利用的条件下所能生产的最大产量，也就是该国在充分就业状态下所能生产的国内生产总值

图表16: 泰勒规则在美国的应用



资料来源: Bloomberg, CBO, 华泰证券研究所

伯南克规则

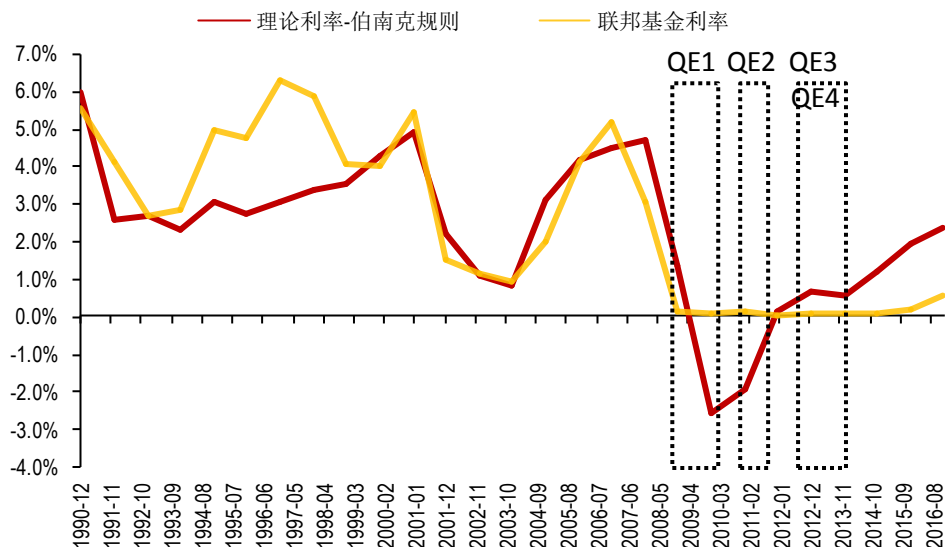
2010 年以后, 泰勒规则的理论利率开始走高, 联邦基金利率则一直保持接近零利率的水平。伯南克在卸任美联储主席后, 专门写了一篇文章表明美联储的利率政策遵循的是“伯南克规则”:

$$r = 0.5 * (\pi_t - 2) + \bar{y} + \pi_t + 2$$

伯南克规则比泰勒规则更显“鸽派”。伯南克规则与泰勒规则的不同在于产出缺口权重的调整。在前面提到的泰勒规则中, 产出缺口的权重为 0.5, 而伯南克更加注重产出缺口, 将系数调整为 1, 突显“鸽派”特征。这意味着当实际的 GDP 低于潜在 GDP 时, 伯南克规则显示的理论利率会更低。产出缺口的数据也支持这一观点。2008 年至 2011 年, 两种理论利率都有 U 型走势, 但明显伯南克规则的利率显著低于泰勒规则的利率。这是因为 2008 年至 2011 年确实有较大产出缺口, 且产出缺口最低达到-5.8%。

由图 4 可以看出, 伯南克规则更加符合联邦基金利率的走势。尤其是 1999 年至 2008 年, 伯南克规则的利率与联邦基金利率差距最小; 而 2008 年后, 伯南克规则理论利率为负利率, 联邦基金利率迫于利率下限, 推出 4 轮量化宽松。可以说在过去的十多年中, 伯南克规则很有可能已经替代泰勒规则, 成为指导利率政策的重要规则。

图表17: 伯南克规则在美国的应用



资料来源: Bloomberg, CBO, 华泰证券研究所

埃文斯规则

美联储认为,在经济深度衰退之后的复苏阶段,相对长时间的维持超低利率才是最优决策,基于此,美联储在2012年12月FOMC会议上进一步修订了泰勒规则,即形成了埃文斯规则(以芝加哥联储主席 Charles Evans 命名):

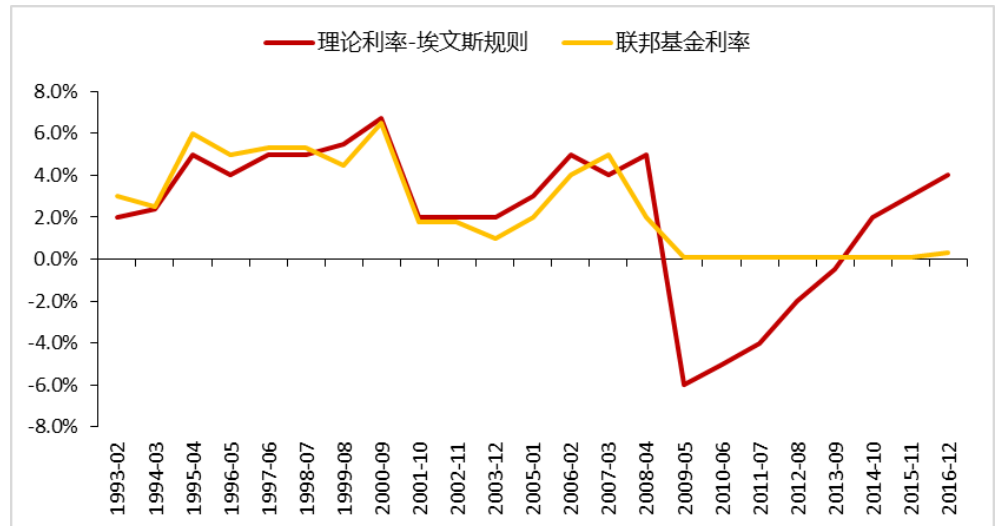
$$r = 0.5 * (\pi_{t+1} - 2) + \bar{y} + \pi_{t+1} + 2 + 2 * (5.5 - U_t)$$

其中 U_t 表示实际失业率, 5.5% 是美联储失业率目标。

与泰勒规则和伯南克规则采用 GDP 作为增长指标不同,埃文斯规则选取失业率作为经济增长指标。同时考虑到泰勒规则和伯南克规则使用历史数据的滞后缺陷,埃文斯规则采用 1-2 年通货膨胀预期数据,旨在与联邦基金利率的指导意义相适应,对于货币政策的前瞻性和预期导向更为有效。

从数据结果看,埃文斯规则下 2008 年金融危机之前理论利率与实际联邦基金利率的契合度更高。目前的美联储基准利率在 2014 年年初已经开始低于理论值,即按照美国经济、就业市场和通胀的表现,美联储基准利率已经偏低。

图表18： 埃文斯规则在美国的应用



资料来源：Bloomberg, CBO, 华泰证券研究所

耶伦规则

耶伦自上台后反复强调对劳动力市场的关注，特别是劳动参与率指标。加入劳动参与率指标后的“耶伦规则”为：

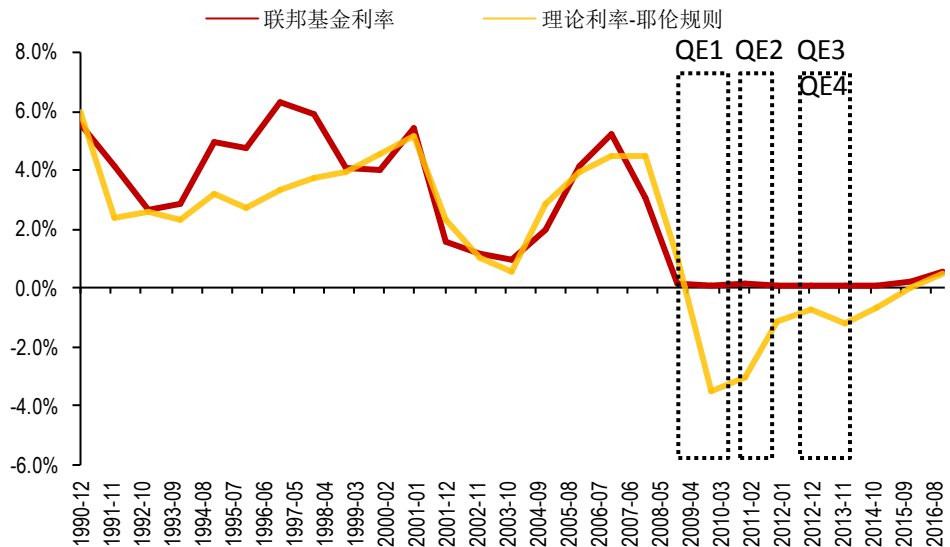
$$r = 0.5 * (l_t - 66.5) + 0.5 * (\pi_t - 2) + \hat{y} + \pi_t + 2$$

其中 l_t 为劳动参与率，66.5 是劳动参与率的历史平均值。新加入的 $0.5 * (l_t - 66.5)$ 表示在其他条件不变的情况下，劳动参与率每低于（高于）正常水平 1 个百分点，美联储应降低（增加）联邦基金利率 0.5 个百分点。

耶伦规则比伯南克规则和泰勒规则更关注经济活动指标的变化。与伯南克规则相比，耶伦规则将劳动参与率是否偏离其正常值 66.5% 考虑在内，其权重与盯住通胀水平的权重一致。与泰勒规则相比，耶伦规则不仅加大对产出缺口的权重，还考虑了劳动参与率。经济活动指标对耶伦规则理论利率影响更大。

总的来看，美国的利率政策大致由“规则”系列决定。1990-2016 年，耶伦规则很好地拟合了利率的走势，在量化宽松政策方面也颇具意义。除 2008 年金融危机初期之外，两条曲线拟合程度比“伯南克规则”更好。同时，直到 2015 年 2 季度为止，根据“耶伦规则”计算出的理论利率水平依然为负。这也进一步佐证了“耶伦规则”的有效性。从结果上看，耶伦也似比伯南克更加鸽派。

图表19： 耶伦规则在美国的应用



资料来源：Bloomberg, CBO, 华泰证券研究所

泰勒规则及其变种清晰地刻画了美联储货币政策与经济增长和通胀的关系。同时美联储也擅长前瞻性指引。前瞻性指引分为两类：一类是美联储历次公布的 FOMC 利率决议中的货币政策导向，也称之为正式的前瞻性指引；第二类为非正式的前瞻性指引，是在两次 FOMC 会议之间大量且频繁的联储官员讲话。基于此就很容易通过经济增长和物价来判断利率水平，进而判断资产配置的变化。美林投资就是从美国经济和市场数据中总结出规律，抓住了该影响路径的核心，从而当经济数据处于美林时钟指示的某个阶段时，美林时钟推荐的资产类别平均回报率高于其他类别。这是理解美林时钟在美国有效性的关键。

2、为什么美林时钟在中国的有效性弱？

美林时钟在中国指导大类资产配置的有效性弱，从而必须要加入第三个输入变量“利率”的根本原因在于，中国的利率和货币政策决策因素较其他国家复杂，央行并不是像美联储那样有明确的“利率定价方程”，而是一个多目标制的决策体系。中国人民银行在国务院领导下，制定和执行货币政策，防范和化解金融风险，维护金融稳定，其最终目标可总结为经济增长、物价稳定、充分就业、国际收支平衡以及隐性的金融稳定，也就是“4+1”的货币政策最终目标模式。此外，在转轨时期还有两个目标是发展金融市场和金融改革开放。目标之多堪称全球之最。

分析央行的货币政策首先应理解多目标制。根据丁伯根原则（政策工具的数量至少要等于目标变量的数量），一个货币政策最终目标应有相应的政策工具与之对应，但我国央行实际上可运用的工具不足（准备金率、利率、再贷款等），而最终目标又过多，众多货币政策最终目标之间还可能存在互相矛盾的逻辑，这造成了央行在很多时候很难给出一个简洁的前瞻性指引。我们在判断货币政策取向的时候只能抓住主要矛盾，随着国内、国际经济背景的变化，对央行最终目标的重要性进行排序，来判断央行当前最关注的逻辑，从而判断其货币政策取向。

类似今年从年初以来的情况，就是首要目标变成金融稳定和国际收支平衡（我们在《“假”加息？莫误判货币紧缩大势》以及后续的五篇防风险抑泡沫系列报告中反复论述这一问题），利率的决定因素就与经济通胀两个指标基本脱离了。

从 2016 年初至今，货币政策核心目标多次转变，当前核心关注金融稳定和国际收支平衡。

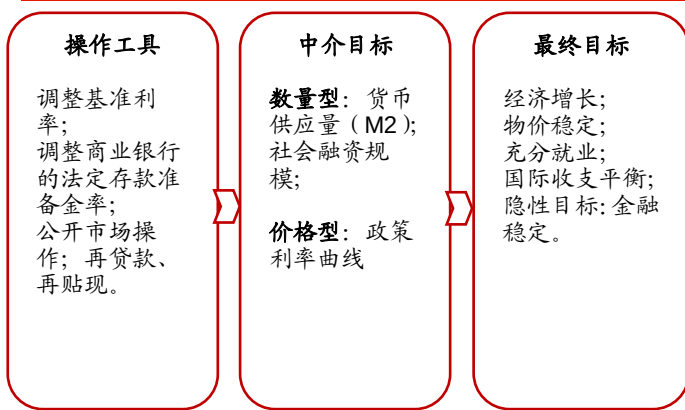
1) 在 2015 年底美联储第一次加息后，2016 年初人民币贬值压力和资本外流问题严峻，央行将国际收支平衡放在了货币政策最终目标的首位，提出为保持人民币汇率稳定，不轻易实施降准。

2) 去年 2、3 月份，国内经济走势出现疲态，2 月底的降准，说明货币政策将稳增长作为

最主要目标；在去年二三季度，我国国际收支压力、经济下行压力、通胀上行压力均有所缓解，货币政策最终目标变得不明晰。

3) 从去年四季度开始，金融稳定和国际收支平衡是货币政策的核心目标。央行在公开市场操作结构上“缩短放长”，并于 2017 年春节前后全面上调政策利率，货币政策边际收紧。

图表20： 货币政策操作工具、中介目标和最终目标



资料来源：华泰证券研究所

图表21： 各阶段货币政策决策源自央行不同的最终目标侧重点



资料来源：华泰证券研究所

我们认为，央行当前货币政策最终目标的主要矛盾仍然是金融稳定和国际收支平衡两个目标，当前由于国际收支的矛盾并不突出，央行对于金融稳定目标的关注程度更加凸显。我们也因此认为在央行当前货币政策框架之下，在经济增长单季度没有跌破中央的+6.5%底线预期的前提下，为了解决这两个主要矛盾，我们认为央行在下半年稳健中性货币政策仍体现为收紧的态势。这对利率的影响，又成为影响大类资产走势的核心因素。

四、我们在美林时钟上的改进——利率为轴

我们以利率为轴，将美林时钟在四个维度拓展。分别是利率强上行阶段、利率上行阶段、利率下行阶段和利率强下行阶段。美林时钟在不同的维度会产生一些变化。

(1) 在利率强上行阶段，表现为所有大类资产价格都在下跌，“现金为王”在所有经济周期中都适用，即无论经济是上行还是下行，通胀是上行还是下行，利率的强上行让市场流动性非常紧张，风险偏好快速下降，经常性出现“股债商三杀”的局面。这一情景的典型特征是金融监管的加强，如果同时货币政策处于边际收紧的状态，这一情景的特征会更加鲜明。

(2) 在利率上行阶段，即货币政策边际收紧的状态下。美林时钟变动不大，唯一的变化在于本来在衰退时期应配置债券，但由于利率的上行，对债券构成了直接冲击，反而配置现金成为了最佳选择。

(3) 在利率下行阶段，即货币政策边际放松的状态下，美林时钟也变动不大，唯一的变化在于本来在滞涨时期应配置现金，但由于利率下行，市场流动性充裕，对债券构成利好，所以债券替代现金成为最佳选择。

(4) 在利率强下行阶段，比如金融监管的放松叠加货币政策的边际放松，市场流动性非常充裕，信用创造能力提升，加杠杆行为充斥市场，这会对美林时钟构成显著变化。一方面本应在过热时期配置商品，但由于利率强下行拉高风险偏好，叠加经济向好，分子分母端同时改善股票估值，会导致股票超越商品成为更优选择。另一方面，在滞涨阶段，本应配置现金，但利率的强下行导致市场上并不缺乏资金，通胀高企成为配置大类资产的一个重要影响因素，两个因素叠加使商品成为一个更优的选择。

图表22：我们在美林时钟上的改进——利率为轴

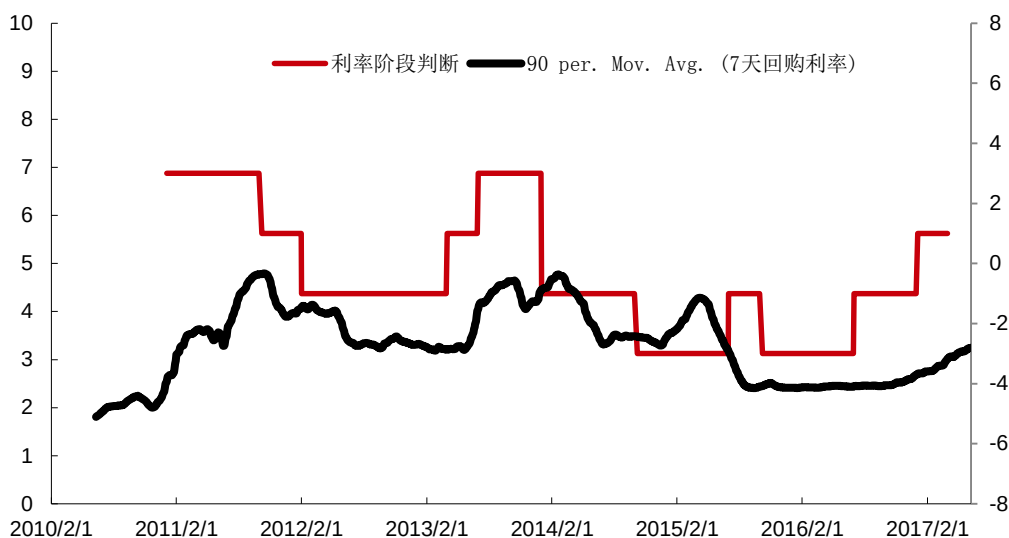
		经济上行	经济下行	
		现金	现金	
利率强上行（一）	通胀上行	现金	现金	货币政策快速收紧或加强监管
	通胀下行	现金	现金	
利率上行（二）	通胀上行	商品	现金	货币政策边际收紧
	通胀下行	股票	现金	
利率下行（三）	通胀上行	商品	债券	货币政策边际宽松
	通胀下行	股票	债券	
利率强下行（四）	通胀上行	股票	商品	货币政策快速宽松或放松监管
	通胀下行	股票	债券	

资料来源：华泰证券研究所

我们以此模型对中国 2011 年以来的季度大类资产配置变化进行回溯，配置准确率提升至 72%，远高于直接应用美林时钟模型的 28%。

这里需要说明的是，我们所说的利率强上行阶段、上行阶段、下行阶段、强下行阶段，并不是指市场利率的绝对水平，而是指货币政策收紧放松以及金融监管程度变化的趋势。从结果上看，基本也能够与七天回购利率印证，但也存在差异，主要原因在于：一是以七天回购利率为代表的市场利率不仅受货币政策和金融监管政策影响，还与经济通胀相关，本质上就是现金回报的表征，所以我们不选择此作为判断利率阶段的标准也避免出现内生变量解释内生变量的问题。二是市场利率也有季节性因素影响，我们发现在一季度往往七天回购利率相对高一些，这可能也与春节期间现金需求量大，银行流动性被动紧张有关。

图表23： 七天回购利率（90日移动平均）与利率阶段判断对比（强上行+3，上行+1，下行-1，强下行-3）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

在判断货币政策收紧的放松的程度时，我们采用四个指标：

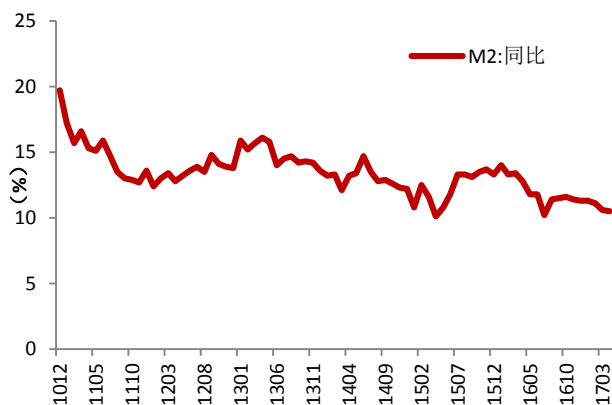
一是 M2 同比增速边际上升和下降的幅度，如果出现的大幅度的上升或下降，则认为是货币政策的快速宽松和收紧。

二是央行资产负债表中的储备货币，可以认为是投放市场的基础货币（基础货币余额按季度公布，与此走势一致，故采用更高频的货币当局资产负债表中数据），需要提示的是，如果央行降低存款准备金率，储备货币会下降（2015 年的情况），这应被认为是货币政策的放松和不是收紧，此时货币乘数放大。

三是存款准备金率，如果下降则为放松阶段，如果提升则为收紧阶段。存款准备金率的变动影响较大，一般认为是货币政策快速宽松和收紧的表征。

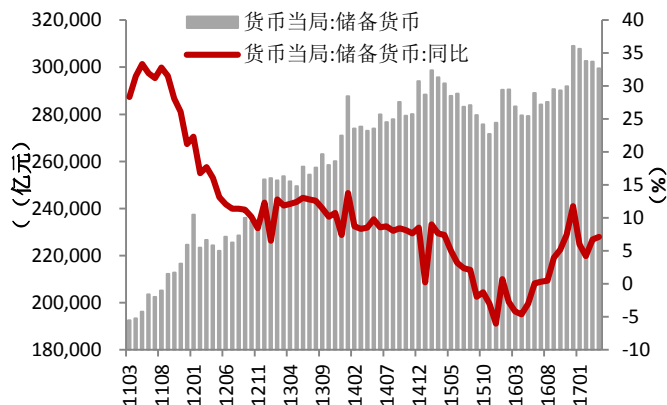
四是利率，在利率市场化改革以前，主要参考的是基准利率，随着存贷款上下限的全面放开，以及央行调控市场利率主要采用公开市场操作改变政策利率从而间接传导到市场的方式开始，政策利率（7 天逆回购、MLF 等招标中标利率）作为主要参考。2013 年 7 月取消贷款利率下限，2015 年 10 月取消存款利率上限，公开市场操作从 2015 年四季度开始逐渐放量，所以我们选择 2015 年 10 月为时间节点，之前参考基准利率，之后参考政策利率。

图表24： 2011 年以来 M2 同比增速



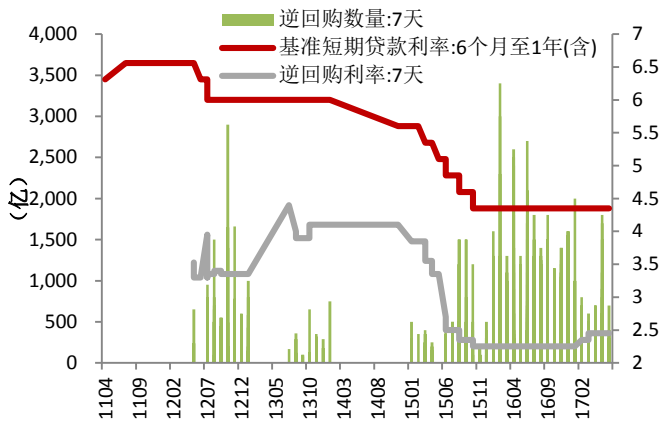
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表25： 2011 年以来基础货币投放情况



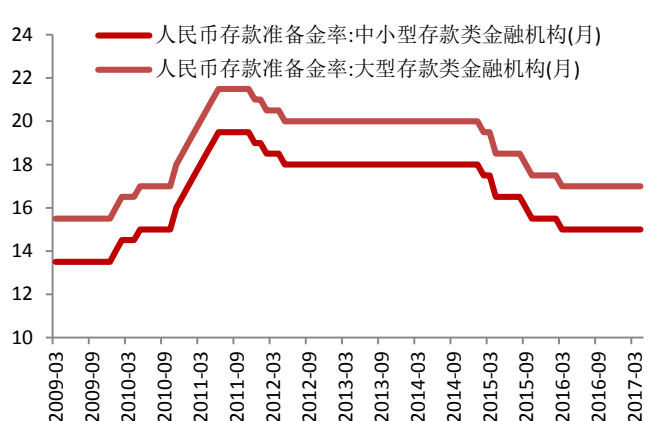
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表26： 利率判断货币政策方向



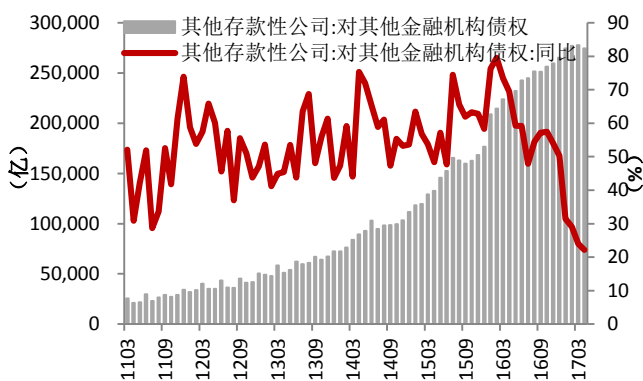
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表27： 存款准备金率判断货币政策方向



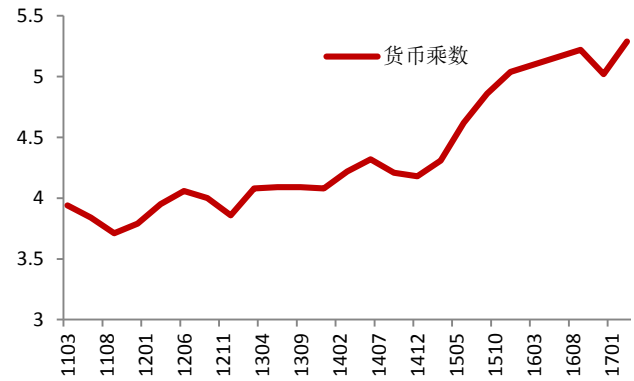
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表28： 银行对非银金融机构的债权



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表29： 2011年以来货币乘数情况



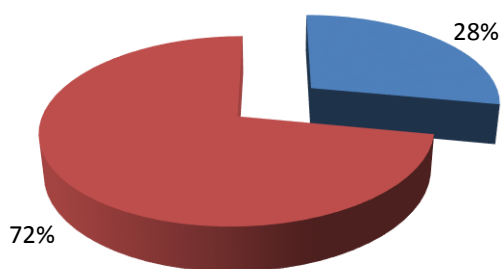
资料来源：Wind，华泰证券研究所

在判断金融监管的程度上，我们认为 2013 年下半年以严查非标通道业务和今年 4 月份开始严查同业和委外业务为典型代表的两次加强监管时期，此外在 2014 年末至 2015 年上半年的时期为监管宽松时期，这期间表现为证监会对融资融券放量导致场外配资等大规模兴起的容忍，保监会逐渐放松保险资金投资限制等，这些因素导致非银行金融机构更方便地从银行端融出更多的资金，叠加存款准备金下降的影响，货币乘数快速增加，从而导致市场上总的资金供给量增加，引发利率快速下行。判断金融监管程度的两个指标，我们认为可以参考银行机构对非银金融机构的债权变动，以及货币乘数的变动（剔除存款准备金率变动的影响）。

需要说明的是，这里判断利率上行还是下行阶段的时候，对货币政策的取向和金融监管的程度的判断，存在一定的主观因素，但我们基本上采取了比较公允的态度或市场上比较认可的判断。在一些具体期间仍然可能会存在争议，但这不会实质性影响我们对模型有效性的判断。如果更换经济和通胀的衡量指标，比如在经济指标上用工业增加值、克强指数等，在通胀上用 PPI 等，“利率为轴”的模型均比简单的美林时钟解释力提升大概 20-30 个百分点左右，这也显著证明了我们提出模型的解释能力。

图表30: 美林时钟的解释力

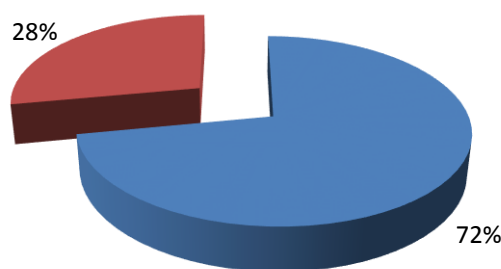
■ 能够准确解释的部分 ■ 不能准确解释的部分



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表31: 利率为轴的解释力

■ 能够准确解释的部分 ■ 不能准确解释的部分



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表32: 利率为轴模型对2011年以来历史上各个季度的检验 (红色表示不符合, 黄色表示符合)

时间	经济周期	货币政策	金融监管	利率阶段	SHIBOR:3个月	沪深300收益率	中债综合指数收益率	南华综合指数收益
2011-03	滞胀阶段	快速收紧		利率强上行	1.14%	1.05%	0.53%	-2.90%
2011-06	过热阶段	快速收紧		利率强上行	1.04%	-6.48%	0.92%	-6.26%
2011-09	过热阶段	快速收紧		利率强上行	1.60%	-20.69%	1.24%	-10.36%
2011-12	过热阶段	收紧		利率上行	1.41%	-17.24%	4.56%	-13.41%
2012-03	滞胀阶段	宽松		利率下行	1.37%	6.79%	0.84%	5.97%
2012-06	衰退阶段	宽松		利率下行	1.22%	-6.52%	2.49%	-7.09%
2012-09	过热阶段	宽松		利率下行	1.02%	-12.91%	0.14%	3.56%
2012-12	过热阶段	宽松		利率下行	0.92%	13.22%	0.63%	4.82%
2013-03	滞胀阶段	宽松		利率下行	0.98%	-1.16%	1.42%	-6.35%
2013-06	衰退阶段	宽松		利率上行	0.97%	-17.54%	1.26%	-12.08%
2013-09	过热阶段	收紧	加强	利率强上行	1.32%	-7.44%	-1.34%	0.83%
2013-12	过热阶段	收紧	加强	利率强上行	1.17%	0.42%	-1.75%	-4.80%
2014-03	滞胀阶段	宽松		利率下行	1.39%	-7.57%	2.48%	-6.93%
2014-06	衰退阶段	宽松		利率下行	1.38%	-1.15%	3.16%	-1.07%
2014-09	滞胀阶段	宽松		利率下行	1.19%	14.00%	2.09%	-9.34%
2014-12	过热阶段	宽松	宽松	利率强下行	1.14%	50.03%	3.72%	-4.70%
2015-03	滞胀阶段	宽松	宽松	利率强下行	1.28%	11.25%	0.69%	-2.34%
2015-06	衰退阶段	宽松	宽松	利率强下行	1.22%	24.21%	1.17%	-5.98%
2015-09	滞胀阶段	宽松		利率下行	0.80%	-36.90%	2.46%	-13.08%
2015-12	过热阶段	快速宽松		利率强下行	0.79%	10.97%	3.17%	-3.11%
2016-03	滞胀阶段	快速宽松		利率强下行	0.77%	-7.23%	1.24%	10.22%
2016-06	复苏阶段	快速宽松		利率强下行	0.71%	7.62%	1.02%	19.72%
2016-09	过热阶段	宽松		利率下行	0.74%	2.93%	2.48%	15.66%
2016-12	过热阶段	宽松		利率下行	0.70%	0.26%	-1.05%	20.71%
2017-03	滞胀阶段	收紧		利率上行	0.82%	3.41%	-0.30%	3.09%

资料来源: wind, 华泰证券研究所

五、下一步模型应用：利率未来很可能走出倒 U 型曲线导致从现金到债券的转换

本轮金融去杠杆引发债市大幅调整，10 年期国债收益率从去年 10 月低位 2.64% 一度最高涨至今年 5 月 11 日监管部门“加强监管政策沟通协调”表态之前的 3.69%，不到 7 个月的时间累计上涨 105 个 BP。市场不由联想到 2013 年“钱荒”和“债灾”时期，虽然目前债券收益率仍远低于 2013 年水平，但涨幅已相差无几，2013 年 10 年期国债收益率在 7 个月内从 4 月份的低位 3.40% 涨至 11 月最高点 4.72%，上涨 132 个 BP。我们觉得那一段历史很有参考价值，在我们的中期策略报告《利率为轴，经济为马》中也专门详细回顾了那段历史。目前，我们判断未来利率会走出倒 U 型曲线，拐点随着经济下行至目标值，央行再度把稳增长的目标重要性放在首位，最早可能于今年四季度或明年一季度出现。

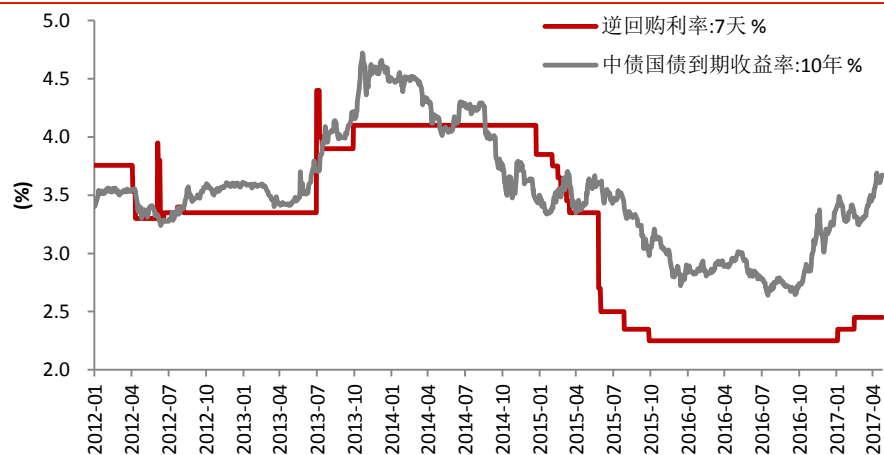
利用我们的模型，关键结论是在利率见顶时刻会迎来从现金到债券的买点。当货币政策再度转向的时候，或金融去杠杆取得阶段性进展而在方向上有所调整，又会出现从利率的强上行阶段（一）逐渐过渡到上行阶段（二），进而再进入到利率下行阶段（三），此时经济状况一定预期下行（这也正是导致货币政策转向的动因），此时无论是滞胀阶段还是衰退阶段，债券都将成为最有配置选择。我们建议踩准时机，寻求最佳买点。

1、金融去杠杆进程可能导致利率走出倒 U 型曲线

（1）利率处于上行阶段，存在超调风险

我们在 2 月深度报告中判断“市场或陷入四个低估，不应误判了货币紧缩大势”，较早判断了今年我们处于利率上行的初期阶段。今年 2 月 3 日是金融去杠杆进程的一个重要节点。当天央行将维持了 15 个月的 7 天逆回购利率，由 2.25% 提升 10 个基点至 2.35%。我们提出当时市场陷入了四个低估：1) 低估了利率市场化的进程；2) 低估了此次国家防风险、抑泡沫的决心；3) 低估了中国经济的韧性；4) 低估了国际收支平衡目标的重要性。现在看来，“四个低估”的观点逐步得到验证。一是政策利率提升对实体经济产生了一定影响；二是多项监管政策新规出台，剑指资管产品资金池运作和层层嵌套；三是一季度 GDP 同比+6.9% 略超预期，证明经济韧性较强；四是央行在美联储 3 月加息后，紧接着在 3 月 16 日再度上调 7 天逆回购利率。以上四点一一对应我们“四个低估”的判断。

图表 33：今年以来央行两度上调 7 天逆回购利率



资料来源：Wind，华泰证券研究所

在利率上行阶段初期的总体判断下，我们认为利率存在超调风险，3.6% 未必是 10 年期国债的顶部。今年以来，央行公开市场操作总体转向净回笼，提供中期融资的 MLF 投放有所上升，但未能完全对冲公开市场操作投放余额的下降，央行主动收缩资产负债表意图明显。目前仅在 4 月中旬缴税缴准时提供了较多的流动性（未来也很可能在市场出现超预期调整情况下给予流动性支持，如央行 6 月初的 MLF 和 28 天逆回购），利率存在上行超调风险，即我们不认为 10 年期国债收益率 3.6% 就是顶部。短期内，无论是央行缩短放长、提高政策利率、还是监管机构出强监管措施逼迫金融机构去同业业务，短端利率将抬升。

在央行保持流动性不松的情况下，一旦短端利率与长端利率比较平，就只有两种结果，一种是长端利率上行，一种是流动性危机。目前看流动性危机概率较小，长端利率上行概率大。很可能今年10年期国债收益率的高点会触碰3.8%至4.0%。

(2) 长端利率可能走出倒U型曲线，拐点看经济何时逼近目标值6.5%

之后长端利率可能走出倒U型曲线，倒U型的拐点主要取决于经济形势。一旦长端利率偏离经济中长期的基本面和资本回报率，终究会回落。因此我们判断长端利率可能走出倒U型曲线。

首先，从中长期经济表现看，利率上行中长期拖累经济，反过来限制了长端利率的进一步上行。从2013-2014年的经验来看，虽然利率的快速上行短期对经济产生负面影响较弱，但是中长期仍会拖累经济，当经济出现明显回落预期，长端利率会转为下行。尤其现在的经济形势相比2013年的情形，更加无法承受利率的大幅上行。2013年GDP增速仍位于7.5%以上，其中三季度反弹至7.9%，CPI也在10月份达到超3%的增速，稳定的宏观经济环境为去杠杆提供了基本的条件。虽然目前经济增速和物价水平仍然稳健，但与2013相比经济已经明显减速，实际状况更为脆弱。GDP增速下台阶降到7%以下水平，经济动能转换尚未完成，仍然没有从根本上转变依靠基建和房地产投资的增长模式，当前的经济形势无法承受整体利率提升对实体经济的冲击，这也是监管层5月11日以来不断强调监管协调的重要原因。

其次，从公有制经济部门软约束来看，利率上行幅度过大，将改变地方政府和国有企业行为。我国部分地方政府和国有企业存在预算软约束，对利率变化初期并不敏感。但是如果利率上行幅度过大，终会受利率影响。这是长端利率走出倒U型曲线的另一理由。

第三，从金融去杠杆的目的来看，同业链条缩短，实体经济融资成本最终将下降，利率也逐渐会有回落趋势。

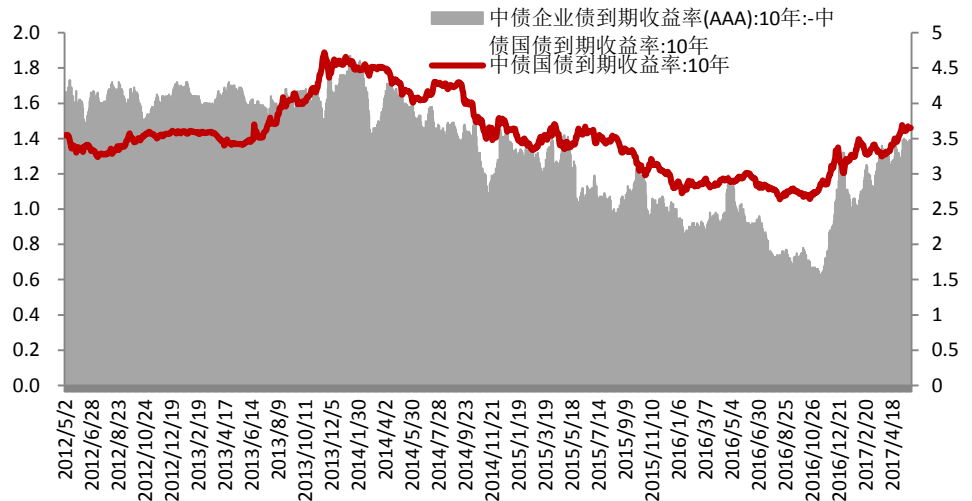
值得注意的一点，货币政策由于其多目标制，经济缓慢回落的趋势并不重要，回落趋势并不影响金融稳定和国际收支在当前央行货币政策目标决定中的重要性，但是一旦接近GDP增长的目标值6.5%，经济增长很有可能成为货币政策决策的最重要目标，由于财政政策进一步积极的难度也较大，所以货币政策可能无法实现持续的紧缩，利率也无法进一步向上抬升，最终重回宽松，利率重现下行的趋势，这对债券是极为有利的，对股市也会形成利好。我们判断这一预期最快在今年四季度末会出现，具体取决于经济增长回落至GDP增长目标的时点。

2、届时大类资产配置会迎来新的机会

(1) 债券会凸显配置价值

如果利率走向顶点，在货币政策开始有所转向时，从交易策略来看，债券的做多的趋势是非常明确的，一方面长期债券收益率已经与长期资本回报率背离，之后终将回落，另一方面债券走势的决定的主要因素又会重回基本面。如果是采用持有至到期策略的投资者来说，尽管目前已经具有非常强的配置价值，但下半年仍可能会出现更好的买点。

图表34： 国债收益率和利差走势

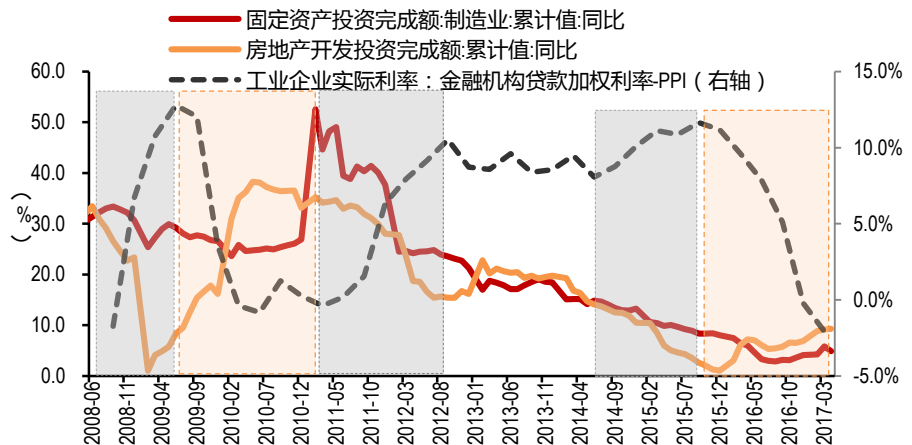


资料来源：Wind，华泰证券研究所

(2) 股票可能会面临风格转换的问题

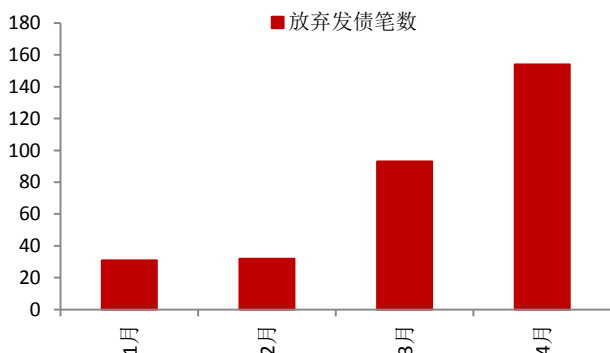
我们认为，在利率上行和经济下行时期，股票市场总体趋势震荡。重资产行业可能会受到比较大的冲击，特别是资产负债率高、财务杠杆比例高的行业。利率的上升可能会抬升社会融资成本，从而对这些行业企业带来负面影响。在此过程中，轻资产、现金流好的行业企业会相对受益，此外，如果利率迎来拐点，货币政策有所转向后，市场风险偏好会逐渐回归，从而推升成长型、轻资产的企业。

图表35： 在工业企业实际利率上行期，制造业和地产投资往往出现回落



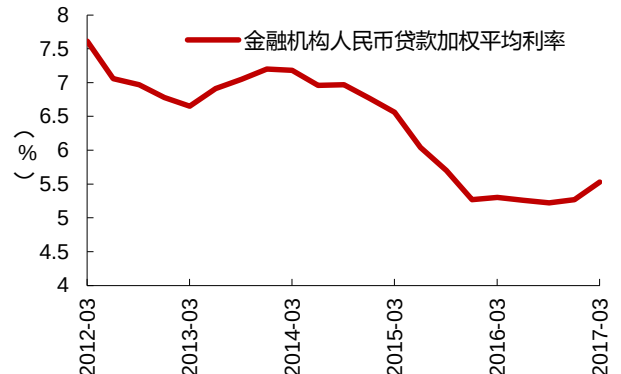
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表36： 2017年企业取消发债笔数统计

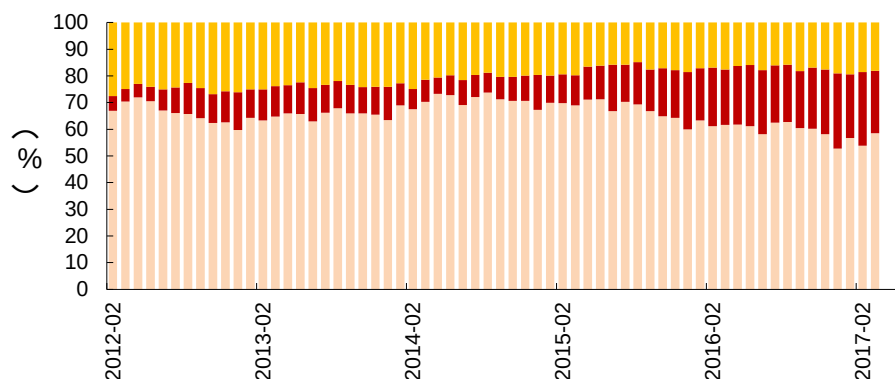


资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表37： 贷款平均利率有所上行



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表38：银行贷款下浮的情况比例在降低

资料来源：Wind，华泰证券研究所

我们选择两个指标来衡量是否为重资产行业。一是财务杠杆率，其表现的是息税前利润对利息费用的覆盖情况，财务杠杆越高，表明由于负债较多导致的利息费用相对利润越高。财务杠杆=息税前利润/(息税前利润-利息支出)，其中，息税前利润=净利润+利息支出+所得税费用，其中利息支出项目可以在财务报表附注的财务费用明细找到对应科目。二是负债/所有者权益的比例，表明在企业的融资来源中，负债的比重有多大，相对权益的比重越高，资产负债率越高，越是重资产行业。

图表39：A股平均财务杠杆小于1.15，负债/所有者权益小于1的行业（2016年年报数据）

申万二级行业	财务杠杆	负债/所有者权益
旅游综合Ⅱ	0.27	0.89
景点	0.89	0.56
电子制造	0.99	0.99
互联网传媒	0.99	0.64
半导体	1.01	0.93
机场Ⅱ	1.01	0.30
仪器仪表Ⅱ	1.02	0.33
电机Ⅱ	1.04	0.65
动物保健Ⅱ	1.06	0.47
铁路运输Ⅱ	1.07	0.34
其他	1.07	0.68
计算机设备Ⅱ	1.07	0.68
营销传播	1.07	0.68
计算机应用	1.07	0.55
文化传媒	1.08	0.62
餐饮Ⅱ	1.08	
医疗器械Ⅱ	1.10	0.42
电气自动化设备	1.12	0.72
医疗服务Ⅱ	1.12	0.70
其他交运设备Ⅱ	1.14	
汽车零部件Ⅱ	1.14	0.79

资料来源：Wind，华泰证券研究所

(3) 商品的机会还要看多种力量的博弈

在股票、债券、商品三者中，利率对商品影响相对最弱，后市还要看供给侧改革的推进进度，经济基本面是否还支撑通胀等多个问题。我们认为商品在后市可能还是区间震荡的可能性更大。特别是从供给侧结构性改革的角度看，2016 年，我们制定的 4500 万吨钢铁和 2.5 亿吨煤炭去产能目标，实际压减了 6500 万吨和 2.9 亿吨，超额完成 44%和 16%，但在年底的时候，煤炭价格出现了较大上涨而影响了供热企业的正常经营，发改委被迫阶段性取消 276 天的政策，对符合要求的企业可以按 330 天生产。如此看来，今年钢铁去产能仍然可能小幅超额完成，但煤炭超额完成的可能性不大。按照全年实际可能完成 6000 万吨钢铁和 1.5 亿吨煤炭去产能来看，上半年也已经超额完成，预计下半年节奏可能放缓。此外，考虑到去产能中的一项重要工作在于职工的安置，受制于维稳需要，也会在节奏和力度上有所把控。如果迎来利率拐点的话，多种因素叠加，商品可能仍然是区间震荡的格局。

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。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报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999 / 传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦24层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932 / 传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166 / 传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098 / 传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com