

美国投资时钟初探

核心观点:

沿用美林时钟对大类资产配置的研究，我们通过对经济、通胀周期的轮动来观测大类资产的轮动规律，以期对当下的海外资产配置以及经济、通胀形势有所启发。

对美国经济周期的划分，我们采用实际 GDP 同比+制造业 PMI 的组合来确定。对于美国通胀周期的划分，我们直接采用美国 CPI 同比（非季调）进行划分。

若将特殊时期剔除，去思考各个阶段的资产表现，可以发现，在复苏期，经济舒缓向上，通胀率持续下降，股票是最佳选择，商品在此阶段抗通胀属性支撑急速下滑，商品是最差选择；在过热期，经济增长处于相对高位，通胀持续攀升，美股和商品表现都不错，美股最优，商品次优；在滞胀阶段，大宗商品表现是最优；在衰退阶段，债券最优，其次是现金，大宗商品表现相对最差。

风险提示：数据有误，周期划分不合理

Bigger mind, Bigger future™
智慧创造未来

南华期货研究所

马燕 0571-87839259

mayan@nawaa.com

投资咨询资格证号

Z0012651

戴朝盛 0571-87839255

daichaosheng@nawaa.com

投资咨询资格证号

Z0014822

目录

第 1 章	基于经济及通胀轮动的资产配置周期	3
1.1.	美国经济增长周期划分.....	3
1.2.	美国通胀周期划分.....	3
1.3.	基于通胀以及经济周期的投资时钟划分.....	4
1.3.1.	数据处理.....	6
1.3.2.	统计结果.....	6
第 2 章	美国投资时钟	9
2.1.	大类资产表现特征初探.....	9
2.2.	不同宏观环境下的资产表现.....	10
2.2.1.	过热时期.....	10
2.2.2.	滞胀时期.....	11
2.2.3.	复苏时期.....	12
2.2.4.	衰退时期.....	13
2.3.	修正后的投资时钟.....	13
	免责声明.....	15

第1章 基于经济及通胀轮动的资产配置周期

沿用美林时钟对大类资产配置的研究，我们通过对经济、通胀周期的轮动来观测大类资产的轮动规律，以期对当下的海外资产配置以及经济、通胀形势有所启发。

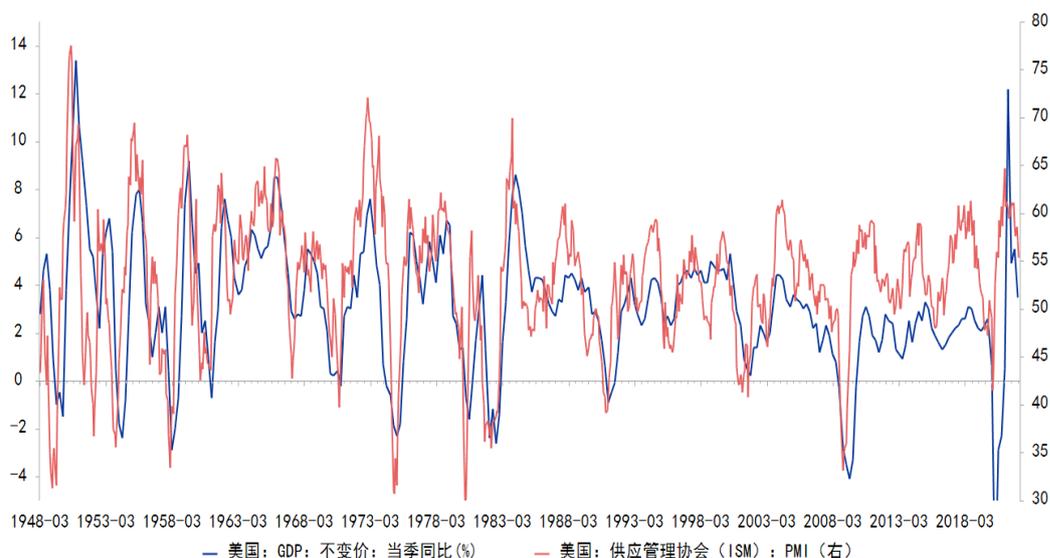
1.1. 美国经济增长周期划分

对美国经济增长周期的划分，我们采用实际 GDP 同比+制造业 PMI 的组合来确定，具体原则是：

(1) 由于实际 GDP 同比是季频数据，制造业 PMI¹是月频数据，我们以实际 GDP 同比来划分大周期，在具体月份节点上则采用 PMI 作为辅助来确定，举例来说，在最近的一周经济周期中，2021 年 Q2 为上行周期的经济顶，从 PMI 上看 Q2 中的 5 月份的 PMI 数值最高，则将 2021 年 5 月作为上行周期的月度顶点。

(2) 从制造业 PMI 与美国 GDP 同比表现来看，二者拐点基本一致，经济运行表现出明显的周期性。

图 1.1.1：美国经济周期划分



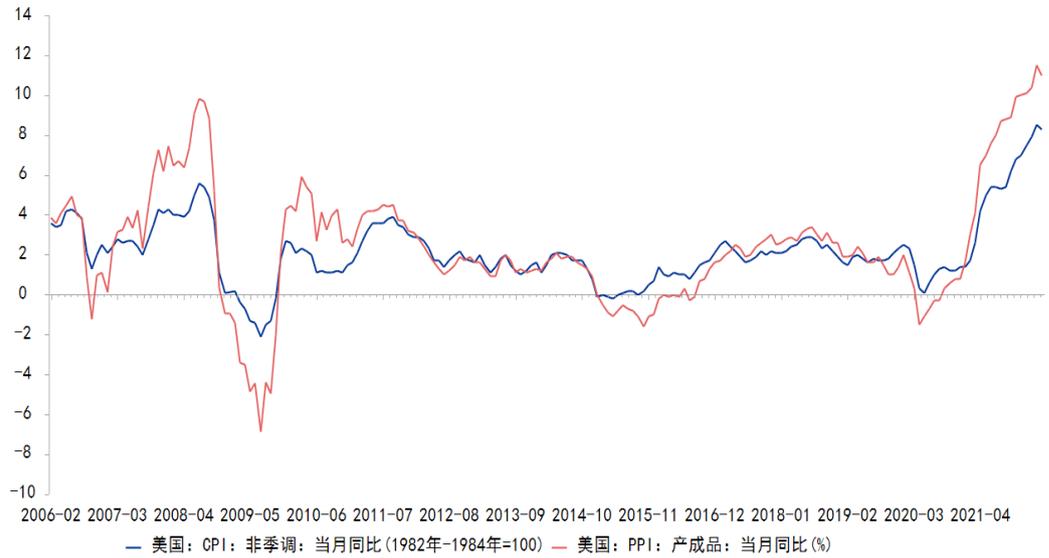
资料来源：choice 南华研究

1.2. 美国通胀周期划分

对于美国通胀周期的划分则相对简单许多，我们直接采用美国 CPI 同比（非季调）进行划分，之所以与之前国内经济周期划分原则不同，主要在于：1. 美国 CPI 同比与 PPI 同比基本同步，不存在需求传导问题；2) 美国 GDP 平减指数与 CPI 同比、PPI 同比之间也是呈现出极强的同步性，因此，单独采用 CPI 同比即可完成通胀周期的划分。

¹ 此文指代的制造业 PMI 为美国供应商协会 ISM 的制造业 PMI

图 1.2.1：美国 CPI 与 PPI 同比之间不存在需求传导问题



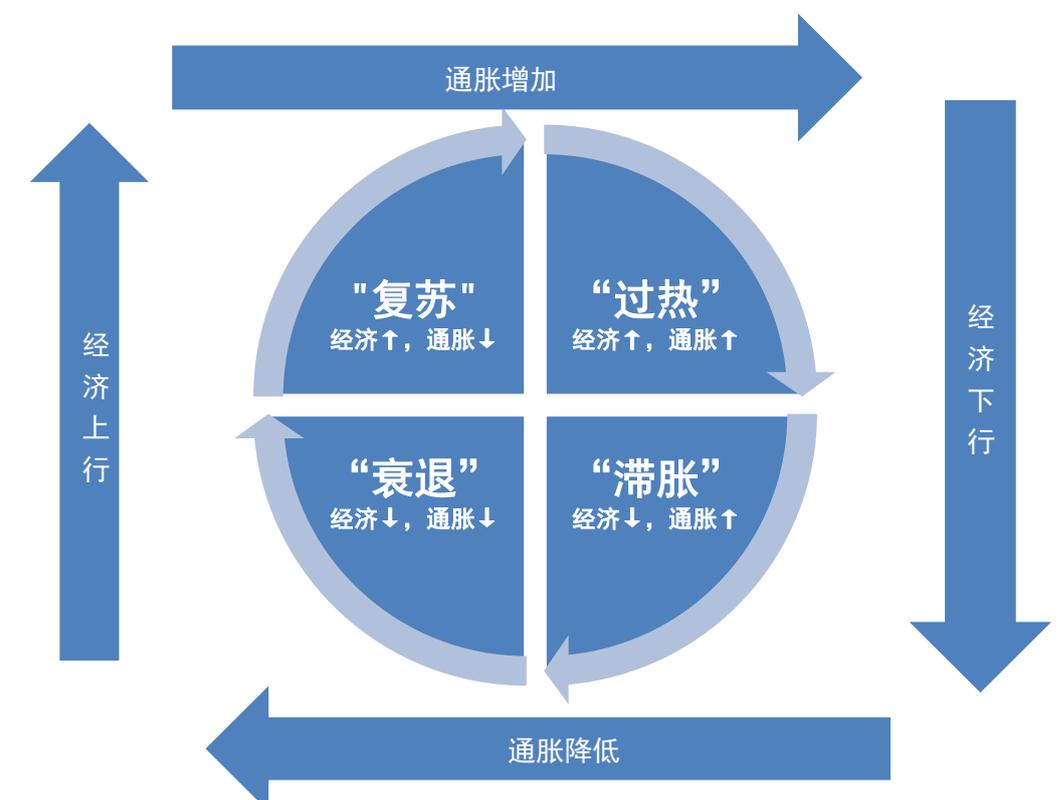
资料来源：Choice 南华研究

1.3. 基于通胀以及经济周期的投资时钟划分

与“美林投资时钟”中划分经济周期的方法一样，我们也是根据前述对经济和通胀周期的划分，再进一步将经济增长和通胀状况进行周期划分，同样采用美林四阶段——衰退、复苏、过热和滞胀，其中：通胀下行+经济下行为衰退阶段；通胀下行+经济上行为复苏阶段；通胀上行+经济上行为过热阶段；通胀上行+经济下行为滞胀阶段。

根据这一划分依据，我们将 1949 年以来的经济周期划分为以下阶段：

图 1.3.1：不同经济增长以及通胀表现下的经济周期划分



资料来源：南华研究

表 1.3.1：美国经济周期的划分

复苏期	繁荣期	滞胀期	衰退期
1954. 04-1954. 10	1949. 11-1950. 12	1950. 12-1951. 02	1950. 12-1951. 02
1958. 01-1959. 03	1954. 10-1955. 07	1955. 07-1957. 03	1955. 07-1957. 03
1970. 11-1972. 06	1959. 03-1959. 05	1959. 05-1961. 02	1959. 05-1961. 02
1975. 01-1976. 11	1961. 02-1966. 01	1966. 01-1969. 12	1966. 01-1969. 12
1982. 08-1984. 02	1972. 06-1973. 01	1973. 01-1974. 12	1973. 01-1974. 12
1991. 01-1998. 02	1976. 11-1978. 11	1978. 11-1980. 03	1978. 11-1980. 03
2000. 03-2000. 04	1998. 02-2000. 03	1986. 12-1990. 10	1986. 12-1990. 10
2001. 10-2002. 01	2002. 01-2004. 01	2004. 01-2005. 09	2004. 01-2005. 09
2009. 04-2009. 07	2009. 07-2011. 09	2006. 10-2008. 07	2006. 10-2008. 07
2011. 09-2015. 04	2015. 04-2018. 06	2021. 05-2022. 03	2021. 05-2022. 03
2020. 04-2020. 05	2020. 05-2021. 05		

资料来源：南华研究

备注：标红区间为剔除掉的年份

接下来，我们主要聚焦股、债、商品以及现金等大类资产，按照之前划分出的经济周期，将各投资品种在不同周期下的收益率表现进行统计。衡量美股收益的指标我们采用道琼斯工业指数、标普 500 指数、纳斯达克综合指数这三大最常用的美股指数之外，

还包括了以上三大指数的总回报/总收益指数²,代表债市表现的指标则采用彭博 10 年期国债全收益指数,商品收益的度量指标有彭博商品指数,还有分板块的彭博能源指数、彭博工业金属、彭博农产品指数等,以及代表具体商品的彭博布伦特原油指数、彭博铜指数、彭博黄金指数以及这三大指数对应的具体品种,现金收益的度量则采用美国 3 个月国库券收益率。

1.3.1. 数据处理

在数据频率上,我们将上述标的收益转化为月度收益率,即先将日频数据转化为月频(求算数平均),然后对其计算收益率,收益率采用算数收益率,但现金收益率则采用算数平均值进行直接度量。

对于不同经济周期下大类资产收益率的比较,我们采用几何平均后的年化收益率,每一细分周期持续时间的计算采取计头不计尾的原则,避免重复计入。

另外,由于三大美股的总收益指数以及针对具体品种的彭博商品指数的统计期限自 1980 年以来才相对趋于完整,因此我们对于大类资产各经济周期下的平均收益率计算统一从 1980 年以后开始,对于 1980 年之后尚未有记录的资产及指标考虑到统计区间过短则将其剔除。

1.3.2. 统计结果

接下来,我们将所有时间段股市、债市、大宗商品以及现金的表现逐一进行统计,统计结果分别如下所示:

从统计结果来看,美国大类资产仅在 2000-2006 年期间资产轮动基本按照美林时钟的顺周期方向轮动,其余要么逆周期轮动,要么资产表现相对跳跃,很少严格顺时钟周期性轮动。

² 总回报指数值得是把成分股公司派发的红利在除息日收盘后再投资回组合,也就是考虑了上市公司分红的因素,执行了类似基金分红中红利再投资的操作。

表 2.3.1：各经济周期轮动下股市指数表现（%）

周期	表现	区间	道琼斯工业指数	标普500指标	纳斯达克综合指数	道琼斯总回报指数	标普500总回报指数	纳斯达克总收益指数
衰退	经济下, 通胀下	1980.03-1982.08	-2.88	-2.17	2.01	#N/A	#N/A	#N/A
复苏	经济上, 通胀下	1982.08-1984.02	33.10	32.19	40.10	#N/A	#N/A	#N/A
衰退	经济下, 通胀下	1984.02-1986.12	15.38	14.72	8.89	#N/A	#N/A	#N/A
滞胀	经济下, 通胀上	1986.12-1990.10	8.19	6.78	0.71	#N/A	#N/A	#N/A
衰退	经济下, 通胀下	1990.10-1991.01	10.08	18.06	2.57	14.86	22.78	#N/A
复苏	经济上, 通胀下	1991.01-1998.02	16.73	16.39	22.63	19.81	19.49	#N/A
过热	经济上, 通胀上	1998.02-2000.03	15.40	19.18	4.49	17.22	20.82	#N/A
复苏	经济上, 通胀下	2000.03-2000.04	-4.39	57.81	164.78	-1.02	60.12	#N/A
衰退	经济下, 通胀下	2000.04-2001.10	-9.47	-19.37	-52.60	-7.02	-17.89	#N/A
复苏	经济上, 通胀下	2001.10-2002.01	49.21	44.50	153.40	42.58	41.25	#N/A
过热	经济上, 通胀上	2002.01-2004.01	0.72	-2.85	-0.53	3.04	-1.17	#N/A
滞胀	经济下, 通胀上	2004.01-2005.09	2.50	7.77	6.03	4.59	9.67	6.65
衰退	经济下, 通胀下	2005.09-2006.10	8.57	7.04	2.76	11.14	9.10	3.56
滞胀	经济下, 通胀上	2006.10-2008.07	2.42	0.90	5.05	4.89	2.88	5.79
衰退	经济下, 通胀下	2008.07-2009.04	-48.99	-53.03	-50.12	-47.24	-51.71	-49.61
复苏	经济上, 通胀下	2009.04-2009.07	96.09	121.00	161.44	102.66	126.41	164.05
过热	经济上, 通胀上	2009.07-2011.09	13.69	12.10	15.69	16.74	14.38	16.75
复苏	经济上, 通胀下	2011.09-2015.04	13.62	16.96	20.82	16.57	19.51	22.33
过热	经济上, 通胀上	2015.04-2018.06	10.48	8.64	13.39	13.25	10.91	14.71
衰退	经济下, 通胀下	2018.06-2020.04	-4.55	-1.19	2.97	-2.23	0.81	4.09
复苏	经济上, 通胀下	2020.04-2020.05	48.02	70.78	128.83	50.62	74.26	130.40
过热	经济上, 通胀上	2020.05-2021.05	44.99	49.77	67.34	48.11	52.29	68.65

资料来源：Bloomberg 南华研究

表 2.3.2：各经济周期轮动下债市表现（%）

周期	表现	区间	彭博10年期国债全收益
衰退	经济下, 通胀下	1980.03-1982.08	9.84
复苏	经济上, 通胀下	1982.08-1984.02	20.57
衰退	经济下, 通胀下	1984.02-1986.12	23.99
滞胀	经济下, 通胀上	1986.12-1990.10	5.66
衰退	经济下, 通胀下	1990.10-1991.01	39.46
复苏	经济上, 通胀下	1991.01-1998.02	11.07
过热	经济上, 通胀上	1998.02-2000.03	2.48
复苏	经济上, 通胀下	2000.03-2000.04	29.43
衰退	经济下, 通胀下	2000.04-2001.10	12.63
复苏	经济上, 通胀下	2001.10-2002.01	-4.49
过热	经济上, 通胀上	2002.01-2004.01	9.48
滞胀	经济下, 通胀上	2004.01-2005.09	8.40
衰退	经济下, 通胀下	2005.09-2006.10	0.63
滞胀	经济下, 通胀上	2006.10-2008.07	6.51
衰退	经济下, 通胀下	2008.07-2009.04	20.80
复苏	经济上, 通胀下	2009.04-2009.07	-27.28
过热	经济上, 通胀上	2009.07-2011.09	11.97
复苏	经济上, 通胀下	2011.09-2015.04	7.79
过热	经济上, 通胀上	2015.04-2018.06	0.02
衰退	经济下, 通胀下	2018.06-2020.04	20.94
复苏	经济上, 通胀下	2020.04-2020.05	58.54
过热	经济上, 通胀上	2020.05-2021.05	-15.67

资料来源：Wind 南华研究

表 2.3.3: 各经济周期轮动下商品表现 (%)

周期	表现	区间	彭博商品指数	彭博能源指数	彭博工业金属	彭博农产品指数	彭博布伦特原油指数	彭博铜指数	彭博黄金指数	黄金现货	原油	铜
衰退	经济下, 通胀下	1980.03-1982.08	-22.98	#N/A	#N/A	-19.11	#N/A	#N/A	-34.52	24.35	4.92	25.71
复苏	经济上, 通胀下	1982.08-1984.02	5.89	#N/A	#N/A	3.23	#N/A	#N/A	-4.43	6.25	-3.10	-1.25
衰退	经济下, 通胀下	1984.02-1986.12	-7.68	-13.62	#N/A	-7.39	#N/A	#N/A	-5.51	2.47	-21.66	-2.05
滞胀	经济下, 通胀上	1986.12-1990.10	11.86	35.15	#N/A	1.18	#N/A	#N/A	-7.06	-0.54	8.82	21.02
衰退	经济下, 通胀下	1990.10-1991.01	-30.72	-45.54	#N/A	-24.68	#N/A	#N/A	-30.11	-17.39	12.97	-37.32
复苏	经济上, 通胀下	1991.01-1998.02	1.30	1.10	#N/A	3.11	#N/A	#N/A	1.71	-7.39	-3.63	-4.85
过热	经济上, 通胀上	1998.02-2000.03	-5.33	5.17	0.50	-22.54	19.32	-2.66	-2.05	1.66	11.46	2.77
复苏	经济上, 通胀下	2000.03-2000.04	17.25	79.93	-18.63	12.38	120.52	-36.29	-45.71	42.56	77.23	-30.97
衰退	经济下, 通胀下	2000.04-2001.10	-0.63	22.65	-17.76	-18.00	14.25	-16.79	-5.15	-0.53	-8.80	-12.47
复苏	经济上, 通胀下	2001.10-2002.01	-33.14	-69.56	2.72	-10.76	-65.93	13.09	-14.01	-9.90	-48.59	3.22
过热	经济上, 通胀上	2002.01-2004.01	22.86	40.81	16.15	13.92	38.76	16.10	19.70	21.63	8.03	21.48
滞胀	经济下, 通胀上	2004.01-2005.09	12.98	36.51	20.57	-9.16	67.62	41.67	1.76	4.19	35.96	6.18
衰退	经济下, 通胀下	2005.09-2006.10	-1.78	-32.79	81.56	-10.62	-9.74	145.18	26.27	3.34	-8.10	17.17
滞胀	经济下, 通胀上	2006.10-2008.07	21.12	22.65	0.66	36.19	44.55	2.28	19.39	55.66	7.95	4.40
衰退	经济下, 通胀下	2008.07-2009.04	-62.64	-81.22	-64.09	-51.78	-80.17	-64.12	2.52	5.14	-74.89	-64.14
复苏	经济上, 通胀下	2009.04-2009.07	84.79	100.78	165.72	89.47	231.52	198.57	7.47	8.18	292.31	206.11
过热	经济上, 通胀上	2009.07-2011.09	11.44	-10.66	19.86	18.14	15.60	27.27	32.20	3.51	11.69	9.92
复苏	经济上, 通胀下	2011.09-2015.04	-12.25	-17.11	-11.87	-11.30	-14.70	-11.95	-11.14	10.65	15.97	-11.03
过热	经济上, 通胀上	2015.04-2018.06	-3.04	-7.96	4.70	-5.19	-1.07	2.05	1.87	3.15	11.42	4.61
衰退	经济下, 通胀下	2018.06-2020.04	-16.12	-30.69	-16.57	-14.07	-30.61	-15.41	8.71	11.58	-47.63	-14.16
复苏	经济上, 通胀下	2020.04-2020.05	-52.78	-89.49	-34.54	-46.08	-93.82	-26.28	116.55	89.10	63.27	-21.03
过热	经济上, 通胀上	2020.05-2021.05	40.70	40.50	88.01	82.19	102.44	80.76	0.07	4.30	227.41	82.23

资料来源: Wind 南华研究

表 2.3.4: 各经济周期轮动下现金表现 (%)

周期	表现	区间	3个月国库券收益率 (%)
衰退	经济下, 通胀下	1980.03-1982.08	12.55
复苏	经济上, 通胀下	1982.08-1984.02	8.51
衰退	经济下, 通胀下	1984.02-1986.12	7.62
滞胀	经济下, 通胀上	1986.12-1990.10	6.99
衰退	经济下, 通胀下	1990.10-1991.01	6.80
复苏	经济上, 通胀下	1991.01-1998.02	4.53
过热	经济上, 通胀上	1998.02-2000.03	4.79
复苏	经济上, 通胀下	2000.03-2000.04	5.68
衰退	经济下, 通胀下	2000.04-2001.10	4.75
复苏	经济上, 通胀下	2001.10-2002.01	1.84
过热	经济上, 通胀上	2002.01-2004.01	1.29
滞胀	经济下, 通胀上	2004.01-2005.09	2.04
衰退	经济下, 通胀下	2005.09-2006.10	4.42
滞胀	经济下, 通胀上	2006.10-2008.07	3.62
衰退	经济下, 通胀下	2008.07-2009.04	0.62
复苏	经济上, 通胀下	2009.04-2009.07	0.18
过热	经济上, 通胀上	2009.07-2011.09	0.11
复苏	经济上, 通胀下	2011.09-2015.04	0.05
过热	经济上, 通胀上	2015.04-2018.06	0.66
衰退	经济下, 通胀下	2018.06-2020.04	1.88
复苏	经济上, 通胀下	2020.04-2020.05	0.14
过热	经济上, 通胀上	2020.05-2021.05	0.08

资料来源: Wind 南华研究

第2章 美国投资时钟

2.1. 大类资产表现特征初探

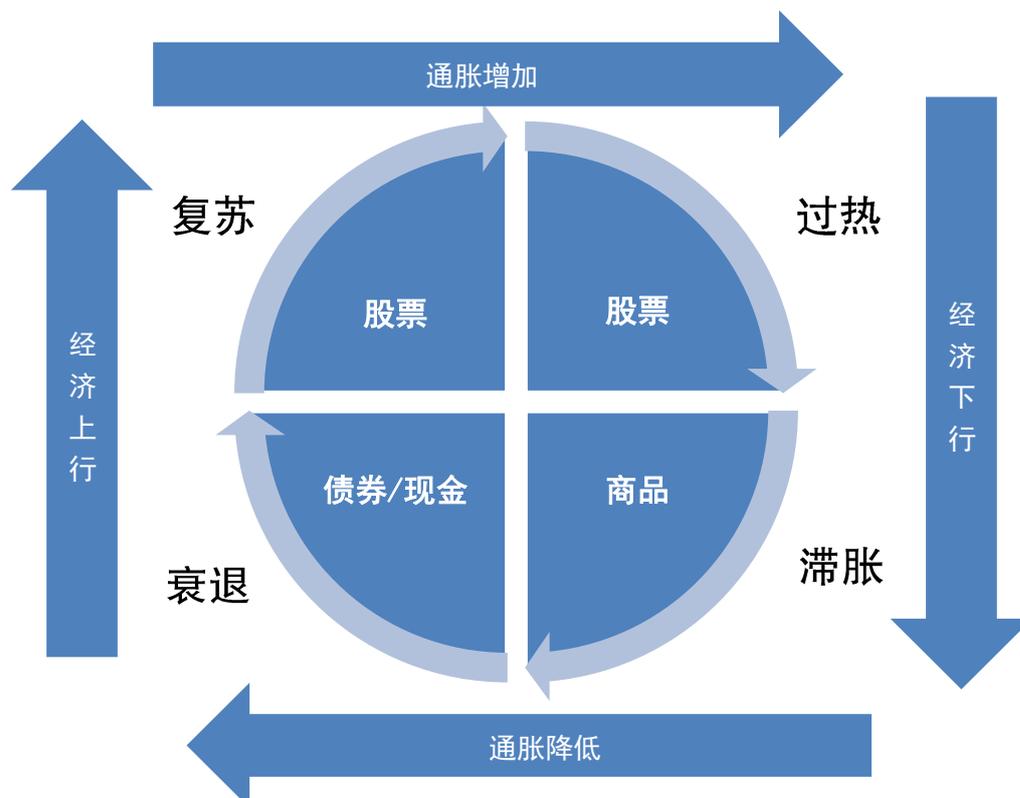
根据上述分类，我们具体统计了四个象限中不同时期各类资产的平均收益率。从结果来看，在过热和复苏阶段，四类资产中，股票均拔得头筹。商品表现较好的是滞胀时期，而债券表现最好的是在衰退时期。整体来看，我们可以发现商品在通胀上行期表现都不会差，凸显其抗通胀属性，股票在经济上行表现也较好，逻辑上理解应该来自分子端的贡献。通胀下行，经济也向下的时候，债市表现最为可观，其次是现金，也与逻辑相符。

表 2.1.1: 大类资产³各类周期内收益表现 (%)

	股票	债券	商品	现金
过热 (经济上, 通胀上)	7.37	1.66	3.33	1.39
滞胀 (经济下, 通胀上)	5.97	5.40	20.38	3.19
衰退 (经济下, 通胀下)	-5.13	8.33	-20.36	5.52
复苏 (经济上, 通胀下)	11.37	3.66	1.58	2.99

数据来源: Wind 南华研究

图 2.1.1: 投资时钟 (初版)



资料来源: Wind 南华研究

³ 根据美国三大股指的代表性，此处股票对应标的为标普 500 指数，债券对应标的为彭博 10 年期国债全收益指数，商品对应标的为彭博商品指数，现金标的对应 3 个月国库券。

2.2. 不同宏观环境下的资产表现

2.2.1. 过热时期

过热时期，股票均值数值这么高的原因在于 2020 年 5 月至 2021 年 5 月期间的疯狂涨幅。如果其余 4 个时期，股票的涨幅并没有那么夸张，甚至在 2002.01-2004.01 互联网泡沫破灭之后的一段时间，美股三大股指及综合指数都表现一般。不过均值来看，过热时期，股票市场表现依然可圈可点。

过热时期是债券表现最差的时候，因为无论是通胀上行还是经济上行都要求债券利率上升。但是同样的问题在于，债券收益率很大程度上是被 2020.05-2021.05 期间所拉低的，当时正值美国经济疫情快速上行期叠加通胀接近 40 年新高的位置，因此债市收益明显差于其余的过热时期。剔除均值之后债市收益次于股市及商品，但因为彭博 10 年期国债全收益指数除了债市自身收益（净价变动）之外，还包含了应计利息和利息再投资，所以资本市场的优异表现导致债市整体收益表现是正的。

放眼商品，过热时期商品整体表现仅次于股市，分板块来看工业金属>能源>农产品，具体到品种上来看原油最好，其次是铜，最后是黄金。但同样的，商品整体的表现被 2020.05-2021.05 拉高了，不过剔除之后商品表现仍旧是仅次于股市。

对于现金，过热时期现金表现相对乏味很多，从均值上看仅略微优于债券，剔除极值时期后现金收益在所有大类资产中基本处于垫底。

表 2.2.1：过热时期（通胀上，经济上）各类资产表现（%）

经济上，通胀上	1998.02-2000.03	2002.01-2004.01	2009.07-2011.09	2015.04-2018.06	2020.05-2021.05	1980年以来均值
道琼斯工业指数	15.40	0.72	13.69	10.48	44.99	17.06
标普500指标	19.18	-2.85	12.10	8.64	49.77	17.37
纳斯达克综合指数	64.49	-0.53	15.69	13.39	67.34	32.08
道琼斯总回报指数	17.22	3.04	16.74	13.25	48.11	19.67
标普500总回报指数	20.82	-1.17	14.38	10.91	52.29	19.45
彭博10年期国债全收益指数	2.48	9.48	11.97	0.02	-15.67	1.66
彭博商品指数	-5.33	22.86	11.44	-3.04	40.70	13.33
彭博能源指数	5.17	40.81	-10.66	-7.96	40.50	13.57
彭博工业金属	0.50	16.15	19.86	4.70	58.01	19.84
彭博农产品指数	-22.54	13.92	18.14	-5.19	52.19	11.30
彭博布伦特原油指数	19.32	38.76	15.60	-1.07	102.44	35.01
彭博铜指数	-2.66	16.10	27.27	2.05	80.76	24.70
彭博黄金指数	-2.05	19.70	32.20	1.87	0.07	10.36
黄金现货	1.66	21.63	33.51	3.15	4.30	12.85
原油	31.46	28.03	11.69	11.42	237.47	64.02
铜	2.77	21.48	30.92	4.61	83.23	28.60
3个月国库券收益率(%)	4.79	1.29	0.11	0.66	0.08	1.39

数据来源：Wind 南华研究

表 2.2.2：过热时期（通胀上，经济上）各类资产表现（%，剔除 2020.05–2021.05）

经济上，通胀上	1998.02–2000.03	2002.01–2004.01	2009.07–2011.09	2015.04–2018.06	1980年以来均值
持续月数	8	9	10	11	9.5
道琼斯工业指数	15.40	0.72	13.69	10.48	10.07
标普500指标	19.18	-2.85	12.10	8.64	9.27
纳斯达克综合指数	64.49	-0.53	15.69	13.39	23.26
道琼斯总回报指数	17.22	3.04	16.74	13.25	12.56
标普500总回报指数	20.82	-1.17	14.38	10.91	11.23
彭博10年期国债全收益指数	2.48	9.48	11.97	0.02	5.99
彭博商品指数	-5.33	22.86	11.44	-3.04	6.48
彭博能源指数	5.17	40.81	-10.66	-7.96	6.84
彭博工业金属	0.50	16.15	19.86	4.70	10.30
彭博农产品指数	-22.54	13.92	18.14	-5.19	1.08
彭博布伦特原油指数	19.32	38.76	15.60	-1.07	18.15
彭博铜指数	-2.66	16.10	27.27	2.05	10.69
彭博黄金指数	-2.05	19.70	32.20	1.87	12.93
黄金现货	1.66	21.63	33.51	3.15	14.98
原油	31.46	28.03	11.69	11.42	20.65
铜	2.77	21.48	30.92	4.61	14.94
3个月国库券收益率（%）	4.79	1.29	0.11	0.66	1.71

数据来源：Wind 南华研究

2.2.2. 滞胀时期

滞胀时期，通胀上行，经济下行，对于债券来说，经济下行是利好，但通胀又同时构成了风险，但因为是全收益指数，除了债券净价变动之外，应计利息和利息再投资会拉高整体债市的收益。

这个时候的股市则风险较大，尤其是代表新技术的纳斯达克综合指数，其在 1982.12–1990.10 和 2021.05–2022.03 期间都是负收益，平均来看，在滞胀时期的股市表现也仅好于现金。

商品方面，在滞胀时期商品表现明显是最佳的，尽管需求走弱，但是抗通胀属性带动商品明显偏强。从具体商品及板块来看，能源表现强于农产品，其中能源中的原油明显强于铜和黄金，尤其是 2021.05–2022.03 这段时间恰逢俄乌冲突爆发，相关资源品价格拉涨带动通胀创近 40 年来高位，商品的抗通胀属性明显占优。

现金在滞胀期的表现是最差的，滞胀时期持币不如持有商品，对比来看，在滞胀时期个别时间段现金表现还差于债券，这是因为经济下行期，债券尽管不能抗通胀，但是还具有一定的避险属性，因此现金总体表现要差于债券。

表 2.2.3：滞胀时期（通胀上，经济下）各类资产表现（%）

经济下，通胀上	1986.12-1990.10	2004.01-2005.09	2006.10-2008.07	2021.05-2022.03	1980年以来均值
持续月数	46	20	21	10	24.25
道琼斯工业指数	8.19	2.50	2.42	2.77	3.97
标普500指标	6.78	7.77	0.90	8.41	5.97
纳斯达克综合指数	0.71	6.03	5.05	-0.17	2.90
彭博10年期国债全收益指数	5.66	8.40	6.51	1.04	5.40
彭博商品指数	11.86	12.98	21.12	35.58	20.38
彭博能源指数	35.15	36.51	22.65	68.81	40.78
彭博农产品指数	1.18	-9.16	36.19	30.65	14.71
彭博黄金指数	-7.06	1.76	9.39	6.25	5.08
黄金现货	-0.54	4.19	25.66	7.16	9.12
原油	28.82	56.96	57.95	63.39	51.78
铜	21.02	36.18	4.40	8.28	17.47
3个月国库券收益率（%）	6.99	2.04	3.62	0.12	3.19

数据来源：Wind 南华研究

2.2.3. 复苏时期

复苏时期，通胀下行，经济上行。从已统计的所有时期来看，股票表现较好。但具体看每个时期，会发现其实股票的收益率主要靠 2009 年 4 月至 2009 年 7 月这段时间表现。假如我们剔除这段时期，股票的收益率就会很明显地下降，但从总体来看，股市整体依然属于这段时期的最佳配置。

对于债券来说，通胀下行期和经济上行期，通胀下行期的权重显然更大，大部分阶段债市收益都是正收益。

商品表现在各个时期表现是最大的，但内部分化较大。2000 年以前复苏期商品、农产品大多上涨，2000 年之后复苏期商品大多下跌，而且不同时期的跌幅差距也相差较多。从具体品种来看，在 2020.04-2020.05 这段时期除了黄金受到特殊因素剧烈上涨之外，其余周期内商品整体都是下跌的状态，因此刨除这段之后黄金、原油、铜都是下跌的状态。

现金在复苏时期仅好于商品，弱于股市和债券。

表 2.2.4：复苏时期（通胀下，经济上）各类资产表现（%）

经济上，通胀下	1982.08-1984.02	1991.01-1998.02	2000.03-2000.04	2001.10-2002.01	2009.04-2009.07	2011.09-2015.04	2020.04-2020.05	1980年以来均值
持续月数	18	84	1	3	3	43	1	21.86
道琼斯工业指数	33.10	16.73	-4.39	49.21	96.09	13.62	48.02	36.05
标普500指标	32.19	16.39	57.81	44.50	121.00	16.96	70.78	31.37
纳斯达克综合指数	40.10	22.63	164.78	153.40	161.44	20.82	128.33	98.79
彭博10年期国债全收益指数	20.57	11.07	29.43	-4.49	-27.28	7.79	58.54	13.66
彭博商品指数	5.89	1.30	17.25	-33.14	84.79	-12.25	-52.78	1.58
彭博农产品指数	3.23	3.11	12.38	-10.76	87.47	-11.30	-46.08	5.43
彭博黄金指数	-4.43	-7.39	-45.71	-14.01	7.47	-11.14	116.55	5.91
黄金现货	6.25	-3.63	-42.56	-9.90	8.18	-10.65	99.10	6.68
原油	-3.10	-6.87	-77.23	-48.59	292.31	-15.97	-63.27	11.04
铜	-1.25	-4.85	-30.97	13.22	206.11	-11.03	-21.03	21.46
3个月国库券收益率（%）	8.51	4.53	5.68	1.84	0.18	0.05	0.14	2.99

数据来源：Wind 南华研究

表 2.2.5: 复苏时期（通胀下，经济上）各类资产表现（%，剔除 2009.04-2009.07）

经济上，通胀下	1982.08-1984.02	1991.01-1998.02	2000.03-2000.04	2001.10-2002.01	2011.09-2015.04	2020.04-2020.05	1980年以来均值
持续月数	18	84	1	3	43	1	25.00
道琼斯工业指数	33.10	6.73	-4.39	49.21	3.62	48.02	26.05
标普500指标	32.19	6.39	57.81	44.50	6.96	70.78	39.77
纳斯达克综合指数	40.10	2.63	64.78	53.40	20.82	28.33	38.34
彭博10年期国债全收益指数	20.57	1.07	29.43	-4.49	7.79	58.54	20.48
彭博商品指数	5.89	1.30	7.25	33.14	12.25	-52.78	-12.29
彭博农产品指数	3.23	3.11	2.38	10.76	11.30	-46.08	-8.24
彭博黄金指数	-4.43	-7.39	-45.71	14.01	11.14	16.55	5.64
黄金现货	6.25	-3.63	-42.56	-9.90	-10.65	99.10	6.43
原油	-3.10	-6.87	-77.23	48.59	15.97	-63.27	-35.84
铜	-1.25	-4.85	-30.97	3.22	11.03	-21.03	-9.32
3个月国库券收益率(%)	8.51	4.53	5.68	1.84	0.05	0.14	3.46

数据来源: Wind 南华研究

2.2.4. 衰退时期

衰退时期，通胀下行，经济也下行。在这个时期，其实收益较为明确的是债券，只有债券在每个时期的收益率都为正。因此，衰退时期债券是最佳品种。

股票不确定性较大，从历史上看，2000年4月至2001年10月，2008年7月至2009年4月都是股票熊市，但是2018年6月至2020年4月虽然整体是股票牛市，但2020年2月开始美股三大股指在流动性危机的冲击下都出现了大幅回调，总体从均值来看，股市表现都是微跌的状态。

商品也在需求拖累下，收益率为负。几乎在衰退期的各时段内商品都处于下跌状态，从具体品种来看，原油表现最差，其次是铜，黄金相对最为抗跌。

现金在衰退时期的表现仅次于债券，因为在衰退时期，相比于债券，现金既没有利息收入也没有利率下降过程中的再投资收入。

表 2.2.6: 衰退时期（通胀下，经济下）各类资产表现（%）

经济下，通胀下	1980.03-1982.08	1984.02-1986.12	1990.10-1991.01	2000.04-2001.10	2005.09-2006.10	2008.07-2009.04	2018.06-2020.04	1980年以来均值
持续月数	29	34	3	18	13	9	22	18.29
道琼斯工业指数	-2.88	15.88	10.08	-2.47	8.57	-48.99	-4.55	-4.55
标普500指标	-2.17	14.72	18.06	-19.37	7.04	-53.03	-11.19	-5.13
纳斯达克综合指数	21.01	8.89	21.57	-52.60	21.76	-50.12	21.97	-1.93
彭博10年期国债全收益指数	9.84	23.00	39.46	12.63	0.63	20.80	20.94	18.33
彭博商品指数	-22.98	-7.68	-30.72	-0.63	-1.78	-62.64	-16.12	-26.36
彭博农产品指数	-19.11	-7.39	-24.68	-18.00	-10.62	-51.78	-14.07	-26.81
彭博黄金指数	-34.52	-3.51	-17.39	-3.15	26.27	2.52	8.71	-3.58
黄金现货	-24.35	2.47	-12.97	-0.53	33.34	5.14	11.68	2.10
原油	4.92	-2.66	-73.17	-8.80	-8.10	-74.89	-47.63	-32.76
铜	-25.71	-2.05	-37.32	-2.47	96.17	-64.14	-14.16	-8.52
3个月国库券收益率(%)	12.55	7.62	6.80	4.75	4.42	0.62	1.88	5.52

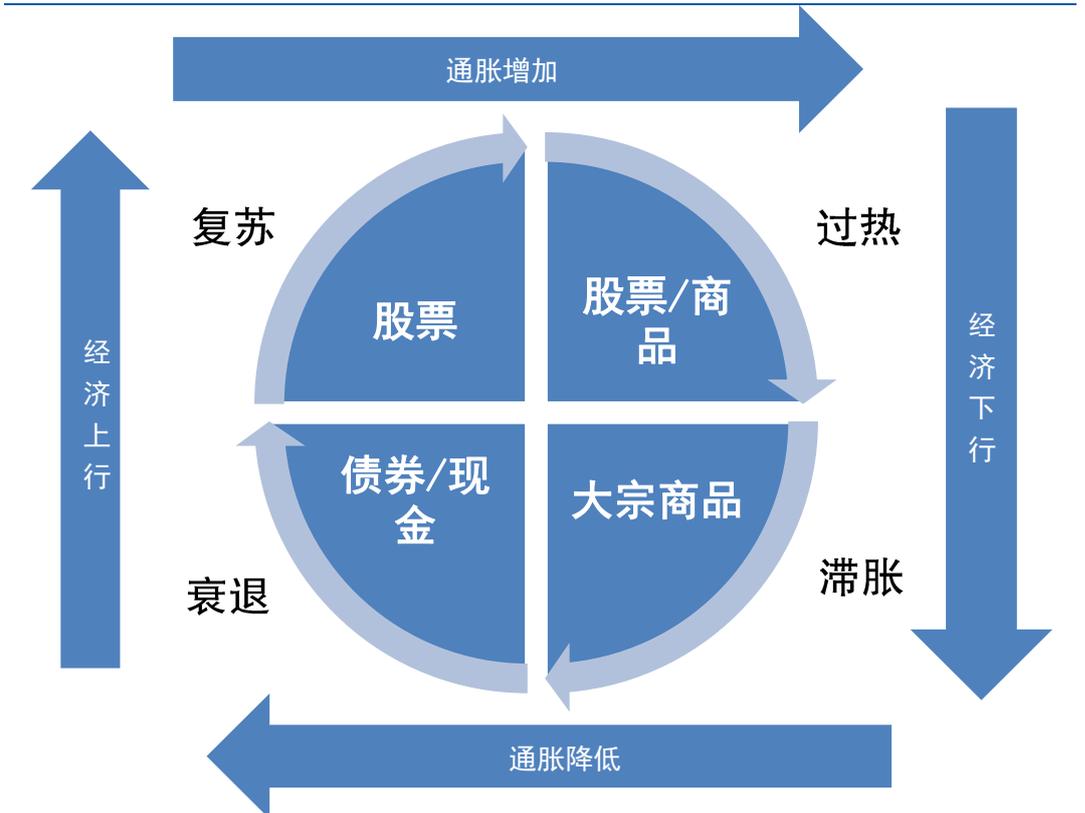
数据来源: Wind 南华研究

2.3. 修正后的投资时钟

假如我们考虑将特殊时期剔除，从而再去思考各个阶段的资产表现，可以发现，在

复苏期，经济舒缓向上，通胀率持续下降，股票是最佳选择，商品在此阶段抗通胀属性支撑急速下滑，商品是最差选择；在过热期，经济增长处于相对高位，通胀持续攀升，美股和商品表现都不错，美股最优，商品次优；在滞胀阶段，大宗商品表现是最优；在衰退阶段，债券最优，其次是现金，大宗商品表现相对最差。

图 2.3.1：投资时钟（修正版）



资料来源：Wind 南华研究

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的变更，在任何情况下，我公司报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您所进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写时融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与南华期货股份有限公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表了南华期货股份有限公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

另外，本报告所载资料、意见及推测只是反映南华期货股份有限公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经南华期货股份有限公司允许批准，本报告内容不得以任何范式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。如遵循原文本意的引用、刊发，需注明出处“南华期货股份有限公司”，并保留我公司的一切权利。



公司总部地址：杭州市上城区富春路 136 号横店大厦 邮编：310002

全国统一客服热线：400 8888 910

网址：www.nanhua.net

股票简称：南华期货 股票代码：603093



南华期货营业网点