

浅析美林时钟理论以及在我国市场的应用

信用+货币周期模型有效性好

宏观分析与周期研究需要载体

经济发展循环往复,宏观分析聚焦于经济的长期增长与短期波动问题。从长期来看,经济增长取决于生产要素的可获得性、劳动力、资本以及生产力的提高,继而形成经济增长的长期趋势,学界往往用潜在产出进行刻画。从短期来看,经济往往偏离可持续的增长路径,因而形成经济的短期波动,演绎为周期,短期波动与潜在产出之间的缺口则表征为产出缺口。

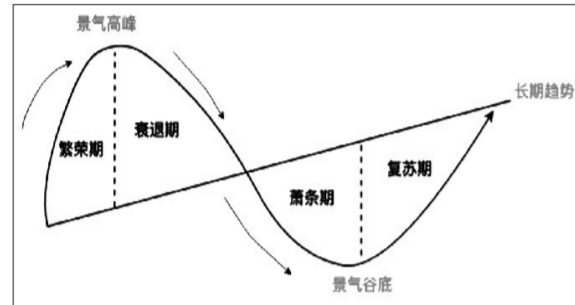


图1 为经济周期

在经济学领域中,对商业周期的研究可以追溯到19世纪,各流派对其发生发展的原因从需求与供给(如投资、消费)、心理与货币因素以及其内生性与外生冲击等多个角度进行了分析。以下四个周期理论广为流传:

第一,基钦周期(3—4年)。追踪的关键指标为库存周期,受厂商库存投资驱动,又称库存周期,是以上游价格和下游需求为驱动,以企业的存货变动为特征,一般40个月左右为一轮周期。

第二,朱格拉周期(3—4年)。追踪的关键指标为投资周期,受设备更新和资本投资驱动,生产设备的周期性更新带动了固定资产投资周期性变动,进而导致经济周期性变化。

第三,库兹涅茨周期(15—25年)。追踪的关键指标为建筑周期,受房地产业和建筑业驱动,房地产向好时带动上下游发展,推动经济繁荣,房地产行业不佳时,上下游需求回落,经济也不佳。

第四,康德拉季耶夫周期(50—60年)。追踪的关键指标为创新周期,受技术创新驱动,以创新性技术变革为起点,技术不断颠覆更新推动经济增长,后随技术成熟,经济增长动力缺乏,增速回落。

经济周期是一个复杂系统,难以准确解释,但可以观测。周期就是基于经验规律性的常见框架,本质上是人类投资行为的往复,微观个体的类周期行为,耦合成为宏观周期的波动。对投资而言,宏观分析与周期研究犹如春夏秋冬,都知道其重要性,却都难以说清道明,无法准确描述刻画,而美林时钟巧妙解决了这个难题,帮助投资者“感知温度、明辨四季”,成为宏观分析与周期研究的载体。

美林时钟的诞生以及原理拆解

《美林时钟:从宏观经济周期波动中盈利》一文中这样表述:“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可以获利。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。”

2004年,美林证券的研究员 Trevor Grahame 和 Michael Hartnett 发布了一篇专题报告《投资时钟》,将资产

冠通期货 王静

美林投资时钟(简称美林时钟)是美国著名投资银行美林公司首创的一种分析方法,这种方法把资产价格轮动与经济周期有机结合起来,是一个实用的大类资产配置分析工具。作为资产配置的利器,美林时钟利用宏观经济周期的轮动去优选大类资产,从而获取盈利,逻辑清晰合理又高效简洁,并巧妙解决了宏观分析与周期研究的投资应用问题。美林时钟从何而来?业内如何对美林时钟进行“中国化”改造?“中国版”美林时钟的有效性如何?笔者带大家一探究竟。

轮动及行业策略与经济周期联系起来,并用超过30年的数据去验证其理论。根据经济增长状况和通胀情况,美林时钟模型将经济周期划分为四个阶段——衰退阶段、复苏阶段、过热阶段、滞胀阶段。美林时钟模型使用经合组织对产出缺口的估计、用CPI做通胀指标数据,来识别自1973年以来美国在各个时期所处的阶段,然后计算每个阶段的平均资产回报率,再检验模型。结果证实,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,他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。最后,他们将美林时钟模型巧妙化成年轮的样子,画成圈之后变得更容易理解,并更好展现其轮动机制,实现了美林时钟模型的可视化。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。

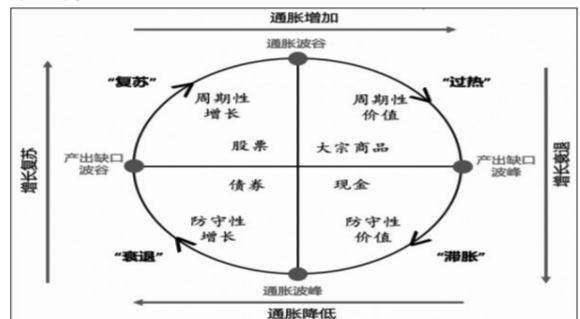


图2 为美林时钟模型

当经济出现过热或者萧条时,政府往往进行逆周期调节,而政府调控政策的生效大都具有滞后性,继而导致政策实施呈现“矫枉过正”的特征。同时,金融市场一贯将增长率的短期偏离误认为是其长期趋势的改变。结果是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。如果投资者能够有效识别周期的拐点,那么则可以通过调整资产的配置而盈利。美林时钟模型的分析框架,非常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。

美林时钟模型将经济周期分为四个阶段,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,每一个阶段都对应着表现超过大市的某一特定大类资产类别,债券、股票、大宗商品或现金。

美林时钟模型采取后向检验的方法进行量化验证,他们使用美国市场数据测试美林时钟理论,通过观察经

济增长与通胀率,逐月进行周期的划分,再把符合该周期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,最后进行模型检验。

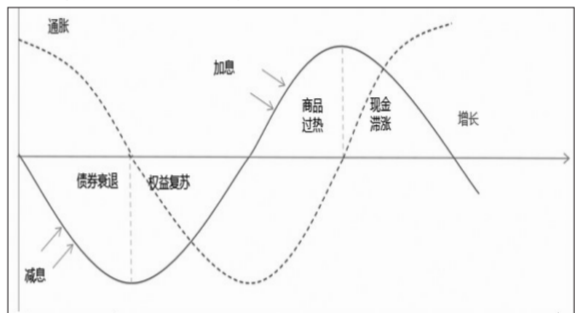


图3 为美国经济增长、通胀与资产表现轮动

从整体上看,美国经济周期从1973年4月到2004年7月之间的375个月被均匀地划分为四个阶段,通胀率有一半时间在上升,另一半时间在下降。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20个月,一个经济周期大致为6年。

美林时钟在美国的使用还是比较准确的,资产收益的统计从1973年开始测试,即其数据集中的第一个产出缺口的波峰,于2004年结束。先把每个投资时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(经通胀率调整的实际收益率)。从统计结果来看,每个阶段的实际收益率结果与投资时钟模型的预期是一致的。

“中国版”美林时钟的特点

虽然美林时钟模型在美国金融市场有着较好表现,但在我国,美林时钟模型对大类资产配置表现的判断却并不准确。笔者认为,美林时钟模型在我国失效的主要原因有以下几个方面:

第一,周期划分指标的有效性和滞后性。美林时钟的关键在于对经济周期拐点的识别,而经济周期的划分则是基于经济增长和通货膨胀两个维度,按月判断划分。在指标数据的选择上,美林证券选取经合组织对产出缺口的估计和CPI分别来刻画经济增长与通货膨胀,以此来划分经济周期。在我国,产出缺口这个指标的市

私募行业将朝“断尾”“管头”和标准化迈进

陈翰涛

日前,中国证券基金业协会发布的关于就《私募证券投资基金运作指引(征求意见稿)》公开征求意见的通知,已经完成征求意见。笔者仔细阅读《私募证券投资基金运作指引(征求意见稿)》(下称《指引》)后认为,其对整个私募行业的影响可以概括为三点:“断尾”“管头”和标准化发展。

一定程度上消除行业的长尾效应

私募经过多年的发展可以说是百花齐放,小产品、小私募数量庞大。私募本身属于非公开募集的性质,行业中的小产品、小公司的标准及数量难以直接统计,但如果从产品规模的逻辑来看,一定程度上存在着长尾效应。

本次运作指引在之前几轮监管门槛提升的基础上,再次把1000万元这个单一基金规模“生死线”拉到了前所未有的高度。私募证券投资基金从100万元可以备案上升到1000万元才能备案。此外,如果运行期间连续60个交易日出现资产净值低于1000万元的情况,那么就要强制清算(第五条),但本条还在征求意见阶段。

本条意见正式实施会对行业产生较大影响,因为这条要求并没有提高投资者的投资门槛,委托人依然是100万元起购。试想一下,如果一个私募证券投资基金找到10个合格投资者,大家各买100万元,但因种种原因,其中一位投资者赎回,那么就可能出现资产净值低于1000万元的情况,若在60个交易日内没有找到另一位投资者,或者无投资者追加投资,则剩余的投资者就会被直接清算。

这种清算的发生不管是否与基金管理人的投资有直接关系,对于剩余投资者而言,都需要被迫承担清算结果。所以,可以看出,此次监管政策的核心思路就是清除小规模私募基金。

私募行业也存在一些“私募壳”产品,就是放很少的钱去做做壳,这样的行为对行业整体发展弊大于利。第五条意见对于“私募壳”产品具有毁灭性,但对于行业的发展具有积极作用。

运作指引结尾谈到法规实施(第三十二条),其中有个值得关注的要点:如果第五条指引正式实施,那么目前所有不符合1000万元规模的私募证券投资基金几乎没有整改机会。这些小规模基金将不得扩募募集规模、不得新增投资者、不得展期,新增投资活动须符合运作指引要求,合同到期后予以清算。也就是说,第五条正式实施之日,所有1000万元以下的私募证券投资基金就失去了“充值”的机会,这体现了监管层“断尾”的决心。

对规模以上基金管理人提出更高要求

之前私募行业发展得比较粗放,没有一个明确的标准来衡量哪些属于头部或大型,行业中经常关注的是百亿元以上的私募。本次的运作指引中,提出了规模以上的概念——20亿元以上。

20亿元以上的基金在行业中属于中上等,但以同样的管理规模来衡量不同策略的私募基金有点难度。比如,做债的20亿元可能是一个非常大的规模,而做CTA的20亿元可能就是一个比较大的规模。目前看来,运作指引并没有进行这样的区分。

对于20亿元以上的私募证券投资基金,第二十五条

要求进行压力测试,第二十七条要求进行月度协会报送,第二十八条要求建立风险准备金制度。这些要求对于私募差异化而言属于制度上的创新,而这些创新的制度,后期需要更加细致的法规进行补充。例如,风险准备金应当如何提取?按照什么比例提取?如何监管?如何使用?等等。

除此以外,对于大型的私募证券投资基金还有一些其他要求。例如,1亿元以上要进行审计,10亿元以上要指定备案的会计师事务所审计。对于同一实际控制人控制的基金管理人,合并规模50亿元以上的,也要进行指定备案的会计师事务所审计。

“断尾”“管头”相结合,反向证明了整个私募行业是一个“头部集中,尾部较长”的业态。相信未来在监管更加关注头部管理的环境下,整体风险将得到有效控制。就此分析,私募行业的发展很可能是:追求大发展,必须符合严格监管;追求小规模运行,可以为行业保留初创的土壤。

发展有依据、行业有标准

私募的发展对于整个资管行业而言一直不太标准化。虽然一定程度上利于创新,但也酝酿了一些风险。在本次的运作指引中,很多条规定都是为了创造一个标准化发展的行业,涉及的法条较多,本文仅选取重点介绍。第七条规范赎回管理要求。未来开放式基金每月最多开放一次申购和赎回,针对临开也提了非常严格的要求。

第八条锁定期安排。对于大多数客户而言,需要安排不少于6个月的锁定期,对于管理人自己和员工的自有资金锁定期至少12个月。

场普及度不高,该数据可获得性较差,不少机构用实际GDP增长率来替代,即便是自行测算的产出缺口,由于对潜在增速的计算上也存在不同的方法,算出的潜在产出数据略有不同,继而导致产出缺口的差异,这就降低了划分周期的基础指标数据的有效性。此外,产出缺口多为年度或季度数据,以此去对月度进行判别,具有滞后性,在使用时往往需要进行数据变频或者寻找其他月度指标替代。

第二,中美货币政策的调控机制不同。美林证券之所以选择经济增长和通货膨胀两个维度去划分经济周期,一方面,这两个问题是宏观经济分析的重要问题;另一方面,产出缺口与通胀也是在很长一段时间内。基于泰勒规则的美联储货币政策调控的重要输入因子,以及产出缺口和通胀变化情况制定政策利率,与美林时钟划分周期的主要因素基本相同。因此,美国政策利率与产出缺口及通胀之间存在较为清晰的等式关系,进而通过市场利率影响大类资产走势。然而,与美联储不同的是,我国的货币政策采取多目标制,与美林时钟的逻辑有所差异。

第三,国内资产定价的有效性与美国不同。我国市场投资者结构与所处的发展阶段均与美国大为不同,国内大类资产的走势无法完全映射经济的实际表现,所以美林时钟在我国的应用需要进行本土化改造。

我国许多研究团队都在尝试进行美林时钟的“中国化”。2009年,我国一些专业投资机构开始研究投资时钟理论在我国金融市场的应用,以工业增加值同比增长率及CPI同比增长率来划分经济周期开始,先后有多个研究团队尝试利用不同宏观经济指标,诸如宏观经济景气指数及其领先指数、滞后指数,引入M2同比增长率等。其中,在期货市场颇受欢迎的是信用+货币周期模型,就是用货币的宽紧和信用的张弛,通过两维四分法为经济周期的四阶段定性:宽货币+紧信用、宽货币+宽信用、紧货币+宽信用、紧货币+紧信用,并对应美林时钟的不同周期。有学者研究认为,该模型对大类资产配置经济周期的整体准确率达到73%。

下面笔者根据信用+货币周期模型,分别采用社融增速与M2增速,对2008年7月到2023年3月的月度经济表现进行了周期划分,并分别统计了四个经济周期阶段的大类资产配置表现。首先,选取沪深300指数、南华工业品指数、中债10年期国债指数和中证货币基金指数分别代表股票、商品、债券和现金资产,收益率计算使用上述指数月度收盘价进行计算;其次,由于周期转换时间并不固定,为便于比较,将各个周期对应的大类资产收益率转换成年化收益率进行展现;最后,在计算结果处增加平均值这一指标,以体现不同周期均衡结果。结果印证了该模型的有效性,周期划分与资产表现的统计结果如下图所示:

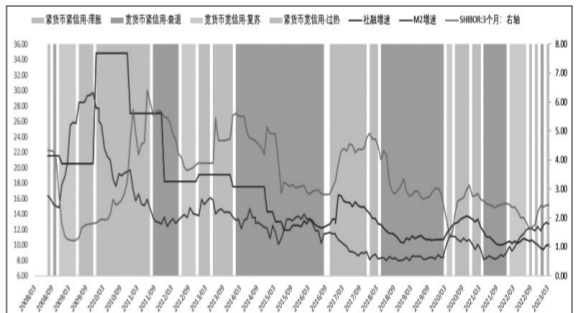


图4 为“中国版”美林时钟:信用+货币周期模型

冠通期货
Guantong Futures
全国统一客服热线: 400-6678-656
公司网址: http://www.gtutures.com.cn