

# 如何科学配置大类资产？

## ——经济周期与美林投资时钟研究

### 课程背景：

当前，中国处于经济转型期，内部的 GDP 增速开始放缓，外部美国挑起了贸易战，欧洲经济开始衰退，日本经济长期低迷，中国的房地产市场也走到了一个十字路口。

面对复杂的宏观经济局面，和 40 多年未有的新变革，到底应该如何保卫我们的资产？

大类资产配置的方法很多，譬如美林投资时钟，但是其使用又跟经济周期的规律息息相关，用对了，可以向巴菲特等投资大鳄一样，获得稳健的收益，用错了则可能沦为投机行为。

本课程针对中国新经济形态，以国内顶级经济学家的研究成果为基础，融合了各种热点事件和各种经济数据，试图为学员构建宏观经济周期理解框架，帮助大家更好地透过现象，看到经济发展规律；通过了解经济周期，进而更好地使用美林投资时钟，进行大类资产配置决策。

**课程时间：**2 天，6 小时/天

### 课程对象：

1. 银行等金融行业的理财经理、风控人员
2. 银行高净值投资客户、自由投资人
3. 政府、企事业单位的决策层、中层管理人员

### 课程收益：

● 快速了解中国当前经济形势。通过详实的数据和案例分解，让学员快速掌握新常态下，经济发展的规律，理解 L 型发展趋势，理解增速换挡，理解产业结构升级。在全球宏观视野下，去理解中美贸易战的底层逻辑。帮助学员了解未来经济周期趋势。

● 投资趋势预判。通过对中国当前经济形势的分析，了解经济发展规律，当前经济周期的阶段，帮助投资者预判资产价值走势，做出更好的投资决策。

● 丰富思考维度。从更历史的，世界的维度去发现热点事件背后的规律和信息，更好的提升参与培训人员的独立思考能力。

## 课程特色：

● 扎实的理论基础。本课程的理论基础，来源于多个国内顶级的宏观经济研究团队，以及房地产研究专家，是经过市场验证的理论体系。

● 详实的数据支撑。本课程的数据都是从 wind、国家发展研究中心、彭博等知名数据库获取，详实而有说服力。

● 鲜活的案例。本课程结合最新（3个月内）的热点事件，帮助学员更好地理解房地产周期的规律，验证理论的可靠性。

● 有趣。课程采用 70%讲授，30%讨论、视频和图片等方式进行讲授，让没有扎实经济基础的人也可以很快掌握。

## 课程大纲

### 第一讲：经济为什么会波动

#### 一、常见的经济发展周期

1. 农业周期
2. 存货周期
3. 产能周期
4. 创新周期
5. 房地产周期
6. 人口周期

#### 二、经济周期的产生渠道

1. 贸易渠道
2. 金融渠道

#### 三、中国面临五大经济周期叠加

### 第二讲：中国人口周期

#### 一、人口总量与结构：未富先老

1. 人口数量还在增长，但增长率大幅下降
2. 总和生育率过低，符合人口再生产规律，但计划生育影响大
3. 人口结构趋势：劳动年龄人口减少，老龄化加速，抚养比上升，受教育程度提高，人口向大城市迁移

## 二、人口与经济增长：从人口红利到人力资本红利

1. 人口推动经济增长的理论：从刘易斯式增长到内生式增长
2. 经济潜在增长率下降：人口红利、城乡转移和刘易斯转折点
3. 从人口红利到人力资本红利

## 三、人口与经济结构：消费升级、年龄消费投资特征、世代消费特征

1. 日本年龄消费投资特征分析
2. 中国世代消费投资特征分析
3. 2015-2020 年中国收入水平分析
4. 综合效应分析

## 四、人口与股市：经济增长、流动性、风险偏好

1. 基本面
2. 资金面
3. 政策面
4. 风险偏好
5. 消费升级、主导产业与主涨板块

## 五、人口与债市：通胀、流动性、风险偏好、利率

## 六、人口与房市：房地产投资长周期拐点到来与后房地产时代

### 第三讲：中国房地产投资周期

#### 一、房地产是周期之母，十次危机九次房地产

1. 房地产是财富的象征、经济周期之母，
2. 房地产是金融危机的策源地
3. 房地产是大类资产配置的核心
4. 关于房地产的争论和误解

#### 二、什么决定房地产周期

1. 长期看人口：人口迁移的趋势，超大城市的未来，人地分离的解决之道，大都市圈战略的确立
2. 中期看土地：中国香港批租制度，土地财政，地方 GDP 锦标赛，地价推高房价
3. 短期看：金融利率，货币超发，支付能力，加杠杆，抵押物信贷加速器

### 三、如何衡量房地产市场风险

#### 第四讲：中国产能周期

##### 一、产能周期与经济周期

1. 什么是产能周期
2. 产能周期的几个特点
3. 中国的产能周期

##### 二、新常态、新周期：供给出清，剩者为王，强者恒强

1. 基于行业数据的检验：产能出清，行业集中度提升，龙头企业资产负债表修复
2. 基于产能调整要素的判断：；劳动力需求，设备投资和新订单皆回升
3. 新订单复苏与产能周期上升
4. 2000—2001 年开启的一轮产能新周期

#### 第五讲：中国通胀周期

##### 一、通货膨胀的性质与形成原理

1. 通货膨胀的性质：信用货币出现以后，人类主动创造货币和改变物价变动的能力大大增强
2. 通货膨胀的形成原理和传导机制： $MV \rightarrow Q \rightarrow P$

##### 二、中国通货膨胀的历史经验

1. 通货膨胀取决于货币供应还是产出缺口
2. 中国的历史经验：货币供应是物价变动趋势较好的先行指标，但其引发物价上涨的幅度则是不确定的
3. 货币供应和供求基本面共同影响物价运行的方向和幅度

#### 下篇：大类资产配置策略

#### 第六讲：使用美林时钟进行大类资产配置

##### 一、什么是美林投资时钟？

1. 最早的投资时钟
2. 美林投资时钟
3. 美林投资时钟，对最早投资时钟的改进

## 二、美林投资时钟如何运行

1. 在经济周期波动中识别拐点
2. 增长和通胀周期驱动投资时钟
3. 美林投资时钟下的投资策略

## 三、美林投资时钟在美国的应用

1. 美国美林投资时钟划期
2. 1971-2016 年美林投资时钟下美国大类资产表现：符合经典理论
3. 2008 年金融危机前后美林投资时钟理论在美国表现差异巨大

## 四、美林投资时钟在日本的应用

1. 日本美林投资时钟划期
2. 运用美林投资时钟下的日本资产收益率
3. 美林投资时钟理论在日本表现不佳

## 五、美林投资时钟在中国的应用

1. 中国经济周期的运行：“过热”与“衰退”是主旋律
2. 大类资产收益率与美林投资时钟预期一致
3. 按照美林投资时钟进行资产配置表现优异
4. 工业增加值产出缺口衡量经济增长，美林投资时钟表现不佳

## 六、美林投资时钟的应用价值

1. GDP 全出缺口是衡量经济增长的有效指标。
2. “过热”与“衰退”交织，是政府干预经济的结果
3. 利用美林投资时钟可以把握股市机会，规避风险

## 七、什么情况下使用美林时钟才有效？

1. 对美林投资时钟的质疑增加
2. 美林投资时钟仍然有效
3. 美林投资时钟的应用边界

## 第七讲：汇率的秘密

### 一、汇率决定理论

### 二、汇率决定因素：短期与长期

1. 物价稳定有助于汇率的长期走强
2. “有质量”的贸易顺差有助于汇率的升值

3. 本币的国际化程度提升有助于稳定币值

### 三、汇率决定因素：内因与外因

1. 美元是影响汇率的外部因素
2. 能否转型成功是影响汇率的内因，起决定作用
3. 跨入高收入阶段，“增速换挡期”成功的各个经济体汇率普遍升值
4. 落入中等收入陷阱国家汇率普遍贬值

### 四、人民币汇率制度的历史回顾与现状

1. 国际汇率制度从固定到浮动的演进
2. 人民币汇率制度的演变
3. 2005年汇改后人民币整体维持升值走势

### 五、人民币汇率展望

1. 不同宏观环境下的汇率表现：一个总结
2. 人民币汇率展望

## 第八讲：决定黄金价格的秘密

### 一、黄金具备避险和抗通胀特征

1. 黄金是重要的避险资产
2. 黄金是对抗通胀的利器

### 二、黄金价格的决定因素

1. 黄金价格：从布雷顿森林体系到牙买加体系
2. 黄金供需与黄金价格
3. 其他影响黄金价格的因素
4. 通货膨胀与黄金价格
5. 国际政治经济局势与黄金价格

### 四、布雷顿森林体系瓦解后的历次黄金价格周期

## 第九讲：中美股票市场的比较

### 一、中美股市的比较

1. 美国：牛长熊短，涨多跌少
2. 中国：牛短熊长，暴涨暴跌

## 二、六大因素造就中美不同牛市

1. 市场法制环境：缺乏法制，监管不足 vs 信息公开，严重惩罚
  2. 投资者结构：散户主导的追涨杀跌 vs 机构投资者主导的价值投资
  3. 主流媒体和政府部门作用：主流媒体渲染“炒股要听党的话”，政府部门隐性背书干预市场 vs 自负盈亏，责任自担，让市场教育投资者
  4. 对市场的认识和态度：把市场当工具 vs 充分尊重市场
  5. 市场供求自我调节机制：审批制 vs 注册制
  6. 杠杆:杠杆比重过高，监管不完善 vs 杠杆比重适当，监管完善
- 小结：不同的市场环境决定了不同的投资者行为，进而决定了牛熊特征

## 第十讲：历次股灾：原因、救市、效果和启示

### 一、美国历史上四次主要的股灾

1. 1929年“黑色星期二”
2. 1987年“黑色星期一”
3. 2008年次贷危机
4. 2011年主权债务危机

### 二、中国香港：1997-1998年亚洲金融风暴

### 三、中国台湾：1990年股灾

### 四、日本：1989年股灾

### 启示

## 第十一讲：历次股灾中的大类资产表现和投资策略

### 一、美国 1987 年股灾

1. 1987年股灾中的大类资产表现
2. 都铎琼斯股灾中一战成名
3. 索罗斯 1987年超强纠错，先输后赢

### 二、中国香港 1997-1998 年亚洲金融危机

1. 亚洲金融危机中的大类资产表现
2. 索罗斯横扫东南亚，折戟香港市场

### 三、2008 年美国次贷危机

1. 次贷危机中的大类资产表现
2. 约翰保尔森逆市称王
3. 巴菲特再次抄底成功

**启示：** 历次股灾小结

**启示：** 股灾中的大类资产表现

**启示：** 股灾中的投资策略