



2022年09月23日

周期定位：从宏观到中观

✍ 王笑

投资咨询从业资格号：Z0013736

✉ Wangxiao019787@gtjas.com

✍ 唐立(联系人)

期货从业资格编号：F03100274

✉ Tangli026575@gtjas.com

【报告导读】

我们将从宏观和中观的维度，通过界定不同的经济周期、金融条件周期和库存周期，给出大类资产的配置方向，若这种自上而下推导能够与商品-股票联动形成共振，那么对提高择股、择时的胜率将有所助益。首先，对“金融周期”和“全球总需求”的节点界定可能是全球宏观范畴里最需要回答的两个问题。而后，我们将由全球的周期划分进入我国的周期划分，从国内宏观的角度进行库存周期、金融周期、太阳黑子周期定位。最后，从中观行业的角度进行前、后景气程度监测与特定行业领先指标的构建，完成由宏观周期到中观行业景气度的逻辑嵌套。本篇报告主要阐述由宏观环境到中观景气度的周期定位方法论与当下整体的周期运行轨迹。

目录

1. 从海外宏观角度对“金融周期”和“需求周期”进行定位	4
2. 国内“库存周期”、“金融周期”与“黑子周期”周期定位	8
3. 中观行业景气度的前后置跟踪与行业领先指标的构建	11

【正文】

1. 从海外宏观角度对“金融周期”和“需求周期”进行定位

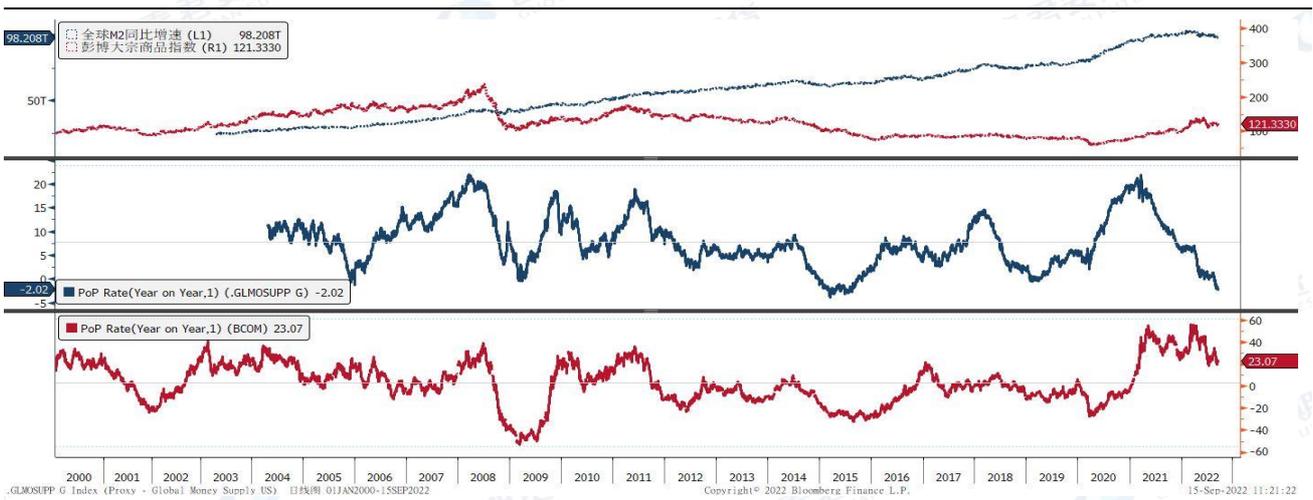
1.1 以全球 M2 同比、美债收益率驱动因素描述“金融周期”

1.1.1 构建全球 M2 同比概念作为大宗商品周期的领先指标

我们用全球 M2 同比的概念来表示全球金融周期：我们选择美国、欧元区、中国、日本、韩国、澳大利亚、巴西、瑞士、墨西哥和俄罗斯的货币供应量并在汇率上统一美元化后形成货币供应量的同比增速。我们发现以此代表的全球 M2 同比的概念往往领先大宗商品同比和通胀周期 3 个月左右。同时这组数据兼具持续性和高频性的特点。

目前，全球 M2 同比和大宗商品的显著分化，也构成了本轮周期中最引人注目的特点，受到后疫情环境下供应链扰动以及地缘政治不确定性等因素影响下，全球 M2 同比作为领先指标的有效性值得关注，商品整体的高基差背景下如何完成向宏观金融指标的回归可能是本轮周期有趣的问题。

图 1:全球 M2 同比对于大宗商品同比具有 3 个月左右的领先意义



资料来源: Bloomberg

图 2:处于历史高位的商品基差和通胀水平使得大宗商品价格与全球 M2 同比趋势显著分化



资料来源: Bloomberg

1.1.2 以美债收益率及其驱动因素作为周期划分和大类资产相对强弱的参考

由于美元-美债体系的独特性，美债收益率本身、以及驱动美债收益率因子变化也可以成为大类资产配置结构划分的重要依据。

首先美债收益率趋势上看，10年期美债收益率的趋势往往与大宗商品/股票市场比值同向、与价值板块/成长板块比值同向，意味着收益率上行阶段，大宗商品和价值板块往往较整体权益市场和成长板块表现较高。在后续研究中，尝试把对美债收益率趋势判断（目前以主观为主）更好地嵌套进大类资产相对强弱的判断中。同时也可以继续将资产板块细拆。

图 3:10Y 美债收益率趋势对商品/权益、价值/成长相对强弱有较好的指向意义

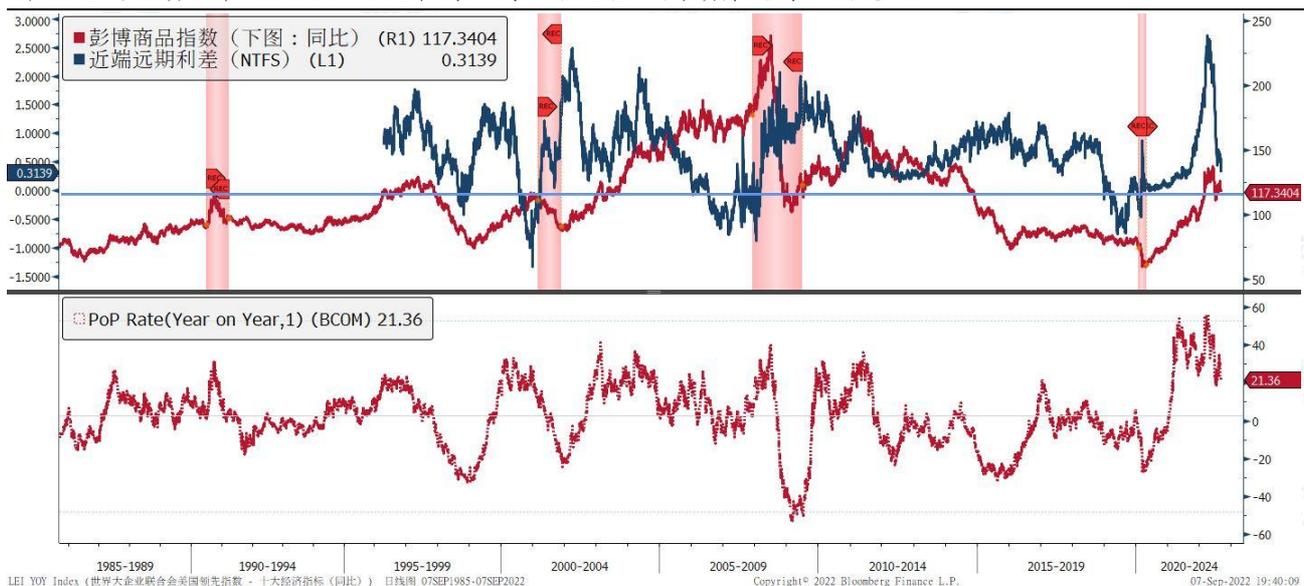


资料来源：Bloomberg

其次从美债收益率驱动因素看，框架上我们借鉴纽联储 ACM (Adrian Grump & Moench) 模型：10Y 美债收益率=风险中性短期利率预期+期限溢价。但考虑特殊背景下通胀预期和期限溢价的明显背离。我们使用短期利率预期（代表货币政策预期）、期限溢价（代表风险偏好及增长预期）和通胀预期（代表长期经济增长潜力）三个因素来解释 10Y 美债收益率。其意义在于拆分出美债收益率变化的驱动因素——主要由经济增长预期带来，抑或是由货币政策变化带来。

其中我们发现期限溢价对大宗商品有一定的指示作用，而相比 10-2 年期国债利差，我们使用近端远期利差 (The Near-Term Forward Yield Spread, NTFS) 对大宗商品周期的拟合效果较好。在美联储 2018 年发布的论文 (The Near-Term Forward Yield Spread as a Leading Indicator: A Less Distorted Mirror) 中，展示了相比传统期限溢价 (10 年期-2 年期、10 年期-3 个月)，近端远期利差 (The Near-Term Forward Yield Spread, NTFS) 对于指示经济衰退预期以及货币政策的宽松预期有着更好的效果，因其较少的受到预期情绪的扰动，同时对大宗商品同比变化和经济周期划分有更好的指示作用。

图 4:近端远期利率 (NTFS) 对大宗商品同比领先型和周期界定有一定意义



资料来源: Bloomberg

1.2 建立金融条件指数-前瞻性需求指标-大宗商品的逻辑传导链条

在海外宏观经济中,我们发现金融周期通过金融条件指数(FCI)对宏观经济指标甚至是前瞻性的需求指标都有一定的领先作用,当下的宏观环境下,美联储坚持收紧货币政策以抗击通胀无疑是确定性最高的宏观线索,这意味着美国金融条件指数(FCI)将继续收紧,而其作为美国经济周期之母,必然意味着后续经济活动指标将继续承压下行。世界大企业联合会领先指标(LEI)和美国ISM指数新订单-在手订单可以作为反应美国总需求的前瞻性指标。世界大企业联合会十大领先指标(LEI)同比所选取的指标包括:制造业每周平均工时;每周平均首次申请失业保险的人数;制造商对消费品和材料的新订单;ISM新订单指数;制造商对非国防资本货物的新订单(不包括飞机订单);新建私人住房的建筑许可;标普500指数;领先信贷指数;10年期美债收益率-联邦基金利率;消费者对商业状况的平均预期。

ISM制造业和非制造业指数中新订单减去在手订单可以代表新增需求的强劲程度,可以更好、更前瞻地反应出美国经济需求端变化。目前代表制造业和非制造业的增量需求指标(6个月平均)已经持续落入负值区域,意味着增量需求的持续萎缩。并且与金融危机时期出现了相似一幕——新增需求与大宗商品和通胀预期出现严重分化。

图 5:金融条件指数对前瞻性需求指标有一定领先意义

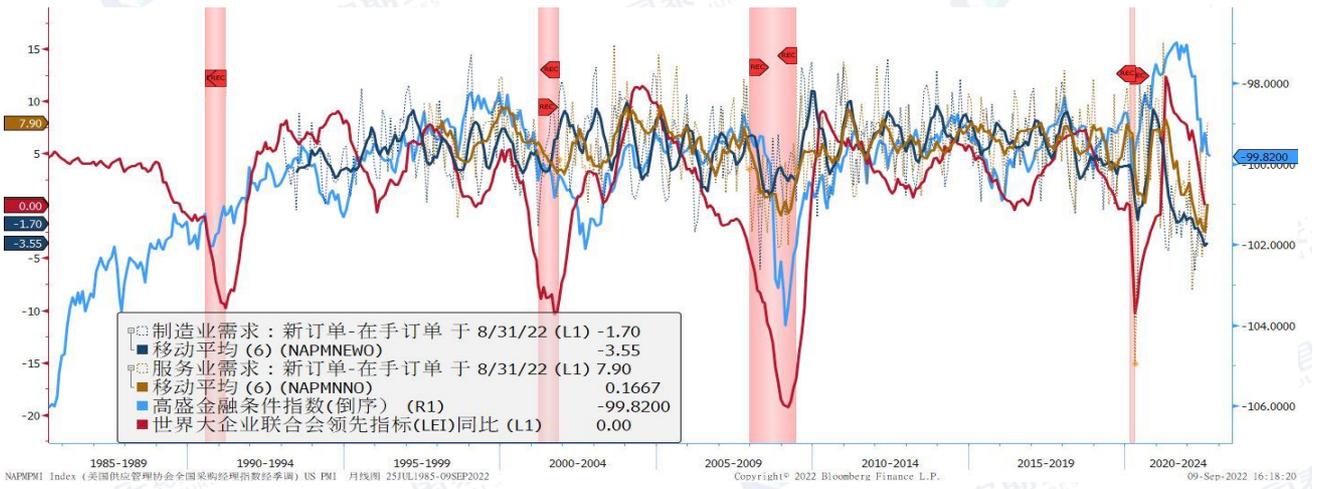


图 6:LEI 同比增长趋势对大宗商品同比有一定领先意义

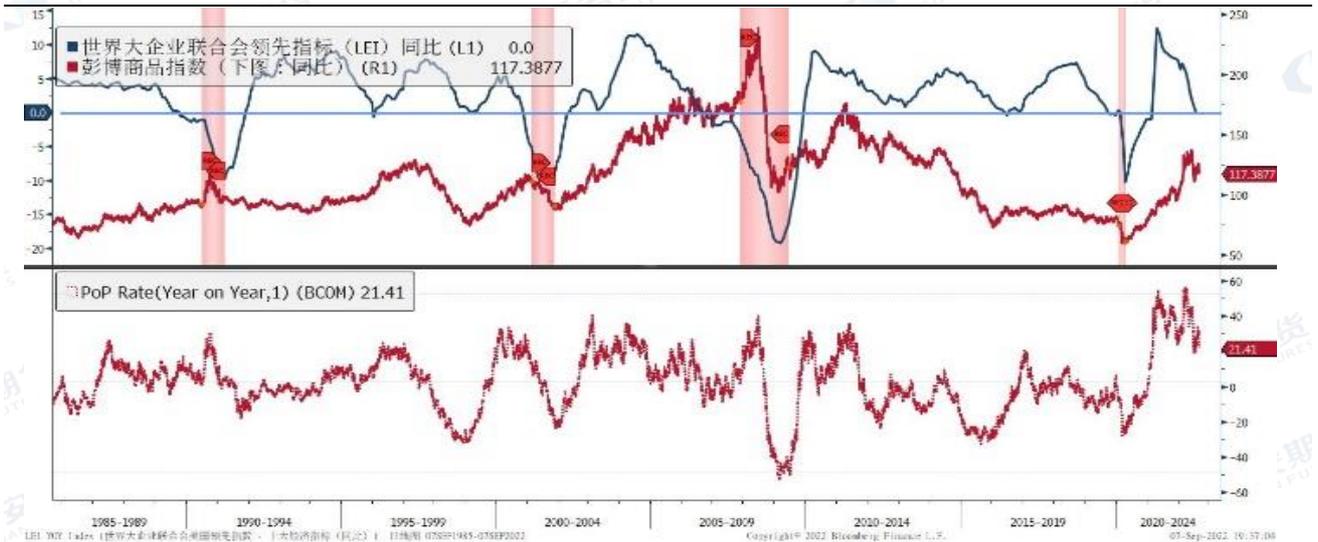
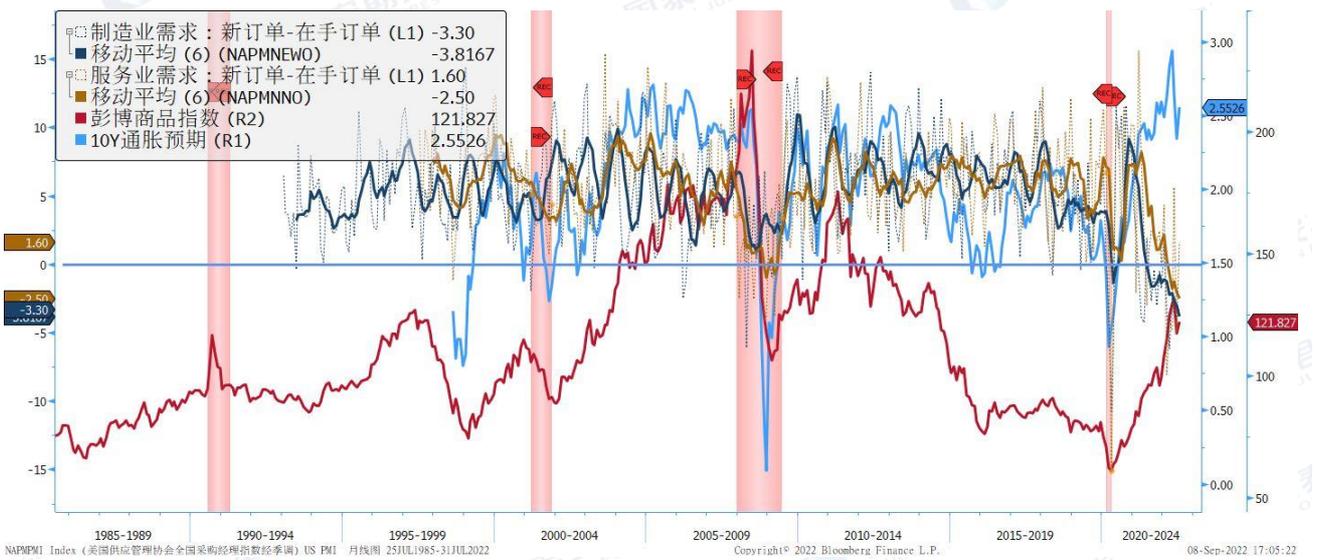


图 7: 前瞻性需求指标 (6 个月平均) 走弱进入历史极低位置并与大宗商品和通胀预期严重分化



2. 国内多周期定位

从库存周期来看，我国自今年 4 月进入主动去库存周期，该周期对应着经济周期中的类衰退期。该周期整体大类资产呈现权益、商品触底，债市偏牛的姿态。本次主动去库存周期中，由于国内外金融周期背离、地产行业的困境与“不搞大水漫灌”的政策导向，长端利率下行幅度不及以往。权益、商品的胜率提高需要需求端复苏的确认。我们可以根据宏观高频数据与宏观月度数据是否相互印证来作为线索。

图 8: 我国库存周期所处阶段-主动去库

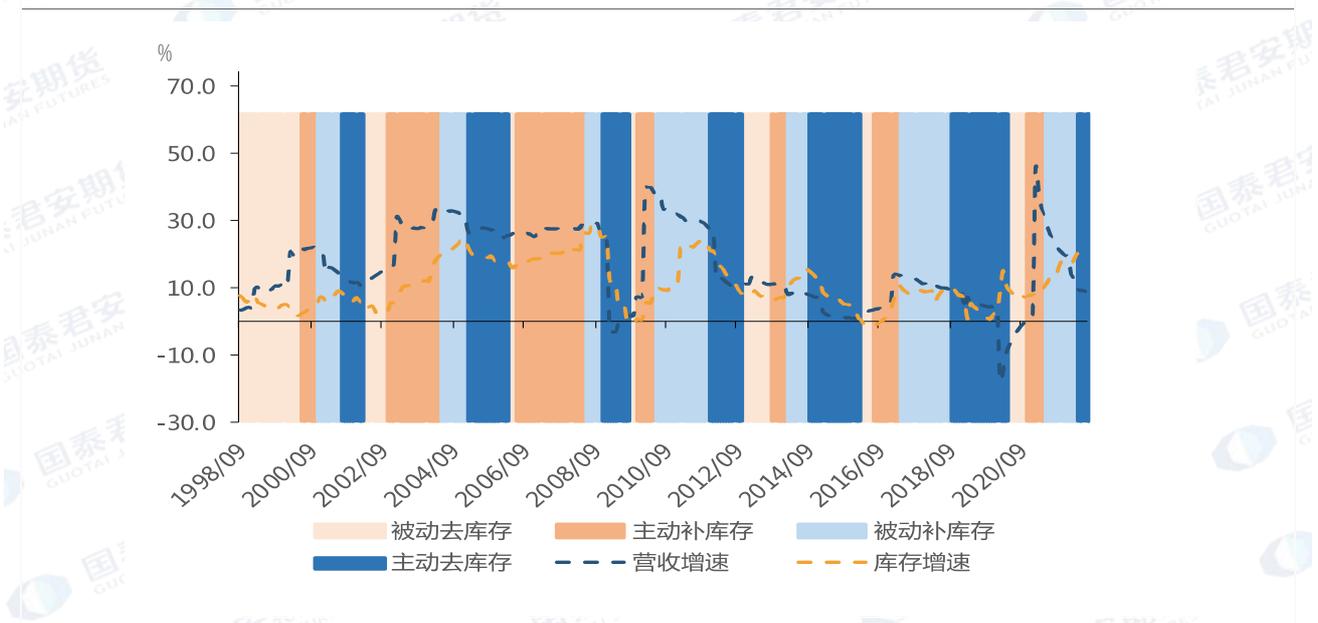


图 9:1998 年以来我国 7 轮库存周期统计

库存周期	时间	被动去库存 (月)	主动补库存 (月)	被动补库存 (月)	主动去库存 (月)	总时长 (月)
1	1998/9-2002/1	21	5	8	7	41
2	2002/2-2006/1	9	18	9	13	49
3	2006/3-2009/7	3	24	5	9	41
4	2009/8-2012/9	3	6	18	11	38
5	2012/10-2016/1	11	5	7	17	40
6	2016/2-2020/3	5	9	17	19	50
7	2020/4-至今	7	6	11	至今5	?
平均时长 (月)		9	11	11	13	43

资料来源: Wind、国泰君安期货研究

从金融周期来看,我们处在宽货币逐渐向宽信用传导的路径中。当前传导困境主要源于对未来经济信心不足导致的全社会贷款需求的萎缩。8月社融数据显示,企业中长期贷款出现边际好转的迹象,居民部门贷款仍待修复。在这样的金融周期下,资金易淤积于资本市场,权益市场容易出现热点杂乱、持续性较差与“炒小”的特点。随着宽信用的逐渐落地,我们将看到信贷数据的转好与价值类大票的均值回归。

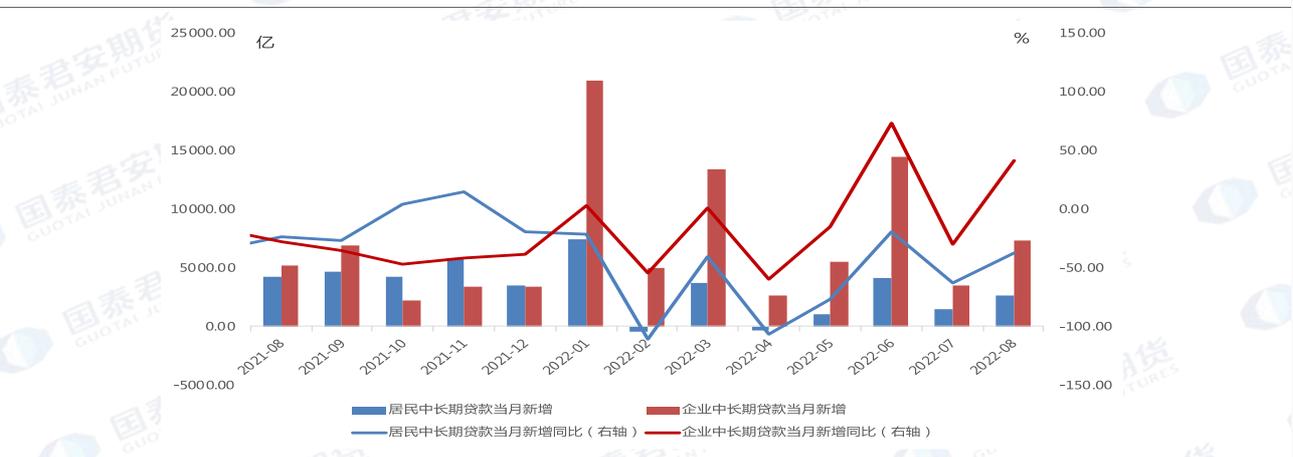
自8月中旬以来,房地产竣工面与部分高相关高频数据边际回暖,行业政策支持初显成效。同时,房地产板块近期表现强劲,小票行情则出现短暂松动,市场重回风格选择的十字路口。

图 10:M2 与社融劈叉, 宽信用传导不畅



资料来源: Wind、国泰君安期货研究

图 11:8 月企业中长期贷款边际好转, 居民部门贷款需求仍待修复



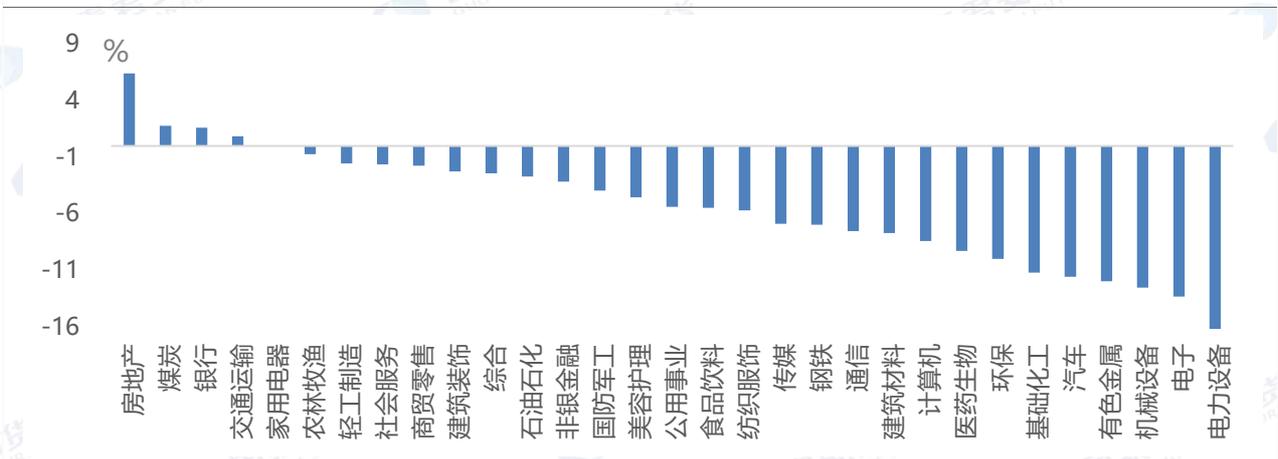
资料来源: Wind、国泰君安期货研究

图 12: 宽货币传导宽信用不畅通下, 小票阶段性偏强, 但近期有所回调



资料来源: Wind、国泰君安期货研究

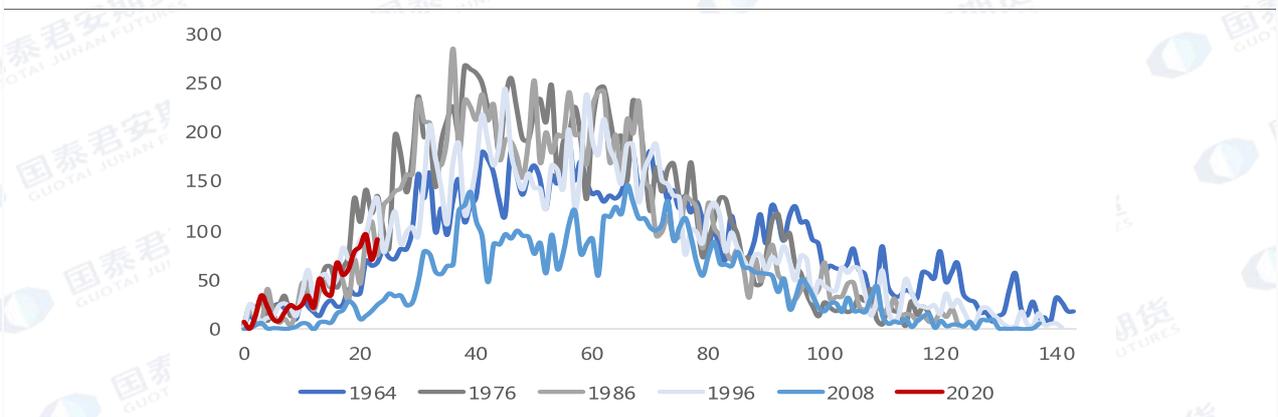
图 13: 8 月 15 日以来地产板块近期表现强势 (数据截止 9 月 16 日)



资料来源: Wind、国泰君安期货研究

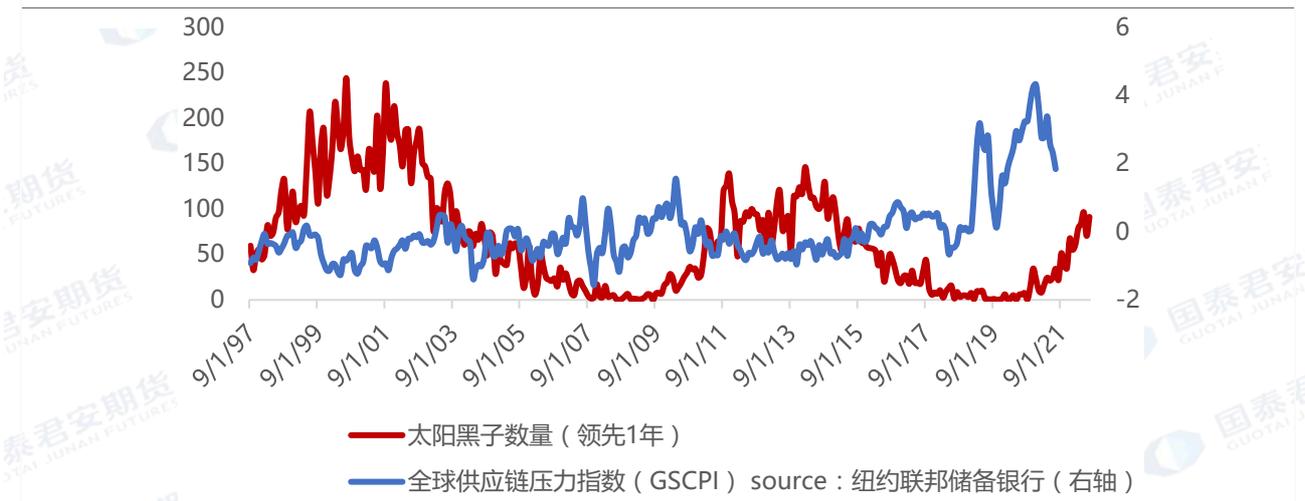
从太阳黑子周期来看, 2020 年以来我们处于新一轮的中等偏强太阳黑子周期中, 未来全球整体供应链压力将逐步降低。但地缘政治、军事冲突引发的区域性资源供应紧张或不可避免。当前, 我国 PPI-CPI 剪刀差已转负, 能源危机并未传导至我国。

图 14: 从月均太阳黑子观测数量来看, 本次太阳黑子周期 (2020 年开始) 中等偏强



资料来源: Wind、国泰君安期货研究

图 15: 全球供应链压力大概率逐渐减小



资料来源: Wind、纽约联邦储备银行、国泰君安期货研究

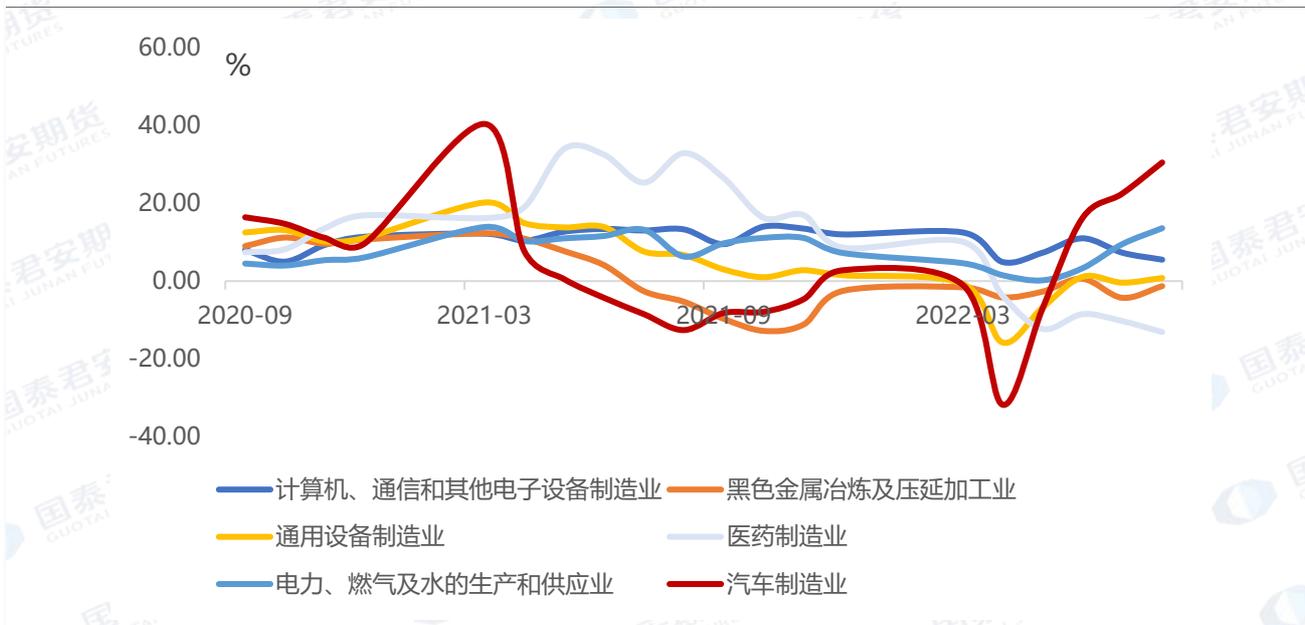
3. 中观行业景气度跟踪

在确立了宏观周期的定位后，我们依据该定位下的大类资产配置指引进一步下沉至中观行业景气度的横向比较。

从景气度跟踪指标来看，我们亟待增加 PMI 分行业指标进行持续的景气度前置跟踪，与宏观高频数据进行交叉验证。从工业增加值、行业用电、行业库存、行业利润、零售等角度，我们分别从生产端与利润端去前、后验证行业的运行趋势。当前汽车制造与公共事业生产端增速维持较高水平，汽车、必选消费、出行相关消费整体恢复较好。

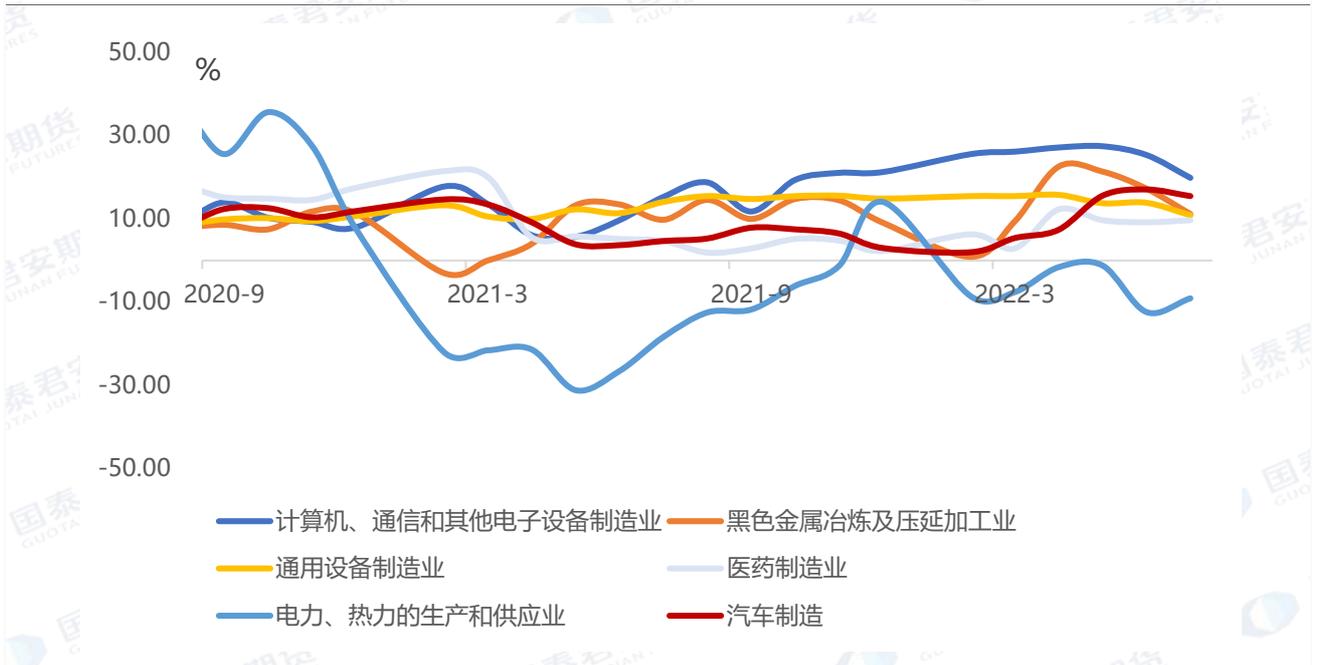
另外，我们可以针对特定行业的景气度构建领先指标，进行更加前置地预测。

图 16: 部分行业工业增加值当月同比显示汽车、公共事业生产端增速较高



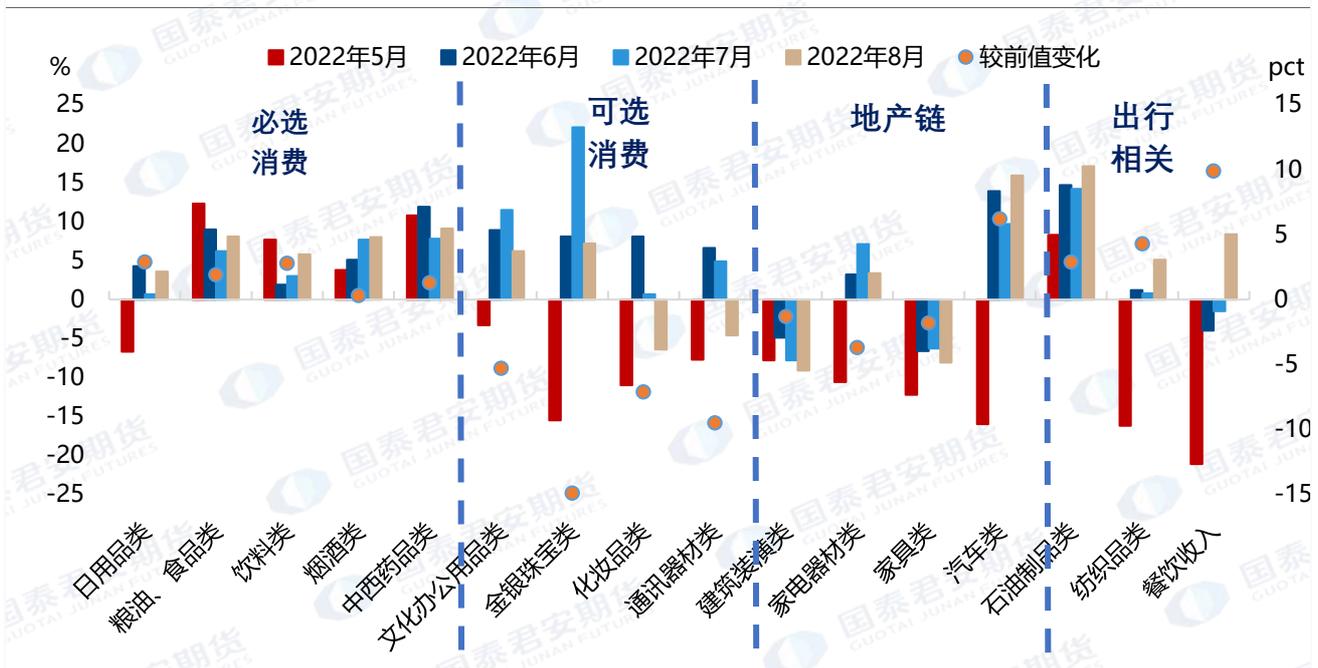
资料来源: Wind、国泰君安期货研究

图 17: 部分行业库存当月同比显示电子设备库存压力有边际好转趋势, 公用事业类库存增速维持负数



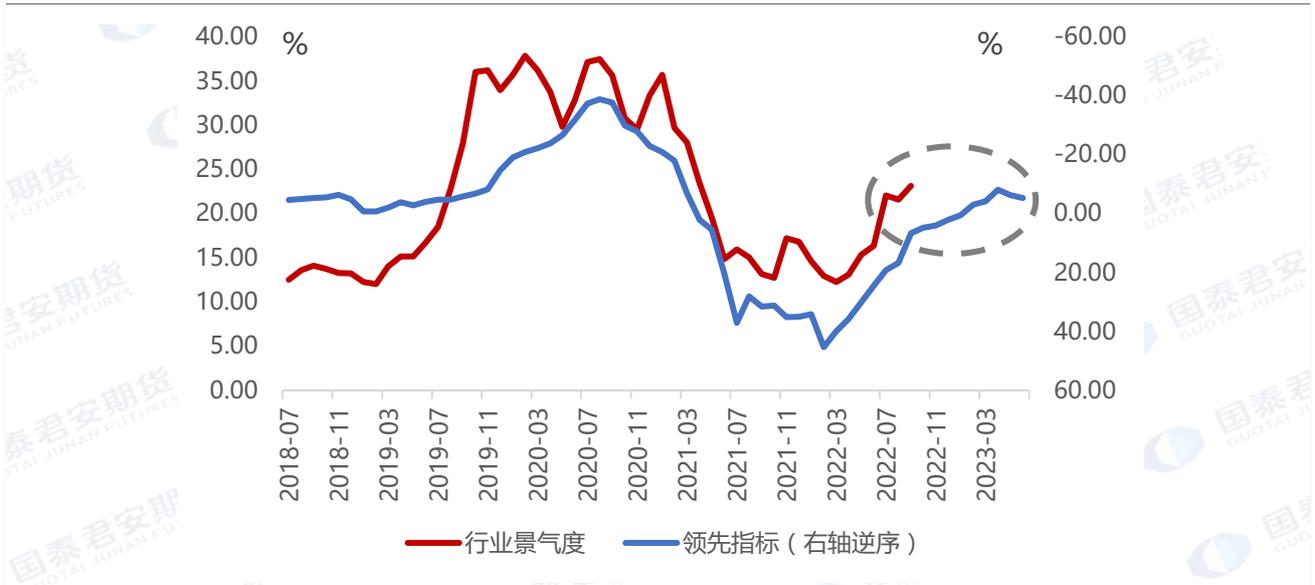
资料来源: Wind、国泰君安期货研究

图 18: 汽车、必选消费、出行相关消费整体恢复较好



资料来源: Wind、国泰君安期货研究

图 19:通过构建领先指标, 能够预测、拟合行业景气度



资料来源: Wind、国泰君安期货研究

本公司具有中国证监会核准的期货投资咨询业务资格

本内容的观点和信息仅供国泰君安期货的专业投资者参考。本内容难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。若您并非国泰君安期货客户中的专业投资者，请勿阅读、订阅或接收任何相关信息。本内容不构成具体业务或产品的推介，亦不应被视为相应金融衍生品的投资建议。请您根据自身的风险承受能力自行作出投资决定并自主承担投资风险，不应凭借本内容进行具体操作。

分析师声明

作者具有中国期货业协会授予的期货投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的期货标的的价格可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告中所指的研究服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为“国泰君安期货研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安期货产业服务研究所

上海市静安区新闻路 669 号博华大厦 30 楼 电话：021-33038635 传真：021-33038762

国泰君安期货金融衍生品研究所

上海市静安区新闻路 669 号博华大厦 30 楼 电话：021-33038982 传真：021-33038937

国泰君安期货客户服务电话 95521