



美联储政治化接近尾声

从经济四周期配置大类资产 10 月篇

研究与投资咨询部

于军礼

期货从业号：F0247894

投资咨询资格：Z0000112

邮箱：

yujunli@greendh.com

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

摘要：

美联储政治化接近尾声，11月中旬中期选举后美联储回归经济关注，加息进程有望年内结束。美国10年期国债处于多头配置期；

英国金融市场泡沫破裂，海量资本有望东移；中国经济三周期下行叠加美国基钦周期共振下行，经济下行冲击势大力沉，对冲的货币政策宽松力度将超越过往；中长期看多中国国债；

中美基钦周期共振下行对大宗商品价格构成下行冲击；

中国库兹涅茨周期下行冲击工业品价格；

美国衰退冲击即将来临，美国有望在2023年上半年进入降息周期。

以光伏、新能源车产业链为代表的科技成长赛道，保持中线乐观；

大类资产轮动配置 10 月组合：

大宗商品资产：9月构建完成以工业品为主的30个品种空头合约组成商品指数空头投资组合；后续将逐步增加空头仓位；

权益类资产：高配光伏ETF、新能源车ETF、电池ETF、芯片ETF；

高配中证1000指数、中证500指数股指期货多头合约；

债券类资产：高配10年期国债期货多头合约；高配美国10年期国债期货多头合约；

避险资产：高配黄金期货、白银期货多头合约；



前言

四大经济周期定义

1、基钦周期：约瑟夫·基钦（Joseph Kitchin），英国统计学家。他在1923年发表的论文《经济因素的周期和趋势》中，对1890-1922年间英国和美国的商业周期进行了研究，发现了经济短周期（Business cycle）运行的规律。基钦发现金融和商业数据中银行信贷活动、大宗商品价格、利率存在着3年半左右的周期波动规律，并且三者之间存在着领先与滞后的相对关系。后人将基钦观察到的经济周期波动，命名为基钦周期，也称为经济短周期。

2、朱格拉周期：1862年法国医生、经济学家克里门特·朱格拉（C Juglar）在《论法国、英国和美国的商业危机以及发生周期》一书中首次提出资本主义经济存在着9~10年的周期波动。“朱格拉周期”也称为制造业投资周期，又称中周期。

3、库兹涅茨周期：1930年，美国经济学家库兹涅茨（S·Kuznets）提出了存在一种与房屋建筑业活动相关的经济周期，这种周期平均长度为20年。被称为“库兹涅茨”周期，也称建筑业周期。

4、康波周期：俄国经济学家康德拉季耶夫（N·D·Codrulieff）于1925年提出资本主义经济中存在着50~60年一个的周期，故称“康德拉季耶夫”周期，也称长周期。康波周期分为复苏、繁荣、衰退、萧条四个阶段。康波萧条期是康波周期大循环中最动荡的周期时段，通常会充斥着混乱、战争、饥荒、大通胀、货币剧烈贬值等现象。

重大的科技创新通常出现于康波萧条期，因此康波周期也被称为科技创新周期。每一轮科技创新周期都会有一个科创中心国，本轮科技创新周期的中心国是中国。



一、美联储政治化接近尾声

1、利率上升是基钦周期的滞后指标，美国利率上升是美国基钦周期尾部和见顶后的应有之义。



资料来源：WIND 格林大华研究与投资咨询部

2、美国基钦周期已在6月前后确认顶部，三季度已进入下行方向。



资料来源：WIND 格林大华研究与投资咨询部

3、美国高通胀的重要原因在于劳动力供给端持续收缩造成的巨大缺口，激进货币政策无益于劳动力供给改善，最终会反噬美国市场。



资料来源：WIND 格林大华研究与投资咨询部

根据美国著名公共政策智库布鲁金斯学会发布的最新报告，美国大约有1600万劳动年龄人口（18至65岁）感染了长期新冠；长期新冠（long Covid）也就是所谓的新冠后遗症，患者出现疲劳、呼吸急促、头晕、脑雾、嗅觉或味觉丧失等症状，多达400万人可能因此丢掉了工作。新冠疫情对劳动力市场的影响越来越大，患者身体状况不佳，经济上难以养活自己，家庭成员也不得不充当照顾者。布鲁金斯学会此前报告中预计，“长期新冠”可能导致美国出现15%的劳动力短缺。如果美国不采取必要的政策行动，这些影响将随着时间的推移而恶化。

新冠疫情已造成美国劳动人口的巨大伤亡，引发劳动力严重短缺，并且劳动力供给随着疫情延续而持续恶化。在无力控制疫情的情况下，美联储希望通过货币紧缩减少劳动力需求，实现劳动力供需平衡。当然，货币政策无法控制疫情的，激进紧缩无异于用大炮打蚊子，药方不对，激进的货币政策必然反噬美国经济。

4、美国持续快速增长的海量债务压制美国利率高度。



资料来源: WIND 格林大华研究与投资咨询部

美国联邦政府债务已上冲至31万亿美元, 并且继续以光速在持续增长。1个百分点的利率上升意味着每年国债利息支出需要新增3000亿美元, 4%的利率则意味着12000亿美元利息支出, 美国2021财年的总收入4万亿美元, 每年尚需新增2-3万亿美元债务填窟窿。巨额债务的利息支出必然对美国利率形成上限压制, 这是与80年代初美国“沃尔克”时代的最大不同。

美国财长耶伦充满忧虑的担心美国快速新增的国债无人购买, 担忧美国国债市场会失去流动性, 出现危机。

5、中期选举结束后, 美联储将结束政治化, 回归经济关注, 货币政策转向

美联储始终是为美国政治服务的, 在民主党上台之初, 美联储配合美国政府稳经济, 对高通胀视而不见。在美联储主席鲍威尔被拜登提名续任后, 美联储货币政策匆匆转向, 开始为美国中期选举服务。美联储放弃了预期管理目标, 改以跟踪最新经济数据来制定最新货币政策。

在民主党大撒糖免除4000亿美元学生贷款、通过《通胀平衡法案》、激进加息控通胀等措施后, 拜登的支持率已由7月的最低点36%最高上升至45%。

中期选举后, 民主党大概率丢掉众议院, 但通过一系列组合拳大概率可以保住参议院。中期选举后, 美联储配合政治表演结束, 开始回归经济关注, 货币政策有望转向。

二、英国市场是本轮冲击中倒下的第一枚多米诺骨牌

1、历次美元加息冲击中，第一个倒下的往往是发展中国家，而本轮第一个倒下的则是“浓眉大眼”的老牌发达经济体英国



资料来源：WIND 格林大华研究与投资咨询部

区区180亿英镑企业所得税的征与不征，成为刺破英国万亿英镑养老金市场泡沫的重锤，这个金额和美国免除4000亿美元学生贷款相比，实属小巫见大巫。英国养老金市场风险正在向其他市场持续外溢，尽管新财长取消了大部分减税计划，尽管英国更换新首相，但英国的动荡只是刚刚开始。

每次危机，都是西方资本分食倒下的发展中经济体的盛宴，英国自然是餐桌前的常客。万万没想到的是，浓眉大眼的大不列颠在本轮危机中第一个被端上了餐桌。

曾经的日不落帝国，最后一抹落日的余晖也已消散，让人感慨帝国兴衰的周期轮回。

下一个被端上桌的是谁呢：瑞信？德银？日本？意大利？。。。。。

2、英国金融市场的泡沫开始破灭，海量资本有望向中国流动

数百年来积聚在伦敦金融城里海量资本，需要在大厦将倾前寻找新的载体，全球能够承载如此体量资本的市场，只有美国和中国，依据狡兔三窟的原理，海

量资本的相当部分会通过各种途径进入中国市场。而对于伦敦金融城里的巨额灰色资本来说，中国香港是极好的去处。

三、中国基钦周期处于下行方向中，处于主动去库存阶段



资料来源：WIND 格林大华研究与投资咨询部



资料来源：WIND 格林大华研究与投资咨询部

9月工业生产者购进价格指数同比增长2.6%，前值4.2%，增速继续向下。

原材料和中间品库存8月同比增速为10.8%，前值为13.7%，中国库存周期处于主动去库存阶段。

9月出口总额同比增速为5.7%，前值7.1%，出口增速快速下行将冲击国内出口产业链。中国出口集装箱运价指数持续大幅下滑，显示外需快速冰冻。9月进

口总额同比增速为0.3%，前值0.3%，接近零增长，显示内需低迷。

中国基钦周期处于下行周期之中，中国库存周期处于主动去库存阶段，将对大宗商品价格形成下行冲击。

四、中国库兹涅茨周期处于下行冲击中



资料来源：WIND 格林大华研究与投资咨询部

9月新开工面积当月同比下降44.4%，延续同比大幅负增长，商品房销售面积当月同比下降16.2%。中国正处于库兹涅茨周期的下行期，下行冲击力度强。本轮始于2003年的库兹涅茨周期强周期已在2019年见顶，见底时间大致在2027年。

近期房地产稳增长政策会出现一定政策效果，但只会改变库兹涅茨周期下行的节奏，不改变库兹涅茨周期下行的大方向。

硬币都有两面，库兹涅茨周期下行也标志着中国居民部门财富从房地产市场向证券市场的大迁移，并通过资本市场持续进入科创企业，在带动科创大时代的同时，也会带来ETF、公募主动基金、资管私募基金等财富管理市场的大繁荣。

房地产时代已落幕，财富管理大时代已开启。

五、康波萧条期是康波周期中的经济下行期，约持续10年

1、康波周期分为复苏期、繁荣期、衰退期、萧条期四个阶段；



2、与以正弦波波动方式的其它经济周期不同，康波周期有其独特的波动规律。在康波周期中，繁荣期是经济上升期，时间可长达20年；衰退期是经济筑顶期，时间在10年左右；萧条期是经济下行期，时间为10年左右；而复苏期是经济筑底期，时间为10年左右；经济筑顶期和筑底期是康波周期的独特存在。

3、新冠冲击后，康波周期进入萧条期，处于经济下行期，时间为10年左右。康波萧条期会对大宗商品价格构成持续冲击。

六、工业品价格四季度面临下行冲击

(WIND商品指数)



资料来源：WIND 格林大华研究与投资咨询部

1、大宗商品价格四季度面临下行冲击。康波萧条期向下，库兹涅茨周期向下，四季度和一季度中美基钦周期共振向下，工业品价格四季度将面临下行冲击。

2、大宗商品在9月出现季节性反弹，属于正常的技术现象，反弹后趋势仍将下行。

3、中国基钦周期在2023年一季度后有望进入寻底阶段，初判工业品各品种有望在2023年3月后至9月之间分批见底。

4、初判大宗商品价格的底部中心大约在2023年夏季，在此之前，大宗商品价格仍可能面临两至三轮下行冲击。

七、中国三周期下行叠加美国基钦周期下行共振，货币宽松力度上升至新高度



资料来源：WIND 格林大华研究与投资咨询部

9月M2同比增速12.1%，前值12.2%，在超越2020年疫情冲击时11.1%的增速高度后，增速继续维持高位，预期后期M2同比增速仍将保持高位。

从社融增速来看，9月同比上升10.6%，前值10.5%，社融增速仍然处于低位，意味着资金仍在银行体系内淤积，货币传导仍然有很长的路要走。

9月企业中长期贷款当月新增13488亿元，环比明显改善；居民部门当月新增中长期贷款3456亿元，环比有改善，但仍远仍于上年同期，负债意愿继续低迷。

由于美国经济进入下行期，外需持续下降对中国出口的持续冲击已经显现。叠加康波萧条期、库兹涅茨周期下行期、基钦周期下行期，中国积极货币宽松仍将持续。

八、中美基钦周期共振向下引导国内利率持续下行，中长线看多国债

1、中国经济处于三周期叠加的下行冲击之中，经济下行冲击势大力沉，叠加美国基钦周期进入下行期，需要积极宽松的货币政策应对下行冲击。

2、中国是全球主要经济体中货币政策体系仍然正常的少数国家，依然具备



以积极货币宽松对冲经济下行压力的政策能力。

- 3、美国加息周期接近尾声，有利于中国10年期国债利率下行。
- 4、美国衰退冲击即将来临，美国有望在2023年上半年进入降息周期。
- 5、上海银行间市场中长期各期限拆借利率保持低位。
- 6、中国10年期国债期货中长期保持看多。5年期国债期货、2年期国债期货

可参照10年期国债。

九、中国是康波萧条期科技创新大时代的中心国

1、每一轮康波萧条期都是科技创新的大时代，重大的科技创新通常都起源于康波萧条期；

2、每一轮康波萧条期都会有一个科技创新中心国，本轮科技创新的中心国是中国；2021年中国PCT专利申请量65540件，蝉联世界第一。

3、日本文部科学省科学技术和学术政策研究所2022年8月9日发布的最新报告称，中国科学论文量质齐升，论文数量和质量均已超过美国。

4、二十大报告指出，中国已经进入创新型国家行列。

十、中国朱格拉周期处于上升期，叠加康波萧条期，表现为高科技制造业的大规模持续投资



资料来源：WIND 格林大华研究与投资咨询部

9月制造业固定资产投资当月值为28449亿元，处于高值区间；当月同比增速为10.7%，处于两位数增长区间，显示制造业投资增长保持强劲增速。

9月企业中长期贷款当月新增13488亿元，环比明显改善；监管部门要求21家全国性银行8月-12月鼓励再新增制造业中长期贷款1万亿-1.5万亿元，各家银行制造业中长期贷款增速原则上不低于30%。

朱格拉周期上升期，叠加康波萧条期，表现为高科技制造业投资的持续高增长。中国持续在新能源车产业链、光伏产业链、风电产业链、半导体产业链、储能产业链等领域进行大规模投资。

十一、继续看好含科量最高的中证1000股指期货

- 1、4只股指期货中，中证1000指数含科量最高，其次是中证500指数。
- 2、利率下行有利于科技成长赛道提估值，中证1000指数新兴产业占比高。
- 3、在欧盟制造业大迁移的大背景下，中国制造业在全球的市场份额占比有望持续上升，中证1000指数中新兴制造业企业占比最高。

十二、以光伏、新能源车为代表的科技成长赛道保持中线乐观

- 1、中国货币积极宽松决定了中国利率下行的大趋势，利率下行有利于科技



成长赛道提估值。

2、中国新能源车、光伏、风电、储能、半导体行业均处于利润高增长状态。其中新能源车、光伏、风电、储能等领域在技术领先度、产能规模、成本控制、研发投入均已处于世界领先地位。

3、中国光伏技术正在快速迭代，Topcon、IBC、HJT、钙钛矿等技术路线群雄并起，叠加薄片化和银包铜等新技术，光伏转换效率上升和成本下降有望提速。

4、从动力电池看，三元正极高镍化、单晶化、高压化，铁锂正极掺锰化，负化碳硅化。

5、美国已通过《芯片法案》。美国对中国展开从设备、代工厂、芯片设计、专业人才的全方面封锁，半导体铁幕已落下。国内半导体产业链厂商面临美国企业退出后留下的广阔市场份额，同时中国半导体市场也是全球增长最快的市场，国内半导体厂商处于双击状态。国内半导体产业链面临价值重估。

6、双碳时代对光伏产品的需求是持续的，中国光伏产业链仍将继续处于高速增长状态。随着四季度硅料供给的缓解，光伏产业链利润增长有望提速，同时光伏产业链利润有望在产业链各环节重新分配。

7、钠电池快速产业化有望重塑新能源车、储能产业链。钠电池正在快速产业化，碳酸锂每吨50万元以上，碳酸钠每吨3000多元，成本差异巨大；同时碳酸钠资源充沛，不存在供给瓶颈。

十三、黄金在滞胀期通常会有较好的表现

1、美国处于基钦周期下行期；美国通胀虽已见顶回落，但仍将居于高位；二者组合构成滞胀期。

2、历史数据显示黄金在滞胀期通常会有较好的表现。

十四、大类资产轮动配置 10 月组合：

权益类资产：



高配：光伏ETF、新能源车ETF、电池ETF、芯片ETF、科创50ETF、创业板50ETF；

标配：机器人AI ETF、智能汽车ETF、军工ETF；

低配：5GETF、消费电子ETF；

高配中证1000指数、中证500指数、标配沪深300指数股指期货多头合约；

债券类资产：

高配10年期、5年期、2年期国债期货多头合约；

高配美国10年期国债期货多头合约；

避险资产：

高配黄金期货、白银期货多头合约；

大宗商品资产：

9月构建完成以工业品为主的30个品种空头合约组成商品指数空头投资组合；后续将逐步增加空头仓位和空头品种，相关合约到期前移仓。

品种	方向	仓位
沪锌2212	空头	高配
沪铜2212	空头	标配
沪铝2212	空头	标配
沪铅2212	空头	空单底仓，低配
焦炭2301	空头	空单底仓，低配
热卷2301	空头	标配
螺纹2301	空头	标配
铁矿石2301	空头	标配
硅铁2301	空头	空单底仓，低配
锰硅2301	空头	空单底仓，低配



不锈钢2212	空头	空单底仓，低配
玻璃2301	空头	空单底仓，低配
纯碱2301	空头	空单底仓，低配
原油2212	空头	空单底仓，低配
燃料油2301	空头	标配
沥青2301	空头	标配
低硫燃料油2301	空头	空单底仓，低配
甲醇2301	空头	空单底仓，低配
塑料2301	空头	空单底仓，低配
聚丙烯2301	空头	空单底仓，低配
苯乙烯2301	空头	空单底仓，低配
尿素2301	空头	空单底仓，低配
纸浆2301	空头	空单底仓，低配
淀粉2301	空头	空单底仓，低配
PTA2301	空头	空单底仓，低配
短纤2301	空头	空单底仓，低配
天胶2301	空头	空单底仓，低配
棕榈油2301	空头	空单底仓，低配
豆油2301	空头	空单底仓，低配
菜油2301	空头	空单底仓，低配

免责声明：

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，格林大华期货研究与投资咨询部力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本报告仅向特定客户传送，未经格林大华期货研究与投资咨询部授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。