

## 日债泡沫破灭有望刺破美股

### 从经济四周期配置大类资产 1 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：

日本央行退出收益率曲线控制，日债泡沫破灭；低成本日元开始回流，形成信用消失黑洞，冲击全球流动性；

美股分母冲击叠加分子冲击，外加流动性冲击，美股泡沫有望被刺破；

全球经济金融危机有望爆发，我们有望看到全球三大泡沫连续破灭后的壮丽宏观景象。

国内疫情防控快速优化源于“风动于外”；

中国居民部门资产负债表衰退大景下，中央政府部门大规模加杠杆是必然选择；

中央政府部门加杠杆扩内需的方向大概率是光风储，方案是央行再贷款+财政贴息；

全球经济下行对工业品价格构成下行冲击；

2023年光风储有望引领市场；

#### 大类资产轮动配置 2023 年 1 月组合：

权益类资产：高配光伏ETF、电池ETF、芯片ETF、科创50ETF；标配智能汽车ETF；低配新增创新药ETF，科创芯片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：高配美国10年期国债期货多头合约；

大宗商品资产：2022年9月已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；

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·Kondratieff）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。



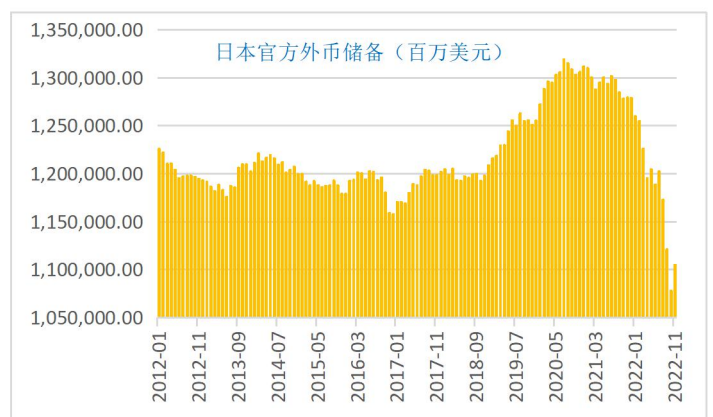
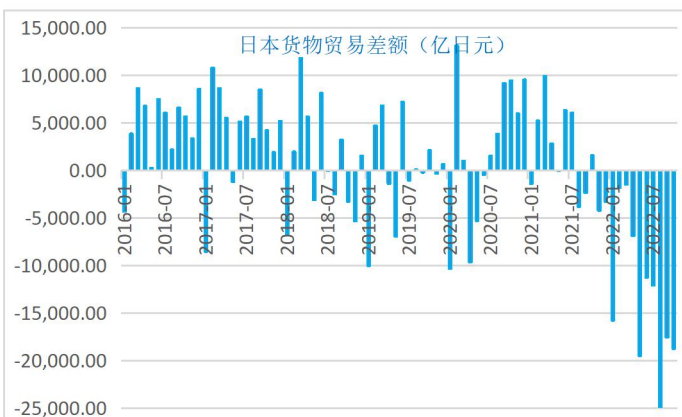
## 一、日本央行被动退出收益率曲线控制，日债泡沫开始破灭

### 1、日本央行在12月19日被动的退出收益率曲线控制，日本央行货币政策开始转向

12月19日，日本央行突然上调10年期国债利率上限至0.5%。日本央行的退出动作其实早有征兆，是被动为之，本栏在11月报告中已有分析。日本被动退出收益率控制计划的根源在于产业结构恶化导致的出口逆差，以及为维系收益率控制曲线持续买入外资抛售的日债，从而导致外汇储备的持续下降。外汇储备的持续下降意味着日本央行的买入行为和现行货币政策不可持续。

1月4日，根据日本财务省公布的最新数据显示，在截至12月24日的一周内，外国投资者净卖出了价值4.86万亿日元（约合371.6亿美元）的日本国债，创2005年公布该数据以来最大的单周抛售规模，超过了去年6月所创下的4.81万亿日元的前高纪录。

日本货币政策转向意味着曾经十分坚固的日债泡沫开始破灭，在全球泛滥的低利率日元资金开始回流。日元大规模回流日本银行体系，意味着大规模信用创造的消失，形成信用黑洞。日元资金从全球资本市场的大规模退潮将对主要国家股市、债市形成海啸般流动性冲击。



资料来源：WIND 格林大华研究与投资咨询部

### 2、日本海外资产庞大，日元套息交易资金规模难以测算



2022年三季度，日本海外总资产规模为10.1万亿美元，其中债券2.2万亿美元，股票1.7万亿美元。2022年10月，日本持有美国国债1.1万亿美元。

长久以来，日元作为国际资本低成本资金来源，海量信用从日本银行体系创造出来，再流向全球市场。日元套息交易资金规模庞大，准确数字难以估量。

日本外汇储备的垮塌式下降正在迫使日本终止LCC计划，日债大泡泡正在破灭，日元套息资金开始大规模回流，将对全球金融市场构成海啸般的冲击。

## 二、美股面临分母冲击、分子冲击，叠加日元流动性冲击，泡沫有望被刺破

1、美国已进入加息末期，但通胀仍将处于高位，美联储高利率的延续时间高于预期，会降低美股的估值，对美股构成分母冲击。



资料来源：WIND 格林大华研究与投资咨询部

2、美国制造业已处于主动去库存状态，美国零售业已由被动补库存转入主动去库存，美国经济进入衰退加速期，企业利润下降对美股构成分子冲击。



资料来源：WIND 格林大华研究与投资咨询部

### 3、日元大规模回流对美股构成流动性冲击

日本海外资产，以及从日本银行体系流出的套息交易资金，主要投向美国市场，日元回流必然对美股构成大规模流动性冲击。

### 4、分母冲击+分子冲击+日元退潮流动性冲击，美股泡沫将被刺破

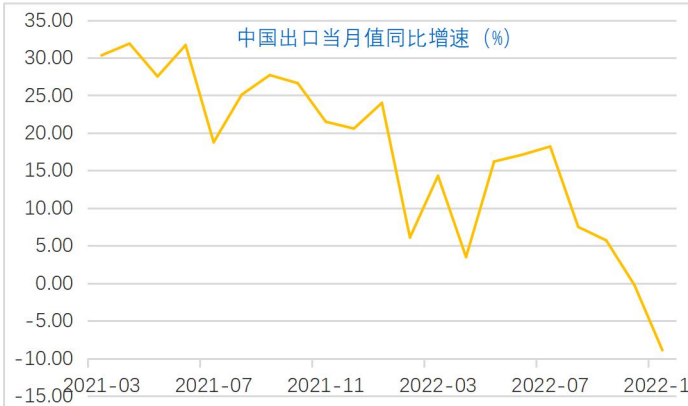
美股正在经历因利率上升导致的分母估值冲击，进入衰退期后又在经历企业盈利下行引发的分子估值冲击，日债泡沫破灭引发的流动性冲击有望最终刺破美股泡沫。

### 5、全球三大泡沫连续破灭后的壮丽宏观景象有望显现

2023年上半年，全球爆发大规模经济金融危机的概率很高。

在本轮经济下行期，我们有望看到全球三大泡沫连续破灭后的壮丽宏观景象。

### 三、疫情防控快速优化源于“风动于外”



资料来源: WIND 格林大华研究与投资咨询部

美国经济已进入衰退期, 欧美西方世界在2023年将出现衰退冲击, 外部需求正在大幅下滑。

中国经济出口在全球的占比已居于高位, 经济总量的外部敞口同样处于历史高位, 外部冲击必然沿出口产业链传导至国内, 再在国内产业链传导。

2022年11月, 中国出口金额为2955亿美元, 当月同比增速为下降8.9%。美国零售商已由被动补库存转为主动去库存, 对中国商品的需求将持续下滑, 主动去库存的时间至少延续至2023年夏季。

尽管外需快速下滑, 但中国快速开放后, 有利于降低外需下滑的冲击力, 尽可能保持市场份额。

疫情防控快速优化的根本原因, 即在于外需形势的剧烈的变化, 需要提前作好应对。海外市场已黑云压城, 山雨欲来, 国内没有足够的应对时间了。

### 四、居民部门资产负债表衰退背景下, 中央政府部门大规模加杠杆是必然选择

在居民部门资产负债表衰退的大背景下, 需要政府部门通过大规模投资创造新的需求。

经济学界对日本泡沫后的衰退进行了深度反思, 发现在居民部门资产负债表衰退的大背景下, 仅靠利率下行是无法走出衰退的, 需要靠中央政府大规模投资打破下行循环, 从而走出衰退。



通过对居民、企业、地方政府、中央政府四大部门宏观负债率的分析，目前国内只有中央政府部门具备大规模加杠杆的能力。

预计有效带动全社会投资，需要财政政策和货币政策共同发力，由加力提效的财政政策提供贴息，由精准有力的货币政策提供再贷款。

举个例子，商业银行向目标领域企业提供利率3.2%的贷款，央行提供全额再贷款，由中央财政提供2.5%的贴息，则企业实际利率为0.7%。理论上1000亿财政贴息，可以带动4万亿规模的全社会投资。

## 五、中央政府部门加杠杆扩内需的方向大概率是光风储，方案是央行再贷款+财政贴息；

产业政策方面，中央经济工作会议会议强调，要在落实碳达峰碳中和目标任务过程中锻造新的产业竞争优势。推动“科技—产业—金融”良性循环。

会议2023年任务第二部分指出：加快规划建设新型能源体系。加快新能源、人工智能、生物制造、绿色低碳、量子计算等前沿技术研发和应用推广。

市场足够标准化，市场空间足够广阔，能够大规模复制的只有新能源和绿色低碳这两个领域。叠加分析，2023年大规模投资的方向大概率是光风储。

中国光伏、风电的发电量仍远低于火电，对于火电的大规模替代既符合双碳目标，又符合现实经济需要，更是政治正确。

中国光伏产业链在各环节核心技术领域均居于世界领先水平，光伏Topcon、HJT、IBC、钙钛矿等技术的持续进步支持光伏转换效率的持续提升，硅料大规模上产能为光伏大规模装机打下了原料保证。中国硅料供需形势已在四季度逆转，硅片、电池片、组件价格已全线下行，有利于业主方收益率的提升。当前光伏中下游产业链去库存已基本完成，光伏需求在春节后有望大规模释放。

钢材价格的下行为风电企业提供了原料成本支持，随着风机大型化，风电持续降本，中国在风电领域主要环节已具有超强竞争力。

随着钠电池的快速产业化，储能领域的原料瓶径已打开，储能产业快速降本，核心竞争力持续领先和增强。



## 六、国债运行的宏观环境已巨变

- 1、疫情防控快速优化，国债运行的宏观环境已发生巨大改变；
- 2、低利率仍将延续，为经济运行服务；
- 3、金融支持16条有望稳定房地产市场的预期；
- 4、国债市场走势已晦暗不明，退出市场观望；

## 七、中国股市处于底部区域，2023年有望成为全球资本的避风港

- 1、股市通常提前半年反映经济底部，2023年夏季为中国基钦周期底部，则当前即为股市底部区域；
- 2、春节前后中国股市风险偏好开始上升，Risk on。
- 3、2023年上半年全球爆发大规模经济金融危机的概率很高，中国股市有望成为全球资本的避风港，海外资本有望大举流入。
- 4、光伏符合中央政府加杠杆方向，2023年有望引领市场。
- 5、2023年三季度美国有望降息，科创成长板块有望提估值，带动中国股市上升。国内人工智能、量子计算、生物制造有望成为热点。
- 6、随着2023年三季度大宗商品价格见底回升后，国内周期股有望同步回升。
- 7、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，二者最为看好。

## 八、黄金有望成为对冲全球性经济金融危机的最佳的避险工具

- 1、美国已进入衰退期；美国通胀虽已见顶回落，但仍将居于高位；二者组合构成滞胀状态。
- 2、历史数据显示黄金在滞胀期通常会有较好的表现。
- 3、2023年上半年爆发全球性经济金融危机的概率很高，黄金是对冲危机的最佳避险工具。





## 九、工业品价格仍处于下行周期

(WIND商品指数周线图)



资料来源：WIND 格林大华研究与投资咨询部

- 1、大宗商品价格仍处于下行周期。康波萧条期向下，库兹涅茨周期向下，中美基钦周期共振向下，工业品价格2023年上半年仍将面临下行冲击。
- 2、美元指数见顶、金融支持房地产16条、疫情防控快速优化带动了部分品种反弹，但反弹不具备持续性。
- 3、中国基钦周期在2023年二季度有望进入寻底阶段，预期工业品各品种有望在2023年3月后至9月之间分批见底。
- 4、预期大宗商品价格的底部中心大约在2023年夏季，大致在6月至8月，在此之前，大宗商品价格仍可能面临两轮左右下行冲击。
- 5、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，叠加外需下行冲击，同时2023年上半年爆发全球经济金融危机的概率很高，将对大宗商品价格形成下行冲击。

## 十、大类资产轮动配置 2023 年 1 月组合：

### 权益类资产：

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

标配：机器人AI ETF、智能汽车ETF、军工ETF；



低配：5GETF、消费电子ETF、科创芯片ETF、创新药ETF、软件ETF、工业母机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：**

2022年9月已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；后续将部分增加近期反弹幅度较高的品种的空头仓位；相关合约到期前移仓。

品种	方向	仓位
沪锌2304	空头	高配
沪铜2304	空头	标配
沪铝2304	空头	标配
沪铅2304	空头	空单底仓，低配
焦炭2305	空头	空单底仓，低配
热卷2305	空头	标配
螺纹2305	空头	标配
铁矿石2305	空头	标配
硅铁2304	空头	空单底仓，低配
锰硅2304	空头	空单底仓，低配
不锈钢2304	空头	空单底仓，低配
玻璃2305	空头	空单底仓，低配



纯碱2305	空头	空单底仓，低配
原油2304	空头	空单底仓，低配
燃料油2305	空头	标配
沥青2306	空头	标配
低硫燃料油2304	空头	空单底仓，低配
甲醇2305	空头	空单底仓，低配
塑料2305	空头	空单底仓，低配
聚丙烯2305	空头	空单底仓，低配
苯乙烯2305	空头	空单底仓，低配
尿素2305	空头	空单底仓，低配
纸浆2305	空头	空单底仓，低配
淀粉2305	空头	空单底仓，低配
PTA2305	空头	空单底仓，低配
短纤2305	空头	空单底仓，低配
天胶2305	空头	空单底仓，低配
棕榈油2305	空头	空单底仓，低配
豆油2305	空头	空单底仓，低配
菜油2305	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。