

## 海外资本流入有望超万亿

### 从经济四周期配置大类资产 2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：

海外资本持续涌入，估算2023年净流入规模有望超万亿元人民币；

美股分母冲击叠加分子冲击，外加日债泡沫破灭流动性冲击，美股泡沫有望被刺破；

上半年全球性经济金融危机爆发概率高，有望看到全球三大泡沫连续破灭后的壮丽宏观景象；

股市节奏上，需防范第二季度的“倒春寒”；

大宗商品已对中国防控优化充分定价，但对美欧衰退风暴尚未定价；

市场预期美联储下半年将降息50个基点；

中国居民部门资产负债表衰退大背景下，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；

#### 大类资产轮动配置 2023年2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、机器人AI ETF；低配创新药ETF、软件ETF、科创芯片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；

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：

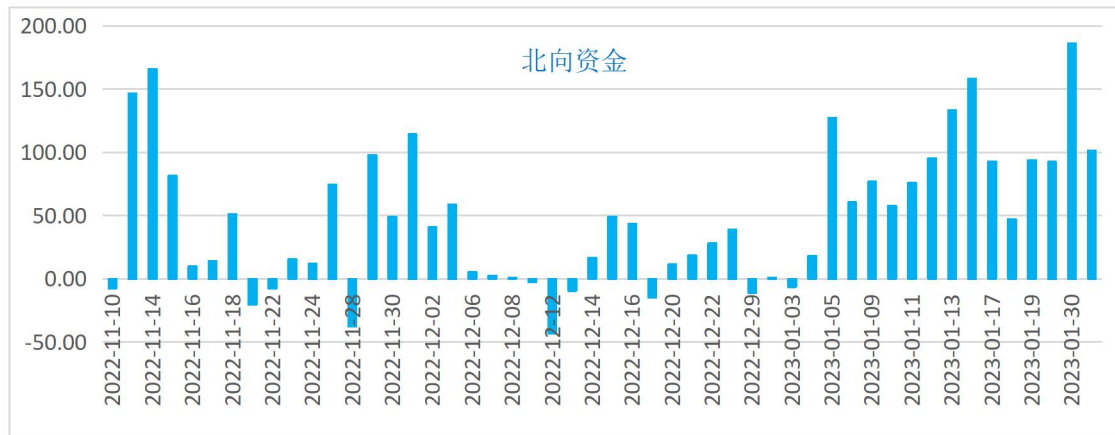
俄国经济学家康德拉季耶夫（N·D·Kondratieff）于 1925 年提出资本主义经济中存在着 50~60 年一个的周期，故称“康德拉季耶夫”周期，也称长周期。康波周期分为复苏、繁荣、衰退、萧条四个阶段。康波萧条期是康波周期大循环中最动荡的周期时段，通常会充斥着混乱、战争、饥荒、大通胀、货币剧烈贬值等现象。

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、海外资本持续涌入，2023年净流入规模有望超万亿元人民币

### 1、自2022年11月中旬以来，海外资本持续涌入中国资本市场



自2022年11月中旬以来，海外资本持续涌入中国市场。进入2023年后流入速度加快，在1月份仅有16个交易日的情况下，北向资金净流入高达1412亿元。节后第一天净流入186亿元，创下记录。

### 2、中国经济周期领先美国，是海外资本汹涌流入的重要原因

中国经济大致在2023年夏季见底，股市提前半年反映底部是正常走势。中国防控快速优化是北向资金流入加速的重要诱因，根据国际经验，放开后各国普遍消费有复苏，股市出现回升。

中国经济周期领先于美国，中国股市已经开始向上运行，而美欧股市即将面临衰退风暴的冲击。国际投资资本大多是聪明钱，自然会从下行风险高的市场撤离，向上行概率大、收益机会多的中国资本市场进军。

### 3、西方没收俄罗斯政府及富豪资产，引发中东和亚非拉资产撤离西方

西方世界无底线没收俄罗斯国家和俄罗斯富豪资产，引发中东土豪和亚非拉



富豪的恐慌，本着鸡蛋不能放在一个篮子里的原则，大批鸡蛋纷纷从西方世界的篮子向外转移。浓眉大眼的中国好篮子自然成了各类鸡蛋们最佳的归宿，当然，香港好篮子也是中国的。

#### 4、英国养老金危机，促使盘踞在伦敦金融城的“百年资本”们向东转移

英国养老金危机，使盘踞在伦敦金融城的“百年资本”们深感寒意，覆巢之下无有完卵。放眼世界，金融城的“百年资本”们将新巢东移至香港，而吸引“百年资本”们的则是中国庞大的、快速成长的、具备估值优势的资本市场。

#### 5、瑞士金字招牌倒地，保密资金从瑞士持续流出

瑞士公布了俄罗斯客户在瑞士的存款数据，冻结了俄罗斯富豪在瑞士的资产。瑞士两百年的金字招牌轰然倒地，瑞士银行的资金持续流出。据全球知名调研机构尼尔森报告，自瑞士制裁俄罗斯起，国际资金已流出40%。

#### 6、新加坡只是国际资本的中转站，最终目标仍是中国大陆市场

财富研究公司Henley & Partners发布的一份报告显示，新加坡受到越来越多全球高净值人士青睐，预计2022年有2800名百万富翁从全球各地迁移来新加坡。2021年底约有700个家族理财办公室，较2020年底的约400个，增加七成以上。

金钱永不眠，新加坡市场狭小，本质上是一个国际资本的中转站。国际资本需要庞大的资本市场作为宿主，符合标准的市场仍然是中国大陆，转移至新加坡的国际资本，其最终进入目标仍然是中国资本市场。

#### 7、海外资本流入规模测算：2023年有望超万亿元人民币

笔者2022年多次强调海外资本东移是大趋势，A股当前外资占总市值比重仅



为4%，日本外资持股是30.2%，中国增长空间广阔。精准测算未来进入国内的外资资本金额是一件非常困难的事，但仍然可以对东移的海外资本进行简单的估算。

自2018年起，每年北向资金净流入规模约3000亿元人民币。受各类黑天鹅影响，2022年北向资金净流入规模仅有900亿元，根据均值回复原理，2023年有2000亿的欠账要补上，则正常情况下2023年北向资金净流入规模约为5000亿元。

中东、亚非拉富豪们从美欧退出的资本需要寻找新的篮子，从瑞士退场的保密资金需要寻找安全的生存地，伦敦金融城的“百年资本”们也需要新的宿主，上述资金都是可以长期投资的“长钱”。背靠中国大陆，香港是海外资本极佳的栖身场所，“长钱”们可以从香港进入大陆市场。简单估算入场的“长钱”1000亿美元以上并不为过，打个折保守估算为5000亿元人民币。

美欧经济衰退风暴正在展开，经济金融危机爆发概率高，美欧市场的国际投资资金需要寻找新的避险和投资市场。经济周期领先于美国，资本市场规模庞大、市盈率低且流动性充足的中国市场是国际投资资金的最佳乐土。国际投资资金分为配置型和交易型，配置型也是长钱，交易型则以短钱为主。简单估算东移的国际投资资金在1000亿美元之上并不为过，打个折保守估算为5000亿元人民币。

据此，估算2023年可流入“长钱”5000亿元，国际投资资金5000亿元。“长钱”5000亿+国际投资资金5000亿元，约1万亿，打个对折按5000亿元保守估算。

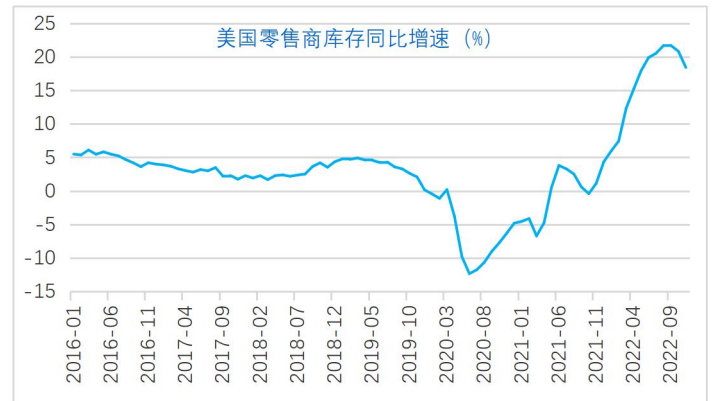
2023年常态流入资金为5000亿元，加上保守估算的“长钱”+国际投资资金5000亿元，估算2023年海外资本净流入规模有望超万亿人民币。

## 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将高于预期，会降低美股的估值，对美股构成分母冲击。

2、美国制造业已处于主动去库存状态，美国零售业已进入主动去库存，美国经济进入衰退加速期，预期企业利润下降幅度仅次于2008年，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、日债泡沫破灭引发的日元大规模回流将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，日债泡沫破灭引发的日元大规模回流必然对美股构成流动性冲击。

### 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

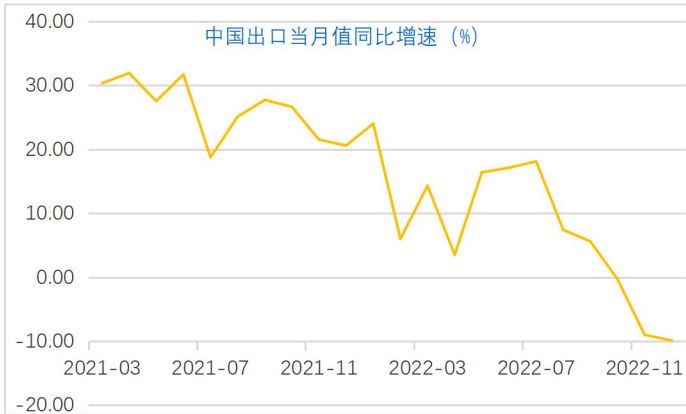
美股正在经历因利率上升导致的分母估值冲击，进入衰退期后又在经历企业盈利下行引发的分子估值冲击，日债泡沫破灭引发的流动性冲击有望最终刺破美股泡沫。

### 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、外需寒意通过出口链向国内产业链传导



资料来源：WIND 格林大华研究与投资咨询部

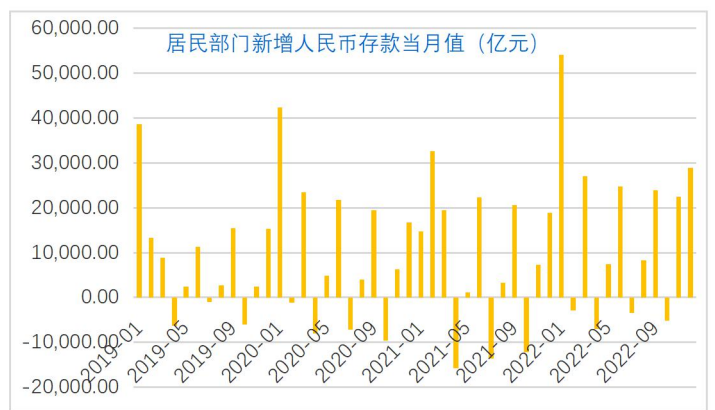
美欧经济处于下行期，美欧面临衰退冲击风暴，外部需求正在大幅下滑。

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链传导至国内，再在国内产业链传导。

2022年12月，中国出口金额当月同比增速下降9.9%。作为全球经济金丝雀的韩国2023年1月出口增速同比下降16.6%，验证外需寒冬。美国零售商已进入主动去库存状态，美国零售商主动去库存至少延续至2023年夏季，对中国商品的需求将持续下滑。

外需寒意正在通过出口链在国内产业链传导。

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



资料来源：WIND 格林大华研究与投资咨询部

在中国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。光伏排产在春节后大规模提升，2023年迎来光伏装机大年。





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，储能领域的原料瓶颈已打开，储能产业快速降本，核心竞争力持续领先和增强。

## 六、中国股市2023年有望成为全球资本的避风港，但需防范第二季度的倒春寒

1、股市通常可以提前半年反映经济底部，2023年夏季为中国基钦周期底部，中国股市底部已确认，防控优化后中国股市开始向上运行。

2、海外资本汹涌入场，海外资本存在买预期、卖现实的习惯，从市场运行节奏看，需防范两会后的“利好兑现”、或者“利好不及预期”，提防第二季度的倒春寒。

3、2023年上半年爆发全球性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，吸引海外资本大举流入。

4、光伏符合中央政府加杠杆方向，2023年有望引领市场。

5、2月利率决议后，交易员们预期美联储三季度开始降息，年底时利率下降50个基点，隔夜拆借利率将由6月高点4.9%降至年底4.4%。三季度科创成长板块有望提估值，带动中国股市上升，人工智能、量子计算、生物制造有望成为热点。

6、随着中国基钦周期见底，2023年三季度大宗商品价格有望回升，国内周期股有望同步或提前回升。

7、2023年下半年的中国股市风格，有望百花齐放。

8、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。

## 七、黄金是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。

## 八、工业品价格已定价中国防控优化后的复苏，尚未定价美欧的衰退冲击风暴 (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，美欧衰退冲击风暴将至，工业品价格仍将面临下行冲击。
- 2、大宗商品已定价中国防控优化后的复苏，但对美欧衰退风暴尚未定价。
- 3、从WIND商品指数看，商品指数仍处于较高位置，并不具备发动新一轮大行情的条件。
- 3、中国基钦周期在二季度有望进入寻底阶段，预期工业品各品种有望在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，在此之前，大宗商品价格仍存下行压力。
- 5、中国库存周期仍处于主动去库存阶段，叠加外需寒意传导、美欧衰退冲击风暴，同时2023年上半年爆发全球性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 2 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；

**大宗商品空头资产：**

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；相关品种合约到期前移仓。

品种	方向	仓位
沪锌2305	空头	高配
沪铜2305	空头	标配
沪铝2305	空头	标配
沪铅2305	空头	低配
焦炭2305	空头	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2305	空头	低配



锰硅2305	空头	低配
不锈钢2304	空头	低配
玻璃2305	空头	低配
纯碱2305	空头	低配
原油2305	空头	低配
燃料油2305	空头	标配
沥青2306	空头	标配
低硫燃料油2305	空头	低配
甲醇2305	空头	低配
塑料2305	空头	低配
聚丙烯2305	空头	低配
苯乙烯2305	空头	低配
尿素2305	空头	低配
纸浆2305	空头	低配
淀粉2305	空头	低配
PTA2305	空头	低配
短纤2305	空头	低配
天胶2305	空头	低配
棕榈油2305	空头	低配
豆油2305	空头	低配
菜油2305	空头	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。