



## 迎接美欧的夏日寒冬

### 从经济四周期配置大类资产 5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：

A股5月市场风格已处于防御状态，中特估、银行板块抬升指数，可以增强指数的防御弹性；

美国银行业危机愈演愈烈，第一共和银行股东权益被清零，美国货币基金避险总额创新高；

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；

全球性经济金融危机继续演化，美国债务上限谈判有望成为压垮骆驼的最后一根稻草；

10年期国债创年内新高，走出利率大年风范；居民部门资产负债表衰退，出口、新开工、基建下行方向，大宗商品同时面临海外风险冲击；

市场预期美联储8月转鸽，四季度降息；

中央政府部门大规模加杠杆是必然选择，时点在中国基钦周期的底部—夏季；

#### 大类资产轮动配置 2023年5月组合（至5月10日）：

**权益类资产：**全部ETF持仓已在3月通过开立股指期货空单进行完全对冲；数字经济类ETF仓位在4月10日开盘后全部降至低配；

**债券类资产：**低配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；

**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；3月20日、21日将黑色系空单仓位全线上调至高配；

**避险资产：**高配黄金期货、白银期货多头合约；

**海外股指：**低配恒指、恒指科技、道指、标普指数、纳指股指期货空头合约；

**外汇资产：**低配港交所美元兑人民币期货多头合约；



## 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、A股市场风格已进入防御状态

### 1、市场风格已在4月完成切换，5月进入防御状态

(人工智能ETF日线图)



(中国国企ETF日线图)



资料来源：WIND 格林大华研究与投资咨询部

市场风格已在4月完成从成长向业绩高确定性板块的切换。5月中特估、银行等高股息板块走强，意味着市场已进入防御状态。市场性质属于2022年四季度见底上升以来的二浪回吐。

### 2、主要指数不具备大幅上行的能量，结构性行情将继续演绎

在经济仍处于下行期、海外市场风险外溢的情况下，A股主要指数并不具备大幅上行的能量。存量博弈下，资金在各板块之间流动，结构性行情仍将演绎。

### 3、上证指数的上行为未来的海外冲击预留了空间，增强了指数的弹性

海外风险已山雨欲来，中特估、银行板块均为权重股，带动上证指数上行，为应对海外风险预留了空间，增强了指数的弹性。



## 二、美国银行业危机愈演愈烈，货币基金避险规模创新高，商业地产大厦将倾

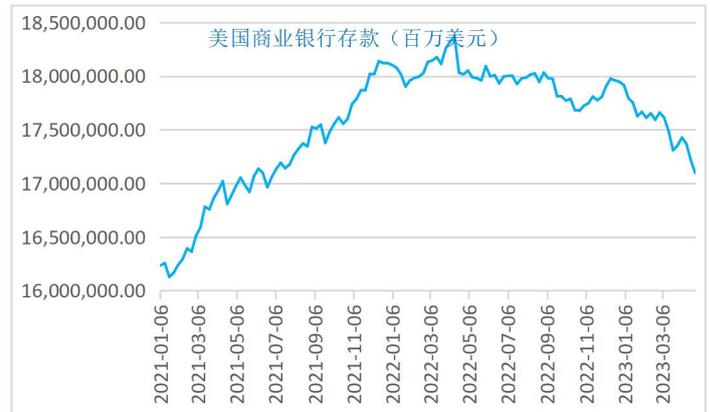
### 1、第一共和银行股东权益被清零，美国银行业危机愈演愈烈

美国第一共和银行先被美国联邦储蓄保险公司托管，而后被摩根大通银行超低价收购，而第一共和银行的股东权益、债券、优先股被清零。

美国银行业已从储户跑路演变为股东跑路，引发地区银行股价持续下跌，银行业危机愈演愈烈。

摩根大通银行收购第一共和银行的吃相极为难看。摩根家族是民主党的超级赞助商，由摩根大通银行主导收购，意味着让狼群看管羊圈。

### 2、美国货币基金总额创新高，商业银行存款持续下滑



资料来源：WIND 格林大华研究与投资咨询部

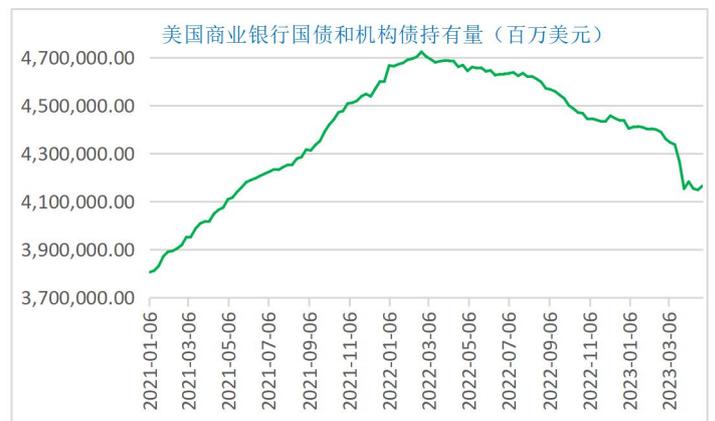
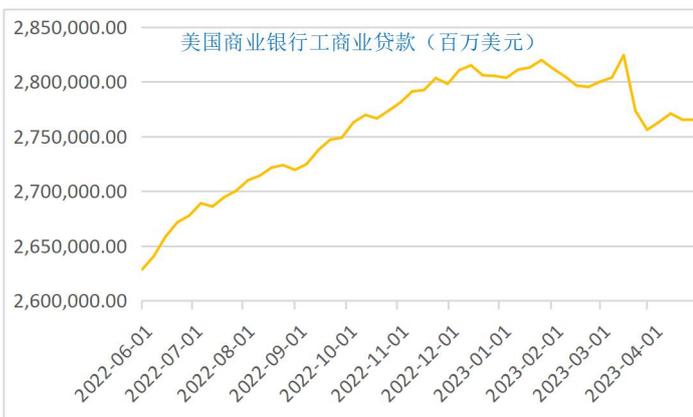
出于对地区银行的不信任，对潜在风险的恐慌，以及追求高收益率，美国储蓄资金持续快速向货币基金迁移，而货币基金更多配置美联储的隔夜回购工具，使资金游离至商业银行体系之外，导致美国商业银行存款规模持续下降。

### 2、美国商业地产大厦将倾

至2023年2月，在商业地产贷款中（不包括多户住宅、农田和建筑贷款），中小银行份额高达70%，是商业地产贷款的主力军。

大约4000亿至4500亿美元的商业地产贷款计划于2023年到期。在中小银行存款持续下降，贷款业务大规模收缩的背景下，商业地产已无法续命，大厦将倾。

### 3、商业银行贷款规模持续被动收缩加速美国经济衰退



资料来源：WIND 格林大华研究与投资咨询部

美国经济增长的70%来自信贷支持的支出。高盛数据显示，在美国，资产不足2500亿美元的中小型银行发放了大约50%的美国工商业贷款、60%的住宅房地产贷款、80%的商业房地产贷款和45%的消费贷款。

商业银行存款规模的持续下降已使美国银行业产生了强烈的资产负债表收缩的效应，银行业被动收缩对工商业的贷款规模，美国企业资金获取难度大增，美国企业经营更加困难，导致美国经济加速下滑。

### 三、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，高利率会降低美股的估值，对美股构成分母冲击。

2、美国零售商、批发商、制造业均处于主动去库存状态，美国房价同比增速接近零值，美国经济进入衰退加速期，预期美国企业利润下降幅度仅次于2008年，将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

日本新行长已正式就职，日本被动退出收益率控制计划已是必然。虽然新行长语言很硬，便预期其操作会很诚实。1月日本货物贸易差额高达31818亿日元(约合237亿美元)，创下记录，其中对中国的逆差即高达200亿美元，显示日本产业竞争力的快速恶化。日本2月外汇储备下降204亿美元。市场已预期日本10年期国债收益率将上行至1%以上，日债大泡泡正在破灭。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分母估值冲击，进入衰退期后又在经历企业盈利加速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。债务上限危机将加速美股泡沫破灭的进程。

#### 4、美国债务上限谈判有望成为压垮骆驼的最后一根稻草

美国债务上限谈判已进入“胆小鬼”游戏进程，两党党争极端化。共和党在众议院的优势极其有限，议长麦卡锡更是超级弱势议长，需要看党内强硬派脸色行事。共和党内的强硬派大多是特朗普的坚定支持者，更在乎政治正确，不在意美国大厦是否崩塌。

美国一年期国债CDS价格已远超历史过往，显示这次不一样。

美国财长耶伦警告称，美国政府最早6月1日发生债务违约。

白宫评估了债务违约后的崩塌场景，白宫经济顾问委员会（CEA）认为，①长期违约将导致类似大衰退的“末日场景”，届时830万人失业，股市将重挫45%。②短期违约将导致50万人失业，失业率上升0.3%。③如果在最后期限完成谈判（6月1日），可能会导致20万人失业，失业率上升0.1%。在这三种情况下，美国经济增长都将转为负增长，收缩幅度从0.3%到6.1%不等，这可能导致经济衰退的开始。

#### 5、全球三大泡沫连续破灭后的壮丽宏观景象有望显现

美国“末日博士”鲁比尼称：一场由通胀、滞胀、经济衰退、债务危机组成的完美风暴即将冲击美国，这场风暴融合了70年代的滞胀和2008年的金融危机。

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。

#### 6、通过开立部分美国股指空单、恒指空单获取海外股市下跌带来的潜在收益

#### 四、出口结构性改善难改总量寒意，寒意通过出口链条在国内产业链加速传导



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已达3.4万亿美元高位，外部需求下滑的冲击沿出口链在国内传导。

3月美国从中国进口金额仅为307亿美元，同比大幅下滑35%。美国零售商处于主动去库存状态，美国零售商的主动去库存至少延续至2023年秋季，对中国商品的需求将持续下滑。

3月和4月中国出口增速正增长，一是缘于2022年同期基数原因，二是对俄罗斯的出口大幅增长，是因为西方退出了俄市场，三是成品油出口大幅增长，主要是进口俄油加工为成品油后的转手贸易。

尽管中国依靠新三样，进行了出口结构的升级，但美欧需求下滑对新三样之外的行业冲击是巨大的，毕竟对俄罗斯、非洲的新增出口和对美欧的出口是百亿美元级和千亿美元级的区别，二者完全不在一个数量级。4月中国对东盟的出口增速已大幅下滑，毕竟东盟也是以转口贸易为主，最终的主要终端消费群体仍是美欧。

对于出口型企业来说，大多依靠国内市场覆盖成本，依靠海外市场创造利润，外需下滑意味着企业利润下滑的速度会比收入下滑的速度快的多。

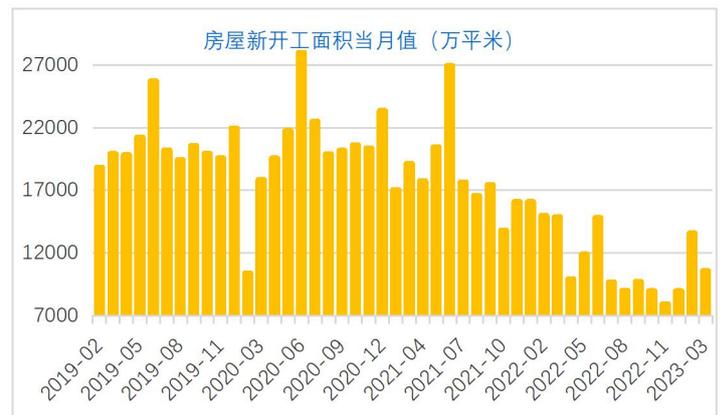
在短期内，由于内外需结构的不同，以及国内居民部门的债务约束，内需缓



慢增长很难覆盖掉外需快速下滑的部分。

需要高度重视外需大幅下滑对国内经济冲击的严峻性。

## 五、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， 加杠杆的时点大约在夏季



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。

大规模加杠杆的时点大约在夏季，弹药需要留在中国基钦周期的底部打出来。



## 六、中国股市2023年下半年有望成为全球资本的避风港

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，中国股市底部已提前半年确认，防控优化后中国股市开始向上运行。目前处于一浪上升后的二浪调整阶段

2、4月份A股风格已完成从成长向业绩高确定性板块的切换，5月已进入防御状态，防范海外市场冲击。

3、发端于美国银行业的全球性经济金融危机仍在继续演化，中国股市有望成为全球资本的避风港，下半年吸引海外资本大举流入。

4、市场预期美联储二季度加息结束，8月份转鸽，最快四季度开始降息。下半年科创成长板块有望再度活跃，人工智能、芯片等板块有望再度成为热点。

6、随着中国基钦周期底部临近，2023年三季度大宗商品价格有望见底回升，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，有望迎来百花齐放。

8、4只股指期货中，中证1000指数新兴产业含量最高，其次是中证500指数，二者最为看好。

## 七、黄金和白银是对冲全球性经济金融危机的最佳的避险工具

(伦敦银日线图)



(伦敦金日线图)



资料来源：WIND 格林大华研究与投资咨询部



1、美国处于衰退期；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、硅谷银行危机是全球性经济金融危机的前奏，黄金是对冲危机的最佳避险工具。

4、5月初，黄金已在盘中创下历史新高。黄金期货和白银期货合约高配多单继续持有。

## 八、10年期国债创下年内新高，走出了利率大年的风范



资料来源：WIND 格林大华研究与投资咨询部

1、2022年四季度疫情防控政策U型转弯，对国债价格构成政策冲击，叠加理财产品净值化，共同造就了国债的流动性大坑。

2、中国基钦周期毕竟没有见底，在从流动性大坑爬出后，10年期国债创出年内新高，尽显利率大年的风范，远超市场在年初的一致预期。

3、中国基钦周期底部在夏季，在海外冲击大规模定价前，10年期国债期货多头合约仍可继续持有。

## 九、工业品价格面临海外冲击，文华工业品指数已跌存大型整理平台

(文华工业品指数周线图)



资料来源：文华财经 格林大华研究与投资咨询部

(焦炭2309合约日线图)



(纸浆2309合约走势图)



资料来源：WIND 格林大华研究与投资咨询部

1、康波萧条期向下，库兹涅茨周期向下，中国基钦周期处于下行末期，美国基钦周期下行加速，工业品价格继续面临下行冲击。

2、国内居民部门资产负债表衰退，出口、新开工、基建处于下行方向。

3、中国基钦周期有望在夏季迎来底部，预期大宗商品价格的底部中心在7月，工业品种有望分批见底，各品种见底的集中时点取决于海外冲击的力度和中国大规模加杠杆的时点。

4、中国库存周期处于主动去库存的末期，叠加美国主动去库存的外需寒意



传导、美欧衰退冲击风暴，全球性经济金融危机有望深度演化，将对大宗商品价格构成下行冲击。

## 九、大类资产轮动配置 2023 年 5 月组合（至 5 月 10 日）：

### 权益类资产：ETF最新持仓

已在4月10日开盘后将人工智能、云计算、大数据、软件、科创芯片、机器人ETF仓位由高配下调至低配；将芯片、科创50ETF仓位由高配下调至标配；4月7日首次建仓房地产ETF，仓位为低配；4月10日创新药ETF仓位由低配上调至高配。

高配：光伏、电池、创业板50ETF；

标配：智能汽车、创新药、芯片、科创50、军工ETF；

低配：房地产、工业母机、人工智能、大数据、云计算、软件、科创芯片、机器人、消费电子、5GETF；

全部ETF持仓已通过股指期货合约空单实现对冲；中证1000、中证500、沪深300指数股指期货空单持仓比例为4:4:2。

债券类资产：低配国内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；

海外股指：低配恒生指数、恒生科技指数、道指、标普500指数、纳斯达克指数股指期货空单合约；

外汇资产：低配港交所美元兑人民币期货多头合约；（看多美元）

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。3月20日、21日将黑色系空单上调至高配，新增了焦煤空单标配。3月21日将原油空单上调至高配。

（合约到期前移仓）

品种	方向	仓位
沪锌2308	空头	高配
沪铜2308	空头	3月20日上调至高配
沪铝2308	空头	3月20日上调至高配
沪铅2308	空头	低配
焦煤2309	空头	3月21日首次建仓，标配
焦炭2309	空头	3月21日上调至高配
热卷2310	空头	3月20日上调至高配
螺纹2310	空头	3月20日上调至高配
铁矿石2309	空头	3月20日上调至高配
硅铁2309	空头	低配
锰硅2309	空头	低配
不锈钢2308	空头	低配
玻璃2309	空头	低配
纯碱2309	空头	低配
原油2308	空头	3月21日上调至高配
燃料油2309	空头	标配
沥青2309	空头	标配
低硫燃料油2308	空头	低配
甲醇2309	空头	低配
塑料2309	空头	低配
聚丙烯2309	空头	低配
苯乙烯2308	空头	低配
尿素2309	空头	低配
纸浆2309	空头	低配
淀粉2311	空头	低配
PTA2309	空头	低配
短纤2309	空头	低配
天胶2309	空头	低配
棕榈油2309	空头	低配
豆油2309	空头	低配
菜油2309	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。