



## 美欧经济金融危机进行时

### 从经济四周期配置大类资产 6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：

主要避险指数显示美欧已进入经济金融危机状态，时间点在上月。

美国对中国快速缓和，美国商界大佬密集访华，反向印证美欧已进入经济金融危机状态；

美国需要和中国联手应对全球经济金融危机；

中国大规模加杠杆的时点和力度，取决于美国拿来交换的利益有多大，风浪越大，鱼越贵；

美国财政部将增发巨额国债，将造成市场的流动性失血；

A股二浪回吐未结束，但结构性行情继续演绎；

中国基钦周期见底的时间点大概率在三季度，部分工业品可能会提前见底；已将有色系、黑色系、建材系、食用油品种空单止盈平仓；

#### 大类资产轮动配置 2023年6月组合（至6月6日）：

**权益类资产：**全部ETF持仓已通过股指期货空头合约进行对冲；

**债券类资产：**6月6日开盘后将10年期国债期货合约多单止盈平仓；高配美国10年期国债期货多头合约；

**大宗商品资产：**6月6日开盘后将有色系、黑色系、建材系、食用油等品种空单止盈平仓，能源化工品种空头组合继续持仓；

**避险资产：**继续高配黄金期货、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、主要避险指数显示美欧已经进入经济金融危机状态

### 1、美元指数上升和日经225指数上升是国际资本应对经济危机进行避险的标志

(美元指数日线图)



(日经225指数日线图)



资料来源：文华财经 WIND 格林大华研究与投资咨询部

美元指数自5月上旬以来开始快速上升，美元指数的本质是美元相对西方其它主要货币的强弱标志，当经济金融危机来临时，国际资本会选择美元货币避险，美元指数上升是国际资本避险的结果，认为欧系货币表现会更差。

日元资产是国际知名的避险资产，危机来临时，国际资本会涌入日元资产避险。日经225指数在5月上旬开始快速上升，其实质是国际资本应对危机进行避险的结果，当然，借助的障眼法是巴菲特增持日本四大商社的消息。

### 2、美国大型科技股上升是从事相对收益投资的资本应对危机的避险选择，美国货币基金总额持续创新高同样是经济金融危机深化的标志

(纳斯达克100指数)

(美国货币基金总额)



资料来源：WIND 格林大华研究与投资咨询部

投资于美股的资本中，相当高的比例是从事相对收益投资的，其比较的业绩基准是美国标普500指数的表现。当经济金融危机来临时，从事相对收益投资的资金会将股票配置向市场强势标的转移，减持其它股票持仓。相对收益资金向以微软、谷歌、英伟达为代表的大型科技股转移，表现为纳斯达克100指数的强势上涨。从实质上说，这是相对收益资本避险行为的结果，障眼法是AI旗帜。

至5月31日，美国货币基金总额快速增长至54000亿美元，持续创新高，同样是经济金融危机深化的重要标志。

### 3、文华工业品指数跌破大型整理平台是对全球经济金融危机的映射

(文华工业品指数周线图)



(CRB指数周线图)



中国商品市场已经是全球最大的商品市场，是观察全球经济的最重要的晴雨表之一。文华工业品指数在5月初跌破大型整理平台，其本身就是对全球经济金融危机的映射反应。

CRB指数则继续运行于下行通道，随着中美易势，叠加CRB指数中能源资产权重过高，其对全球经济的解释价值越来越低。OPEC+组织再次减产，但原油价格没有翻起太大的水花，减产是预判全球经济金融危机的应对措施。

## 二、美国在经济危机巨大压力下，被迫同中国快速缓和，以联手应对危机

### 1、5月后，美国对中国关系快速缓和

在中美高强度博弈下，作为对美国口蜜腹剑行为的应对，自2022四季度开始，中国已分批主动关闭中美之间主要沟通渠道，标志性事件是中国驻美大使长期缺位，形成中美关系的实质性中断。

进入5月后，美国突然放下身段，对中国快速缓和。

5月14日，中美两国在维也纳举行高级别秘密会谈；5月24日，中国新任驻美大使到达美国，正式履职；5月25日，中国商务部长在参加亚太经合组织会议时，会见了美国商务部长和贸易代表；

5月30日，特斯拉CEO马斯克访华，受到中国高规格接待，多位部长会见马斯克，马斯克表示：“美中利益交融，如同连体婴儿彼此密不可分。特斯拉公司反对‘脱钩断链’，愿继续拓展在华业务，共享中国发展机遇。”

5月31日，美国民主党的大金主摩根大通，在上海举行了全球中国峰会，摩根大通CEO戴蒙访华。

5月访华的还有苹果CEO库克、辉瑞CEO艾伯乐、星巴克全球总裁纳斯瀚等，即将来华的有英伟达CEO黄仁勋、路易威登CEO等。美国商界大佬密集访华，释



放出强烈的政治经济信号。

## 2、美国对中国快速缓和的根本原因是需要和中国联手应对全球性经济金融危机

在G2的世界，美国只有和中国联手，才能应对已经到来的全球性经济金融危机。而要和中國联手，则必然需要对中国妥协。

毛主席说过，凡是可以不讲理的地方，美帝国主义一定不讲理，但凡开始和你讲道理，一定是被逼的不得已了。

从美国商界和政界的快速反应和应对看，反向印证了自5月上旬开始，全球已进入经济金融危机状态。

## 3、风浪越大，鱼越贵

上一次中美联手应对全球经济危机，是2008年，中国以举国之力挽救了全球经济。

这一次，历史将再度重现。能挽救全球经济的，只有中国，也只能是中国。中国出台大规模加杠杆措施的时间点和力度，取决于美国拿来交换的筹码有多少，风浪越大，鱼越贵，时间和主动权站在中国这边。

伸的越久，赚的越多。火烧眉毛的美国，近期会加速对中国一系列的妥协和利益交换。

## 三、美股面临财政部巨额发债将造成流动性失血

### 1、美国债务上限协议已通过，财政部即将快速发行万亿美债，抽血市场流动性

美国财政部自今年初以来，一直通过各种非常规措施维持美国政府的正常运行，其资金即将耗尽。在拜登政府作出一系列让步后，美国债务上限协议通过，



美国财政部必然快速增发美债，规模有望达万亿美元之上，此举将对美国市场的流动性造成巨大影响，在美国银行业危机愈演愈烈，货币基金总额持续创新高的背景下，可能快速抽干市场的流动性。

2、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，对美股构成分子冲击。

3、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

#### 4、美股面临流动性失血

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加速下行引发的分子估值冲击。如今又将面临美国财政部大规模发债抽血市场流动性，流动性失血将对美股构成严重冲击。

#### 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。

#### 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

美欧已进入经济金融危机状态，外部需求已大幅下滑。

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，三是对一带一路国家的大规模投资，属于中国式的马歇尔计划，拉动中国机电类产品对一带一路国家的出口。

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，二者完全不在一个重量级。4月中国对东盟的出口



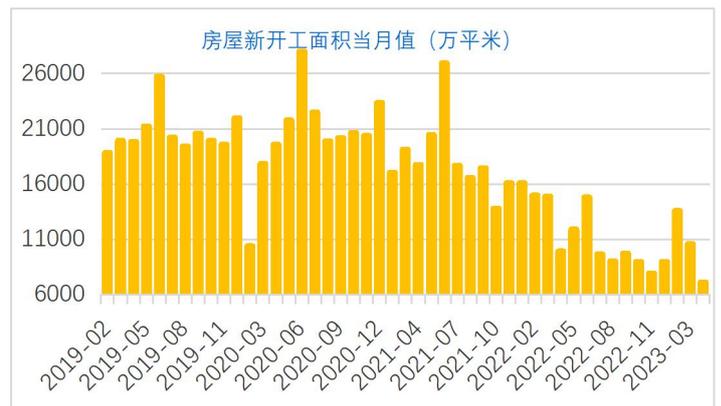
增速已大幅下滑，毕竟东盟也是以转口贸易为主，最终的主要终端消费群体仍是美欧。

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三季度



资料来源：WIND 格林大华研究与投资咨询部

4月，居民部门中长期贷款出现罕见的负增长。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。

大规模加杠杆的时点大约在三季度，中央政府的弹药需要留在中国基钦周期的底部打出来。

## 六、A股二浪回吐尚未结束，结构性行情继续演绎

### 1、A股的二浪回吐调整尚示结束

A股市场性质仍属于2022年四季度见底上升以来的二浪回吐，目前看二浪回调并没有结束。

### 2、泛AI板块重新走强

泛AI板块在调整过后重新走强，其实质是美国大型科技股上涨在国内的映射，但从时间上看，泛AI板块似乎尚未调整到位。

### 3、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、美欧经济金融危机状态下，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。

### 4、可以通过股指期货空单对冲系统性风险

在结构性行情演绎、行业和主题ETF轮动的大背景下，可以通过股指期货空单对冲系统性风险。股指空单标的以传统指数沪深300指数为最佳。



## 5、可以通过多新兴指数、空传统指数进行股指套利

行业和主题ETF轮动多在新兴产业ETF间展开，可以通过作多以新兴产业为代表的中证1000股指，作空以传统产业为代表的沪深300股指，进行股指间套利。

## 七、中国基钦周期底部临近，6月6日开盘后将10年期国债期货多单止盈平仓

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、上半年中国基钦周期仍在下行期，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、中国基钦周期底部已临近，因此6月6日开盘后将10年期国债期货多头合约止盈平仓。

## 八、黄金是对冲全球性经济金融危机的最佳的避险工具

1、美国衰退期加速，但通胀仍将居于高位；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、全球已进入经济金融危机，黄金是对冲危机的最佳避险工具。

4、黄金期货和白银期货合约多单继续持有。

## 九、中国基钦周期底部临近，部分品种可能提前见底，因此将有色系、黑色系、建材系、食用油等品种空单止盈平仓

（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

1、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、全球已处于经济金融危机状态，将对大宗商品价格继续构成下行冲击。

2、中国基钦周期有望在三季度迎来底部，基钦周期的底部是一个区间概念。工业品种见底时间因行业特性各有不同，有的比基钦周期底部提前见底，有的同步见底，有的延后见底。部分工业品品种存在提前见底的可能性。

3、因基钦周期底部临近，因此将黑色系、建材系、食用油等品种空单在6月6日开盘后止盈平仓，包括热卷、螺纹、铁矿石、焦炭、焦煤、不锈钢、硅铁、锰硅、玻璃、纯碱、甲醇、尿素、纸浆、沥青、天胶、PTA、短纤、淀粉、豆油、菜油、棕榈油、沪锌、沪铜、沪铝、沪铅空单。

## 十、大类资产轮动配置 2023 年 6 月组合（至 6 月 6 日）：

### 权益类资产：ETF最新持仓

5月ETF无操作，组合无变化。

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：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、5G、房地产ETF；

全部ETF持仓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由4:4:2修改为3:3:4。

债券类资产：6月6日开盘后将中国10年期国债期货多头合约平仓；继续高配美国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：**

因基钦周期底部临近，因此将黑色系、建材系、食用油、有色系等品种空单在6月6日开盘后止盈平仓，包括热卷、螺纹钢、铁矿石、焦炭、焦煤、不锈钢、硅铁、锰硅、玻璃、纯碱、甲醇、尿素、纸浆、沥青、天胶、PTA、短纤、淀粉、豆油、菜油、棕榈油、沪锌、沪铜、沪铝、沪铅空单。

未平仓空单品种持仓如下（合约到期前移仓）

品种	方向	仓位
原油2309	空头	3月21日上调至高配
燃料油2309	空头	标配
低硫燃料油2309	空头	低配
塑料2309	空头	低配
聚丙烯2309	空头	低配
苯乙烯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。