

## 中国基钦周期进入复杂底部区域

### 从经济四周期配置大类资产 7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：

中国基钦周期已进入底部区域，中国基钦周期大概率在8月越过周期低点；

A股二浪回调大概率在基钦周期低点前后结束，结构性三浪主升行情有望随之展开；

A股主导风格大概率仍是泛AI领域，智能人形机器人、智能驾驶细分赛道有望成为新风口；

大部分工业品价格有望在中国基钦周期低点前后见底，结束大级别下跌，并逐步展开上升行情；

美国对中国快速缓和，美国财长访华取得实质性成果，美国经济和股市风险有望加速暴露；

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大约在三季度末至年底，中国将接替美国成为全球经济新的发动机；

**大类资产轮动配置 2023年7月组合（6月7日至7月11日）：**

**权益类资产：**将机器人、智能驾驶、工业母机、人工智能ETF仓位上调至高配；将大数据、云计算、软件、5GETF仓位上调至标配；首次建仓计算机、数字经济、游戏ETF，仓位为标配；首次建仓通信、传媒ETF，仓位为低配；

**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：**大多数工业品空头合约已在6月6日止盈平仓，当前已无工业品空单持仓。等待工业品多单建仓时点；

**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：**港交所美元兑人民币期货多头合约已在7月4日止盈平仓；



## 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、中国基钦周期已进入复杂底部区域，大概率8月越过周期低点



资料来源：WIND 格林大华研究与投资咨询部

从PPIRM指数同比增速来看，已进入历史底部区域，同比增速继续大幅下行的空间已不大。

从原材料及中间品库存同比增速来看，同比增速已进入负值区间，从历史走势分析，原材料及中间品库存同比增速在负值以下区间停留的时间并不长。

综合PPIRM指数同比增速、原材料及中间品库存同比增速等指标总体分析，国内库存周期正在从主动去库存向被动去库存转化。

中国基钦周期大概在8月越过周期低点，结束本轮基钦下行期，展开新一轮基钦周期上行期。

## 二、A股二浪回调有望结束，并展开三浪主升结构性行情，预期泛AI仍是主线

### 1、A股二浪回调有望结束，并展开三浪上升主升浪

(中证1000指数日线图)

(沪深300指数日线图)



资料来源：WIND 格林大华研究与投资咨询部

A股在2022年四季度见底，领先经济底部二至三个季度，符合基钦周期运行规律。A股大一浪上升结束于2023年2月，随后进入大二浪回调。大二浪回调有望在中国基钦周期低点8月前后结束，随后进入三浪主升浪。

展望三浪主升浪，大概率仍是震荡上扬的结构性主升浪。

从市场风格看，AI代表最先进的生产力，预期AI仍将是主线行情。但AI主线行情结构也将发生变化，AI和机器人结合的智能人形机器人赛道、AI和自动驾驶结构的智能驾驶赛道，有望成为新的超级风口。

## 2、结构性三浪上升的风格大概率是百花齐放

(机器人ETF)



(智能汽车ETF)



资料来源：WIND 格林大华研究与投资咨询部



中国基钦周期越过周期低点，意味着周期性行业类上市公司业绩有望越过底部，进入业绩上升期。周期类上市公司的业绩上升将推动周期类上市公司的股价上升。

中国基钦周期越过低点，也意味着经济有望转好，消费类上市公司业绩有望提升，推动消费类上市公司股价上升。

经济转好，同样有利于价值类上市公司的业绩表现，而中特估也有利于中国价值类上市公司的重新估值。

康波周期和库兹涅茨周期仍处于下行周期，意味着中国利率仍将处于低位。伴随美国有望在2024年一季度进入降息周期，有利于科创成长板块提估值，有利于提升科创成长板块的风险偏好。

康波萧条期是科技创新的大时代，而中国是本轮科技创新的中心国。人工智能越过奇点是本轮科创大时代最重大的事件，泛AI的广泛应用有望实现社会生产力的全面跃升，引领人类社会走出康波萧条期。

投资组合需要拥抱最先进的生产力方向，预期AI仍将是三浪主升期的最强主线，AI和机器人结合的智能人形机器人赛道、AI和自动驾驶结合的智能驾驶赛道，有望成为新的超级风口。

二浪回调结束后，百花齐放的结构性主升浪将随之展开，百花齐放的风格有望贯穿2024年。

### 三、伴随中国基钦周期越过低点，工业品下行结束，将进入大级别上升期

（文华工业品指数周线图）

（CRB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

中国基钦周期有望在8月越过低点，伴随主动去库存的逐步结束，被动去库存的逐步展开，众多工业品大级别的下行将分批结束，并有望分批进入大级别的上行期。

因康波周期、库兹涅茨周期仍处于下行期，只有朱格拉周期处于上行期，因此新一轮的基钦周期上行期大概率不是强周期，而是一轮弱周期，对工业品上行的高度、上行的强度，不宜期望过高。

但各个细分品种供需关系差异巨大，部分品种仍将具备大级别强度上升的潜质，需要在需求端和供给端综合研判。

#### 四、中国基钦周期低点临近，等待10年期国债期货合约作空机会

- 1、2023年在从流动性大坑爬出后，10年期国债期货合约持续上涨至去年高点附近，尽显利率大年的风范，远超市场在年初的一致预期。
- 2、10年期国债期货合约多单已在6月6日止盈平仓。
- 3、中国基钦周期低点已临近，耐心等待10年期国债期货合约的作空机会。

#### 五、人民币汇率的转向需待年底

（离岸人民币汇率）

（美国零售商库存同比增速）



资料来源：文华财经 WIND 格林大华研究与投资咨询部

- 1、美国零售商仍处于主动去库存的方向中，对中国出口压力巨大，为保出口，人民币汇率在5月初展开了一轮快速贬值，离岸汇率从6.90元贬值至7.28元。
- 2、港交所美元兑人民币期货合约多单已在7.23元平仓，开仓价6.92元。
- 3、人民币汇率或已进入震荡期，但真正转势需等待美国零售商主动去库存结束，这一时点大约在2023年底或2024年初，届时人民币资产的做多机会将来临。

## 六、美国财长访华取得实质性成果，利益交换后，美国经济和美国股市的风险有望加速暴露

### 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。

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，必然会加速对中国一系列的妥协和利益交换。

## 4、美国财长访华已取得实质性成果

美国财长7月6日至9日完成访华，中国总理、副总理、央行书记、财政部长

先后与美国财长举行了四轮会谈，美国财长称会谈取得了实质性成果，证明美国通过利益交换，已经拿到了需要的东西。

## 5、美国经济和股市的风险有望加速暴露



资料来源：WIND 格林大华研究与投资咨询部

美国经济已越过临界点，处于加速下行期。

美国股市处于严重的结构分化状态，以标普指数为例，年内的上涨主要由7家巨型科技股贡献，剩下的493家上市公司都在打酱油。

根据FactSet数据，第二季度标普500成份股公司的利润预计将同比下降7.2%，为2020年第二季度以来最大降幅。

美国债务上限协议打破后，在美国高强度国债发行速度下，美国货币基金总额继续创下新高，印证美国经济金融危机加剧。

美国财长访华拿到实质性成果后，美国经济和美国股市的风险有望加速暴露。

**七、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，加杠杆的时点在三季度末至年底**



资料来源: WIND 格林大华研究与投资咨询部

居民部门中长期贷款在4月出现罕见的负增长。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。

中国基钦周期越过低点后, 加杠杆的时机已成熟, 加杠杆的时点取决于美国经济风险的暴露程度, 大约三季度末至年底之间。

在美国经济退坡后, 中国将再次站出领导全球, 成为全球经济新的发动机, 如同2009年的历史重复。

## 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。

## 十、大类资产轮动配置 2023 年 7 月组合（7 月 11 日）：

### 权益类资产：ETF最新持仓

6月7日至7月11日，将机器人、智能汽车、工业母机、人工智能ETF仓位上调至高配；将大数据、云计算、软件、5GETF仓位上调至标配；首次建仓计算机、数字经济、游戏ETF，仓位为标配；首次建仓通信、传媒ETF，仓位为低配；

高配：机器人、智能汽车、工业母机、人工智能、光伏、电池、新能源车、创业板50ETF；

标配：大数据、云计算、软件、5G、计算机、数字经济、游戏、芯片、科创50、军工ETF；

低配：通信、传媒、消费电子、科创芯片、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。

### 大宗商品资产：

因基钦周期底部临近，大部分工业品空单已在6月6日止盈平仓，当前已无空单持仓。等待时机逐步建立工业品的多单底仓。

**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止盈平仓；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：**美元兑人民币期货多头合约已在7月4日止盈平仓；

### **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。