



中国基钦周期已越过低点

从经济四周期配置大类资产 8 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：

中国基钦周期已在7月下旬越过低点；

在中国基钦周期低点，国内最高层出台支持民营经济大发展的一系列政策利好。

A股二浪回调已在7月下旬结束，百花齐放的三浪主升结构性行情已展开；

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；

文华工业品指数处于第一大浪上升中，在回升触及前期大型整理平台后，将出现日线级回落调整；

日本央行突袭式调升10年期日债利率上限；

美国仍处于基钦周期下行情，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；

大类资产轮动配置 2023 年 8 月组合建议（7 月 11 日至 8 月 8 日）：

权益类资产：7月25日建议将对冲ETF持仓的股指期货空单全部平仓，全部ETF持仓恢复至多头持仓状态。将通信、5GETF仓位上调至高配；将消费电子ETF仓位上调至标配；首次建仓半导体设备材料ETF，仓位为低配；

债券类资产：建议高配美国10年期国债期货多头合约；

大宗商品资产：7月24日建议逐步买入开仓建立工业品合约多单底仓，高配纸浆2401，标配沪锌2311，低配沪铝2311、硅铁2311、锰硅2311、沪镍2311、纯碱2401；

避险资产：建议继续高配黄金期货、白银期货多头合约；；

海外股指：建议低配恒指、恒指科技、道指、标普指数、纳指股指期货空头合约；其中恒生指数、恒指科技指数空单已在7月18日建议平仓；



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。

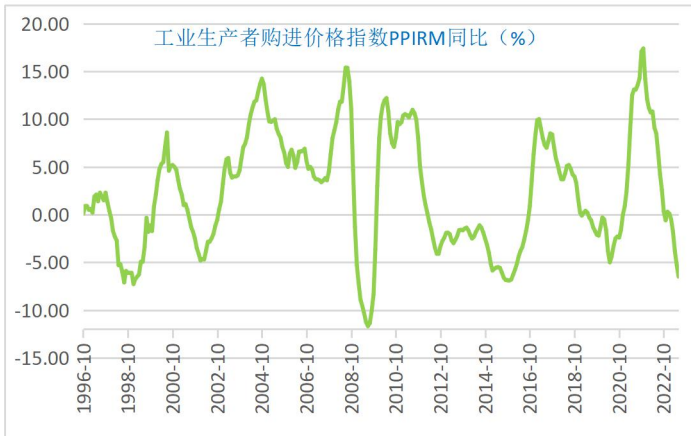
4、康波周期：

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、中国基钦周期已在7月下旬越过低点



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，7月PPIRM同比增速大概率开始回升。

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，国内库存周期已从主动去库存转向被动去库存。

综合分析，中国基钦周期已在7月下旬越过周期低点，新一轮基钦周期上行期已展开，从时间推演，本轮基钦周期上行期可上行至2025年下半年。

二、A股百花齐放的大三浪主升结构性行情已展开，预期泛AI仍是主线

1、A股大二浪回调已在7月下旬结束，大三浪结构性主升已展开

(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。大二浪回调已在7月下旬结束，随后进入大三浪主升行情。

展望三浪主升浪，大概率仍是震荡上扬的结构性主升行情。

从市场风格看，AI代表最先进的生产力，预期泛AI行情仍将是主线行情。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、大三浪上升结构性行情的风格将是百花齐放

(通信ETF)



(智能汽车ETF)



资料来源：WIND 格林大华研究与投资咨询部



中国基钦周期已越过周期低点，意味着周期性行业类上市公司业绩将越过底部，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，预期泛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。

本轮大二浪回调已结束，百花齐放的结构性大三浪主升已展开。从基钦周期时间推演，本轮A股上升行情有望延续至2025年上半年，2024年大部分时间都将处于大三浪主升结构性行情中，因些A股百花齐放的风格有望贯穿2023年下半年和2024年。

三、中国基钦周期已越过低点，逐步建立大宗商品多单底仓

（文华工业品指数周线图）

（文华工业品指数日线图）



资料来源：文华财经 格林大华研究与投资咨询部

中国基钦周期已在7月下旬越过低点，被动去库存已展开，大部分工业品已提前在6月结束了大级别的下行行情，并分批进入本轮基钦周期的大一浪上升行情。

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。本轮工业品上行方式，大概率是进三退二式的波浪式上行节奏。

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。

从文华工业品指数的日线结构分析，轮基钦周期的大一浪行情的一浪上升已在6月展开，并已触及前期大型整理平台，预期后期将出现日线级别的调整。

本栏已建议在7月24日开始逐步建立以纸浆、沪锌合约为代表的工业品多单底仓，后期建议在日线级别调整结束前后完成多单底仓的建仓。

四、中国基钦周期已越过低点，建议等待10年期国债期货合约的作空机会

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、中国基钦周期已越过低点，建议等待10年期国债期货合约的作空机会。

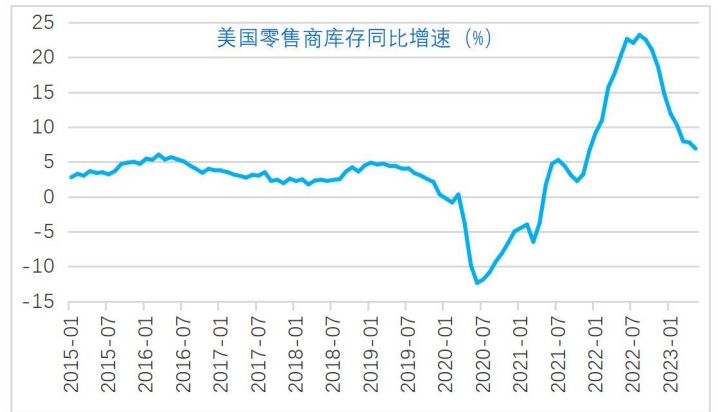


五、人民币汇率的转向需待年底

(离岸人民币汇率)



(美国零售商库存同比增速)



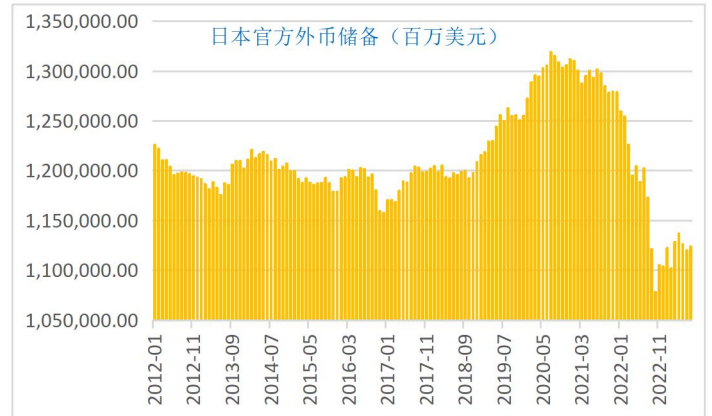
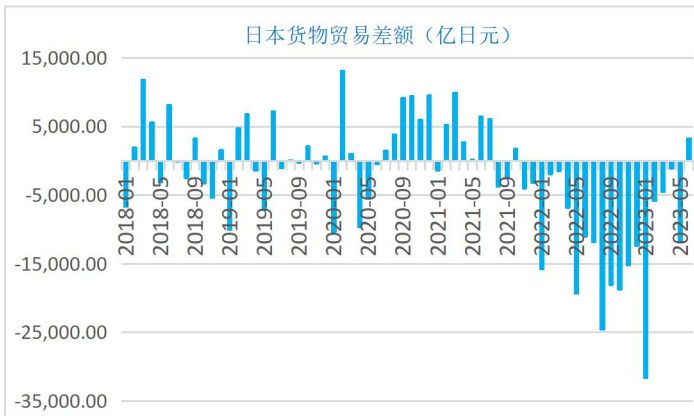
资料来源：文华财经 WIND 格林大华研究与投资咨询部

- 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多单已建议在7月初的7.23元平仓，开仓价6.92元。
- 3、人民币汇率已进入震荡期，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。

五、日本央行“突袭式”将10年期日债利率上限提高至1%，吹响撤退号

(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、7月28日，日本央行宣布调整收益率曲线控制（YCC）政策，将10年期国债收益率上限由0.5%上调至1%。日本央行的动作超出大多数机构的预期。

2、在本栏看来，日本央行上调10年期国债收益率上限，并非突袭式，而是必然性的。实质性的原因是日本产业整体竞争力的台阶式下降，贸易逆差与外汇储备双双大幅下行，已无力干预日债市场的持续抛盘。

3、日本央行上调10年期国债收益率上限，意味着日本央行已吹响海外资金撤退的集结号。从日本银行体系大规模释放出来，游荡于国际资本市场的海量日元资金将加速回流，将对美欧资本市场的流动性构成实质性冲击。

六、美国对华实质性缓和后，美国经济和美国股市的风险有望加速暴露

1、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。



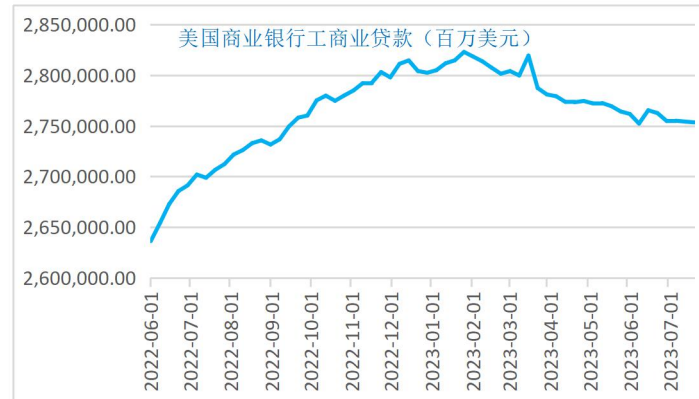
2、风浪越大，鱼越贵

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。

3、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

美国经济处于基钦周期的下行期，并且衰退加速。

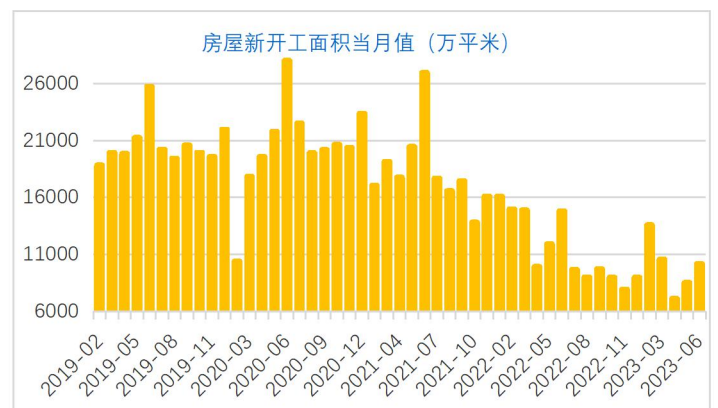
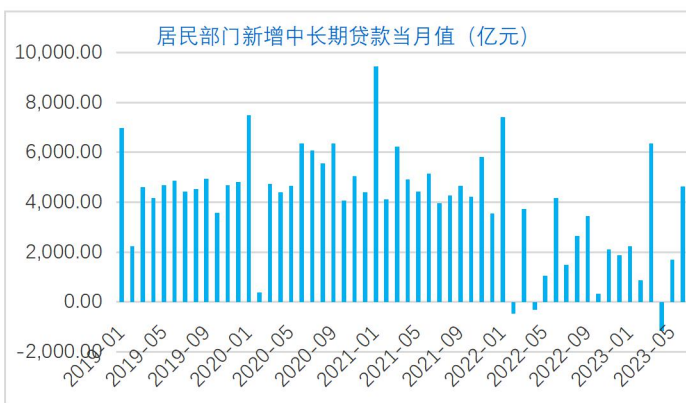
美国股市处于严重的结构分化状态，以标普指数为例，年内由AI引发的上涨主要由7家巨型科技股贡献，剩下的493家上市公司都在打酱油。

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，美国货币基金总额持续创下新高，印证美国经济金融危机加剧。

美国对华实质性缓和后，美国经济和美股的风险有望加速暴露。对国内市场来说，需防范海外市场风险的阶段性心理冲击。

七、国内最高层出台了支持民营经济大发展的一系列政策利好，从政策面印证了中国经济已越过基钦周期低点



资料来源：WIND 格林大华研究与投资咨询部

7月19日，《中共中央 国务院关于促进民营经济发展壮大的意见》发布，意见指出，民营经济是推进中国式现代化的生力军，是高质量发展的重要基础，是推动我国全面建成社会主义现代化强国、实现第二个百年奋斗目标的重要力量。构建高水平社会主义市场经济体制，持续优化稳定公平透明可预期的发展环境，充分激发民营经济生机活力。优化民营经济发展环境，依法保护民营企业产权和企业家权益。鼓励民营企业根据国家战略需要和行业发展趋势，持续加大研发投入，开展关键核心技术攻关，按规定积极承担国家重大科技项目。培育一批关键行业民营科技领军企业、专精特新中小企业和创新能力强的中小企业特色产业集群。

纵观中国经济发展历史，每次在经济最困难的时候，最高层都会出台鼓励民营经济发展的利好政策，毕竟民营企业创造了中国大部分的就业。每一次民营经济获得利好政策支持后，中国经济都会迎来新一轮上台阶。

鼓励民营经济大发展的政策出台，从政策面印证了中国基钦周期已越过周期



低点，随着7月下旬政治局会议等一系列政策利好的持续出台，中国基钦周期轻舟已过万重山。

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、建议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 8 月组合建议（8 月 10 日）：

权益类资产：ETF最新持仓建议

7月25日建议将对冲ETF持仓的股指期货空单全部平仓，全部ETF持仓恢复至多头持仓状态。

将通信、5GETF仓位上调至高配；将消费电子ETF仓位上调至标配；首次建仓半导体设备材料ETF，仓位为低配；将创业板50ETF仓位下调至零；

高配：通信、5G、机器人、智能汽车、工业母机、人工智能、光伏、电池、新能源车、创新药ETF；

标配：大数据、云计算、软件、计算机、数字经济、消费电子、游戏、芯片、科创50、军工ETF；

低配：半导体设备材料、传媒、科创芯片、房地产ETF；

大宗商品资产：7月24日建议开始逐步建立工业品多单底仓（到期前移仓）

高配：纸浆2401合约；

标配：沪锌2311合约；

低配：沪铝2311、硅铁2311、锰硅2311、沪镍2311、纯碱2401合约。



债券类资产：建议高配美国10年期国债期货多头合约；

避险资产：建议高配黄金期货、白银期货多头合约；

海外股指：建议低配道指、标普500指数、纳斯达克指数股指期货空单合约；
其中恒生指数、恒指科技指数空单已在7月18日建议平仓；

外汇资产：等待人民币的作多时点；

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。