

## 中国主动补库 + 美国被动去库

### 从经济四周期配置大类资产 1 月篇

#### 研究所

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：

中国经济进入主动补库存；

美国经济进入被动去库存；

中央经济工作会议决定供给侧以科技创新推动产业创新，通过双配型保障房建设持续改善需求侧，未来30至40年中国经济将走在光明道路上；

文华工业品指数春节前后有望展开大三浪主升；预期启动节奏是黑色系-有色系-能化系；双配型保障房是增量赛道，钢材大概率出现供需失衡；

权益类资产的春季行情有望在春节前展开，看好新兴产业和未来产业等细分赛道ETF；

美国10年期国债收益率有望下行至3%；

人民币汇率在2024年有望升值至6.6至6.8元之间（和美元）；

黄金有望持续创新高，白银弹性更强；

#### 各项大类资产 2024 年展望：

**大宗商品资产：**文华工业品指数进入主升浪，有望创出历史新高；

**权益类资产：**上证指数有望重回3500点，结构性行情延续，看好代表新兴产业的中证1000指数，新兴产业和未来产业主题ETF等细分赛道机会更多；

**债券类资产：**美国10年期和中国10年期国债收益率有望结束倒挂；

**外汇资产：**人民币汇率有望上升至6.6--6.8元之间（和美元，看多人民币）；

**黄金白银避险资产：**乐观情景下，黄金有望上行至2500美元；白银弹性更高；



## 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：

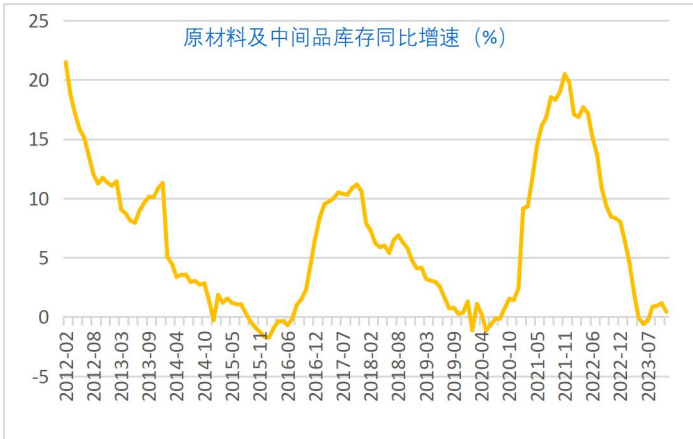
俄国经济学家康德拉季耶夫（N·D·Kondratieff）于1925年提出资本主义经济中存在着50~60年一个的周期，故称“康德拉季耶夫”周期，也称长周期。康波周期分为复苏、繁荣、衰退、萧条四个阶段。康波萧条期是康波周期大循环中最动荡的周期时段，通常会充斥着混乱、战争、饥荒、大通胀、货币剧烈贬值等现象。

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、中国经济进入主动补库存，内需消费、内需投资、出口三驾马车火力全开

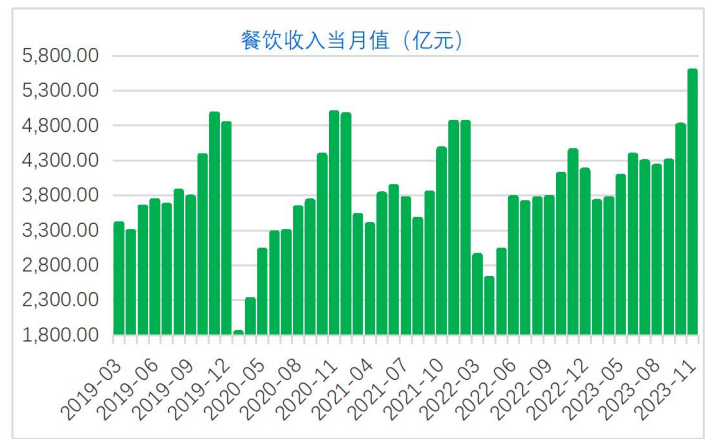
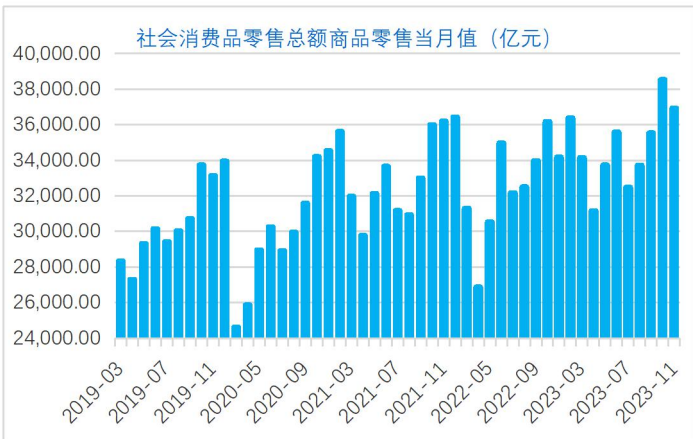
### 1、多个大类行业开始向主动补库存转化



资料来源：WIND 格林大华研究所

从多个大类行业的产成品库存分析，大多数大类行业已基本结束被动去库存，开始向主动补库存转化。

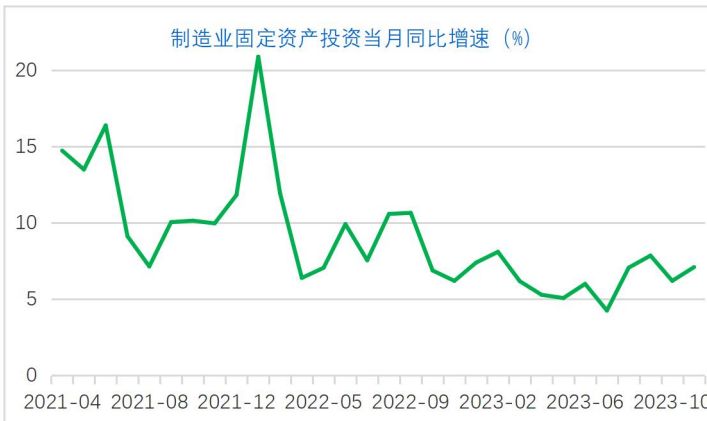
### 2、内需消费增长超预期



资料来源：WIND 格林大华研究所

10月的社会消费品商品零售总额38533亿元创记录，11月36925亿元历史次高；11月的餐饮收入5580亿元环比大增，创历史新高，已远超疫情前。国内消费复苏超预期。

### 3、PSL重启，双配型保障房加持下，2024年固定资产投资有望超预期



资料来源：WIND 格林大华研究所

12月份央行重启PSL，对三大行新增抵押补充贷款3500亿元，主要投向以配售型和配租型保障房为代表的“三大工程”，预期PSL会持续投放。

央行1月5日表示，要推动社会融资总额实现较快增长。PSL属于基础货币投放，不考虑政策行的中间作用，近似于央行直接下场投建双配型保障房。市场对于上一轮2014年PSL投放的棚改货币化强烈效果及副作用，仍然印象深刻。

房地产新开工面积的峰值是2019年22.7亿平，2023年预期是近10亿平，2024年商品房销售和新开工面积会出现均值回复，叠加2024年大规模双配型保障房建设，2024年房地产投资有望大超预期。

中国是本轮康波萧条期技术创新的中心国，大规模新兴产业和未来产业的投资仍在进行中，2024年制造业投资将保持中高速增长。

地方政府的财政困境有望在2024年明显改善，财政困境源于土地财政的收支两条线，已花钱收储的土地无法顺利卖出，占压了财政资金。在大规模双配型保障房建设中，PSL资金将购买地方政府积压的土地，地方政府积压的土地又变成

了现金，财政资金流动性将明显改善。因此，2024年基建投资有望维持稳定。

#### 4、外需回暖，中国出口已恢复至正增长

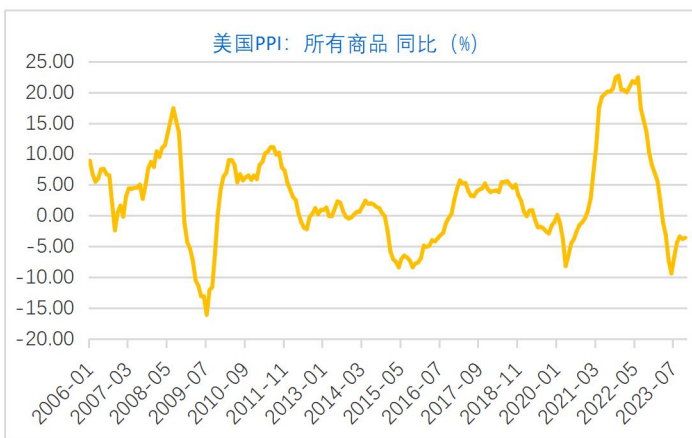


资料来源：WIND 格林大华研究所

12月韩国和越南出口额环比均持续增长，越南出口同比增10.9%，作为全球经济冷暖的两只金丝雀，印证了外需已回暖。

中国11月出口增速为0.5%，已恢复至正增长，在美国进入被动去库存，二季度有望迎来主动补库存的大背景下，中国出口增速有望持续回升。

## 二、美国经济进入被动去库存



资料来源：WIND 格林大华研究所





美国零售商库存、批发商库存、制造商库存已进入被动去库存，并有望在二季度进入主动补库存，有利于中国出口的增长。

美国当地时间1月5日，美国财长耶伦称，美国经济已经实现软着陆。

**三、中央经济工作会议决定供给侧以科技创新推动产业创新，通过双配型保障房建设改善需求侧；未来30至40年中国经济将走在光明道路上，本次中央经济工作会议的历史地位可以等同于1979年决定改革与开放的十一届三中全会；**

### **1、中央经济工作会议决定供给侧以科技创新推动产业创新**

2023年12月的中央经济工作会议，决定以科技创新推动产业创新，这是供给侧最重要的历史决定。

中国是本轮康波萧条期科技创新的中心国，华为Mate60手机的横空出世，表明中国已经打赢了中美科技战的淮海战役，下一步，是百万雄狮过大江。

中国拥有联合国产业分类中全部工业门类，包括39个工业大类、191个中类、525个小类，工业皇冠上的明珠已经快被中国摘秃了，在打赢科技战后，中国在越来越多的科技细分领域，已经进入了无人区。

以AI为代表的新科技体系+以风光为代表的新能源体系，新一轮工业革命的基石在2023年已构建完成，2024年新质生产力开始从1至N，AI的产业泛化必将持续提升全社会劳动生产率。

新质生产力需要相对应新型生产关系，中央经济工作会议决定供给侧以科技创新推动产业创新，奠定了新型生产关系的基础。

中国已成为大型科技创新型经济体，之前的大型科技创新型经济体只有一个，就是美国。中美科技争霸会持续多年，而中国必然会最终全面超越美利坚。

### **2、双配型保障房将持续改善需求侧，实现投资与消费的良性循环**



中国经济的可持续发展，需要内外双循环，更需要国内大市场购买力的持续提升。新业产业和未来产业形成的新增供给，需要新增消费进行持续支持。

当前，作为国内主要购买力的居民部门，其消费能力已受阻于高房价。住房是居民的基本生活资料，当高房价化身盐铁税，居民部门杠杆率接近90年的日本时，居民部门可支配收入大部分用于支付首付款和还房贷，又哪有更多的收入用于消费呢。

高昂的居住成本已成为阻碍国内大市场、大循环发展的“拦路虎”，2023年新出生小朋友只有800万了，中华民族已面临永续发展的人口危机，那么这头“拉路虎”成为革命的对象，是历史的必然。

配售型保障房已在深圳、福州等地开始大规模建设，按地价+建安成本+微利出售给中低收入市民，居住成本比共有产权房还低了很多。钱不是问题，需要多少，央行给多少。

配租型保障房同样已大规模建设。央行和金融监管总局在1月5日晚连发四份文件，为住房租赁市场提供足量的资金支持。

双配型保障房，是中国住房制度的二次革命。

在居民部门可支配收入中，当居住支出持续下降，意味着其它领域的支出可以持续增长。消费的持续增长意味着国内大循环的持续升级，国内大市场的持续扩张，实现投资侧和消费侧的良性循环。

### **3、未来30至40年中国经济将走在光明道路上，本次中央经济工作会议的历史地位可以等同于1978年底决定改革与开放的十一届三中全会**

对应新质生产力的新型生产关系的建立，双配型保障房持续提升居民消费力，消费侧和投资侧实现良性循环，决定了未来30—40年，中国经济可以持续走在光明的道路上。

换言之，顺利渡过康波萧条期，到2030年开始康波复苏期、至2040年开始康波繁荣期，中国经济的光明前景之路已现。

本次中央经济工作会议的历史地位，等同于1978年12月决定改革与开放的

十一届三中全会。

#### 四、工业品主升浪即将展开，本轮基钦周期文华工业品指数有望创新高

##### 1、工业品主升浪有望在春节前后展开



资料来源： 文华财经 格林大华研究所

从文华工业品指数看，本轮基钦周期工业品升势第一浪上升始于2023年6月1日的159点，在9月19日191点结束，开始进入二浪调整。

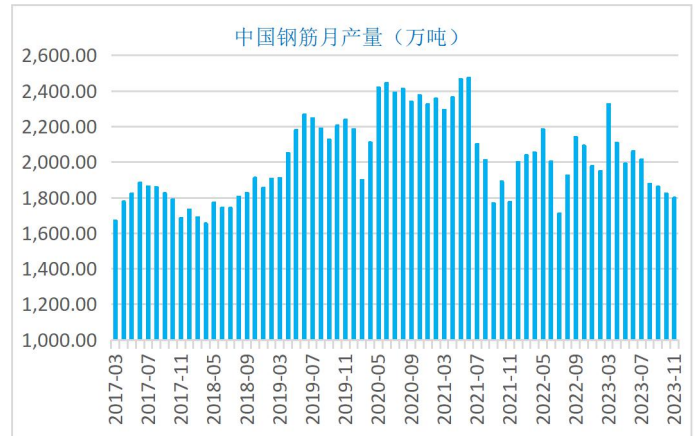
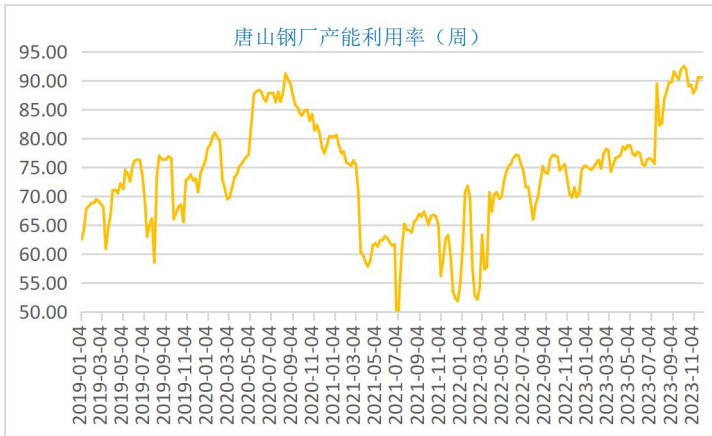
二浪调整首选已结束于12月6日的174点，当前已处于第三浪，次选二浪调整在春节前结束。

无论首选还是次选，春节前后，文华工业品指数均有望进入第三浪上升，即主升浪。

从文华工业品指数的周线看，正在构筑大型头肩底的右肩。

2、双配型保障房是全新的增量赛道，有望大幅提升以钢材为代表的相关工业品需求，钢材大概率出现供需失衡。





资料来源：WIND 格林大华研究所

中国房地产新开工面积最高值是2019年的22.7亿平米，2020年为次高值22.4亿平米，钢筋需求的峰值是2020年。

2020年后，房地产新开面积大幅下滑，2023年新开工面积预期为近10亿平米，相对于2019年减半，对应房地产钢材需求持续下降。但制造业和直接出口的钢材需求在持续增长，在2023年已实现了对房地产衰退的缺口替代。

根据国泰君安证券钢铁团队的研究，2019年制造业、基建、房地产三者在钢材消费中的占比是40:20:40，2023年三者的消费结构已演化为60:20:20。2023年1至11月粗钢总产量9.5亿吨，全年有望达到10.3亿吨，与2020年的高值10.6亿吨，已非常接近，测算制造业和直接出口对房地产的替代速度约在每年6个百分点左右。

假定2023年粗钢为100个供给单位:100个需求单位，供需平衡，则2024年制造业和直接出口占比将增长至66个单位，基建保持不变仍为20个单位。

房地产则可以细化为商品房和双配型保障房，居民部门的中等偏上及高收入群体对商品房的改善性需求仍然存在，2024年预期会出现商品房需求的均值回复，保守起见仍假定商品房为主的旧供给占比为20个单位。双配型保障房主要面对群体为中等偏下和低收入群体，并非商品房的主要客群，属于全新的增量赛道，按照广发证券宏观团队12月21日《如何看“三大工程”对投资端的影响》研报分析，未来5年我国保障房需求总量为3000-4000万套左右，中位数为3500万套，折合每年约700万套。保障房房型套均面积为60-70平米，每年总量约为45500万平



米，按商品房100平米每套计，转换折合商品房约455万套。

2023年以商品房为主的旧供给体系新开工面积1-11月为8.7亿平米，全年估算近10亿平米，按100平一套计，约1000万套。2024年商品房需求大概率会出现均值回复，叠加2024年增量双配型保障房新供给700万套（折商品房455万套），则房地产2024年粗钢消费占比应回升至25个单位以上，只多不少。

中国粗钢产能已封顶，即使2024年粗钢潜在供给放宽至105个单位，110个单位的粗钢需求仍将超越供给，因此2024年国内钢材供需大概率会出现失衡。

以上仅是对2024年钢材供需的简单推演，主要分析逻辑关系，有兴趣的投资者可进行更详细的数据测算。

### 3、预期工业品主升浪的演化节奏是黑色系-有色系-能化系

中美基钦周期共振向上，中国三驾马车火力全开，PSL大规模投向双配型保障房建设，黑色系将率先受益，钢材的供需失衡会传导至有色系，美国进入主动补库存后将带动能化系的上行。

## 五、权益类资产的春季行情有望在春节前展开，看好新兴产业和未来产业等细分赛道ETF，股指期货中最看好科技含量高的中证1000指数

权益类资产的判断相对简单，尽管元旦后A股的下跌出人意料，但并不影响对市场大型底部区域的大判断，上证指数3000点的下方空间有限。

市场在底部区域会出现对利好的钝化，但层层政策利好之火终将燎原，中国基钦周期上行期会持续改善上市公司业绩，保险资金等各路资本持续流入，机构们需要吃饭行情，市场的春天终将到来。

随着美国进入基钦周期上行期，中国出口已开始正增长，人民币已进入升值通道，人民币升值有利于海外资本的持续流入，人民币权益资产也将迎来海外资本的配置潮。

中国股市规模已经非常庞大了，用代表全市场的上证指数衡量市场表现已



不切实际，道指、标普500、恒指等国际指数均是成份股指数，2024年国内结构化行情仍是主流，市场细分指数和赛道仍是主要的投资机会。

以传统上证指数衡量，市场有望回升至3500点，但部分细分指数的表现，会比上证指数强很多。

国内ETF总规模已超2万亿，2023年ETF净流入5000亿元，细分ETF投资工具会更加丰富，可以通过细分ETF构建表现更优秀的投资组合。

四只股指期货中，更看好代表新兴产业和未来产业的中证1000指数。

## 六、美国10年期国债收益率有望下行至3%，中美10年期国债收益率有望结束倒挂

美国当地时间1月5日，美国财长耶伦称，美国经济已经实现软着陆，高通胀得到了抑制，却没有出现严重的经济放缓。

市场预期美国3月份开始降息的比例为70%。

美国10年期国债收益率已从5%快速下行至4%，预期2024年有望下行至3%以下。

中国10年期国债收益率尽管近期下行，但随着中美基钦周期共振上行、文华工业品指数的上行、中国上市公司的业绩进入上行期、资金持续向实体经济流动、财政大年国债+地方债+特殊融资债的大规模发行，均会对国债市场造成压力。

预期中国10年期国债收益率向3%的方向运行，中美10年期国债收益率有机会在2024年结束倒挂。

## 七、人民币汇率在2024年有望升值至6.6至6.8元之间（和美元）

韩国和越南12月份的出口额均环比增长，同比增速正增长，越南出口同比增速已回升至10.9%两位以上，印证外需回暖。

美国进入被动去库存，对中国商品的需求已开始持续回升。美国有望在二季



度后期进入主动补库存，对中国商品的需求回升更快。

中美基钦周期共振上行，代表着全球的经济回暖，中国在全球的出口份额有望进一步提升，尤其是在中间品和资本品的贸易增长方面。

随着人民币顺差的增加，人民币汇率有望升值至6.6元至6.8元之间(和美元)。

## 八、黄金白银避险资产继续乐观

伴随着美国国债突破34万亿，黄金的运行逻辑已发生质变，更多表现为对美元国家信用的风险对冲。

黄金的货币功能正在快速回归，各国央行普遍加速对黄金的储备，毕竟各国都看到了美元崩解的大趋势。

随着美国进入降息通道，美国实际利率有望快速下降，将提振黄金表现。

乐观情景下，2024年黄金有望越过2500美元。

白银在光伏、电动领域的消耗快速增加，库存在持续减少，白银比黄金有更高的弹性。

## 九、各项大类资产的持仓在11月、12月无变化

1、工业品期货多单仓位在9月减持的部分，在国庆节后已陆续补回，11月、12月持仓无变化。

2、股指期货多单、ETF持仓在11月、12月无变化。

3、美国国债期货多单、中国国债期货空单，11月、12月持仓无变化。

4、港交所人民币对美元期货的多单，11月、12月持仓无变化。

5、黄金白银期货的多单，11月、12月持仓无变化。





工业品多单持仓明细:

沪铝2403合约	AL2403	多单, 到期前移仓	高配	7月25日低配, 8月18日标配, 8月21日高配
沪镍2403合约	NI2403	多单, 到期前移仓	标配	7月25日低配, 8月22日标配
纯碱2405合约	SA2405	多单, 到期前移仓	低配	7月25日低配
热卷2405合约	HC2405	多单, 到期前移仓	高配	8月18日低配, 8月22日标配, 8月23日高配
螺纹2405合约	RB2405	多单, 到期前移仓	高配	8月18日低配, 8月22日标配, 8月23日高配
玻璃2405合约	FG2405	多单, 到期前移仓	高配	8月18日低配, 8月23日标配, 9月1日高配
不锈钢2403合约	SS2403	多单, 到期前移仓	低配	8月18日低配
沪铅2403合约	PB2403	多单, 到期前移仓	低配	8月18日低配
沪铜2403合约	CU2403	多单, 到期前移仓	低配	8月21日低配
沪锡2403合约	SN2403	多单, 到期前移仓	标配	8月21日低配, 9月5日标配
PVC2405合约	V2405	多单, 到期前移仓	高配	8月21日低配, 9月4日标配, 9月19日高配
淀粉2403合约	CS2403	多单, 到期前移仓	低配	8月21日低配
氧化铝2403合约	AO2403	多单, 到期前移仓	标配	8月23日低配, 9月21日标配
工业硅2403合约	SI2403	多单, 到期前移仓	低配	9月4日低配
生猪2403合约	LH2403	多单, 到期前移仓	高配	9月4日低配, 9月5日标配, 9月12日高配
集运欧线2408合约	EC2408	多单, 到期前移仓	标配	9月5日低配, 10月16日标配
尿素2405合约	UR2405	多单, 到期前移仓	高配	9月5日低配, 10月20日高配
对二甲苯2405合约	PX2405	多单, 到期前移仓	高配	9月15日低配, 9月19日标配, 10月16日高配
烧碱2405合约	SH2405	多单, 到期前移仓	标配	9月15日低配, 9月20日标配
棉花2405合约	CF2405	多单, 到期前移仓	低配	9月19日低配
焦煤2405合约	JM2405	多单, 到期前移仓	高配	10月9日恢复至标配, 10月16日恢复至高配
焦炭2405合约	J2405	多单, 到期前移仓	高配	10月9日恢复至标配, 10月16日恢复至高配
甲醇2405合约	MA2405	多单, 到期前移仓	标配	10月9日恢复至低配, 10月16日恢复至标配
20号胶2403合约	NR2403	多单, 到期前移仓	高配	10月11日恢复至低配, 10月12日标配, 10月13日高配
天胶2405合约	RU2405	多单, 到期前移仓	高配	10月12日恢复至低配, 10月13日标配, 10月16日高配
丁二烯橡胶2403合约	BR2403	多单, 到期前移仓	高配	10月12日恢复至低配, 10月13日标配, 10月16日高配
棕榈油2405合约	P2405	多单, 到期前移仓	高配	10月13日低配, 10月16日标配, 10月17日高配
豆油2405合约	Y2405	多单, 到期前移仓	高配	10月13日低配, 10月16日标配, 10月17日高配
菜籽油2405合约	OI2405	多单, 到期前移仓	高配	10月13日低配, 10月16日标配, 10月17日高配
原油2403合约	SC2403	多单, 到期前移仓	高配	10月16日低配, 10月17日标配, 10月18日高配
燃料油2403合约	FU2403	多单, 到期前移仓	高配	10月16日低配, 10月17日标配, 10月18日高配
低硫燃料油2404合约	LU2404	多单, 到期前移仓	高配	10月16日低配, 10月17日标配, 10月18日高配
液化气2403合约	PG2403	多单, 到期前移仓	高配	10月16日恢复至低配, 10月17日标配, 10月18日高配
沥青2406合约	BU2406	多单, 到期前移仓	高配	10月16日恢复至低配, 10月17日标配, 10月18日高配
PTA2405合约	TA2405	多单, 到期前移仓	低配	10月16日恢复至低配
短纤2403合约	PF2403	多单, 到期前移仓	低配	10月16日恢复至低配
乙二醇2405合约	EG2405	多单, 到期前移仓	低配	10月16日恢复至低配
苯乙烯2404合约	EB2404	多单, 到期前移仓	高配	10月16日恢复至低配, 10月17日恢复至标配, 10月18日高配
塑料2405合约	L2405	多单, 到期前移仓	标配	10月16日恢复至低配, 10月17日恢复至标配
聚丙烯2405合约	PP2405	多单, 到期前移仓	标配	10月16日恢复至低配, 10月17日恢复至标配
硅铁2403合约	SF2403	多单, 到期前移仓	低配	10月16日恢复至低配
锰硅2403合约	SM2403	多单, 到期前移仓	低配	10月16日恢复至低配
铁矿石2405合约	I2405	多单, 到期前移仓	高配	10月16日恢复至低配, 10月17日恢复至高配

**免责声明:**

本报告中的信息均来源于公开可获得资料, 格林大华期货研究所力求准确可靠, 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。