



徽商期货
HUISHANG FUTURES

徽商期货

如期而获



不经历风雨，怎能见彩虹

——2023 年宏观展望与大类资产配置

成文日期：2022 年 12 月 9 日

徽商期货有限责任公司
投资咨询业务资格：
皖证监函字【2013】280 号

徽商期货研究所

蒋贤辉 研究所所长
从业资格号：F0311865
投资咨询号：Z0011822

摘要

在经济周期中，库存周期表现为短周期，持续约 40 个月的时间，库存周期的变化将导致量与价的阶段趋势变化，出于年度展望和资产配置的角度，本文宏观展望部分将重点分析库存周期。

本文分析认为，本轮库存周期中国领先于欧美，中国处于库存周期下行的末端，欧美库存周期的下行对国内复苏形成干扰。就国内来看，2023 年地产投资触底后将反弹，基建与制造业处于景气区间但增长力度将边际减缓，货币政策稳健但力度将不及 2022 年最盛阶段，出口受欧美周期下行承压，消费维持平稳。总的来看，价格压力将缓和，驱动周期上行的力量不强。2023 年上半年，处于本轮库存周期到新一轮库存周期的转换期，2023 年下半年后进入复苏期。

大类资产配置方面，本文重点从行业估值、利润增长和货币供应三个角度分析股指及行业配置。认为，股指 2023 年上半年在库存周期转换期维持的底部时间较长或继续寻底，转换期过后迎来机会。股指配置建议先核心资产后成长，四大股指存在从上证 50、沪深 300、中证 500 到中证 1000 的轮动。行业配置方面，关注资源、化工、交运、信息技术、家电、金融。

大宗商品配置方面，本文重点从库存和利润两角度分析，观察行业的库存周期。从库存水平、分行业来看，纺织用品、有色金属处于去库存末端。从利润增速来看，钢材、橡胶和塑料制品、纺织、食品处于主动去库到补库的过渡阶段。大宗商品仍受欧美库存周期下行的压制。配置建议上，重点关注纺织类、有色金属和钢材。

一、前言

根据经济学家对经济周期的研究，经济运行有其周期性规律。按照持续时间的长短，有 60 年左右的康德拉季耶夫周期、18 年左右的地产周期、10 年左右的资本支出周期（中周期）和 40 个月左右的基钦周期（库存周期）。长周期由中周期构成，中周期由短周期构成，长周期对中周期有支撑和压制作用，中周期对短周期也如此。

本文聚焦于库存周期，即站在 2022 年末看当下周期处于何种状态，2023 年能否启动一轮新的库存周期，以及大类资产如何配置的问题。

周期分为复苏、繁荣、衰退、萧条四个阶段，复苏和繁荣对应周期的上行，衰退、萧条对应周期的下行。

一轮周期的变化体现量与价的变化，库存周期的量体现库存的变化，价的变化领先于库存的变化。上行阶段对应补库，下行阶段对应去库。去库和补库又可以分为被动和主动。周期经历下行阶段，价格再平衡后，逐渐进入被动补库，需求向好，价格先于库存上升，利润的上升驱动企业主动补库，量价齐升，价格达到高点，而后需求下降，价格下跌，库存上升，进入被动去库，利润的收缩使得需求进一步下降，最后到主动去库，量价齐跌，完成一轮库存周期。实际的库存周期运行中四个阶段长短不一，不容易明确划分，但基本上都会经历主动补库和主动去库阶段，被动补库和被动去库属于过渡期，不容易区分。

在研究思路上，首先，用产出缺口来定义库存周期的强弱，即实际增速与潜在增速的差值。缺口扩大，代表周期处于上行状态，反之则处于下行状态。其它周期也可以如上定义。其次，从当下周期现状出发，分析启动新一轮周期的价格因素、驱动因素以及外部影响因素。最后，通过估值、增长和流动性三个层面探究股指及行业的配置，从库存、利润两个角度探讨大宗商品的配置。

二、周期的末端

（一）历史回顾

从 1999 年起算至 2020 年，中国经历了 6 轮库存周期。

第一轮：1999.06-2001.12，持续 31 个月，上行 15 个月，下行 16 个月。

第二轮：2002.01-2005.01，持续 37 个月，上行 26 个月，下行 11 个月。

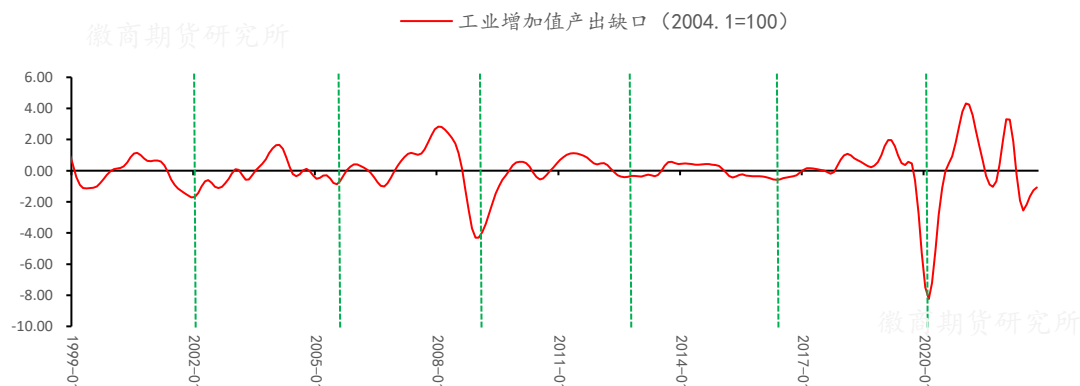
第三轮：2005.02-2009.01，持续 48 个月，上行 36 个月，下行 12 个月。

第四轮：2009.02-2012.08，持续 43 个月，上行 29 个月，下行 14 个月。

第五轮：2012.09-2016.05，持续 45 个月，上行 14 个月，下行 31 个月。

第六轮：2016.06-2020.02，持续 44 个月，上行 32 个月，下行 12 个月。

图 1：库存周期（%）



数据来源：Wind，徽商期货研究所

以 21 年时间算，1999 年到 2020 年，平均一轮库存周期从上行到下行结束持续时间约 42 个月，最短 31 个月，最长 48 个月。上行时间最长为第三轮，持续 36 个月，下行时间最长为第五轮，持续 31 个月。

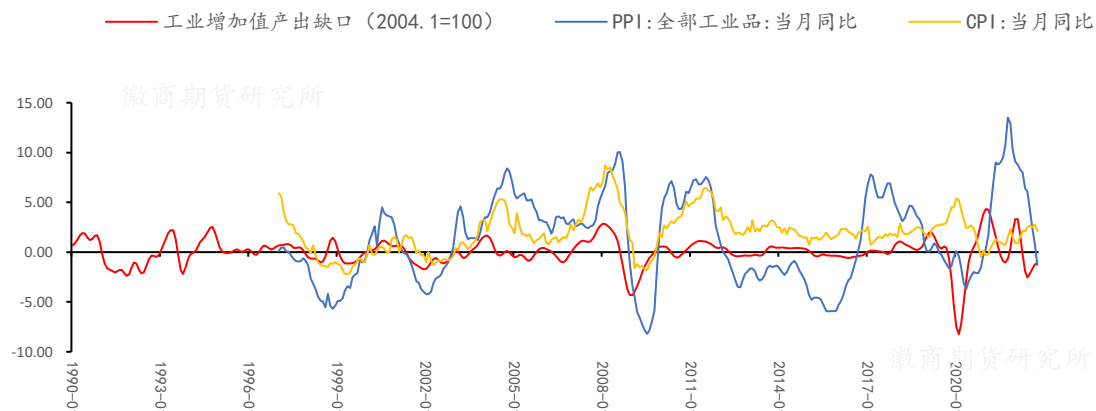
本轮库存周期从 2020 年 3 月开始起算，到 2021 年 1 月达到高点，上行 11 个月，若到 2022 年 6 月低点止，下行已 17 个月，总共经历了 28 个月，从时间上来看，与一轮库存周期平均 42 个月的时间差 14 个月。若以平均时间 42 个月计算，本轮库存周期可能需要到 2023 年 8 月才能触底，这意味着从 2022 年 7 月以来的反弹后续还有二次触底才能完成本轮库存周期。若以最短时间 31 个月计算，则本轮库存周期于 2022 年 9 月已经触底，但显然 9 月并不符合底部特征。若以最长时间 48 个月计算，本轮库存周期需要到 2024 年 6 月才能触底，这是最悲观的情况。

（二）现阶段量与价的特点

周期的演变体现量的变化，价为必要条件。

这一轮周期是否具备向上的必要条件，可以通过观察价格指数 PPI、CPI 和利率水平得知。

图 2：产出缺口与 PPI、CPI (%)



数据来源：wind, 徽商期货研究所

1. 价格

PPI 当月同比从 2021 年 10 月高位回落，2022 年 10 月 PPI 当月同比跌至-1.3%，首次落入负值区间。从上、中、下游分项构成来看，来自原材料的价格压力整体有所缓解，但石油和天然气的高价仍然限制中下游的生产。

消费者价格指数从 2022 年 1 月开始加速上行，至 2022 年 9 月达到 2.8%的阶段高点。从分项来看，来自食品的价格上涨贡献最大，而食品主要贡献项是猪肉价格。2022 年 7 月至 10 月猪肉价格当月同比分别为 20.2%、22.4%、36.0%、51.8%，涨幅逐步扩大。

2023 年上半年，CPI 的上行压力依然存在，到 2023 年下半年将有所缓解。排除国外通胀回落的因素，单从国内来看，主要还是关注猪价，而猪肉价格最重要的影响因素是生猪存栏和能繁母猪存栏。生猪存栏目前已经上升至接近 2014 年前的中枢水平，彼时，对应的生猪价格长期波动区间是 10-20 元/千克。但是，生猪存栏的上升取决于能繁母猪存栏的上升，目前能繁母猪存栏在 2014 年前中枢水平之下，如果不能回到此区间，则意味着生猪存栏的上升将受到限制，生猪价格的运行区间将高于 10-20 元/千克，高于长期水平。即便如此，从相对价格来看，由于生猪价格从 2022 年下半年开始快速上行，高基数效应将限制 2023 年生猪价格的同比上涨，从而 CPI 有回落的可能，叠加全球通胀在 2023 年回落，外部输入性通胀压力的减弱，价格压力将在 2023 年下半年缓解。

图 3：上游原材料 PPI 当月同比 (%)

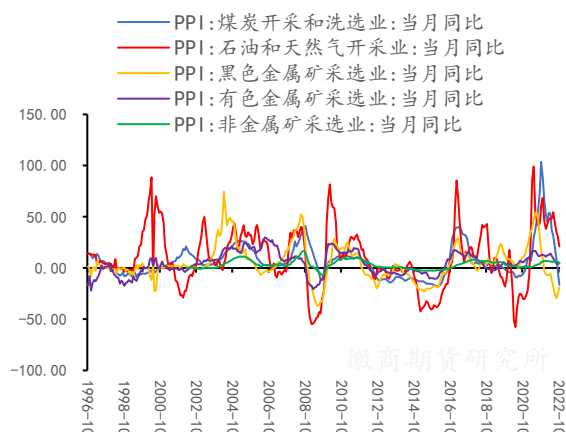
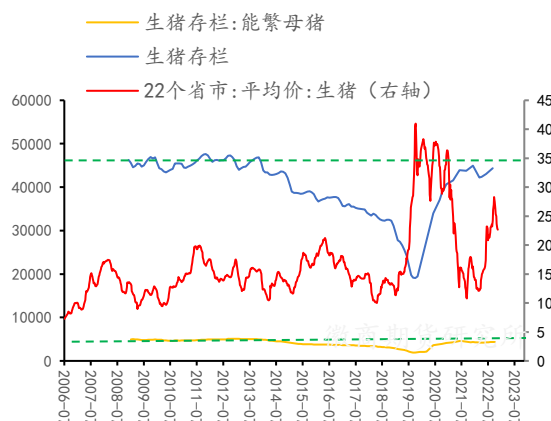


图 4：生猪价格（元/千克）与存栏（万头）



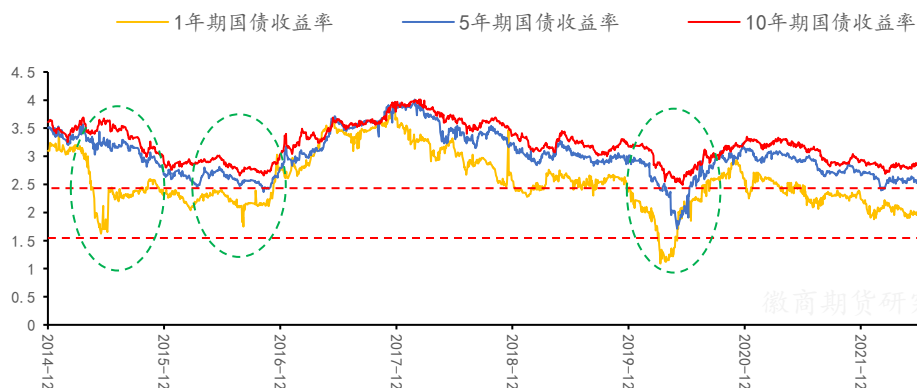
数据来源：Wind, 徽商期货研究所

2.利率

利率即资金价格，同样也是驱动周期上行的必要条件。

2015 年 6 月，1 年期国债收益率位于 1.6% 水平附近，库存周期短期见底，经过一轮短暂反弹后经历了再次去库，在 2016 年下半年库存周期真正见底，当时 1 年期国债收益率水平位于 1.7% 附近，后开启了新一轮库存周期，直到 2019 年 2 月见顶，利率提前见顶。

图 5：国债收益率 (%)



数据来源：wind, 徽商期货研究所

2022 年 8 月，1 年期国债收益率位于近 2 年来的低点 1.56%，比 2016 年 6 月的低点低，与 2015 年的低点接近，高于 2020 年的低点。该利率水平已经足够成为驱动一轮上行周期的必要条件。

总之，从量来看，本轮库存周期似乎触底，目前似乎处于新一轮库存周期的上行

修复期，从价来看，利率的必要条件已经具备，但物价的必要条件还不完全具备。虽然上游成本端价格压力有所缓解，但石油和原材料的价格压力仍然存在，食品端的价格压力在上半年依然存在。

三、驱动因素

（一）库存

库存周期体现库存的变化，由“被动补库-主动补库-被动去库-主动去库”构成一轮库存周期，库存则呈现“被动减少-主动增加-被动增加-主动减少”的阶段变化，价格变化领先于库存变化。

首先，通过产库比、PMI 原材料采购指数、PMI 产成品库存指数来观察当前库存的特点。

当需求向好时，产库比上升，反之则反。

本轮库存周期，产库比从 2021 年 2 月达到最高，此后一路下滑，到目前已跌破 2020 年 2 月的低点，离 2008 年的低点仍有一定距离，反映需求下滑依然没有停止。

订单、采购量、生产指数的向下同样也说明了需求向下的步伐依然没有停止。新订单指数、采购指数、生产指数分别从 2020 年 11 月、2020 年 12 月开始下滑，在 2021 年 4 季度短暂反弹后继续向下，目前仍然处于下跌趋势中。

PMI 原材料采购指数 2020 年 3 月触底，2021 年 1 月见顶，而后回落至今。PMI 产成品库存指数 2020 年 11 月触底，2022 年 4 月见顶，2022 年 9 月出现反弹。

一轮库存周期中，原材料采购指数领先于产成品库存指数。二者同时向上对应主动补库，周期向上，价格向上。二者同时向下对应主动去库，周期向下，价格向下。原材料采购指数向上，产成品库存指数向下对应被动补库，库存被动减少，价格向上。原材料采购指数向下，产成品库存指数向上，对应被动去库，库存被动累积，价格向下。

从目前来看，原材料采购指数向下，产成品库存指数向上，似乎与被动去库特征对应，根据原材料库存指数领先于产成品库存指数的特点，产成品库存指数应当还有一个向下的阶段，如果原材料采购指数不能企稳，此阶段或延续 2022 年 5-9 月的主动去库阶段，意味

着此轮周期仍然还有一定向下空间，价格可能在再次主动去库阶段面临下跌。

如果上述结论成立，那么此轮库存周期去库阶段何时见底？

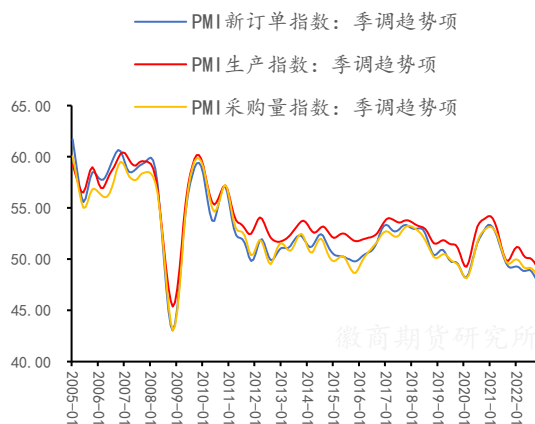
一轮库存周期，价格是领先指标，价格见底反弹后，需求见底反弹，刺激企业的采购增加，企业出于谨慎的态度，并不敢主动补库，此时，库存在低位甚至随着需求的增加还有所下降，处于新一轮库存周期的开始阶段，即复苏阶段。

根据历史规律，PMI 采购价格指数约领先于 PPI 指数 1-2 个季度，PPI 指数领先于产成品库存指数约 1 个季度。当前 PMI 采购价格指数跌落至长期均衡水平后企稳反弹，按照 2-3 个季度计算，此轮库存周期大约在 2023 年 5-8 月见底，价格则提前上涨。

图 6：产库比（比值）



图 7：PMI 订单、生产和采购量（%）



数据来源：Wind, 徽商期货研究所

图 8：PMI 原材料采购、产成品库存（%）

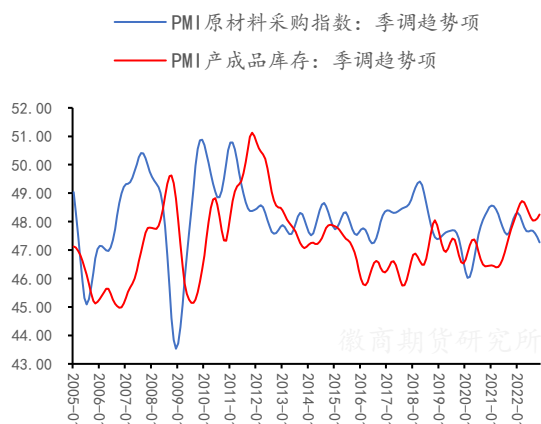
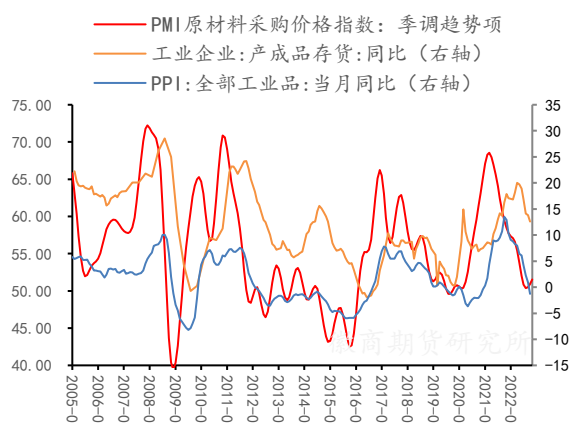


图 9：PMI 原材料采购价格、PPI 和产成品库存（%）



数据来源：Wind, 徽商期货研究所

（二）房地产

房地产有其自身的周期，长于中周期，是驱动经济中长期增长的关键因素。

影响房地产中长期增长的因素主要是城市化率和人口结构。

当前，我国城市化率已达 63%，相当于 20 世纪 50 年代的美国、60 年代的日本和 80 年代的韩国水平。而美日韩城市化率在达到 70% 之后，增速逐渐放缓。这意味着我们的城市化快速发展阶段已经过去，后期将逐渐进入缓慢增长阶段。

人口的老龄化制约房地产周期的中枢水平，这从日本老龄化后房价的长期下行中可以反映出来。

图 10：中、德、日、美、英城市化率（%）

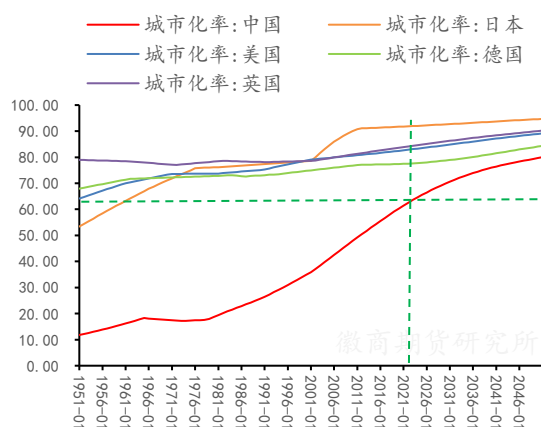
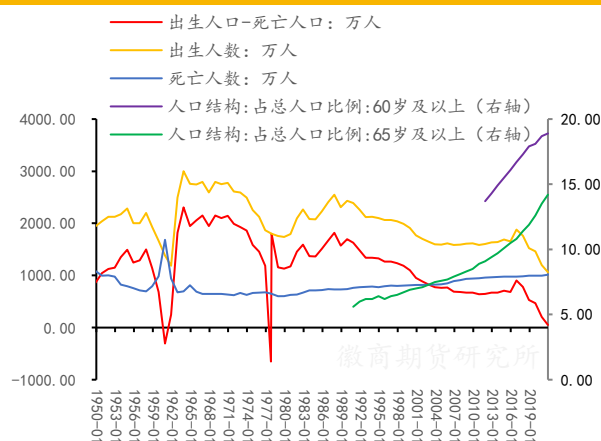


图 11：人口净增（万人）和人口结构（%）



数据来源：Wind, 徽商期货研究所

在此，姑且不考虑中长周期的房地产周期，着眼于房地产对短周期的驱动。

从短周期驱动来看，2020 年至今，房地产曾经成为 2020 年至 2021 年中国经济发展的重要支撑因素。在国家“房住不炒”的政策指引下，随着房企融资三道红线、银行贷款五级分档、地方政府集中供地等一系列严厉政策的实施，地产于 2021 年一季度见顶，随后进入了调整期。2022 年以来，在个别房企债务问题暴露、开发商违约、疫情多地扩散的背景下，地产进入周期的快速下行阶段。

2022 年 11 月以来，多部门陆续从支持银行贷款延期、鼓励民营房企发债、启动房企上市融资等方面出台了系列政策，三“箭”齐发，其目的在于通过融资支持，稳定房企投资，促进保交楼。

贷款、自筹、利用外资和预售款、个人按揭贷款是房企四大主要资金来源，而预售款、个人按揭贷款是最重要资金来源。房企要稳定发展，销售是关键，销售决定投资。

图 12：房企资金主要来源（%）

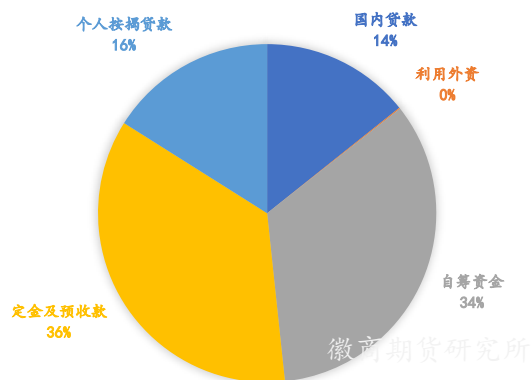
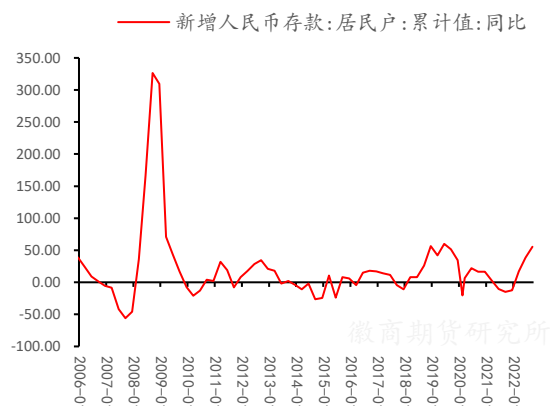


图 13：居民新增人民币存款（%）

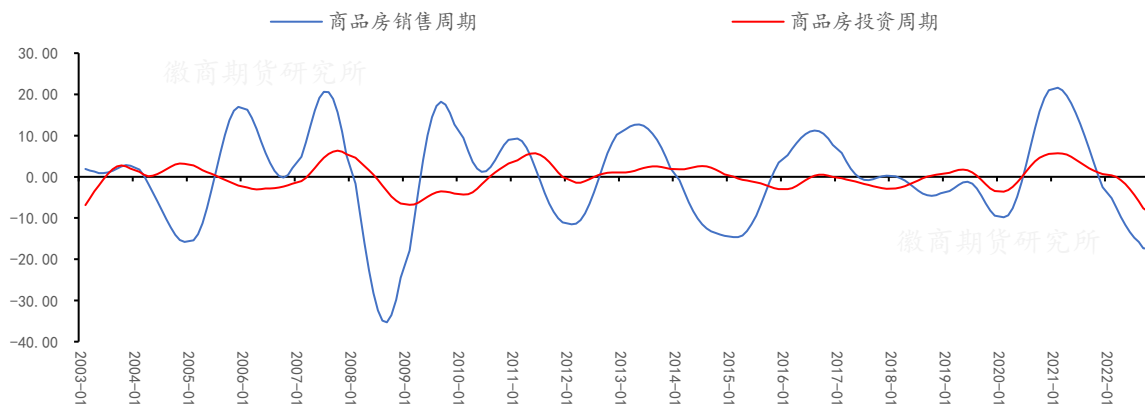


数据来源：Wind, 徽商期货研究所

就投资水平来看，近一年，房地产经历了 2008 年以来最严峻的阶段。未来能否企稳还得看销售。

从历史规律来看，销售一般领先投资 1 个季度左右的时间。2022 年 10 月销售降幅有所企稳，若按一个季度的领先时间计算，意味着 2023 年 1 月投资可能企稳止跌。但要改变下行态势，还取决于房企债务出清，以及疫情等外在因素。

图 14：地产销售和周期（%）



数据来源：wind, 徽商期货研究所

疫情及其防控措施影响了人们收入的增加以及对于未来的预期，房企的违约引发了信任危机，二者综合叠加，使得居民买房意愿降低，居民为应对未来的不确定性，更愿意选择储蓄，而不是消费。这可以从 2020 年以来居民户的存款长期高于疫情前水平反映出来。

收入的减少引发居民的主动去杠杆，债务主动降速高于收入被动降速，使得债务收入

比降低，即杠杆下降，乐观地去看，这为支出提升提供了支撑。

疫情近三年来，居民保持了杠杆率的稳定，居民杠杆率三年维持在 62%左右的水平，高于德国的水平。居民杠杆率以名义 GDP 衡量，不能有效反映居民的真实杠杆水平，用可支配收入衡量更具有实际意义。

居民债务与居民可支配收入同比差值反映债务相对收入的增速，该指标已跌破 2012 年的低点，反映居民债务经历了 2022 年的主动去杠杆后增速相比 2012 年还低。若 2023 年疫情能转好，乐观预期，信心重燃，支撑杠杆提升，但杠杆的相对高位意味着提升空间有限。这决定了此轮地产周期的反弹相对较弱。

图 15：居民部门杠杆率（%）

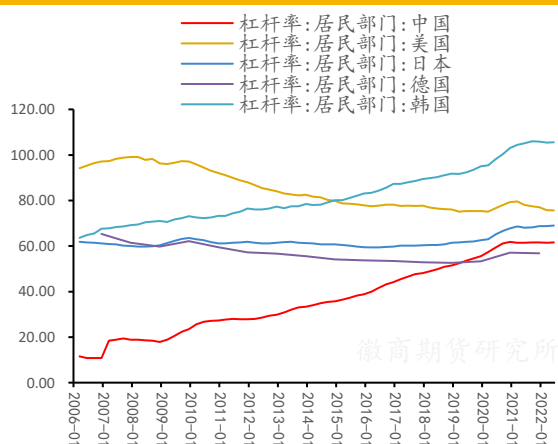
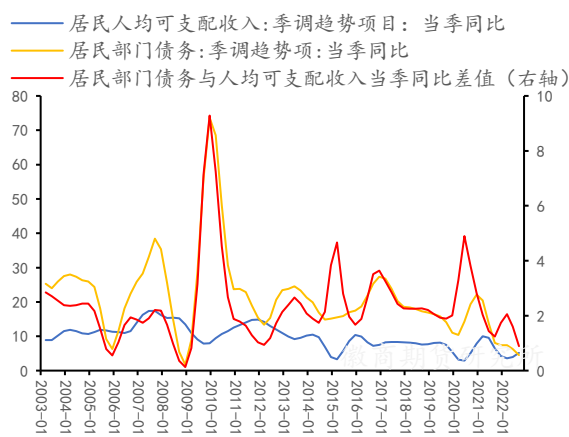


图 16：居民部门债务与居民人均可支配收入（%）



数据来源：Wind, 徽商期货研究所

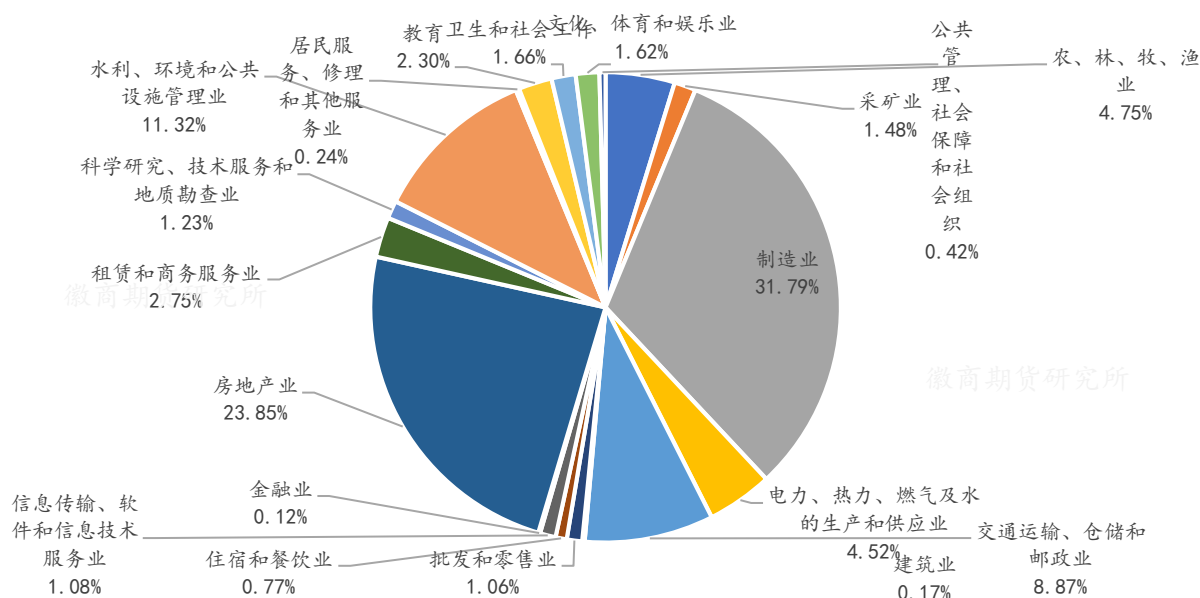
（三）投资

投资即资本支出，有其自身的周期，属于中周期，是驱动经济中期增长的关键因素。

资本支出分为非制造业、制造业两大方面，在所有投资中占比分别约 45%、32%，非制造业投资是领先指标。

非制造业投资是指扣除房地产、建筑行业、制造业以外的其它投资，主要由交通运输、仓储和邮政业，水利、环境和公共设施管理业，电力、热力、燃气及水的生产和供应业，采矿业，农、林、牧、渔业，以及其它服务业所构成，在所有投资中占比约 9%、11%、5%、2%、5%、12%。

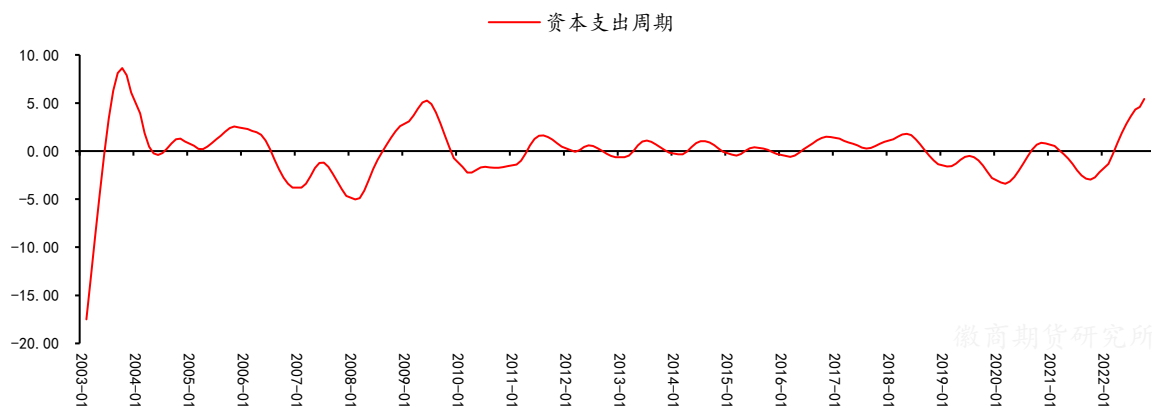
图 17：各行业固定资产投资占比（2021 年数据）



数据来源：wind，徽商期货研究所

从短周期来看，2020 年以来，投资在经历短暂下行之后于 2021 年 11 月开启上行，于 2022 年 3 月进入扩张区间。其中，非制造业投资主要来自于政府投资拉动，制造业投资来自于出口高增速的拉动。

图 18：资本支出周期（%）



数据来源：wind，徽商期货研究所

2020 年，政府开始加大专项债发行限额，从 2019 年的 21500 亿元，增加到 2020 年的 37500 亿元，2021 年的 36500 亿元，2022 年的 36500 亿元，且 2022 年在加快发行速度同

时将 2023 年的限额提前发行，发行额度创出近三年新高。

在政府投资拉动下，交通运输、仓储和邮政业，水利、环保和公共设施管理业，电力、热力、燃气和水的生产和供应业从 2021 年四季度开始触底反弹，于 2022 年一季度进入扩张区间。

图 19：政府新增债务发行进度（%）

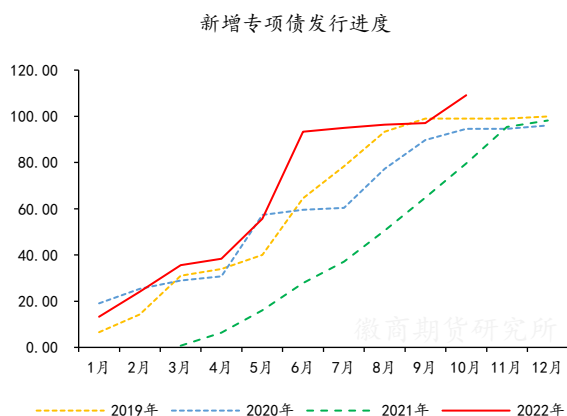
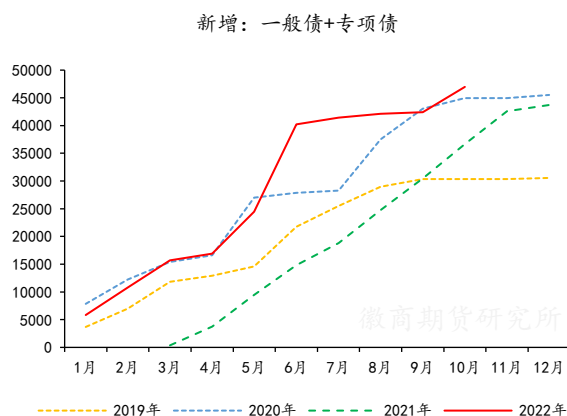


图 20：政府新增债务额度（亿元）



数据来源：Wind，徽商期货研究所

图 21：非制造业和制造业投资周期（%）

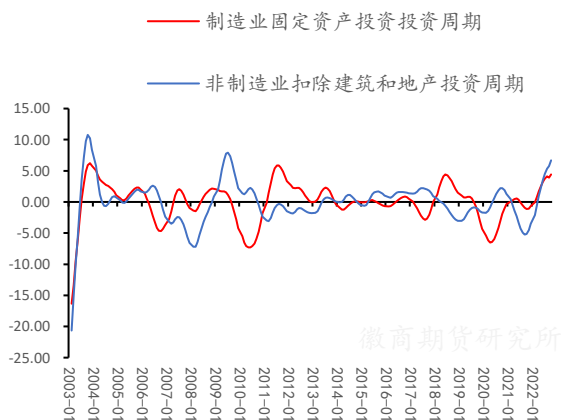
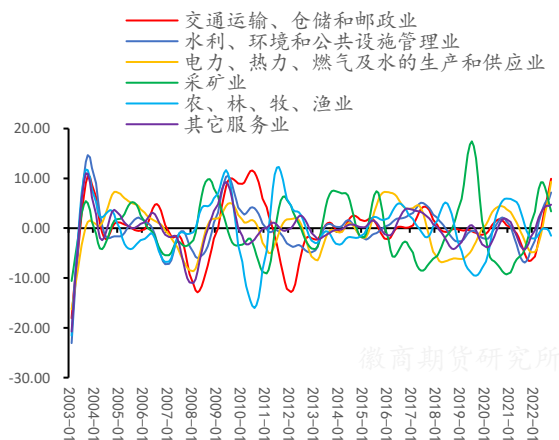


图 22：非制造业分行业投资周期（%）



数据来源：Wind，徽商期货研究所

得益于过去两年国内疫情得以控制，海外疫情扩散，国内产业链恢复较快，海外产业链恢复不足，制造业订单回流，导致制造业投资上升速度较快，从 2020 年 5 月触底后快速上升，经过 2021 年的短暂调整后进入扩张区间。

从短周期来看，资本支出经历近两年的复苏扩张后，有可能减速，对周期向上构成抑

制。

首先，政府投资可能减弱。由于过去两年政府在非制造业投资领域的持续支持，叠加对公共卫生支出特别是 2022 年以来的支出增加，导致政府财政赤字逐年上升。同时，在地产投资快速下滑影响下，土地使用权出让收入快速下滑，广义财政赤字连续多月创近 5 年新高。赤字的上升一定程度上透支了政府未来的投资，2023 年非制造业投资将跟随赤字下降而下滑。

从月度数据来看，交通运输支出累计同比已从 2022 年 7 月 13.1% 下滑到 2022 年 10 月的 6.6%，农林水事务方面的公共支出累计同比从 2022 年 4 月的 12.9% 下滑到 2022 年 10 月的 4.5%，节能环保和城乡社区事务方面的支出累计同比分别从 2022 年 8 月、9 月转为负增长。

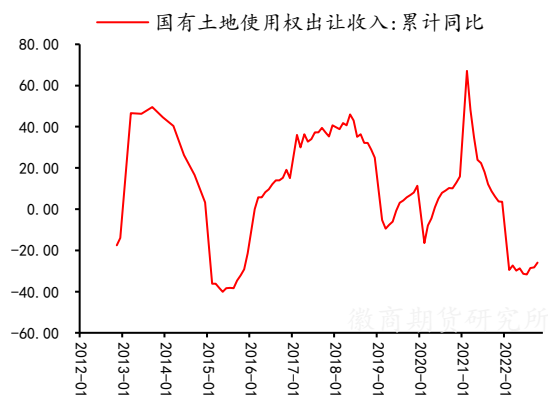
其次，海外经济减速，疫情影响减弱带动海外产业链恢复，国内出口需求将减弱，叠加国内疫情的不确定性因素，以及东南亚等国家的人工成本相对低廉，2023 年国内制造业投资可能出现减速。

虽然非制造业投资和制造业投资未来面临下行的风险，但前期扩张产生的力量有可能向其它领域传导，非制造业投资的顶峰过后有可能带来地产销售的回升，继而带动房地产投资回升。

图 23： 卫生健康领域的公共财政支出（%）



图 24： 国有土地使用权收入（%）



数据来源：Wind、徽商期货研究所

图 25： 实际赤字（亿元）

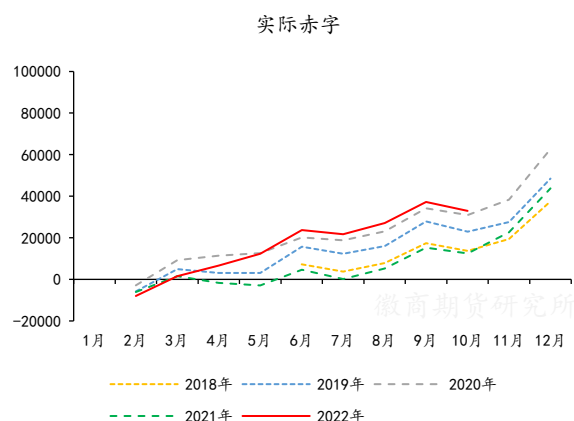
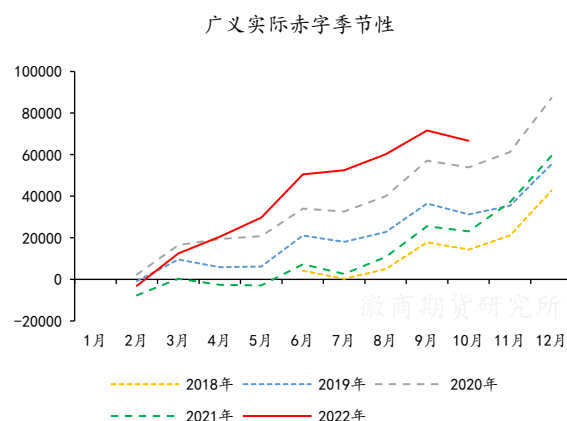
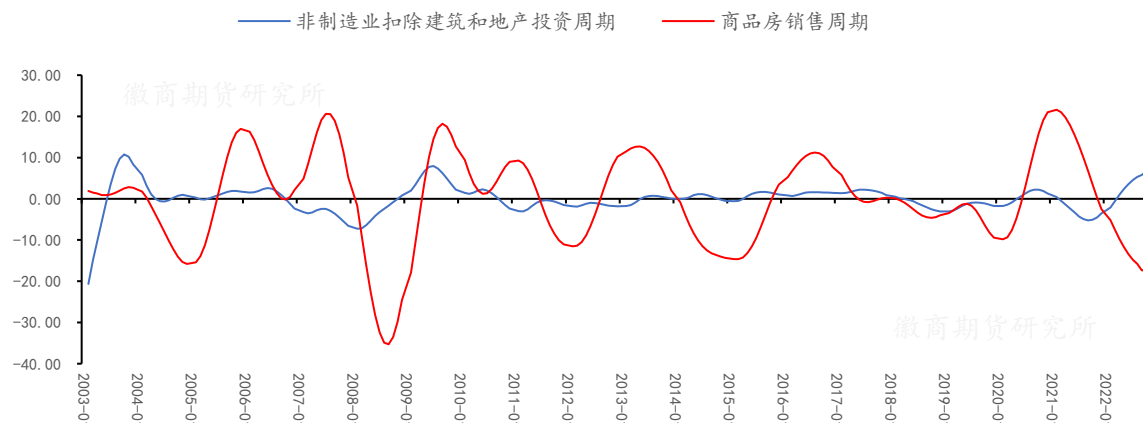


图 26： 广义实际赤字（亿元）



数据来源：Wind，徽商期货研究所

图 27： 非制造业投资周期与房地产投资周期（%）



数据来源：Wind，徽商期货研究所

（四）货币

经济周期有其自身的运行规律，货币供应作为外生变量起着熨平经济周期的作用。社融作为观察指标，在经济周期的运行中有着领先作用。社会融资规模上升意味着未来的投资、需求上升，企业存款增加，用于经营活动的现金增加；反之，社会融资规模下降意味着企业投资意愿降低，未来需求下降，企业存款减少，用于经营活动的现金流减少。

货币供应实际增速和潜在增速的差值构成货币周期。实际增速高于潜在增速，周期处于扩张期，反之则处于收缩期。社融和货币周期对经济周期运行起着领先和验证作用。

图 28: 产出缺口与社会融资规模存量同比 (%)

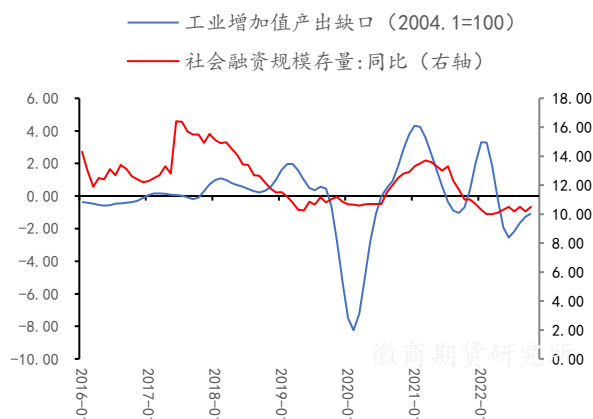
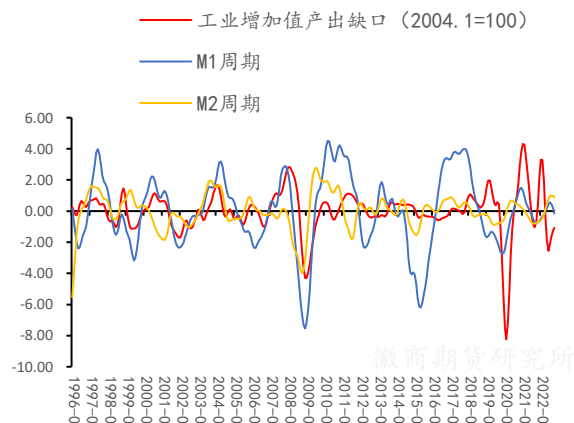


图 29: M1 周期、M2 周期与工业增加值产出缺口 (%)



数据来源: Wind, 徽商期货研究所

社会融资规模存量同比于 2022 年 3 月触底，到目前维持在 10% 左右的增速区间，狭义货币供应 M1 周期 10 月进入收缩区间，M2 处于扩张区间但增长乏力。社融 3 月的触底已反映在产出缺口 6 月的阶段触底，但 M1 的收缩和 M2 的转向，反映企业用于周转的资金开始收缩，库存周期反弹力度有所减弱，后续需要关注 M2 是否重回扩张区间以及社融增速是否向上。

（五）出口

2020 年新冠疫情以来，由于国内疫情得到快速控制产业链恢复，国外疫情扩散海外产业链受到冲击，海外订单的回流使得国内出口出现了近两年的高速增长，成为支撑中国经济的一大亮点。

今年以来，情况有所扭转，奥密克戎的高传染性突破了国内严控的疫情防线，国内疫情在各大城市多点爆发，严格的管控措施限制了出行和交运，造成产业链受阻。国外曾经两年来粗放的防控措施导致感染人数的暴增，叠加奥密克戎的低毒性，海外率先走出了疫情的困扰。海内外疫情差在 2022 年第二季度开始出现了反转，曾经的优势突然短时成了国内的劣势。国内产业链受阻、海外产业链的复苏，订单出现了外流，导致出口从 2022 年初开始出现了急剧的下滑。

在俄乌冲突下，欧洲的能源危机使其经济率先失速，美国的情况要好于欧洲。在欧美经济差扩大情况下，非美货币贬值，在美联储的加息和国内稳增长政策支撑下，中美利差

扩大，两因素综合使得人民币出现了快速贬值。人民币贬值抵消了外部因素所造成的出口的部分下降。尽管如此，出口还是出现了超预期的下滑，可见，影响出口下滑的外部因素非常强。

价格是高频领先指标，航运指数反映出口下滑速度较快，同时预示着出口下滑的境况还远没有到达改善程度。

中国出口集装箱运价综合指数从2022年1月末、2月初的高点3587.91下滑到目前的1464.76，跌幅达到59.18%。其中，美西、美东、欧洲、东南亚航线期间分别下跌66%、48%、63%、65%。

国内疫情及防控措施不断优化，“新十条”的发布标志着疫情防控进入了新的阶段，根据钟南山的最新研判，以广州来说，第一波高峰期将可能在2023年1月底、2月初，2023年3月进入平稳期。感染人数的激增对周期将形成向下的冲击，随后影响将减弱，对出口的冲击将逐渐减弱。海外经济失速是2023年最大的风险，由此对周期的修正造成干扰。

图 30： 出口周期与欧美生产缺口（%）

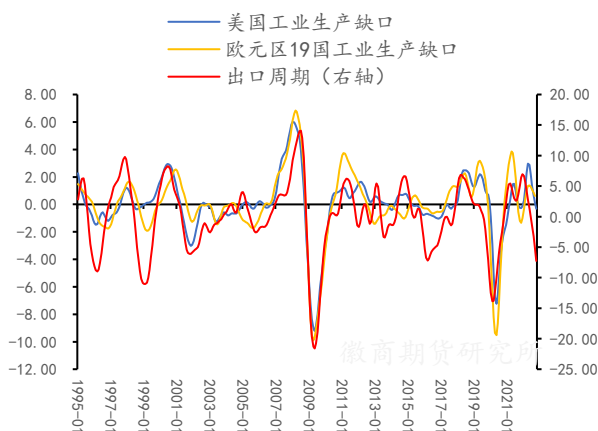
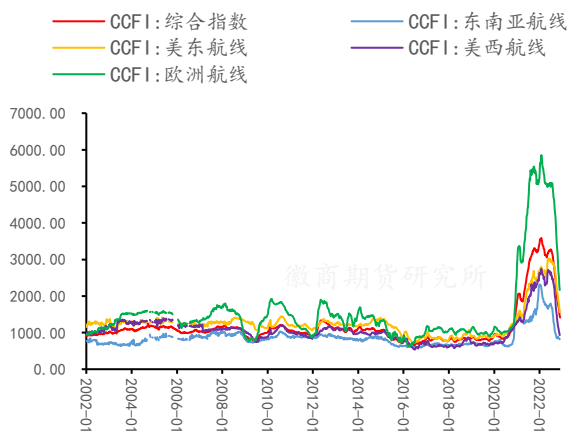


图 31： 中国出口集装箱运价指数



数据来源：Wind，徽商期货研究所

（六）汽车销售

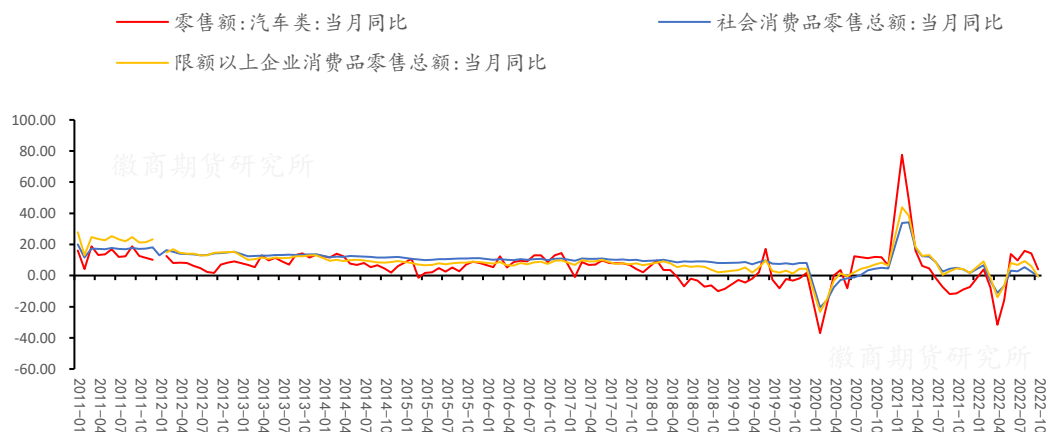
汽车销售是观察消费的领先指标，同时也是促进资本支出周期的重要因素。

在乘用车购置税减半、新能源车车补政策下，2022年6月以来汽车销售增速站上近几年的高位，6-9月销售额同比平均增速达到30%，8月销售额同比增长39%。

在汽车销售的带动下，2022年8月社会消费品零售总额同比增速反弹至5.4%，达到年

内次高，限额以上企业消费品零售总额同比增长 9.3%，创年内最高。10 月汽车零售销售同比增速下降到个位数，与此同时，社会消费品零售总额和限额以上企业消费品零售总额当月同比增速转负至-0.5%、-0.5%。

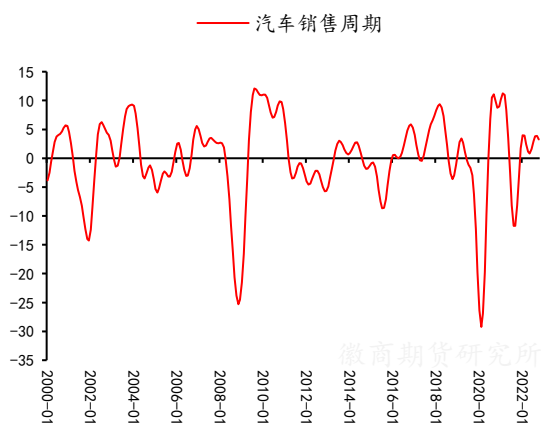
图 32： 汽车销售与消费品零售总额 (%)



数据来源: Wind, 徽商期货研究所

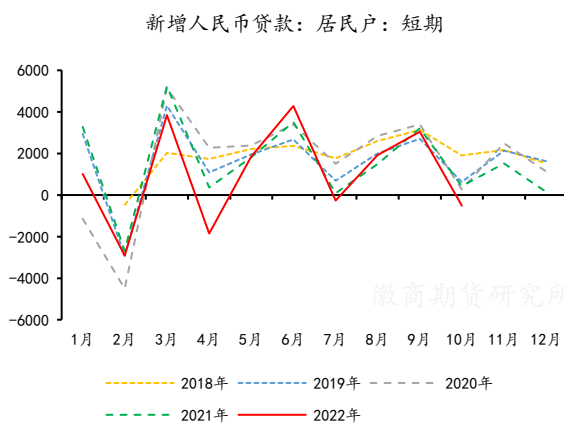
汽车销售仍然处于扩张期，但相比高点已去甚远。如果 2023 年仍然延续 2022 年的优惠政策，汽车销售仍将保持扩张，对周期向上构成驱动力量，但力度将减弱，需要注意的是疫情防控新规对汽车销售的冲击。

图 33： 汽车销售周期



数据来源: Wind, 徽商期货研究所

图 34： 居民户短期新增人民币贷款 (亿元)



四、外部影响因素

2023 年外部影响因素主要是通胀和衰退，两者互为因果。前者通过影响美联储的加息

节奏、终点利率和维持高利率的持续时间进而有可能造成欧美衰退，而后者在供应链因素不能进一步缓解下将成为影响通胀是否回落的主要因素。

价格是经济增长的必要条件，高通胀影响经济增长。在前文关于价格的分析中初步得出了结论，即目前来自能源和食品的价格压力仍然不足以构成国内新一轮上行周期的必要条件，即使本轮库存周期触底，若海外高通胀仍然持续，输入性的价格压力将使底部时间变长。

在前文的出口驱动因素分析中，初步得出了结论，即：海外经济失速是 2023 年最大的风险，由此对周期的修正造成干扰。

（一）通胀

美联储重点关注的指标是核心 PCE，其长期目标是 2% 的水平，核心 PCE 与 CPI 走势基本一致，因此，CPI 的趋势代表了核心 PCE 的趋势。

美国 CPI 由食品、能源、核心商品、核心服务四大项构成，权重占比分别为 13.4%、9.2%、21.1%、56.3%，核心项占比合计 77.4%。其中，食品由家庭和非家庭食品构成，权重占比分别是 8.3%、5.1%；能源由能源商品和能源服务构成，权重占比分别是 5.6%、3.6%；核心商品由家用家具和供给、服饰、运输产品、医疗用品、娱乐用品、教育和通信商品、酒精饮料所构成，权重占比分别为 3.93%、2.46%、8.52%、1.48%、1.88%、0.77%、0.87%；核心服务主要由住所、娱乐服务、教育和通信服务、医疗服务、运输服务、其它个人服务构成，权重占比分别为 32.1%、6.82%、5.86%、3.13%、5.31%、1.36%。

表 1: CPI 各分项权重

序号	项目	权重 (%)
	CPI: 所有项目	100
一、	食品	13.4
(一)	家庭食品	8.3
(二)	非家庭食品	5.1
二、	能源	9.2
(一)	能源商品	5.6
1、	燃料油和其他燃料	0.2
2、	发动机燃料	5.3
(二)	能源服务	3.6
1、	电力	2.6
2、	公用管道燃气服务	1
	所有项目(不含食品和能源)	77.4
三、	核心商品	21.1
(一)	家用家具和供给	3.93
(二)	服饰	2.46
(三)	运输产品(不含汽车燃料)	8.52
1、	新交通工具	4.03
2、	二手汽车和卡车	3.98
3、	机动车部件和设备	0.43
(四)	医疗用品	1.48
(五)	娱乐用品	1.88
(六)	教育和通信商品	0.77
(七)	酒精饮料	0.87
(八)	其他	1.34
四、	核心服务	56.3
(一)	住所	32.1
1、	房租	31.92
(1)	主要居所租金	7.2
(2)	业主等价租金	23.5
(二)	娱乐服务	6.82
(三)	教育和通信服务	5.86
(四)	医疗服务	3.13
(五)	运输服务	5.31
(六)	其他个人服务	1.36

数据来源: 美国劳工部, 徽商期货研究所

此轮通胀最早由能源触发，后传导至商品、食品和服务，几乎覆盖了所有商品、服务领域。导致通胀的因素既与疫情期间美联储采取的量化宽松政策，以及美国政府通过三次财政支出手段向企业和居民注入了大量的流动性有关，也直接与俄乌冲突导致的能源、粮食危机有关。这轮通胀与 70 年代相似，既有战争的因素也有流动性过度宽松的因素，但不同的是此轮通胀没有叠加美元的信用危机。这可能使美联储不会采取沃尔克时期的极端紧缩政策。尽管如此，美联储还是实施了近 40 年来最快的加息措施。

此轮通胀起步于 2021 年 3 月，CPI 同比从 2.6% 开始逐月上行，至 2022 年 6 月达到 9.1% 的近 40 年高位。在美联储急促的紧缩政策下，叠加 2021 年 7-10 月的高基数效应，美国 CPI 同比从高点开始回落，7 月、8 月、9 月和 10 月 CPI 同比分别回落至 8.5%、8.3%、8.2% 和 7.7%。其中能源和商品项回落是导致 CPI 同比回落的主要原因，食品和服务项仍然表现坚挺。

图 35： 美国 CPI 同比及各大分项贡献 (%)

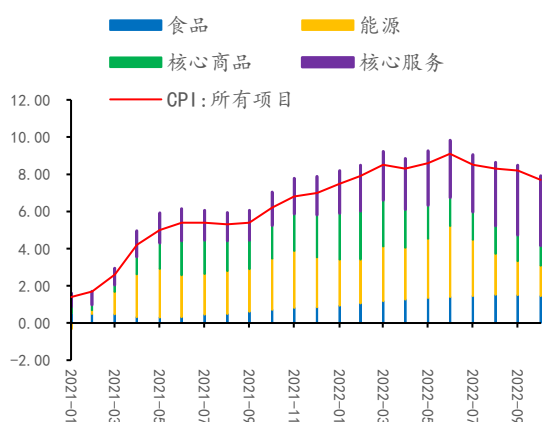
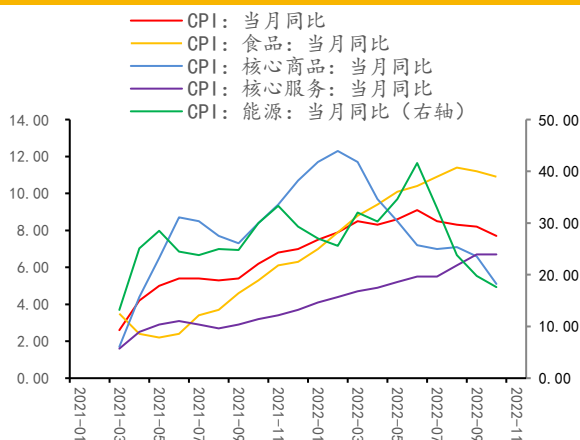
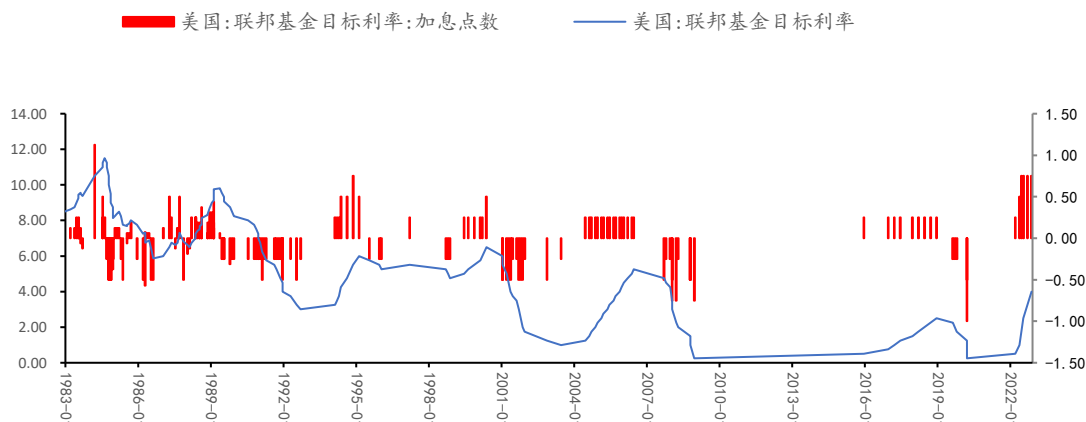


图 36： 美国各大分项 CPI 当月同比 (%)



数据来源：Wind，徽商期货研究所

图 37：联邦基准利率 (%)



数据来源：wind, 徽商期货研究所

美国的通胀拐点或已出现，2023 年通胀或将回落，但不一定能回到美联储的目标 2% 的水平。

首先，2022 年的高基数效应是导致美国 CPI 同比回落的因素之一。2022 年已发布的前 10 月 CPI 同比数值都在 7% 以上，且前 6 月几乎呈现逐月上涨态势。在 2023 年 CPI 环比不大幅增长的情况下，高基数效应将促使 CPI 同比回落。

其次，核心服务项中租金将回落。租金包含主要居所租金和业主等价租金，两者在 CPI 中权重占比分别为 7.2%、23.5%，合计 30.7%。

房价回落将导致租金回落，2000 年以来美国房价出现了两轮快速上涨和下跌，租金随后出现快速上涨和下跌。

第一轮：美国 20 座大中城市房价在 2002 年 3 月-2004 年 10 月出现快速上涨，租金从 2004 年 4 月-2007 年 4 月出现快速上涨。房价于 2006 年 1 月-2009 年 3 月快速下跌，租金于 2007 年 3 月-2010 年 5 月快速下跌。租金上涨滞后于房价约 2 年时间，下跌滞后于房价约 1 年时间。

第二轮：美国 20 座大中城市房价在 2009 年 4 月-2014 年 1 月出现快速上涨，租金从 2010 年 5 月-2016 年 10 月出现快速上涨。房价于 2018 年 5 月-2019 年 10 月快速下跌，租金于 2019 年 10 月-2021 年 6 月快速下跌。租金上涨滞后于房价约 1 年时间，下跌滞后于房价约 1.5 年时间。

前两轮，房价领先租金最短 1 年时间，最长 2 年时间，平均 1.5 年时间。

与美联储加息同步，抵押贷款利率从 2022 年 4 月开始突破上行，与此同时，房屋销售开始大幅回落，引起房价下跌。随着美联储加息步伐的迈进，高利率抑制销售，房价仍然有下跌空间。

此轮房价下跌起于 2022 年 5 月，按照最短 1 年、最长 2 年和平均 1.5 年滞后时间推算，租金或将从 2023 年 5 月、2024 年 5 月、2023 年 11 月开始回落，届时将使 CPI 同比出现快速回落。

图 38： 美国抵押贷款与房屋销售 (%)

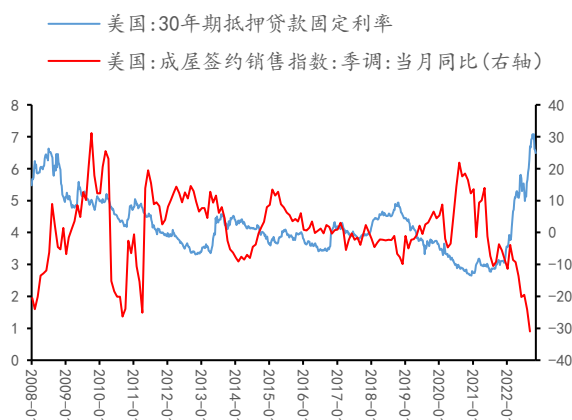
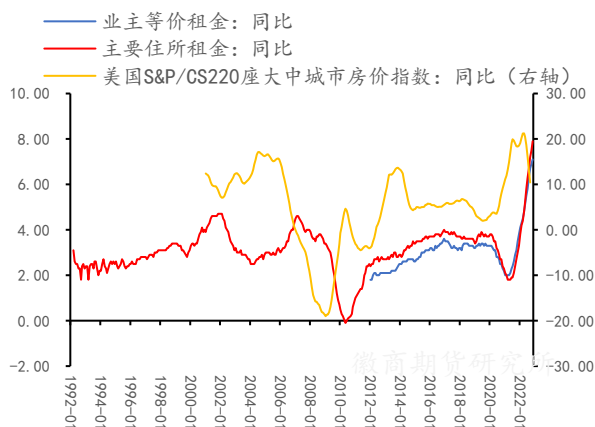


图 39： 美国房价与租金 (%)



数据来源：Wind，徽商期货研究所

但是，此轮通胀由于波及食品、能源、商品、服务几乎所有领域，俄乌冲突和国际制裁导致贸易中断，能源危机持续在欧美上演，乌克兰拥有全球最大面积的黑土地，由战争导致的粮食危机不容忽视，虽然加息打压部分需求，但美国的服务业和就业处于高位，工资水平居高不下，因此，此轮通胀可能不容易回到美联储的目标水平。

图 40: 美国各大分项 CPI 环比 (%)

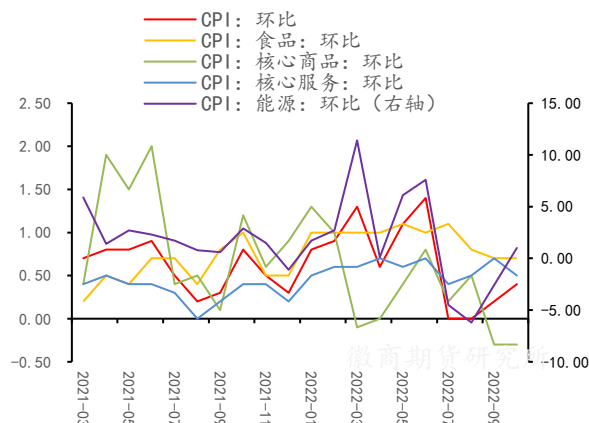
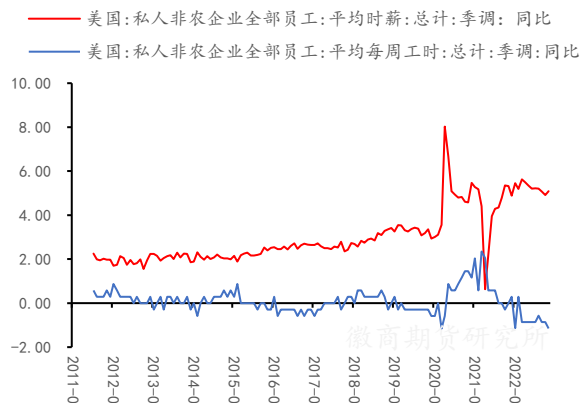


图 41: 美国私人非农企业员工平均时薪与工时 (%)



数据来源: Wind, 徽商期货研究所

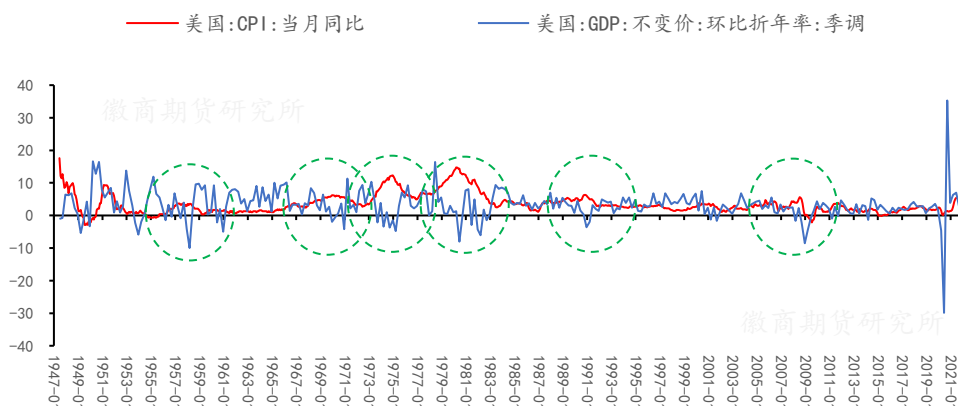
（二）衰退

价格是经济增长的必要条件，高通胀影响经济增长。

2022 年欧洲的衰退已经充分反映，这里不再做具体分析。2023 年最大的风险是美国的经济失速或衰退。

历史上，50 年代中期、60 年代后期、70 年代中期、80 年代初期、90 年代初期、2008 年前后都出现过通胀，其中尤其以 70 年代中期和后期最为严重，期间都导致了不同程度的衰退。

图 42: 美国 CPI 和 GDP (%)



数据来源: wind, 徽商期货研究所

本轮通胀也导致了美国 GDP 在 2022 年上半年环比出现两个季度的负增长，呈现技术

性衰退，随着通胀回落，GDP 环比回到正增长。

2023 年通胀或将回落，但仍难以回到美联储的目标水平，即使不出现衰退，高通胀对经济增长的压制也将持续。通过观察 PMI 指标、零售销售、耐用品订单、就业等月度数据可以跟踪美国经济是否失速或者进入衰退。

ISM 制造业 PMI 从 2021 年 4 月开始一路下行，与通胀上行时间吻合，11 月 ISM 制造业 PMI 录得 49%，19 个月以来首次跌入收缩区间。Markit 制造业 PMI 从 2021 年 7 月开始下行，11 月录得 47.7%，16 个月以来首次跌入收缩区间。

ISM 非制造业 PMI 从 2021 年 12 月开始下行，目前运行在扩张区间。Markit 服务业 PMI 从 2021 年 5 月开始回落，于 2022 年 7 月跌入收缩区间。

图 43: ISM 制造业和非制造业 PMI (%)

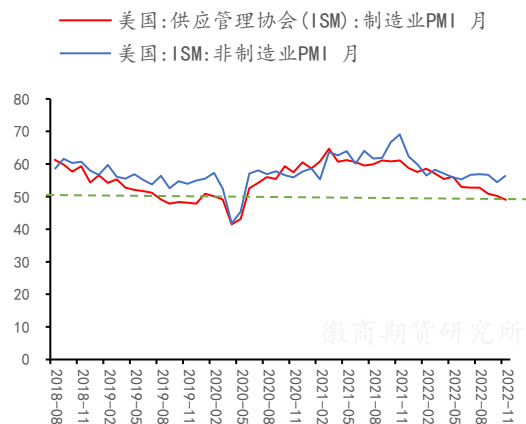


图 44: Market 制造业和非制造业 PMI (%)



数据来源: Wind, 徽商期货研究所

零售和食品服务销售额同比从 2021 年 6 月高点开始快速回落，2022 年 4 月再度快速回落，7 月小幅反弹至 10.03% 后同比连续 3 个月下滑。耐用品订单同比从 2021 年 5 月开始回落，目前维持在 10% 左右的震荡区间。

以上数据反映需求出现了一定的回落，但位于相对高位，且非制造业要好于制造业，这也是支撑美国经济在 2022 年 3 季度反弹的重要因素。

图 45: 美国零售和食品服务销售 (%)



图 46: 美国耐用品新增订单 (%)



数据来源: Wind, 徽商期货研究所

2023 年, 美国的需求有可能整体再下一台阶, 由此对国内的出口构成进一步的压力。

主要原因在于美国维持高利率的时间可能比预期长, 终点利率水平可能比预期高。原因在于此轮通胀波及食品、能源、商品、服务几乎所有领域, 俄乌冲突和国际制裁导致贸易中断, 能源危机持续在欧美上演, 战争所导致的粮食供应问题可能持续, 美国的就业缺口导致工资水平居高不下, 通胀有可能回落, 但不一定能达到目标水平。

经济失速、需求下降可以从就业数据得到快速反映, 供应问题美联储无能为力, 只有通过降低需求, 才能缓和本轮通胀, 在美联储以通胀为主要路径制定政策的前提下, 经济失速成必然, 后期需要紧密跟踪就业数据。

图 47: 美国非农职位空缺数 (千人)

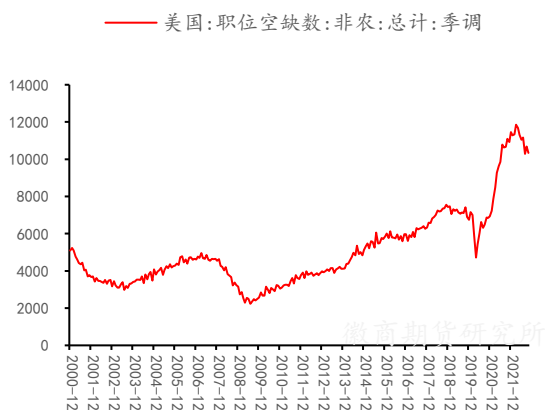
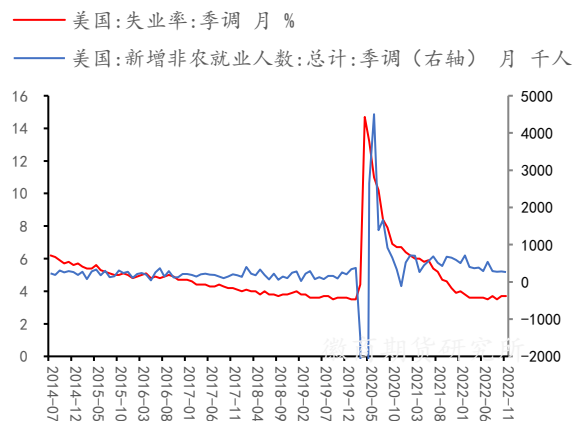


图 48: 美国失业率 (%) 和非农就业人数 (千人)



数据来源: 美国劳工部, 徽商期货研究所

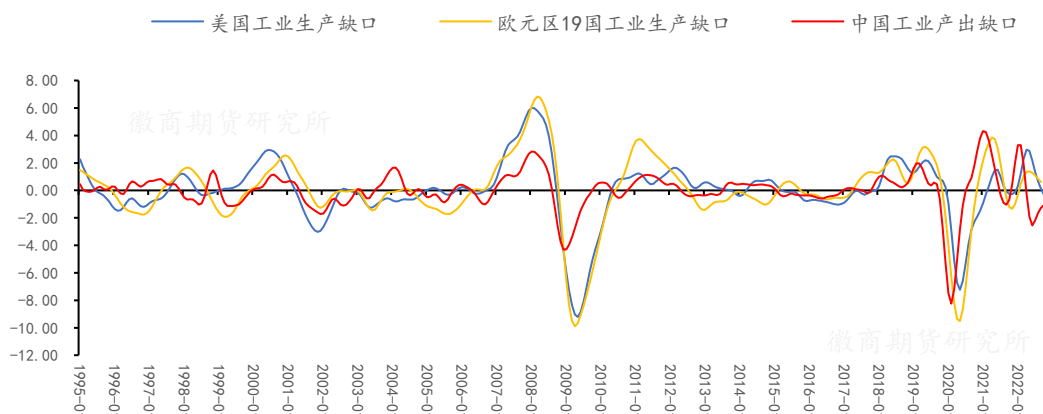
目前美国劳工部发布的职位空缺数从高位回落，反映就业的供需缺口缩窄，失业率从历史低点 3.5% 回升至 3.7%，非农就业人数降低至 2021 年 5 月以来的最低水平，通胀正在抑制美国经济增长。

（三）周期错配

中国的这轮库存周期起步最早，于 2020 年 3 月开始，到 2021 年 1 月达到顶点后回落，于 2021 年 9 月达到阶段新低，但后续的反弹未能创出新高，于 2022 年 2 月开始快速下行，并于 2022 年 6 月达到相对低点。

美国的这轮库存周期起步于 2020 年 6 月，到 2021 年 5 月达到阶段高点，而后开始回落，于 2021 年 11 月低位反弹，并于 2022 年 4 月达到顶点，目前已进入收缩区间，处于下行趋势中。

图 49：中美欧工业生产缺口（%）



数据来源：wind, 徽商期货研究所

欧洲的这轮库存周期与美国同时起步于 2020 年 6 月，先于美国在 2021 年 4 月达到顶点，随后开始回落，同时与美国同步于 2021 年 11 月低位反弹，但力度远不如美国和中国，在 2022 年 5 月达到次高，后快速回落。

总的来说，这轮库存周期，中国起步先于美欧国家 3 个月，同时经历了繁荣，达到 2021 年顶点的时间早于欧洲 3 个月，早于美国 4 个月，达到阶段低点的时间也比欧美国家要早，但随后的反弹，美国的经济繁荣创出了新高，中国的经济历经反弹，但没有创新高，欧洲表现最差。

这轮库存周期中国领先于欧美。如今，欧美经济开始回落，中国库存周期达到阶段低点后反弹，欧美库存周期的回落会对中国经济的触底反弹形成抑制。

五、小结

总结前述分析，中国的这轮库存周期领先于欧美，2020 年 3 月中国开启的这一轮库存周期目前已处于末端，欧美正处于向下过程中。

从中国来看，当前利率水平已经足够低，但来自原材料、能源和粮食的价格仍然有压力，还不足以构成周期上行的价格必要条件。

驱动因素方面：

库存仍然处于下降过程中，当前 PMI 采购价格指数跌落至长期均衡水平后企稳反弹，按照 2-3 个季度的滞后规律计算，此轮库存周期大约在 2023 年 5-8 月见底。

长期看，地产受制于中国城市化率水平和人口老龄化趋势处于房地产周期的下行阶段，短期在政策支撑下将会出现反弹，但前提需要看销售是否真正触底。若已触底，按照投资滞后销售一个季度预估，投资可能在 2023 年 1 月触底。

非制造业和制造业投资目前都处于景气区间，但由于政府在基建领域投资的边际减弱和来自海外需求的减弱，非制造业和制造业投资短时可能高点已过，2023 年将进入下行阶段。

2022 年货币供应充足，但融资需求不足，2023 年货币宽松程度将不如 2022 年。

出口曾经是支撑中国经济 2020 年疫情以来的亮点，但随着海外通胀，紧缩周期的跟进，美国经济再度失速或衰退难以避免，海外需求的下降，将使得出口成为周期上行的阻碍因素。

在一系列促销措施下，2022 年汽车销售维持高增长，成为抵抗消费下行的关键因素。如果 2023 年仍然延续 2022 年的优惠政策，在疫情防控措施进一步优化前提下，汽车销售仍将保持扩张，对周期向上构成驱动力量，但力度将减弱，需要注意的是疫情防控新规对汽车销售的阶段性冲击。

外部影响因素方面：

美国的通胀将在 2023 年回落，但仍然难以回到美联储设定的 2% 目标水平，这有可能

导致联邦基准利率终点水平向上修正，并将高利率维持更长的时间，从而对欧美乃至全球的经济周期造成向下的压力。欧洲部分国家经济已经迈入衰退，美国经济即使不衰退，经济增速也会向下。

总之，中国处于库存周期下行的末端，欧美库存周期滞后于中国，目前正在向下过程中，从而对 2023 年中国库存周期修正形成压制。从国内来看，2023 年，地产投资触底后将反弹，基建与制造业处于景气区间但增长力度将边际减缓，货币政策稳健但力度不及 2022 年最盛阶段，出口承压，消费维持平稳。价格压力将缓和，驱动周期上行的力量不强。2023 年上半年，处于本轮库存周期到新一轮库存周期的转换期，2023 年下半年可能进入复苏期。

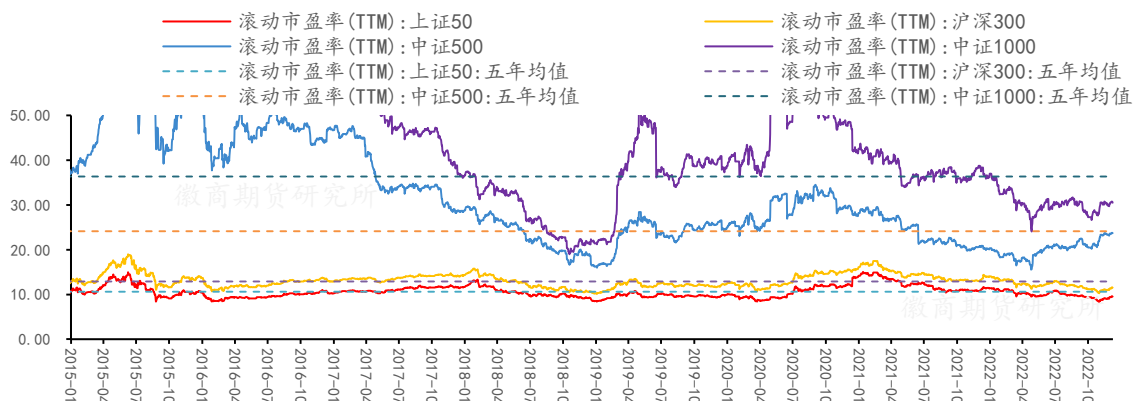
六、大类资产配置

（一）股指及行业配置

1. 估值

股指的驱动因素在于利润和流动性，估值为必要条件。

图 50：四大股指估值水平（倍）

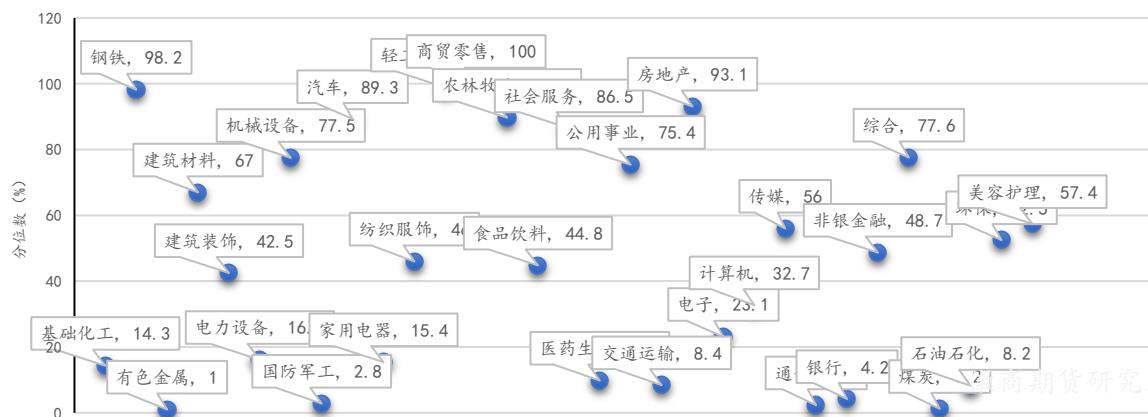


数据来源：wind，徽商期货研究所

2022 年初以来的下跌，股指估值水平已跌至五年平均水平以下。上证 50、沪深 300、中证 500、中证 1000 指数的估值分别最低跌到 8.31、10.29、15.58、24.02 倍市盈率，五年均值分别为 10.61、12.91、24.09、36.38 市盈率，处于五年分位数的 0%、0.5%、0%、10.2% 水平，即上证 50 和中证 500 指数曾经创出了五年市盈率最低水平。中证 500 反弹幅度最

大，目前超出五年均值，分位数达到 47.8%。目前，上证 50、沪深 300、中证 500、中证 1000 指数市盈率处于五年分位数的 25%、17%、45%、25%，沪深 300 的估值水平最低，上证 50 和中证 500 的估值相当，中证 500 的估值水平最高。

图 51：申万一级行业估值水平（倍）



数据来源：wind，徽商期货研究所

图 52：证监会分类一级行业估值水平（倍）



数据来源：wind，徽商期货研究所

分行业来看，申万一级分类行业中，有色金属、煤炭、国防军工、通信、银行、石油石化、交通运输、医药生物、基础化工、家电、电力设备 11 个行业的估值在五年分位数 20% 以下，电子、计算机 2 个行业估值五年分位数在 20%~40%，建筑装饰、纺织服饰、食品饮料、非银金融、环保、传媒、美容护理 7 个行业估值分位数在 40%~60%，建筑材料、机械设备、公用事业、综合 4 个行业估值分位数在 60%~80%，汽车、社会服务、农林牧渔、房

地产、轻工制造、钢铁、商贸零售 7 个行业估值分位数在 80% 以上。

以证监会分类行业来看，采掘、交通运输和仓储业、金融业、科学研究与技术服务业、文化体育和娱乐业 5 个行业的估值在五年分位数 20% 以下，制造业、建筑业、信息传输软件和信息技术服务业、水利环境和公共设施管理业 4 个行业估值五年分位数在 20%~40%，批发和零售业、综合类、电力煤气及水的生产和供应业 3 个行业估值分位数在 40%~60%，租赁和商务服务业估值分位数在 60%~80%，农林牧渔业、住宿和餐饮业、房地产业 3 个行业估值分位数在 80% 以上。

2. 利润增长

本轮库存周期处于去库存的末端，处于价格再平衡的阶段，PPI 处于低位，但来自能源和原材料的价格仍然对企业的利润构成威胁，CPI 不足够低，粮食价格仍然有通胀压力，因此，要驱使利润增长，即库存周期向上修正，价格还要再平衡。

价格再平衡过后，库存周期的下行阶段将触底，在库存周期修正阶段，PPI 的上涨将驱使利润的修复。

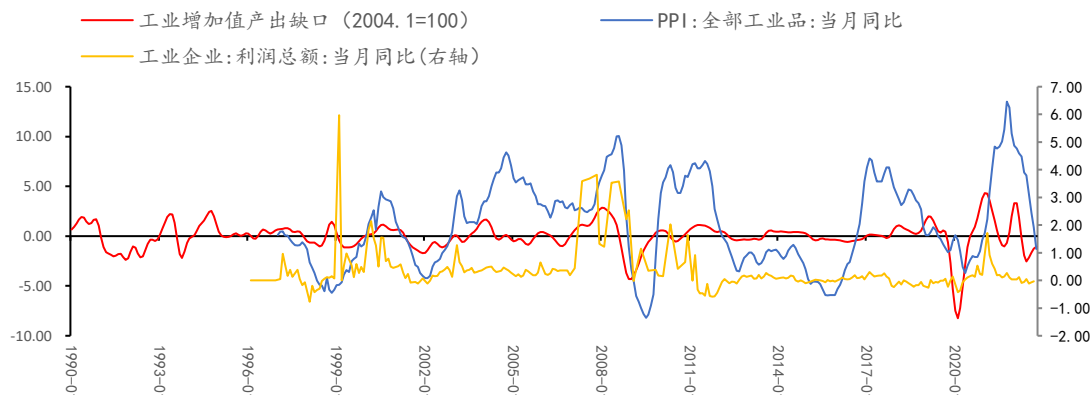
因此，产出缺口领先于 PPI，PPI 领先于利润。这在 2009 年 2 月启动的上行周期中得到体现。

目前虽然处于库存周期下行阶段的末端，最乐观的情况是在 2023 年 1 月触底，而由于价格因素不具备，叠加驱动因素不足，库存周期触底的时间可能延后。按照最乐观的情况预估，以 PPI 滞后一个季度、利润修复滞后 PPI 一个季度算，利润修复也可能要到下半年。

由此得出，2023 年上半年利润增长的驱动不足，股指上半年将依然不会有趋势性上行的机会。

分行业来看，处于景气区间的行业包括：制造业，电力、热力、燃气和水的生产和供应业，交通运输、仓储和邮政业，水利、环境和公共设施管理业，信息传输、软件和信息技术服务业，科学研究、技术服务和地质勘查业。处于增长乏力的行业包括：采矿业、批发和零售、住宿和餐饮，居民服务、修理和其它服务业，卫生与社会工作。处于收缩区间的行业包括：房地产业，农林牧渔，批发和零售业。

图 53: 产出缺口与 PPI、工业企业利润 (%)



数据来源: wind, 徽商期货研究所

图 54: 各行业投资周期 (%)

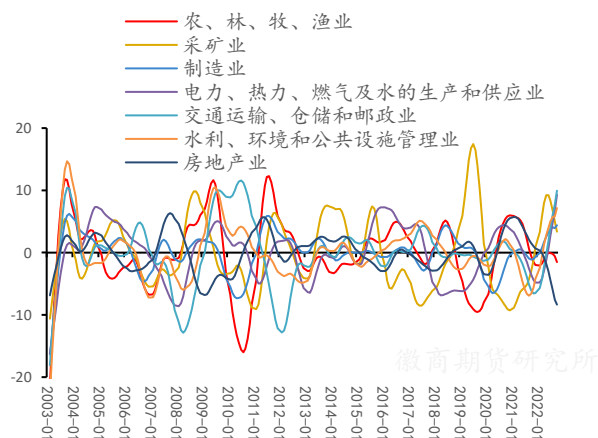
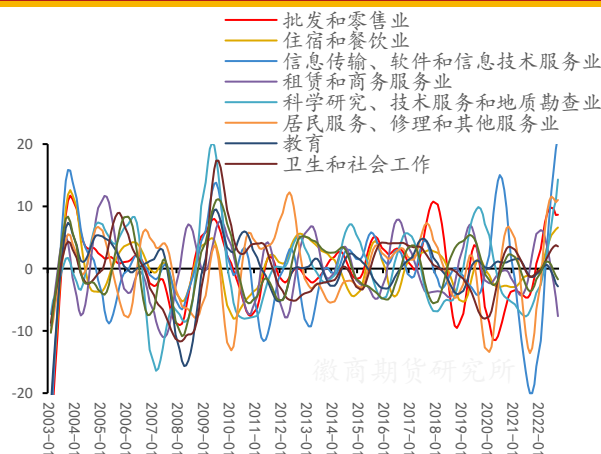


图 55: 各行业投资周期 (%)



数据来源: Wind, 徽商期货研究所

3. 货币供应

现阶段流动性主要取决于货币政策和净出口，前者取决于国内融资需求与货币供应，同时也受人民币的波动影响，后者受制于海外衰退影响。

(1) 主动性货币供应

2022 年，由于疫情的多点爆发，经济受到脉冲式冲击，出于稳经济政策，通过公开市场操作和降准操作向市场投放了较多的流动性，M2 同比从 4 月开始保持在两位数水平增长，最高达到 12.2% 的同比增速，创下 2016 年 6 月以来的最快增速。同样受到疫情和地产下滑的影响，企业的投资信心不足，居民的预期较弱，融资不足，新增社融多月位于季节

性水平之下，社融与 M2 的同比差值跌入负值。

2023 年，国内货币政策继续稳健，畅通信用传导是方向。狭义货币供应 M1 周期 2022 年 10 月进入收缩区间，M2 处于扩张区间调头转下，预示着 2023 年，来自国内主动的货币投放会较 2022 年最宽松时候下降。

图 56：社融存量-M2 同比差值（%）

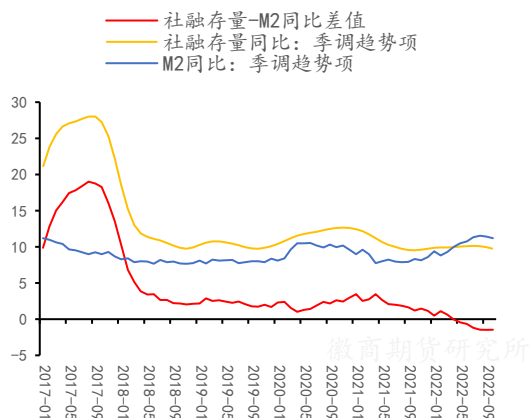
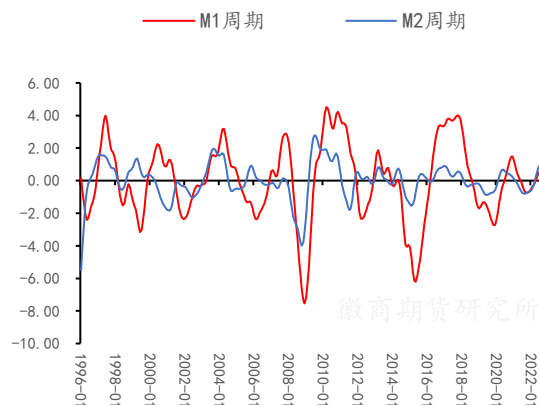


图 57：货币供应周期（%）



数据来源：Wind, 徽商期货研究所

（2）人民币汇率

货币供应和利率受人民币汇率波动的影响，我国对人民币汇率的政策基调是维持双向波动。2022 年，在中美利差严重倒挂、出口受海外衰退影响持续下滑，以及欧美经济差导致非美货币大幅贬值压力下，人民币呈现大幅贬值态势。人民币兑美元汇率从 2022 年 3 月的高点 6.32 跌到 7.32，跌幅 15.8%。

图 58：中美国债利差（%）与人民币汇率

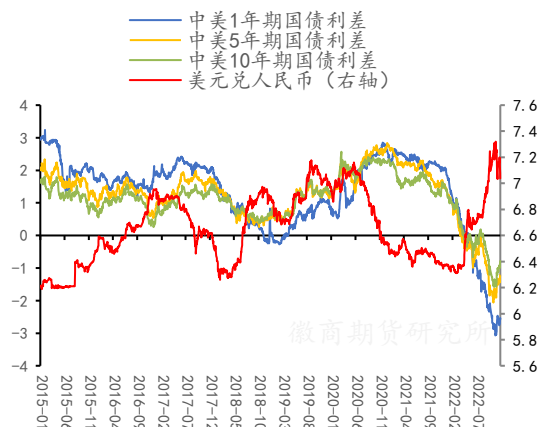
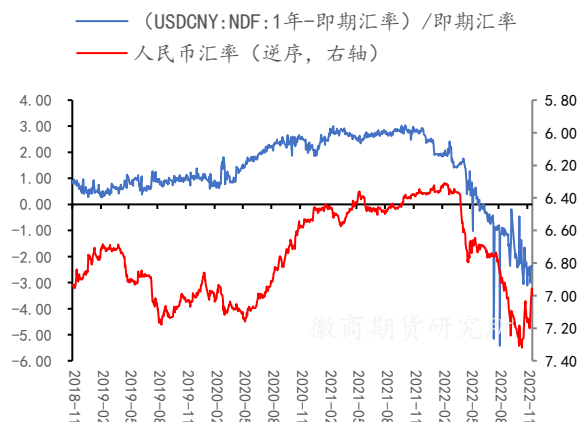


图 59：人民币汇率



数据来源：Wind，徽商期货研究所

2023 年，人民币汇率贬值趋势将缓解，但仍然不具备升值动力。领先指标人民币远期汇率相对即期汇率的跌幅有所收窄，并逐渐企稳。为维持人民币汇率的双向波动，货币供应将被动收缩，中美利差的严重倒挂将驱使国内利率上移。

4. 小结与配置建议

从股指估值水平来看，上证 50、沪深 300、中证 500、中证 1000 指数市盈率处于五年分位数的 25%、17%、45%、25%，沪深 300 的估值水平最低，上证 50 和中证 500 的估值相当，中证 500 的估值水平最高。

从行业来看，申万一级分类行业中，有色金属、煤炭、国防军工、通信、银行、石油石化、交通运输、医药生物、基础化工、家电、电力设备 11 个行业的估值处于五年低位。汽车、社会服务、农林牧渔、房地产、轻工制造、钢铁、商贸零售 7 个行业估值处于五年高位。证监会一级分类行业中，采掘、交通运输和仓储业、金融业、科学研究与技术服务业、文化体育和娱乐业的估值水平处于五年低位，农林牧渔业、住宿和餐饮业、房地产业的估值水平处于五年高位。

从增长来看，目前处于去库存的末端，处于价格再平衡的阶段，底部时间可能较长。分行业来看处于景气区间的行业包括：制造业，电力、热力、燃气和水的生产和供应业，交通运输、仓储和邮政业，水利、环境和公共设施管理业，信息传输、软件和信息技术服务业，科学研究、技术服务和地质勘查业。处于增长乏力的行业包括：采矿业、批发和零售、住宿和餐饮，居民服务、修理和其它服务业，卫生与社会工作。处于收缩区间的行业包括：房地产业，农林牧渔，批发和零售业。

由于国内货币流动性已然充足，不足的是融资信心，叠加人民币的贬值压力，2023 年货币供应将低于 2022 年最旺盛阶段。

因此，在以上综合因素影响下，股指上半年在库存周期转换期维持的底部时间较长或继续寻底，转换期过后迎来机会。股指配置建议先核心资产后成长，四大股指存在从上证 50、沪深 300、中证 500 到中证 1000 的轮动。行业配置方面，关注资源、化工、交运、信息技术、家电、金融。

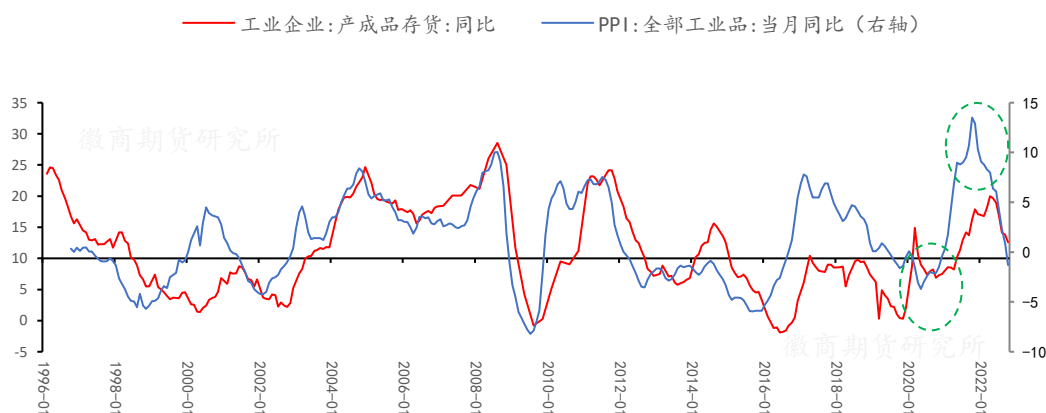
（二）大宗商品

大宗商品价格由供需驱动，库存反映供需。在一轮库存周期中，价格变化领先库存的变化，主动去库存的初期，量价齐跌，随着库存的降低，价格获得支撑，价格先见底，利润见底，而后库存见底，进入被动补库阶段。

1. 库存

现阶段处于本轮库存周期的末端。

图 60: PPI 与产成品存货 (%)



数据来源: wind, 徽商期货研究所

此轮库存周期起始于 2020 年 3 月，价格先于库存上涨，进入被动补库阶段。2020 年 11 月，价格与库存同时上升，进入主动补库阶段。价格下跌始于 2021 年 11 月，库存上升，进入被动去库阶段。从 2022 年 5 月进入主动去库，到目前已持续近 7 个月。

2022 年 10 月，PPI 当月同比-1.3%，在本轮库存周期下行阶段中首次跌入负值区域，距离 2020 年 5 月同比-3.7%低点空间为 2.4%。产成品库存同比仍在中位，按照价格领先库存的规律，库存仍有一定的下行空间。但价格下跌空间不大，因此本轮库存周期处于末端。

图 61：上游产成品存货（%）

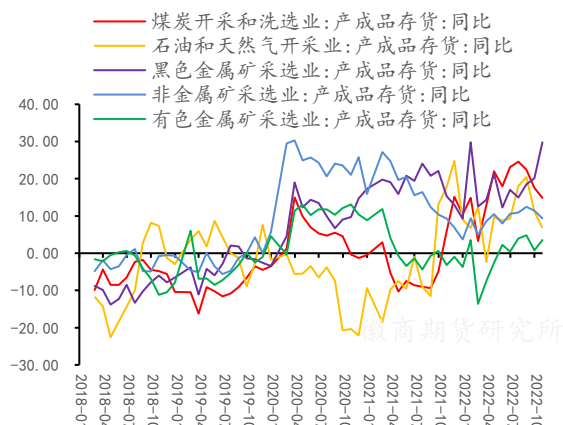
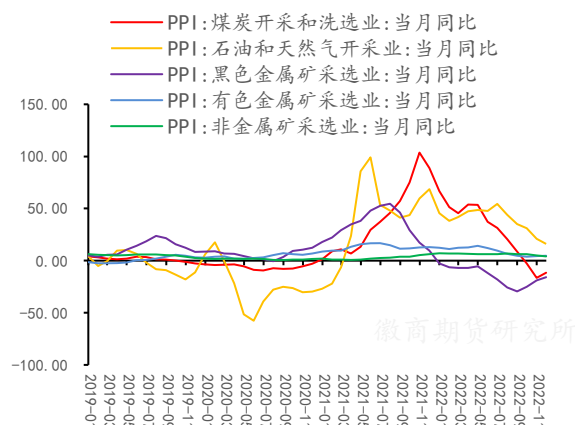


图 62：上游 PPI（%）



数据来源：Wind、徽商期货研究所

图 63：中下游产成品存货（%）

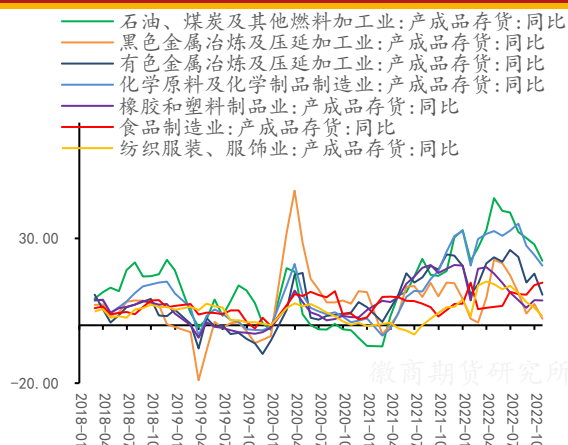
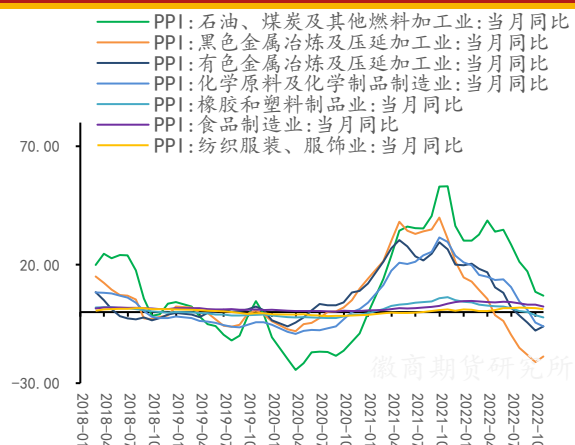


图 64：中下游 PPI（%）



数据来源：Wind、徽商期货研究所

分行业来看，2022年10月的数据显示，上游煤炭、石油和天然气、铁矿、有色金属库存分别处于高位下行、高位下行、高位攀升、低位上涨，价格分别处于低位企稳、高位下跌、低位上涨、中位震荡。当前上游煤炭、石油和天然气、铁矿、有色金属分别处于去库到补库的过渡期、主动去库、被动补库、去库存末端。中游加工和下游食品中，钢材、能源加工品、有色金属、化工、橡胶和塑料制品、纺织、食品的库存除了食品库存上升以外，均处于下跌中，价格方面，纺织、有色金属价格低位企稳，其它价格均未充分止跌。因此，纺织用品、有色金属属于去库存末端，其它正处于去库存阶段中。

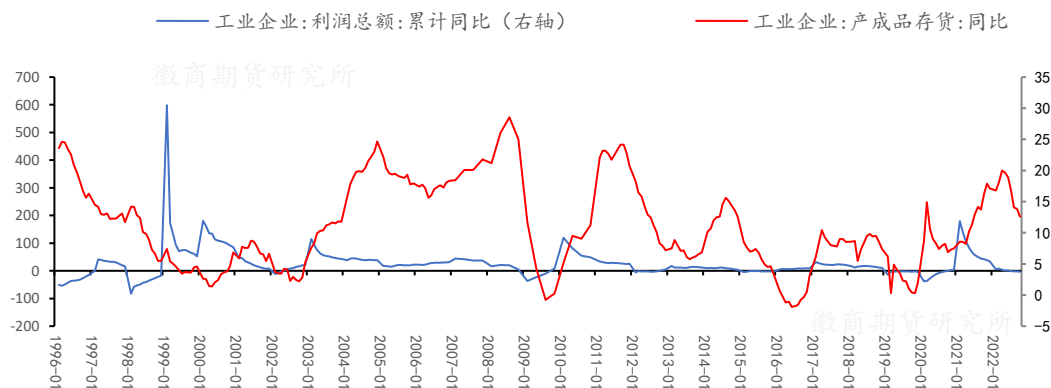
2. 利润

请务必阅读免责声明内容

徽商研究 * 明道取势 - 34

一轮库存周期，利润的变化领先于库存的变化。

图 65：工业企业利润与库存（%）



数据来源：wind，徽商期货研究所

本轮库存周期除了上游资源行业和部分中游行业以外，超半数行业利润负增长，工业企业利润总额累计同比跌至-3%，目前已有企稳迹象，下方空间有限。因此，从利润看，本轮库存周期处于周期末端。

图 66：上游利润（%）

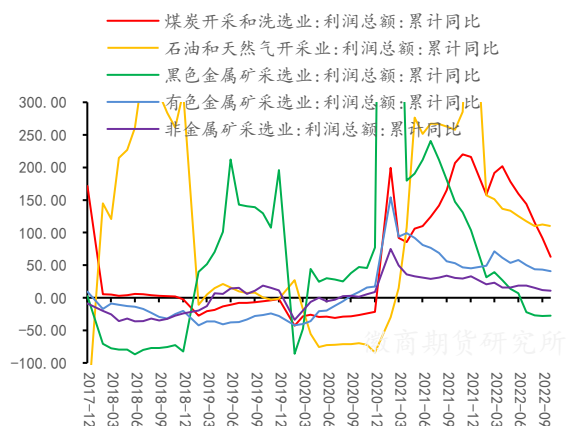
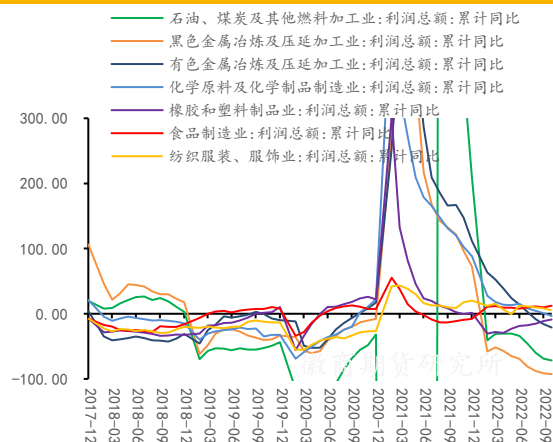


图 67：中下游利润（%）



数据来源：Wind，徽商期货研究所

分行业来看，2022年10月的数据显示，上游，煤炭、石油和天然气、铁矿、有色金属的利润均出现不同程度下滑，其中尤其以黑色金属跌幅最深。中游加工和下游食品中，橡胶和塑料制品、纺织、食品的利润低位回升，钢材、能源加工品、有色金属、化工的利润均处于下跌中，其中钢材利润跌幅最深。

钢材、橡胶和塑料制品、纺织、食品行业的利润将低位回升或企稳，这些行业处于主动去库到被动补库的过渡阶段。

3. 周期错配对大宗商品的影响

本轮库存周期，中国领先于欧美，中国于2022年6月达到相对低位，欧美正在回落之中，势必对大宗商品后市的修正产生向下的压力。

CRB综合现货指数与欧美工业生产缺口几乎同时见顶，并同步回落，目前欧美生产缺口回落，CRB综合现货指数有压力。

CRB工业原料现货指数领先于CRB金属现货指数，并同时领先于欧美工业生产缺口，目前工业原料和金属指数有触底迹象，或提前于库存周期见底，但受制于欧美工业生产向下的压力。

图 68：CRB 综合现货指数与欧美工业产出

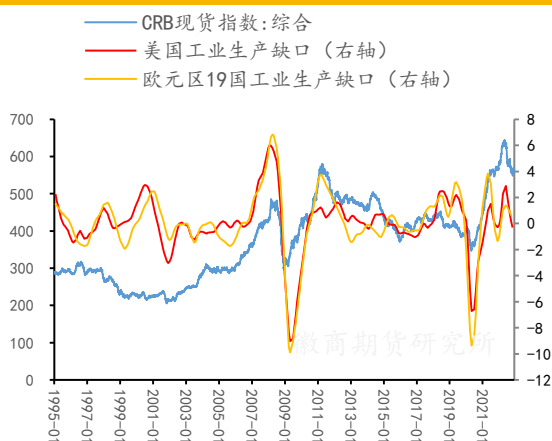
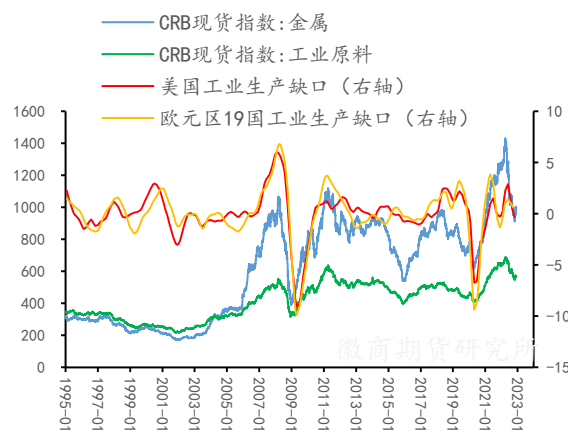


图 69：CRB 金属、原料现货指数与欧美工业产出



数据来源：Wind，徽商期货研究所

CRB食品现货指数领先于CRB油脂、家畜现货指数，并同时领先于欧美工业生产指数，或提前于库存周期见底，目前食品、油脂和家畜呈现高位震荡，后市仍然受制于欧美工业生产向下的压力。

CRB纺织现货指数领先于欧美工业生产指数，或提前于库存周期见底，目前纺织价格处在中低位，后市受制于欧美工业生产向下的压力。

图 70: CRB 食品、家畜现货指数与欧美工业产出

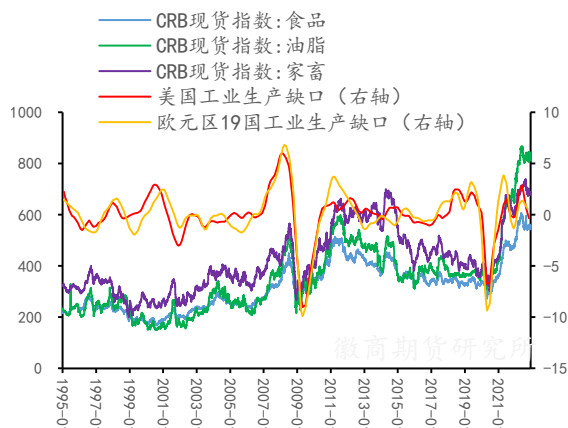
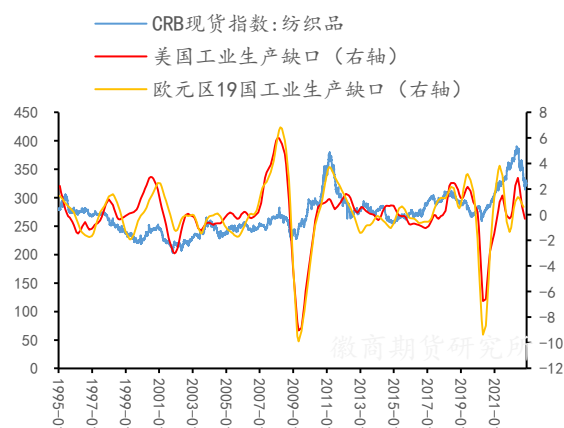


图 71: CRB 纺织品现货指数与欧美工业产出



数据来源: Wind, 徽商期货研究所

4. 小结和大宗商品配置建议

中国的本轮库存周期处于末端，领先于欧美库存周期。从中国的库存水平、分行业来看，纺织用品、有色金属属于去库存末端。从利润增速来看，钢材、橡胶和塑料制品、纺织、食品将低位回升或企稳，这些行业处于主动去库到被动补库的过渡阶段。由于欧美库存周期仍然处于向下的过程中，对国内库存周期的修正形成压力，对商品价格的反弹构成压力。

配置建议上，可以重点关注纺织类商品、有色金属和钢材。

七、结语

站在 2022 年末，回顾过去的两年，中美欧都经历了一轮库存周期，并且中国的库存周期领先于欧美，中国曾经历了疫情得以快速控制后 2020 年-2021 年初的繁荣，同时也面临过 2022 年疫情再度袭来的困扰。欧美经历过疫情的肆虐，也面临俄乌冲突下的能源、粮食危机，40 年的高通胀再袭，叠加激进的加息使得欧美本轮库存周期见顶。

当下，中国库存周期处于下行阶段的末端，2023 年有期待也有外部冲击的风险。

不经历风雨，怎能见彩虹。风雨过后，中国将提前于欧美开启新一轮库存周期。

【免责声明】

本报告所载信息我们认为是由可靠来源取得或编制，徽商期货并不保证报告所载信息或数据的准确性、有效性或完整性。本报告观点不应视为对任何期货、期权商品交易的直接依据。未经徽商期货授权，任何人不得以任何形式将本报告内容全部或部分发布、复制。

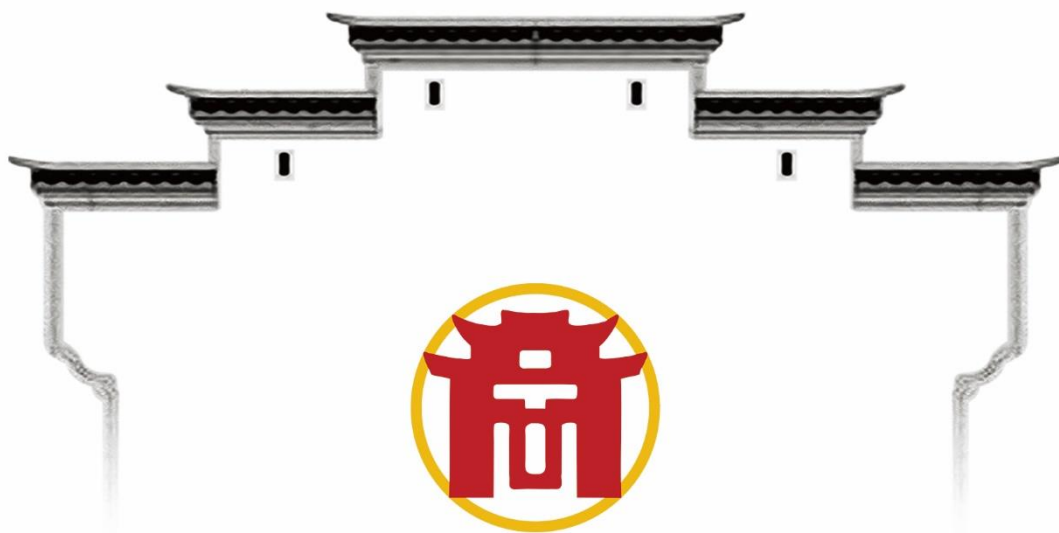
【团队介绍】

徽商期货研究所成立于 2009 年，历时十多年发展，已成为公司重要的研发中心和人才培育中心。作为公司的核心部门之一，大部分研究员具有硕士以上学历，多年从业经验，是一支专业、勤勉、充满活力的研发团队。

徽商期货研究所长期专注基础理论研究、宏观和行业研究、量化研究三大研究方向，形成了从宏观经济形势、中观产业运行到微观交易行为，从事件推导、产业驱动、估值衡量到量化分析的研究体系。

围绕公司改革发展与战略规划，打造“期货投资管家、风险管理专家、财富管理专家”品牌，研究所在客户服务方面深耕细作，推出了众多特色服务和产品，形成了多项客户服务项目。

以行情分析、交易策略和风险管理为核心，输出徽商头条、徽眼看期、徽商研究日报、周报、月刊，投资论坛、期权论坛、程序化论坛、产业会议等高质量的资讯、直播视频产品，提供多终端程序化策略编写服务以及个性化的投资咨询产品设计方案。研究所推出了徽商之星实盘大赛、期货云投研小程序、交易诊断等特色服务方式，已打造三大平台、四类培训、五种资讯服务体系和投研交互模式，通过研究所的各类研发成果服务公司客户。



感恩 · 合作 · 共赢 · 使命

徽商期货有限责任公司
HUISHANG FUTURES CO., LTD.

地址：安徽省合肥市芜湖路 258 号 邮编：230061

电话：0551-62865913 传真：0551-62865899

网址：www.hsqh.net

全国统一客服电话：400-8878-707

扫一扫



期货云投研小程序



徽商期货官方微博



徽商期货官方微信