



五矿期货有限公司
MINMETALS FUTURES CO.,LTD

新周期下的常态

宏观策略会

2024/12/13

蒋文斌（宏观金融组）

☎ 0755-23375128

✉ jiangwb@wkqh.cn

👤 从业资格号：F3048844

👤 交易咨询号：Z0017196



MINMETALS
FUTURES

目录

CONTENTS



01 经济周期划分

02 大类资产机会

03 政策展望

01

经济周期划分

➤ 康波周期，时间跨度50-60年，起因技术创新；

➤ 朱格拉周期，时间跨度8-10年，起因设备更新和资本投资；

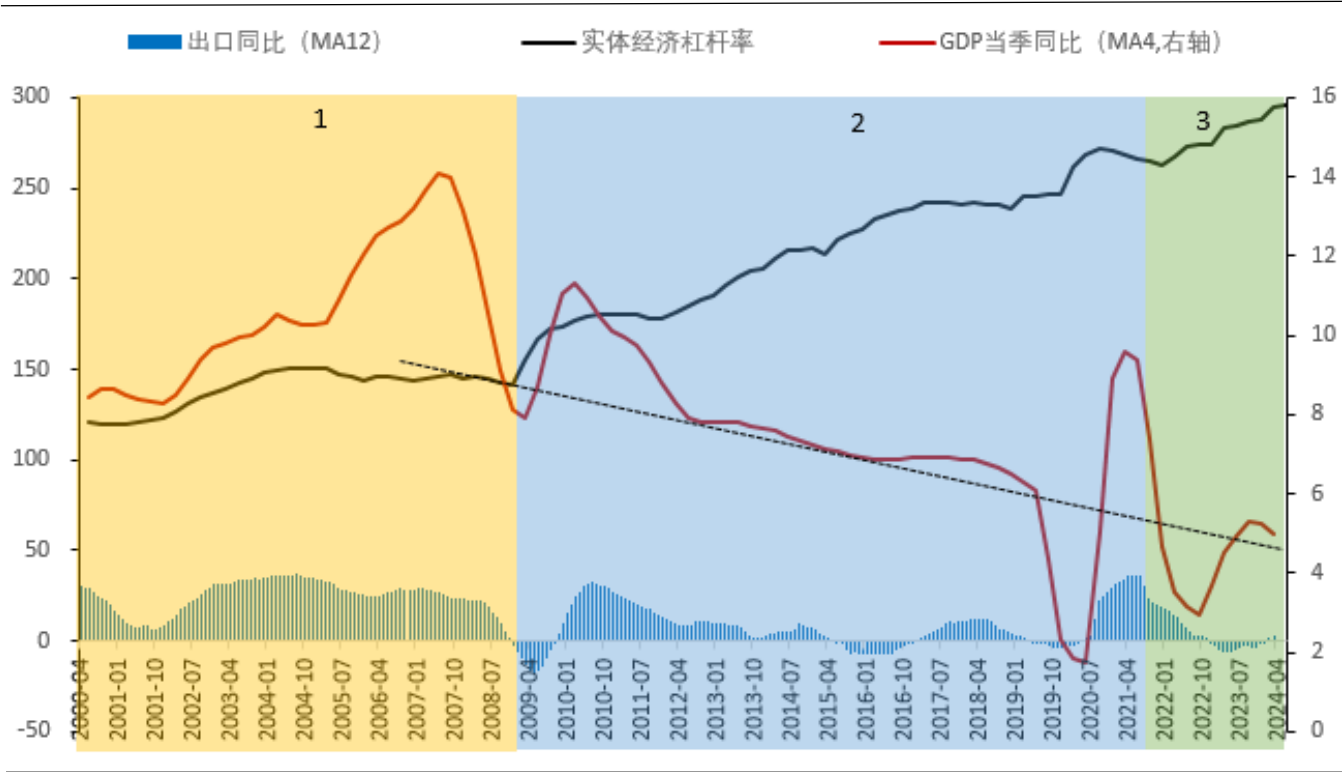
上升阶段：企业开始增加投资以扩大生产能力，这会导致产出、就业和经济增长的增加。

顶峰阶段：投资达到最高水平，产能接近饱和，产出、就业和经济增长达到顶峰。

下降阶段：市场需求减弱，企业减少投资，产能过剩导致产出、就业和经济增长下降。

➤ 基钦周期，时间跨度3-4年，起因库存的变化。

图1：本世纪我国经济增长驱动周期划分（%）



资料来源： WIND、五矿期货研究中心

1、2001年-2008年金融危机前，我国加入WTO后，内外需求快速增长，期间杠杆率相对稳定，典型的需求驱动阶段；

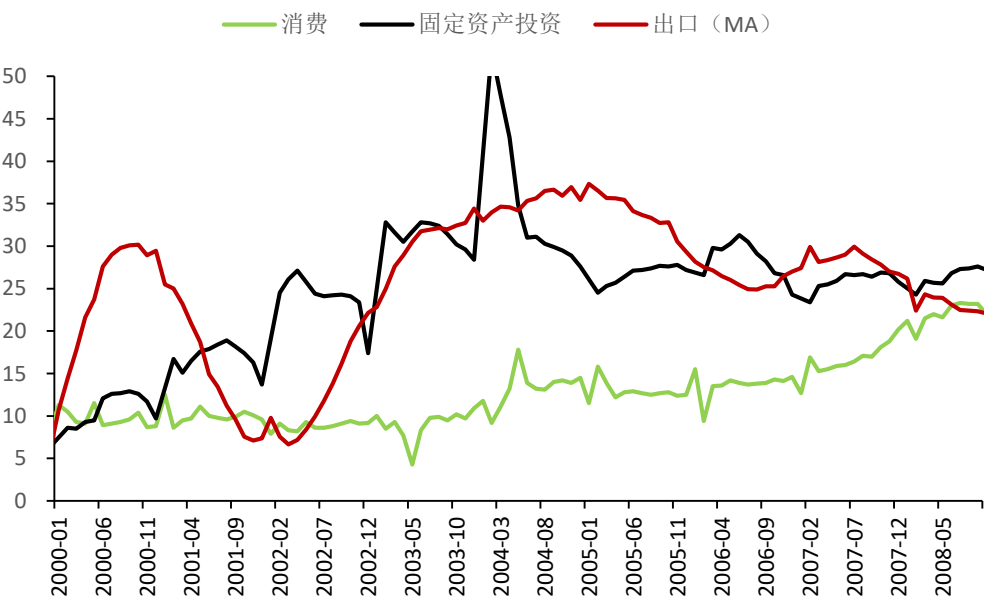
2、2008年金融危机后-2020年上半年，出口增速回落，实体经济部门持续加杠杆，典型的投资驱动阶段；

3、2021年三季度至今，科技及消费。

2008年、2016年以及近两年加杠杆的边际效应在递减。

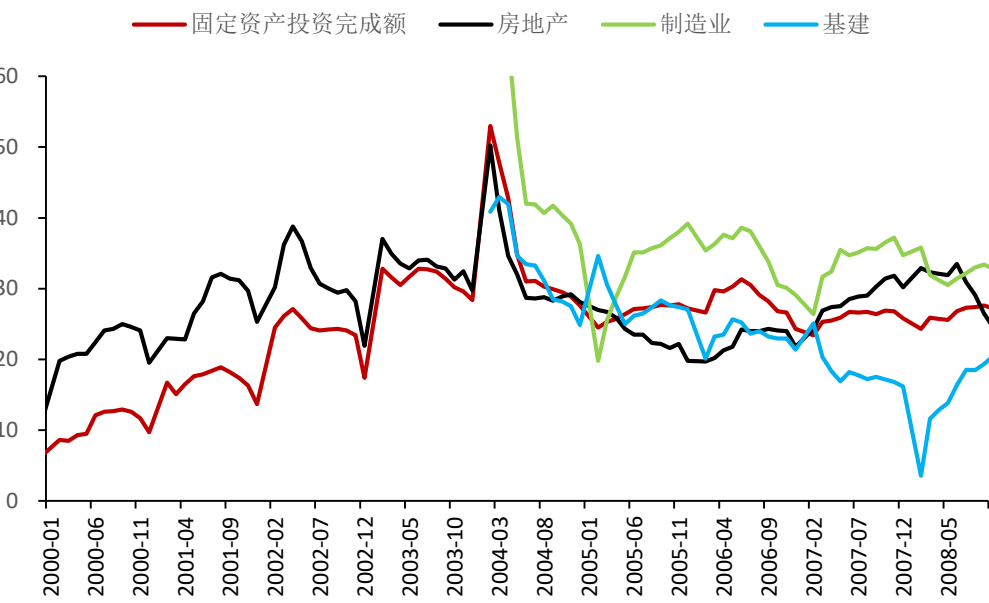
第一轮经济周期（本世纪初至2008.9）

图2：主要经济数据增速（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图3：固定资产投资增速（%）

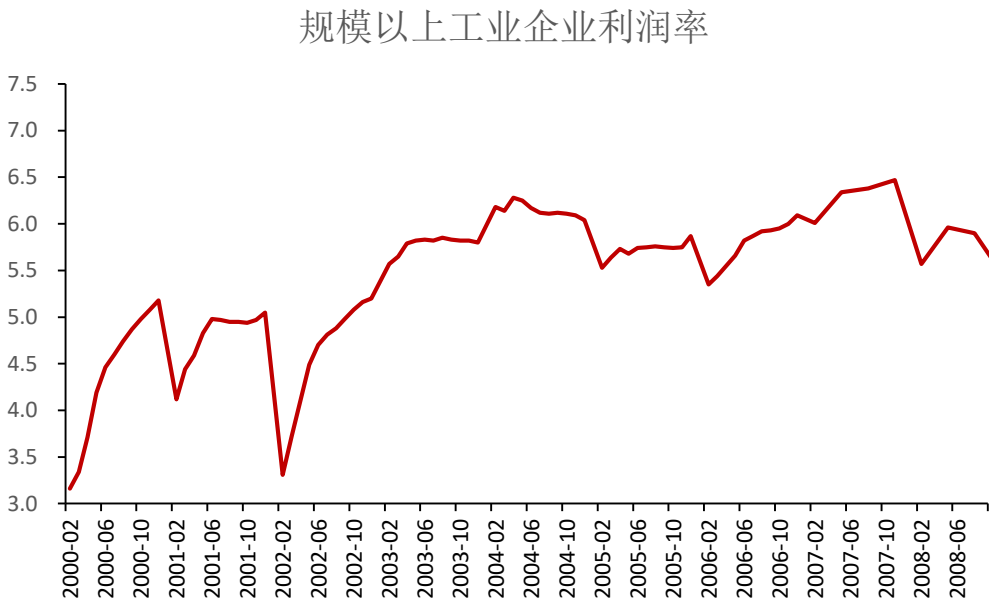


资料来源：WIND、五矿期货研究中心

加入WTO后，主要经济数据中，出口增速最快，带动了制造业投资的快速增长。

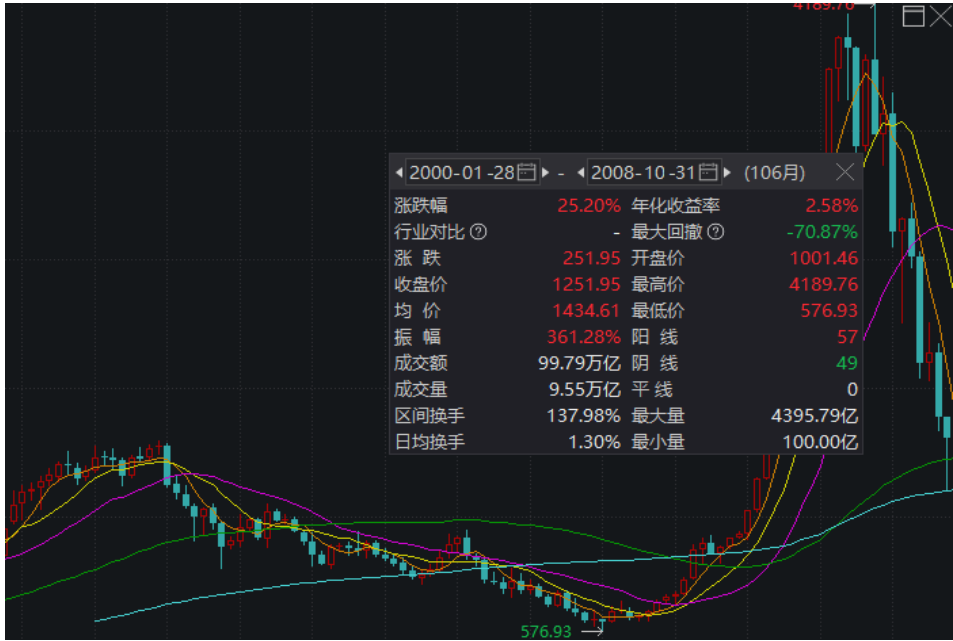
第一轮经济周期，制造业利润率显著高于社会平均收益率

图4：规模以上工业企业利润率（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图5：WIND全A收益率（%）

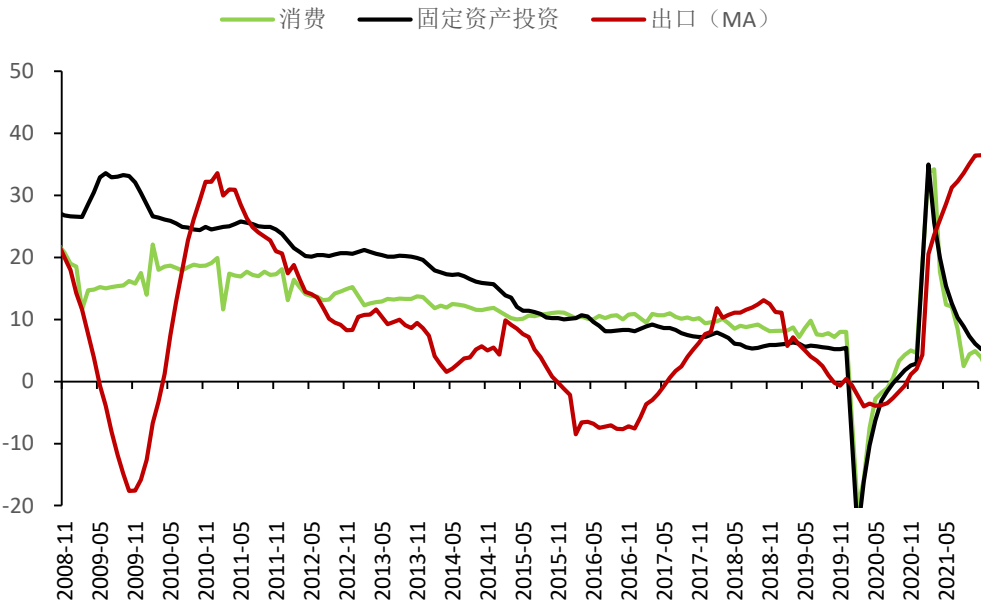


资料来源：WIND、五矿期货研究中心

加入WTO之后，工业企业利润率维持在5.5%以上高位，全A年化收益率2.6%，国债收益率平均约为4%左右。

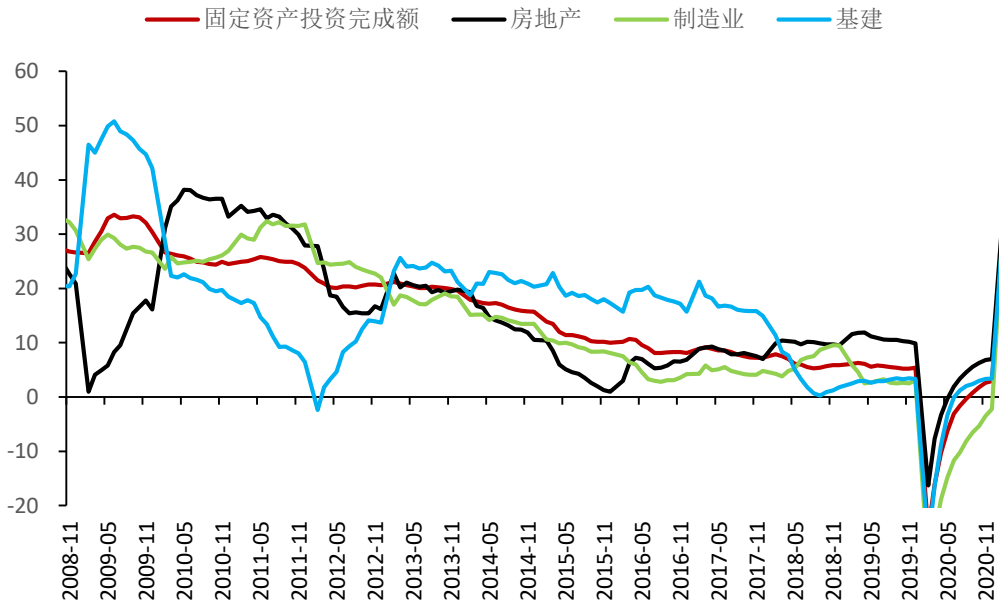
第二轮经济周期（2008. 11-2021. 9）

图6：主要经济数据增速（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

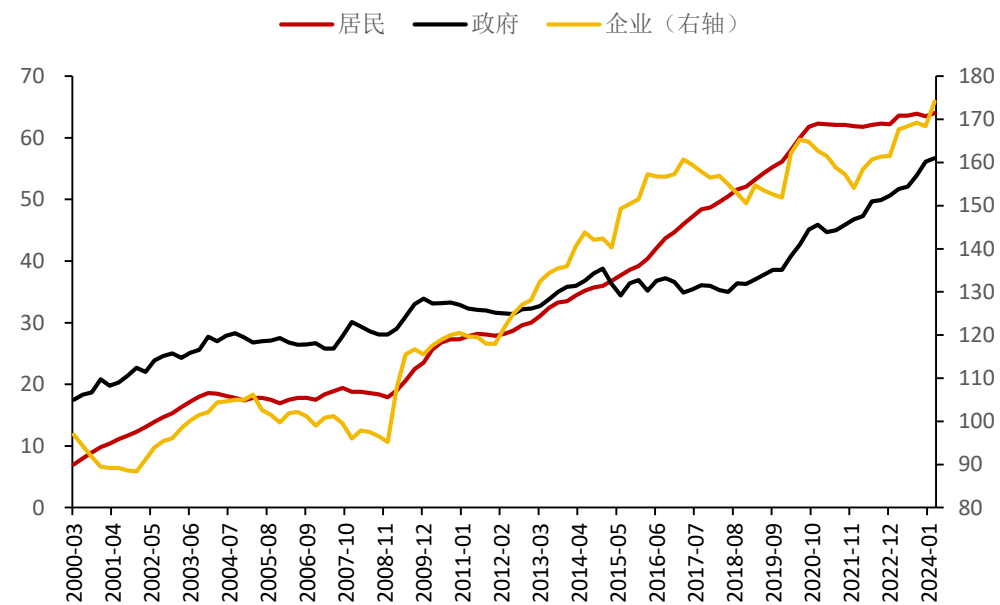
图7：固定资产投资增速（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

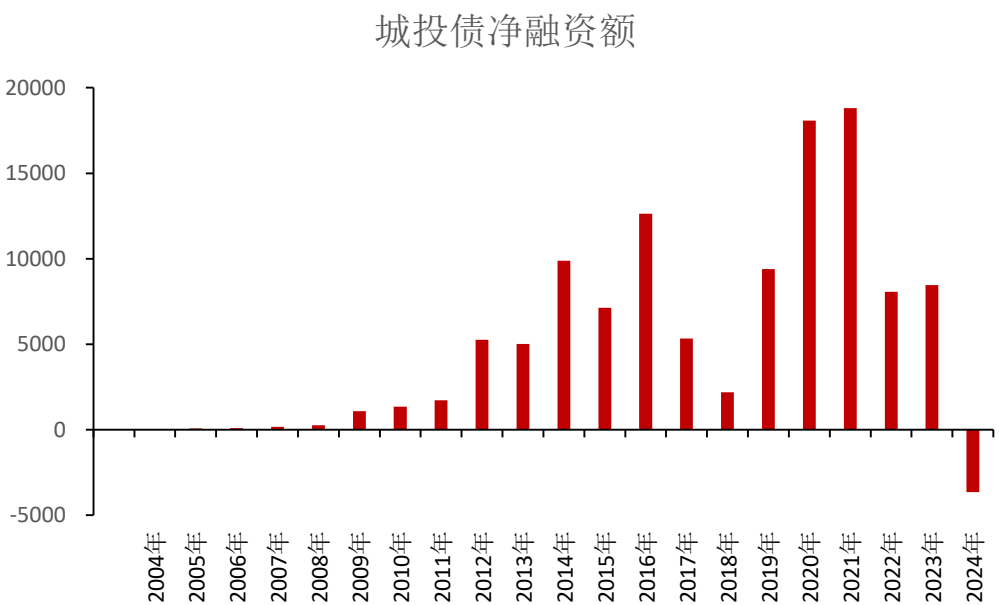
08年金融危机后，出口增速大幅回落，投资成为带动经济增长的主要因素。

图8：各部门杠杆率（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图9：城投债净融资（亿）

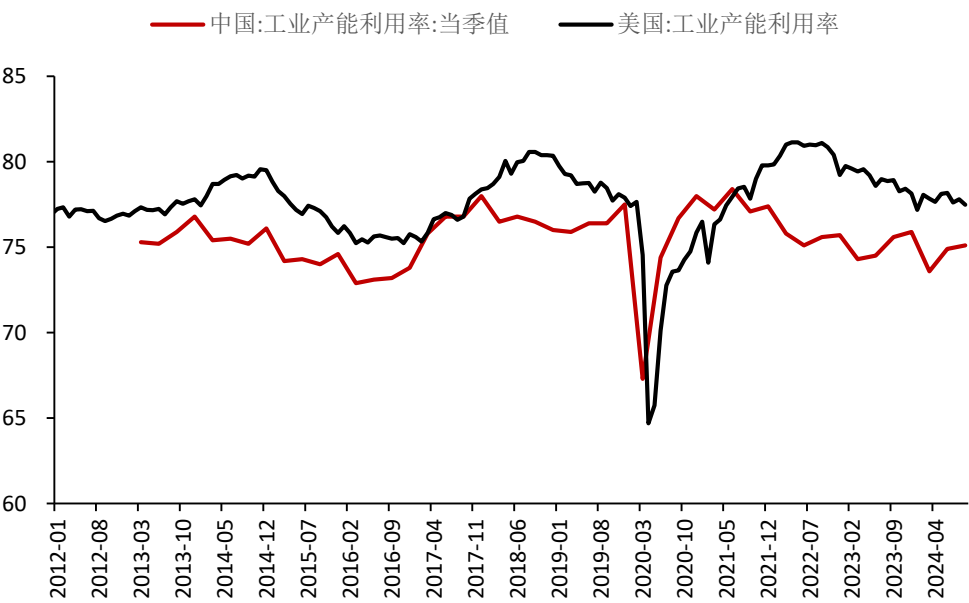


资料来源：WIND、五矿期货研究中心

期间实体部门杠杆率143%增长至265%，如包含其他隐性债务则更多，截止到24年10月底，城投债存量余额11.1万亿元。

第二轮经济周期-企业产能过剩，价格长期下行

图10：企业产能利用率（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图11：PPI（%）

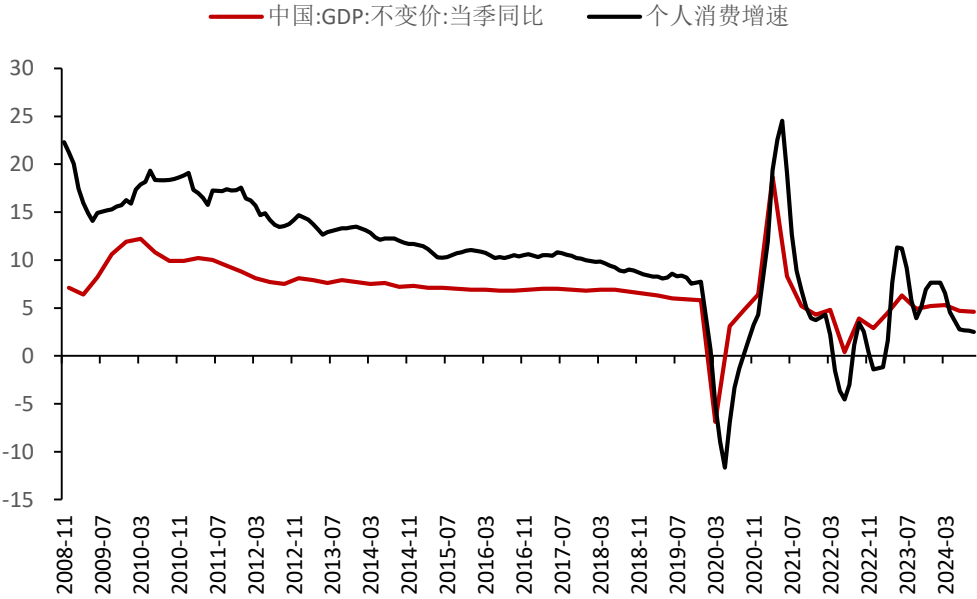


资料来源：WIND、五矿期货研究中心

企业过度投资带来产能过剩，价格长期下行，随后启动了供给侧改革。

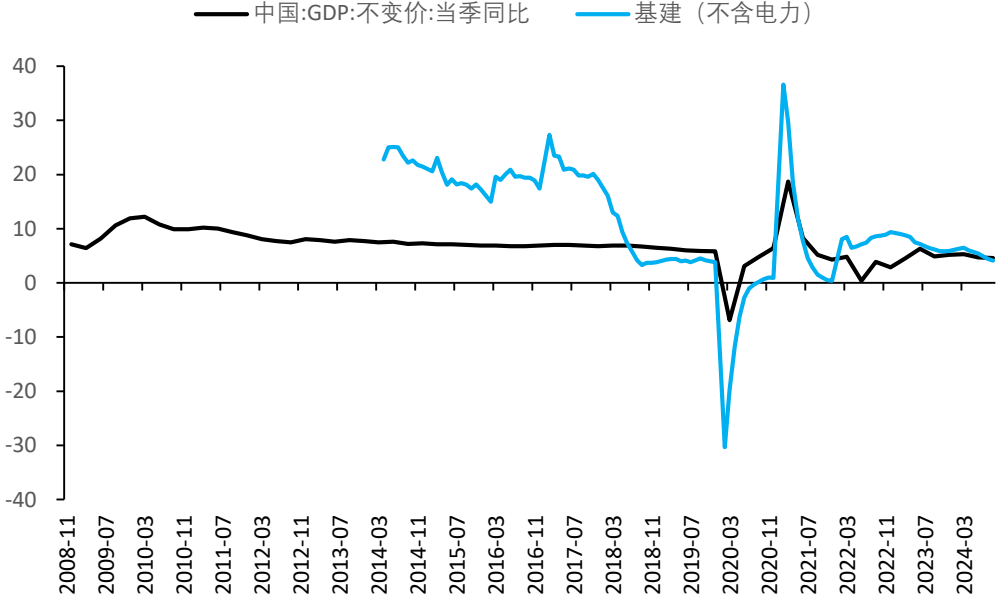
第二轮经济周期-终端消费投资增速下滑

图12：个人消费增速（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图13：政府基建投资增速（%）

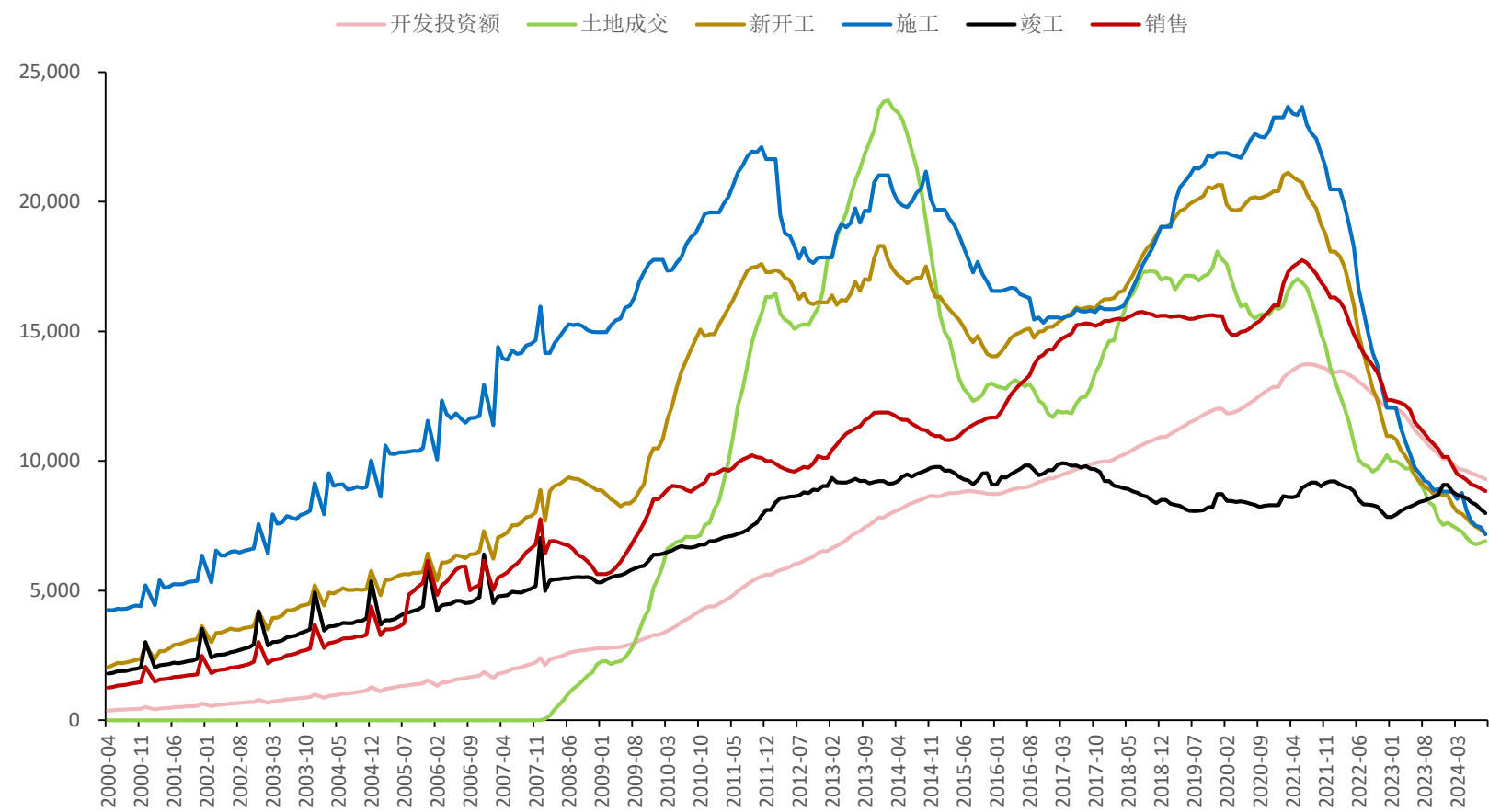


资料来源：WIND、五矿期货研究中心

高负债带来个人消费增速下行、政府基建投资受限。

第三轮经济周期-（2021年10至今）

图14：房地产主要指标走势（万平、亿元）

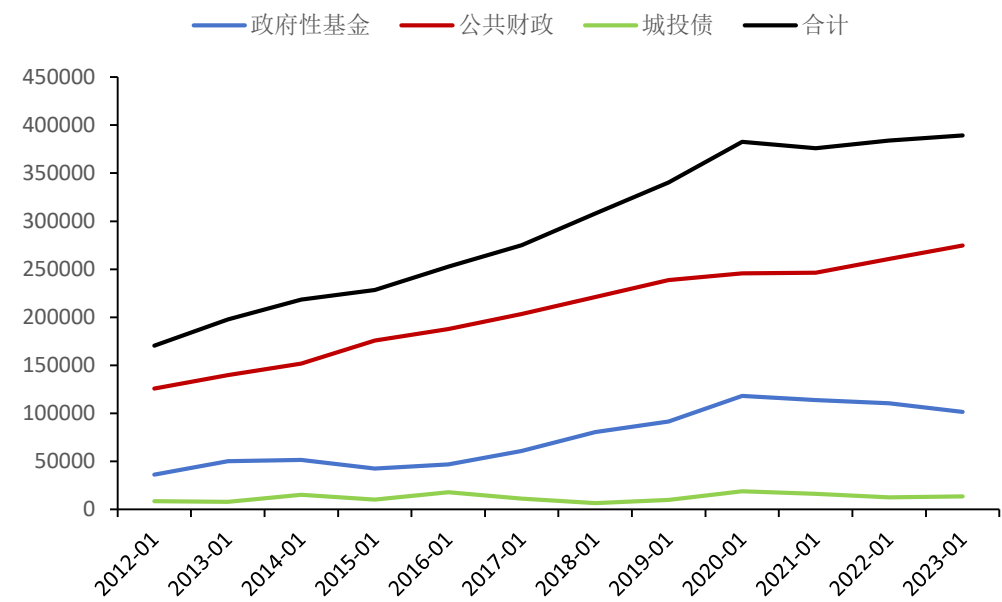


21年9月份，以“恒大暴雷”事件为标志，全国地产主要指标相继进入长期下行阶段。部分指标高位回落60%以上。

随之带来的是地方政府土地出让收入的大幅减少，基建投资增速下行。

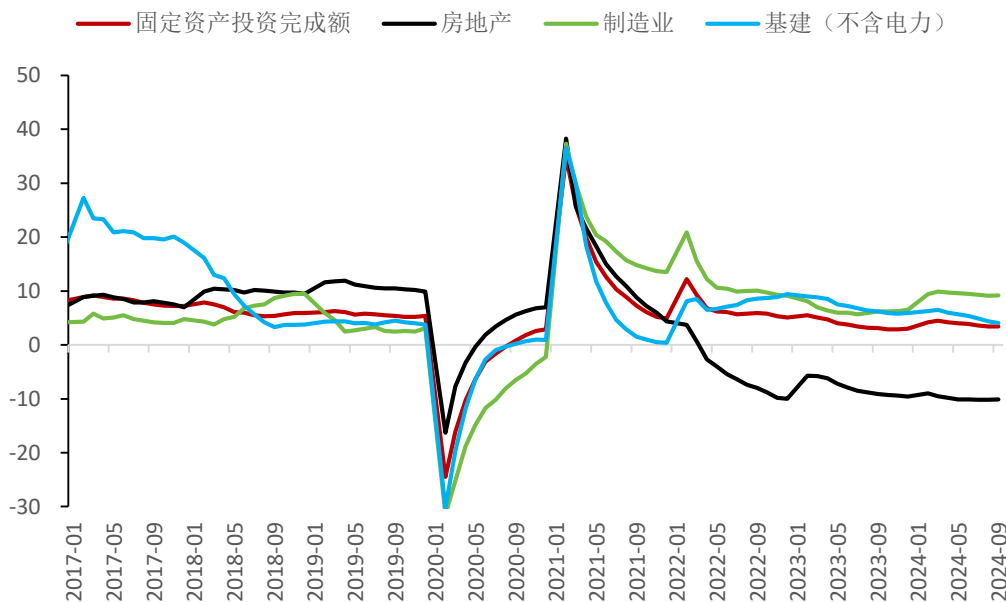
资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图15：政府支出（亿）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图16：近年来固定资产投资增速（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

政府性基金及城投债支出减少，带来政府总体支出增长放缓。

三中全会：聚焦构建高水平社会主义市场经济体制，充分发挥市场在资源配置中的决定性作用，更好发挥政府作用，坚持和完善社会主义基本经济制度，**推进高水平科技自立自强**，推进高水平对外开放，**建成现代化经济体系**，加快构建新发展格局，**推动高质量发展**。

◆ 防风险化债思路将延续，稳经济下行阶段有适当的放松；

财政部多次强调：对新增隐性债务保持“零容忍”的高压监管态势，将不新增隐性债务作为“铁的纪律”，持续加强预算管理。

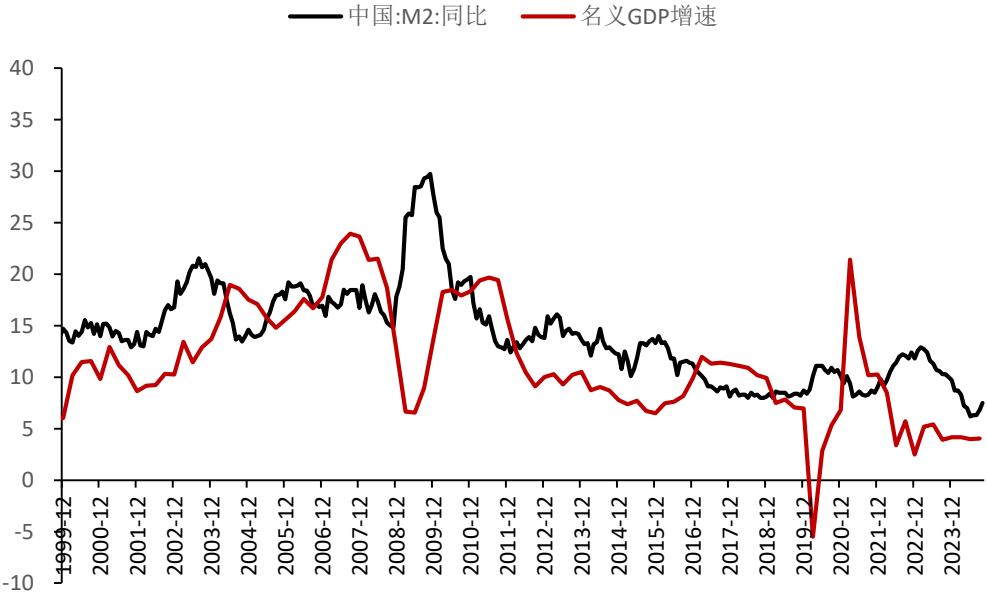
◆ 地产及基建老路将难以持续，地产看人口增量、土地供应及产业，基建投资看效益；

◆ 新质生产力、消费（设备更新、以旧换新等）、资本市场。

02

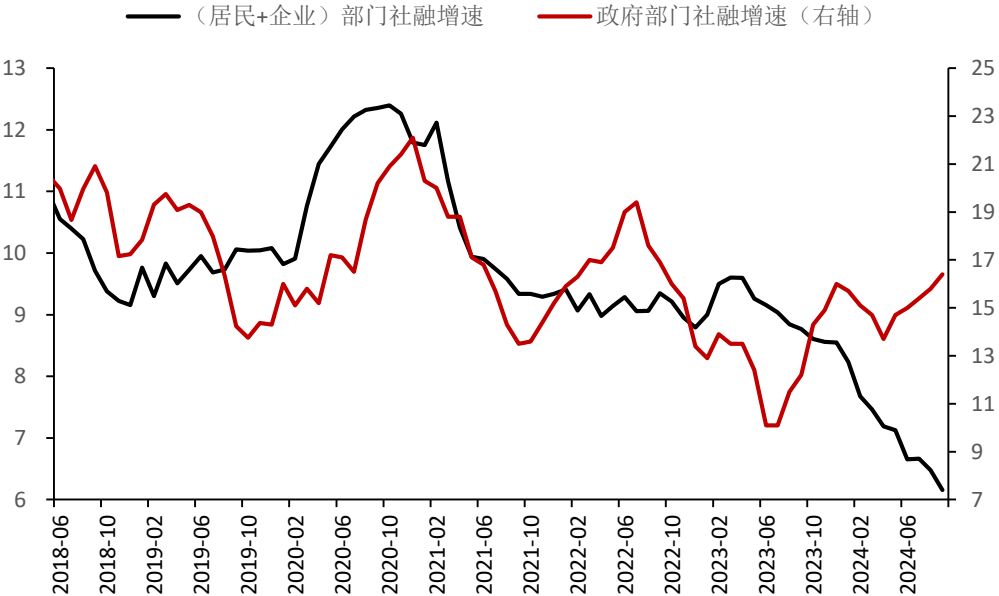
大类资产机会

图17：货币供应增速大于GDP增速（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

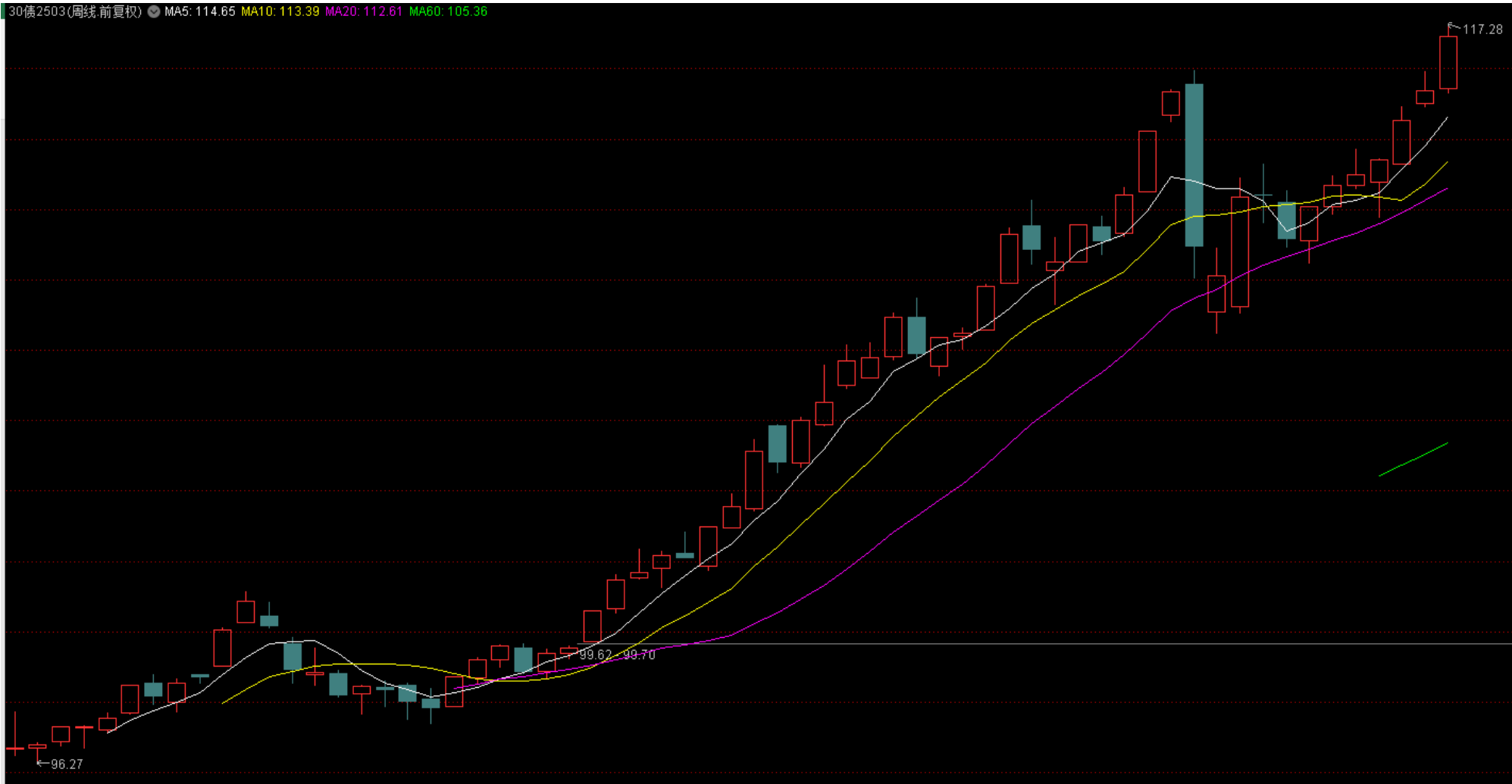
图18：社融需求减少（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

- 1、货币供应的相对过剩将带来资金价格的下行；
- 2、地产及基建等资金密集型产业的下行周期，资金需求将大幅减少。

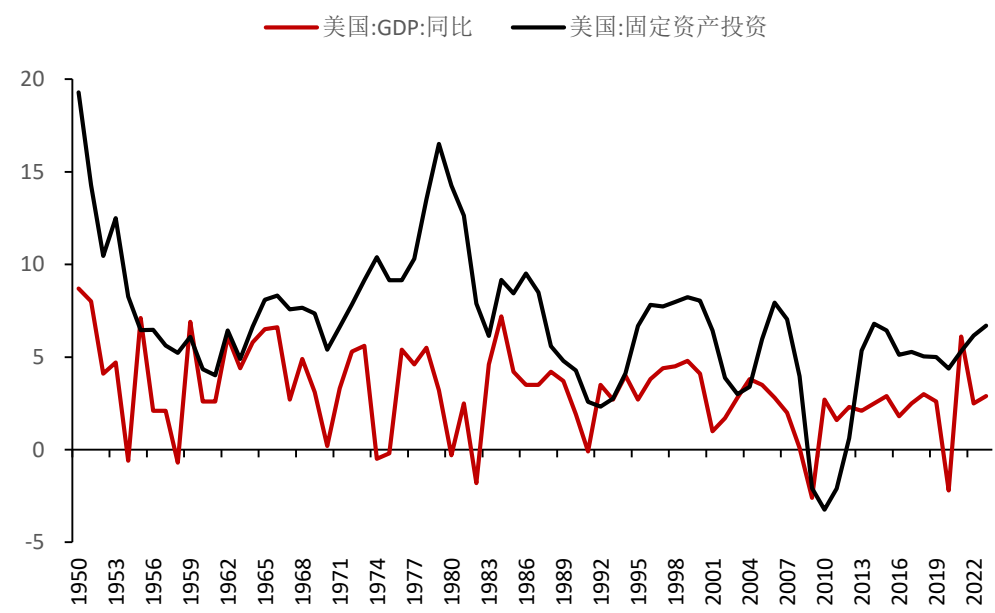
图19：30年期国债期货走势



资料来源：通达信、五矿期货研究中心

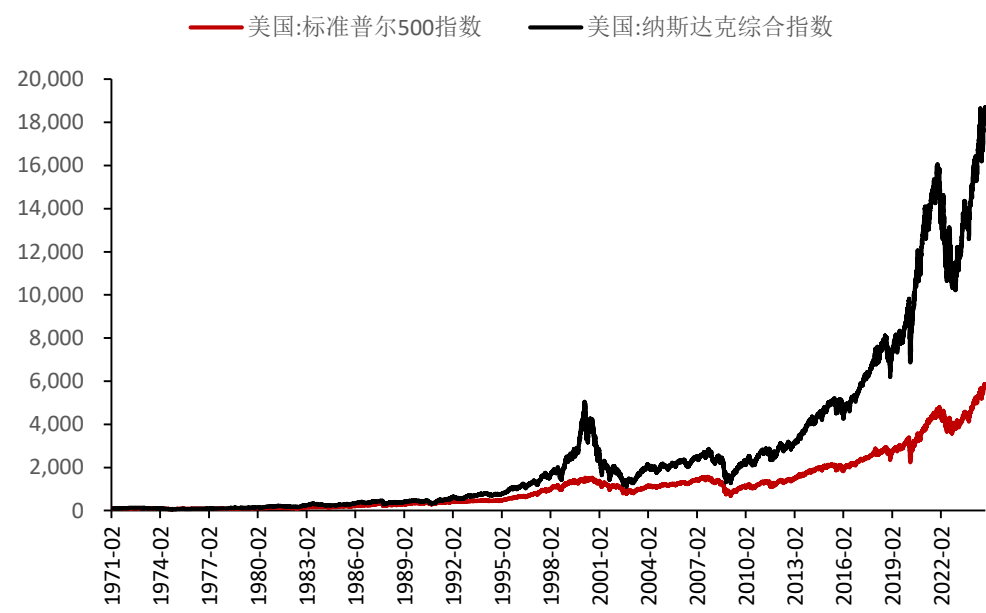
大类资产机会-股票市场表现好于前两轮

图20：美国GDP及固定资产投资增速（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

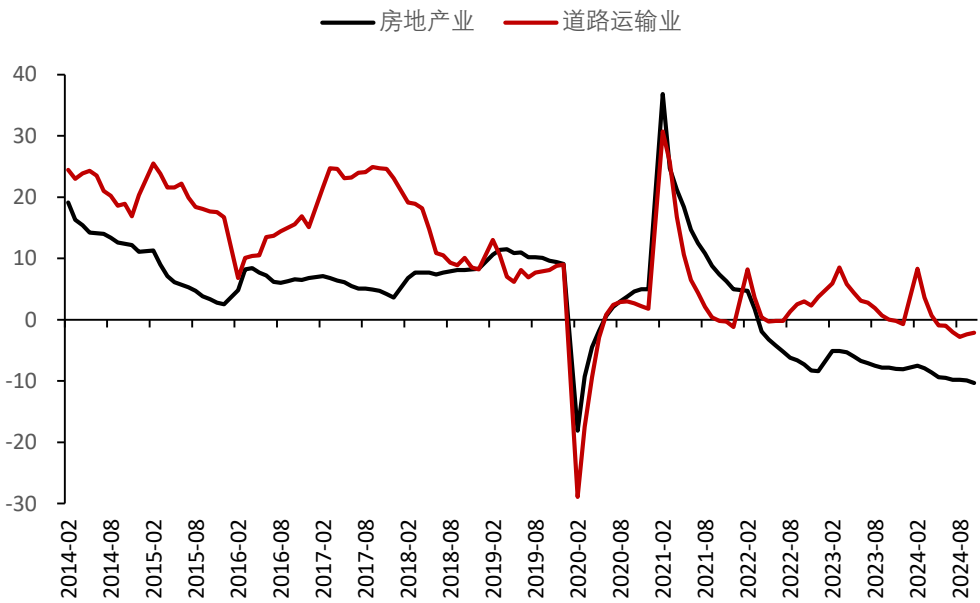
图21：美股指走势



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

- 1、固投及经济增速下行，将带来资本收益率预期的降低，带动股票估值提高；
- 2、实体经济及地产部门的收益率下行，流动性宽松带动资金配置转向股票市场；
- 3、政策重视度显著增加。

图22：地产及道路投资增速（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

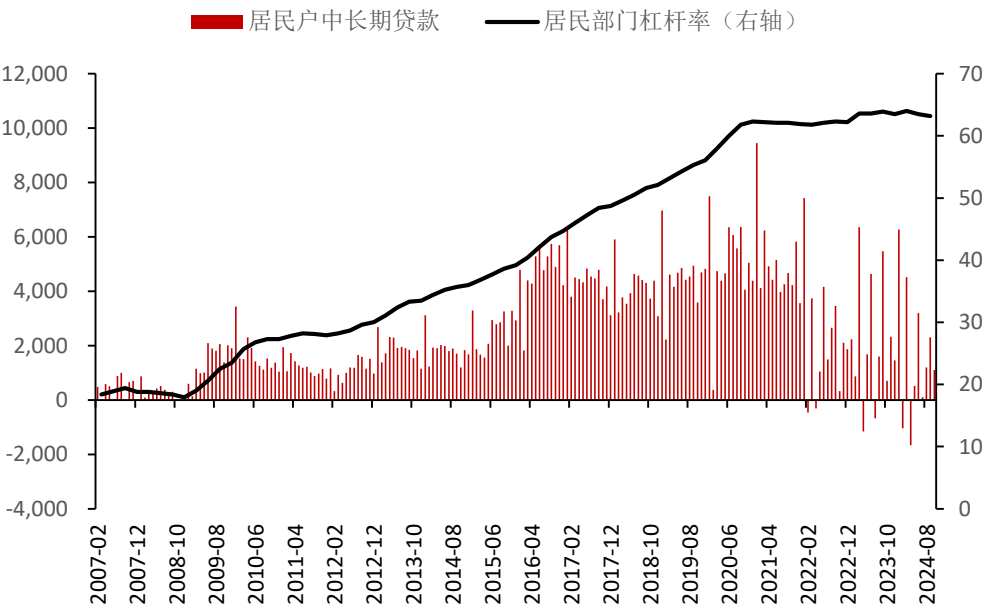
图23：美元信用带来国际定价商品的相对高位



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

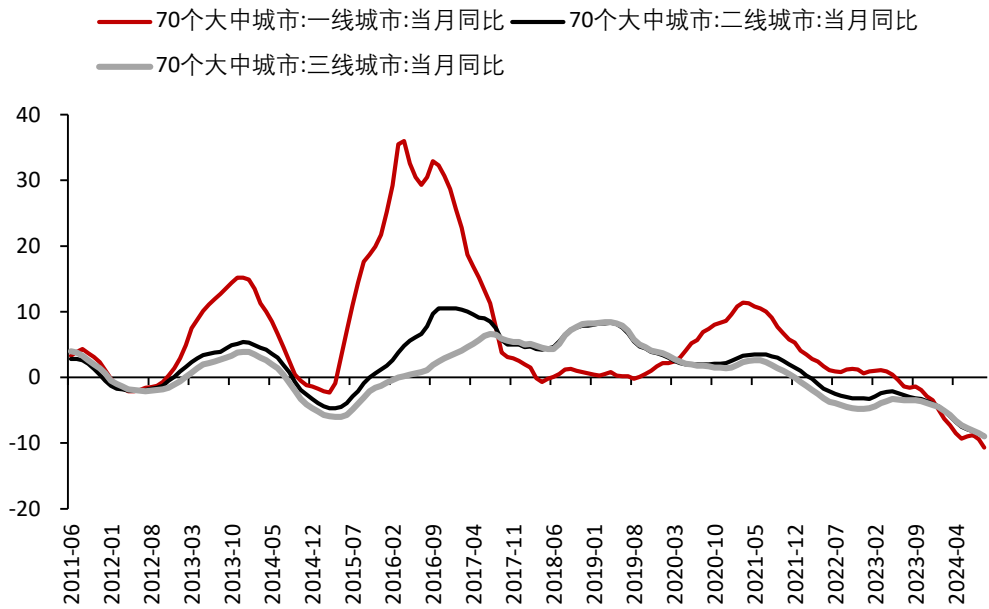
- 1、化债带来地方基建投资增速回落，而居民资产负债表受损、人口减少及供应过剩带来地产长期投资增速下行，与其相关的黑色系商品价格将长期承压；
- 2、美联储货币供应量、美国财政状况等带来通胀及美元指数的信用风险等因素，叠加供需的变化，以有色为代表的国际定价商品仍有韧性；

图24：居民中长期贷款（亿）及杠杆率（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图25：各线城市二手房价格同比（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

- 1、居民部门杠杆率见顶，地产将由过去的增量市场转为存量市场；
- 2、未来市场由 β 转为 α ，一线及部分强二线城市仍有机会；
- 3、此轮全国房价的整体下跌幅度超30%。

03

政策展望

更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策

货币政策：预计2025年降准降息将分别进行2次以上，降息幅度不低于40BP，降准幅度不低于1%。流动性方面，预计将保持较为宽松的状态，利于资产价格的上涨。

财政政策：预计狭义赤字率4%左右（5.3-5.5万亿），包括特别国债（2-3万亿），专项债（4.5-5万亿）在内的广义的赤字率约为9%-10%左右。

表1：我国货币及财政政策变化

时间	货币政策	财政政策
1993-1996	适度从紧	适度从紧
1997-2006	稳健	积极
2007-2008	从紧	稳健
2009-2010	适度宽松	积极
2011-2024	稳健	积极

资料来源：公开资料整理、五矿期货研究中心

稳住楼市股市

9月份的提法是“提振资本市场”，“促进房地产市场止跌企稳”，总体看仍是积极的信号，对稳住居民资产负债表，提高资产收益，带动消费发挥重要作用。

资本市场预计仍是建制度及鼓励长期资金入市等政策；

房地产涉及专项债收储、核心城市限购限贷进一步放松，叠加货币政策的利好等；

◆ 要大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求

这次提到“大力提振”和“全方位扩大”，表明明年的促销费政策将力度更大，范围更广，政策将扩展到更多的行业和领域。

◆ 以科技创新引领新质生产力发展，建设现代化产业体系”、“推动科技创新和产业创新融合发展”

五矿期货有限公司是经中国证监会批准设立的期货经营机构，已具备有**商品期货经纪、金融期货经纪、资产管理、期货交易咨询**等业务资格。

本刊所有信息均建立在可靠的资料来源基础上。我们力求能为您提供精确的数据，客观的分析和全面的观点。但我们必须声明，对所有信息可能导致的任何损失概不负责。

本报告并不提供量身定制的交易建议。报告的撰写并未虑及读者的具体财务状况及目标。五矿期货研究团队建议交易者应独立评估特定的交易和战略，并鼓励交易者寻求专业财务顾问的意见。具体的交易或战略是否恰当取决于交易者自身的状况和目标。文中所提及的任何观点都仅供参考，不构成买卖建议。

版权声明：本报告版权为五矿期货有限公司所有。本刊所含文字、数据和图表未经五矿期货有限公司书面许可，任何人不得以电子、机械、影印、录音或其它任何形式复制、传播或存储于任何检索系统。未经许可，复制本刊任何内容皆属违反版权法行为，可能将受到法律起诉，并承担与之相关的所有损失赔偿和法律费用。

研究报告全部内容不代表协会观点，仅供交流使用，不构成任何投资建议。

产融服务专家 财富管理平台

网址 www.wkqh.cn

全国统一客服热线 400-888-5398

总部地址 深圳市南山区滨海大道3165号五矿金融大厦13-16层



五矿期货微服务



官方微博