



金信期货
GOLDTRUST FUTURES

股指期货·专题报告

2021年6月2日

Experts of financial
derivatives pricing
衍生品定价专家

优财研究院

投资咨询业务资格

湘证监机构字[2017]1号

刘文波

·从业资格编号 F3070864

·投资咨询编号 Z0015179

联系人：杨谱

·从业资格编号 F3078457

煤飞色舞的周期行情一般是在什么时候爆发？

真的每次都是周期搭台成长唱戏？

——股指研究系列之四

内容提要

煤飞色舞的周期行情一般在什么时候爆发？每次都是周期搭台成长唱戏吗？

2005年以来，不同经济阶段，成长股和周期股同涨同跌。衰退期、复苏期、过热期和滞胀期成长股一般优于周期股；我国成长股指PE绝大部分时间段高于周期、金融、消费和稳定股指；当前成长股指、周期股指和消费股指PE下降较快，进一步下行的动能已减小。周期股和成长股涨跌趋势基本一致，2005年1月至2021年4月周期股指与成长股指相关系数为0.88，显示两者高度正相关。

虽然周期股指与成长股指大部分时间同涨同跌，但涨幅孰高孰低有很大不同。2005年以来，大部分时间成长股涨幅高于周期股，但在经济趋势复苏时期（2006年四季度至2007年三季度，2014年，2016-2017年，2020年下半年至2021年5月），周期股涨幅高于成长股。成长股高于周期股时间段，存在较多周期搭台成长唱戏阶段。

值得注意的是，周期股走势并不一定与商品价格走势一致，尤其是2014年6月至2016年2月，周期股走势与上证综指类似，而与南华商品价格走势相背离。周期股指走势与PPI同比走势相基本一致，一般情况下周期股指拐点较PPI同比拐点早出现2-4个季度，这或与企业利润增速拐点领先1-3个季度有关，股市投资一般提前布局企业利润回升行业。

下半年成长股指涨幅或大于周期股指。6-8月处于类过热期，我们对大类资产价格表现并不悲观，成长股指和周期股指大概率录得正涨幅，国务院强调需遏制大宗商品不合理上涨，对大宗商品价格保持强监管，周期股指涨幅大概率不及成长股指。9-12月前半段处于类滞胀期，大类资产价格在此阶段或有所回调，9-12月后半段处于类衰退期，通胀压力有所减少，成长股指和周期股指大概率录得正涨幅，成长股指涨幅可能大于周期股指。

风险提示

重大突发事件冲击；宏观经济指标剧烈变化；监管措施巨大变化



请务必仔细阅读正文之后的声明

相对来说，股指对宏观环境敏感，本系列试图研究不同宏观环境下股指的变化。本篇为该系列第四篇，探讨煤飞色舞的周期行情一般是在什么时候爆发？是否每次都是周期搭台成长唱戏？

一、 前文回顾

该系列第一篇研究了宏观环境下股指的涨跌，通过统计 2002 年 1 月至 2021 年 1 月，沪深 300、中证 500、PPI 同比、CPI 同比、工业增加值同比、DR007、M1 同比和 M2 同比数据的相关性，得到：沪深 300 和中证 500 与 PPI 同比弱正相关与 CPI 同比弱负相关、与工业增加值弱正相关与 DR007 弱负相关。沪深 300 在利率下行、CPI 同比加速和经济增速放缓时上涨的概率高于这些指标往相反的方向变化时，中证 500 相反。

该系列第二篇研究了当前美林时钟是否在美国仍有效，得到：

（1）2007 年 1 月至 2021 年 2 月，美国衰退、复苏、过热和滞胀期切换有所加快，并且复苏期较其他 3 个时期持续时间短很多。尤其是 2016 年 1 月以来复苏期和滞胀期持续时间很短，似乎美林时钟经济周期的轮转理论失效了。（2）从计算的净值看，2007 年 1 月至 2021 年 2 月，美林时钟配置法则下净值远高于单独配置股票、债券、商品和现金的净值，说明美林时钟配置法则仍有效。

该系列第三篇研究了当前美林时钟在中国的应用，得到：

（1）中国的美林时钟：按美林时钟思想，以 GDP 增长率和 CPI 增长率这两个宏观指标，把经济周期划分为复苏期、过热期、滞胀期和衰退期。通过统计 2005 年 1 月至 2021 年 3 月中国大类资产在不同经济阶段表现，得到大类资产配置：衰退期，债券>现金>股票>商品；复苏期，股票>商品>债券>现金；过热期，股票>商品>现金>债券；滞胀期，股票>商品>债券>现金。净值从 1 上升至 8.14。

（2）修正的美林时钟：把产出缺口为正代替产出缺口趋势上升，把产出缺口为负代替产出缺口趋势下降，把通胀高于前值代替通胀趋势上升，把通胀低于前值代

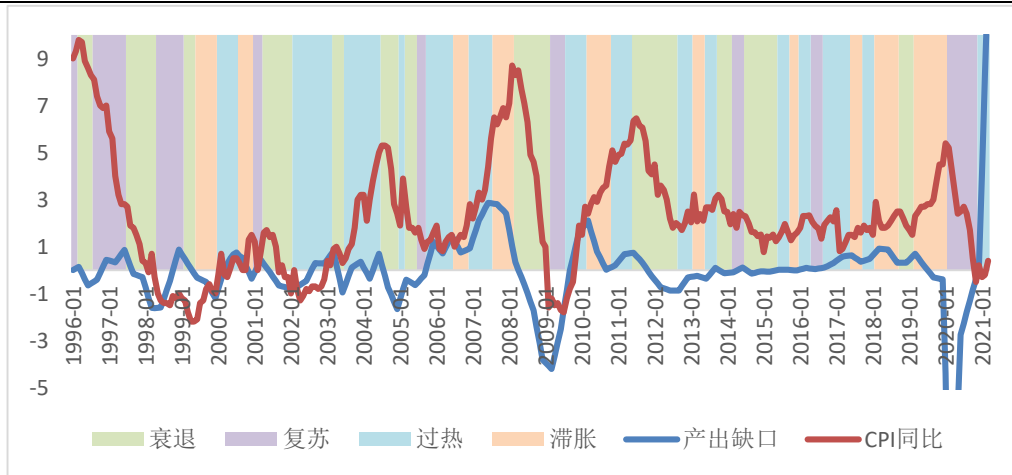
替通胀趋势下降。把 CPI 同比大于 4% 归入滞胀和过热，类似的把 PPI 同比大于 5.5% 归入滞胀和过热，CPI 同比小于 1.51% 归入衰退和复苏。

(3) 修正美林时钟的结论：通过统计 2005 年 1 月至 2021 年 3 月中国大类资产在不同经济阶段表现，得到大类资产配置：衰退期，股票>债券>现金>商品；复苏期，股票>商品>债券>现金；过热期，商品>股票>债券>现金；滞胀期：债券>现金>商品>股票。经修正的 2005-2021 年资产配置净值从 1 上升为 114.3，大幅高于前述未修正未调整的配置净值 8.14，且最大回撤要小很多，说明经调整后资产配置方案更加有效。

二、不同经济阶段，成长股和周期股同涨同跌

我们以 GDP（国内生产总值）增长率和 CPI（消费者物价指数）增长率这两个宏观指标，把经济周期划分为复苏期（经济上行且通胀下行），过热期（经济上行且通胀上行），滞胀期（经济下行且通胀上行）和衰退期（经济下行且通胀下行），用中国 GDP 不变价季度数据进行 HP 滤波处理后得到产出缺口数据。

图 1：美林时钟下中国经济周期：单位：%



资料来源：美林证券，Wind，优财研究院

我们统计了 2005 年 1 月至 2021 年 3 月中国大类资产在不同经济阶段表现。股票以沪深 300 为指标、债券以中证企业债为指标、商品以南华综合指数为指标、现金以 10 年期国债到期收益率为指标。

按照定义，通胀同比上升就归入滞胀和过热，但实际上当通胀同比处于很低位置回升时，市场还是会把经济归入衰退和复苏期，我们通过研究发现，当 CPI 同比高于 4% 时，货币政策大概率收紧，股指下跌的可能性较大，因此我们把 CPI 同比大于 4% 归入滞胀和过热，类似的我们把 PPI 同比大于 5.5% 归入滞胀和过热，CPI 同比小于 1.51 归入衰退和复苏。

经上述调整和修正后，以 CPI 同比作为通胀指标，我们统计了 2005 年 1 月至 2021 年 3 月中国大类资产在不同经济阶段的表现。

衰退期，成长指数上涨幅度高于消费、周期、金融和稳定股指，大类资产配置：成长>债券>商品；复苏期，消费指数上涨幅度高于周期、成长、金融和稳定股指，不过成长、周期和金融股指上涨幅度相近，大类资产配置：消费>商品>债券；过热期，金融指数上涨幅度高于消费、周期、稳定和成长股指，大类资产配置：商品>股票>债券；滞胀期，消费指数表现好于金融、成长、稳定和周期股指，大类资产配置：债券>商品>股票。

在统计时间段不同经济阶段，成长股和周期股涨跌幅均值同正同负，衰退期和滞胀期成长股优于周期股，过热期周期股优于成长股。过热期，通胀仍在上行，经济增速攀升更加大上游原材料价格上涨空间，市场对周期股的偏好仍高于成长股，不过为抑制通胀，政策可能边际收紧，叠加经济增速仍在上行，政策收紧的空间较大，压制市场情绪。

表 1：2005 年 1 月至 2021 年 3 月中国大类资产在不同经济阶段的表现

阶段	金融	周期	消费	成长	稳定	成长-周期	工业品	企业债
衰退（33 个月）	46.62	56.43	58.80	77.42	35.40	20.99	-2.68	7.87
复苏（56 个月）	40.68	40.74	46.74	40.74	36.94	-0.00	14.80	4.84
过热（49 个月）	19.91	9.31	12.77	4.45	6.62	-4.85	22.32	3.69
滞胀（57 个月）	-23.39	-32.04	-21.44	-28.12	-30.87	3.91	-4.58	6.44

资料来源：Wind，优财研究院

由于 2005 年至 2009 年包含次贷危机，股市波动巨大，股市涨跌在较长时间不是由经济基本面决定，为了消除这种扰动，剔除该段时间，经上述调整和修正后，以 CPI 同比作为通胀指标，统计 2010 年 1 月至 2021 年 3 月中国大类资产在不同经济阶段的表现。

衰退期，成长指数上涨幅度高于消费、周期、稳定和金融股指，大类资产配置：成长>债券>商品；复苏期，金融指数上涨幅度高于稳定、消费、成长和周期股指，大类资产配置：金融>债券>商品；过热期，消费指数表现好于成长、金融、周期和稳定股指，大类资产配置：商品>股票>债券，不过股票涨幅与债券涨幅相近；滞胀期，消费指数表现好于金融、成长、周期和稳定股指，大类资产配置：债券>商品>股票。

表 2：2010 年 1 月至 2021 年 3 月中国大类资产在不同经济阶段的表现

阶段	金融	周期	消费	成长	稳定	成长-周期	工业品	企业债
衰退（22 个月）	28.70	54.61	58.97	79.35	39.26	24.74	-14.03	7.00
复苏（38 个月）	29.84	17.47	23.28	17.89	27.15	0.43	2.53	6.35
过热（37 个月）	-0.69	-1.67	3.53	-0.11	-4.03	1.56	17.47	2.34
滞胀（38 个月）	-18.13	-28.14	-13.69	-20.53	-30.58	7.61	-1.42	6.11

资料来源：Wind，优财研究院

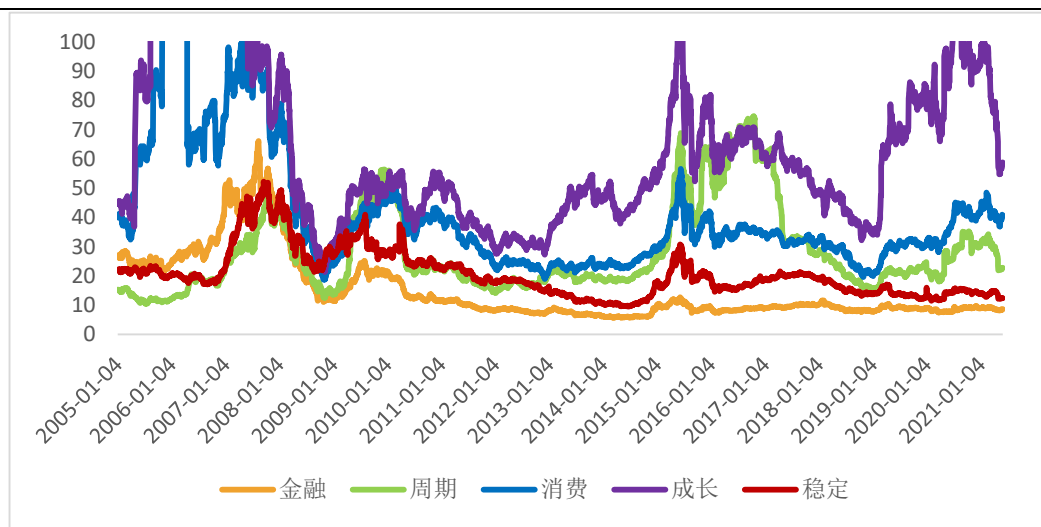
在统计时间段不同经济阶段，成长股和周期股涨跌幅均值同正同负，各经济阶段成长股均优于周期股。

三、成长股指、周期股指 PE 近期企稳，大部分时间成长股表现更优

（一）成长股指、周期股指 PE 企稳

2005 年以来我国成长股指 PE 绝大部分时间段高于周期、金融、消费和稳定股指。在 PE 处于高位时股指下跌的动能较大，在 PE 处于低位时股指上涨的动能较大，当前成长股指、周期股指和消费股指 PE 下降较快，相关股指 PE 下行的动能已减小。

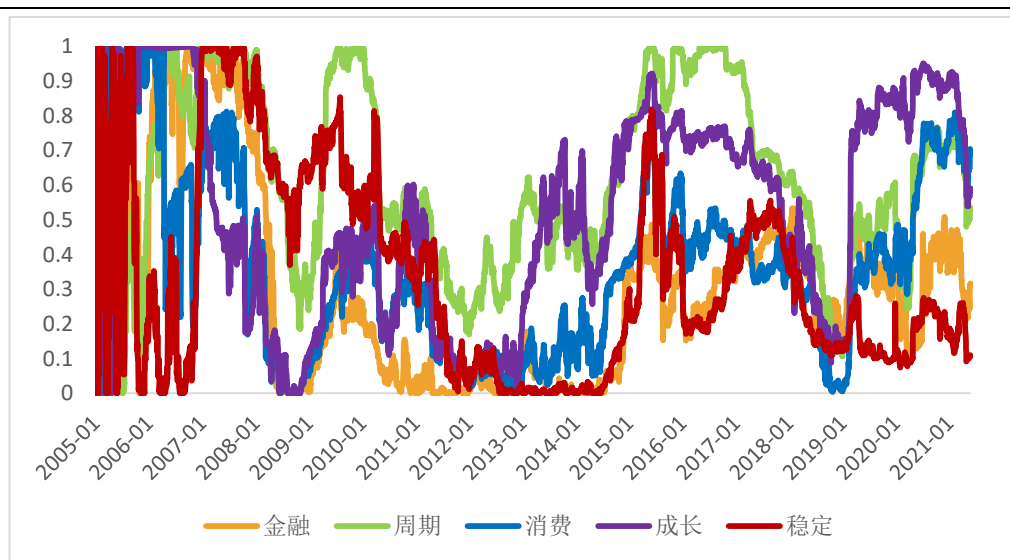
图 2：中信风格股指 PE-ttm，截止 2021 年 5 月 31 日



资料来源：Wind，优财研究院

通过统计股指历史 PE 分位数，除金融和稳定股指 PE 分位数可能长期位于历史低位外，周期、消费和成长股指 PE 分位数均不会在历史低位停留很长时间，当前周期、消费和成长股指 PE 分位数虽然大幅下降，但仍处较高位置，难言当前这些股指 PE 是趋势上升还是下跌。

图 3：中信风格股指 PE 分位数，截止 2021 年 5 月 31 日



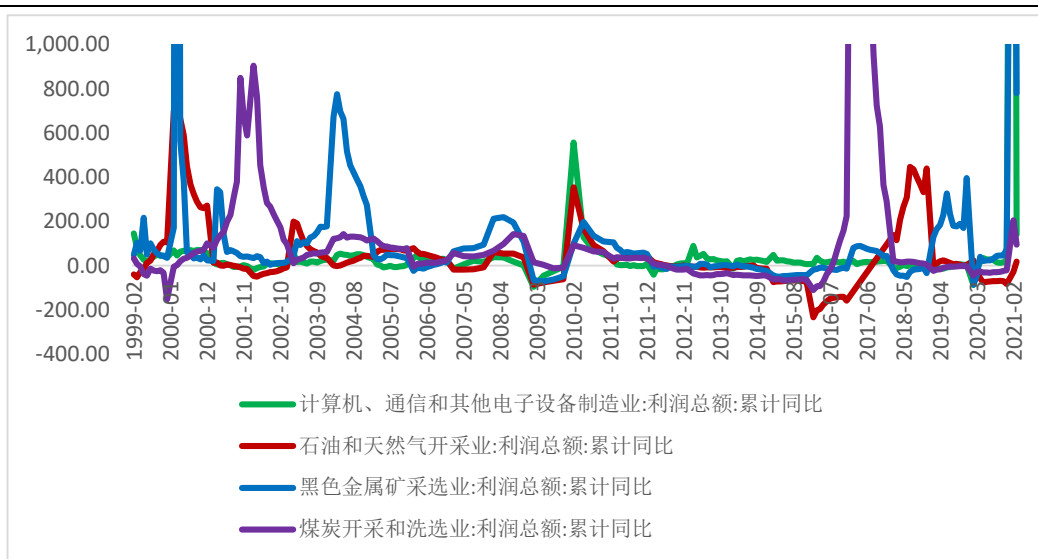
资料来源：Wind，优财研究院

（二）成长类行业和周期类行业利润涨跌时常分化

以计算机、通信和其他电子设备制造业代表成长股，以石油和天然气开采业、黑色金属矿采选业、煤炭开采和洗选业代表周期股，可以看到，成长股 1 个行业和

周期股 3 个行业利润同比涨跌并不一致，除了宏观环境、监管环境和市场情绪共同作用导致行业的同涨同跌外，利润增速涨跌的分化应是周期股和成长股涨跌分化的重要原因，利润增速上涨相对更高的风格类股指有更大可能攀升。

图 4：成长类行业和周期类行业利润增速：单位：%

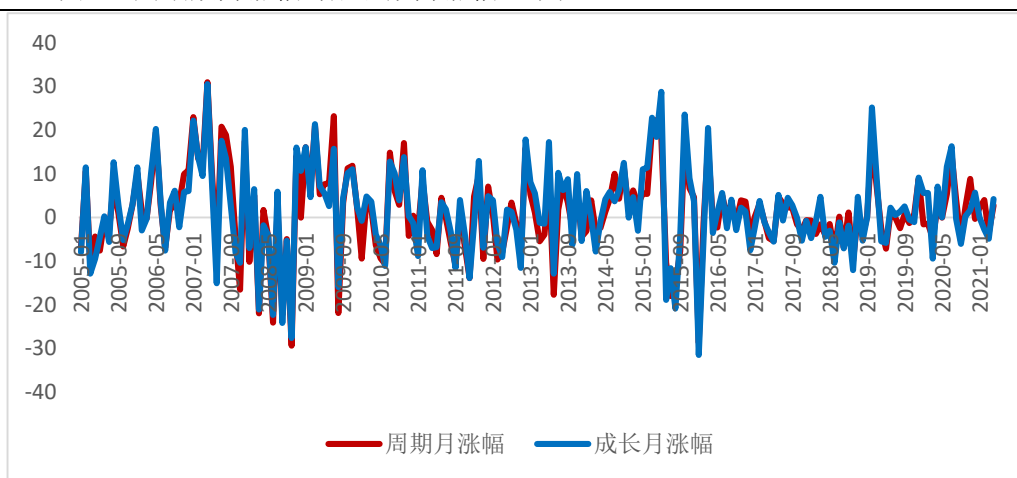


资料来源：Wind，优财研究院

（三）大部分时间成长股涨幅高于周期股，复苏时期周期股涨幅高于成长股

我国周期股和成长股涨跌趋势基本一致，2005 年 1 月至 2021 年 4 月周期股指与成长股指相关系数为 0.88，显示两者高度正相关。

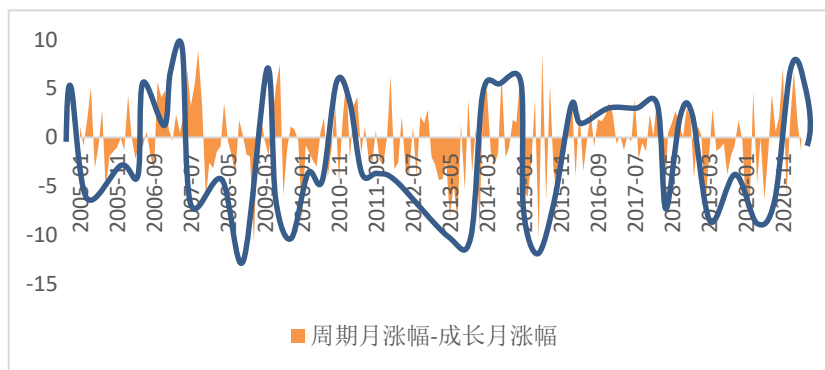
图 5：周期股月涨幅与成长股月涨幅：单位：%



资料来源：Wind，优财研究院

虽然周期股指与成长股指大部分时候同涨同跌，但涨幅孰高孰低有很大不同。就其周期看，大部分时间成长股涨幅高于周期股，但在经济趋势复苏时期（2006 年四季度至 2007 年三季度，2014 年，2016-2017 年，2020 年下半年至 2021 年 5 月），周期股涨幅高于成长股。一般成长股高于周期股时间段，存在较多周期搭台，成长唱戏阶段。

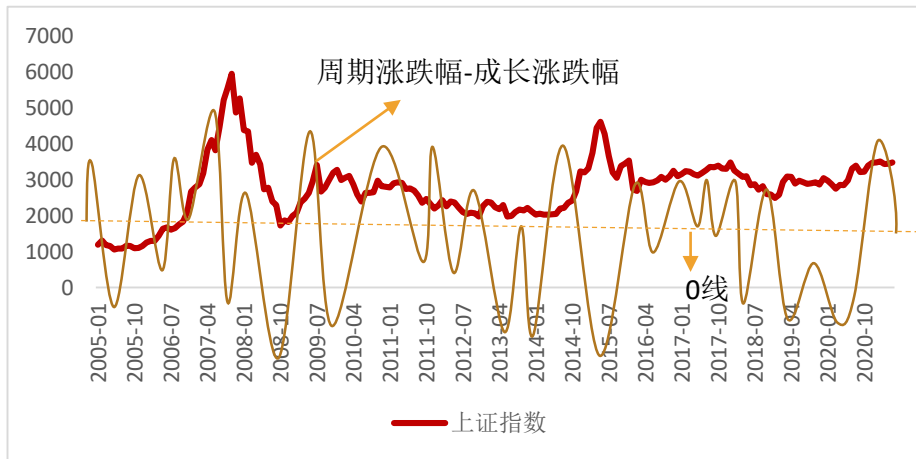
图 6：周期月涨幅与成长月涨幅之差：单位：%



资料来源：Wind，优财研究院

2020 年 8 月以来，周期股的涨幅大幅高于成长股涨幅。4 月虽然成长股涨幅高于周期股，但 5 月前半月周期股涨幅高于成长股，当前仍难言已经由周期股涨幅高于成长股切换成成长股涨幅高于周期股，5 月后半月，国务院多次强调大宗商品价格过快上涨，加强了大宗商品期货和现货市场联动监管，周期股回落较多，而成长股强势上涨。

图 7：上证指数与周期涨跌幅与成长涨跌幅之差



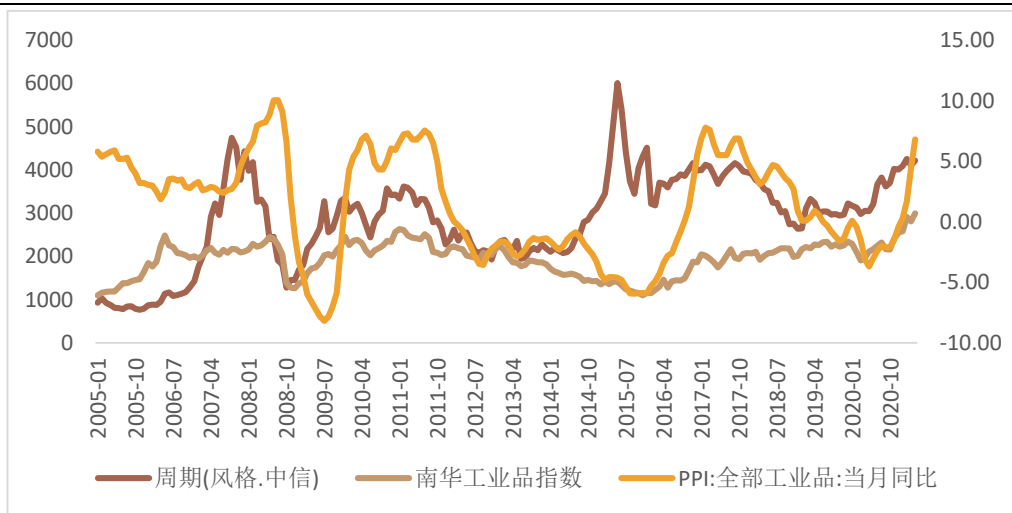
资料来源：Wind，优财研究院

四、周期股时常与商品价格走势相背

（一）周期股走势并不一定与商品价格走势一致

值得注意的是，周期股走势并不一定与商品价格走势一致，尤其是 2014 年 6 月至 2016 年 2 月，周期股走势与上证综指类似，而与南华商品价格走势相背离。2014 年 6 月以来，当指数位于 2000 点左右低点，抄底资金逐渐进入市场，经济当时正处下行期，货币政策维持宽松，利率持续下降，表外融资迅速走高，伴随着“一带一路”推出和国企改革的顺利推进，南车北车大合并为开端逐步推升股指快速上升，后期融资、配资翻倍入市，泡沫迅速吹大。2015 年 6 月开始，监管措施渐严，后续资金无法维持巨幅成交量，A 股快速回落。

图 8：周期股、商品指数及 PPI 同比：单位：%



资料来源：Wind，优财研究院

（二）周期股指拐点较 PPI 同比拐点早出现 2-4 季度

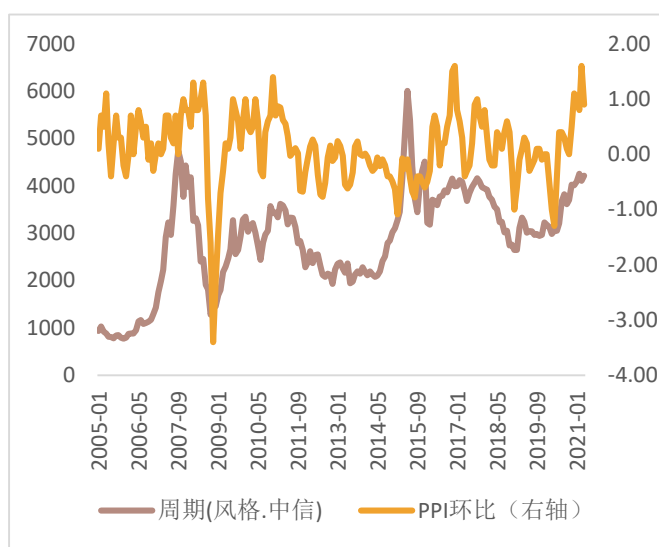
除 2014 年下半年至 2015 年底我国周期股指走势与 PPI 同比走势相背离外，其他阶段与 PPI 同比走势基本一致，一般情况下周期股指拐点较 PPI 同比拐点早出现 2-4 季度，这或与企业利润增速拐点领先 1-3 个季度有关，股指投资一般提前布局企业利润回升。

图 9：周期股指与 PPI 同比：单位：%



资料来源：Wind，优财研究院

图 10：周期股指与 PPI 环比：单位：%

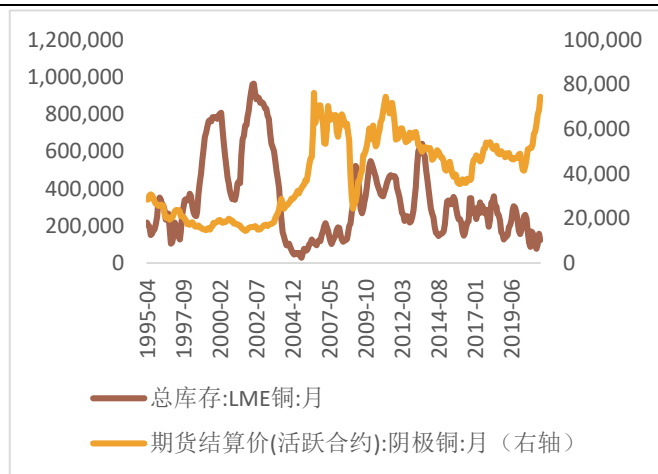


资料来源：Wind，优财研究院

（三）有色金属价格易跌难涨且涨跌更趋分化

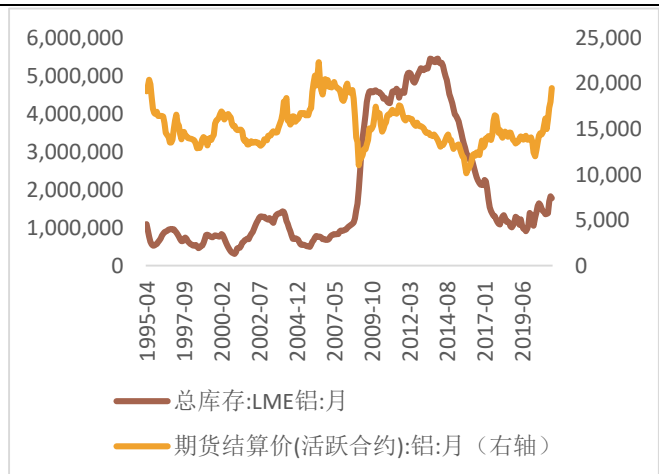
库存下降阶段一般对应金属价格上涨，但并不一定，还要结合金属的供求关系、宏观政策环境等。当前，LME 铜和锡的库存仍处历史低位，而铝、锌、铅和镍的库存回升明显，并且铜、锡、铝、锌、铅和镍的期货结算价位于历史高点，货币政策边际收紧，说明有色金属价格易跌难涨且涨跌更趋分化。

图 11：铜库存及期货结算价



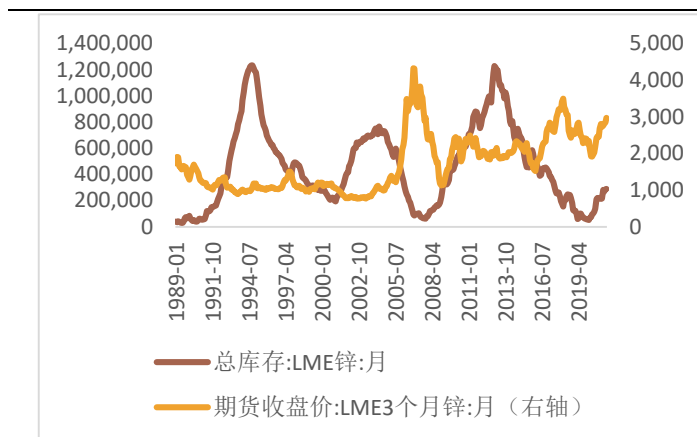
资料来源：Wind，优财研究院

图 12：铝库存及期货结算价



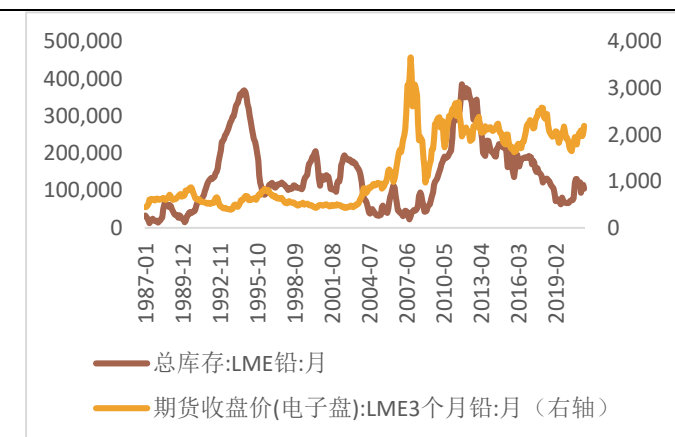
资料来源：Wind，优财研究院

图 13：锌库存及期货收盘价



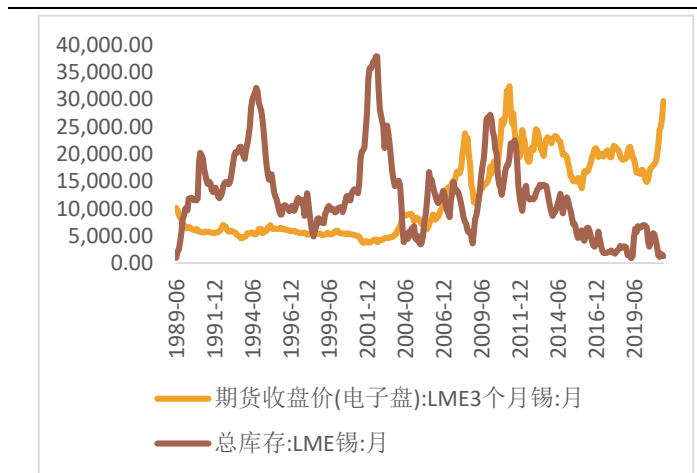
资料来源：Wind，优财研究院

图 14：铅库存及期货收盘价



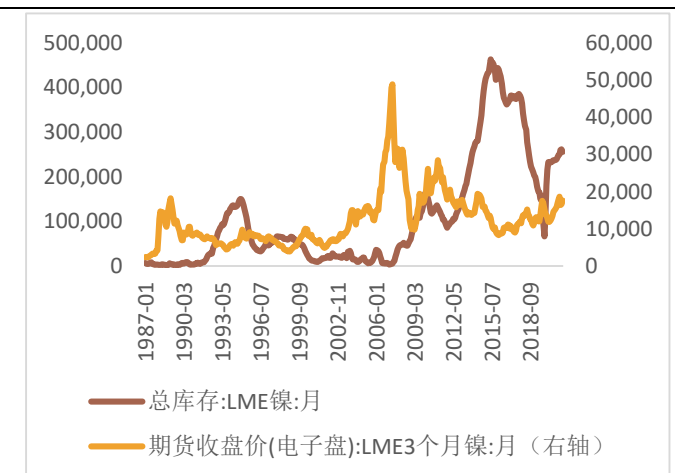
资料来源：Wind，优财研究院

图 15：锡库存及期货收盘价



资料来源：Wind，优财研究院

图 16：镍库存及期货收盘价



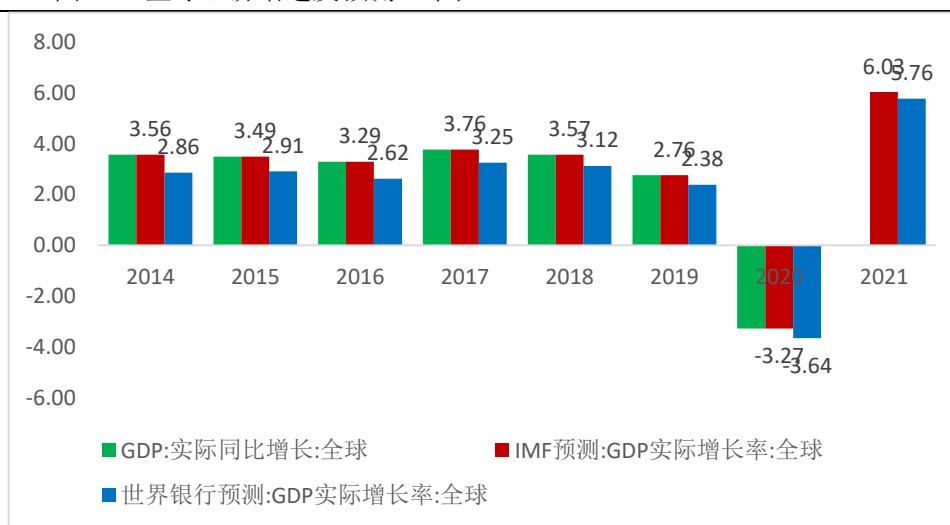
资料来源：Wind，优财研究院

五、海外经济趋势复苏，美债收益率趋势攀升

（一）全球经济高增长，经济景气度高升

IMF 和世界银行分别预测 2021 年全球实际增长率分别为 6.03% 和 5.76%，远高于近年的 2.7%-3.8%，全球经济趋势复苏。

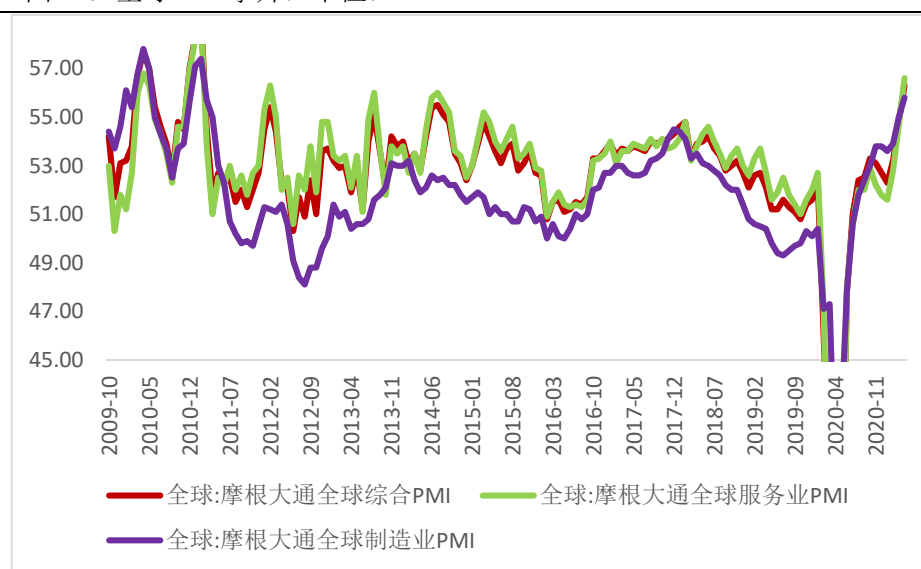
图 17：全球经济增速及预测：单位：%



资料来源：Wind，优财研究院

全球综合 PMI、制造业 PMI 和服务业 PMI 自去年二季度以来趋势回升，近期已经升至近 10 年新高。

图 18：全球 PMI 攀升：单位：%



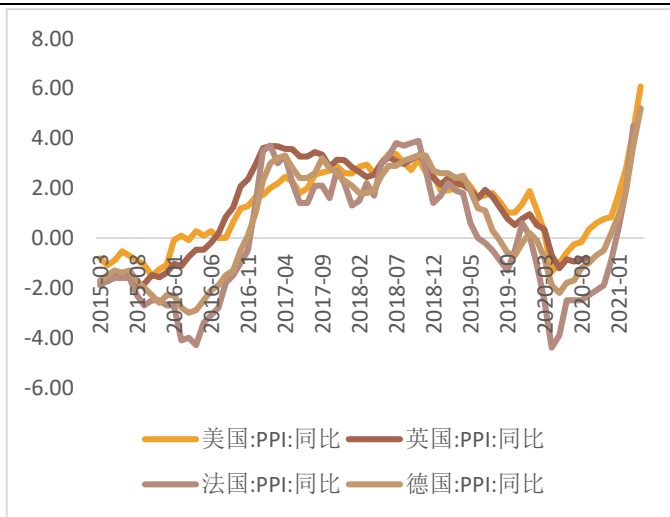
资料来源：Wind，优财研究院

（二）美国通胀高企，美联储拟放慢资产购买

美国 4 月生产者价格涨幅超预期，通胀压力上升。美国 4 月生产者价格指数(PPI) 环比上涨 0.6%，同比上涨 6.2%，创 2010 年开始追踪该项数据以来的最大同比涨幅。此前经济学家平均预期该指数环比增长 0.3%、同比增长 3.8%。扣除波动性的食品、能源与贸易复苏因素不计，4 月核心 PPI 环比增长 0.7%、同比增长 4.6%。

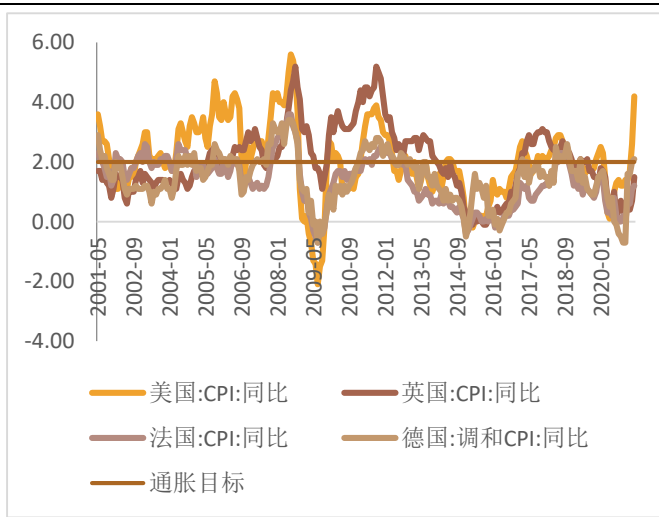
美国 4 月消费者价格指数（CPI）同比涨幅升至 4.2%，在大宗商品价格高升、美国政府数万亿美元经济刺激措施出台和劳动力成本升高的情况下，短期通胀或快速攀升，虽然下半年 CPI 同比下半年趋势下降，但料将仍维持高位。核心 CPI 同比上涨 3%，过去一年来，核心 CPI 同比涨幅都曾保持在 2% 以下。

图 19：美、英、法、德 PPI 同比：单位：%



资料来源：Wind，优财研究院

图 20：美、英、法、德 CPI 同比：单位：%



资料来源：Wind，优财研究院

美联储副主席 Richard Clarida 5 月 25 日接受雅虎财经采访时表示，“很可能在未来几次会议上，我们将开始讨论放慢资产购买步伐。我认为具体将取决于我们获得的数据。”

美联储 4 月会议纪要显示，一些官员对于在“接下来几次会议”上讨论缩减其大规模债券购买计划持开放态度，减码讨论最早可能从下个月开始。联邦公开市场委员会（FOMC）4 月 27 日至 28 日会议纪要称：“一些与会者认为，如果经济继续朝着委员会的目标迅速取得进展，或宜在接下来几次会议的某个时候开始讨论调整资

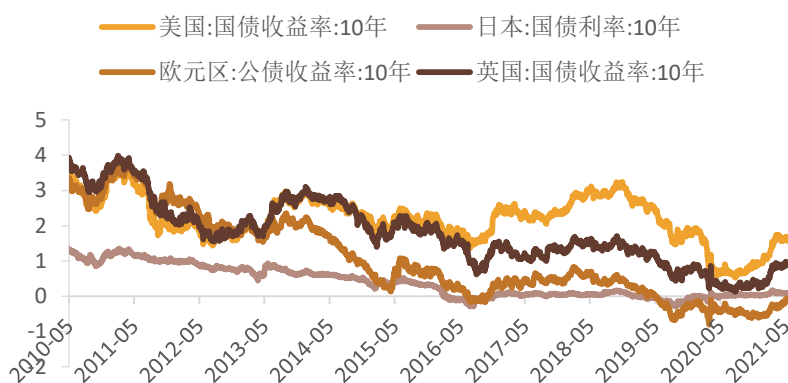
产购买速度的计划。”会议纪要显示：“数位与会者指出，经济可能还要一段时间才能向着充分就业和物价稳定目标取得进一步的实质性进展。”官员们在会议上将利率维持在接近于零的水平，并承诺每月继续购买 800 亿美元的美国国债和 400 亿美元的抵押贷款支持证券，直到在实现就业和通胀目标上取得“实质性的进一步进展”。美联储下次会议将于 6 月 15 日至 16 日举行。

美联储 4 月货币政策会议纪要显示，在 4 月会议和之前一次会议之间，从市场和调查来看，联邦基金利率路径在两次会议之间的变化都相对较小，而模型调查继续暗示，基准利率在随后几年中的路径是，其目标区间将在 2026 年逐步提高至略高于 2% 的水平。美联储官员在此次会议上对通胀基本持乐观态度，预计近期物价压力将随着时间的推移而在今年剩余时间里消退。与会官员预计，随着经济重新开放，需求不断上升，再加上供应链问题，将推动通胀率超过美联储 2% 的目标。美联储官员正在寻求实现充分和包容的就业，并表示在新的政策制度下，他们将允许通胀率略高于美联储 2% 的目标，新的政策制度寻求的是 2% 左右的平均水平，而不是在收紧政策之前将其作为最高基准。

（三）美债收益率趋势回升但空间有限，经济复苏但不及预期

美国国债收益率去年 9 月以来趋势回升，今年一季度美国 10 年期国债收益率快速上升，3 月达到高点，引起海外金融市场短暂下跌，之后美国 10 年期国债收益率箱体震荡，金融市场重拾涨势。

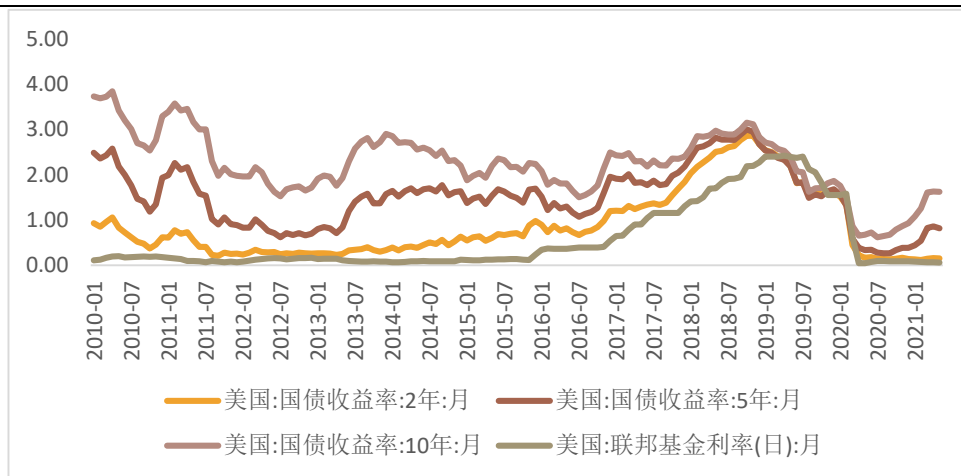
图 21：美、欧、日、英国债收益率：单位：%



资料来源：Wind，优财研究院

美国 10 年期国债收益率快速上行时美国基金利率并不一定攀升，从历史上看与政策利率相关性较高的美国 2 年期国债收益率快速上行阶段美国基金利率才逐步抬升，美联储加息大概率要到 2022 年底。

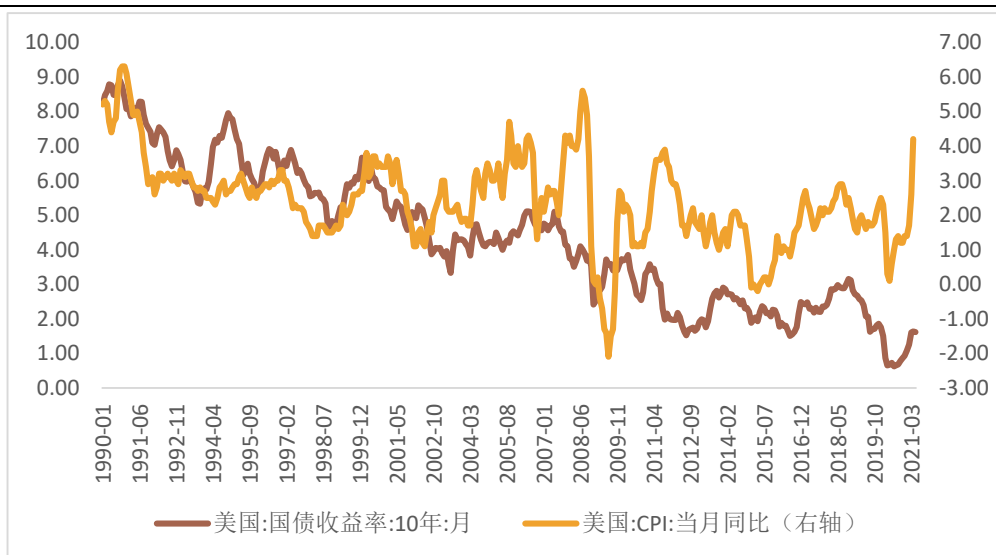
图 22：美国国债收益率长升短平：单位：%



资料来源：Wind，优财研究院

美国国债收益率有明显的抑制通胀特性，在通胀快速上升期，美国国债收益率一般攀升，在通胀下降期，美国国债收益率一般回落，不过为支付相应债券利息和美国复苏还不均衡计，美债收益率趋势攀升但空间有限。

图 23：美国 CPI 同比上升阶段，美国国债收益率常常上行



资料来源：Wind，优财研究院

美国 4 月非农就业人数增长 26.6 万，失业率 6.1%。市场之前预计美国将新增 100 万个就业岗位，失业率为 5.8%。美国低技能就业岗位缺乏增长。因过去两月人

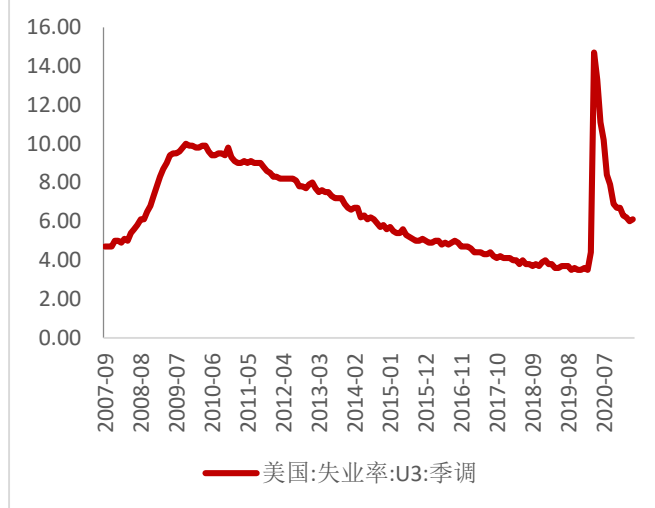
数下修了 7.8 万，4 月数字较疲软。但需注意的是，虽然非农数据不及预期但仍往改善的方向演进，美国经济趋势复苏不变。

图 24：美国新增非农就业人数



资料来源：Wind，优财研究院

图 25：美国失业率下降：单位：%



资料来源：Wind，优财研究院

我们判断，美国经济增速、PPI 同比和 CPI 同比在二季度达到最高，之后逐步回落，不过美国下半年 GDP 增速回落主要受基数效应减弱影响，如果美国经济趋势走暖，则应更多视经济为复苏或过热期，市场或更偏好周期股，如果美国经济趋势走弱，则更多视经济为衰退或滞胀期，市场或更偏好成长股，不过美联储货币政策趋势收紧，下半年美国经济整体大概率处偏过热或偏滞胀。

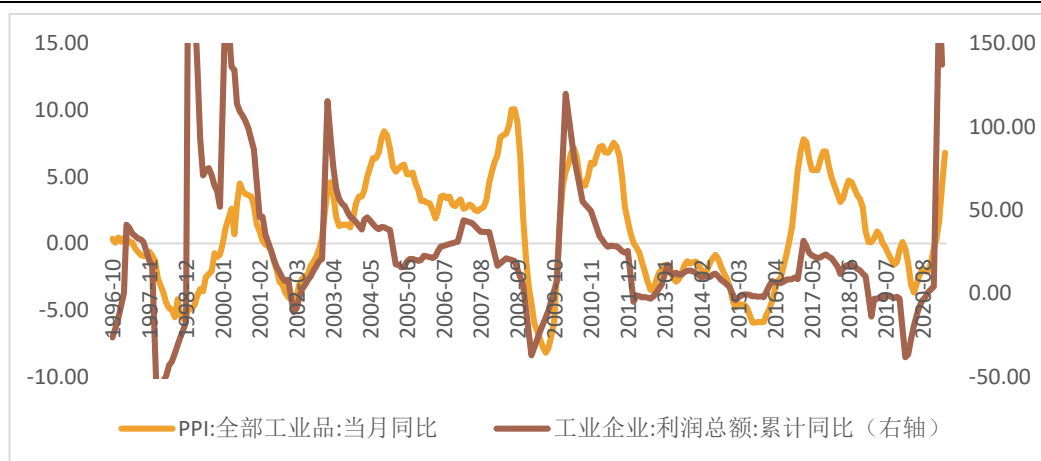
六、 今年下半年大概率成长唱戏

（一）我国企业利润增速已回落，周期股承压

工业企业利润同比主要由价（PPI 同比）和量（工业增加值同比）共同决定。PPI 同比增长可以一定程度解释企业利润同比攀升，即企业产成品出厂价格同比增长推动企业利润增长，但因还涉及到企业成本和营业收入的变化，PPI 同比走势并不能与企业利润增速完全一致。从历史数据看，工业企业利润增速拐点较 PPI 同比增速领先 1-3 个季度，需求恢复时，企业的营业收入率先恢复，消耗企业库存，由于企业

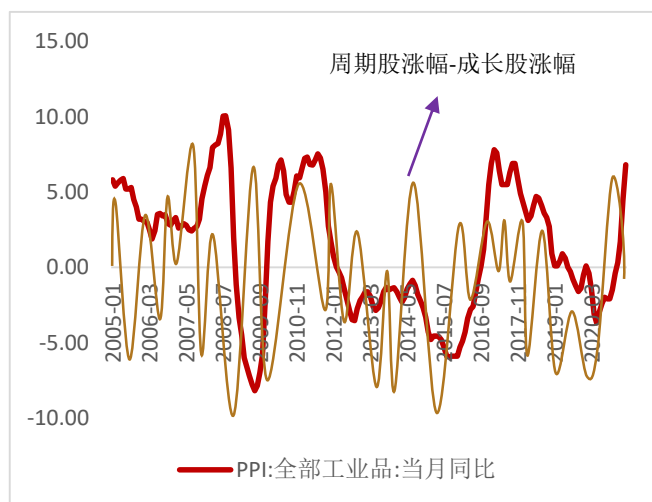
调价需要一定时间，产成品价格并不会立即攀升，这使得企业利润增速早于 PPI 同比反弹。企业利润回落，偏上游周期股承压。

图 26: PPI 同比与企业利润同比



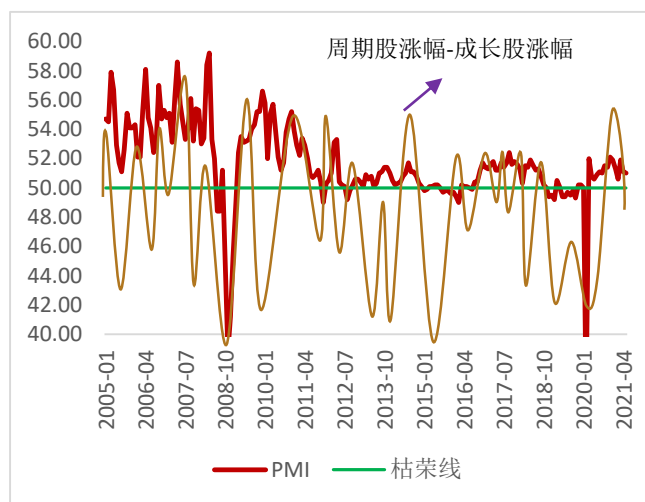
资料来源: Wind, 优财研究院

图 27: PPI 同比与周期股与成长股涨幅差



资料来源: Wind, 优财研究院

图 28: PMI 与周期股与成长股涨幅差



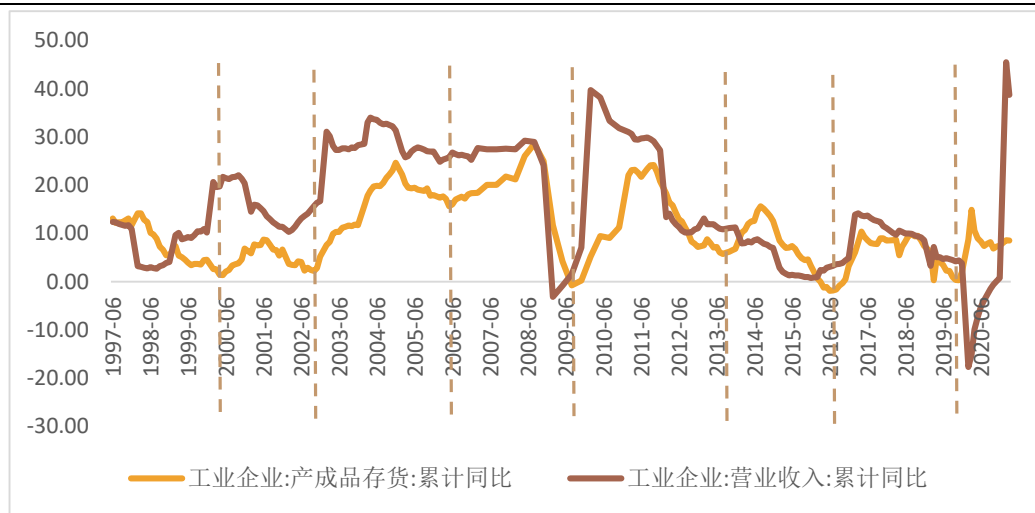
资料来源: Wind, 优财研究院

（二）当前主动去库存，较长期或被动补库存

2019 年底我国补库存周期开启，后因为全球疫情快速蔓延，企业快速被动补库存，至去年二季度我国生产逐步恢复，库存下降，至去年 11 月，我国经济恢复加快，企业复又主动补库存，今年 3 月，我国工业企业营业收入累计同比和产成品存货累

计同比下降，属于主动去库存。

图 29：产成品存货同比及营业收入同比



资料来源：Wind，优财研究院

虽然今年 3 月，我国工业企业属于主动去库存，但受基数效应影响较大，在所有行业中，只有石油和天然气开采业和石油、煤炭及其他燃料加工业营业收入增速攀升，一定程度利多周期股中相关行业。我们判断，随着基数减弱，企业营业收入累计同比趋势下降，国外当前生产显著弱于需求，今年全球经济趋势复苏，预计国外生产复苏快于需求，我国企业产成品存货累计同比大概率趋势攀升，说明我国库存周期大概率将处于被动补库存时期。

表 3：2021 年 3 月中国制造业营业收入增速和产成品存货增速走势

制造业库存周期		营业收入增速	产成品存货增速
上游	煤炭开采和洗选业	降	降
	石油和天然气开采业	升	升
	黑色金属矿采选业	降	降
	有色金属矿采选业	降	降
	非金属矿采选业	降	降
	开采辅助活动	降	降
	其他采矿业	降	降
	农副食品加工业	降	升
	纺织业	降	降
	造纸及纸制品业	降	升
	木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业	降	降
中游	石油、煤炭及其他燃料加工业	升	升
	化学原料及化学制品制造业	降	升
	化学纤维制造业	降	升
	橡胶和塑料制品业	降	降
	非金属矿物制品业	降	降
	黑色金属冶炼及压延加工业	降	升
	有色金属冶炼及压延加工业	降	升
	金属制品业	降	升
	通用设备制造业	降	降

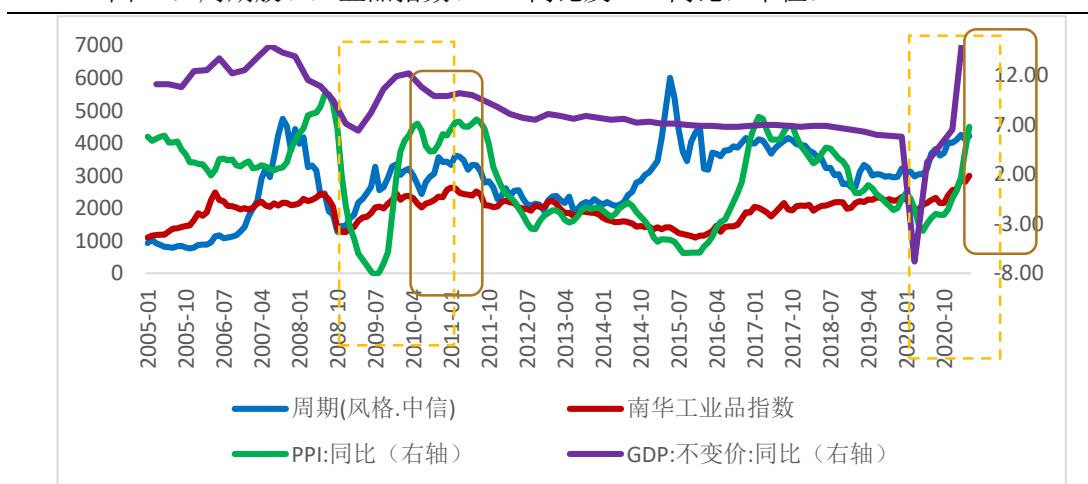
下游	专用设备制造业	降	降
	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	降	降
	电气机械及器材制造业	降	降
	仪器仪表制造业	降	升
	其他制造业增长	降	降
	废弃资源综合利用业增长	降	降
	金属制品、机械和设备修理业	降	降
	医药制造业	降	降
	汽车制造	降	降
	计算机、通信和其他电子设备制造业	降	降
	食品制造业	降	升
	酒、饮料和精制茶制造业	降	升
	烟草制品业	降	降
	纺织服装、服饰业	降	升
	皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业	降	升
	家具制造业	降	降
	印刷业和记录媒介的复制	降	降
	文教、工美、体育和娱乐用品制造业	降	升

资料来源：Wind, 优财研究院

（三）当前大类资产价格走势与 2009-2010 年类似

2014 年 8 月至 2015 年 9 月，我国 PPI 同比趋势下降，南华工业品指数拾阶回落，2015 年 9 月至 2017 年 3 月，我国 PPI 同比快速回升，南华工业品指数逐步高升。该时间段，周期股指走势与南华工业品指数不一致，主要与货币政策维持低位和场内场外融资高增相关，而商品价格走势与经济走势和 PPI 同比走势更加相关。

图 30：周期股、工业品指数、PPI 同比及 GDP 同比：单位：%



资料来源：Wind, 优财研究院

当前大类资产价格走势与 2009-2010 年类似，2009 年我国 GDP 增速触底后逐步回升，2010 年一季度达到高点，2020 年我国经济增速触底后快速反弹，预计 2021 年一季度达到高点。我们判断今年 2 季度开始 GDP 增速放缓，PPI 同比震荡后回落，

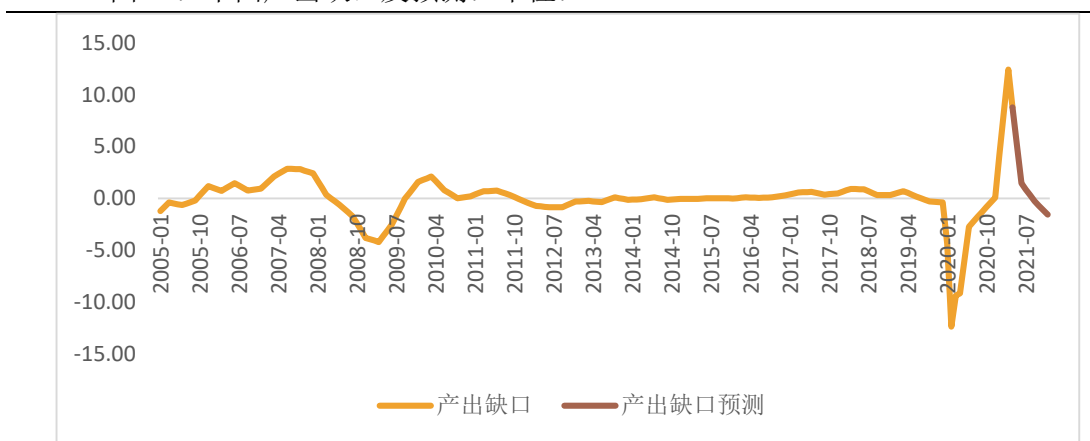
类似于 2010 年 4 月至 12 月走势。2010 年 4 月至 6 月，PPI 同比先走高后略回落，经济增速回落，周期股及工业品价格一路走低，2010 年 7 月至 10 月，PPI 同比走低后略回升，经济增速走低，周期股和工业品价格反弹，2010 年 11 月，PPI 同比上升，经济增速回升，周期股下行，工业品价格微跌，2010 年 12 月，PPI 同比略降，经济增速回升，周期股略回升，工业品价格走强。

我们判断，5 月 PPI 同比大概率上行，经济增速下行，6-7 月 PPI 同比高于 5.5% 但有较大概率下降，经济增速下行，8 月 PPI 同比高于 5.5% 且上升，经济增速下行，9-10 月 PPI 高于 5.5% 且上升，经济增速下行，11 月 PPI 同比或高于 5.5% 但下降，12 月 PPI 同比大概率下降。

（四）6-12 月我国经济增速和通胀增速判断

按照我们对 GDP 不变价同比的预测计算的产出缺口，虽然二季度至四季度产出缺口值逐步下降，但产出缺口在 4-8 月均为正，说明在此区间或应更多的视经济为复苏和过热，9-12 月均为负，在此区间或应更多的视经济为衰退和滞胀。

图 31：中国产出缺口及预测：单位：%

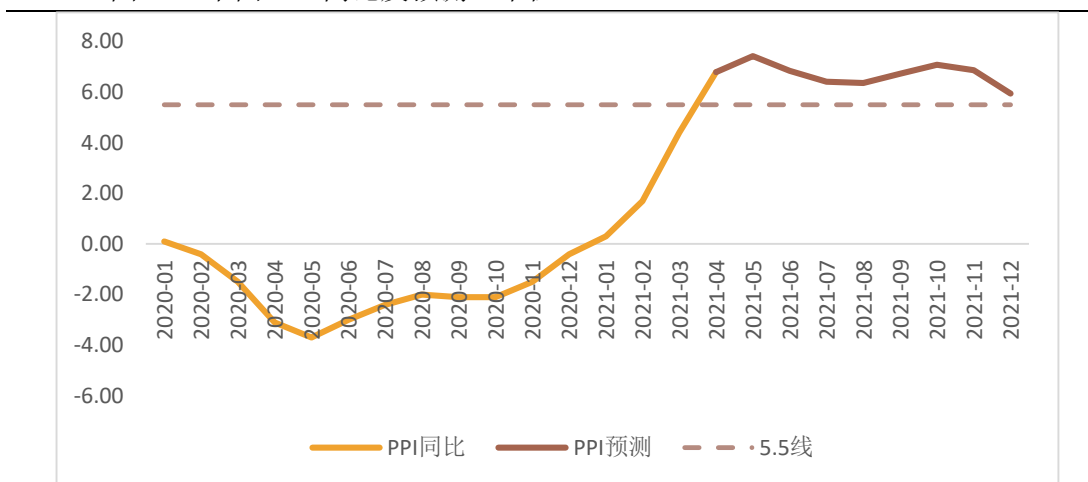


资料来源：Wind，优财研究院

综合考虑近年 PPI 环比变化和当前物价走势对 PPI 同比进行预测，PPI 同比大概率在 5 月达到接近 7.2%，4-11 月 PPI 同比大概率高于 5.5%，按修正的经济周期，或应更多的视经济为过热或滞胀，12 月 PPI 同比虽仍有概率高于 5.5%，但较前值或较

大幅下降，如果经济增速攀升，则经济偏复苏，若经济增速下降，则经济偏衰退。

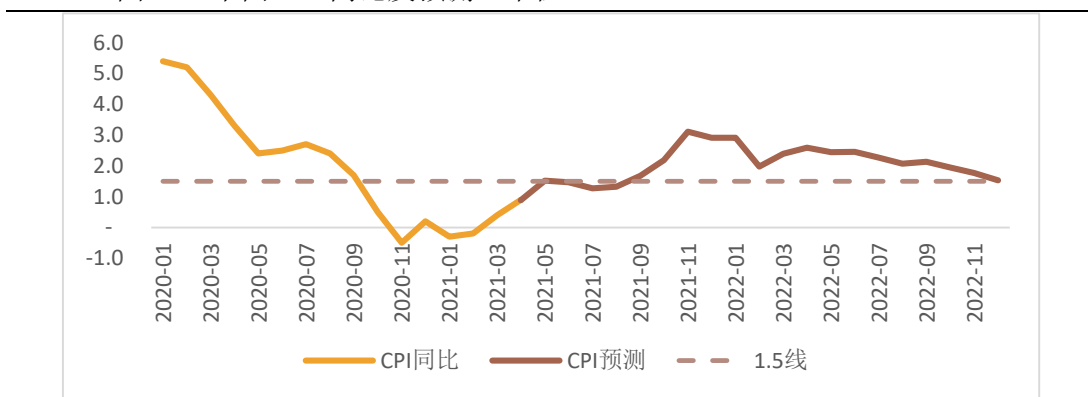
图 32：中国 PPI 同比及预测：单位：%



资料来源：Wind，优财研究院

综合考虑近年 CPI 环比变化和当前物价走势对 CPI 同比进行预测，CPI 同比大概率在 5 月接近 1.5%，按修正的经济周期，或应更多的视经济为衰退或复苏，5-12 月 CPI 同比大概率高于 1.5%，按修正的经济周期，应更多的按 CPI 同比走势判断经济周期。

图 33：中国 CPI 同比及预测：单位：%



资料来源：Wind，优财研究院

（五）下半年成长股指涨幅或大于周期股指

6-8 月处于类过热期，我们对大类资产价格表现并不悲观，成长股指和周期股指大概率录得正涨幅，国务院强调需遏制大宗商品不合理上涨，对大宗商品价格保持强监管，周期股指涨幅大概率不及成长股指。9-12 月前半段处于类滞胀期，大类资产价格在此阶段或有所回调，9-12 月后半段处于类衰退期，通胀压力有所减少，成长股指和周期股指大概率录得正涨幅，成长股指涨幅可能大于周期股指。

七、 风险提示

重大突发事件冲击；宏观经济指标剧烈变化；监管措施巨大变化

重要声明

分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

1. 本报告发布的信息均来源于第三方信息提供商或其他已公开信息，但金信期货对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。

2. 本报告的观点、见解及分析方法，仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告，并不代表金信期货或其附属机构的立场。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达的意见并不构成对任何人的投资建议，投资者据此投资，风险自担，金信期货不对因使用本报告信息、建议、观点而引致的损失承担任何责任。

3. 本报告旨在与金信期货特定客户及其他专业人士交流信息，分享研究成果，版权归金信期货所有，未经金信期货书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制，修改。如引用、刊发，需注明出处为“金信期货”。