

# 宏观策略周报 (2022.11.28)

寇宁

期货从业资格号:

F0262038

投资咨询从业证书号:

Z0002132

张晨

期货从业资格号:

F0284349

投资咨询从业证书号:

Z0010567

车美超

期货从业资格号:

F0284346

投资咨询从业证书号:

Z0011885

报告制作时间:

2022年11月28日

审核人: 寇宁

一德期货投资咨询业务资格: 证监许可【2012】38号

## ■ 核心逻辑

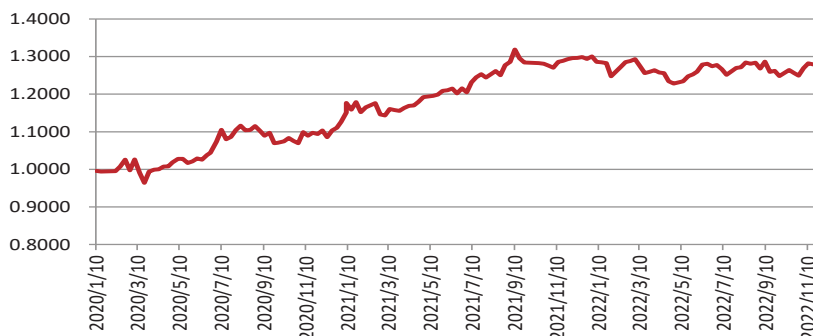
- 21日当周, 受国常会要求降准的利好推动, 债券市场全面走高, 但在国内疫情形势严峻的背景下, 国内股指多数回落, 市场风险溢价小幅回升, 市场风险情绪再度转弱。随着25日全面降准落地, 对短期流动性形成支撑, 但10月工业企业利润增长回落, 进入11月, 国内疫情持续发酵, 经济高频数据延续弱势, 企业利润依然承压, 在此背景下, 短期债市仍有支撑, 但股市信心不足, 短线国债仓位可暂持有, 股市可于3000-3050一线逢低回补3100上方高抛筹码。配置上, 此次全面降准后, 货币总量宽松空间收窄, 债市上涨动力弱化, 但稳增长政策发力下, 后市经济修复预期较强, 长线配置可择机减债券, 增配股票。
- 本周资产配置排序: 股票>债券>商品。

## ■ 配置建议与策略跟踪

### ● 配置建议

大类资产	周度配置	较上周变化	中长期比例
股票	20%	—	30%
国债	15%	—	15%
黄金	20%	—	20%
商品	10%	—	15%
现金	35%	—	20%

### ● 周度策略跟踪



# 目 录

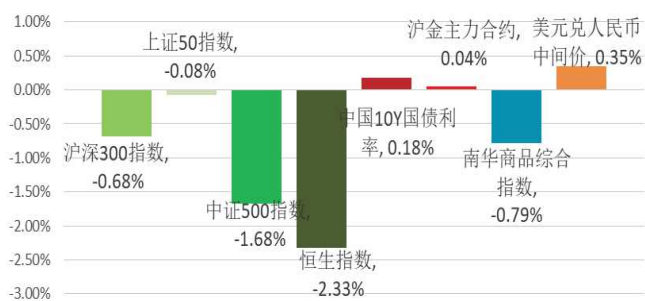
1. 大类资产表现比较 .....	1
2. 经济环境分析: .....	1
2.1 企业利润承压 终端需求走弱 .....	1
2.2 猪肉放缓跌幅 商品加速回落 .....	3
2.3 央行回笼流动性 市场利率回落 .....	3
2.4 联储会议纪要首谈衰退概率 后续加息预期变化不大 .....	4
2.5 深入落实稳增长 降准如期落地 .....	4
3. 资产配置建议: .....	6
4. 本周重要数据及事件关注: .....	8
免责声明 .....	10

## 1. 大类资产表现比较

本土疫情反弹，市场对经济修复情况担忧加剧，21日当周国内权益类资产下跌，其中港股跌幅最深为2.33%，其次为中证500指数，跌幅为1.68%，南华商品综合指数跌幅为0.79%。避险资产黄金微涨0.04%；周五央行降准，外紧内松货币政策继续分化，叠加临近年末，结汇需求不断增加，短期人民币兑美元汇率延续走弱，当周贬值幅度为0.35%。

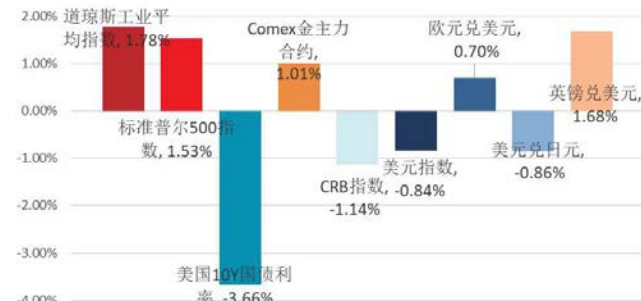
美联储11月会议记录支持了将从12月会议开始放缓加息幅度的观点，此外，数据方面，美国11月份制造业PMI初值跌破50荣枯线，美元指数当周下跌0.84%，风险偏好回升助力非美货币反弹，其中英镑兑美元汇率升值1.68%，日元升值0.86%，欧元升值0.7%。感恩节期间汇市流动性较平时偏弱。10年期美债收益率下降3.66%至3.68%，美股反弹，道指上涨1.78%，标普500上涨1.53%，贵金属上涨1.01%，CRB指数下跌1.14%。

图 1.1：国内宏观大类资产周度表现



资料来源：iFinD，博易大师，一德宏观战略部

图 1.2：海外宏观大类资产周度表现

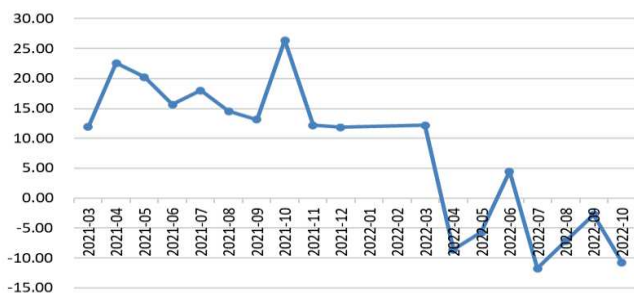


资料来源：iFinD，博易大师，一德宏观战略部

## 2. 经济环境分析：

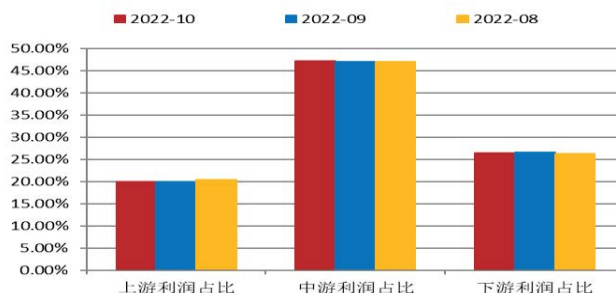
### 2.1 企业利润承压 终端需求走弱

图 2.1: 规模以上工业企业利润当月同比 (%)



资料来源: iFinD, 2021 年数据为两年复合增长率

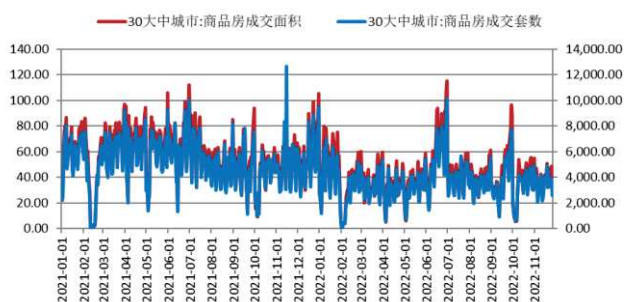
图 2.2: 上中下游行业利润占比 (%)



资料来源: iFinD, 一德宏观战略部

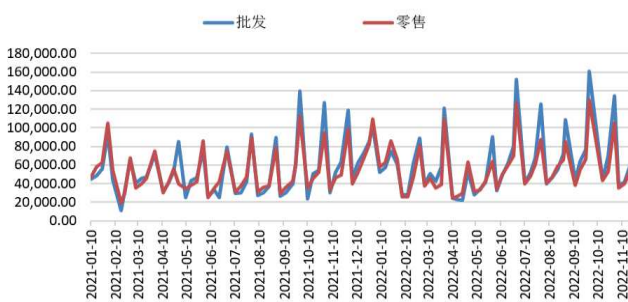
21 日当周, 全国 247 家钢厂高炉开工率环比回升 0.68 个百分点至 77.03%, 结束五周环比回落。钢材社会库存环比第六周普降, 但降幅较前一周收窄, 厂库库存止跌转涨, 显示在钢材供给增加的情形下, 下游开工需求增长乏力, 市场呈现逐步进入淡季的特征。终端需求方面, 21 日当周, 国内 30 大中城市商品房成交环比走低, 周日均成交跌至近一个月以来次低, 截至 21 日当周, 国内商品房成交日均值环比上涨 9.7%, 重回正增长, 同比下降 31%, 降幅较 10 月扩大。11 月第三周, 国内乘用车日均批发量同比连续跌三周下跌, 跌幅由前一周的 16% 收窄至 5%, 乘用车日均量同比止跌转涨, 当周日均销量同比增长 8%。

图 2.3: 30 大中城市商品房成交 (万平方米, 套)



资料来源: iFinD, 一德宏观战略部

图 2.4: 乘用车销量 (辆)



资料来源: iFinD, 一德宏观战略部

## 2.2 猪肉放缓跌幅 商品加速回落

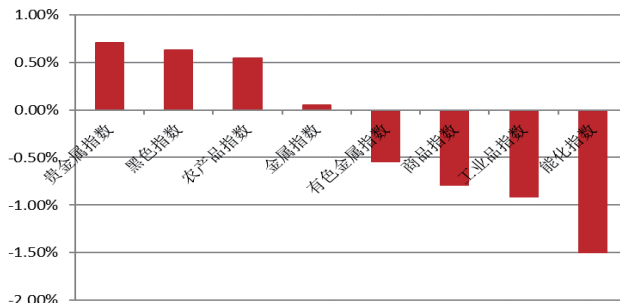
21日当周，国内猪肉、蔬菜价格环比延续回落，环比降幅分别为0.33%、1.84%，降幅双双收窄，水果价格环比连续第三周回升，环比上涨1.28%，涨幅较前一周扩大。南华商品指数21日当周加速回落，工业品、农产品走势分化，工业品降幅扩大，农产品止跌反弹，主要工业品中，各指数延续分化，但结构上，贵金属、黑色指数领涨商品，有色、能化指数跌幅较大，其中，黑色指数连续两周领涨商品，贵金属指数由跌转涨，反弹强劲，能化指数持续大幅回落是商品走低的主要拖累。

图 2.5: 国内猪肉、蔬菜、水果平均批发价 (%)



资料来源: iFinD, 一德宏观战略部

图 2.6: 南华商品指数周涨跌幅 (%)

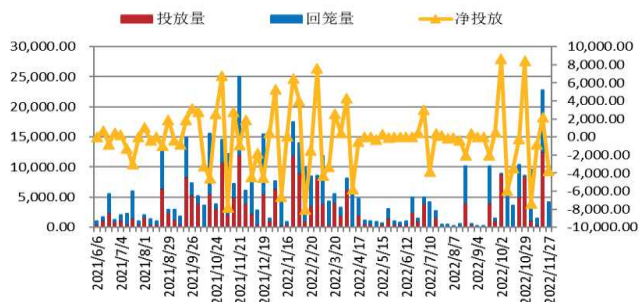


资料来源: iFinD, 一德宏观战略部

## 2.3 央行回笼流动性 市场利率回落

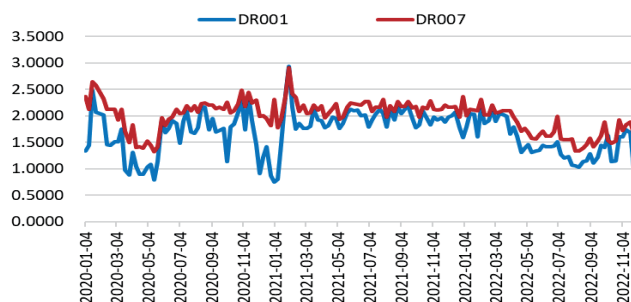
21日当周，央行进行了230亿元逆回购投放，当周有4010亿元逆回购到期，当周净回笼3780亿元。银行市场利率显著回落，DR001、DR007周环比分别下降60BP、20BP至1.01%、1.67%。

图 2.7: 央行公开市场净投放 (亿元)



资料来源: iFinD, 一德宏观战略部

图 2.8: 银行间质押式回购加权利率 (%)



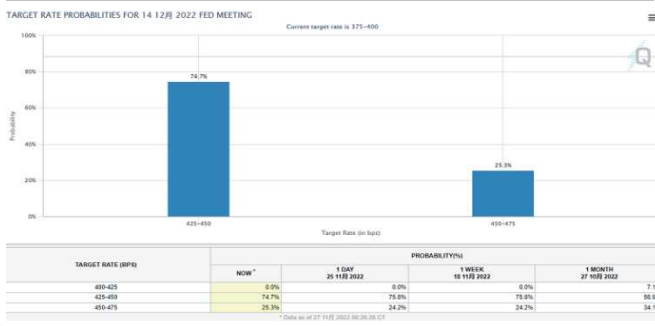
资料来源: iFinD, 一德宏观战略部



## 2.4 联储会议纪要首谈衰退概率 后续加息预期变化不大

21日当周，美联储公布11月FOMC会议纪要，一方面暗示12月开始将放缓加息步伐，同时还引用内部专家预测称明年经济陷入衰退概率为50%。受此影响，利率市场短期转向对类滞胀定价，名义利率下行与通胀预期上行的组合驱动实际利率大幅回落。但市场对后续紧缩预期基本稳定，12月加息预期与终值利率水平均变化不大。总体上看，市场目前仍围绕经济数据（市场认知）与联储预期管理（联储认知）间摇摆，短期关注本周公布的10月PCE物价指数、非农数据以及美联储主席鲍威尔发言情况。

图 2.9：美联储观察工具显示 12 月加息预期 (%)



资料来源：CME

图 2.10：美联储观察工具显示利率终点概率 (%)

MEETING DATE	MEETING PROBABILITIES								
	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575
2022/12/14	0.0%	0.0%	0.0%	74.7%	25.3%	0.0%	0.0%		
2023/2/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	35.8%	51.0%	13.2%	0.0%	0.0%
2023/3/22	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	11.5%	40.7%	38.9%	9.0%	0.0%
2023/5/3	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	8.7%	33.7%	39.3%	16.1%	2.1%
2023/6/14	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	8.7%	33.6%	39.3%	16.2%	2.2%
2023/7/26	0.0%	0.0%	0.0%	1.4%	12.7%	34.5%	35.6%	13.9%	1.8%
2023/9/20	0.0%	0.0%	0.4%	4.6%	18.8%	34.8%	29.5%	10.5%	1.3%
2023/11/1	0.0%	0.2%	2.5%	11.8%	26.9%	32.1%	19.9%	5.9%	0.7%
2023/12/13	0.1%	1.7%	8.5%	21.5%	30.3%	24.3%	10.9%	2.5%	0.2%

资料来源：CME

## 2.5 深入落实稳增长 降准如期落地

### (1) 政策回顾

11月22日，国务院总理李克强主持召开国务院常务会议，部署抓实抓好稳经济一揽子政策和接续措施全面落地见效，巩固经济回稳向上基础；决定向地方派出督导工作组，促前期已出台政策措施切实落地。会议指出，四季度经济运行对全年经济十分重要，当前是巩固经济回稳向上基础的关键时间点，必须紧抓不放保持经济持续恢复态势。要深入落实稳经济一揽子政策措施，稳就业稳物价，保持经济运行在合理区间，力争实现较好结果。前期推出财政金融政策支持重大项目建设、设备更新改造，是促投资带消费、稳经济调结构的重要举措，政策效应正在显现，还有很大潜力，同

时各地情况有差异，由于多种原因有部分没落到位，要继续狠抓落实。一是推动重大项目加快建设。重要项目协调机制要继续高效运转，推动项目加快资金支付和建设，带动包括民营企业在内的社会资本投资，年内形成更多实物工作量。对逾期未兑现承诺的地方予以通报，对确实无法按期开工的项目予以调整；二是加快设备更新改造落地。在已基本完成项目贷款签约基础上，要把工作重点转向专项再贷款发放和财政贴息拨付，督促用款单位加快设备购置和改造。同时引导金融机构按市场化原则增加制造业中长期贷款，促进制造业升级发展；三是稳定和扩大消费。实施好生活服务业纾困政策。支持平台经济持续健康发展，保障电商、快递网络畅通。落实因城施策支持刚性和改善性住房需求的政策。推进保交楼专项借款尽快全面落到项目，激励商业银行新发放保交楼贷款，加快项目建设和交付。努力改善房地产行业资产负债状况，促进房地产市场健康发展；四是持续保障交通物流畅通。物流保通保畅工作机制要不间断协调，保障主干道和微循环畅通，保障港口、站场等集疏运正常运行，及时打通堵点，维护产业链供应链稳定和进出口通畅；五是加大金融对实体经济支持力度。引导银行对普惠小微存量贷款适度让利，继续做好交通物流金融服务，加大对民营企业发债的支持力度，适时适度运用降准等货币政策工具，保持流动性合理充裕；六是切实保障基本民生。做好困难群众、失业人员动态监测和救助帮扶，兜牢基本民生底线。加大农民工工资拖欠治理力度。

11月25日，央行发布公告，将于2022年12月5日降低金融机构存款准备金率0.25个百分点（不含已执行5%存款准备金率的金融机构）。释放长期资金约5000亿元。

## （2）政策简评

在国常会提及降准后，央行迅速落地全面降准操作，体现了央行在当前国内经济增长乏力，国内疫情形势严峻，经济仍存下行压力的背景下，稳定经济增长的政策意图。市场影响上，此次降准有助于缓解11月以来市场资金面趋紧的状况，改善市场对货币政策收紧的预期。预计本次降准后，12月5年期LPR存在下调可能，但12月MLF续作概率下降。

### 3. 资产配置建议:

21日当周,国内市场风险情绪再度转弱,股债收益比、股债收益率差分别由前一周历史83%、87%分位数水平回升至84%、88%分位数水平。

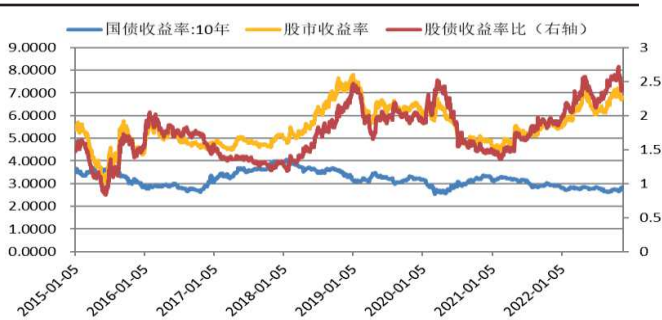
A股层面,21日当周,题材风格开始偏向价值,指数延续分化主板连续3周强势,机构风格开始跑赢游资。日均成交额显著萎缩,北向资金连续3周流入,但市场情绪震荡走弱,个股赚钱效应明显回落。板块方面,房地产、建筑装饰、煤炭涨幅居前,传媒、计算机及社会服务表现偏弱。海外权益市场风险偏好偏强运行,持有成本两端压制减弱;从内部影响因素看,疫情再度发酵,对短线情绪形成持续抑制。盘面上,成交下滑明显,题材高低切换等迹象均表明市场信心不足,在内外因素综合作用下,尽管上周指数偏强运行,但盘面已是“山雨欲来”。策略上,等待回调后的介入机会,3000-3050一线可逢低回补3100上方高抛筹码。

国债层面,21日当周,受23日国常会要求全面降准的利好拉动,债券市场全面走高,但在降准落地当日,债市出现调整,显示降准利好已被市场消化。后市看,随着降准的落地,未来货币总量宽松空间进一步收窄,债市上涨动力弱化,但当前国内疫情形势依旧严峻,经济高频数据延续弱势,短期债市仍有支撑,中长期债市逐步转入震荡,操作上,短期仓位可暂持有,长线配置择机减仓。

黄金层面,21日当周,联储公布11月FOMC会议纪要,其措辞总体偏鸽令持有成本两端实际利率和美元同时下行,金价受到提振企稳迹象明显。当前,经济数据与官员讲话均对联储后续紧缩预期变化产生重要影响。此前联储官员讲话坚持紧缩路径不动摇,主要因通胀水平仍远超目标且下行趋势有待确认,紧缩力度虽边际放缓,压制作用减弱并不等同于消失。我们预计随着未来通胀水平开始回落以及经济放缓程度加深,货币紧缩拐点终将到来。目前,预计黄金将维持底部宽幅震荡走势。策略上,短期关注纽期金1754-1798区间运行情况,高抛低吸为主。



图 3.1: 股债相对回报表现



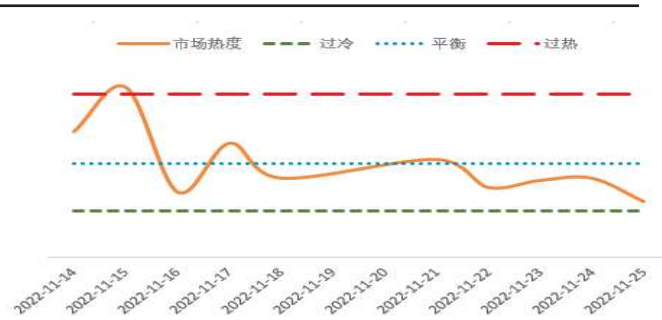
资料来源: iFinD, 一德宏观战略部

图 3.3: 申万一级行业当周收益率



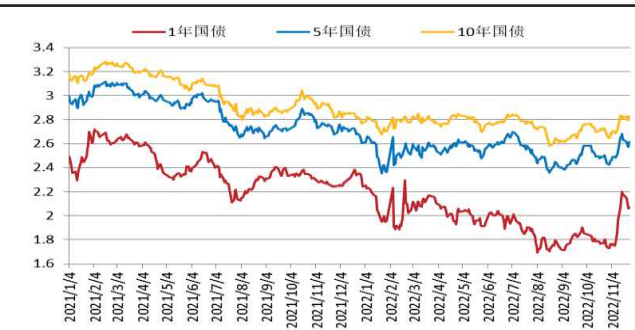
资料来源: iFinD, 一德宏观战略部

图 3.5: 近 10 日市场热度图



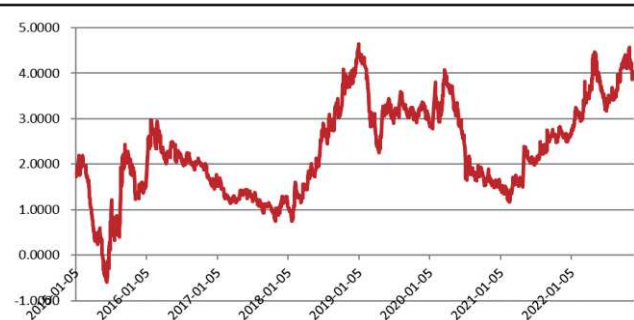
资料来源: iFinD, 一德宏观战略部

图 3.7: 国债到期收益率 (%)



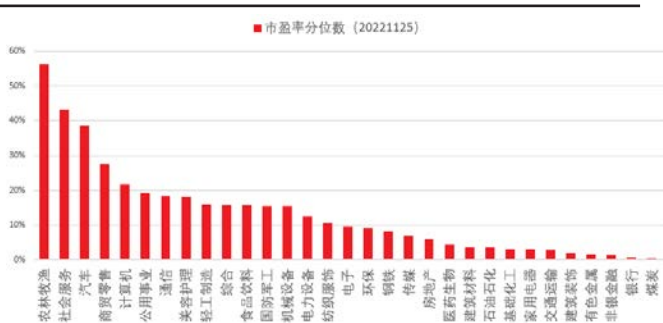
资料来源: 中债登网站, 一德宏观战略部

图 3.2: 权益资产溢价



资料来源: iFinD, 一德宏观战略部

图 3.4: 申万一级行业市盈率分位数



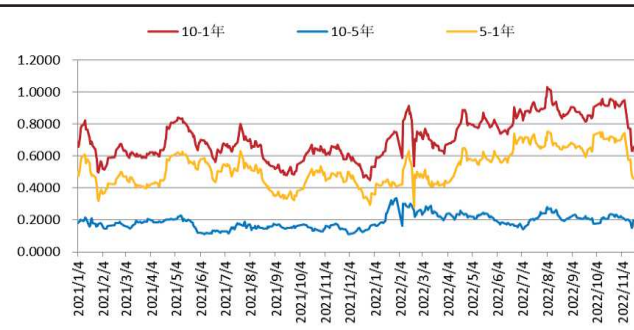
资料来源: iFinD, 一德宏观战略部

图 3.6: 近 10 日北向资金表现



资料来源: iFinD, 一德宏观战略部

图 3.8: 国债利差 (%)



资料来源: 中债登网站, 经作者整理

图 3.9: 美国 10Y 国债实际利率与名义利率 (%)



资料来源: iFinD

图 3.10: 美国 10Y 国债盈亏平衡通胀率 (%)



资料来源: iFinD

## 4. 本周重要数据及事件关注:

	重要财经数据与事件关注
2022/11/28	英国 11 月 CBI 零售销售差值, 前值 18, 预测值 2
	美国 11 月达拉斯联储制造业活动指数, 前值-19.4, 预测值-23
	欧洲央行行长拉加德发表讲话
2022/11/29	FOMC 永久票委、纽约联储主席威廉姆斯发表讲话
	圣路易斯联储主席布拉德发表讲话
	英国首相苏纳克发表讲话
	北约外长会举行, 主要讨论俄乌冲突问题
	欧元区 11 月经济景气指数, 前值 92.5, 预测值 93.5
	欧元区 11 月消费者信心指数终值, 前值-23.9, 预测值-23.9
	美国 11 月谘商会消费者信心指数, 前值 102.5, 预测值 100
2022/11/30	中国 11 月官方制造业 PMI, 前值 49.2, 预测值 49.2
	欧元区 11 月调和 CPI 年率-未季调初值(%), 前值 10.6, 预测值 10.4
	美国 11 月 ADP 就业人数(万), 前值 23.9, 预测值 20
	美国第三季度实际 GDP 年化季率修正值(%), 前值 2.6, 预测值 2.7
	美国 11 月芝加哥 PMI, 前值 45.2, 预测值 47.1
	美国 10 月 JOLTs 职位空缺(万), 前值 1071.7, 预测值 1030
	美国联储理事丽莎·库克就经济和货币政策前景发表讲话
2022/12/1	美联储主席鲍威尔就美国经济前景和就业市场发表讲话
	美联储公布经济状况褐皮书
	中国 11 月财新制造业 PMI, 前值 49.2, 预测值 48.9
	德国 11 月 Markit 制造业 PMI 终值, 前值 46.7, 预测值 46.7
	欧元区 11 月 Markit 制造业 PMI 终值, 前值 47.3, 预测值 47.3
	英国 11 月 Markit 制造业 PMI 终值, 前值 46.2, 预测值 46.2
	美国 10 月个人支出月率(%), 前值 0.6, 预测值 0.8
	美国 10 月 PCE 物价指数年率(%), 前值 6.2, 预测值 6
	美国截至 11 月 26 日当周初请失业金人数(万), 前值 24, 预测值 23.5
	美国 11 月 ISM 制造业 PMI, 前值 50.2, 预测值 49.8

2022/12/2	美国 11 月非农就业人口变动季调后(万), 前值 26.1, 预测值 20
	美国 11 月失业率(%), 前值 3.7, 预测值 3.7
	欧洲央行行长拉加德参加有关经济增长和通胀的小组会议

资料来源: 汇通财经、一德宏观战略部

### 风险提示:


国内疫情反复; 稳增长政策效果不及预期; 美联储紧缩幅度超预期


## 免责声明

本研究报告由一德期货有限公司（以下简称“一德期货”）编制，本公司具有中国证监会许可的期货投资咨询业务资格（证监许可【2012】38号）。

本研究报告由一德期货向其服务对象提供，无意针对或打算违反任何国家、地区或其它法律管辖区域内的法律法规。未经一德期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式引用、转载、发送、传播或复制本报告。

本报告所载内容及观点基于研究人员认为可信的公开信息或实地调研资料，仅反映本报告作者的不同设想、见解及分析方法，但一德期货对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，且一德期货不保证这些信息不会发生任何变更。本报告中的信息以及所表达意见，仅作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，一德期货不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保，不对因使用本报告的材料而导致的损失负任何责任。服务对象不应单纯依靠本报告而取代自身的独立判断。一德期货不对因使用本报告的材料而导致的损失负任何责任。

 公司总部地址：天津市和平区小白楼街解放北路 188 号信达广场 16 层

 全国统一客服热线：400-7008-365

 官方网站：[www.ydqh.com.cn](http://www.ydqh.com.cn)