

宏观策略周报（2022.12.5）

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12月5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

- 28日当周，受国内疫情防控政策优化的影响，市场风险情绪改善，国内市场呈现股强债弱的格局，风险溢价明显回落。但11月国内制造业PMI收缩幅度加大，经济景气加速回落，国内供需延续弱势，政策预期短期内对市场驱动明显，年终政治局会议及央行经济工作会议前，市场等待政策指引，短期或有震荡，操作上，股市可暂持筹码等待指数新高后高抛做滚动操作，国债市场短线或偏弱运行，操作上可暂持仓观望。
- 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

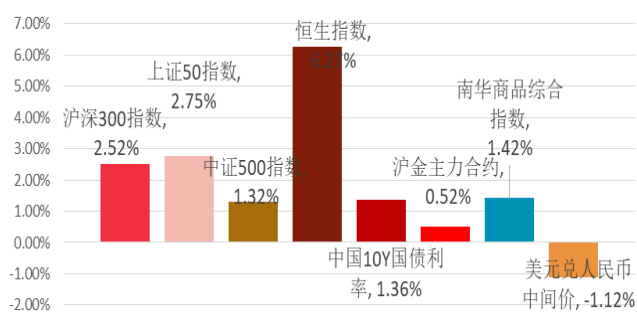
1. 大类资产表现比较	1
2. 经济环境分析:	1
2.1 经济景气加速回落 地产销售止跌反弹	1
2.2 食品价格涨势放缓 大宗商品全面反弹	3
2.3 央行加大净投放 跨月资金利率回升	3
2.4 美就业市场过热态势延续 加息放缓通胀预期反弹考验联储	4
2.5 国内疫情防控优化	5
3. 资产配置建议:	5
4. 本周重要数据及事件关注:	8
免责声明	9

1. 大类资产表现比较

28日当周，国内疫情防控措施继续调整优化，各地举措层层减码，经济修复信心持续增强，国内宏观大类资产全线收涨，其中恒生指数表现最为强劲，周度环比大涨6.27%，其次为上证50指数，涨幅为2.75%，沪深300指数与中证500指数涨幅分别为2.52%和1.32%，南华商品综合指数反弹1.42%。美元回落叠加季节性结汇需求旺盛助推人民币汇率短期升值1.12%。

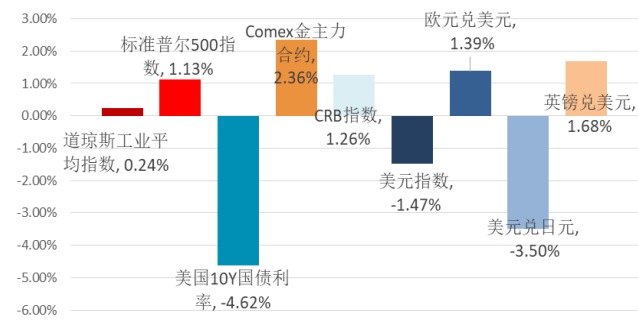
本周美联储主要官员讲话继续加深未来加息路径放缓预期，对美债收益率和美元指数支撑减弱，当周10年期国债收益率大幅回落4.62%至3.51%，美元指数延续走弱，下跌幅度为1.47%。权益类资产反弹，其中标普500指数上涨1.13%，道指反弹0.24%。实际利率回落对贵金属形成支撑，Comex黄金主力环比增长2.36%。美元回落之际，非美货币估值得到修复，其中日元兑美元汇率升值最为明显为3.5%。

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

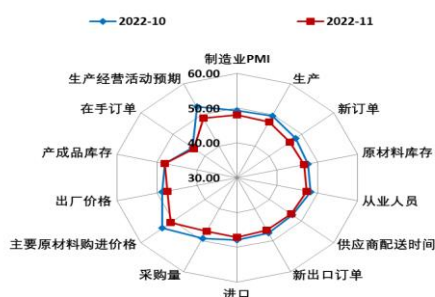
2. 经济环境分析：

2.1 经济景气加速回落 地产销售止跌反弹

受国内疫情反复的影响，11月，中采制造业PMI加速回落1.2个百分点至48%，经济收缩幅度进一步加大。分项指标中，5大扩散指数全面回落，生产、新订单指数环比分别下降1.8个百分点、1.7个百分点至47.8%、46.4%，相对于生产，需求收缩更为明显，表明除疫情影响外，需求疲弱亦对生产形成抑制。受大宗商品价格回落及需

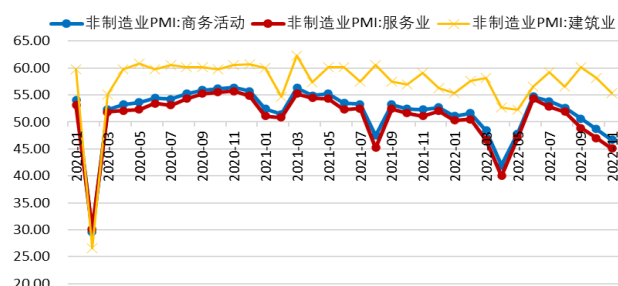
求走弱的影响，PMI 价格指数普遍走弱，原材料购进价格、出厂价格指数分别下降 2.6 个百分点、1.3 个百分点至 50.7%、47.4%，出厂价-购进价差回升至 9 月以来高点，企业利润压力缓解。受疫情导致运输、住宿、餐饮、文娱等接触性行业景气大幅走弱的拖累，服务业 PMI 进一步回落 1.9 个百分点至 45.1%，并带动非制造业总体降至 48%。但在建筑业 PMI 总体回落 2.8 个百分点至 55.4%的同时，与基建相关的土木工程建筑业 PMI 回升 1.5 个百分点至 62.3%，显示稳增长政策持续发力下，基建投资维持上涨势头，仍是当前稳定经济增长的主要支撑。

图 2.1：制造业 PMI 分项指数 (%)



资料来源：iFinD，2021 年数据为两年复合增长率

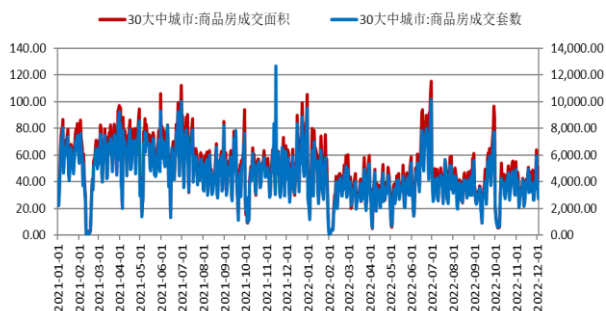
图 2.2：非制造业 PMI (%)



资料来源：iFinD，一德宏观战略部

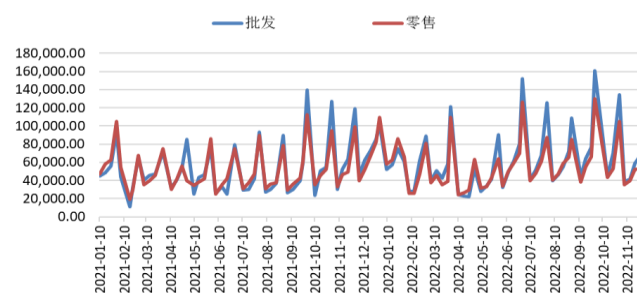
28 日当周，全国 247 家钢厂高炉开工率环比下降 1.42 个百分点至 75.61%，短暂回升后重回跌势。钢材库存表现分化，建材库存连降 7 周后首次回升，板材库存延续回落但降幅收窄，下游需求持续走弱，市场淡季特征进一步显现。终端需求方面，28 日当周，国内 30 大中城市商品房成交环比止跌，当周日均成交回升至近两个月高点，11 月，国内商品房成交日均值环比上涨 12.6%，重回正增长，同比下降 29.6%，降幅较 10 月扩大。11 月第四周，国内乘用车销量同比普降，当周日均批发、零售量同比分别下跌 30%、31%。

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）



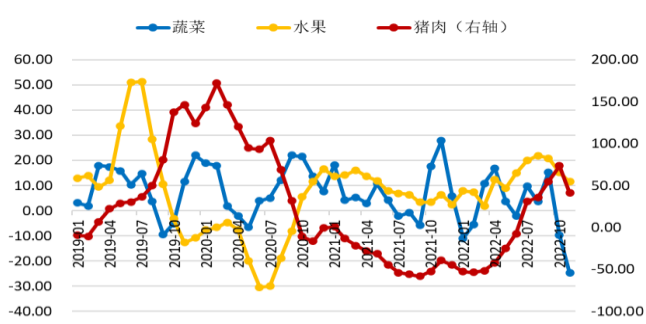
资料来源：iFinD，一德宏观战略部

2.2 食品价格涨势放缓 大宗商品全面反弹

28日当周，国内猪肉价格环比下降2.6%，为连续第五周环比回落，降幅较前一周扩大；蔬菜、水果价格28日当周双双上涨，环比降幅分别为4.71%、1.56%。11月，国内食品价格涨势普遍放缓，猪肉、水果价格同比涨幅分别由10月的74%、15%收窄至41%、12%，蔬菜价格同比降幅由10%扩大至25%。

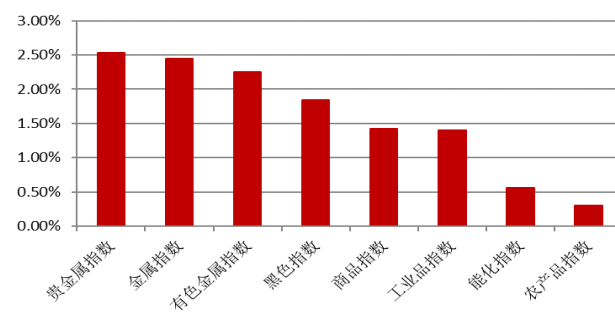
南华商品指数28日当周止跌回升，商品指数全面反弹，其中，农产品涨幅收窄，工业品中，受美元指数加速下跌的影响，贵金属指数涨幅进一步扩大，继续领涨大宗商品，有色金属指数反弹幅度较大，能化指数止跌小幅回升，黑色指数涨幅略有扩大。11月，大宗商品全面止跌反弹，其中，黑色指数大幅反弹超20%，创年内最大单月涨幅，领涨商品，农产品涨幅较小，表现偏弱，贵金属、有色指数涨幅高于能化指数。

图 2.5: 国内猪肉、蔬菜、水果平均批发价当月同比(%)



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 (%)

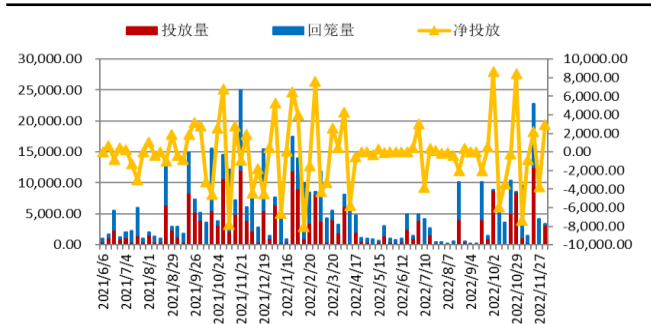


资料来源: iFinD, 一德宏观战略部

2.3 央行加大净投放 跨月资金利率回升

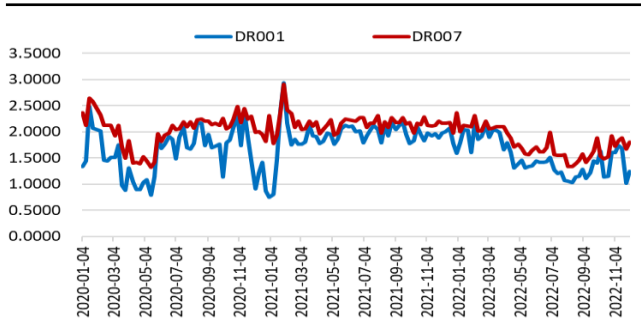
28日当周，央行进行了3170亿元逆回购投放，当周有230亿元逆回购到期，当周净投放2940亿元。银行市场跨月利率总体反弹，DR001、DR007周均值环比分别回升23BP、14BP至1.24%、1.81%。

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 (%)



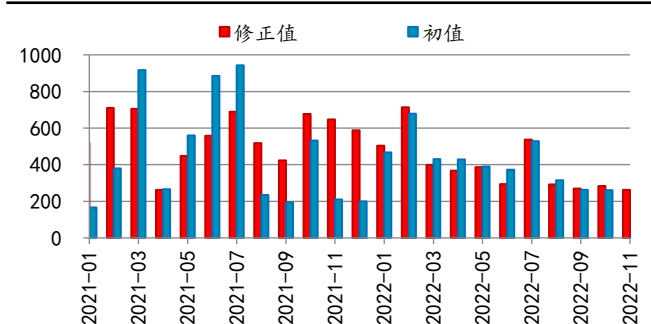
资料来源: iFinD, 一德宏观战略部

2.4 美就业市场过热态势延续 加息放缓通胀预期反弹考验联储

美国 11 月非农新增就业人数为 26.3 万，高于预期的 20 万，前值从 26.1 万上修至 28.4 万。失业率维持在 3.7% 不变，符合市场预期。尽管经济衰退的担忧加剧，不过薪资增长仍显示加快，11 月薪资年率录得 5.10%，大幅高于预期的 4.6% 和前值 4.7%，暗示美国就业市场依旧非常强劲，美联储还需要继续遏制通胀。

非农数据公布前，美联储主席鲍威尔发表讲话，重申 12 月可能开始放缓加息，叠加当周的景气指标跌破荣枯线，利率市场延续定价类滞胀，名义利率回落叠加通胀预期反弹，实际利率大幅下行。综合上述影响，对于本轮加息终值利率预测出现回落，目前位于 5% 下方。

图 2.9: 美国非农新增就业数据 (千人)



资料来源: iFinD, 一德宏观战略部

图 2.10: 美联储观察工具显示利率终点概率 (%)

MEETING PROBABILITIES									
MEETING DATE	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%	78.2%	21.8%	0.0%	0.0%		
2023/2/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	46.1%	44.9%	8.9%	0.0%	0.0%
2023/3/22	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	16.2%	45.7%	32.3%	5.8%	0.0%
2023/5/3	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	12.6%	39.1%	35.3%	11.7%	1.3%
2023/6/14	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%	13.6%	39.0%	34.4%	11.3%	1.2%
2023/7/26	0.0%	0.0%	0.1%	3.4%	19.3%	38.0%	29.2%	9.0%	1.0%
2023/9/20	0.0%	0.0%	1.2%	8.8%	25.6%	35.0%	22.4%	6.3%	0.6%
2023/11/1	1.0%	7.5%	22.8%	33.4%	24.5%	9.0%	1.6%	0.1%	0.0%
2023/12/13	0.0%	0.7%	5.6%	18.3%	30.3%	27.1%	13.5%	3.8%	0.5%

资料来源: CME, 一德宏观战略部

2.5 国内疫情防控优化

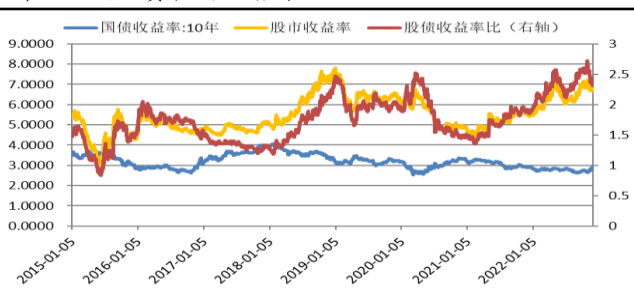
11月30日-12月1日，国务院副总理孙春兰先后两次在国家卫生健康委召开座谈会，听取有关方面专家对优化完善防控措施的意见建议。会议指出，随着奥密克戎病毒致病性的减弱、疫苗接种的普及、防控经验的积累，我国疫情防控面临新形势新任务。要以人民为中心，防控工作稳中求进，防控政策持续优化，走小步不停步，不断完善诊断、检测、收治、隔离等措施，加强全人群特别是老年人免疫接种，加快治疗药物和医疗资源准备，落实好“疫情要防住、经济要稳住、发展要安全”的要求。要立足当前、着眼长远，充实基层专业防控力量，强化社区医疗卫生机构分级诊疗，加强居民健康管理和服务，推动各项优化措施落地见效，保障人民健康安全和经济社会发展。

11月30日以来，北京、上海、天津、重庆、广东（广州、深圳）、浙江（杭州、绍兴、宁波、温州、金华等地）、山东、河南（郑州）、湖北（武汉）、广西（南宁）、四川（成都）、西藏（拉萨）、新疆（乌鲁木齐）等多地陆续优化调整疫情防控相关措施。

3. 资产配置建议：

28日当周，国内市场风险情绪显著回升，股债收益比、股债收益率差分别由前一周历史84%、88%分位数水平大幅回落至79%、84%分位数水平。

图 3.1：股债相对回报表现



资料来源：iFinD，一德宏观战略部

图 3.2：权益资产溢价



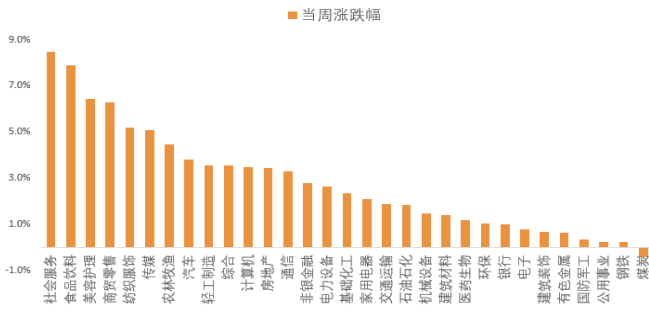
资料来源：iFinD，一德宏观战略部

A股层面，28日当周，题材风格连续2周偏向价值，指数共振反弹，机构、游资各领风骚。日均成交额显著增加，北向资金连续4周流入，市场情绪冲高回落，个股赚钱效应显著回升。板块方面，社会服务、食品饮料、美容护理涨幅居前，煤炭表现偏弱。海外权益市场风险偏好偏强运行，持有成本两端压制持续减弱；国内防疫政策优化带动市场情绪水涨船高。但盘面上，题材轮动速率较快，资金难以形成合力，短线或有震荡，但上行趋势不改。策略上，上周加仓后暂持筹码等待指数新高后适当高抛做滚动操作。

国债层面，28日当周，受国内疫情防控政策进一步优化的影响，市场风险情绪改善施压债市，国债市场普遍走弱，但11月国内经济景气加速回落，制造业PMI收缩幅度加大，国内供需延续弱势，债市基本面仍对债市构成支撑。资金面上，随着降准落地，市场资金面宽松，但近期一些列稳增长政策持续加码出台对债券市场形成抑制，年终政治局会议及央行经济工作会议前，国债市场或维持弱势运行，等待政策的指引，操作上可暂持仓观望。

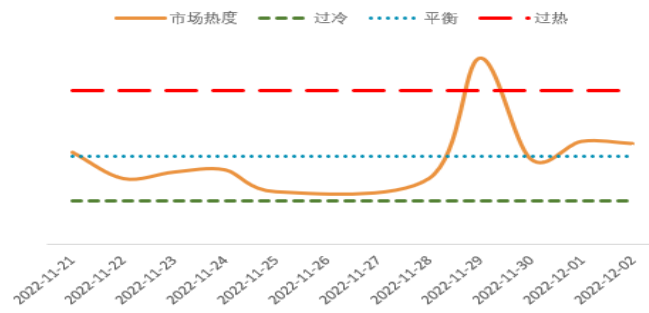
黄金层面，28日当周，受持有成本两端同时下行推动，黄金强势突破，收复千八关口。当周公布的美国经济数据低迷，联储主席讲话“老生常谈”，12月加息放缓几成定局，叠加中国优化防疫政策，市场情绪乐观，黄金跟随风险资产反弹。但周五公布的非农数据显示就业市场延续过热状态，薪资增速居高不下或令通胀水平高位拉锯。从利率市场细分走势情况看，加息预期稍稍回落即带来通胀预期的快速反弹，作为难以容忍的情况之一，可能会倒逼联储更为鹰派的预期管理，从而令持续反弹的黄金逐步开启回落修正。策略上，高抛后剩余仓位持有为主，短期等待低吸机会。

图 3.3: 申万一级行业当周收益率



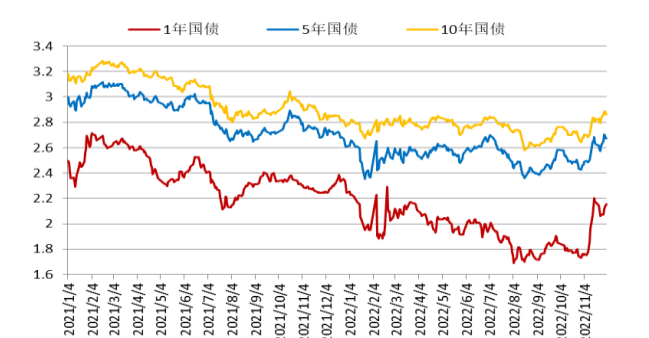
资料来源: iFinD, 一德宏观战略部

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 3.9: 美国 10Y 国债实际利率与名义利率 (%)



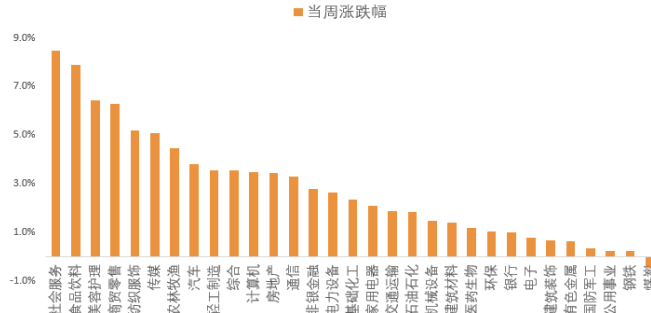
资料来源: iFinD

图 3.4: 申万一级行业市盈率分位数



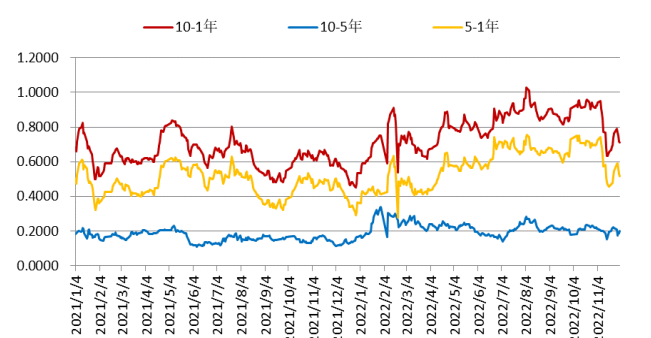
资料来源: iFinD, 一德宏观战略部

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 3.10: 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	
2022/12/5	中国 11 月财新服务业 PMI, 前值 48.4, 预测值 48, 公布值 46.7
	欧元区 12 月 Sentix 投资者信心指数, 前值-30.9, 预测值-27.6
	英国 11 月 Markit 服务业 PMI 终值, 前值 48.8, 预测值 48.8
	美国 11 月 ISM 非制造业 PMI, 前值 54.4, 预测值 53.1
2022/12/6	国内成品油开启新一轮调价窗口
	欧盟财长会议
	美国 10 月贸易帐(亿美元), 前值-732.8, 预测值-791
2022/12/7	EIA 公布月度短期能源展望报告
	中国 11 月外汇储备(亿美元), 前值 30524.3, 预测值 31190
	中国 11 月贸易帐-美元计价(亿美元), 前值 851.5, 预测值 790.5
	中国 11 月出口年率-美元计价(%), 前值-0.3, 预测值-3.6
	中国 11 月进口年率-美元计价(%), 前值-0.7, 预测值-5
	欧元区第三季度季调后 GDP 年率终值(%), 前值 2.1, 预测值 2.1
2022/12/8	日本第三季度季调后实际 GDP 年化季率修正值(%), 前值-1.2, 预测值-1.1
	美国截至 12 月 3 日当周初请失业金人数(万), 前值 22.5, 预测值 23
2022/12/9	中国 11 月 CPI 年率(%), 前值 2.1, 预测值 1.6
	中国 11 月 PPI 年率(%), 前值-1.3, 预测值-1.4
	美国 11 月 PPI 年率(%), 前值 8, 预测值 7.2
	美国 11 月核心 PPI 年率(%), 前值 6.7, 预测值 5.9
	美国 12 月密歇根大学消费者信心指数初值, 前值 56.8, 预测值 57
	英国央行公布通胀预期调查报告
2022/12/10	美联储发布季度金融账户报告

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