

宏观策略周报（2023.11.13）

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：

2023年11月13日

审核人：肖利娜

一德期货投资咨询业

务资格：证监许可

【2012】38号

核心逻辑

- 6日当周，国内股票市场延续回升，长债上涨，大宗商品结构分化，能化板块下行，黑色板块上涨。10月国内出口、通胀数据弱于预期，欧美经济继续探低，在美联储维持鹰派预期管理下，内外需求不振叠加海外利率高位，支撑美元利空商品，而国内稳增长预期支撑A股风险偏好，短线修复后可等待回调后的加仓机会。基本面偏弱下，货币政策难改宽松基调，预计债市偏强运行，可继续维持仓位，择机逢低买入。
- 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 | 10% | — | 10% |
| 商品 | 10% | — | 15% |
| 现金 | 45% | — | 30% |

周度策略跟踪



目 录

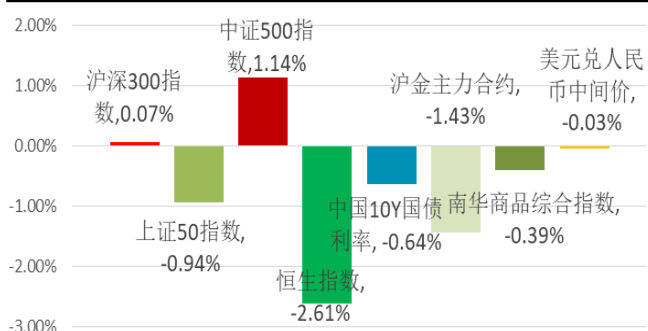
| | |
|-------------------------------|----|
| 1. 大类资产表现比较..... | 1 |
| 2. 经济环境分析..... | 2 |
| 2.1 出口降幅扩大 汽车销售维持强劲..... | 2 |
| 2.2 CPI 再度转负 通缩风险不大..... | 3 |
| 2.3 市场资金宽松 市场利率延续回落..... | 4 |
| 2.4 消费者信心显著下滑，联储重拾鹰派预期管理..... | 4 |
| 3. 资产配置建议：..... | 6 |
| 4.本周重要数据及事件关注：..... | 9 |
| 免责声明..... | 10 |

1. 大类资产表现比较

6日当周国内公布的通胀数据和进出口贸易数据显示国内仍处于修复偏弱态势，宏观大类资产呈现跌多涨少。主要股票指数延续分化结构，贵金属回调 1.43%，南华商品综合指数小幅回调 0.39%。市场对美强欧弱经济预期差对美元指数形成支撑，美元连续反弹对人民币仍构成外部贬值压力，周中中国人民银行行长、国家外汇局局长潘功胜在金融论坛讲话再次强调坚持市场在汇率形成中起决定性作用，同时坚决对市场顺周期行为进行纠偏，坚决对扰乱市场秩序行为进行处置，坚决防范汇率超调风险，防止形成单边一致性预期并自我强化，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。配合监管层通过中间价逆周期调节因子继续维稳汇率预期，人民币兑美元汇率短期维持高位区间震荡格局。

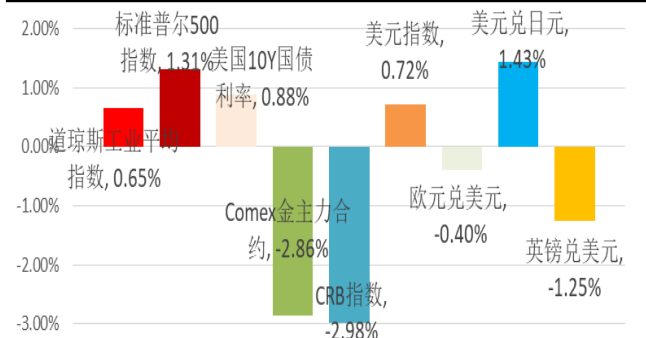
美债长端利率下行，对美股产生偏积极影响，当周标普 500 指数上涨 1.31%，道指涨幅为 0.65%。穆迪将美国信用评级展望降为负面，或加剧美国财政担忧，商品指数回调。当周美联储主席鲍威尔表示，如果有必要美联储将进一步提高利率，以保证实现通货膨胀率能够降到 2% 的长期目标，提振 10 年期国债收益率与美元收涨。此外，地缘政治风险减弱，对避险资产黄金支撑减少，Comex 金主力合约回调 2.86%。美元指数持续反弹给非美货币带来压力，其中日本央行行长植田和男暗示不会急于实现货币政策正常化，利差因素影响令日元持续承压走弱，日元兑美元贬值 1.43% 突破 151.5。

图 1.1：国内宏观大类资产表现



资料来源：wind，博易大师，一德宏观战略部

图 1.2：海外宏观大类资产表现



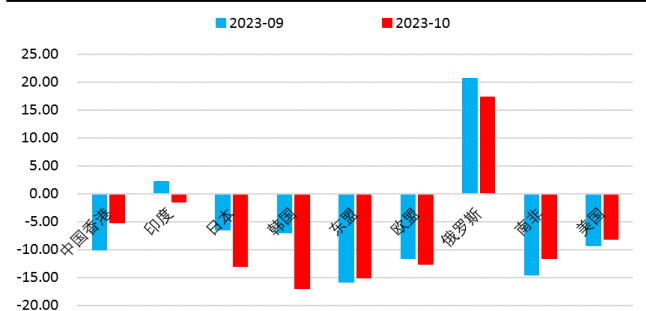
资料来源：wind，博易大师，一德宏观战略部

2. 经济环境分析

2.1 出口降幅扩大 汽车销售维持强劲

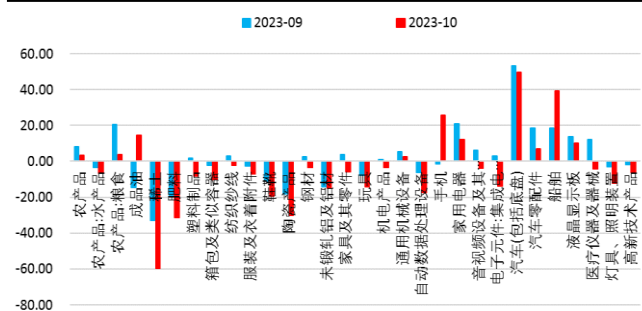
10月，国内出口同比降幅扩大，不及预期，外需维持弱势依旧压制出口。主要贸易伙伴中，对美国和东盟出口增速降幅收窄，对欧元区、日本及俄罗斯、非洲出口降幅均有所扩大，美国经济韧性对我国出口形成支撑，但难以对冲非美经济体需求下滑的压力。主要出口商品中，除手机止跌回升，汽车、船舶维持高增外，劳动密集、机电、高技术产品出口降幅均扩大，外需较弱外价格对出口支撑亦有所减弱。10月，进口增速由负转正，远超市场预期，对主要大宗商品进口量价均有提升，显示国内需求修复的进程加速推进。在出口下滑进口增长的情况下，贸易顺差有所收窄，而在国内经济企稳海外经济转弱的背景下，净出口趋降对经济支撑或减弱。

图 2.1: 主要贸易伙伴出口当月同比 (美元计价, %)



资料来源: wind, 一德宏观战略部

图 2.2: 主要商品出口当月同比 (%)



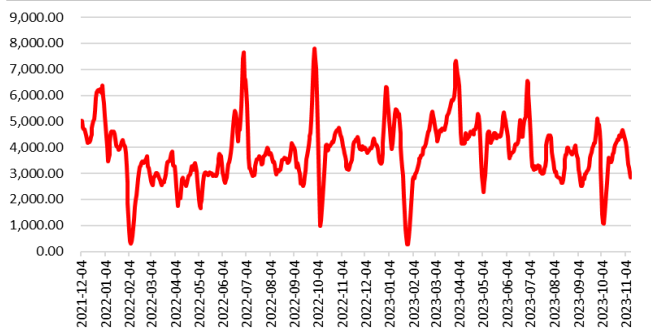
资料来源: wind, 一德宏观战略部

6日当周，全国247家钢厂高炉开工率环比上涨0.89个百分点至81.01%，高于去年同期3.8个百分点。钢厂社会库存连续四周普降，需求释放下，贸易商心态偏谨慎，补库意愿不强，钢材库存延续消化。

终端需求方面，6日当周，30大中城市商品房日均成交面积连续第二周高位回落，当周日均成交面积周环比下降18.26%。乘联会数据显示，10月，国内乘用车市场零售量为203.3万辆，同比增长10.2%，环比增长0.7%。10月国内车市促销持续，购车消费需求有所释放，国内车市零售环比走强，形成“银九金十”的较强走势。乘联会预计，今年11月在低基数的基础上有望实现同比大幅增长，叠加楼市高位理性回落、存量利率下调、车市促销等利好因素，预计11月车市同比会暴增20%以上。2023年

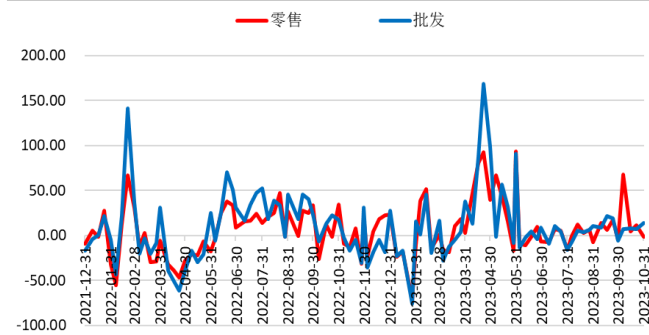
中国汽车市场面临逐步向好的走势，近期乘用车国内消费和出口贡献较大，总体汽车市场持续走强，全年预计达到 2950 万台，创历史新高。

图 2.3: 30 大中城市商品房成交面积 7MA (万平方米)



资料来源: wind, 一德宏观战略部

图 2.4: 乘用车销量当月同比增长 (%)

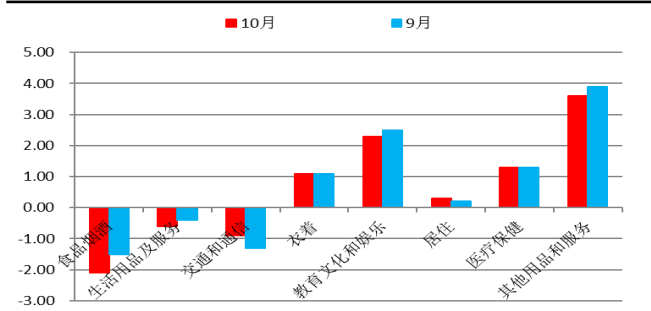


资料来源: wind, 一德宏观战略部

2.2 CPI 再度转负 通缩风险不大

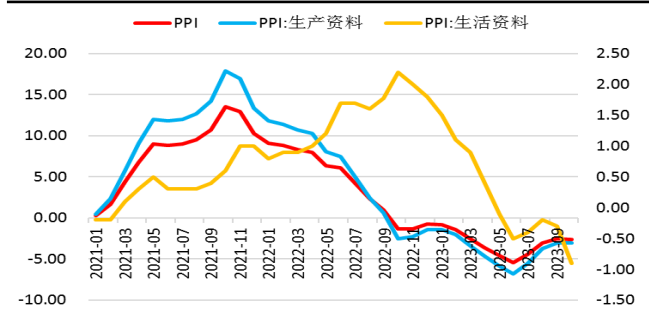
10 月，国内 CPI 同比下降 0.2%，继 7 月以来再度转负，其中猪肉价格同比降幅扩大至 30.1%拖累 CPI 食品同比降幅较上月扩大 0.8 个百分点是主要压力，此外，主要 CPI 分项中，仅交通通信同、居住同比好于 9 月，生活用品、教育娱乐同比降幅加大，显示下游需求总体不强对通胀支撑不足，反映实际需求的核心 CPI 同比涨幅收窄 0.2 个百分点至 0.6%。同时，需求偏弱降低了农户的通胀预期，加大农户出栏意愿，进一步对猪肉价格形成压力。但在国内需求企稳恢复下，国内出现通缩风险不大。PPI 受基数效应的影响，PPI 同比下降 2.6%，降幅较上月小幅扩大 0.1 个百分点，但好于预期，其中，生产资料价格下降 3.0%，降幅与上月相同，生活资料价格下降 0.9%，降幅扩大 0.6 个百分点，上游采掘、原材料行业价格上涨是主要支撑。

图 2.5: 国内 CPI 分项当月同比增长率 (%)



资料来源: wind, 一德宏观战略部

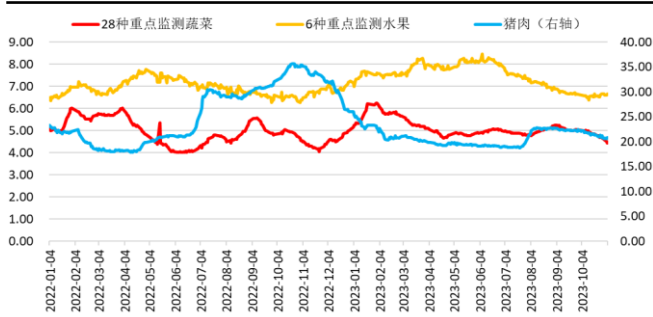
图 2.6: 国内猪肉、果蔬日均价当月同比 (%)



资料来源: wind, 一德宏观战略部

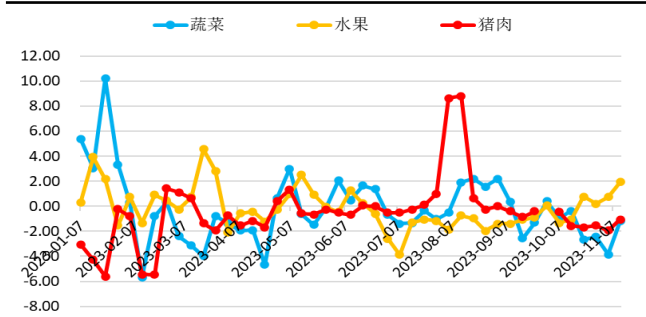
6日当周，国内猪肉、蔬菜价格环比延续10月以来的回落走势，当周日均价格环比分别下降1.06%、1.19%，降幅较前一周收窄，水果价格环比上涨1.93%，涨幅进一步扩大。生猪养殖转亏影响下，养殖户避险抛售持续，猪肉价格持续承压。

图 2.7: 国内猪肉、果蔬日均批发价 (元/公斤)



资料来源: wind, 一德宏观战略部

图 2.8: 国内猪肉、果蔬日均价周环比 (%)

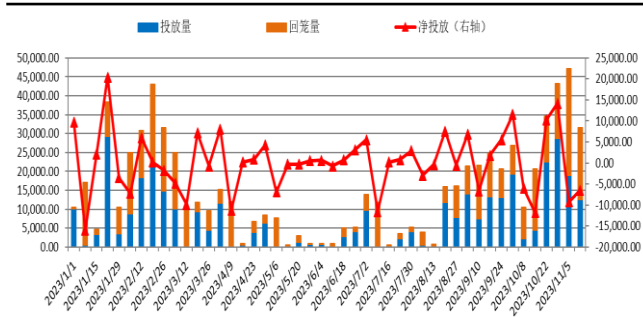


资料来源: wind, 一德宏观战略部

2.3 市场资金宽松 市场利率延续回落

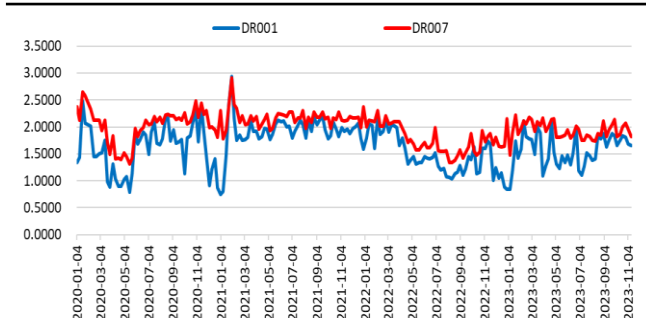
6日当周，央行进行了12500亿元逆回购投放，当周有18980亿元逆回购到期，当周净回笼6480亿元。央行连续收回流动性下，市场资金面依旧宽松，或反映信贷需求不足，银行市场利率延续回落，DR001、DR007周均值环比分别回落3BP、14BP至1.68%、1.83%。

图 2.9: 央行公开市场净投放 (亿元)



资料来源: wind, 一德宏观战略部

图 2.10: 银行间质押式回购加权利率 (%)



资料来源: wind, 一德宏观战略部

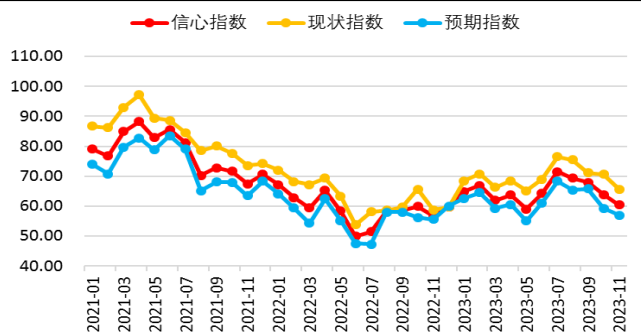
2.4 消费者信心显著下滑，联储重拾鹰派预期管理

美国11月密歇根大学消费者信心指数初值60.4，创六个月新低，大幅不及前值

及预期的 63.8，其中，消费者现况指数初值 65.7，创六个月新低，低于 70.3 的预期及 70.6 的前值；消费者预期指数初值 56.9，亦创六个月新低，预期 61，前值 59.3。信贷紧缩及借贷成本升高打击了消费者对耐用品、汽车和房屋的需求，由于消费者对短期和长期汽油价格上涨的预期升温，11 月，消费者对未来 1 年通胀预期升至 4.4%，高于 4% 的预期，对未来 5-10 年的通胀预期 3.2%，创 2011 年以来新高。但未来一年，对失业预期悲观超过通货膨胀成为消费者主要担忧。消费者信心的下降对消费支出形成抑制，对未来几个月的经济增长造成不利影响。

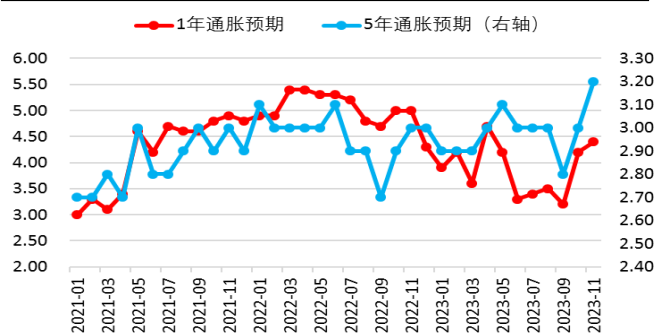
欧洲方面，受非食品产品销售显著下滑的影响，欧元区 9 月零售销售环比下降 0.3%，同比下降 2.9%，符合预期。德国 9 月工业产出环比下降 1.4%，为连续第 4 个月下降，不及下降 0.1% 的预期，在能源成本及利率上涨的压力下，德国主要产业制造业承受显著压力，加重了德国经济衰退的风险。英国第三季度 GDP 环比初值为 0%，好于市场预期的 -0.1%，但低于前值 0.2%，除贸易外，消费支出、企业投资和政府支出均有所下降，显示高利息引发的借贷成本上涨对消费及投资需求形成明显打压。英国央行预计，英国经济将在明年出现停滞。

图 2.11 密歇根大学消费者信心指数



资料来源：wind，一德宏观战略部

图 2.12 密歇根大学通胀预期 (%)



资料来源：wind，一德宏观战略部

6 日当周，美联储主席鲍威尔引领官员出场引导市场预期。他对当前利率水平能否限制通胀缺乏信心，暗示可能继续加息，加之此前多为拥有今年投票权的联储官员聚焦当前偏高的通胀水平，强化联储继续行动的合理性和必要性，驱动市场乐观预期持续回归。美联储观察工具方面，尽管仍未定价额外一次加息行动，但未来两次会议按兵不动概率有所降低，总体仍处于绝对优势地位。来年降息预期缩减为 3 次，仍超过 9 月点阵图委员们预期的 2 次水平，起始时点延后至 6 月。

图 2.13: 美联储官员当周表态

| 序号 | 官员 (2023票委*) | 主要观点 |
|----|---------------|---|
| 1 | 美联储理事库克* | 美债收益率上升可能和加息预期无关, 非银机构风险恐加剧市场压力。全球地缘政治紧张局势升温可能会使欧洲和中国经济增长雪上加霜, 其溢出效应可能会改变美国经济的发展路径。 |
| 2 | 明尼阿波利斯联储卡什卡利* | 如果有必要, 将考虑进一步收紧货币政策。 |
| 3 | 美联储理事鲍曼* | 仍然预计美联储需要进一步加息。 |
| 4 | 美联储理事沃勒* | 美联储为未来几个月再次加息留有余地。 |
| 5 | 达拉斯联储洛根* | 美国劳动力市场出现一些重要的降温迹象, 但通胀仍然太高。 |
| 6 | 芝加哥联储古尔斯比* | 美联储必须降低通货膨胀, 这是首要事件。 |
| 7 | 美联储副主席巴尔* | 美联储仍然致力于抑制通胀。 |
| 8 | 美联储副主席杰斐逊* | 在不确定性下操作对央行官员来说是一个挑战, 在一些具体情况下, 不确定性可能证明有必要采取激进而非渐进的政策应对。 |
| 9 | 美联储主席鲍威尔* | 联储官员不确定利率已经高到足以结束通胀阻击战。 |

资料来源: wind, 一德宏观战略部

图 2.14: 美联储后续降息预期 (%)

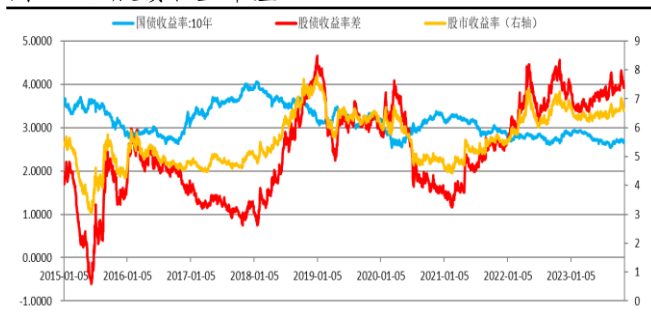
| CME FEDWATCH TOOL - MEETING PROBABILITIES | | | | | | | | | | |
|---|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| MEETING DATE | 350-375 | 375-400 | 400-425 | 425-450 | 450-475 | 475-500 | 500-525 | 525-550 | 550-575 | 575-600 |
| 2023/12/13 | | | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 90.9% | 9.1% | 0.0% |
| 2024/1/31 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 77.7% | 21.0% | 1.3% |
| 2024/3/20 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 12.4% | 68.6% | 17.8% | 1.1% |
| 2024/5/1 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 3.8% | 29.6% | 53.2% | 12.7% | 0.8% |
| 2024/6/12 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 1.9% | 16.6% | 41.3% | 33.0% | 6.8% | 0.4% |
| 2024/7/31 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 1.0% | 9.8% | 29.9% | 36.9% | 18.9% | 3.3% | 0.2% |
| 2024/9/18 | 0.0% | 0.0% | 0.5% | 5.8% | 20.7% | 33.7% | 27.2% | 10.5% | 1.6% | 0.1% |
| 2024/11/7 | 0.0% | 0.3% | 3.0% | 12.9% | 26.9% | 30.5% | 19.2% | 6.2% | 0.9% | 0.0% |
| 2024/12/18 | 0.2% | 2.0% | 9.2% | 21.6% | 29.2% | 23.5% | 11.2% | 2.9% | 0.4% | 0.0% |

资料来源: CME, 一德宏观战略部

3. 资产配置建议:

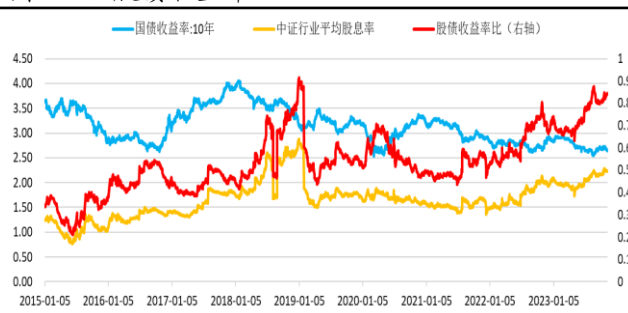
6日当周, 国内市场风险情绪维持稳定, 股债收益率差由前一周的历史 87.79%分位数水平微降历史 87.16%的分位数水平; 股债收益比由前一周的历史 88.85%分位数水平上升至历史 89.61%的分位数水平。

图 3.1: 股债收益率差



资料来源: wind, 一德宏观战略部

图 3.2: 股债收益率比

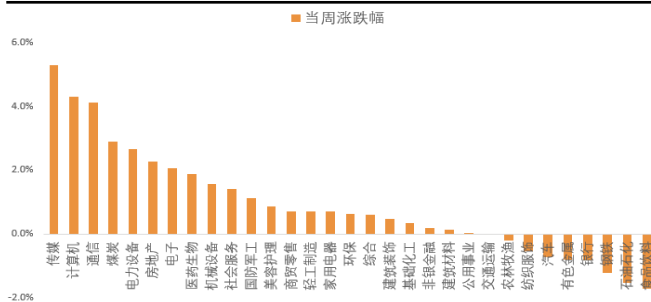


资料来源: wind, 一德宏观战略部

A股层面, 6日当周指数连续3周回升, 创业板连续3周反弹力度强于主板, 游资风格开始强于机构。日均成交额连续3周放大, 已连续19周低于万亿水平; 北向资金再度流出, 个股赚钱效应连续3周回升。板块方面, 传媒、计算机、通信领涨, 钢铁、石油石化、饮料表现偏弱。大国博弈缓和预期下, 海外权益市场风险情绪继续回暖, 风险偏好抬升对A股存在支撑。技术上, 日线级别反弹确立后指数连续3周修复, 但上行疲态尽显, 加之主升题材板块缺失, 震荡调整可能延后但不会缺席, 需关

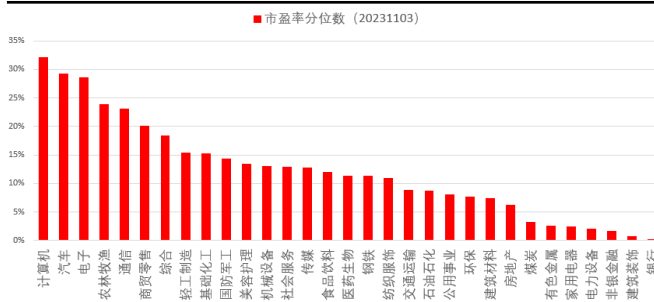
注回落力度。但从更为长期的视角来看，再探 3000 点下方也无需恐慌，仍以寻找配置进场机会思路应对。策略上，持有为主，等待回调后的加仓机会，如快速反抽至 3100 一线也可择机滚动高抛部分仓位。

图 3.3: 申万一级行业当周收益率



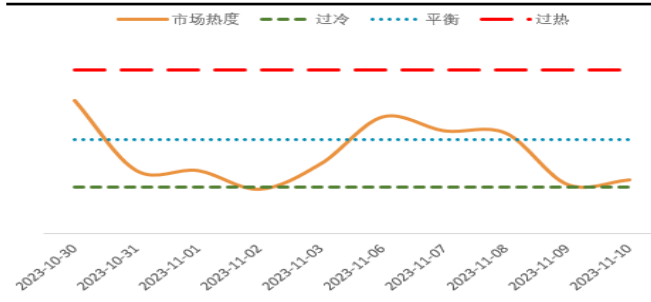
资料来源: wind, 一德宏观战略部

图 3.4: 申万一级行业市盈率分位数



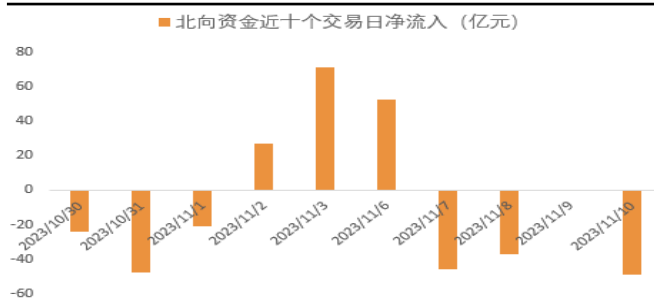
资料来源: wind, 一德宏观战略部

图 3.5: 近 10 日市场热度图



资料来源: wind, 一德宏观战略部

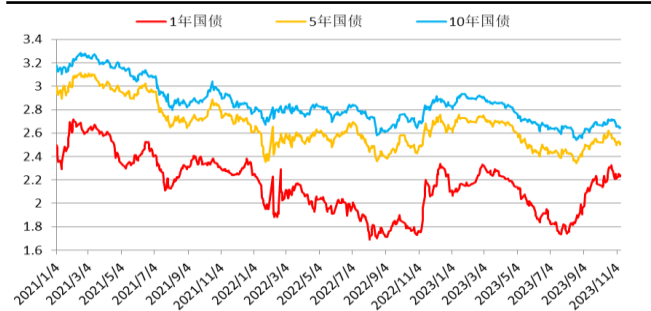
图 3.6: 近 10 日北向资金表现



资料来源: wind, 一德宏观战略部

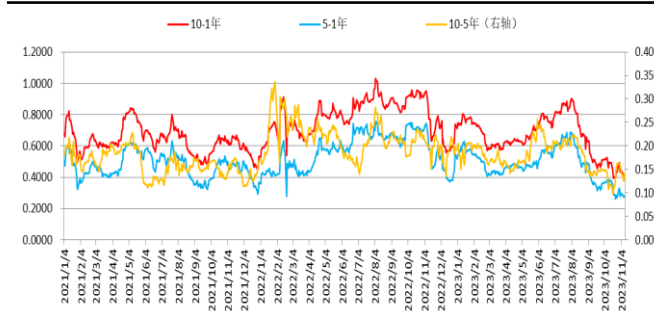
国债层面，6 日当周，国债收益率表现分化，短债上涨，长债收跌，长短期国债收益率差进一步回落。10 月国内出口、通胀数据弱于预期，内外需求不强短期内预计对长债形成支撑。本周万亿国债发行开始落地，但对市场冲击有限，基本面偏弱下，货币政策难改宽松基调，预计央行将通过公开市场维持市场利率稳定在政策利率附近，在此背景下，预计债市仍将偏强运行，可继续维持仓位，择机逢低买入。

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

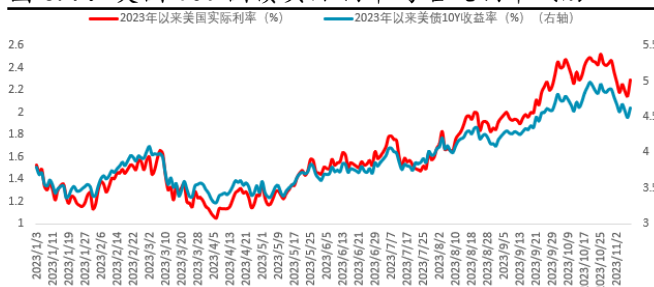
图 3.8: 国债利差 (%)



资料来源: 中债登网站, 经作者整理

黄金层面，6日当周海外贵金属价格开始回落，地缘因素影响减弱；此外，联储官员“鹰派”登场纠正了此前偏乐观的市场情绪。总的来看，当前市场仍处于确认“higher for longer”中接近“higher”的阶段，需避免抢跑联储加息结束，更要避免过度押注货币政策转向。但随着经济持续边际转弱，黄金配置价值也将慢慢凸显，但应低配为主，避免追高。技术上黄金确立开始日线调整，短期暂无企稳迹象，关注纽期金下方1880-1900一线支撑情况。策略上，上述区域寻找企稳机会择机回补头寸。

图 3.9：美国 10Y 国债实际利率与名义利率 (%)



资料来源：wind，一德宏观战略部

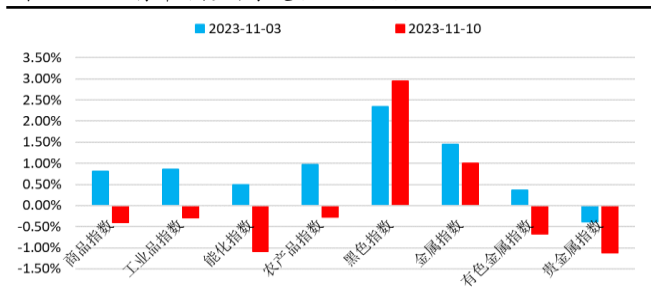
图 3.10：美国 10Y 国债盈亏平衡通胀率 (%)



资料来源：wind，一德宏观战略部

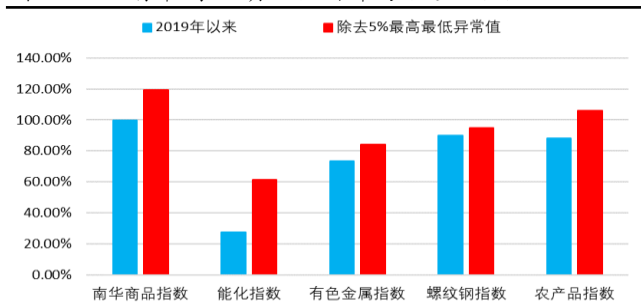
6日当周，南华商品指数总体收跌，结束连续三周上涨，工业品、农产品均较前一周回落，但工业品内部分化明显，受原油价格下跌的拖累，能化指数跌幅较大，美元指数上涨拖累贵金属指数跌幅扩大，但国内影响较大的黑色指数涨幅加大。截止11月3日当周，南华商品期限溢价率进一步回升，南华商品指数对CCPI期限溢价率位于2019年以来历史99.92%分位水平，其中，螺纹、农产品、有色指数分别位于90.15%、88.13%、73.27%的较高分位水平，能化指数位于27.58%分位水平，估值较低。

图 3.11：南华指数周度涨跌 (%)



资料来源：wind，一德宏观战略部

图 3.12：南华商品期现溢价率分位数 (%)



资料来源：wind，一德宏观战略部

4.本周重要数据及事件关注：

| 重要财经数据与事件关注 | |
|-------------|--|
| 2023/11/13 | 欧佩克公布月度原油市场报告 |
| | 国家能源局每月 15 日左右发布全社会用电量数据 |
| | 中国 10 月新增人民币贷款(亿人民币), 前值 23100, 预测值 6650 (20231113-20231117) |
| | 中国 10 月 M2 货币供应年率(%), 前值 10.3, 预测值 10.3 (20231113-20231117) |
| 2023/11/14 | 欧元区第三季度季调后 GDP 年率修正值(%), 前值 0.1, 预测值 0.1 |
| | 欧元区 11 月 ZEW 经济景气指数, 前值 2.3 |
| | 德国 11 月 ZEW 经济景气指数, 前值-1.1, 预测值 2.5 |
| | 美国 10 月 CPI 年率未季调(%), 前值 3.7 |
| | 美国 10 月核心 CPI 年率未季调(%), 前值 4.1, 预测值 4.1 |
| 2023/11/15 | IEA 公布月度原油市场报告 |
| | 中国 1-10 月城镇固定资产投资年率-YTD(%), 前值 3.1, 预测值 3.1 |
| | 中国 10 月规模以上工业增加值年率(%), 前值 4.5, 预测值 4.3 |
| | 中国 10 月社会消费品零售总额年率(%), 前值 5.5, 预测值 7 |
| | 国新办就国民经济运行情况举行发布会 |
| | 亚太经合组织(APEC)领导人会议在美国旧金山举行, 中美、中日最高领导人会晤 |
| 2023/11/16 | 美国 10 月 PPI 月率(%), 前值 0.5, 预测值 0.1 |
| | 美国 10 月零售销售月率(%), 前值 0.7, 预测值-0.1 |
| | 国家统计局公布 70 个大中城市住宅销售价格月度报告 |
| | 欧洲央行行长拉加德发表讲话 |
| | FOMC 永久票委、纽约联储主席威廉姆斯在美国国债市场会议上发表讲话 |
| | 美联储理事巴尔在美国国债市场会议上发表讲话 |
| | 美国 10 月进口物价指数月率(%), 前值 0.1, 预测值-0.3 |
| | 美国截至 11 月 11 日当周初请失业金人数(万), 前值 21.7 |
| 2023/11/17 | 美国 10 月工业产出月率(%), 前值 0.3, 预测值-0.4 |
| | 美国 11 月 NAHB 房产市场指数, 前值 40, 预测值 40 |
| | 欧元区 10 月调和 CPI 年率-未季调终值(%), 前值 2.9, 预测值 2.9 |
| | 美国 10 月营建许可年化总数初值(万户), 前值 147.1, 预测值 145 |
| | 美国 10 月新屋开工年化总数(万户), 前值 135.8, 预测值 134.5 |
| | 2024 年 FOMC 票委、旧金山联储主席戴利发表讲话 |

资料来源：汇通财经、华尔街见闻、一德宏观战略部

风险提示：


地缘政治恶化；国内政策效果不及预期；美国经济韧性超预期；美联储紧缩超预期。


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