

# 宏观策略周报（2023.11.27）

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

肖利娜

期货从业资格号：

F3019331

投资咨询从业证书号：

Z0013350

报告制作时间：

2023年11月27日

审核人：车美超

一德期货投资咨询业务资格：证监许可【2012】38号

## ■ 核心逻辑

- 20日当周，国内股债市场双双走弱，宽信用政策导向下，总量宽松落空，伴随政府债券发行提速，市场资金持续偏紧，对金融资产构成压力。海外需求前景维持低迷，大宗商品总体维持弱势。短期内，随着进入月末，市场资金仍面临紧缩压力，债市或维持弱势震荡，A股持续反弹后市场抛压开始涌现，需关注回落力度，逢低寻找配置进场机会。需求弱势下，供给对商品扰动增大，关注本周欧佩克会议情况。
- 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

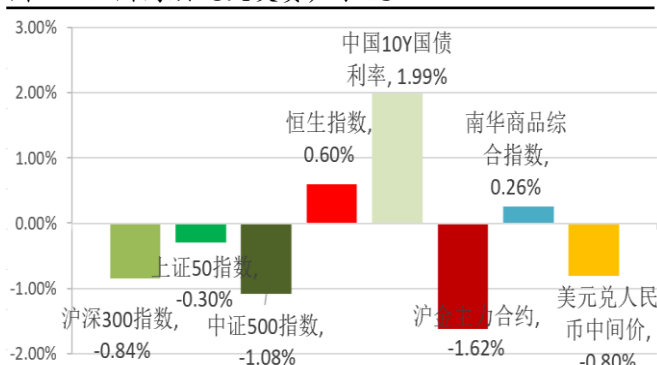
1. 大类资产表现比较.....	1
2. 经济环境分析.....	2
2.1 地产成交弱勢回升 车市维持较高景气.....	2
2.2 猪价降幅收窄 菜价涨幅加大.....	2
2.3 银行资金持续紧张 LPR 如期不变.....	3
2.4 海外需求前景低迷 纪要小幅修复加息预期.....	4
3. 资产配置建议：.....	7
4. 本周重要数据及事件关注：.....	9
免责声明.....	11

## 1. 大类资产表现比较

20日当周国内维持LPR利率不变，欧美12月不加息预期继续主导全球资本市场波动，宏观大类资产呈现跌涨互现。国内方面，A股市场先涨后跌，整体震荡下行，而H股主要指数全面上涨。沪深300、中证500和上证50指数分别下跌0.84%、1.08%、0.3%，中小盘股的下行幅度相对更大；H股行情明显好于A股，恒生三大指数集体收涨。在原油价格继续下探下，南华指数因煤炭、黑链指数拉动而上涨0.26%。而沪金下跌1.62%，主要反映人民币汇率的上涨。人民币因美元走弱，同时还受到季节性结汇、出口改善等因素影响，上涨幅度较大，升值0.8%。国内债市持续注入资金流动性，但资金价格始终维持高位，短端利率上行比较明显，长端利率也有上行，10年期国债收益率上行5bp至2.71%。

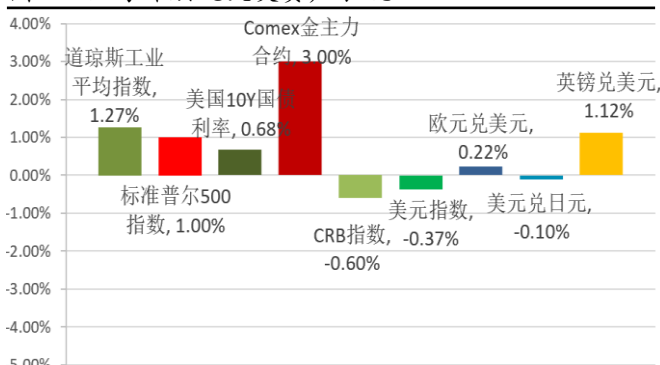
从当周美联储公布的会议纪要及欧央行官员的发声表态来看，欧美12月再次加息概率很低。而11月Markit服务业PMI初值意外回升，经济仍有韧性，当周10年期美债收益率小幅回升，收于4.47%，美股上涨，美元指数下跌0.37%。整体来看，标普500指数上涨1.27%，道指涨幅为1%；COMEX金主力因感恩节后跳涨大幅上涨3%，主要还是受美元走弱支撑。油价下行拖累主要国际商品回落，CRB现货指数回落0.6%。随着美元走弱，非美货币延续走强。欧元兑美元和英镑兑美元分别上涨0.22%、1.12%，美元兑日元的跌幅为0.1%。10月份日本CPI同比反弹但家庭消费支出复苏乏力，也会限制日本央行潜在的货币政策正常化空间。

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

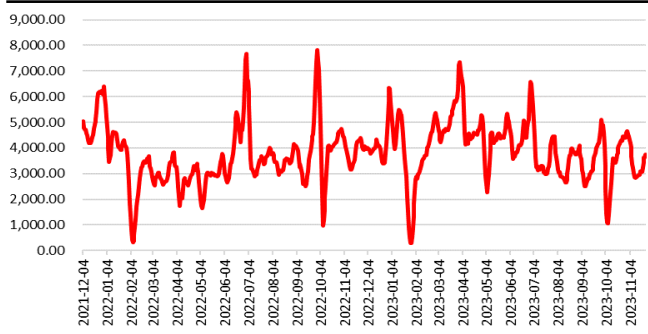
## 2. 经济环境分析

### 2.1 地产成交弱势回升 车市维持较高景气

20日当周，全国247家钢厂高炉开工率环比上涨0.45个百分点至80.12%，高于去年同期3.09个百分点。钢厂社会库存连续六周普降，板材库存降幅加大，环比降幅为近7个月最大，建材库存降幅连续四周收窄，淡季特征明显。受钢厂开工回升影响，钢厂库存降幅收窄。

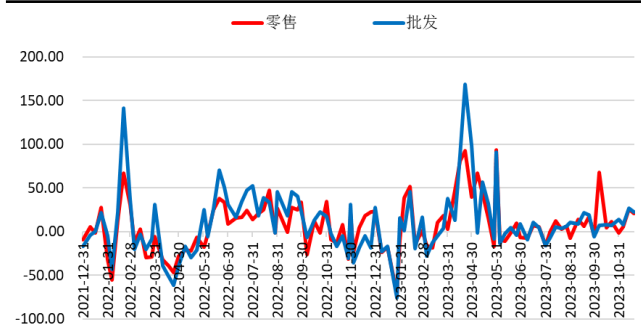
终端需求方面，20日当周，30大中城市商品房日均成交面积延续上涨，当周日均成交面积周环比增长16.39%，涨幅较前一周显著加大。至20日当周，30大中城市商品房当月日均成交面积环比上涨1.42%，但同比降幅扩大至9.21%。据乘联会最新零售销量初步推算，11月狭义乘用车零售市场约为208.0万辆左右，环比2.3%，受去年同期低基数影响，同比26.0%。11月进入年末冲刺阶段，各车企借助“双十一”宣传以及月中广州车展提升关注度，11月车市预计仍将维持相对较高景气度。但“双十一”期间市场反响较为一般，需求端相对偏冷，终端暂未展现销量爆发的潜力。

图 2.1：30 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 2.2：乘用车销量当周同比增长（%）



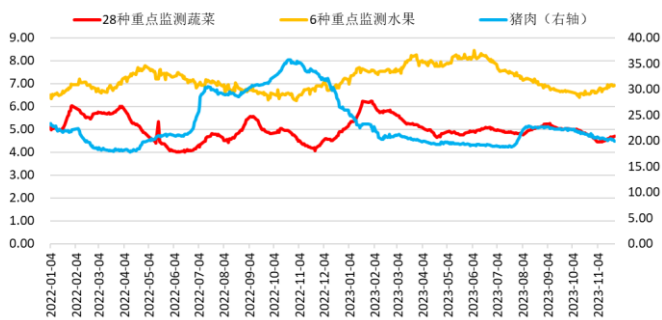
资料来源：wind，一德宏观战略部

### 2.2 猪价降幅收窄 菜价涨幅加大

20日当周，国内猪肉价格环比连续11周下行，当周日均价格环比下降0.49%，降幅较前一周显著收窄，随着猪肉需求提升，养殖户看涨预期增强，出栏节奏减缓，对猪肉价格形成支撑。11月24日，国家发改委宣布启动年内第三批中央猪肉储备收

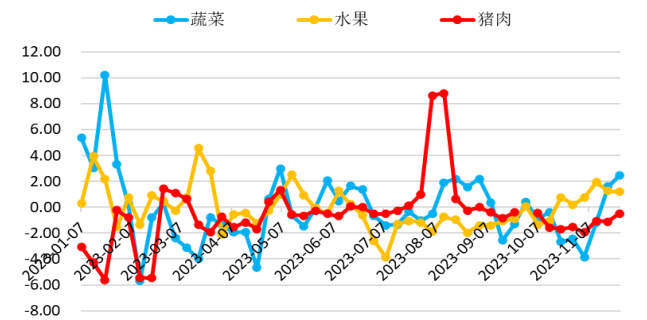
储工作，预期对市场情绪产生提振。蔬菜、水果价格环比分别上涨 2.46%、1.2%，其中，水果价格涨幅持稳于上周，连续六周上涨，而随着入冬后露天和冷棚菜相继退市，蔬菜产地不断南移，生产运输成本逐步提升，蔬菜价格涨幅加大。

图 2.3：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 2.4：国内猪肉、果蔬日均价周环比（%）



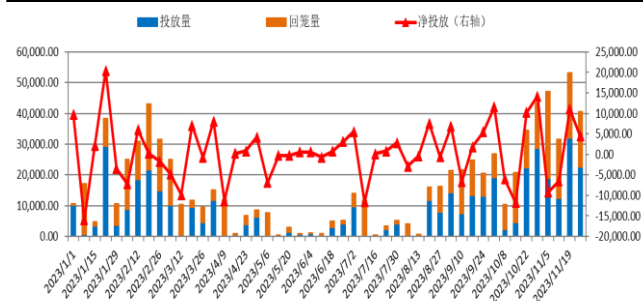
资料来源：wind，一德宏观战略部

### 2.3 银行资金持续紧张 LPR 如期不变

20 日当周，央行分别进行了 21670 亿元逆回购及 900 亿元国库现金定存投放，当周分别有 17610 亿元逆回购及 500 亿元国库现金定存到期，当周净投放 4460 亿元。银行市场利率小幅上涨，DR001、DR007 周均值环比分别上涨 2BP、5BP 至 1.88%、2.05%，税期过后，银行市场资金面并未出现明显放松，或显示在国债发行及银行信贷投放加大下，银行存在一定资金缺口。

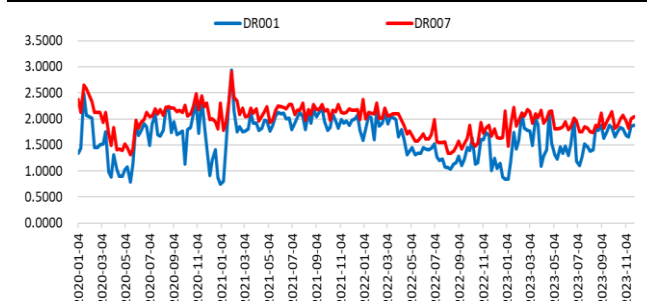
11 月 20 日，中国人民银行授权全国银行间同业拆借中心公布 11 月贷款市场报价利率（LPR）为：1 年期 LPR 为 3.45%，5 年期以上 LPR 为 4.2%，均与上期持平，LPR 连续 3 个月保持不变，符合预期。

图 2.5：央行公开市场净投放（亿元）



资料来源：wind，一德宏观战略部

图 2.6：银行间质押式回购加权利率（%）



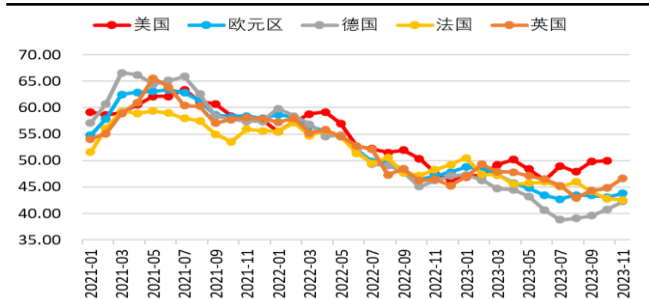
资料来源：wind，一德宏观战略部

## 2.4 海外需求前景低迷 纪要小幅修复加息预期

美国 11 月 Markit 制造业 PMI 初值 49.4，不及预期的 49.8，制造业重回收缩区间，其中，新订单指数降至 50，创 9 月以来新低，产出指数降至 8 月以来新低。服务业 PMI 初值较 10 月上涨 0.2% 至 50.8，创今年 7 月份以来新高，好于 50.4 的预期，其中，就业指数降至 49.8 的 2020 年 6 月以来新低，支付价格指数升至 9 月以来新高。综合 PMI 初值持平于前月的 50.7，预期 50.4，其中，就业指数初值降至 49.7，转入收缩，创 2020 年 6 月份以来新低，显示美国就业市场面临全面压力，新订单指数在服务业订单需求推动下创 7 月以来新高。总体看，美国经济仍处于扩张，但高利率、高通胀下，对需求前景的担忧抑制企业雇佣意愿，对未来经济构成风险。

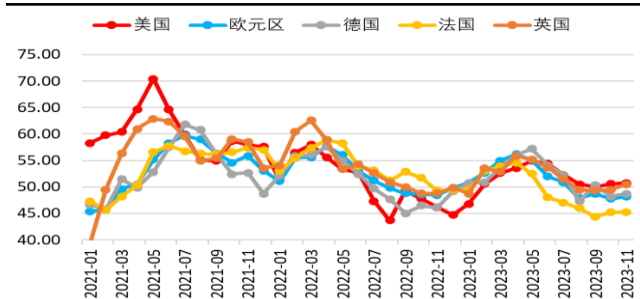
欧元区 11 月制造业 PMI 初值回升 0.6 个百分点至 43.7，服务业 PMI 初值由 47.8 回升至 48.2，均好于预期，综合 PMI 初值 47.1，高于预期和前值，但仍处于萎缩区间。由于私营部门活动生产活动降幅收窄，欧元区经济收缩程度减弱，核心国中，德国制造业、服务业景气全面改善，衰退放缓，法国服务业景气走弱，制造业持平于 10 月的低位。尽管德国景气回升对冲了法国景气回落的影响，但总体看，四季度欧元区经济景气延续下降趋势，回落程度大于三季度，四季度欧元区经济再度陷入衰退风险较大。英国 11 月服务业 PMI 超预期回升，重返扩张区间，制造业 PMI 初值升至 46.7 的六个月高位，服务业带动下，英国 11 月综合 PMI 回升至 50.1%，但其走高主要受到服务业工资上涨的影响，这增强了英央行可能加息的预期，而制造业新订单连续第五个月下降显示经济需求依旧低迷，英国经济仍面临下行风险。

图 2.7：美国及欧洲主要经济体制制造业 PMI (%)



资料来源：wind，一德宏观战略部

图 2.8：美国及欧洲主要经济体服务业 PMI (%)



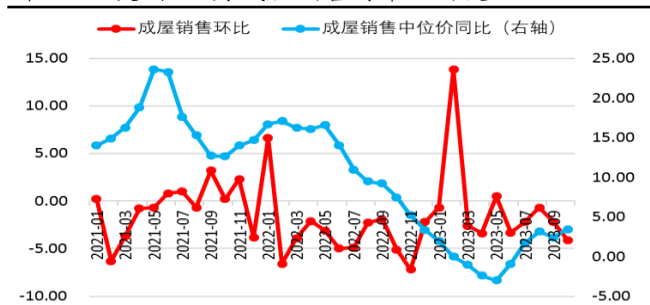
资料来源：wind，一德宏观战略部

美国 10 月成屋销售总数年化 379 万户，创 2010 年 8 月以来最低，低于预期的 390

万户，环比跌幅由 2% 扩大至 4.1%，预期下降 1.5%，同比下跌 14.6%。同时，10 月，售出房屋的中位价为 39.18 万美元，创历史同期最高，同比上涨 3.4%，显示成屋供给不足持续推高价格。但同时按揭贷款利率的上涨对需求产生挤出，10 月全款买房占总销售的 29%，较去年同期下降 3 个百分点，价格低于 75 万美元的房屋销售下降，高端住宅在因价格下降销售有所增加。

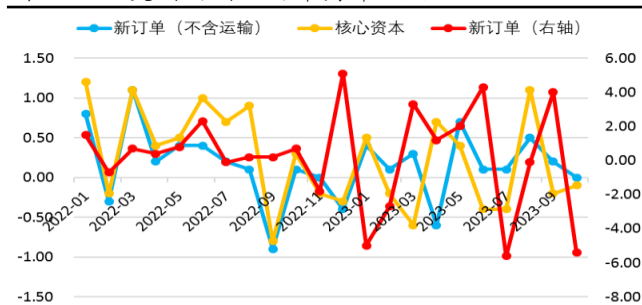
受非国防飞机订单显著下滑的扰动，美国 10 月耐用品订单环比初值大幅下跌 5.4%，不及下跌 3.2% 的市场预期，但扣除运输类的耐用品订单环比持平，低于预期的上涨 0.1%，考虑到 10 月国防物资订单环比明显增长，因此扣除运输、国防耐用品消费环比下跌，表明消费者对耐用品支出下降，核心资本品订单环比下跌 0.1%，连续两个月出现下降，预示企业投资出现走弱迹象。

图 2.9：美国 10 月成屋销售与中位价变动 (%)



资料来源：wind，一德宏观战略部

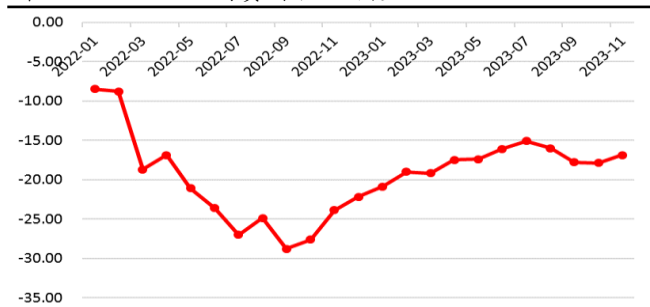
图 2.10：美国耐用品订单月率 (%)



资料来源：wind，一德宏观战略部

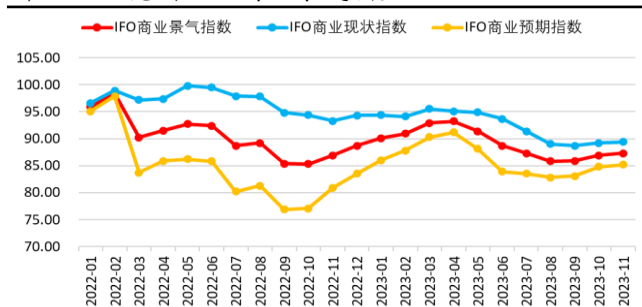
欧元区 11 月消费者信心指数初值持平于 -16.9，好于前值 -17.9 和预期的 -17.8，显示消费者信心改善，对经济的担忧有所缓解。德国 11 月 IFO 商业景气指数为 87.3，高于前值 86.9，IFO 商业预期指数由 10 月的 84.7 升至 85.2，创 6 个月以来高点，为连续第三个月走高，IFO 商业现况指数小幅上升 0.2 个百分点至 89.4，德国经济出现企稳迹象，商业预期指数持续回升预示德国经济或将结束衰退步入复苏。

图 2.11：欧元区消费者信心指数



资料来源：wind，一德宏观战略部

图 2.12：德国 IFO 商业景气指数



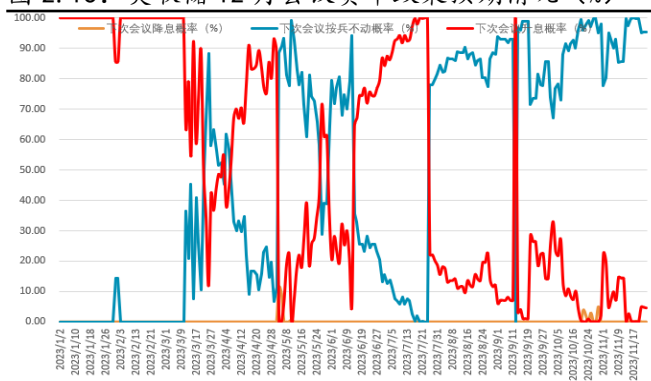
资料来源：wind，一德宏观战略部

请参阅最后一页的免责声明

欧洲央行10月货币政策会议纪要显示，通胀已驶入下降通道，但仍具粘性，工资的涨幅增加了通胀长期位于高位的风险，应做好准备，持续评估经济环境的基础上，在必要时进一步加息。大多数管委会委员认为，即使通胀仍存在上升风险，央行也需要保持耐心，不要过度紧缩，大部分加息的影响尚未显现。经济增长前景的不确定性增加，将转化为通胀前景的不确定性。通胀粘性下，预计欧央行将维持当前利率水平不变，外部冲击稳定下，进一步加息概率较小。

美联储11月会议纪要显示与会者一致认为货币政策适合保持限制性立场直到通胀显然超目标大幅下降为止，与9月“应保持限制性直到确信通胀持续朝目标下降”相比更为鹰派，同时指出若数据显示还不足以让通胀回落到美联储的目标水平2%，联储会再度加息。纪要确认了11月会议声明中金融环境收紧可能影响经济活动和通胀的看法，会议未提“衰退”，仍认为经济预期不确定性高，仍认为有通胀上行和经济下行的风险。纪要显示，联储认为需要平衡两方面风险：即加息过度和紧缩不足的风险。目前情况看，继续加息门槛随着通胀和就业数据有所回落相应提高，但降息仍遥不可及。尽管再加息可能性偏低，但并非完全不可能。短期来看，12月借势调整点阵图从而再度跳过一次加息的可能性最大。美联储观察工具仍预计加息就此结束，但加息概率有所修复；来年降息预期减少1次至3次，仍超过9月点阵图委员们预计的2次水平，起始时点延后至6月。

图 2.13: 美联储12月会议货币政策预期情况 (%)



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%	95.5%	4.5%	0.0%
2024/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	87.6%	12.0%	0.4%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	21.0%	69.5%	9.2%	0.3%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	8.1%	39.7%	46.3%	5.8%	0.2%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	4.0%	23.8%	43.0%	26.1%	3.0%	0.1%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	2.2%	14.7%	34.1%	33.9%	13.7%	1.4%	0.0%
2024/9/18	0.0%	0.0%	1.3%	9.7%	26.3%	34.0%	21.8%	6.3%	0.6%	0.0%
2024/11/7	0.0%	0.7%	5.7%	18.4%	30.4%	27.6%	13.6%	3.3%	0.3%	0.0%
2024/12/18	0.5%	4.2%	14.5%	26.7%	28.4%	17.9%	6.5%	1.2%	0.1%	0.0%

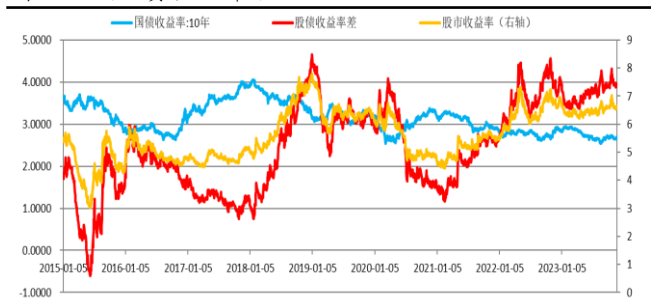
资料来源: CME, 一德宏观战略部



### 3. 资产配置建议：

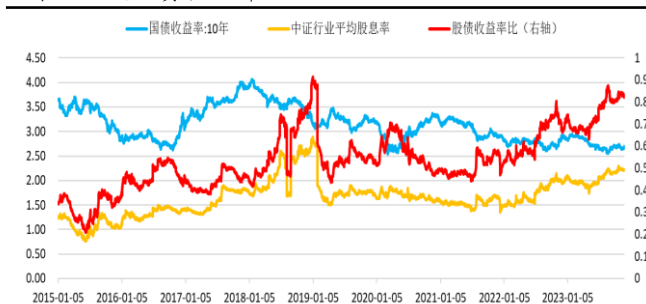
20 日当周，国内市场风险情绪维持平稳，股债收益率差由前一周的历史 86.36% 分位数水平小幅升至历史 86.78% 的分位数水平；股债收益比由前一周的历史 89.08% 分位数水平降至历史 87.4% 的分位数水平。

图 3.1：股债收益率差



资料来源：wind，一德宏观战略部

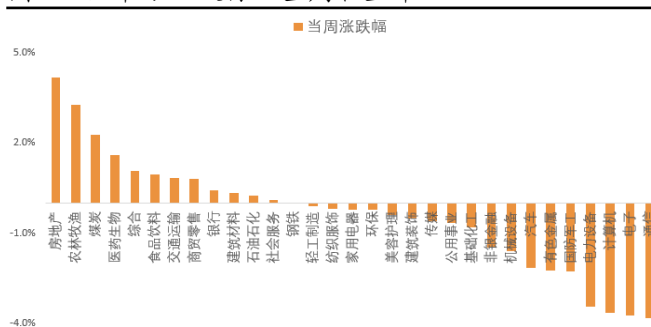
图 3.2：股债收益率比



资料来源：wind，一德宏观战略部

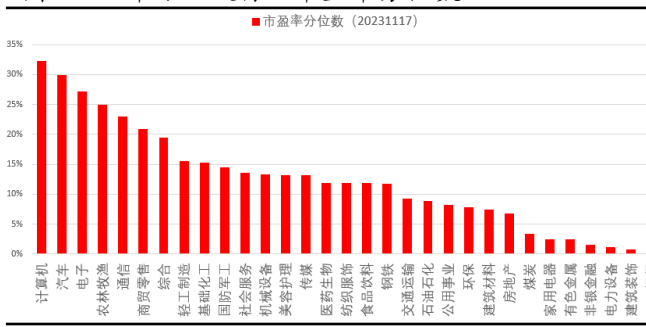
A 股层面，20 日当周指数冲高回落开始调整，主板连续 2 周强于创业板，游资风格开始弱于机构。日均成交额小幅扩大，已连续 21 周低于万亿水平；北向资金连续 3 周流出，个股赚钱效应显著回落。板块方面，房地产、农林牧渔、煤炭领涨，通信、电子、计算机偏弱。海外权益市场风险情绪继续回暖，风险偏好抬升对 A 股存在支撑，但持续反弹后市场抛压开始涌现，加之短线情绪退潮空间高度逐步压缩，市场开始酝酿新的题材与板块。技术上，市场如期调整，需关注回落力度，3000 点下方相对积极。策略上，逢低寻找配置进场机会。

图 3.3：申万一级行业当周收益率



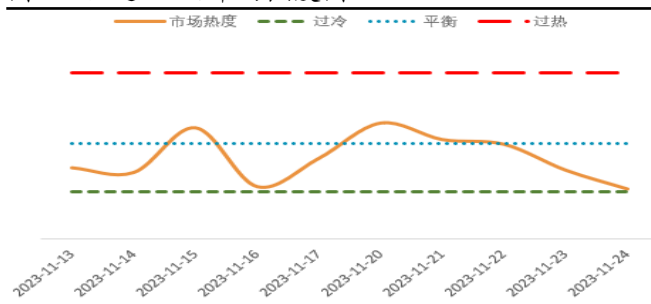
资料来源：wind，一德宏观战略部

图 3.4：申万一级行业市盈率分位数



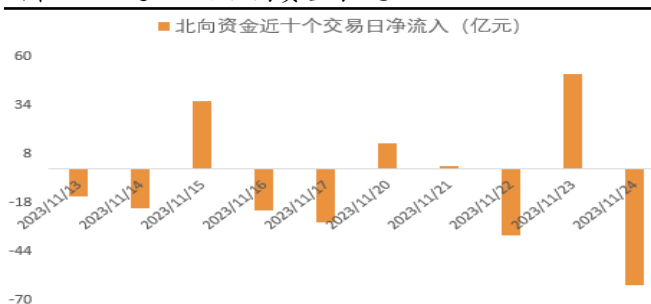
资料来源：wind，一德宏观战略部

图 3.5: 近 10 日市场热度图



资料来源: wind, 一德宏观战略部

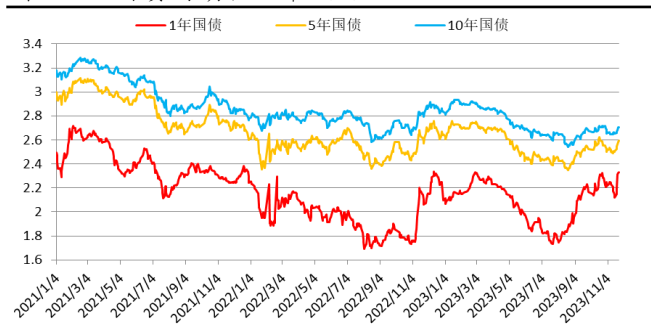
图 3.6: 近 10 日北向资金表现



资料来源: wind, 一德宏观战略部

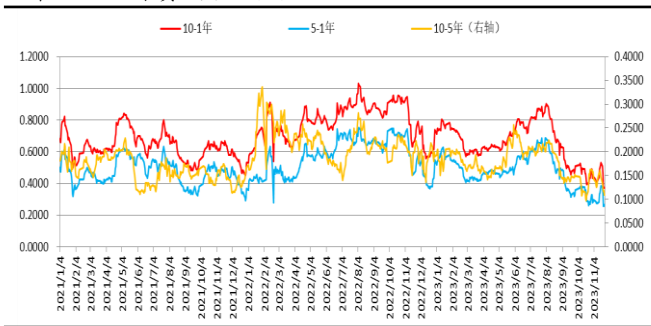
国债层面，20 日当周，受国内资金面持续偏紧的影响，国债利率普遍上涨，短债利率涨幅明显，长短期国债收益率差大幅回落。11 月中旬以来，在政府债发行及税期交款等因素影响下，银行市场资金面持续偏紧，尽管央行连续在公开市场净投放，但降息降准预期落空，打压债市情绪。短期内，随着进入月末，市场资金仍面临紧缩压力，债市或维持弱势震荡，等待 11 月经济数据的进一步指引，操作上暂持仓观望。

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

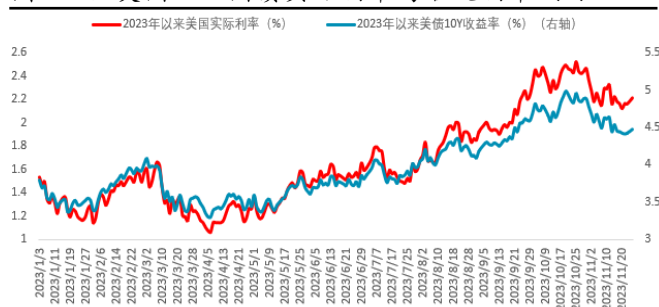
图 3.8: 国债利差 (%)



资料来源: 中债登网站, 经作者整理

黄金层面，20 日当周美国感恩节假期，黄金走势并不平淡且内外分化加剧。身处重磅数据“真空期”，联储 11 月 FOMC 会议纪要总体缺乏新意，“数据依赖”特征延续令市场预期随有修复但仍较联储维持相对乐观。总的来看，当前市场仍处于确认“higher for longer”中接近“higher”的阶段，需要避免过度乐观抢跑联储货币政策转向。但随着经济持续边际趋弱，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，纽期银再创反弹新高仍将推动纽期金实现补涨，但内盘由于汇率回归将掣肘总体涨幅。操作上，短期持仓待涨。

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

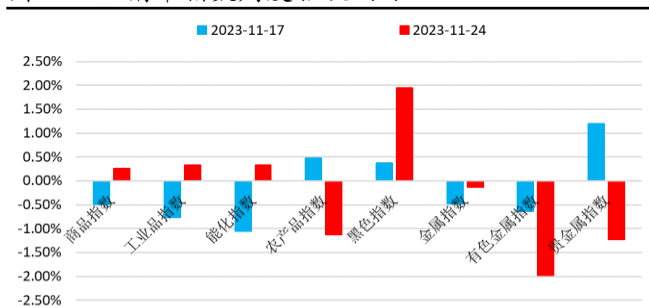
图 3.10: 美国 10Y 国债盈亏平衡通胀率 (%)



资料来源: wind, 一德宏观战略部

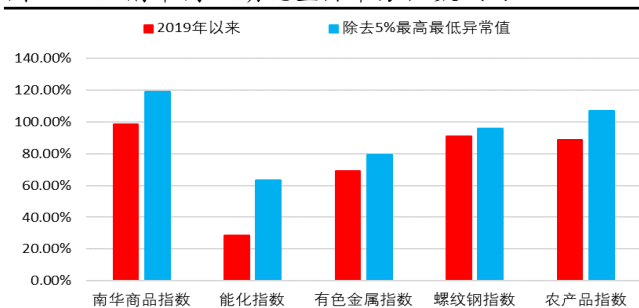
20 日当周, 南华商品指数总体反弹, 但工农指数走势分化, 农产品短暂反弹后重回跌势, 工业品在能化、黑色指数的拉动下止跌回升, 美元走弱下, 国内需求预期向好提振黑色指数, 但海外需求不足及人民币反弹对国内商品形成压力。截止 11 月 10 日当周, 南华商品期限溢价率总体回落, 南华商品指数对 CCPI 期限溢价率位于 2019 年以来历史 98.69%分位水平, 其中, 螺纹、农产品、有色指数分别位于 90.93%、88.84%、69.32%的较高分位水平, 能化指数位于 28.4%分位水平, 估值较低。

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	
2023/11/27	中国 10 月规模以上工业企业利润同比 (%) , 前值 11.9
	英国 11 月 CBI 零售销售差值, 前值-36
	美国 10 月新屋销售环比 (%) , 前值 12.3, 预测值-4.5
2023/11/28	美国 10 月新屋销售(万户), 前值 75.9, 预测值 72.5
	澳大利亚 10 月零售销售环比 (%) , 前值 0.9, 预测值 0.1
2023/11/29	欧元区 10 月 M3 货币供应同比 (%) , 前值-1.2
	美国 11 月谘商会消费者信心指数, 前值 102.6, 预测值 101
	新西兰官方现金利率 (%) , 前值 5.5, 预测值 5.5
	英国 10 月 M4 货币供应同比 (%) , 前值-3.9

请参阅最后一页的免责声明

	欧元区 11 月经济景气指数, 前值 93.3
	德国 11 月 CPI 同比初值 (%), 前值 3.8, 预测值 3.5
	美国三季度个人消费支出 (PCE) 年化季环比修正值 (%), 前值 4, 预测值 4
	美国三季度实际 GDP 年化季环比修正值 (%), 前值 4.9, 预测值 5
	美国 10 月批发库存环比 (%), 前值 0.2
2023/11/30	日本 10 月工业产出同比初值 (%), 前值-4.4, 预测值-1.3
	日本 10 月零售销售环比 (%), 前值-0.1, 预测值 0.4
	中国 11 月官方制造业 PMI, 前值 49.5, 预测值 49.7
	中国 11 月官方非制造业 PMI, 前值 50.6, 预测值 51.1
	法国三季度 GDP 同比终值(%), 前值 0.7
	德国 11 月失业率(%), 前值 5.8, 预测值 5.9
	欧元区 10 月失业率 (%), 前值 6.5, 预测值 6.5
	欧元区 11 月调和 CPI 同比 (%), 前值 2.9, 预测值 2.8
	美国 11 月 25 日当周首次申请失业救济人数(万人), 前值 20.9
	美国 10 月核心 PCE 物价指数同比 (%), 前值 3.7, 预测值 3.5
	美国 10 月个人消费支出 (PCE) 环比 (%), 前值 0.7, 预测值 0.2
加拿大三季度 GDP 年化季环比 (%), 前值-0.2	
2023/12/1	中国 11 月财新制造业 PMI, 前值 49.5, 预测值 49.3
	瑞士三季度 GDP 季环比 (%), 前值 0, 预测值 0
	欧元区 11 月制造业 PMI 终值 43.8
	意大利三季度 GDP 同比终值 (%), 前值 0
	加拿大 11 月失业率 (%), 前值 5.7
	美国 11 月 ISM 制造业指数, 前值 46.7, 预测值 47.7
美国 10 月营建支出环比 (%), 前值 0.4, 预测值 0.4	

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](http://www.ydqh.com.cn)