

宏观策略周报 (2023.12.25)

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12月25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

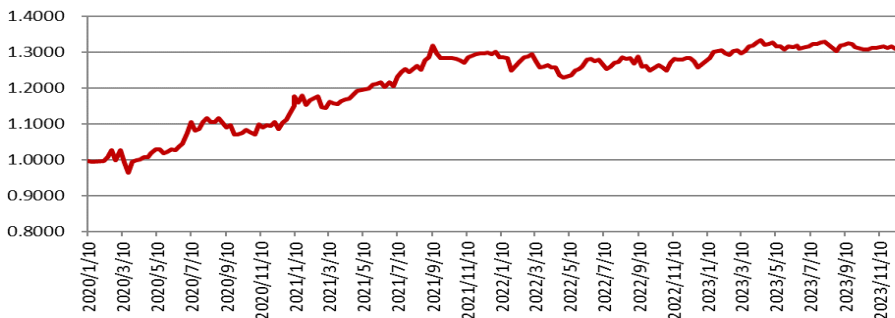
- 18日当周, 国内市场风险情绪进一步走弱, 商业银行下调存款利率下国债利率下行, 金融市场延续债强股弱格局。红海危机叠加美元走弱支撑大宗商品企稳反弹, 地产销售回暖推动国内黑色板块显著走强。美国11月PCE物价指数超预期回落强化美联储降息预期, 但海外风险情绪维持高位对国内A股市场提振有限, 北向资金持续流出令市场持续磨底, 策略上关注指数去年二季度低位附近的加仓机会。随着年末临近, 市场利率趋于上行, 债市情绪或偏谨慎, 且长债利率跌破2.6%关键点位后进一步下行需新的利好催化, 预计节前债市延续高位震荡。
- 本周资产配置排序: 股票>债券>商品。

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	25%	—	30%
国债	15%	—	15%
黄金	10%	—	10%
商品	10%	—	15%
现金	40%	—	30%

- 周度策略跟踪



目 录

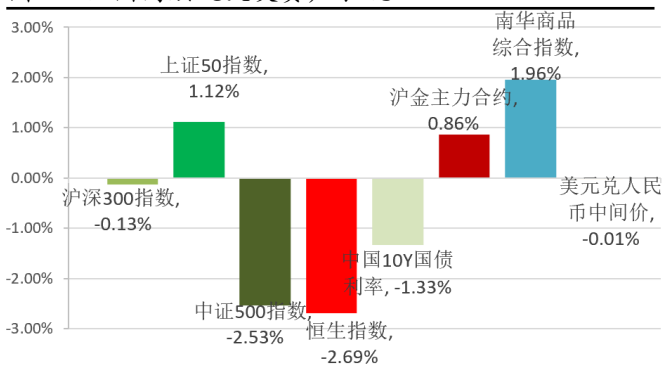
1. 大类资产表现比较.....	1
2. 经济环境分析.....	2
2.1 地产成交加速回升 汽车销售周期回归.....	2
2.2 猪肉价格止跌反弹 蔬菜价格涨幅扩大.....	2
2.3 央行呵护跨年资金 LPR 继续持稳.....	3
2.4 PCE 超预期降温，联储提前降息预期难消.....	4
3. 资产配置建议：.....	7
4. 本周重要数据及事件关注：.....	9
免责声明.....	11

1. 大类资产表现比较

18日当周公布的中国LPR利率维持不变，但多家国有大行时隔三个多月再度下调存款挂牌利率，有助于缓解银行净息差压力。国内A股主要股指涨跌互现，其中大盘上证50领涨，H股领跌，商品和债市上涨。整体来看，周内沪深300和中证500指数分别下跌0.13%和2.53%，上证50指数上涨1.12%，可见超大盘领涨，小盘指数跌幅最大；恒生指数下跌2.69%，恒生科技受政策冲击影响大幅下调6.15%。12月高频经济数据中生产表现偏弱，中国10Y国债收益率收于2.59%，较前一周再度下降4BP。美元指数走弱，人民币对美元汇率仅小幅升值0.01%，显示人民币资产改善仍有空间。商品方面，黑色建材以5.77%的幅度领涨，能源和有色也有不同程度上涨，沪金主力回升0.86%，推动南华商品指数上涨1.96%；其中南华工业品上行2.55%，主要受原油价格上行和全球供应链受扰动影响。

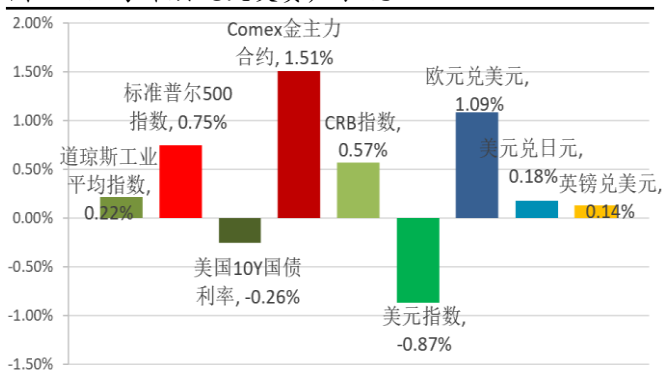
美国三季度GDP等宏观数据偏弱，通胀边际改善路径未改，2024年降息预期增强且有提前。美元指数继续走弱，下跌0.87%至101.7；10Y美债也回落至3.9%下方，下行1BP。受美元指数走弱影响，全球风险资产价格普遍上行，美股、黄金和大宗商品均有上涨。美股方面，标普500指数上涨0.75%，道指涨0.22%。国际大宗商品价格多数回升，能源、有色和贵金属整体上涨，CRB指数上涨0.57%，其中COMEX黄金上涨1.51%居前，有红海事件的影响在。在美元持续走弱下，非美货币普遍升值，欧元和英镑兑美元分别升值1.09%、0.14%；日本央行表态暂无加息计划，日元小幅贬值0.18%至1美元兑142.465日元。

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

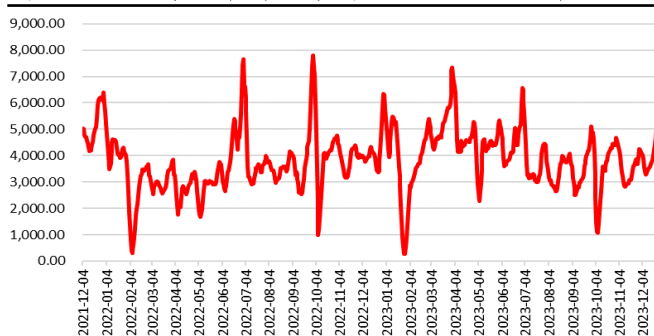
2. 经济环境分析

2.1 地产成交加速回升 汽车销售周期回归

18日当周，全国247家钢厂高炉开工率环比下降0.6个百分点至77.71%，高于去年同期1.78个百分点。下游需求延续季节性回落，钢材消费下行，钢材库存普遍积累。

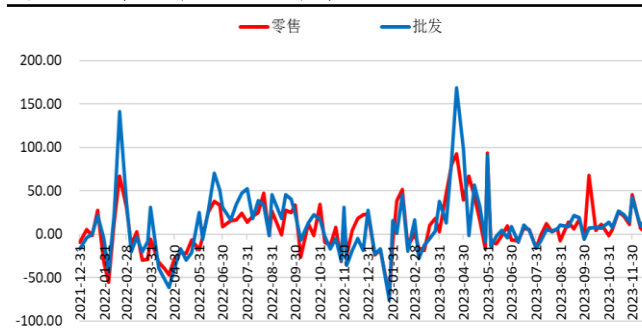
终端需求方面，18日当周，30大中城市商品房日均成交面积周环比延续上涨，涨幅小幅扩大至26.45%，30大中城市商品房成交面积7天移动平均数加速回升至近三个月高位。12月第二周，国内乘用车厂家日均零售同比增长1.96%为11月以来最大，批发量同比增长16.97%较前一周加快，在全国大范围的寒流冲击下消费者进店率下降，导致乘用车销量增长不及预期。乘联会预计，12月第三周，在终端优惠力度不断加码的推动下，市场热度有所恢复，预计日均零售量可达7.57万辆，同比增长0.6%，环比增长25.9%。展望第四周，市场仍有抬升空间，日均零售量预计可达11.43万辆。预计12月乘用车零售市场将恢复正常的周期性走势特征，狭义乘用车零售销量约可达227万辆，同比增长4.8%，环比增长9.3%。2023全年，狭义乘用车累计零售量可达2162万辆，同比增长5.2%。

图 2.1: 3 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 (%)



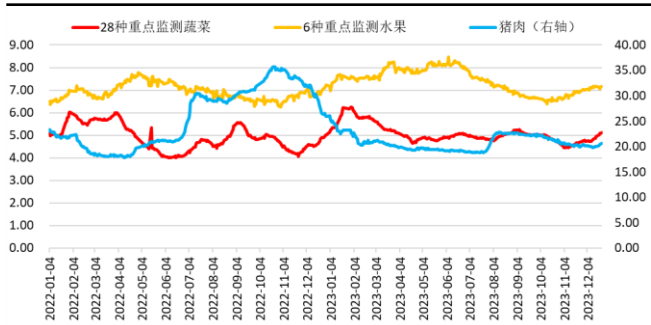
资料来源: wind, 一德宏观战略部

2.2 猪肉价格止跌反弹 蔬菜价格涨幅扩大

18日当周，国内猪肉价格止跌反弹，当周日均价格环比上涨1.66%，随着气温下

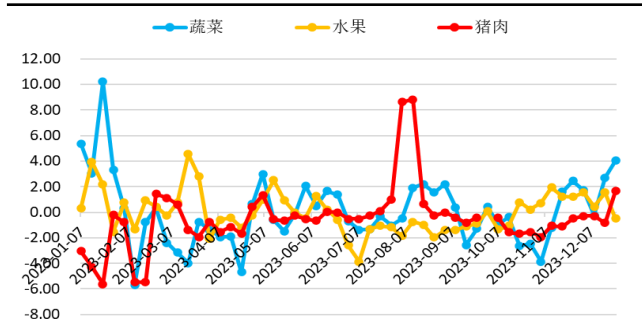
降，北方灌肠以及南方腌腊需求兑现，后市元旦节日对猪肉需求仍有一定支撑，但供给充足抑制猪价上涨空间，猪价持续上涨仍有难度。受寒潮天气的持续影响，蔬菜价格周环比延续上涨，涨幅扩大至 4.03%，水果价格受供给集中上市影响，价格转跌，周均价格环比回落 0.5%。

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（%）



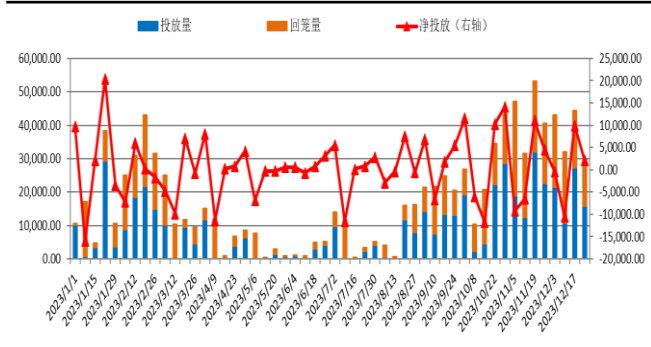
资料来源：wind，一德宏观战略部

2.3 央行呵护跨年资金 LPR 继续持稳

18 日当周，央行进行了 15820 亿元逆回购投放，当周分别有 12760 亿元逆回购及 900 亿元国库现金定存到期，当周净投放 2160 亿元，其中央行连续 5 天开展 14 天逆回购满足金融机构跨年资金需求，呵护资金面平稳跨年。银行市场资金压力平稳，尚未出现资金紧张情况，DR001、DR007 周均值环比分别回落 6BP、5BP 至 1.61%、1.8%。

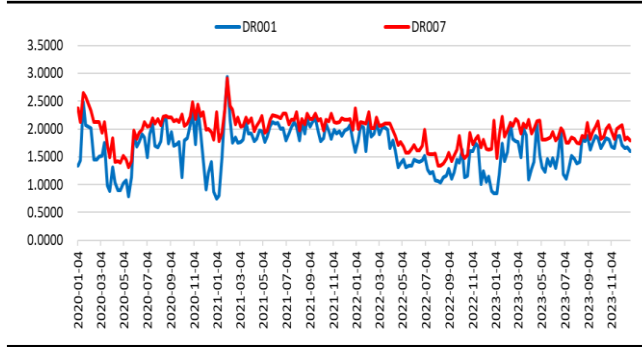
12 月 20 日，中国人民银行授权全国银行间同业拆借中心公布 12 月 LPR，其中，1 年期 LPR 为 3.45%，5 年期以上 LPR 为 4.2%，报价均与上月持平。自 8 月份非对称下调以来，LPR 已经连续 4 个月维持不变。

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

请参阅最后一页的免责声明

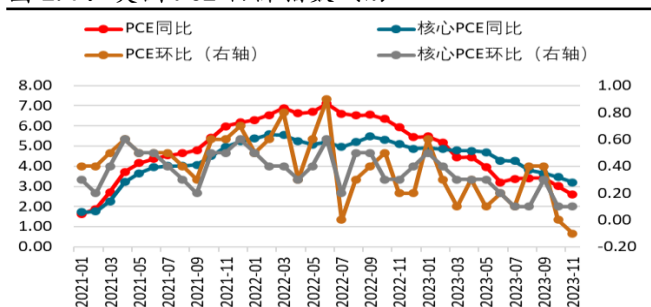
2.4 PCE 超预期降温，联储提前降息预期难消

美国三季度实际 GDP 年化季环比终值超预期下修至 4.9%，低于 5.2% 的预期和前值。其中，个人消费支出增长下调 0.5 个百分点至 3.1%，非住宅类固定资产投资增长上调 0.1 个百分点至 1.4%。

美国 11 月 PCE 物价指数同比增长下降 0.3 个百分点至 2.6%，不及 2.8% 的市场预期，环比下降 0.1%，为 2020 年 4 月以来的首次环比下降，低于前值和预期的 0%。剔除食物和能源后的核心 PCE 物价指数同比增长 3.2%，为 2021 年 4 月以来的最低水平，低于预期的 3.3%，前值为 3.5%，核心 PCE 物价指数环比增长持平于 10 月的 0.1%，不及预期的 0.2%。结构上，11 月，除服务业价格上涨 0.2% 外，食品、商品、能源价格均出现回落。作为美联储关注的通胀指标，PCE 指数超预期下滑强化了美联储提前降息的预期。

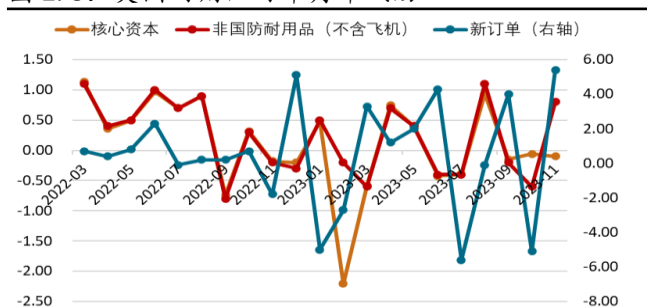
在收入增长的支撑下，11 月个人收入和支出均环比分别增长双双加速之前 0.4%、0.2%，未经通胀调整的工资上涨了 0.6%，为八个月来的最大增幅。同时，美国 11 月耐用品订单月率录得 5.4%，为 2022 年 12 月以来最大增幅，扣除飞机扰动的非国防资本耐用品订单环比上涨 0.8%，大幅高预期的 0.1%，但表征企业支出计划的核心资本货物的出货量下跌 0.1%。

图 2.7：美国 PCE 物价指数 (%)



资料来源：wind，一德宏观战略部

图 2.8：美国耐用品订单月率 (%)



资料来源：wind，一德宏观战略部

当周，联储官员讲话再度意图给市场降温，但收效甚微。尽管三季度 GDP 终值有所下修，但更为高频的消费、投资数据叠加超预期回归的通胀数据强化了经济软着陆的可能，但这也同时意味着当前市场降息定价不甚合理。美联储观察工具显示的来年降息持稳于 6 次，远超过 12 月点阵图委员们预计的 3 次水平，起始时点仍在 3 月。

图 2.9：当周美联储官员主要观点

序号	官员 (2024票委*)	主要观点
1	克利夫兰联储梅斯特*	金融市场预期较之联储更为超前。
2	旧金山联储戴利*	FOMC可能需要在2024年降息三次，但现在猜测何时发生为时尚早。
3	亚特兰大联储博斯蒂克*	支持2024年下半年降息两次，当前联储尚无降息的紧迫性。
4	芝加哥联储古尔斯比	联储并未承诺很快降息，市场预期升温过快不符合运作模式。
5	费城联储哈克	不支持继续加息，但降息并非迫在眉睫。

资料来源：互联网公开信息，一德宏观战略部

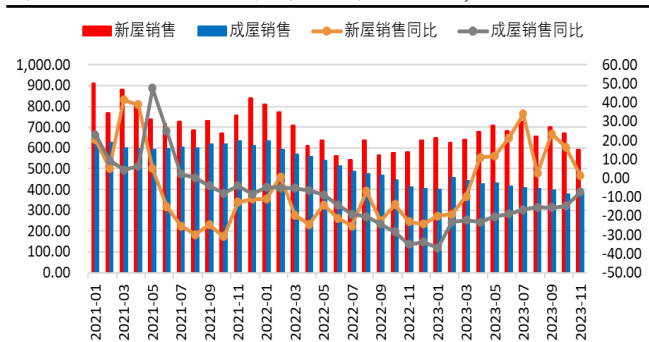
图 2.10：美联储后续降息预期 (%)

CME FEDWATCH TOOL - MEETING PROBABILITIES										
MEETING DATE	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2024/1/31					0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	14.5%	85.5%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	12.4%	75.6%	12.0%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%	14.5%	73.6%	11.6%	0.0%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.1%	21.4%	66.2%	10.2%	0.0%	0.0%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	1.9%	20.1%	63.1%	14.1%	0.7%	0.0%	0.0%
2024/9/18	0.0%	0.0%	1.7%	18.3%	58.8%	19.0%	2.1%	0.1%	0.0%	0.0%
2024/11/7	0.0%	1.0%	11.2%	41.5%	36.0%	9.3%	0.9%	0.0%	0.0%	0.0%
2024/12/18	0.8%	8.8%	34.4%	37.3%	15.5%	2.9%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%

资料来源：CME，一德宏观战略部

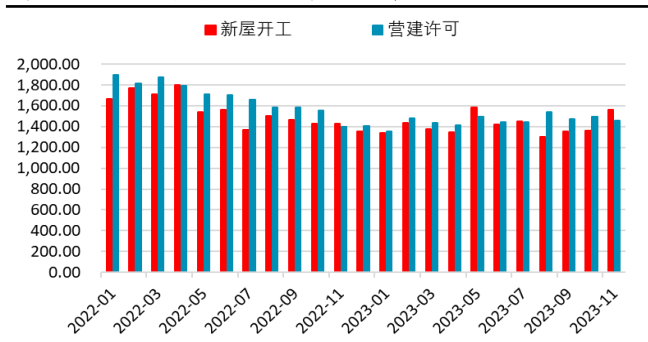
房地产市场方面，美国 11 月新屋销售环比大幅下降 12.2% 至 59 万户，不及预期和前值，为一年来低点。新屋库存连续四个月增长，创下近一年来最高水平，原因是抵押贷款利率上升对购房者造成了不利影响。但 11 月成屋销售意外增长 4% 至 382 万户，脱离 13 年来的最低水平，地域上，新屋销售下滑最为严重的南部地区，成屋销售增长最为明显，表明部分新屋需求回归成屋市场，这或与按揭贷款利率下滑，部分房主出售意愿松动有关。截至 11 月底，待售房屋 113 万户，较 10 月下降。按照目前的销售速度计算，需要 3.5 个月的时间消耗掉市场上的供应量，低于 5 个月的库销比，表明市场供应依旧紧张。由于成屋供给紧张，建筑商加大新屋建设，美国 11 月新屋开工增长 14.8% 至 156 万套，创六个月来的高点，但营建许可申请则减少至 146 万。

图 2.11：美国新屋与成屋销售 (万套, %)



资料来源：wind，一德宏观战略部

图 2.12：美国新屋开工与营建许可 (%)



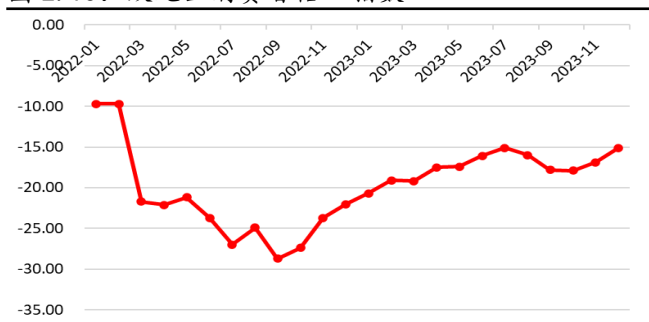
资料来源：wind，一德宏观战略部

欧元区 12 月份消费者信心指数初值为 -15.1，高于 11 月的 -16.9 及预期值 -16.3。欧元区消费者信心指数连续两个月回升至五个月来的最高水平，指数重回年初以来上涨趋势，通胀走低令消费者信心进一步恢复。受能源、食品及服务业价格下降的影响，欧元区 11 月调和 CPI 同比终值维持 2.4% 不变，为 2021 年 7 月以来最低，环比降幅由 -0.5% 扩大至 -0.6%。核心 CPI 环比降幅由前值 -0.4% 增大至 -0.5%，核心 CPI 同比维

持 3.6% 不变。但 12 月中旬以来，国际原油价格反弹，或再度推升欧元区通胀。

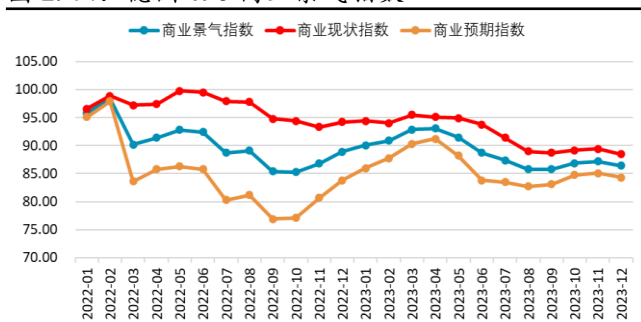
德国 12 月 IFO 商业景气指数为 86.4，不及预期 87.8 及前值 87.3，现况指数由 89.4 降至 88.5，不及 89.8 的市场预期，商业预期指数为 84.3，低于 85.2 的前值和 86 的预期。德国商业景气意外高位回落，加重德国经济陷入衰退的风险。构成商业景气指数的 4 项指标中，除服务业指标略有上升外，制造业、贸易和建筑业环比均出现下降。订单减少及能源价格反弹加重德国经济前景的不确定性。商业信心的不足预示德国经济衰退风险或延续至 2024 年。

图 2.13: 欧元区消费者信心指数



资料来源: wind, 一德宏观战略部

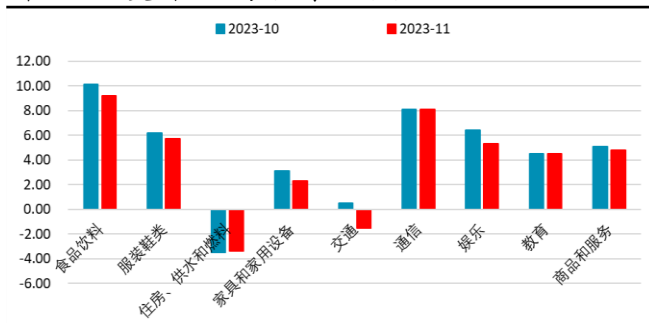
图 2.14: 德国 IFO 商业景气指数



资料来源: wind, 一德宏观战略部

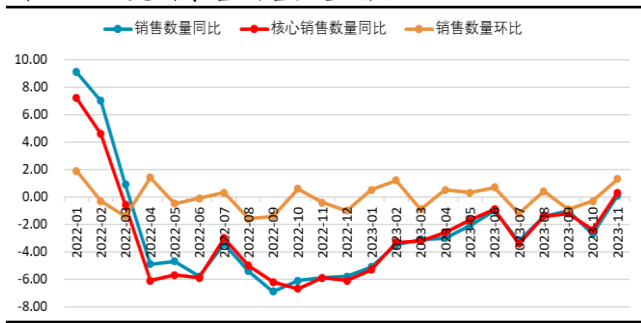
高基数影响下，英国 11 月 CPI 同比上涨 3.9%，创 2021 年 9 月以来最低，涨幅远低于预期，CPI 环比下降 0.2%，尽管能源价格下降，但食品价格依旧高企，居民生活仍面临较高成本压力。英国 11 月零售销售量同比增长 0.1%，远高于前值-2.70%及预期-1.30%，零售销售环比增长 1.3%，预期 0.40%，前值-0.30%，核心销售环比增长 1.3%，同比增长 0.3%。但 11 月零售销售额增长 3.8%，低于同期通胀增长，价格高企下，消费者消费维持谨慎。第三季度英国 GDP 年率终值由 0.6%下调至 0.3%，不及预期 0.60%，经济前景黯淡下，销售韧性能否延续仍待观察。

图 2.15: 英国 CPI 分项同比 (%)



资料来源: wind, 一德宏观战略部

图 2.16: 英国零售销售数量增长 (%)

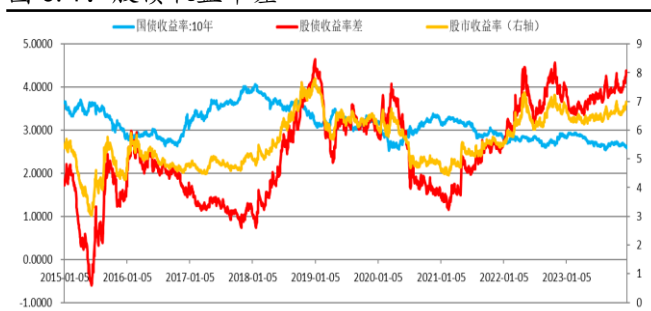


资料来源: wind, 一德宏观战略部

3. 资产配置建议：

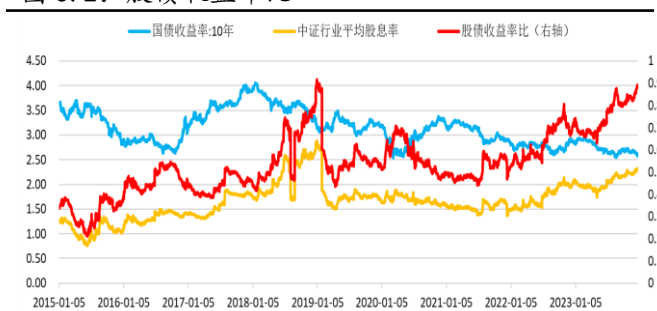
18日当周，国内市场风险情绪进一步回落，股债收益率差由前一周的历史 92.34% 分位数水平小幅升至历史 94.73% 的分位数水平；股债收益比由前一周的历史 94.21% 分位数水平降至历史 96.84% 的分位数水平。

图 3.1：股债收益率差



资料来源：wind，一德宏观战略部

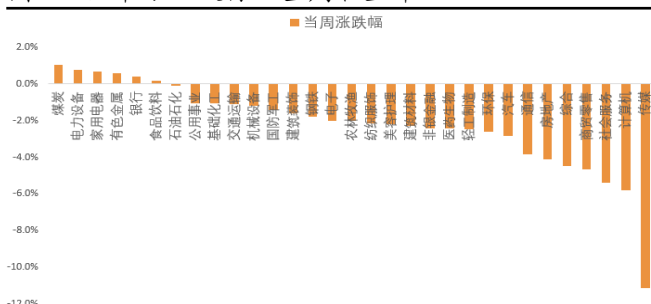
图 3.2：股债收益率比



资料来源：wind，一德宏观战略部

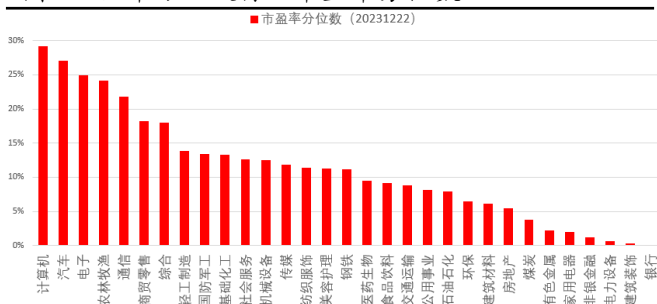
A股层面，18日当周指数震荡回落再创调整新低，主板跌幅连续2周小于创业板，游资、机构风格联袂下行但后者相对抗跌。日均成交额连续2周回落，已连续25周低于万亿水平；北向资金连续3周流出，个股赚钱效应再度走弱。板块方面，煤炭、电力设备、家用电器领涨，传媒、计算机、社会服务表现偏弱。海外权益市场风险情绪维持高位，对A股提振有限；持续流出的北向资金以及低迷的成交金额令市场情绪低位徘徊，前期热点板块行业消息负面影响成倍放大亦彰显市场脆弱。盘面上，空间引领板块退潮，超跌反弹板块持续性增强预示着指数继续向下空间有限，市场高低切换背景下指数仍处于磨底阶段。策略上，持仓为主，关注指数去年二季度低位附近的加仓机会。

图 3.3：申万一级行业当周收益率



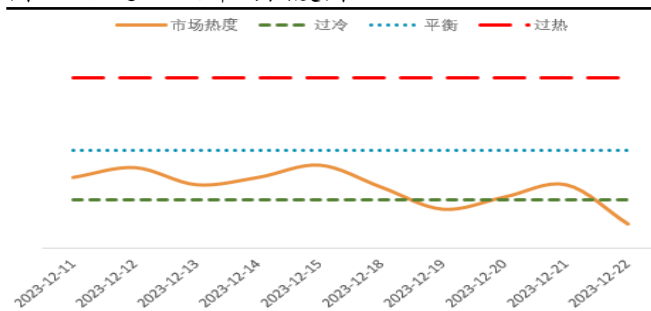
资料来源：wind，一德宏观战略部

图 3.4：申万一级行业市盈率分位数



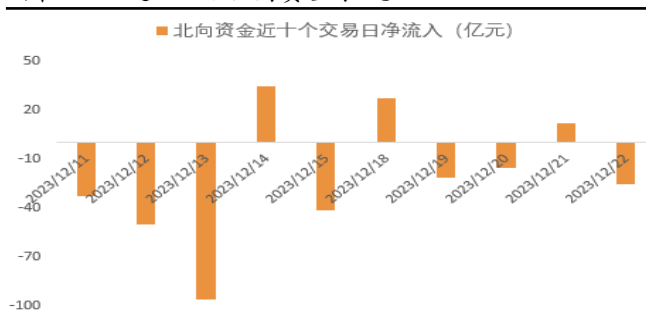
资料来源：wind，一德宏观战略部

图 3.5: 近 10 日市场热度图



资料来源: wind, 一德宏观战略部

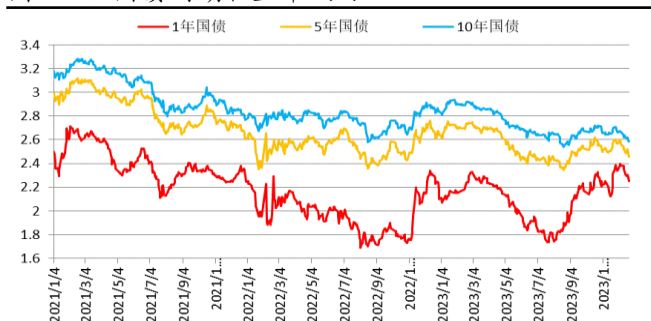
图 3.6: 近 10 日北向资金表现



资料来源: wind, 一德宏观战略部

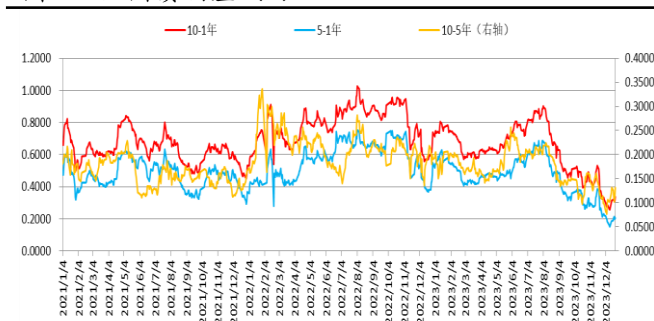
国债层面，18 日当周，在商业银行下调存款利率的推动下，国债价格普遍收涨，长短期国债利差进一步走阔。近两周以来央行加大长期资金投放，维稳跨年流动性，市场资金面稳定对债市支撑较强。但随着年末临近，市场利率趋于上行，而在 12 月 PMI 数据公布前，债市情绪或偏谨慎，同时，鉴于当前长期利率跌破 2.6% 关键点位，短期进一步下行需新的利好催化，预计节前债市延续高位震荡，配置资金继续持有。

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

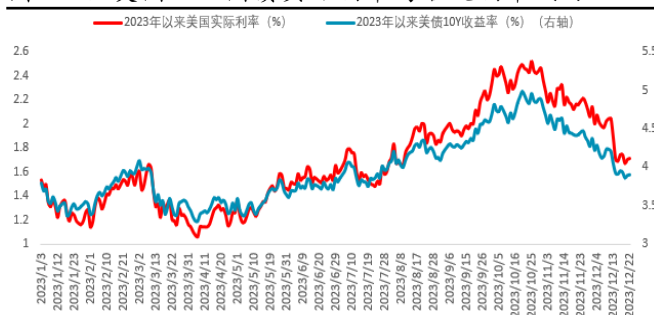
图 3.8: 国债利差 (%)



资料来源: 中债登网站, 经作者整理

黄金层面，18 日当周尽管联储官员讲话仍试图“拉回”过于乐观的市场预期，但市场不为所动。当周公布的经济数据显示，通胀回归超预期乐观，加之消费、投资等高频数据环比反弹，软着陆预期进一步强化并不支持当前对明年降息 6 次的市场定价。而尽管利率端走势尚未对红海危机开始定价，但金强银弱的走势似乎与主要大宗商品重心抬升走势的风格不符。技术上，考虑到当前尚无法确认黄金周线级别调整开始，暂以 1936-2152 区间震荡看待，2050 上方不做买入推荐。操作上，暂持剩余头寸，如依托上述区间回调可适当增配。

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

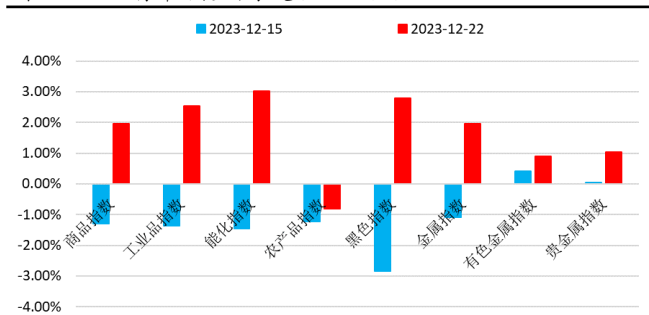
图 3.10：美国 10Y 国债盈亏平衡通胀率 (%)



资料来源：wind，一德宏观战略部

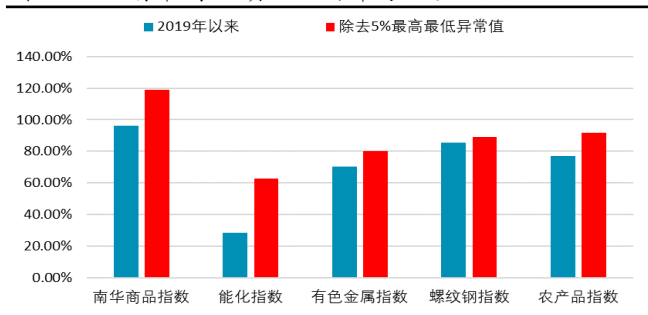
18 日当周，南华商品指数大幅反弹，在能化指数与黑色指数的带动下工业品指数强劲反弹，农产品指数降幅收窄，红海局势持续发酵及国内地产销售回暖推动化工、黑色价格上涨，而美元回落对贵金属、有色价格形成支撑。截止 12 月 15 日当周，南华商品期限溢价率有所回落，南华商品指数对 GCPI 期限溢价率位于 2019 年以来历史 96.1%分位水平，其中，螺纹、农产品、有色指数分别位于 85.31%、76.88%、70.13% 的较高分位水平，能化指数位于 28.13%分位水平，估值较低。

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	
2023/12/25	德国 11 月实际零售销售月率，前值 1.1%
	德国 12 月季调后失业率，前值 5.9%
	日本央行行长植田和男在东京经济团体联合会会议上发表讲话。 十四届全国人大常委会第七次会议 12 月 25 日至 29 日在北京举行。
2023/12/26	日本 11 月失业率，前值 2.5%，预期 2.6%
	美国 10 月 S&P/CS20 座大城市季调后房价指数环比，前值 0.67%，预期 0.6%
2023/12/27	美国 12 月达拉斯联储商业活动指数，前值-19.9
	中国 11 月规模以上工业企业利润同比，前值 2.7%

	美国 12 月里士满联储制造业指数，前值-5
	日本央行公布 12 月货币政策会议审议委员意见摘要。
2023/12/28	美国至 12 月 23 日当周初请失业金人数(万人)，前值 20.5
	美国 11 月零售库存环比，前值 0%，预期 0.2%
	美国 11 月批发库存环比初值，前值-0.4%，预期-0.1%
	美国 11 月季调后成屋签约销售指数月率，前值-1.5%，预期 0.5%
	日本 11 月零售销售环比，前值-1.6%，预期 0.5%
	俄罗斯 11 月 GDP 年率，前值 5%，预期 3.6%
2023/12/29	美国 12 月芝加哥 PMI，前值 55.8，预期 51
	法国 11 月 PPI 年率，前值-1.2%；
	法国 11 月消费者支出年率，前值-1.3%
2023/12/31	印度第三季度贸易差额(亿美元)，前值-566
	中国 12 月官方制造业 PMI，前值 49.4，预期 50
	中国 12 月官方非制造业 PMI，前值 50.2，预期 50.5

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