

宏观策略周报

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

审核人：车美超

期货从业资格号：F0284346

投资咨询从业证书号：Z0011885

2024年1月1日

肖利娜

期货从业资格号：F3019331

投资咨询从业证书号：Z0013350



目录

CONTENTS

- 01 大类资产走势回顾
- 02 国内经济跟踪
- 03 海外经济跟踪
- 04 资产配置建议
- 05 本周重要数据及事件

01

大类资产走势回顾

全球主要资产走势回顾

表1.1: 全球主要资产走势回顾

资产分类	名称	最新价	上周收盘	周涨跌幅	资产分类	名称	最新价	上周收盘	周涨跌幅
股票	沪深300指数	3,431.11	3,337.23	2.81%	黄金	沪金主力合约	481.70	479.54	0.45%
	上证50指数	2,326.17	2,270.50	2.45%		Comex金主力合约	2071.80	2064.50	0.35%
	中证500指数	5,429.23	5,311.69	2.21%	商品	CRB指数	263.83	266.59	-1.04%
	恒生指数	17,047.39	16,340.41	4.33%		南华商品综合指数	2,528.38	2,563.48	-1.37%
	道琼斯工业平均指数	37,689.54	37,385.97	0.81%	外汇	美元指数	101.3778	101.7031	-0.32%
	标准普尔500指数	4,769.83	4,754.63	0.32%		欧元兑美元	1.1037	1.1014	0.22%
债券	中国10Y国债利率	2.56%	2.59%	-1.07%		美元兑日元	141.0305	142.4650	-1.01%
	美国10Y国债利率	3.88%	3.90%	-0.51%		美元兑人民币中间价	7.0827	7.0953	-0.18%

资料来源: Wind、一德宏观战略部

02

国内经济跟踪

PMI超预期回落 内生动能仍需政策加力

12月，制造业PMI为49%，环比回落0.4个百分点，不及预期，景气水平再度回落，主因部分行业生产淡季和市场需求持续不足。12月需求收缩对企业生产、采购量和产成品库存的负面影响显著，在生产经营活动收敛和预期结构性高景气态势下，需求修复带动库存周期恢复向上还需加大宏观经济政策逆周期调节的力度。

12月，非制造业PMI环比回升0.2个百分点至50.4%，显示非制造业景气边际放缓压力略有放缓。结构上，建筑业PMI环比回升1.9个百分点至56.9%，建筑业施工进度继续加快；其中，土木工程建筑业的升幅更为明显，显示基建投资发力，预计12月基建投资增速有可能企稳回升。而服务业PMI持平上月在49.3%，持续在荣枯线之下，考虑元旦假期及春节的临近，出行、餐饮及文娱活动会有所升温，会带动后期服务业的恢复。

图2.1 12月制造业PMI分项指标概览 (%)

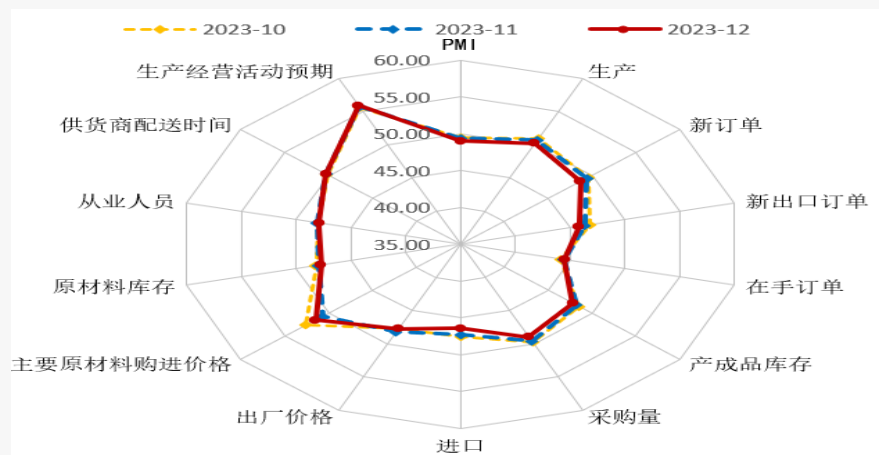
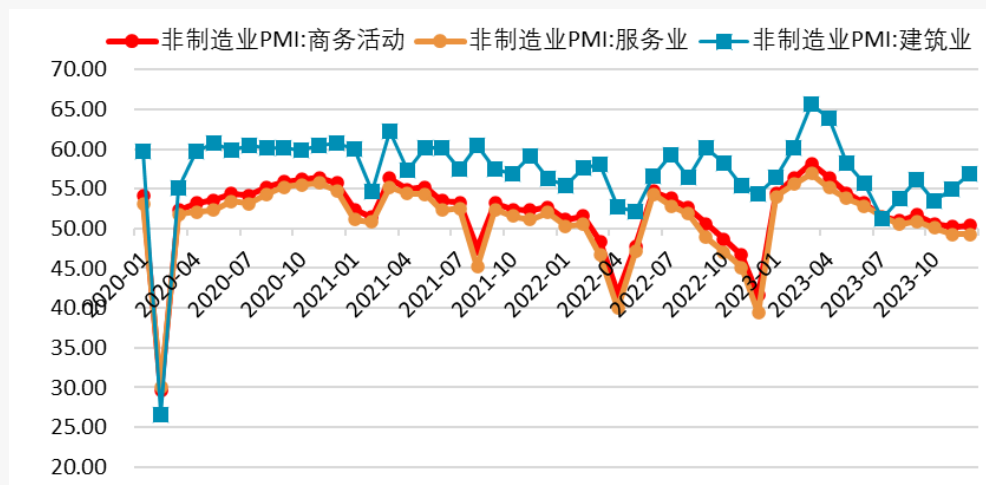


图2.2 非制造业PMI (%)



资料来源：Wind、一德宏观战略部

产出驱动利润改善 需求偏弱补库力度不强

- 11月，规模以上工业企业实现利润同比增长29.5%，较10月显著加快，连续4个月实现正增长。在PPI同比降幅加大的背景下，11月工业生产加速，规模效应提升压低单位成本提升营收利润率水平是此次利润大幅改善的主因。产业结构上，高技术制造业利润维持较高增长对利润总体增速形成支撑。黑色、有色传统产业利润改善明显，是工业企业利润的主要拉动，与11月相关产业生产更快扩张一致，受此影响，11月上游原材料制造业利润占工业企业利润比重进一步提升，下半年以来，上游原材料制造业利润占比持续提升，而下游消费品制造业利润占比持续下降，显示相对供给需求修复偏弱，利润持续改善基础不牢，仍需终端需求增长的进一步推动。
- 库存方面，受工业品价格下跌的影响，11月名义库存同比出现回落，但实际库存同比微幅上涨。2023年下半年，工业企业名义库存同比见底，库存周期进入补库阶段，但需求不足下，补库力度微弱。

图2.3：工业企业利润当月同比影响因素分解

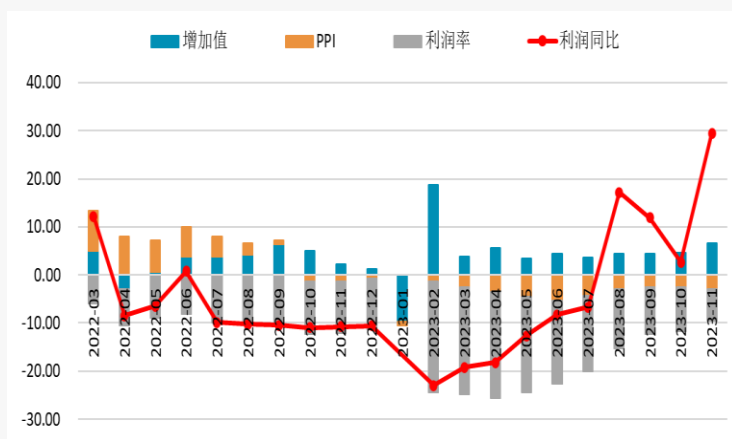


图2.4：上中下游行业利率占比 (%)

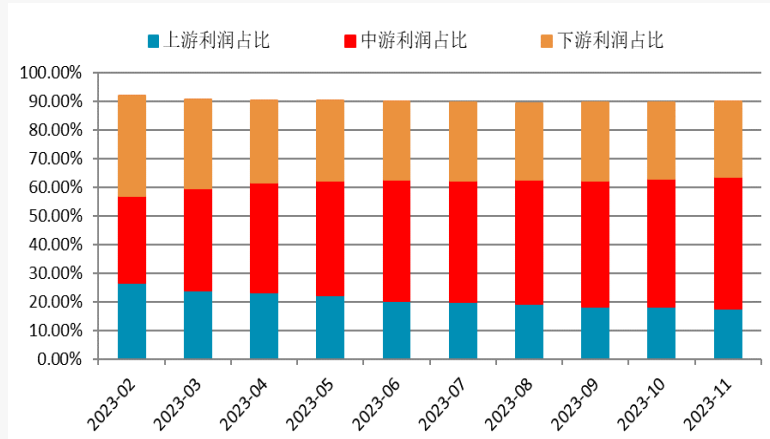
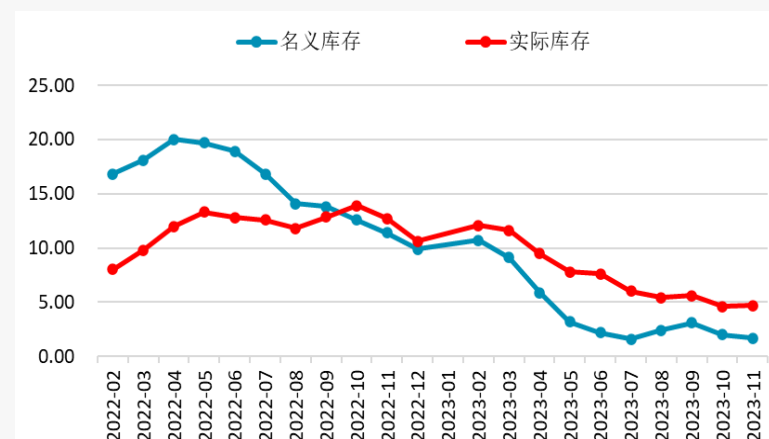


图2.5：工业企业产成品库存同比 (%)



地产成交进一步加速 乘用车销量涨幅扩大

- 25日当周，30大中城市商品房成交加速回升，日均成交面积周环比涨幅扩大至43.86%，30大中城市商品房成交面积7天移动平均数升至半年以来高位。12月，30大中城市商品房成交面积环比增长24.19%，较11月显著扩大，同比降幅收窄至1.82%。
- 12月第三周，国内乘用车厂家日均零售同比增长10.58%，批发量同比增长23.68%，涨幅均较前一周扩大。此前，乘联会预计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2.6：3大中城市商品房成交面积7MA（万平方米）

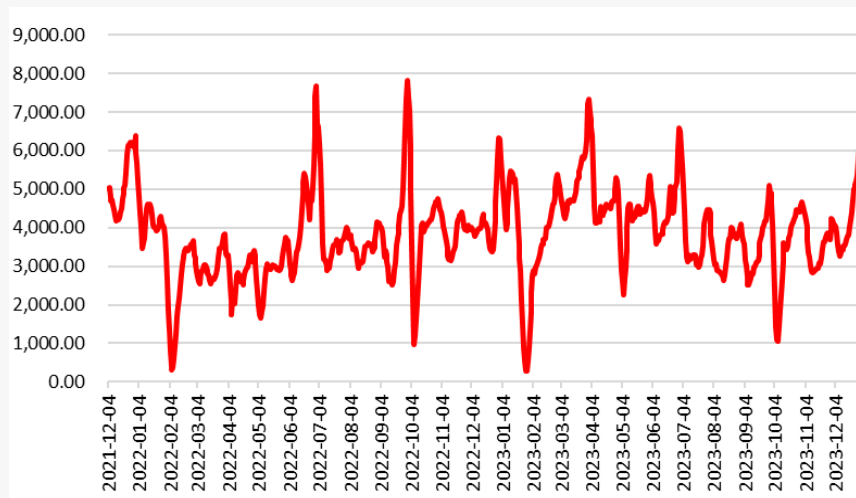
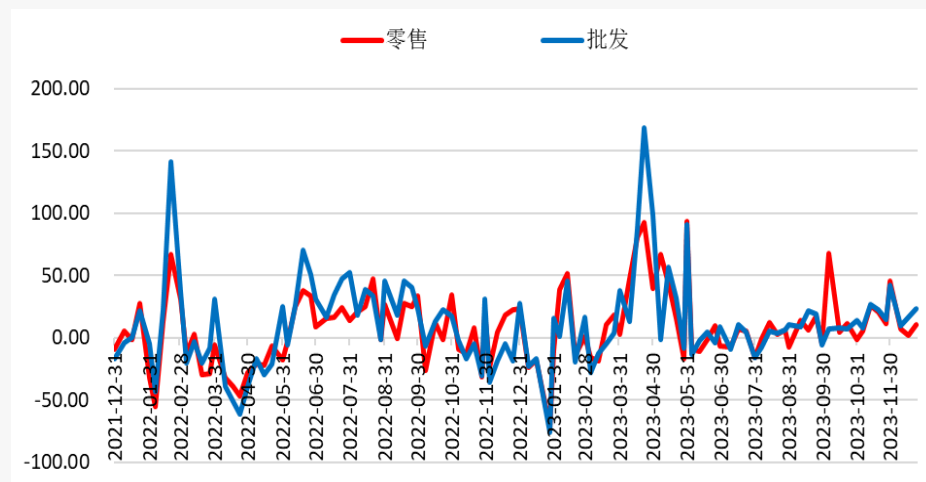


图2.7：乘用车销量当周同比增长（%）



资料来源：Wind、一德宏观战略部

元旦假期需求带动 食品价格普涨

25日当周，国内猪肉延续上涨，当周日均价格环比上涨1.33%，在冬至备货、腌腊需求及元旦假期等多重因素影响下，猪肉需求上升，拉动价格上涨。元旦假期的消费需求带动下，蔬菜水果价格周环比延续上涨，蔬菜价格周环比上涨2.49%，水果价格周均价环比上涨0.2%。

12月，国内猪肉日均价格同比下降31.05%，降幅较11月收窄，对通胀压力有所减轻。蔬菜价格同比上涨5.63%，涨幅较11月的6.62%小幅回落，水果价格同比上涨2.85%，涨幅较11月有所扩大。

图2.8：国内猪肉、果蔬日均价周环比（%）

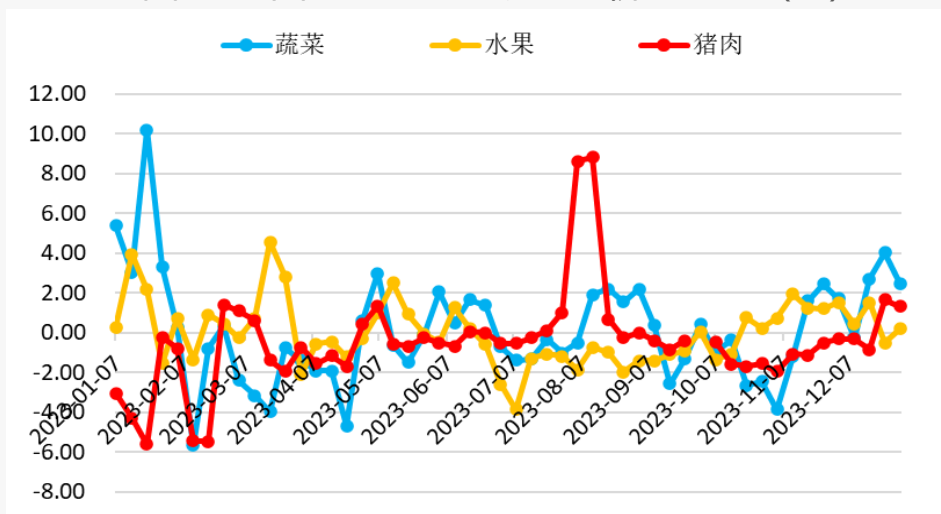
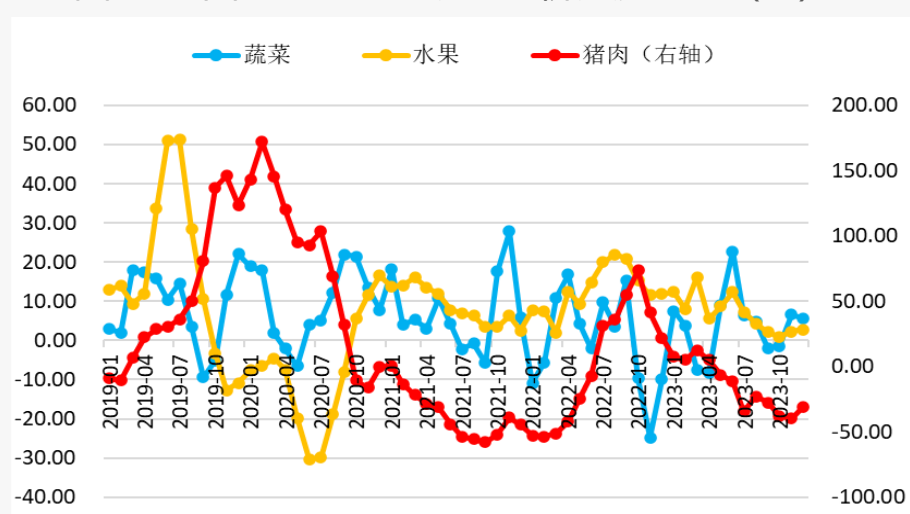


图2.9：国内猪肉、果蔬日均价月度同比（%）



资料来源：Wind、一德宏观战略部

央行持续净投放 市场资金平稳跨年

□ 25日当周，央行分别进行了19290亿元逆回购及1800亿元国库现金定存投放，当周有6720亿元逆回购到期，当周净投放14370亿元。12月中旬以来，央行公开市场连续三周净投放，维稳跨年流动性，12月后三周央行合计投放26520亿元。

□ 央行持续流动性投放下，市场跨年资金面平稳，银行市场短端利率显著回落，DR001周均值环比下降11BP至1.5%，DR007周均值环比上升10BP至1.9%。

图2.10：央行公开市场净投放（亿元）

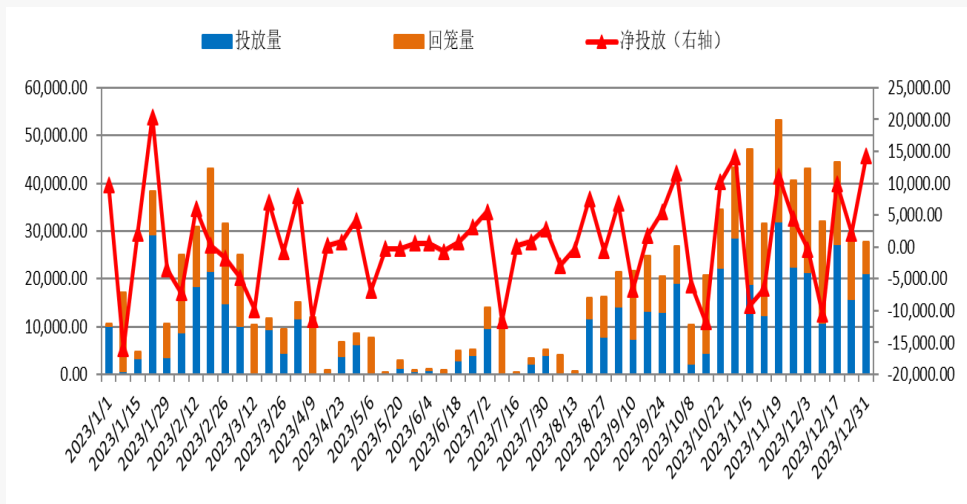
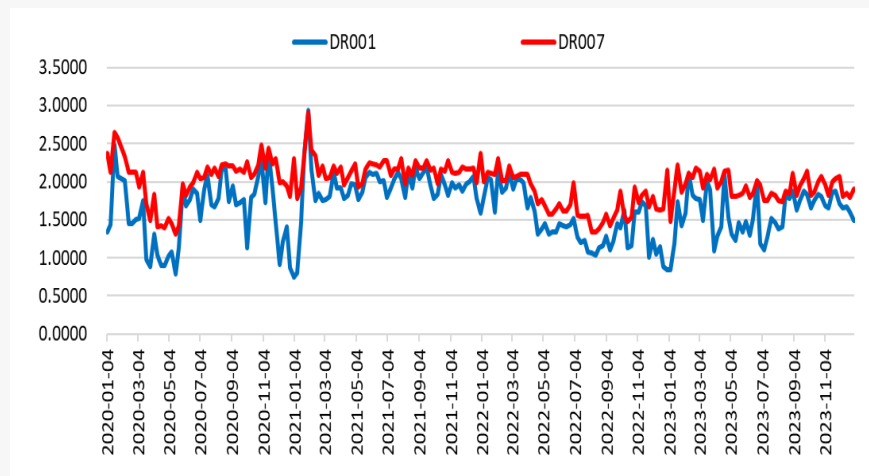


图2.11：银行间质押式回购加权利率（%）



资料来源：Wind、一德宏观战略部

均衡信贷投放 保障房建设支持前置

□ 央行四季度货币政策委员会例会延续中央经济工作会议的基调，总体政策上按照中央经济工作会议新增提出“稳健的货币政策要灵活适度、精准有效”，“积极盘活被低效占用的金融资源，提高资金使用效率”的表述。信贷政策上，将“节奏平稳”调整为“均衡投放”，意在防范在跨周期调节的背景下，政策靠前发力对未来政策力度的过分透支，均衡信贷投放有利于维护经济的平稳修复。政策引导上，会议首次提出提高政府投资的乘数效应，即增强政策投资的带动效应，引导社会资源更多投向政策支持领域。政策重点领域上，会议提出做好科技金融、绿色金融、普惠金融、养老金融、数字金融“五篇大文章”，同时，在再贷款再贴现投向上新增数字经济。房地产政策上，会议将“保障性住房建设”提至政策支持的首位，保障性住房建设有望在2024年加快推进，成为对冲地产投资的主要力量。会议要求“一视同仁满足不同所有制房地产企业合理融资需求”，地产领域信贷投放或延续回暖。在各地陆续放松地产限购政策的背景下，四季度例会删除了“落实新发放首套房贷利率政策动态调整机制，调降首付比和二套房贷利率下限，推动降低存量首套房贷利率落地见效”的表述。汇率政策上，例会特别提出“防止形成单边一致性预期并自我强化”，稳汇率目标进一步强化。

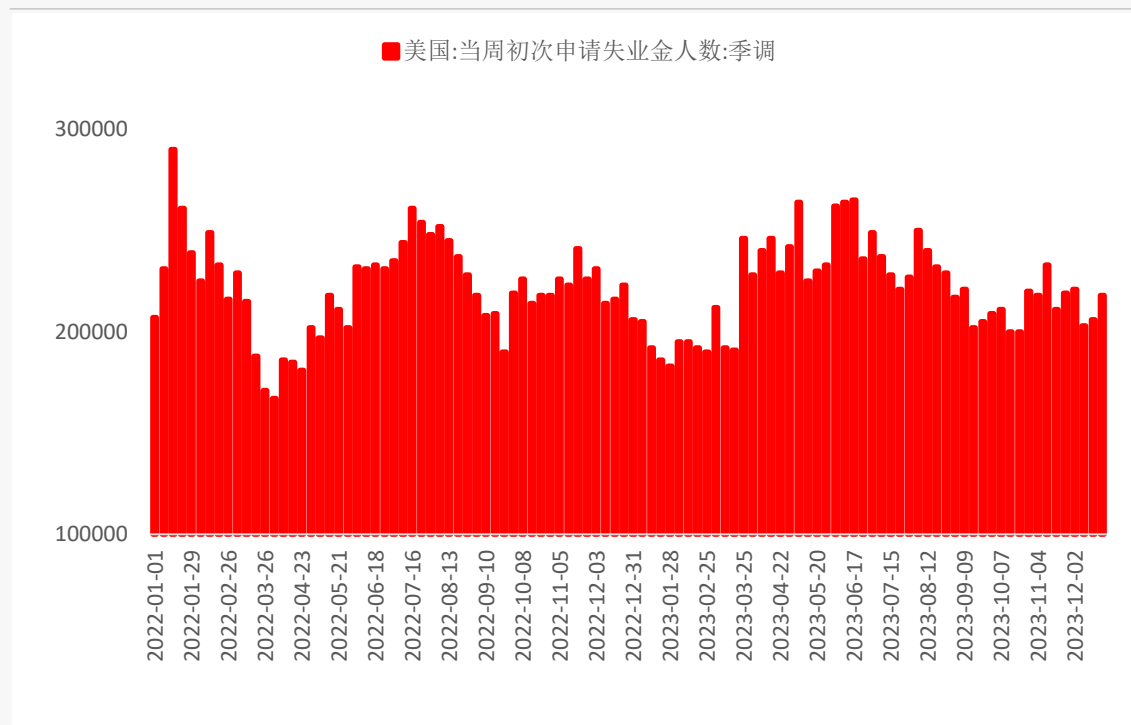
□ 全国人大常委会会议12月29日表决通过了关于召开十四届全国人大二次会议的决定。根据决定，十四届全国人大二次会议于2024年3月5日在北京召开。政协第十四届全国委员会日前召开主席会议，建议全国政协十四届二次会议于2024年3月4日在北京召开。

03

海外经济跟踪

美国经济数据

图3.1：美国当周初请失业金人数（人）



美国截至12月23日当周初请失业金人数小幅升至21.8万，高于预期及修正后的前值，符合假期前波动偏大的特征，但仍位于历史低位，这进一步提升了即将公布的12月非农数据向好的概率。

资料来源：Wind、一德宏观战略部

鲜有数据扰动，市场延续乐观降息预期

25日当周，临近假期鲜有重磅经济数据及联储官员讲话披露，市场预期变化有限。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3.2：美联储未来几次会议降息概率

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%	16.5%	83.5%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	13.9%	72.8%	13.4%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	13.4%	70.6%	15.6%	0.5%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.9%	17.3%	66.8%	14.5%	0.5%	0.0%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.8%	15.2%	60.2%	21.4%	2.3%	0.1%	0.0%
2024/9/18	0.0%	0.0%	0.7%	14.0%	56.6%	24.5%	3.8%	0.2%	0.0%	0.0%
2024/11/7	0.0%	0.5%	8.9%	40.3%	36.8%	11.8%	1.6%	0.1%	0.0%	0.0%
2024/12/18	0.4%	7.3%	34.1%	37.5%	16.7%	3.6%	0.4%	0.0%	0.0%	0.0%

资料来源：CME、一德宏观战略部

04

资产配置建议

国内市场风险情绪企稳

25日当周，国内市场风险情绪企稳回暖，股债收益率差由前一周的历史94.73%分位数水平回落至历史91.86%的分位数水平；股债收益比由前一周的历史96.84%分位数水平降至历史93.72%的分位数水平。

图4.1：股债收益率差

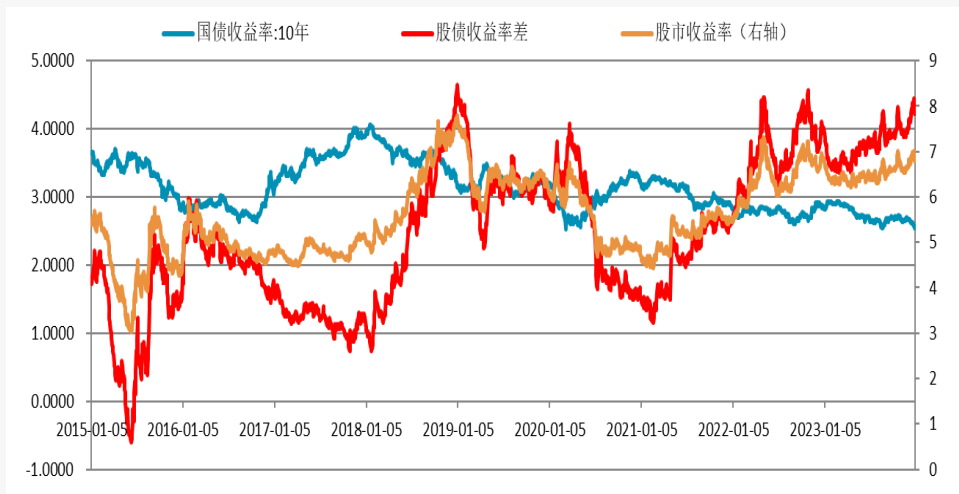
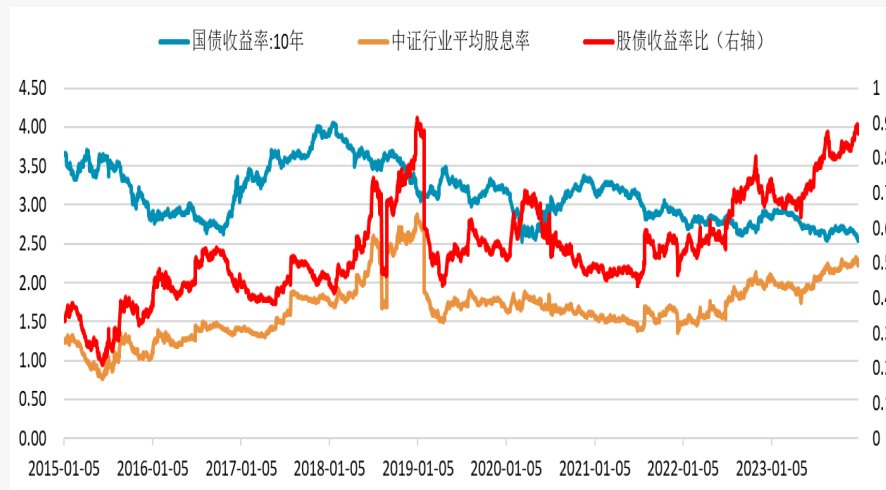


图4.2：股债收益率比



资料来源：Wind、一德宏观战略部

A股

18日当周指数先抑后扬大幅反弹，创业板反弹力度强于主板。日均成交额开始回升，北向资金显著回流，个股赚钱效应明显回暖。海外权益市场风险情绪维持高位，与国内市场形成共振。盘面上，空间引领板块再度出现，与低位超跌反弹板块相得益彰，北向趋稳成交放大则反弹有望持续。策略上，持仓待涨为主。

图4.3: 近10日市场热度图

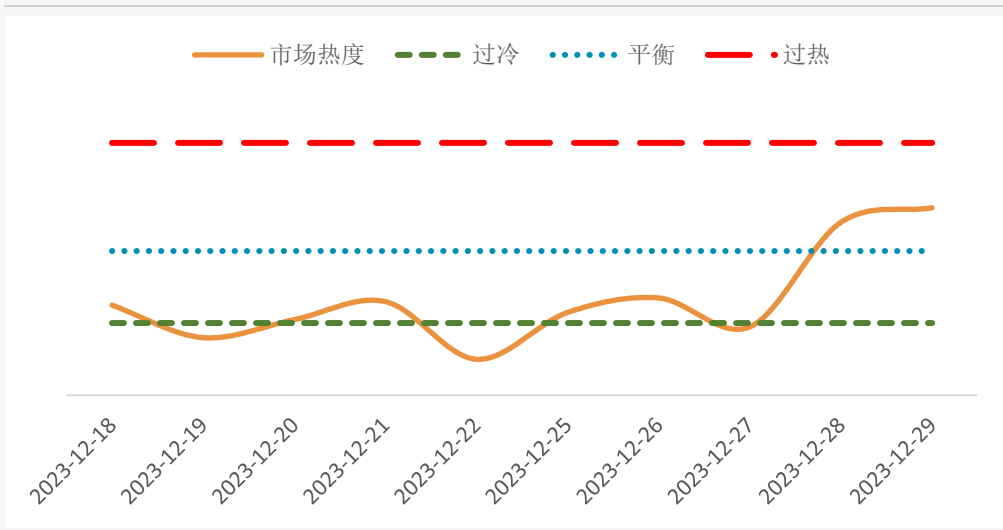
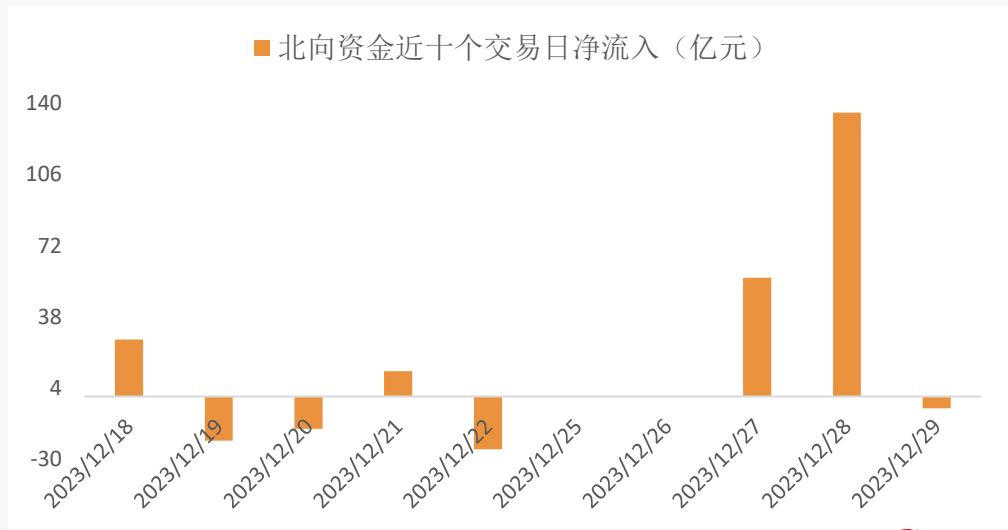


图4.4: 近10日北向资金表现



资料来源: wind、一德宏观战略部

国债

国债层面，25日当周，在央行年末加大公开市场投放，国债利率普遍回落，央行持续流动性投放下，短端利率下行明显，长短期国债利差走阔。国内12月制造业PMI超预期回落，国内经济需求恢复依旧偏弱，基本面继续支撑债市。四季度央行货币政策委员会例会维持宽松取向，债市后市仍存上行动能。但随着年末长债利率大幅下行，短期内，在货币宽松实质落地前国债利率进一步下行空间有限，预计债市短线维持高位震荡，操作上暂持仓观望。

图4.5: 国债到期收益率 (%)

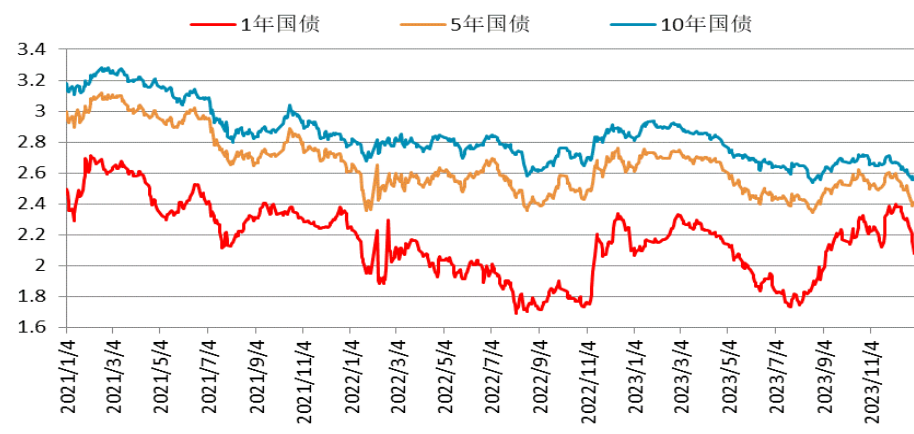
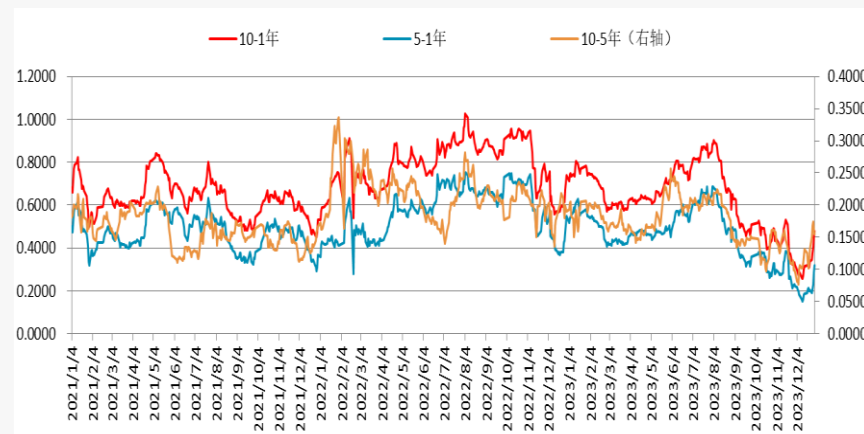


图4.6: 国债利差 (%)



资料来源：中债登网站，一德宏观战略部

黄金

当周经济数据及联储官员讲话偏少，市场交投清淡，资产波动有限，持有成本两端走势分化，金价冲高回落，冲击2100美元再度无功而返。假期中，俄乌冲突、红海局势均有边际升温态势，这或对避险情绪有所提振。技术上，金银错位见顶结构再度出现，短期趋于谨慎。操作上，暂持剩余头寸，如回调可适当增配。

图4.7：美国10Y国债实际利率与名义利率（%）

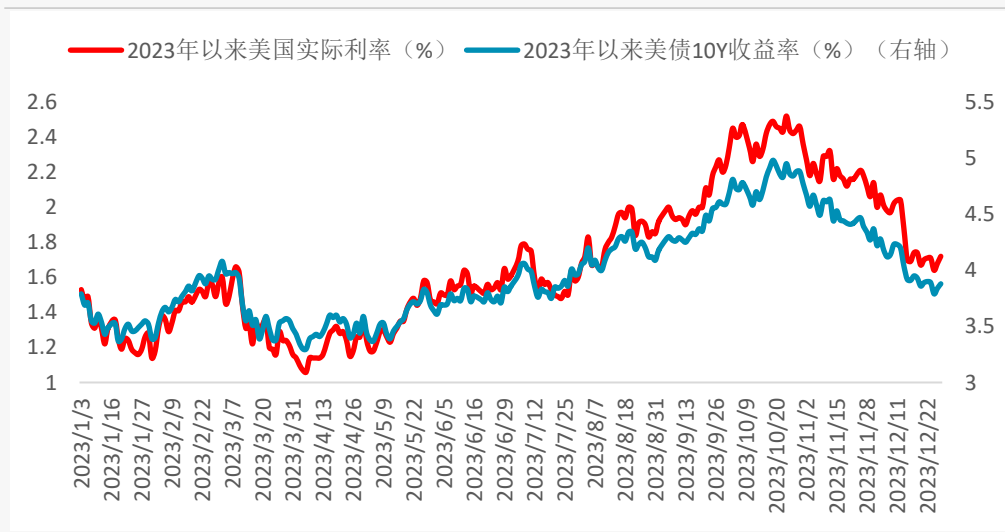


图4.8：美国10Y国债盈亏平衡通胀率（%）



资料来源：wind、一德宏观战略部

大宗商品

25日当周，南华商品指数先升后降总体收跌，假期前消息面平淡，商品价格主要跟随美元波动，前半周在降息预期下，美元指数持续走低支撑商品价格上涨，后期随着美元指数反弹，商品价格止跌回落。主要商品中，能化指数跌幅居前，贵金属、农产品指数跌幅较小。

目前国内需求偏弱及美国经济边际走弱仍是商品的主要压力，需求疲弱下国内工业补库力度不强，短期商品缺乏明显的上涨动力。但国内地产销售改善及政策对保障房建设支持前置或对国内黑色产业情绪形成提振。

截止12月22日当周，南华商品期限溢价率多数回升，南华商品指数对CCPI期限溢价率位于2019年以来历史98.74%分位水平，其中，螺纹、农产品、有色指数分别位于91.6%、78.29%、69.51%的较高分位水平，能化指数位于28.88%分位水平，估值较低。

图4.9：南华指数周度涨跌（%）

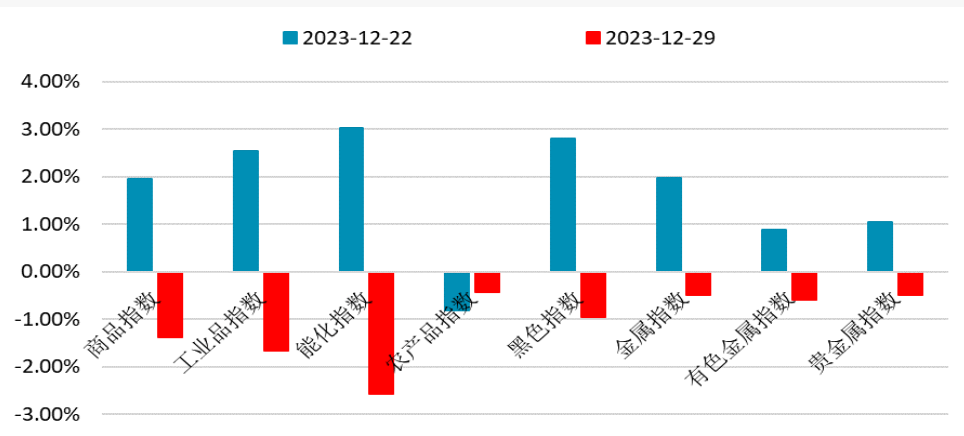
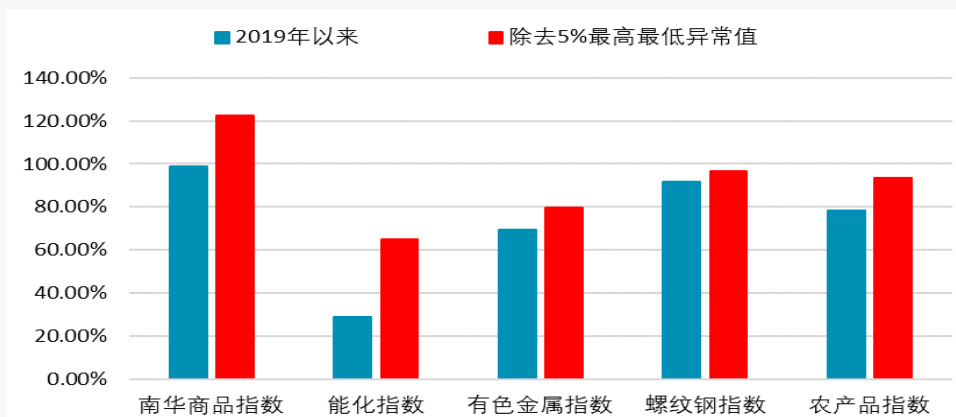


图4.10：南华商品期现溢价率分位数（%）



资料来源：Wind、一德宏观战略部

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%

策略跟踪



05

本周重要数据及事件

重要财经数据与事件 (1.2-1.7)

	重要财经数据与事件关注
2024/1/2	中国12月财新制造业PMI, 前值50.7, 预测值50.3
	德国12月制造业PMI终值, 前值43.1, 预测值43.1
	欧元区12月制造业PMI终值, 前值44.2, 预测值44.2
	英国12月制造业PMI终值, 前值46.4, 预测值46.4
	美国12月Markit制造业PMI终值, 前值48.2, 预测值48.4
	美国11月营建支出环比(%), 前值0.6, 预测值0.5
2024/1/3	德国12月失业率(%), 前值5.9, 预测值5.9
	美国11月JOLTS职位空缺(万人), 前值873.3, 预测值886.3
	美国12月ISM制造业指数, 前值46.7, 预测值47.2
2024/1/4	中国12月财新服务业PMI, 前值51.5, 预测值51.6
	法国12月CPI同比初值(%), 前值3.5, 预测值3.7
	欧元区12月服务业PMI终值, 前值48.1, 预测值48.1
	德国12月CPI同比初值(%), 前值3.2, 预测值3.8
	美国12月ADP就业人数变动(万人), 前值10.3, 预测值11
	美国12月Markit服务业PMI终值, 前值51.3, 预测值51.3
2024/1/5	德国11月零售销售同比(%), 前值-0.1, 预测值-0.5
	意大利12月CPI同比初值(%), 前值0.8, 预测值0.8
	欧元区11月PPI同比(%), 前值-9.4, 预测值-8.6
	欧元区12月调和CPI同比(%), 前值2.4, 预测值2.9
	美国12月失业率(%), 前值3.7, 预测值3.8
	美国12月非农就业人口变动(万人), 前值19.9, 预测值17
	美国12月ISM非制造业指数, 前值52.7, 预期52.5
美国11月工厂订单环比(%), 前值-3.6, 预测值1.6	

资料来源: 汇通财经、华尔街见闻、一德期货宏观战略部

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