

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8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

全球股市下跌走势 美债利率回4%之上

在PSL重启，一季度降准降息预期升温的情况下，10年期中国国债收益率刷新近4年来的低点至2.5175%，也令中美利差倒挂幅度扩大，导致人民币汇率承压。2024年第一周，市场动荡不止，全球股市呈现下跌走势，国内A股和H股跌幅均在2.4%之上，基本面没有亮点的情况下，防御性板块受到资金追捧。商品方面，沪金主力小幅上涨0.14%，但国内煤炭和建材等商品上涨动力不足，南华商品指数总体下跌0.39%。

基于美国制造业PMI及非农数据均超预期，市场调低美联储年内降息次数，令10年期美债收益率重回4%上方，美元指数上涨1.05%，非美货币承压均有所贬值。在美债收益率大幅回升下，Comex黄金主力出现0.93%的回调。原油价格回升推动化工板块环比上涨，CRB指数周内上涨0.79%。而全球股市不佳，美股主要指数道指和标普500指数也分别下跌0.59%和1.52%。

图1.1 国内宏观大类资产表现

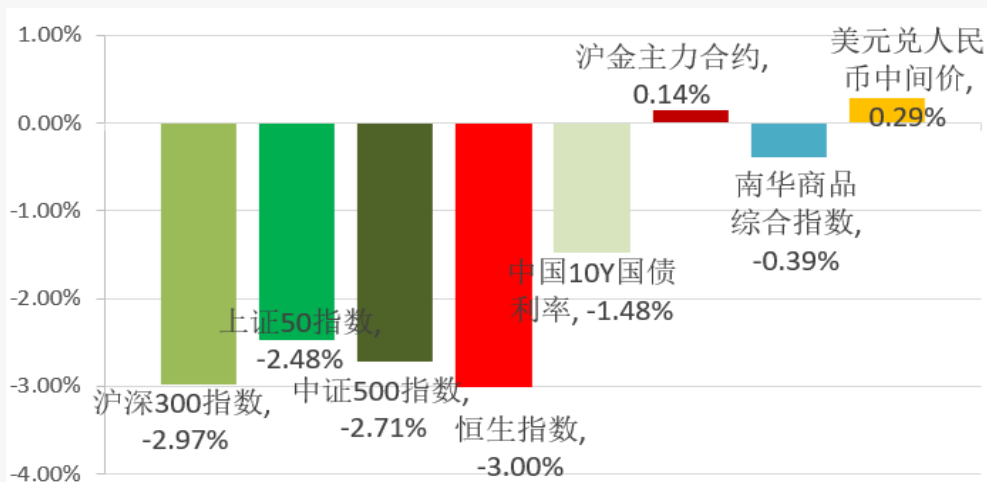
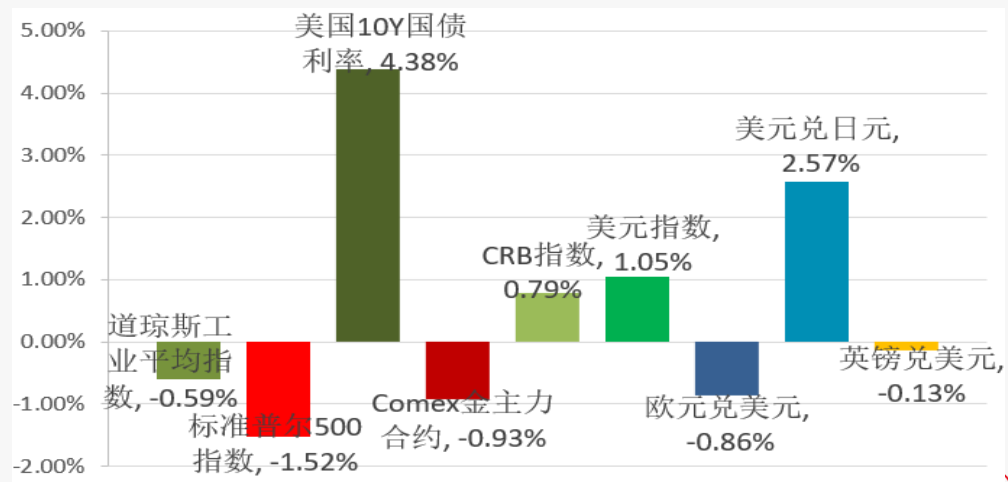


图1.2 海外宏观大类资产表现



资料来源：Wind、一德宏观战略部

02

国内经济跟踪

地产成交显著回落 乘用车销量涨幅进一步扩大

2日当周，30大中城市商品房成交显著回落，日均成交面积周环比下降55.89%，30大中城市商品房成交面积7天移动平均值回落至近一个月低位。

12月第四周，国内乘用车厂家日均零售同比增长13.15%，批发量同比增长34.84%，涨幅均较前一周进一步扩大。据乘联会初步预估，2023年12月乘用车市场零售236.1万辆，同比增长9%，环比增长14%，2023年累计零售2170.6万辆，同比增长6%；全国乘用车厂商批发279.6万辆，同比增长24%，环比增长10%，2023年累计批发2561.1万辆，同比增长10%。

图2.1：30大中城市商品房成交面积7MA（万平方米）

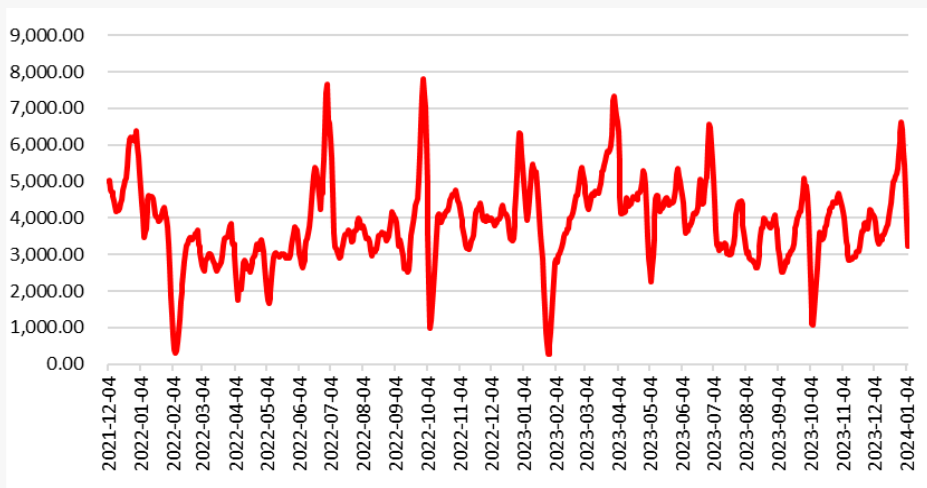
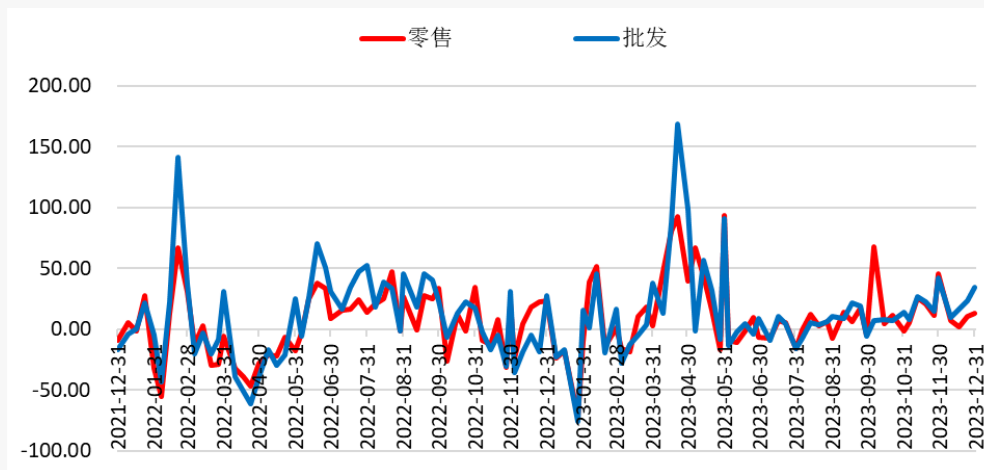


图2.2：乘用车销量当周同比增长（%）

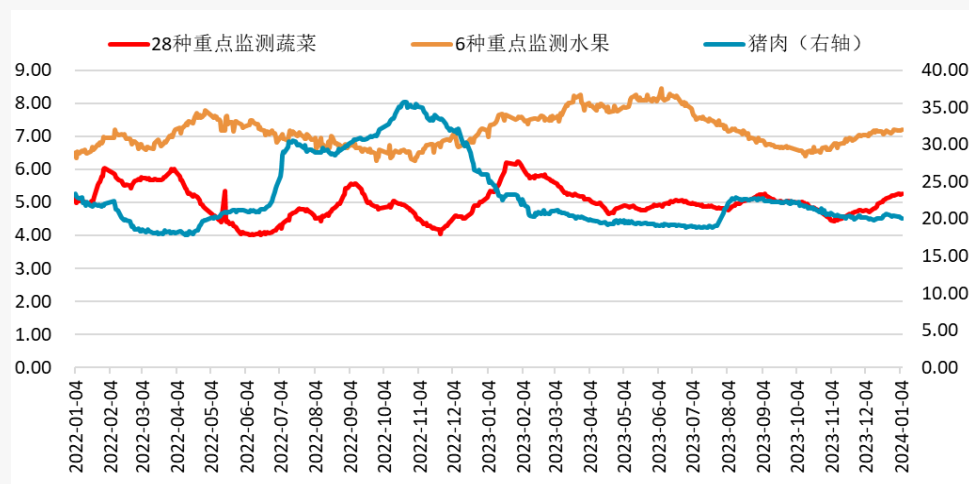


资料来源：Wind、一德宏观战略部

节后需求减少 猪价重新回落

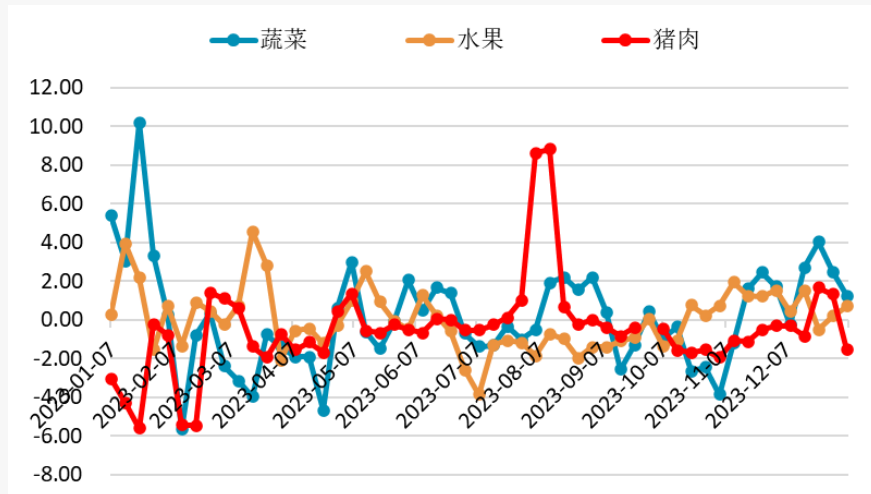
2日当周，随着节后猪肉需求减少，国内猪肉价格重新回落，当周日均价格环比下降1.56%。蔬菜水果价格周环比延续节前涨势，蔬菜价格周环比上涨1.24%，涨幅较前一周收窄，但水果价格周均价格环比上涨0.69%，涨幅较前一周扩大。

图2.3：国内猪肉、果蔬日均价（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（%）



央行回笼跨年流动性 市场资金维持平稳

□ 2日当周，央行进行了2410亿元逆回购投放，当周有26640亿元逆回购到期，当周净回笼24230亿元。随着跨年流动性季节性紧张缓解，央行大幅回笼跨年投放的流动性。但市场资金面维持平稳，银行市场利率稳中回落，DR001周均值环比上涨7BP至1.57%，DR007周均值环比下降13BP至1.77%。

图2.5：央行公开市场净投放（亿元）

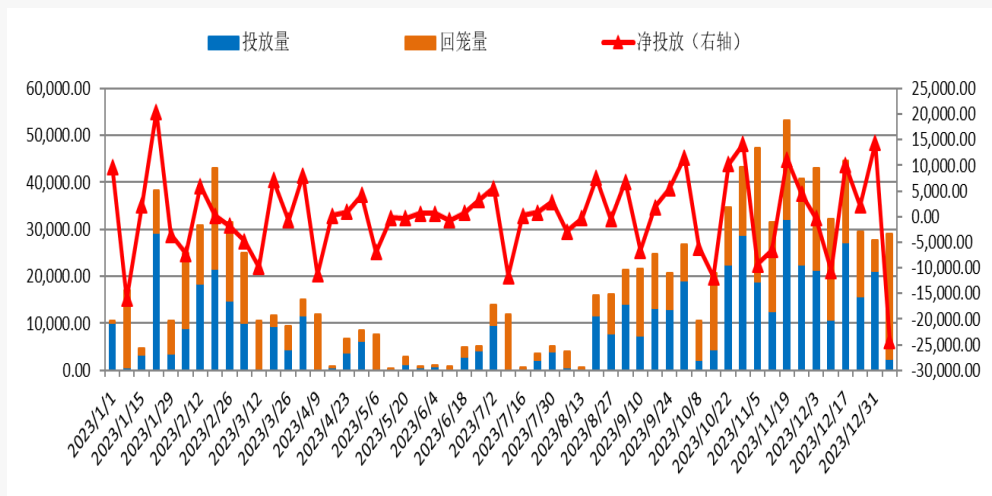
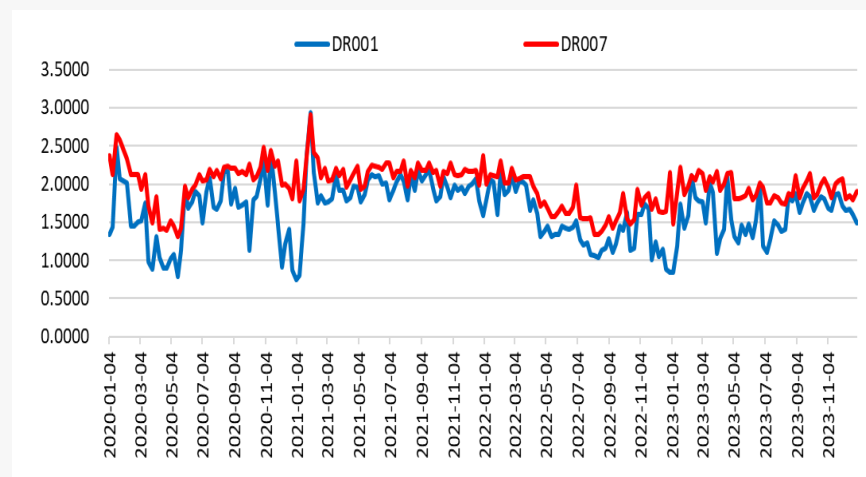


图2.6：银行间质押式回购加权利率（%）

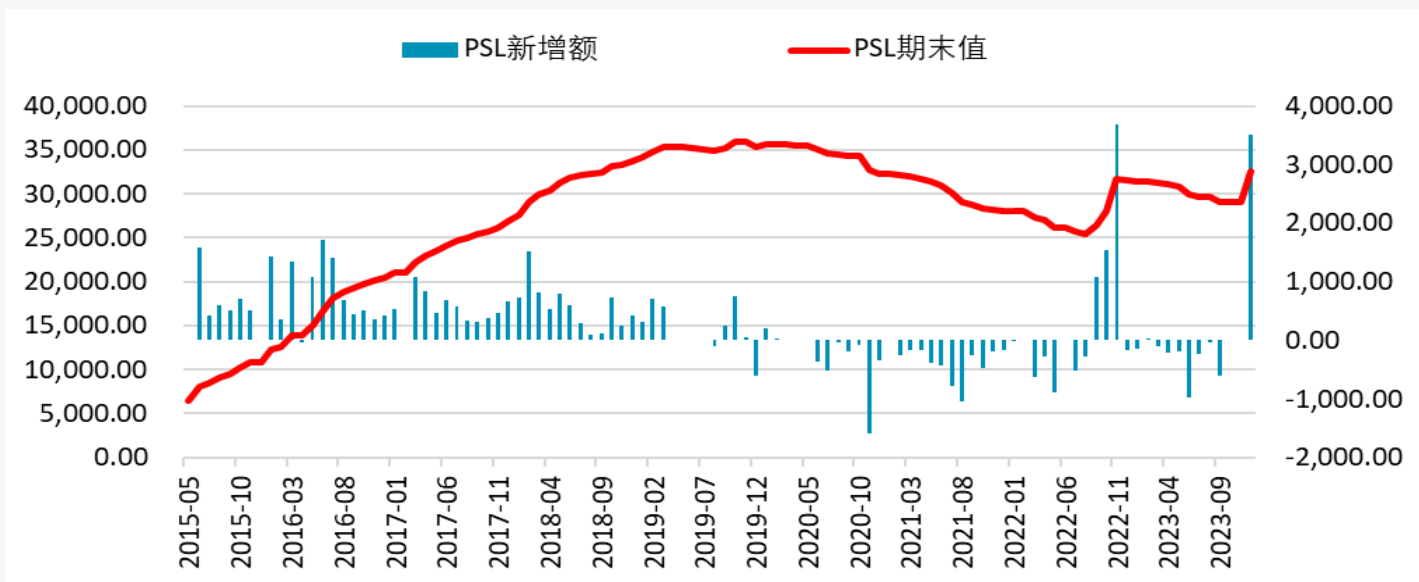


资料来源：Wind、一德宏观战略部

PSL重启支撑地产 拉动效应不及以往

- 1月2日，人民银行官网发布消息称，2023年12月，国家开发银行、中国进出口银行、中国农业发展银行净新增抵押补充贷款（PSL）3500亿元。期末抵押补充贷款余额为32522亿元。这也是自2023年2月净新增抵押补充贷款17亿元后，抵押补充贷款再次净新增。
- PSL作为央行支持地产基建投资等重点领域的主要政策工具，根据央行四季度货币政策委员会例会房地产相关政策，预计本次PSL将重点支持投向包括保障房建设、“平急两用”公共基础设施建设、城中村改造在内的“三大工程”方面，考虑到四季度央行例会将保障房重要性提前，预计此次PSL优先投向保障房概率较大，相较于此前PSL对棚改的拉动效应，PSL拉动保障房的杠杆作用偏低，预计对房地产投资拉动效应有限，后续进一步观察企业长贷增长情况。

图2.7 PSL当月新增额与余额（亿元）



资料来源：Wind、一德宏观战略部

03

海外经济跟踪

非农就业超预期 降息预期削弱

- 美国12月非农就业人口增加21.6万人，远超预期，但行业上仍集中在医疗保健、政府、休闲和酒店业三大领域，其他行业就业增长疲软，结构特征明显。
- 而失业数据显示出劳动力市场继续松动的迹象，尽管失业率持稳，但劳动参与率大幅下降表示更多的劳动者退出劳动力市场。从此前公布的美国11月JOLTS职位空缺数降至879万人的2021年3月以来新低及12月临时工就业人数下降至2021年5月以来的最低水平，也可以看到劳动力市场降温的迹象，因为劳动力市场降温初期企业会先缩减职位空缺和降低临时招聘，而不会大幅裁员。
- 但随着劳动供给下降，12月平均时薪环比增长持平于0.4%，同比增长升至4.1%，均超预期，实际薪资增长延续四季度以来的回升，增强了对消费及服务通胀的支持，由于单位劳动力成本经验上领先核心CPI约半年时间，削弱了市场对美联储3月启动降息的预期。

图3.1：主要行业新增非农就业（千人）

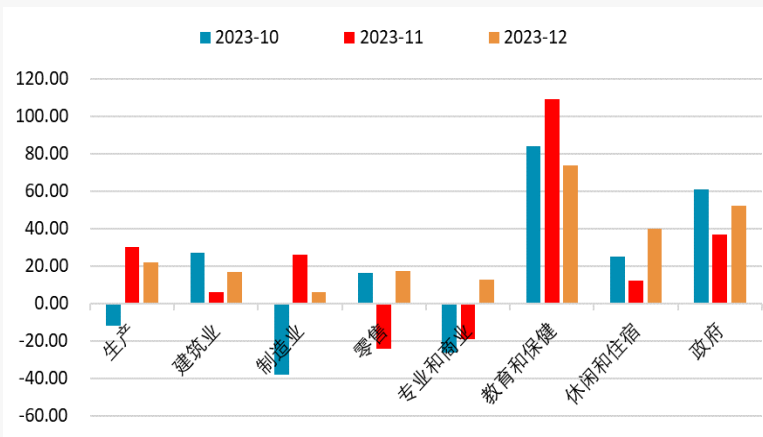


图3.2：美国失业率与劳动参与率（%）

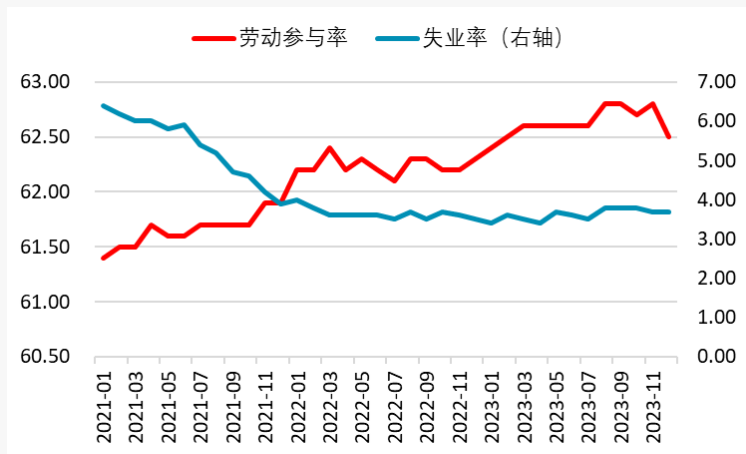
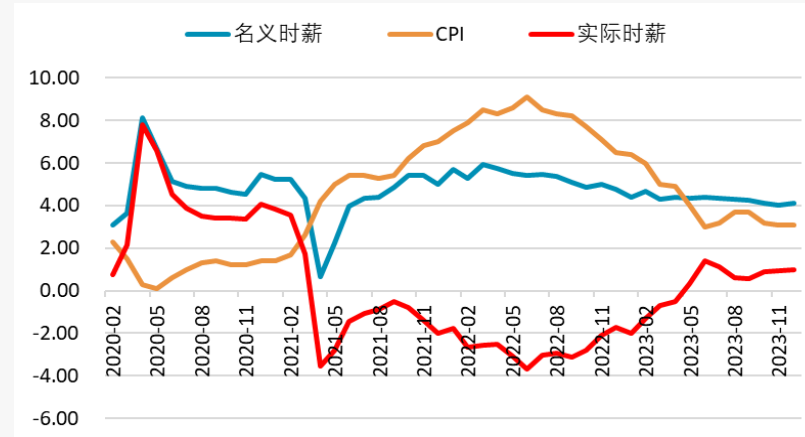


图3.3：美国名义与实际时薪增长（%）



资料来源：Wind、一德宏观战略部

需求普降 ISM扩张动能减弱

□ 美国12月ISM制造业指数47.4，较11月回升0.7个百分点，好于预期的47.1，但仍延续14个月以来的收缩态势。产出重回扩张及就业收缩大幅放缓是主要拉动，而新订单指数环比回落1.2个百分点至47.1，不及预期，需求收缩加快，需求疲软下，制造业持续回升动能不足。

□ 12月ISM服务业指数下降2.1至50.6，为去年5月以来的最低，大幅不及52.5的预期。除商业活动指数回升1.5个点至56.6外，主要扩散指数普降，其中，就业分项指数显著回落7.4个点至43.3，服务业就业转入收缩，新订单指数由55.5跌至最新的52.8，服务业需求扩张放缓。

图3.4：美国ISM制造业指数

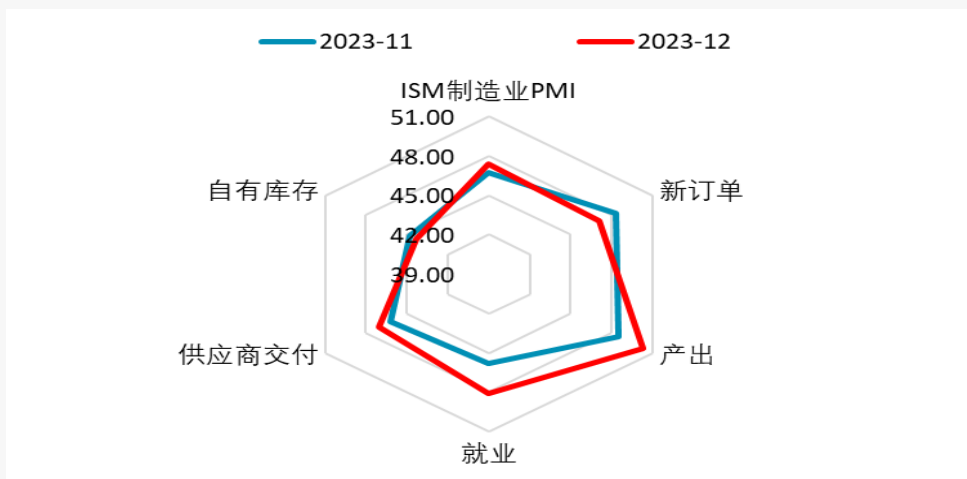
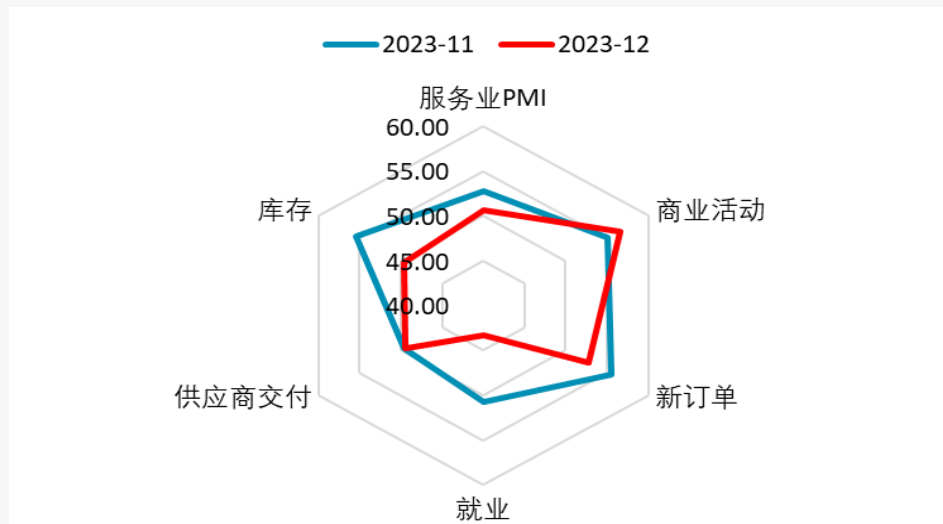


图3.5：美国ISM服务业指数



资料来源：Wind、一德宏观战略部

欧洲经济景气超预期上修

- 欧元区12月制造业PMI终值由44.2上修至44.4，服务业PMI由48.1上修至48.8，综合PMI由47上修至47.6。欧元区PMI超预期上修，但仍位于荣枯线下方，欧元区制造业连续第18个月收缩，综合PMI连续7个月收缩，欧洲经济继续延续下行走势。欧元区制造业PMI的12个月移动平均于收缩区间进一步走弱，在三季度欧元区GDP环比下降0.1%，同比零增长下，四季度欧元区经济或进一步回落，欧元区经济步入技术性衰退。主要经济体中，德国12月综合PMI终值由46.7上修至47.4，其中，服务业上修至49.3，制造业PMI终值上修0.2至43.3，为近8个月新高；法国综合PMI终值由43.7上修至44.8，服务业PMI上修至45.7，制造业PMI微升0.1至42.1，创43个月新低。
- 服务业的带动下，英国12月Markit综合PMI终值上修至52.1，其中，服务业PMI终值升至53.4，为去年6月以来最高，制造业PMI下修至46.2，由11月创下的7个月高点回落。

图3.6：欧元区PMI

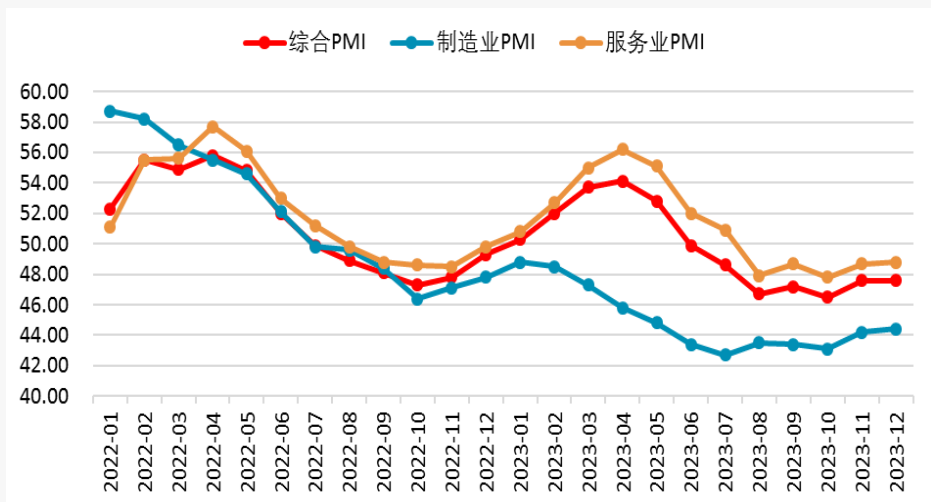
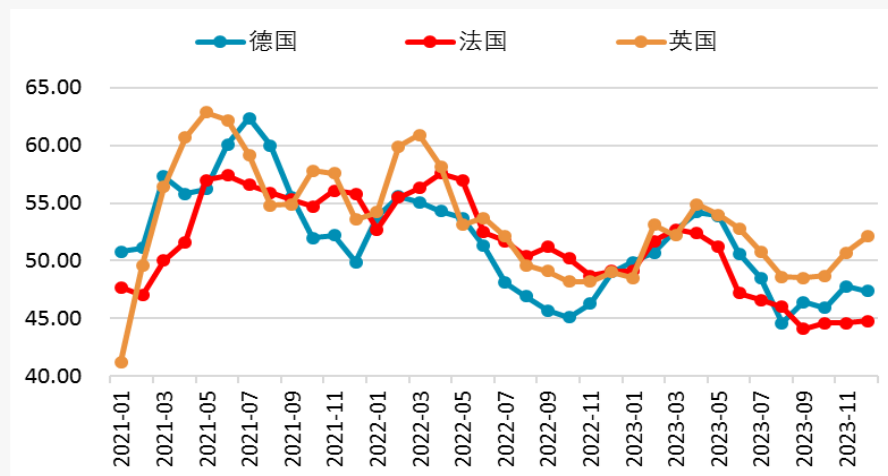


图3.7：欧洲主要经济体综合PMI



资料来源：Wind、一德宏观战略部

欧元区通胀反弹 消费意愿受抑

□ 主要受欧盟取消能源补贴导致能源价格降幅显著收窄的影响，欧元区12月CPI同比上涨2.9%，较11月上漲0.5个百分点，环比由下降0.6%转为上涨0.2%。但核心调和CPI（HICP）同比涨幅回落0.2个百分点至3.4%，低于预期，尽管需求下滑仍在抑制通胀上涨，但能源价格及劳动力成本上涨风险将抑制欧元区通胀下行幅度，推迟欧央行降息预期。欧元区主要成员通胀走势分化明显，德国调和CPI同比大幅上升至3.8%，法国调和CPI同比小幅回升0.2%至4.1%，西班牙通胀保持稳定，意大利通胀增长低位进一步小幅回落。

□ 能源价格上涨打压了德国消费者消费热情，德国11月实际零售销售同比下降2.4%，降幅较11月的-0.1%显著扩大，不及-0.50%的预期。

图3.8：欧元区调和CPI

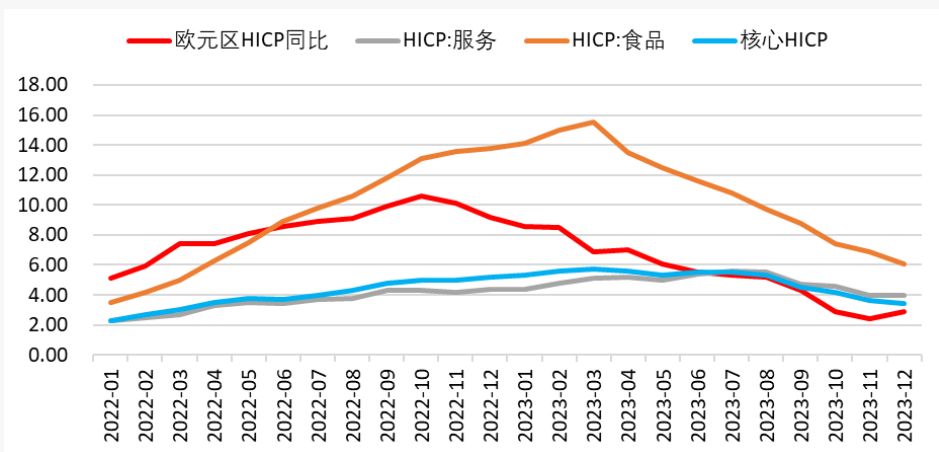
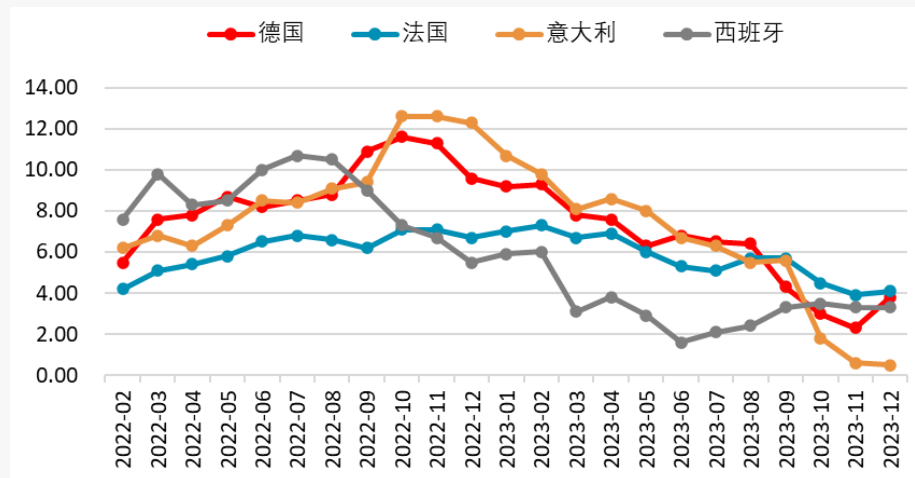


图3.9：欧元区主要成员国调和CPI



资料来源：Wind、一德宏观战略部

纪要重提开放式基调，降息紧迫感降低

□ 12月联储纪要试图将市场由联储主席鲍威尔会中对于降息与加息“七三开”的乐观情绪中拉回，其措辞再度体现中庸之道——即不放弃加息选项的同时自然地完成政策转向。加之周五公布的非农数据连续2个月超出预期，市场降息紧迫感有所下降。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，但1月、3月均按兵不动的概率均有所提升。

图3.10：美联储官员当周表态

序号	官员 (2024票委*)	主要观点
1	里奇蒙德联储巴尔金*	美国经济实现软着陆的可能性越来越大，但进一步加息的可能性依然存在。
2	12月FOMC会议纪要	通胀上行风险已减小，金融环境的宽松程度超出适当的范围可能更难实现通胀目标，利率路径预测不确定性增大，2024年适合降息，但继续加息可能性无法排除。

图3.11：美联储未来几次会议降息概率

MEETING DATE	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%	6.2%	93.8%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	4.0%	62.3%	33.8%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.1%	48.9%	40.3%	7.7%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.9%	47.2%	40.6%	9.0%	0.3%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	2.5%	40.4%	41.6%	13.8%	1.6%	0.0%
2024/9/18	0.0%	0.0%	2.2%	35.9%	41.5%	17.1%	3.1%	0.2%	0.0%
2024/11/7	0.0%	1.4%	23.7%	39.4%	26.0%	8.2%	1.3%	0.1%	0.0%
2024/12/18	1.1%	19.3%	36.3%	28.6%	11.7%	2.6%	0.3%	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

2日当周，国内市场风险情绪再度转弱，股债收益率差由前一周的历史91.86%分位数水平回落至历史95.82%的分位数水平；股债收益比由前一周的历史93.72%分位数水平降至历史95.87%的分位数水平。

图4.1：股债收益率差

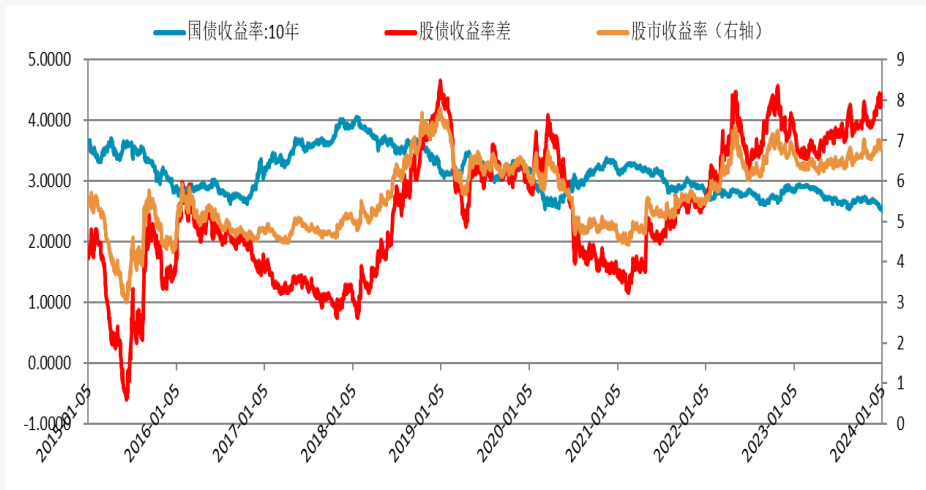
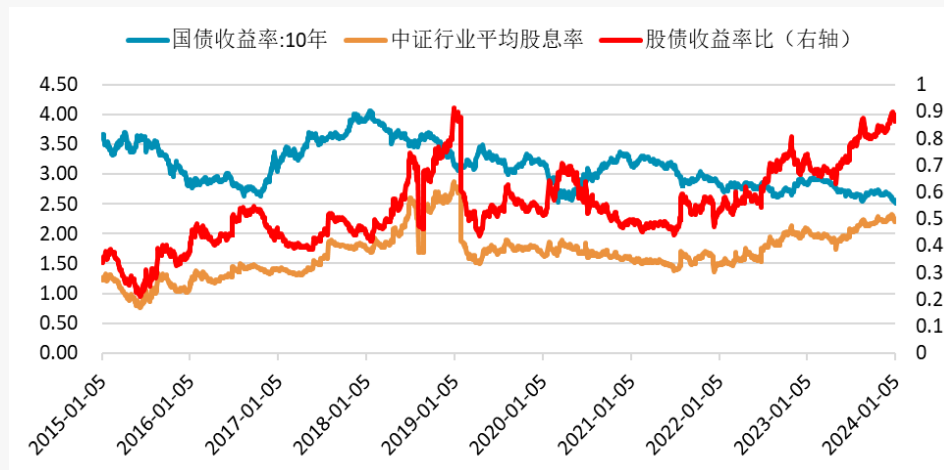


图4.2：股债收益率比



资料来源：Wind、一德宏观战略部

A股

2日当周指数震荡调整，创业板回调力度大于主板。日均成交额继续回升，北向资金开始流出，个股赚钱效应明显回落。海外权益市场风险情绪有所回落，持有成本两端同时回升。盘面上，高位板块加速补跌，空间引领板块再度空缺，低位超跌板块轮动加快，反弹两大前提再度夭折，市场重回寻底走势。策略上，持仓为主，关注指数在2022年4月低点附近的入场机会。

图4.3：近10日市场热度图

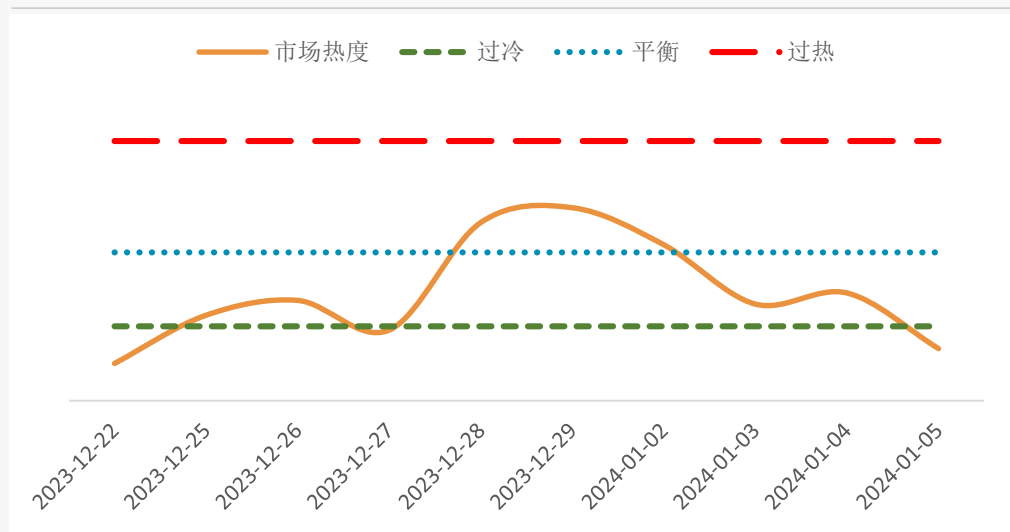
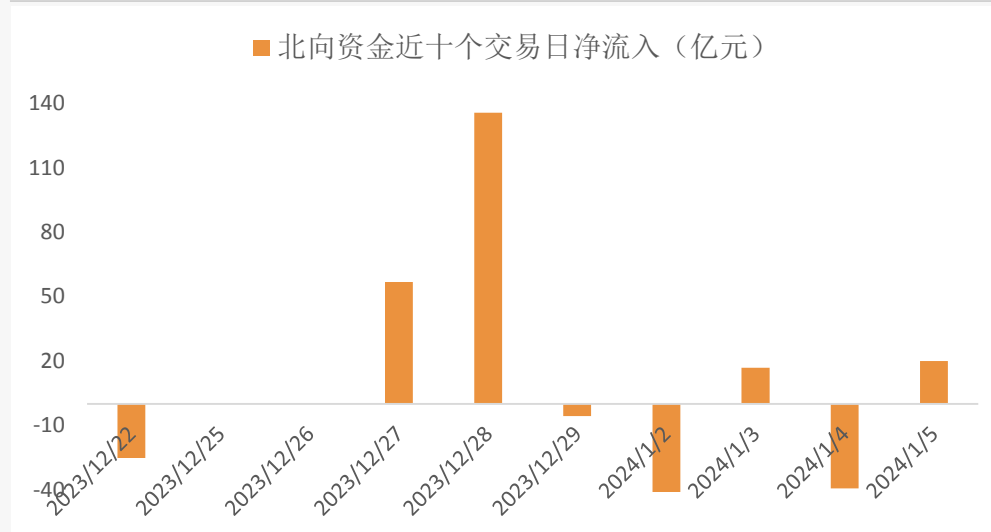


图4.4：近10日北向资金表现



资料来源：wind、一德宏观战略部

国债

国债层面，2日当周，受国内风险情绪转弱的影响，长债利率显著回落，但在央行重启PSL，短期降准预期落空下，短债利率小幅回升，长短期国债利差收窄。当前国内经济弱修复现状仍是债市的主导因素。随着PSL重启落地，春节前央行进一步降息降准预期依然存在，但随着长债利率持续下行，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（%）

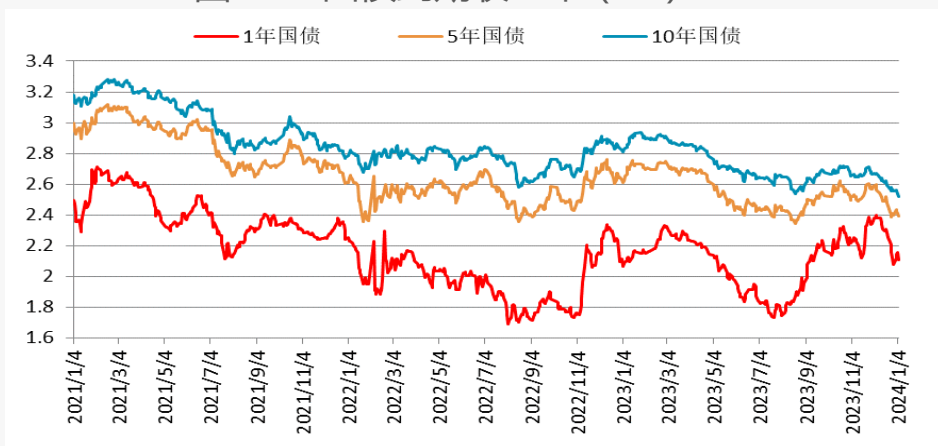
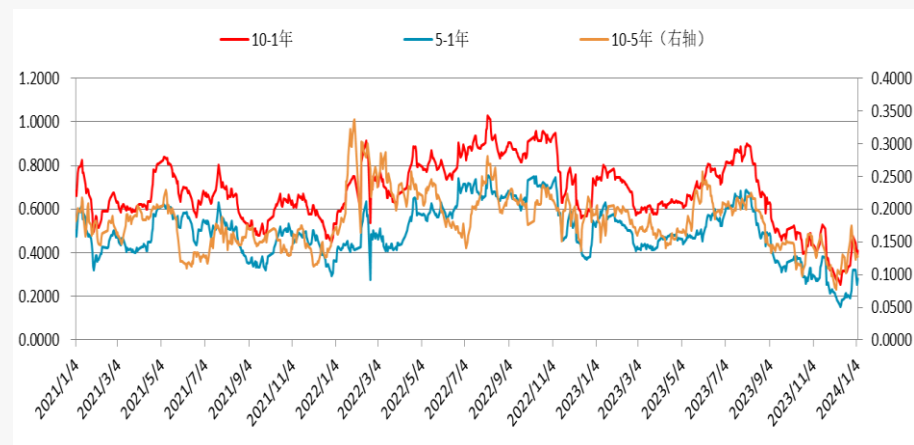


图4.6：国债利差（%）



资料来源：中债登网站，一德宏观战略部

黄金

当周金价冲高回落，受纪要及就业市场韧性支撑，持有成本两端同时反弹令金价承压。联储对一季度降息仍未给出明确支持信号，市场降息预期小幅纠偏，投机资金、配置资金同时离场，或预示价格调整之势未尽。技术上，金银错位见顶结构仍未化解，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（%）

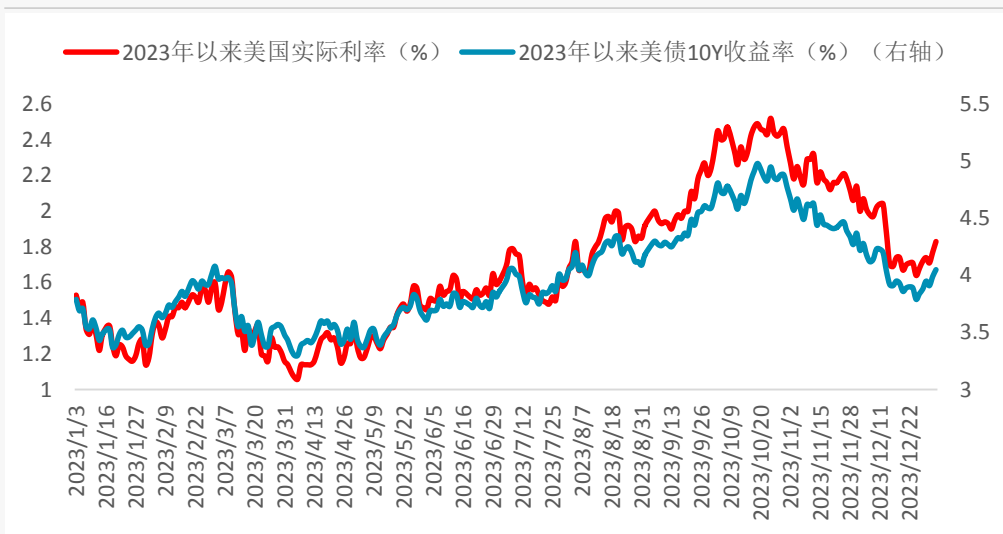


图4.8：美国10Y国债盈亏平衡通胀率（%）



资料来源：wind、一德宏观战略部

大宗商品

- 2日当周，大宗商品价格先升后降，南华商品指数总体收跌，但降幅收窄，工农商品表现分化，工业品指数降幅显著收窄，农产品降幅扩大。工业品中，国内稳增长政策发力下，黑色指数止跌转涨，原油价格回升推动能化指数降幅显著收窄，美联储降息预期减弱下，美元反弹，有色金属、贵金属指数降幅扩大。
- 外需继续走弱下，巴以冲突扩大对原油价格的推动是大宗商品的主要支撑，但结构上，国内地产政策进一步发力落地持续对内需主导的黑色产业情绪形成提振。
- 截止12月29日当周，南华商品期限溢价率普遍回落，南华商品指数对CCPI期限溢价率位于2019年以来历史93.29%分位水平，其中，螺纹、农产品、有色指数分别位于90.27%、77.12%、62.45%的较高分位水平，能化指数位于25.49%分位水平，估值较低。

图4.9：南华指数周度涨跌（%）

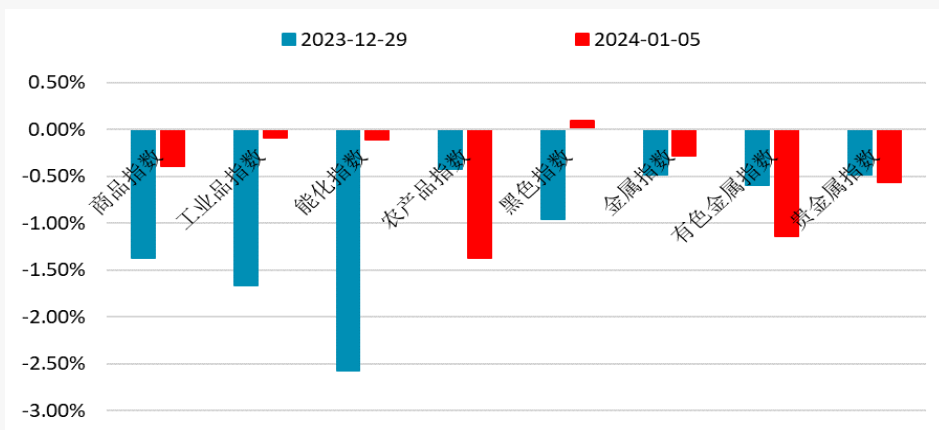
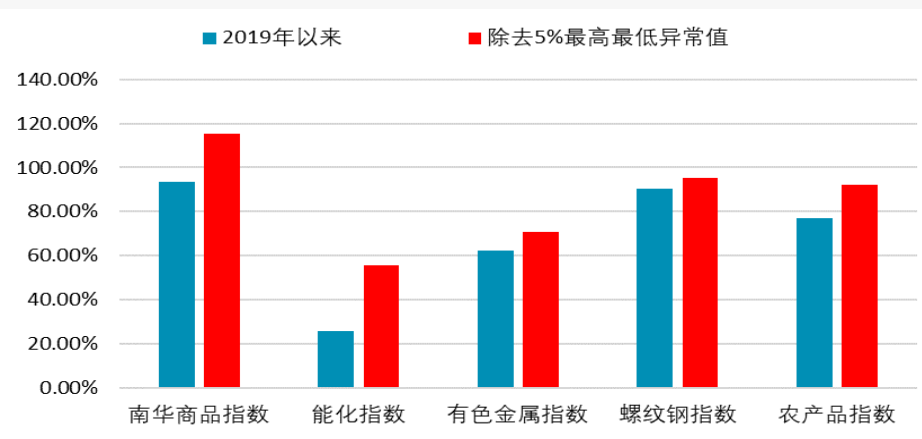


图4.10：南华商品期现溢价率分位数（%）



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 (1.8-1.12)

	重要财经数据与事件关注
2024/1/8	德国11月季调后工厂订单环比, 前值-3.7%
	欧元区1月Sentix投资者信心指数, 前值-16.8
	欧元区11月零售销售月率, 前值0.1%;
	欧元区12月消费者信心指数终值, 前值-15.1
	欧元区12月经济景气指数, 前值93.8
2024/1/9	日本12月东京CPI年率, 前值2.6%, 预期2.5%
	德国11月季调后工业产出月率, 前值-0.4%;
	欧元区11月失业率, 前值6.5%
	美国12月NFIB小企业信心指数, 前值90.6
	美国11月贸易帐, 前值-643亿美元, 预期-645亿美元
	2024年FOMC票委、亚特兰大联储主席博斯蒂克就经济前景发表讲话
2024/1/10	法国11月工业产出月率, 前值-0.30%
	美国11月批发库存月率修正值, 前值-0.2%
2024/1/11	美国至1月6日当周初请失业金人数(万人), 前值, 20.2
	美国12月CPI同比, 前值3.1%, 预期3.3%;
	美国12月核心CPI同比, 前值4%, 预期3.8%
2024/1/12	中国12月CPI同比, 前值-0.5%, 预期-0.3%
	中国12月PPI同比, 前值-3%, 预期-2.7%
	中国12月进口同比(按美元计), 前值-0.6%, 预期0%;
	中国12月出口同比(按美元计), 前值0.5%, 预期1.6%
	美国12月PPI年率, 前值0.9%;
	美国12月核心PPI年率, 前值2%
	中国12月新增人民币贷款(亿元), 前值10900;
	中国12月社会融资规模, 前值24500(待定)
中国12月M2货币供应年率, 前值10%(待定)	
	欧洲央行首席经济学家连恩发表讲话

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