

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15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

国内股市延续下行 美债利率跌至4%之下

8日当周，受风险情绪继续回落的影响，A股和H股延续下跌，与国内外股市走势分化，但随着风险溢价接近极值，周后市场情绪探底，主要周内跌幅收窄至2%之内。同时，在市场对15日央行可能降息的预期下，10年期国债收益率延续下行走势，再创新低收至2.502%。商品方面，沪金主力小幅收跌0.33%，南华商品指数跌幅扩至0.54%。

美国12月CPI涨幅超预期另美联储降息预期进一步减弱，但市场对美联储重启QE预期升温，支撑美国金融资产继续上涨，10年期美债收益率重新跌回4%水平以下，美国主要股指止跌转涨，标普500指数上涨1.84%，道指小幅收涨0.34%。美元持稳下，产油国增产叠加需求担忧令油价承压，尽管受红海局势再度紧张油价一度反弹，但当周总体收跌，拖累CRB指数下行0.58%，而美债利率下行及地缘风险发酵支撑金价上涨，Comex黄金主力止跌反弹，周度收涨0.04%。

图1.1 国内宏观大类资产表现

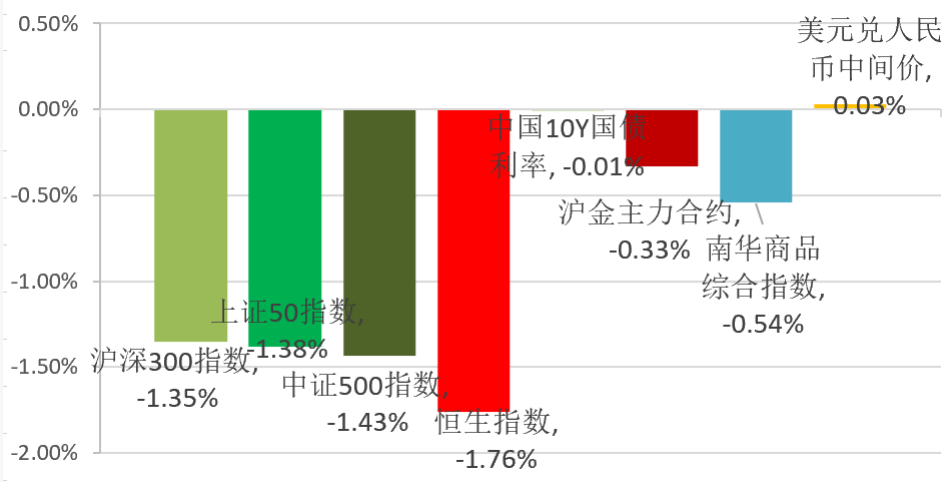
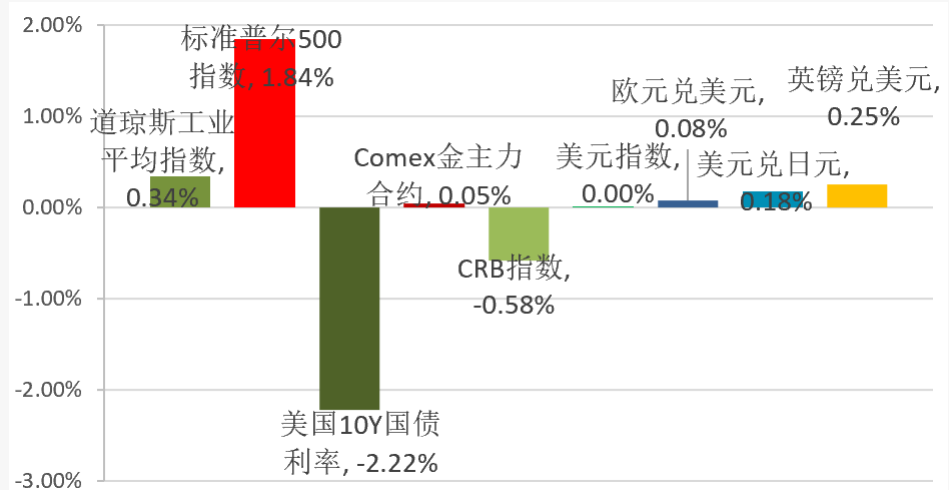


图1.2 海外宏观大类资产表现



资料来源：Wind、一德宏观战略部

02

国内经济跟踪

出口增长平稳 贸易顺差续升

□ 12月，国内出口增长平稳，低基数效应下，以人民币计价的出口当月同比增长由1.7%回升至3.8%。主要贸易伙伴中，美国对我国出口贡献转负，欧盟对我国出口边际拉动明显加大，是我国出口的主要支撑，体现了美国经济高位趋弱及欧元区经济底部企稳的经济走势差异。主要出口商品中，汽车，船舶继续维持较快增长，对出口形成支撑，在欧美圣诞季需求推动下，劳动密集产品出口降幅明显收窄，随着美国地产销售持续回暖，地产后周期商品出口加快，以手机为代表的电子产品在前期出口较快增长下，本月同比转负。

□ 12月我国以人民币计价的进口同比由0.6%回升至1.6%，增长进一步回升，主要进口商品中，铁矿，原油等上游原材料进口增长较快，体现了国内商品价格回升下，国内建筑开工生产恢复对进口的拉动。

□ 2023年四季度以来，我国贸易顺差持续回暖，对我国经济的支撑不断增强。

图2.1：主要贸易伙伴对我国出口贡献度（%）

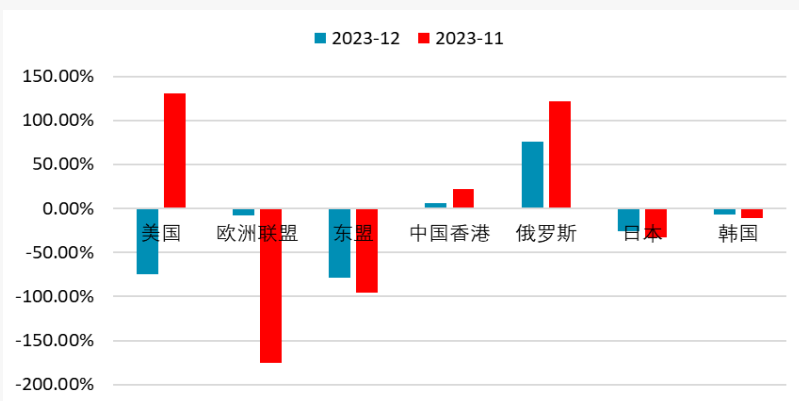


图2.2：我国主要商品进口当月同比（%）

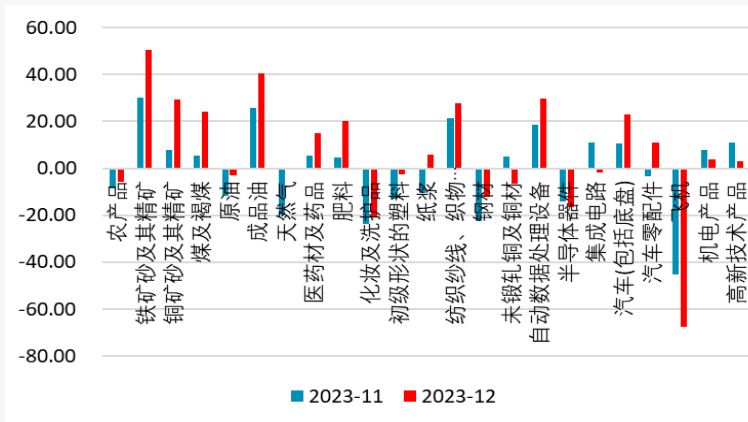
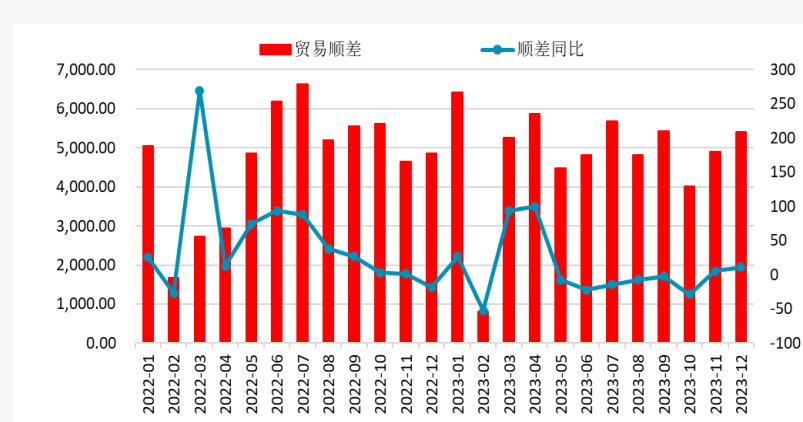


图2.3：我国贸易顺差当月值与同比增长（亿元，%）



资料来源：Wind、一德宏观战略部

地产成交维持弱势 乘用车销售预期仍好

8日当周，30大中城市商品房成交小幅回升，日均成交面积周环比上涨6.57%，30大中城市商品房成交面积7天移动平均值有所企稳但仍位于近两个月低位。

1月首周，国内乘用车销售延续上涨，乘用车厂家日均零售同比增长21.1%，涨幅连续三周扩大，批发量同比增长13.94%，涨幅收窄。2023年12月国内乘用车市场零售销量同比增长8.5%，环比增长13.1%。2023年累计零售2169.9万辆，同比增长5.6%，乘联会分析认为，2023年国内汽车市场在国内外市场共同推动之下全年呈现一路上涨的态势，预计2024年一季度车市将会有较好表现，春节前的车市销量仍可以实现同比增长，1月由于春节错位，节前有效产销时间拉长，“开门红”效果会很突出。

图2.4：30大中城市商品房成交面积7MA（万平方米）

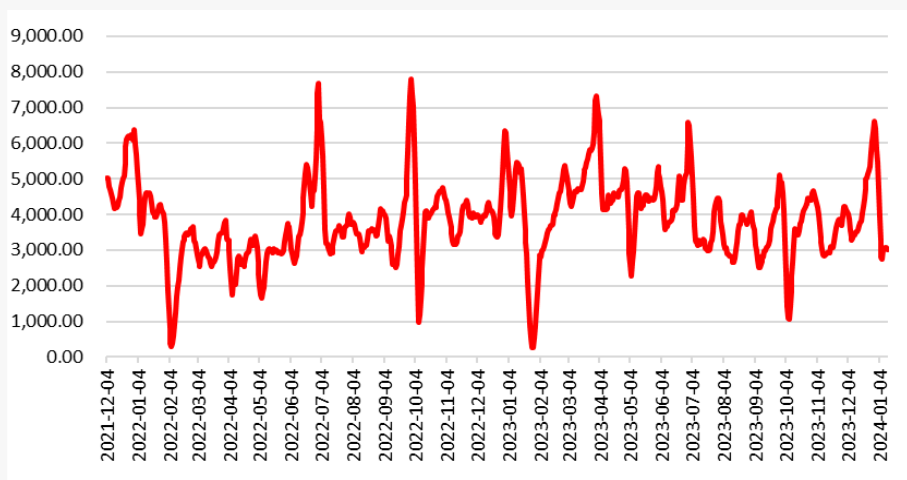
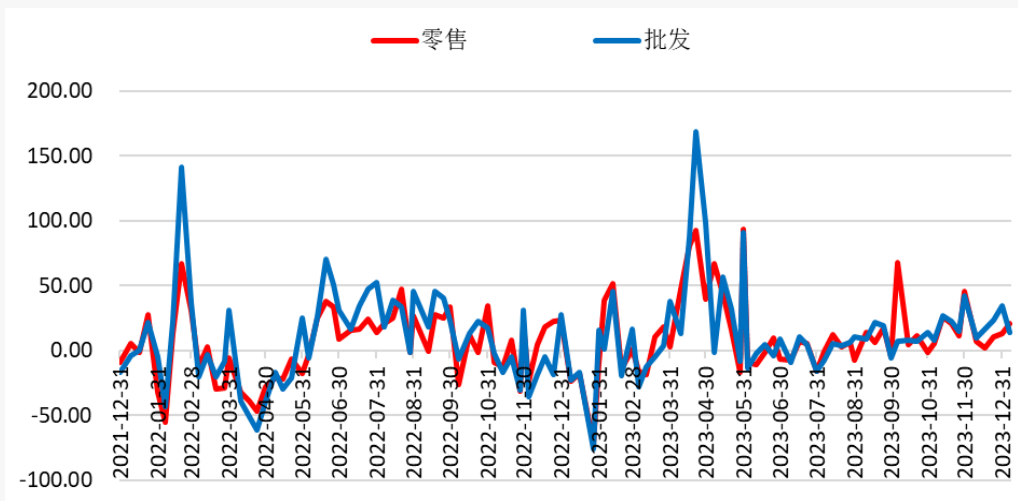


图2.5：乘用车销量当周同比增长（%）



资料来源：Wind、一德宏观战略部

通胀同比改善 内生动力仍弱

12月，受果蔬价格上涨及猪肉价格降幅收窄带动CPI食品价格大幅反弹的推动，国内CPI环比增长0.1%，止跌回升，同比降幅由0.5%收窄至0.3%。受油价下跌导致交通工具燃料环比大幅下行的影响，CPI非食品环比下降0.1%，但在假期出行需求的支撑下，核心CPI环比增长0.1%，同比增长0.6%，保持稳定。

12月PPI环比-0.3%，基数走低下，同比降幅收窄至2.7%，结构上，12月原油价格下行影响石油和天然气开采业、石油煤炭、化工行业价格环比加速下跌是主要拖累，工业产出增长加快及汽车销售超预期增长下，黑色冶炼、汽车制造业行业价格回升明显。总体看，在国内供给恢复快于需求的背景下，国内PPI仍面临修复压力，但12月中旬以来红海局势紧张引发能源价格上涨预期将对PPI形成支撑。

图2.6：国内CPI环比（%）

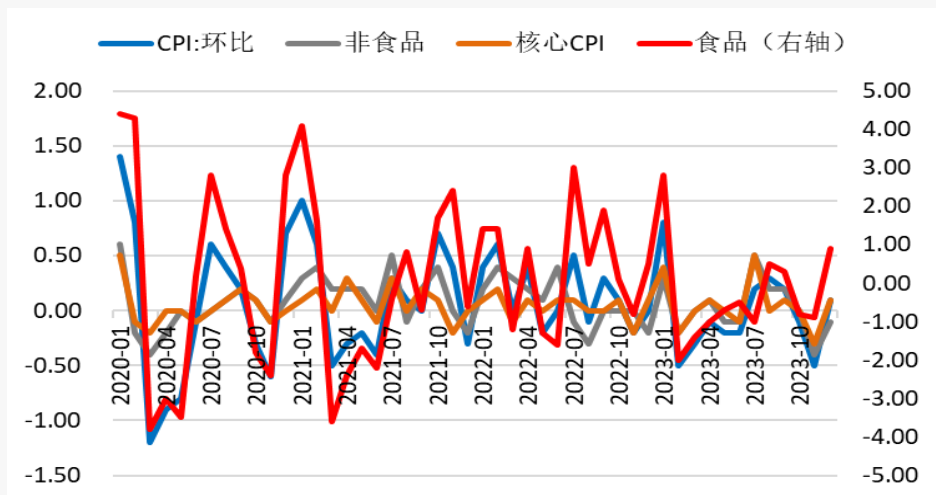
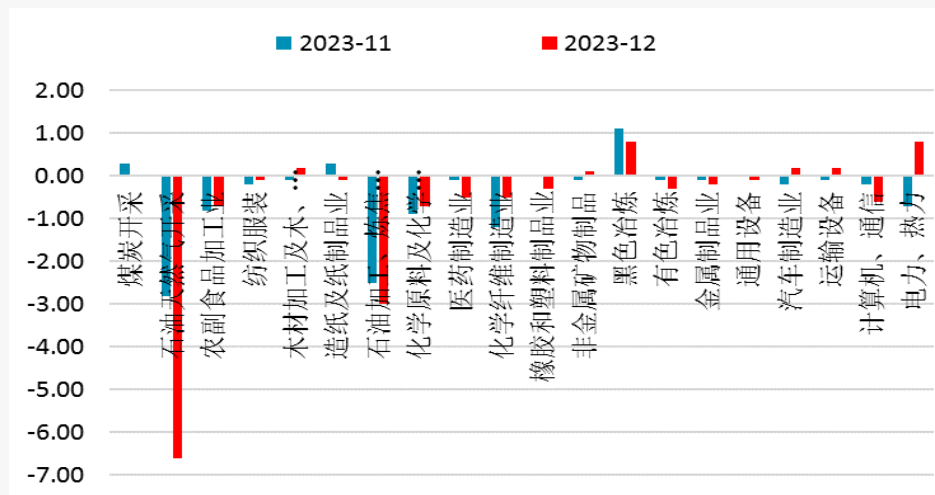


图2.7：12月PPI环比（%）



资料来源：Wind、一德宏观战略部

需求持续回落 食用农产品价格涨幅普降

8日当周，国内主要食用农产品价格涨幅普遍回落，随着节后需求的进一步下滑，生猪养殖端谨慎预期再度升温，加快出栏意愿增加，生猪市场延续供过于求格局，猪肉当周日均价格环比降幅进一步加大。蔬菜价格周环比下降1.57%，出现回落，水果价格周环比上涨0.48%，涨幅较前一周收窄。

图2.8：国内猪肉、果蔬日均价（元/公斤）

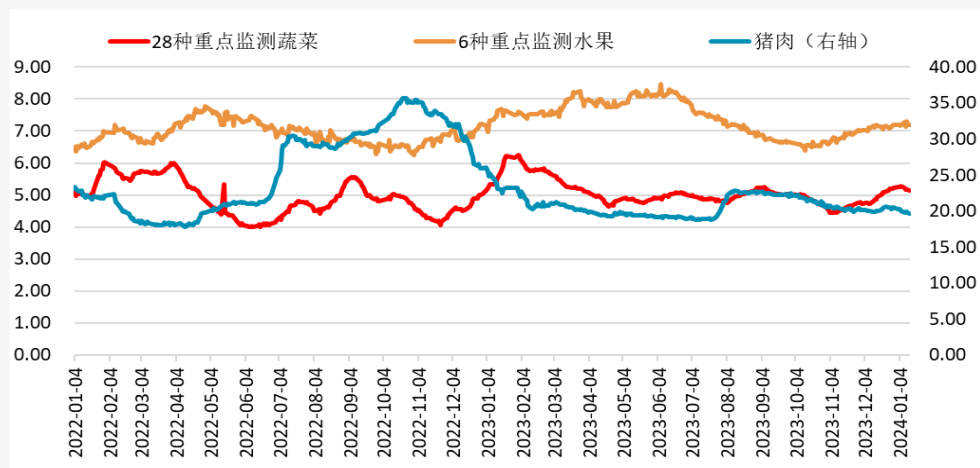
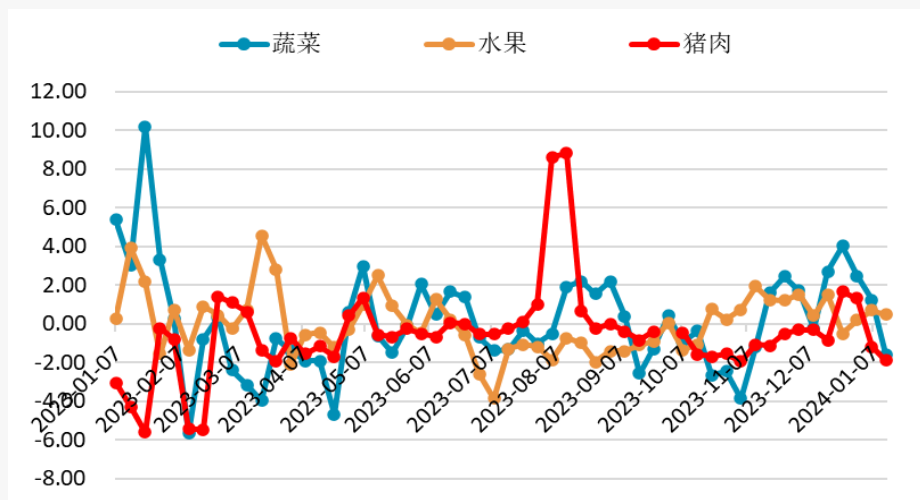


图2.9：国内猪肉、果蔬日均价周环比（%）



资料来源：Wind、一德宏观战略部

信贷结构仍弱 资金活化不足

- 12月，国内新增人民币贷款1.17万亿元，同比少增2401亿元，结构上，居民贷款同比小幅多增468亿元，其主要受到假期居民消费增加带动居民短期贷款同比多增872亿元，地产销售增长乏力下，居民长贷款同比少增403亿元。企业长贷同比少增3498亿元，为连续第6个月少增，且降幅进一步加大，反映出实体信贷需求继续走弱，信贷结构恶化。
- 12月社会融资规模增量为1.94万亿元，同比多增6169亿元，其中，政府债券同比多增6470亿元是主要拉动，反映了稳增长政策靠前发力，企业债在低基数效应下，同比少减2262亿元，亦对社融有所支撑。但社融口径下新增信贷同比少增3351亿元，对社融形成拖累。
- 受信贷走弱的拖累，12月M2同比增长9.7%，低基数下回落0.3个百分点，M1同比持平于前值的1.3%，市场资金活化程度偏低，存款结构上，在财政存款下降较多的情况下，企业活期存款未现明显增长，企业投资意愿不足下，稳增长政策对实际投资的拉动效果仍有待释放。

图2.10：新增信贷同比增减（亿元）

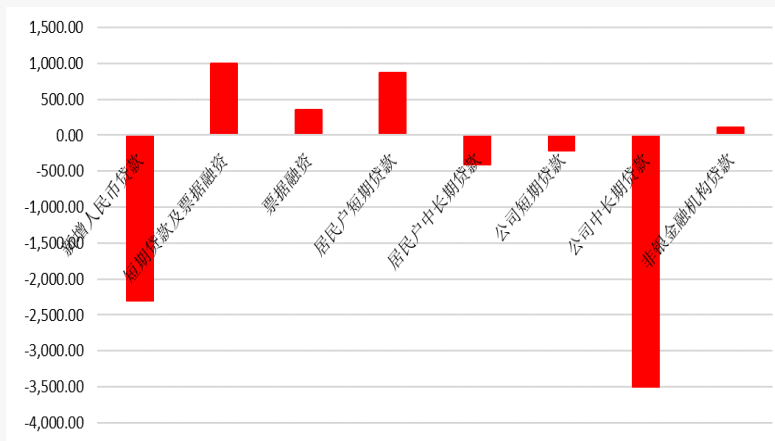


图2.11：国内新增社融同比增减（亿元）

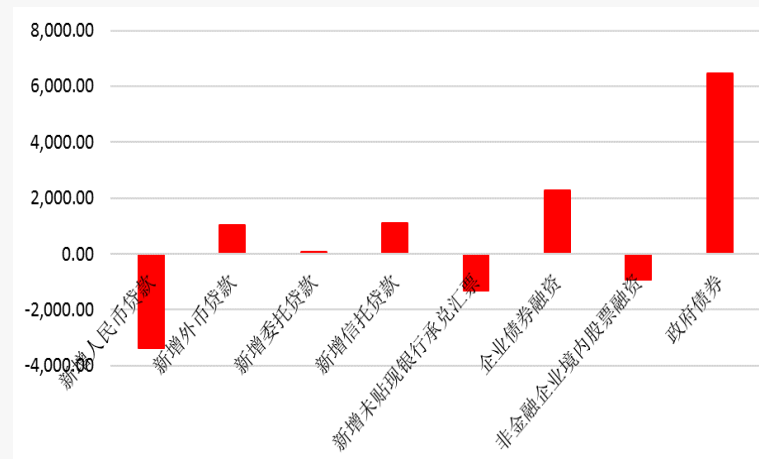
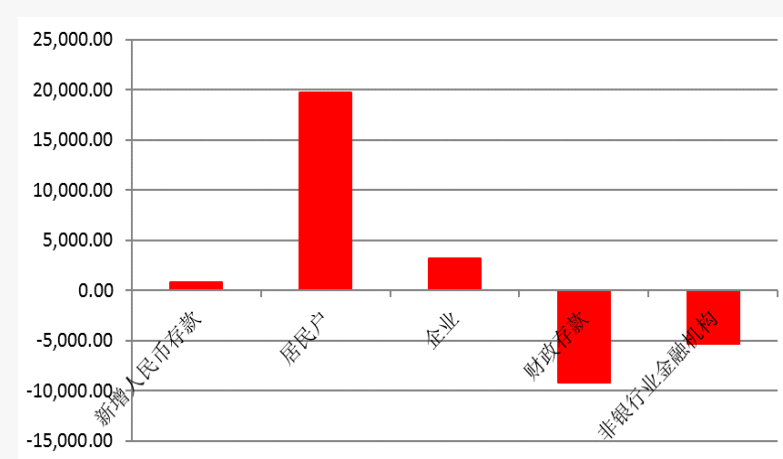


图2.12：新增人民币存款当月值（%）



央行小幅回笼 市场资金平稳宽松

□ 8日当周，央行进行了2270亿元逆回购投放，当周有4160亿元逆回购到期，当周净回笼1890亿元。银行市场资金面平稳宽松，银行市场利率小幅上行，DR001周均值环比上涨4BP至1.61%，DR007周均值环比上涨4BP至1.81%。

图2.13：央行公开市场净投放（亿元）

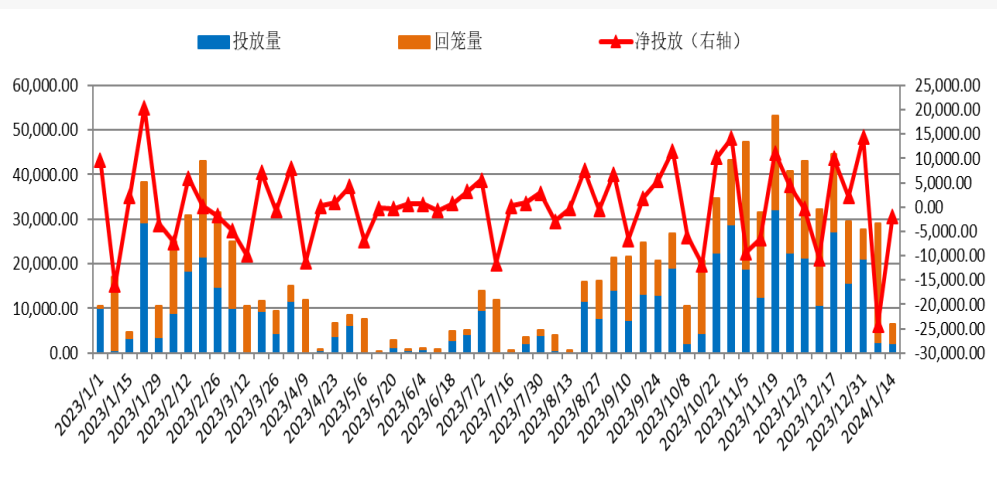
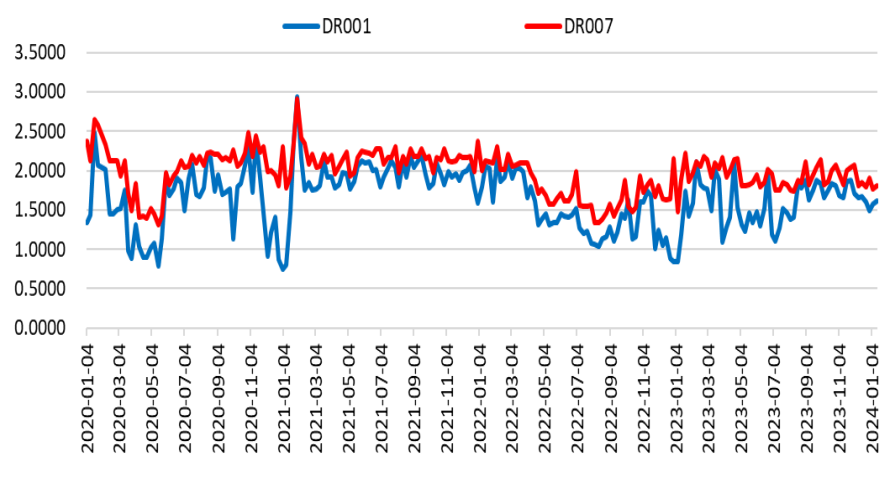


图2.14：银行间质押式回购加权利率（%）



资料来源：Wind、一德宏观战略部

03

海外经济跟踪

美国CPI超预期 核心通胀预期缓落

- 美国12月CPI表现超出预期，其中，CPI同比上涨3.4%，高于11月的3.1%及预期的3.2%，为三个月来的最高涨幅；CPI环比增长由0.1%升至0.3%，预期为0.2%。结构上看，影响CPI涨幅超预期的主要因素来自食品价格增长创下新高及能源价格环比转涨。
- 剔除食品和能源成本的核心CPI同比增长回落0.1%至3.9%，2021年5月以来首次跌破4%，略高于预期值3.8%，环比增长持平于前值0.3%，符合预期。核心CPI中，住房与二手车价格超预期反弹分别推动核心商品与核心服务价格回升，后市看随着消费需求的走弱，核心商品价格将稳步回落，但核心服务价格在房租合约滞后签订的影响下或仍将维持一定韧性，在此支撑下，美国核心通胀回落步伐或较为缓慢。
- 美国通胀超预期反弹叠加近期红海局势持续紧张推升商品通胀预期回升，进一步降低了美联储3月启动降息的可能，在美国核心通胀稳步缓落的预期下，短期地缘政治及供给冲击等因素可能成为扰动市场预期的主要因素，美债及美元仍有波动的风险。

图3.1：美国CPI主要分项环比（%）

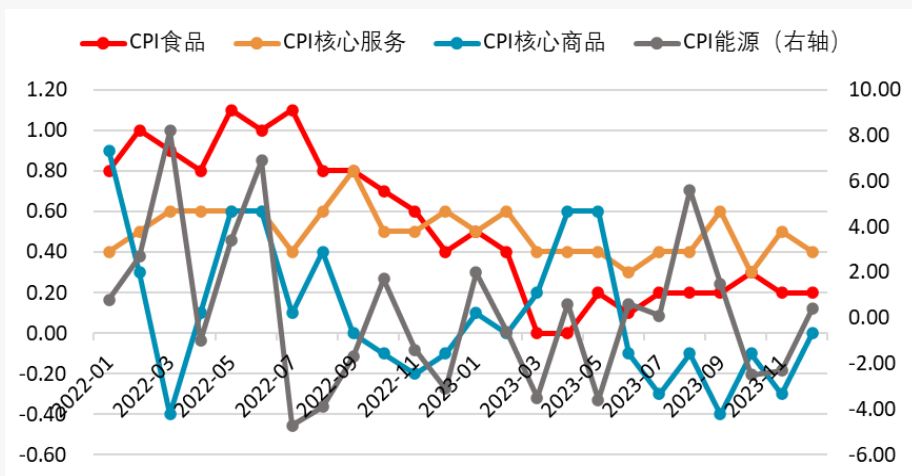
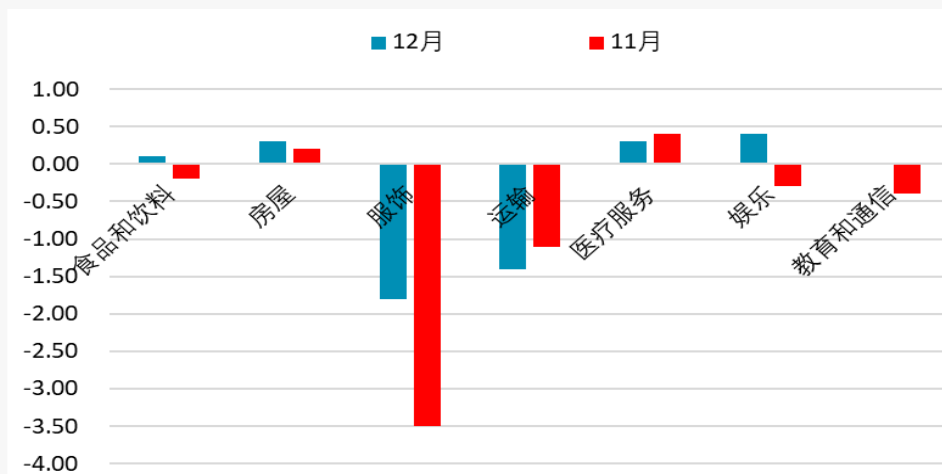


图3.2：美国CPI大类分项环比（%）



资料来源：Wind、一德宏观战略部

避险情绪驱动降息预期再度走高

□当周，尽管通胀数据超预期回落一度驱动市场预期修正，但邻近周末红海地缘局势加剧令市场避险情绪升温，这驱动市场更为激进地定价年内降息预期，也使得乐观情绪达到12月FOMC结束以来的顶峰。美联储观察工具显示的年内降息增至7次，即除1月外每次会议均降息，远超过去年12月点阵图委员们预计的3次水平，其中，3、5、6、7、9降息概率均已超50%。

图3.3：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*	12月CPI数据并未让考虑今年内降息决策者眼中的通胀路径更为清晰。
2	亚特兰大联储博斯蒂克*	短期货币政策应继续保持紧缩状态，维持对下半年加息两次的判断。
3	美联储理事鲍曼*	当前政策利率具备限制性，如通胀按预期回归，乐于支持年内降息。
4	纽约联储威廉姆斯*	通胀率回到2%目标上还有距离，现在降息为时过早，目前尚无明确降息时间表。
5	芝加哥联储古尔斯比	需要看到更多数据证实近期物价压力有所缓解，才能判断应该从何时开始降息，以及以何种速度降息。
6	克利夫兰联储梅斯特*	最新的CPI数据显示通胀率回到美联储2%目标的道路坎坷不平，这意味着联储在3月下调政策利率可能为时过早。

图3.4：美联储未来几次会议降息概率

CME FEDWATCH TOOL - MEETING PROBABILITIES											
MEETING DATE	275-300	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%	5.2%	94.8%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	4.1%	76.9%	19.0%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%	11.5%	71.0%	17.0%	0.0%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	4.0%	30.8%	53.5%	11.5%	0.0%	0.0%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%	6.0%	32.5%	50.4%	10.7%	0.0%	0.0%	0.0%
2024/9/18	0.0%	0.0%	0.4%	5.9%	32.0%	50.0%	11.5%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%
2024/11/7	0.0%	0.3%	3.9%	22.5%	43.5%	25.4%	4.3%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
2024/12/18	0.2%	3.2%	18.8%	39.3%	29.0%	8.5%	0.9%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

资料来源：CME、一德宏观战略部

欧洲经济景气超预期上修

- 欧元区12月经济景气指数为96.4，创七个月高，连续三个月改善，好于预期的94.2。分项指标普遍上涨，工业景气指数回升0.3至-9.2，消费者景气指数回升0.1至-15.0，服务业景气指数上涨3.5至8.4，欧元区经济前景出现持续回升的迹象。
- 欧元区11月零售销售同比降幅扩大0.3个百分点至-1.1%，但好于下降1.50%的预期，零售销售环比下降0.3%，由正转负，符合预期。与此同时，欧元区11月失业率进一步降至6.4%，持平于历史最低水平，在需求走弱的情况下，企业囤积劳动力使得劳动力市场韧性超出预期，经济疲软的影响尚未完全传导至劳动市场，短期内工资上涨压力对通胀造成上行风险，降低欧央行降息预期。

图3.5：欧元区经济景气指数

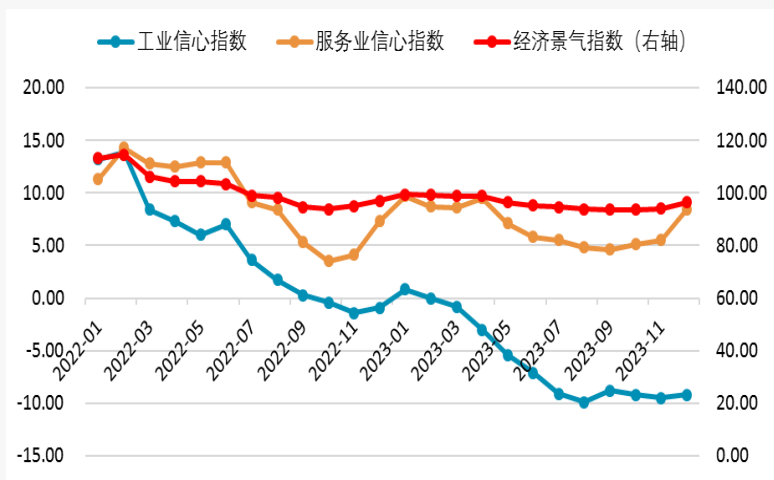


图3.6：欧元区零售销售

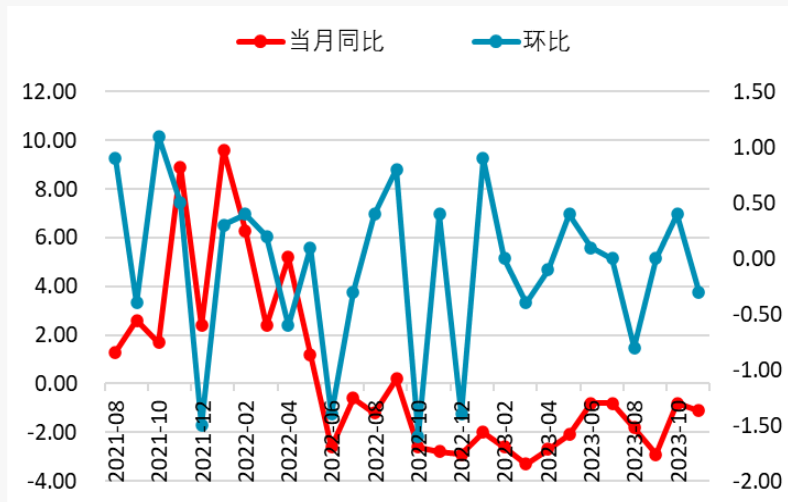
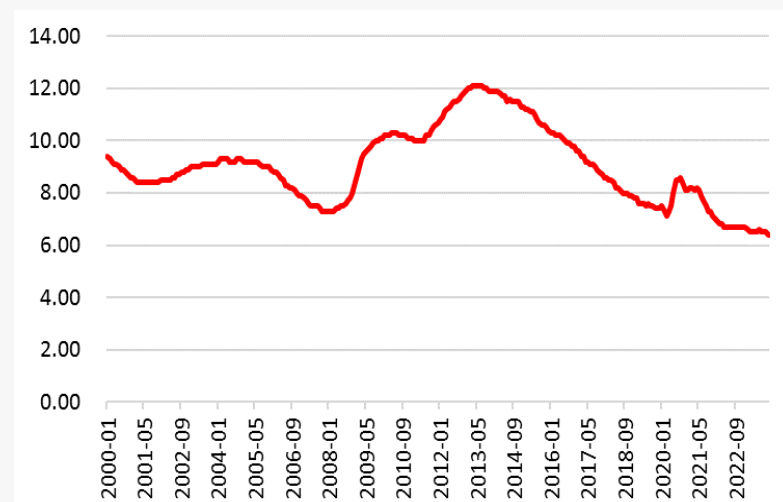


图3.7：欧元区失业率



资料来源：Wind、一德宏观战略部

德国工业持续承压 英国经济温和反弹

□ 11月，德国工厂订单增长0.3%，远低于1.1%的预期，受订单需求持续低迷的影响，德国11月工业产出环比下降0.7%，降幅较10月扩大0.3个百分点，为连续第六个月出现下降，远不及增长0.3%的市场预期，同比降幅由3.5%扩大至4.8%，不及下降4%的预期。在全球经济需求下滑及国内利率与能源价格高企的影响下，德国工业生产仍持续承压。

□ 英国11月GDP环比增长0.3%，扭转了10月下滑0.3%的局面，好于预期的增长0.2%，但三个月环比下降0.2%，表明英国经济温和反弹，但四季度仍有衰退的风险。11月，英国工业生产环比增长0.3%，止跌反弹，同比下降0.1%，降幅收窄，其中，制造业产出回升较为明显，环比由-1.2%大幅回升至增长0.4%，高于预期的0.3%，同比上涨由0.2%扩大至4.3%，建筑业产出环比降幅小幅收窄，同比增长回落0.4个百分点至0.9%。

图3.8：德国工业订单与产出环比（%）

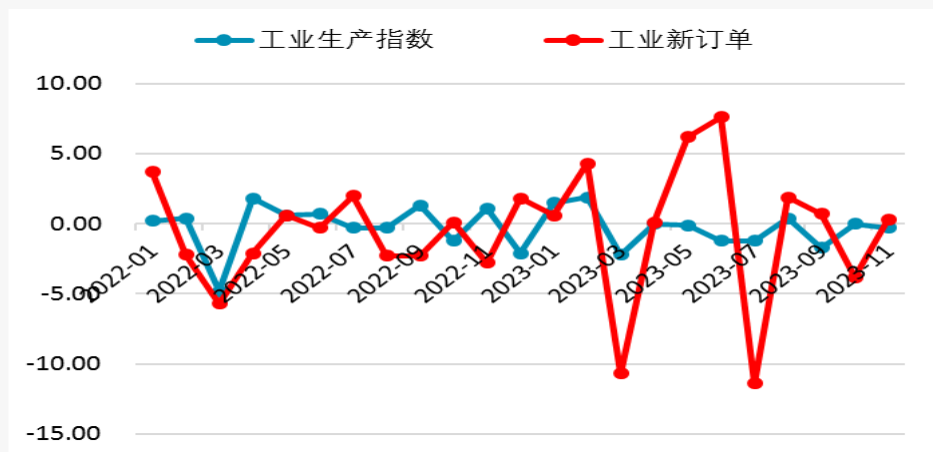
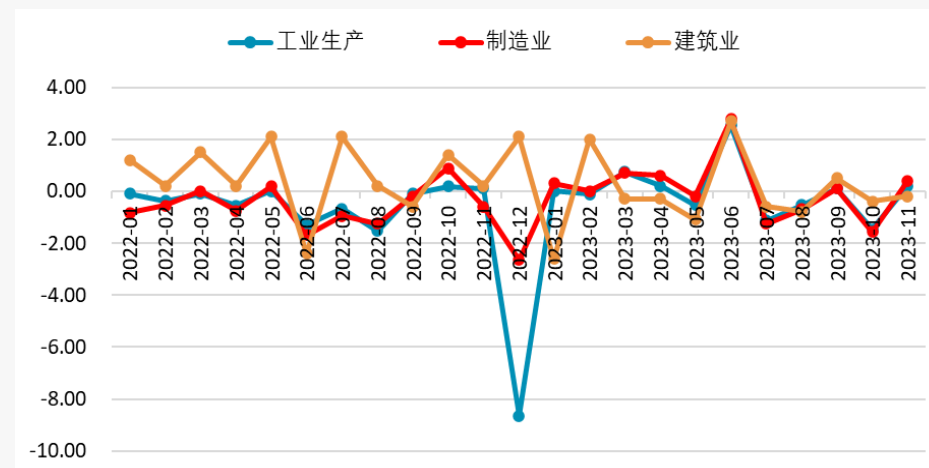


图3.9：英国工业产出环比增长（%）



资料来源：Wind、一德宏观战略部

04

资产配置建议

国内市场风险情绪企稳

8日当周，国内市场风险情绪继续走弱，股债收益率差由前一周的历史95.82%分位数水平上涨至历史97.89%的分位数水平；股债收益比由前一周的历史95.87%分位数水平升至历史98.26%的分位数水平。

图4.1：股债收益率差

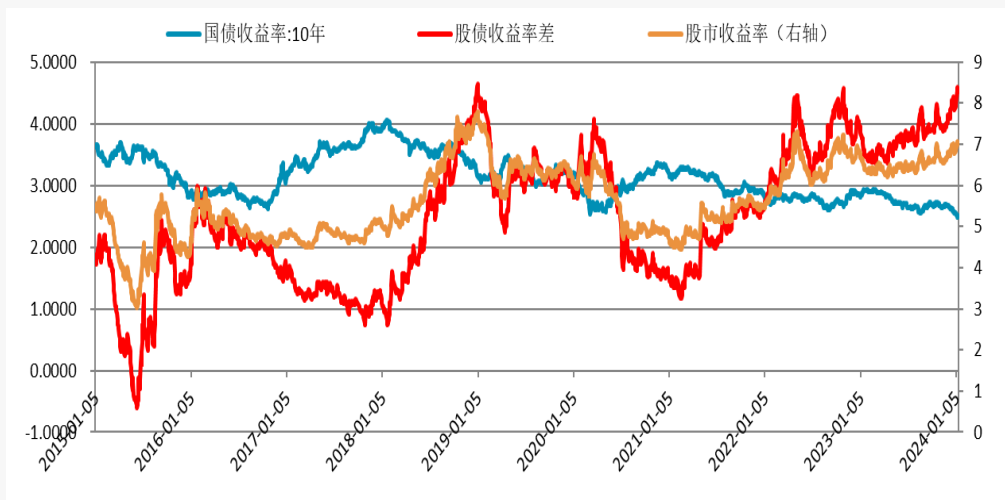
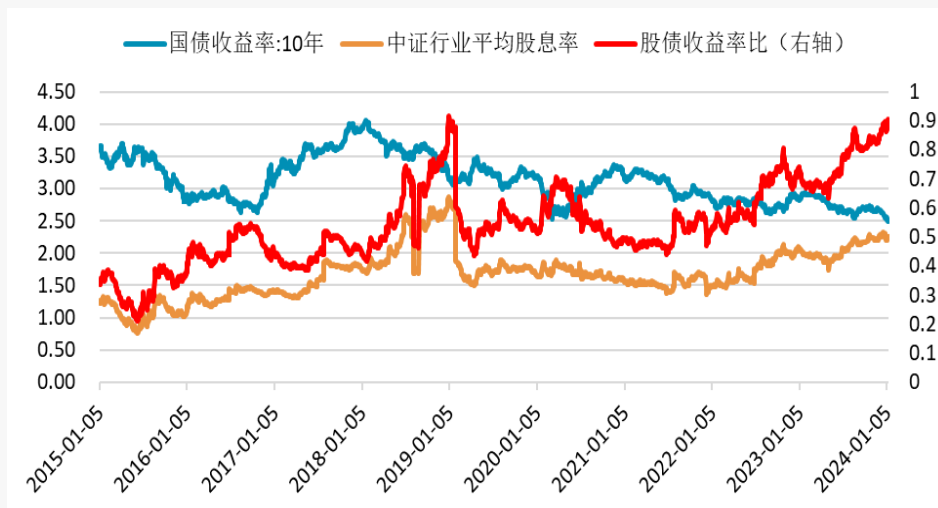


图4.2：股债收益率比



资料来源：Wind、一德宏观战略部

A股

8日当周指数继续调整，创业板回调力度小于主板。日均成交额开始萎缩，北向资金连续2周流出，个股赚钱效应维持低位。海外权益市场风险情绪有所回暖，持有成本两端走势分化。盘面上，高低切换风格延续或预示指数继续向下调整空间有限，操作上如继续调整可适当转向积极。策略上，持仓为主，关注指数在2022年4月低点2863附近的入场机会。

图4.3：近10日市场热度图

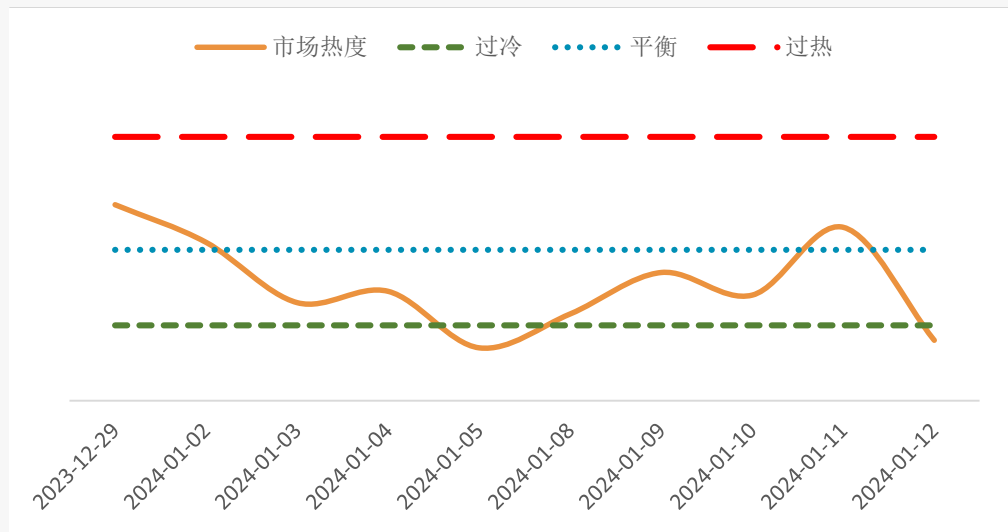
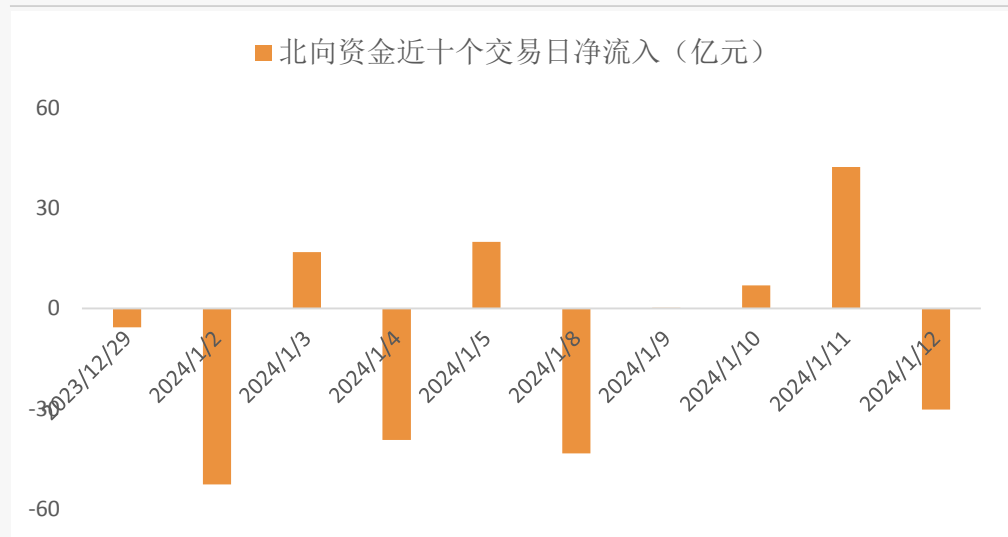


图4.4：近10日北向资金表现

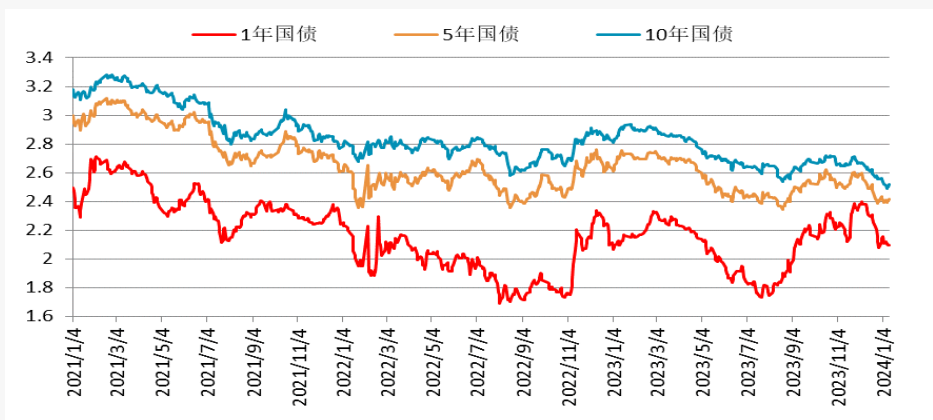


资料来源：wind、一德宏观战略部

国债

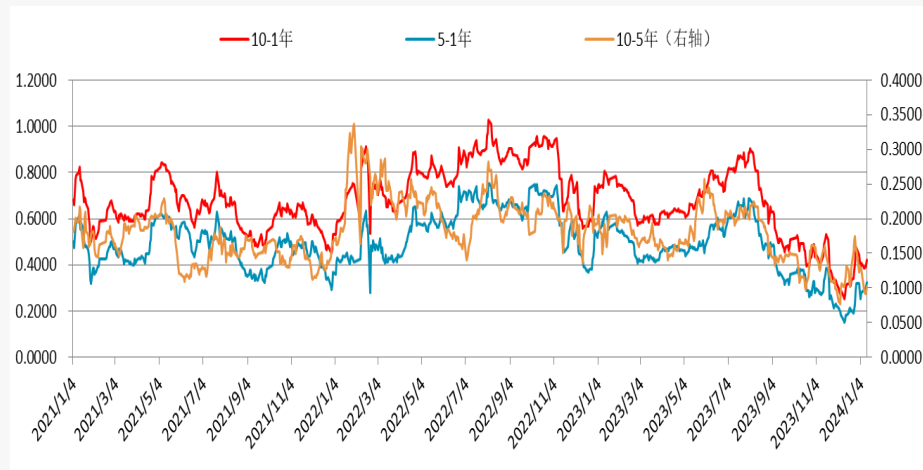
国债层面，8日当周，市场对宽货币预期反复主导债市波动，周初随着市场宽货币预期升温，长债利率显著回落，周后期在市场乐观情绪消退下，长债利率明显反弹。8日当周公布的12月国内外贸，通胀及外贸数据维持稳定，但通胀、信贷结构上反映出内需增长动力不足，货币政策宽松预期仍强，经济及货币双重支撑下，债市仍有上涨可能，但随着月中税期临近，短期市场资金或面临压力，策略上继续维持仓位，或贷款利率反弹适当加仓。

图4.5：国债到期收益率（%）



资料来源：中债登网站，一德宏观战略部

图4.6：国债利差（%）



黄金

当周金价探底回升，通胀数据一度打压降息预期但不及地缘局势恶化引发避险情绪升温的影响，市场降息乐观程度创去年12月FOMC会议以来最高，与联储预期再度拉开明显差距。技术上，金银错位见顶结构仍未化解，但日线一笔调整或因消息刺激结束进而开始反弹。持续关注地缘局势进展。操作上，暂持剩余头寸，如回调可适当增配，当前价位不作配置推荐。

图4.7：美国10Y国债实际利率与名义利率（%）

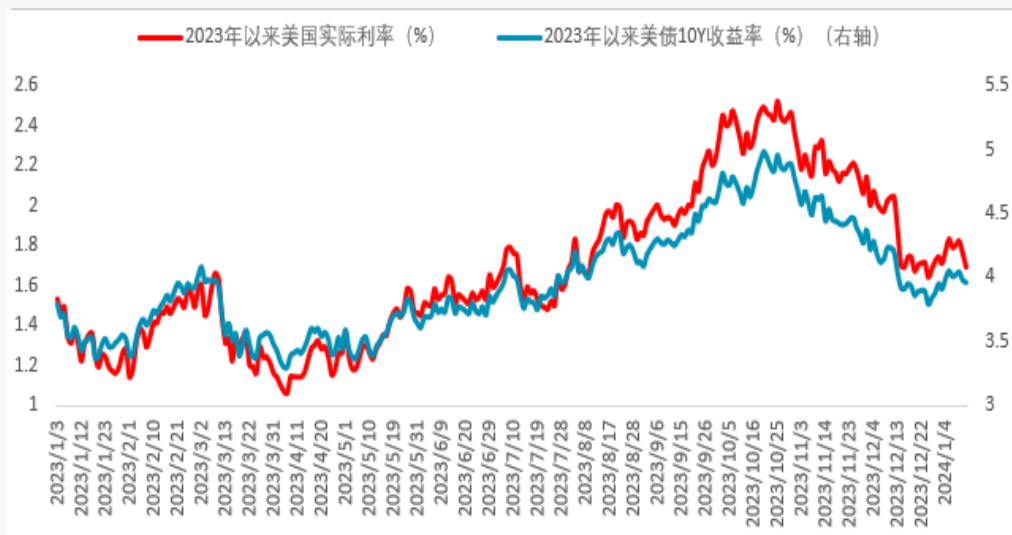


图4.8：美国10Y国债盈亏平衡通胀率（%）



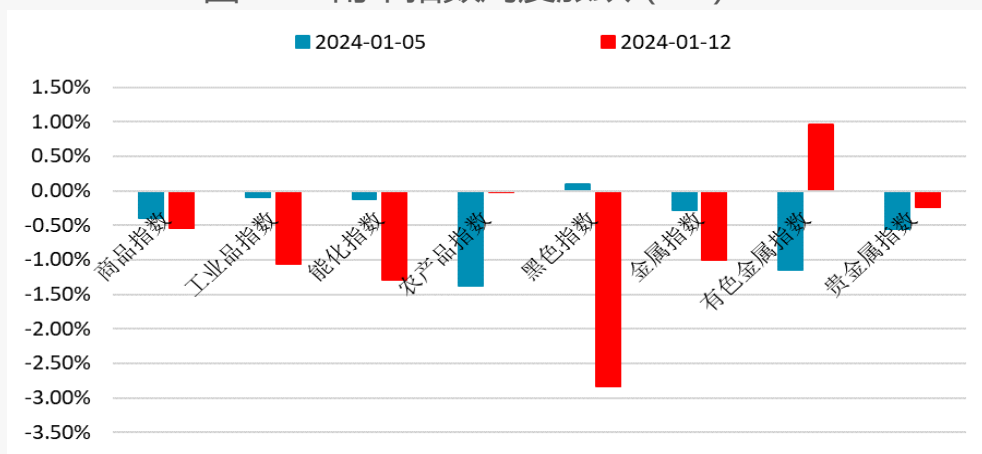
资料来源：wind、一德宏观战略部

大宗商品

8日当周，大宗商品价格先跌后涨，总体收跌，南华商品指数周跌幅较前一周扩大，工农商品普遍回落，农产品降幅显著收窄，工业品指数受黑色指数大幅走弱的影响下，降幅显著扩大。在美元指数持稳下，前半周商品价格在美国降息预期减弱及OPEC增产打压油价影响下走低，后半周随着红海局势再度紧张油价反弹带动商品价格总体回升。黑色指数随着政策预期消化，在上游原料价格走弱下，价格显著回调。

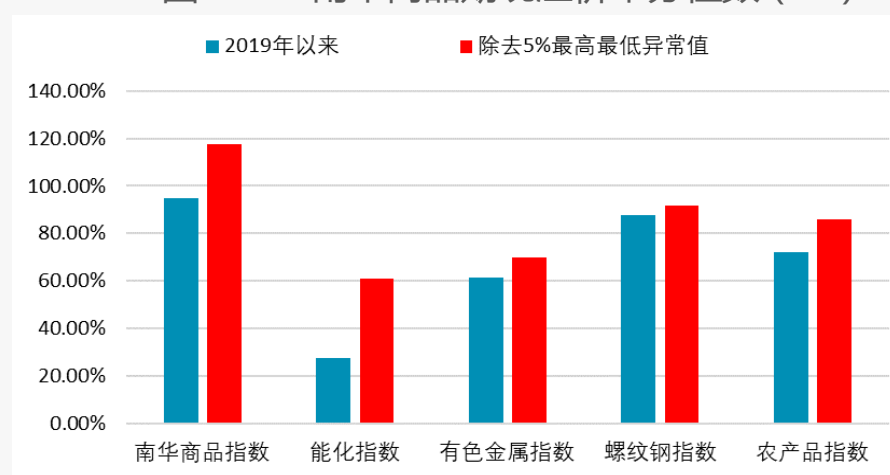
截止1月5日当周，南华商品期限溢价率总体回升，但除能化商品溢价回升外，主要商品溢价普遍下降，其中，南华商品指数对CCPI期限溢价率位于2019年以来历史94.93%分位水平，其中，螺纹、农产品、有色指数分别位于87.48%、72.15%、61.45%的较高分位水平，能化指数位于27.42%分位水平，估值较低。

图4.9：南华指数周度涨跌（%）



资料来源：Wind、一德宏观战略部

图4.10：南华商品期现溢价率分位数（%）

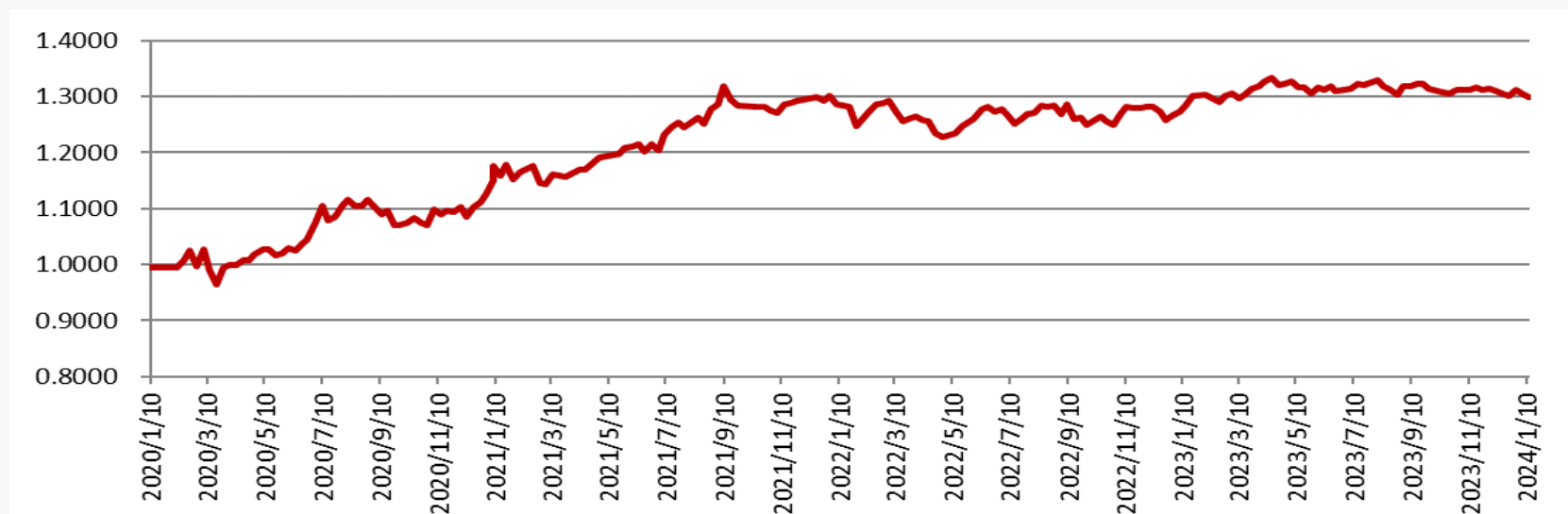


配置建议与策略跟踪

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 (1.15-1.19)

重要财经数据与事件关注	
2024/1/15	德国2023年末季调GDP增速, 前值1.80%
	欧元区11月工业产出同比, 前值-6.6%;
	欧元区11月工业产出环比, 前值-0.7%
	美国金融市场因马丁·路德·金纪念日休市一日 第54届世界经济论坛年会在达沃斯举行, 主题为“重建信任”
2024/1/16	德国12月CPI同比终值, 前值3.7%
	英国12月失业率, 前值4%
	欧元区1月ZEW经济景气指数, 前值23
	加拿大12月CPI同比, 前值3.1%
2024/1/17	中国12月城镇调查失业率, 前值5%, 预期5%
	中国12月社会消费品零售总额同比, 前值10.1%, 预期8%
	中国1至12月全国房地产开发投资, 前值-9.4%, 预期-9.4%
	中国12月规模以上工业增加值同比, 前值6.6%, 预期6.6%
	中国四季度GDP同比, 前值2.9%, 预期5.2%
	欧元区12月调和CPI环比, 前值0.2%
	美国12月零售销售环比, 前值0.3%, 预期0.4%
	美国12月进口物价指数同比, 前值-1.4%
	美国12月工业产出环比, 前值0.2%, 预期-0.1%
美国11月商业库存环比, 前值-0.1%, 预期-0.1%	
2024/1/18	日本11月工业产出同比终值, 前值-1.4%
	美国12月新屋开工(万户), 前值156, 预期140.8
	美国12月营建许可(万户), 前值146, 预期147.6
	美国至1月13日当周初请失业金人数(万人)
	欧洲央行公布12月货币政策会议纪要
2024/1/19	日本12月CPI同比(%), 前值2.8; 日本12月核心CPI同比(%), 前值2.5;
	日本12月核心的核心CPI同比(%), 前值3.8;
	德国12月PPI同比, 前值-7.9%
	美国12月成屋销售年化总数(万户), 前值382, 预期383
	美国1月密歇根大学消费者信心指数初值, 前值69.7, 预期68

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