

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22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

国内资产表现偏弱 美债利率明显走高

15日当周，国内经济数据表现一般，降息预期落空，国债收益率先升后降波动加大，总体小幅下行1bp。A股呈现分化，中小板跌幅大于大盘；H股跌幅最深达5.76%，创2022年11月以来新低。商品方面，沪金主力小幅收跌0.08%，南华商品指数上涨0.43%。美元反弹下，人民币小幅贬值0.16%至7.1167。

当周，美国12月份零售销售数据强于预期，美联储理事沃勒警告宽松货币政策可能慢于预期后，美国国债收益率走高至4.15%，也推动了美元的反弹，非美货币对美元汇率出现相应贬值。之外，海外权益类资产表现优异，商品指数小幅上涨。其中，标普500指数上涨1.17%，道指收涨0.72%，CRB指数上涨0.38%。美元的反弹，加上国债收益率的飙升，打压金价周内下跌超过1%。

图1.1 国内宏观大类资产表现

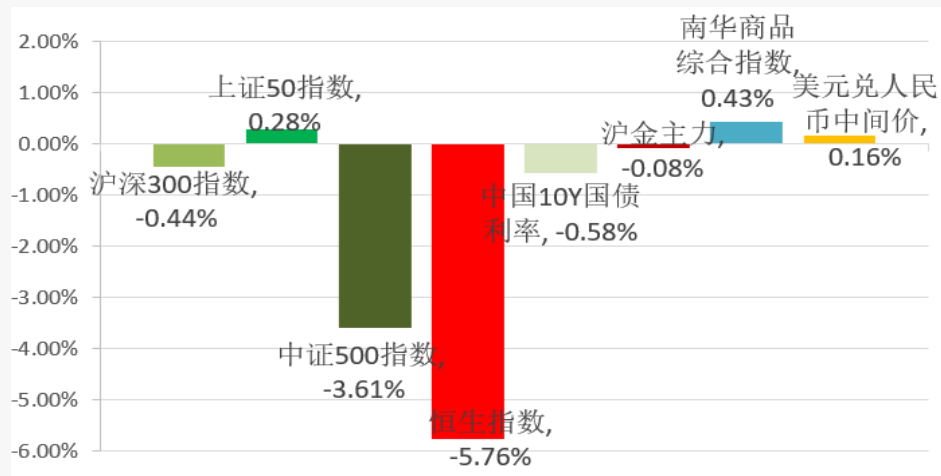
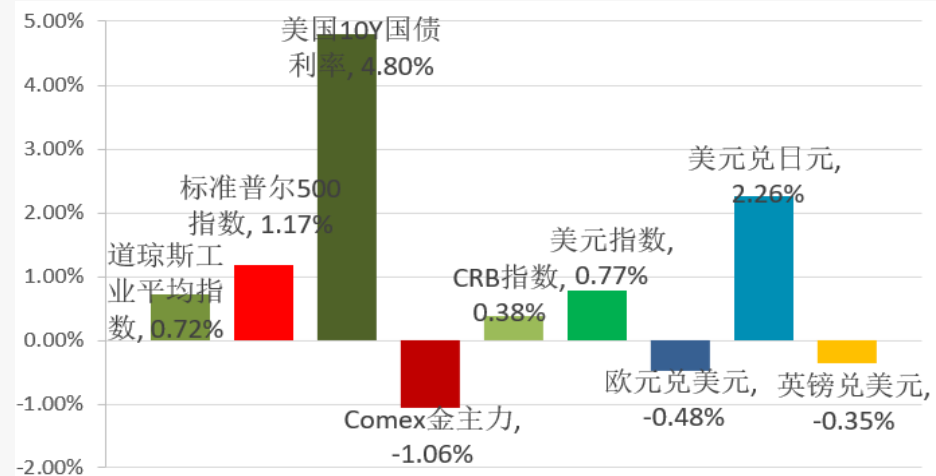


图1.2 海外宏观大类资产表现



资料来源：Wind、一德宏观战略部

02

国内经济跟踪

生产扩张投资企稳 商品零售制约消费动能

- 12月，工业增加值同比实际增长6.8%，回升0.2个百分点，国内工业生产仍保持较快的扩张步伐。高技术制造业在外需带动下结构分化或还将延续，且持续回升的基础并不牢固；传统制造业因终端需求疲弱而企业信心不强而恢复承压，2024年增速进一步扩大还需动能累积。
- 12月，固定资产投资累计同比增长3%，是年内首次企稳后回升。三大投资中，基建（不含电力）和制造业投资增速分别回升0.1、0.2个百分点至5.9%和6.5%，房地产投资延续小幅回落0.2个百分点至-9.6%。2024年，补库周期对制造业投资稳步增长的驱动仍在，万亿国债和PSL政策落地对上半年基建和地产投资也有一定拉动，预计近期固定资产投资增速会延续回升态势。
- 12月，社会消费品零售总额同比增速7.4%，回落2.7个百分点；12月复合增长率2.7%，高于上月0.9个百分点，实际消费的恢复动能环比有增强，但仍弱于三季度。当前商品零售的恢复不足还是制约消费动能提升的关键。2024年，低基数影响因素消除，消费的增速会回到5%以下，而能不能形成经济的有效拉动还有赖于居民就业和收入改善程度，及居民对经济恢复预期能否如期兑现。

图2.1：规上工业增长当月同比及环比（%）

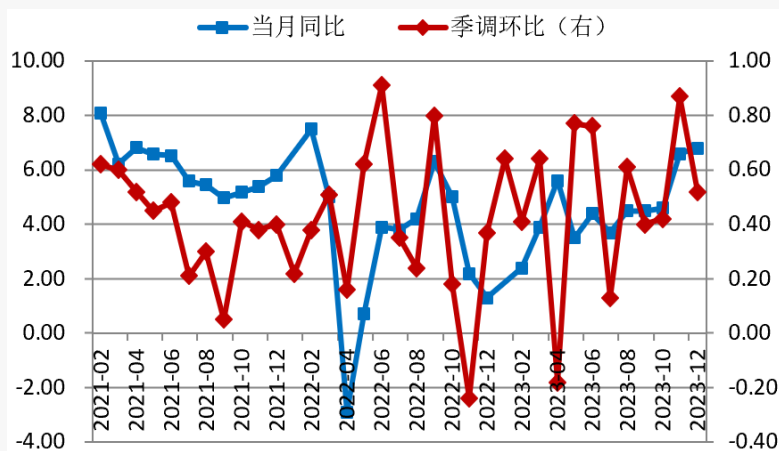


图2.2：主要行业固定资产投资累计同比（%）

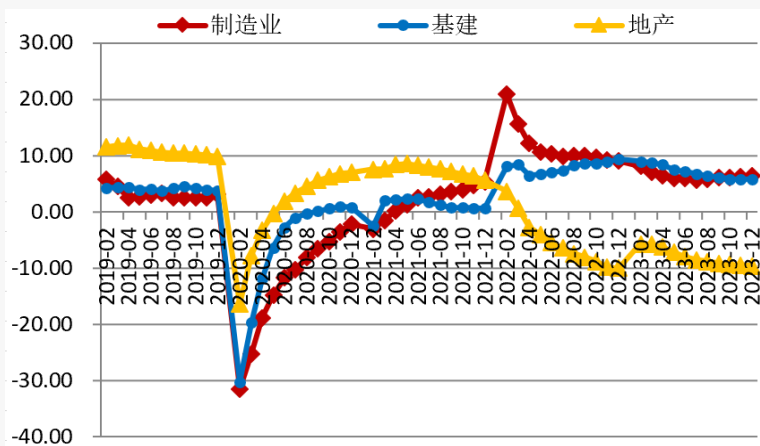
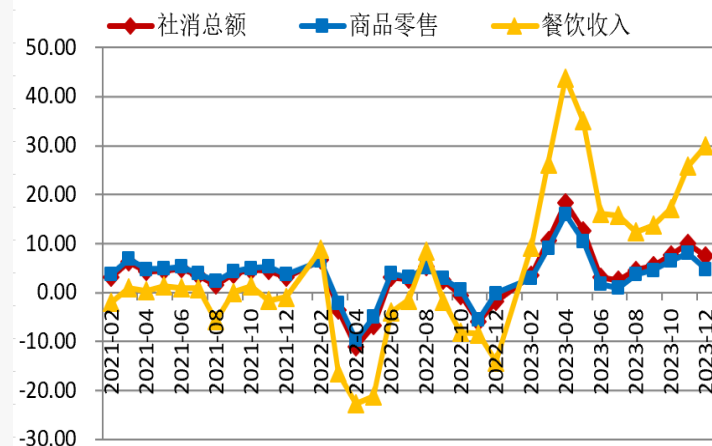


图2.3：社会消费品零售总额当月同比（%）



资料来源：Wind、2021年同比数据为两年复合增长率（2023年消费也是两年复合增长率）

地产成交低位回升 乘用车销售延续上涨

□ 15日当周，30大中城市商品房日均成交面积周环比上涨17.59%，30大中城市商品房成交面积7天移动平均值有所回升但仍位于近两个月低位。

□ 1月第二周，国内乘用车销售延续上涨，乘用车厂家日均零售同比增长15.06%，涨幅收窄，批发量同比增长17.83%，涨幅扩大。乘联会预计2024年1月狭义乘用车零售市场约为220.0万辆左右，环比-6.5%，受去年年初超低基数影响，同比增长70.2%。

图2.4：30大中城市商品房成交面积7MA（万平方米）

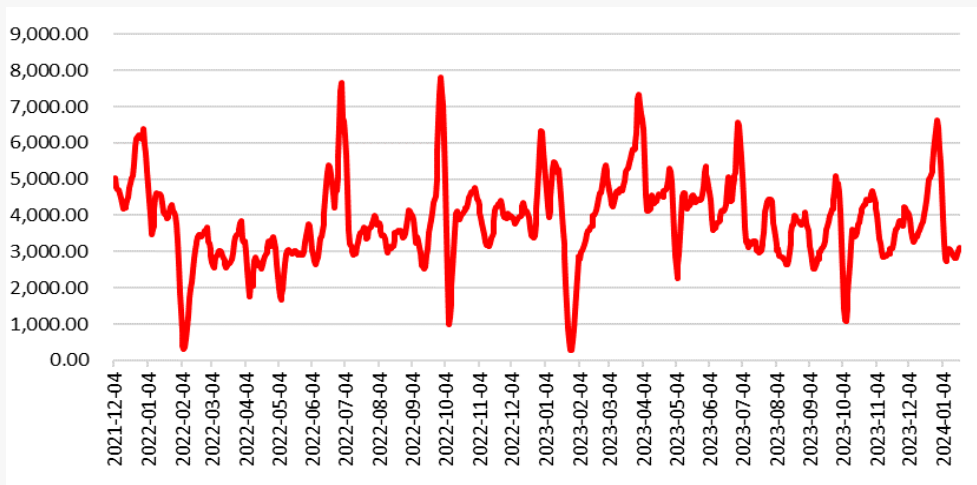
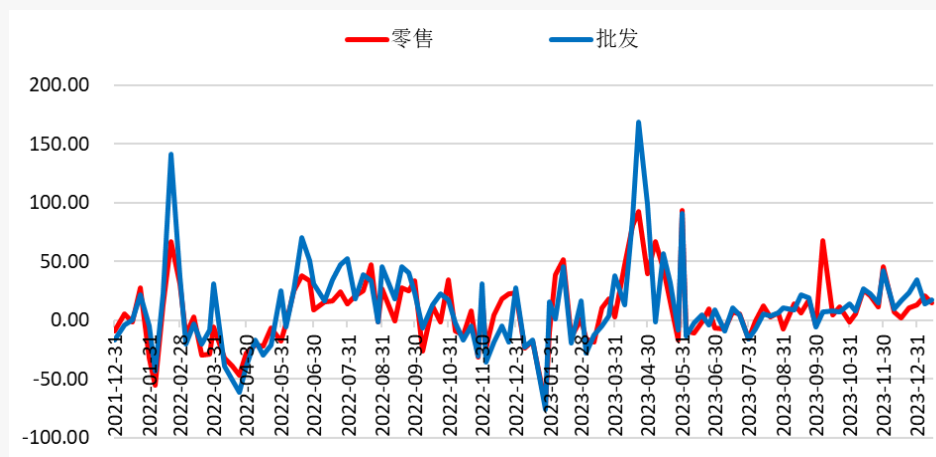


图2.5：乘用车销量当周同比增长（%）



资料来源：Wind、一德宏观战略部

需求持续回落 食用农产品价格涨幅普降

□ 15日当周，国内主要食用农产品价格普遍回落，生猪出栏阶段增加的影响下，随着腌腊需求的逐渐减弱，生猪市场维持供过于求格局，猪肉当周日均价格环比下降0.62%，降幅较前周收窄。果蔬集中上市，供应增加下，蔬菜价格周环比下降1.24%，连续第二周下降，水果价格出现回落，当周日均价格环比下降1.38%。

图2.6：国内猪肉、果蔬日均价（元/公斤）

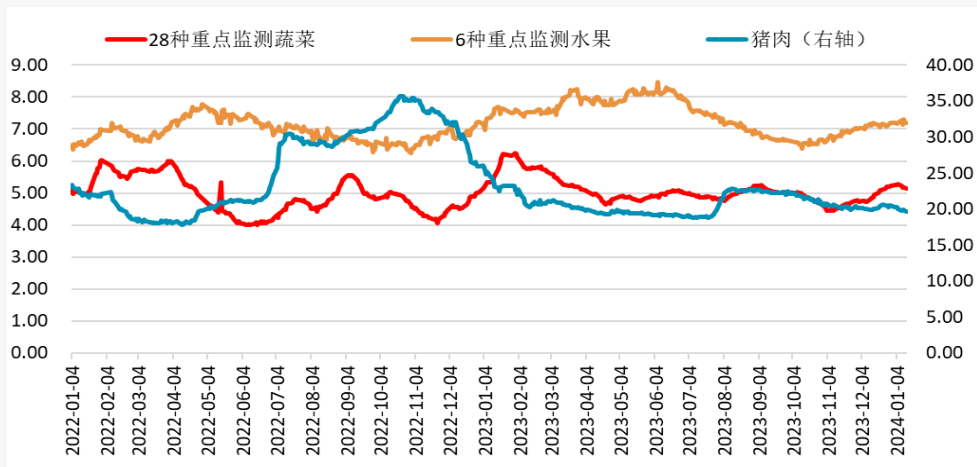
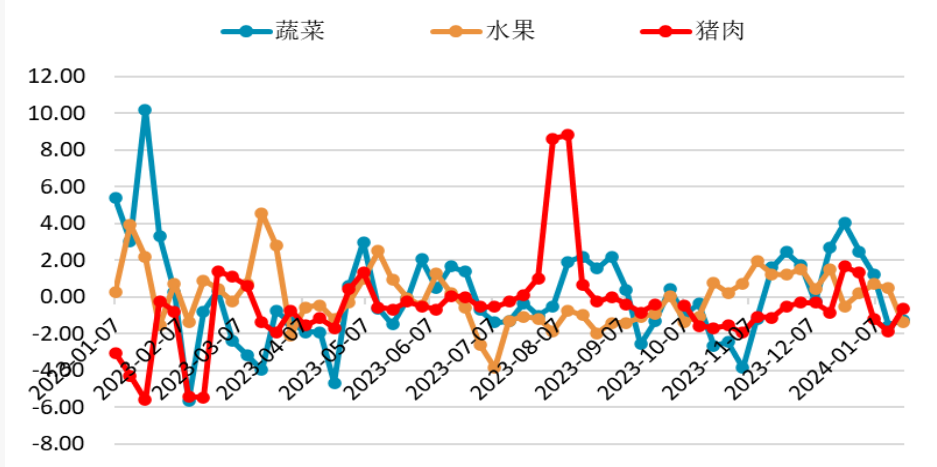


图2.7：国内猪肉、果蔬日均价周环比（%）



资料来源：Wind、一德宏观战略部

MLF价平量增 市场资金小幅收紧

□ 15日当周，央行分别进行了15670亿元逆回购及9950亿元MLF投放，当周分别有2270亿元逆回购及7790亿元MLF到期，当周净投放15560亿元。受月中缴税等因素影响，银行市场资金面小幅收紧，银行市场利率小幅上行，DR001周均值环比上涨13BP至1.74%，DR007周均值环比上涨10BP至1.91%。

□ 1月MLF投放价平量增，降息预期再度落空。在当前国内经济需求修复偏弱的背景下，货币政策主要为财政及产业政策提供支持，在当前银行市场资金平稳宽松的背景下，央行维持政策利率不变，体现央行在维稳流动性的同时，控制资金杠杆，防范资金空转的意图。

图2.8：央行公开市场净投放（亿元）

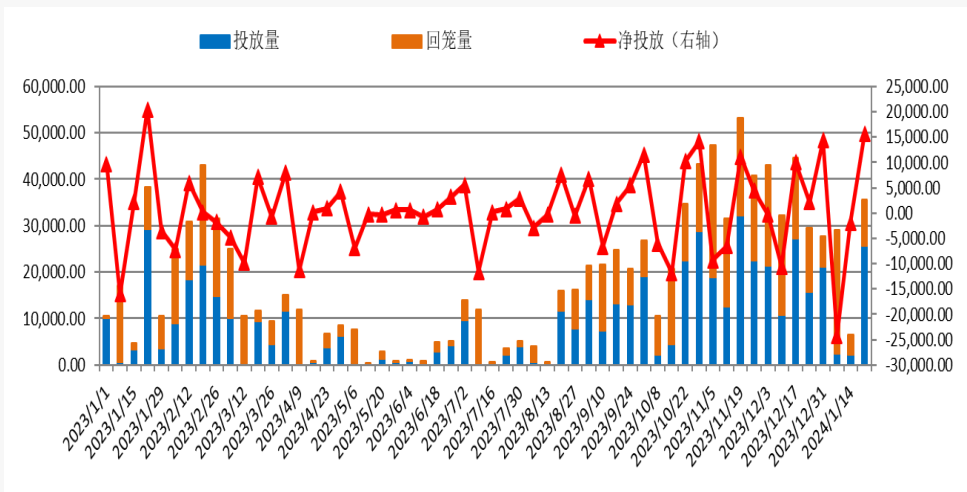
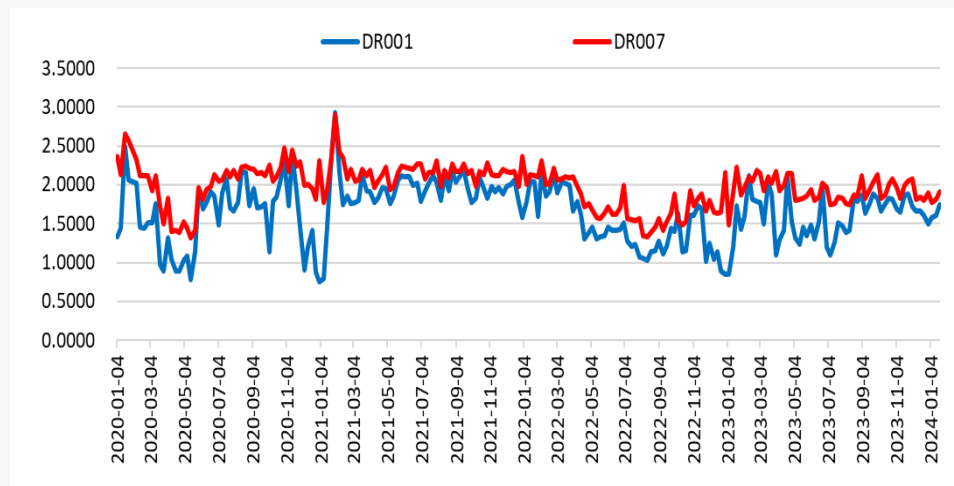


图2.9：银行间质押式回购加权利率（%）



资料来源：Wind、一德宏观战略部

03

海外经济跟踪

美国销售韧性超预期 通胀预期延续回落

- 受圣诞假期的季节拉动，2023年12月美国零售销售额环比增长0.6%，高于市场普遍预期，同比增长升至5.6%，为年内次高。结构上，服装，百货及线上消费等假期相关领域增长较为明显，而家具、电子等耐用品消费减少，表现仍然较为低迷，美国消费改善持续性仍待观察。
- 与此同时，美国1月密歇根大学消费者信心指数初值上涨9.1个点至78.8，远超预期的70.1及12月的69.7。单月涨幅创2005年以来的最大，显示美国消费者信心显著改善，分项指数中，现况指数初值升至83.3，预期指数初值升至75.9，均远高于预期，消费信心的进一步增长对未来消费形成支撑。零售数据超预期增长叠加消费信心显著增强，增加了美国经济韧性预期，进一步减弱美联储3月降息的概率。
- 通胀预期方面，1月密歇根大学1年通胀预期初值2.9%，低于3.1%的预期和前值，5年通胀预期初值2.8%，创四个月新低。消费预期向好与通胀预期持续走低增强了美国经济软着陆的预期。

图3.1：美国主要零售销售环比（%）

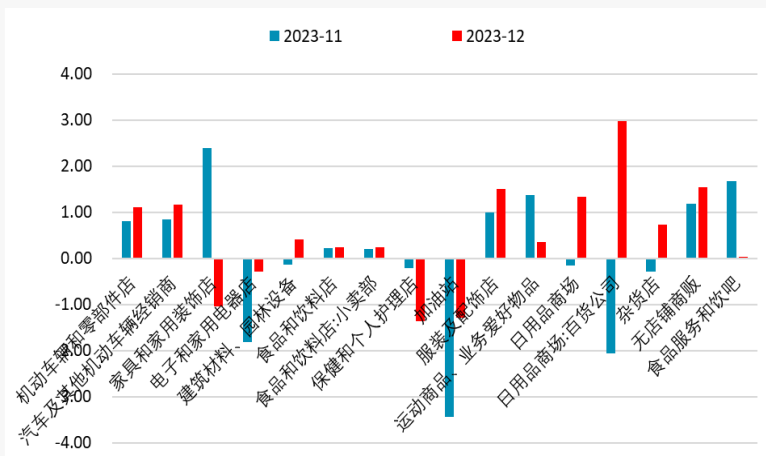


图3.2：美国密歇根大学消费者信心指数（%）

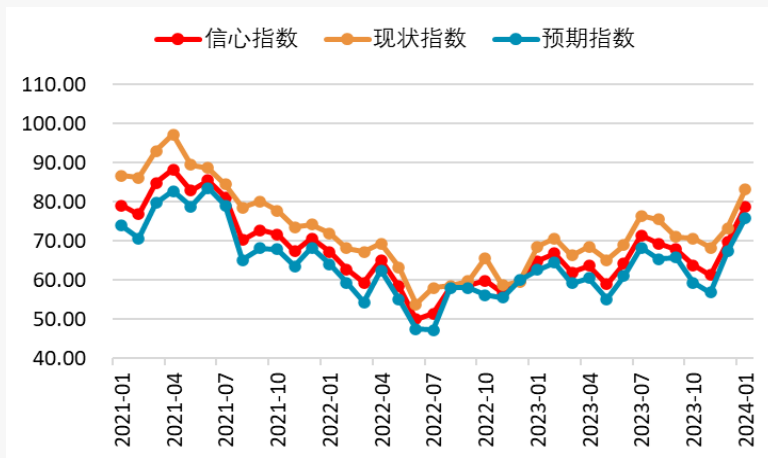
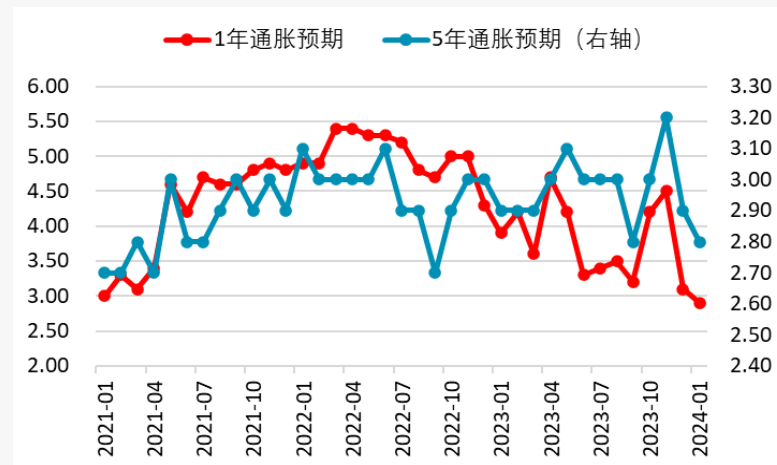


图3.3：美国密歇根大学通胀预指数（%）



资料来源：Wind、一德宏观战略部

成屋供给紧张加大 住宅开工意愿仍强

□ 美国12月成屋销售总数年化378万户，不及预期的383万户及前值为382万户，成屋销售总数年化环比跌1%，预期为上涨0.3%，前值为0.8%。但成屋市场供给紧张程度加大，待售房屋户数创去年3月以来最低水平。库销比进一步降至3.2个月，在供给持续短缺下12月房屋出售中位价为38.26万美元，同比上涨4.4%。

□ 受单户型住宅开工高位回落的影响，美国12月新屋开工总数年化146万户，环比下降4.3%，但降幅低于市场预期，多户型住宅开工数则攀升至五个月以来的高点。同时，反映未来开工意向的营建许可总数升至149.5万户，预期148万户，前值146万户，其中单户型住宅许可上涨1.9%，为2022年5月以来最高增长。随着抵押贷款利率的降低，近期购房按揭贷款的申请攀升至7月以来最高，由于成屋住宅供给不足，需求转向新房市场提振了建筑商的开工意愿。

图3.4：美国成屋销售与房屋出售中位价（%）

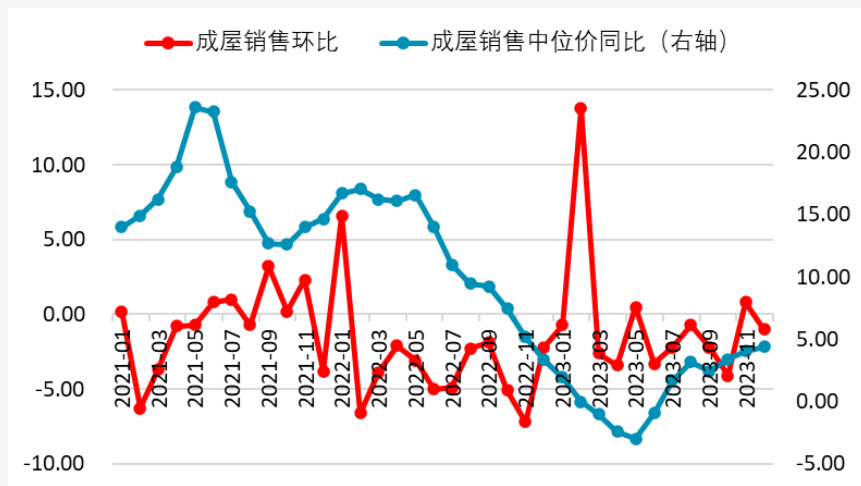
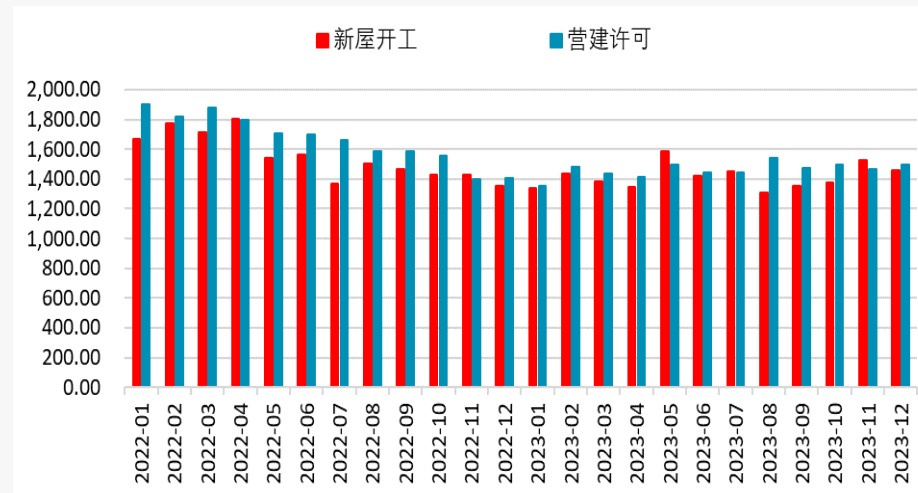


图3.5：美国新屋开工与营建许可（千套）



资料来源：Wind、一德宏观战略部

经济数据强势驱动降息预期修正

当周，地缘局势暂时平静，美联储官员讲话鹰鸽各半，美国消费、就业数据延续强势令经济软着陆预期再度升温，此前接近顶点的降息预期明显修正：美联储观察工具显示的年内降息降至5次，仍超过去年12月点阵图委员们预计的3次水平，此外，市场对于3月降息定价基本消失，降息起始时点推迟至5月。

图3.6：美联储官员当周表态

序号	官员 (2024票委*)	主要观点
1	美联储理事沃勒*	当下距离美联储2%的通胀目标“近在咫尺”，但在形势明确之前美联储不应急于降息；即便开始降息，也不会像此前所采用的那种大幅、急速降息的方式。
2	亚特兰大联储博斯蒂克*	若通胀回落速度快于预期，则对提前降息持开放态度。
3	芝加哥联储古尔斯比	随着美国通胀的放缓，为了避免货币政策过于紧缩，确实应该考虑降息。
4	旧金山联储戴利*	我们尚未将通胀降至2%，宣布战胜通胀和降息为时尚早。

图3.7：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%	2.6%	97.4%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.2%	48.1%	50.7%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	6.4%	48.4%	45.1%	0.0%	0.0%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	3.4%	28.5%	46.7%	21.3%	0.0%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.2%	4.3%	29.1%	45.8%	20.6%	0.0%	0.0%
2024/9/18	0.0%	0.2%	3.6%	25.1%	43.1%	24.6%	3.3%	0.0%	0.0%
2024/11/7	0.1%	1.7%	13.1%	33.1%	35.0%	15.2%	1.8%	0.0%	0.0%
2024/12/18	1.5%	11.5%	30.3%	34.7%	18.0%	3.7%	0.3%	0.0%	0.0%

资料来源：CME、一德宏观战略部

欧元区经济企稳迹象初显

- 欧元区1月ZEW经济景气指数为22.7基本持稳于前月的23，现况指数由-62.7小幅回升至-59.3。德国1月ZEW经济景气指数为15.2好于预期12及前值12.8，创去年2月以来新高，现况指数由-77.1小幅回落至-77.3。随着下半年以来欧元区经济景气止跌回升，欧元区经济降幅边际收窄，企稳迹象初显。从景气指数对现况指数领先半年的规律看，上半年欧元区经济将呈现持续改善。
- 德国2023年末季调GDP同比下降0.3%，为除疫情外历史上第二次出现年度萎缩，主要部门中，工业产出和居民消费同比下降，服务业和建筑业同比增长，凸显高利率、高通胀对经济的影响。

图3.8：欧元区及德国ZEW指数

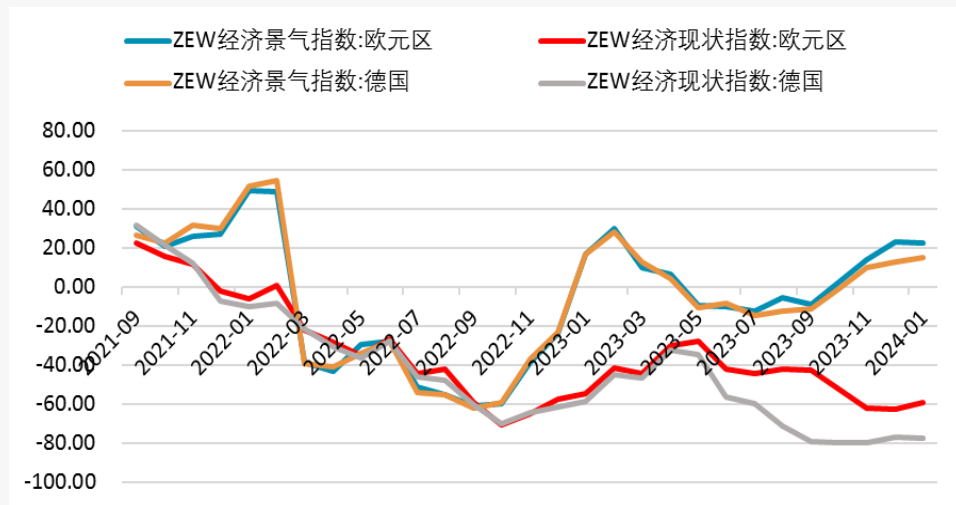
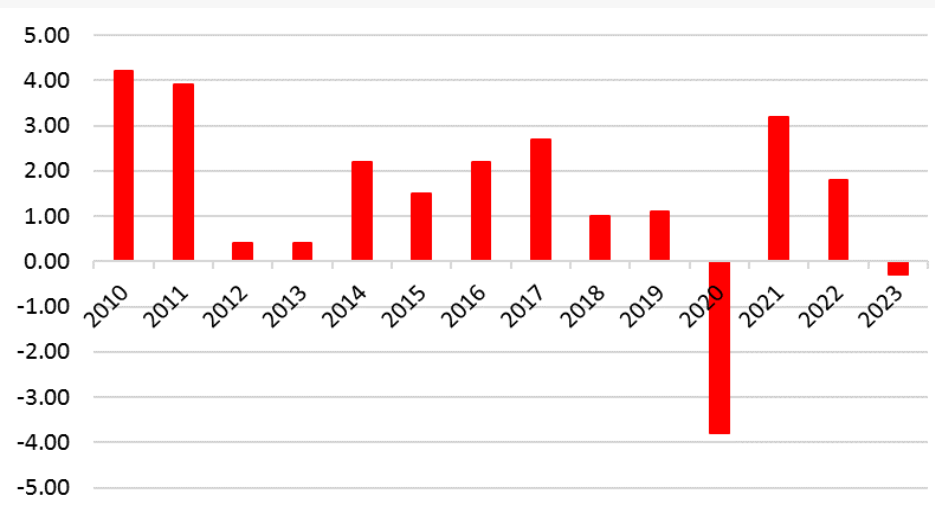


图3.9：德国年度GDP同比（不变价，%）



资料来源：Wind、一德宏观战略部

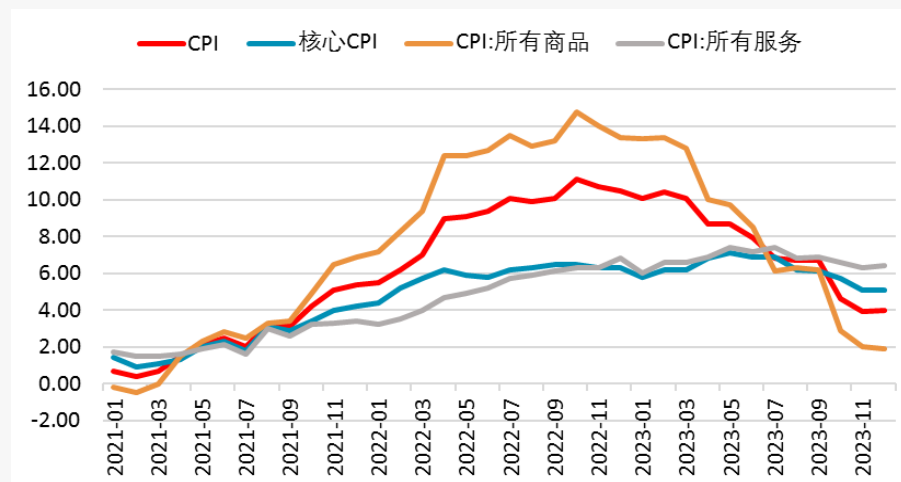
英国销售大降 通胀意外走高

- 英国12月零售销售环比大幅下降3.2%，降幅为近三年来最大，远低于前值0.2%和预期1.1%的增长，同比下降2.4%，不及1.1%的预期，消费者在11月黑色星期五提前消费是导致12月零售大幅回落的主因，受服装百货等商品消费显著减少的影响，核心零售销售环比下降3.2%，降幅高于预期的下降0.5%，同比下降2.1%，远不及1.4%的市场预期。
- 英国12月CPI同比意外升至4%，较11月上漲0.1个百分点，高于3.8%的市场预期，环比增长0.4%，创2023年下半年最大涨幅。结构上，服务业通胀涨幅加大的同时，纺织服装、房屋工具及电话设备同比增长加快，对核心通胀支撑较强，12月，核心CPI同比持平于5.1%，高于4.9%的市场预期，食品价格由上个月的9.2%降至8%，为2022年4月以来的最低水平。

图3.10：英国零售销售环比（%）



图3.11：英国CPI（%）



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

15日当周，国内市场风险情绪加速走弱，股债收益率差由前一周的历史97.89%分位数水平上涨至历史100%的分位数水平；股债收益比由前一周的历史98.26%分位数水平升至历史100%的分位数水平，股市风险溢价创2015年以来新高。

图4.1：股债收益率差

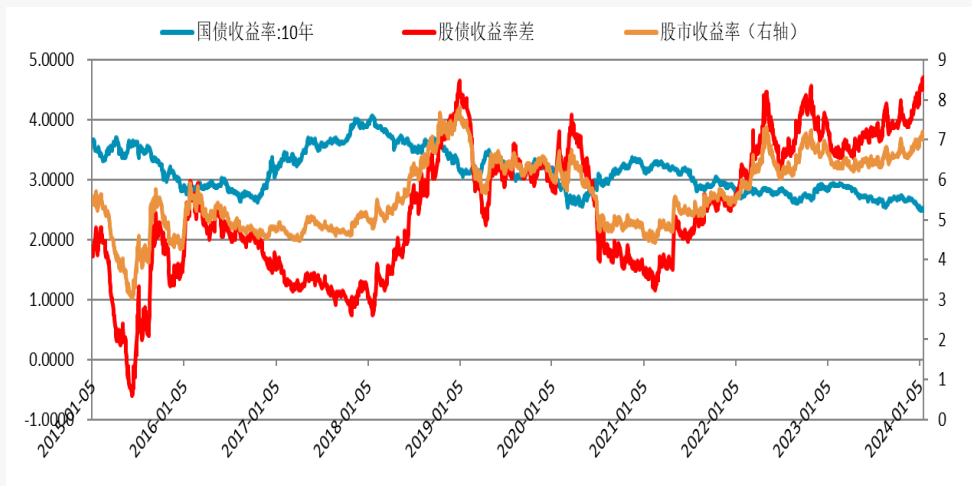
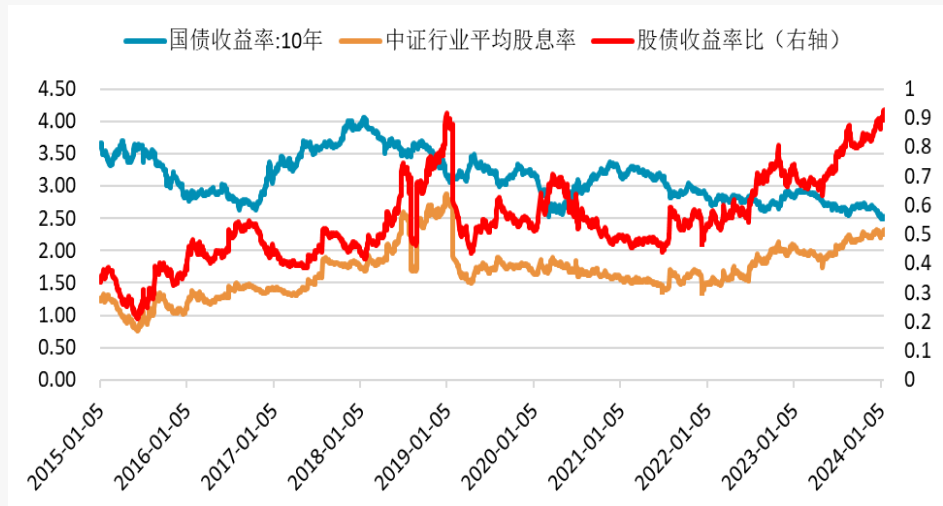


图4.2：股债收益率比



资料来源：Wind、一德宏观战略部

A股

15日当周指数大幅探底后有所回升，主板回调力度小于创业板。日均成交额开始放大，北向资金连续3周流出，个股赚钱效应连续3周回落。海外权益市场风险情绪维持高位，持有成本两端同时走强加剧北向流出。盘面上，低位轮动提速空间指引缺失令指数选择向下突破，但周四放量绝地反击后，短期市场或有修复，但力度仍取决于北向及成交情况。策略上，2863下方再行加仓，等待反弹后滚动操作的机会。

图4.3：近10日市场热度图

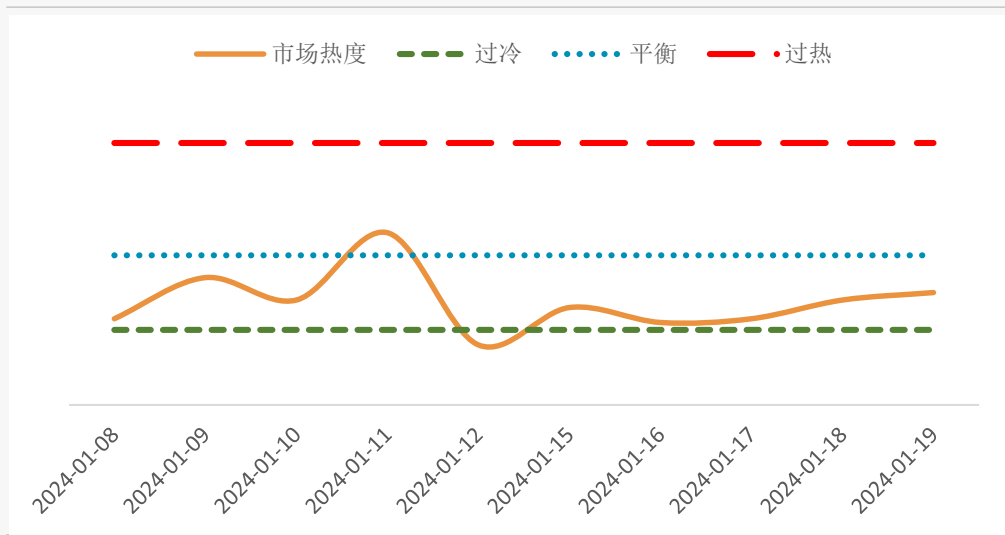
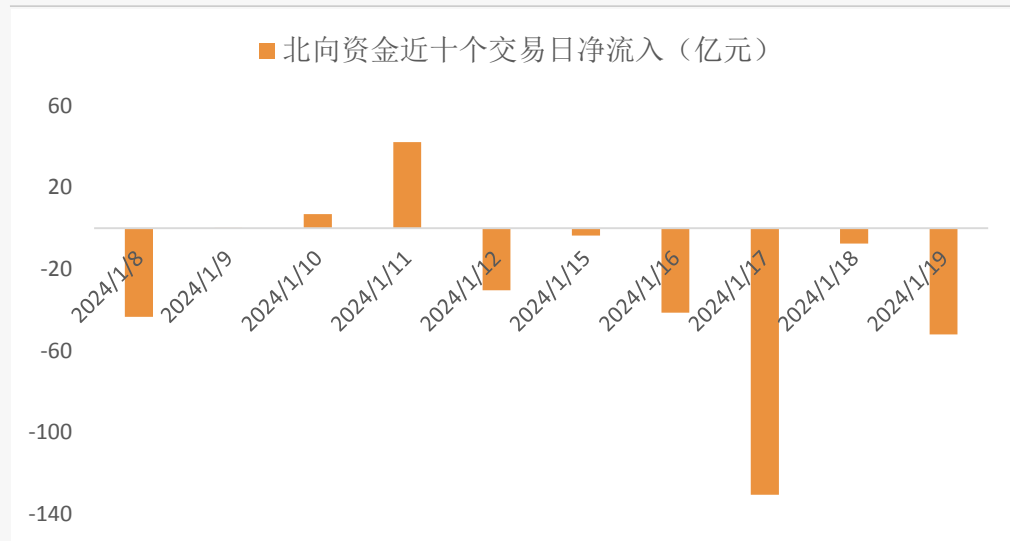


图4.4：近10日北向资金表现

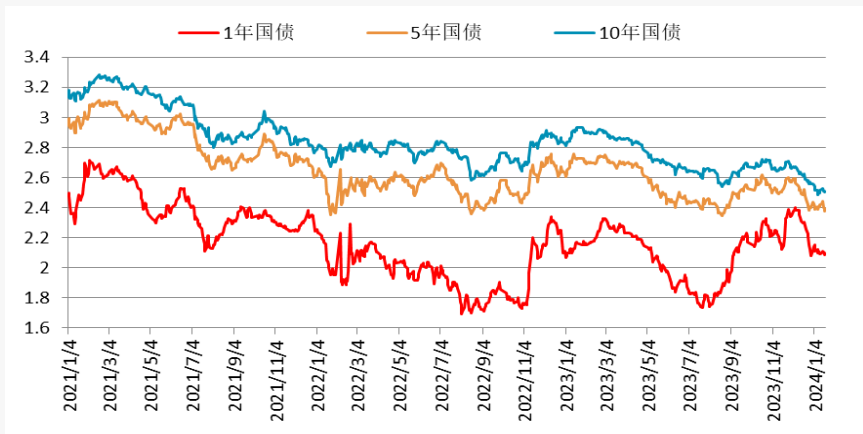


资料来源：wind、一德宏观战略部

国债

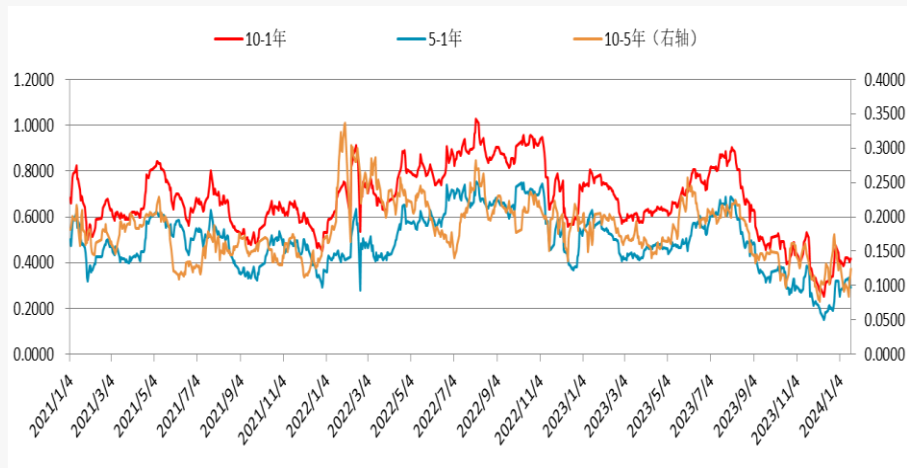
国债层面，15日当周，国债收益率先升后降，总体回落，在MLF降息落空下，风险偏好回落推动债市收涨。12月国内经济总体持稳，社消增长加速但地产投资维持低位抑制经济动能恢复，预计在需求明显改善前，债市下方支撑仍强。但随着春节临近，资金需求季节性增加或对资金面产生压力，短期债市预计维持高位震荡，策略上可暂维持仓位。

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

当周金价反抽乏力继续向下寻求支撑，降息预期修正及持有成本两端同时走强为主要驱动因素。尽管地缘局势尚未全面激发避险情绪，但通胀预期悄然走强令利率端似有定价“二次通胀”迹象，如是，则包括黄金在内的商品或短期走强，但势必进一步打压年内降息预期，令黄金最终承压。资金面预示调整尚未结束，黄金或将继续下探，持续关注地方地缘局势影响。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（%）

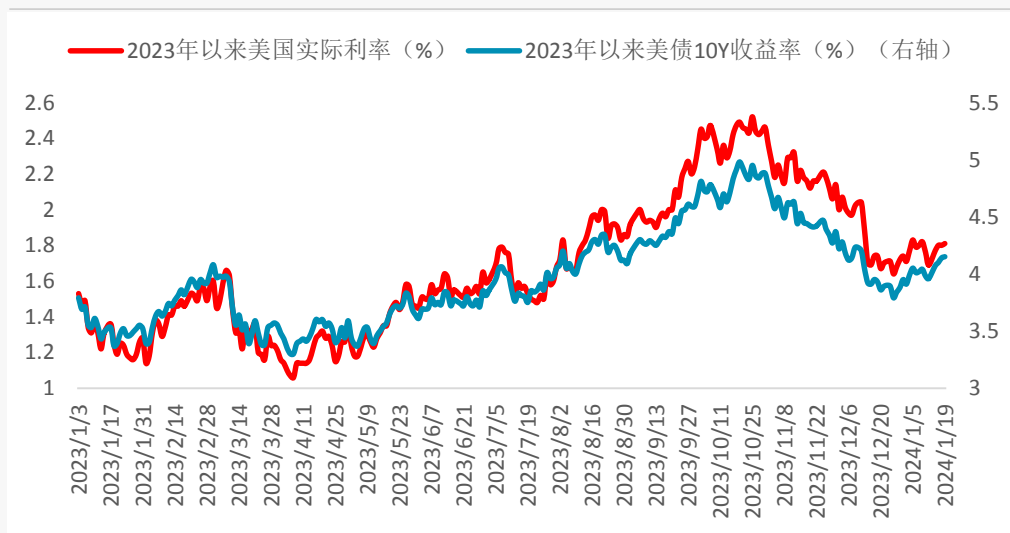


图4.8：美国10Y国债盈亏平衡通胀率（%）



资料来源：wind、一德宏观战略部

大宗商品

□ 15日当周，大宗商品价格先跌后涨，周内总体止跌转涨，工农商品全面收涨，工业品中各产业走势明显分化，地缘政治风险升级支撑油价，能化指数周线上涨；供需弱勢下，国内稳增长预期带动黑色价格强劲反弹；同时，美元指数反弹令有色金属再度承压回落，降息预期降温持续抑制金价，贵金属指数小幅收跌。

□ 在国内经济维持稳定的情况下，美国零售销售与消费者信心超预期走强，在地缘风险的供给冲击下，海外需求好于预期对商品价格形成推动。

□ 截止1月12日当周，南华商品期限溢价率小幅回落，产业走势出现分化，农产品、有色金属溢价走高，能化、黑色商品溢价回落，其中，南华商品指数对CCPI期限溢价率位于2019年以来历史94.74%分位水平，其中，螺纹、农产品、有色指数分别位于85.25%、73.49%、66.6%的较高分位水平，能化指数位于25.98%分位水平，估值较低。

图4.9：南华指数周度涨跌（%）

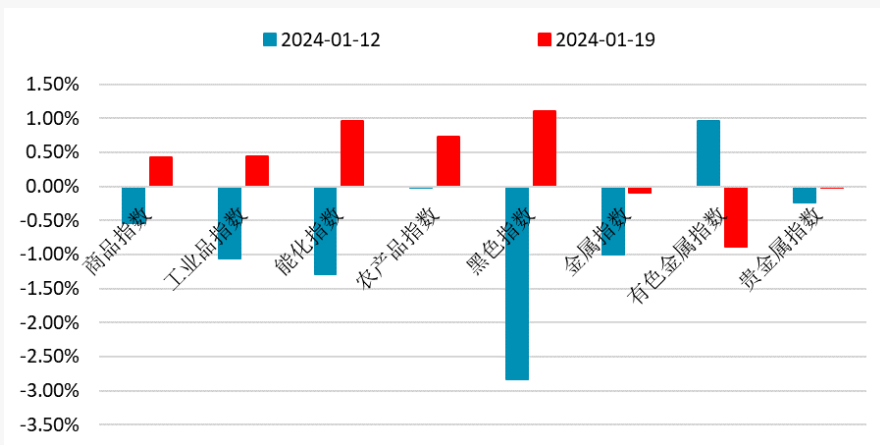
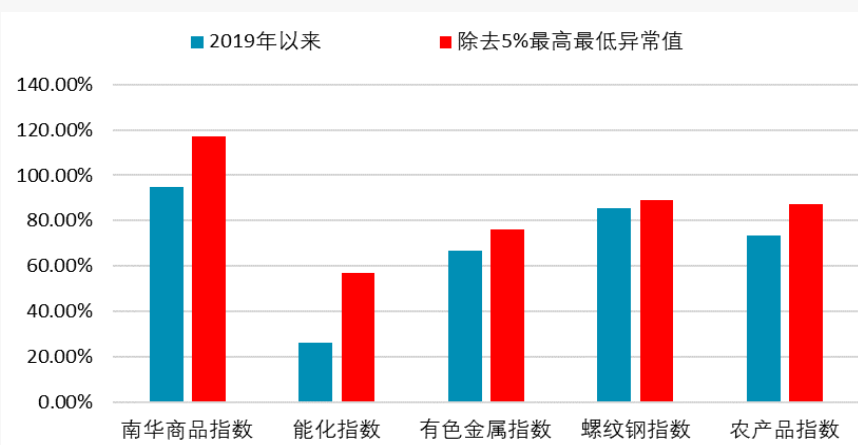


图4.10：南华商品期现溢价率分位数（%）



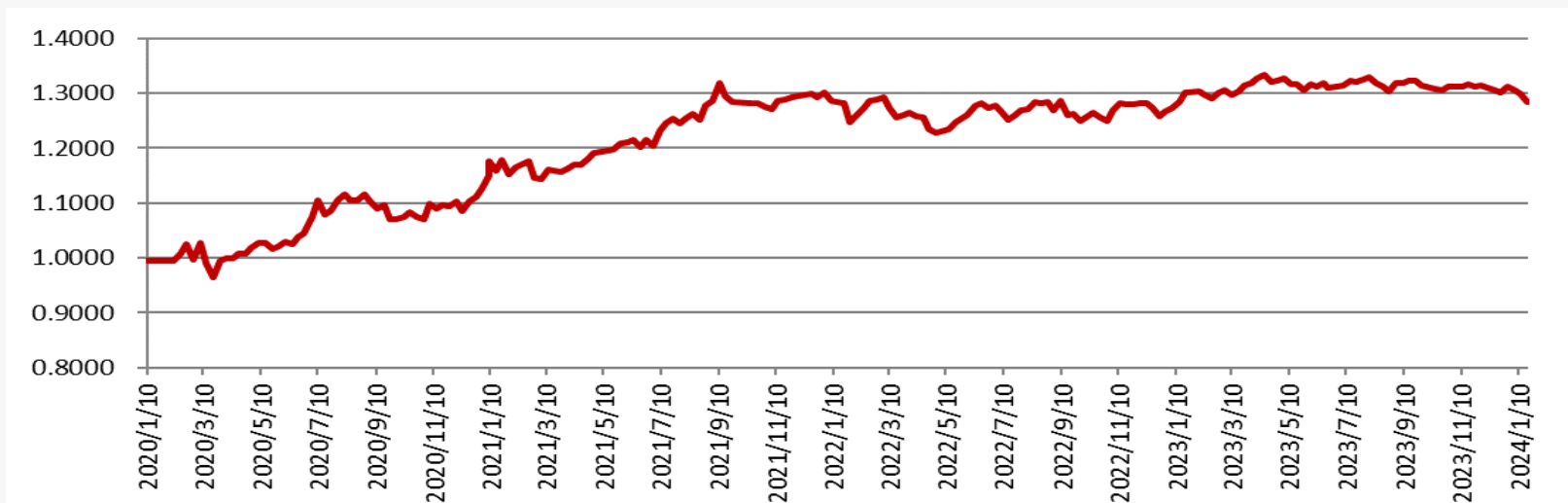
资料来源：Wind、一德宏观战略部

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 (1.22-1.27)

重要财经数据与事件关注	
2024/1/22	中国1月一年期贷款市场报价利率(LPR), 前值3.45%, 预期3.45%
	中国1月五年期贷款市场报价利率(LPR), 前值4.2%, 预期4.2%
2024/1/23	日本央行政策利率, 前值-0.1%, 预期-0.1%
	日本10年期国债收益率目标, 前值0%, 预期0%
	欧元区1月消费者信心指数初值, 前值-15
2024/1/24	日本1月制造业PMI初值, 前值47.9
	法国1月制造业PMI初值, 前值42.1
	德国1月制造业PMI初值, 前值43.3
	欧元区1月制造业PMI初值, 前值44.4
	英国1月制造业PMI初值, 前值46.2
	美国1月Markit制造业PMI初值, 前值47.9, 预期5.2%
	加拿大央行政策利率, 前值5%, 预期5%
2024/1/25	欧元区欧洲央行主要再融资利率, 前值4.5%
	美国12月耐用品订单环比初值, 前值5.4%, 预期0.9%
	美国1月20日当周首次申请失业救济人数(万人)
	美国12月批发库存环比初值, 前值-0.2%
	美国四季度实际GDP年化季环比初值, 前值4.9%, 预期1.8%
	美国12月新屋销售(万户), 前值59, 预期65
2024/1/26	欧洲央行行长拉加德召开货币政策新闻发布会
	日本1月东京CPI同比, 前值2.4%, 预期2%;
	日本1月东京CPI(除生鲜食品)同比, 前值2.1%, 预期1.9%;
	美国12月PCE物价指数同比, 前值2.6%, 预期2.6%
	美国12月个人消费支出(PCE)环比, 前值0.2%, 预期0.3%
2024/1/27	美国12月成屋签约销售指数环比, 前值0%
	中国12月规模以上工业企业利润同比, 前值29.5%

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