

# 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2月5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

---

# 国内资产大幅调整 美债利率不升反降

29日当周，国内制造业PMI数据继续处于荣枯线以下，叠加政策预期偏弱导致市场信心不足。另外，市场担心特朗普当选后加征关税，进一步担忧外需前景，海外流动性风险加剧，A股和商品均出现较大调整。其中，中证500指数跌幅高达9.23%，商品指数下跌2.92%。港股也出现明显回调，恒生指数跌幅2.62%。国内短债长债均创历史新低，人民币走弱至7.1006。

当周，美联储议息会议声明和周五的非农就业数据均打压了3月降息预期，但对美国经济保持韧性的前景充满信心，美股延续反弹。其中，标普500指数上涨1.38%，道指收涨1.43%。美国经济韧性仍强，美元上涨0.47%，非美货币对美元汇率出现相应贬值。而美国财政部下调一季度发债预期，使得10Y美债收益率整体震荡下行。之外，周内国际原油价格大跌，商品CRB指数下跌2.13%，但COMEX黄金全周收涨1.93%。

图1.1 国内宏观大类资产表现

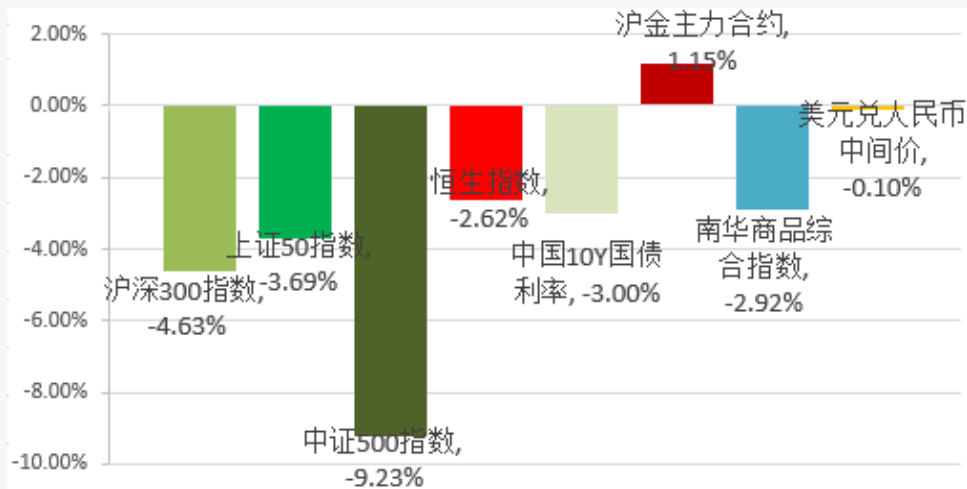
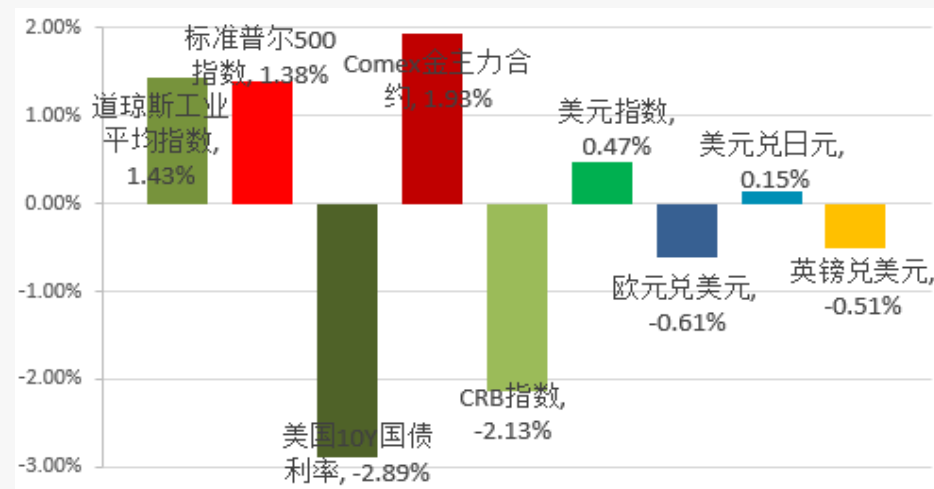


图1.2 海外宏观大类资产表现



资料来源：Wind、一德宏观战略部

02

# 国内经济跟踪

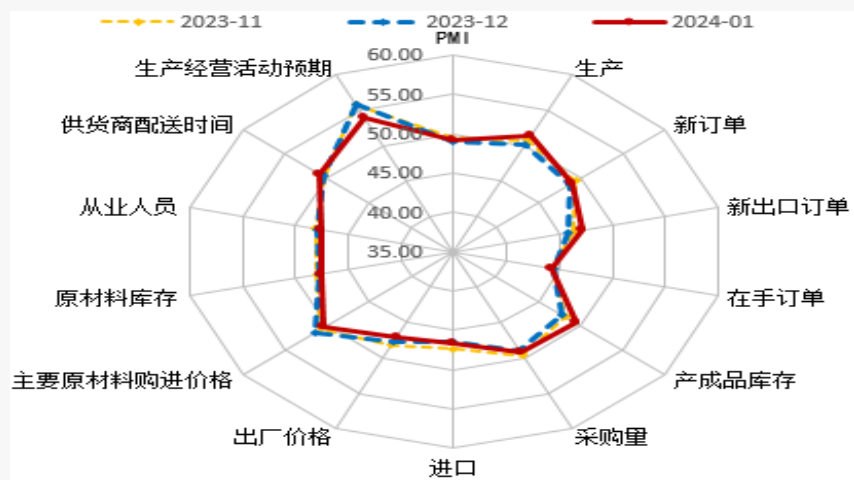
---

# 经济开局稳中有升，需求偏弱仍较显著

1月，制造业PMI为49.2%，环比回升0.2个百分点，景气水平略有改善，但是近十年同期的历史低位，生产总体改善加快是1月制造业PMI景气小幅回升的主因，而订单需求改善偏弱。制造业供大于求，经济改善中价格回升有压力。工业品价格弱势及制造业总体需求仍有待提升下，当前制造业仍是处于被动去库阶段，补库周期确认还需更多验证。

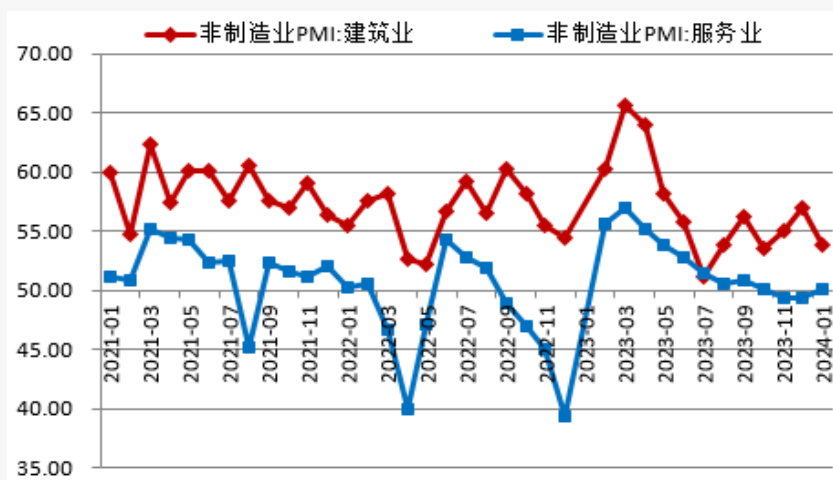
1月，非制造业PMI环比回升0.3个百分点至50.7%，是连续2个月上升，显示非制造业持续保持平稳恢复趋势。结构上，服务业PMI环比趋升0.8个百分点至50.1%，间隔两个月后重回扩张区间，主因假期临近，出行、餐饮及文娱活动有所升温带动；建筑业PMI环比回落3.0个百分点至53.9%，受春节前淡季因素影响，建筑业活动增速有所放缓。

图2.1 中国制造业PMI及分项



资料来源：Wind、一德宏观战略部

图2.2 中国非制造业中建筑业及服务业PMI



# 地产销售延续放缓 汽车销量增长回落

□ 29日当周，30大中城市商品房成交加速回落，当周日均成交面积环比下降6.57%，30大中城市商品房成交面积7天移动平均值降至三个月低位。尽管1月为房地产销售传统淡季，但居民购房信心不足商品房销售延续放缓走势，1月30大中城市商品房日均成交面积同比下降6.89%，降幅较12月进一步扩大。

□ 1月第四周，国内乘用车市场零售170.8万辆，同比增长64%，较上月同期下降15%，今年以来累计零售170.8万辆，同比增长64%；乘用车厂商批发157.7万辆，同比去年同期增长52%，较上月同期下降28%，今年以来累计批发157.7万辆，同比增长52%。

图2.3：30大中城市商品房成交面积7MA（万平方米）

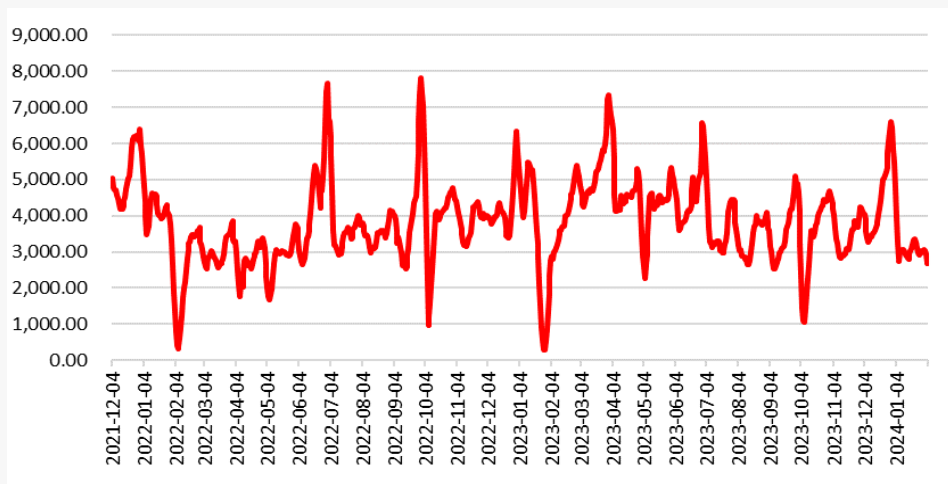
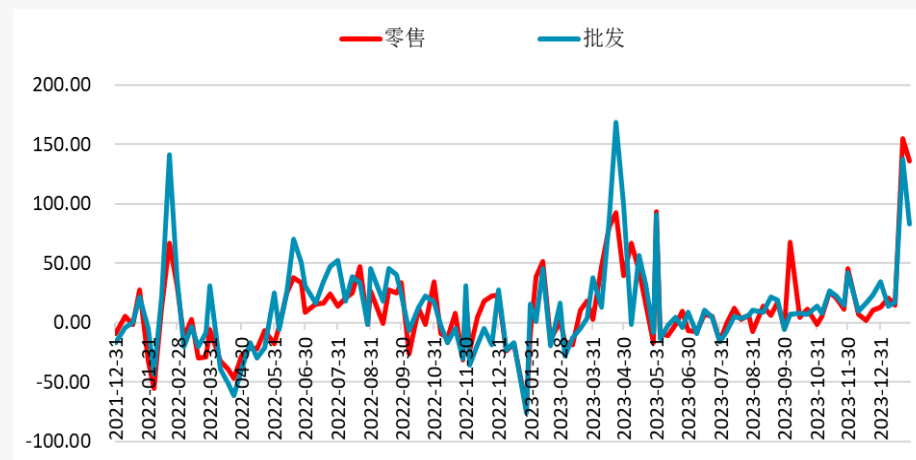


图2.4：乘用车销量当周同比增长（%）



资料来源：Wind、一德宏观战略部

# 食品价格节前普涨 猪价月度同比降幅收窄

- 29日当周，随着春节临近，国内主要食用农产品价格环比加速上涨，猪肉当周日均价格环比上涨4.88%，蔬菜价格周环比上涨6.71%，涨幅均较前一周显著扩大，水果价格止跌转涨，当周日均价格环比增长1.52%。
- 1月国内主要食用农产品价格同比普遍下跌，其中，猪肉价格同比下降15.68%，降幅较前月收窄，蔬菜、水果价格同比转跌，当月日均价格同比分别下降8.49%、3.98%。

图2.5: 国内猪肉、果蔬日均价 (元/公斤)

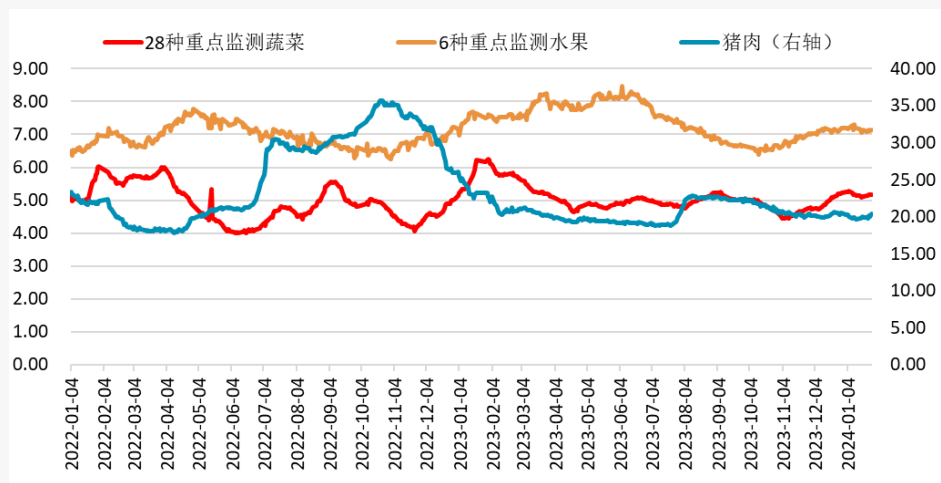
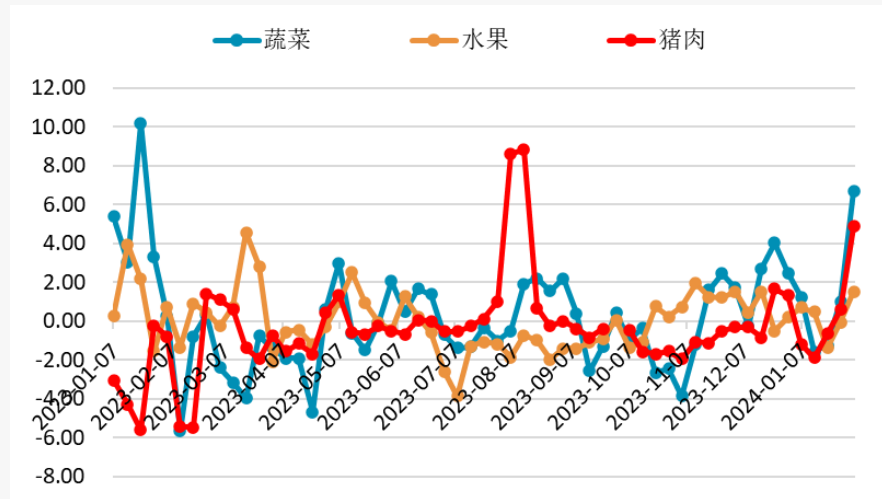


图2.6: 国内猪肉、果蔬日均价周环比 (%)



资料来源: Wind、一德宏观战略部



# 降准即将生效 市场资金平稳宽松

□ 29日当周，央行进行了17900亿元逆回购投放，当周有19770亿元逆回购到期，当周净回笼1870亿元。随着2月5日降准生效，央行减少跨月资金投放，银行市场资金面平稳宽松，DR001周均值环比回落11BP至1.69%，DR007周均值环比回落1BP至1.89%。

图2.7：央行公开市场净投放（亿元）

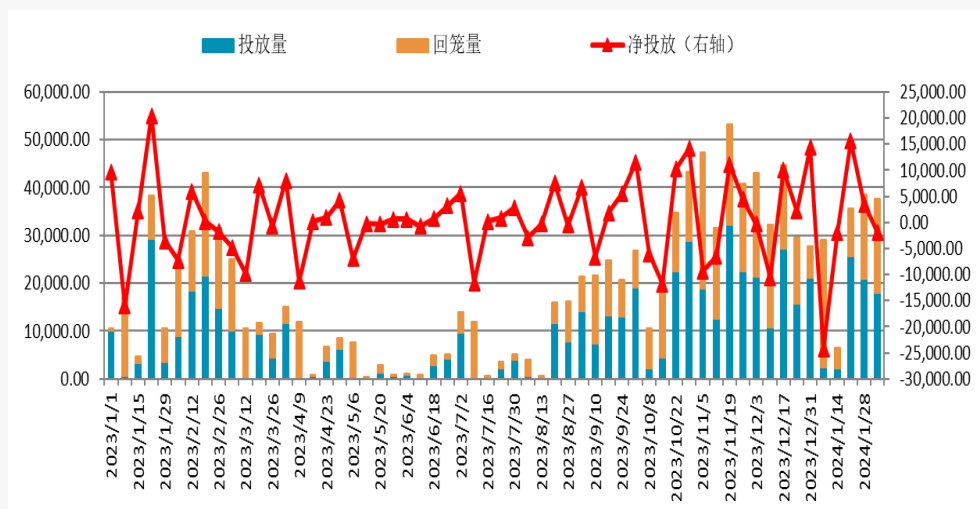
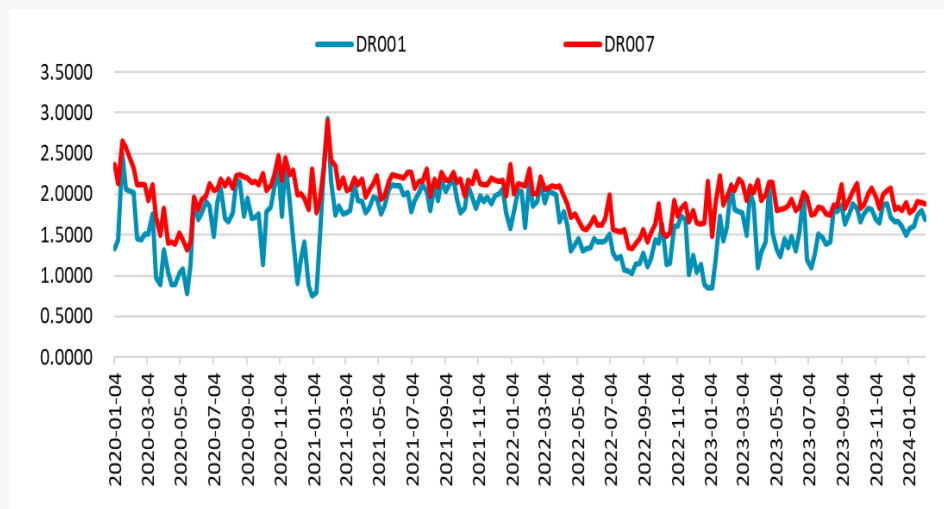


图2.8：银行间质押式回购加权利率（%）



资料来源：Wind、一德宏观战略部

03

# 海外经济跟踪

---

# 美国非农再超预期 薪资增长抑制通胀下行

美国1月新增非农就业35.3万人，远超18.5万人的预期，12月新增就业由21.6万大幅上修至33.3万人，调整后数据显示，去年12月以来，美国就业市场再度出现强劲回升的势头。结构上，12月以来美国新增就业增长主要来自服务业中的教育保健和专业商业，与消费相关度较高的休闲住宿行业新增就业下降，生产领域除制造业外就业总体持续回落，表明再工业化持续推动制造业景气改善。但总体上看，美国新增就业缺乏实际消费的强劲支撑，持续性存在较高风险。

失业方面，由于劳动参与率维持高位，美国1月失业率连续第三个月持平于3.7%，但职位空缺数在12月重新突破900万人。雇佣需求的增加叠加1月天气因素导致工时减少，1月平均时薪同比增长回升至4.48%，为去年四季度以来最高，名义薪资增长加快带动实际薪资增长回升对通胀延续下行形成制约，进一步延后了美联储降息的预期。

图3.1：美国新增非农就业与失业率

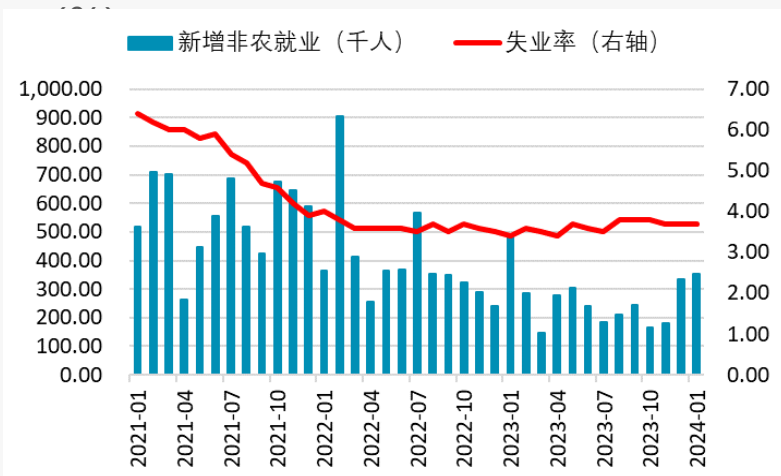


图3.2：美国主要行业新增就业（千人）

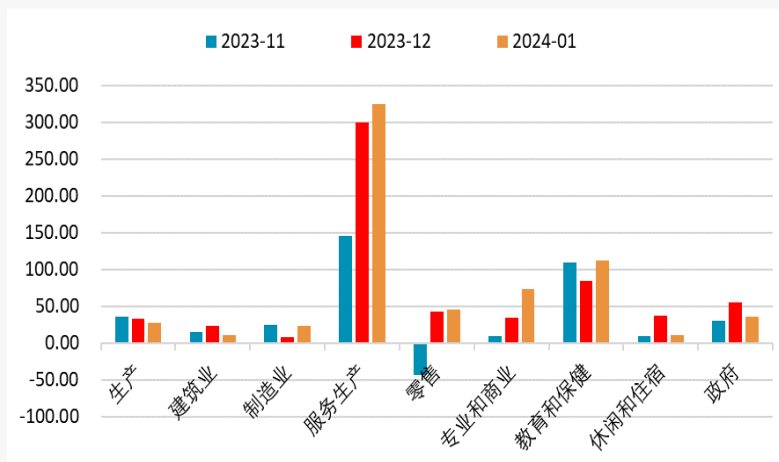
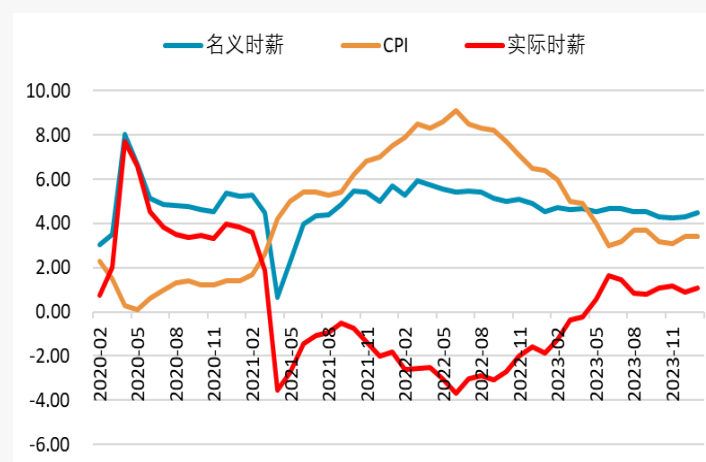


图3.3：美国平均时薪增长



资料来源：Wind、一德宏观战略部

# 美国制造业景气企稳 物价成本转涨

□ 美国1月ISM制造业指数49.1，创15个月新高，显著高于预期的47.2。结构上，生产指数为50.4，较12月上漲0.5个百分点，四个月来首次扩张，新订单指数环比大幅增加5.5个点至52.5，进入扩张区间，创2022年以来新高，但新出口订单从12月的49.9降至45.2，创2020年5月以来最快收缩，美国经济外需压力加大。受红海危机导致航运供应链收紧影响，物价指数大幅增加7.7个点至52.9，原材料成本自去年4月以来首次上涨，就业指数为47.1持续低迷。

□ 1月Markit制造业PM终值上修至50.7，总体看，在内需增长的推动下，美国制造业景气稳步企稳，但生产成本反弹与就业持续低迷仍对经济景气的持续复苏构成风险，由于当前消费的强劲主要受到工资上涨及物价涨幅收窄的支撑，原材料成本上涨将通过推高物价水平削弱消费能力，对经济造成压力。

图3.3: 美国ISM制造业指数 (%)

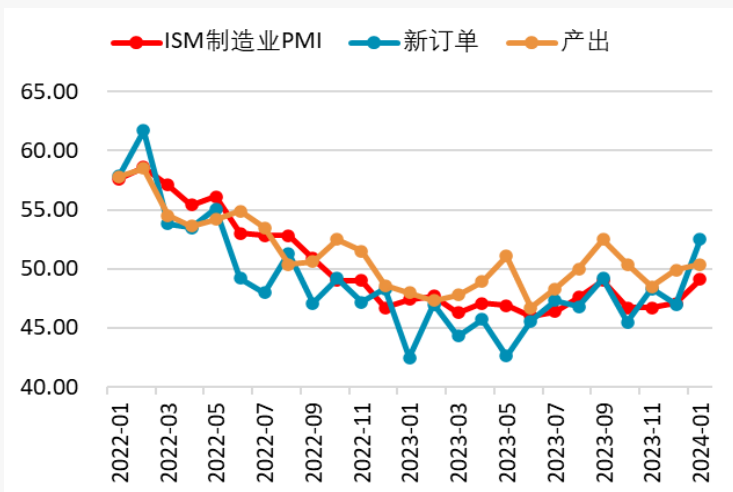


图3.4: 美国ISM制造业新出口订单指数

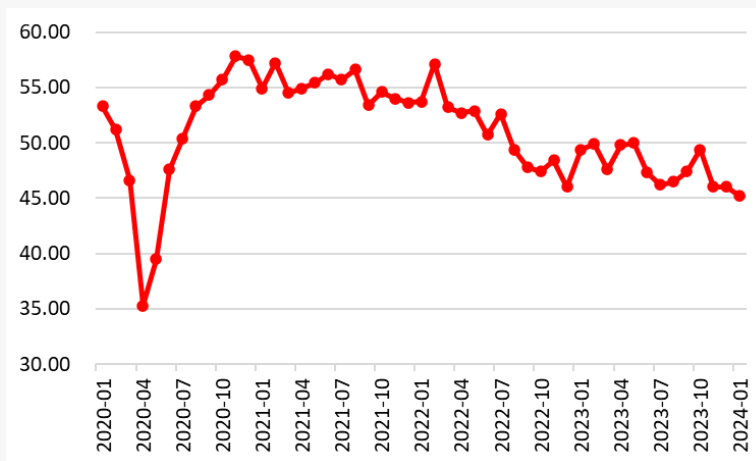
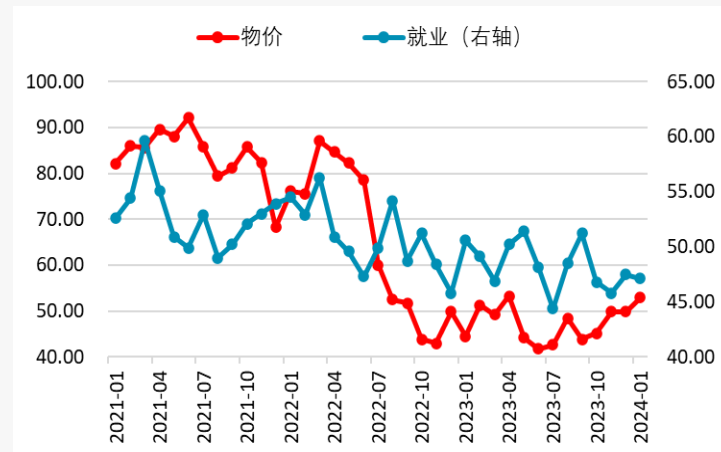


图3.5: 美国ISM制造业物价与就业指数



资料来源: Wind、一德宏观战略部

# FOMC会议落地，市场降息预期仍乐观

□ 当周，美联储年内第一次FOMC会议正式扭转政策基调，删除声明中“加息”相关措辞，但新闻发布会上美联储主席鲍威尔着重提及降息门槛打压3月降息预期，FOMC会前会后降息预期有所波动但相对稳定：美联储观察工具显示的年内降息预期维持在6次，仍超过去年12月点阵图委员们预计的3次水平；此外，市场对于降息起始时点预测维持在5月，即除3月外，此后年内每次会议均将降息25基点。

图3.6：美联储未来几次会议降息概率

CME FEDWATCH TOOL - MEETING PROBABILITIES

MEETING DATE	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2024/3/20				0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	38.0%	62.0%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	34.2%	59.6%	6.2%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	5.7%	38.5%	50.7%	5.1%	0.0%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	5.7%	38.2%	50.6%	5.5%	0.0%	0.0%
2024/9/18	0.0%	0.1%	6.3%	38.5%	49.7%	5.4%	0.0%	0.0%	0.0%
2024/11/7	0.1%	3.9%	25.8%	45.2%	22.9%	2.2%	0.0%	0.0%	0.0%
2024/12/18	3.4%	23.0%	42.8%	25.7%	4.7%	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%

资料来源：公开信息、CME、一德宏观战略部

# 欧元区经济好于预期 但上涨动力依旧不足

□ 欧元区2023年第四季度GDP环比增长为0%，较三季度回升0.1个百分点，好于市场预期的-0.1%，意外避免了连续两个季度收缩的技术性衰退。主要成员国中，德国GDP环比下降0.3%，符合预期，降幅较三季度的-0.1%进一步扩大，需求持续萎缩仍是德国经济的主要压力，在海外需求持续疲软的情况下，红海危机及火车司机罢工等对消费者信心形成打击，12月德国零售销售环比降幅收窄，但不及预期，1月德国Ifo商业景气意外恶化，德国经济前景依旧悲观。但同时，法国经济企稳及意大利、西班牙经济超预期反弹对冲了德国经济的下滑，但高利率、高通胀下，欧洲经济缺乏反弹的动力，经济预计将维持低迷。

图3.7：欧元区GDP不变价季调环比增长率

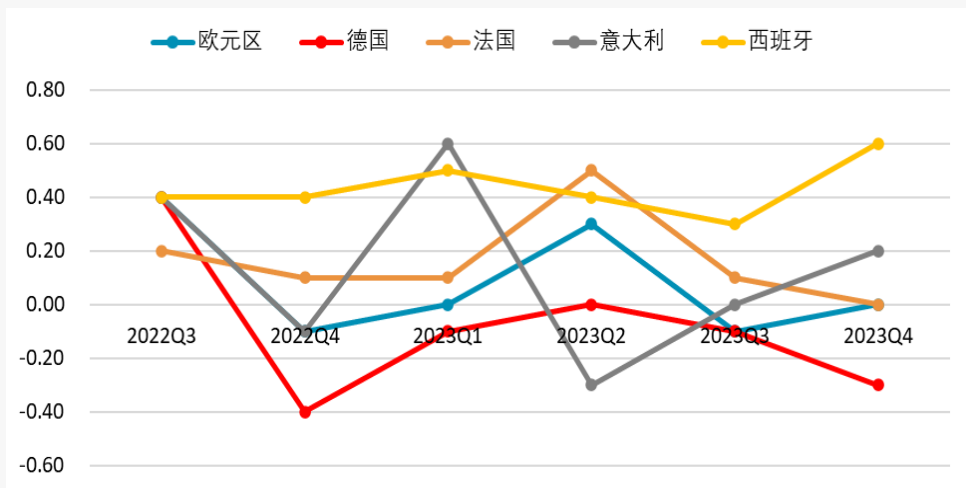
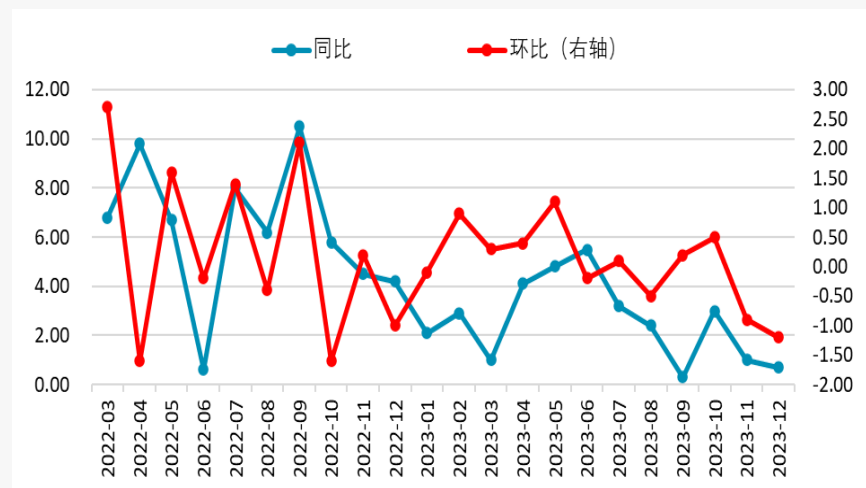


图3.8：德国零售销售



资料来源：Wind、一德宏观战略部

# 欧元区通胀强于预期 欧央行降息预期延后

□ 欧元区1月调和CPI同比增长2.8%，较前值小幅放缓0.1个百分点，高于2.7%的市场预期，环比由上涨0.2%转为下降0.4%，核心CPI同比增长3.3%，高于3.2%的市场预期。结构上，食品与产品价格涨幅收窄是主要推动，服务价格同比持平前月，能源价格同比降幅收窄，对CPI的下拉作用减弱。主要成员国中，德国、法国调和CPI同比分别增长3.1%、3.4%，涨幅均回落0.7个百分点，通胀进一步降温，意大利、西班牙CPI同比增长0.9%、3.5%，涨幅分别较前月扩大0.4%、0.2%。尽管核心成员国需求回落令通胀显著走弱，但欧元区总体通胀放缓程度不及预期，核心通胀维持高位，叠加能源价格存在供给冲击的风险，欧央行降息预期延后。

图3.9：欧元区CPI (%)

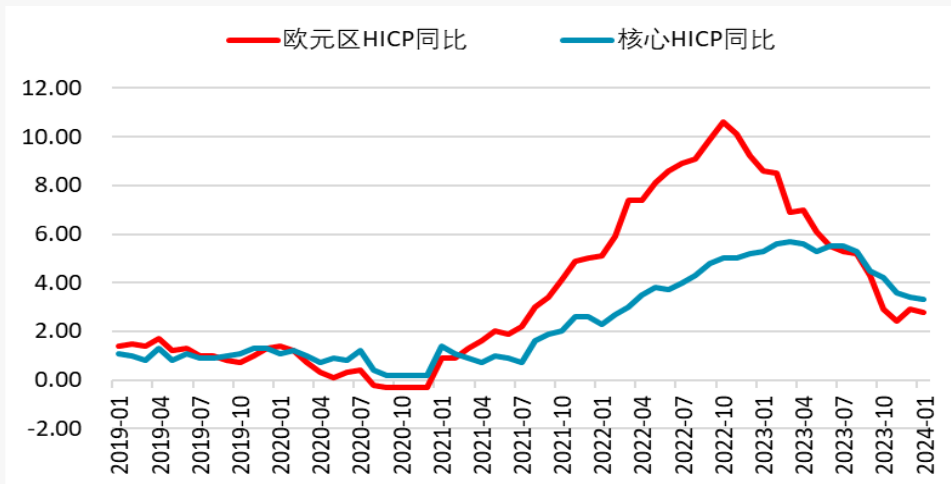
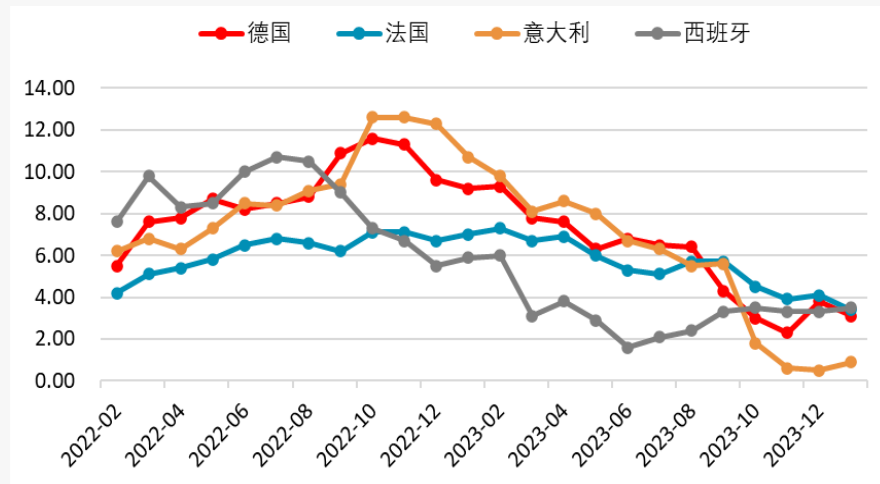


图3.10：欧元区主要成员国调和CPI同比



资料来源：Wind、一德宏观战略部



04

# 资产配置建议

---



# 国内市场风险情绪显著回落

29日当周，国内市场风险显著回落，股债收益率差与股债收益比分别由前一周的历史93.71 %、92.04 %分位数水平反弹创下历史新高。

图4.1：股债收益率差

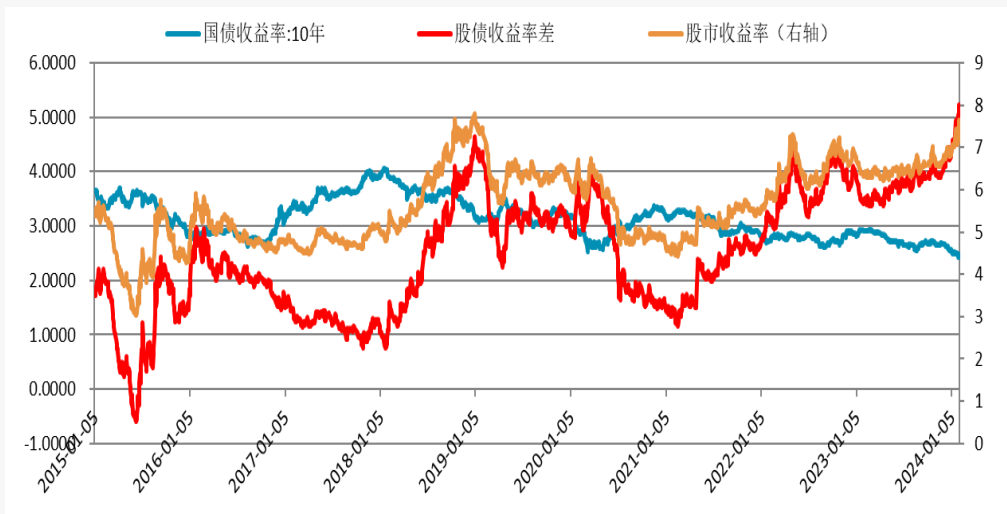
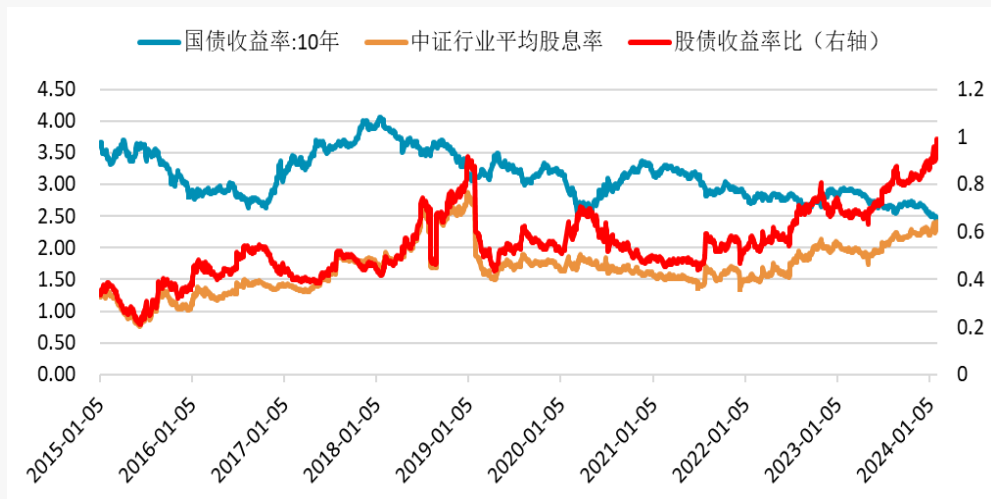


图4.2：股债收益率比



资料来源：Wind、一德宏观战略部

# A股

29日当周指数大幅下挫，主板仍相对创业板抗跌。日均成交额有所萎缩，北向资金连续2周回流，个股赚钱效应显著回落。海外权益市场风险情绪维持高位，持有成本两端分化，外围利空压制有限但盘面恐慌情绪持续蔓延。盘面上，高股息板块相对抗跌，市场空间指引缺失下，超跌反弹板块轮动速率加快且持续性有限，指数企稳可期但开启反弹仍需契机。策略上，节前持仓观望暂缓加仓，操作上可辅以高抛低吸以降低成本。

图4.3: 近10日市场热度图

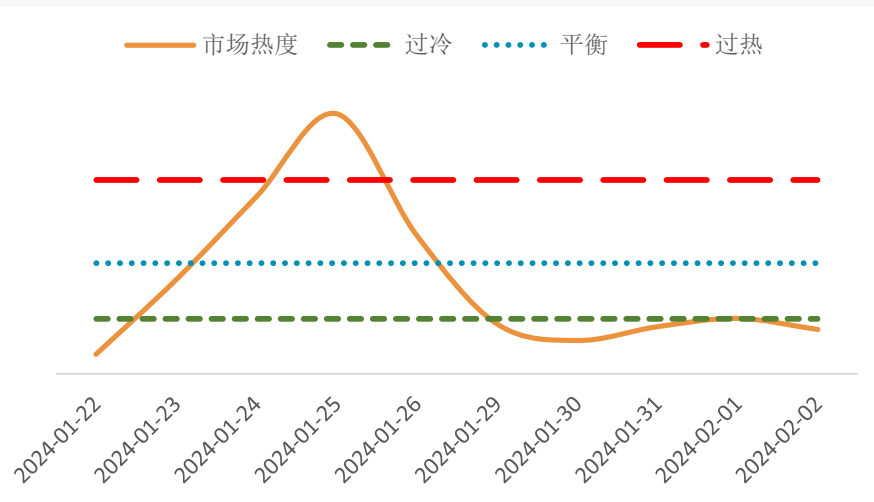
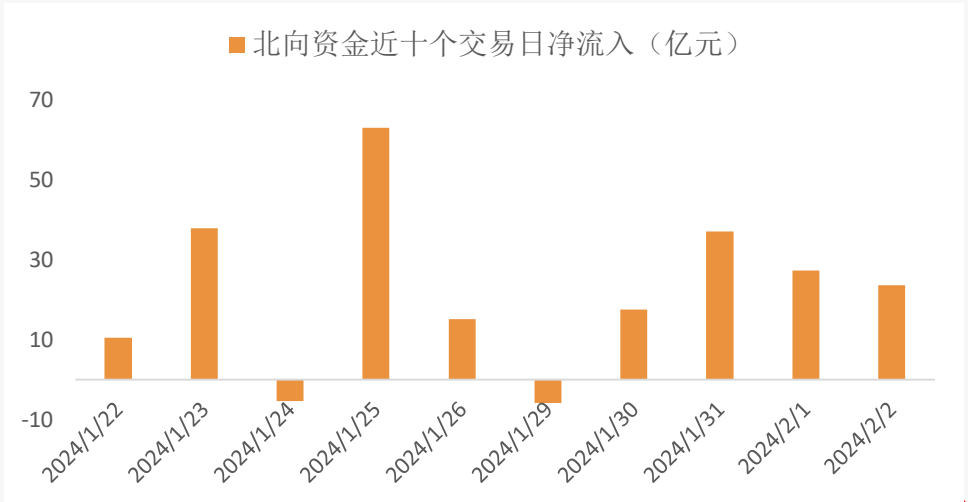


图4.4: 近10日北向资金表现



资料来源: wind、一德宏观战略部

# 国债

国债层面，29日当周，受国内市场风险偏好转弱的推动，国债收益率震荡回落，十年期国债收益率创历史新低。1月国内制造业PMI环比超季节改善，但仍处于收缩区间，内需维持偏弱仍对债市构成支撑。春节假期前，随着降准资金的释放，资金面预期宽松，债市或维持强势，策略上可维持仓位，由于短债利率偏低，下行空间有限，可逢低增配长债。

图4.5: 国债到期收益率 (%)

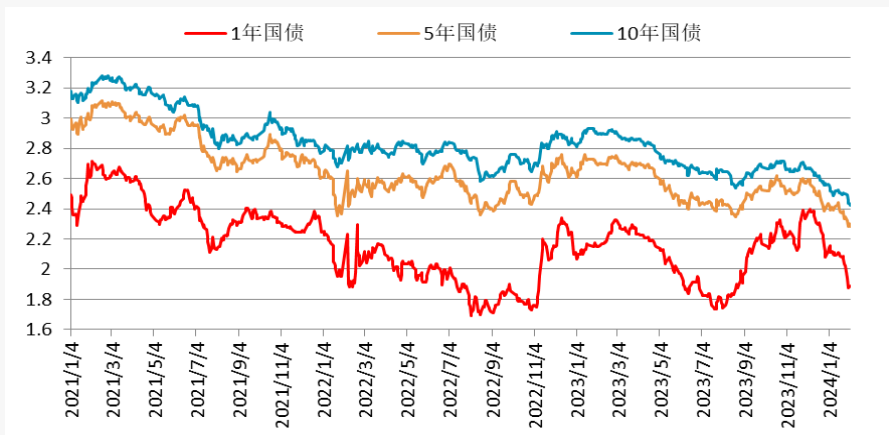
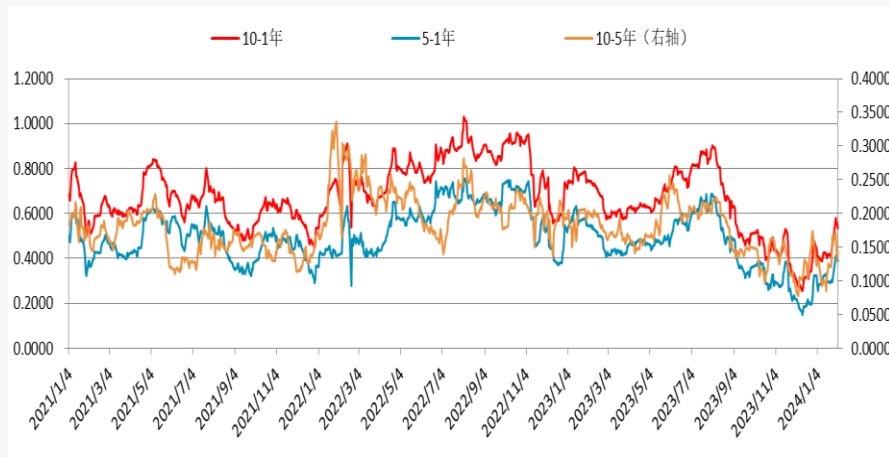


图4.6: 国债利差 (%)



资料来源：中债登网站，一德宏观战略部

# 黄金

29日当周金价冲高回落总体收涨，多重因素影响下市场降息预期变化有限。宏观面上，就业、薪资等数据再度上行令二次通胀隐忧挥之不去，地缘局势局部冲突不断，多空交织下市场总体维持震荡格局。技术上，修复性反弹后黄金尚未扭转周线空头格局，加之资金面持续流出对价格压力犹存。策略上，配置交易等待回补机会为主，2000美元上方不建议买入配置。

图4.7：美国10Y国债实际利率与名义利率（%）

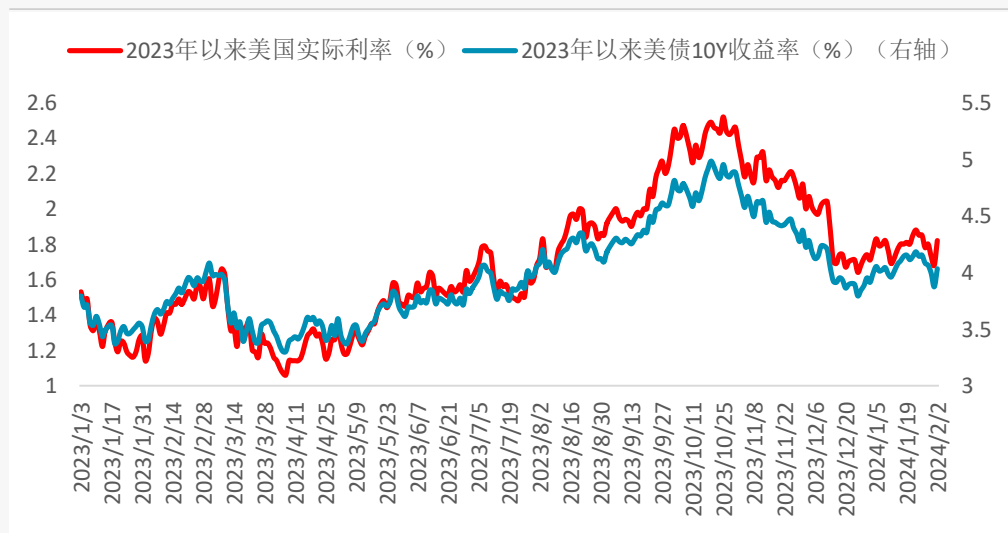


图4.8：美国10Y国债盈亏平衡通胀率（%）



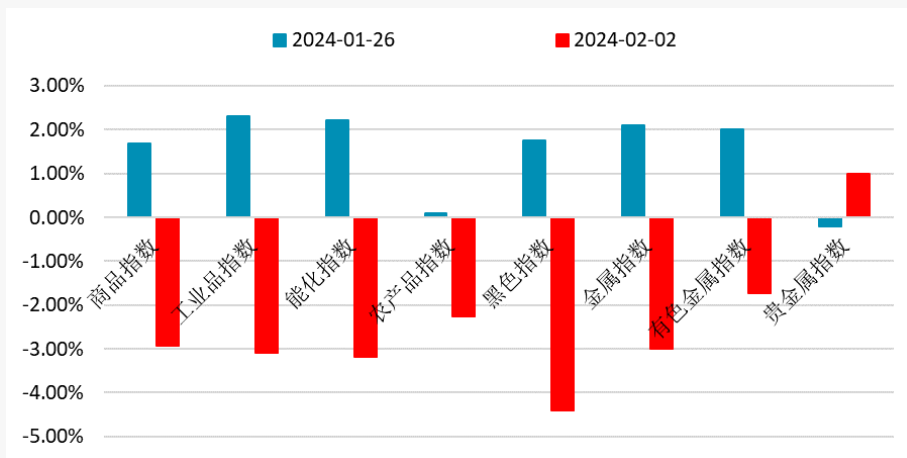
资料来源：wind、一德宏观战略部

# 大宗商品

29日当周，受美联储降息预期延后及对国内地产需求预期悲观的情绪影响下，大宗商品价格震荡回落，当周由涨转跌，工业品、农产品普遍收跌，工业品中，受国内需求影响较大的黑色指数领跌商品，需求担忧及中东局势缓和传闻施压油价，能化指数跌幅相对较大，贵金属指数在地缘风险支撑下周内收涨。

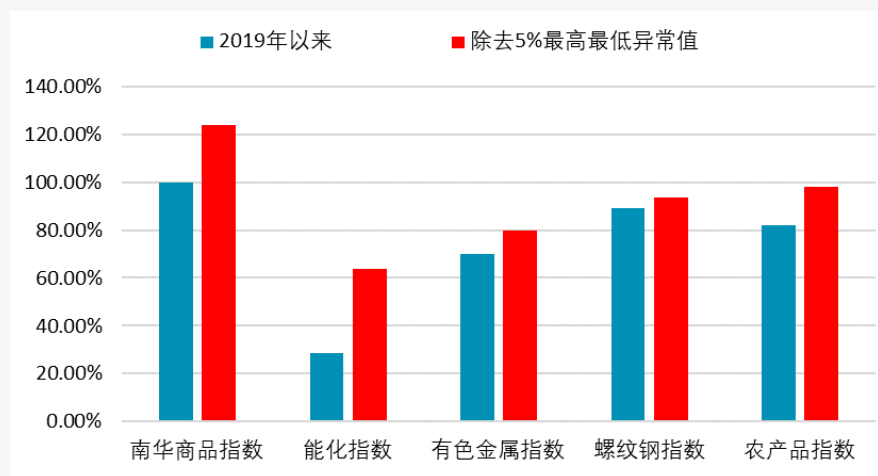
截止1月26日当周，南华商品期限溢价率普遍回升，其中，南华商品指数对CCPI期限溢价率位于2019年以来历史99.89%分位水平，其中，螺纹、农产品、有色指数分别位于89.04%、81.91%、69.93%的较高分位水平，能化指数位于28.5%分位水平，估值较低。

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 (2.5-2.9)

	重要财经数据与事件关注
2024/2/5	中国1月财新综合PMI, 前值52.6 德国12月季调后进口环比, 前值1.9% 欧元区1月综合PMI终值, 前值47.9 欧元区12月PPI同比, 前值-8.8% 美国1月ISM非制造业指数, 前值50.6, 预期52.2
2024/2/6	澳大利亚政策利率, 前值4.35%, 预期4.35% 德国12月季调后工厂订单环比, 前值0.3% 欧元区12月零售销售环比, 前值-0.3%
2024/2/7	新西兰四季度失业率, 前值3.9%, 预期4.4% 中国1月外汇储备(亿美元), 前值32379.8 德国12月工业产出环比, 前值-0.7% 美国12月贸易帐(亿美元), 前值-632, 预期-623
2024/2/8	美国12月消费信贷变动(亿美元), 前值237.51, 预期165 中国1月CPI同比, 前值-0.3% 中国1月PPI同比, 前值-2.7% 欧洲央行公布经济公报 美国12月批发库存环比终值, 前值0.4% 英国央行货币政策委员丁格拉发表讲话 美国财长耶伦将于2月8日在参议院银行委员会作证证词
2024/2/9	中国金融市场因春节假期休市, 至2月18日 中国1月社会融资规模增量(亿人民币), 前值19400 (待定) 中国1月新增人民币贷款(亿人民币), 前值11700 (待定) 中国1月M2货币供应同比, 前值9.7% (待定) 德国1月调和CPI同比终值, 前值3.1% 加拿大1月失业率, 前值5.8%

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](http://www.ydqh.com.cn)