



华安证券

HUAAN SECURITIES

证券研究报告

2023年12月7日

美联储加息担忧解除，全球资产价格延续向好

一大类资产配置月报第29期：2023年12月

分析师：郑小霞 SAC执业证书号：S0010520080007

分析师：张运智 SAC执业证书号：S0010523070001

分析师：任思雨 SAC执业证书号：S0010523070003



核心结论：美联储加息担忧解除，全球资产价格延续向好

大类	项目	本期：2023-12-1至2023-12-29			上期：2023-10-27至2023-12-1	
		投资建议	较上期变化	核心观点与逻辑支撑	指数变动	涨跌
股指	上证指数	震荡上行	→	经济复苏斜率未见提速、国内流动性未超预期宽松，但海外流动性风险解除相对利好创业板指数。	3017.78-->3031.64	0.46%
	创业板指	震荡上行	↑		1929.91-->1926.28	-0.19%
	成长(风格.中信)	震荡上行	↑	经济复苏斜率未见提速、国内流动性未超预期宽松，但海外流动性风险解除相对利好成长风格，而消费风格有望受益于汇率企稳。经济基本面继续修复+流动性有望边际宽松的宏观组合利好金融风格，金融在四季度存在很强的季节性效应。	5635.64-->5790	2.74%
	周期(风格.中信)	震荡	↓		4220.87-->4237.47	0.39%
	金融(风格.中信)	震荡上行	→		6543.53-->6339.5	-3.12%
	消费(风格.中信)	震荡上行	→		10314.26-->10557.02	2.35%
NASDAQ指数	震荡上行	↑↑	美债收益率回调已经基本到位，对估值修复利好基本释放完毕。美股上方仍面临抑制股息率与10Y美债收益率缺口抑制。	12643.01-->14305.03	13.15%	
DSJ平均指数	震荡	→		32417.59-->36245.5	11.81%	
债券	1Y国债到期收益率 (%)	震荡	↓	经济复苏斜率并未加速，多空角力尚未明，年底等待重要会议落地。	2.281-->2.344	6BP
	10Y国债到期收益率 (%)	震荡	↓		2.713-->2.663	-5BP
	2Y美债收益率 (%)	震荡	→	再次加息概率较低，但市场已转向聚焦博弈最早降息时点，不确定下美债震荡。	4.99-->4.56	-43BP
	10Y美债收益率 (%)	震荡	→		4.84-->4.22	-62BP
大宗商品	布伦特原油 (美元/桶)	震荡下行	↓↓	原油供给扰动因素解除，而进一步减产加码存在较大不确定性，价格有望延续回落态势；而美联储货币政策有望逐步转向，美国车企罢工可能导致经济增速进一步放缓继续利好金价。	90.48-->78.88	-12.82%
	COMEX铜 (美元/磅)	震荡	→		3.632-->3.895	7.23%
	COMEX黄金 (美元/盎司)	震荡上行	→		1980.4-->2073.2	4.69%
	南华工业品指数	震荡上行	→	市场对于政策力度预期整体平稳，2024年将GDP目标定在5%的可能性较大。国内大宗品整体上看多，虽然地产复苏偏弱，但上游纯碱产能投放不及预期，玻璃在成本端仍有支撑。	4010.87-->3997	-0.35%
	南华螺纹钢指数	震荡	↓↓		1396.91-->1471.56	5.34%
	南华农产品指数	震荡下行	↓		1115.99-->1086.01	-2.69%
南华玻璃指数	震荡上行	↑↑	2276.33-->2680.17		17.74%	
汇率	美元指数	震荡下行	→	美联储不再收紧货币推动美元走弱。增长基本面担忧缓释，但仍需更多积极信号推动人民币汇率反转。	106.58-->103.2	-3.17%
	美元兑人民币	震荡	→		7.32-->7.14	-2.41%

资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：点、%。表内所指投资建议（以涨跌幅衡量，除债券以BP变动衡量、美元指数为定性判断）含义如下：（1）“大幅上行”是指预计未来一个月该指标涨幅在5%（50BP）以上；（2）“上行”是指预期未来一个月该指标涨幅在2%至5%（25BP至50BP）之间；（3）“震荡”是指预期未来一个月该指标涨跌幅在-2%至2%（-25BP至25BP）之间；（4）“下行”是指预期未来一个月该指标跌幅在-2%至-5%（-25BP至-50BP）之间；（5）“大幅下行”是指预期未来一个月该指标跌幅在-5%（-50BP）以上。



目录

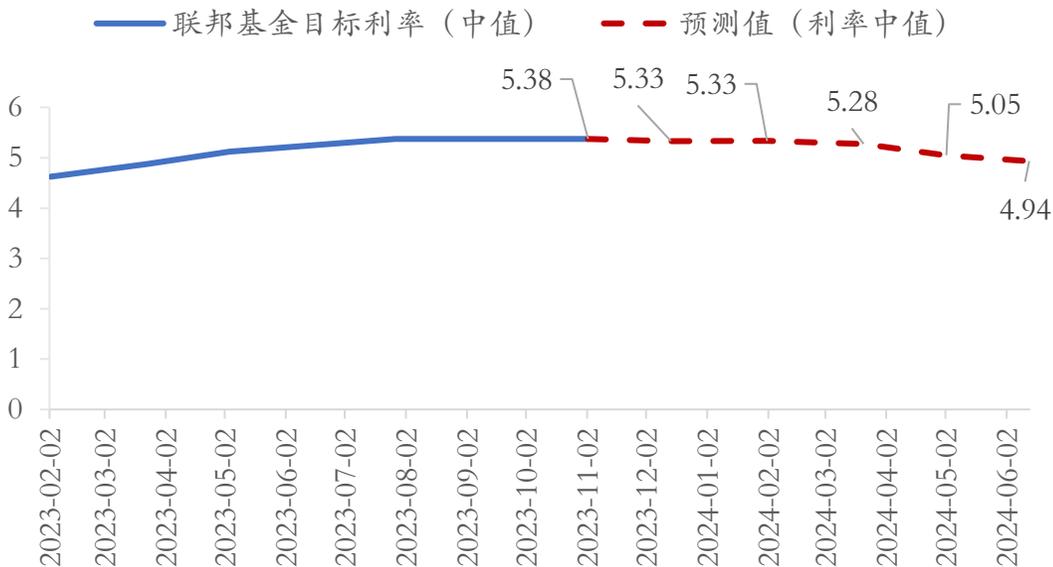
- 1 配置逻辑：美联储加息担忧解除
- 2 权益：市场恐欲扬先抑
- 3 利率：进入等待博弈期，中、美债均震荡
- 4 大宗：地缘政治因素缓释供给担忧
- 5 汇率：美联储不再收紧货币推动美元走弱



美联储12月议息会议加息概率趋近于零，但降息还需要更多信号

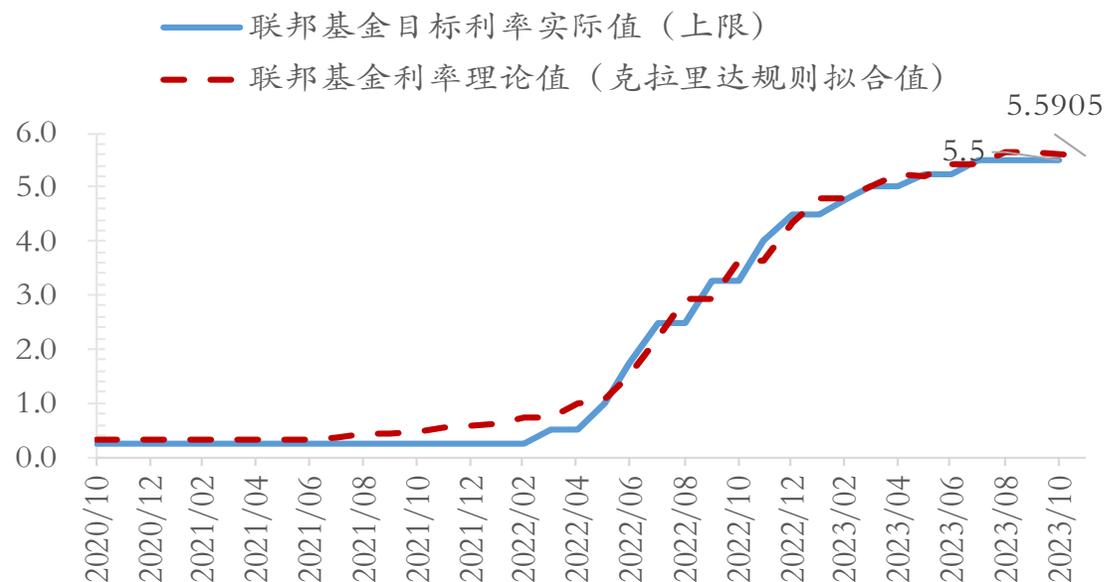
➤ 美联储12月议息会议加息概率趋近于零，但货币政策完全转向还需要更多信号予以支撑。11月美联储维持利率不变符合市场预期，11月21日公布了11月议息会议纪要，整体上定调偏鸽派，一方面，美联储官员讨论重点从加息幅度转变成高利率应该维持的时间，另一方面，美联储虽然不能排除还有一次加息，但继续加息可能已不再是基准情形，而是当经济数据有违委员会目标时才会发生。同时，议息纪要对通胀的判断偏乐观。美联储工作人员认为通胀可能延续回落态势，预计PCE和核心PCE价格指数同比在年末分别回到3%和3.5%左右水平，并均在2026年回落至接近2%。考虑到10月美国CPI和核心CPI环比跌入关键区间，美联储继续收紧货币政策可能性偏低，我们维持此前判断，7月就是本轮美联储加息的终点。

美联储利率观测器显示市场押注明年上半年利率逐步回落



资料来源：CME美联储利率观测工具，华安证券研究所，单位：%。
注：预测值=100-期货价格。更新日期：12月1日。

克拉里达规则下，12月理论利率指引再度回落



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。



经济持续复苏向好，但修复斜率仍未见提速迹象

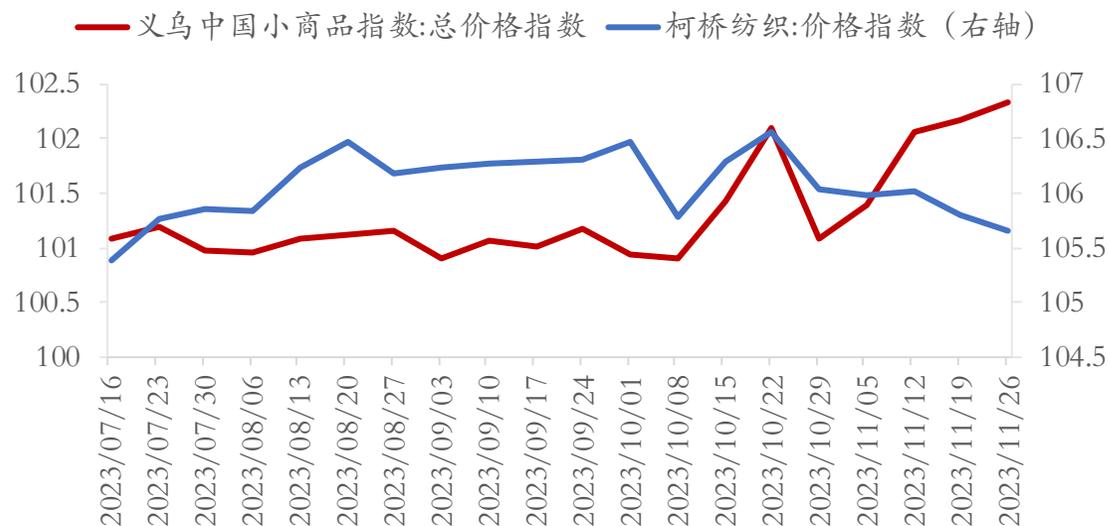
- ▶ **经济持续复苏向好，但修复斜率仍未见提速迹象。**11月高频数据显示经济继续处于复苏通道，但主要指标并未显示出复苏有加速迹象。其中，服务业依然维持较快修复，商品需求小幅改善但生产端复苏速度有所放缓，地产销售脉冲式修复后延续弱势。预计11月社零同比8.1%，固投累计同比2.9%，其中制造业投资6.2%、基建投资5.7%、房地产开发投资-9.5%，出口同比-1%，CPI同比-0.2%，PPI同比-2.5%。后续重点关注12月中央经济工作会议对明年GDP目标定调。
- ▶ **商品与服务消费继续向好，低基数推动社零同比增速维持高位。**11月乘用车批发和零售当周日均销量平均值分别为6万辆和5.2万辆，同比分别上涨18.3%和16%，批发销量同比较上月提高9.3个百分点、零售销量较上月小幅下降4.8个百分点。随着居民就业和收入稳步向好，9月起失业率回落至5%的低位，居民收入同比增速延续改善，消费也有望维持内生复苏态势。服务类消费继续向好，但考虑到商品房销售走弱拖累地产下游，预计11月服务业生产指数同比可能较10月基本持平。

乘用车销量批发和零售同比小幅增加



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%

小商品价格小幅提升，柯桥纺织价格指数有所回落



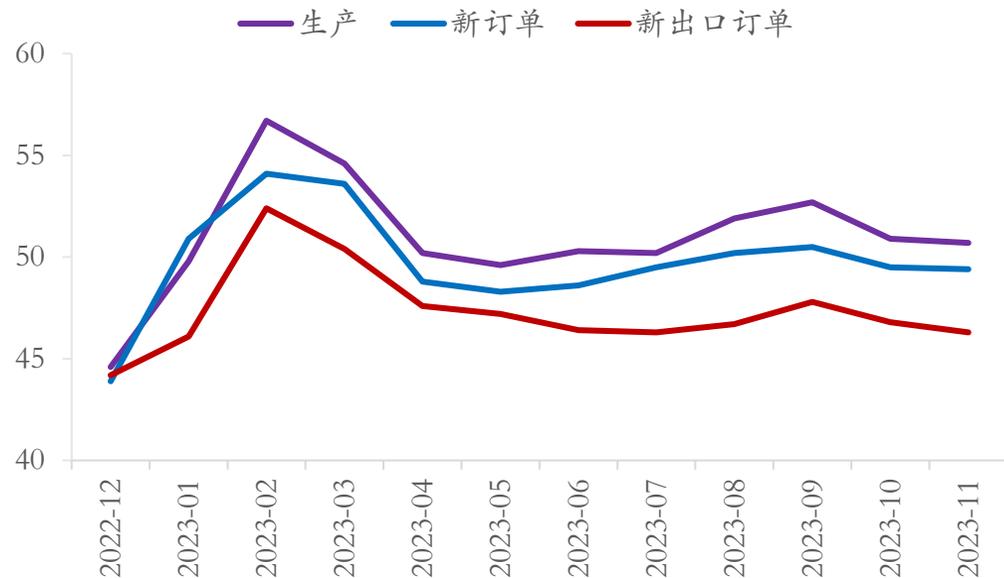
资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：点



阶段性补库结束后，制造业PMI荣枯线之下继续下行

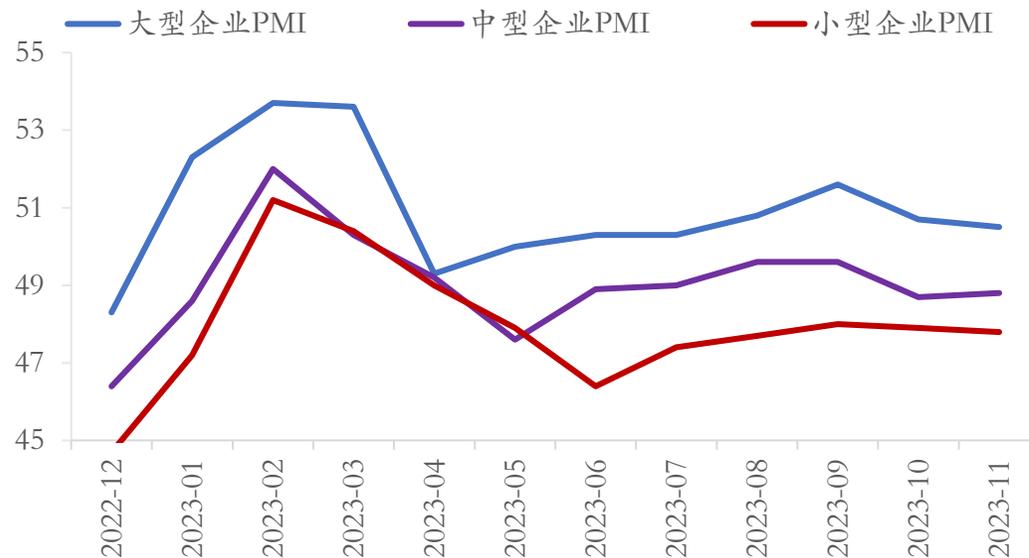
► 制造业PMI荣枯线之下继续下行，阶段性补库结束后需求仍呈现回落态势。11月制造业PMI为49.4%，较上月微降0.1个百分点。PMI数据走弱与11月高频数据显示生产端小幅放缓相吻合，亦表明当前经济复苏依然是波段式前进的过程。①阶段性补库结束后需求略有回落。9月工业企业库存同比短暂反弹后、10月继续下行，表明企业阶段性补库缺乏持续性。11月生产、新订单和出口订单指数分别为50.7%、49.4%和46.3%，其中新订单和生产分别较上月下降0.1和0.2个百分点。②服务业下滑态势明显。11月份，服务业PMI为49.3%，较上月下降0.8个百分点，跌破荣枯线。建筑业PMI小幅反弹至55%，临近年末基建端需静待加快发行专项债形成实物工作量。

生产、新订单均有所回落



资料来源：Wind，华安证券研究所，单位：指数点。

中型企业PMI有所回升，大型、小型企业PMI回落



资料来源：Wind，华安证券研究所，单位：指数点。



目录

- 1 配置逻辑：美联储加息担忧解除
- 2 权益：市场恐欲扬先抑
- 3 利率：进入等待博弈期，中、美债均震荡
- 4 大宗：地缘政治因素缓释供给担忧
- 5 汇率：美联储不再收紧货币推动美元走弱



2.1 国内权益：市场欲扬先抑，配置把握金融切换

- 我们在12月策略月报《市场欲扬先抑，配置把握金融切换》（2023-12-03）中指出，12月市场可能呈现先抑后扬的走势，在中央经济工作会议后有望延续前期反弹行情。12月配置上可从不同时间维度考虑两种思路。①短期风格有可能切换的方向，即金融，原因在于经济基本面继续修复+流动性有望边际宽松的宏观组合，金融风格在四季度存在很强的季节性效应。②继续坚定配置中长期确定性方向，包括：存在新一轮产业周期复苏预期及华为链催化下反复发酵的电子、通信，以及盈利、估值底部共振修复的医药生物等。
- 从因子分析角度来看，经济复苏斜率未见提速、国内流动性未超预期宽松，但海外流动性风险解除相对利好成长风格，而消费风格有望受益于汇率企稳。

创业板指相对占优，风格中成长相对占优

变量	变动值	上证指数	创业板指	成长(风格)	周期(风格)	金融(风格)	消费(风格)
短端利率变动 (1Y国债)	0.02	0.07	0.04	0.05	0.06	0.13	0.10
长短利差变动 (10Y-1Y国债)	-0.04	-0.14	-0.17	-0.20	-0.15	-0.17	-0.32
短端利率变动 (2Y美债)	-0.19	0.64	1.54	1.09	0.33	0.55	1.33
长短利差变动 (10Y-2Y美债)	-0.11	-0.06	-0.05	-0.09	-0.22	-0.04	-0.01
M2同比差值变动	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
社融同比差值变动	0.30	0.14	0.11	0.13	0.21	0.13	0.45
新发基金规模 (自然对数)	7.08	-1.88	-1.60	-2.24	-1.84	-2.34	-4.04
合计		-1.22	-0.14	-1.25	-1.62	-1.73	-2.48

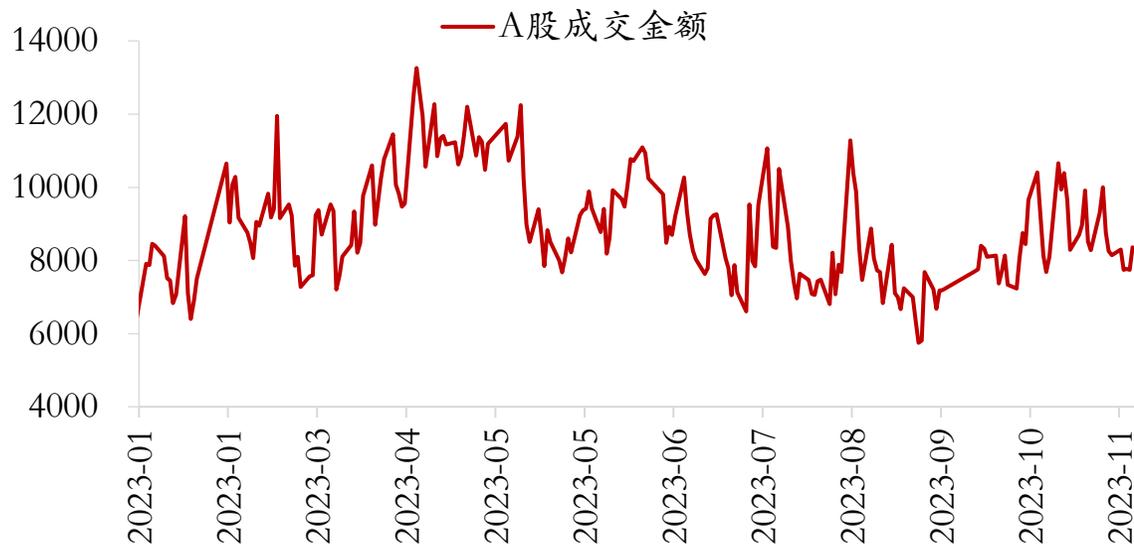
资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。注：表中测算相对强弱，不代表对实际收益率的测算。



2.1 国内权益 (1) : 流动性宽裕及年末风格有望切换, 关注券商、银行、保险

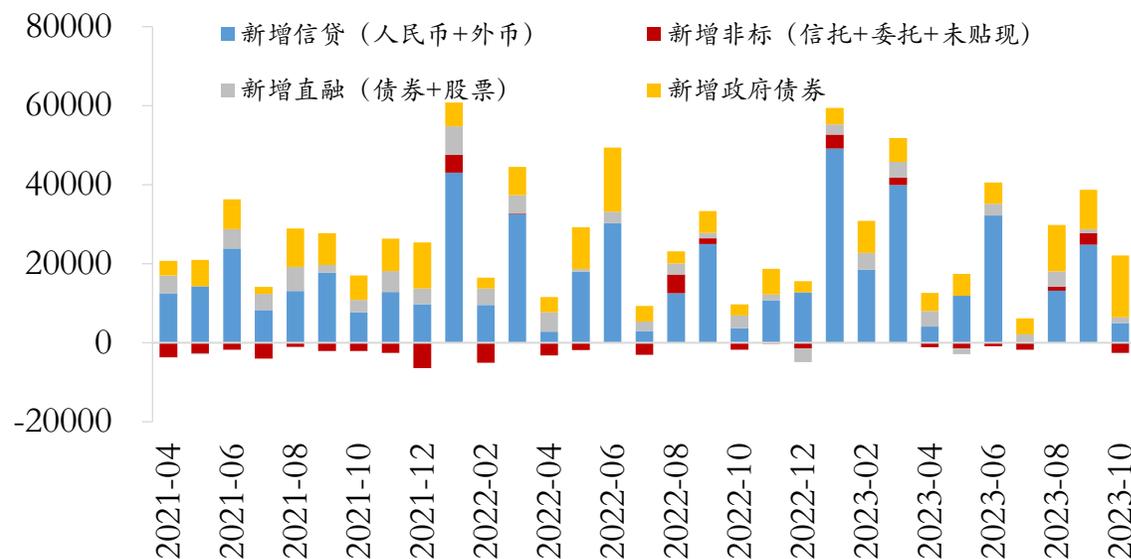
- ▶ 年末风格切换, 流动性充裕支撑增强, 非银、银行配置价值值得关注。
- ① 券商突发性政策催化行情: 中央金融工作会议提出培育一流投行, 监管层也明确表态支撑头部券商合并, 而预期好转则会带动市场成交额的回暖并给予券商板块正反馈支撑。
- ② 资产、负债两端均支撑保险: 1. 年内保险公司保费收入同比持续保持在近年高位。2. 金融总局推动险资入市, 并且调整国有保险公司考核方式。
- ③ 经济和预期持续改善, 监管层呵护银行净息差和经营安全, 银行受益: 1. 年末经济环比动能将持续改善, 由此有望带动银行不良率下降。2. 货政执行报告提出“商业银行维持稳健经营、防范金融风险, 需保持合理利润和净息差水平”, 表明监管对银行安全经营和净息差有呵护态度, 9、10月社融增量及存量同比略超市场预期, 发债规模提升将带动企业中长期贷款增长, 有利于银行资产质量回升。

市场成交量放大



资料来源: Wind, 华安证券研究所。单位: 亿元。

10月新增社融为18500亿元, 好于去年同期



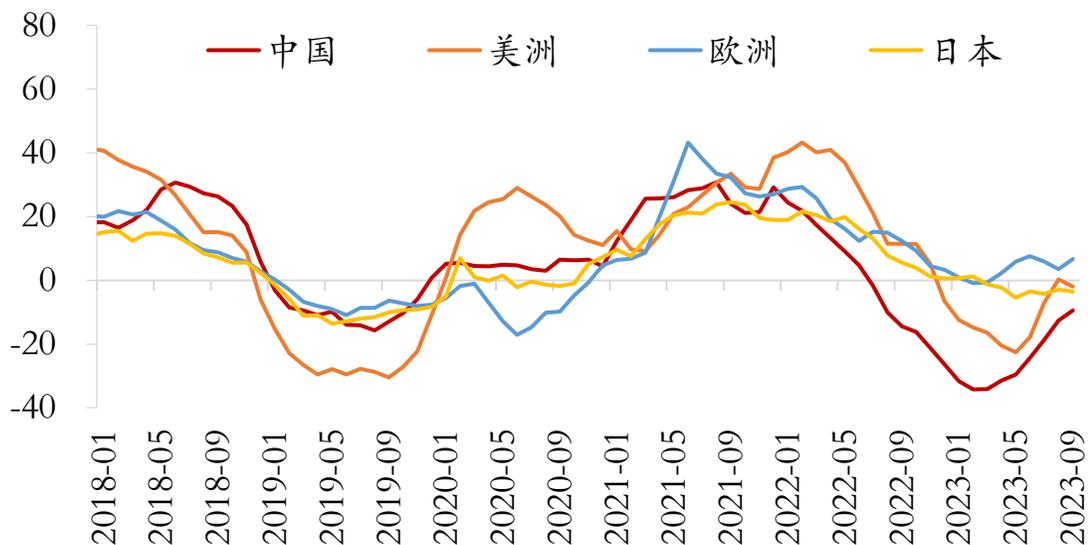
资料来源: Wind, 华安证券研究所。单位: 亿元。



2.2 国内权益 (2) : 产业周期复苏加持提振电子、通信配置价值

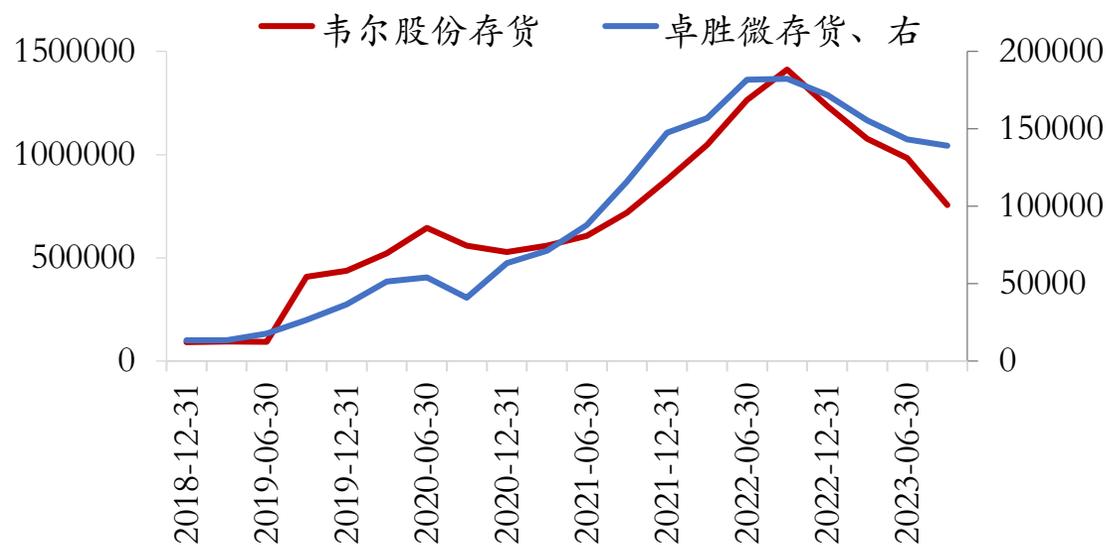
- ▶ 产业周期回暖，通信、电子配置价值抬升。
- ▶ 存储涨价、算力供给紧张、光模组出货量、企业龙头公司库存降至低位等信号均进一步证实半导体产业周期有望迎来回暖，而代表性公司英伟达三季报业绩超预期也为半导体产业链公司后续业绩提升提供了较强支撑。应用端不断迎来爆发，不管是传媒短剧游戏的爆发，还是消费电子催化发酵不断，都持续升温半导体产业核心组件需求。政策端数字化基础设施建设不断推进，人工智能方针持续落地。政策支撑以及风险偏好提升，三者共同支撑电子、通信中长期配置价值持续。

全球各地区半导体销售增速



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。

卓胜微、韦尔股份的存货自2022年下半年持续下降



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：万元。



2.1 国内权益 (3) : 业绩向好及估值低廉的医药生物

➤ 估值底部及集采压价幅度减小的医药生物。

政策预期好转

- 最近一批国家药品集采拟中选结果公布，平均降幅在58%，较此前集采降价幅度减少。
- 今年医保谈判落地，其中医保药品目录调整续约新规进一步体现对创新的支持，符合条件的药品降幅可减半。
- 细分方向上来看，当下创新药已经进入国际化加速阶段。近几年随着药审改革的深入，准入门槛的持续提升，创新药领域经历了大浪淘沙的去产能过程，优质产品持续获得医保支付的支持，同时也逐步开始与全球大药企合作开发全球市场。



医药生物具备中长期配置价值

估值板块底部

- 估值角度来看，医药整体板块仍处于5年内较低水平。

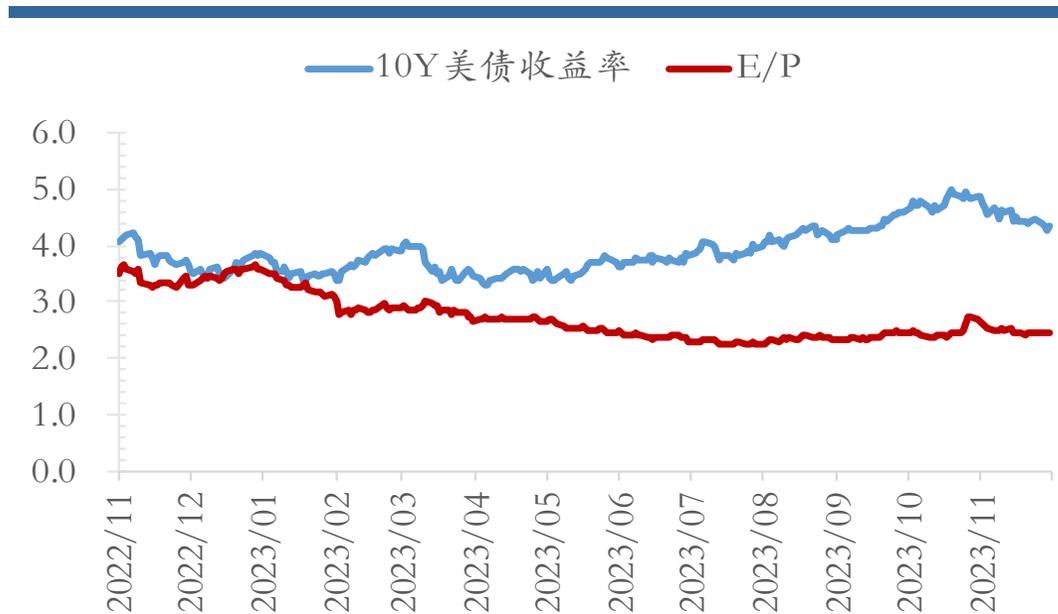
2.2 美股：美债利率下行趋缓，美股反弹空间受限

➤ 美债利率下行趋缓，美股反弹空间受限。11月美联储未继续加息，失业数据不支撑美货币政策进一步收紧，10月通胀数据回落超预期也为美联储货币政策逐步转向提供支撑。受此影响，美债震荡回落至4.45%附近。但经过11月的调整，美债收益率回调已经基本到位，对美股估值修复利好基本释放完毕。同时，美股上方仍面临抑制，尤其是当前美股股息率与10Y美债收益率缺口收敛后依然明显，难以支撑美股大幅度反弹。从因子分析的情况看，在纳指和道指中看好受益于利率下行的纳指。

短端利率下行相对利好纳指

变量	变动值	纳斯达克指数	道琼斯工业指数
短端利率变动 (2Y美债)	-0.19	0.84	-0.10
长短利差变动 (10Y-2Y美债)	-0.11	-0.04	-0.09
失业率 (季调) 变动	0.10	0.05	0.02
美国CPI环比	0.00	0.00	0.00
美国PPI环比	-0.50	1.75	1.02
合计		2.61	0.85

股息率与10Y美债收益率缺口有所收敛



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。注：表中测算相对强弱，不代表对实际收益率的测算。

资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。



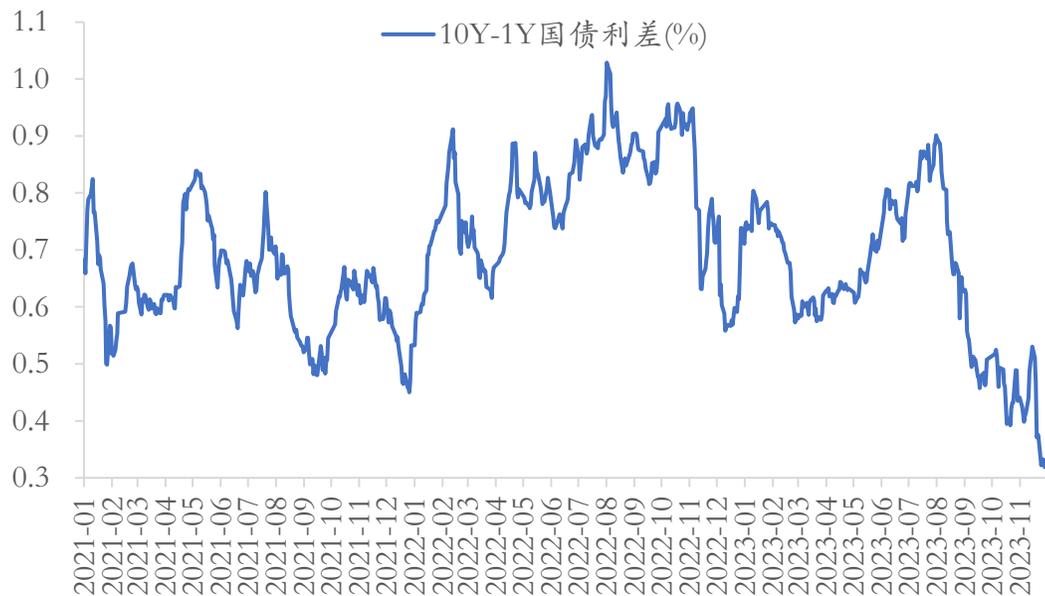
目录

- 1 配置逻辑：美联储加息担忧解除
- 2 权益：市场恐欲扬先抑
- 3 利率：进入等待博弈期，中、美债均震荡
- 4 大宗：地缘政治因素缓释供给担忧
- 5 汇率：美联储不再收紧货币推动美元走弱

3.1 国内债券：进入等待期震荡，重要政策会议落地后方向将清晰

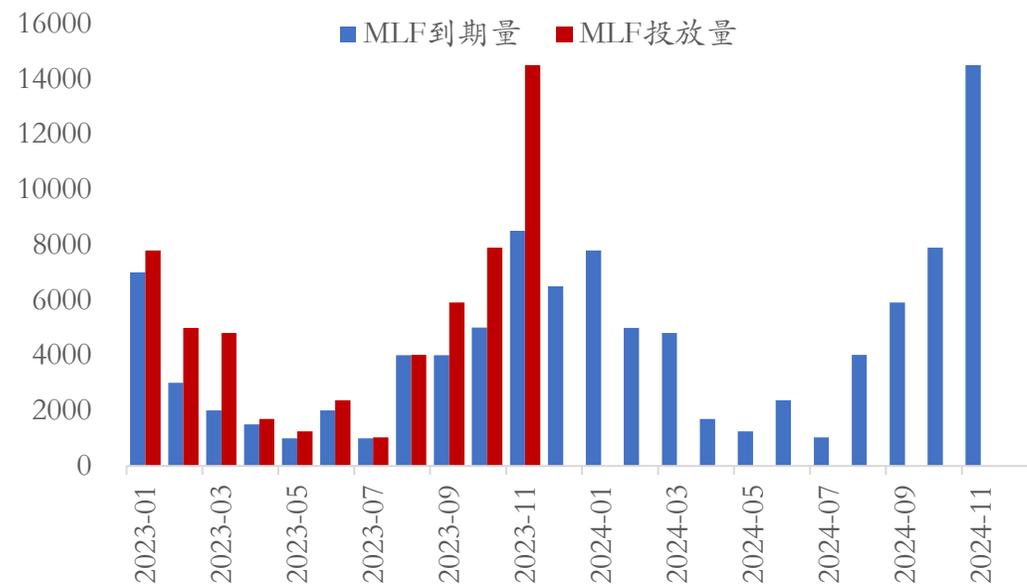
- ▶ **12月长端利率预计延续震荡格局：**①**年底重要会议在即，市场进入等待期。**今年中央政治局会议较往年提前一周，预计月中对明年经济做总体部署的方向即将公布，因而当下市场已进入政策等待期。②**流动性维持宽松，年末降准或有可能。**11月央行选择大额投放MLF，但在年底重要会议前后，央行或将降准进行流动性呵护。③**海外博弈美联储降息时间，仍有不确定性扰动。**11月美联储议息会议释放信息偏鸽，但近期海外市场已聚焦降息开始时间点，这一博弈尚未明晰，预计对国内债市将有所扰动，不过影响幅度较此前明显减小。
- ▶ **12月期限利差预计震荡上行。**11月市场对后续经济预期改善存不确定性，但当下长短端的期限利差已降至年内低点，向下空间有限，后续预计将震荡反弹。

11月期限利差震荡下降，市场对后续经济预期较为悲观



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%

11月投放大额MLF释放流动性

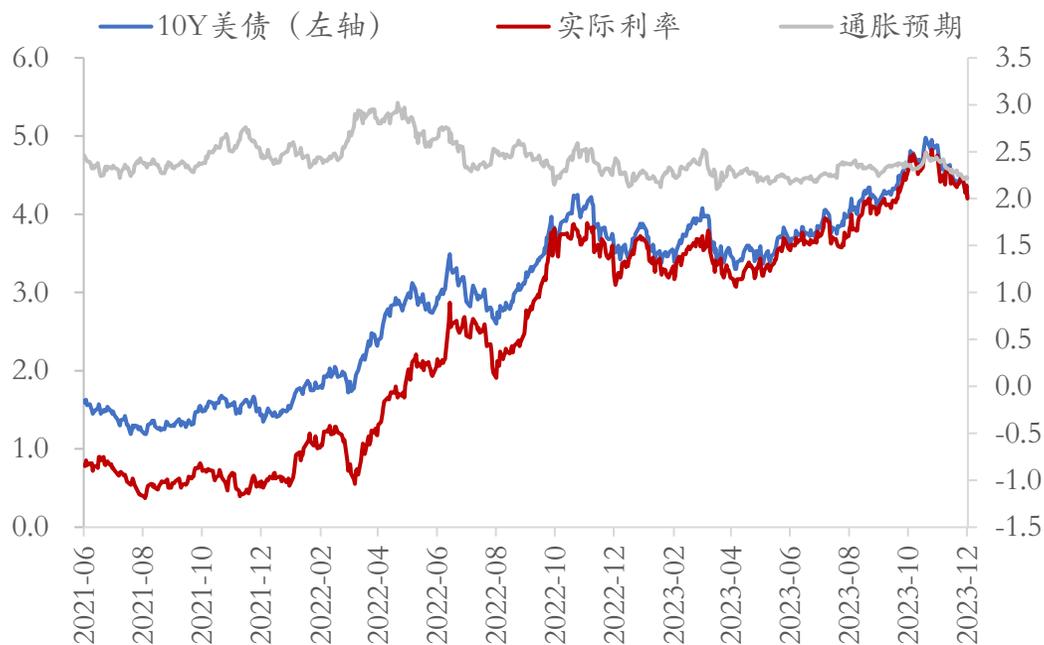


资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：亿元。

3.2美债：市场聚焦博弈美联储何时降息，不确定下美债波动加大

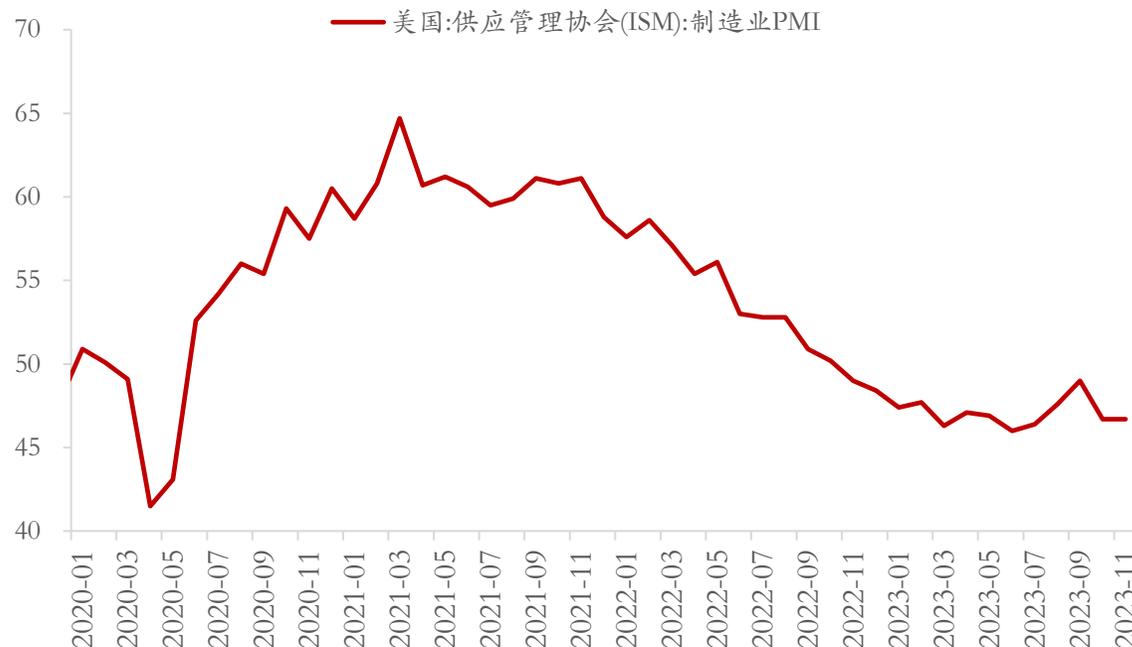
- 美联储12月议息会议加息概率趋近于零，但市场博弈降息时点仍存不确定性，美债预计震荡。①美联储议息会议释放鸽派信号。11月议息会议纪要整体上定调略偏鸽派，一方面，美联储官员讨论重点从加息幅度转变成高利率应该维持的时间，另一方面，美联储虽然不能排除还有一次加息，但继续加息可能已不再是基准情形，而是当经济数据有违委员会目标时才会发生；②生产低于市场预期。美国11月ISM制造业指数为46.7，预期47.6，前值46.7，与10月持平，低于市场预期。美国11月制造业PMI低于荣枯线，进一步加大了市场对于美联储本轮加息周期已经结束，部分投资者甚至预期最快可能在2024年3月开始降息。但近期美联储主席鲍威尔发声称现在谈降息还太早，市场“抢跑者”对降息时点的博弈仍存在不确定性。

10Y美债11月震荡下行



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%

ISM制造业PMI处于荣枯线以下

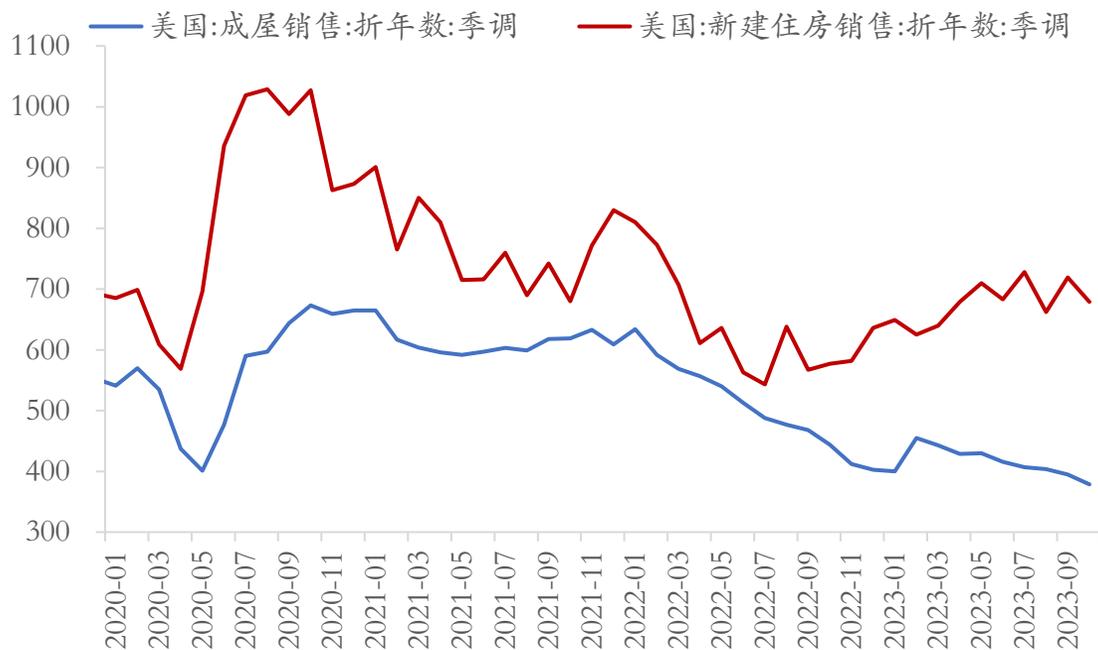


资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%

3.2美债：经济生产活动放缓，新屋销售跌幅超预期

- 经济生产活动放缓，新屋销售跌幅超预期。①10月新屋销售跌幅超预期，美国10月新屋销售年化67.9万户，接近今年4月时的销售水平，不及此前预期的72.3万户，此外9月前值从75.9万户显著下修至71.9万户。叠加10月新屋库存连续第三个月上升；②美国三季度GDP超预期上修，PCE物价指数降温，与11月公布的细项数据对比后，未来就业数据和消费数据可能会进一步回落。③美联储褐皮书显示美国经济活动总体放缓，经济前景下滑，消费者支出减少，劳动力需求继续放缓。

10月新房销售环比下降



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：万套、千套

消费者信心指数下滑



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。



目录

- 1 配置逻辑：美联储加息担忧解除
- 2 权益：市场恐欲扬先抑
- 3 利率：进入等待博弈期，中、美债均震荡
- 4 大宗：地缘政治因素缓释供给担忧
- 5 汇率：美联储不再收紧货币推动美元走弱

4.1 国际大宗：地缘政治因素缓释供给担忧，大宗商品价格延续回落

▶ **地缘政治因素缓释供给担忧，大宗商品价格延续回落。**随着中美元首APEC会晤释放偏积极信号以及巴以冲突临时停火，地缘政治因素缓释供给担忧。短期看，原油供给扰动因素解除、OPEC+减产执行难度较大，而进一步减产加码存在较大不确定性，价格有望延续回落态势；而美联储货币政策有望逐步转向，美国车企罢工可能导致经济增速进一步放缓继续利好金价。因此，相对看好黄金，其次为铜，最后为原油。

因子分析看，原油短期不具备相对优势

变量	变动值	WTI原油	COMEX铜	COMEX黄金
短端利率变动 (2Y美债)	-0.19	-2.42	-0.04	0.81
长短利差变动 (10Y-2Y美债)	-0.11	-0.40	-0.04	0.09
美债长期平均实际利率	-0.60	0.10	0.55	-0.20
库存/ETF持仓量变动		0.05	0.04	0.05
净多头持仓		-2.76	0.10	-0.02
合计		-5.42	0.61	0.73

金油比处于再次上行，后续仍有衰退预期



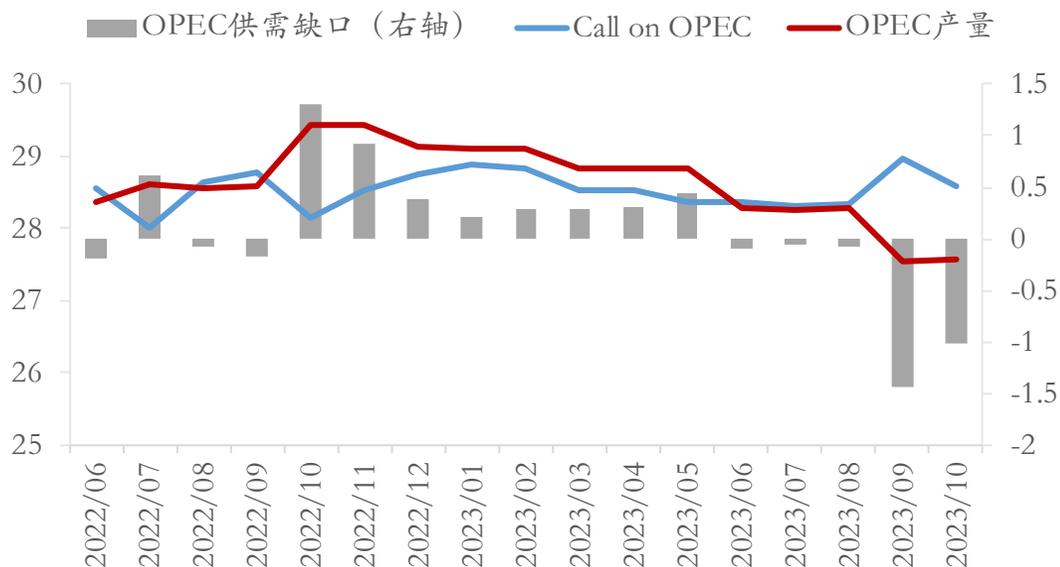
资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。

资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。注：表中测算相对强弱，不代表对实际收益率的测算。

4.1 原油：地缘政治冲突因素缓解，OPEC+进一步减产乏力

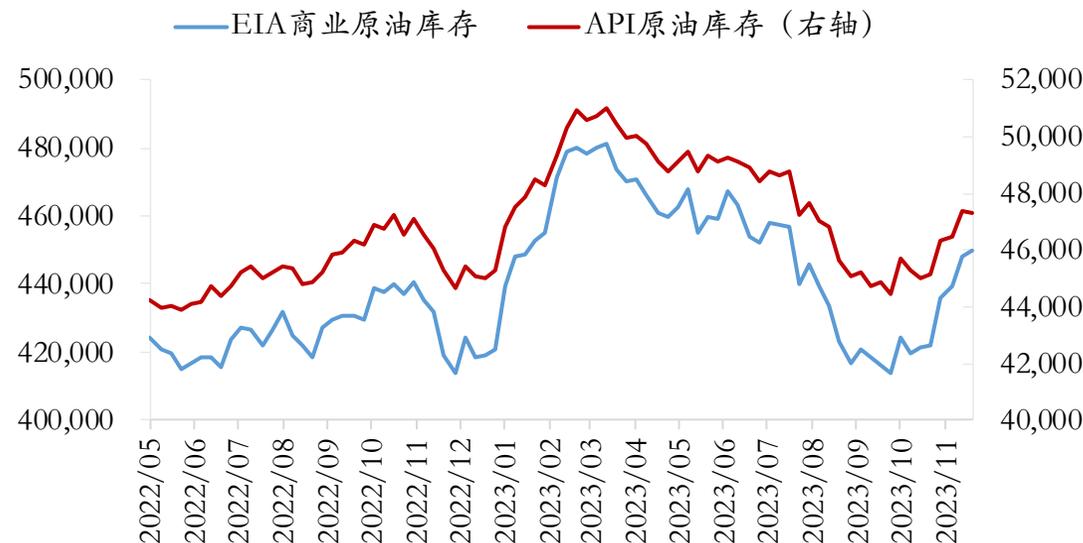
▶ 原油：地缘政治冲突因素缓解，OPEC+进一步减产乏力，油价预计震荡回落。11月23日巴勒斯坦加沙地带临时停火协议生效，俄乌冲突以及巴以冲突对供给端扰动担忧逐步减弱。虽然沙特对其余OPEC其余国家产量不满推迟OPEC会议，其继续呼吁减产并推动减产落地的态度并未发生改变，但额外减产100万桶/日可能难以执行，如安哥拉表态有意将产量维持在118万桶/日、高于OPEC+配额111万桶/日。因此，整体上此前对于供给端的浓厚担忧有所缓解，油价上行因素有所减弱。从市场情绪看，WTI非商业空头明显增加、净多头大幅下降，并且原油库存有所反弹。因此，预计油价震荡回落。

OPEC+减产意在推动累库



资料来源：OPEC月报，华安证券研究所。单位：mb/d

原油库存有所反弹



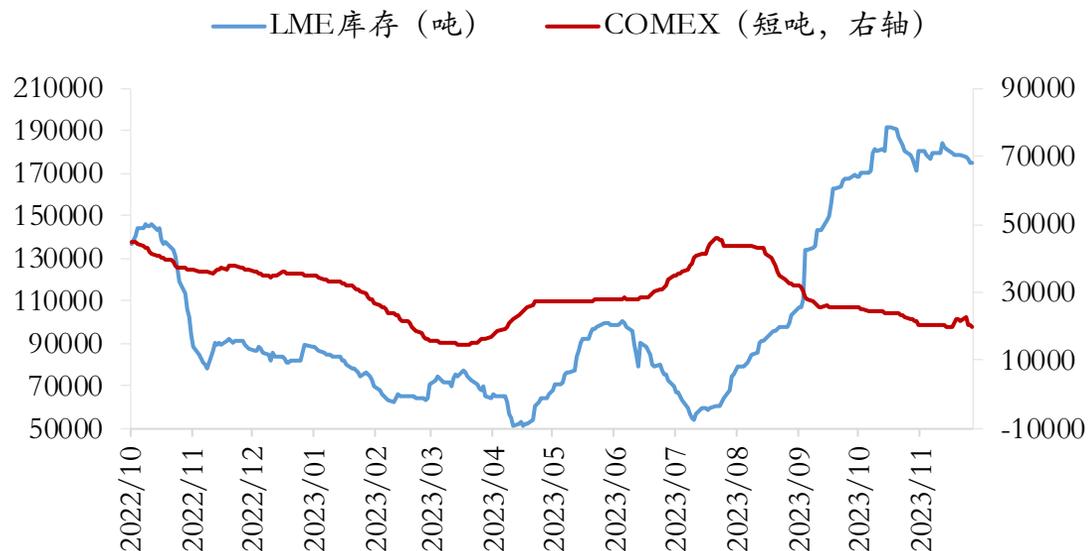
资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：千桶、万桶



4.1 铜：库存整体企稳，市场博弈加剧

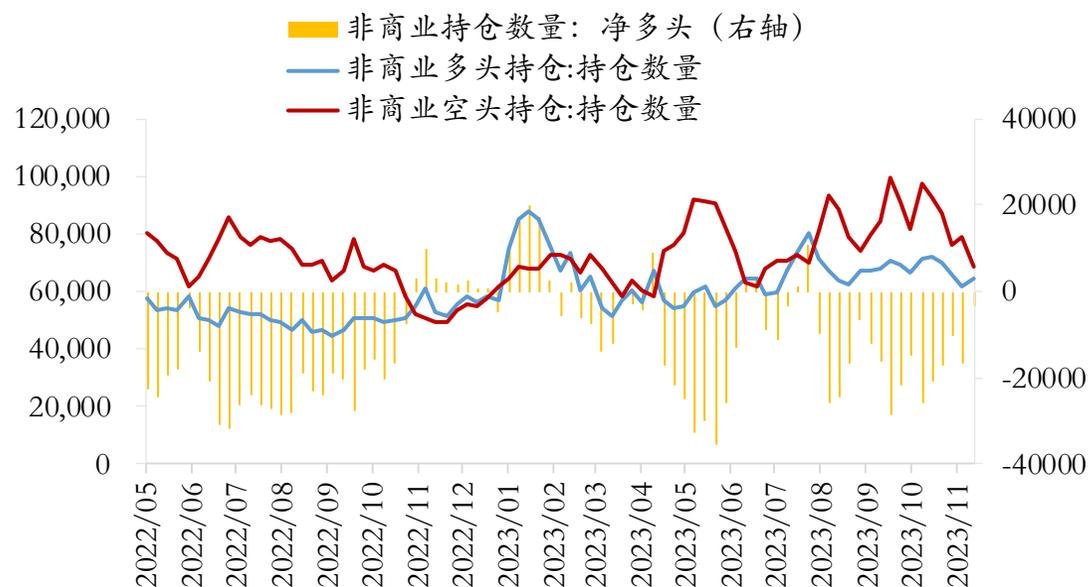
► **铜：库存整体企稳，市场博弈加剧。** COMEX铜与LME铜库存整体持平，供求保持基本平衡。目前来看，期铜价格波动主要受预期扰动，尤其是今年以来市场对于美联储政策路径预期经过多轮修正，使得铜多空持仓量波动明显，市场波动加剧。伴随近期美联储货币政策转向预期逐步浓厚但仍不能完全排除进一步加息，铜非商业从净空头有所反弹。整体上看，预计美联储偏鹰派表态不会停止，短期内铜价以震荡偏空为主。

铜库存整体企稳、变动不大



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：吨、短吨。

铜非商业净空头小幅扩大

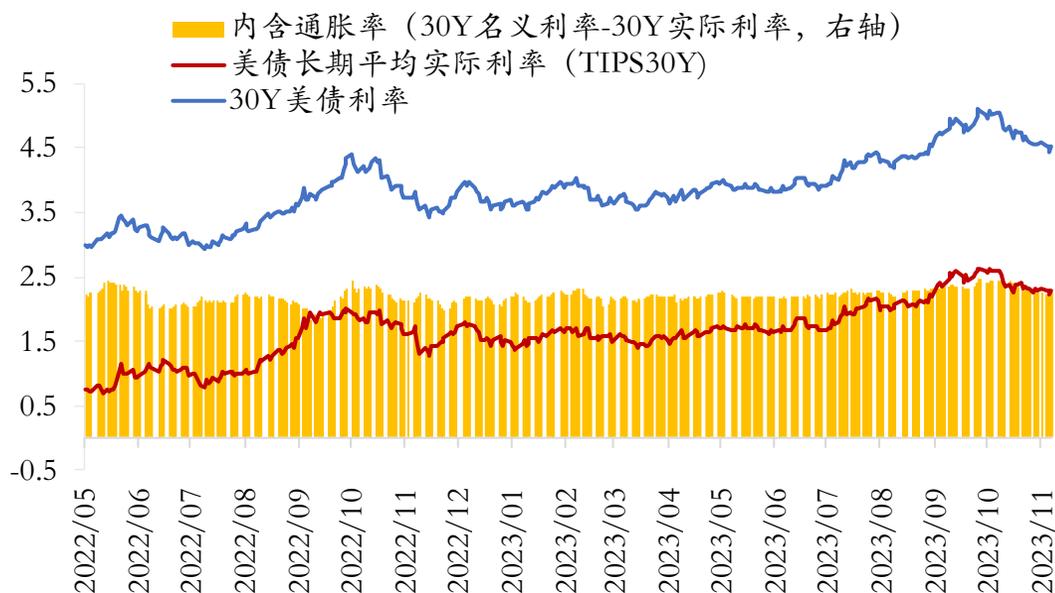


资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：手。

4.1 黄金：配置价值持续显现，警惕避险情绪改善的回调风险

- 黄金：配置价值持续显现，警惕避险情绪改善的回调风险。**前期受巴以冲突影响，避险情绪推动金价明显回升。具体到投机情绪上看，ETF持仓量企稳反弹，非商业多头及多头净持仓也有所提升。同时，美债实际利率在2.5%高位有所回落，也支撑金价上行。但如巴以冲突等风险因素缓释，则黄金价格短期内可能面临回调风险。从中长期看，美联储不能将政策利率维持在5%以上的绝对高位，实际利率大方向依然是震荡偏回落，因此维持中长期布局判断，配置价值有望持续显现。

美债实际利率有所回落



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%

ETF持仓量小幅反弹



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：吨



4.2 国内大宗：增长政策预期整体平稳，需求拉动价格回升

- ▶ **增长政策预期整体平稳，需求拉动价格回升。**10月24日，十四届全国人大常委会第六次会议将赤字率从3%上调至3.8%左右后，市场对于政策力度的预期明显向好。叠加彭博社近期报道指出，监管机构要求银行对房地产信贷“三个不低于”、制定50家房企白名单，以及考虑允许银行首次向房企提供无抵押的流动资金贷款，有望为地产企业紧张的资金链纾困，进一步托底房地产。我们认为，2024年将GDP目标定在5%的可能性较大，经济逐步企稳对需求端仍有小幅提振。目前来看，国内大宗品整体上看多，虽然地产复苏偏弱，但上游纯碱产能投放不及预期，玻璃在成本端仍有支撑。

因子分析显示工业品价格仍有支撑

变量	变动值	南华工业品	南华螺纹钢	南华农产品	南华玻璃
短端利率变动（1Y国债）	0.02	0.04	0.12	0.01	0.16
长短利差（10Y-1Y国债）	-0.04	-0.01	-0.06	0.01	-0.20
M2同比差值变动	0.30	-0.45	-0.05	-0.28	-0.74
基建投资累计同比变动	-0.30	-0.16	0.09	-0.07	-0.19
新开工面积前12个月移动平均同比	-29.32	-1.32	-1.59	-1.20	0.05
竣工面积前12个月移动平均同比	4.55	0.71	-0.07	0.81	-2.74
销售面积前12个月移动平均同比	-20.56	3.02	2.31	3.03	-2.28
合计		1.83	0.73	2.31	-5.94

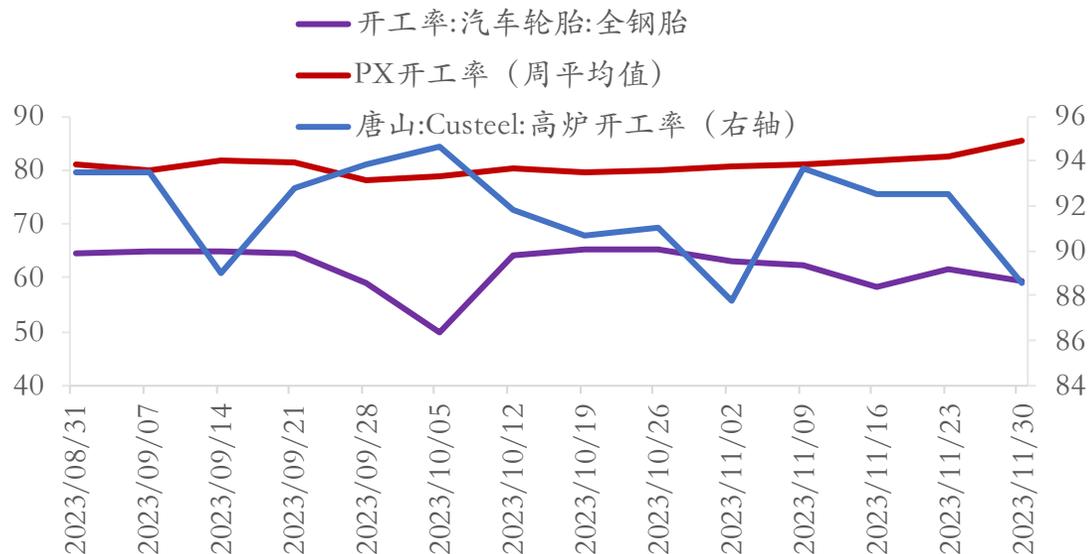
资料来源：WIND，华安证券研究所。单位：%。注：表中测算相对强弱，不代表对实际收益率的测算。



4.2 南华工业品指数：政策托底经济预期再起，价格持续改善

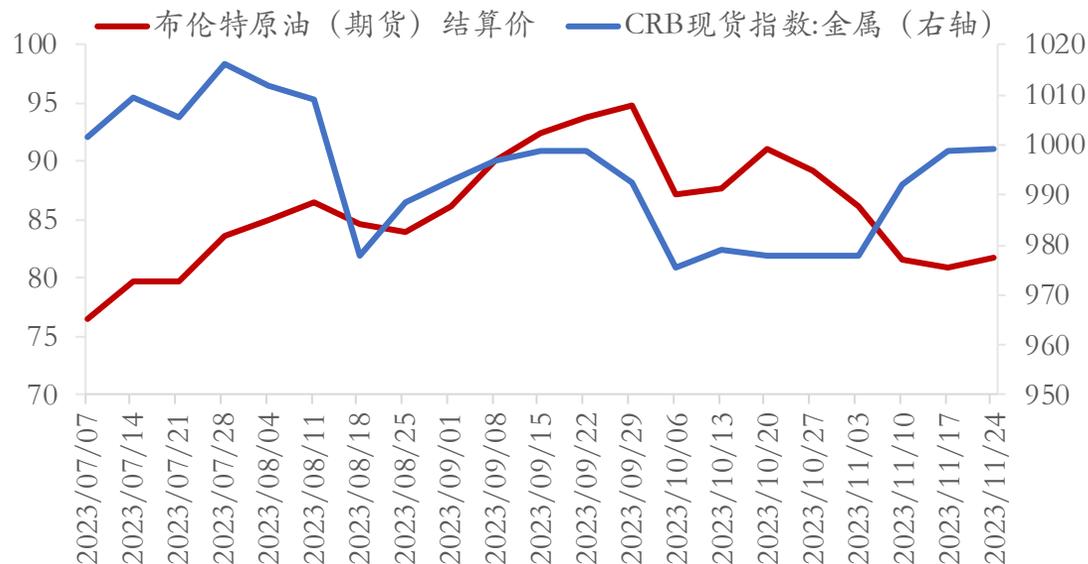
▶ **南华工业品指数：政策托底经济预期再起，价格持续改善。**生产端整体趋稳，延续改善态势。唐山高炉开工率与PX开工率分别上行至92%和82%，但汽车轮胎全钢胎开工率较上月有所下降，企业生产端整体趋稳。11月钢材预估日产量较10月小幅下降，后续基建类项目开工有望拉动钢铁需求，但产能压减大方向导致钢铁产量整体受限。9月企业库存同比小幅反弹，反应企业库存低位出现阶段性补库需求，整体上工业生产以稳为主。同时考虑到政策通过基建继续托底经济的政策预期再起，价格有望随需求预期继续改善。

高炉开工率和PX开工率上行，汽车轮胎开工率下降



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。

有色金属价格反弹，而原油价格有所回落



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：美元/桶、指数点



4.2 南华螺纹钢指数：基建预期扰动价格

- **南华螺纹钢指数：基建预期显著抬升价格。**粗钢产量10月份开启下行，供给端支撑价格回暖。同时，房地产新开工面积虽然整体继续下行，房企拿地和新开工意愿仍然不强，但从整体施工周期来看，对螺纹钢需求的拖累已经较为有限。后续市场对于增发万亿国债后，基建投资端发力预期浓厚，铁矿石价格11月大幅上涨。但11月22日《经济日报》发表评论文章指出：“增发国债是一项系统工程，涉及到从中央到地方的不同部门和地区。资金投放前，要建立部门配合、央地协作的协调机制，充分沟通协商，确保相关地区和领域的项目建设能够相互衔接，避免出现重复建设”。同时，近期发改委强调对铁矿石和钢材价格监控。因此，螺纹钢指数预计继续偏震荡。

新开工从底部区域开启反弹



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%、元/吨。

11月粗钢产量有所下降



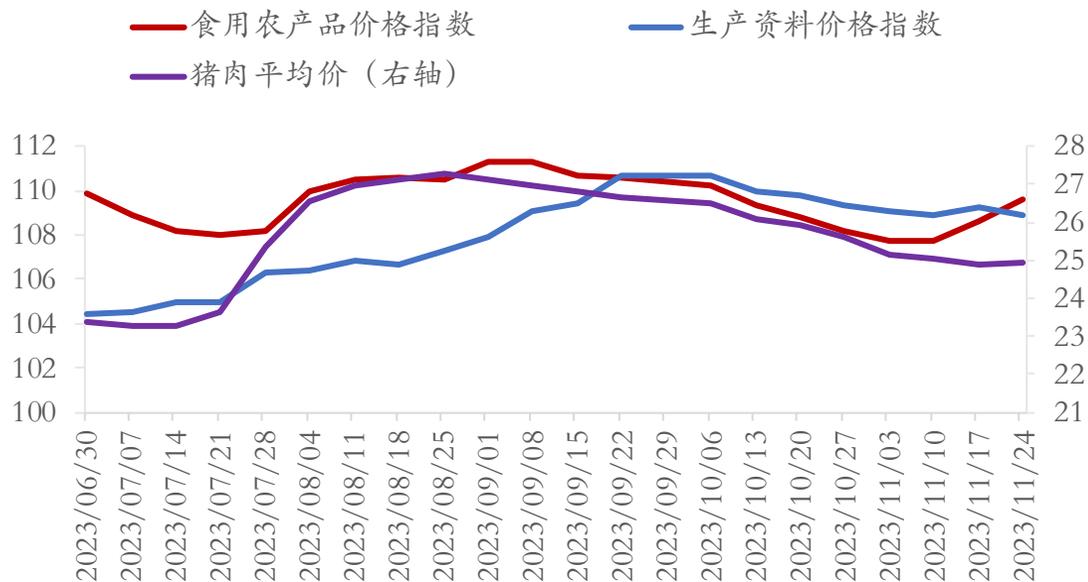
资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：万吨/天



4.2 南华农产品指数：供给端未见明显收缩，仍以震荡偏空为主

- 南华农产品指数：供给端未见明显收缩，仍以震荡偏空为主。猪肉价格略有回落，11月已公布数据价格均值25.0元/公斤，与10月周价格均值26.0元/公斤相比小幅下跌，与去年11月均值同比下降39%、降幅扩大4.5个百分点。根据商务部公布的蔬菜价格指数推算，11月蔬菜价格指数同比下跌13.2%，降幅较上月小幅扩大4个百分点。综合来看，猪肉等关键农产品供给端未见明显收缩叠加运输成本持续下降，农产品价格指数整体震荡偏弱。

11月猪肉价格维持低位



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：元/公斤、指数点。

蔬菜价格环比明显回升



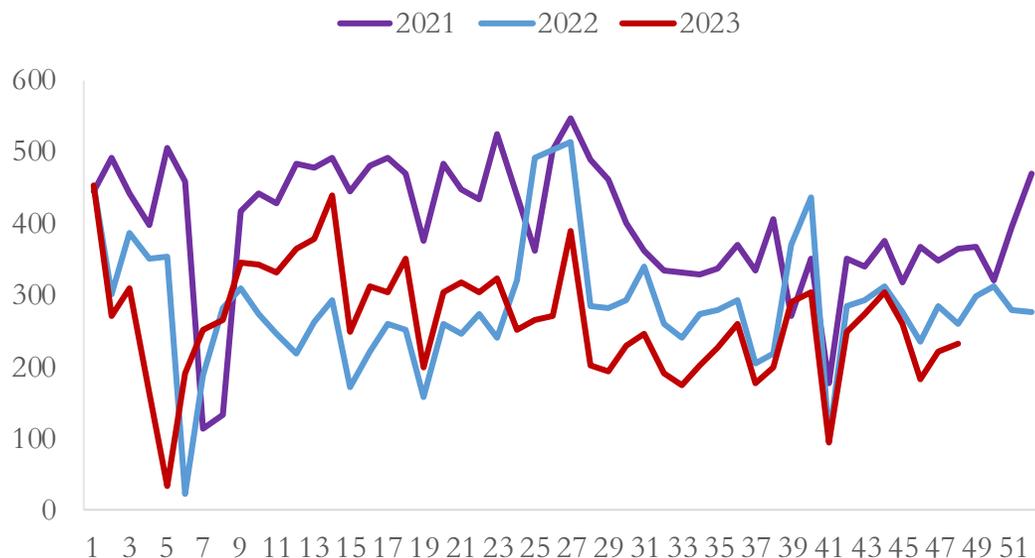
资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。

4.2 南华玻璃指数：成本端明显支撑，玻璃价格反弹上行

➤ **南华玻璃指数：成本端明显支撑，玻璃价格反弹上行。**近期地产调控放松政策继续发力，11月下旬深圳降低了二套房首付比例，从此前的70%-80%统一下调至40%，同时调整普宅标准，取消“实际成交总价750万元以下（含750万元）”这一价格限制条件。但整体上看，近期购房者对此调控政策优化偏向于悲观、取消“认房又认贷”后换房链条启动尚需时日，购房者对房价涨幅以及未来收入信心不足导致观望情绪依然明显。因此，地产投资仍然以内生的渐进式修复为主，政策效果仍有待观察。根据彭博社报道，监管机构要求银行对房地产信贷“三个不低于”、制定50家房企白名单，以及考虑允许银行首次向房企提供无抵押的流动资金贷款，有望为地产企业紧张的资金链纾困，但政策尚未确定是否以及合适落地，后续仍需跟踪。同时，随着玻璃上游纯碱产能投放不及预期、成本端上行明显，玻璃价格预计延续反弹态势。

11月30城商品房周销售面积同比继续走弱

竣工面积、汽车产量同比增速基本持平



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：万平方米、%。注：因Wind涉及30城统计口径调整，同比与此前可比性弱化。

资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%



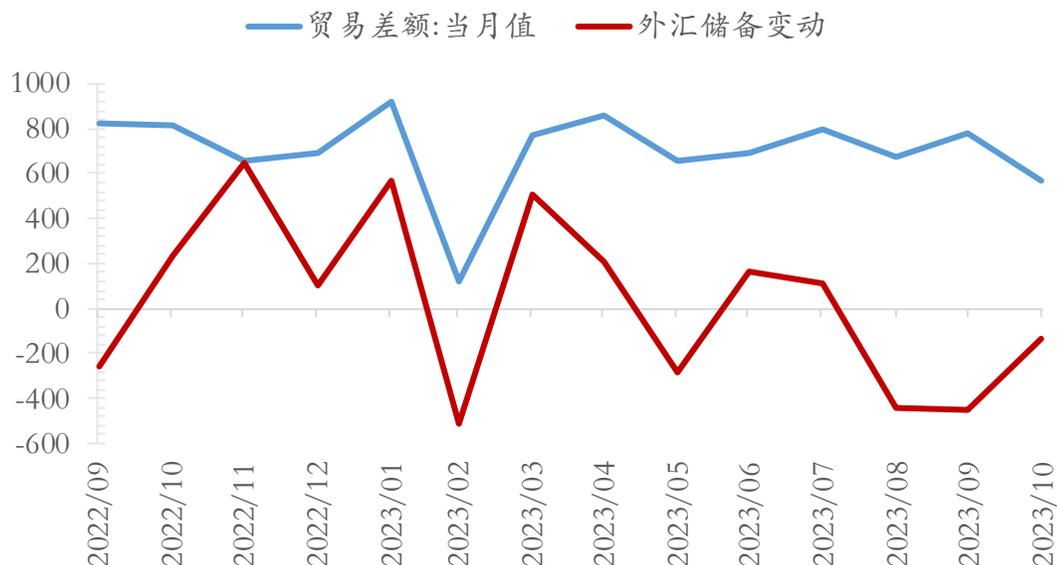
目录

- 1 配置逻辑：美联储加息担忧解除
- 2 权益：市场恐欲扬先抑
- 3 利率：进入等待博弈期，中、美债均震荡
- 4 大宗：地缘政治因素缓释供给担忧
- 5 汇率：美联储不再收紧货币推动美元走弱

5.2 人民币：增长基本面担忧缓释，但仍需更多积极信号

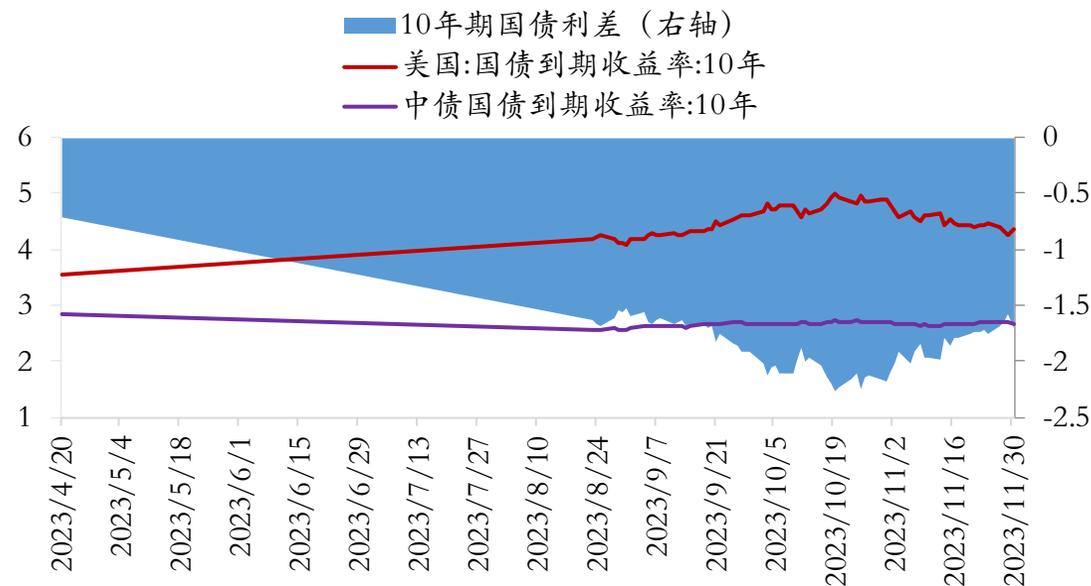
▶ **增长基本面担忧缓释，但仍需更多积极信号。**根据我们在专题报告《人民币汇率何时吹响反攻号角？》（2023-11-17）中指出，人民币汇率重回升值通道，关键仍在于前期贬值因素扭转。从2015年“811”汇改以后，美元兑人民币汇率经历了数轮波动，但从长周期来看人民币汇率方向性企稳升值，关键在于前期贬值因素扭转。对应到本轮人民币汇率来看，主要是美国经济增速明显走弱、美联储紧缩政策转向、国内经济复苏提速。因此，本轮人民币汇率贬值因素虽有缓解，但预计一季度前难以满足所有反转条件。①美国经济尚未出现失速迹象；②美联储不再加息，但仍将政策利率维持高位，短期内降息可能性偏低；③尽管三季度GDP增速4.9%超市场预期，但国内经济不会强复苏，也不支撑人民币大幅度升值。

12月外汇储备净流出减少



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：亿美元。

中美利差延续“倒挂”，但有所收窄



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。



华安策略



感谢关注!

风险提示：对各国经济前景预测存在偏差；国内外政策收紧超预期；中美关系超预期恶化等。



重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

增持—未来6个月的投资收益率领先沪深300指数5%以上；

中性—未来6个月的投资收益率与沪深300指数的变动幅度相差-5%至5%；

减持—未来6个月的投资收益率落后沪深300指数5%以上；

公司评级体系

买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；

增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；

中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；

减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；

卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深300指数。