



大类资产月报第 8 期

宏观专题研究报告
 证券研究报告

宏观经济组

分析师：赵伟（执业 S1130521120002）
 zhaow@gjzq.com.cn

分析师：贾璐熙（执业 S1130523120002）
 jialuxi@gjzq.com.cn

分析师：李欣越（执业 S1130523080006）
 lixinyue@gjzq.com.cn

1 月展望，岁末年初的“季节性”？

每至“岁末年初”，季节性往往成为市场的焦点。海外市场有“1月效应”的期待，国内市场也有“春季躁动”的传统。“季节性”背后的成因、今年将延续还是背离？本文分析，仅供参考。

热点思考：1月展望，岁末年初的“季节性”？

一、12月海外市场主线？美联储实质性转向，大小盘风格悄然切换

12月海外市场最鲜明的主线无疑是美联储的实质性转向。12月议息会议上，鲍威尔超预期“放鸽”；会后，10年期美债利率明显回落，12月累计下行49bp至3.88%。伴随着美债利率的回落，一方面，全球风险资产明显受益，纳指、标普500在12月分别上涨5.5%和4.4%；另一方面，美元指数大幅回落，12月贬值2.1%、至101.4。

结构上，美股大小盘风格切换的特征较为明显。12月以来，罗素2000大涨13.8%、涨幅远大于标普500的4.7%；但历史规律显示，在最后一次加息到首次降息期间，美股通常大盘占优。原因在于，小盘股对利率与经济均更敏感。过往“暂停期”，经济走弱的担忧导致大盘相对占优；而近期经济仍有韧性，则使小盘股凭借更高利率敏感性脱颖而出。

二、12月国内市场焦点？会议释放的信号相对积极，市场情绪有望提振

12月，政策是国内市场的核心焦点；政策力度不低，月底市场情绪也有所回暖。12月，中央政治局会议、中央经济工作会议陆续召开；其中政治局会议定调积极，中央经济工作会议也明确了产业升级、消费投资良性循环、防风险及深化改革等四大主线。政策力度并不弱，但股市、商品继续回落，汇率的表现也较为疲软，月底市场情绪有所回暖。背后的原因，一是外资持续流出的拖累，二是需求仍相对疲软。一方面，12月前三周，北上资金累计流出266.0亿，北上资金持股占比较高的个股，平均跌幅达3.0%、远高于北上资金持股占比较低个股1.5%的跌幅。另一方面，经济数据结构不佳，反映需求相对疲弱；例如11月社融企业端融资表现平平；社零数据也显示消费动能冲高回落。

三、1月市场如何演绎？海外“1月效应”或难重演，国内“春季行情”或能落地

海外市场，“1月效应”曾是美股最明显的季节性之一；但短期或难重演。历史回溯来看，1950年以来，标普500在1月的平均涨幅达1.0%、上涨概率也高达60%；“1月效应”的背后，流动性或是主要支撑。然而，在美债利率快速回落，降息预期的进一步走强或需就业、通胀数据的走弱；而经济放缓过程中的财报空窗期，美股在分子端也难有支撑。国内市场，“春季行情”或值得期待，关注降息等政策对市场信心的提振、与人民币升值和北上资金回流的共振。历史回溯来看，2009年以来春季行情平均持续40.7个交易日，上证指数平均上涨12.9%。“春季行情”多源自宏观政策预期升温、与数据真空期下的市场风险偏好提升。当下，降息刺激、北上回流等，有望提振市场信心。

月度回顾：美联储“转向”，风险资产多数上涨，美元指数大幅回落（2023/12/01-2023/12/31）

股票市场：发达国家、新兴市场股指多数上涨，纳斯达克指数领涨。A股各类宽基指数全线下跌，上证指数下跌1.8%，创业板指和科创50分别下跌1.6%和1.6%；香港市场涨跌分化，恒生指数微涨0.03%、恒生科技下跌3.47%。

债券市场：发达国家10年期国债收益率全线下行。美国10Y国债收益率下行49bp至3.88%，意大利、法国、英国和日本10Y国债收益率分别下行53.5bp、47.6bp、69.4bp和6.7bp。

外汇市场：美元指数下行，其他货币兑美元全线上涨。美元指数下行2.1%至101.4。欧元兑美元升值1.4%，日元兑美元升值5.1%。在岸和离岸人民币分别升值0.5%、0.3%至7.10和7.12。

商品市场：有色多数上涨，贵金属走势分化，农产品多数下跌，原油均下跌。布伦特原油下跌7.0%至77.0美元/桶，COMEX黄金上涨1.7%至2071.8美元/盎司，COMEX银下跌7.0%至23.56美元/盎司。

风险提示

俄乌冲突再起波澜；大宗商品价格反弹；工资增速放缓不达预期



岁末年初，季节性往往成为市场的焦点。海外市场有“1月效应”的期待，国内市场也有“春季躁动”的传统。“季节性”背后的成因、今年将延续还是背离？本文分析，供参考。

一、热点思考：1月展望，岁末年初的季节性？

（一）12月海外市场主线？美联储实质性转向，大小盘风格悄然切换

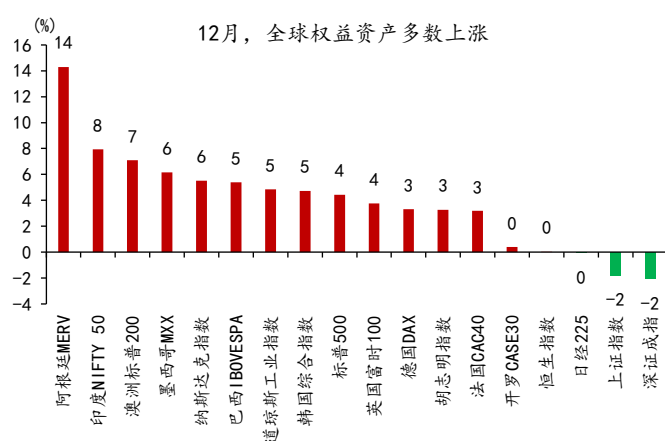
12月海外市场最鲜明的主线无疑是美联储的实质性转向；美联储转向后，美元指数、美债收益率大幅回落，全球风险资产普遍受益。11月非农数据、通胀数据并未超预期走弱，但美联储的12月议息会议却明显“放鸽”；鲍威尔强调经济增长已经“放缓”、通胀压力有所“缓解”。议息会议后，10年期美债利率明显回落，12月累计下行49bp至3.88%。伴随着美债利率的回落，一方面，全球风险资产明显受益，纳指、标普500在12月分别上涨5.5%和4.4%；另一方面，美元指数大幅回落，12月贬值2.1%、至101.4。

图表1：12月美联储议息会议

段落	模块	具体内容	2023年12月	2023年11月
一	宏观经济与金融状况	增长	放缓 (slow)	强劲 (strong)
		物价	通胀(压力)有所 缓解 (eased) ，虽保持高位。	通胀保持高位。
二	政策决定	利率	FFR 保持不变 ，目标利率区间维持在【5.25-5.5%】 1. 10RB 维持 5.4% ； 2. 隔夜回购利率维持 5.5% ，日度总规模上限5,000亿； 3. 隔夜逆回购利率维持 5.3% ，日度每交易方规模上限1,600亿/日	FFR 保持不变 ，目标利率区间维持在【5.25-5.5%】 1. 10RB 维持 5.4% ； 2. 隔夜回购利率维持 5.5% ，日度总规模上限5,000亿； 3. 隔夜逆回购利率维持 5.3% ，日度每交易方规模上限1,600亿/日
		QT	总上限950亿美元/月 ：1. 国债减持上限为600亿/月；2. 政府机构债或MBS减持上限为350亿美元/月；	总上限950亿美元/月 ：1. 国债减持上限为600亿/月；2. 政府机构债或MBS减持上限为350亿美元/月；
三	前瞻指引	利率	在决定是否要进一步紧缩时，会考虑：1. 紧缩政策的累计效应；2. 货币政策的滞后效应；3. 经济、金融市场的运行	在决定是否要进一步紧缩时，会考虑：1. 紧缩政策的累计效应；2. 货币政策的滞后效应；3. 经济、金融市场的运行
		QT	继续按计划缩表	继续按计划缩表
四	投票结果	支持/反对	全票通过	全票通过
		转向的条件	1. 任何影响货币政策目标实现的风险； 2. 广泛的信息：劳动力市场条件、通胀压力和通胀预期、金融市场和海外环境。	1. 任何影响货币政策目标实现的风险； 2. 广泛的信息：劳动力市场条件、通胀压力和通胀预期、金融市场和海外环境。

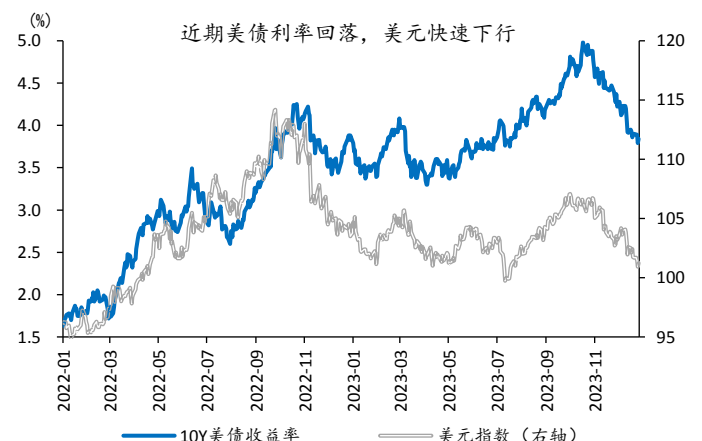
来源：Fed，国金证券研究所

图表2：12月，全球权益资产多数上涨



来源：Wind，国金证券研究所

图表3：12月，美债利率回落、美元指数快速下行



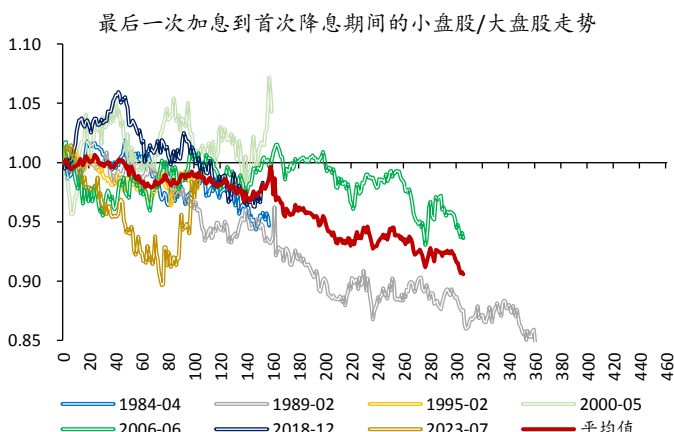
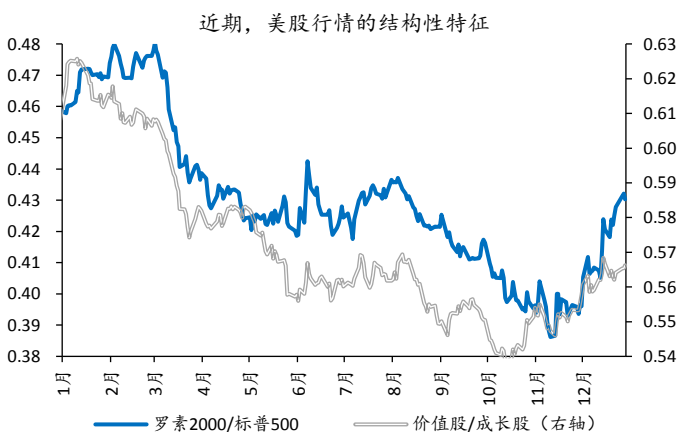
来源：Wind，国金证券研究所



结构上，美股大小盘风格切换的特征较为明显。12月以来，罗素2000大涨13.8%、涨幅远大于标普500的4.7%；标普价值指数、成长指数分别上涨5.6%、4.0%，价值股也相对占优。历史回溯来看，在最后一次加息到首次降息期间，美股通常大盘、价值风格占优；当下价值占优符合历史规律，小盘占优却与历史规律相悖。背后的原因在于，小盘股表现对利率较大盘股更敏感（罗素2000与10年期美债利率相关系数为-0.76，标普500为-0.64），但对经济也更为敏感。加息结束到降息开启的“暂停期”，市场往往同时交易利率回落与经济走弱；而近期经济韧性的延续，则使小盘股凭借更高的利率敏感性脱颖而出。

图4: 12月，美股小盘、价值风格相对占优

图5: 最后一次加息至首次降息期间，大盘股通常占优

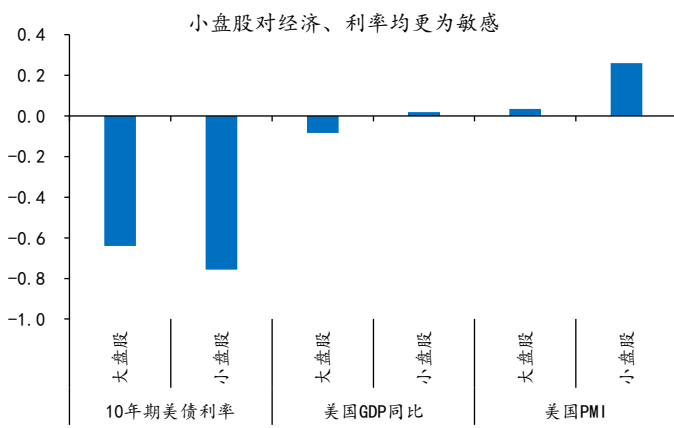
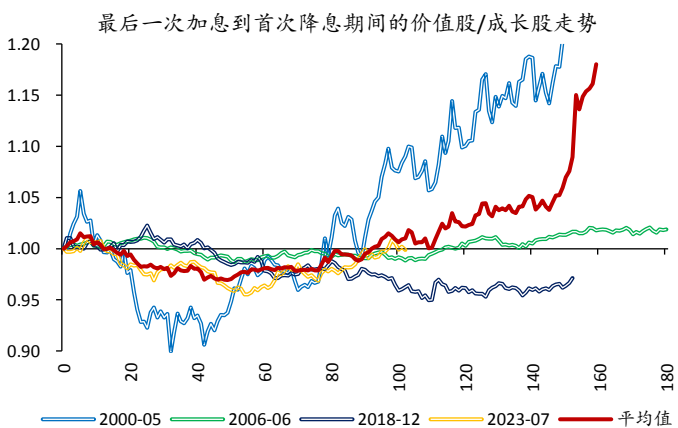


来源: Bloomberg, 国金证券研究所

来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图6: 最后一次加息至首次降息期间，价值股通常占优

图7: 相较大盘股，小盘股对利率、经济更为敏感



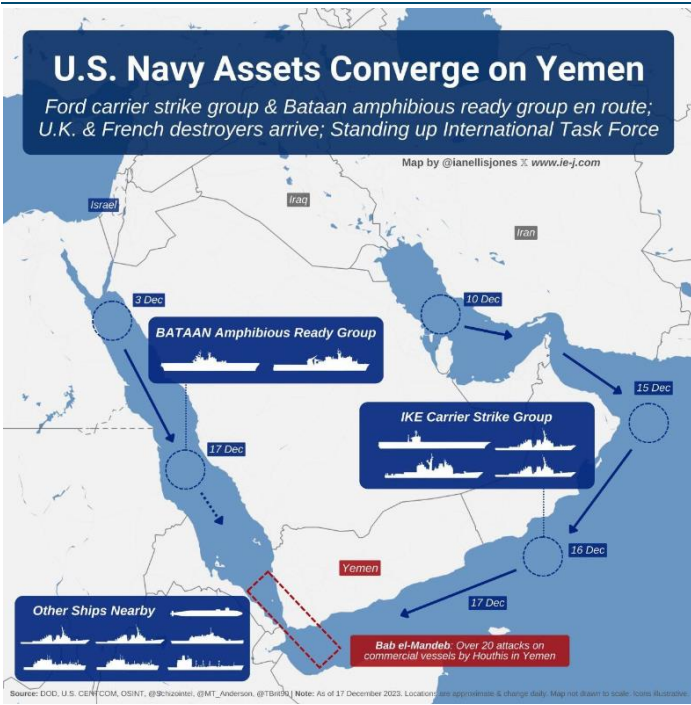
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

来源: Bloomberg, 国金证券研究所

地缘局势对市场也有较大影响，红海局势升温后，金价、油价一度齐涨，运价指数也快速飙升。10月以来，中东局势持续对商品价格形成脉冲式冲击；而12月，红海局势的升温则再度点燃了市场的担忧情绪。12月15日以来，出于对也门胡塞武装的担忧，马士基等航运巨头陆续宣布红海航线停航。红海是全球航运重要的枢纽，根据克拉克森测算，从好望角的绕行将造成油轮航线5美元/吨、远洋集装箱航线48美元/TEU的成本上升。成本推升之下，SCFIS欧线指数大涨98.2%；金价也在避险情绪推升下上涨1.7%、逼近前高。



图表8: 美国实施“繁荣卫士”行动应对红海危机



来源: DOD, OSINT, US CENTCOM, 国金证券研究所

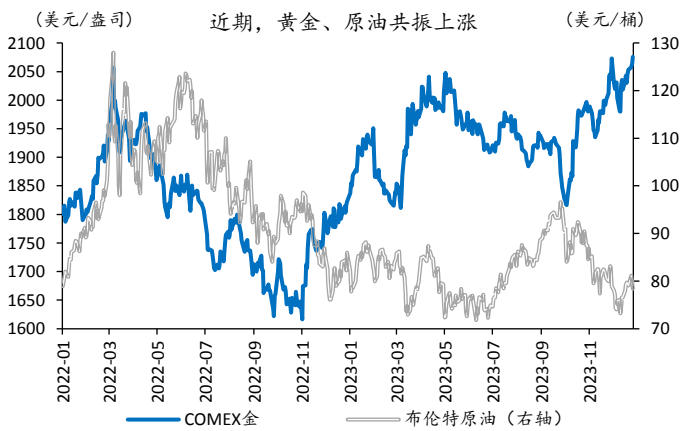
图表9: 当前红海航线的涨价情况

地中海-欧洲 油轮航线				
航线	运距 (海里)	航行天数 (天)	燃油成本 (万美元)	每吨货物额外增加的燃油成本
红海航线	5020	18	54	-
绕行好望角	11140	39	120	-
变化	122%	117%	122%	+5美元/吨

远东-欧洲 集装箱航线				
航线	运距 (海里)	航行天数 (天)	燃油成本 (万美元)	每吨货物额外增加的燃油成本
红海航线	10700	28	224	-
绕行好望角	13850	36	289	-
变化	29%	29%	29%	+48美元/TEU

来源: Clarkson, 国金证券研究所

图表10: 12月, 黄金、原油价格共振上涨



来源: Wind, 国金证券研究所

图表11: 12月, SCFIS欧线指数飞速飙升



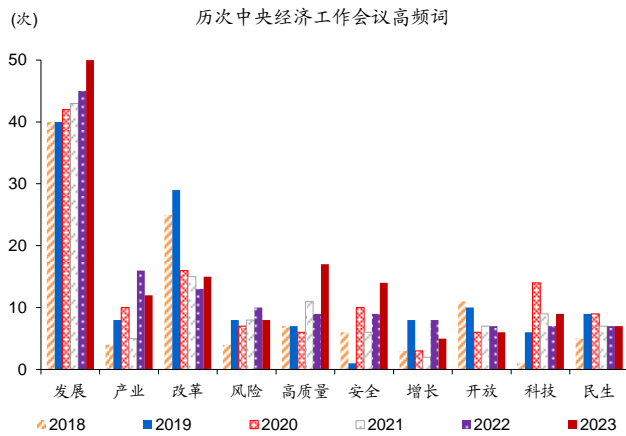
来源: Wind, 国金证券研究所

(二) 12月国内市场焦点? 会议释放的信号相对积极, 市场情绪有望提振

12月, 政策是国内市场关注的焦点, 其中政治局会议定调积极, 地产等领域也有进一步的政策支撑。12月, 中央政治局会议、中央经济工作会议陆续召开; 其中政治局会议定调积极, 强调加大调控力度、增强取向一致性、加强宣传引导, 中央经济工作会议也明确了产业升级、消费投资良性循环、防风险及深化改革等四大主线。地产领域, 京沪也跟进深圳优化楼市政策, 在首付比例、房贷利率、普宅标准等方面进行优化。

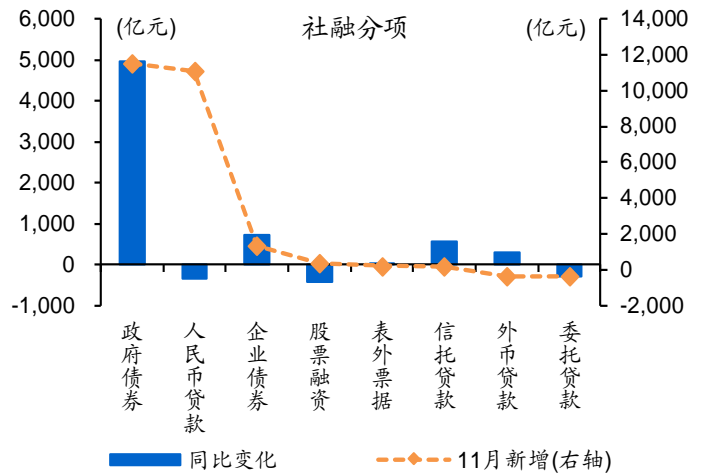


图表12: 历次中央经济工作会议高频词



来源: 中国政府网站, 国金证券研究所

图表13: 11月社融超预期, 主因政府债券支撑



来源: Wind, 国金证券研究所

图表14: 政策调整前后北京首付比及房贷利率变化

北京房贷首付比例调整对比			
	首套房贷	二套房贷	
调整前	普宅35%	普宅60%	
	非普宅40%	非普宅80%	
调整后	30%	城六区住宅50%	
		城六区外住宅40%	
北京房贷利率调整对比			
	首套房贷	二套房贷	
调整前	LPR+55BP=4.75%	LPR+105BP=5.25%	
	城六区内: LPR+10BP=4.3%	城六区内: LPR+60BP=4.8%	
调整后	城六区外: LPR=4.2%	城六区外: LPR+55BP=4.75%	
	北京普宅单价标准调整前后对比		
	五环内	五环至六环	六环外
调整前	3.96万元/平方米	3.168万元/平方米	2.376万元/平方米
	调整后	8.5万元/平方米	6.5万元/平方米

来源: 北京市人民政府、国金证券研究所

图表15: 上海调整前后首付比及房贷利率下限变化情况

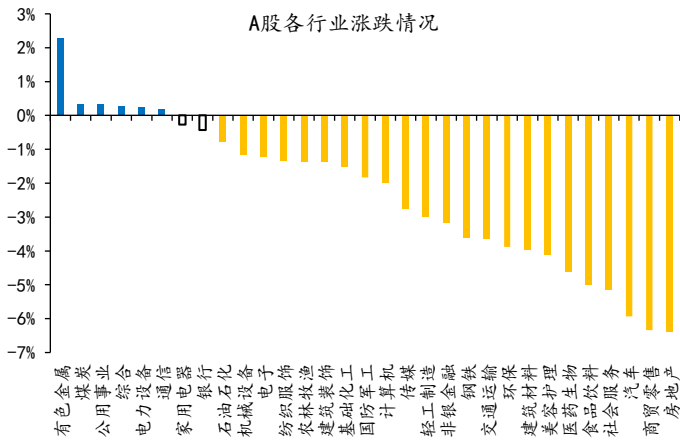
上海首付比及房贷利率下限调整前后对比					
区域	购房套数	调整前首付比	调整后首付比	调整前房贷利率	调整后房贷利率
全市 (不含实施差异化政策的区域)	首套	35%	30%	LPR+35BP=4.55%	LPR-10BP=4.1%
	二套	70% (非普宅) 50% (普宅)	50%	LPR+105BP=5.25%	LPR+30BP=4.5%
自贸区临港新片区、嘉定、青浦、松江、奉贤、宝山和金山	首套	35%	30%	LPR+35BP=4.55%	LPR-10BP=4.1%
	二套	70% (非普宅) 50% (普宅)	40%	LPR+105BP=5.25%	LPR+20BP=4.4%
上海住宅标准调整前后对比					
过去普通住宅标准			调整后的标准		
房屋类型	五层以上(含五层)的多高层住宅;不足五层的老式、新式里弄、旧式里弄等		延续之前认定条件		
成交价格	内环以内: <450万元/套 内外环之间: <310万元/套 外环以外: <230万元/套		调整为“<144平方米”		
建筑面积	单套建筑面积<140平方米		取消了套总价条件		
提示	以上三个条件同时满足才能被称为普通住宅,此外都是非普通住宅		满足以上两个条件即可		
普通住宅和非普通住宅差异					
首付	对于普通住宅而言,二套房首付要求是5成,非普通住宅的话二套房的首付是7成				
税费	契税缴纳标准相同;增值税及附加征收标准不同;个税征收标准相同,除特殊情况				

来源: 上海市住建委、国金证券研究所

政策力度不低,市场表现却一度相对低迷;股市、商品、债市收益率继续回落,汇率的表现也较为疲软,月底市场情绪有所回暖。1) 12月以来,除上游有色金属、煤炭受益于美元指数回落与供给端冲击下外,A股多数行业普遍下跌,其中地产与消费市场表现相对较弱;房地产、商贸零售、汽车、社会服务、食品饮料跌幅分别为6.4%、6.3%、5.9%、5.2%和5.0%。2) 南华商品指数下跌1.1%,其中农产品、能化品拖累明显,分别下跌3.5%、2.0%;3) 债市收益率普遍下行,3M、2Y、10Y分别下行48.7bp、20.3bp和9.9bp;4) 美元快速贬值背景下,人民币汇率迟迟未现升值,直至12月28日才出现转机。

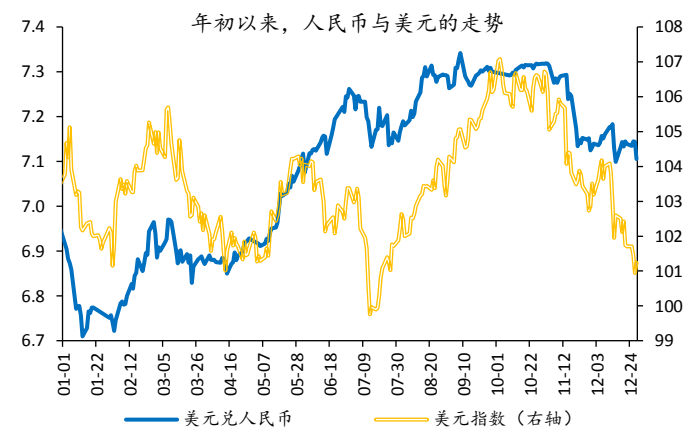


图表16: 12月, A股多数行业均有调整



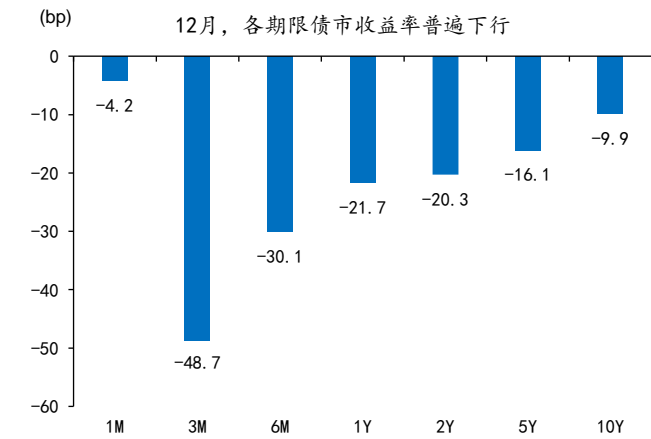
来源: Wind, 国金证券研究所

图表17: 12月, 美元快速贬值, 人民币升值却并不明显



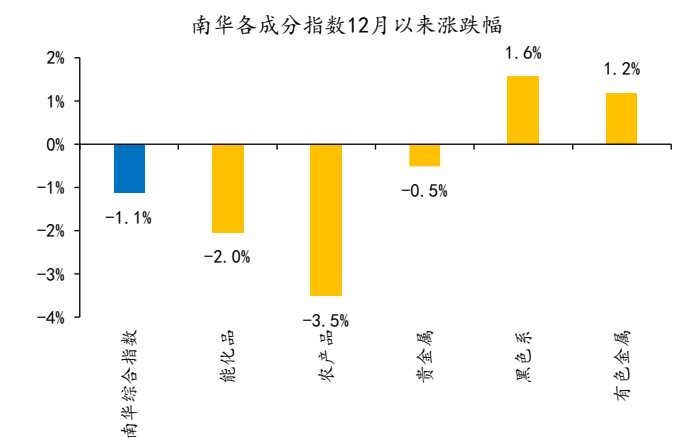
来源: Wind, 国金证券研究所

图表18: 12月, 国内各期限债市收益率延续下行



来源: Wind, 国金证券研究所

图表19: 12月, 南华商品指数回调1.1%

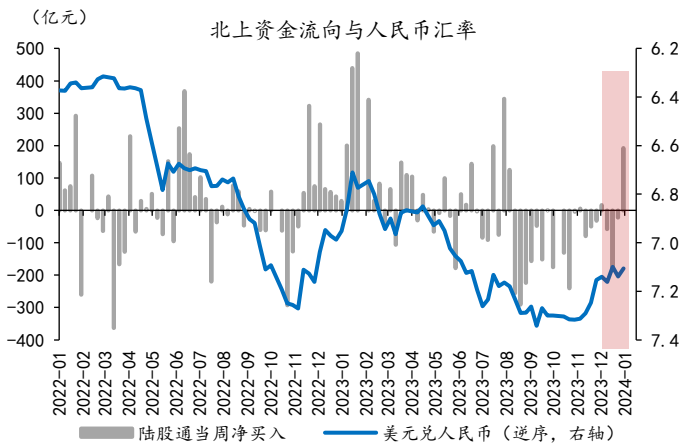


来源: Wind, 国金证券研究所

背后的原因, 一是外资持续流出的拖累, 二是需求仍相对疲软。一方面, 在人民币汇率已相对企稳的背景下, 外资仍不断外流; 12月前三周, 北上资金累计流出 266.0 亿, 北上资金持股占比较高的个股, 平均跌幅高达 3.0%、远高于北上资金持股占比较低个股 1.5% 的跌幅。另一方面, 经济数据整体不差、但结构不佳, 反映需求相对疲弱。例如 11 月社融中新增企业中长贷 4460 亿、同比少增超 2900 亿, 企业端融资表现平平; 社零同比 10.1%、低于预期的 12.6%, 消费动能也“冲高回落”。

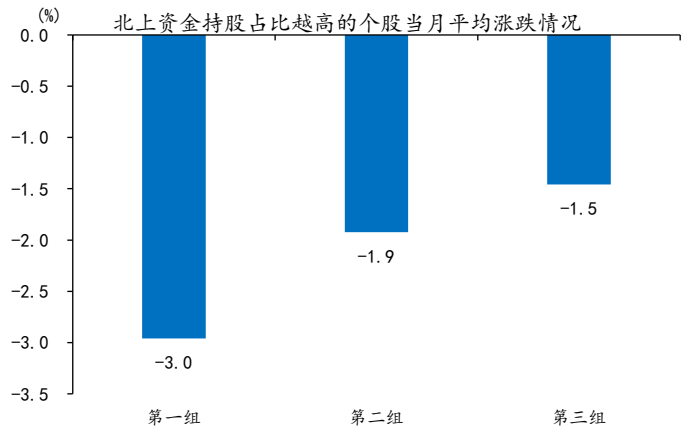


图表20: 12月前三周, 北向资金仍延续外流



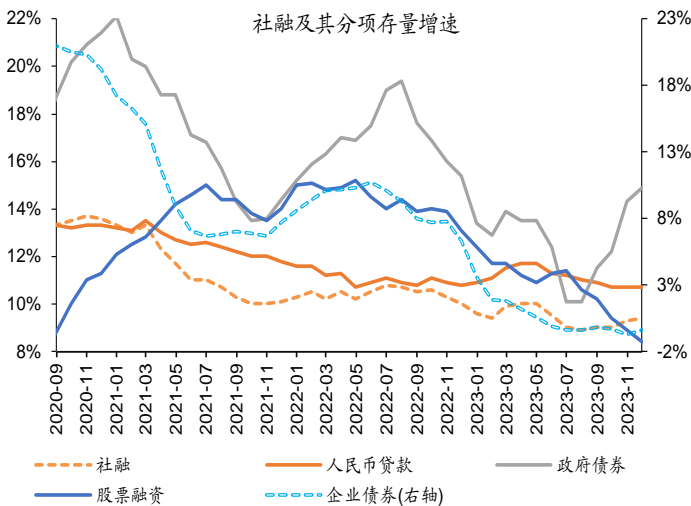
来源: Wind, 国金证券研究所

图表21: 北上资金占比越高的个股, 12月表现越差



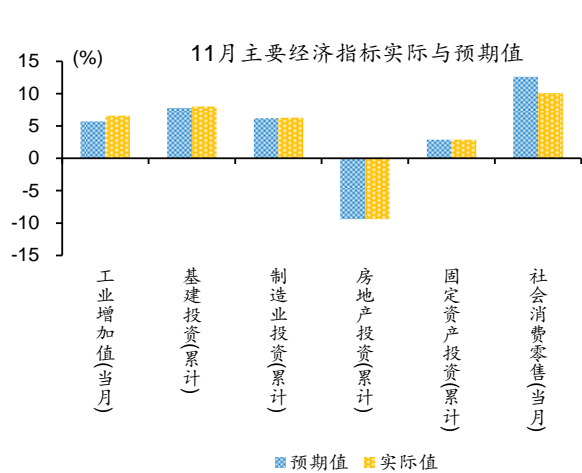
来源: Wind, 国金证券研究所

图表22: 政府债券是社融增速回升的主要支撑



来源: Wind, 国金证券研究所

图表23: 11月, 经济表现不差, 但社零远低于预期



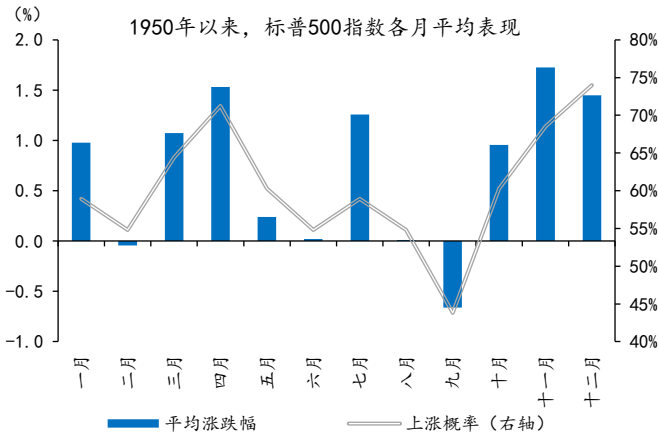
来源: Wind, 国金证券研究所

(三) 1月市场如何演绎? 海外“1月效应”或难重演, 国内“春季行情”或能落地

海外市场, “1月效应”曾是美股最明显的季节性之一; 但短期或难重演。历史回溯来看, 1950年以来, 标普500在1月的平均涨幅达1.0%、上涨概率也高达60%; 这一较强的“1月效应”, 流动性的季节性波动是主要支撑。然而, 在美联储转向落地、美债利率快速回落后, 市场降息预期的进一步走强或需就业、通胀数据的走弱, 美债利率短期或维持震荡; 而经济增速逐步放缓过程中的财报空窗期, 美股在分子端也难有明显支撑。

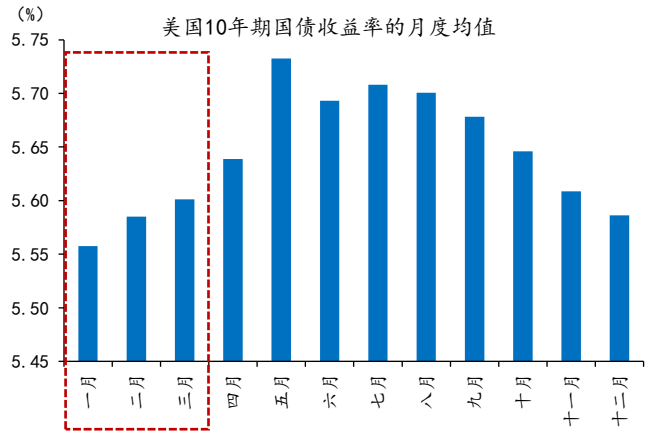


图表24: 标普500指数在11月、12月和1月表现较好



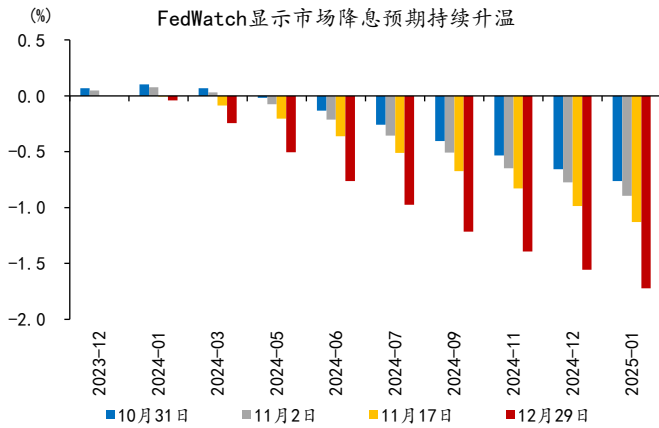
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表25: 10年期美债利率在岁末年初相对较低



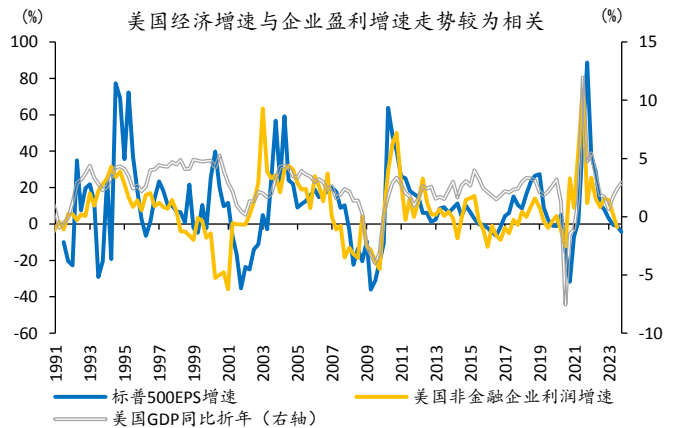
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表26: 近期, 市场降息预期快速升温, 或有一定透支



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表27: 经济走弱背景下, 美股盈利难有大幅提振



来源: Bloomberg, Wind, 国金证券研究所

国内股市,“春季行情”或值得期待,关注降息等政策对市场信心的提振,与人民币升值和北上资金回流的共振。历史回溯来看,A股往往有春季行情,2009年以来每年春季行情平均持续40.7个交易日,期间上证指数、沪深300和创业板指数的平均涨幅分别达到12.9%、14.9%和14.6%。传统的“春季行情”多源自宏观政策预期升温与数据真空期下的市场风险偏好提升。当下,1月降息等政策如能落地,或将提振当前低迷的市场情绪;而北上资金的回流,或将在为市场注入增量资金的同时、提振市场的风险偏好。

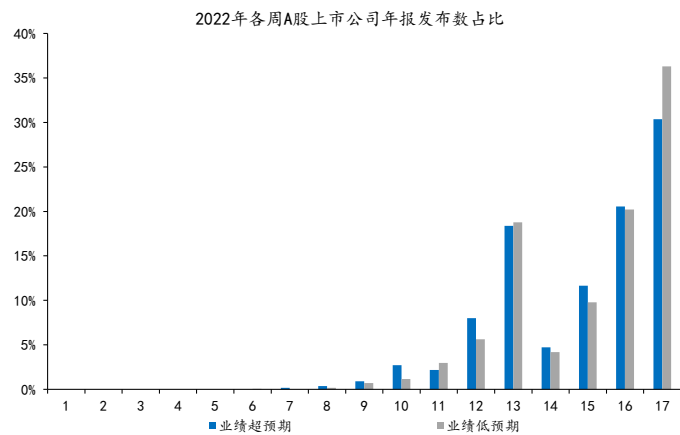


图表28: 2009年以来, 历轮“春季行情”A股市场的表现

年份	春季行情时期	持续时间 (交易日)	涨跌幅 (%)		
			上证综指	沪深300	创业板指
2009年	2008/12/31 - 2009/2/17	28	26.5	30.1	-
2010年	2010/2/5 - 2010/4/15	44	5.7	5.5	-
2011年	2011/1/25 - 2011/4/18	53	13.4	13.7	0.8
2012年	2012/1/6 - 2012/3/13	43	14.3	17.8	18.8
2013年	2012/12/4 - 2013/2/18	47	23.6	29.8	40.7
2014年	2014/1/30 - 2014/2/19	10	4.5	3.6	3.2
2015年	2015/2/9 - 2015/3/2	11	8.5	8.7	14.8
2016年	2016/1/27 - 2016/4/13	50	11.5	10.9	15.0
2017年	2017/1/16 - 2017/4/7	53	5.6	6.0	2.4
2018年	2017/12/19 - 2018/1/26	28	8.9	9.9	2.0
2019年	2019/1/4-2019/4/8	61	31.7	36.8	43.2
2020年	2019/12/3-2020/1/14	30	8.0	9.2	15.2
2021年	2020/11/3-2021/2/18	72	14.0	22.2	22.6
2022年	2022/2/7-2022/3/3	19	3.6	-0.3	-4.0
2023年	2022/11/1-2023/2/2	62	13.6	19.2	14.9

来源: Wind, 国金证券研究所

图表29: 年初通常是A股业绩发布的空窗期



来源: Wind, 国金证券研究所

图表30: 人民币持续升值背景下, A股通常表现不弱

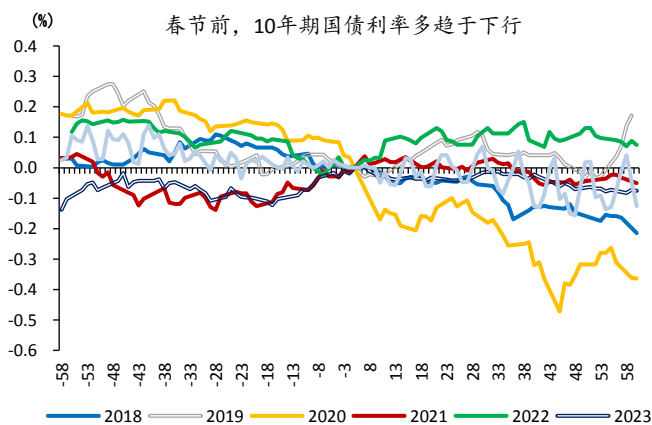


来源: Wind, 国金证券研究所

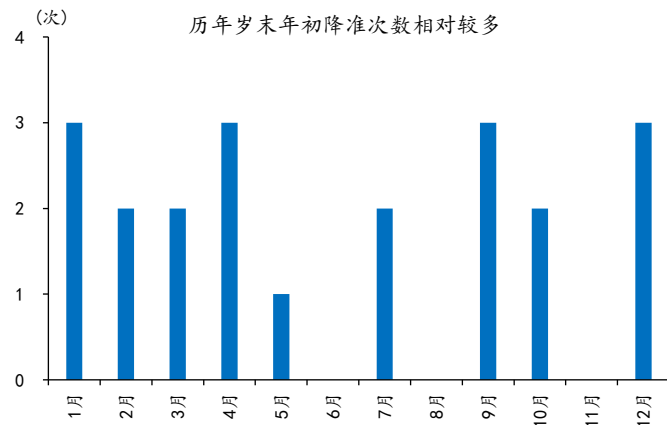
国内债市, 历史经验显示收益率通常趋于下行, 但短期或仍需警惕回调风险。历回溯来看, 春节前后, 10年期国债收益率多趋于下行, 主因是节前资金面趋紧背景下、往往有降准等政策对于流动性的补充。但当下, 市场对于1月降息与降准已有一定预期, 叠加前期10年期国债利率快速下行后部分机构的“止盈”, 债市回调风险或值得关注。



图表31：春节前后，10年期国债收益率的走势



图表32：历史上，岁末年初降准次数相对较多



来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

经过研究，我们发现：

- 1) 12月海外市场最鲜明的主线无疑是美联储的实质性转向；美联储转向后，美元指数、美债收益率大幅回落，全球风险资产普遍受益。结构上，美股大小盘风格切换的特征较为明显。12月以来，罗素2000大涨13.8%、涨幅远大于标普500的4.7%；但历史规律显示，在最后一次加息到首次降息期间，美股通常大盘占优。原因在于，小盘股对利率与经济均更敏感。过往“暂停期”，经济走弱的担忧导致大盘相对占优；而近期经济仍有韧性，则使小盘股凭借更高利率敏感性脱颖而出。
- 2) 12月，政策是国内市场的核心焦点；政策力度不低，市场表现却一度相对低迷。背后的原因，一是外资持续流出的拖累，二是需求仍相对疲软。一方面，12月前三周，北上资金累计流出266.0亿，北上资金持股占比较高的个股，平均跌幅高达3.0%、远高于北上资金持股占比较低个股1.5%的跌幅。另一方面，经济数据结构不佳，反映需求相对疲弱；例如11月社融企业端融资表现平平；社零数据也显示消费动能冲高回落。
- 3) 海外市场，“1月效应”曾是美股最明显的季节性之一；但短期或难重演。历史回溯来看，1950年以来，标普500在1月的平均涨幅达1.0%、上涨概率也高达60%；“1月效应”的背后，流动性或是主要支撑。然而，在美债利率快速回落后，降息预期的进一步走强或需就业、通胀数据的走弱；而经济放缓过程中的财报空窗期，美股在分子端也难有支撑。
- 4) 国内市场，“春季行情”或值得期待，关注降息等政策对市场信心的提振、与人民币升值和北上资金回流的共振。历史回溯来看，2009年以来春季行情平均持续40.7个交易日，上证指数平均上涨12.9%。“春季行情”多源自宏观政策预期升温、与数据真空期下的市场风险偏好提升。当下，降息刺激、北上回流等，有望提振市场信心。

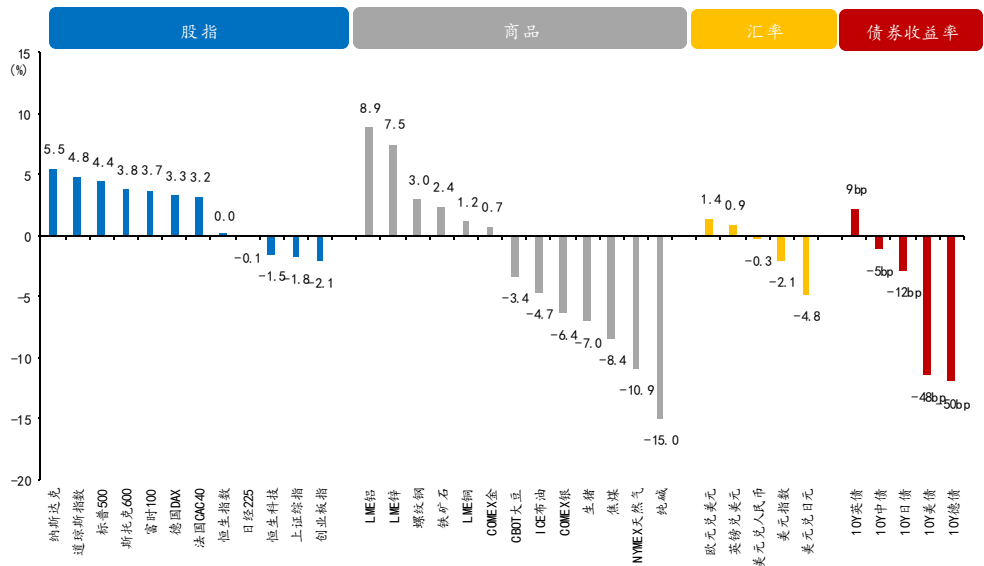
二、大类资产高频跟踪 (2023/12/01-2023/12/31)

(一) 月度回顾：全球股市多数上涨，商品走势分化

全球股市多数上涨，商品走势分化，汇率市场多数下跌，10年期国债利率多数下跌。1) 全球股市：纳斯达克上涨5.52%，道琼斯指数上涨4.84%，标普500上涨4.42%，恒生科技下跌1.52%，上证综指下跌1.81%，创业板指下跌2.08%；2) 商品：LME铝上涨8.87%，LME锌上涨7.53%，螺纹钢上涨2.99%，焦煤下跌8.44%，NYMEX天然气下跌10.89%，纯碱下跌14.98%；3) 汇率市场：欧元兑美元上涨1.37%，英镑兑美元上涨0.88%，美元指数下跌2.06%，美元兑日元下跌4.84%；4) 10年期国债利率：10Y英债上涨2.23%，10Y美债下跌11.47%，10Y德债下跌11.98%。



图表33: 12月以来大类资产涨跌幅

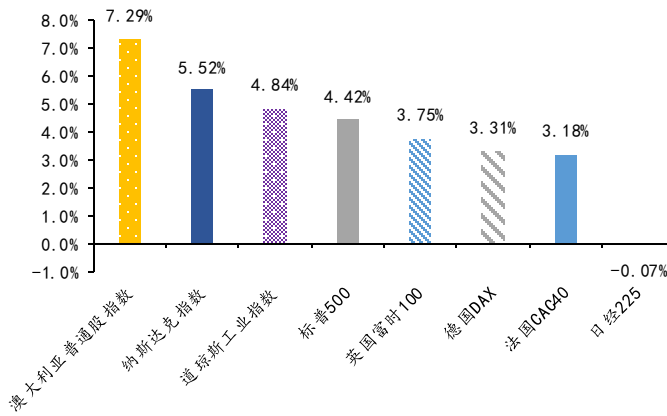


来源: Wind, 国金证券研究所

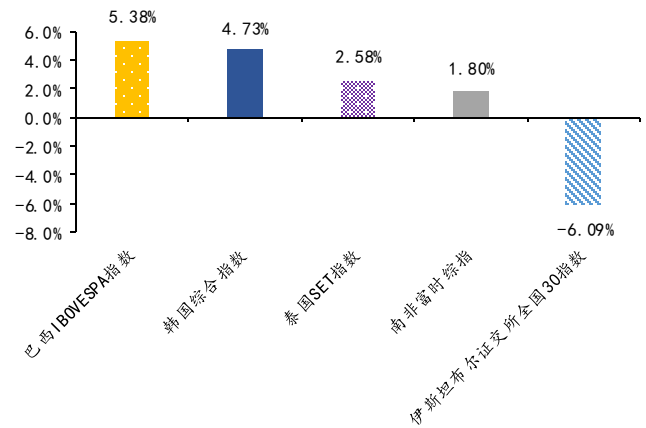
(二) 股票市场追踪: 发达国家股指多数上涨, 新兴市场股指多数上涨

发达国家股指多数上涨, 新兴市场股指多数上涨。发达国家股指, 澳大利亚普通股指数上涨 7.29%, 纳斯达克指数上涨 5.52%, 道琼斯工业指数上涨 4.84%, 日经 225 下跌 0.07%; 新兴市场股指, 巴西 IBOVESPA 指数上涨 5.38%, 韩国综合指数上涨 4.73%, 泰国 SET 指数上涨 2.58%, 伊斯坦布尔证交所全国 30 指数下跌 6.09%。

图表34: 本月, 发达国家股指多数上涨



图表35: 本月, 发达国家股指多数上涨



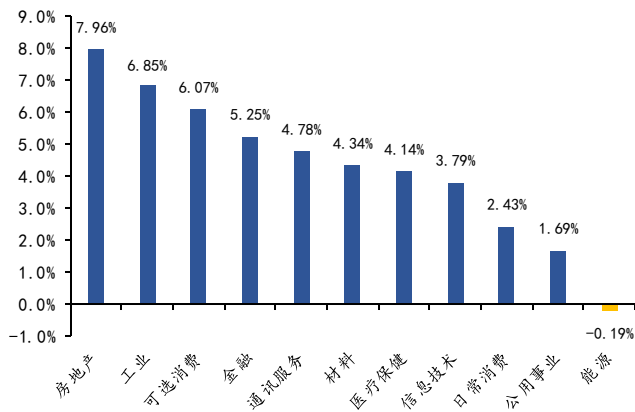
来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

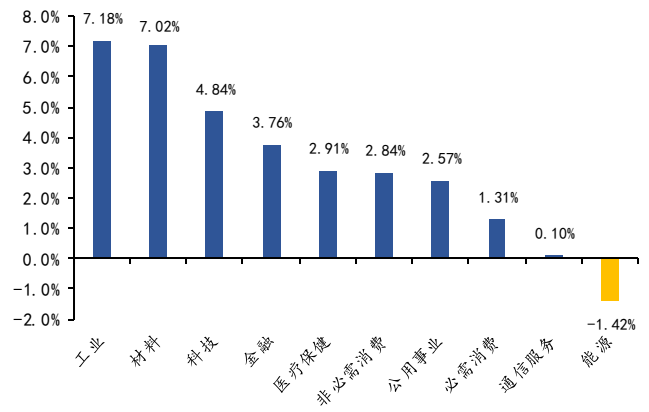
本月美国标普 500 行业多数上涨, 欧元区行业多数上涨。美国标普 500 行业, 房地产上涨 7.96%, 工业上涨 6.85%, 可选消费上涨 6.07%, 能源下跌 0.19%; 欧元区行业, 工业上涨 7.18%, 材料上涨 7.02%, 科技上涨 4.84%, 能源下跌 1.42%。



图表36: 本月, 美国标普500行业多数上涨



图表37: 本月, 欧元区行业多数上涨

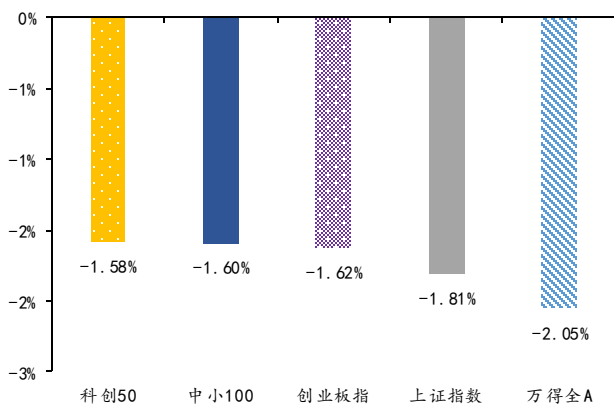


来源: Wind, 国金证券研究所

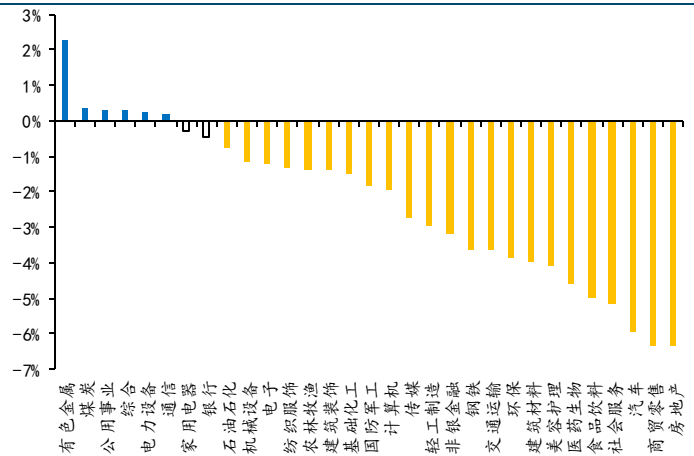
来源: Wind, 国金证券研究所

本月, A股各类宽基指数全线下跌, 行业方面多数下跌。A股各类宽基指数, 上证指数下跌1.81%; 万得全A下跌2.05%; 行业方面, 有色金属上涨2.28%, 煤炭上涨0.34%, 公用事业上涨0.33%, 银行下跌0.43%; 石油石化下跌0.79%; 机械设备下跌1.16%。

图表38: 本月, A股各类宽基指数全线下跌



图表39: 本月, 行业方面多数下跌

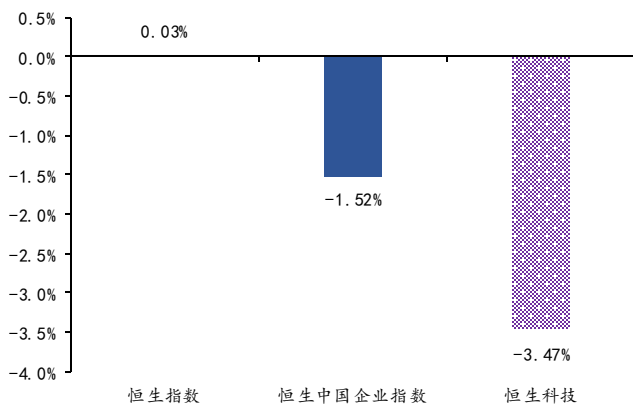


来源: Wind, 国金证券研究所

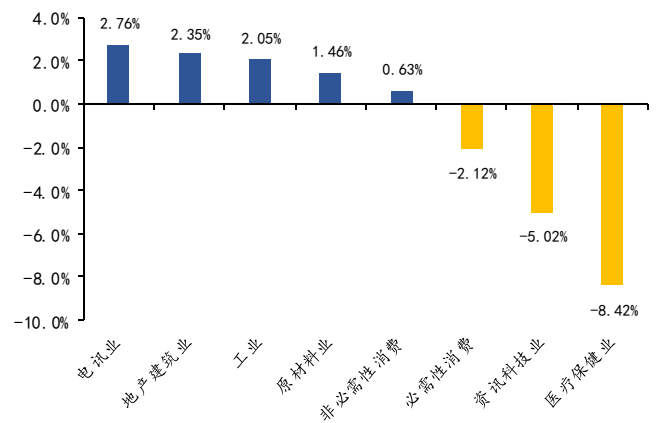
来源: Wind, 国金证券研究所

恒生指数多数下跌, 行业方面多数上涨。恒生指数, 恒生指数上涨0.03%, 行业方面, 电讯业上涨2.76%, 地产建筑业上涨2.35%, 工业上涨2.05%, 必需性消费下跌2.12%, 资讯科技业下跌5.02%, 医疗保健业下跌8.42%。

图表40: 本月, 恒生指数多数下跌



图表41: 本月, 行业方面多数上涨



来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

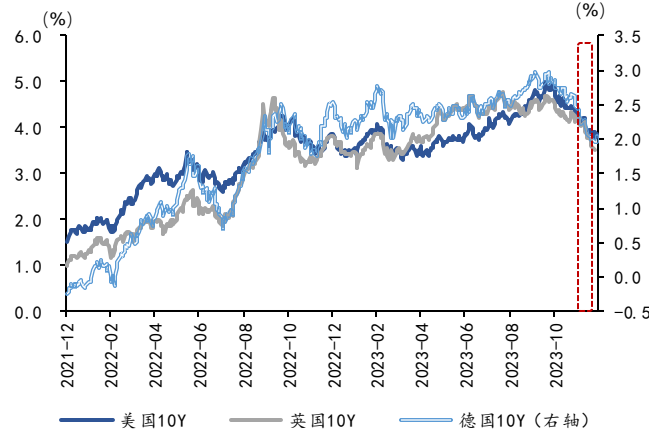
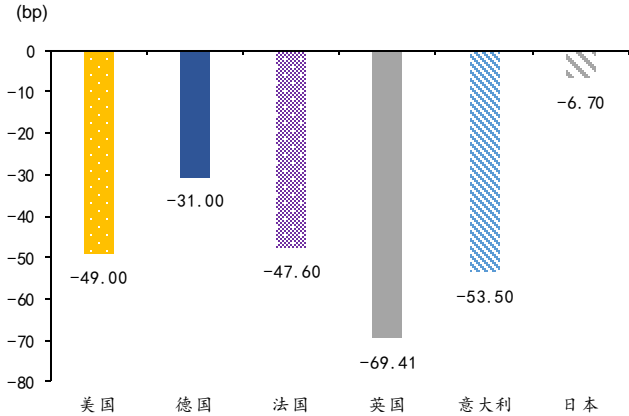


(三) 债券市场追踪：发达国家 10 年期国债收益率全线下跌

发达国家 10 年期国债收益率全线下行。美国 10Y 国债收益率下行 49bp 至 3.88%，意大利、法国、英国和日本 10Y 国债收益率分别下行 53.5bp、47.6bp、69.4bp 和 6.7bp。

图表42：本月，发达国家 10 年期国债收益率全线下跌

图表43：本月，美英德 10Y 收益率均下跌



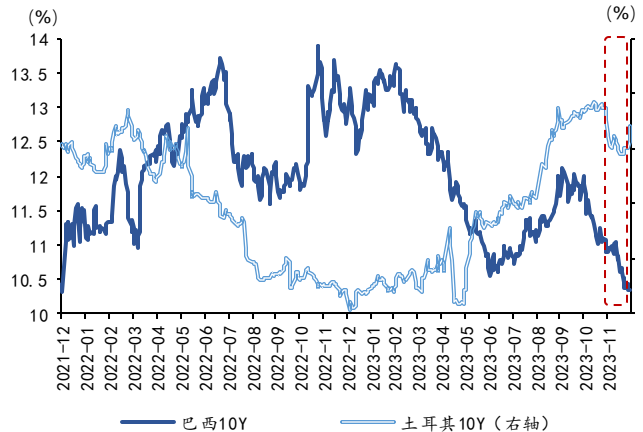
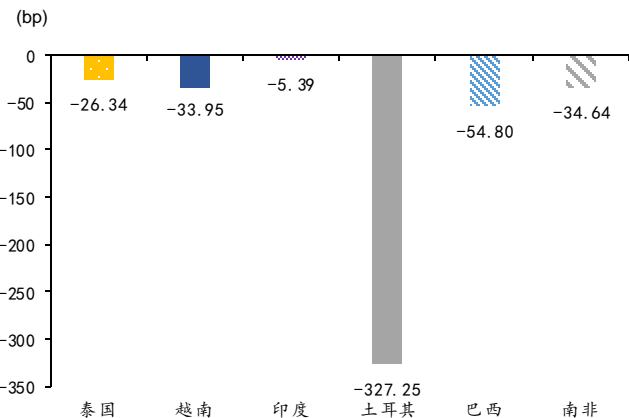
来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

新兴市场 10 年期国债收益率全线下跌。泰国下行 26.34bp 至 2.82%，越南下行 33.95bp 至 2.42%，印度下行 5.39bp 至 7.22%，土耳其下行 327.25bp 至 23.35%，巴西下行 54.8bp 至 10.7%，南非下行 34.64bp 至 9.87%。

图表44：本月，新兴市场 10 年期国债收益率全线下跌

图表45：本月，土耳其、巴西 10Y 利率均出现下行



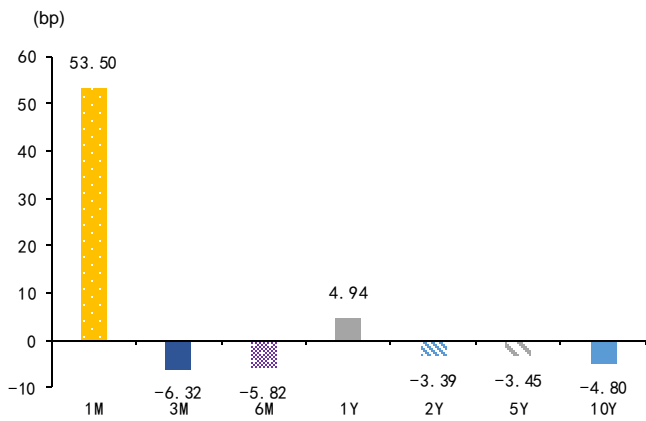
来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

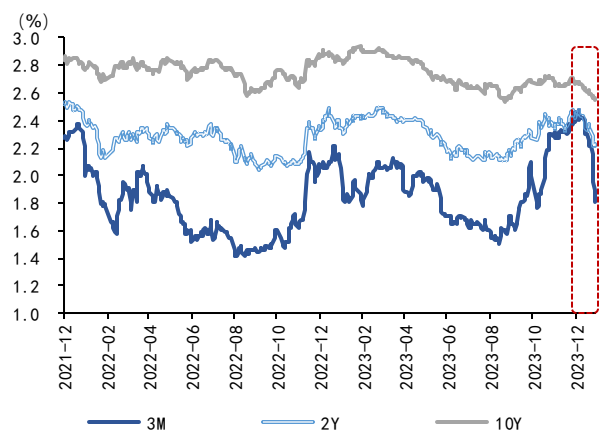
本月，中国国债收益率多数下行。其中 1 个月期国债收益率上行 53.5bp 至 2.19%，3 个月期国债收益率下行 6.32bp 至 2.27%，6 个月期国债收益率下行 5.82bp 至 2.32%，1 年期国债收益率上行 4.94bp 至 2.3%，2 年期国债收益率下行 3.39bp 至 2.36%，5 年期国债收益率下行 3.45bp 至 2.5%。



图表46: 本月, 中国国债收益率多数上涨



图表47: 本月, 3个月、2年期与10年期国债收益率



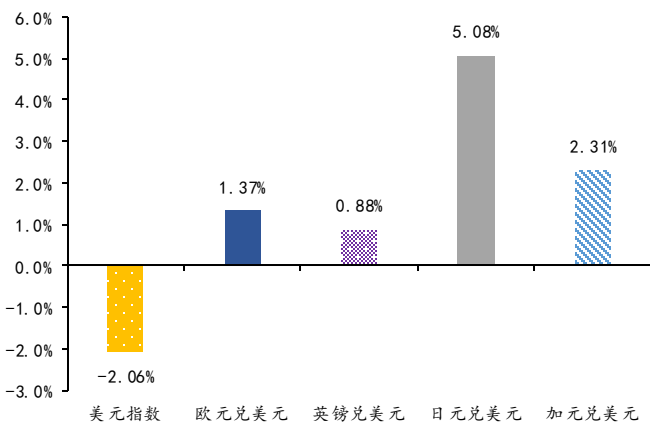
来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

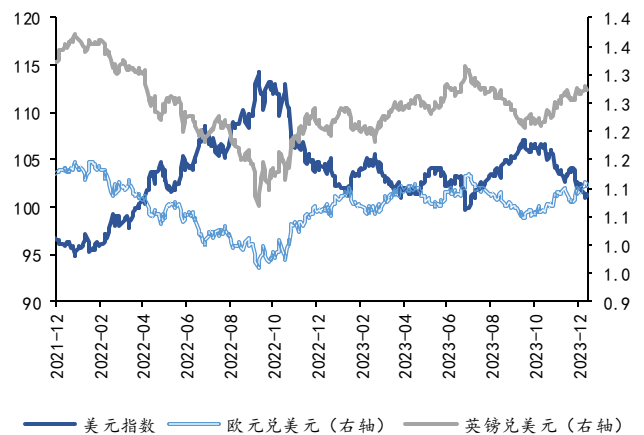
(四) 外汇市场追踪: 美元指数下行, 其他货币兑美元全线上涨

美元指数下行 2.06%至 101.38。欧元兑美元升值 1.37%，英镑兑美元升值 0.88%，日元兑美元升值 5.08%，加元兑美元升值 2.31%，挪威克朗兑美元升值 6.29%，主要新兴市场兑美元多数上涨。土耳其里拉兑美元贬值 1.93%，印尼卢比兑美元升值 1.06%，菲律宾比索兑美元升值 0.3%，雷亚尔兑美元升值 1.5%，韩元兑美元升值 0.47%。

图表48: 本月美元指数下行, 其他货币兑美元全线上涨



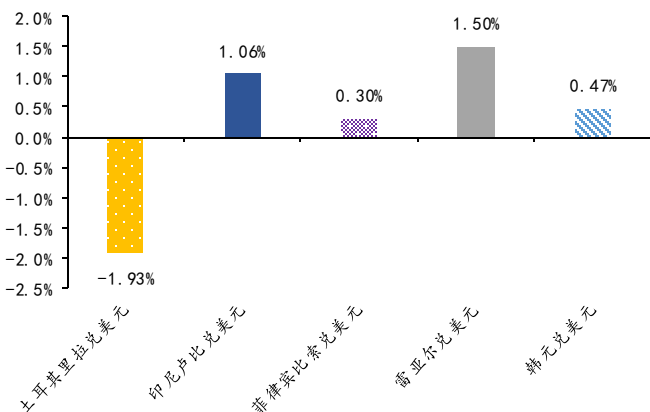
图表49: 英镑和欧元兑美元



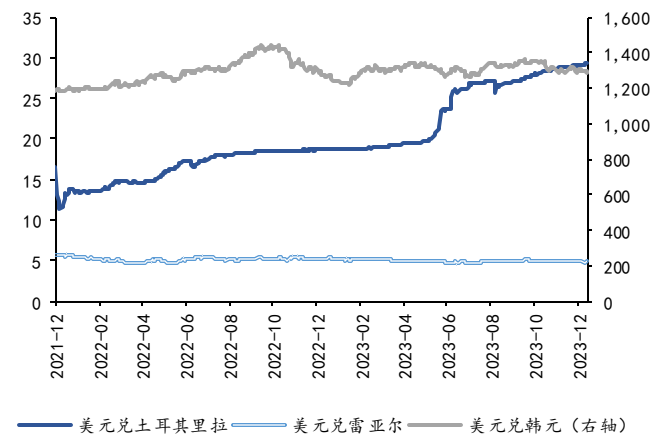
来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

图表50: 本月, 主要新兴市场兑美元多数上涨



图表51: 土耳其里拉, 雷亚尔和韩元



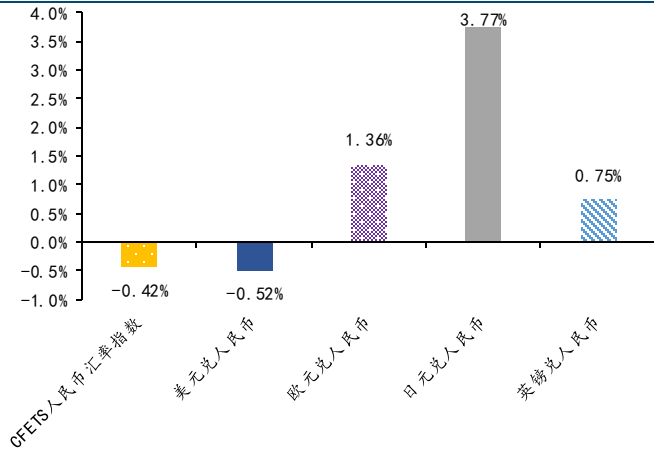
来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

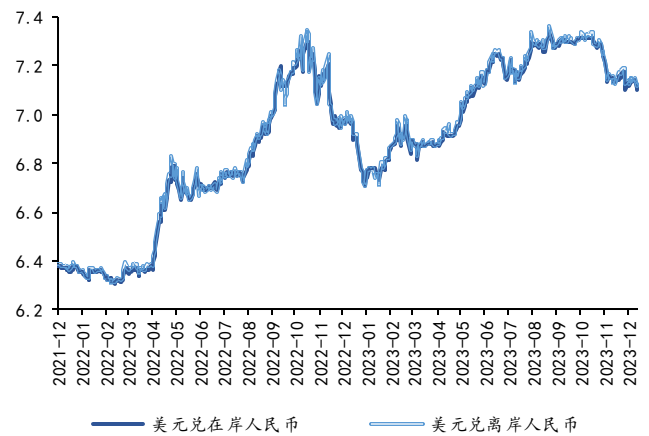


美元兑人民币贬值 0.52%，欧元兑人民币升值 1.36%，日元兑人民币升值 3.77%，英镑兑人民币升值 0.75%。美元兑在岸人民币为 7.1，美元兑离岸人民币为 7.12。

图表52：本月，美元兑人民币贬值



图表53：本月，美元兑人民币贬值



来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

(五) 大宗商品市场追踪：有色多数上涨，原油全线下跌

有色多数上涨，贵金属走势分化，农产品多数下跌，原油全线下跌。

图表54：本月，有色多数上涨，贵金属走势分化，农产品多数下跌，原油全线下跌

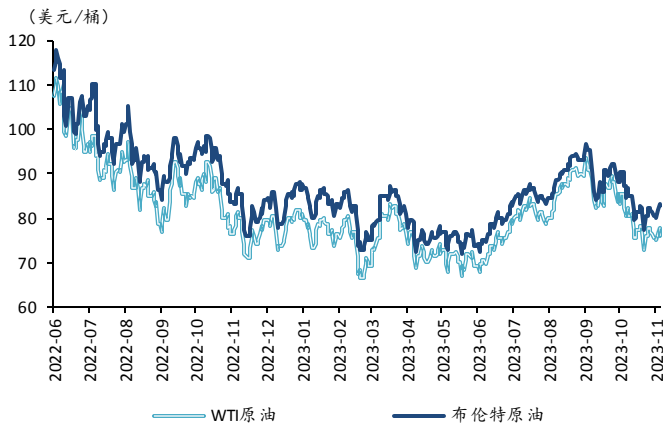
类别	品种	2023年12月	2023年11月	2023年10月	2023年9月	2023年8月	2023年7月
原油	WTI原油	-5.67%	-6.25%	-10.76%	8.56%	2.24%	15.80%
	布伦特原油	-6.99%	-5.24%	-8.29%	9.73%	1.52%	14.23%
贵金属	COMEX黄金	1.69%	2.71%	7.40%	-4.71%	-1.38%	2.92%
	COMEX银	-6.97%	10.44%	2.64%	-8.72%	-1.11%	8.77%
有色	LME铜	1.85%	3.75%	-2.00%	-1.18%	-3.34%	5.63%
	LME铝	8.38%	-2.18%	-4.02%	6.22%	-1.65%	4.62%
	LME镍	-0.06%	-8.28%	-3.83%	-7.63%	-7.19%	8.28%
	LME锌	6.89%	1.85%	-8.00%	9.26%	-4.47%	6.95%
黑色	焦煤	13.03%	0.06%	-0.51%	13.09%	18.58%	-18.44%
	沥青	-0.17%	-6.03%	-2.83%	2.89%	-0.34%	1.58%
	铁矿石	1.67%	5.21%	4.58%	-0.27%	1.92%	4.05%
	螺纹钢	6.00%	1.86%	2.71%	0.19%	-3.56%	0.86%
农产品	生猪	-6.36%	3.21%	-14.43%	2.10%	-5.34%	26.82%
	棉花	0.82%	-2.80%	-11.62%	-0.39%	3.33%	5.24%
	豆粕	-2.08%	-2.47%	-8.51%	-11.30%	12.40%	14.40%
	豆油	-4.86%	2.23%	-2.87%	-4.86%	9.03%	2.75%

来源：Wind，国金证券研究所

原油全线下跌。WTI 原油下跌 5.67%至 71.65 美元/桶，布伦特原油下跌 6.99%至 77.04 美元/桶。焦煤上涨 13.03%至 1969 元/吨，沥青下跌 0.17%至 3608 元/吨，铁矿石上涨 1.67%至 1037 元/吨，螺纹钢上涨 6%至 4009 元/吨。

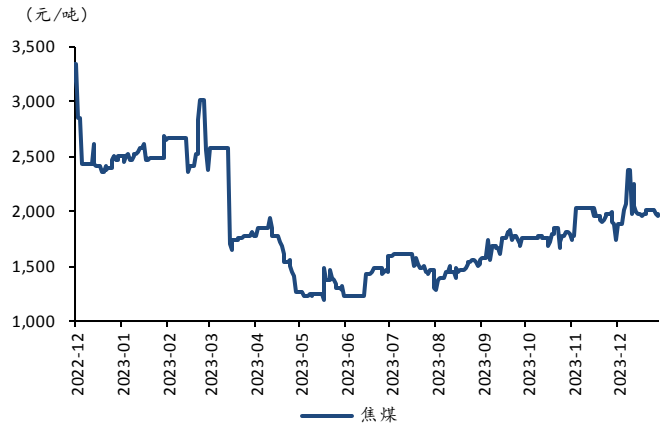


图表55: 原油全线下跌



来源: Wind, 国金证券研究所

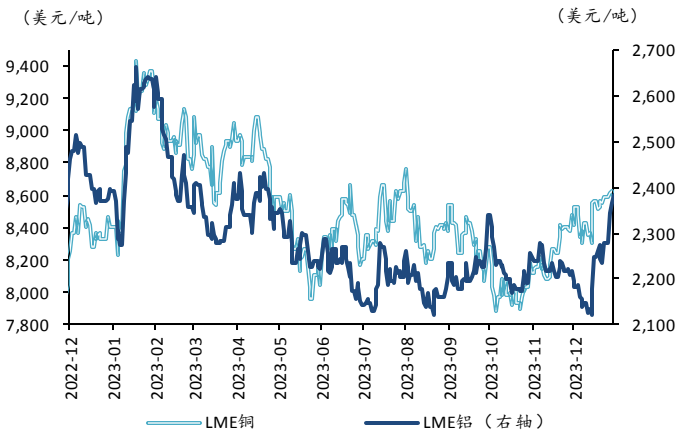
图表56: 本月, 焦煤价格变动 13.03%



来源: Wind, 国金证券研究所

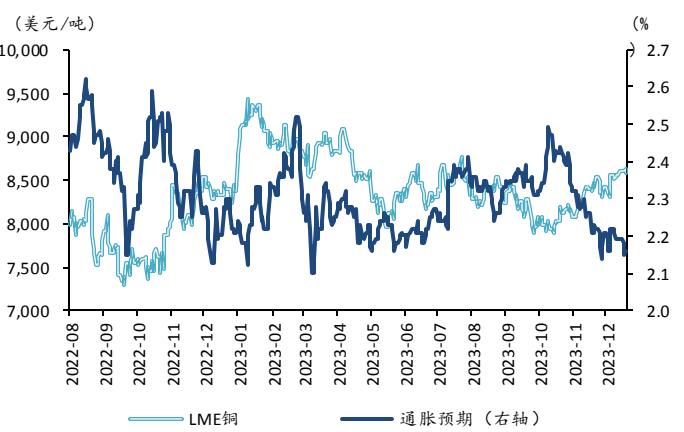
COMEX 黄金上涨 1.69%至 2071.8 美元/盎司, COMEX 银下跌 6.97%至 23.56 美元/盎司, LME 铜上涨 1.85%至 8575 美元/吨, LME 铝上涨 8.38%至 2381 美元/吨, 通胀预期从前值的 2.23% 降至 2.16%, 10Y 美债实际收益率从前值的 1.70% 降至 1.72%。

图表57: 本月, 铜价格上涨, 铝价格均下跌



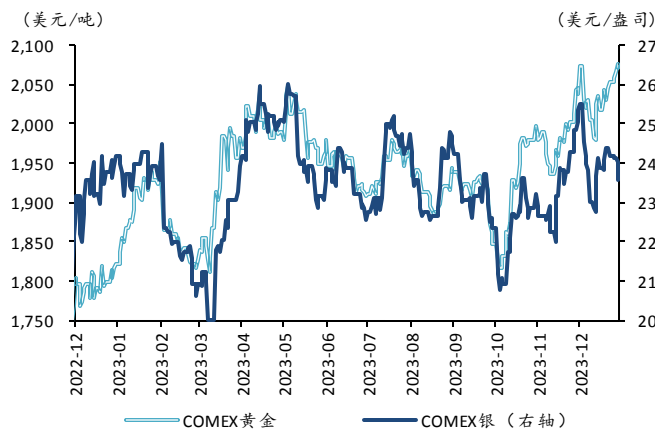
来源: Wind, 国金证券研究所

图表58: 本月, 通胀预期降至 2.16%



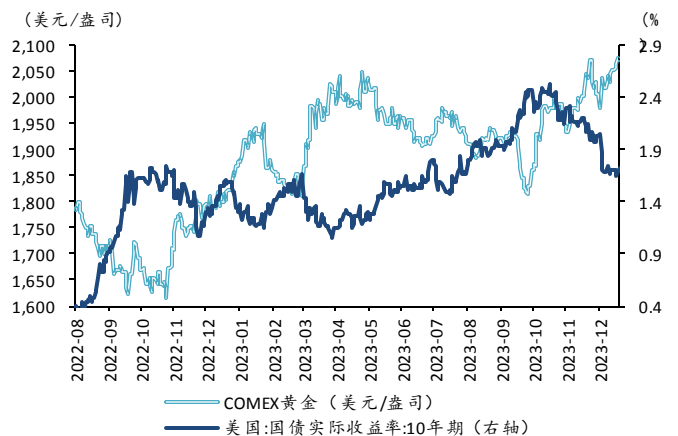
来源: Wind, 国金证券研究所

图表59: 本月, COMEX 黄金上涨 1.7%、COMEX 银下跌 7.0%



来源: Wind, 国金证券研究所

图表60: 本月, 10Y 美债实际收益率降至 1.72%



来源: Wind, 国金证券研究所



三、报告精选

（一）金价大涨，定价因子“失灵”了吗？

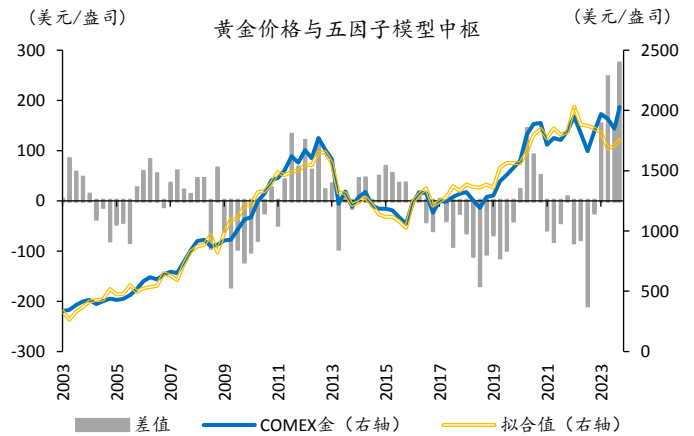
近期黄金价格创下了历史新高，远高模型理论值，主因为避险情绪升温、实际利率回落。截至12月8日，伦敦现货黄金、COMEX金价大涨10.3%，分别收于2008美元/盎司和2005美元/盎司。在4月26日报告《黄金：宏大叙事下的“另类”思考》中，我们提出了纳入央行购金的五因子模型，当下，金价远远高出模型中1762美元/盎司的理论中枢值，偏离度达267美元/盎司、创历史新高。从模型“解释内”因素来看，避险情绪升温、实际利率回落是主要推动；但“解释外”因素在近期上涨中发挥了更为重要的作用。对模型各因子拆解来看，近期避险情绪与实际利率的回落是金价最有力的推手。

图表61：现货、期货黄金一度均创下了历史新高



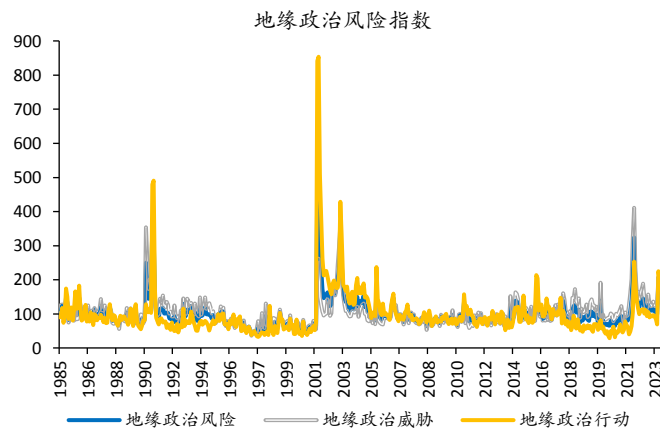
来源：Wind，国金证券研究所

图表62：金价与五因子模型定价中枢出现大幅偏离



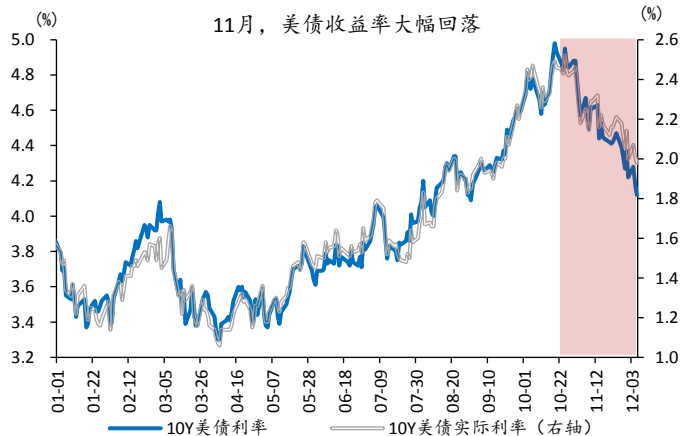
来源：Wind，国金证券研究所

图表63：10月以来，地缘政治风险快速飙升



来源：Wind，国金证券研究所

图表64：11月以来，10Y美债实际利率大幅回落44bp

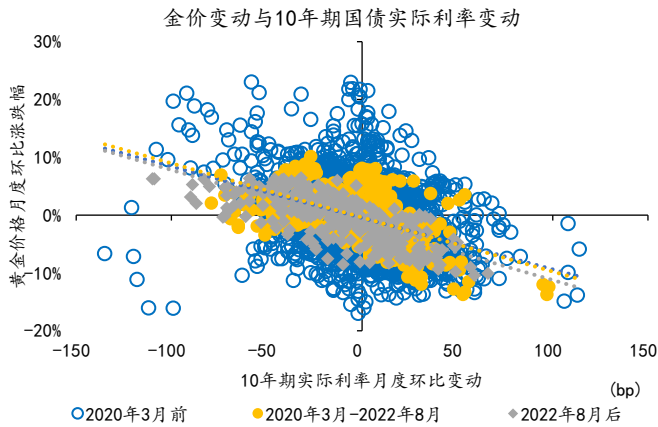


来源：Bloomberg，国金证券研究所

新变量冲击叠加老因子失灵。传统框架中的“实际利率”通常以TIPS为代理变量；但黄金交易中隐含的“实际利率”，或较TIPS更“鸽”，导致了“老因子”的失灵。事实上，黄金交易并不严格遵循TIPS的定价，TIPS成交量仅占美债总成交量的3.4%、较低流动性也使其更可能出现偏误。当下黄金隐含了未来一年内7.5次的降息预期，或较美债的隐含的2.6次更“鸽”。央行与私人的购金行为滞后公布，或是近期背离的另一解释；这类行为或出于对主权货币的“担忧”。世界黄金协会跟踪的央行、私人投资均为季频，四季度暂未公布的“老因子”变动或是上涨的又一原因。

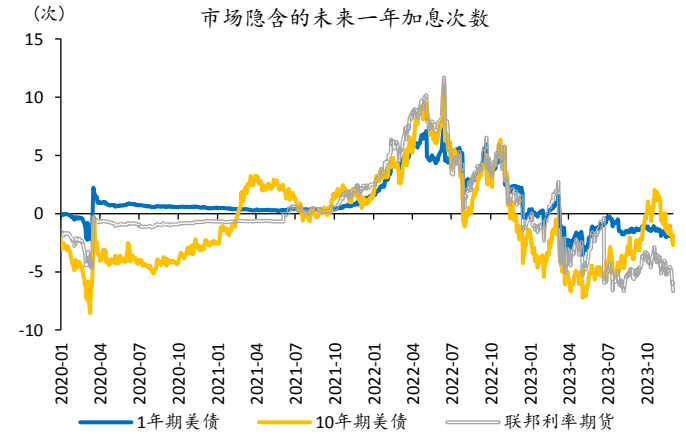


图表65: 金价变动仍与 10Y 美债实际利率显著负相关



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表66: 1 年期、10 年期美债隐含未来降息约 2.6 次



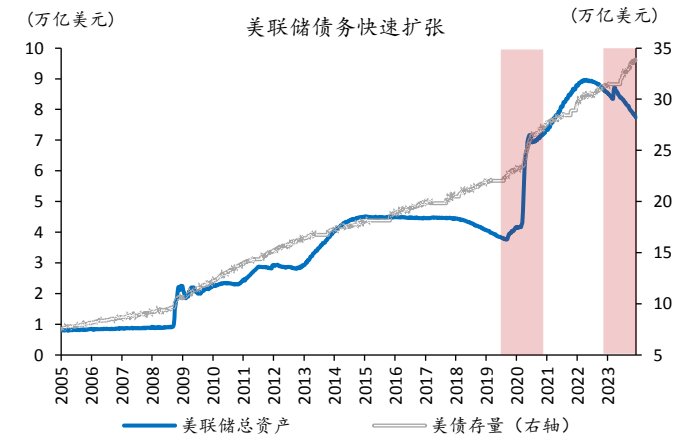
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表67: 金价与实际利率镜像关系的中枢明显抬升



来源: Wind, 国金证券研究所

图表68: 美联储扩表、美债超发或引发了市场的担忧



来源: Wind, 国金证券研究所

短期，金价隐含的“降息预期”或已过度透支；中长期来看，美债利率易降难升、经济衰退的担忧、央行购金的持续等，仍是对金价的有利支撑。前期，美债利率持续下行是金价的重要支撑、且金价隐含的降息预期或较之更高。避险情绪、主权货币信任下降等引发的居民投资行为，易在事件性冲击后往复，或也使金价短期承压。第一，历史回溯来看，最后一次加息到首次降息期间，美债利率的下行或是大势所趋。第二，经济下行阶段，黄金价格也多有较好的市场表现。第三，当下，中国、日本、印度、俄罗斯等经济体量较大的国家，黄金占外储比例仍然偏低，在地缘风险等担忧下，或仍将持续购入黄金。

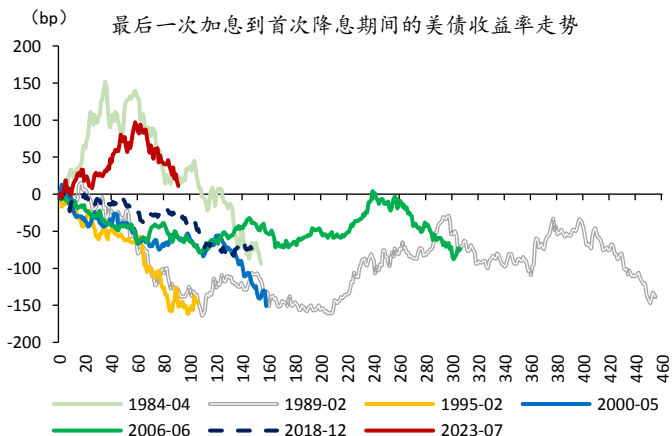


图表69: 短期, 10年期美债利率或有反复



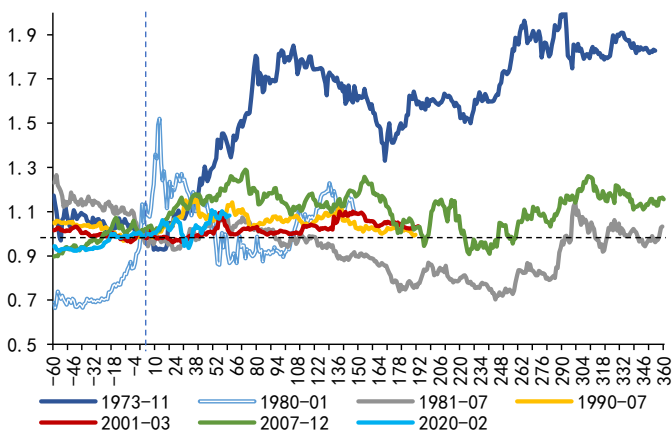
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表70: 最后一次加息到首次降息期间, 美债易降难升



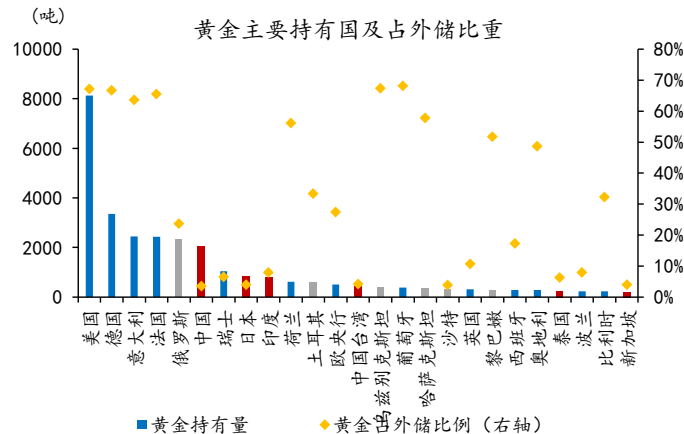
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表71: 历次美国经济衰退期, 黄金价格易涨难跌



来源: Wind, 国金证券研究所

图表72: 当下, 中国、日本、印度等仍有较大购金空间



来源: Wind, 国金证券研究所

(二) 美元回落, 港股为何“不涨”?

长期来看, 美元与港股有着显著的负相关关系, 但近期变动方向一致, 外资流入与人民币计价的内地公司均为港股影响因素。当美元夜盘涨(跌)幅超过 1% 时, 次日恒生指数有 85% 的概率下跌(上涨)。然而, 11 月以来, 美元指数大幅贬值 4.7%, 恒生指数却下跌 4.5%。美元回落时, 外资的流入与港股盈利的被动放大, 或是历史经验中港股上涨的主要驱动。一方面, 美元走弱时, 香港金融条件趋于宽松, 主动型外资往往大量流入, 推高港股。另一方面, 内地公司占港股市值近 7 成, 这类公司日常经营中盈利、营收均由人民币计价; 当美元贬值时, 换算成港币的盈利会被放大, 进而带来港币计价下港股价格的抬升。

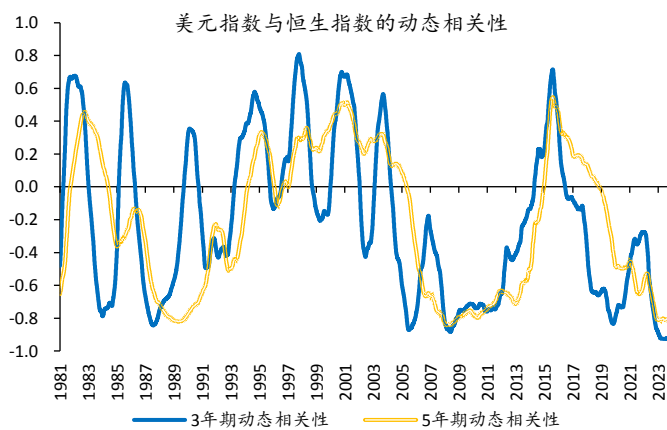


图表73: 恒生指数与美元指数有着显著的负相关关系



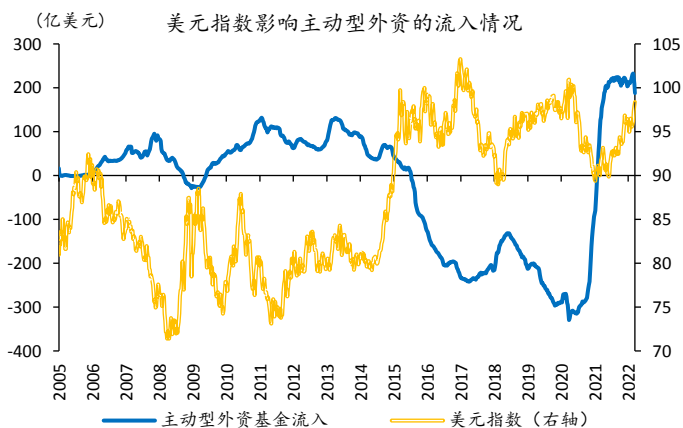
来源: Wind, 国金证券研究所

图表74: 今年以来, 美元与港股动态相关性逼近历史最低



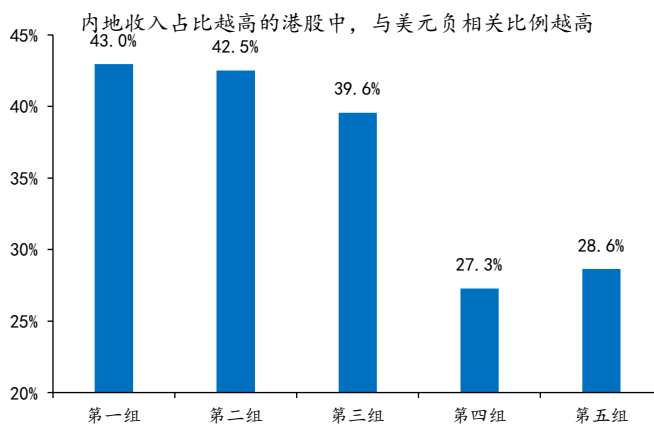
来源: Wind, 国金证券研究所

图表75: 美元回落时, 主动型外资通常加入流入



来源: 美联储, 国金证券研究所

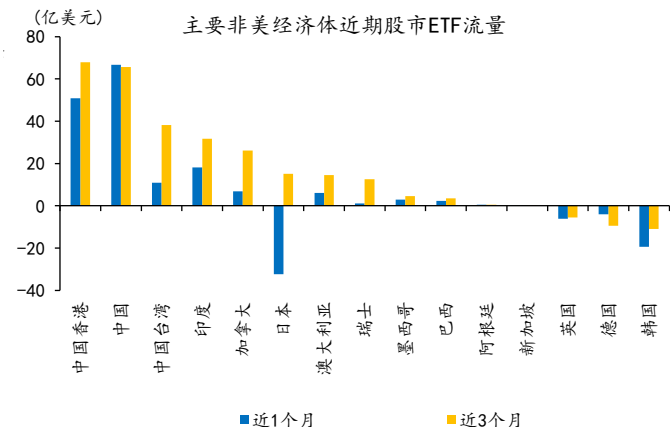
图表76: 内地收入占比越高的港股, 与美元负相关比例越高



来源: 美联储, 国金证券研究所

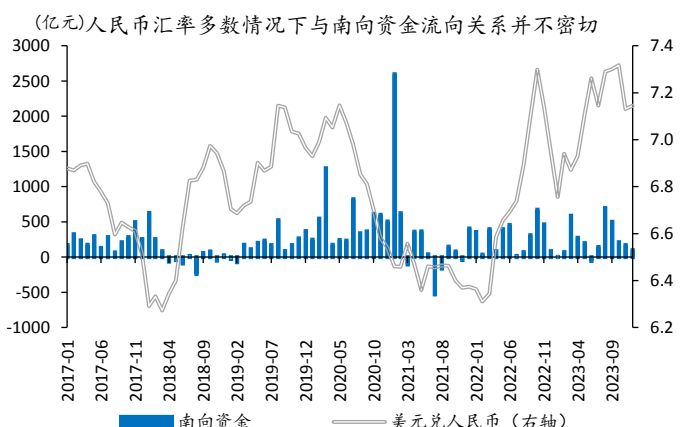
本轮美元回落中, 南下资金放缓抵消了外资流入, 此外叠加港股业绩较差, 使得港股上涨乏力。近期, 外资流动性确有改善, 近1个月全球ETF有50.8亿美元流入港股市场。然而人民币汇率大起大落, 使得内资对汇率关注度有所上升; 近期人民币快速升值, 港股内资占比有所下降, 在一定程度上弱化了外资带来的流动性改善。另一方面, 今年港股较差的业绩表现, 也导致美元回落对港股盈利的放大作用较为有限。美元回落既会放大盈利, 也会扩大亏损, 今年全部港股中亏损企业数量占比高达47.1%, 创2013年以来新高。

图表77: 近3个月中, 大量ETF资金流入港股市场



来源: Green Street, 美联储, wind, 国金证券研究所

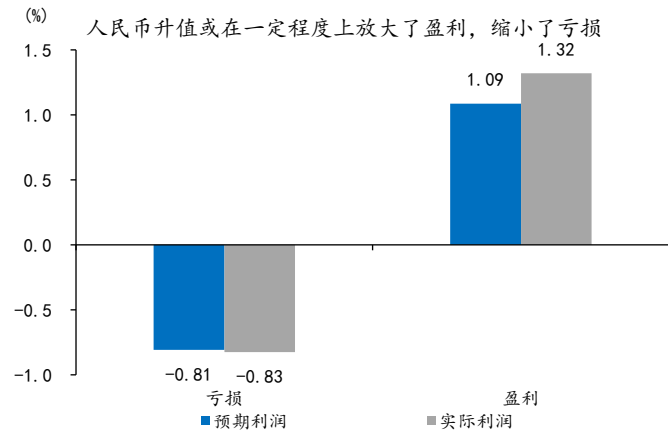
图表78: 历史上, 汇率与南下资金流向的关系并不明显



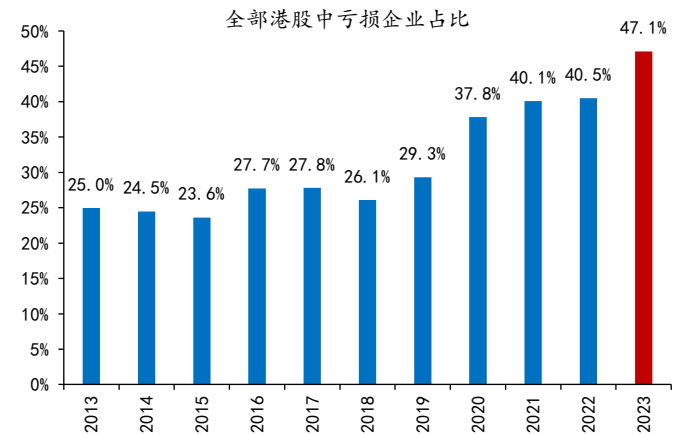
来源: Green Street, 美联储, wind, 国金证券研究所



图表79：三季度报盈利企业业绩超预期、亏损企业低预期



图表80：2023年港股亏损企业占比高达47.1%



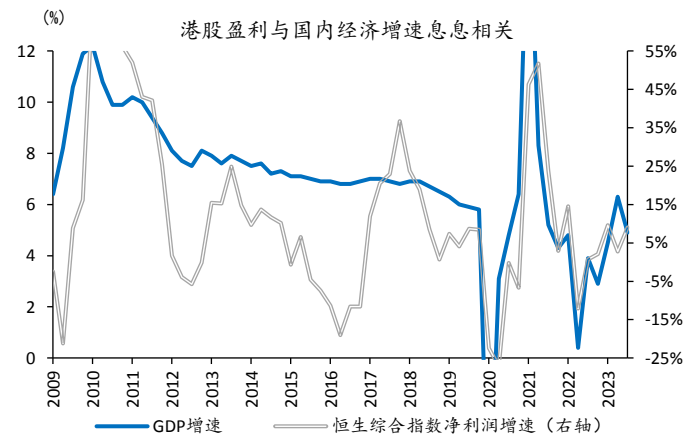
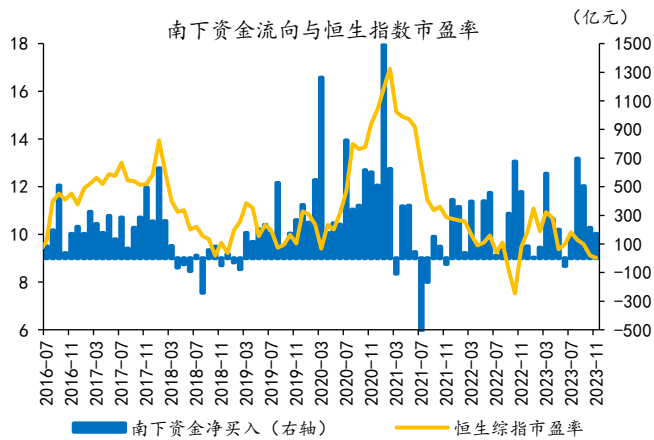
来源：BIS、Wind、国金证券研究所

来源：BIS、Wind、国金证券研究所

随着汇率波动的下降与港股盈利的改善，港股与美元的负相关关系或将重新回归，部分行业可加强关注。一方面，在前期快速升值后，近期人民币汇率的升值速度已有所放缓，南下资金有望回归非汇率主导的传统行为模式，当前港股低位的估值有一定吸引力。另一方面，随着国内经济的企稳复苏，港股业绩或将改善，也将强化“放大器效应”下汇率与港股的联动。过去20年，美元出现8轮下行阶段，期间恒生指数股平均上涨38.3%，8轮中，港股仅在2007年冲击下与2020年两次海外衰退时、涨幅略低于A股。行业层面来看，港股的金融业、必需消费业、能源业、综合多有较好的市场表现。

图表81：港股较低的市盈率有望吸引南下资金重新企稳

图表82：港股盈利增速与国内经济增速息息相关

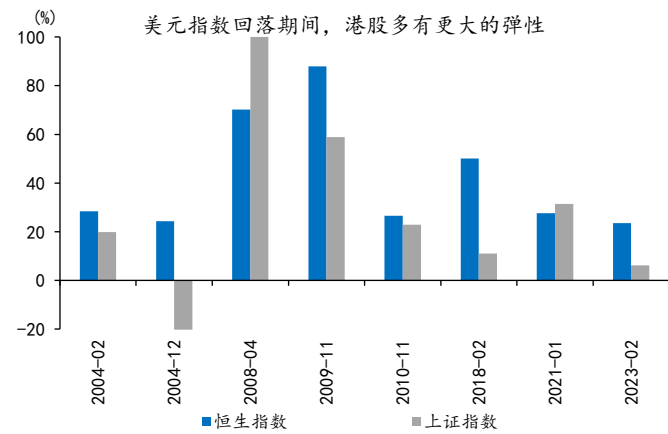


来源：BIS、国金证券研究所

来源：BIS、国金证券研究所

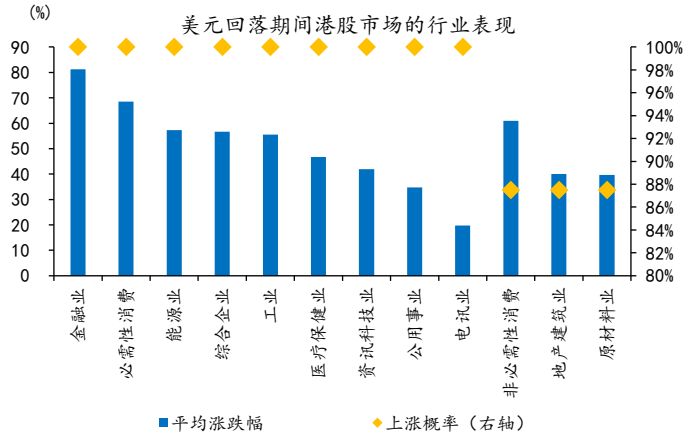


图表83: 相较 A 股, 港股在美元回落时“弹性更大”



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表84: 金融、必需消费、能源等行业表现较为突出



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

风险提示

1. 俄乌冲突再起波澜: 2023 年 1 月, 美德继续向乌克兰提供军事装备, 俄罗斯称, 视此举为直接卷入战争。
2. 大宗商品价格反弹: 近半年来, 海外总需求的韧性持续超市场预期。中国重启或继续推升全球大宗商品总需求。
3. 工资增速放缓不达预期: 与 2%通胀目标相适应的工资增速为劳动生产率增速+2%, 在全球性劳动短缺的情况下, 美欧 2023 年仍面临超额工资通胀压力。



特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮编：201204	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	邮编：518000 地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究