

全球大类资产仍在等待美联储的信号

核心观点：

- **大类资产表现复盘：**周内（1月15日至1月19日），在美债收益率大幅上行的背景下，多数大类资产震荡回落，特别地，美国方面“股债跷跷板效应”短期失灵，美债收益率与权益市场同步上行。债市方面，美债收益率表现出强势上行的趋势；因周内央行持续净投放，叠加税期扰动已过，中国国债收益率小幅下行。汇率方面，美元指数因强劲的美国经济数据与美联储偏鹰派反弹；欧洲与英国经济表现低迷，两地通胀表现分化，在强势美元打压下欧元与英镑相对表现弱势；日元因较为宽松的货币环境持续贬值；人民币则因美元指数强势而贬值。股市方面，除美日两国表现较好外，多数的权益市场大幅下行。大宗商品方面，贵金属价格被美元指数不断打压，但中东地区纷争四起，避险情绪限制硬通货黄金下跌空间；与此同时，欧佩克表示对原油市场强劲前景表示乐观，在中东局势与美国减产等多重因素助推下国际油价宽幅震荡上涨。
- **大宗商品：**（1）原油或大概率宽幅震荡。供应方面，欧佩克方面坚持减产政策，但实际供应量与初衷在一定程度背离；非欧佩克方面，美国原油减产幅度或将扩大，由于季节性因素及大规模的行业整合和成本削减，原油产量增长可能会放缓。需求方面，欧佩克对原油市场强劲前景的乐观预期，美国近期 EIA 原油库存减少。此外红海地缘因素不断升级，多家国际航运公司纷纷选择避开传统的红海航线转而绕道非洲，对能源供应稳定担忧激增。（2）黄金价格或在短期内仍受美元指数压制。美联储持续向市场传递鹰派观点叠加美国经济表现较好，市场对美联储提前降息的预期降温，黄金价格连续走低。
- **债市：**（1）美债收益率短期内或高位震荡。联储理事沃勒、博斯蒂克表示、古尔斯比及戴利传达鹰派观点；经济数据整体表现较好，美国劳动力市场具备自发修复能力，呈现较强的韧性；房地产方面，较高的新屋开工与营建许可表明房地产市场正逐渐恢复（2）中国国债：受税期扰动资金价格有所上行，在央行大额净投放后资金利率有所回落。由于本周 MLF 平价续作，达沃斯世界经济论坛释放的信息显示，将不搞强刺激不以积累长期风险为代价换取短期增长，而是着力增强内生发展动力，市场对1月降息及强刺激政策的预期转向。
- **权益市场：**（1）美股：美国权益市场表现较好。主要是受到美国经济存在支撑叠加 TMT 行业利好消息催化。（2）A 股：国内股市维持震荡调整态势，周内市场情绪不稳定，北向资金大幅流出，市场交易谨慎。
- **汇率市场：**除美联储3月份降息预期降温持续对美元指数构成支撑外，地缘因素激发的避险情绪也对避险美元构成支撑。美联储官员发表鹰派言论与强劲的消费数据对美元指数构成支撑；非美货币或继续多数收跌。
- **风险提示：**全球经济下行风险，美联储降息时点及幅度不确定性风险，国际地缘因素不确定性风险，市场情绪不稳定性风险等。

分析师

杨超

☎：010-80927696

✉：yangchao_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522030004

相关研究

2024-01-18，影响市场走势之关键因素的边际变化

2024-01-17，总量视野：日本股市上涨背后的风险

2024-01-15，2024年证监会首次重磅发声提振市场信心

2024-01-14，大类资产配置周报：全球大类资产价格仍在徘徊期

2024-01-08，一季度 A 股市场高股息策略躁动概率大

2024-01-08，2024年 A 股市场是否具备风格转换的条件？

2024-01-08，大类资产配置周报：全球大类资产价格受美联储顾虑扰动较大

2023-12-29，2024年全球大类资产配置展望：全球资产定价环境徐启新章

2023-12-14，美联储降息步伐或更快临近，全球资产定价环境转变

2023-12-13，2023年12月中央经济工作会议对投资的启示

2023-12-06，2024年 A 股市场投资策略展望：格物·鼎新

2023-12-07，2024年港股市场投资策略展望：待势乘时

2023-11-05，2023年 A 股三季报业绩行业全面拆解与结构展望

2023-09-27，四季度 A 股市场投资展望：关键因素决定市场走势

2023-09-03，2023年 A 股中报全景与后市配置建议

2023-07-25，7月中央政治局会议解读：提振 A 股市场，把握主线投资机会

2023-07-03，2023年 A 股市场中期投资展望：时蕴新生，秉纲执本

目 录

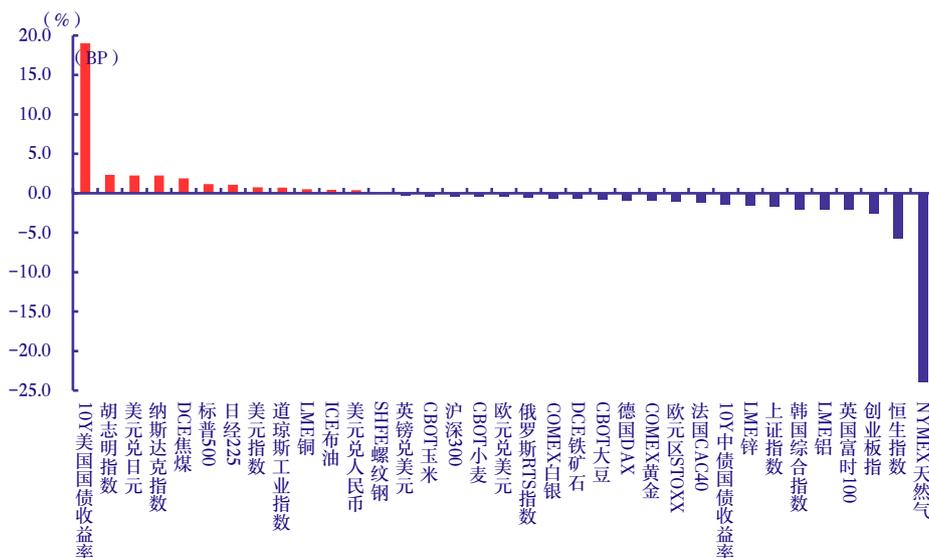
一、大类资产表现复盘	3
（一）债券市场	4
（二）权益市场	6
（三）大宗商品	8
（四）汇率市场	9
二、热点事件	9
（一）美国	9
（二）欧元区	11
（三）英国	12
（四）日本	12
（五）中国	12
三、风险提示	14

一、大类资产表现复盘

周内（1月15日至1月19日），美联储官员持续打压市场的降息预期，美联储戴利表示宣布战胜通胀为时尚早，尚未将通胀将至 2%，并指出即将降息也是为时过早；博斯蒂克和古尔比斯则对降息时机持相对开放观点，并表示美联储将根据经济数据决定利率路径；但他们强调若通胀进展逆转，不排除美联储再次加息的可能。与此同时，本周公布的美国经济数据也为提前降息的预期泼冷水，美国 2023 年 12 月零售销售数据加速、2023 年 12 月新屋开工年化与营建许可总数超预期，上周初请失业金人数不及预期，及 2024 年 1 月密歇根消费者信心指数大幅上升，均凸显出美国经济对高利率环境的强适应性。欧洲方面，欧洲央行发布 2023 年 12 月货币政策会议纪要，根据纪要显示欧洲央行的成员认为保持谨慎是必要的；利率传导重要部分仍待完成，政策对经济活动最大影响预计将在 2024 年出现。欧洲央行拉加德表示，在不受到重大冲击情况下，当前欧洲利率已达到峰值；欧洲央行很可能在夏季降息。当前通胀还未回落至欧洲央行所期望的水平，欧洲央行对通胀回落至 2% 的目标充满信心。

在美债收益率大幅上行的背景下，周内多数大类资产表现不佳，特别地，美国方面“股债跷跷板效应”短期失灵，美债收益率与权益市场同步上行。债市方面，美债收益率表现出强势上行的趋势，因周内央行持续净投放，叠加税期扰动已过，中国国债收益率小幅下行。汇率方面，美元指数因强劲的美国经济数据与鹰派的美联储，随美债收益率上行而收涨；欧洲与英国经济表现惨淡，两地通胀表现分化，欧元区 2023 年 12 月 CPI 回落速度符合预期，英国 2023 年 12 月 CPI 则小幅加速，但在强势美元打压下欧元与英镑相对表现弱势；日元因较为宽松的货币环境持续贬值；人民币则因美元指数强势而贬值。股市方面，除美日两国表现较好外，多数的权益市场大幅。大宗商品方面，黄金价格被美元指数不断打压，但中东地区纷争四起，避险情绪限制硬通货黄金下跌空间；与此同时，欧佩克表示对原油市场强劲前景表示乐观，在中东局势与美国减产等多重因素助推下国际油价上涨。具体来看，对比上周五收盘价，10 年期美国国债收益率上行 19BPs，美元兑日元与纳斯达克指数涨 2.26%，标普 500 涨 1.17%，日经 225 涨 1.09%，美元指数涨 0.77%，道琼斯工业指数涨 0.72%，ICE 布油涨 0.43%，美元兑人民币涨 0.40%，英镑兑美元跌 0.35%，沪深 300 跌 0.44%，欧元兑美元跌 0.48%，德国 DAX 跌 0.89%，COMEX 黄金跌 0.97%，欧元区 STOXX 跌 1.03%，法国 CAC40 跌 1.25%，10 年中债国债收益率跌 1.45BPs，上证指数跌 1.72%，英国富时跌 2.14%，创业板指跌 2.60%，恒生指数跌 5.76%，NYMEX 天然气跌 23.97%，如图 1。

图1：2024 年 1 月 15 日至 1 月 19 日全球主要大类资产收益表现



资料来源：Wind，中国银河证券研究院（注：债券收益率的变动单位为 BP，其余资产变动单位为 %）

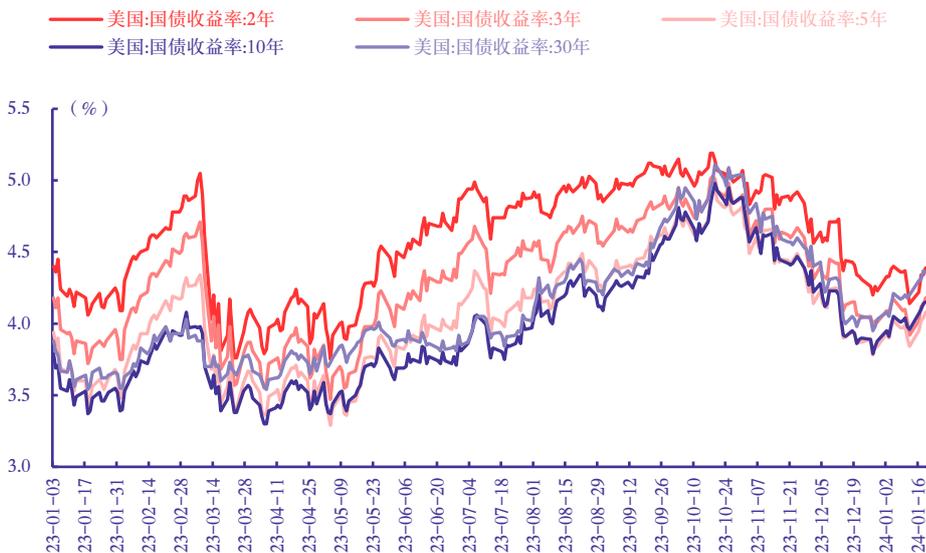
（一）债券市场

美联储态度、就业数据及通胀数据是影响美债收益率走势的主要因素。

美联储方面持续偏鹰：1月16日，美联储理事沃勒：如果通胀不反弹，美联储可以在今年降息；需要更多信息确认通胀下降至目标水平；降息应谨慎有序进行，无需像过去那样迅速降息。1月19日，美联储博斯蒂克表示，希望确保在降息之前稳步朝着2%的目标迈进；对于根据数据调整降息时机持开放态度。同日，美联储古尔斯比表示，通胀数据将决定利率路径，通胀下降为降息敞开大门，美联储将逐次会议作出决策。市场应关注经济数据，如果通胀进展逆转，可能需要加息。此外，美联储戴利表示，宣布战胜通胀为时尚早，尚未将通胀降至2%；并认为即将降息也是为时过早。此外，劳动力市场可能出现问题的任何早期迹象也可能引发政策调整。

经济数据整体表现较好，就业方面，1月18日，美国上周初请失业金人数为18.7万人，为2022年9月24日当周以来新低，预期20.7万人，前值从20.2万人修正为20.3万人；四周均值为20.325万人，前值从20.775万人修正为20.8万人。美国至1月6日当周续请失业金人数为180.6万人，预期184.5万人，前值从183.4万人修正为183.2万人，数据表明美国的劳动力市场具备自发修复能力，呈现较强的韧性。房地产方面，1月18日，美国2023年12月新屋开工年化总数增146万户，预期增142.6万户，前值从增156万户修正为增152.5万户；环比降4.3%，预期降9.3%，前值从升14.8%修正为升10.8%。美国12月份新屋开工数四个月以来首次下降，主要受单户型住宅开工量下降拖累，单户型住宅开工数继11月飙升后，创下2022年月以来最大降幅，而多户型住宅开工数升至五个月高点。预示未来建筑活动的建筑许可升至150万套：美国2023年12月营建许可年化总数初值增149.5万户，预期增148万户，2023年11月终值增146.7万户；环比升1.9%，预期升0.9%，2023年11月终值降2.1%。建筑许可增加表明，随着抵押贷款利率下降提振住房需求，新屋开工数量依然处于上行趋势。由于大多数房主仍不愿搬家，买家发现新房市场有更多库存，这帮助提振了建筑商本月的信心，创近一年来最大增幅。反观成屋销售市场，1月19日美国2023年12月成屋销售总数年化化为378万户，预期382万户，前值382万户；2023年美国全年成屋销售总数409万套，创1995年以来新低。由于成屋销售占美国房地产市场销量约九成，近乎触底的成屋销售反映了高利率环境对房地产销售的打击。截至1月19日，较上周收盘价，2年期美债收益率上行25BPs，报4.39%；3年期美债收益率上行26BPs，报4.18%；5年期美债收益率上行24BPs，报4.08%；10年期美债收益率上行19BPs，报4.15%；30年期美债收益率上行16BPs，报4.36%，如图2所示。

图2：美国主要期限的国债收益率走势图



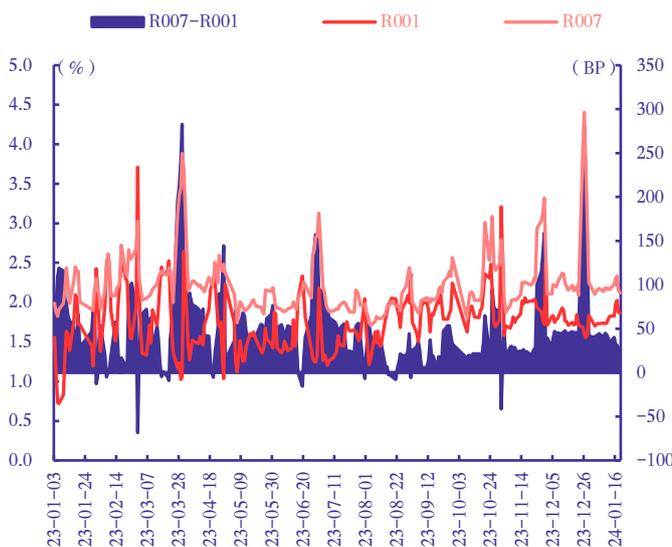
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

国内债市，从量能角度，央行累计进行 15670 亿元 7 天期逆回购和 9950 亿元 1 年期中期借贷便利操作，有 2270 亿元 7 天期逆回购和 7790 亿元 1 年期中期借贷便利到期，周内实现净投放 15560 亿元。从价格角度，受税期扰动资金价格有所上行，在央行大额净投放后资金利率有所回落。由于本周 MLF 平价续作，达沃斯世界经济论坛信息显示，将不搞强刺激不以积累长期风险为代价换取短期增长，而是着力增强内生发展动力，市场对 1 月降息及强刺激政策的预期落空。

我们认为，在 1 月选择 MLF 平价续作的原因有四：一是在“均衡投放、平滑波动”的政策引导下，1 月信贷“开门红”力度存在不及往年的可能性，但“早投放早受益”的历史规律以及集中在 2 月的春节效应将部分对冲政策影响。二是 2024 年以来票据利率快速震荡攀升，一定程度上印证了信贷投放力度不弱；此外，伴随 PSL 新增、金融支持住房租赁市场政策出台，将加快“三大工程”推进，带动企业中长贷稳定在较高水平，因此，1 月 MLF 超额续作有助于增强银行体系资金的稳定性，引导加大对实体经济的支持力度。三是 1 月为传统缴税大月，财政多收少支出，15 日为主要税种申报截止日，之后两个工作日为走款高峰，税期扰动叠加已下达的地方债提前批额度或于 1 月启动发行将对资金面有抽水效应；但前期已经发行政府债资金的逐批拨付、5000 亿元建设国债的落地使用等亦会对冲部分扰动。考虑到政府债券发行和对冲存在时间差，MLF 超额续作有助于对冲流动性波动，平滑税期等对资金面的影响。四是当前经济修复斜率不高，且在信贷平滑投放、政府债发行速度回落、前期财政资金逐步拨付使用之下，资金面仍维持平稳均衡。此外近期央行净投放维持低位，也反映出银行间资金缺口较小，银行负债压力或已明显下降。与此同时，资金利率和同业存单利率较前期均有所下行。因此，在降准空间逐渐狭窄，防资金空转套利叠加政策仍在观察前期稳增长措施效果的考虑之下 1 月未执行降准操作。因为 MLF 是 LPR 的定价基础，预期 1 月 22 日 1 年期与 5 年期以上 LPR 报价都将保持不变。展望一季度 MLF 利率仍有下调可能，截至本月 MLF 月已达 72910 亿元。历史规律显示的当 MLF 余额超过 5 亿元，央行为优化银行体系资金结构，增强银行经营稳健性，降准概率会相应增大，另外为支持银行保持信贷投放力度积极参与城投平台债务风险化解，存在扩大对银行体系长期流动性支持的必要。

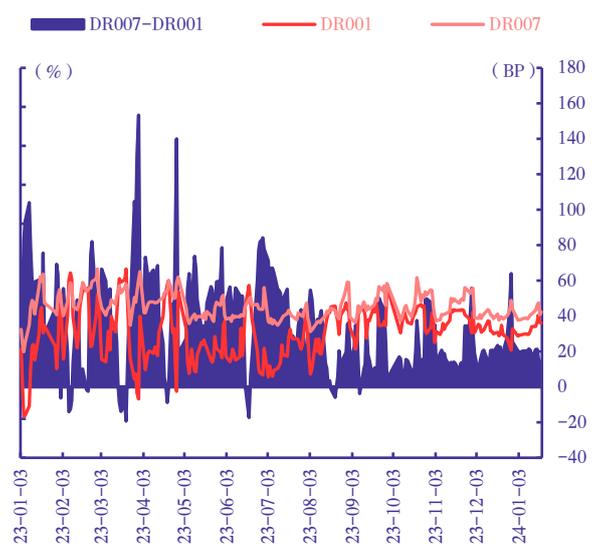
截至 1 月 19 日，较上周五收盘价，R001 和 DR001 均值分别上行 4.24BPs 和 4.40BPs 至 1.86% 和 1.73%；R007 和 DR007 均值分别下行 2.12BPs 和 1.87BPs 至 2.12% 和 1.87%，如图 3、4 所示。1 年期中债国债和国开债到期收益率分别下行 1.00BPs 和 3.36BPs 至 2.08% 和 2.19%；10 年期中债国债到期收益率和 10 年期中债国开债到期收益率与分别下行 1.45BPs 和 1.50BPs 至 2.50% 和 2.64%，如图 5、6 所示。

图3：银行间质押式回购加权利率情况



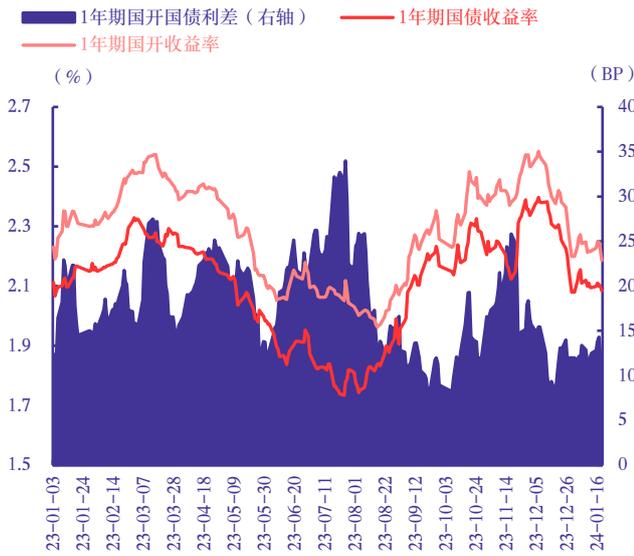
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图4：存款类机构质押式回购加权利率情况



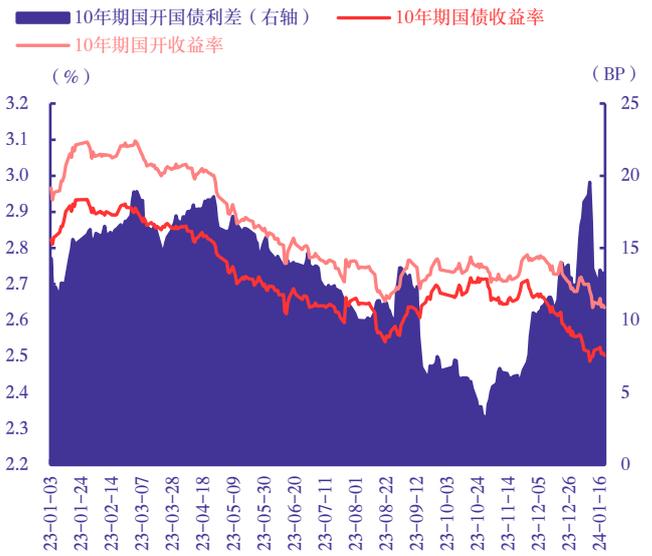
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图5：1年期中债国债及国开债到期收益率



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图6：10年期中债国债及国开债到期收益率



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

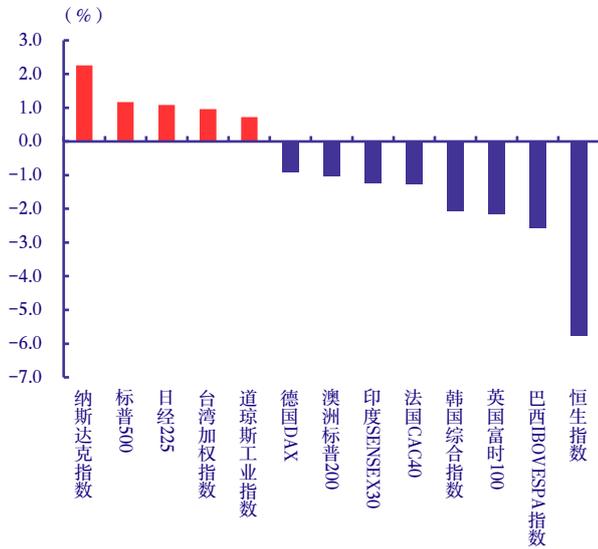
（二）权益市场

周内全球重要股指涨跌不一，除美日权益市场表现较好外，其他权益市场表现较差。美股方面，截至1月19日，相较于上周五，纳斯达克指数涨2.26%、标普500涨1.17%、道琼斯工业指数涨0.72%，如图7所示。一方面，结合前文美国经济存在支撑；另一方面，行业消息面上，Meta首席执行官扎克伯克在专访中首次明确宣布投身通用人工智能（AGI）并谈及具体规划。面对全球AI算力的供应紧缺，Meta的GPU资源富足，预期至2024年底将拥有将近35万个英伟达的H100 GPU，近60万个GPU储备，总体拥有相当于60万个H100的计算能力。此外，当前AI服务器产业链景气程度较高，超微电脑SMCI提升获取NV卡的预期，量价齐升预期下SMCI大幅上调Q2业绩指引。体现在主要行业指数方面，信息技术与通讯服务分别涨4.31%和1.95%，金融涨0.94%，可选消费和工业分别涨0.52%和0.29%，医疗保健、日常消费与材料分别跌0.72%、1.04%和1.49%，房地产和能源分别跌2.13%和3.08%，如图8所示。日本方面，日本股市迭创34年新高，日经225涨1.09%。我们在上周大类资产周报中对日本股市创新高的原因做了简单分析，并在《总量视角：日本股市上涨背后的潜在风险》中具体说明了溢价风险的理由。

欧洲经济表现疲弱，1月15日德国经济自新冠疫情以来首次出现萎缩，2023年GDP同比下滑0.3%，德国经济录得自2021年以来的最差表现，也是十四年来唯二出现萎缩的年份（2020年受新冠疫情的影响德国GDP下降3.8%）。从具体分项来看，德国工业产出和居民消费同比下降，服务业和建筑业同比增长。德国统计局解释造成德国经济衰退的主要原因为高通胀、高利率和外部需求不足，体现在数据方面为2023年12月德国通胀率在连续五个月下降后反弹至3.7%，2023年消费者价格指数上涨5.9%。德国对“技术性衰退”的定义为“连续两个季度环比下降”，2023年第四季度德国经济环比下降0.3%，第三季度与第二季度持平，因此德国以非常惊险的方式躲过了技术性衰退，尽管欧元区将于2024年确定降息，但德国的经济前景并不乐观，一方面当前德国政府正在大幅收紧财政政策，德国将于2024年1月1日起将食品增值税由7%重新涨回19%，这将进一步打击本因能源危机和通胀持续高企受挫的经济；另一方面德国联邦宪法先前裁定，为应对新冠危机所冗余的600亿欧元资金不得转移至“气候与转型基金”，这意味着德国政府的未来预算出现600亿欧元的缺口，这可能会减少德国政府在未来的投资与支出，并进一步对欧盟经济产生负面影响。同日，欧元区2023年11月工业产出环比下降0.3%，预期降0.3%，前值降0.7%；同比下降6.8%，预期降5.9%，前值降6.6%。欧元区2023年11月季调后贸易帐顺差148亿欧元，前值顺差109亿欧元；未季调贸易帐顺差203亿欧元，前值顺差111亿欧元，欧元区经济活动表现较为疲软，欧洲央行副行长德金多斯在1月12日表示欧元区经济增长“令人失望”“未来仍然不确定，前景不容乐观”。英

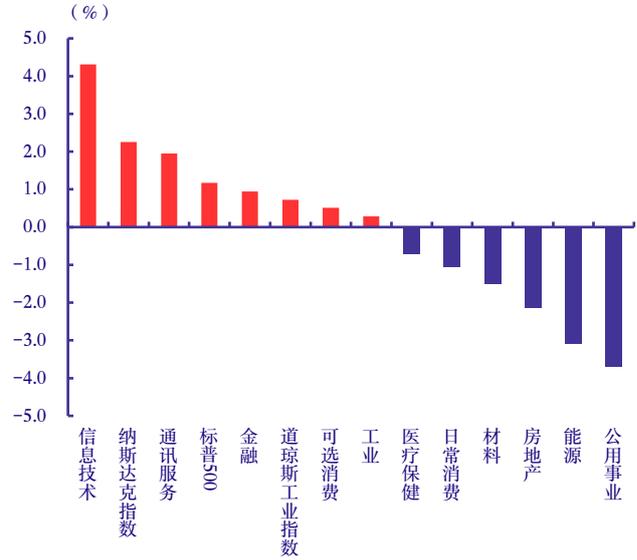
国经济同样表现不佳，1月12日，英国2023年11月GDP同比增长0.2%，为5月以来最小增速，预期增0.2%，前值修正至降0.1%；环比增长0.3%，预期增0.2%，前值降0.3%。1月19日，英国2023年12月季调后零售销售环比下降3.2%，预期降0.50%，前值升1.30%；同比下降2.4%，预期升1.1%，前值升0.1%。截至1月19日，较上周五收盘价，德国DAX跌0.89%，法国CAC40的1.25%，英国富时100跌2.14%。

图7：海外主要权益市场1月15日至1月19日涨跌幅表现



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

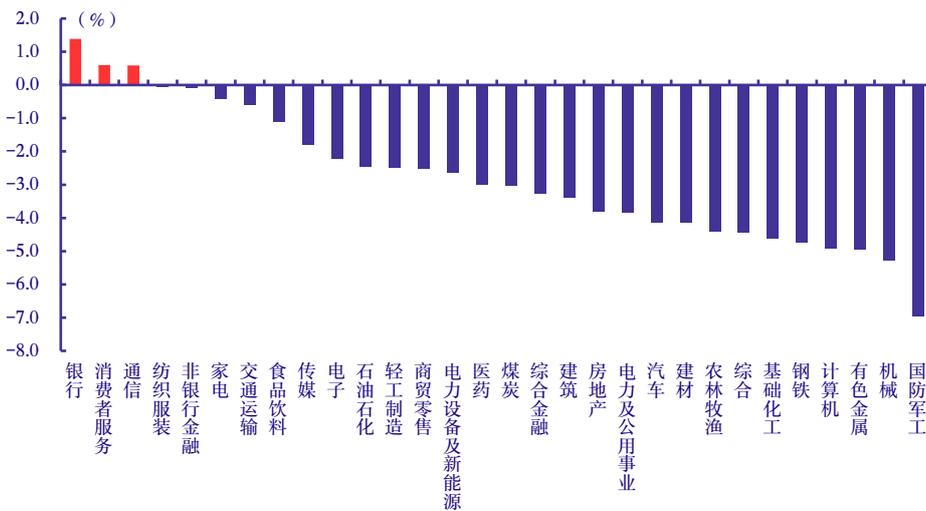
图8：美国三大股指及标普主要行业1月第3周表现



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

国内股市维持震荡调整态势，从经济数据来看，本周公布的经济数据分析，中国第四季度GDP同比增长5.2%，增速符合官方预期，但不及市场预期5.3%，主要归因于第三季度火热的夏季游带动了第三产业的上行，进入四季度后趋于下滑。中国2023年全年GDP增速5.2%，高于年初目标。其中第一产业增速4.1%，第二产业4.7%，第三产业5.8%，第三产业的恢复支持了经济的回升。投资方面基建仍然起到承托作用，制造业恢复平稳。具体来看2023年固定资产投资增速3%，基础设施投资增速8.24%，制造业投资增速6.50%，民间投资恢复不振累计负增长0.4%，房地产投资全年累计下行9.6%，工业增加值增长4.7%。从供需两端来看，供给与需求均展现了弱势回升的态势，但供给增长略好于需求。展望2024年，新动能取代旧动能仍然继续，高技术制造业快速增长而房地产产业链仍面临调整压力。传统的消费增长仍然乏力，固定资产投资偏平稳，出口小幅回升。工业生产上行的动力来自于科技赋能的制造业行业，房地产继续拉低经济，但在此过程中新的经济模式会逐步建立。从资金面看，周内北向资金大幅流出，市场情绪仍然偏谨慎。展望未来，当前A股市场估值对比海外相对较低，海外即将开启降息周期，国内也将延续政策呵护市场，A股仍然存在配置价值。截至1月19日，较上周五收盘价，三大指数录得收跌，上证指数跌1.72%报2832.28、深证成指跌2.33%报8787.02、创业板指跌2.60%报1715.44。A股周累计成交额35227.31亿元，环比小幅放量972.23亿元，日均成交额7045.46亿元。北向资金净流出234.94亿元。上游能源有所回调，石油石化跌2.45%，煤炭跌3.03%，基础化工跌4.61%，钢铁跌4.72%，有色金属跌4.95%。中游制造跌幅靠前，建筑跌3.37%，汽车跌4.12%，建材跌4.14%，机械跌5.26%，国防军工跌6.95%。下游消费相对抗跌，消费者服务涨0.60%，纺织服装跌0.04%，家电跌0.40%，食品饮料跌1.11%，轻工制造跌2.48%，商贸零售跌2.50%，医药跌2.98%，农林牧渔跌4.39%。基础设施建设随大盘下探，交通运输跌0.59%，电力及公用事业跌3.82%。金融地产表现分化，银行涨1.39%，非银金融跌0.08%，房地产跌3.81%。TMT行业少许回暖，通信涨0.58%，传媒跌1.80%，石油石化跌2.45%，计算机跌4.92%。新能源小幅下跌，电力设备及新能源跌2.63%，如图9所示。

图9：A股市场一级行业1月15日至1月19日周度涨跌幅



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

(三) 大宗商品

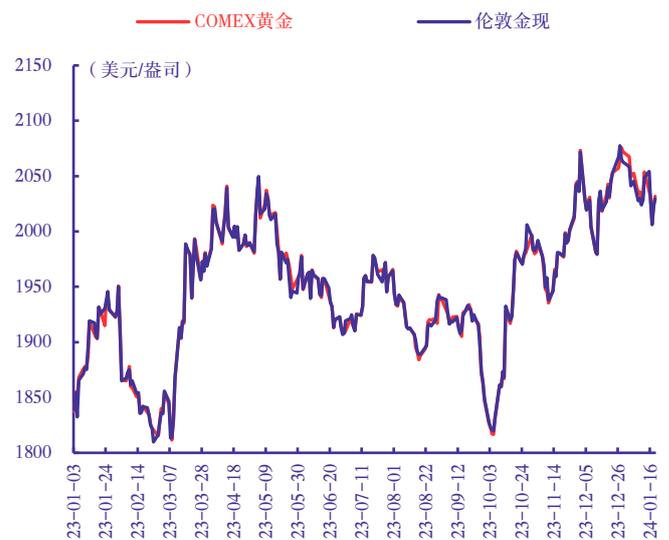
从供需角度分析，供应方面，欧佩克方面坚持减产政策，但实际供应量与初衷在一定程度背离，等待下周欧佩克会议后的政策决议；非欧佩克方面，美国原油减产幅度或将扩大，由于季节性因素及大规模的行业整合和成本削减，原油产量增长可能会放缓。需求方面，欧佩克对原油市场强劲前景的乐观预期，欧佩克预估今年原油需求量维持在日均 225 万桶，2025 年全球石油日需求将进一步增长 185 万桶；美国上周 EIA 原油库存减少 249.2 万桶，预期减少 31.3 万桶，前值增加 133.8 万桶。此外，黑天鹅事件也不断抬升原油价格，当前红海地缘冲突不断升级，多家国际航运公司纷纷选择避开传统的红海航线转而绕道非洲，船只航程大增对能源需求激增，叠加市场对能源供应稳定的担忧激增，原油价格大幅抬升。截至 1 月 19 日，较上周五收盘价，WTI 原油期货主连涨 1.00%，报 73.41 美元/桶，BRENT 布油期货主连涨 0.34%，报 78.56 美元/桶，如图 10 所示。

图10：WTI 与 BRENT 原油价格走势



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图11：COMEX 黄金与伦敦金现价格走势



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

美联储持续向市场传递鹰派观点叠加美国经济表现较好，市场对美联储提前降息的预期降温，黄金价格连续走低。截至1月19日，较上周五收盘价，伦敦金现跌0.94%，报2029.38美元/盎司，COMEX黄金期货跌1.065%，报2031.80美元/盎司，如图11所示。

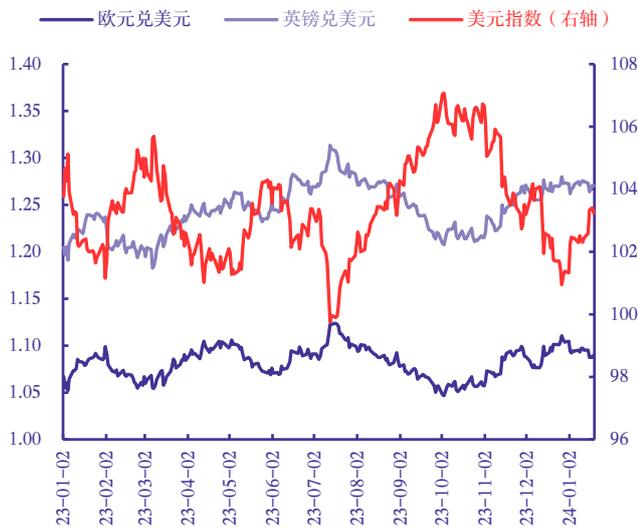
（四）汇率市场

除美联储3月份的降息预期降温持续对美元指数构成支撑外，地缘紧张局势激发的避险情绪也对美元指数构成支撑。此外，美联储官员发表的鹰派言论与强劲的消费数据也对美元指数构成支撑。截至1月19日，较上周五收盘价，美元指数涨0.77%，报103.23，如图12所示。

美元指数在美联储官员鹰派言论降温美联储3月份的降息预期和避险买需而走高是施压欧元和英镑走软的主要原因，但欧元区经济数据基本符合预期叠加欧洲央行传达鹰派信号，英国失业率保持低位叠加英国通胀小幅回升，一定程度限制了欧元与英镑的下跌空间，市场博弈下欧元兑美元跌0.48%，报1.09；英镑兑美元跌0.35%，报1.27，英如图12。

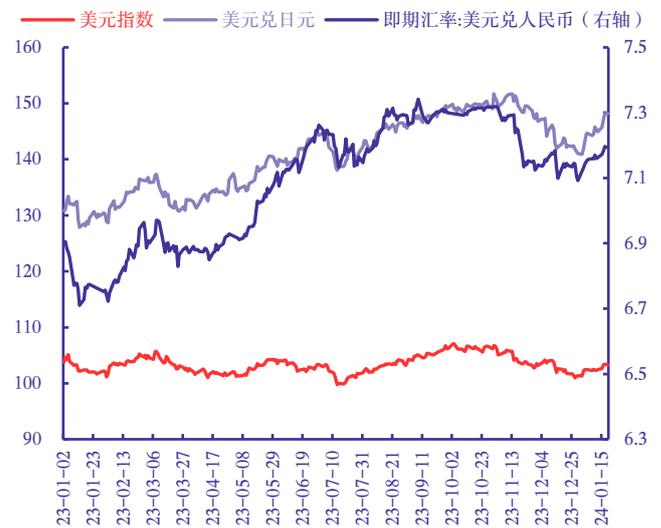
日本公布周度外资进出数据，净流入股债市场的资金持续增加，给日元带来利多支撑，但是日本11月核心机械订单同比增速下降5%，为近三个月最低，经济的疲弱降低了日本央行退出宽松货币政策的概率，日元或将延续底部震荡格局，如图13所示。与此同时，周内中国公布2023年年度数据，中国经济增速稍好于官方预期，但房地产投资下行与社会零售消费放缓一定程度打压了人民币回升的动能。中国在周五公布的通胀数据及金融数据表明中国经济基本面有所改善，从中长期角度看，美国利率处于确定的下行通道，伴随国内经济在政策呵护下稳步修复，人民币汇率有望企稳并小幅回升。截至1月19日，较上周五收盘价，美元兑日元涨2.26%，报148.18；美元兑人民币涨0.44%，报7.19，如图13所示。

图12：美元指数及欧元、英镑兑美元走势



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图13：美元指数及美元兑日元、人民币走势



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

二、热点事件

（一）美国

（1）1月16日，美联储理事沃勒：如果通胀不反弹，美联储可以在今年降息；需要更多信息确认通胀下降至目标水平；降息应谨慎有序进行，无需像过去那样迅速降息。

(2) 1月16日,美国1月纽约联储制造业指数为-43.7,创2020年5月以来新低,预期-5,前值-14.5;就业指数为-6.9,前值-8.4;新订单指数为-49.4,前值-11.3;物价获得指数为9.5,前值11.5。

(3) 1月17日,美联储褐皮书:12个联邦储备地区中的大多数报告称,自上次褐皮书发布以来,经济活动几乎没有明显变化;几乎所有地区都报告了制造业活动的下降;各地区继续指出,高利率限制了汽车销售和房地产交易;然而,各地区的许多联系人认为,利率下降的前景是乐观情绪的一个来源。

(4) 1月17日,美国政府公布新规,可能会使大型银行透支费收入每年减少多达35亿美元。银行只能向透支客户收取其为弥补透支而产生的盈亏平衡成本。

(5) 1月17日,美国2023年12月零售销售7098.9亿美元,环比增加0.6%,预期增0.4%,前值增0.3%;核心零售销售5733.83亿美元,环比增加0.4%,预期及前值均为0.2%。

(6) 1月17日,美国2023年12月出口物价指数同比下降3.2%,预期降0.7%,前值降5.2%;环比下降0.9%,预期降0.6%,前值降0.9%。进口物价指数同比下降1.6%,预期降2%,前值降1.4%;环比持平,预期降0.5%,前值从降0.4%修正为降0.5%。

(7) 1月17日,美国上周MBA30年期固定抵押贷款利率为6.75%,前值6.81%;抵押贷款申请活动指数为210.5,前值190.6;抵押贷款再融资活动指数为471.2,前值425.4;抵押贷款购买指数为162.2,前值148.6。

(8) 1月18日,美联储博斯蒂克表示,通胀似乎正朝着2%的目标发展;劳动力市场有所放缓,现在更加平衡;最糟糕的结果将是降息后不得不再次加息;如果通胀进展放缓,利率保持较高水平更为有利。

(9) 1月18日,美国上周初请失业金人数为18.7万人,为2022年9月24日当周以来新低,预期20.7万人,前值从20.2万人修正为20.3万人;四周均值为20.325万人,前值从20.775万人修正为20.8万人。美国至1月6日当周续请失业金人数为180.6万人,预期184.5万人,前值从183.4万人修正为183.2万人。

(10) 1月18日,美国1月费城联储制造业指数为-10.6,预期-7,前值从-10.5修正为-12.8;就业指数为-1.8,前值-1.7;物价获得指数为6.3,前值13.6;新订单指数为-17.9,前值-25.6;物价支付指数为11.3,前值25.1;装船指数为-6.2,前值-10.8。

(11) 1月18日,美国2023年12月新屋开工年化总数增146万户,预期增142.6万户,前值从增156万户修正为增152.5万户;环比降4.3%,预期降9.3%,前值从升14.8%修正为升10.8%。美国2023年12月营建许可年化总数初值增149.5万户,预期增148万户,2023年11月终值增146.7万户;环比升1.9%,预期升0.9%,2023年11月终值降2.1%。

(12) 1月18日,美国参议院通过临时支出法案,将其送交众议院审议。该法案旨在为政府机构提供资金直至3月,从而避免停摆。

(13) 1月18日,IEA发布月报称,2024年石油市场看起来“供应相当充足”,全球石油供应将增加150万桶/日,达到创纪录的1035万桶/日,其中美国、巴西、圭亚那和加拿大产量将创新高;如果欧佩克+在2024年第二季度取消额外自愿减产措施,非欧佩克+产油国强劲增长可能导致大量过剩。2024年全球石油消费量将增加124万桶/日,比之前预测增加18万桶/日。

(14) 1月18日,美国上周EIA原油库存减少249.2万桶,预期减少31.3万桶,前值增加133.8万桶。

(15) 1月19日,美联储博斯蒂克表示,希望确保在降息之前稳步朝着2%的目标迈进;对于根据数据调整降息时机持开放态度。

(16) 1月19日,美联储古尔斯比表示,通胀数据将决定利率路径,通胀下降为降息敞开大门,美联储将逐次会议作出决策。市场应关注经济数据,如果通胀进展逆转,可能需要加息。

(17) 1月19日, 美联储戴利表示, 宣布战胜通胀为时尚早, 尚未将通胀降至2%; 并认为即将降息也是为时过早。此外, 劳动力市场可能出现问题的任何早期迹象也可能引发政策调整。

(18) 1月19日, 美国1月密歇根大学消费者信心指数初值为78.8, 预期70, 前值69.7。

(19) 1月19日, 美国1月一年期通胀率预期为2.9%, 预期3.1%, 前值3.1%。

(20) 1月19日, 美国2023年12月成屋销售总数年化为378万户, 预期382万户, 前值382万户。

(二) 欧元区

(1) 1月15日, 欧洲央行管委内格尔表示, 现在谈论降息为时过早, 通胀仍然过高, 市场有时过于乐观。欧洲央行将根据数据逐次会议作出决定, 也许可以等到夏季结束后再考虑降息。

(2) 1月15日, 德国经济自新冠疫情以来首次出现萎缩, 2023年GDP同比下滑0.3%; 财政赤字占GDP比例为2.0%, 预期2.2%。

(3) 1月15日, 欧元区2023年11月工业产出环比下降0.3%, 预期降0.3%, 前值降0.7%; 同比下降6.8%, 预期降5.9%, 前值降6.6%。

(4) 1月15日, 欧元区2023年11月季调后贸易帐顺差148亿欧元, 前值顺差109亿欧元; 未季调贸易帐顺差203亿欧元, 前值顺差111亿欧元。

(5) 1月16日, 欧洲央行管委维勒鲁瓦表示, 宣布通胀胜利为时过早; 重申欧洲央行下一步举措将是降息, 除非出现意外, 否则应该会在今年降息。

(6) 1月16日, 欧洲央行管委内格尔表示, 讨论降息为时过早, 通胀问题仍有待解决, 需要等待数据来决定政策。

(7) 1月16日, 欧元区1月ZEW经济景气指数为22.7, 前值23; 现况指数为-59.3, 前值-62.7。德国1月ZEW经济景气指数为15.2, 预期12, 前值12.8; 现况指数为-77.3, 预期-77, 前值-77.1。

(8) 1月16日, 德国2023年12月CPI终值同比上涨3.7%, 与预期及初值一致; 环比上涨0.1%, 预期及初值均为0.1%。

(9) 1月17日, 欧洲央行行长拉加德表示, 在不受到重大冲击情况下, 利率已达到峰值; 欧洲央行很可能在夏季降息。通胀还未回落到欧洲央行所期望水平, 对通胀回落2%目标充满信心。

(10) 1月17日, 欧洲央行管委内格尔表示, 欧洲应当侧重于自身问题, 而不是美国的大选结果; 在决定利率之前应等待最新数据; 降息迟早会到来; 核心通胀仍然相对稳定。

(11) 1月17日, 欧洲央行管委Vasle表示利率预期与市场显著不同, 第二季度初降息期望为时过早。

(12) 1月17日, 欧洲央行管委诺特指出市场对于降息过于急切, 欧洲央行上半年加息可能性相当小。

(13) 1月17日, 欧元区2023年12月CPI终值同比上升2.9%, 预期及初值均为2.9%; 环比上升0.2%, 与预期及初值一致; 核心CPI终值同比上升3.9%, 环比上升0.3%, 均与预期及初值一致。

(14) 1月18日, 欧元区2023年11月季调后经常帐盈余246.11亿欧元, 前值338.09亿欧元。

(15) 1月18日, 欧元区2023年11月建筑业产出环比减1%, 前值从减1%修正为减0.9%; 同比减2.2%, 前值减0.7%。

(16) 1月18日, 欧洲央行会议纪要显示, 所有成员一致同意欧洲央行首席经济学家连恩的提议; 预测显示利率路径与 2025 年下半年达到通胀目标保持一致; 数据表明对硬着陆的担忧有所缓解; 利率传导的重要部分仍待完成; 政策对经济活动的最大影响预计将在 2024 年初出现; 一些成员支持比原先提议的更早结束全面再投资; 通胀下降令人鼓舞; 认为需要继续保持警惕和耐心, 并在一段时间内保持紧缩立场; 成员表达了对 2025 年将通胀率恢复到 2% 目标的更强的信心。

(17) 1月18日, 欧洲央行会议纪要显示, 金融环境大幅放松; 投机性外汇头寸指向经济软着陆的希望; 在潜在通胀方面只有模糊的信号; 货币政策按预期运作; 工资持续好转的令人信服的证据尚未出现, 而这是必须要看到的; 保持谨慎是必要的, 因为通胀可能在短期内回升; 市场的预期与(欧洲央行的)预测不一致; 市场重新定价可能破坏反通胀进程; 金融稳定前景仍然脆弱。

(18) 1月19日, 德国 2023 年 12 月 PPI 环比下降 1.2%, 预期降 0.5%, 前值降 0.5%; 同比下降 8.6%, 预期降 8%, 前值降 7.9%。

(三) 英国

(1) 1月16日, 英国 2023 年 12 月失业率为 4.01%, 前值 4%; 失业金申请人数新增 1.17 万人, 前值增 1.6 万。

(2) 1月17日, 英国 2023 年 12 月 CPI 同比上涨 4%, 预期 3.8%, 前值 3.9%; 环比上涨 0.4%, 预期涨 0.2%, 前值降 0.20%。

(3) 1月19日, 英国 2023 年 12 月季调后零售销售环比下降 3.2%, 预期降 0.50%, 前值升 1.30%; 同比下降 2.4%, 预期升 1.1%, 前值升 0.1%。

(四) 日本

(1) 1月19日, 日本 2023 年 12 月 CPI 同比上涨 2.6%, 预期 2.5%, 前值 2.8%; 环比下降 0.1%, 前值降 0.2%; 核心 CPI 同比上涨 2.3%, 预期 2.3%, 前值 2.5%。

(五) 中国

(1) 1月15日, 我国首部“银发经济”政策文件出台。国务院办公厅印发《关于发展银发经济增进老年人福祉的意见》, 提出 4 个方面 26 项举措, 加快银发经济规模化、标准化、集群化、品牌化发展。《意见》提出, 推进产业集群发展, 在京津冀、长三角、粤港澳大湾区等区域规划布局 10 个左右高水平银发经济产业园区。强化财政金融支持, 通过地方政府专项债券支持符合条件的银发经济产业项目。鼓励各类金融机构加大对养老服务设施、银发经济产业项目建设支持力度。

(2) 1月15日, 北交所公司(企业)债券市场正式开市, 3 只企业债券上市交易, 发行规模合计 24.8 亿元, 首日共成交 2296.82 万元。证监会副主席王建军表示, 将会同有关各方大力支持北交所高质量发展, 扎实推进北交所市场建设, 加强交易所债券市场监管和风险控制, 深化债券市场功能, 更好服务实体经济高质量发展, 为建设中国特色现代资本市场、助力高质量发展作出更大贡献。

(3) 1月16日, 省部级主要领导干部推动金融高质量发展专题研讨班开班。国家领导人发表重要讲话强调, 坚定不移走中国特色金融发展之路, 推动我国金融高质量发展。要通过扩大对外开放, 提高我国金融资源配置效率和能力, 增强国际竞争力和规则影响力, 稳健把握好节奏和力度。要以制度型开放为重点推进金融高水平对外开放, 落实准入前国民待遇加负面清单管理制度, 对标国际高标准经贸协议中金融领域相关规则, 精简限制性措施, 增强开放政策的透明度、稳定性和可预期性, 规范境外投融资行为, 完

善对共建“一带一路”的金融支持。要加强境内外金融市场互联互通，提升跨境投融资便利化水平，积极参与国际金融监管改革。要守住开放条件下的金融安全底线。

(4) 1月16日，市场监管总局等五部门联合发文，部署进一步发挥质量基础设施效能，助力产业链供应链质量联动提升。深化质量基础设施资源集成服务机制，推动质量基础设施要素集成融合、资源开放共享。

(5) 1月17日，国家统计局：2023年国内生产总值1260582亿元，按不变价格计算，比上年增长5.2%。分产业看，第一产业增加值89755亿元，增长4.1%；第二产业增加值482589亿元，增长4.7%；第三产业增加值688238亿元，增长5.8%。分季度看，一季度国内生产总值同比增长4.5%，二季度增长6.3%，三季度增长4.9%，四季度增长5.2%。

(6) 1月17日，2023年中国固定资产投资（不含农户）503036亿元，同比增长3.0%。分领域看，基础设施投资增长5.9%，制造业投资增长6.5%，房地产开发投资下降9.6%。2023年民间固定资产投资253544亿元，下降0.4%。

(7) 1月17日，2023年12月中国社会消费品零售总额43550亿元，同比增长7.4%；全年社会消费品零售总额471495亿元，增长7.2%，其中，除汽车以外的消费品零售额增长7.3%。

(8) 1月17日，2023年12月中国规模以上工业增加值同比实际增长6.8%，全年累计增长4.6%。2023年全国工业产能利用率为75.1%，同比下降0.5个百分点。

(9) 1月17日，2023年中国城镇调查失业率平均值为5.2%，同比下降0.4个百分点。12月份，全国城镇调查失业率为5.1%，31个大城市城镇调查失业率为5.0%，全国企业就业人员周平均工作时间为49小时。

(10) 1月17日，2023年末中国人口140967万人，比上年末减少208万人。全年出生人口902万人，人口出生率为6.39‰；死亡人口1110万人，人口死亡率为7.87‰；人口自然增长率为-1.48‰。

(11) 1月17日，2023年中国房地产开发投资110913亿元，同比下降9.6%；商品房销售额116622亿元，下降6.5%，其中住宅销售额下降6.0%；房地产开发企业到位资金下降13.6%。2023年12月份，房地产开发景气指数为93.36。

(12) 1月17日，2023年12月份，中国70大中城市中有7城新建商品住宅价格环比上涨，西安上涨0.5%领跑，北上广深环比分别持平、涨0.2%、跌1.0%、跌0.9%。国家统计局指出，当月各线城市商品住宅销售价格环比下降，同比有涨有降。

(13) 1月18日，国家税务总局表示，2023年组织各项税费收入31.7万亿元（已扣除出口退税，未扣除出口退税为33.5万亿元），其中，税收收入15.9万亿元，社保费收入8.2万亿元。2023年数实融合加快推进，数字经济核心产业销售收入占全部销售收入比重达12.1%。增值税发票数据显示，2023年，数字经济核心产业销售收入同比增长8.7%，较2022年提高2.1个百分点；全国企业采购数字技术同比增长10.1%，较2022年提高3.2个百分点，反映数实融合加快推动数字产业化、产业数字化进程。

(14) 1月18日，国务院决定对1部行政法规和2个国务院决定部分条款予以修改，在《中国人民银行货币政策委员会条例》中增加一条，作为第二条：“货币政策委员会工作坚持中国共产党的领导，推动健全现代货币政策框架，重要事项报党中央、国务院。”；将第八条改为第九条，将第三项中的“货币、银行”修改为“金融”。将第二十四条修改为：“中国人民银行报请国务院批准有关利率、汇率或者其他货币政策重要事项的决定方案时，可以将货币政策委员会建议书或者会议纪要作为附件一并报送。”

(15) 1月18日，央行、国库局决定实施2024年中央国库现金管理定期存款第1期和第2期操作。第1期存款期限3个月，计划存款量700亿元，存款起息日为2024年1月23日，到期日为2024年4月

23日。第2期存款期限2个月，计划存款量500亿元，存款起息日为2024年1月23日，到期日为2024年3月26日。

(16)1月18日，国新办就宏观经济形势和政策举行发布会。发布会要点包括：①中国经济回升向好、长期向好的基本趋势没有改变②国家发改委将审慎出台收缩性、抑制性举措，多出有利于稳预期、稳增长、稳就业政策③国家发改委将抓紧出台政策，全面取消制造业领域外资准入限制措施④食品价格具备平稳运行基础⑤国家发改委将会同有关部门抓紧完善政策，积极扩大新能源汽车消费，推动产业高质量发展。

(17)1月19日，证监会举行新闻发布会。发布会要点包括：①证监会将进一步全面深化资本市场改革开放②投融资两端总体保持平衡发展，不存在“只重视融资、不重视投资”③注册制绝不意味着放松把关，5年来撤回和否决比例近四成④证监会坚决防止“一退了之”，公司及相关方违法违规的，即使退市也要坚决追责⑤财务造假是资本市场“毒瘤”，证监会坚决打破造假“生态圈”⑥当前股指期货整体持仓较为分散，证监会暂未发现客户集中大量加仓现象。

三、风险提示

报告结论基于历史价格信息和统计规律，但二级市场受各种即时性政策影响易出现统计规律之外的走势，所以报告结论有可能无法正确预测市场发展，报告阅读者需审慎参考报告结论。基金历史收益不代表未来业绩表现，文中观点仅供参考，不构成投资建议。

市场可能存在的风险：全球经济下行风险，美联储降息时点及幅度不确定性风险，国际地缘因素不确定性风险，市场情绪不稳定性风险等。

图表目录

图 1: 2024 年 1 月 15 日至 1 月 19 日全球主要大类资产收益表现	3
图 2: 美国主要期限的国债收益率走势图	4
图 3: 银行间质押式回购加权利率情况	5
图 4: 存款类机构质押式回购加权利率情况	5
图 5: 1 年期中债国债及国开债到期收益率	6
图 6: 10 年期中债国债及国开债到期收益率	6
图 7: 海外主要权益市场 1 月 8 日至 1 月 12 日涨跌幅表现	7
图 8: 美国三大股指及标普主要行业 1 月第 2 周表现	7
图 9: A 股市场一级行业 1 月 15 日至 1 月 19 日周度涨跌幅	8
图 10: WTI 与 BRENT 原油价格走势	8
图 11: COMEX 黄金与伦敦金现价格走势	8
图 12: 美元指数及欧元、英镑兑美元走势	9
图 13: 美元指数及美元兑日元、人民币走势	9

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

分析师：杨超，清华大学理论经济学博士，8年大类资产配置策略研究经验。2019年加入中国银河证券研究院，主要从事策略研究，奉行“系统决策、深耕细作、挖掘价值”的投研理念，注重逻辑性、及时性与前瞻性。现兼任清华大学五道口金融学院“中国金融政策信息”项目研究员。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以摩根士丹利中国指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅10%以上 中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间 回避：相对基准指数跌幅5%以上
	公司评级	推荐：相对基准指数涨幅20%以上 谨慎推荐：相对基准指数涨幅在5%~20%之间 中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间 回避：相对基准指数跌幅5%以上

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

唐曼羚 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn