



冠通期货
Guantong Futures

慎初笃行 冠通致远

期货投资热点追踪

冠通期货 研究咨询部 王静

执业资格证书编号：F0235424/Z0000771

2023年12月11日

www.gtfutures.com.cn

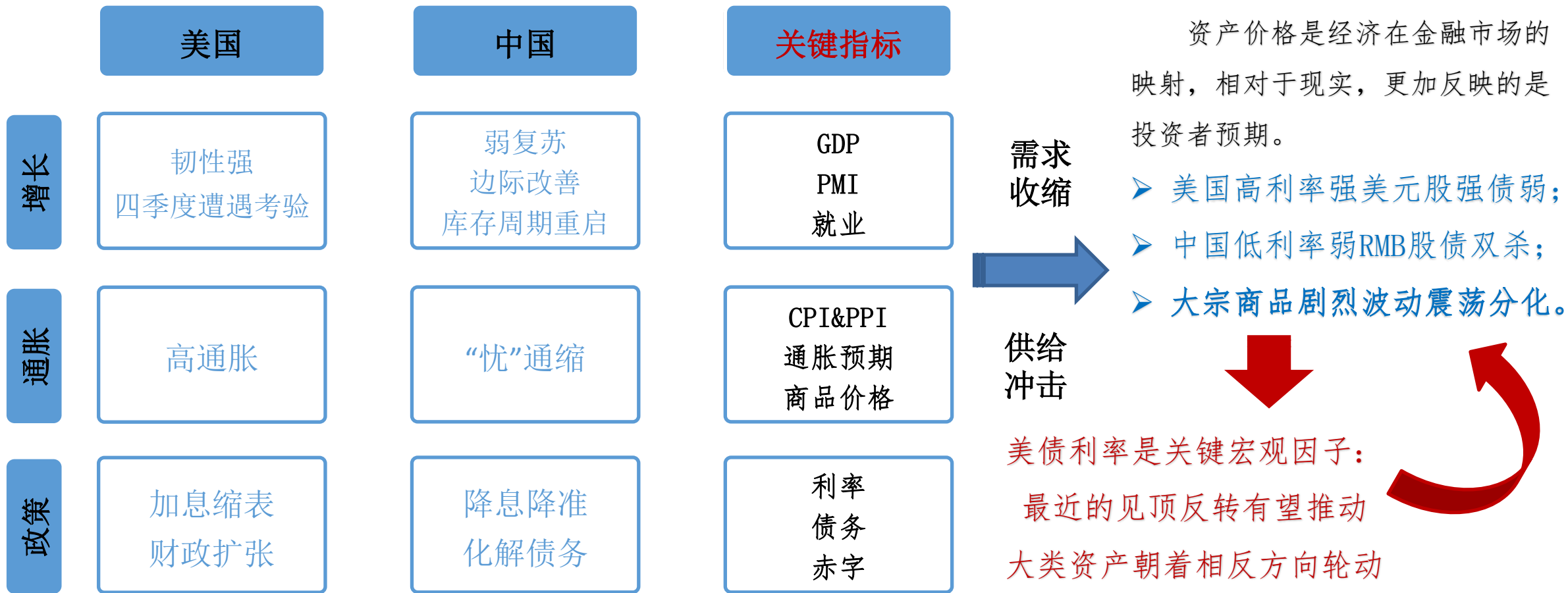
核心观点

最近一周，全球资本市场风险偏好明显下降，穆迪下调中国主权信用评级展望，市场对于美联储明年何时开始降息摇摆不定略有强化，美债利率先抑后扬，美元则震荡反弹，风险资产走势分化多数收跌。恐慌指数VIX略微回落，全球股市多数收跌，国内主要股指全线下行；全球主要大宗商品集体收跌，油价与铜价进一步走低，金价高位回落，国内对铁矿石的监管措施引发市场担忧BDI指数暴跌。

国内商品多数收跌分化严重，wind商品指数周涨跌幅为-0.41%。穆迪下调中国主权信用评级展望，国内股市承压大幅下挫；商品相对权益资产抗跌但仍有承压，原油价格的持续走低拖累能源板块，国际定价商品弱势明显，美债利率先抑后扬打压金银价格，贵金属板块收跌，纯碱与玻璃的联袂大涨带动化工和非金属建材板块的走高。盘面上，内强外弱的风格重新强化。本周不少品种主力合约完成切换，部分品种01合约的交割问题引发市场关注。中央政治局会议定调明年要以进促稳先立后破，更大力度的财政政策预期提升，有望提振基建相关品种的做多情绪。而周五超预期的美国就业数据再次延缓美联储更早开启降息的预期，打压市场风险偏好，加剧商品的波动与分化。

未来一周，将迎来2023年底最重磅的时期，美国12月FOMC会议，中国中央经济工作会议的召开，将会为明年的全球货币环境，中国的经济发展定调。

年内宏观经济的逻辑主线



当前宏观经济的逻辑主线

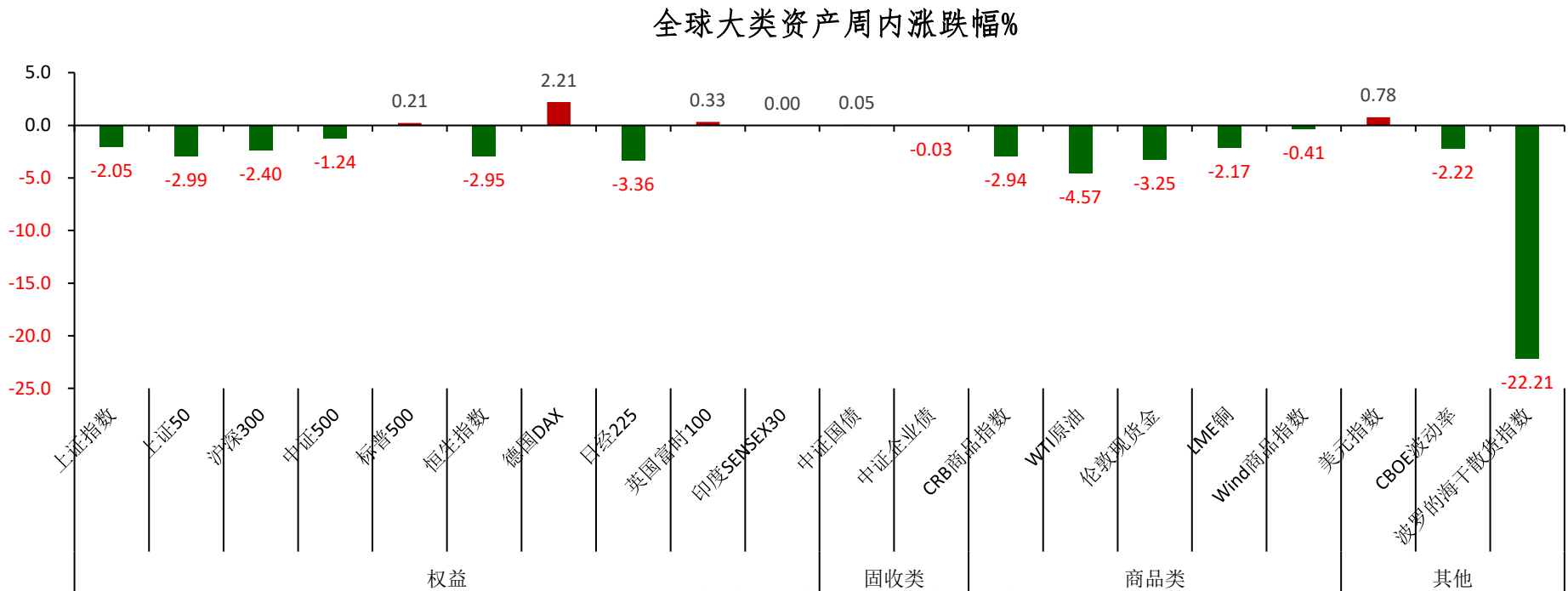
- “需求收缩”：美债利率的高企对需求端形成压制；--上周美债先抑后扬
 - “供给冲击”：巴以问题的扩大化等扰动支撑商品；--上周基本消退
 - “内强外弱”：
 - 风格再度强化
 - ✓ 地缘问题所带来的“安全红利”；
 - ✓ 万亿国债增发的刺激；--再传万亿资金支持房市
 - ✓ 国内库存周期的重启。
- 大宗商品
- ◆ 震荡加剧
 - ◆ 内强外弱
 - ◆ 上游强下游弱

其他需要注意的问题：

美债利率见顶回落，市场开启“衰退交易”，国内市场来看，股市所受到的提振效应也非常明显，商品期货走势略显分化，股票商品收益比的劈叉有所收敛，下半年以来受益于资金跷跷板效应的商品，在资金方面可能会有所弱化，需要追踪关注。不少热点品种的异常波动引发监管的关注，不少品种引来一系列的风控措施的出台，煤焦钢矿板块热度降温价格回落，盘面上总体呈现工强农弱，品种两极分化的特征，内强外弱的风格有所收敛。12月不少期货品种面临主力合约的切换问题，商品日益回归自身基本面，继而延续震荡与分化的风格特征。

大类资产

最近一周，全球资本市场风险偏好明显下降，穆迪下调中国主权信用评级展望，市场对于美联储明年何时开始降息摇摆不定，美债利率先抑后扬，美元则震荡反弹，风险资产走势分化多数收跌。恐慌指数VIX略微回落，全球股市多数收跌，国内主要股指全线下行；全球主要大宗商品集体收跌，油价与铜价进一步走低，金价高位回落，国内对铁矿石的监管措施引发市场担忧BDI指数暴跌。

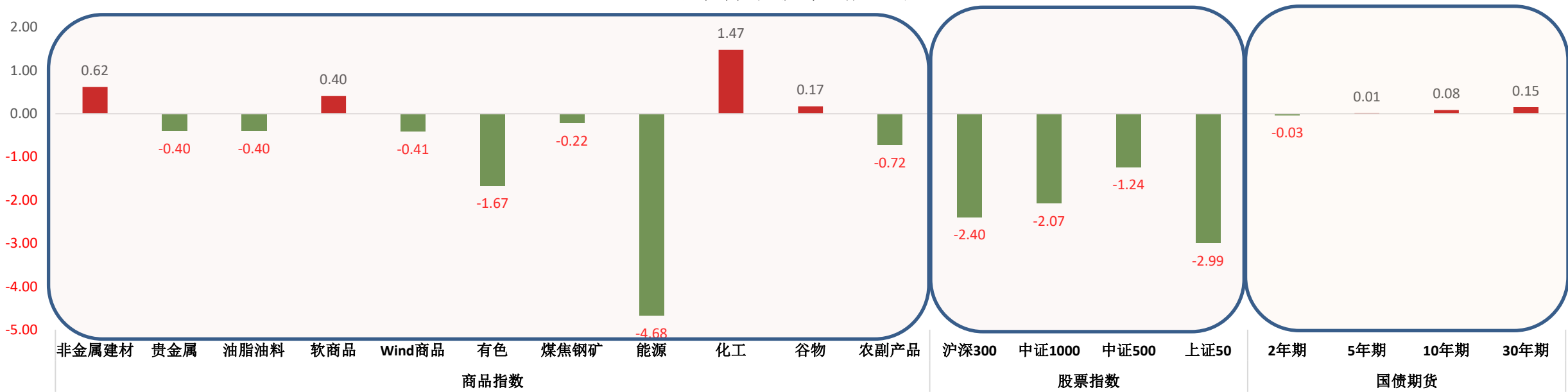


注：数据均来源于Wind、冠通研究

板块速递

- 国内债市走高、股指大幅下挫，商品涨跌互现多数下跌；
- 四大股指全线大跌，价值型的上证50与沪深300跌幅更大，成长风格相对于价值型股票指数抗跌；
- 国内商品多数收跌分化严重，wind商品指数周涨跌幅为-0.41%。穆迪下调中国主权信用评级展望，国内股市承压大幅下挫；商品相对权益资产抗跌但仍有承压，原油价格的持续走低拖累能源板块，国际定价商品弱势明显，美债利率先抑后扬打压金银价格，贵金属板块收跌，纯碱与玻璃的联袂大涨带动化工和非金属建材板块的走高。盘面上，内强外弱的风格重新强化。

上周期市板块涨跌幅

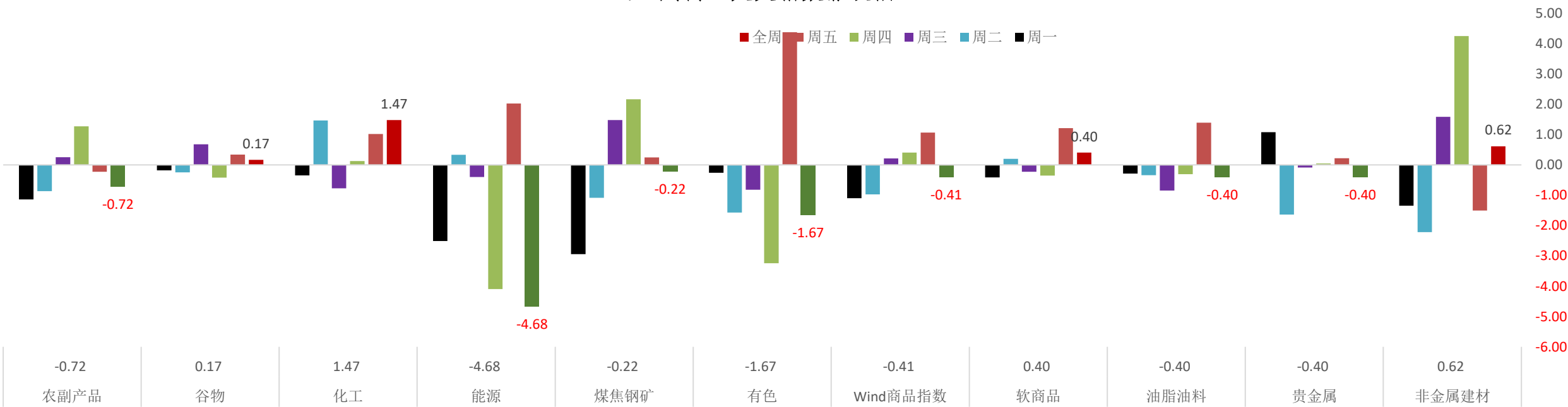


注：数据均来源于Wind、冠通研究

板块速递

国内商品多数收跌分化严重，wind商品指数周涨跌幅为-0.41%。穆迪下调中国主权信用评级展望，国内股市承压大幅下挫；商品相对权益资产抗跌但仍有承压，原油价格的持续走低拖累能源板块，国际定价商品弱势明显，美债利率先抑后扬打压金银价格，贵金属板块收跌，纯碱与玻璃的联袂大涨带动化工和非金属建材板块的走高。盘面上，内强外弱的风格重新强化。本周不少品种主力合约完成切换，部分品种01合约的交割问题引发市场关注。

近一周商品大类指数涨跌幅（%）

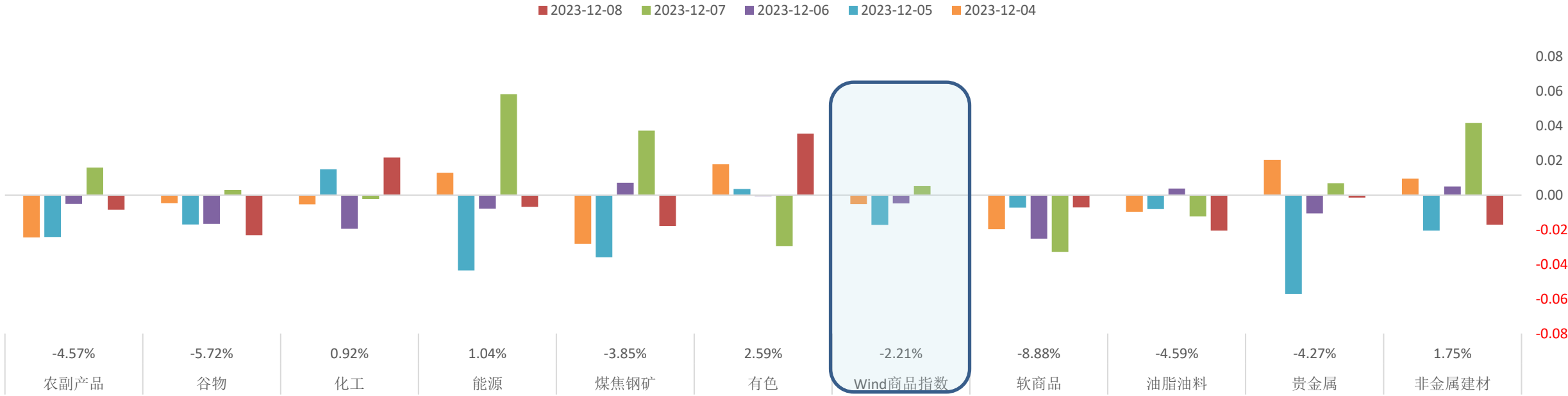


注：数据均来源于Wind、冠通研究

资金流向

上周，商品期货市场资金小幅流出；
 资金流出的板块上，贵金属、农副产品、煤焦钢矿与软商品板块资金大幅流出明显；
 有色、非金属建材与能源等板块的资金大幅流入值得关注。

近一周商品期货板块资金变动率（%）

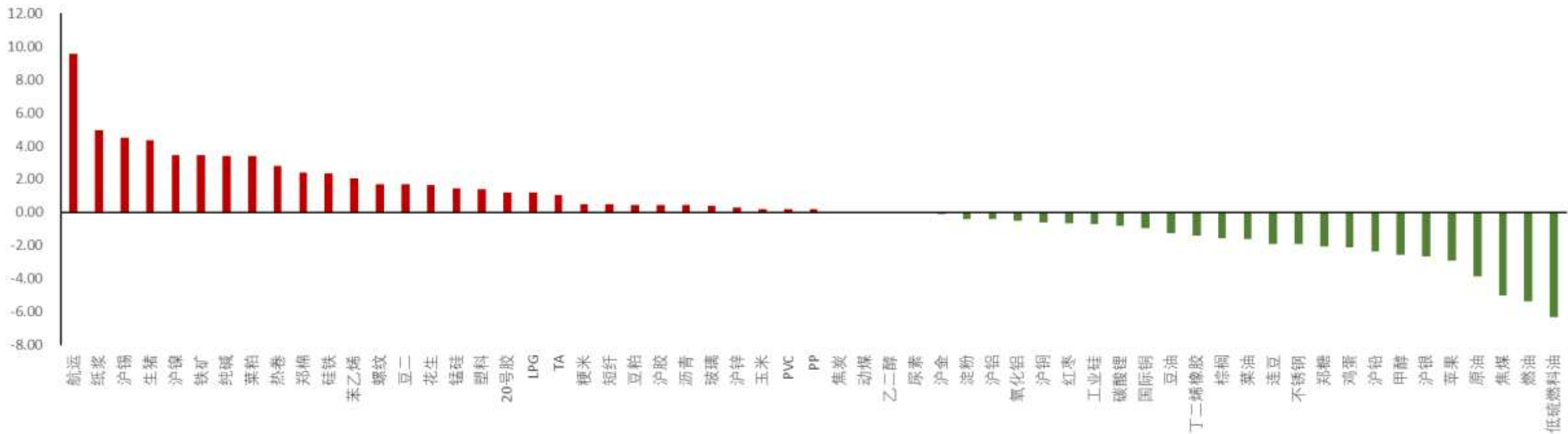


注：数据均来源于Wind、冠通研究

品种表现

近一周，国内主要商品期货多数收涨，从商品期货具体品种指数表现来看，上涨居前的商品期货品种为**航运、纸浆与沪锡**；跌幅居前的商品期货品种为低硫燃料油、燃油与焦煤。

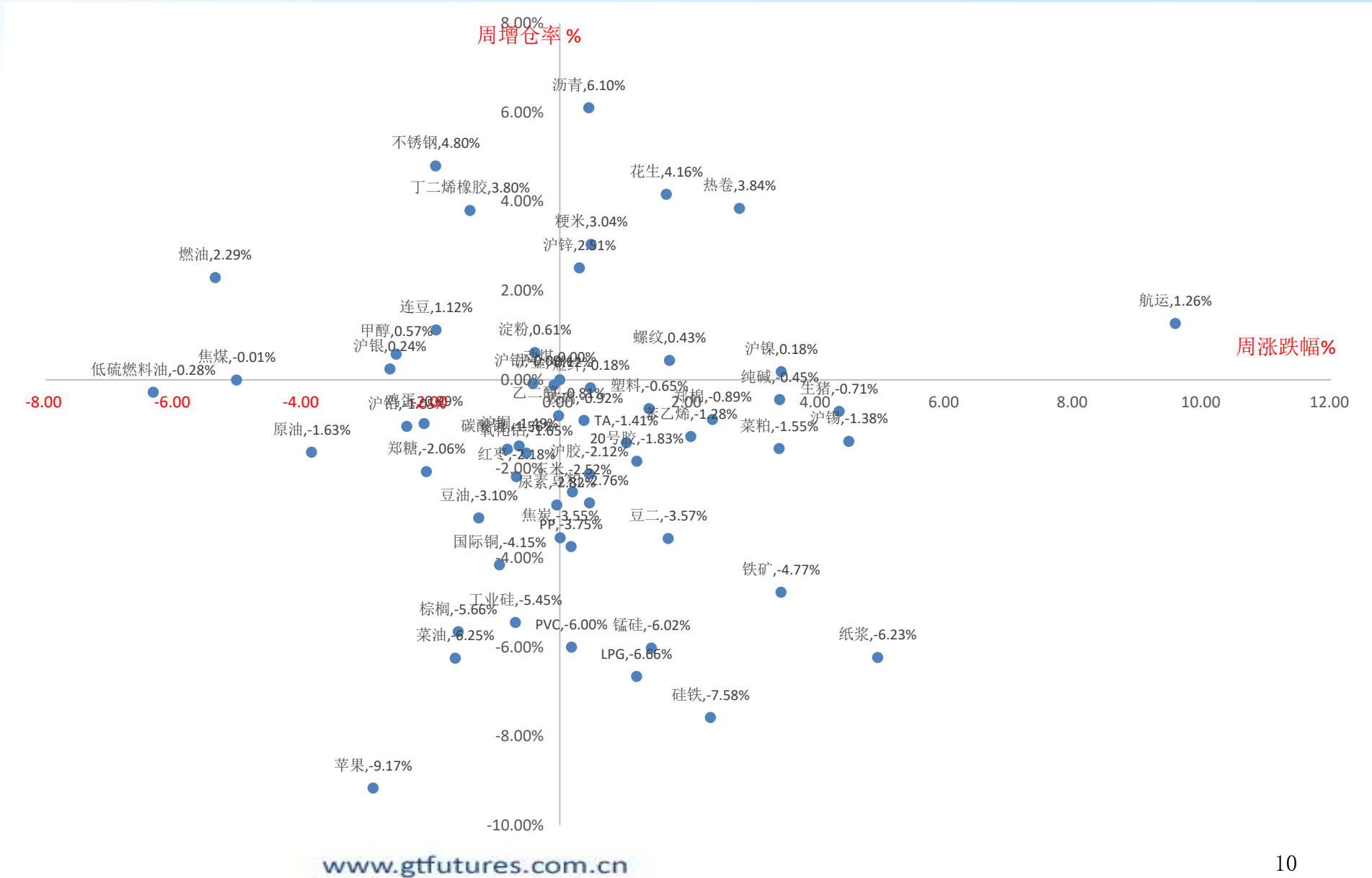
上周商品期货品种涨跌幅（%）



注：数据均来源于Wind、冠通研究

市场情绪

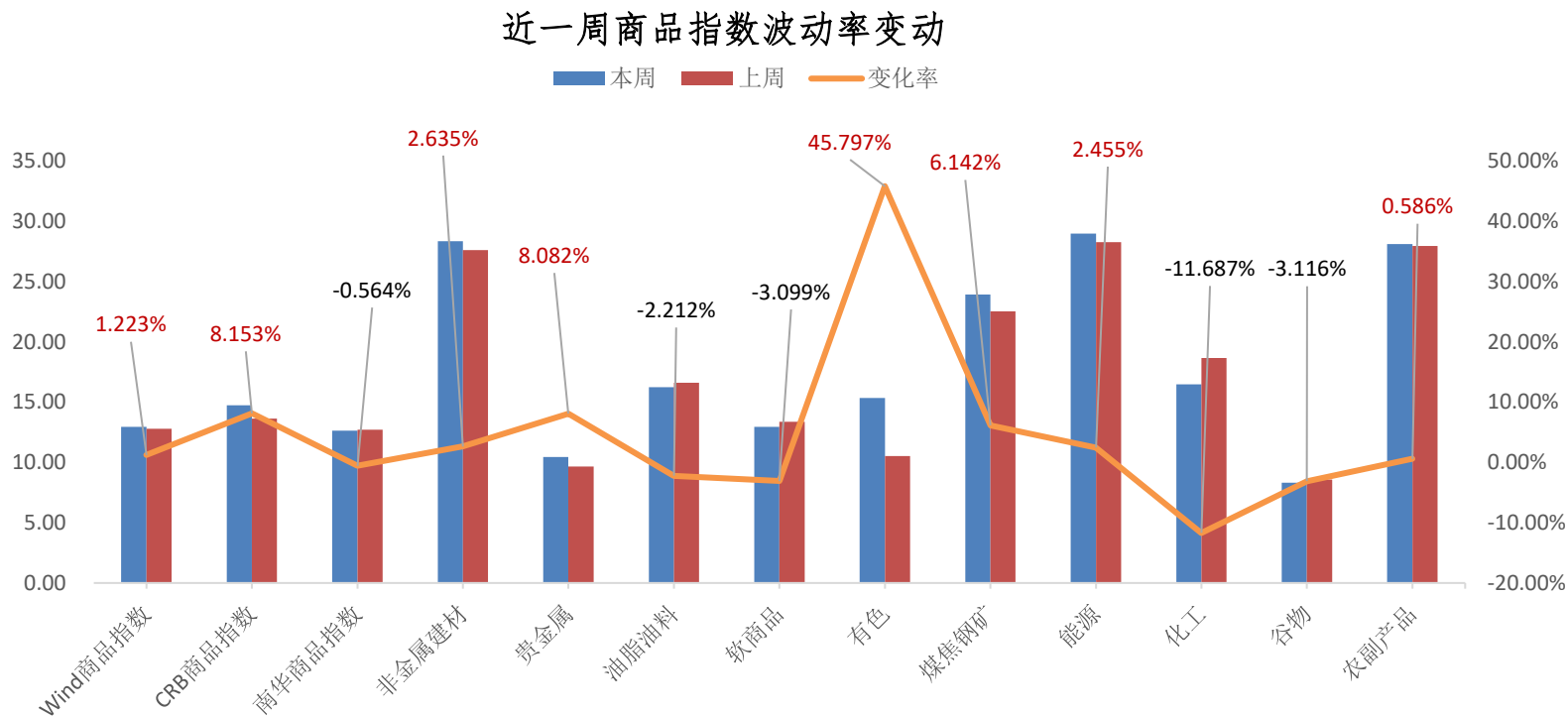
- 上周，从量价配合的角度来看：
- 出现明显**增仓上行**的商品期货品种多个，值得关注的是**热卷、螺纹、和沪锌**；
 - 出现明显**增仓下行**的商品期货品种不少，值得关注的是**沪银、甲醇和沪金**。
 - 值得重点关注！



注：数据均来源于Wind、冠通研究

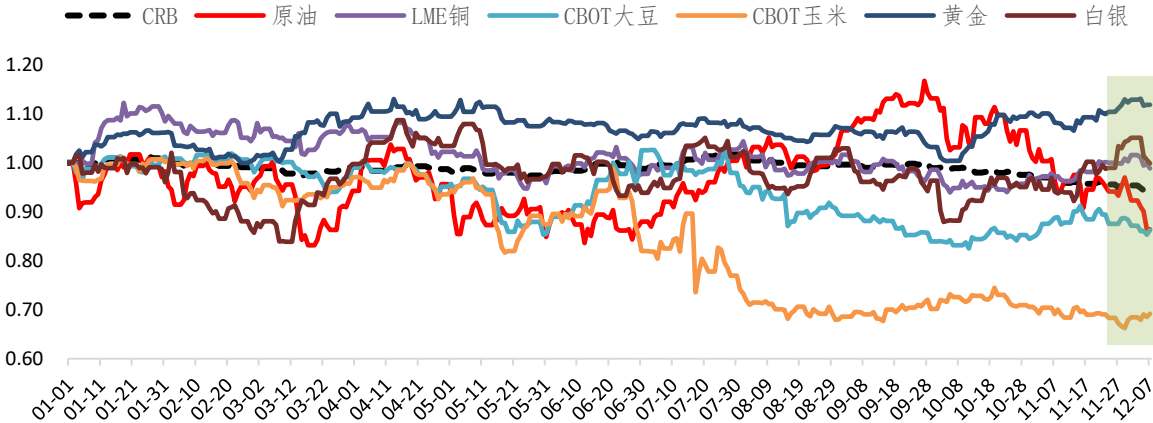
波动特征

上周，国际CRB商品指数波动率明显抬升，但国内的南华和wind商品指数波动率则有所背离，但整体变动不大；分板块来看，商品期货大类板块的波动率涨跌互现，化工、谷物与软商品板块降波居前；升波幅度较大的板块是有色、贵金属和煤焦钢矿。新品种碳酸锂期货价格的异常大幅提升了有色板块的波动，引发市场关注。

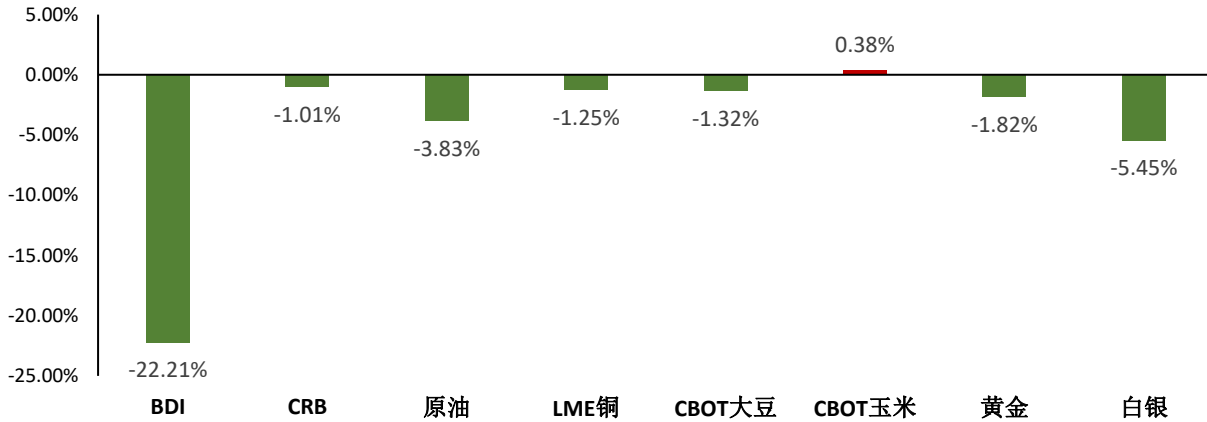


数据追踪——国际大宗商品多数收跌，原油明显下跌，BDI暴跌，金银联袂下挫，金银比与金油比双双大涨。

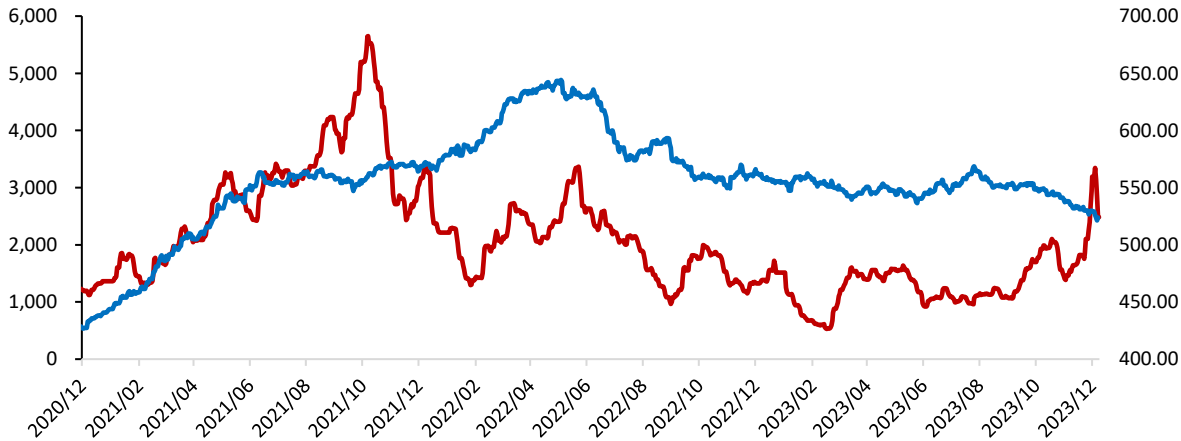
国际主要大宗商品2023年内收益表现



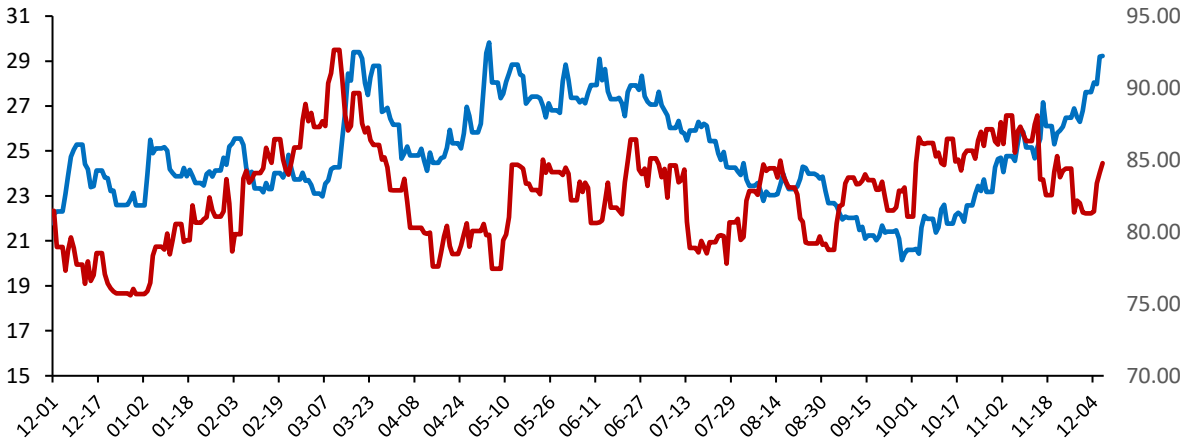
近一周主要国际大宗商品涨跌幅(%)



波罗的海干散货指数(BDI) CRB现货指数:综合:右轴



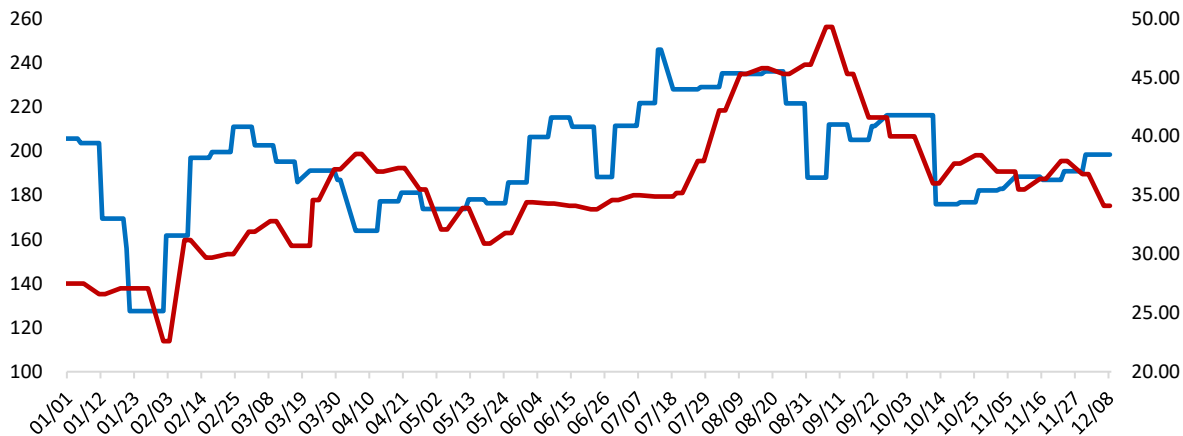
金油比 金银比:右轴



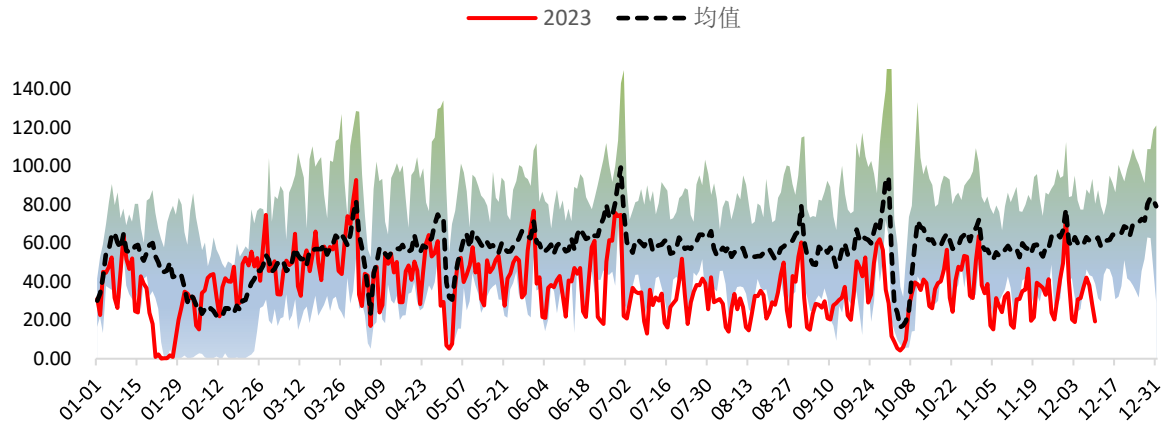
注:数据均来源于Wind、冠通研究

数据追踪——地产销售持续弱势，出口运价走势分化，煤炭日耗回升，沥青开工回落，短期资金利率低位反弹

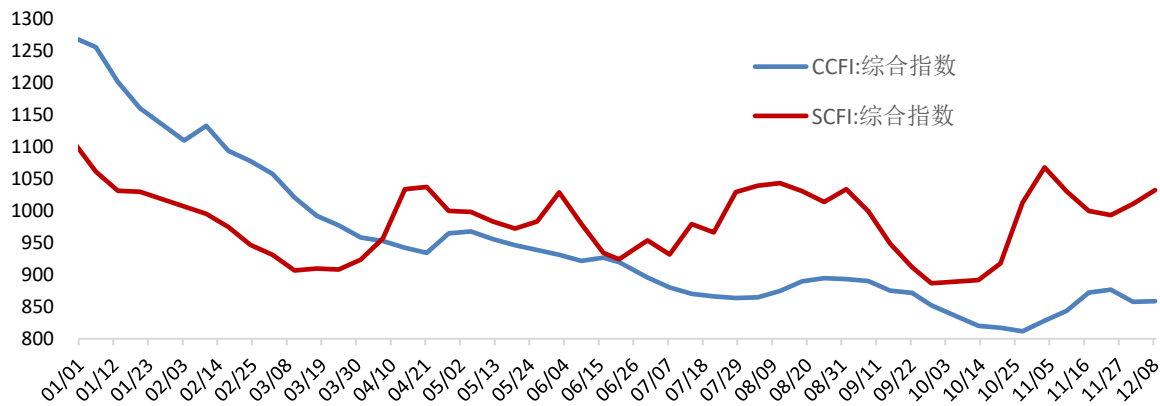
—日耗量:煤炭:南方八省电厂 —开工率:石油沥青装置: 右轴



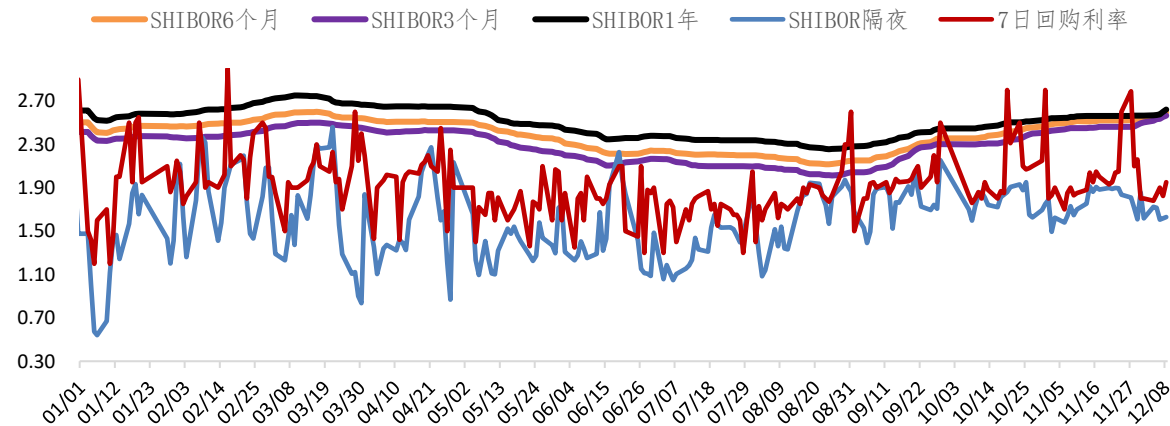
全国商品房成交面积季节性走势图 (单位: 万平方米)



国内出口运价指数



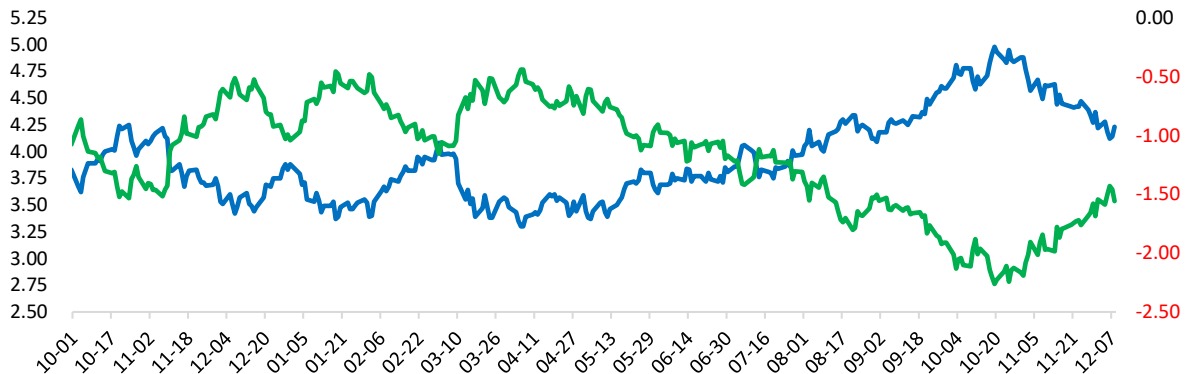
国内货币市场资金利率



数据追踪——美债利率探底回升，中美利差冲高回落，通胀预期下降，金融条件宽松，美元震荡，人民币汇率稳定

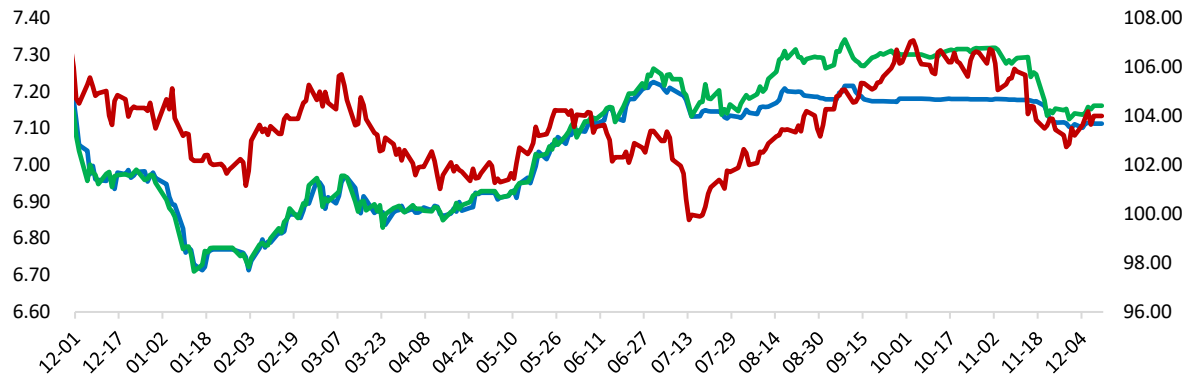
中美利差 (10Y)

— 美国:国债收益率:10年 — 中美利差10Y: 右轴



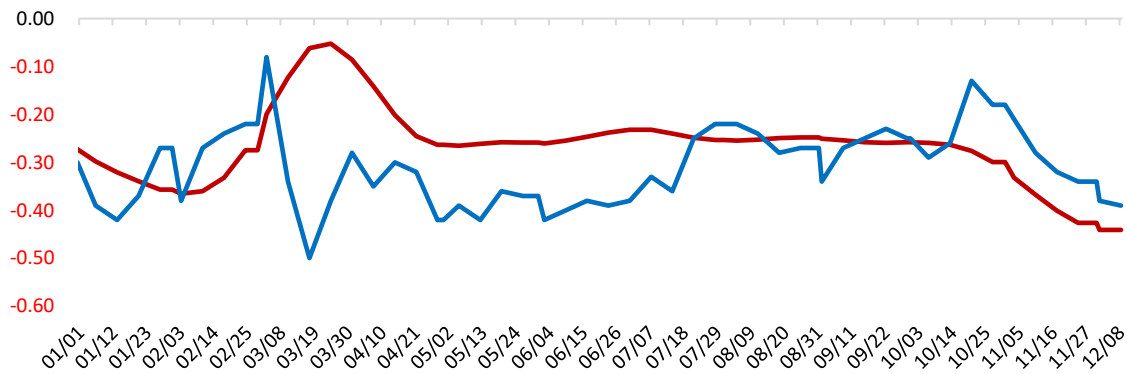
美元指数与人民币汇率

— 中间价:美元兑人民币 — 即期汇率:美元兑人民币 — 美元指数: 右轴



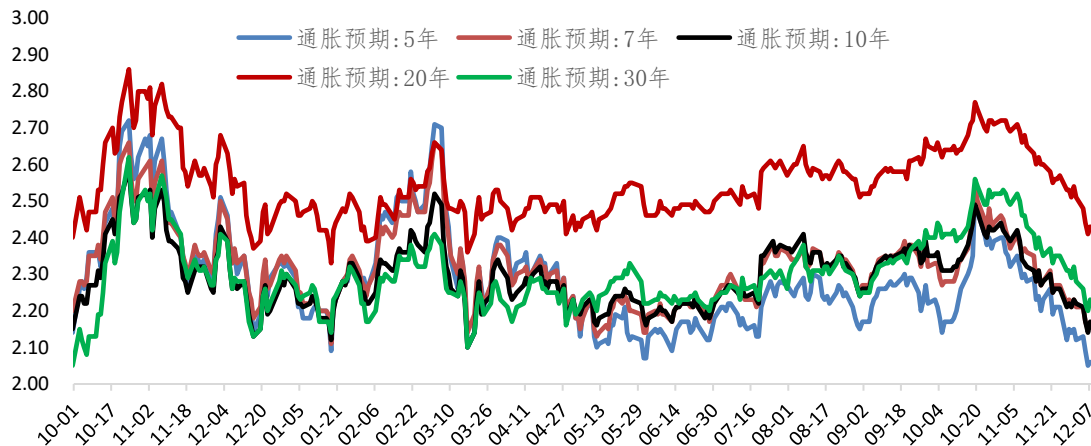
美国:芝加哥联储全国金融状况指数与通胀预期

— 美国:芝加哥联储调整后的全国金融状况指数(周) — 通胀预期: 右轴



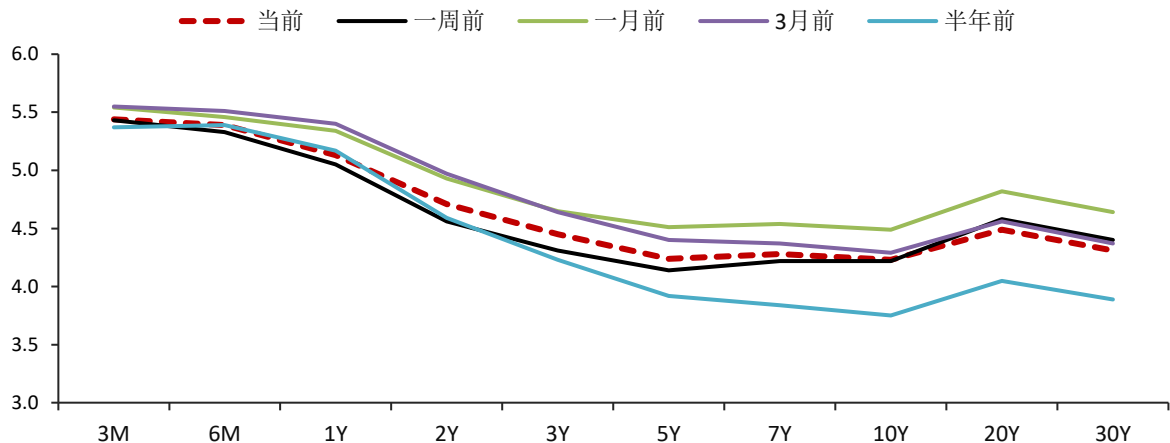
美国国债隐含通胀预期近期走势图

— 通胀预期:5年 — 通胀预期:7年 — 通胀预期:10年
— 通胀预期:20年 — 通胀预期:30年

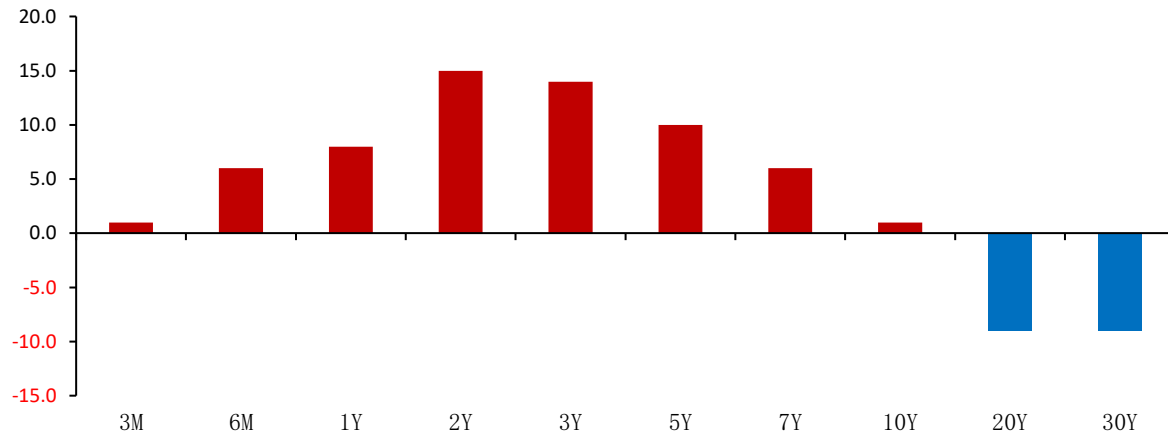


宏观逻辑——美债收益率震荡，近强远弱，期限结构稳定，期限利差平稳，实际利率小幅抬升，金价高位回落。

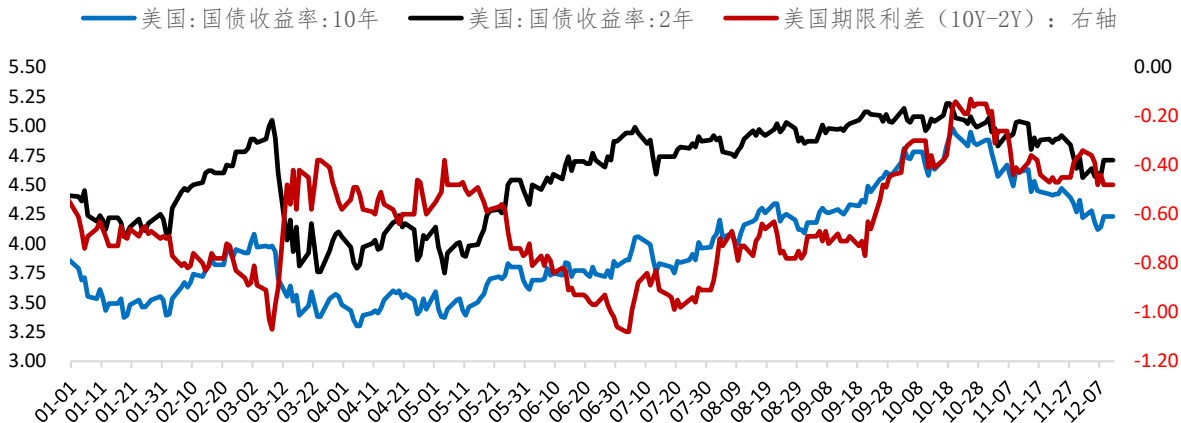
美国国债收益率曲线



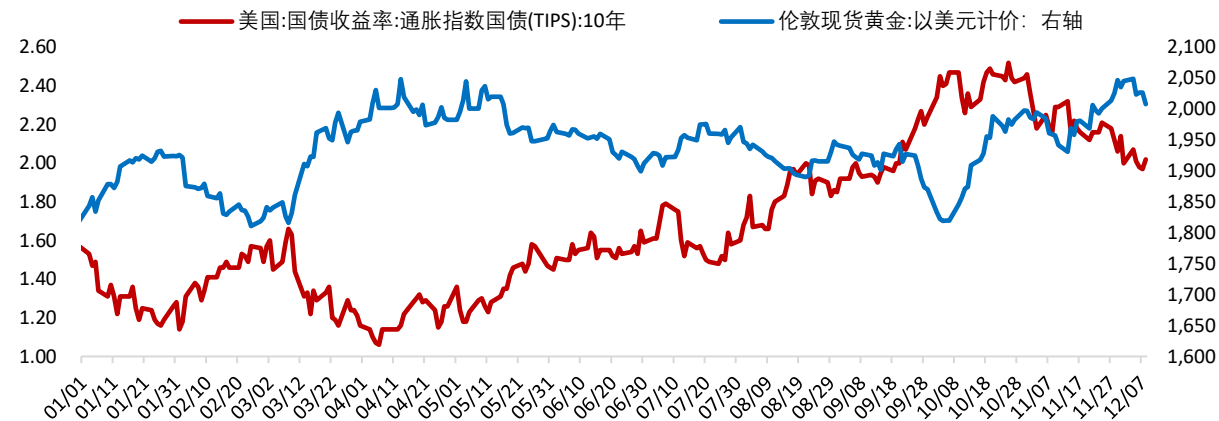
美国国债周收益率变化 (BP)



美国期限利差 (10Y-2Y)

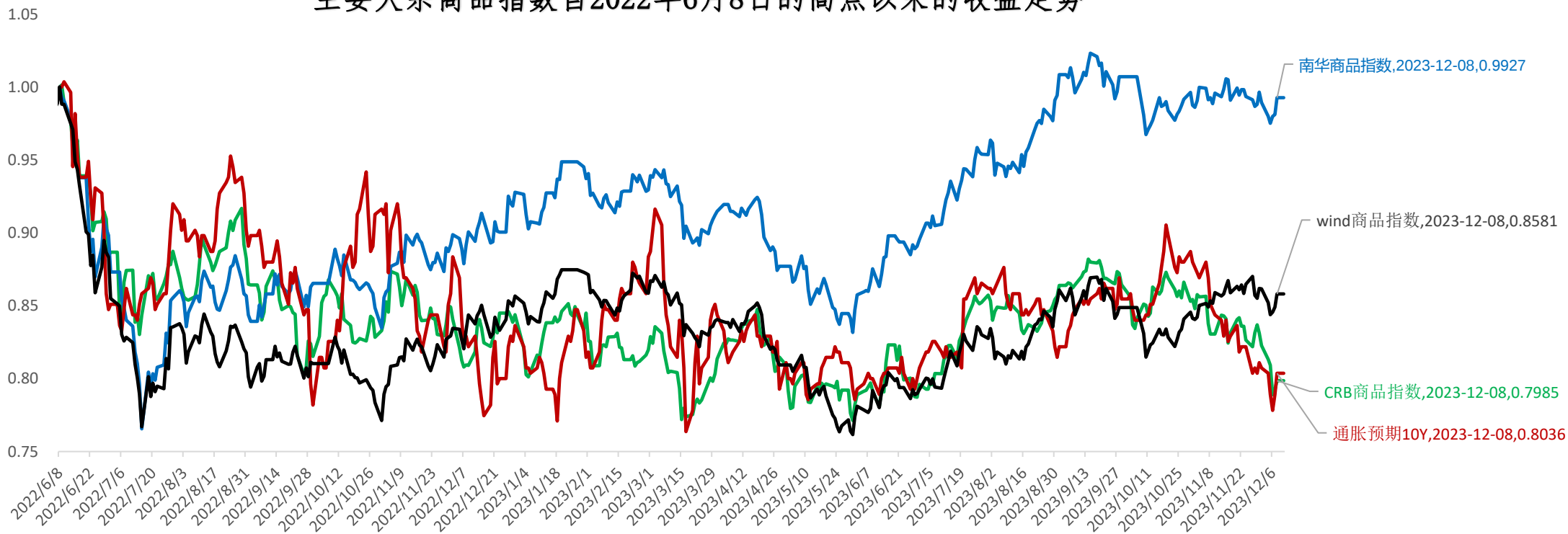


美债实际收益率与金价



宏观逻辑——穆迪下调中国主权信用评级展望，商品相对权益资产抗跌但仍有承压，原油价格的持续走低拖累能源板块，国际定价商品弱势明显，美债利率先抑后扬打压金银价格，贵金属板块收跌，纯碱与玻璃的联袂大涨带动化工和非金属建材板块的走高。盘面上，内强外弱的风格重新强化。本周不少品种主力合约完成切换，部分品种01合约的交割问题引发市场关注。中央政治局会议定调明年要以进促稳先立后破，更大力度的财政政策预期提升，有望提振基建相关品种的做多情绪。而周五超预期的美国就业数据再次延缓美联储更早开启降息的预期，打压市场风险偏好，加剧商品的波动与分化。

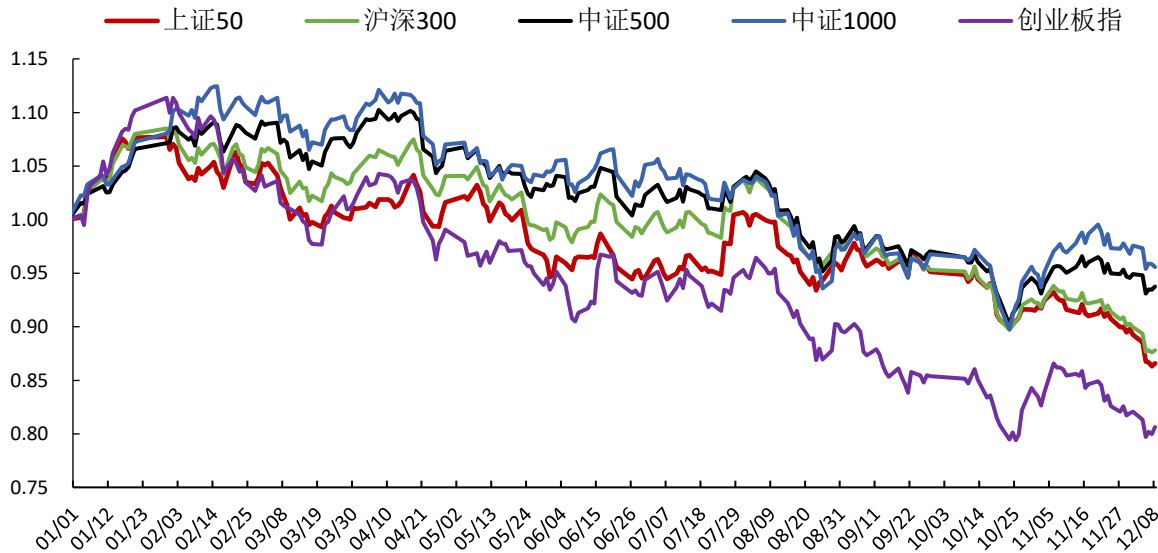
主要大宗商品指数自2022年6月8日的高点以来的收益走势



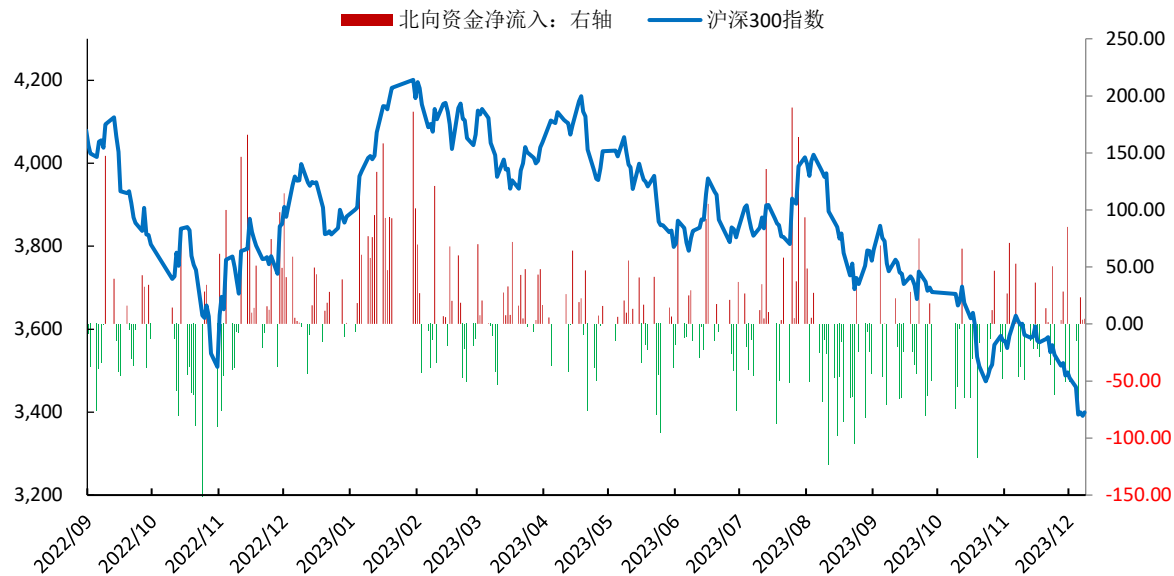
宏观逻辑—股市承压大幅下挫，北向资金持续失血。

- 上一周，股市承压大幅下挫，市场风险偏好下降，北向资金持续流血；
- 成长风格股指表现抗跌，中证1000与中证500跌幅相对较小，上证50与沪深300则跌幅更大。

股票指数2023年内收益表现

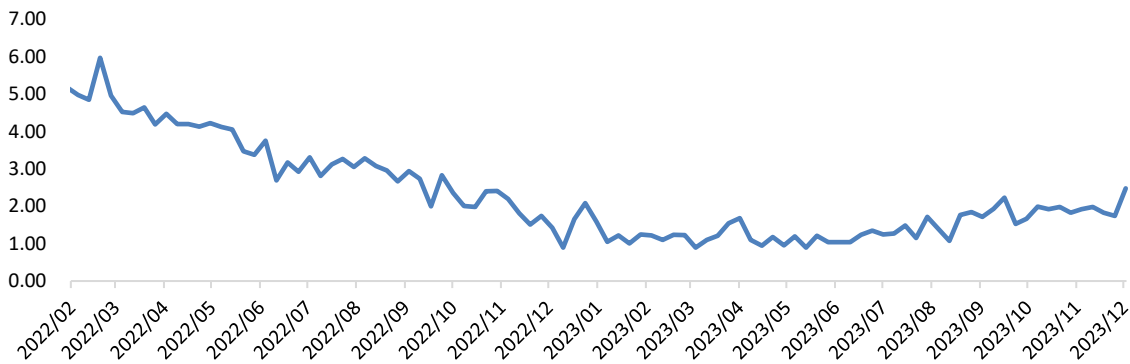


北向资金每日净流入额（单位：亿元）

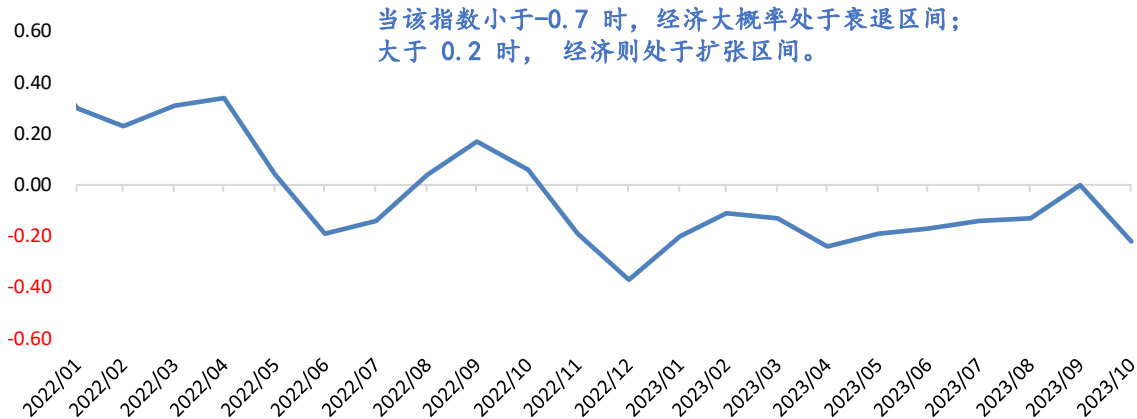


宏观逻辑——美国高频“衰退指标”更多表现出“软着陆”的迹象。

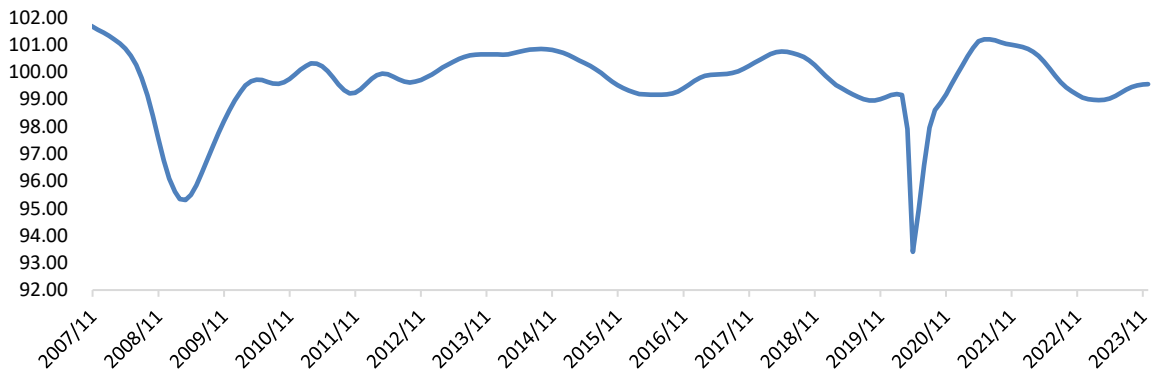
美国:周度经济指数走势图



美国:芝加哥联储全国活动指数(3个月移动平均)走势图



OECD综合领先指标:美国



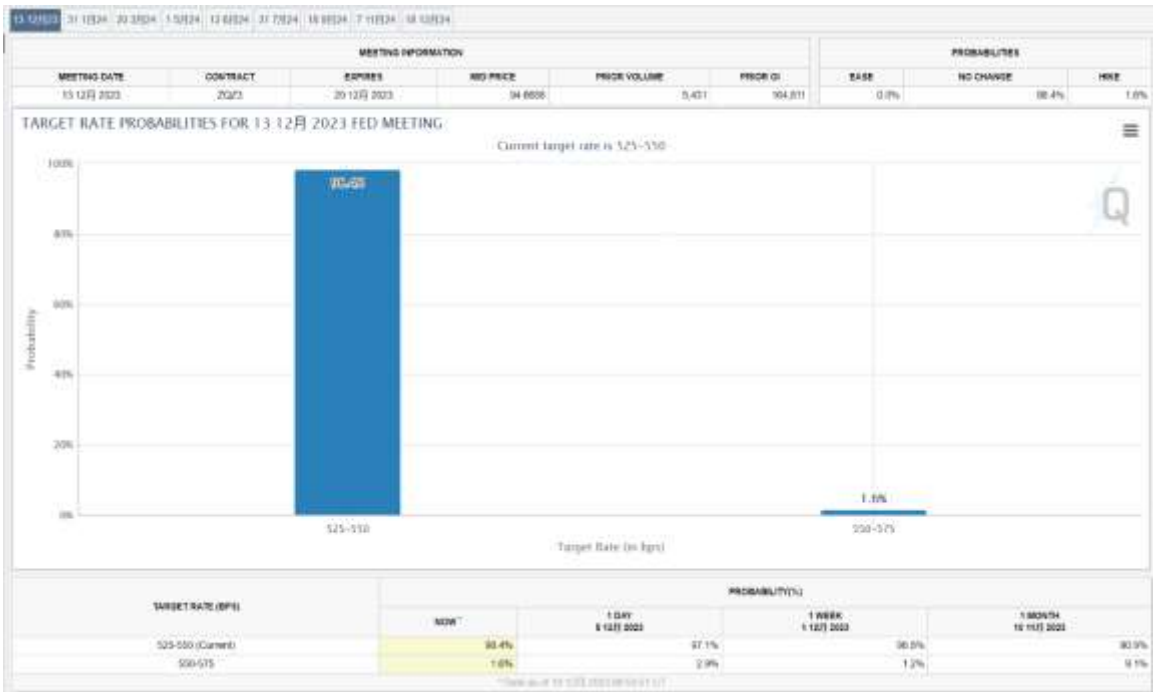
美债10Y-3M利差走势图



市场隐含预期：明年美联储开始降息的时间延后和幅度缩小

CME Fedwatch工具显示，市场对于12月美联储议息会议的隐含预期为：

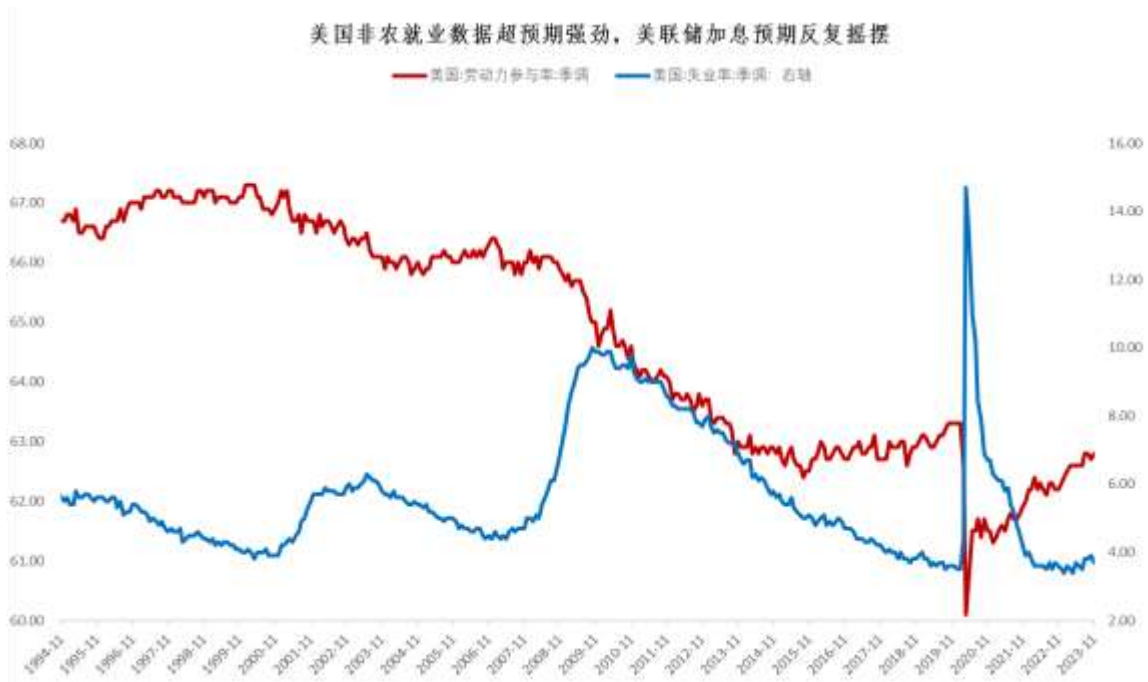
- 保持在5.25-5.5%的概率为98.4%，基本持平于一周之前的98.8%，但大幅高于一个月前的90.9%；
- 加息25bp到5.5-5.75%的概率为1.6%，略高于一周前的1.2%，但明显低于一个月前的9.1%；
- 同时，美联储开始降息的时间从2024年3月又延后到了5月，概率为46.1%；
- 市场隐含的主流预期为：2024年内降息100bp到4.25-4.5%。



MEETING DATE	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575
2023/12/13				0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	98.4%	1.6%
2024/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	4.1%	94.4%	1.6%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.8%	43.8%	53.5%	0.9%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%	11.6%	46.1%	41.2%	0.7%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	4.7%	24.8%	44.2%	25.7%	0.4%	0.0%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.1%	1.9%	12.6%	32.4%	36.9%	15.8%	0.3%	0.0%
2024/9/18	0.0%	0.0%	1.3%	9.0%	25.7%	35.4%	23.0%	5.5%	0.1%	0.0%
2024/11/7	0.0%	0.3%	3.0%	12.7%	27.8%	32.7%	19.1%	4.3%	0.1%	0.0%
2024/12/18	0.4%	3.4%	13.3%	28.0%	32.1%	18.5%	4.2%	0.1%	0.0%	0.0%

美国11月就业数据：就业数据超市场预期强劲，美联储加息预期反复摇摆有所强化

- 12月8日晚间，美国11月就业数据出炉。11月新增非农就业19.9万人，高于市场预期的18万人，前值维持15万人不变。失业率3.7%，低于市场预期和前值的3.9%。时薪增速环比0.4%，高于市场预期的0.3%和前值的0.2%；同比增速4%，与市场预期持平，但低于前值的4.1%。劳动参与率62.8%，略高于市场预期和前值的62.7%。
- 非农就业数据大超市场预期，失业率低于预期，劳动参与率上行，美联储加息预期反复摇摆，开始有所强化。



中共中央政治局会议召开，定调**2024**年要以进促稳先立后破

- 中共中央政治局12月8日召开会议，分析研究2024年经济工作。
- 认可**2023**年工作，会议认为今年是全面贯彻党的二十大精神开局之年，是三年新冠疫情防控转段后经济恢复发展的一年。以习近平同志为核心的党中央团结带领全党全国各族人民，顶住外部压力、克服内部困难，着力扩大内需、优化结构、提振信心、防范化解风险，我国经济回升向好，高质量发展扎实推进，现代化产业体系建设取得重要进展，科技创新实现新的突破，改革开放向纵深推进，安全发展基础巩固夯实，民生保障有力有效，全面建设社会主义现代化国家迈出坚实步伐。
- 会议强调，做好明年经济工作，要。。。加大宏观调控力度，统筹扩大内需和深化供给侧结构性改革，统筹新型城镇化和乡村全面振兴，统筹高质量发展和高水平安全，切实增强经济活力、防范化解风险、改善社会预期，巩固和增强经济回升向好态势，。。。会议指出，明年要坚持稳中求进、以进促稳、先立后破，强化宏观政策逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策。积极的财政政策要适度加力、提质增效，稳健的货币政策要灵活适度、精准有效。要增强宏观政策取向一致性，加强经济宣传和舆论引导。要以科技创新引领现代化产业体系建设，提升产业链供应链韧性和安全水平。要着力扩大国内需求，形成消费和投资相互促进的良性循环。要深化重点领域改革，为高质量发展持续注入强大动力。要扩大高水平对外开放，巩固外贸外资基本盘。要持续有效防范化解重点领域风险，坚决守住不发生系统性风险的底线。要坚持不懈抓好“三农”工作，推动城乡融合、区域协调发展。要深入推进生态文明建设和绿色低碳发展，加快建设美丽中国。要坚持尽力而为、量力而行，切实保障和改善民生。

穆迪下调中国主权信用评级展望，财政部等多部门回应

- 12月5日，穆迪评级公司发布报告，维持中国主权信用评级不变，但将评级展望由“稳定”调整为“负面”。同时还下调了多家中国非保险金融机构、保险公司、国有企业及市政基础设施公司的评级展望。这也是近七年多来穆迪首次下调中国主权信用评级展望。此次下调的理由包括：中期经济增长放缓，中国庞大房地产行业出现重大调整的风险，以及监管的不确定性——尤其是民营企业的监管不确定性。经济增速方面，穆迪预计2024年和2025年中国GDP年均增长率将为4.0%，2026年至2030年平均增长率为3.8%，人口结构疲软等结构性因素将导致增长率到2030年下降至3.5%左右。



中国经济仍然是全球增长最大引擎——国家发展改革委解读当前经济形势

新华网 2023-12-06 19:59

新华社北京12月6日电 题：中国经济仍然是全球增长最大引擎——国家发展改革委解读当前经济形势

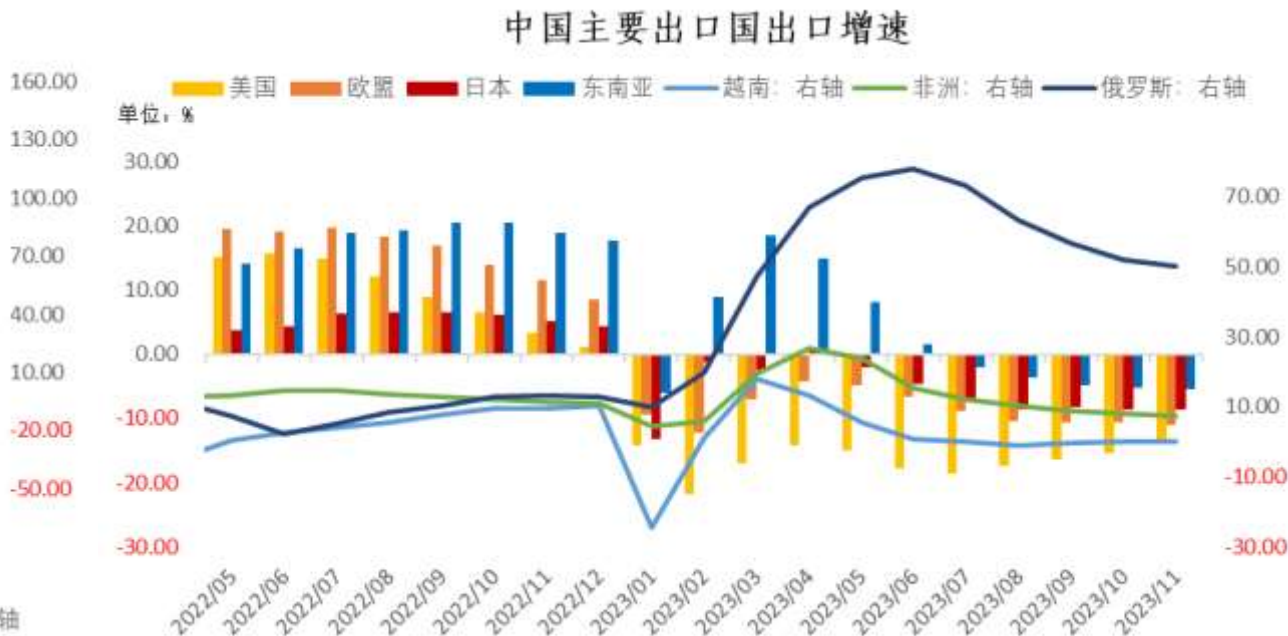
新华社记者陈伟伟

时至年终，中国经济运行备受关注。国家发展改革委国民经济综合司负责人6日接受记者采访时表示，总的来看，今年以来，中国经济战胜困难挑战、顶住下行压力，经济恢复呈现波浪式发展、曲折式前进的特征，经济运行总体回升向好，今年对全球经济增长的贡献将达到三分之一，仍然是全球增长最大引擎。

前三季度国内生产总值同比增长5.2%，增速在全球主要经济体中保持领先；农业生产形势良好，预计全年粮食有望再获丰收；三季度，规模以上工业企业利润在连续5个季度同比下降后首次由降转增……一系列数据彰显中国经济发展韧性。

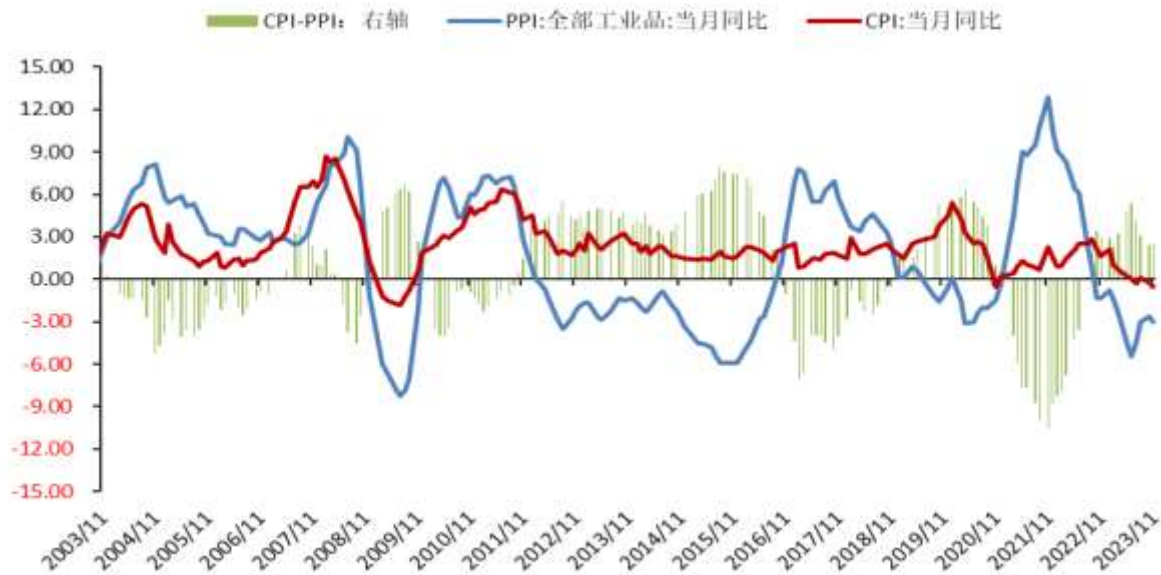
我国11月进出口数据：出口同比增速转正，外需的拖累边际好转

- 12月7日，海关总署公布最新外贸进出口数据。今年前11个月，我国进出口总值为37.96万亿元人民币，与去年同期（下同）持平。其中，出口21.6万亿元，增长0.3%；进口16.36万亿元，下降0.5%；贸易顺差5.24万亿元，扩大2.8%。以美元计价，今年前11个月，我国进出口总值5.41万亿美元，下降5.6%。其中，出口3.08万亿美元，下降5.2%；进口2.33万亿美元，下降6%；贸易顺差7481.3亿美元，收窄2.7%。
- 具体到11月份来看，进出口3.7万亿元，增长1.2%。其中，出口2.1万亿元，增长1.7%；进口1.6万亿元，增长0.6%；贸易顺差4908.2亿元，扩大5.5%。以美元计价，今年11月份，我国进出口5154.7亿美元，与去年同期持平。其中，出口2919.3亿美元，增长0.5%；进口2235.4亿美元，下降0.6%；贸易顺差683.9亿美元，扩大4%。



我国11月物价数据：“猪油共振”下行，拖累CPI连续第二个月同比转负

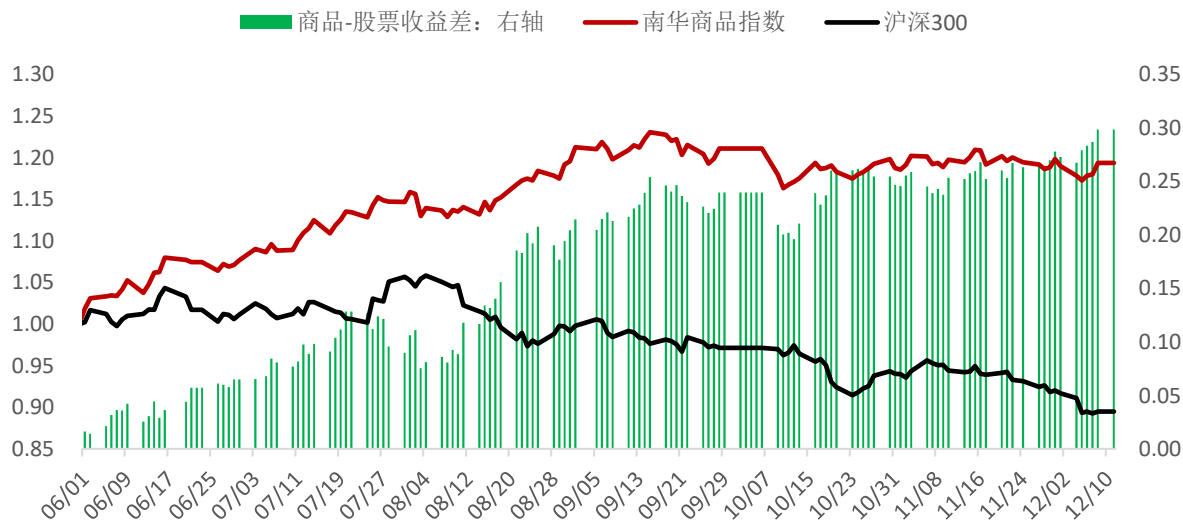
- 12月9日，国家统计局发布的数据显示，11月全国CPI（居民消费价格指数）同比下降0.5%，降幅比上月扩大0.3个百分点，PPI（生产价格指数）同比下降3%，降幅比上月扩大0.4个百分点。
- CPI方面，11月份，食品烟酒类价格同比下降2.2%，影响CPI（居民消费价格指数）下降约0.64个百分点。食品中，畜肉类价格下降19.2%，影响CPI下降约0.72个百分点，其中猪肉价格下降31.8%，影响CPI下降约0.58个百分点，交通通信、生活用品及服务价格分别下降2.4%和0.5%，是11月CPI下行的主要原因。
- PPI方面，11月份，生产资料价格下降3.4%，影响工业生产者出厂价格总水平下降约2.61个百分点。其中，采掘工业价格下降7.3%，原材料工业价格下降3.2%，加工工业价格下降3.1%。生活资料价格下降1.2%，影响工业生产者出厂价格总水平下降约0.35个百分点。其中，食品价格下降1.7%，衣着价格上涨0.1%，一般日用品价格上涨0.2%，耐用消费品价格下降2.2%。



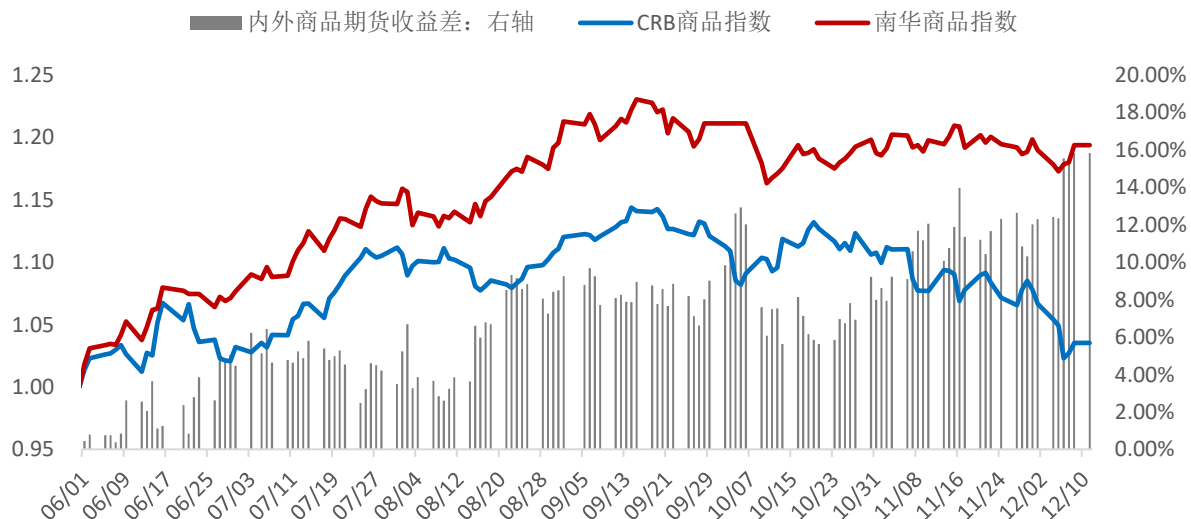
商品内强外弱风格，资金跷跷板效应需要持续追踪关注

最近一周，商品内强外弱的风格再次强化，商品与股市的收益差重新拉大。

未来，要注意商品与股市的收益差收敛对资金跷跷板效应的影响



2023年6月以来，国内商品走势强于国际商品，近期该特征更为明显



本周关注

1. 12月11日16:00，中国将公布11月M2货币供应年率、社融、新增人民币贷款等数据。浙商证券观点指出，预计11月人民币贷款新增1.25万亿，同比微增约400亿元，对应增速10.9%（前值10.9%）；11月社融新增2.65万亿，同比多增约6600亿元，增速9.5%（前值9.3%）；M2增速9.6%（前值10.3%），社融-M2增速剪刀差收敛；M1 增速在低基数影响下上行至2.4%（前值1.9%）。
2. 12月11日待定，SPPOMA将公布12月1-10日马来西亚棕榈油产量预估。此前数据显示，11月1-10日马来西亚棕榈油单产增加4.34%，产量增加2.90%，留意马棕油产量是否延续季节性下滑的趋势。
3. 12月11日待定，Unica将公布巴西中南部11月下半月甘蔗压榨量、糖产量、甘蔗制糖完成率。近期由于巴西中南部糖产量高于预期而引发糖价大幅下挫，关注糖产量是否再度超预期增加。
4. 12月12日12:30，MPOB将公布马来西亚11月棕榈油供需月报。据路透调查显示，预计马来西亚2023年11月棕榈油库存为244万吨，较10月下降0.48%；预计马来西亚2023年11月棕榈油产量为181万吨，较10月下降6.64%。
5. 12月12日21:30，美国将公布11月未季调CPI年率、季调后CPI月率、未季调核心CPI年率、核心CPI月率。市场预期美国11月未季调CPI年率将进一步下降至3.10%，此前为3.20%。
6. 12月13日待定，欧佩克公布月度原油市场报告。上个月欧佩克月报上调了2023年全球石油需求增长预测，并且提及石油市场基本面依然强劲。关注本月欧佩克日产量、需求增长预测的变化，以及关于原油基本面的描述。
7. 12月14日3:00，美联储公布利率决议和经济预期摘要。市场预期美联储将不会加息，利率将维持5.25%—5.50%。3:30，美联储主席鲍威尔召开货币政策新闻发布会。海通期货分析师表示，需要重点关注议息会议上鲍威尔的发言，若经济数据持续放缓，叠加鲍威尔态度的放缓，贵金属或能重回上涨。但我们更加偏向于美联储短期或打压市场风险情绪，贵金属短期维持弱势。
8. 12月14日21:30，美国公布11月零售销售月率。市场预期将录得-0.10%，前值为-0.10%。
9. 12月15日9:20，有6500亿元1年期中期借贷便利（MLF）到期。民生证券固收分析师谭逸鸣认为，预计央行仍将维持流动性合理充裕，12月MLF仍有望超量续做，同时12月到明年1月之间不排除有降准的可能性，届时国有行资金压力或能够得到一定缓和，存单利率下行制约和空间有望打开。
10. 12月15日10:00，中国将公布11月规模以上工业增加值年率、社会消费品零售总额年率、房地产开发和销售情况、能源生产情况、固定资产投资情况等数据。市场预期中国11月社会消费品零售总额年率将录得12.5%，前值为7.60%，预期规模以上工业增加值年率将录得5.6%，前值为4.60%。

分析师介绍:

王静，北京师范大学MBA，CFA二级，国家企业培训师、期货投资咨询师，出身农业，三年粮油市场分析经验，后转投身于期货行业十年有余，深谙证券期货投资。多次为国内大型企业开展金融期货培训，在宏观经济、大宗商品、投资规划、资产配置管理、风险控制、投资者教育等方面有着自己独到的见解。现任冠通期货研究咨询部经理，具备良好的经济理论基础和扎实的证券研究经验和风险管理经验。

期货从业资格证书编号：F0235424

期货交易咨询资格编号：Z0000771

联系方式

公司地址：北京市朝阳区朝外大街甲6号万通中心D座20层（北京总部）

公司电话：010-85356618

E-mail: wangjing@gtfutures.com.cn

本报告发布机构

—冠通期货股份有限公司（已获中国证监会许可的期货交易咨询业务资格）

免责声明：

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述品种买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本报告仅向特定客户传送，版权归冠通期货所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。

致
谢