



冠通期货
Guantong Futures

慎初笃行为冠 逐鹿得人则通

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18日

www.gtfutures.com.cn

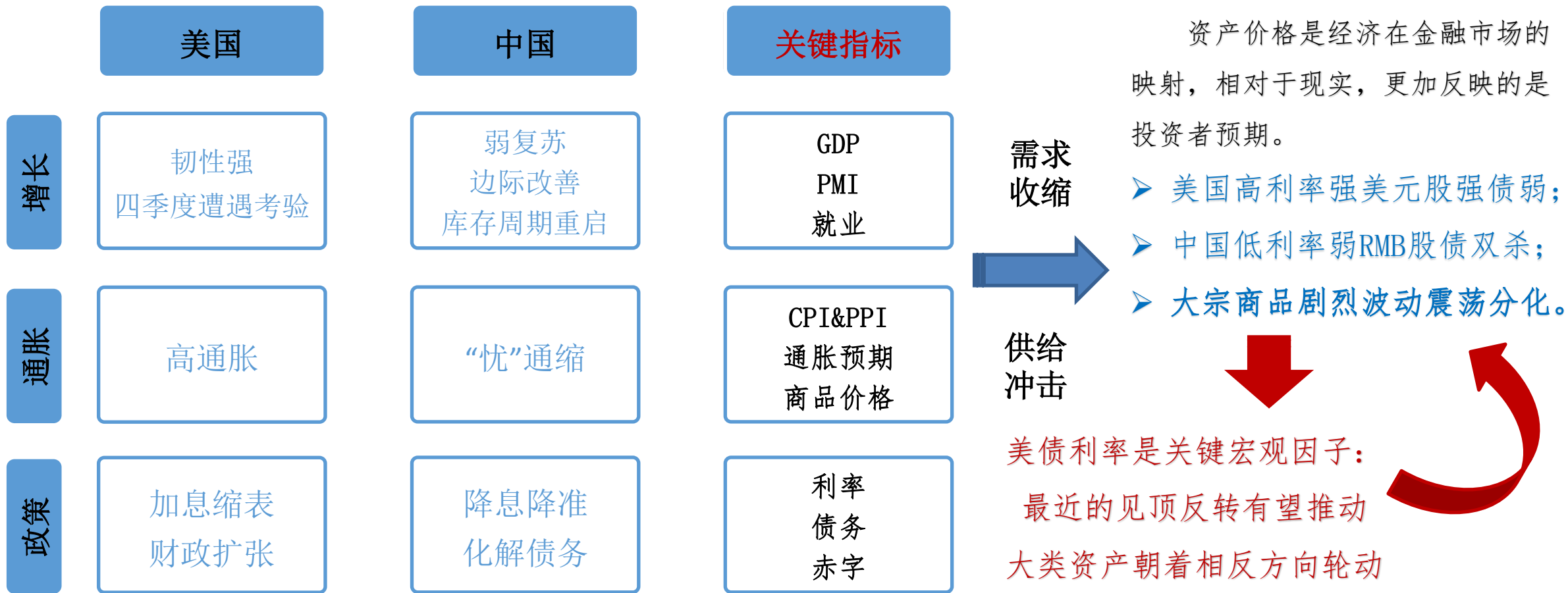
核心观点

最近一周，全球资本市场风险偏好大幅抬升，海外美联储会议鹰转鸽，市场预期明年更早的降息，全球资本市场表现乐观，美债利大幅下行，带动美元明显收跌，风险资产多数上扬。恐慌指数VIX小幅回落，全球股市迎来普涨，非美货币悉数走高，主要大宗商品上涨。中国市场则在经济工作会议之后，出现预期落地后的回吐行情逆势下跌，国内主要股指下挫，商品全线收跌，严寒暴雪叠加政策预期落空重创黑色板块，玻璃、焦煤焦炭领跌。

国内商品出现补跌行情全线收跌，wind商品指数周涨跌幅为-2.54%。海外美联储会议鹰转鸽，市场预期明年更早的降息，全球资本市场表现乐观，主要股市多数收涨，中央经济工作会议定调靴子落地，政策预期推升的商品行情靴子落地后回吐，市场对明年财政政策寄予较高期望，3%的赤字率传闻引发国内资本市场的担忧。国内股市承压下挫，商品全线收跌，严寒暴雪叠加政策预期落空重创黑色板块，玻璃、焦煤焦炭领跌，风格上商品内强外弱的格局则出现修复。与此同时，股市依旧彰显着更长时间维度的悲观预期，继而推升商品与股市的收益差不断拉大。

未来一周，关注国内LPR的报价，以及美国将公布11月核心PCE物价指数月率、11月核心PCE物价指数年率。

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；--上周美债大跌，压力缓解
 - “供给冲击”：巴以问题的扩大化等扰动支撑商品；--开始影响部分航运
 - “内强外弱”：
 - 风格明显收敛
 - ✓ 地缘问题所带来的“安全红利”；
 - ✓ 万亿国债增发的刺激；
 - 政策不及预期回吐
 - ✓ 国内库存周期的重启。
- 大宗商品

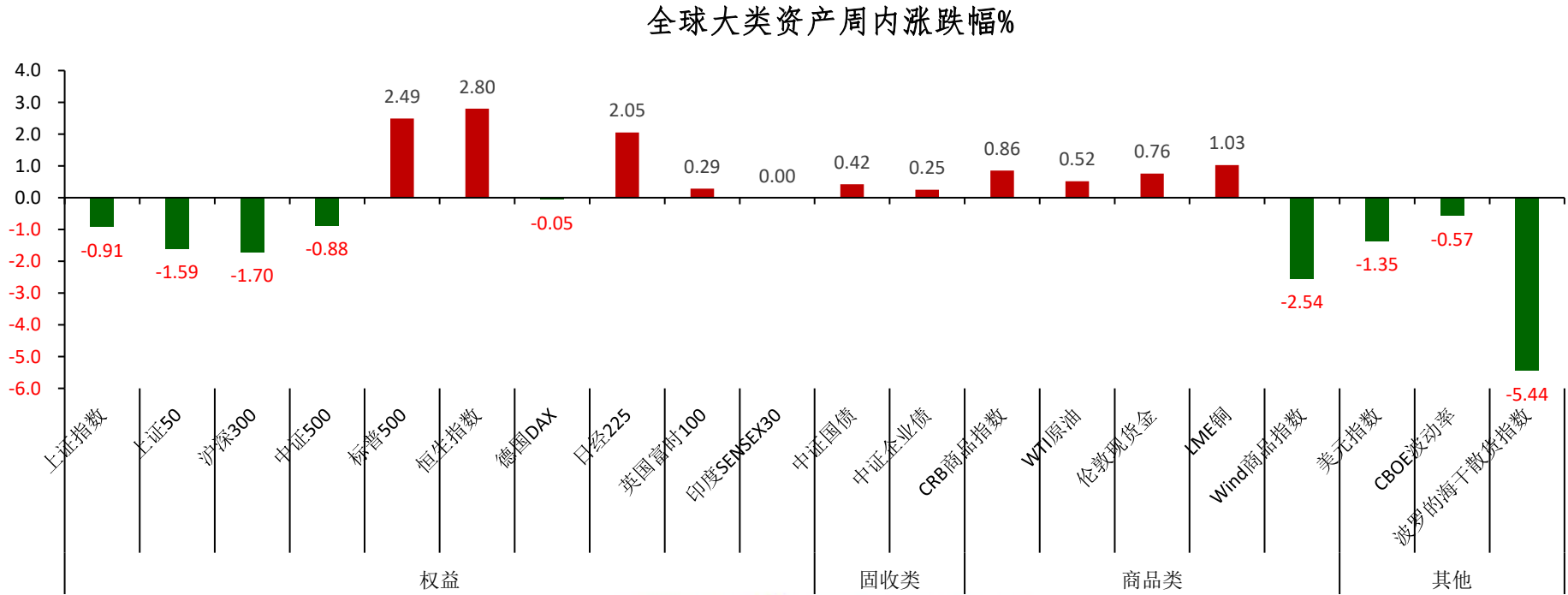
 - ◆ 震荡加剧
 - ◆ 内强外弱
 - ◆ 上游强下游弱

其他需要注意的问题：

国内商品出现补跌行情全线收跌，wind商品指数周涨跌幅为-2.54%。海外美联储会议鹰转鸽，市场预期明年更早的降息，全球资本市场表现乐观，主要股市多数收涨，中央经济工作会议定调靴子落地，政策预期推升的商品行情靴子落地后回吐，市场对明年财政政策寄予较高期望，3%的赤字率传闻引发国内资本市场的担忧。国内股市承压下挫，商品全线收跌，严寒暴雪叠加政策预期落空重创黑色板块，玻璃、焦煤焦炭领跌，风格上商品与股市收益差不断拉大，商品内强外弱的格局则出现修复。

大类资产

最近一周，全球资本市场风险偏好大幅抬升，海外美联储会议鹰转鸽，市场预期明年更早的降息，全球资本市场表现乐观，美债利大幅下行，带动美元明显收跌，风险资产多数上扬。恐慌指数VIX小幅回落，全球股市迎来普涨，非美货币悉数走高，主要大宗商品上涨。中国市场则在经济工作会议之后，出现预期落地后的回吐行情逆势下跌，国内主要股指下挫，商品全线收跌，严寒暴雪叠加政策预期落空重创黑色板块，玻璃、焦煤焦炭领跌。

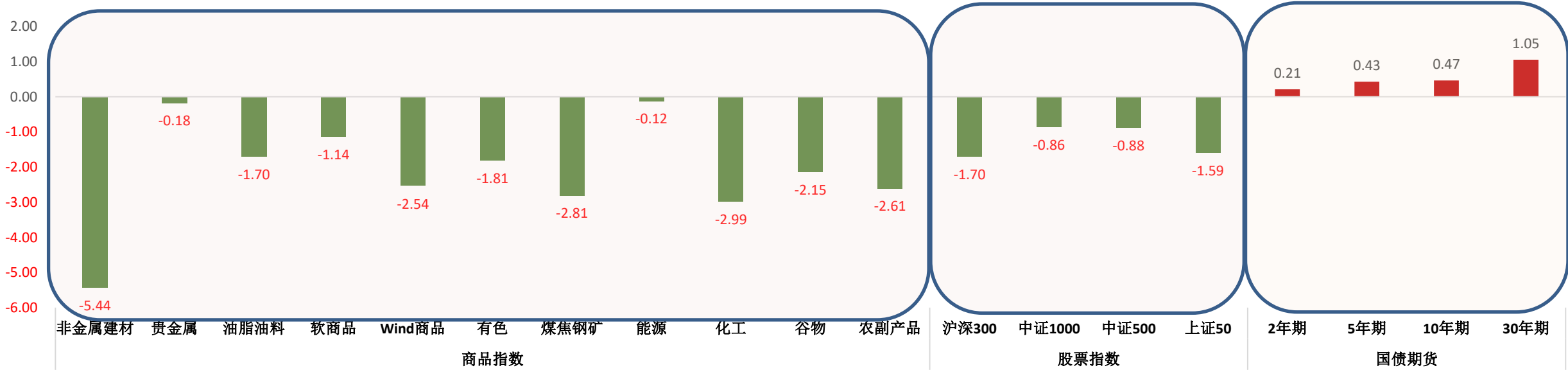


注：数据均来源于Wind、冠通研究

板块速递

- 国内债市走高、股指下挫，商品全线收跌；
- 四大股指全线下挫，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；
- 国内商品出现补跌行情全线收跌，wind商品指数周涨跌幅为-2.54%。海外美联储会议鹰转鸽，市场预期明年更早的降息，全球资本市场表现乐观，主要股市多数收涨，中央经济工作会议定调靴子落地，政策预期推升的商品行情靴子落地后回吐，市场对明年财政政策寄予较高期望，3%的赤字率传闻引发国内资本市场的担忧。国内股市承压下挫，商品全线收跌，严寒暴雪叠加政策预期落空重创黑色板块，玻璃、焦煤焦炭领跌，风格上商品与股市收益差不断拉大，商品内强外弱的格局则出现修复。

上周期市板块涨跌幅

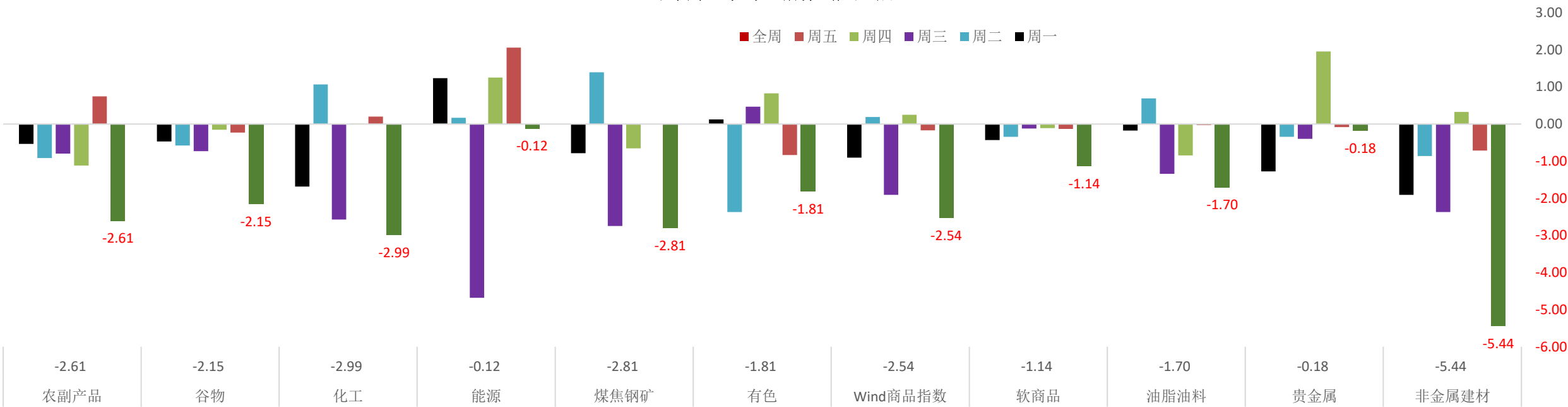


注：数据均来源于Wind、冠通研究

板块速递

国内商品出现补跌行情全线收跌，wind商品指数周涨跌幅为-2.54%。海外美联储会议鹰转鸽，市场预期明年更早的降息，全球资本市场表现乐观，主要股市多数收涨，中央经济工作会议定调靴子落地，政策预期推升的商品行情靴子落地后回吐，市场对明年财政政策寄予较高期望，3%的赤字率传闻引发国内资本市场的担忧。国内股市承压下挫，商品全线收跌，严寒暴雪叠加政策预期落空重创黑色板块，玻璃、焦煤焦炭领跌，风格上商品与股市收益差出现收敛，商品内强外弱的格局出现修复。

近一周商品大类指数涨跌幅（%）

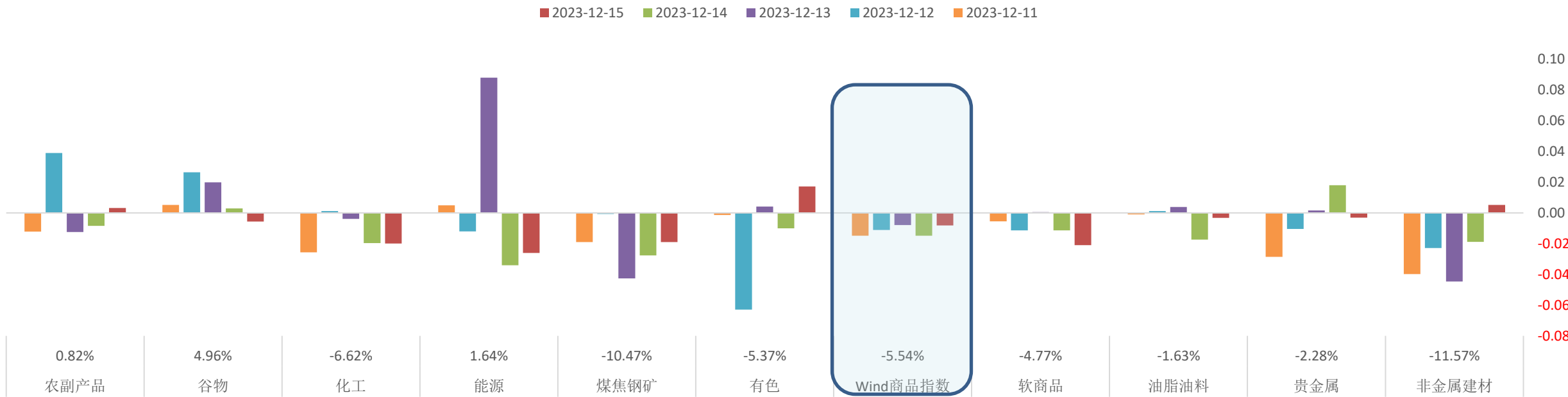


注：数据均来源于Wind、冠通研究

资金流向

上周，商品期货市场资金明显流出；
 资金流出的板块上，非金属建材、煤焦钢矿、化工与有色板块资金大幅流出明显；
 谷物、农副产品与能源等板块的资金小幅流入值得关注。

近一周商品期货板块资金变动率（%）

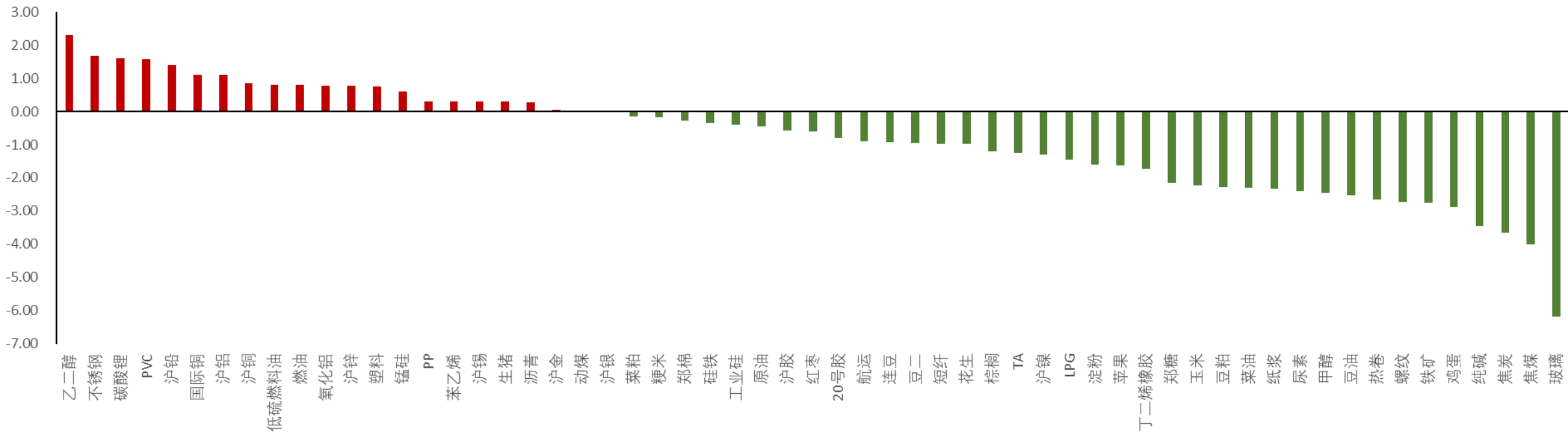


注：数据均来源于Wind、冠通研究

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**乙二醇、不锈钢与碳酸锂**；跌幅居前的商品期货品种为**玻璃、焦煤与焦炭**。

上周商品期货品种涨跌幅（%）

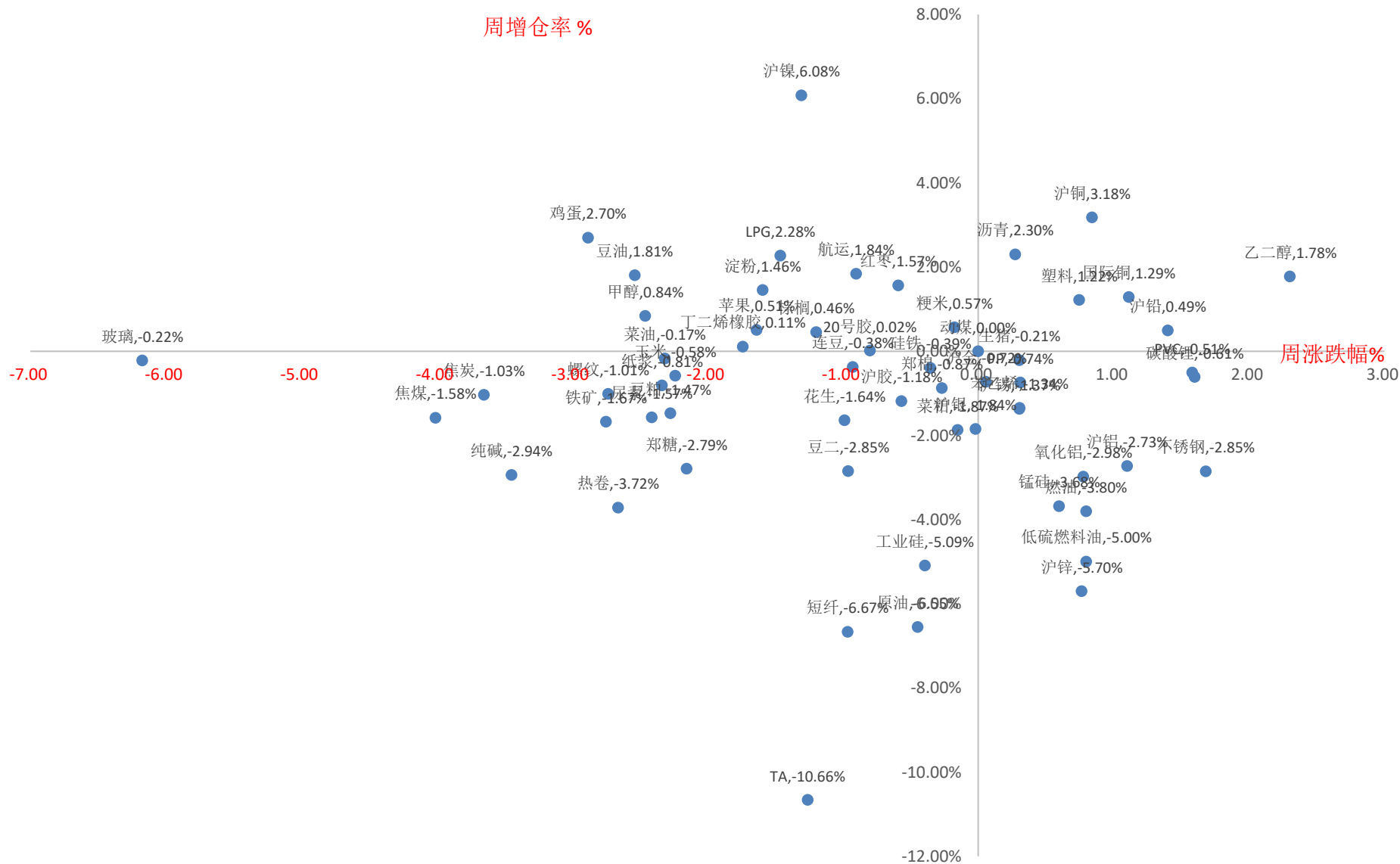


注：数据均来源于Wind、冠通研究

市场情绪

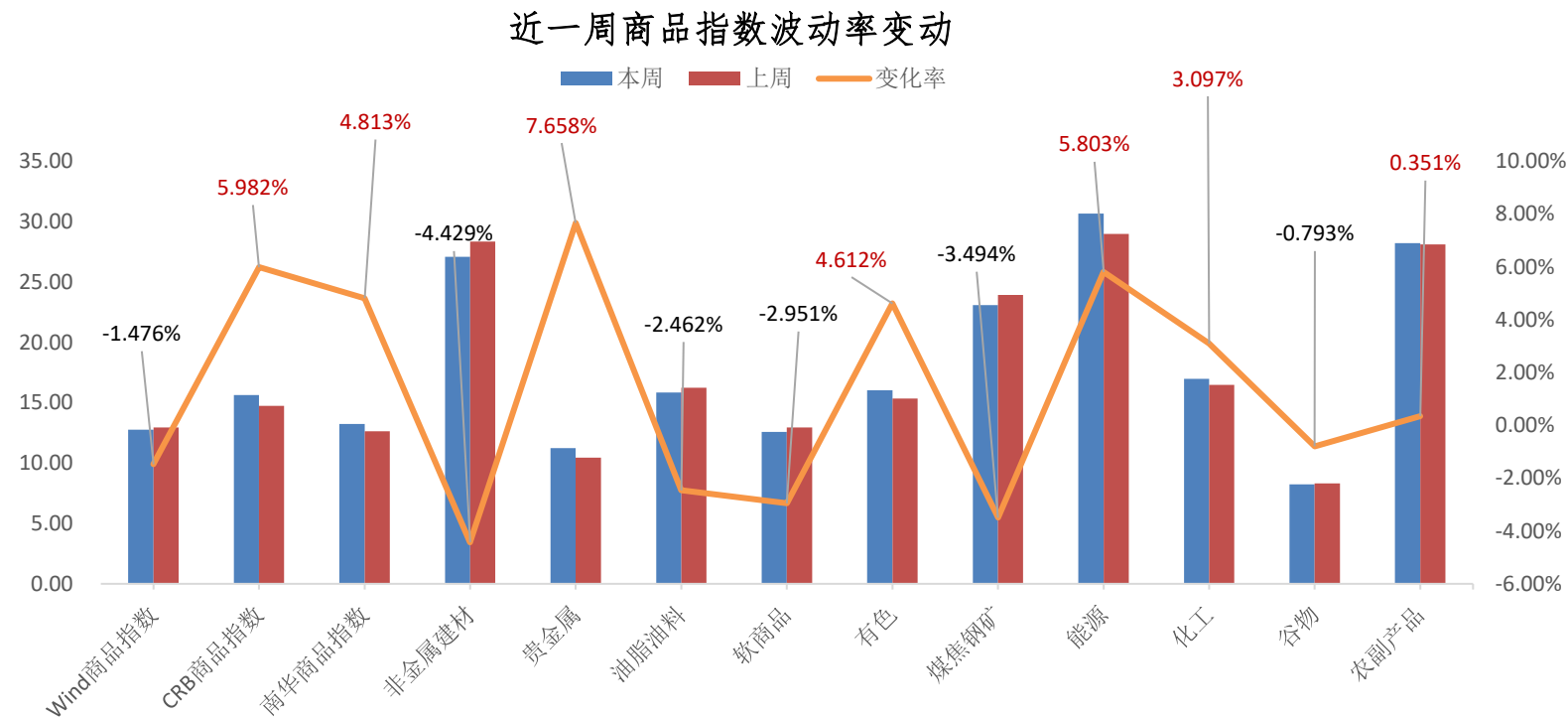
上周，从量价配合的角度来看：

- 出现明显**增仓上行**的商品期货品种多个，值得关注的是**乙二醇、沪铜、和塑料**；
- 出现明显**增仓下行**的商品期货品种不少，值得关注的是**沪镍、甲醇和鸡蛋**。
- 值得重点关注！



波动特征

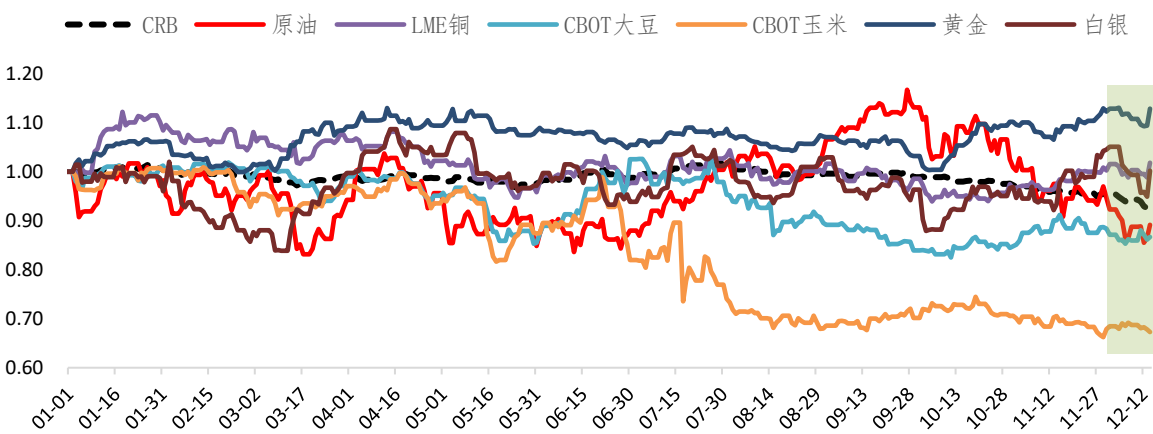
上周，国际CRB商品指数波动率明显抬升，但国内的南华和wind商品指数波动率则方向背离；分板块来看，商品期货大类板块的波动率涨跌互现，非金属建材、煤焦钢矿与软商品板块降波居前；升波幅度较大的板块是贵金属和能源板块。国内定价商品的波动率明显下行，形成明显对比的是国际定价商品波动率的大幅抬升。



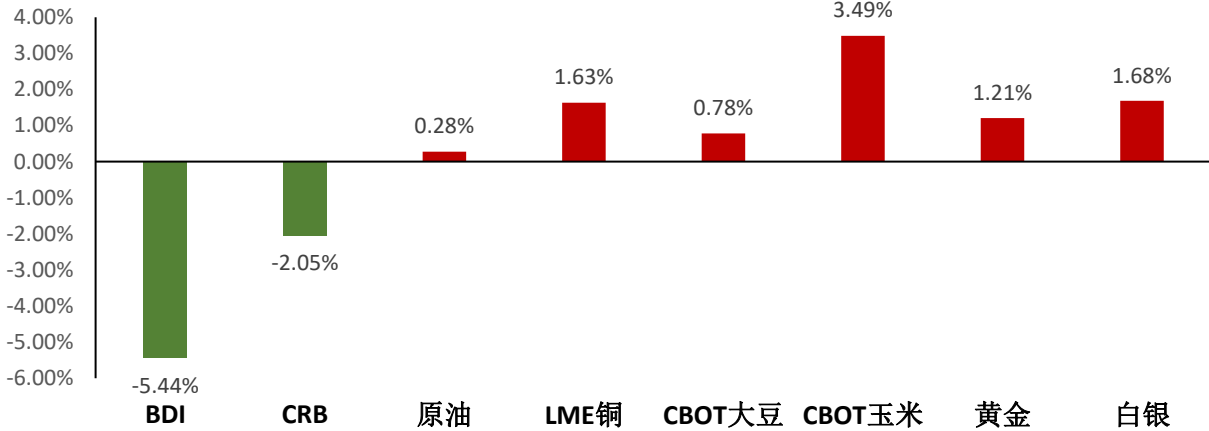
注：数据均来源于Wind、冠通研究

数据追踪——国际大宗商品多数上涨，玉米涨幅居前，BDI大跌，金银联袂走高，金银比与金油比表现震荡。

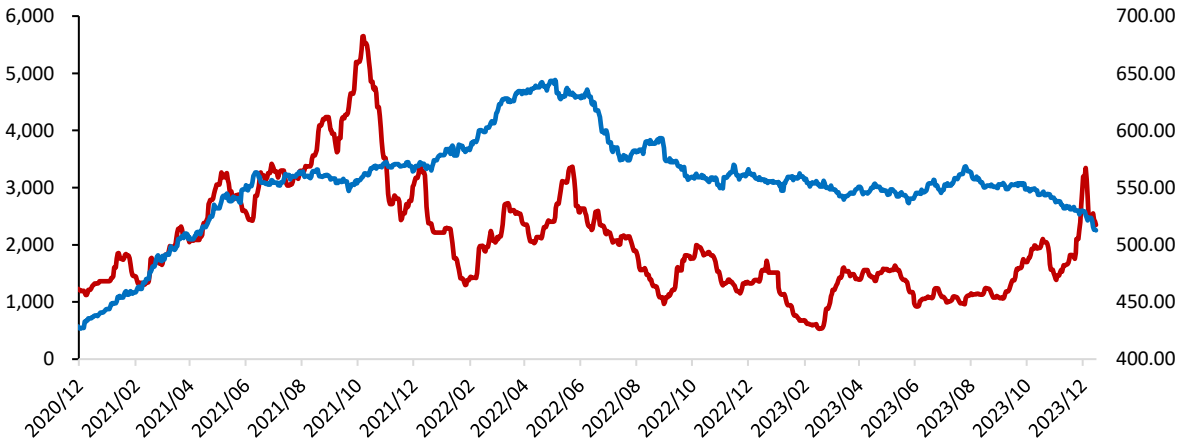
国际主要大宗商品2023年内收益表现



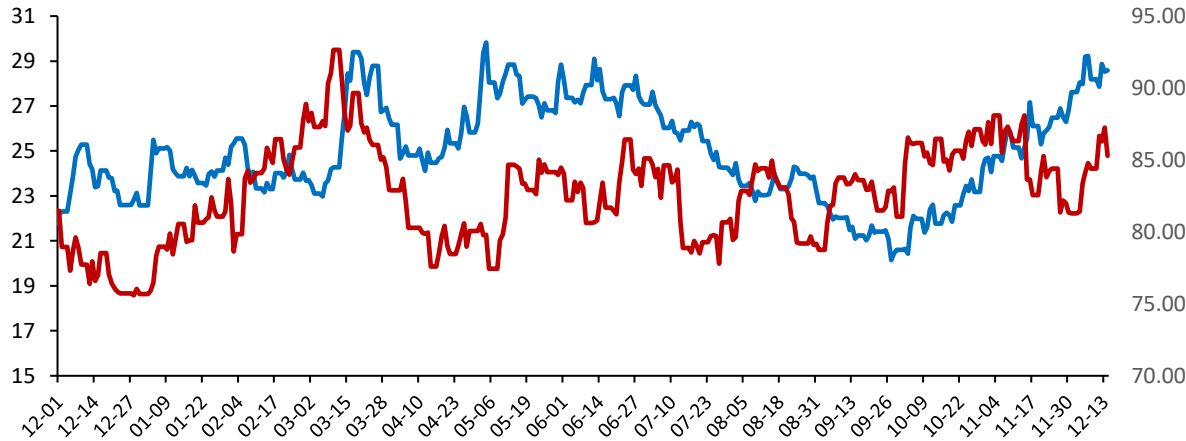
近一周主要国际大宗商品涨跌幅(%)



波罗的海干散货指数(BDI) CRB现货指数:综合:右轴

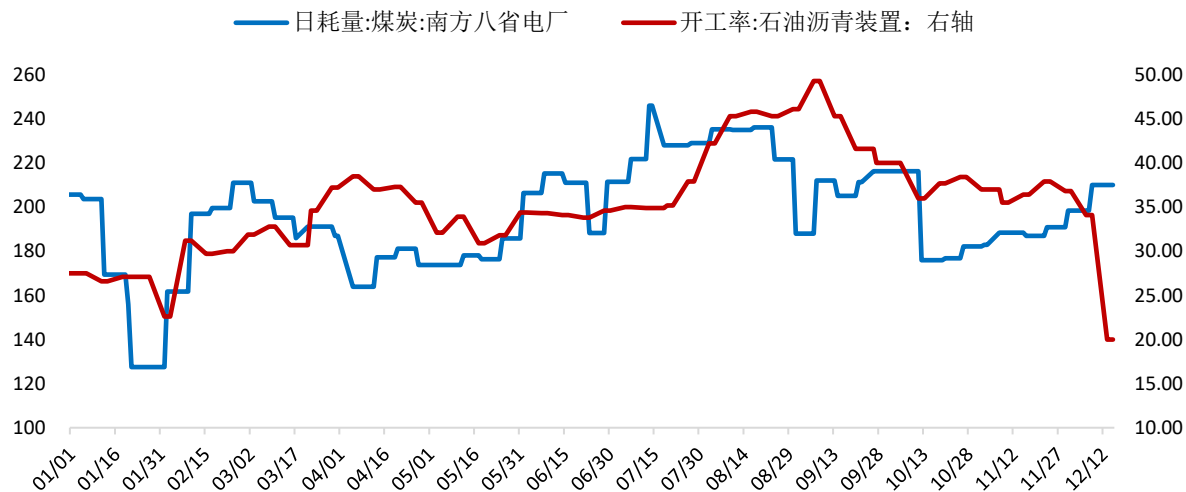


金油比 金银比:右轴

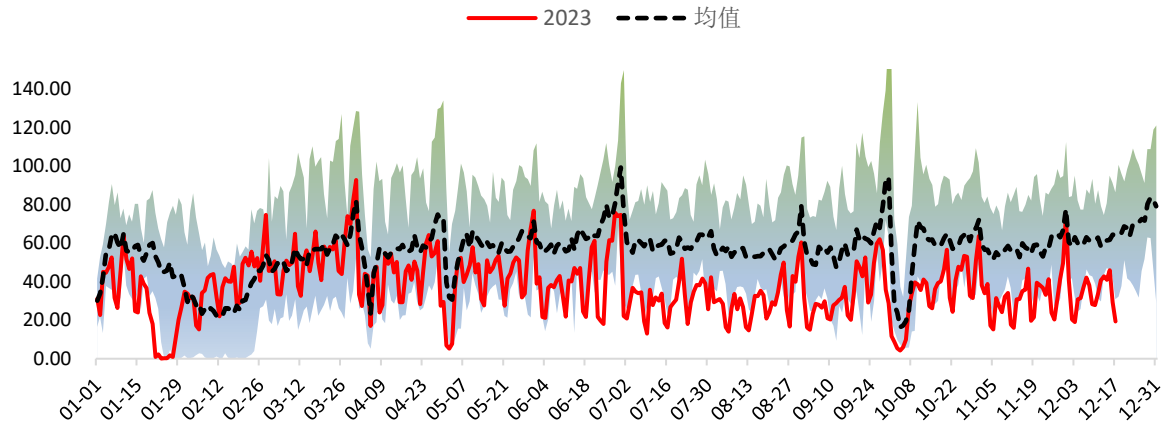


注：数据均来源于Wind、冠通研究

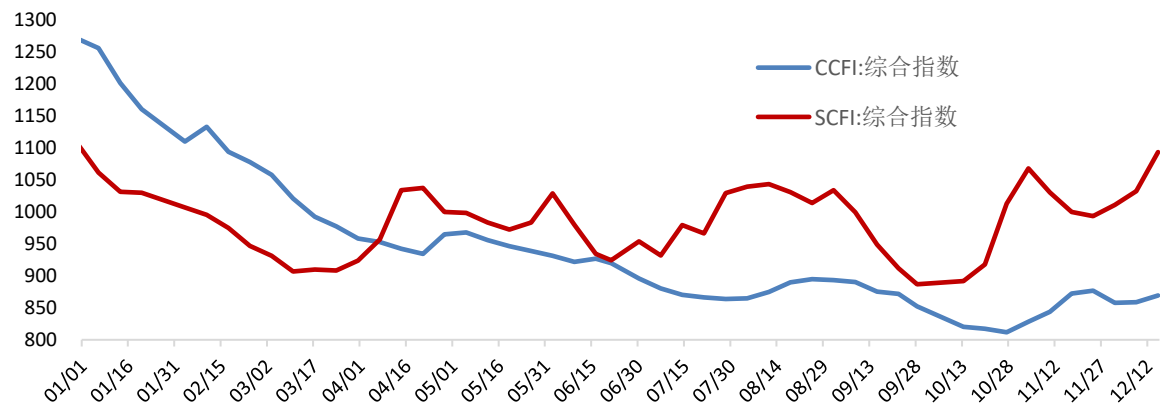
数据追踪——地产销售持续弱势，出口运价明显走高，煤炭日耗平稳，沥青开工大跌，短期资金利率低位反弹



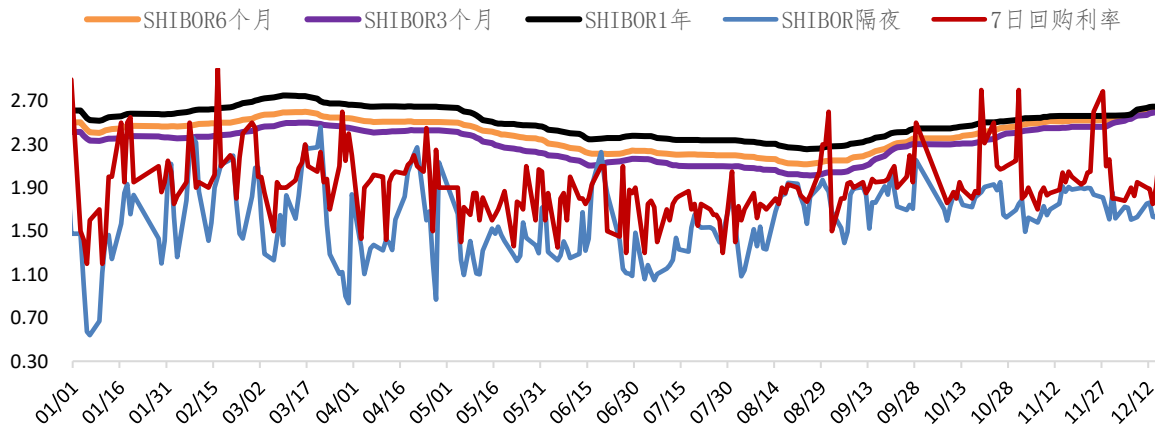
全国商品房成交面积季节性走势图 (单位: 万平方米)



国内出口运价指数



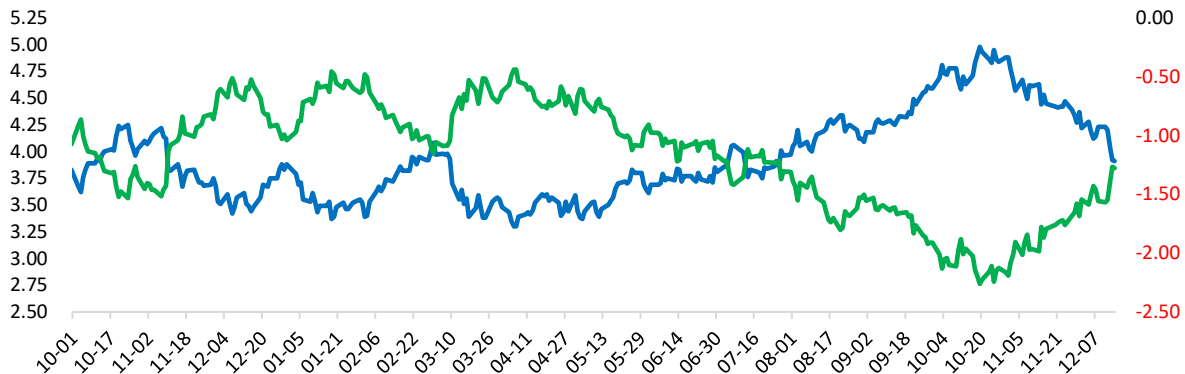
国内货币市场资金利率



数据追踪——美债利率大跌，中美利差走高，通胀预期震荡分化，金融条件宽松，美元下跌，人民币汇率升值

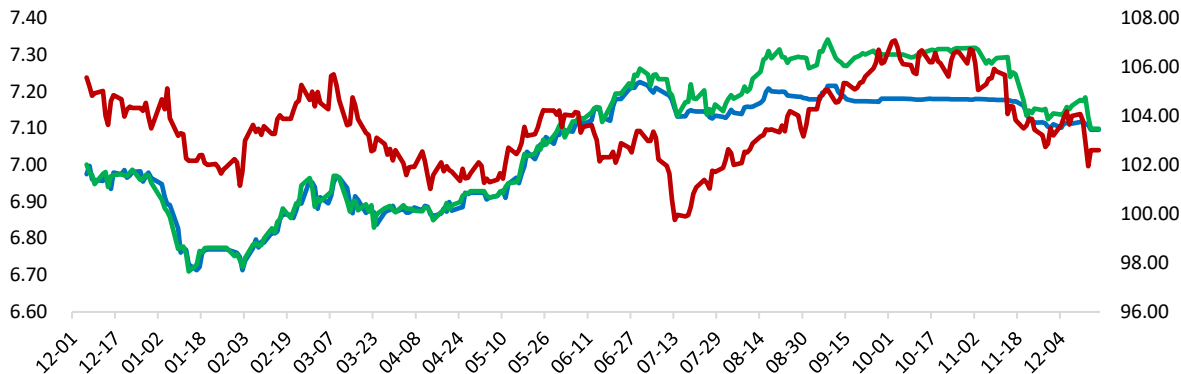
中美利差 (10Y)

— 美国: 国债收益率: 10年 — 中美利差10Y: 右轴



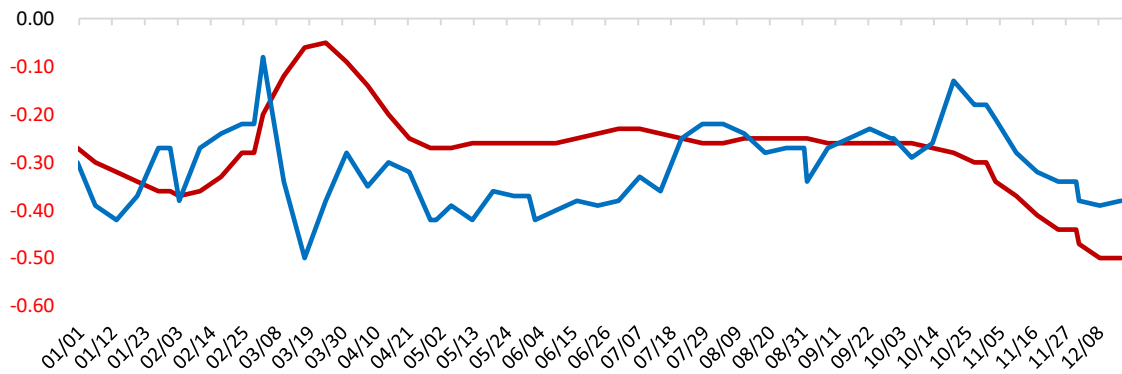
美元指数与人民币汇率

— 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



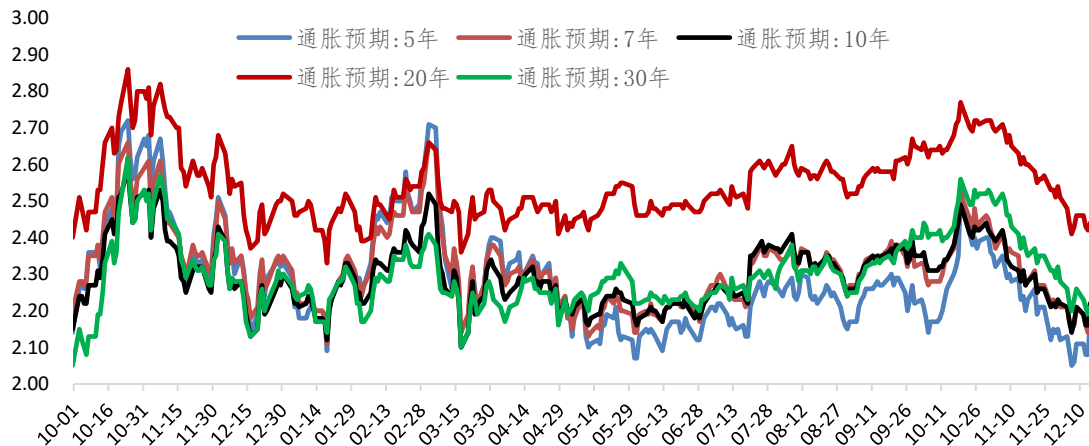
美国: 芝加哥联储全国金融状况指数与通胀预期

— 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



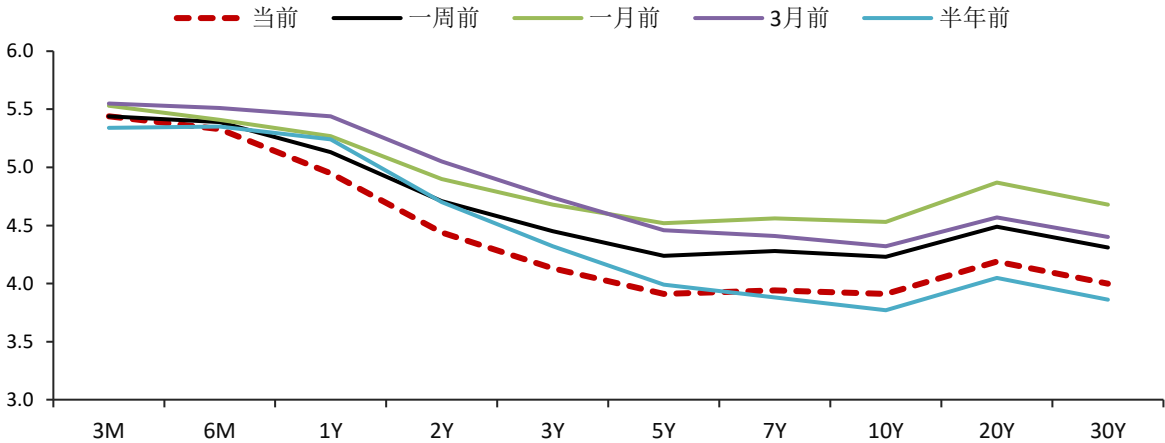
美国国债隐含通胀预期近期走势图

— 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

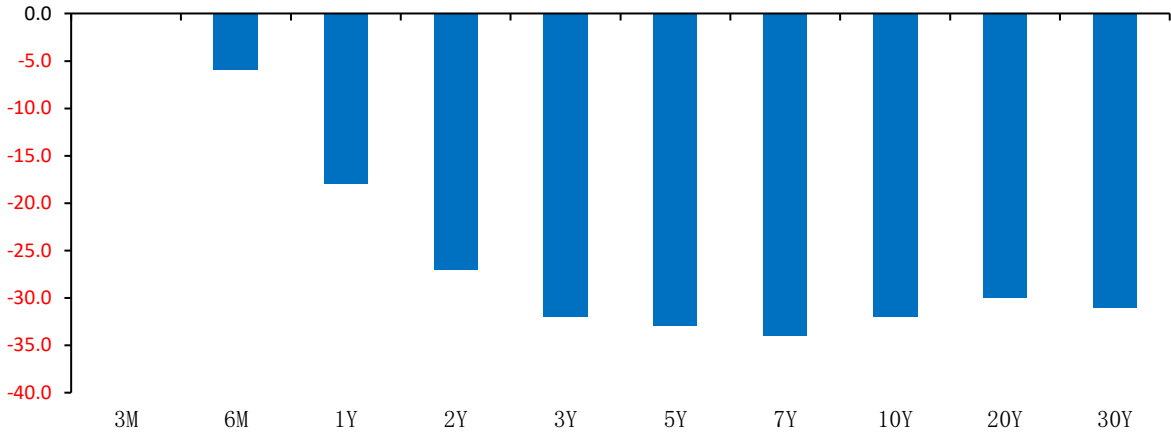


宏观逻辑——美债收益率大跌，近强远弱，期限结构牛陡，期限利差平稳，实际利率明显下行，金价回升走高。

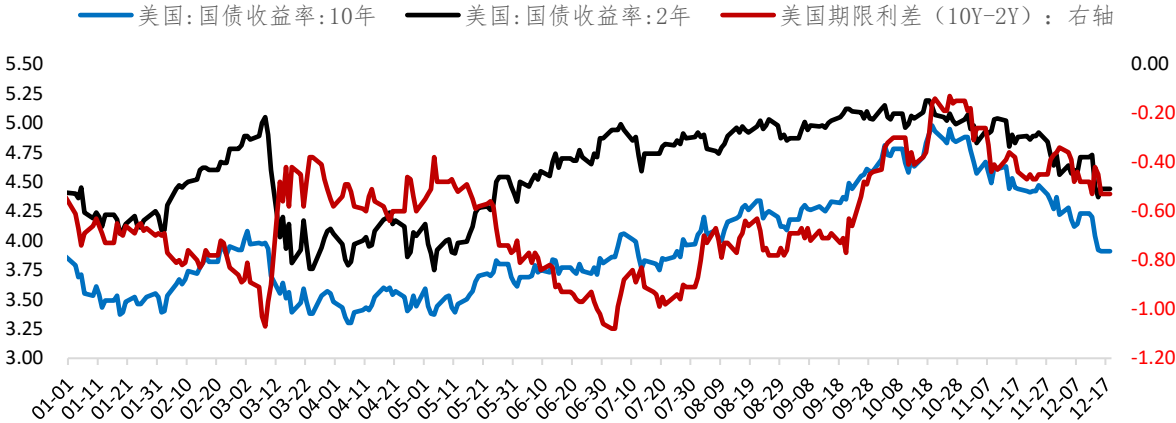
美国国债收益率曲线



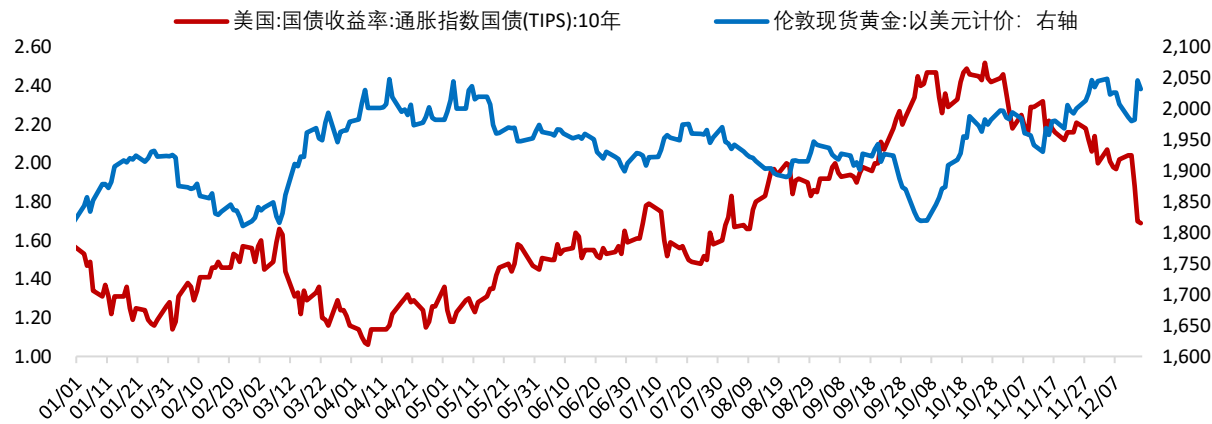
美国国债周收益率变化 (BP)



美国期限利差 (10Y-2Y)



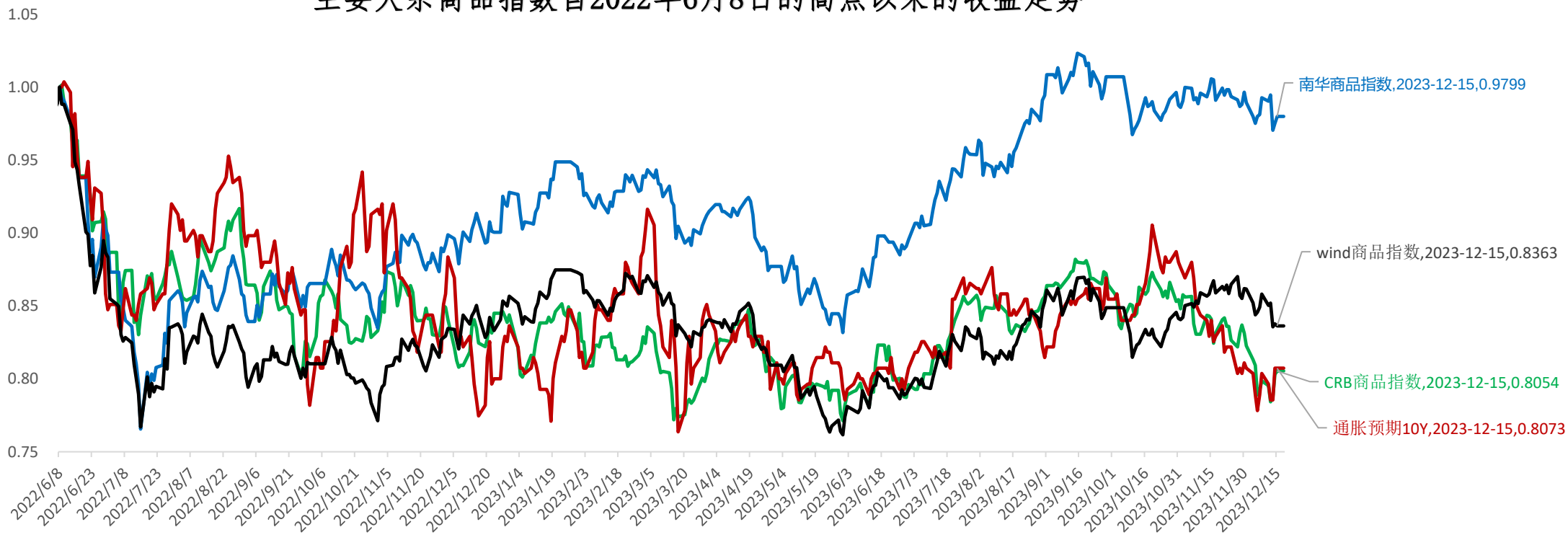
美债实际收益率与金价



注：数据均来源于Wind、冠通研究

宏观逻辑——海外美联储会议鹰转鸽，市场预期明年更早的降息，全球资本市场表现乐观，主要股市多数收涨，中央经济工作会议定调靴子落地，政策预期推升的商品行情靴子落地后回吐，市场对明年财政政策寄予较高期望，3%的赤字率传闻引发国内资本市场的担忧。国内股市承压下挫，商品全线收跌，严寒暴雪叠加政策预期落空重创黑色板块，玻璃、焦煤焦炭领跌，风格上商品与股市收益差不断拉大，商品内强外弱的格局则出现修复。

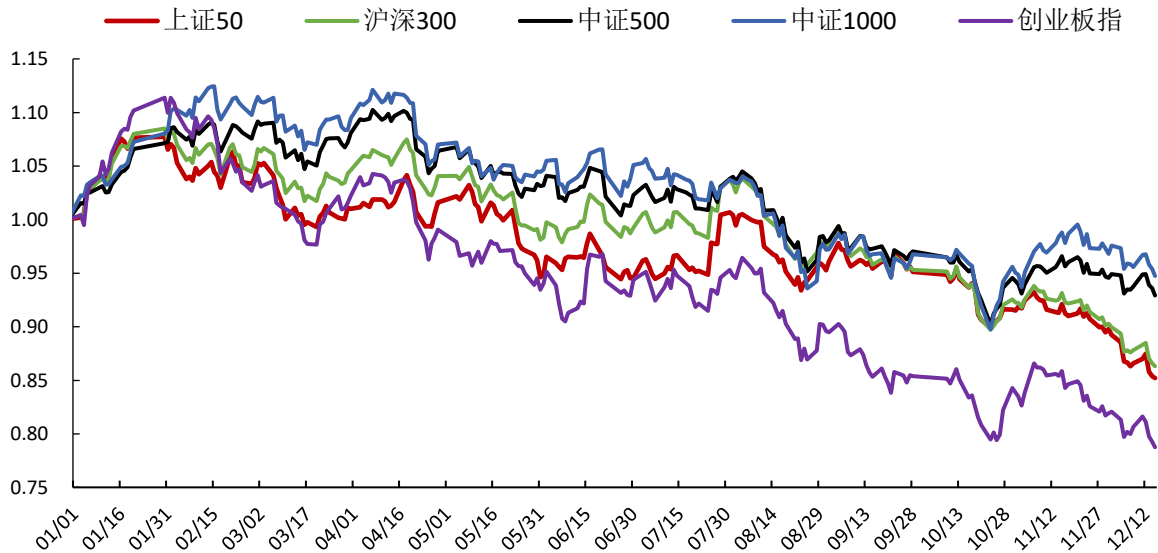
主要大宗商品指数自2022年6月8日的高点以来的收益走势



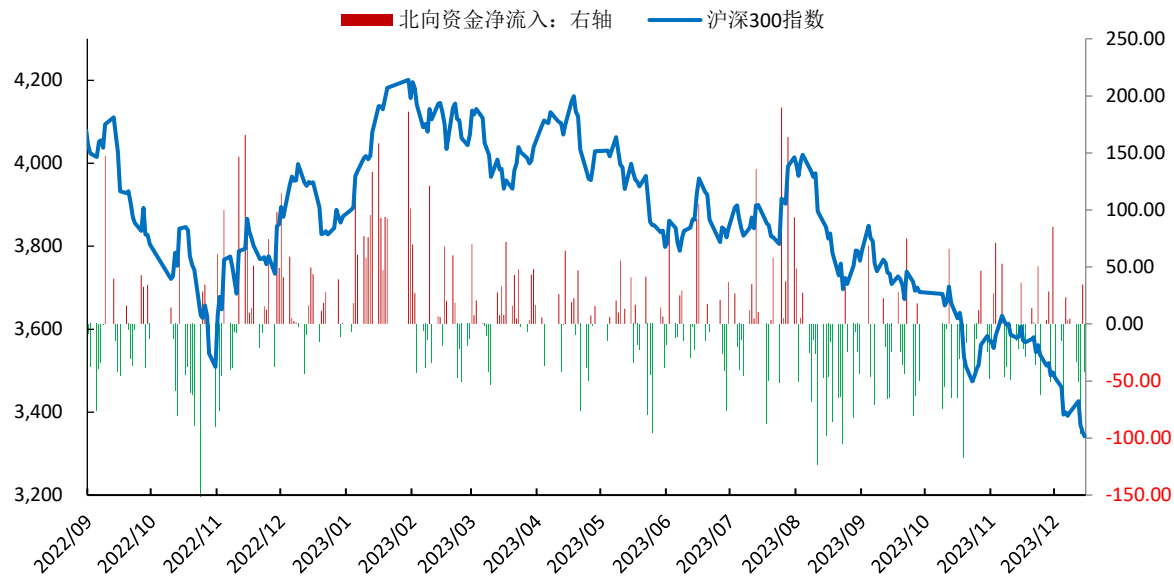
宏观逻辑—股市承压下挫，北向资金持续失血。

- 上一周，股市承压下挫，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

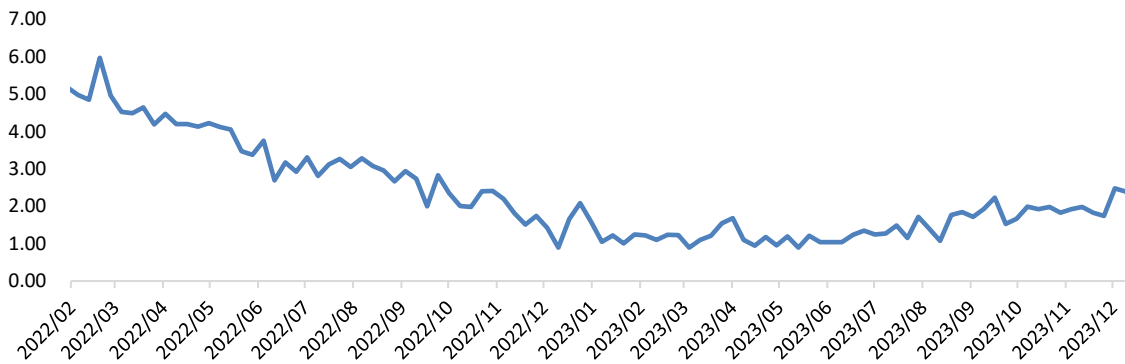


北向资金每日净流入额（单位：亿元）

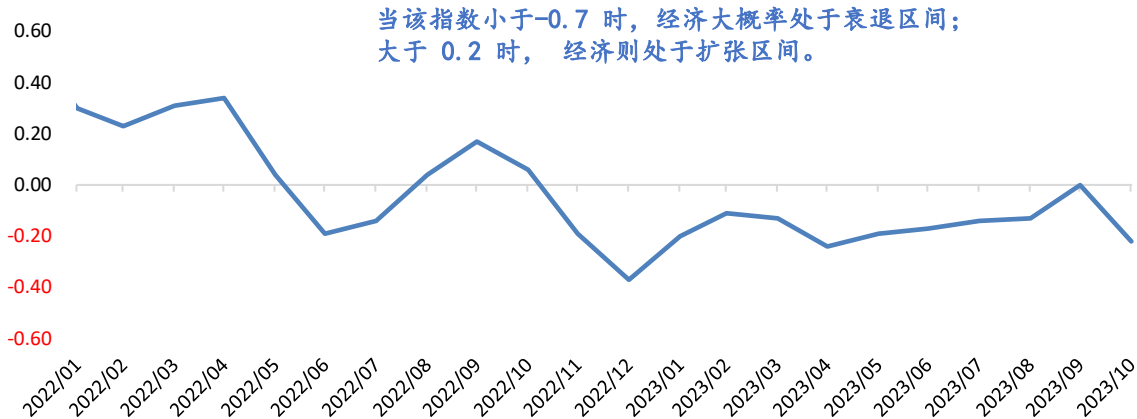


宏观逻辑——美国高频“衰退指标”更多表现出“软着陆”的迹象。

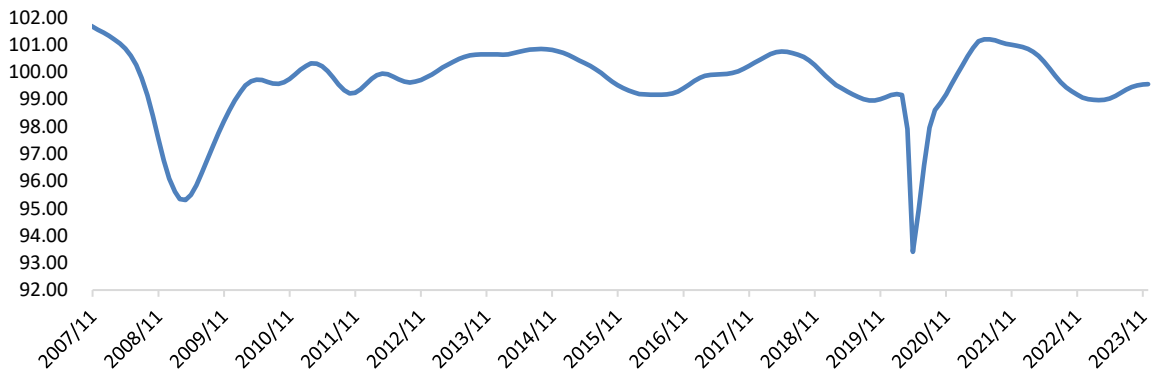
美国:周度经济指数走势图



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



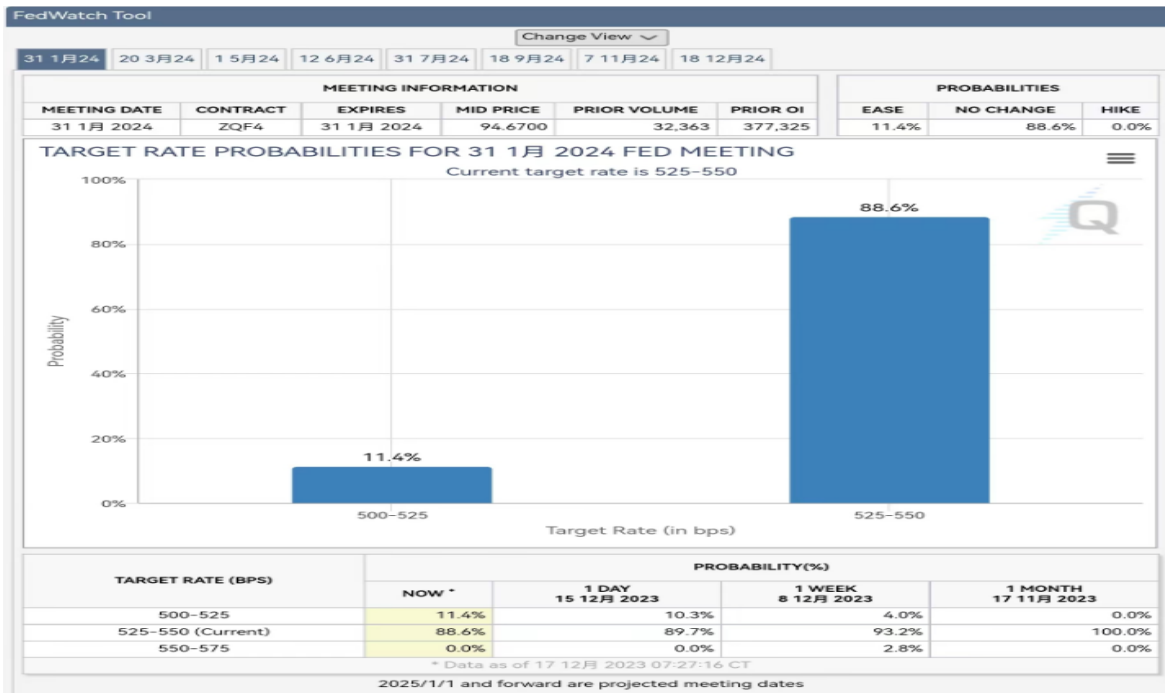
美债10Y-3M利差走势图



市场隐含预期：明年美联储开始降息的时间更早和幅度更大

CME Fedwatch工具最新数据显示，市场对于明年1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86.6%，略低于一周之前的93.2%，但明显低于一个月前的100%；
- 降息25bp到5-5.25%的概率为11.4%，略高于一周之前的4%，但明显高于一个月前的0%；
- 同时，美联储开始降息的时间从2024年5月又提前到了3月，概率为61.6%；
- 市场隐含的主流预期为：2024年内降息125bp到3.75-4%。



MEETING DATE	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575	575-600
2024/1/31					0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	11.4%	88.6%	0.0%	0.0%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	7.4%	61.6%	31.0%	0.0%	0.0%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	6.7%	56.7%	33.8%	2.8%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	5.6%	48.0%	37.8%	8.2%	0.5%	0.0%	0.0%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.6%	10.4%	46.9%	34.4%	7.3%	0.4%	0.0%	0.0%
2024/9/18	0.0%	0.0%	0.4%	6.6%	32.6%	39.3%	17.9%	3.1%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%
2024/11/7	0.1%	2.7%	16.5%	35.2%	31.1%	12.2%	2.0%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2024/12/18	0.4%	4.2%	18.5%	34.7%	29.1%	11.1%	1.8%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

美联储12月议息会议：2024年末利率点位的中位预估为4.6%，降息75基点

从12月点阵图来看，过半美联储官员预计至少降息三次，近三成官员预计至少降四次；联储的明年利率预期中位值下调50个基点到4.6%，显示未来一年降息75个基点、约合降息三次。

会后公布的经济展望显示，美联储官员上调了今年的GDP增长预期，小幅下调明年的经济增速预期，今后三年失业率预期不变，下调今后三年的PCE与核心PCE通胀预期，其中今年的预期均下调50个基点，仍预计2026年通胀回落到联储目标2%。

Figure 2. FOMC participants' assessments of appropriate monetary policy: Midpoint of target range or target level for the federal funds rate

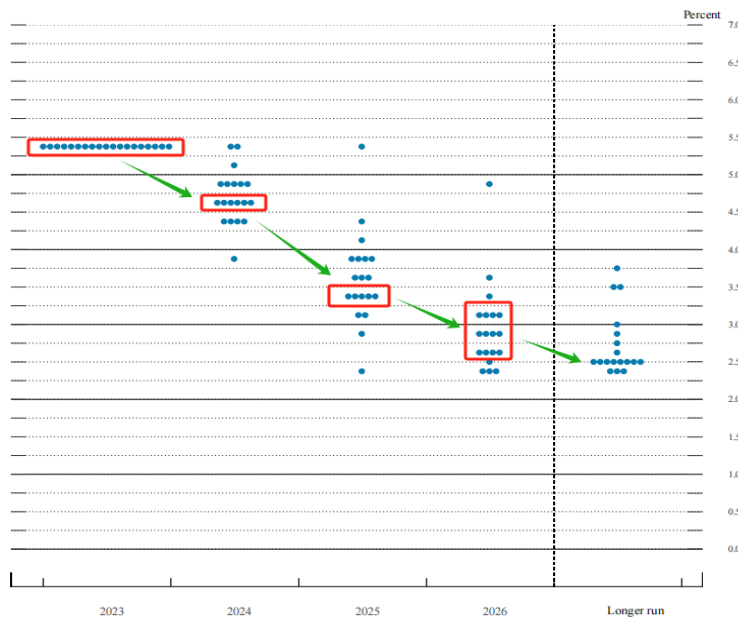


Table 1. Economic projections of Federal Reserve Board members and Federal Reserve Bank presidents, under their individual assumptions of projected appropriate monetary policy, December 2023

Variable	Median ¹					Central Tendency ²					Range ³				
	2023	2024	2025	2026	Longer run	2023	2024	2025	2026	Longer run	2023	2024	2025	2026	Longer run
Change in real GDP	2.6	1.4	1.8	1.9	1.8	2.5-2.7	1.2-1.7	1.5-2.0	1.8-2.0	1.7-2.0	2.5-2.7	0.8-2.5	1.4-2.5	1.6-2.5	1.6-2.5
September projection	2.1	1.5	1.8	1.8	1.8	1.9-2.2	1.2-1.8	1.6-2.0	1.7-2.0	1.7-2.0	1.8-2.6	0.4-2.5	1.4-2.5	1.6-2.5	1.6-2.5
Unemployment rate	3.8	4.1	4.1	4.1	4.1	3.8	4.0-4.2	4.0-4.2	3.9-4.3	3.8-4.3	3.7-4.0	3.9-4.5	3.8-4.7	3.8-4.7	3.5-4.3
September projection	3.8	4.1	4.1	4.0	4.0	3.7-3.9	3.9-4.4	3.9-4.3	3.8-4.3	3.8-4.3	3.7-4.0	3.7-4.5	3.7-4.7	3.7-4.5	3.5-4.3
PCE inflation	2.8	2.4	2.1	2.0	2.0	2.7-2.9	2.2-2.5	2.0-2.2	2.0	2.0	2.7-3.2	2.1-2.7	2.0-2.5	2.0-2.3	2.0
September projection	3.3	2.5	2.2	2.0	2.0	3.2-3.4	2.3-2.7	2.0-2.3	2.0-2.2	2.0	3.1-3.8	2.1-3.5	2.0-2.9	2.0-2.7	2.0
Core PCE inflation ⁴	3.2	2.4	2.2	2.0		3.2-3.3	2.4-2.7	2.0-2.2	2.0-2.1		3.2-3.7	2.3-3.0	2.0-2.6	2.0-2.3	
September projection	3.7	2.6	2.3	2.0		3.6-3.9	2.5-2.8	2.0-2.4	2.0-2.3		3.5-4.2	2.3-3.6	2.0-3.0	2.0-2.9	
Memo: Projected appropriate policy path															
Federal funds rate	5.4	4.6	3.6	2.9	2.5	5.4	4.4-4.9	3.1-3.9	2.5-3.1	2.5-3.0	5.4	3.9-5.4	2.4-5.4	2.4-4.9	2.4-3.8
September projection	5.6	5.1	3.9	2.9	2.5	5.4-5.6	4.6-5.4	3.4-4.9	2.5-4.1	2.5-3.3	5.4-5.6	4.4-6.1	2.6-5.6	2.4-4.9	2.4-3.8

题比疫前期间的三重压力更大,

解决问题的方法是：

稳的“三稳”——预期、增长和就业；
(预期排在首位，更为关键)

宏观调控上，要强化宏观政策逆周期和跨周期调节；

稳健的货币政策
(社会融资规模、货币供应量同经济增长和价格水平预期目标相匹配,认识到了物价低迷的问题严重性);

（增强宏观政策取向一致性，把非经济性政策纳入宏观政策取向一致性评估——可能会有创新性的政策措施出台，加强经济宣传和舆论引导，唱响中国经济光明论。）



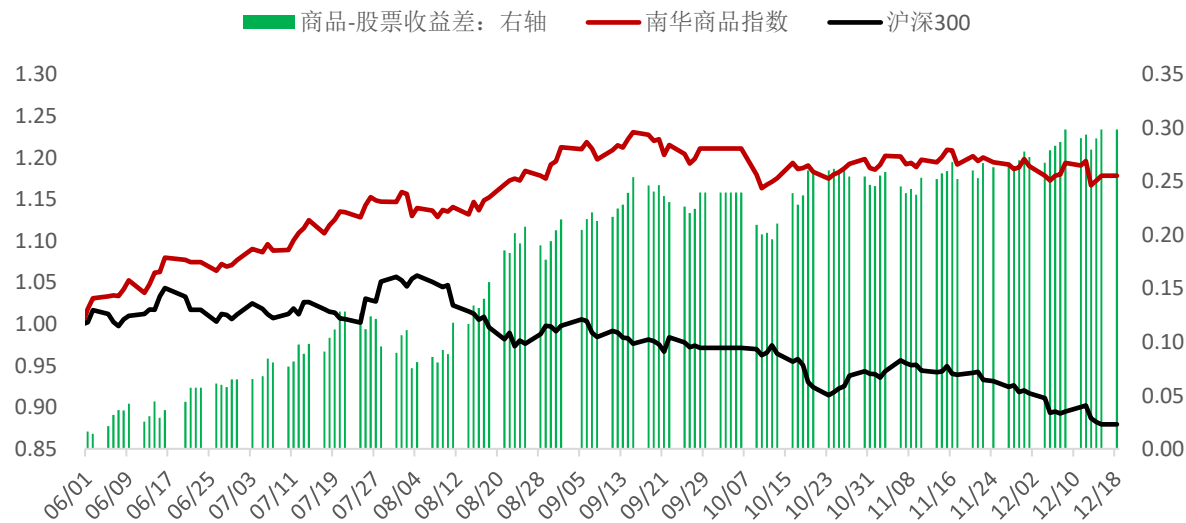
我国11月宏观经济数据：生产端稳健，地产出口拖累，物价低迷

指标	预期差	202311F	202311	202310	202309	202308	202307	202306	202305	202304	202303	202302	202301	202212	近一年变动趋势
CPI(%)	↓ -0.39	-0.11	-0.50	-0.20	0.00	0.10	-0.30	0.00	0.20	0.10	0.70	1.00	2.10	1.80	
PPI(%)	↓ -0.20	-2.80	-3.00	-2.60	-2.50	-3.00	-4.40	-5.40	-4.60	-3.60	-2.50	-1.40	-0.80	-0.70	
工业增加值(%)	↑ 0.92	5.68	6.60	4.60	4.50	4.50	3.70	4.40	3.50	5.60	3.90	18.77	-9.79	1.30	
固定资产投资:累计(%)	↑ 0.05	2.85	2.90	2.90	3.10	3.20	3.40	3.80	4.00	4.70	5.10	5.50	--	5.10	
制造业:累计(%)	↑ 0.10	6.20	6.30	6.20	6.20	5.90	5.70	6.00	6.00	6.40	7.00	8.10	--	9.10	
基础设施建设:累计(%)	↑ 0.16	7.80	7.96	8.27	8.64	8.96	9.41	10.15	9.53	9.80	10.82	12.18	--	11.52	
房地产开发:累计(%)	↑ 0.03	-9.43	-9.40	-9.30	-9.10	-8.80	-8.50	-7.90	-7.20	-6.20	-5.80	-5.70	--	-10.00	
社会消费品零售(%)	↓ -2.51	12.61	10.10	7.60	5.50	4.60	2.50	3.10	12.70	18.40	10.60	3.50	--	-1.80	
进口(%)	↓ -4.18	3.58	-0.60	3.00	-6.20	-7.20	-12.10	-6.80	-5.00	-8.60	-1.80	4.50	-20.90	-7.53	
出口(%)	↓ -0.24	0.74	0.50	-6.40	-6.10	-8.40	-14.10	-12.20	-7.30	7.60	11.10	-2.70	-11.90	-12.59	
贸易差额(亿美元)	↑ 87.18	596.82	684.00	565.28	775.79	678.15	797.56	695.00	653.77	860.57	774.67	119.85	919.77	690.07	
M2(%)	↓ -0.07	10.07	10.00	10.30	10.30	10.60	10.70	11.30	11.60	12.40	12.70	12.90	12.60	11.80	
人民币贷款:新增(亿元)	↓ -1150.00	12050.00	10900.00	7384.00	23100.00	13600.00	3459.00	30500.00	13600.00	7188.00	38900.00	18100.00	49000.00	14000.00	
人民币贷款(%)	↓ -0.23	11.03	10.80	10.90	10.90	11.10	11.10	11.30	11.40	11.80	11.80	11.60	11.30	11.10	
社会融资规模:新增(亿元)	↑ 1.17	24545.83	24547.00	18441.00	41326.00	31279.00	5366.00	42262.00	15550.00	12249.00	53867.00	31610.00	59956.00	13058.00	
社会融资规模存量(%)	↓ -0.03	9.43	9.40	9.30	9.00	9.00	8.90	9.00	9.50	10.00	10.00	9.90	9.40	9.60	
美元/人民币	↓ -0.19	7.29	7.10	7.18	7.18	7.18	7.13	7.23	7.08	6.92	6.87	6.95	6.76	6.97	
PMI	--	--	49.40	49.50	50.20	49.70	49.30	49.00	48.80	49.20	51.90	52.60	50.10	47.00	
城镇调查失业率(%)	→ 0.00	5.00	5.00	5.00	5.00	5.20	5.30	5.20	5.20	5.20	5.30	5.60	5.50	5.50	

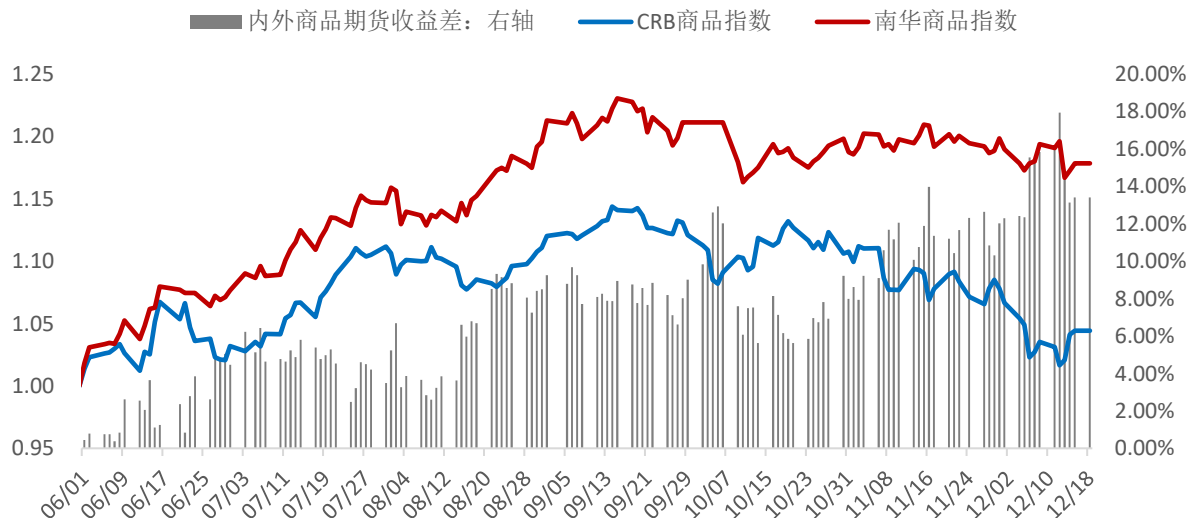
商品内强外弱风格，资金跷跷板效应需要持续追踪关注

最近一周，商品内强外弱的风格出现收敛，海外美债利率下行缓解了对大宗商品需求端的压制，国际定价商品迎来上扬，国内则源于恶劣天气与政策会议落地不及预期带来回吐行情，国内定价商品大幅回撤，继而导致商品内强外弱的风格出现明显收敛。与此同时，股市依旧彰显着更长时间维度的悲观预期，继而推升商品与股市的收益差不断拉大。

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，最近一周该特征出现明显的收敛



本周关注

1. 12月18日待定，SPPOMA将公布2023年12月1-15日马棕油产量预估。市场预计12月马棕油产量环比将下滑，因为当前处于季节性减产周期。
2. 12月19日待定，国内成品油开启新一轮调价窗口。据金联创测算，截至12月14日第七个工作日，参考原油品种均价变化率，对应的国内汽柴油零售价应下调440元/吨，即每升汽柴油价格下调3毛多。
3. 12月20日3:30，NYMEX纽约原油1月期货受移仓换月影响，3:30完成场内最后交易，凌晨6:00完成电子盘最后交易。此外，部分交易平台美油合约到期时间通常较NYMEX官方提前一天
4. 12月20日9:15，中国将公布至12月20日一、五年期贷款市场报价利率。据北京商报，按照以往惯例，本次人民银行维持MLF利率稳定，短期内LPR下调的可能性偏低。正如温彬指出，12月MLF利率保持稳定下，本月LPR报价预计维持不变。
5. 12月20日待定，ITS/Amspec/SGS公布12月1-20日马来西亚棕榈油出口数据。ITS公布的数据显示，12月1-15日马棕油出口量为591490吨，环比下降13.6%；AmSpec公布的数据显示，12月1-15日马棕油出口量为620613吨，环比下降3.87%。
6. 12月20日待定，国际铝业协会（IAI）将公布11月全球原铝产量、中国原铝产量。此前数据显示，10月份全球原铝产量为611.6万吨，去年同期为588.6万吨；10月原铝日均产量为19.73万吨；10月中国原铝产量为365.0万吨。
7. 12月21日21:30，美国将公布第三季度实际GDP年化季率终值。此前美国公布第三季度实际GDP年化季率修正值为5.2%，为近两年来最快增速。
8. 12月21日待定，SPPOMA将公布2023年12月1-20日马棕油产量预估。此前数据显示，2023年12月1-10日马来西亚棕榈油单产减少18.43%，出油率增加0.08%，产量减少18.01%。由于当前棕榈油处于季节性低产期，关注产量预估是否延续下滑趋势。
9. 12月22日21:30，美国将公布11月核心PCE物价指数月率、11月核心PCE物价指数年率。美联储青睐的通胀指标核心PCE物价指数10月同比增速从去年7.1%的峰值降至3%，距离美联储2%的目标仅一步之遥。关注此次数据的变化。
10. 12月22日，因美国圣诞假期，美国洲际交易所（ICE）旗下布伦特原油期货合约交易提前于北京时间23日04:00结束。

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



冠通期货
Guantong Futures

慎初笃行为冠 逐鹿得人则通

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