



华安证券

HUAAN SECURITIES

证券研究报告

2024年12月2日

注重政策发力方向的确定性与结构性影响

一大类资产配置月报第41期：2024年12月

分析师：郑小霞

SAC执业证书号：S0010520080007 联系方式：zhengxx@hazq.com

分析师：张运智

SAC执业证书号：S0010523070001 联系方式：zhangyz@hazq.com

核心结论：注重政策发力方向的确定性与结构性影响

大类	项目	本期：2024-11-29至2024-12-27			上期：2024-10-25至2024-11-29	
		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	↓	12月上下有控，向下有支撑、市场仍然维持活跃寻找机会，同时显著向上动能有待观察。	3299.7-->3326.46	0.81%
	创业板指	震荡上行	→		2238.9-->2224	-0.67%
	成长(风格.中信)	震荡上行	↑	经济复苏与国内流动性宽松延续，政策端继续加码支撑，短期内 成长风格和消费风格具备相对优势 ，周期与金融风格还需政策效果传导。配置上，经济工作会议有望成为成长科技主题向消费和地产阶段性机会切换的重要催化剂。	6085.06-->6284.47	3.28%
	周期(风格.中信)	震荡下行	↓ ↓		4507.62-->4540.9	0.74%
	金融(风格.中信)	震荡	↓		8117.32-->8192.69	0.93%
	消费(风格.中信)	震荡上行	↑		10058.13-->10207.48	1.48%
NASDAQ指数	震荡上行	↑	特朗普以美国优先，推动制造业订单回流美国，继续支撑美股，在纳指和道指中相对看好道指。	18518.61-->19218.17	3.78%	
DSJ平均指数	震荡上行	↑		42114.4-->44910.65	6.64%	
债券	1Y国债到期收益率 (%)	震荡下行	↓	年内降息概率较低，短端利率继续维持低位。中央经济工作会议预计符合预期，长端利率维持震荡。	1.417-->1.37	-5BP
	10Y国债到期收益率 (%)	震荡	↓		2.154-->2.021	-13BP
	2Y美债收益率 (%)	震荡上行	↑ ↑	实际利率期限负利差延续收窄态势，长端利率可能不会跟随短端利率下行，此前2Y美债对降息的乐观预期可能得到修正	4.11-->4.13	2BP
	10Y美债收益率 (%)	震荡	→		4.25-->4.18	-7BP
大宗商品	布伦特原油 (美元/桶)	震荡下行	→	逆全球化与美联储鹰派加剧需求担忧，全球大宗商品价格延续承压，但考虑到通胀对黄金价格的提振作用，中长期相对看好黄金价格。	71.78-->68	-5.27%
	COMEX铜 (美元/磅)	震荡下行	→		4.337-->4.082	-5.87%
	COMEX黄金 (美元/盎司)	震荡下行	↓ ↓		2742.4-->2649	-3.41%
	南华工业品指数	震荡	↓	10月宏观经济数据明显改善，但11月高频数据显示经济复苏并未出现加速态势。考虑到过去两年以来，政策对于国内大宗商品提振随着政策效果边际走弱而同步走弱，因而新一轮政策出台前对国内大宗商品价格维持谨慎。地产定调“严控增量”下低配地产上游螺纹钢和玻璃。	3816.15-->3783.5	-0.86%
	南华螺纹钢指数	震荡下行	↓		1217.03-->1196.12	-1.72%
南华农产品指数	震荡	→	1078.73-->1085.75		0.65%	
南华玻璃指数	震荡下行	↓ ↓	1822.33-->1706.15		-6.38%	
汇率	美元指数	震荡上行	→	美联储放缓降息概率大增，美元继续走强。中美利差“倒挂”有所收窄，人民币贬值压力有所减轻。	104.32-->105.78	1.40%
	美元兑人民币	震荡	→		7.12-->7.23	1.56%

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”是指预期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。

配置建议：美联储降息节奏继续放缓，超配美股、美元，低配大宗品

1 美联储降息节奏恐继续放缓

2 中央经济工作会议定调大概率符合市场预期

3 国内经济延续复苏，但并未提速

本期：2024-11-29至2024-12-27			大类	项目	本期：2024-11-29至2024-12-27		
高配	标配	低配			高配	标配	低配
			国内股指	上证指数		✓	
				创业板指	✓		
	✓			成长(风格.中信)	✓		
				周期(风格.中信)			✓
				金融(风格.中信)		✓	
				消费(风格.中信)	✓		
✓			美股股指	NASDAQ指数	✓		
				DSJ平均指数	✓		
			国债	1Y国债到期收益率 (%)	✓		
	✓			10Y国债到期收益率 (%)		✓	
			美债	2Y美债收益率 (%)			✓
		✓		10Y美债收益率 (%)		✓	
			国际大宗商品	布伦特原油 (美元/桶)			✓
		✓		COMEX铜 (美元/磅)			✓
				COMEX黄金 (美元/盎司)			✓
			国内大宗商品	南华工业品指数		✓	
				南华螺纹钢指数			✓
		✓		南华农产品指数	✓		
				南华玻璃指数			✓
✓			汇率	美元指数	✓		
				美元兑人民币		✓	

资料来源：Wind，华安证券研究所整理。注：表内所指投资建议汇率中“高配”是指高配外汇。

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。

目录

1 配置逻辑：注重政策发力方向确定性与结构性

2 权益：上下有控，向下有支撑

3 利率：分歧加大，静待更多政策指引

4 大宗：静待新一轮政策或基本面提振

5 汇率：美联储放缓降息继续支撑美元

12月美联储议息会议预计降息25BP，但就后续降息路径维持鹰派态度

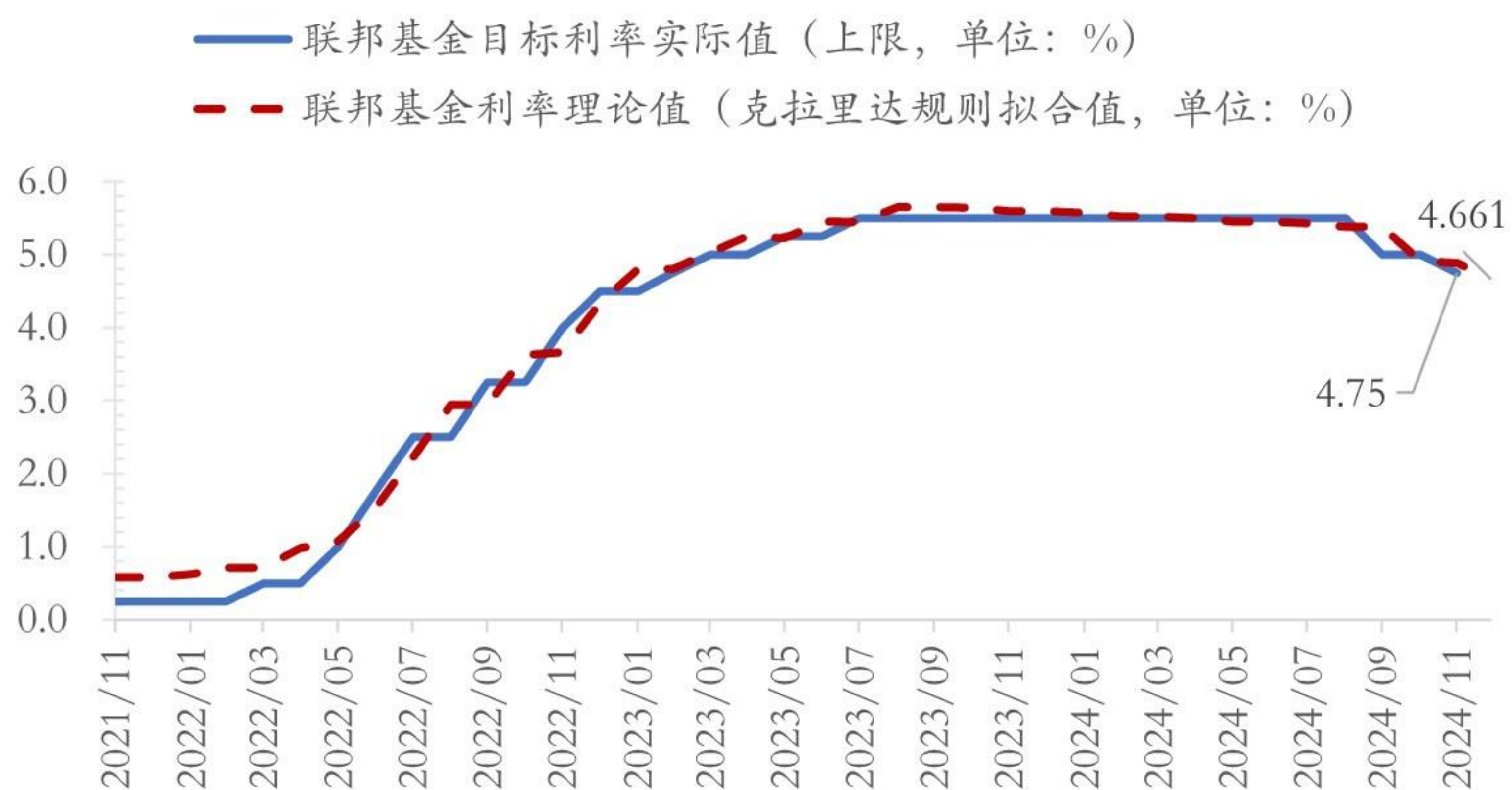
▶ 12月美联储议息会议预计降息25BP，但就后续降息路径维持鹰派态度。一方面，11月美联储议息会议纪要表明，尽管部分官员表示，如果通胀居高不下，美联储可能暂停宽松政策，并将政策利率维持在限制性水平，但美联储依旧表示如果经济数据与预期整体一致，逐步降息可能是适当的，而从通胀展望来看，美联储维持2026年核心通胀回落至2%的判断，对通胀缓解持有信心继续支撑12月降息25BP。另一方面，作为美联储测算理论利率指引的美国核心PCE同比连续两个月反弹，10月核心PCE再度回升至2.8%，也给美联储放缓降息节奏提供了较强支撑。如我们在年度策略报告《试玉满三，辩才有期》（2024-11-18）中，如特朗普当选美国总统，较强的通胀压力也可能导致美联储继续维持鹰派政策，并使得2025年末美联储将利率水平维持在4%上方，进一步削弱2025年降息空间。

美联储利率观测器显示市场押注2025年中利率降至4%



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：11月29日。

克拉里达规则下，12月理论利率指引略偏向于不降息



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。

国内经济基本面延续改善，但边际有所放缓

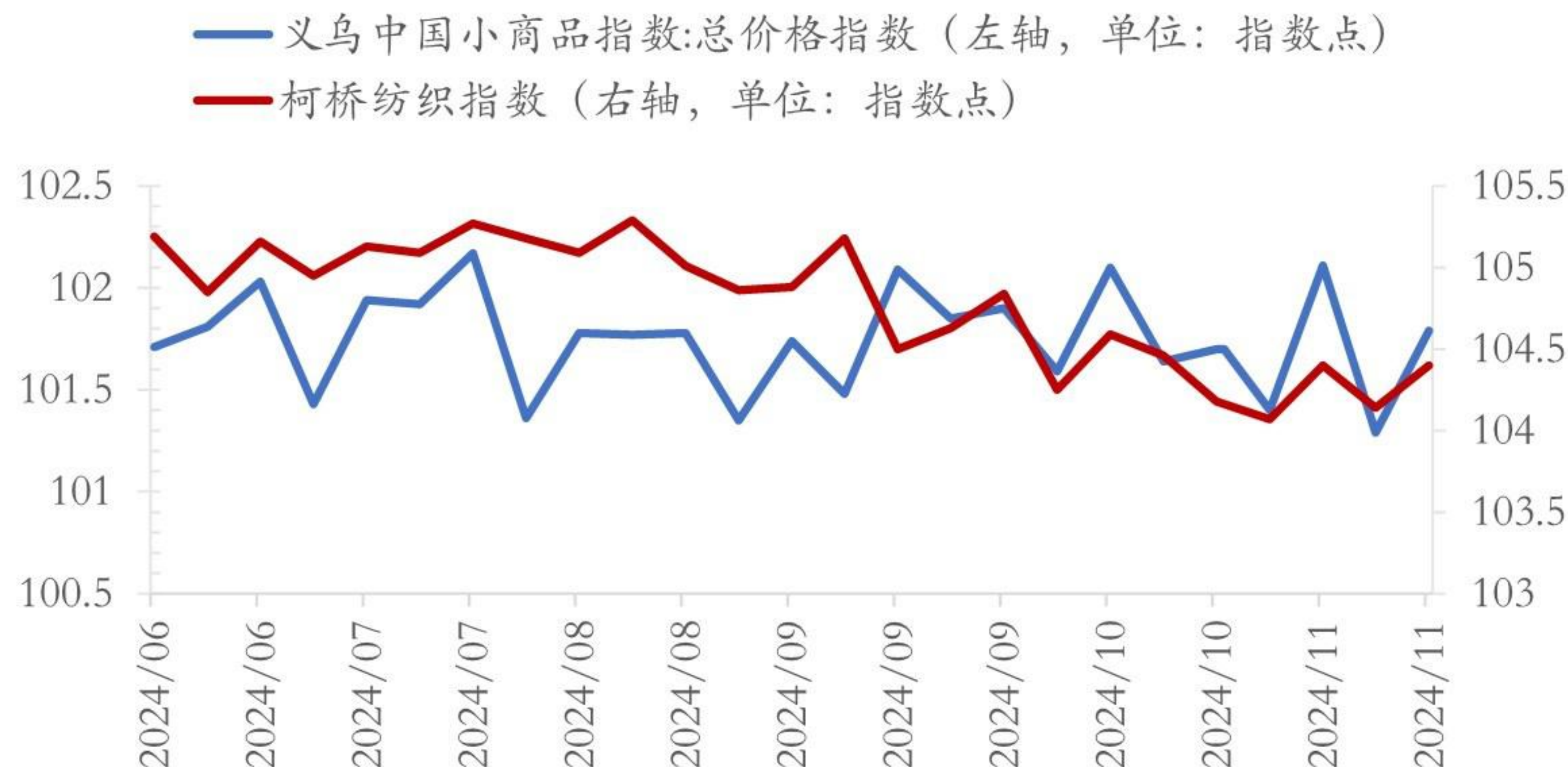
- 经济基本面延续改善，但边际有所放缓。**10月政策密集落地后经济基本面延续改善态势，但进入11月后政策效果边际有所放缓，其中商品需求、生产端与出口增速小幅走弱。预计11月社零同比增长4.6%，固定资产投资累计同比增长3.4%，其中制造业投资累计同比9.2%、基建投资增速4.2%、地产投资增速-10%，出口同比7.5%；CPI同比0.4%、PPI同比-2.7%。
- 以旧换新政策继续推动商品消费改善，基数回落推动服务类消费同比增速回升。**11月前三周乘用车批发和零售当周日均销量平均值分别为8.26万辆和6.99万辆，受汽车以旧换新政策刺激，11月维持较高增速，同比分别增长33.4%和28.6%，但较上月相比变化不大。商品价格稳中略有下降，义乌小商品价格指数围绕101.6波动、略有下降，柯桥纺织价格指数较上月的104.4略有回落至104.3。服务类消费受益于基数下行推动增速有所改善，11月电影票房周周均收入较去年同期上涨6.5%、增速由负转正，观影人数同比上涨7.88%。

乘用车销量同比延续改善



资料来源: Wind, 华安证券研究所。单位: %

小商品价格与柯桥纺织价格指数震荡企稳



资料来源: Wind, 华安证券研究所。单位: 点

11月PMI在荣枯线上延续改善

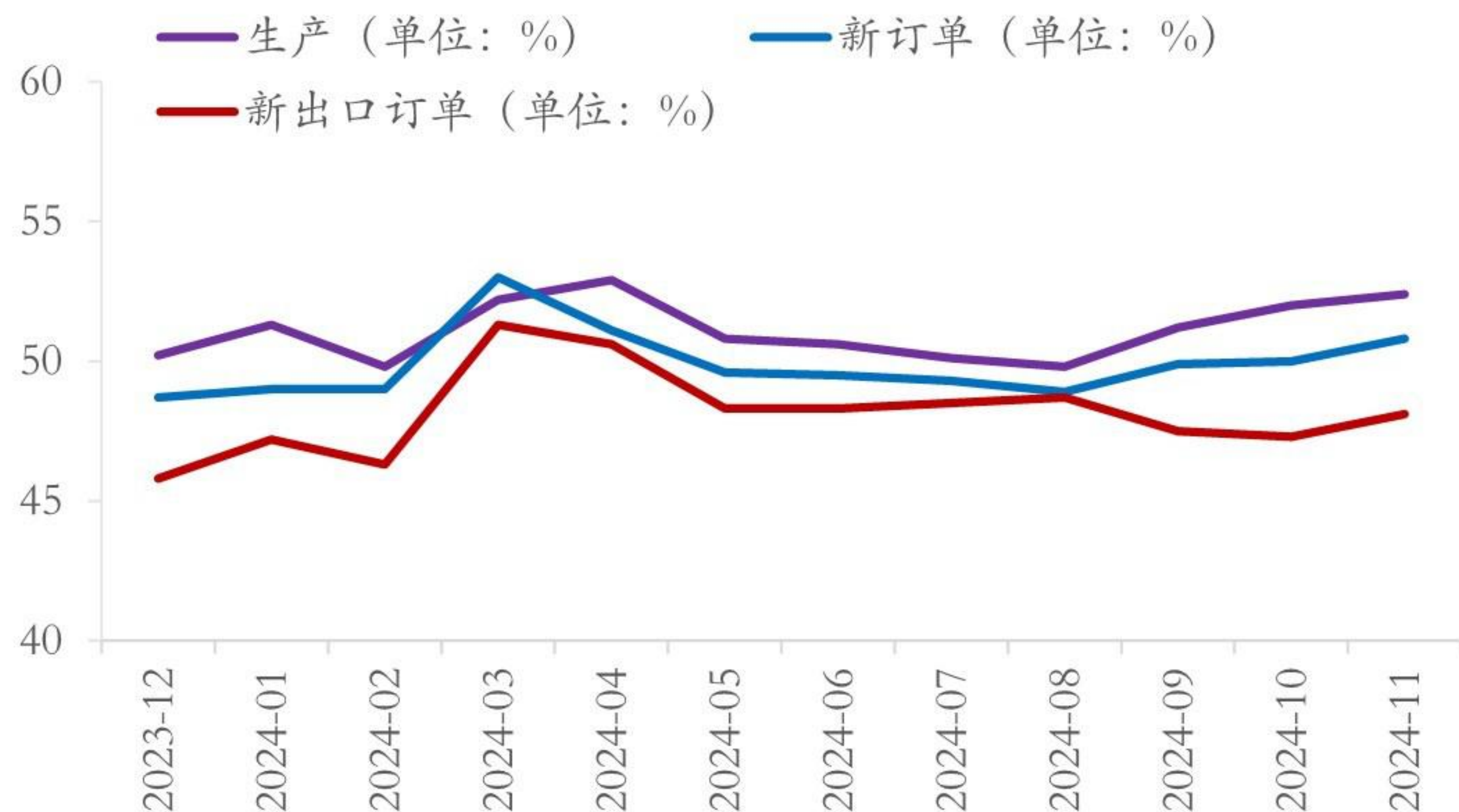
▶ **11月PMI在荣枯线上延续改善。**11月制造业PMI为50.3%，较上月回升0.2个百分点，前期政策密集发力下、市场信心有所改善。

 ①**供需两端共同向好。**新订单指数、新出口订单指数提高0.8个百分点，指内需有所改善、外需维持高景气度。受需求提振，11月生产指数为52.4%，较上月提高0.4个百分点。

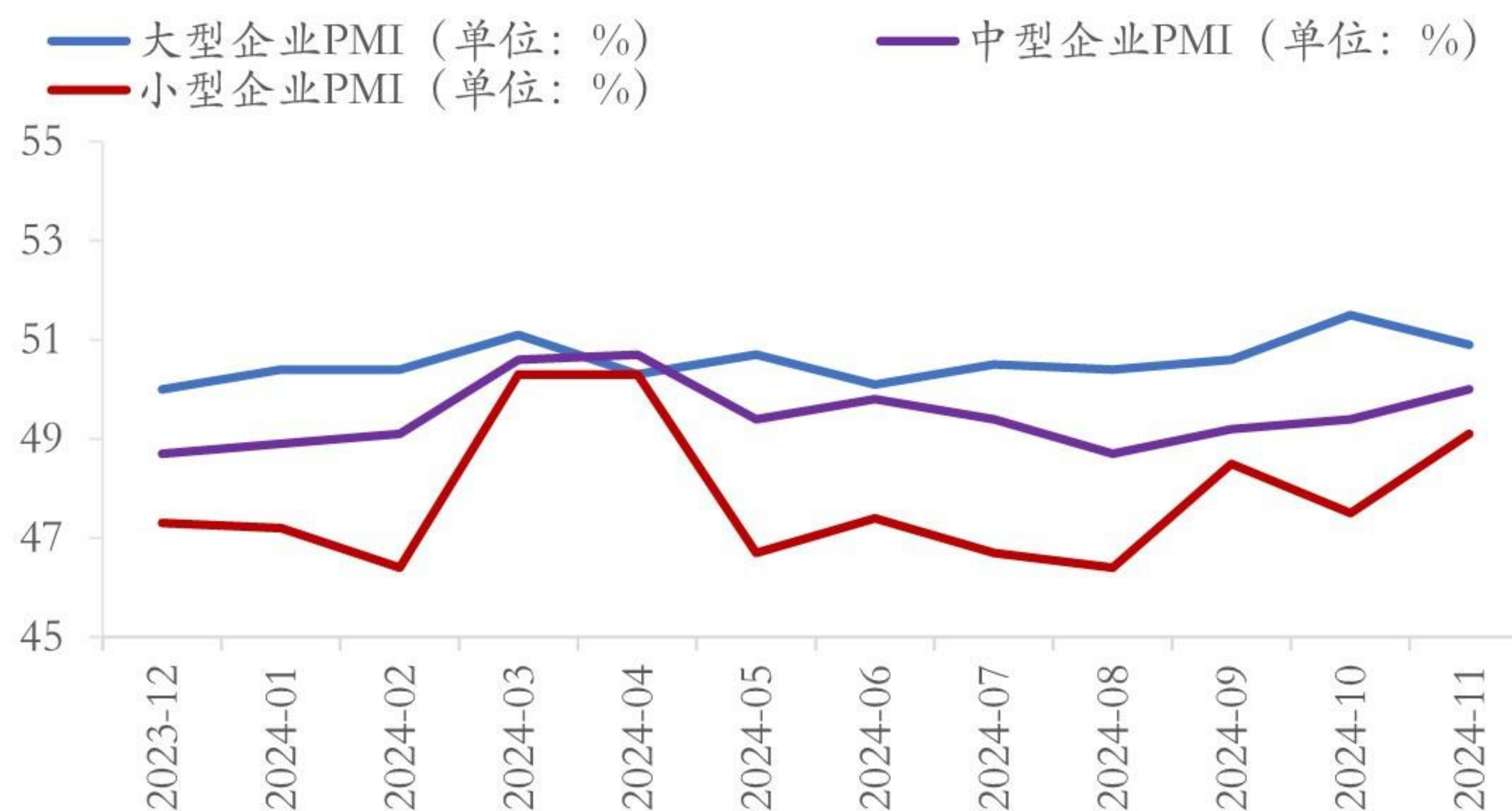
 ②**就业压力仍不容忽视。**11月从业人员为48.2%，虽然较上月下降0.2个百分点。

 ③**服务业复苏弱于制造业。**11月份，服务业PMI为50.1%，与上月持平。从行业看，电信广播电视及卫星传输服务、互联网软件及信息技术服务、货币金融服务、资本市场服务、保险等行业商务活动指数均位于55.0%以上较高景气区间。但建筑业PMI跌破荣枯线，或表明基建与地产仍有待提振。值得注意的是，小型企业PMI较上月提升1.6个百分点至49.1%，表明当前市场主体信心有所改善。

11月PMI供需两端同步改善



小型企业PMI明显回暖，大型企业PMI下降



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: %。

目录

1 配置逻辑：注重政策发力方向确定性与结构性

2 权益：上下有控，向下有支撑

3 利率：分歧加大，静待更多政策指引

4 大宗：静待新一轮政策或基本面提振

5 汇率：美联储放缓降息继续支撑美元

2.1 国内权益：上下有控，向下有支撑、显著向上动能有待观察

- 我们在12月策略月报《青山胜景处，换舟续前行》（2024-12-01）中指出，12月市场向下有支撑、继续维持活跃寻找机会的热情，但显著向上动能也有待观察，结构性机会较为突出，重点关注经济工作会议定调和基本面改善持续性。配置上，经济工作会议有望成为成长科技主题向消费和地产阶段性机会切换的重要催化剂。①经济工作会议前有望继续活跃的成长科技，包括电子、通信、电新。②内需重要性提升下，有估值或景气修复的消费品，包括医药、餐饮旅游、农牧、汽车、家电。③地产政策有望更加积极，提振地产链包括地产和下游家装、家居、家电、汽车。
- 从因子分析角度来看，经济复苏与国内流动性宽松延续，政策端继续加码支撑，短期内成长风格和消费风格具备相对优势，周期与金融风格还需政策传导。

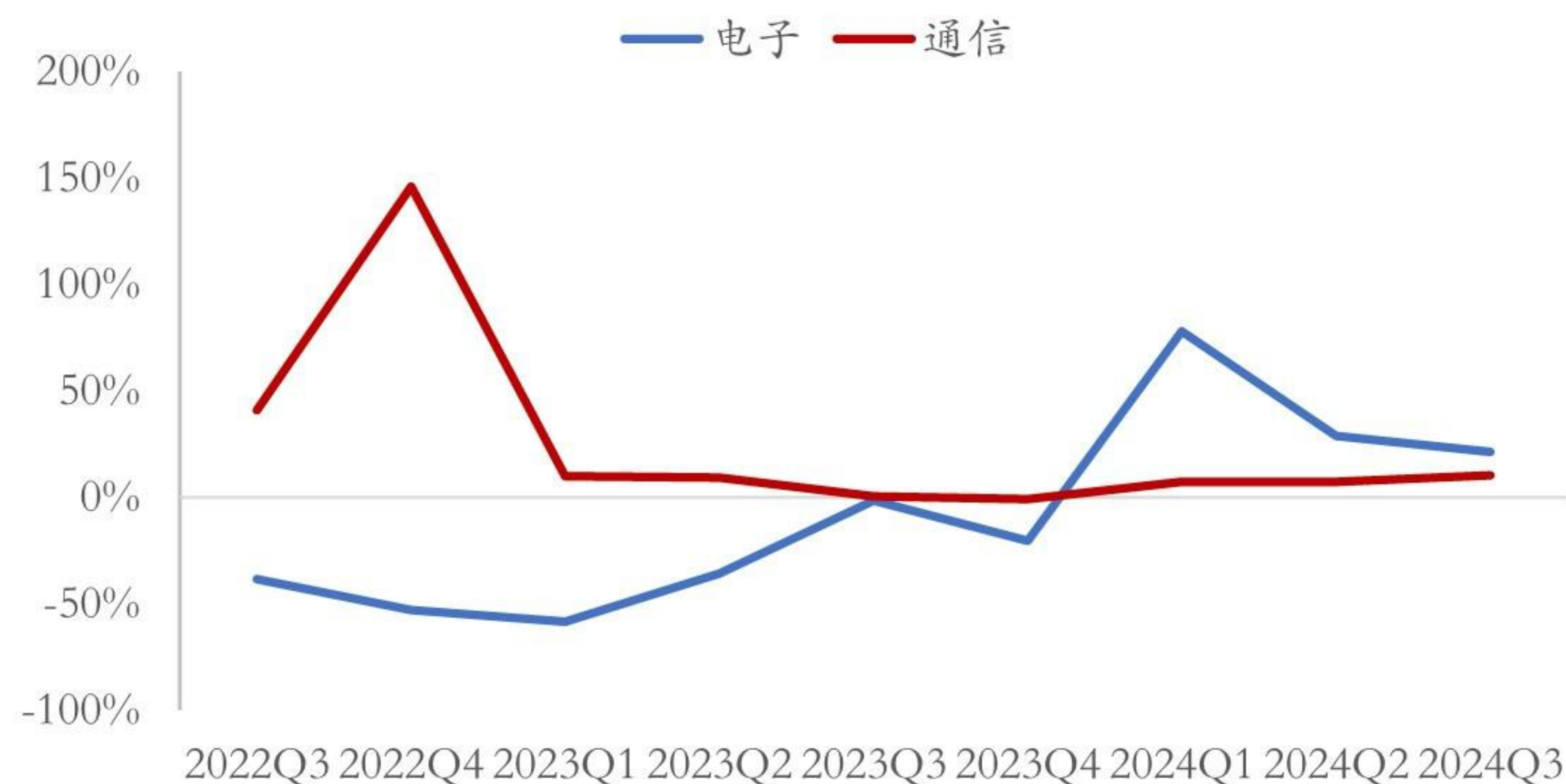
因子分析显示，上证指数相对占优，周期与金融风格占优

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)	-0.05	-0.21	-0.23	-0.26	-0.19	-0.38	-0.35
长短利差变动 (10Y-1Y国债)	-0.01	-0.03	-0.09	-0.10	-0.03	-0.05	-0.10
短端利率变动 (2Y美债)	0.29	-0.61	-2.10	-1.10	-0.07	-0.82	-1.21
长短利差变动 (10Y-2Y美债)	-0.02	-0.02	-0.04	-0.05	-0.06	-0.01	-0.02
M2同比差值变动	0.70	-0.03	1.31	0.51	-0.36	-0.97	0.19
社融同比差值变动	-0.20	0.02	0.43	0.13	0.15	0.19	-0.06
新发基金规模 (自然对数)	7.32	-1.42	-3.74	-4.83	-1.09	-2.05	-4.64
合计		-2.30	-4.46	-5.69	-1.65	-4.10	-6.19

2.1 国内权益 (1) : 会前预期+交投情绪仍温尚存的成长科技板块

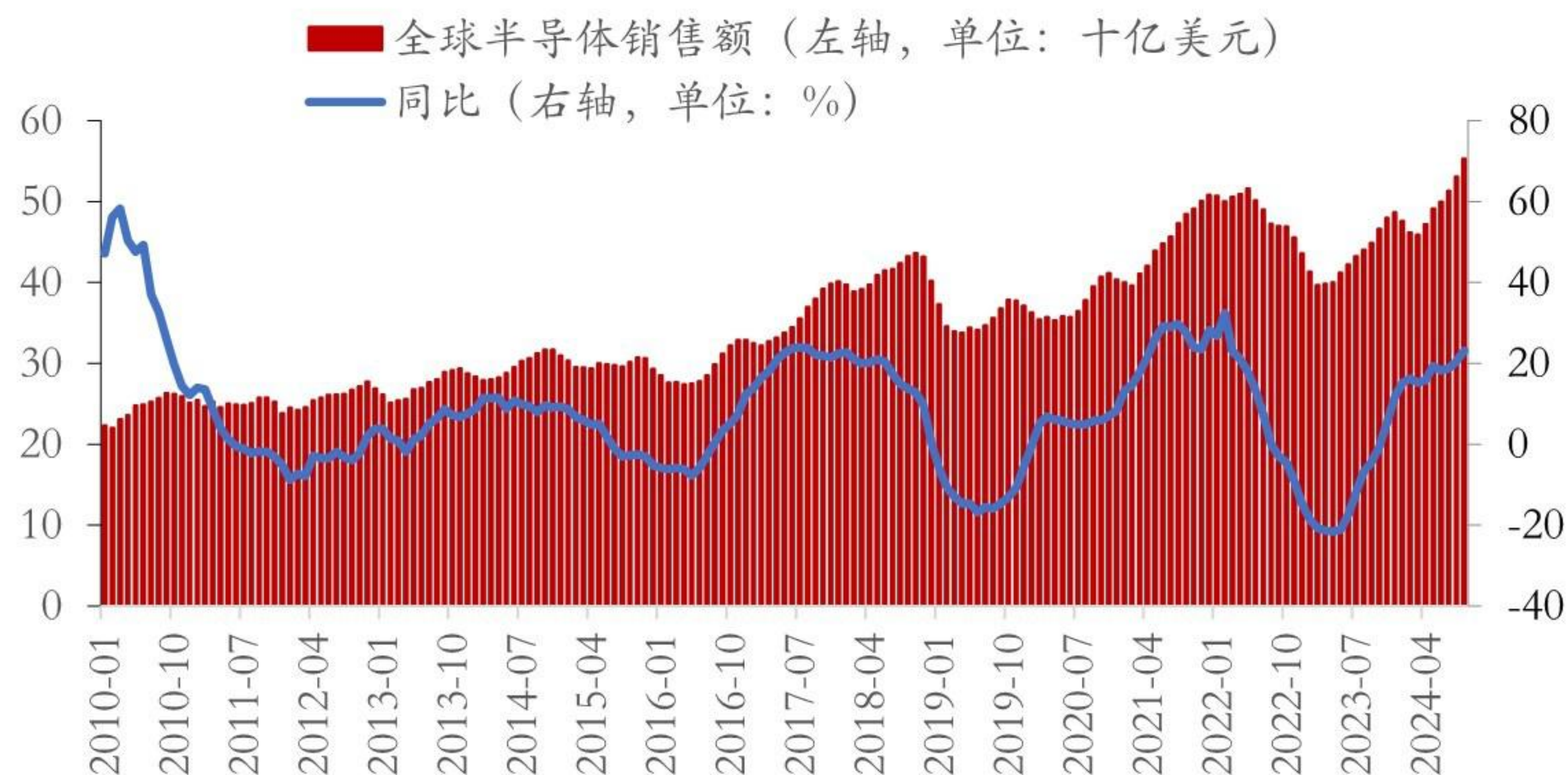
- 自主可控主题持续发酵。**11月6日特朗普宣布赢得2024年美国大选后台积电紧随后于11月11日宣布对中国大陆断供7NM及更先进制程的芯片。美国对华在科技领域的封锁限制措施近年来持续出台，并且在特朗普宣布当选后预计将会加速，未来或通过“实体清单”等方式持续扩大限制范围，我国AI、半导体领域的国产替代、自立自强更加紧迫。
- 需求端继续扩张，景气仍处于上行期。**今年下半年以来，多家半导体行业龙头表示AI相关需求非常强劲，近日英伟达CEO黄仁勋表示新产品Blackwell状况良好，Q4的出货量会比Q3甚至明年1季度多。电子、通信板块在AI的带动下以及消费电子需求复苏的大背景下，

2024Q3电子、通信盈利保持较高增速



资料来源: Wind, 华安证券研究所。单位: %。

半导体需求维持高增



资料来源: Wind, 华安证券研究所。

2.1 国内权益 (1) : 关注供需端均受提振的锂电等电力设备方向

- 锂电方面**，供需端看，截至11月29日，碳酸锂（99.5%电，国产）价格为78180元/吨，虽然近一周以来价格略有回落，但较9月初的低点仍有反弹。近期澳洲方面锂矿减产信号频出，锂矿供给端收缩预期升温。11月22日，宁德时代发布新一代换电站，宣布新型巧克力换电站进入量产上市阶段，短期内起到提振市场预期的作用。
- 光伏方面**，11月工信部对《光伏制造行业规范条件》和《光伏制造行业规范公告管理暂行办法》进行的修订中，提高了光伏投资和技术门槛，但重点是限制是新建产能方向，出清存量项目方面的表述未超或不及预期，产能过剩的局面仍需要行业自我逐步消化，当前市场对明年光伏行业出清的效果仍然较为谨慎。

锂价有所回升，硅料价格未见改善



资料来源：： Wind，华安证券研究所。

光伏装机保持快速增长但边际持续下滑

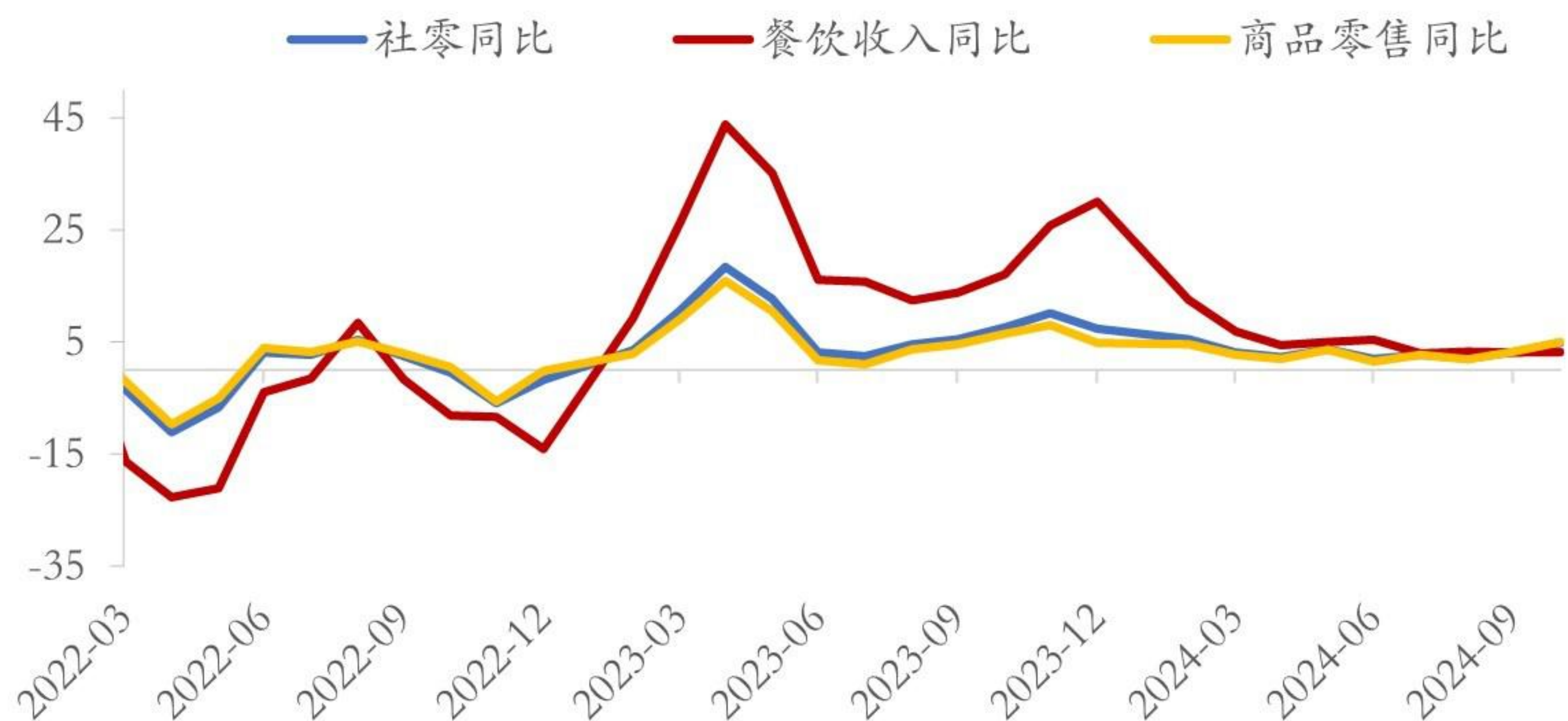


资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。

2.1 国内权益 (2) : 政策向旅游等方向加力叠加临近元旦春节

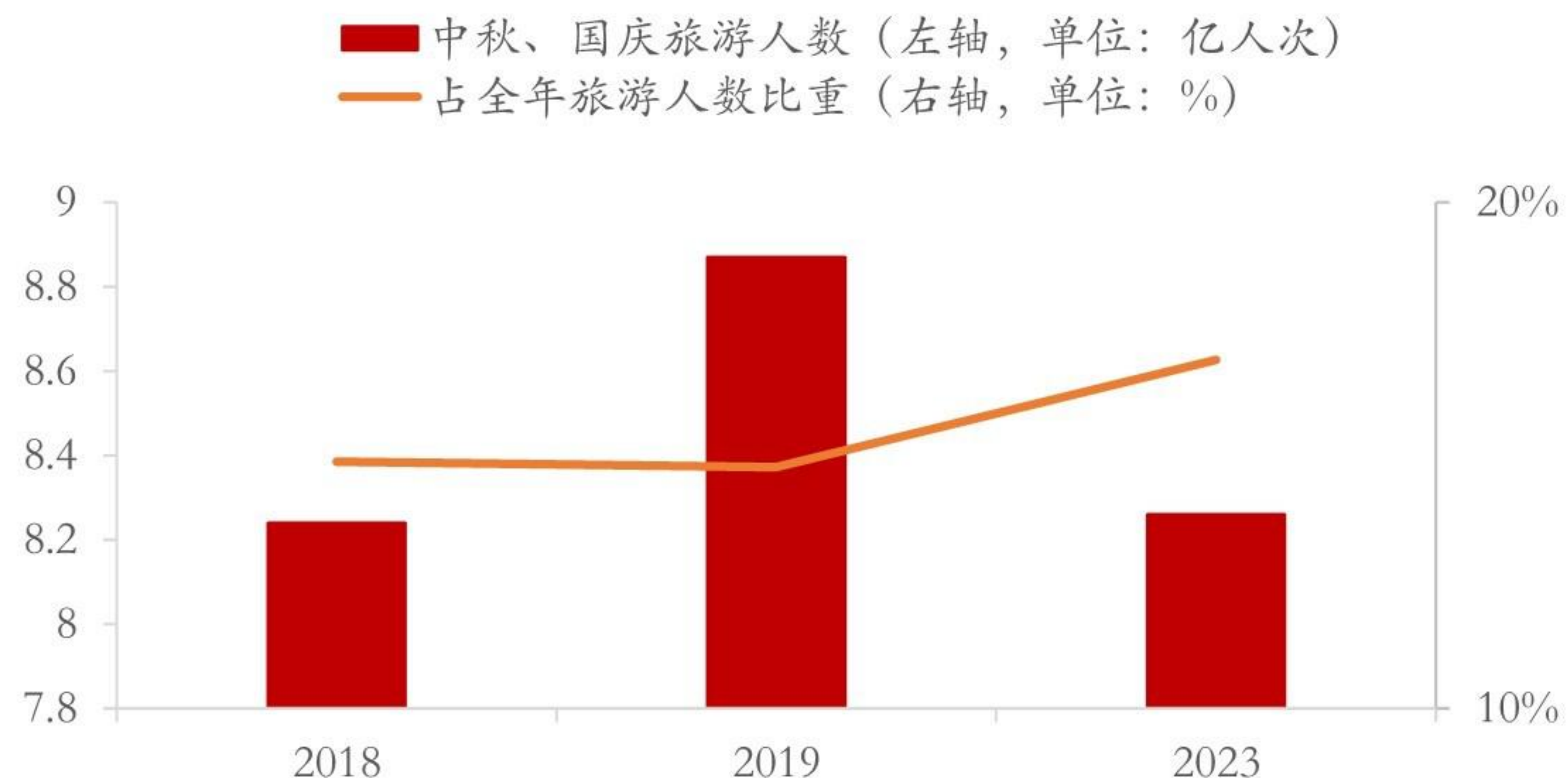
▶ **冰雪旅游经济加快升级、节假日延长等政策提振居民消费。**11月6日，国务院办公厅发布《关于以冰雪运动高质量发展激发冰雪经济活力的若干意见》，提出到2027年，冰雪经济总规模达到1.2万亿元，到2030年要达到1.5万亿元。11月12日，国务院发布关于《全国年节及纪念日放假办法》的修改决定，修改后全体公民法定节假日增加2天，一是纳入除夕，二是五一劳动节延长一天，对法定节假日假期前后连续工作时间也做出了不超过6天的明确指导。我国旅游、餐饮需求通常于节假日迎来集中释放，如国庆黄金周期间，旅游人数激增带动机票酒店价格涨价、当期白酒销售通常会占全年销量的20%-30%左右，假期的乘数效应非常明显。节假日数量增加后，旅游旺季时间将随之延长，同时有助于景区实现人员管理，熨平波峰波谷，提高接待能力；家庭外出聚餐、宴请等场景也有望增加，利好餐饮旅游业绩改善。

10月社零继续改善



资料来源: Wind, 华安证券研究所。单位: %。

中秋、国庆出游人数能占全年的比例为15%左右

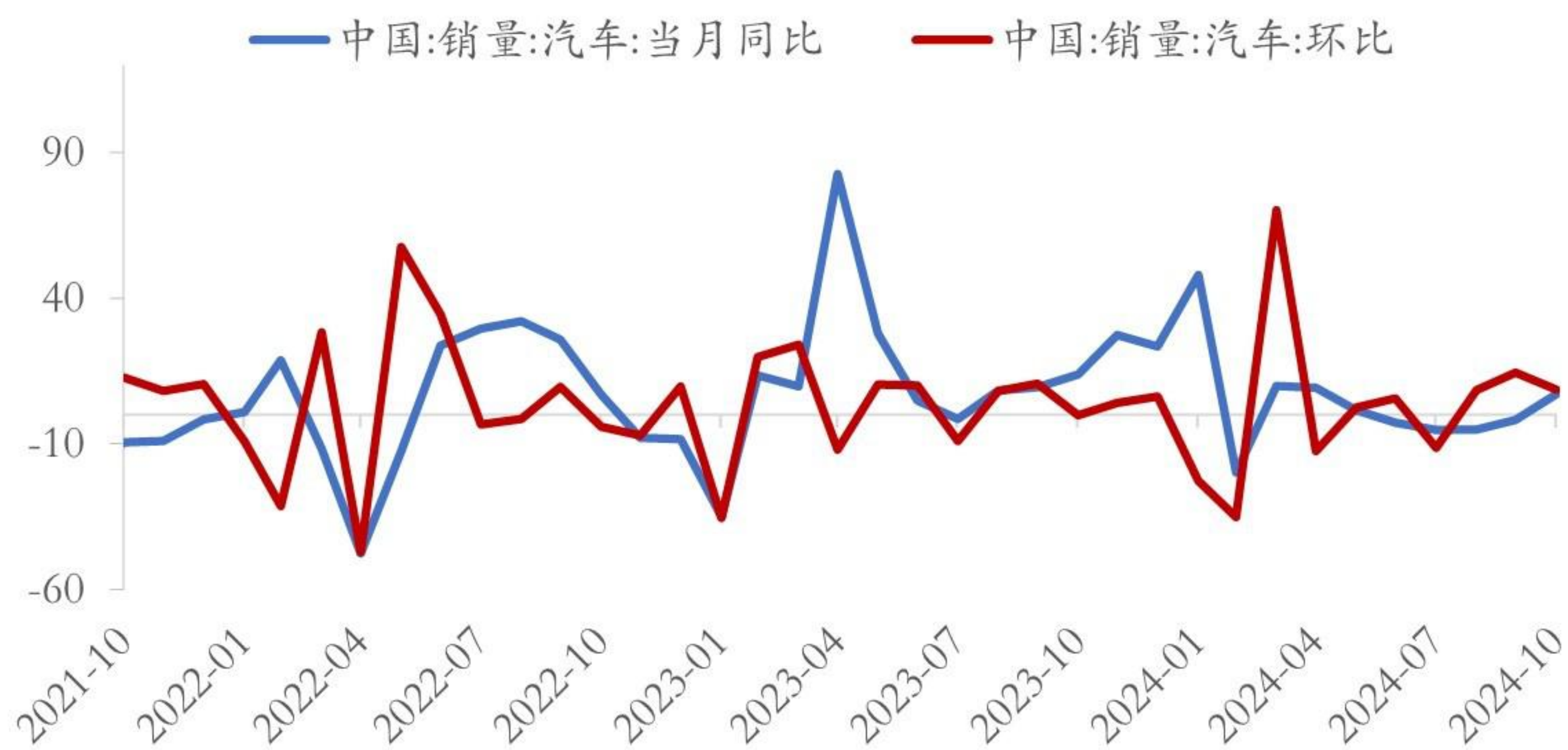


资料来源: Wind, 华安证券研究所。单位: %。

2.1 国内权益 (2) : 两新政策及地产链修复推动汽车、家电需求改善

▶ **两新政策及地产链修复推动汽车、家电需求改善。**在过去2年时间里，家电行业的表现与汽车行业在区间范围内运行类似，上有顶存在地产下游需求弱势的制约、下有底存在出口需求的支撑。当前重磅地产政策不断推出，10月以来地产销售以及一线城市价格有所企稳，处于地产链下游的家电、汽车行业有望跟随受益，掣肘于内销的量价有望上行；近期A股整体估值抬升，β驱动下汽车、家电板块估值也有望持续修复；同时，市场当前的交易情绪热烈，个人投资者积极入市，炒小以及弹性大方向的投资特征突出，当前汽车、家电等行业格局相对清晰的板块属于10-11月行情中的滞涨板块，四季度在两新、地产等政策利好下业绩兜底性不断增强，安全边际已经较高。

汽车销量稳定改善



资料来源: Wind, 华安证券研究所。单位: %。

家电内外销量大幅抬升



资料来源: Wind, 华安证券研究所。单位: %。

2.1 国内权益 (3) : 止跌回稳目标明确, 关注房地产及下游

- 止跌回稳目标指向性明确, 若后续房价未能有效企稳政策将继续出台。**9月底中央政治局会议提出“要促进房地产市场止跌回稳”; 10月份住建部宣布将使用货币化安置等方式新增实施100万套城中村和危旧房改造, 有望带动近亿平的地产市场规模; 11月中旬一线城市均宣布取消普通住宅和非普通住宅标准, 下调契税和增值税, 多举措协同发力继续促进地产端企稳。12月中央政治局会议临近, 地产政策预期再起, 短期内再次出现政策驱动的阶段性行情的概率较高。
- 四季度末家具内外需均有望出现改善。**内需方面, 10月家具类零售额为152亿元, 同比增速为7.4%, 较9月大幅增加7个百分点。由于春节临近对房屋装修需求上升等原因, 历年年末家具一般呈季节性改善趋势, 剔除掉季节效应看, 今年10月较去年同期也明显走强, 在历年12月家具销售旺季且四季度地产有望持续改善的情形下, 家具需求端有望继续回暖。

10月份一线城市房价企稳



资料来源: Wind, 华安证券研究所。单位: %。

10月家具零售额继续改善



资料来源: Wind, 华安证券研究所。

2.2 美股：美联储紧缩预期再起，继续超配道指

▶ 美联储紧缩预期再起，继续超配道指。特朗普以美国优先，推动制造业订单回流美国，继续支撑美股。美股股息率与10Y美债收益率缺口整体变动不大，对估值影响不明显。但美国经济数据维持韧性，叠加市场担忧特朗普上台后引发新一轮再通胀，市场押注美联储政策路径转向鹰派、放缓降息节奏，推动美债利率维持高位，对于成长股估值形成一定抑制。故从因子分析的情况看，在纳指和道指中相对看好道指。

短端利率上行，相对看好道指

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)	0.29	-0.97	0.14
长短利差变动 (10Y-2Y美债)	-0.02	-0.01	-0.02
失业率 (季调) 变动	0.00	0.00	0.00
美国CPI环比	0.10	0.17	-0.04
美国PPI环比	0.20	-0.79	-0.49
合计		-1.60	-0.41

股息率与10Y美债收益率缺口变动不大



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：注重政策发力方向确定性与结构性

2 权益：上下有控，向下有支撑

3 利率：分歧加大，静待更多政策指引

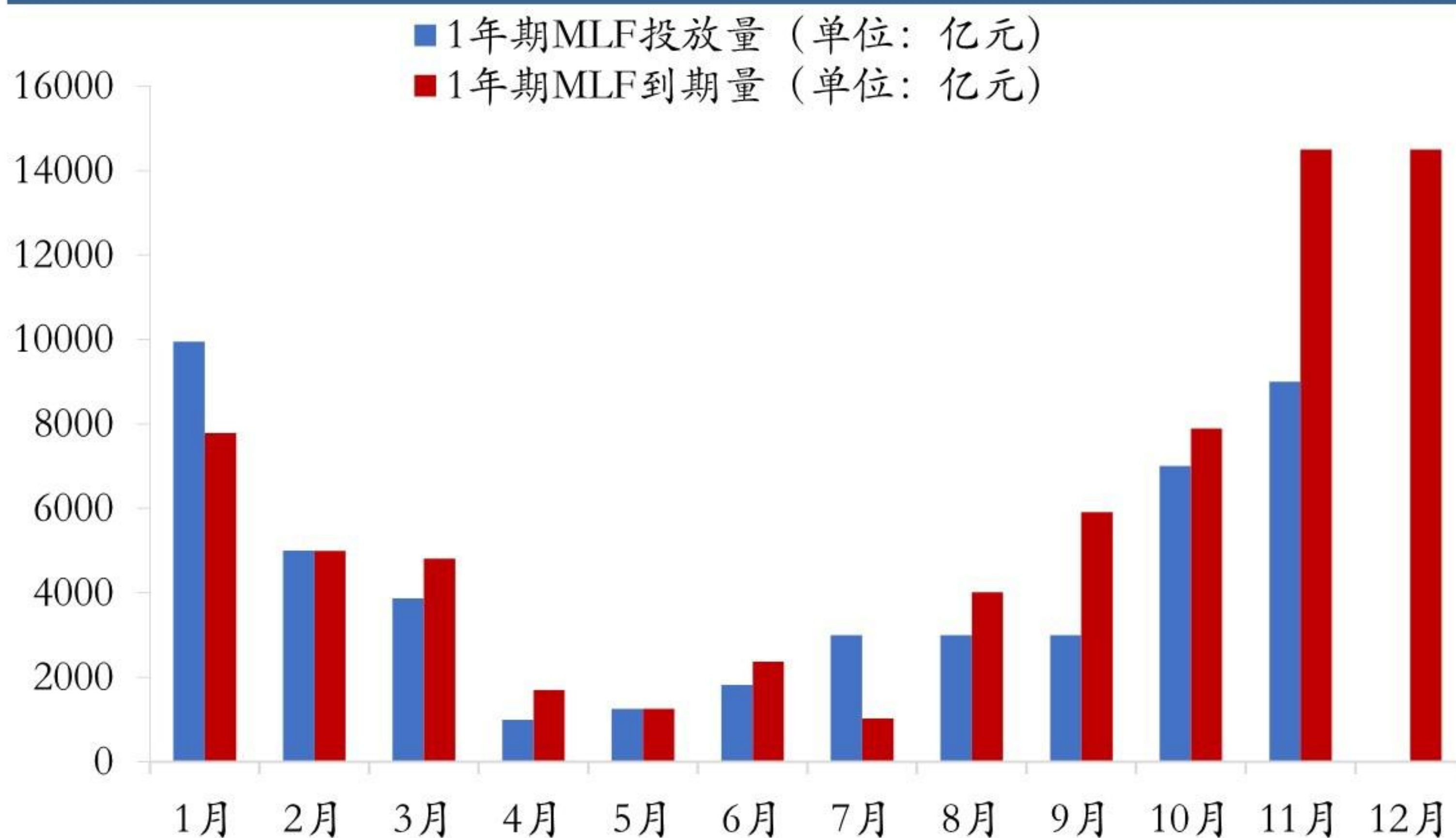
4 大宗：静待新一轮政策或基本面提振

5 汇率：美联储放缓降息继续支撑美元

3.1 国内债券：年内降息概率较低，短端利率继续维持低位

▶ 年内降息概率较低，短端利率继续维持低位。11月20日LPR报价为1年期3.1%、5年期以上3.6%，均与上次持平，并未再度降息。一方面，近期增量政策落地见效，经济运行总体保持回升向好态势，本月调整LPR并无迫切性。另一方面，近期人民币汇率压力再度增大，降息外部掣肘增多。随着特朗普上台推升再通胀、导致美联储放缓降息节奏担忧再起，美元指数和10Y美债利率攀升，美元兑人民币升至7.25附近，人民币汇率压力明显增加，也对降息形成掣肘。但整体宽松基调下，短端利率有望继续维持低位，或略有下降。

年末1年期MLF到期压力有所增加，但影响有限



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：亿元

DR007回落，短端资金面延续宽松



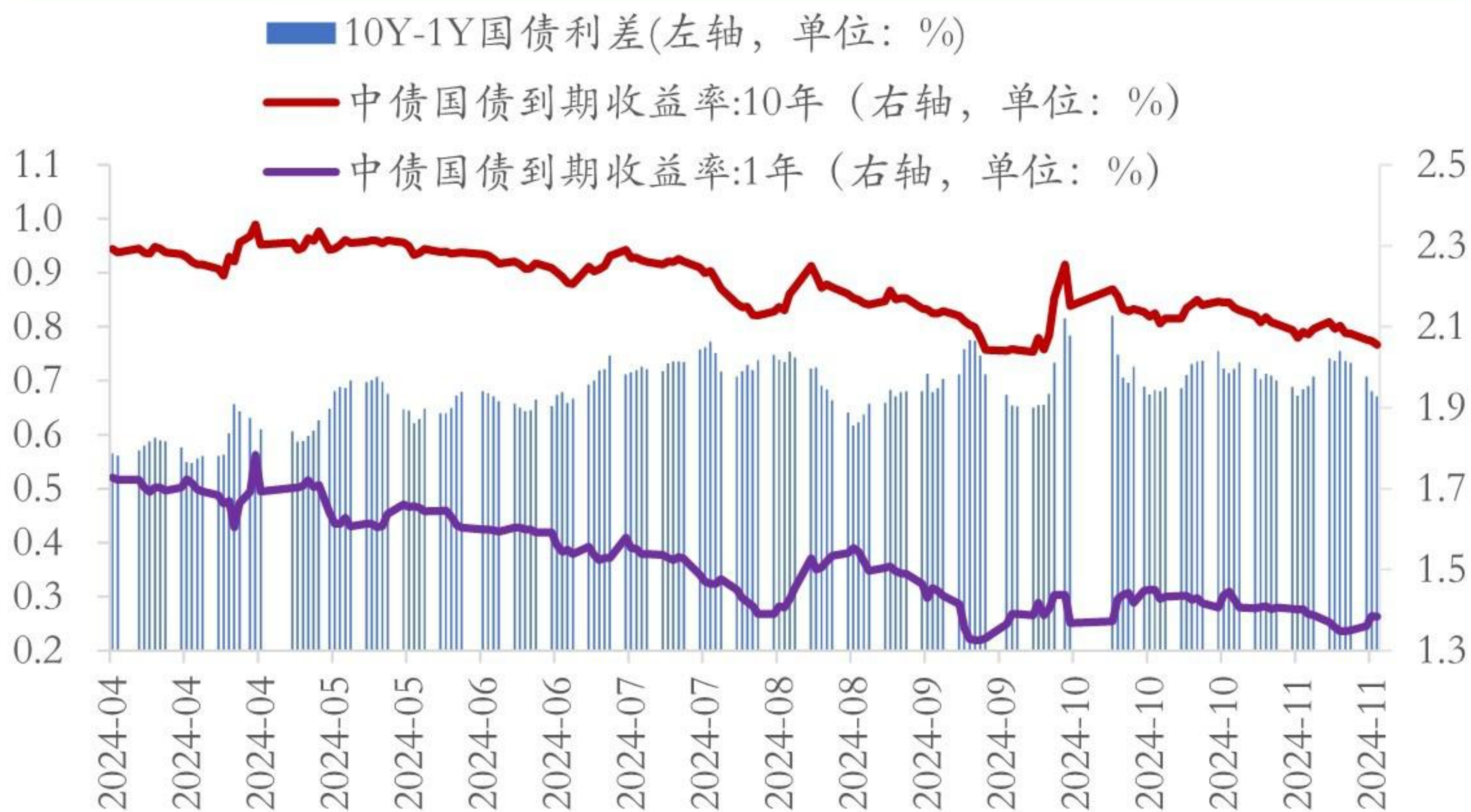
资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。

3.1 国内债券：中央经济工作会议预计符合预期，长端利率维持震荡

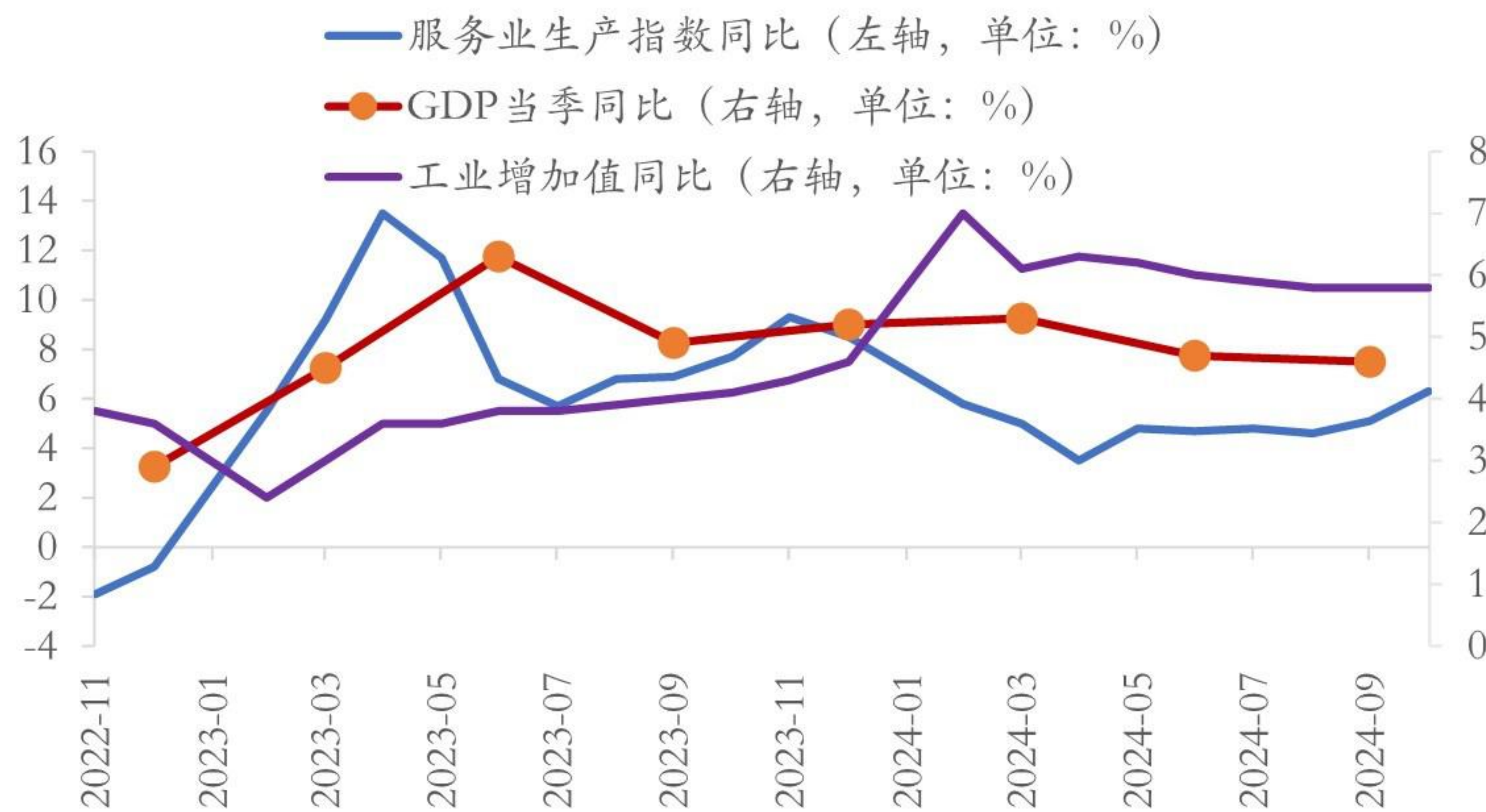
中央经济工作会议预计符合预期，长端利率维持震荡。关注年末中央政治局会议和中央经济工作会议定调明年宏观政策，符合市场预期概率较大。①市场普遍关心决策层如何设定明年增长目标，我们倾向于认为，维持在5%左右的概率较大，即符合市场预期。②目前市场主流预期赤字率在3.5%-4%区间，最终符合市场预期的概率较大。故尽管10月宏观经济数据有所改善，但2025年政策定调难超预期，长端利率缺乏上行动力预计维持震荡。

预计12月期限利差维持不变。

期限利差收窄，主要源于长端利率下降



宏观经济数据显示经济增速有所改善



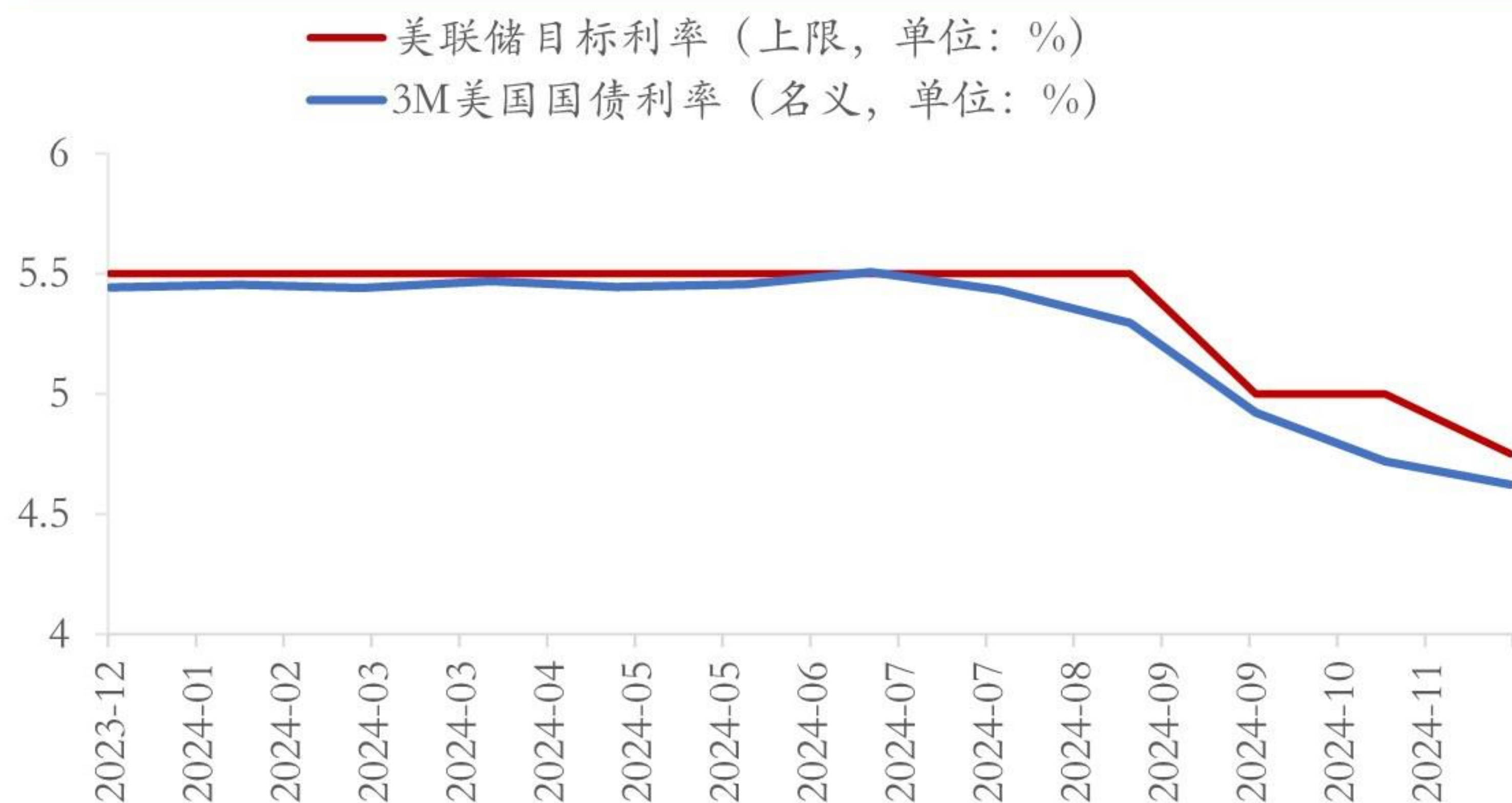
资料来源: Wind, 华安证券研究所。单位: %

资料来源: Wind, 华安证券研究所。单位: %。注: 2月为累计同比。

3.2.1 美债：短期实际利率（3M名义）延续下行，存在回调风险

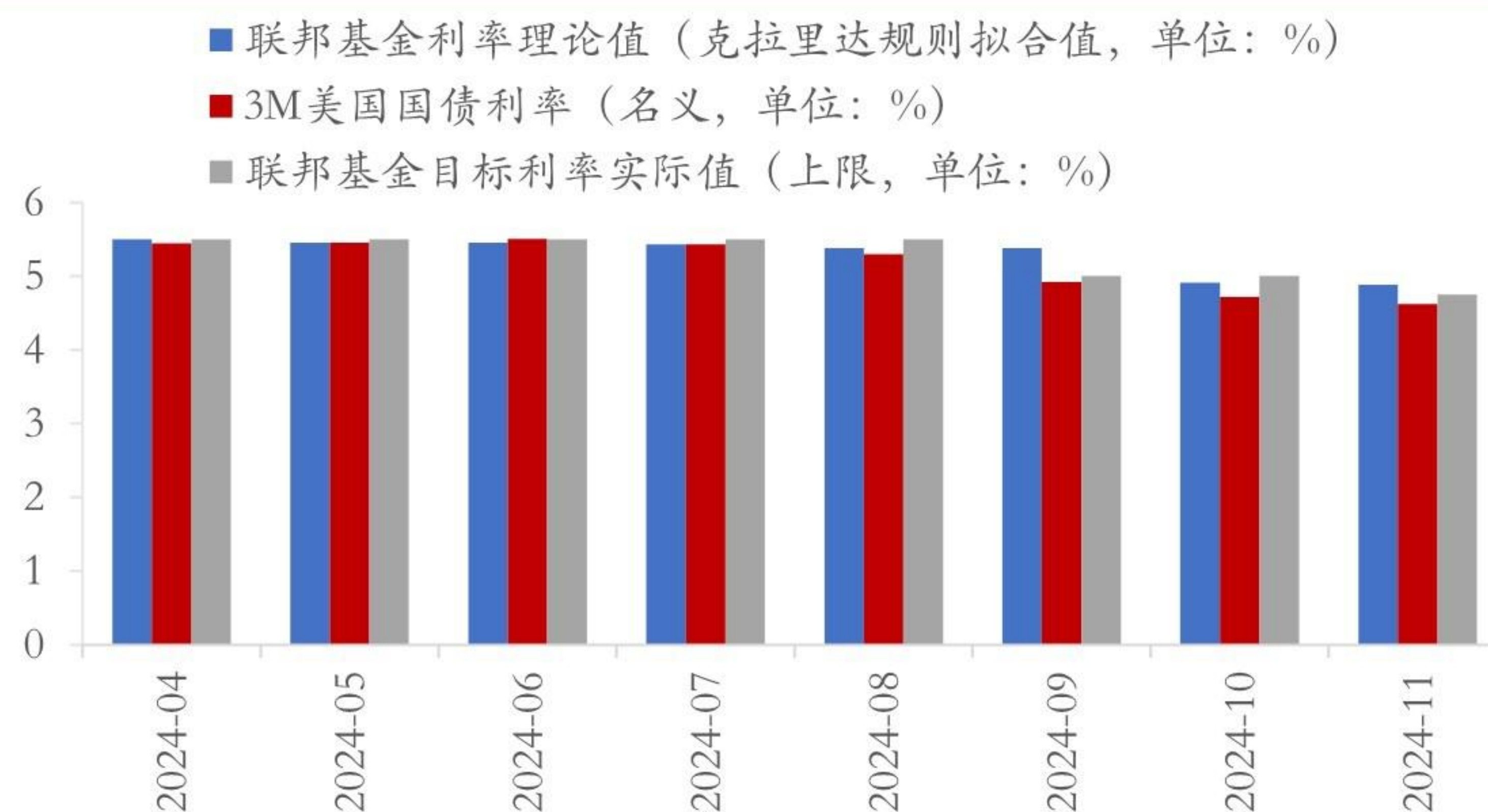
- 美债短端利率有所反弹，长端利率维持震荡。根据伯克南三因素框架判断，12月美债利率走势依然主要围绕短端利率和期限利差博弈。①12月美联储议息会议大概率降息25BP，短期实际利率延续下行。②经济与就业数据维持韧性，实际利率期限负利差延续收窄态势，长端利率可能不会跟随短端利率下行，此前2Y美债对降息的乐观预期可能得到修正。③原油价格预期维持弱势，特朗普上台预期推动再通胀担忧走强，市场更担忧美国再通胀预期可能逐步转化为美联储放缓降息节奏。
- 美债：短期实际利率（3M名义）延续下行。加息周期结束后，短期实际利率回落至政策利率上限以内，跟随理论利率指引回落。考虑到目前美联储降息周期有望延续，短期实际利率回落快于理论利率指引，存在一定的回调风险（如暂停降息）。

短期实际利率跟随政策利率下行



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%

短期实际利率回落快于理论利率指引



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%

3.2.2 美债：实际利率负期限利差有望延续收窄态势

- 美债：实际利率负期限利差有望收窄。** 尽管美国经济分析局预计未来12个月衰退概率仍在50%以上，但特朗普上台后推动制造业回流和减税等举措，对美国经济的放缓担忧明显缓解。10月美国ISM-PMI回落至46.5%，10月零售销售额环比上涨0.4%、显著强于上月和PMI指向，也表明近期美国经济增速维持韧性。受此影响，预计实际利率负期限利差有望收窄。但考虑到美国经济潜在增速水平难以提升，预计负期限利差收窄主要带动2Y美债利率回升，对10Y美债利率影响不大。

美国经济衰退担忧减弱，负期限利差明显收窄



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。注：期限利差为月均值。

美国零售销售额继续维持增长

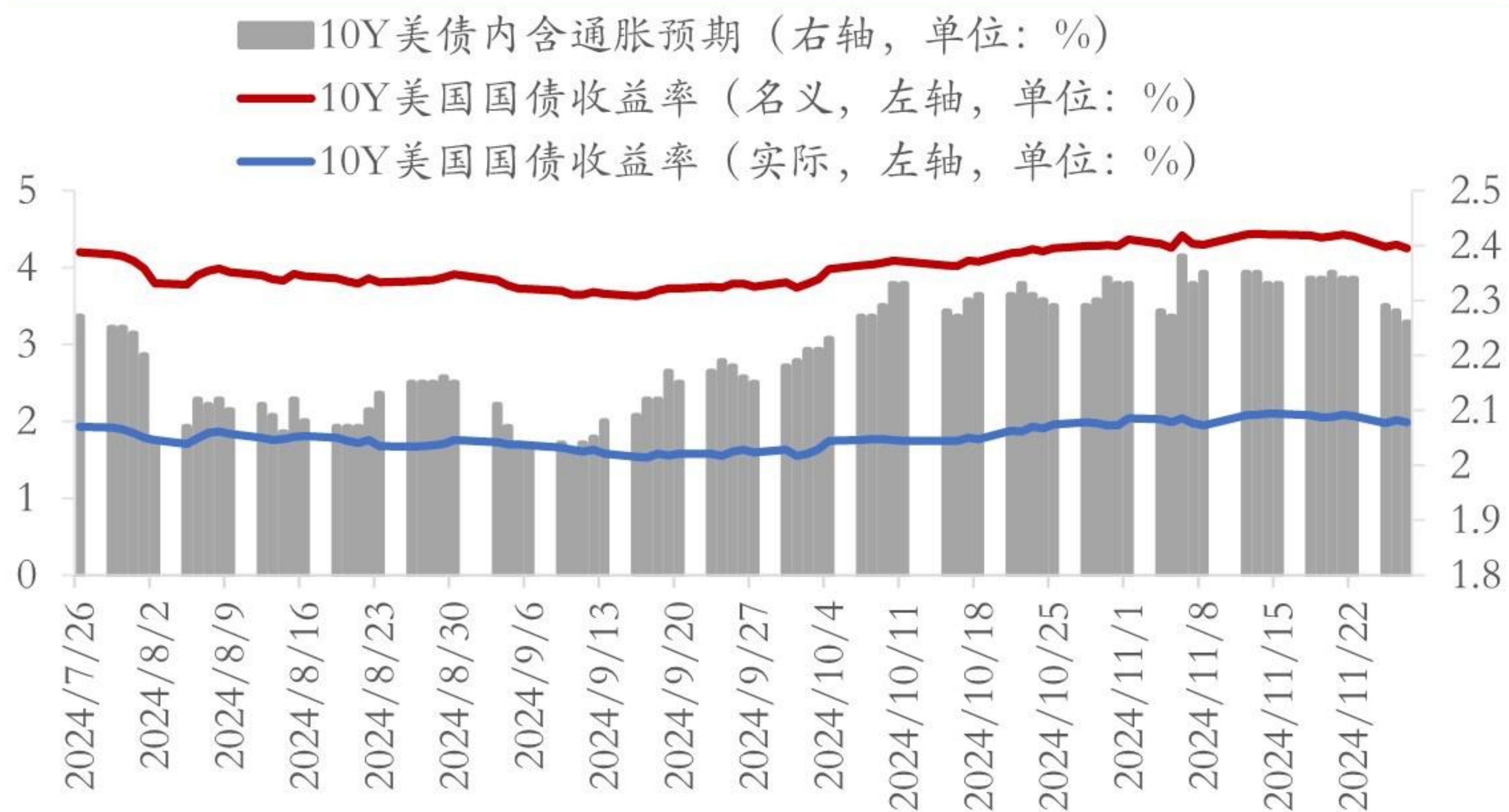


资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。

3.2.3 美债：美联储鹰派预期下，再通胀预期有所回落

美债：美联储鹰派预期下，再通胀预期有所回落。当前10Y内含通胀预期小幅回落至2.3%下方。短期来看，WTI原油价格震荡偏下，对通胀预期影响不大，市场更担忧美国再通胀预期可能逐步转化为美联储放缓降息节奏，从而使得再通胀对美债的影响逐步从内含通胀预期转向实际利率。2024年10月密歇根大学5年通胀预期为3.2%，较上月提高0.2个百分点。

内含通胀预期有所收窄



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%

油价窄幅波动，内含通胀预期有所下降



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%、美元/桶。

目录

1 配置逻辑：注重政策发力方向确定性与结构性

2 权益：上下有控，向下有支撑

3 利率：分歧加大，静待更多政策指引

4 大宗：静待新一轮政策或基本面提振

5 汇率：美联储放缓降息继续支撑美元

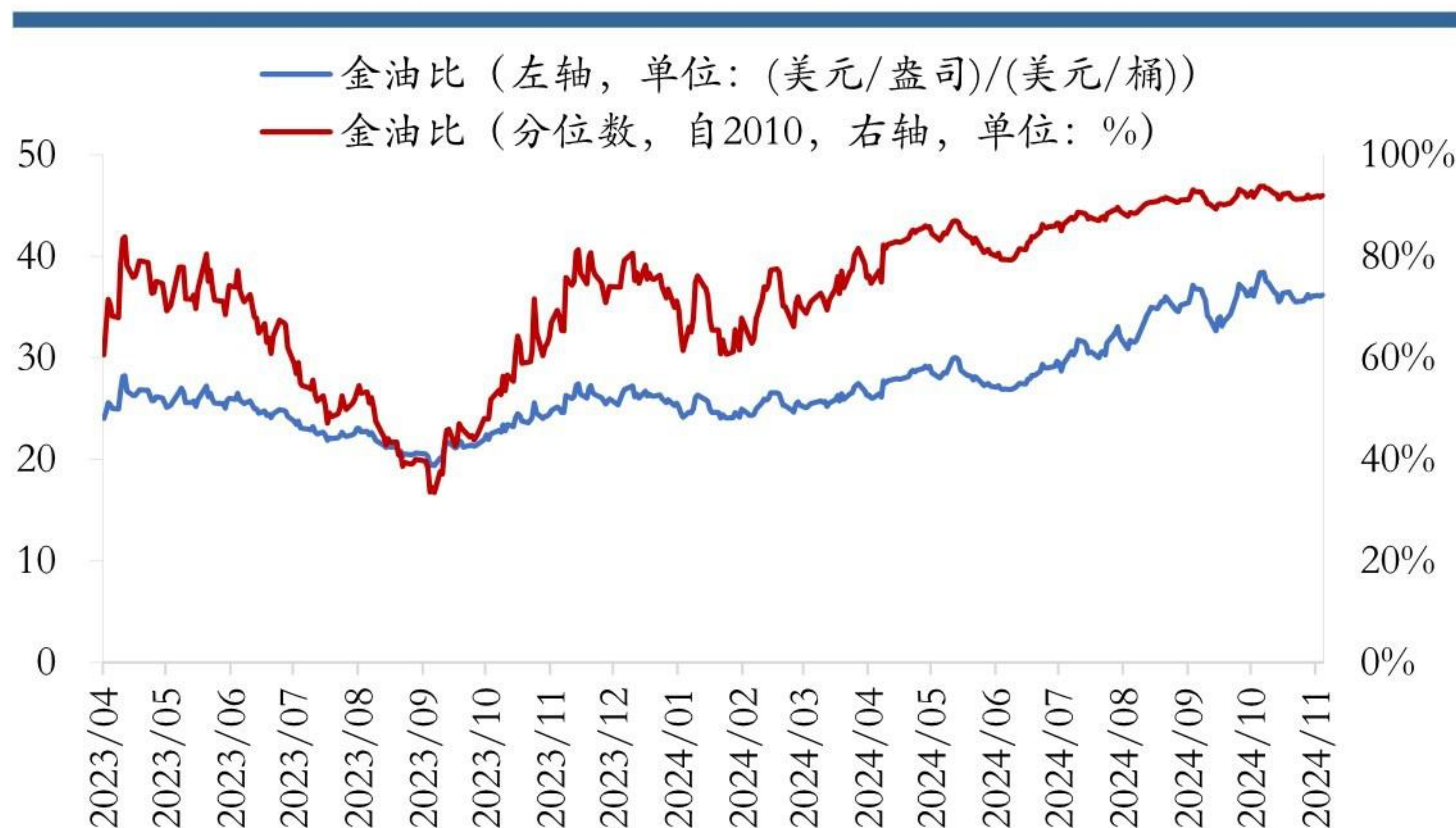
4.1 国际大宗：逆全球化与美联储鹰派加剧需求担忧，价格延续承压

➤ **逆全球化与美联储鹰派加剧需求担忧，价格延续承压。**美国当选总统特朗普11月25日在社交媒体上发文称，2025年1月就职后，将签署必要文件，对从加拿大、墨西哥进口到美国的所有产品征收25%的关税。同时，加征商品关税与移民政策共同推升美联储收紧货币政策预期。短期看，逆全球化与美联储鹰派加剧需求担忧，全球大宗商品价格延续承压，但考虑到通胀对黄金价格的提振作用，中长期相对看好黄金价格。

因子分析看，短期内低配黄金

变量	变动值	WTI原油	COMEX铜	COMEX黄金
短端利率变动 (2Y美债)	0.29	5.92	0.30	-1.13
长短利差变动 (10Y-2Y美债)	-0.02	-0.06	-0.01	0.02
美债长期平均实际利率	-0.01	0.17	0.01	0.00
库存/ETF持仓量变动		1.35	-0.86	0.07
净多头持仓		2.00	0.10	-2.04
合计		9.38	-0.48	-3.08

全球经济放缓担忧不改，金油比延续高位



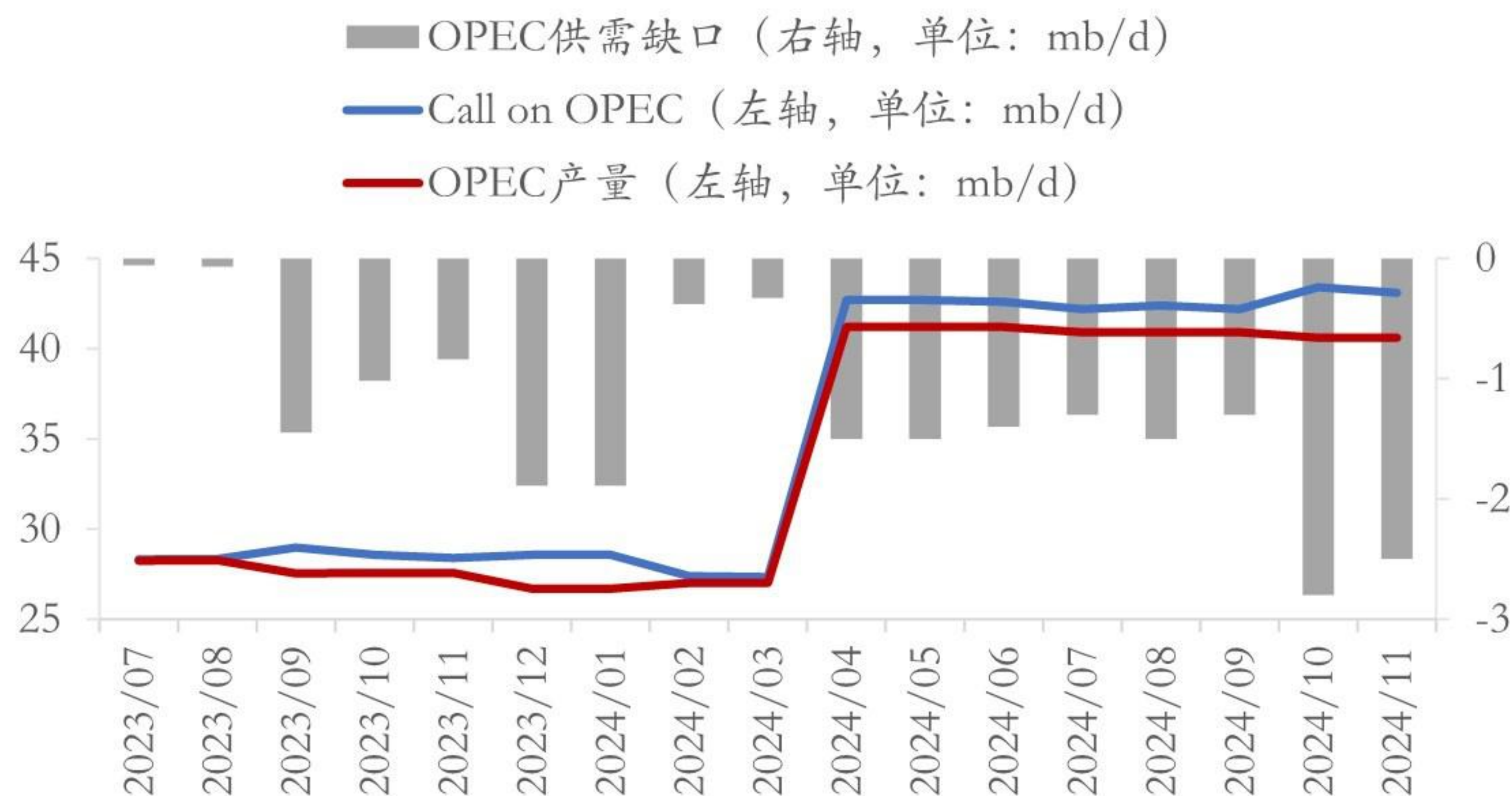
资料来源: Wind, 华安证券研究所。单位: %。注: 表中测算相对强弱, 不代表对实际收益率的测算。

资料来源: Wind, 华安证券研究所。单位: %

4.1 原油：OPEC+推迟复产计划，但需求端依然不乐观

▶ **原油：OPEC+推迟复产计划，但需求端依然不乐观。** 11月末，主要OPEC+国家已经开始讨论推迟原定于1月启动的原油复产，推迟时间可能在几个月左右，主要原因是全球供应过剩。短期来看，OPEC+推迟复产计划一定程度上减弱了供给端压力，但整体上需求端依然不容乐观。同时，特朗普希望通过鼓励传统能源开发，压降油价实现对通胀的控制，以及美联储放缓降息节奏均对原油价格形成抑制。虽然从市场情绪看，推迟复产后WTI非商业净多头有所回升，但原油库存企稳反弹。因此，预计油价震荡下行。

OPEC+预测其去库规模有所减弱



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

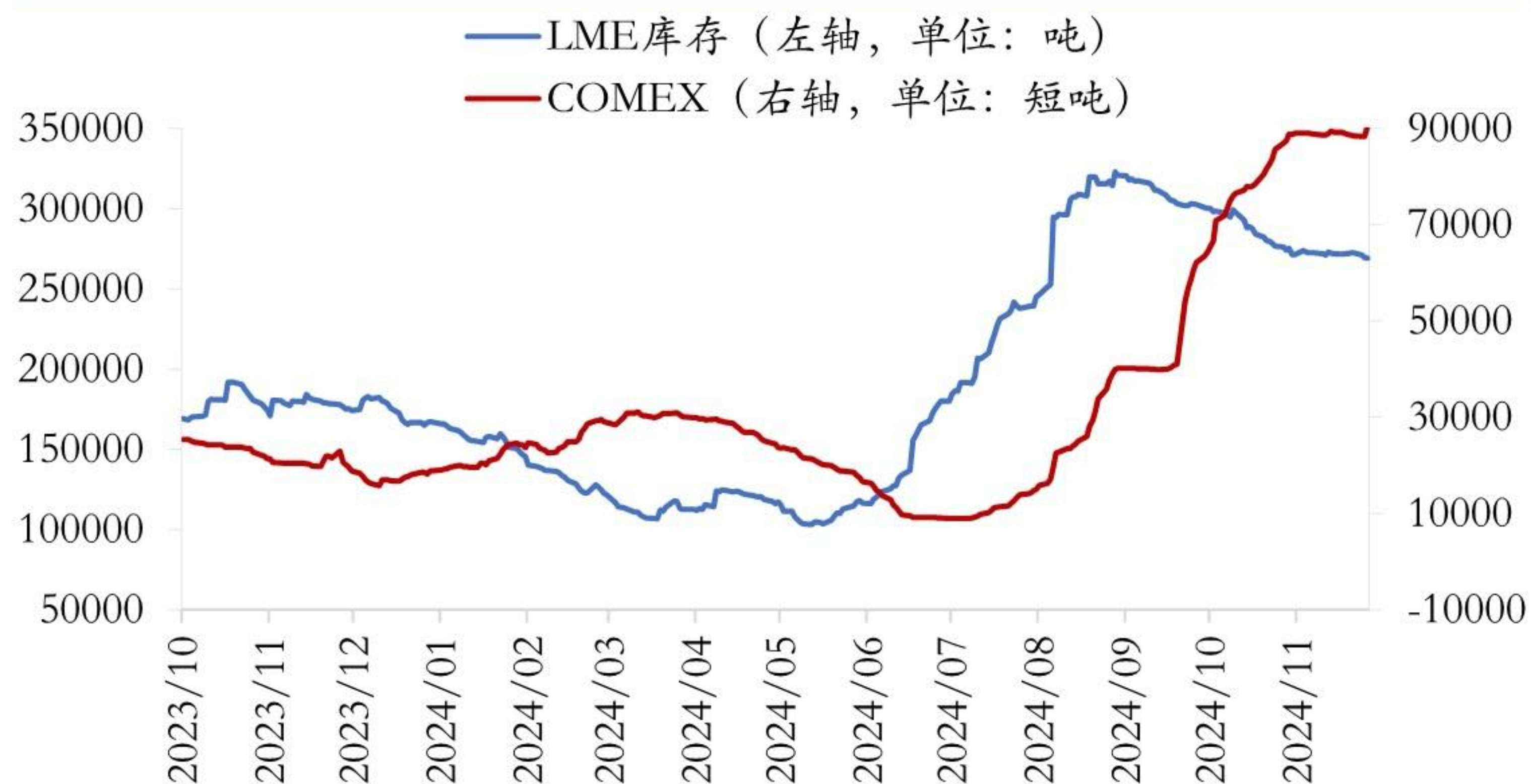


资料来源：Wind，华安证券研究所。

4.1 铜：库存企稳，市场看空情绪有所缓解

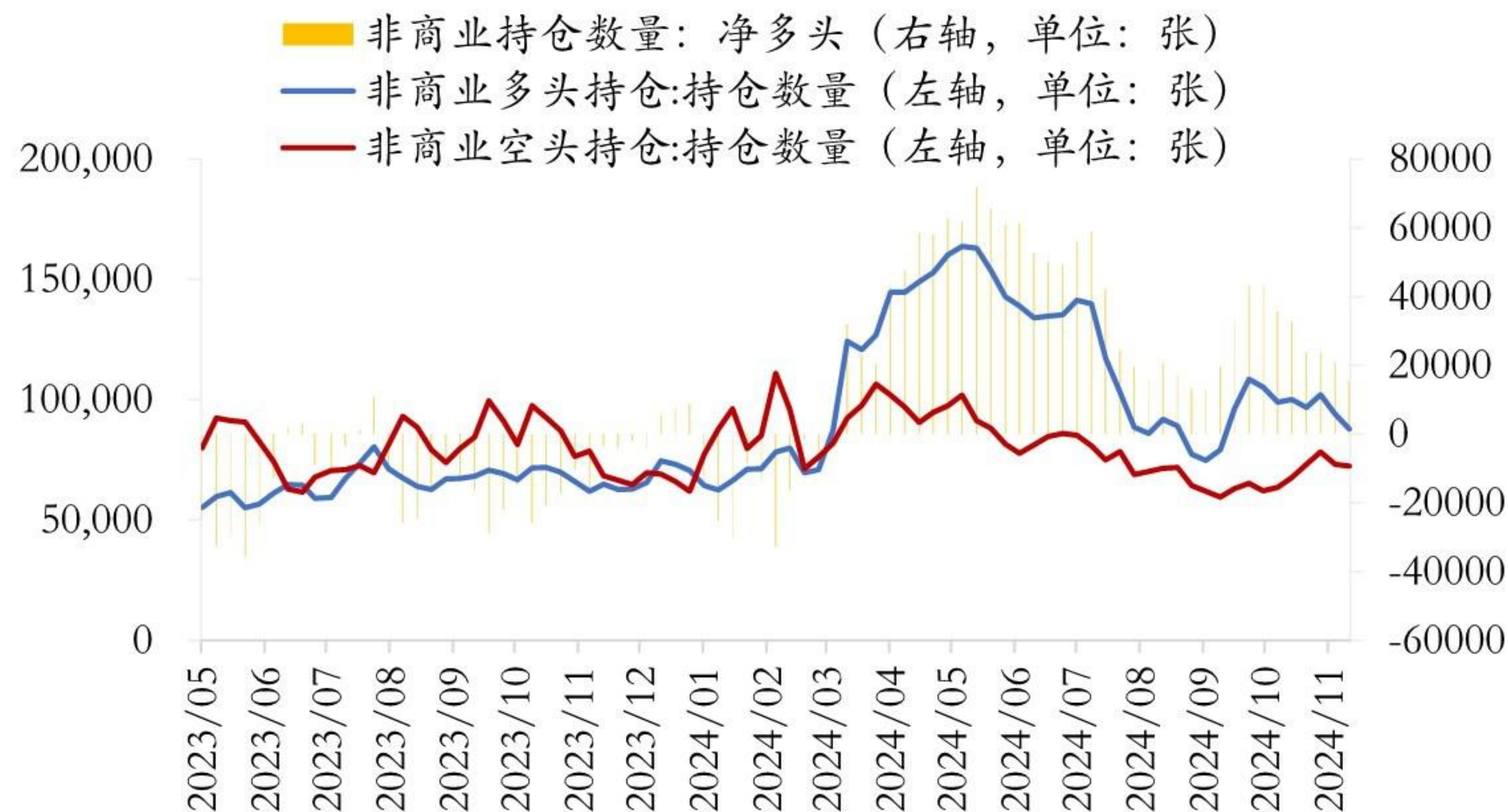
铜：库存企稳，市场看空情绪有所缓解。 COMEX铜、LME铜库存变化不大，供需整体持平。市场对于后续铜供需格局分歧并未消除，一方面美联储政策路径预期偏鹰派，另一方面我国继续加强新能源建设力度拉动需求，对于需求能否如期提振还存在不确定性。但随着特朗普当选后，可能对我国新能源出口实施限制性举措，后者预期有所减弱。从市场情绪上看，铜非商业净多头继续收窄，空头持仓数量有所增加。尽管当前库存企稳、看空情绪有所缓解，但需求端担忧不减，铜价以震荡偏空为主。

铜库存整体变动不大



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：吨、短吨。

铜非商业从净多头继续收窄

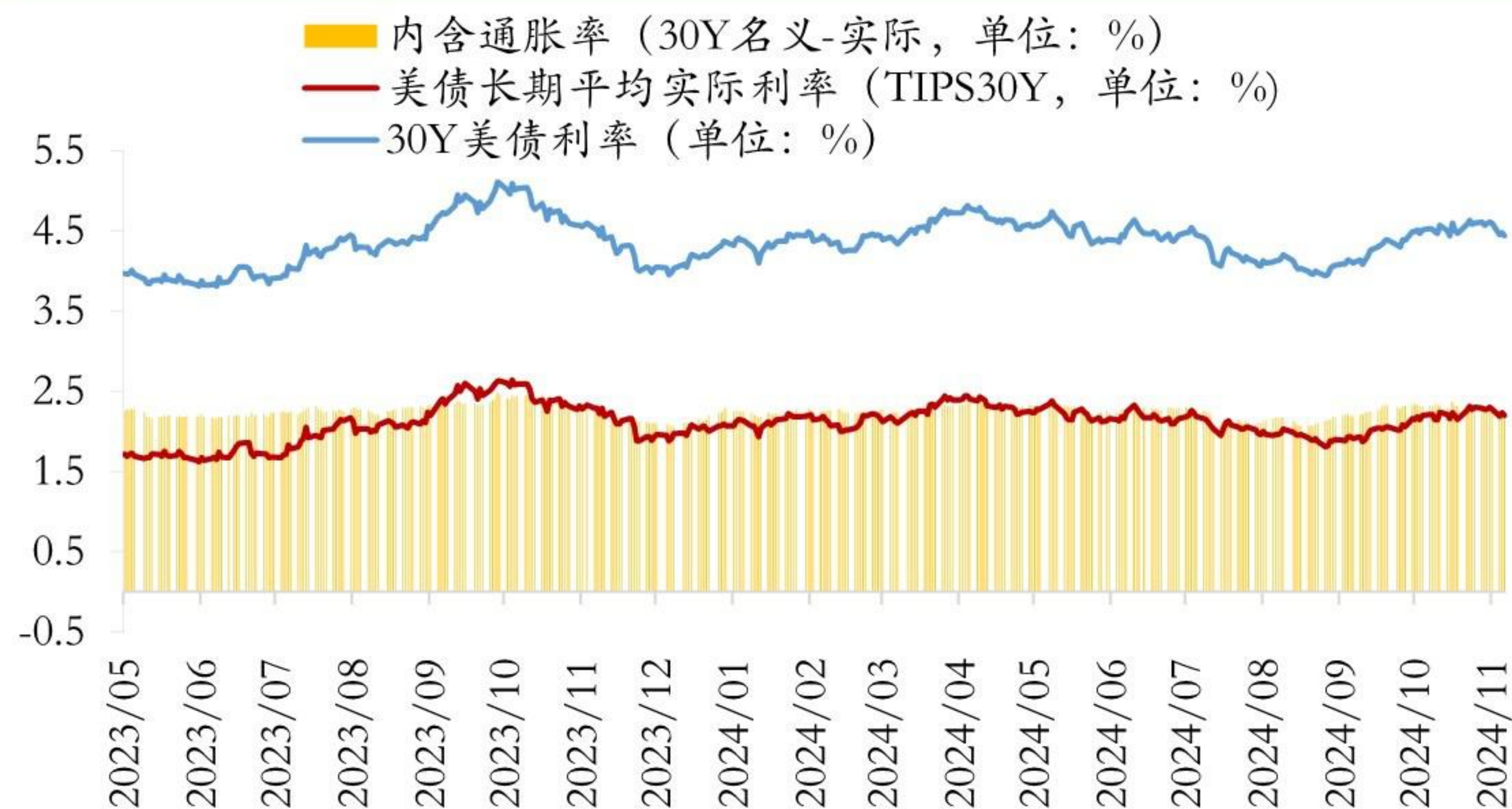


资料来源：Wind，华安证券研究所。

4.1 黄金：通胀上行中长期仍有配置价值，但短期恐继续承压

- 黄金：通胀上行中长期仍有配置价值，但短期恐继续承压。** 尽管再通胀风险在中长期维度有望提振黄金价格，但近期美国通胀数据反弹可能导致美联储明显收紧货币政策。特朗普当选后，市场当前对于明年上半年美联储降息“终点”从此前的3.5%大幅上调至4%以上，受此影响短期内黄金价格恐继续承压。10月以来，COMEX非商业多头、净多头持仓量延续收窄，ETF持仓量进入11月后有所下降。故，尽管美债实际利率有所下降，但短期内金价预计仍偏下行。

美债实际利率变动幅度有限



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%

ETF持仓量稳中略有下降



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：吨

4.2 国内大宗：政策效果边际有所放缓，新一轮政策出台前维持谨慎

- 政策效果边际有所放缓，新一轮政策出台前维持谨慎。10月宏观经济数据明显改善，但11月高频数据显示经济复苏并未出现加速态势，除一线城市外房地产销售边际有所放缓，表明政策效果边际减弱。考虑到过去两年以来，政策对于国内大宗商品提振随着政策效果边际走弱而同步走弱，因而新一轮政策出台前对国内大宗商品价格维持谨慎，预计国内大宗品整体延续震荡偏弱态势。目前来看，考虑到9月末中央政治局会议对地产定调为“严控增量”，因而销售边际走弱后低配地产上游螺纹钢和玻璃，其余国内大宗品预计以震荡为主。

因子分析显示竣工端对玻璃价格有所支撑，但“严控增量”定调下地产上游不容乐观

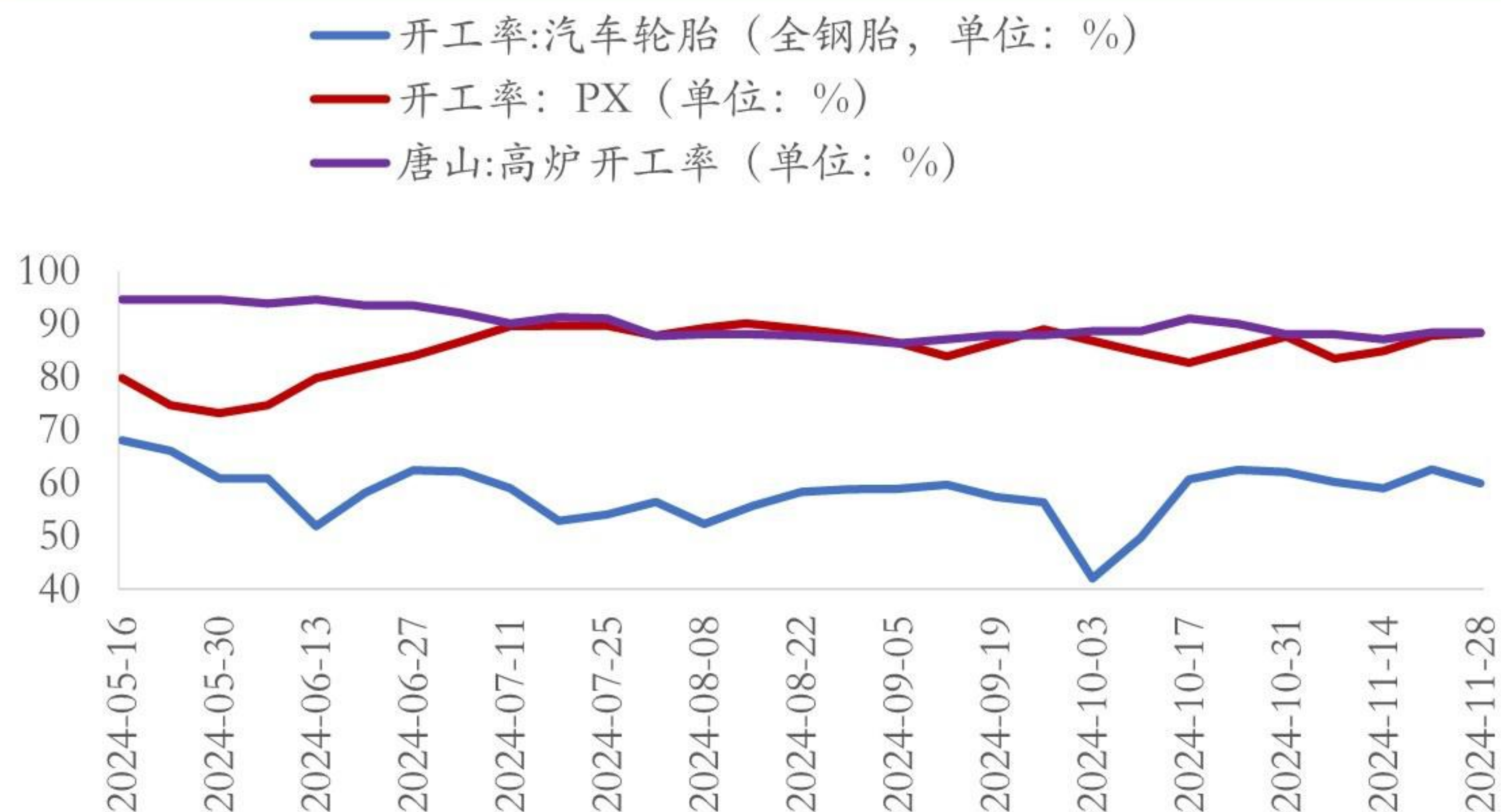
变量	变动值	南华工业品	南华螺纹钢	南华农产品	南华玻璃
短端利率变动 (1Y国债)	-0.05	-0.13	-0.35	-0.02	-0.61
长短利差 (10Y-1Y国债)	-0.01	-0.01	0.00	0.00	-0.08
M2同比差值变动	0.20	-0.11	0.16	-0.13	-0.16
基建投资累计同比变动	0.20	0.11	-0.05	0.05	0.09
新开工面积前12个月移动平均同比	-19.38	-0.87	-1.21	-0.94	0.52
竣工面积前12个月移动平均同比	-8.58	-0.18	-0.17	-0.92	7.11
销售面积前12个月移动平均同比	-17.19	2.25	2.20	2.84	-3.43
合计		1.06	0.58	0.89	3.44

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：政策向需求端传导偏慢，价格震荡偏弱

➤ **南华工业品指数：政策向需求端传导偏慢，价格震荡偏弱。**外需边景气度高位略有回落，生产端小幅放缓。受汽车销售回暖拉动，汽车全钢胎开工率回升至60%以上，高于10月均值55%、但整体仍处于中等水平。唐山高炉开工率从上月90%回落至88%，PX开工率基本持平于85%左右，企业生产端整体趋稳。11月周均集装箱吞吐量为608万标准箱，环比较10月的590万标准箱有所回升，但与去年同期同比增速从上月的10.3%回落至9.2%。

高炉开工率、轮胎开工率、PX开工率维持震荡



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%。

需求走弱，原油与金属价格整体偏下行

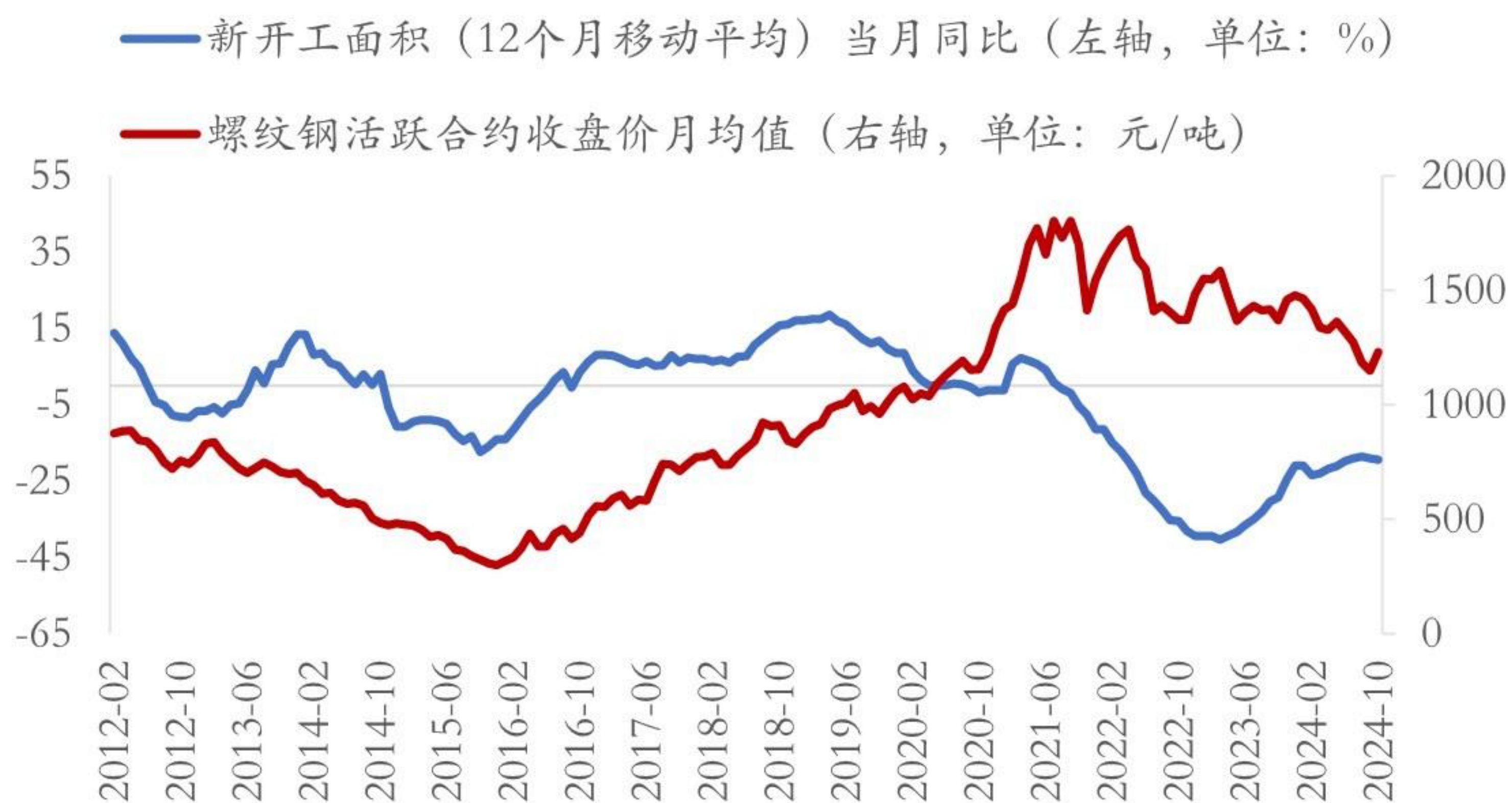


资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：美元/桶、指数点

4.2 南华螺纹钢指数：地产“严控增量”基调下恐有拖累

- 南华螺纹钢指数：地产“严控增量”基调下恐有拖累。**粗钢产量与企业库存变化不大，供给端基本持平。房地产新开工面积增速继续收窄，但房企拿地和新开工意愿仍然不强。尽管房地产政策定调较为积极，但“严控增量”基调下，地产对上游需求拉动作用有限。因此，螺纹钢指数预计震荡偏空。

新开工降幅延续收窄



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%、元/吨。

螺纹钢企业库存变动不大



资料来源：Wind，华安证券研究所。

4.2 南华农产品指数：运输成本下降，但临近年末需求有望好转

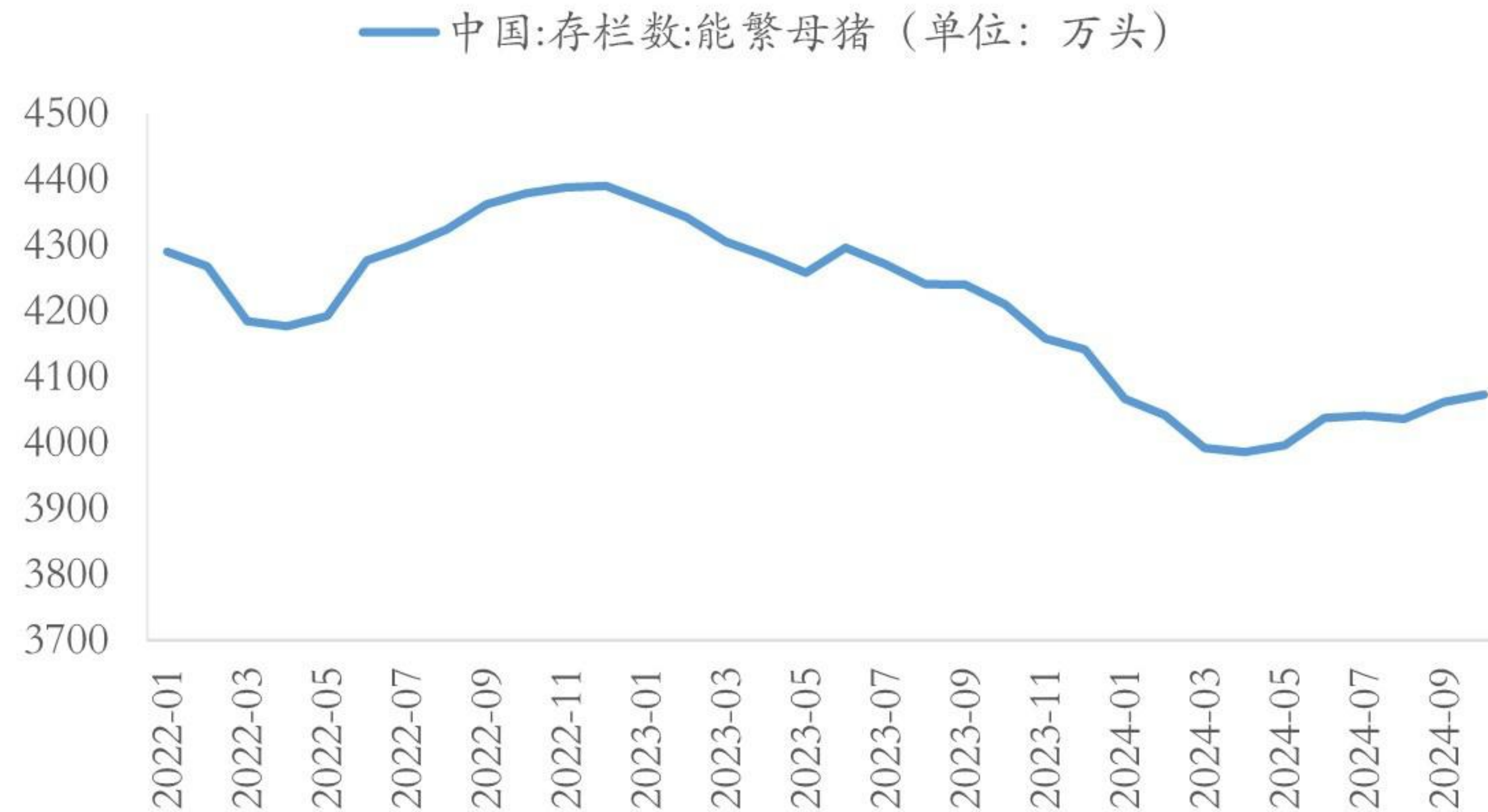
▶ **南华农产品指数：运输成本下降，但临近年末需求有望好转。**猪肉价格由升转降，11月前三周猪肉均价28.81元/公斤，与10月周价格均值29.85元/公斤相比环比有所回落，与去年11月均值同比上涨15.4%、较上月略有增加。根据商务部公布的蔬菜价格指数推算，11月蔬菜价格指数环比继续下降。能繁母猪存栏量整体变化不大、略有回升，表明生猪产能去化趋缓。综合来看，油价下行推动运输成本下降，但临近年末需求有望好转，农产品价格指数整体震荡。

食品价格有所回落



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：元/公斤、指数点。

能繁母猪存栏量企稳回升

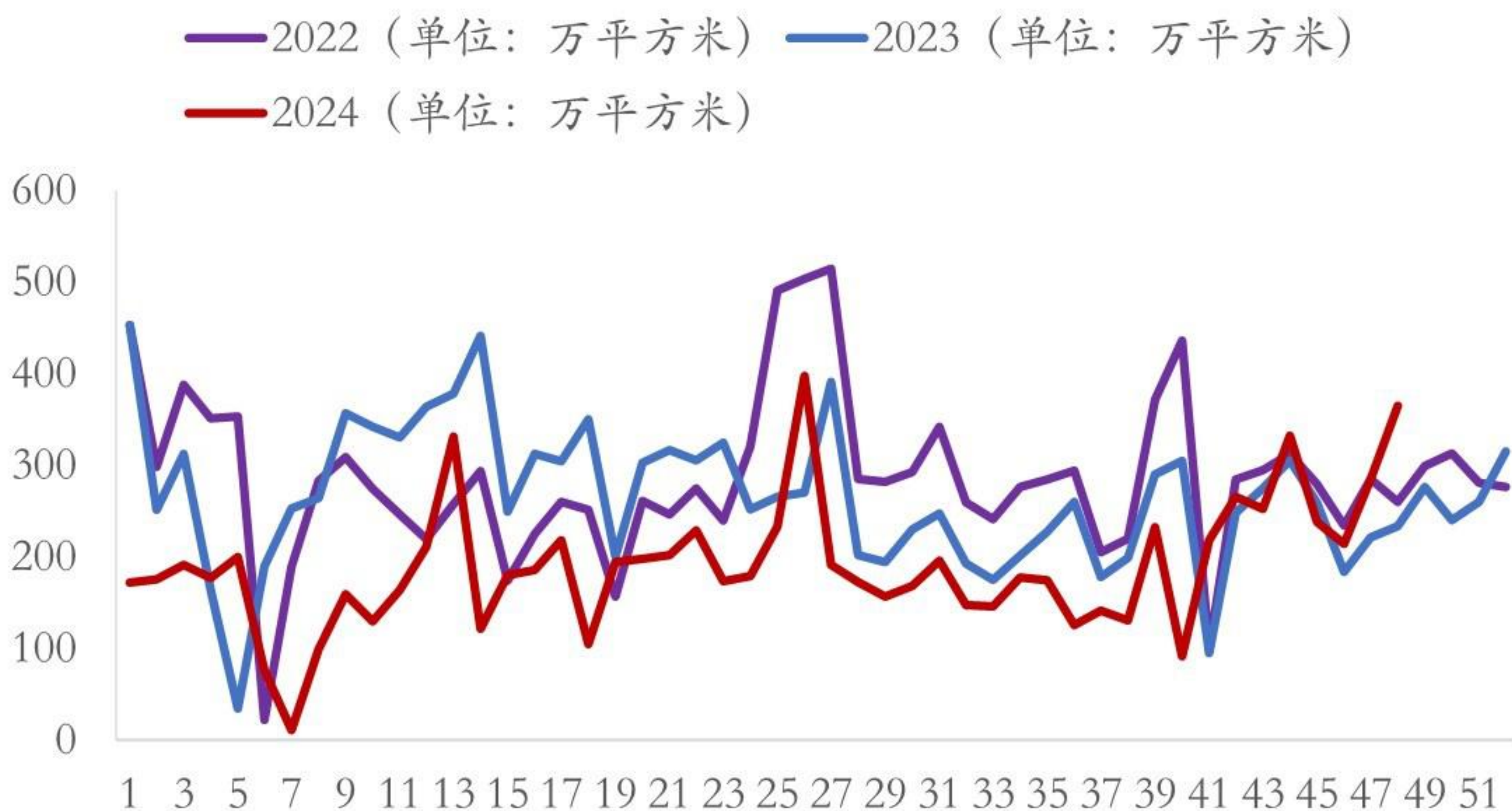


资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：万头

4.2 南华玻璃指数：地产销售改善态势有望延续，但幅度依然有限

▶ **南华玻璃指数：地产销售改善态势有望延续，但幅度依然有限，玻璃价格上行乏力。**10月份，一线城市二手住宅销售价格环比由上月下降1.2%转为上涨0.4%，为近13个月以来首次转涨。国家统计局对70个大中城市在10月开展的月度房价问卷调查显示，预期未来半年新房和二手房价格保持稳定或上涨的受访从业人员占比继续提升，分别为75.9%和60.4%。后续地产销售改善的可持续性得到初步确认，年内地产销售有望延续回暖。9月末政策定调转向后，地产销售明显企稳，11月前四周30城商品房销售面积同比增长19.3%，与上月下降3.8%相比明显改善，但主要是由于11月中旬一线城市税费下调与取消非普等“政策接力”。并且，新房销售相对2023有所改善，但能否突破2022年水平还有待更多数据验证。同时，“严控增量”基调下，地产对上游需求拉动作用有限。故，除非销售进一步回暖，否则倾向于认为玻璃价格震荡偏空。

11月30城商品房周销售面积回升至2022年水平



竣工面积、汽车产量同比增速有所回升



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：注重政策发力方向确定性与结构性

2 权益：上下有控，向下有支撑

3 利率：分歧加大，静待更多政策指引

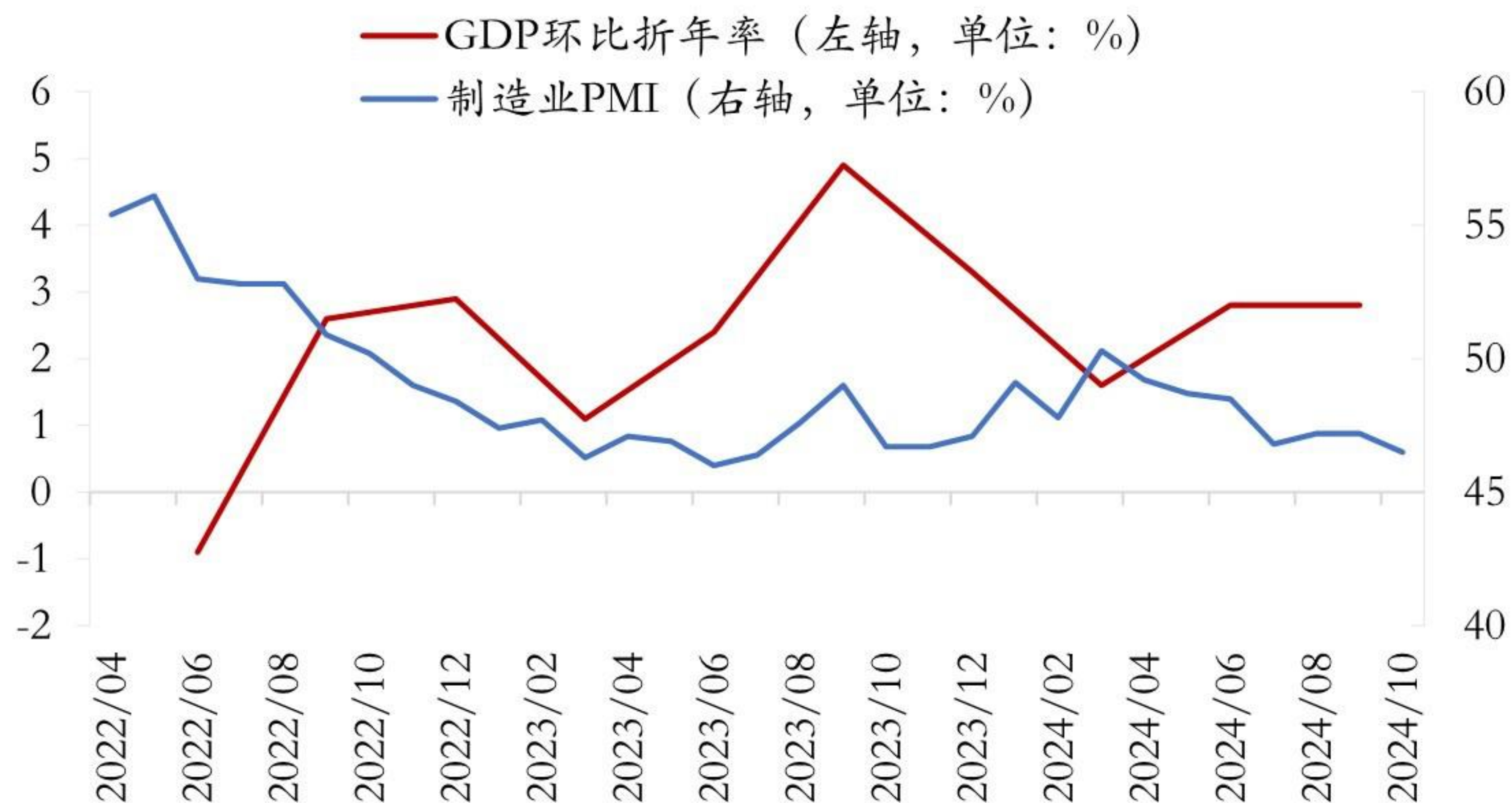
4 大宗：静待新一轮政策或基本面提振

5 汇率：美联储放缓降息继续支撑美元

5.1 美元指数：美联储放缓降息概率大增，美元继续走强

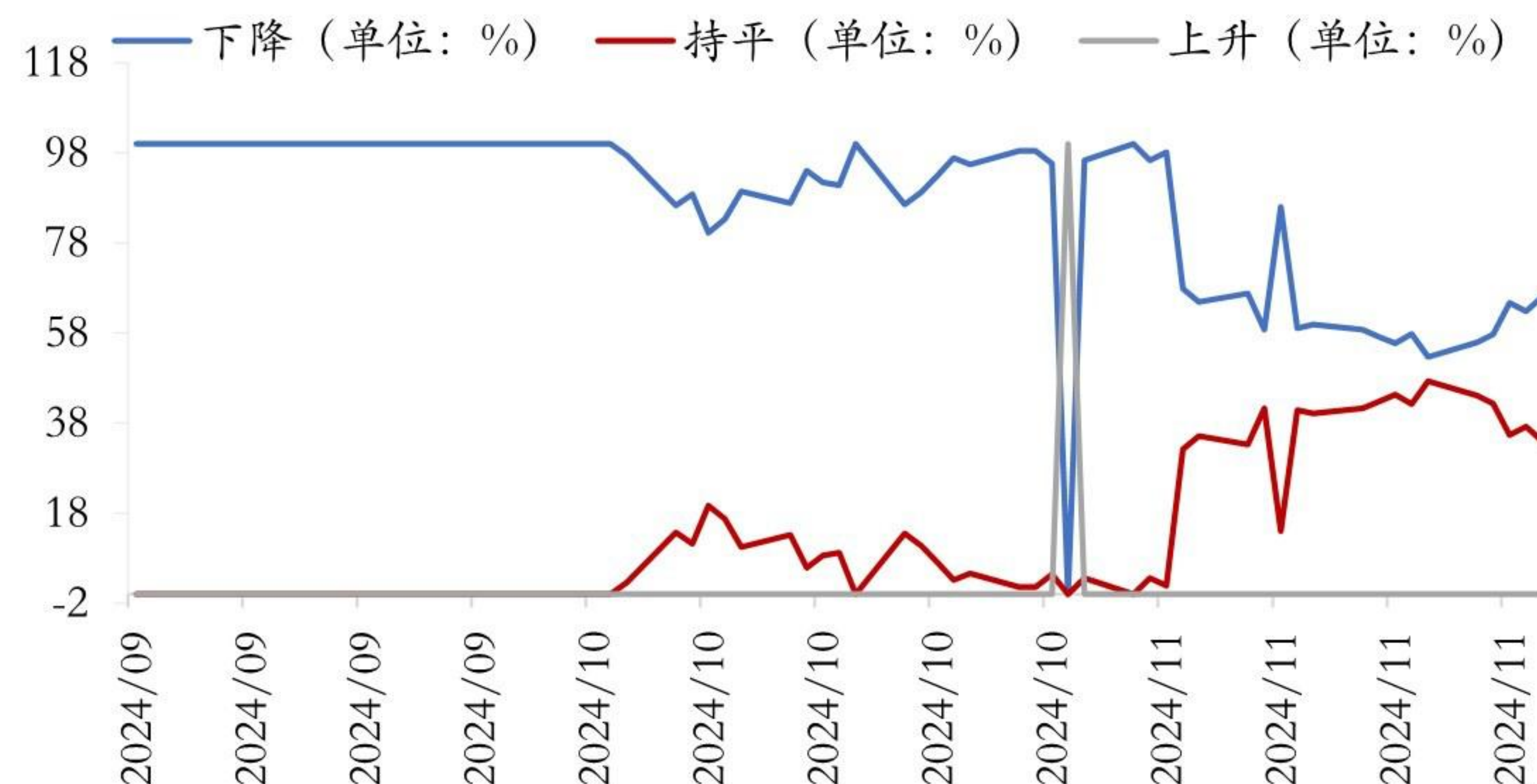
- 美联储放缓降息概率大增，美元继续走强。**随着美国经济维持韧性，叠加近期美国核心通胀PCE水平继续走强，市场对美国再通胀担忧持续发酵。11月特朗普通过其社交媒体账号表示，已和墨西哥总统辛鲍姆基本达成一致，同意阻止非法移民通过墨西哥进入美国，这意味着美国劳动力市场供应可能进一步趋紧，“工资-通胀”螺旋风险加剧。预计12月议息会议上，美联储在宣布降息25BP的同时，进一步维持鹰派态度，并有可能在点阵图中下调2025年降息预期、提高中性利率，受此影响美元有望继续走强。

美国PMI仍维持低位，GDP尚未出现失速风险



资料来源：Wind，华安证券研究所，单位：%。

市场对12月FOMC目标利率分歧较大

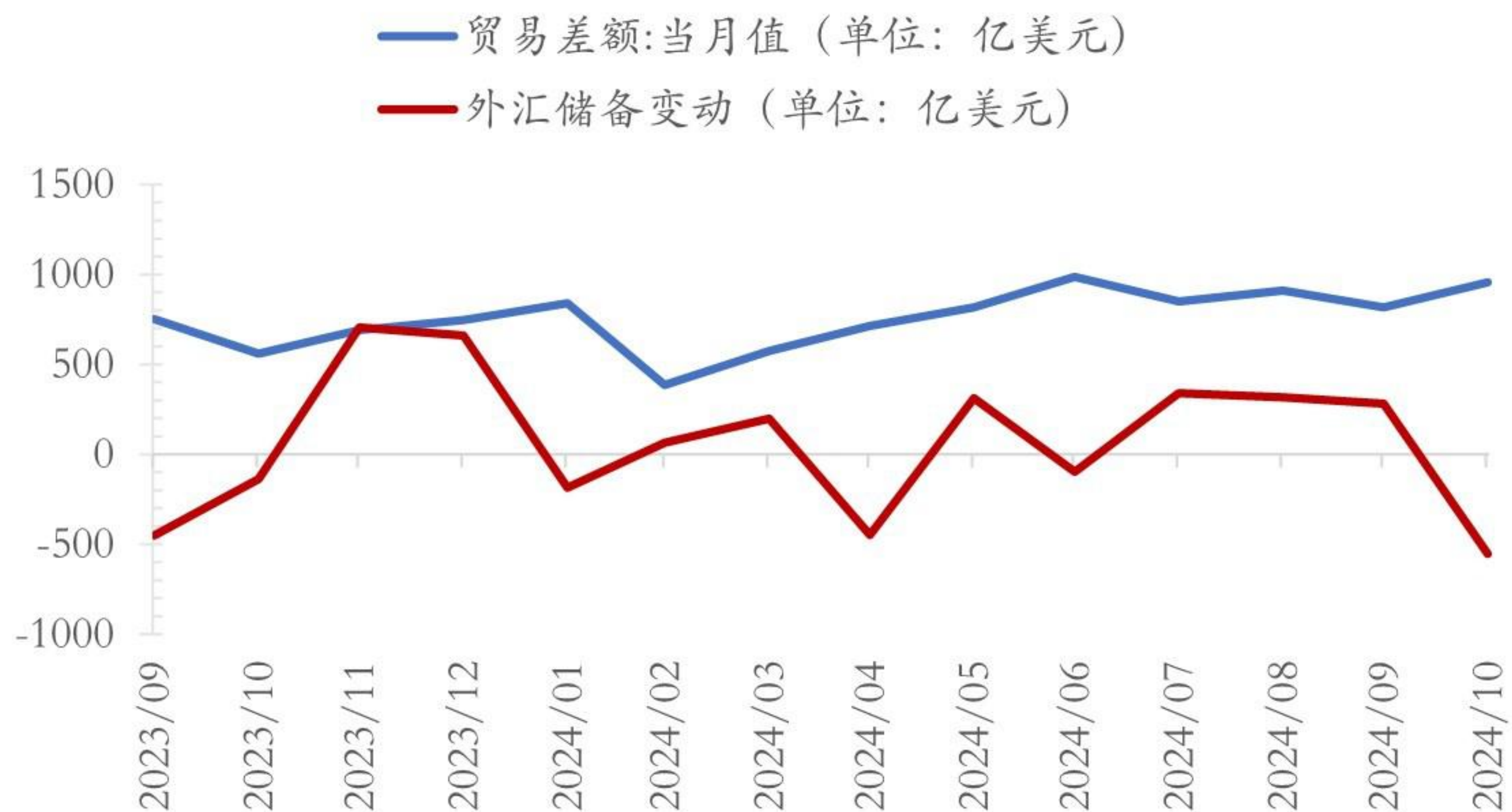


资料来源：Wind，华安证券研究所，单位：%。注：数据来源为“联储观察工具:下次联邦公开市场委员会会议目标利率变动可能性”。

5.2 人民币：中美利差“倒挂”有所收窄，贬值压力有所减轻

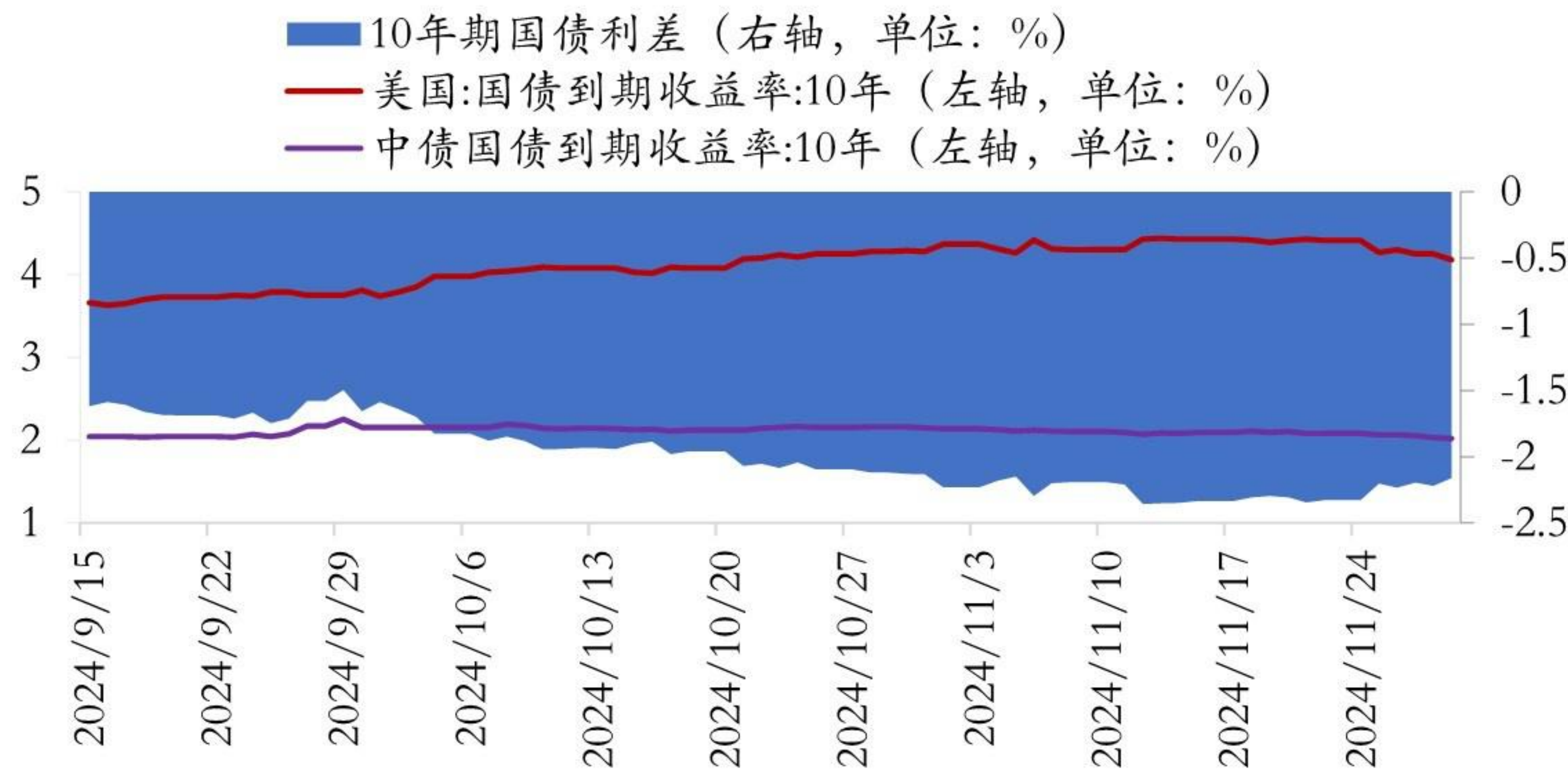
▶ 中美利差“倒挂”有所收窄，贬值压力有所减轻。受美联储紧缩预期走强以及特朗普上台以美国优先带动美元走强影响，近期美元兑人民币上行至7.2上方。尽管中长期看，特朗普上台后再通胀预期走强下，美债利率可能延续高位，“利差”逻辑下人民币升值空间和概率有限，但短期看中美利差“倒挂”有所收窄，贬值压力有所减轻。如年末中央经济工作会议对明年经济工作定调偏积极，则有望小幅提振人民币，但美元保持强势的情况下，预计汇率维持震荡态势。

10月外汇储备由流入变为流出



资料来源: Wind, 华安证券研究所。单位: 亿美元。

中美利差“倒挂”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。