

宏观策略周报 (2023. 3. 6)

寇宁

期货从业资格号:

F0262038

投资咨询从业证书

号:

Z0002132

张晨

期货从业资格号:

F0284349

投资咨询从业证书

号:

Z0010567

车美超

期货从业资格号:

F0284346

投资咨询从业证书

号:

Z0011885

报告制作时间:

2023年3月6日

审核人: 寇宁

一德期货投资咨询业
务资格: 证监许可

【2012】38号

■ 核心逻辑

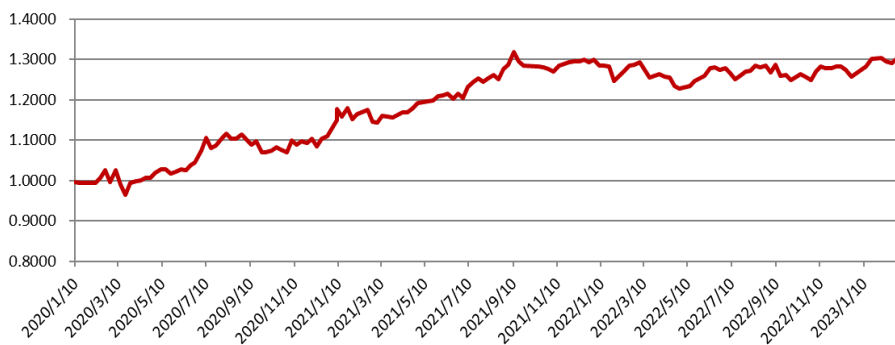
- 27日当周, 2月PMI超预期走强的拉动下, 市场风险情绪进一步改善, 股市上涨, 但高频数据显示随着工人返岗结束, 下游需求增速放缓迹象, 债市延续震荡, 商品小幅收跌。两会政府工作报告下调经济增长目标, 强调“稳字当头”, 政策力度预期边际收紧, 市场盈利支撑弱化, 估值驱动减退, 资产表现预期分化, 股市中长期强于债市。短期内, 经济改善预期下, 债市上涨动力不足, 长债维持震荡。A股市场在存量市场博弈背景下, 短线调整空间尚有不足, 叠加成交水平波动, 震荡分化格局或将延续。策略上, 暂时观望, 继续等待调整后的回补机会。
- 本周资产配置排序: 股票>债券>商品。

■ 配置建议与策略跟踪

- 配置建议

大类资产	周度配置	较上周变化	中长期比例
股票	20%	—	30%
国债	15%	—	15%
黄金	20%	—	20%
商品	10%	—	15%
现金	35%	—	20%

- 周度策略跟踪



目录

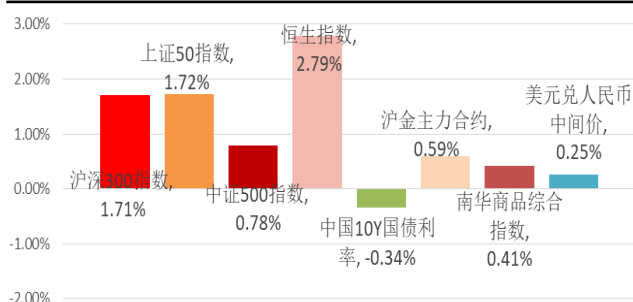
1. 大类资产表现比较.....	1
2. 经济环境分析：.....	1
2.1 景气改善超预期 下游需求增长放缓.....	1
2.2 食品价格月同比涨幅收窄 商品指数月度转跌.....	4
2.3 市场利率回落 资金压力略缓.....	4
2.4 欧央行重拾鹰派基调，美欧货币政策差异化收敛趋势暂止.....	5
2.5 稳增长调结构并重.....	6
3. 资产配置建议：.....	7
4. 本周重要数据及事件关注：.....	10
免责声明.....	11

1. 大类资产表现比较

27日当周，我国制造业 PMI 数据回升超预期，为经济复苏提供依据支持，提振金融市场信心，风险偏好情绪升温，股票指数类资产全线收涨，其中恒生指数涨幅 2.79%，上证 50 指数上涨 1.72%。南华商品综合指数小幅上升 0.41%，黄金期货主力合约上涨 0.59%；10 年期国债收益率回落 0.34%，人民币兑美元中间价周度贬值 0.25%，CFETS 人民币汇率指数报 100.42，周涨 0.18，显示人民币韧性较强。

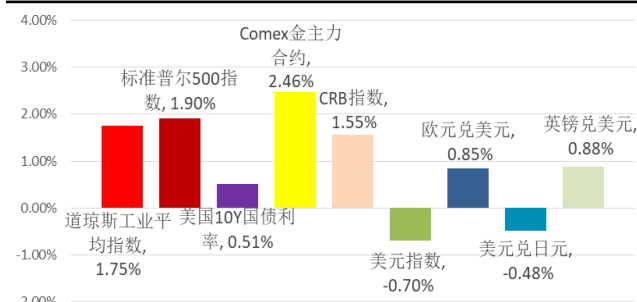
当周美股先抑后扬，标普 500 涨幅 1.9%，道指较前周上涨 1.75%。数据方面，美国上周初请人数再次下降，表明劳动力市场持续走强，加深美联储继续加息预期，10 年期国债收益率微涨 0.51%。制造业指数回落，显示经济活动继续萎缩，加剧衰退担忧，美元指数回调 0.7%，贵金属反弹幅度最大为 2.46%。欧洲央行继续加息的预期支持欧元环比反弹 0.85%。本周重点关注 2 月非农就业报告对市场的进一步指引。

图 1.1：国内宏观大类资产周度表现



资料来源：wind，博易大师，一德宏观战略部

图 1.2：海外宏观大类资产周度表现



资料来源：wind，博易大师，一德宏观战略部

2. 经济环境分析：

2.1 景气改善超预期 下游需求增长放缓

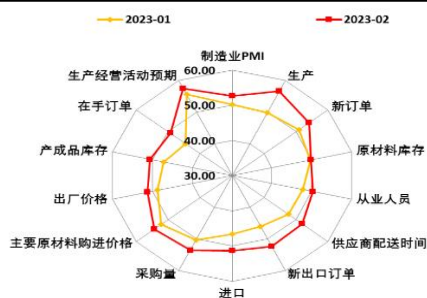
2月制造业 PMI 环比上涨 2.5 个百分点至 52.6%，创 2012 年 4 月以来最高，超出市场预期，环比增幅远高于 0.5% 的历史均值，节后经济恢复力度强劲，疫情对经济影响消退。结构上，各分类指数环比全面上涨，其中，生产指数环比大幅上涨 6.9 个百分点至 56.7%，重回扩张，生产显著反弹是制造业超预期走强的主要拉动。需求方

面，新订单指数上涨 3.2 个百分点至 54.1%，内需扩张进一步加快，新出口订单由 46.1% 升至 52.4%，在海外需求仍处于高位的情况下，随着疫情对物流影响的减退，外需止跌转升。受需求改善的拉动，制造业 PMI 价格指数双双走高，原材料采购价格、出厂价格指数分别上涨 2.2 个百分点、2.5 个百分点至 54.4%、51.2%，黑色金属冶炼及压延加工、通用设备、专用设备等行业主要原材料购进价格指数涨幅明显，反映下游基建开工加快对需求的拉动较强。不同规模的企业 2 月景气水平均出现回升，大、中、小型企业 PMI 分别为 53.7%、52.0% 和 51.2%，高于上月 1.4、3.4 和 4.0 个百分点，小型企业 PMI 自 2021 年 5 月份以来首次升至扩张区间，稳增长政策效果逐步向下传导。

非制造业 PMI 环比上升 1.9 个百分点至 56.3%，连续两个月位于景气区间，非制造业恢复发展态势持续向好。其中，春节过后服务业复商复市加快，服务业景气水平升至 55.6% 的近期高点。随着节后工程项目集中复工，建筑业 PMI 加速升至 60.2%，连续三个月位于高景气区间，体现基建稳增长政策效果持续显现。

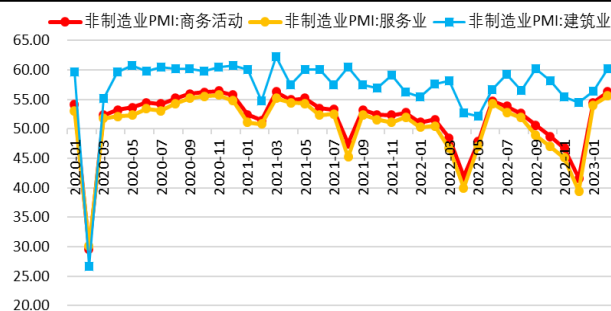
总体来看，2 月国内经济景气超预期改善，仍主要依靠稳增长政策的支持，同时，相对于生产，需求恢复偏弱，新订单-生产指数剪刀差转负，后续经济内生动能的修复仍待进一步观察。

图 2.1：制造业 PMI 分项指数 (%)



资料来源：wind，一德宏观战略部

图 2.2：非制造业 PMI (%)

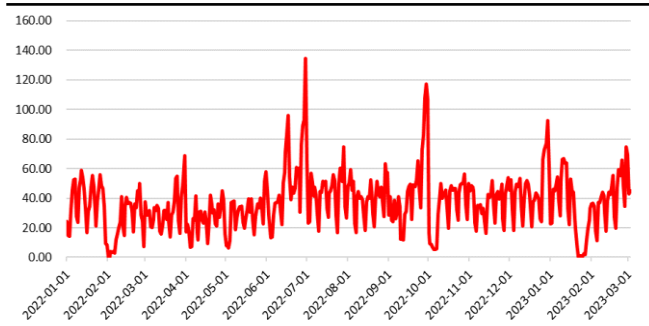


资料来源：wind，一德宏观战略部

27 日当周，全国 247 家钢厂高炉开工率环比微升 0.09 个百分点至 81.07%，高炉开工率连续 8 周环比上涨。钢材厂库继续普跌，但降幅较前一周收窄，社库方面，板材库存跌幅环比加大，建材库存环比涨幅小幅上涨，显示随着工人返岗结束，下游需求增速放缓，但市场供给压力不大，钢材库存持续向下游转移。

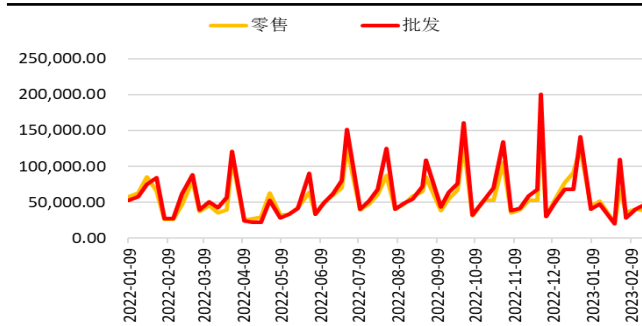
终端需求方面，27日当周，国内30大中城市商品房日均成交面积环比涨幅收窄，但仍延续节后的回升走势，1-2月国内商品房日均成交面积同比增长17.6%，为2021年8月以来首次同比上涨。2月第三周，国内乘用车零售、批发量周同比分别下降14%、19%，乘联会预计，2月狭义乘用车零售销同比增长7.2%，环比增长4.3%。在1月车市因春节假期及新能源汽车“国补”政策退出的影响销售下滑后，2月乘用车市场逐渐回暖。新能源汽车“国补”政策退出后，地方政府积极通过发放新能源车补贴和汽车消费券等方式提振消费，对一季度车市构成有力支撑。乘联会表示，终端展厅客流持续升温，消费者信心将稳定恢复，预计车市将在3月平稳步入正轨。

图 2.3: 30 大中城市商品房成交面积 (万平方米)



资料来源: wind, 一德宏观战略部

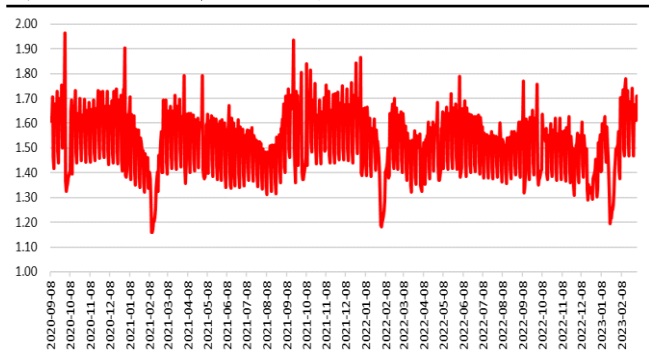
图 2.4: 乘用车销量 (辆)



资料来源: wind, 一德宏观战略部

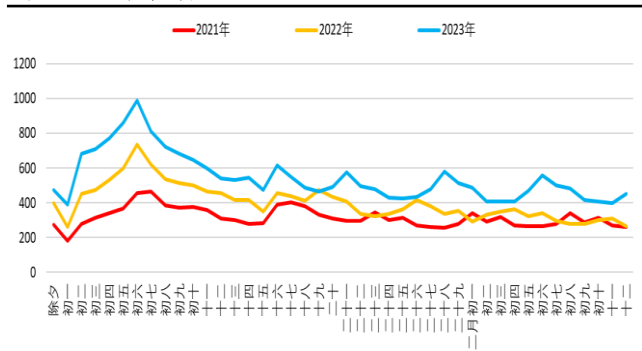
27日当周，100城市拥堵延时指数维持高位，2月以来持续处于2020年9月有记录以来较高水平，市内出行完成修复。百度迁徙规模指数27日当周反季节上涨，城市间出行维持活跃。

图 2.5: 100 城市拥堵延时指数



资料来源: wind, 一德宏观战略部

图 2.6: 春节期间百度迁徙规模指数



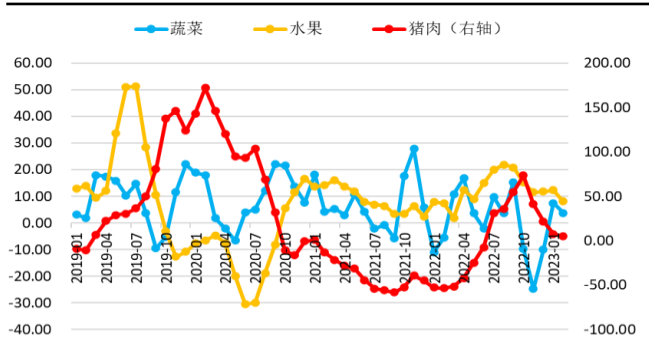
资料来源: wind, 一德宏观战略部

2.2 食品价格月同比涨幅收窄 商品指数月度转跌

27 日当周，国内猪肉、蔬菜日均价格环比全面上涨，其中，猪肉价格环比延续前一周的涨势，日均价格环比上涨 1.11%，涨幅较前一周略有收窄。蔬菜、水果当周日均价格环比分别下降 2.38%、0.26%，双双转跌。2 月，国内猪肉及果蔬价格同比延续上涨，但涨幅普遍回落，其中，猪肉、蔬菜、水果价格同比涨幅分别由 1 月的 7.54%、7.51%、12.37% 收窄至 5.02%、3.85%、8.06%。

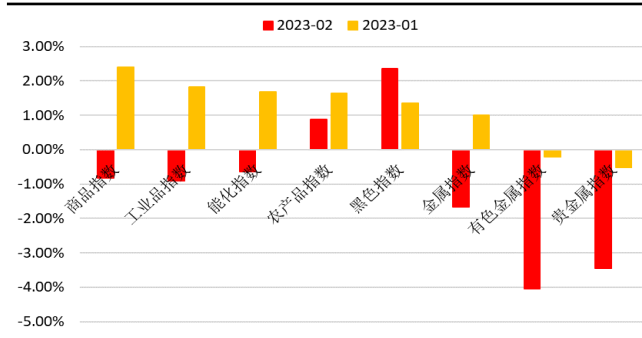
南华商品指数 27 日总体延续第三周收涨，但涨幅较前一周明显收窄，工业品、农产品指数走势分化，农产品周环比转跌，工业品中，有色金属周环比收跌，其他产业涨幅全面收窄。2 月，南华商品指数总体转跌，其中，农产品延续上涨，但涨幅收窄，工业品指数转跌，但黑色指数受节后开工加快，下游需求改善的拉动逆势收涨，涨幅环比加大；有色金属、贵金属受美元反弹的压制，领跌商品。

图 2.7：国内猪肉、果蔬日均批发价当月同比 (%)



资料来源：wind，一德宏观战略部

图 2.8：南华商品指数月度涨跌 (%)

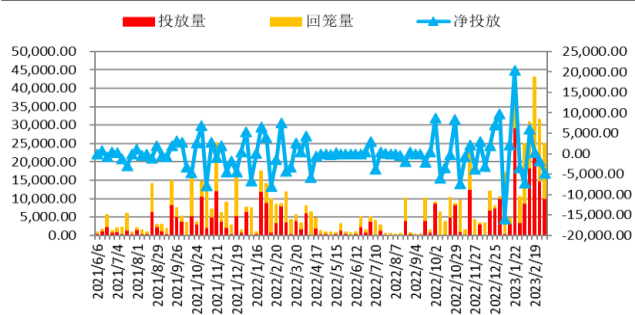


资料来源：wind，一德宏观战略部

2.3 市场利率回落 资金压力略缓

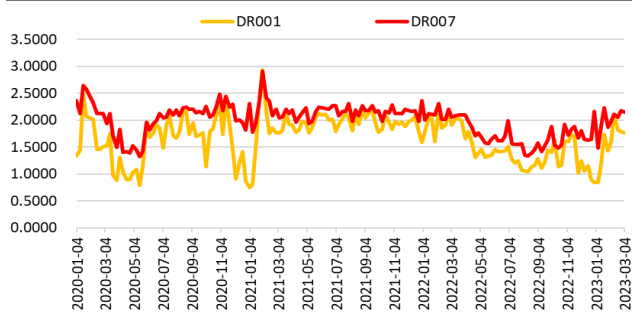
27 日当周，央行进行了 10150 亿元逆回购投放，当周有 14900 亿元逆回购到期，当周净回笼 4750 亿元。银行市场利率小幅回落，DR001、DR007 周均值环比分别下降 2BP、3BP 至 1.77%、2.15%，资金压力有所缓解。

图 2.9: 央行公开市场净投放 (亿元)



资料来源: wind, 一德宏观战略部

图 2.10: 银行间质押式回购加权利率 (%)



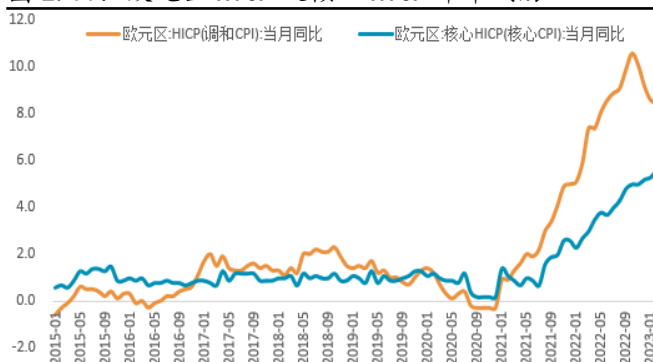
资料来源: wind, 一德宏观战略部

2.4 欧央行重拾鹰派基调, 美欧货币政策差异化收敛趋势暂止

当周, 美联储官员发言增量信息有限, 市场静待本周联储主席鲍威尔讲话给出的最新指引。相比于市场对于美联储终值利率预期持稳于 5.25%-5.50% 水平, 随着欧央行 2 月核心通胀步美国后尘拐头向上, 紧缩预期陡然升温, 市场对于欧央行终值利率的预期已升至 4%, 此前美欧货币政策差异化持续收敛的趋势得以扭转, 带动市场风险情绪走高。

根据最新公布美联储观察工具概率分布图情况看, 市场对美联储开启降息的预期已经推迟至明年 3 月。从此前市场预期“忽左忽右”的摇摆风格看, 后续历次会议及穿插其间公布的就业、通胀等经济数据均会对市场预期产生较大影响。而在当下市场对于紧缩预期计价相对充分的基础上, 再一次进行校准唯有等待 3 月美联储会后公布的最新点阵图了。

图 2.11: 欧元区 HICP 及核心 HICP 年率 (%)



资料来源: wind, 一德宏观战略部

图 2.12: 美联储观察工具显示利率终点概率 (%)

MEETING DATE	MEETING PROBABILITIES										
	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575	575-600	600-625
2023/3/22	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	75.3%	24.7%	0.0%	0.0%	0.0%	
2023/5/3	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	64.9%	31.7%	3.4%	0.0%	0.0%
2023/6/14	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	17.6%	55.9%	24.0%	2.5%	0.0%
2023/7/26	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	10.9%	41.2%	36.3%	10.7%	1.0%
2023/9/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	10.5%	40.3%	36.4%	11.5%	1.2%
2023/11/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.6%	17.9%	39.3%	30.2%	9.0%	0.9%
2023/12/13	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.8%	7.2%	24.3%	36.6%	23.9%	6.6%	0.7%
2024/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%	3.7%	15.1%	30.0%	30.7%	15.9%	3.8%	0.4%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.2%	2.4%	10.6%	24.1%	30.4%	21.8%	8.6%	1.8%	0.2%
2024/5/1	0.0%	0.2%	2.2%	10.0%	23.1%	30.0%	22.4%	9.6%	2.3%	0.3%	0.0%
2024/6/19	0.1%	1.2%	6.2%	16.6%	26.6%	26.1%	15.9%	5.9%	1.2%	0.1%	0.0%
2024/7/31	1.0%	5.0%	14.1%	24.1%	26.2%	18.4%	8.3%	2.4%	0.4%	0.0%	0.0%

资料来源: CME, 一德宏观战略部

2.5 稳增长调结构并重

2023年《政府工作报告》将经济增长目标由2022年的5.5%左右进一步下调至5%左右，为近五年来除2020年以外（2020年因疫情未设经济增长目标）的最低值。在2022年经济增长仅为3%的低基数效应下，预计完成5%的经济增长目标压力不大。将经济增长目标设定在低于我国经济潜在增长5.5%的水平之下一方面是外部环境仍存在较多不确定性，另一方面，淡化对经济增速的要求，可为经济结构转型升级，推动高质量发展预留空间，预期2023年经济增量上将更加注重产业结构的升级调整，通过刺激房地产市场拉动经济的概率较小。就业方面，2023年《政府工作报告》设定城镇调查失业率目标为5.5%左右，与2022年基本一致，城镇新增就业目标由1100万人以上上调至1200万人左右，体现2023年高校毕业生等重点人群就业压力预计将进一步加大。2022年，在就业优先政策力度持续强化的推动下，在经济增长仅实现3%增长情况下，新增城镇新增就业达1206万人，劳动力市场显示出较强的韧性，2023年政府工作报告提出“落实落细就业优先政策，把促进青年特别是高校毕业生就业工作摆在更加突出的位置，”预计在经济增长进一步恢复及就业优先政策进一步落实细化下，2023年就业目标大概率实现。

政策方面，2023年《政府工作报告》维持了“稳中求进”的工作总基调，但较2022年更强调“稳字当头”，“保持政策连续性针对性，加强各类政策协调配合，形成共促高质量发展合力”。财政政策上将赤字率目标由2022年的2.8%左右提高至3%，低于4.7%的2022年全国一般公共预算实际执行赤字率，规模上较为适度，主要目的在于强化市场对积极财政政策的预期。2023年新增专项债额度3.8万亿元，高于2022年的3.65万亿元，但低于2022年新增专项债实际发行4.03亿元，考虑到2022年专项债发结余，2023年可用专项债额度4.17万亿元，略高于2022年。总体看，2023年财政政策扩张力度有限。货币政策方面，工作报告延续了2022年末中央经济工作会议“稳健的货币政策要精准有力”的总基调，删除了2022年报告中“扩大新增贷款规模”的表述，新增“支持实体经济发展”，表明年内货币政策从总量扩张转向更加强调“精准”，结构性货币政策将进一步发力，总量宽松将边际收紧。在财政、货币政策总量稳健的背景下，政策的发力提效将主要依靠加强政策的协调配合。

产业政策上，工作报告在明确“支持刚性和改善性住房需求”的同时，重点强调“有效防范化解优质头部房企风险，改善资产负债状况，防止无序扩张，促进房地产业平稳发展”。表明年内房地产政策在延续“房住不炒”的总体政策基调的同时，将注重房地产相关风险的化解，建立房地产长效机制或不作为年内房地产政策的重点。在加快建设现代化产业体系方面，工作报告多次提及数字化经济，预计2023年与数字经济相关的信息网络基础设施、一体化大数据中心、基础设施智能化升级改造等相关新基建投资将出现较快增长，与之相关的通信技术相关投资预计将拉动高技术制造业投资的进一步增长。

表 1：近 5 年政府工作报告主要经济目标对比

	2023年目标	2022年目标	2021年目标	2020年目标	2019年目标
GDP增速	5%左右	5.5%左右	6%以上	——	6-6.5%左右
CPI	3%左右	3%左右	3%左右	3.5%左右	3%左右
城镇新增就业	1200万人左右	1100万人以上	1100万人以上	900万人以上	1100万人以上
城镇调查失业率	5.5%左右	5.5%以内	5.5%左右	6%左右	5.5%左右
外贸	进出口促稳提质，国际收支基本平衡	进出口保稳提质，国际收支基本平衡	进出口量稳质升，国际收支基本平衡	进出口促稳提质，国际收支基本平衡	进出口稳中提质
M2增速	保持广义货币供应量和社融规模增速同名义经济增长基本匹配，支持实体经济发展	扩大新增贷款规模，保持货币供应量和社融规模增速与GDP名义增速基本匹配	与GDP名义增速基本匹配	增速明显高于去年	与GDP名义增速相匹配
社会融资余额增速			与GDP名义增速基本匹配	增速明显高于去年	与GDP名义增速相匹配
财政赤字	——	——	——	3.76万亿	2.76万亿
财政赤字率	3%	2.8%左右	3.2%左右	3.6%以上	2.80%
地方政府专项债	3.8万亿	3.65万亿	3.65万亿元	3.75万亿元	2.15万亿
减税降费	完善税费优惠政策，对现行减税降费、退税缓税等措施，该延续的延续，该优化的优化	约2.5万亿，其中留抵退税约1.5万亿元	1万亿	2.5万亿	2万亿
单位国内生产总值能耗	单位国内生产总值能耗和主要污染物排放量继续下降，重点控制化石能源消费，生态环境质量稳定改善	能耗强度目标在“十四五”规划期内统筹考核，并留有适当弹性，新增可再生能源和原料用能不纳入能源消费总量控制	下降3%左右	——	下降3%左右

数据来源：各年度《政府工作报告》

3. 资产配置建议：

27日当周，国内市场风险情绪进一步改善，股债收益比、股债收益率差分别由前一周历史71.52%、77.3%分位数水平回落至69.86%、75.63%分位数水平。

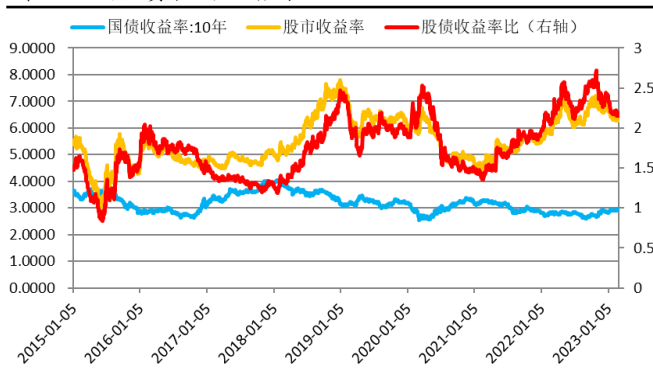
A股层面，27日当周，板块风格方面价值、成长各擅胜场，指数强弱分化依旧明显，机构风格连续2周强于游资。日均成交额基本持平，北向资金有所回流；个股赚

钱效应开始回落。板块方面，通信、建筑装饰、传媒领涨，有色金属、汽车、电力设备表现偏弱。海外权益市场风险偏好开始回升，持有成本震荡走弱对北向抑制有所减轻；存量市场博弈背景下，市场仍以轮动为主。在调整空间尚有不足叠加成交水平区间波动情况下，A股或将延续震荡分化格局。策略上，鉴于当前价位配置性价比偏低，暂观望，继续等待调整后的回补机会。

国债层面，27日当周，国债市场表现延续分化，短债利率震荡走升，长债利率震荡收跌。两会政府工作报告货币政策方面强调“精准”，总量宽松边际收敛，但仍维持一定的投放力度，2月经济景气超预期上涨，经济改善预期下，债市上涨动力不足，长债维持震荡，短债在资金紧张缓解下短线存在支撑，操作上，暂维持仓位，等待市场调整后的买入机会。

黄金层面，27日当周，持有成本开始回落，黄金在年线附近探底回升。随着央行重拾鹰派基调，市场对于其紧缩预期有所升温，特别是在对美联储紧缩节奏已定价较为充分背景下，欧美货币政策差异化再度拉大令美元回落，市场风险情绪走高，黄金跟随风险资产反弹。而对于后续多空因素的梳理，美联储货币政策转向、经济衰退的中长期利多因素暂不可期，而此前提到的欧美紧缩节奏边际变化带来的支撑为暂时性因素，并不可持续。因而，尽管金价短期出现反弹，但利空因素犹存，当前价位配置价值偏低，建议仍需等待。

图 3.1: 股债相对回报表现



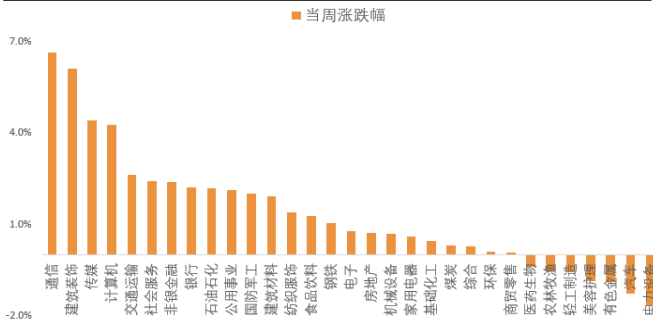
资料来源: wind, 一德宏观战略部

图 3.2: 权益资产溢价



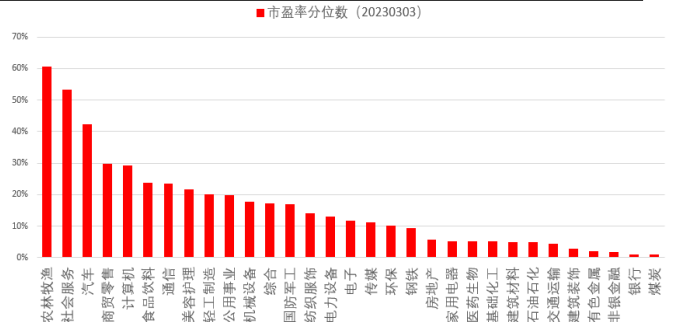
资料来源: wind, 一德宏观战略部

图 3.3: 申万一级行业当周收益率



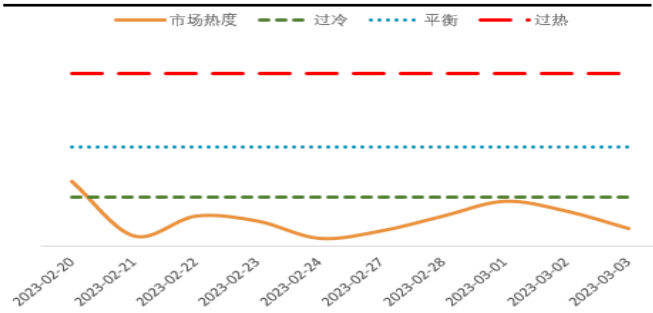
资料来源: wind, 一德宏观战略部

图 3.4: 申万一级行业市盈率分位数



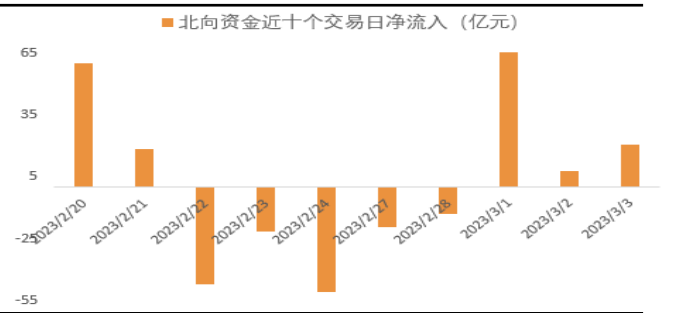
资料来源: wind, 一德宏观战略部

图 3.5: 近 10 日市场热度图



资料来源: wind, 一德宏观战略部

图 3.6: 近 10 日北向资金表现



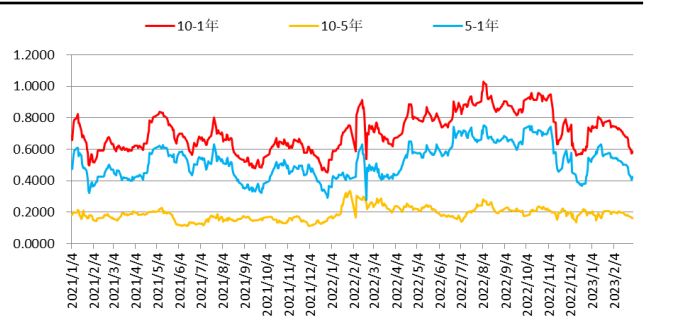
资料来源: wind, 一德宏观战略部

图 3.7: 国债到期收益率 (%)



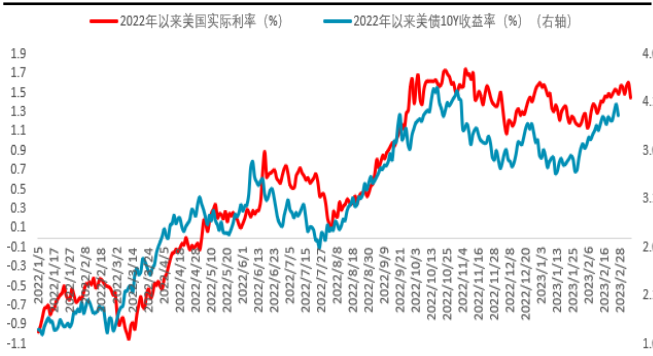
资料来源: 中债登网站, 一德宏观战略部

图 3.8: 国债利差 (%)



资料来源: 中债登网站, 经作者整理

图 3.9: 美国 10Y 国债实际利率与名义利率 (%)



资料来源: wind, 一德宏观战略部

图 3.10: 美国 10Y 国债盈亏平衡通胀率 (%)



资料来源: wind, 一德宏观战略部

4.本周重要数据及事件关注：

	重要财经数据与事件关注
2023/03/06	欧元区3月Sentix投资者信心指数, 前值-8, 公布值-6.3
	美国1月耐用品订单月率修正值(%), 前值-4.5, 公布值-4.5
	美国1月工厂订单月率(%), 前值1.8, 预测值-1.8
2023/03/07	中国公布1-2月贸易帐和进出口等数据
	中国2月外汇储备(亿美元), 前值31844.6, 预测值31600
	美国1月批发库存月率终值(%), 前值-0.4, 预测值-0.4
2023/03/08	美联储主席鲍威尔在参议院金融委员会发表半年度货币政策证词
	德国1月实际零售销售月率(%), 前值-5.3, 预测值2
	欧元区第四季度季调后GDP年率终值(%), 前值1.9, 预测值1.9
	美国2月ADP就业人数变动(万), 前值10.6, 预测值16.8
	美国1月贸易帐(亿美元), 前值-674, 预测值-690
	美国1月JOLTs职位空缺(万), 前值1101.2, 预测值1060
	欧洲央行行长拉加德发表讲话
2023/03/09	美联储公布经济状况褐皮书
	日本众议院就日本央行领导层任命进行投票
	美国白宫发布2024财年预算提案
	日本第四季度季调后实际GDP年化季率修正值(%), 前值0.6, 预测值0.8
	中国2月CPI年率(%), 前值2.1, 预测值2
	中国2月PPI年率(%), 前值-0.8, 预测值-1.4
	中国2月社会融资规模-单月(亿人民币), 前值59800, 预测值22000
	中国2月M2货币供应年率(%), 前值12.6, 预测值12.5
美国截至3月4日当周初请失业金人数(万), 前值19, 预测值19.5	
2023/03/10	日本央行公布利率决议
	中国2月人民币各项贷款余额年率(%), 前值11.3
	德国2月CPI年率终值(%), 前值8.7, 预测值8.7
	英国1月GDP月率(%), 前值-0.5, 预测值0.1
	美国2月非农就业人口变动季调后(万), 前值51.7, 预测值20
美国2月失业率(%), 前值3.4, 预测值3.4	

资料来源：汇通财经、一德宏观战略部

风险提示：

国内疫情反复；稳增长政策效果不及预期；美联储紧缩幅度超预期


请参阅最后一页的免责声明


免责声明

本研究报告由一德期货有限公司（以下简称“一德期货”）编制，本公司具有中国证监会许可的期货投资咨询业务资格（证监许可【2012】38号）。

本研究报告由一德期货向其服务对象提供，无意针对或打算违反任何国家、地区或其它法律管辖区域内的法律法规。未经一德期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式引用、转载、发送、传播或复制本报告。

本报告所载内容及观点基于研究人员认为可信的公开信息或实地调研资料，仅反映本报告作者的不同设想、见解及分析方法，但一德期货对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，且一德期货不保证这些信息不会发生任何变更。本报告中的信息以及所表达意见，仅作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，一德期货不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保，不对因使用本报告的材料而导致的损失负任何责任。服务对象不应单纯依靠本报告而取代自身的独立判断。一德期货不对因使用本报告的材料而导致的损失负任何责任。

 公司总部地址：天津市和平区小白楼街解放北路 188 号信达广场 16 层

 全国统一客服热线：400-7008-365

 官方网站：www.ydqh.com.cn