

宏观策略周报（2023.3.13）

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13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

- 6日当周，受美联储鹰派言论及硅谷银行风险事件的影响，国内市场风险情绪显著回落，债市全面走高，股市普遍回调。目前硅谷银行事件仍为个别银行流动性风险，尚未产生系统性影响，随着美联储救市方案出台，市场情绪将回归理性。国内经济方面，2月国内融资总量结构双双改善，预计经济内生动力增强，通胀低位下，权益依然向好趋势不变，而随着A股周线级别调整，配置价值逐渐提升，可重点关注上证指数回调至3200下方的机会。债券市场受谨慎情绪支撑，难言调整，可暂持仓观望。
- 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

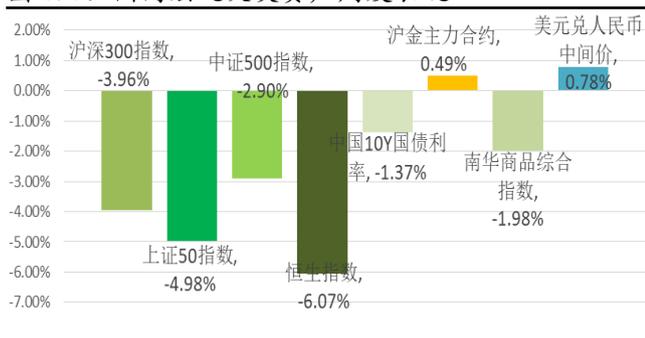
1. 大类资产表现比较.....	1
2. 经济环境分析：.....	1
2.1 出口止跌回升 商品房销售收窄涨幅.....	1
2.2CPI 超预期回落 商品止跌三连涨.....	3
2.3 信贷动能改善 市场资金宽松.....	4
2.4 风险事件冲击市场情绪，联储 3 月加息 50 基点存疑.....	5
3. 资产配置建议：.....	6
4.本周重要数据及事件关注：.....	9
免责声明.....	10

1. 大类资产表现比较

6日当周，市场风险偏好明显降温，国内宏观大类资产以回调为主，其中恒生指数跌幅最深为6.07%，上证50指数、沪深300指数与中证500指数分别下挫4.98%、3.96%和2.9%。南华商品综合指数下滑1.98%，10年期国债收益率延续走弱1.37%，人民币兑美元中间价环比贬值0.78%。

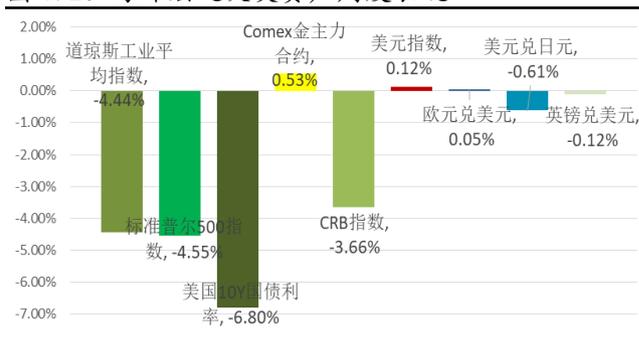
美国2月非农数据喜忧参半，薪资增长放缓和失业率上升促使金融市场调低了对美联储3月议息会议加息50个基点的预期，降低美元的吸引力。硅谷银行倒闭事件发酵加剧了美债收益率的暴跌，10年期国债收益率大幅下滑6.8%至3.7%。美股调整明显，标普500与道指跌幅均超4%；CRB指数环比下跌3.66%。避险情绪升温叠加实际利率回落为贵金属提供支撑，Comex金主力合约周涨0.53%。

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

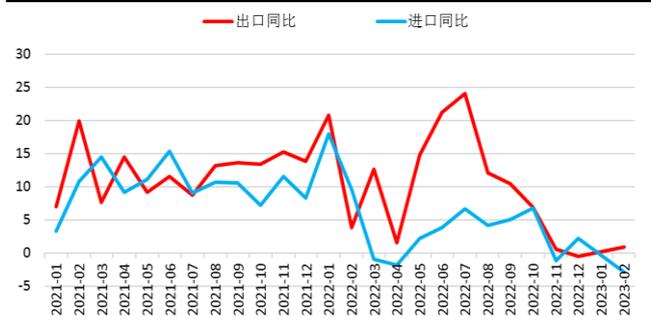
2. 经济环境分析：

2.1 出口止跌回升 商品房销售收窄涨幅

1-2月，我国以人民币计价的出口同比增长0.9%，较2022年12月的-0.5%有所回升，体现疫情放开后国内生产物流恢复对出口的抑制减弱。主要贸易伙伴中，随着去年四季度以来欧盟经济景气的持续改善，中国对欧盟出口降幅收窄，对美出口降幅扩大，对东盟出口增长持稳，1月以来美国制造业PMI触底回升，制造业新出口订单2月重回扩张，在外需维持较强韧性的背景下，随着外需向出口的传导，国内出口后

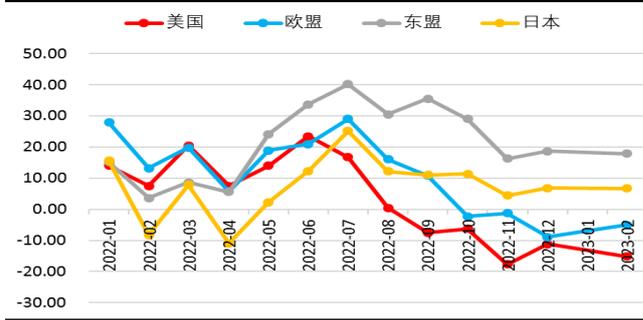
市将延续回升。1-2月以人民币计价的进口同比增长转负，反映国内需求仍未完全恢复，但在2月国内经济景气加速改善的情况下，进口改善预期较强。净出口方面，1-2月国内实现贸易顺差8103亿元，同比增长16.1%，贸易顺差对经济的支撑依然存在。总体看，开年出口企稳回升，但增长力度受海外经济仍处于底部的影响依旧微弱。但全年看，在上半年海外需求高位韧性及下半年基数走低的支撑下，开年出口增长或为年内较低水平，全年出口降幅有限。

图 2.1: 国内进出口同比增长 (以人民币计价, %)



资料来源: wind, 一德宏观战略部

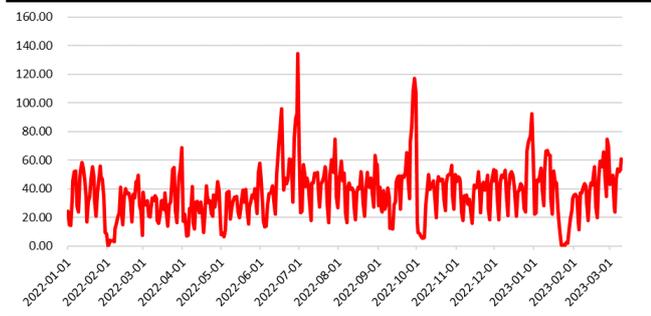
图 2.2: 我国对主要贸易伙伴出口同比 (%)



资料来源: wind, 一德宏观战略部

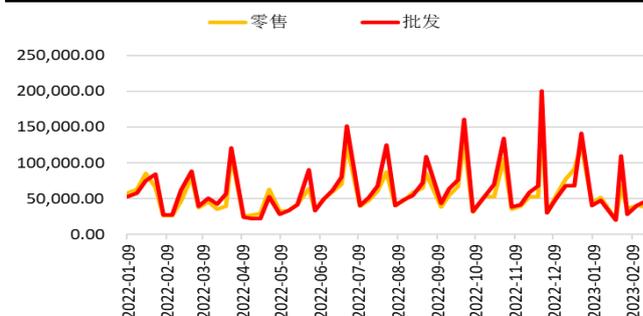
6日当周，全国247家钢厂高炉开工率环比上涨0.93个百分点至82%，高炉开工率1月中旬以来持续环比上涨。钢材全面下行，降幅较明显加大，市场需求改善明显，下游需求延续上升势头。终端需求方面，6日当周，国内30大中城市商品房日均成交面积连续第二周环比回落，截至6日当周，3月国内商品房日均成交面积同比增长41%，涨幅较2月的76%回落较多。据乘联会，2月国内狭义乘用车零售销量为139万辆，同比增长10.4%，环比增长7.5%，乘用车市场表现强于1月，呈现出节后恢复性增长的特征。

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)

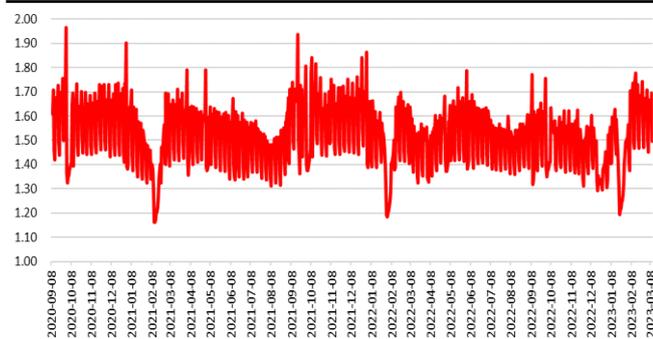


资料来源: wind, 一德宏观战略部

6日当周，100城市拥堵延时指数环比回落，但仍为疫情以来高位，市内出行保

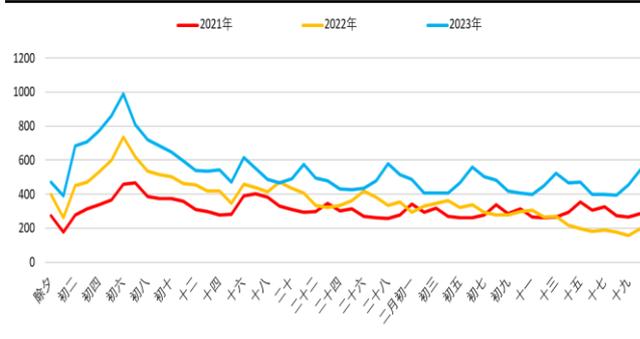
持平稳。百度迁徙规模指数6日当周加速上涨，城市间出行持续回暖。

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

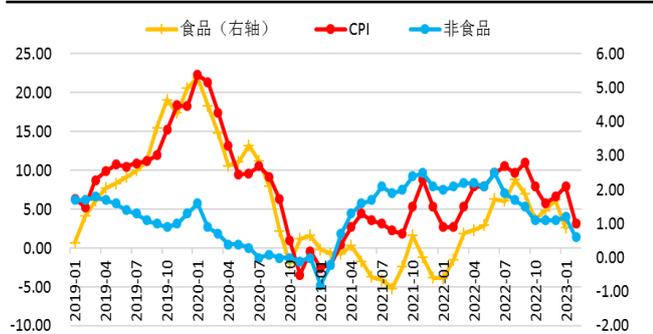


资料来源: wind, 一德宏观战略部

2.2CPI 超预期回落 商品止跌三连涨

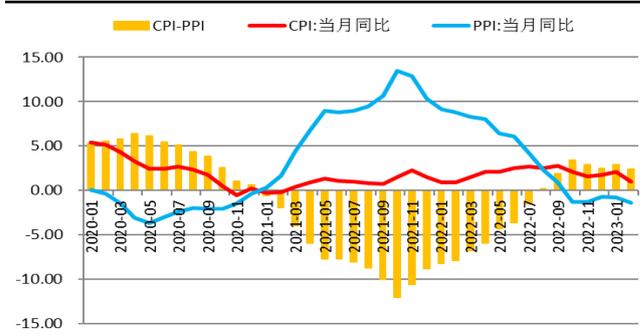
2月国内CPI同比上涨1%，较1月回落1.1个百分点，低于市场预期。其中，食品价格由上月上涨2.8%转为下降2.0%是CPI的主要拖累，食品价格中，猪肉、蔬菜价格受节后供给增加叠加需求季节性回落的影响降幅较大，粮食和食用油等食品价格基本稳定。非食品价格同比上涨0.6%，涨幅比上月回落0.6个百分点，能源价格同比上涨0.6%，涨幅大幅回落2.4个百分点，对非食品价格影响较大，服务价格在节后旅游出行下降的情况下，同比上涨0.6%，涨幅比上月回落0.4个百分点。随着节后工业企业生产恢复加快，工业品价格止跌企稳，PPI环比由跌转平，同比增长受高基数影响同比下降1.4%，降幅比上月扩大0.6个百分点。2月CPI-PPI剪刀差收窄至2.4%，下游需求改善力度弱于生产恢复，需求偏弱下，国内总体通胀压力不大。

图 2.7: 国内CPI同比 (%)



资料来源: wind, 一德宏观战略部

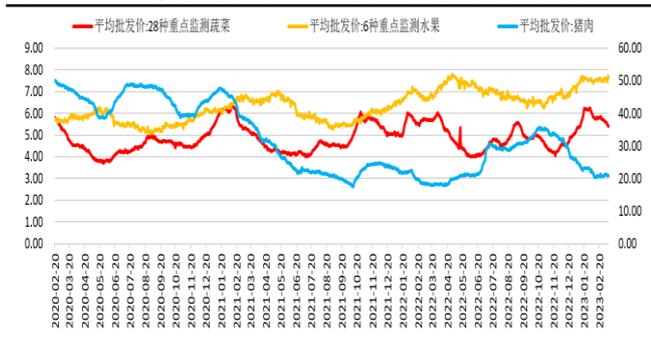
图 2.8: CPI-PPI (%)



资料来源: wind, 一德宏观战略部

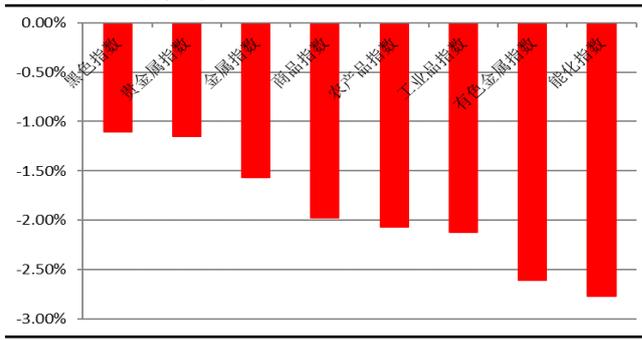
6日当周，国内猪肉价格环比第三周回升，周环比涨幅较前一周进一步收窄。蔬菜价格周环比延续回落，降幅有所扩大，水果价格周环比又跌转涨，重返上行走势。南华商品指数6日当周结束连续三周上涨，环比收跌，主要商品指数普遍回落，其中，美联储鹰派言论令市场对扩大加息及美国经济衰弱预期升温，能化、有色指数承压明显，跌幅居前，黑色指数受钢材需求表现强劲影响，降幅较小。

图 2.9：国内猪肉、果蔬日均批发价（元/公斤）



资料来源：wind，一德宏观战略部

图 2.10：南华商品指数周涨跌（%）

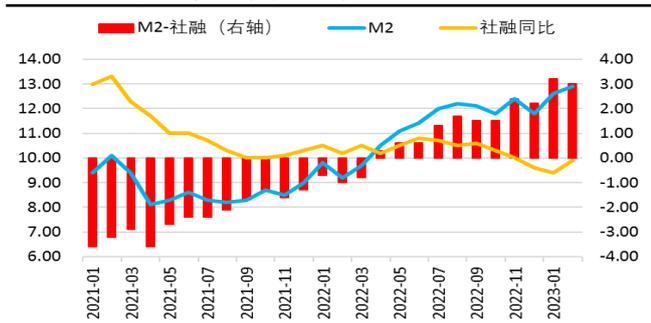


资料来源：wind，一德宏观战略部

2.3 信贷动能改善 市场资金宽松

2月，国内新增信贷、社融再超预期，其中新增信贷1.82万亿元，同比多增9241亿元，创同期历史新高，信贷投放维持较快节奏。信贷结构上，企业中长期贷款新增1.1万亿元，再度刷新历史新高，是信贷增长的主要拉动，一方面体现了政策性金融工具相关配套资金持续落地拉动信用扩张，另一方面表明经济景气改善实体经济融资需求回暖。房地产销售回升下，居民中长期贷款同比多增1322亿元，为2021年12月以来首次同比转正，居民部门信贷出现触底迹象，信贷结构全面改善。融资结构上，在专项债提前批额度增量的背景下，政府债券同比多增5416亿元，积极财政维持靠前发力，基建投资支撑力度仍强。随着信用债利率大幅回落，企业债融资环比显著改善，债务融资需求回暖。信贷扩张强劲及财政靠前发力下，M2同比回升0.3个百分点至12.9%，高于市场预期，M2-社融增速剪刀差由1月3.2%收窄至3%，为去年9月以来首次收窄，经济内生动能出现改善。

图 2.11: 居民中长期贷款同比变化 (亿元)



资料来源: wind, 一德宏观战略部

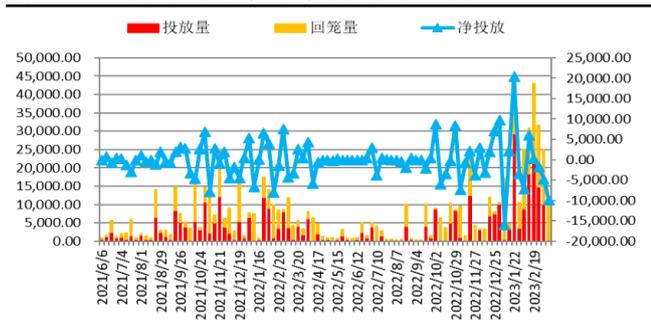
图 2.12: M2-社融增速差 (%)



资料来源: wind, 一德宏观战略部

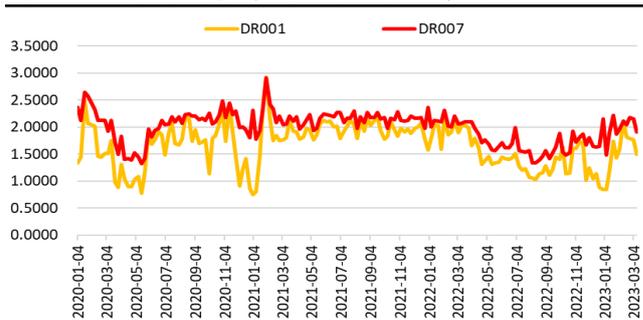
6 日当周, 央行进行了 320 亿元逆回购投放, 当周有 10150 亿元逆回购到期, 当周净回笼 9830 亿元。银行市场利率较前一周加速回落, DR001、DR007 周均值环比分别下降 27BP、23BP 至 1.49%、1.92%, 在央行持续净回笼且回笼量持续加大的背景下, 银行市场利率进一步走低, 跨月后市场资金面维持宽松。

图 2.13: 央行公开市场净投放 (亿元)



资料来源: wind, 一德宏观战略部

图 2.14: 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 风险事件冲击市场情绪, 联储 3 月加息 50 基点存疑

6 日当周, 联储官员讲话与重磅经济数据云集, 但后半周美国硅谷银行事件逐步发酵对市场风险情绪打压明显。

此前, 美联储主席鲍威尔在国会证词中延续此前基调, 强调经济数据依赖, 未排除单次加息 50 基点选项及更高的终值利率。但总体而言, 市场对于年内尚余 100 基点加息幅度的定价相对充分, 预计 3 月 FOMC 会上公布的点阵图难以超越上述预期。经济数据方面, 美国 2 月非农数据喜忧参半, 新增就业 31.1 万人, 高于市场预期的 20.5 万人, 不过薪资增长放缓和失业率上升促使金融市场调低了对美联储议息会议加息 50 个基点的预期, 从而降低美元的吸引力。后半周逐步发酵的硅谷银行事件对

市场避险情绪提振明显。最新消息显示，周六凌晨被政府相关部门接管后，美联储于13日早间宣布了新的银行定向融资计划，确保硅谷银行储户能够支取全额储蓄。

相应解决方案出台后，市场将逐渐回归理性。尽管事件层级尚未产生全局性影响，从审慎的角度考虑，预计3月联储加息或“跟随”最新市场预期依然维持25基点幅度，这将有助于舒缓此前偏紧的市场情绪。

图 2.15: 美国新增非农就业人数与失业率



资料来源: wind, 一德宏观战略部

图 2.16: 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	625-650	650-675	675-700	700-725	
2023/3/22	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	31.7%	68.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	
2023/5/3	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	21.6%	56.6%	21.8%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	
2023/6/14	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	4.0%	28.1%	50.1%	17.7%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	
2023/7/26	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.0%	22.2%	44.6%	25.8%	4.4%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	
2023/9/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.9%	15.3%	36.5%	32.5%	12.1%	1.6%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	
2023/11/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%	4.7%	19.7%	35.7%	28.3%	9.9%	1.3%	
2023/12/13	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%	4.7%	19.7%	35.7%	28.3%	9.9%	1.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	
2024/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	2.3%	11.2%	26.6%	32.5%	20.4%	6.2%	0.7%	0.0%	0.0%	0.0%	
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	1.7%	8.9%	22.6%	31.0%	23.5%	9.9%	2.1%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.3%	2.7%	10.7%	23.7%	30.0%	21.7%	8.8%	1.9%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	
2024/6/19	0.0%	0.2%	1.8%	7.6%	18.7%	27.6%	24.9%	13.8%	4.5%	0.8%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	
2024/7/31	0.2%	1.7%	7.3%	18.2%	27.1%	25.0%	14.3%	5.0%	1.0%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	

资料来源: CME, 一德宏观战略部

3. 资产配置建议:

6日当周，国内市场风险情绪显著走弱，股债收益比、股债收益率差分别由前一周历史69.86%、75.63%分位数水平回升至75.08%、80.1%的分位数水平。

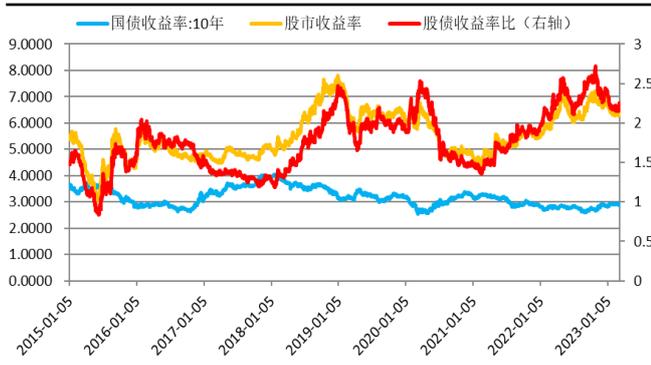
A股层面，6日当周，指数强弱开始逆转，此前超跌的创业板指数相对抗跌，机构、游资风格同时走弱。日均成交额基本持平，北向资金再度流出；个股赚钱效应连续2周回落。板块方面，申万一级板块指数全线走低，非银金融、汽车、建筑材料表现偏弱。受风险事件冲击海外权益市场风险偏好明显回落，避险情绪压制北向资金回流；存量市场博弈背景下，市场持续未能向上打开空间则需要回踩整固。总体而言，随着A股周线级别调整千呼万唤始出来，配置价值将逐渐提升，可重点关注回调末端配置机会。策略上，鉴于当前价位配置性价比偏低，暂观望，关注上证指数回调至3200下方的机会。

国债层面，6日当周，国债利率普遍回落，国债市场全面走强，短债强于长债。2月国内新增信贷再度超预期，但债市依然上涨，表现坚挺，其原因一是国内通胀维持

低位, CPI 同比回落幅度超预期, 二是开年进口同比转负, 内需尚未完全恢复, 三是进入 3 月, 高频数据显示终端需求增长出现放缓, 四是跨月后市场资金面宽松, 对债市形成支撑。后市看, 当前国内经济延续恢复, 但恢复强度存在不确定性, 市场情绪谨慎, 债市难言调整, 短期或延续震荡, 操作上, 暂维持仓位, 等待市场调整后的买入机会。

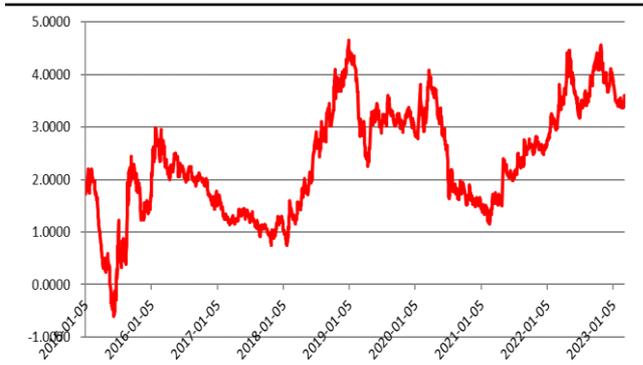
黄金层面, 6 日当周, 持有成本两端表现分化, 黄金探底回升。尽管美联储主席鲍威尔在听证会证词中重申紧缩延续, 但市场关注焦点切换至突发风险事件——硅谷银行事件。避险情绪提振下, 黄金显著走强。最新消息显示, 美联储充当“最后贷款人”, 推出新的银行融资计划确保储户全额资金得到保障, 事件暂获解决。短期看, 可能会影响联储的加息节奏, 3 月加息 50 基点概率渺茫, 对黄金存在短期支撑, 但货币政策转向暂无可期, 黄金面临的利空因素仍然存在。即便从最差的情况考虑, 如上述事件后续波及范围扩大, 以致于形成全局性流动性危机, 倒逼联储货币政策转向, 大类资产包括黄金亦需经历资产无差别抛售阶段。因而总体来看, 当下鉴于金价仍处高位, 配置价值偏低, 建议仍以持仓观望为主。

图 3.1: 股债相对回报表现



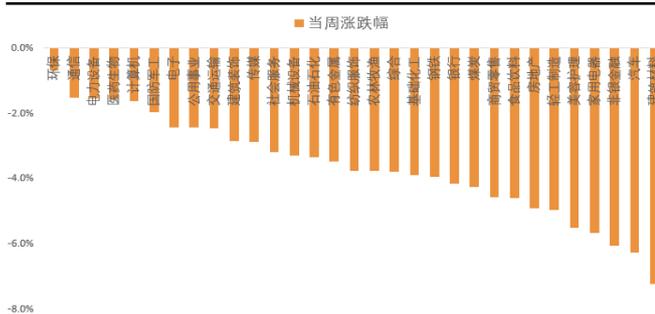
资料来源: wind, 一德宏观战略部

图 3.2: 权益资产溢价



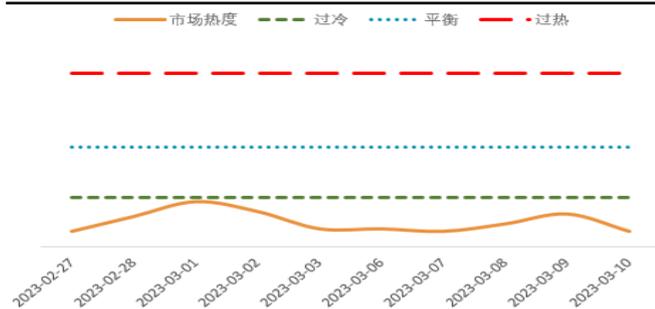
资料来源: wind, 一德宏观战略部

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 3.5: 近 10 日市场热度图



资料来源: wind, 一德宏观战略部

图 3.7: 国债到期收益率 (%)



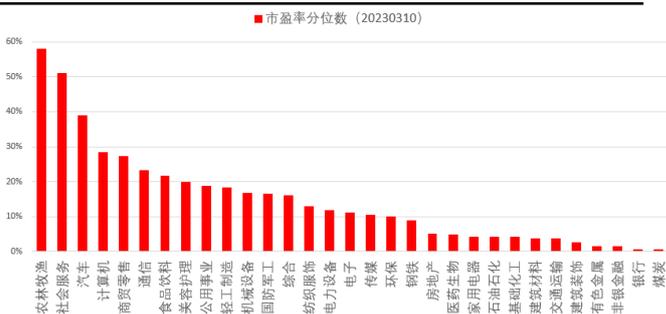
资料来源: 中债登网站, 一德宏观战略部

图 3.9: 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 3.4: 申万一级行业市盈率分位数



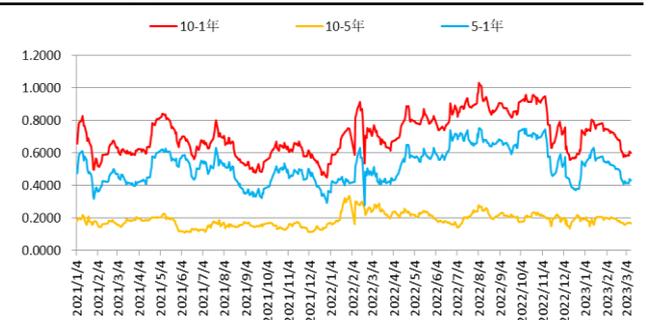
资料来源: wind, 一德宏观战略部

图 3.6: 近 10 日北向资金表现



资料来源: wind, 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 3.10: 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	
2023/03/13	美国金融监管部门就硅谷银行事件发布应对措施
	全国人民代表大会第六次全体会议（闭幕会）举行，表决关于政府工作报告的决议草案等；国务院总理李强出席记者会并回答中外记者提问
	欧元集团财长会议举行
2023/03/14	美国 2 月 CPI 年率未季调，前值 6.4%，预测值 6%
	美国 2 月核心 CPI 同比，前值 5.6%，预测值 5.5%
2023/03/15	日本央行公布 1 月货币政策会议纪要
	国新办就国民经济运行情况举行发布会
	IEA 公布月度原油市场报告
	中国 1-2 月城镇固定资产投资年率-YTD(%), 前值 5.1, 预测值 4
	中国 2 月规模以上工业增加值年率(%), 前值 1.3, 预测值 2.6
	中国 2 月社会消费品零售总额年率(%), 前值-1.8, 预测值 3.4
	中国 1 至 2 月全国房地产开发投资 (%), 前值-10, 预测值-8.3
	美国 2 月 PPI 年率(%), 前值 6, 预测值 5.4
美国 2 月零售销售月率(%), 前值 3, 预测值 0.2	
2023/03/16	澳洲联储公布经济公报
	国家统计局公布 70 个大中城市住宅销售价格月度报告
	欧洲央行公布利率决议，预计加息 50 个基点
	欧洲央行行长拉加德召开货币政策新闻发布会
	美国 2 月新屋开工年化总数(万户)，前值 130.9，预测值 131
	美国 2 月进口物价指数月率(%), 前值-0.2, 预测值-0.3
	美国截至 3 月 11 日当周初请失业金人数(万)，前值 21.1
2023/03/17	欧元区 2 月调和 CPI 年率-未季调终值(%), 前值 8.5, 预测值 8.5
	美国 2 月工业产出月率(%), 前值 0, 预测值 0.4
	美国 3 月密歇根大学消费者信心指数初值，前值 67, 预测值 67.5

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

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