

宏观策略周报（2023.3.20）

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20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

- 13日当周，在国内经济超预期恢复与海外银行风险持续发酵的背景下，国内市场情绪稳定，债市小幅走强，股市表现分化，价值表现好于成长。周末央行意外降准，释放长期资金，进一步支持实体经济恢复，有助于提振国内市场信心，提升国内资产相对价值。但短期内，股市存量资金博弈背景下，市场上下两难，需等待回调后的配置机会；利率持稳下，降准对债市影响偏中性，国内经济修复但海外风险发酵对债市影响多空参半，海外风险稳定前，建议暂持仓观望。

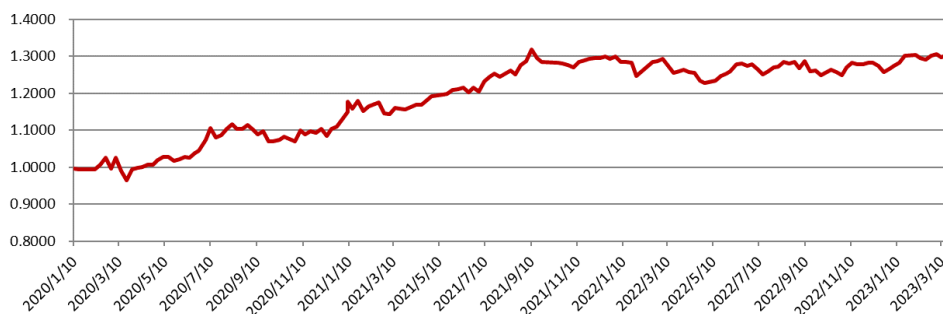
- 本周资产配置排序：股票>债券>商品。

■ 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

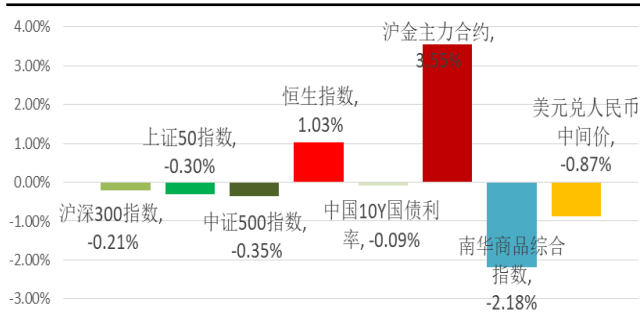
1. 大类资产表现比较.....	1
2. 经济环境分析：.....	1
2.1 开年经济超预期 旺季需求持续回暖.....	1
2.2 猪价再度转跌 商品跌幅扩大.....	3
2.3 市场资金趋紧 央行加大投放.....	4
2.4 避险情绪令加息预期骤降，联储点阵图或再校市场预期.....	4
2.5 央行意外全面降准.....	5
3. 资产配置建议：.....	6
4.本周重要数据及事件关注：.....	8
免责声明.....	10

1. 大类资产表现比较

13日当周，伴随美欧银行业流动性冲击进一步发酵，市场避险情绪再度升温，国内宏观大类资产中贵金属跟随外盘涨幅最高为3.55%，南华商品综合指数跌幅最深为2.18%。国内股票指数类资产表现相对坚韧，出现小幅回调。美元趋弱为人民币带来支撑，不过周五我国央行意外调降准备金率0.25个百分点，中美货币政策分化令人民币有所承压，短期维持窄幅区间震荡概率较大。

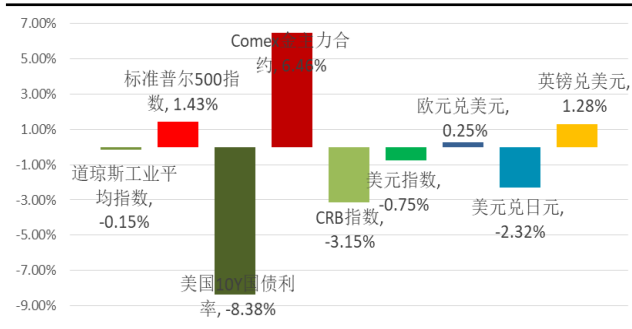
美国2月通胀数据如预期回落，不过距离2%的通胀目标仍有很大空间，是美联储保持紧缩的重要理由，而考虑到近期个别银行出现的流动性危机凸显美联储持续紧缩带来的副作用，令当前美联储陷入进退两难的境地，货币市场重新定价3月加息25个基点占据主流，10年期美债收益率大幅回落。瑞信银行信用违约互换(CDS)跳涨至历史新高，自曝财务程序存在重大缺陷，欧洲银行危机，加剧市场避险情绪，当周Comex金主力合约涨幅最大为6.46%。美联储紧缩程度边际下降，对美元支撑作用减弱，提振非美货币走升，当周避险货币日元兑美元汇率升值幅度较明显为2.32%。

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 开年经济超预期 旺季需求持续回暖

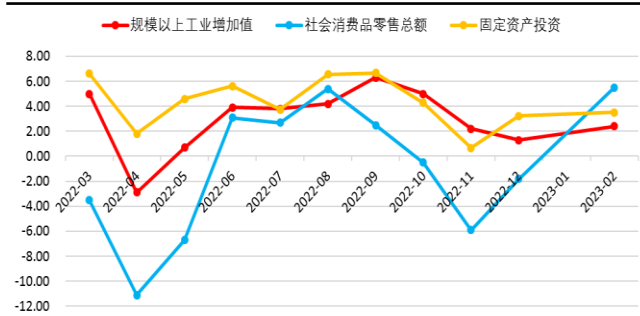
受去年高基数的影响，1-2月，规模以上工业增加值累计同比增长2.4%，高于2022年12月1.1个百分点，工业生产有所恢复但受到1月疫情达峰的影响，增速较

往年同期偏弱。主要行业中，汽车行业由于补贴退坡，车企去库产出下降明显，钢铁、有色等传统重化工业增长较快，反映基建投资需求旺盛，高技术行业产出增长下滑，但与新能源产业相关的电气机械行业保持较快增长。

固定资产投资 1-2 月同比增长 5.5%，较 12 月当月同比增速回升 2.27 个百分点，在去年同期投资增长基数较高的情况下，投资增长表现较强。投资分项中，制造业投资高位持稳，广义基建投资较 2022 年 12 月当月回升 1.82 个百分点至 12.18%，继续维持高增长，房地产投资降幅超预期收窄至 -5.7%，其中，保交楼政策持续起效下，房地产竣工面积同比增长 8%，是房地产投资的主要拉动，新开工面积在商品房销售改善的背景下降幅大幅收窄至 9.4%，考虑到年内房地产投资基数逐步走低，在开年房地产投资大超预期的情形下，年内房地产投资增长预期上调。

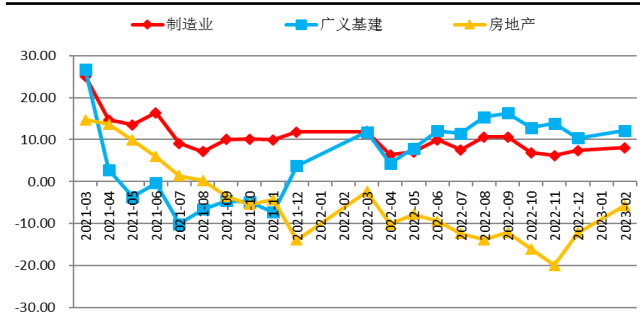
1-2 月社会消费品零售总额累计同比增长 3.5%，较 12 月止跌反弹，餐饮消费由 -14.1% 大幅反弹至 9.2%，但同时，汽车、通讯器材等耐用消费品出现比较明显的回落，显示出疫情达峰后消费在制约解除后强劲修复，但政策退出及收入增长回落对消费的反弹的制约作用显现，消费增长年内能否恢复正常水平仍待观察。

图 2.1: 国内增加值、消费、投资同比增长 (%)



资料来源: wind, 一德宏观战略部

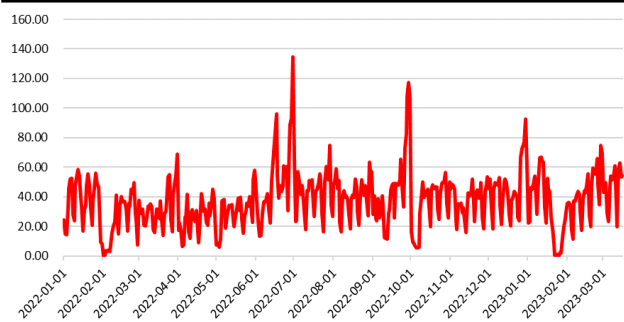
图 2.2: 主要固定资产投资同比增长 (%)



资料来源: wind, 一德宏观战略部

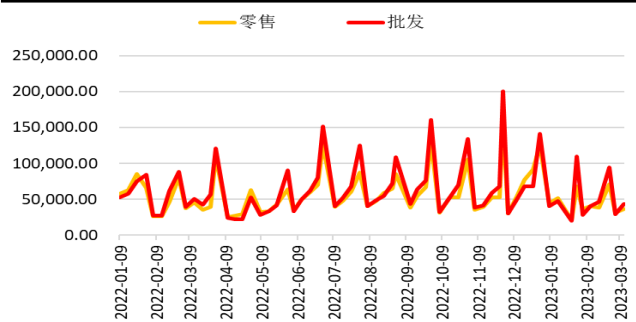
13 日当周，全国 247 家钢厂高炉开工率环比上涨 0.29 个百分点至 82.29%，高炉开工率 1 月中旬以来持续环比上涨。钢材库存继续普降，建材社会库存降幅加大，钢厂库存降幅收窄，随着市场进入旺季，下游需求回暖，基建项目开工增长较快。终端需求方面，13 日当周，国内 30 大中城市商品房日均成交面积环比止跌回升，截至 13 日当周，3 月国内商品房日均成交面积环比增长 11%，同比增长 43%，同比涨幅较 2 月的 76% 明显回落。据乘联会，3 月 1-12 日，全国乘用车市场零售 41.4 万辆，同比去年下降 17%，较上月同期下降 11%。

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

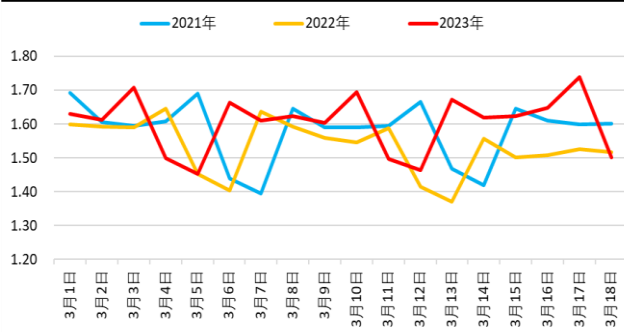
图 2.4: 乘用车销量 (辆)



资料来源: wind, 一德宏观战略部

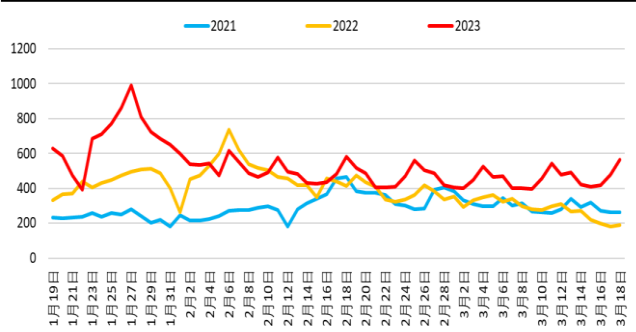
13 日当周, 100 城市拥堵延时指数先升后降, 总体仍位于疫情以来高位, 市内出行保持平稳。百度迁徙规模指数进一步上涨, 城市间出行加速回暖。

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

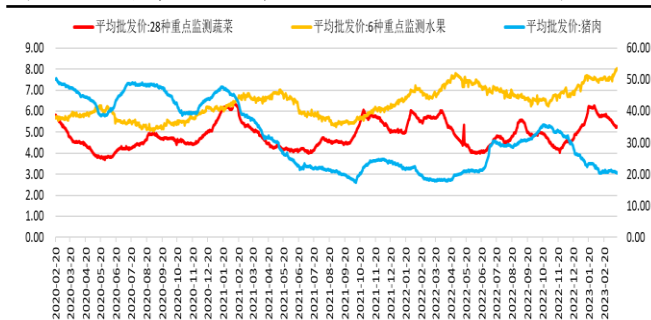


资料来源: wind, 一德宏观战略部

2.2 猪价再度转跌 商品跌幅扩大

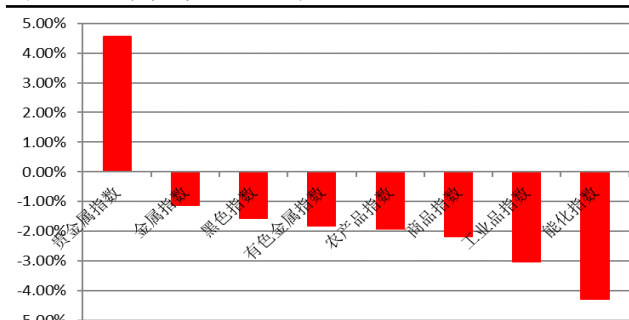
13 日当周, 国内猪肉日均价格环比下降 1.38%, 结束连续三周上涨。蔬菜价格周环比第三周回落, 降幅进一步扩大, 水果价格周环比延续前一周的反弹, 涨幅加大。受海外风险频发的影响, 南华商品指数 13 日当周环比扩大跌幅, 主要商品指数除黄金大幅上涨外, 普遍回落, 其中, 能化指数受原油重挫的拖累降幅较大, 农产品、有色指数降幅较前一周收窄。

图 2.7: 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 2.8: 南华商品指数周涨跌 (%)

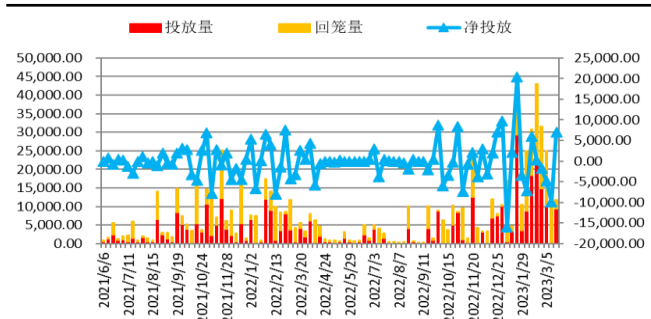


资料来源: wind, 一德宏观战略部

2.3 市场资金趋紧 央行加大投放

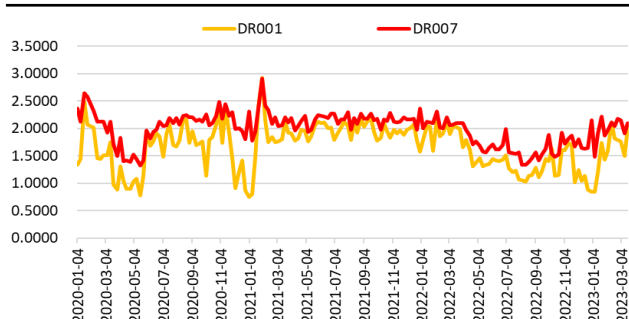
13 日当周, 央行分别进行了 4630 亿元逆回购及 4810 亿元 MLF 投放, 当周分别有 320 亿元逆回购及 2000 亿元 MLF 到期, 当周净投放 7120 亿元。银行市场利率止跌反弹, DR001、DR007 周均值环比分别上涨 53BP、18BP 至 2.02%、2.1%, 银行市场资金趋紧。

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 避险情绪令加息预期骤降, 联储点阵图或再校市场预期

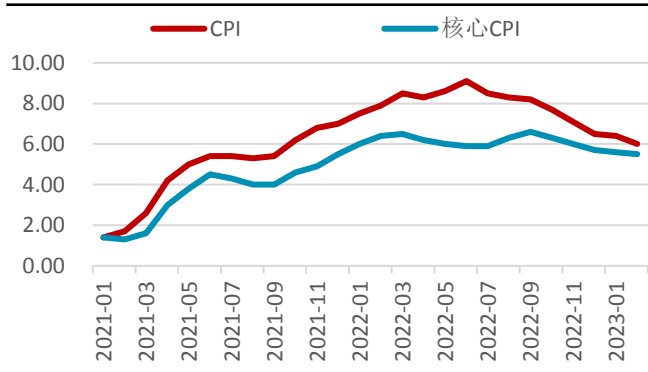
13 日当周, 随着欧美银行流动性危机进一步发酵, 市场避险情绪持续升温, 加息预期再度出现了明显回摆。截至周末的最新数据显示, 市场预期美联储 3 月最后一次升息 25 基点后, 结束本轮紧缩周期; 同时降息预期定价重新启动, 目前市场预期年内将降息 75 基点。此外, 当周公布的 2 月 CPI 数据显示重回市场预期之内, 也为联储放缓加息提供支撑。

经济数据方面，在能源价格回落和食品增速放缓的共同拉动下，美国 2 月 CPI 同比上涨 6%，连续八个月放缓；核心 CPI 同比上涨 5.5%，为连续六个月下滑，均符合市场预期。不过核心服务整体价格通胀仍具有较强粘性，环比增长值得关注。

银行业危机事件方面，尽管周中联储通过支持工具为金融机构及联邦存款保险公司提供流动性，但美元流动性压力指标仍显著走强，显示市场恐慌情绪尚未平息。泰德利差已升至本轮紧缩周期启动以来的高位区域。为避免重蹈 2020 年 3 月美元流动性危机覆辙，最新消息显示，北京时间周一凌晨，美联储同欧央行等其他 5 加央行宣布采取协调行动，通过提升美元流动性互换额度增加市场流动性供应。

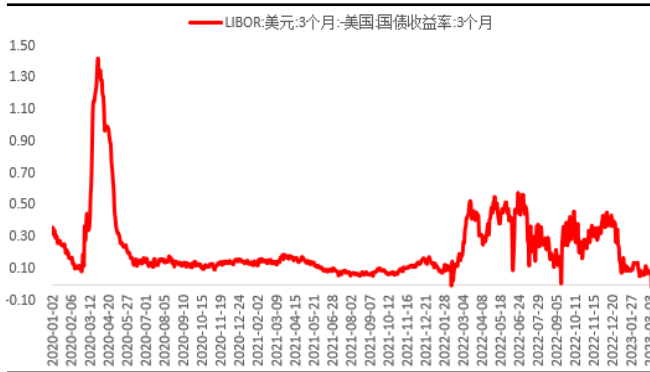
随着联储未雨绸缪开展行动，市场暂时回归理性，但危机后续演绎不确定性犹存。对于即将到来的 3 月 FOMC 会议，尽管减缓加息幅度可期，但尚难扭转紧缩方向。为实现“实际政策利率转正”的停止加息前提条件，点阵图较去年 12 月略微上浮可能依然存在。

图 2.11: 美国 CPI 与核心 CPI 同比 (%)



资料来源: wind, 一德宏观战略部

图 2.12: 泰德利差 (%)



资料来源: wind, 一德宏观战略部

2.5 央行意外全面降准

3 月 17 日晚间，央行公告，为推动经济实现质的有效提升和量的合理增长，打好宏观政策组合拳，提高服务实体经济水平，保持银行体系流动性合理充裕，中国人民银行决定于 2023 年 3 月 27 日降低金融机构存款准备金率 0.25 个百分点（不含已执行 5% 存款准备金率的金融机构）。下调后，金融机构加权平均存款准备金率约为 7.6%。

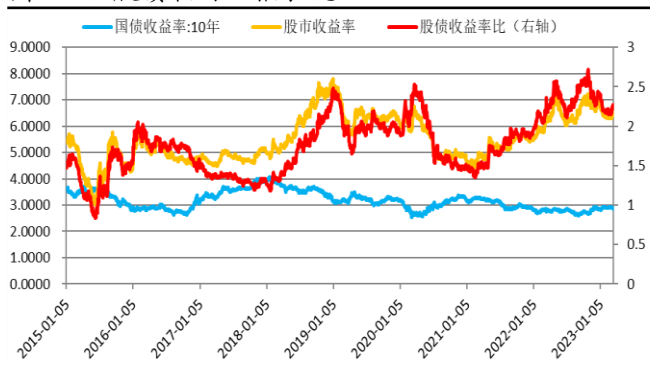
本次央行降准消息略超市场预期，主因 3 月 15 日央行已超额续作一年期 MLF，净

投放 2810 亿元，创 2020 年 12 月以来最多，2 月社融信贷投放持续旺盛，降低了市场对短期降准的预期。而央行考虑在当前时点进行降准，主要是考虑近期欧美银行危机频现，国内信贷需求维持强劲及地方债发行方量的情况下，以此弥补国内外传导的流动性压力，使整个流动性在合理充裕的水平，稳定国内市场情绪。在幅度上相对审慎，存款准备金率全面调降了 0.25 个百分点，使大型金融机构至 10.75%，中小型金融机构至 7.75%，一方面在方向上继续为实体经济提供支持，可推动经济的持续复苏势头；另一方面年初以来资金利率水平上行，波动加大，低幅降准也为后续保持了一定的货币政策空间。

3. 资产配置建议：

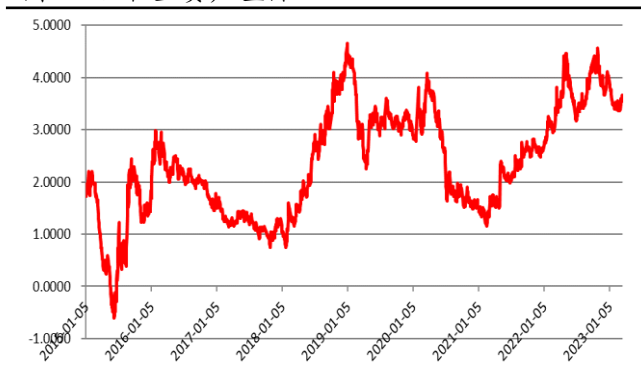
13 日当周，国内市场风险情绪大体持稳，股债收益比、股债收益率差分别由前一周历史 75.08%、80.1%分位数水平微升至 75.49%、80.83%的分位数水平。

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

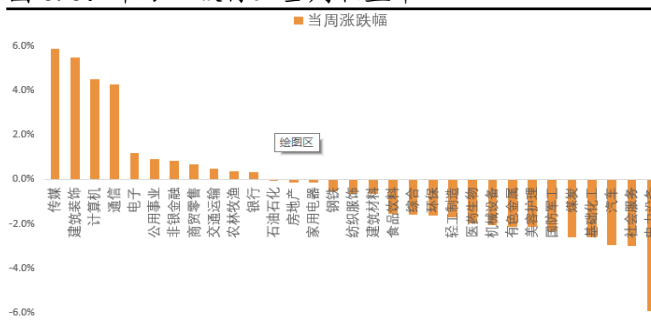
A 股层面，13 日当周，指数强弱分化再度加强，游资风格表现强于机构。日均成交额有所提升，北向资金显著回流；个股赚钱效应开始回升。板块方面，传媒、建筑装饰、计算机表现强势，汽车、社会服务、电力设备表现偏弱。风险事件对海外权益市场风险偏好压制减弱，市场加息预期放缓造成持有成本两端同时回落；存量资金博弈背景下，市场短期上下两难：一方面需提防欧美流动性危机进一步发酵对风险偏好的影响；另一方面，也需警惕市场当下过于乐观，加息预期在 FOMC 会议结束后的反复。

总体而言，尽管 A 股维持 3200 上方强势震荡，但无明显回调，低吸赔率不高，建议观望为主，继续等待回调后的配置机会。

国债层面，13 日当周，国债利率总体微降，周内呈现前高后低的走势。开年经济供求均超预期回暖，但债市在海外银行风险事件升温支撑下，表现平稳，后半周，央行超量续作 MLF 释放流动性，债市利率小幅走低。周末央行意外全面降准，在利率不变的情况下，对债市影响偏中性。当前在国内经济修复但海外风险发酵的背景下，债市影响多空参半，短线或仍延续震荡，海外风险稳定前，策略上，建议继续持仓观望。

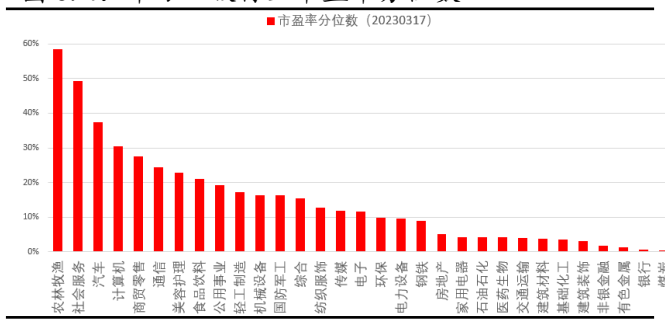
黄金层面，13 日当周，持有成本两端明显回落，黄金大幅拉升，逼近 2000 美元整数关口。欧美银行业危机持续发酵，避险情绪逐步升温，市场对于联储后续加息预期明显回落，降息定价再度出现。此外，美元流动性压力指标大幅抬升至紧缩以来的高位水平，联储未雨绸缪重新强化 2020 年化解流动性危机的美元互换工具的使用。短期看，鉴于银行业危机后续演绎不确定性尚存，美联储缩减加息幅度几成定局，但市场降息预期定价显得过于乐观，一旦联储公布的点阵图继续上移，或令市场预期再度出现急转。即便从最差的情况考虑，如上述危机继续发酵，以致于形成全局性流动性危机，倒逼联储货币政策转向，而在此之前大类资产包括黄金亦需经历资产无差别抛售阶段。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 3.3: 申万一级行业当周收益率



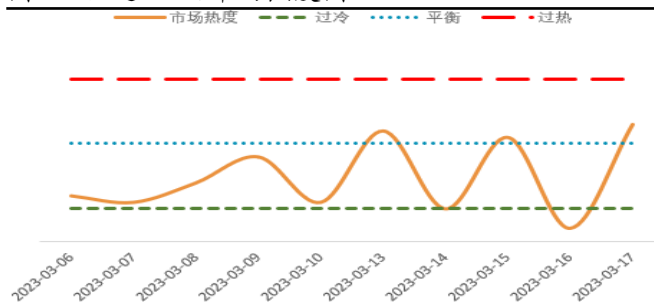
资料来源: wind, 一德宏观战略部

图 3.4: 申万一级行业市盈率分位数



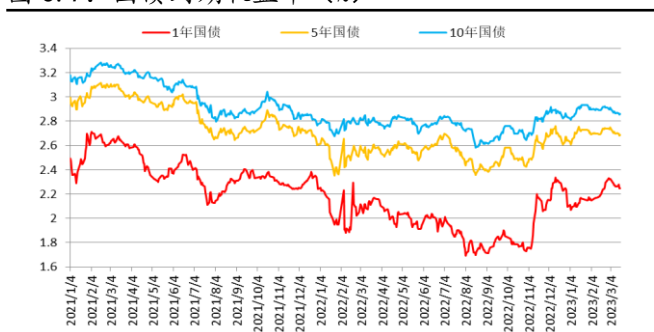
资料来源: wind, 一德宏观战略部

图 3.5: 近 10 日市场热度图



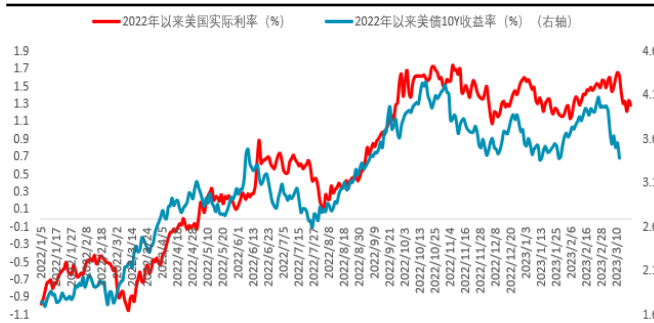
资料来源: wind, 一德宏观战略部

图 3.7: 国债到期收益率 (%)



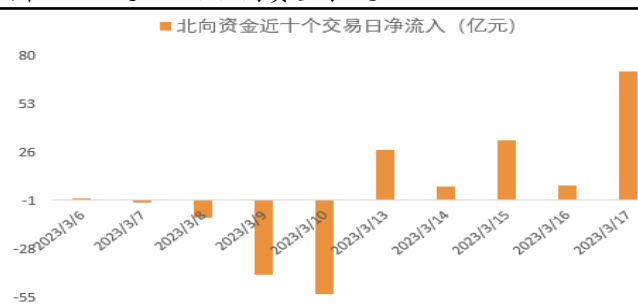
资料来源: 中债登网站, 一德宏观战略部

图 3.9: 美国 10Y 国债实际利率与名义利率 (%)



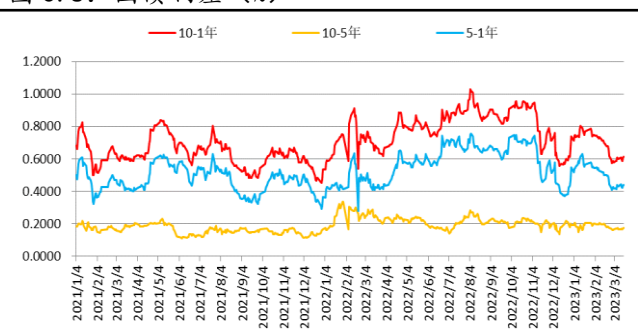
资料来源: wind, 一德宏观战略部

图 3.6: 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	
2023/03/20	中国 3 月一年期贷款市场报价利率(%), 前值 3.65, 公布值 3.65
	中国 3 月五年期贷款市场报价利率(%), 前值 4.3, 公布值 4.3
	应普京总统邀请, 国家主席习近平将于 3 月 20 日至 22 日对俄罗斯进行国事访问

2023/03/21	德国 3 月 ZEW 经济景气指数, 前值 28.1, 预测值 18.9
	美国 2 月成屋销售年化总数(万户), 前值 400, 预测值 417
	瑞典央行第一副行长布雷曼探讨经济局面与动荡形势中的货币政策工作
	欧洲央行行长拉加德和欧洲央行管委维勒鲁瓦发表讲话
2023/03/22	英国 2 月 CPI 年率(%), 前值 10.1, 预测值 9.8
	英国 3 月 CBI 工业订单差值, 前值-16, 预测值-14
	美国财长耶伦与美国国务卿布林肯出席参议院小组委员会听证会
2023/03/23	美联储公布利率决议和经济预期摘要, 预计加息 25 个基点
	美联储主席鲍威尔召开货币政策新闻发布会
	英国央行公布利率决议和会议纪要, 预计加息 25 个基点
	美国第四季度经常帐(亿美元), 前值-2171, 预测值-2140
	美国截至 3 月 18 日当周初请失业金人数(万), 前值 19.2, 预测值 19.9
	美国 2 月季调后新屋销售年化总数(万户), 前值 67, 预测值 64.8
	欧元区 3 月消费者信心指数初值, 前值-19, 预测值-18.3
2023/03/24	日本 2 月全国 CPI 年率(%), 前值 4.3, 预测值 3.3
	英国 3 月 Gfk 消费者信心指数, 前值-38, 预测值-37
	法国 3 月 Markit 制造业 PMI 初值, 前值 47.4, 预测值 48.1
	德国 3 月 Markit 制造业 PMI 初值, 前值 46.3, 预测值 47
	欧元区 3 月 Markit 制造业 PMI 初值, 前值 48.5, 预测值 49
	英国 3 月 Markit 服务业 PMI 初值, 前值 53.5, 预测值 53
	英国 3 月 Markit 制造业 PMI 初值, 前值 49.3, 预测值 50
	美国 2 月耐用品订单月率初值(%), 前值-4.5, 预测值 1.7
	美国 3 月 Markit 制造业 PMI 初值, 前值 47.3, 预测值 47.3
	欧元区召开峰会

资料来源: 汇通财经、一德宏观战略部

风险提示:


国内经济恢复不及预期; 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