

宏观策略周报（2023.3.27）

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27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

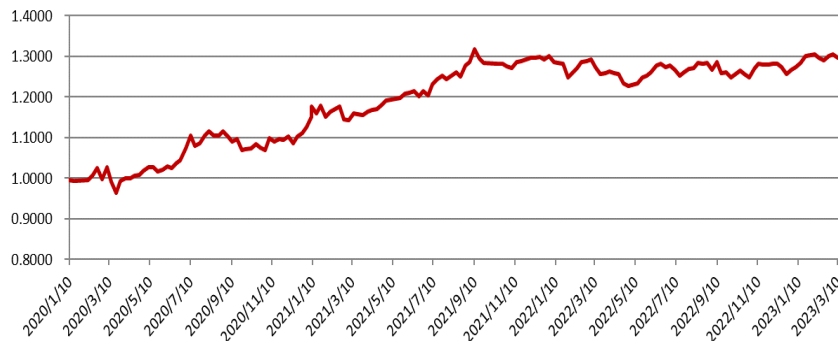
- 20日当周，海外银行业风险持续发酵，但美联储释放加息尾声信号安抚市场，国内市场风险情绪稳中上涨，A股普升，债市回调。尽管增量资金开始入场，但A股指数分化加剧，普涨共识依旧难寻，建议观望为主，继续等待参考上证综指3200下方的配置机会。3月中旬以来，国内产需恢复放缓，降准资金释放有利于资金平稳跨季，国债市场有望企稳回升，策略上，可维持配置仓位，短线多单可于债市企稳后入场。
- 本周资产配置排序：股票>债券>商品。

■ 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

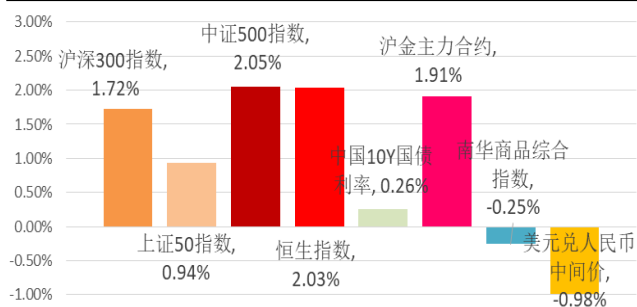
1. 大类资产表现比较.....	1
2. 经济环境分析：.....	1
2.1 需求走势趋弱 地产销售反弹.....	1
2.2 猪价延续回落 商品降幅收窄.....	3
2.3 央行回笼资金 市场利率下行.....	3
2.4 联储点阵图未较去年 12 月上浮，市场预期乐观增大与联储分歧.....	4
2.5 税费优惠政策优化延续.....	4
3. 资产配置建议：.....	5
4. 本周重要数据及事件关注：.....	7
免责声明.....	8

1. 大类资产表现比较

20日当周，国内金融市场对欧美银行业冲击担忧降温，风险情绪有所回升，宏观大类资产走势重回国内稳增长逻辑，股票指数类资产均呈现反弹，其中中证500指数涨幅最高为2.05%。降准公告消化后一周，国内利率小幅回升，10年期国债收益率上涨0.26%。在美元走弱影响下，人民币兑美元中间价周度升值近1%，据SWIFT人民币国际支付跟踪报告显示，人民币在全球支付金额环比增长7.52%至2.19%，保持全球第五大支付货币的地位。

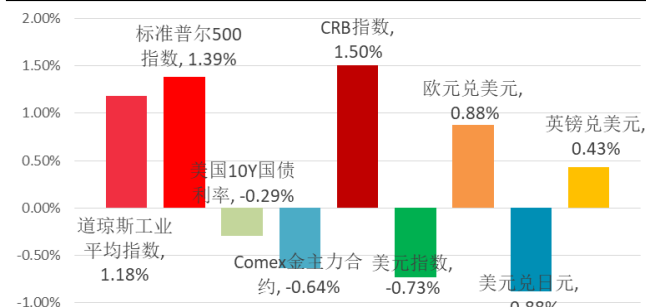
本周美联储加息靴子落地，如预期一致加息25BP，声明中删除了持续加息的措辞，暗示接近加息尾声，拖累美元继续下行，美元指数周跌0.73%。收紧上方空间有限，10年期国债收益率回落。股票指数资产以及CRB指数呈现反弹，其中CRB指数反弹幅度最大为1.5%。受益于欧美央行的政策差异，欧元兑美元汇率升值0.88%，英国央行加息25基点，加息接近尾声，涨幅不及欧元。日元走传统避险货币逻辑当周延续走升。

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

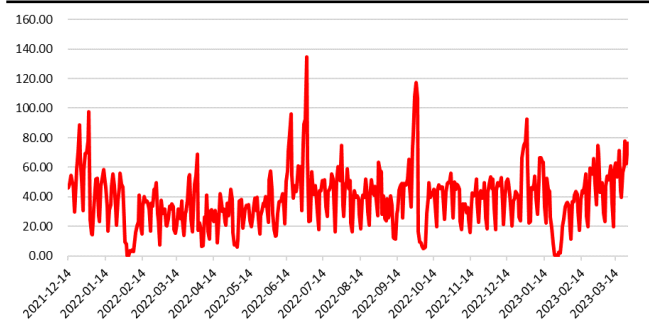
2. 经济环境分析：

2.1 需求走势趋弱 地产销售反弹

20日当周，全国247家钢厂高炉开工率环比上涨0.44个百分点至82.73%，高炉开工率延续1月中旬以来上涨趋势，开工率水平创近半年新高。钢材库存连续第三周

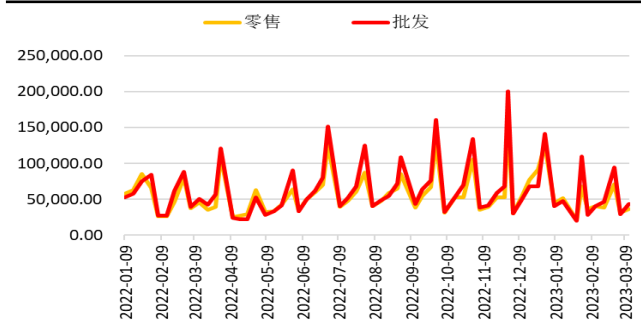
普降，环比进一步降幅收窄，下游需求表现趋弱。终端需求方面，20日当周，国内30大中城市商品房成交加速反弹，商品房日均成交面积环比延续回升，环比涨幅有所扩大，当周日销售达到年初以来的较高水平，截至20日当周，3月国内商品房日均成交面积环比增长23%，同比增长58%，同比涨幅较2月的76%回落。据乘联会，3月1-19日，乘用车市场零售70.0万辆，同比去年同期下降8%，较上月同期下降4%，降幅较前一周收窄。乘联会综合预估2023年3月狭义乘用车零售市场在159.0万辆左右，环比增长14.5%，同比持平，在多重不利因素的影响下，1-2月车市表现不佳，3月车市需求初步释放。但由于各企业降价宣传带来的消费者观望情绪加重，整体市场恢复速度低于此前预期。

图 2.1: 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 2.2: 乘用车销量 (辆)

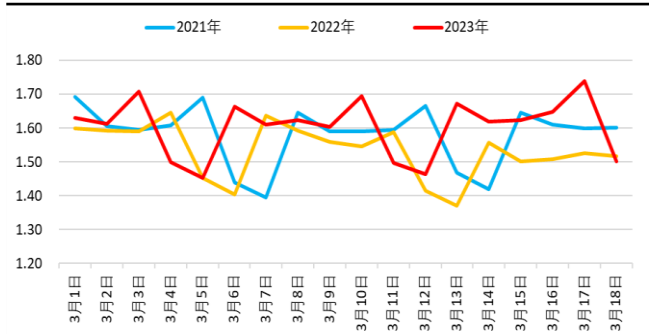


资料来源: wind, 一德宏观战略部

20日当周，100城市拥堵延时指数较上周基本持平，总体持稳于疫情以来高位。

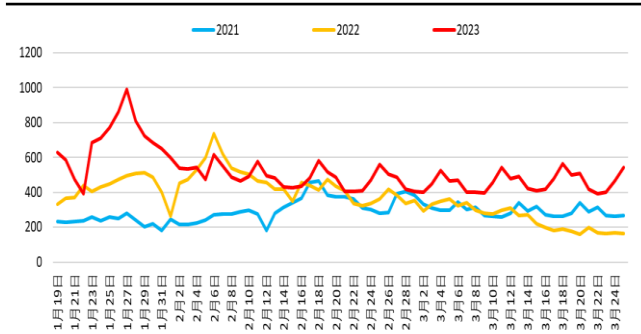
百度迁徙规模指数持续回升，城市间出行延续回暖态势。

图 2.3: 100 城市拥堵延时指数



资料来源: wind, 一德宏观战略部

图 2.4: 春节期间百度迁徙规模指数

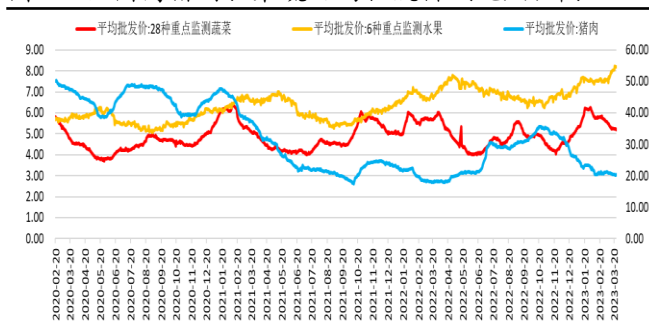


资料来源: wind, 一德宏观战略部

2.2 猪价延续回落 商品降幅收窄

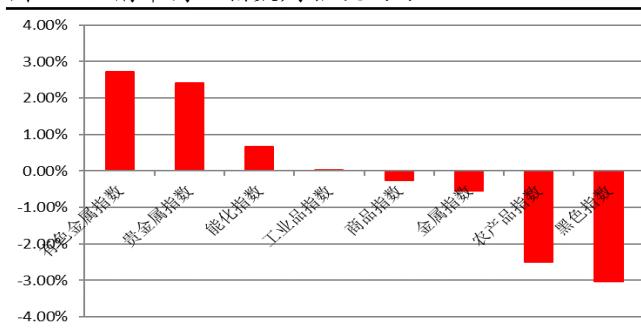
20日当周，国内猪肉价格环比第二周下降，日均价格环比下降1.38%，降幅较前一周扩大。蔬菜价格周环比第四周回落，环比降幅大幅收窄至0.76%，水果价格周环比上涨2.82%，为连续第三周环比上涨。南华商品指数20日当周总体环比延续收跌，但降幅显著收窄，主要商品指数中，工业品指数止跌微升，农产品指数扩大跌幅，工业中，受美元指数走低的支撑，有色金属指数大幅止跌反弹，领涨商品，能化指数由跌转涨，在需求走弱的压力下，黑色指数出现大幅回调，跌幅居前。

图 2.5: 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 2.6: 南华商品指数周涨跌 (%)

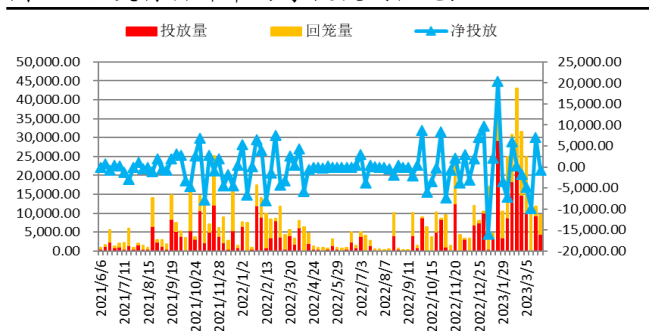


资料来源: wind, 一德宏观战略部

2.3 央行回笼资金 市场利率下行

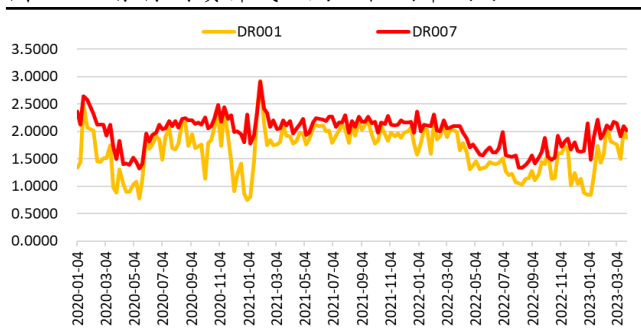
20日当周，央行分别进行了3500亿元逆回购及900亿元国库现金定存发行投放，当周分别有4630亿元逆回购及500亿元国库现金定存到期，当周净回笼730亿元。银行市场利率普遍回落，DR001、DR007周均值环比分别下降13BP、7BP至1.89%、2.02%，银行市场资金转松。

图 2.7: 央行公开市场净投放 (亿元)



资料来源: wind, 一德宏观战略部

图 2.8: 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 联储点阵图未较去年 12 月上浮，市场预期乐观增大与联储分歧

20 日当周，备受瞩目的美联储 FOMC 会议落下帷幕，会上加息 25 基点并修改声明文件措辞被市场解读为加息即将结束的讯号。此外，更受市场关注的 3 月点阵图显示，委员们对年内终值利率的预期与去年 12 月持平。新闻发布会上，主席鲍威尔斩钉截铁的否认了年内降息的可能性。但受欧美银行业风险事件影响，市场预期远较此乐观，不仅抹去了 5 月加息 25 基点的幅度，并依然维持下半年降息 4 次的基准预测。分歧如此之大的市场与联储间能否依旧延续此前“市场主动向联储靠拢”的方式完成修复，值得后续重点关注。

银行业风险事件方面，美国本土中小银行挤兑风波暂有所缓和，也未形成向更大规模银行蔓延的趋势，但是政府部门围绕立法限制和道德风险制约在救助和兜底范围层面摇摆不定令避险情绪反复，而继瑞信破产后，欧洲银行业风险进一步发酵，德意志银行金融违约风险上升以及股价暴跌引发市场忧虑。总体来看，欧美银行风险短期反复发酵暂难画上休止符，但上升至全局性危机概率仍相对有限。在货币紧缩叠加信贷收缩抑制通胀奏效前，当前市场对于联储后续货币政策的预期已显得过于乐观。

图 2.9：美联储点阵图显示的后续加息预期 (%)

MEETING DATE	MEETING PROBABILITIES												
	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525
2023/5/3							0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	85.0%	15.0%
2023/6/14		0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	19.5%	69.0%	11.5%
2023/7/26	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.7%	26.4%	60.9%	9.9%	0.0%
2023/9/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.4%	23.4%	56.4%	16.5%	1.3%	0.0%
2023/11/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.4%	14.9%	43.0%	32.7%	7.5%	0.5%	0.0%
2023/12/13	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.1%	11.4%	35.8%	35.4%	14.0%	2.3%	0.1%	0.0%
2024/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.7%	8.2%	28.3%	35.5%	20.5%	5.9%	0.8%	0.0%	0.0%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%	6.2%	22.9%	33.5%	24.6%	9.8%	2.2%	0.2%	0.0%	0.0%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.7%	6.5%	23.1%	33.4%	24.3%	9.7%	2.1%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%
2024/6/19	0.0%	0.2%	2.7%	12.3%	26.7%	30.2%	19.2%	7.1%	1.5%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%
2024/7/31	0.2%	2.6%	12.0%	26.2%	30.1%	19.5%	7.4%	1.6%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2024/9/25	0.1%	1.7%	8.3%	20.6%	28.6%	23.7%	12.3%	3.9%	0.8%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%

资料来源：CME，一德宏观战略部

图 2.10：泰德利差 (%)



资料来源：wind，一德宏观战略部

2.5 税费优惠政策优化延续

3 月 24 日，国务院总理李强主持召开国务院常务会议，确定国务院 2023 年重点工作分工，研究优化完善部分阶段性税费优惠政策，审议“三农”重点任务工作方案，听取巩固拓展脱贫攻坚成果情况汇报。会议决定，延续和优化实施部分阶段性税费优惠政策，以进一步稳预期强信心，包括将符合条件行业企业研发费用税前加计扣除比

例由 75%提高至 100%的政策，作为制度性安排长期实施；将减半征收物流企业大宗商品仓储用地城镇土地使用税政策、减征残疾人就业保障金政策，延续实施至 2027 年底；将减征小微企业和个体工商户年应纳税所得额不超过 100 万元部分所得税政策、降低失业和工伤保险费率政策，延续实施至 2024 年底；今年年底前继续对煤炭进口实施零税率等。以上政策预计每年减负规模达 4800 多亿元。会议要求，要做好政策宣传，积极送政策上门，确保企业应享尽享。

3. 资产配置建议：

20 日当周，国内市场风险情绪好转，股债收益比、股债收益率差分别由前一周历史 75.49%、80.83%分位数水平下降至 73.24%、78.42%的分位数水平。

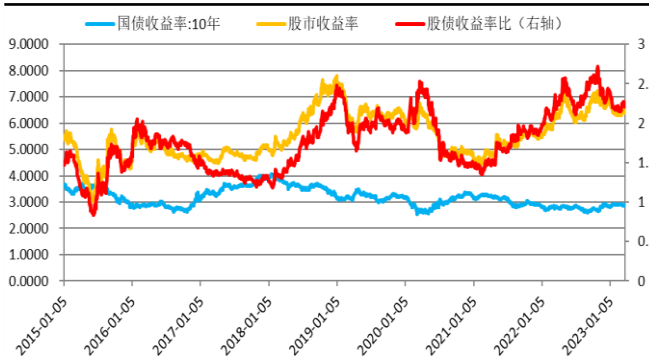
A 股层面，20 日当周，指数强弱分化完成切换，游资风格连续 2 周强于机构。日均成交额显著提升，重返万亿上方，北向资金连续 2 周回流；个股赚钱效应继续回升。板块方面，传媒、电子、计算机表现强势，钢铁、建筑装饰、石油石化表现偏弱。风险事件对海外权益市场风险偏好影响有限，美联储会议安抚市场令持有成本两端持续回落；增量资金开始入场背景下，个股结构性牛市特征进一步强化，但普涨共识依旧难寻，不同指数分化加剧。特别是短线情绪持续一致后，大的分歧震荡难以避免。策略上，建议观望为主，继续等待参考上证综指 3200 下方的配置机会。

国债层面，20 日当周，受国债净融资额增加的影响，国债利率普遍反弹，短端利率涨幅较大，长债利率小幅收涨。基本上，三月中旬以来，国内产需修复有所放缓，海外金融风险持续发酵抑制风险情绪，随着本周降准资金的释放，跨季资金预期过渡平稳，国债市场依然存在较强支撑，后市有望企稳回升，策略上，维持配置仓位，短线多单可于债市企稳后入场。

黄金层面，20 日当周，持有成本两端继续走低，黄金冲高回落，2000 美元整数关口得而复失。欧美银行业风险事件在欧洲开始发酵，美联储 FOMC 会议着意安抚市场情绪，以上因素均对黄金构成短期支撑。但无法回避的是，市场与联储对于后续货币政策存在明显预期差，分歧程度甚至远超 2 月 FOMC 会前，加之金价处于高位，配

置价值偏低，需警惕市场预期修复引发的调整行情。操作上，建议仍以持仓观望为主。

图 3.1: 股债相对回报表现



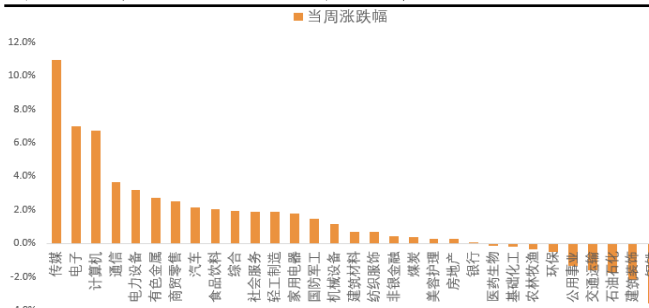
资料来源: wind, 一德宏观战略部

图 3.2: 权益资产溢价



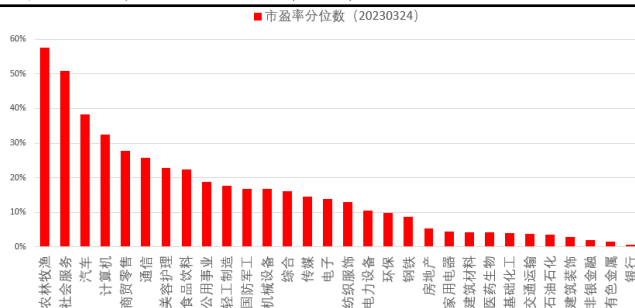
资料来源: wind, 一德宏观战略部

图 3.3: 申万一级行业当周收益率



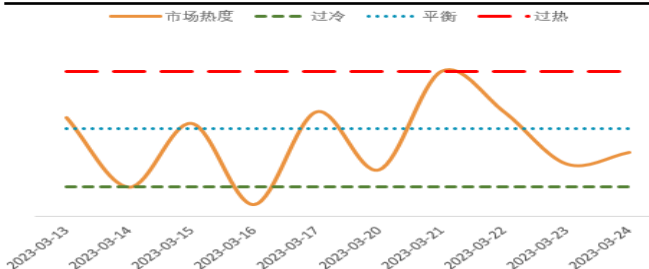
资料来源: wind, 一德宏观战略部

图 3.4: 申万一级行业市盈率分位数



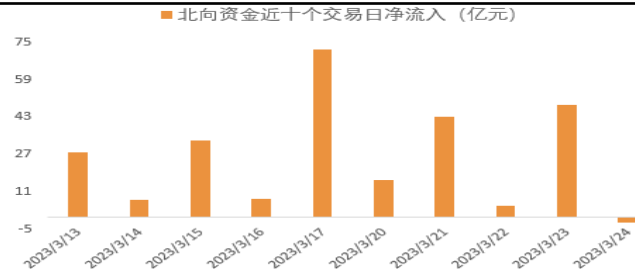
资料来源: wind, 一德宏观战略部

图 3.5: 近 10 日市场热度图



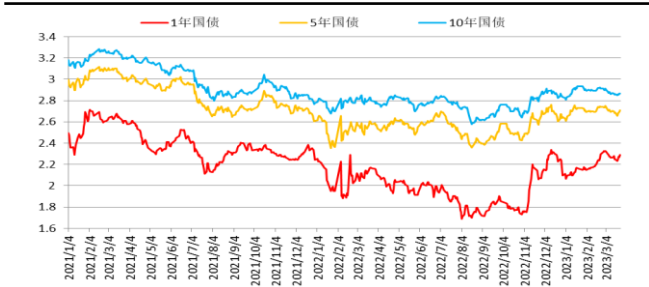
资料来源: wind, 一德宏观战略部

图 3.6: 近 10 日北向资金表现



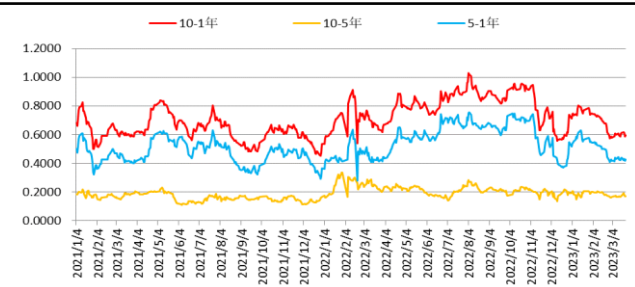
资料来源: wind, 一德宏观战略部

图 3.7: 国债到期收益率 (%)



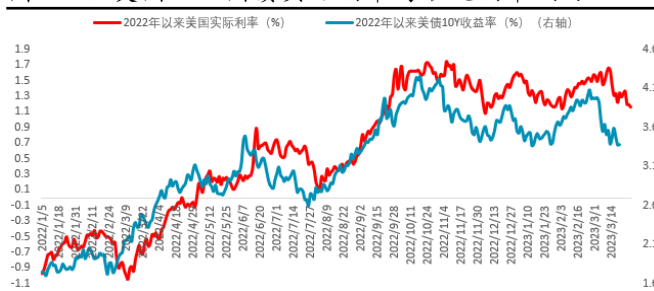
资料来源: 中债登网站, 一德宏观战略部

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	
2023/03/27	中国 2 月规模以上工业企业利润年率-YTD(%), 前值-4, 公布值-22.9
	德国 3 月 IFO 商业景气指数, 前值 91.1, 公布值 91
	英国 3 月 CBI 零售销售差值, 前值 2, 预测值-6
2023/03/28	美国参议院银行委员会就硅谷银行事件举行听证会
	美国 2 月批发库存月率初值(%), 前值-0.4
	美国 3 月谘商会消费者信心指数, 前值 102.9, 预测值 101
2023/03/29	德国 4 月 Gfk 消费者信心指数, 前值-30.5, 预测值-29
	美国 2 月季调后成屋签约销售指数月率(%), 前值 8.1, 预测值-2.3
	美国截至 3 月 24 日当周 EIA 原油库存变动(万桶), 前值 111.7
2023/03/30	欧元区 3 月工业景气指数, 前值 0.5, 预测值 0.5
	德国 3 月 CPI 年率初值(%), 前值 8.7, 预测值 7.5
	美国第四季度实际 GDP 年化季率终值(%), 前值 2.7, 预测值 2.7
	美国第四季度核心 PCE 物价指数年化季率终值(%), 前值 4.3
2023/03/31	美国截至 3 月 25 日当周初请失业金人数(万), 前值 19.1
	2024 年 FOMC 票委、里奇蒙德联储主席巴尔金发表讲话
	中国 3 月官方制造业 PMI, 前值 52.6, 预测值 52
	欧元区 3 月调和 CPI 年率-未季调初值(%), 前值 8.5, 预测值 7.4
	美国 2 月个人支出月率(%), 前值 1.8, 预测值 0.3
	美国 2 月 PCE 物价指数年率(%), 前值 5.4, 预测值 5.1
	美国 3 月芝加哥 PMI, 前值 43.6, 预测值 43.8
美国 3 月密歇根大学消费者信心指数终值, 前值 63.4, 预测值 63.4	

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