

宏观策略周报 (2023. 4. 24)

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4月24日

审核人: 肖利娜

一德期货投资咨询业务资格: 证监许可【2012】38号

■ 核心逻辑

- 17日当周, 国内市场延续债强股弱格局, 尽管一季度经济增长较强, 但经济修复结构失衡, 需求端增长边际回落, 市场对交易经济修复反映平淡, 叠加海外美联储官员持续释放鹰派言论, 打压市场风险偏好进一步走弱。A股新高反跌后预计将进入周线级别回调, 建议等待参考沪指3200以下的入场机会。经济基本面边际走弱对债市形成支撑, 但政策利率持稳制约利率下行空间, 债市震荡格局不变, 建议维持仓位, 等待市场回调后的配置机会。
- 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

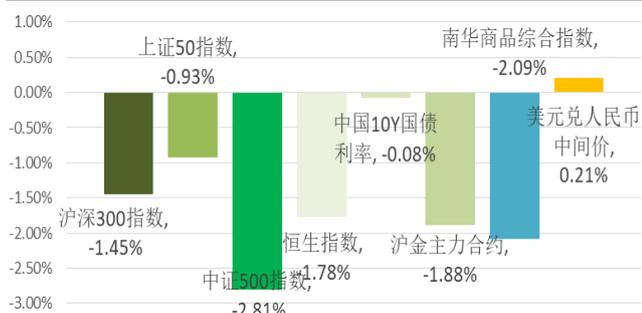
1. 大类资产表现比较.....	1
2. 经济环境分析：.....	1
2.1 经济修复边际放缓 地产销售再度转跌.....	1
2.2 食品延续普降 商品跌幅扩大.....	3
2.3 央行加大投放 LPR 维持不变.....	4
2.4 债务上限危机引发关注，市场降息预期修正缓慢.....	4
3. 资产配置建议：.....	5
4. 本周重要数据及事件关注：.....	8
免责声明.....	9

1. 大类资产表现比较

17日当周，国内公布一季度GDP和主要经济数据，显示经济延续结构性修复，幅度表现依旧偏缓。股票指数类资产整体先扬后抑，中证500指数周跌幅最深为-2.81%。商品市场也出现明显调整，南华商品综合指数下挫2.09%。10年期国债收益率小幅下行，中美利差倒挂值再度扩大，人民币兑美元中间价贬值0.21%。

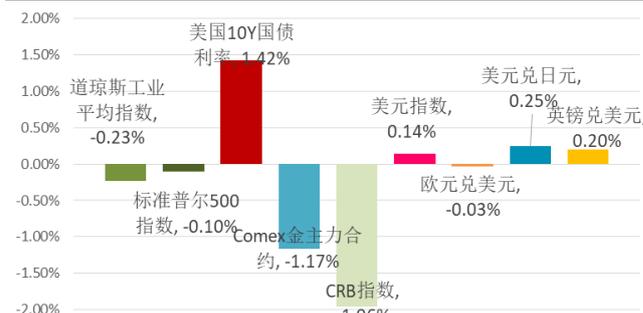
美国公布的制造业PMI等数据大多优于市场预期，有助于增强美联储5月继续加息25BP的预期，提振美债收益率反弹(+1.42%)，进而对美元指数形成支撑。当周海外宏观大类资产中跌幅最大的是CRB指数(-1.96%)，其次是Comex金下跌1.17%破2000美元关口，美股呈现微幅调整。非美货币中日元表现依旧不佳，货币政策表现分化尚未改善，密切关注本周日本央行新任行长植田和男举行其任内首次政策会议。

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

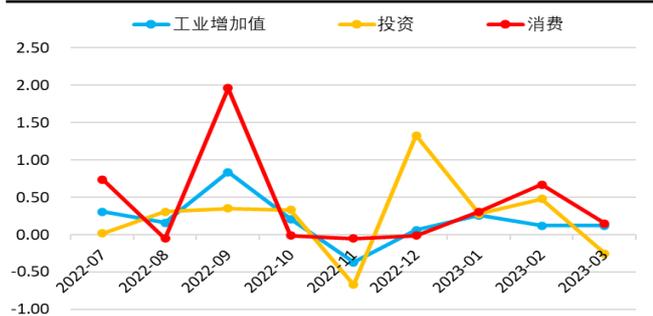
2. 经济环境分析：

2.1 经济修复边际放缓 地产销售再度转跌

一季度，国内经济增长4.5%，位于预期区间上限，但服务业增长显著强于工业，经济修复结构分化。需求端，3月，国内投资、消费环比增长全面下滑，国内经济增长动能减弱。投资需求中，基建、制造业投资当月同比增长有所回落，但维持较高增长，仍是经济的主要支撑，房地产投资增长降幅扩大，其中，在保交楼政策起效下，竣工当月同比增长大幅升至30%以上，但在期房销售增长乏力下，新开工、施工降幅

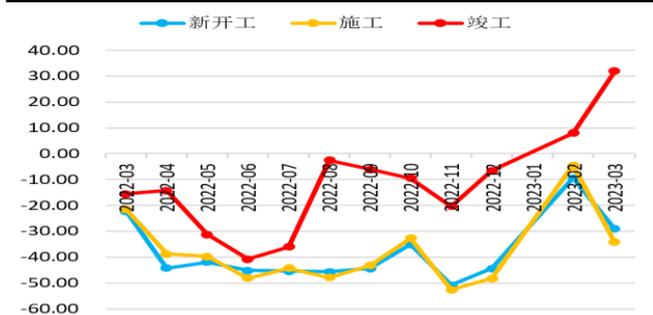
显著扩大，地产投资增长可持续性不强。社零同比在低基数效应下3月增长增长进一步升至10.6%，但两年复合增长降至3.3%，消费结构中，受疫情影响较大的餐饮消费由-14.1%大幅反弹至18.3%，纺织服装、体育娱乐等场景消费增长领先，但地产链条及受收入影响较大的通讯器材、家电、汽车等耐用消费品增长乏力，后市消费受收入增长的制约修复空间恐将有限。

图 2.1：我国增加值、投资、消费环比 (%)



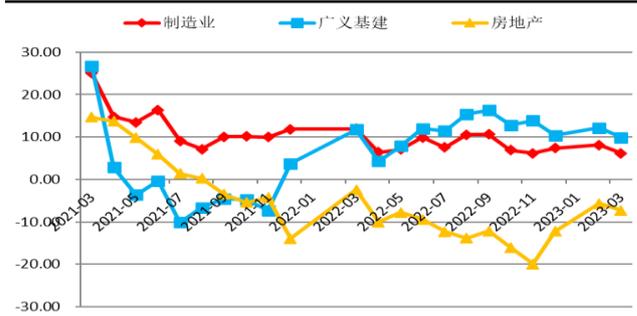
资料来源：wind，一德宏观战略部

图 2.3：主要房地产投资当月同比增长 (%)



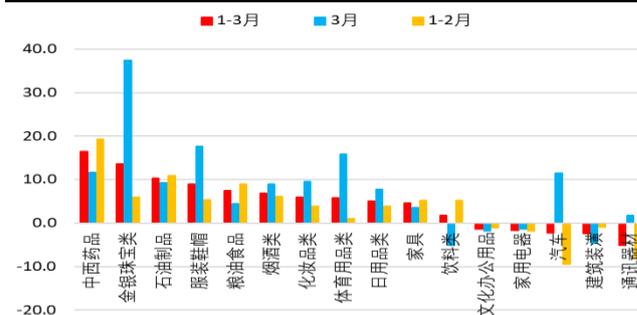
资料来源：wind，一德宏观战略部

图 2.2：主要固定资产投资当月同比 (%)



资料来源：wind，一德宏观战略部

图 2.4：主要商品消费同比增长 (%)



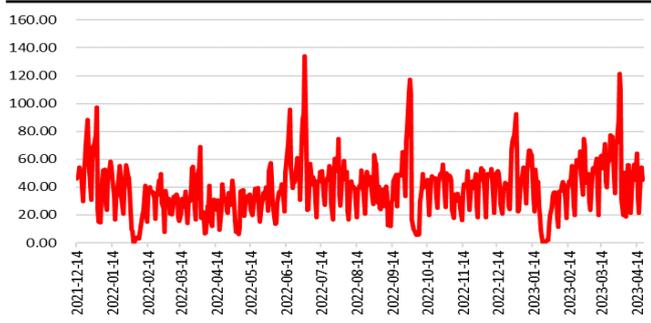
资料来源：wind，一德宏观战略部

17日当周，全国247家钢厂高炉开工率环比小幅回落0.15个百分点至84.59%，高炉开工率结束1月中旬以来上涨趋势，但仍高于去年同期水平，开工率仍处于2021年以来高位。钢材社会库存连续第六周环比回落，建材库存环比降幅扩大，板材库存降幅收窄，但同时，钢厂库存表现分化，螺纹钢库存环比转涨，线材库存延续回落，降幅扩大。厂库去库同时社库降幅加大反映钢厂生产扩张下，市场采购情绪谨慎，消化自有库存，钢厂发货受抑。

终端需求方面，17日当周，国内30大中城市商品房成交环比再度转跌，4月前四周，30大中城市商品房日均成交同比涨幅由3月的76.9%收窄至64.7%，环比下降

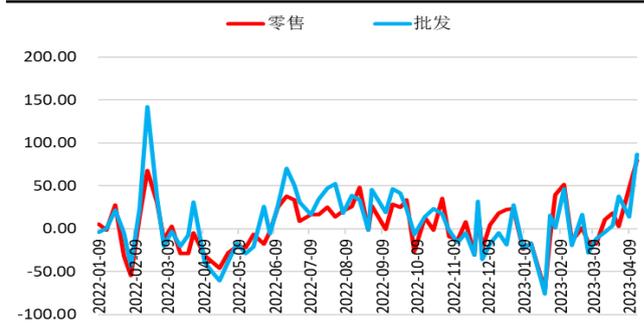
26.28%。4月第二周，国内乘用车零售、批发量同比分别增长79.78%、86.01%，涨幅较前一周显著扩大。4月1-16日，全国乘用车厂商批发54.8万辆，同比去年同期增长44%，较上月同期下降12%；今年以来累计批发560.9万辆，同比下降4%。受低基数影响，全国乘用车零售、批发销量同比大幅增长，但环比上，零售销量环比上涨，批发销量环比微降。

图 2.5：30 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

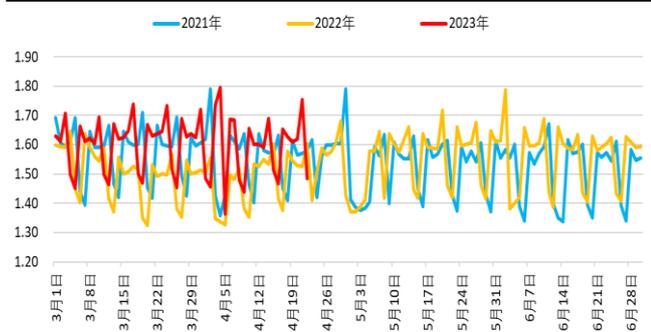
图 2.6：乘用车销量当月同比增长（%）



资料来源：wind，一德宏观战略部

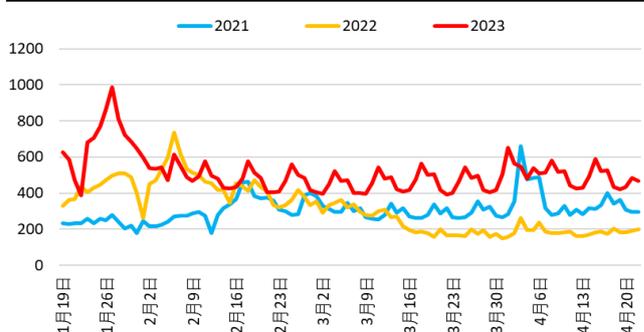
17日当周，100城市拥堵延时指数小幅走高，城市出行加快。百度迁徙规模指数有所回落，但仍处于疫情以来的较高水平，城市间出行维持较高强度。

图 2.7：100 城市拥堵延时指数



资料来源：wind，一德宏观战略部

图 2.8：百度迁徙规模指数



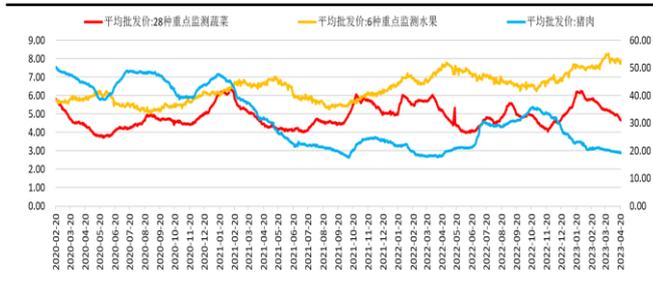
资料来源：wind，一德宏观战略部

2.2 食品延续普降 商品跌幅扩大

17日当周，国内猪肉、果蔬价格环比第四周普跌，降幅均较前一周扩大，其中，猪肉价格环比第六周下降，蔬菜价格环比八周回落，水果价格连续四周调整。受工业品价格下跌的影响，南华商品指数17日当周延续收跌，降幅较前一周扩大，主要商品指数中，工业品扩大跌幅，农产品止跌转涨，商品总体呈现农强工弱的格局，工业

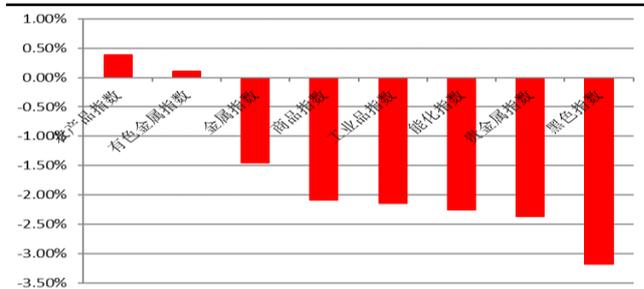
品中，黑色指数降幅扩大，持续领跌商品，贵金属指数由涨转跌，回调幅度较大，跌幅居前，有色金属延续涨幅显著收窄，但仍为工业品中唯一上涨行业。

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（%）



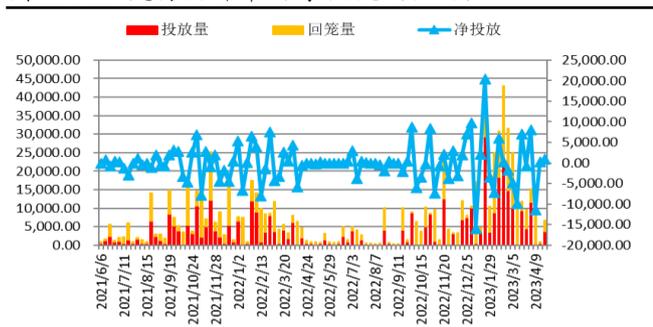
资料来源：wind，一德宏观战略部

2.3 央行加大投放 LPR 维持不变

17 日当周，央行分别进行了 2120 亿元逆回购及 1700 亿元 MLF 投放，当周分别有 540 亿元逆回购、1500 亿元 MLF 及 900 亿元国库现金定存到期到期，当周净投放 880 亿元。银行市场利率全面上涨，涨幅较前一周扩大，DR001、DR007 周均值环比分别上升 69BP、15BP 至 2.1%、2.14%。

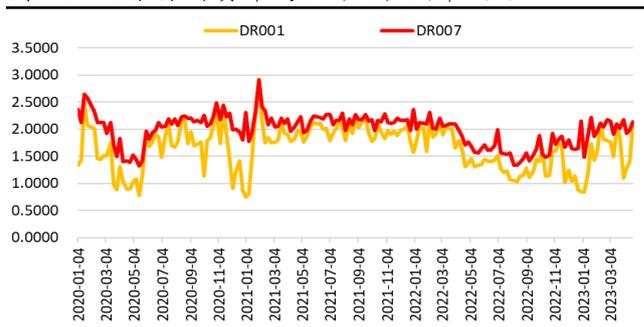
4 月 20 日，全国银行间同业拆借中心公布贷款市场报价利率（LPR）：1 年期 LPR 为 3.65%，5 年期以上 LPR 为 4.3%，均维持前值不变。自去年 8 月 LPR 非对称性下调以来，LPR 连续 8 个月保持不变。

图 2.11：央行公开市场净投放（亿元）



资料来源：wind，一德宏观战略部

图 2.12：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 债务上限危机引发关注，市场降息预期修正缓慢

当周，美债务上限危机引发市场关注。参考历史经验，在最后期限确定前，市场

较难出现大幅波动。以 2011 年的经验来看，市场波动放大主要源自于调降美国主权债务评级。截至目前，市场分歧在于对尚未完全披露的税收收入可能引发最后期限提前的揣度周内一度造成短端利率市场大幅波动，但对其他市场影响较为有限。后续首要关注的是美财政部对最后期限的预估。

随着当周公布的美国制造业数据重返扩张区间，加之利率市场开始对美国债务上限危机有所计价，短端利率维持强势对长端利率形成支撑。市场对 5 月加息 25 基点预期进一步强化。此外，尽管降息幅度未变，但市场对降息开启时点预期进一步后移。

美联储观察工具显示，5 月加息 25 个基点概率升至 89%，同时押注 11 月、12 月连续两次降息，年内累计降息 50 个基点幅度，与上周持平。

图 2.13: 2011 年美国债务上限危机时间线



资料来源：互联网公开资料，一德宏观战略部

图 2.14: 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	525-550
2023/5/3								0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	10.9%	89.1%	0.0%
2023/6/14		0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	8.0%	68.6%	23.4%
2023/7/26	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.4%	18.5%	60.8%	19.3%
2023/9/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.6%	9.3%	38.0%	41.7%	10.4%
2023/11/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%	6.4%	28.3%	40.4%	20.9%	3.5%	
2023/12/13	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	5.2%	24.1%	38.1%	24.7%	6.8%	0.7%
2024/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	4.4%	20.9%	35.7%	27.0%	9.9%	1.7%	0.1%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	4.0%	19.2%	34.2%	27.9%	11.6%	2.6%	0.3%	0.0%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.6%	5.5%	20.7%	33.6%	26.3%	10.7%	2.3%	0.3%	0.0%	0.0%
2024/6/19	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%	3.3%	13.9%	27.9%	29.5%	17.6%	6.1%	1.2%	0.1%	0.0%	0.0%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.3%	2.7%	11.9%	25.2%	29.2%	19.9%	8.3%	2.1%	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%
2024/9/25	0.1%	1.3%	6.4%	17.2%	26.8%	25.5%	15.3%	5.8%	1.4%	0.2%	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：

17 日当周，国内市场风险情绪加速走弱，股债收益比、股债收益率差分别由前一周历史 71.88%、76.36%分位数水平回升至 73.42%、77.07%的分位数水平。

A 股层面，17 日当周，主板指数连续 2 周强于创业板，游资风格总体跑赢机构。日均成交额连续 2 周回落，但仍持续 5 周位于万亿上方，北向资金连续 2 周回流；个股赚钱效应大幅回落。板块方面，家用电器、煤炭、银行表现强势，电子、社会服务、美容护理表现偏弱。海外权益市场风险偏好开始回落，持有成本两端同时走强，令国内市场承压；另一方面，TMT 相关板块高位退潮迹象明显，对情绪负面影响较大。新

高反跌后，A 股始于去年四季度以来的周线级别反弹基本宣告结束，对应周线级别回调大幕或已拉开。策略上，鉴于当前总体仍处于波段高位，建议继续持仓观望为主，等待参考沪指 3200 以下的入场机会。

国债层面，17 日当周，国债市场先跌后升总体持稳，短债在央行加大流动性投放背景下走势偏强，一季度国内经济增长位于预期区间上限，但需求指标环比走弱，经济修复动能边际放缓，市场预期维持谨慎。央行一季度金融统计数据新闻发布会强调继续实施稳健的货币政策，资金面预期宽松下，经济基本面边际走弱对债市形成支撑，但政策利率持稳制约国债利率下行空间，维持债市总体震荡格局不变，配置上建议维持仓位，等待市场回调后的配置机会。

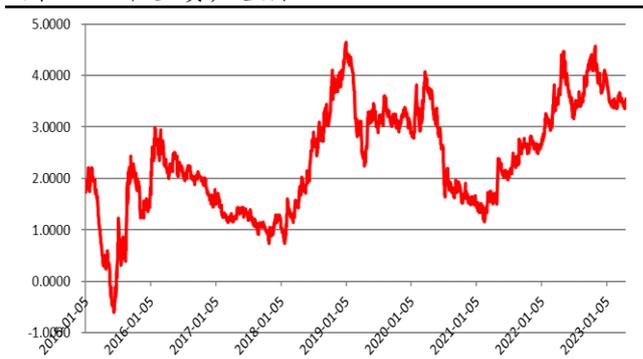
黄金层面，17 日当周，持有成本两端同时走强，黄金虽有调整但幅度有限。近期，受美国制造业及通胀预期偏强等数据影响，此前市场认为联储就此全面转向宽松的乐观预期出现了一定修正，但降息预期修复缓慢使得预期差犹存。短期看，影响金价的主线仍在于经济数据及联储后续货币政策；此外，大国博弈、地缘政治等因素也将占据一定权重。总体而言，基于四季度美国经济出现“浅衰退”的基准预测，我们认为上述降息预期难以被完全修正，因而预计黄金回调幅度有限，击穿 1900 美元可能性较低。操作上，延续逢低配置思路，关注本轮回调企稳情况，低吸为主。

图 3.1：股债相对回报表现



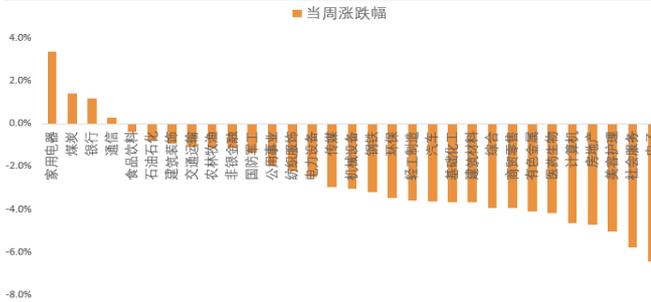
资料来源：wind，一德宏观战略部

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



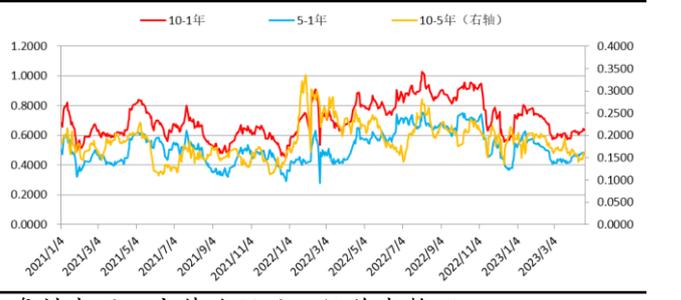
资料来源: wind, 一德宏观战略部

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	
2023/04/24	中国3月Swift人民币在全球支付中占比(%), 前值 2.19, 预测值 2.26
	德国4月IFO商业景气指数, 前值 93.3, 预测值 94
2023/04/25	美国4月谘商会消费者信心指数, 前值 104.2, 预测值 104.2
	美国3月季调后新屋销售年化总数(万户), 前值 64, 预测值 63.4
	美国3月营建许可年化总数修正值(万户), 前值 141.3
2023/04/26	德国5月Gfk消费者信心指数, 前值-29.5, 预测值-27.5
	美国3月耐用品订单月率初值(%), 前值-1, 预测值 0.8
2023/04/27	中国3月规模以上工业企业利润年率-单月(%), 前值 0.8
	欧元区4月经济景气指数, 前值 99.3, 预测值 99.9
	欧元区4月工业景气指数, 前值-0.2, 预测值 0.2
	欧元区4月消费者信心指数终值, 前值-17.5, 预测值-17.5
	美国第一季度实际GDP年化季率初值(%), 前值 2.6, 预测值 2
	美国第一季度核心PCE物价指数年化季率初值(%), 前值 4.4, 预测值 4.8
	美国截至4月21日当周初请失业金人数(万), 前值 24.5, 预测值 25
美国3月季调后成屋签约销售指数月率(%), 前值 0.8, 预测值 0.3	
2023/04/28	日本央行公布利率决议和前景展望报告
	日本央行新任行长植田和男举行其任内首次政策会议
	欧盟财长和央行行长会议, 至 29 日
	法国第一季度GDP季率初值(%), 前值 0.1, 预测值 0.2
	德国第一季度季调后GDP季率初值(%), 前值-0.4, 预测值 0.2
	欧元区第一季度季调后GDP季率初值(%), 前值 0, 预测值 0.2
	德国4月CPI年率初值(%), 前值 7.4, 预测值 7.3
	美国3月个人支出月率(%), 前值 0.2, 预测值-0.1
	美国3月PCE物价指数年率(%), 前值 5, 预测值 4.1
	美国4月芝加哥PMI, 前值 43.8, 预测值 43.5
美国4月密歇根大学消费者信心指数终值, 前值 63.5, 预测值 63.5	
2023/04/30	中国4月官方制造业PMI, 前值 51.9

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