

# 宏观策略周报（2023.5.22）

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5月22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

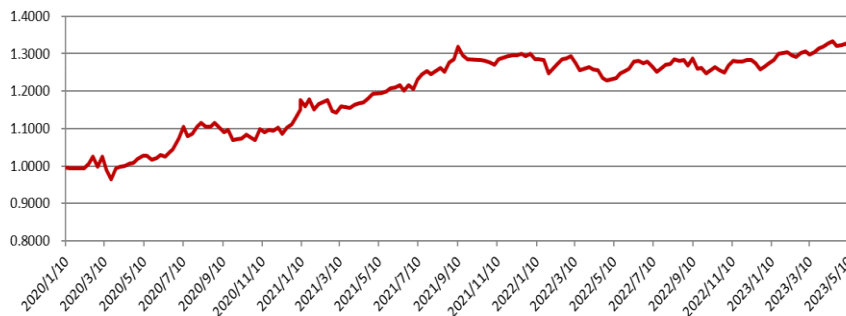
- 15日当周，国内市场情绪回暖，股市企稳回升，债市弱势震荡。4月国内经济数据不及预期，但债市反映并不积极，股市数据公布当日调整后回升，市场对经济走弱已有预期。一季度货币政策执行报告淡化总量宽松，但维持稳健基调，货币对市场拉动减弱但支撑仍在。短期内，国内需求偏弱叠加美国债务上限谈判未果压制市场情绪，短期市场波动收窄，市场方向不明，操作上，建议持仓观望为主，A股等待沪指3200点下方考虑回补仓位，长债收益率目前已降至去年四季度以来低位，进一步下行空间有限，可择机高位减仓，或待市场回调后补仓。
- 本周资产配置排序：股票>债券>商品。

## ■ 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

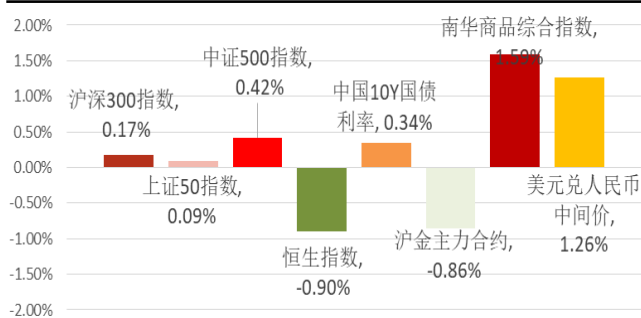
1. 大类资产表现比较.....	1
2. 经济环境分析：.....	2
2.1 经济修复放缓 地产销售连续两周改善.....	2
2.2 食品价格加速回落 商品价格止跌回升.....	4
2.3 央行小幅回笼 利率维持低位.....	4
2.4 联储官员讲话分歧犹存，市场降息预期小幅修正.....	5
2.5 淡化总量 强化结构.....	6
3. 资产配置建议：.....	7
4. 本周重要数据及事件关注：.....	9
免责声明.....	11

## 1. 大类资产表现比较

15日当周，市场风险情绪有所回升，国内宏观大类资产中商品综合指数反弹幅度最大为1.59%，主要股票指数类资产微幅上涨。沪金期货跟随外盘相应调整，周跌0.86%。人民币汇率贬值，据中国外汇交易中心计算的CFETS人民币汇率指数周报98.82，贬值0.19。近来人民币快速贬值破7是对国内经济数据表现较弱的直接反馈，此外，短期中美利差倒挂差值走阔也施压人民币，即期情绪指标反映市场仍有贬值预期。周五消息，CFXC2023年第一次会议指出，人民银行、外汇局将加强监督管理和监测分析，强化预期引导，必要时对顺周期、单边行为进行纠偏，遏制投机炒作。自律机制成员单位要自觉维护外汇市场的基本稳定，坚决抑制汇率大起大落，维稳预期或限制汇率贬值幅度。

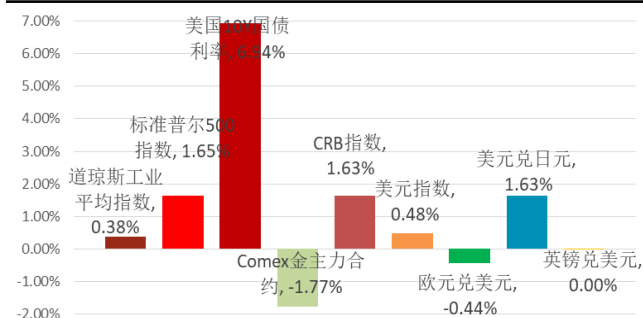
周内美联储官员密集讲话，对未来政策路径仍存分歧，降息预期或延后，10年期美债收益率大幅上涨6.94%。避险情绪降温，贵金属高位回落1.77%，标普上涨1.65%，CRB指数反弹1.63%。日本官员在评估收益率曲线控制政策方面缺乏紧迫性，日元走弱，日元兑美元汇率周贬1.63%，部分美元空头押注削减，美欧花旗经济意外指数差值持续为正也为短期美元提供支撑。

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



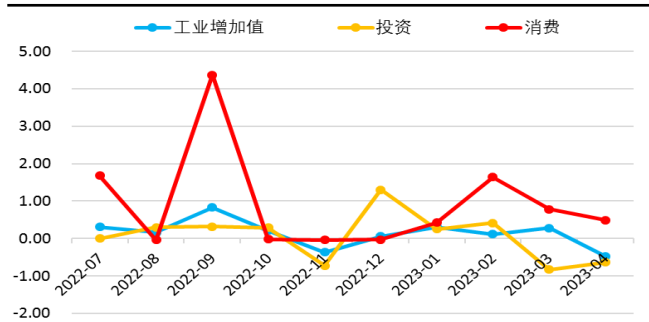
资料来源：wind，博易大师，一德宏观战略部

## 2. 经济环境分析：

### 2.1 经济修复放缓 地产销售连续两周改善

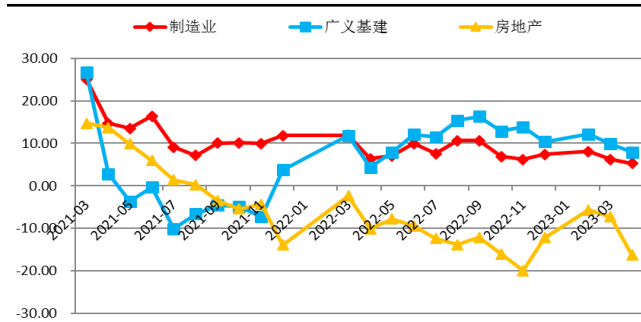
4 月，国内经济修复全面放缓，国内生产、需求环比双双回落。生产端，4 月工业增加值环比转跌，降幅创除 2020 年 2 月外的历史最大降幅，主要行业中，受去年基数较低的影响，主要行业增加值当月同比较 3 月普遍回升，汽车、电气机械行业受基数支撑较强，增长幅度较大。工业品产量中，除乙烯外，主要工业品产量 4 月环比全面下降，计算机设备、汽车、通信设备产量降幅明显，是产出下降的主要拖累。

图 2.1：国内工业增加值、投资、消费环比 (%)



资料来源：wind，一德宏观战略部

图 2.2：主要行业固定资产投资当月同比增长 (%)

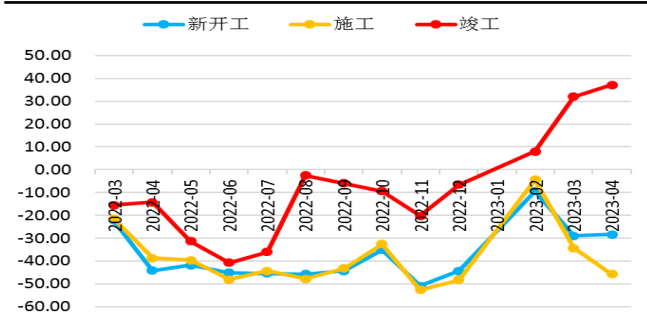


资料来源：wind，一德宏观战略部

需求端，4 月固定资产投资环比延续跌势，但降幅收窄，社零环比涨幅收窄，修复放缓。低基数效应下，4 月主要行业固定资产投资当月同比均较 3 月出现下滑，其中房地产投资同比降幅显著扩大，仍是投资的主要拖累。房地产投资中，竣工受保交楼政策的推动当月同比增长继续加快，但商品房销售环比转跌打压新开工、施工面积继续回落，信心不足仍是地产恢复的主要制约。4 月基建投资增长回落主因交运、水利传统基建投资下滑的拖累，信息技术相关新基建投资增长加快。企业长贷增长创下历史新高的情况下，4 月制造业主要行业投资累计同比全面回落，显示需求走弱及利润下滑抑制了制造业投资的增长。社零受去年同期疫情导致低基数的影响，4 月同比涨幅扩大，但环比涨幅收窄，显示消费修复动能放缓。消费结构上，餐饮消费 4 月延续小幅增长，商品零售环比显著下降，主要商品中，4 月环比下降较大的集中在化妆品、金银珠宝相关可选品、建筑装潢、家具等房地产消费领域及通讯器材电子消费品，而饮料、服装、食品等必选品降幅较小，消费需求集中释放后，收入增长对消费的影响

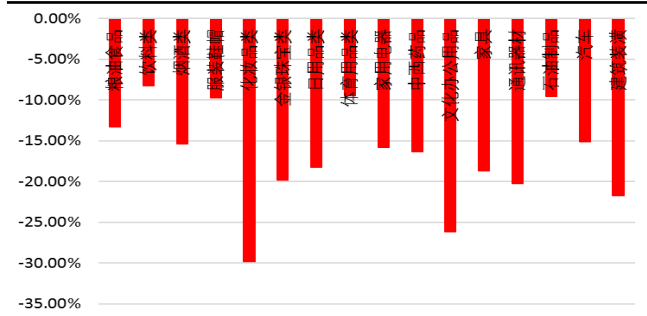
响逐渐加大。

图 2.3: 主要房地产投资当月同比 (%)



资料来源: wind, 一德宏观战略部

图 2.4: 4月主要商品零售环比增长 (%)

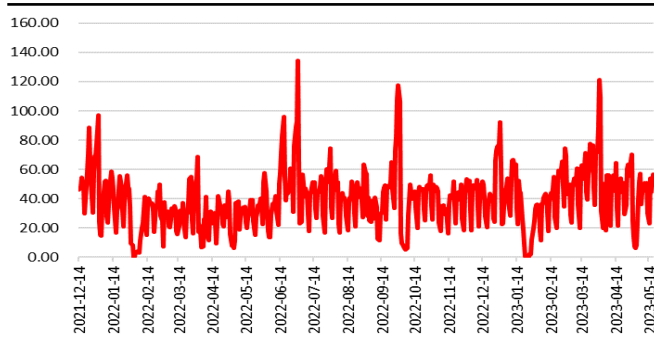


资料来源: wind, 一德宏观战略部

15日当周, 全国247家钢厂高炉开工率环比止跌回升1.26个百分点至82.36%, 但仍低于去年同期水平。钢材社会库存全面回落, 建材库存维持前周较大跌幅, 板材库存由涨转跌, 钢厂维持去库, 螺纹钢厂库降幅收窄, 线材库存去库幅度与上周大体持平, 均为年内较高降幅。淡季来临, 钢材下游需求减少, 钢材维持降库状态, 钢厂开工上涨另钢厂库存降幅收窄。

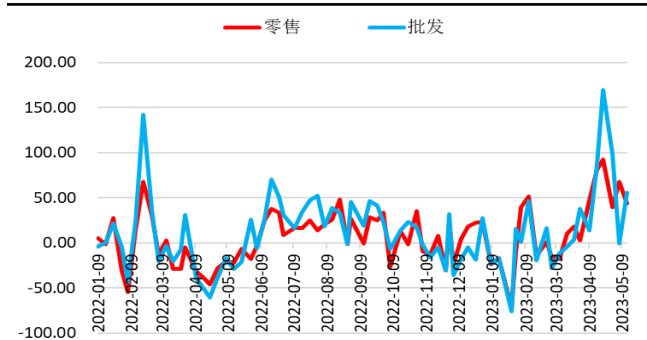
终端需求方面, 15日当周, 国内商品房成交面积环比延续回升, 30大中城市商品房日均成交恢复至4月以来高位。5月第二周, 乘用车销量同比全面增长, 乘用车厂家日均零售同比增长43.7%, 涨幅较前一周的67.18%收窄, 批发量当周同比由前一周的下降1.18%转为上涨56.06%。

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

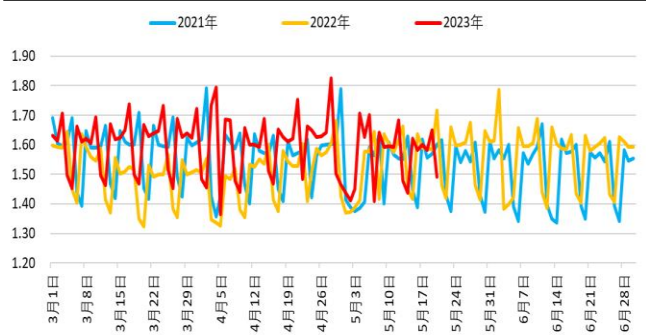
图 2.6: 乘用车销量当周同比增长 (%)



资料来源: wind, 一德宏观战略部

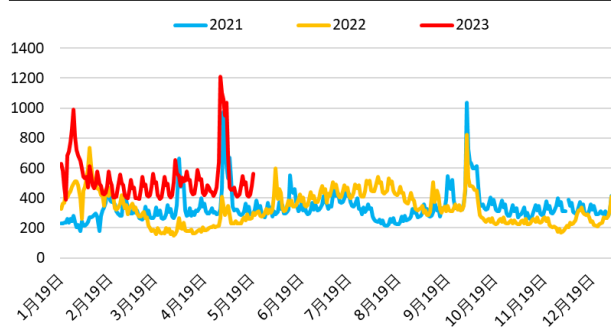
15日当周, 100城市拥堵延时指数环比回落, 拥堵指数低于去年同期, 但仍高于2021年。百度迁徙规模指数维持年初水平, 明显高于近两年来的水平, 与2021年差距持稳, 城市间出行维持稳定。

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



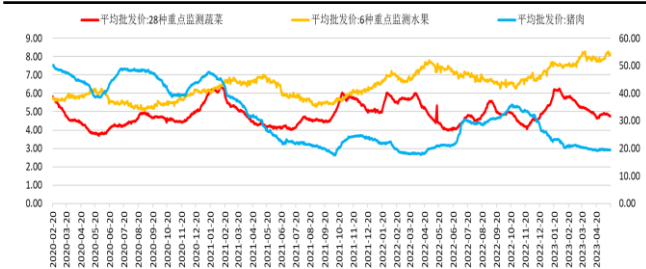
资料来源: wind, 一德宏观战略部

## 2.2 食品价格加速回落 商品价格止跌回升

15 日当周, 国内猪肉、蔬菜价格环比加速回落, 日均价格环比降幅分别由前一周的 0.56%、0.61%扩大至 0.66%、1.48%, 水果价格延续上涨, 但涨幅收窄, 当周日均价格涨幅由 2.51%收窄至 0.94%。

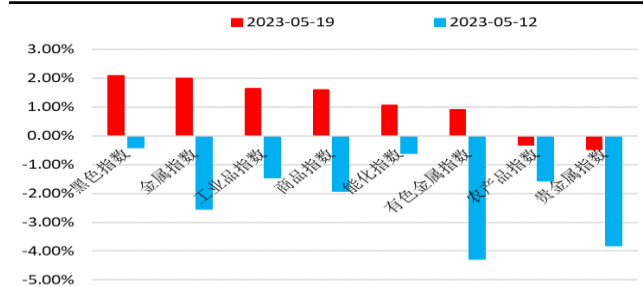
15 日当周, 受工业品价格反弹的拉动, 国内商品价格止跌回升, 农产品指数延续回落, 但降幅收窄, 工业品中, 黑色指数显著回升, 是商品价格的主要拉动, 有色金属指数大幅反弹, 由跌转涨, 贵金属降幅收窄, 但在美元走强压力下仍延续跌势。

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: 南华指数假期前后周度及月度涨跌 (%)



资料来源: wind, 一德宏观战略部

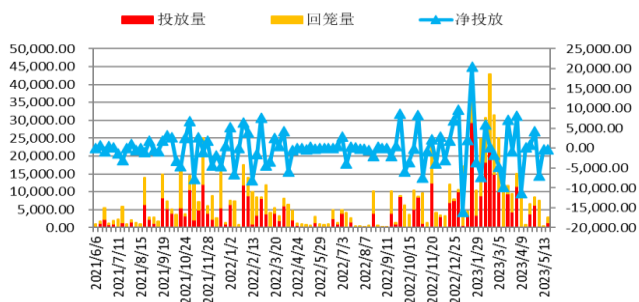
## 2.3 央行小幅回笼 利率维持低位

15 日当周, 央行分别进行了 100 亿元逆回购及 1250 亿元 MLF 投放, 当周分别 120 亿元逆回购、500 亿元国库现金定存及 1000 亿元 MLF 到期, 当周净回笼 270 亿元。5



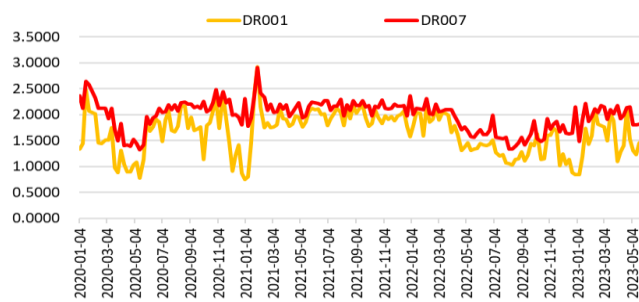
月 MLF 维持不变，市场对降息预期落空，银行市场利率环比稳中有升，DR001、DR007 周均值环比分别上涨 23BP、1BP 至 1.46%、1.82%，市场利率仍位于低位，资金面维持宽松。

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 (%)



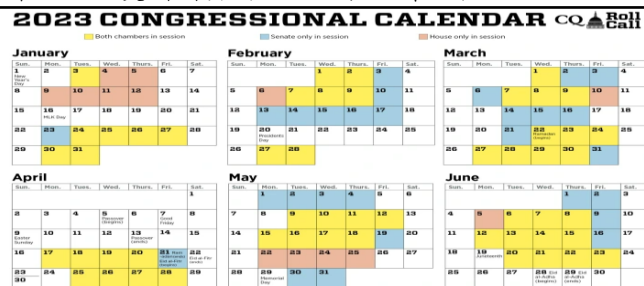
资料来源: wind, 一德宏观战略部

## 2.4 联储官员讲话分歧犹存，市场降息预期小幅修正

当周，美联储官员频繁出镜对即将到来的 6 月 FOMC 会议言明自身态度，总体来看，随着周五晚间美联储主席鲍威尔以“支持 6 月暂停加息”论调收尾，周内暂停加息（保持观望）的观点占据多数，但年内降息观点仍被彻底否定。受此影响，市场对于联储年内降息预期再度降温至 2 次；随着联储主席释放鸽派基调，6 月加息预期自周内高点明显回落，但仍较上周环比小幅上升。

周五晚间，两党就债务上限谈判中止消息打压市场风险情绪。目前，由于距离“大限日”至多尚有三周时间，且国会两院自本周开始先后迎来休会期。如在本周无法达成协议，未来两周后两院结束休会后方能履行法案通过程序，则对于在截至日前问题完全解决无疑增加难度，且极易由于陷入与 2011 年类似的境地而引发市场极度恐慌情绪。

图 2.13: 美国国会两院及白宫工作日程



资料来源: 互联网公开信息, 一德宏观战略部

图 2.14: 美联储后续加息预期 (%)

MEETING DATE	MEETING PROBABILITIES													
	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	550-575
2023/6/14							0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	82.6%	17.4%	0.0%
2023/7/26		0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	80.6%	19.0%	0.4%
2023/9/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	29.0%	58.4%	12.3%	0.3%
2023/11/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	22.5%	51.8%	22.7%	3.0%	0.1%
2023/12/13	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	17.1%	44.7%	29.7%	7.7%	0.8%	0.0%
2024/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	13.8%	39.4%	32.6%	12.0%	2.1%	0.2%	0.0%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	12.1%	36.3%	33.4%	14.5%	3.3%	0.4%	0.0%	0.0%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.7%	15.4%	35.9%	30.8%	12.9%	2.9%	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%
2024/6/19	0.0%	0.0%	0.0%	0.9%	9.3%	26.9%	33.1%	20.8%	7.3%	1.5%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.7%	7.4%	22.7%	31.6%	23.7%	10.5%	2.9%	0.5%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2024/9/25	0.0%	0.5%	5.1%	17.5%	28.6%	26.4%	15.0%	5.5%	1.3%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2024/11/6	0.2%	2.8%	11.4%	23.1%	27.5%	20.7%	10.2%	3.4%	0.7%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

资料来源: CME, 一德宏观战略部

## 2.5 淡化总量 强化结构

央行一季度货币政策执行报告对开年经济的看法较为乐观，一方面央行肯定了今年以来“三重压力得到缓解”、“经济发展呈现回升向好态势”，尽管央行提出未来“经济延续复苏态势有诸多有利条件”，但也指出当前经济仍面临着外部环境更趋复杂严峻，经济内生动力不强、需求不足的问题，这表明短期内，需求不足仍对经济的修复构成压力和风险，经济活动常态化后，经济增长恢复稳定增长的轨道仍需要政策的呵护。

对通胀，一季度央行对国内通胀的关注由去年四季度的通胀压力转为通缩，但央行在报告专栏中分析认为，今年以来物价涨幅回落属于“阶段性回落”，“主要与供需恢复时间差和基数效应有关”。央行认为，二季度CPI涨幅可能继续保持低位，下半年通胀中枢有望温和回升。中长期看，我国不存在长期通缩或通胀的基础。通胀压力的转弱为央行维持宽松政策奠定了基础，但在经济复苏向好及通胀温和的预期下，货币政策预计将不会大幅宽松。

货币政策上，一季度货币政策执行报告维持了稳健的政策基调，但淡化总量宽松，更加注重政策落地和对实体经济的有效支持。一季度报告删除了四季度“坚持不搞大水漫灌”的表述，最新提出“保持货币信贷总量适度、节奏平稳”，“有力支持实体经济健康良性发展”。考虑到一季度信贷投放力度处于历史较高水平，后续信贷投放力度或有所放缓，但一季度报告维持了“保持货币供应量和社会融资规模增速与名义经济增速基本匹配”，预计随着后市经济通胀的企稳回升，总体融资增速不会出现大幅的下滑，不会对经济产生紧缩的影响。

政策工具上，一季度报告强调“持续发挥政策性开发性金融工具的作用，增强政府投资和政策激励的引导作用，有效带动激发民间投资”，预计政策性金融工具仍将是货币政策结构性宽松的主要途径，政策方向上，报告指出结构性货币政策工具聚焦重点、合理适度、有进有退”，其中，一季度报告维持了四季度“普惠金融、科技创新、绿色发展等重点领域和薄弱环节”的结构性工具投向，删除了“推动降低企业融资和个人消费信贷成本”，新增提及了一季度新创设的房企纾困专项再贷款、租赁住



房贷款支持计划两项结构性政策工具，可见，政策性金融工具主要投向在维持高技术相关领域外，将加大对稳定房地产市场方面的投资支持。

### 3. 资产配置建议：

15日当周，国内市场风险情绪有所回暖，股债收益比、股债收益率差分别由前一周的历史81.38%、82.21%的分位数水平回落至历史80.12%、81.11%的分位数水平。

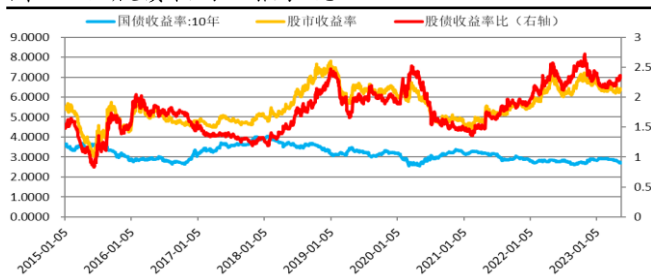
A股层面，15日当周指数小幅反弹，创业板连续2周强于主板，机构风格连续2周跑赢游资。日均成交额连续2周萎缩，开始低于万亿水平；北向资金开始流出；个股赚钱效应有所回升。板块方面，电子、国防军工、机械设备表现强势，房地产、传媒、建筑装饰表现偏弱。海外权益市场风险偏好先扬后抑，持有成本两端同时走强，令国内市场承压；另一方面，市场阶段性热点缺失，板块轮动速率加快。伴随此次调整量能始终低迷，周线级别调整概率增大，成交万亿水平仍有较强参考意义。操作上，建议继续持仓观望为主，至少等待沪指3200点下方再考虑回补仓位。

国债层面，15日当周，国债市场先跌后涨，总体回调，国债收益率前半周全面上涨后于后半周回落，长短债利差先降后升，总体较前一周小幅收窄，短债受MLF续作利率不变，降息预期落空的影响周内波动较大。4月国内主要经济数据不及预期，经济修复放缓，但债市当日并未做出积极反应，显示市场对经济走弱已充分定价，5月以来，经济淡季特征逐渐明显，生产下滑同时，终端需求的恢复依旧偏弱，短期债市存在支撑。一季度央行货币政策执行报告维持稳健基调，但淡化总量宽松，货币层面不会出现大幅收紧，但短期利率下调概率较小，债市上涨动力不足，预计将维持震荡。鉴于当前长债收益率已降至去年四季度以来低位，进一步下行空间有限，操作上可择机高位减仓，或待市场回调后补仓。

黄金层面，15日当周，持有成本两端连续2周反弹，令贵金属承压。美联储官员坚定否认年内降息令市场预期小幅修正，短期美债务上限问题对市场情绪扰动加剧。一方面，两党分歧无法弥合令谈判短期中断，激发市场避险情绪；另一方面，随着美国国会两院休会期先后来临，在“大限日”前存留的立法窗口期逐渐缩小，技术性违

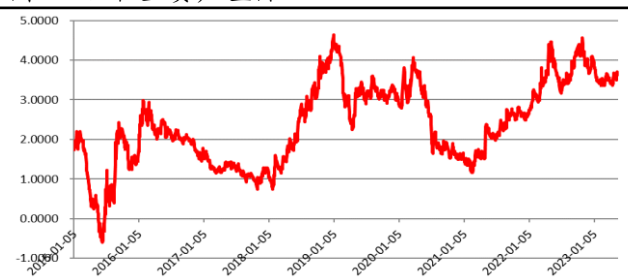
约可能性增大。历史规律显示，在此阶段美债、美元和黄金表现将强于其他资产。操作上，总体延续逢低配置思路，短期关注 1950 美元一线能否企稳。

图 3.1: 股债相对回报表现



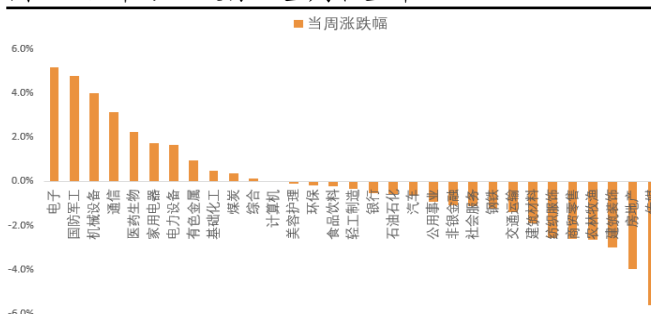
资料来源: wind, 一德宏观战略部

图 3.2: 权益资产溢价



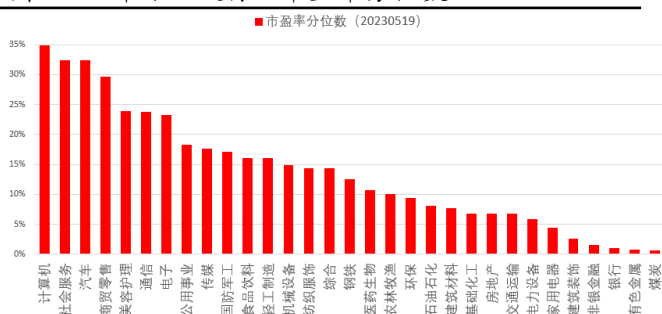
资料来源: wind, 一德宏观战略部

图 3.3: 申万一级行业当周收益率



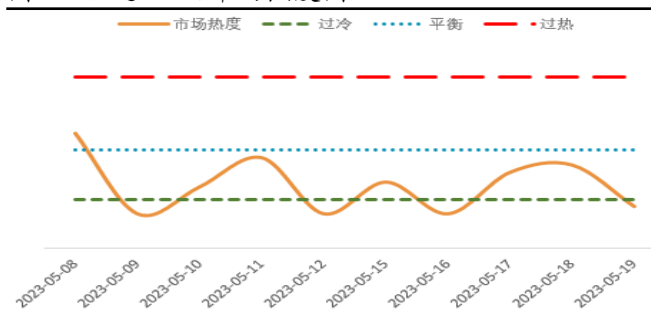
资料来源: wind, 一德宏观战略部

图 3.4: 申万一级行业市盈率分位数



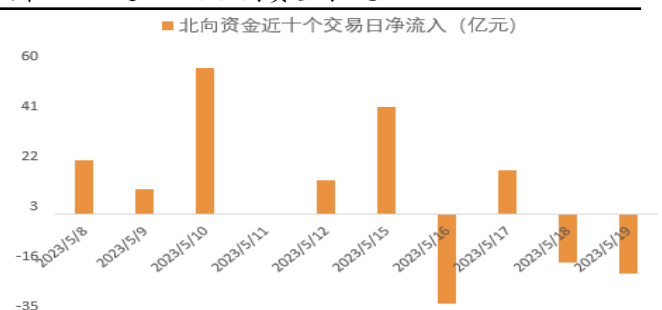
资料来源: wind, 一德宏观战略部

图 3.5: 近 10 日市场热度图



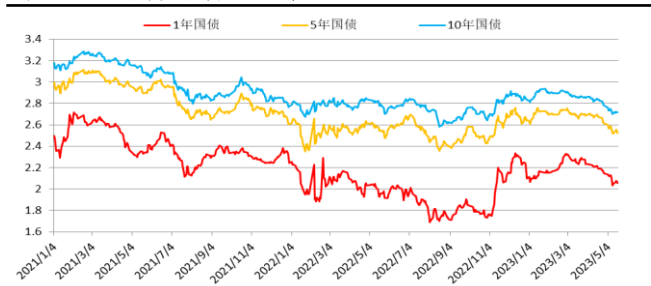
资料来源: wind, 一德宏观战略部

图 3.6: 近 10 日北向资金表现



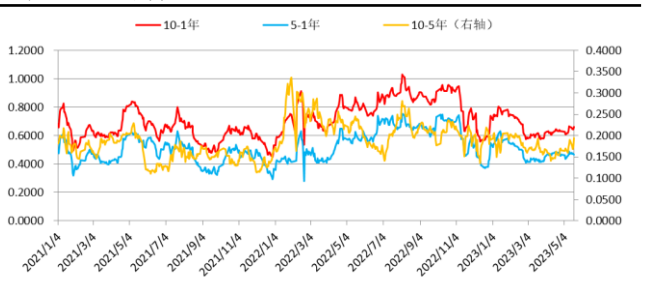
资料来源: wind, 一德宏观战略部

图 3.7: 国债到期收益率 (%)



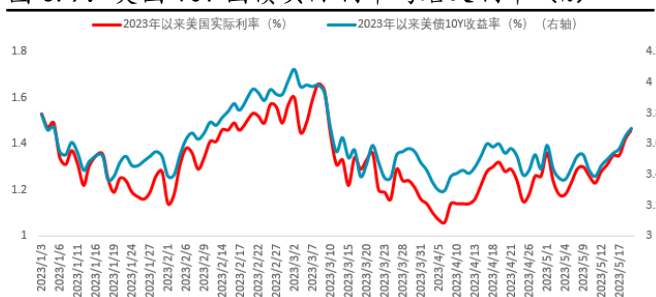
资料来源: 中债登网站, 一德宏观战略部

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	
2023/05/22	中国 5 月一年期贷款市场报价利率(%), 前值 3.65, 公布值 3.65
	中国 5 月五年期贷款市场报价利率(%), 前值 4.3, 公布值 4.3
	欧元区 5 月消费者信心指数初值, 前值-17.5, 预测值-17
	2025 年 FOMC 票委、圣路易斯联储主席布拉德就美国经济和货币政策发表讲话
	亚特兰大联储主席博斯蒂克和里奇蒙德联储主席巴尔金发表讲话
2023/05/23	美国债务上限谈判恢复, 美国拜登和国会众议长麦卡锡将于周一会面
	法国 5 月 Markit 制造业 PMI 初值, 前值 45.6, 预测值 46
	德国 5 月 Markit 制造业 PMI 初值, 前值 44.5, 预测值 45
	欧元区 5 月 Markit 制造业 PMI 初值, 前值 45.8, 预测值 46.2
	英国 5 月 Markit 服务业 PMI 初值, 前值 55.9, 预测值 55.5
	英国 5 月 Markit 制造业 PMI 初值, 前值 47.8, 预测值 48
	美国 5 月 Markit 制造业 PMI 初值, 前值 50.2, 预测值 50
2023/05/24	美国 4 月季调后新屋销售年化总数(万户), 前值 68.3, 预测值 66.3
	新西兰联储公布利率决议, 预计加息 25 个基点
	英国 4 月 CPI 年率(%), 前值 10.1, 预测值 8.3
	英国 4 月零售物价指数年率(%), 前值 13.5, 预测值 11.2
2023/05/25	德国 5 月 IFO 商业景气指数, 前值 93.6, 预测值 93
	美联储理事沃勒就经济前景发表讲话
	美联储公布货币政策会议纪要
	欧洲央行副行长金多斯向欧洲议会货币和经济事务委员会提交欧洲央行 2022 年年报
	APEC 贸易部长会议举行, 至 26 日
	德国第一季度末季调季度 GDP 年率修正值(%), 前值 0.2, 预测值 0.2
德国 6 月 Gfk 消费者信心指数, 前值-25.7, 预测值-24	

	美国第一季度实际 GDP 年化季率修正值(%), 前值 1.1, 预测值 1.1
	美国第一季度核心 PCE 物价指数年化季率修正值(%), 前值 4.9, 预测值 4.9
	美国截至 5 月 20 日当周初请失业金人数(万), 前值 24.2, 预测值 25
2023/05/26	美国 4 月个人支出月率(%), 前值 0, 预测值 0.4
	美国 4 月 PCE 物价指数年率(%), 前值 4.2
	美国 4 月耐用品订单月率初值(%), 前值 2.8, 预测值-1
	美国 5 月密歇根大学消费者信心指数终值, 前值 57.7, 预测值 57.9
	2023 中国国际大数据产业博览会在贵阳市举办

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](http://www.ydqh.com.cn)