

宏观策略周报 (2023.6.5)

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6月5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

- 29日当周, 稳增长预期升温下, 市场风险情绪小幅回升, A股、商品价格企稳, 债市高位震荡。5月制造业PMI刷新年内新低, 但降幅收窄, 美国5月非农就业好于预期, 但失业率回升, 时薪增长回落显示劳动力市场出现松动, 利好核心通胀下行, 海外紧缩环境亦有望缓解, 基本面接近转向下, 5月以来, 风险资产震荡下行, 大宗商品及周期为代表的部分板块价格已重回去年四季度低点, 具备配置价值。但短期内, 鉴于A股市场量能低迷, 追涨存在风险, 前期3200下方头寸可于3250附近高抛等待市场再度企稳低吸机会; 国债市场情绪谨慎, 政策利率不变下, 后市上涨动力和空间有限, 维持高位减仓待市场回调补仓。
- 本周资产配置排序: 股票>商品>债券。

■ 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

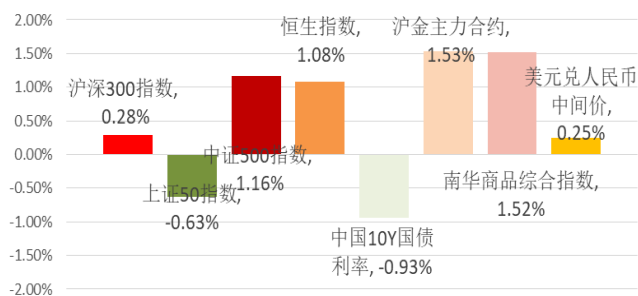
1. 大类资产表现比较.....	1
2. 经济环境分析：.....	1
2.1 经济景气延续收缩 地产成交持续回暖.....	1
2.2 猪价延续寻底 商品止跌反弹.....	3
2.3 跨月利率回升 资金宽松不变.....	4
2.4 5月非农数据喜忧参半，6月不加息预期升温.....	4
3. 资产配置建议：.....	5
4. 本周重要数据及事件关注：.....	8
免责声明.....	9

1. 大类资产表现比较

29日当周，国内股票类指数整体呈现探底回升，其中涨幅最大的为中证500指数+1.16%，上证50指数表现偏弱。市场风险偏好有所回升，商品反弹，南华商品综合指数周涨1.52%。黄金反弹力度凸出，周涨1.53%。国内资金较为宽松，10年期国债收益率收低于2.7%。国内经济修复程度的弱势令人民币汇率显著承压，美元反弹以及外资流出加剧了人民币的贬值幅度，人民币兑人民币中间价延续贬值，即期情绪指标显示短期市场贬值预期仍在。

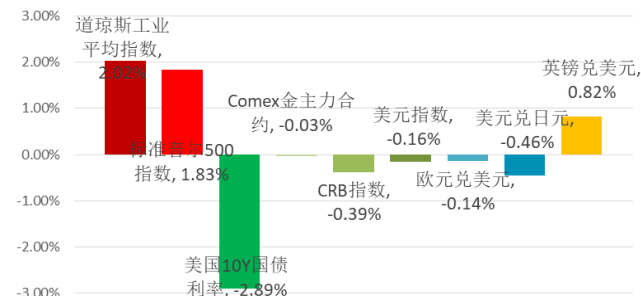
美国就提高债务上限问题达成最终协议，风险情绪升温，当周美股上涨。市场对美联储6月加息预期再度逆转，暂停加息成为主流，美国10年期国债收益率回落2.89%至3.69%。5月非农就业报告数据喜忧参半，新增就业岗位远超市场预期，对美元构成支撑，不过失业率大幅反弹，说明压力显现，限制美元涨幅。美元指数当周小幅回调0.16%，英镑兑美元汇率升值最高为0.82%。

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：

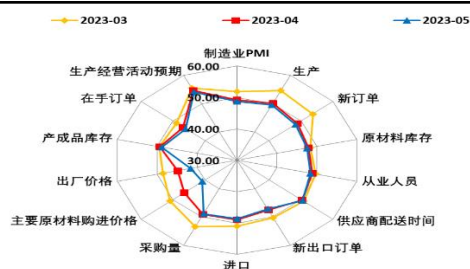
2.1 经济景气延续收缩 地产成交持续回暖

5月，中采制造业PMI环比延续回落0.4个百分点至48.8%，刷新年内新低，制造业连续第二个月收缩，收缩程度进一步加大。分项指标中，除供应商配送时间指数环比上涨外，各指数环比全面回落，经济延续需求释放后的回复过程。主要分项中，

生产、新订单指数环比降幅较大，是 PMI 的主要拖累，其中生产受需求不足的影响，2 月以来首次降至收缩区间，新订单，新出口订单加速收缩，制造业内外需求加速回落。行业结构上，据统计局，4 月除重化工业产需收缩外，食品及酒饮料精制茶、医药、专用设备、铁路船舶航空航天设备、电气机械器材等行业两个指数均连续三个月位于扩张区间，产需保持增长；纺织服装服饰、计算机通信电子设备等行业生产指数升至扩张区间，制造业景气下滑的主要压力来自重化工业。需求回落下，5 月制造业库存加速去化，主动去库延续。受大宗商品价格持续下行、市场需求偏弱等因素影响，主要原材料购进价格指数和出厂价格指数加速下行双双落至近期低点。但同时，制造业景气下滑出现边际放缓的迹象。一是除价格指数外，制造业 PMI 总体及主要分项指数降幅均较 4 月显著收窄；二是新订单-生产指数剪刀差较 4 月收窄，制造业供求矛盾有所缓和；三是出厂价-购进价指数差自去年 9 月以来再度转正，创出有记录以来新高，生产下滑对企业盈利的支持显现。

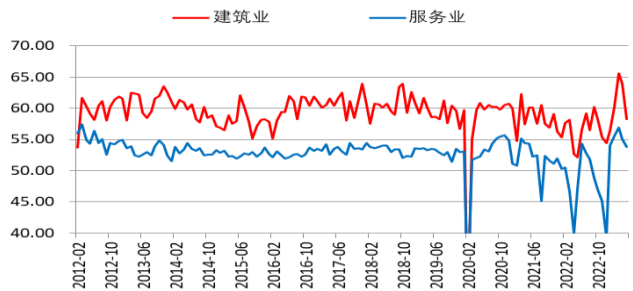
5 月，非制造业 PMI 下滑 1.9 个百分点至 54.5%，其中，服务业 PMI 与建筑业 PMI 分别下滑 1.3 个百分点、5.7 个百分点至 53.8%、58.2%。值得注意的是，5 月非制造业需求全面收缩，非制造业 PMI、服务业 PMI 与建筑业 PMI 新订单指数均下降至 49.5%，需求明显转弱。特别是服务业 PMI 新订单指数由 4 月的 56.4% 大幅回落，行业结构上，尽管五一假期带动旅游出行，运输、餐饮等行业维持较快扩张，但资本市场服务、房地产等行业景气下滑对服务业拖累较大。总体看，服务业处于需求集中释放后的回复期，对比疫情前水平看，当前服务业景气水平已恢复至之前水平，但需求不足是服务业面临的较大压力。二季度以来，经济呈现需求释放后的回复调整，但地产持续走弱对经济总需求及相关行业的影响较大，但在经济去地产化的背景下，预计后市提振非地产需求的政策可能进一步加力。

图 2.1: 制造业 PMI 分项指标 (%)



资料来源: wind, 一德宏观战略部

图 2.2: 服务业及建筑业 PMI (%)

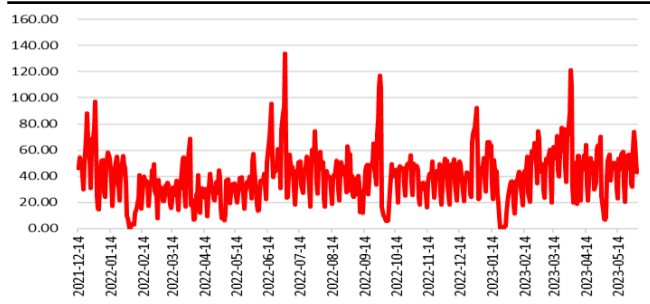


资料来源: wind, 一德宏观战略部

29 日当周，全国 247 家钢厂高炉开工率持平于前一周的 82.36%，连续三周保持不变，低于去年及 2019 年同期水平。钢材社会库存连续第三周普降，但随着下游需求有所回升，库存降幅较前一周增大，其中，板材库存降幅较前一周显著扩大，建材库存降幅略大于前一周，钢厂螺纹钢库存降幅较前一周扩大，线材库存降幅略有收窄。

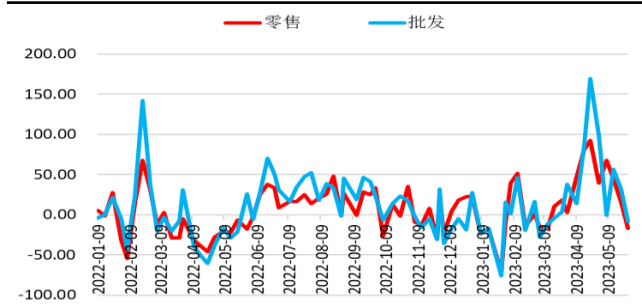
终端需求方面，29 日当周，国内商品房成交面积环比显著回升，30 大中城市商品房日均成交创 4 月以来新高。5 月，国内商品日均成交环比降幅收窄至 0.74%，同比受高基数影响，涨幅回落至 47.51%。5 月第四周，乘用车销量同比转跌，乘用车厂家日均零售、批发数量同比分别由前一周的增长 15.43%、32.01%转为下跌 16.81%、8.19%。据乘联会，5 月 1 日-28 日国内乘用车市场零售 139.2 万辆，同比增长 19%。

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：乘用车销量当周同比增长（%）



资料来源：wind，一德宏观战略部

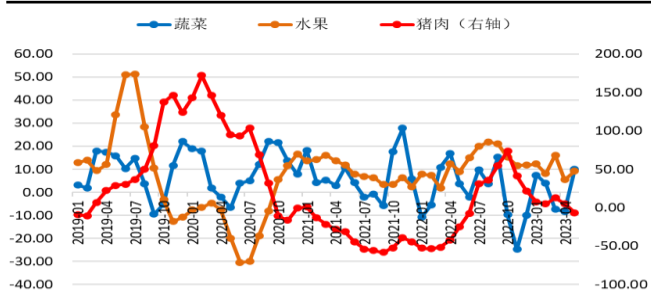
2.2 猪价延续寻底 商品止跌反弹

29 日当周，国内猪肉及水果价格环比延续回落，降幅扩大，猪肉、水果日均价格环比降幅分别由前一周的 0.26%、0.05%扩大至 0.52%、0.47%，蔬菜价格止跌反弹，当周日均价格由下降 0.08%反弹至上涨 2.04%。5 月，国内猪肉、果蔬价格走势分化，猪肉价格环比降幅由 4 月的 5.07%收窄至 0.33%，同比在基数抬升的作用下由上涨 5.28%转为下降 6.55%。果蔬价格较上月走强，其中，蔬菜价格环比降幅大幅收窄至 0.29%，同比由下降 8.36%反弹至上涨 9.89%，水果价格环比转涨，同比涨幅由 5.53%扩大至 9.09%。

29 日当周，在工业品价格强劲反弹的带动下，南华商品指数止跌转涨，但农产品指数延续跌势，表现与工业品分化，工业品中，贵金属指数反弹力度较强，涨幅居

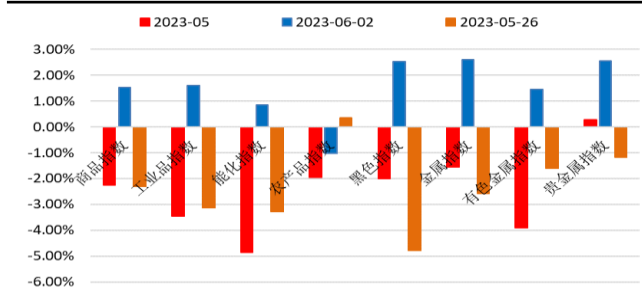
前，需求预期回暖支撑黑色指数大幅回升，海外经济衰退担忧抑制能化指数涨幅。5月，文华商品指数延续第三月收跌，但跌幅收窄。主要商品指数中，农产品指数跌幅扩大；工业品中，能化指数跌幅收窄但仍领跌商品，黑色指数跌幅大幅收窄，反弹力度较强，有色指数跌幅加大，贵金属微幅收涨，为连续第三个月收涨，但涨幅显著收窄。工业品强弱结构转换，基本面因素逐步主导市场走势。

图 2.5: 国内猪肉、果蔬日均批发价当月同比 (%)



资料来源: wind, 一德宏观战略部

图 2.6: 南华指数周度涨跌 (%)

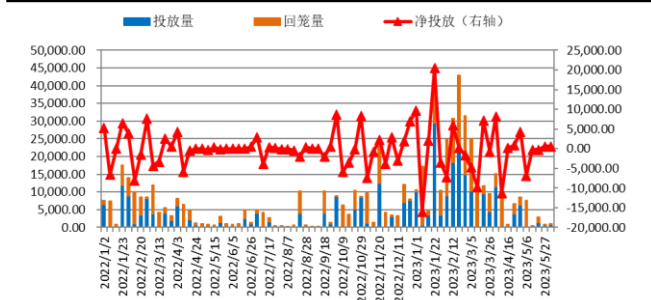


资料来源: wind, 一德宏观战略部

2.3 跨月利率回升 资金宽松不变

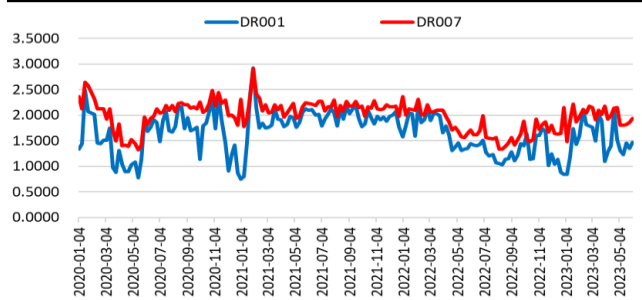
29日当周，央行进行了790亿元逆回购投放，当周有180亿元逆回购到期，当周净投放610亿元。银行市场利率全面回升，DR001、DR007周均值环比分别上涨13BP、9BP至1.48%、1.94%，跨月资金有所收紧，但仍低于央行逆回购利率，市场资金面宽松不变。

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

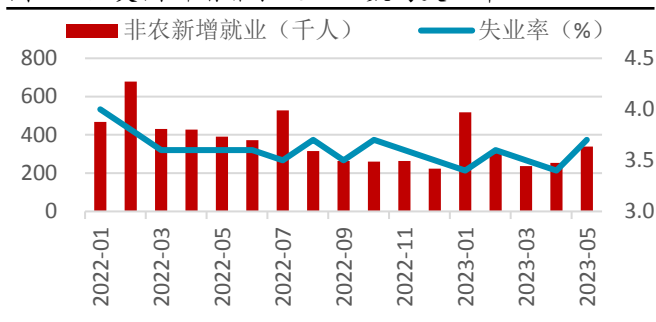
2.4 5月非农数据喜忧参半，6月不加息预期升温

当周，美国债务上限问题圆满解决，市场重回经济数据驱动市场预期转变的范式中。周五晚间，美国劳工部公布了5月非农就业报告，数据显示5月新增就业岗位

33.9 万，远超市场预期的 19 万，显示招聘情况依旧强劲，一些退休人员的回补和服务需求的增加是推动就业增长的重要因素。不过失业率由 4 月的 3.4% 上升至 3.7%，与周初请失业金人数持续攀升呼应，整体报告喜忧参半，而时薪增长回落，显示随之劳动力重返就业市场，劳动力市场紧张出现缓解迹象，对核心通胀下行构成利好。

尽管非农数据公布后，市场对 6 月加息的预期有所回升，但仍明显低于五成，主要受到联储官员周内预期管理的引导。周中，包括副主席提名人选杰弗逊在内的多名官员均支持 6 月 FOMC 会议跳过一次加息，使得市场对后加息的押注顺移至 7 月。同时，仍然持有年内降息 1 次的预期。我们认为，除去降息预期外，当前市场预期与联储后续紧缩政策节奏差异不大。特别是考虑到银行业危机引致的信用紧缩以及债务上限协议达成后美元流动性短期趋紧的背景，6 月 FOMC 会议按兵不动，借助新公布的点阵图将市场紧缩预期延后也顺理成章。但这似乎与主席鲍威尔此前秉承的“加息停止后便不会重启”的政策延续性的观点不符，在一段时间内引发市场预期错乱进而造成震荡加剧的概率陡然提升。

图 2.9：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 2.10：美联储后续加息预期 (%)

MEETING DATE	MEETING PROBABILITIES												
	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%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	35.8%	64.2%	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%	20.7%	52.2%	27.1%
2023/9/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	4.5%	27.6%	46.7%	21.1%
2023/11/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.4%	16.6%	37.6%	33.3%	10.0%
2023/12/13	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.2%	9.7%	27.5%	35.4%	21.3%	4.9%
2024/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.8%	6.7%	21.1%	32.5%	26.4%	10.8%	1.8%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.6%	5.3%	17.6%	29.8%	27.9%	14.5%	3.9%	0.4%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.8%	5.8%	18.2%	29.7%	27.3%	14.1%	3.8%	0.4%	0.0%
2024/6/19	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%	3.8%	13.1%	25.0%	28.3%	19.5%	8.0%	1.8%	0.2%	0.0%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.4%	3.2%	11.5%	22.9%	27.7%	21.0%	10.0%	2.9%	0.4%	0.0%	0.0%
2024/9/25	0.0%	0.3%	2.4%	9.0%	19.5%	26.3%	23.0%	13.3%	5.0%	1.2%	0.2%	0.0%	0.0%
2024/11/6	0.2%	1.7%	6.8%	16.0%	24.0%	24.1%	16.5%	7.7%	2.4%	0.5%	0.1%	0.0%	0.0%

资料来源：CME，一德宏观战略部

3. 资产配置建议：

29 日当周，国内市场风险情绪小幅回升，股债收益比、股债收益率差分别由前一周的历史 82.41%、83.19% 的分位数水平回落至历史 81.66%、82.47% 的分位数水平。

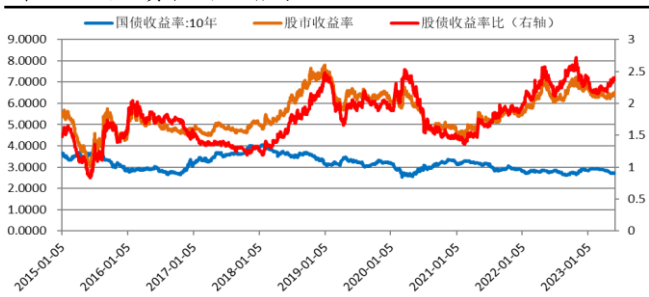
A 股层面，29 日当周指数探底回升，主板反弹力度强于创业板，游资风格连续 2 周跑赢机构。日均成交额显著放大，连续 3 周低于万亿水平；北向资金开始回流；个股赚钱效应有所修复。板块方面，传媒、通信、计算机表现强势，电力设备、煤炭、

医药生物表现偏弱。海外权益市场风险偏好明显回升，持有成本两端同时回落，支撑国内市场企稳；另一方面，市场阶段性热点重回前期热点 TMT 板块，但量能始终难以匹敌前期水平，或预示着短期可能面临再度回踩确认。周五普涨格局下，板块高低切换迹象初现，封杀指数大幅下行空间，但鉴于市场量能总体低迷，右侧追涨尚不可取。操作上，关注市场再度企稳的可能，前期 3200 下方进场头寸 3250 附近仍可先行高抛等待低吸机会。

国债层面，29 日当周，国债市场震荡收涨，短债表现仍强于长债，长短债利差进一步扩大。5 月制造业 PMI 创下年内新低，国内经济修复进一步放缓，利好债市情绪，但自上周以来，市场对增量政策的预期不断，引发债市情绪波动，长债因此表现偏弱，同时，资金面宽松下，短债支撑较强，短期表现强于债市。后市看，5 月制造业景气尽管走弱，但已出现一定边际放缓的迹象，同时，期债相对现券分化走弱，体现出市场对未来的谨慎预期，在市场对增强政策的预期较强的背景下，加之当前长债利率较低，政策利率不变情况下，债市上涨动力和空间有限，操作上维持择机高位减仓，或待市场回调后补仓。

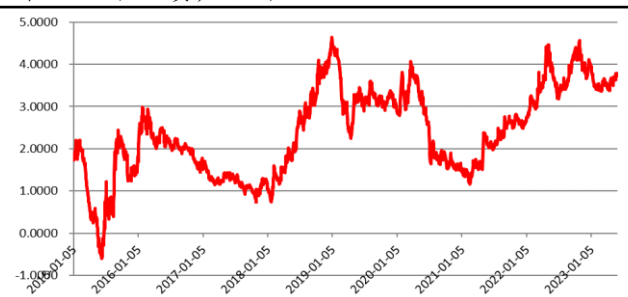
黄金层面，29 日当周，持有成本两端开始回落，贵金属先扬后抑，纽期金逼近 2000 美元关口后承压回落。债务上限问题解决后，市场风险偏好回升，但随之而来的短债发行增加以及美元流动性趋紧仍会支撑持有成本两端维持强势，令金价承压。短期冲击过后，在联储加息接近尾声背景下，即便降息年内难以落地，货币政策层面对金价的压制力度也将逐步减弱，因而不宜过分看空金价。操作上，总体延续逢低配置思路，1900 美元下方可试探性入场。

图 3.1：股债相对回报表现



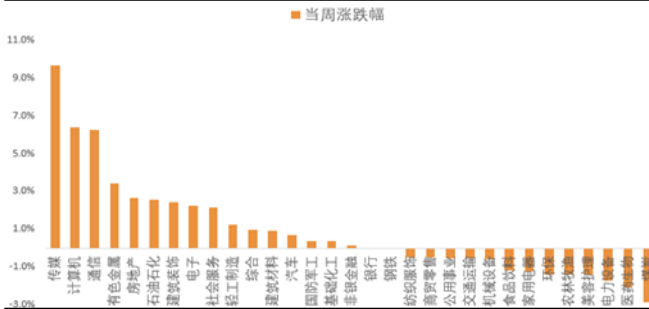
资料来源：wind，一德宏观战略部

图 3.2：权益资产溢价



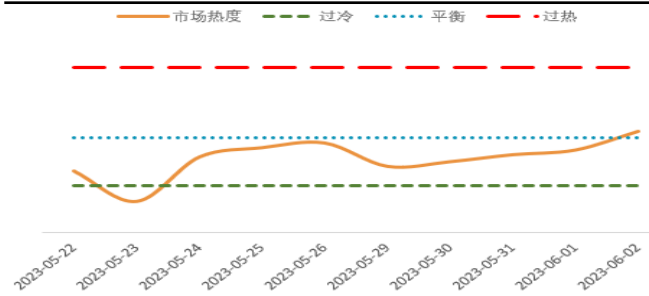
资料来源：wind，一德宏观战略部

图 3.3: 申万一级行业当周收益率



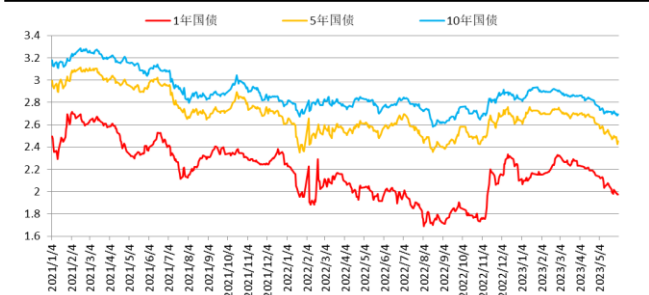
资料来源: wind, 一德宏观战略部

图 3.5: 近 10 日市场热度图



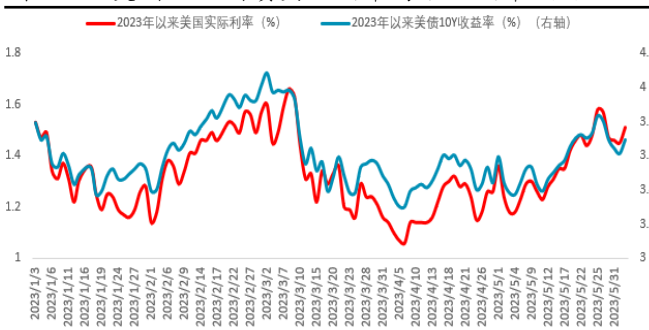
资料来源: wind, 一德宏观战略部

图 3.7: 国债到期收益率 (%)



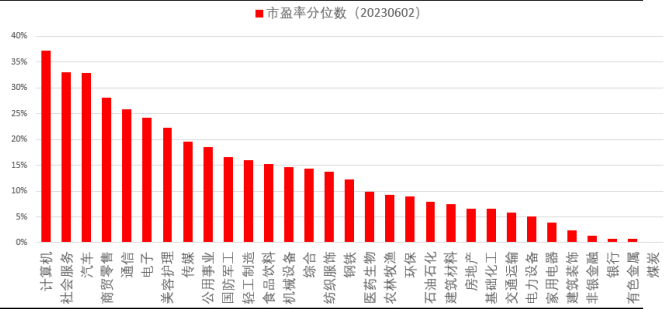
资料来源: 中债登网站, 一德宏观战略部

图 3.9: 美国 10Y 国债实际利率与名义利率 (%)



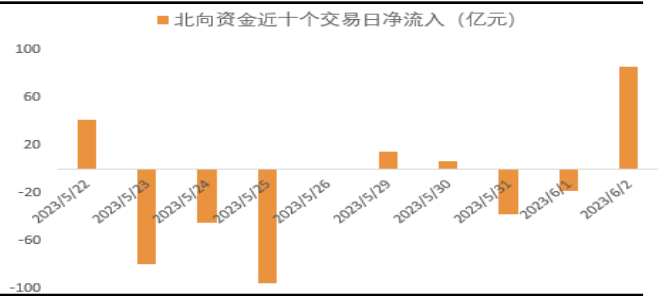
资料来源: wind, 一德宏观战略部

图 3.4: 申万一级行业市盈率分位数



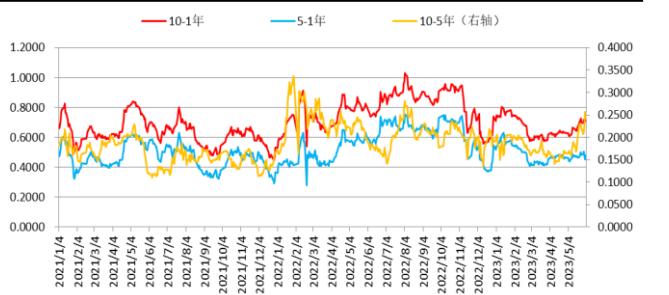
资料来源: wind, 一德宏观战略部

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	
2023/06/05	国新办举行建设全国统一大市场国务院政策例行吹风会
	中国 5 月财新服务业 PMI，前值 56.4，预测值 55.2，公布值 57.1
	欧元区 6 月 Sentix 投资者信心指数，前值-13.1，公布值-15.1
	英国 5 月 Markit 服务业 PMI 终值，前值 55.1，预测值 55.1
	美国 4 月耐用品订单月率修正值(%), 前值 1.1，预测值 1.1
	美国 5 月 ISM 非制造业 PMI，前值 51.9，预测值 52.3
2023/06/06	澳洲联储公布利率决议
	欧元区 4 月零售销售年率(%), 前值-3.8，预测值-3
2023/06/07	EIA 公布月度短期能源展望报告
	经合组织公布经济前景展望报告
	英国首相苏纳克前往华盛顿与美国总统拜登会面
	美国财长耶伦出席众议院金融服务委员会的听证会
	中国 5 月贸易帐-美元计价(亿美元)，前值 902.1，预测值 920
	中国 5 月出口年率-美元计价(%), 前值 8.5，预测值-0.6
	中国 5 月进口年率-美元计价(%), 前值-7.9，预测值-7.9
	中国 5 月外汇储备(亿美元)，前值 32048，预测值 31750
	美国 4 月贸易帐(亿美元)，前值-642，预测值-752
2023/06/08	日本第一季度季调后实际 GDP 年化季率修正值(%), 前值 1.6，预测值 1.9
	欧元区第一季度季调后 GDP 年率终值(%), 前值 1.3，预测值 1.2
	美国截至 6 月 3 日当周初请失业金人数(万)，前值 23.2，预测值 23.8
2023/06/09	中国 5 月 CPI 年率(%), 前值 0.1，预测值 0.2
	中国 5 月 PPI 年率(%), 前值-3.6，预测值-4.3
	美联储公布 2023 年第一季度资金流动报告及季度金融账户报告
	沪深 300、中证 500、中证 1000 等指数调整样本 6 月 9 日收市后生效

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