

宏观策略周报（2023.7.10）

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7月10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

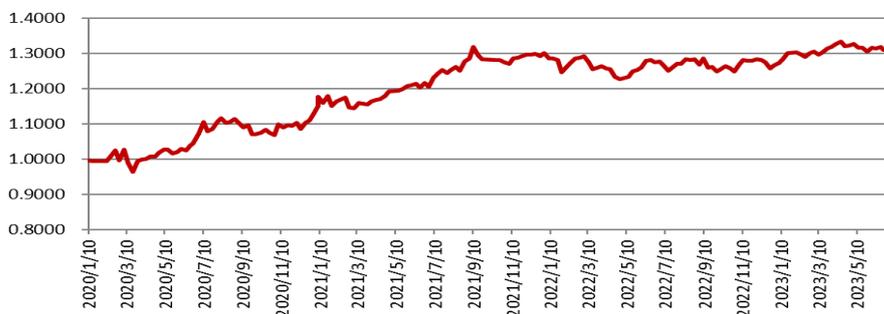
- 3日当周，国内消息面较为平静，国内资产受海外因素及政策影响下表现分化，其中，A股市场在美联储紧缩预期及人民币走贬压力下，主要指数普遍收跌；稳增长预期下，商品涨幅扩大，长债承压，但资金面宽松下，短债收益率走低。本周随着6月经济数据的陆续公布，经济基本面对市场影响或将加大，经济偏弱运行但政策发力下，股指仍存下探可能，但空间有限，短线关注逢低介入机会。债市在资金面宽松支撑下，短期偏强运行，短线可暂持仓观望。
- 本周资产配置排序：股票>债券>商品。

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

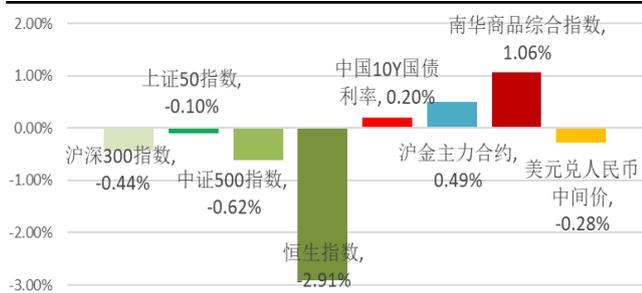
1. 大类资产表现比较.....	1
2. 经济环境分析：.....	1
2.1 钢厂开工加快 商品房成交回调.....	1
2.2 食品加速回落 商品扩大涨幅.....	2
2.3 跨季资金宽松 央行加大回笼.....	3
2.4 美非农不及预期，联储纪要延续鹰派基调.....	3
3. 资产配置建议：.....	4
4. 本周重要数据及事件关注：.....	6
免责声明.....	8

1. 大类资产表现比较

3日当周，国内宏观大类资产中恒生指数调整幅度最深，跌幅接近3%。能化、有色等大宗商品反弹，南华商品综合指数周涨1.06%。10年期国债收益率小幅反弹0.2%。周中多家商业银行跟随国有大行纷纷下调美元存款利率，中美存款利差明显收窄，在一定程度上减轻利率倒挂压力，弱化当前外贸企业选择储备美元并延期结汇的动机，放缓人民币贬值速率，人民币兑美元中间价升值0.28%。

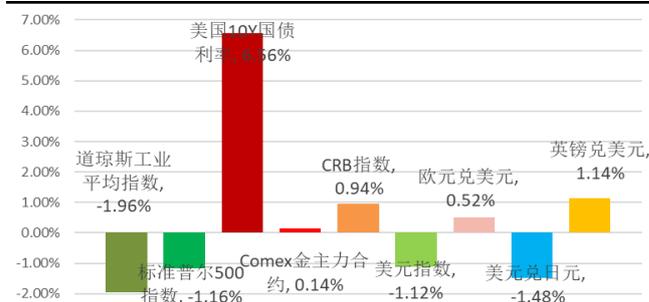
美联储6月议息会议纪要显示，几乎所有与会者都支持年内再加息且支持进一步放缓政策的紧缩步伐，鹰派基调提振10年期国债收益率大幅反弹6.56%重回4%上方。股指承压回落，其中道指下跌1.96%，标普下跌1.16%。6月新增非农就业人数不及预期，薪资意外走强令通胀承压，就业市场韧性减弱令美联储长时间维持高利率的前景降低，施压美元，美元指数当周下滑1.12%，非美货币随之反弹，当周日元兑美元升值幅度最大为1.48%。

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：

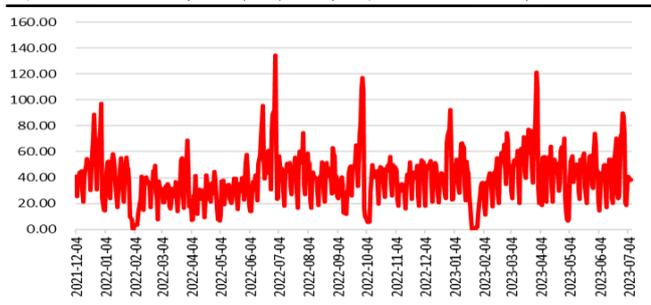
2.1 钢厂开工加快 商品房成交回调

3日当周，全国247家钢厂高炉开工率上涨0.39个百分点至84.48%，高于去年同期5.95个百分点，为二季度以来最高。钢材社会库存环比涨幅扩大，天气因素影

响下，市场需求仍弱，钢材累库延续，但钢厂库存环比转降，库存向下游转移。

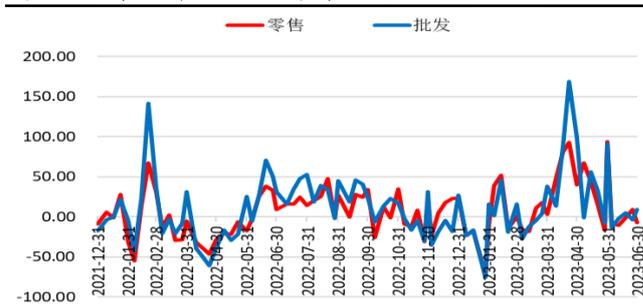
终端需求方面，3日当周，30大中城市商品房日均成交面积环比显著回落，当周日均成交面积周环比下降48.4%，当周日均成交面积跌至近三个月最低。6月第五周，国内乘用车销量表现延续分化，其中，零售销量同比转跌，批发量同比止跌转涨。乘联会初步统计，6月1-30日，乘用车市场零售189.6万辆，同比下降2%，环比增长9%；今年以来累计零售952.8万辆，同比增长3%；全国乘用车厂商批发223.0万辆，同比增长2%，环比增长11%；今年以来累计批发1,106.2万辆，同比增长9%

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：乘用车销量当周同比增长（%）



资料来源：wind，一德宏观战略部

2.2 食品加速回落 商品扩大涨幅

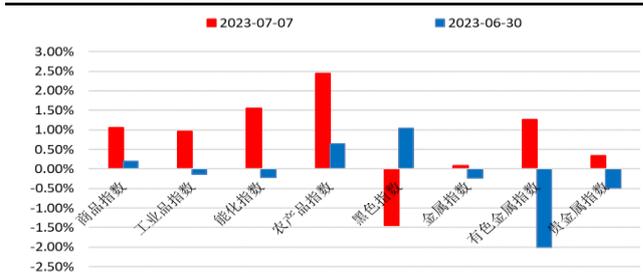
3日当周，国内猪肉、果蔬日均价格环比延续普降，其中，猪肉日均价格环比降幅持平与前一周的0.52%，蔬菜、水果价格环比降幅分别由前一周的-0.69%，-2.59%进一步扩大至-1.38%、-3.86%。3日当周，国内商品价格总体涨幅较前一周扩大，工业品、农产品指数双双收涨，其中，工业品由跌转涨，农产品加速回升，而工业品中各产业走势明显分化，其中，有色、能化指数止跌反弹，是工业止跌的主要拉动，黑色指数由涨转跌，回调明显，波动剧烈。

图 2.3：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 2.4：南华指数月度涨跌（%）



资料来源：wind，一德宏观战略部

2.3 跨季资金宽松 央行加大回笼

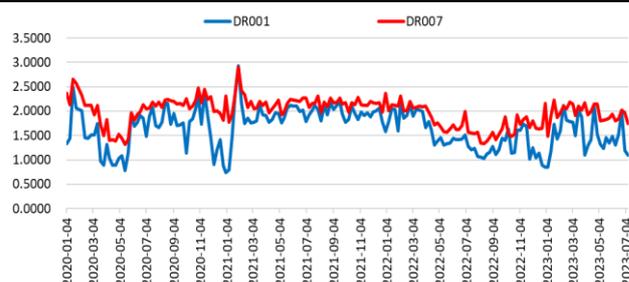
3日当周，央行进行了130亿元逆回购投放，当周有11690亿元逆回购到期，当周净回笼11560亿元，当周回笼量创年内次高。央行大幅回笼流动性的情况下，银行市场利率不升反降，DR001、DR007周均值环比分别下降9BP、21BP至1.1%、1.75%，跨季后银行资金面宽松。

图 2.5: 央行公开市场净投放 (亿元)



资料来源: wind, 一德宏观战略部

图 2.6: 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 美非农不及预期，联储纪要延续鹰派基调

周五美国劳工部发布6月非农就业报告不及市场预期，6月新增非农就业人口20.9万，低于预期的22.5万，前值从33.9万下修至30.6万，今年上半年平均新增就业27.8万，较去年44.5万显著回落，出于经济原因从事兼职工作的人数骤增也表明劳动力市场疲软。6月失业率由上月的3.7%下滑至3.6%，尽管失业率走低但薪资意外走强，令通胀承压。

尽管非农数据近三月以来首次不及预期，但此前公布的6月FOMC会议纪要仍“鹰气十足”。政策利率方面，显示部分官员原本支持当次会议加息，几乎全体官员认为年内适合再次加息；加息节奏方面，多名委员主张进一步放缓加息步伐，以便拥有更多的时间观察通胀数据的变化情况；经济展望方面，联储工作人员仍预计银行业危机将导致今年经济出现轻度衰退，但避免衰退的可能性几乎和衰退相当，此外，委员们还认为抑制核心通胀尚未取得进展，这与此前表述基本一致。

受此影响，联储加息预期得到进一步强化。7月加息25基点预期概率升至90%以上，市场一度出现2次加息定价但随着非农数据不及预期而消失。而2024年降息预

期定价持稳在 5 次，较 6 月 FOMC 会后少了 2 次。

图 2.7: 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 2.8: 美联储后续加息预期 (%)

MEETING DATE	MEETING PROBABILITIES											
	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575	575-600
2023/7/26				0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	7.0%	93.0%	0.0%	0.0%
2023/9/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	5.2%	70.6%	24.2%	0.0%
2023/11/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	4.0%	56.2%	34.5%	5.4%
2023/12/13	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%	10.9%	53.3%	30.6%	4.6%
2024/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	3.3%	22.3%	47.2%	23.6%	3.4%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	1.4%	10.9%	32.3%	37.8%	15.5%	2.0%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.2%	9.5%	29.1%	36.9%	18.9%	4.1%	0.3%
2024/6/19	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%	4.7%	17.8%	32.4%	29.2%	12.6%	2.5%	0.2%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%	3.8%	14.7%	29.0%	30.0%	16.5%	4.8%	0.7%	0.0%
2024/9/25	0.0%	0.0%	0.3%	3.1%	12.5%	26.1%	29.8%	19.2%	7.2%	1.5%	0.2%	0.0%
2024/11/6	0.0%	0.3%	2.5%	10.8%	23.3%	29.0%	21.4%	9.7%	2.7%	0.5%	0.0%	0.0%
2024/12/18	0.1%	1.4%	6.6%	17.0%	26.2%	25.1%	15.4%	6.1%	1.6%	0.2%	0.0%	0.0%

资料来源: CME, 一德宏观战略部

3. 资产配置建议:

3 日当周, 国内市场风险情绪先升后降总体走弱, 股债收益比、股债收益率差分分别由前一周的历史 82.76%、83.01%的分位数水平回升至历史 85.96%、84.69%的分位数水平。

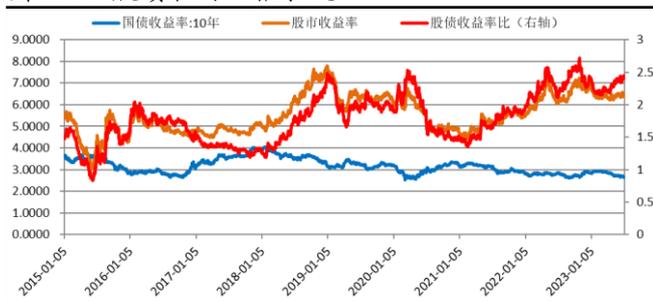
A 股层面, 3 日当周指数冲高回落, 主板相对创业板明显抗跌, 机构风格连续 3 周跑赢游资。日均成交额连续 2 周萎缩并低于万亿水平; 北向资金连续 3 周流出; 个股赚钱效应明显回落。板块方面, 汽车、石油石化、交通运输表现强势, 传媒、电力设备、国防军工表现偏弱。海外权益市场风险偏好开始回落, 持有成本两端明显分化对 A 股影响中性; TMT 板块进入中期调整后, 消费类等超跌板块低位企稳后交替轮动, 封杀指数大幅下跌空间, 但随着机器人、汽车产业链等相关新的引领板块先后开启回调, 市场主线缺失表现低迷。再度冲高回落后, 指数仍存下探可能, 但预计空间有限。操作上, 短线关注逢低介入机会, 建议跌破前低 3144 后适当可增加配置仓位。

国债层面, 3 日当周, 国内消息面较为平静, 国债市场在美债收益率上涨及政策预期影响下震荡分化, 国内资金面宽松下短债收益率总体走低, 长债收益率在稳增长政策预期影响下最终收涨, 长短期国债收益率差扩大。本周随着 6 月经济数据的陆续公布, 经济基本面对市场影响或将加大, 从高频数据看, 6 月经济运行依旧偏弱, 资

金面宽松下，对债市影响预期偏多，债市短期偏强运行，短线可暂持仓观望。

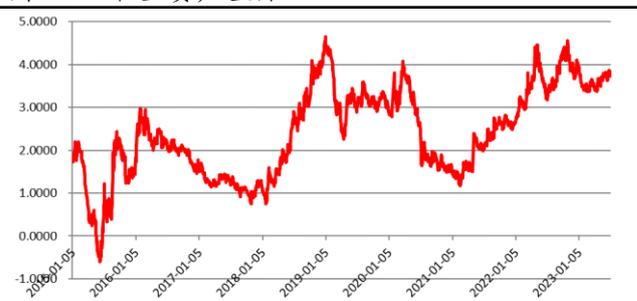
黄金层面，3日当周，持有成本两端分化，再度测试1900美元后黄金又获支撑。当前，黄金层面的主要利空因素仍在于市场乐观的预期与联储的谨慎情绪之间的预期差，上周一度基本完成了修复，但因非农数据不及预期，市场再度趋于乐观。随着各国央行在紧缩进程中根据自身数据变动动态调整货币政策，预计市场预期的修正与变化更趋于碎片化，进而造成行情短期波动的加大。但总的来看，在联储加息接近尾声背景下，即便降息年内难以落地，货币政策层面对金价的压制力度也将逐步减弱，因而不宜过分看空金价。操作上，预计金价短期依然震荡运行为主，总体延续逢低配置思路，珍视阶段性回调后的布局机会，如有回落至1900美元下方可试探性入场。

图 3.1: 股债相对回报表现



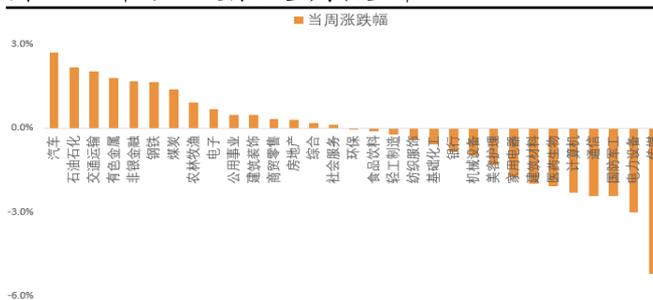
资料来源: wind, 一德宏观战略部

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



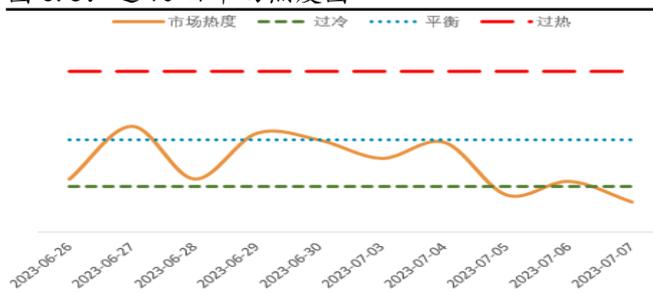
资料来源: wind, 一德宏观战略部

图 3.4: 申万一级行业市盈率分位数



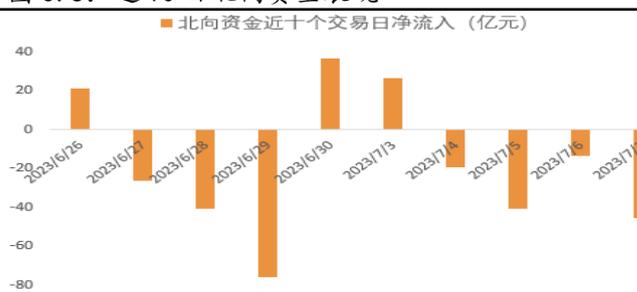
资料来源: wind, 一德宏观战略部

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



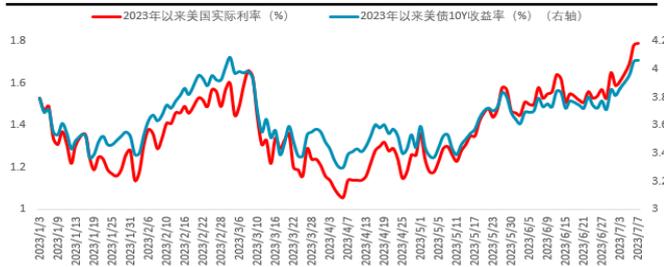
资料来源: wind, 一德宏观战略部

图 3.7: 国债到期收益率 (%)



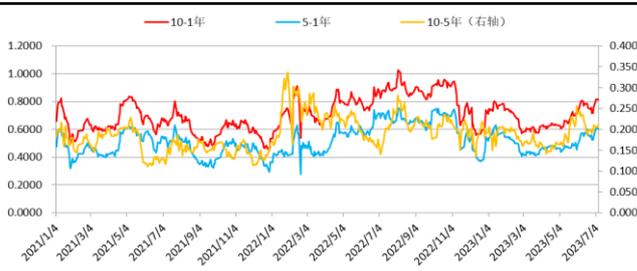
资料来源: 中债登网站, 一德宏观战略部

图 3.9: 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 3.8: 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	
2023/07/10	中国 6 月 CPI 年率(%), 前值 0.2, 预测值 0.2, 公布值 0
	中国 6 月 PPI 年率(%), 前值-4.6, 预测值-5, 公布值-5.4
	中国 6 月社会融资规模-单月(亿人民币), 前值 15600, 预测值 30000(0710-0717 期间)
	中国 6 月 M2 货币供应年率(%), 前值 11.6, 预测值 11.2(0710-0717 期间)
	欧元区 7 月 Sentix 投资者信心指数, 前值-17, 预测值-18
	美国 5 月批发库存月率终值(%), 前值-0.1, 预测值-0.1
	2024 年 FOMC 票委、旧金山联储主席戴利参加由布鲁金斯学会哈钦斯财政和货币政策中心主办的炉边谈话
2023/07/11	2025 年 FOMC 票委、克利夫兰联储主席梅斯特就经济和政策前景发表视频讲话
	德国 6 月 CPI 年率终值(%), 前值 6.4, 预测值 6.4
	德国 7 月 ZEW 经济景气指数, 前值-8.5, 预测值-10
	欧盟能源部长非正式会议举行
2023/07/12	圣路易斯联储主席布拉德线上参加关于美国经济和货币政策的讨论会
	美国 6 月 CPI 年率未季调(%), 前值 4, 预测值 3.1
	美国 6 月核心 CPI 年率未季调(%), 前值 5.3, 预测值 5
	EIA 公布月度短期能源展望报告

	里奇蒙德联储主席巴尔金就通胀发表讲话
	美联储公布经济状况褐皮书
	国务院新闻办公室举行新闻发布会，海关总署新闻发言人、统计分析司司长吕大良介绍2023年上半年进出口情况，并答记者问
	IEA 公布月度原油市场报告
	欧洲央行公布6月货币政策会议纪要
2023/07/13	OPEC 公布月度原油市场报告
	欧元集团会议举行
	中国6月贸易帐-美元计价(亿美元)，前值658.1，预测值744
	中国6月出口年率-美元计价(%), 前值-7.5，预测值-10
	中国6月进口年率-美元计价(%), 前值-4.5，预测值-4.7
	英国5月GDP月率(%), 前值0.2，预测值-0.4
	美国截至7月8日当周初请失业金人数(万)，前值24.8，预测值24.9
	美国6月PPI年率(%), 前值1.1，预测值0.4
2023/07/14	美联储理事沃勒就经济前景发表讲话
	G20财长和行长副行长会议举行，至7月16日
	美国6月进口物价指数月率(%), 前值-0.6，预测值-0.1
	美国7月密歇根大学消费者信心指数初值，前值64.4，预测值65.5
2023/07/15	国家统计局公布70个大中城市住宅销售价格月度报告

资料来源：汇通财经、一德宏观战略部

风险提示：

国内政策力度不及预期；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