一德期货
FIRST FUTURES

宏观策略周报

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

肖利娜
期货从业资格号：F3019331
投资咨询从业证书号：Z0013350

审核人：车美超
期货从业资格号：F0284346
投资咨询从业证书号：Z0011885

2024年3月25日

期货投资咨询业务资格：证监许可【2012】38号

目录

CONTENTS

01 大类资产走势回顾

02 国内经济跟踪

03 海外经济跟踪

04 资产配置建议

05 本周重要数据及事件

01 大类资产走势回顾

商品上涨股市分化 汇率贬值压力释放

- 18日当周，国内2月经济数据显示基本面边际改善但地产数据仍偏弱，周中LPR利率维持不变，叠加资金面较为均衡，10Y国债收益率小幅下行。美元指数走强，人民币贬值压力短期释放，人民币即期汇率跌破7.2关键点位，压制国内各类资产表现。A股和H股全线走低，其中，中证500、上证50、沪深300指数分别下跌1.28%、0.99%和0.7%，恒生指数也收跌1.32%。商品方面，南华商品指数收涨0.86%，沪金上涨0.8%。

- 当周，美联储维持利率不变和保持年内三次降息指引，鲍威尔释放鸽派信号；而日本央行3月19日决定结束负利率政策，3月21日瑞士央行意外宣布降息25个基点；加上美国制造业PMI、成屋销售等经济数据强劲，推升美元指数，欧元、英镑和日元均有相应贬值，10Y美债利率下行9bp至4.22%。美股表现偏强，标普500和道指分别上涨2.29%和1.97%。商品和黄金延续上涨，CRB收涨0.4%，Comex金主力小幅上涨0.33%。

图1.1 国内宏观大类资产表现

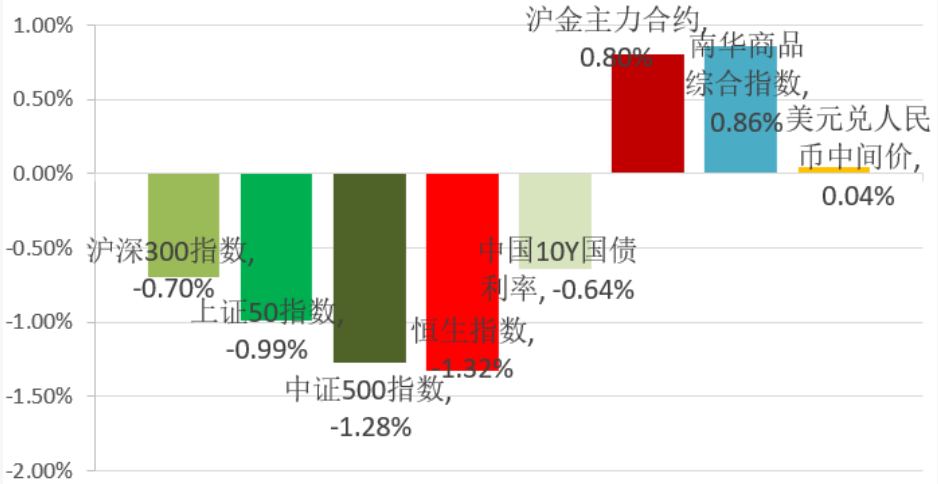
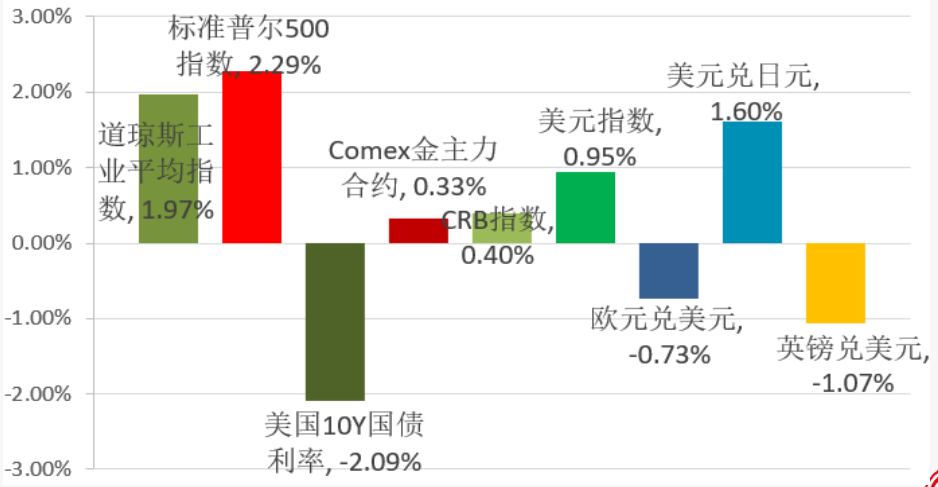


图1.2 海外宏观大类资产表现



资料来源： Wind 、一德宏观战略部

一德期货 FIRST FUTURES

02 国内经济跟踪

开年经济稳中有升 结构性政策再发力

1-2月，国内规模以上工业增加值同比实际增长7%，回升0.2个百分点；季调环比增长0.56%，高于前两年同期水平，2024年初国内工业生产延续去年四季度以来的较快扩张步伐。去年四季度以来制造业生产延续企稳回升，其中，1-2月出口涨幅超预期扩大是高技术制造业生产改善的主要拉动。目前实体生产处于国内政策支撑及外部边际改善下的扩张态势，工业生产在逐步增强微观主体信心下有望保持稳定扩张的势头。

1-2月，固定资产投资累计同比增长4.2%，较去年回升1.2个百分点，在去年年初基数不低下有较大幅度回升，显示开年投资项目落地有加速。三大投资中，制造业、基建（不含电力）、房地产投资增速均有回升，前期万亿国债和PSL政策逐步落地对基建和地产投资起到一定拉动作用，但关键是制造业投资的稳步回升对投资的拉动效用增强。在地产行业供求改变、就业和收入水平也没有明显修复的背景下，2024年的销售规模也难出现明显增长。但近期各地加速推进城中村改造专项贷款，“三大工程”对建安投资增量效应会逐步体现，地产投资增速总体降幅收窄趋势不变。

1-2月，社会消费品零售总额同比增速5.5%，略好于去年同期的复合增长率5.1%，表明2024年初消费的恢复动能环比有增强。当前消费的主要支撑是餐饮服务消费的局面未变，商品零售消费恢复边际有改善但仍有扩大空间。1-2月，通讯器材类、烟酒类、体娱用品类等消费品增速大幅回升，春节假期对相关需求消费明显增长；而日用品类消费持续在负增长区间，一定程度上反映出当前居民消费意愿并不强。2024年，低基数影响因素消除，消费增长动能有赖于经济恢复程度，短期来看，维持5%以上的消费增速还有压力。短期总量宽松空间已足够，内需发力还需结构性政策的发力将更为精准来发挥政策的引导作用。

图2.1 规模以上工业增加值环比及当月同比（%）

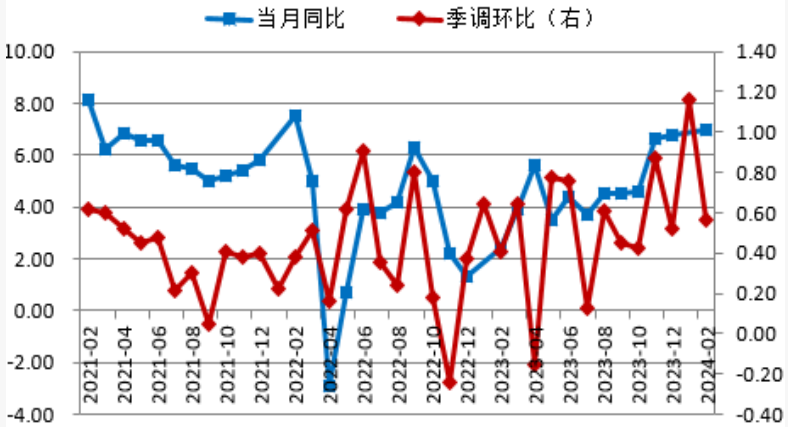


图2.2 主要行业固定资产投资累计同比增长率（%）

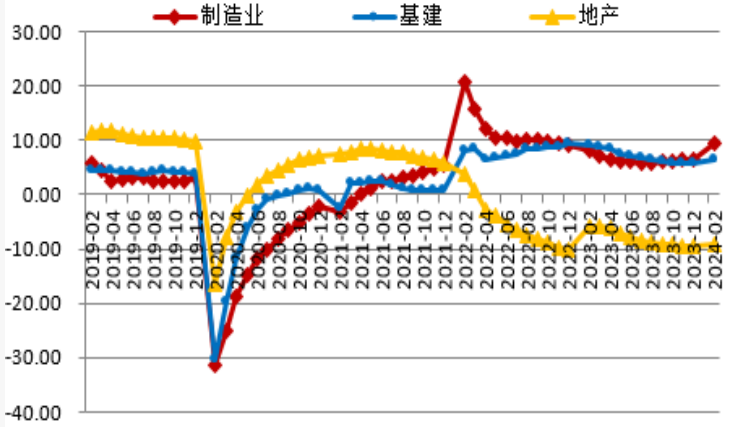
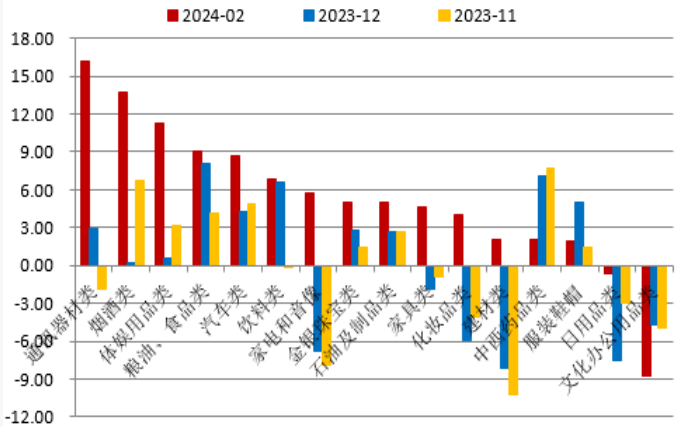


图2.3 主要消费品零售额当月同比增长率（%）



资料来源： Wind 、2月为累计值，一德宏观战略部

地产成交延续回升 车市表明弱于预期

- 18日当周，30大中城市商品房成交环比延续回升，当周日均成交面积创年内新高，但同比去年同期降幅仍高达43.1%，随着当周商品房成交持续增长，30大中城市商品房日均成交面积7天移动平均值进一步回升至年内高位。

- 3月第三周，国内乘用车销售显著增加，乘用车日均零售、批发量环比大幅增长，乘用车日均零售同比涨幅由4.1%扩大至23.81 、批发量同比止跌，大幅上涨58.28%。据乘联会，由于春节后价格战迅速升温，消费者观望情绪加重，节后车市恢复受阻，市场表现略弱于此前预期。 3 月为传统车市旺季，各企业为了季度末冲刺目标均在月初定下了较高的销量目标，地方政府也陆续出台刺激性政策以期拉动车市复苏。但随着春节影响的消退，终端车市略显疲软。新一轮价格战再一次造成消费者持币观望，对于以旧换新政策落地的等待又进一步加重了观望情绪，短期内不利于终端需求的充分释放，预计 3 月乘用车零售量 165 万台，同比微增3.7%，环比增长49.5%。

图2.4：30大中城市商品房日均成交面积7MA（万平方米）

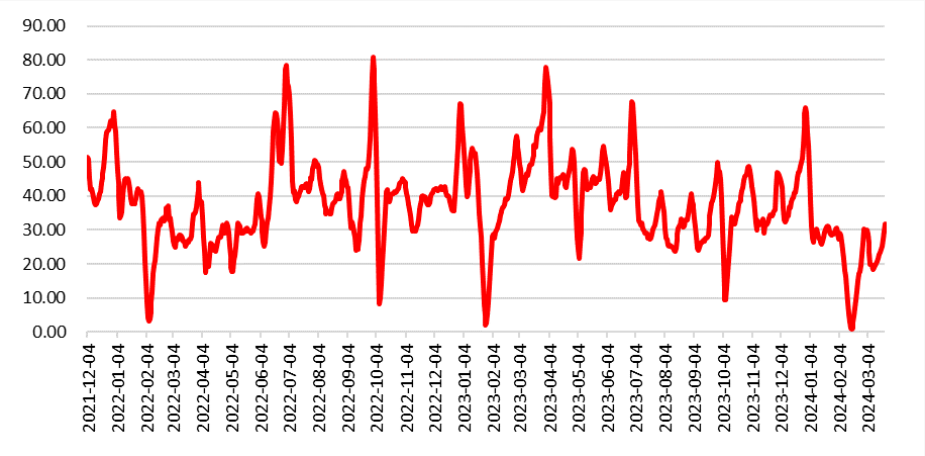
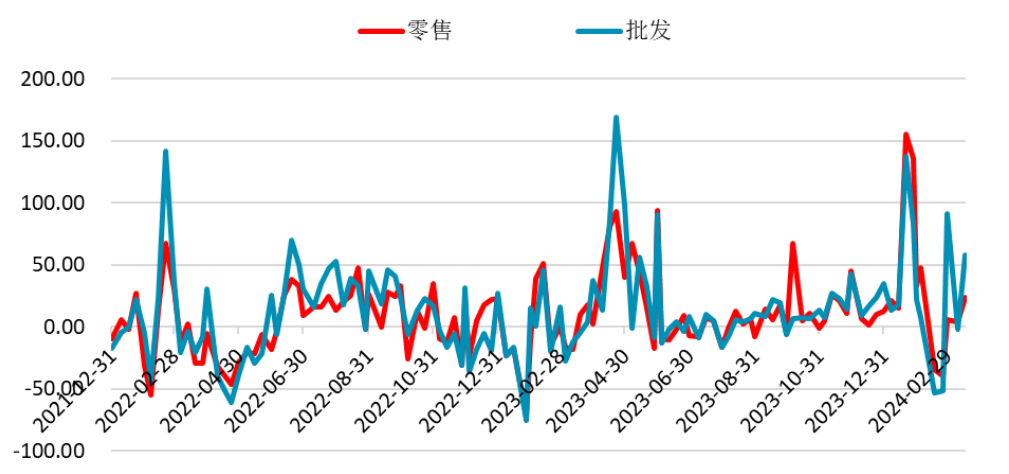


图2.5：乘用车销量当周同比增长（%）



资料来源： Wind 、一德宏观战略部

一德期货 FIRST FUTURES

猪肉价格降幅收窄 水果价格延续回升

- 18日当周，国内主要食用农产品价格走势分化，受供给收紧的推动，猪肉价格大幅反弹，当周日均价格环比由下跌0.89%转为上涨1.15%，随着能繁母猪持续去化，市场对于猪价预期乐观，带动养殖端二次育肥情绪导致出栏缩量短期提振猪价。随着天气进一步转暖，果蔬集中上市，供应充足，蔬菜价格延续季节回落，周环比下跌2.39%，降幅较前一周扩大，水果价格转跌回落，周均价格环比下降1.88%。

图2.6：国内猪肉、果蔬日均价（元/公斤）

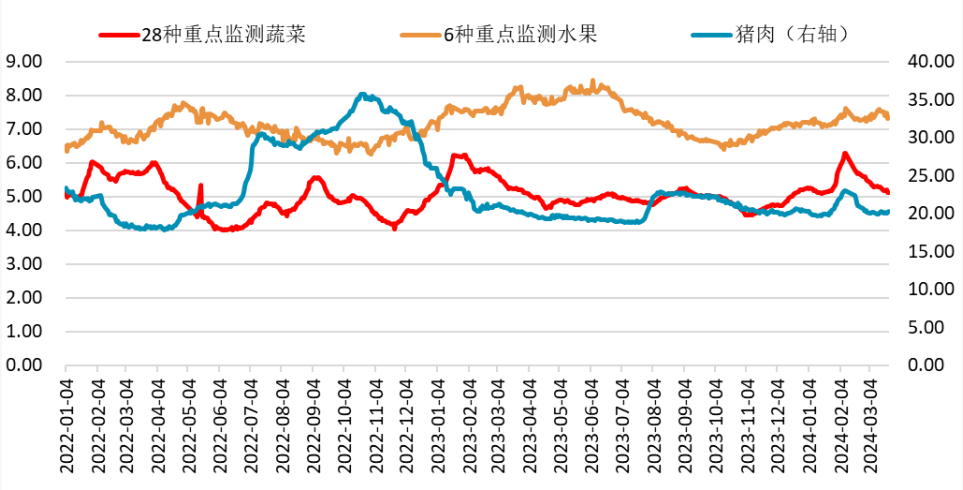
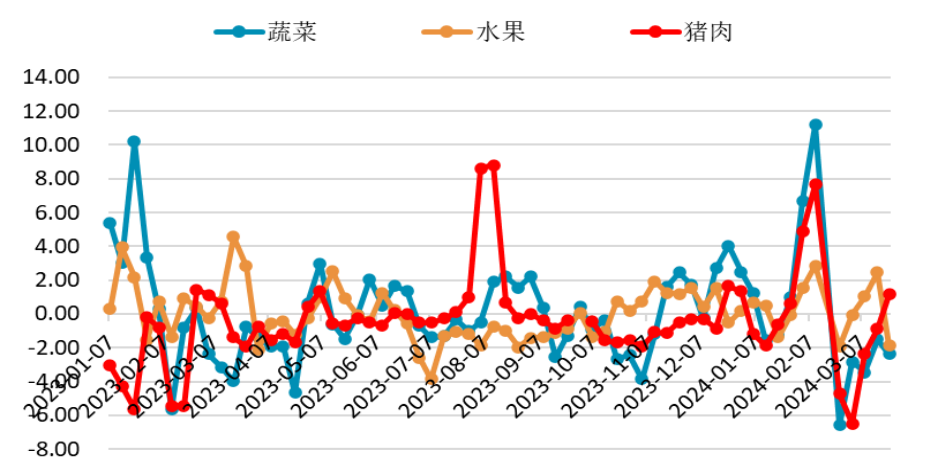


图2.7：国内猪肉、果蔬日均价周环比（%）



资料来源： Wind 、一德宏观战略部

一德期货 FIRST FUTURES

MLF平价缩量续做 银行市场资金宽松

- 18日当周，央行进行了220亿元逆回购投放，当周有390亿元逆回购到期，当周净回笼170亿元。 银行市场利率平稳波动，DR001周均值环比上涨2BP至1.77% ，DR007周均值环比下降1BP至1.87%。

- 3月20日，中国人民银行授权全国银行间同业拆借中心公布3月LPR报价，其中，1年期LPR为3.45%， 5年期以上LPR为3.95%，均较2月维持不变。在3月MLF利率不变的情况下，继2月5年期LPR下调后，3月LPR维持不变符合市场预期。

图2.8：央行公开市场净投放（亿元）

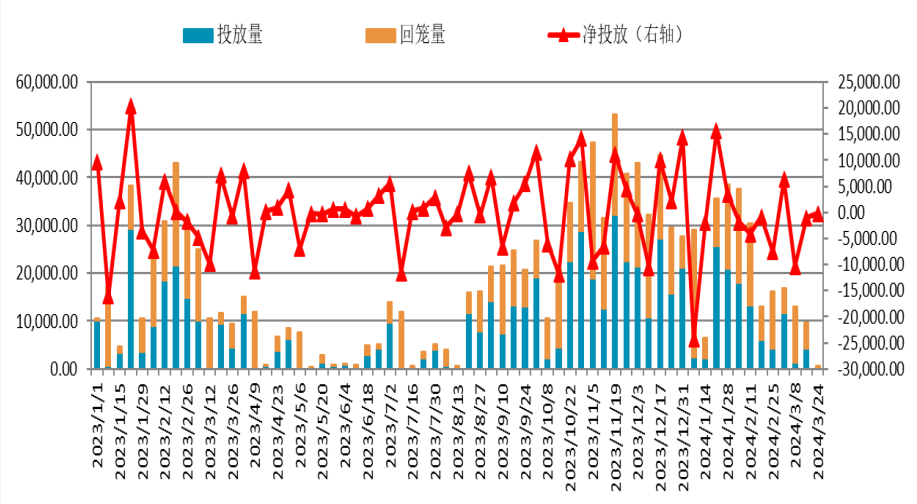
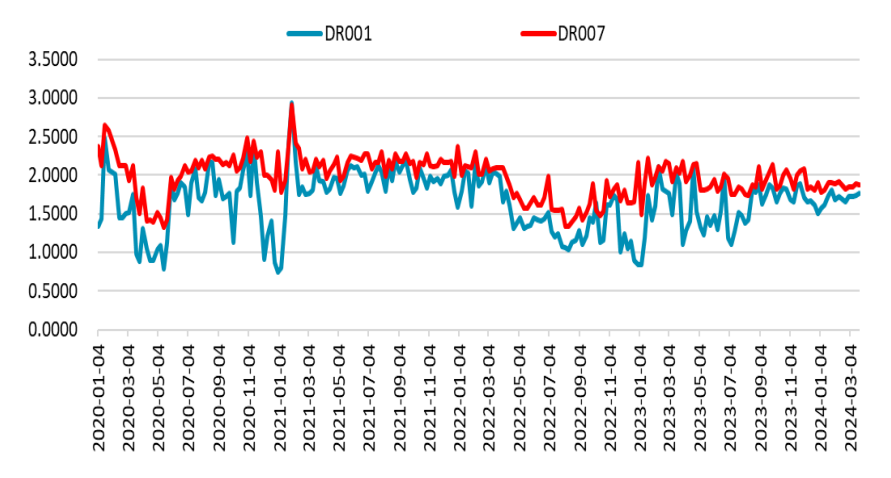


图2.9：银行间质押式回购加权利率（%）



资料来源： Wind 、一德宏观战略部

一德期货 FIRST FUTURES

03 海外经济跟踪

美国经济延续扩张 制造业服务业延续分化

- 受制造业企业产出加速增长低位推动，美国3月Markit制造业PMI初值创52.5的21个月新高，好于预期51.8及前值52.2。但同时，服务业PMI初值降至51.7，为3个月新低，不及预期52及前值52.3。受服务业扩张放缓的拖累，美国Markit综合PMI初值下滑0.3个百分点至52.2，创2个月新低，但今年以来美国经济持续扩张，继四季度经济增长回落后，一季度美国经济继续稳步增长，但在新订单增长放缓的情况下，通胀压力抬升恐对经济扩张势头形成抑制，未来就业市场能否维持强劲或是美国经济的主要影响因素。

图3.1：美国Markit制造业与服务业PMI

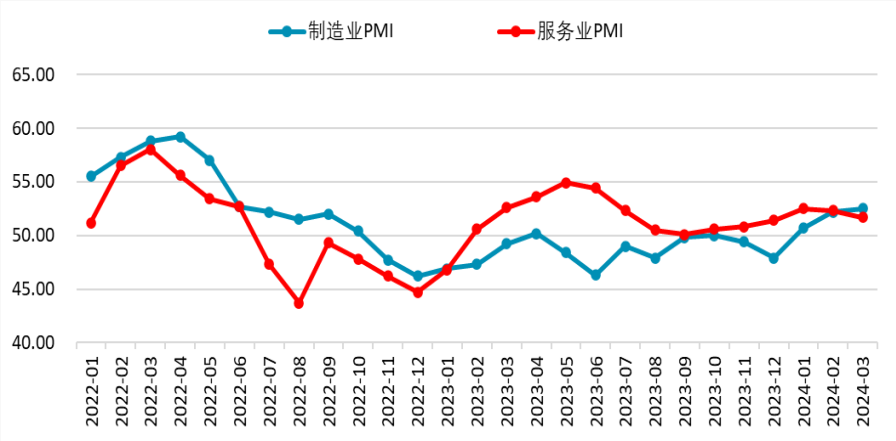
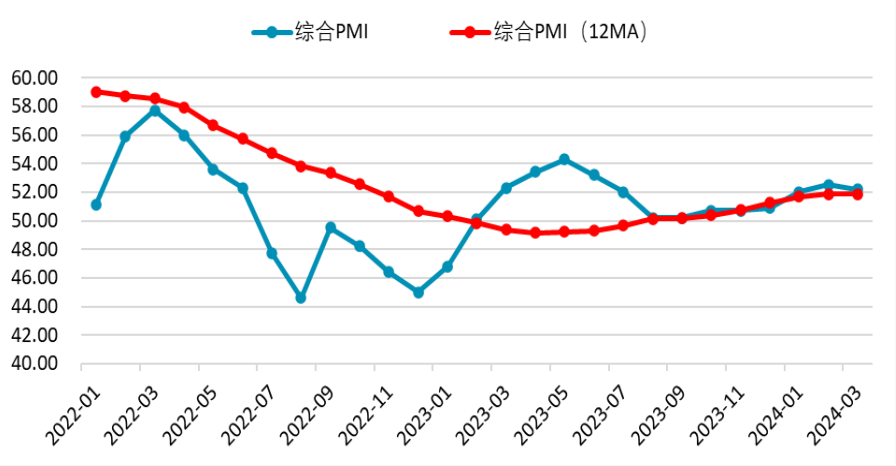


图3.2：美国Markit综合PMI



资料来源： Wind 、一德宏观战略部

一德期货 FIRST FUTURES

美国房地产市场重启增长

- 美国2月新屋开工年化月率增长10.7%至151.8万户，为去年5月以来最大增幅。营建许可升至152.1万户，为去年8月以来最高水平。在成屋供给不足的情况下，新房需求增加带推动建筑商加大新房建设力度。随着2月成屋挂牌量的增加，成屋销售出现一年以来的最快增长，2月美国成屋销售大增至年化438万户，远高于市场预期的394万户及前值400万户，房屋售价中值同比上涨5.7%至38.45万美元，为1999年以来2月份的最高水平。表明美国住房需求依旧强劲，随着住房抵押贷款利率年初逐步企稳后，美国房地产市场再度转向增长。

图3.3：美国新屋开工与营建许可（千套）

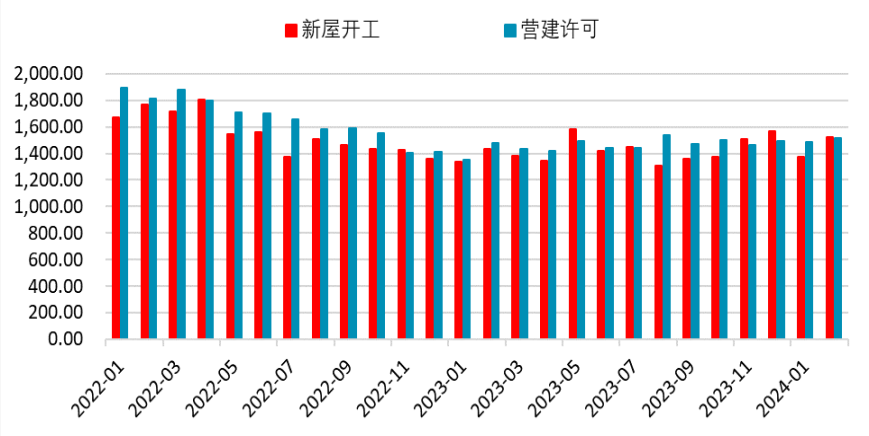
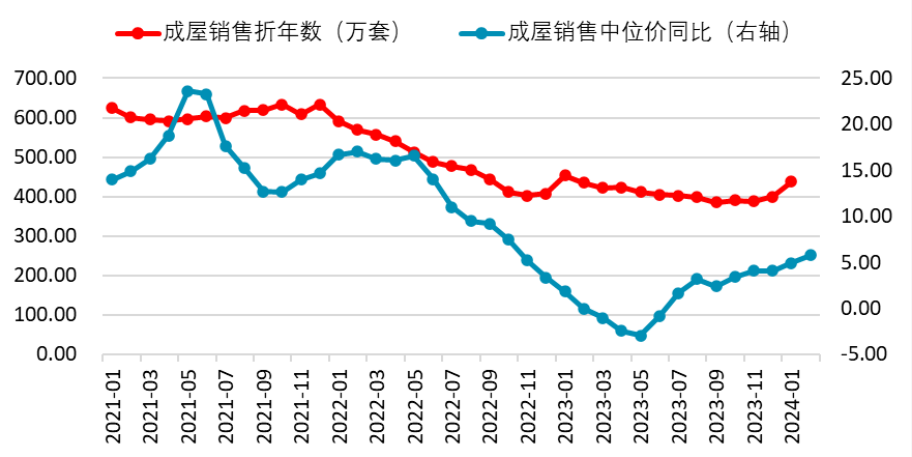


图3.4：美国成屋销售



资料来源： Wind 、一德宏观战略部

一德期货 FIRST FUTURES

服务业推动欧洲经济企稳 英国经济延续扩张

- 3月，欧元区制造业PMI指数降至45.7，远不及市场预期的47，制造业收缩程度进一步加大。欧元区服务业PMI初值升至51.1，连续第二个月在50荣枯线上方运行，高于市场预期的50.5，服务业继续改善，并推动欧元区综合PMI升至49.9。欧元区两大经济体中，德国制造业PMI指数从42.5降至41.6，为5个月低点，制造业收缩加速，服务业PMI初值从48.3升至49.8，出现企稳迹象，3月德国综合PMI初值从46.3升至47.4，高于市场预期，总体经济景气收缩程度减弱。法国3月制造业PMI初值为45.8，低于预期的47.5，服务业PMI初值为47.8，低于预期的48.7，法国经济仍面临较大压力。

- 英国3月制造业PMI初值由47.5升至49.9，好于预期，制造业景气明显企稳，服务业PMI初值为53.4，低于53.8的预期和前值，但仍处于扩张区间，综合PMI初值为52.9，略低于53的预期和前值，英国经济连续五个月维持扩张。

图3.5：欧洲主要经济体制造业PMI初值（%）

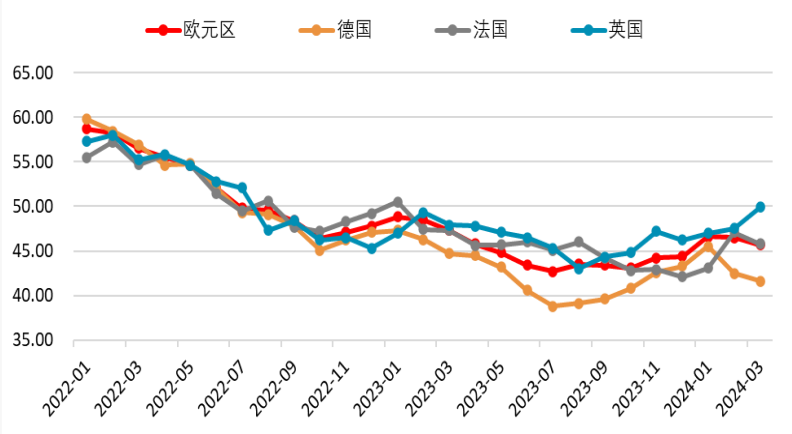


图3.6：欧洲主要经济体服务业PMI初值（%）

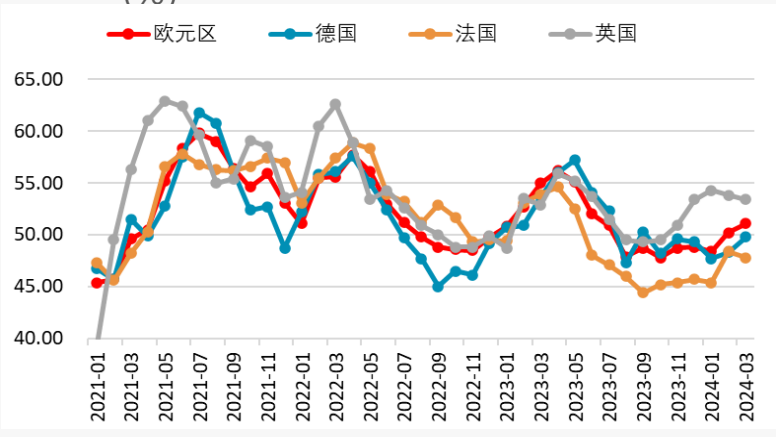
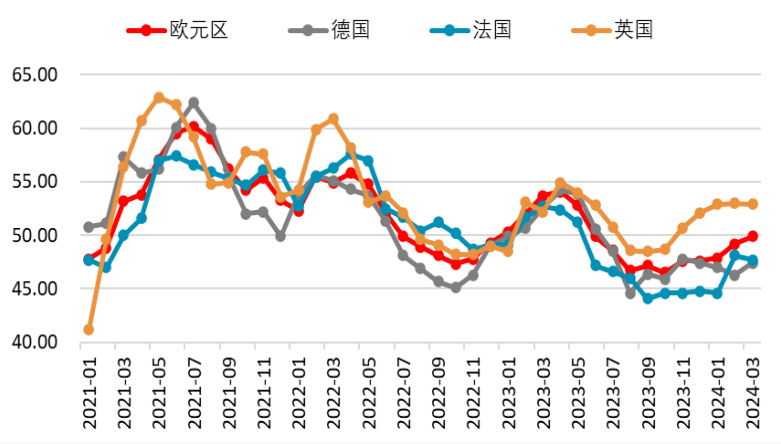


图3.7：欧洲主要经济体综合PMI初值（%）



资料来源： Wind 、一德宏观战略部

一德期货 FIRST FUTURES

消费者信心改善 欧元区经济景气走强

- 欧元区3月ZEW经济景气指数大幅升至33.5，为2022年2月以来新高。德国3月ZEW经济景气指数录得31.7，为2022年2月以来新高。但欧元区ZEW经济现况指数降至-54.8，较2月降幅进一步加大，德国ZEW经济现况指数为-80.5，较前值-81.7有所回升。总体看，欧元区经济景气与现状指数仍存在较大分化。

- 欧元区3月消费者信心指数初值由2月的-15.5回升至 -14.9，为2022年2月以来最高水平，基本符合预期值-15，消费者信心连续三个月改善，欧元区经济出现复苏态势，但仍处于较低水平。

图3.8：欧元区ZEW经济指数

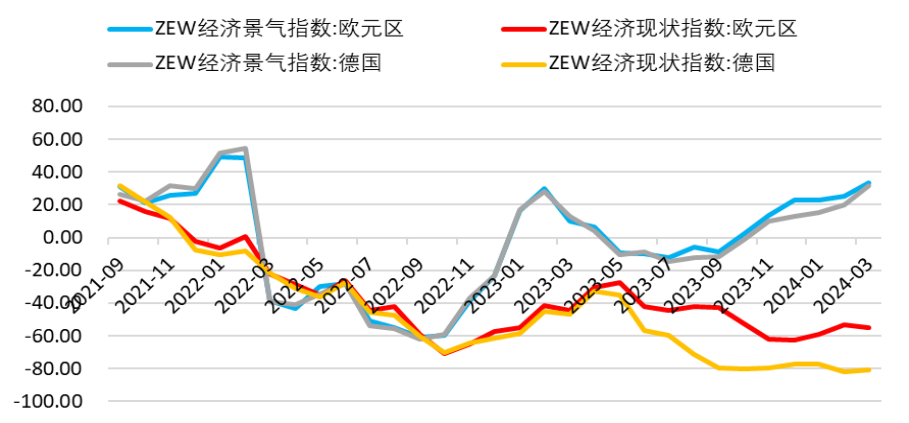
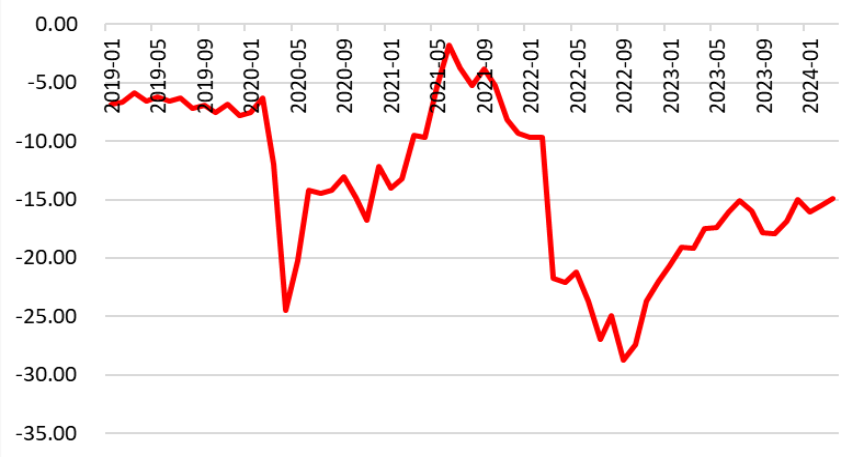


图3.9：欧元区消费者信心指数



资料来源： Wind 、一德宏观战略部

一德期货 FIRST FUTURES

联储对年内降息仍有信心，市场降息预期变化有限

- 18日当周，随着联储议息会议将点阵图维持在3次，市场对6月降息预期小幅增加，但总体降息押注变化有限：美联储观察工具显示的年内降息预期维持3次，仍与点阵图持平；此外，市场对于降息起始时点预测维持在6月，即6月后的剩余4次会议将降息2次。

图3.10：美联储未来几次会议降息概率

CME FEDWATCH TOOL - MEETING PROBABILITIES

MEETING DATE	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2024/5/1					0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	12.3%	87.7%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	8.9%	66.7%	24.4%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	4.2%	36.4%	46.6%	12.8%
2024/9/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.4%	29.9%	44.6%	19.6%	2.6%
2024/11/7	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.7%	16.5%	37.2%	32.2%	11.2%	1.3%
2024/12/18	0.0%	0.0%	0.0%	1.1%	11.7%	30.5%	33.8%	18.0%	4.5%	0.4%
2025/1/29	0.0%	0.0%	0.6%	6.5%	21.3%	32.2%	25.7%	11.1%	2.4%	0.2%
2025/3/19	0.0%	0.3%	3.8%	14.6%	27.2%	28.7%	17.7%	6.4%	1.2%	0.1%
2025/4/30	0.1%	1.8%	8.3%	19.8%	27.8%	24.1%	13.0%	4.2%	0.7%	0.1%

图3.11：央行周利率决议及官员表态

序号	官员（2024票委*）	主要观点
1	美联储利率决议	维持基准利率不变，点阵图维持三次降息预判但内部结构1名委员鹰派上移，提升年内经济增长及通胀水平预测，很快启动调整缩表，预计年内仍将降息，去通胀趋势延续目前仅存在短期扰动，就业市场过热难影响降息。
2	亚特兰大联储博斯蒂克*	预计年内可能降息一次，低于自己此前预测的两次，起始时点也会晚于此前预测的夏天。
3	日央行利率决议	如期升息至0-0.1%，正式结束负利率，声明中也不再提及引导长期利率至0%左右的收益率控制曲线（YCC），并取消对日股ETF和REITS（不动产信托投资基金）的购买计划。此外，仍将维持宽松的货币环境继续购买国债，4月将四次买入4000-5500亿日元5-10年期国债。
4	英央行利率决议	货币政策委员会以8票赞成、1票反对（2月6-3）的投票支持维持利率不变，另两名鹰派委员放弃加息。行长表示尚需更多的确定性，以确保经济中的价格压力完全受控。
5	瑞士央行利率决议	瑞士央行将利率下调了25个基点至1.50%，通货膨胀的大幅下降和瑞士法郎的升值支持降息。

资料来源： CME 、公开信息、一德宏观战略部

一德期货 FIRST FUTURES

04 资产配置建议

国内市场风险情绪平稳

18日当周，国内市场风险情绪保持稳定，其中，股债收益率差由历史83.25%的分位数水平小幅上涨至历史83.92%的分位数水平；股债收益比由历史87.46%的分位数水平升至历史89.25%的分位数水平。

图4.1：股债收益率差

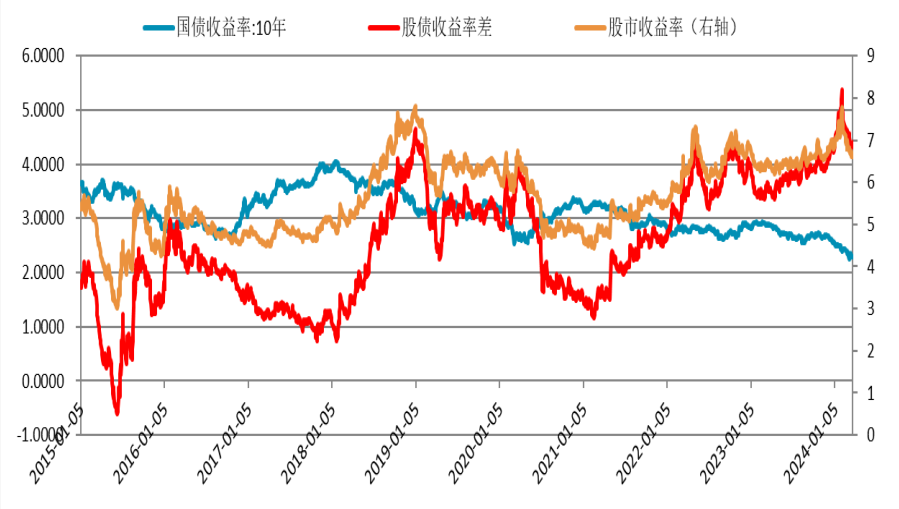
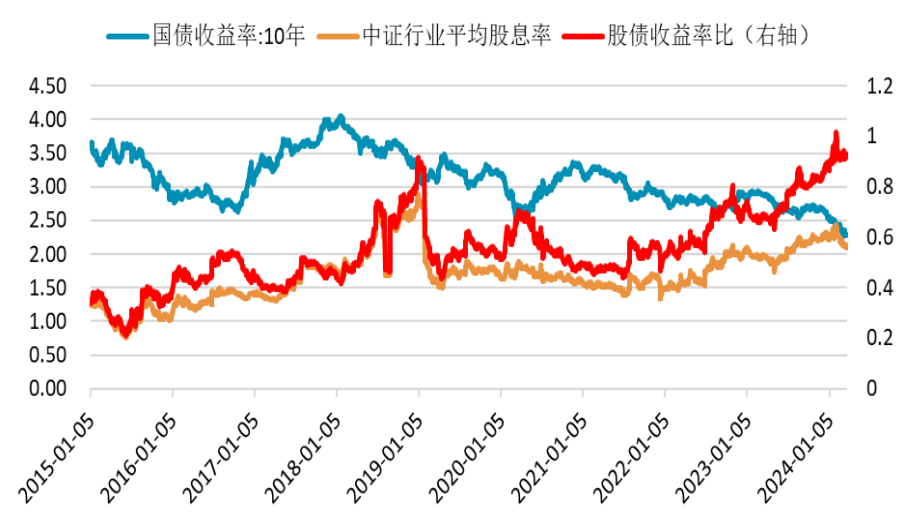


图4.2：股债收益率比



资料来源： Wind 、一德宏观战略部

一德期货 FIRST FUTURES

A股

18日当周，A股冲高回落开始调整，创业板跌幅甚于主板。日均成交额连续2周维持万亿上方，北向资金再度流出，个股赚钱效应开始回落。当周海外权益市场大幅走强，持有成本两端出现分化，但美元升值驱动北向流出对权重板块及指数不利。题材炒作依然偏热，AI相关板块再度上位空间指引，万亿成交下市场或难深幅调整。策略上，关注2950-3000一线的回补机会。

图4.3：近10日市场热度图

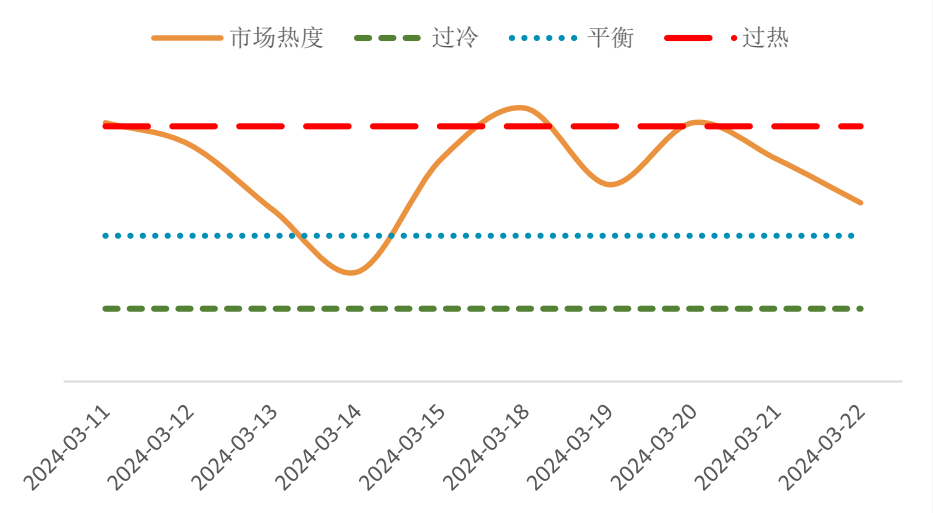
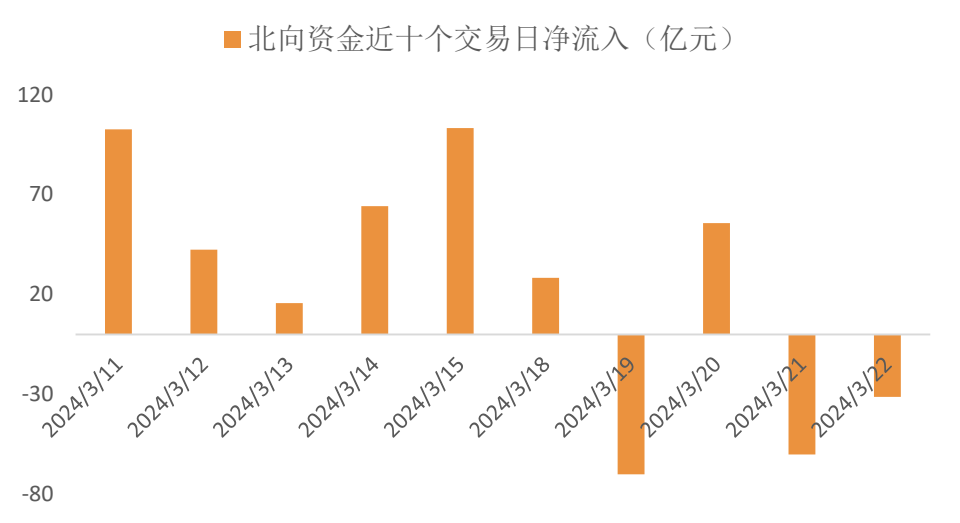


图4.4：近10日北向资金表现



资料来源： wind、一德宏观战略部

一德期货 FIRST FUTURES

国债

18日当周，国债市场延续强势，长短期国债利率全面走低，但受国内经济预期改善影响，长债利率降幅收窄，长短期国债收益率差扩大。开年国内经济边际改善，但地产持弱下对债市形成支撑，周后期，在央行新闻发布会上，央行表示法定存款准备金率仍有下降空间，提振债市情绪，在国内经济仍存压力下，货币宽松预期将支撑债市维持强势，但随着季末临近，及地方政府债发行放量，债市短期面临压力，操作上可维持震荡思路，待市场回调后买入，配置资金暂时持有。

图4.5：国债到期收益率（%）

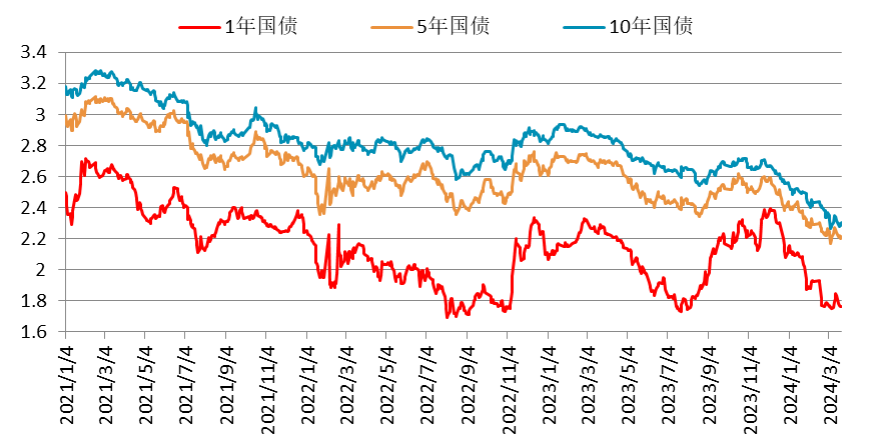
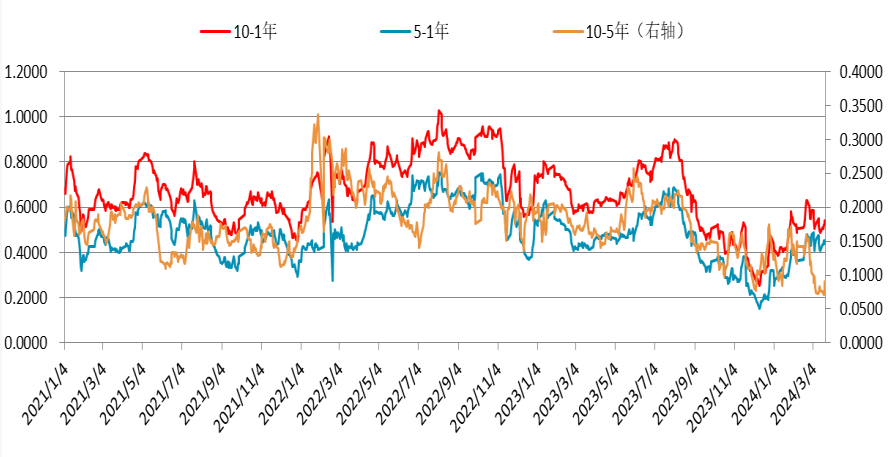


图4.6：国债利差（%）



资料来源：中债登网站，一德宏观战略部

一德期货 FIRST FUTURES

黄金

18日当周金价冲高回落，持有成本两端有所分化。联储点阵图按兵不动一度激发市场乐观情绪，随后瑞士央行意外降息推动市场押注非美市场货币政策转向早于联储，美元大幅走强后黄金开始回落。周五晚间俄罗斯遭遇恐怖袭击可能激化当前中东及俄乌地缘局势，对金价调整形成扰动。技术上，关注调整后的企稳机会，短期2000美元上方支撑较强。策略上，继续等待回补机会为主。

图4.7：美国10Y国债实际利率与名义利率（%）

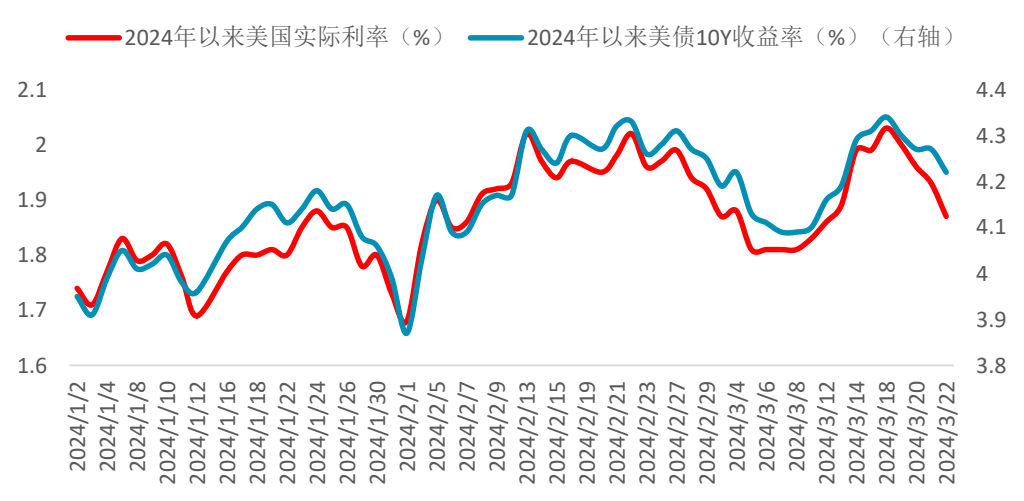
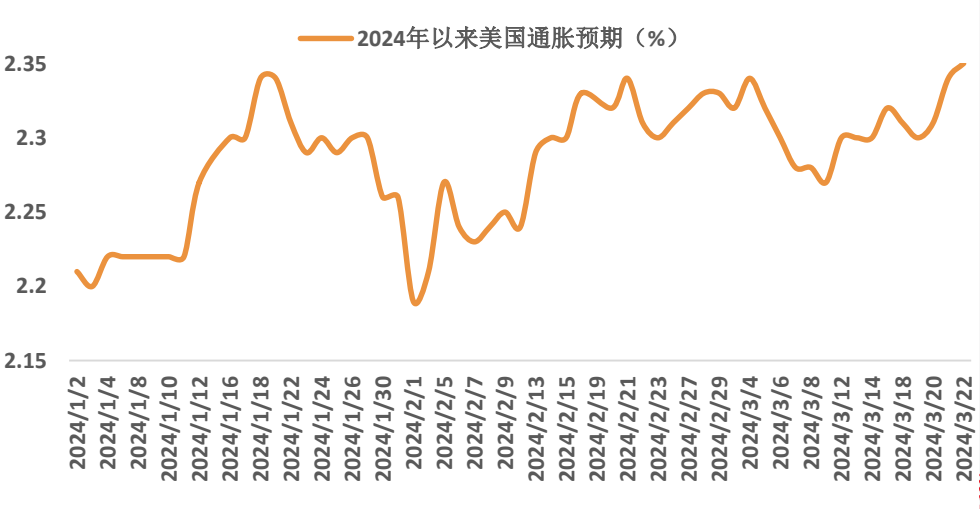


图4.8：美国10Y国债盈亏平衡通胀率（%）



资料来源： wind、一德宏观战略部

一德期货 FIRST FUTURES

大宗商品

- 18日当周，国内大宗商品止跌转涨，重回涨势，工业品、农产品指数双双收涨，主要工业品指数中，行业走势依旧分化，旺季需求回升带动下，前期表现疲弱的黑色指数大幅反弹是工业品价格的主要拉动，美元走强打压有色金属价格总体收跌，加沙停火预期下，国际油价涨势停滞，转入高位震荡，能化指数小幅收跌。

- 截止2月23日当周，南华商品期限溢价率小幅回升，其中，南华商品指数对CCPI期限溢价率位于2019年以来历史92.08%分位水平，其中，螺纹、农产品、有色指数分别位于79.68%、76.58%、74.26%的较高分位水平，能化指数位于25.32%分位水平，估值较低。

图4.9：南华指数周度涨跌（%）

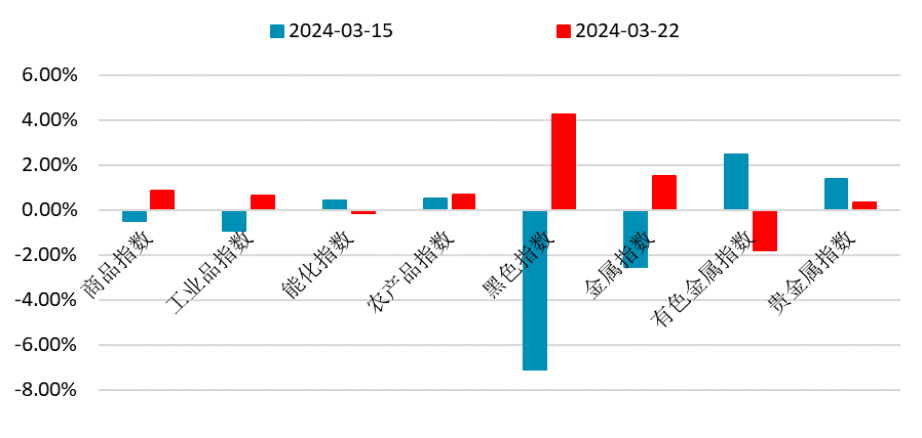
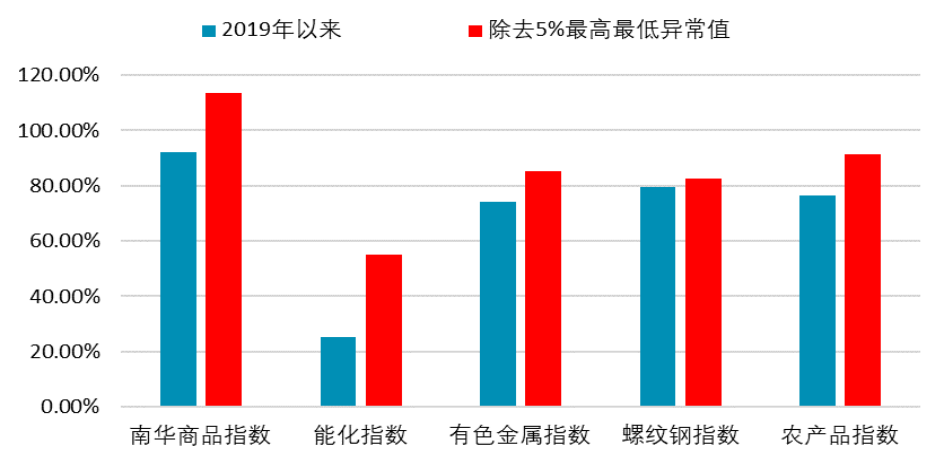


图4.10：南华商品期现溢价率分位数（%）



资料来源： Wind 、一德宏观战略部

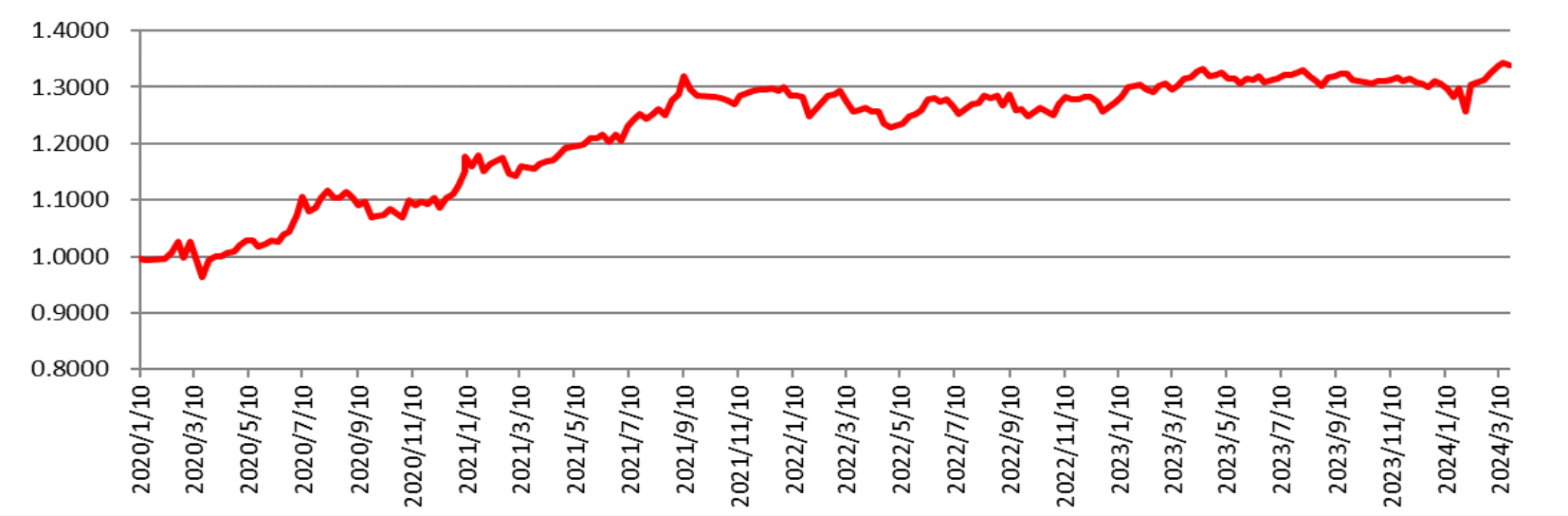
一德期货 FIRST FUTURES

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	25%	—	30%
国债	15%	—	15%
黄金	10%	—	10%
商品	10%	—	15%
现金	40%	—	30%

策略跟踪



一德期货 FIRST FUTURES

05 本周重要数据及事件

重要财经数据与事件（3.25-3.31）

	重要财经数据与事件关注
2024/3/25	美国2月新屋销售(万户)，前值66.1，预期67.5
	美国3月达拉斯联储商业活动指数，前值-11.3
	日本央行公布1月货币政策会议纪要
2024/3/26	美国2月扣除运输类耐用品订单环比初值，前值-0.4%，预期0.4%
	美国3月谘商会消费者信心指数，前值106.7,预期107
2024/3/27	中国2月规模以上工业企业利润同比，前值16.8%
	欧元区3月经济景气指数，前值95.4
	欧元区3月消费者信心指数终值，前值-14.9
2024/3/28	英国四季度GDP同比终值，前值-0.2%
	德国3月失业率，前值5.9%
	欧元区2月M3货币供应同比，前值0.1%
	美国四季度实际GDP年化季环比终值，前值3.2%，预期3.2%
	美国四季度个人消费支出(PCE)年化季环比终值，前值3%
	美国3月密歇根大学1年通胀预期终值,前值3
	美国3月密歇根大学消费者信心指数终值，前值76.5，预期76.5
	美国2月成屋签约销售指数环比，前值-4.9%
2024/3/29	日本2月失业率，前值2.4%，预期2.4%
	日本3月东京CPI同比，前值2.6%，预期2.4%
	日本2月零售销售同比，前值2.3%
	法国3月CPI同比初值，前值3%
	美国2月核心PCE物价指数同比，前值2.8%，预期2.8%
	美国2月个人消费支出(PCE)环比，前值0.2%，预期0.5%
	美国2月个人收入环比，前值1%，预期0.4%
	美国金融市场因圣周五休市
2024/3/31	中国3月官方制造业PMI，前值49.1
	中国3月官方非制造业PMI，前值51.4
	欧洲大部分地区进入夏令时，金融市场的交易时间和经济数据的公布时间将较冬令时提前一个小时

资料来源：汇通财经、华尔街见闻、一德期货宏观战略部

一德期货 FIRST FUTURES

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

一德期货 FIRST FUTURES