

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

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4月1日

肖利娜

期货从业资格号：F3019331

投资咨询从业证书号：Z0013350



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

国内资产总体弱势 黄金价格表现亮眼

25日当周，国内基本面偏弱预期影响，10Y国债收益率持续下行至2.29%，但31日制造业PMI重回扩张区间超市场预期。A股先降后升，上涨动力仍显不足，总体有所回调，其中，沪深300和中证500指数分别下跌0.21%和1.83%。港股行情略好于A股，恒生指数小幅上涨0.25%。商品方面，南华商品指数回调1.45%，而海外降息预期支撑黄金创新高，沪金主力上涨3.37%。市场人民币汇率虽有贬值预期，但央行意在恢复汇率弹性下中间价挺价意愿较强，收至7.095，不贬反升0.08%。

当周，市场仍处于海外多国降息预期浓烈情绪下，叠加多国央行持续购金提升避险价值，Comex金主力大幅上涨4.08%，是表现最为亮眼的资产。美债收益率小幅回调至4.20%，美股先抑后扬总体上涨，道指和标普500指数分别上涨0.84%和0.39%。美元指数在104上方小幅上升0.07%，非美货币贬升互现，欧元贬值0.16%，日元和英镑则分别升值0.07%和0.20%。国际原油和黄金价格上涨，带动商品CRB指数上涨1.59%。

图1.1 国内宏观大类资产表现

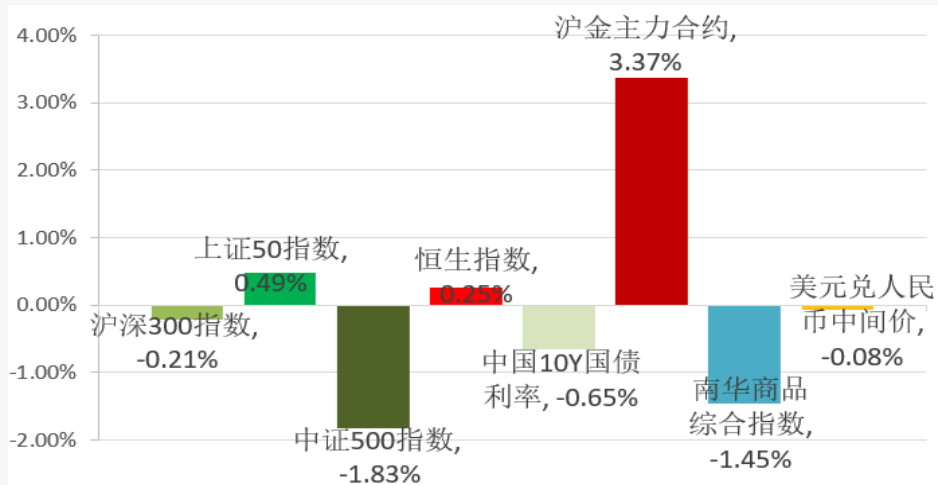
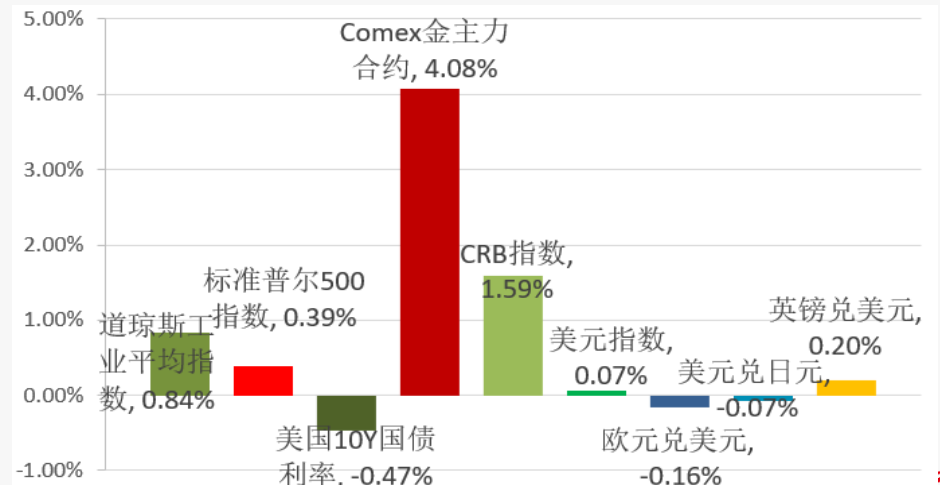


图1.2 海外宏观大类资产表现



资料来源：Wind、一德宏观战略部

02

国内经济跟踪

制造业PMI重回扩张 非制造业扩张加快

3月，制造业PMI为50.8%，环比回升1.7个百分点；与历史同期相比，今年3月的新订单指数高于历史同期水平，是制造业景气水平超预期回升的主要拉动因素。而外需的回升拉动要大于内需改善程度，新旧经济结构进一步转型，经济增长动力仍在高技术制造业。出厂价格不涨反跌，或表明内需的改善预期要比实际表现更强。需求对二季度经济增长动力的拉动还需政策有效转化来支撑持续性，推动新一轮大规模设备更新和消费品以旧换新等政策措施还需进一步细化落实。

3月，非制造业PMI环比回升1.6个百分点至53%，显示非制造业扩张进一步加快。结构上，建筑业和服务业PMI环比分别回升2.7、1.4个百分点至56.2%和52.4%，建筑业扩张加快和服务业回升向好，共同驱动非制造业景气的持续回升。短期来看，建筑业企业对行业发展信心增强，服务业未来发展仍保持乐观，预计短期非制造业PMI仍将保持扩张态势，但回升幅度或难超3月。

图2.1 制造业PMI分项指标概览

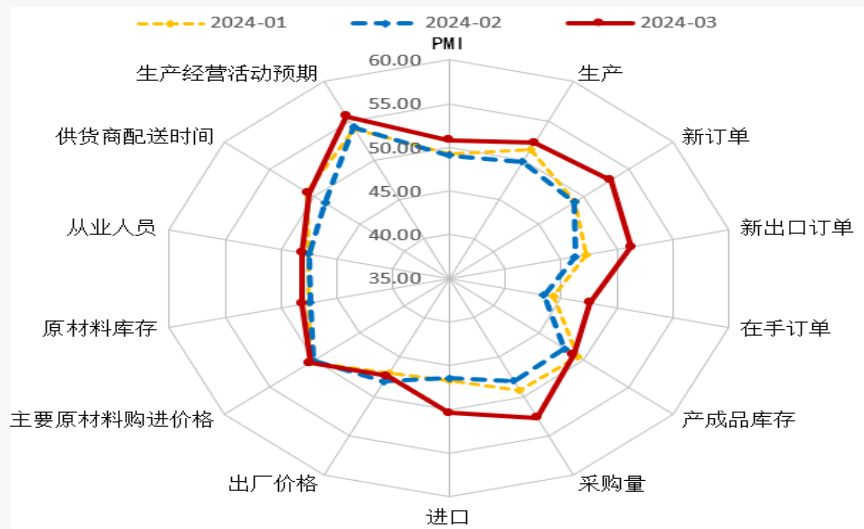
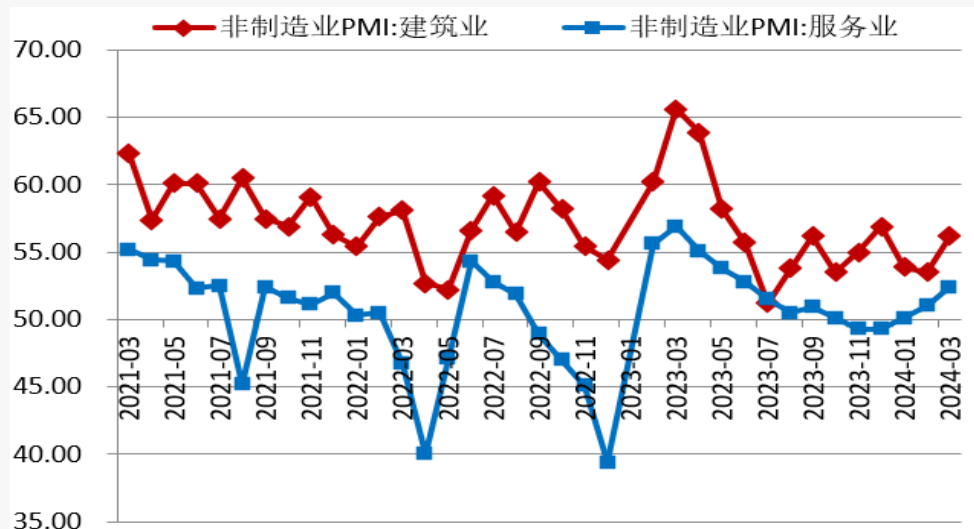


图2.2 建筑、服务业PMI



资料来源：Wind、一德宏观战略部

地产成交进一步回暖 车市销售环比持稳

□ 25日当周，30大中城市商品房成交环比进一步回升，当周日均成交面积刷新年内新高，同比降幅由43.1%收窄至38%，政策方式叠加预期改善，2月以来商品房成交趋势回暖，30大中城市商品房日均成交面积7天移动平均值逼近年初高点。3月，30大中城市商品房成交环比季节性走高，同比下降46.6%，降幅较2月略有收窄。

□ 3月第四周，国内乘用车销售环比持稳，乘用车日均零售、批发量同比涨幅分别由23.81%、58.28%回落至6.05%、18.08%。据乘联会，3月1-24日，乘用车市场零售102.8万辆，同比去年同期增长11%，较上月同期增长25%，今年以来累计零售417万辆，同比增长16%；3月1-24日，全国乘用车厂商批发120.7万辆，同比去年同期增长17%，较上月同期增长82%，今年以来累计批发460.7万辆，同比增长13%。

图2.3: 30大中城市商品房日均成交面积7MA (万平方米)

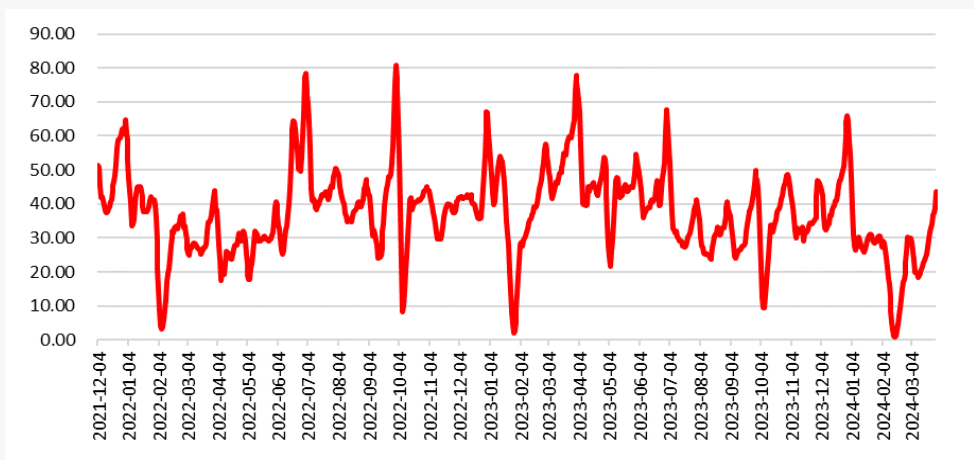
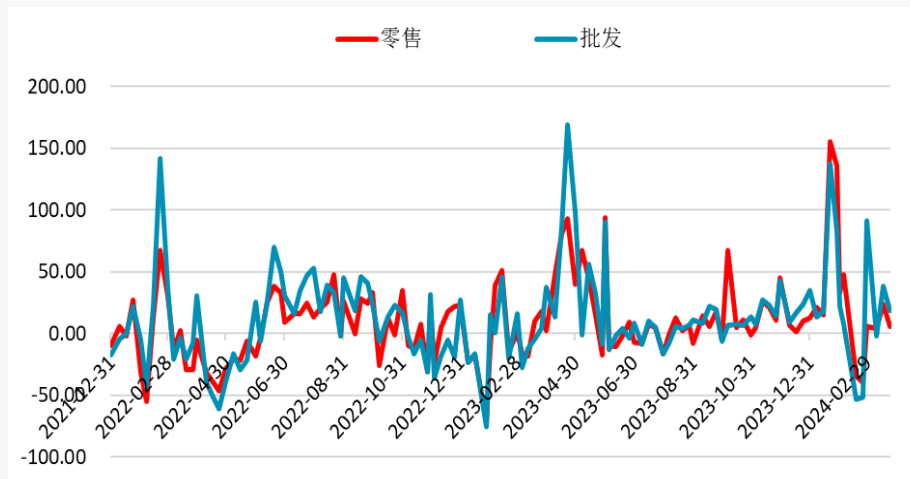


图2.4: 乘用车销量当周同比增长 (%)



资料来源: Wind、一德宏观战略部

食用农产品月均价普降

25日当周，国内主要食用农产品价格涨跌互现，其中猪肉价格延续上涨，当周日均价格环比上涨0.99%，涨幅较前一周收窄。蔬菜供给充裕下，价格延续回落，周环比下跌1.55%，降幅较前一周收窄，水果价格在需求增长推动下，价格止跌转涨，周均价格环比上涨0.38%。3月，国内主要食用农产品价格同比普遍回落，其中，猪肉价格同比下降2%，再度转跌，蔬菜、水果价格同比下降1.86%、5.8%，降幅较2月扩大。

图2.5: 国内猪肉、果蔬日均价周环比 (%)

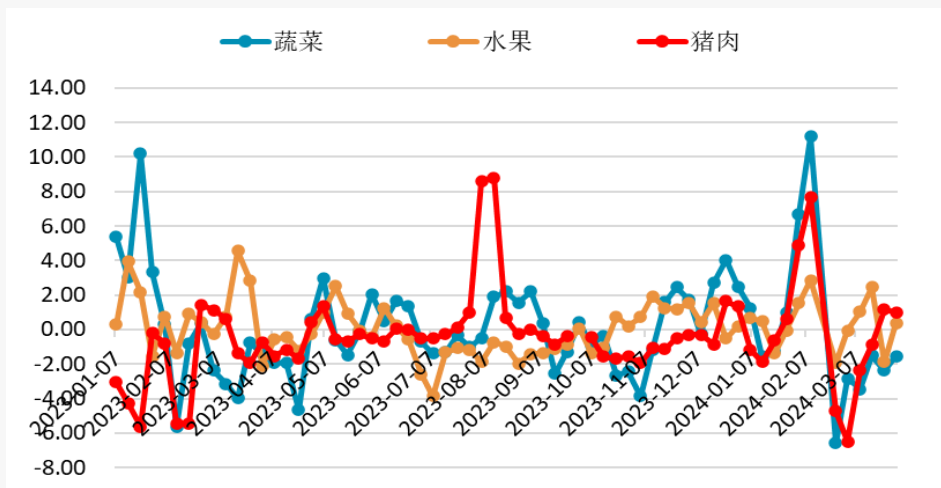
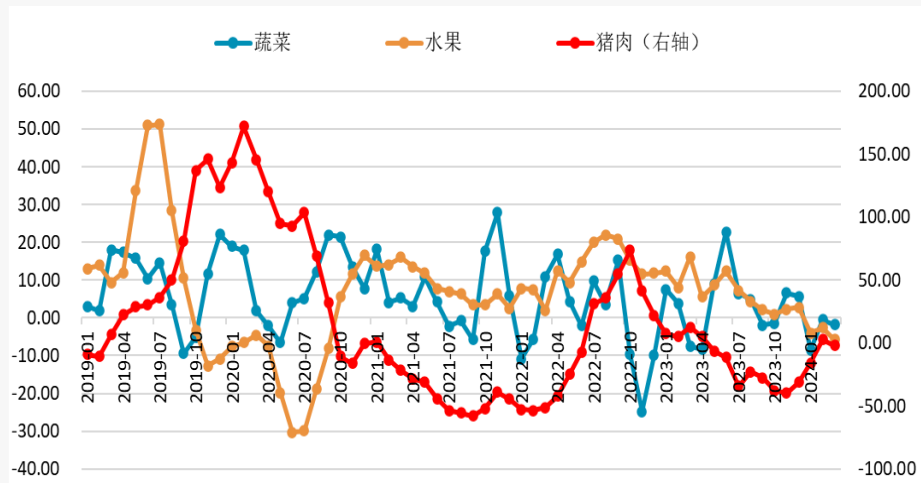


图2.6: 国内猪肉、果蔬日均价当月同比 (%)



资料来源: Wind、一德宏观战略部

央行大幅净投放 跨季资金平稳

□ 25日当周，央行进行了8500亿元逆回购投放，当周分别有220亿元逆回购及500亿元国库现金定存到期，当周净投放7780亿元。央行大幅净投放下，银行市场跨季资金面大体平衡，DR001周均值环比微降2BP至1.75%，DR007周均值环比上涨11BP至1.98%。

图2.7：央行公开市场净投放（亿元）

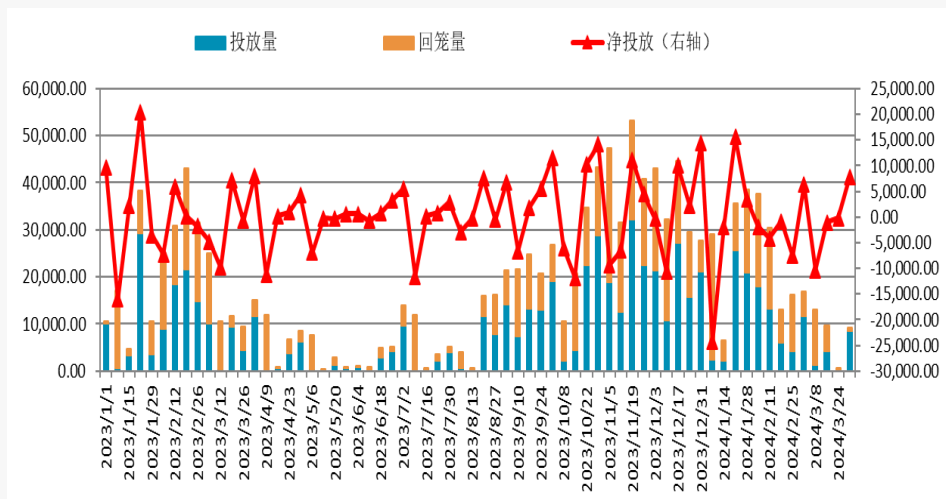
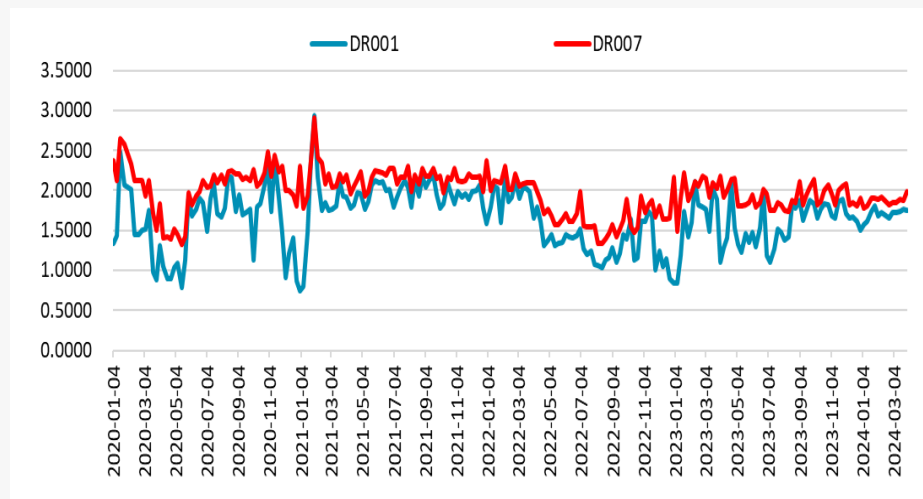


图2.8：银行间质押式回购加权利率（%）



资料来源：Wind、一德宏观战略部

03

海外经济跟踪

耐用品订单反弹 消费者信心稳定

- 受运输设备和机械订单增加的拉动，美国2月耐用品订单环比初值增长1.4%，较1月的-6.9%大幅反弹，高于预期的1.2%。扣除飞机非国防资本耐用品订单环比增长0.7%，高于预期的增长0.1%，三个月来首次增长，继3月美国制造业PMI扩张加快后，2月耐用品订单反弹进一步夯实了美国制造业稳步扩张的基础。
- 美国3月谘商会消费者信心指数104.70，低于预期107及前值106.7，消费者信心保持稳定，但同时，消费者预期指数73.8，低于前值79.8，消费者现况指数151，高于前值147.2，显示消费者对当前状况较为乐观，但在物价坚挺、利率高位及就业市场松动的影响下，消费者对消费前景预期走弱。
- 受消费支出和非住宅类固定资产投资上修的拉动，美国第四季度实际GDP年化季率终值为3.4%，高于市场预估值及修正值的3.2%，表明劳动动力市场韧性及财政支持下制造业投资上涨是美国经济超预期的主因，但消费预期走弱下，美国经济韧性风险仍存。

图3.1: 美国耐用品订单月率 (%)

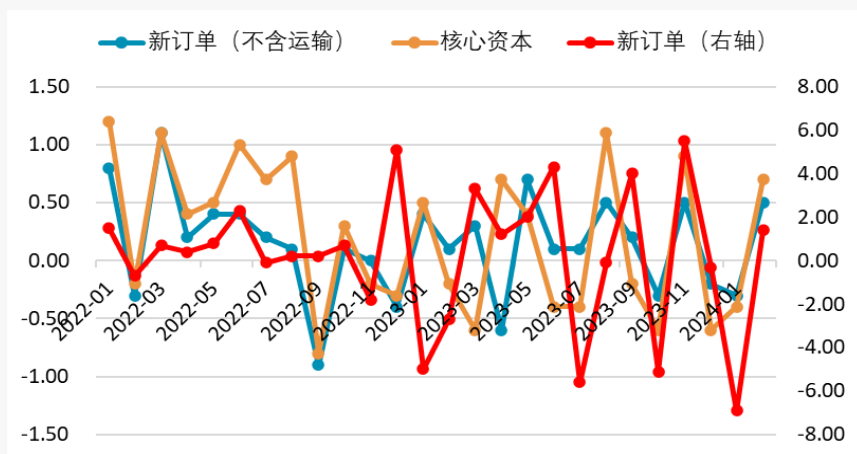
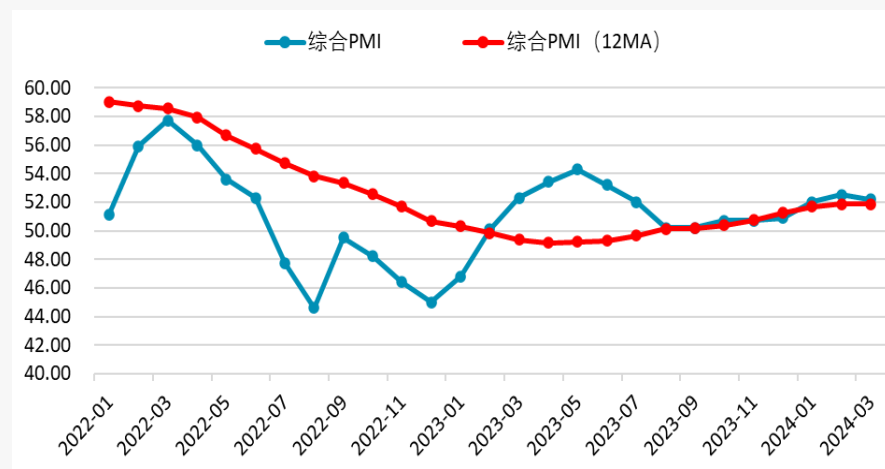


图3.2: 美国Markit综合PMI

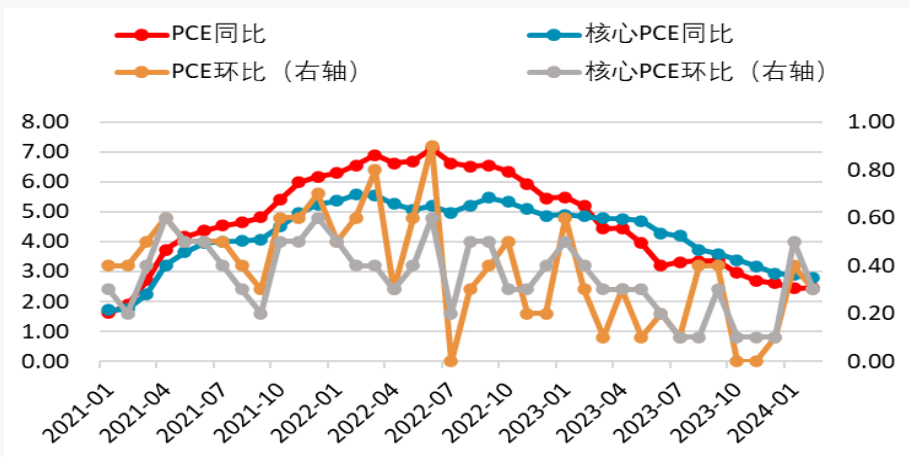


资料来源: Wind、一德宏观战略部

美国通胀涨势如期趋缓 消费支出反弹但前景悲观

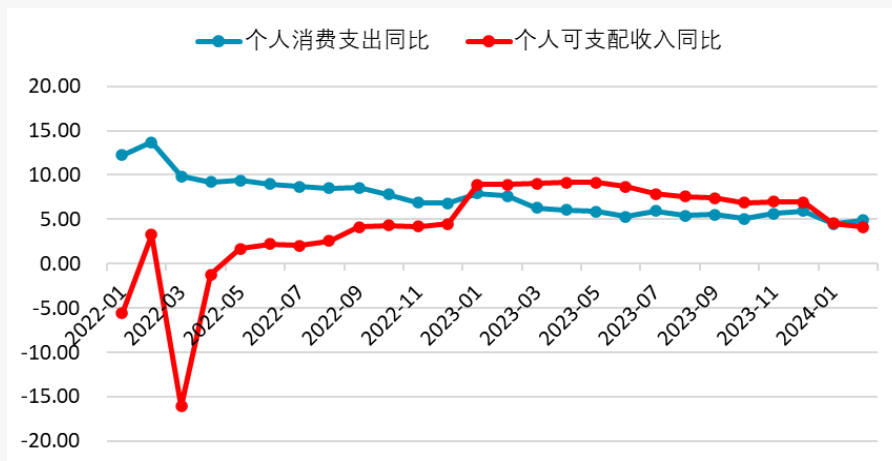
受汽油价格上涨的推动，美国2月PCE价格指数同比由1月的2.4%升至2.5%，为去年9月以来首次反弹，剔除食物和能源后的2月核心PCE物价指数同比增长2.8%，较1月下滑0.1个百分点，为2021年3月以来新低，符合市场预期。2月PCE价格指数环比增长持平于前值0.3%，低于市场预期的0.4%，核心PCE物价指数环比增长由前值0.5%回落至0.3%，符合预期。通胀结构上，除能源价格外，非耐用品价格显著反弹带动商品价格环比由跌转升亦对通胀形成推动，其主要推动来自家庭支出的激增，2月美国实际个人消费支出环比增长0.4%，较前值-0.2%显著回升，收入增长低于消费增长的情况下，政府救济金大幅增加对消费形成支撑。2月美国个人储蓄连续第二月同比下降，且降幅显著扩大，叠加收入增长放缓，美国未来消费增长面临压力。

图3.3：美国PCE价格指数



资料来源：Wind、一德宏观战略部

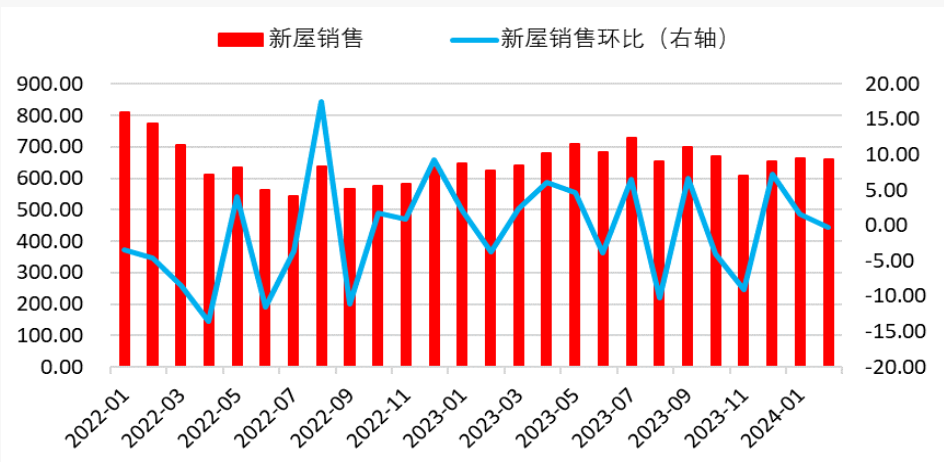
图3.4：美国个人消费支出与可支配收入当月同比 (%)



新屋销售意外下滑 新屋价格承压走低

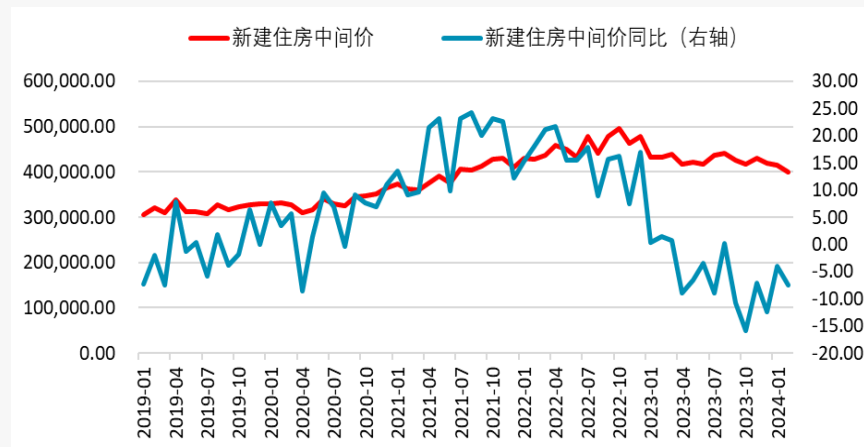
□ 美国2月新屋销售总数年化下降0.3%至66.2万户，基本持平于前值66.1万户，低于预期68万户，新屋销售出现三个月来首次下滑。在2月成屋销售大幅增加的情况下，新屋需求受到挤压，2月中旬以来，抵押贷款利率小幅反弹对利率敏感的新屋销售亦形成一定的抑制，作为美国房地产市场的领先指标，新屋销售意外走低重新弱化了美国房地产景气回暖的预期。但需求走弱的情况下，新屋供给增加对新房价格形成压力，截至2月底，美国房地产市场有46.3万套新房，为2022年11月以来最高，供给压力下，2月新房价格中位数同比下降7.6%至40.05万美元，为2021年6月以来的最低水平。

图3.5: 美国新屋销售



资料来源: Wind、一德宏观战略部

图3.6: 美国新建住房中间价

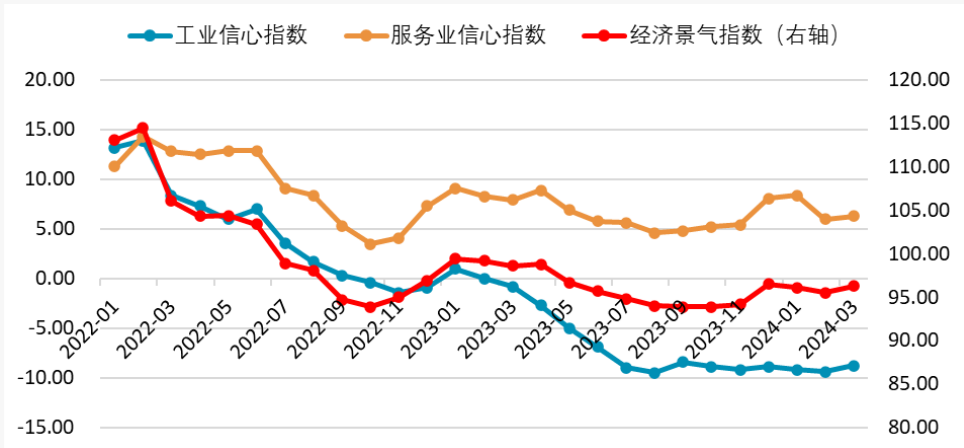


欧元区经济景气回升 德国零售销售环比走弱

□ 受零售商、消费者信心回升带动，3月欧元区经济景气指数由95.4 升至96.3，符合预期。其中，工业景气指数为-8.8，好于预期及前值的-9.5，服务业景气指数上涨0.3至6.3，低于7.7的市场预期。

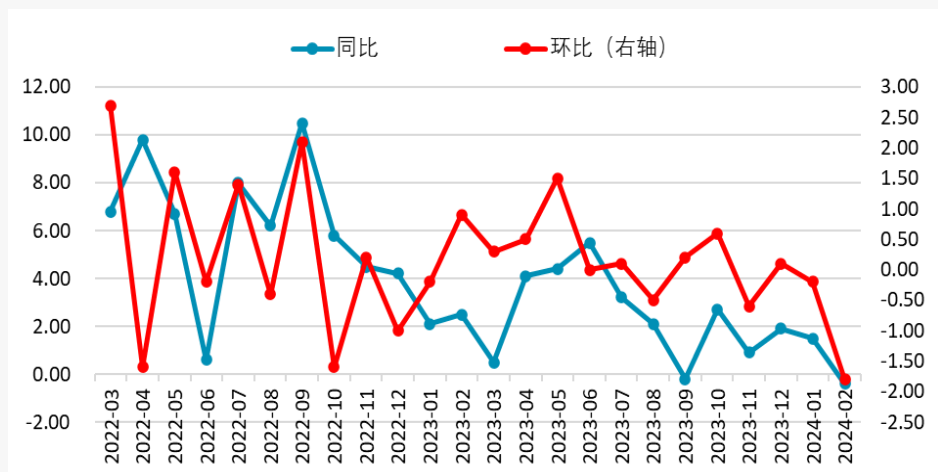
□ 德国2月零售销售同比增长1.7%，远高于预期的-0.8%及前值 -1.6%，但季调后环比下降1.9%，降幅较1月的0.4%扩大，不及增长0.4%的市场预期，德国消费增长动能再度转弱。

图3.7：欧元区经济景气指数



资料来源：Wind、一德宏观战略部

图3.8：德国零售销售增长 (%)



联储对降息维持审慎，市场降息预期持续锚定点阵图

□ 25日当周，随着陆续公布的数据强化经济软着陆预期，加之联储官员讲话未现增量鸽派信息，市场对6月降息预期有所回落，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，与3月点阵图委员们的预期持平；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3.9：美联储未来几次会议降息概率

CME FEDWATCH TOOL - MEETING PROBABILITIES									
MEETING DATE	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%	4.2%	95.8%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.6%	61.0%	36.4%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.0%	25.5%	51.3%	22.1%
2024/9/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	3.5%	28.1%	48.4%	19.9%	0.0%
2024/11/7	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.7%	7.5%	31.4%	43.7%	16.6%
2024/12/18	0.0%	0.0%	0.5%	5.4%	24.2%	40.0%	24.9%	5.0%	0.0%
2025/1/29	0.0%	0.2%	2.5%	13.1%	30.7%	33.8%	16.7%	3.0%	0.0%
2025/3/19	0.1%	1.5%	8.7%	23.4%	32.5%	23.8%	8.7%	1.2%	0.0%
2025/4/30	0.7%	4.5%	14.8%	27.2%	28.9%	17.5%	5.6%	0.7%	0.0%

图3.10：近一周联储官员表态

序号	官员 (2024票委*)	主要观点
1	美联储鲍威尔*	美联储希望看到更多“向好”的通胀数据以增强信心，因而将继续谨慎把握降息时机。预计通胀将继续在“颠簸的道路上”下降，否则可能更长时间维持高利率。劳动市场出乎意料的疲软可能会促使美联储出手响应，但他表示目前看不到经济衰退的可能性增加。
2	美联储理事库克*	美联储在决定何时开始降息时需要谨慎行事，过早与过慢放宽货币政策的风险目前基本平衡。
3	芝加哥联储古尔斯比	住房通胀粘性较为意外，未来应会缓解，预计今年将降息三次。
4	美联储理事沃勒*	最近的数据表明，维持当前限制性利率的时间或许比此前预期更长，当前不急于降息，必要时可能会削减降息次数。

资料来源：CME、公开信息、一德宏观战略部

04

资产配置建议

国内市场风险情绪平稳

25日当周，国内市场风险情绪先降后升，其中，股债收益率差由历史83.92%的分位数水平上涨至历史85.06%的分位数水平；股债收益比由历史89.25%的分位数水平降至历史87.34%的分位数水平。

图4.1：股债收益率差

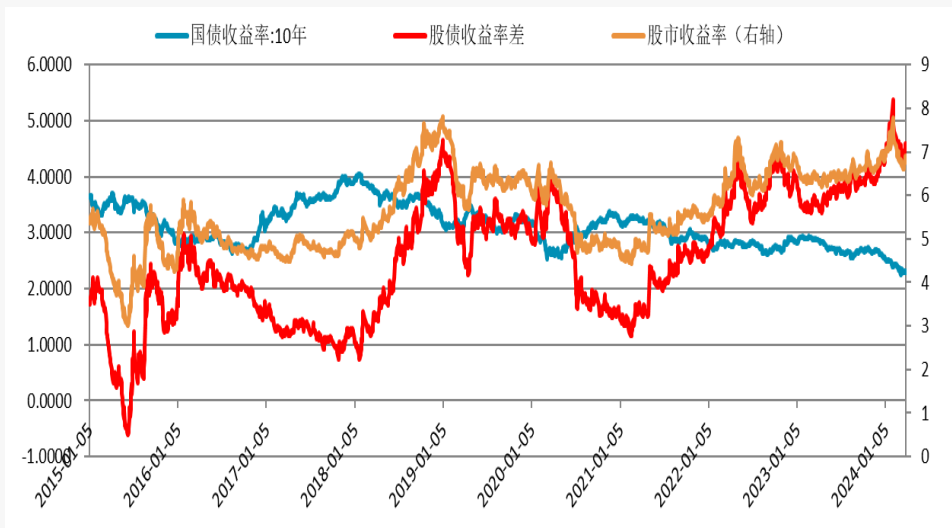
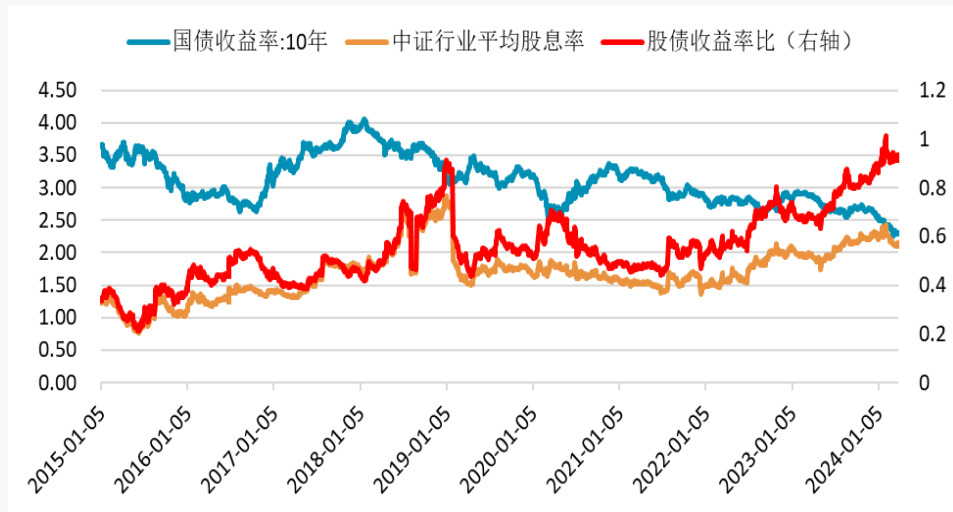


图4.2：股债收益比



资料来源：Wind、一德宏观战略部

A股

25日当周，A股探底回升，主板涨幅超过创业板。日均成交额开始低于万亿，北向资金有所回流，周度赚钱效应继续回落。当周海外权益市场维持强势，持有成本两端延续分化，缩量回调后下方承接较为有力。题材炒作依然偏热，汽车相关板块接力AI成为空间指引，依托上周低点继续回调空间或有限。策略上，3000下方一线回补入场后可关注3050上方的高抛机会，假期前适当降低仓位。

图4.3: 近10日市场热度图

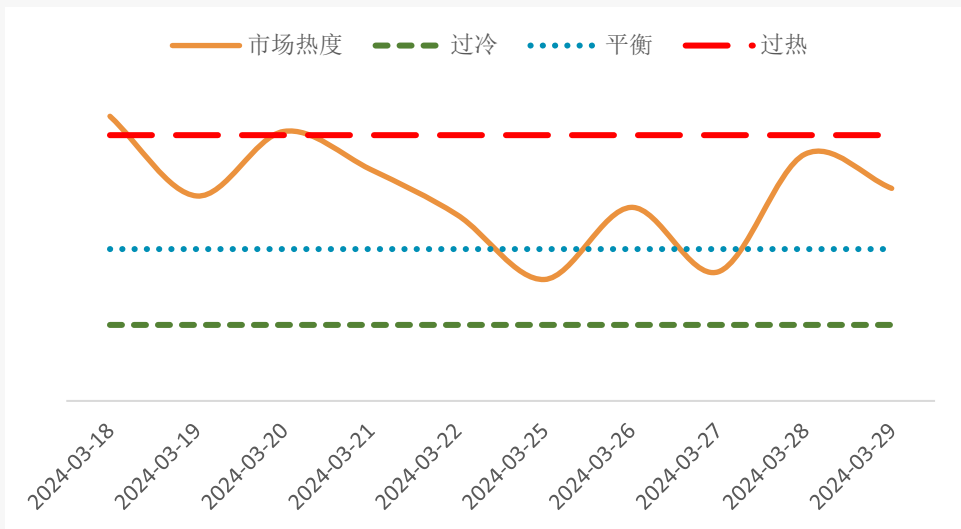
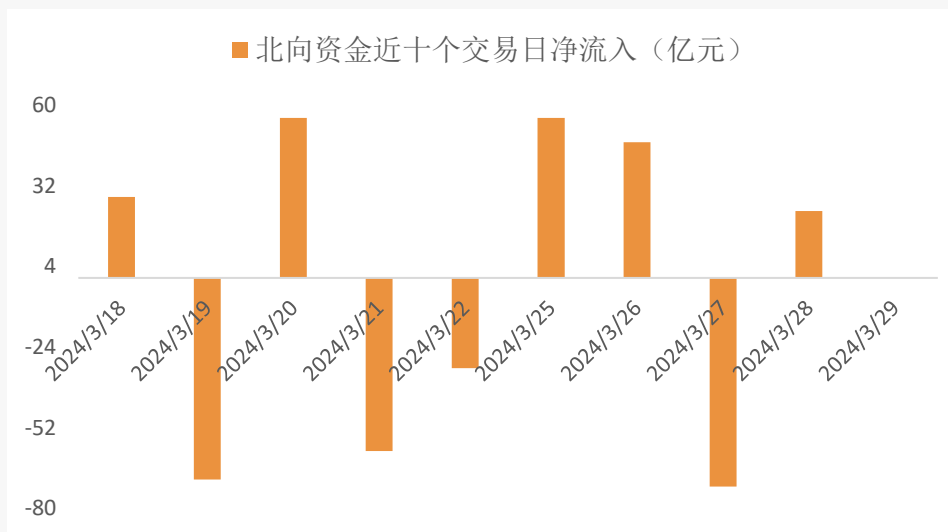


图4.4: 近10日北向资金表现



资料来源: wind、一德宏观战略部

国债

25日当周，在季末资金面持稳的情况下，国债价格先跌后涨，总体震荡，长债市场涨势放缓，表现弱于短债，长短期国债收益率差进一步走阔。3月国内制造业PMI超预期反弹，但内需扩张相对较弱，短期难改基本面对债市的支撑。在内需修复不强的情况下，财政发力预期或对债市形成压力，而在货币宽松配合下，债市或维持高位震荡，策略上，可维持仓位，暂时观望。

图4.5: 国债到期收益率 (%)

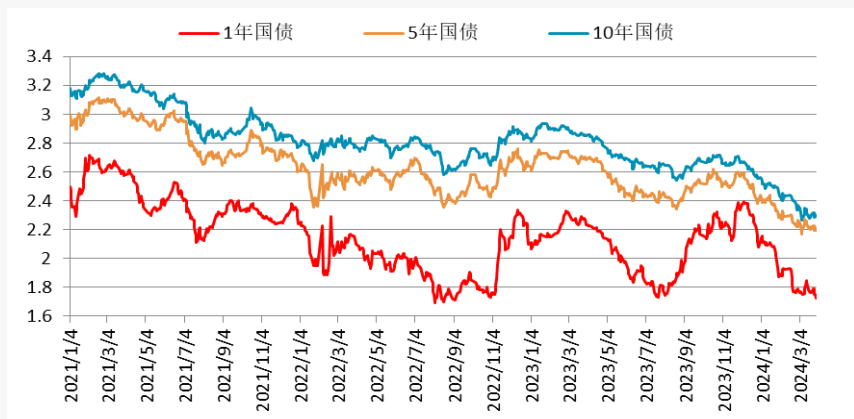
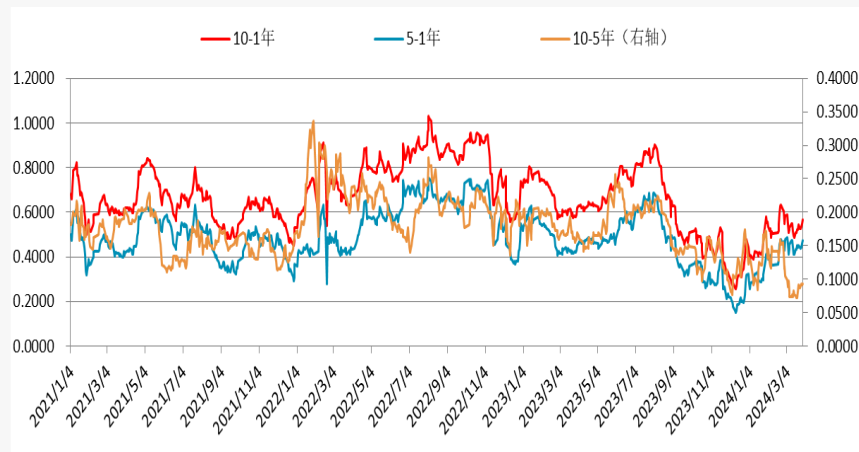


图4.6: 国债利差 (%)



资料来源：中债登网站，一德宏观战略部

黄金

25日当周金价续创历史新高，持有成本两端延续分化。随着先后公布的数据强化美国经济软着陆预期，市场乐观情绪延续，联储官员措辞维持中性偏紧，加息预期持续锚定点阵图水平。市场多头氛围延续，改变需依赖新的事件刺激，但短期处于价格加速阶段，继续追涨风险较高。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（%）

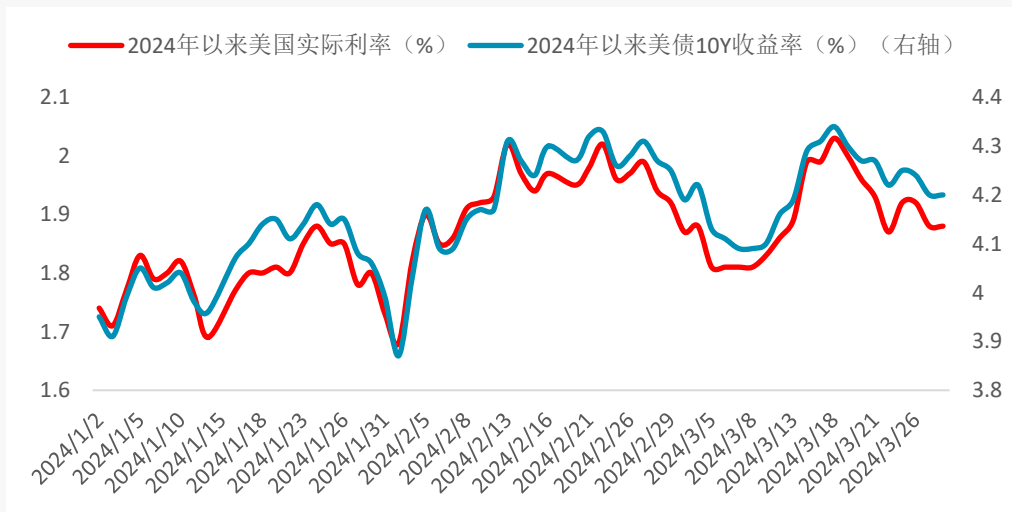
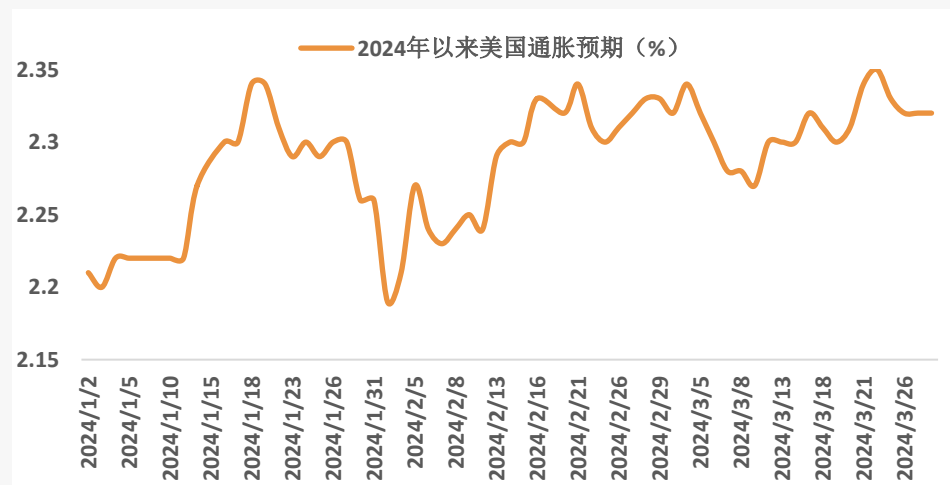


图4.8：美国10Y国债盈亏平衡通胀率（%）



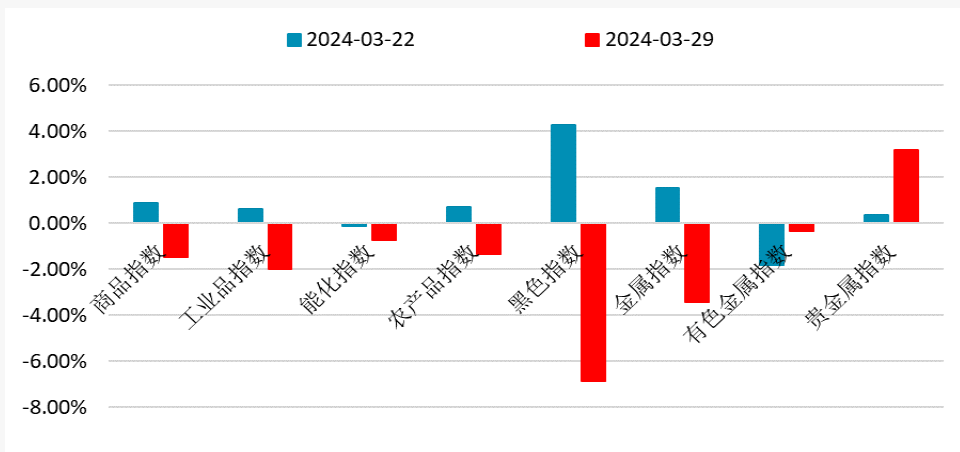
资料来源：wind、一德宏观战略部

大宗商品

25日当周，国内大宗商品总体收跌，未能延续前周反弹，工业品、农产品指数双双收跌，主要工业品指数除贵金属外全面回落，内需持续低迷下，黑色产业信心不足，黑色指数跌幅居首，供给支撑下，有色、能化指数跌幅较小，美国软着陆预期不断增长拉动黄金价格续创新高，贵金属指数大幅上涨。

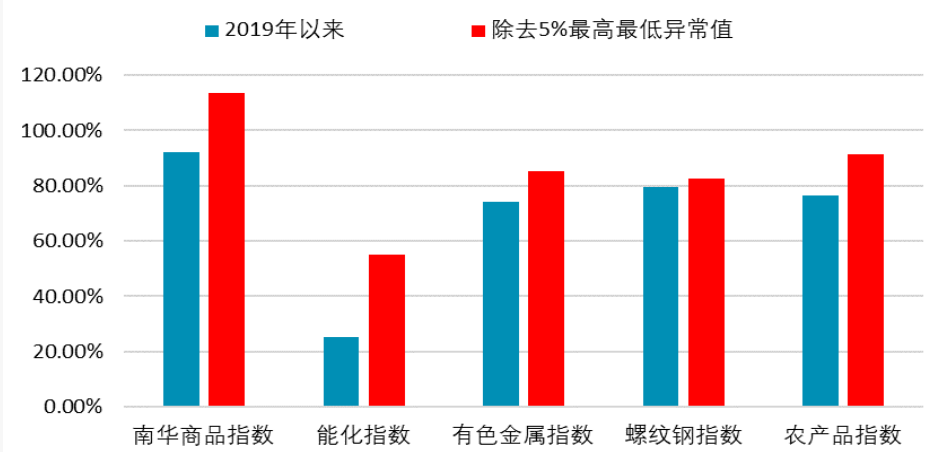
截止2月23日当周，南华商品期限溢价率小幅回升，其中，南华商品指数对CCPI期限溢价率位于2019年以来历史92.08%分位水平，其中，螺纹、农产品、有色指数分别位于79.68%、76.58%、74.26%的较高分位水平，能化指数位于25.32%分位水平，估值较低。

图4.9：南华指数周度涨跌（%）



资料来源：Wind、一德宏观战略部

图4.10：南华商品期现溢价率分位数（%）

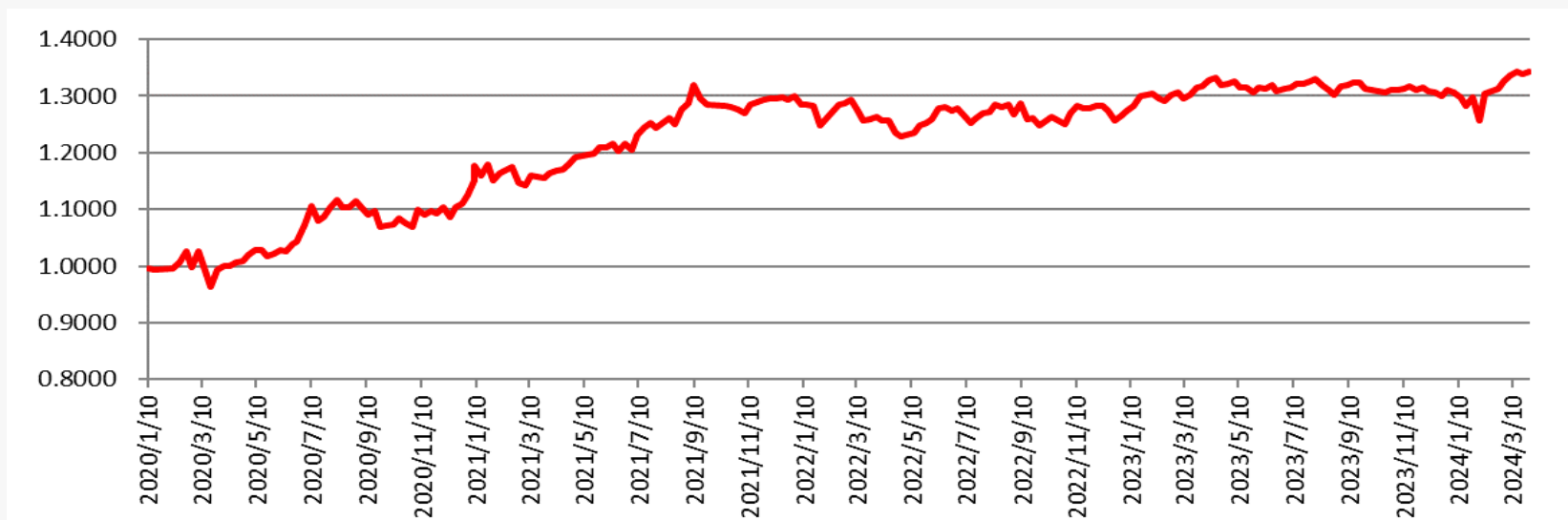


配置建议与策略跟踪

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



05

本周重要数据及事件

重要财经数据与事件 (4.1-4.7)

重要财经数据与事件关注	
2024/4/1	韩国3月出口同比, 前值4.8%, 预期4%
	日本3月制造业PMI终值, 前值48.2
	中国3月财新制造业PMI, 前值50.9
	美国3月ISM制造业指数, 前值47.8, 预期48.5
2024/4/2	美国2月营建支出环比, 前值-0.2%, 预期0.5%
	印度3月标普全球印度制造业PMI终值, 前值59.2
	欧元区3月制造业PMI终值, 前值45.7
	英国3月制造业PMI终值, 前值49.9
	德国3月调和CPI同比初值, 前值2.7%
	美国2月耐用品订单环比终值, 前值1.4%
	美国2月工厂订单环比, 前值-3.6%, 预期1%
2024/4/3	美国2月JOLTS职位空缺(万人), 前值886.3
	中国3月财新服务业PMI, 前值52.5
	欧元区2月失业率, 前值6.4%
	欧元区3月调和CPI同比, 前值2.6%, 预期2.6%
	美国3月ADP就业人数变动(万人), 前值14, 预期15
2024/4/4	美国3月ISM非制造业指数, 前值52.6, 预期52.6
	2024年FOMC票委、克利夫兰联储主席梅斯特就经济前景发表讲话
	中国金融市场因清明节假期, 4月4日-6日休市
	欧元区3月服务业PMI终值, 前值51.1
	英国3月服务业PMI终值, 前值53.4
2024/4/5	欧元区2月PPI同比, 前值-8.6%
	美国2月贸易帐(亿美元), 前值-674, 预期-657
	德国2月季调后工厂订单环比, 前值-11.3%
	欧元区2月零售销售同比, 前值-1%
2024/4/7	美国3月失业率, 前值3.9%, 预期3.8%
	美国3月非农就业人口变动(万人), 前值27.5, 预期21.6
	加拿大3月失业率, 前值5.8%, 预期5.8%
2024/4/7	中国3月外汇储备(亿美元), 前值32258.2

资料来源: 汇通财经、华尔街见闻、一德期货宏观战略部


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