

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8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

国内资产积极回升 美债利率和黄金大涨

□ 4月1日当周，因清明假期，国内仅有三个交易日。3月国内官方PMI和财新PMI均录得积极数据，A股市场呈现出先扬后抑的态势，整体震荡收涨，其中，沪深300和中证500指数分别上涨0.86%和1.67%。周内港股冲高回落，恒生指数总体上涨1.10%。央行Q1例会后，市场整体预期货币政策仍将保持宽松，推动债市利率下行，10Y国债收益率至2.28%。商品方面，南华商品指数上涨1.47%，收复前一周的跌幅；而黄金继续大涨，沪金主力上涨2.35%，主因俄乌冲突升级下市场追高情绪高涨。汇率维稳，人民币中间价保持在7.095附近。

□ 当周，美国非农数据远超预期，显示美联储将耐心等待降息时机，但购金避险的追高情绪高涨，Comex金主力继续大幅上涨4.18%。美债收益率回升至4.39%，美股在非农数据后拉涨但不及前期回调程度，总体走低，道指和标普500指数分别收跌2.27%和0.95%。美元指数保持在104上方但小幅回调0.2%，非美货币贬升互现，日元贬值0.19%，欧元和英镑则分别升值0.43%和0.08%。国际原油和黄金价格继续上涨，带动商品CRB指数上涨2.51%。

图1.1 国内宏观大类资产表现

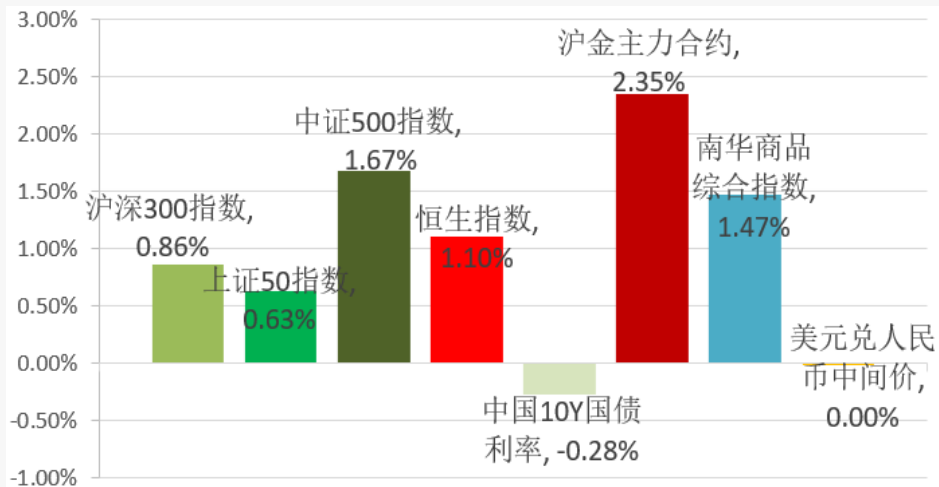
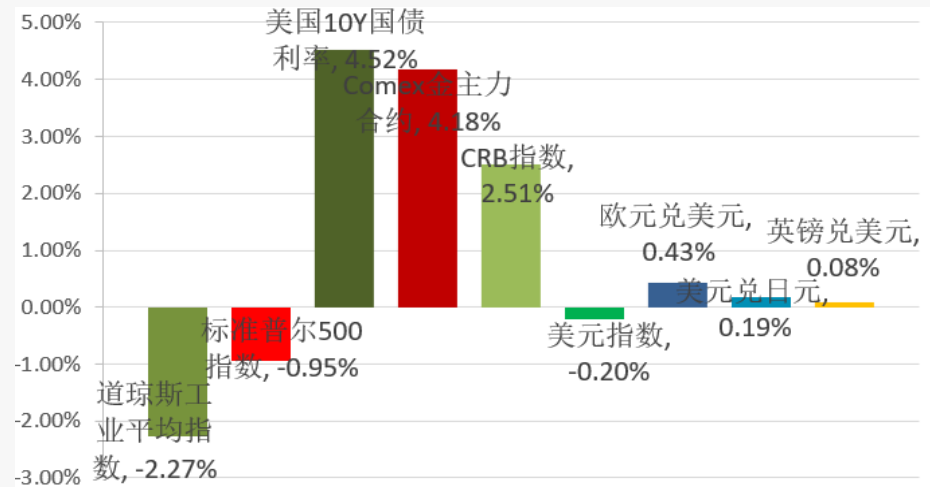


图1.2 海外宏观大类资产表现



资料来源：Wind、一德宏观战略部

02

国内经济跟踪

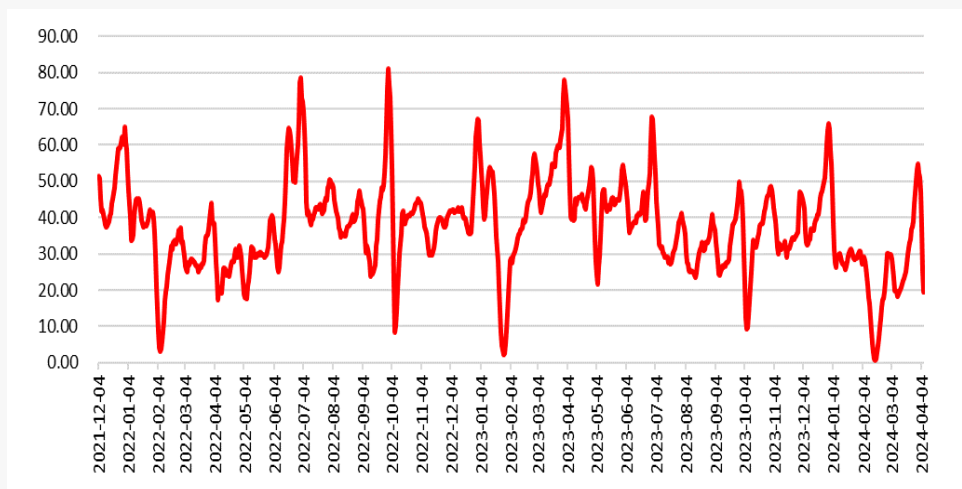
房地产市场信心不足 假期消费进一步修复

□ 1日当周，受清明假期的影响，30大中城市商品房成交环比季节性回落，但较去年假期同期同比依旧下降50.4%，降幅较前一周的30%显著扩大，商品房成交未能延续3月以来的回暖走势，表明当前市场信心依旧不足，房地产复苏前景仍不明朗。

□ 3月第四周，国内乘用车销售环比大幅增长，但同比增长下滑，乘用车日均零售、批发量同比涨幅分别由15.69%、21.5%回落至1.37%、0.1%。3月，国内乘用车销售同比增长稳定，据乘联会初步统计3月1日-31日，乘用车市场零售169.9万辆，同比增长7%，环比增长54%，今年以来累计零售同比增长13%；全国乘用车厂商批发216.5万辆，同比增长9%，环比增长66%，累计同比增长10%。

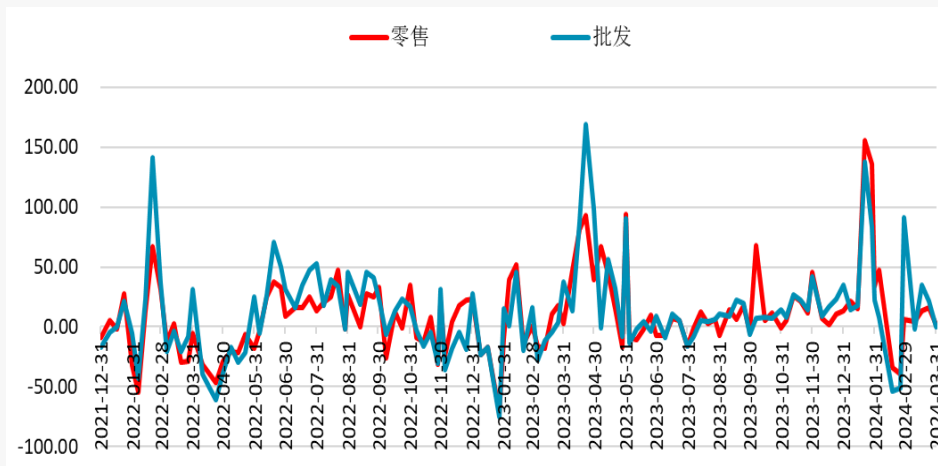
□ 据文旅部测算，清明假期3天全国国内旅游出游1.19亿人次，按可比口径较2019年同期增长11.5%；国内游客出游花费539.5亿元，较2019年同期增长12.7%，居民假期消费恢复进一步加快。据灯塔专业版数据，2024年清明档（4月4日-4月6日）总票房超2021年清明档票房成绩，刷新中国影史清明档票房纪录。

图2.1: 30大中城市商品房日均成交面积7MA (万平方米)



资料来源: Wind、一德宏观战略部

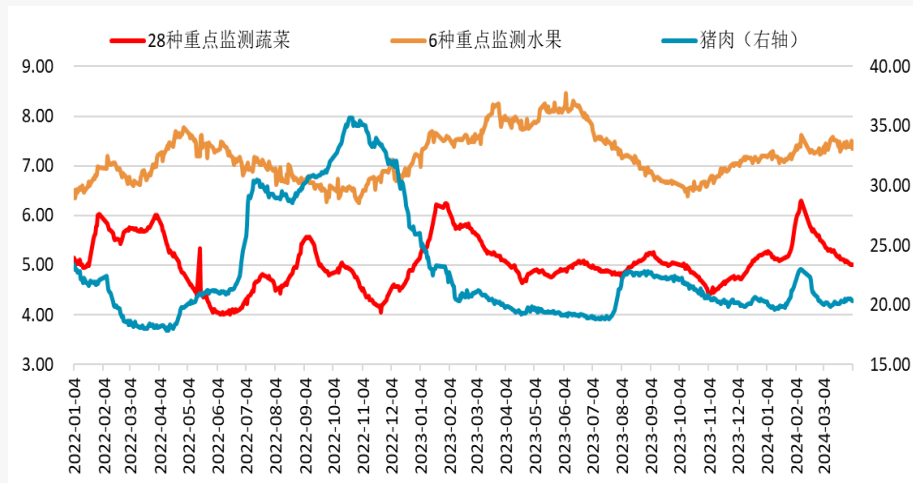
图2.2: 乘用车销量当周同比增长 (%)



猪肉价格续涨 水果价格转跌

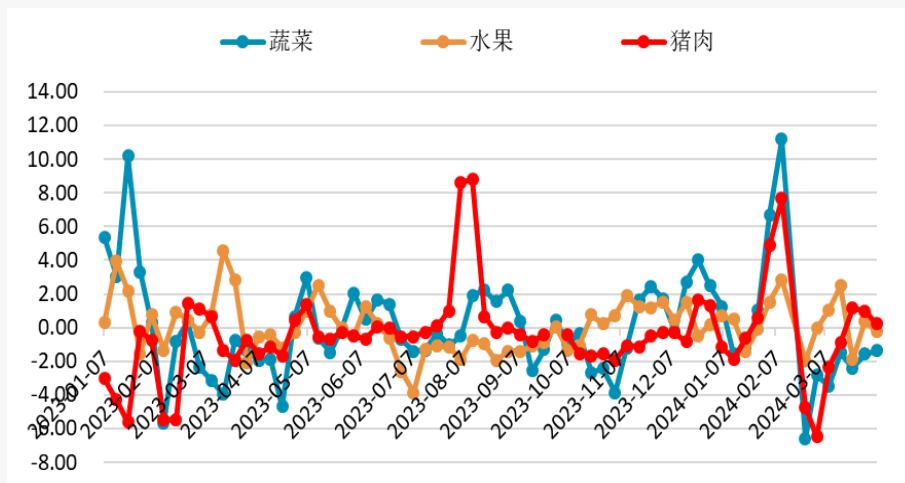
1日当周，国内主要食用农产品价格涨跌不一，其中猪肉价格连续第三周上涨，当周日均价格环比上涨0.23%，涨幅较前一周继续收窄。春菜集中上市下，蔬菜供给充裕价格持续走低，当周日均价格环比下跌1.37%，随着应季水果上市，水果价格当周日均价格环比由上涨0.38%转为下降0.24%。

图2.3：国内猪肉、果蔬日均价（元/公斤）



资料来源：Wind、一德宏观战略部

图2.4：国内猪肉、果蔬日均价周环比（%）



央行大幅净投放 跨季资金平稳

□ 1日当周，央行进行了80亿元逆回购投放，当周分别有8500亿元逆回购及800亿元国库现金定存到期，当周净回笼9220亿元。跨级后，银行市场资金面宽松，银行市场利率普遍回落，DR001周均值环比下降5BP至1.7%，DR007周均值环比下降13BP至1.85%。

图2.5：央行公开市场净投放（亿元）

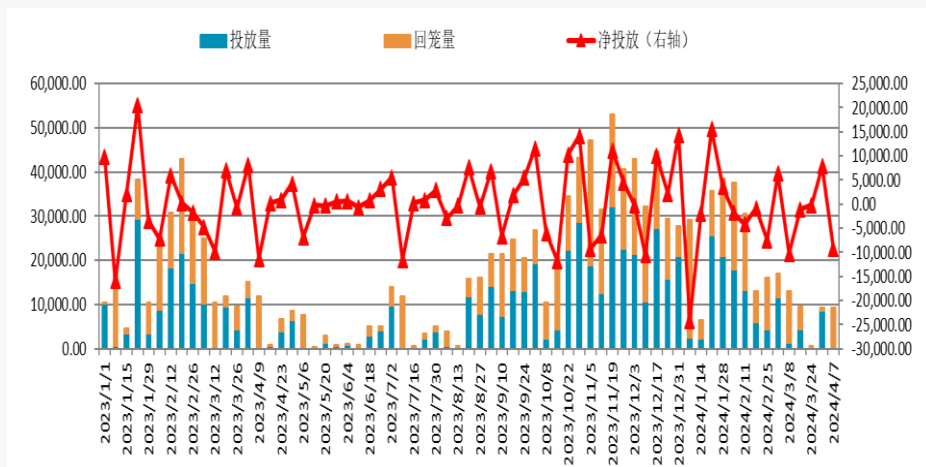
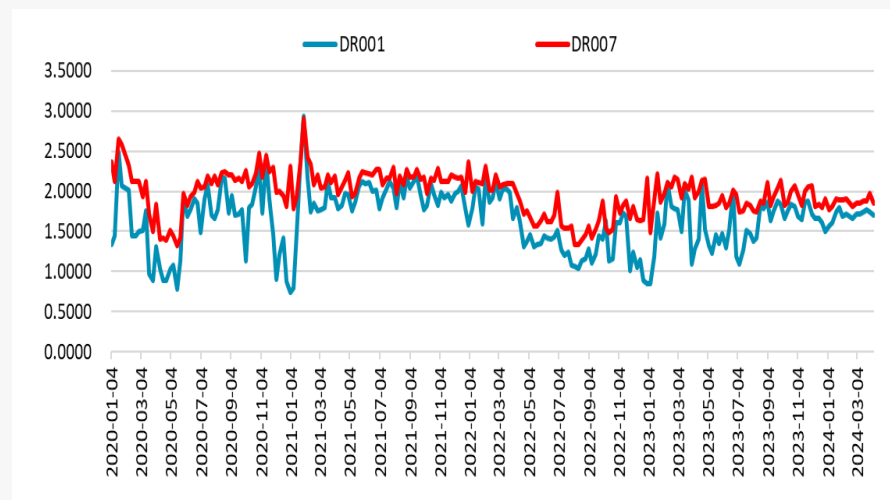


图2.6：银行间质押式回购加权利率（%）



资料来源：Wind、一德宏观战略部

货币基调延续宽松 关注长期收益率变化

- 3月29日，央行货币政策委员会召开2024年第一季度例会。会议认为，要加大已出台货币政策实施力度，政策基调维持宽。货币政策上，新增提出充实货币政策工具箱，特别指出继续加大对重大战略、重点领域和薄弱环节的支持力度。适当增加支农支小再贷款再贴现额度，用足用好碳减排支持工具，设立科技创新和技术改造再贷款。加大对大规模设备更新和消费品以旧换新的金融支持。结合例会要求，4月7日，央行公布设立科技创新和技术改造再贷款，支持科技创新、技术改造和设备更新，再贷款额度5000亿元，规模较2022年的2000亿元进一步扩大，再贷款利率1.75%，期限1年，可展期2次，每次展期期限1年，与2022年相同。发放对象包括国家开发银行、政策性银行、国有商业银行、中国邮政储蓄银行、股份制商业银行等21家金融机构。
- 会议同时认为，在经济回升过程中，也要关注长期收益率的变化，体现了在资产荒背景下，央行对近期长债利率走低，防范资金空转的关注，但同时，提及在经济回升过程中关注利率变化，也说明在当前国内有效需求不足的判断下，央行主动收紧货币的概率不大，后市或引导长短端利差逐步修复。
- 房地产政策方面，会议继续强调精准实施差异化住房信贷政策，最新提出加大对“市场+保障”的住房供应体系的金融支持力度，着力构建房地产发展新模式，表述与322国常会加快完善“市场+保障”住房供应体系，改革商品房相关基础性制度的政策导向一致。
- 汇率政策上，会议维持坚决对顺周期行为予以纠偏，坚决防范汇率超调风险，防止形成单边一致性预期并自我强化，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定的表述不变，防范汇率超调仍是央行汇率调控的主基调。

03

海外经济跟踪

耐用品订单反弹 消费者信心稳定

□ 美国3月非农超预期激增30.3万人，创下去年5月以来的最大增幅，远超21.4万人的预期。3月失业率3.8%，较前值3.9%有所下滑，符合预期。在劳动力参与率意外上升0.2%至62.7%的情况下，失业率低位下行表明美国就业市场总体仍状态维持紧张。行业结构上，医疗保健、政府、休闲和酒店业以及建筑业是新增就业的主要贡献，利率非敏感部门仍是就业的主要贡献，体现了收入支撑下服务业需求维持强韧。

□ 但同时，随着更多劳动力回归就业市场，美国3月平均时薪同比增速较上月下滑0.2%至4.1%，为2021年6月以来最低水平，其中休闲酒店、教育医疗、其他服务的时薪同环比增速均较前月下降，服务业劳动供求紧张状况有所松动。但总体上看，3月薪资增速仍然远高于通胀增速，实际薪资增长对服务业的支撑仍在，且3月平均时薪环比增速上涨0.1%至0.3%，表明短期内劳动力市场降温依然缓慢，但随着服务业就业市场的松动，劳动力市场仍存在加速下滑的风险，在此背景下，美联储仍有较大可能年中启动降息，未来需进一步关注美国通胀的表现。

图3.1: 美国新增非农就业与失业率 (%)

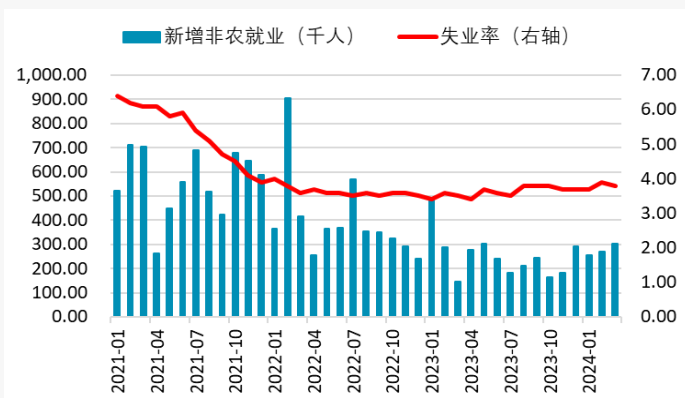


图3.2: 美国主要行业新增非农就业 (千人)

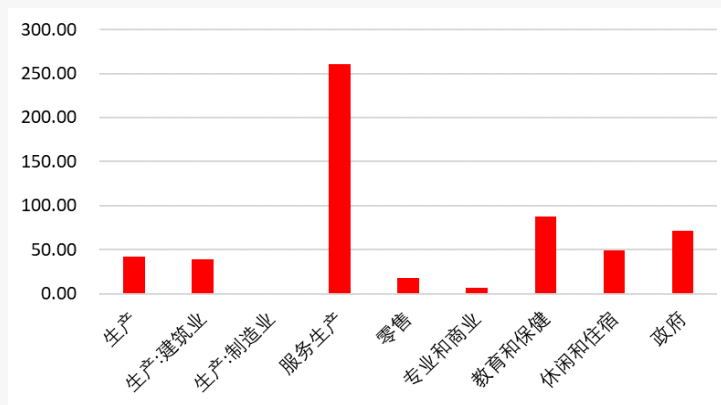
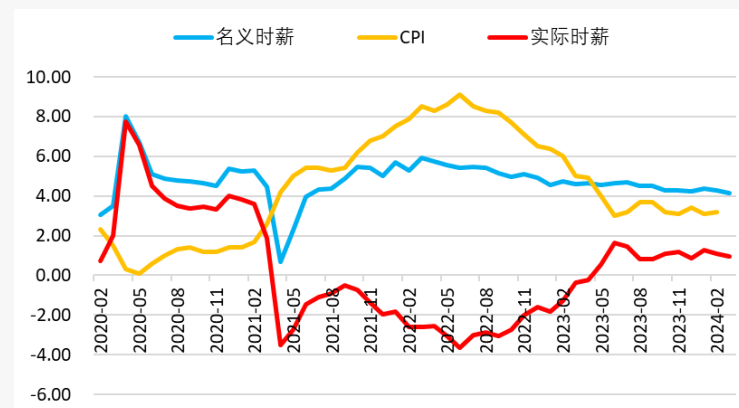


图3.3: 美国平均时薪同比增长 (%)



资料来源: Wind、一德宏观战略部

美国制造业景气专升 非制造业扩张放缓

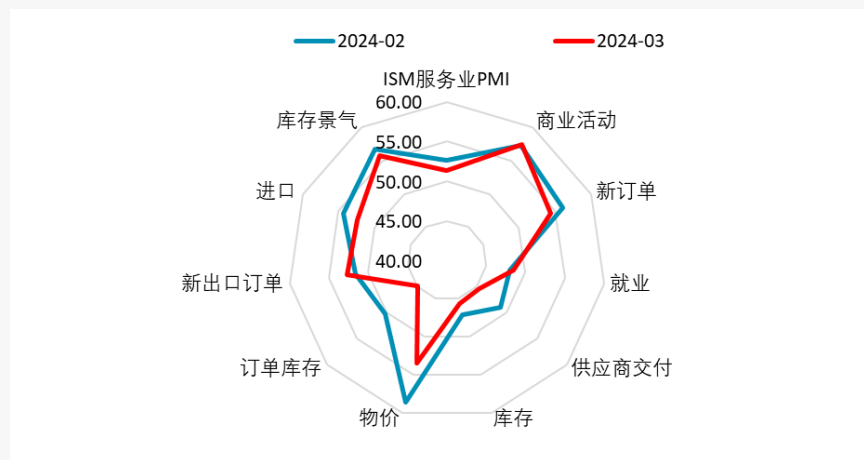
美国3月ISM制造业指数升至50.3，显著好于48.3的市场预期，2022年9月以来首次进入扩张区间。其中，制造业产需显著反弹，双双重回扩张区间，美国2月工厂订单环比由下降3.60%大幅反弹至增长1.4%，商品需求保持韧性是制造业扩张的主要推动，终端需求扩张带动制造业产出扩张同时，补库需求有所改善，3月ISM制造业库存指数上涨2.9个点至48.2。但同时，3月ISM制造业物价支付指数由52.5升至55.8，为2022年7月以来的最高水平，高于预期值52.9，制造业通胀压力持续加大。

美国3月ISM非制造业指数51.4，低于前值52.6及预期52.8，非制造业扩张放缓，但仍连续15个月保持扩张。分项指数中，新订单与价格指数下滑是主要拖累，其中，新订单指数由2月的56.1降至54.4，创三个月新低，价格指数环比大跌5.2个点至53.4，创四年来以来最低。总体看，今年以来，

图3.4：美国ISM制造业指数



图3.5：美国ISM非制造业指数



资料来源：Wind、一德宏观战略部

欧元区通胀延续走低 零售销售同比回暖

受食品价格及非能源商品价格增长放缓的推动，欧元区3月调和CPI由2月的2.6%放缓至2.4%，不及2.5%的市场预期，剔除食品和能源的3月核心CPI从3.1%放缓至2.9%，不及预期的3%，但服务业价格坚挺下，核心CPI环比由2月的0.6%加速至0.8%，在能源价格降幅收窄的背景下，欧元区价格压力仍存。主要成员国中，德国、法国通胀率同比延续回落，由于取消了能源控制措施，西班牙、意大利通胀有所回升。

欧元区2月零售销售环比下降0.5%，不及预期的下降0.40%及前值增长0.10%，零售销售同比下降0.7%，降幅较1月的下降1%收窄，好于预期的下降0.8%。在欧元区劳动力市场维持紧张的情况下，随着通胀增长的放缓，实际薪资增长推动零售销售趋向回暖。

图3.6: 欧元区调和CPI同比

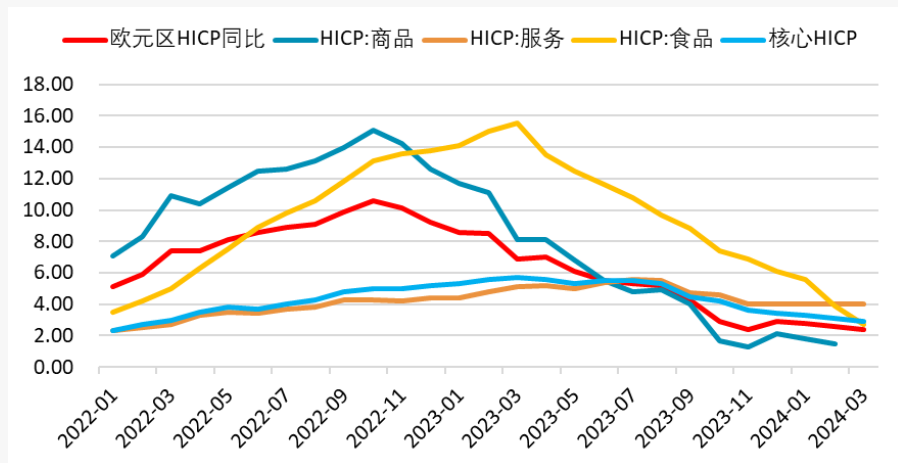
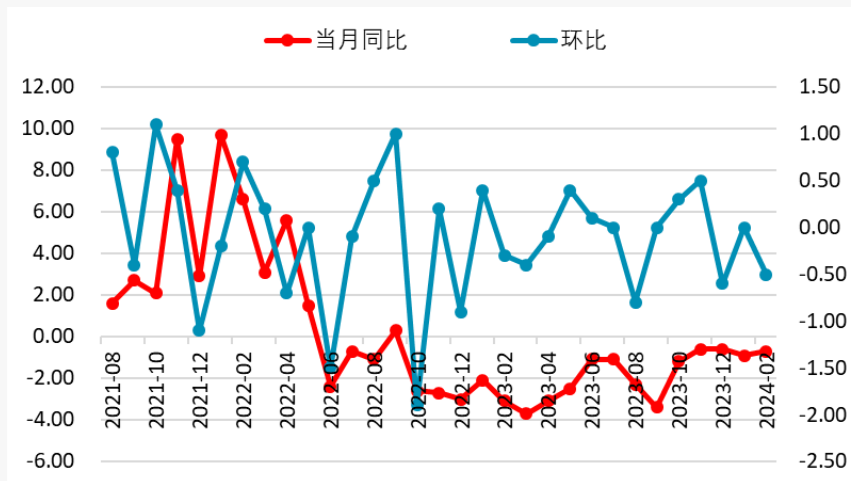


图3.7: 欧元区零售销售



资料来源: Wind、一德宏观战略部

联储预期管理基调趋鹰，市场降息预期稳中趋紧

1日当周，随着美国就业市场延续过热势头，联储官员讲话基调相较3月FOMC会议整体趋鹰，市场对6月降息预期继续回落，但总体降息押注维持稳定：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。值得一提的是，12月降息概率已由一周前的接近七成下滑至当前的略超五成。

图3.8：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%	4.8%	95.2%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.4%	50.8%	46.8%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.0%	22.4%	49.1%	27.4%
2024/9/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.7%	15.1%	40.1%	34.8%	9.3%
2024/11/7	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	5.6%	23.7%	38.3%	26.0%	6.1%
2024/12/18	0.0%	0.0%	0.1%	3.8%	17.5%	33.2%	30.3%	13.0%	2.1%
2025/1/29	0.0%	0.1%	1.7%	9.5%	24.1%	32.0%	23.0%	8.4%	1.2%
2025/3/19	0.0%	0.9%	5.8%	17.2%	28.3%	27.2%	15.3%	4.6%	0.6%
2025/4/30	0.4%	2.7%	10.1%	21.3%	27.9%	22.8%	11.3%	3.1%	0.4%

图3.9：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*	短期进展有限，但通胀下行趋势未改，联储仍有时间进行评估再降息。
2	克利夫兰联储梅斯特*	年内降息3次合理，能否实现尚存不确定性，预计晚些时候达到降息的条件。
3	芝加哥联储古尔斯比	年初2个月通胀数据偏强不会改变整体下行的大局。
4	旧金山联储戴利*	通胀和经济总体处于良性状态，年内降息3次仍为合理预测。
5	美联储库格勒*	通胀和劳动力市场再平衡进展顺利，年内降息适宜。
6	亚特兰大联储博斯蒂克*	预计年内降息1次，或在四季度落地。
7	明尼阿波利斯卡什卡利	如去通胀进展停滞叠加经济强劲，年内可能无需降息。
8	费城联储哈克	我们还没有达到我们需要达到的目标，通胀仍然过高。
9	美联储鲍曼*	如果通胀居高不下，可能需要进一步加息，但这非基准预测情形。
10	达拉斯联储洛根	当前讨论降息还为时过早，不过整体看，过早降息的风险要高于过迟降息。

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

1日当周，国内市场风险情绪总体向好，其中，股债收益率差由历史85.06%的分位数水平回落至历史84.34%的分位数水平；股债收益比由历史87.34%的分位数水平降至历史86.08%的分位数水平。

图4.1：股债收益率差

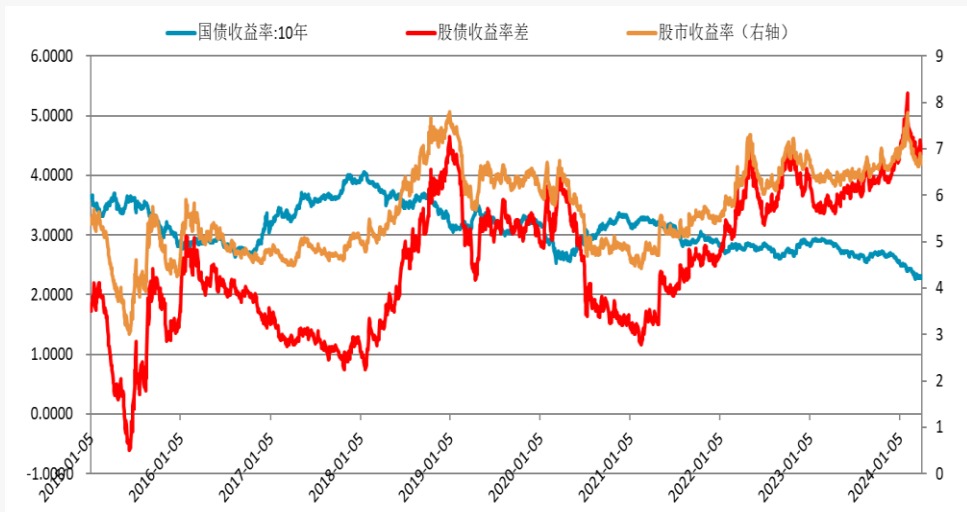
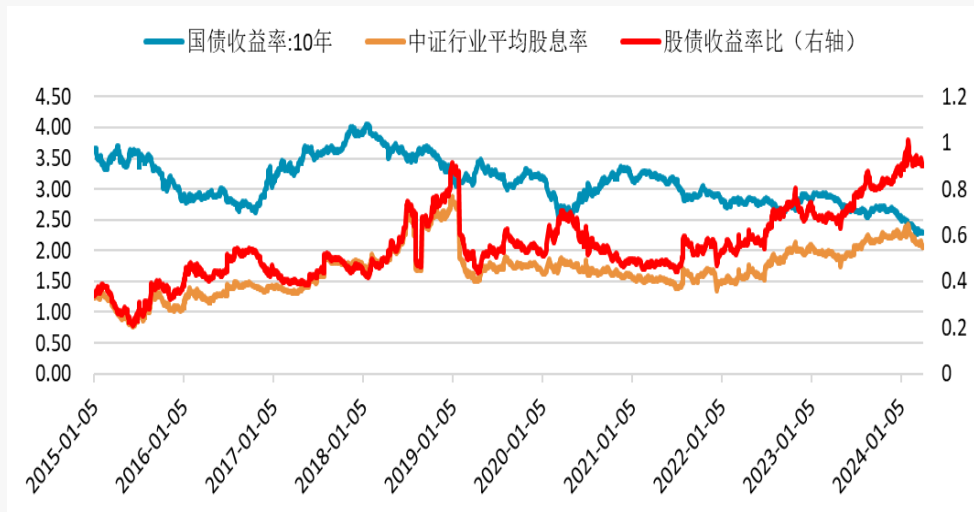


图4.2：股债收益率比

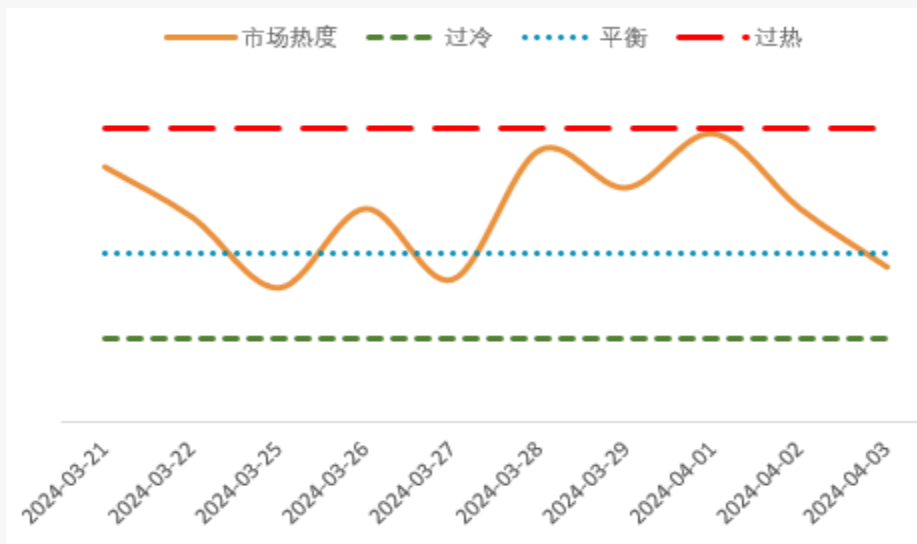


资料来源：Wind、一德宏观战略部

A股

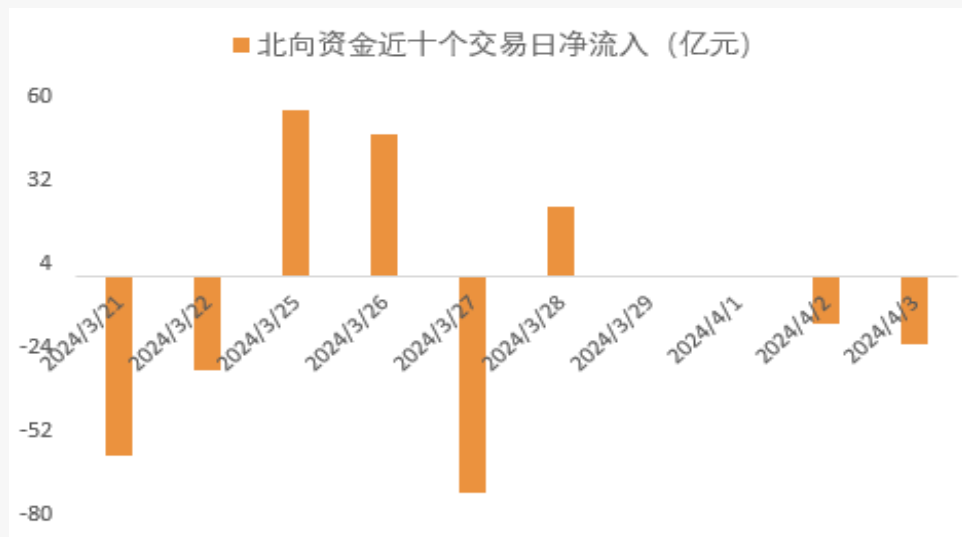
1日当周，A股小幅反弹，创业板涨幅超过主板。日均成交额虽有放大但已连续2周低于万亿，北向资金小幅流出，周度赚钱效应开始回升。当周受美债利率再创年内新高影响海外权益市场大幅走弱，美元指数小幅回调，外因或令A股短期承压。题材炒作难度增加，空间高度降低，周期板块接力成长板块成为新的空间指引，大国博弈不确定性降低或令国内风险偏好改善，A股仍有一定向上空间。策略上，3000上下逢低回补节前高抛仓位为主。

图4.3: 近10日市场热度图



资料来源: wind、一德宏观战略部

图4.4: 近10日北向资金表现



国债

1日当周，随着跨季资金面转送，国债收益率先升后降，总体回落，长短期国债收益率差小幅收窄。

受3月国内制造业PMI超预期的影响，债券市场周初一度调整，但随后在跨季后，市场资金宽松的支撑下，债市出现回升。一季度央行例会继续维持宽松基调，尽管央行强调“在经济回升过程中，也要关注长期收益率的变化”，但在内需仍弱的情况下，预计央行收紧货币的概率不大，短期内债市或仍以震荡为主，配置仓位可继续持有。

图4.5：国债到期收益率（%）

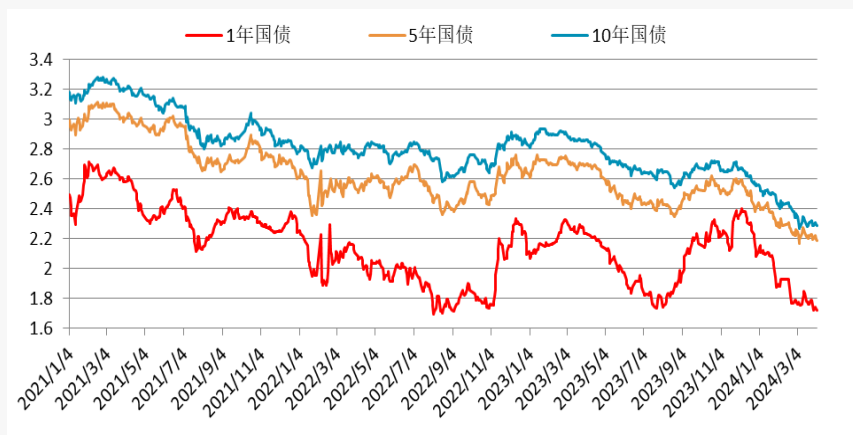
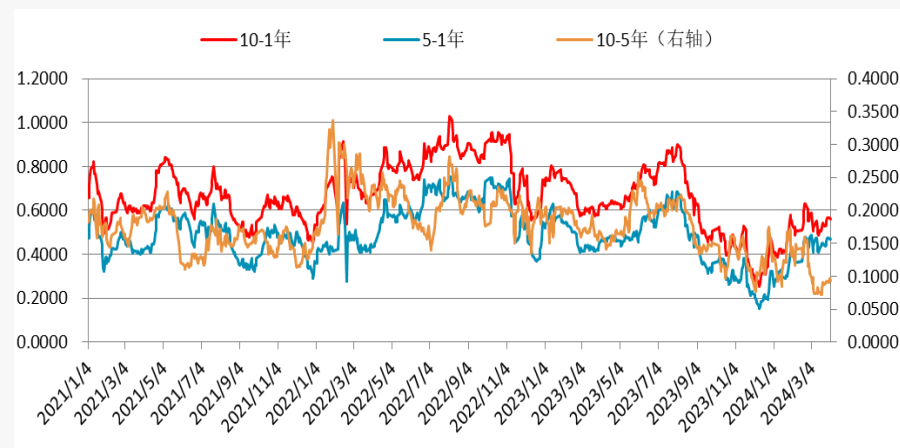


图4.6：国债利差（%）



资料来源：中债登网站，一德宏观战略部

黄金

1日当周，金价续创历史新高，持有成本两端延续分化，利率端定价“二次通胀”再创年内新高对金价抑制有限。联储多数官员依然认为去通胀进程停滞属于“过程中的颠簸”，坚持定调年内降息，助长了市场狂热的做多情绪。预计在联储官方基调完成改变前，即引导市场降息预期进一步回落之前，上述过热情绪仅凭单一数据或难扭转。总体看，在年内降息预期犹存情况下，金价进入主升阶段，任何预期的回摆都将是配置回补入场的良机。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（%）

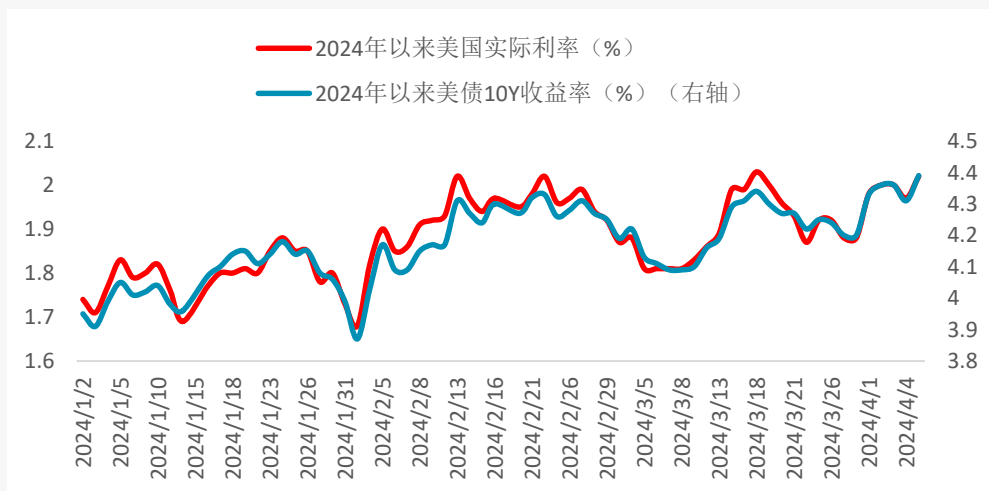
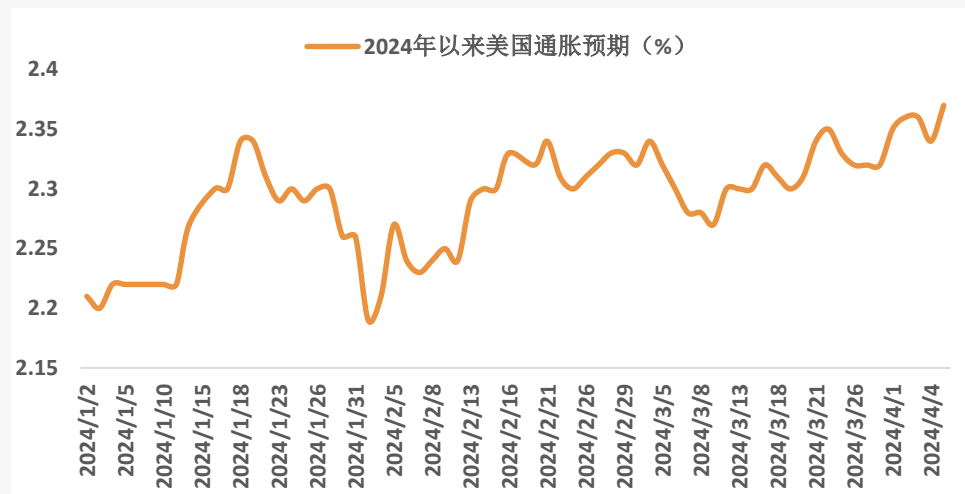


图4.8：美国10Y国债盈亏平衡通胀率（%）



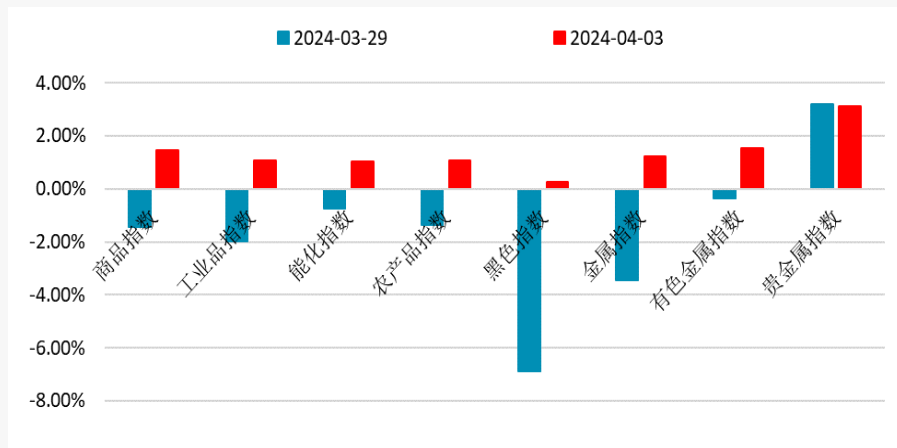
资料来源：wind、一德宏观战略部

大宗商品

1日当周，国内大宗商品价格全面反弹，工业品、农产品指数双双止跌转涨，中东局势紧张升级，原油价格大幅走高推动能化指数上涨，美国经济维持韧性叠加供给紧张支持有色金属强劲反弹，国内3月PMI超预期转暖下，黑色指数总体止跌，降息预期延后下，贵金属继续维持强势。

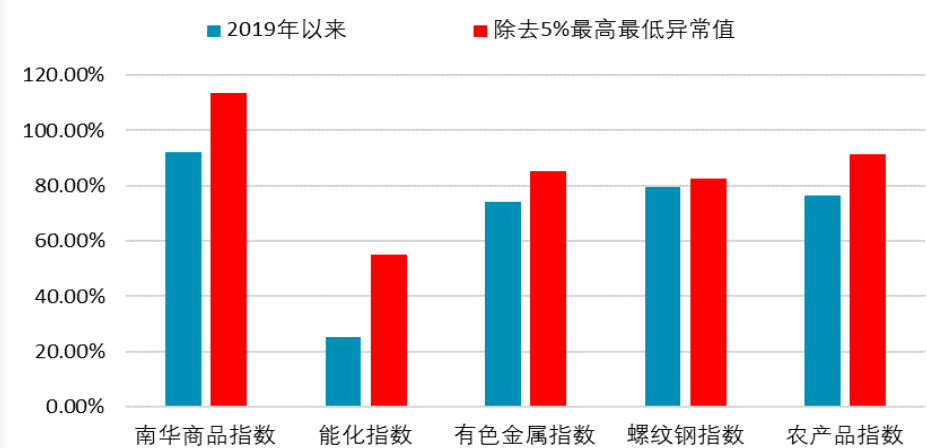
截止2月23日当周，南华商品期限溢价率小幅回升，其中，南华商品指数对CCPI期限溢价率位于2019年以来历史92.08%分位水平，其中，螺纹、农产品、有色指数分别位于79.68%、76.58%、74.26%的较高分位水平，能化指数位于25.32%分位水平，估值较低。

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（%）

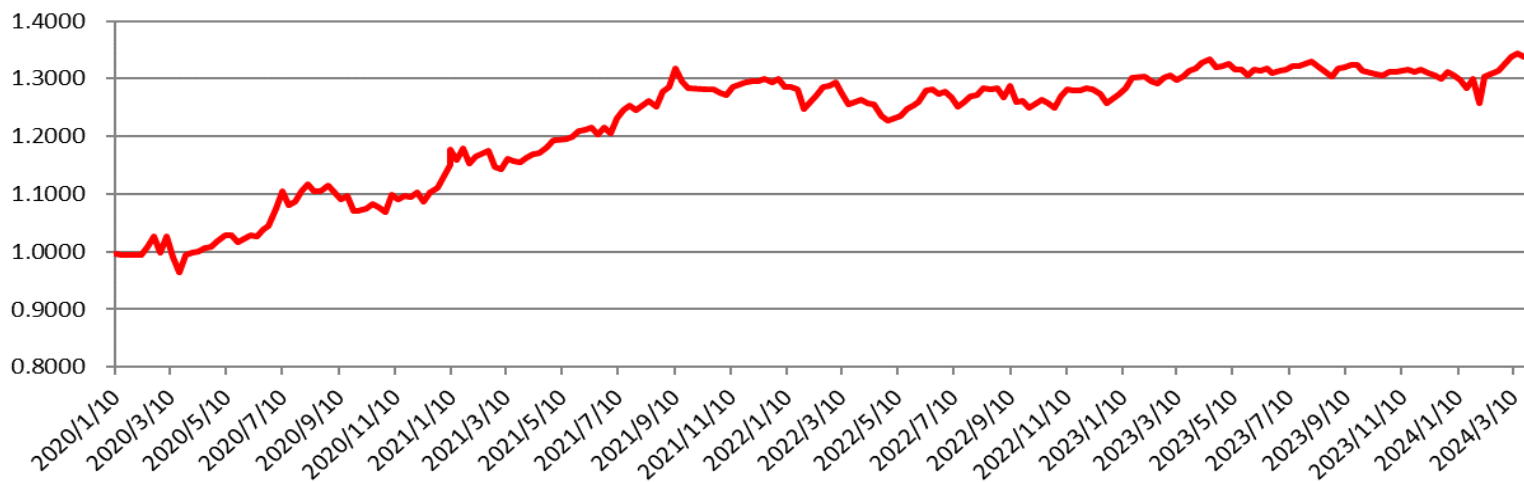


配置建议与策略跟踪

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 (4.8-4.12)

	重要财经数据与事件关注
2024/4/8	德国2月季调后出口环比, 前值6.3%
	德国2月工业产出同比, 前值-5.5%
	欧元区4月Sentix投资者信心指数, 前值-10.5
2024/4/9	美国3月NFIB中小企业乐观程度指数, 前值89.4%
2024/4/10	新西兰官方现金利率, 前值5.5%
	美国3月CPI同比, 前值3.2%
	美国3月核心CPI同比, 前值3.8%
	加拿大央行政策利率, 前值5%, 预期5%
2024/4/11	美国3月政府预算(亿美元), 前值-2963
	中国3月CPI同比, 前值0.7%
	中国3月PPI同比, 前值-2.7%
	欧元区欧洲央行主要再融资利率, 前值4.5%
	美国3月PPI同比, 前值1.6%
	美国3月PPI环比, 前值0.6%, 预期0.1%
2024/4/12	中国3月进口同比(按美元计), 前值3.5%
	中国3月出口同比(按美元计), 前值7.1%
	中国3月贸易帐(亿美元), 前值1251.6
	日本2月工业产出同比终值, 前值-3.4%
	英国2月工业产出同比, 前值0.5%
	英国2月GDP环比, 前值0.2%
	德国3月调和CPI同比终值
	法国3月调和CPI同比终值, 前值2.4%
	美国3月进口价格指数同比, 前值-0.8%
	美国4月密歇根大学消费者信心指数初值, 前值79.4
	中国3月新增人民币贷款(亿元), 前值14500(待定)
	中国3月社会融资规模(亿元), 前值15600(待定)
	中国3月M2货币供应同比, 前值8.7%(待定)

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