

# 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15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

---

# 节后A股情绪回落 美债利率突破4.5%

8日当周，3月CPI上行力量减弱、进出口数据走弱、金融数据基数影响数据回落，呈现国内需求较弱特征依然在延续，10Y期国债利率维持区间震荡在2.28%附近。节后A股市场情绪明显回落，三大股指震荡下跌。其中，沪深300、上证50、中证500指数分别下跌2.58%、2.31%和1.81%。港股行情好于A股，周内呈现先升后降低的区间震荡。美元指数走强及国内数据走弱下，美元兑人民币汇率小幅上行，而中间价依然在7.1附近震荡。当周金、油价格大幅波动，沪金主力大幅上涨5.45%，国内黑色系价格明显反弹，带动南华商品指数上涨3.73%。

当周，美国3月通胀数据超出预期，降息预期再度被推迟，美元指数走强，美债收益率连续上行突破4.5%。美股总体回落，标普500和道指分别下跌2.37%和1.56%。美元指数走强下，非美货币多数下行。美元指数全周上涨1.65%，欧元、日元、英镑分别贬值1.81%、1.04%、1.47%。受中东地缘消息扰动，黄金盘中暴力拉升后尾盘又高台跳水，Comex金主力周内上涨0.47%；原油因IEA下调需求增长预期，但供给的不确定性仍对价格形成支撑而转为震荡，CRB商品指数总体小幅收涨0.1%。

图1.1 国内宏观大类资产表现

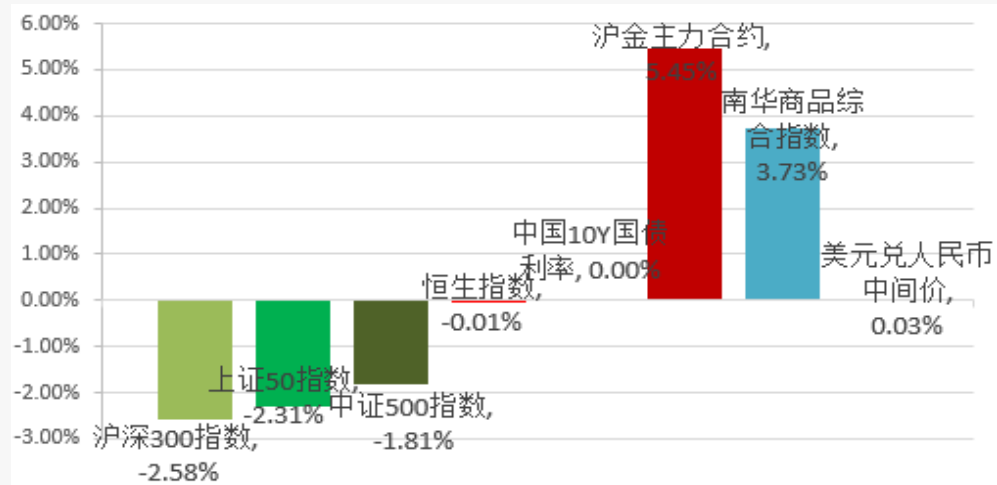
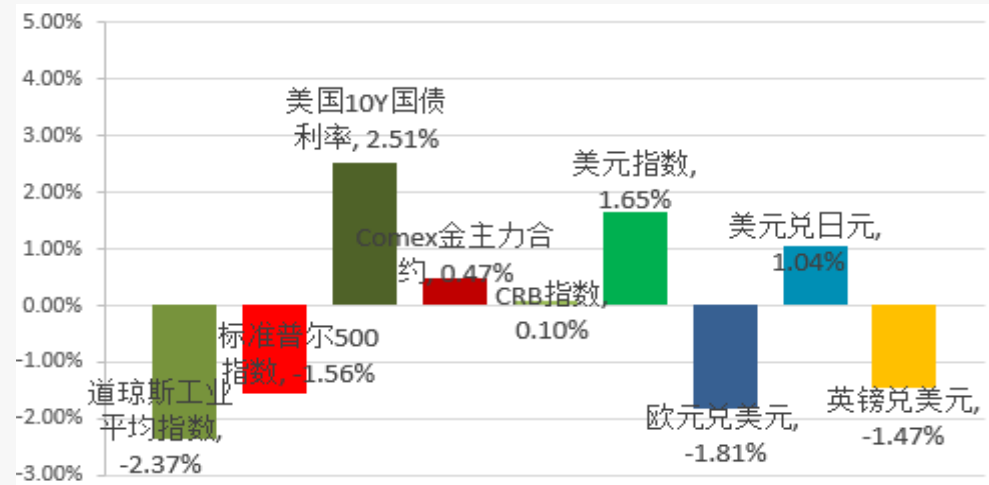


图1.2 海外宏观大类资产表现



资料来源：Wind、一德宏观战略部

02

# 国内经济跟踪

---

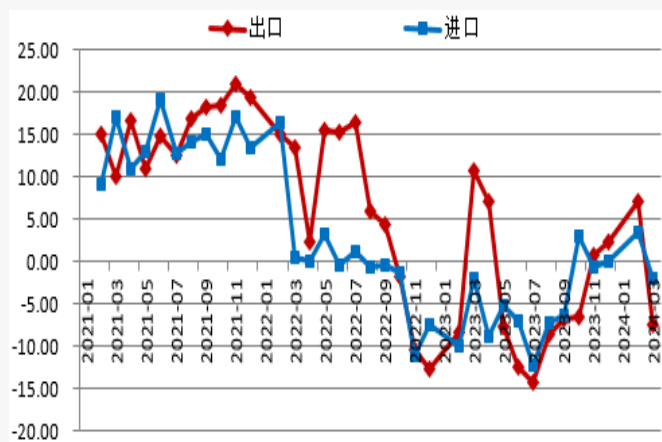
# 高基数下出口回落 进口转负内需待增

□ 3月，进出口总额当月同比增长-5.1%，去年同期因疫后积压订单赶工的高基数影响显著；其中，3月，出口同比增长-7.5%，较前两个月增速大幅回落；进口同比增长-1.9%，也回落5.4个百分点。3月，我国实现贸易顺差585.5亿美元，较去年同期下降24%，贸易顺差有所收窄。

□ 3月，国内出口同比增速由正转负，但环比符合季节性，一季度外需增长动能仍在。在3月全球制造业景气修复支撑下，外需的韧性仍在，出口下滑更多是去年同期高基数的影响效果凸显。另外，新兴经济体对我国产品需求仍有望继续保持较快增长，加上人民币贬值预期，有利于出口在二季度逐步趋势回正增长，但斜率仍会有边际放缓

□ 3月，进口增速也有回落，并且降至负增长区间，但与2023年同期水平相当。3月进口增速的回落与国内制造业PMI背离，反映了内需修复的实际改善动力依然不足，持续性仍有待进一步验证。3月，对主要大宗商品进口量涨跌互现，且价格因素对进口额制约较小。在经济景气边际改善下，实体进口需求有望进一步恢复，同时去年4月基数偏低，预计4月进口同比增速在政策发力支撑下可重新回到正增长区间。

图2.1 我国进、出口当月同比增长率（以美元计价，%）



资料来源：Wind、一德宏观战略部

图2.2 我国主要商品出口额当月同比增长率（%）

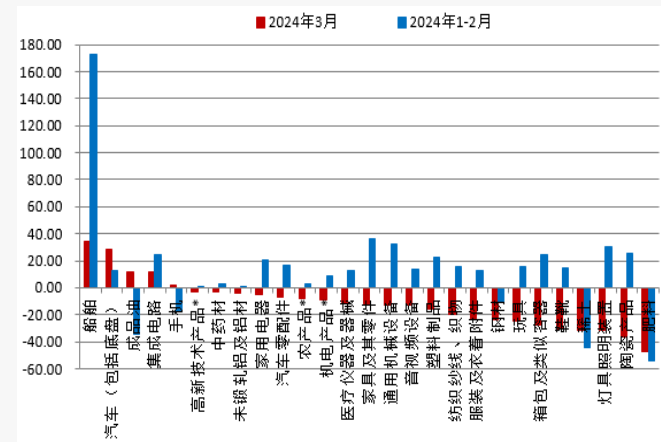
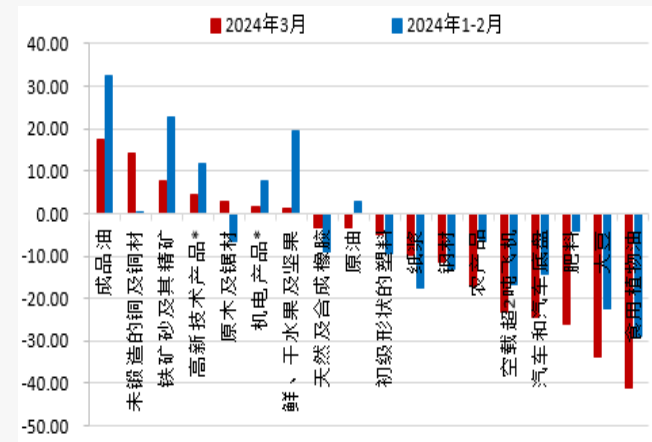


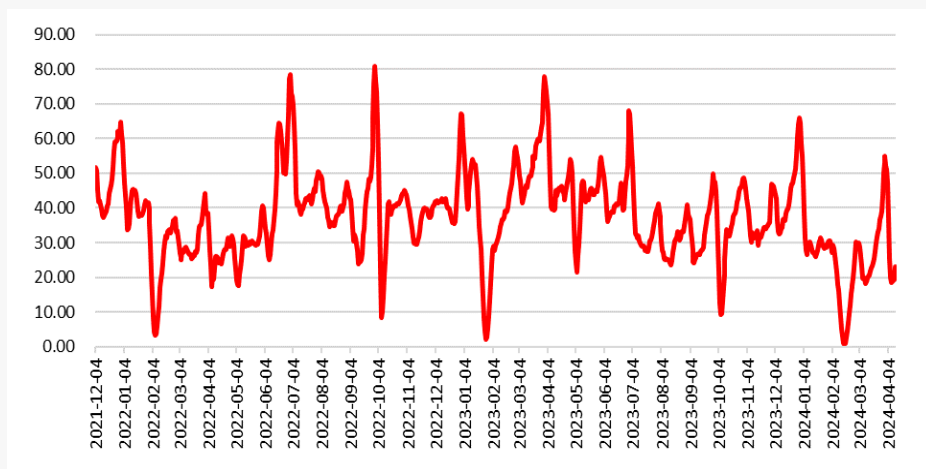
图2.3 主要商品进口额当月同比增长率（%）



# 地产销售弱势恢复 车市利好因素仍在

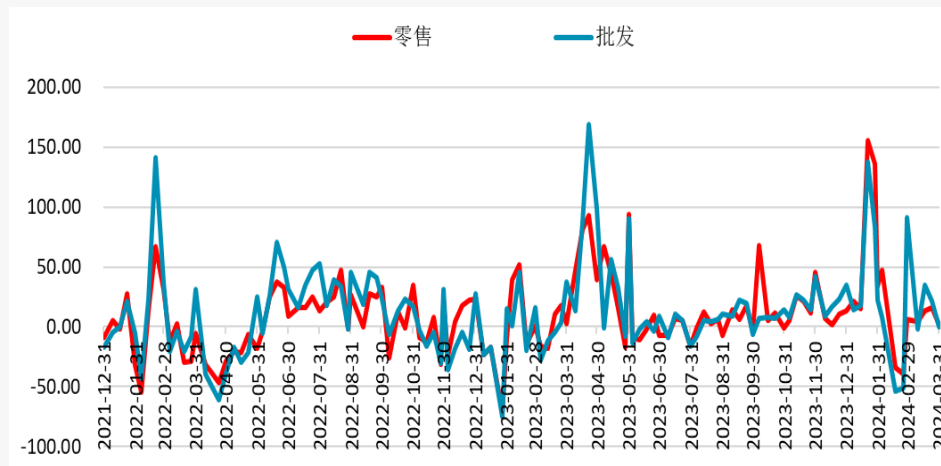
- 清明假期后，30大中城市商品房成交环比季节性恢复，当周成交环比增长48%，但同比去年同期仍下降35%，地产销售恢复依旧较弱。
- 4月第一周，国内乘用车销售环比走低，同比走势分化，其中，乘用车日均零售同比下降8.13%，为2月底以来首次同比下跌，批发量同比上涨12.96%，涨幅大于前一周。据乘联会，3月,国内狭义乘用车零售168.7万辆,同比增长6.0%,环比增长52.8%;一季度,累计售出482.9万辆,同比增长13.1%。乘联会认为,4月车市在工作日同比增多、车展恢复及五一自驾出游的带动下，仍有较多有利因素，预计节前有望形成汽车销售小高潮。

图2.4：30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2.5：乘用车销量当周同比增长（%）



# 猪肉价格续涨 果蔬价格走弱

8日当周，国内主要食用农产品价格涨跌互现，在供给阶段趋紧，养殖端看涨惜售的推动下，猪肉价格连续第四周上涨，当周日均价格环比上涨0.29%，涨幅较前一周小幅扩大。随着天气转暖，应季果蔬供给增加，果蔬价格周环比继续回落，其中，蔬菜当周日均价格环比下跌0.77%，为连续八周环比下行，水果价格当周日均价格环比下降0.12%，降幅略有收窄。

图2.6：国内猪肉、果蔬日均价（元/公斤）

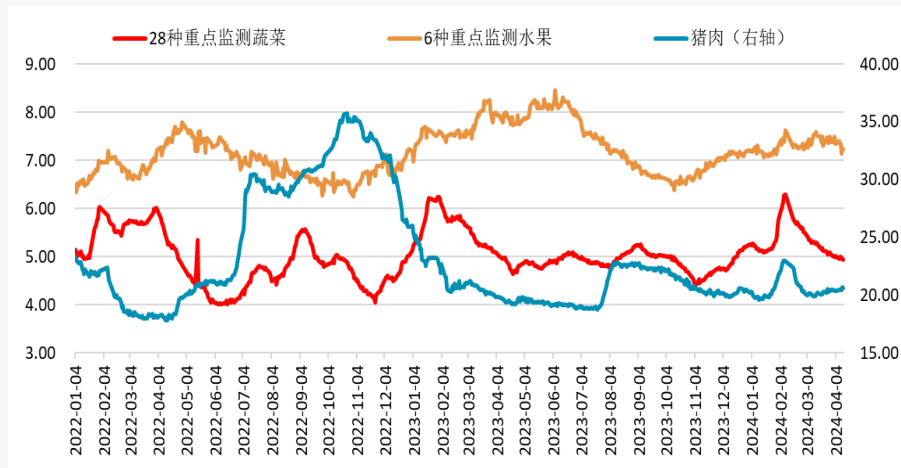
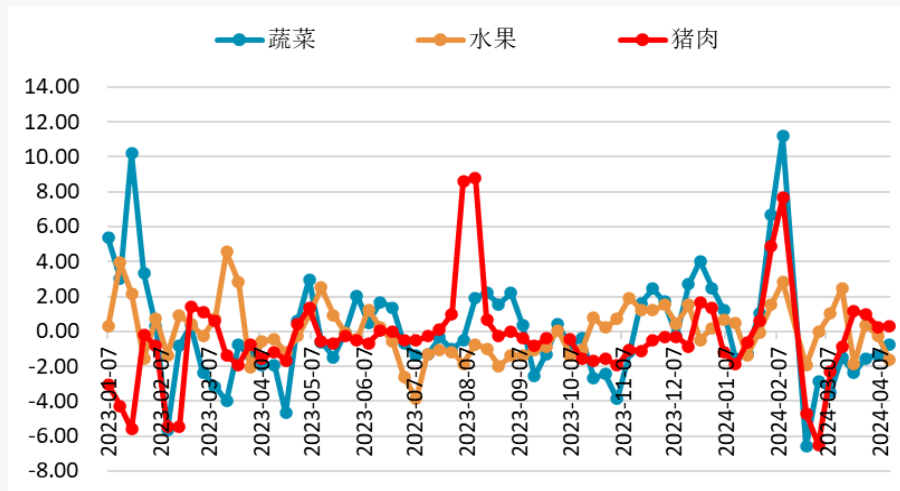


图2.7：国内猪肉、果蔬日均价周环比（%）



资料来源：Wind、一德宏观战略部



# 需求增长偏弱 国内通胀中枢企稳但依旧偏低

- 受春节错位导致食品价格同比降幅加大的影响，3月国内CPI同比增长回落0.6个百分点至0.1%。环比上，除食品及旅游价格节后季节性走低外，交通工具价格环比转跌亦对CPI形成拖累，但3月核心CPI同比涨幅收窄，环比转跌，表明经济需求增长依旧乏力。
- 国内PPI在基数走低下，同比降幅进一步扩大0.1个百分点至-2.8%，环比下降0.1%，显示工业需求旺季恢复力度不足，其中，黑色冶炼，非金属矿物行业价格环比降幅较大，反映基建地产增长乏力对工业需求的压力，此外，汽车制造及与其相关的橡胶制品业价格环比走低，表明汽车行业产出持续增长下，需求放缓对价格形成打压。
- 总体看，当前基建、地产增长乏力下，国内需求增长相对偏弱，通胀中枢企稳但依旧偏低。

图2.8: 国内CPI环比 (%)

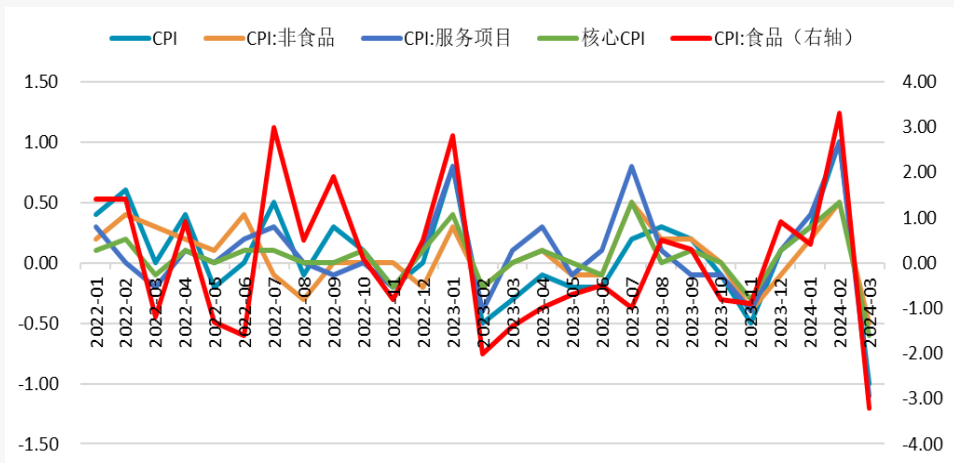
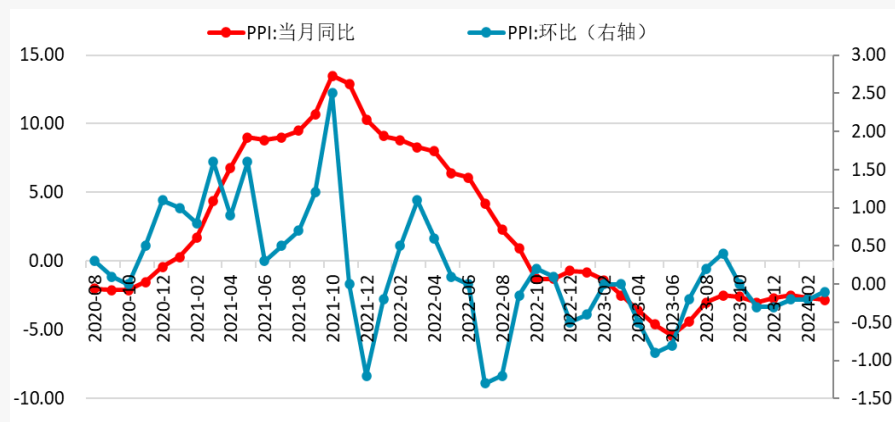


图2.9: 国内PPI (%)



资料来源: Wind、一德宏观战略部

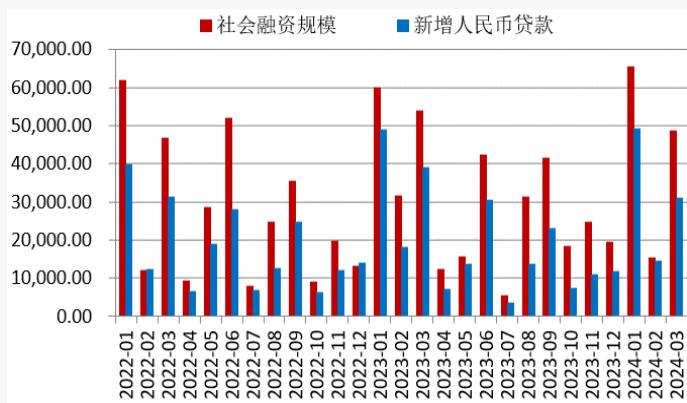
# 平滑波动信贷低 拖累社融同比少

□ 3月，人民币贷款当月新增3.09万亿元，同比少增8000亿元，有去年高基数的影响；此外，一季度信贷的平滑放缓也与年初信贷政策的“均衡投放、平滑波动”指引有关。从结构上来看，企业端，企业中长期贷款同比少增4700亿元，与高债务省市在化债约束下基建投融资需求减弱，以及采取避免资金沉淀空转的措施有关；而企业短贷同比少增1015亿元，显示企业经营活性中性有待进一步激活。居民端，3月居民中长期贷款同比少增1832亿元，显示3月地产销售尚未有实质性好转；居民短贷也是环比增而同比减，当前的消费意愿还未明显修复。当前信贷增长的主要制约来自居民消费意愿不足和多地面临化债压力上。

□ 3月社融存量增速回落0.3个百分点至8.7%，社融规模当月新增4.87万亿元，同比少增5142亿元，其中信贷和政府债券同比明显少增，是社融增速偏弱的主要原因。而企业债融资加快，同比多增1251亿元，低利率水平下企业发债成本降低使得企业债融资意愿有所增强，但城投债依然承压。3月表外融资规模总体弱中有增，有银行信贷投放平衡指引下的表内融资需求存在外溢的可能。

□ 3月，M2增速8.3%，较上月下降0.4个百分点，M1同比增长1.1%，下降0.1个百分点。M2-M1剪刀差在7.2%，偏慢的复工节奏影响企业取现需求，企业资金活性依旧低迷。因实体信贷与政府债融资环境偏弱，商业银行的扩表速度放缓，派生存款规模下降，且同期财政支出速度仍偏缓，拖累了M2的增长。

图2.10 社会融资总额与新增人民币贷款 (亿元)



资料来源：Wind、一德宏观战略部

图2.11 M1、M2同比增速 (%)

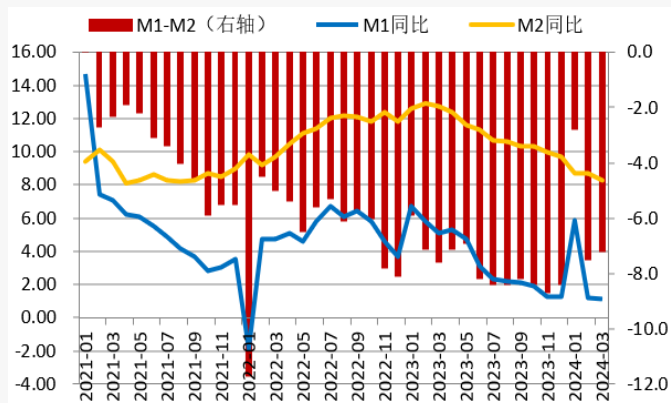
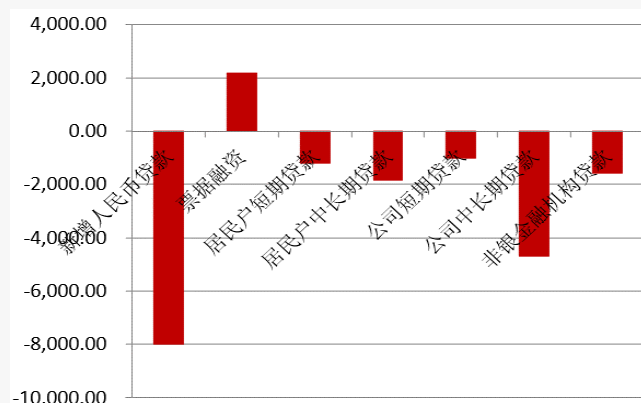


图2.12 3月新增人民币贷款同比增减 (亿元)



# 央行大幅净投放 跨季资金平稳

8日当周，央行进行了100亿元逆回购投放，当周有60亿元逆回购到期，当周净投放40亿元。节后银行市场资金面平稳，银行市场利率保持稳定，DR001周均值环比上涨1BP至1.71%，DR007周均值环比下降2BP至1.83%。

图2.13：央行公开市场净投放（亿元）

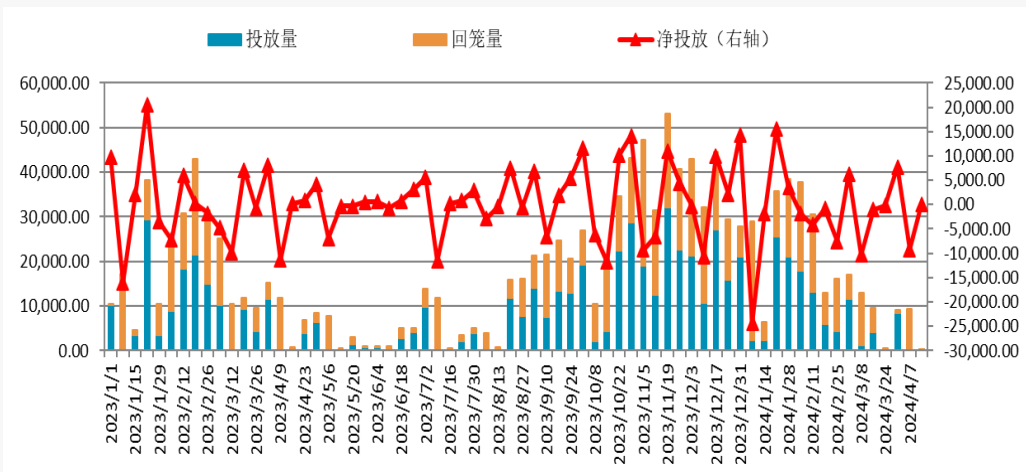
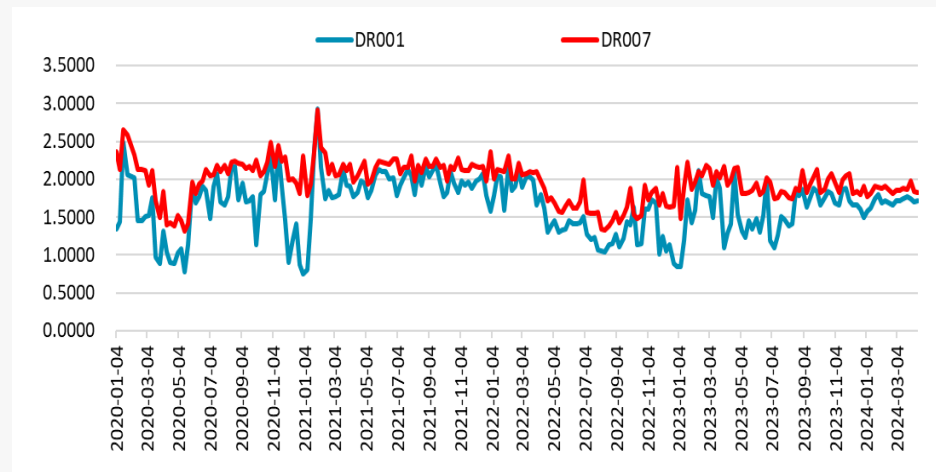


图2.14：银行间质押式回购加权利率（%）



资料来源：Wind、一德宏观战略部

03

# 海外经济跟踪

---

# 美国CPI超预期上行 消费者信心全面回落

- 受能源价格同比由负转正及房租同比涨幅加大的推动，美国3月CPI同比上涨0.3个百分点至3.5%，高于预期的3.4%，剔除食品和能源成本的核心CPI同比持平于前值3.8%，高于预期的3.7%，服务业通胀保持坚挺对CPI形成较强支撑。环比看，在能源及其推动的运输通胀上涨的支持下，3月CPI环比增长持平于前值的0.4%，高于预期的0.3%，房屋通胀持稳及医疗价格反弹下，核心CPI环比增长持平于前值0.4%，超过预期的0.3%。总体看，目前支持美国通胀的主要因素来自能源价格的上涨，房租坚挺及部分服务业通胀的反弹，其中，房屋租金受房间下行的滞后影响，上涨动能预期不强，后市增长趋向回落，但在强劲就业市场对薪资增长的支撑下，服务业通胀可能依旧维持坚挺，对美国通胀的下行形成阻碍。
- 同样受服务业通胀的拉动，美国3月PPI同比上涨2.1%，高于前值1.6%，不及2.2%的市场预期；能源价格走低下，PPI环比增长0.2%，低于前值0.6%和预期值0.3%。核心PPI同比增长2.4%，高于预期和前值，受商品价格下降影响，核心PPI环比由2月的0.3%放缓至0.2%。
- 美国4月密歇根大学消费者信心指数初值降至77.9，不及预期79，现况指数及预期指数分别回落至79.3、77，均不及市场预期，双双创下年内最低，通胀走高下，美国消费者信心全面回落。

图3.1: 美国CPI同比 (%)

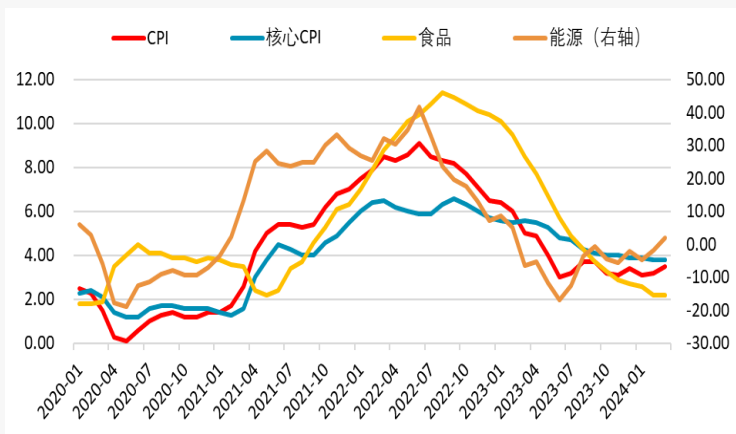


图3.2: 美国CPI分项环比 (%)

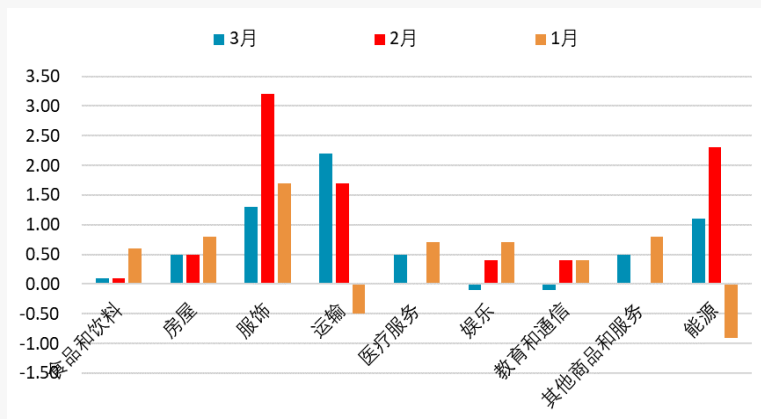
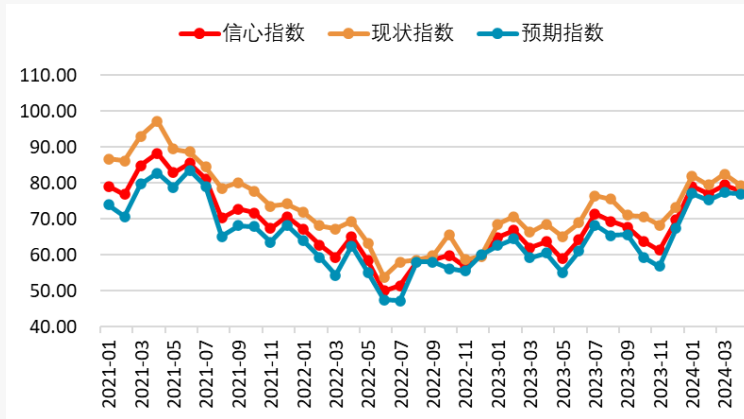


图3.3: 美国密歇根大学消费者信心指数



资料来源: Wind、一德宏观战略部

# 能源价格走低缓解德国工业压力，英国经济有望摆脱衰退

- 受内外需求回暖的影响，2月德国工业产出环比增长2.1%，较1月的1.3%显著加快，远高于0.5%的市场预期，工业产出同比降幅由1月的-5.5%收窄至-4.9%。其中，建筑、汽车、化工等能源密集产业生产显著恢复是德国工业产出的主要拉动因素。在能源和食品价格下跌的驱动下，德国CPI加速放缓至2.3%，能源价格走低对德国经济的压力减轻，德国经济复苏初现韧性，同时，核心通胀创下3.3%的2022年6月以来的最低水平，但在工资和租金推动服务业价格上涨下，核心通胀回落较慢。
- 受制造业同比超预期增长1.2%的拉动，英国2月GDP环比增长0.1%，符合预期，前值上行0.1个百分点至0.3%，英国经济连续第二个月增长，表明在经历四季度的短暂衰退后，英国经济有望在一季度从衰退中恢复增长，但增长力度预期较弱。
- 欧元区4月Sentix投资者信心指数大幅回升4.6至 -5.9，好于预期的-8.5，投资者信心指数升创两年高点，其中，核心现状指数小幅上涨2.2至-16.3，核心预期指数上升7.3至5，为2022年3月以来首次转正，显示投资者对欧元区市场前景转向乐观。

图3.4：德国CPI

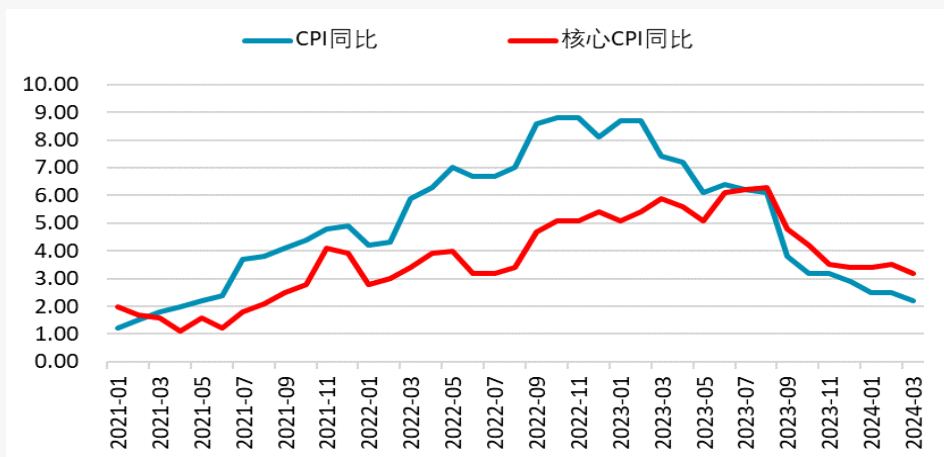
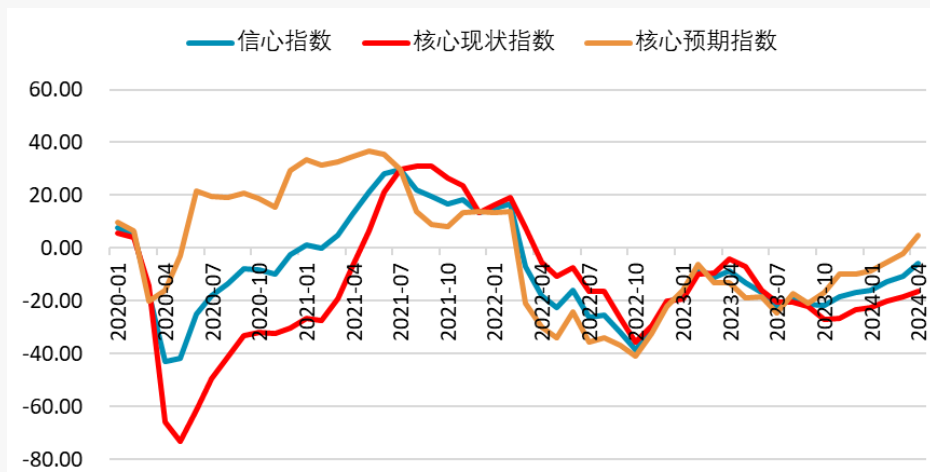


图3.5：欧元区Sentix投资者信心指数



资料来源：Wind、一德宏观战略部

# 二次通胀风险升温，市场降息预期开始低于联储预期

8日当周，当周公布的3月CPI数据显示核心通胀改善陷入停滞，二次通胀风险陡然上升，联储官员讲话延续谨慎基调，市场降息预期继续回落，开始低于3月点阵图水平：美联储观察工具显示的年内降息预期降为2次，此外，市场对于降息起始时点预测推迟至7月，且降息概率不足六成，而剩余的一次降息可能发生在12月。

图3.6：美联储未来几次会议降息概率

CME FEDWATCH TOOL - MEETING PROBABILITIES								
MEETING DATE	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%	5.9%	94.1%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.4%	26.9%	71.7%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.6%	11.4%	44.5%	43.5%
2024/9/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	5.6%	26.6%	44.0%	23.5%
2024/11/7	0.0%	0.0%	0.1%	1.6%	11.0%	31.2%	38.7%	17.4%
2024/12/18	0.0%	0.0%	0.8%	6.2%	20.9%	34.8%	28.3%	8.9%
2025/1/29	0.0%	0.3%	2.6%	11.1%	25.5%	32.7%	21.9%	5.9%
2025/3/19	0.1%	1.3%	6.4%	17.6%	28.7%	27.8%	14.7%	3.3%
2025/4/30	0.5%	2.8%	9.7%	20.8%	28.5%	24.0%	11.4%	2.3%

图3.7：近一周联储官员表态

序号	官员 (2024票委*)	主要观点
1	3月FOMC会议纪要	近期的通胀数据未能增强实现目标的信心，去通胀进程延续但颠簸；如经济如预期发展，年内降息将是合适的，与会者普遍倾向于维持机构MBS的现有上限，并调整美国国债的赎回上限，以减缓缩表的步伐。
2	欧央行议息会议	大多数衡量潜在通胀的指标都在缓解，工资增长也在逐渐放缓。如果管委会对通胀前景的最新评估、潜在通胀的动态和货币政策传导的力度进一步增强信心，则减少目前货币政策限制的水平将是合适的。
3	芝加哥联储古尔斯比	美联储必须权衡在不损害经济的情况下，还能将当前的利率立场维持多久。尽管CPI数据令人担忧，他个人在决策中更倾向于关注后续PCE数据。
4	纽约联储威廉姆斯*	预计通胀回落的道路上会出现波动，但随着时间推移会回归正轨，年内降息将是适宜的。
5	里士满联储巴尔金*	通胀数据使得更加远离宣布抗通胀取得胜利，需要一段时间观测后续数据。
6	亚特兰大联储博斯蒂克*	如通胀进展停滞不前，而经济继续表现出色，美联储今年可能根本不会降息。
7	波士顿联储柯林斯	预计早些时候开启降息，但次数或少于3月点阵图水平及市场预期。

资料来源：CME、公开信息、一德宏观战略部

04

# 资产配置建议

---



# 国内市场风险情绪转弱

8日当周，国内市场风险情绪转弱，其中，股债收益率差由历史84.34%的分位数水平回升至历史86.82%的分位数水平；股债收益比由历史86.08%的分位数水平升至历史 87.57%的分位数水平。

图4.1：股债收益率差

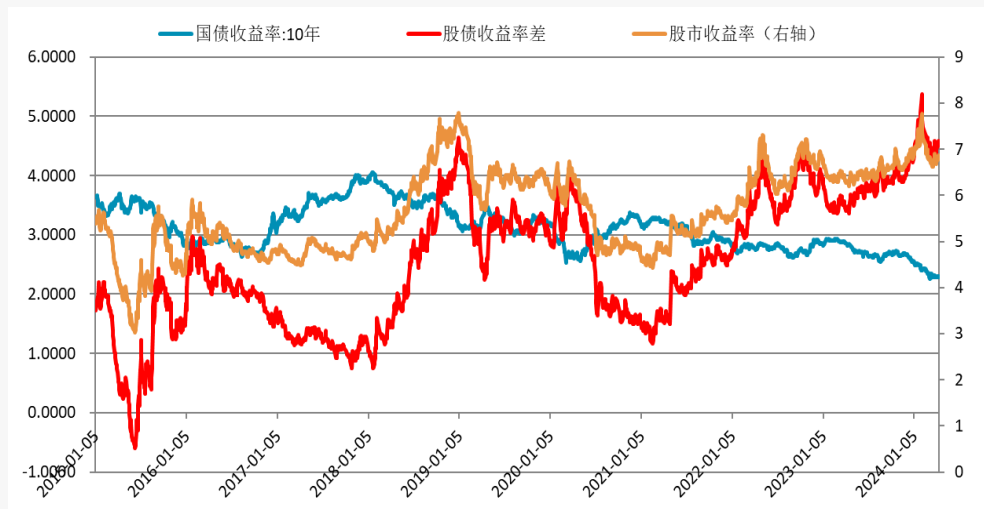
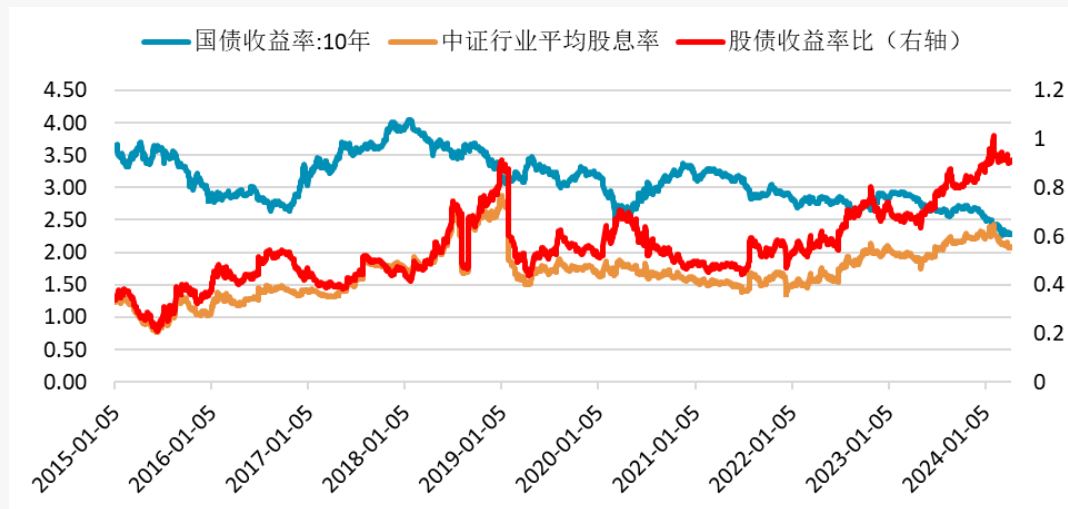


图4.2：股债收益率比



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

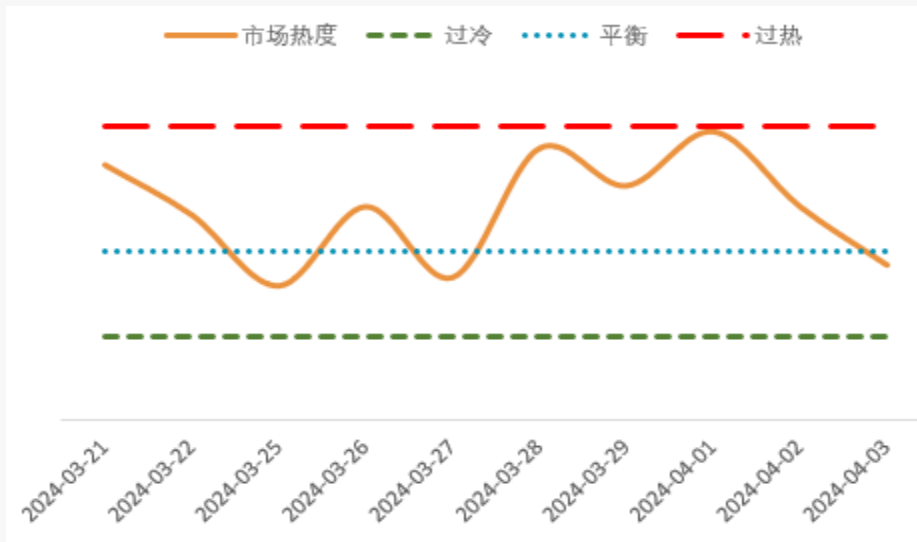
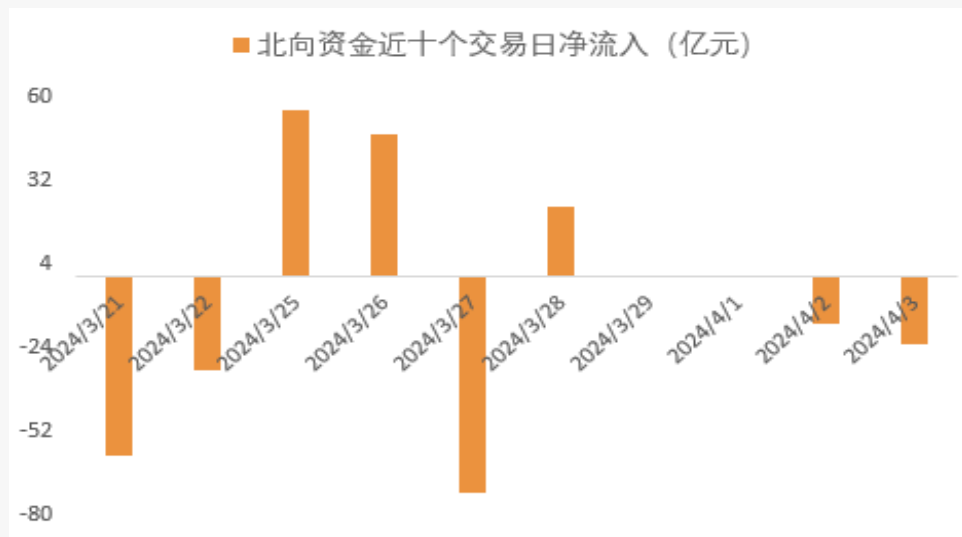


图4.4: 近10日北向资金表现

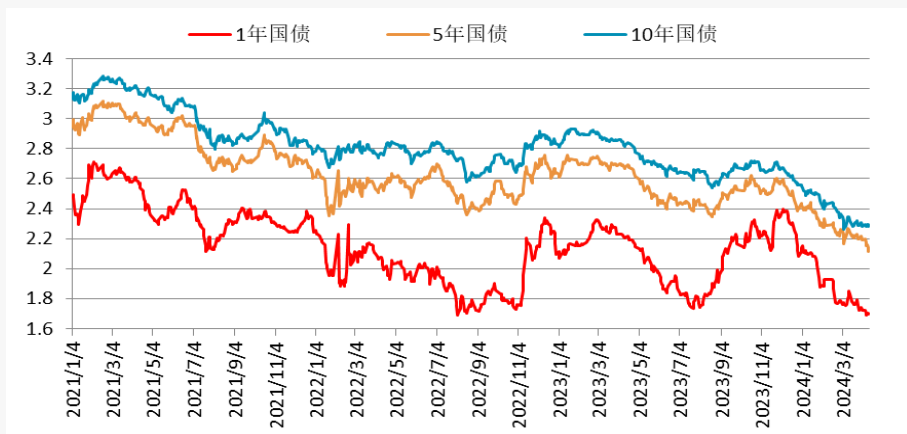


资料来源: wind、一德宏观战略部

# 国债

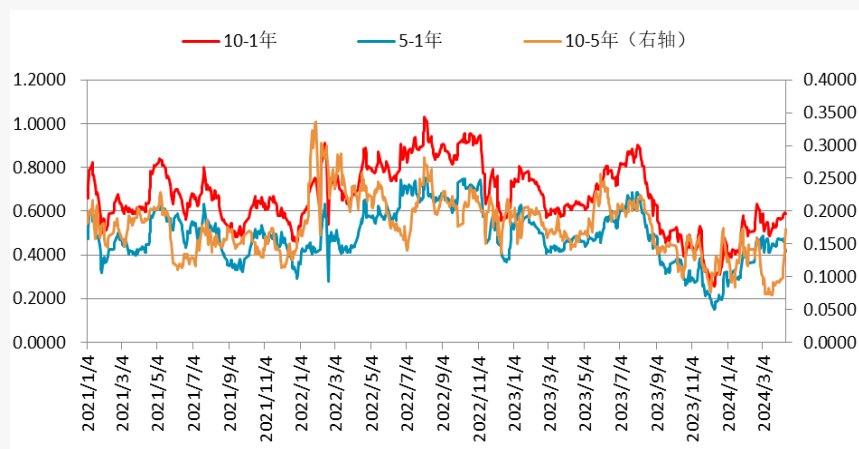
8日当周，随着跨季资金面转送，国债收益率先升后降，总体回落，长短期国债收益率差小幅收窄。本周债市继续走强，长国债利率维持区间震荡，中短端收益率下行，长短期国债收益率差走阔。3月国内外贸、通胀、信贷表现偏弱，基本面对债市仍构成支撑起，资金面上，节后市场资金面宽松，周内国债地方债发行压力环比减弱，但随着进入税期，短期或对资金面形成扰动，策略上，维持债市强势思路，配置仓位继续持有。

图4.5：国债到期收益率（%）



资料来源：中债登网站，一德宏观战略部

图4.6：国债利差（%）



# 黄金

8日当周，金价续创历史新高，且与持有成本同时走强背离加深，利率端定价“二次通胀”叠加地缘因素影响，金价反而冲高回落或与地缘局势已被过度计价有关。联储尚未改变年内降息总体基调，助长了市场狂热的做多情绪，在短期内地缘局势变数犹存背景下，金价后续走势存在多种可能。但总体看，在年内降息预期犹存情况下，金价尚处主升阶段，任何预期的回摆都将是配置回补入场的良机。策略上，关注短期回调企稳情况，逢低配置为主。

图4.7：美国10Y国债实际利率与名义利率（%）

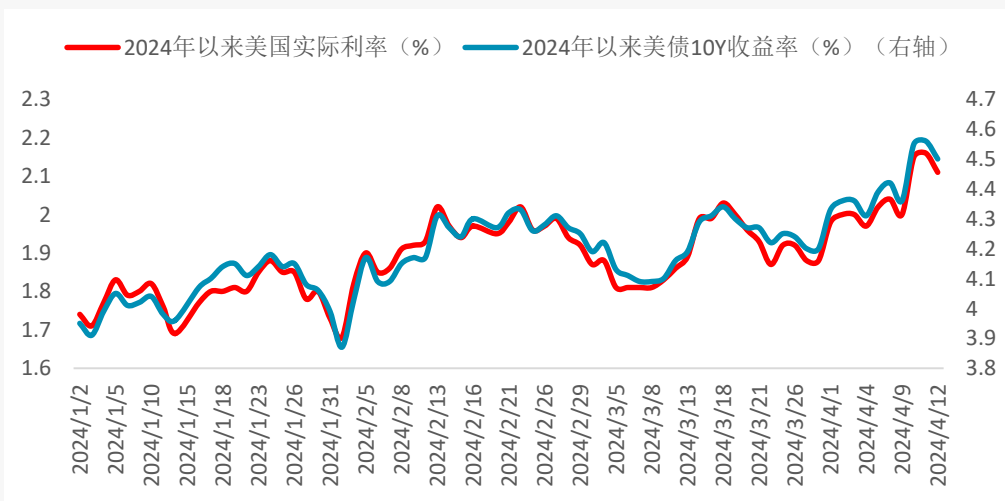
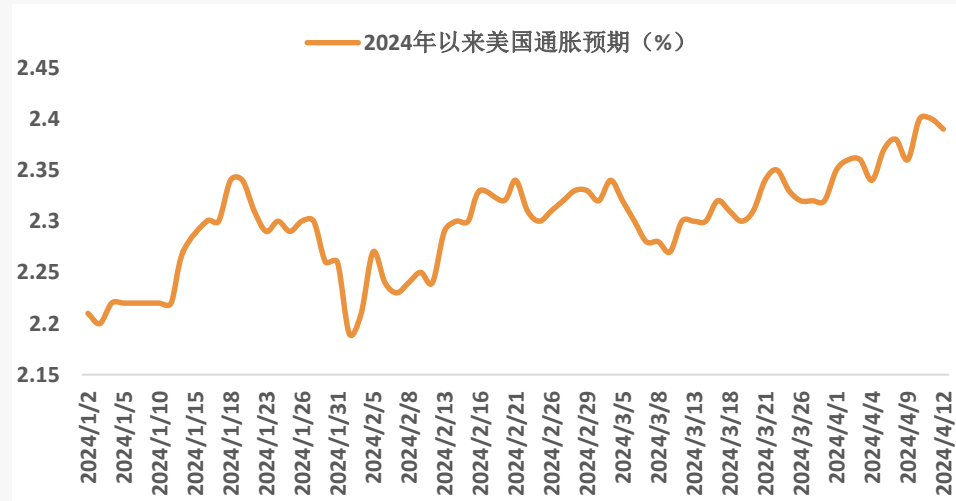


图4.8：美国10Y国债盈亏平衡通胀率（%）



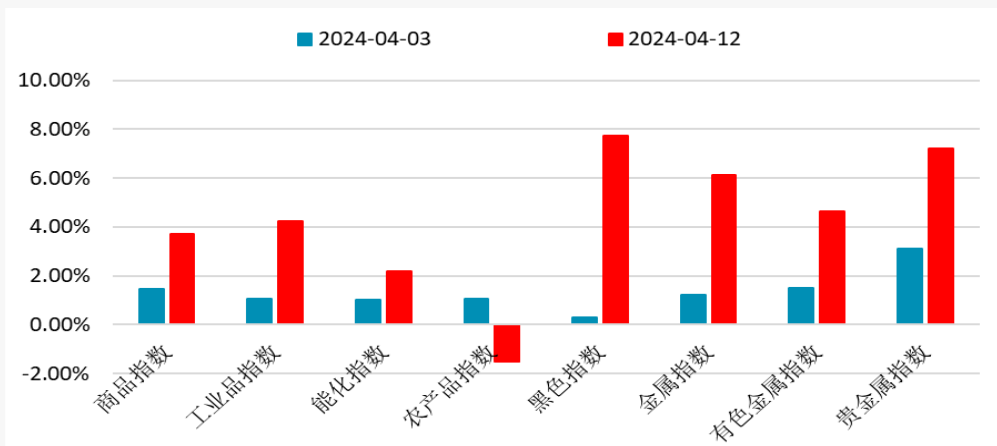
资料来源：wind、一德宏观战略部

# 大宗商品

8日当周，国内大宗商品价格总体延续反弹，但工业品、农产品走势分化，其中农产品指数转跌，工业品价格涨幅显著加大，主要工业品中，库存消化叠加控产预期下，黑色指数涨幅显著加大，中东局势紧张持续支撑油价，能化指数延续上涨，看涨情绪持续发酵推动金属价格加速上涨，有色、贵金属指数涨幅扩大。

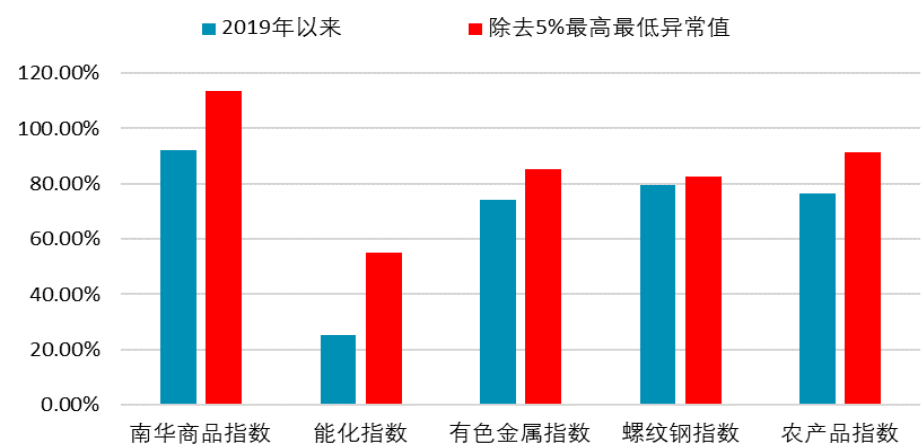
截止2月23日当周，南华商品期限溢价率小幅回升，其中，南华商品指数对CCPI期限溢价率位于2019年以来历史92.08%分位水平，其中，螺纹、农产品、有色指数分别位于79.68%、76.58%、74.26%的较高分位水平，能化指数位于25.32%分位水平，估值较低。

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（%）

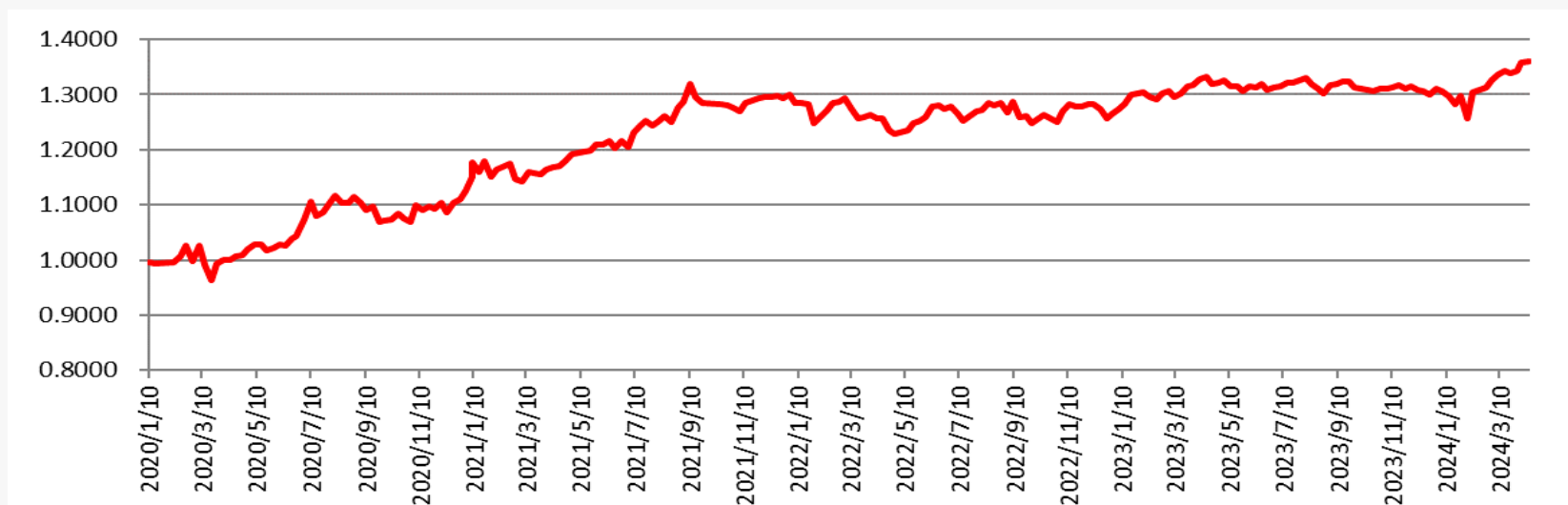


# 配置建议与策略跟踪

## 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 (4.15-4.19)

重要财经数据与事件关注	
2024/4/15	日本2月核心机械订单同比, 前值-10.9%, 预期-6%
	欧元区2月工业产出同比, 前值-6.7%
	美国3月零售销售环比, 前值0.6%, 预期0.4%
2024/4/16	美国2月商业库存环比, 前值0%, 预期0.3%
	中国1至3月城镇固定资产投资同比, 前值4.2%, 预期4.3%
	中国3月社会消费品零售总额同比, 前值5.5%, 预期4.5%
	中国3月规模以上工业增加值同比, 前值7%, 预期5.4%
	中国一季度GDP同比, 前值5.2%, 预期4.6%
	中国3月城镇调查失业率, 前值5.3%, 预期5.2%
	英国3月失业率, 前值4%
	欧元区4月ZEW经济景气指数, 前值33.5
	美国3月新屋开工(万户), 前值152.1, 预期148
	美国3月营建许可(万户), 前值151.8, 预期151
	美国3月工业产出环比, 前值0.1%, 预期0.4%
美联储副主席杰斐逊就货币政策发表讲话	
2024/4/17	日本3月进口同比, 前值0.5%, 预期-5%
	英国3月CPI同比, 前值3.4%
	欧元区3月调和CPI同比终值, 预期2.4%
	中国今日有1700亿元1年期中期借贷便利(MLF)到期
2024/4/18	IMF和世界银行举行2024年春季会议, 至4月20日
	美国2月国际资本净流入(亿美元), 前值-88
	中国3月Swift人民币在全球支付中占比, 前值4%
	澳大利亚3月失业率, 前值3.7%, 预期3.9%
	美国3月成屋销售总数年化环比, 前值9.5%, 预期-6.7%
	美国3月谘商会领先指标环比, 前值0.1%, 预期-0.1%
2024/4/19	美联储公布经济状况褐皮书
	日本3月CPI(除生鲜食品)同比, 前值2.8%, 预期2.7%
	英国3月核心零售销售环比, 前值0.2%

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](http://www.ydqh.com.cn)