

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5月13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

股强商品弱延续 日元汇率创新低

6日当周，国内进出口增速双双回升由负转正，CPI和PPI同比也均有回升，资金博弈向更多地产利好方向释放。A股和港股延续偏强走势，上证指数震荡上行收涨至3150上方，三大指数涨幅均超1.7%，恒指逼近19000点关口。10Y国债利率持续在2.3%上方，震荡收涨1.45%。商品依旧相对弱势，农强工弱，能源指数大幅回调，拖累南华商品指数收跌0.4%，黄金价格反弹，沪金周内上涨1.76%。美元兑人民币中间价报7.1011，周内下调52点，在市场缺乏关键指引下，人民币继续区间波动。

当周，美国5月密歇根消费者信心意外暴跌，短期通胀预期大涨。美股集体高开后表现不一，标普500和道指周内分别上涨1.85%和2.16%。美债收益率拉回前面跌幅，周内最后收平在4.5%。美元指数震荡收涨0.23%，非美货币贬升互现，日元、英镑分别贬值1.83%、0.16%，日元贬值幅度大，而欧元小幅升值0.08%。商品方面，CRB商品指数总体上涨1.03%，其中Comex金主力反弹周内上涨2.46%。

图1.1 国内宏观大类资产表现

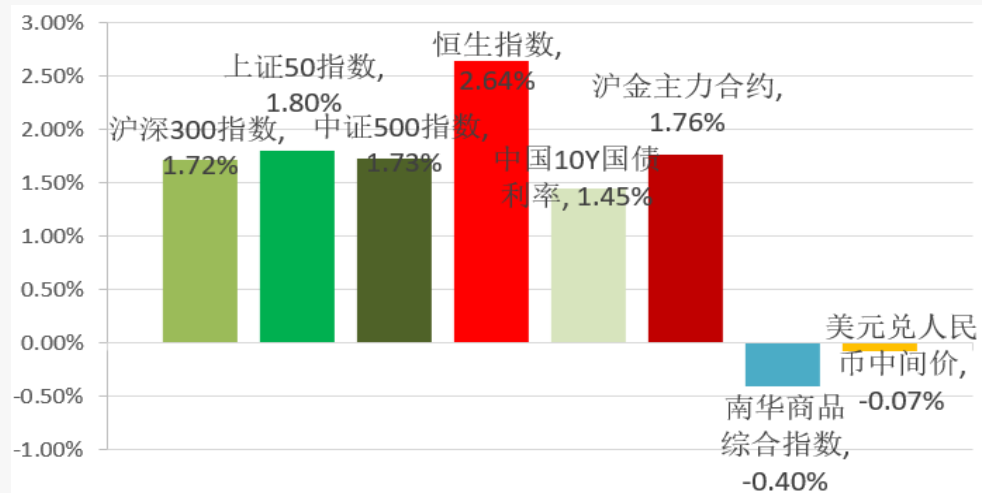
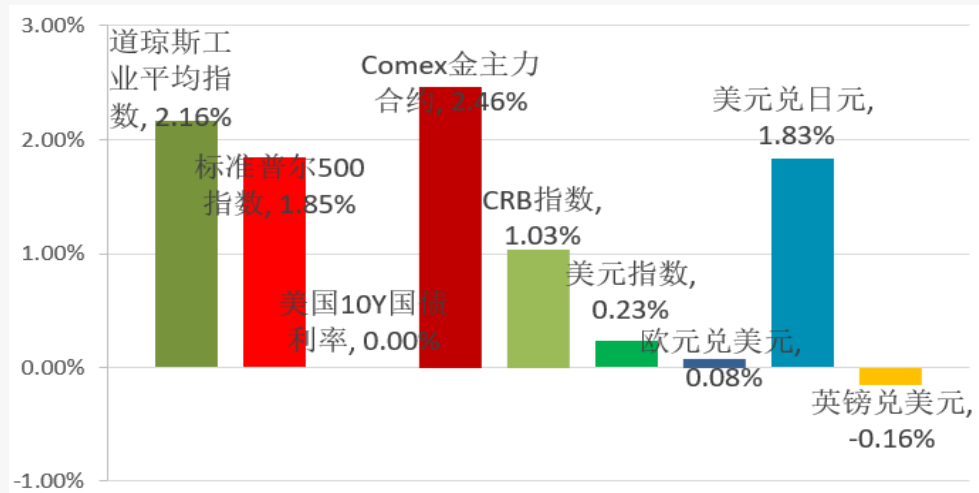


图1.2 海外宏观大类资产表现



资料来源：Wind、一德宏观战略部

02

国内经济跟踪

外需韧性下有风险 内需改善加力应对

□ 4月，进出口总额当月同比增长4.4%；其中，4月，出口当月同比增长1.5%，进口同比增长8.4%，较3月分别回升9.0、10.3个百分点。4月，我国实现贸易顺差732.5亿美元，较去年同期下降14.9%。

□ 4月，国内出口同比增速恢复正增长，显示外需韧性仍在。4月全球制造业景气度延续扩张，对东盟出口增速的回升转正是4月出口回升的主要因素；而美欧制造业景气环比持续下滑，会是后期外需出现调整的主要风险所在。短期外需韧性下，出口有望继续保持正增长，但也不可忽视外需走弱可能下的出口增速回调。

□ 4月，进口增速大幅回升，一方面是去年基数较低影响，另一方面是国内经济景气延续着扩张趋势。但4月国内PMI新订单与进口指数回落，反映了内需恢复的持续性还需进一步加强。当前商品价格总体回升对进口额的支撑加大，在国内财政政策加快和楼市需求政策大幅宽松下，内需修复进程也会加速，使得量上得到实际支撑，预计5月进口同比增速仍可保持一定的正增长。

图2.1我国进、出口当月同比增长率（以美元计价，%）

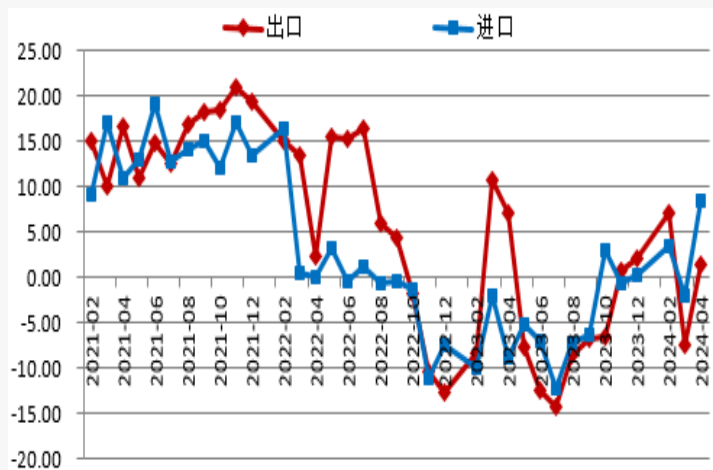


图2.2 主要出口伙伴对当月出口增速拉动率（%）

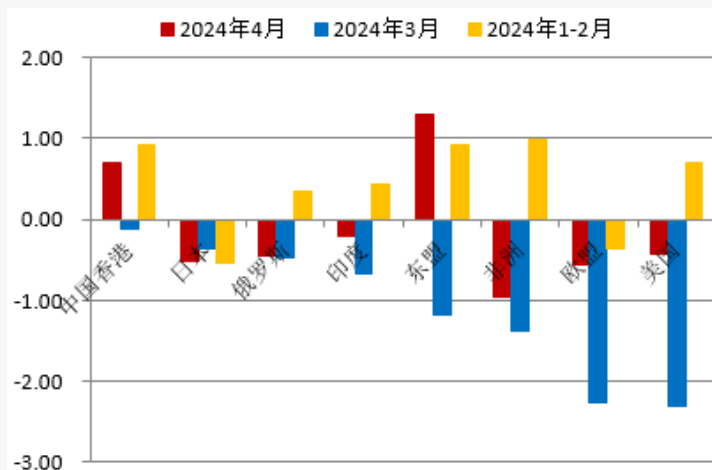
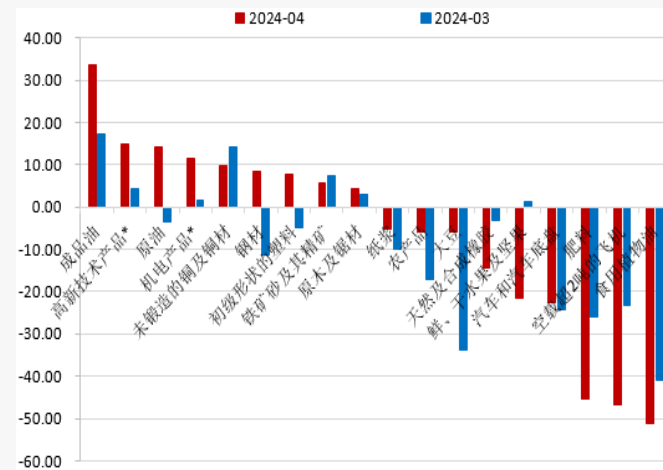


图2.3 主要商品进口额当月同比增长率（%）



资料来源：Wind、一德宏观战略部

政策推动地产销售改善 乘用车市场观望氛围加重

▣ 6日当周，30大中城市商品房成交假期后季节性反弹，当周日均成交面积环比上涨31.72%，但同比降幅扩大至40.89%，商品房成交仍维持低迷。但9日以来，全国多地放松优化楼市限购，落实房地产去库存政策，商品房当日销售出现明显反弹，市场预期出现改善。

▣ 4月第四周，国内乘用车销售明显回升，当周销售同比增长加快，其中，乘用车日均零售同比增长11.29%，较前一周的下降12.78%显著反弹，批发量同比增长12.8%，涨幅较前一周扩大。但因价格不稳等因素导致消费者观望气氛浓重，据乘联会数据，4月乘用车零售出现周期性环比下行，全国乘用车市场零售销量约为153.2万辆，同比下降5.7%，环比下降9.4%；前4个月累计零售销量约636.4万辆，同比增长8%。展望5月车市走势，乘联会方面预计，随着“以旧换新”的政策落地实施、各地相应政策措施出台与跟进，加之车市新品“价格战”阶段性降温，市场观望群体消费热情被激发，有益于未来几个月的车市逐步走强。

图2.4：30大中城市商品房日均成交面积7MA（万平方米）

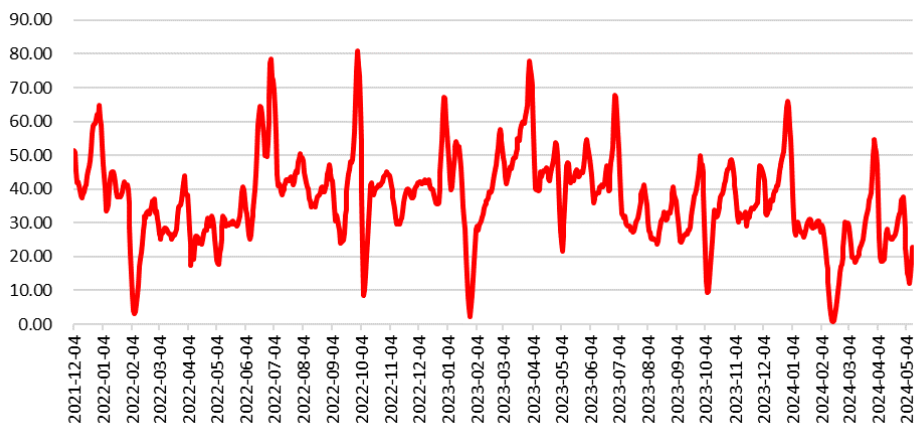
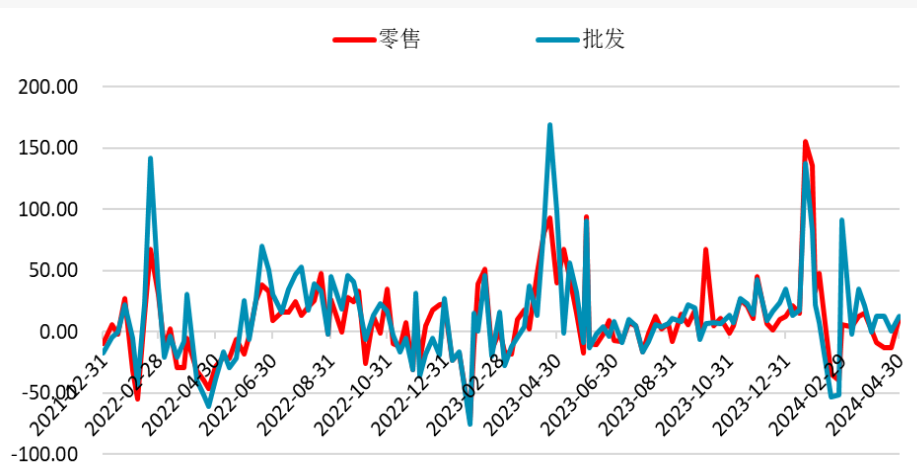


图2.5：乘用车销量当周同比增长（%）



资料来源：Wind、一德宏观战略部

国内通胀温和回升

4月CPI同比增长0.3%，高于前值的0.1%，环比增长0.1%，高于季节性。其中，猪肉价格环比企稳及假期旅游出行价格上涨带动非食品价格反弹是主要推动，但同时，可选消费价格环比回落，显示消费需求依然偏弱。后市在猪肉价格企稳及基数走低的支撑下，预计国内CPI将延续修复。

4月国内PPI同比增速为-2.5%，降幅较3月收窄0.3个百分点，环比降幅为-0.2%，亦较前值收窄。结构上，原油，有色等国际定价商品环比走高，是PPI的主要支撑，国内主导的黑色产业价格环比走低是主要压力，反应出国内基建、地产需求不振对价格的压制。此外，汽车等制造业产出增长相对较快，亦对工业品价格形成抑制。后市看，随着国内稳增长政策加速落地，需求端对工业品价格的支撑增强，PPI或延续回升趋势。

图2.6：国内主要行业CPI环比（%）

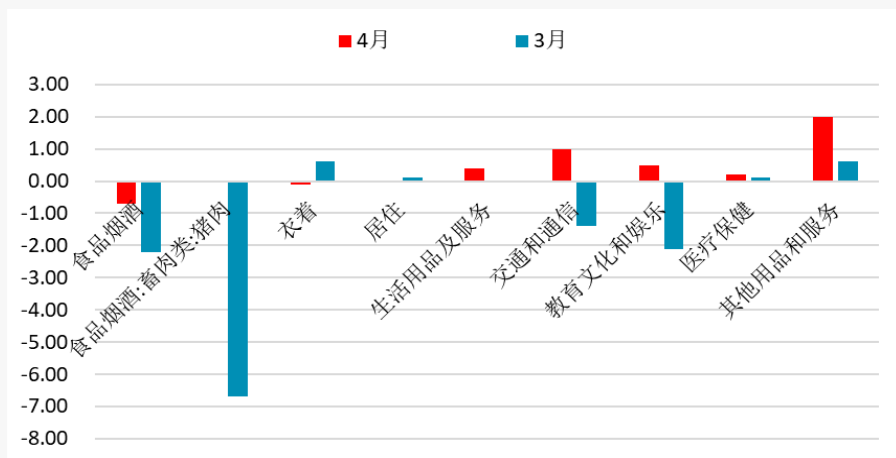
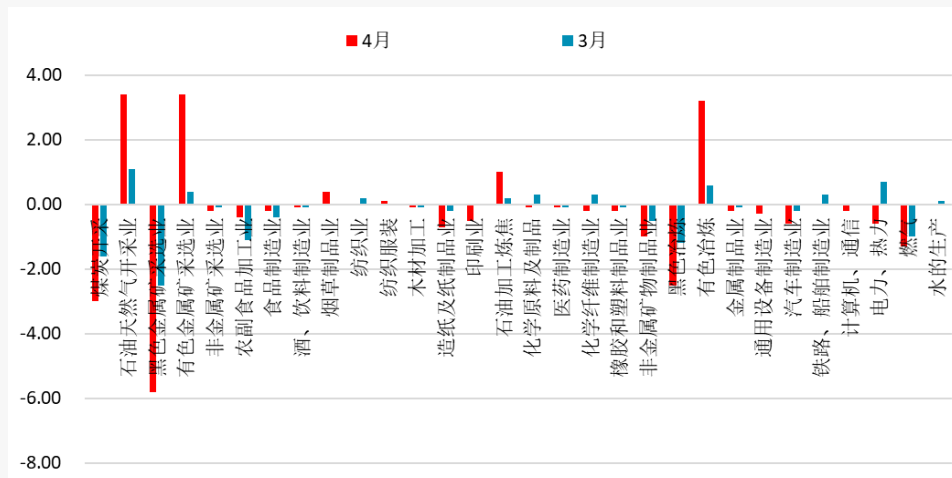


图2.7：国内主要行业PPI环比（%）

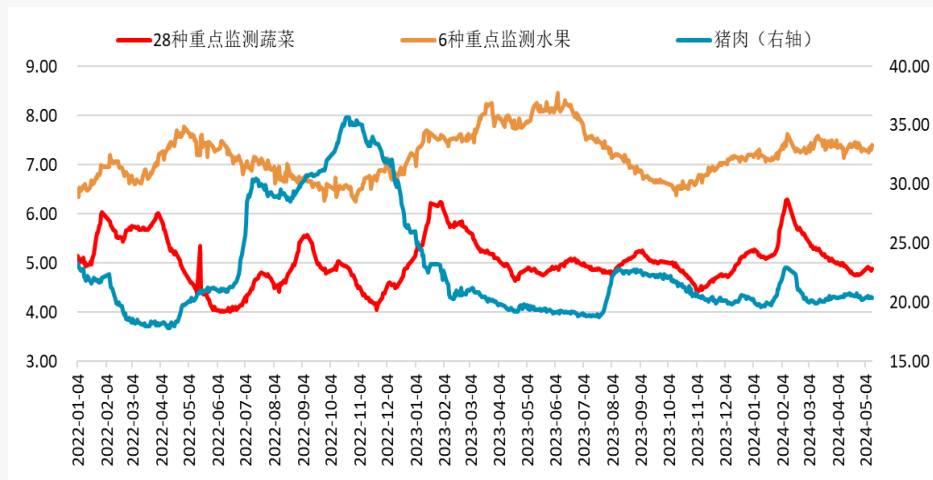


资料来源：Wind、一德宏观战略部

猪肉价格回升 水果价格走低

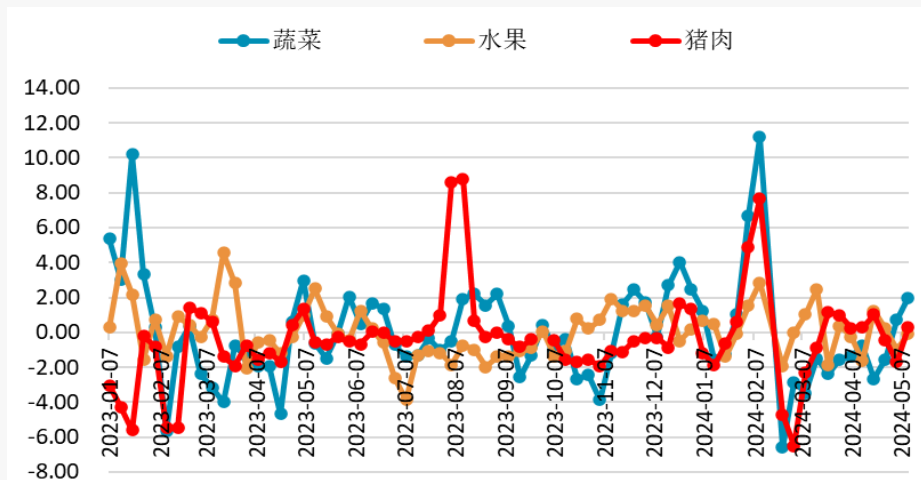
6日当周，国内主要食用农产品价格环比总体回升，五一假期过后，二次育肥陆续开启，养殖集团出栏计划收紧，猪肉价格企稳回升，国内猪肉当周日均价格环比上涨0.29%。南方降雨导致蔬菜供应减少，蔬菜价格延续上涨，当周日均价格环比涨幅扩大至1.98%，时令水果陆续上市下，水果价格延续弱势，当周日均价格环比下降0.09%。

图2.8：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2.9：国内猪肉、果蔬日均价周环比（%）



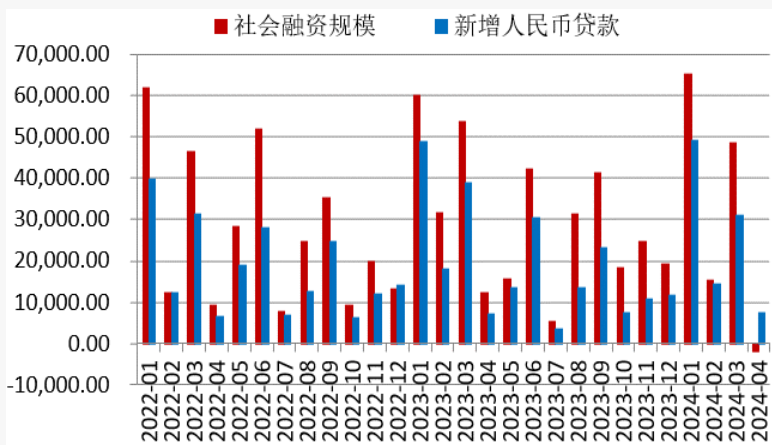
社融新增转负 需求制约信贷

4月，人民币贷款当月新增7300亿元，同比多增112亿元，基本符合市场预期。从结构上来看，4月信贷的增长主因票据融资支撑，单月新增8381亿元创历史新高，同比多增7101亿元。4月信贷小月下，企业和居民端信贷需求均有收缩，反映了当前需求约束制约信贷增长的现状，主要制约仍来自居民消费意愿不足和多地政府面临债务压力影响投资上。

4月社融存量增速继续回落0.4个百分点至8.3%，社融规模当月新增-1987亿元，同比少增1.4万亿元，其中政府债券和企业债券同比明显少增，是社融增速走弱的主要原因。其次是企业债券和未贴现汇票同比分别少增2447亿元和多减3141亿元。而4月下旬发改委指出已“完成2024年地方政府专项债券项目的筛选工作”，预计5-6月开始政府债发行会逐步加速。

4月，M2同比增速7.2%，较上月下降1.1个百分点，低于市场预期，是12年内的最低增速；M1同比增长-1.4%，单月增速转负。其中，企业部门存款同比多减1.73万亿元，商业银行的扩表速度放缓，派生存款规模下降，是M2超预期下行的主要因素。居民存款同比多减更多是存款利率下降、禁止手工补息政策整改和多资管及私募产品风险频发下，居民存款用于提前偿还债务的影响。

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 4月新增人民币贷款同比增减（亿元）

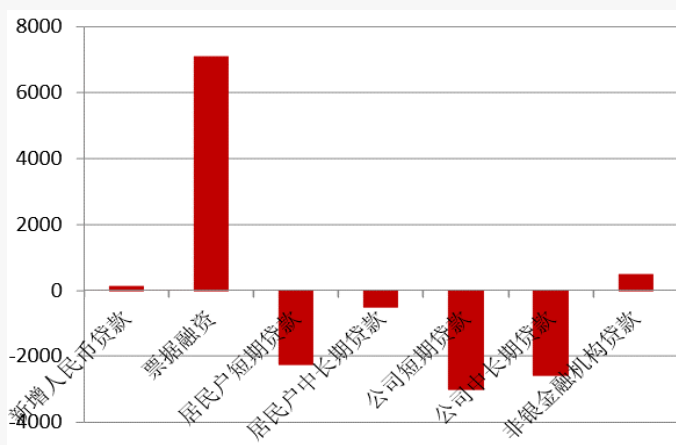
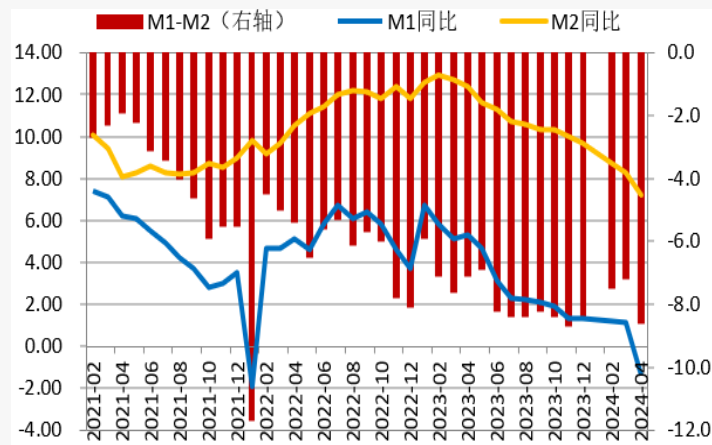


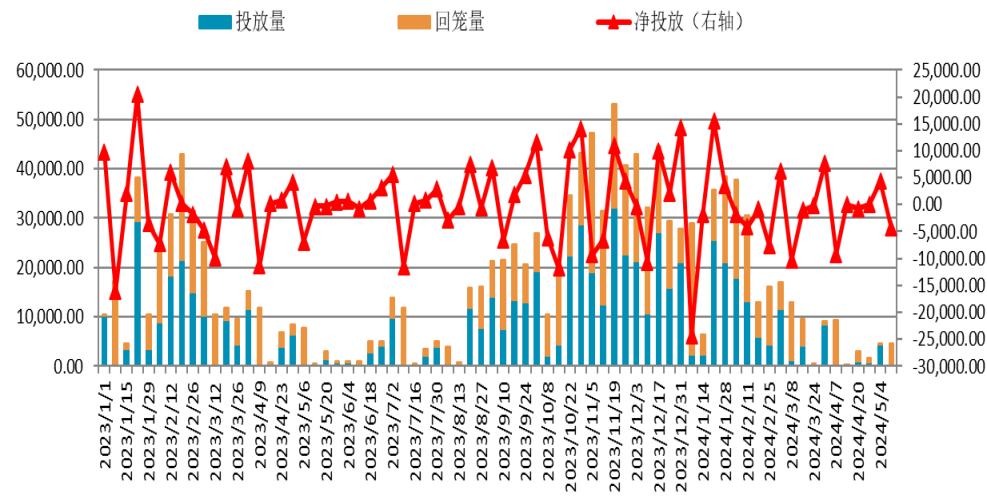
图2.12 M1、M2同比增速（%）



节后资金面转松 市场利率环比回落

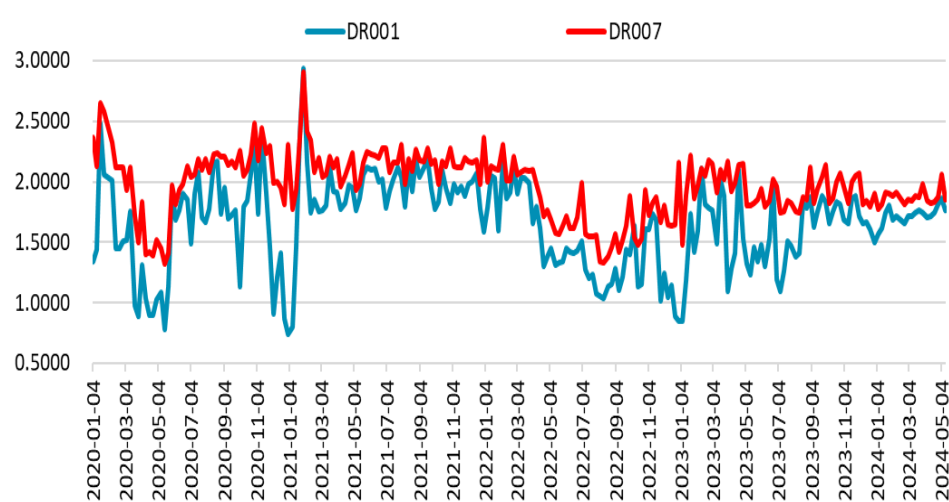
□ 6日当周，央行进行了120亿元逆回购投放，当周有4500亿元逆回购到期，当周净回笼4380亿元，假期过后，市场资金面转松，银行市场利率环比回落，DR001周均值环比下降9BP至1.76%，DR007周均值环比下降21BP至1.85%。

图2.13：央行公开市场净投放（亿元）



资料来源：Wind、一德宏观战略部

图2.14：银行间质押式回购加权利率（%）



货币政策重质轻量

□ 5月10日，央行发布2024年一季度货币政策执行报告。

对于当前经济形势，报告基本延续了前期政治局会议的判断，但对通胀的看法上，报告指出“物价处于低位的根本原因在于实体经济需求不足、供求失衡，而不是货币供给不够”，下一阶段将“把维护价格稳定、推动价格温和回升作为把握货币政策的重要考量，加强政策协调配合，保持物价在合理水平”表明下一阶段央行政策将以推动实体经济需求为主，但政策上将主要以配合财政产业政策为主，大规模数量宽松概率较小。

对于下一阶段货币政策，报告维持了“稳健，灵活适度、精准有效”的政策基调，但信贷政策上，报告最新提出“保持货币信贷供给与实体经济高质量发展的有效融资需求相适配”，结构性货币政策工具在一季度增速放缓后，后市仍有放量的可能。

房地产政策上，报告重申政治局会议提出的“统筹研究消化存量房产和优化增量住房的政策措施”，同时强调强化三大工程的“资金保障，预计货币政策将在进一步降低购房融资成本，支持住房以旧换新及三大工程融资上发力。

03

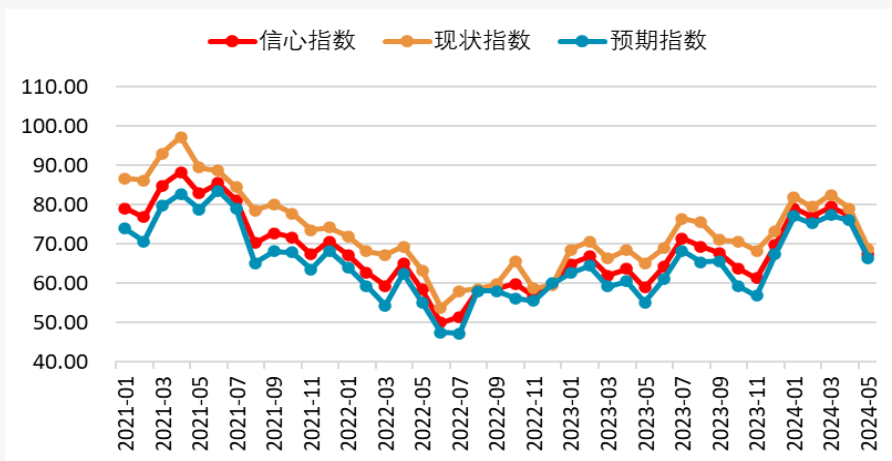
海外经济跟踪

美国消费者信心意外回落 通胀预期连续回升

□ 美国5月密歇根大学消费者信心指数初值为67.4，创6个月新低，较4月的77.2大幅回落，大幅不及76的市场预期，消费者预期指数初值66.5，显著低于76的前值和75的市场预期，消费者现况指数初值降至68.8，市场预期及前值均为79。5月美国消费者信心出现普遍回落，对就业及通胀的担忧或是导致消费者信心走弱的原因。

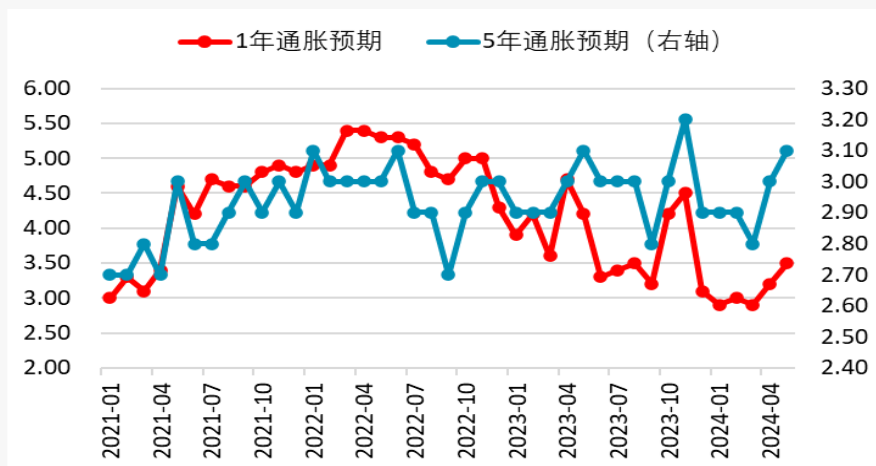
□ 同时，5月，密歇根大学通胀预期连续第二个月回升，其中，对未来一年的通胀预期由4月的3.2%上升至3.5%，高于3.2%的市场预期，5年期通胀预期从上月的3.0%小幅上升至3.1%，高于市场预期的3%，通胀预期均创下去年11月以来最高。通胀预期的走高或进一步抑制消费者信心的改善。

图3.1：密歇根大学消费者信心指数



资料来源：Wind、一德宏观战略部

图3.7：密歇根大学通胀预期

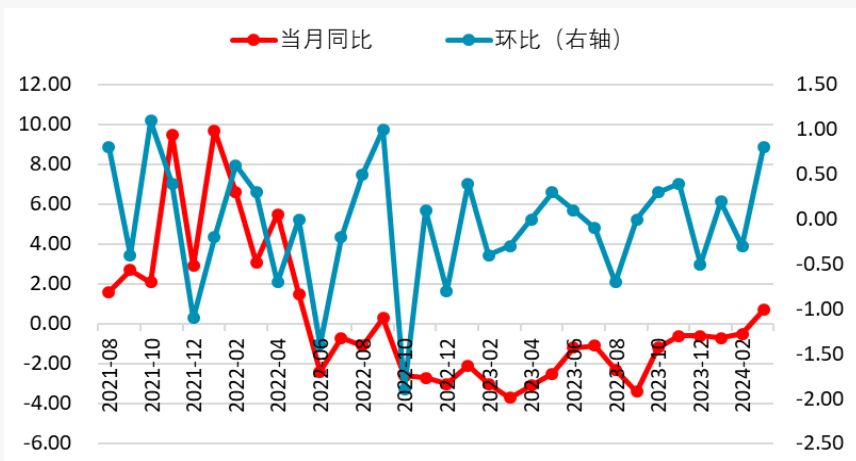


欧元区零售转涨 英国经济反弹

■ 受到燃料和食品支出增加的推动，欧元区3月零售销售同比增长0.7%，为18个月来首次上涨，好于-0.2%的市场预期；零售销售环比增长0.8%，为2022年10月以来最高，预期增长0.70%。由于工资增长滞后于通胀及德国公共部门一季度末进行一次工资支付，随着欧元区通胀的回落，欧元区总体实际收入增长加快，消费者信心显著回升，提振消费增长。

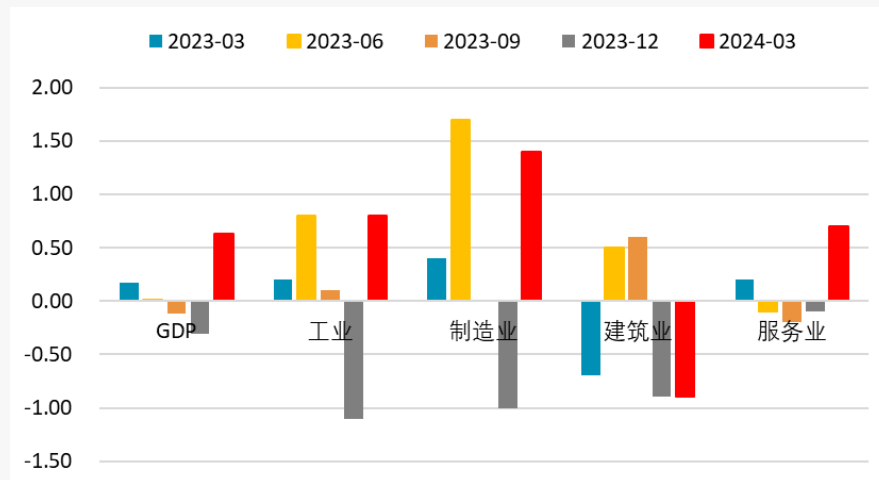
■ 受消费增长回升及投资表现好于预期的影响，欧元区一季度GDP环比由2023年四季度的-0.3%反弹至增长0.6%，创两年半最高，高于0.4%的市场预期，经济增长扭转了去年下半年以来的衰退局面，同比增长反弹0.4个百分点至0.2%，高于0%的预期。经济结构上，制造业和服务业反弹是主要推动因素，两者合计拉动GDP同比增长0.42个百分点，建筑业仍是经济的拖累。但从驱动因素看，一季度英国消费增长主要体现了政府消费增长的拉动，制造业景气在3月反弹后，4月再度转跌，表明高利率及成本上涨仍对经济产生影响，英国经济增长动能仍有走弱的风险。

图3.3：欧元区零售销售



资料来源：Wind、一德宏观战略部

图3.4：英国GDP环比



联储官员态度谨慎驱动降息预期回落

6日当周公布的经济数据对降息预期支撑有限，联储官员维持谨慎基调令降息预期回落：美联储观察工具显示的年内降息预期降至1次，低于3月点阵图委员们预计的3次水平。此外，市场对于降息起始时点预测维持在9月，6、7月两次会议按兵不动概率均超七成。

图3.5：美联储未来几次会议降息概率

MEETING DATE	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES							
	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2024/6/12			0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.5%	96.5%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.8%	24.6%	74.6%
2024/9/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%	12.2%	48.6%	38.8%
2024/11/7	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	4.6%	25.3%	45.1%	24.9%
2024/12/18	0.0%	0.0%	0.1%	2.2%	14.3%	34.6%	35.6%	13.2%
2025/1/29	0.0%	0.0%	1.0%	7.6%	23.3%	35.0%	25.7%	7.4%
2025/3/19	0.0%	0.5%	4.1%	14.9%	28.8%	30.7%	17.1%	3.9%
2025/4/30	0.2%	1.8%	8.1%	20.1%	29.5%	25.6%	12.2%	2.5%

资料来源：CME、公开信息、一德宏观战略部

图3.6：周内联储官员讲话要点

序号	官员（2024票委*）	主要观点
1	明尼阿波利斯卡什卡利	通胀可能会徘徊在3%左右的高位。联储最有可能的选项是将高利率保持更久，下月公布的点阵图将显示今年会降息两次，而如果最终确信高通胀根深蒂固就会加息。
2	美联储理事鲍曼*	基于当前令人失望的通胀形势，除非经济受到冲击，我认为今年没理由降息。
3	芝加哥联储古尔斯比	FOMC货币政策具有相对的限制性。如果通胀反弹意味着过热，就必须不惜一切地压低通胀至2%。
4	波士顿联储柯林斯	超出预期的通胀和经济活动表明，实现美联储双重任务目标可能需要比之前预期更长的时间。为此，美国经济需要降温，这是通胀回归政策目标的途径之一。
5	达拉斯联储洛根	鉴于今年迄今为止令人失望的通胀数据，现在考虑降息还为时过早，美联储政策现在的限制性程度存在不确定性。
6	里士满联储巴尔金*	当前美国经济形势要求美联储FOMC在货币政策行动方面深思熟虑，保持耐心。

04

资产配置建议

国内市场风险情绪加速改善

6日当周，国内市场风险情绪延续回暖，加速改善，其中，股债收益率差由历史82.93%的分位数水平回落至历史77.3%的分位数水平；股债收益比由历史85.3%的分位数水平微升至历史 83.35%的分位数水平。

图4.1：股债收益率差

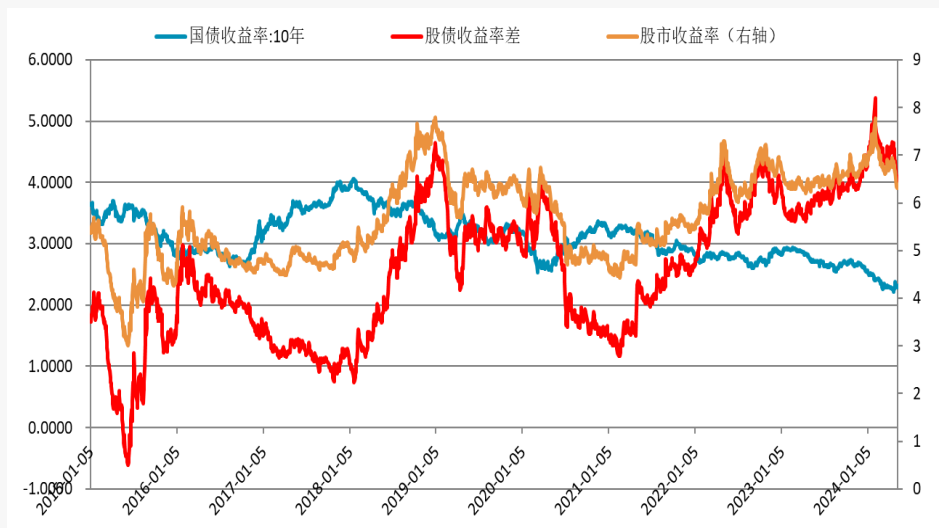
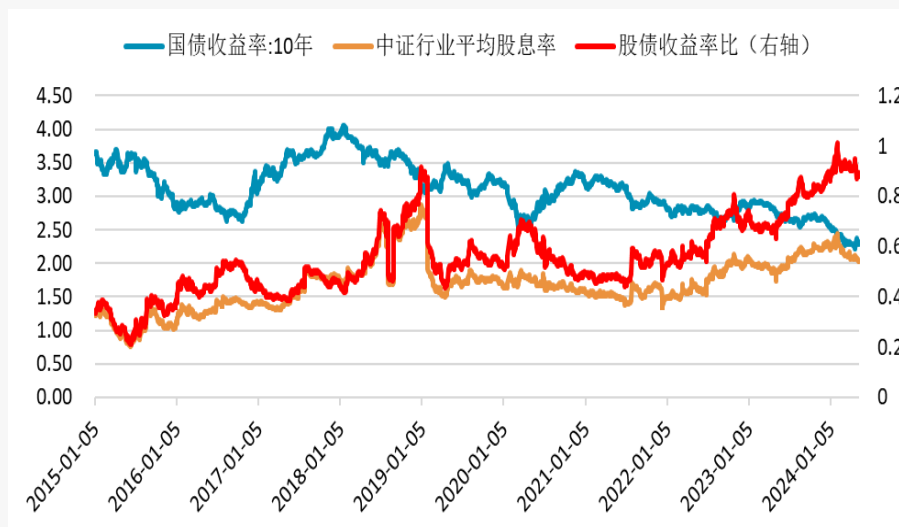


图4.2：股债收益率比

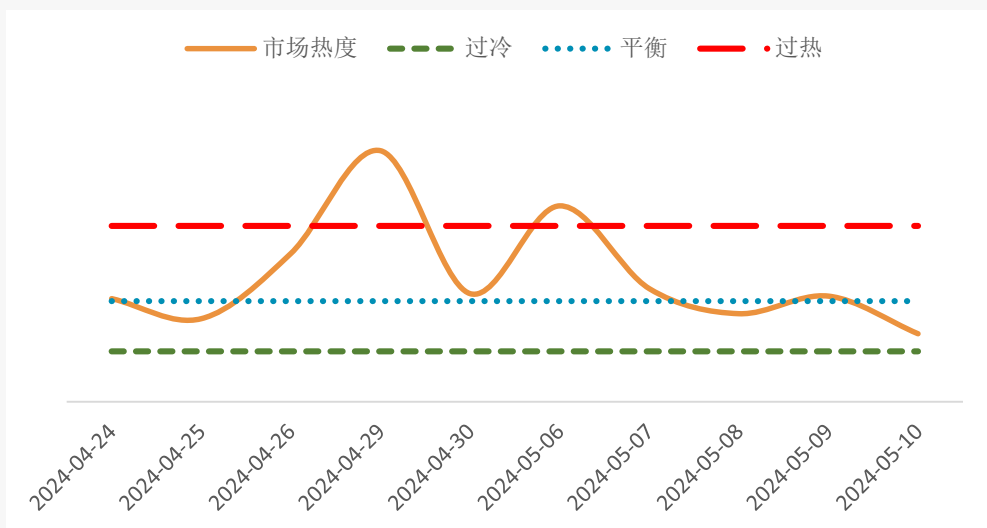


资料来源：Wind、一德宏观战略部

A股

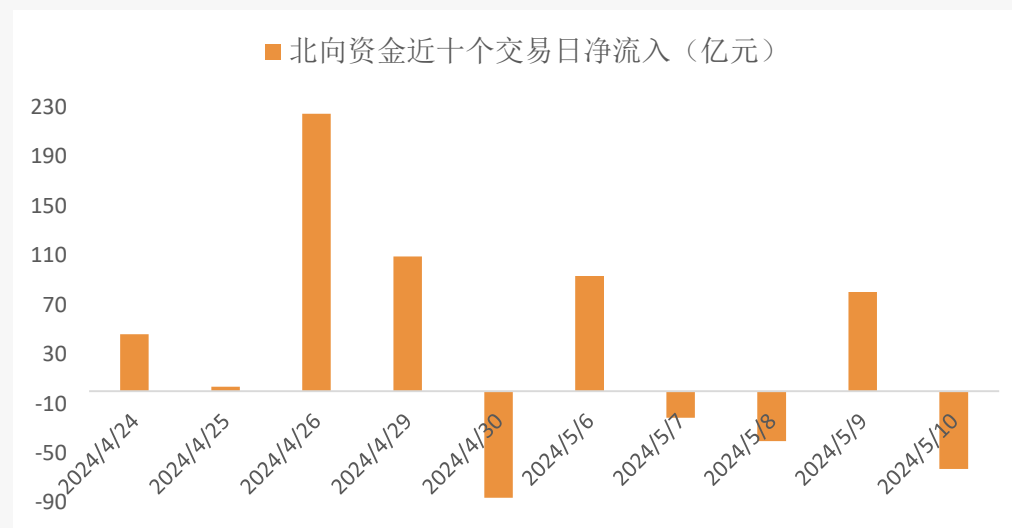
6日当周，A股继续回升，主板走势开始强于创业板。日均成交额开始回落至万亿下方，北向资金连续3周回流，周度赚钱效应有所回落。海外权益市场风偏继续回升，持有成本两端同时走升，降息预期趋于回落，地缘局势有所反复，外因对A股支撑减弱。内因方面，市场风险偏好维持高位，但量能开始萎缩带来隐忧，板块短期仍聚焦蓝筹主线，题材轮动开始加快，空间迟迟未能打开，亏钱效应有所上升，需警惕情绪退潮带来的指数回踩风险。策略上，持仓为主，指数接近3200一线可适度减仓。

图4.3：近10日市场热度图



资料来源：wind、一德宏观战略部

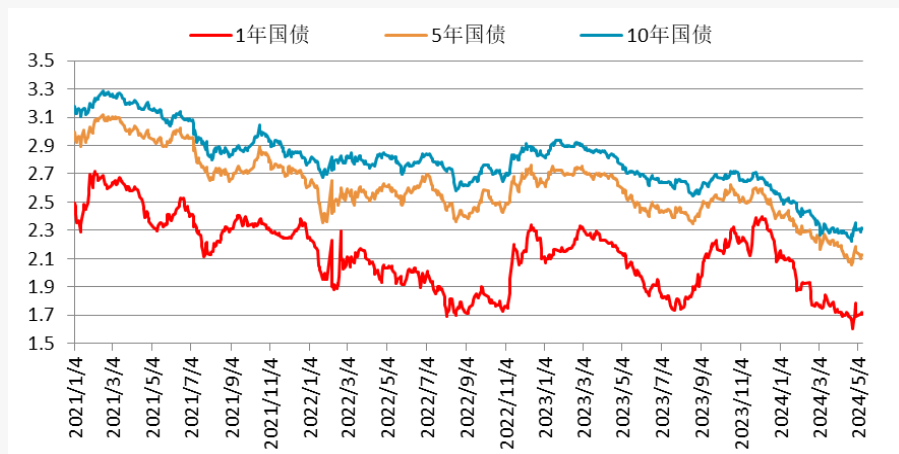
图4.4：近10日北向资金表现



国债

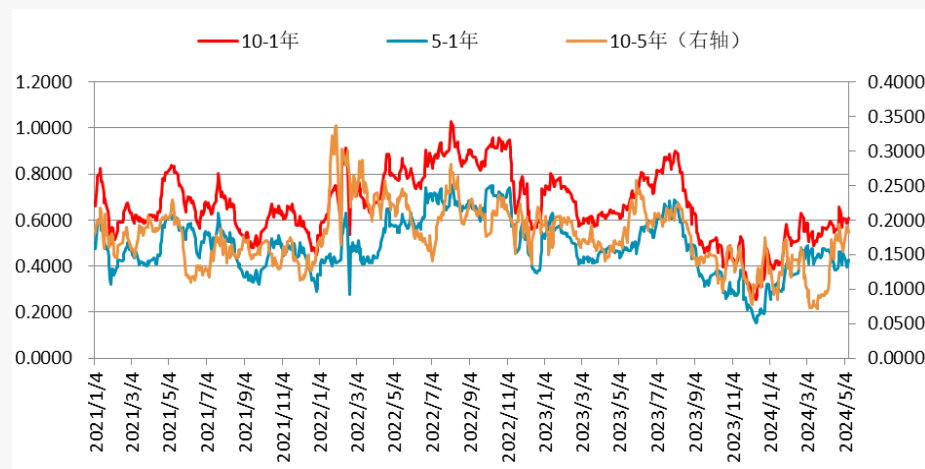
6日当周，在国内出口走强，通胀回暖及各地放松楼市限购政策的影响下，国内债市出现普遍调整，国债收益率震荡收涨，长短期国债收益率差进一步收窄。周末公布的4月社融超预期负增，信贷投放偏弱对债市构成支撑，同时，一季度央行货币政策报告维持稳健基调，在政策导向上重质轻量表明货币宽松维持谨慎，削弱债市上攻动能，但在实体信贷需求不足的支撑下，债市或延续高位震荡，配置上可维持仓位。

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

6日当周，金价大幅反弹，与持有成本两端维持背离，主要受到地缘局势反复及经济数据走弱带来的双重支撑。当周联储官员讲话维持偏紧基调，市场关注核心仍在即将公布的4月通胀数据，如继续超出预期，恐将引发联储更为鹰派的预期管理。总体看，除非出现年内按兵不动或转为加息等小概率情况，预计金价总体调整空间有限，任何预期的回摆都将是配置回补入场的良机。策略上，上周入场配置头寸持有为主。

图4.7：美国10Y国债实际利率与名义利率（%）

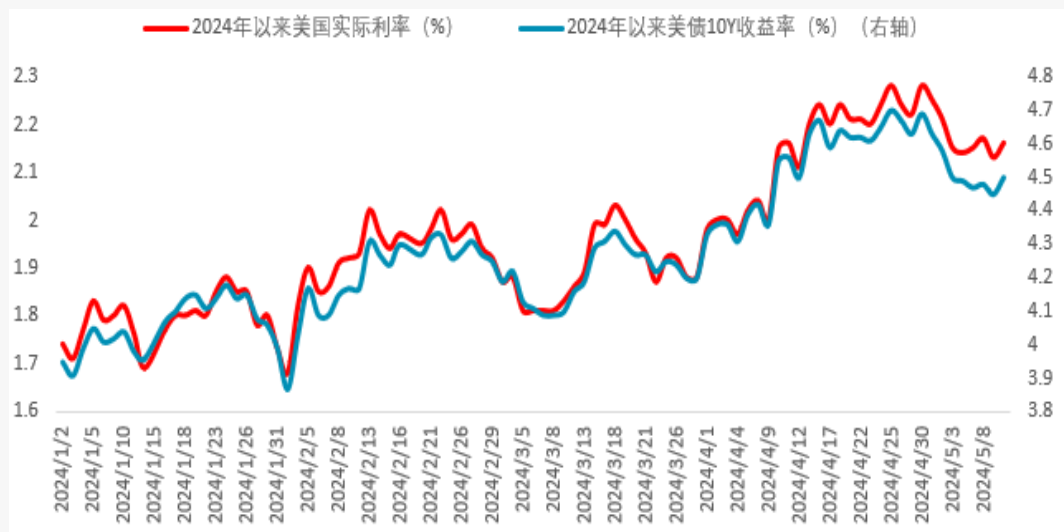
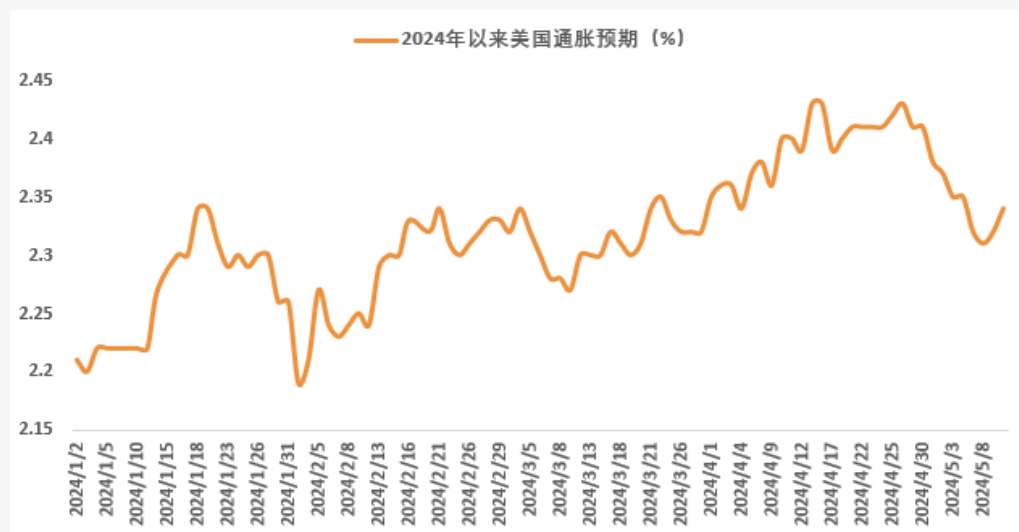


图4.8：美国10Y国债盈亏平衡通胀率（%）



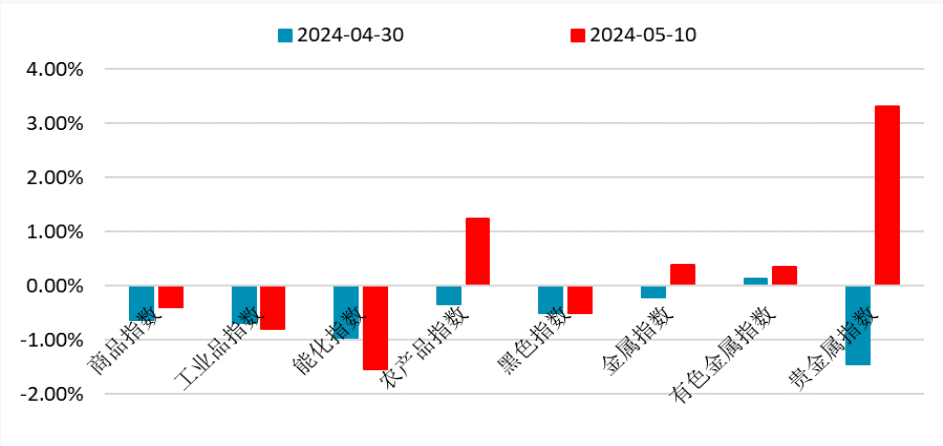
资料来源：wind、一德宏观战略部

大宗商品

6日当周，受假期海外市场走弱的影响，国内大宗商品价格延续回落，工业品指数受能化指数的拖累跌幅较节前进一步加大，同时，农产品指数受减产担忧提振，价格显著反弹，与工业品走势分化。主要工业品中，需求担忧加剧下，国际油价回调施压能化指数跌幅加大，地缘紧张局势升级及美国降息预期升温推动贵金属指数强劲反弹，美元指数走弱叠加供给紧张支撑，有色金属指数延续收涨，需求预期偏弱叠加库存压力，黑色指数延续下行。

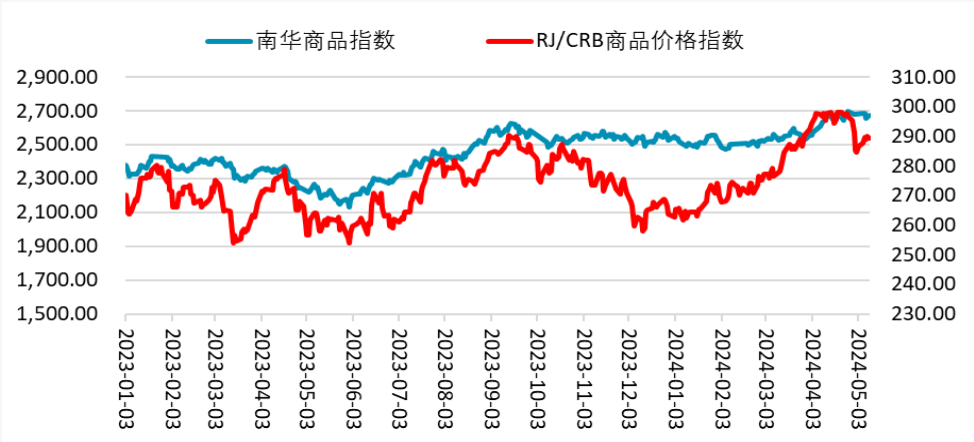
6日当周，受天气因素推动国际农产品价格上涨的拉动，CRB指数出现反弹，但五一以来，在美国经济走弱拖累油价走低的影响下，CRB指数高位回落，而国内商品价格在黑色价格走强的支撑下高位持稳，走势强韧。

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：南华商品与CRB指数

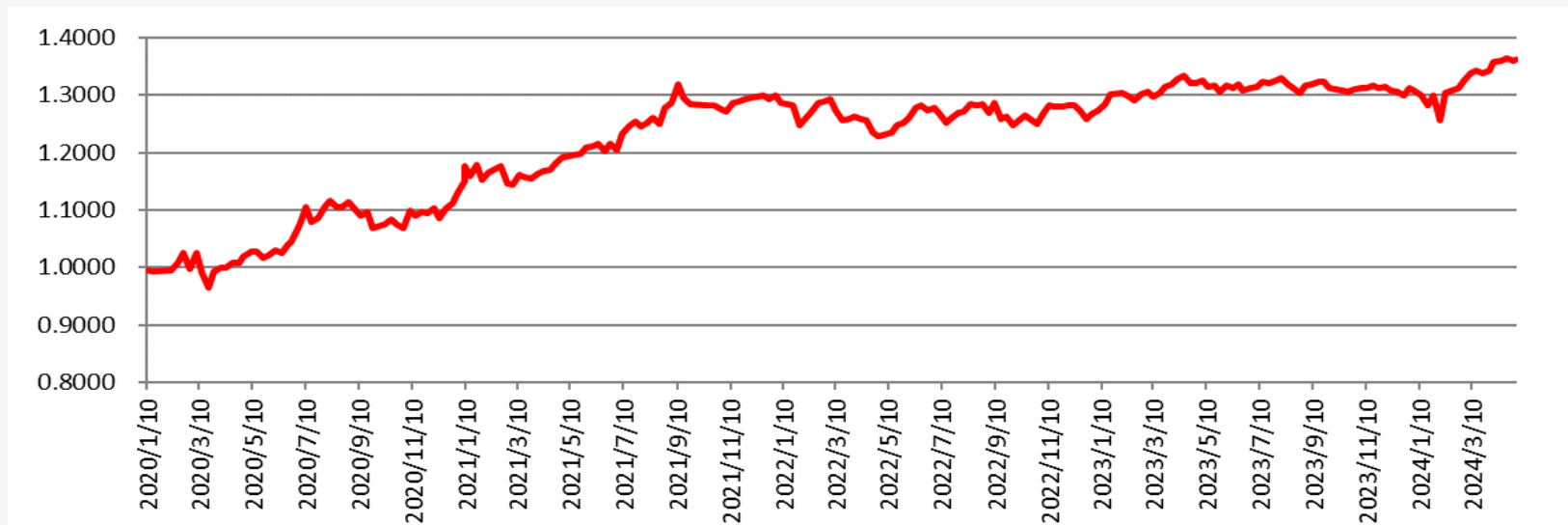


配置建议与策略跟踪

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 (5.13-5.17)

	重要财经数据与事件关注
2024/5/13	新西兰二季度2年通胀预期, 前值2.5%
2024/5/14	英国4月失业率, 前值4%
	德国4月CPI环比终值, 前值0.5%
	欧元区5月ZEW经济景气指数, 前值43.9
	美国4月PPI环比, 前值0.2%, 预期0.3%
2024/5/15	欧元区一季度GDP季环比初值, 前值0.3%
	美国4月CPI同比, 前值3.5%, 预期3.4%
	美国4月零售销售环比, 前值0.7%, 预期0.4%
	美国5月NAHB房产市场指数, 前值51, 预期51
2024/5/16	日本一季度实际GDP季环比初值, 前值0.1%, 预期-0.4%
	澳大利亚4月失业率, 前值3.8%, 预期3.9%
	美国4月进口价格指数环比, 前值0.4%, 预期0.2%
	美国4月新屋开工(万户), 前值132.1, 预期144
	美国4月营建许可(万户), 前值145.8, 预期149
	美国4月工业产出环比, 前值0.4%, 预期0.2%
2024/5/17	中国1至4月城镇固定资产投资同比, 前值4.5%
	中国4月社会消费品零售总额同比, 前值3.1%
	中国4月规模以上工业增加值同比, 前值4.5%
	中国4月城镇调查失业率, 前值5.2%
	欧元区4月调和CPI同比终值, 前值2.4%, 预期2.4%,
	美国4月谘商会领先指标环比, 前值-0.3%, 预期-0.2%
	2024年FOMC票委梅斯特和博斯蒂克就经济前景发表讲话

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