

宏观策略周报（2023.4.10）

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

车美超

期货从业资格号：

F0284346

投资咨询从业证书

号：

Z0011885

报告制作时间：

2023年4月10日

审核人：肖利娜

 一德期货投资咨询业
 务资格：证监许可
 【2012】38号

■ 核心逻辑

- 3日当周，国内股债市场双双收涨，跨季后市场资金运行平稳，市场风险情绪改善。进入4月，国内需求修复依旧偏弱，但国常会推动稳外贸政策表明稳增长政策仍在发力，海外市场上美国非农数据韧性令市场对美联储货币政策转向预期有所降温，美国经济衰退仍需进一步观察。当前市场处于对国内经济修复斜率的观察期及海外需求与政策走向的博弈期，市场方向不明，可暂持仓观望，等待配置机会。
- 本周资产配置排序：股票>债券>商品。

■ 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	20%	—	30%
国债	15%	—	15%
黄金	20%	—	20%
商品	10%	—	15%
现金	35%	—	20%

● 周度策略跟踪



目 录

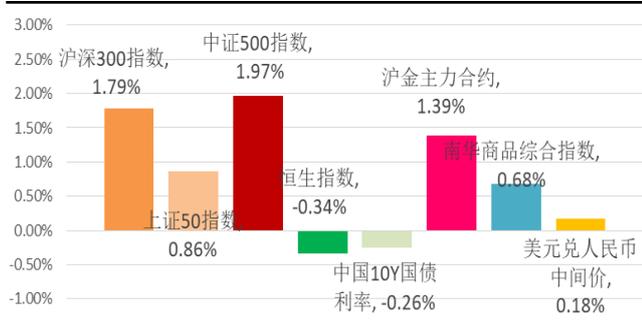
1. 大类资产表现比较.....	1
2. 经济环境分析：.....	1
2.1 开工持续攀升 地产销售回落.....	1
2.2 食品价格延续普跌 商品表现明显分化.....	2
2.3 跨季资金压力下降 市场利率平稳运行.....	3
2.4 3月非农数据总体平稳，市场降息预期计价仍充分.....	3
2.5 推动外贸稳规模优结构.....	4
3. 资产配置建议：.....	5
4. 本周重要数据及事件关注：.....	7
免责声明.....	9

1. 大类资产表现比较

清明假期当周，市场风险情绪持续稳定，人民币资产获得青睐，国内股票指数类资产延续上涨，其中中证500指数涨幅最大为1.97%，沪深300指数与上证50指数涨幅分别为1.79%和0.86%。贵金属再度上扬，黄金主力合约上涨1.39%；商品市场延续反弹，南华商品综合指数上行0.68%。10年期国债收益率小幅回落，中美利差倒挂值收窄。

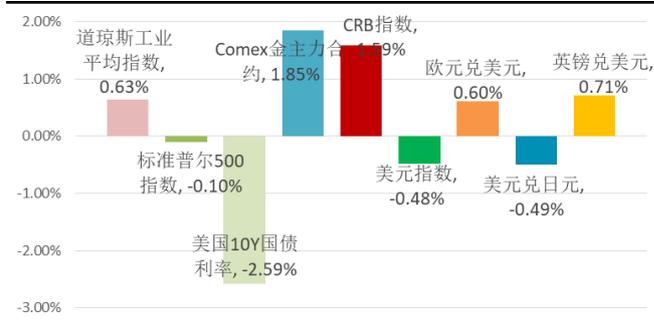
3日当周，美国制造业数据表现不佳，市场对经济前景担忧加剧，海外宏观大类资产中美国10年期国债收益率跌幅最深为-2.59%。名义利率与实际利率下行对贵金属构成支撑，Comex金主力合约当周上涨1.85%，CRB指数延续上行1.59%。当周美元指数整体表现趋弱，主要非美货币反弹。不过周五非农数据中失业率的下降以及薪资上涨，表明就业市场依旧坚韧稳固，提升市场重新押注美联储5月继续加息25BP的概率，短线或对美元形成支撑。

图 1.1：国内宏观大类资产周度表现



资料来源：wind，博易大师，一德宏观战略部

图 1.2：海外宏观大类资产周度表现



资料来源：wind，博易大师，一德宏观战略部

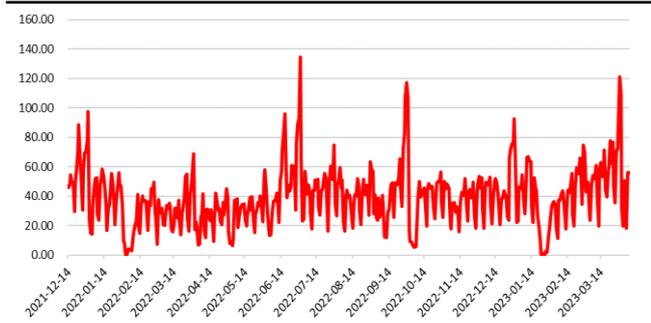
2. 经济环境分析：

2.1 开工持续攀升 地产销售回落

3日当周，全国247家钢厂高炉开工率环比上涨0.43个百分点至84.3%，高炉开工率延续1月中旬以来上涨趋势，开工率水平达2021年1月中旬以来最高。钢材库存连续第五周环比普降，但涨幅收窄，钢材需求总体延续改善，但受价格回调的影响，

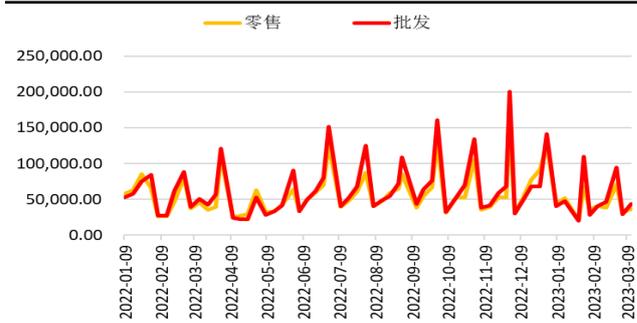
市场交投情绪减弱。终端需求方面，3日当周，国内30大中城市商品房成交环比回落，结束连续三周的增长，周环比降幅为2月以来最大。乘联会发布数据显示，初步统计，3月1日-31日，乘用车市场零售159.6万辆，同比持平，较上月增长17%。今年以来累计零售427.5万辆，同比下降13%。

图 2.1: 30 大中城市商品房成交面积 (万平方米)



资料来源: wind, 一德宏观战略部

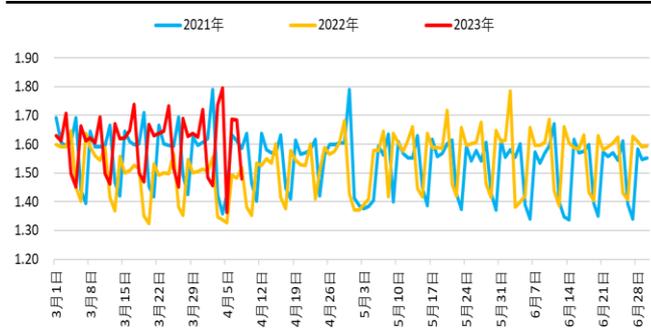
图 2.2: 乘用车销量 (辆)



资料来源: wind, 一德宏观战略部

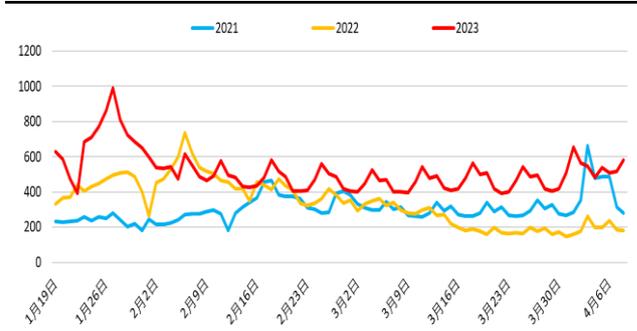
3日当周，100城市拥堵延时指数受清明假期影响一度冲高，总体持稳于疫情以来高位。百度迁徙规模指数先降后升，总体仍显著高于疫情以来同期水平，城市间出行维持较高强度。

图 2.3: 100 城市拥堵延时指数



资料来源: wind, 一德宏观战略部

图 2.4: 百度迁徙规模指数



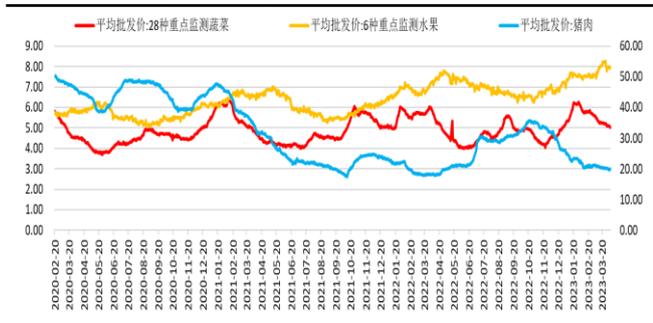
资料来源: wind, 一德宏观战略部

2.2 食品价格延续普跌 商品表现明显分化

3日当周，国内猪肉、果蔬价格环比延续普跌，其中，猪肉价格环比第四周下降，降幅较前一周再度扩大。蔬菜价格周环比第六周加速回落，而水果价格周环比降幅收窄。南华商品指数3日当周延续上涨，但涨幅收窄，主要商品指数表现分化明显，工业品指数转跌，农产品指数续涨，工业品种，贵金属指数扩大涨幅，领涨商品，黑色

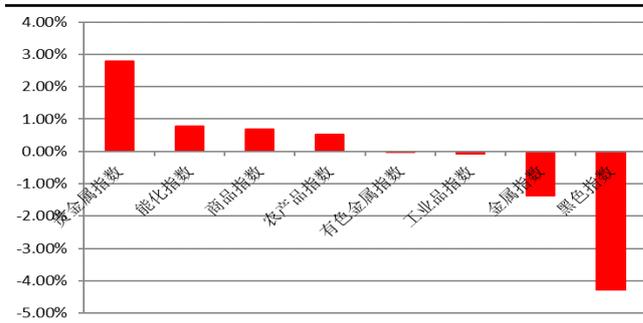
指数大幅转跌，拖累工业品总体收跌。

图 2.5: 国内猪肉、果蔬日均批发价 (元/公斤)



资料来源: wind, 一德宏观战略部

图 2.6: 南华商品指数周涨跌 (%)

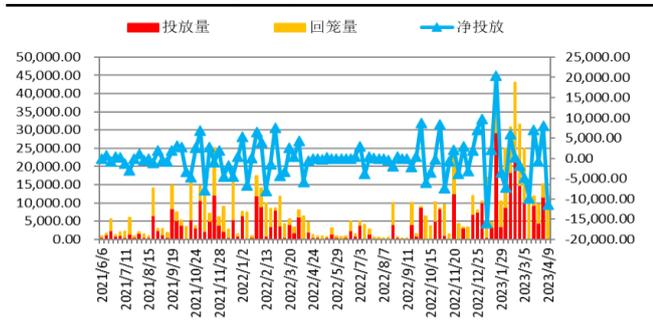


资料来源: wind, 一德宏观战略部

2.3 跨季资金压力下降 市场利率平稳运行

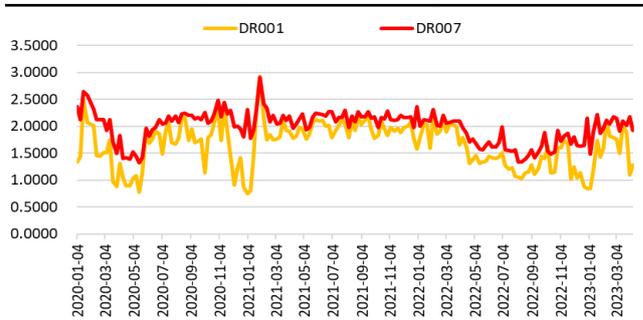
3 日当周，央行进行了 290 亿元逆回购投放，当周有 11610 亿元逆回购到期，当周净回笼 11320 亿元。跨季后市场资金面压力下降，银行市场利率走势平稳，其中，DR001 周均值环比上升 19BP 至 1.28%、DR007 周均值环比回落 25BP 至 1.92%。

图 2.7: 央行公开市场净投放 (亿元)



资料来源: wind, 一德宏观战略部

图 2.8: 银行间质押式回购加权利率 (%)



资料来源: wind, 一德宏观战略部

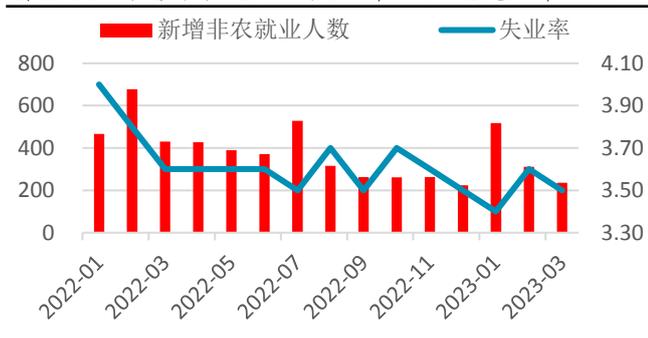
2.4 3 月非农数据总体平稳，市场降息预期计价仍充分

3 日当周，美国 3 月制造业数据表现不佳；同时，以职位空缺数锐减为代表，美国就业市场初现降温迹象，令市场对后续联储货币政策转向预期维持偏强运行。

周五公布的非农数据显示，3 月新增非农就业岗位 23.6 万个，虽小幅低于预期的 23.9 万，但失业率由上月的 3.6% 下降至 3.5%、劳动参与率 (62.6%) 亦有所提升以及薪资上涨 (环比上涨 0.3%)，表明就业市场依旧坚韧稳固，提升市场重新押注美联储 5 月继续加息 25BP 的概率，短线对美元形成支撑。

就业市场的降温迹象从非农数据端来看相对有限，加之时薪依然维持偏高增速水平，对核心通胀缓解不利。因而，在数据公布后，市场对于联储偏乐观的后续货币政策预期有所回归，5月加息预期显著升温，但与此同时，年内降息75基点定价犹存，参照3月点阵图基调及近期联储官员讲话精神，显示市场在降息层面计价仍相对充分。

图 2.9：新增非农就业人数（千人）及失业率（%）



资料来源：wind，一德宏观战略部

图 2.10：美联储点阵图显示的后续加息预期（%）

MEETING DATE	MEETING PROBABILITIES												
	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525
2023/5/3							0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	28.8%	71.2%
2023/6/14		0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.6%	29.7%	69.7%
2023/7/26	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	14.3%	48.6%	36.9%
2023/9/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	9.8%	37.6%	40.6%	11.8%
2023/11/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	5.6%	25.5%	39.3%	24.4%	5.1%
2023/12/13	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	4.6%	21.7%	36.7%	27.2%	8.8%	1.0%
2024/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	3.8%	18.7%	34.1%	28.8%	12.0%	2.3%	0.2%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	3.3%	16.9%	32.2%	29.5%	14.0%	3.5%	0.4%	0.0%	0.0%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.6%	5.4%	19.2%	31.8%	27.1%	12.4%	3.0%	0.4%	0.0%	0.0%
2024/6/19	0.0%	0.0%	0.3%	3.1%	12.6%	25.8%	29.4%	19.4%	7.5%	1.6%	0.2%	0.0%	0.0%
2024/7/31	0.0%	0.2%	2.5%	10.8%	23.3%	28.7%	21.4%	9.8%	2.8%	0.5%	0.0%	0.0%	0.0%
2024/9/25	1.2%	5.8%	15.8%	25.4%	25.8%	16.8%	7.0%	1.9%	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

资料来源：CME，一德宏观战略部

2.5 推动外贸稳规模优结构

4月7日，国务院总理李强主持召开国务院常务会议，研究推动外贸稳规模优结构的政策措施，审议通过《无人驾驶航空器飞行管理暂行条例（草案）》，决定延续实施国家助学贷款免息及本金延期偿还政策。

会议指出，推动外贸稳规模优结构，对稳增长稳就业、构建新发展格局、推动高质量发展具有重要支撑作用。要针对不同领域实际问题，不断充实、调整和完善有关政策，实施好稳外贸政策组合拳，帮助企业稳订单拓市场。要想方设法稳住对发达经济体出口，引导企业深入开拓发展中国家市场和东盟等区域市场。要发挥好外贸大省稳外贸主力军作用，鼓励各地因地制宜出台配套支持政策，增强政策协同效应。

会议决定，继续免除今年及以前年度毕业的贷款学生今年内应偿还的国家助学贷款利息，本金部分可再申请延期1年偿还，延期贷款不计罚息和复利。会议强调，目前高校毕业生就业已进入关键阶段，要不断优化完善相关稳就业政策，加大对吸纳高校毕业生数量多的企业的政策、资金支持，深入实施“三支一扶”等计划，推动应届毕业生多渠道就业。

会议强调，当前经济恢复正处于关键期。要在深入调查研究基础上，扎实做好经济运行监测、形势分析和对策研究，**适时出台务实管用的政策措施**，进一步稳定市场预期，提振发展信心，巩固拓展向好势头，推动经济运行持续整体好转。

3. 资产配置建议：

3日当周，国内市场风险情绪环比改善，股债收益比、股债收益率差分别由前一周历史73.07%、78.08%分位数水平回落至71.88%、76.36%的分位数水平。

A股层面，3日当周，创业板指数连续4周强于主板，游资风格大幅跑赢机构。日均成交额持续提升，连续3周位于万亿上方，北向资金小幅流出；个股赚钱效应有所回升。板块方面，通信、电子、计算机表现强势，食品饮料、煤炭、汽车表现偏弱。海外权益市场风险偏好维持高位，市场对年内联储货币政策转向仍较乐观，A股结构性牛市特征进一步延续，短线情绪显著好转，但海外方面市场对后续降息预期定价过于充分，后续需警惕持有成本端开启修复对A股的压力；另一方面，A股持续分化局面未有缓解且板块高低切换初现端倪，短线震荡调整概率增大。策略上，鉴于当前总体回调空间有限，配置机会尚未出现，建议继续持仓观望为主。

国债层面，3日当周，随着跨季资金压力缓解，尽管央行加大资金回笼，但市场资金平稳，国债利率延续普降的走势。3日当周高频数据显示，经济需求未有显著改善，商品房销售出现较为明显的回调，终端需求反复，趋势恢复仍需确认，短期债市或延续震荡，策略上，当前长债利率位于震荡区间中部，交易空间有限，建议暂持仓观望，等待市场超涨超跌的交易机会。

黄金层面，3日当周，持有成本震荡下行，对黄金形成支撑，金价站稳2000美元整数关口。在欧美银行业风险事件对市场避险情绪影响逐步消退背景下，支撑黄金强势的主要因素来自于近期公布的经济数据趋于下行以及市场对于联储年内货币政策转向挥之不去的乐观预期。在联储5月完成加息后进而可能中止加息的背景下，联储“官方”降息预期何时出现，将关乎黄金主升阶段何时启动。因此，在当前地缘博弈加剧、联储加息尾声以及衰退预期萌芽阶段，金价下方支撑坚实；而可能驱动回调的

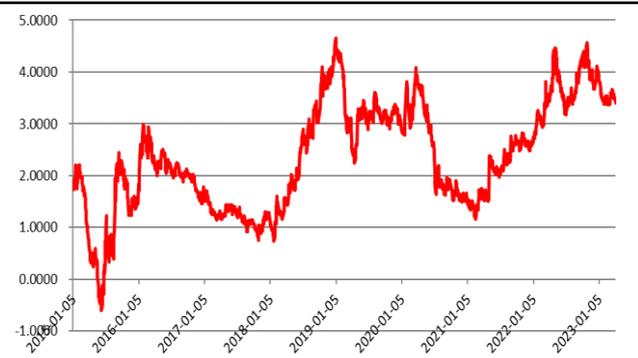
因素包括市场上乐观预期修复、通胀韧性犹存等。操作上，延续逢低配置思路，短期鉴于价格偏高，暂以持仓观望为主。

图 3.1: 股债相对回报表现



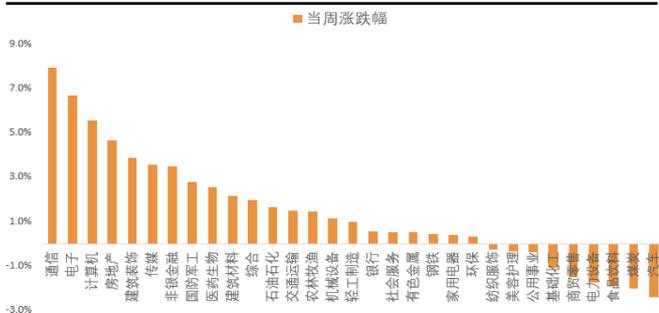
资料来源: wind, 一德宏观战略部

图 3.2: 权益资产溢价



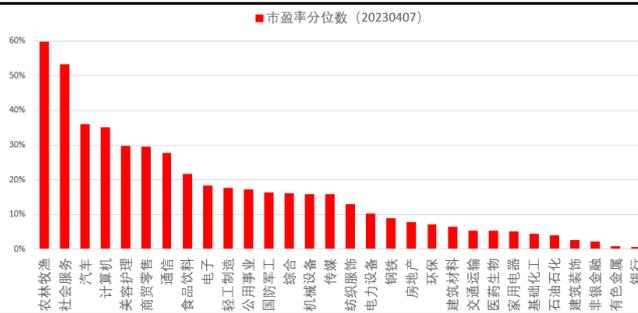
资料来源: wind, 一德宏观战略部

图 3.3: 申万一级行业当周收益率



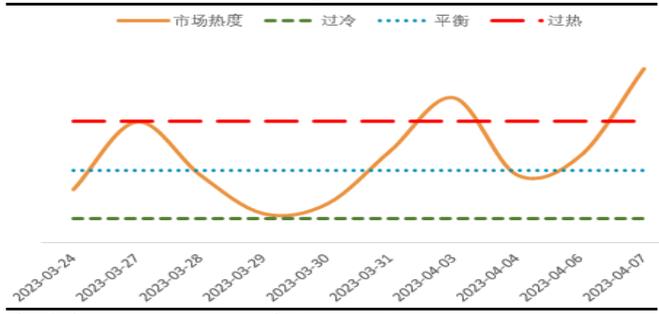
资料来源: wind, 一德宏观战略部

图 3.4: 申万一级行业市盈率分位数



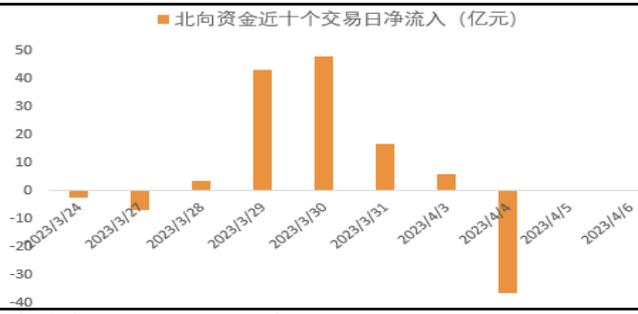
资料来源: wind, 一德宏观战略部

图 3.5: 近 10 日市场热度图



资料来源: wind, 一德宏观战略部

图 3.6: 近 10 日北向资金表现



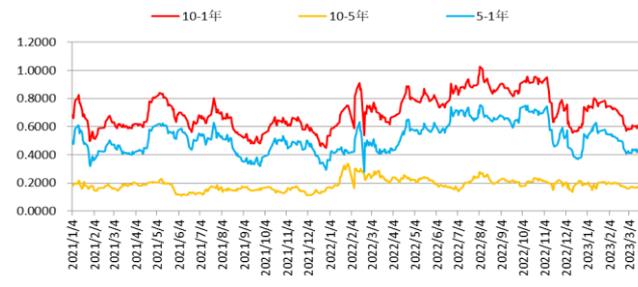
资料来源: wind, 一德宏观战略部

图 3.7: 国债到期收益率 (%)



资料来源: 中债登网站, 一德宏观战略部

图 3.8: 国债利差 (%)



资料来源: 中债登网站, 经作者整理

图 3.9: 美国 10Y 国债实际利率与名义利率 (%)



资料来源: wind, 一德宏观战略部

图 3.10: 美国 10Y 国债盈亏平衡通胀率 (%)



资料来源: wind, 一德宏观战略部

4. 本周重要数据及事件关注:

重要财经数据与事件关注	
2023/04/10	世界银行和国际货币基金组织 2023 年春季会议举行, 至 4 月 16 日
	主板注册制首批企业上市交易
	中国 3 月社会融资规模(亿人民币), 前值 31600, 预测值 45000 (4 月 10 日-4 月 17 日)
	中国 3 月 M2 货币供应年率(%), 前值 12.9, 预测值 12.7 (4 月 10 日-4 月 17 日)
	中国 3 月人民币各项贷款余额年率(%), 前值 11.6, 预测值 11.7
2023/04/11	美国 2 月批发库存月率终值(%), 前值 0.2, 预测值 0.2
	中国 3 月 CPI 年率(%), 前值 1, 预测值 1
	中国 3 月 PPI 年率(%), 前值-1.4, 预测值-2.5
2023/04/12	欧元区 4 月 Sentix 投资者信心指数, 前值-11.1, 预测值-9.8
	EIA 公布月度短期能源展望报告
	芝加哥联储主席古尔斯比发表讲话
	费城联储主席哈克就美国经济前景发表讲话
	里奇蒙德联储主席巴尔金发表讲话
2023/04/13	美国 3 月 CPI 年率未季调(%), 前值 6, 预测值 5.2
	美国 3 月核心 CPI 年率未季调(%), 前值 5.5, 预测值 5.6
	美联储公布货币政策会议纪要
	OPEC 公布月度原油市场报告
	中国 3 月贸易帐-人民币计价(亿元), 前值 8103.2
2023/04/13	中国 3 月进口年率-人民币计价(%), 前值-2.9
	中国 3 月出口年率-人民币计价(%), 前值 0.9

	德国3月CPI年率终值(%), 前值7.4, 预测值7.4
	美国截至4月8日当周初请失业金人数(万), 前值22.8, 预测值20.5
	美国3月PPI年率(%), 前值4.6, 预测值3.1
	美国3月零售销售月率(%), 前值-0.4, 预测值-0.4
2023/04/14	美国4月密歇根大学消费者信心指数初值, 前值62, 预测值62.7
	IEA公布月度原油市场报告

资料来源：汇通财经、一德宏观战略部

风险提示：

国内经济恢复不及预期；美联储紧缩幅度超预期

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