

宏观策略周报（2023.5.29）

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5月29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

- 22日当周，在国内经济复苏维持弱勢的背景下，市场风险情绪再度转弱，债市持稳，股市、商品收跌，但当周最后交易日，市场对政策发力预期升温，债市回落而风险资产反弹。经济内生动能偏弱下，稳增长加力落地或成为经济与市场的拐点。但短期内，A股市场阶段性热点缺失，量能低迷，短期反弹修复后调整有望延续，操作上，参考沪指3200点下方回补仓位如无法站稳3250一线可先行高抛。国债市场情绪谨慎，政策利率持稳下，债市易跌难涨，操作上长债可择机高位减仓，或待市场回调后补仓。
- 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

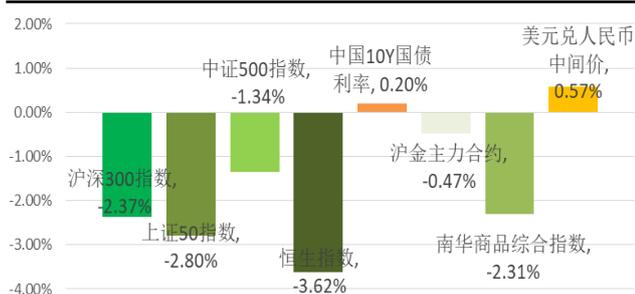
1. 大类资产表现比较.....	1
2. 经济环境分析：.....	1
2.1 生产放缓施压利润 地产销售小幅回升.....	1
2.2 食品价格普降 商品环比转跌.....	3
2.3 LPR 持稳 市场资金宽松.....	4
2.4 6月加息与否分歧较大，债务上限需防范尾部风险.....	4
3. 资产配置建议：.....	5
4. 本周重要数据及事件关注：.....	7
免责声明.....	9

1. 大类资产表现比较

22日当周，市场风险偏好回落，北向资金加速流出，国内股票指数类资产全线回调，其中恒生指数下跌幅度最大为3.62%，上证50指数与沪深300指数跌幅也均超2%。此外，商品市场延续回落，南华商品综合指数周跌2.31%。在国内经济复苏预期较弱，美元反弹尚未结束以及中美利差走阔因素影响下，短期人民币贬值压力犹存。

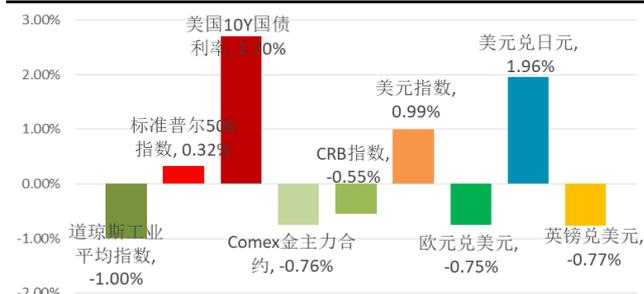
美国4月PCE物价指数同比增长4.4%，环比增长0.4%，均高于市场预期，表明通胀水平抬升，核心通胀韧性较强，市场提高对美联储6月加息25个基点的押注，短期对美债收益率和美元指数有所提振，其中10年期美债收益率周涨幅为2.7%，美元指数反弹1%。周六晚间美国两党就债务上限问题达成原则性协议，避险情绪有所降温，打压避险货币日元兑美元汇率刷新近半年新低。

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

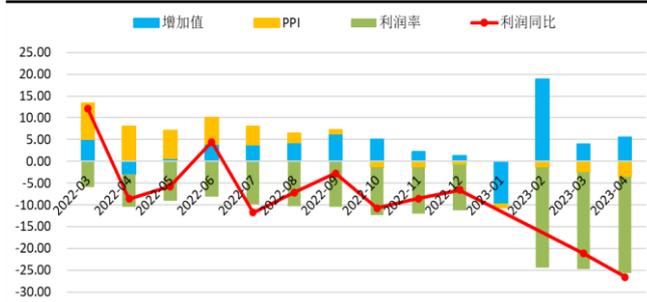
2. 经济环境分析:

2.1 生产放缓施压利润 地产销售小幅回升

4月，规模以上工业企业利润同比下降26.5%，降幅较3月的21.1%进一步扩大。驱动因素上，PPI同比降幅加大是导致工业企业利润降幅加大的主因，工业企业利润率当月同比降幅小幅收窄，对利润的压力有所缓解，但仍是当前企业盈利的主要压力，而在4月企业营收增长快于3月的情况下，企业利润的压力主要来自成本的增长。3月以来，规模以上工业企业每百元营业收入中的成本持续上涨，而每百元营业收入中

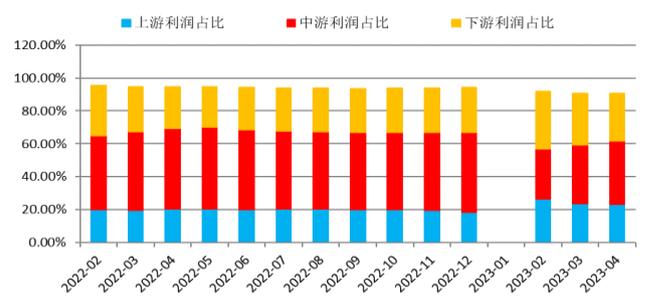
的费用持续下降，在工业品价格持续回落的背景下，企业成本的抬升主要来自生产的高位放缓。行业结构上，受高技术行业利润增长加快的推动，中游行业利润占比提升，上游行业受能源价格下跌的拖累利润占比小幅下降，下游行业利润占比下滑明显，体现了消费需求集中释放后的显著回落。4月企业产成品库存增长加速收窄，在营收增长加快的背景下，工业企业逐步进入被动去库阶段。

图 2.1: 规上企业利润当月同比分解 (%)



资料来源: wind, 一德宏观战略部

图 2.2: 主要行业固定资产投资当月同比增长 (%)

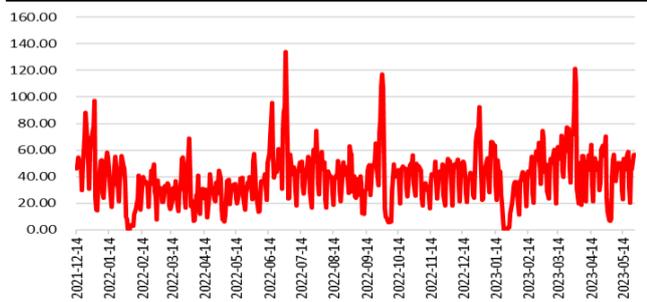


资料来源: wind, 一德宏观战略部

22日当周，全国247家钢厂高炉开工率环比持平于前一周的82.36%，仍低于去年同期水平，但与2019年同期基本持平。钢材社会库存连续第二周普降，其中，建材下游需求放缓，贸易商和终端企业以刚需备库为主，建材库存降幅连续两周收窄，但仍维持较大跌幅，板材库存降幅较前周小幅扩大，随着钢厂利润改善，钢厂生产维持稳健，尽管钢厂连续第三周去库，但降幅较前两周显著收窄。

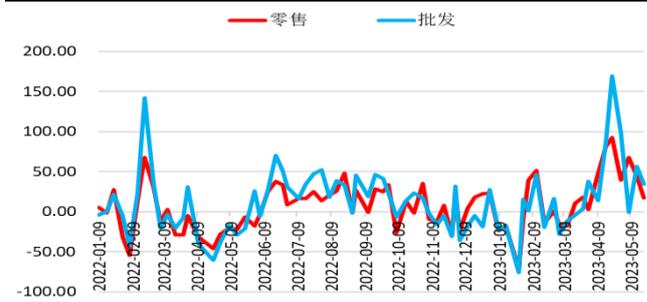
终端需求方面，22日当周，国内商品房成交面积环比小幅恢复，30大中城市商品房日均成交仍处于4月以来较高水平。5月第三周，乘用车销量同比延续普涨，乘用车厂家日均零售、批发数量同比分别增长17%、34.15%，涨幅均较前一周收窄。乘联会表示，5月狭义乘用车零售销量预计173.0万辆，环比6.6%，涨幅较4月扩大，受去年同期疫情和供应链受损造成的低基数影响，同比增长27.7%，涨幅较4月收窄。

图 2.3: 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

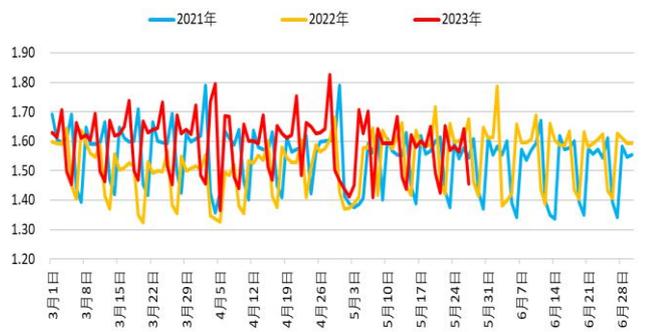
图 2.4: 乘用车销量当周同比增长 (%)



资料来源: wind, 一德宏观战略部

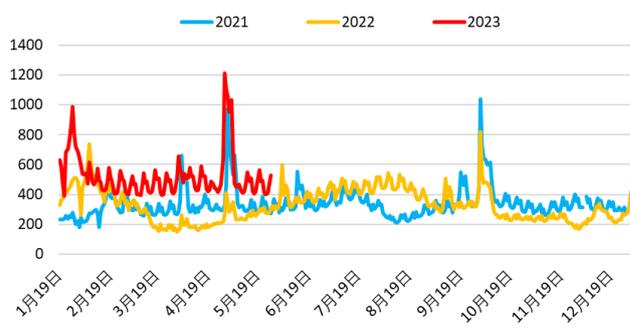
22日当周，100城市拥堵延时指数维持稳定，拥堵指数略低于去年同期，但高于2021年同期。百度迁徙规模指数维持年初水平，高于近两年来的水平，与2021年指数差持稳，城市间出行维持稳定。

图 2.5: 100 城市拥堵延时指数



资料来源: wind, 一德宏观战略部

图 2.6: 百度迁徙规模指数



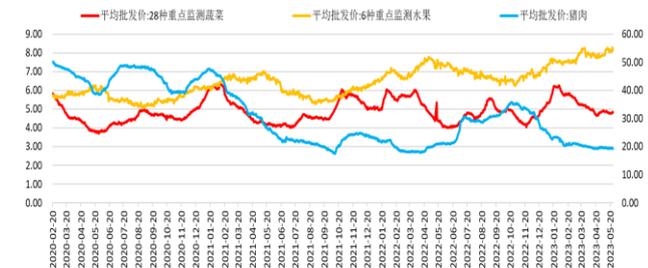
资料来源: wind, 一德宏观战略部

2.2 食品价格普降 商品环比转跌

22日当周，国内猪肉及果蔬价格环比全面回落，其中，猪肉、蔬菜日均价格环比降幅分别由前一周的0.66%、1.48%收窄至0.26%、0.08%，水果价格环比由前一周的上涨0.94%转为下跌0.05%。

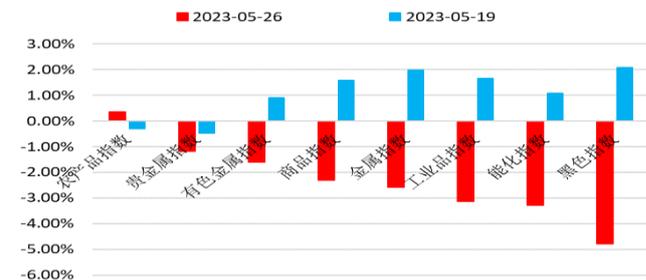
22日当周，受工业品价格再度转跌的影响，南华商品指数周环比重回跌势，但农产品指数止跌上涨，工业品中，黑色、能化指数跌幅较大，走势偏弱，有色金属指数当周最后交易日大幅反弹，波动较大，贵金属指数在美元高位压制下，周内持续走弱。

图 2.7: 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 2.8: 南华指数周度涨跌 (%)



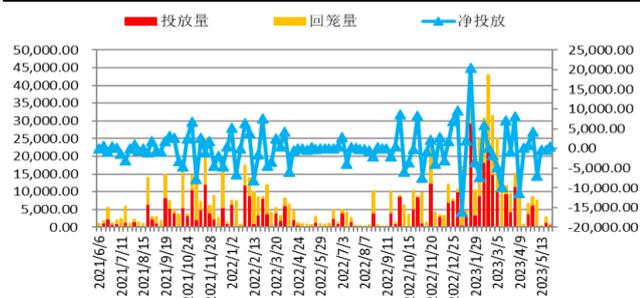
资料来源: wind, 一德宏观战略部

2.3 LPR 持稳 市场资金宽松

22日当周，央行分别进行了180亿元逆回购及500亿元国库现金定存投放，当周有100亿元逆回购到期，当周净投放580亿元。银行市场利率走势分化，DR001周均值环比下降11BP至1.34%、DR007周均值环比上涨3BP至1.85%，但仍维持低位，市场资金宽松。

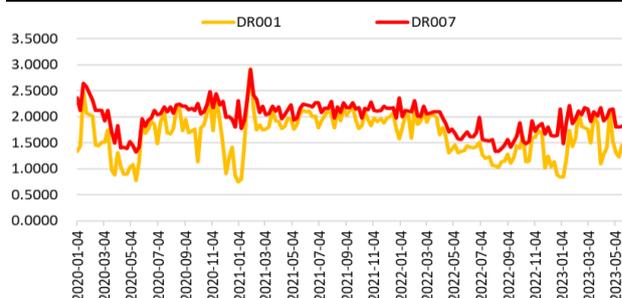
人民银行授权全国银行间同业拆借中心公布2023年5月贷款市场报价利率（LPR），其中，1年期LPR为3.65%，5年期以上LPR为4.3%，自去年8月以来连续9个月维持不变。

图 2.9：央行公开市场净投放（亿元）



资料来源：wind，一德宏观战略部

图 2.10：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 6月加息与否分歧较大，债务上限需防范尾部风险

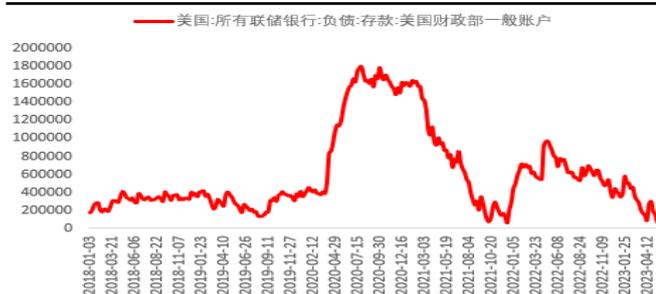
当周，市场主要围绕美债务上限谈判及联储货币政策两大主题进行博弈。

债务上限谈判层面，两党基本达成一致，目前尚待国会两院表决通过。因而在最后截止日前（财长耶伦给出的最新预测在 6 月 5 日）无法获得两院通过履行完成立法程序，仍可能造成技术性违约。因而上述情况也将构成债务上限谈判后续主要风险点。而一旦顺利提升债务上限后，为补充 TGA 账户现金余额，美债短期大量供应将抽水美元流动性，支撑美元维持强势。

美联储加息层面，尽管周中公布的联储会议纪要显示对 6 月加息与否存在争议，但考虑到届时将公布新的点阵图和经济展望即便继续加息也无逻辑“硬伤”。即便 6 月继续加息，但在联储总体转向“for longer”基调下，也不宜对“higher”作过分解读。而从市场预期情况看，近期持续修复下，降息预期基本也消失殆尽，市场与联

储分歧基本弥合，而后续市场也将重回经济数据驱动预期转变的范式。

图 2.11: 美国 TGA 账户余额 (百万美元)



资料来源: wind, 一德宏观战略部

图 2.12: 美联储后续加息预期 (%)

MEETING PROBABILITIES													
MEETING DATE	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575
2023/6/14						0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	35.8%	64.2%	0.0%
2023/7/26	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	20.7%	52.2%	27.1%
2023/9/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	4.5%	27.6%	46.7%	21.1%
2023/11/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.4%	16.6%	37.6%	33.3%
2023/12/13	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.2%	9.7%	27.5%	35.4%	21.3%	4.9%
2024/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.8%	6.7%	21.1%	32.5%	26.4%	10.8%	1.8%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.6%	5.3%	17.6%	29.8%	27.9%	14.5%	3.9%	0.4%	
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.8%	5.8%	18.2%	29.7%	27.3%	14.1%	3.8%	0.4%	0.0%	
2024/6/19	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%	3.8%	13.1%	25.0%	28.3%	19.5%	8.0%	1.8%	0.2%	0.0%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.4%	3.2%	11.5%	22.9%	27.7%	21.0%	10.0%	2.9%	0.4%	0.0%	0.0%
2024/9/25	0.0%	0.3%	2.4%	9.0%	19.5%	26.3%	23.0%	13.3%	5.0%	1.2%	0.2%	0.0%	0.0%
2024/11/6	0.2%	1.7%	6.8%	16.0%	24.0%	24.1%	16.5%	7.7%	2.4%	0.5%	0.1%	0.0%	0.0%

资料来源: CME, 一德宏观战略部

3. 资产配置建议:

22 日当周，国内市场风险情绪再度转弱，股债收益比、股债收益率差分别由前一周的历史 80.12%、81.11% 的分位数水平回升至历史 82.41%、83.19% 的分位数水平。

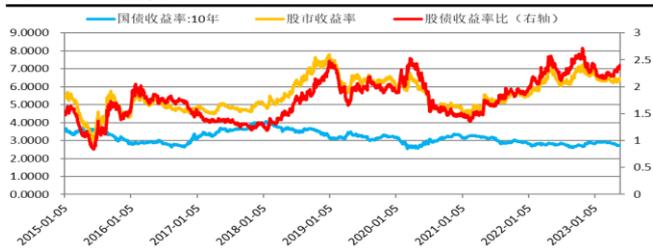
A 股层面，22 日当周指数明显回落，创业板跌幅与主板持平，游资风格开始跑赢机构。日均成交额连续 3 周萎缩，连续 2 周低于万亿水平；北向资金连续 2 周流出；个股赚钱效应再度回落。板块方面，公用事业、通信、环保表现强势，非银金融、煤炭、建筑装饰表现偏弱。海外权益市场风险偏好维持低位，持有成本两端同时走强，令国内市场承压；另一方面，市场阶段性热点缺失，持续走低后前期热点 TMT 板块呈现企稳迹象，但量能维持低迷，短期反弹修复后调整有望延续，成交万亿水平仍有较强现实参考意义。操作上，关注反抽力度，参考沪指 3200 点下方回补仓位如无法站稳 3250 一线可先行高抛。

国债层面，22 日当周，国债市场走势分化，短债周末回落外全周持续上涨，长债全周先涨后跌，总体收跌，长短债利差延续前一周后期的扩大走势。5 月以来，在经济高频数据走势的背景下，长债走弱体现市场对稳增长政策继续发力的预期，短期看，经济恢复依旧乏力的背景下，5 月以来票据利率较 4 月总体下行，市场流动性维持宽松，债市依旧存在支撑，但考虑到当前市场情绪转向谨慎，长债利率较低，政策利率持稳下，债市易跌难涨，操作上可择机高位减仓，或待市场回调后补仓。

黄金层面，22 日当周，持有成本两端连续 3 周反弹，贵金属持续调整，纽期金击

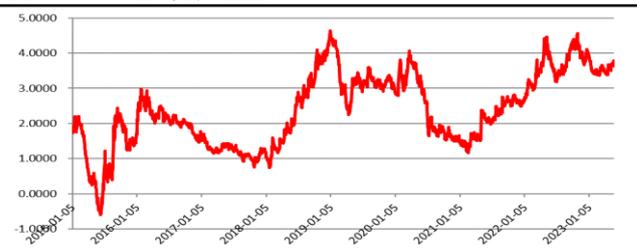
穿 1950 支撑。联储货币政策预期持续修正，6 月加息预期首次占据主动令贵金属承压。从周末最新消息看，美国债务上限问题基本解决，短期避险情绪走弱及美元流动性趋紧将对金价形成打压。短期冲击过后，特别是在当前货币政策预期完成大部分修正背景下，不宜过分看空金价。操作上，总体延续逢低配置思路，1900 美元下方可试探性入场。

图 3.1: 股债相对回报表现



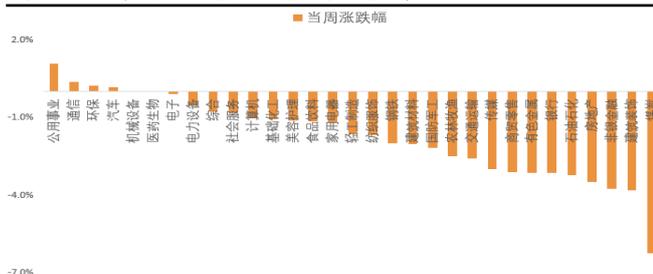
资料来源: wind, 一德宏观战略部

图 3.2: 权益资产溢价



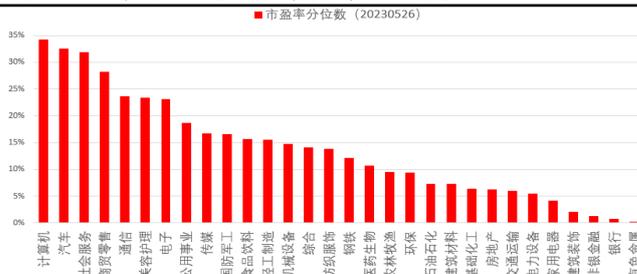
资料来源: wind, 一德宏观战略部

图 3.3: 申万一级行业当周收益率



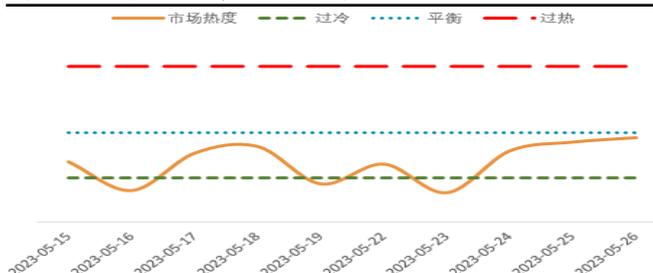
资料来源: wind, 一德宏观战略部

图 3.4: 申万一级行业市盈率分位数



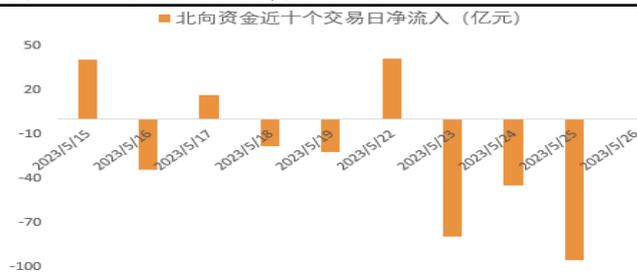
资料来源: wind, 一德宏观战略部

图 3.5: 近 10 日市场热度图



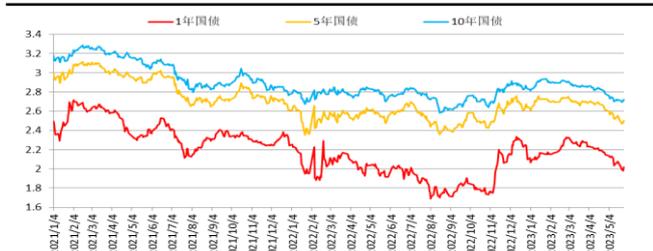
资料来源: wind, 一德宏观战略部

图 3.6: 近 10 日北向资金表现



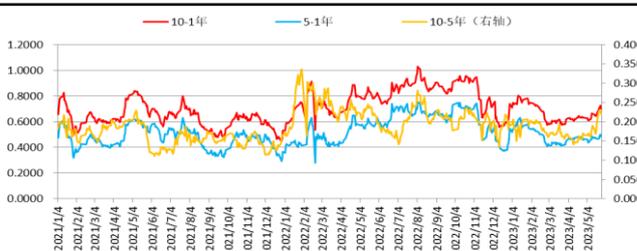
资料来源: wind, 一德宏观战略部

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	
2023/05/30	欧元区 5 月经济景气指数，前值 99.3，公布值 98.9
	欧元区 5 月工业景气指数，前值-2.6，公布值-4
	欧元区 5 月消费者信心指数终值，前值-17.4，预测值-17.4
2023/05/31	美国 5 月谘商会消费者信心指数，前值 101.3，预测值 99.1
	中国 5 月官方制造业 PMI，前值 49.2
	德国 5 月 CPI 年率初值(%), 前值 7.2，预测值 6.5
	美国 5 月芝加哥 PMI，前值 48.6，预测值 47
2023/06/01	美国 4 月 JOLTs 职位空缺(万)，前值 959
	里奇蒙德联储主席巴尔金出席全美商业经济协会主办的货币政策和前景视频会议
	中国 5 月财新制造业 PMI，前值 49.5，预测值 49.5
	法国 5 月 Markit 制造业 PMI 终值，前值 46.1，预测值 46.1
	德国 5 月 Markit 制造业 PMI 终值，前值 42.9，预测值 42.9
	欧元区 5 月 Markit 制造业 PMI 终值，前值 44.6，预测值 44.6
	英国 5 月 Markit 制造业 PMI 终值，前值 46.9
	欧元区 5 月调和 CPI 年率-未季调初值(%), 前值 7，预测值 6.4
	美国 5 月 ADP 就业人数变动(万)，前值 29.6，预测值 16
	美国 5 月 ISM 制造业 PMI，前值 47.1，预测值 47
美联储理事杰斐逊就金融稳定和美国经济发表讲话	
美联储公布经济状况褐皮书	
2023/06/02	2023 年 FOMC 票委、费城联储主席哈克就经济前景发表讲话
	美国 5 月非农就业人口变动季调后(万)，前值 25.3，预测值 18

	美国 5 月失业率(%), 前值 3.4, 预测值 3.5
2023/06/04	OPEC+联合部长级监督委员会 (JMMC) 举行会议
	第 35 届 OPEC+部长级会议举行

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