

宏观策略周报 (2023. 6. 12)

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6月12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

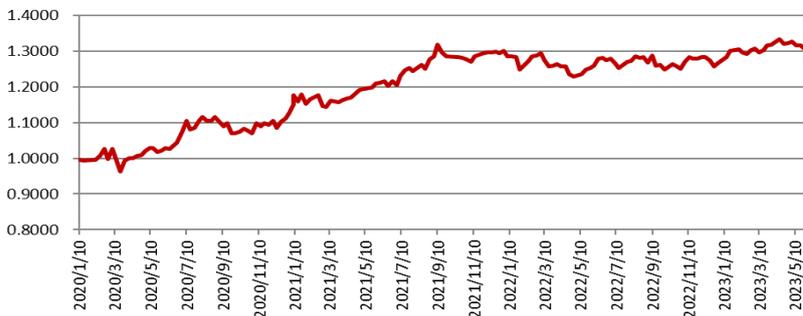
- 5日当周, 国内债市、商品延续上涨, 股票指数强弱分化, 主板反弹而创业板回落。5月国内出口增长转跌, 通胀继续探底, 但在市场对稳增长政策发力的预期下, 基本面走弱对市场的影响不及对政策的预期, 显示出当前资产价格已反映了经济走弱的预期, 资产价格逐步接近趋势拐点。短期内, 在本周美联储议息会议及 MLF 等待落地的情况下, 市场情绪偏向谨慎, 债券市场暂时观望, 股票仍以等待低吸机会为主。
- 本周资产配置排序: 股票>商品>债券。

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：.....	2
2.1 出口增长转负 地产销售回落.....	2
2.2 通胀继续探底 商品延续反弹.....	3
2.3 资金转松 利率普降.....	4
2.4 外部示范效应引领，美联储 6 月暂不加息已成定局.....	5
3. 资产配置建议：.....	6
4. 本周重要数据及事件关注：.....	8
免责声明.....	9

1. 大类资产表现比较

国内 PMI、进出口等经济数据表现均不及预期，股票指数类资产主要还是调整为主，当周中证 500 指数跌幅最深为-1.57%。周内多家国有银行宣布下调人民币存款利率，10 年期国债收益率跟随下跌 0.92%至 2.67%。商品表现分化，其中黑色、有色品种大多呈现反弹，能化品种整体维持弱势，南华商品综合指数周涨 2.09%。由于内外驱动因素尚无明显改善，即期情绪指标显示市场对人民币仍有贬值预期，人民币兑美元中间价贬值 0.25%，CFETS 人民币汇率指数报 97.65，按周跌 0.49。

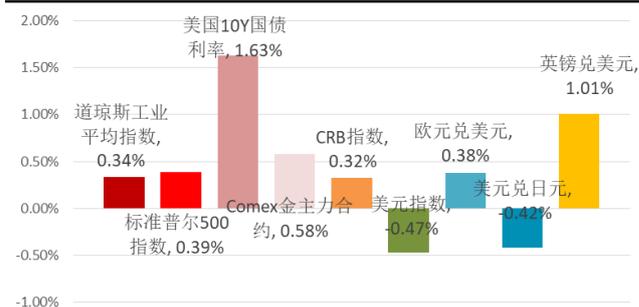
美国债务上限问题暂告一段落后发债量有所增加，国债收益率曲线小幅上移，当周美国 10 年期国债收益率回升 1.63%。数据方面，美国 5 月 ISM 非制造业指数意外降至 50.3，初请失业金人数延续攀升，显示劳动力得到缓解，经济有所降温，对美元支撑减弱，美元指数周跌 0.47%。股指、黄金、CRB 指数随之均小幅上涨。市场预期英国央行目前还未接近加息终点，非美货币中英镑兑美元周升值幅度最为明显为 1.01%。加拿大央行在连续 2 次暂停加息后意外重启加息 25 个基点，被市场认作美联储的先行指标，当前市场押注美联储 6 月暂停加息的概率较大，未来政策路径仍主要取决于数据依赖。重点关注本周公布的美国 5 月通胀数据和美联储 6 月利率决议和经济预期。

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



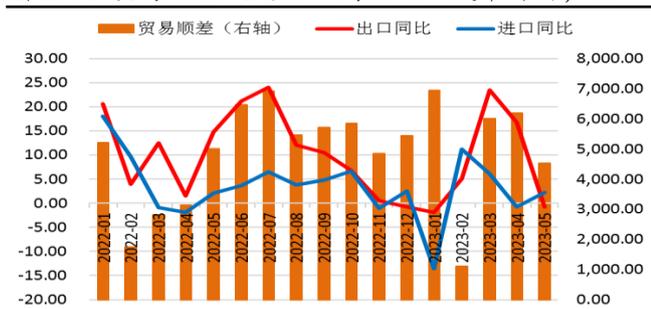
资料来源：wind，博易大师，一德宏观战略部

2. 经济环境分析：

2.1 出口增长转负 地产销售回落

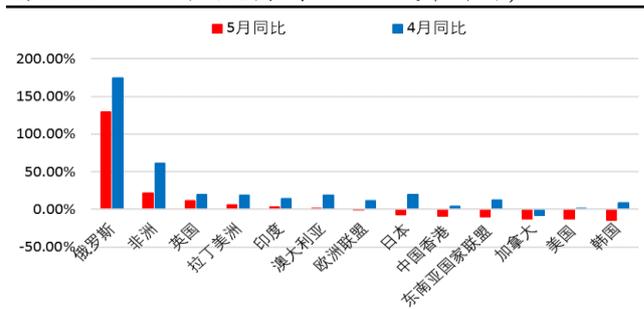
5月，我国出口同比增长转负，以人民币计价的出口当月同比增长由4月的16.8%回落至-0.8%，除基数抬升外，外需走弱对出口的压力显现。主要出口商品中，纺织服装、玩具等劳动密集产品及手机等消费电子产品出口降幅较大，是出口下滑的主要的拖累，反映海外市场在库存去化的同时，需求走弱对国内出口的压力。贸易国别上，5月我国对贸易伙伴出口增长全面下滑，其中，对美国、东盟传统贸易伙伴出口下滑幅度较大，是出口的主要拖累，同时，我国韩国、香港出口对总体出口的拖累程度较大，而我国对俄罗斯、非洲国家出口维持高增，一定程度上对冲了欧美经济体需求下滑的影响，短期内，在海外经济体景气转弱及出口基数维持高位的情况下，出口增长仍面临下行压力，但三季度随着工业品价格触底及基数逐步走低对出口增长形成支撑，出口大幅下滑的概率不大。进口5月降幅收窄，与制造业景气降幅收窄对应，经济恢复偏弱压制进口增长。5月我国贸易顺差收窄，但今年以来，我国累计贸易顺差同比维持37%的增长，对经济仍存在支撑。

图 2.1：贸易顺差及进出口同比（人民币计价，%）



资料来源：wind，一德宏观战略部

图 2.2：出口国别当月同比（人民币计价，%）

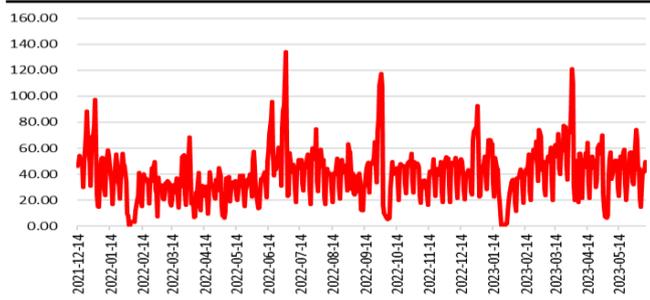


资料来源：wind，一德宏观战略部

5日当周，全国247家钢厂高炉开工率持平于前一周的82.36%，连续四周保持不变，5月以来持续低于去年同期水平。钢材库存连续四周普降，其中，社会库存降幅收窄，钢厂库存降幅扩大，下游需求维持韧性。终端需求方面，5日当周，国内商品房成交面积环比高位显著回落，30大中城市商品房日均成交跌至近一个月低位。5月最后一周，乘用车销量同比止跌转涨，大幅反弹，乘用车厂家日均零售、批发数量同

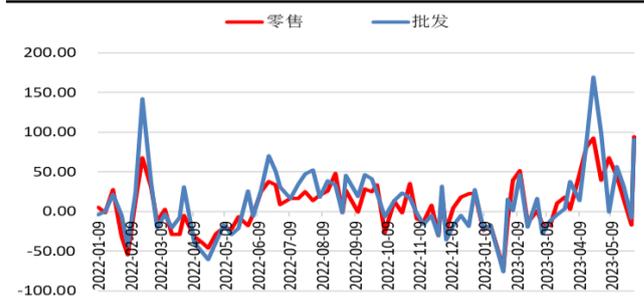
比分别由前一周的下跌 16.81%、8.19%转为上涨 93.88%、90.74%。据乘联会，5 月乘用车市场零售达到 174.2 万辆，同比增长 28.6%，环比增长 7.3%。今年以来累计零售 763.2 万辆，同比增长 4.2%。乘联会表示，3 月以来的促销价格热度逐渐消退，但促销仍处高位，消费者观望情绪得以缓解，加之近期大量新品和低价新款推出，消费需求有所释放。

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: 乘用车销量当月同比增长 (%)

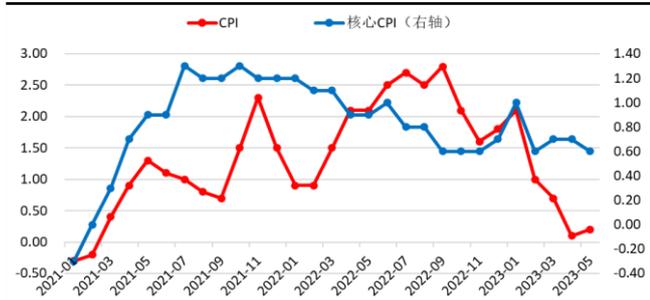


资料来源: wind, 一德宏观战略部

2.2 通胀继续探底 商品延续反弹

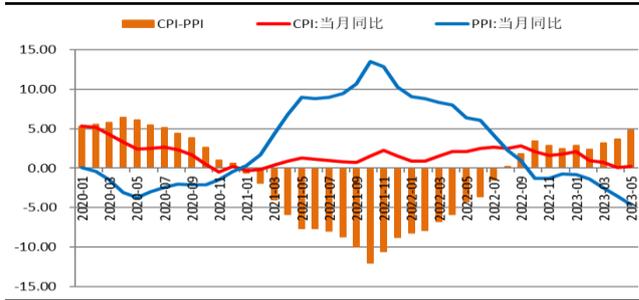
5 月，国内 CPI 同比上涨 0.2%，高于 4 月 0.1 个百分点，但其中翘尾影响 0.5 个百分点，上月为 0.3 个百分点，而新涨价影响约为 -0.3 个百分点，上月为 -0.2 个百分点，5 月，CPI 环比降幅扩大 0.1 个百分点至 -0.2%，通胀维持低位。结构上，猪肉价格延续下行仍对 CPI 形成压力，受生猪养殖亏损导致生猪出栏持续增加的影响，猪肉价格由上月上涨 4.0% 转为下降 3.2%，同时，油价回落导致交通分项降幅扩大亦是 CPI 走弱的重要因素。此外，核心 CPI 同比涨幅回落 0.1 个百分点至 0.6%，显示随着积压需求释放，国内需求增长动力减弱。考虑到能繁母猪存栏去年 4 月见底，预计猪肉价格拐点将于年中出现，并推动国内 CPI 触底回升。在国际大宗商品价格走低及国内需求偏弱的双重压力下，国内 PPI 同比、环比降幅均出现扩大，工业品价格继续探底，但从后市看，6 月以来，在市场对政策刺激预期加大的推动下，南华商品指数持续反弹，在下半年基数走低的支撑下，商品价格或接近底部。此外，PPI 加速回落情况下，CPI-PPI 剪刀差连续三个月扩大，企业利润支撑进一步增强，若后市企业生产恢复加快，企业利润或将出现较为明显的改善。

图 2.5: CPI 与核心 CPI (%)



资料来源: wind, 一德宏观战略部

图 2.6: 出口国别当月同比 (人民币计价, %)



资料来源: wind, 一德宏观战略部

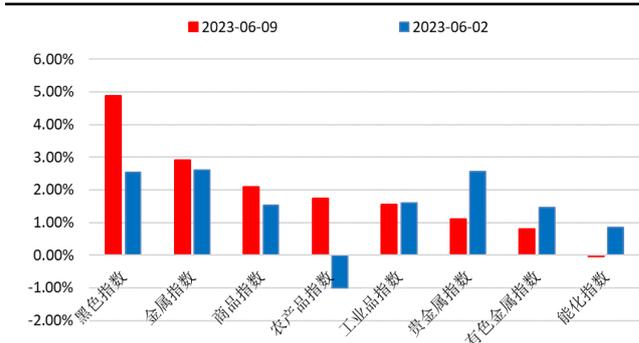
5 日当周, 国内猪肉价格环比延续第二周回落, 环比降幅由前一周的 0.52%扩大至 0.67%, 蔬菜、水果价格环比上涨, 其中, 水果价格止跌反弹, 蔬菜价格延续上涨, 但涨幅收窄。5 日当周, 国内商品价格延续上涨, 涨幅较前一周扩大, 工业品、农产品全面收涨, 其中, 农产品止跌反弹, 工业品中, 黑色指数涨幅较前一周扩大较多, 领涨商品, 贵金属、有色金属指数涨幅收窄, 能化指数由涨转跌, 维持弱势。

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 (%)

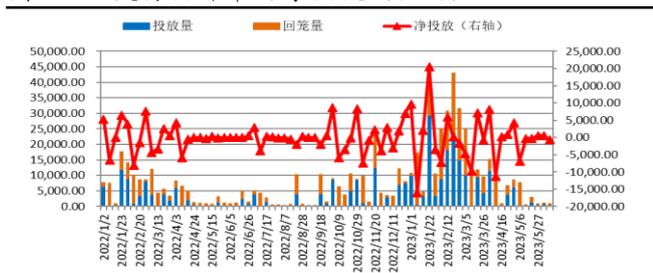


资料来源: wind, 一德宏观战略部

2.3 资金转松 利率普降

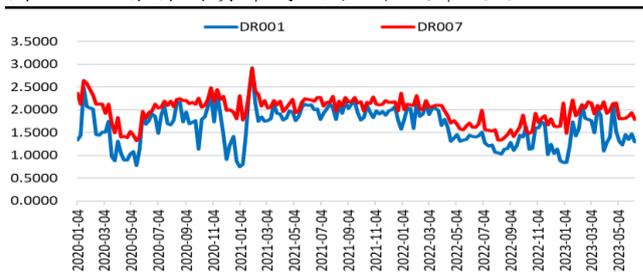
5 日当周, 央行进行了 100 亿元逆回购投放, 当周有 790 亿元逆回购到期, 当周净回笼 690 亿元。跨月后资金面转松, 银行市场利率全面回落, DR001、DR007 周均值环比分别下降 18BP、15BP 至 1.3%、1.8%。

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 外部示范效应引领, 美联储 6 月暂不加息几成定局

当周, 市场继续围绕即将到来的 FOMC 会议进行押注, 但总体而言, 尽管前期波动反复, 但近期 6 月按兵不动而 7 月加息重启定价持续占据主流。从内外两方面因素来看, 上述定价有其合理性:

内部因素方面, 尽管从此前美联储主席鲍威尔“一旦中止加息便不会再重启”的论调来看, 6 月联储的“Skip”看似降低其公信力, 但考虑到届时将公布新的点阵图, 委员们也将根据现有掌握的经济现状对未来进行展望, 较 3 月会议进一步上调终值利率便可缓解上述违背承诺的尴尬, 同时还可利用新闻发布会将终值利率上浮归因于数据变化等情况。因此, 从这一点来看, “Skip”并无明显的障碍。

而从外部因素来看, 近期西方其他经济体央行陆续开启加息“Skip”模式也为联储提供了借鉴。如此前澳洲联储 4 月会议跳过一次加息, 而 5、6 月分别加息 25 基点; 最近的如上周加拿大央行跳过 3、4 月两次加息, 而于 6 月重启加息 25 基点。因此, 总体来看, 我们认为此次会议联储按兵不动及 7 月加息 25 基点定价外, 后续货币政策不确定性依然较高, 特别是各国央行开启加息“Skip”模式先河后, 令后续预期摇摆加大, 市场波动也将随之放大。

图 2.11: 美联储 6 月货币政策预期演变



资料来源: CME, 一德宏观战略部

图 2.12: 美联储后续加息预期 (%)

MEETING PROBABILITIES												
MEETING DATE	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%	70.1%	29.9%	0.0%
2023/7/26	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	30.1%	52.8%	17.1%
2023/9/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.4%	31.9%	50.0%	15.7%
2023/11/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	14.0%	39.0%	36.5%	9.5%
2023/12/13	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%	7.1%	25.7%	37.8%	23.9%	5.1%
2024/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	4.3%	17.9%	32.7%	29.8%	13.0%	2.1%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	3.0%	13.5%	28.0%	30.7%	18.4%	5.6%	0.7%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	2.9%	13.3%	27.7%	30.7%	18.5%	5.8%	0.8%	0.0%
2024/6/19	0.0%	0.0%	0.1%	1.8%	9.1%	21.8%	29.5%	23.5%	11.0%	2.8%	0.3%	0.0%
2024/7/31	0.0%	0.1%	1.5%	7.8%	19.6%	28.1%	24.0%	13.2%	4.3%	0.8%	0.1%	0.0%
2024/9/25	0.1%	1.2%	6.3%	16.8%	26.1%	25.4%	15.9%	6.4%	1.6%	0.2%	0.0%	0.0%
2024/11/6	0.9%	5.1%	14.4%	23.9%	25.6%	18.1%	8.6%	2.7%	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：

5 日当周，国内市场风险情绪震荡走弱，股债收益比、股债收益率差分别由前一周的历史 81.66%、82.47% 的分位数水平升至历史 82.62%、83.28% 的分位数水平。

A 股层面，5 日当周指数强弱分化，主板反弹而创业板出现大幅回落，游资风格连续 3 周跑赢机构。日均成交额开始回落，连续 4 周低于万亿水平；北向资金连续 2 周回流；个股赚钱效应再度趋弱。板块方面，传媒、通信、银行表现强势，电力设备、美容护理、国防军工表现偏弱。海外权益市场风险偏好维持高位，持有成本两端表现分化，对国内影响中性；另一方面，前期热点 TMT 板块反弹开始出现一定持续性，且低位房地产、汽车等板块出现企稳迹象，封杀指数大幅下行空间。周五量能再度逼近万亿水平，赚钱效应有所回升，短期可密切关注量能变化情况，但预计在周内内外政策尚待落地背景下，预计指数向上空间或较为有限。操作上，建议仍以等待低吸机会为主，3200 点上方尽量不做右侧跟随。

国债层面，5 日当周，受国有大行下调存款利率引发市场降息预期的推动下，国债市场延续普涨，长短债利差进一步扩大。5 月国内出口增长转跌，不及预期，通胀继续探底，但基本面利多对市场的影响不及市场对利率下调的预期，反映当前长端利率已反映经济走弱的预期，在经济没有超预期走弱或政策利率维持不变的情况下，长债利率进一步下行空间有限，本周市场对 MLF 利率调降预期短期对支撑市场情绪，操作上建议暂时观望。

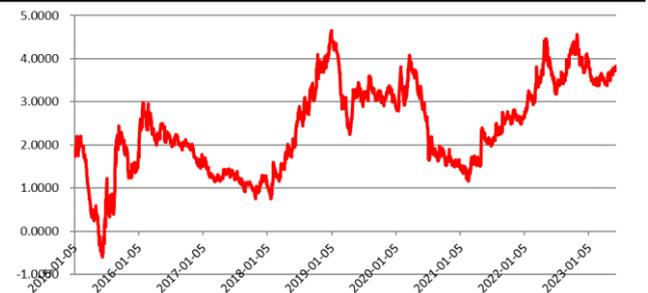
黄金层面，5 日当周，持有成本两端开始分化，纽期金以震荡为主。当周美国经济数据总体趋弱，令金价下方存在支撑。市场逐步进入联储议息会议倒计时阶段。从当下掌握的情况看，此次会议联储效仿澳、加等央行跳过一次加息概率显著提升。但在核心通胀数据距离政策目标仍较遥远情况下，不排除最新公布的点阵图较 3 月进一步上调终值利率预期的可能。但总的来看，短期冲击过后，在联储加息接近尾声背景下，即便降息年内难以落地，货币政策层面对金价的压制力度也将逐步减弱，因而不宜过分看空金价。操作上，总体延续逢低配置思路，1900 美元下方可试探性入场。

图 3.1: 股债相对回报表现



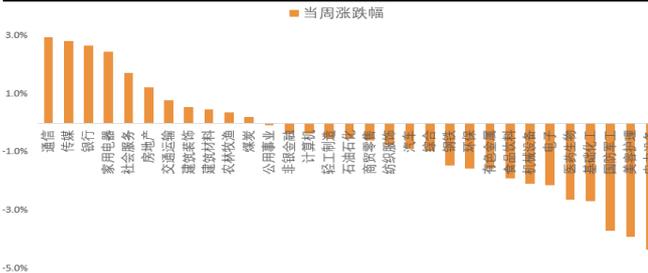
资料来源: wind, 一德宏观战略部

图 3.2: 权益资产溢价



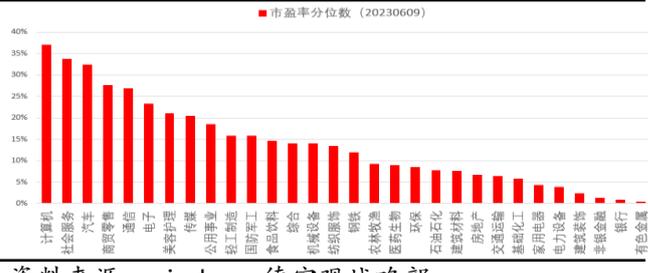
资料来源: wind, 一德宏观战略部

图 3.3: 申万一级行业当周收益率



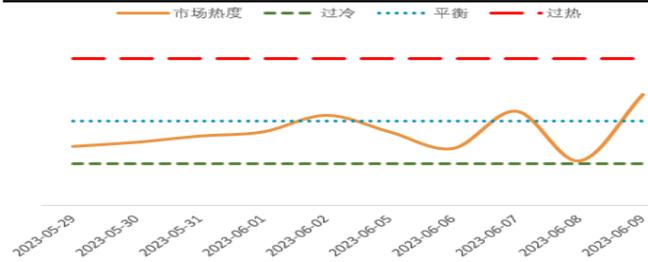
资料来源: wind, 一德宏观战略部

图 3.4: 申万一级行业市盈率分位数



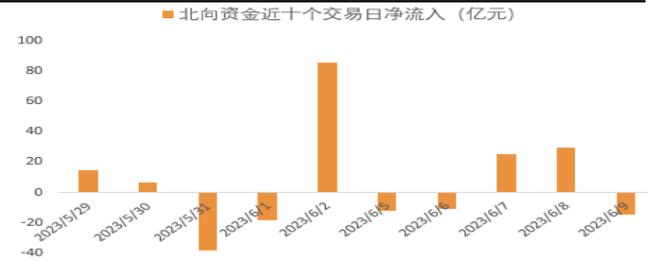
资料来源: wind, 一德宏观战略部

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



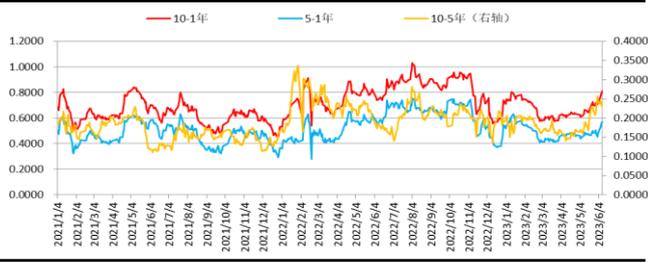
资料来源: wind, 一德宏观战略部

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	
2023/06/12	中国 5 月社会融资规模-单月(亿人民币), 前值 12200, 预测值 20000
	中国 5 月 M2 货币供应年率(%), 前值 12.4, 预测值 12.1
	深证成指、创业板指、深证 100 实施样本股定期调整
	上证 50、上证 180、上证 380、科创 50 等指数的样本调整生效
2023/06/13	德国 5 月 CPI 年率终值(%), 前值 6.1, 预测值 6.1
	德国 6 月 ZEW 经济景气指数, 前值-10.7, 预测值-14
	美国 5 月 CPI 年率未季调(%), 前值 4.9, 预测值 4.2
	OPEC 公布月度原油市场报告
2023/06/14	IEA 公布月度原油市场报告
	美国 5 月 PPI 年率(%), 前值 2.3, 预测值 1.5
2023/06/15	美联储公布利率决议和经济预期摘要, 预计暂停加息
	美联储主席鲍威尔召开货币政策新闻发布会
	国新办就国民经济运行情况举行发布会
	欧洲央行公布利率决议, 预计加息 25 个基点
	中国 5 月城镇固定资产投资年率-YTD(%), 前值 4.7, 预测值 4.4
	中国 5 月规模以上工业增加值年率(%), 前值 5.6, 预测值 3.8
	中国 5 月社会消费品零售总额年率(%), 前值 18.4, 预测值 13.9
	美国截至 6 月 10 日当周初请失业金人数(万), 前值 26.1
美国 5 月核心零售销售月率(%), 前值 0.4, 预测值 0.2	
2023/06/16	美国 5 月工业产出月率(%), 前值 0.5, 预测值 0.1
	日本央行公布利率决议
	欧元区 5 月调和 CPI 年率-未季调终值(%), 前值 6.1, 预测值 6.1
	美国 6 月密歇根大学消费者信心指数初值, 前值 59.2, 预测值 60

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