

宏观策略周报（2023.6.19）

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19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

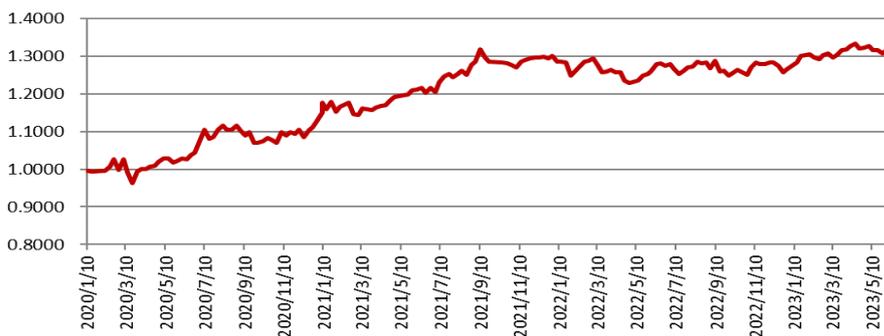
- 12日当周，在央行意外降息下，市场对稳增长预期升温，美联储如期暂停加息，海外紧缩压力缓解，风险偏好显著回暖，股市、商品涨幅扩大，但债券市场前半周受降息利好提振上涨，但后半周完全回吐前半周涨幅，表明当前稳增长政策预期对市场影响比较大，需要提防结果不及预期的回吐风险。操作上，股票市场不建议提升仓位，仍以3200-3300区间波动对待。国债市场在降息背景下不升反降，有所超跌，可关注长债企稳的买入机会。
- 本周资产配置排序：股票>商品>债券。

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

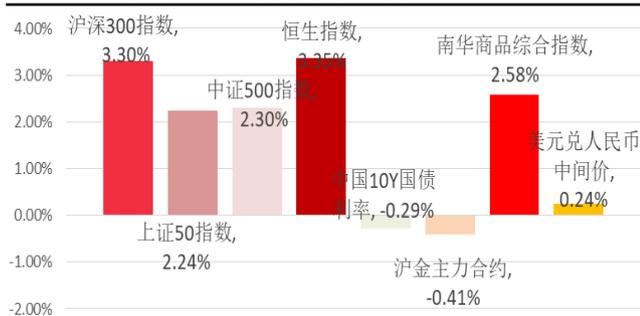
1. 大类资产表现比较.....	1
2. 经济环境分析：.....	1
2.1 经济环比企稳 地产压力仍大.....	1
2.2 食品环比普涨 商品涨幅扩大.....	3
2.3 社融显著走弱 信贷结构优化.....	3
2.4 美 5 月 CPI 年率加速回落，市场无视联储鹰派暗示继续保持乐观	5
2.5 降息引领 稳增长发力.....	5
3. 资产配置建议：.....	6
4.本周重要数据及事件关注：	8
免责声明.....	10

1. 大类资产表现比较

12日当周，多家股份制银行跟随国有大行下调存款利率，此外，央行通过调降7天逆回购利率和MLF利率，给市场释放降低贷款利率预期。国常会部署四方面政策措施，引导推动经济持续回升向好，提振市场信心。国内宏观大类资产表现整体以反弹为主，其中沪深300指数上涨3.3%，南华商品综合指数上涨2.58%。

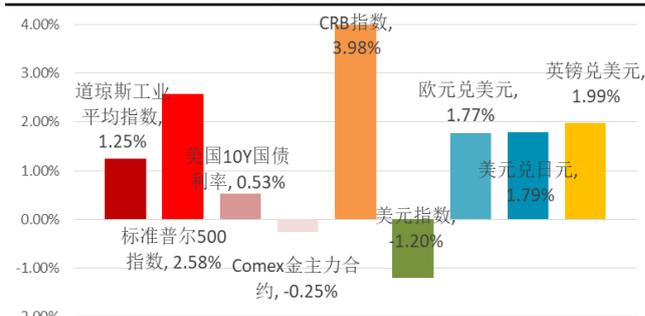
美联储6月议息会议决定暂停加息，短期对美元支撑减弱。风险资产反弹，其中CRB指数涨幅最大为3.98%，其次为标普500指数，涨幅为2.58%。美欧货币政策呈现分化，当周英镑兑美元升值1.99%，欧元兑美元升值1.77%。日本央行维持宽松，日元疲弱。

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

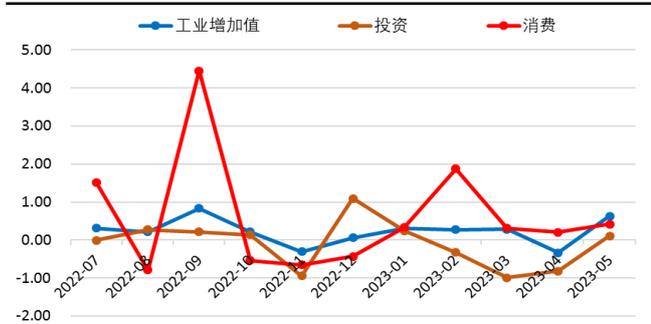
2. 经济环境分析：

2.1 经济环比企稳 地产压力仍大

5月，国内经济增长止跌回升，生产及需求环比增长全面回升，但高基数下，同比增长回落。规模以上工业增加值环比由4月的下降0.43%转为增长0.63%，略高于季节性，当月同比由5.6%回落至3.5%，但考虑基数效应后的两年复合增长由1.3%回升至2.1%，工业生产出现企稳。行业结构上，重化工业生产总体低迷，汽车、电气机

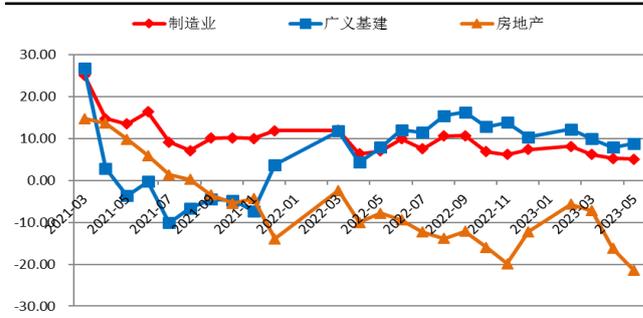
械、计算机设备等高技术行业产出增长较快。固定资产投资5月环比转正，结束连续三个月的下跌，但同比降幅进一步扩大，主要行业中，基建投资增长加快，高基数下回升力度较强，是投资的重要支撑，制造业投资增长较4月小幅走低，弱势维稳，房地产投资降幅进一步扩大，仍是投资的主要压力，房地产投资中，竣工、施工、新开工增长全面回落，地产销售转弱对房地产投资的抑制显著。消费5月环比略高于4月，两年复合增长较4月基本持平，结构上，在餐饮、金银珠宝消费维持高增的同时，汽车、通讯器材相关可选消费增长加快，消费需求呈现企稳迹象，但地产相关的建筑装潢、家电消费增长进一步下降，是消费增长的主要制约。总体看，5月国内经济在高位回调后出现企稳的迹象，但地产走弱及外需低迷仍对经济回升形成制约。

图 2.1: 国内工业增加值、投资及消费环比 (%)



资料来源: wind, 一德宏观战略部

图 2.2: 三大行业固定资产投资当月同比 (%)

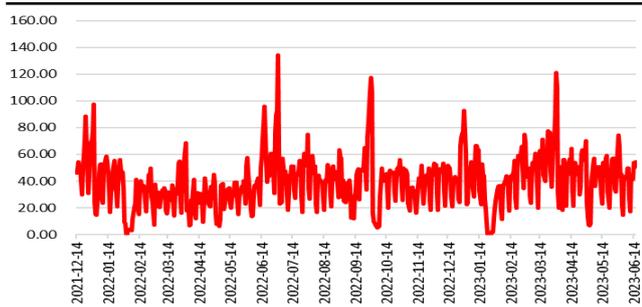


资料来源: wind, 一德宏观战略部

12日当周，全国247家钢厂高炉开工率回升0.73个百分点至83.09%，六周以来首次超过去年同期。钢材库存连续五周普降，但在生产回升及端午假期备货需求增加推动下，钢材库存降幅明显收窄。

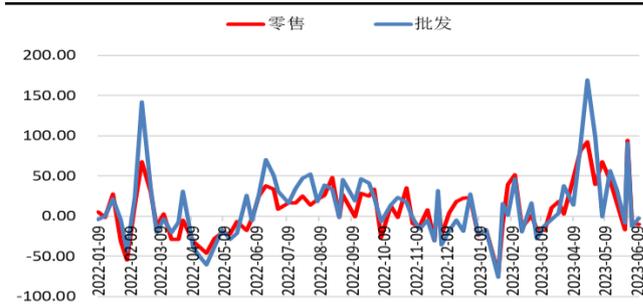
终端需求方面，12日当周，30大中城市商品房日均成交面积环比低位回升，但仍为近一个月低位。6月第二周，国内乘用车销量同比延续负增长，其中，零售销量同比降幅较前一周扩大，批发量降幅收窄。据乘联会，发布数据显示，6月1日-11日乘用车市场零售42.5万辆，同比下降10%，环比下降25%；今年以来累计零售805.7万辆，同比增长3%；全国乘用车厂商批发44.1万辆，同比下降5%，环比增长11%；今年以来累计批发927.4万辆，同比增长10%。

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

2.2 食品环比普涨 商品涨幅扩大

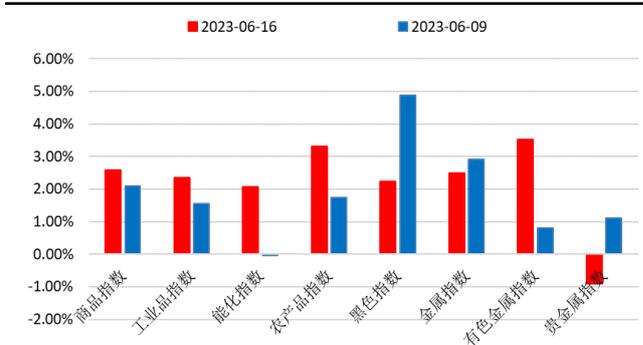
12 日当周, 国内猪肉、果蔬日均价格环比普涨, 其中, 蔬菜价格环比涨幅扩大, 水果价格涨幅收窄, 猪肉价格 5 周以来首次转涨。国内商品价格延续第三周上涨, 涨幅较进一步扩大, 工业品、农产品延续普涨, 涨幅均较前一周加大, 工业品中, 有色指数涨幅显著加大, 领涨商品, 能化指数止跌转涨, 黑色指数涨幅收窄, 贵金属出现回落。

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: 南华指数周度涨跌 (%)



资料来源: wind, 一德宏观战略部

2.3 社融显著走弱 信贷结构优化

5 月, 国内新增信贷 1.36 万亿元, 环比多增 6412 亿元, 高于季节性, 在 4 月信贷投放放缓后, 5 月国内信贷投放再度加快, 但受高基数影响, 同比少增 5300 亿元。信贷结构上, 票据融资显著缩量, 环比少增 860 亿元, 银行票据冲量减弱, 对实体投放增加, 实体信贷中, 企业长贷维持较强增长, 持续对基建、制造业投资形成支撑,

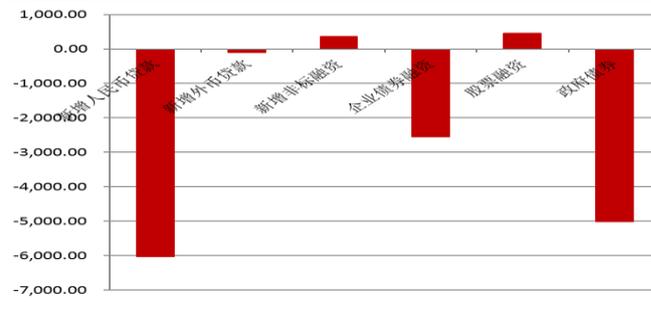
受假期及地产销售回暖的推动，居民短贷、长贷全面回升，但进入六月地产销售出现回落，居民贷款增长仍面临压力。1-5月，国内信贷合计少增400亿元，企业长贷少增幅度较大，宽信用背景下，开年以来信贷投放力度总体偏弱。社融5月显著走弱，同比大幅少增1.28万亿，除新增信贷同比少增较多外，地方政府专项债受去年专项债5月放量导致基数较高的影响，大幅少增5011亿元是主要拖累。受5月房企发债持续低迷的影响，企业债融资5月转跌，同比、环比均连续第三个少增，对社融压力加大。5月，M1、M2同比增长双双回落，其中，基数较高是M2的增长回落的主要压力，M1增长回落主要由企业活期存款下降导致，反映了居民消费意愿不强，力度偏弱的现状。

图 2.7: 新增人民币贷款各分项占比 (%)



资料来源: wind, 一德宏观战略部

图 2.8: 5月社融分项同比增减 (亿元)



资料来源: wind, 一德宏观战略部

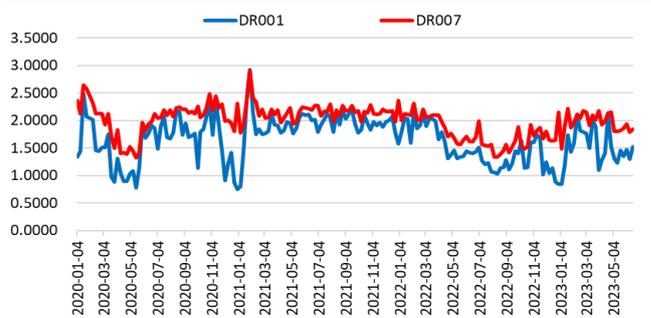
12日当周，央行分别进行了500亿元逆回购及2370亿元MLF投放，当周分别有100亿元逆回购及2000亿元MLF到期，当周净投放770亿元。受月中缴税影响，银行市场资金趋紧，利率普遍回升，DR001、DR007周均值环比分别上涨23BP、5BP至1.53%、1.85%。

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 (%)



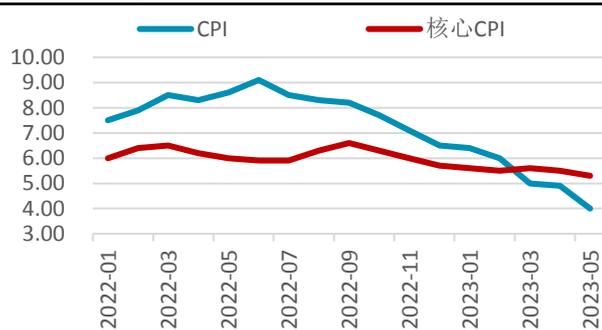
资料来源: wind, 一德宏观战略部

2.4 美 5 月 CPI 年率加速回落，市场无视联储鹰派暗示继续保持乐观

当周，美国公布 5 月 CPI 数据，美国 5 月 CPI 同比上升 4%，连续第 11 次下降，且为 2021 年 4 月以来最小同比涨幅，核心 CPI 同比上涨 5.3%，同比增速持续高于整体指数，显示核心通胀粘性依然较强。本月通胀加速回落的主要贡献在于能源价格大幅回调。

尽管通胀数据加速回落，但美联储 6 月 FOMC 会议显示委员们仍偏谨慎。在一如市场预期般暂停加息后，最新公布的点阵图显示联储预期年内仍将加息 2 次总计 50 基点，超出预期的点阵图令市场预期再度自发修正。一方面，联储年内降息预期得到完全修复；另一方面，在年内加息预期层面，美联储观察工具显示市场仅预期 7 月一次加息，相对于联储点阵图显示的两次加息幅度仍较乐观。

图 2.11：美国 CPI 与核心 CPI 同比 (%)



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 DATE	MEETING PROBABILITIES											
	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575
2023/7/26					0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	25.6%	74.4%	0.0%
2023/9/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	22.5%	68.5%	8.9%
2023/11/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%	23.5%	67.3%	8.7%
2023/12/13	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	7.9%	37.7%	48.3%	5.9%
2024/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	3.7%	21.5%	42.5%	29.0%	3.2%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.2%	14.0%	33.7%	34.7%	14.1%	1.4%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.1%	13.4%	32.6%	34.6%	15.2%	2.1%	0.1%
2024/6/19	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.2%	8.7%	24.7%	33.8%	23.2%	7.5%	0.9%	0.0%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	1.0%	7.6%	22.2%	32.4%	24.8%	9.9%	1.9%	0.2%	0.0%
2024/9/25	0.0%	0.0%	0.9%	6.4%	19.6%	30.6%	26.2%	12.6%	3.3%	0.5%	0.0%	0.0%
2024/11/6	0.0%	0.8%	5.9%	18.5%	29.7%	26.5%	13.7%	4.1%	0.7%	0.1%	0.0%	0.0%
2024/12/18	0.3%	2.9%	11.0%	23.0%	28.4%	21.4%	9.8%	2.7%	0.5%	0.0%	0.0%	0.0%

资料来源：CME，一德宏观战略部

2.5 降息引领稳增长发力

13 日，央行意外将 7 天逆回购操作利率下调 10 个 BP 至 1.9%，随后常备借贷便利 (SLF) 利率全面跟随调降 10BP，调降后隔夜、7 天期、1 个月 SLF 利率分别降至 2.75%、2.90%、3.25%。15 日，MLF 利率同步下行 10BP 至 2.65%。央行跟随市场调降公开市场操作利率，系统性降低经济利率水平，体现了当局在经济恢复压力下，稳定经济增长的政策导向。

6 月 16 日，国务院总理李强主持召开国务院常务会议，研究推动经济持续回升向好的一批政策措施，审议通过《加大力度支持科技型企业融资行动方案》、《私募投资基金监督管理条例 (草案)》，讨论《中华人民共和国学位法 (草案)》。

会议指出，针对经济形势的变化，必须采取更加有力的措施，增强发展动能，优化经济结构，推动经济持续回升向好。会议围绕**加大宏观政策调控力度、着力扩大有效需求、做强做优实体经济、防范化解重点领域风险**等四个方面，研究提出了一批政策措施。会议强调，**具备条件的政策措施要及时出台、抓紧实施，同时加强政策措施的储备，最大限度发挥政策综合效应。**

会议强调，要引导金融机构根据不同发展阶段的科技型企业的不同需求，进一步优化产品、市场和服务体系，**为科技型企业提供全生命周期的多元化接力式金融服务**。要把支持初创期科技型企业作为重中之重，加快形成以股权投资为主、“股贷债保”联动的金融服务支撑体系。要加强科技创新评价标准、知识产权交易、信用信息系统等基础设施建设。要统筹做好融资支持与风险防范，有效维护金融稳定。

3. 资产配置建议：

12日当周，国内市场风险情绪显著回升，股债收益比、股债收益率差分别由前一周的历史 82.62%、83.28%的分位数水平大幅回升至历史 79.87%、80.48%的分位数水平。

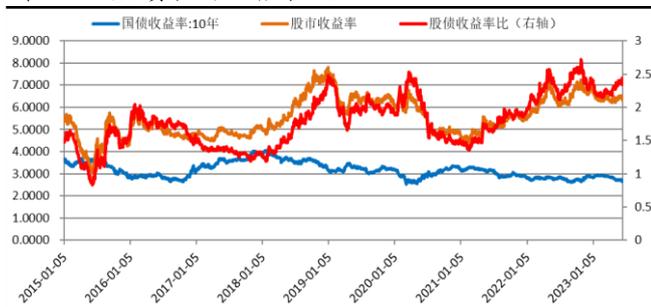
A股层面，12日当周指数共振反弹，创业板涨幅明显，游资风格连续4周跑赢机构。日均成交额开始回升，高于万亿水平；北向资金连续3周回流；个股赚钱效应明显回暖。板块方面，食品饮料、通信、机械设备表现强势，公用事业、银行、石油石化表现偏弱。海外权益市场风险偏好维持高位，持有成本中美元大幅走低对A股影响正面；前期热点TMT板块持续表现再度出现主升行情，且低位食品饮料、汽车等消费板块企稳回升，封杀指数大幅下行空间。消息面上。指数反弹主要受到强烈政策以及地缘政治博弈趋缓两方面预期共同影响，需要提防结果不及预期的回吐风险。操作上，短线相对转向积极，但不建议提升配置仓位，仍以3200-3300区间波动对待。

国债层面，12日当周，国债收益率先跌后升，总体收涨，前半周在央行意外降息的拉动下，国债收益率普遍回落，但随着降息落地及国内经济数据公布，市场对稳增长政策预期升温，打压债市情绪，国债利率大幅反弹，完全收复利率前半周降幅。降

息影响下，市场对长债配置需求增加，长债表现偏强，中短期债券走势较弱。随着政策利率调降，长债利率下行空间打开，但短期内，由于市场对经济弱修复定价较为充分，稳增长政策对市场影响相对较大，国债利率不跌反涨，出现超调，操作上关注长债企稳买入的机会。

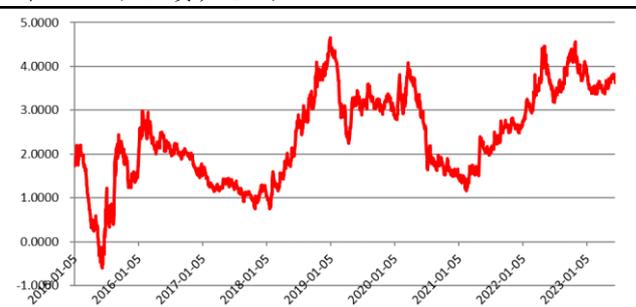
黄金层面，12日当周，美元明显回落，纽期金探底回升小幅收跌。当周联储尽管暂停加息，但重申鹰派紧缩论调，一度驱动黄金大幅回落刷新5月初调整以来新低；但随后欧央行更为鹰派和确定的紧缩表态令市场出现逆转，黄金显著反抽。当前，黄金层面的主要利空因素仍在于市场乐观的预期与联储的谨慎情绪之间形成的预期差，特别是随着联储“一会一议”风格下，预计市场预期的修正更趋于碎片化，进而造成行情短期波动的加大。但总的来看，在联储加息接近尾声背景下，即便降息年内难以落地，货币政策层面对金价的压制力度也将逐步减弱，因而不宜过分看空金价。操作上，总体延续逢低配置思路，珍视阶段性回调后的布局机会，如有回落至1900美元下方可试探性入场。

图 3.1: 股债相对回报表现



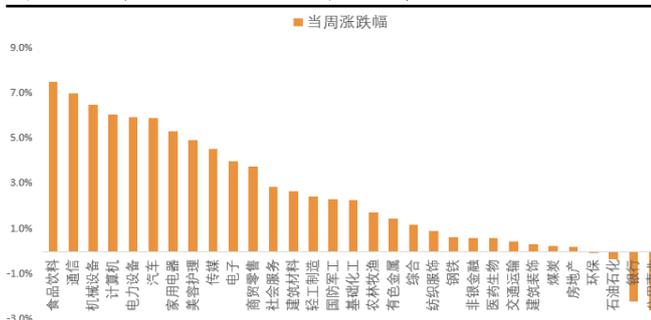
资料来源: wind, 一德宏观战略部

图 3.2: 权益资产溢价



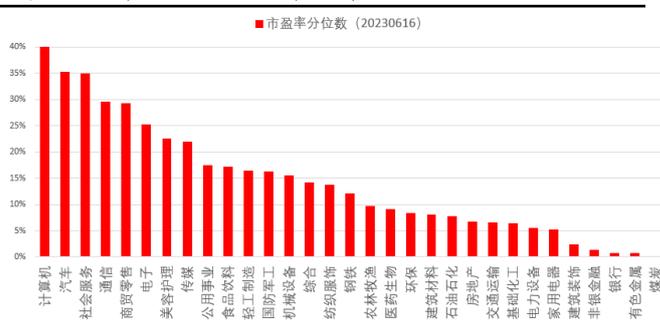
资料来源: wind, 一德宏观战略部

图 3.3: 申万一级行业当周收益率



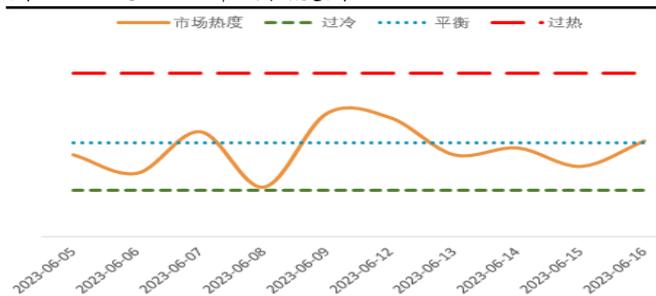
资料来源: wind, 一德宏观战略部

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 3.7: 国债到期收益率 (%)



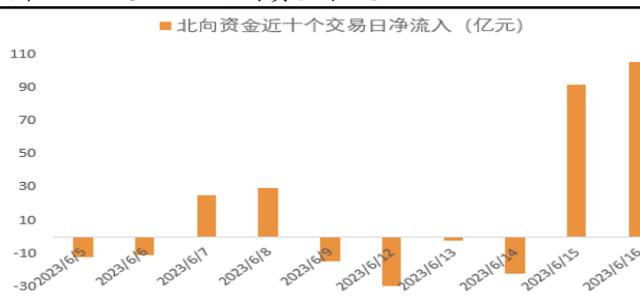
资料来源: 中债登网站, 一德宏观战略部

图 3.9: 美国 10Y 国债实际利率与名义利率 (%)



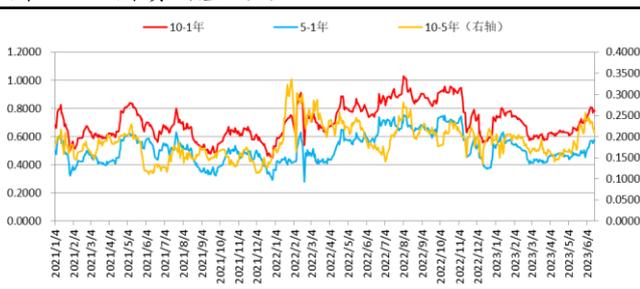
资料来源: wind, 一德宏观战略部

图 3.6: 近 10 日北向资金表现



资料来源: wind, 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 3.10: 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	
2023/06/19	上海期货交易所氧化铝期货正式挂牌交易
	美国 6 月 NAHB 房产市场指数, 前值 50, 预测值 51
2023/06/20	中国 6 月一年期贷款市场报价利率(%), 前值 3.65, 预测值 3.55
	中国 6 月五年期贷款市场报价利率(%), 前值 4.3, 预测值 4.2
	美国 5 月营建许可年化总数初值(万户), 前值 141.7, 预测值 142.5
	美国 5 月新屋开工年化月率(%), 前值 2.2, 预测值-0.1
	圣路易斯联储主席布拉德在巴塞罗那经济学院发表讲话
	FOMC 永久票委、纽约联储主席威廉姆斯在纽约联储会议上就领导力发表讲话

2023/06/21	日本央行公布4月货币政策会议纪要
	英国5月CPI年率(%), 前值8.7, 预测值8.5
	美国参议院金融委员会就库格勒担任美联储理事、库克连任美联储理事以及杰斐逊担任美联储副主席的提名举行听证会
	美联储主席鲍威尔出席众议院金融服务委员会听证会
2023/06/22	2025年FOMC票委、克利夫兰联储主席梅斯特发表讲话
	美联储理事沃勒在爱尔兰央行会议上发表讲话
	英国央行公布利率决议和会议纪要
	美联储主席鲍威尔出席参议院银行委员会听证会
	美国第一季度经常帐(亿美元), 前值-2068, 预测值-2169
	美国截至6月17日当周初请失业金人数(万), 前值26.2, 预测值26
	欧元区6月消费者信心指数初值, 前值-17.4, 预测值-17
2023/06/23	美国5月成屋销售年化总数(万户), 前值428, 预测值425
	英国6月Gfk消费者信心指数, 前值-27, 预测值-25
	日本5月全国CPI年率(%), 前值3.5, 预测值3.2
	法国6月Markit制造业PMI初值, 前值45.7, 预测值45.3
	德国6月Markit制造业PMI初值, 前值43.2, 预测值43.5
	欧元区6月Markit制造业PMI初值, 前值44.8, 预测值44.5
	英国6月Markit服务业PMI初值, 前值55.2, 预测值54.8
	英国6月Markit制造业PMI初值, 前值47.1, 预测值46.8
美国6月Markit制造业PMI初值, 前值48.4, 预测值48.3	

资料来源：汇通财经、一德宏观战略部

风险提示：

国内政策力度不及预期；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