



大类资产每月观察

正信期货大类资产月报 202312

研究员：蒲祖林

投资咨询证号：Z0017203

Email: puzl@mfc.com.cn





C 目录

CONTENTS

1

主要观点

2

行情回顾

3

基本面分析

4

量化诊断



大类资产月评：美国衰退预期升温，国内制造业复苏戛然而止



策略概述

- 1、美联储11月制造业PMI进入冰点，通胀和居民收入持续下滑，联储官员纷纷鸽派表态，助推市场对美国经济衰退的担忧，美十债利率进一步调整至4.2%附近，实际利率下行驱动风险资产价格上涨，密切关注11月通胀和非农就业市场的表现。
- 2、国内11月制造业和服务业PMI双双不及预期，确认实体经济复苏戛然而止，地产在系列宽松政策下复苏效果不显著，拖累宏观总需求不足，外需在欧美衰退预期下进一步承压。短期货币供需中性宽松，地方政府和国债发债融资需求维持高位，资金价格坚挺。地产高频销售新房季节性回暖，二手房销售延续下滑，地产新政刺激脉冲效果趋弱，密切跟踪持续性，制造业产能利用率内外需共振走弱，经济复苏仍需更强宽财政政策刺激。

● 投资要点

美国经济在高利率的约束下表现出放缓风险，多方面的经济数据确认这一逻辑，美债利率从高位回落近80个基点，进一步下行需要更多更差的数据来推动，海外金融条件短期难以进一步宽松，风险资产价格上涨动能趋弱。中国因需求动能不足制造业进入被动累库存周期阶段，在中央政府财政赤字突破3%上限后，财政、货币、地产刺激政策有望进一步加码，关注能否拖住需求下行，市场风险偏好预计短期因期待政策而有所改善。12月大类资产配置方面建议回调做多风险资产（股票）反弹做空避险资产（国债）进行配置，权益风格预计不显著，周期有望超跌补涨；商品预计延续震荡分化，建议回调做多配置农产品和地产链条工业品，反弹做空外需相关工业品；利率整体走势震荡，建议反弹空十债、五债或多短空长套利，美国实际利率高位回落幅度较大，贵金属价格历史新高后谨防再次调整风险，建议继续持有黄金和白银多单。

- 风险提示 美国通胀和就业扰动、国内实体经济恢复不及预期

策略建议

大类资产	品种	策略观点	核心逻辑
权益	上证50/沪深300	偏多	美国经济在高利率的约束下表现出放缓风险，美债利率从高位回落近80个基点，进一步下行需要更多更差的数据来推动，海外金融条件短期难以进一步宽松，外资风险溢价指数处于中性偏高水平，国内股市配置价值增加。国内地产高频销售环比季节性改善，制造业产能利用率内外需共振走弱，信用脉冲指数指向12月经济维持复苏高位，权益类资产价格预计整体底部震荡反弹， 可回调配置股指期货IF、IH、IC、IM中期多单。
	中证1000/中证500	偏多	
	成长	偏多	
	周期	偏多	
债券	10债到期收益率	震荡	国内地产高频销售环比季节性改善，制造业产能利用率内外需共振走弱，信用脉冲指数指向12月经济维持复苏高位，短期货币供需中性宽松，弱现实宽信用预期持续演绎，预计债市在流动性压力下走势震荡偏空， 可择机反弹进行国债期货十债空单配置，或多二空十套利配置
	10-2Y价差	震荡偏多	
	美10债到期收益率	震荡下跌	
商品	南华工业品	震荡偏多	国内地产高频销售环比季节性改善，制造业产能利用率内外需共振走弱，信用脉冲指数指向12月经济维持复苏高位，制造业位于被动累库存周期，中央政府财政赤字突破3%上限后，财政、地产刺激政策有望持续加码，关注需求能否增加，商品市场面临内外需错配的矛盾，预计宏观对远月合约影响更大， 大宗商品价格在当前位置震荡分化，建议反弹空外需工业品，回调多地产链条工业品，或多农产品进行配置。
	南华农产品	震荡反弹	
	WTI原油	震荡	
货币	黄金	震荡偏强	美国经济在高利率的约束下表现出放缓风险，美债利率从高位回落近80个基点，进一步下行需要更多更差的数据来推动，预计贵金属走势短期震荡偏强，建议 持有白银、黄金多单，谨慎加仓 。国内经济二次复苏疲弱，但美元大幅超跌，美元兑人民币短期预计震荡反弹。
	美元指数	震荡下跌	
	离岸人民币	震荡偏强	

行情回顾



➤ 过去一月大类资产表现：美股领涨，美元指数领跌

欧美股市>美债>黄金>大宗商品>国内债券>国内股市>港股>美元指数

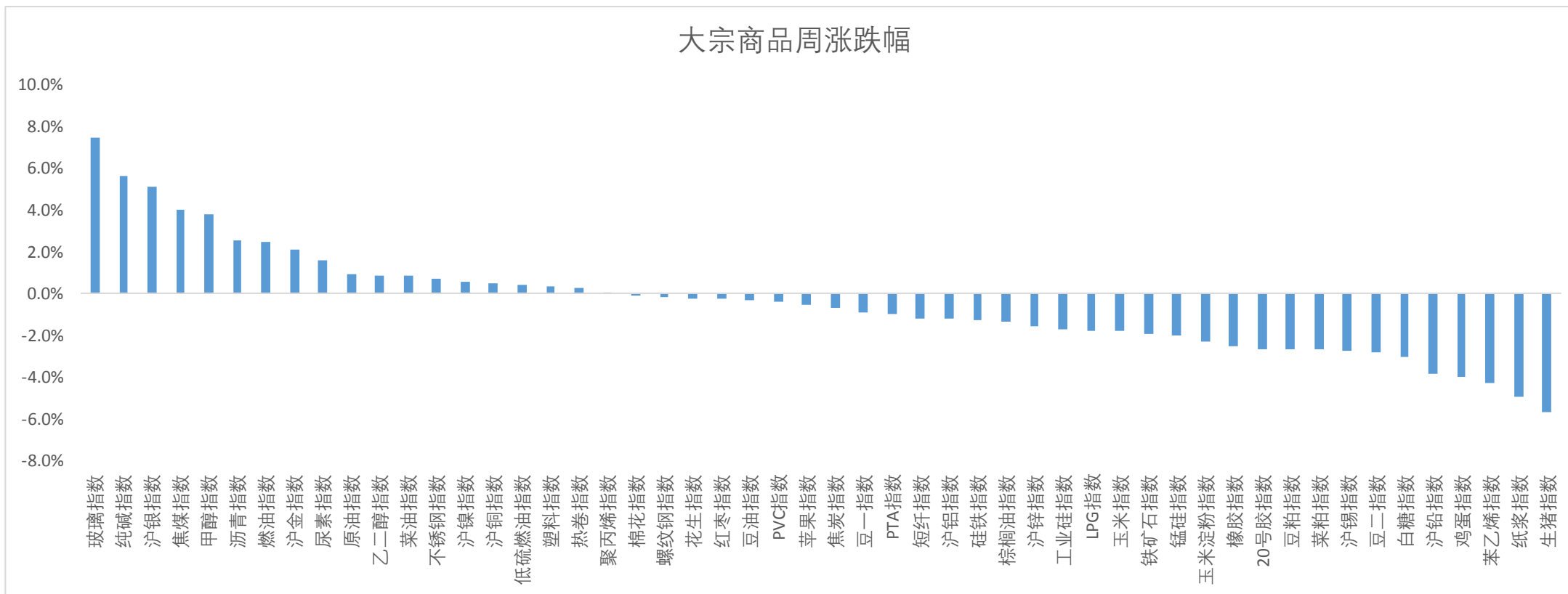
全球大类资产价格涨跌幅							
国内股市		海外和港股		大宗商品		利率和货币	
上证指数	0.28%	恒生中国企业	-1.67%	南华商品	1.03%	十债收益率(%)	-0.0257
深证成指	-1.08%	恒生指数	-1.59%	南华能化	2.88%	二债收益率(%)	0.0652
创业板指	-1.68%	恒生科技指数	1.91%	南华黑色	1.84%	期限利差 (10-2Y)	-0.0909
上证50	-2.84%	富时新兴市场指数	5.89%	南华有色金属	-1.67%	DR007(%)	-0.3451
沪深300	-2.47%	富时欧洲	5.52%	螺纹钢	5.09%	美国十债收益率(%)	-0.6600
科创50	-0.27%	标普500	8.42%	生猪	-13.02%	美国二债收益率(%)	-0.5100
中证1000	2.88%	纳斯达克综指	8.93%	WTI原油	-8.45%	美债期限利差 (10-2Y)	-0.1500
中证500	1.03%	道琼斯工业平均	9.52%	路透CRB商品指数	-3.70%	德国十债收益率(%)	-0.3400
周期(风格.中信)	0.51%	德国DAX	9.88%	COMEX铜	7.31%	COMEX黄金	4.97%
成长(风格.中信)	1.84%	日经225	5.79%	CBOT大豆	0.93%	美元指数	-3.18%

数据来源：iFind. 正信期货

行情回顾

➤ 过去一周大宗商品表现：玻璃领涨，生猪领跌

玻璃>纯碱>白银>焦煤>.....铅>鸡蛋>苯乙烯>纸浆>生猪



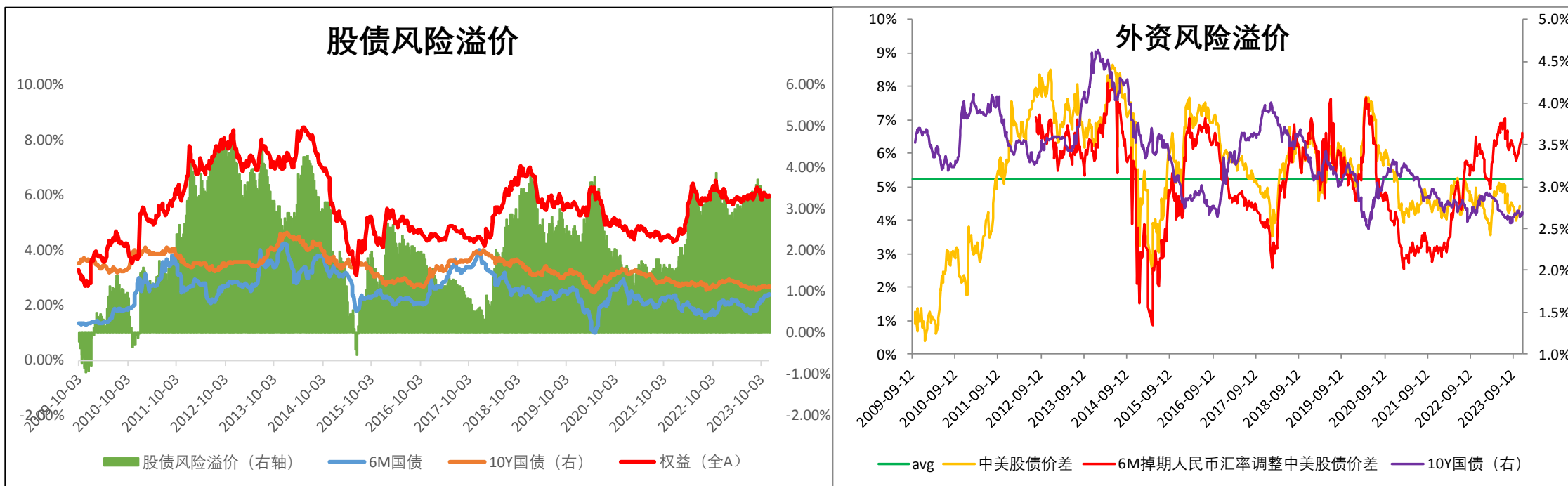
数据来源：iFind. 正信期货

行情回顾

过去一周大类资产风险溢价



股债风险溢价录得**3.33%**，较上周增加**0.06%**，位于**79%**分位点，外资风险溢价指数录得**6.62%**，较上周反弹**0.16%**，位于**85.6%**分位点，外资吸引力维持中性偏高水平。

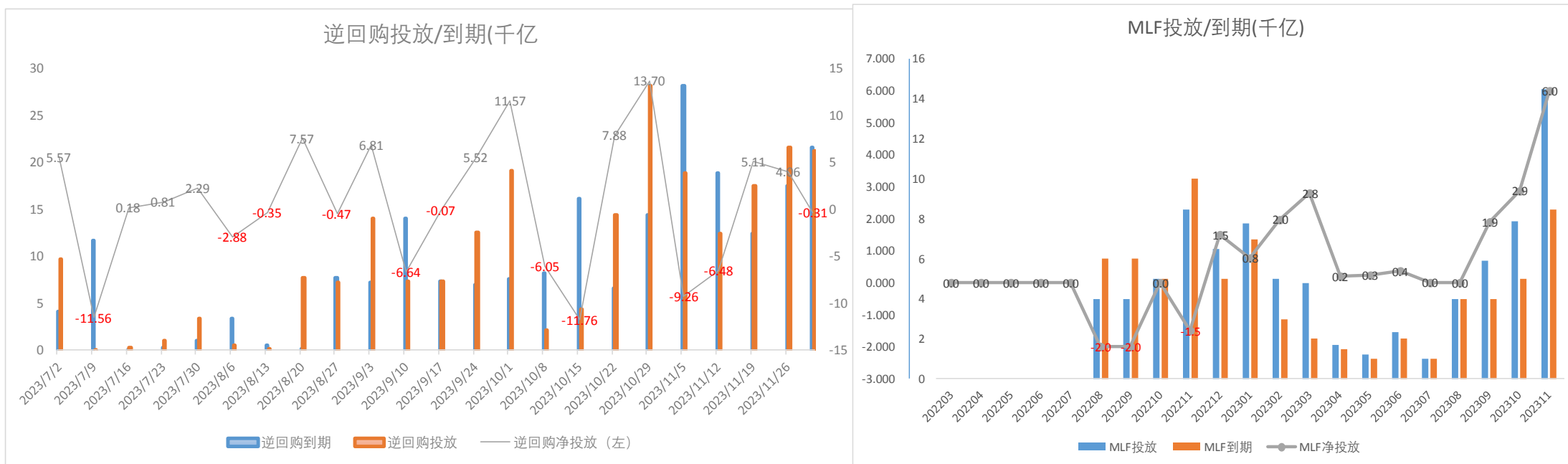


数据来源: iFind. 正信期货

货币供需分析——货币供应



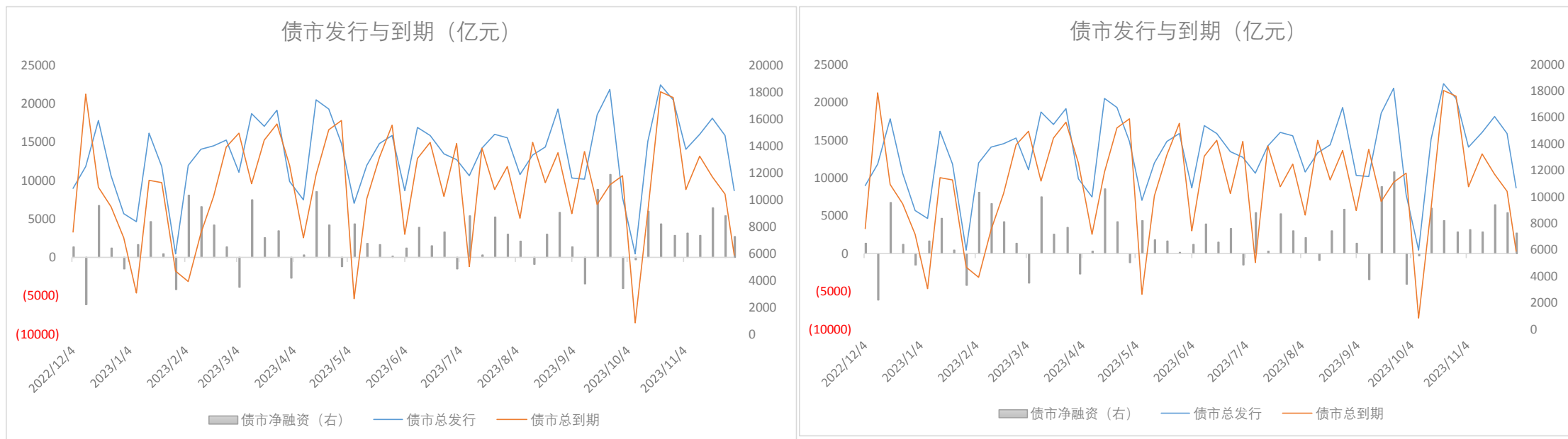
上周央行OMO逆回购到期21670亿元，逆回购投放21360亿元，货币净回笼310亿元，货币供给小幅收紧。同时，MLF在11月份投放14500亿，到期8500亿，持续超额续作，净投放6000亿，为近一年新高，主要系对冲特别国债和地方政府化债带来的流动性压力，总体11月货币供应维持中性态势。



数据来源：同花顺iFind，正信期货

货币供需分析——货币需求

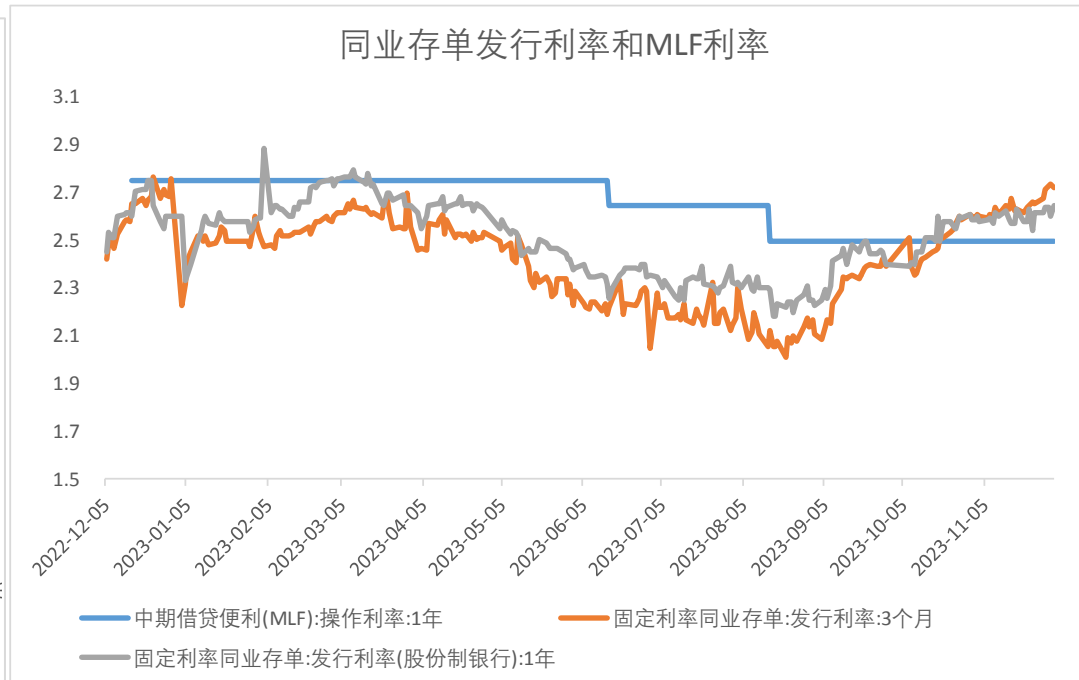
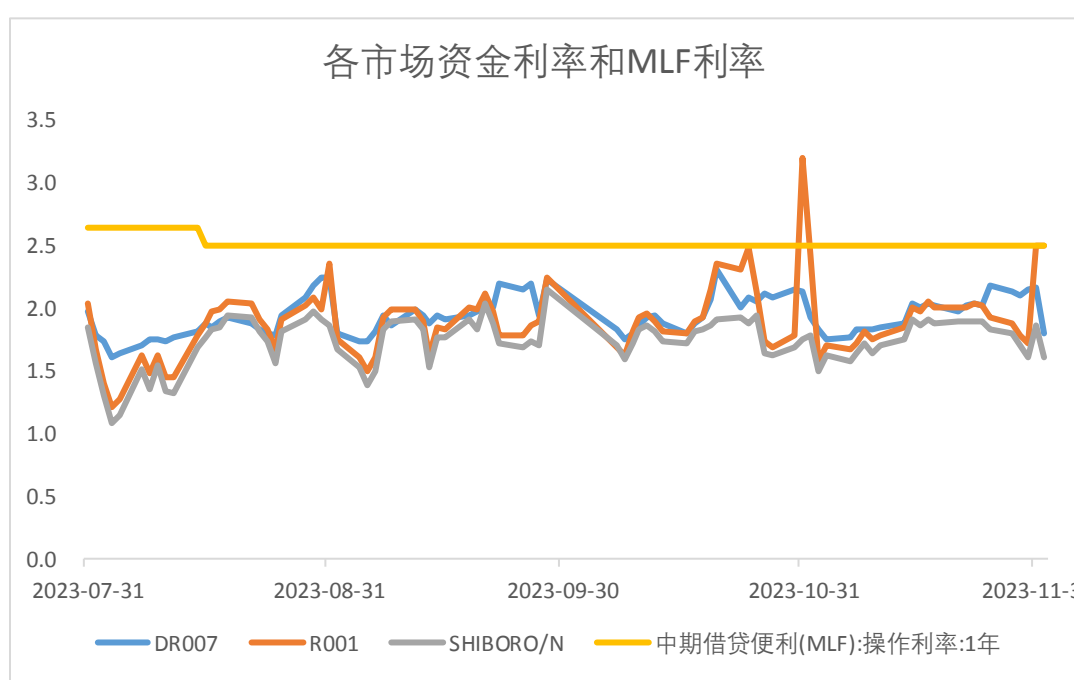
上周国债发行1021.7亿，到期541亿，货币净需求480.7亿；地方债发行698.3亿，到期45.4亿，货币净需求652.9亿；其他债发行6923.4亿，到期5262亿，货币净需求1661.3亿；债市总发行8643.5亿，到期5848.5亿，货币净需求2795亿，货币需求高位回落，系地方政府和国债发债融资需求边际减少。



数据来源：同花顺iFind，正信期货

货币供需分析-资金价格

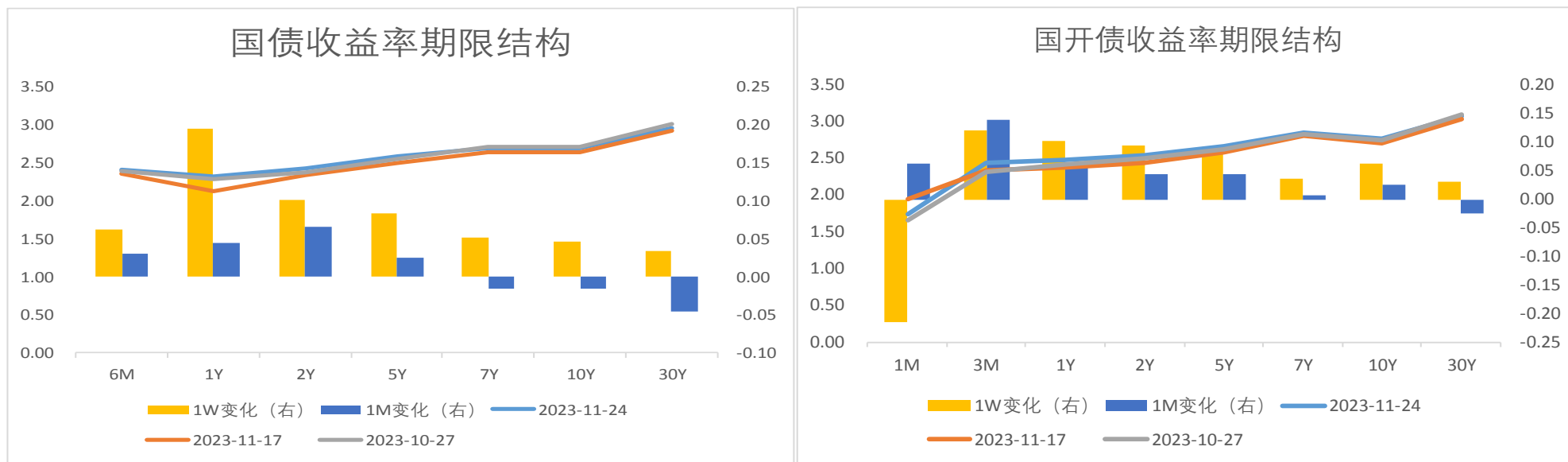
DR007、R001、SHIBOR隔夜分别变化-38.3bp、56.2bp、-21.9bp至1.8%、2.5%、1.62%。同业存单发行利率反弹6.8bp，股份制银行发行的CD利率反弹2.9bp至2.65%，持续大幅高于MLF 1年期利率水平（2.5%），资金真实总需求维持高位，导致资金价格偏紧。



数据来源：同花顺iFind，正信期货

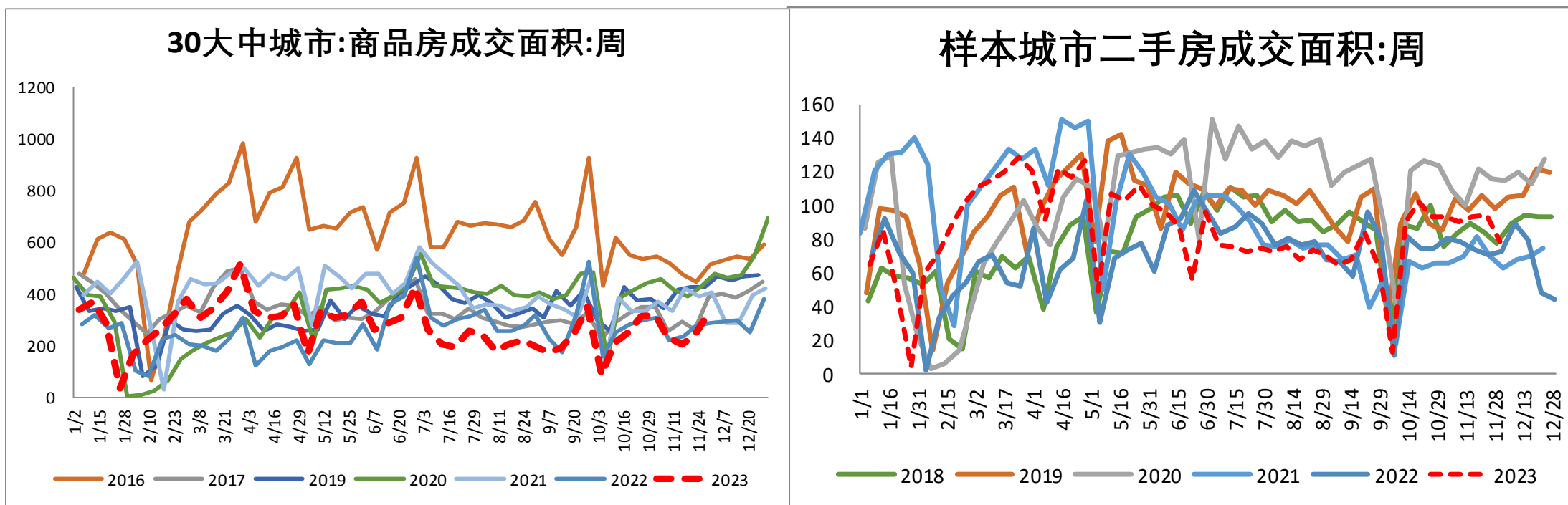
货币供需分析-期限结构

上周10年期国债收益率较前一周变化-3.2bp，5年期国债收益率变化-1.7bp，2年期国债收益率变化-2bp；10年期国开债收益率较前一周变化0bp，5年期国开债收益率变化0.4bp，2年期国开债收益率变化0.6bp，整体来看，上周收益率期限结构整体再度走平，受资金月末效应资金偏紧消退和PMI数据超预期下降的影响，利率再度回落，收益率曲线大幅走平，国债和国开债之间的信用利差大幅扩大。



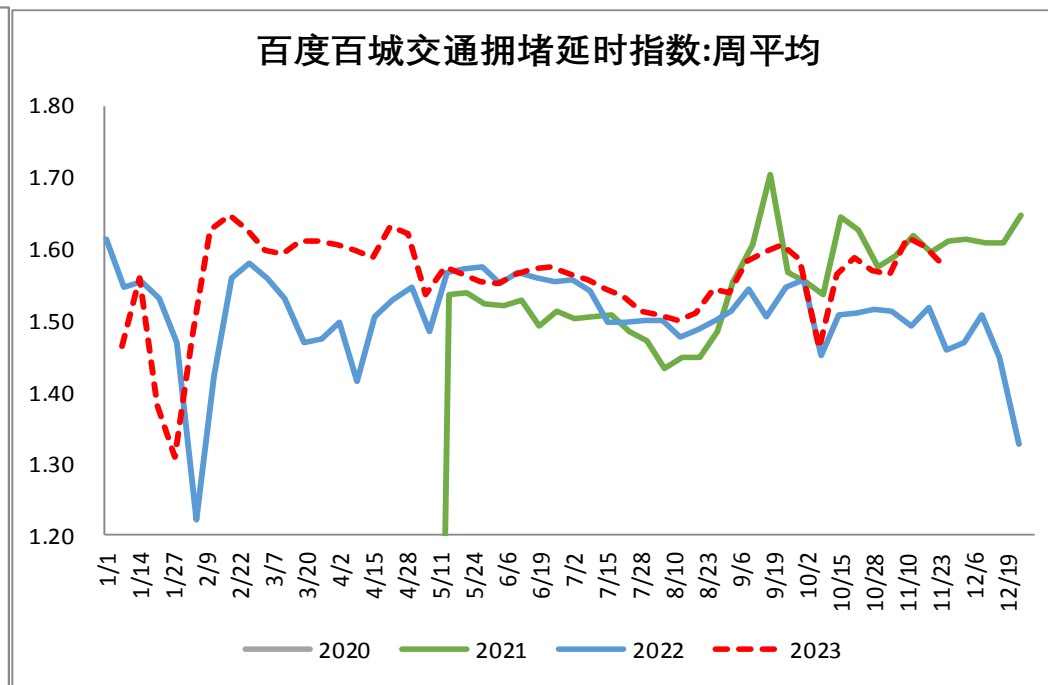
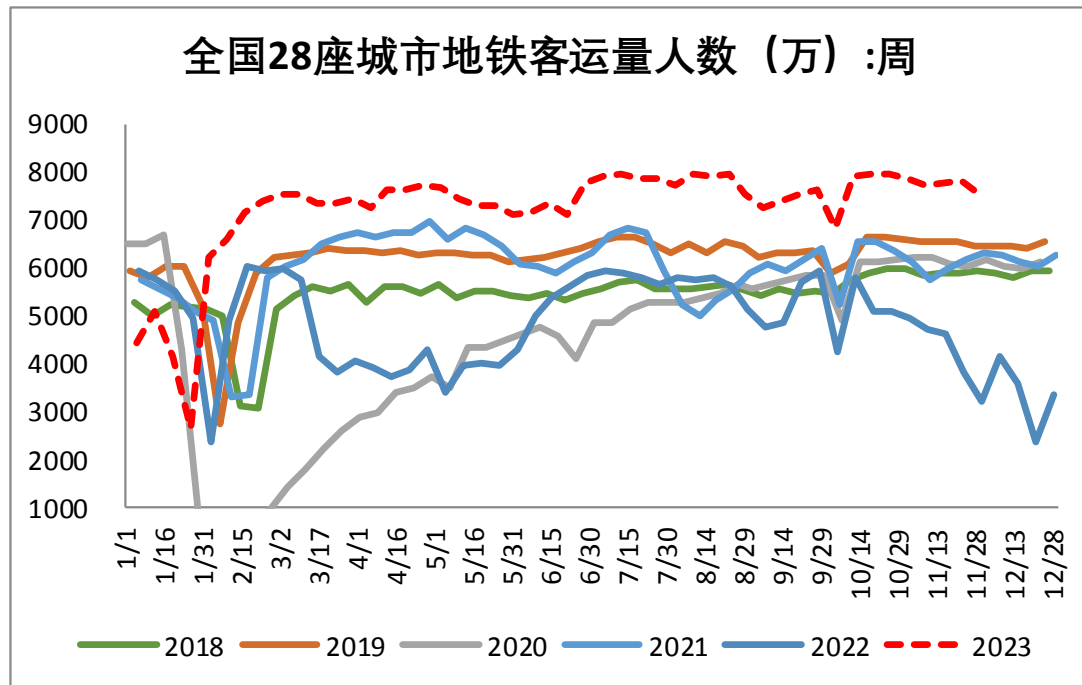
实体经济分析——地产需求

截止11月30日数据，30大中城市商品房周成交面积为328.3万平方米，环比上周239.7万平方米季节性反弹36.9%，与疫情前的2019年同期相比下滑23.1%，位于近7年低位，趋势环比大幅季节性改善；二手房销售季节性走弱，较上周减少16.7%，上周地产高频销售走势新房季节性好转，二手房延续季节性下滑，表明地产需求复苏的持续性欠佳，仍需进一步跟踪。



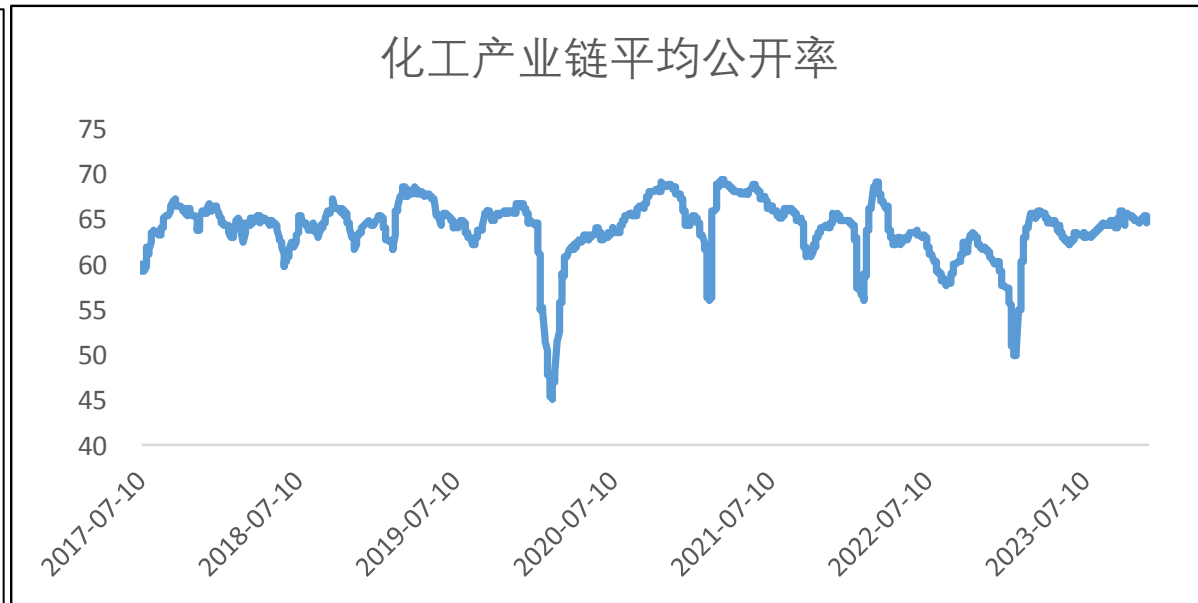
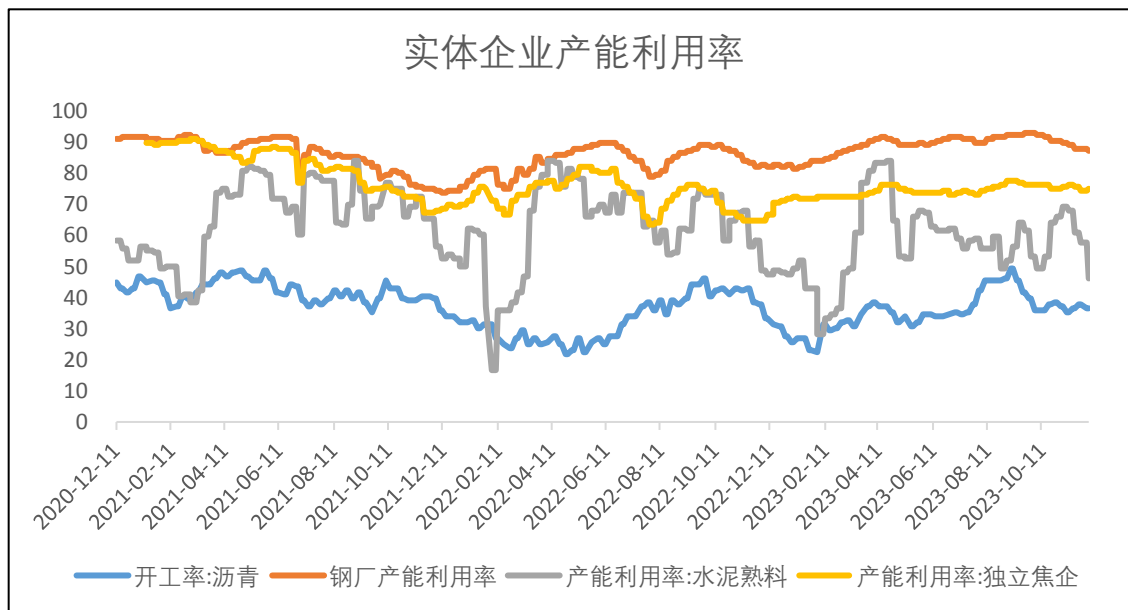
实体经济分析——服务业活动

截止12月1日，全国28大中城市地铁客运量维持高位，周度日均7599.5万人次，较去年同期增136.1%，较2021年同期增长20.5%，服务业经济活动维持高位，周度环比季节性走弱。百城交通拥堵延时指数较上周季节性小幅回落，位于近三年高位水平，综合来看，服务业经济活动脉冲复苏减弱，趋于自然增长水平，周度变化显著减弱。



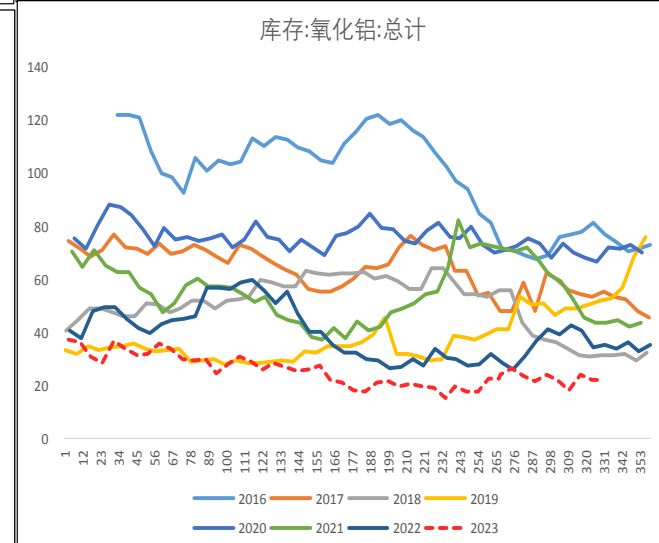
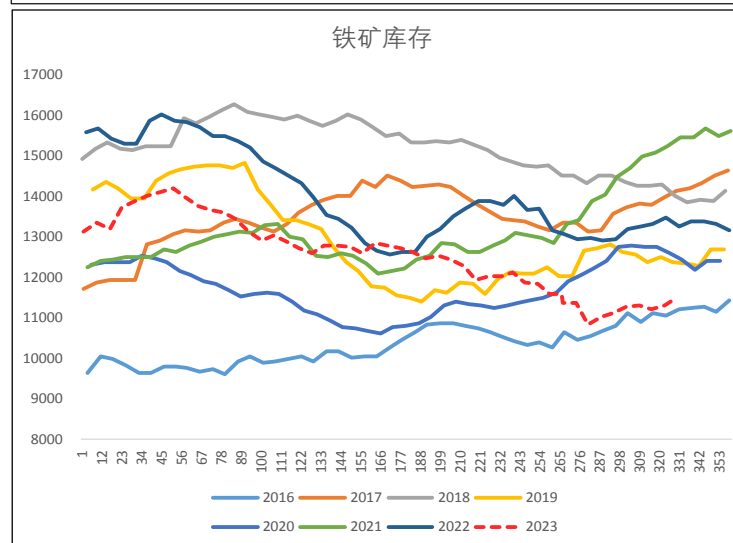
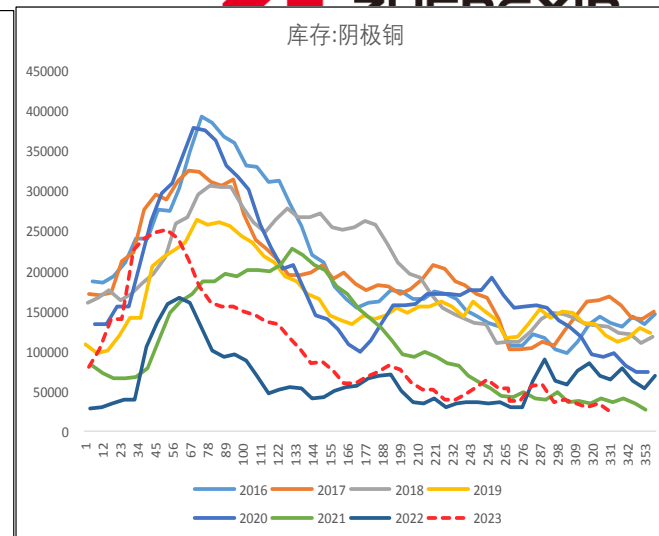
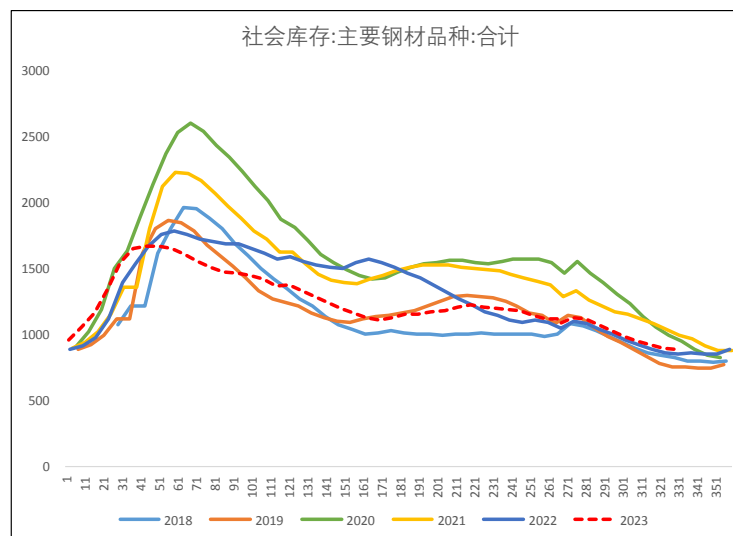
实体经济分析——制造业跟踪

制造业产能利用率表现分化，钢厂产能利用率回落0.33%，沥青产能利用率回落1.1%，水泥熟料企业产能利用率大幅回落11.8%，焦企产能利用率小幅反弹0.4%，地产基建相关制造业产能利用率走势持续回落，或与地产基建需求恢复不及预期有关，外需相关的化工产业链平均开工率较上周大幅回落0.94%，处于震荡回落之中，综合来看，制造业内外需走势共振下滑。



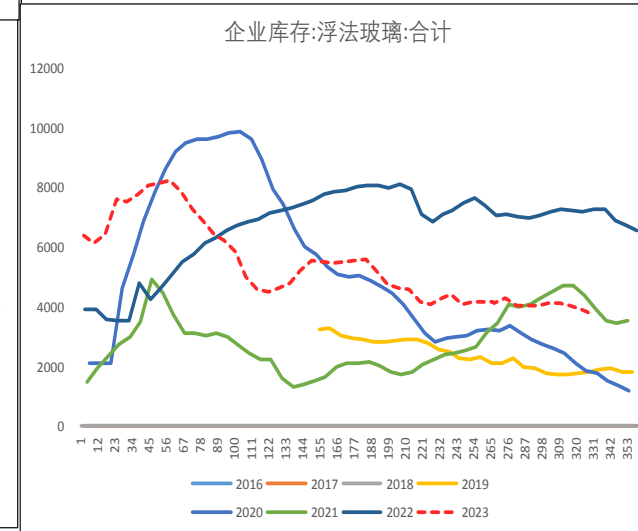
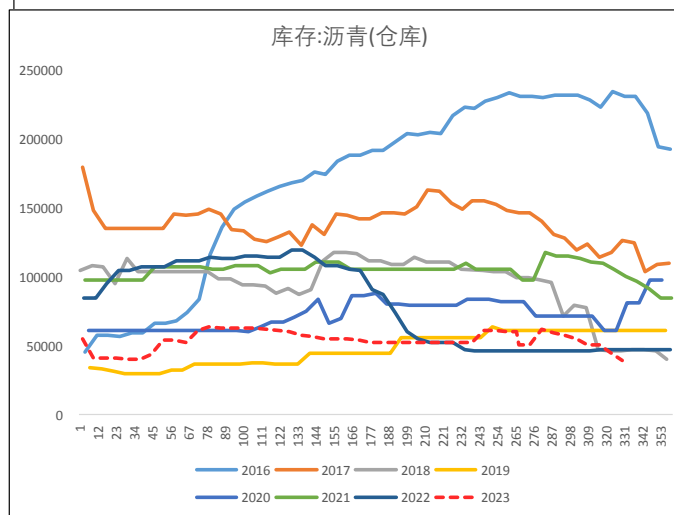
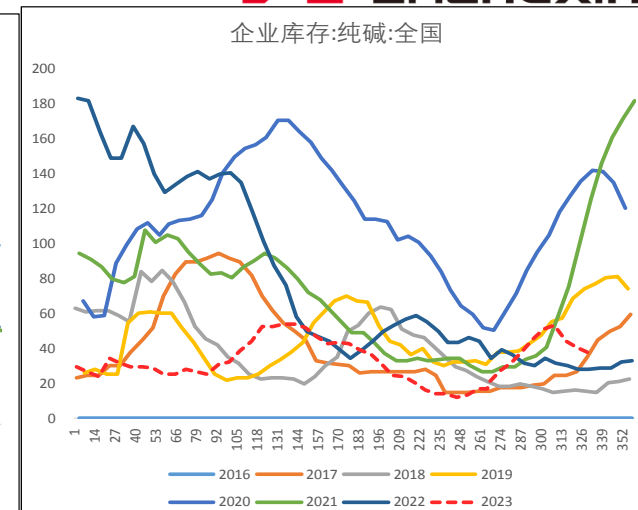
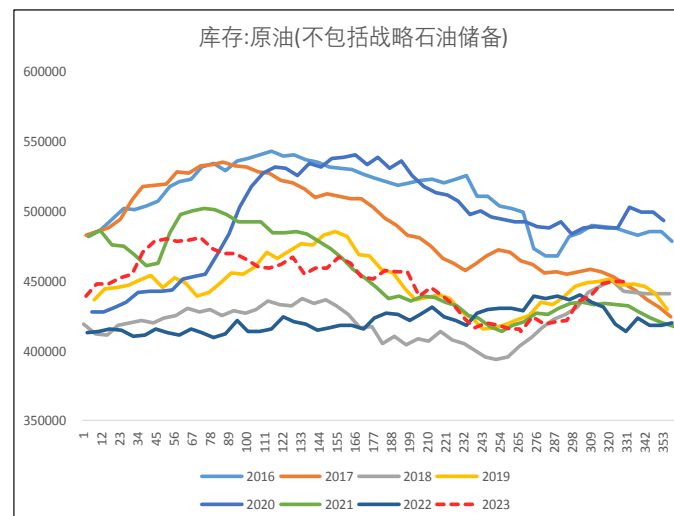
大宗商品分析——金属库存

- ✓ 钢材、铜、铝位于季节性降库周期，铁矿维持累库周期。
- ✓ 钢材小幅降库，降库速度缓慢，铜库存小幅下降，创近7年新低
- ✓ 铁矿处于季节性累库周期，上周库存小幅反弹，位于近七年年低位。
- ✓ 氧化铝的库存处于近7年以来低位水平，上周库存持平，铝价走势震荡调整。



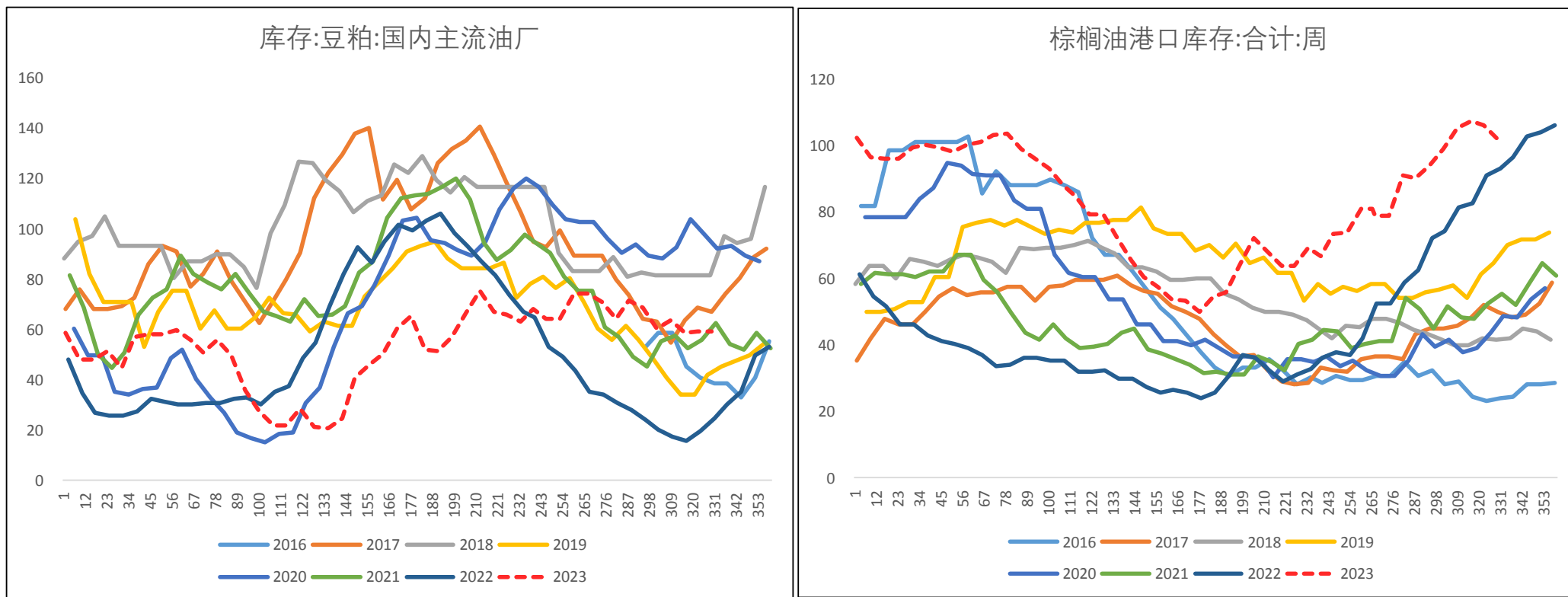
大宗商品分析——化工库存

- ✓ 原油库存反弹至中性水平附近，上周库存小幅增加，位于2019年水平，驱动原油价格低位弱势表现。
- ✓ 沥青库存偏低，上周库存大幅下降，创近七年新低，沥青价格大幅反弹
- ✓ 纯碱未来1-2个月进入季节性累库周期，上周库存持续回落，驱动纯碱价格涨幅较大。
- ✓ 玻璃处于季节性降库过程，上周库存小幅回落，去库进度缓慢，纯碱价格上行带动玻璃价格共振上涨。



大宗商品分析——农产品库存

豆粕上周库存持平，未来1月进入季节性累库周期，油脂库存季节性增加，上周库存持续回落，位于2016年以来高位，关注油脂价格止跌反弹机会，豆粕价格预计延续低位弱势震荡。



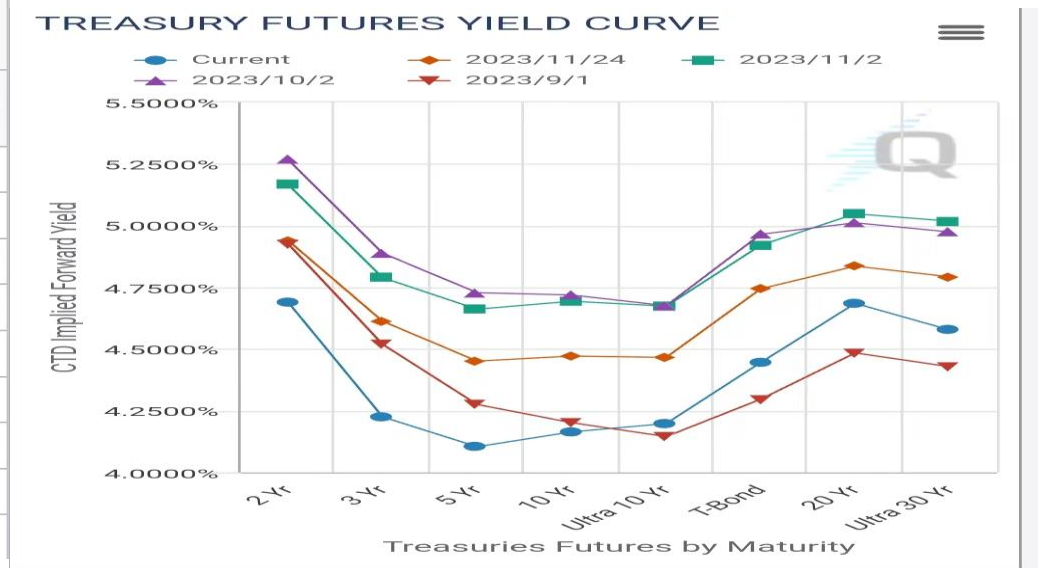
数据来源: iFind, 正信期货

基本面分析——海外宏观



美联储官员纷纷鸽派发言，同时美国PCE物价、居民收入、制造业PMI纷纷回落，加剧市场对美国经济衰退的担忧，市场对联储利率路径预期进行了大幅修正，根据CME的FedWatch工具显示，市场预期2024年降息的时间再度提前至3月，并且年内降息次数增加至5次，累计降息幅度高达1.25%。美国国债期货市场隐含的收益率曲线图显示收益率曲线倒挂程度变化不大，2年期国债收益率从上周4.94%回落至4.69%，十年期国债收益率从4.47%回落至4.19%，收益率曲线走平，表明市场对于美联储降息的预期期待较高。

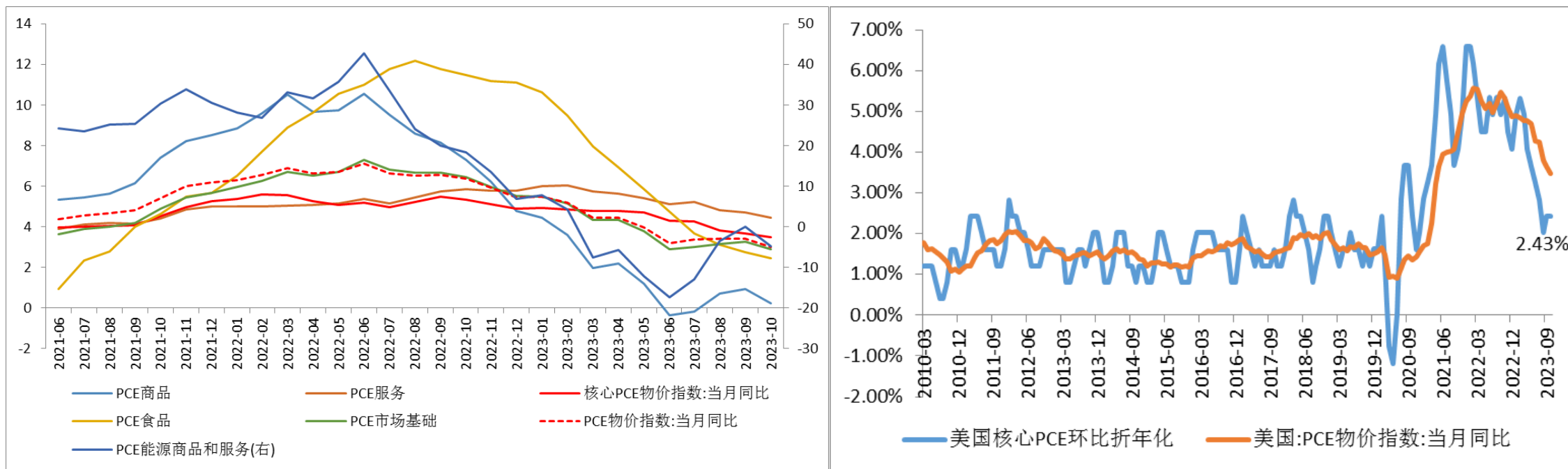
CME FEDWATCH TOOL - MEETING PROBABILITIES										
MEETING DATE	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575
2023/12/13				0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	98.8%	1.2%
2024/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	14.3%	84.7%	1.0%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	8.3%	55.1%	36.2%	0.4%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	5.9%	41.9%	41.5%	10.5%	0.1%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	5.1%	36.7%	41.6%	15.0%	1.6%	0.0%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	4.1%	30.6%	40.6%	20.1%	4.2%	0.3%	0.0%
2024/9/18	0.0%	0.0%	3.4%	25.8%	38.8%	23.8%	7.1%	1.0%	0.1%	0.0%
2024/11/7	0.0%	2.2%	18.0%	34.3%	29.1%	12.9%	3.1%	0.4%	0.0%	0.0%
2024/12/18	1.6%	13.7%	29.9%	30.5%	17.3%	5.8%	1.1%	0.1%	0.0%	0.0%



数据来源：同花顺iFind，正信期货

基本面分析——海外宏观

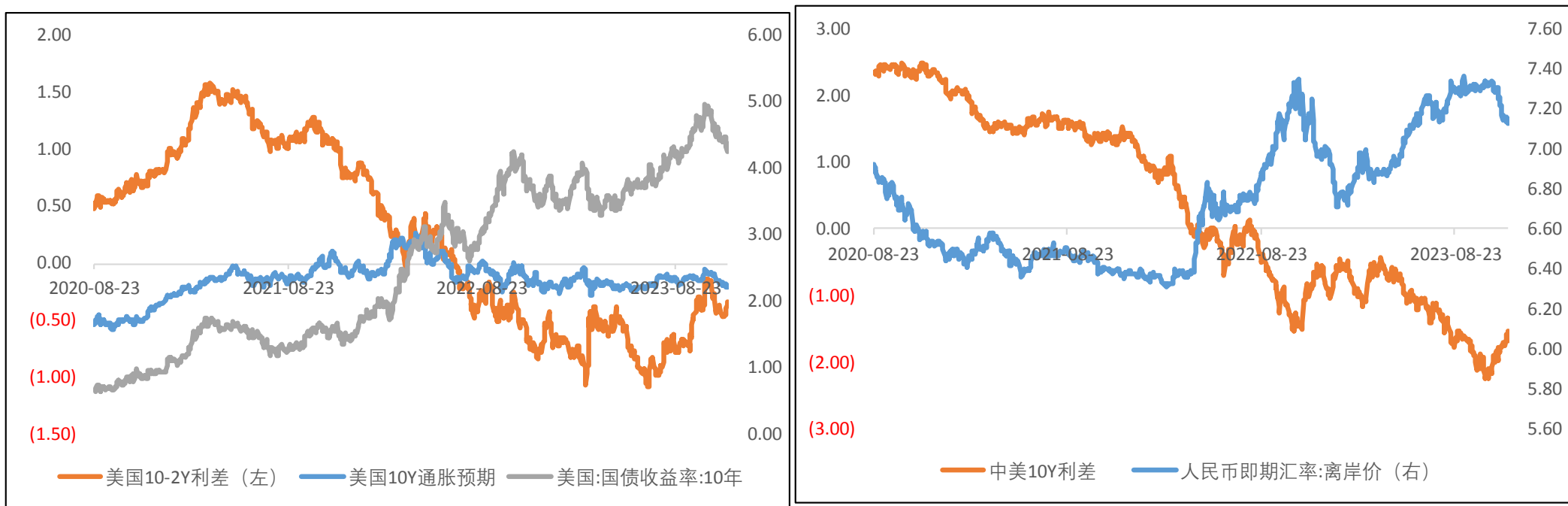
美国10月PCE物价指数同比增速录得3%，低于市场预期值3.1%和前值3.4%，核心PCE同比3.5%，符合市场预期，月度环比增速降低至0.2%，环比折年率为2.43%，离2%的联储政策目标越来越近，表明美国通胀在约束性利率作用下取得显著效果。从结构来看，食品和能源商品分项贡献主要力量，服务分项仍然维持在4%以上的高位水平。通胀水平趋势性下降进一步助推了市场对于美国经济2024年进入衰退的预期。



基本面分析——海外宏观



截至12月1日，美国十债利率回落25bp至4.22%，通胀预期回落4bp，实际利率下降21bp至2%，风险资产价格大幅上涨。美债10-2Y价差倒挂程度上缩窄11bp至-34bp。中美利差倒挂程度缩窄21.7bp至-155.3bp，人民币持续升值，离岸人民币升值0.3%。



数据来源：同花顺iFind，正信期货

量化诊断——权益

根据季节性规律分析，6月份开始经济处于全年由弱转强阶段，量化模型诊断股市12月将开启季节性上涨行情，上周市场震荡调整，12月关注回调中线做多机会。风格方面，在利率震荡的背景下，风格差异不显著，关注IF和IH补涨的机会。



量化诊断——大宗商品



根据季节性规律分析，大宗商品工业品10-11月震荡两个月后有望进入12月开始的反弹行情，农产品将步入季节性反弹阶段，预计整体维持震荡分化。12月市场预计工业品在美债利率震荡回落的背景下持续震荡反弹，关注回调做多的机会，农产品预计震荡反弹，关注回调做多机会。



数据来源：iFind，正信期货

量化诊断——利率



根据季节性规律分析，利率11月震荡后，12月将持续维持震荡走势，10-2Y利差将季节性上涨，收益率曲线进一步陡峭化。由于地方政府化债和特别国债融资带来大量的融资需求，短期资金价格表现偏紧，同时制造业复苏再度下行，长端利率易跌难涨，收益率曲线短期或仍将维持扁平化，随着宽松政策进一步推进经济复苏，利率在宽信用预期和弱现实面前，预计维持低位震荡走势，关注反弹空十债、五债，回调长线布局做多10-2Y价差套利的机会。



量化诊断——模型信号

根据周线级别量化模型信号显示，代表全市场概况的深圳成指数**量化模型信号上周维持看多**，短期预计筑底反弹，关注回调做多机会；**十债加权指数周线级别信号维持看空**，短期十债在国内经济政策刺激前置宽信用、制造业复苏走弱和资金价格偏紧的驱动下震荡反弹，整体判断国债为中期震荡走势，建议反弹波段做空。



量化诊断——模型信号

根据周线级别量化模型信号显示，文华商品指数上周**周线级别信号维持看多**，在美国通胀和消费市场趋冷的背景下，美联储加息风险大幅减弱，工业品预计在国内宏观预期背景下短期震荡上行，关注回调做多机会；COMEX黄金加权指数上周**周线级别信号维持看多**，在美国实际利率震荡下行的背景下贵金属走势上涨至历史新高，关注高位调整风险。



数据来源：iFind，正信期货

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为正信期货研发部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。



谢谢观看