



# 大类资产每周观察

正信期货大类资产周报 20240107

研究员：蒲祖林

投资咨询证号：Z0017203

Email: [puzl@zxqh.net](mailto:puzl@zxqh.net)





# 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



# 大类资产周评：美国非农就业强劲，国内经济延续疲软



## 策略概述

- 1、美国12月非农就业表现超预期强劲，市场扭转此前过于乐观的美联储降息预期，美债利率止跌反弹，实际利率抬升驱动风险资产价格高位震荡调整，本周美国将公布12月CPI，决定美债利率反弹高度。
- 2、国内12月经济数据延续疲弱，PMI显示制造业降价减产降库存，驱动国内风险资产价格再度下挫。短期货币供需中性，企业债务融资需求维持高位，资金价格边际宽松。地产高频销售再度下滑，北京上海地产政策宽松脉冲效应减弱，制造业产能利用率内外需共振疲弱，经济复苏仍需更强宽财政政策刺激，特别国债发行资金逐步落地，经济有望逐步筑底企稳。关注本周将公布的CPI和货币供需数据。

## ● 投资要点

美国通胀在高利率的约束下已经进入乐观区间，三季度GDP也开始见顶回落，美联储政策大概率已经确认进入降息周期前夕，美国经济将不可避免进入浅衰退或软着陆，但是具有滞后性的劳动力缺口巨大和服务业通胀绝对水平高位等均显示预期美联储迅速进入降息周期为时尚早，市场或将在降息的乐观预期和延后降息之间来回摆动。中国因需求不足制造业再次进入降价去库存周期阶段，并且市场预期明年财政宽松空间有限，政策对地产的刺激力度或不及预期，经济仍面临下行压力，关注后续更多政策是否出台。本周大类资产配置方面建议急跌做多风险资产（股票）和反弹做空做避险资产（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；利率整体走势低位震荡，建议反弹波段做空十债、三十债或多短空长套利，美国实际利率止跌反弹，贵金属价格短期预计高位震荡，建议急跌做多黄金和白银。

- 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	震荡筑底	美国12月非农就业表现超预期强劲，市场扭转此前过于乐观的美联储降息预期，美债利率止跌反弹，实际利率抬升驱动风险资产价格高位震荡调整，外资风险溢价指数处于偏高水平，国内股市配置价值凸显。国内地产高频销售环比走弱，制造业产能利用率内外需共振下滑，权益类资产价格预计整体底部震荡筑底， <b>可急跌配置股指期货IF、IH、IC、IM中期多单。</b>
	中证1000/中证500	震荡筑底	
	成长	震荡筑底	
	周期	震荡筑底	
债券	10债到期收益率	震荡	国内地产高频销售环比走弱，制造业产能利用率内外需共振下滑，短期货币供需偏中性，弱现实逻辑强于宽财政预期，地产改善和特别国债资金到位有望推进宽信用， <b>可急涨进行国债期货十债、三十债波段空单配置，或多二空十套利配置</b>
	10-2Y价差	震荡偏多	
	美10债到期收益率	震荡反弹	
商品	南华工业品	震荡偏多	国内地产高频销售环比走弱，制造业产能利用率内外需共振下滑，制造业进入降价去库存周期，北京上海地产宽松政策脉冲减弱，市场宽财政和信用预期表现乐观，商品市场短期面临内需预期偏强外需显示偏弱的震荡格局中， <b>大宗商品价格当前位置震荡分化，建议反弹空外需工业品，回调多地产链条工业品，或波段多农产品进行配置。</b>
	南华农产品	震荡筑底	
	WTI原油	震荡	
货币	黄金	震荡偏多	美国12月非农就业表现超预期强劲，市场扭转此前过于乐观的美联储降息预期，美债利率止跌反弹，实际利率抬升令贵金属价格短期震荡承压，直至美联储降息临近，建议 <b>回调加多白银、黄金</b> 。国内经济二次复苏疲弱，美元短期超跌反弹，美元兑人民币短期预计震荡走强。
	美元指数	震荡反弹	
	离岸人民币	震荡下跌	

# 行情回顾



➤ 过去一月大类资产表现：美元指数领涨，A股领跌

美元指数>国内债券>美债>黄金>欧美股市>大宗商品>港股>国内股市

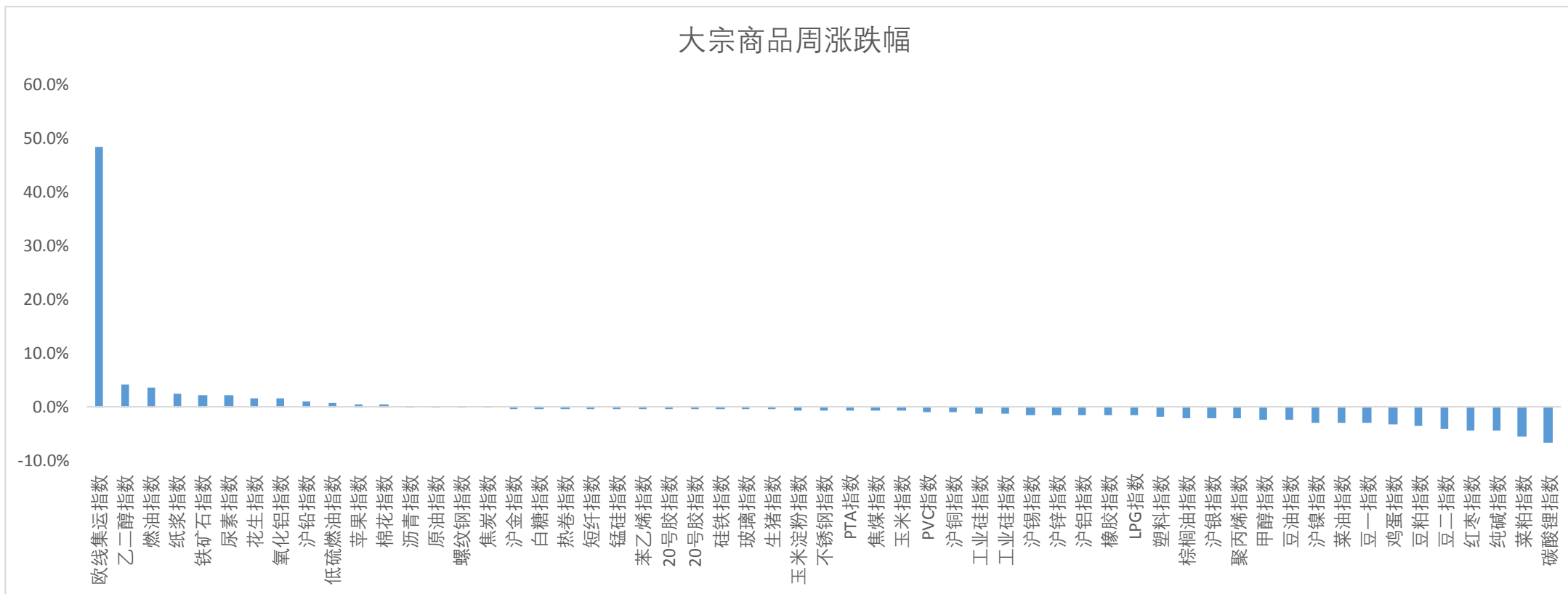
全球大类资产价格涨跌幅							
国内股市		海外和港股		大宗商品		利率和货币	
上证指数	-1.54%	恒生中国企业	-2.80%	南华商品	-2.71%	十债收益率(%)	↓ -0.0411
深证成指	-4.29%	恒生指数	-3.00%	南华能化	-3.59%	二债收益率(%)	↑ 0.0212
创业板指	-6.12%	恒生科技指数	-4.56%	南华黑色	-5.16%	期限利差 (10-2Y)	↓ -0.0623
上证50	-2.48%	富时新兴市场指数	-1.28%	南华有色金属	-2.80%	DR007(%)	↓ -0.1246
沪深300	-2.97%	富时欧洲	-0.22%	螺纹钢	-0.43%	美国十债收益率(%)	↑ 0.1700
科创50	-5.20%	标普500	-1.52%	生猪	-0.80%	美国二债收益率(%)	↑ 0.1700
中证1000	-3.59%	纳斯达克综指	-0.59%	WTI原油	4.54%	美债期限利差 (10-2Y)	↑ 0.0000
中证500	-2.71%	道琼斯工业平均	-3.25%	路透CRB商品指数	-0.18%	德国十债收益率(%)	↑ 0.1400
周期(风格.中信)	-1.33%	德国DAX	-0.94%	COMEX铜	-2.94%	COMEX黄金	-1.11%
成长(风格.中信)	-5.16%	日经225	-0.26%	CBOT大豆	-4.16%	美元指数	1.06%

数据来源：iFind. 正信期货

# 行情回顾

➤ 过去一周大宗商品表现：欧线领涨，碳酸锂领跌

欧线>乙二醇>燃油>.....豆二>纯碱>菜粕>碳酸锂

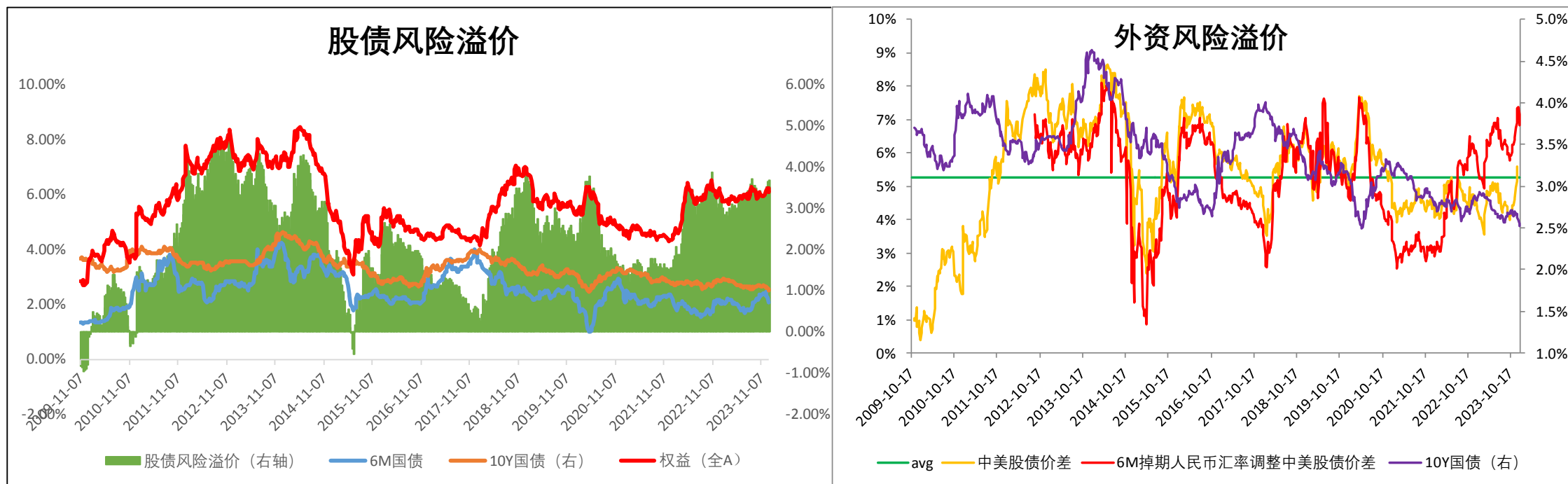


数据来源：iFind. 正信期货

# 行情回顾

## 过去一周大类资产风险溢价

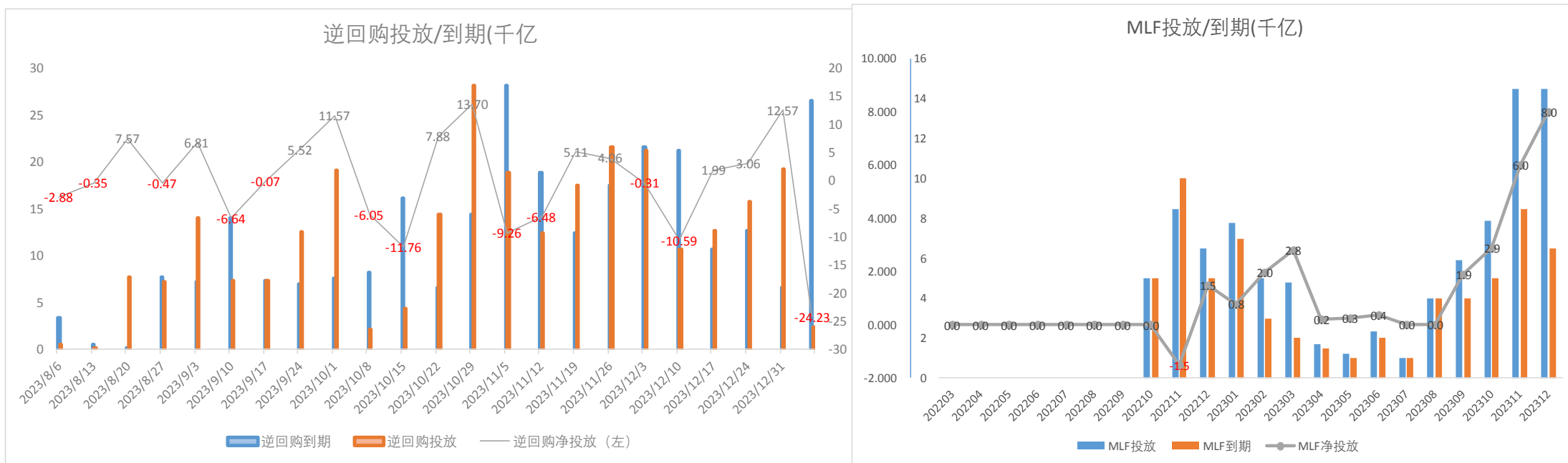
股债风险溢价录得**3.71%**，较上周增加**0.17%**，位于**89.5%**分位点，外资风险溢价指数录得**6.84%**，较上周下跌**0.32%**，位于**90.3%**分位点，外资吸引力高位回落，位于历史极值区域。



# 货币供需分析——货币供应



上周央行OMO逆回购到期26640亿元，逆回购投放2410亿元，货币净回笼24230亿元，货币供给节后大幅回收流动性。同时，MLF在12月份投放14500亿，到期6500亿，持续超额续作，净投放8000亿，再创近一年新高，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1月货币供应回归中性。

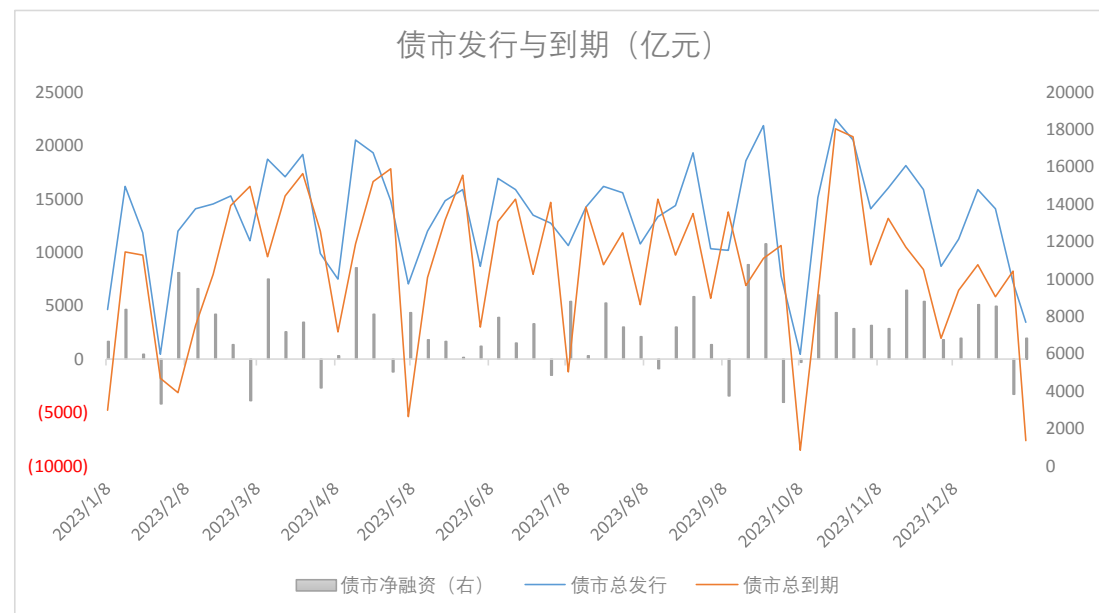
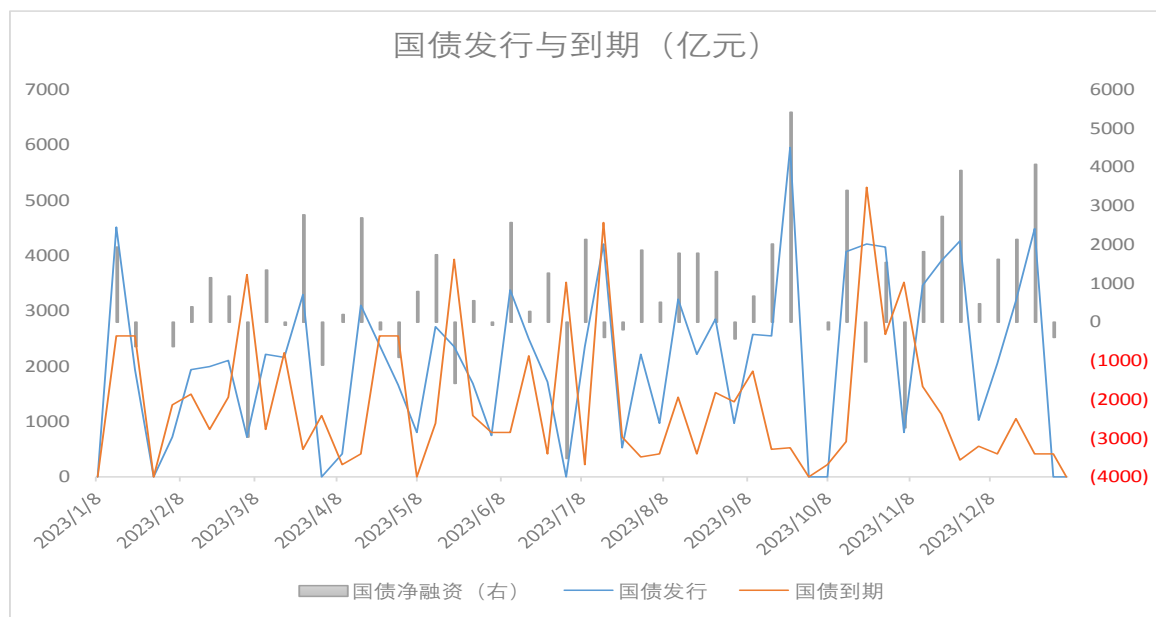


数据来源：同花顺iFind，正信期货



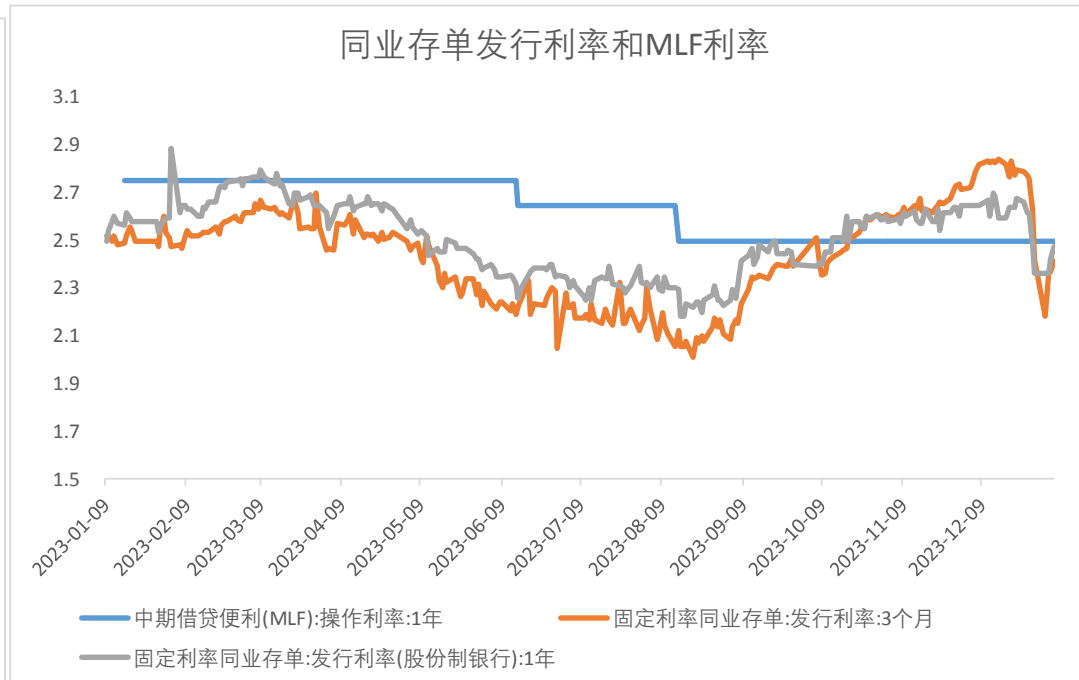
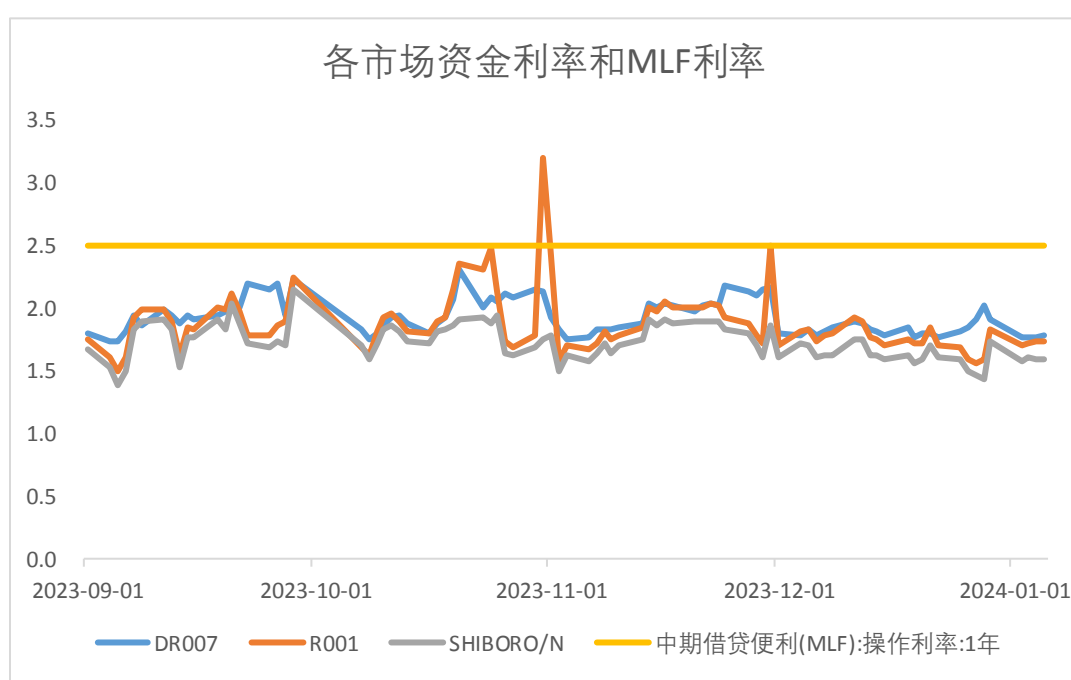
# 货币供需分析——货币需求

上周国债发行0亿，到期0亿，货币净需求0亿；地方债发行0亿，到期12亿，货币净需求12亿；其他债发行3415.1亿，到期1371.9亿，货币净需求2043.1亿；债市总发行3415.1亿，到期1383.9亿，货币净需求2031.1亿，货币需求持续维持高位，系企业债务融资需求支撑。



# 货币供需分析-资金价格

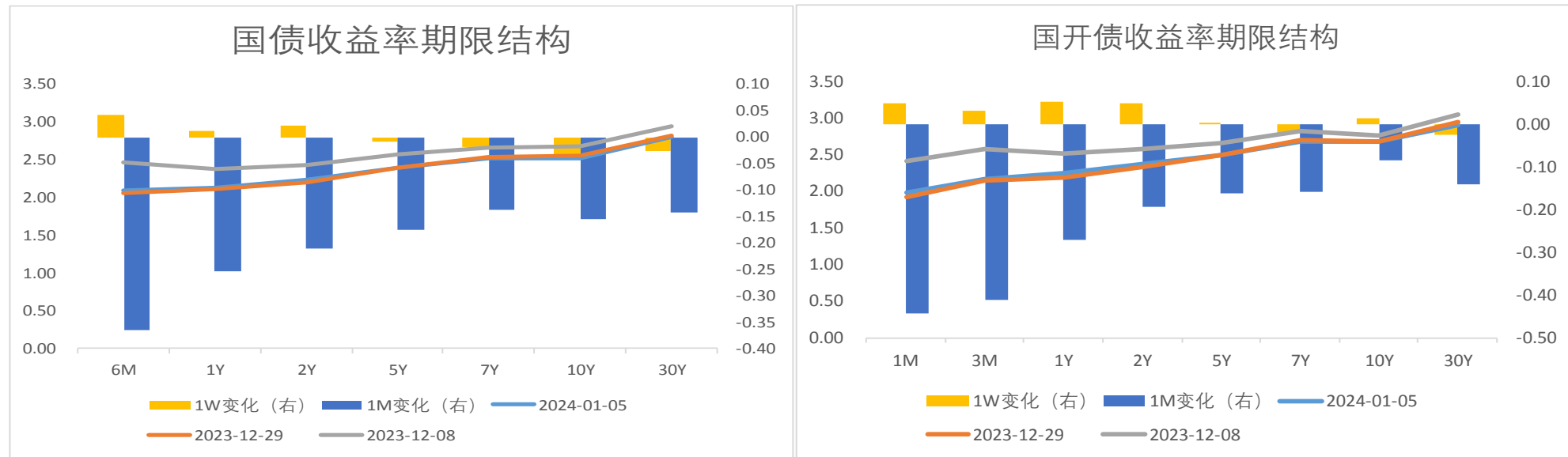
DR007、R001、SHIBOR隔夜分别变化-23.6bp、14bp、15.9bp至1.78%、1.73%、1.59%。同业存单发行利率回落20.5bp，股份制银行发行的CD利率回落0.6bp至2.47%，小幅低于MLF 1年期利率水平（2.5%），资金真实总需求高位回落，资金价格边际宽松。



数据来源：同花顺iFind，正信期货

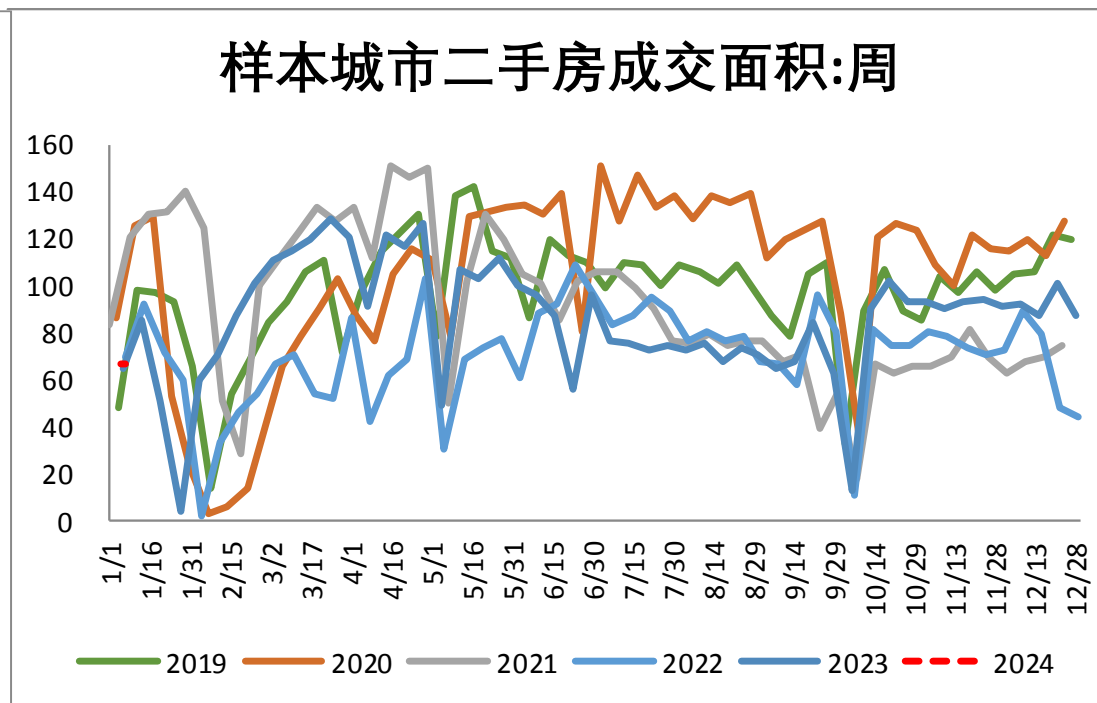
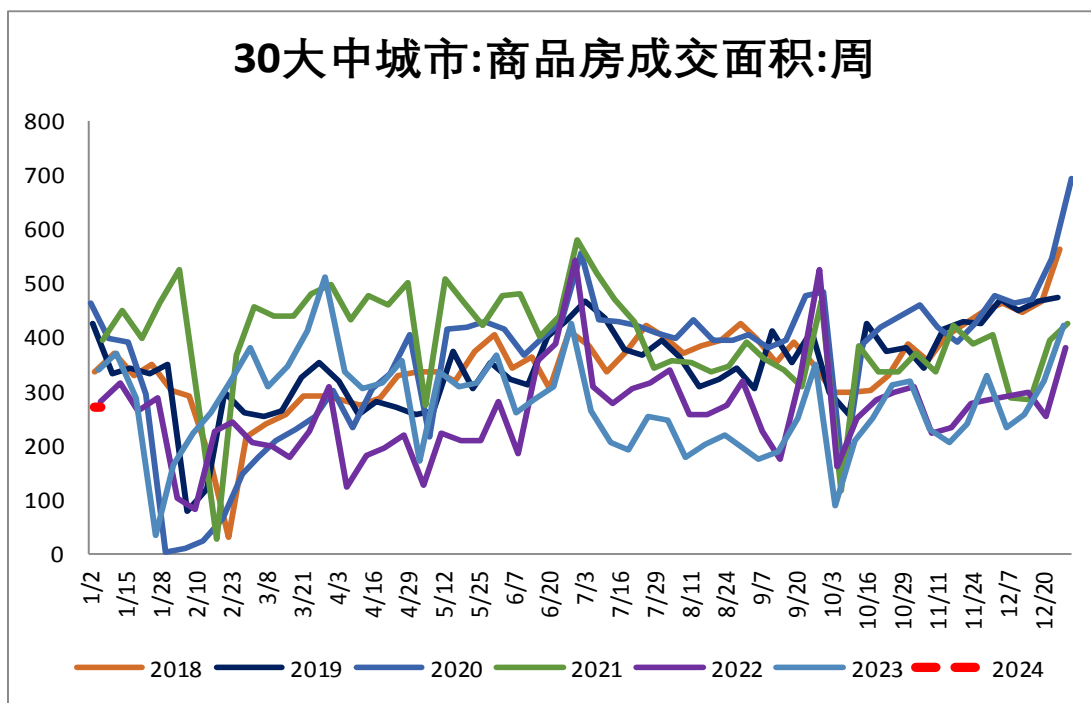
# 货币供需分析-期限结构

上周10年期国债收益率较前一周变化-4.1bp，5年期国债收益率变化-0.7bp，2年期国债收益率变化2.1bp；10年期国开债收益率较前一周变化1.5bp，5年期国开债收益率变化0.4bp，2年期国开债收益率变化4.9bp，整体来看，上周收益率期限结构大幅走平，受制造业PMI超预期下滑导致，利率进一步下行，国债和国开债之间的信用利差进一步大幅扩大。



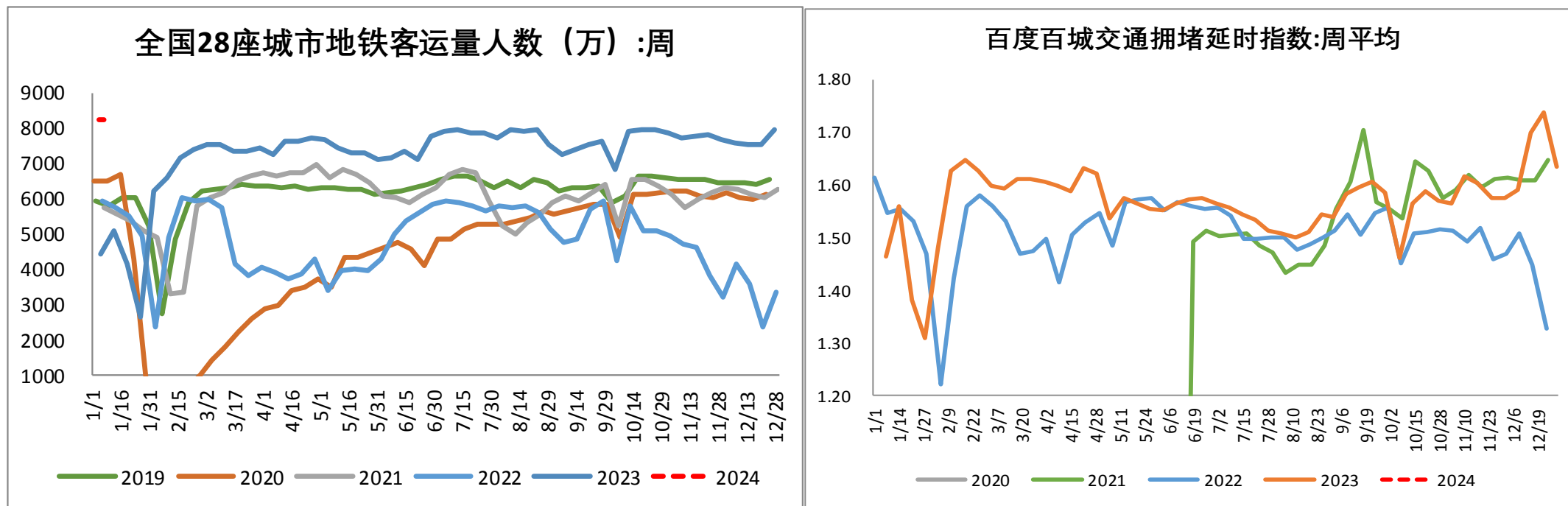
# 实体经济分析——地产需求

截止1月4日数据，30大中城市商品房周成交面积为270.8万平方米，环比上周423万平方米季节性回落，与疫情前的2019年同期相比下滑36.3%，位于近7年低位；二手房销售季节性下滑，较上周下降13.6%，上周地产高频销售走势新房和二手房同步小幅走弱，系元旦假期拖累，地产需求在北京和上海政策放松后的脉冲效应减弱，关注后续持续性。



# 实体经济分析——服务业活动

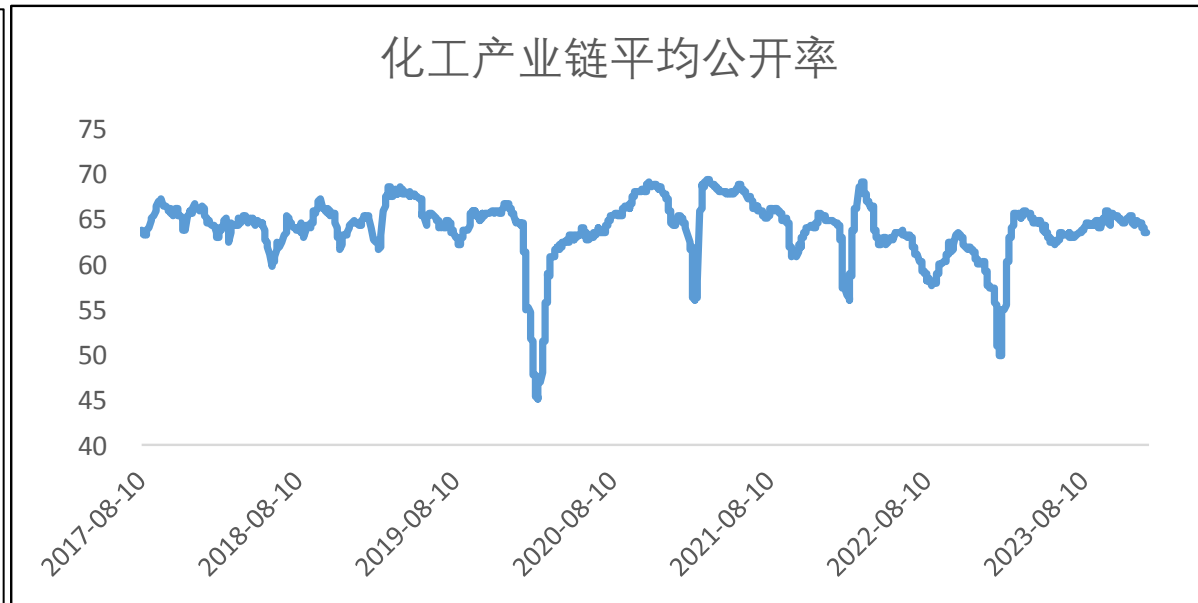
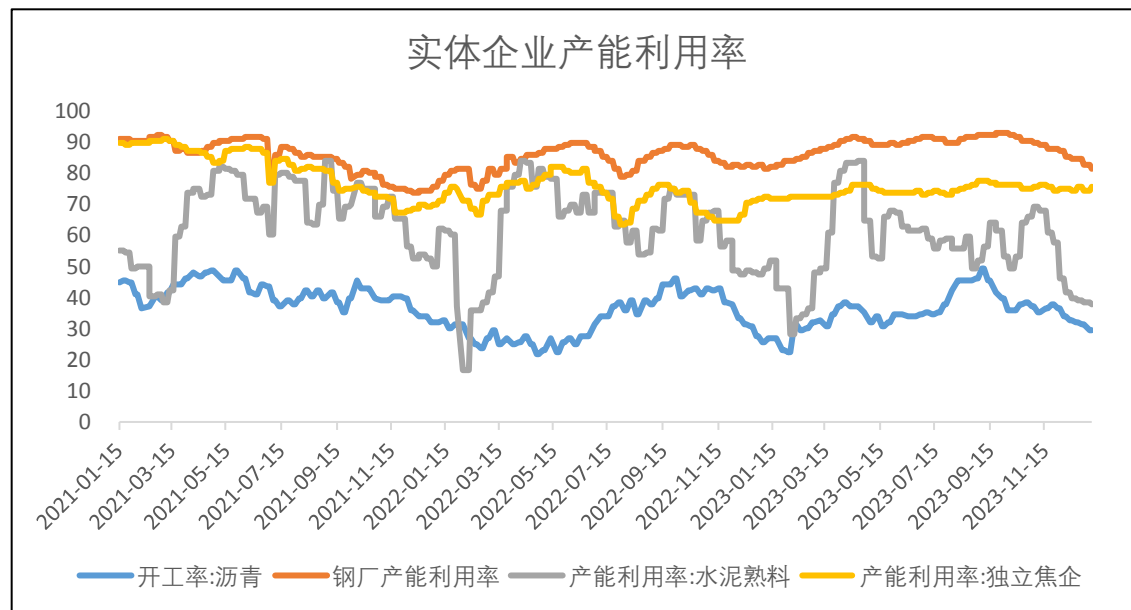
截止1月5日，全国28大中城市地铁客运量维持高位，周度日均8225万人次，较去年同期增86.1%，较2021年同期增长43.1%，服务业经济活动维持高位，周度环比大幅增加。百城交通拥堵延时指数较上周大下滑，位于近三年最高水平，综合来看，服务业经济活动脉冲复苏减弱，趋于自然增长水平，周度变化不显著。



数据来源: iFind, 正信期货

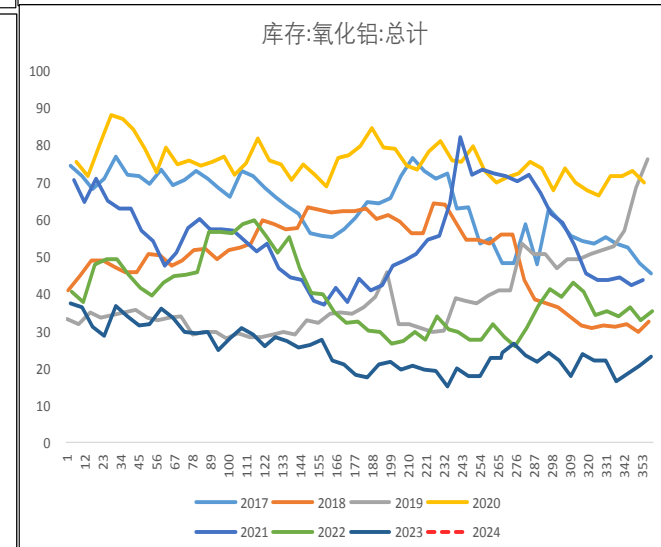
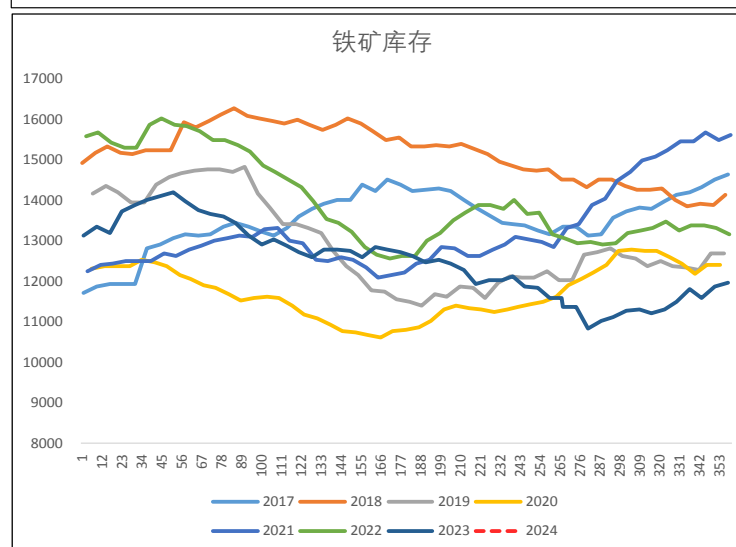
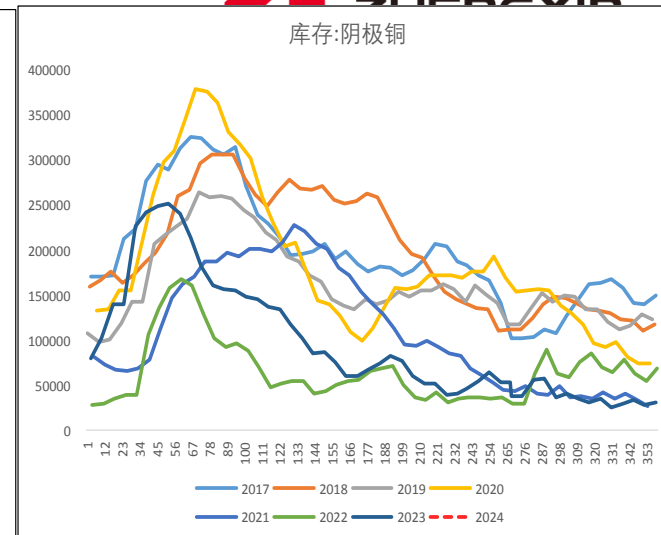
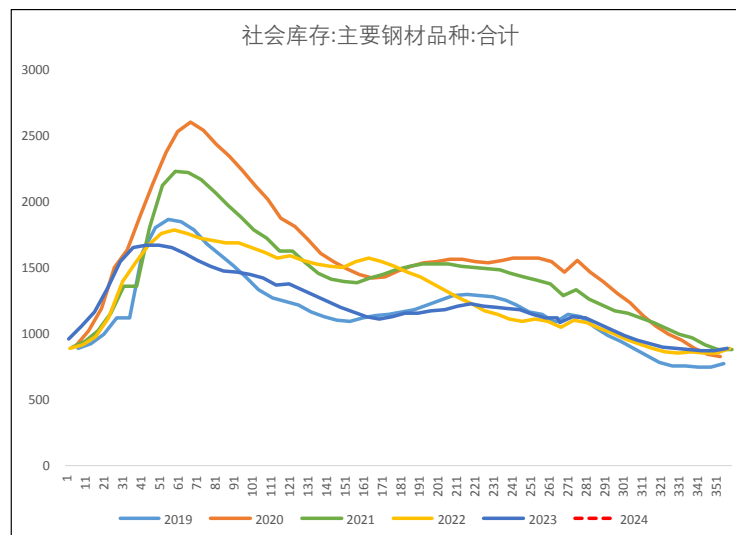
# 实体经济分析——制造业跟踪

制造业产能利用率持续下降，钢厂产能利用率回落1.16%，沥青产能利用率回落1.9%，水泥熟料企业产能利用率回落0.22%，焦企产能利用率反弹1.37%，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小幅反弹0.04%，处于震荡回落之中，综合来看，制造业内外需走势延续共振下滑。



# 大宗商品分析——金属库存

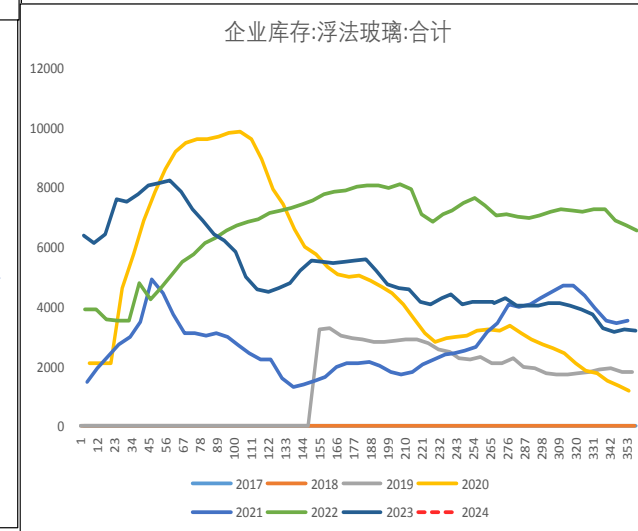
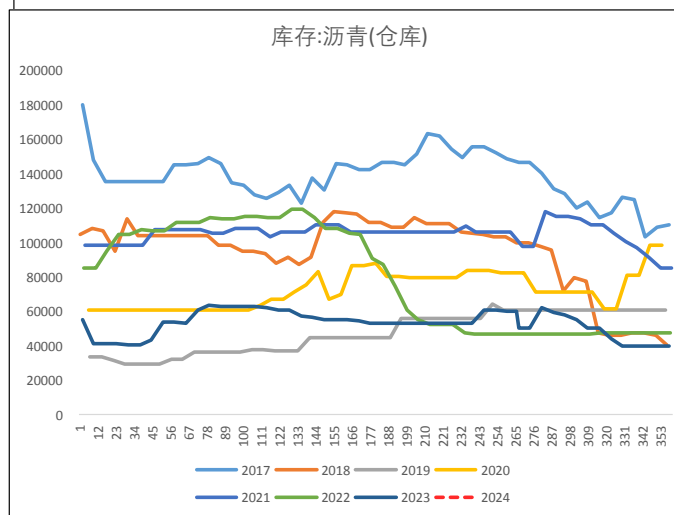
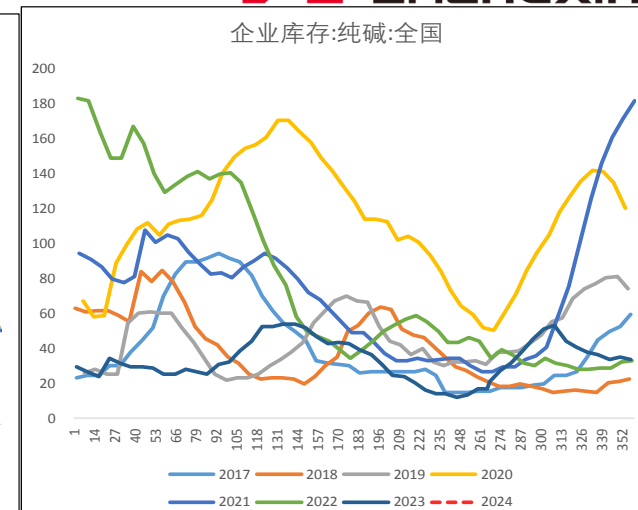
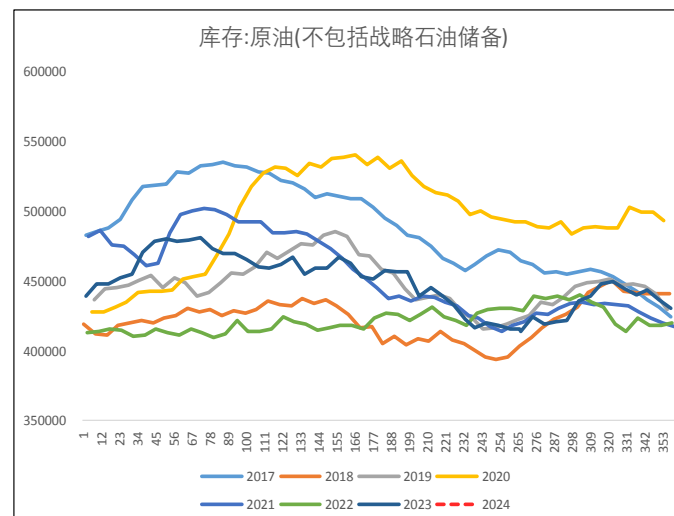
- ✓ 钢材、铜、铝进入季节性累库周期，铁矿维持累库周期。
- ✓ 钢材小幅反弹，库存位于历史低位，铜库存小幅下降，维持7年低位
- ✓ 铁矿处于季节性累库周期，上周库存小幅反弹，接近2020年水平
- ✓ 氧化铝的库存处于近7年以来低位水平，上周库存小幅反弹，铝价走势受宏观金融条件边际收紧高位回调。



数据来源: iFind, 正信期货

# 大宗商品分析——化工库存

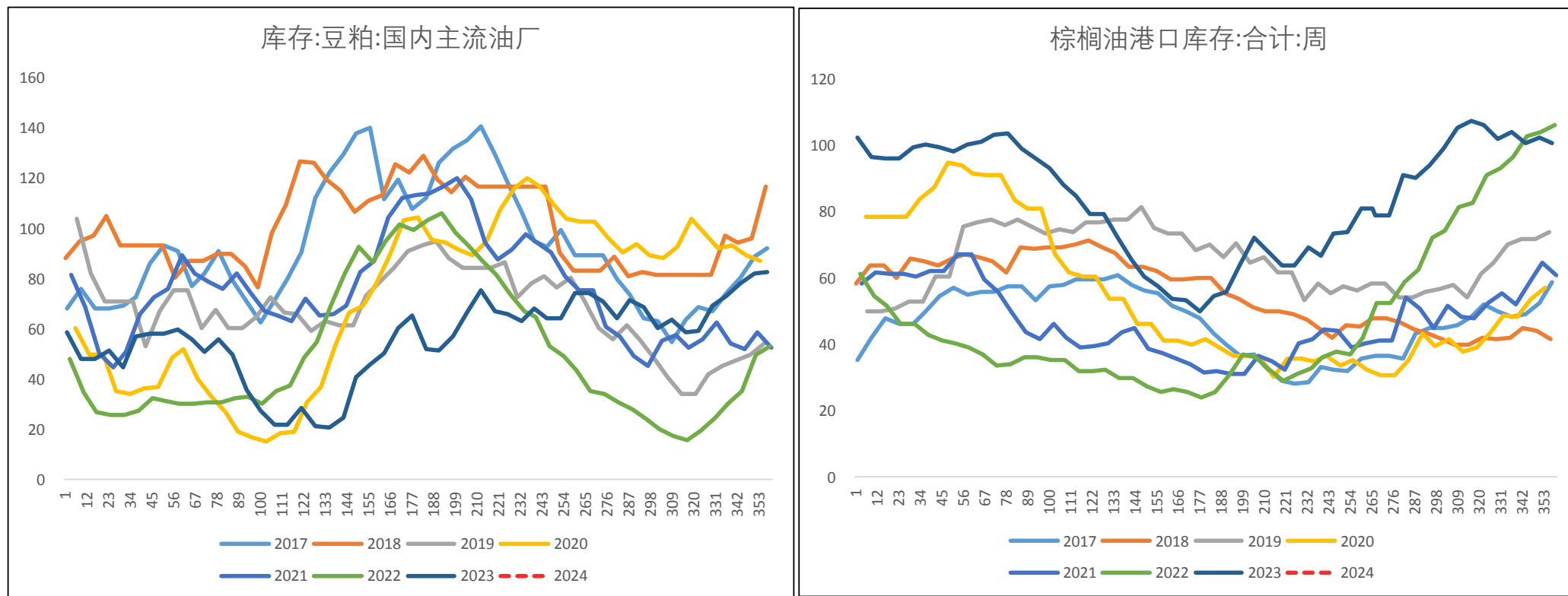
- ✓ 原油库存反弹至中性水平附近，上周库存小幅下降，位于2019年水平，原油价格低位反弹。
- ✓ 沥青库存偏低，上周库存持平，维持七年低位，沥青价格走势震荡
- ✓ 纯碱未来1个季度进入季节性累库周期，上周库存小幅反弹，驱动纯碱价格持续调整。
- ✓ 玻璃处于季节性降库过程，上周库存小幅回落，去库速度偏慢驱动玻璃价格高位震荡。





# 大宗商品分析——农产品库存

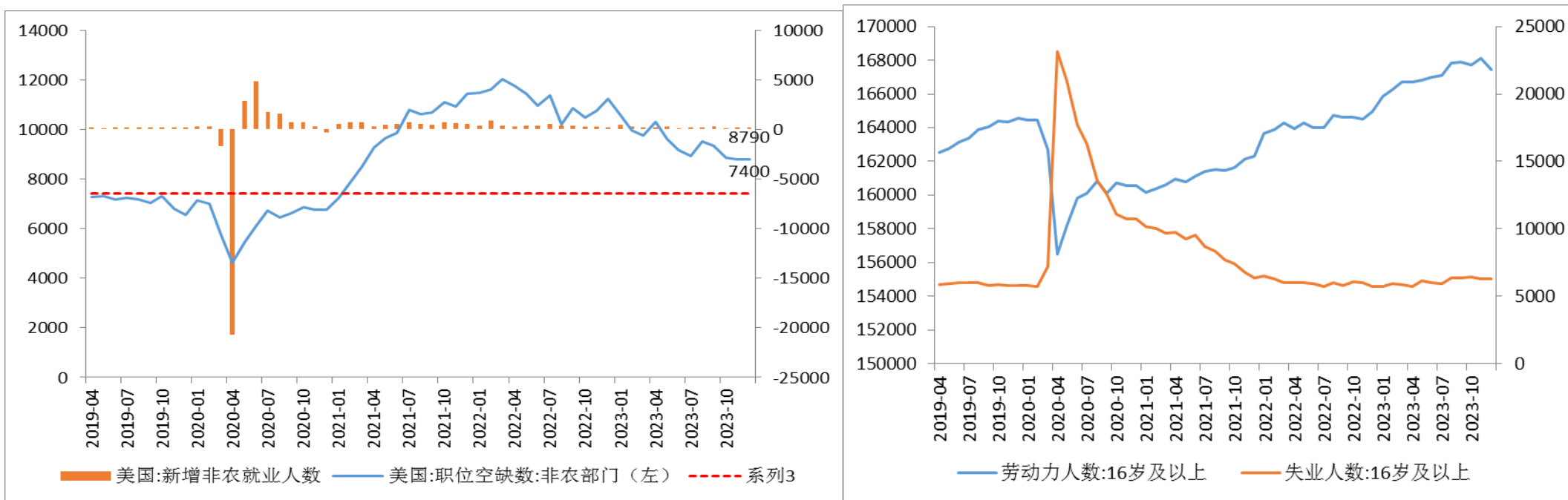
豆粕上周库存小幅反弹，位于季节性累库周期，油脂库存季节性增加，上周库存小幅下降，低于2022年高位，驱动油脂价格弱势震荡，豆粕价格预计延续低位弱势调整。



数据来源: iFind, 正信期货

# 基本面分析——海外宏观

美国12月非农就业人数录得21.6万，大幅超出市场预期值17.5万，连续两个月反弹，失业率与上月持平，主要系劳动力人数大幅减少67.6万，平均每小时工资同比增速4.1%，连续五个月下滑后开始反弹，表明美国就业市场再次趋热。同时11月职位缺口减少6.2万至879万，离疫情前的740万仍相差139万，按当前速度和就业市场的韧性推算，预计缺口补齐的时间将会延长。



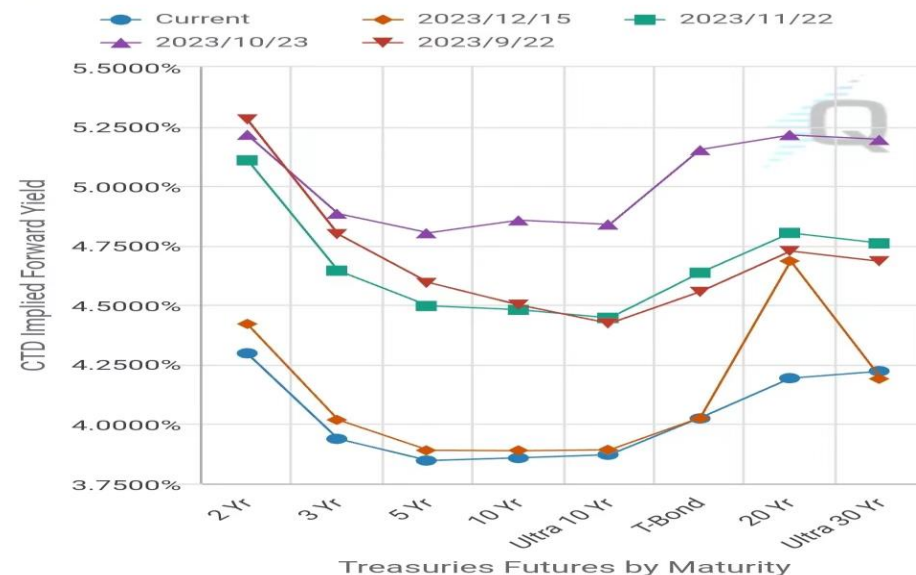
# 基本面分析——海外宏观

美国12月强劲的就就业市场数据出炉后，市场对未来一年利率路径预期有所修正，根据CME的FedWatch工具显示，市场预期2024年3月降息的概率下调至62.3%，5月降息的概率大幅下调至50%以下，年内降息次数维持6次，累计降息幅度约1.5%。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小幅缩窄，2年期国债收益率从上周4.25%反弹至4.42%，十年期国债收益率从3.82%反弹至3.96%，表明市场对于美国经济衰退仍然担忧。

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
2024/1/31				0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	6.2%	93.8%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	4.0%	62.3%	33.8%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.1%	48.9%	40.3%	7.7%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.9%	47.2%	40.6%	9.0%	0.3%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	2.5%	40.4%	41.6%	13.8%	1.6%	0.0%
2024/9/18	0.0%	0.0%	2.2%	35.9%	41.5%	17.1%	3.1%	0.2%	0.0%
2024/11/7	0.0%	1.4%	23.7%	39.4%	26.0%	8.2%	1.3%	0.1%	0.0%
2024/12/18	1.1%	19.3%	36.3%	28.6%	11.7%	2.6%	0.3%	0.0%	0.0%

TREASURY FUTURES YIELD CURVE

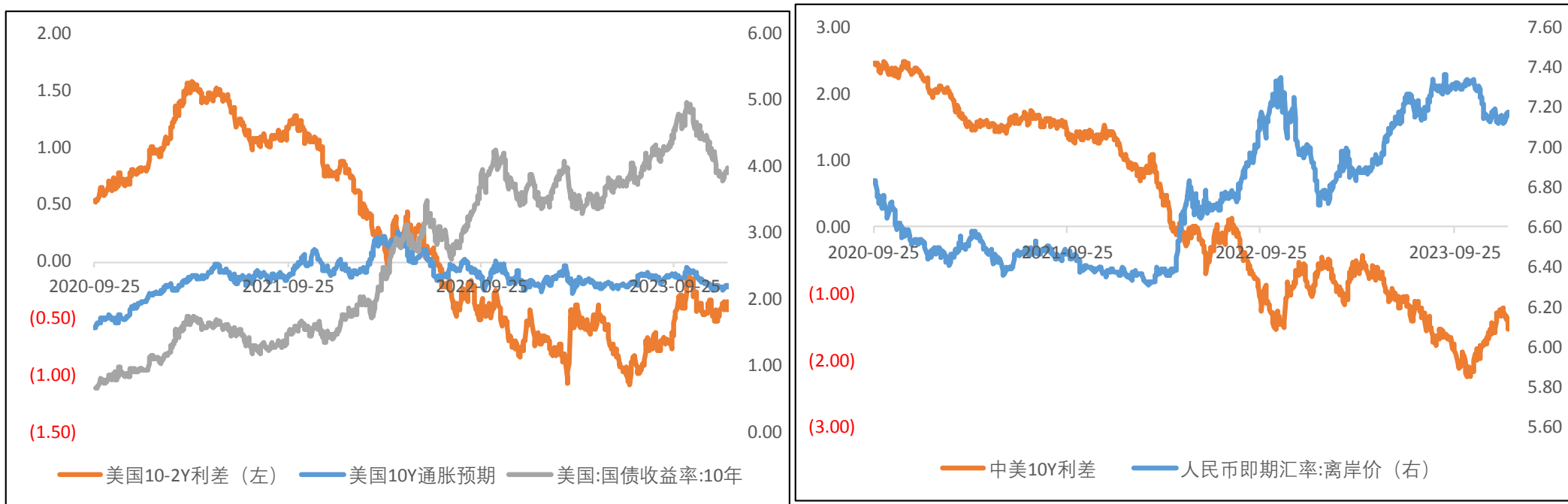


数据来源：同花顺iFind，正信期货

# 基本面分析——海外宏观



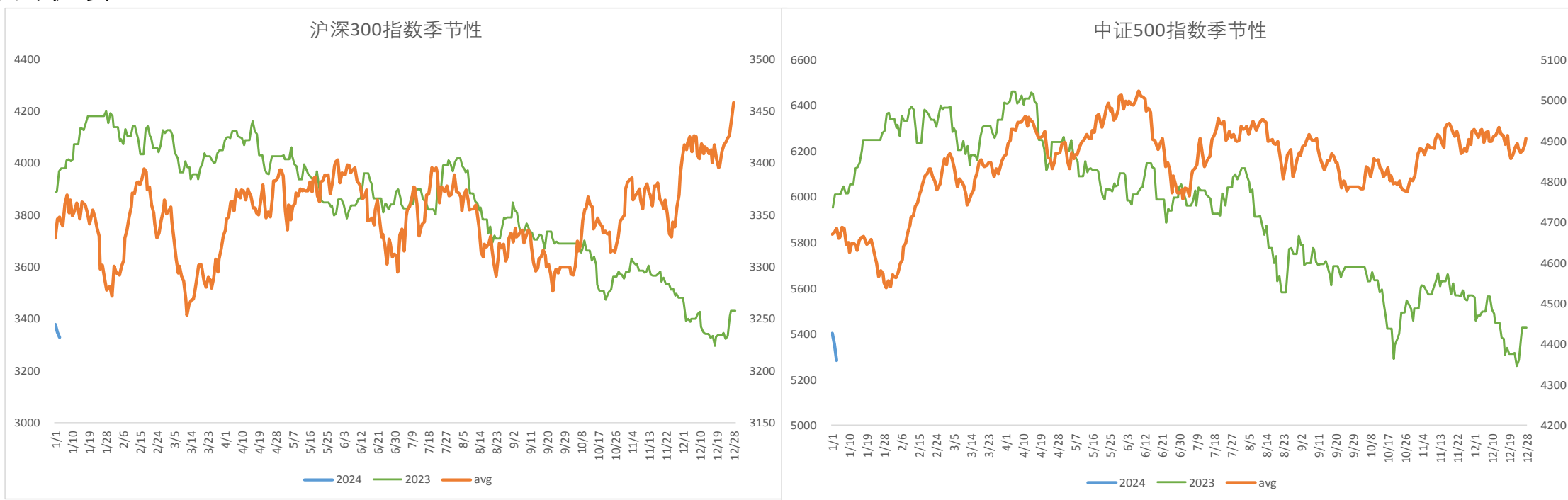
截至1月5日，美国十债利率反弹21bp至4.05%，通胀预期反弹6bp，实际利率反弹15bp至1.83%，风险资产价格高位震荡调整。美债10-2Y价差倒挂程度上周缩窄7bp至-35bp。中美利差倒挂程度扩大25.8bp至-153.3bp，离岸人民币贬值0.57%。



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，1月股市处于季节性调整时期，走势先抑后扬，上周受海外利率反弹和国内经济数据疲弱的影响再次调整，市场估值已经极度偏低，并且12月整体没有显著上涨，在估值切换和2月份的季节性上涨利多驱动下，预计1月走势震荡筑底。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



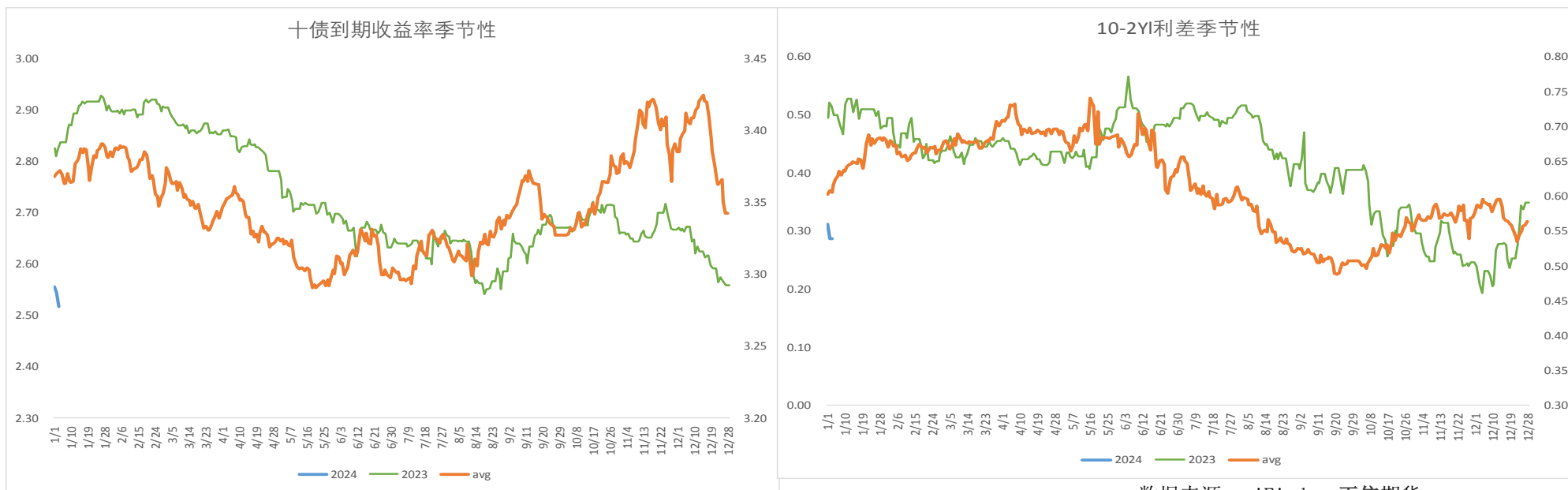
根据季节性规律分析，大宗商品工业品一季度将进入季节性反弹行情，农产品在1月份筑底后于下旬将步入季节性上涨阶段，上周工业品指数震荡调整，农产品指数调整新低，主要受海外利率反弹带来的抑制。1月预计工业品在美债利率震荡反弹的背景下表现先抑后扬，关注回调做多的机会，农产品预计震荡筑底，关注急跌做多机会。



# 量化诊断——利率



根据季节性规律分析，利率经历过12月的震荡回落后，1月份将震荡反弹，10-2Y利差将季节性上涨至一季度末，收益率曲线进一步陡峭化。由于地方政府化债和年初专项债融资带来大量的融资需求，同时央行货币政策维持中性，短期资金价格仍将坚挺，但是实体经济复苏疲弱，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，利率在宽财政预期和弱现实面前，预计维持低位震荡走势，关注反弹短空十债、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**，短期有望延续震荡筑底，关注急跌做多反弹机会；**十债加权指数周线级别信号上周维持做空止损信号**，短期十债在国内经济数据弱现实和降息预期面前有望进一步反弹，关注急涨波段做空机会，整体判断国债为中期高位震荡，建议高抛低吸。





# 量化诊断——模型信号

根据周线级别量化模型信号显示，文华工业品指数上周**周线级别信号维持看多**，在美国通胀和消费市场趋冷和国内制造业复苏及宽财政预期的背景下，工业品预计短期震荡反弹，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空**，在美国实际利率短期超跌反弹和美国经济中期衰退的背景下，贵金属预计延续高位震荡走势，建议高抛低吸。



# 宏观日历

关注中国CPI和货币社融、美国公布12月CPI和PPI

 正信期货  
ZHENGXIN

本周财经日历中，中国将公布12月通胀数据、社会融资和货币供应数据，市场预期物价延续通缩走势。

美国将公布12月CPI和PPI，市场预期CPI止跌反弹，核心CPI延续回落，通胀的反弹将进一步扭转市场对于联储降息的乐观预期。

日期	时间	事件	国家/地区	重要性	前值	预测值
2024-01-08	17:30	欧元区Sentix投资者信心指数	欧元区	低	-16.8	
2024-01-08	18:00	欧元区服务业景气指数	欧元区	低	4.9	
2024-01-08	18:00	欧元区工业景气指数	欧元区	中	-9.5	
2024-01-08	18:00	欧元区失业率	欧元区	高	6.5	
2024-01-08	18:00	欧元区消费者信心指数	欧元区	低	-16.9	-15.1
2024-01-09	19:00	美国NFIB小企业信心指数	美国	中	90.6	
2024-01-09	18:00	欧元区失业率	欧元区	高	6.5	6.5
2024-01-09	07:30	日本东京CPI同比(%)	日本	低	2.6	
2024-01-09	07:30	日本东京不包括食品和能源CPI	日本	低	0.0	
2024-01-09	07:30	日本东京核心消费价格指数(CPI)同比(%)	日本	低	2.3	2.1
2024-01-09	07:30	日本家庭户均消费支出同比(%)	日本	低	-2.5	-2.3
2024-01-10	16:00	中国M2货币供应同比(%)	中国	高	10.0	
2024-01-10	16:00	中国社会融资规模(人民币十亿元)	中国	高	2,450.0B	
2024-01-10	16:00	中国新增人民币贷款(人民币)	中国	高	1,090.0B	
2024-01-11	21:30	美国CPI环比(%)	美国	中	0.1	0.2
2024-01-11	21:30	美国核心CPI环比(%)	美国	中	0.3	0.3
2024-01-11	21:30	美国季调后CPI指数	美国	低	307.92	
2024-01-11	21:30	美国季调后核心CPI指数	美国	低	312.25	
2024-01-11	21:30	美国未季调CPI同比(%)	美国	高	3.1	
2024-01-11	21:30	美国未季调CPI环比(%)	美国	中	-0.20	
2024-01-11	21:30	美国未季调CPI指数	美国	低	307.05	
2024-01-11	21:30	美国未季调核心CPI同比(%)	美国	中	4.0	
2024-01-12	21:30	美国PPI同比(%)	美国	高	0.9	
2024-01-12	21:30	美国PPI环比(%)	美国	中	0.0	0.2
2024-01-12	21:30	美国核心PPI同比(%)	美国	中	2.0	
2024-01-12	09:30	中国CPI同比(%)	中国	高	-0.5	
2024-01-12	09:30	中国CPI环比(%)	中国	中	-0.5	
2024-01-12	09:30	中国PPI同比(%)	中国	高	-3.0	
2024-01-12	11:00	中国出口同比-美元计价(%)	中国	高	0.5	
2024-01-12	11:00	中国进口同比-美元计价(%)	中国	高	-0.6	

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