

大类资产每周观察

正信期货大类资产周报 20240114

研究员：蒲祖林

投资咨询证号：Z0017203

Email: 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：美国通胀超预期反弹，国内物价金融数据欠佳



策略概述

- 1、美国12月CPI表现超预期反弹，利空数据落地后市场交易新的联储降息预期，美债利率见顶回落，实际利率大幅下降驱动风险资产价格持续上涨，本周美国将公布12月零售销售和地产数据，关注经济韧性。
- 2、国内12月物价和金融经济数据延续疲弱态势，物价持续通缩，金融持续紧缩，驱动国内风险资产价格持续下跌。短期货币供需中性，企业债务和国债融资需求维持高位，资金价格边际收紧。地产高频销售延续疲弱，北京上海地产政策宽松脉冲效应消退，制造业产能利用率内外需共振反弹，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GDP、消费和投资等实体经济数据。

● 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；商品预计短期延续震荡分化，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，美国实际利率重新下跌，贵金属价格短期预计重拾涨势，建议回调做多黄金和白银。

- 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CPI表现超预期反弹，利空数据落地后市场交易新的联储降息预期，美债利率见顶回落，实际利率大幅下降驱动风险资产价格持续上涨，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反弹，权益类资产价格预计整体底部震荡筑底， 可急跌配置股指期货IF、IH、IC、IM中期多单。
	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反弹，短期货币供需中性偏紧，短期资金逻辑或大于基本面逻辑， 可反弹进行国债期货十债、三十债波段空单配置，或多二空十套利配置
	10-2Y价差	震荡偏多	
	美10债到期收益率	震荡	
商品	南华工业品	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反弹，制造业处于低库存低供需阶段，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， 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。
	南华农产品	震荡筑底	
	WTI原油	震荡	
货币	黄金	偏多	美国12月CPI表现超预期反弹，利空数据落地后市场交易新的联储降息预期，美债利率见顶回落，实际利率大幅下降驱动贵金属价格重拾涨势，建议 回调加多白银、黄金 。国内经济二次复苏疲弱，美元短期震荡，美元兑人民币短期预计震荡走强。
	美元指数	震荡	
	离岸人民币	震荡上涨	

行情回顾



➤ 过去一月大类资产表现：欧美股市领涨，A股领跌

欧美股市>美债>黄金>美元指数>国内债券>大宗商品>港股>国内股市

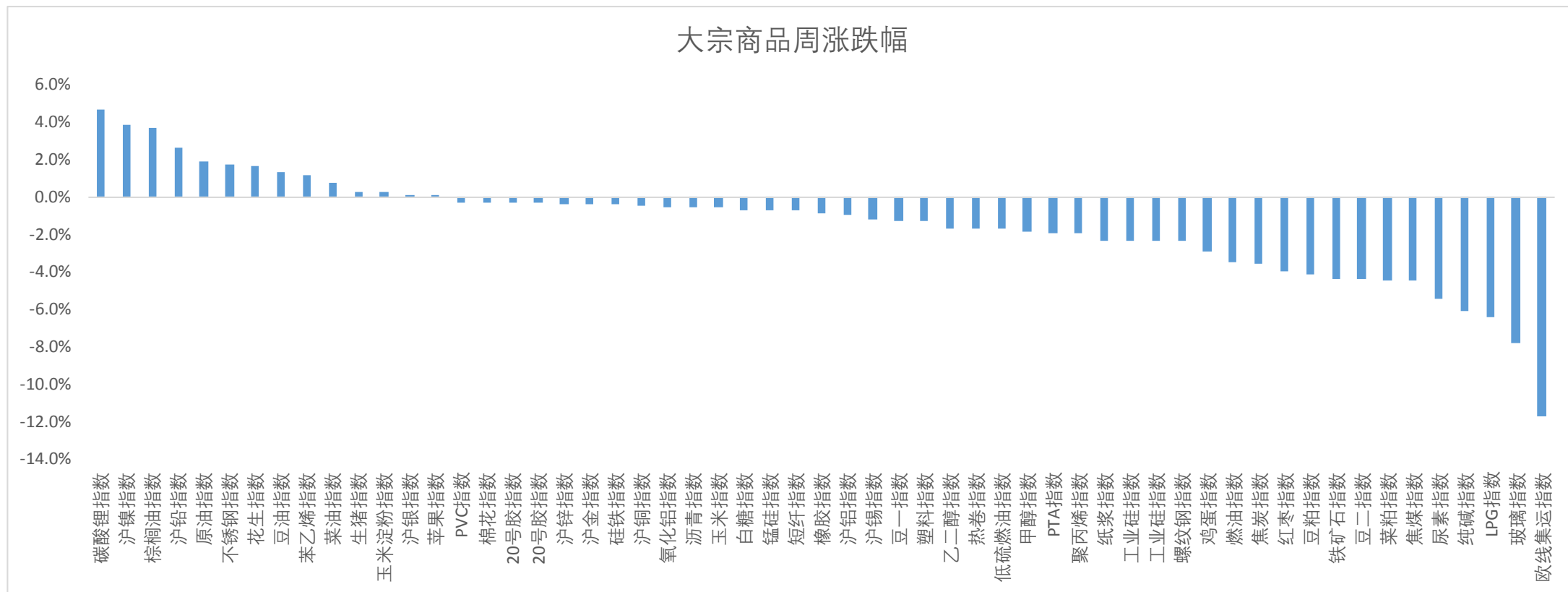
全球大类资产价格涨跌幅							
国内股市		海外和港股		大宗商品		利率和货币	
上证指数	-1.61%	恒生中国企业	-2.23%	南华商品	-1.43%	十债收益率(%)	↑ 0.0002
深证成指	-1.32%	恒生指数	-1.76%	南华能化	-1.79%	二债收益率(%)	↑ 0.0101
创业板指	-0.81%	恒生科技指数	-5.04%	南华黑色	-2.03%	期限利差 (10-2Y)	↓ -0.0099
上证50	-1.38%	富时新兴市场指数	-0.62%	南华有色金属	-2.23%	DR007(%)	↑ 0.0582
沪深300	-1.35%	富时欧洲	-0.76%	螺纹钢	-3.56%	美国十债收益率(%)	↓ -0.0900
科创50	-3.64%	标普500	1.84%	生猪	-1.49%	美国二债收益率(%)	↓ -0.2600
中证1000	-1.79%	纳斯达克综指	0.34%	WTI原油	0.55%	美债期限利差 (10-2Y)	↑ 0.1700
中证500	-1.43%	道琼斯工业平均	3.09%	路透CRB商品指数	-0.23%	德国十债收益率(%)	↑ 0.0000
周期(风格.中信)	-0.85%	德国DAX	0.66%	COMEX铜	-3.01%	COMEX黄金	↓ 0.13%
成长(风格.中信)	-2.03%	日经225	6.59%	CBOT大豆	-3.22%	美元指数	↓ -0.01%

数据来源：iFind. 正信期货

行情回顾

➤ 过去一周大宗商品表现：碳酸锂领涨，欧线领跌

碳酸锂>沪镍>棕榈油>.....纯碱>LPG >玻璃>欧线



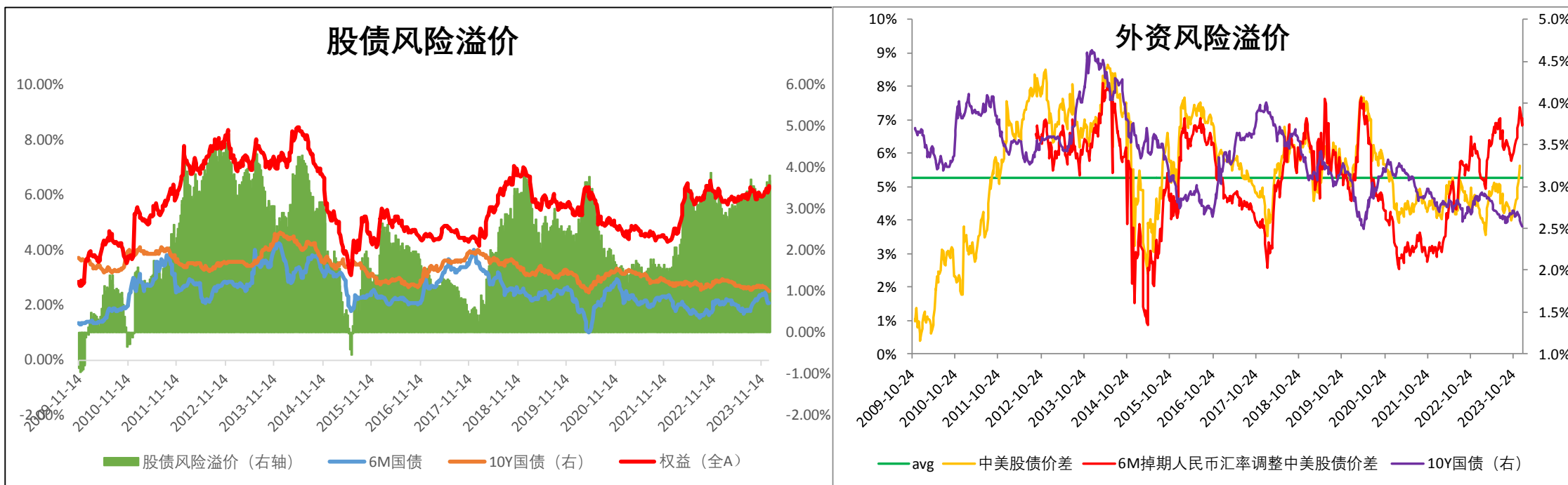
数据来源：iFind. 正信期货

行情回顾

过去一周大类资产风险溢价



股债风险溢价录得**3.81%**，较上周增加**0.1%**，位于**91.3%**分位点，外资风险溢价指数录得**7.04%**，较上周上涨**0.19%**，位于**94%**分位点，外资吸引力位于历史极值区域。

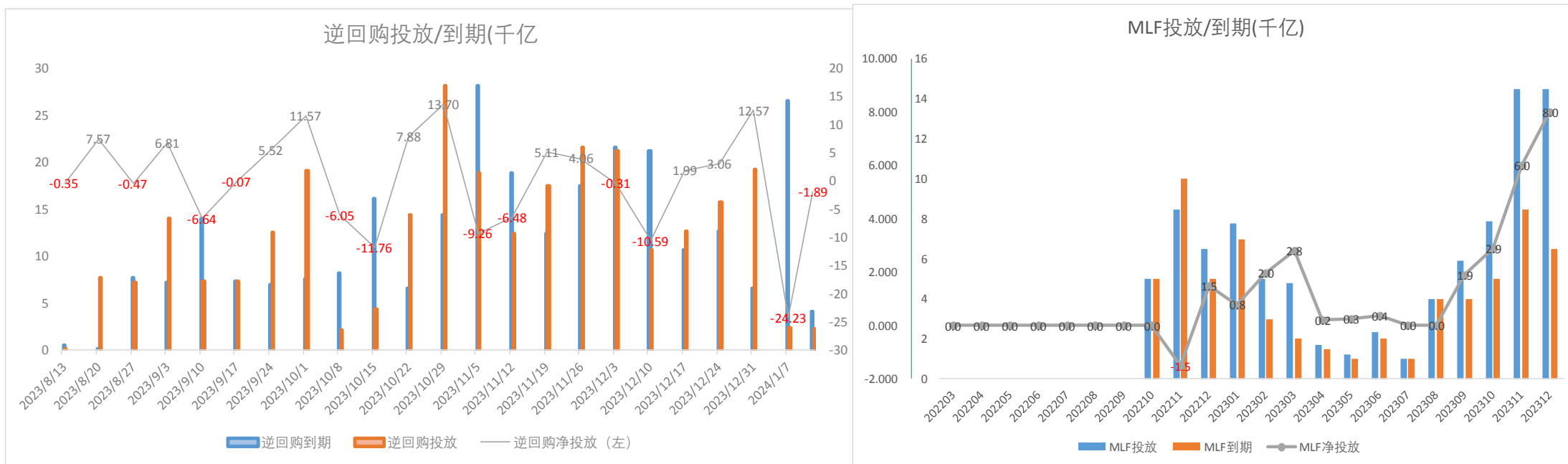


数据来源：iFind. 正信期货

货币供需分析——货币供应



上周央行OMO逆回购到期4160亿元，逆回购投放2270亿元，货币净回笼1890亿元，货币供给持续收紧。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。

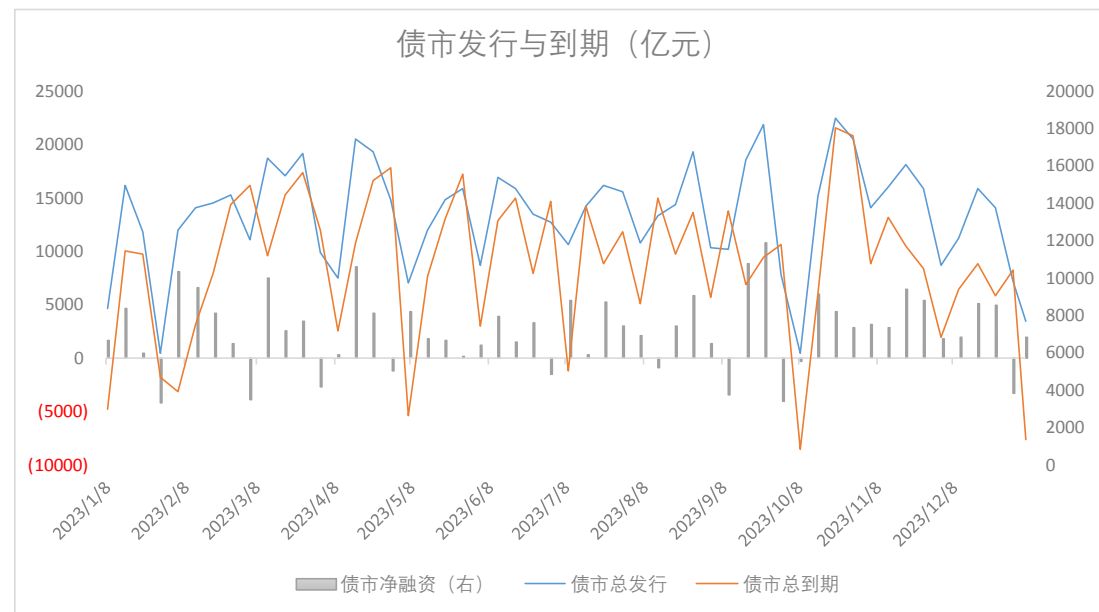
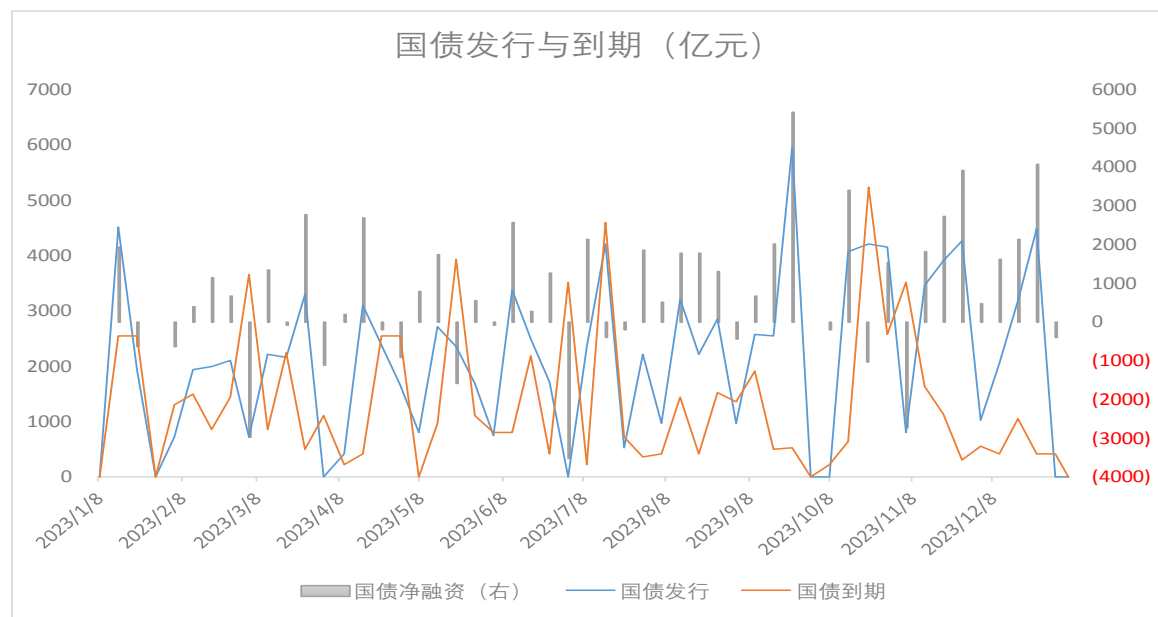


数据来源：同花顺iFind，正信期货

货币供需分析——货币需求



上周国债发行3670亿，到期902.4亿，货币净需求2767.6亿；地方债发行0亿，到期9.4亿，货币净需求9.4亿；其他债发行13536亿，到期6889.8亿，货币净需求6646.2亿；债市总发行17206亿，到期7801.7亿，货币净需求9404.3亿，货币需求大幅增加，系国债和企业债务融资需求支撑。

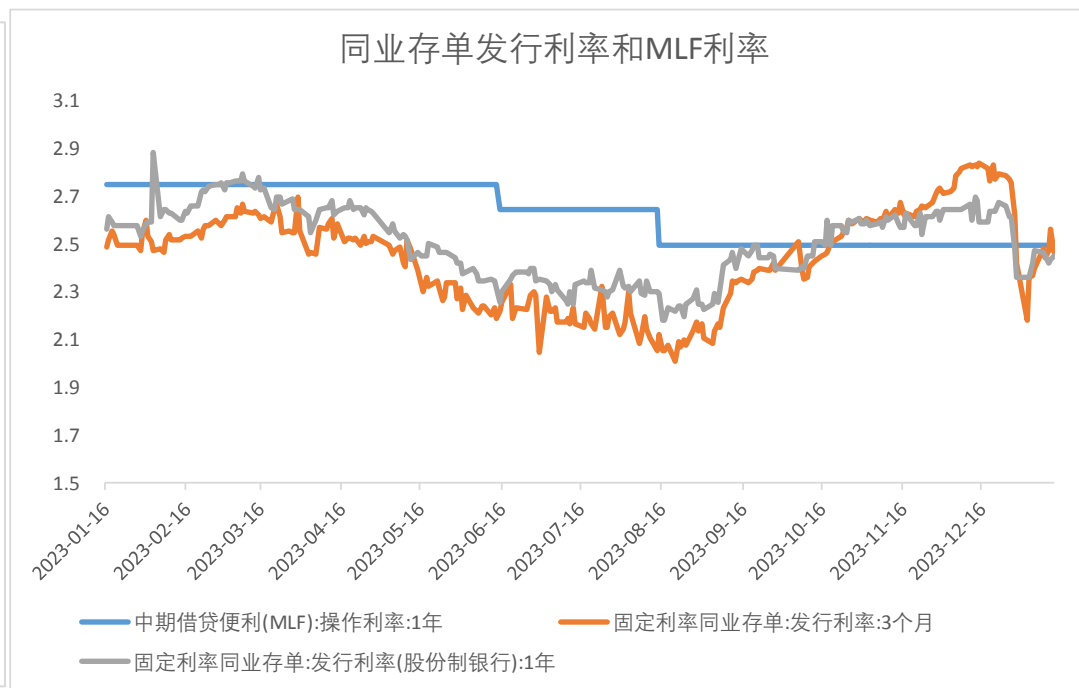
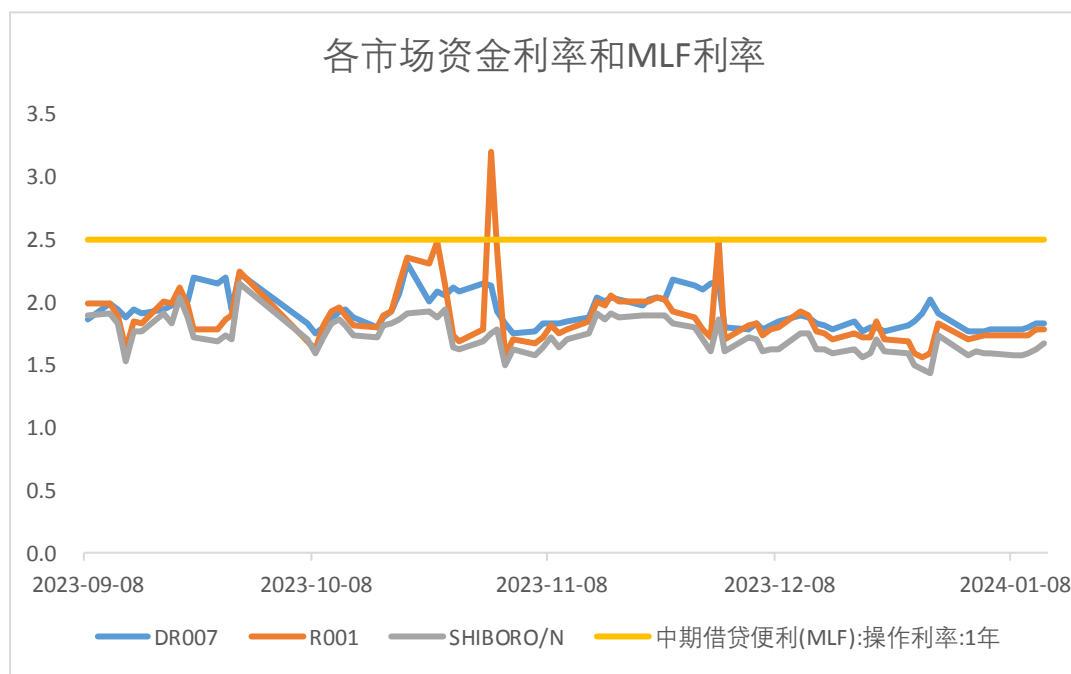


数据来源：同花顺iFind，正信期货

货币供需分析-资金价格



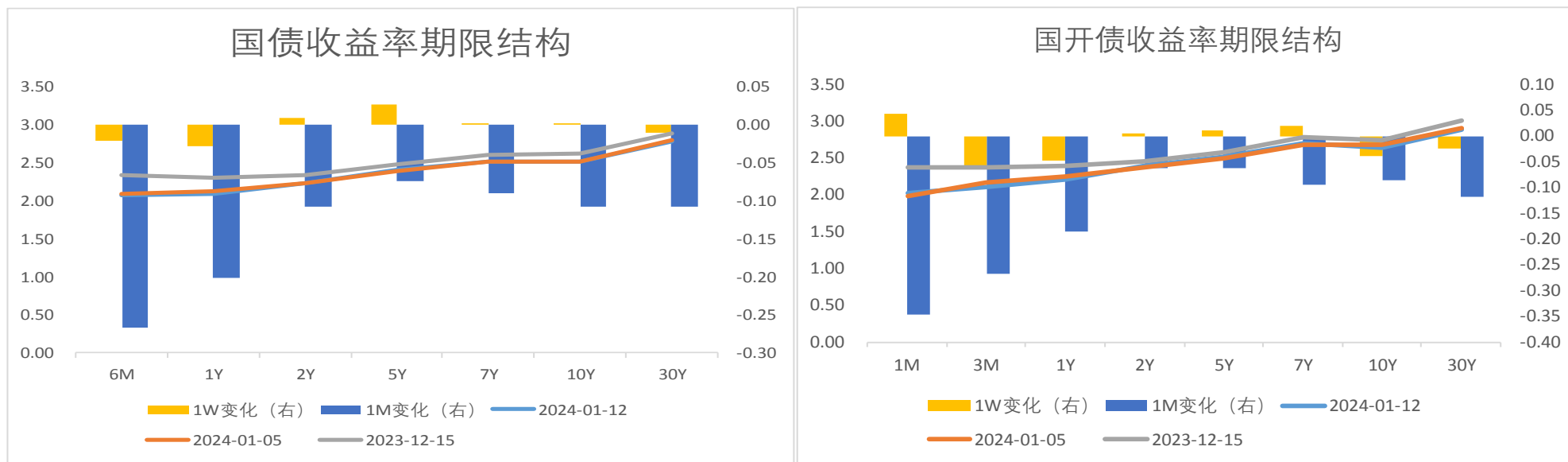
DR007、R001、SHIBOR隔夜分别变化5.8bp、4.9bp、8.9bp至1.84%、1.78%、1.68%。同业存单发行利率反弹6.3bp，股份制银行发行的CD利率回落1.8bp至2.45%，小幅低于MLF 1年期利率水平（2.5%），资金真实总需求高位回落，资金价格边际反弹。



数据来源：同花顺iFind，正信期货

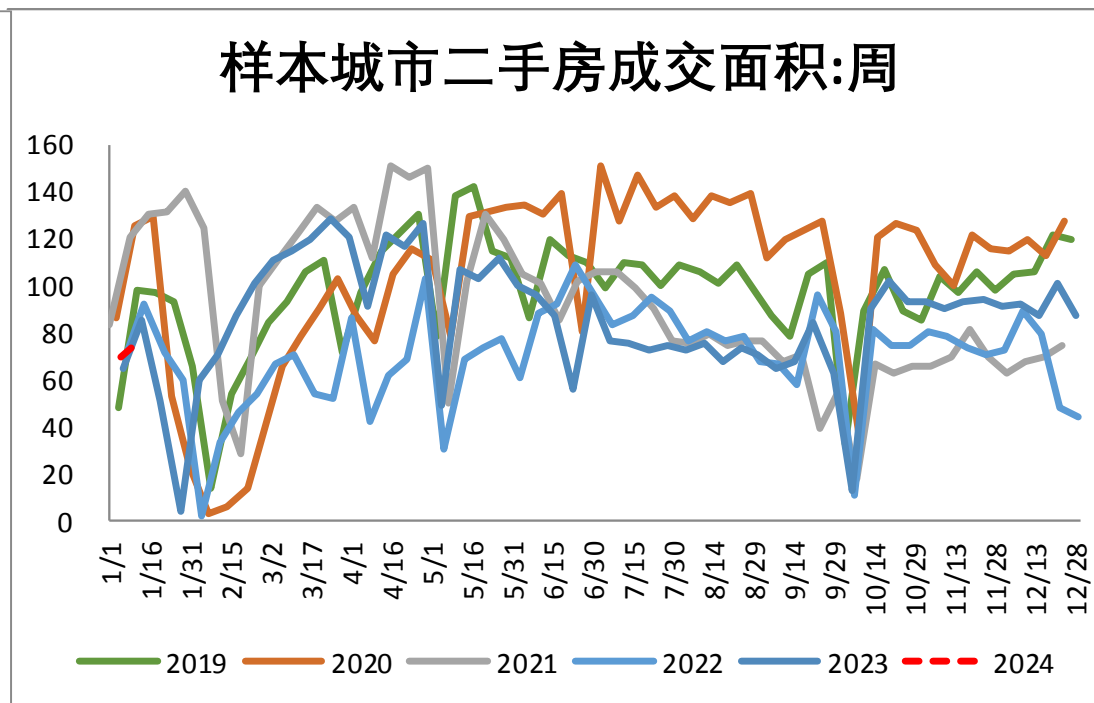
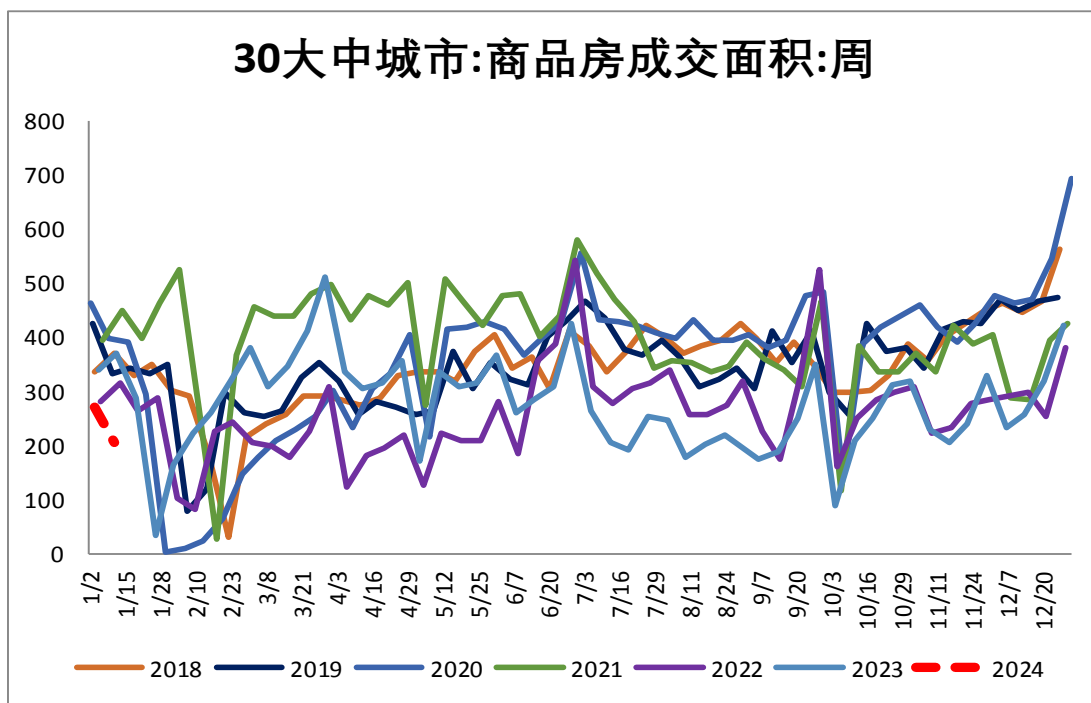
货币供需分析-期限结构

上周10年期国债收益率较前一周变化0bp，5年期国债收益率变化2.6bp，2年期国债收益率变化1bp；10年期国开债收益率较前一周变化-3.8bp，5年期国开债收益率变化1.1bp，2年期国开债收益率变化0.7bp，整体来看，上周收益率期限结构持续走平，受物价指数边际反弹的影响，利率止跌反弹，国债和国开债之间的信用利差有所缩窄。



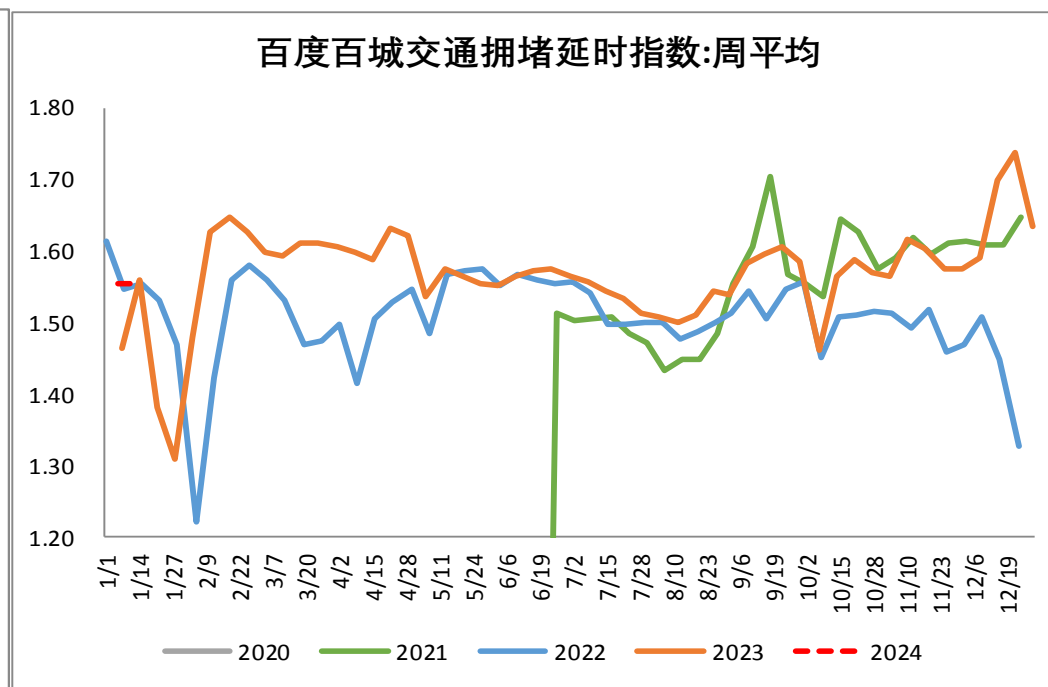
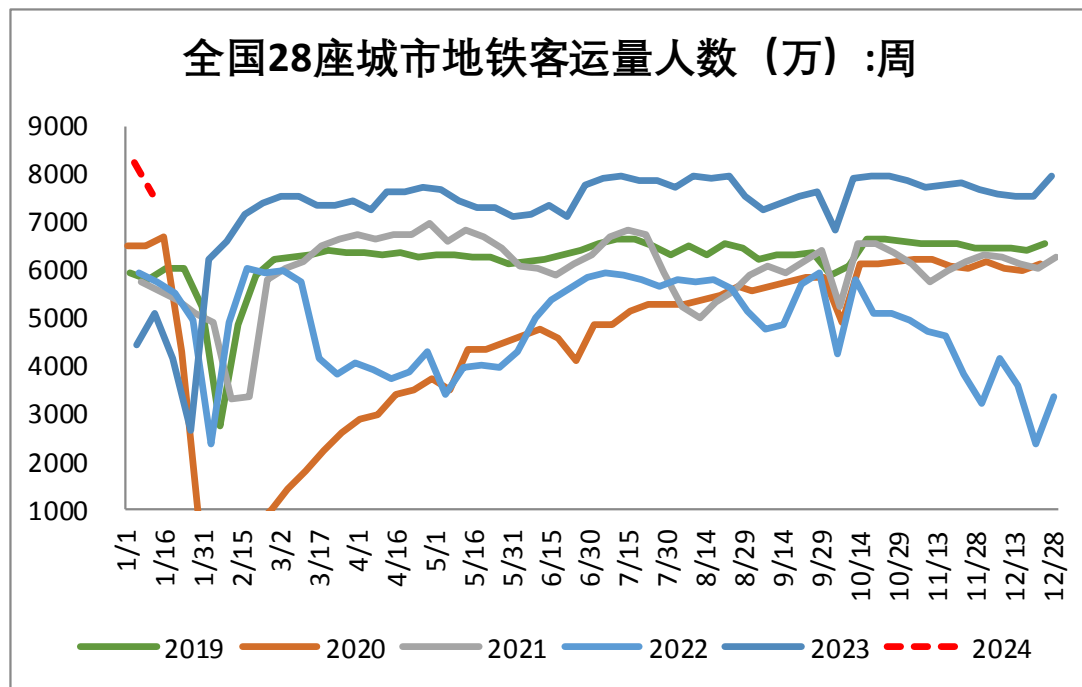
实体经济分析——地产需求

截止1月11日数据，30大中城市商品房周成交面积为204.2万平方米，环比上周270.8万平方米季节性回落，与疫情前的2019年同期相比下滑38.8%，位于近7年低位；二手房销售季节性反弹，较上周增长11.2%，上周地产高频销售走势新房和二手房走势分化，延续疲弱态势，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。



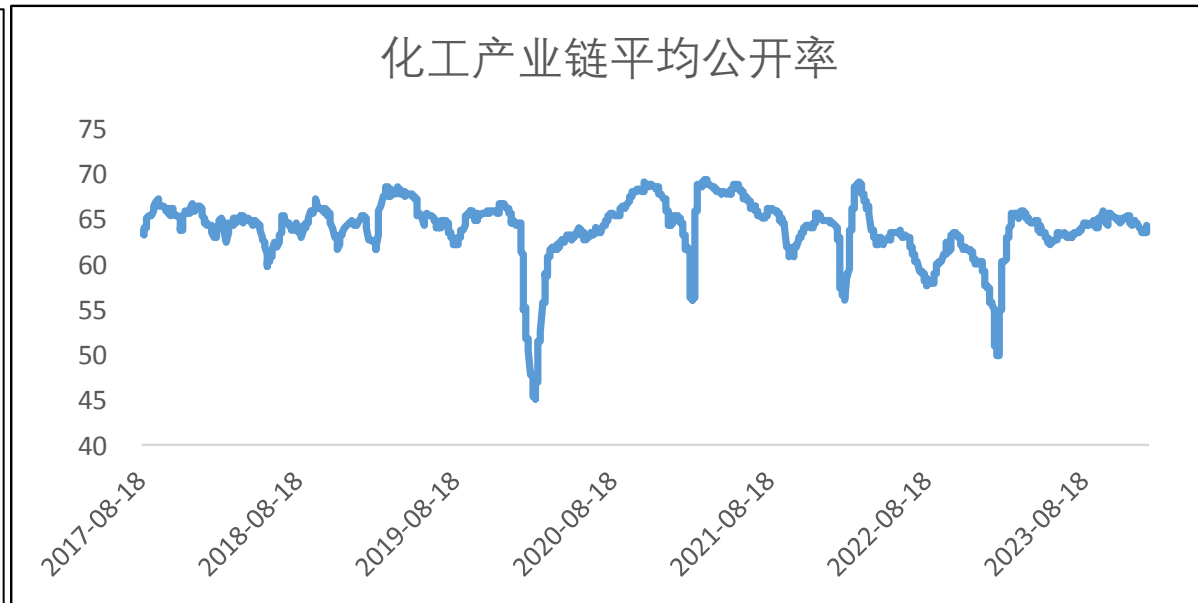
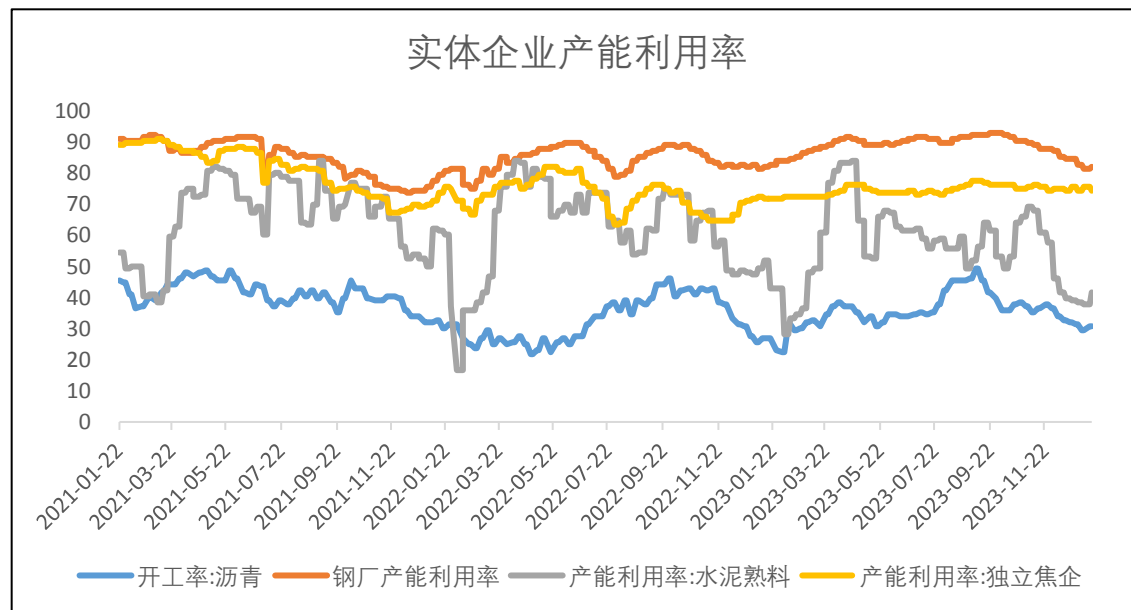
实体经济分析——服务业活动

截止1月12日，全国28大中城市地铁客运量维持高位，周度日均7566万人次，较去年同期增48.2%，较2021年同期增长35.7%，服务业经济活动维持高位，周度环比减弱。百城交通拥堵延时指数较上周环比下滑，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，周度变化不显著。



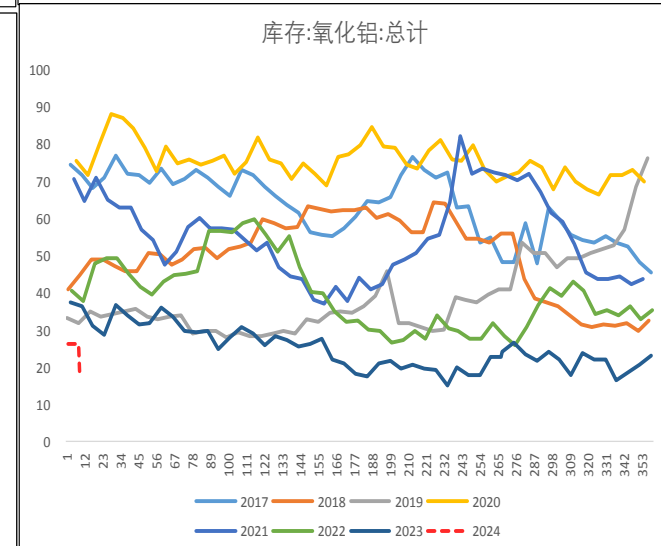
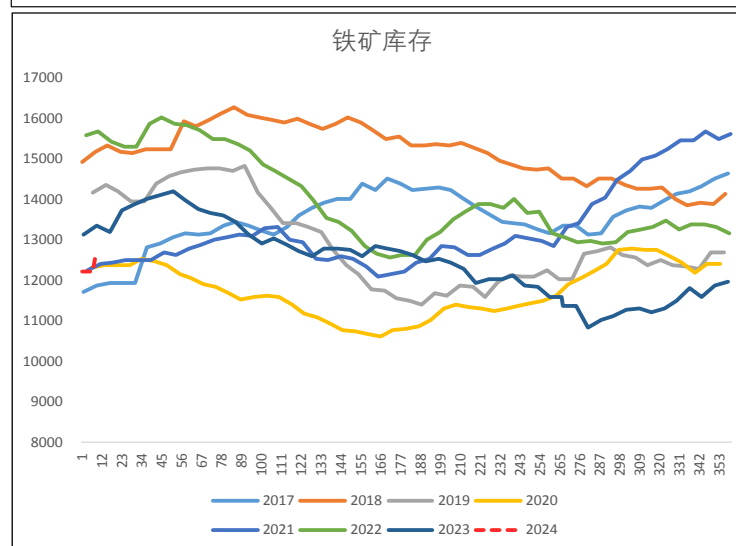
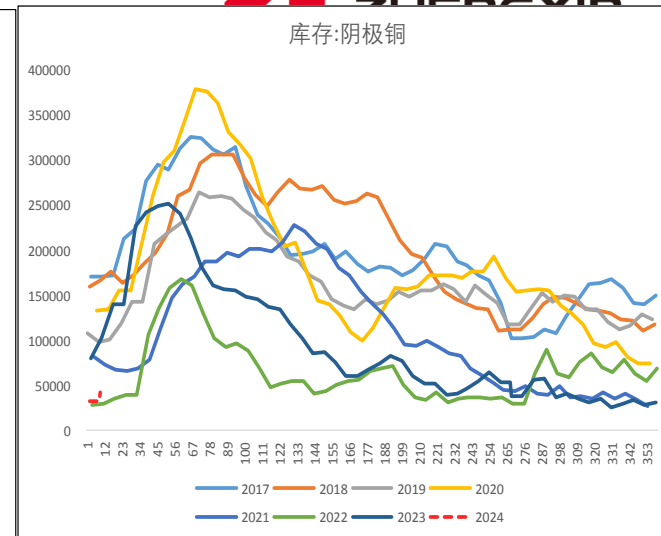
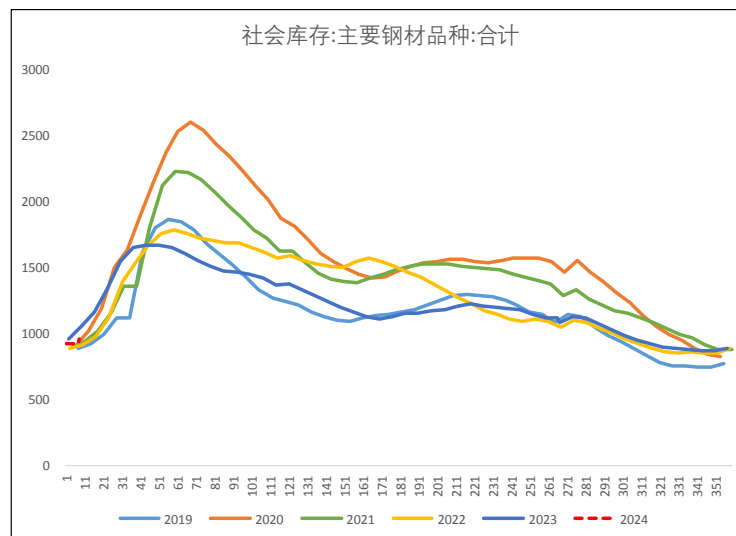
实体经济分析——制造业跟踪

制造业产能利用率纷纷止跌反弹，钢厂产能利用率反弹0.97%，沥青产能利用率反弹1.6%，水泥熟料企业产能利用率反弹3.46%，焦企产能利用率回落1.4%，地产基建相关制造业产能利用率走势有所企稳，或与特别国债项目资金落地和央行对房地产政策的支持有关，外需相关的化工产业链平均开工率较上周小幅反弹0.75%，综合来看，制造业内外需走势延续共振反弹。



大宗商品分析——金属库存

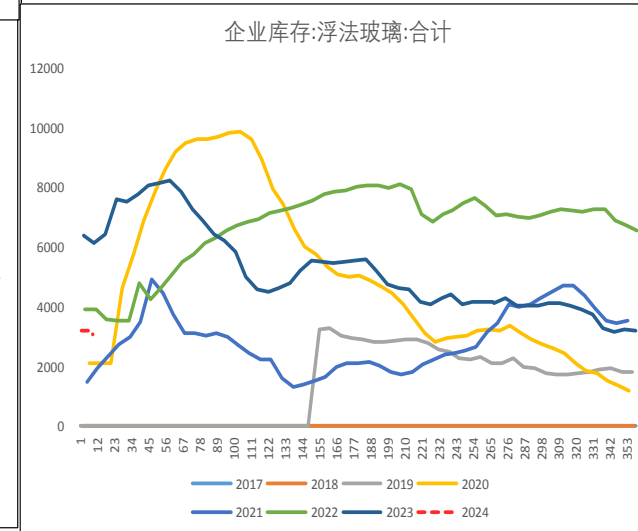
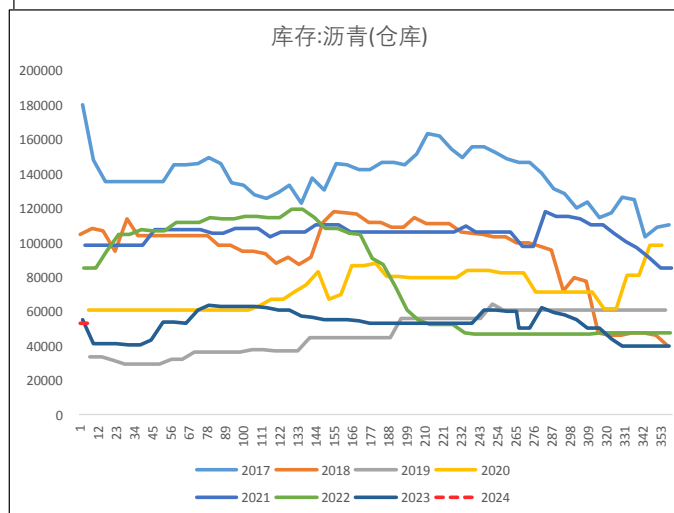
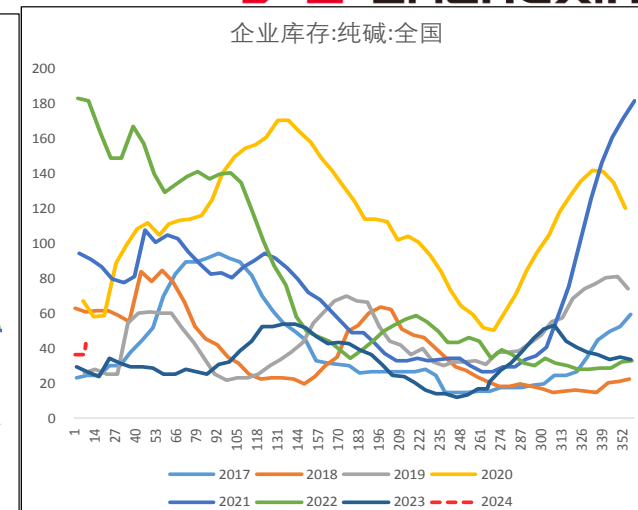
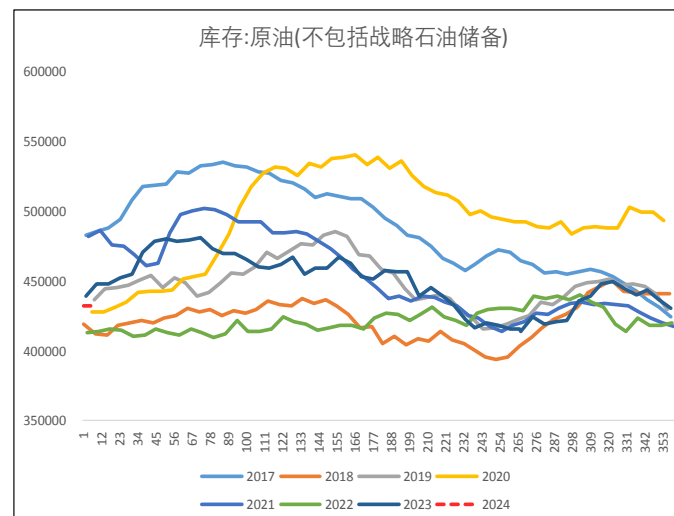
- ✓ 钢材、铜、铝进入季节性累库周期，铁矿维持累库周期。
- ✓ 钢材小幅反弹，库存位于历史中性水平，铜库存小幅反弹，高于2022年水平，驱动铜价回落
- ✓ 铁矿处于季节性累库周期，上周库存大幅反弹，铁矿价格高位回落
- ✓ 氧化铝的库存处于近7年以来低位水平，上周库存小幅回落，铝价走势高位回调。



数据来源: iFind, 正信期货

大宗商品分析——化工库存

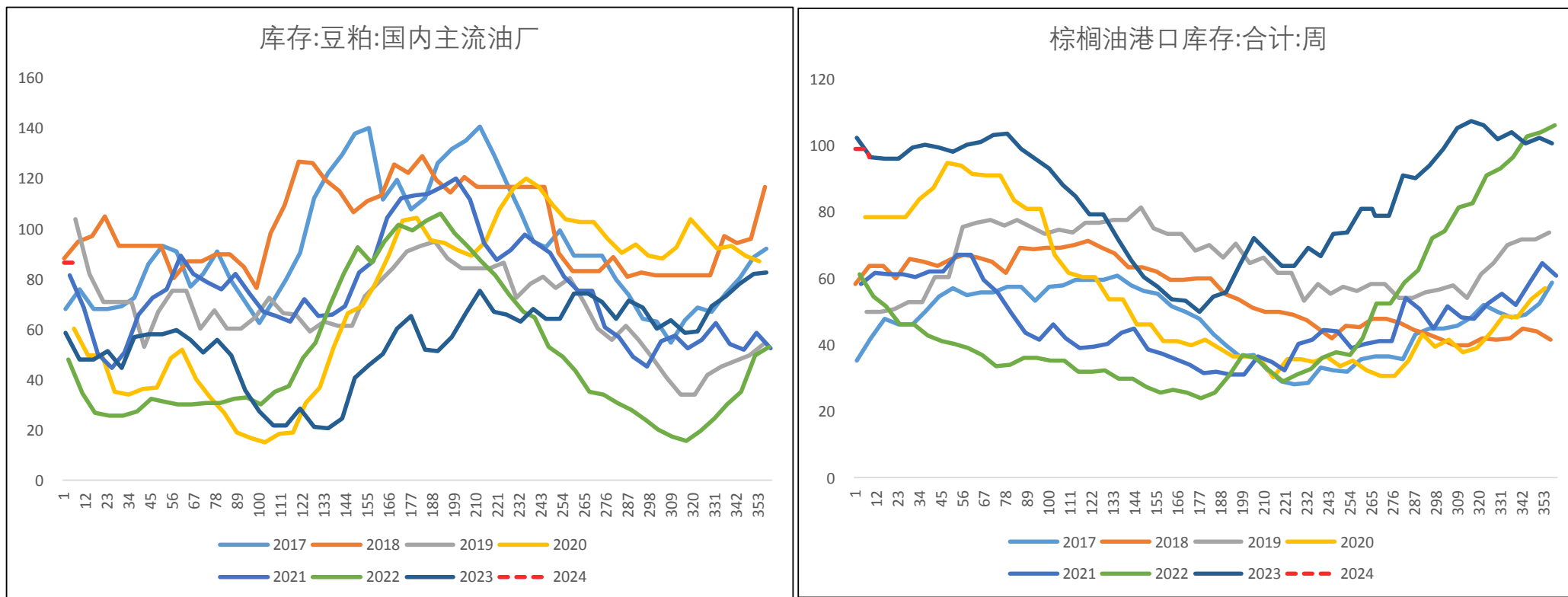
- ✓ 原油库存位于中性水平，上周库存持平，原油价格低位反弹。
- ✓ 沥青库存偏低，上周库存持平，维持2023年水平，沥青价格震荡偏强
- ✓ 纯碱未来1个季度进入季节性累库周期，上周库存大幅反弹，驱动纯碱价格持续调整。
- ✓ 玻璃处于季节性累库过程，上周库存小幅回落，库存维持偏低水平，受纯碱带动回调。



大宗商品分析——农产品库存



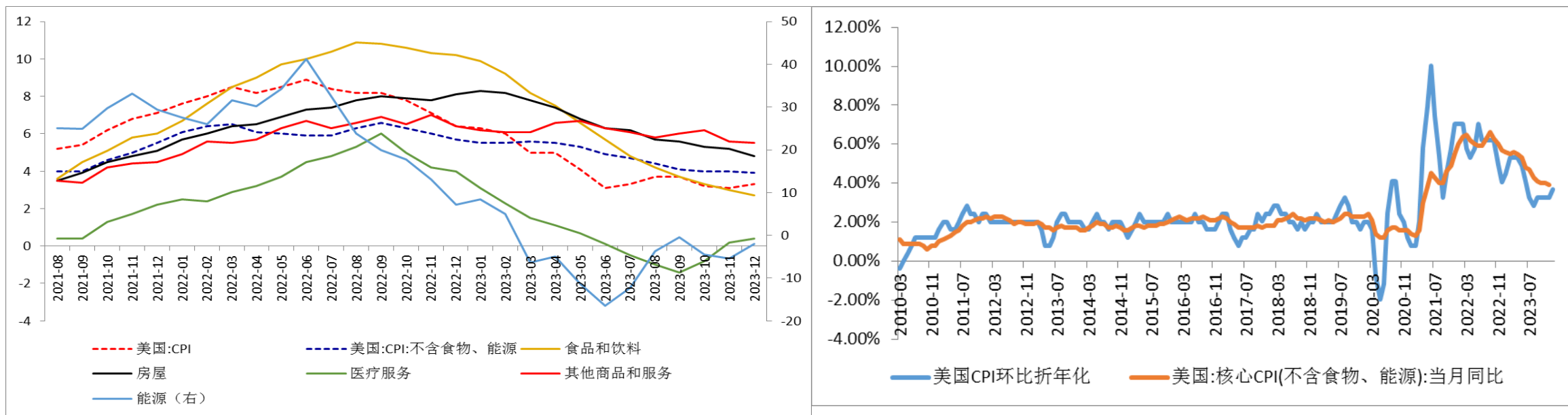
豆粕上周库存持平，位于季节性降库周期，油脂库存季节性缓慢下降，上周库存小幅下降，低于2023年高位，驱动油脂价格止跌企稳，豆粕价格预计延续低位弱势调整。



数据来源: iFind, 正信期货

基本面分析——海外宏观

美国12月通胀表现超预期反弹，CPI同比增速录得3.4%，大幅超出市场预期值3.2%和前值3.1%，环比增速扩大至0.3%，核心CPI同比录得3.9%，超出市场预期值3.8%，较上月回落0.1%，环比增速与上月持平，维持0.3%，结构来看，主要系能源基数效应反弹和医疗分项增加导致，食品饮料和房屋分项均延续回落趋势，房屋分项首次跌至5%下方。短期来看，能源价格成为通胀能否进一步下行的关键，3%有较强支撑力度，若延续当前月度环比趋势，2月通胀有望进一步反弹至3.6%以上。



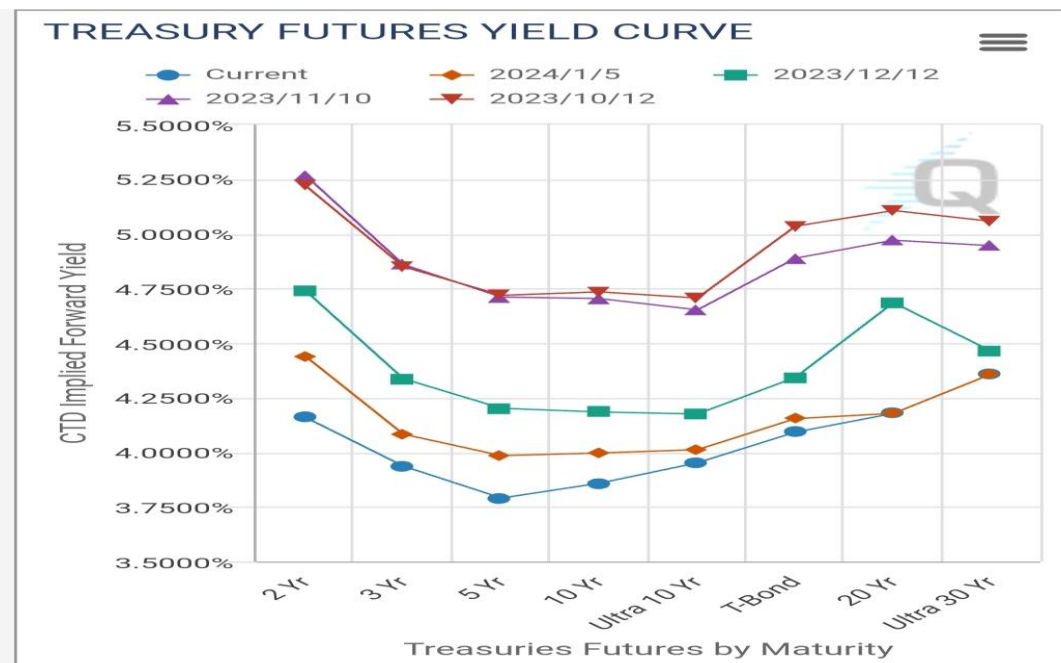
数据来源: 同花顺iFind, 正信期货

基本面分析——海外宏观



美国12月强劲的就就业市场和通胀数据出炉后，市场开始新的利率路径预期，根据CME的FedWatch工具显示，市场预期2024年3月和5月降息的概率提高至70%以上，年内降息次数提高至7次，累计降息幅度约1.75%。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大幅缩窄，2年期国债收益率从上周4.43%回落至4.16%，10年期国债收益率从3.99%回落至3.86%，表明市场对于美国经济衰退担忧确定性抬升。

MEETING DATE	275-300	300-325	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%	5.2%	94.8%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	4.1%	76.9%	19.0%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%	11.5%	71.0%	17.0%	0.0%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	4.0%	30.8%	53.5%	11.5%	0.0%	0.0%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%	6.0%	32.5%	50.4%	10.7%	0.0%	0.0%	0.0%
2024/9/18	0.0%	0.0%	0.4%	5.9%	32.0%	50.0%	11.5%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%
2024/11/7	0.0%	0.3%	3.9%	22.5%	43.5%	25.4%	4.3%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
2024/12/18	0.2%	3.2%	18.8%	39.3%	29.0%	8.5%	0.9%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

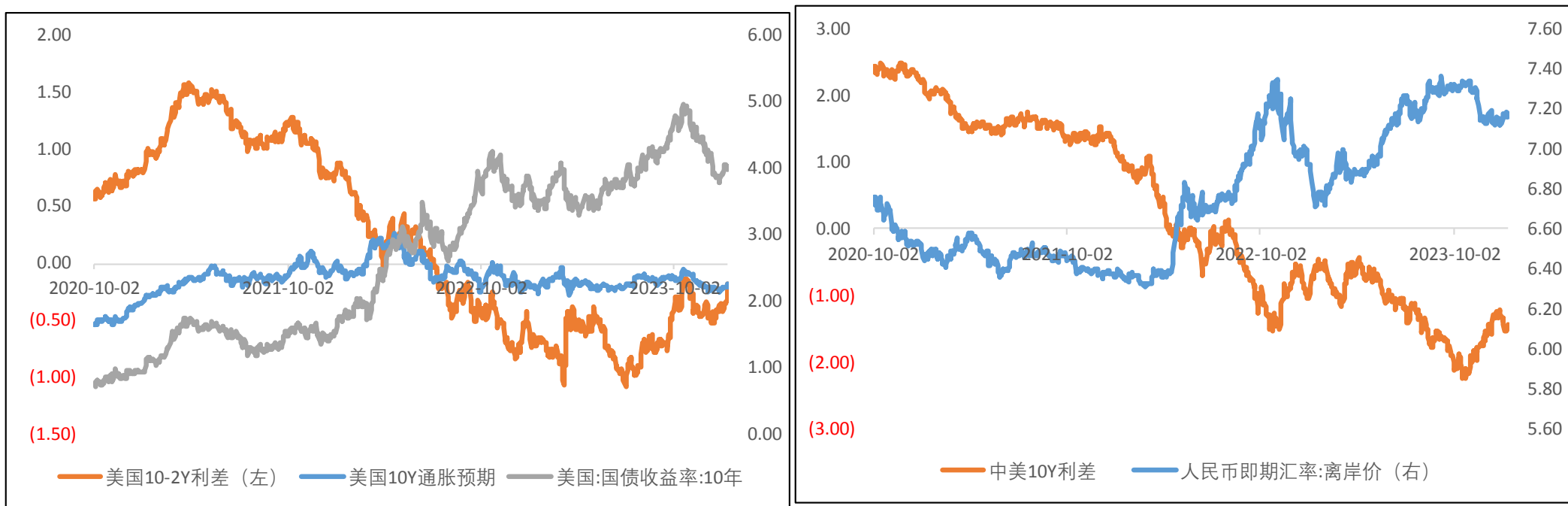


数据来源：同花顺iFind，正信期货

基本面分析——海外宏观



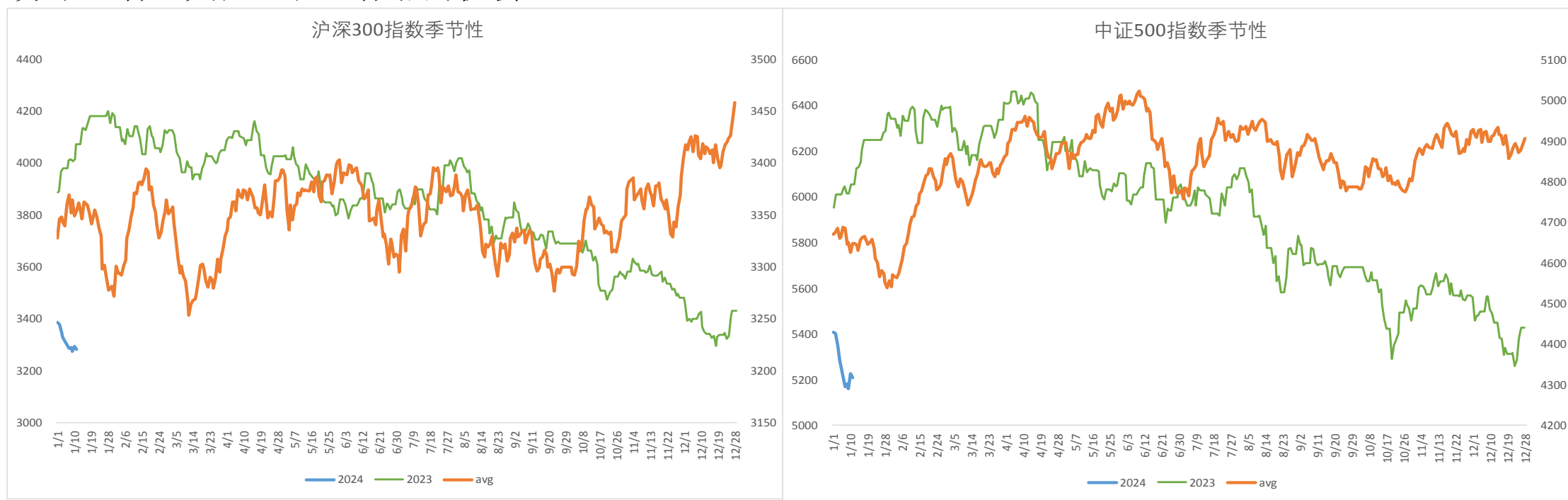
截至1月12日，美国十债利率回落9bp至3.96%，通胀预期反弹5bp，实际利率回落14bp至1.69%，驱动风险资产价格进一步上涨。美债10-2Y价差倒挂程度上周大幅缩窄17bp至-18bp，倒挂有望解除。中美利差倒挂程度小幅缩窄9bp至-144.3bp，离岸人民币贬值0.37%。



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延续偏弱运行，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，在下旬有望企稳上涨。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月份筑底后于下旬步入季节性上涨阶段，上周工业品指数震荡调整，主要受海外利率反弹带来的抑制，农产品指数企稳反弹。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。

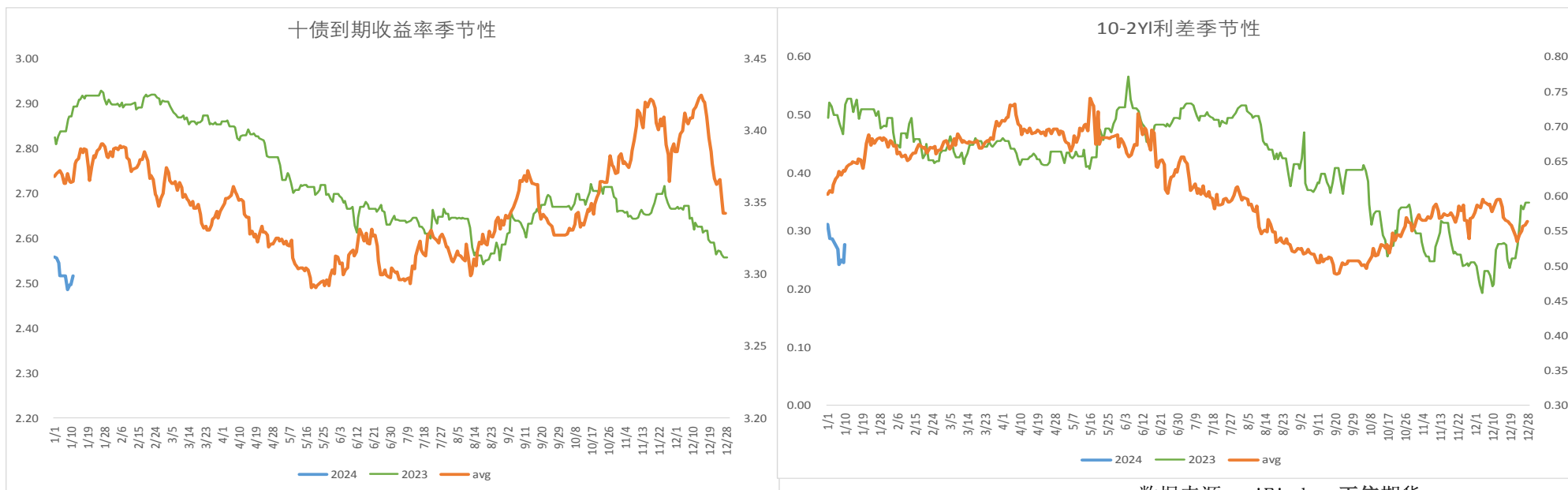


数据来源：iFind，正信期货

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出现做空信号**，短期十债在国内经济数据弱现实和地产金融政策加码及专项债发行的压力下高位震荡调整，关注波段做空机会。



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**周线级别信号看多止损**，在美国通胀反弹和国内经济需求疲弱的背景下，工业品短期震荡调整，调整深度有望加大，建议逢高波段做空；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大幅回落和美国经济中期衰退的背景下，贵金属有望重启上涨，建议回调做多。



数据来源：iFind，正信期货

宏观日历

关注中国实体经济数据、美国公布12月零售、地产等数据



本周财经日历中，中国将公布12月GDP、工业增加值、消费和地产等实体经济数据，关注经济是否边际复苏。

美国将公布12月零售销售和地产行业数据，市场预期零售销售环比下滑，若实际表现好于预期，则将进一步扭转市场过于乐观的联储降息预期。

日期	时间	事件	国家/地区	重要性	前值	预测值
2024-01-15	07:50	日本M2货币供应同比(%)	日本	中	2.3	
2024-01-17	23:00	美国NAHB房产市场指数	美国	低	37	
2024-01-17	22:15	美国产能利用率(%)	美国	低	78.8	78.6
2024-01-17	21:30	美国出口物价指数同比(%)	美国	低	-5.2	
2024-01-17	22:15	美国工业产出同比(%)	美国	高	-0.39	
2024-01-17	21:30	美国核心零售销售环比(%)	美国	高	0.2	0.2
2024-01-17	21:30	美国零售销售同比(%)	美国	高	4.09	
2024-01-17	21:30	美国零售销售环比(%)	美国	中	0.3	0.3
2024-01-17	18:00	欧元区CPI同比(%)	欧元区	高	2.4	2.9
2024-01-17	18:00	欧元区核心CPI环比(%)	欧元区	中	-0.6	0.4
2024-01-17	18:00	欧元区剔除烟草CPI同比(%)	欧元区	低	2.3	
2024-01-17	18:00	欧元区未季调核心CPI同比(%)	欧元区	中	3.6	3.4
2024-01-17	10:00	中国GDP当季环比(%)	中国	中	1.3	
2024-01-17	10:00	中国城镇固定资产投资累计同比(%)	中国	高	2.9	
2024-01-17	10:00	中国规模以上工业增加值同比(%)	中国	中	6.6	
2024-01-17	10:00	中国季度GDP同比(%)	中国	高	4.9	
2024-01-17	10:00	中国GDP累计同比(%)	中国	中	5.2	
2024-01-17	10:00	中国规模以上工业增加值累计同比(%)	中国	中	4.3	
2024-01-17	10:00	中国社会消费品零售总额累计同比(%)	中国	高	7.20	
2024-01-17	10:00	中国社会消费品零售总额同比(%)	中国	高	10.1	
2024-01-17	10:00	中国失业率	中国	高	5.0	
2024-01-18	21:30	美国新屋开工年化总数(户)	美国	低	1.560M	1.415M
2024-01-18	21:30	美国续请失业金人数	美国	低	1,834K	
2024-01-18	21:30	美国营建许可环比(%)	美国	低	-2.1	
2024-01-18	21:30	美国营建许可总数(户)	美国	中	1.467M	
2024-01-19	23:00	美国成屋销售年化环比(%)	美国	中	0.8	
2024-01-19	23:00	美国成屋销售年化总数(户)	美国	低	3.82M	3.82M
2024-01-19	23:00	美国密歇根大学1年期通胀率预期(%)	美国	中	3.1	
2024-01-19	23:00	美国密歇根大学5-10年期通胀率预期(%)	美国	低	2.9	
2024-01-19	23:00	美国密歇根大学消费者信心指数	美国	低	69.7	68.8
2024-01-19	07:30	日本全国CPI同比(%)	日本	中	2.8	
2024-01-19	07:30	日本全国核心CPI同比(%)	日本	低	2.5	2.3

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