



大类资产每周观察

正信期货大类资产周报 20240121

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：美国经济数据全面反弹，国内实体经济延续疲软



策略概述

- 1、美国12月零售销售表现强劲，美国经济数据全面反弹，市场向联储妥协修正过于乐观的降息预期，美债利率大幅反弹，实际利率上涨驱动风险资产价格承压，本周美国将公布12月PCE物价指数和居民收入支出数据，关注经济韧性。
- 2、国内12月实体经济数据延续疲软态势，制造业生产和投资过剩，下游消费缺乏信心，物价持续面临通缩压力，驱动国内风险资产价格加速下跌。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。地产高频销售延续季节性疲弱，制造业产能利用率内外需分化，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LPR贷款利率是否调降。

● 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，短期市场修复乐观情绪。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，成长风格有望超跌补涨；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，美国实际利率震荡反弹，贵金属价格短期预计延续震荡走势，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、中东巴以冲突和红海危机扩散

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月零售销售表现强劲，美国经济数据全面反弹，市场向联储妥协修正过于乐观的降息预期，美实际利率反弹驱动风险资产价格承压，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走势分化，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	国内地产高频销售环比走弱，制造业产能利用率内外需走势分化，短期货币供需中性，资金逻辑和基本面逻辑博弈， 可反弹进行国债期货十债波段空单配置，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走势分化，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疲弱和外需边际韧性的震荡格局中， 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月零售销售表现强劲，美国经济数据全面反弹，市场向联储妥协修正过于乐观的降息预期，美实际利率反弹驱动贵金属价格震荡调整，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，美元兑人民币预计延续震荡偏强。
	美元指数	震荡反弹	
	离岸人民币	震荡上涨	

行情回顾



➤ 过去一月大类资产表现：美元指数领涨，港股领跌

美元指数>欧美股市>国内债券>黄金>美债>大宗商品>国内股市>港股

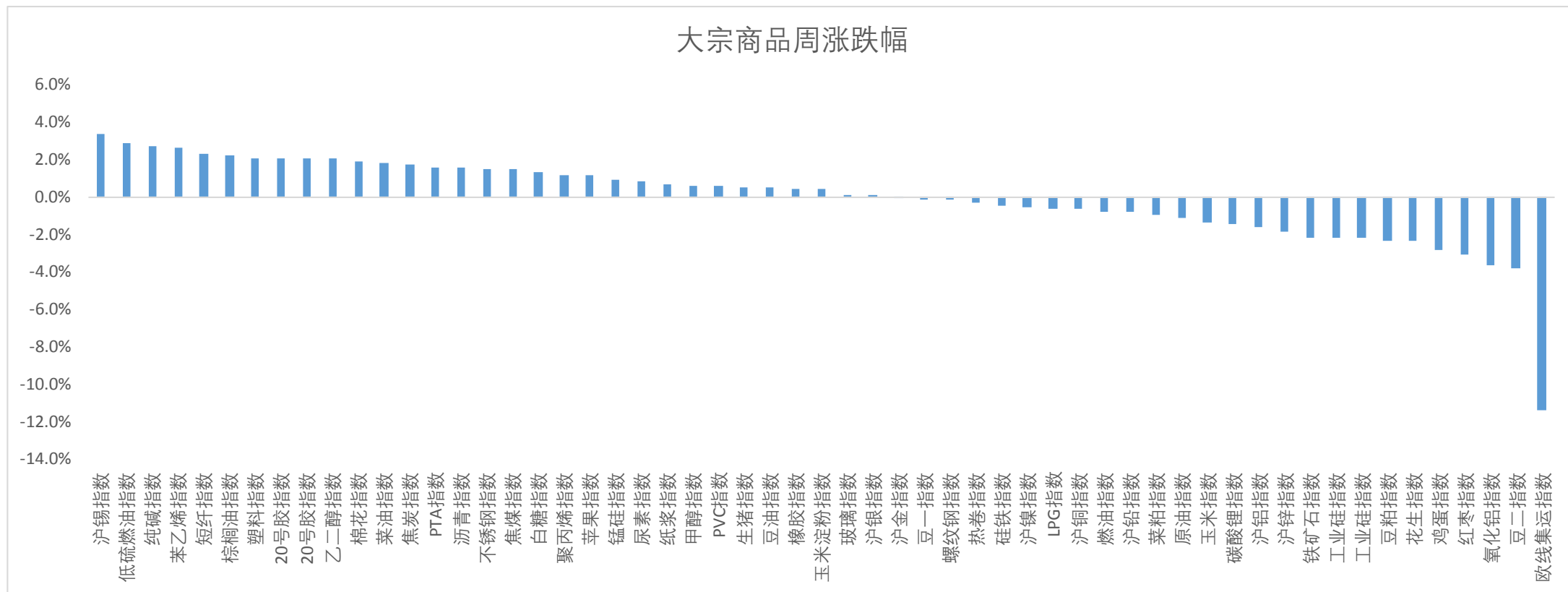
全球大类资产价格涨跌幅							
国内股市		海外和港股		大宗商品		利率和货币	
上证指数	-1.72%	恒生中国企业	-6.47%	南华商品	-3.61%	十债收益率(%)	↓ -0.0165
深证成指	-2.33%	恒生指数	-5.76%	南华能化	-4.80%	二债收益率(%)	↑ 0.0020
创业板指	-2.60%	恒生科技指数	-10.65%	南华黑色	-3.48%	期限利差 (10-2Y)	↓ -0.0185
上证50	0.28%	富时新兴市场指数	-2.66%	南华有色金属	-6.47%	DR007(%)	↑ 0.0292
沪深300	-0.44%	富时欧洲	-1.26%	螺纹钢	-0.28%	美国十债收益率(%)	↑ 0.1900
科创50	-1.66%	标普500	1.17%	生猪	1.48%	美国二债收益率(%)	↑ 0.2500
中证1000	-4.80%	纳斯达克综指	0.72%	WTI原油	0.41%	美债期限利差 (10-2Y)	↓ -0.0600
中证500	-3.61%	道琼斯工业平均	2.26%	路透CRB商品指数	0.48%	德国十债收益率(%)	↑ 0.1400
周期(风格.中信)	-4.08%	德国DAX	-0.89%	COMEX铜	-0.03%	COMEX黄金	↓ -0.06%
成长(风格.中信)	-3.48%	日经225	1.09%	CBOT大豆	-1.84%	美元指数	↑ 0.86%

数据来源：iFind. 正信期货

行情回顾

➤ 过去一周大宗商品表现：沪锡领涨，欧线领跌

沪锡>低硫燃油>纯碱>.....红枣>氧化铝>豆二>欧线



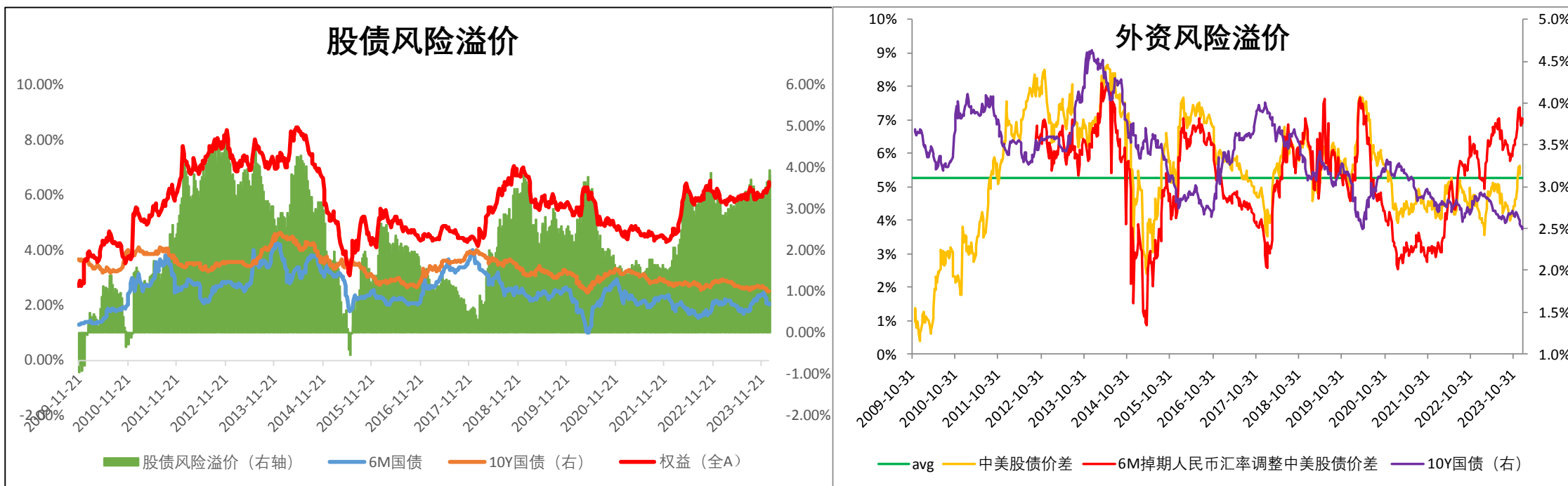
数据来源：iFind. 正信期货

行情回顾

过去一周大类资产风险溢价



股债风险溢价录得**3.97%**，较上周增加**0.16%**，位于**93.7%**分位点，外资风险溢价指数录得**6.91%**，较上周下降**0.14%**，位于**92.3%**分位点，外资吸引力位于历史极值区域。

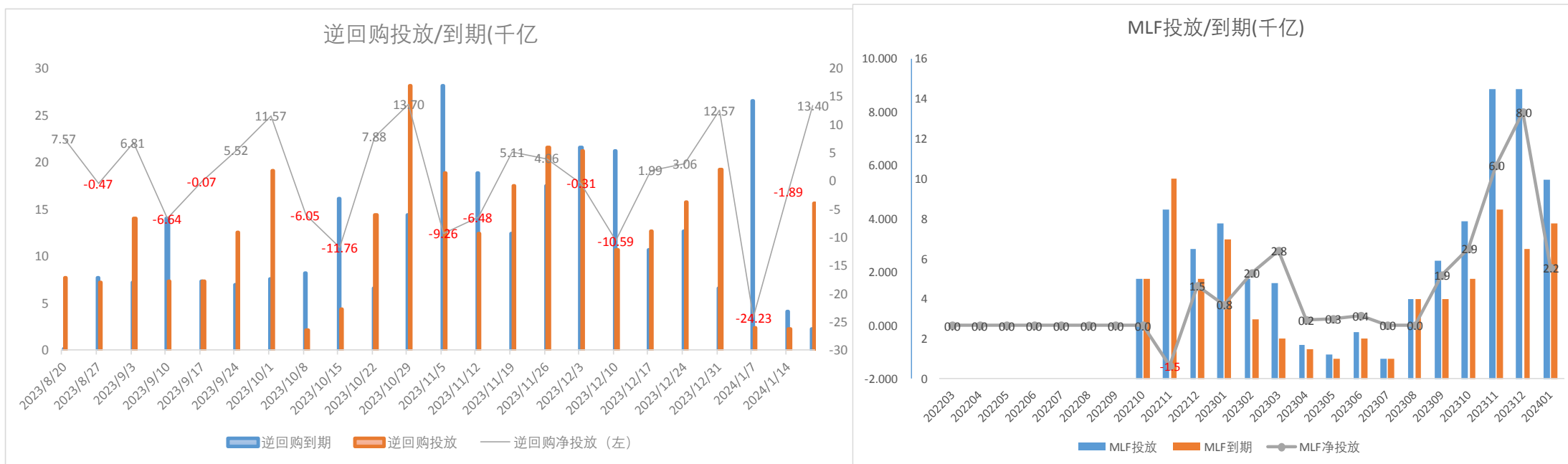


数据来源： iFind. 正信期货

货币供需分析——货币供应



上周央行OMO逆回购到期2270亿元，逆回购投放15670亿元，货币净投放13400亿元，货币供给边际改善。同时，MLF在1月份投放9950亿，到期7790亿，持续超额续作，净投放2160亿，规模边际大幅下滑，总体1月货币供应回归中性。

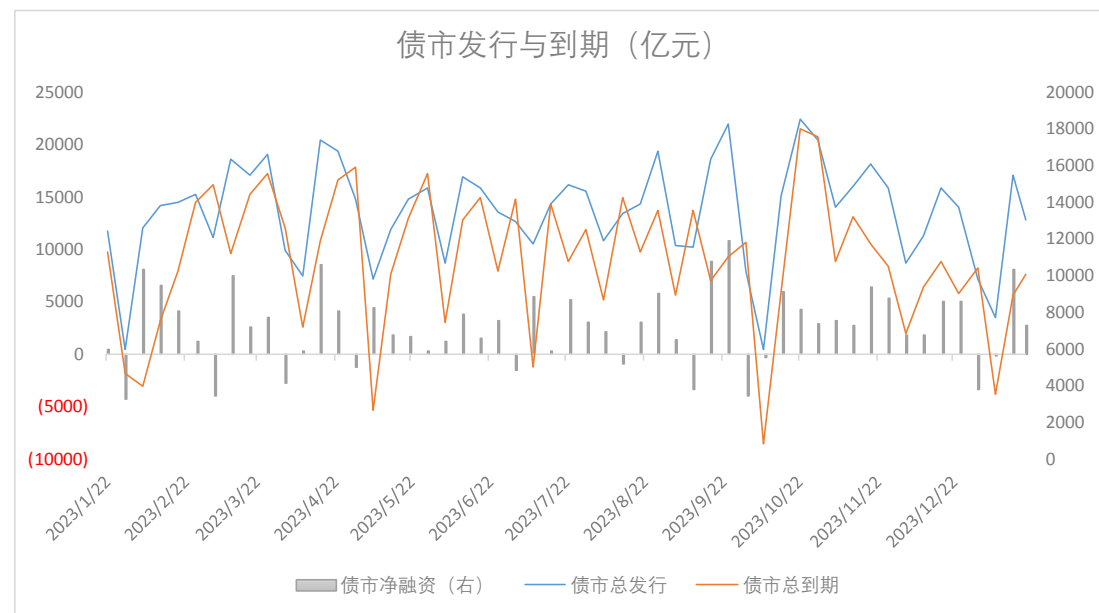
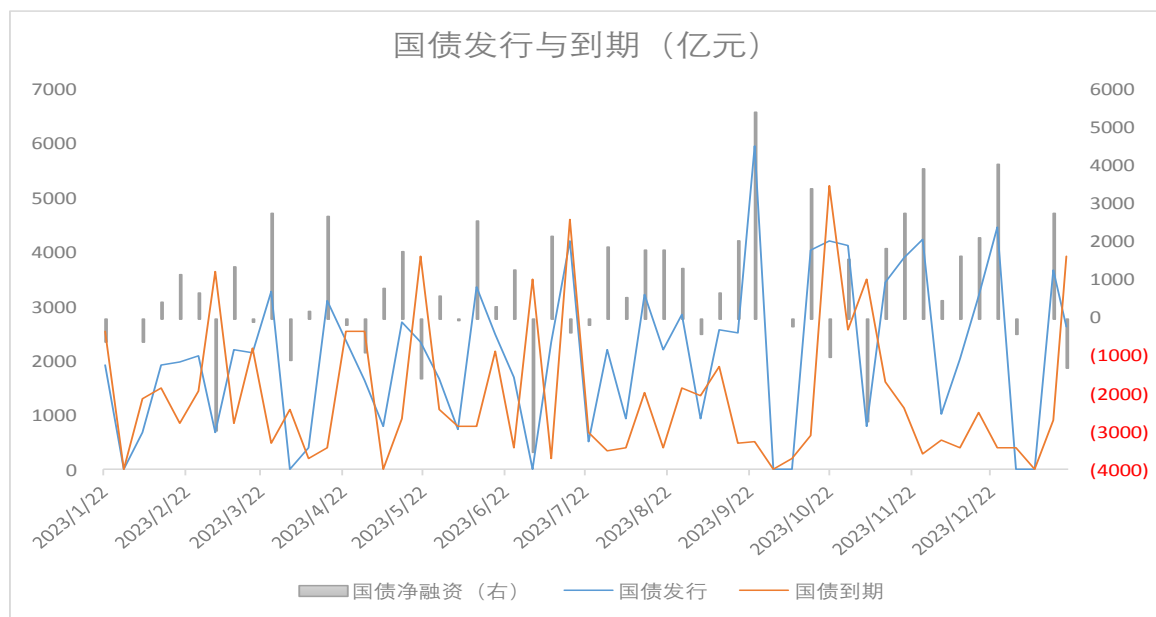


数据来源：同花顺iFind，正信期货

货币供需分析——货币需求



国债发行2640亿，到期3930亿，货币净需求1290亿；地方债发行257.8亿，到期55.2亿，货币净需求202.6亿；其他债发行9901.7亿，到期6049.9亿，货币净需求3851.7亿；债市总发行12799.5亿，到期10035.1亿，货币净需求2764.3亿，货币需求维持高位，边际有所减弱，系企业债务融资需求支撑。

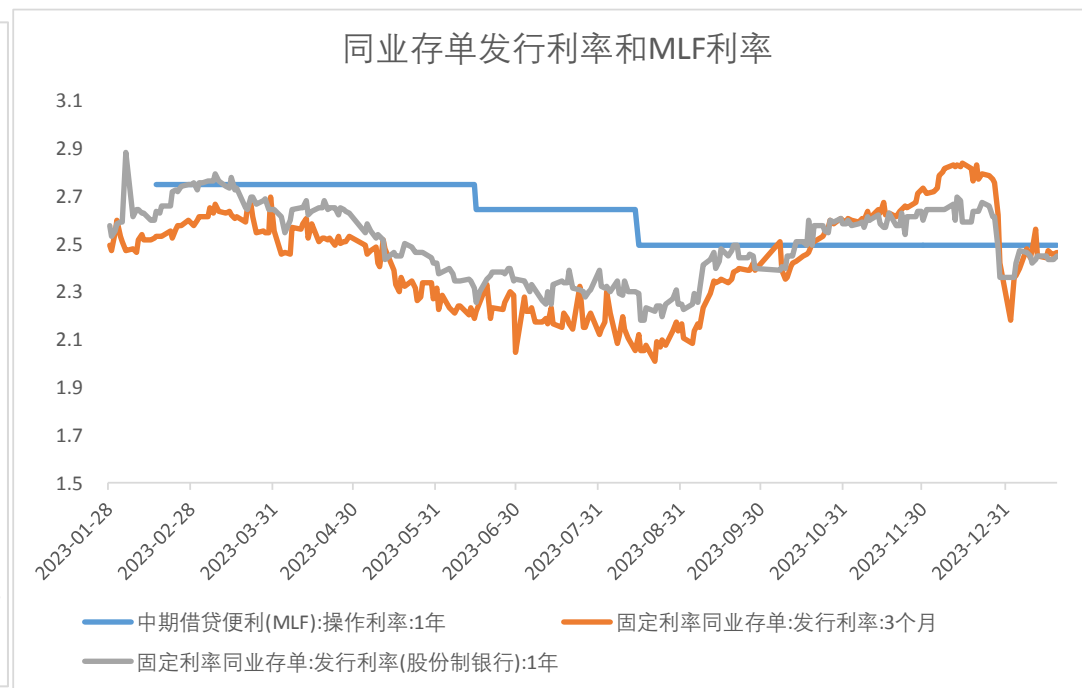
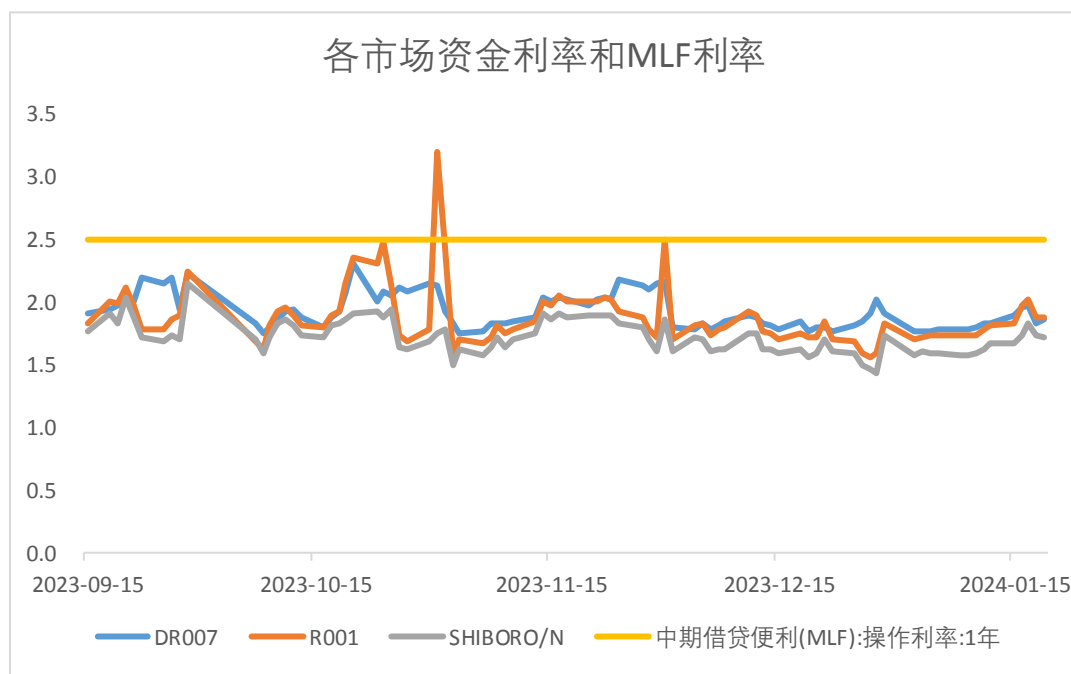


数据来源：同花顺iFind，正信期货

货币供需分析-资金价格



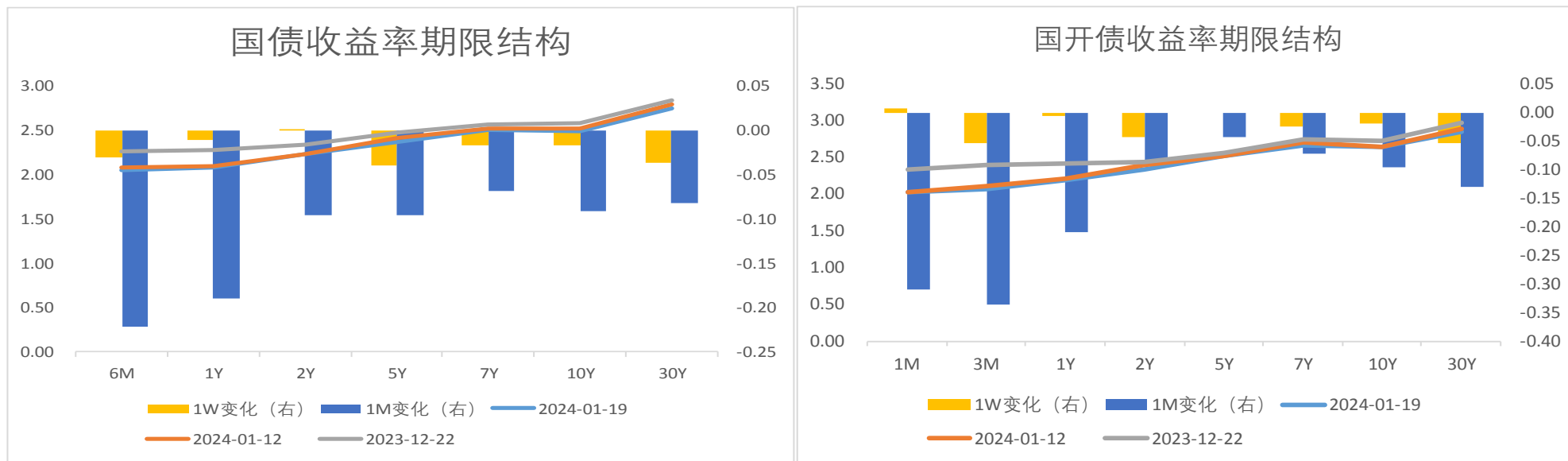
DR007、R001、SHIBOR隔夜分别变化2.9bp、5.5bp、4.6bp至1.87%、1.88%、1.72%。同业存单发行利率反弹1.6bp，股份制银行发行的CD利率回落0bp至2.45%，小幅低于MLF 1年期利率水平（2.5%），资金真实总需求高位回落，资金价格边际反弹。



数据来源：同花顺iFind，正信期货

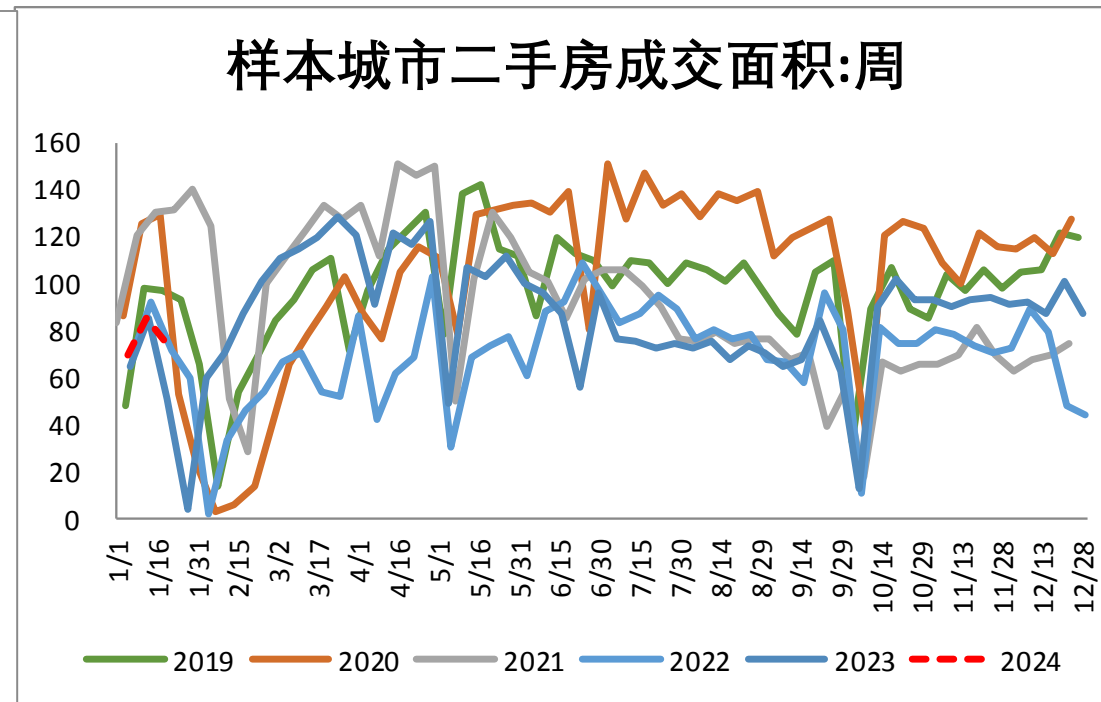
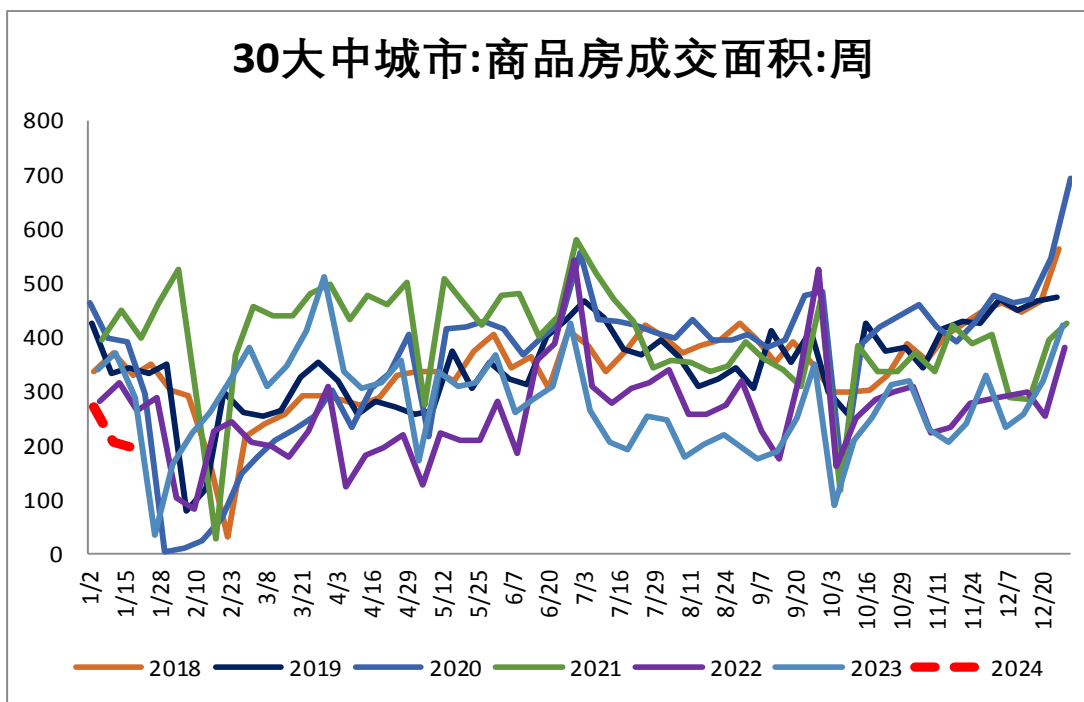
货币供需分析-期限结构

上周10年期国债收益率较前一周变化-1.6bp，5年期国债收益率变化-4bp，2年期国债收益率变化0.2bp；10年期国开债收益率较前一周变化-2bp，5年期国开债收益率变化0bp，2年期国开债收益率变化-4.2bp，整体来看，上周收益率期限结构持续走平，受股市大幅下挫和实体经济数据疲弱影响，长端利率进一步下行，国债和国开债之间的信用利差有所缩窄。



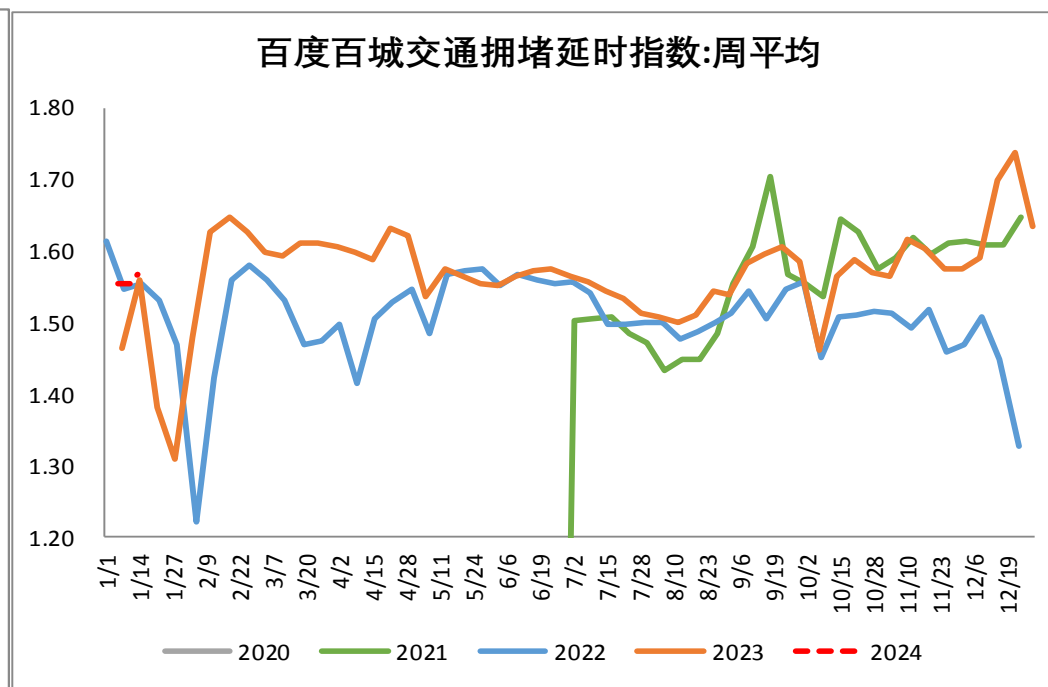
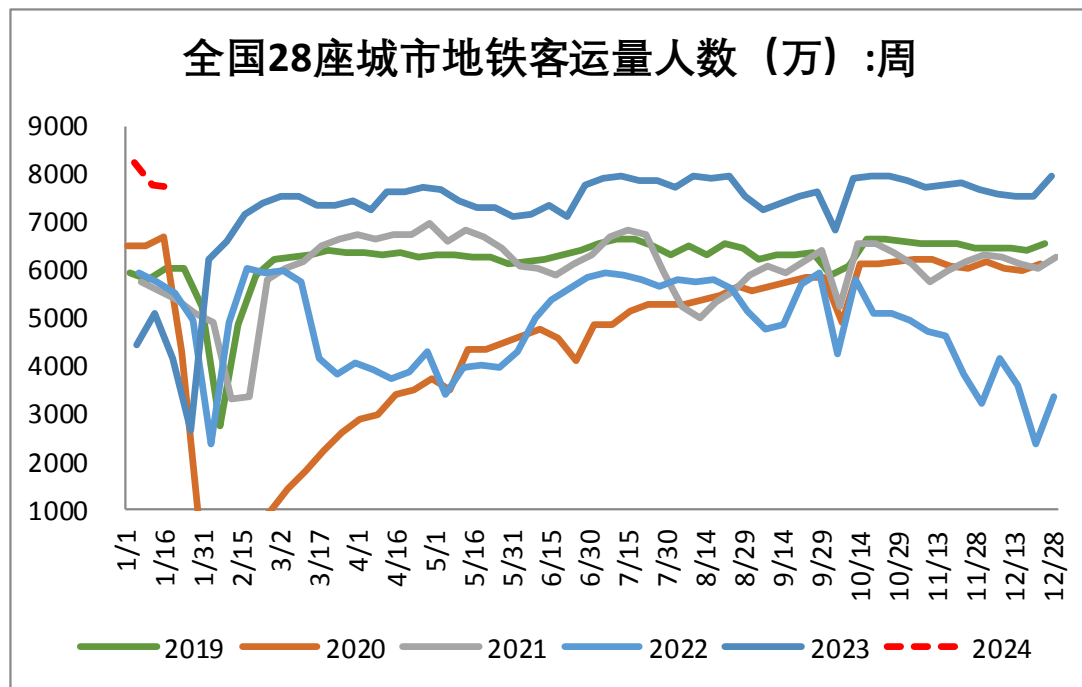
实体经济分析——地产需求

截止1月18日数据，30大中城市商品房周成交面积为195.1万平方米，环比上周204.2万平方米季节性回落，与疫情前的2019年同期相比下滑43.1%，位于近7年低位；二手房销售季节性回落，较上周下降4.7%，上周地产高频销售走势新房和二手房走势纷纷季节性下降，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。



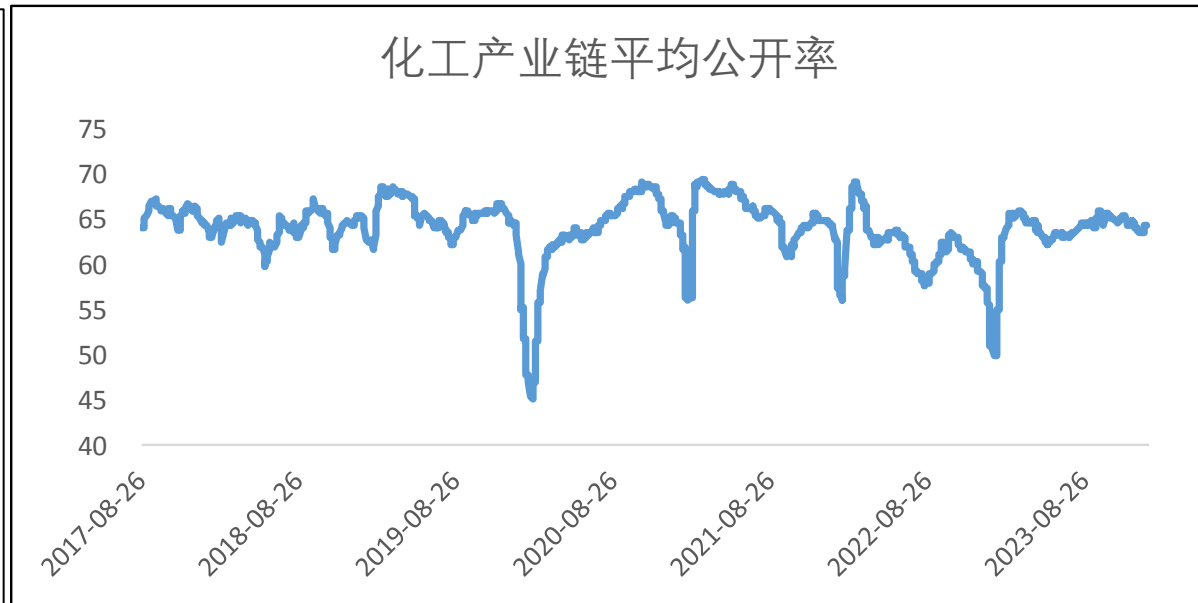
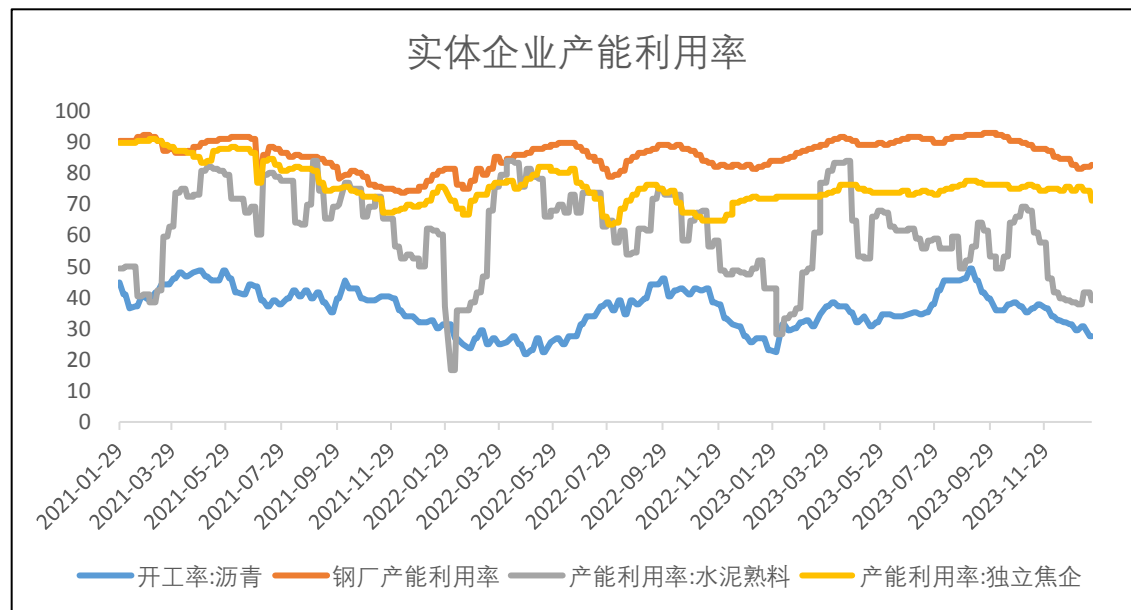
实体经济分析——服务业活动

截止1月19日，全国28大中城市地铁客运量维持高位，周度日均7700万人次，较去年同期增85.2%，较2021年同期增长43.2%，服务业经济活动维持高位，周度环比反弹。百城交通拥堵延时指数较上周环比小幅反弹，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。



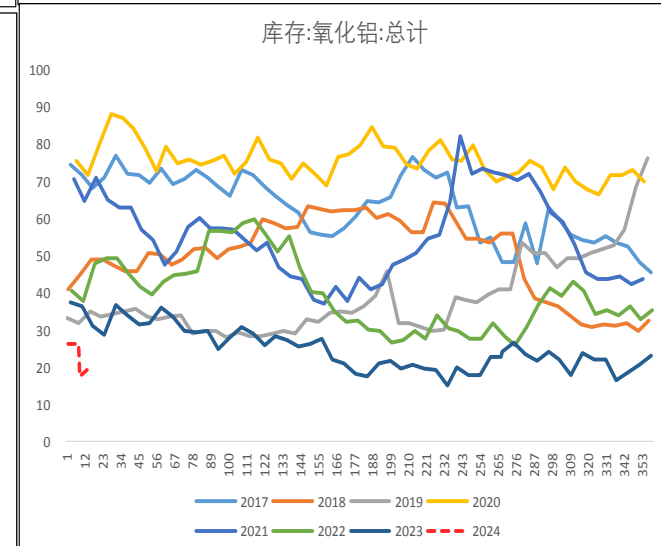
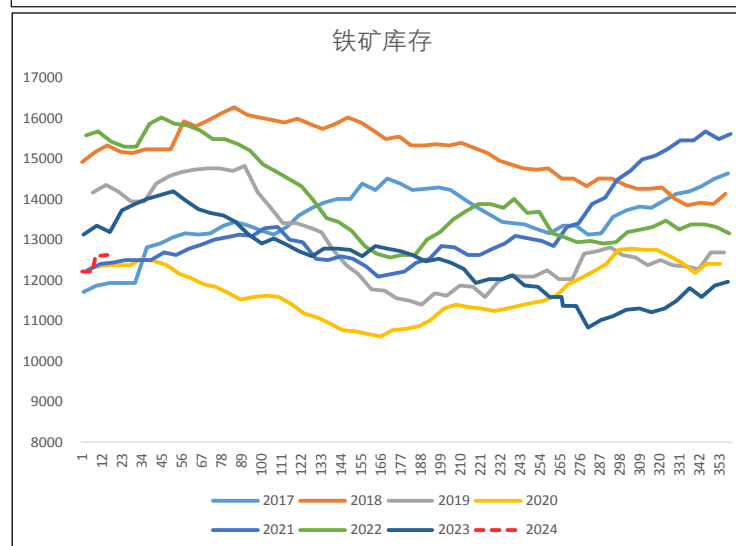
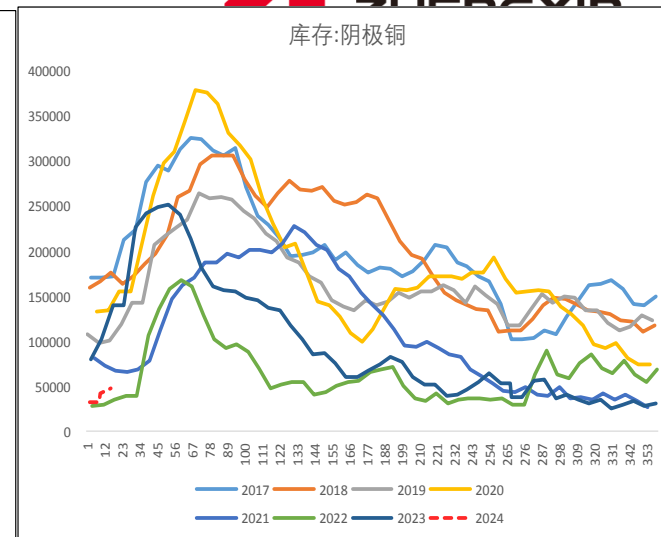
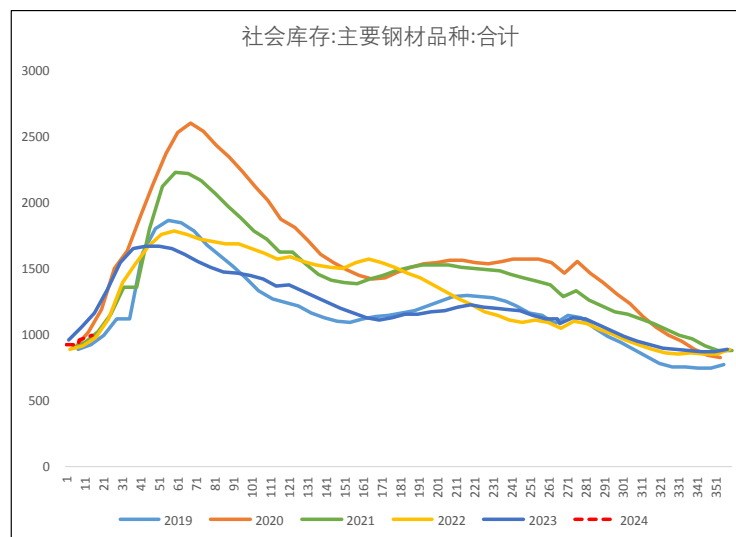
实体经济分析——制造业跟踪

制造业产能利用率再次回落，钢厂产能利用率反弹0.42%，沥青产能利用率回落3.2%，水泥熟料企业产能利用率回落2.57%，焦企产能利用率下降3.1%，地产基建相关制造业产能利用率再次下降，与疲弱的实体经济数据保持一致，外需相关的化工产业链平均开工率较上周小幅反弹0.2%，综合来看，制造业内外需走势涨跌分化。



大宗商品分析——金属库存

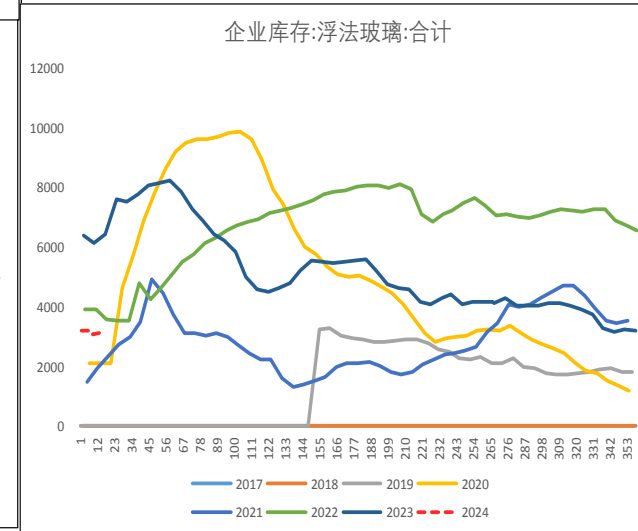
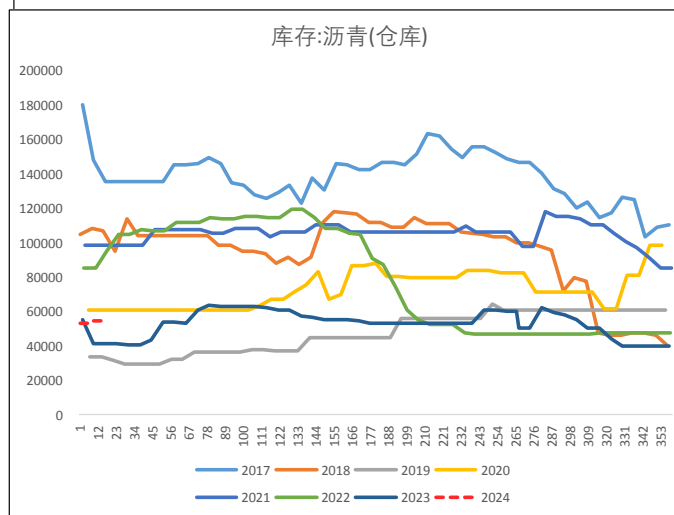
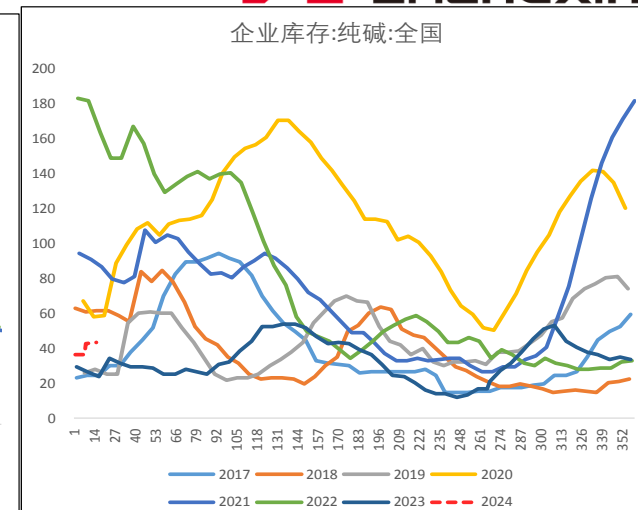
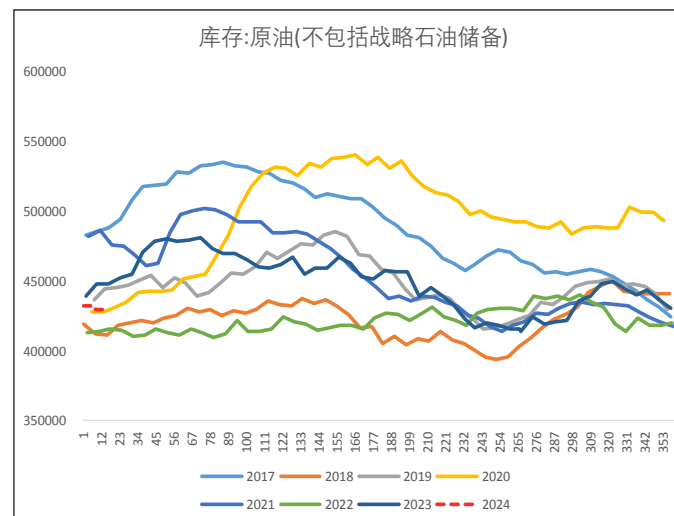
- ✓ 钢材、铜、铝进入季节性累库周期，铁矿维持累库周期。
- ✓ 钢材小幅反弹，库存位于历史中性水平，铜库存小幅反弹，高于2022年水平，驱动铜价回落
- ✓ 铁矿处于季节性累库周期，上周库存持平，铁矿价格止跌反弹
- ✓ 氧化铝的库存处于近7年以来低位水平，上周库存小幅反弹，铝价持续调整。



数据来源: iFind, 正信期货

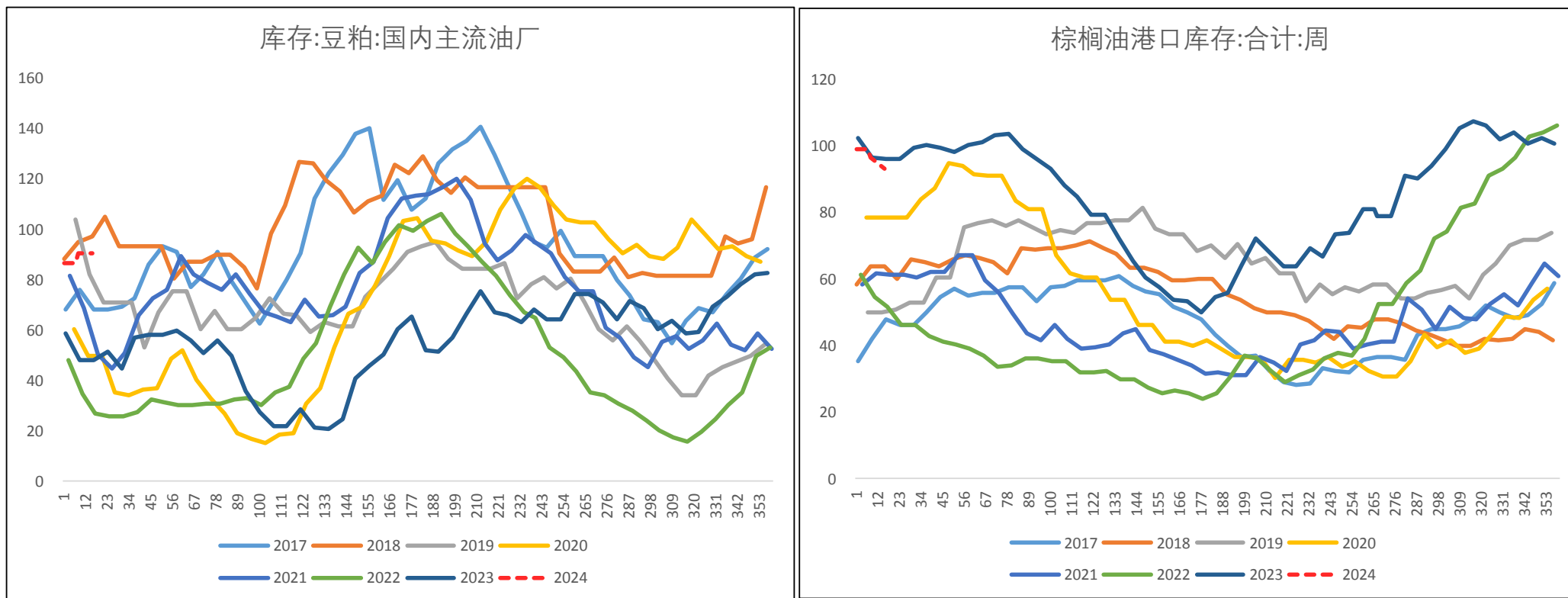
大宗商品分析——化工库存

- ✓ 原油库存位于中性水平，上周库存小幅下降，原油价格震荡反弹。
- ✓ 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，上周库存持平，驱动纯碱价格止跌反弹。
- ✓ 玻璃处于季节性累库过程，上周库存小幅反弹，库存维持偏低水平，受纯碱带动反弹。



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，驱动油脂价格反弹，豆粕价格预计延续低位弱势调整。



基本面分析——海外宏观

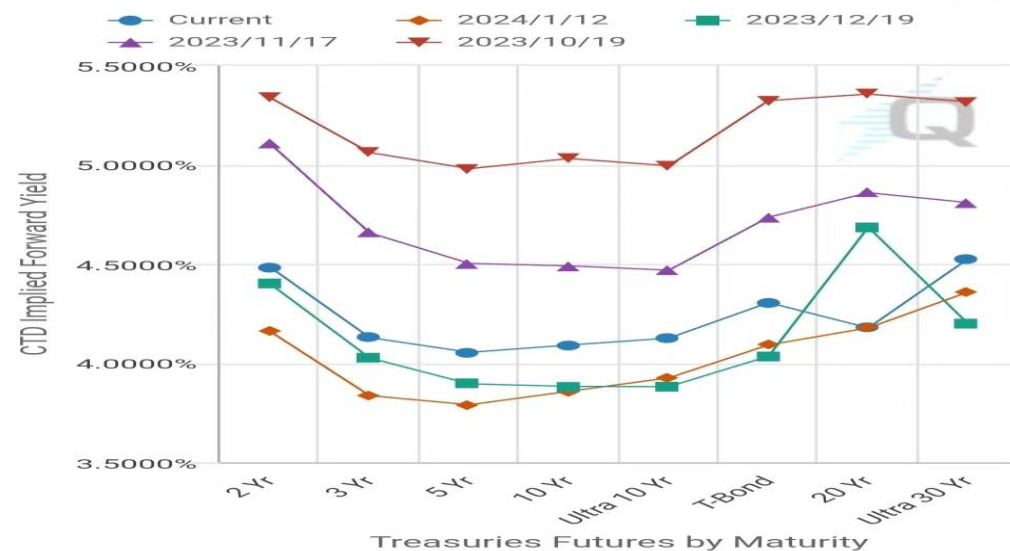


美国12月强劲的零售销售数据出炉后，市场大幅修正此前过于乐观的联储降息预期，美债利率大幅反弹，市场开始新的利率路径预期，根据CME的FedWatch工具显示，市场首次预期2024年3月暂停降息的概率占优，最早5月开始降息，年内降息次数缩减至5次，累计降息幅度约1.25%。美国国债期货市场隐含的收益率曲线图显示收益率曲线倒挂程度再次加深，2年期国债收益率从上周4.16%反弹至4.48%，十年期国债收益率从3.92%反弹至4.13%，表明市场对于美国经济衰退的担忧有所减弱。

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%	2.1%	97.9%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.0%	46.2%	52.9%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.7%	33.1%	50.9%	15.2%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.6%	31.8%	50.2%	16.7%	0.6%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.6%	27.7%	47.8%	21.1%	2.7%	0.1%
2024/9/18	0.0%	0.0%	0.5%	25.0%	45.8%	23.8%	4.6%	0.3%	0.0%
2024/11/7	0.0%	0.3%	15.2%	37.4%	32.6%	12.3%	2.0%	0.1%	0.0%
2024/12/18	0.2%	12.2%	33.0%	33.6%	16.3%	4.1%	0.5%	0.0%	0.0%

TREASURY FUTURES YIELD CURVE

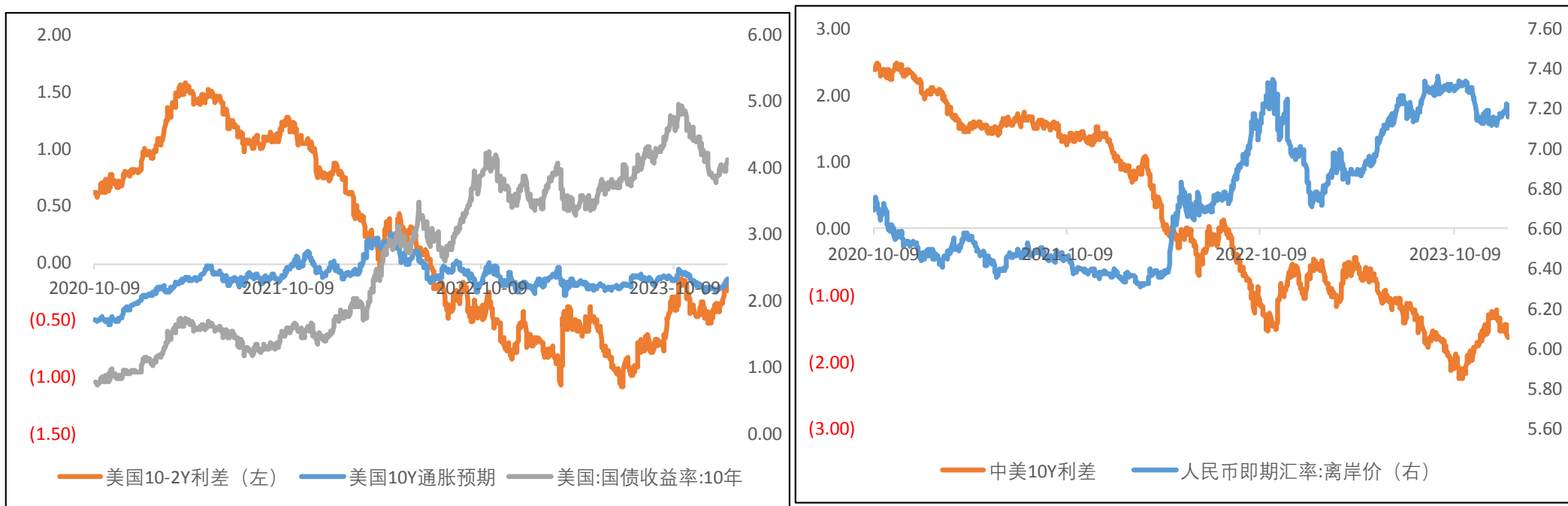


数据来源：同花顺iFind，正信期货

基本面分析——海外宏观



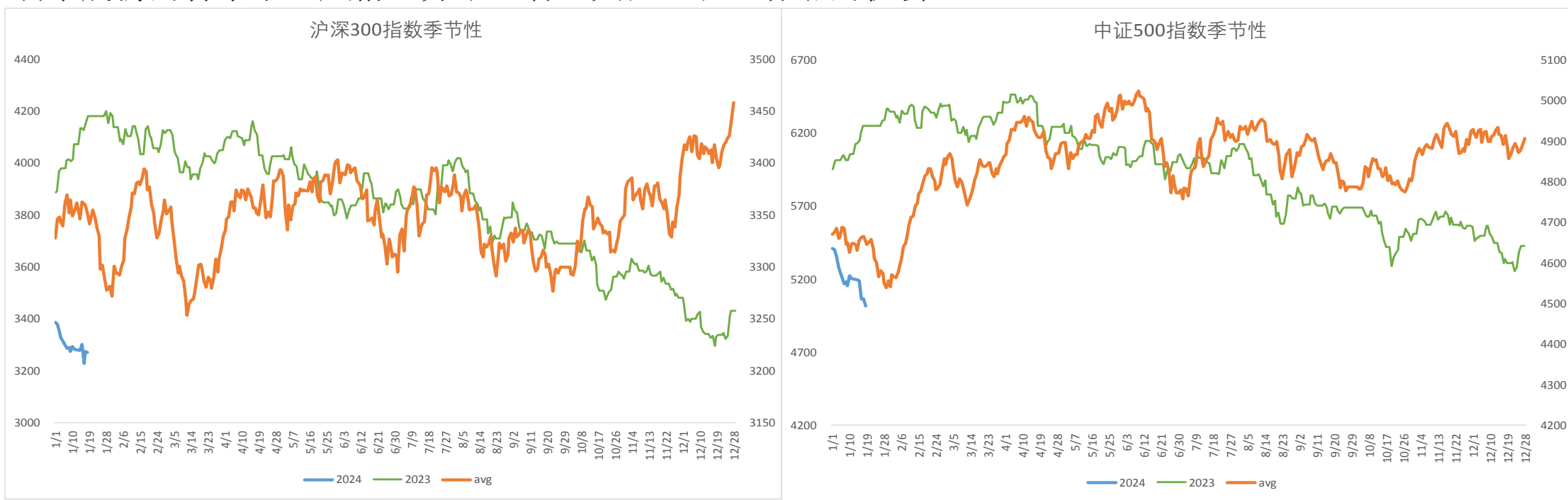
截至1月19日，美国十债利率反弹19bp至4.15%，通胀预期反弹7bp，实际利率反弹12bp至1.81%，驱动风险资产价格高位震荡。美债10-2Y价差倒挂程度上周扩大6bp至-24bp，离解除倒挂近在咫尺。中美利差倒挂程度大幅扩大20.7bp至-164.9bp，离岸人民币持续贬值0.13%。



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以及市场恐慌情绪蔓延，市场加速下跌，当前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月底有望赶底，在2月初有望企稳上涨。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反弹，主要受海外经济韧性带来的需求反弹驱动，农产品指数企稳反弹，油脂和软商品领涨。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。

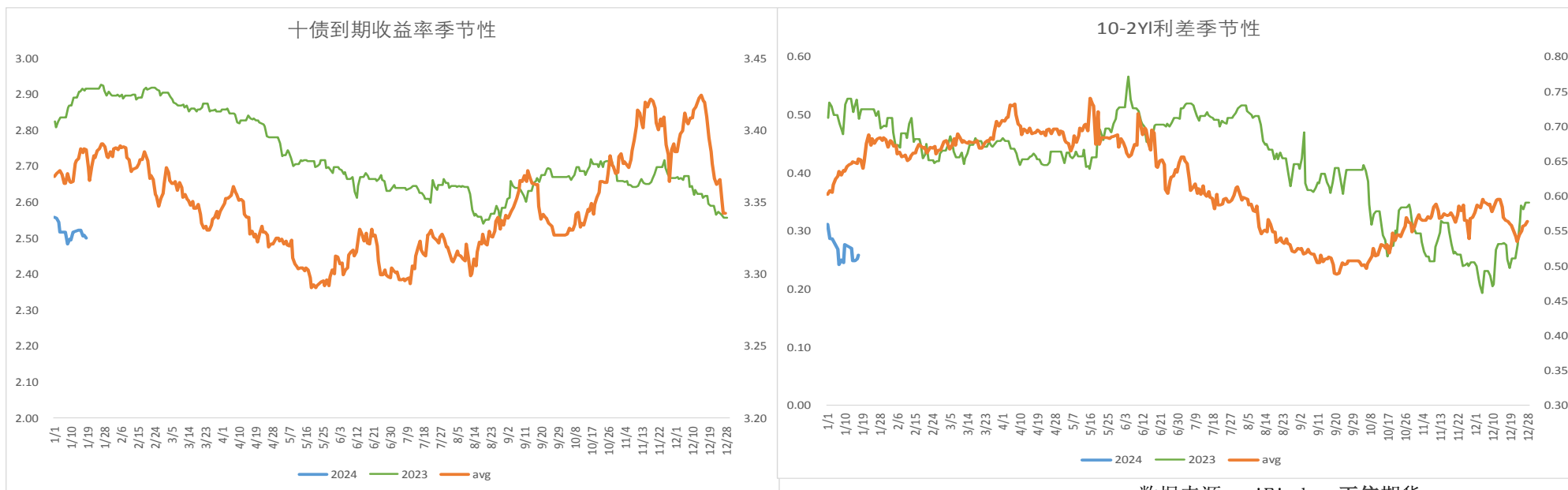


数据来源：iFind，正信期货

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。由于央行货币政策维持中性偏紧，短期资金价格仍将坚挺，同时实体经济复苏疲弱，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。



数据来源: iFind, 正信期货

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**，短期有望急跌探底，关注企稳做多反弹机会；**十债加权指数周线级别信号上周维持做空信号**，短期十债在国内经济数据弱现实和特别国债项目资金落地及专项债发行的压力下高位偏强震荡，关注逢高波段做空机会。



数据来源: iFind, 正信期货

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**周线级别信号维持观望**，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，结构分化，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震荡反弹和美国经济中期衰退的背景下，贵金属预计延续震荡结构，建议回调做多。



宏观日历

关注中国LPR利率调整、美国公布12月PCE物价指数



本周财经日历中，中国将公布1月LPR贷款利率，关注央行是否降息。

美国将公布12月PCE物价指数和个人收入及消费支出增速，若实际表现好于预期，则将进一步修正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
2024-01-22	09:15	中国央行贷款市场报价利率 (LPR)	中国	高	3.45	
2024-01-23	23:00	欧元区消费者信心指数	欧元区	低	-15.0	-14.0
2024-01-24	16:30	德国Markit综合PMI	德国	中	47.4	47.9
2024-01-24	22:45	美国Markit服务业PMI	美国	中	51.4	
2024-01-24	22:45	美国Markit制造业PMI	美国	中	47.9	
2024-01-24	22:45	美国Markit综合PMI	美国	中高	50.9	
2024-01-24	17:00	欧元区Markit服务业PMI	欧元区	中	48.8	49.0
2024-01-24	17:00	欧元区Markit制造业PMI	欧元区	中高	44.4	44.8
2024-01-25	21:30	美国GDP平减指数当季环比(%)	美国	中	3.3	
2024-01-25	21:30	美国PCE物价指数年化当季环比(%)	美国	低	2.6	
2024-01-25	21:30	美国核心PCE物价指数同比(%)	美国	中	2.00	
2024-01-25	23:00	美国季调后新屋销售年化环比(%)	美国	低	-12.2	
2024-01-25	23:00	美国季调后新屋销售年化总数(户)	美国	低	590K	650K
2024-01-25	21:30	美国扣除飞机非国防资本耐用品订单环比(%)	美国	低	0.8	
2024-01-25	21:30	美国扣除国防耐用品订单环比(%)	美国	低	6.5	
2024-01-25	21:30	美国扣除运输耐用品订单环比(%)	美国	低	0.5	
2024-01-25	21:30	美国耐用品订单环比(%)	美国	低	5.4	0.5
2024-01-25	21:30	美国实际GDP年化当季环比(%)	美国	中	4.9	1.8
2024-01-25	21:30	美国营建许可环比(%)	美国	低	-2.1	
2024-01-25	21:30	美国营建许可总数(户)	美国	中	1.467M	1.495M
2024-01-26	21:30	美国PCE物价指数同比(%)	美国	中	2.6	
2024-01-26	21:30	美国个人收入环比(%)	美国	低	0.4	0.3
2024-01-26	21:30	美国个人支出环比(%)	美国	低	0.2	0.2
2024-01-26	21:30	美国核心PCE物价指数同比(%)	美国	中	3.2	
2024-01-26	21:30	美国核心PCE物价指数环比(%)	美国	中	0.1	0.2
2024-01-26	07:30	日本东京CPI同比(%)	日本	低	2.4	
2024-01-26	07:30	日本东京不包括食品和能源CPI	日本	低	0.1	
2024-01-26	07:30	日本东京核心消费价格指数 (CPI) 同比(%)	日本	低	2.1	1.9

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