

大类资产每周观察

正信期货大类资产周报 20240128

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：美联储议息会议来袭，国内央行降准降息稳经济



策略概述

- 1、美国12月PCE物价指数表现中性，延续趋势回落但环比难以再下行，与此前反弹经济数据一致，市场等待本周连续议息会议市场利率路径指引，美债利率维持震荡，风险资产价格涨跌分化，本周美国将公布1月非农就业数据，关注就业韧性。
- 2、国内央行意外降息降准，进一步宽松房地产融资政策，给疲弱的经济提供信心支撑，国内风险资产价格止跌反弹。短期货币供需中性偏松，地方政府债务和企业债务融资需求维持高位，资金价格小幅回落。地产高频销售新房和二手房劈叉，制造业产能利用率内外需分化，内需改善外需下滑，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PMI数据是否止跌回升。

● 投资要点

美国通胀在高利率的约束下已经进入乐观区间，四季度GDP也大幅回落，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，海外金融条件边际收紧。中国因需求不足制造业维持降价去库存周期阶段，随着特别国债资金和项目逐渐落地以及央行宽松政策支持地产保交楼实施，经济短期预计将迎来短暂的企稳回升。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；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PCE物价指数表现中性，延续趋势回落但环比难以再下行，与此前反弹经济数据一致，市场等待本周连续议息会议市场利率路径指引，美债利率维持震荡，风险资产价格涨跌分化，外资风险溢价指数处于偏高水平，国内股市配置价值凸显。国内地产高频销售新房和二手房分化，制造业产能利用率内需回升外需下滑，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	国内地产高频销售新房和二手房分化，制造业产能利用率内需回升外需下滑，短期货币供需中性偏松，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	国内高频销售新房和二手房分化，制造业产能利用率内需回升外需下滑，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改善和外需边际下滑的震荡格局中， 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PCE物价指数表现中性，延续趋势回落但环比难以再下行，与此前反弹经济数据一致，市场等待本周连续议息会议市场利率路径指引，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：港股领涨，美债领跌

港股>大宗商品>欧美股市>国内股市>黄金>国内债券>美元指数>美债

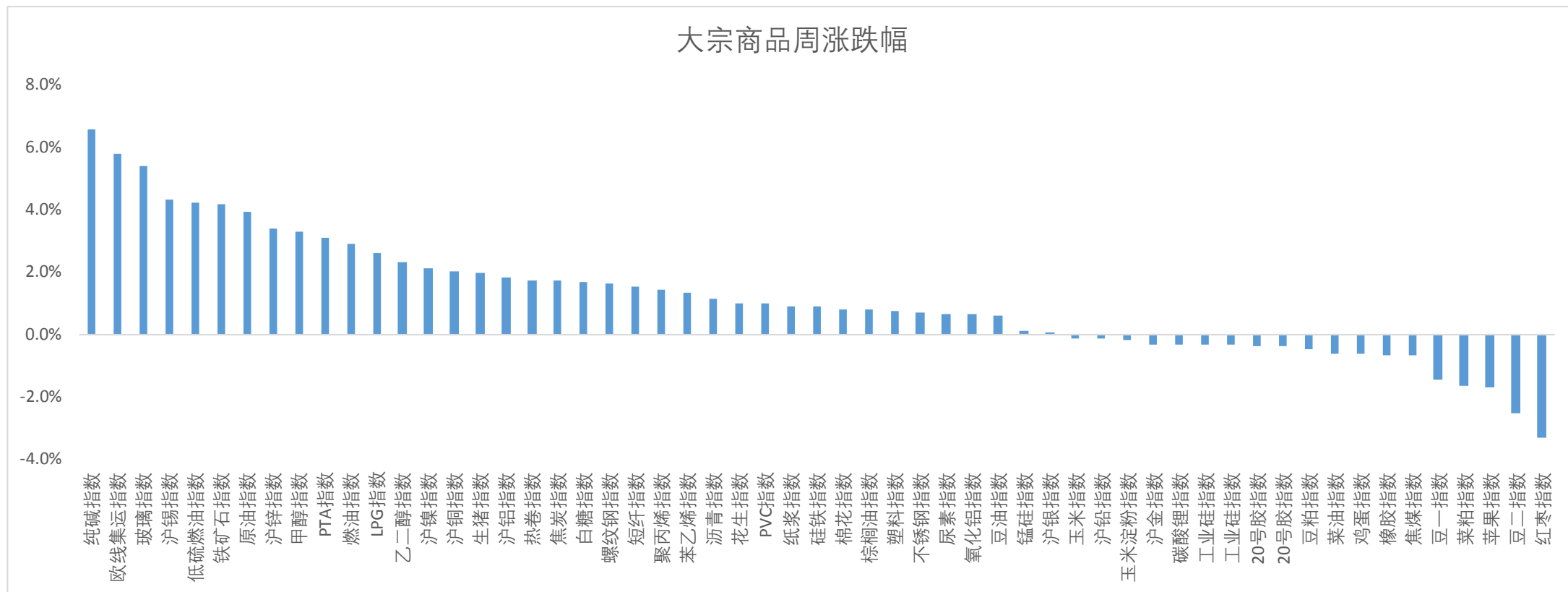
全球大类资产价格涨跌幅							
国内股市		海外和港股		大宗商品		利率和货币	
上证指数	2.75%	恒生中国企业	4.54%	南华商品	0.17%	十债收益率(%)	↓ -0.0010
深证成指	-0.28%	恒生指数	4.20%	南华能化	-0.70%	二债收益率(%)	↓ -0.0572
创业板指	-1.92%	恒生科技指数	0.33%	南华黑色	-1.51%	期限利差 (10-2Y)	↑ 0.0562
上证50	3.16%	富时新兴市场指数	1.73%	南华有色金属	4.54%	DR007(%)	↑ 0.0810
沪深300	1.96%	富时欧洲	1.96%	螺纹钢	1.53%	美国十债收益率(%)	↑ 0.0000
科创50	-2.53%	标普500	1.06%	生猪	3.00%	美国二债收益率(%)	↓ -0.0500
中证1000	-0.70%	纳斯达克综指	0.65%	WTI原油	4.81%	美债期限利差 (10-2Y)	↑ 0.0500
中证500	0.17%	道琼斯工业平均	0.94%	路透CRB商品指数	3.06%	德国十债收益率(%)	↓ -0.0600
周期(风格.中信)	0.93%	德国DAX	2.45%	COMEX铜	2.55%	COMEX黄金	0.59%
成长(风格.中信)	-1.51%	日经225	-0.59%	CBOT大豆	-0.37%	美元指数	0.14%

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

纯碱>欧线>玻璃>.....菜粕>苹果>豆二>红枣



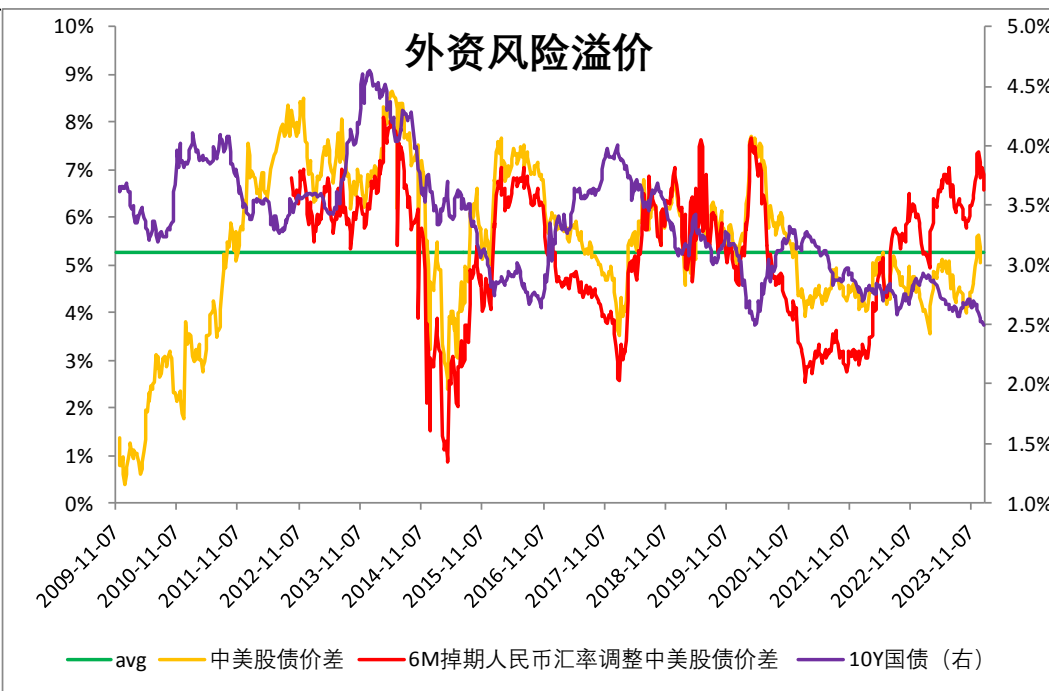
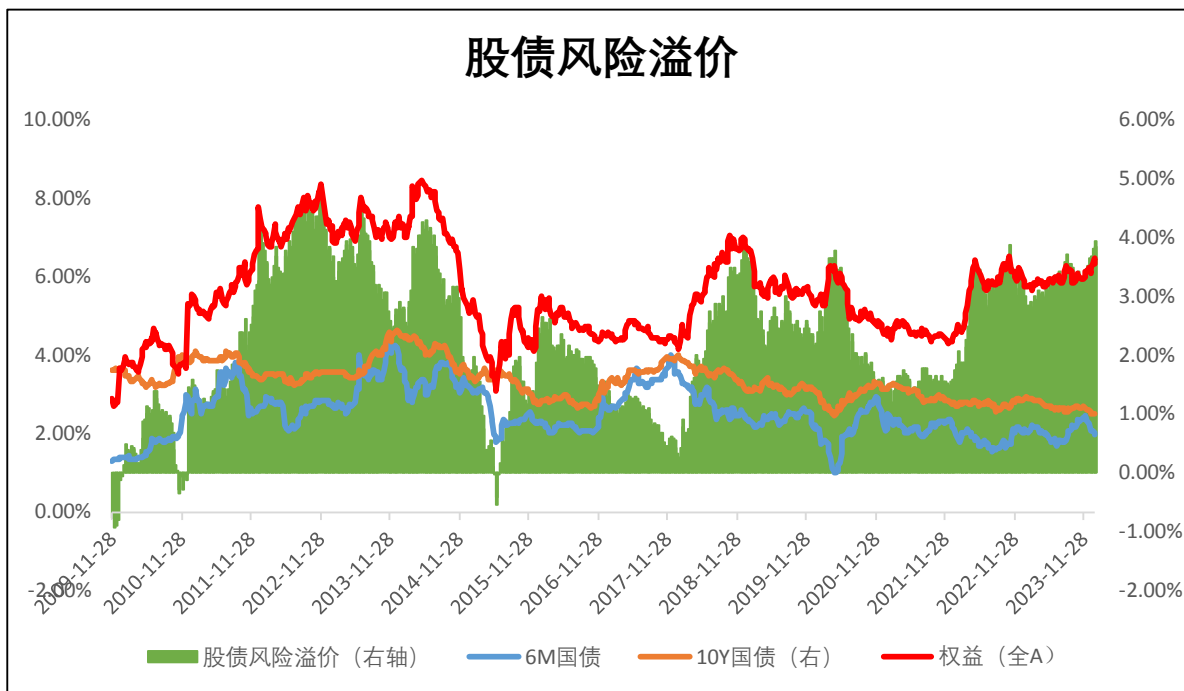
数据来源：iFind. 正信期货

行情回顾



过去一周大类资产风险溢价

股债风险溢价录得**3.85%**，较上周下降**0.12%**，位于**91.7%**分位点，外资风险溢价指数录得**6.56%**，较上周下降**0.33%**，位于**82.9%**分位点，外资吸引力位于历史极值区域。

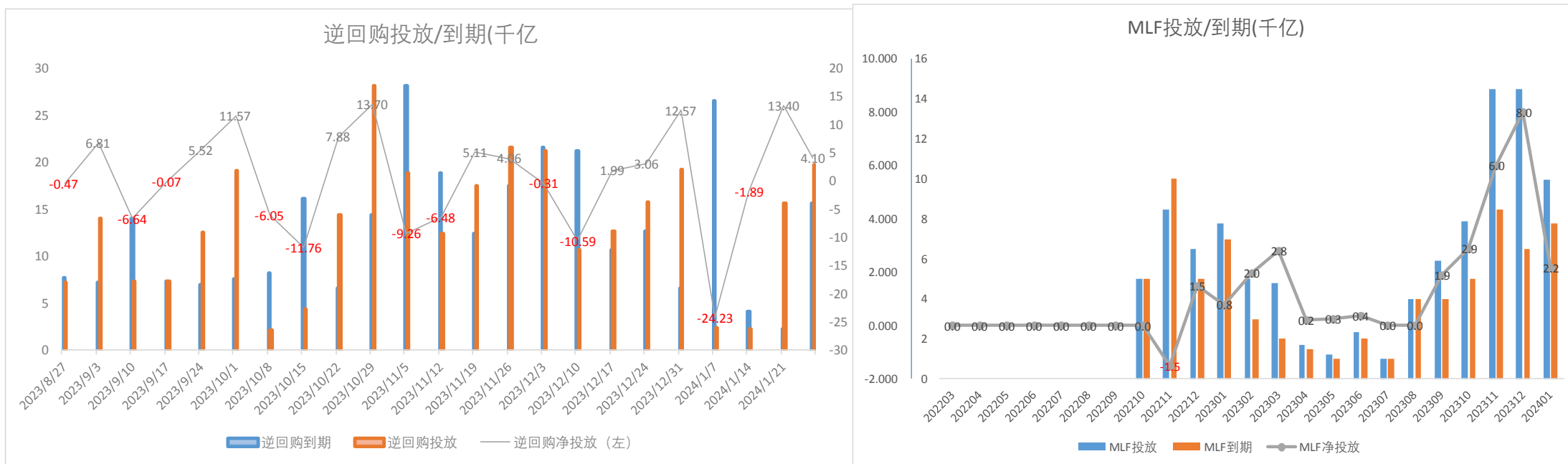


数据来源: iFind. 正信期货

货币供需分析——货币供应



上周央行OMO逆回购到期156770亿元，逆回购投放19770亿元，货币净投放4100亿元，货币供给持续改善。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。

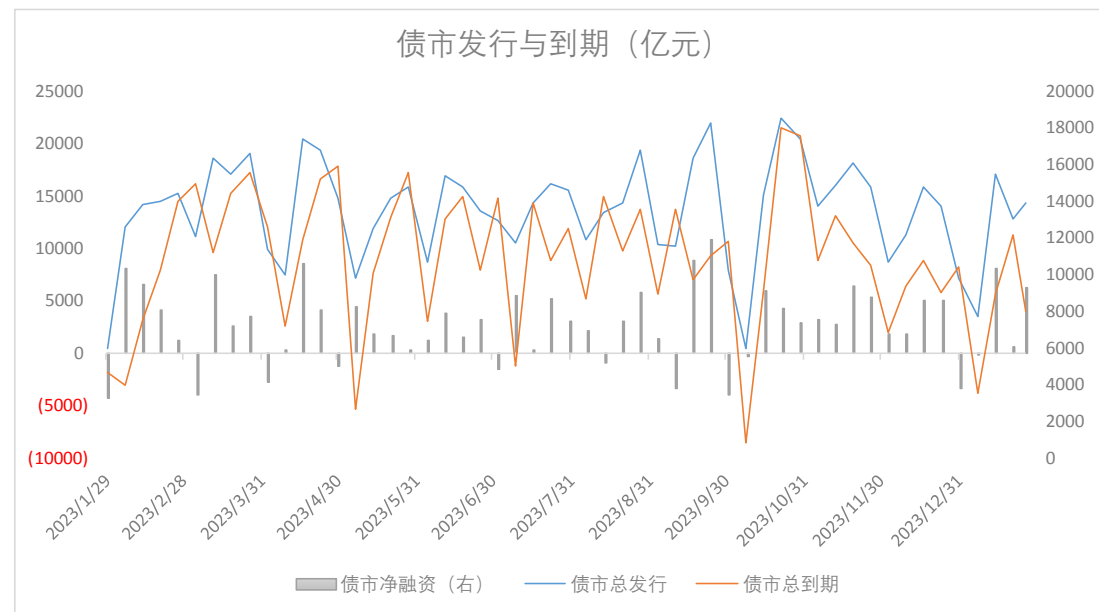
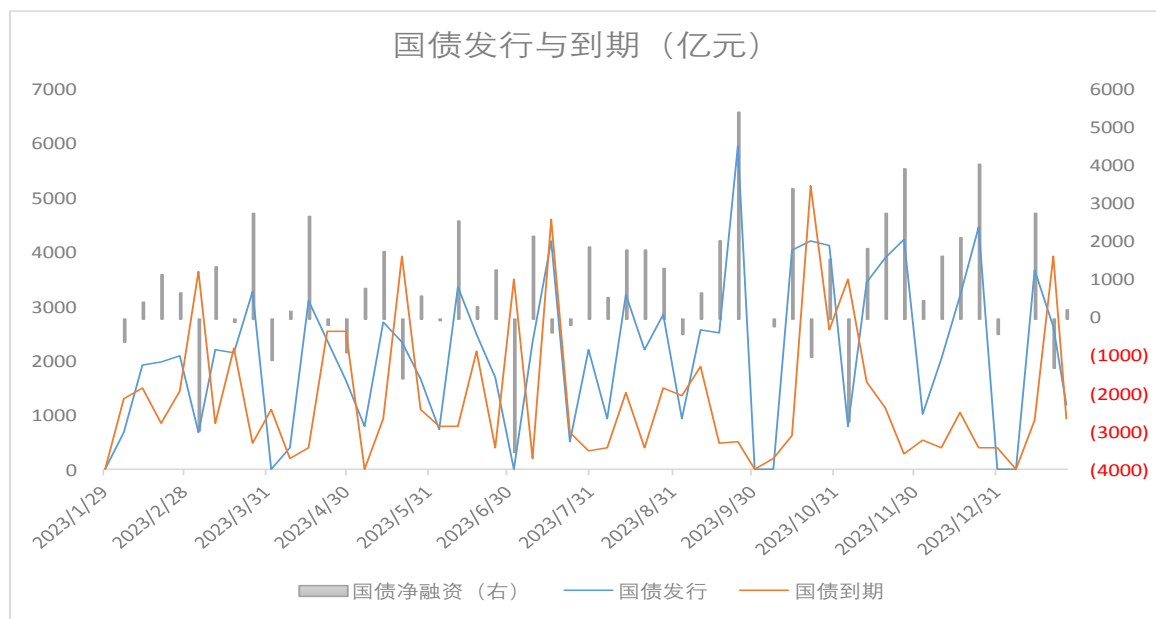


数据来源：同花顺iFind，正信期货

货币供需分析——货币需求



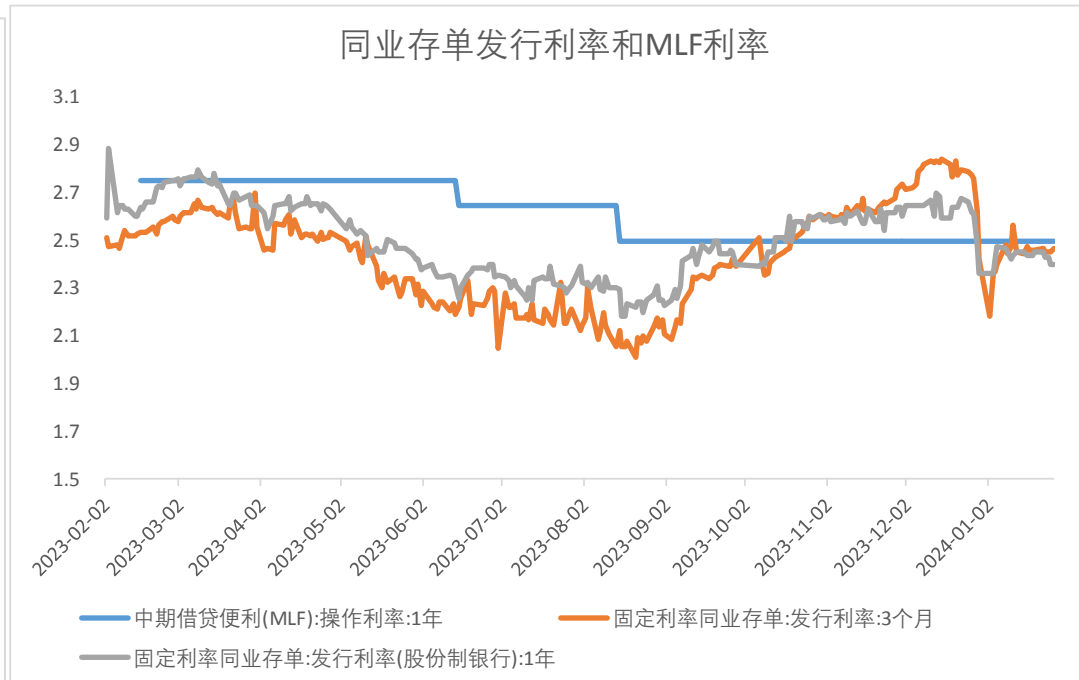
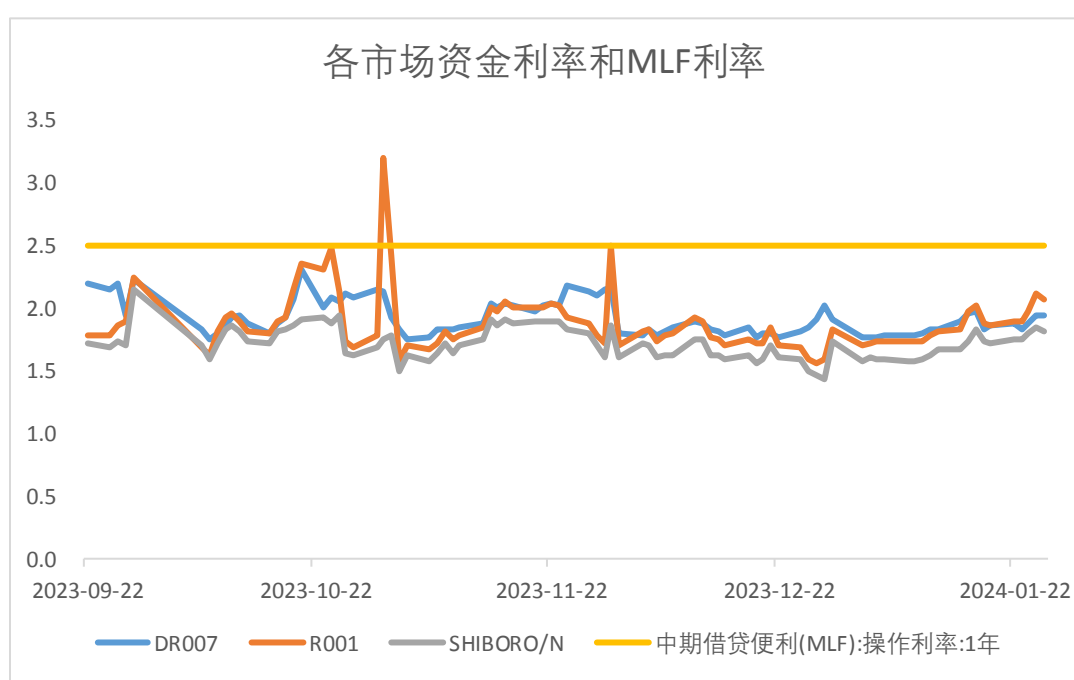
国债发行1190亿，到期951.2亿，货币净需求238.8亿；地方债发行1889.3亿，到期357.2亿，货币净需求1532.1亿；其他债发行11283.8亿，到期6655亿，货币净需求4628.7亿；债市总发行14363.1亿，到期7963.4亿，货币净需求6399.6亿，货币需求大幅增加，系地方政府债务融资和企业债务融资需求支撑。



数据来源：同花顺iFind，正信期货

货币供需分析-资金价格

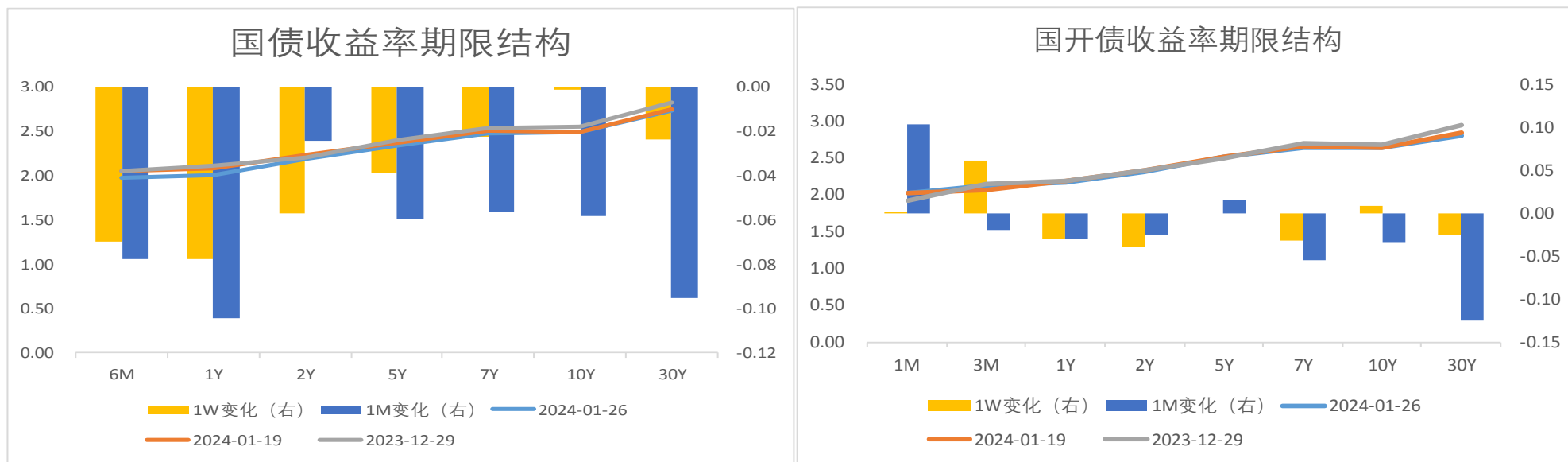
DR007、R001、SHIBOR隔夜分别变化8.1bp、20.6bp、9.6bp至1.95%、2.07%、1.82%。同业存单发行利率反弹0.2bp，股份制银行发行的CD利率回落5.4bp至2.4%，小幅低于MLF 1年期利率水平（2.5%），资金真实总需求维持高位，货币供给宽松驱动资金价格回调。



数据来源：同花顺iFind，正信期货

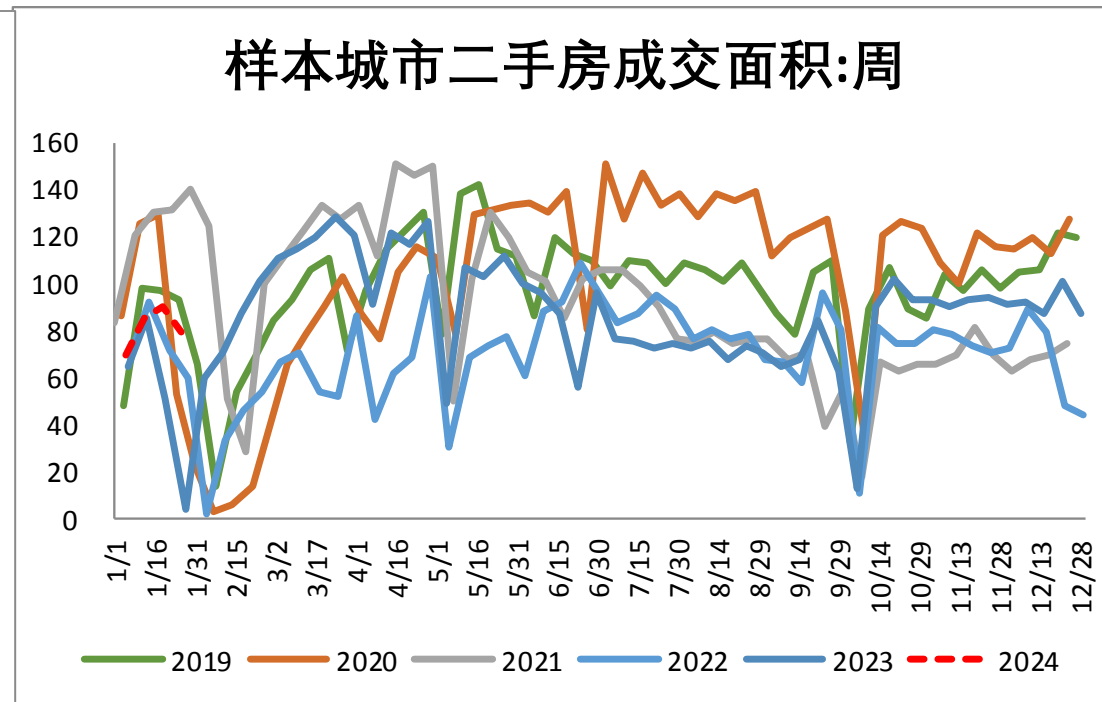
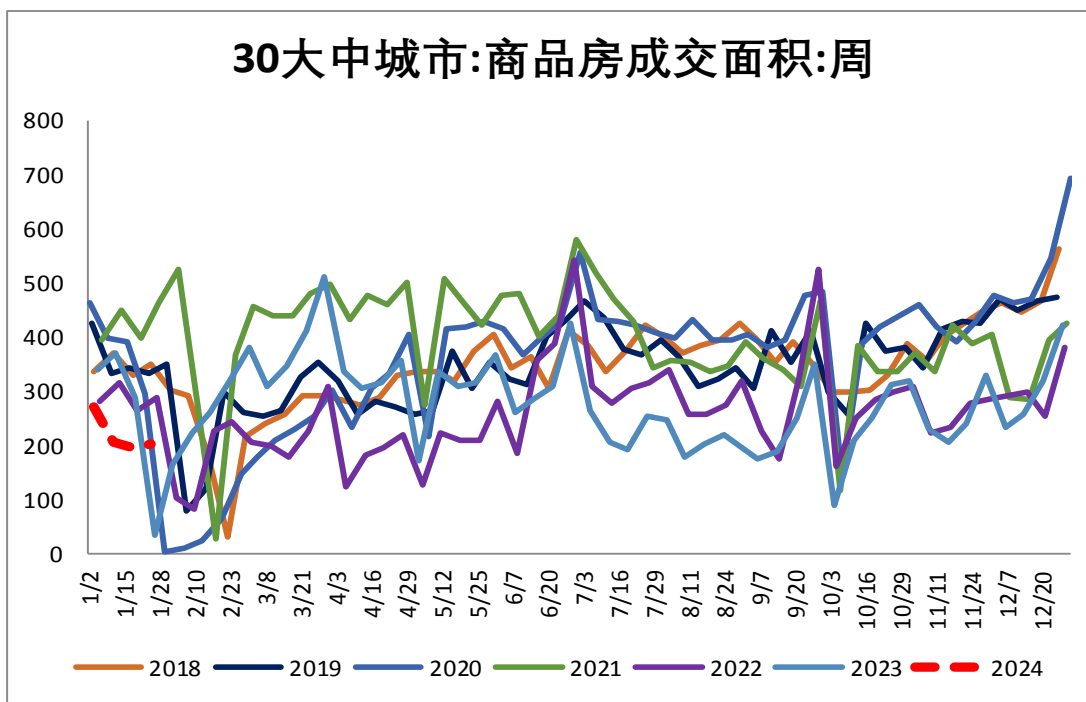
货币供需分析-期限结构

上周10年期国债收益率较前一周变化-0.1bp，5年期国债收益率变化-3.8bp，2年期国债收益率变化-5.7bp；10年期国开债收益率较前一周变化0.9bp，5年期国开债收益率变化0bp，2年期国开债收益率变化-3.8bp，整体来看，上周收益率期限结构大幅走陡峭，受人民银行降准和降息驱动短端利率大幅回落，国债和国开债之间的信用利差有所扩大。



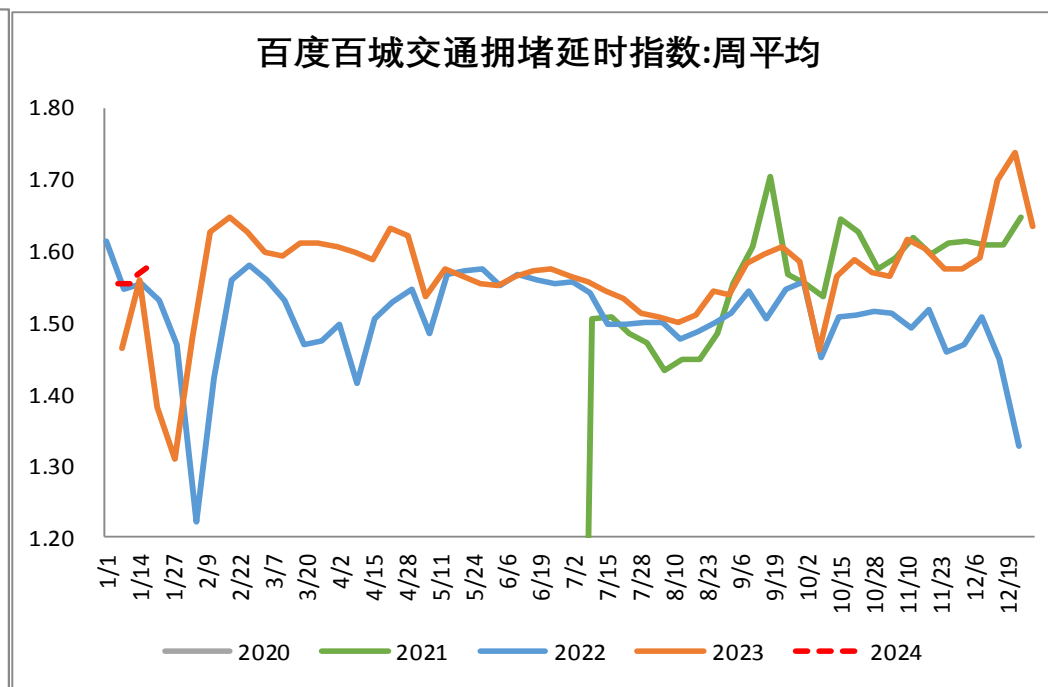
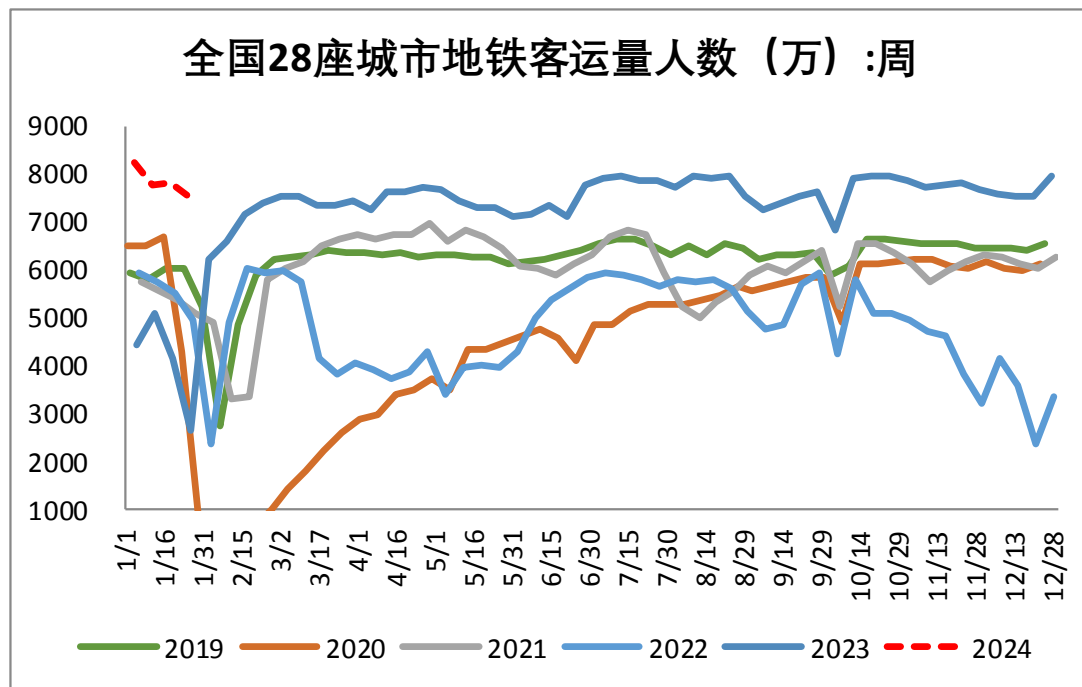
实体经济分析——地产需求

截止1月24日数据，30大中城市商品房周成交面积为201.8万平方米，环比上周195.1万平方米小幅反弹，与疫情前的2019年同期相比下滑39.2%，位于近7年低位；二手房销售季节性回落，较上周大幅下降11.8%，上周地产高频销售走势新房和二手房走势劈叉，新房销售改善二手房走弱，或与央行对地产保交楼提供融资政策支持有关。



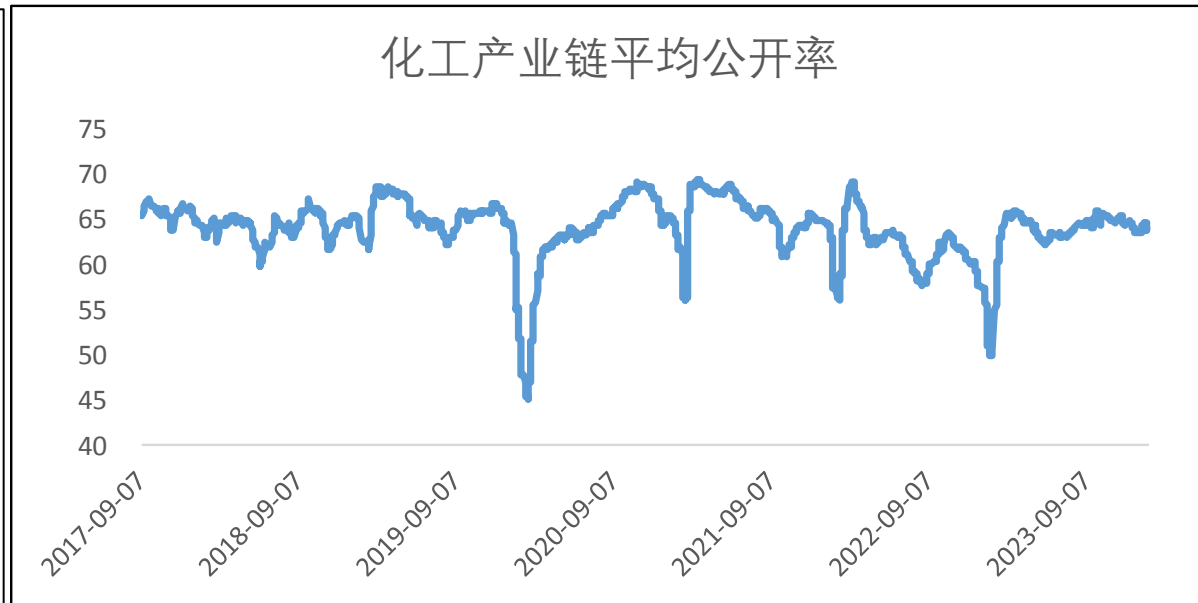
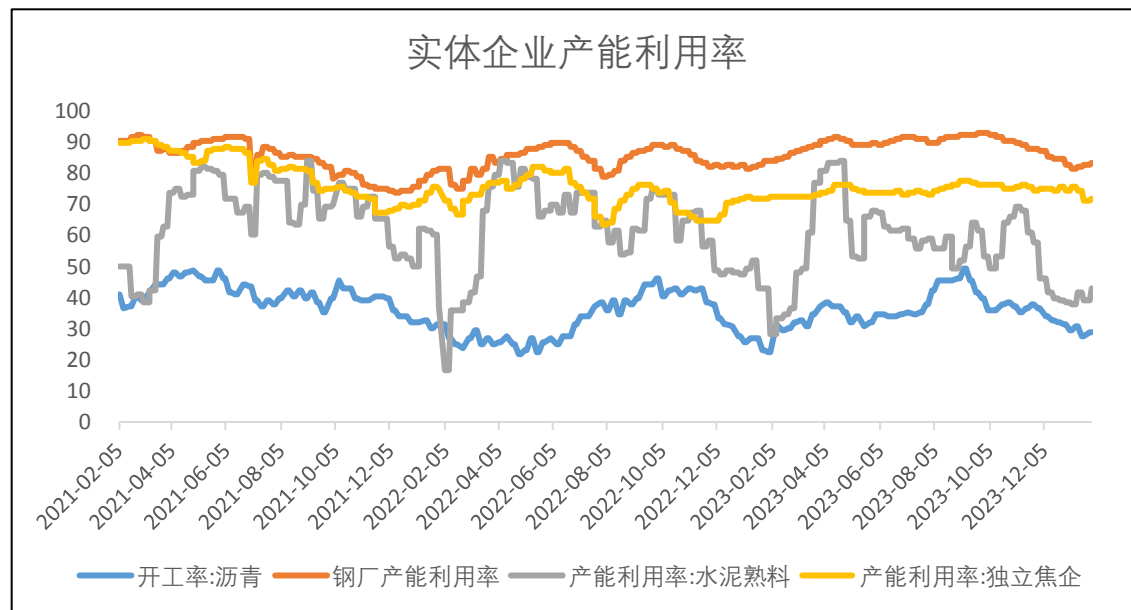
实体经济分析——服务业活动

截止1月27日，全国28大中城市地铁客运量维持高位，周度日均7520万人次，较去年同期增182%，较2021年同期增长48.4%，服务业经济活动维持高位，周度环比下降。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。



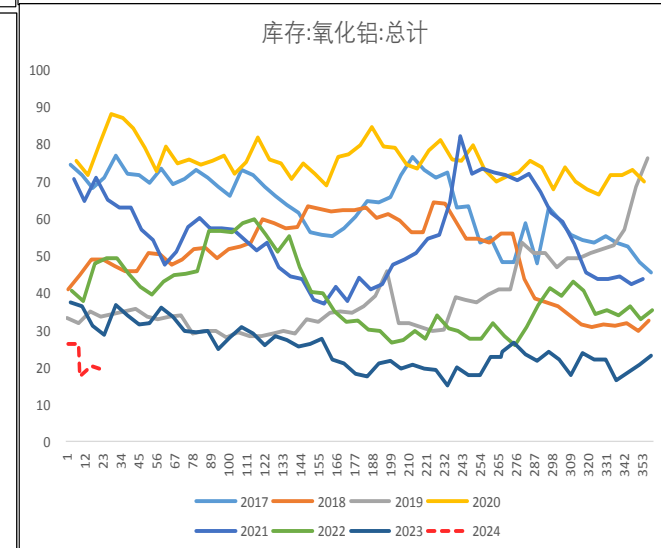
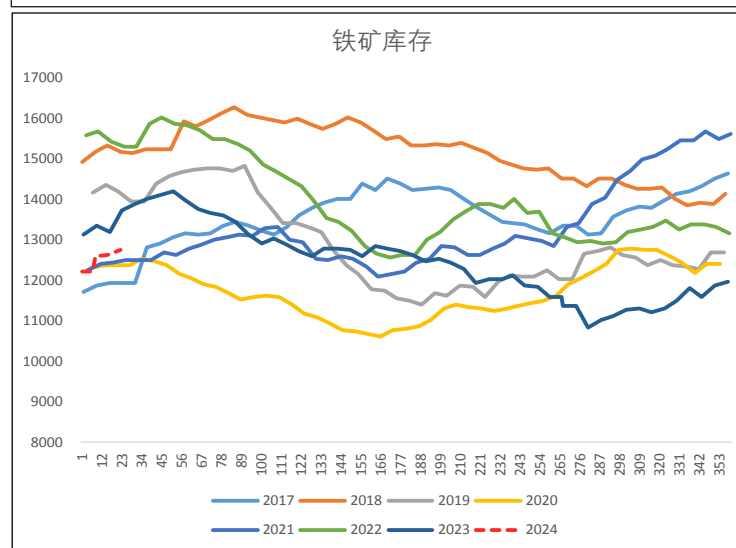
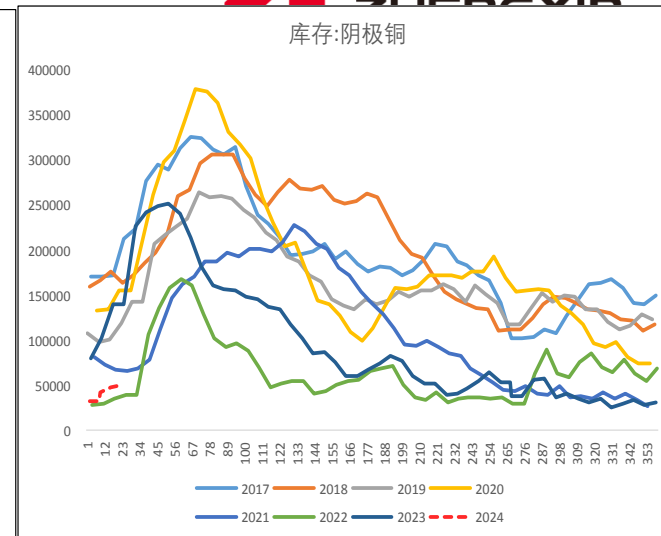
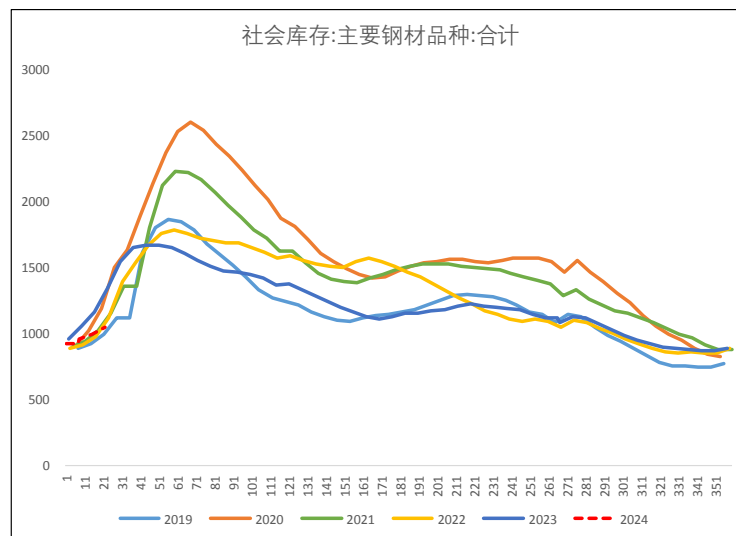
实体经济分析——制造业跟踪

制造业产能利用率再次反弹，钢厂产能利用率反弹0.52%，沥青产能利用率反弹1.1%，水泥熟料企业产能利用率反弹3.7%，焦企产能利用率反弹0.5%，地产基建相关制造业产能利用率再次全面增加，或与特别国债资金项目落地驱动有关，外需相关的化工产业链平均开工率较上周小幅回落0.52%，综合来看，制造业内外需走势涨跌分化，内需走强外需走弱。



大宗商品分析——金属库存

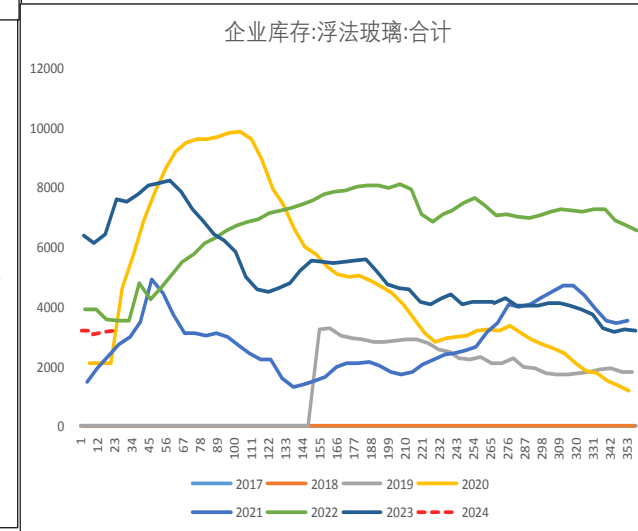
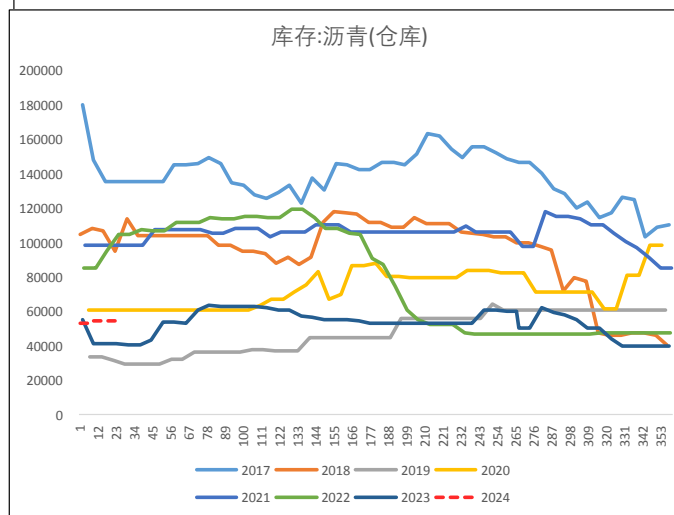
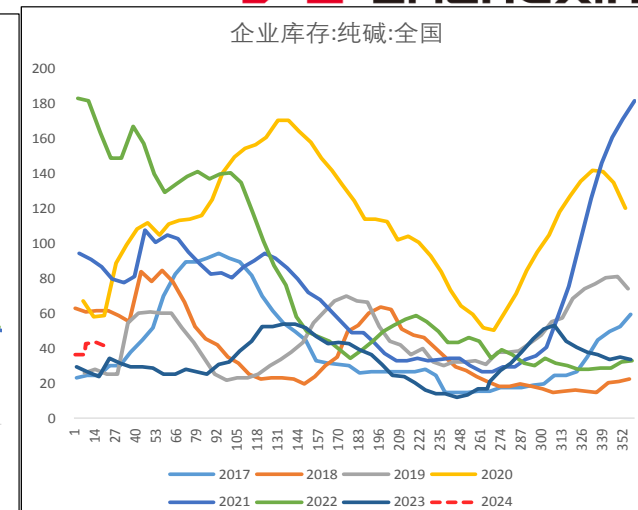
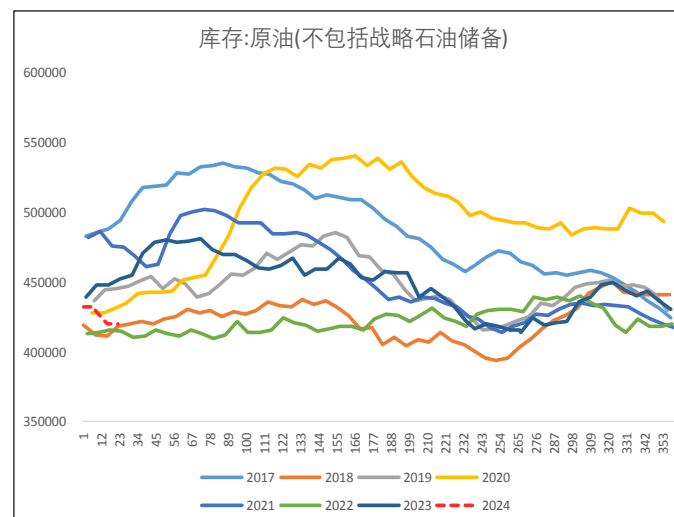
- ✓ 钢材、铜、铝进入季节性累库周期，铁矿维持累库周期。
- ✓ 钢材小幅反弹，库存位于历史偏低水平，铜库存小幅反弹，高于2022年水平，低库存驱动铜价反弹
- ✓ 铁矿处于季节性累库周期，上周库存小幅增加，铁矿价格持续反弹
- ✓ 氧化铝的库存处于近7年以来低位水平，上周库存小幅下降，铝价止跌上涨。



数据来源: iFind, 正信期货

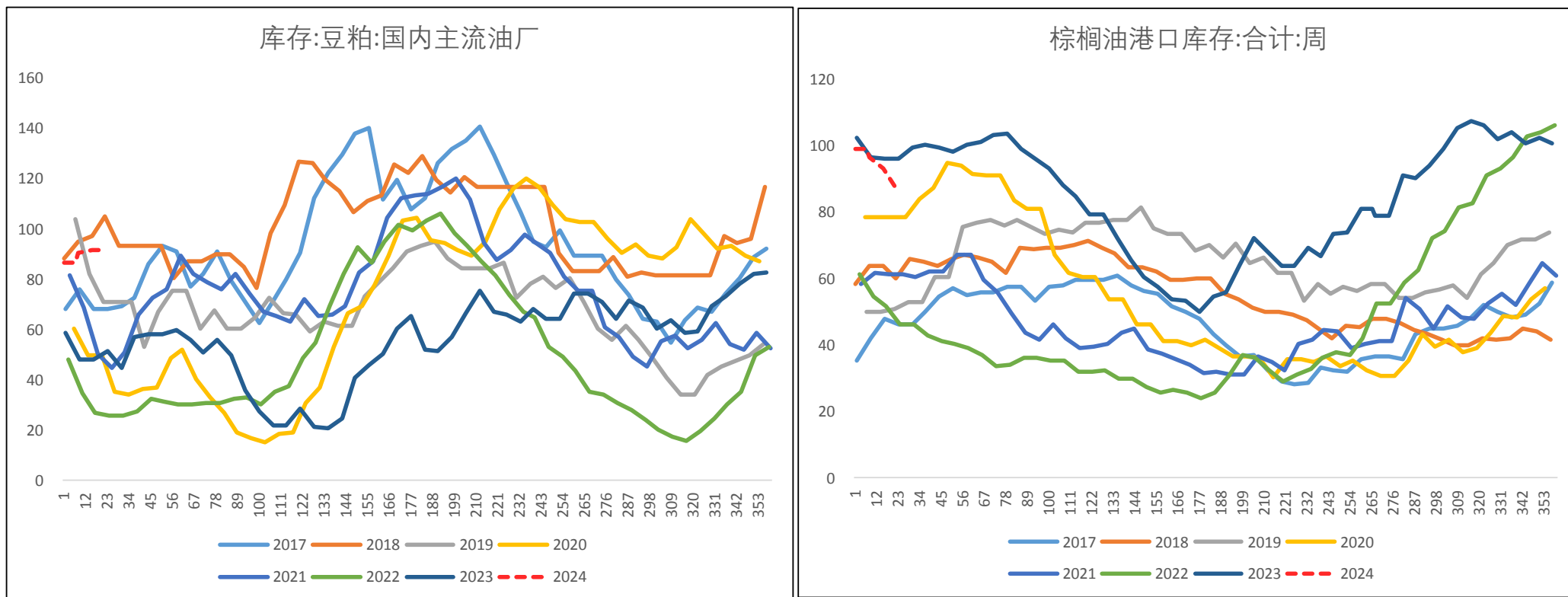
大宗商品分析——化工库存

- ✓ 原油库存位于中性水平，上周库存大幅下降，原油价格大幅反弹。
- ✓ 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，上周库存小幅下降，驱动纯碱价格大幅上涨。
- ✓ 玻璃处于季节性累库过程，上周库存持平，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，上周库存加速下降，接近2020年水平，驱动油脂价格震荡反弹，豆粕价格预计延续低位弱勢调整。

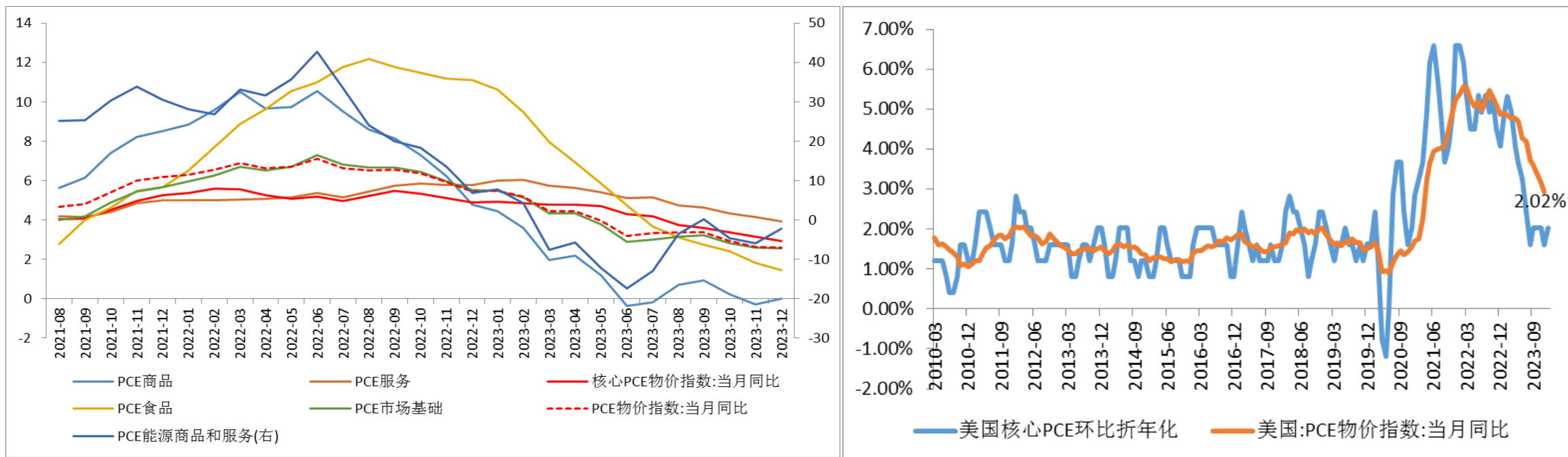


数据来源: iFind, 正信期货

基本面分析——海外宏观



美国12月PCE物价指数与上月持平，核心PCE物价指数录得2.9%，低于市场预期值3%和前值3.2%，为近一年最低值，但环比增速较上月反弹0.1%，给1月的通胀增添韧性，结构来看，能源商品和服务贡献主要增量，食品和服务分项都延续下降，服务分项跌至4%以下。如若1月环比增速维持0.2%，则环比折年率有望从上月的1.6%反弹至2%，在能源价格止跌反弹和2023年基数效应的作用下，未来3-4个月通胀均面临抬升压力。



数据来源: 同花顺iFind, 正信期货

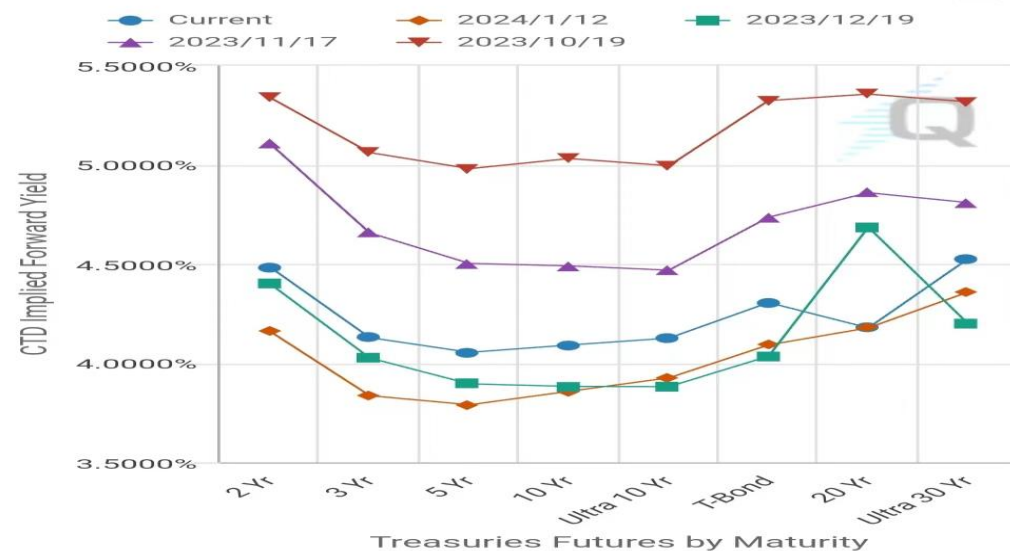
基本面分析——海外宏观

美国12月偏中性的PCE物价指数落地后，市场对美国利率路径预期与前一周相比未发生显著变化，等待本周联储议息会议所提供的前瞻指引，根据CME的FedWatch工具显示，市场预期2024年3-6月降息的概率维持50%附近，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小幅缩窄，2年期国债收益率与上周持平维持4.48%，十年期国债收益率从4.13%反弹至4.15%，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%

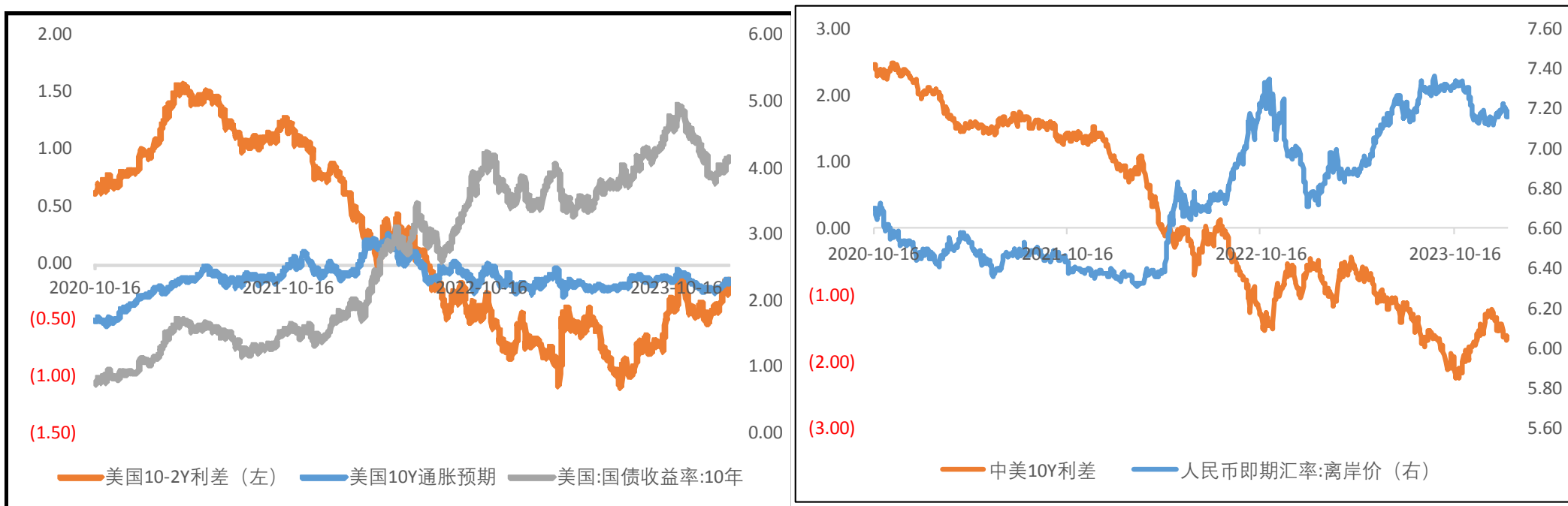
TREASURY FUTURES YIELD CURVE



基本面分析——海外宏观



截至1月27日，美国十债利率与上周持平，通胀预期回落4bp，实际利率反弹4bp至1.85%，风险资产价格高位震荡分化。美债10-2Y价差倒挂程度上周缩窄5bp至-19bp，离解除倒挂近在咫尺。中美利差倒挂程度与上周持平，维持在-165bp，离岸人民币升值0.16%。



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，上周受人民银行降息降准和地产融资政策的刺激，市场先抑后扬，止跌反弹，恐慌情绪得以遏制，当前市场估值已经极度偏低，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，关注周期和成长同步反弹的机会。



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，主要受内需好转和地产政策刺激驱动，农产品指数震荡筑底，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。



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，1-2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。由于央行货币政策突发降准降息，短期资金价格回落，同时实体经济复苏疲弱，长端利率易跌难涨，收益率曲线短期或将震荡走陡，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。



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**周线级别信号维持做多**，在美国通胀反弹和国内政策刺激的背景下，工业品短期震荡反弹，结构分化，建议采取震荡思路操作；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1月PMI、美国公布1月非农就业和召开美联储议息会议

 正信期货
ZHENGXIN

本周财经日历中，中国将公布1月PMI数据，关注经济是否边际改善。

美国将公布1月非农就业报告和美联储召开1月利率决议会议，关注美联储在2024年第一次议息会议中释放出全年利率路径的指引。

日期	时间	事件	国家/地区	重要性	前值	预测值
2024-01-30	22:00	美国FHFA房价指数	美国	低	416.3	
2024-01-30	22:00	美国FHFA房价指数同比(%)	美国	中	6.3	
2024-01-30	22:00	美国FHFA房价指数环比(%)	美国	低	0.3	
2024-01-30	23:00	美国JOLTs职位空缺	美国	低	8.790M	
2024-01-30	22:00	美国S&P/CS20座大城市末季调房价指数同比(%)	美国	低	4.9	
2024-01-30	18:00	欧元区消费者信心指数	欧元区	低	-16.1	-16.1
2024-01-30	07:30	日本失业率	日本	中	2.5	2.5
2024-01-31	21:15	美国ADP就业人数变动	美国	高	164K	130K
2024-01-31	22:45	美国芝加哥PMI	美国	低	47.2	47.0
2024-01-31	18:00	欧元区GDP当季环比(%)	欧元区	高	-0.1	
2024-01-31	09:30	中国官方非制造业PMI	中国	中	50.4	
2024-01-31	09:30	中国官方制造业PMI	中国	中	49.0	49.3
2024-01-31	09:30	中国官方综合PMI	中国	高	50.3	
2024-02-01	23:00	美国ISM制造业PMI	美国	高	47.4	47.4
2024-02-01	23:00	美国ISM制造业就业指数	美国	低	48.1	
2024-02-01	23:00	美国ISM制造业物价支付指数	美国	低	45.2	
2024-02-01	23:00	美国ISM制造业新订单指数	美国	低	47.1	
2024-02-01	23:00	美国营建支出环比(%)	美国	低	0.4	0.5
2024-02-01	03:00	美联储利率决议(%)	美国	高	5.50	5.50
2024-02-01	18:00	欧元区CPI同比(%)	欧元区	高	2.9	2.9
2024-02-01	18:00	欧元区核心CPI环比(%)	欧元区	中	0.5	
2024-02-01	18:00	欧元区失业率	欧元区	高	6.4	6.4
2024-02-02	21:30	美国U6失业率(%)	美国	高	7.1	
2024-02-02	23:00	美国工厂订单环比(%)	美国	低	2.6	
2024-02-02	21:30	美国季调后非农就业人口变动	美国	高	216K	162K
2024-02-02	21:30	美国季调后制造业就业人口变动(人)	美国	低	6K	
2024-02-02	23:00	美国扣除国防耐用品订单环比(%)	美国	低	0.5	
2024-02-02	23:00	美国扣除运输的工厂订单环比(%)	美国	低	0.1	
2024-02-02	21:30	美国劳动参与率(%)	美国	低	62.5	
2024-02-02	23:00	美国密歇根大学1年期通胀率预期(%)	美国	中	2.9	2.9
2024-02-02	23:00	美国密歇根大学5-10年期通胀率预期(%)	美国	低	2.8	2.8
2024-02-02	23:00	美国密歇根大学消费者信心指数	美国	低	78.8	78.8
2024-02-02	21:30	美国平均每小时工资环比(%)	美国	低	0.4	0.3
2024-02-02	21:30	美国平均每周工时(小时)	美国	低	34.3	34.4
2024-02-02	21:30	美国平均每小时工资同比(%)	美国	低	4.1	
2024-02-02	21:30	美国失业率(%)	美国	高	3.7	3.7
2024-02-02	21:30	美国私营企业非农就业人数变动	美国	中	164K	143K

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