



大类资产每周观察

正信期货大类资产周报 20240218

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1月通胀超预期表现，国内政策托底经济遏制风险



策略概述

- 1、美国1月CPI和PPI双双强于预期，彻底浇灭市场乐观降息预期，美债利率反弹新高，风险资产价格高位承压，本周美联储将公布1月货币政策会议纪要，关注联储官员在强劲的经济数据面前对降息前景的指引。
- 2、国内救市资金入场遏制股市流动性风险，1月社融和信贷数据表现亮眼，春节长假消费火热，经济有望边际好转，国内风险资产价格止跌反弹。短期货币供需中性，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。地产高频销售长假期间表现一般，制造业产能利用率季节性下滑，经济能否边际复苏仍需更强宽财政政策刺激，关注本周是否调降LPR贷款利率

投资要点

美国核心PCE通胀在高利率的约束下已经进入乐观区间，四季度GDP和居民收入增速趋势性下降，制造业维持在荣枯线以下，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，短期金融市场在超预期经济数据陆续兑现的背景下不断推迟降息预期，金融条件持续趋紧。中国因总需求不足仍需等待更多一揽子刺激政策执行落地，经济短期预计仍将寻底，政策层面兜底意愿愈发增强，市场信心有望边际改善。本周大类资产配置方面建议回调配置风险资产（股票）和反弹做空做避险资产（国债），权益市场止跌后风格预计成长占优；商品预计延续震荡分化，建议回调波段做多配置有色和化工相关工业品，反弹做空基建相关黑色工业品，农产品内部走势分化，建议急跌做多天气炒作的豆类品种；利率走势低位震荡反弹，与股市形成镜像，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震荡筑底，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1月CPI和PPI双双强于预期，彻底浇灭市场乐观降息预期，美债利率反弹新高，风险资产价格高位承压，外资风险溢价指数高位大幅回落，国内股市配置价值减弱。国内地产高频销售新房和二手房季节性走弱，制造业产能利用率季节性回落，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季节性走弱，制造业产能利用率季节性回落，短期货币供需偏中性，地方政府专项债将陆续发行，资金价格有望趋紧，建议 反弹进行国债期货十债波段空单配置，或多五空十套利配置
	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	国内高频销售新房和二手房季节性走弱，制造业产能利用率季节性回落，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韧性的震荡格局中， 大宗商品价格在当前位置震荡分化，建议反弹空基建需求下滑的地产工业品，或回调多有色和库存偏低的化工品，农产品建议急跌布局长多炒天气。
	南华农产品	震荡筑底	
	WTI原油	震荡	
货币	黄金	偏多	美国1月CPI和PPI双双强于预期，彻底浇灭市场乐观降息预期，美债利率反弹新高，贵金属价格震荡调整，建议 回调加多白银、黄金 。国内经济复苏疲弱，美元短期震荡偏强，美元兑人民币预计延续震荡走强。
	美元指数	震荡反弹	
	离岸人民币	震荡上涨	

行情回顾



➤ 过去一周大类资产表现：A股港股领涨，黄金领跌

国内股市>港股>大宗商品>欧美股市>美元指数>国内债券>美债>黄金

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	4.97%	恒生中国企业	6.51%	南华商品	12.86%	十债收益率(%)	↑ 0.0041
深证成指	9.49%	恒生指数	5.19%	南华能化	9.15%	二债收益率(%)	↑ 0.0031
创业板指	11.38%	恒生科技指数	9.03%	南华黑色	7.40%	期限利差 (10-2Y)	↑ 0.0010
上证50	5.54%	富时新兴市场指数	2.33%	南华有色金属	6.51%	DR007(%)	↑ 0.0060
沪深300	5.83%	富时欧洲	0.88%	螺纹钢	-0.36%	美国十债收益率(%)	↑ 0.2700
科创50	11.60%	标普500	0.95%	生猪	-3.05%	美国二债收益率(%)	↑ 0.2800
中证1000	9.15%	纳斯达克综指	-0.07%	WTI原油	6.03%	美债期限利差 (10-2Y)	↓ -0.0100
中证500	12.86%	道琼斯工业平均	0.94%	路透CRB商品指数	1.07%	德国十债收益率(%)	↑ 0.2100
周期(风格.中信)	5.63%	德国DAX	1.18%	COMEX铜	-0.83%	COMEX黄金	-2.26%
成长(风格.中信)	7.40%	日经225	6.44%	CBOT大豆	-2.14%	美元指数	0.36%

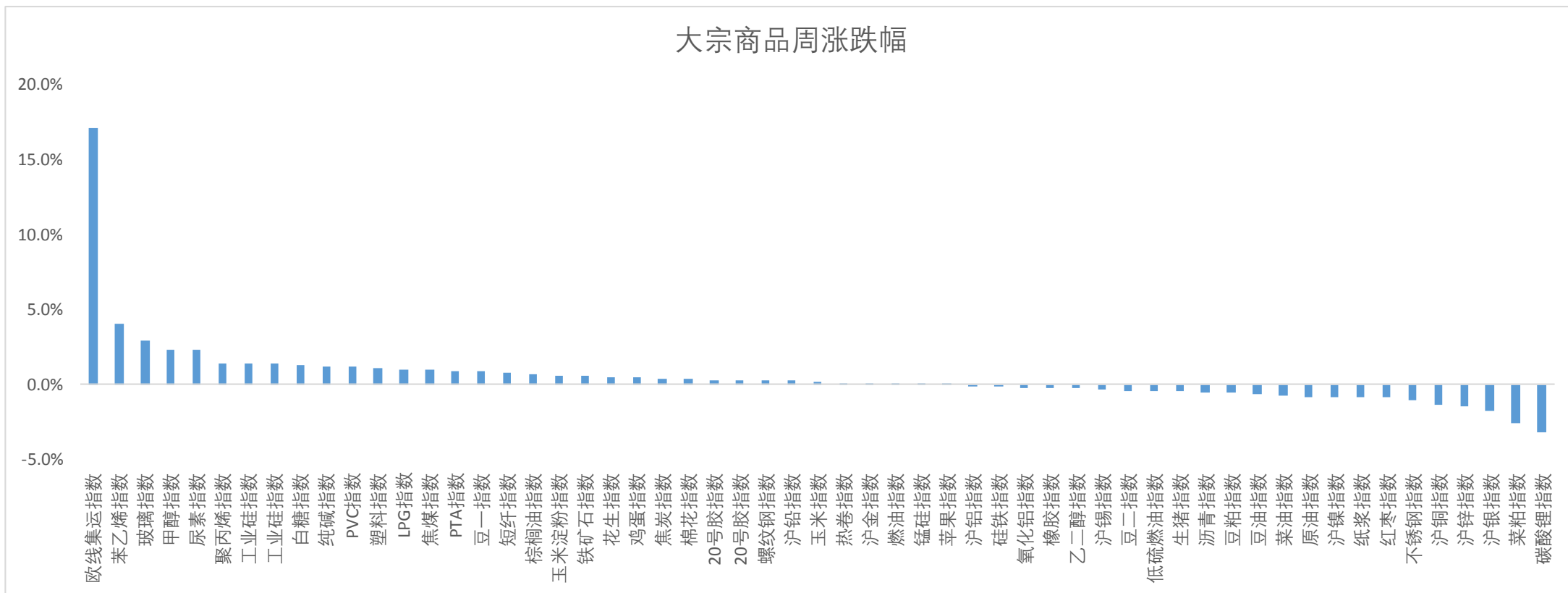
数据来源：iFind. 正信期货

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>苯乙烯>玻璃>.....沪锌>白银>菜粕>碳酸锂



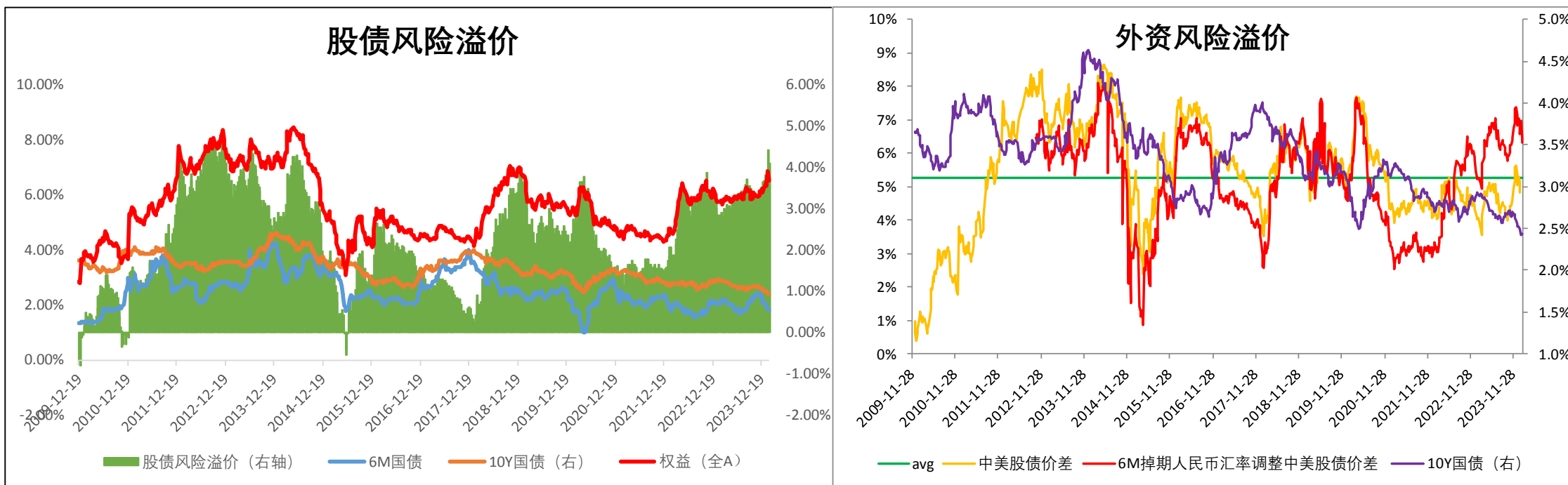
数据来源：iFind. 正信期货

行情回顾

过去一周大类资产风险溢价



股债风险溢价录得**4.13%**，较上周下降**0.3%**，位于**95.3%**分位点，外资风险溢价指数录得**6.33%**，较上周下降**0.66%**，位于**75.8%**分位点，外资吸引力高位回落。

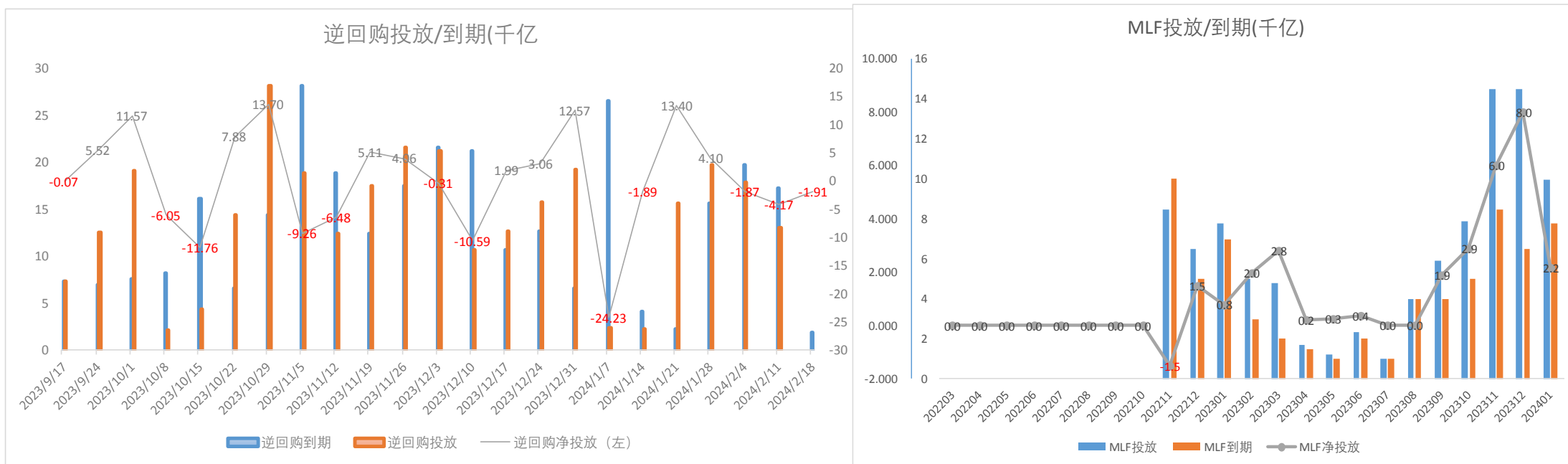


数据来源: iFind. 正信期货

货币供需分析——货币供应



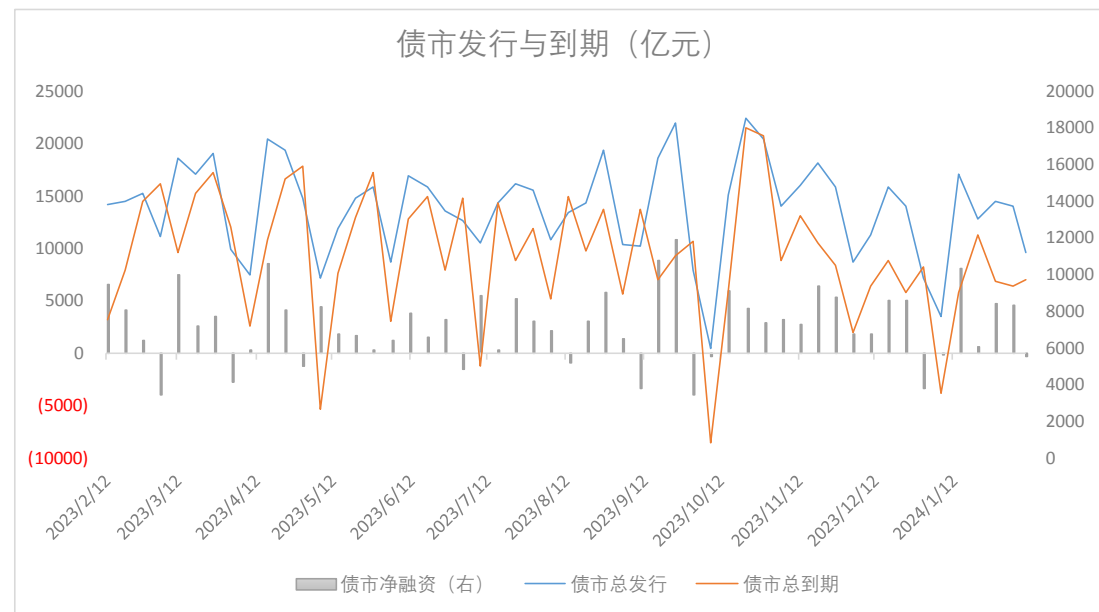
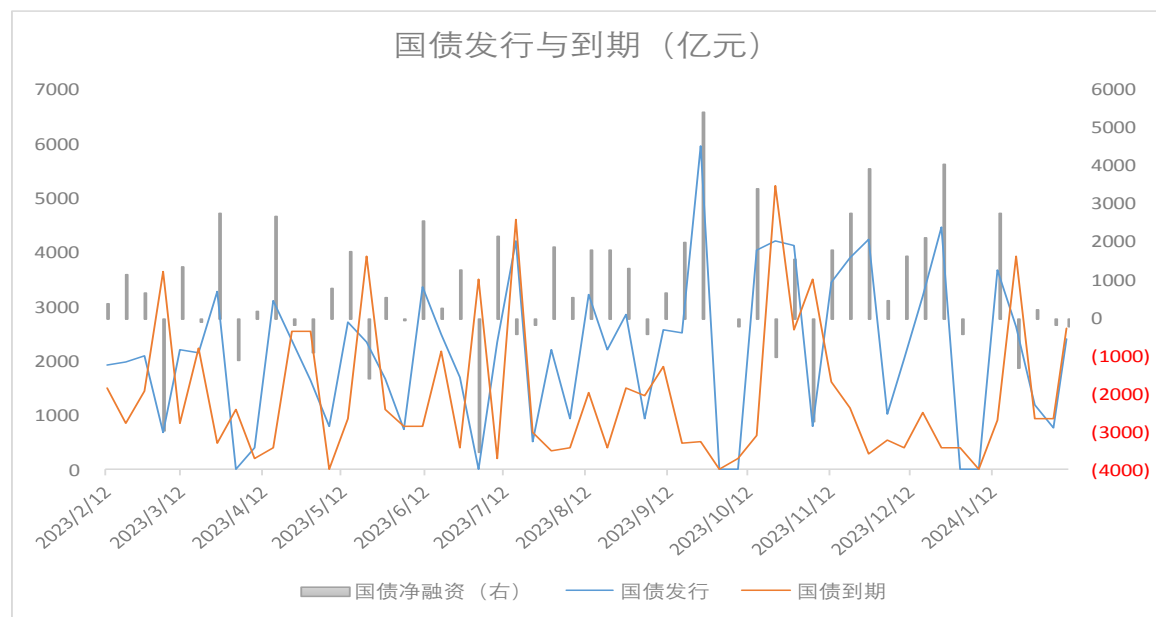
上周央行OMO逆回购到期17330亿元，逆回购投放13160亿元，货币净回笼4170亿元，货币供给季节性收紧。同时，MLF在1月份投放9950亿，到期7790亿，持续超额续作，净投放2160亿，规模边际大幅下滑，总体1月货币供应回归中性。



数据来源：同花顺iFind，正信期货

货币供需分析——货币需求

上周国债发行2400亿，到期2602.3亿，货币净需求202.3亿；地方债发行1788.4亿，到期0亿，货币净需求1788.4亿；其他债发行5382.9亿，到期7152亿，货币净需求1769.1亿；债市总发行9571.4亿，到期9754.3亿，货币净需求182.9亿，货币需求春节期间下降，系国债融资和企业债务融资需求减少。

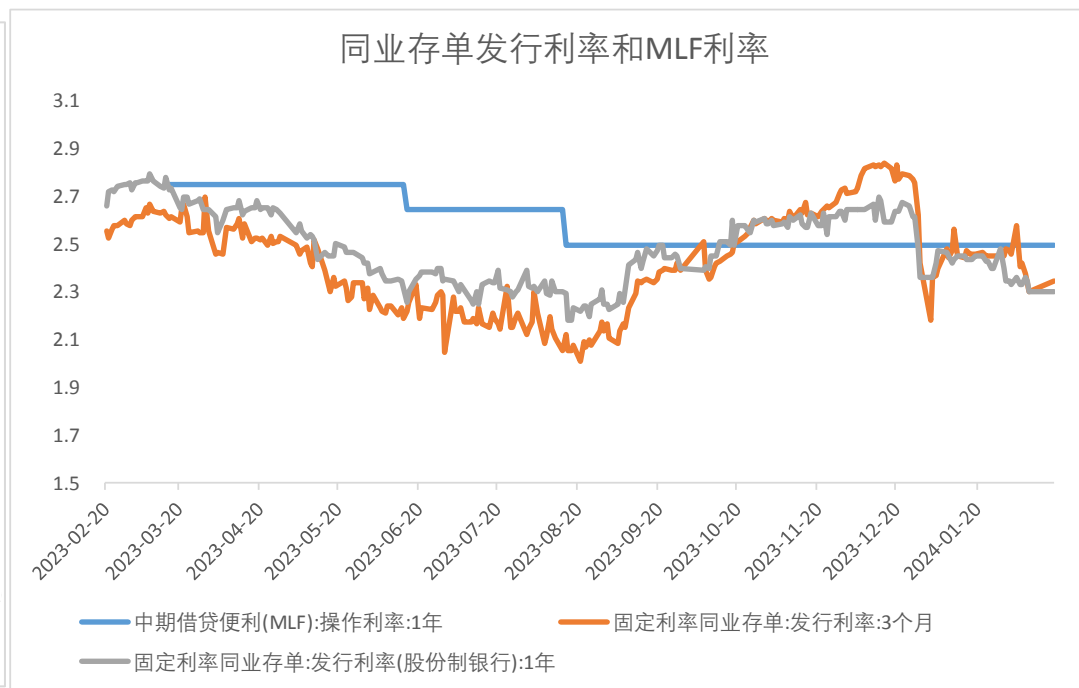
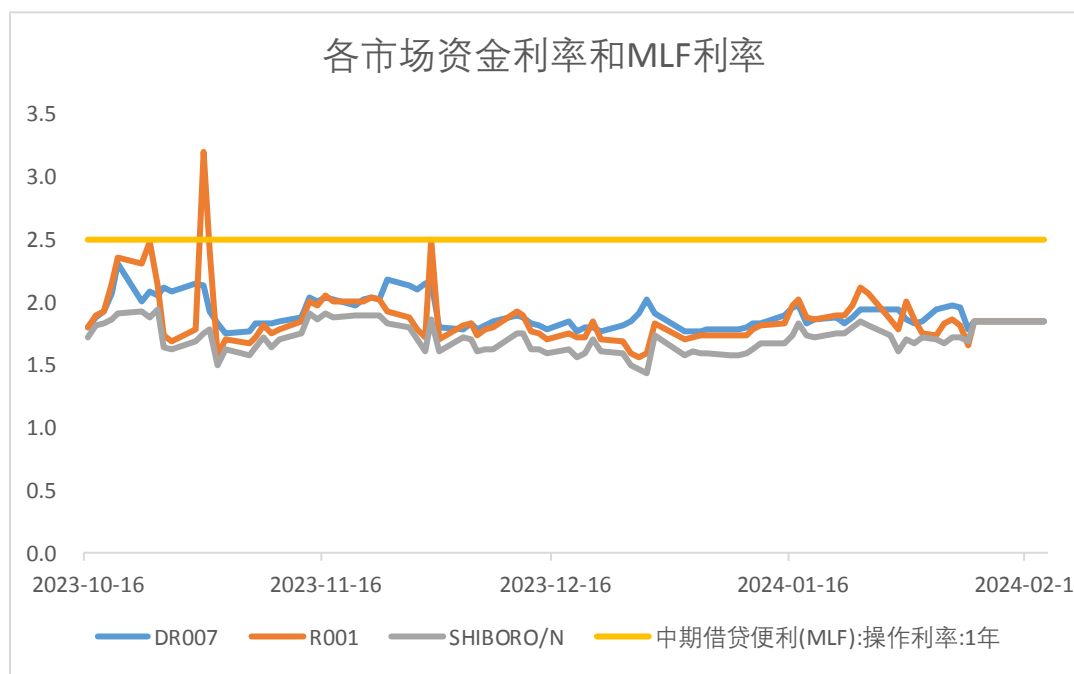


数据来源：同花顺iFind，正信期货

货币供需分析-资金价格



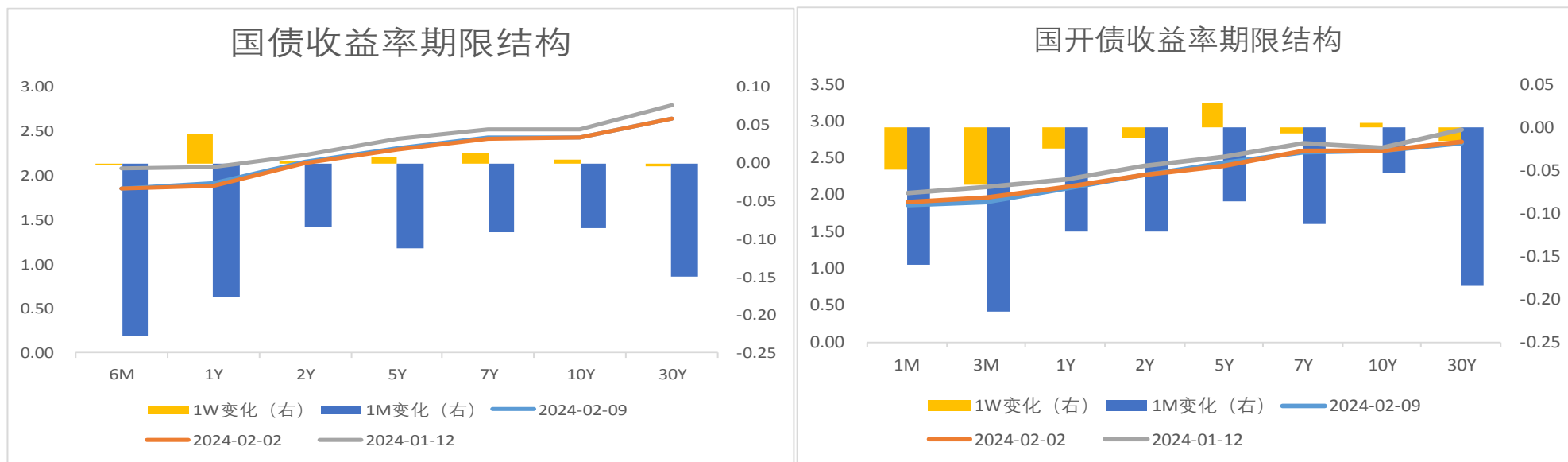
DR007、R001、SHIBOR隔夜分别变化-11.7bp、2.1bp、17.3bp至1.85%、1.85%、1.85%。同业存单发行利率下降6.1bp，股份制银行发行的CD利率回落3bp至2.3%，低于MLF 1年期利率水平（2.5%），资金真实总需求回落，货币供给中性驱动资金价格回调。



数据来源：同花顺iFind，正信期货

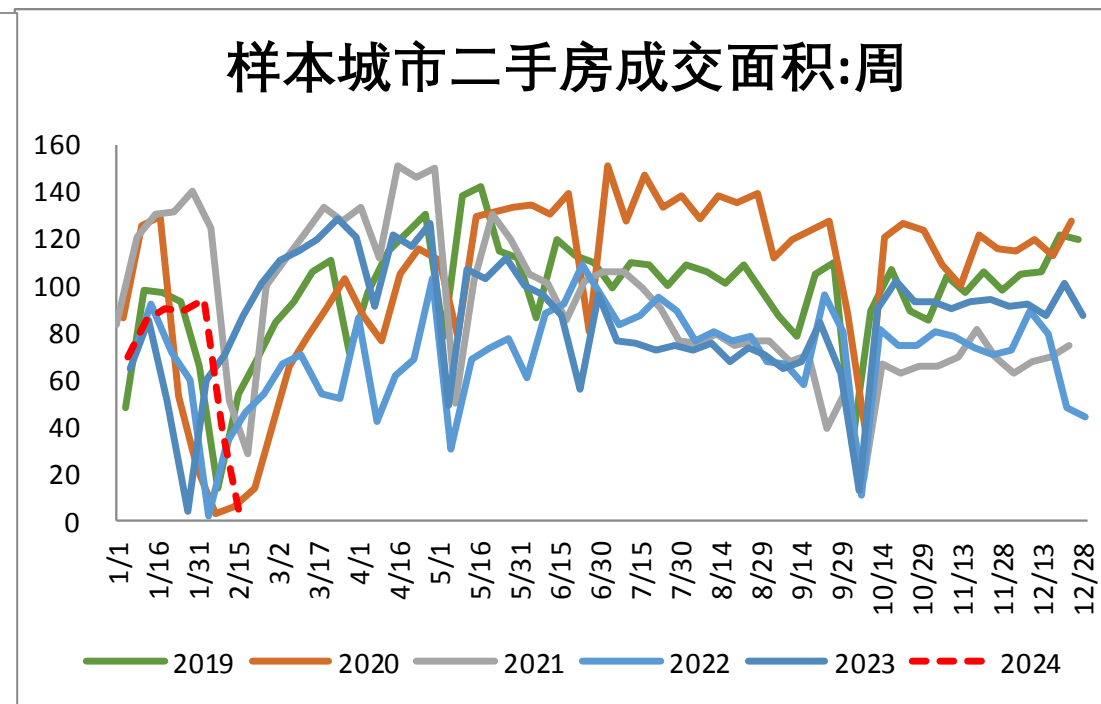
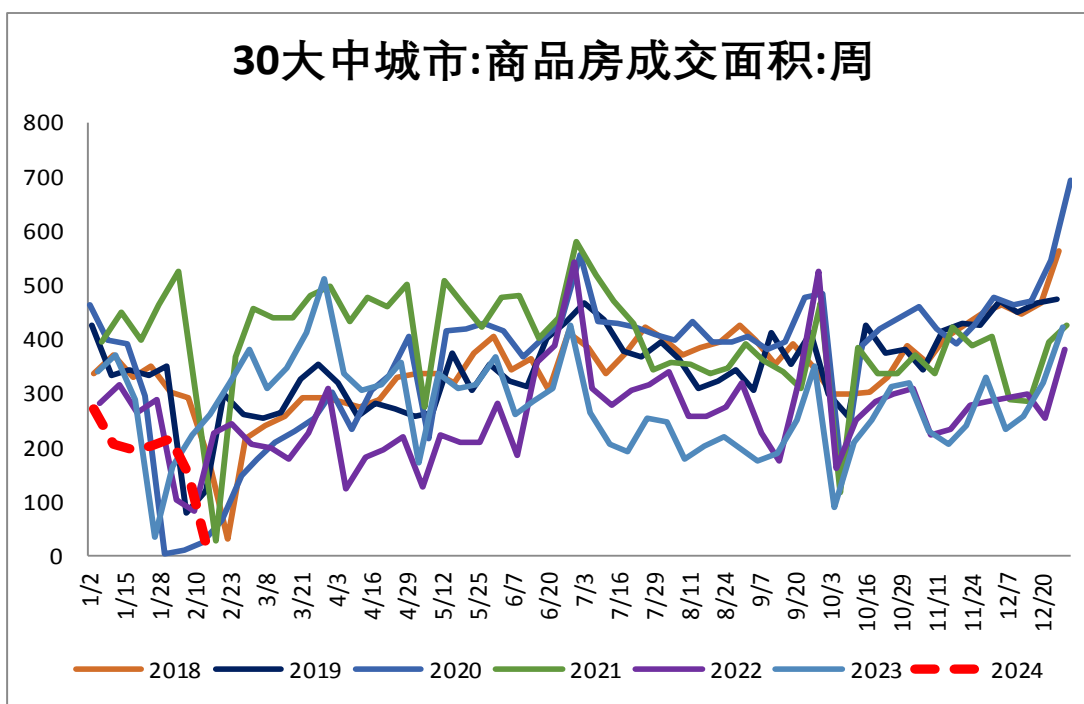
货币供需分析-期限结构

上周10年期国债收益率较前一周变化0.4bp，5年期国债收益率变化0.8bp，2年期国债收益率变化0.3bp；10年期国开债收益率较前一周变化0.6bp，5年期国开债收益率变化2.9bp，2年期国开债收益率变化-1.2bp，整体来看，上周收益率期限结构小幅走平，受1月超预期社融和信贷数据驱动利率反弹，国债和国开债之间的信用利差有所扩大。



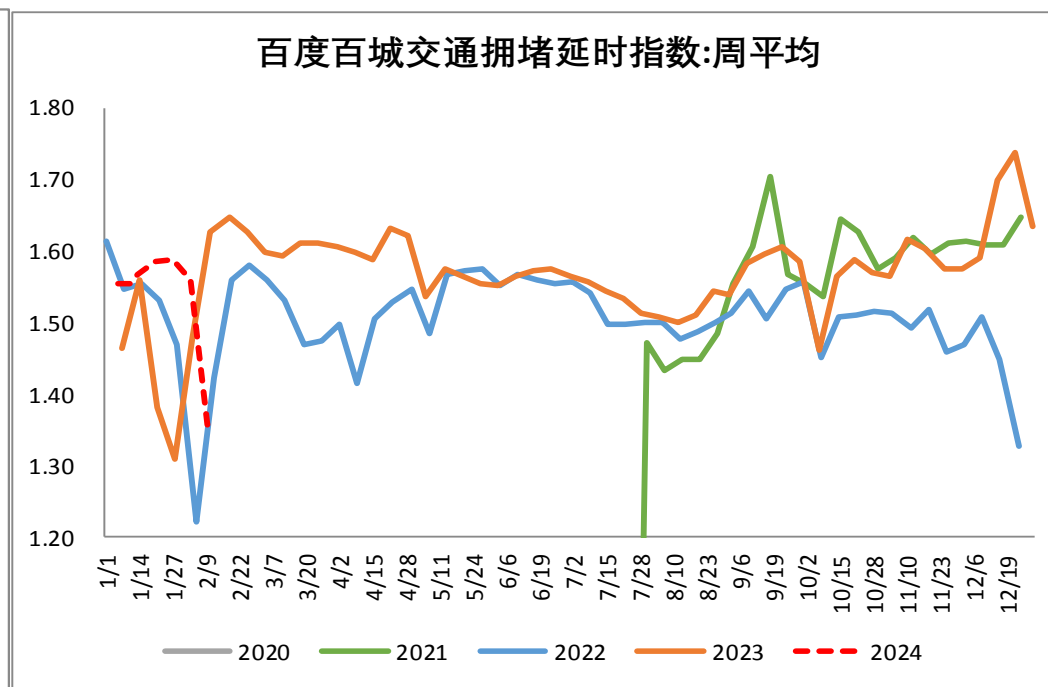
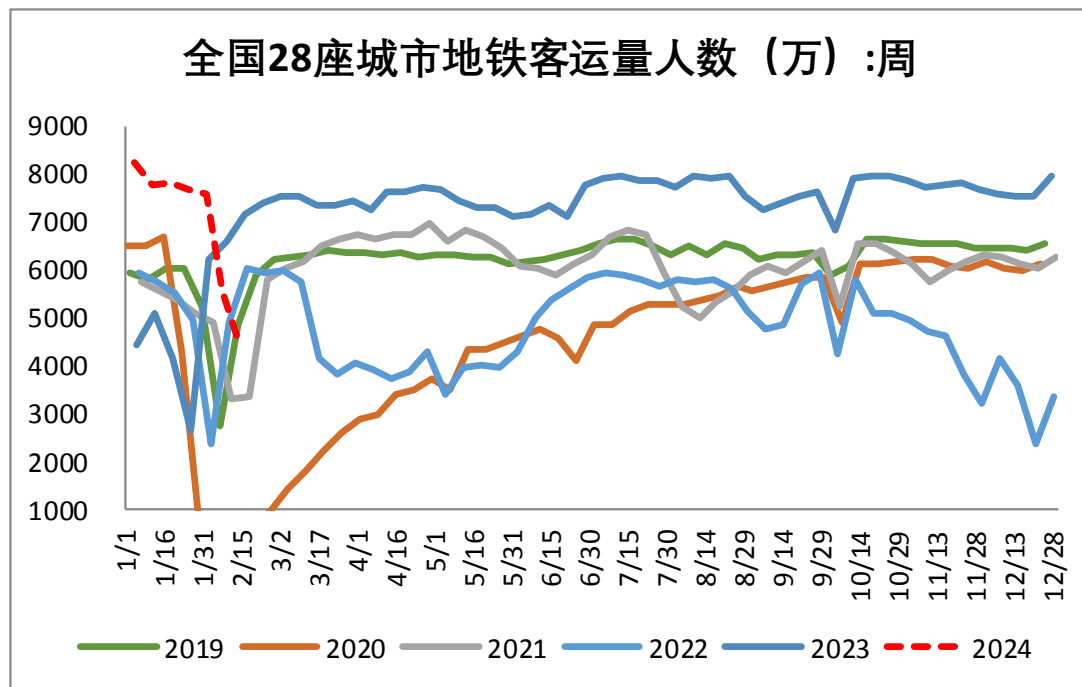
实体经济分析——地产需求

截止2月8日数据，30大中城市商品房周成交面积为149.5万平方米，环比上周213.8万平方米季节性下降，与疫情前的2019年同期相比大幅下滑，位于近7年低位；二手房销售季节性回落，较上周大幅下降59.4%，春节期间地产高频销售走势持续偏弱，居民购房信心不强。



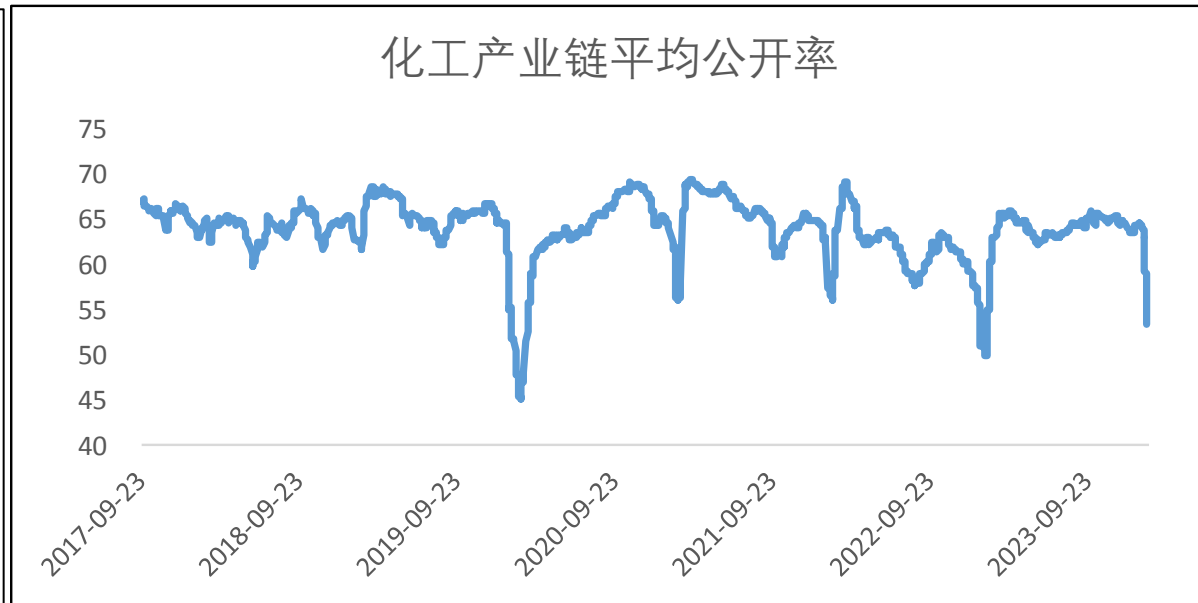
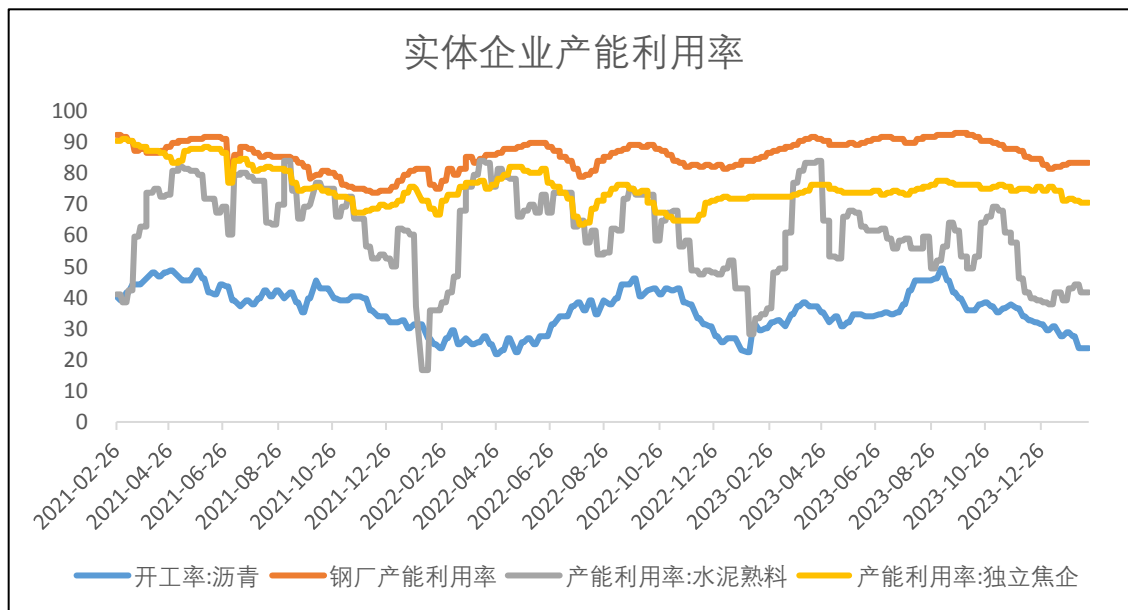
实体经济分析——服务业活动

截止2月16日，全国28大中城市地铁客运量维持高位，周度日均4392万人次，较去年同期下降38.5%，较2021年同期增长30.2%，服务业经济活动高位大幅回落，与春节长假有关。百城交通拥堵延时指数较上周环比大幅下降，位于近三年低位水平，表明城市人口长假期间大幅流出，综合来看，春节期间人流量旺盛，出行旅游表现亮眼。



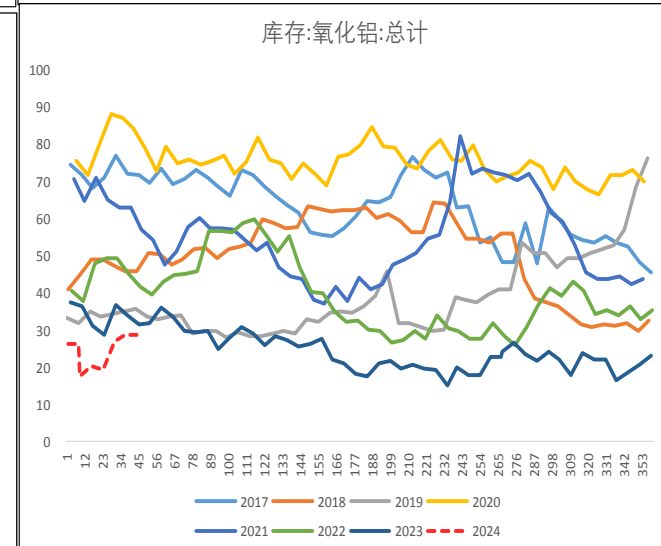
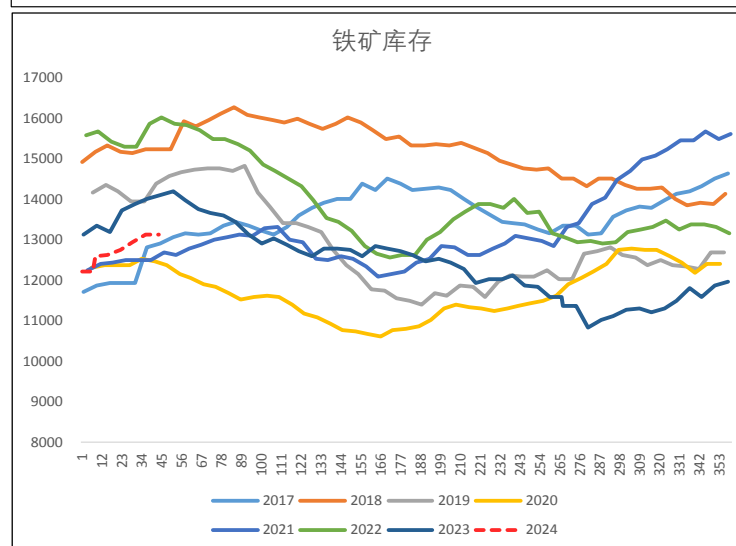
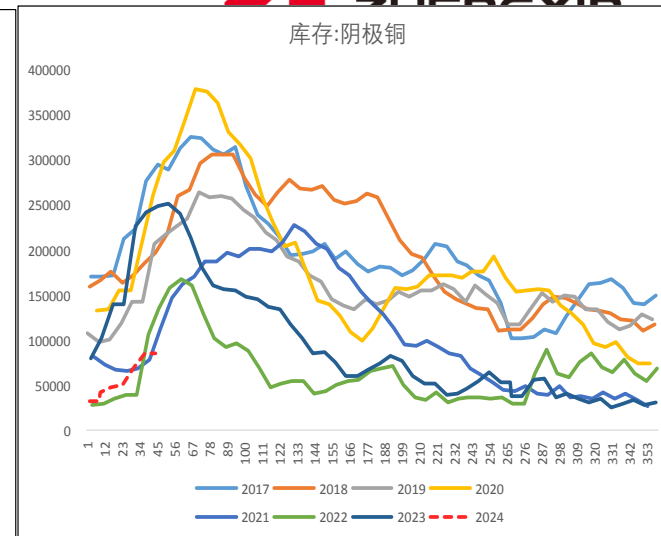
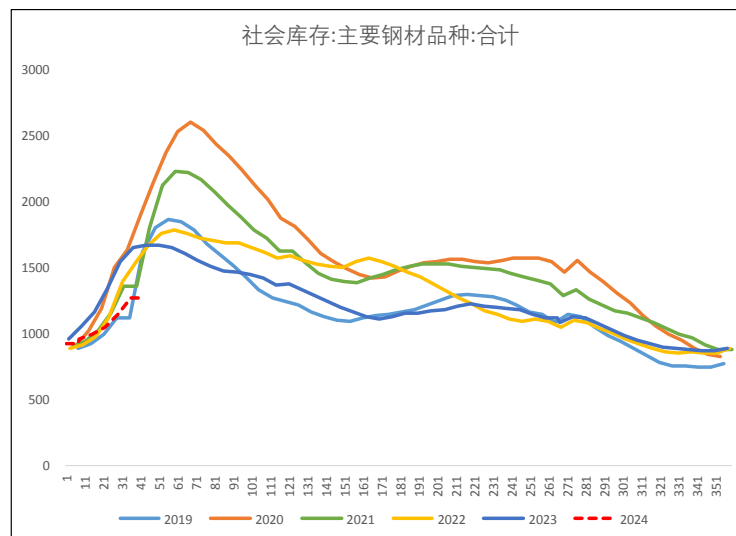
实体经济分析——制造业跟踪

制造业产能利用率春节长假回落，钢厂产能利用率反弹0.23%，沥青产能利用率下降3.7%，水泥熟料企业产能利用率下降2.3%，焦企产能利用率下降0.38%，地产基建相关制造业产能利用率季节性下降，关注节后能否再次反弹，外需相关的化工产业链平均开工率较上周大幅回落5.8%，与纺织、水处理、胶黏剂等细分行业开工率大幅下降有关，综合来看，制造业内外需走势季节性同步下降。



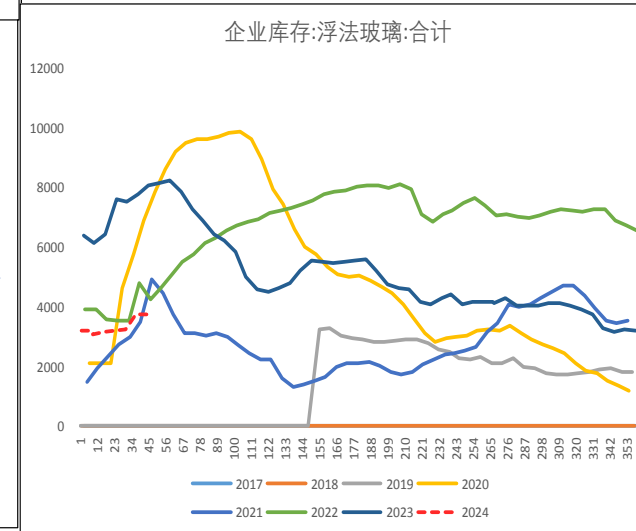
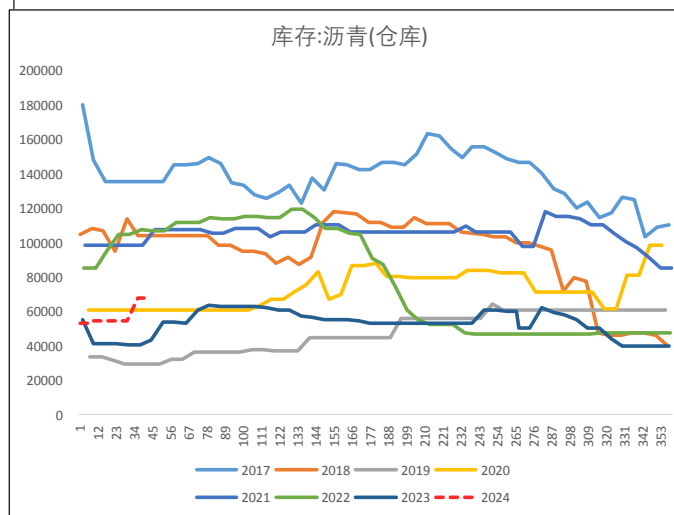
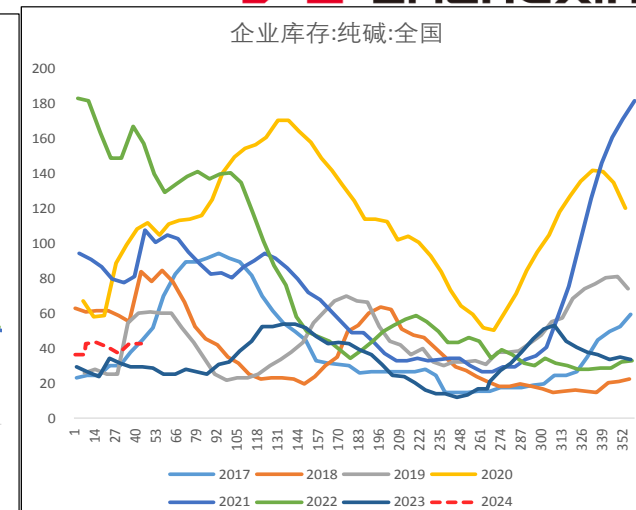
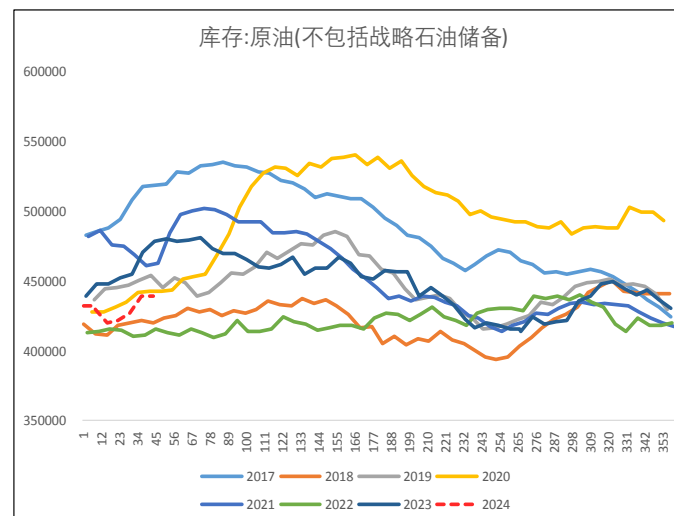
大宗商品分析——金属库存

- ✓ 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，位于历史偏低水平，驱动铜价走势偏强
- ✓ 铁矿有望进入季节性降库周期，上周库存低位震荡，铁矿价格震荡偏强
- ✓ 氧化铝的库存处于近7年以来低位水平，上周库存大幅反弹，铝价低位震荡。



大宗商品分析——化工库存

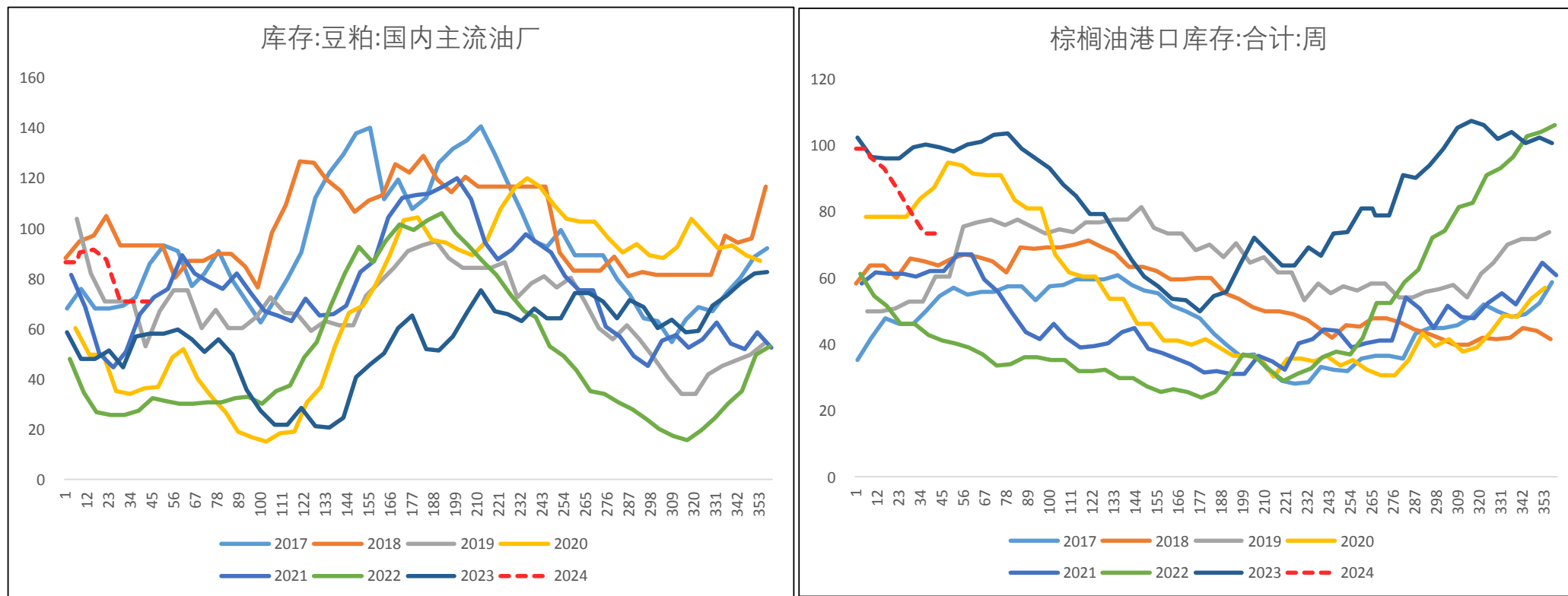
- ✓ 原油库存位于中性水平，上周库存大幅反弹，原油价格走势震荡。
- ✓ 沥青库存中性偏低，上周库存大幅反弹，沥青价格震荡偏强
- ✓ 纯碱未来1个季度进入季节性累库周期，上周库存小幅反弹，纯碱价格低位震荡。
- ✓ 玻璃处于季节性累库过程，上周库存持平，库存维持偏低水平，玻璃价格震荡偏强。



大宗商品分析——农产品库存



豆粕位于季节性降库周期，上周库存大幅下降，油脂库存季节性下降，上周库存加速下降，接近2018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震荡。

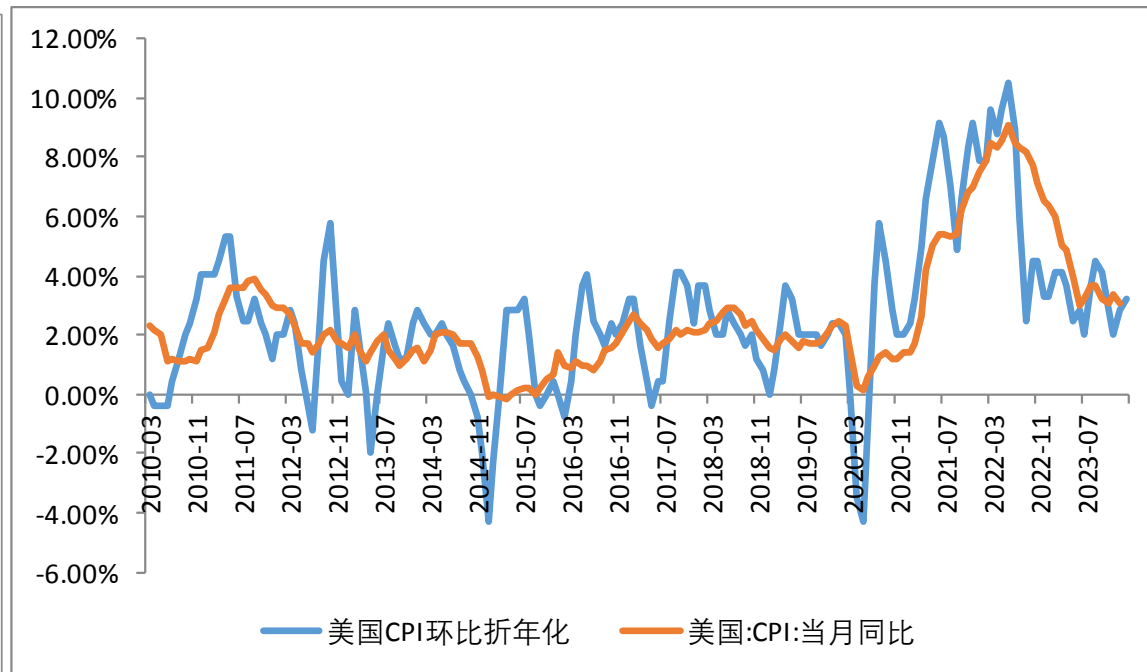
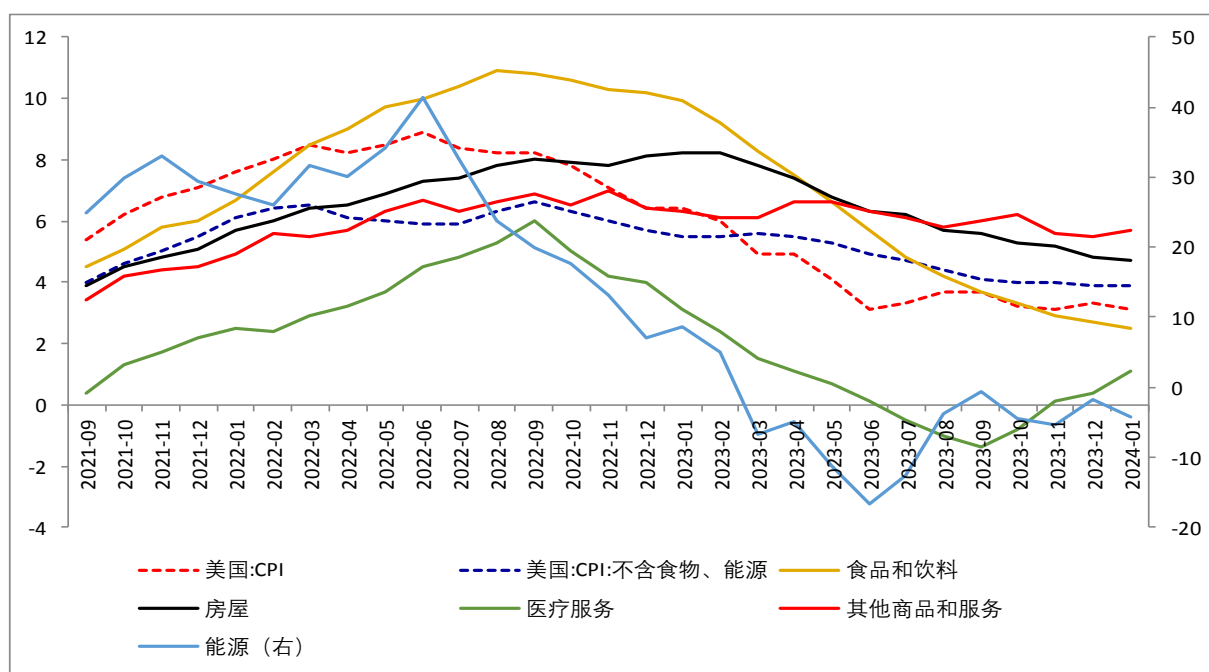


数据来源: iFind, 正信期货

基本面分析——海外宏观



美国1月CPI物价录得3.1%，高于市场预期值2.9%，核心CPI物价录得3.9%，高于市场预期值3.7%，核心CPI再次停止下跌，并且环比增速涨至0.4%，为去年5月以来新高，结构来看，能源分项再度下降，食品饮料分项延续下降，房屋分项降速减慢，其它商品和服务分项重拾上涨，核心通胀分项表现坚挺。如若2月环比增速维持0.3%，则环比折年率有望反弹至3.25%，在能源价格止跌反弹和2023年基数效应的作用下，未来1-2个月通胀均面临抬升压力

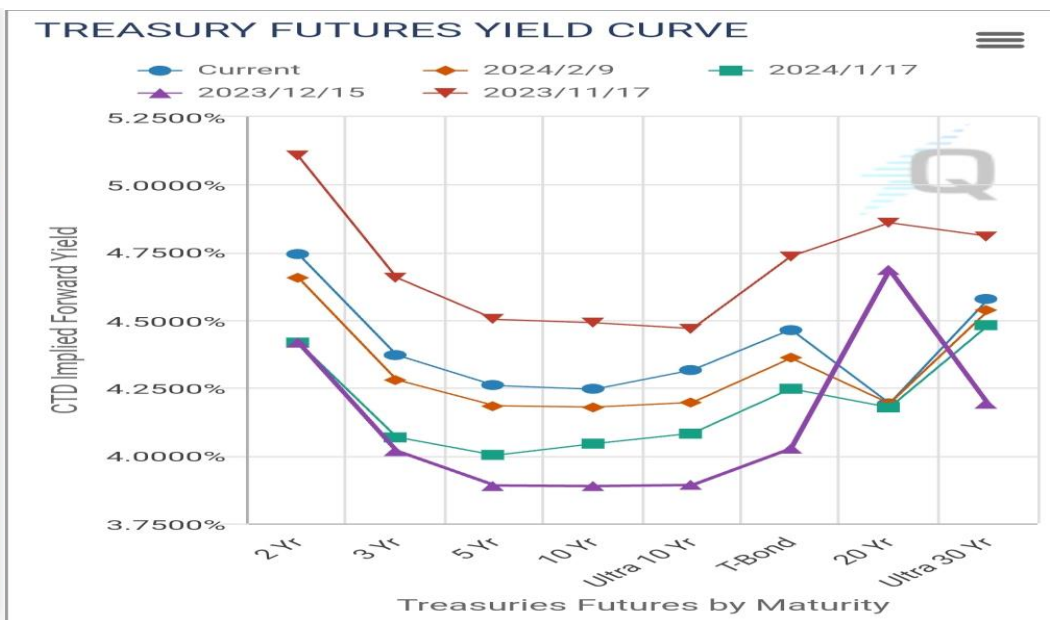


数据来源：同花顺iFind，正信期货

基本面分析——海外宏观

美国1月超预期的通胀数据落地后，市场对于3月降息的预期彻底熄灭，金融市场大幅修正利率路径预期，根据CME的FedWatch工具显示，市场预期2024年3月降息的概率降低至10%，预期最早6月降息，年内降息次数缩减至4次，累计降息幅度约1%，美债利率大幅反弹至近两个月新高。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加深，2年期国债收益率从4.67%反弹至4.75%，十年期国债收益率从4.19%反弹至4.32%，表明市场对于美国经济远期衰退的担忧所有加强。

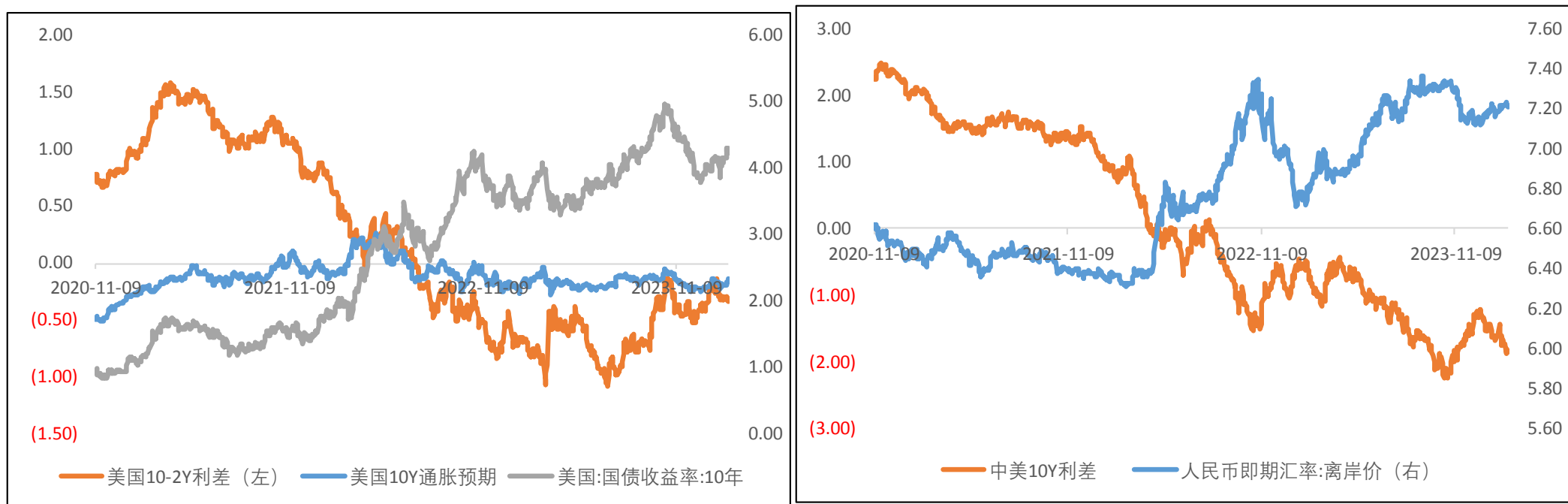
MEETING DATE	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2024/3/20					0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	10.0%	90.0%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.2%	35.2%	61.6%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.2%	25.7%	53.7%	18.4%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.6%	18.7%	45.4%	28.9%	5.5%
2024/9/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.2%	14.9%	39.5%	32.5%	10.6%	1.2%
2024/11/7	0.0%	0.0%	0.0%	0.7%	8.7%	28.4%	35.7%	20.5%	5.4%	0.5%
2024/12/18	0.0%	0.0%	0.5%	6.6%	23.2%	33.7%	24.5%	9.5%	1.9%	0.1%
2025/1/29	0.0%	0.3%	4.1%	16.5%	29.5%	28.2%	15.5%	4.9%	0.8%	0.1%
2025/3/12	0.1%	1.7%	8.7%	21.3%	29.0%	23.5%	11.6%	3.4%	0.5%	0.0%



基本面分析——海外宏观



截至2月16日，美国十债利率较节前反弹27bp，通胀预期反弹12bp，实际利率反弹15bp至1.97%，风险资产价格高位震荡分化。美债10-2Y价差倒挂程度扩大1bp至-34bp，离解除倒挂再度走远。中美利差倒挂程度大幅扩大26.7bp至-186.9bp，离岸人民币升值0.06%。



数据来源：同花顺iFind，正信期货

量化诊断——权益

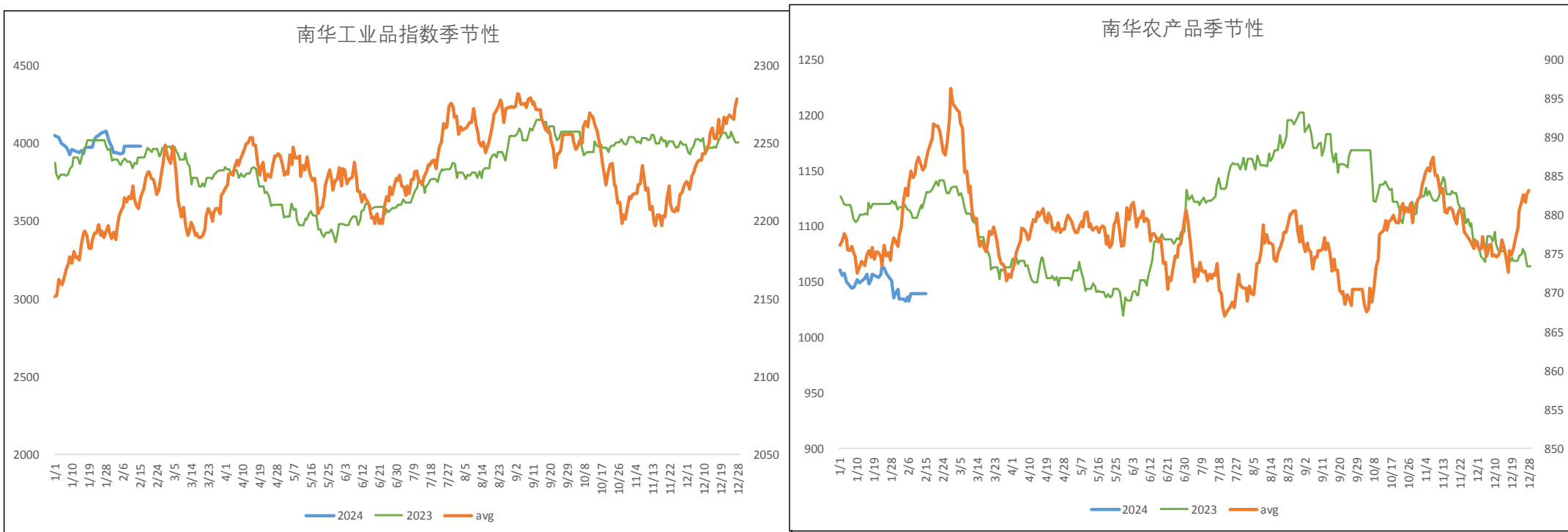
根据季节性规律分析，2月股市处于季节性上涨时期，并且风格分化剧烈，上周市场在国家队救市后流动性风险得以遏制而止跌反弹，短期预计走势震荡分化，关注回调做多机会。风格方面，在利率震荡和成长股充分调整的背景下，风格差异预计成长占优，关注IC和IM补涨的机会。



量化诊断——大宗商品



根据季节性规律分析，大宗商品工业品和农产品2-3月总体宽幅震荡，先扬后抑，但农产品因需求疲弱而走势震荡，未来1-2月将延续震荡筑底走势，本周预计工业品在美债利率震荡反弹和国内春节后复工复产的刺激下表现震荡分化，关注先多后空的波段操作机会或多有色、化工空黑色的套利机会。

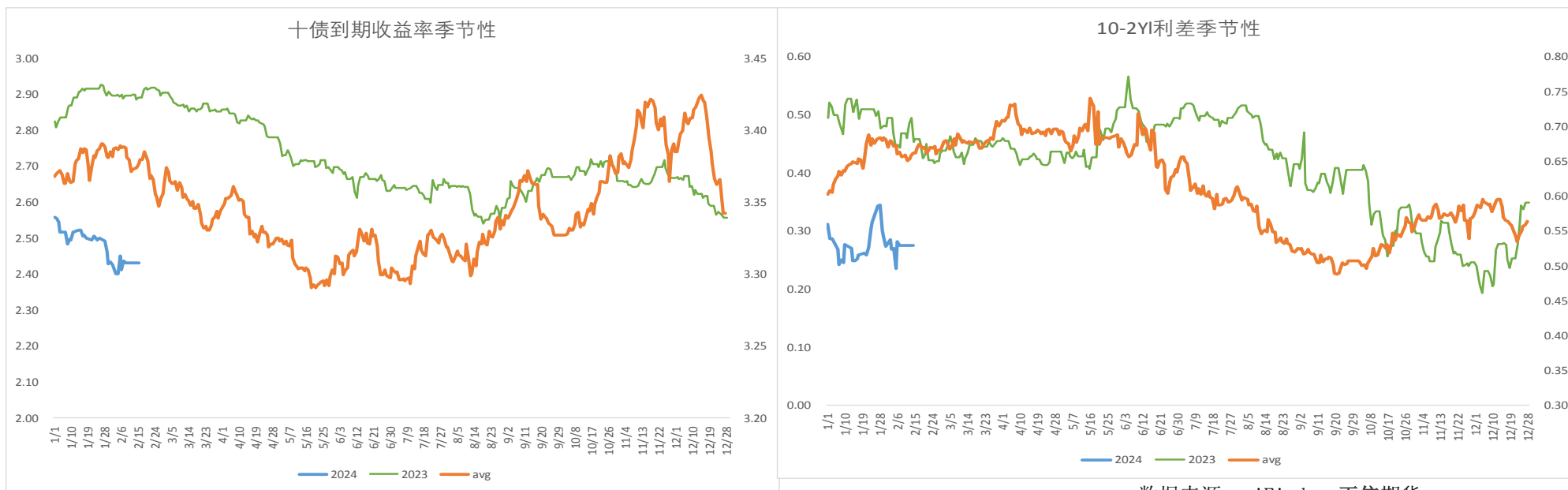


数据来源：iFind，正信期货

量化诊断——利率



根据季节性规律分析，利率经历过12-1月的震荡回落后，2月份将震荡反弹，随后3-5月份进一步震荡下行，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1月社融和信贷数据表现超预期，叠加春节期间消费旺盛，2月下旬利率有一定超跌反弹的动能，收益率曲线短期或将震荡，关注急跌做多十债、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**，短期企稳触底，关注回调波段做多反弹机会；**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经济疲弱的背景下，工业品短期走势震荡和结构分化，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。



数据来源: iFind, 正信期货

宏观日历

关注中国2月是否降息、美联储公布1月货币政策会议纪要



本周财经日历中，中国将公布1月LPR贷款利率，关注是否调降。

美国将公布1月货币政策会议纪要，关注美联储官员们在超预期的通胀数据出炉后是否会修正降息指引。

日期	时间	事件	国家/地区	重要性	前值	预测值
2024-02-20	09:45	中国央行贷款市场报价利率(LPR)	中国	高	3.45	3.45
2024-02-21	23:00	欧元区消费者信心指数	欧元区	低	-16.1	-15.7
2024-02-21	07:50	日本商品出口同比(%)	日本	中	9.7	9.5
2024-02-22	16:30	德国Markit综合PMI	德国	中	47.0	48.0
2024-02-22	22:45	美国Markit服务业PMI	美国	中	52.5	52.0
2024-02-22	22:45	美国Markit制造业PMI	美国	中	50.7	50.1
2024-02-22	22:45	美国Markit综合PMI	美国	高	52.0	
2024-02-22	23:00	美国成屋销售年化环比(%)	美国	中	-1.0	
2024-02-22	23:00	美国成屋销售年化总数(户)	美国	低	3.78M	3.96M
2024-02-22	21:30	美国初请失业金人数	美国	中	212K	217K
2024-02-22	18:00	欧元区CPI同比(%)	欧元区	高	2.8	2.8
2024-02-22	18:00	欧元区CPI环比(%)	欧元区	高	0.2	-0.4
2024-02-22	17:00	欧元区Markit服务业PMI	欧元区	中	48.4	48.7
2024-02-22	17:00	欧元区Markit制造业PMI	欧元区	高	46.6	47.1
2024-02-22	18:00	欧元区核心CPI环比(%)	欧元区	中	-0.9	-0.9
2024-02-22	18:00	欧元区剔除烟草CPI环比(%)	欧元区	低	0.2	
2024-02-22	18:00	欧元区未季调核心CPI同比(%)	欧元区	中	3.3	3.3
2024-02-22	08:30	日本服务业PMI	日本	中	53.1	
2024-02-22	08:30	日本日经/Markit制造业PMI	日本	低	48.0	48.2
2024-02-22	18:00	欧元区未季调CPI月率	欧元区	高	124.05	123.58
2024-02-22	17:00	欧元区S&PGlobal综合PMI	欧元区	高	47.9	48.6
2024-02-23	15:00	德国GDP当季环比(%)	德国	低	-0.3	-0.3

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