



大类资产每周观察

正信期货大类资产周报 20240225

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PCE物价来袭，国内2月PMI关注经济边际变化



策略概述

- 1、美国1月货币政策会议纪要延续偏鹰，市场预期联储最早6月降息，美债利率震荡偏强，风险资产价格高位承压，本周美国将公布1月PCE物价指数和居民收入支出数据，同时出炉2月制造业PMI指数，关注经济数据边际是否走弱。
- 2、国内救市资金持续稳定证券市场，但春节前后地产销售延续疲弱，经济复苏仍有压力，国内风险资产价格剧烈波动。短期货币供需中性偏紧，国债和企业债务融资需求维持高位，资金价格小幅下降。制造业产能利用率结构分化，外需改善内需疲弱，经济能否止跌复苏仍需更强宽财政政策刺激，关注本周公布的2月PMI数据是否确认拐点。

● 投资要点

金融市场与美联储展开博弈，预期和现实之间的矛盾左右金融市场波动，驱动大类资产价格走势剧烈震荡，降息周期中盈利/需求下行但估值抬升，风险资产价格上有顶，避险资产价格下有底。中国因内外需走势节奏劈叉，国内宏观需求疲弱但货币宽松，春节后宽财政有望进一步加码，给国内资产带来利多预期。大类资产配置方面建议回调波段做多风险资产（股票）和回调做多避险资产（国债）进行配置，权益风格预计成长占优；商品预计震荡分化，建议回调做多配置农产品和外需相关有色、化工板块，反弹做空地产和基建相关黑色板块；利率长期驱动下行但短期估值偏高，预计走势低位震荡，建议回调多十债、五债，或多短空长套利，美国实际利率止跌反弹，但市场反身性交易联储降息预期，贵金属价格短期调整后有望重拾涨势，建议回调多配黄金和白银。

- 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月货币政策会议纪要延续偏鹰，市场预期联储最早6月降息，美债利率震荡偏强，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劈叉，总体延续疲弱，制造业产能利用率结构性抬升，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劈叉，总体延续疲弱，制造业产能利用率结构性抬升，短期货币供需偏中性偏紧，地方政府专项债将陆续发行，资金价格有望趋紧，利率总体低位震荡，建议 回调进行国债期货十债波段多单配置，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	
商品	南华工业品	震荡	国内地产高频销售新房和二手房劈叉，总体延续疲弱，制造业产能利用率结构性抬升，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月货币政策会议纪要延续偏鹰，市场预期联储最早6月降息，美债利率震荡偏强，风险资产价格高位承压，贵金属价格可反身性交易新一轮联储降息预期，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	
	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

港股>国内股市>大宗商品>欧美股市>国内债券>美元指数>美债>黄金

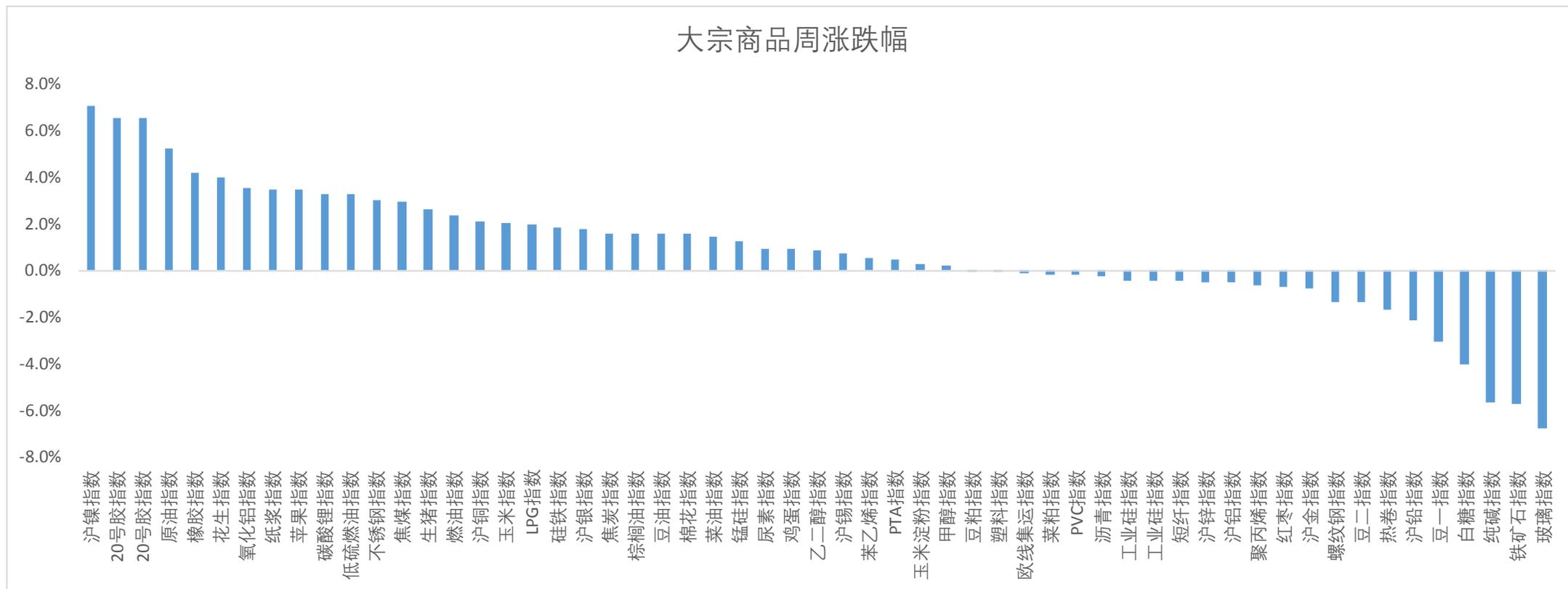
全球大类资产价格涨跌幅							
国内股市		海外和港股		大宗商品		利率和货币	
上证指数	4.85%	恒生中国企业	7.56%	南华商品	0.92%	十债收益率(%)	-0.0375
深证成指	2.82%	恒生指数	5.34%	南华能化	4.66%	二债收益率(%)	-0.1003
创业板指	1.81%	恒生科技指数	6.56%	南华黑色	6.70%	期限利差 (10-2Y)	0.0628
上证50	3.44%	富时新兴市场指数	3.26%	南华有色金属	7.56%	DR007(%)	0.0596
沪深300	3.71%	富时欧洲	1.99%	螺纹钢	-1.30%	美国十债收益率(%)	0.1100
科创50	1.73%	标普500	1.82%	生猪	9.01%	美国二债收益率(%)	0.2100
中证1000	4.66%	纳斯达克综指	1.05%	WTI原油	2.42%	美债期限利差 (10-2Y)	-0.1000
中证500	0.92%	道琼斯工业平均	1.29%	路透CRB商品指数	0.17%	德国十债收益率(%)	0.1600
周期(风格.中信)	5.32%	德国DAX	2.69%	COMEX铜	4.07%	COMEX黄金	-0.25%
成长(风格.中信)	6.70%	日经225	6.06%	CBOT大豆	-3.89%	美元指数	-0.22%

数据来源：iFind. 正信期货

行情回顾

➤ 过去一周大宗商品表现：沪镍领涨，玻璃领跌

沪镍>20号胶>原油>……白糖>纯碱>铁矿>玻璃



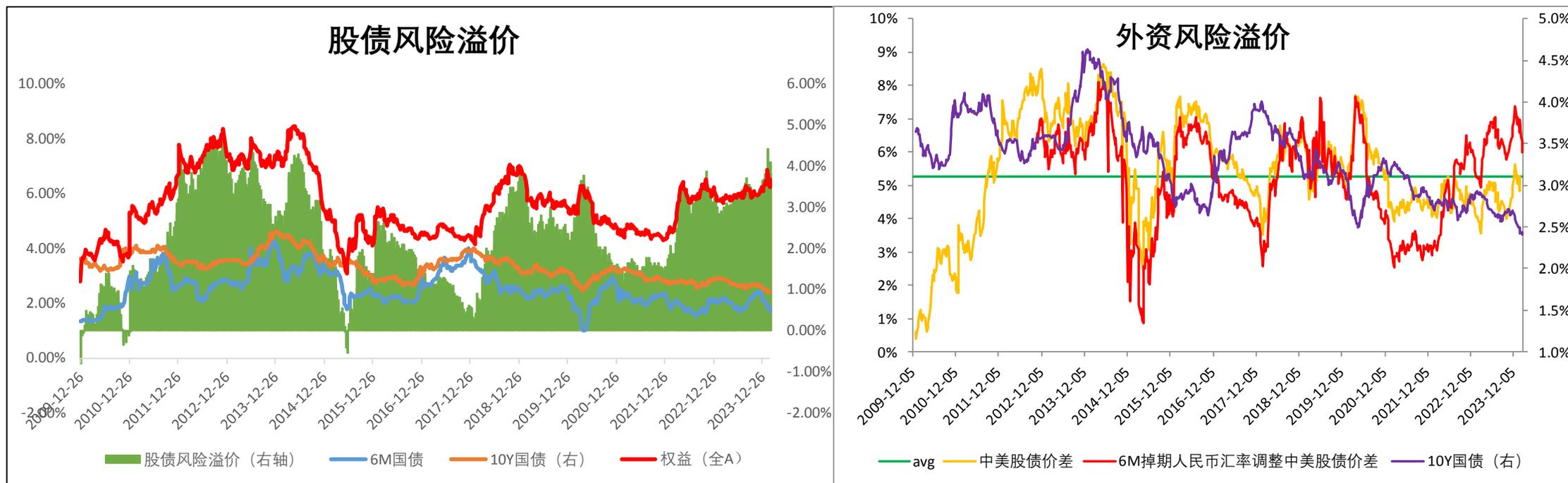
数据来源：iFind. 正信期货

行情回顾

过去一周大类资产风险溢价



股债风险溢价录得**3.83%**，较上周下降**0.3%**，位于**91%**分位点，外资风险溢价指数录得**5.99%**，较上周下降**0.47%**，位于**62.5%**分位点，外资吸引力高位回落。

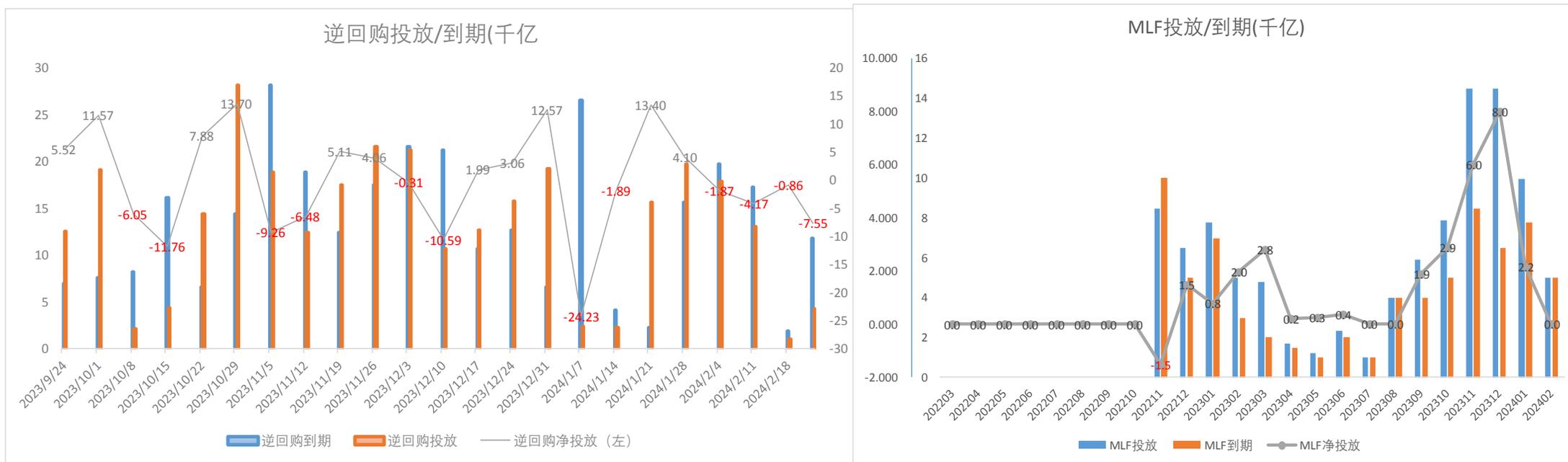


数据来源： iFind. 正信期货

货币供需分析——货币供应



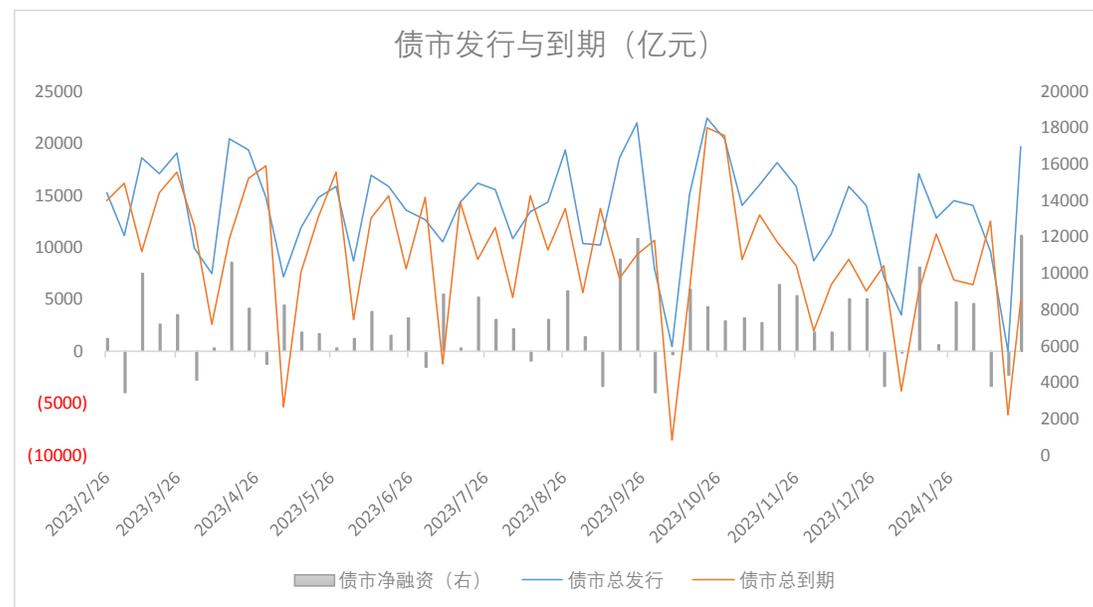
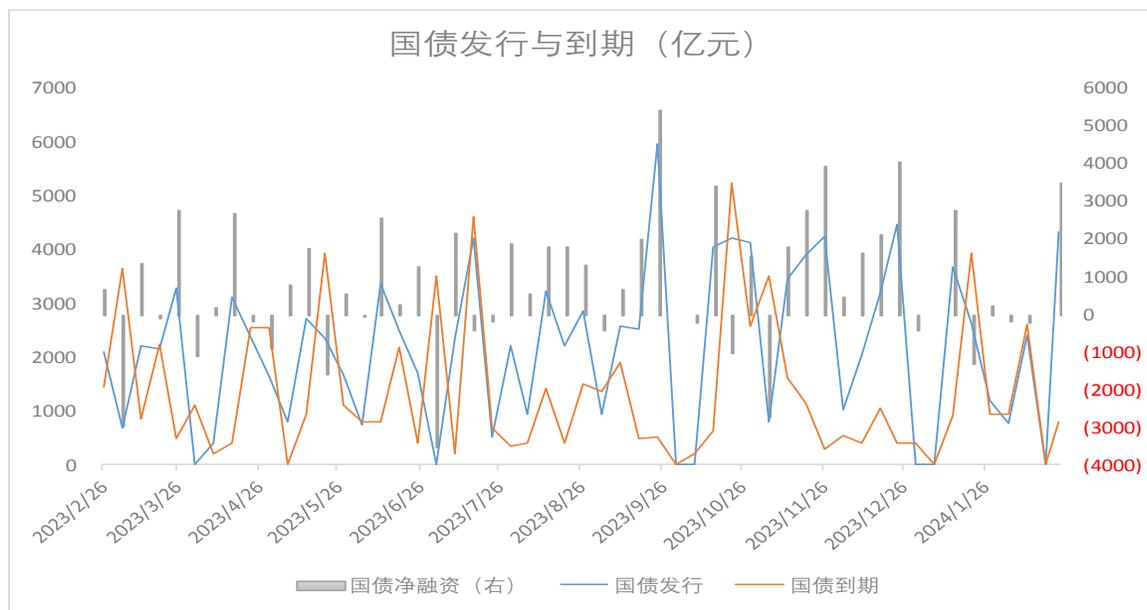
上周央行OMO逆回购到期11820亿元，逆回购投放4270亿元，货币净回笼7550亿元，货币供给季节性收紧。同时，MLF在2月份投放5000亿，到期4990亿，持续超额续作，净投放10亿，规模边际大幅下滑，总体2月货币供应回归中性偏紧。



数据来源：同花顺iFind，正信期货

货币供需分析——货币需求

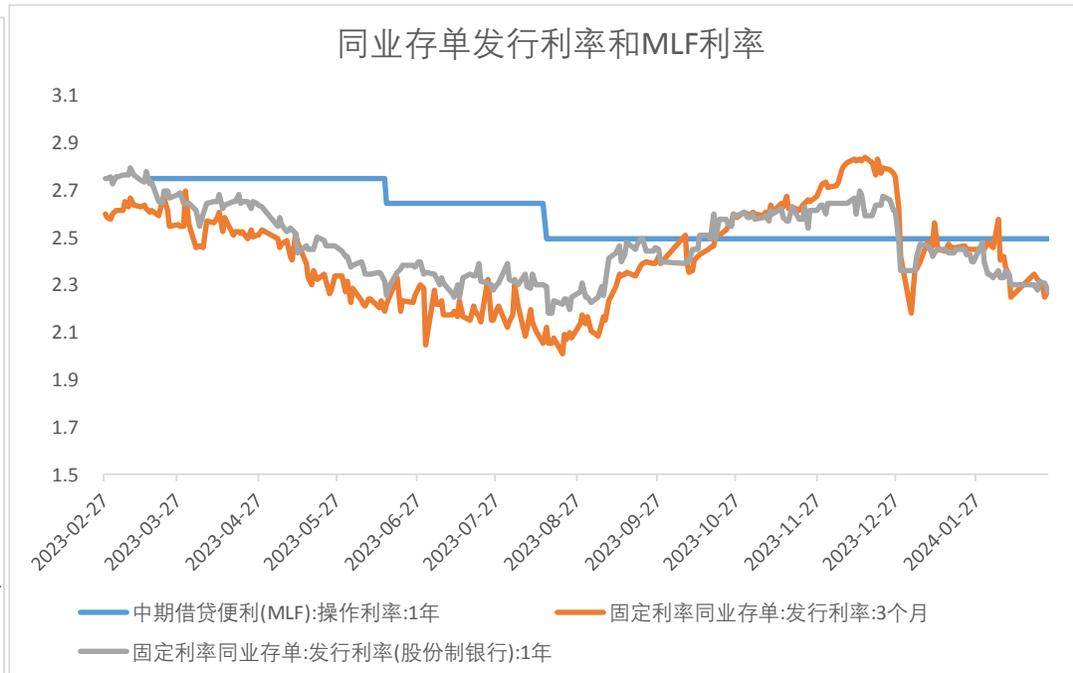
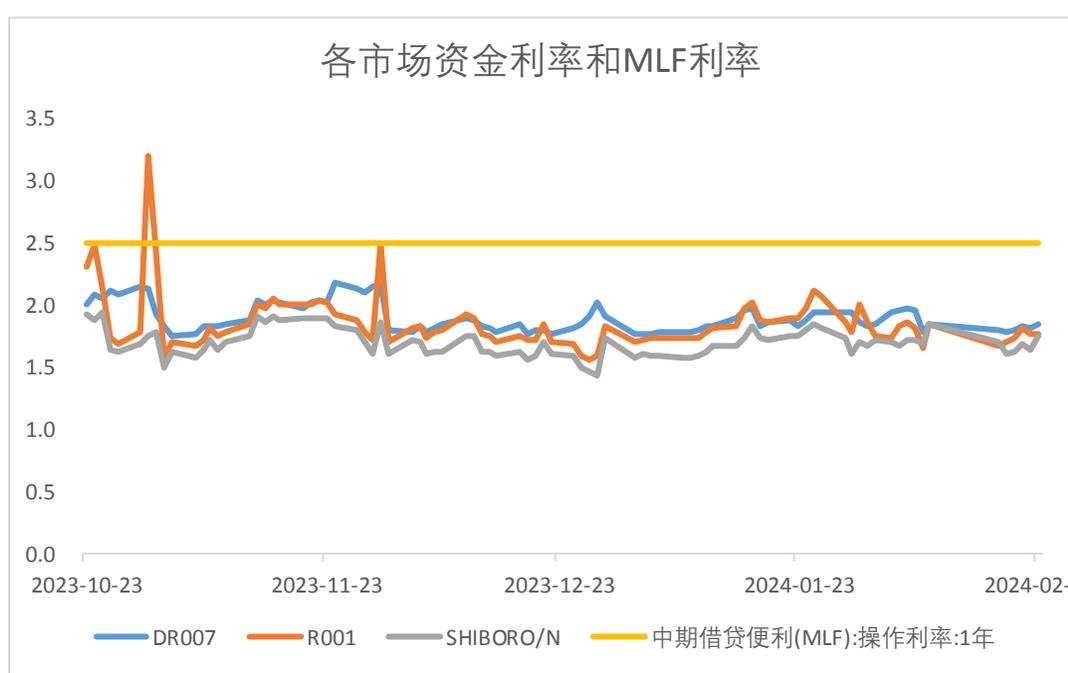
上周国债发行4320亿，到期801亿，货币净需求3519亿；地方债发行757.9亿，到期496.7亿，货币净需求261.1亿；其他债发行14699.9亿，到期7237.1亿，货币净需求7462.7亿；债市总发行19777.8亿，到期8534.8亿，货币净需求11242.9亿，货币需求春节后季节性大幅好转，系国债融资和企业债务融资需求增加。



数据来源：同花顺iFind，正信期货

货币供需分析-资金价格

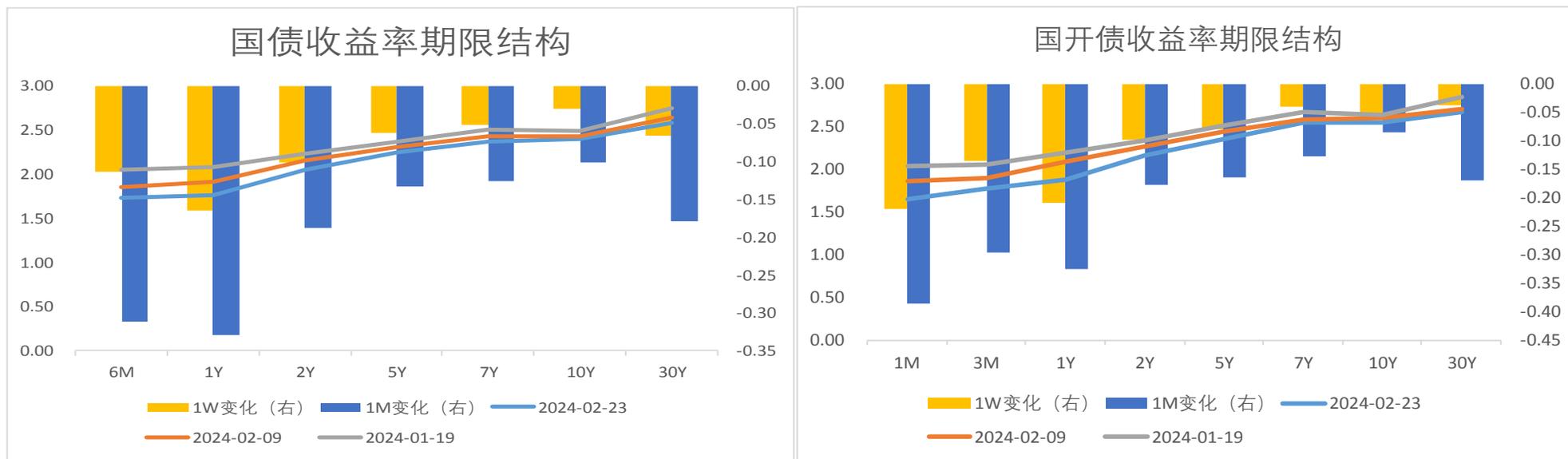
DR007、R001、SHIBOR隔夜分别变化3.6bp、9.5bp、4.8bp至1.84%、1.77%、1.75%。同业存单发行利率下降6.8bp，股份制银行发行的CD利率回落3bp至2.27%，大幅低于MLF 1年期利率水平（2.5%），资金真实总需求回落，货币供给中性驱动资金价格回调。



数据来源：同花顺iFind，正信期货

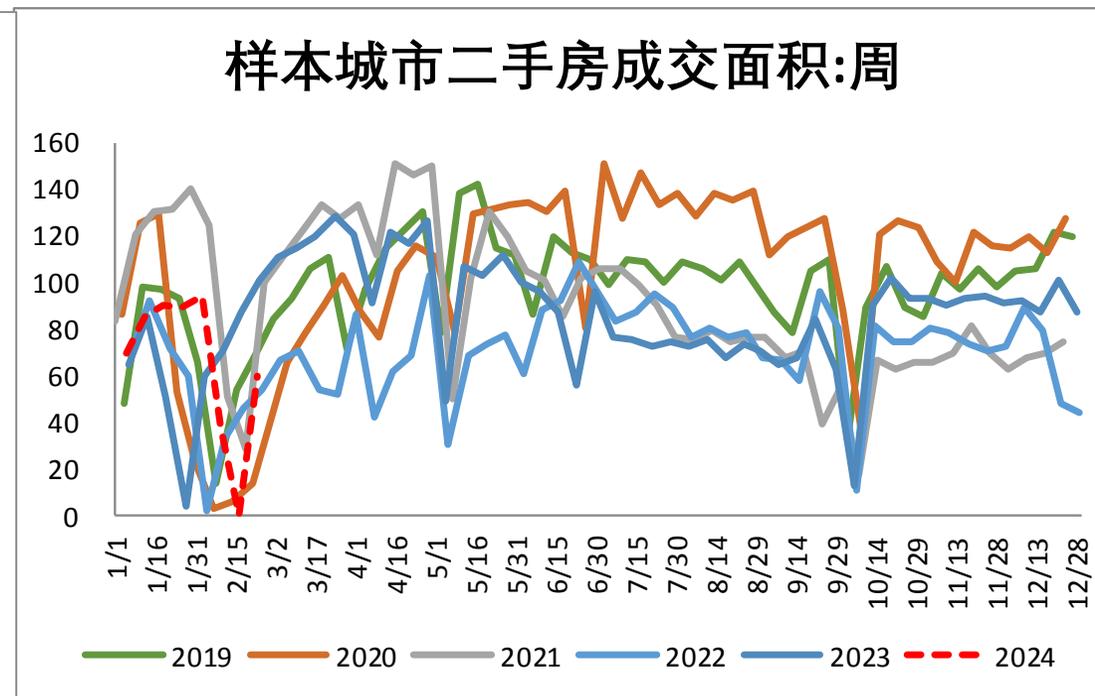
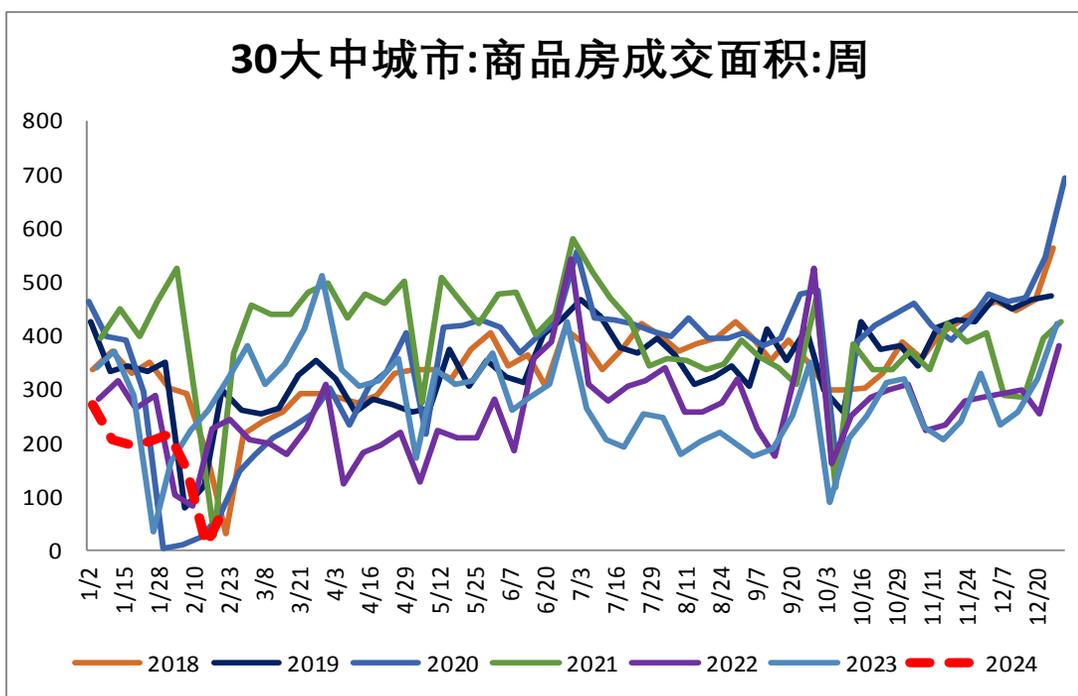
货币供需分析-期限结构

上周10年期国债收益率较前一周变化-3bp，5年期国债收益率变化-6bp，2年期国债收益率变化-10bp；10年期国开债收益率较前一周变化-5.2bp，5年期国开债收益率变化-7.9bp，2年期国开债收益率变化-9.8bp，整体来看，上周收益率期限结构小幅走陡，受春节后配置型需求激增和地产疲弱的驱动，利率进一步下跌，国债和国开债之间的信用利差有所缩窄。



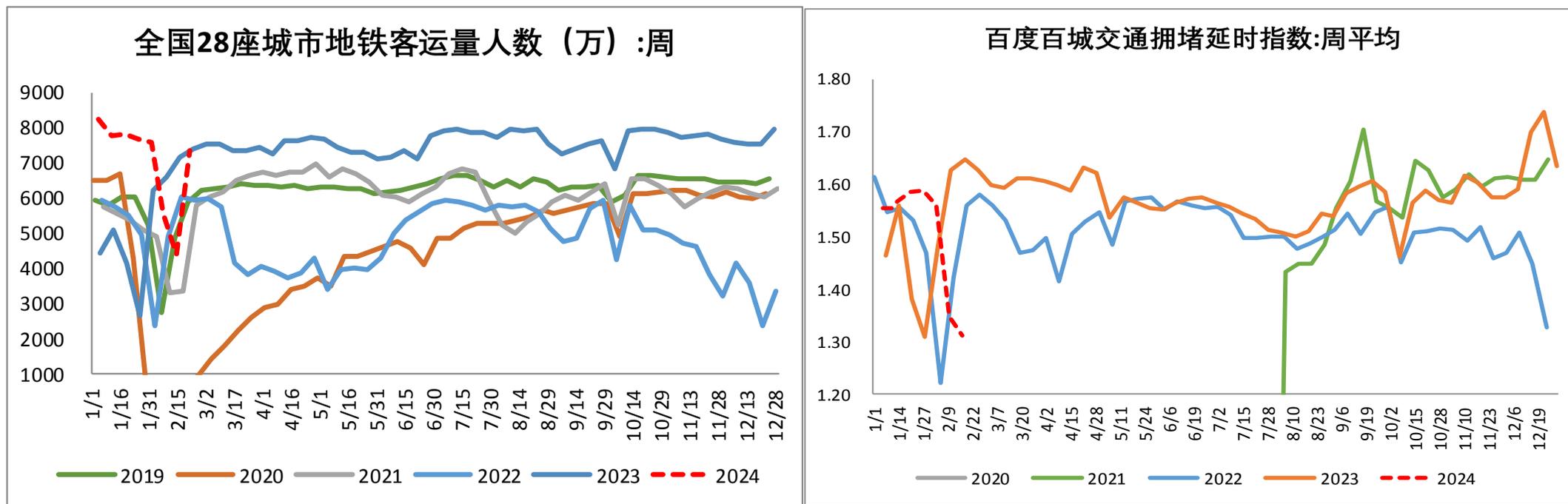
实体经济分析——地产需求

截止2月22日数据，30大中城市商品房周成交面积为84.1万平方米，环比上周7.2万平方米季节性反弹，仍位于近7年低位；二手房销售季节性大幅反弹，回到2022年水平，春节后地产高频销售走势边际改善，但仍显疲弱，居民购房信心不强。



实体经济分析——服务业活动

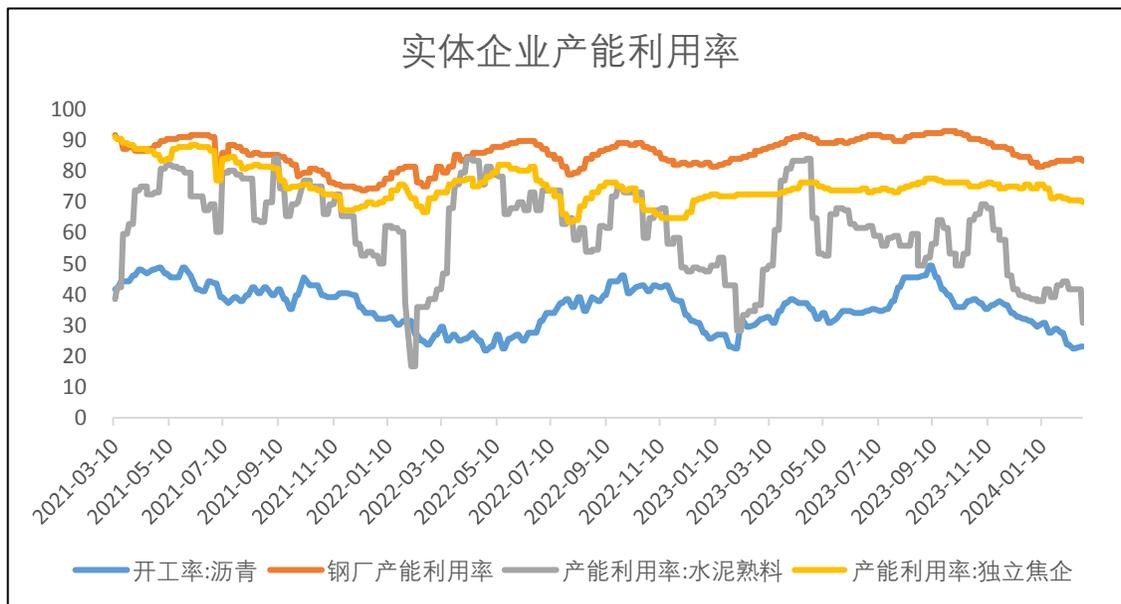
截止2月23日，全国28大中城市地铁客运量维持高位，周度日均7329万人次，较去年同期下降0.6%，较2021年同期增长26.9%，服务业经济活动春节后季节性反弹。百城交通拥堵延时指数较上周环比大幅下降，位于近三年低位水平，表明城市人口长假期间人流恢复较慢。



数据来源: iFind, 正信期货

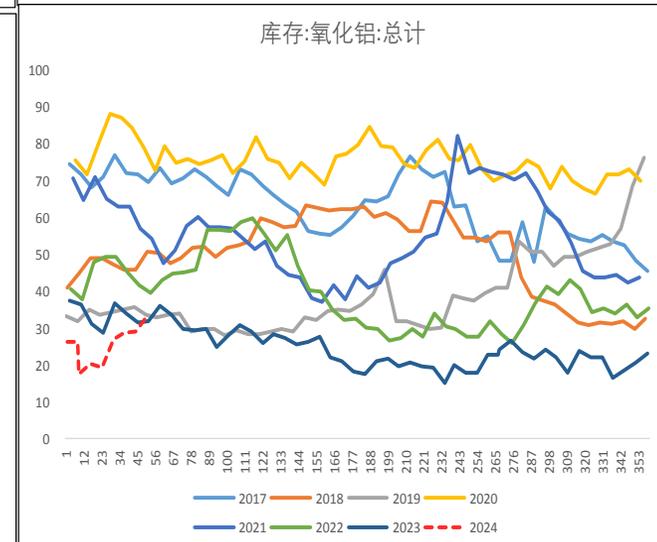
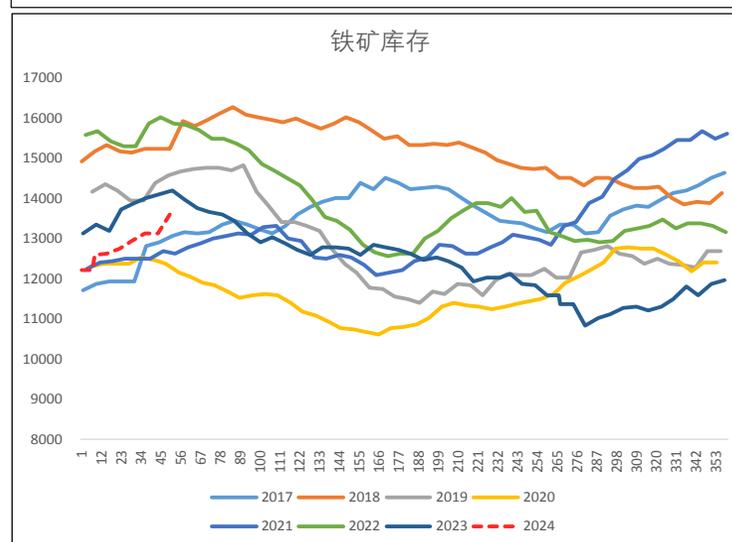
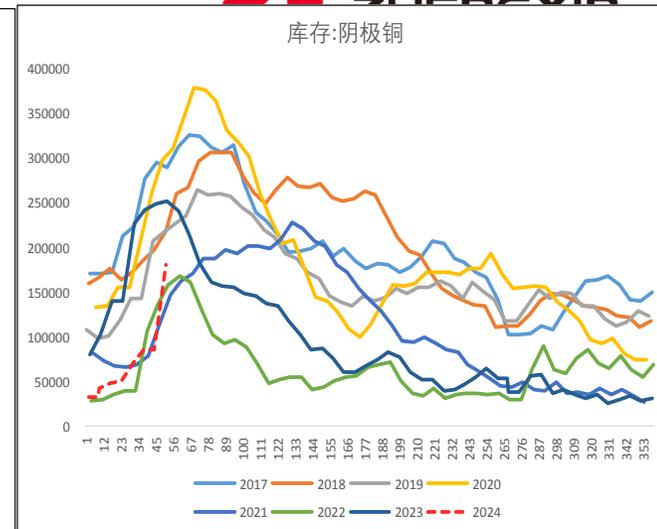
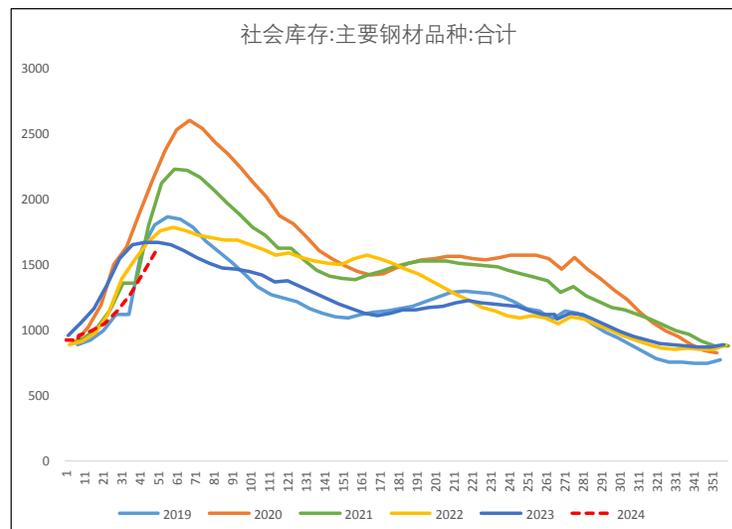
实体经济分析——制造业跟踪

制造业产能利用率春节后涨跌分化，钢厂产能利用率下降0.21%，沥青产能利用率反弹0.8%，水泥熟料企业产能利用率大幅下降10.9%，焦企产能利用率下降0.62%，地产基建相关制造业产能利用率在基建项目被叫停后持续下降，关注元宵节后能否反弹，外需相关的化工产业链平均开工率较上周大幅反弹5.8%，节后复产复工提升开工率，综合来看，制造业内外需走势分化，外需偏强内需走弱。



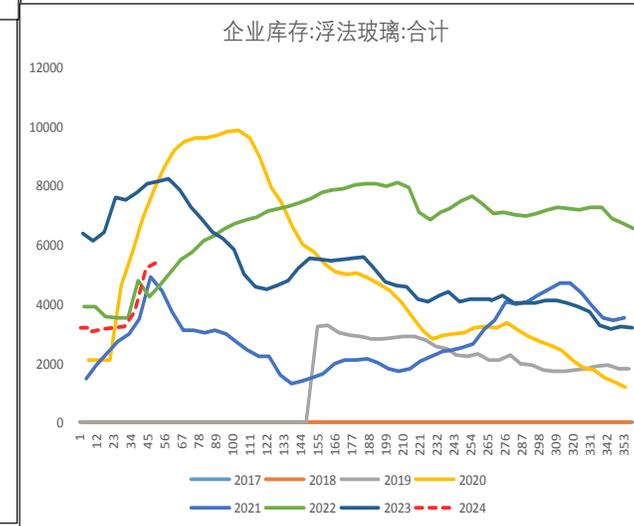
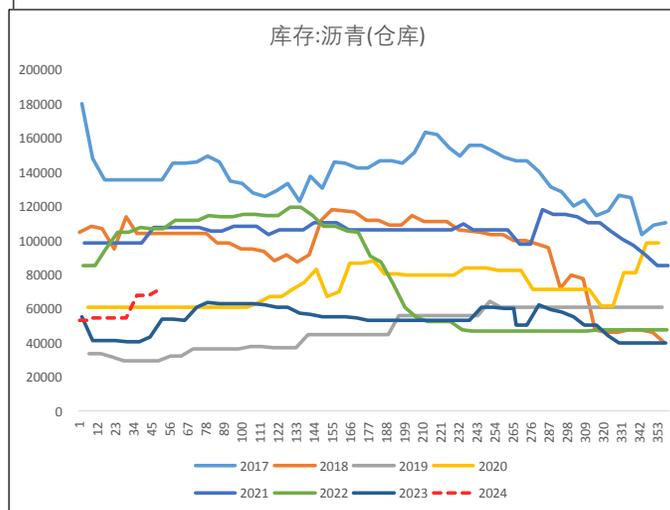
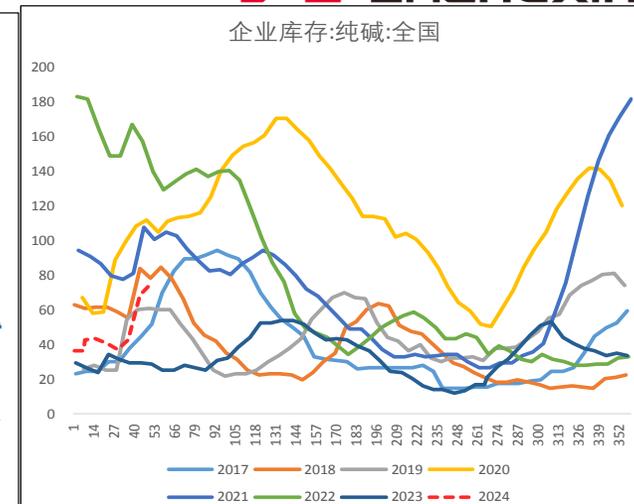
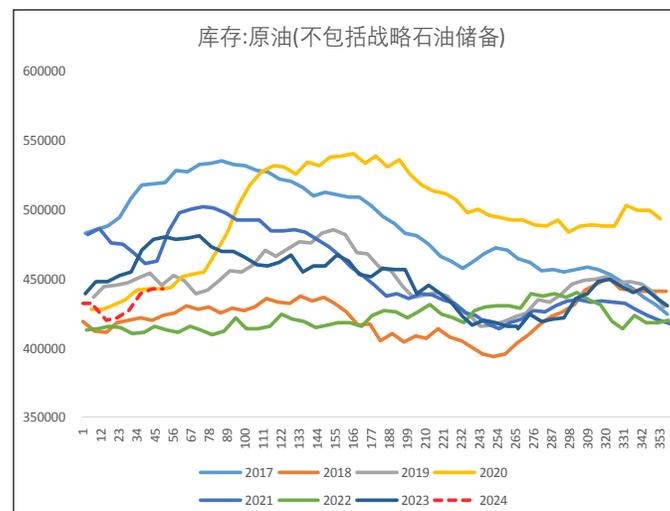
大宗商品分析——金属库存

- ✓ 钢材、铜、铝维持季节性累库周期，铁矿进入降库周期初期。
- ✓ 钢材库存持续反弹，位于历史偏低水平，铜库存大幅反弹，位于2022年以上，铜价走势高位震荡。
- ✓ 铁矿有望进入季节性降库周期，上周库存大幅反弹，铁矿价格大幅调整。
- ✓ 氧化铝的库存处于近7年以来低位水平，上周库存持续反弹，铝价低位震荡。



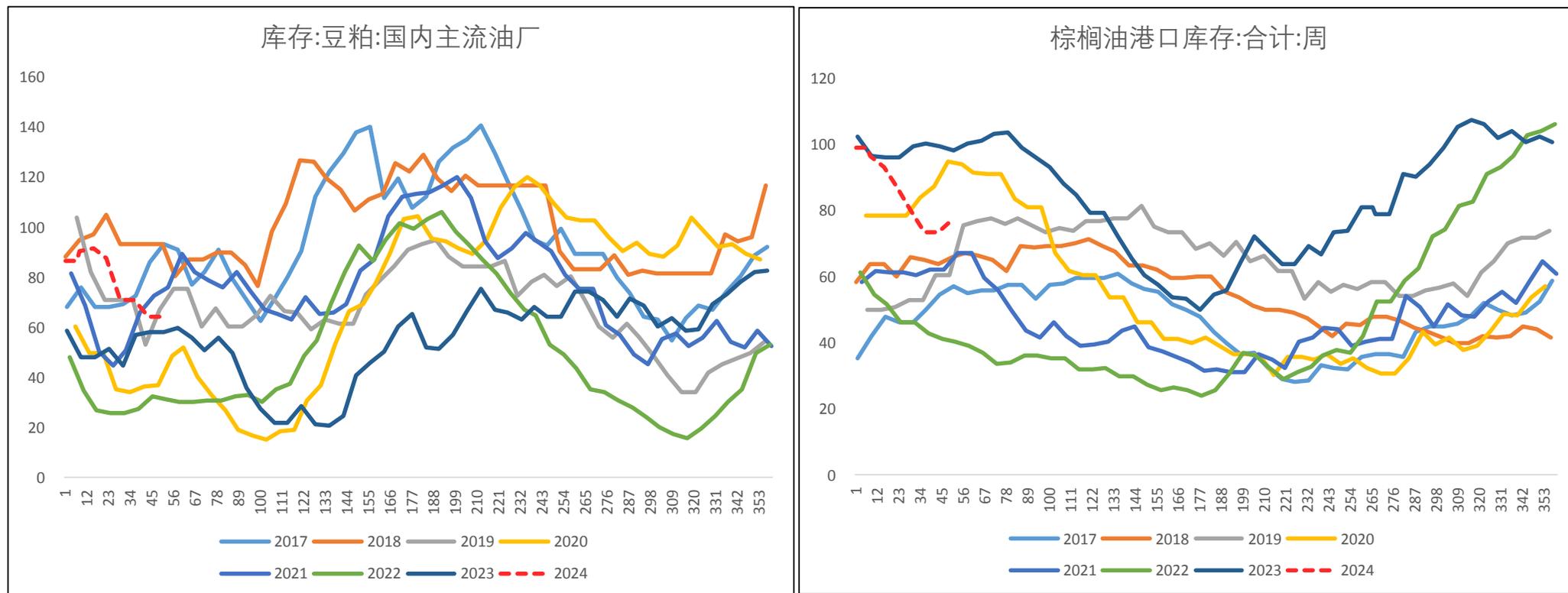
大宗商品分析——化工库存

- ✓ 原油库存位于中性水平，上周库存持平，原油价格震荡偏强。
- ✓ 沥青库存中性偏低，上周库存持续反弹，沥青价格震荡偏弱。
- ✓ 纯碱维持季节性累库周期，上周库存大幅反弹，纯碱价格大幅下跌。
- ✓ 玻璃处于季节性累库过程，上周库存大幅增加，玻璃价格高位调整。



大宗商品分析——农产品库存

豆粕位于季节性降库周期，上周库存进一步下降，油脂库存季节性下降，上周库存小幅反弹，接近2019年水平，驱动油脂价格弱势震荡，豆粕价格预计延续低位震荡。



数据来源: iFind, 正信期货

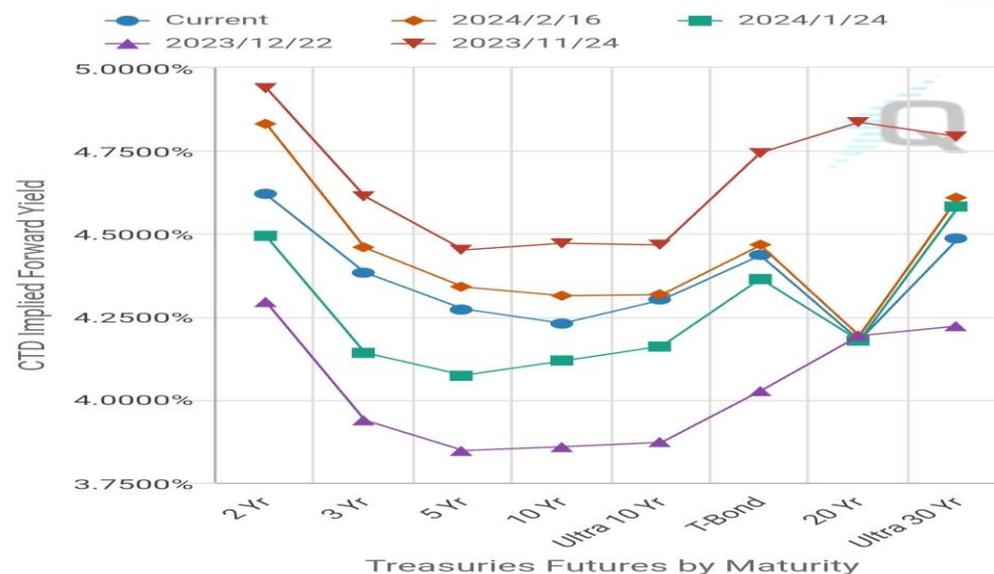
基本面分析——海外宏观

上周美联储发布一月货币政策会议纪要，与议息会议一致偏鹰态度，金融市场对利率路径预期变化不大，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4%，预期最早6月降息的概率为52%，年内降息次数维持4次，累计降息幅度约1%，美十债利率在4.3%附近震荡。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缩窄，2年期国债收益率从4.83%回落至4.62%，十年期国债收益率从4.32%回落至4.23%。

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
2024/3/20				0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	4.0%	96.0%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.9%	25.3%	73.8%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%	14.3%	52.0%	33.1%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	8.2%	35.4%	41.5%	14.7%
2024/9/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	5.7%	26.7%	39.5%	23.2%	4.7%
2024/11/7	0.0%	0.0%	0.1%	2.9%	16.2%	33.1%	31.4%	14.0%	2.3%
2024/12/18	0.0%	0.1%	2.0%	11.7%	27.4%	32.0%	19.8%	6.2%	0.8%
2025/1/29	0.0%	1.2%	7.6%	20.8%	30.0%	25.0%	12.0%	3.1%	0.3%
2025/3/12	0.4%	3.4%	12.1%	23.9%	28.3%	20.5%	9.0%	2.2%	0.2%

TREASURY FUTURES YIELD CURVE

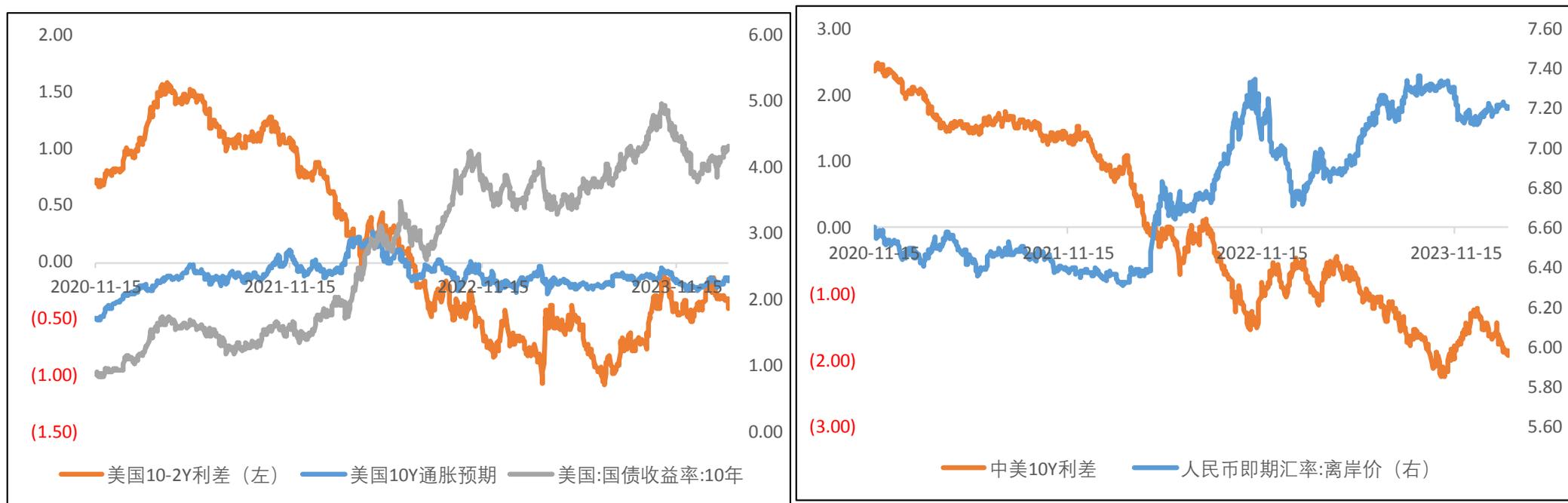


数据来源：同花顺iFind，正信期货

基本面分析——海外宏观



截至2月23日，美国十债利率较上周回落4bp，通胀预期回落3bp，实际利率小幅回落1bp至1.96%，风险资产价格高位震荡分化。美债10-2Y价差倒挂程度大幅扩大7bp至-41bp，表明市场对美国经济韧性表示担忧。中美利差倒挂程度小幅缩窄1bp至-186bp，离岸人民币升值0.12%。



数据来源：同花顺iFind，正信期货

量化诊断——权益

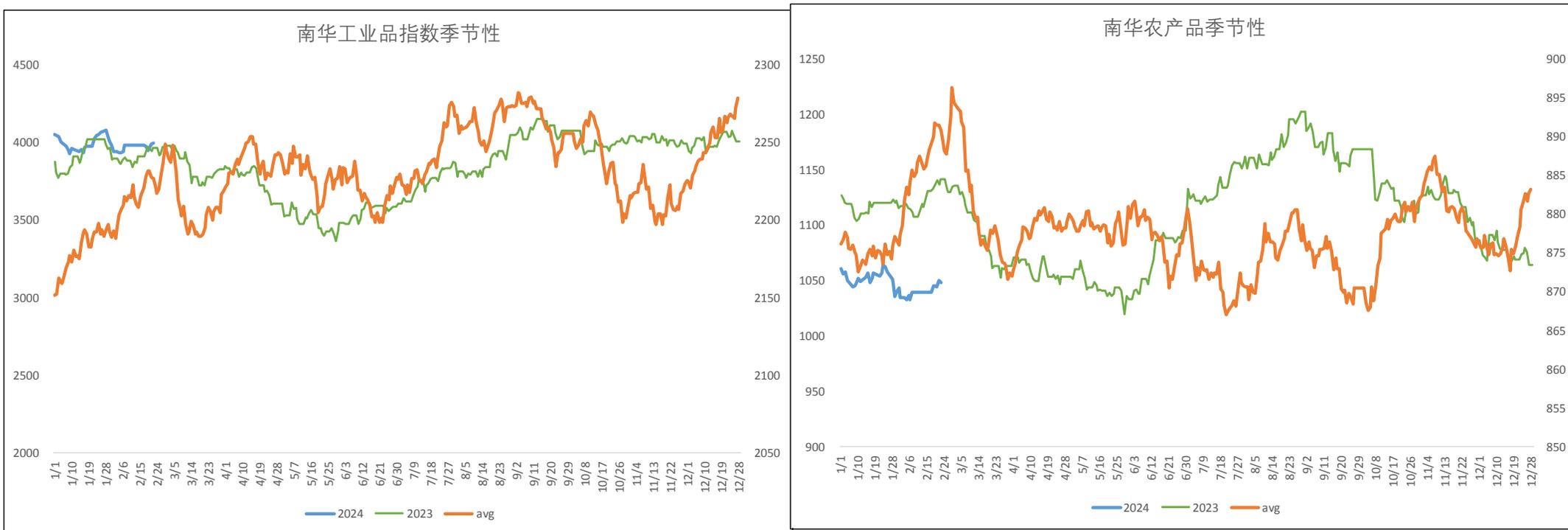
根据季节性规律分析，2月末至3月股市处于震荡阶段，并且风格分化剧烈，周期类大幅反弹后面临调整风险，成长类延续震荡上涨，上周市场在监管政策扰动下延续偏强运行，短期预计走势震荡分化，关注回调做多机会。风格方面，在利率震荡下行和成长股充分调整的背景下，风格差异预计成长占优，关注IC和IM持续反弹的机会。



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回落和国内政策刺激效应减弱的背景下有望震荡调整，关注反弹波段做空的机会或多有色、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12-2月的加速震荡回落后，3月份将震荡反弹，随后4-5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。由于实体经济数据延续疲弱，且地产销售乏力，利率短期或将延续震荡偏弱走势，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。



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**，在美国经济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回落和美国经济中期衰退的背景下，贵金属预计延续震荡筑底，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PMI表现、美国1月PCE物价和2月制造业PMI



本周财经日历中，中国将公布2月PMI，关注经济是否边际复苏拐点。

美国将公布1月PCE物价指数和居民收入支出以及2月ISM制造业指数数据，关注经济数据的边际变化给联储降息预期的扰动。

日期	时间	事件	国家/地区	重要性	前值	预测值
2024-02-26	21:00	美国营建许可环比(%)	美国	低	1.8	-1.5
2024-02-26	21:00	美国营建许可总数(户)	美国	中	1.493M	1.470M
2024-02-27	21:30	美国扣除飞机非国防资本耐用品订单环比(%)	美国	低	0.3	
2024-02-27	21:30	美国耐用品订单环比(%)	美国	低	0.0	-4.5
2024-02-27	07:30	日本全国CPI同比(%)	日本	中	2.6	
2024-02-27	07:30	日本全国核心CPI同比(%)	日本	低	2.3	1.8
2024-02-28	21:30	美国GDP平减指数当季环比(%)	美国	中	3.3	1.5
2024-02-28	21:30	美国PCE物价指数年化当季环比(%)	美国	低	2.6	1.7
2024-02-28	21:30	美国核心PCE物价指数当季环比(%)	美国	中	2.00	2.00
2024-02-28	21:30	美国实际GDP年化当季环比(%)	美国	中	4.9	3.3
2024-02-28	18:00	欧元区消费者信心指数	欧元区	低	-16.1	-15.5
2024-02-29	21:30	美国PCE物价指数环比(%)	美国	中	0.2	0.3
2024-02-29	21:30	美国PCE物价指数同比(%)	美国	中	2.6	
2024-02-29	21:30	美国个人收入环比(%)	美国	低	0.3	0.5
2024-02-29	21:30	美国个人支出环比(%)	美国	低	0.7	0.3
2024-02-29	21:30	美国核心PCE物价指数当季环比(%)	美国	中	2.9	
2024-02-29	21:30	美国核心PCE物价指数环比(%)	美国	中	0.2	0.4
2024-02-29	07:50	日本工业产出环比(%)	日本	低	1.4	-7.3
2024-02-29	13:00	日本新屋开工同比(%)	日本	低	-4.0	-7.7
2024-02-29	13:00	日本营建订单同比(%)	日本	低	0.4	
2024-03-01	23:00	美国ISM制造业PMI	美国	高	49.1	49.1
2024-03-01	23:00	美国密歇根大学1年期通胀率预期(%)	美国	中	2.9	3.0
2024-03-01	23:00	美国密歇根大学5-10年期通胀率预期(%)	美国	低	2.9	2.9
2024-03-01	23:00	美国密歇根大学消费者信心指数	美国	低	79.0	79.6
2024-03-01	18:00	欧元区CPI同比(%)	欧元区	高	2.8	2.5
2024-03-01	18:00	欧元区CPI环比(%)	欧元区	高	-0.4	
2024-03-01	17:00	欧元区Markit制造业PMI	欧元区	高	46.6	46.1
2024-03-01	18:00	欧元区核心CPI环比(%)	欧元区	中	-0.9	
2024-03-01	18:00	欧元区失业率	欧元区	高	6.4	6.4
2024-03-01	18:00	欧元区未季调核心CPI同比(%)	欧元区	中	3.3	3.0
2024-03-01	08:30	日本日经/Markit制造业PMI	日本	低	48.0	47.2
2024-03-01	07:30	日本失业率	日本	中	2.4	2.4
2024-03-01	09:45	中国财新制造业PMI	中国	高	50.8	
2024-03-01	09:30	中国官方非制造业PMI	中国	中	50.7	
2024-03-01	09:30	中国官方制造业PMI	中国	中	49.2	
2024-03-01	09:30	中国官方综合PMI	中国	高	50.9	

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