



2024年2月29日

宏观总量月报（2024年2月）

王笑 投资咨询从业资格号：Z0013736 Wangxiao019787@gtjas.com

毛磊 投资咨询从业资格号：Z0011222 Maolei013138@gtjas.com

瞿新荣 投资咨询从业资格号：Z0018363 Quxinrong027631@gtjas.com

戴璐（联系人） 期货从业资格编号：F03107988 Dailu026543@gtjas.com

唐立（联系人） 期货从业资格号：F03100274 Tangli026575@gtjas.com

报告导读：

■ 摘要：

大类资产组合：前期 A+H 市场呈现超调，同时月初中债、美债性价比均不够高，商品配置中频 CTA 为了分散收益来源，且看好年中中美补库共振作为提前布局。月中 10Y 美债利率触达 4.3% 一带后美债长债配置价值凸显，因此加仓偏长久期的美债 ETF TLT，通过规避美债短债来增强对于加息不确定性的应对，同时保留长端的观点。中债长债拥挤度较高，性价比偏低。

周期定位：国内处于三周期分析框架下的第 1 阶段复苏期；海外仍处于三周期分析框架下的第 4 到第 5 个阶段的过渡。

宏观君之见：1-2 月为例行宏观数据发布清淡期，即使正常发布的 PMI、通胀、金融等数据，也受到今年与去年春节时间错位的扰动，而加大了市场对后期宏观趋势判断的难度。从高频数据来看，新房销售依然偏弱，出行消费热度回升。自放开以来的宏观叙事似乎仍在延续。

2 月大类资产表现回顾：全球权益市场表现偏强，A 股港股市场表现亮眼。在 1 月的强非农数据支撑下，美债收益率有所上行，同时中债 10Y 收益率小幅下行围绕 2.4% 一带进行波动。CME 比特币期货表现强势。商品方面，生猪开始走强，铁矿回调较深。

3 月宏观展望：国内宏观边际改善难有明显证据，正如地产的需求短期难以显著改善，需要关注两会是否存在进一步的政策驱动。2 月份海外宏观数据整体韧性，但市场仍然担心关键指标走弱和风险事件影响，整体宏观趋势性不强。

■ 风险提示：

政策支持不及预期。

(正文)

1. 宏观大类资产配置组合表现

我们运用国内的宏、中、微观尺度下的模型以及对于海外经济环境的判断，构建了涵盖股、债、商品以及现金的大类资产配置持仓。

该持仓表现用于宏观配置的观点映射、资产表现的持续跟踪以及研究方法的反复论证。

权益类资产中涵盖了 A 股、H 股以及美股，债券类中仅包含中美利率债，商品则选用 CTA 基准表现。由于该组合仅用于研究追踪，因此现金部分不计算收益率且未考虑交易成本。后期在部分资产类别中，将根据基差表现增加期货替代，增强现金使用效率并增强收益。同时，由于 CTA 部分收益追踪频率为周度，且当前整体组合模拟时间较短，收益率曲线将在未来添加呈现。

2 月思路：前期 A+H 市场呈现超调，同时月初中债、美债性价比均不够高，商品配置中频 CTA 为了分散收益来源，且看好年中中美补库共振作为提前布局。月中 10Y 美债利率触达 4.3% 一带后美债长债配置价值凸显，因此加仓偏长久期的美债 ETF TLT，通过规避美债短债来增强对于加息不确定性的应对，同时保留长端的观点。中债长债拥挤度较高，性价比偏低。

该组合由 2 月第一个交易日开始，截至 2 月 23 日，该组合表现如下图：

图 1：宏观大类资产配置组合表现 4.57%

初始时间	2月初始						
大类	股			债		商品	现金
资产	A股	港股	美股	中债	美债	CTA	现金
权重	0.25	0.25	0	0	0	0.25	0.25
标的	沪深300ETF	恒生指数ETF				CTAbenchmark	
调仓时间	2月14日加入美债配置						
大类	股			债		商品	现金
资产	A股	港股	美股	中债	美债	CTA	现金
权重	0.25	0.25	0	0	0.2	0.25	0.05
标的	沪深300ETF	恒生指数ETF			TLT	CTAbenchmark	
收益率	1.99%	2.26%	0	0	0.33%	-0.01%	0
截至23日收益率	4.57%						

资料来源：Wind，国泰君安期货研究

2. 周期定位与资产配置

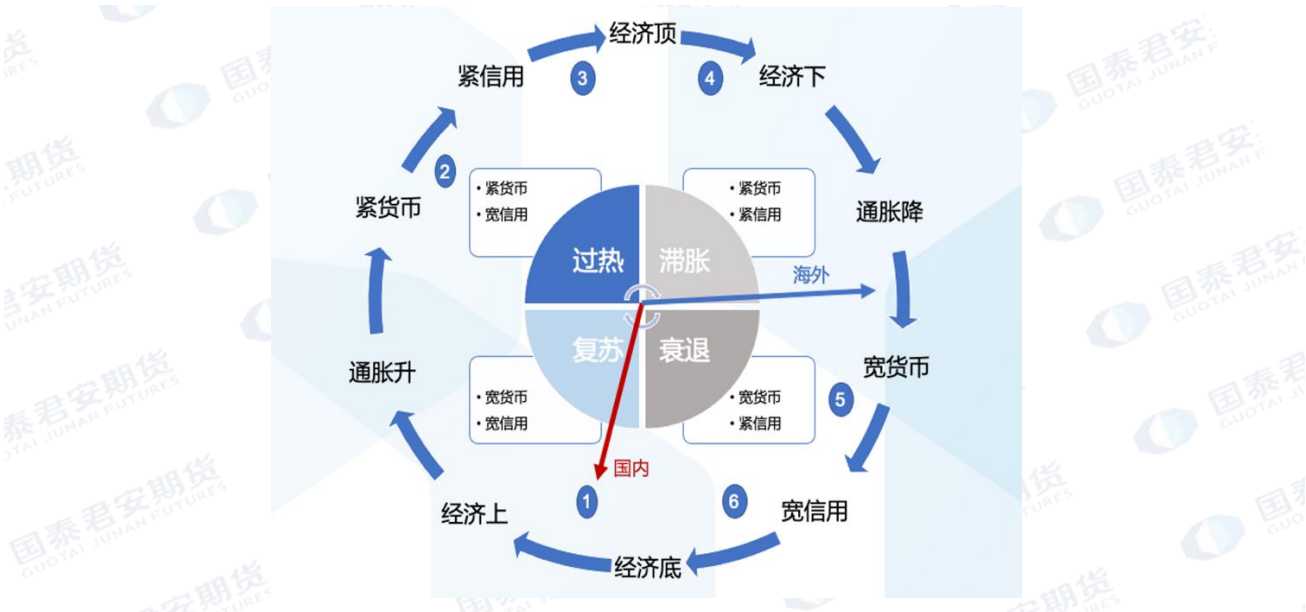
2.1 三周期分析框架

当前国内正处于三周期分析框架（详见《深度专题：2022 与 2012 当经济周期与政治周期相遇》）下的第 1 阶段的复苏期。1 月份权益市场的风险释放后，伴随着持续的资本市场机制改革，权益市场迎来反弹，同时静待关键政策会议的召开。

海外当前处于从阶段 4 向阶段 5 的过程中，美国近期的非农数据显著强于预期且带领 10Y 美债收益率重回 4.3% 一带。年内首次降息预期由年初的 3 月后移至 6 月。但需要关注美国其余宏观需求数据以及非农强韧的延续性。

值得注意的是，国内与海外在当下的周期阶段中已经经历较长的时间，不论是美国政策利率高位持续的时长，还是国内经济正在等待的政策驱动，都是当下市场的主要焦点。

图 2：三周期分析框架中，我国处于第一阶段，海外处于由 4 向 5 的过渡中



资料来源：Wind，国泰君安期货研究

2.2 库存周期分析框架

本轮被动去库期创中国加入 WTO 以来最长，至今已经历时 12 个月，大部分行业的库存绝对值和增速均在底部。从国内 PMI 来看，呈现底部企稳的态势，后续关注政策支持下的内生性增长回归，主动补库年内可期。

美国自从去年 Q3 假突破进入被动去库后，回落至主动去库至今。美国 1 月份的通胀与非农数据均超预期，但持续性存疑。从各项指标看，软着陆似乎已成定局，因此我们认为中美补库共振可期，中性预测下时间点约在年中。

图 3：本轮被动去库期创中国加入 WTO 以来最长，主动补库年内可期

库存周期	时间	被动去库 (月)	主动补库 (月)	被动补库 (月)	主动去库 (月)	总时长 (月)
1	1998/9-2002/1	21	5	8	7	41
2	2002/2-2006/1	9	18	9	13	49
3	2006/3-2009/7	3	24	5	9	41
4	2009/8-2012/9	3	6	18	11	38
5	2012/10-2016/1	11	5	7	17	40
6	2016/2-2020/3	5	9	17	19	50
7	2020/4-2023/2	7	6	11	12	36
8	2023/3-	至今12				
平均时长 (月)		8	10	11	13	42

资料来源：Wind，国泰君安期货研究

图 4：美国目前仍在主动去库，年内补库可期

库存周期	时间	被动去库 (月)	主动补库 (月)	被动补库 (月)	主动去库 (月)	总时长 (月)
1	1996/3-1998/9	12	7	8	4	31
2	1998/10-2002/2	6	14	6	3	29
3	2002/3-2003/6	3	10	2	2	17
4	2003/7-2007/3	9	11	18	6	44
5	2007/4-2009/6	6	4	8	9	27
6	2009/7-2013/4	4	20	0	20	44
7	2013/5-2015/11	7	7	3	14	31
8	2015/12-2020/3	12	18	8	14	52
9	2020/4-2023/12	5	10	12	至今20	
平均时长 (月)		7	11	7	9	34

资料来源：Wind，国泰君安期货研究

3. 大类资产表现以及宏观回顾

3.1 大类资产表现

全球权益市场表现偏强，A股港股市场表现亮眼。在1月的强非农数据支撑下，美债收益率有所上行，同时中债10Y收益率小幅下行围绕2.4%一带进行波动。CME比特币期货表现强势。

商品方面，生猪开始走强，铁矿回调较深。

图 5：全球股指表现强劲，A+H 领衔反弹

权益市场	A股	上证综合指数	7.76%
		深证成指	10.43%
	创业板指数	11.75%	
	港股	恒生指数	8.01%
	海外	东京日经225指数	7.75%
		道琼斯工业平均指数	2.57%
		标准普尔500指数	5.02%
		纳斯达克综合指数	5.49%
		伦敦富时100指数	0.99%
		巴黎CAC40指数	4.05%
		法兰克福DAX指数	3.05%

资料来源：Wind，国泰君安期货研究（数据截至2月23日）

图 6：美债收益率月内反弹，中债收益率持续下行

商品	LME铜	-0.83%
	LME铝	-3.36%
	布伦特原油	-0.11%
	comex黄金	-0.87%
	comex白银	-0.81%
	铁矿石	-6.95%
	生猪	5.32%
另类资产	CME比特币	20.87%
固定收益	10年期国债收益率变动 (bp)	-2.75
	美国10年期国债收益率变动 (bp)	27.00
	3年期AA企业债信用利差 (bp)	-0.66

资料来源：Wind，国泰君安期货研究（数据截至2月23日）

3.2 国内宏观：1-2月为宏观数据发布清淡期，关注两会政策

今年1-2月为宏观数据发布清淡期，工业生产、投资、消费、出口等数据将集中在3月中旬发布。因此我们仅能够根据PMI、社融与信贷数据、商品房销售数据、及一些商品价格数据判断宏观趋势。

从PMI这一领先指标来看，1月PMI结束了连续三个月环比下降趋势，出现回升。回升的主要贡献因素，在于新出口订单、生产及产成品库存这三个分项指标带动。或与全球需求维持韧性，出口改善，以及国内春节提前加大生产备货，并导致产成品累库有关。

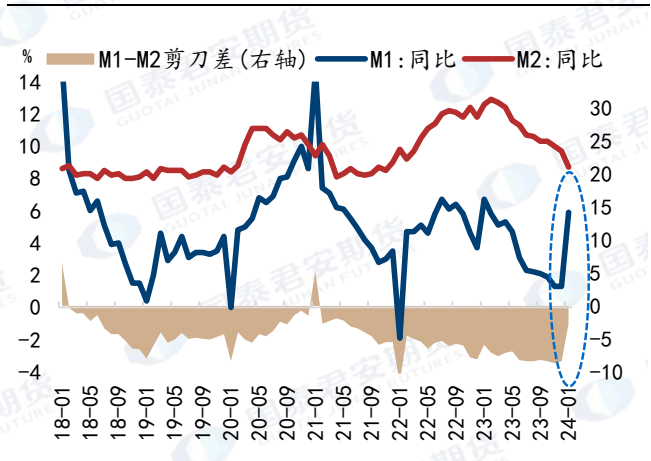
从M1、M2及社融信贷数据看，1月M1大幅走升，而过去M1往往是经济活跃度改善和股市走强的重要领先指标。同时社融和信贷量也在1月创当月历史新高，整体上金融数据改善表明金融对实体经济的支撑依旧。不过分析相关数据高增的原因，M1的高增部分受到了春节这一季节性因素影响，可持续性存疑。而信贷的走升，结构来看，居民贷款同比有所改善，与去年一月低基数有关；企业贷款同比负增长，或预示企业投资意愿不足。

图7：1月PMI回升主要受出口及生产带动



资料来源：Wind、国泰君安期货研究

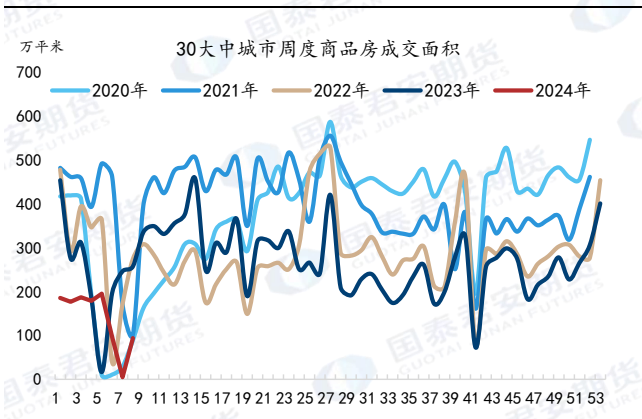
图8：1月代表货币活化程度的M1增速大幅提升



资料来源：Wind、国泰君安期货研究

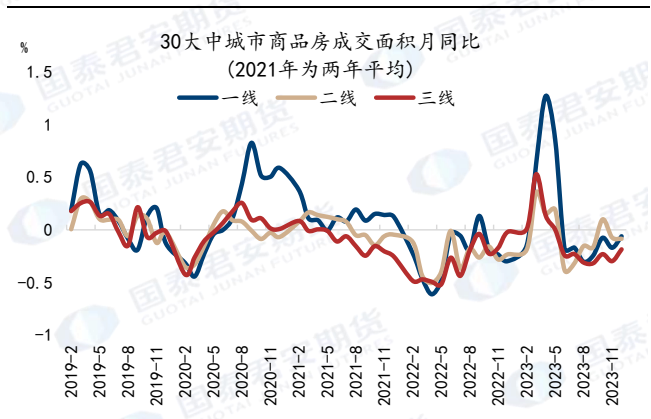
从经济最大的拖累因素看，地产维持弱势，后期修复存不确定。此前报告中我们重点强调此轮经济偏弱，地产是最重要的拖累因素。虽然地产数据经过两年的破位下行后，现阶段地产本身进一步下行的空间在缩窄。但高频地产销售来看，尤其是新房销售依旧偏弱。后期需要关注年初以来一系列政策放松后，居民的承接情况，目前看，地产的明显复苏还需要一定时间的酝酿。

图9：高频日度地产销售面积



资料来源：Wind、国泰君安期货研究

图10：商品房销售同比增速延续负增长



资料来源：Wind、国泰君安期货研究

因此从实体经济表现来看，似乎并没有明显迹象显示开年以来经济有望进一步回升，只是经济下方有底线，没有显著恶化的趋势。我们认为，接下来市场主体信心的增加，1) 依然需要一定的稳增长政策，2) 以及一系列提振信心的组合拳的落地。

稳增长的空间方面，由于今年美国降息大概率延后，因此留给我国货币宽松的空间在收窄（否则会拉大中美利差，增加汇率贬值压力）；更多政策空间可能在财政端。接下来3月5日将召开“两会”，届时今年经济增长目标，财政赤字率、专项债额度将悉数公布，市场也会关注财政政策力度。

今年开年以来股市的大幅波动，虽然有“量化”监管的资金面因素，但市场对中国化债周期下增长路径的忧虑增加，导致了信心的缺失。不过，近期政策面再提推动全国统一大市场建设，推动新一轮大规模设备更新和消费品以旧换新，均有利于改善市场预期，提振增长信心。

但最关键的，我们认为要关注经过“金三银四”的表现后，政策面是否会加码托底力度。如果出现，则可能对后期宏观的信心和真实的经济走势有助益，否则，我们认为今年整体的宏观形势依旧难以明显改善，甚至重回下行。

3.3 海外宏观：数据表现韧性，财报盈利偏强

2月份海外宏观数据整体韧性，但市场仍然担心关键指标走弱和风险事件影响，整体宏观趋势性不强。一方面，美国非农数据、通胀数据展现月度表现好于预期，且制造业、工业周期性指标有所反弹，使得市场进一步计价降息后置，美债收益率反弹；但另一方面，美国经济数据中如零售销售数据大幅不及预期，除季节性因素外利率敏感型消费显著承压，使得市场亦担忧利率（降息预期后置）对经济动能的负面拖累。除此之外，美国商业地产风险引发区域性银行再度回到市场焦点，美国商业地产约2500-9290亿美元之间将在今年重新设定融资条款。（尽管商业地产的市场价值大幅下跌，但银行不一定需要减记这些资产的价值，除非这些物业正在出售或贷款正在再融资）。该行业规模占银行业资产的13%。我们认为，两种路径下：1）区域性银行业破产+挤兑风险=流动性冲击；或者2）错峰展期+美联储结构工具（BTFP）+降息预期安抚=信贷周期再度紧缩。第二种路径概率更大。上周欧元区PMI数据显示一定企稳反弹迹象，其中法国PMI大超预期使得欧元强势反弹，但德国PMI弱于预期阻碍了该货币涨幅空间。

4. 3月宏观展望

汇率方面：美元指数高点回落，美欧“同步性”及风险偏好回升成为主要助推因素。上周欧元区PMI数据显示一定企稳反弹迹象，其中法国PMI大超预期使得欧元强势反弹，但德国PMI弱于预期阻碍了该货币涨幅空间。整体看，美欧经济数据和货币政策呈现“同步性”，使得汇率驱动因素相对平稳，美元指数呈震荡走势。在此环境下，以中国为首的非美经济体风险偏好反弹提升，美国内部股票市场受关键公司盈利表现超预期影响亦不断创下新高，整体看全球风险偏好走高抑制美元指数表现使得其冲高回落。人民币方面，国内5年期LPR超预期降息，国债收益率继续下探，人民币维持7.20一线偏弱震荡，远期人民币波动率仍旧走阔，市场计价美国大选对汇率市场风险。

权益资产方面：海外市场续创新高后有所回落，国内延续反弹。海外方面，英伟达公司四季度营收、利润、一季度指引均超预期，带动芯片股和AI概念股盘后齐涨，目前美国股票市场AI概念、

“Magnificent 7”占总市值再度快速提升驱动整体指数上涨。整体看，美国股市除AI概念之外盈利表现较为强劲，可选消费、信息技术、通信设备等EPS同比增速领先，从微观上展现美国经济韧性。

国债市场方面：美欧收益率阶段高位震荡。一方面，近期美欧数据呈现出一定程度的企稳反弹，包括信贷周期扩张、领先指标同比反弹、新订单回升、就业维持韧性等等，美欧收益在此环境下整体有所抬升，同时股票市场持续上涨亦使得债券配置需求回落。另一方面，近期美债一级市场拍卖有所遇冷，美国财政部拍卖160亿美元20年期国债和90亿美元30年TIPS债券，中标利率相对走高，体现出一级市场需求疲软，阶段性提升美债收益。

本公司具有中国证监会核准的期货交易咨询业务资格

本内容的观点和信息仅供国泰君安期货的专业投资者参考。本内容难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。若您并非国泰君安期货客户中的专业投资者，请勿阅读、订阅或接收任何相关信息。本内容不构成具体业务或产品的推介，亦不应被视为相应金融衍生品的投资建议。请您根据自身的风险承受能力自行做出投资决定并自主承担投资风险，不应凭借本内容进行具体操作。

分析师声明

作者具有中国期货业协会授予的期货投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的期货标的的价格可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的研究服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为做出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

版权声明

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安期货研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的期货品种。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。