

类别
宏观市场月报

日期
2024年3月1日



宏观金融研究团队

研究员：何卓乔(宏观贵金属)
020-38909340
hezhuoqiao@ccb.ccbfutures.com
期货从业资格号：F3008762

研究员：黄雯昕(宏观国债)
021-60635739
huangwenxin@ccb.ccbfutures.com
期货从业资格号：F3051589

研究员：董彬(股指外汇)
021-60635731
dongbin@ccb.ccbfutures.com
期货从业资格号：F3054198

研究员：王天乐(期权量化)
021-60635568
wangtianle@ccb.ccbfutures.com
期货从业资格号：F03107564



中国央行降准又降息

近期研究报告

《宏观专题-20240219-实体强韧但金融脆弱对美联储货币政策和金融市场的启示》

《宏观专题-20240202-2024 年中美能共振开启主动补库阶段吗》

《宏观专题-20240118-美国就业市场距离衰退标准还有多远》

《宏观专题-20240104-2023 年全球宏观经济与大类资产盘点》

《宏观专题-20231227-基钦周期的定义、演化机制与历史规律》

《宏观专题-20231213-美联储降息观察期的宏观市场状况复盘》

观点摘要

- 2023 年底至 2024 年初中国政策利率保持稳定，刺激政策预期落空提振债券并打压股市，雪球敲入压力则使得 1 月份中国股市加速寻底，中国出台刺激政策的压力上升；1 月 24 日中国央行宣布自 2 月 5 日起全面下调存准率 0.5 个百分点，并分别下调支农再贷款、支小再贷款和再贴现利率各 0.25 个百分点，市场信心一度得到提振。但月底香港高等法院裁定恒大清盘，市场对中国房地产市场的悲观预期再次发酵，并引发两融和量化等结构性风险；2 月 7 日监管层决定撤换证监会主席，2 月 20 日中国央行不对称下调 LPR，中国股票市场风险偏好得到提振，但债券市场仍期待中国央行进一步下调政策利率以改善经济增长前景。
- 美国经济就业韧性以及通胀形势反复使得美联储在通胀形势显著缓和之后仍对开启降息进程保持谨慎态度，中国财政政策受到债务压力高企、房地产市场疲软以及国际地缘政治风险的抑制，而货币政策也通过中美利差和人民币汇率等途径受到美欧央行货币政策的牵引，中美制造业库存压力较高的现实意味着新一轮库存周期开启的前提条件是美联储降息，由此风险资产的企稳回升有待于美联储开启降息进程。但目前中国股债差值已经达到 2008 年以来的高水平区间，而在美联储货币政策立场确定转变的情况下中国央行也可以在美联储降息前适当宽松，因此中国股债差值转折时点有可能提前，1 月份和 2 月份中国央行全面降准之后又不对称降息，政策呵护下蓝筹股已经呈现企稳迹象。综合来看建议中期内超配蓝筹价值股和原油，标配利率债和黄金而低配货币、信用债和中小成长股。

目录

一、2024年1-2月份宏观市场回顾.....	- 4 -
二、宏观环境评述.....	- 5 -
2.1 美国实体经济强韧.....	- 5 -
2.2 美欧开年经济表现积极.....	- 8 -
2.3 中国央行降准又降息.....	- 9 -
三、资产市场分析.....	- 11 -
四、中期资产配置.....	- 13 -

一、2024年1-2月份宏观市场回顾

2023年6月份开始中国决策层陆续推出新一轮经济刺激措施，使得因国内房地产市场疲软和国际地缘政治风险而持续走弱的经济增长动能得到一定程度的修复；但一方面房地产市场销售继续疲软，2023年全年房地产销售面积同比萎缩8.5%，居民部门和地方政府债务压力依然沉重；另一方面国际地缘政治风险持续高涨，1月份台湾地区选举中务实台独工作者赖清德上台执政引发台海危机疑虑，巴勒斯坦武装组织哈马斯袭击以色列引发的回波持续冲击中东形势；岁末年初中国经济增长动能依然偏弱，市场预期决策层能提供更有力的财金政策支持。但一方面财政扩张力度受到债务压力和地缘政治形势的抑制，2023年底中央经济工作会议也提出党政机关要习惯过紧日子；另一方面货币宽松力度受到美欧央行政策利率高企、美中利差扩大和人民币贬值压力的牵引，2023年底至2024年初中国政策利率保持稳定。刺激政策预期落空提振债券并打压股市，雪球敲入压力则使得1月份中国股市加速寻底，中国出台刺激政策的压力上升；1月24日中国央行宣布自2月5日起全面下调存准率0.5个百分点，并分别下调支农再贷款、支小再贷款和再贴现利率各0.25个百分点，市场信心一度得到提振。但月底香港高等法院裁定恒大清盘，市场对中国房地产市场的悲观预期再次发酵，并引发两融和量化等结构性风险；2月7日监管层决定撤换证监会主席，2月20日中国央行不对称下调LPR，中国股票市场风险偏好得到提振，但债券市场仍期待中国央行进一步下调政策利率以改善经济增长前景。

2023年12月美联储会议小幅下调2024年美国经济增长和通胀展望，在此基础上美联储宣布结束本轮加息进程并预计2024年和2025年分别降息75BP和100BP。美联储和市场终于在政策利率变动方向上达成一致，而美联储货币政策立场的调整也激发市场乐观情绪，2023年底市场预期美联储将从2024年3月份开始降息(概率)且年内降息空间达到150BP，乐观情绪打压美元汇率和美债利率并推高美国股票和大宗商品。但2024年开年以来公布的PMI、就业和通胀等经济数据显示美国实体经济仍然强韧而通胀续降难度上升，市场对美联储降息乐观情绪的修正推动美元汇率和美债利率回升，美联储1月份议息会议清晰的表达了其对于开启降息进程的谨慎态度；即使1月底纽约社区银行事件一度重燃市场对美国银行业的担忧，但在超预期的1月份CPI和PPI数据公布之后市场继续修正美联储降息预期，2月13日美元指数上测105压力水平而美债10年期利率重返4.3%上方，伦敦黄金更是跌破2000美元/盎司关口；但目前市场预期的美联储年内降息100BP距离美联储2023年12月会议预期的降息75BP已经相当接近，意味着短期内美联储降息预期的进一步修正空间相对有限，况且1月份PCE物价增速继续

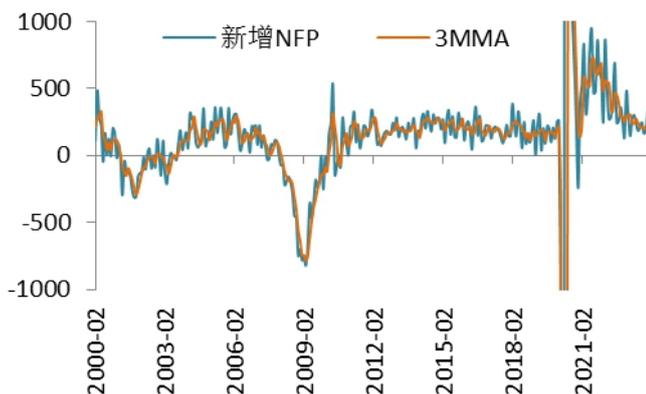
回落，美联储官员指出年内降息依然是合理预期，而且美联储将于3月会议讨论资产负债表问题(可能缩减QT步伐，避免引发流动性风险)，因此2月下半月美元汇率和美债利率小幅回落，对于人工智能引发新一轮科技革命的愿景则推动美国股市迭创新高。

二、宏观环境评述

2.1 美国实体经济强韧

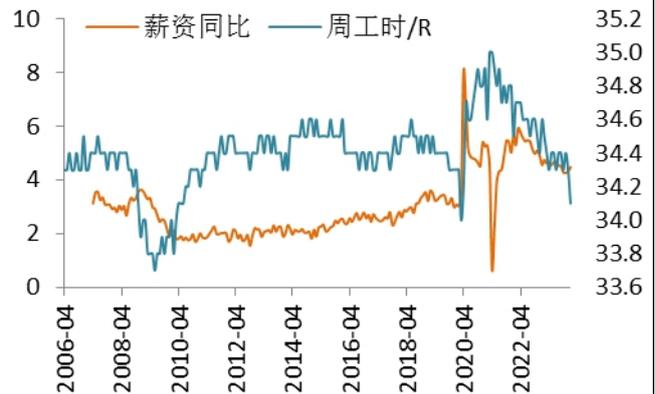
2024年1月份美国新增非农就业35.3万，远超市场主流预期的18.5万，2023年12月新增非农就业从前值21.6万上修至33.3万，这使得近3个月平均新增非农就业达到28.9万，为2023年4月份以来的最高值，也处于2000年至疫情前的高水平区间。分行业看建筑业和制造业分别新增就业1.1万和2.3万，新一轮朱格拉周期以及房地产市场弱而不衰使得商品生产业持续扩大就业；批发零售以及运输仓储业合计新增就业6.3万，我们认为这反映了季节性因素因此是不可持续的；金融业和信息业合计新增就业2.5万，反映了美联储加息进程结束对利率敏感性行业就业的提振；专业和商业服务以及教育医疗等核心服务业新增就业18.6万，个月移动平均值为2022年10月份以来的最高值，由于这两个行业空缺率均处于7%以上的较高水平，我们认为核心服务业将继续支撑美国就业市场；休闲酒店业新增就业1.1万，较前3个月均值显著减少2.4万，显示这个从疫情冲击中恢复最为缓慢的行业基本上完成了就业修复。

图1：美国新增非农就业



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图2：薪资增速与周工时



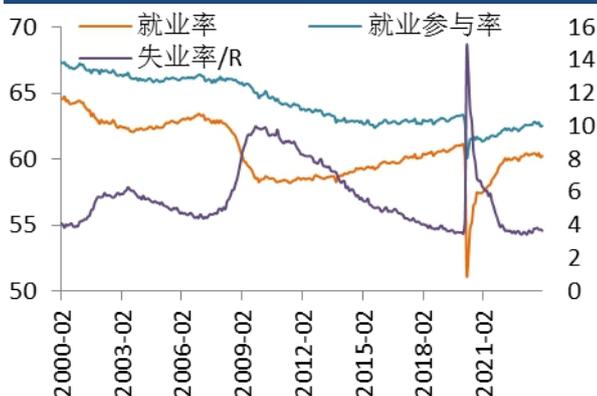
数据来源：Wind，建信期货研究发展部

除了火爆的非农就业外，2024年1月份就业扩张的广泛性也得到了确认。1个月期就业扩张指数录得65.6%(在过去1个月内就业扩张行业占比较就业萎缩行业占比高出 $(65.6\% - 0.5) * 2 = 31.2$ 个百分点)，为2023年2月份以来最高值，较2023年11月份的52.4%有显著回升。2024年1月份雇员平均时薪为34.55美元/小时，

同比增长 4.48%，增速较前一月份加快 0.17 个百分点；近 6 个月时薪环比折年率增长 4.2%，增速较前一月加快 0.28 个百分点，薪资增速加快无疑从另一方面增添美联储控制通胀的难度。但 2024 年 1 月份周平均工时意外下降至 34.1 小时，处于 2010 年以来的低水平区间，观察这是否提供某些行业裁员的前瞻指引。

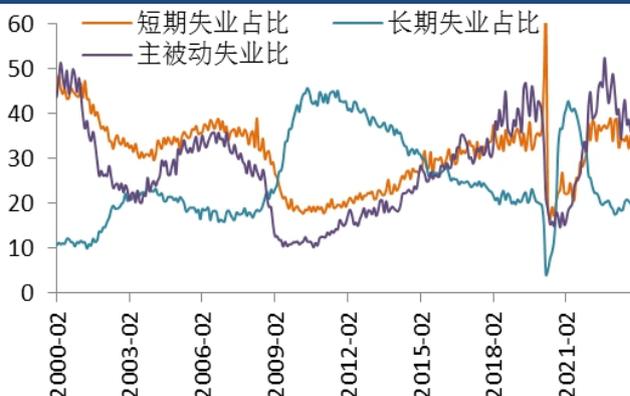
家庭调查显示，2024 年 1 月份美国适合工作人口数环比减少 45 万至 26754.1 万，这是 2021 年 2 月份以来首次录得环比减少；由于人口基数的下降，即使就业参与率小幅从前一月的 62.48% 上升到 62.52%，劳动力人口数仍然环比减少 17.5 万至 16727.6 万，接近 2023 年 7 月份水平。在这种情况下即使就业人数环比减少 2.1 万，U3 失业率仍从前一月的 3.74% 下降到 3.66%，Sahm Rule 观测值则从 0.274 个百分点进一步下降到 0.214 个百分点，美国就业市场进一步远离衰退标准。

图3：失业率与就业参与率



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图4：失业结构分析



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

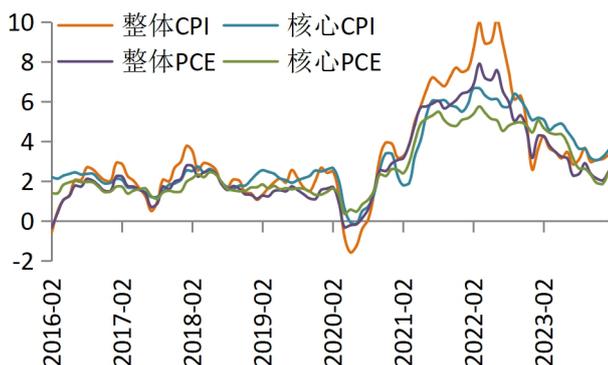
但我们观察覆盖面更大的失业率指标，考虑了边缘劳动力和因经济原因从事兼职工作者的 U6 失业率环比上升 0.15 个百分点至 7.28%，并且达到 2021 年 12 月以来的最高值。在失业者当中，失业时间少于 5 周的短期失业者占比维持在 34.95% 附近，但失业时间长于半年的长期失业者占比跃升至 20.85%，主动离职者与被动裁员者之比值则下降至 36.9%。综合来看美国就业市场依然稳健但仍处于正常化进程，新的发现是正常化进度较慢、薪资回落速度较慢、失业率上升速度较慢，就业市场不会给到美联储迫切改变政策利率的理据，这意味着美联储可以等待更长时间以获得通胀继续下行的更多证据。

2024 年 1 月份美国整体 CPI 同比增长 3.1%，增速低于前一个月的 3.4% 但高于市场主流预期的 2.9%；核心 CPI 同比增速持平于前一个月的 3.98% 同样高于市场主流预期的 3.7%。更多排除基数效应影响的整体 CPI 和核心 CPI 6 个月环比折年率分别增长 3.32% 和 3.56%，增速分别较前一个月上涨 0.2 和 0.34 个百分点。

因此1月份CPI数据显示出美国通胀形势出现反复，在基数效应和供应缓解等因素减退之后，美国通胀下行至2%目标的最后一公里路径更加艰难，这也是美联储在结束加息进程后对开启降息进程保持谨慎态度的原因，因为美联储一旦开始降息便不能在必然回升的通胀压力下快速结束贸然重新加息，这样会对美联储声誉造成极大损害。

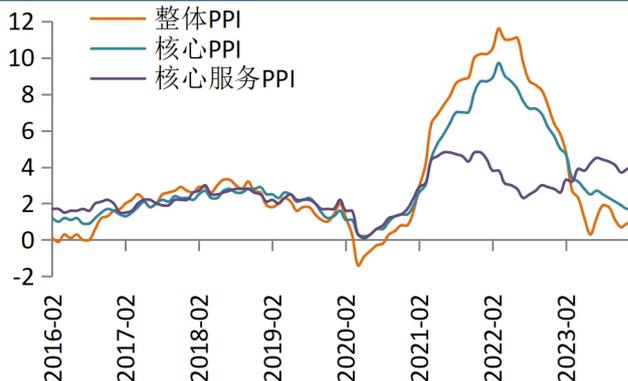
1月份CPI主要拖累项是能源和二手车，环比分别下跌0.9%和3.4%；能源CPI走势与原油和天然气相反，可能反映了生产与需求的季节性错位，二手车价格则在两个月回升后重新走弱。而除了住房CPI环比上涨0.6%之外，1月份核心商品和核心服务环比分别上涨0.1%和0.6%，增速均为2023年5月份以来最高值。核心服务业CPI显著上涨有房租价格的因素也有年初集中提价因素，后期可能会小幅放缓；但核心商品CPI重新走高反映的是主动补库阶段的临近，这一因素后期会更加显著并对服务业价格形成支撑。

图5：通胀率6M环比折年率



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图6：美国PPI同比增速



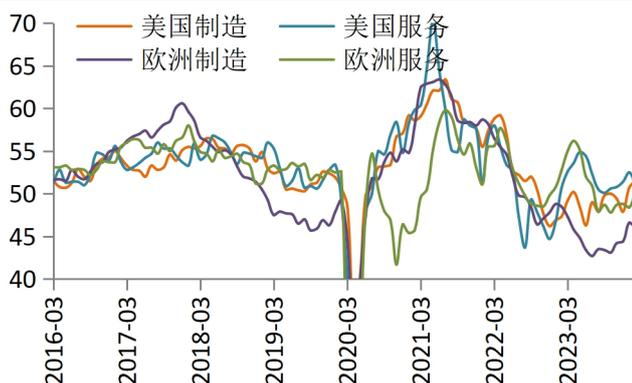
数据来源：Wind，建信期货研究发展部

2024年1月份美国个人消费支出PCE物价指数和核心PCE物价指数同比分别增长2.4%和2.9%，增速较前一月分别回落0.2和0.1个百分点，完全符合市场主流预期，但整体PCE和核心PCE近六个月环比折年率增速均回升到2.5%。2024年1月份美国PPI同比增速持平于前一个月的0.9%但高于市场主流预期的0.6%，环比增速0.3%高于前一个月-0.1%和市场主流预期的0.1%；核心PPI同比上涨1.9%高于前一个月的1.7%和市场主流预期的1.6%。商品PPI环比下跌0.2%，为2023年10月份以来连续第四个月萎缩，也侧面证实美国制造业尚未从被动去库阶段转入主动补库阶段；服务PPI环比大涨0.6%，增速为2023年8月份以来的最高值。1月份PMI的物价指数、CPI、PPI和PCE物价指数，一道说明美国通胀形势反复，可能使得美联储在开启降息进程之前观望更长时间。

2.2 美欧开年经济表现积极

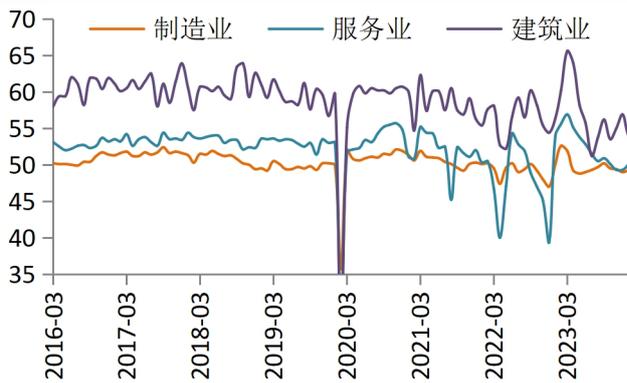
2023年11月份以来，由于美欧通胀压力减缓刺激居民消费意愿，美联储货币政策立场调整、金融条件快速改善刺激社会需求，摩根大通全球综合PMI从2023年10月份的50%持续回升到2024年1月份的51.8%，制造业与服务业双双回暖，这彰显了疫后经济滚动重开和积极财政政策带来的全球经济韧性。2月份美国Markit制造业PMI初值环比上升0.8个百分点至51.5%，为连续两个月高于荣枯分界线，意味着美国制造业距离库存周期转折点越来越近；服务业PMI初值环比回落1.2个百分点至51.3%，仍然是连续13个月位于扩张区间。2月份欧元区Markit制造业PMI初值环比回落0.5个百分点至46.1%，为连续20个月位于萎缩区间；服务业PMI初值环比回升1.6个百分点至50%，综合PMI初值环比回升1个百分点至48.9%，虽然仍然是连续9个月位于萎缩区间，但也是2023年7月份以来的最高值，意味着欧洲经济状况也有所改善。

图7：美欧Markit PMI



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图8：中国官方PMI



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

2024年2月份中国官方制造业PMI环比回落0.1个百分点至49.1%，意味着中国制造业自2023年4月份以来持续萎缩；服务业PMI环比上升0.9个百分点至51%，综合PMI则持稳于50.9%，表明中国整体经济自2023年1月份以来持续扩张。2月份制造业新订单指数持稳于前值49%，而新出口订单环比回落0.9个百分点至46.3%，或反映了春节假期影响；原材料库存指数从47.6%下降至47.4%，产成品库存指数从49.4%回落到47.9%，说明制造业仍处于被动去库阶段。服务业中，受春节假日等因素带动，与节日出行和消费密切相关的行业生产经营较为活跃，其中零售、铁路运输、道路运输、餐饮、生态保护及公共设施管理等行业商务活动指数位于53.0%以上，航空运输、货币金融服务、文化体育娱乐等行业商务活动指数位于60.0%以上高位景气区间，而房地产、居民服务等行业商务活动指数继续低于临界点，景气水平较低。

2.3 中国央行降准又降息

2023年6月份决策层陆续推出新一轮经济刺激措施以来，中国经济因房地产市场动荡引发债务风险担忧而趋弱的增长动能得到一定程度的修正，2023年经济增长目标顺利完成；但私人部门去杠杆引发的通货紧缩风险并没有得到很好处理，市场持续期盼决策层加大货币财政稳增长力度。另一方面，由于美欧央行持续收紧货币政策、中美利差扩大加大人民币汇率贬值压力，2023年四季度至2024年初中国央行货币政策大致持稳，货币政策宽松预期的落空是开年中国股市持续大跌的重要原因。

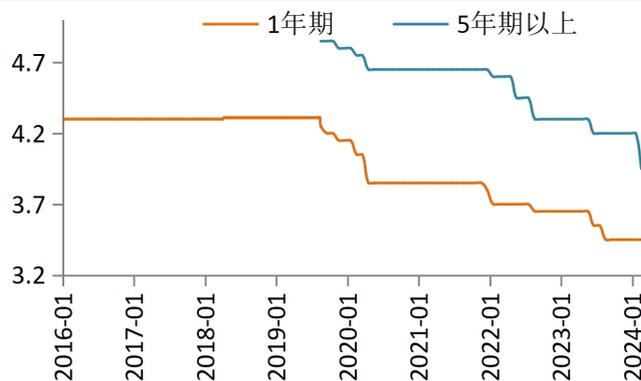
1月24日中国央行行长在国新发布会上宣布，中国央行将自2月5日起下调金融机构存款准备金率0.5个百分点（不含已执行5%存款准备金率的金融机构），约释放长期流动性1万亿元，本次下调后金融机构加权平均存款准备金率约为7.0%；自2024年1月25日起，分别下调支农再贷款、支小再贷款和再贴现利率各0.25个百分点。此时中国央行宣布降准可以说给市场一个定心丸，有利于改善市场的悲观预期。

图9：中国法定存款准备金率



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图10：贷款市场报价利率LPR



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

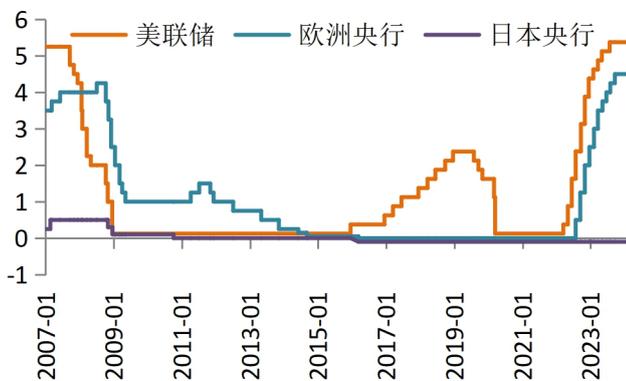
由于1月下旬宣布降准后中国股市还继续偏弱运行，且实体经济面临的实际利率依然过高，2月20日中国央行授权全国银行间同业拆借中心公布，2024年2月份一年期贷款市场报价利率LPR持平于1月份的3.45%，但五年期以上LPR下调25BP至3.95%，这是2023年9月份以来LPR首次调整，也是五年期以上LPR自2023年6月份以来的首次调整；五年期以上LPR与一年期LPR差值收窄到50BP，达到2019年8月份引入五年期以上LPR以来的新低。由于2024年开年房地产销售依然疲软（中指院统计2024年前两个月前三十大房企销售额较去年同期减少50.1%），而美国实体经济韧性抬高美联储降息门槛，LPR非对称降息一方面有利于促进房地产市场供需平衡，另一方面也尽量减少中外利差扩大增添人民币汇率

贬值压力。

2022年以来美联储加息与缩表双管齐下，美国实体经济增长动能有所放缓，通胀压力在多因素作用下显著减轻，美国金融系统脆弱风险开始暴露，美联储货币政策基调从紧缩转为宽松是合理的，市场对此也是进行了充分甚至远远超前的定价交易。但实体经济在美国政府扩张性财政政策以及地缘政治机遇等因素影响下展现出强大的韧性，实体经济强韧、基数效应减弱以及海外因素也使得通胀形势出现反复，美联储势必担心过早宽松有可能使得短时间内通胀卷土重来并损害美联储声誉，毕竟2021年美联储已经因太晚开始紧缩饱受市场批评。

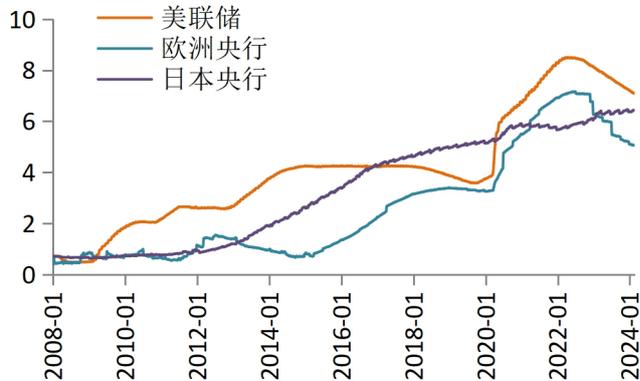
因此美联储很可能在政策利率方面持谨慎态度，数据驱动政策模式的强调意味着美联储可能到下半年才开始降息，而年内降息幅度控制在50-75BP之间。目前市场的对美联储降息的预期已经从年前的3月份开始降息/年内降息150BP调整至6月份开始降息/年内降息100BP，短短两个月时间内美联储降息预期经历了大幅度调整，这意味着短期内进一步调整的空间相对有限，我们看到在美债利率持坚的同时美元指数已经开始走弱。但目前市场对美联储政策利率路径的预期仍然与美联储有一定分歧，这意味着上半年市场对美联储降息预期还会继续降温。而在流动性方面，在美联储推迟到下半年才开始降息、3月11日如期停止BTFP以及5月底隔夜逆回购降至零附近的基准预期下，我们判断美联储将于夏季开始放缓缩表步伐。但鉴于美联储目前还有常备回购便利SRF等工具向金融机构提供流动性，而且美联储官员也鼓励金融机构使用美联储的贴现窗口融资，我们相信美联储完全停止缩表甚至重新开始量化宽松的必要性并不存在；这意味着美联储收缩流动性的速度边际放缓但仍处于收缩方向，美联储紧缩对金融系统的压力仍将进一步加大。

图11：美欧日政策利率



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图12：美欧日央行QE账户规模



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

2月21日美联储公布1月份会议纪要，纪要显示美联储官员总体上认可本轮加息进程已经结束，但具体降息时点有待观察；多数官员更担心过快降息导致通胀形势出现反复的风险，希望在降息之间看到通胀回落的更多证据，只有少数官员担忧高利率环境保持太长时间导致经济显著放缓的风险。在缩表方面，美联储官员支持放缓缩表节奏，许多官员认为应该在3月对缩表减速进行更深入的讨论。参照美联储理事Waller提出的一个标准，停止缩表的合意水平为银行准备金和隔夜逆回购ONRRP加总规模下降至经济总量的10-12%，目前银行准备金和隔夜逆回购总规模为美国经济总量的15%，大概一个月回落1个百分点。

三、资产市场分析

2024年开年以来公布的PMI、就业和通胀等经济数据显示美国实体经济仍然极具强韧而通胀回落形势也出现反复，市场对美联储降息乐观情绪的修正推动美元汇率和美债利率回升，2月份美债10年期利率从2023年底的3.88%最高回升到4.33%，美联储1月份议息会议清晰的表达了其对于开启降息进程的谨慎态度；但目前市场预期的美联储年内降息100BP距离美联储2023年12月会议预期的降息75BP已经相当接近，意味着短期内美联储降息预期的进一步修正空间相对有限，况且1月份PCE物价增速继续回落，美联储官员指出年内降息依然是合理预期，2月底美债10年期利率小幅回落到4.25%。我们认为美国经济大概率在扩张性财政与紧缩性货币双重作用下实现软着陆，通胀压力显著缓和有利于美联储开启预防性温和降息，经济软着陆与美联储降息利多美债，但经济与就业韧性利空美债；在2023年四季度市场已经充分消化美联储降息利多影响的情况下，我们预计2024年美债10年期利率在偏高水平盘整，核心波动区间为3.6-4.6%，长短期利差倒挂程度有所收窄。

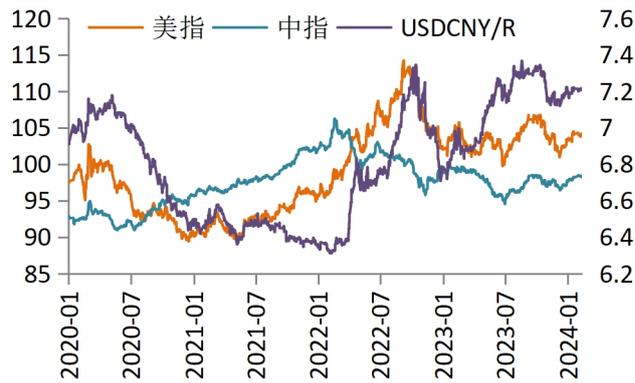
虽然2023年中国经济增长目标顺利实现，但2024年初中国经济增长势头依然偏弱，房地产市场销售疲软库存高企现象并没有改善，2024年前两个月前三十大房企销售额较去年同期减少50.1%，市场持续憧憬中国央行加大货币宽松力度，中国央行1月份全面降准和2月份不对称降息则进一步强化市场预期，2024年1月份中国国债利率延续2023年12月份以来的下降趋势，10年期国债利率回落到2.33%，为2002年6月份以来的最低值。由于2024年财政刺激力度受到债务压力和房地产萎靡的抑制，稳增长重任更多落在货币政策上面，因此在更多的货币政策足以推动经济增长动能回升之前，预计国债利率下行趋势不会有根本性改变；但目前国债利率已经低于2008年金融危机和2020年新冠疫情冲击时期水平，中短期内继续下行空间可能相对有限。

图13: 中美10年期国债利率



数据来源: Wind, 建信期货研究发展部

图14: 美元和人民币汇率



数据来源: Wind, 建信期货研究发展部

由于美国经济、就业和通胀韧性使得市场对美联储降息的乐观预期出现修正, 美国经济在央行紧缩性政策抑制下的韧性好于欧洲, 同时日本能登半岛地震使得日本央行延后加息时点, 2024年1月份美元指数延续自2023年年底以来的反弹趋势, 美元指数从95.6持续反弹至105附近; 但通胀形势反复不妨碍美联储实施预防性温和降息, 多位美联储官员表态美国通胀仍处于正确路径, 继续预期美联储将会在今年晚些时候开始降息, 2月下旬美元指数在105附近遭遇较强阻力而转为盘整。我们判断美国对欧元区的相对经济韧性利多美元, 但美联储降息预期压低美债利率并削弱美元汇率的利差因素支撑, 日本央行边际收紧货币政策减少美元的跨境套息需求, 美欧相继进入加库存周期削弱美元的海外避险需求; 总体而言我们预计2024年美元指数偏弱调整但调整幅度受到限制, 核心波动区间为97-106。2023年6月份起新一轮经济刺激措施使得中国经济增长动能有所企稳, 但人口老龄化和房地产周期转折对中国经济增长的抑制将持续存在, 中外巨大利差和地缘政治风险影响下跨境资金抽离中国的意愿继续存在; 我们预计2024年人民币汇率指数继续低位偏弱运行, 人民币兑美元汇率核心波动区间为6.9-7.4, 观察中国财金政策刺激力度以及房地产市场是否逐步稳定下来。

2024年1月份中国股市延续2023年8月份以来的调整趋势且有所加速, 主要原因是房地产市场低迷使得中国经济增长动能持续疲软, 叠加地缘政治风险恶化共同推动股市偏弱运行, 而又引发雪球产品敲入、两融杠杆平仓和量化拥挤策略崩溃等股市结构性风险, 2月5日上证指数和万得全A指数分别跌至2635和3666, 均创2019年3月份以来新低。面对经济和市场双重低迷, 监管层持续加大救市力度, 推出一系列支持股市措施, 撤换证监会主席, 中国央行降准后又降息, 而中国股市也从2月6日起持续回升; 2024年前2个月万得全A指数下跌4.1%, 上证50和沪深300分别上涨3.7%和2.5%而中证500和中证1000指数分别下跌1.5%和9.2%。与此同时美欧央行降息预期以及人工智能热潮则推动美欧日股市持续反

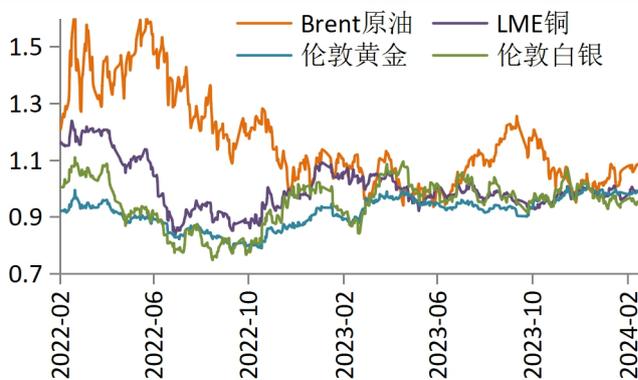
弹，2024年前2个月标普500指数、欧洲STOXX600指数和日经225指数分别上涨6.8%、3.3%和17%，日本股市受到日本央行推迟紧缩预期和日元汇率贬值双重利好加持而表现优越。

图15: 中美欧股票指数(2023年底为1)



数据来源: Wind, 建信期货研究发展部

图16: 国际重点商品(2023年底为1)



数据来源: Wind, 建信期货研究发展部

2024年初大宗商品市场既受到美联储降息乐观预期修正、美元指数和美债利率回升、中国工业生产淡季的抑制，又受到美国实体经济强韧、地缘政治风险升温、主要国际航道堵塞的利多影响，结果是2024年前两个月中国南华商品指数微跌0.1%而美国CRB商品指数上涨4.3%，其中有色金属和能化分别上涨1.7%和1.2%而黑色链、贵金属和农产品分别下跌5.5%、0.9%和0.8%，主要商品中Brent原油上涨9.8%而LME铜和伦敦黄金分别下跌1%和0.9%。中美制造业库存高企意味着新一轮库存周期的启动需要以央行降息为前提条件，而中国央行货币政策受到美欧央行的牵引，美联储降息时点受到美国经济就业通胀韧性的抑制；我们判断美联储要到下半年才开始降息，因此一季度大宗商品整体可能还是以窄幅震荡为主，与欧美需求联系紧密的品种强于依赖内需的品种。

四、中期资产配置

美国经济就业韧性以及通胀形势反复使得美联储在通胀形势显著缓和之后仍对开启降息进程保持谨慎态度，中国财政政策受到债务压力高企、房地产市场疲软以及国际地缘政治风险的抑制，而货币政策也通过中美利差和人民币汇率等途径受到美欧央行货币政策的牵引，中美制造业库存压力较高的现实意味着新一轮库存周期开启的前提条件是美联储降息，由此风险资产的企稳回升有待于美联储开启降息进程。但目前中国股债差值已经达到2008年以来的高水平区间，而在美联储货币政策立场确定转变的情况下中国央行也可以在美联储降息前适当宽松，因此中国股债差值转折时点有可能提前，1月份和2月份中国央行全面降准之后

又不对称降息，政策呵护下蓝筹股已经呈现企稳迹象。综合来看建议中期内超配蓝筹价值股和原油，标配利率债和黄金而低配货币、信用债和中小成长股。

表1：中期资产配置建议

大类	细分	配置建议	影响因素
货币	货币	低配	中国央行宽松货币政策稳增长，货币收益率偏低；
债券	利率债	标配	房地产市场拖累中国经济增长动能，利率债避险需求继续存在；
	信用债	低配	信用利差处于较低水平，经济复苏不平衡，留意特定行业信用风险；
股票	价值股	超配	股债差值已经达到历史高水平区间，政策面持续呵护；
	成长股	标配	欧美央行紧缩与地缘政治风险带来的供求失衡使得成长型企业利润创造能力不足，但股债差值已经达到历史高水平区间；
商品	原油	超配	OPEC+决心减产支撑油价，美国页岩油投资缩减产能扩张有限，地缘政治风险与经济复苏前景推高油价；
	黄金	标配	美联储降息预期和地缘政治风险支撑金价，但美元指数和美债利率高位运行抑制金价表现；
主要风险因素			中国经济复苏，美联储宽松节奏，中美地缘政治风险

数据来源：建信期货研究发展部

【建信期货研究发展部】

宏观金融研究团队 021-60635739 有色金属研究团队 021-60635734 黑色金属研究团队 021-60635736
 石油化工研究团队 021-60635738 农业产品研究团队 021-60635732 量化策略研究团队 021-60635726

免责声明:

本报告由建信期货有限责任公司(以下简称本公司)研究发展部撰写。

本研究报告仅供报告阅读者参考。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告版权归建信期货所有。未经建信期货书面授权,任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的,须在授权范围内使用,并注明出处为“建信期货研究发展部”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

【建信期货业务机构】

总部大宗商品业务部

地址:上海市浦东新区银城路99号(建行大厦)5楼
 电话:021-60635548 邮编:200120

深圳分公司

地址:深圳市福田区金田路4028号荣超经贸中心B3211
 电话:0755-83382269 邮编:518038

山东分公司

地址:济南市历下区龙奥北路168号综合营业楼1833-1837室
 电话:0531-81752761 邮编:250014

广东分公司

地址:广州市天河区天河北路233号中信广场3316室
 电话:020-38909805 邮编:510620

北京营业部

地址:北京市宣武门西大街28号大成广场7门501室
 电话:010-83120360 邮编:100031

福清营业部

地址:福清市音西街福清万达广场A1号楼21层2105、2106室
 电话:0591-86006777/86005193 邮编:350300

郑州营业部

地址:郑州市未来大道69号未来大厦2008A
 电话:0371-65613455 邮编:450008

宁波营业部

地址:浙江省宁波市鄞州区宝华街255号0874、0876室
 电话:0574-83062932 邮编:315000

总部专业机构投资者事业部

地址:上海市浦东新区银城路99号(建行大厦)6楼
 电话:021-60636327 邮编:200120

西北分公司

地址:西安市高新区高新路42号金融大厦建行1801室
 电话:029-88455275 邮编:710075

浙江分公司

地址:杭州市上城区五星路188号荣安大厦602-1室
 电话:0571-87777081 邮编:310000

上海浦电路营业部

地址:上海市浦电路438号1306室(电梯16层F单元)
 电话:021-62528592 邮编:200122

上海杨树浦路营业部

地址:上海市虹口杨树浦路248号瑞丰国际大厦811室
 电话:021-63097527 邮编:200082

泉州营业部

地址:泉州市丰泽区丰泽街608号建行大厦14层CB座
 电话:0595-24669988 邮编:362000

厦门营业部

地址:厦门市思明区鹭江道98号建行大厦2908
 电话:0592-3248888 邮编:361000

成都营业部

地址:成都市青羊区提督街88号28层2807号、2808号
 电话:028-86199726 邮编:610020

【建信期货联系方式】

地址:上海市浦东新区银城路99号(建行大厦)5楼
 邮编:200120 全国客服电话:400-90-95533 转5
 邮箱:khb@ccb.ccbfutures.com 网址: <http://www.ccbfutures.com>