

大类资产每周观察

正信期货大类资产周报 20240310

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：美国就业市场降温，中国宏观政策不及预期



策略概述

- 1、美国2月就业市场和服务业边际降温，金融市场演绎乐观降息预期，美债利率持续下行，实际利率回落驱动风险资产价格延续强劲涨势，关注本周美国2月CPI数据确认是否转折。
- 2、国内两会召开释放宏观预期指引，高质量发展基调和超长期特别国债发行计划令市场预期分化，地产链条为主的传统经济承压，新质生产力为代表的新经济则预期收益，但总量层面政策力度仍不及市场预期，驱动国内风险资产价格纷纷下挫。短期货币供需中性偏紧，企业债务融资需求维持高位，资金价格边际趋紧。地产高频销售结构分化，新房和二手房劈叉，总量延续疲弱，制造业产能利用率内外需分化，经济复苏仍需更强宽财政政策刺激，随着特别国债发行资金逐步落地和两会后各地加速开工，经济有望逐步筑底企稳。

● 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也开始见顶回落，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，短期经济反弹两个月后再度走弱，金融市场再度展开乐观降息预期，金融条件边际宽松驱动风险资产价格上涨，海外企业盈利边际下行令股市和商品承压。中国宏观需求仍显不足，制造业减产去库存，库存低位和供需双弱，企业利润趋稳，关注2月货币融资数据表现。**本周大类资产配置方面建议回调做多风险资产（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，关注结构性机会；商品预计震荡走弱，建议回调做多配置农产品和有色等工业品，反弹做空黑色和化工相关工业品；利率短期新低后有望超跌反弹，建议急跌做多十债、五债或多短空长套利，美国实际利率高位回调，驱动贵金属价格历史新高，短期有超买回调风险，建议持多或减仓黄金和白银多单。**

- 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、地缘军事冲突

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	震荡上涨	美国2月就业市场和服务业边际降温，金融市场演绎乐观降息预期，美债利率持续下行，实际利率回落驱动风险资产价格延续强劲涨势，外资风险溢价指数高位大幅回落，国内股市配置价值中性。国内地产高频销售延续疲弱，制造业产能利用率内外需结构分化，权益类资产价格预计整体底部震荡反弹， 可回调配置股指期货IF、IH、IC、IM波段多单。
	中证1000/中证500	震荡上涨	
	成长	震荡上涨	
	周期	震荡上涨	
债券	10债到期收益率	震荡	国内地产高频销售延续疲弱，制造业产能利用率内外需结构分化，短期货币供需偏中性偏紧，弱现实和宽财政预期博弈，估值偏高令债市有回调风险， 建议反弹波段空十债、三十债期货，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	震荡回调	
商品	南华工业品	震荡偏空	国内地产高频销售延续疲弱，制造业产能利用率内外需结构分化，制造业位于被动累去存周期，低库存低产量低需求令商品震荡分化，短期面临外需边际走弱带来的内外需一致下行风险， 建议反弹空黑色和化工等工业品，回调多有色和农产品。
	南华农产品	震荡反弹	
	WTI原油	震荡回调	
货币	黄金	偏多	美国2月就业市场和服务业边际降温，金融市场演绎乐观降息预期，美债利率持续下行，实际利率回落驱动贵金属价格涨至历史新高，短期在联储议息会议前有回调风险，建议 多白银、黄金冲高减多或继续持有 。国内经济二次复苏疲弱，但美元短期弱势下跌，美元兑人民币短期预计维持震荡。
	美元指数	震荡偏空	
	离岸人民币	震荡	

行情回顾



➤ 过去一月大类资产表现：黄金领涨，港股领跌

黄金>大宗商品>美债>国内债券>欧美股市>国内股市>中国债券>美元指数>港股

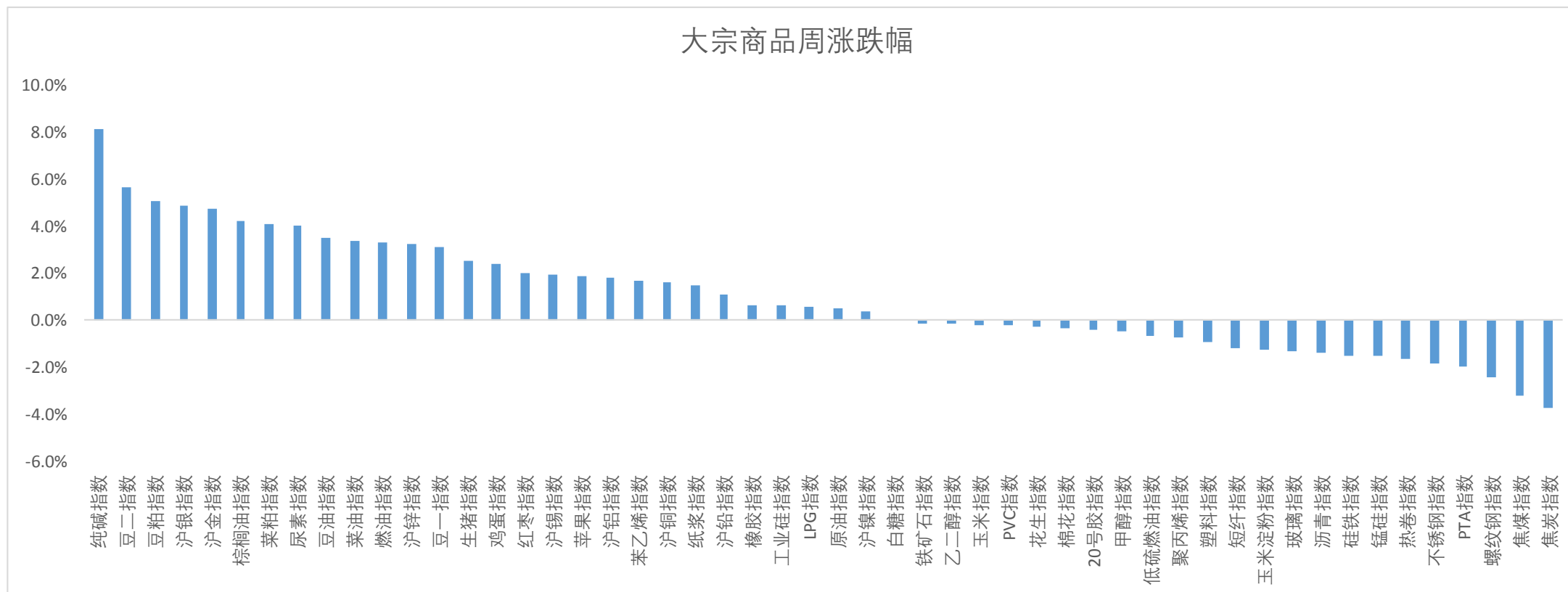
全球大类资产价格涨跌幅									
国内股市		海外和港股		大宗商品		利率和货币			
上证指数	0.63%	恒生中国企业	-1.26%	南华商品	-0.55%	十债收益率(%)	↓	-0.0900	
深证成指	-0.70%	恒生指数	-1.42%	南华能化	-0.58%	二债收益率(%)	↓	-0.0298	
创业板指	-0.92%	恒生科技指数	-1.33%	南华黑色	-0.41%	期限利差 (10-2Y)	↓	-0.0602	
上证50	0.47%	富时新兴市场指数	0.35%	南华有色金属	-1.26%	DR007(%)	↑	0.0431	
沪深300	0.20%	富时欧洲	1.16%	螺纹钢	-2.56%	美国十债收益率(%)	↓	-0.1000	
科创50	-1.51%	标普500	0.26%	生猪	2.61%	美国二债收益率(%)	↓	-0.0600	
中证1000	-0.58%	纳斯达克综指	-0.93%	WTI原油	5.05%	美债期限利差 (10-2Y)	↓	-0.0400	
中证500	-0.55%	道琼斯工业平均	1.17%	路透CRB商品指数	0.55%	德国十债收益率(%)	↓	-0.1400	
周期(风格.中信)	1.65%	德国DAX	0.45%	COMEX铜	1.12%	COMEX黄金		6.50%	
成长(风格.中信)	-0.41%	日经225	-0.56%	CBOT大豆	3.97%	美元指数		-1.11%	

数据来源：iFind. 正信期货

行情回顾

➤ 过去一周大宗商品表现：纯碱领涨，碳酸锂领跌

纯碱>黄金>白银>.....玻璃>螺纹>焦煤>焦炭>碳酸锂



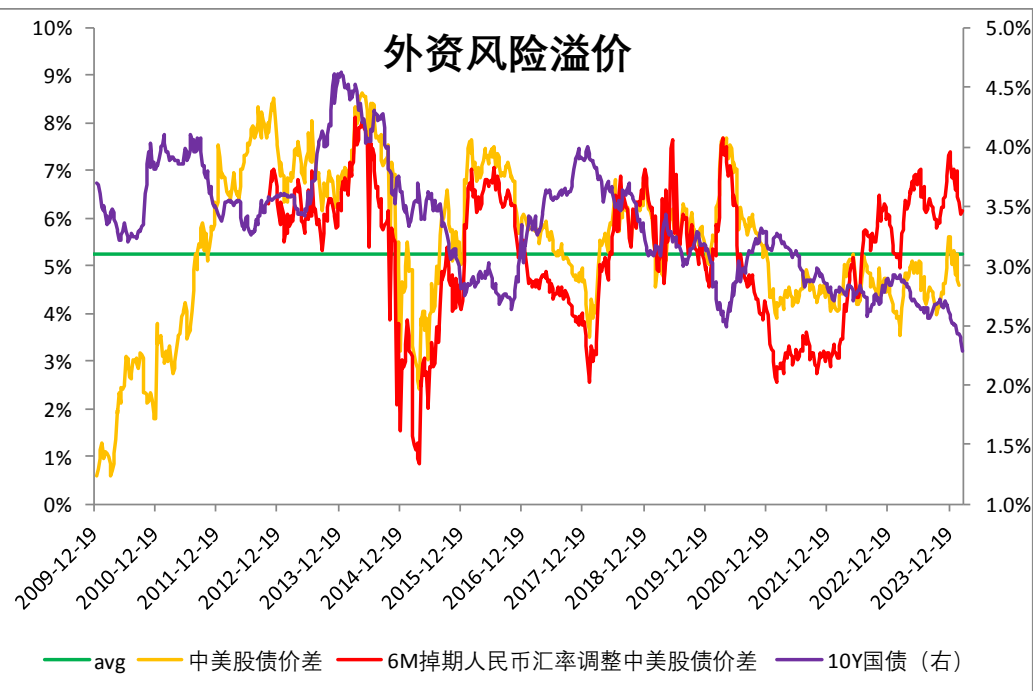
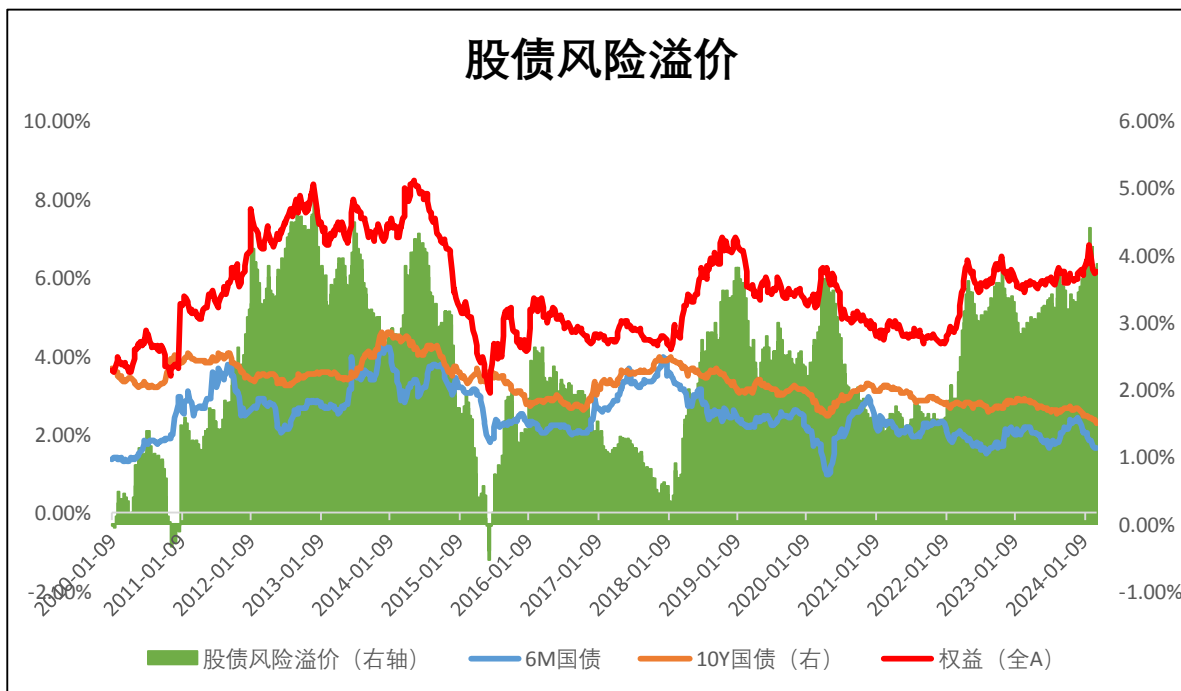
数据来源：iFind. 正信期货

行情回顾

过去一周大类资产风险溢价



股债风险溢价录得**3.82%**，较上周增加**0.05%**，位于**90.9%**分位点，外资风险溢价指数录得**6.07%**，较上周下降**0.03%**，位于**65%**分位点，外资吸引力高位回落，位于中性偏高水平。

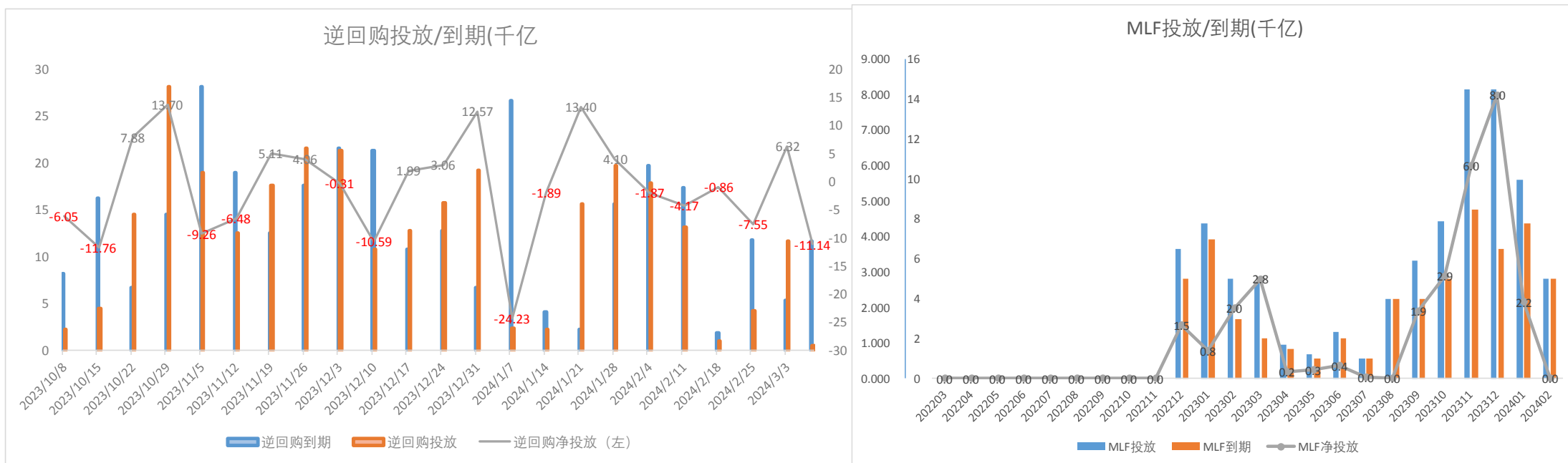


数据来源: iFind. 正信期货

货币供需分析——货币供应



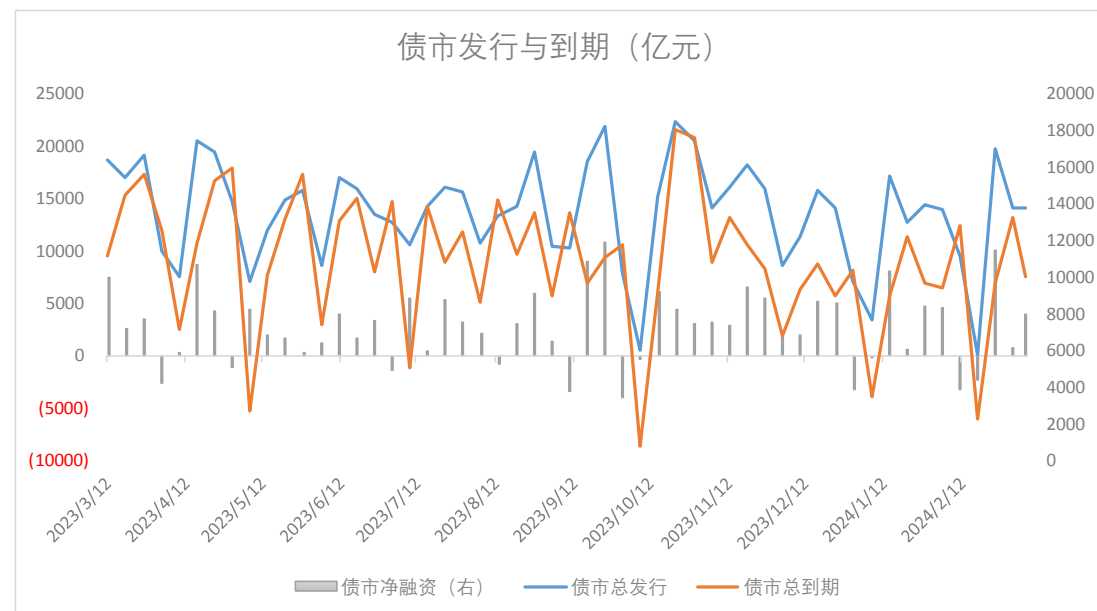
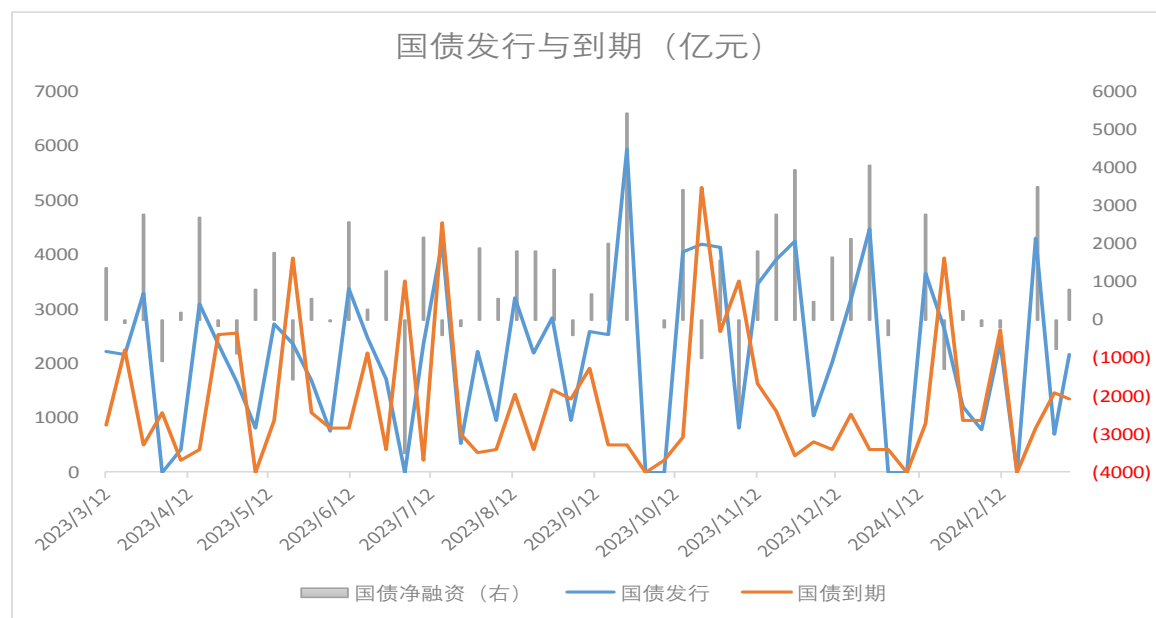
上周央行OMO逆回购到期11640亿元，逆回购投放500亿元，货币净回笼11140亿元，货币供给大幅收紧。同时，MLF在2月份投放5000亿，到期4990亿，持续超额续作，净投放10亿，投放规模大幅回落，主要系国债和地方政府融资压力边际减弱。



数据来源：同花顺iFind，正信期货

货币供需分析——货币需求

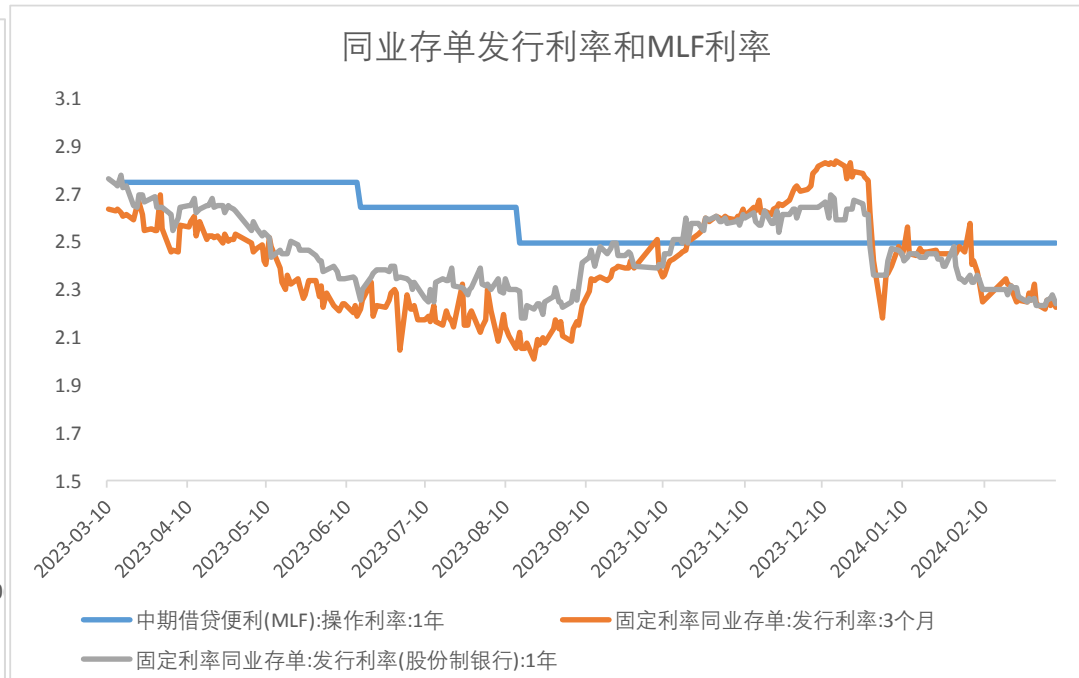
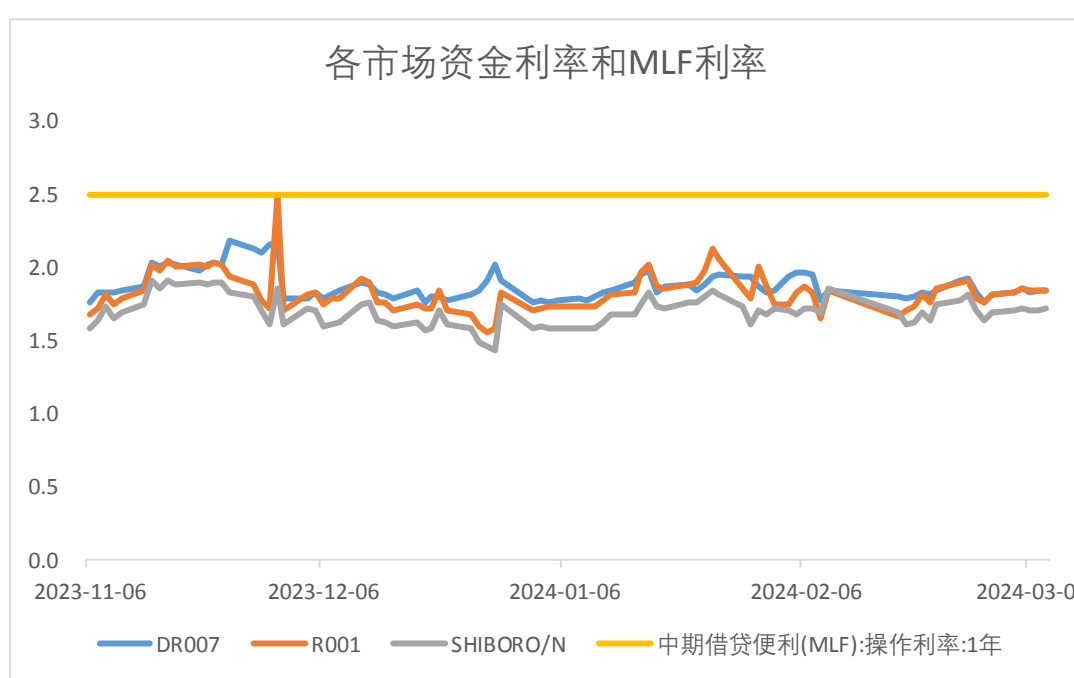
上周国债发行2150亿，到期1350亿，货币净需求800亿；地方债发行578.7亿，到期9.8亿，货币净需求568.9亿；其他债发行11322.2亿，到期8690.5亿，货币净需求2631.7亿；债市总发行14051亿，到期10050.3亿，货币净需求4000.7亿，货币需求持续维持高位，系企业债务融资需求支撑。



数据来源：同花顺iFind，正信期货

货币供需分析-资金价格

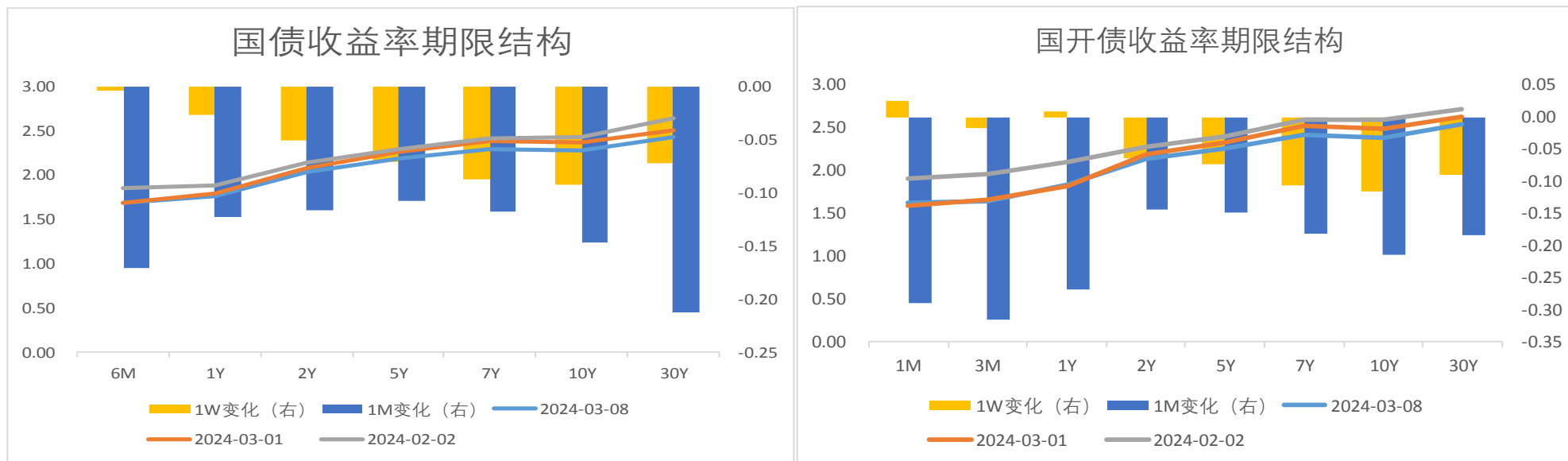
DR007、R001、SHIBOR隔夜分别变化1.9bp、1.8bp、2.6bp至1.84%、1.84%、1.72%。同业存单发行利率回落1.5bp，股份制银行发行的CD利率反弹0.3bp至2.24%，仍大幅低于MLF 1年期利率水平（2.5%），资金真实总需求偏弱，资金价格下降。



数据来源：同花顺iFind，正信期货

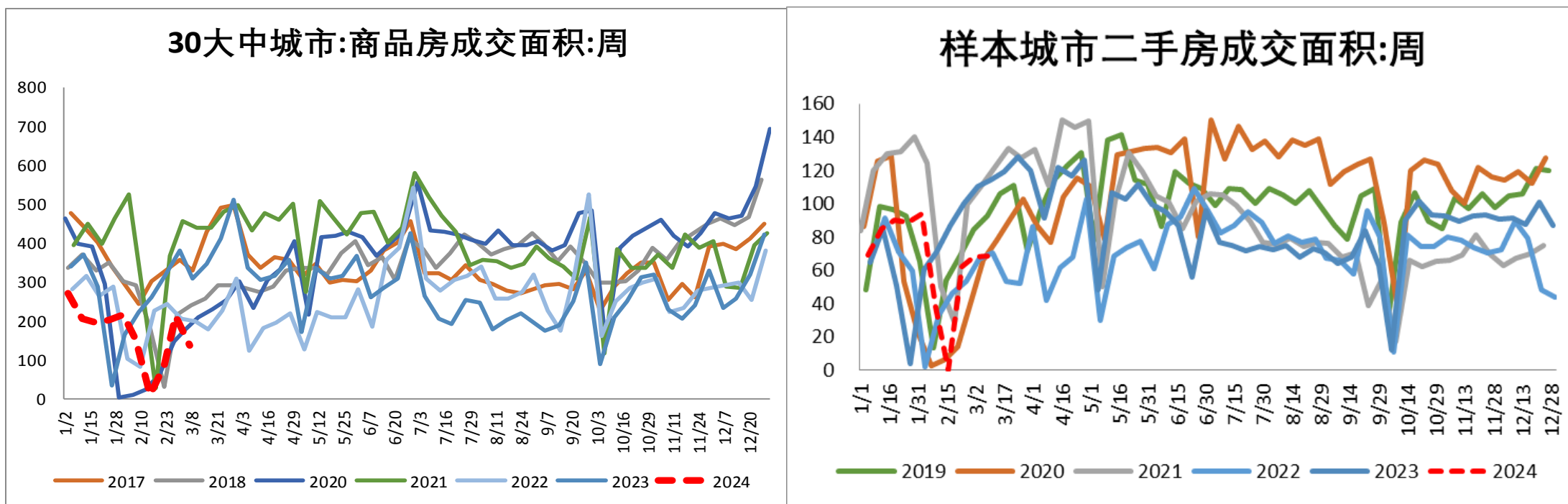
货币供需分析-期限结构

上周10年期国债收益率较前一周变化-9.2bp，5年期国债收益率变化-6.9bp，2年期国债收益率变化-5bp；10年期国开债收益率较前一周变化-11.5bp，5年期国开债收益率变化-7.2bp，2年期国开债收益率变化-6.3bp，整体来看，上周收益率期限结构大幅走平，受资金价格政策约束和经济弱现实导致，利率进一步下行，国债和国开债之间的信用利差持续缩窄。



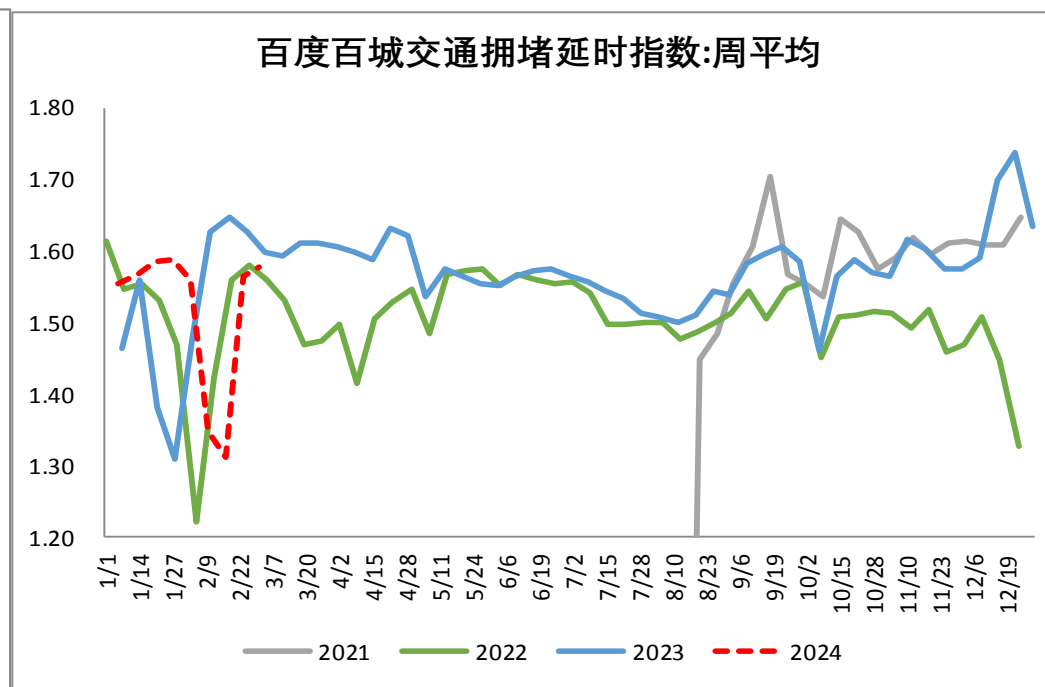
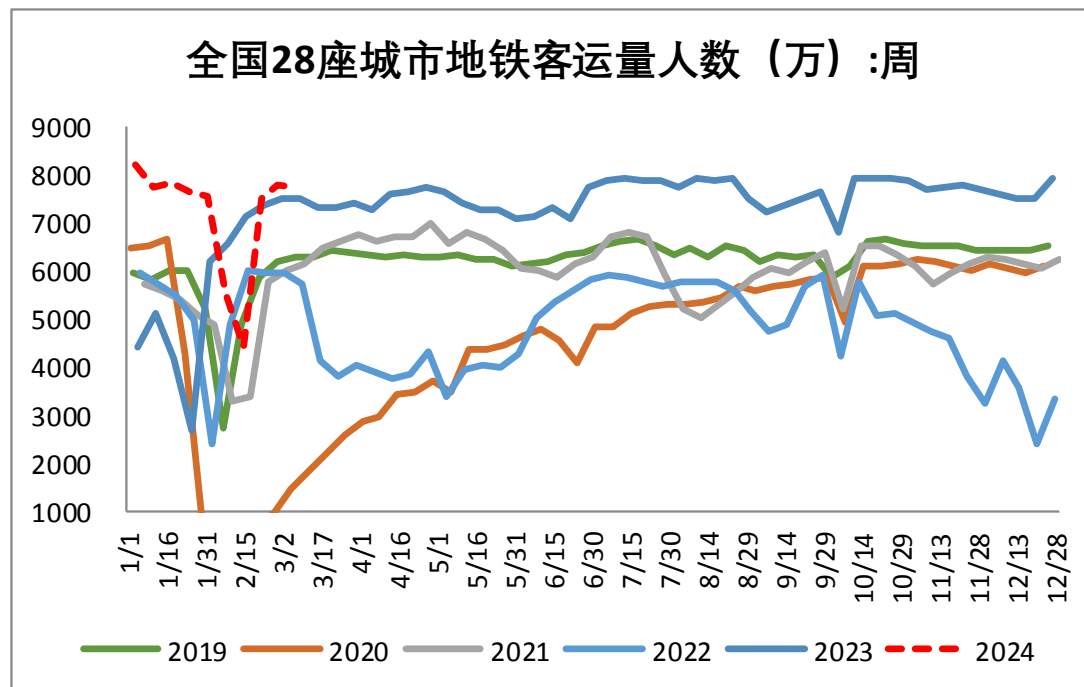
实体经济分析——地产需求

截止3月7日数据，30大中城市商品房周成交面积为139万平方米，环比上周211.4万平方米意外回落34.2%，与疫情前的2019年同期相比下滑45.3%，位于近7年低位；二手房销售延续季节性改善，较上周小幅增加0.6%，上周地产高频销售走势新房和二手房劈叉，在保交楼压力下居民的刚需转向二手房消费，总体延续偏弱形势。



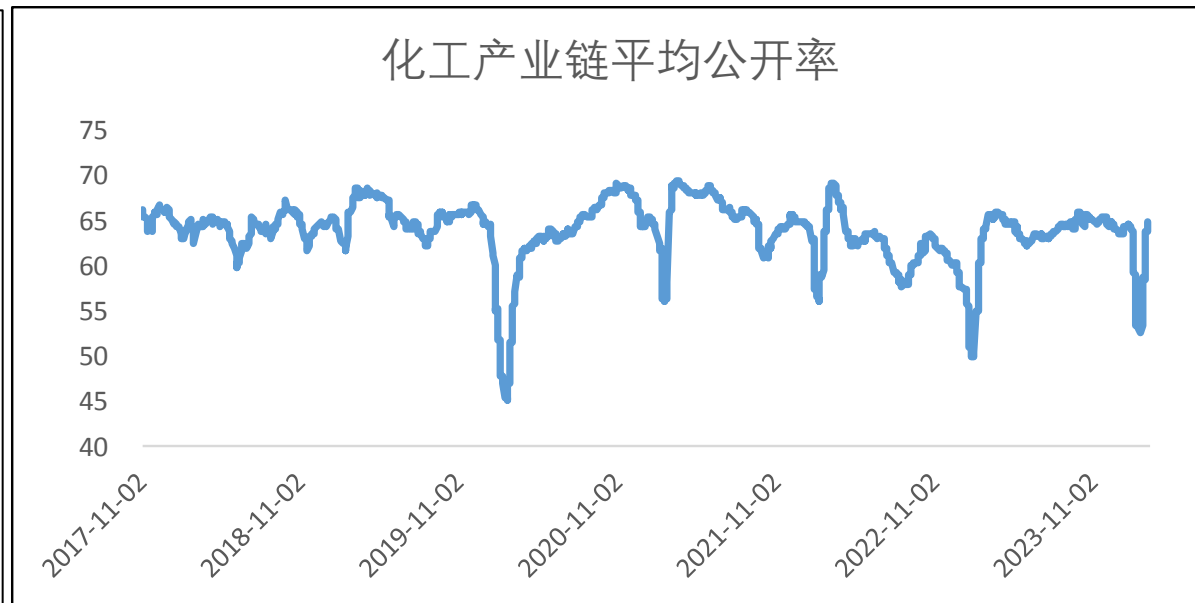
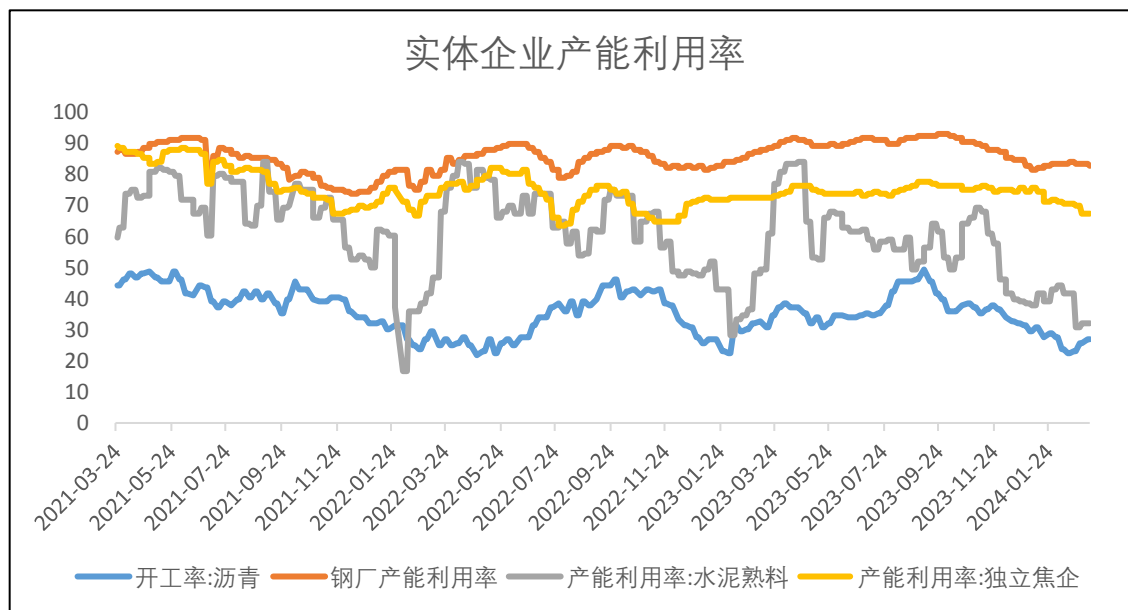
实体经济分析——服务业活动

截止3月8日，全国28大中城市地铁客运量维持高位，周度日均7724.8万人次，较去年同期增2.8%，较2021年同期增长25.1%，服务业经济活动人流量维持历史高位。百城交通拥堵延时指数较上周小幅反弹，位于近三年中枢水平，综合来看，服务业经济活动维持在高位，与服务业PMI表现强劲一致。



实体经济分析——制造业跟踪

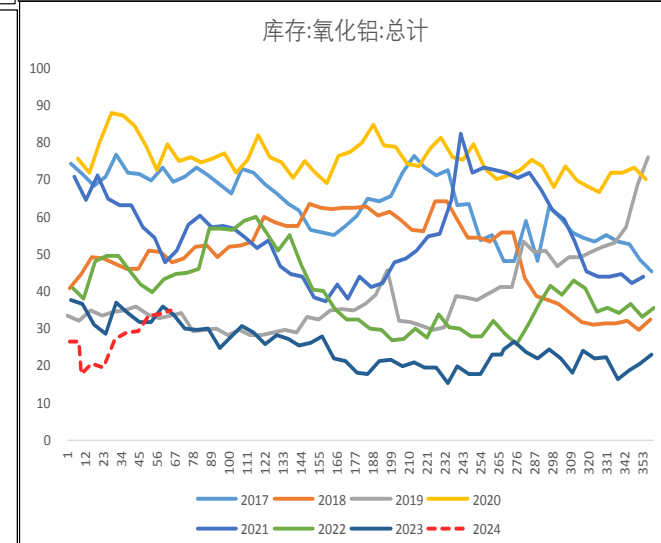
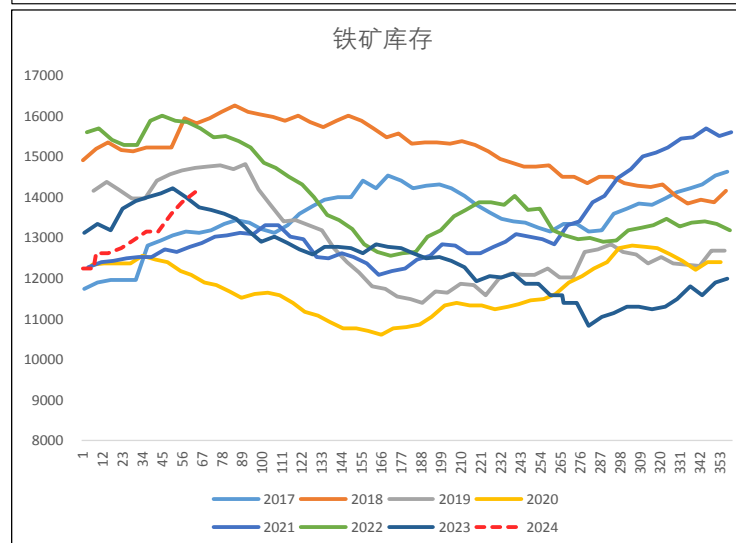
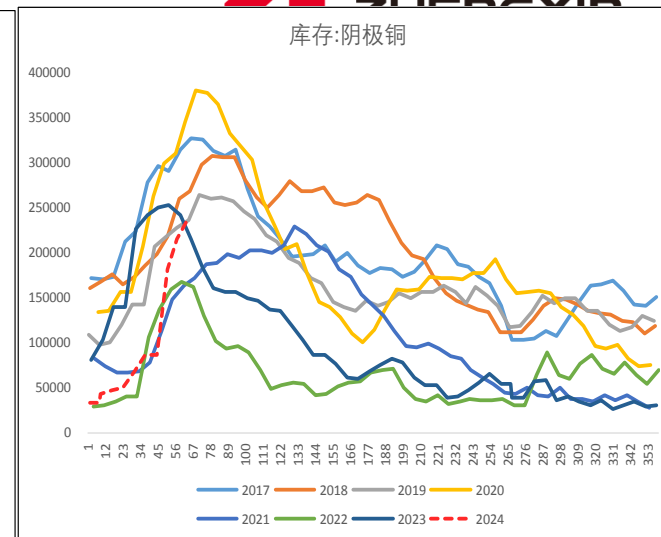
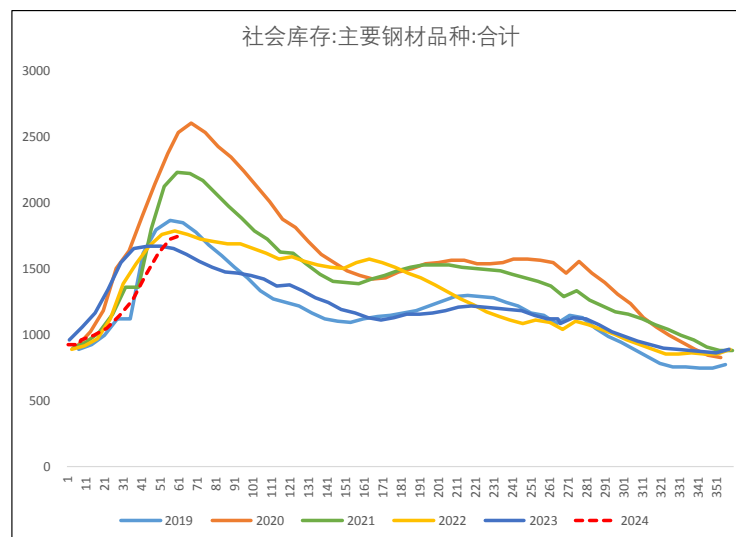
制造业产能利用率结构分化，钢厂产能利用率回落0.23%，延续下降趋势，沥青产能利用率反弹1.6%，水泥熟料企业产能利用率反弹0.83%，焦企产能利用率下降0.29%，地产基建相关制造业产能利用率走势持续回落，或与地产基建需求疲弱有关，外需相关的化工产业链平均开工率较上周大幅反弹1.9%，春节后回归到正常水平，综合来看，制造业内外需走势延续劈叉结构，外需企稳内需下滑。



大宗商品分析——金属库存



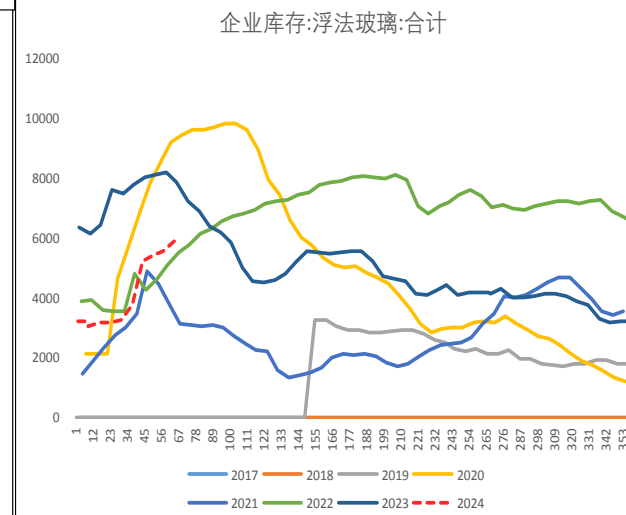
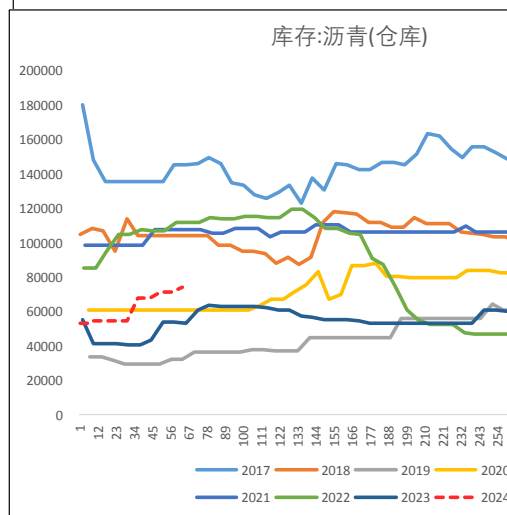
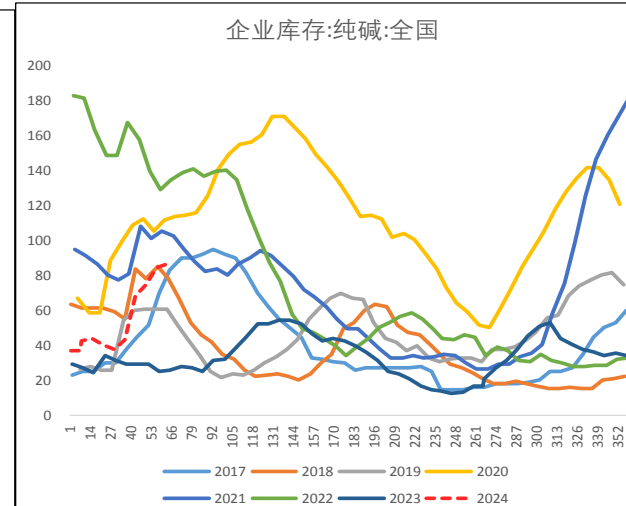
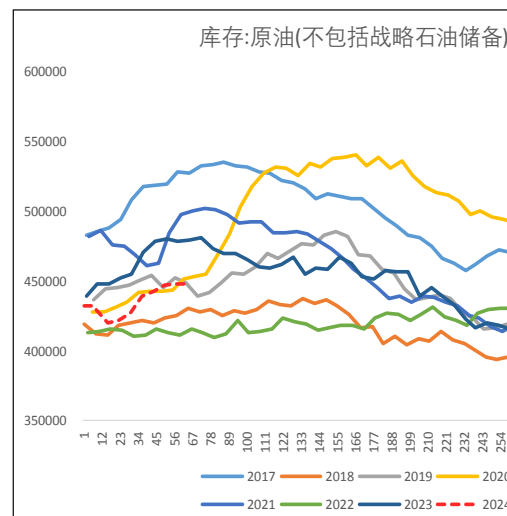
- ✓ 钢材、铜、铁矿进入季节性降库周期初期，铝维持累库周期。
- ✓ 钢材持平，累库速度放缓，位于中枢水平
- ✓ 铜库存进一步增加，反弹至近7年中枢水平，与铜价走势背离。
- ✓ 铁矿处于季节性累库周期，上周库存大幅反弹，超过2023年水平
- ✓ 氧化铝的库存维持近7年以来低位水平，上周库存持平，铝价走势受宏观金融条件改善震荡上涨



数据来源: iFind, 正信期货

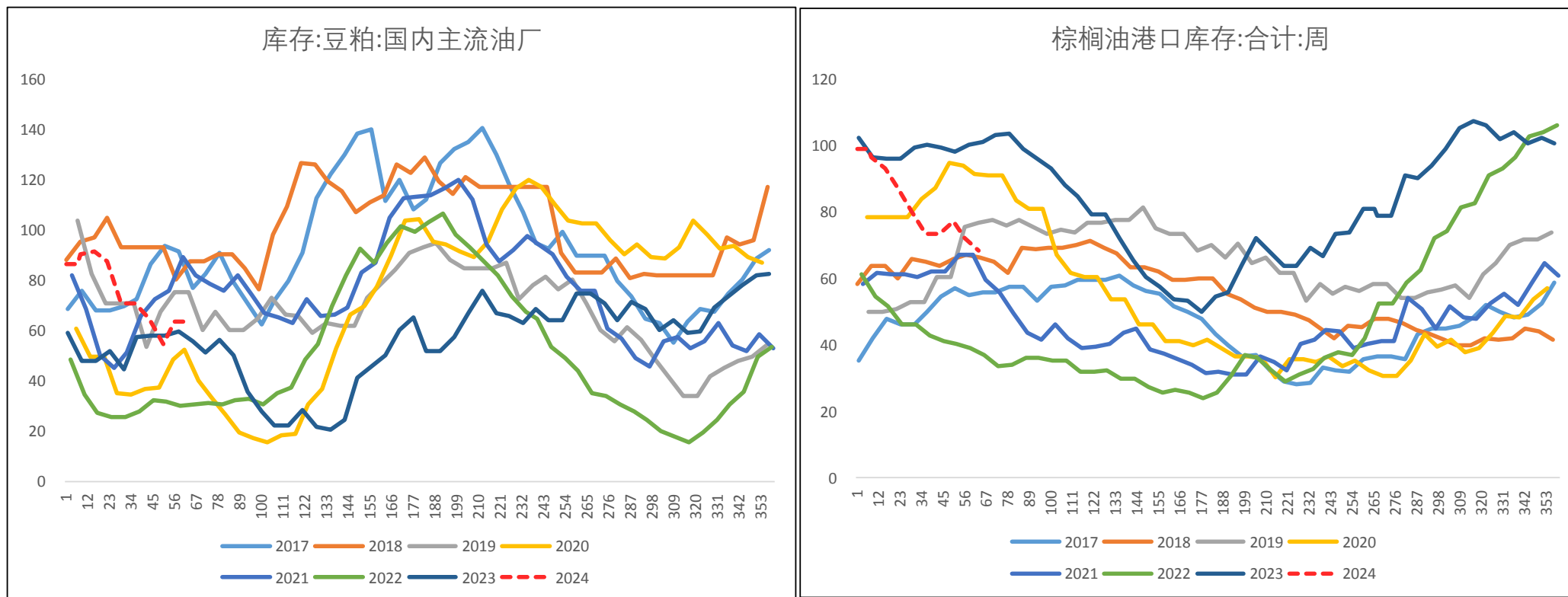
大宗商品分析——化工库存

- ✓ 原油库存反弹至中性水平附近，上周库存持平，位于2020年水平，原油价格维持震荡。
- ✓ 沥青库存偏低，上周库存小幅反弹，驱动沥青价格震荡下跌
- ✓ 纯碱未来1个月进入季节性降库周期，上周库存累速减弱，驱动纯碱价格超跌反弹。
- ✓ 玻璃处于季节性降库过程，上周库存进一步反弹，需求表现疲弱，驱动玻璃价格趋势下行。



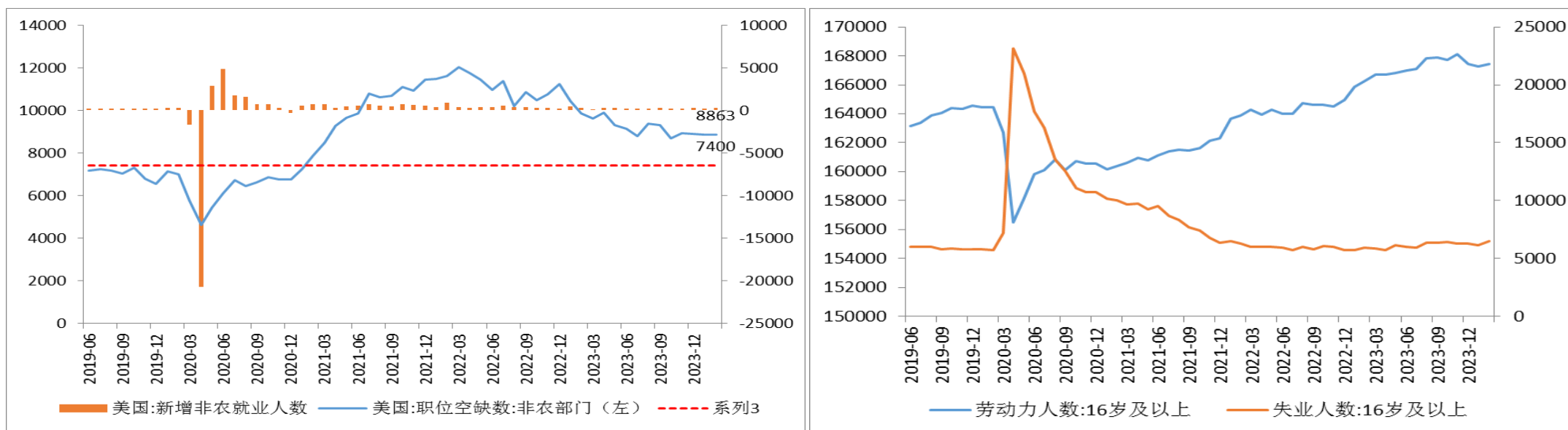
大宗商品分析——农产品库存

豆粕上周库存持平，位于季节性降库周期，豆粕价格持续超跌反弹，油脂库存季节性下降，上周库存加速降低，趋近2018年水平，驱动油脂价格大幅反弹。



基本面分析——海外宏观

美国公布2月就业市场数据，非农就业人数维持高位，高于市场预期值和上月数据，但失业率反弹至3.9%和平均每小时工资增速连续两个月反弹后再度下行，总体表现好坏参半，结构来看，失业人数大幅增加33.4万人，为推动失业率抬升的关键，表明就业市场的缺口在进一步缩窄。1月的JOLTS职位空缺人数也小幅减少2.6万人，叠加2月非制造业ISM指数也减弱，确认美国经济数据在高利率约束下再度下行。

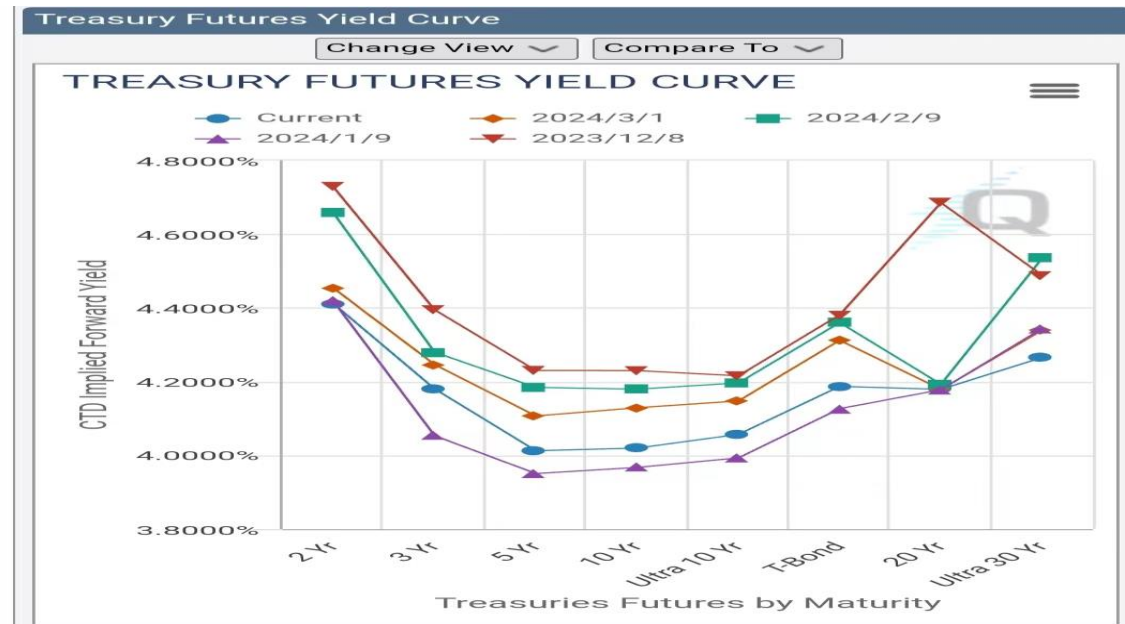


数据来源: 同花顺iFind, 正信期货

基本面分析——海外宏观

美国就业市场和服务业PMI纷纷边际回落后，市场对未来一年利率路径预期发生显著变化，金融市场开启新一轮乐观降息预期的交易，根据CME的FedWatch工具显示，市场预期2024年5月降息的概率增加至23.2%，年内降息次数增加至5次，累计降息幅度上调25bp至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加大，2年期国债收益率从上周4.45%下降至4.41%，十年期国债收益率从4.13%回落至4.02%，市场对于美国经济衰退预期小幅升温。

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%	0.8%	23.2%	75.9%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%	15.4%	57.4%	26.6%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%	10.7%	44.1%	36.4%	8.5%
2024/9/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	9.0%	38.7%	37.7%	12.9%	1.4%
2024/11/7	0.0%	0.0%	0.2%	5.3%	26.1%	38.1%	23.5%	6.3%	0.6%
2024/12/18	0.0%	0.1%	4.1%	21.2%	35.3%	26.9%	10.3%	1.9%	0.1%
2025/1/29	0.1%	2.6%	14.7%	29.9%	30.1%	16.6%	5.1%	0.8%	0.1%
2025/3/19	1.6%	10.1%	24.1%	30.0%	21.7%	9.5%	2.4%	0.3%	0.0%



数据来源：同花顺iFind，正信期货

基本面分析——海外宏观



截至3月8日，美国十债利率震荡回落10bp至4.1%，通胀预期回落4bp，实际利率下降6bp至1.81%，风险资产价格震荡上涨，尤其贵金属和商品表现强劲。美债10-2Y价差倒挂程度上周缩窄4bp至39bp。中美利差倒挂程度缩窄1bp至-180.7bp，离岸人民币在美元大幅下挫的情况下小幅升值0.1%。



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，3月股市处于季节性震荡时期，股市大概率维持震荡走势，上周市场反弹受阻，结构有所分化，考虑到当前股市已经修复流动性风险所带来的跌幅，预计未来一个月市场将延续震荡结构，上下空间有限，谨防短期调整风险。风格方面，在利率震荡偏弱和美债利率回调的背景下，预计成长仍然占优。



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3月面临震荡调整的风险，随后在4月震荡筑底，五月迎来反弹，上周在两会政策刺激和美债利率回落的驱动下农产品、有色表现偏强，黑色和化工震荡承压，商品指数表现分化，预计这一趋势在下周仍将延续，关注反弹空黑色和化工，回调多有色和农产品的机会。



数据来源：iFind，正信期货

量化诊断——利率

根据季节性规律分析，利率通常3月将延续震荡下行，随后4月筑底，5月开始震荡反弹，10-2Y利差总体维持震荡上涨节奏，收益率曲线持续陡峭化。考虑到当前经济处于弱现实和宽财政预期主导的宽信用预期博弈之中，债市表现总体将维持高位震荡走势。由于地方政府专项债融资将带来大量的融资需求，但央行货币政策相对审慎，以结构性投放为主，短期资金价格仍将会扰动市场情绪，预计3月利率维持低位震荡，关注急跌波段做多五债、二债的机会，收益率曲线短期持续维持扁平水平，可再次做陡曲线。



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做多**，短期反弹势能减弱有调整的风险，关注回调做多波段反弹机会；**十债加权指数周线级别信号上周维持做空**，短期十债在国内经济数据弱现实和宽财政预期面前有望高位剧烈震荡，但中期趋势仍然向上，关注反弹波段做空，回调波段做多的机会，整体判断国债为中期高位震荡，建议高抛低吸。



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，文华工业品指数上周**周线级别信号维持看多**，在美国经济数据边际下滑和国内制造业复苏乏力的背景下，工业品预计短期震荡承压，关注波段操作机会；COMEX黄金加权指数上周**周线级别信号空翻多**，在美国实际利率短期反弹结束回落和美国经济中期衰退的背景下，贵金属预计延续高位震荡上涨走势，短期有超买回调风险，建议回调做多。



数据来源：iFind，正信期货

宏观日历

美国2月通胀、消费数据出炉、关注中国货币供需表现



本周财经日历中，中国将公布2月社会融资和货币供应数据，关注居民和企业部门资产负债表是否有改善。

美国将公布2月CPI、PPI数据，关注是否再次出现下行的迹象，同时，美国零售销售数据是否在居民收入下滑中再度减弱，将成为美联储3月议息会议基调的数据支撑。

日期	时间	事件	国家/地区	重要性	前值	预测值
2024-03-11	07:50	日本GDP当季环比(%)	日本	低	-0.7	-0.1
2024-03-11	07:50	日本GDP平减指数同比(%)	日本	低	5.3	3.8
2024-03-11	07:50	日本M2货币供应同比(%)	日本	中	2.4	
2024-03-12	20:30	美国CPI环比(%)	美国	中	0.3	0.4
2024-03-12	20:30	美国核心CPI环比(%)	美国	中	0.4	0.3
2024-03-12	20:30	美国季调后CPI指数	美国	低	309.69	
2024-03-12	20:30	美国季调后核心CPI指数	美国	低	314.44	
2024-03-12	16:00	中国M2货币供应同比(%)	中国	高	8.7	8.8
2024-03-12	16:00	中国社会融资规模(人民币十亿元)	中国	高	6,500.0B	2,220.0B
2024-03-12	16:00	中国新增人民币贷款(人民币)	中国	高	4,920.0B	1,500.0B
2024-03-13	18:00	欧元区工业产出环比(%)	欧元区	中	2.6	-1.0
2024-03-13	18:00	欧元区工作日调整后工业产出同比(%)	欧元区	中	1.2	-2.8
2024-03-14	20:30	美国PPI同比(%)	美国	高	0.9	1.1
2024-03-14	20:30	美国PPI环比(%)	美国	中	0.3	0.3
2024-03-14	20:30	美国核心PPI同比(%)	美国	中	2.0	
2024-03-14	20:30	美国核心PPI环比(%)	美国	中	0.5	0.2
2024-03-14	20:30	美国核心零售销售环比(%)	美国	高	-0.6	0.4
2024-03-14	20:30	美国零售销售同比(%)	美国	高	0.65	
2024-03-14	20:30	美国零售销售环比(%)	美国	中	-0.8	0.5
2024-03-15	21:15	美国工业产出同比(%)	美国	高	0.03	
2024-03-15	21:15	美国工业产出环比(%)	美国	中	-0.1	0.0
2024-03-15	22:00	美国密歇根大学1年期通胀率预期(%)	美国	中	3.0	
2024-03-15	22:00	美国密歇根大学5-10年期通胀率预期(%)	美国	低	2.9	
2024-03-15	22:00	美国密歇根大学现况指数	美国	低	79.4	
2024-03-15	22:00	美国密歇根大学消费者信心指数	美国	低	76.9	76.9
2024-03-15	22:00	美国密歇根大学消费者预期指数	美国	低	75.2	

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