



# 大类资产每周观察

正信期货大类资产周报 20240317

研究员：蒲祖林

投资咨询证号：Z0017203

Email: [puzl@zxqh.net](mailto: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：美联储议息会议来袭，国内融资需求仍显承压



## 策略概述

- 1、美国2月物价意外强劲，与就业市场和PMI背离，给乐观降息的金融市场泼冷水，美债利率大幅反弹，风险资产价格高位承压，本周美联储将召开利率决议会议，关注释放利率路径指引。
- 2、国内2月社融和信贷数据再次走弱，经济复苏仍有压力，但宽财政预期驱动资产价格表现偏强，尤其是新基建受益的商品。短期货币供需中性偏紧，国债和地方政府债务融资需求维持高位，资金价格小幅反弹，地产销售表现疲弱，但有底部支撑，制造业产能利用率延续结构分化，外需改善内需疲弱，经济能否止跌复苏仍需关注宽财政政策落实情况，关注本周公布的2月实体经济数据是否改善。

## ● 投资要点

美国通胀在高利率的约束下已经进入乐观区间，但最后1%空间极具韧性，美国新经济提升全要素生产率，经济维持乐观形势，软着陆概率较高，美联储货币政策操作有一定空间，或将长期维持平息周期，金融条件难以宽松，市场或在预期降息和失望之间来回博弈，驱动风险资产价格震荡和结构分化，海外企业盈利韧性令股市和商品有支撑。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，外需边际获得韧性，关注2月实体经济数据表现。**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，权益风格预计成长略占优，关注结构性机会；商品预计震荡分化，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；利率短期在宽信用预期下有望超跌反弹，建议急跌做多十债、五债或多短空长套利，美国实际利率震荡反弹，贵金属价格历史新高后有调整动能，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、地缘军事冲突风险

# 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月物价意外强劲，与就业市场和PMI背离，给乐观降息的金融市场泼冷水，美债利率大幅反弹，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分化，权益类资产价格预计整体底部震荡反弹， <b>可急跌配置股指期货IF、IH、IC、IM中期多单。</b>
	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	国内地产高频销售新房和二手房劈叉，总体延续疲弱，制造业产能利用率结构分化，短期货币供需偏中性偏紧，地方政府专项债和特别国债将陆续发行，资金价格有望趋紧，利率总体低位震荡，建议 <b>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</b>
	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分化，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，海外经济具有韧性， <b>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和外需边际下滑的化工，或回调多有色和天气炒作的农产品。</b>
	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月物价意外强劲，与就业市场和PMI背离，给乐观降息的金融市场泼冷水，美债利率大幅反弹，贵金属价格高位承压，建议 <b>回调加多白银、黄金</b> 。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	

# 行情回顾



➤ 过去一周大类资产表现：大宗商品领涨，美债领跌

大宗商品>港股>国内股市>美元指数>欧美股市>黄金>国内债券>美债

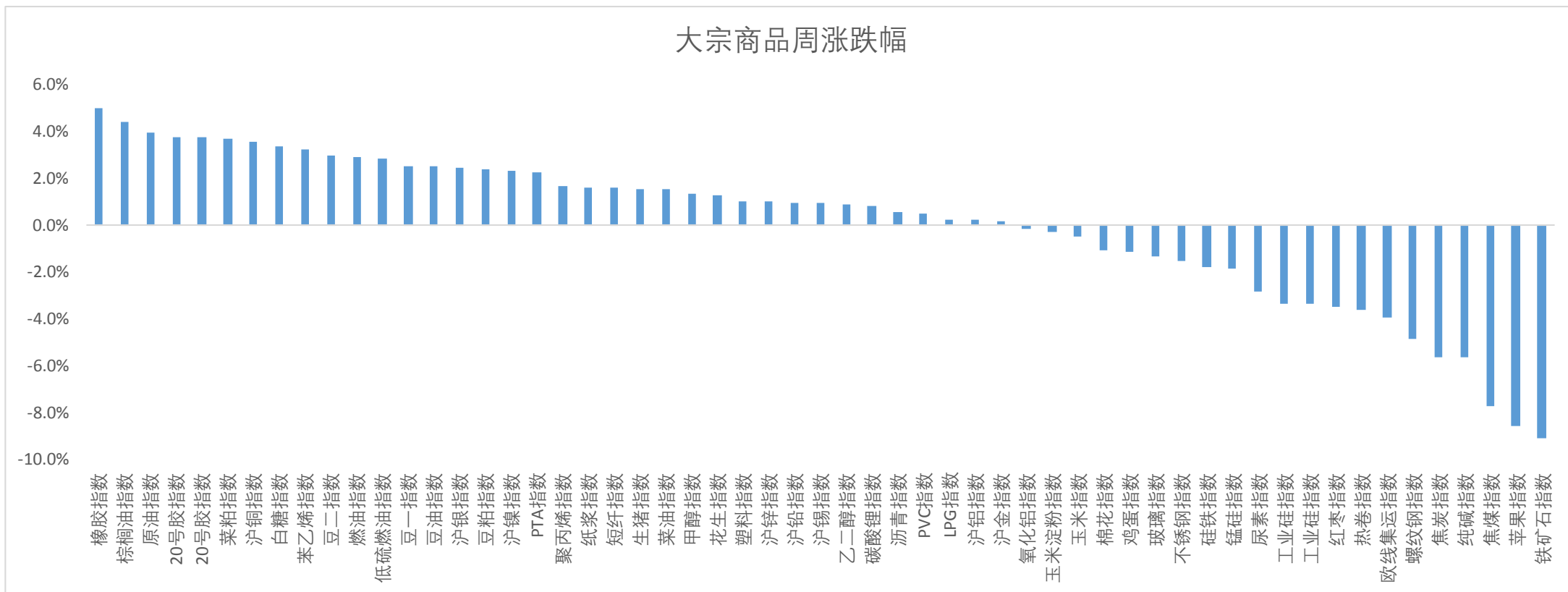
全球大类资产价格涨跌幅							
国内股市		海外和港股		大宗商品		利率和货币	
上证指数	0.28%	恒生中国企业	2.90%	南华商品	1.95%	十债收益率(%)	↑ 0.0375
深证成指	2.60%	恒生指数	2.25%	南华能化	3.45%	二债收益率(%)	↑ 0.0149
创业板指	4.25%	恒生科技指数	5.67%	南华黑色	2.92%	期限利差 (10-2Y)	↑ 0.0226
上证50	0.04%	富时新兴市场指数	1.14%	南华有色金属	2.90%	DR007(%)	↑ 0.0333
沪深300	0.71%	富时欧洲	0.63%	螺纹钢	-5.88%	美国十债收益率(%)	↑ 0.2200
科创50	0.68%	标普500	-0.13%	生猪	1.03%	美国二债收益率(%)	↑ 0.2400
中证1000	3.45%	纳斯达克综指	-0.02%	WTI原油	3.28%	美债期限利差 (10-2Y)	↓ -0.0200
中证500	1.95%	道琼斯工业平均	-0.70%	路透CRB商品指数	1.98%	德国十债收益率(%)	↑ 0.1800
周期(风格.中信)	1.91%	德国DAX	0.69%	COMEX铜	4.99%	COMEX黄金	↓ -0.37%
成长(风格.中信)	2.92%	日经225	-2.47%	CBOT大豆	2.79%	美元指数	↓ 0.70%

数据来源：iFind. 正信期货

# 行情回顾

➤ 过去一周大宗商品表现：橡胶领涨，玻璃领跌

橡胶>棕榈油>原油>.....纯碱>焦煤>苹果>铁矿



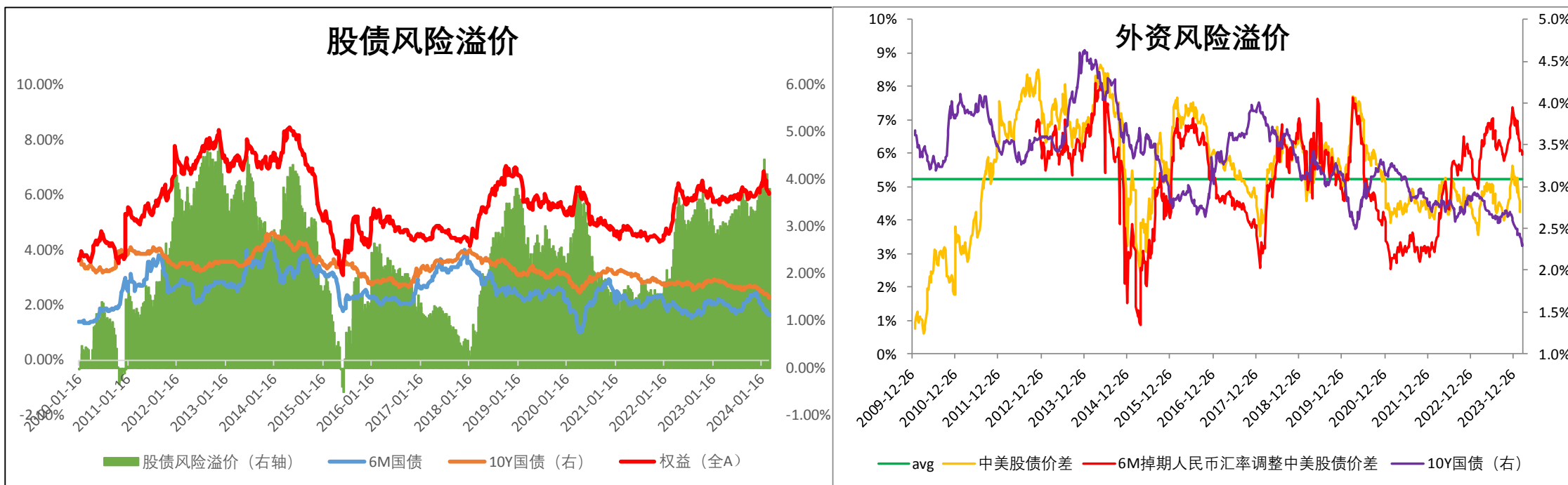
数据来源：iFind. 正信期货

# 行情回顾

## 过去一周大类资产风险溢价



股债风险溢价录得**3.73%**，较上周下降**0.1%**，位于**88.9%**分位点，外资风险溢价指数录得**5.96%**，较上周下降**0.11%**，位于**61.3%**分位点，外资吸引力高位持续回落。

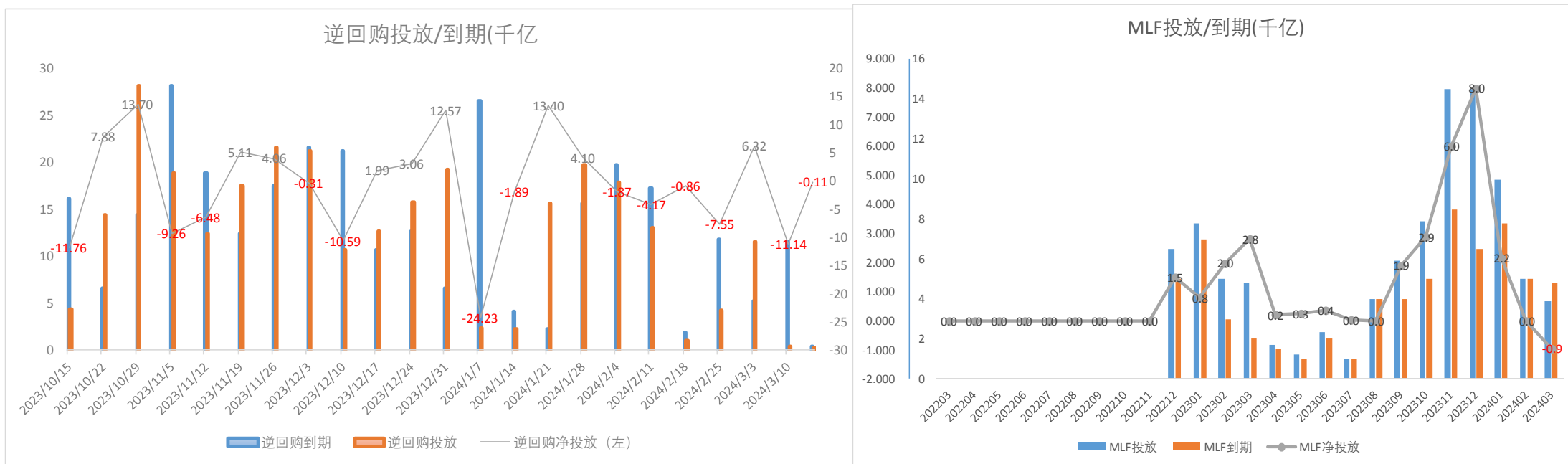


数据来源： iFind. 正信期货

# 货币供需分析——货币供应



上周央行OMO逆回购到期500亿元，逆回购投放390亿元，货币净回笼110亿元，货币供给持续收紧。同时，MLF在3月份投放3870亿，到期4810亿，净回笼940亿，首次开始回收MLF流动性，总体3月货币供应回归中性偏紧。

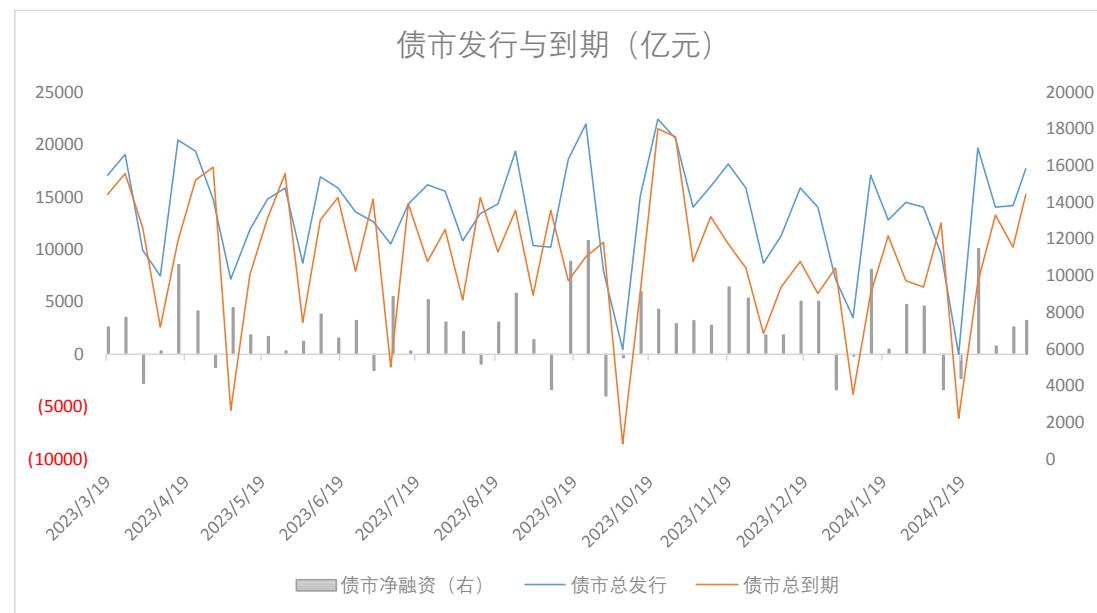
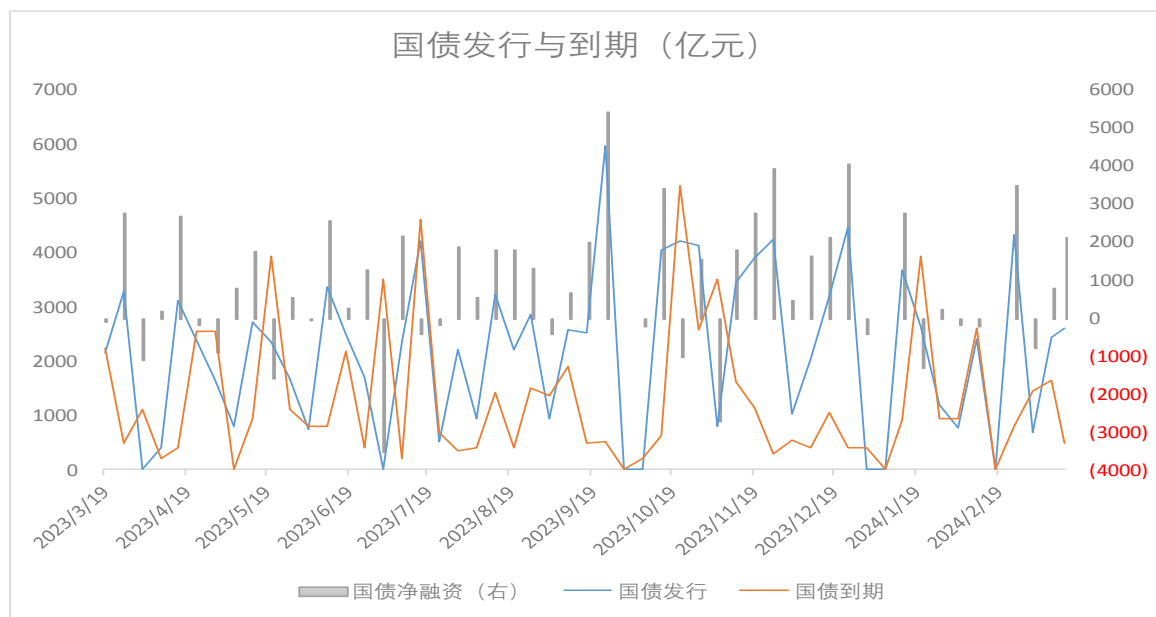


数据来源：同花顺iFind，正信期货



# 货币供需分析——货币需求

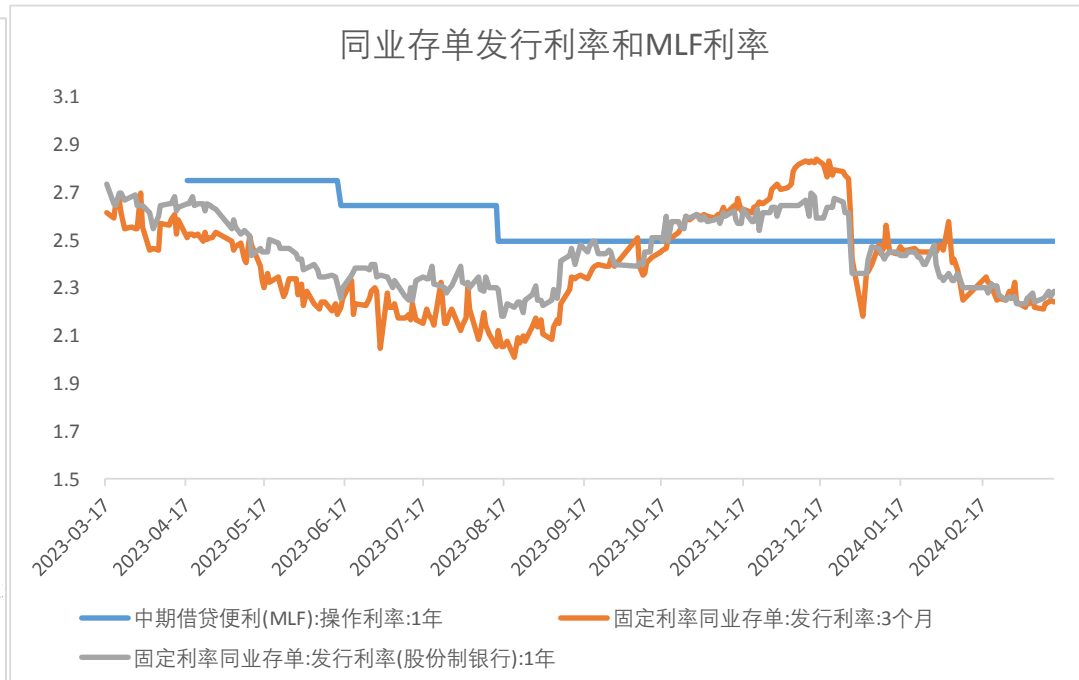
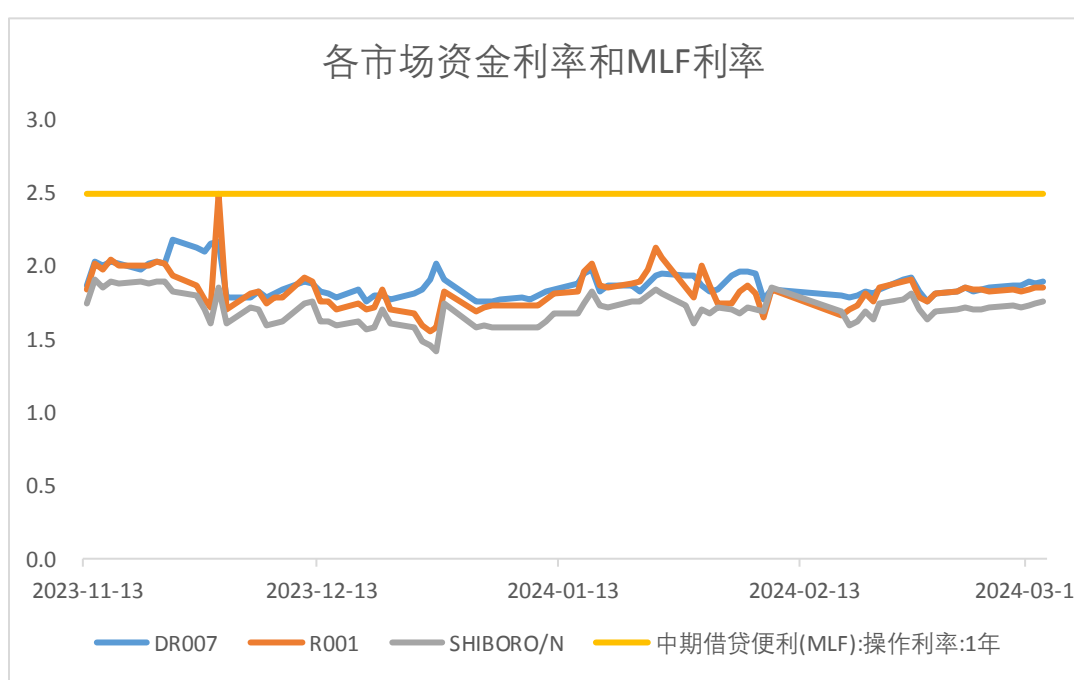
上周国债发行2620亿，到期502.6亿，货币净需求2117.4亿；地方债发行1585.3亿，到期370亿，货币净需求1215.2亿；其他债发行13540.6亿，到期13553.4亿，货币净需求12.8亿；债市总发行17745.9亿，到期14426亿，货币净需求3319.8亿，货币债务融资需求维持高位，系国债和地方债务融资需求发力。



数据来源：同花顺iFind，正信期货

# 货币供需分析-资金价格

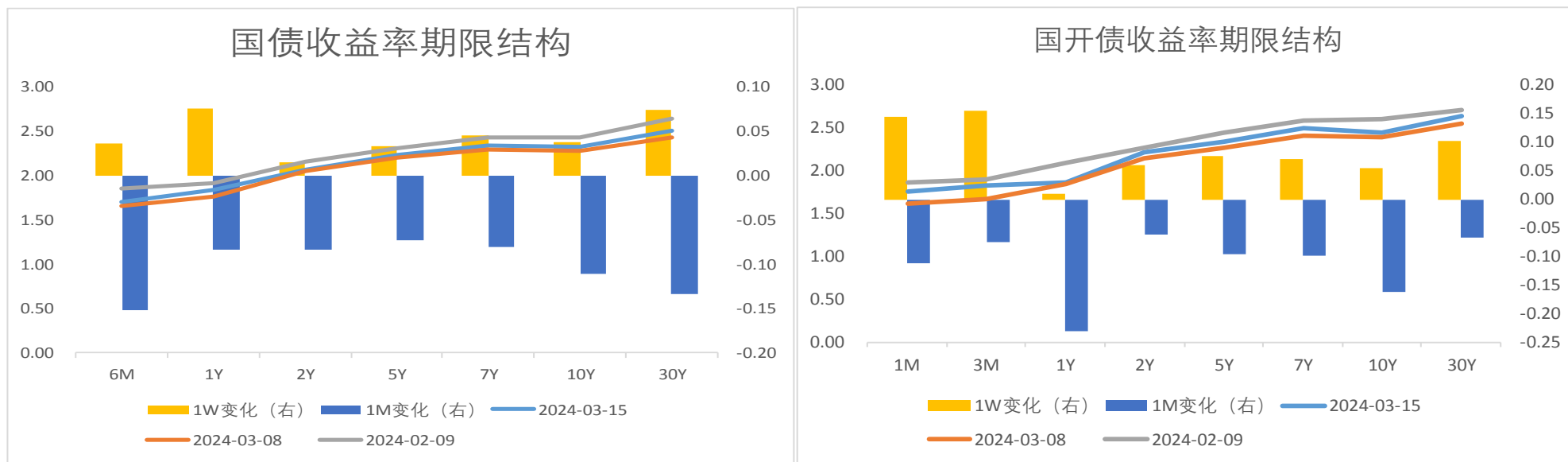
DR007、R001、SHIBOR隔夜分别变化11bp、15.9bp、15.9bp至1.9%、1.86%、1.77%。同业存单发行利率下降8.2bp，股份制银行发行的CD利率反弹0.7bp至2.29%，大幅低于MLF 1年期利率水平（2.5%），资金真实总需求维持低位，货币供给偏紧驱动资金价格反弹。



数据来源：同花顺iFind，正信期货

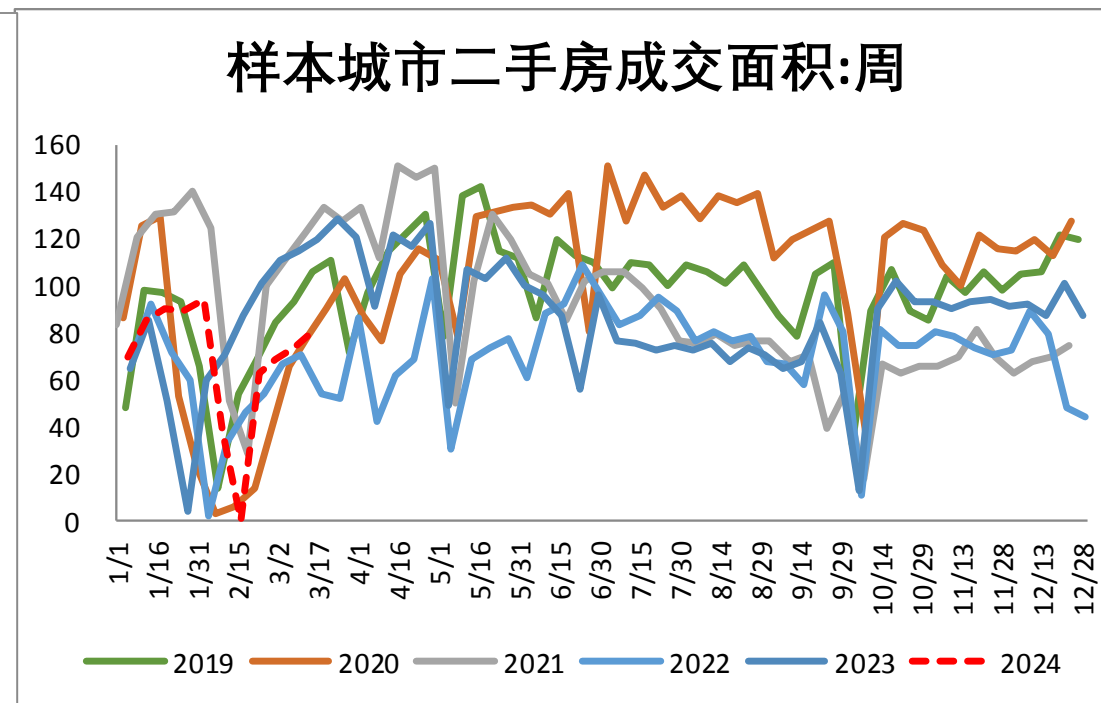
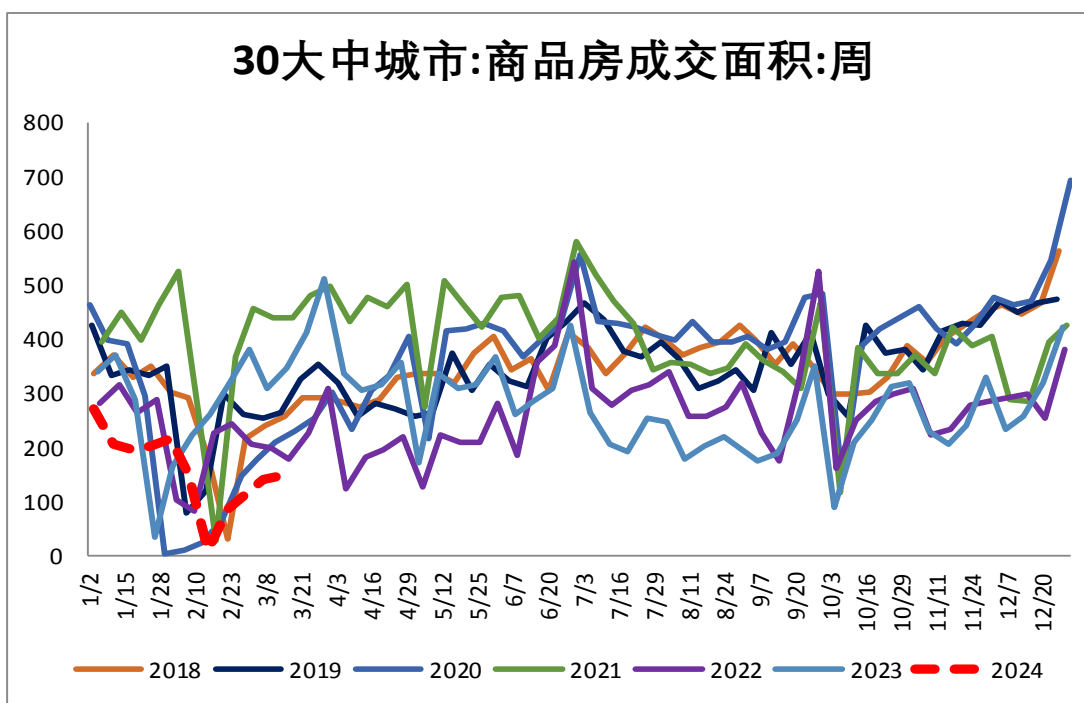
# 货币供需分析-期限结构

上周10年期国债收益率较前一周变化3.7bp，5年期国债收益率变化3.2bp，2年期国债收益率变化1.4bp；10年期国开债收益率较前一周变化5.5bp，5年期国开债收益率变化7.4bp，2年期国开债收益率变化5.8bp，整体来看，上周收益率期限结构小幅走陡，受宽信用预期驱动利率小幅反弹，国债和国开债之间的信用利差有所扩大。



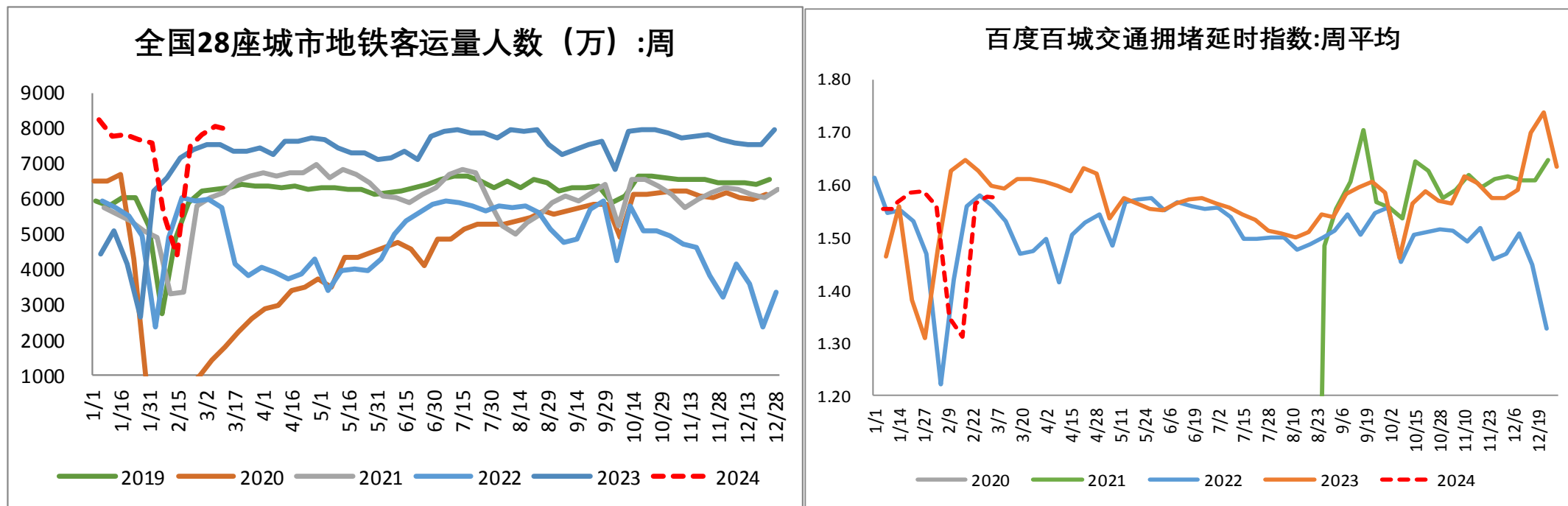
# 实体经济分析——地产需求

截止3月14日数据，30大中城市商品房周成交面积为144.7万平方米，环比上周139万平方米小幅反弹，仍位于近7年低位；二手房销售持续季节性反弹，回到2020年水平，地产消费总体维持低位，新房和二手房需求结构分化，主要系保交楼风险导致。



# 实体经济分析——服务业活动

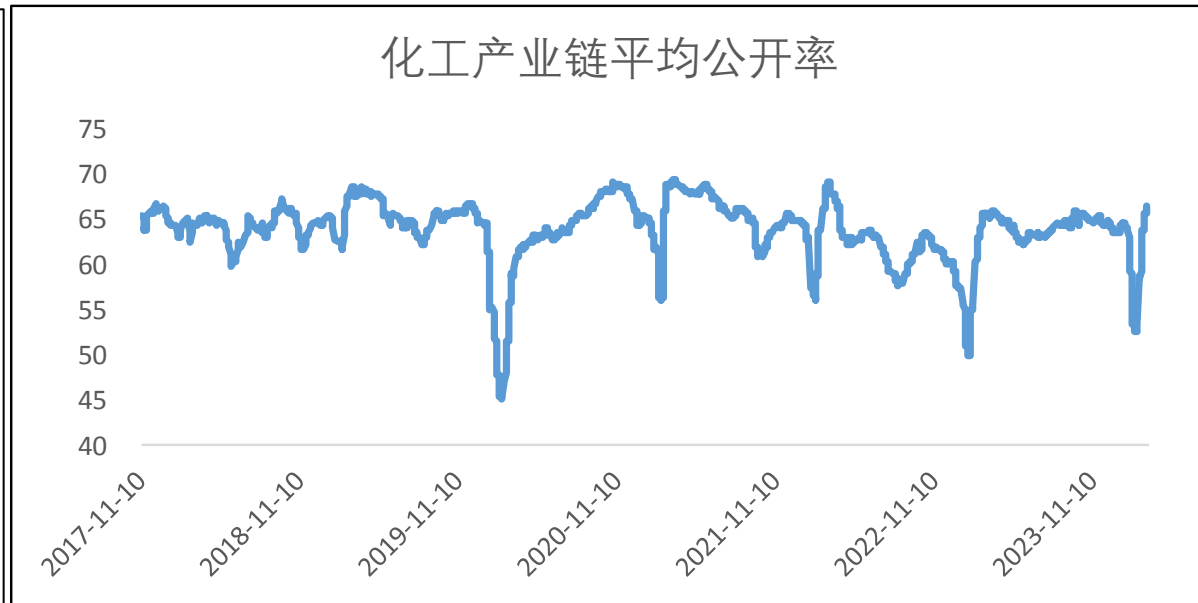
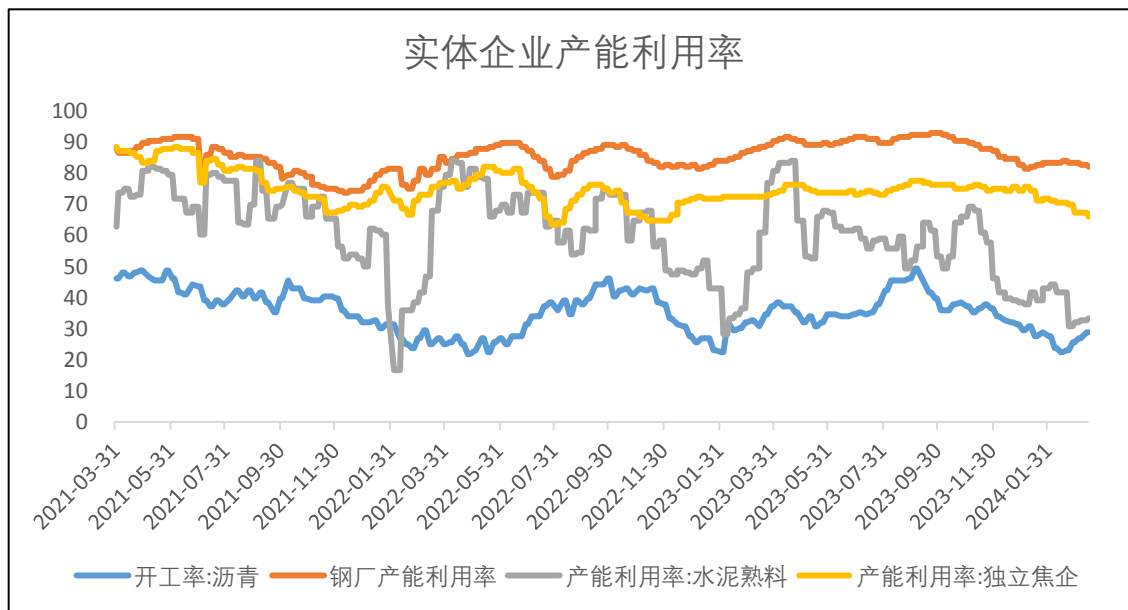
截止3月15日，全国28大中城市地铁客运量维持高位，周度日均7926万人次，较去年同期增长8.2%，较2021年同期增长21.9%，服务业经济活动中人流量维持火热水平，百城交通拥堵延时指数较上周环比小幅回落，位于近三年中性水平，表明人流结构从自驾转向公共交通，经济仍处于紧缩周期



数据来源: iFind, 正信期货

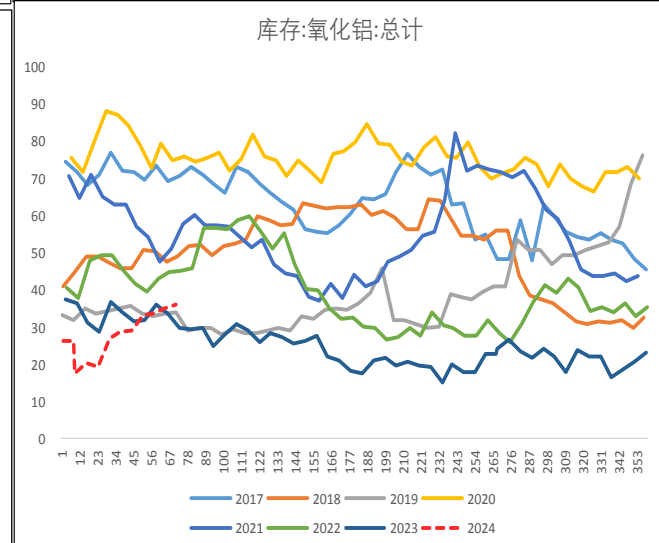
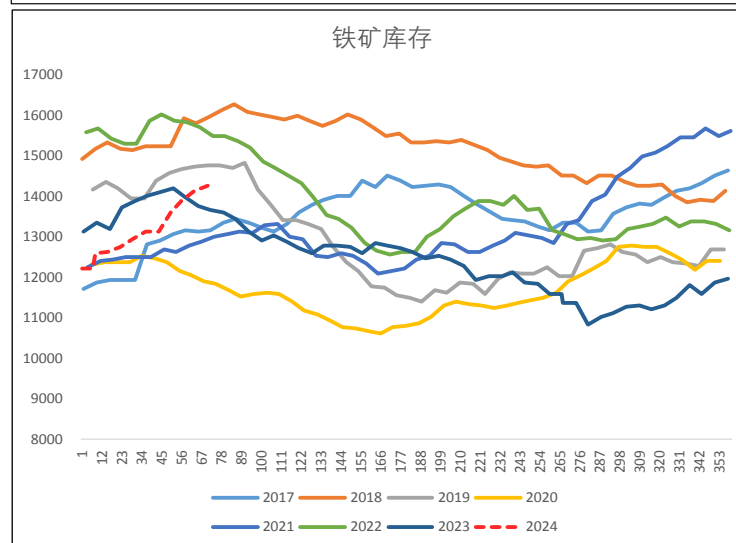
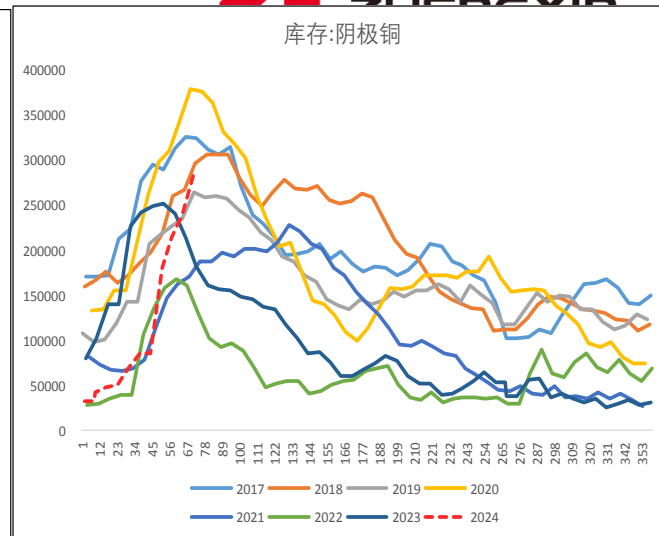
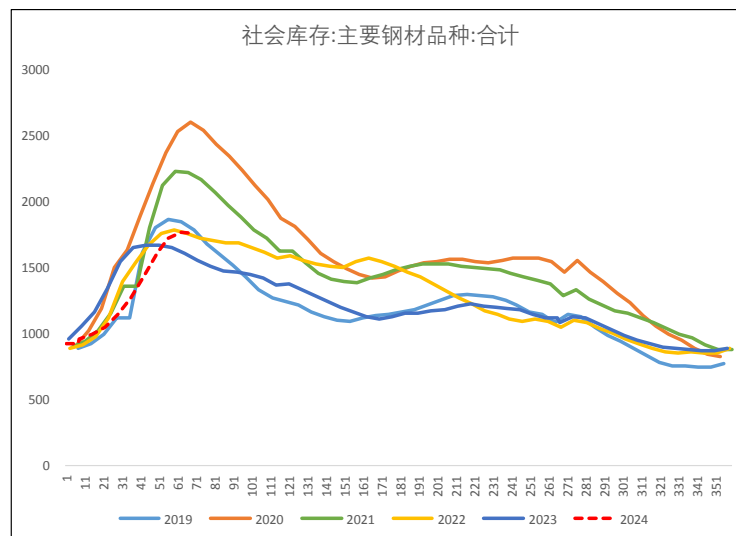
# 实体经济分析——制造业跟踪

制造业产能利用率延续涨跌分化，钢厂产能利用率下降0.53%，沥青产能利用率反弹1.8%，水泥熟料企业产能利用率反弹0.8%，焦企产能利用率下降1.17%，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，外需相关的化工产业链平均开工率较上周反弹0.8%，回升到较高水平，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

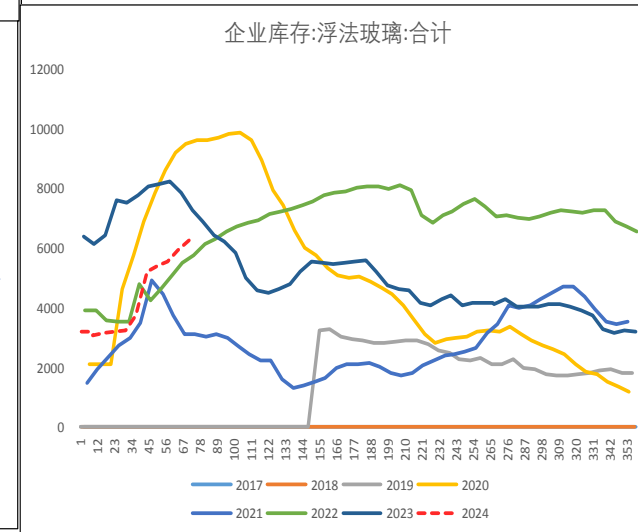
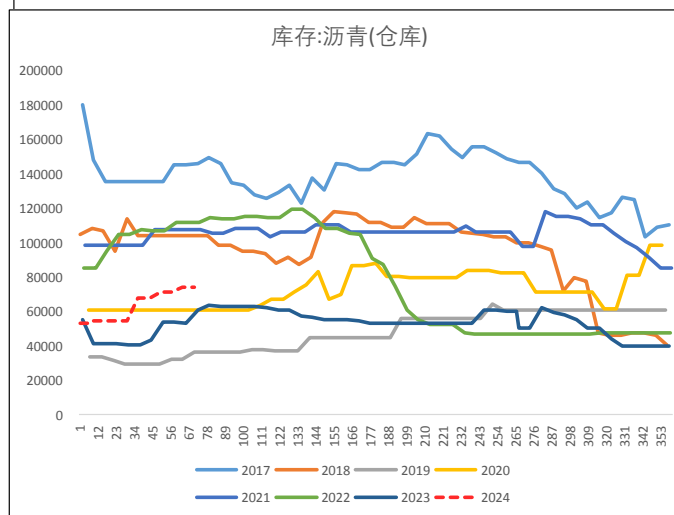
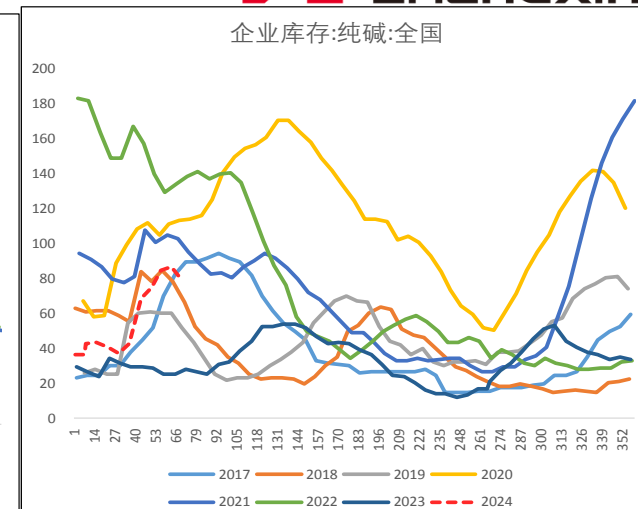
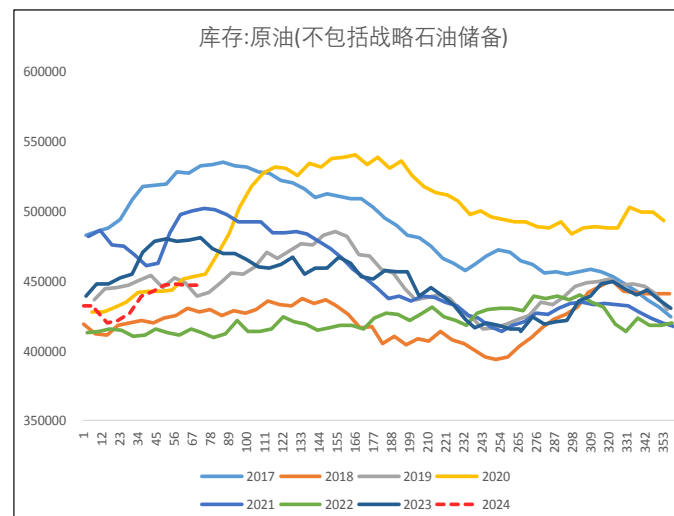
- ✓ 钢材、铜、铝进入季节性降库周期初期。
- ✓ 钢材库存小幅下降，位于历史中性水平，铜库存大幅反弹，位于2018年高位，铜价走势逆势走强。
- ✓ 铁矿有望进入季节性降库周期，上周库存小幅反弹，驱动铁矿价格持续调整。
- ✓ 氧化铝的库存处于近7年以来低位水平，上周库存持续反弹，铝价高位震荡。



数据来源: iFind, 正信期货

# 大宗商品分析——化工库存

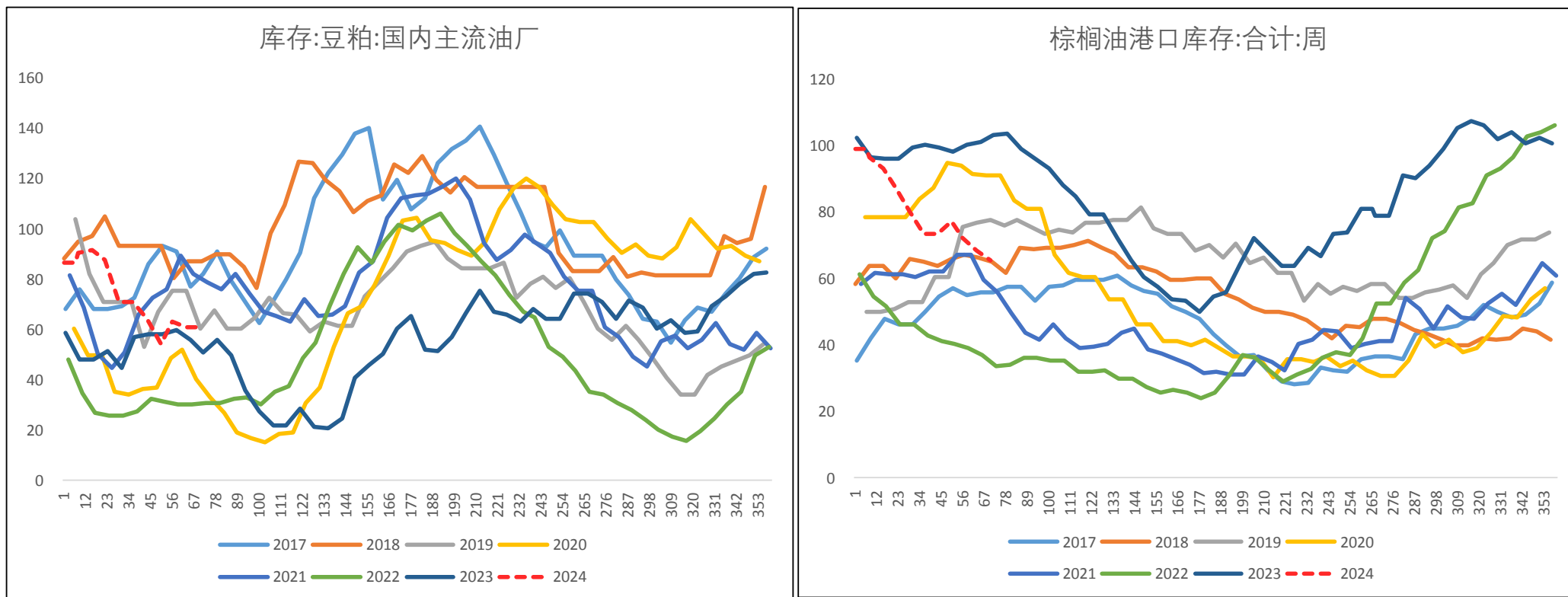
- ✓ 原油库存位于中性水平，上周库存小幅下降，原油价格震荡偏强。
- ✓ 沥青库存中性偏低，上周库存持续反弹，沥青价格震荡偏弱。
- ✓ 纯碱进入季节性降库周期，上周库存小幅下降，纯碱价格受黑色需求下滑拖累下跌。
- ✓ 玻璃处于季节性降库周期，上周库存持续增加，玻璃价格震荡调整。





# 大宗商品分析——农产品库存

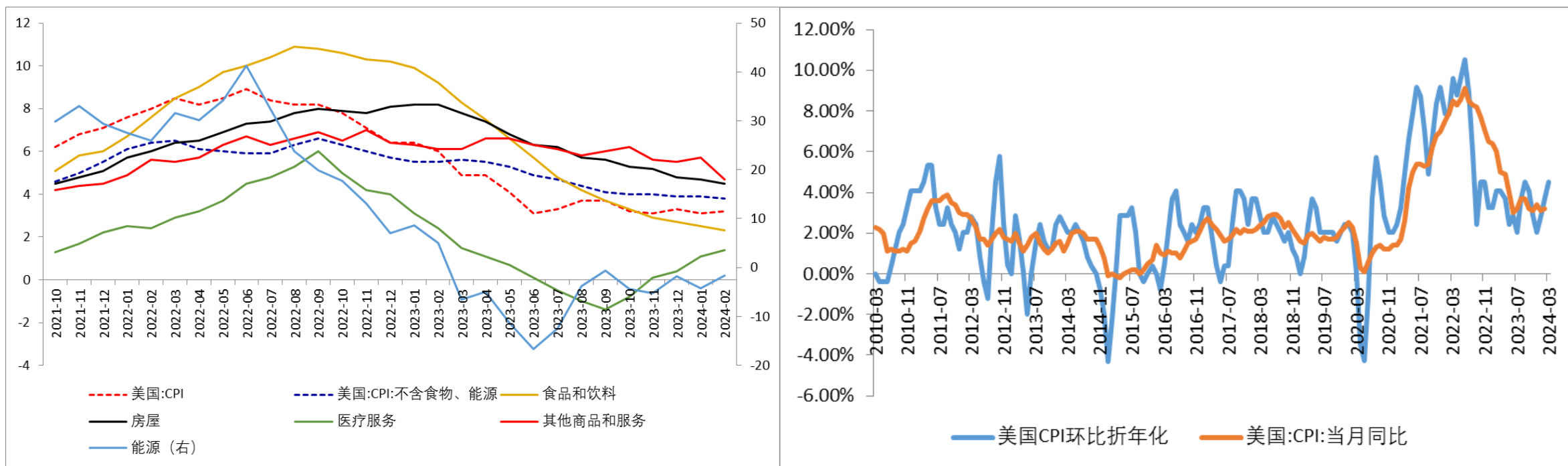
豆粕位于季节性降库周期，上周库存持平，油脂库存季节性下降，上周库存进一步回落，接近2018年水平，驱动油脂价格强势上涨，豆粕价格有望震荡走弱。



数据来源: iFind, 正信期货

# 基本面分析——海外宏观

上周美国公布2月通胀报告，CPI同比增速录得3.2%，环比上月增加0.1%，核心CPI录得3.8%，高于市场预期值3.7%，同时环比增速维持0.4%的高位，给通胀带来极强韧性，若3月延续0.4%增速，环比折年率有望反弹至4.5%高位，同时，2月PPI数据同比增速1.6%，大幅高于市场预期值1.2%和前值1%，为近两个季度高位，环比增速增加至高达0.6%，强劲的物价数据给市场乐观预期降息的情绪被泼一盆冷水。



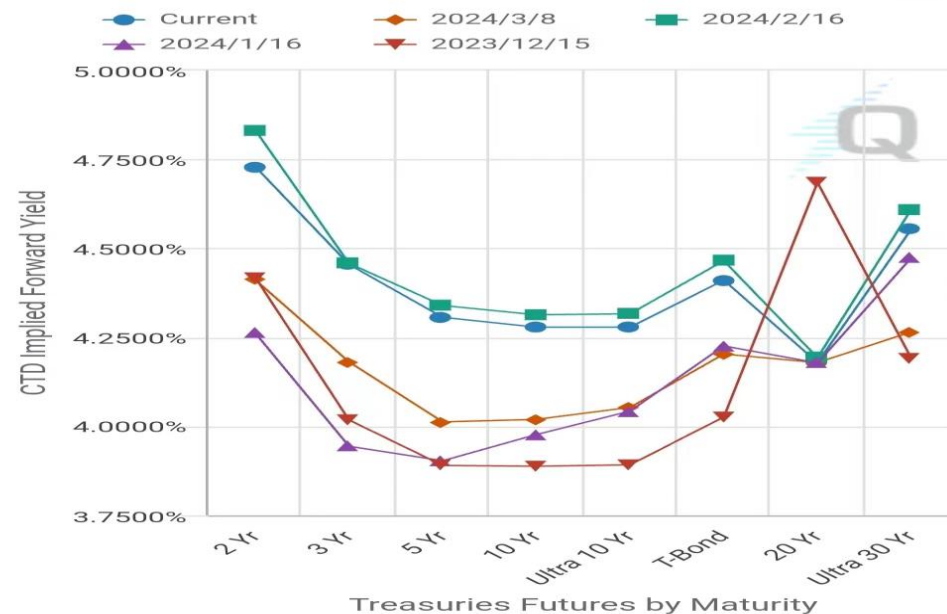
# 基本面分析——海外宏观

上周美国物价数据意外强劲后，金融市场对利率路径预期再次作出修正，根据CME的FedWatch工具显示，市场预期2024年5月降息的概率降低至6.4%，预期最早6月降息的概率为55.2%，年内降息次数减至3次，累计降息幅度约75bp，美十债利率反弹至4.3%附近。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扩大，2年期国债收益率从上周4.41%大幅反弹至4.73%，十年期国债收益率从4.02%反弹至4.28%，市场对于美国经济衰退预期小幅升温。

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%	2.0%	98.0%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	6.4%	93.6%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	3.6%	55.2%	41.2%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.7%	27.1%	48.8%	22.4%
2024/9/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.2%	19.4%	42.3%	30.4%	6.7%
2024/11/7	0.0%	0.0%	0.0%	0.6%	10.1%	30.7%	36.4%	18.8%	3.4%
2024/12/18	0.0%	0.0%	0.4%	6.7%	23.3%	34.3%	25.1%	9.0%	1.2%
2025/1/29	0.0%	0.2%	3.6%	15.1%	28.9%	29.7%	16.9%	5.0%	0.6%
2025/3/19	0.1%	2.0%	9.6%	22.4%	29.3%	23.0%	10.7%	2.7%	0.3%

TREASURY FUTURES YIELD CURVE

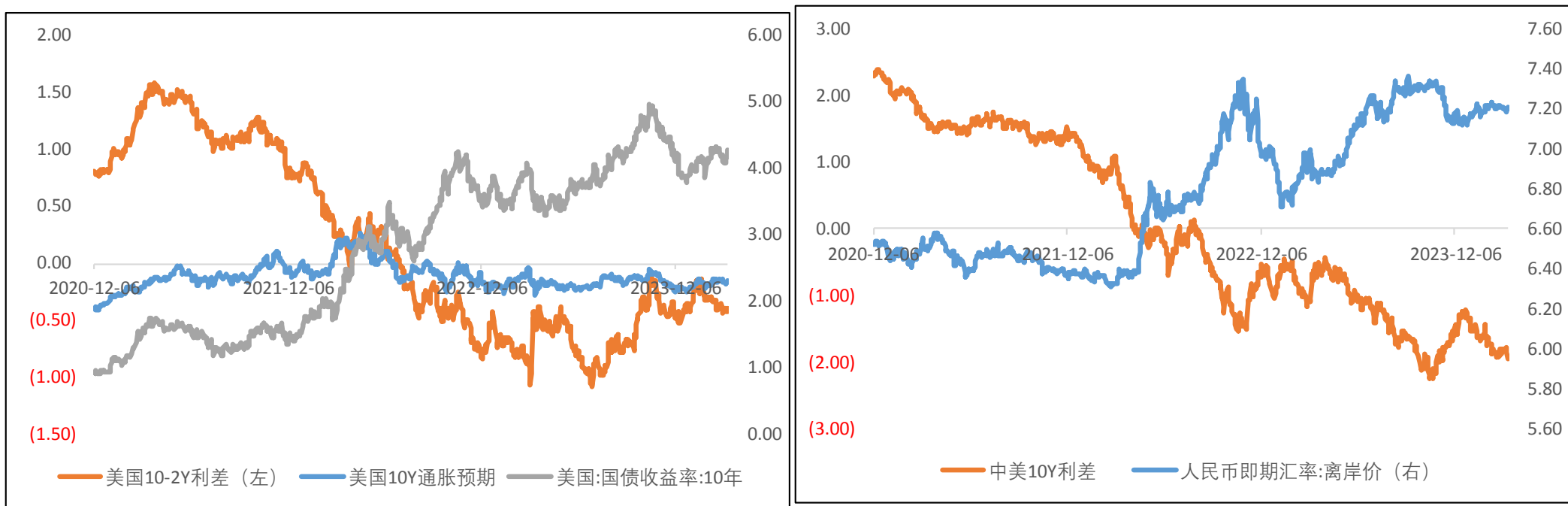


数据来源：同花顺iFind，正信期货

# 基本面分析——海外宏观



截至3月15日，美国十债利率较上周大幅反弹22bp，通胀预期反弹4bp，实际利率大幅上涨18bp至1.99%，风险资产价格高位震荡调整。美债10-2Y价差倒挂程度扩大2bp至-41bp，市场对美国经济韧性表示担忧。中美利差倒挂程度大幅缩窄18.3bp至-199bp，离岸人民币贬值0.05%，在7.2附近窄幅震荡。



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，结构延续分化，成长股领涨，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，在利率震荡反弹和美债利率再次上涨的背景下，预计周期和成长均有调整风险。



# 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国经济韧性的驱动下农产品、有色和化工表现强劲，黑色进一步加速下跌，商品指数表现结构分化，预计这一趋势在下周有望阶段性扭转，关注反弹空农产品和化工，回调多有色的机会。

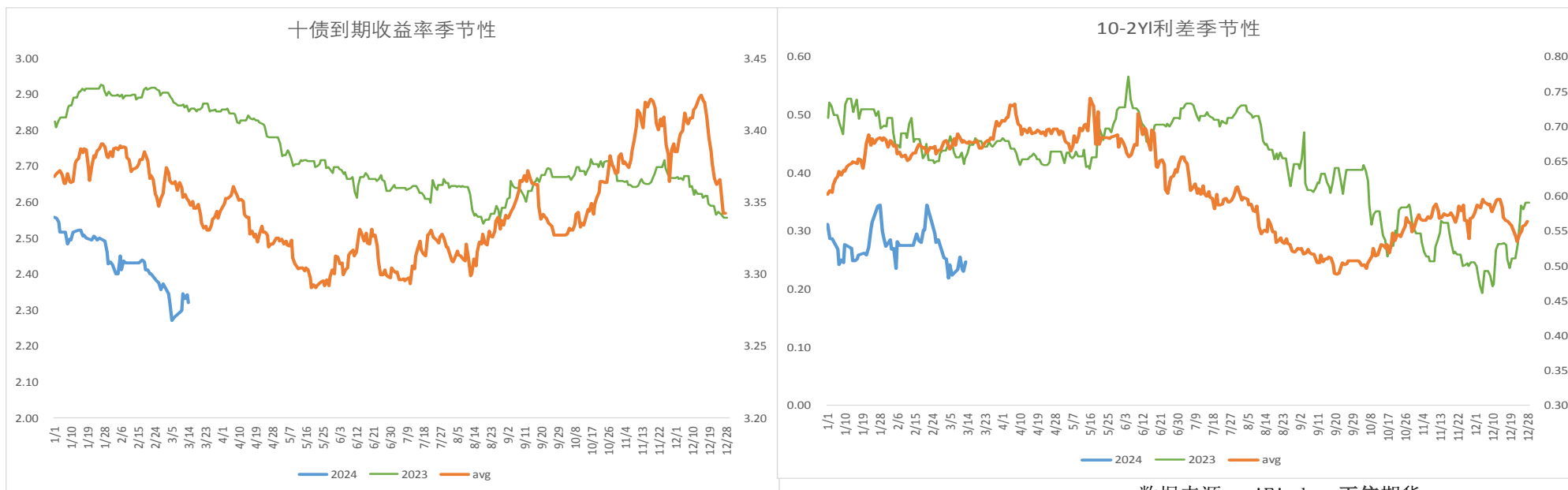


数据来源：iFind，正信期货



# 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，收益率曲线总体走陡峭。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和特别国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。



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宽财政预期的压力下高位震荡，关注逢高波段做空回调做多机会。





# 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**，在美国经济强劲和国内经济疲弱及宽财政预期的背景下，工业品短期走势预计震荡和结构分化，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多**，在美国实际利率短期反弹和美联储鹰派议息的时点，贵金属预计短期震荡回调，建议回调长多。



数据来源: iFind, 正信期货

# 宏观日历

关注中国2月实体经济数据表现、美联储3月议息会议将召开



本周财经日历中，中国将公布2月固定资产投资、工业增加值和消费等经济数据，关注经济是否边际复苏拐点。

美联储将召开3月议息会议，关注联储主席鲍威尔对未来降息路径的指引。

日期	时间	事件	国家/地区	重要性	前值	预测值
2024-03-18	23:30	美国3个月期国债拍卖(%)	美国	低	5.250	
2024-03-18	23:30	美国6个月期国库券拍卖利率(%)	美国	中	5.100	
2024-03-18	22:00	美国NAHB房产市场指数	美国	低	48	
2024-03-18	18:00	欧元区CPI同比(%)	欧元区	高	2.8	2.6
2024-03-18	18:00	欧元区CPI环比(%)	欧元区	高	-0.4	0.6
2024-03-18	18:00	欧元区核心CPI环比(%)	欧元区	中	-0.9	0.7
2024-03-18	18:00	欧元区剔除烟草CPI环比(%)	欧元区	低	-0.4	
2024-03-18	18:00	欧元区未季调核心CPI同比(%)	欧元区	中	3.3	3.1
2024-03-18	10:00	中国城镇固定资产投资累计同比(%)	中国	高	3.0	3.2
2024-03-18	10:00	中国规模以上工业增加值同比(%)	中国	中	6.8	5.0
2024-03-18	10:00	中国规模以上工业增加值累计同比(%)	中国	中	4.6	
2024-03-18	10:00	中国社会消费品零售总额累计同比(%)	中国	高	7.22	
2024-03-18	10:00	中国社会消费品零售总额同比(%)	中国	高	7.4	5.2
2024-03-18	10:00	中国失业率	中国	高	5.1	
2024-03-18	18:00	欧元区未季调CPI月率	欧元区	高	123.60	124.37
2024-03-19	20:30	美国新屋开工年化总数(户)	美国	低	1.331M	1.420M
2024-03-19	20:30	美国营建许可总数(户)	美国	中	1.489M	
2024-03-19	12:30	日本工业产出环比(%)	日本	低	1.4	-7.5
2024-03-20	23:00	欧元区消费者信心指数	欧元区	低	-15.5	-14.8
2024-03-20	09:15	中国央行贷款市场报价利率1年期(LPR)	中国	高	3.45	
2024-03-21	21:45	美国Markit服务业PMI	美国	中	52.3	
2024-03-21	21:45	美国Markit制造业PMI	美国	中	52.2	
2024-03-21	21:45	美国Markit综合PMI	美国	高	52.5	
2024-03-21	22:00	美国成屋销售年化环比(%)	美国	中	3.1	
2024-03-21	22:00	美国成屋销售年化总数(户)	美国	低	4.00M	3.94M
2024-03-21	02:00	美联储利率决议(%)	美国	高	5.50	5.50
2024-03-21	17:00	欧元区Markit服务业PMI	欧元区	中	50.2	50.5
2024-03-21	17:00	欧元区Markit制造业PMI	欧元区	高	46.5	47.0
2024-03-21	08:30	日本服务业PMI	日本	中	52.9	
2024-03-22	07:30	日本全国CPI同比(%)	日本	中	2.2	
2024-03-22	07:30	日本全国核心CPI同比(%)	日本	低	2.0	2.8
2024-03-22	07:30	日本未季调CPI月率(月度环比)	日本	中	0.1	

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