



光期研究

# 大类资产策略周报

宏观金融组

2024年3月24日



光大期货  
EVERBRIGHT FUTURES

## 摘要

### 大类资产配置：关注美国2月核心PCE

#### 1. 海外宏观：美联储不改降息初衷

(1) 美联储在最新利率决议中一致同意保持利率不变，重申对通胀回落的信心。尽管市场曾担忧未来降息次数可能减少，但点阵图显示联储官员仍倾向于年内三次降息。季度经济预测中，通胀展望显示2024年底核心PCE预期中值上调至2.6%，通胀依然处于高位，但同时上调了美国GDP增速，美国软着陆信心再度加强，预计在短期内美元指数或保持坚挺。

(2) 美联储最青睐的通胀指标——2月核心PCE物价指数即将发布。预计美国2月核心PCE环比上升0.3%，较上月的0.4%放缓，同比增速与上月持平维持在2.8%。但考虑到2月CPI超预期反弹，有分析认为，核心PCE也可能高于预期。但由于美联储仍打算在2024年维持三次降息，因此任何超预期的数据可能都会被市场忽视。

2. 大类资产表现：美联储降息预期不变，流动性宽松预期下，全球股指多数走高，美债收益率整体下移；瑞士央行率先开启降息，加之欧洲经济疲软，使得美元指数小幅走高，其他非美元货币普遍走弱；地缘政治持续扰动，国际油价小幅上行；国内商品期市周内资金小幅净流出，黑色系商品价格出现反弹。

(1) 债市方面，美联储宽松预期驱动下，美债收益率整体下行。下周美联储最青睐2月核心PCE物价指数即将发布，由于美联储仍打算在2024年维持三次降息，因此任何超预期的数据可能都会被市场忽视，但针对美国中小银行流动性担忧再起，或驱使避险资金流入美债；国内债市方面，本周特别国债发行方式对债市形成一定扰动，央行再提降准，债市整体偏强震荡。下周来看，临近季末资金面易紧难松，预计国债收益率继续维持低位大幅波动。国内债市处于止盈情绪主导下的调整格局。

(2) 汇率方面，瑞士央行率先开启降息，美元指数周内小幅走高。考虑到美国经济增长预期较好情况下，美联储并不急于降息，而欧洲经济持续疲软，预计美元指数在中长期内仍将得到宏观基本面的支撑。

(3) 股指方面，市场预计美联储季度预测中将上调美国经济增长，经济软着陆预期走强下将使得美股表现得到宏观基本面的支撑。国内方面，A股市场近期表现为放量震荡，指数期权端隐含波动率明显回落，指数基差贴水明显缩小，这些特征都表示出市场对于后市题材和风格存在分歧。当前政府利好政策频出，若制造业回暖的情况得到更多数据验证，指数可能走出向上突破的行情。

(4) 大宗商品方面，当前俄乌冲突引发新一轮供应偏紧预期，但宏观利空压力同时存在，预计下周原油价格将多数震荡。贵金属方面，黄金趋势仍然向上，但上行的阻力正在加大，波动性或显著增加。

总体来看，美国经济增长预期较好情况下，美联储并不急于降息，预计美元和股市在中长期内仍将得到宏观基本面的支撑，表现相对坚挺；美债收益率下行幅度有限；黄金价格虽有降息带来的上升空间，但也存在一定上行阻力，过程并不会太顺畅。

#### 3. 下周关注重点：

国内关注中国3月官方PMI；海外关注美国2月核心PCE

# 大类资产配置策略

图表1：大类资产价格变化

权益类	周度涨跌幅	月度变化	债权类	周度变化 (单位, bp)	月度变化	美元/日元	1.60%	1.03%
MSCI 世界领先	1.78%	2.63%	美国1年期	-7.00	-3.00	瑞郎/美元	-1.51%	-1.48%
MSCI 世界	1.94%	2.72%	美国2年期	-13.00	-5.00	美元/人民币	0.04%	-0.05%
MSCI 发达国家	1.69%	1.99%	美国5年期	-13.00	-6.00	美元/离岸人民币	0.69%	0.67%
MSCI 新兴市场	0.44%	1.80%	美国10年期	-9.00	-3.00	大宗商品	周度变化	月度变化
纳斯达克	2.98%	1.64%	美国10-2yr	4.00	2.00	COMEX黄金	0.30%	5.90%
标普500	2.29%	2.71%	中国10年期	-1.49	-3.24	WTI期货 (NYMEX)	0.34%	3.22%
道琼斯工业指数	1.97%	1.23%	中美利差	7.51	-0.24	布伦特期货 (ICE)	-0.48%	3.56%
德国DAX	1.50%	2.99%	德国10年期	-7.00	-14.00	TTF天然气期货 (CME)	0.37%	7.31%
法国CAC40	-0.15%	2.83%	英国10年期	-4.47	-6.95	沪铜	-1.15%	4.77%
富时100	2.63%	3.94%	日本10年期	0.00	0.00	沪金	0.85%	6.67%
日经225	5.63%	4.40%	外汇	周度变化	月度变化	原油	-2.67%	5.34%
恒生指数	-1.32%	-0.07%	美元指数	0.96%	0.29%	螺纹钢	3.50%	-4.72%
沪深300	-0.70%	0.82%	美元/澳元	0.68%	-0.22%	PTA	-1.58%	-1.15%
上证50	-0.99%	-0.41%	欧元/美元	-0.63%	-0.03%	豆一	-1.28%	0.13%
中证500	-1.28%	0.71%	英镑/美元	-0.57%	0.14%	生猪	2.64%	8.35%
中证1000	0.72%	4.70%	美元/加元	0.45%	0.24%	铁矿石	8.00%	-5.49%

资料来源：Bloomberg, WIND, iFinD, 光大期货研究所

备注：本期周度数据统计周期为3月18日-3月22日期间，月度数据统计周期为3月1日-3月22日期间

## 目录

- 1、海外市场热点追踪
- 2、大类资产走势分析
- 3、下周重点关注事件

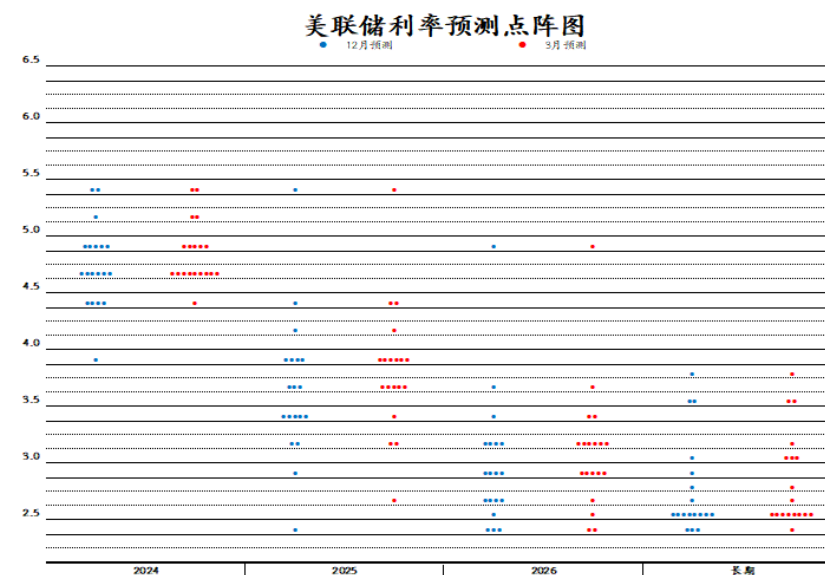
## 1.1 美联储不改降息初衷

图表2：美国经济软着陆预期不变（%）（单位：%）

		2024E	2025E	2026E	长期
GDP	3月预测	2.1%	2.0%	2.0%	1.8%
	12月预测	1.4%	1.8%	1.9%	1.8%
失业率	3月预测	4%	4.1%	4%	4.1%
	12月预测	4.1%	4.1%	4.1%	4.1%
PCE通胀	3月预测	2.4%	2.2%	2.0%	2.0%
	12月预测	2.4%	2.1%	2.0%	2.0%
核心PCE通胀	3月预测	2.6%	2.2%	2.0%	/
	12月预测	2.4%	2.2%	2.0%	/
利率中位数	3月预测	4.6%	3.9%	3.1%	2.6%
	12月预测	4.6%	3.6%	2.9%	2.5%

资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

图表3：点阵图显示联储年内降息3次意愿集中度提高（单位：%）

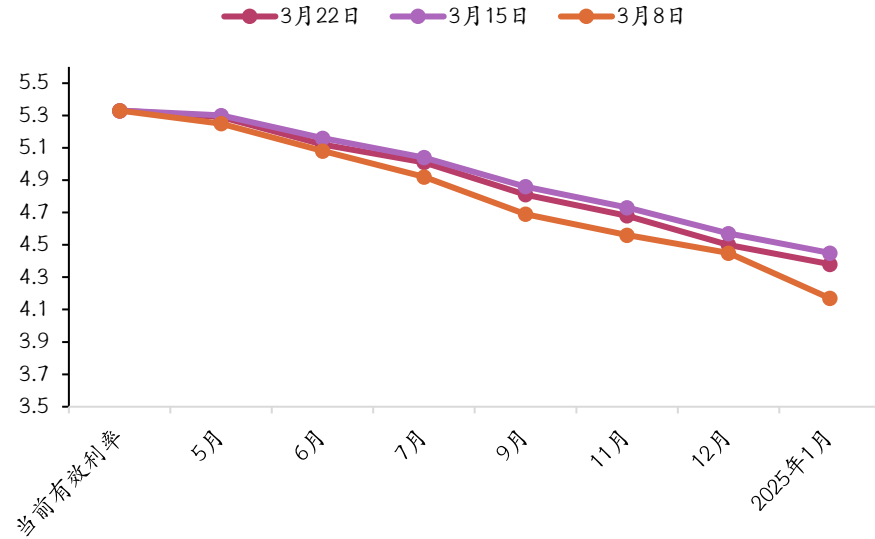


资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

- ▶ 本次重申上次新增的“经济活动以稳健的步伐扩张”，继续重申去年12月声明有关通胀放缓的评价，即“过去一年通胀已放缓，但仍然高企”。会后公布的经济展望显示，美联储官员将今后三年的GDP增长预期均上调，其中今年的大幅上调0.7个百分点、即70个基点，明后两年分别上调20个和10个基点，表明了美联储对于经济软着陆的信心得到了强化。
- ▶ 并且从长期通胀预期来看似乎保持良好锚定，就业和通货膨胀目标的风险趋于平衡，在年内某个时点开始降息是适当的。

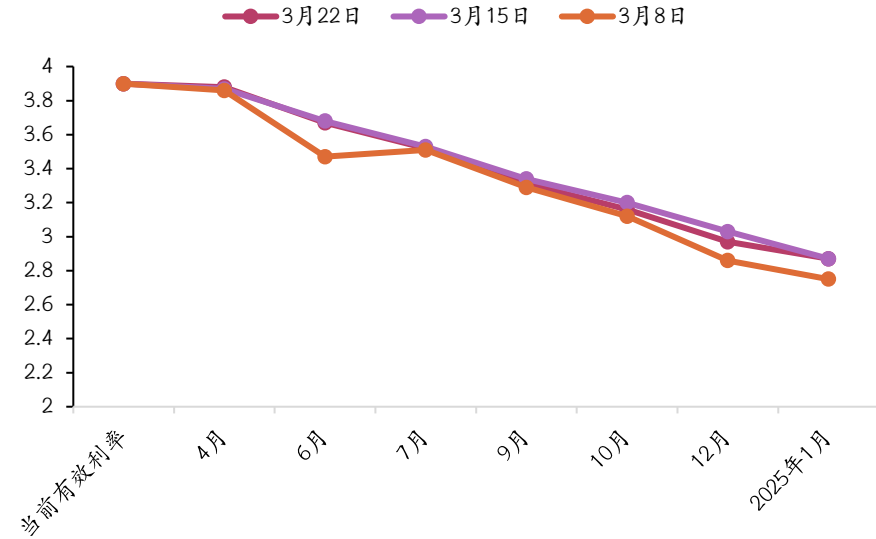
## 1.2 美欧降息开启时间仍有不确定性

图表4：美联储利率预期（单位：%）



资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

图表5：欧央行利率预期（单位：%）

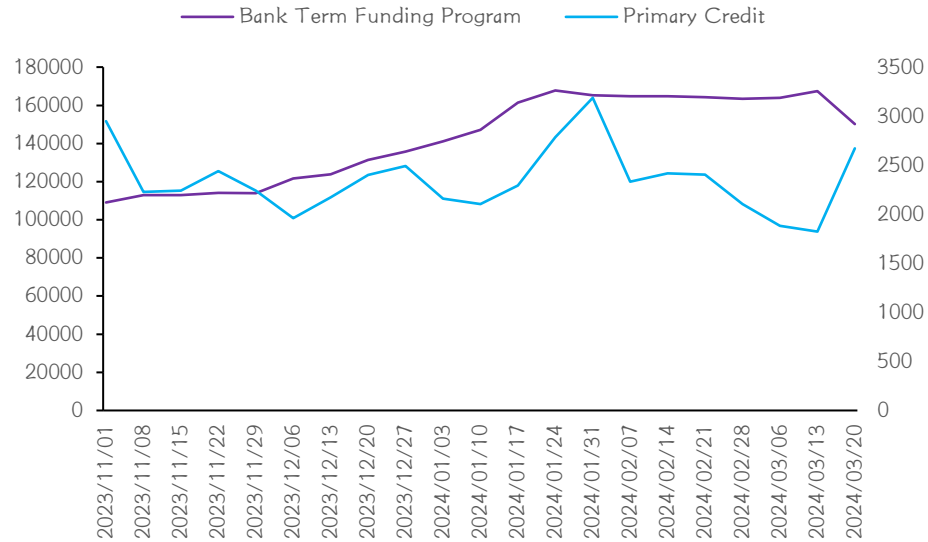


资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

- 美联储在最新利率决议中一致同意保持利率不变，重申对通胀回落的信心。尽管市场曾担忧未来降息次数可能减少，但点阵图显示联储官员仍倾向于年内三次降息。季度经济预测中，通胀展望显示2024年底核心PCE预期中值上调至2.6%，通胀依然处于高位，但同时上调了美国GDP增速，美国软着陆信心再度加强。

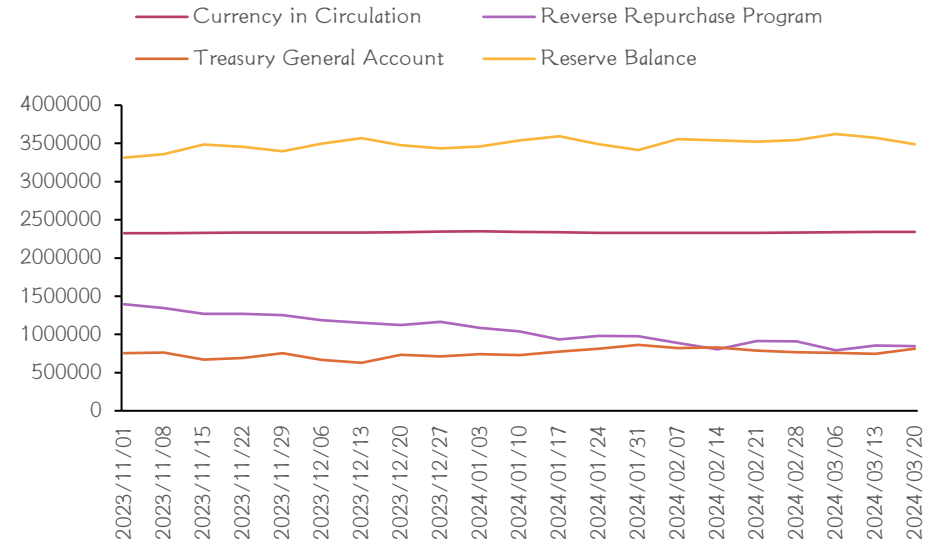
## 1.3 缩表进度：鲍威尔暗示美联储已经开始讨论资产负债表的结构问题

图表6：美联储资产端贷款项目变化（单位：百万美元）



资料来源：美联储，光大期货研究所

图表7：美联储负债端主要项目变化（单位：百万美元）

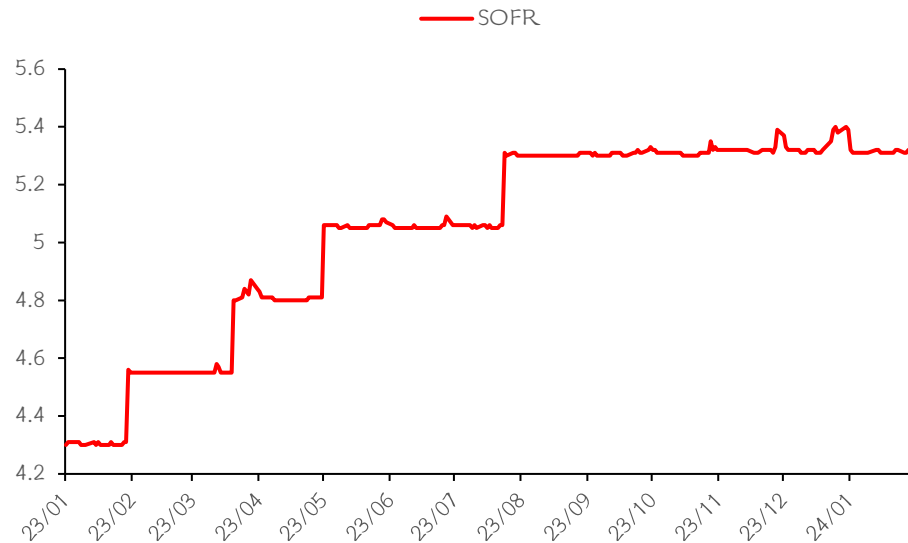


资料来源：美联储，光大期货研究所

- 从美联储资产负债表来看，流动性敞口有所放大。本周美联储美债减持80亿美元，BTFP规模由1674亿美元减少至1501亿美元，而一级贷款项目规模仅小幅增加8亿美元，逆回购规模锐减98亿美元。若QT规模继续保持当前速度，将有可能对流动性产生冲击。
- 在新闻发布会上，美联储主席鲍威尔也提到，若ONRRP账户降至0，QT对准备金的“抽血”效应将显著增强，可能再次冲击市场的风险。美元和美债收益率的持续走高，以及持续高利率水平可能会引发的新的流动性风险冲击，因此QT问题或是下次会议的核心讨论点。

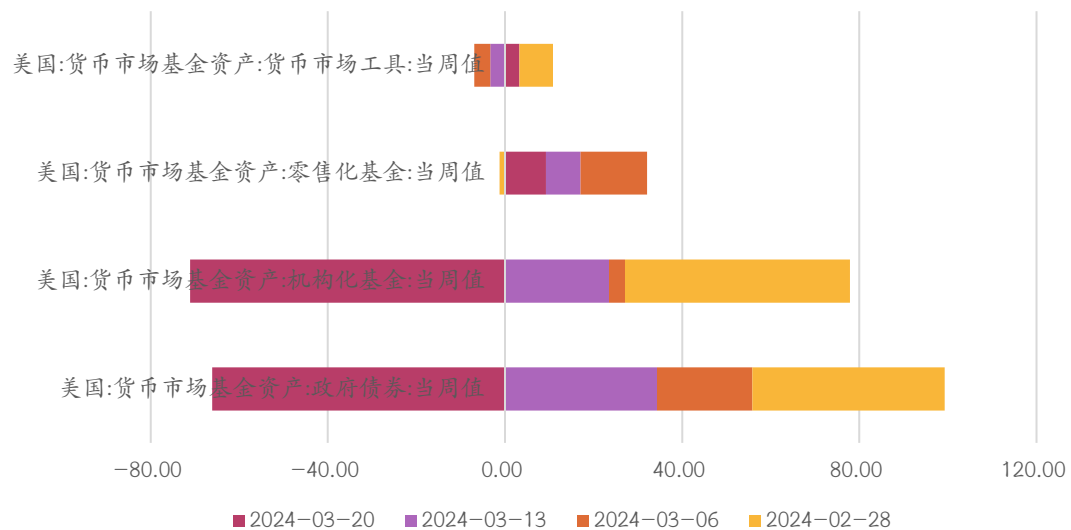
## 1.4 货币基金市场流动性压力凸显

图表8：有担保隔夜融资利率保持平稳（单位：%）



资料来源：iFinD，光大期货研究所

图表9：市场乐观情绪刺激货币基金资金流入再扩大（单位：十亿美元）



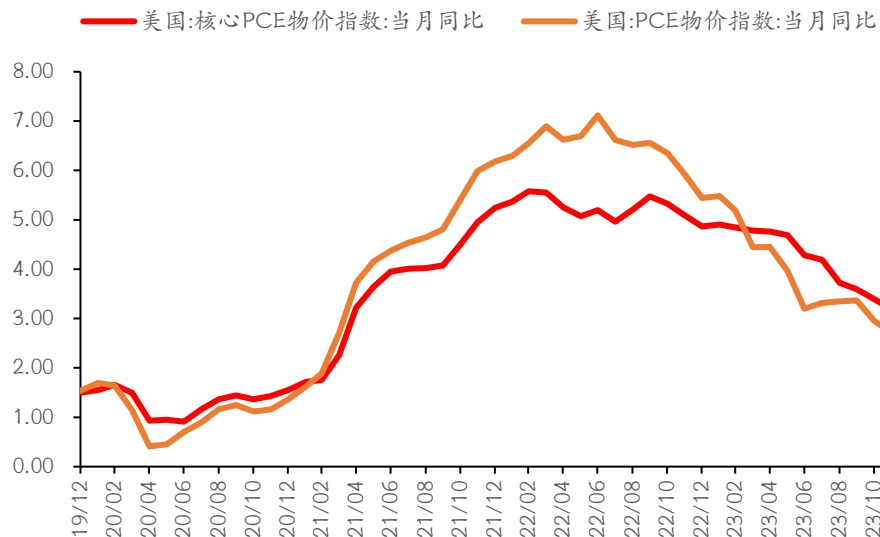
资料来源：iFinD，光大期货研究所

- 虽然美元融资市场整体保持平稳，有担保隔夜融资利率维持稳定，但是市场担忧中小银行流动性在高利率维持下面临压力，货币基金市场资金赎回压力增大，周度净流出610亿美元。



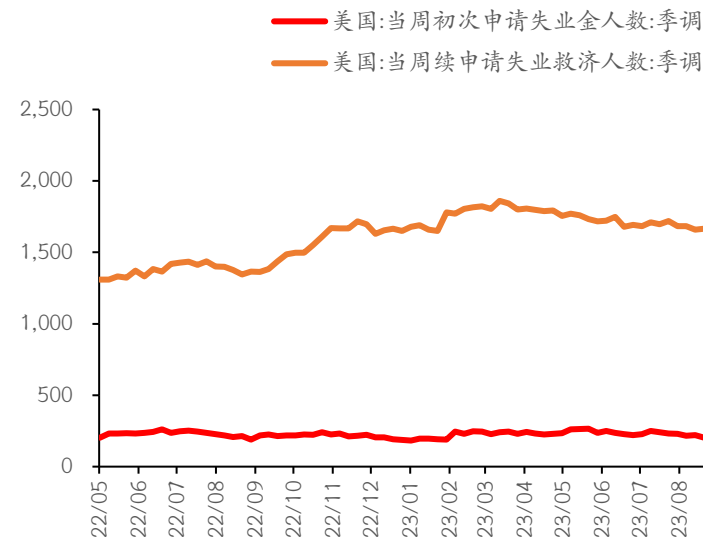
## 1.5 重点关注3月29日公布的美国2月PCE数据

图表10：美国核心PCE通胀会否出现反弹（单位：%）



资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

图表11：美国初次申请失业救济人数小幅下降（单位：千人）

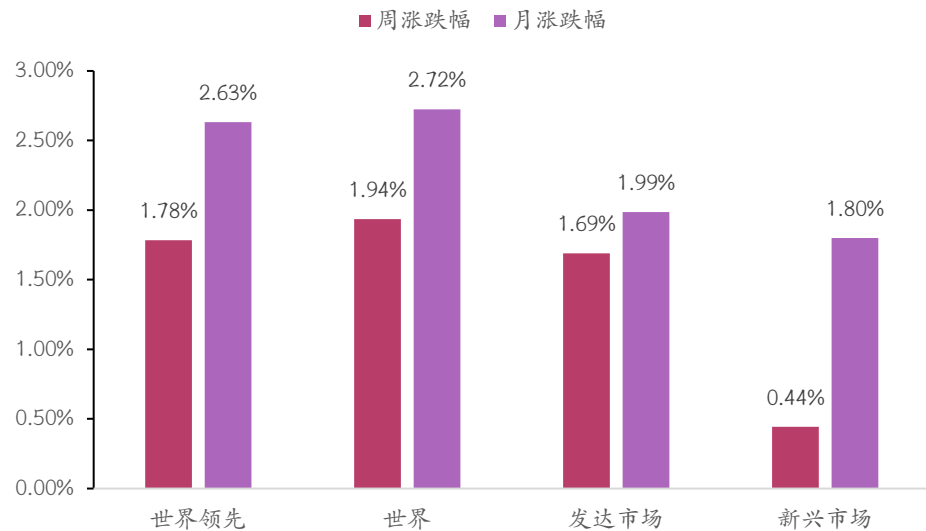


资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

- 美联储最青睐的通胀指标——2月核心PCE物价指数即将发布。预计美国2月核心PCE环比上升0.3%，较上月的0.4%放缓，同比增速与上月持平维持在2.8%。但考虑到2月CPI超预期反弹，有分析认为，核心PCE也可能高于预期。但由于美联储仍打算在2024年维持三次降息，因此任何超预期的数据可能都会被市场忽视。

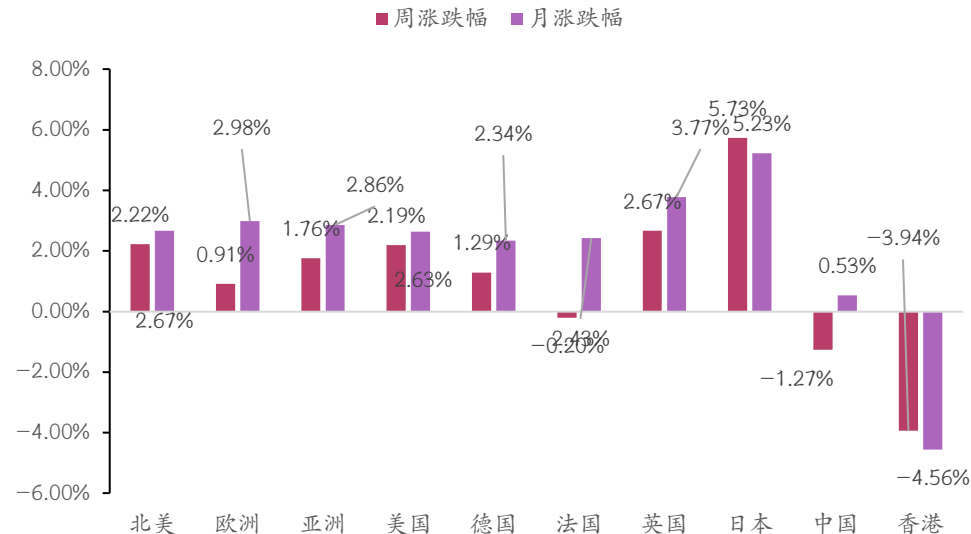
## 2.1 全球股市

图表12: MSCI 地区指数涨跌幅 (单位: %)



资料来源: Bloomberg, 光大期货研究所

图表13: MSCI 地区指数涨跌幅 (单位: %)



资料来源: Bloomberg, 光大期货研究所

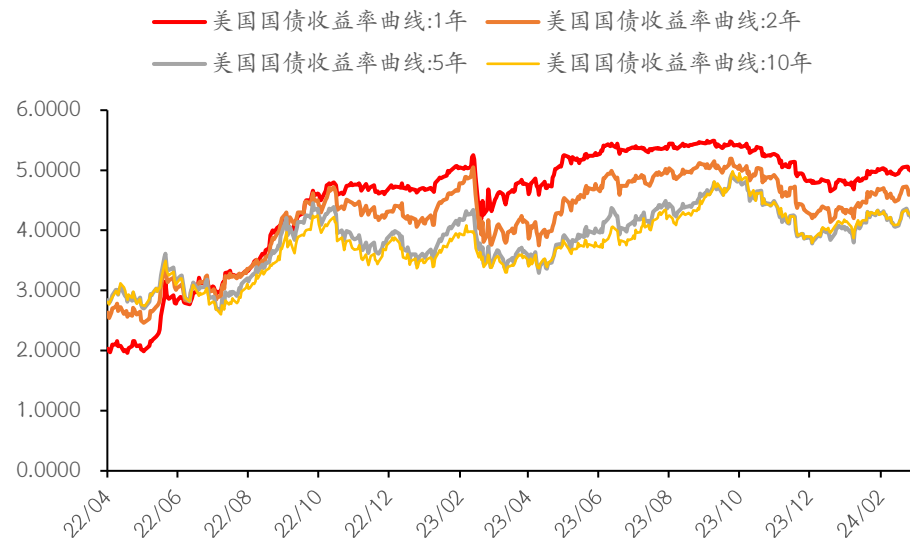
► 美联储不改年内三次降息预期, 权益市场风险偏好有所回暖, 全球股指表现出现分化。MSCI世界领先以及MSCI世界指数周度涨跌幅分别为1.78%和1.94%, MSCI发达国家指数上涨1.69%, MSCI新兴市场指数上涨0.44%。

注: MSCI世界领先指数=MSCI世界指数+MSCI新兴市场指数+MSCI 前沿市场指数; MSCI 世界指数=美国+MSCI 发达市场指数 (Small Cap Index); MSCI 指数覆盖每个市场约85%的自由流通市值。

详情请参考: [MSCI ACWI Index market allocation](#)

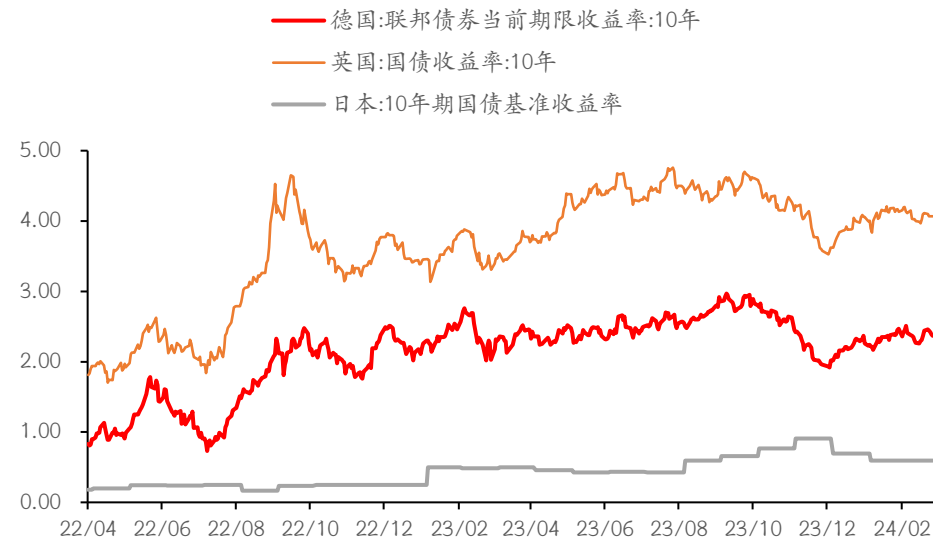
## 2.2 全球债券市场

图表14：美债各期限基准收益率（单位：%）



资料来源：iFinD，光大期货研究所

图表15：德国、英国和日本十年期国债基准收益率（单位：%）



资料来源：iFinD，光大期货研究所

- 美联储不改降息初衷，市场宽松情绪保持乐观，美债收益率全面下行。1年期美债收益率下调7个基点报4.98%，2年期美债收益率下调13个基点报4.59%，5年期美债收益率下调13个基点报4.20%，10年期美债收益率下调9个基点报4.22%。
- 德国十年期国债收益率下调7个基点报2.37%，英国十年期国债收益率下调4个基点报4.07%。

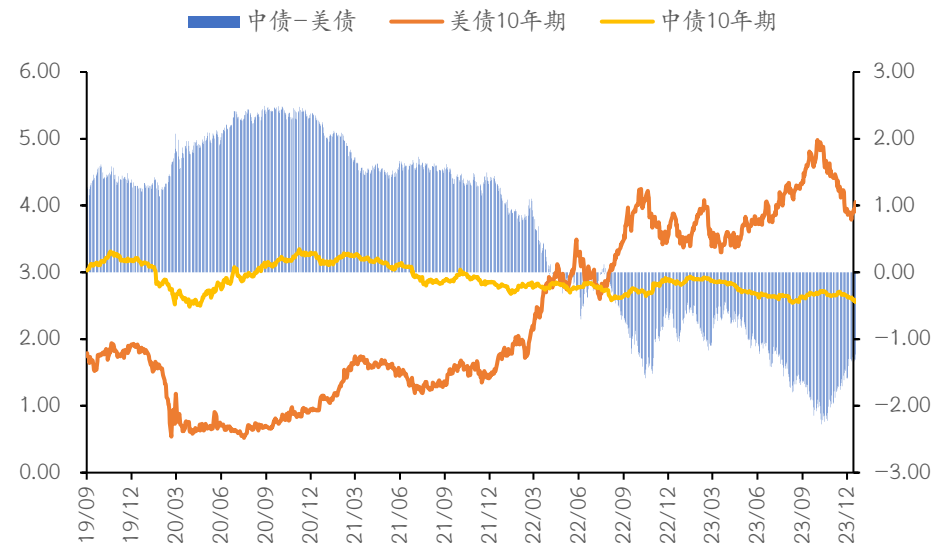
## 2.2 全球债券市场

图表16: 美债10/2年期限利差 (单位: %, BP)



资料来源: iFinD, 光大期货研究所

图表17: 中债10年期收益率 (单位: %, BP)



资料来源: iFinD, 光大期货研究所

- ▶ 避险资金驱动下, 欧洲资金流入美债市场, 美债收益率曲线整体下移, 10年期与2年期利差周内小幅收窄至-37bp。
- ▶ 本周特别国债发行方式对债市形成一定扰动, 央行再提降准, 债市整体偏强震荡。十年期国债收益率周度下行1.5个bp至2.305%附近, 中美十年期债券收益率利差收窄至191个基点。

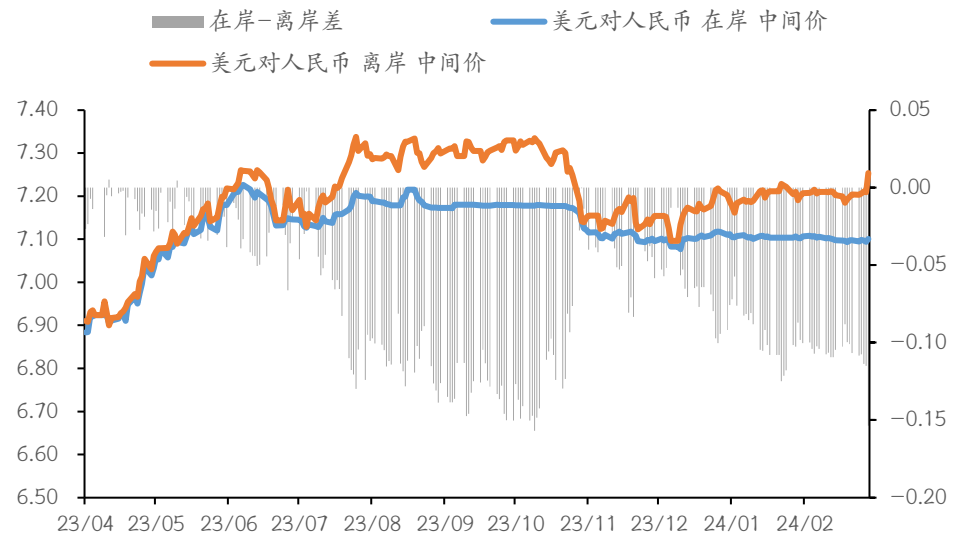
## 2.3 全球汇率

图表18: 美元指数



资料来源: Bloomberg, 光大期货研究所

图表19: 美元兑人民币汇率

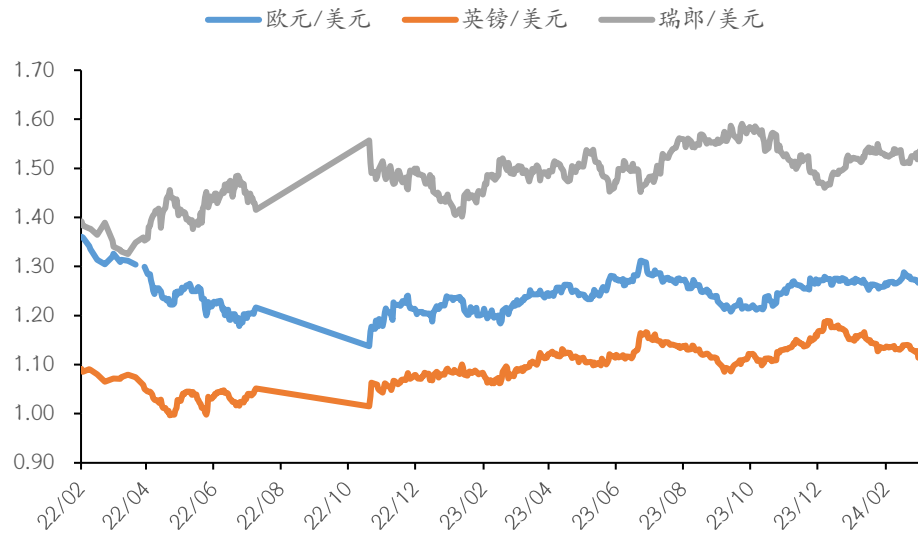


资料来源: Bloomberg, 光大期货研究所

- 汇率方面, 瑞士央行率先开启降息, 欧洲其他央行整体释放偏鸽信号, 美元指数周内先下后上, 周内上涨0.96%, 报收104.43。离岸人民币小幅承压, 最新美元兑人民币报收7.1004 (前一周为7.0975), 离岸人民币报收 7.2540 (一周前为7.2042)。

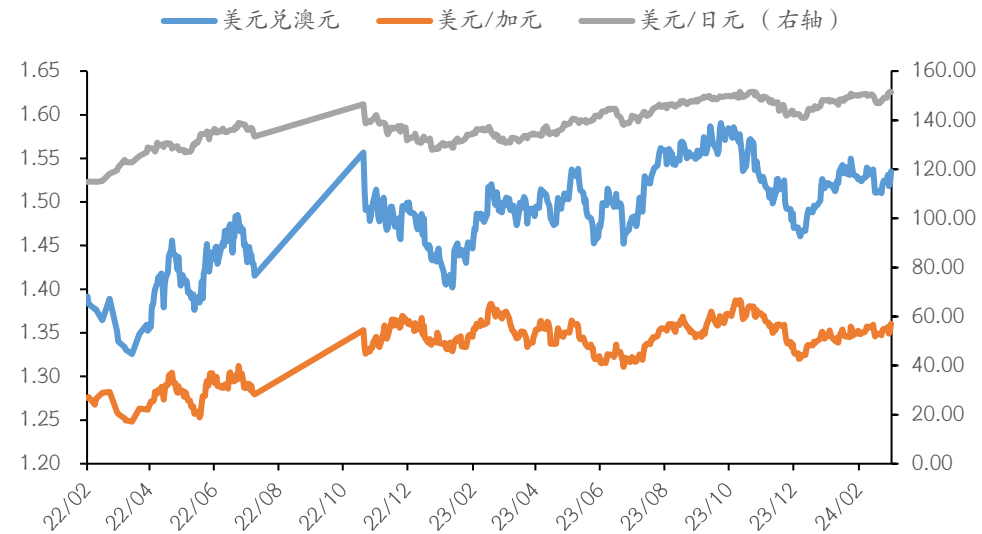
## 2.3 全球汇率

图表20：欧元、英镑、瑞士法郎兑美元



资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

图表21：澳元、加币、日元兑美元

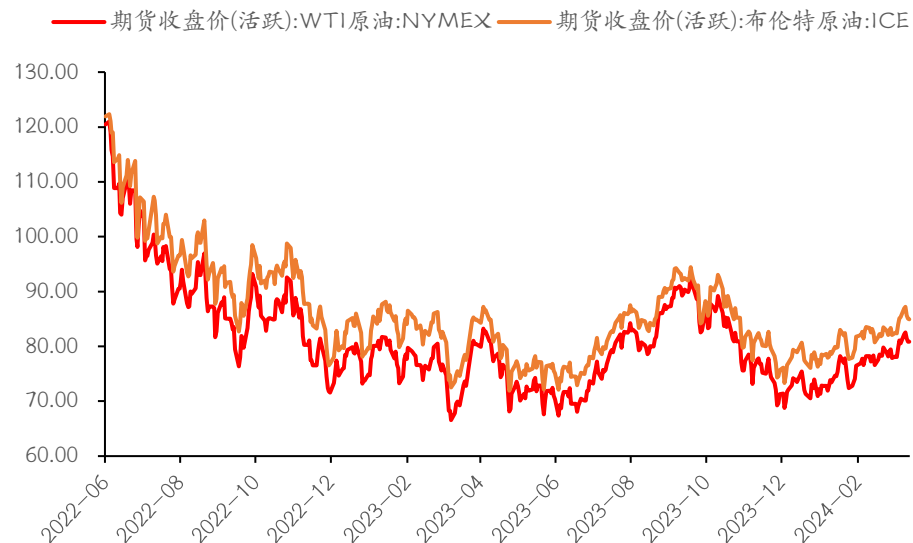


资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

- 美元指数压力下，G7主要货币兑美元普遍贬值，欧元/美元跌0.63%报收1.0823，英镑/美元跌0.57%报收1.2668，瑞士法郎/美元跌1.51%报收1.1142，美元/加元涨0.45%报收1.3605，美元/澳元涨0.68%报收1.5350，美元/日元涨1.60%报收151.4530。

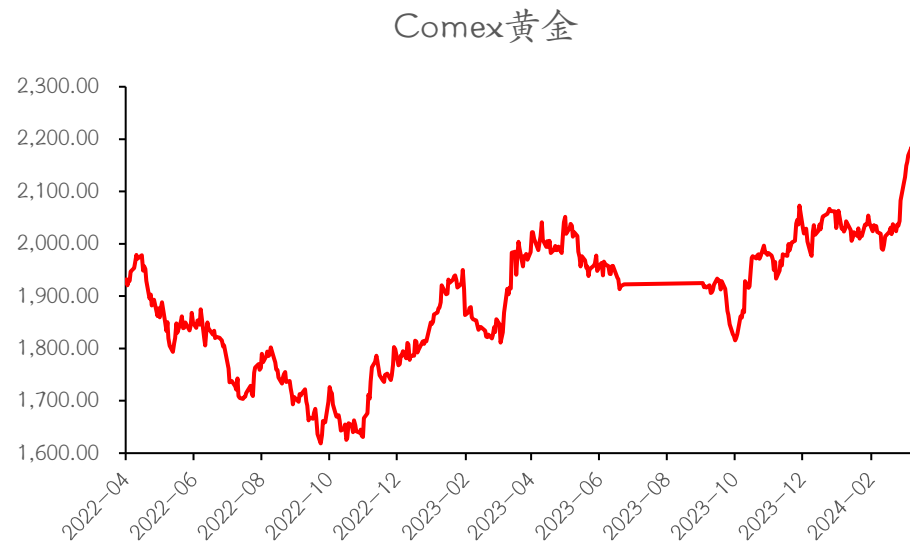
## 2.4 大宗商品

图表22: WTI原油和Brent原油价格 (单位: 美元/桶)



资料来源: iFinD, 光大期货研究所

图表23: COMEX黄金期货价格 (单位: 美元/盎司)



资料来源: iFinD, 光大期货研究所

- 国际方面, 周初俄乌局势再度激化, 俄罗斯炼油厂再遭袭击, 国际油价小幅走高, 后因美联储态度偏鸽, 油价有所回落, 周度WTI原油和布伦特原油期货价格分别涨跌幅0.34%和-0.48%。
- 贵金属方面, 美联储宽松预期支撑金价, 后因瑞士央行率先开启降息, 美元指数小幅走高, comex黄金周内先涨后跌, 周内上涨6.8美元, 收于2164.2美元/盎司, 较上周上涨0.30%。

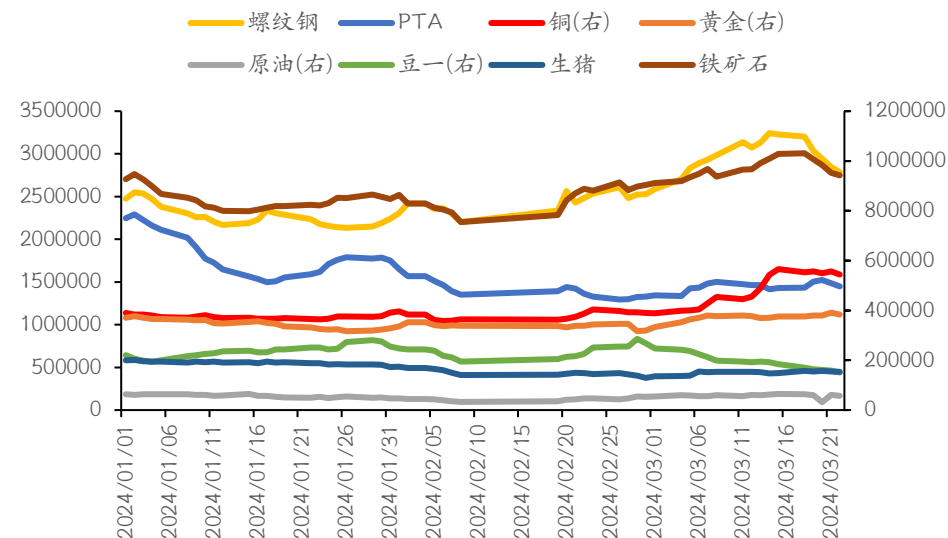
## 2.4 大宗商品

图表24：市场沉淀资金（单位：亿元）



资料来源：WIND，光大期货研究所

图表25：分品种持仓量变化（单位：手）



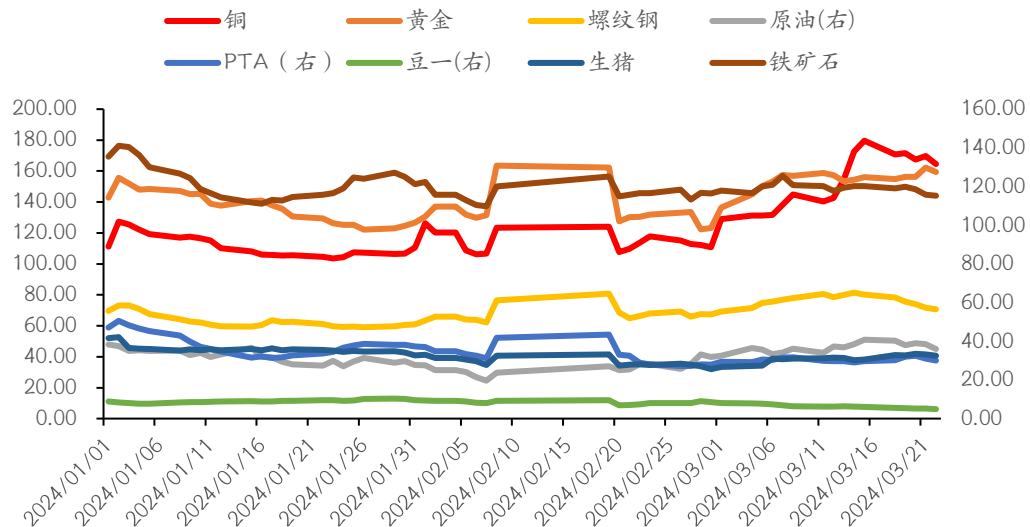
资料来源：WIND，光大期货研究所

- 国内商品期货市场资金周内持续流出，规模为12.2亿元，国内稳经济政策加码，黑色系出现反弹；海外宏观扰动下，有色板块震荡为主；其他板块表现较为分化。



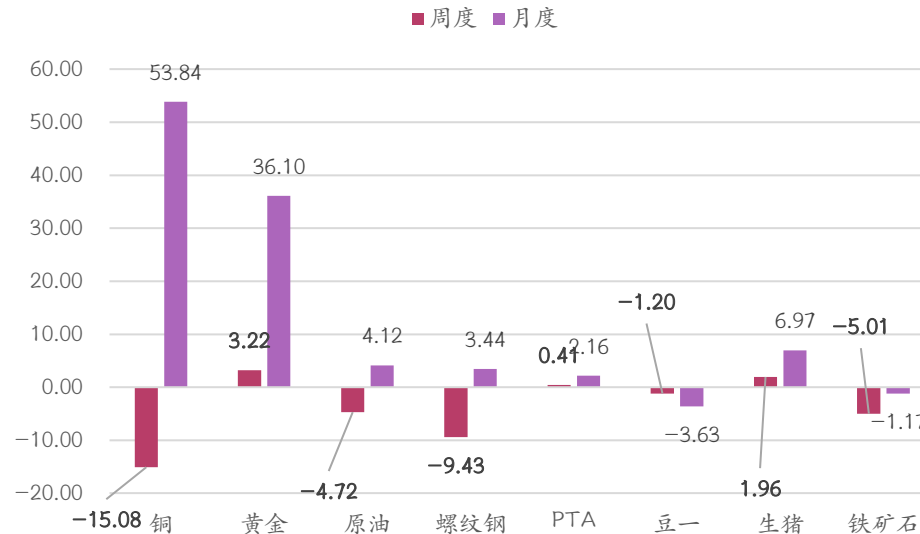
## 2.4 大宗商品

图表26：分品种沉淀资金（单位：亿元）



资料来源：WIND，光大期货研究所

图表27：分品种资金变化（单位：亿元）



资料来源：WIND，光大期货研究所

- 本周商品期货市场资金流出12.20亿元。
- 周度资金净流入：黄金 3.22亿元，PTA 0.41亿元，生猪 1.96亿元；
- 周度资金净流出：铜 15.08亿元，原油 4.72亿元，螺纹钢 9.43亿元，豆一 1.20亿元，铁矿石 5.01亿元。

### 3.1 下周重点：国内关注中国3月官方PMI；海外关注美国2月核心PCE

25 星期一	1、日本央行公布1月会议纪要
26 星期二	1、美国3月消费者信心指数（前值106.7，预期106.7） 2、2024年博鳌亚洲论坛于3月26日至29日召开
27 星期三	1、中澳大利亚2月CPI未季调（前值3.4%，预期3.6%） 2、中国2月规模以上工业企业利润年率（前值16.8%） 3、国新办举行“推动高质量发展”系列主题新闻发布会
28 星期四	1、美联储理事沃勒就经济前景发表讲话
29 星期五	1、美国2月核心PCE同比（前值2.8%，预期2.8%） 2、美国2月核心PCE环比（前值0.4%，预期0.3%）
31 星期日	1、中国3月官方制造业pmi（前值49.1） 2、中国3月官方非制造业pmi（前值51.4）

## 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。我们已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，报告中的信息或意见并不构成所述品种的操作依据，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。