



# 大类资产每月观察

正信期货大类资产周报 202404

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



# 大类资产月评：美联储意外降息指引，国内地产政策加码宽松



## 策略概述

- 1、美国2月PCE通胀数据符合预期，与CPI背离，但已开始抵抗下跌，通胀仍有韧性，美联储因担心金融风险而释放6月降息指引，金融市场抢跑推高资产价格，谨防调整风险，关注4月美国经济数据表现。
- 2、国内两会后释放稳经济信心，吸引外资、资本市场治理、地产宽松加码和超长期特别国债发行等，支撑二季度企稳复苏，国内风险资产价格有望止跌上行。短期货币供需中性偏紧，企业债务融资和地方政府发债融资需求维持高位，资金价格相对抗跌，地产高频销售加速改善，系北京上海等一线城市地产政策进一步宽松，关注刺激效果持续性，制造业产能利用率内外需分化，关注外需边际下滑的风险，内需复苏力度仍需更强宽财政政策刺激，关注政策落实进度。

## ● 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，美联储担忧金融风险而弱化通胀影响，释放乐观降息指引，金融条件宽松或支撑风险资产价格，但短期金融市场抢跑迅速推高资产价格，谨防经济数据超预期带来调整风险，尤其是美股和金融属性强的商品。中国宏观需求仍显不足，结构分化剧烈，制造业减产去库存，库存低位和供需双弱，企业利润趋稳，外需短暂复苏后面临再度滑坡风险，内需地产链条拖累总量，密切关注地产政策和消费政策的动向。**4月大类资产配置方面建议回调做多风险资产（股票）和反弹波段做空避险资产（国债）进行配置，权益风格预计周期略占优，关注结构性机会；商品预计震荡偏弱和结构分化，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；利率短期在宽财政预期和资金趋紧的背景下有望超跌反弹，建议急跌做多十债、三十债，反弹空二债、五债，美国实际利率高位震荡，贵金属价格估值偏高，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PCE通胀数据符合预期，与CPI背离，但已开始抵抗下跌，通胀仍有韧性，美联储因担心金融风险而释放6月降息指引，金融市场抢跑推高资产价格，谨防调整风险，外资风险溢价指数处于中性水平，国内股市配置价值减弱。国内地产高频销售环比持续改善，制造业产能利用率内外需共振反弹，外需有边际走弱风险，权益类资产价格预计整体底部震荡筑底， <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	
	成长	震荡	
	周期	震荡上涨	
债券	10债到期收益率	震荡反弹	国内地产高频销售环比持续改善，制造业产能利用率内外需共振反弹，外需有边际走弱风险，短期货币供需偏中性，弱现实逻辑强于宽财政预期，地产改善和特别国债资金到位有望推进宽信用， <b>可反弹进行国债期货五债、二债波段空单配置，或急跌多十债、三十债。</b>
	10-2Y价差	震荡回调	
	美10债到期收益率	震荡	
商品	南华工业品	震荡偏空	国内地产高频销售环比持续改善，制造业产能利用率内外需共振反弹，外需有边际走弱风险，制造业降价减产去库存，一线城市地产政策进一步宽松，支撑经济企稳，商品市场有望急跌后反弹， <b>大宗商品价格当前位置震荡偏若，建议反弹空外需工业品，急跌多地产链条工业品，或回调多农产品进行配置。</b>
	南华农产品	震荡反弹	
	WTI原油	震荡	
货币	黄金	偏多	美国2月PCE通胀数据符合预期，与CPI背离，但已开始抵抗下跌，通胀仍有韧性，美联储因担心金融风险而释放6月降息指引，金融市场抢跑推高贵金属价格，谨防调整风险，但中期仍可做多，建议 <b>急跌加多白银、黄金。</b> 国内经济短期延续疲弱，且美元短期震荡偏强，美元兑人民币预计震荡走强。
	美元指数	反弹	
	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，商品领跌

黄金>欧美股市>A股>原油>美债>国内债券>美元指数>黑色商品

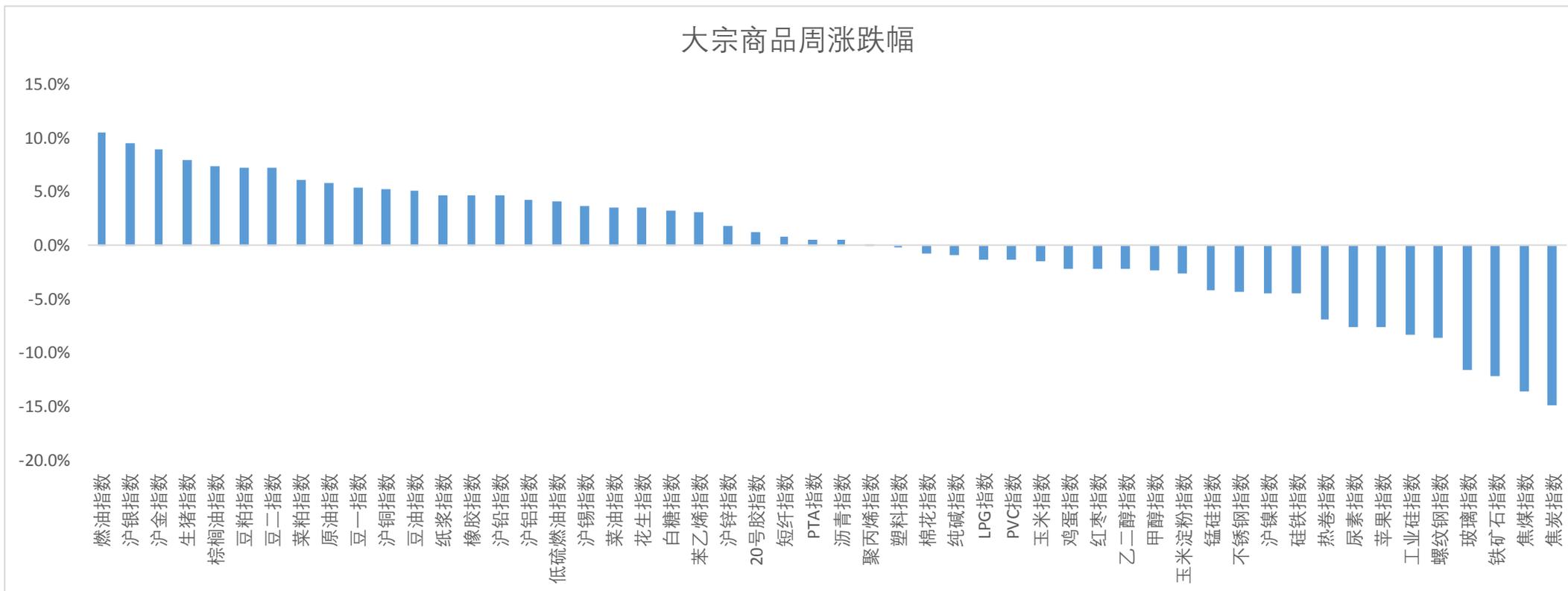
全球大类资产价格涨跌幅							
国内股市		海外和港股		大宗商品		利率和货币	
上证指数	0.86%	恒生中国企业	2.34%	南华商品	-1.13%	十债收益率(%)	↓ -0.0375
深证成指	0.75%	恒生指数	0.18%	南华能化	-1.81%	二债收益率(%)	↓ -0.1232
创业板指	0.62%	恒生科技指数	1.49%	南华黑色	-0.98%	期限利差 (10-2Y)	↑ 0.0857
上证50	0.07%	富时新兴市场指数	2.44%	南华有色金属	-2.34%	DR007(%)	↑ 0.2178
沪深300	0.61%	富时欧洲	3.53%	螺纹钢	-10.45%	美国十债收益率(%)	↓ -0.0500
科创50	-5.57%	标普500	3.10%	生猪	-2.00%	美国二债收益率(%)	↓ -0.0500
中证1000	1.81%	纳斯达克综指	2.08%	WTI原油	12.26%	美债期限利差 (10-2Y)	↑ 0.0000
中证500	-1.13%	道琼斯工业平均	1.79%	路透CRB商品指数	-5.46%	德国十债收益率(%)	↓ -0.1800
周期(风格.中信)	2.47%	德国DAX	4.61%	COMEX铜	4.48%	COMEX黄金	↑ 10.34%
成长(风格.中信)	0.98%	日经225	3.07%	CBOT大豆	3.99%	美元指数	↓ 0.37%

数据来源：iFind. 正信期货

# 行情回顾

➤ 过去一月大宗商品表现：燃料油领涨，焦炭领跌

燃料油>白银>黄金>.....玻璃>铁矿>焦煤>焦炭



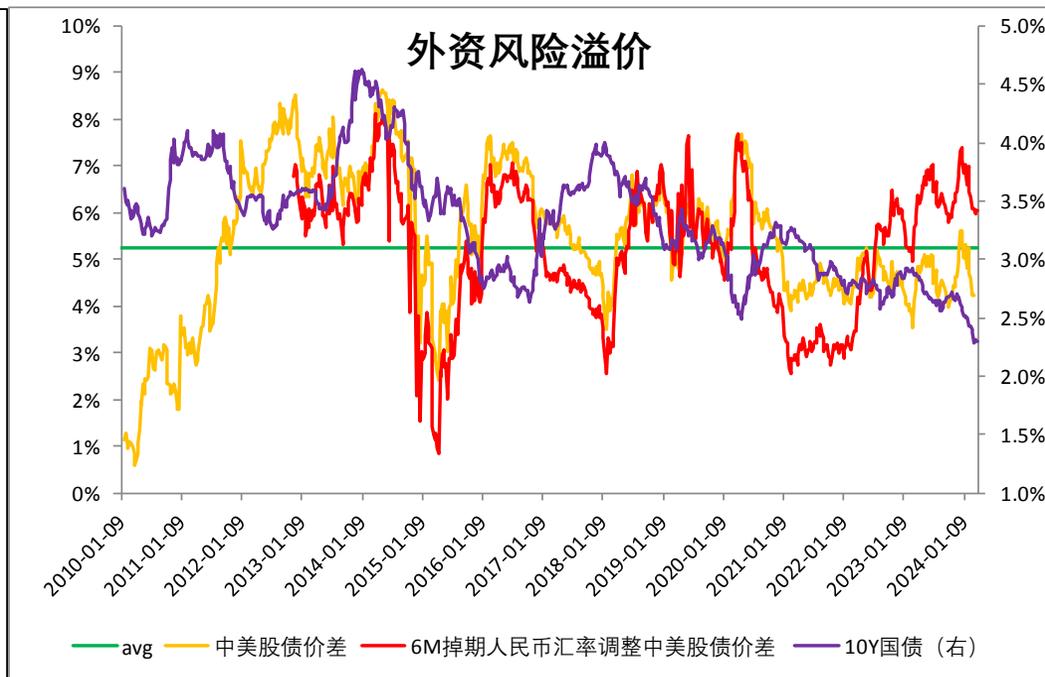
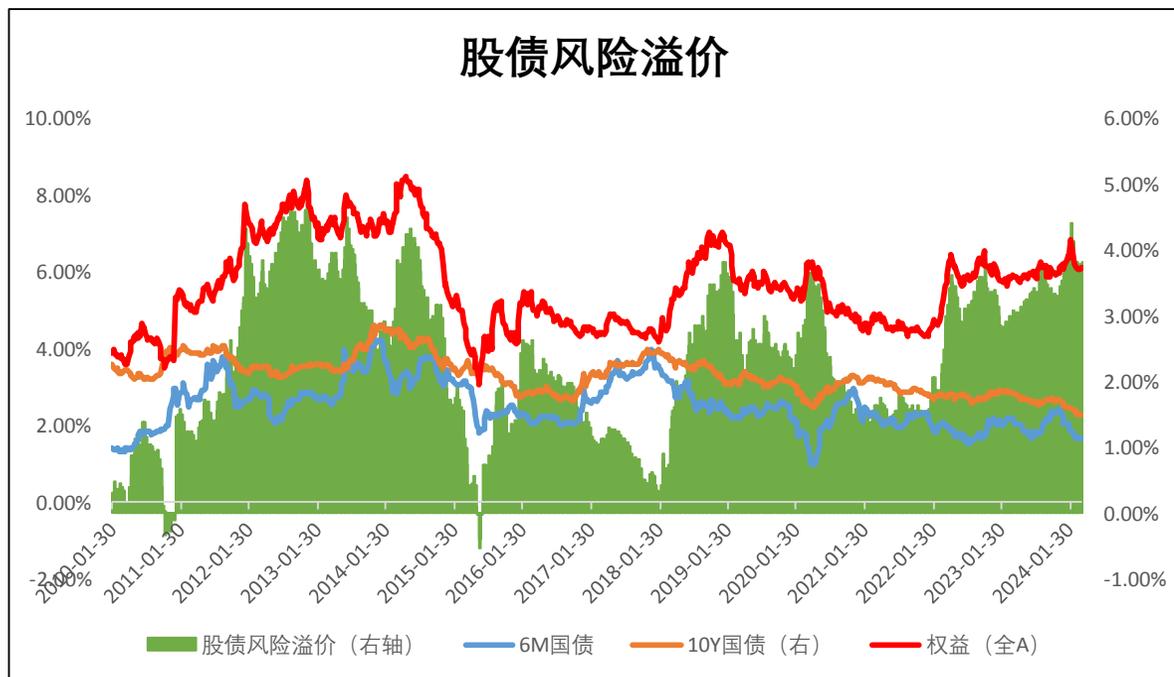
数据来源：iFind. 正信期货

# 行情回顾

## 过去一月大类资产风险溢价



股债风险溢价录得**3.84%**，较上月反弹**0.01%**，位于**91%**分位点，外资风险溢价指数录得**6.03%**，较上月下降**0.05%**，位于**63.5%**分位点，外资吸引力高位大幅回落。

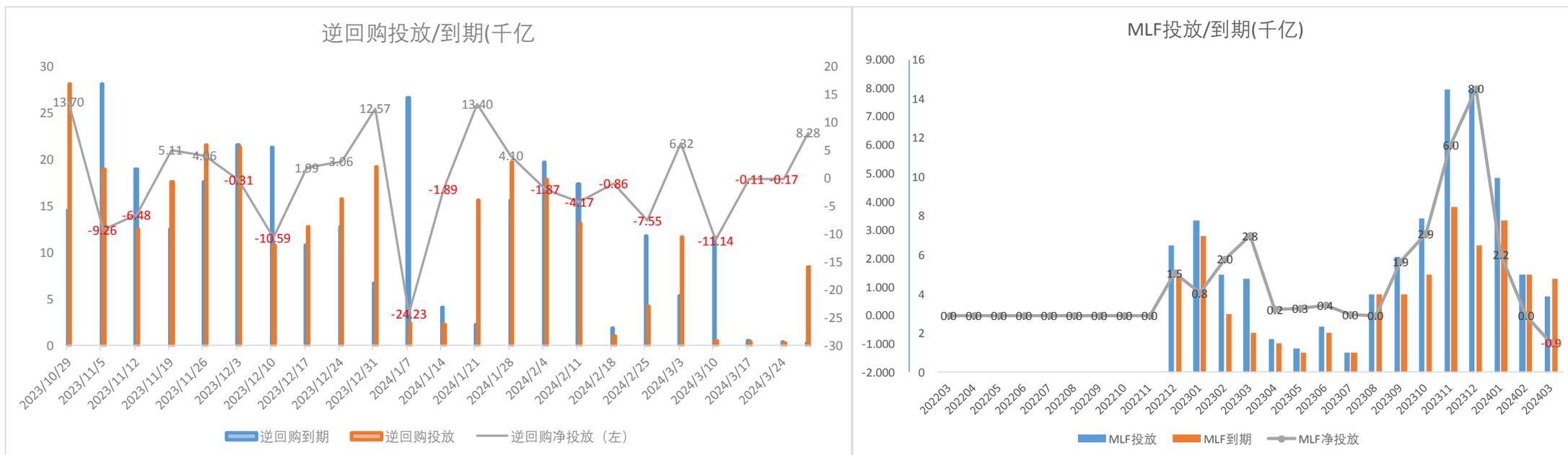


数据来源: iFind. 正信期货

# 货币供需分析——货币供应



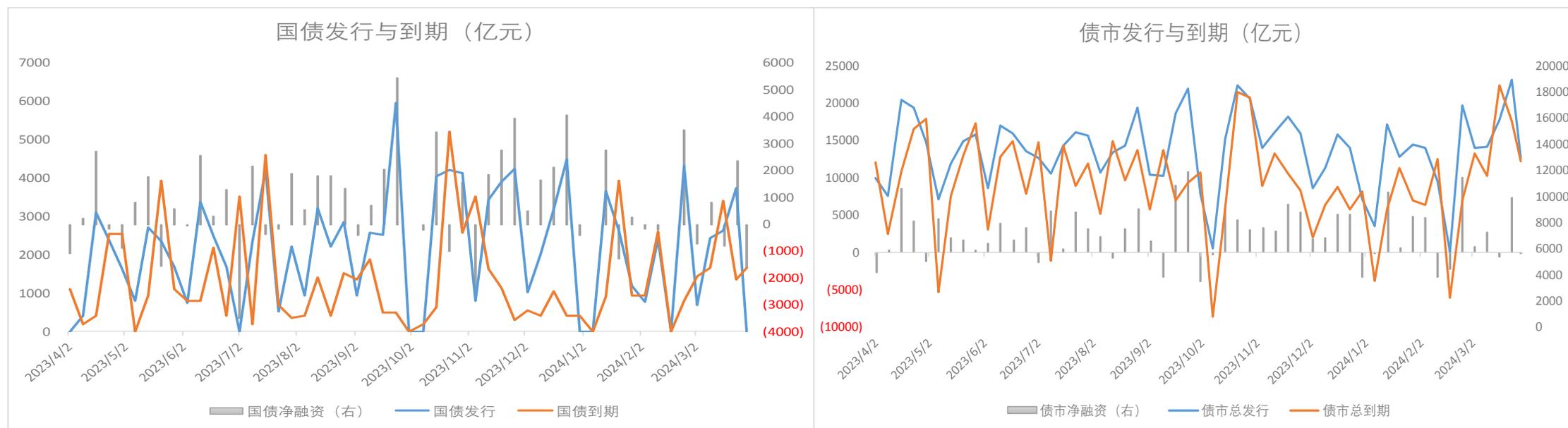
3月央行OMO逆回购到期18070亿元，逆回购投放21250亿元，货币净投放3180亿元，货币供给季末边际宽松。同时，MLF在3月份投放3870亿，到期4810亿，结束超额续作，净回笼940亿，主要系国债和地方政府专项债发行压力减弱，总体3月货币供应边际收紧。



数据来源：同花顺iFind，正信期货

# 货币供需分析——货币需求

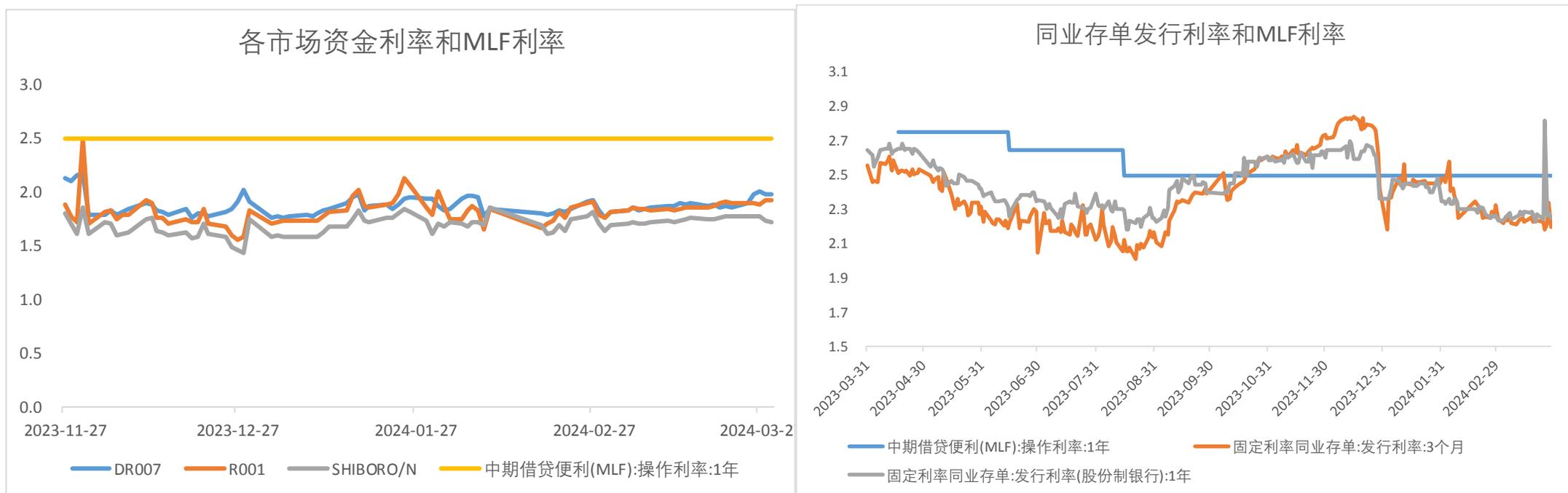
3月国债发行9500亿，到期9538.2亿，货币净回笼38.2亿；地方债发行8400.6亿，到期3394.5亿，货币净需求5006.1亿；其他债发行64049.6亿，到期58944.3亿，货币净需求5105.4亿；债市总发行81950.2亿，到期71876.9亿，货币净需求10073.3亿，货币需求维持高位，尤其以企业和地方债融资为主。



数据来源：同花顺iFind，正信期货

# 货币供需分析-资金价格

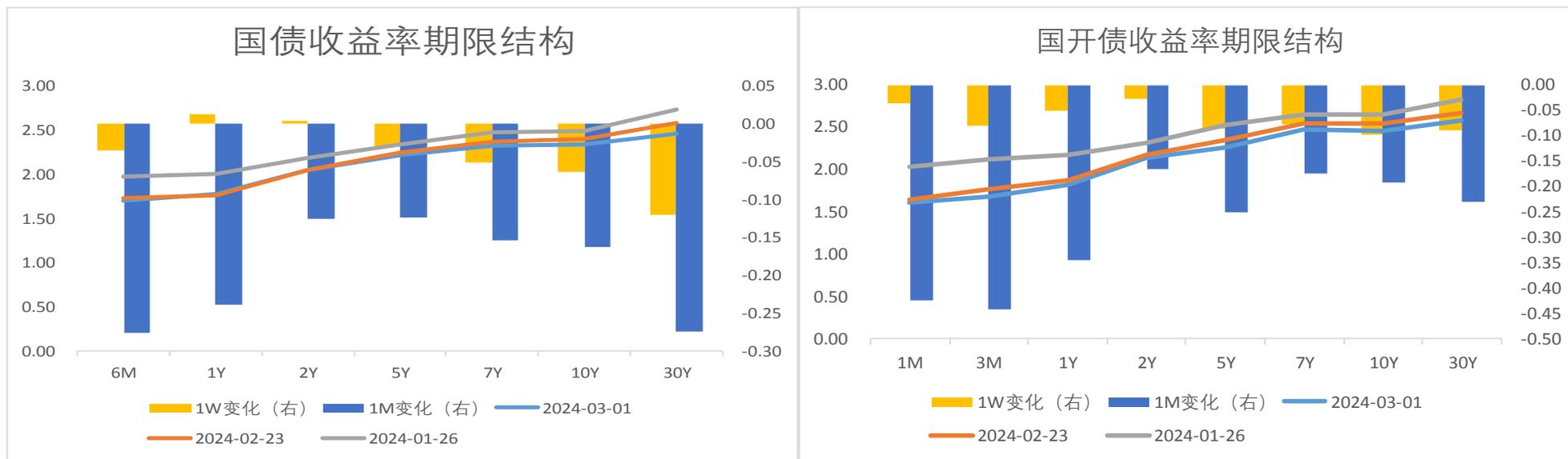
DR007、R001、SHIBOR隔夜分别较上月变化17.9bp、33.6bp、0.6bp至2.01%、2.17%、1.72%。同业存单发行利率下降12.3bp，股份制银行发行的CD利率下降1.3bp至2.25%，低于MLF 1年期利率水平（2.5%），3月资金真实需求仍维持低位。



数据来源：同花顺iFind，正信期货

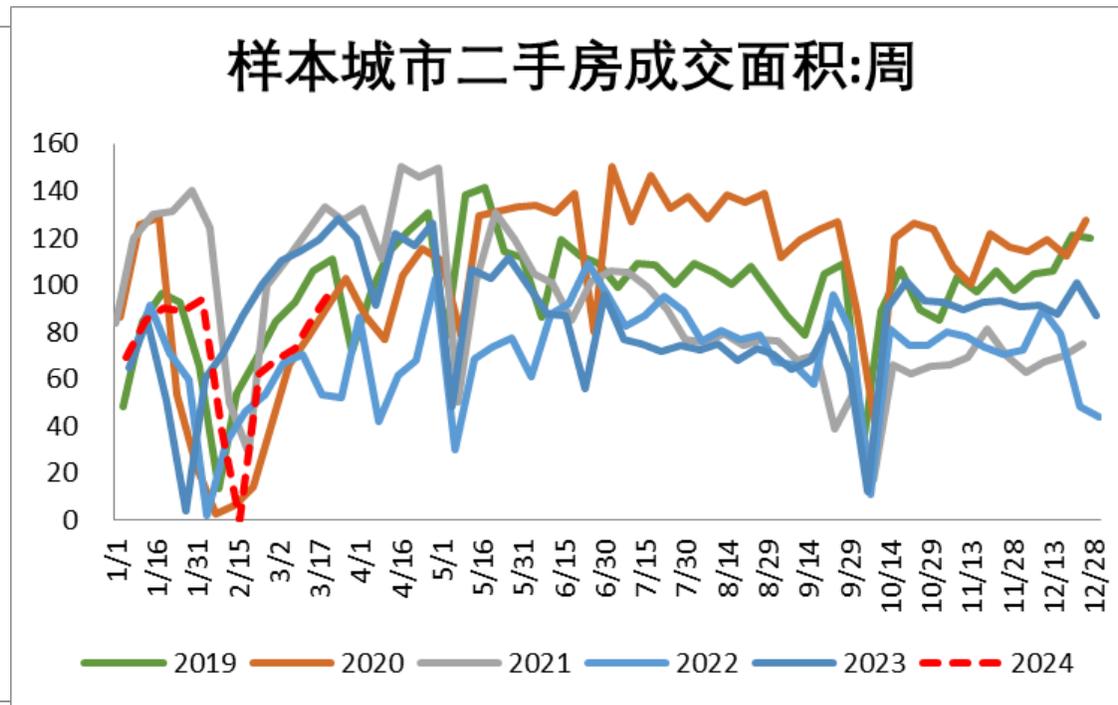
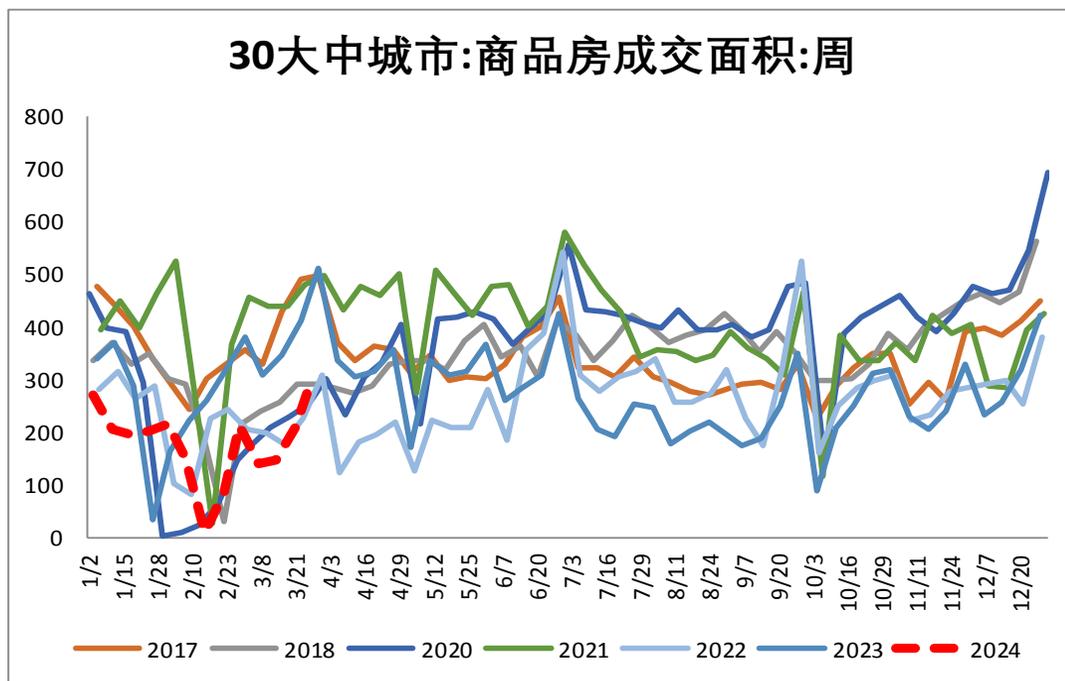
# 货币供需分析-期限结构

上月10年期国债收益率较前一月变化-7.2bp，5年期国债收益率变化-6.4bp，2年期国债收益率变化-15.1bp；10年期国开债收益率较前一月变化-8bp，5年期国开债收益率变化-4.7bp，2年期国开债收益率变化-10.9bp，整体来看，上月收益率期限结构大幅走陡，受短期降准预期和融资需求低位带来的资金边际宽松驱动，国债和国开债之间的信用利差变化不大。



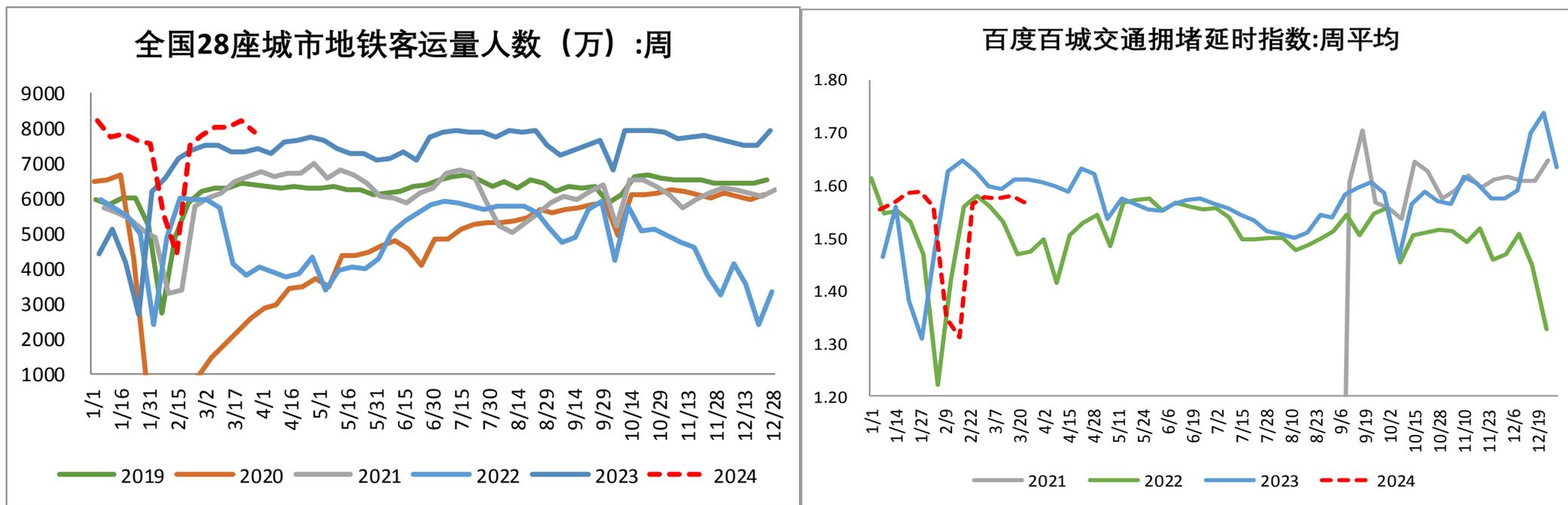
# 实体经济分析——地产需求

截止3月28日数据，30大中城市商品房周成交面积为305.6万平方米，环比上周208.7万平方米季节性反弹，与疫情前的2019年同期相比下滑13.4%，回到2022年水平，趋势环比持续季节性改善；二手房销售持续走强，较上周增加0.69%，上周地产高频销售走势新房和二手房全面回暖，地产需求在一线城市政策进一步放松限购后得以改观，关注后续持续性。



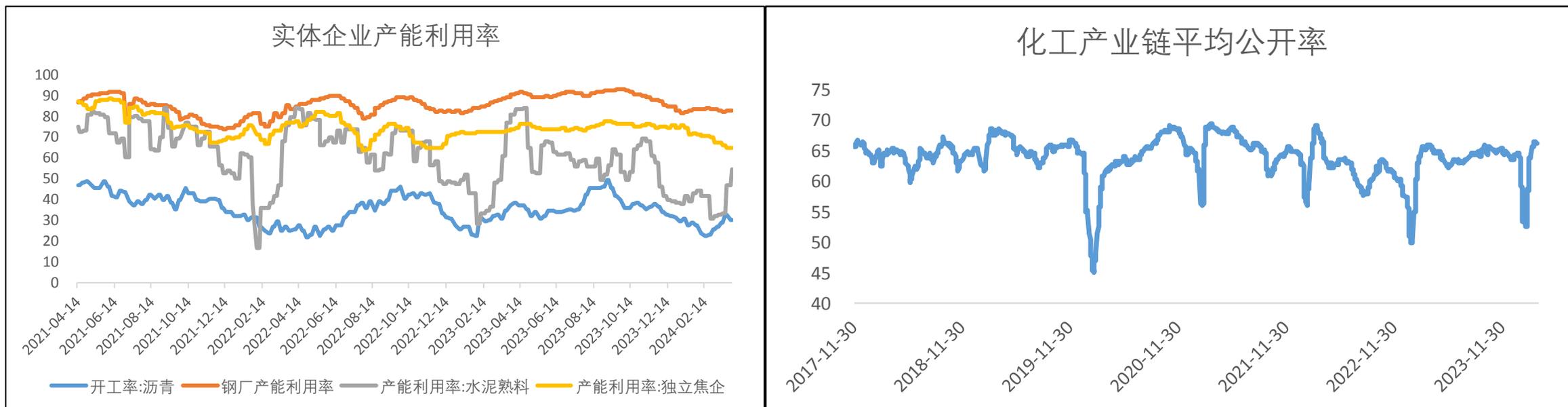
# 实体经济分析——服务业活动

截止3月29日，全国28大中城市地铁客运量维持高位，周度日均7927.1万人次，较去年同期增6.9%，较2021年同期增长17.5%，服务业经济活动维持高位，周度环比边际走弱。百城交通拥堵延时指数较上周小幅回落，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。



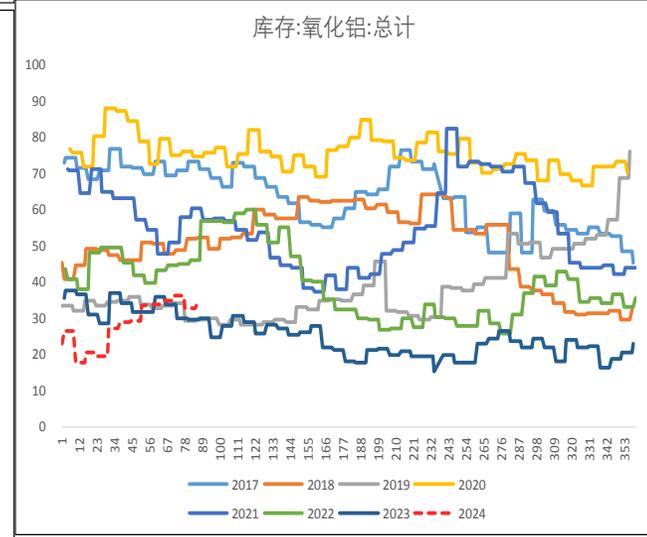
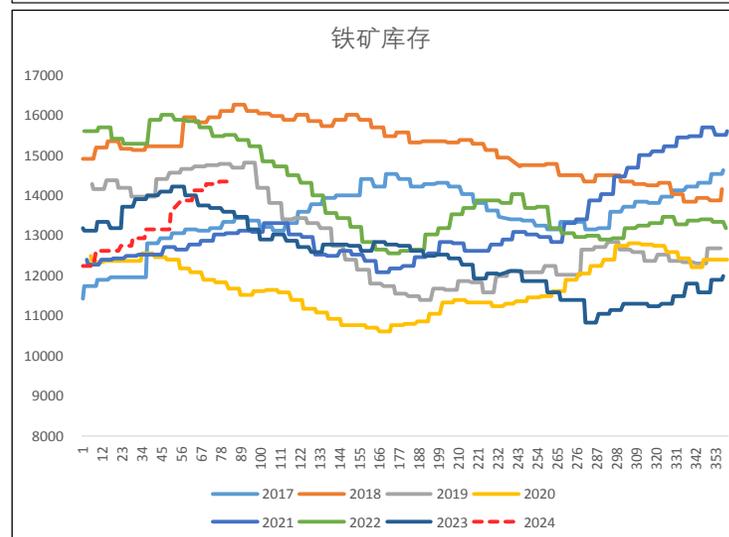
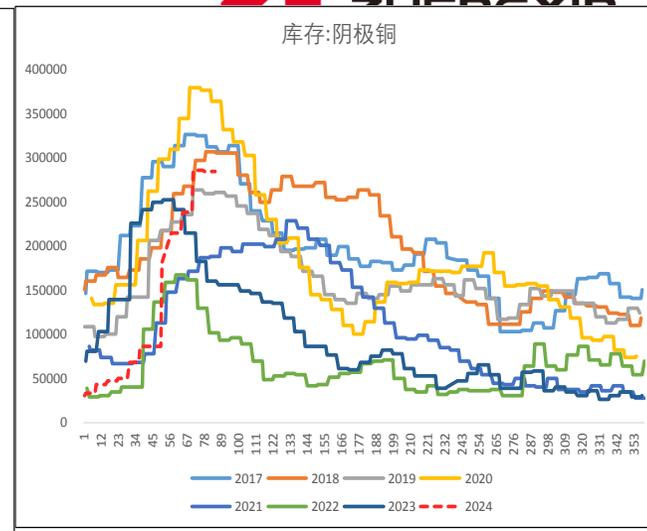
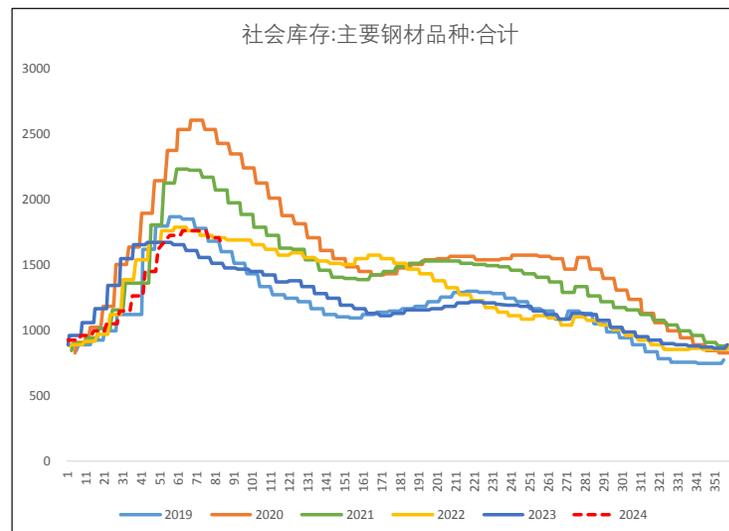
# 实体经济分析——制造业跟踪

制造业产能利用率止跌反弹，结构分化，钢厂产能利用率3月下降0.83%，沥青产能利用率反弹4.9%，水泥熟料企业产能利用率大幅反弹23.3%，焦企产能利用率下降5.4%，地产基建相关制造业产能利用率走势持续回落，或与地产基建需求恢复不及预期有关，外需相关的化工产业链平均开工率3月大幅反弹6.8%，处于中性偏高水平，综合来看，制造业内外需走势有支撑，内需基建地产领域承压。



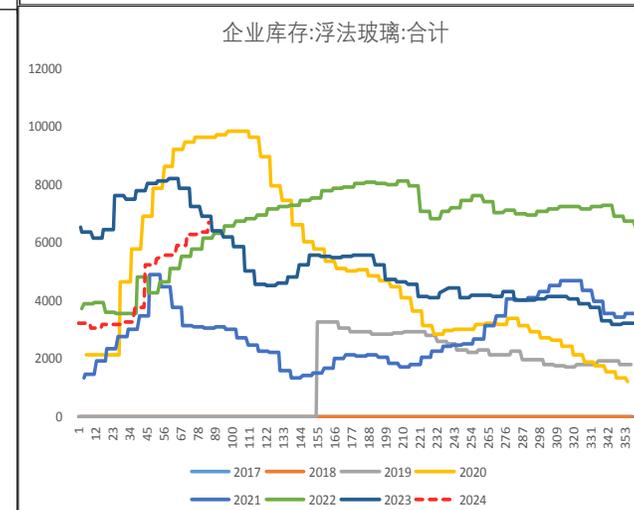
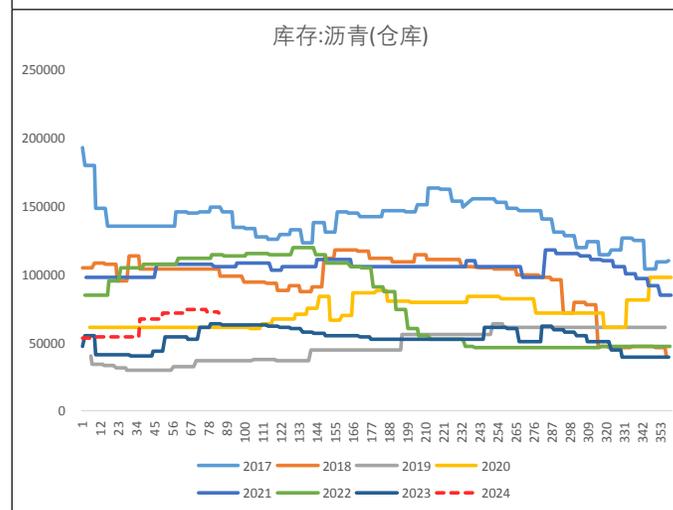
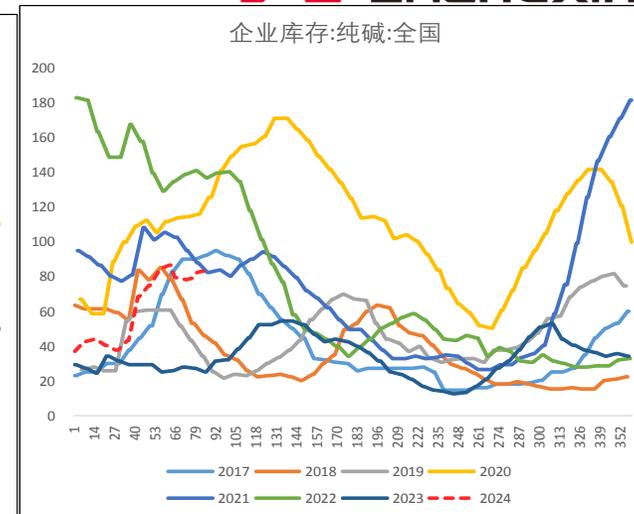
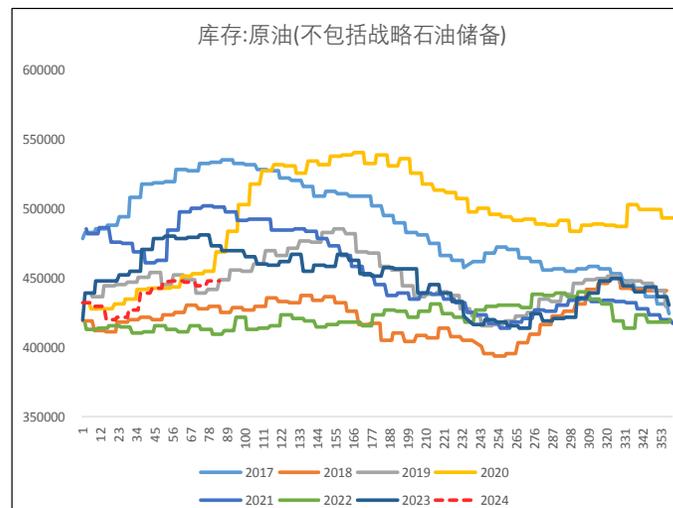
# 大宗商品分析——金属库存

- ✓ 钢材、铜、铝和铁矿进入季节性降库周期。
- ✓ 钢材库存小幅下降，维持在近六年中性偏低水平，铜库存维持高位，位于降库周期初期。
- ✓ 铁矿库存持续反弹，接近2019年水平，位于历史中性偏高附近，驱动铁矿大幅调整。
- ✓ 氧化铝的库存处于近7年以来最低水平，3月库存季节性反弹，但幅度偏低，驱动铝价震荡偏强。



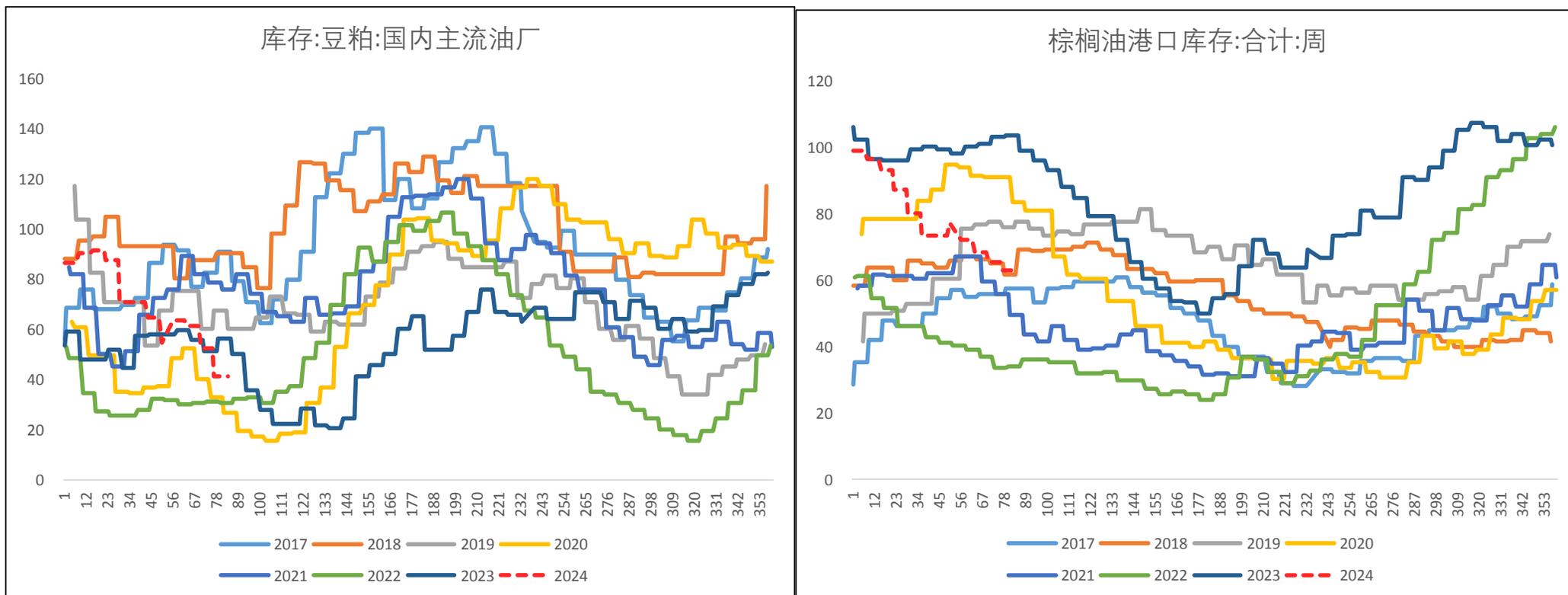
# 大宗商品分析——化工库存

- ✓ 原油库存位于中性偏低水平，处于累库周期，3月库存小幅反弹，原油价格震荡偏强。
- ✓ 沥青库存中性，3月库存维持震荡，在2020年水平附近，沥青价格走势震荡。
- ✓ 纯碱维持季节性累库周期，3月库存震荡反弹，纯碱价格弱势下跌。
- ✓ 玻璃处于季节性降库前夕，3月库存持续增加，驱动玻璃价格大幅下挫。



# 大宗商品分析——农产品库存

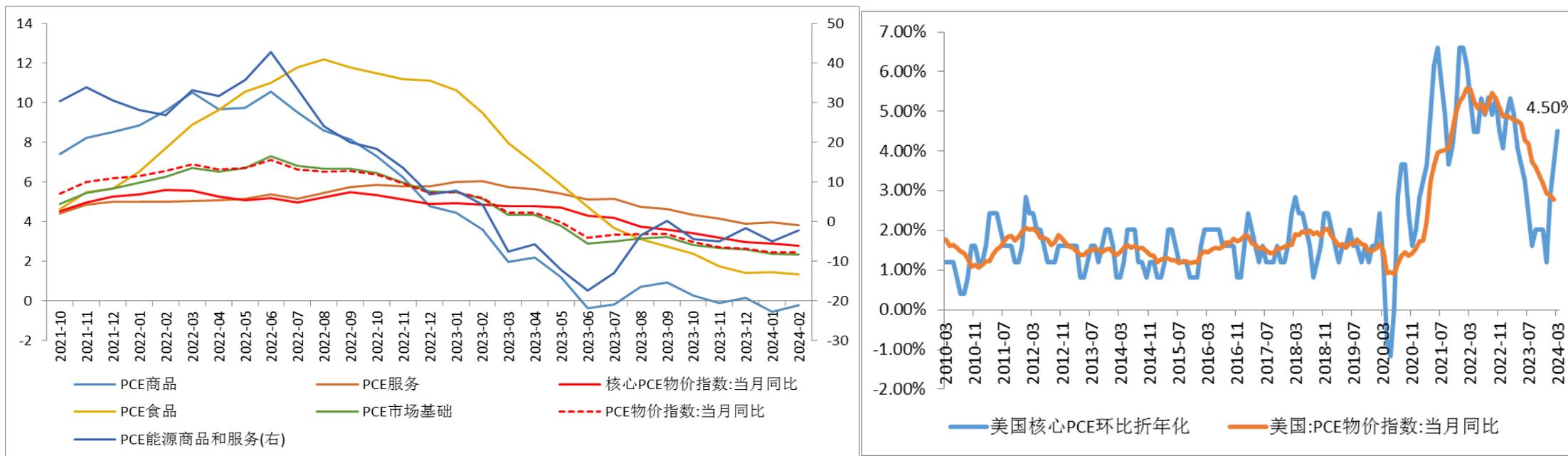
豆粕3月库存单边下降，位于季节性去库周期，驱动豆粕价格震荡偏强，油脂库存季节性下降，库存回到中性水平，趋近2018年位置，驱动油脂价格震荡上涨。



数据来源: iFind, 正信期货

# 基本面分析——海外宏观

美国2月PCE物价指数同比增速录得2.5%，符合市场预期，但较上月反弹0.1%，环比增速录得0.3%，核心PCE物价指数环比较上月下滑0.2%，同比较上月下降0.1%至2.8%，总体而言，美国2月PCE通胀如何市场预期，与CPI表现背离。从结构来看，商品通胀中的能源、食品贡献主要下降动力，服务分项仍然维持3.8%的高位。按环比增速0.3%推测，则3月核心PCE环比折年率有望反弹至4.5%，4月下降至3.7%。在能源价格反弹的背景下，商品通胀也有望重新抬头。



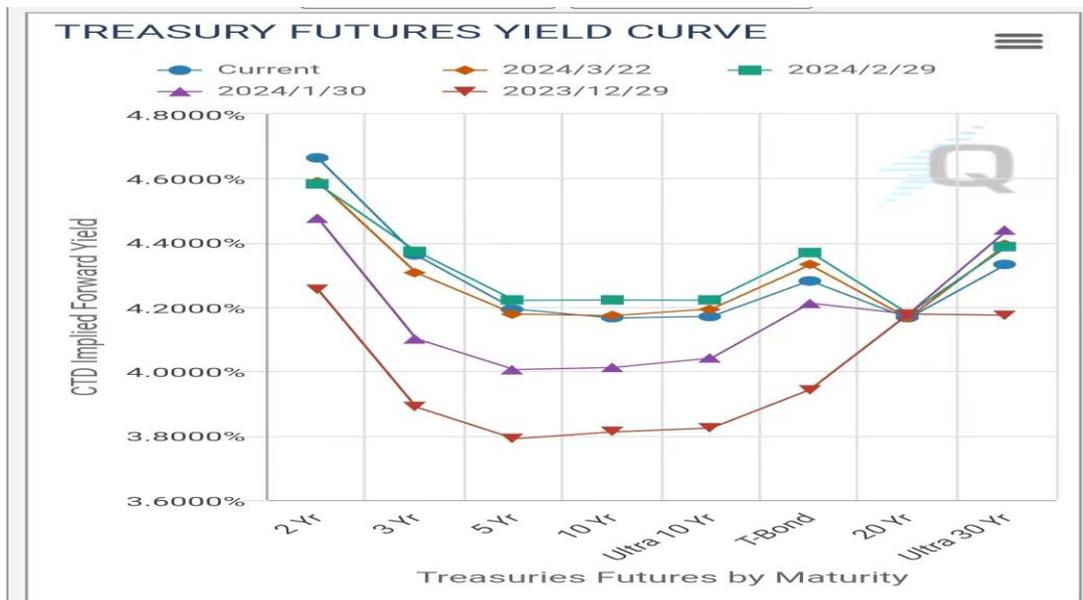
数据来源: 同花顺iFind, 正信期货

# 基本面分析——海外宏观



上周美联储官员纷纷偏鹰发言，抑制市场在联储议息会议后过于亢奋的情绪，金融市场对利率路径作出小幅修正，根据CME的FedWatch工具显示，市场预期2024年6月降息的概率回落至61%，年内降息次数维持3次，累计降息幅度约75bp，美十债利率震荡回调，等待更多经济数据确认。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进一步加深，2年期国债收益率从上周4.59%反弹至4.66%，十年期国债收益率从4.17%下降至4.16%，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
2024/5/1				0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	4.2%	95.8%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.6%	61.0%	36.4%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.0%	25.5%	51.3%	22.1%
2024/9/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	3.5%	28.1%	48.4%	19.9%	0.0%
2024/11/7	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.7%	7.5%	31.4%	43.7%	16.6%
2024/12/18	0.0%	0.0%	0.5%	5.4%	24.2%	40.0%	24.9%	5.0%	0.0%
2025/1/29	0.0%	0.2%	2.5%	13.1%	30.7%	33.8%	16.7%	3.0%	0.0%
2025/3/19	0.1%	1.5%	8.7%	23.4%	32.5%	23.8%	8.7%	1.2%	0.0%
2025/4/30	0.7%	4.5%	14.8%	27.2%	28.9%	17.5%	5.6%	0.7%	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29日，美国十债利率震荡下降5bp至4.2%，通胀预期下降1bp，实际利率下跌4bp至1.88%，风险资产价格高位震荡偏强。美债10-2Y价差倒挂程度与上月持平，维持在-39bp。中美利差倒挂程度小幅缩窄1.2bp至-190bp，离岸人民币小幅贬值0.71%。



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，上周市场技术性回调后止跌企稳，结构延续分化，周期股领涨，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，谨防成长股在财务报告利空下的短期调整风险。风格方面，在利率震荡反弹和美债利率再次震荡回落的背景下，预计周期和成长均有结构性机会。



# 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，3月在外需补库需求支撑和内需地产基建承压的背景下结构剧烈分化，有色和化工工业品震荡偏强，基建和地产相关黑色板块大幅下挫，农产品反弹受阻高位震荡，商品指数整体窄幅震荡，预计4月有望延续结构分化特征，关注外需边际走弱所带来的有色和化工调整，黑色在降库周期超跌反弹的机会，农产品预计延续天气炒作行情。

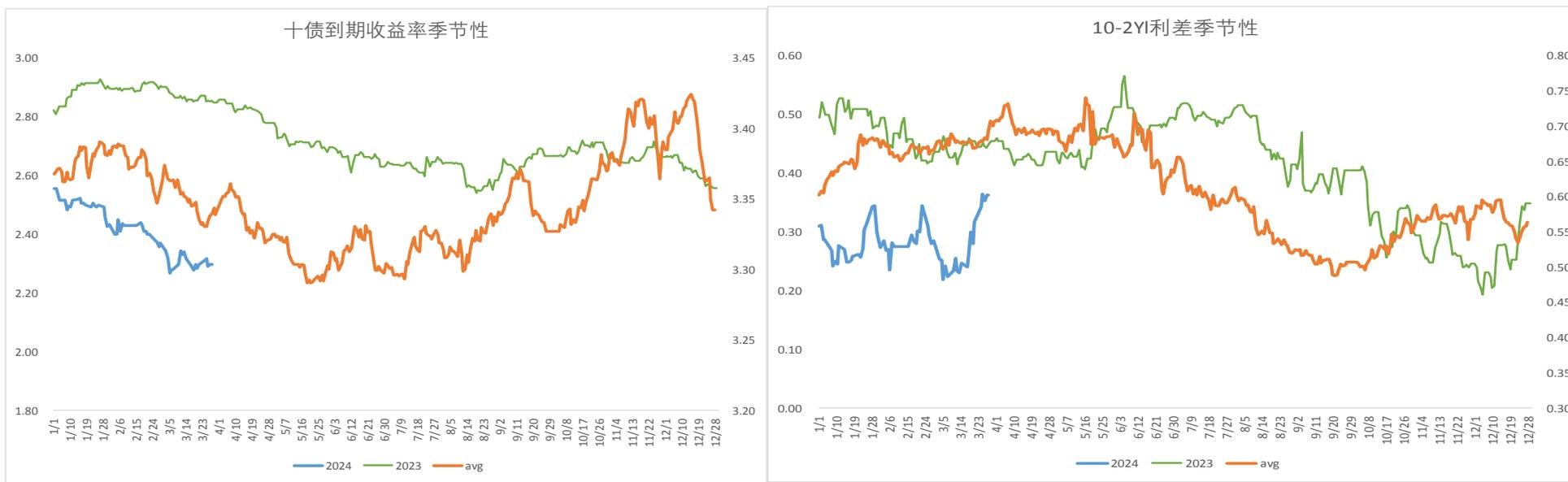


数据来源: iFind, 正信期货

# 量化诊断——利率



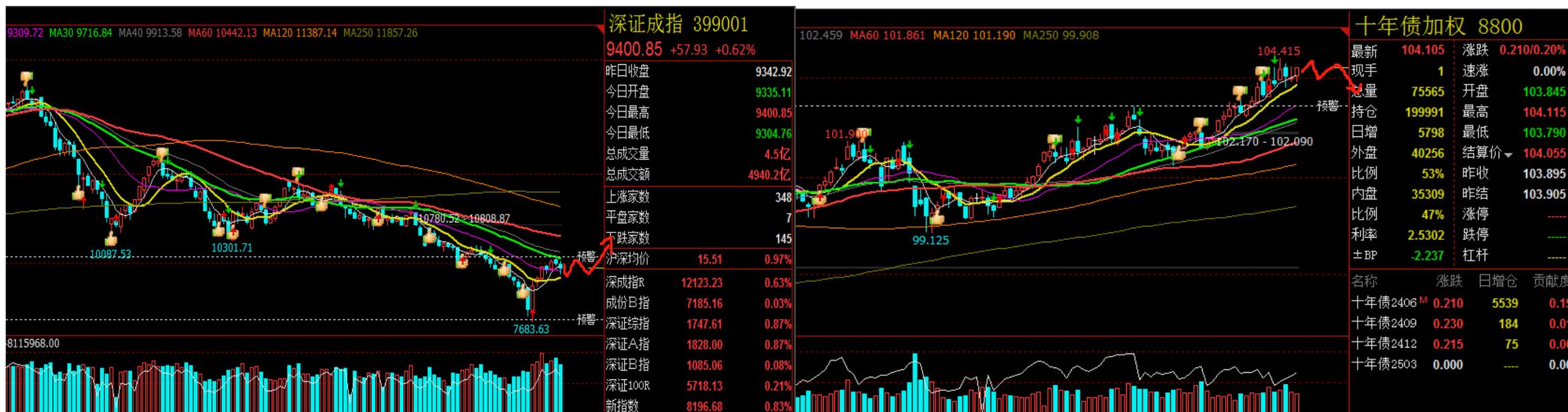
根据季节性规律分析，利率通常3月震荡下行，随后4月筑底，5月开始震荡反弹，10-2Y利差总体维持震荡上涨节奏，收益率曲线总体走陡峭。3月受两会后央行降准预期和实体经济数据持续疲弱的影响，收益率再度震荡下降，短端回调幅度更大，驱动收益率曲线大幅走陡峭。考虑到当前经济处于弱现实和宽财政预期主导的宽信用预期博弈之中，债市表现总体将维持高位震荡走势。由于地方政府专项债和特别国债融资将带来大量的融资需求，但央行货币政策相对审慎，短期资金价格坚挺，预计国债高位震荡，关注反弹波段做空五债、二债，急跌长线做多十债。



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**量化模型信号维持做多**，短期震荡回调，关注急跌做多波段反弹机会；**十债加权指数周线级别信号维持做空**，短期十债在国内经济复苏拐点和地产宽松政策加码及宽财政的驱动下有望震荡筑顶，关注反弹波段做空机会，整体判断国债为中期高位震荡，建议高抛低吸。



# 量化诊断——模型信号

根据周线级别量化模型信号显示，文华商品指数**周线级别信号维持看空**，在美国补库边际结束和国内地产基建需求承压的背景下，工业品预计4月延续震荡偏弱，结构分化剧烈，关注反弹空黑色，回调多有色和农产品的机会；COMEX黄金加权指数**周线级别信号维持看多**，在全球各国央行相继释放降息预期和贵金属价格估值偏高及美国通胀韧性的背景下，贵金属预计延续高位震荡上涨走势，谨防超买回调风险，建议持多或急跌加多。



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