

类别
宏观市场月报

日期
2024 年 4 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



美联储确认降息带来春季躁动

近期研究报告

《贵金属专题-20240325-伦敦黄金突破五重顶，上涨空间彻底打开》

《宏观专题-20240301-2024年美国总统大选特朗普会否东山再起》

《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》

观点摘要

- 房地产市场疲软使得岁末年初中国经济增长动能继续偏弱，扩张性政策支持因政府部门债务压力和人民币贬值压力而弱于市场预期；政策刺激预期落空使得中国股市延续 2023 年 8 月份以来的调整趋势，并引发雪球敲入、融资止损和量化崩溃等结构性市场风险，2024 年 2 月 5 日上证指数创下 2635 的近五年低点。在这种情况下监管层加大干预力度，中国央行在 1 月下旬和 2 月中旬分别降准降息，2 月 7 日中国证监会主席实现新旧更替，新主席上台后及时推出一系列有利于稳定市场的政策，中国股市也从 2 月初开始持续反弹，但 3 月下旬以来股市调整压力有所增加。虽然中国央行降准又降息，但在国际地缘政治风险高涨与国内房地产市场疲软的双重影响下，市场对中期经济增长前景仍不乐观，对经济的避险情绪催生资产荒逻辑并在 3 月初将 10 年期国债利率推低至 2.27% 的纪录低点；虽然股票市场持续回升且出口增速显著回正，但内需不振现象依然存在且财政扩张力度有限，3 月份国债利率整体上仍在纪录低位附近运行。
- 金融体系隐患以及政治考量使得美联储决心年内开启降息进程，美国实体经济韧性和通胀反复风险无碍美联储降息方向但会影响到美联储降息节奏，提防春季躁动后通胀意外回升对美联储降息预期的再次打击，欧系央行率先降息一方面带来流动性溢价另一方面支撑美元汇率；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，美联储降息之前金融市场发展或不会一帆风顺，估值水平偏高的美股一旦开始调整则可能连累其他股市。综合来看建议中期内超配价值股、黄金和原油，标配利率债和成长股，低配信用债和货币。

目录

一、2024年1-3月份宏观市场回顾	- 4 -
二、宏观环境评述	- 5 -
2.1 美国经济韧性略有减弱	- 5 -
2.2 中国内需平稳外需回暖	- 8 -
2.3 美联储明确降息前景	- 11 -
三、资产市场分析	- 13 -
四、中期资产配置	- 16 -

一、2024年1-3月份宏观市场回顾

房地产市场疲软使得岁末年初中国经济增长动能继续偏弱，扩张性政策支持因政府部门债务压力和人民币贬值压力而弱于市场预期；政策刺激预期落空使得中国股市延续2023年8月份以来的调整趋势，并引发雪球敲入、融资止损和量化崩溃等结构性市场风险，2024年2月5日上证指数创下2635的近五年低点。在这种情况下监管层加大干预力度，中国央行在1月下旬和2月中旬分别降准降息，2月7日中国证监会主席实现新旧更替，新主席上台后及时推出一系列有利于稳定市场的政策，中国股市也从2月初开始持续反弹，但3月下旬以来股市调整压力有所增加。虽然中国央行降准又降息，但在国际地缘政治风险高涨与国内房地产市场疲软的双重影响下，市场对中期经济增长前景仍不乐观，对经济的避险情绪催生资产荒逻辑并在3月初将10年期国债利率推低至2.27%的纪录低点；虽然股票市场持续回升且出口增速显著回正，但内需不振现象依然存在且财政扩张力度有限，3月份国债利率整体上仍在纪录低位附近运行。国内商品方面，三年去库周期使得生猪过剩产能得到较为彻底的出清，生猪价格也从14500元/千克迅猛反弹至17000元/千克附近；房地产市场疲软以及中澳贸易关系改善，持续打压黑色链相关商品价格，2024年迄今黑色链指数下跌16.8%。

2023年四季度美联储货币政策立场调整诱发市场对美联储降息的乐观情绪，2023年底市场一度预期美联储将从2024年3月份开始降息且年内降息幅度达到160BP；由于2024年初公布经济数据显示美国实体经济强韧而通胀形势有所反复，1月份美联储议息会议纪要显示美联储官员更担心过早降息导致通胀反复的风险而不是过晚降息导致经济衰退的风险，市场对美联储降息乐观预期的持续修正推高美元汇率和美债利率并打压大宗商品价格，但美国经济韧性以及中国央行宽松也支撑大宗商品价格并推高欧美股市。2月底公布的美国1月份PCE物价数据显示美国通胀压力继续缓和，3月初公布的美国2月份ISM制造业和服务业PMI双双环比回落，美联储主席鲍威尔在国会作证时称美联储距离获得开始降息所需的对通胀下降的信心不远了，这向市场传递出美联储将很快开始降息的信号；美联储通胀预期的重新升温打压美元汇率和美债利率并刺激大宗商品和美股上涨，伦敦黄金一举突破2020年8月份以来的2080美元/盎司压力位从而进入本轮大周期牛市的第四阶段。但日本央行鸽派加息以及瑞士央行在六大发达经济体央行中率先降息，而且美国经济阶段性疲软接近尾声，大宗商品躁动使得美国通胀形势继续反复，美元指数获得短期的利差因素和经济增长前景差异因素支撑。

二、宏观环境评述

2.1 美国经济韧性略有减弱

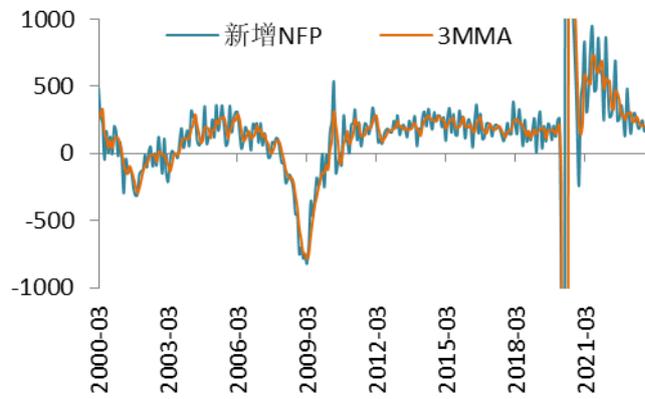
美国2月份ISM制造业环比意外回落1.3个百分点至47.8%，初步逆转近三个月持续回升且接近荣枯分界线50%的趋势；新订单指数与产出指数均从扩张区间回到萎缩区间，就业指数环比回落1.2个百分点至45.9%，自有库存指数与客户库存指数均持续低于荣枯分界线，意味着美国制造业继续处于被动去库阶段。我们在专题报告《2024年中美能共振开启主动补库阶段吗》中曾经指出，由于目前中美库存压力均处于较高水平，2024年中美共振开启补库阶段的前提条件是美联储开启降息进程，中美2月份制造业PMI数据初步证实我们的判断。但我们还需看到，2月份Markit制造业PMI环比回升1.5个百分点至52.5%，Markit制造业PMI与ISM制造业PMI的差值创2020年以来最大值；考虑到2019年底美国经济阶段性回升时也是Markit制造业PMI相对强势，这提醒我们对2月份ISM制造业PMI要持谨慎态度。2月份ISM服务业PMI环比回落0.8个百分点至52.6%，2023年1月份以来持续扩张，但就业指数环比回落2.5个百分点至52.6%。制造业与服务业PMI双双环比回落令市场担心美国经济韧性减弱。

图1：美国ISM PMI



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图2：新增非农就业



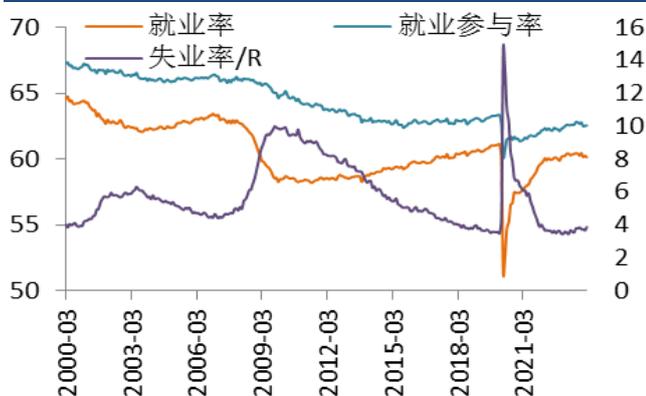
数据来源：Wind，建信期货研究发展部

3月8日公布的美国2024年2月份就业状况报告可谓喜忧参半。在非农就业方面，2月份美国新增非农就业27.5万，远高于市场主流预期的20万，3个月移动平均也从23.37万上升到26.47万，表明美国就业市场吸纳能力仍然强劲，也意味着美联储没有开启降息进程的迫切压力。与此同时，1月份新增非农就业从35.3万大幅下修至22.9万，2023年12月新增非农就业从33.3万下修至29万，前两个月一共下修16.7万，说明有更多的中小企业就业收缩。滞后1个月、3个月和6个月的就业扩散指数分别录得62.6%、66.8%和65.2%，滞后1个月就业扩散指数环比回升且为2023年2月份以来的次高读数，滞后3个月就业扩散指数为

2023年2月份以来最高值，滞后6个月就业扩散指数为2023年7月份以来最高值，数据表明美国就业扩张同时体现在深度和广度两个维度，也是美联储不急于降息的最大底气所在。

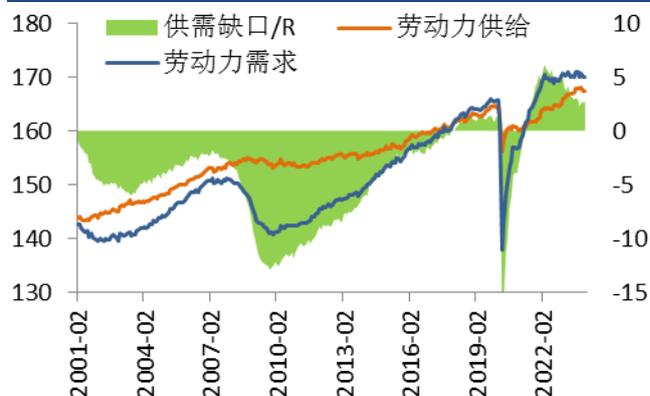
在家庭就业方面，2月份就业参与率从前值62.52%小幅上升到62.54%，主要是青年劳动参与率下降(从56.3%下降至55.9%)与壮年劳动参与率上升(从83.3%上升到83.5%)相互抵消；虽然壮年就业参与率重新回升到2002年6月份以来的最高值，但美国就业市场状况以及美国家庭财务状况不支持壮年就业参与率继续显著上升，进而从人口结构老龄化以及疫情改变热门劳动休闲观念角度看美国就业参与率不太可能继续回升，因此依靠就业参与率提升增加美国劳动力供应的空间不大。2月份美国(U3)失业率为3.66%上升到3.86%，这也是2022年2月份以来的最高值；萨姆法则观测值从前值0.214上升到0.258，但依然低于2023年10月份创下的阶段性高点0.304。2月份U3失业率的显著上升其实是对1月份U3失业率意外下降(从3.74%下降至3.66%)的修正，因为1月份U5失业率和U6失业率都是上升的，从这个角度看2月份失业率回升其实并不意味着美国就业市场显著恶化，当然失业率震荡上升说明美国就业市场正在逐步正常化。2月份U3失业率较2023年阶段性低点上升0.43个百分点或12.5%，与此同时U5失业率和U6失业率较2023年阶段性低点分别上升13.4%和12.5%，说明官方定义的失业人口与边缘劳动力人口、因经济原因从事非全日制工作人口的扩大基本一致，就业市场人口结构特征没有显著恶化。但2月份主动离职与被动裁员之比下降至0.298，为2021年10月份以来的最低点，且低于2020年疫情前水平，的确说明随着就业市场逐步正常化以及空缺职位数的下降，主动离职以寻求更高收入岗位的行为的确减少了，这其实有利于雇员薪资增速的继续回落。

图3：就业参与率与失业率



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图4：美国劳动力市场供需



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

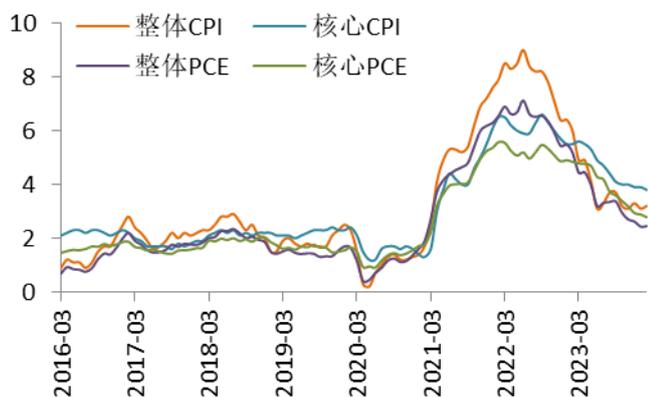
总体上看2月份美国就业数据说明美国就业市场继续正常化，失业率缓慢上

升而薪资增速趋于下降，这一切都有利于增强美联储年内开启降息进程的信心；但新增非农就业持续维持在 20 万以上水平，劳动力供需缺口持续处于 200 万以上的偏高水平区间，薪资增速连续 5 个月处于 4.2-4.4% 之间而不是延续 2022 年 4 月份以来的下降趋势，这说明美国就业市场依然处于偏紧状态，就业市场正常化进程过慢，这说明就业市场尚未达到让美联储彻底放心的程度，美联储过早降息仍会诱发通胀压力再起的风险，因此美联储对年内首次降息无需操之过急。

美国 2 月份整体 CPI 同比上涨 3.2%，较前值小幅上升 0.1 个百分点；环比上涨 0.4%，为 2023 年 10 月份以来的最高值。2 月份核心 CPI 同比上涨 3.8%，持平于前值但高于市场主流预期的 3.7%；环比上涨 0.4%，为 2023 年 6 月份以来的最高值。分商品看，2 月份能源 CPI 环比上涨 2.3%，逆转了前四个月环比下跌的趋势；2024 年迄今美国 WTI 原油与 RBOB 汽油分别上涨 13.5% 和 26.7% 而 Henry Hub 天然气累积下跌 30%，但 2 月中旬天然气价格企稳回升，能源价格反弹对美国整体通胀的拉动作用将逐步体现。核心商品连续第二个月环比上涨 0.1%，由于美国制造业运行到从被动去库到主动补库的临界点，2023 年 5 月份至 12 月份核心商品价格对美国通胀的拉低作用恐转为推高作用；住宅租金环比上涨 0.4%，虽然较前值 0.6% 有所回落但仍处于 2023 年 3 月份以来的高水平区间，美国房价二次上涨对房租的推动作用将持续到 2024 年底；核心服务环比上涨 0.6%，为 2022 年 10 月份以来的最高值。

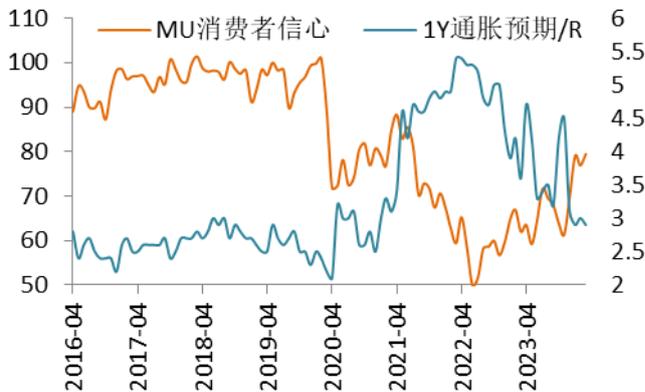
2 月份美国整体 PCE 物价指数同比增长 2.45%，增速持平于 1 月份；核心 PCE 物价指数同比增长 2.78%，增速较 1 月份回落 0.1 个百分点，环比增速从 1 月份的 0.45% 回落到 0.26%。总体上看随着美联储货币政策立场的转变以及美国金融条件的宽松，美国通胀压力的反复可能并不是一个短期现象，而这也将制约美联储预防性降息的时点与空间。

图5：CPI与PCE物价同比增速



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图6：消费者信心与通胀预期



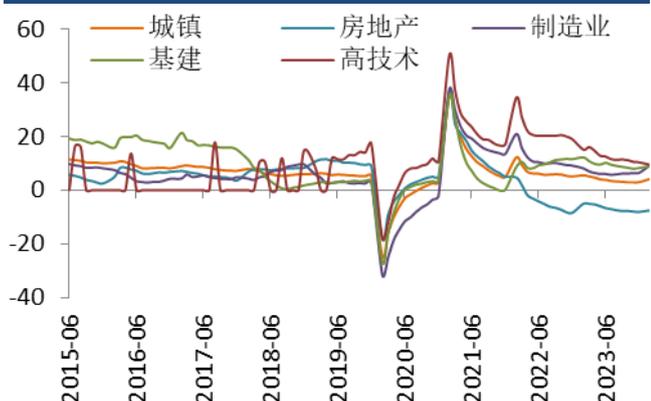
数据来源：Wind，建信期货研究发展部

根据美国密歇根大学调查结果，美国3月份消费者信心指数上升到79.4%，为2021年8月份以来的最高值；由于居民消费占到美国经济总量的2/3，因此居民消费信心的增强将有助于支撑美国经济增长。消费者信心的增强是因为通胀预期下降，美联储对抗通胀决心以及政策利率持续位于高水平区间，使得美国1年期和5年期通胀预期均环比下降至2.9%和2.8%。通胀预期的下降使得美联储在经济增长展现韧性的情况下仍有条件实施预防性降息。

2.2 中国内需平稳外需回暖

2024年1-2月中国城镇固定资产投资同比增长4.2%，增速较2023年全年提升1.2个百分点，也是来到2023年5月份以来的最高值。分行业看，1-2月份房地产固定资产投资同比萎缩7.5%，萎缩程度较2023年全年的8.1%有所减少，显示随着房地产市场稳定措施持续出台，房地产行业对整体经济的拖累作用在减缓；制造业投资同比增长9.4%，增速达到2022年11月份以来的最高值，虽然部分传统行业仍存在较为严重的产能过剩问题，但大规模设备更新、国产设备替换和卡脖子技术攻关诱发的固定资产投资有望成为2024年中国经济的重要驱动力；1-2月份基础设施固定资产投资同比增长8.96%，增速较2023年全年有所回落但仍维持在一个相对较高的水平，高债务压力省份限制基建投资以及高技术或对2024年基建增速构成一定程度的压力。

图7：中国投资增速



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图8：中国消费增速



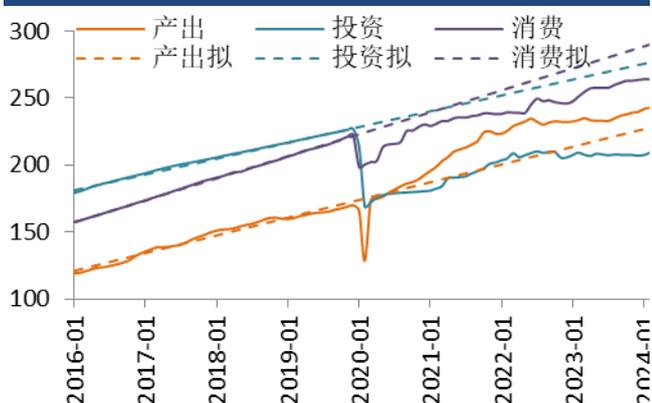
数据来源：Wind，建信期货研究发展部

2024年中国1-2月社会零售总额同比增长5.5%，增速较2023年12月的7.4%有所回落，部分受到基数效应的影响。从分项来看，餐饮收入增长12.5%，商品中的烟酒、体育娱乐用品、粮油食品、饮料等分项的零售额增速均超过了限额以上企业零售额总体的增速6.7%，消费结构呈现鲜明的假期消费特征。此外，通讯器材、汽车等高价值耐用品消费在低基数支撑下，也实现了较快增长。从高频数据来看，假期结束后消费活动有所回落，消费恢复的基础还需巩固，未来需关注

消费品以旧换新政策实施进展，以及新能源汽车行业的降价促销成效。

闰年导致 2024 年 2 月天数较平常年份多一天，工业增加值同比仍较去年 12 月的 6.8% 上升 0.2ppt 至 7%；而 1-2 月季调环比均值为 0.9%，也为近年来的最高值。与 2016 年至 2019 年疫情前趋势外推值相比较，2024 年 2 月份中国产出较趋势值高出 6.33%，2023 年 6 月份以来稳定在 6% 附近水平；2024 年 2 月份中国投资较趋势值低 8.92%，差距自 2023 年 4 月份以来震荡扩大；2024 年中国消费较趋势值低 24.43%，差距自 2022 年 7 月份以来震荡扩大。由此可见中国供需结构仍表现为供应过剩，由此带来一定程度的通缩风险；2 月份 PPI 环比萎缩 0.2%，也是自 2023 年 11 月份以来连续 4 个月萎缩。

图9：中国国内供需



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图10：中国出口增速



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

以美元计，2024 年 1-2 月份中国出口额为 5280 亿美元，累计同比增长 7.1%，显著高于市场主流预期的 1.9%；1-2 月份进口额为 4028.5 亿美元，累计同比增长 3.5%；1-2 月份贸易盈余累计 1251.6 亿美元，累计同比增长 20.6%。按出口地区，1-2 月份对美国累计出口增长 5%，较 2023 年的萎缩 13.1% 有显著提升；对欧盟累计出口萎缩 1.3%，也较 2023 年的萎缩 10.2% 有所改善；对东盟累计出口增长 6%，较 2023 年的萎缩 5% 有所恢复；对俄罗斯累计出口增长 12.5%，较 2023 年的增长 46.9% 有所放缓。按出口产品，1-2 月份出口机电产品 2.22 万亿元，累计同比增长 11.8%，占出口总值的 59.1%，其中出口汽车 1118.9 亿元，累计同比增长 15.8%；出口劳密产品 6661.9 亿元，累计同比增长 22.2%，占出口总值的 17.8%。出口增速延续 2023 年四季度以来的回升步伐，有利于减弱对中国经济的悲观预期，但也会减少央行宽松货币政策的压力。

2024 年 2 月份中国房地产景气指数下滑至 92.13，为 1995 年有数据记录以来的最低值，显示中国房地产市场仍在弱势寻底过程当中。1-2 月份房地产销售面

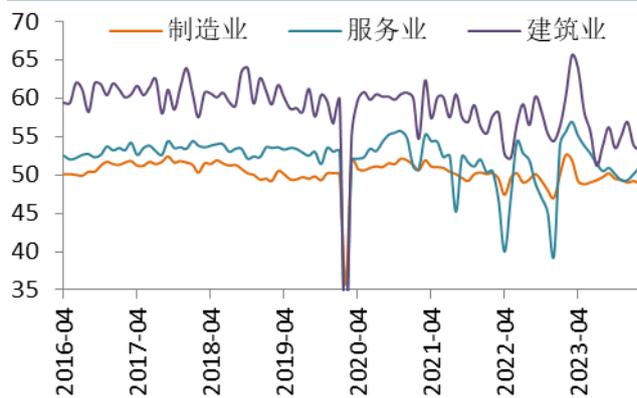
积同比萎缩 20.5%，萎缩程度较 2023 年全年扩大 12 个百分点；以近 12 个月滚动销售面积计算的待售库存去化月数为 7.74，显著高于 2016 年 2 月份的阶段性高点 6.21，综合考虑待售库存、施工面积和竣工面积的广义库存去化月数达到 74.6 个月，销售疲软导致房地产市场库存压力沉重，房地产价格上涨无力。销售端疲软影响到房企投资、拿地和建造决策，1-2 月份房地产投资累积同比萎缩 9%，土地购置费累积同比萎缩 5.9%，新开工面积、施工面积和竣工面积同比分别萎缩 29.7%、11%和 20.2%。

图11：房地产建造与销售



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图12：中国官方PMI



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

2024 年 3 月份中国官方制造业 PMI 环比上升 1.7 个百分点至 50.8%，也是 2023 年 10 月份以来首次进入扩张区间；服务业 PMI 环比上升 1.4 个百分点至 52.4%，建筑业 PMI 环比上升 2.7 个百分点至 56.2%，综合 PMI 环比上升 1.6 个百分点，连续 15 个月高于荣枯分界线且达到 2023 年 6 月份以来最高，数据显示中国经济增长动能有所回升。制造业方面，新订单指数和新出口订单指数双双回到扩张区间，企业采购量指数和购进价格指数均高于荣枯分界线 50%，原材料库存指数和产成品库存指数双双环比回升但仍低于 50%，出厂价格指数环比回落 0.7 个百分点至 47.4%，说明国内外需求回暖促进企业加大采购力度，但需求回暖是建立在降价基础上，因此企业整体上还是在继续去库；调查结果显示，企业生产经营中仍面临一些突出问题，比如反映行业竞争加剧、市场需求不足的企业比重仍然较高。服务业方面，与企业生产密切相关的服务行业生产经营较为活跃，其中邮政、电信广播电视及卫星传输服务、货币金融服务等行业商务活动指数位于 60.0% 以上高位景气区间，业务总量增长较快；批发、铁路运输、租赁及商务服务等行业商务活动指数位于 53.0% 及以上，景气水平不同程度回升；餐饮、房地产等行业商务活动指数低于临界点，景气水平较低。建筑业方面，随着气候转暖和节后集中开工，各地建筑工程施工进度加快；建筑业商务活动指数为 56.2%，比上月上升 2.7 个百分点。

2.3 美联储明确降息前景

市场臆测将担任下一任美联储主席的美联储理事沃勒，3月1日在美国货币政策论坛上表示美联储在资产负债表上应该持有更多的短期国债，这意味着美联储或进行反向扭曲操作(Reverse Operation Twist, ROT)并促进美债收益率曲线陡峭化(或期现倒挂程度减轻)，而美债收益率陡峭化将增强没有利息收入的贵金属的吸引力。3月6日至7日美联储主席鲍威尔在国会作证时未就任何降息时间表作出承诺，但他认为如果经济发展大致符合预期，今年晚些时候降息可能是合适的，而且美联储距离获得开始降息所需的对通胀下降的信心不远了，美联储无需等待通胀到达2%才开始降息，这向市场传递出美联储将很快开始降息的信号。3月20日美联储议息会议上调经济增长预期(2024年Q4 GDP同比增速预期从1.4%上调至2.1%，且往后三年经济增速均高于潜在增速1.8%，意味着潜在通胀压力始终存在)、上调通胀增速预期(2024四季度核心PCE物价同比增速预期由2.4%上调到2.6%，1月份核心PCE物价同比增速为2.85%，整体PCE物价同比增速预期维持在2.4%)并下调失业率预期(2024年底失业率预期由4.1%小幅下调至4%)。

图13: 美联储经济通胀利率预期2024.3

Variable	Median ¹			
	2024	2025	2026	Longer run
Change in real GDP	2.1	2.0	2.0	1.8
December projection	1.4	1.8	1.9	1.8
Unemployment rate	4.0	4.1	4.0	4.1
December projection	4.1	4.1	4.1	4.1
PCE inflation	2.4	2.2	2.0	2.0
December projection	2.4	2.1	2.0	2.0
Core PCE inflation ⁴	2.6	2.2	2.0	2.0
December projection	2.4	2.2	2.0	2.0
Memo: Projected appropriate policy path				
Federal funds rate	4.6	3.9	3.1	2.6
December projection	4.6	3.6	2.9	2.5

数据来源: Fed, 建信期货研究发展部

图14: 市场对美联储政策利率预期24.3.20



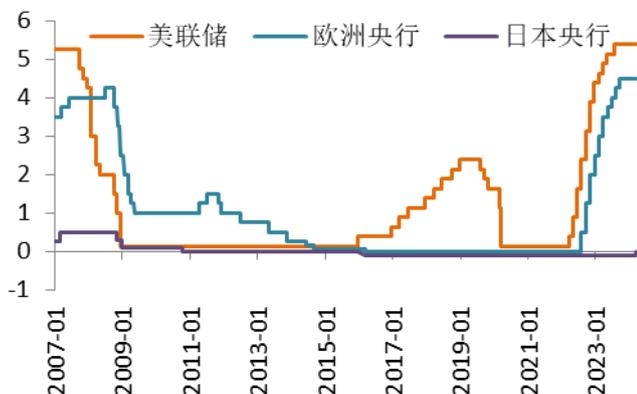
数据来源: MacroMicro, 建信期货研究发展部

美联储对经济通胀预期所做的上述调整，意味着美联储认为美国经济和就业市场更具韧性，且通胀回落态势不如人意，这种情况下理应提高政策利率路径预期。在利率点阵图上，美联储官员对2025年底和2026年底政策利率的中值预期分别从原来的3.625%和2.875%上调到3.875%和3.125%，并且罕见地将长期中性利率预期从2.5%上调至2.625%，这意味着美联储官员认为美国经济韧性使得美联储在本轮降息进程中或无需大幅度降息；但美联储官员对2024年底政策利率的中值预期维持在4.625%，这意味着大部分官员继续支持2024年内降息75BP。也就是说即使美联储认为经济动能不弱、就业市场偏紧且通胀形势反复，大部分官员依然倾向于年内三次降息，这凸显了美联储在美国总统大选之年实行预防性降息，

以防止美国经济意外衰退降低拜登连任几率的政治考量，会议透露出来的美联储鸽派立场与 2023 年 12 月会议基本一致。而且由于美联储倾向于年内三次降息，但年内议息会议仅剩六次，因此相对合理安排是在 6 月 12 日、9 月 18 日和 12 月 18 日会议上分别降息 25BP。市场对美联储年内降息幅度预期从会议前的 73BP 上升到 83BP，对美联储 6 月份和 7 月份降息的概率则分别提升至 76.2%和 88.4%，美联储对降息前景的再次确认打压美元汇率和美债利率并提振包括美股和黄金在内的金融资产。

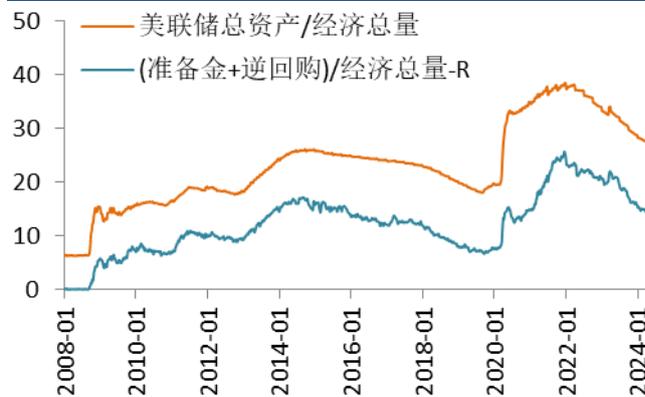
总体上看，美国经济增长动能温和放缓但在财政政策扩张和金融条件宽松等因素影响下仍然展现韧性，通胀压力缓解但通胀形势出现反复，通胀顽固风险与经济衰退风险趋于平衡，美联储倾向于在大选年实行预防性降息防止经济显著疲软；预计美联储年中（6 月或 7 月）开始降息，但年内降息幅度控制在 50-75BP 之间，首降时点与降息幅度取决于经济、金融和市场进展。由于美国中小银行流动性风险凸显，我们判断美联储将于夏季开始放缓缩表步伐（3 月讨论/5 月决定/6 月实施）；但鉴于美联储目前还有常备回购便利 SRF 等工具向金融机构提供流动性，美联储完全停止缩表甚至重新开始量化宽松的必要性并不存在，除非如 2023 年 3 月份类似规模的银行业危机再现。

图15：美欧日央行政策利率



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图16：美联储本轮缩表接近尾声



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

3 月 27 日美联储理事沃勒表示年初令人失望的通胀数据意味着美联储可能需要在比之前预期的更长时间内将政策利率保持高水平区间，甚至可能减少总体降息次数。3 月 29 日美联储主席鲍威尔表示新公布的美国 2 月份 PCE 通胀数据基本符合美联储预期，这段时间公布的通胀数据不如去年下半年那样好，因此仍需要更多向好的通胀数据，美联储官员才会对通胀回落到 2%目标持有足够信心，因此美联储无需急于降息。鲍威尔预计通胀将继续震荡回落，因此年内降息将是合适的，美联储不会对年初数据反应过度；但未来进一步数据将显示通胀是否暂时

性反弹，如果通胀不继续下行，美联储可以在更长时间内维持当前的政策利率水平；另一方面，劳动力市场出乎意料的疲软可能促使美联储出手响应，但鲍威尔认为美国发生经济衰退的概率并不高，没有理由认为美国经济已经濒临衰退。

3月19日日本央行议息会议决定将政策利率从-0.1%提升至0-0.1%之间并结束收益率控制政策YCC，取消对日股ETF和REIT的购买计划，这是日本央行自2007年2月份以来首次加息，至此全球再无负利率。但日本央行货币政策正常化过程中仍相对宽松，经济疲软将抑制日本央行货币政策正常化速度，尤其是日本央行将继续购买日本国债，防止负利率解除后可能出现的长期利率暴涨等混乱局面。日本央行鸽派加息使得日本10年期国债利率在0.73%至0.76%之间窄幅波动，日元兑美元汇率从149贬值到152，日本财务大臣警告称当局可能在外汇市场上采取果断措施；有“日元先生”之称的前高级外汇官员神原英资表示，如果日元兑美元汇率贬值至155-160，日本当局可能出手干预。3月21日瑞士央行意外宣布降息25BP至1.5%，为六大发达经济体央行(美欧日英加瑞)中首先降息的央行；消息引发海外央行较美联储更快降息的猜测，利差因素和海外避险需求推动美元指数显著反弹，非美货币承受短期贬值压力。

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3月初公布的经济数据显示美国经济韧性有所减弱，PCE通胀增速有所反复但仍震荡回落，美国劳动力市场吸纳能力强劲但失业率开始走高，美联储官员再次确认年内将开启降息周期且维持年内降息75BP预期不变，美债10年期国债利率震荡回落到4.2%附近。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。

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，国际地缘政治风险和国内房地产市场疲软提振国债的避险需求；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，充裕流动性在疲软经济增长前景下催生资产荒逻辑

并在3月初将10年期国债利率推低至2.27%的纪录低点；虽然股票市场持续回升且出口增速显著回正，但内需不振现象依然存在且财政扩张力度有限，3月份国债利率整体上仍在纪录低位附近运行。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17：中美10年期国债利率



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图18：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，美联储主席鲍威尔以及美联储议息会议再次确认年内开启降息进程，加上3月初公布的美国经济数据略有走弱，2月中旬至3月份上半美元指数从105调整至102附近；但美国通胀反复的确会使得美联储不得不推迟首次加息时点，而且日本央行鸽派加息以及瑞士央行首次降息引发海外避险需求，因此3月底美元指数又反弹到105附近。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，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。

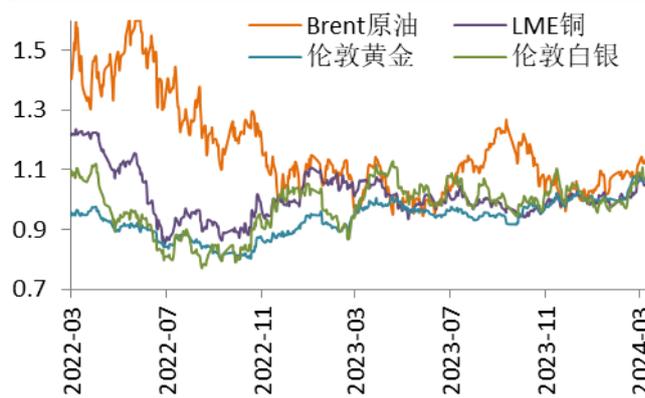
2024年1月份中国股市延续2023年8月份以来的调整趋势且有所加速，主要原因是房地产市场低迷使得中国经济增长动能持续疲软，叠加地缘政治风险恶化共同推动股市偏弱运行，而又引发雪球产品敲入、两融杠杆平仓和量化拥挤策略崩溃等股市结构性风险，2月5日上证指数和万得全A指数分别跌至2635和3666，均创2019年3月份以来新低。在这种情况下监管层加大干预力度，中国央行在1月下旬和2月中旬分别降准降息，2月7日中国证监会主席实现新旧更替，新主席上台后及时推出一系列有利于稳定市场的政策，中国股市也从2月初开始持续反弹，但3月下旬以来股市调整压力有所增加；2024年前3个月万得全A指数下跌2.9%，上证50和沪深300分别上涨3.8%和3.1%而中证500和中证1000指数分别下跌2.6%和7.6%。与此同时美欧央行降息预期、美国实体经济韧性以及人工智能热潮则推动美欧日股市持续反弹，2024年前3个月标普500指数、欧洲STOXX600指数和日经225指数分别上涨10.2%、7%和20.6%，日本股市受到日本央行鸽派加息和日元汇率贬值双重利好加持而表现优越。

图19：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20：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年前3个月南华商品指数和CRB商品指数年内分别上涨0.2%和10%，其中农产品和贵金属分别上涨2.2%、9.2%而工业品下跌2%，工业品中黑色链下跌16.8%而能与有色金属分别上涨1.5%和3.5%，美欧央行降息预期、需求改善预期、中国央行宽松以及人民币兑美元汇率贬值1.8%推动商品大盘偏强运行。分品种看，OPEC持续减产限产以及地缘政治风险推动Brent原油大涨13.5%，美联储降息预期、地缘政治风险以及比特币价格飙升等因素推动伦敦黄金突破五重顶并创下新纪录2236美元/盎司，中国央行宽松以及需求改善预期使得有色金属开始回升，中国房地产市场持续走弱以及中澳贸易关系改善打压2023年下半年的领头羊黑色链，生猪产能持续出清、供求关系改善推动生猪价格上涨13.8%。我们认为2024年中美共振开启补库周期将提升工业商品需求，中美欧央行降息提振大宗商品流动性溢价与抗通胀需求，2024年大宗商品整体偏强运行，中美欧同步进入

再通胀过程，人民币汇率贬值压力减轻、海内外财政刺激与社会需求差异意味着国际大宗商品表现将好于国内商品。

四、中期资产配置

金融体系隐患以及政治考量使得美联储决心年内开启降息进程，美国实体经济韧性和通胀反复风险无碍美联储降息方向但会影响到美联储降息节奏，提防春季躁动后通胀意外回升对美联储降息预期的再次打击，欧系央行率先降息一方面带来流动性溢价另一方面支撑美元汇率；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，美联储降息之前金融市场发展或不会一帆风顺，估值水平偏高的美股一旦开始调整则可能连累其他股市。综合来看建议中期内超配价值股、黄金和原油，标配利率债和成长股，低配信用债和货币。

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	价值股性价比突出，国家队力挺大盘蓝筹股，美欧中年中或进入补库阶段，改善企业盈利状况；
	成长股	标配	地缘政治风险抑制成长股估值水平，但企业盈利状况有望改善；
商品	原油	超配	OPEC+决心减产支撑油价，美国页岩油产出或再次见顶，地缘政治风险与经济复苏前景推高油价；
	黄金	超配	地缘政治风险、美联储再次明确降息以及比特币价格飙升推动伦敦黄金突破五重顶，上涨空间彻底打开。
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：khh@ccb.ccbfutures.com

网址：<http://www.ccbfutures.com>