



大类资产每周观察

正信期货大类资产周报 20240825

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：鲍威尔指明降息周期方向，国内货币政策有望加码



● 策略概述

- 1、美国周度失业、服务业PMI等数据相继韧性，但美联储主席释放降息周期指引，金融市场持续预期美国经济衰退和美联储乐观降息，美债利率进一步下行，风险资产价格全面反弹，本周美国出炉7月PCE物价数据，市场或关注通胀下降速度。
- 2、国内经济愈发疲软，地产政策效果欠佳，制造业内外需承压，基建投资发力托底经济，央行干预利率过快下行，国内流动性边际趋紧，风险资产承压。短期国内货币供需中性趋紧，地方政府债务和特别国债融资维持高位，资金价格低位反弹，地产高频销售历史低位徘徊，二手房销售新低，政策刺激效应褪去，关注美联储降息周期中我国货币和财政政策加码刺激经济回暖。

● 投资要点

海外金融市场受美联储主席鲍威尔在杰克逊霍尔年会释放降息周期的指引持续交易美国经济衰退情绪，美联储9月降息铁板钉钉，金融条件改善给风险资产带来利多驱动，但经济下行风险给企业盈利端带来下行压力，在日元升值的压力下谨防套息资金回流带来海外资产再次调整风险。中国经济在宏观政策刺激下效果欠佳，宏观需求仍显不足，制造业内外需共振承压，地产消费信心不足，短期经济仍在寻底，在特别国债和地方政府专项债加速发行落地后下半年宽财政值得期待，经济9-10月有望迎来季节性回暖，关注更多增量政策出台。本周大类资产配置方面建议急跌多风险资产（股票）和反弹波段做空避险资产（国债）进行配置，权益风格差异不显著；商品预计震荡止跌和结构分化，建议回调做多配置有色等供给有瓶颈、需求有政策刺激的工业品，外需相关的化工震荡承压；利率债短期在弱现实和宽财政预期背景下预计高位偏强运行，建议急跌做多十债、三十债，反弹波段空二债、五债；美国利率震荡下行，实际利率下降给贵金属带来金融属性利多驱动，美国经济软着陆预期或令白银补涨，贵金属价格预计高位偏强运行，建议回调加多黄金和白银。

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	震荡偏弱	美国周度失业、服务业PMI等数据相继韧性，但美联储主席释放降息周期指引，金融市场持续预期美国经济衰退和美联储乐观降息，美债利率进一步下行，风险资产价格全面反弹，外资风险溢价指数中性偏高，股市配置价值凸显。国内地产高频销售持续疲软，制造业产能利用率内外共振承压，权益类资产价格预计整体震荡寻底， 可急跌配置股指期货IF、IH、IC、IM中期多单。
	中证1000/中证500	震荡偏弱	
	成长	震荡偏弱	
	周期	震荡偏弱	
债券	10债到期收益率	震荡反弹	国内地产高频销售持续疲软，制造业产能利用率内外共振承压，短期货币供需偏中性趋紧，地方政府和特别国债融资支撑需求，央行干预利率市场，宽财政政策压制下行空间，利率震荡反弹， 建议急跌进行国债期货十债波段多单配置，反弹波段空五债和二债或估值偏高的三十债。
	10-2Y价差	看空	
	美10债到期收益率	震荡下跌	
商品	南华工业品	筑底企稳	国内地产高频销售持续疲软，制造业产能利用率内外共振承压，制造业处于低库存低供需阶段，市场或预期美国经济软着陆，1月商品可展开国内宏观政策预期的交易，关注工业设备更新利多品种， 建议逢低波段做多有色等相关工业品，反弹空配外需相关化工，农产品天气行情结束后将回归基本面，建议逢低波段做多。
	南华农产品	筑底	
	WTI原油	震荡偏空	
货币	黄金	偏多	美国周度失业、服务业PMI等数据相继韧性，但美联储主席释放降息周期指引，金融市场持续预期美国经济衰退和美联储乐观降息，美债利率进一步下行，给贵金属带来利多驱动，美国软着陆预期或令白银补涨， 建议持多长线黄金，或回调做多白银。 国内经济二次复苏疲弱，美债利率下行驱动美元下跌至区间下沿，美元兑人民币预计短期延续震荡走势。
	美元指数	震荡偏空	
	离岸人民币	震荡	

行情回顾



➤ 过去一周大类资产表现：黄金领涨，大宗商品领跌

黄金>欧美股市>港股>美债>国内债券>A股>美元指数>大宗商品

国内股市		海外和港股		大宗商品		利率和货币	
上证指数	-0.87%	恒生中国企业	0.93%	南华商品	-2.85%	十债收益率(%)	↓ -0.0393
深证成指	-2.01%	恒生指数	1.04%	南华能化	-3.44%	二债收益率(%)	↓ -0.0859
创业板指	-2.80%	恒生科技指数	2.50%	南华黑色	-3.14%	期限利差 (10-2Y)	↑ 0.0466
上证50	0.44%	富时新兴市场指数	0.35%	南华有色金属	0.93%	DR007(%)	↑ 0.0118
沪深300	-0.55%	富时欧洲	0.85%	螺纹钢	1.12%	美国十债收益率(%)	↓ -0.0800
科创50	-2.76%	标普500	1.45%	生猪	-4.62%	美国二债收益率(%)	↓ -0.1600
中证1000	-3.44%	纳斯达克综指	1.27%	WTI原油	-2.56%	美债期限利差 (10-2Y)	↑ 0.0800
中证500	-2.85%	道琼斯工业平均	1.40%	路透CRB商品指数	0.50%	德国十债收益率(%)	↑ 0.0200
周期(风格.中信)	-2.06%	德国DAX	1.70%	COMEX铜	1.92%	COMEX黄金	↑ 2.17%
成长(风格.中信)	-3.14%	日经225	0.79%	CBOT大豆	0.54%	美元指数	↓ -1.70%

数据来源：iFind. 正信期货

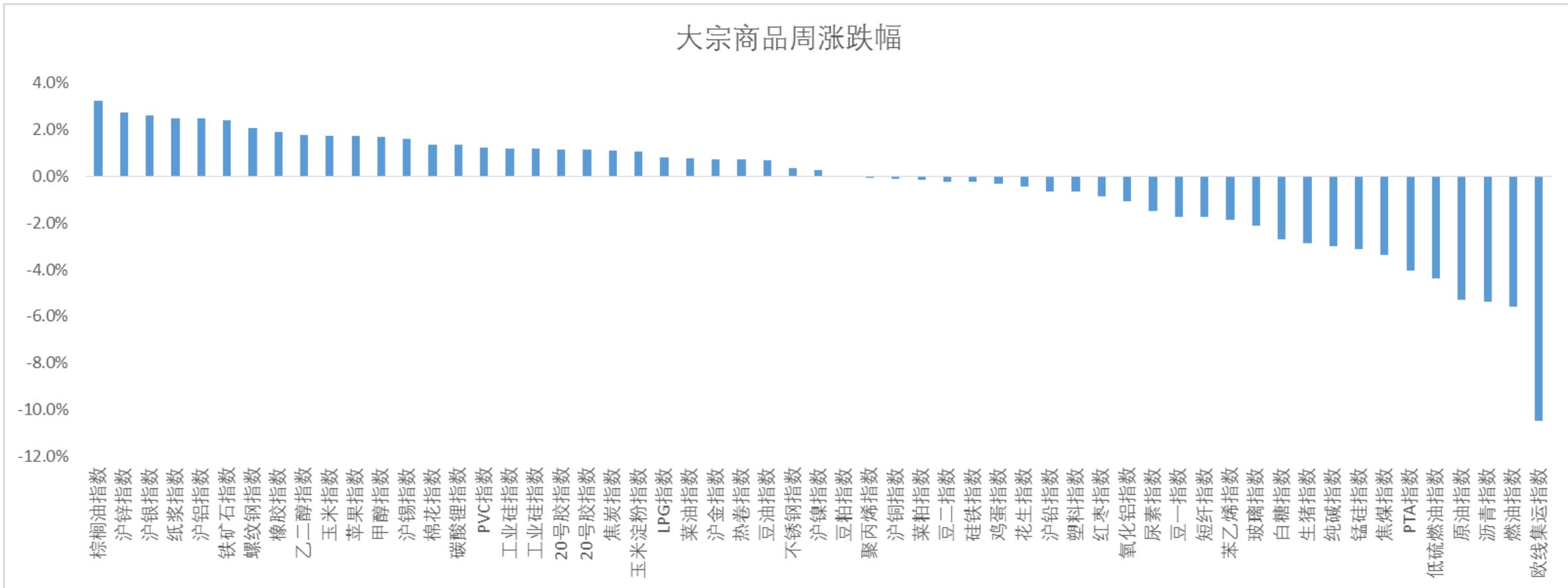
行情回顾



过去一周大宗商品表现：棕榈油领涨，欧线领跌

棕榈油>沪锌>沪银>.....原油>沥青>燃油>欧线

大宗商品周涨跌幅



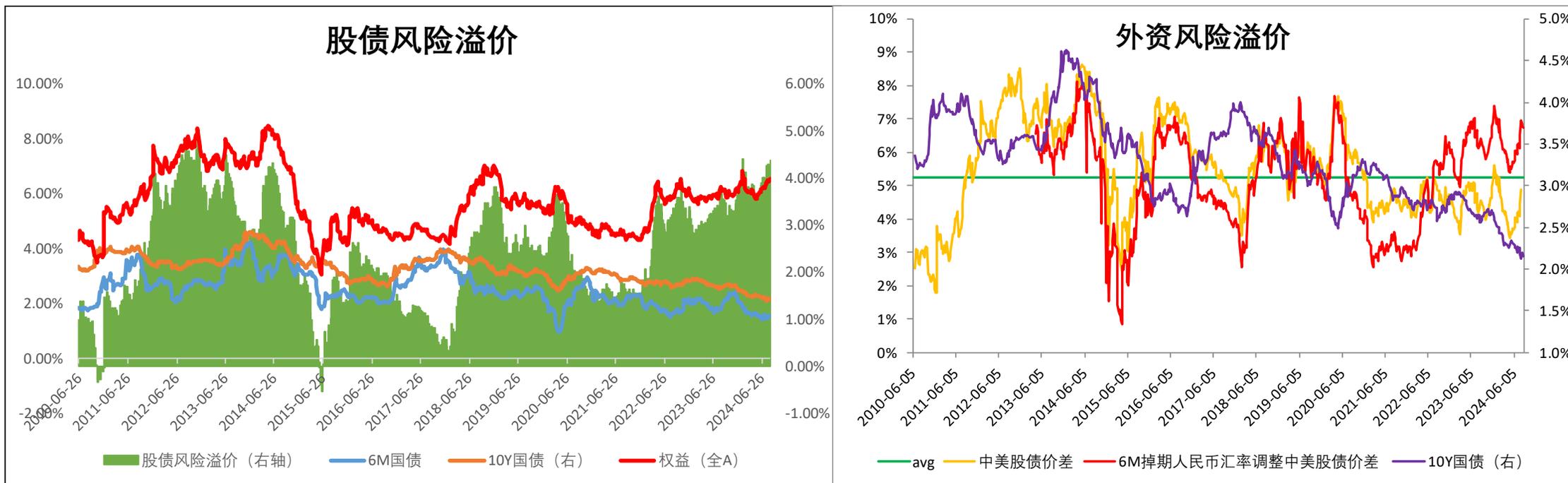
数据来源：iFind. 正信期货

行情回顾

过去一周大类资产风险溢价



股债风险溢价录得**4.41%**，较上周增加**0.13%**，位于**98.2%**分位点，外资风险溢价指数录得**6.71%**，较上周下降**0.05%**，位于**87.1%**分位点，外资吸引力位于中性偏高水平。

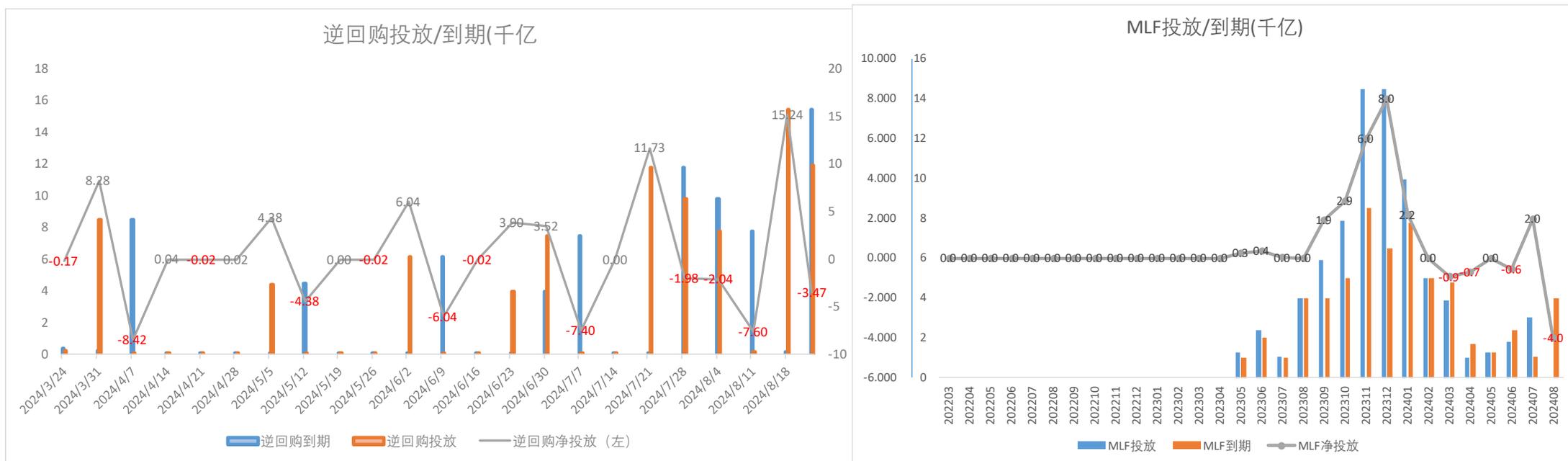


数据来源： iFind. 正信期货

货币供需分析——货币供应



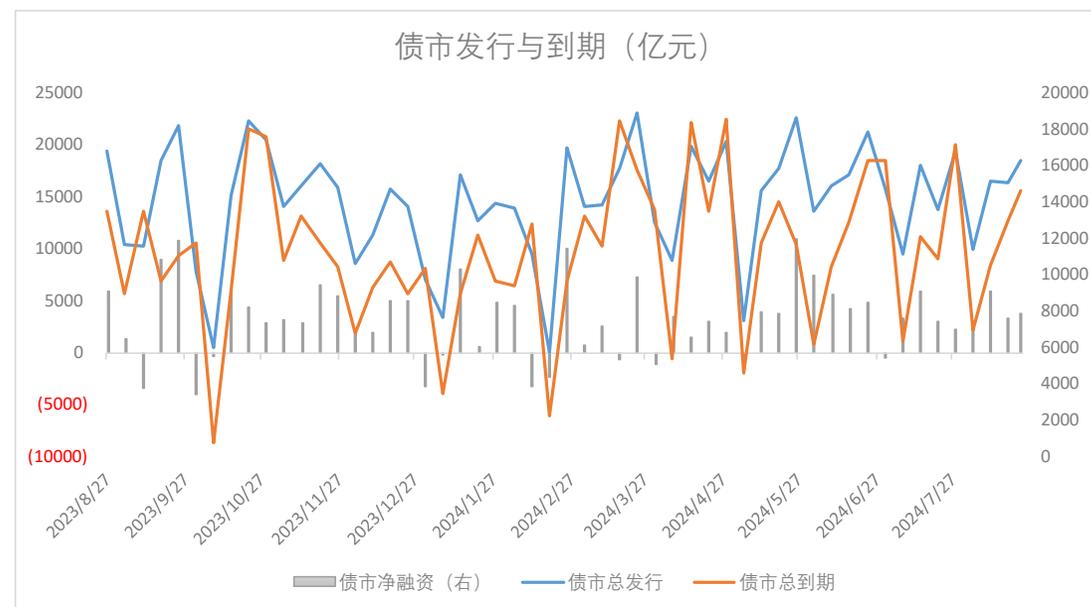
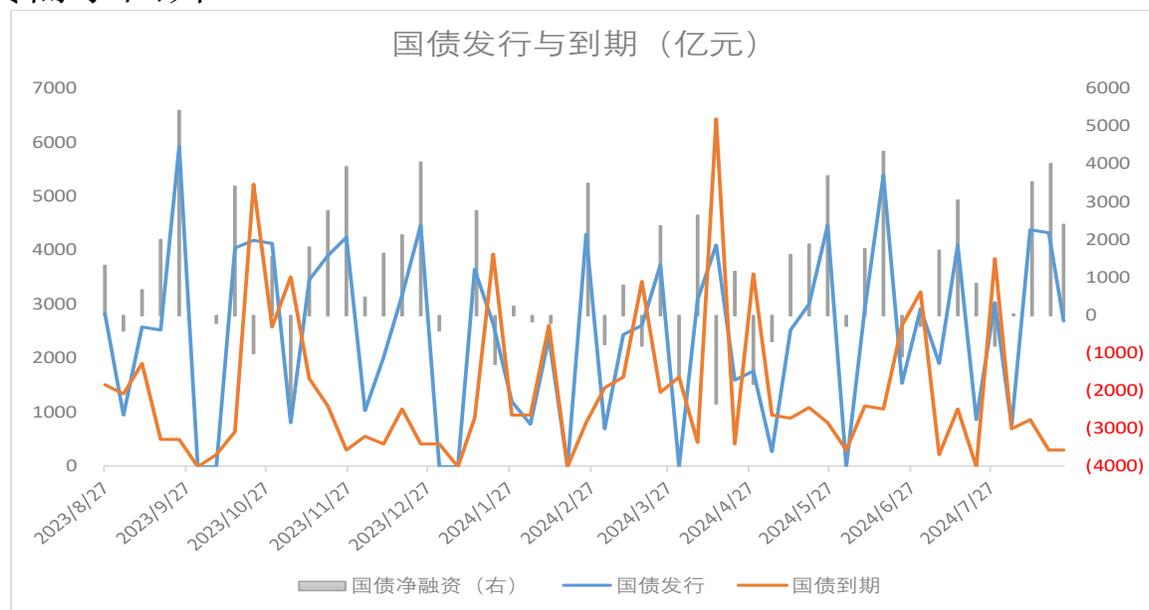
上周央行OMO逆回购到期15449亿元，逆回购投放11978亿元，货币净回笼3471亿元，流动性小幅收紧，MLF在8月份投放0亿，到期4010亿，MLF开始收紧流动性，系央行将货币政策的框架从MLF切换至七天回购利率导致。



数据来源：同花顺iFind，正信期货

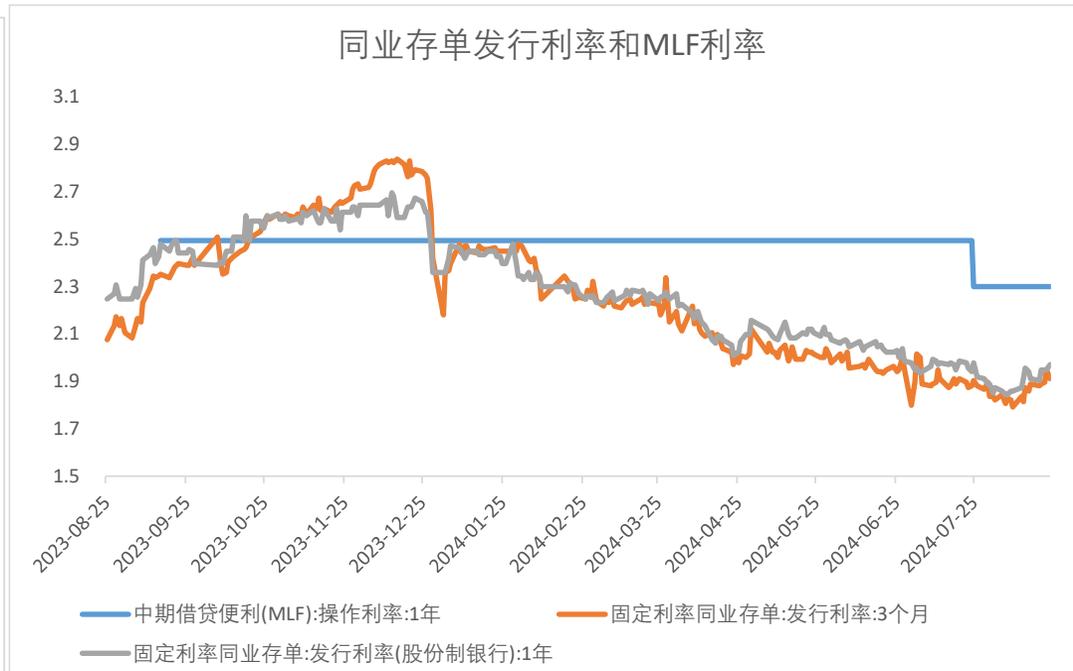
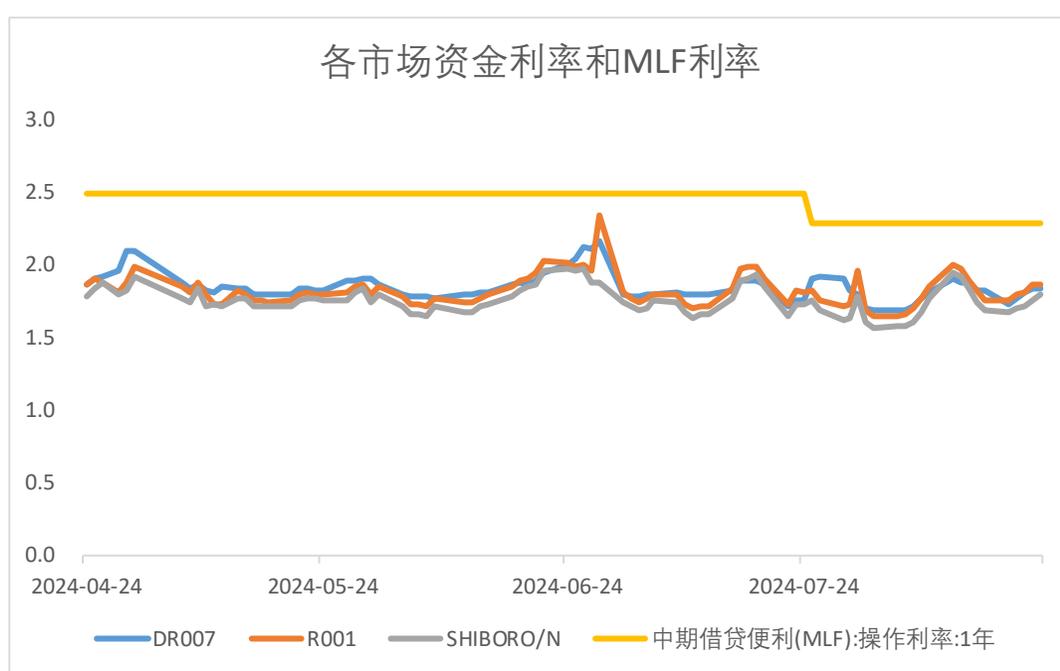
货币供需分析——货币需求

上周国债发行2700亿，到期300亿，货币净需求2400亿；地方债发行1956.6亿，到期1270.2亿，货币净需求686.4亿；其他债发行13831亿，到期13123.5亿，货币净需求707.5亿；债市总发行18487.7亿，到期14693.7亿，货币净需求3793.9亿；货币债务融资需求持续维持高位，系地方债加快发行和特别国债发行导致，企业债务融资需求回升。



货币供需分析-资金价格

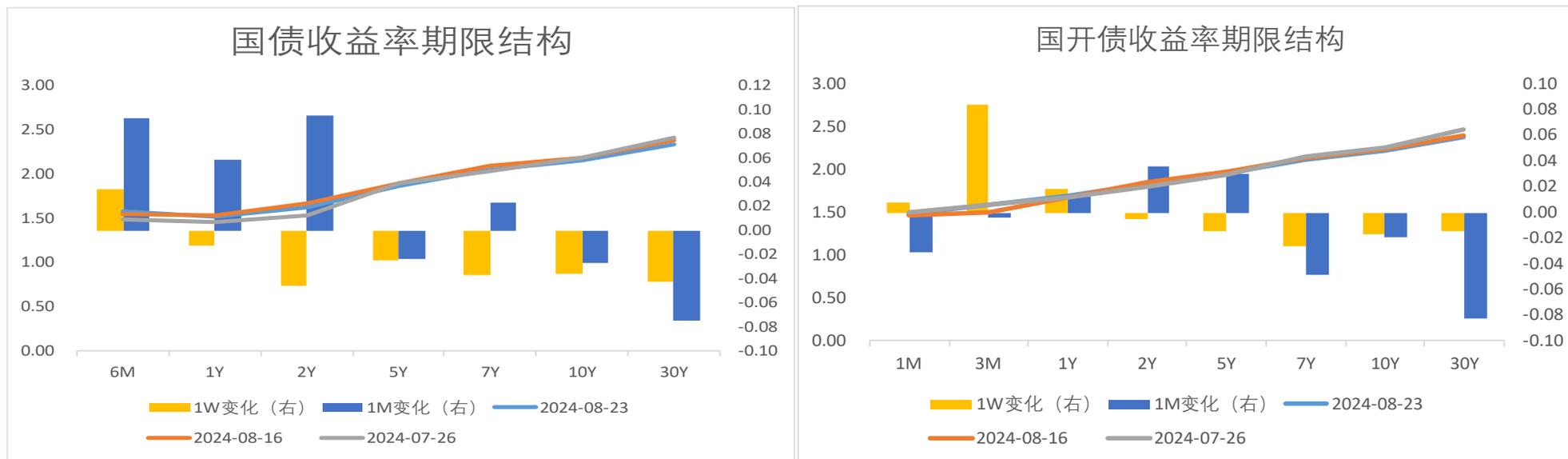
DR007、R001、SHIBOR隔夜分别变化0.4bp、10.2bp、6.4bp至1.84%、1.87%、1.77%。同业存单发行利率反弹2.4bp，股份制银行发行的CD利率反弹6.1bp至1.97%，资金利率仍然大幅低于MLF1年期利率水平2.3%，但高于政策利率DR007的1.8%，资金真实总需求偏弱，资金价格维持低位。



数据来源：同花顺iFind，正信期货

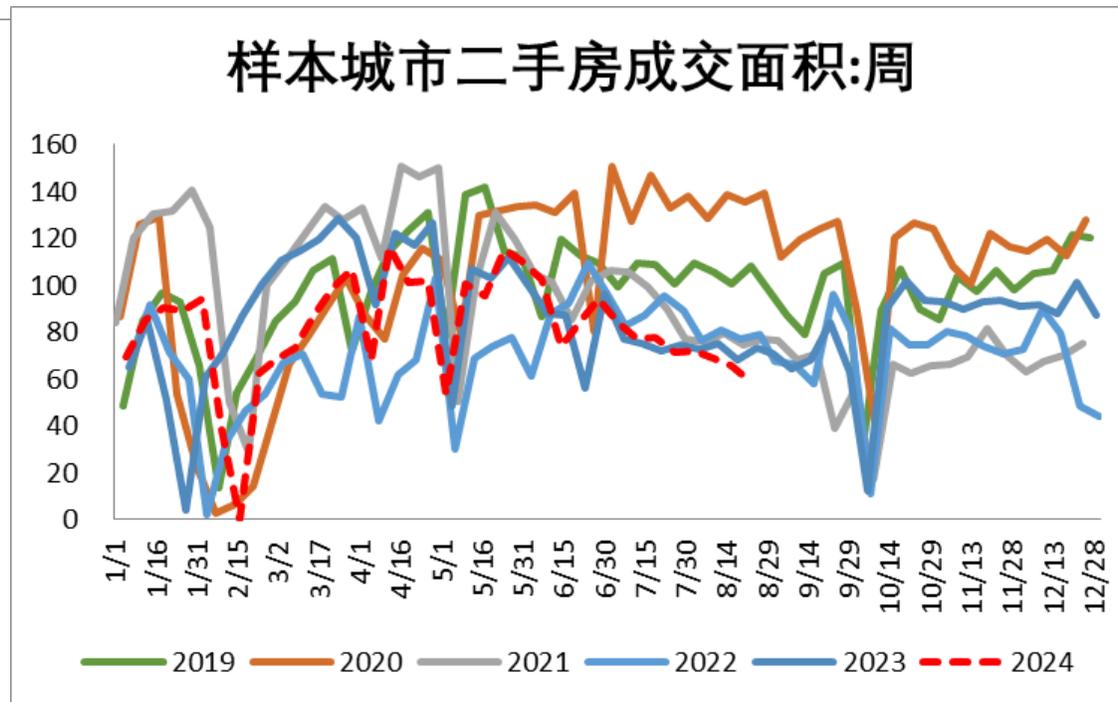
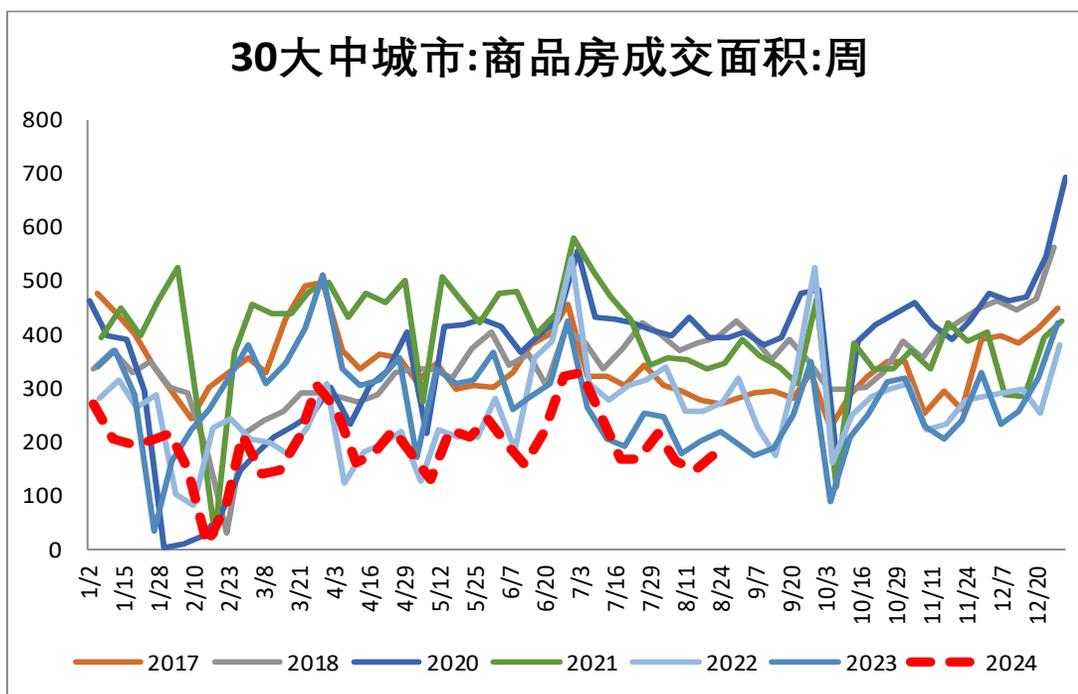
货币供需分析-期限结构

上周10年期国债收益率较前一周变化-3.5bp，5年期国债收益率变化-2.4bp，2年期国债收益率变化-4.5bp；10年期国开债收益率较前一周变化-1.6bp，5年期国开债收益率变化-1.4bp，2年期国开债收益率变化-0.4bp，整体来看，上周收益率期限结构小幅走陡，系央行干预边际减弱导致，国债和国开债之间的信用利差长端小幅扩大。



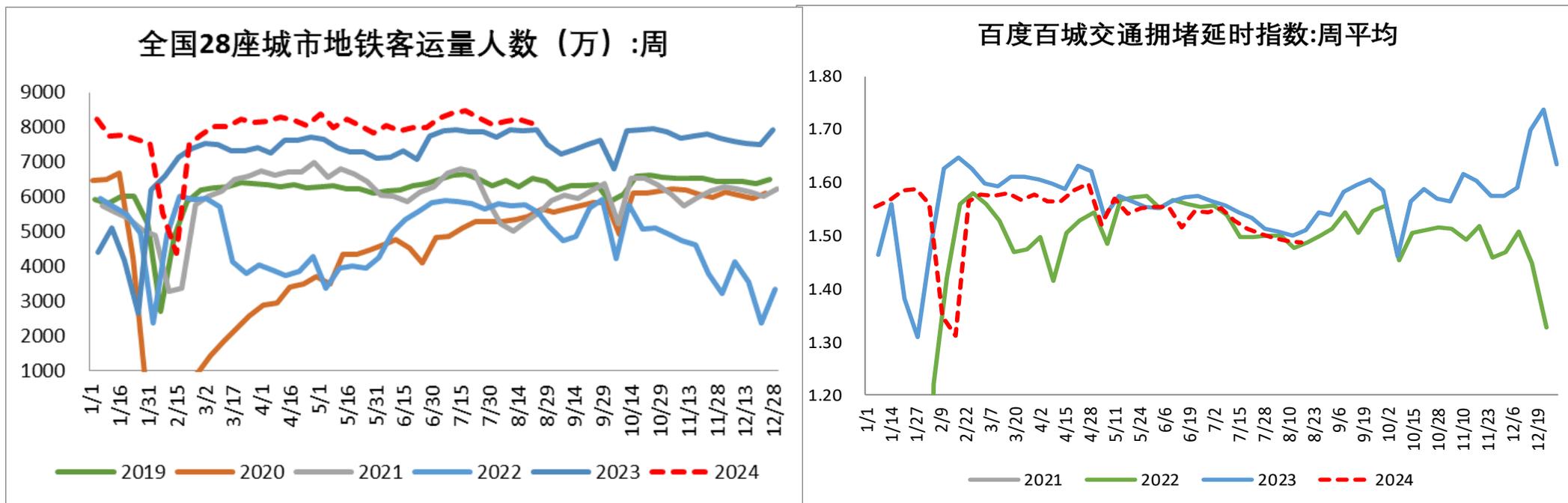
实体经济分析——地产需求

截止8月22日数据，30大中城市商品房周成交面积为180.5万平方米，环比上周146.6万平方米季节性回升，但弱于趋势，与疫情前的2019年同期相比下滑43.7%，位于近7年新低；二手房销售持续季节性回落，迅速下降至近七年低位，上周地产高频销售走势新房和二手房走势分化，新房季节性改善，但力度较弱，地产新政效果趋于淡化，房地产市场回归疲弱，关注后续更多政策出台。



实体经济分析——服务业活动

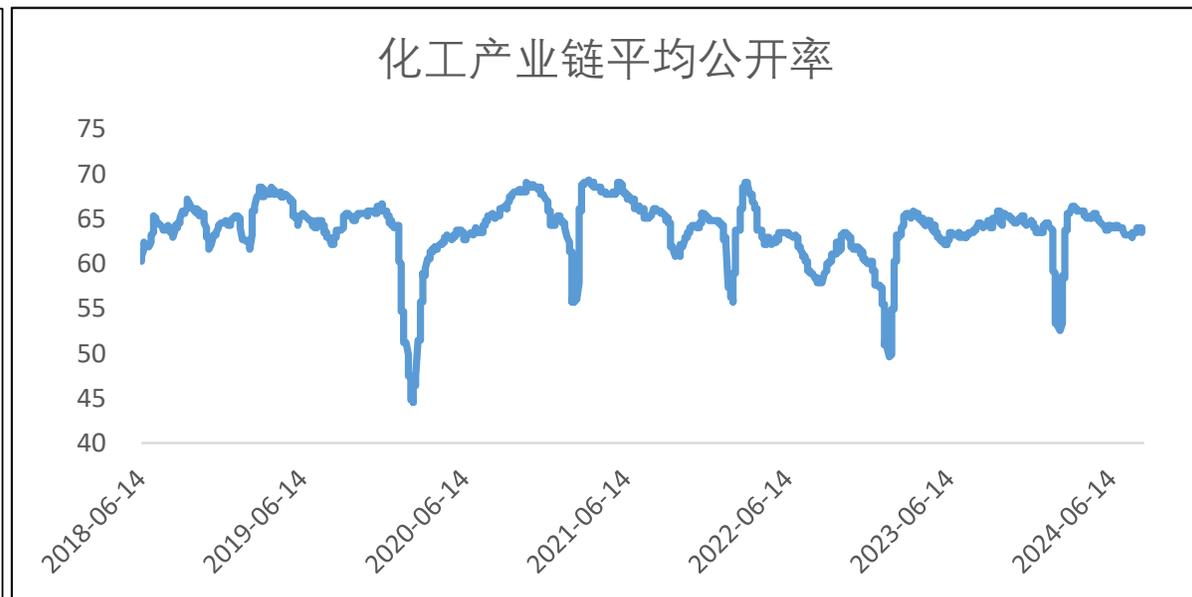
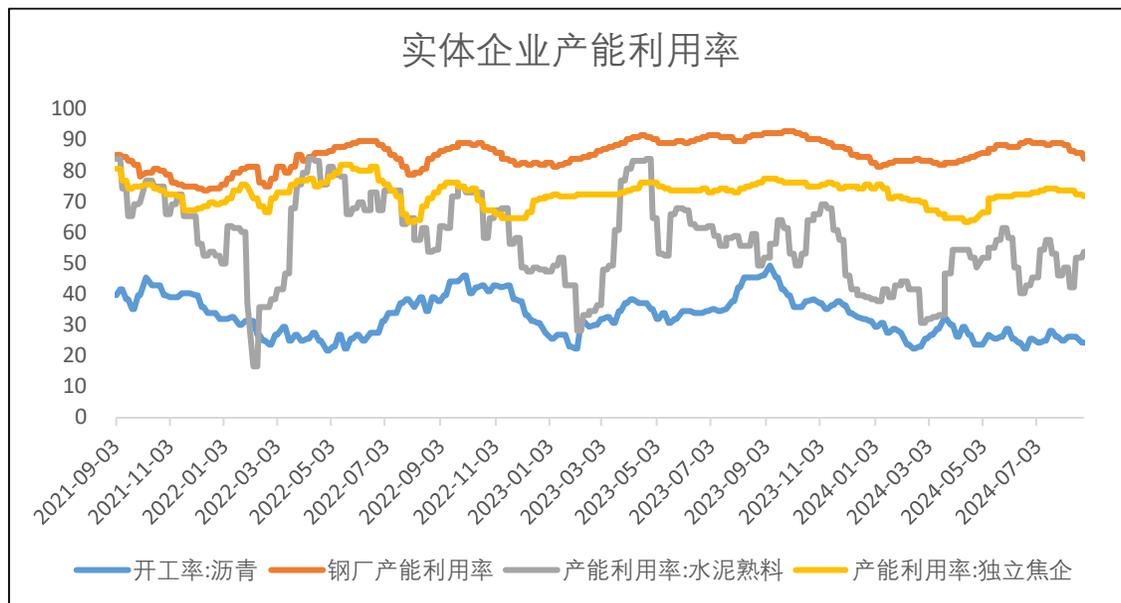
截止8月23日，全国28大中城市地铁客运量维持高位，周度日均8116万人次，较去年同期增2.4%，较2021年同期增长45.5%，服务业经济活动维持高位，周度环比季节性走弱，暑期旅游季逐步褪去。百城交通拥堵延时指数与上周持平，位于近三年中性偏低水平，综合来看，服务业经济活动趋于自然增长平稳水平，周度有所减弱。



数据来源: iFind, 正信期货

实体经济分析——制造业跟踪

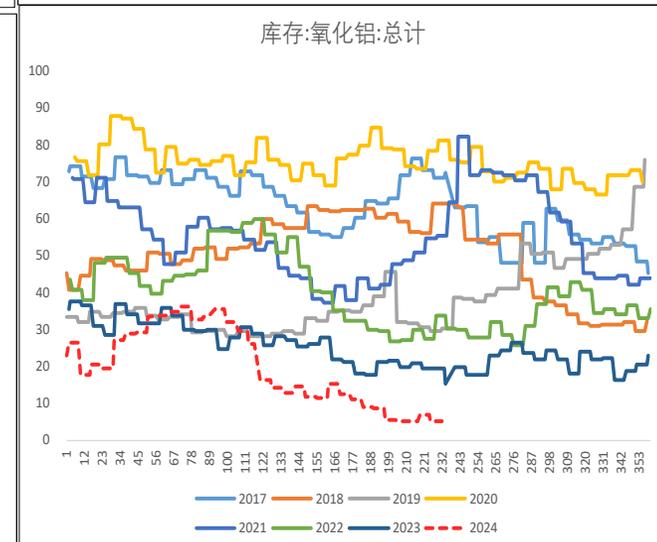
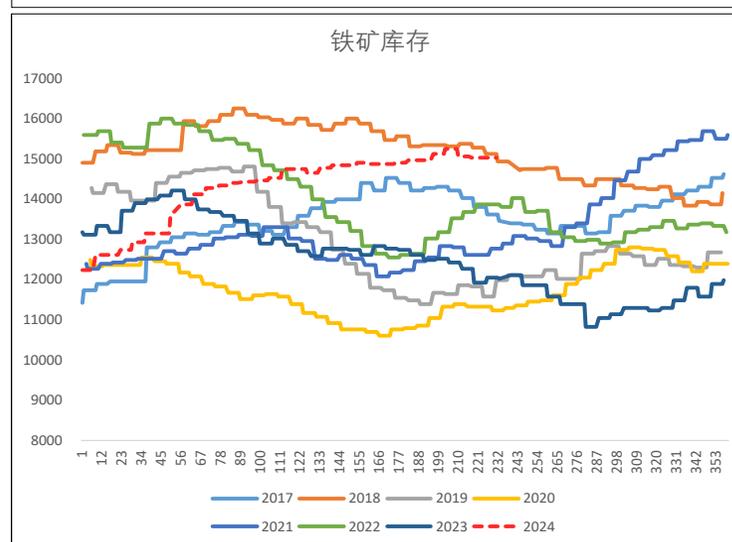
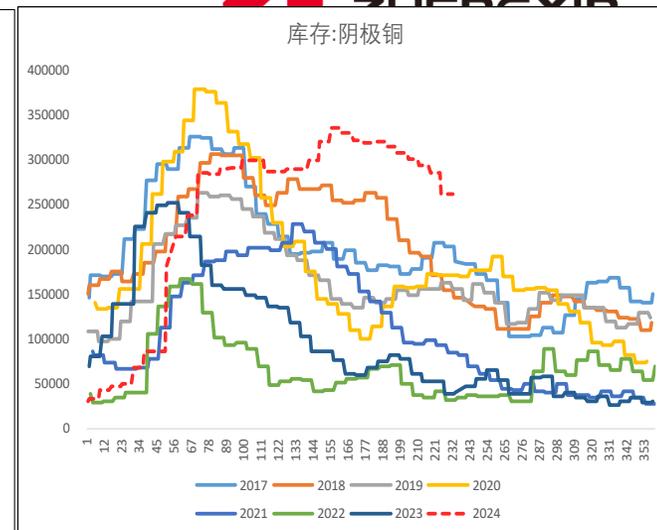
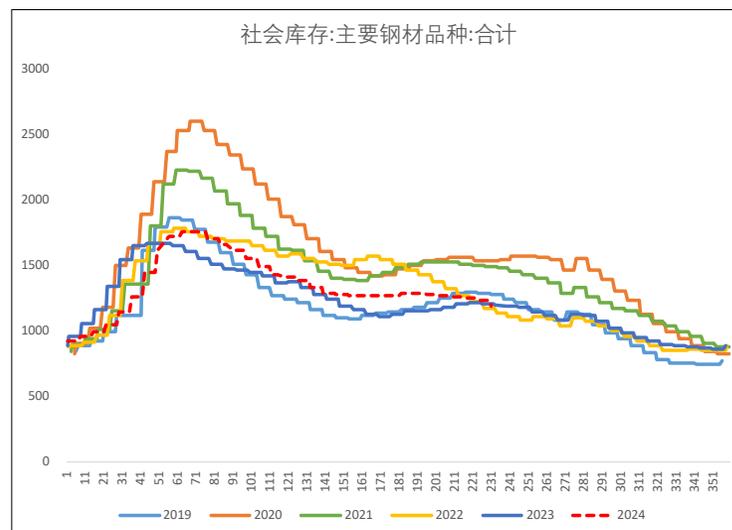
制造业产能利用率全面走弱，钢厂产能利用率下降1.6%，沥青产能利用率下降1.9%，水泥熟料企业产能利用率大幅增加2.1%，焦企产能利用率下降0.69%，地产基建相关制造业产能利用率走势承压，总体表现为旺季不旺，外需相关的化工产业链平均开工率较上周大幅下降0.41%，外需再存压力，综合来看，制造业内外需走势同步走弱。



大宗商品分析——金属库存



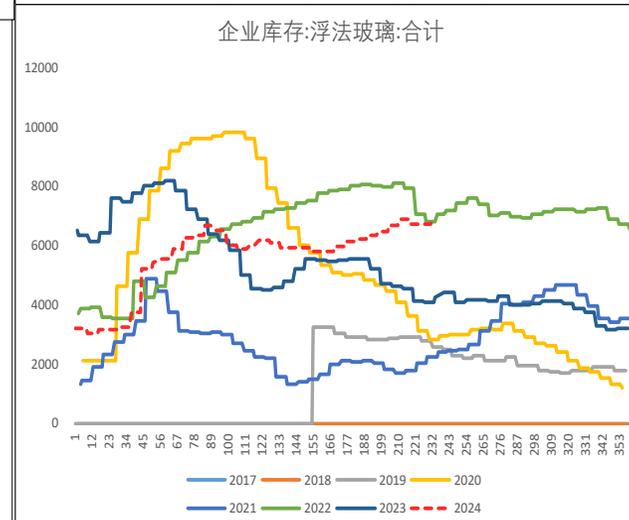
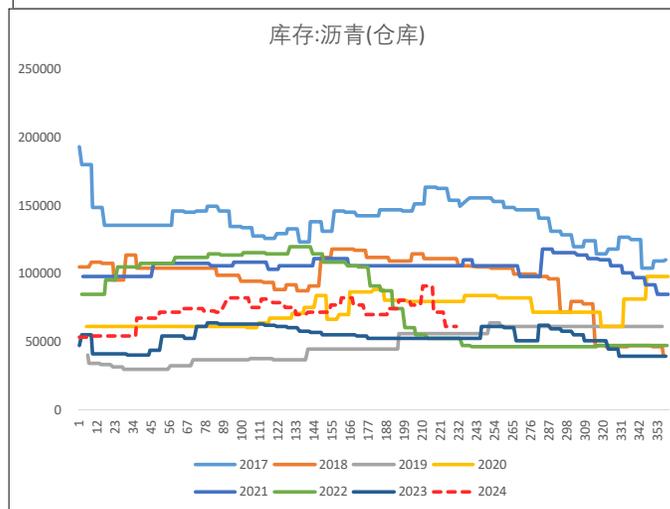
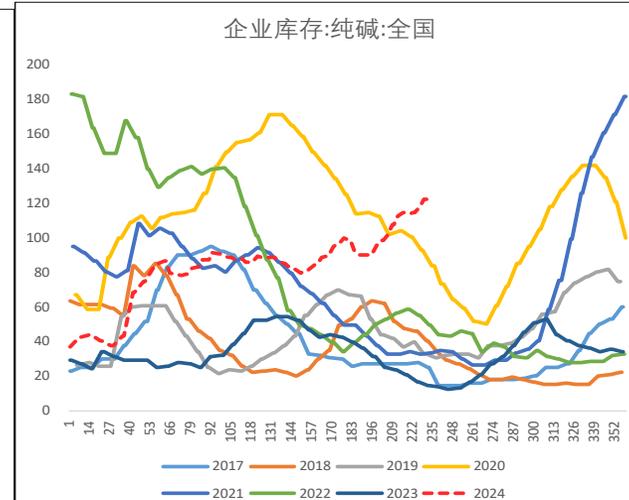
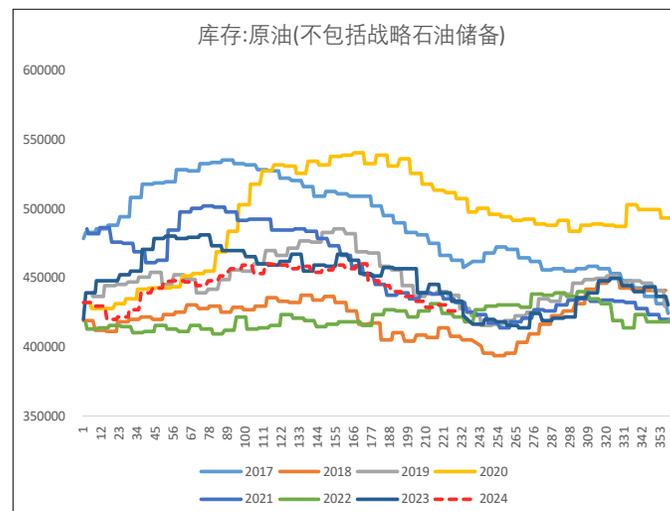
- ✓ 钢材、铁矿、铜进入季节性降库周期，铝矿进入季节性累库周期。
- ✓ 钢材小幅降库，位于中性偏低水平，钢价跌势企稳。铁矿库存触及近八年高位水平后持续小幅下降，铁矿价格低位企稳。
- ✓ 铜处于降库周期，库存高位大幅回落，绝对库存偏高，海外经济衰退预期减弱驱动铜价止跌反弹。
- ✓ 氧化铝的库存位于近8年最低水平，上周库存小幅下降，进入累库周期初期，氧化铝价格在宏观情绪回暖下大幅反弹。



数据来源: iFind, 正信期货

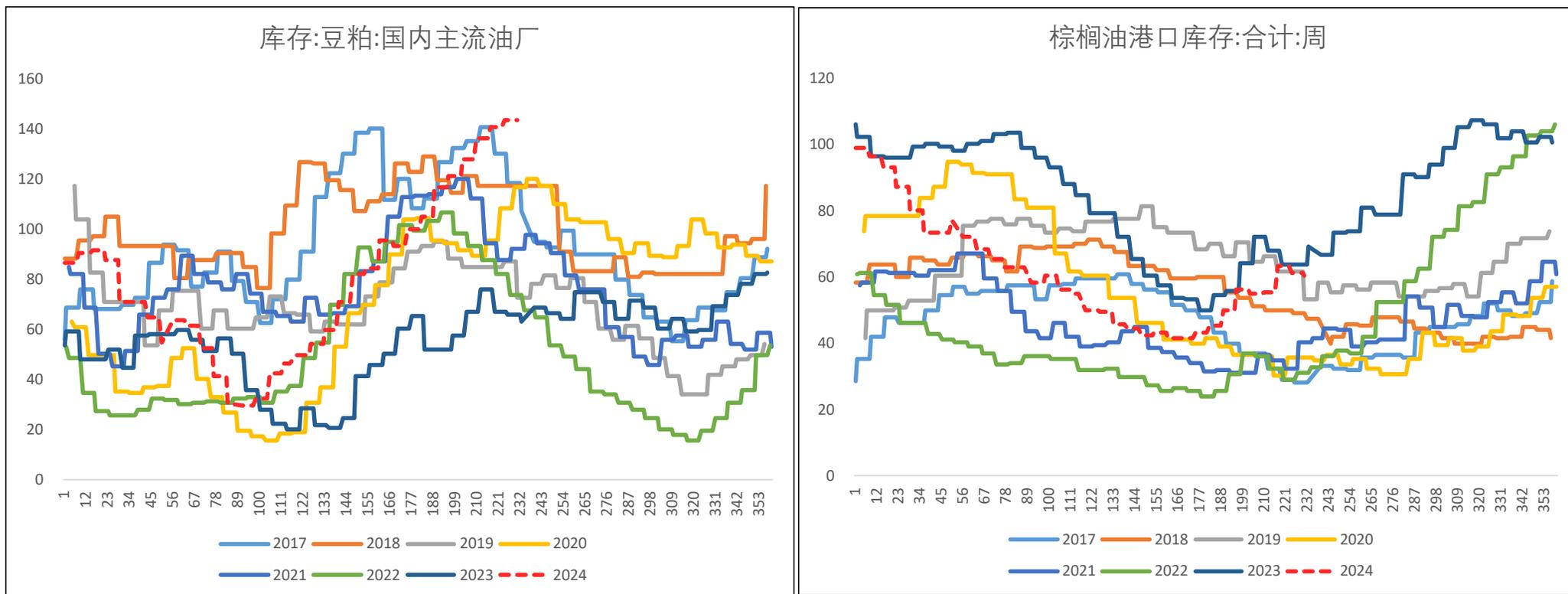
大宗商品分析——化工库存

- ✓ 原油维持季节性降库周期，上周库存小幅下降，位于2022年水平，原油价格在海外经济衰退预期下震荡偏弱
- ✓ 沥青库存偏低，上周库存持续大幅下降，位于中性偏低水平，沥青价格跟随原油下跌。
- ✓ 纯碱未来一个月维持季节性降库周期，上周库存持续维持高位，纯碱价格进一步下跌。
- ✓ 玻璃处于季节性降库过程，上周库存持平，位于偏高水平，玻璃价格持续调整新低。



大宗商品分析——农产品库存

豆粕上周库存持平，维持历史高位，有望进入季节性降库周期临界点，豆粕价格止跌反弹，油脂库存进入季节性累库周期初期，上周库存持续增加，油脂价格跟随大豆价格小幅反弹。



数据来源: iFind, 正信期货

基本面分析——海外宏观

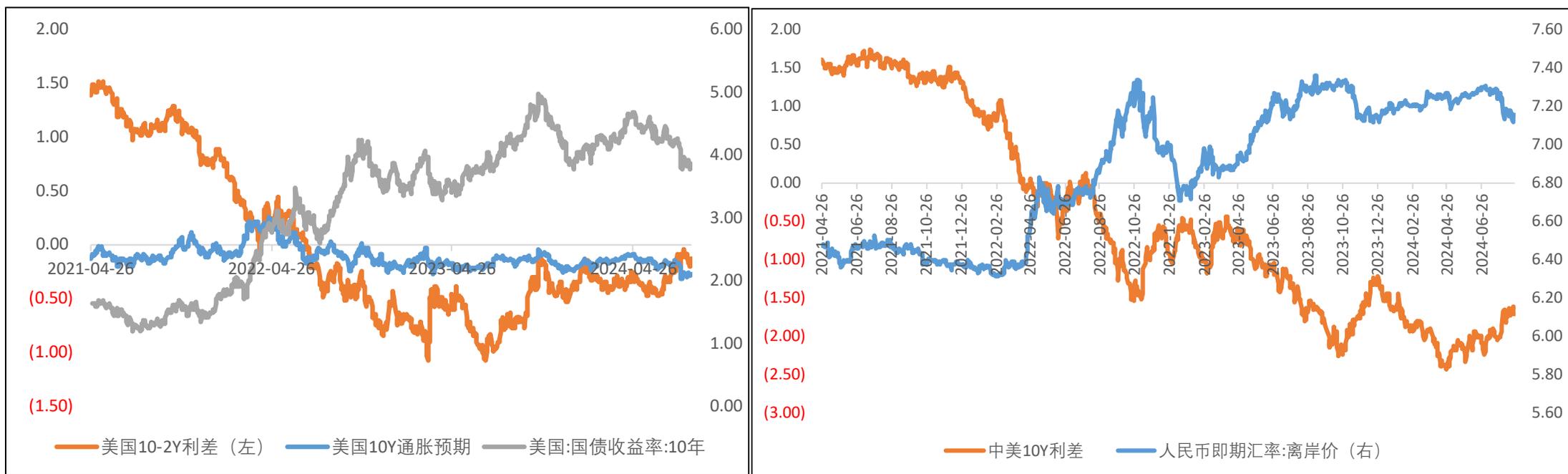
上周五美联储主席鲍威尔在杰克逊霍尔年会发表讲话，称美联储政策调整的时机已经到来，政策方向已经明确，降息时机和节奏将取决于后续数据、前景变化和 risk 平衡，意味着美联储货币政策正式转向，金融市场对于美联储降息路径仍然维持乐观预期，根据CME的FedWatch工具显示，市场预期9月降息50bp和25bp的概率分别为24%和76%，对11和12月降息25bp还是50bp的概率维持较高不确定性，年内降息次数仍为3次，累计降息幅度约75-100bp，2025年降息次数维持4次，联储降息周期终点利率落在3.25%-3.5%之间，金融市场仍然在交易美国四季度通胀再度季节性回升的预期，延后了联储降息的节奏，但不改对美国经济衰退的担忧。

CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES												
MEETING DATE	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525
2024/9/18								0.0%	0.0%	0.0%	24.0%	76.0%
2024/11/7			0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	7.3%	39.8%	52.9%	0.0%
2024/12/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.4%	17.9%	44.1%	35.7%	0.0%	0.0%
2025/1/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	3.8%	20.2%	43.3%	32.4%	0.0%	0.0%	0.0%
2025/3/19	0.0%	0.0%	0.0%	0.6%	5.4%	22.6%	42.2%	29.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2025/5/7	0.0%	0.0%	0.4%	3.9%	17.3%	36.2%	33.2%	8.9%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2025/6/18	0.0%	0.3%	2.6%	12.1%	28.9%	34.4%	18.3%	3.5%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2025/7/30	0.1%	1.2%	6.5%	19.1%	31.2%	27.7%	12.2%	2.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2025/9/17	0.5%	2.9%	10.6%	23.0%	30.0%	22.7%	8.9%	1.4%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

基本面分析——海外宏观



截至8月23日，美国十债利率下降8bp至3.81%，通胀预期反弹5bp，实际利率下降13bp至1.68%，风险资产价格涨跌分化，美股和美债领涨。美债10-2Y价差倒挂程度上周缩窄8bp至-9bp，解除倒挂在即。中美利差倒挂程度缩窄4.1bp至-165.4bp，离岸人民币在美元下跌中升值0.65%。



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，8月股市位于季节性震荡下跌阶段，成长强于周期，上周市场美债利率大幅回落，股市在缺乏更多政策刺激下进一步季节性调整，受政策资金干预影响周期类偏强，成长类创新低，预计未来几周内市场仍将维持震荡分化和偏弱的格局。风格方面，在国内利率震荡下行和美债利率回落的背景下，预计成长和周期风格短期均有估值利多驱动。



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8-9月上旬将震荡反弹，随后9月下旬开始再次调整，上周工业品在美国经济衰退情绪修复和国内消息刺激下先扬后抑，商品指数总体低位震荡，内需相关的黑色持续偏弱，外需相关的有色和化工止跌企稳，商品指数跌破近2年震荡区间下沿，技术性走熊。当前国内宏观环境处于实体经济复苏乏力，但宽财政预期仍在，外需在海外衰退背景下承压，商品因低库存而相对抗跌，随着制造业旺季来临，大宗商品有望震荡企稳反弹，建议逢低多配工业品和农产品，结构上空外需多内需进行配置，农产品短期调整充分，关注回踩做多机会。



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7-9月震荡反弹，10-2Y利差有望震荡下行，收益率曲线走平。上周人民银行减弱干预利率，利率再次回落，总体维持低位震荡走势，收益率曲线小幅走陡。随着经济进入季节性旺季，叠加特别国债资金落地至工业设备更新和消费品以旧换新，经济或将边际改善，债市面临高位震荡调整的风险。预计国债未来一个月或维持高位宽幅波动走势，关注急跌波段做多十债、三十债，反弹波段空五债二债的机会。



数据来源: iFind, 正信期货

宏观日历

关注中国7月MLF利率是否调降、美国二季度GDP和7月PCE物价指数表现



本周财经日历中，中国将公布8月MLF利率和操作规模，关注是否有宽松货币政策动作。

海外市场关注美国二季度实际GDP表现，同时美国将公布7月PCE物价指数和个人收入支出数据，将成为影响美联储9月降息幅度的关键。

日期	时间	事件	国家/地区	重要性	前值	预测值
2024-08-26	20:30	美国扣除飞机非国防资本耐用品订单环比(%)	美国	低	0.9	
2024-08-26	20:30	美国耐用品订单环比(%)	美国	低	-6.7	
2024-08-27	09:30	中国规模以上工业企业利润累计同比(%)	中国	中	3.5	
2024-08-27	21:00	美国FHFA房价指数	美国	低	424.6	
2024-08-27	21:00	美国FHFA房价指数同比(%)	美国	中	5.7	
2024-08-27	21:00	美国S&P/CS20座大城市未季调房价指数同比(%)	美国	低	6.8	
2024-08-28	01:00	美国M2货币供应量	美国	高	21.03T	
2024-08-29	17:00	欧元区消费者信心指数	欧元区	低	-13.4	
2024-08-29	20:30	美国GDP平减指数当季环比(%)	美国	中	2.3	2.3
2024-08-29	20:30	美国PCE物价指数年化当季环比(%)	美国	低	2.6	2.6
2024-08-29	20:30	美国初请失业金人数	美国	中		
2024-08-29	20:30	美国核心PCE物价指数同比(%)	美国	中	2.90	2.90
2024-08-29	20:30	美国实际GDP年化当季环比(%)	美国	中	2.8	2.8
2024-08-30	07:30	日本东京CPI同比(%)	日本	低	2.2	
2024-08-30	07:30	日本东京不包括食品和能源CPI	日本	低	0.2	
2024-08-30	07:30	日本东京核心消费价格指数(CPI)同比(%)	日本	低	2.2	
2024-08-30	17:00	欧元区CPI同比(%)	欧元区	高	2.6	
2024-08-30	17:00	欧元区CPI环比(%)	欧元区	高	0.0	
2024-08-30	17:00	欧元区核心CPI环比(%)	欧元区	中	-0.2	
2024-08-30	17:00	欧元区失业率	欧元区	高	6.5	
2024-08-30	17:00	欧元区未季调核心CPI同比(%)	欧元区	中	2.9	
2024-08-30	20:30	美国PCE物价指数环比(%)	美国	中	0.1	
2024-08-30	20:30	美国PCE物价指数同比(%)	美国	中	2.5	
2024-08-30	20:30	美国个人收入环比(%)	美国	低	0.2	
2024-08-30	20:30	美国个人支出环比(%)	美国	低	0.3	
2024-08-30	20:30	美国核心PCE物价指数同比(%)	美国	中	2.6	
2024-08-30	20:30	美国核心PCE物价指数环比(%)	美国	中	0.2	
2024-08-30	21:45	美国芝加哥PMI	美国	低	45.3	
2024-08-30	22:00	美国密歇根大学1年期通胀率预期(%)	美国	中	2.9	2.9
2024-08-30	22:00	美国密歇根大学5-10年期通胀率预期(%)	美国	低	3.0	3.0
2024-08-30	22:00	美国密歇根大学现况指数	美国	低	60.9	60.9
2024-08-30	22:00	美国密歇根大学消费者信心指数	美国	低	67.8	67.8
2024-08-30	22:00	美国密歇根大学消费者预期指数	美国	低	72.1	72.1

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