



# 大类资产每月观察

正信期货大类资产月报 202503

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：中美谈判主导宏观节奏，国内经济降温利空资产



## 策略概述

- 1、美国1月核心PCE通胀趋势性走弱，内部结构显示服务业大幅降温，美债利率震荡下行，金融条件持续向好，俄乌问题走向和平解决之路，未来一个月中美谈判成为影响市场节奏的核心宏观变量，关注对金融市场的扰动。
- 2、国内实体经济在宏观政策刺激下表现结构性改善，物价和货币数据均显示经济各分项相继企稳回升，地产销售重心上移，制造业开工率节后迅速走高，两会释放的宏观政策预期减弱，政策工具留待中美摩擦再使用，国内风险资产价格将由强预期向现实修复。短期货币供需中性但边际趋松，化债带来的融资需求冲击减弱，资金价格预计震荡回落，流动性压力告一段落。

## 投资要点

美联储关注的PCE通胀全面回落，显示制造业复苏和服务业走弱，在关税政策弱于预期的背景下，美国通胀总体将延续下行趋势，美债利率短期或进一步下行，金融条件边际改善给大类资产价格带来利多驱动，但美国服务业降温利空企业盈利端，美股有高位调整的风险，大宗商品在供给约束和制造业复苏下预计震荡分化，美债仍在修复情绪过程中进一步上涨，关注逢低做多的机会。中国经济在一揽子宏观政策刺激下效果初显，但科技发展的提振削弱了短期进一步加码刺激的空间，制造业内外需共振复苏，地产消费信心有所回暖，短期经济或将震荡寻底，关注后续两会召开是否有更多超预期地产和消费方面增量政策出台，若无，则风险资产有全面调整的风险。3月**大类资产配置方面建议风险资产逢高减配成长股，急跌多配周期股，如IF和IH等；商品预计震荡和结构分化，建议回调做多配置有色、化工等供给有瓶颈但有金融属性的工业品，反弹做空弱现实相关和政策抑制的地产开工端黑色品种和农产品；利率债在宏观预期出尽和流动性冲击结束的背景下预计止跌，总体高位震荡，建议持多或急跌做多；美国利率高位调整，金融属性利多贵金属，但俄乌问题的解决和中美谈判扰动市场，关注急跌加多黄金和白银的机会。**

**风险提示** 中美贸易谈判、俄乌问题扰动、美国通胀和就业扰动、国内实体经济恢复不及预期

# 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	震荡反弹	<p>美国1月核心PCE通胀趋势性走弱，内部结构显示服务业大幅降温，美债利率震荡下行，金融条件持续向好，俄乌问题走向和平解决之路，未来一个月中美谈判成为影响市场节奏的核心宏观变量，关注对金融市场的扰动。外资风险溢价指数维持低位，配置价值一般。国内地产高频销售结构性企稳，重心有所上移，制造业产能利用率内外需节后共振回升，权益类资产价格在中美谈判和宏观预期扰动下有调整风险，<b>建议减配IM和IC。</b></p>
	中证1000/中证500	调整	
	成长	调整	
	周期	震荡反弹	
债券	10债到期收益率	震荡	<p>国内地产高频销售结构性企稳，重心有所上移，制造业产能利用率内外需节后共振回升，宽货币预期和弱现实共存，短期货币供需偏中性趋松，流动性冲击逐步消退，资金价格有望下降，<b>建议国债期货急跌做多二债和五债，或多短空长套利。</b></p>
	10-2Y价差	看多	
	美10债到期收益率	下跌	
商品	南华工业品	震荡偏多	<p>国内地产高频销售结构性企稳，重心有所上移，制造业产能利用率内外需节后共振回升，实体经济结构性改善，现实季节性边际减弱和宏观预期利多出尽以及外需强劲，工业品预计震荡分化，<b>建议外需相关的化工及有色可以回调多配，国内地产开工相关的工业品建议反弹空配，农产品建议反弹空油脂回调多豆类。</b></p>
	南华农产品	调整	
	WTI原油	震荡偏多	
货币	黄金	高位震荡	<p>美国1月核心PCE通胀趋势性走弱，内部结构显示服务业大幅降温，美债利率震荡下行，金融属性对贵金属利多，但俄乌问题的和平解决扰动避险情绪降温，贵金属走势预计高位震荡，中期利多仍在延续，<b>建议急跌做多白银、黄金。</b>国内经济二次复苏显现，美国经济边际降温驱动美元调整，美元兑人民币预计短期维持高位震荡走势</p>
	美元指数	震荡	
	离岸人民币	震荡	

# 行情回顾



➤ 过去一月大类资产表现：港股领涨，中国债券领跌

港股>A股>贵金属>大宗商品>美债>美元指数>欧美股市>中国债券

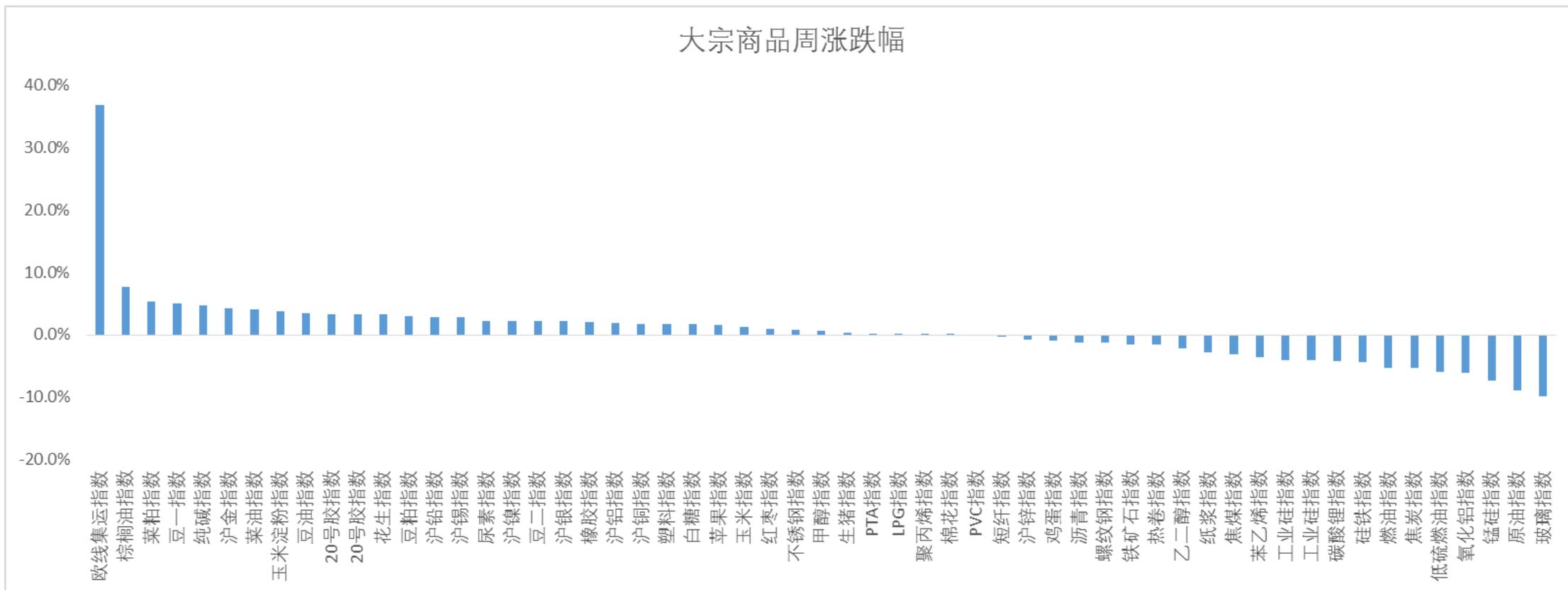
国内股市		海外和港股		大宗商品		利率和货币	
上证指数	2.16%	恒生中国企业	14.01%	南华商品	4.84%	十债收益率(%)	0.0939
深证成指	4.48%	恒生指数	13.58%	南华能化	7.26%	二债收益率(%)	0.1687
创业板指	5.16%	恒生科技指数	19.55%	南华黑色	8.24%	期限利差 (10-2Y)	-0.0748
上证50	2.14%	富时新兴市场指数	3.57%	南华有色金属	4.01%	DR007(%)	0.2633
沪深300	1.91%	富时欧洲	5.32%	螺纹钢	-1.45%	美国十债收益率(%)	-0.2900
科创50	12.95%	标普500	0.96%	生猪	-0.31%	美国二债收益率(%)	-0.1800
中证1000	7.26%	纳斯达克综指	1.95%	WTI原油	-1.46%	美债期限利差 (10-2Y)	-0.1100
中证500	4.84%	道琼斯工业平均	2.56%	路透CRB商品指数	-2.59%	德国十债收益率(%)	-0.1300
周期(风格.中信)	3.23%	德国DAX	5.96%	COMEX铜	5.87%	COMEX黄金	3.24%
成长(风格.中信)	8.24%	日经225	6.09%	CBOT大豆	-2.82%	美元指数	1.87%

数据来源：iFind. 正信期货

# 行情回顾

➤ 过去一月大宗商品表现：欧线领涨，玻璃领跌

欧线>棕榈油>菜粕.....氧化铝>锰硅>原油>玻璃



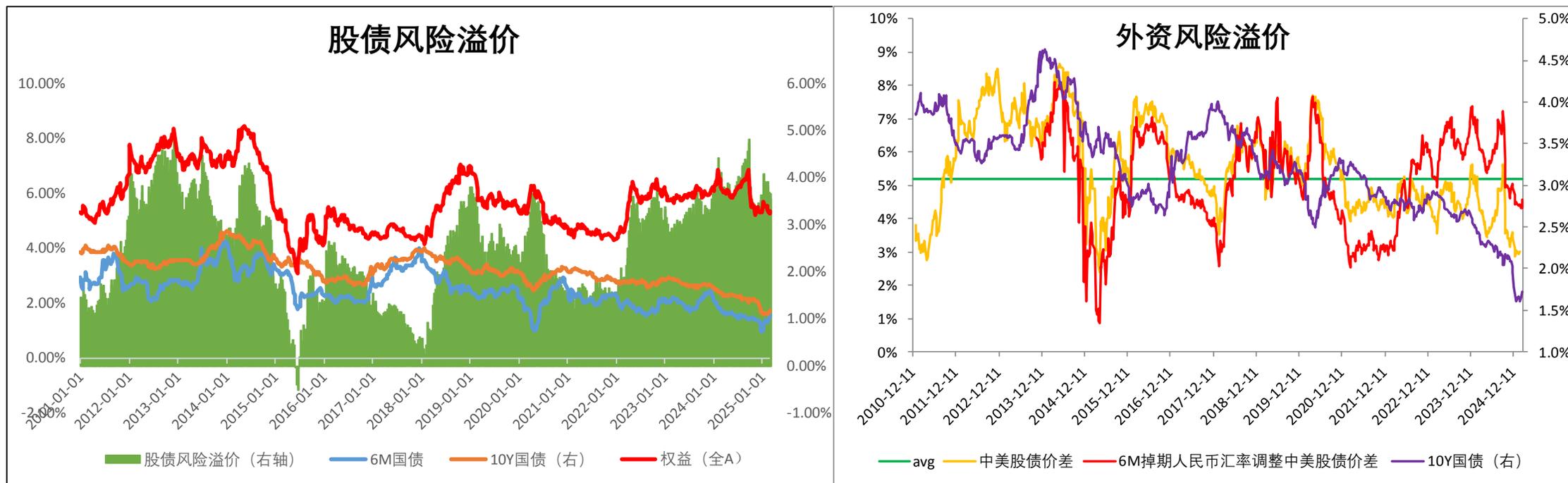
数据来源：iFind. 正信期货

# 行情回顾



## 过去一月大类资产风险溢价

股债风险溢价录得**3.66%**，较上月下降**0.22%**，位于**82.8%**分位点，外资风险溢价指数录得**4.58%**，较上月增加**0.17%**，位于**31.4%**分位点，外资吸引力下降至中性偏低水平。

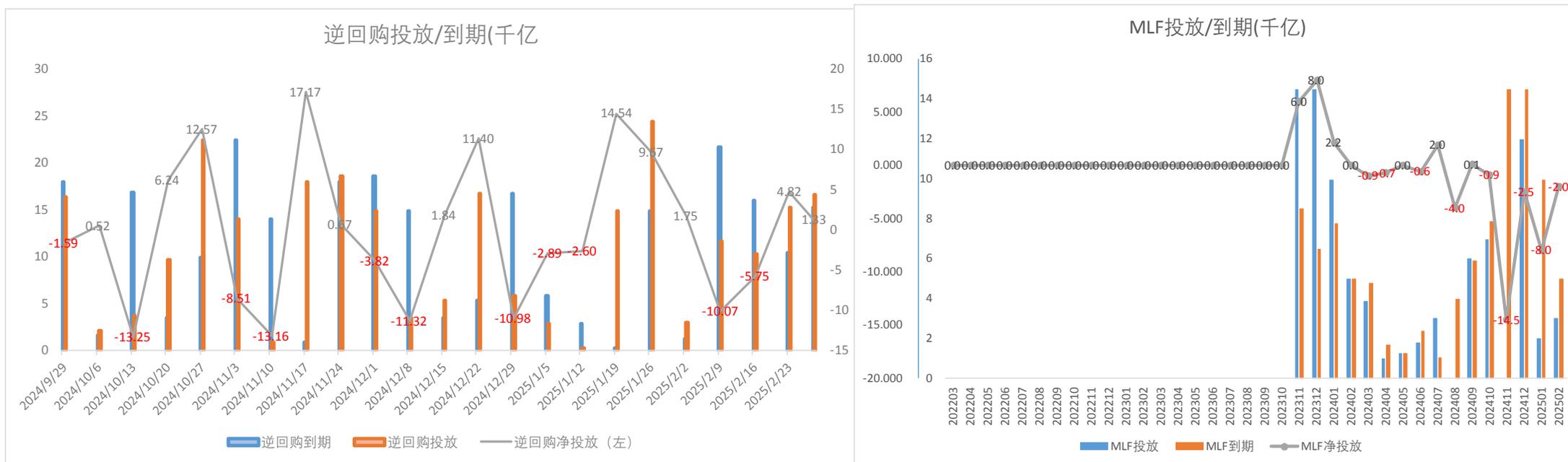


数据来源： iFind. 正信期货

# 货币供需分析——货币供应

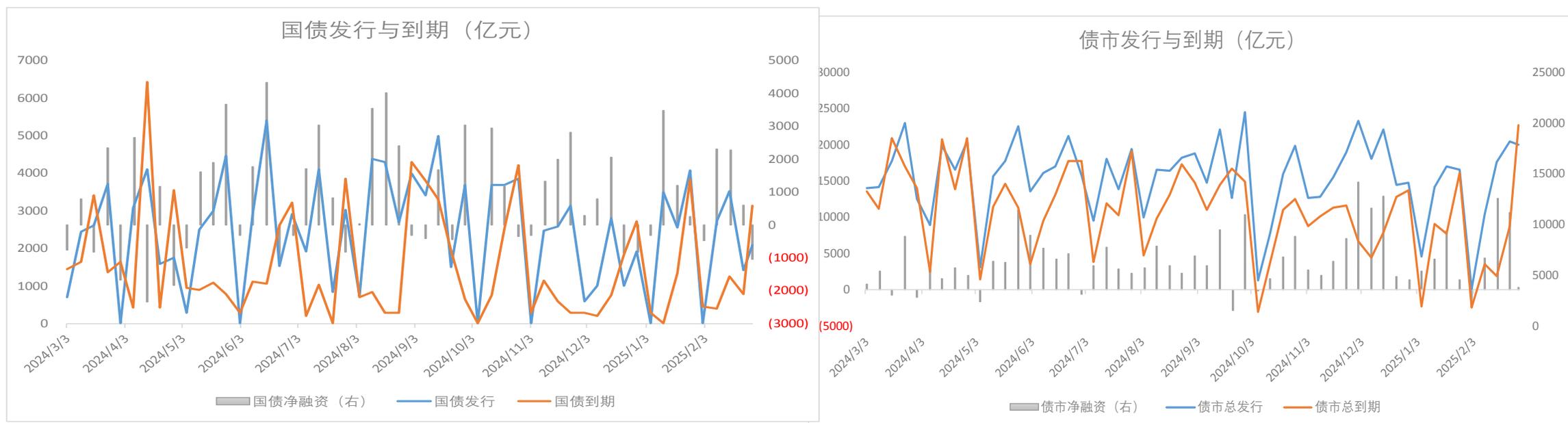


2月央行OMO逆回购到期64761亿元，逆回购投放56838亿元，货币净回笼7923亿元，流动性相对偏紧，MLF在2月份投放3000亿，到期5000亿，MLF持续收紧，稳汇率目标下，流动性总体表现偏紧。



# 货币供需分析——货币需求

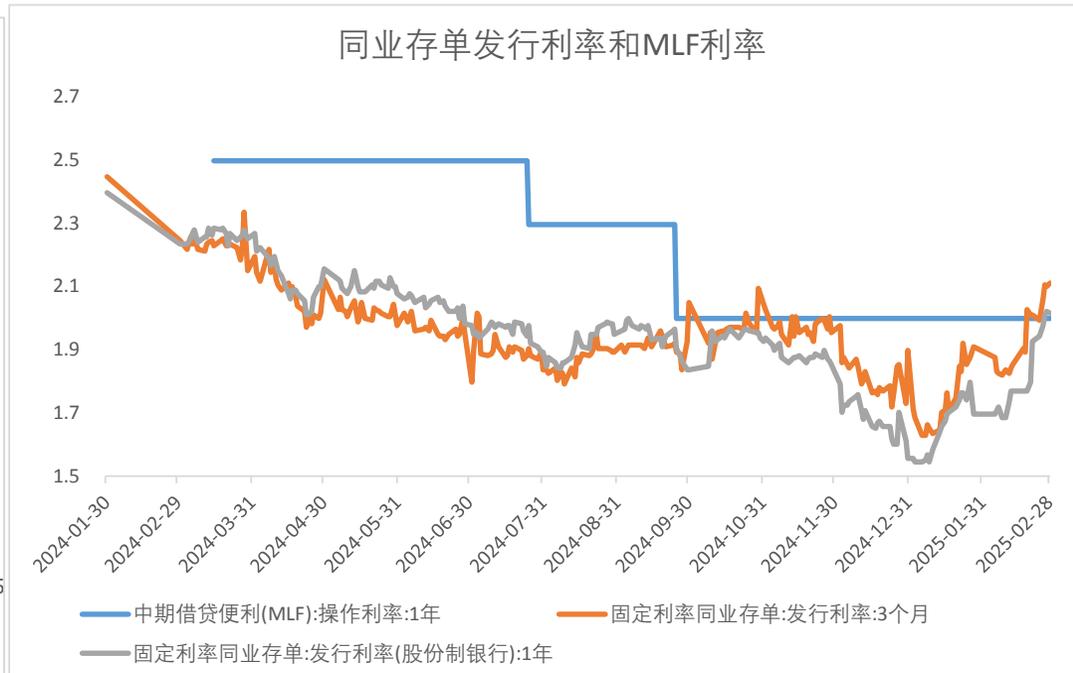
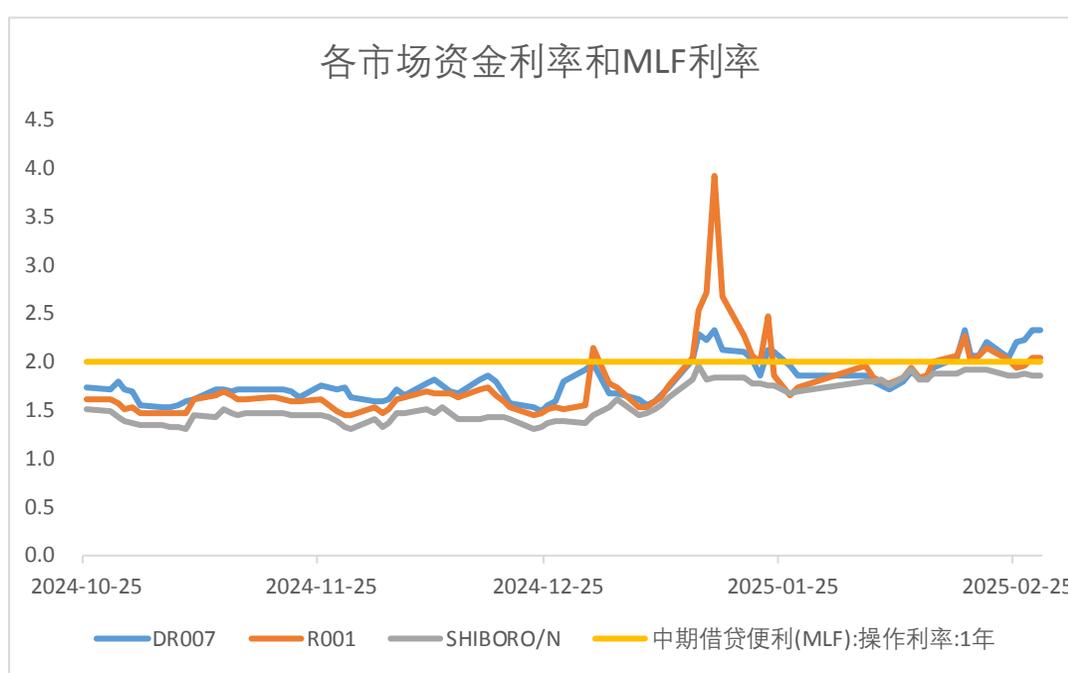
2国债发行9775.6亿，到期6040.9亿，货币净需求3734.7亿；地方债发行13125.8亿，到期342.3亿，货币净需求12783.6亿；其他债发行45936.4亿，到期36087.3亿，货币净需求9849.1亿；债市总发行68837.9亿，到期42470.5亿，货币净需求26367.4亿；货币债务融资需求维持强劲，系国债、地方债和企业债务融资需求发力。



# 货币供需分析-资金价格



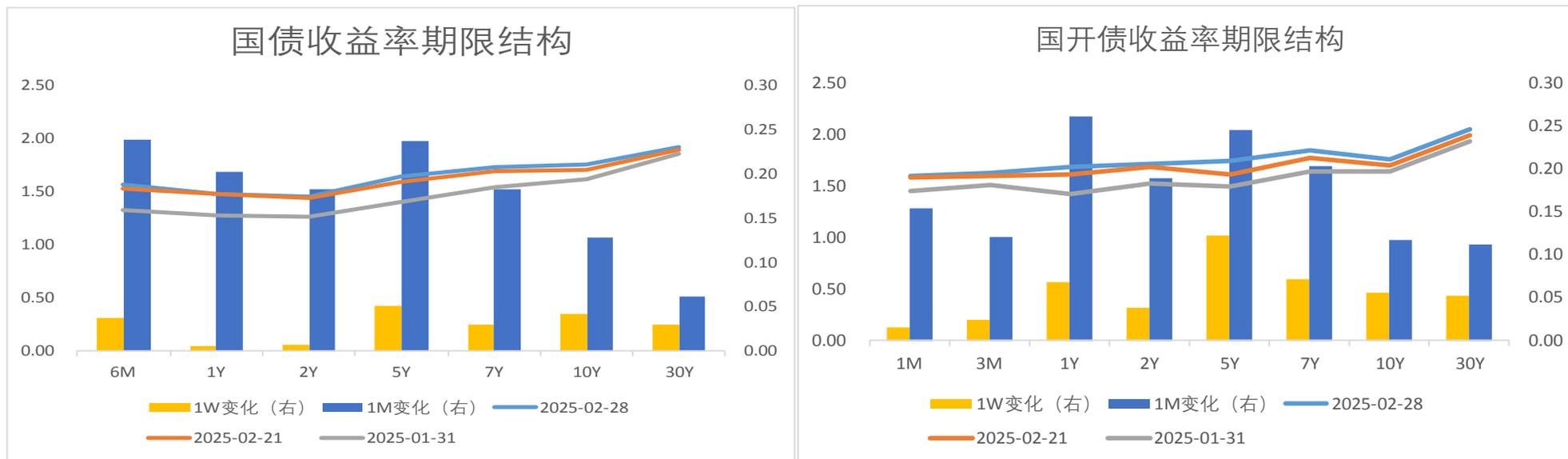
DR007、R001、SHIBOR隔夜分别变化46.5bp、32.2bp、15.7bp至2.33%、2.05%、1.87%。同业存单发行利率反弹20.1bp，股份制银行发行的CD利率反弹32bp至2.02%，资金利率持平至小幅高于MLF 1年期利率水平2%，小幅低于政策利率DR007的2.33%，资金供给总体偏紧。



数据来源：同花顺iFind，正信期货

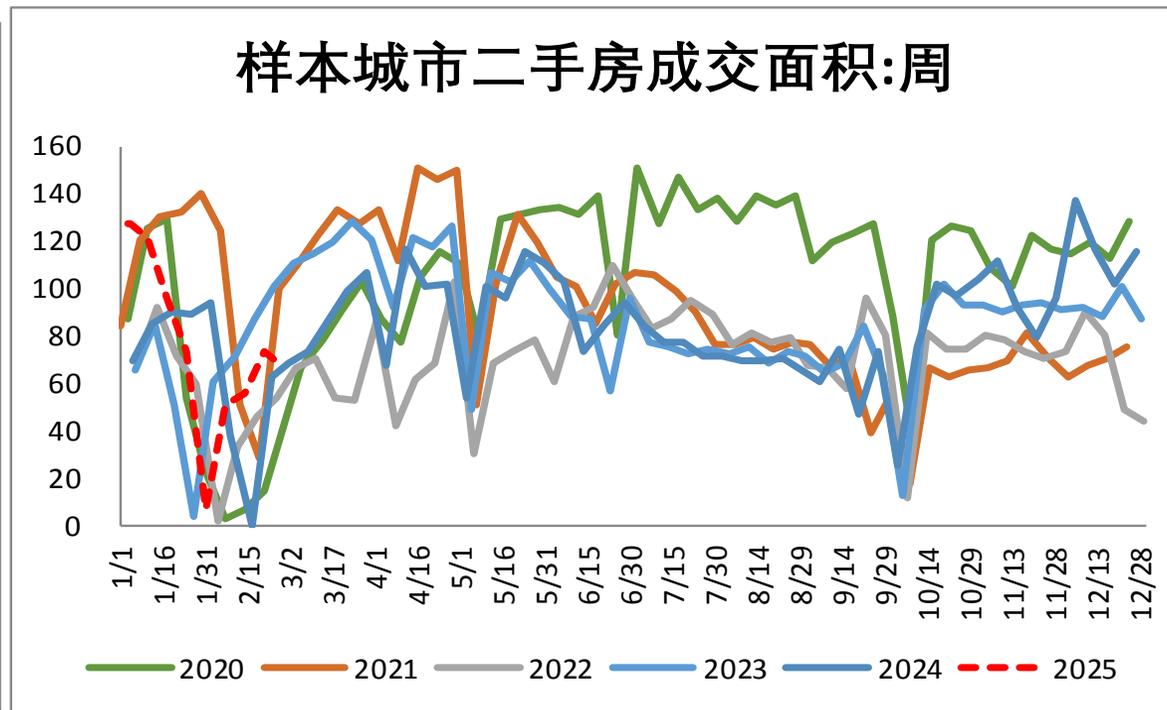
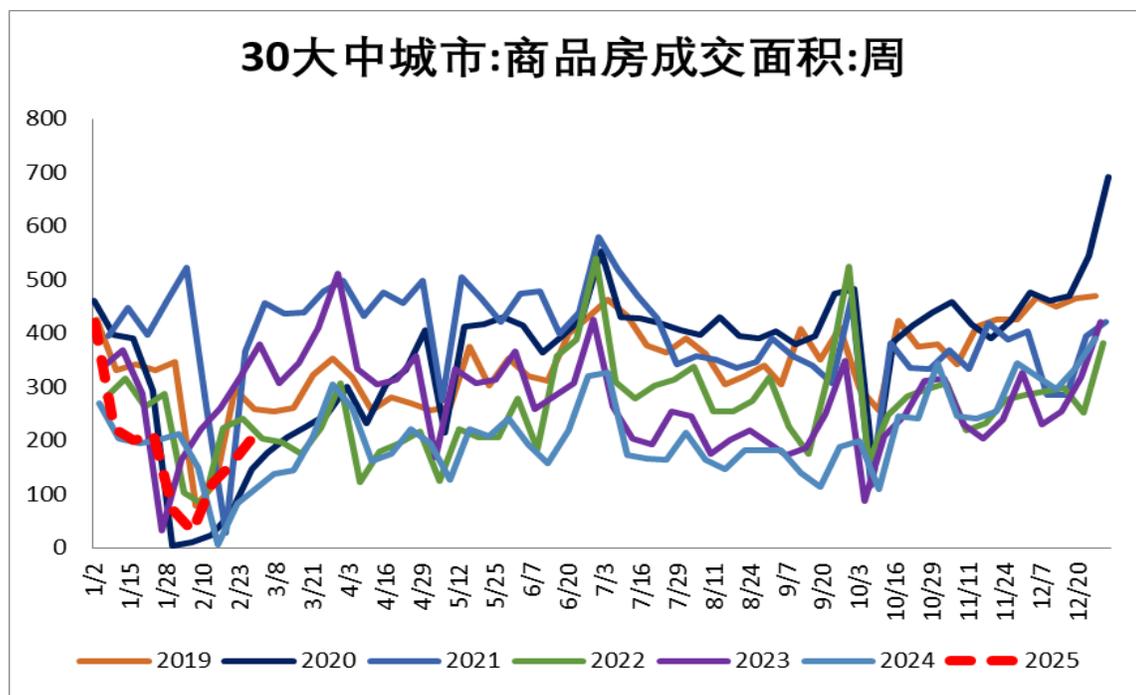
# 货币供需分析-期限结构

1月十年期国债收益率较前一月变化2.6bp，5年期国债收益率变化7.4bp，2年期国债收益率变化25bp；10年期国开债收益率较前一月变化1.2bp，5年期国开债收益率变化7.7bp，2年期国开债收益率变化14.2bp，整体来看，1月收益率期限结构大幅走平，系央行干预流动性导致短端利率大幅反弹，长端受经济弱现实影响表现震荡偏弱，国债和国开债之间的信用利差有所收窄。



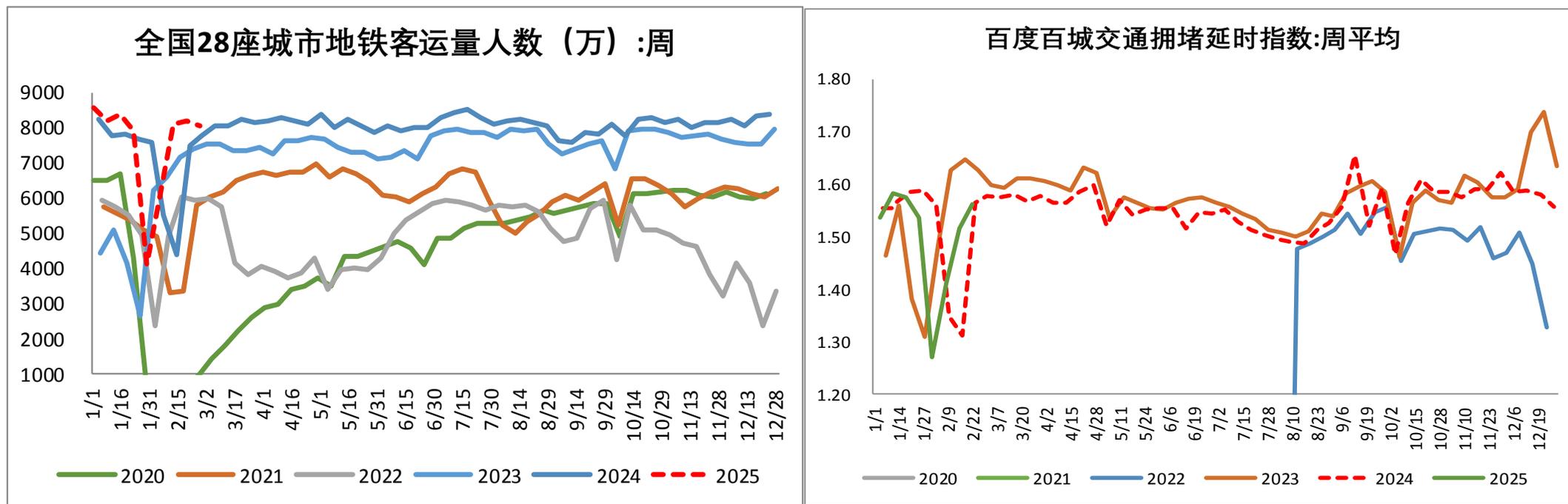
# 实体经济分析——地产需求

截止2月27日数据，30大中城市商品房周成交面积为203.8万平方米，环比上周156.7万平方米季节性回升，回到中性水平，与疫情前的2019年同期相比下滑21.7%；二手房销售持续季节性回升，位于近七年中性水平，2月地产高频销售走势新房和二手房表现同步季节性回暖，地产新政效果趋于淡化，且房地产市场总体重心有所抬升，关注两会是否有更多地产增量政策刺激。



# 实体经济分析——服务业活动

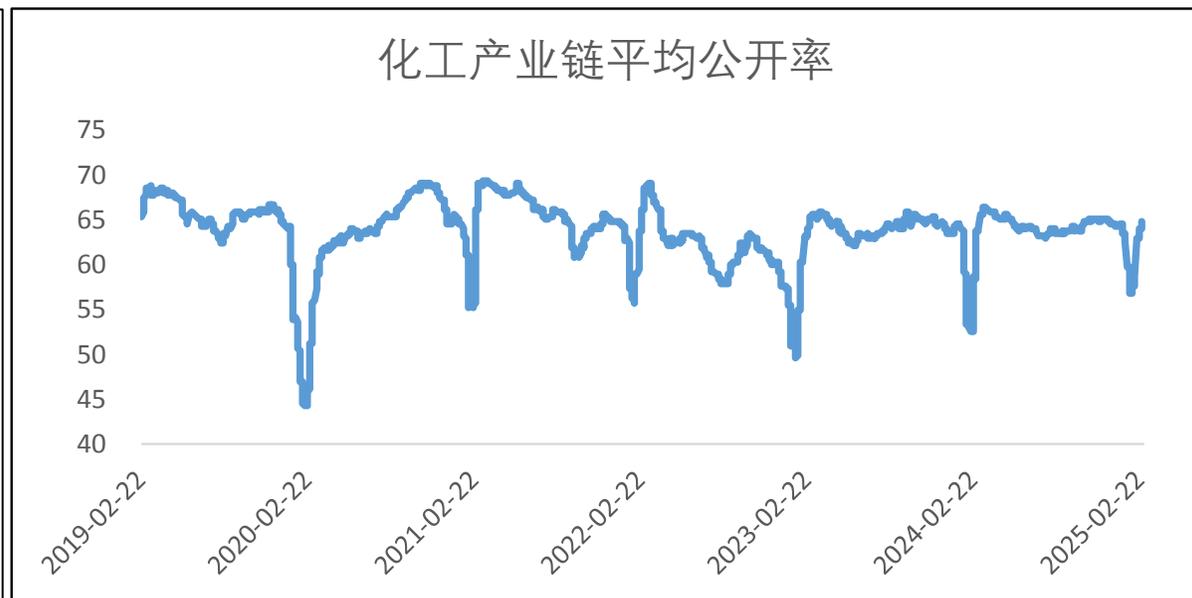
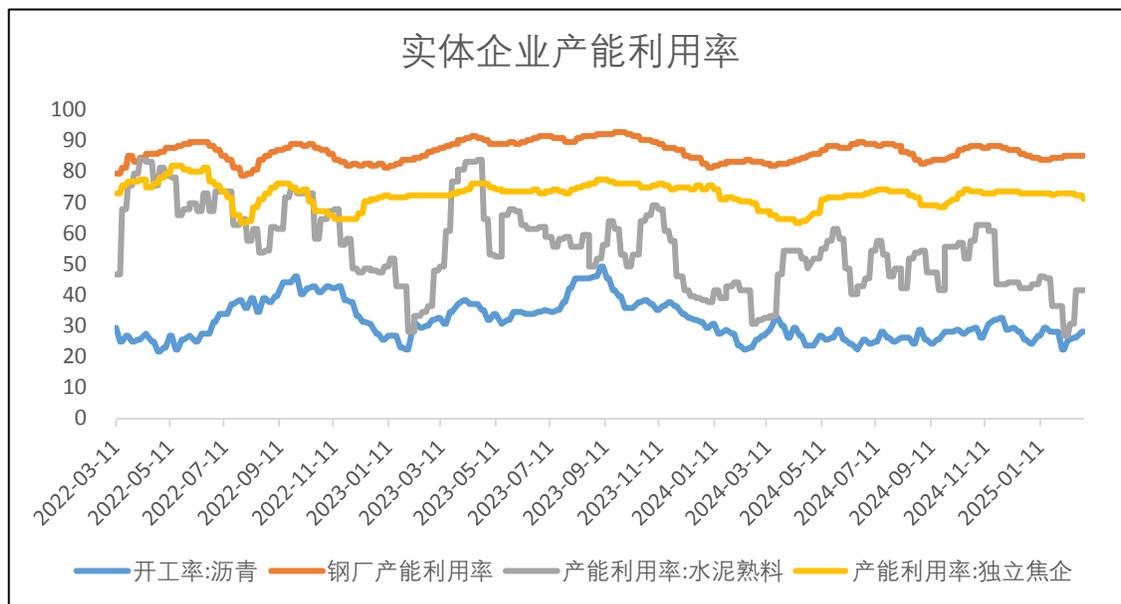
截止2月28日，全国28大中城市地铁客运量维持高位，周度日均8028万人次，较去年同期增3.3%，较2021年同期增长33%，服务业经济活动维持高位，周度环比小幅走弱。百城交通拥堵延时指数较上周小幅回升，回到近三年中性偏高水平，综合来看，服务业经济活动趋于自然增长平稳水平，周度有所降温。



# 实体经济分析——制造业跟踪

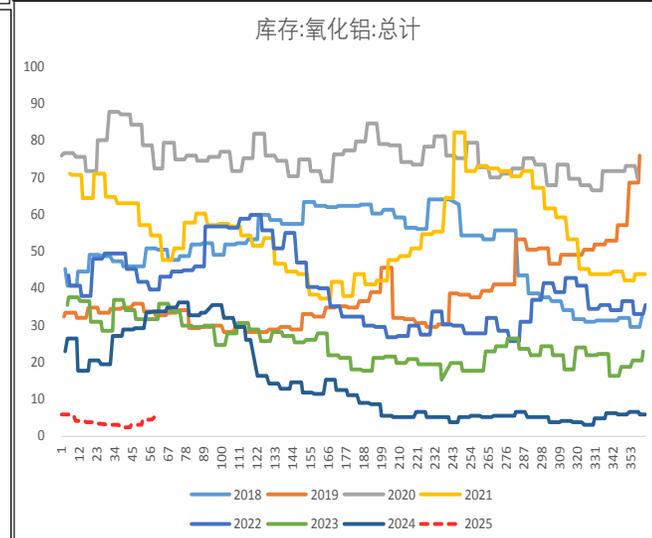
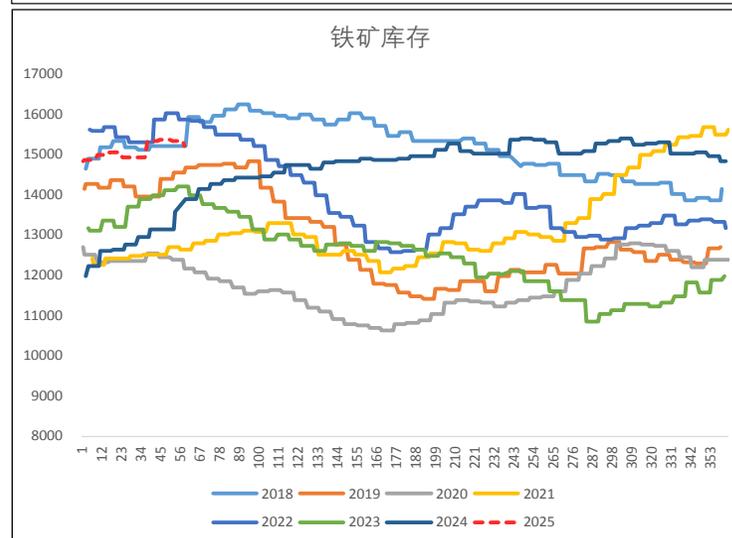
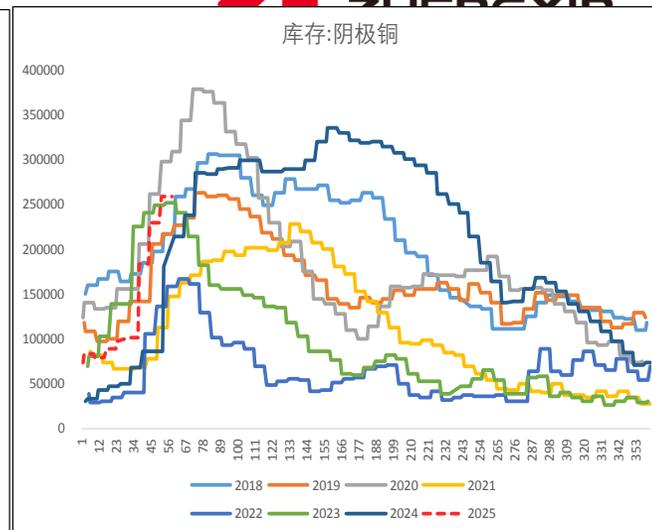
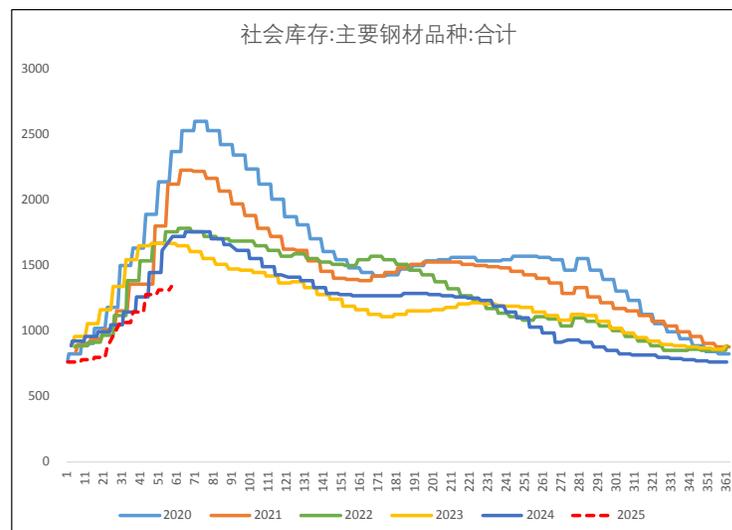


2月制造业产能利用率总体季节性回升，钢厂产能利用率反弹0.94%，沥青产能利用率反弹0.4%，水泥熟料企业产能利用率大幅反弹4.9%，焦企产能利用率下降1.5%，外需相关的化工产业链平均开工率较上月季节性大幅反弹7.96%，综合来看，制造业内外需走势共振回暖，外需维持强劲走势，制造业需求有望持续改善。



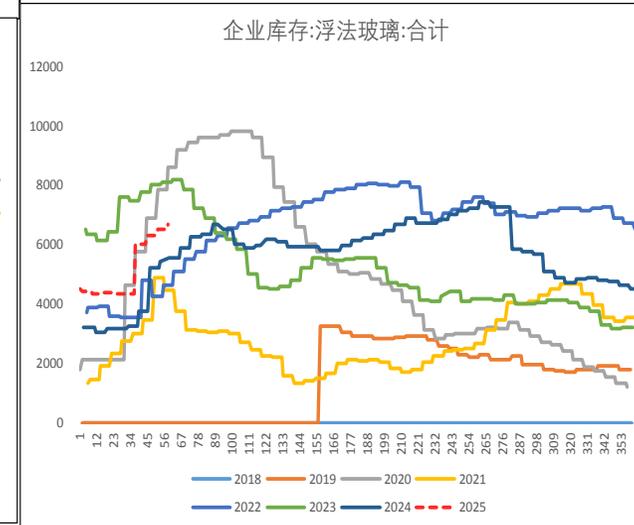
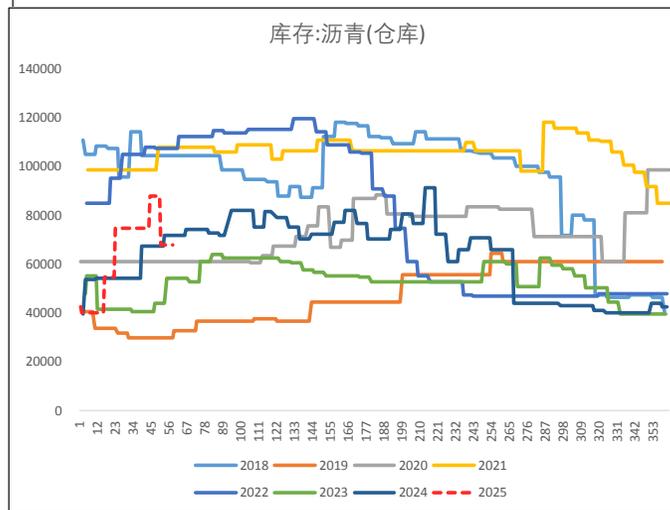
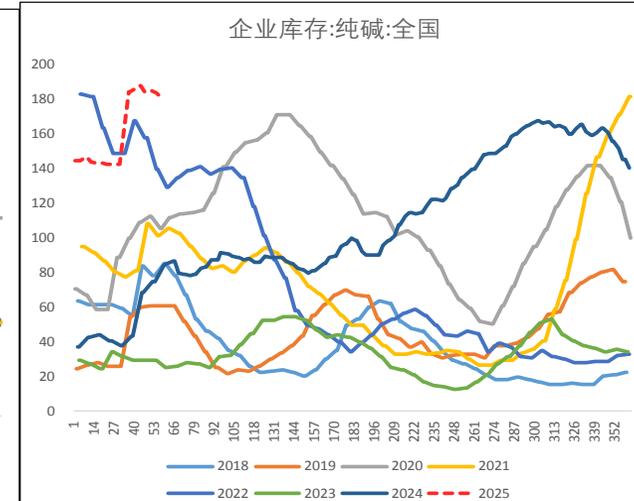
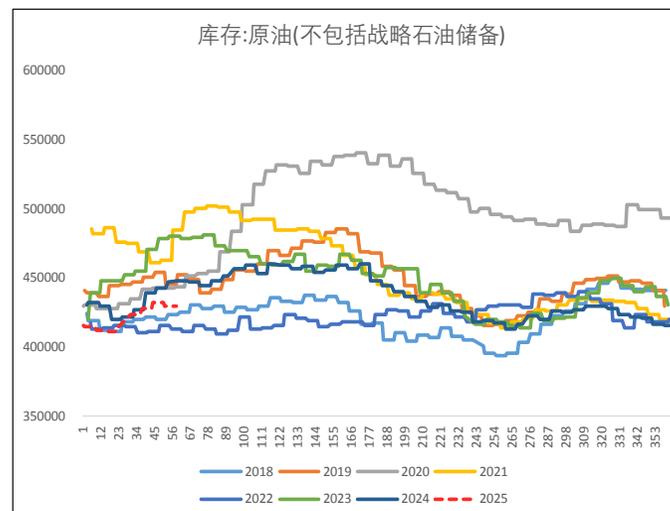
# 大宗商品分析——金属库存

- ✓ 钢材、铜、铝和铁矿位于季节性累库周期。
- ✓ 钢材小幅累库，位于历史偏低水平，钢价在低库存和宽宏观预期的背景下震荡偏强。
- ✓ 铁矿库存位于近八年偏高水平，上周库存小幅下降，铁矿价格走势震荡调整。
- ✓ 铜处于累库周期，上周库存大幅反弹，位于中性偏高水平，铜价走势偏震荡。
- ✓ 氧化铝的库存位于近8年最低水平，上周库存小幅反弹，氧化铝价格在供给边际增量扰动下震荡筑底。



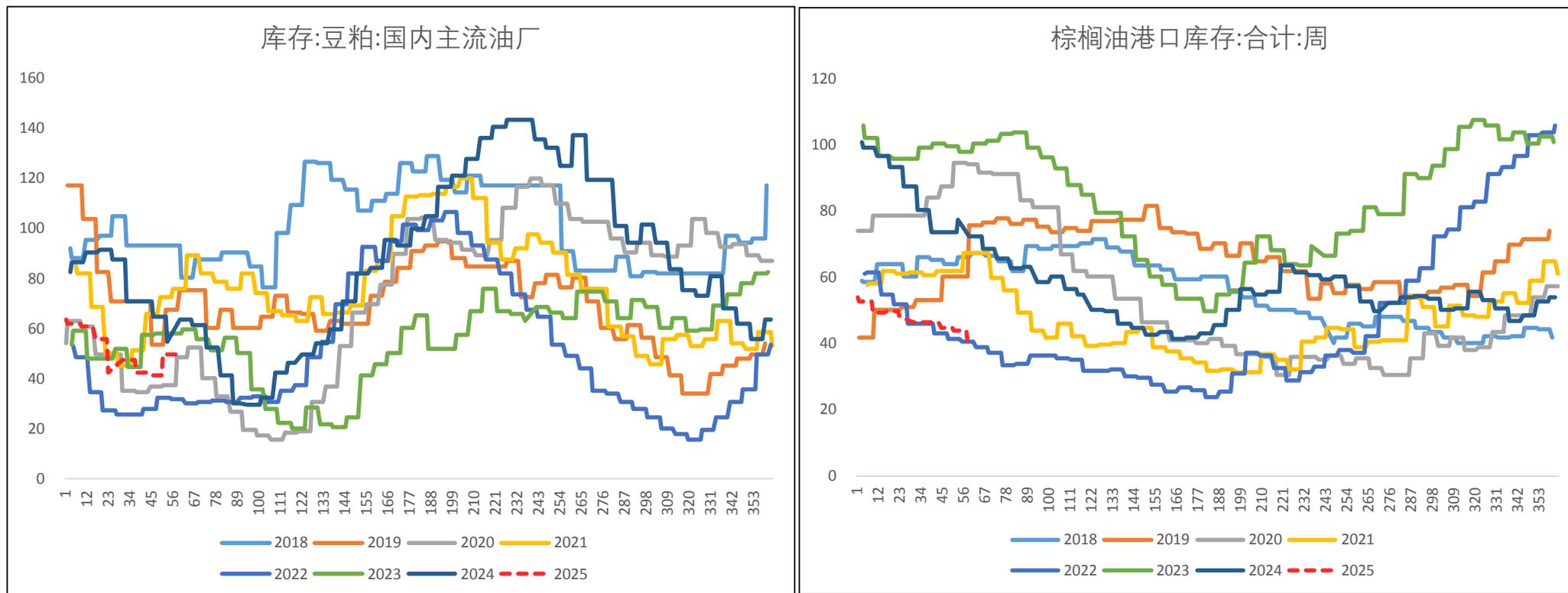
# 大宗商品分析——化工库存

- ✓ 原油位于季节性累库周期阶段，上周库存小幅下降，位于近几年中性偏低水平，原油价格在美国关税和地缘政策扰动下高位回调。
- ✓ 沥青库存偏低，上周库存大幅回落，回到中性水平，沥青价格走势高位震荡。
- ✓ 纯碱未来几个月进入季节性降库周期，上周库存小幅下降，纯碱价格止跌反弹。
- ✓ 玻璃处于季节性降库过程，上周库存持续增加，玻璃价格受地产销量不及预期影响震荡偏弱。



# 大宗商品分析——农产品库存

豆粕上周库存反弹，位于历史中性水平，豆粕价格受中美关税政策扰动走势震荡，油脂库存位于季节性降库周期，上周库存进一步下降，位于偏低水平，油脂价格高位回调。

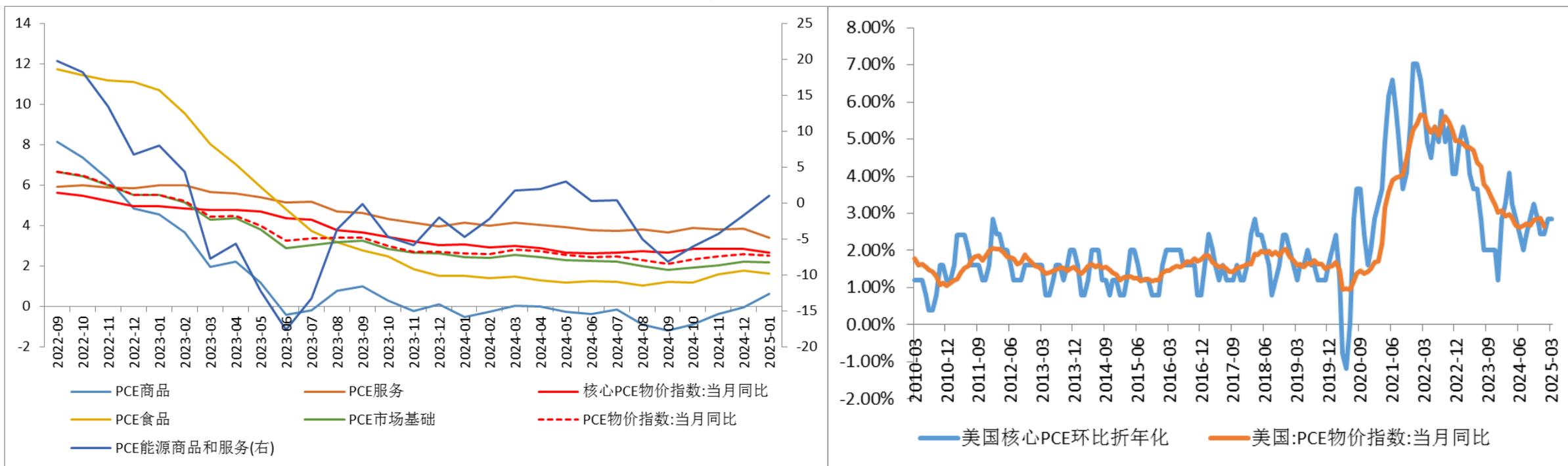


数据来源: iFind, 正信期货

# 基本面分析——海外宏观



美国1月PCE物价指数进一步降温，核心PCE录得2.65%，较上月下降0.19%，PCE物价指数录得2.51%，较上月下降0.09%，结构来看，商品分项同比转正，服务分项大幅降温，较上月下降0.46%至3.39%，与此前的PMI数据表现一致，制造业在走向复苏，服务业在移民政策冲击下开始显著降温。由于关税政策总体弱于预期，总通胀仍然表现出震荡下降的趋势，支撑美联储维持宽松货币政策。



数据来源: 同花顺iFind, 正信期货

# 基本面分析——海外宏观



上周美国经济数据持续降温，高频失业申请人数录得一年高位，地产销售大幅下降，1月PCE物价指数显著回落，扰动金融市场进一步修正对美联储利率路径的预期，根据CME的FedWatch工具显示，市场预期2025年降息次数增至2-3次，且降息幅度约50-75bp，降息时点预期在6月，9月和12月，降息周期的利率终值下降至3.5%-3.75%区间，同时美债收益率曲线回归正常的陡峭结构，长短端利差小幅回落，通过期限结构反映美国通胀降温的现实。

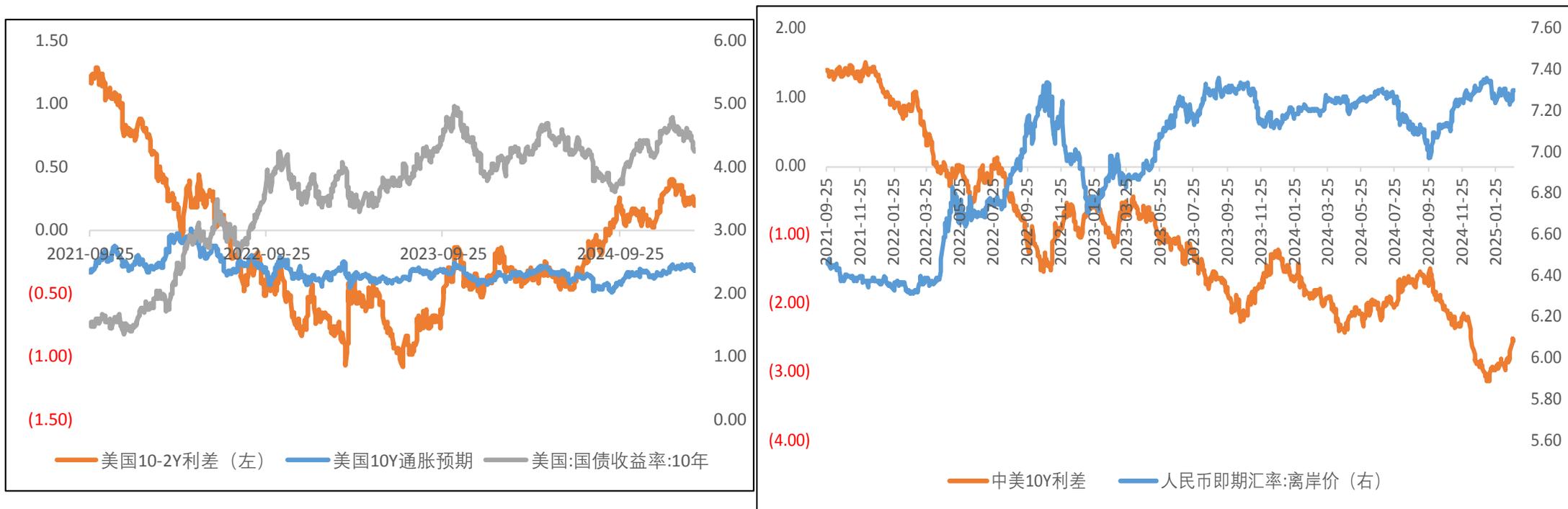
	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES								
MEETING DATE	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450
2025/3/19				0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	4.0%	96.0%
2025/5/7	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%	14.0%	85.5%
2025/6/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%	13.0%	80.4%	6.2%
2025/7/30	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.7%	20.0%	72.7%	5.5%
2025/9/17	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.9%	11.3%	47.5%	37.6%	2.6%
2025/10/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	3.8%	21.3%	44.8%	27.9%	1.9%
2025/12/10	0.0%	0.0%	0.1%	1.6%	10.2%	29.9%	38.6%	18.4%	1.2%
2026/1/28	0.0%	0.0%	0.3%	2.7%	12.8%	31.1%	35.9%	16.1%	1.0%
2026/3/18	0.0%	0.1%	0.7%	4.5%	16.1%	31.9%	32.4%	13.4%	0.9%
2026/4/29	0.0%	0.1%	1.1%	5.7%	17.7%	32.0%	30.4%	12.1%	0.8%
2026/6/17	0.0%	0.2%	1.4%	6.4%	18.5%	31.9%	29.4%	11.5%	0.7%
2026/7/29	0.0%	0.2%	1.6%	6.9%	19.1%	31.8%	28.6%	11.0%	0.7%
2026/9/16	0.0%	0.3%	1.7%	7.3%	19.5%	31.7%	28.1%	10.7%	0.7%
2026/10/28	0.0%	0.3%	1.6%	6.8%	18.4%	30.6%	28.4%	12.3%	1.6%
2026/12/9	0.2%	1.4%	6.1%	16.9%	29.1%	28.7%	14.3%	2.9%	0.3%

数据来源：同花顺iFind，正信期货

# 基本面分析——海外宏观



截至2月28日，美国十债利率下降34bp至4.24%，通胀预期回落4bp至2.38%，实际利率大幅回落30bp至1.6%，风险资产价格受金融条件宽松总体表现高位震荡。美债10-2Y价差回落11bp至25bp。中美利差倒挂程度缩窄43.4bp至-251.7bp，离岸人民币价格升值0.38%，美元兑人民币一度回落至近三年区间中枢水平。



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，节奏上先抑后扬，上周市场在美国关税大棒扰动和中国宏观政策预期减弱下震荡回调，若两会释放的利多不超预期，则市场有望进一步调整，建议逢高减多，急跌做多，风格上倾向周期类资产的补涨，成长类风格谨防累计涨幅较大后的短期调整风险。



# 量化诊断——大宗商品



根据季节性规律分析，大宗商品工业品3月将延续震荡上涨，农产品则大幅调整，上周工业品受美国关税大棒扰动和中国宏观政策预期减弱下震荡回调。未来一段时间中美关系仍将持续扰动，关注谈判节奏对市场的影响，在内外需共振回暖和国内两会释放的宽财政宏观预期的扰动下预计工业品将维持震荡分化结构，建议中性配置为主，逢低多配外需化工、内需有色等金融属性相关品种，反弹空配地产开工端品种，农产品预计走势震荡调整，建议逢高做空。

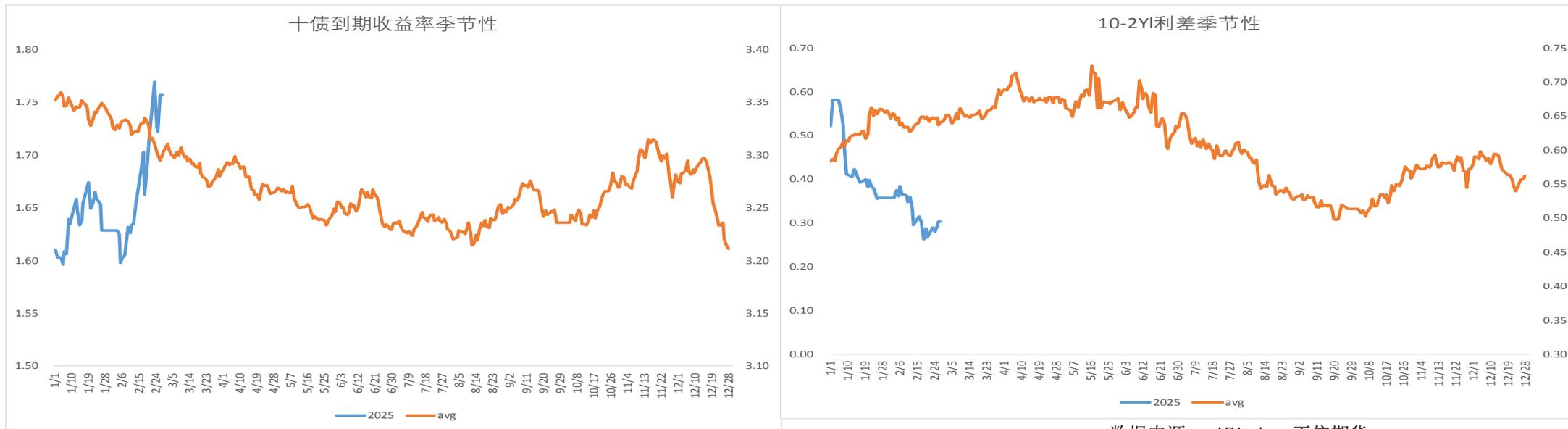


数据来源：iFind，正信期货

# 量化诊断——利率



根据季节性规律分析，利率通常3月开始震荡下行，10-2Y利差震荡上行，收益率曲线震荡走陡。上周受经济数据弱现实预期和央行货币政策干预的综合影响，债券利率总体表现进入反弹尾声，流动性的冲击边际减弱，收益率曲线小幅走陡。若两会释放的宽财政政策不超预期，则在流动性边际宽松和经济弱现实的背景下，利率仍有再次回调的可能性，债市场总体短期在多空博弈下预计高位波动，建议急跌波段做多短端债券，或多短空长套利。



# 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