



官方微信



官方APP

# 2024年1月第5周核心策略推荐：

## 政策有支撑、预期有强弱，品种仍分化

上海 2024.1.28

张舒绮 金融衍生品品种联系人  
期货投资咨询从业证书编号：Z0013114  
杨帆 能源化工品种联系人  
期货投资咨询从业证书编号：Z0014114  
魏莹 工业金属品种联系人  
期货投资咨询从业证书编号：Z0014895  
刘启跃 经济作物品种联系人  
期货投资咨询从业证书编号：Z0016224

联系方式：13761696907  
期货从业资格证书编号：F3037345  
联系方式：15919951825  
期货从业资格证书编号：F3027216  
联系方式：17717062790  
期货从业资格证书编号：F3039424  
联系方式：15659917780  
期货从业资格证书编号：F3057626

## 核心摘要 (1) : 市场展望

### □ 宏观分析要点:

□ 2024年1月24日央行降准及定向降息，旨在应对：地产周期下行趋势未结束，有效需求不足、物价低迷等核心问题。既缓解春节前短期流动性需求，又提前补充长久期低利率资金，为后续配合财政政策、及各项扩内需政策发力奠定基础。回顾2012年以来历次降准对于主要大类资产的影响：（1）国债在降准落地前多数已提前反映利好，落地后收益率下跌空间反而受限；（2）A股上涨概率相对更高，长期走势相对好于短期，且受经济向好程度影响明显；（3）短期商品表现相对股市更积极，但近一年表现相反，或与预期提前反映有关。具体至本次降准：（1）对国债期货，靴子落地后暂缺增量利多，估值偏高依然存在调整风险；（2）对股指期货，有助于提振市场预期和信心，并利于低估值的修复；（3）对大宗商品，前期预期较充分体现的品种则将钝化。如黑色金属链品种，其边际转空的中观供需面因素影响更大。

### □ 中观面驱动因素要点:

#### 期货策略:

(1) 国债 (卖出T2403, 单边, 持有): 本周央行宣布降准, 幅度略超市场预期, 但其主要目的在于填补因春节因素造成的资金缺口和强化市场信心。由于债市对于货币宽松已有较充分的定价, 因此新增利多驱动较为有限。且目前债市估值仍偏高, 回调风险持续。

(2) 股指 (买入IF2403, 单边, 持有): 流动性宽松、风险因素弱化等利于估值提升, 复苏大势将推动盈利改善, A股整体利多基础未改; 当前价格处绝对低位, 潜在上涨弹性更大; 内资护盘积极、外资负反馈下降, 资金面积极因素增强; 从景气度、防御性及交易属性看, 沪深300期指仍是最佳多头。

(3) 沪铝 (买入AL2403, 单边, 持有): 受北方重污染天气的影响, 氧化铝供给端担忧持续, 氧化铝中期产能过剩格局未变, 但短期波动加大。而电解铝在产能天花板下, 供给刚性, 且需求存结构性亮点, 叠加低库存结构下, 铝价多头确定性更优。

(4) 碳酸锂 (买入LC2407, 单边, 持有): 现货交易情绪有小幅回暖, 锂矿持续下行空间有限, 供应端已缩减远期资本开支。当前阶段供需处于相对平衡, 节后补库预期持续加码将助推锂价上行, 建议维持轻仓多头策略。

(5) 沪胶 (买入RU2405, 单边, 持有): 国内汽车工业景气尚佳, 轮胎企业尚未进入春节假期, 而原料供应或超预期回落, 合艾市场胶水价格表现较强韧性, 港口库存回归降库, 供减需增支持橡胶价格。

### 中观面驱动因素要点:

#### 期货策略:

(6) 聚氯乙烯 (买入V2405, 单边, 持有): 本周下游集中采购, 现货成交明显好转, 生产企业库存降至中等水平。春节前供应过剩, PVC价格上涨高度受限, 但春节后如果需求及时跟进, PVC价格或加速上涨。

(7) 铁矿 (卖出I2405, 单边, 持有): 乐观预期等积极因素定价较充分, 估值偏高, 铁矿调整风险依然存在。

#### 期权策略:

(1) 棉花 (卖出CF405C16000+P16000, 持有): 春节前季节性的需求好转令市场存在向好预期, 但基本面供应充裕, 预计价格反弹空间有限、仍以窄幅震荡为主, 建议卖出跨式建议继续持有。



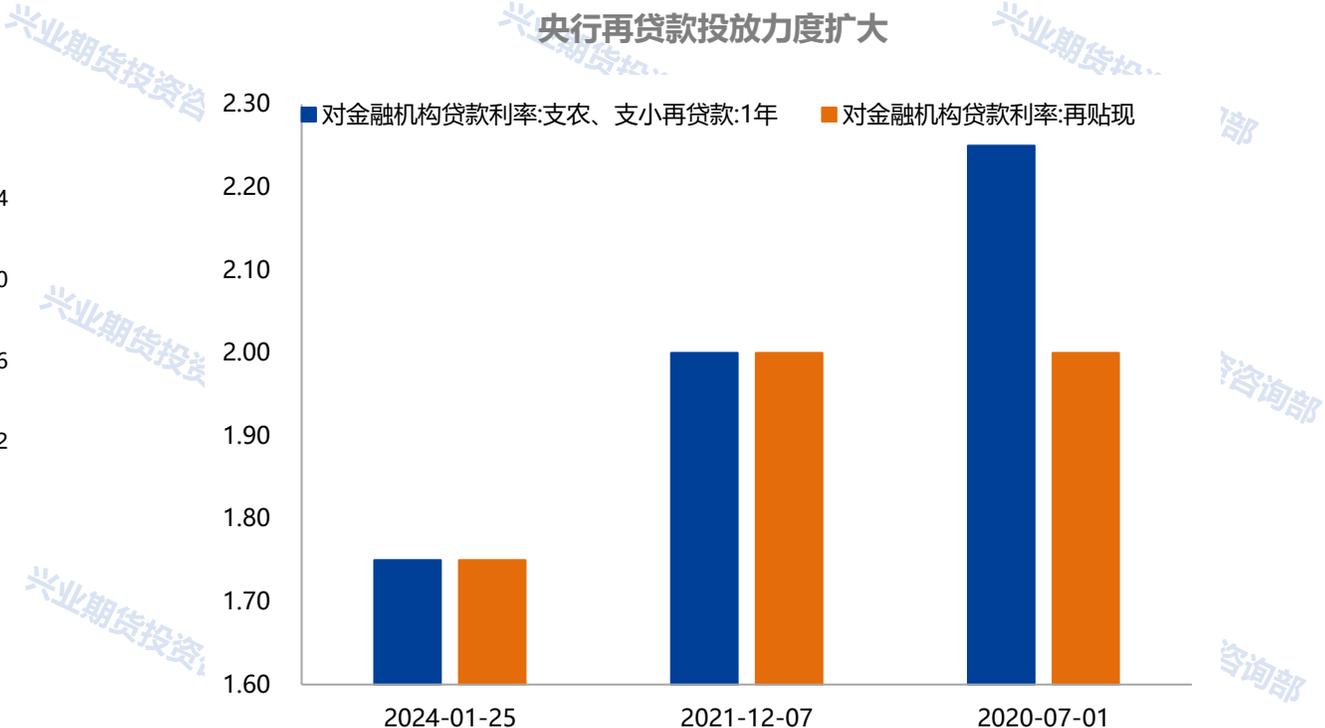
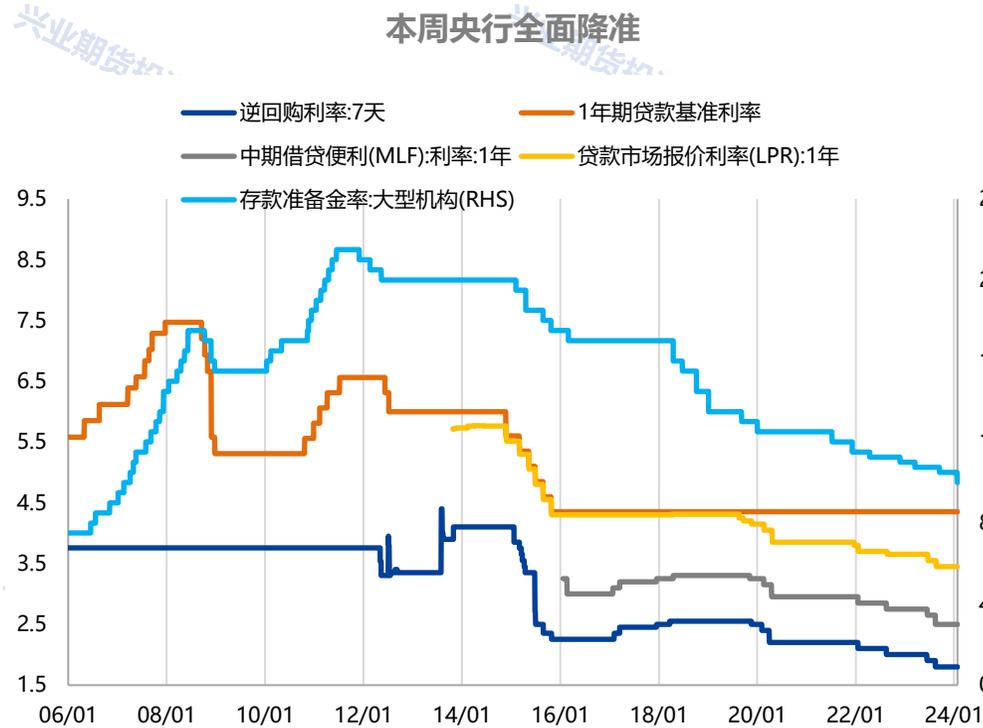
# 宏观

MACRO

01

国内：央行超预期宽松，市场信心有所增强

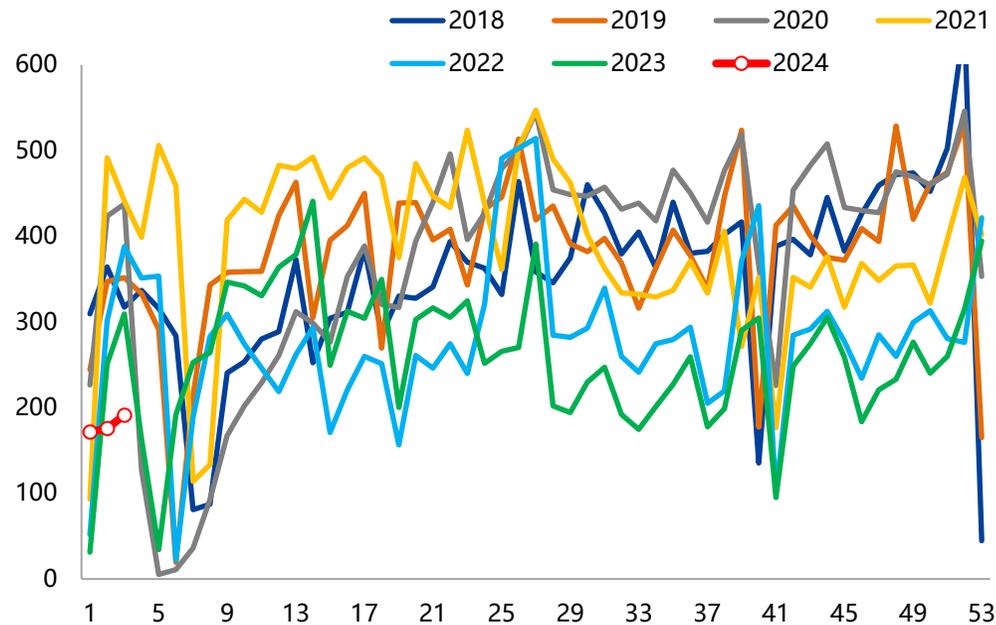
- 2024年1月24日当天，央行宣布2月5日起降准50BPS，市场基础货币供应约1万亿；当天定向调降支农、支小、再贷款贴现利率25BPS。
- 从幅度和节奏上，本次央行宽松超市场预期，有助于提振市场预期和信心。



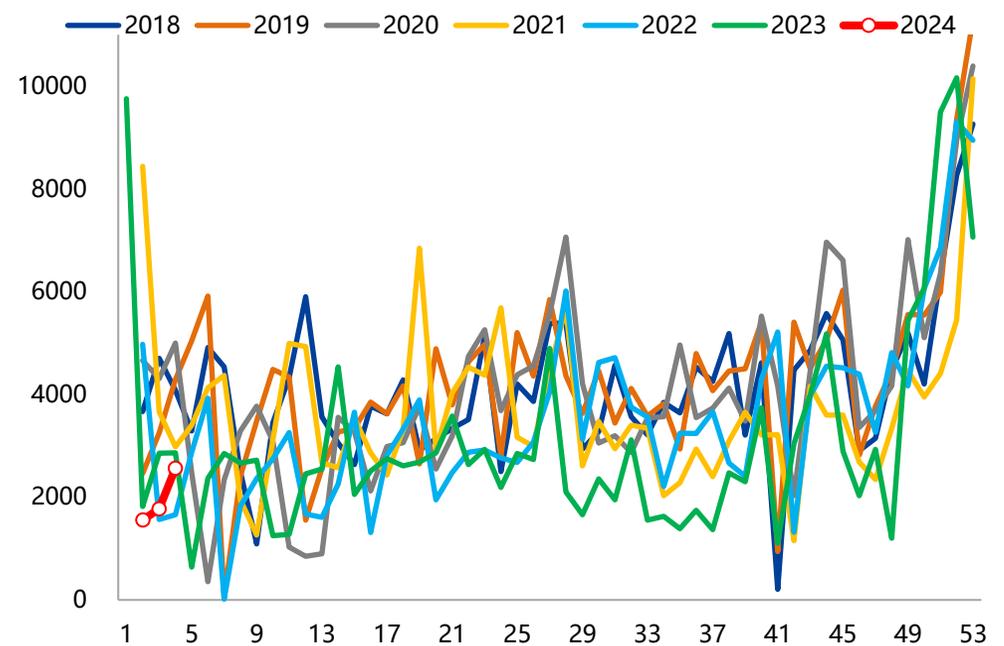
结构性工具名称		支持领域	发放对象	存续状态	利率	额度 (亿元)	余额 (亿元)	2023Q3 使用进度
长期性工具	<b>支农再贷款</b>	涉农领域	农商行、农合行、农信社、村镇银行	存续	1.75% (↓)	8100	5991	74.0%
	<b>支小再贷款</b>	小微企业、民营企业	农商行、农商行、农合行、村镇银行、 民营银行	存续	1.75% (↓)	17850	15635	87.6%
	<b>再贴现</b>	涉农、小微和民营企业	具有再贴现资格的银行业金融机构	存续	1.75% (6个月, ↓)	7400	5289	71.5%
阶段性工具	普惠小微贷款支持工具	普惠小微企业	地方法人金融机构	存续	1% (激励)	800	498	62.3%
	抵押补充贷款 (PSL)	棚户区改造、地下廊管、重点水利工程、“走出去”	开发银行、农发行、进出口银行	存续	2.40%	/	29022	/
	碳减排支持工具	节能能源、节能减排、碳减排技术	21家全国性金融机构	存续	1.75%	8000	5098	63.7%
	支持煤炭清洁高效利用专项再贷款	煤炭清洁高效利用、煤炭开发利用和储备	工农中建交、开发银行、进出口银行	存续	1.75%	3000	2624	87.5%
	科技创新再贷款	科技创新企业	21家全国性金融机构	到期	1.75%	4000	3456	86.4%
	普惠养老专项再贷款	浙江、江苏、河南、河北、降息试点、普惠养老项目	工农中建交、开发银行、进出口银行	存续	1.75%	400	16	4.0%
	交通物流专项再贷款	道路货物运输经营者和中小微物流(含快递)企业	工农中建交、邮政、农发行	到期	1.75%	1000	451	45.1%
	设备更新改造专项再贷款	制造业、社会服务领域和中小微企业、个体工商户等设备更新改造	21家全国性金融机构	到期	1.75%	2000	1672	83.6%
	普惠小微贷款减息支持工具	普惠小微企业	16家全国性金融机构、地方法人金融机构	到期	1% (激励)	/	269	/
	收费公路贷款支持工具	收费公路主体	21家全国性金融机构	到期	0.5% (激励)	/	83	/
	民企债券融资支持工具	民营企业 (尤其民营房企)	专业机构	存续	1.75%	500	0	0.0%
	保交楼贷款支持计划	保交楼项目	工农中建交、邮储	存续	0%	2000	56	2.8%
	房企纾困专项再贷款	房企项目并购	5家全国性资产管理公司	存续	1.75%	800	0	0.0%
租赁住房贷款支持计划	试点城市收购存量住房	工农中建交、邮政、开发银行	存续	1.75%	1000	0	0.0%	
合计							70160	

- 本次央行“双降”核心原因是：进入2024年，国内经济压力依然存在，有效需求不足，物价低迷等核心问题待解决，三大工程对地产下行周期的对冲效果尚不确定，政策依然需要稳增长、稳信心，具体到货币政策，宽松可能仍是大方向，为各类扩内需政策提供必要支持。
- 本次“双降”既可配合财政扩张，也可提振市场预期，可以满足流动性需求，包括短期季节性（春节）现金投放需求，也包括补充长期流动性的需求，并通过提供长久期低成本的流动性支持，帮助银行降低负债成本，打开实体融资成本下降的空间。

### 30大中城市商品房销售面积 (更新至1.21)

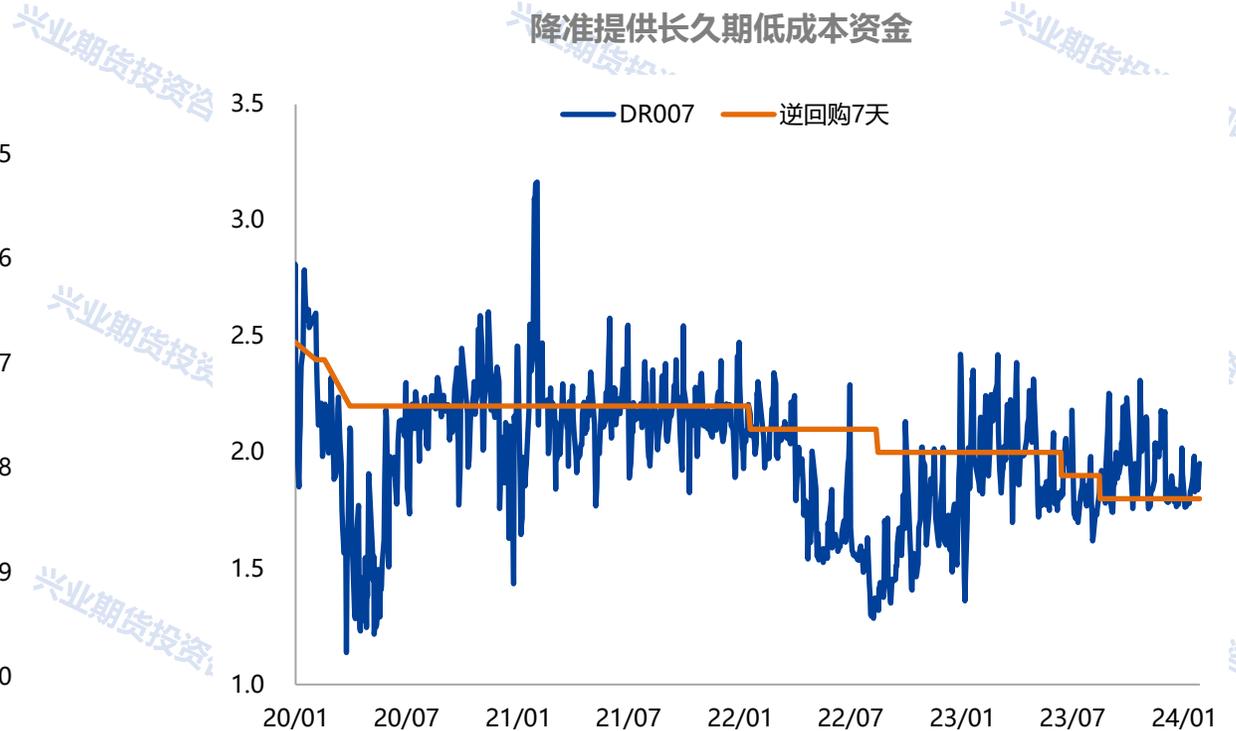
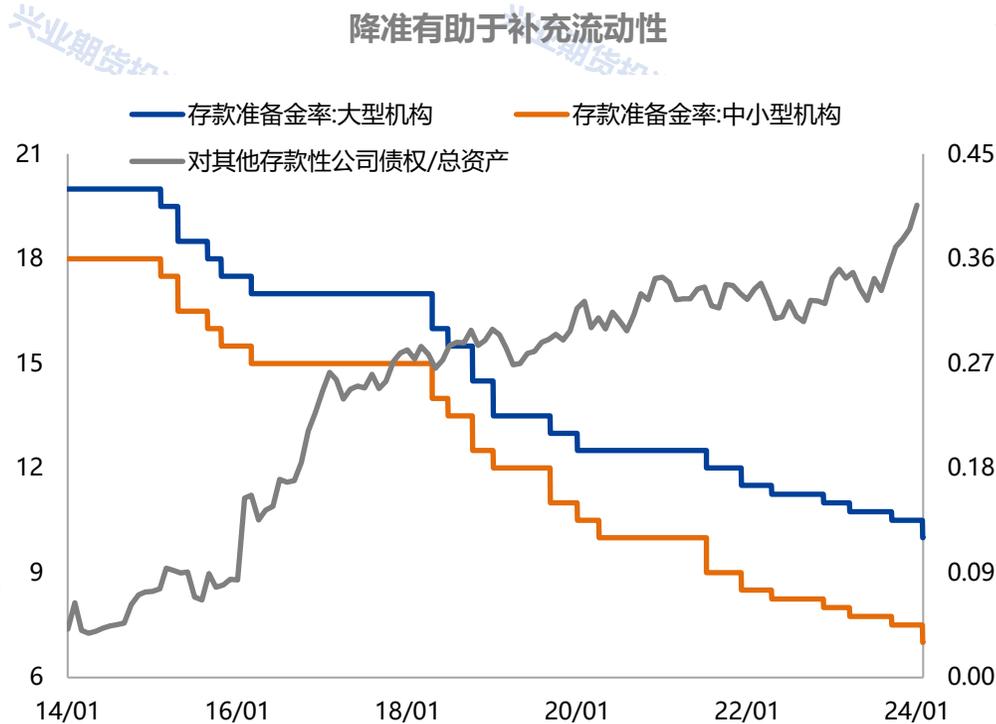


### 百城土地成交规划建筑面积 (更新至1.21)



回顾2012年以来历次降准前后5个交易日主要大类资产表现：（1）降准前国债就已priced-in利好预期，收益率明显下降，降准落地后收益率下跌空间反而受限；（2）A股上涨概率相对高于下跌概率，长期走势相对好于短期，且受经济向好程度影响明显；（3）短期商品表现相对股市更积极，但近一年表现相反，可能反应信心或者预期的影响。

具体到本次降准，对国债期货，有助于缓解银行间市场流动性压力；对股指期货及大宗商品而言，本次降准释放了政策偏积极、偏刺激的信号，有助于提振信心，中期仍取决于稳增长政策的落地效果。



公布日期	生效日期	大型机构			中小型机构			公告前5个交易日			公告后5个交易日			公告后20个交易日		
		调整前	调整后	降准幅度	调整前	调整后	降准幅度	A股 (%)	国债 (BP)	商品 (%)	A股 (%)	国债 (BP)	商品 (%)	A股 (%)	国债 (BP)	商品 (%)
2008/09/15	2008/09/25	17.5	17.5	0.00	17.5	16.5	-1.00	-4.8	-9.1	-1.3	6.1	-36.1	-2.2	-5.4	-92.3	-18.9
2008/10/08	2008/10/15	17.5	17.0	-0.50	16.5	16	-0.50	6.0	0.3	0.4	-14.4	-57.1	-16.1	-24.7	-63.2	-21.7
2008/11/26	2008/12/05	17	16.0	-1.00	16.0	14.0	-2.00	-5.4	18.1	-3.0	7.2	-11.0	-4.7	4.2	-33.2	-4.5
2008/12/22	2008/12/25	16	15.5	-0.50	14.0	13.5	-0.50	3.3	-13.6	1.3	-8.1	-6.3	0.7	0.6	17.5	10.8
2011/11/30	2011/12/05	21.5	21.0	-0.50	19.5	19.0	-0.50	-2.6	1.0	0.1	-0.5	-14.3	3.4	-8.6	-16.6	1.4
2012/02/18	2012/02/24	21	20.5	-0.50	19.0	18.5	-0.50	0.5	1.0	-1.3	3.9	-1.7	1.1	3.0	1.0	2.2
2012/05/12	2012/05/18	20.5	20.0	-0.50	18.5	18.0	-0.50	-2.2	-5.2	-3.0	-2.0	-9.4	-2.5	-4.0	-16.3	-5.5
2015/02/04	2015/02/05	20	19.5	-0.50	18.0	17.5	-0.50	-2.2	-2.9	0.7	0.2	-0.3	0.5	7.4	-0.3	1.4
2015/04/19	2015/04/20	19.5	18.5	-1.00	17.5	16.5	-1.00	3.0	-11.2	1.9	4.5	-12.3	1.8	8.4	-20.4	4.4
2015/08/25	2015/09/06	18.5	18.0	-0.50	16.5	16.0	-0.50	-23.7	-5.1	-3.7	2.2	-16.5	1.9	4.1	-13.1	1.5
2015/10/23	2015/10/24	18	17.5	-0.50	16.0	15.5	-0.50	1.9	-6.8	-0.3	-0.5	0.9	-1.9	10.9	11.1	-7.5
2016/02/29	2016/03/01	17.5	17.0	-0.50	15.5	15.0	-0.50	-12.3	2.8	-0.9	7.9	5.9	5.3	14.0	4.6	5.7
2018/04/17	2018/04/25	17	16.0	-1.00	15.0	14.0	-1.00	-3.6	-7.8	-1.1	1.6	-5.4	2.4	3.4	8.1	3.9
2018/06/24	2018/07/05	16	15.5	-0.50	14.0	13.5	-0.50	-5.0	-4.7	-2.7	-0.6	-6.8	2.1	-0.8	-4.3	0.6
2018/10/07	2018/10/15	15.5	14.5	-1.00	13.5	12.5	-1.00	0.3	-4.9	-0.3	-9.1	-3.7	3.2	-5.6	-6.8	-1.4
2019/01/04	2019/01/15	14.5	14.0	-0.50	12.5	12.0	-0.50	1.2	-11.1	2.0	2.3	-2.1	1.1	3.6	-2.5	5.7
2019/01/04	2019/01/25	14.5	13.5	-1.00	12.5	11.5	-1.00	1.2	-11.1	2.0	2.3	-2.1	1.1	3.6	-2.5	5.7
2019/09/06	2019/09/16	13.5	13.0	-0.50	11.5	11.0	-0.50	4.6	-4.2	0.8	1.3	7.8	2.5	-3.3	9.9	-0.2
2020/01/01	2020/01/06	13	12.5	-0.50	11.0	10.5	-0.50	2.2	-2.1	0.8	1.7	-0.1	1.4	-8.4	-31.0	-8.3
2021/07/09	2021/07/15	12.5	12.0	-0.50	9.5	9.0	-0.50	1.4	-8.0	-0.3	0.8	-5.5	1.8	0.2	-19.3	0.6
2021/12/06	2021/12/15	12	11.5	-0.50	9.0	8.5	-0.50	-0.1	-1.3	-1.1	2.6	4.3	2.9	1.0	-2.8	5.1
2022/04/15	2022/04/25	11.5	11.3	-0.25	8.5	8.3	-0.25	-2.5	1.3	3.7	-4.8	7.2	-1.3	-4.3	5.3	-4.4
2022/11/25	2022/12/05	11.25	11.0	-0.25	8.3	8.0	-0.25	-1.4	2.0	-0.8	2.4	2.8	1.4	-2.0	0.4	1.6
2023/03/17	2023/03/27	11	10.8	-0.25	8.0	7.8	-0.25	-0.6	-1.6	-2.2	1.8	2.1	-0.3	3.4	-2.3	1.3
2023/09/14	2023/09/15	10.75	10.5	-0.25	7.8	7.5	-0.25	-0.5	-3.8	1.0	-1.7	5.2	-1.6	0.0	9.3	-4.2
<b>2024/01/24</b>	<b>2024/02/05</b>	<b>10.5</b>	<b>10.0</b>	<b>-0.50</b>	<b>7.5</b>	<b>7.0</b>	<b>-0.50</b>	<b>-1.8</b>	<b>-0.9</b>	<b>2.5</b>						

# 国债

T

01

降准落地，幅度超预期、时间晚于预期

02

降息仍有必要，但时点或相对延后

03

债市提前反映特征明显，短期难以形成新增利多

04

降准对风险资产亦有利多，高估值债市回调风险持续

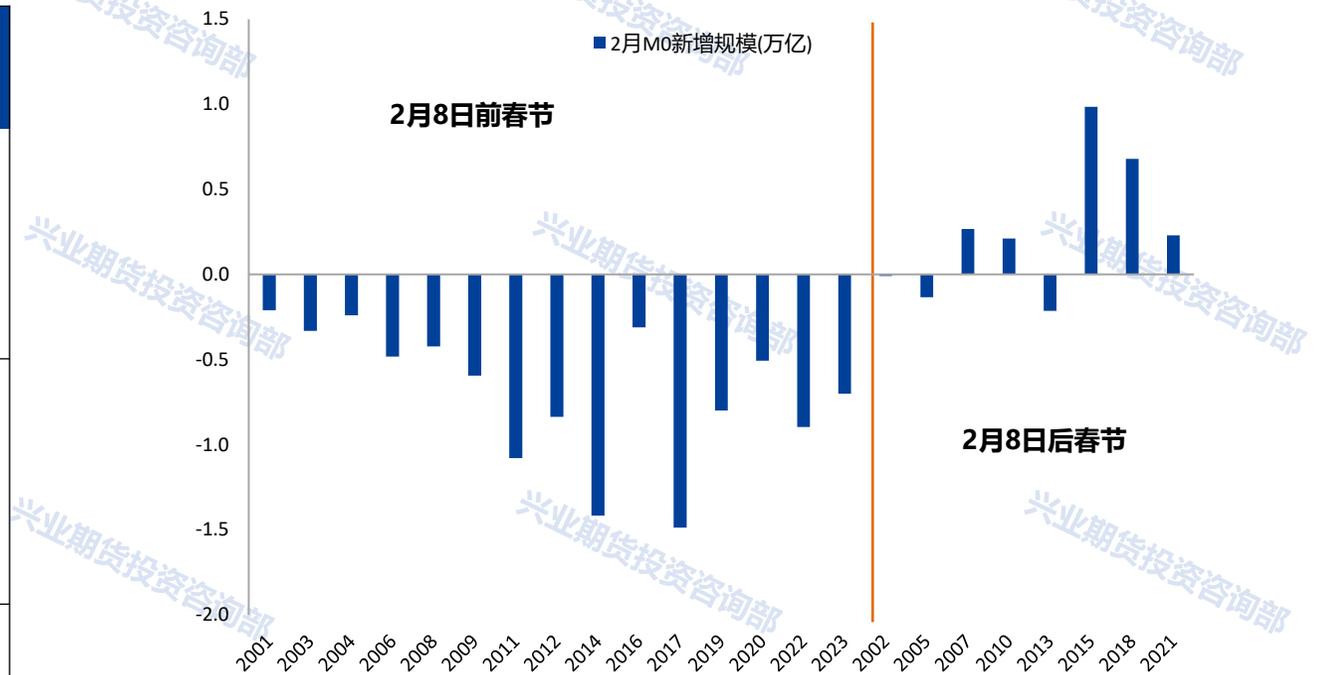
1月24日，央行宣布于2月5日降准0.5个百分点；同时宣布1月25日起，分别下调支农再贷款、支小再贷款和再贴现利率各0.25个百分点。从幅度上来看，本次降准超过前4次的0.25个百分点，但从23年12月末存款余额倒推，法准率已经低至5%的机构占比或在20%左右。而从落地时间上来看略晚于市场预估的23年四季度。

本次降准的主要两个作用在于：1.填补因春节因素造成的资金缺口；2.强化了市场对于稳增长的信心及预期。

本次降准后三档两优法定准备金(%)

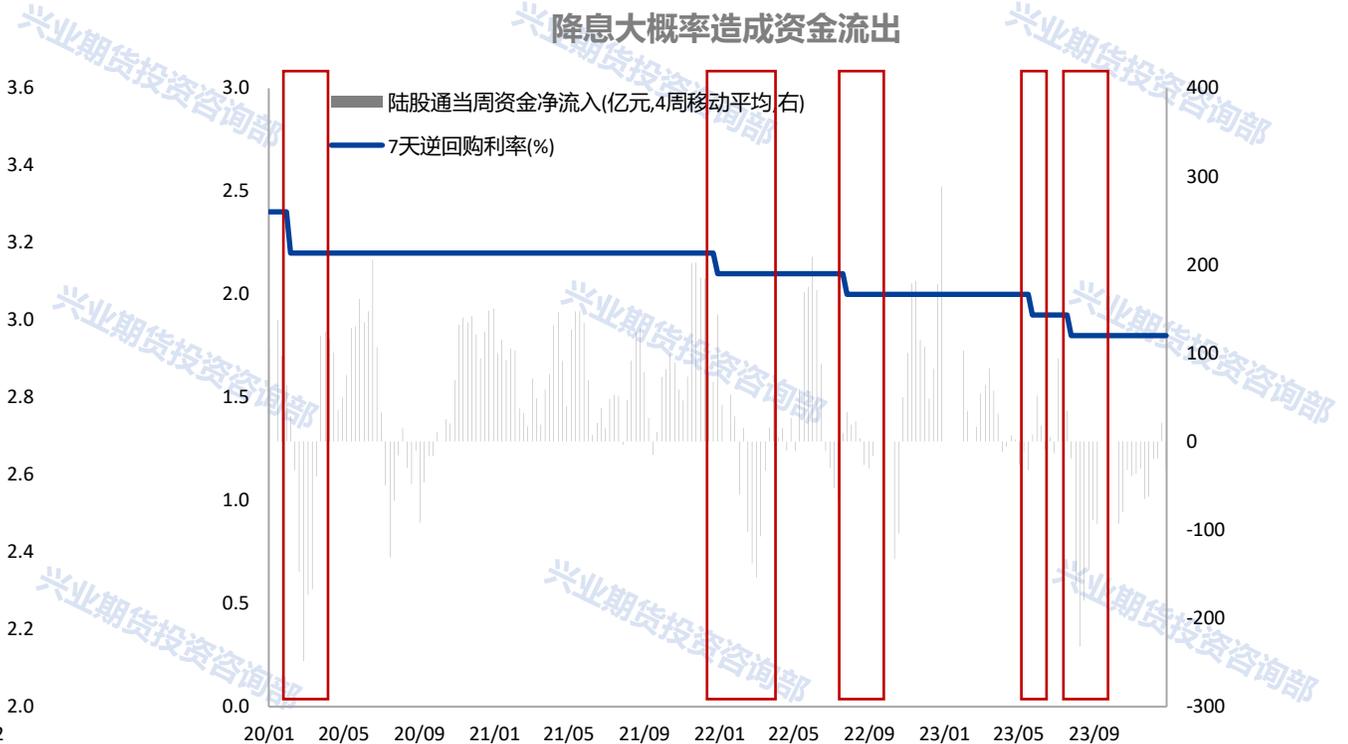
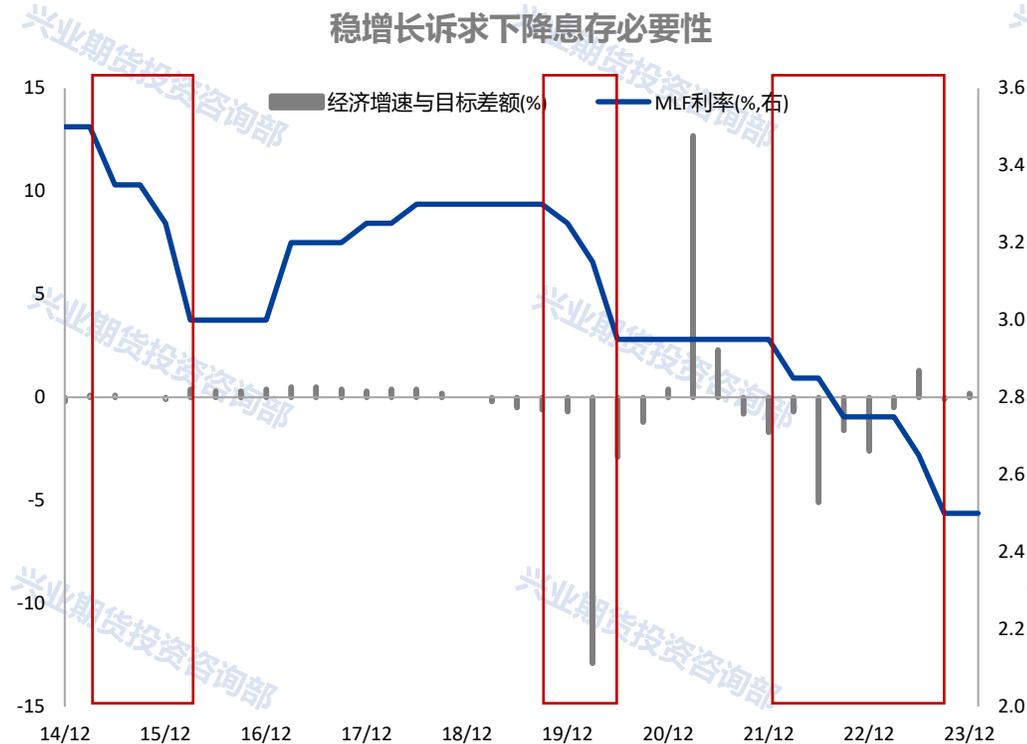
	类型	法定存款准备金	优惠0.5%	优惠1.5%
第一档	大型银行	10.0	9.5	8.5
	中型银行 (普通银行)	7.0	6.5	5.5
第二档	中型银行 (服务省内的城商行、非县域农商行)	5.5	5.0	<b>5.0</b>
第三档	小型银行	<b>5.0</b>	-	-

春节期间资金存阶段性缺口



从目前的宏观环境来看，后续进一步的宽松政策仍存在必要性。2023年实际GDP同比预计5.3%左右，两年平均在4.1%左右，2024年经济增长目标预计在5%左右，稳增长诉求仍较为明确。

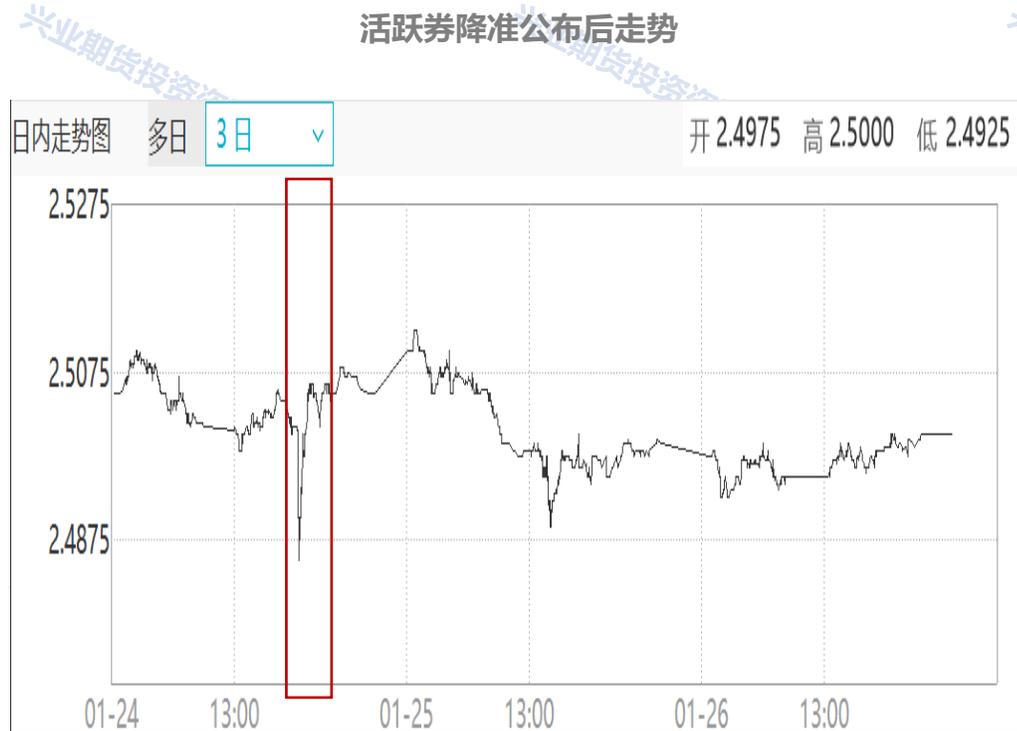
但本次降准及结构性降息落地后，短期内再度降息的概率正在下降。此外目前降息的制约因素仍较为突出，虽然欧美紧缩货币政策均已接近尾声，但宽货币周期仍未开启，全球主要市场名义利率偏强，我国央行的降息可能造成资本外流的加剧。



从历史表现来看，央行宣布降准后并不一定会带来债券收益率的下行，且近年来由于债市对宽松预期提前反映的特征越发明显，因此降准的利多效果明显减弱。

央行降准宣布日	10Y国债收益率变动(BPs)					5Y国债收益率变动(BPs)					1Y国债收益率变动(BPs)				
	当日	次日	次5日	次10日	次20日	当日	次日	次5日	次10日	次20日	当日	次日	次5日	次10日	次20日
2014-4-22	0.8	0.0	3.0	4.9	-15.0	5.0	-2.0	0.0	-2.6	-13.0	-1.5	-3.0	-5.0	-1.5	-5.0
2014-6-9	4.4	-1.0	-1.0	-3.0	-3.0	1.3	0.0	12.0	21.8	22.0	2.7	-3.5	-8.9	-4.7	-10.9
2017-9-30	0.5	-	-	2.6	8.8	-2.8	-	-	4.4	4.1	-1.4	-	-	2.7	11.7
2018-4-17	-2.8	-4.2	-11.7	-2.7	-1.6	0.7	-4.4	-25.3	-18.8	-27.3	-1.5	-4.7	-19.3	-21.8	-24.1
2018-6-24	-	1.0	-7.5	-5.2	-4.5	-	-0.2	-5.3	-22.5	-20.5	-	-3.9	-0.4	-13.4	-12.9
2018-10-7	-	1.8	-2.6	-3.1	-6.7	-	-1.1	-12.8	-13.4	-13.1	-	2.7	-4.8	-4.8	-9.2
2019-1-4	-0.8	-	-4.0	-1.9	-3.7	-7.3	-	-10.7	-8.2	-8.7	-2.3	-	0.1	6.9	5.7
2019-5-6	-1.7	-2.9	-7.7	-12.1	-9.0	-3.9	1.9	0.0	1.4	0.9	-3.3	-2.2	-2.3	-3.4	-6.3
2019-9-6	-1.9	-	2.7	7.7	10.6	-1.8	-	3.2	0.7	-4.1	-5.7	-	3.6	6.6	9.1
2020-1-1	-	0.8	-0.4	-5.5	-6.0	-	2.1	8.7	-5.7	-14.2	-	0.5	0.5	-3.6	-4.1
2020-3-13	2.7	-	5.3	-1.4	-10.8	-0.1	-	-0.9	-6.7	-26.7	6.5	-	3.1	0.4	-18.4
2020-4-3	6.8	-	-14.0	-6.7	-12.0	-3.1	-	-31.0	-39.8	-51.1	6.8	-	-24.9	-28.3	-51.7
2021-7-9	0.1	-	-6.9	-5.1	-6.8	-4.3	-	-1.9	-4.1	-14.0	-0.2	-	-11.4	-9.4	-15.0
2021-12-6	-1.1	-1.9	-0.5	-0.3	-3.9	1.0	-0.8	2.3	6.0	8.4	2.6	-3.0	-2.2	-4.0	-7.6
2022-4-15	-0.5	-	7.5	6.2	7.0	-4.6	-	2.3	-5.9	2.1	-1.0	-	5.0	5.2	6.6
2022-11-25	-0.6	-	9.8	8.3	9.3	-1.2	-	5.1	9.4	24.3	-0.4	-	12.4	6.8	12.0
2023-3-17	0.7	-	-0.3	-0.6	0.1	-0.7	-	-0.3	2.3	-2.8	0.9	-	0.4	1.2	1.8
2024-1-24	-0.4	-0.6	-0.3	-0.3	-0.3	-0.2	-5.0	-7.2	-7.2	-7.2	-1.1	-3.5	-3.4	-3.4	-3.4

- 本次降准除了对流动性宽松以外其主要目前仍在于向宽信用的传导以及提振市场信心，因此风险资产亦受到利多支撑。在降准消息公布后，股指出现连续反弹。而债市由于前期对宽松预期已有较充分定价，因此消息公布后收益率先下后上，未有明显走强。
- 此外从估值角度来看，目前股市等风险资产估值偏低，吸引力正在逐步抬升，而债市估值偏高，尤其是长端仍存较高的回调风险。



# 股指

IF

01

估值扩张为主、业绩贡献为辅，整体驱涨动能明确

02

上行弹性充裕，A股多头策略性价比优异

03

内资护盘积极、外资负反馈大减，资金面积极因素增多

04

考虑景气度、防御性和交易性，沪深300指数仍为最佳多头

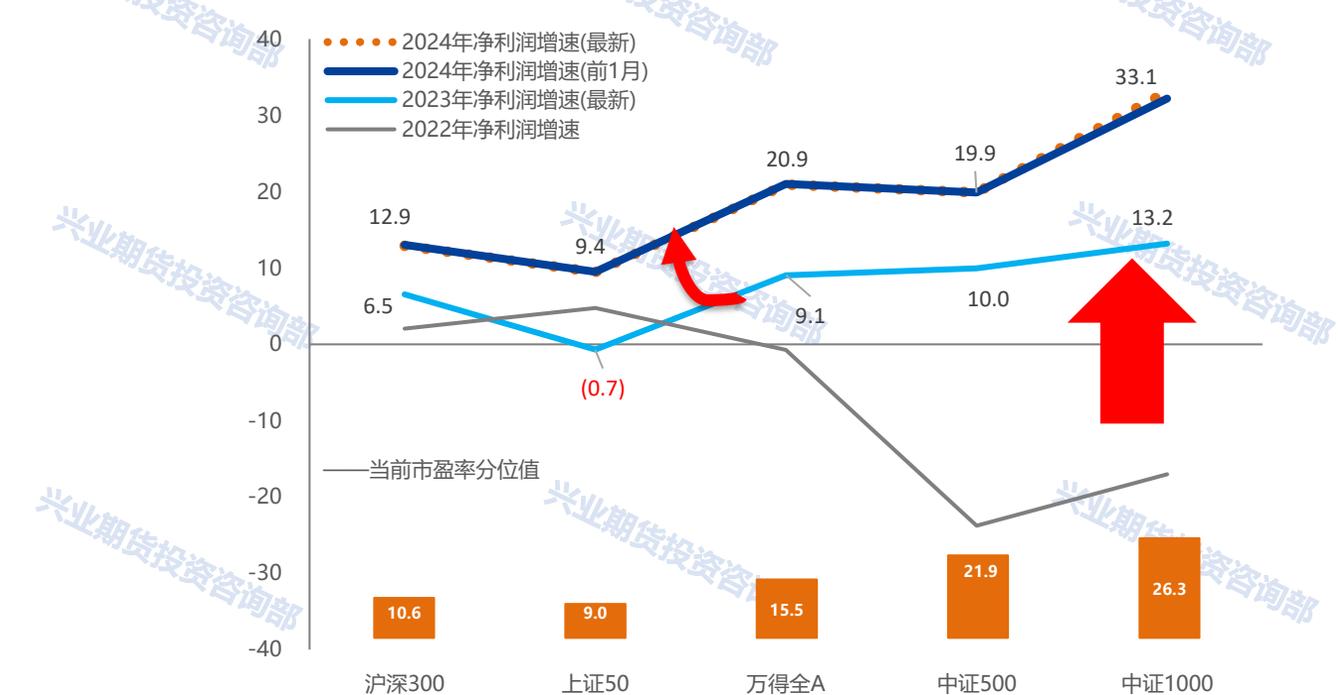
□ 股价核心驱涨动能一是估值扩张，二是盈利改善。对前者，与流动性、市场风险偏好有正相关性，考虑到24年国内货币政策总体宽松、预计剩余流动性较宽裕（以M1-PPI增速差为代表，体现为差值走阔），且主要负面因素亦大幅消除或缓解，均利于促进A股估值抬升、且为主要利多。

□ 再从相关前瞻指标看，24年国内经济呈温和复苏格局，中观面业绩改善大势依旧明确。以Wind一致性预期净利润增速作印证，主要指数相对增幅均较大。另从其市盈率水平看、则均处低位，预计对乐观因素的反馈将更具弹性、而对悲观因素则将明显钝化。以此看，盈利端的边际贡献亦有潜力。

### 国内A股剩余流动性、及走势对比跟踪（截至2023年12月）

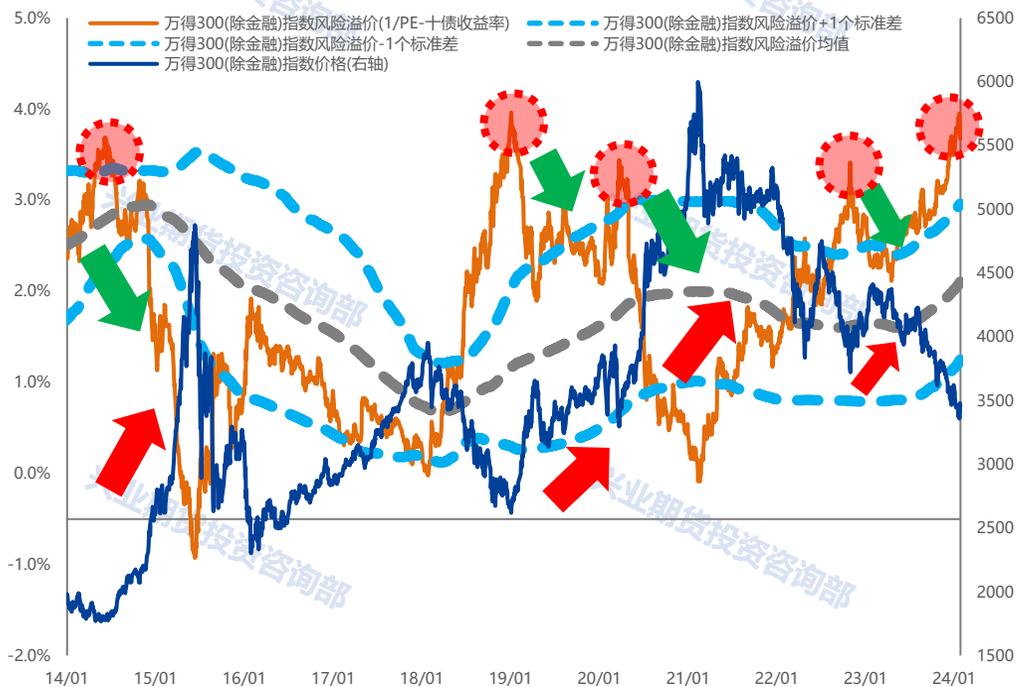


### A股主要指数24年盈利增速预测、估值对比（截至2024.1.26）



- 以万得300（除金融）指数为代表，目前A股最新股债风险溢价比已处于历史极值高位区间。按均值回归统计规律、以及基本面利多指引基调看，其潜在回落空间充足，对应A股涨势可观。
- 再从A股历轮低点估值水平对比看，其整体亦处“低点中的低点”，潜在扩张空间同样较大。
- 故从大类资产相对视角、A股自身绝对视角看，其均属“相当便宜”，多头策略性价比优异。

万得全A指数股债风险溢价、及价格走势对比（截至2024.1.26）



国内A股主要指数历轮低点估值对比（截至2024.1.26）

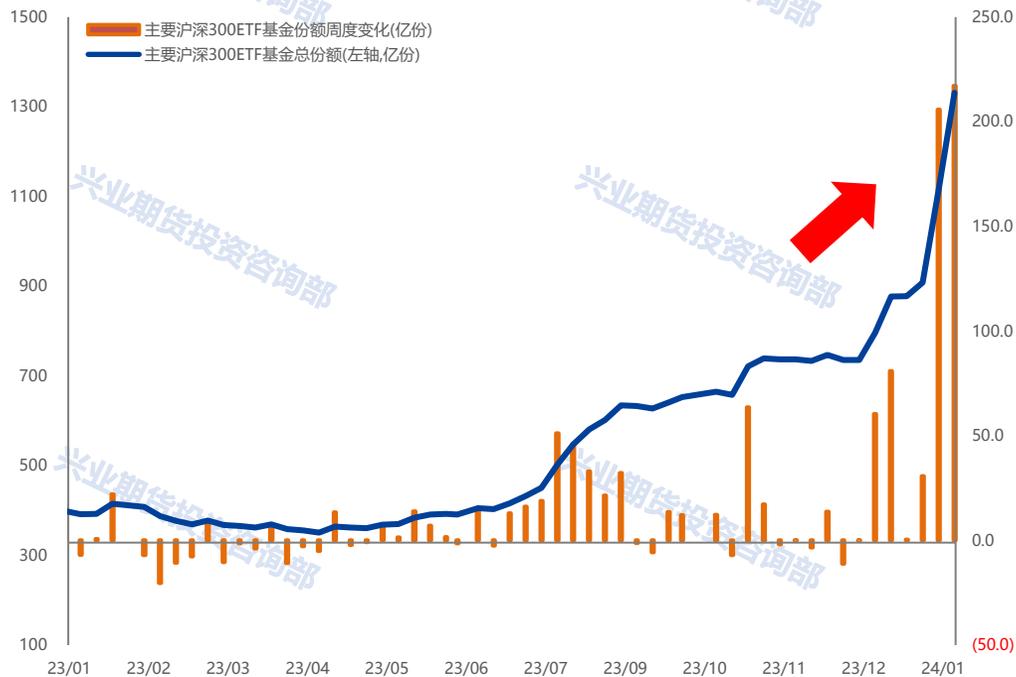
代码	指数	2012/12/3	2013/6/25	2016/1/28	2018/10/18	2022/4/26	2022/10/31	2023/10/23	2024/1/26	中位数 (市盈率)	当前分位值 (市盈率)
000001.SH	上证指数	10.2	9.7	12.5	11.1	11.2	11.4	12.4	12.4	11.3	26.9%
399001.SZ	深证成指	14.0	13.6	27.4	16.2	20.8	24.0	20.7	19.4	20.0	28.9%
000300.SH	沪深300	9.5	8.9	10.7	10.5	11.2	10.3	11.0	10.9	10.6	17.7%
399006.SZ	创业板指	28.8	47.2	52.5	27.0	40.1	37.4	27.2	24.8	33.1	0.1%
000016.SH	上证50	8.7	7.8	8.4	9.3	9.5	8.3	9.7	9.4	9.0	24.3%
881001.WI	万得全A	11.9	12.0	17.1	13.1	15.2	15.8	16.3	16.0	15.5	26.8%
000905.SH	中证500	26.1	28.4	37.7	16.7	15.6	22.1	21.6	20.4	21.9	7.6%
000852.SH	中证1000	0.0	0.0	66.6	18.9	24.0	28.6	35.2	31.8	26.3	20.4%
000015.SH	红利指数	8.1	6.8	7.2	7.3	5.4	4.7	5.6	5.8	6.3	16.9%

(\*\*分位值起始时间点为2008/1/2)

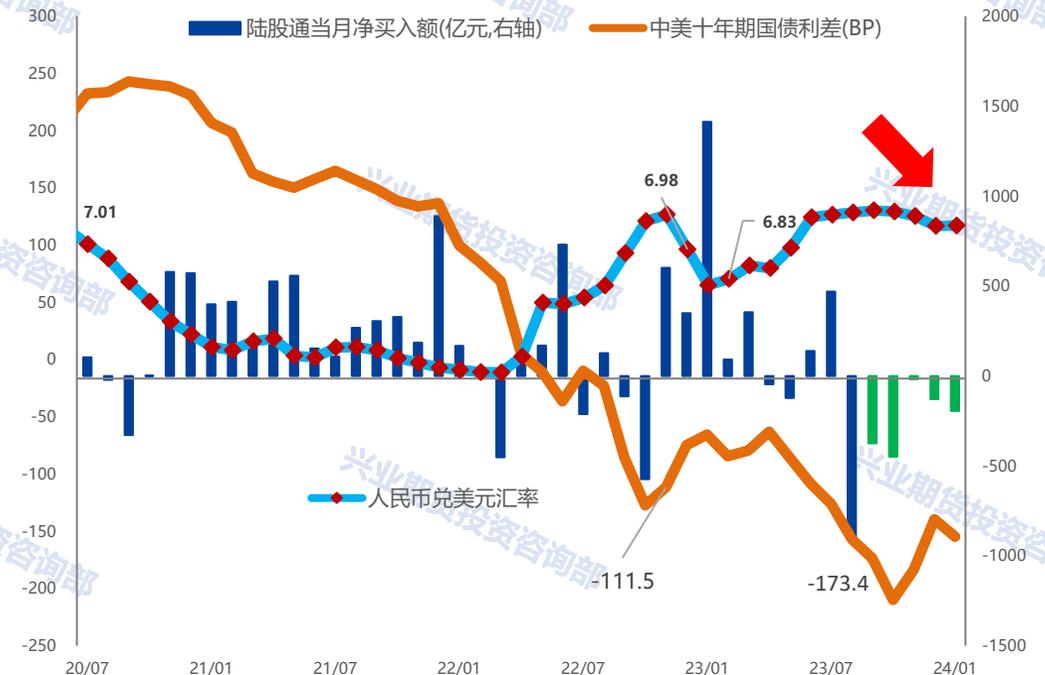
虽然近期A股整体表现不佳、且部分交易日回撤较大，但增量护盘资金入场积极，对市场情绪形成有效支撑。以主要沪深300ETF基金净份额变化为代表，其总体呈持续的大幅净流入状态。

此外，虽然近月以陆股通为主的外资呈净流出格局，但其规模、节奏较前期各月均有大幅缓和。一是与人民币汇率企稳有关，二是与中美利差重回缩窄趋势所致。随2024年美国经济增长放缓、美联储降息等预期逐步兑现，预计上述两大积极因素将显著强化，并持续提升A股在全球市场的吸引力、并促进外资回流。

### 国内主要沪深300ETF基金份额变动情况（截至2024.1.26）



### 中美十债利差、人民币汇率及陆股通净流入额对比（截至2024.1.26）



从具体行业配置看：一是2024年经济复苏大势下，景气度投资的有效性将有加强，对应业绩增速预期较高的行业有较好表现；二是复苏斜率较平缓、节奏时点亦存不确定性，即防御型行业亦存在较大的配置必要性，对应低估值、高分红特征。基于此，按“业绩、估值、股息率”选股模型，相关具体入选行业在沪深300指数占比最高（为47.4%）。再从主动股票型基金23年Q4持仓情况看，上述入选行业整体均有较大的提升空间，交易属性亦较好。

综合看，当前阶段沪深300指数依旧为最佳多头标的。

主动股票型基金重仓行业持仓变化（中信一级行业，截至2023年Q4）

基于“业绩、估值、股息率”三大维度，相关行业四大股指占比统计（截至2024.1.26）

简称	最新总市值 (亿, 2024.1.26)	最新市净率 (LF)分位值	最新市盈率 (TTM)分位值	最新预估净利润 增速(FY1)	最新预估净利润 增速(FY2)	最新预估 ROE(FY1)	最新预估 股息率	沪深300指数 权重占比	上证50指数 权重占比	中证500指数 权重占比	中证1000指数 权重占比	对应A股 市值占比
新能源动力系统	11886	0.1%	0.1%	24.7%	35.0%	13.5	0.95	2.9	0.0	1.8	1.6	1.4
消费电子	11972	0.3%	6.3%	24.5%	55.3%	8.8	1.23	1.8	0.0	2.8	2.0	1.4
稀有金属	9046	0.5%	23.1%	-35.4%	20.7%	13.7	2.10	1.4	1.5	2.8	2.2	1.1
专用机械	14715	1.4%	0.4%	30.3%	37.6%	9.2	1.13	0.4	0.0	2.0	2.8	1.8
其他化学制品II	19592	1.5%	36.1%	-27.0%	48.5%	8.5	1.48	1.5	2.3	4.1	3.8	2.3
建筑施工	15328	1.6%	8.1%	11.0%	23.3%	9.0	2.80	2.0	3.1	0.9	1.7	1.8
保险II	21376	2.5%	18.3%	9.8%	29.9%	9.5	3.53	3.5	8.8	0.0	0.1	2.6
计算机设备	9635	2.8%	0.9%	41.3%	35.5%	9.0	1.44	1.1	0.0	1.7	1.3	1.2
工业金属	8401	3.2%	4.5%	13.0%	19.9%	10.7	2.00	0.5	0.0	2.9	2.1	1.0
航空航天	7469	3.5%	8.6%	46.3%	35.8%	6.8	0.59	0.9	0.8	2.1	0.9	0.9
白色家电II	8673	4.2%	6.6%	16.2%	10.3%	20.1	4.23	2.9	1.2	0.0	0.2	1.0
通用设备	10138	4.6%	0.5%	32.3%	39.7%	8.1	1.01	0.2	0.0	1.9	2.9	1.2
区域性银行	10732	6.3%	6.3%	11.3%	9.9%	11.7	4.87	2.5	0.0	2.3	0.8	1.3
证券II	31060	6.7%	38.1%	22.3%	12.8%	6.6	1.43	6.2	3.1	6.4	1.1	3.7
其他医药医疗	24056	9.4%	26.4%	-23.0%	23.9%	10.0	1.53	3.3	2.3	4.6	4.2	2.9
电源设备	17108	10.0%	2.3%	16.7%	20.7%	14.1	2.19	3.3	3.7	2.3	1.9	2.0
中药生产	9872	12.1%	23.6%	40.3%	37.1%	8.4	1.67	1.3	1.1	1.5	2.6	1.2
通信设备	9046	12.8%	19.5%	18.5%	42.8%	8.4	0.81	1.0	0.0	1.7	2.1	1.1
其他军工II	7905	36.4%	18.6%	47.3%	55.1%	7.1	0.70	0.7	0.0	2.9	2.1	0.9
酒类	38277	41.1%	34.7%	19.3%	20.8%	24.4	2.59	10.1	18.7	0.7	1.0	4.6
相关筛选行业四大股指权重占比合计(剔除净利润增速过低或下年度大幅下修、ROE值及股息率过低行业)								47.4	46.6	45.2	37.2	35.5

中信一级行业	22Q4持仓	23Q1持仓	23Q2持仓	23Q3持仓	23Q4持仓	23Q3配置 比例变化	23Q4配置 比例变化	配置比例 历史分位数	PE历史 分位数	PB历史 分位数
医药	12.2%	11.7%	11.7%	13.0%	14.4%	1.3%	1.5%	54.5%	35.7%	11.7%
电子	9.1%	9.4%	9.9%	10.2%	13.2%	0.3%	3.0%	72.7%	68.1%	17.4%
食品饮料	15.5%	15.3%	12.3%	13.4%	12.4%	1.1%	-1.0%	54.5%	15.2%	40.9%
电力设备及新能源	15.6%	11.7%	11.6%	8.9%	8.1%	-2.7%	-0.8%	80.0%	0.9%	20.0%
机械	4.2%	3.8%	4.5%	4.4%	5.0%	0.0%	0.5%	83.6%	27.4%	14.3%
基础化工	5.9%	5.0%	4.9%	4.9%	4.9%	0.0%	0.1%	63.6%	22.9%	8.7%
汽车	3.3%	3.1%	4.1%	4.6%	4.5%	0.5%	-0.1%	85.5%	60.4%	27.4%
计算机	4.4%	7.2%	7.2%	5.0%	4.3%	-2.2%	-0.7%	56.4%	56.0%	17.4%
有色金属	3.8%	3.8%	3.3%	3.7%	4.0%	0.4%	0.3%	85.5%	10.7%	7.0%
通信	1.0%	2.3%	4.2%	3.6%	3.1%	-0.6%	-0.5%	87.3%	10.4%	12.6%
家电	1.3%	1.6%	2.3%	2.7%	2.8%	0.3%	0.2%	25.5%	10.4%	25.2%
国防军工	4.1%	2.7%	3.1%	2.8%	2.7%	-0.3%	-0.1%	72.7%	22.6%	18.3%
传媒	0.7%	3.9%	4.0%	3.5%	2.7%	-0.4%	-0.8%	61.8%	82.0%	7.4%
电力及公用事业	1.1%	1.4%	1.8%	1.7%	2.1%	-0.2%	0.4%	56.4%	25.2%	14.3%
农林牧渔	1.6%	1.4%	1.3%	1.3%	2.0%	0.0%	0.7%	43.6%	96.7%	14.8%
交通运输	2.8%	2.7%	2.0%	2.1%	1.9%	0.2%	-0.2%	81.8%	28.8%	7.0%
银行	3.0%	1.9%	2.0%	2.4%	1.9%	0.4%	-0.5%	10.9%	9.6%	2.2%
石油石化	0.9%	1.6%	1.6%	2.1%	1.7%	0.5%	-0.4%	98.2%	5.7%	19.6%
房地产	2.2%	1.8%	1.6%	1.7%	1.4%	0.1%	-0.3%	7.3%	-	0.4%
非银行金融	1.3%	1.2%	1.1%	1.8%	1.3%	0.8%	-0.5%	23.6%	15.3%	0.9%
煤炭	0.7%	0.9%	0.6%	1.0%	1.3%	0.3%	0.3%	72.7%	18.3%	47.0%
消费者服务	2.0%	2.2%	1.6%	1.6%	1.1%	0.0%	-0.5%	56.4%	48.9%	16.1%
轻工制造	1.0%	0.7%	0.8%	0.7%	0.8%	-0.1%	0.0%	41.8%	35.8%	14.3%

# 橡胶

RU

01

乘用车零售预期乐观，橡胶需求传导效率尚佳

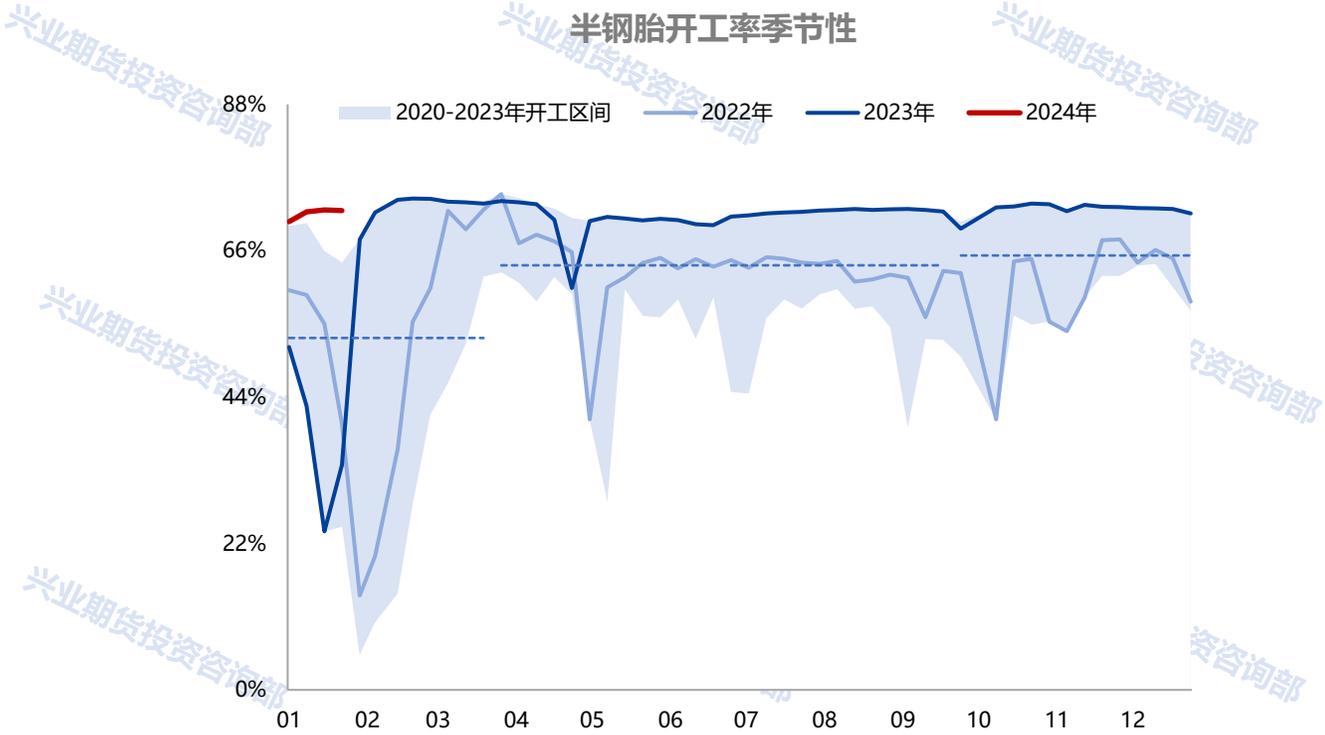
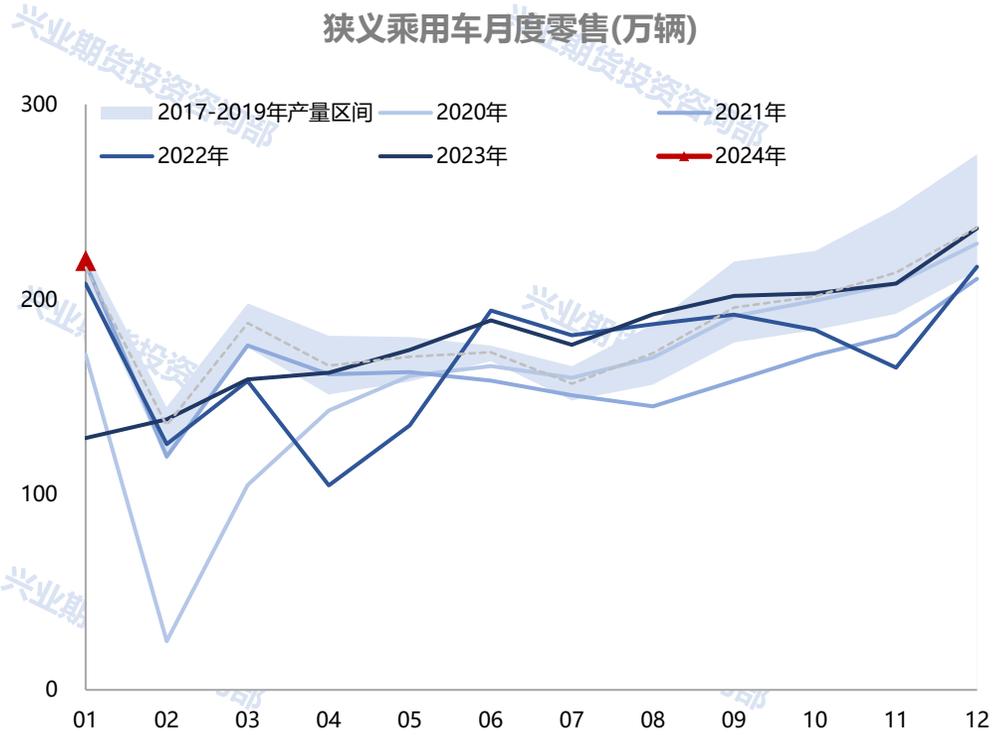
02

主产区进入减产阶段，气候因素影响持续至一季度末

03

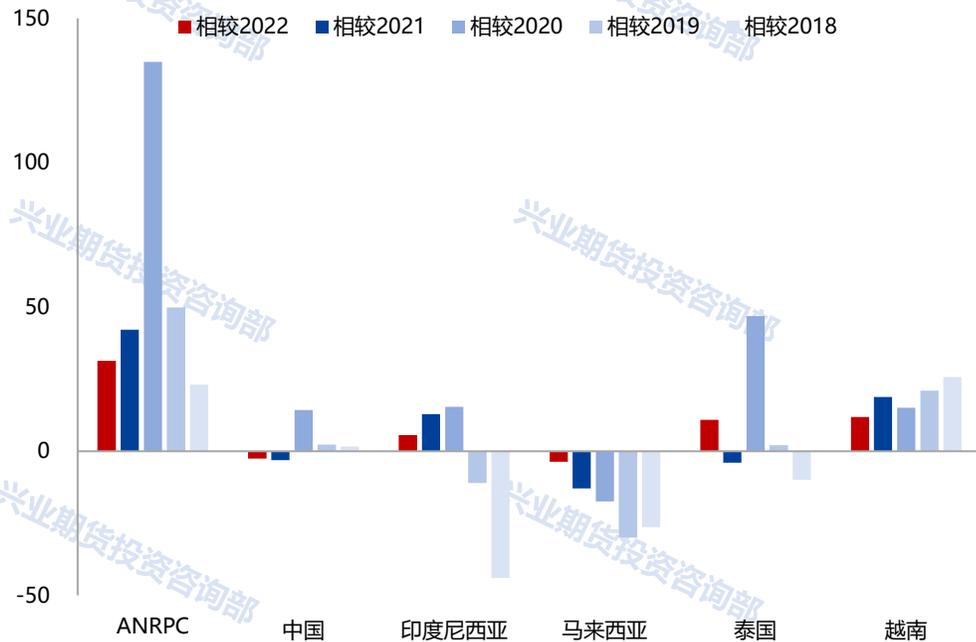
港口重回去库态势，期货库存降至低位

需求方面，乘用车零售预计延续增长，政策引导意欲通过税收减免、购置补贴、新能源车下乡等方式继续推动国内汽车市场复苏，橡胶终端需求维持乐观；而全钢胎库存虽升至去年同期高位，但半钢胎去库顺畅、产线开工率意愿尚佳，轮胎消费结构性分化，但需求传导并未受阻。

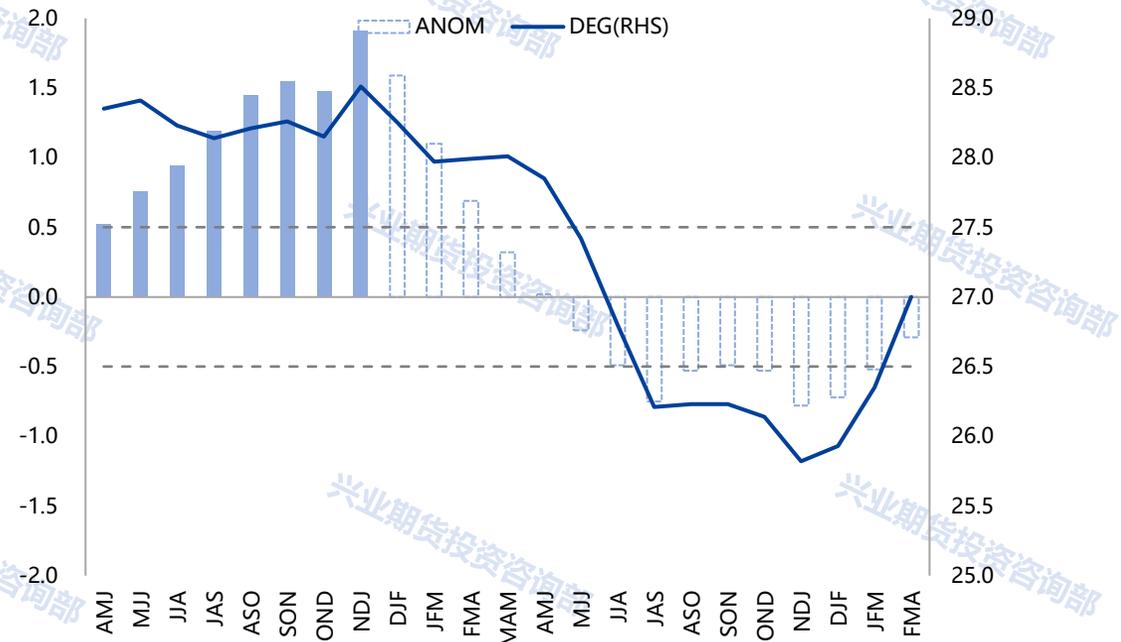


供应方面，2023年ANRPC天然橡胶产出增幅继续收窄，种植周期拐点临近，供应弹性随之降低；当前阶段，国内产区悉数停割，东南亚各国亦陆续迈入低产季，天胶生产季节性走低，而气候因素影响尚存，本轮厄尔尼诺事件将持续至一季度末至二季度初，天气变动对原料产出的扰动或将增强，泰国胶水价格屡创新高印证如上观点，天然橡胶供给端继续收紧。

2023年天然橡胶产量增减(万吨)

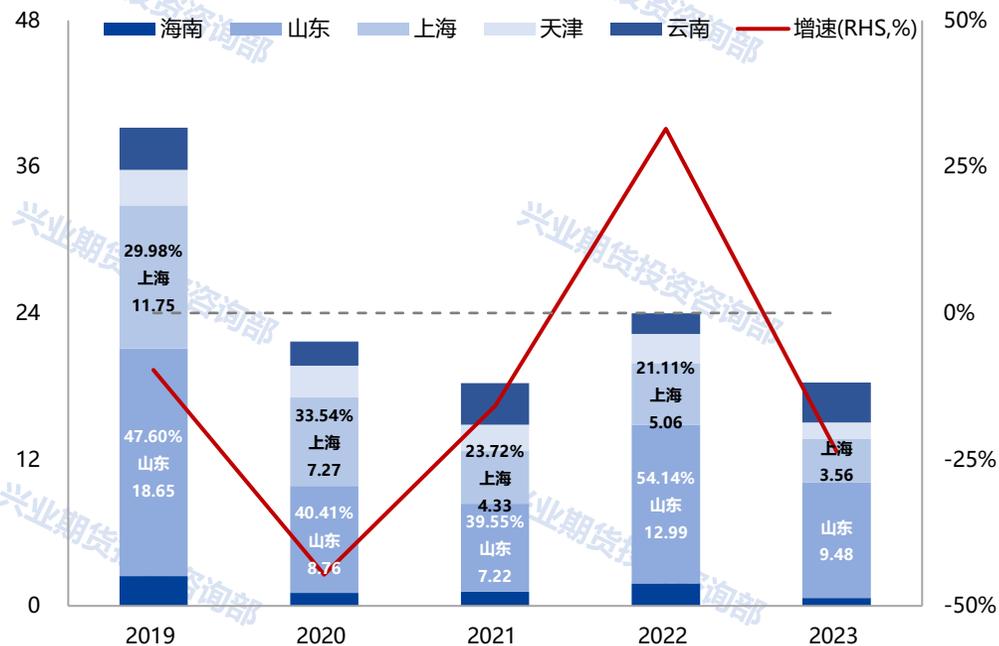


Nino3.4区海温指数异常预期

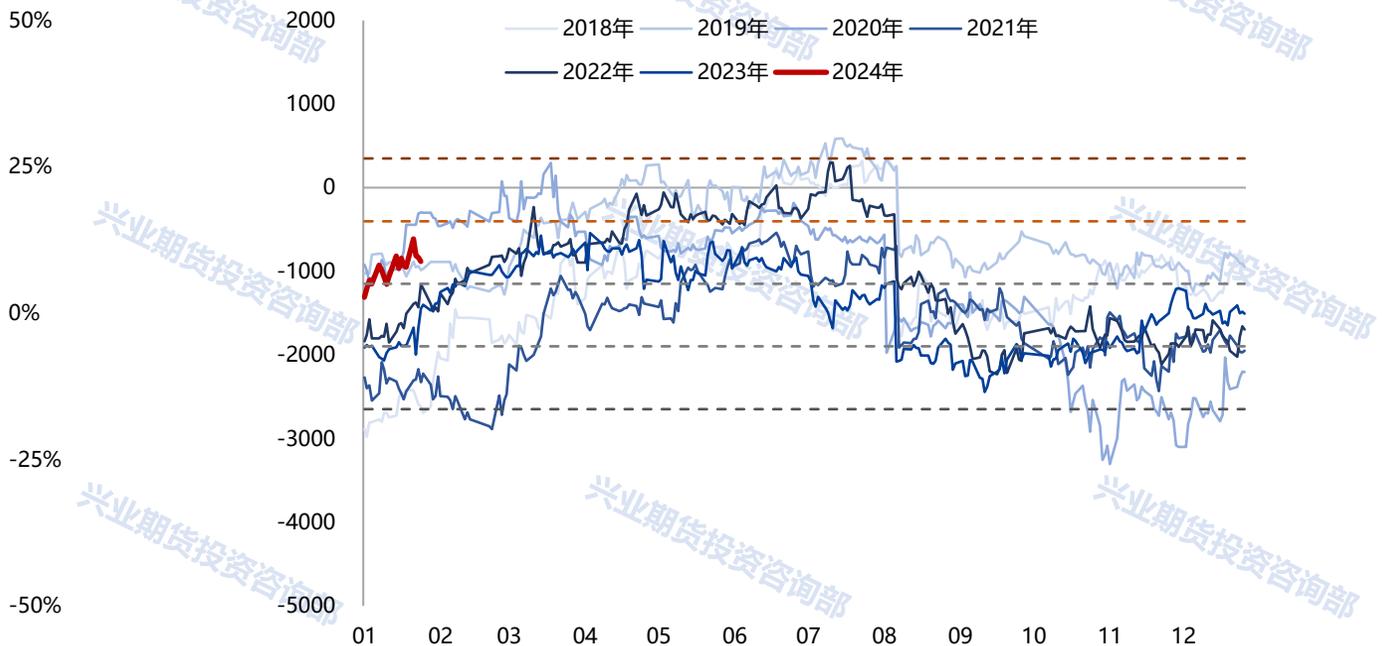


- 库存方面，气候因素干扰下沪胶仓单重回近年低位，而青岛港口库存受制于到港资源的下降再度进入去库阶段，橡胶库存端暂无压力。
- 综合来看，国内汽车工业景气尚佳，轮胎企业尚未进入春节假期，而原料供应或超预期回落，合艾市场胶水价格表现较强韧性，港口库存回归降库，供减需增支持橡胶价格，而考虑当前基差水平处于季节性相对高位，沪胶上行驱动更强。

### 天然橡胶期货库存结构(万吨)



### 泰国混合胶基差走势及统计特征





# 聚氯乙烯

V

01

产量保持稳定，生产企业加速去库

02

下游开工持续降低，节前需求短暂好转

03

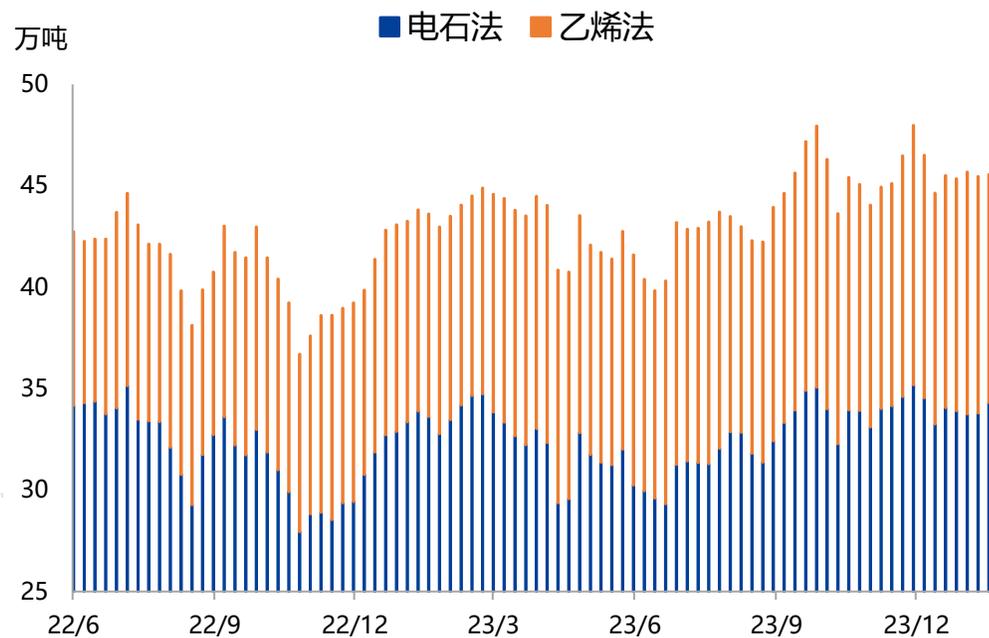
成本支撑作用较强，波动率持续降低

## 能源化工品种策略 (PVC)：产量保持稳定，生产企业加速去库

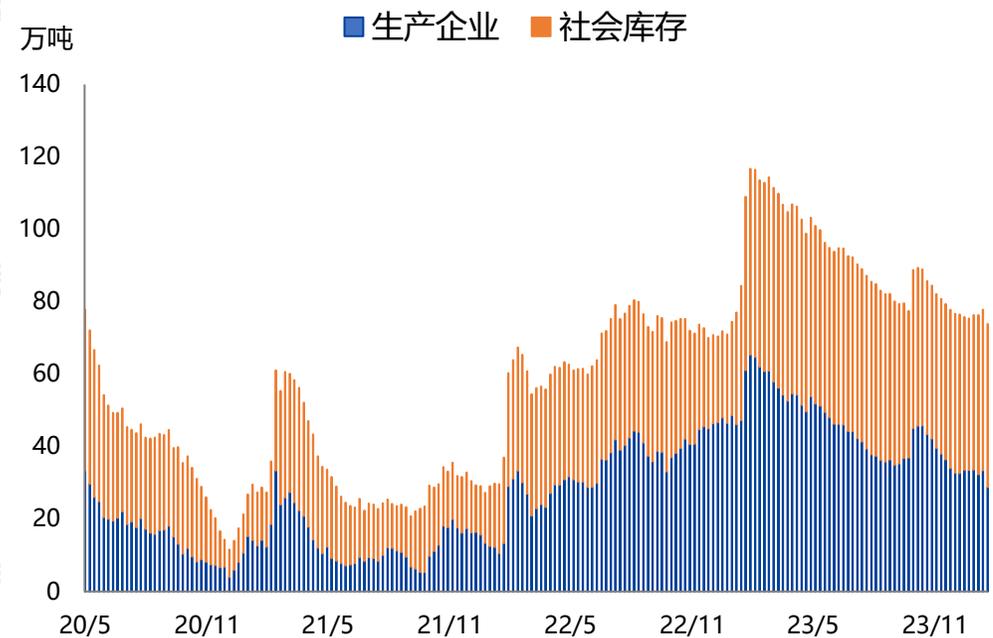
齐鲁石化、苏州华苏、沧州聚隆和上海氯碱于周五重启，青松化工临时停车，PVC周度开工率上升0.18%，产量增加0.09万吨至45.56万吨。下周无新增检修计划，开工率将明显提升，产量预计提升至46万吨，供应端偏利空。

近一周生产企业加速去库，贸易商小幅累库。生产企业库存处于62% (-4%) 分位水平，社会库存处于90% (+1%) 分位水平。高库存仍然是限制上涨的主要因素，另外春节期间上中游库存将被动积累，如果春节后社会库存积累超过10万吨，建议多单暂时离场。

产量保持稳定 (截至1.26)



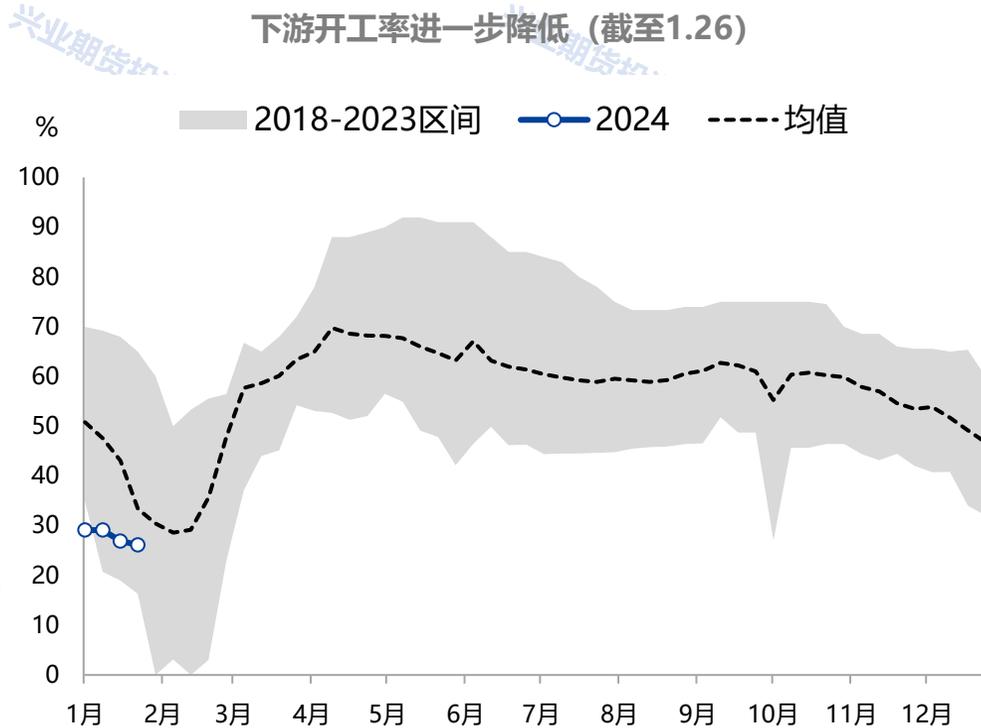
生产企业库存减少 (截至1.26)



## 能源化工品种策略 (PVC)：下游开工持续降低，节前需求短暂好转

▣ PVC下游开工率下降0.79%，其中薄膜和型材开工率持平，管材下降1.54%。管材、型材、片材和膜料等各类下游企业订单严重不足，导致今年下游企业呈现提前停工的特征，下周起下游开工率将加速下降。

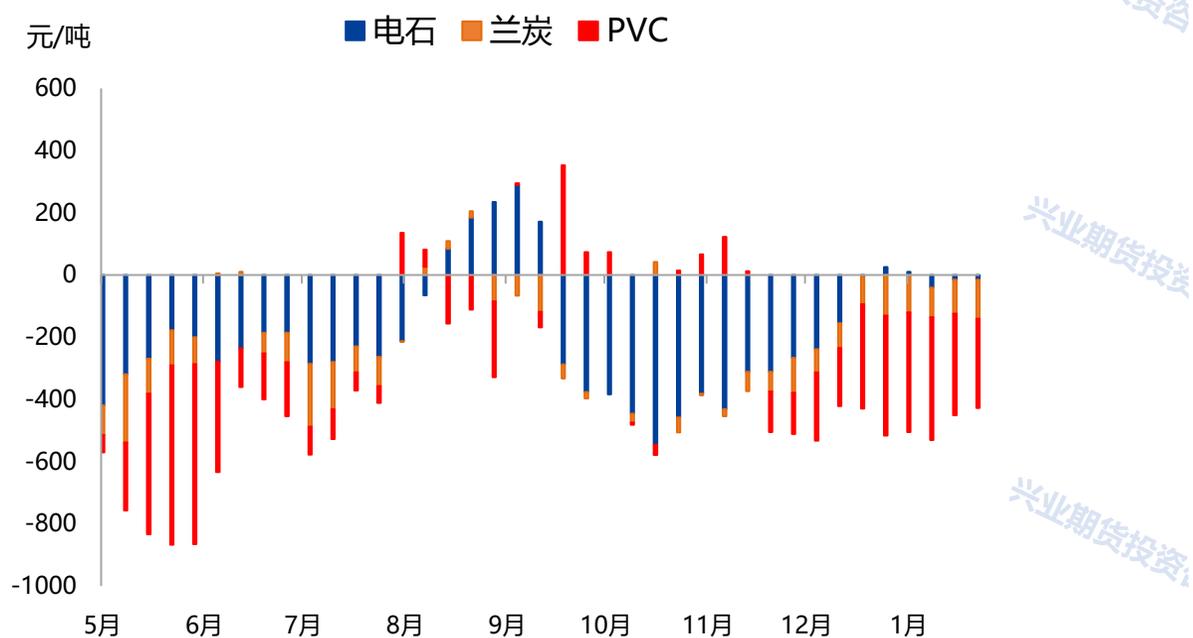
▣ PVC现货预售量达到至74.71 (+5.36) 万吨，达到去年8月以来最高。PVC生产企业出口新接订单量为2.80万吨，交付货源量为0.78万吨，累计待交付量为10.33万吨。受春节前集中备货影响，内外需求都出现好转，不过随着2月起下游陆续停工，需求将再度转弱。



□ 兰炭亏损扩大，电石亏损减少，电石法成本为5760元/吨。液氯价格下跌，不过乙烯价格上涨，乙烯法成本提高至5900元/吨。PVC现货和期货价格紧贴成本线，成本支撑是做多PVC的核心理由。

□ PVC期货指数的20日历史波动率下降至11%，达到2016年以来的7%分位水平。根据均值回归特征，低波动率持续时间越长，未来波动率显著上升的可能性越高，参考2016年和2019年行情，2024年PVC期货历史波动率大概率上升，价格波动也将加剧。

### 产业链亏损严重 (截至1.26)



### 波动率持续下降 (截至1.26)





# 沪铝

AL

01

北方重污染天气反复，氧化铝价格波动加大

02

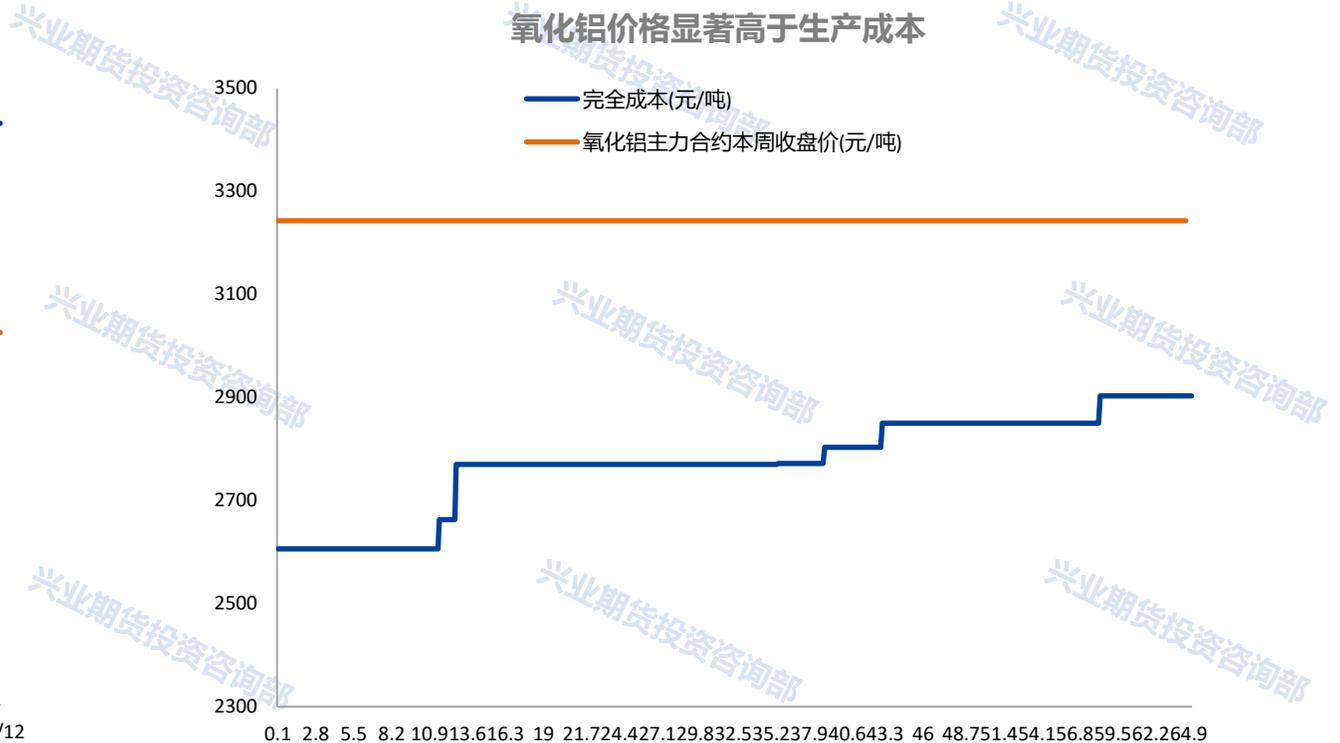
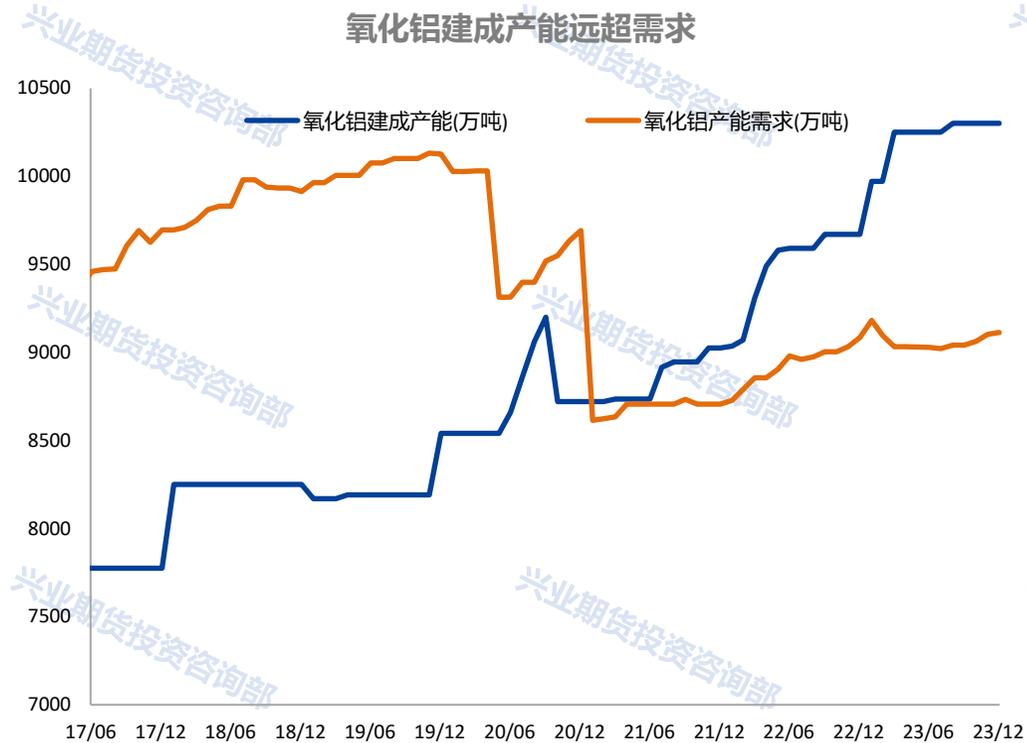
电解铝供给刚性叠加低库存，价格向上确定性更高

03

需求预期存潜在利多，现实暂无拖累

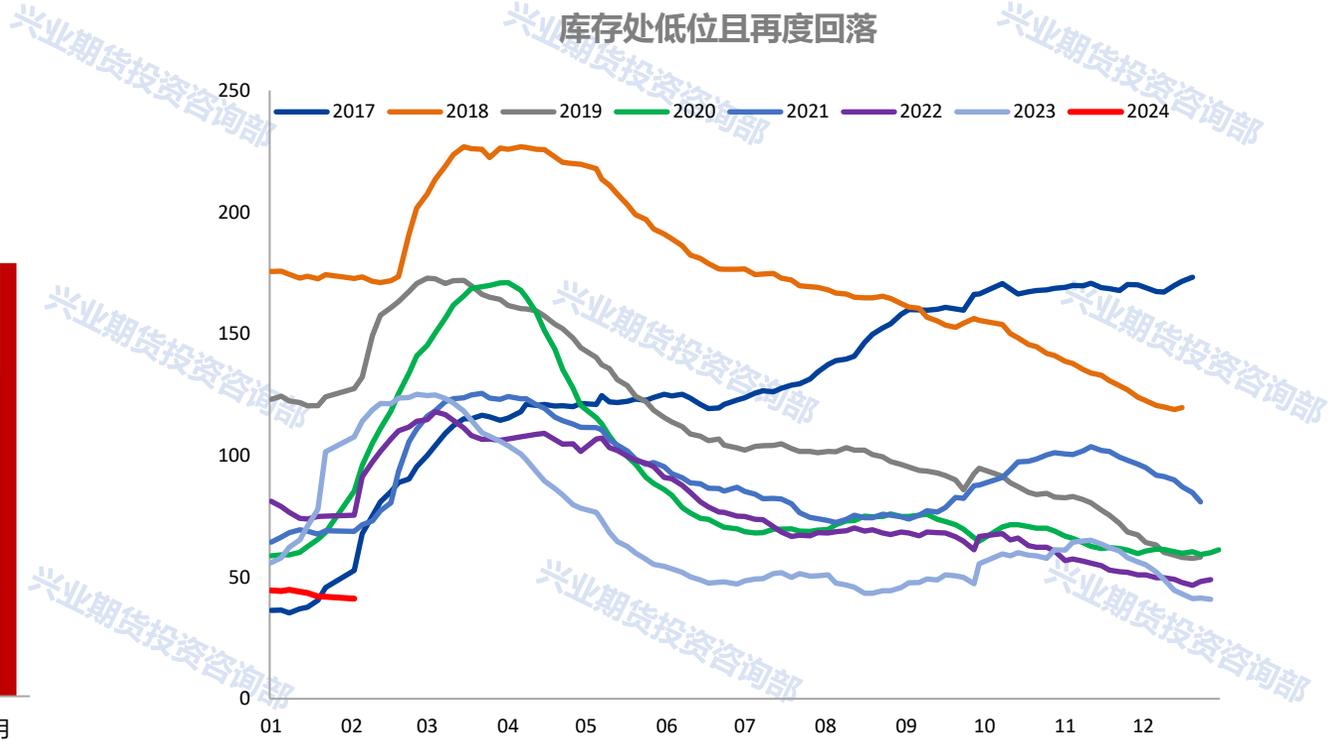
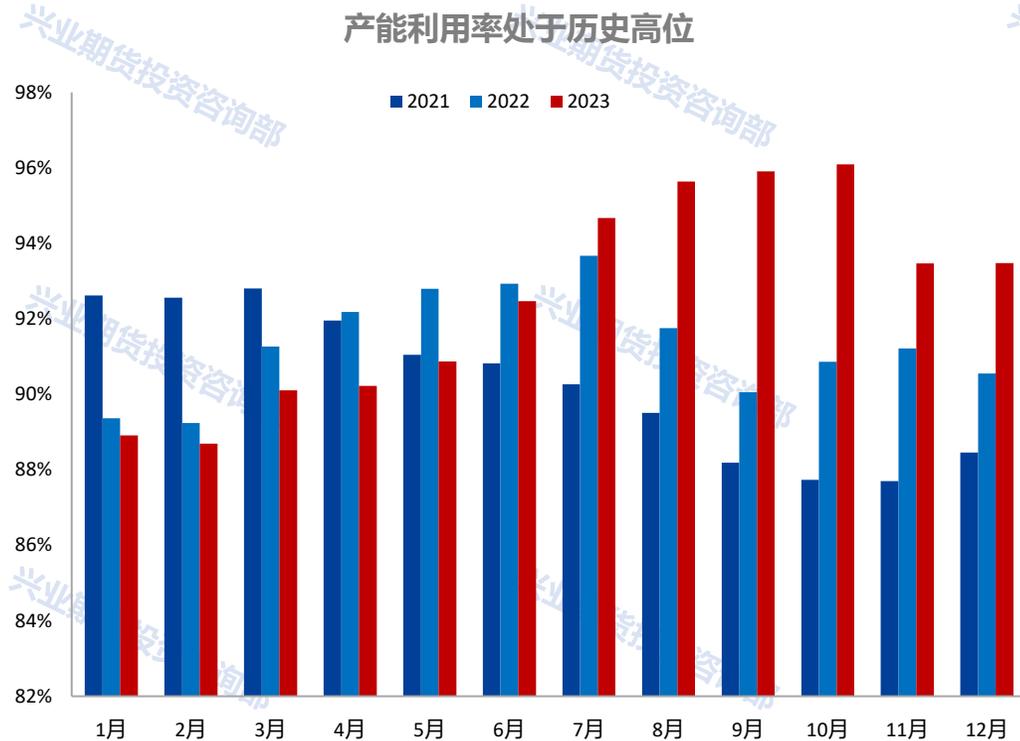
受季节性天气因素的影响，氧化铝开工率的不确定性预计仍将持续，对氧化铝供给形成阶段性的扰动。但从中长期来看，目前氧化铝建成产能已经显著高于下游需求，在电解铝产能天花板下，氧化铝过剩格局将进一步加剧。

从价格角度来看，供给端扰动将放大价格的波动，但本周期货主力合约收盘价仍显著高于生产成本，在中期产能过剩的结构下，氧化铝价格向上空间有限。



□ 电解铝供给端也同样存在制约，但氧化铝不同的在于电解铝产能天花板明确，供给刚性。目前各地开工率除了受到水电扰动的地区外，均处历史偏高水平，因此一旦发生短缺后难以快速弥补，易产生实质性紧缺。

□ 从库存来看，本周电解铝库存仍在持续下滑，其绝对值仍处于历史偏低水平，在低库存结构下铝价向上弹性进一步打开。



□ 本周降准对下游需求的实质性利多仍有待观察，但宏观预期好转对需求端存潜在利多。且目前虽然地产竣工端对铝需求可能存在拖累，但新能源板块中汽车、光伏等需求仍将延续乐观，总需求预计将保持增长。此外从铝材加工率情况来看，整体略好于历史平均水平，需求端暂无拖累。

	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
铝合金开工率(%)												
2018	60.76	50.24	62.18	63.11	63.01	57.75	56.75	54.90	56.55	53.34	54.39	52.26
2019	53.12	42.11	55.88	56.91	54.11	49.52	49.67	48.75	53.24	55.68	57.53	56.79
2020	41.33	12.00	39.80	47.02	46.83	46.59	45.82	49.81	53.88	55.20	55.08	51.94
2021	55.80	31.98	50.55	53.44	49.98	48.43	48.01	43.48	41.15	40.26	45.85	47.00
2022	47.22	39.83	43.39	35.81	38.24	38.60	37.18	29.50	44.63	41.97	42.76	52.16
2023	29.16	44.10	57.20	56.26	54.26	52.28	53.21	53.20	56.09	56.18	58.33	57.29
铝型材开工率(%)												
2018	59.31	35.34	62.63	61.23	61.47	58.05	54.56	53.38	54.11	56.30	55.39	53.82
2019	33.32	25.07	55.02	57.35	58.16	56.37	53.67	53.14	54.77	55.75	58.41	57.33
2020	30.73	13.23	51.71	59.47	60.05	58.26	54.70	51.80	53.65	53.73	54.44	55.79
2021	50.83	38.32	50.92	57.72	57.99	52.61	52.00	51.88	51.14	53.13	54.38	53.73
2022	51.23	41.69	49.92	53.19	56.20	57.33	53.40	51.06	52.86	53.38	52.78	51.08
2023	34.63	50.67	55.02	54.52	50.52	50.41	50.74	49.10	53.32	49.70	53.80	51.76
铝板带箔开工率(%)												
2018	65.20	47.80	63.40	67.60	65.20	63.40	58.86	61.20	63.20	65.70	70.10	72.11
2019	52.80	50.20	72.60	74.80	73.20	67.10	63.20	61.55	65.20	65.80	65.80	58.70
2020	51.43	38.07	58.30	75.60	64.99	65.20	63.05	65.26	72.76	70.43	67.83	65.62
2021	68.38	54.67	72.42	78.23	76.68	73.77	72.34	73.59	72.52	72.13	72.39	73.19
2022	72.77	71.46	72.21	71.76	73.28	68.28	67.82	65.95	70.01	67.88	64.32	62.03
2023	53.24	64.91	69.31	67.59	66.35	64.89	64.69	60.80	66.95	68.44	74.48	71.37

# 碳酸锂

LC

01

生产开工维持相对低位，澳矿远期供应可能收缩

02

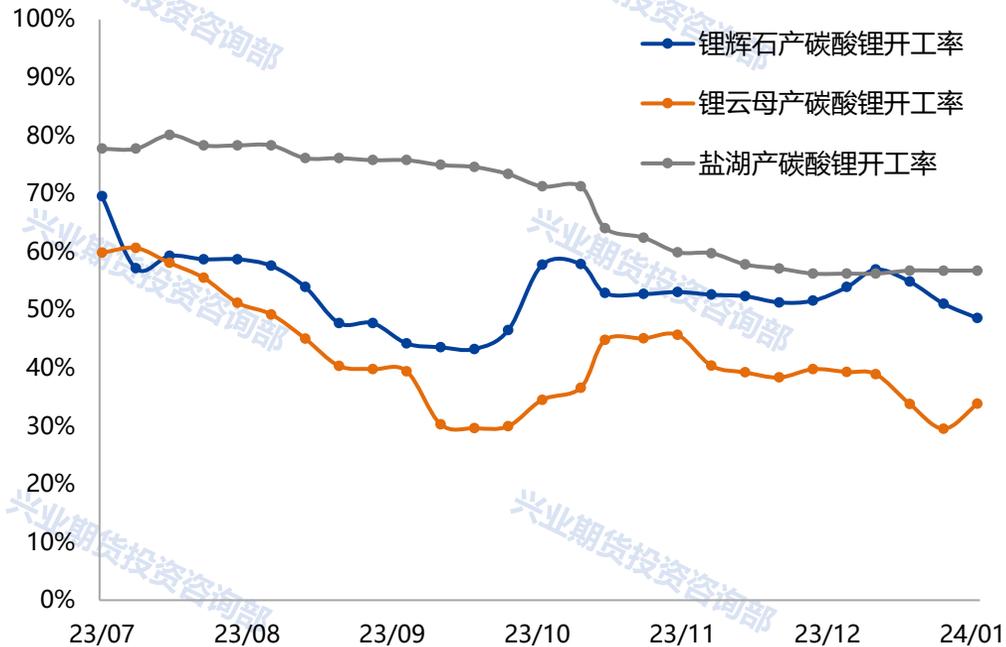
电池库存同比有所改善，新能源车销量有望增长

03

冶炼端中止累库行为，企业生产利润渐回暖

- 近期开工方面，各技术路线开工情况呈短期下滑趋势。受季节性因素影响，锂盐冶炼进入生产淡季，具体路线分析：盐湖提锂开工情况相对平稳；矿石提锂生产情况有所分化，辉石进口量下降导致生产受阻，锂云母利润回升使得开工情况反弹。
- 远期供应方面，根据近期海外企业季报情况梳理，远期资本开支均有回落。由于锂价仍维持较低位置，企业盈利空间已明显降低；叠加市场存在供应过剩预判，后续锂资源新增项目将放缓。预计远期供应节奏生变，企业产能投放意愿持续减弱。

碳酸锂周度开工率 (%)



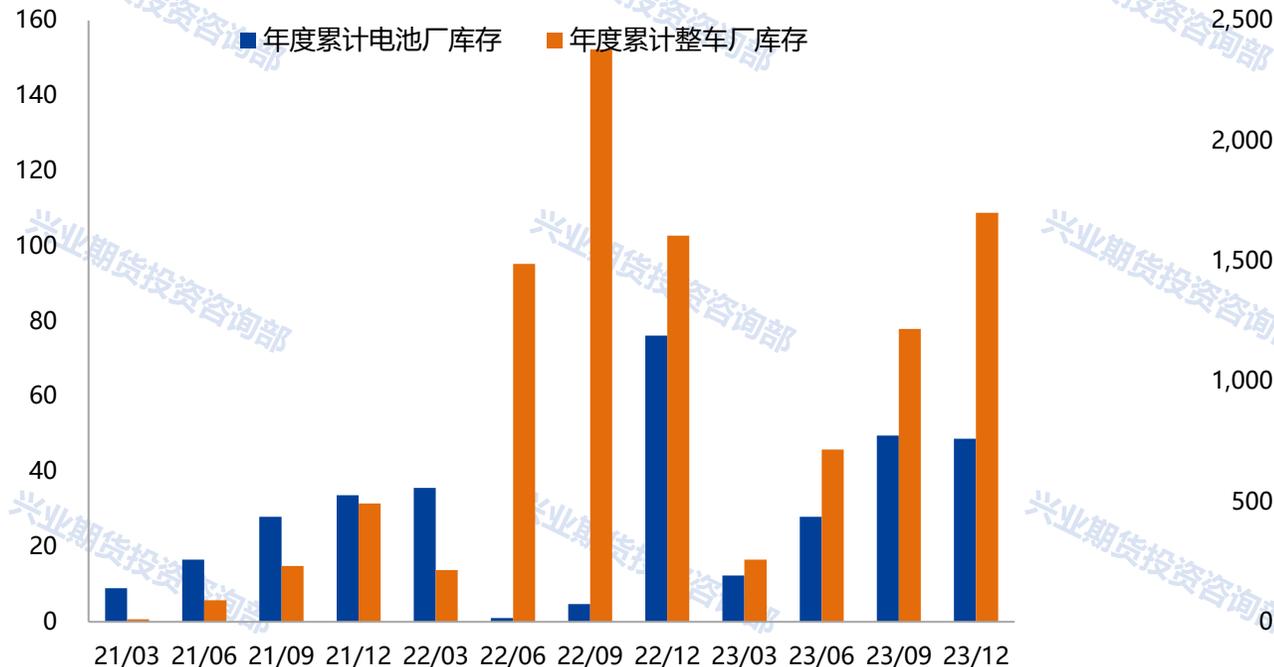
海外锂资源企业生产计划调整

企业	矿山	具体内容
IGO	Greenbushes	若后续各股东未就盈余产能管理达成一致，预计2024H1 格林矿面临减产
Core Lithium	Finniss	将暂停旗下Finniss锂项目中Grants露天矿的采矿作业
Liontown	Kathleen Valley	审查推迟先前宣布的每年400万吨地下开发工作的时间安排
ALB	-	推迟南卡罗莱纳Mega-Flex锂转化设施的支出；推迟对北卡罗莱纳雅保科技园的投资；
Pilbara	Pilgangoora	通过削减非必要支出项目，公司减少FY24的资本支出

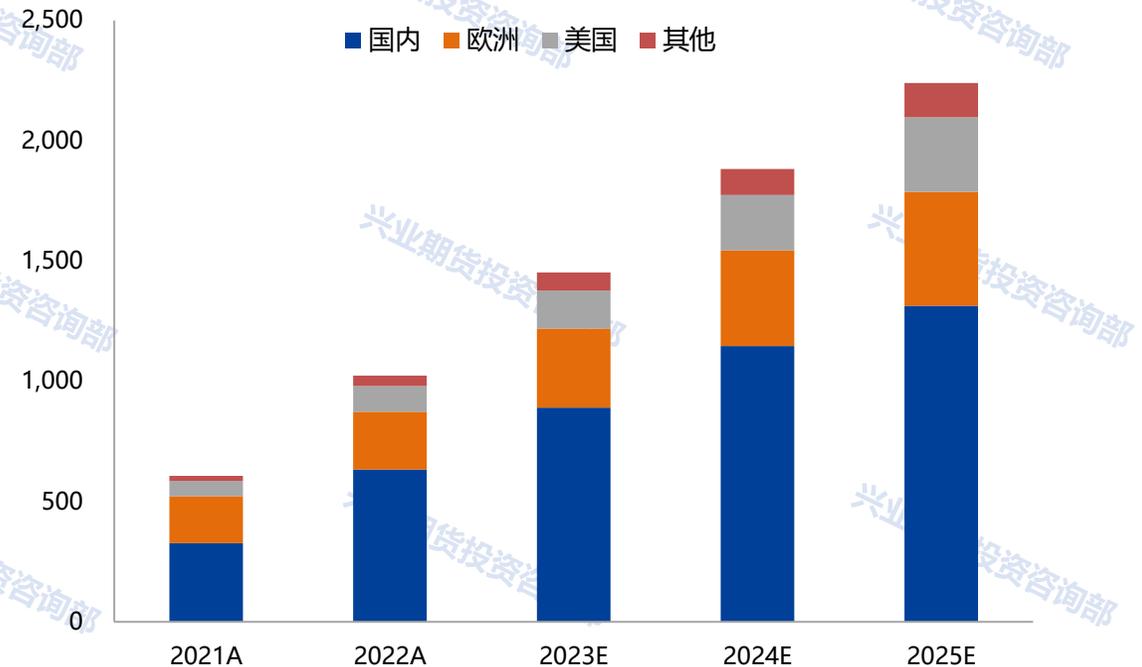
□ 动力电池方面，电池厂库存回归正常节奏，整车厂库存仍处高位。受到2023年锂盐价格大幅下跌影响，锂电产业链价格中枢明显下移，各环节生产采购策略发生明显变化；电池环节按需生产且灵活调整，整车厂采购节奏有所收敛且恢复常态化累库。

□ 新能源车方面，海外市场占比逐步提高，中国电车销售稳步增长。由于中国新能源车渗透率快速增长，预估后续增速有所放缓但发展趋势未改；海外主要销售市场分化明显，能源危机导致欧洲电车接受度提升，但未来美国电车销售有大幅增长潜力。

### 中国动力电池分环节年度累计库存 (GWh)



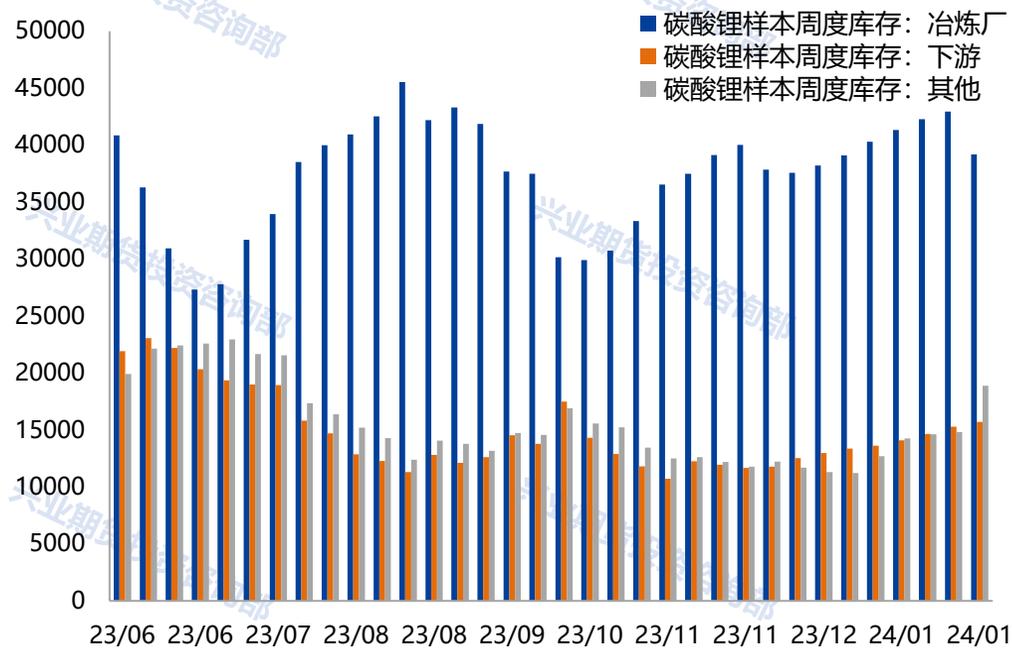
### 全球新能源车年度销量预测 (万辆)



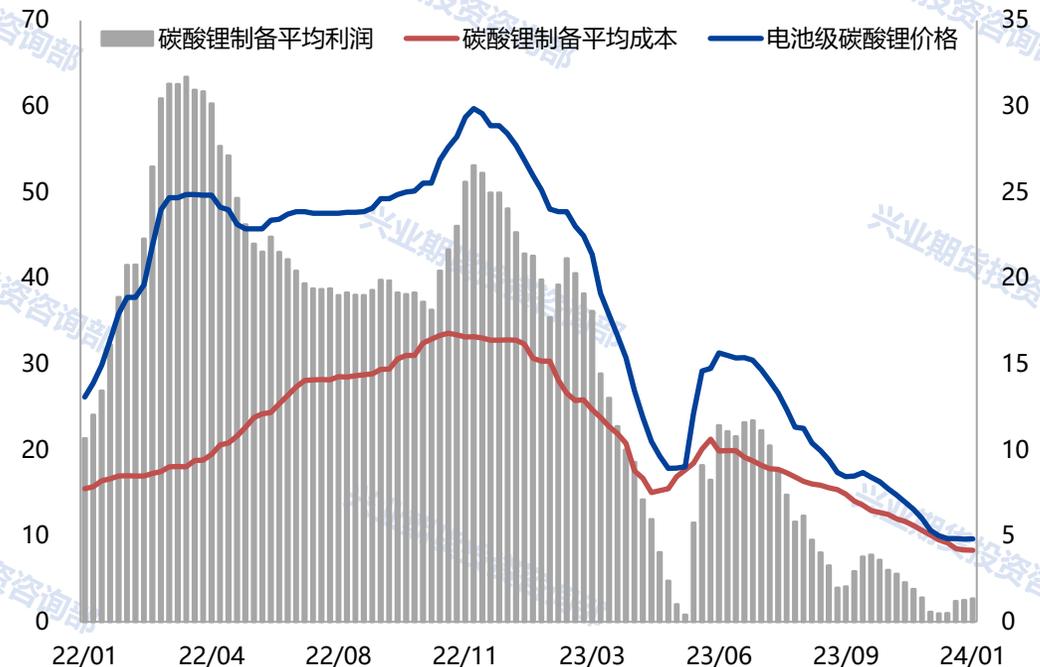
□ 库存水平方面，冶炼厂库存开始下滑，贸易商库存有所增加。近期盐湖企业存在放货行为导致库存结构发生小幅变化，其次锂价对应的辉石及盐湖路线存在利润空间，而云母及回收路线利润明显摊薄，导致上游库存主要集中在盐湖及辉石等企业。

□ 生产利润方面，当前阶段仍处于锂矿企业让利阶段。拉长本次周期的锂价历史数据看，随着锂盐利润见底行业后续大概率发生两种情况：一种是锂价逐步回暖从而使得厂商重获利润，另一种是锂矿价格下滑使得锂盐厂商冶炼成本得到进一步下降。

### 碳酸锂周度库存（吨）



### 中国碳酸锂平均生产利润情况（万元）





# 铁矿

01

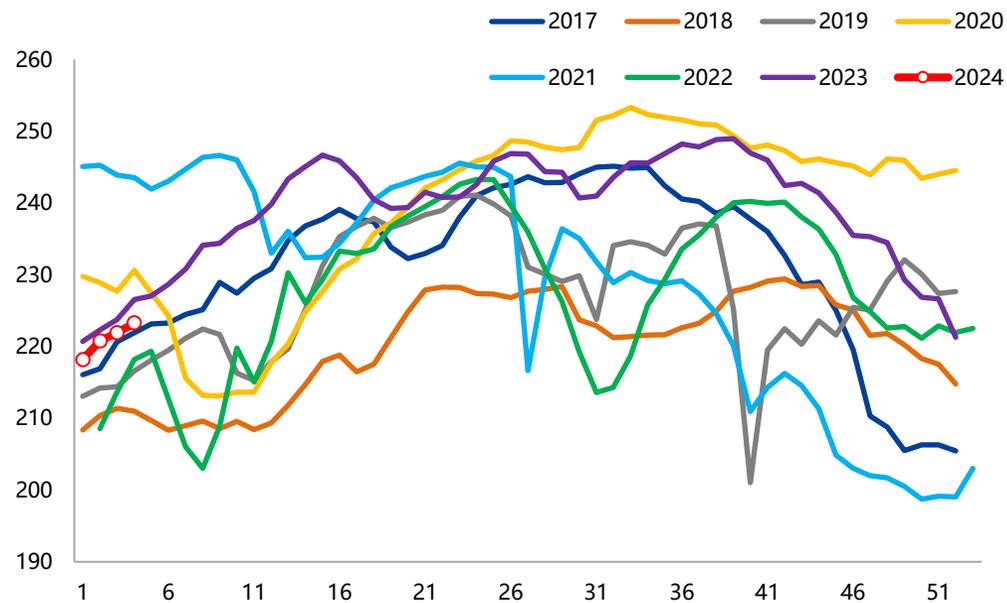
高炉缓慢复产，进口矿库存快速增加

02

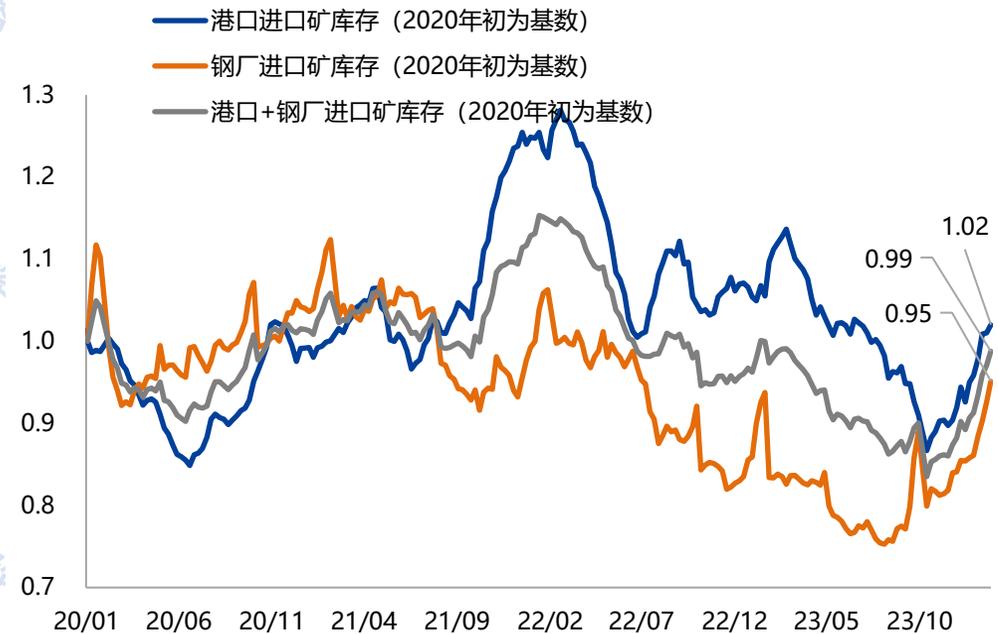
铁矿估值偏高，下修风险相对较高

- 国内高炉进入复产阶段，钢联口径铁水产量已连续3周回升，但复产节奏偏缓，铁水产量同比降幅扩大。
- 随着进口矿到港量的回升，以及钢厂对原料进行补库，进口矿库存快速回升，绝对值已略高于去年2023年初的同期水平。
- 不过随着外矿发运季节性回落的影响逐步体现在到港量上，以及国内高炉复产趋势明确，进口矿供需结构有改善的可能。

### 国内高炉开始逐步复产（更新至1.26）

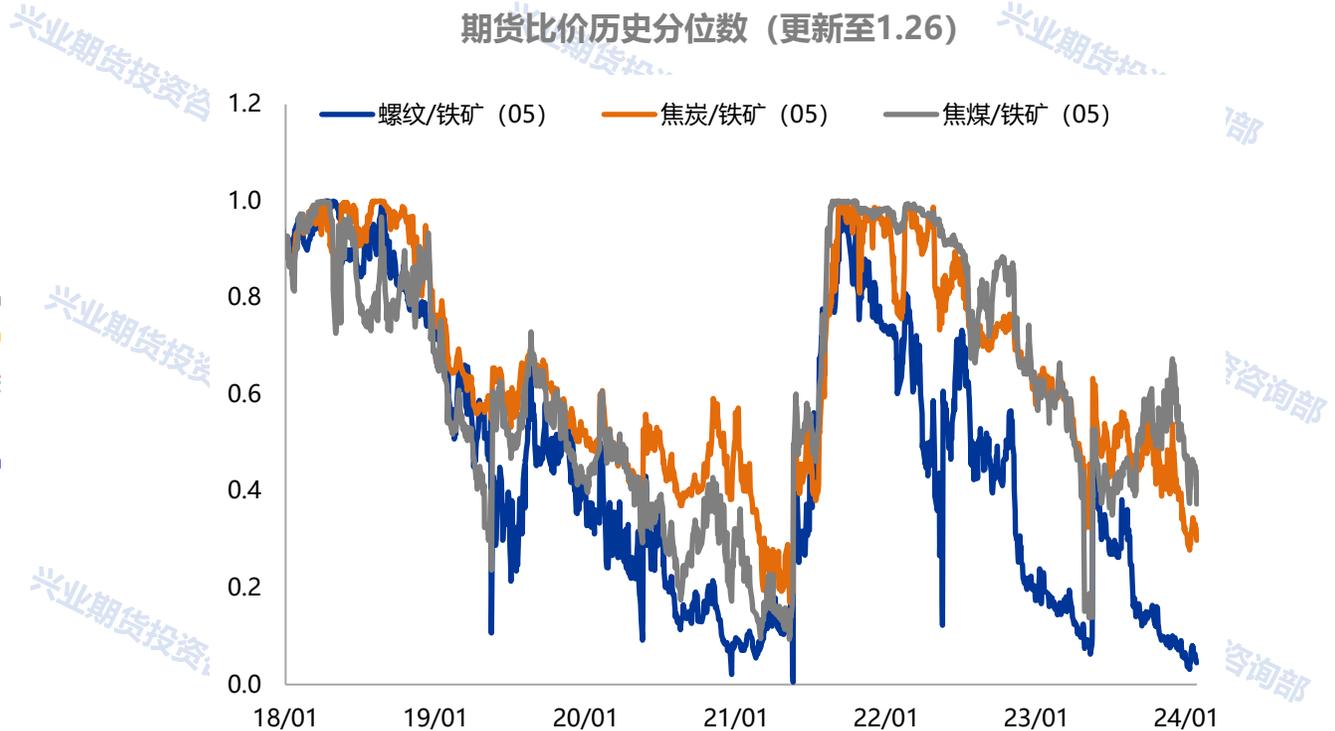
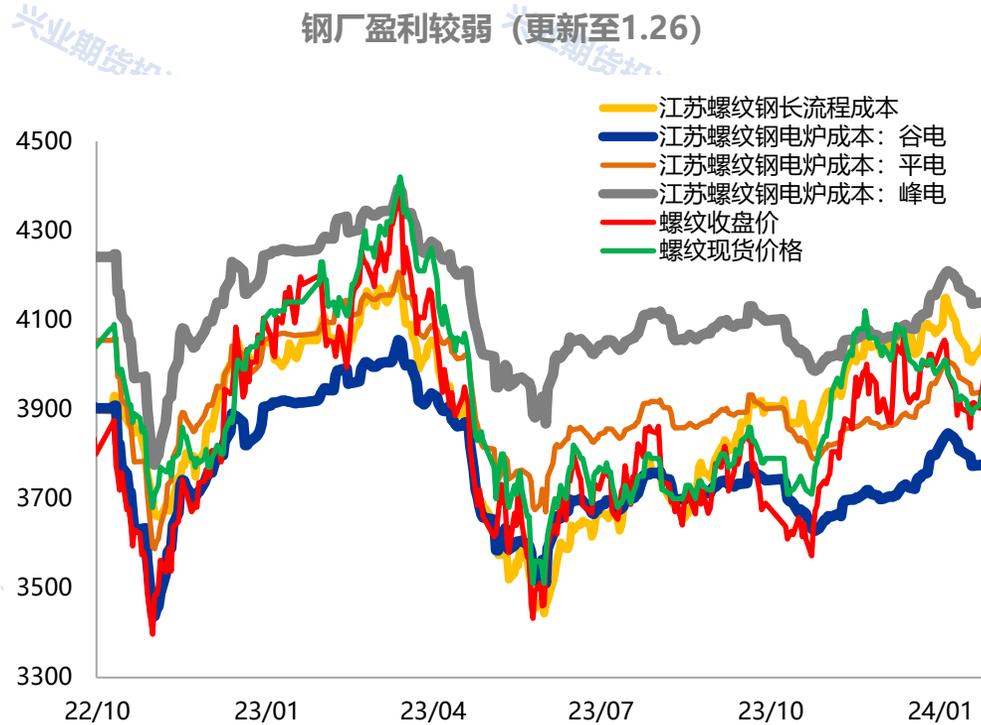


### 进口矿库存快速增加（更新至1.26）



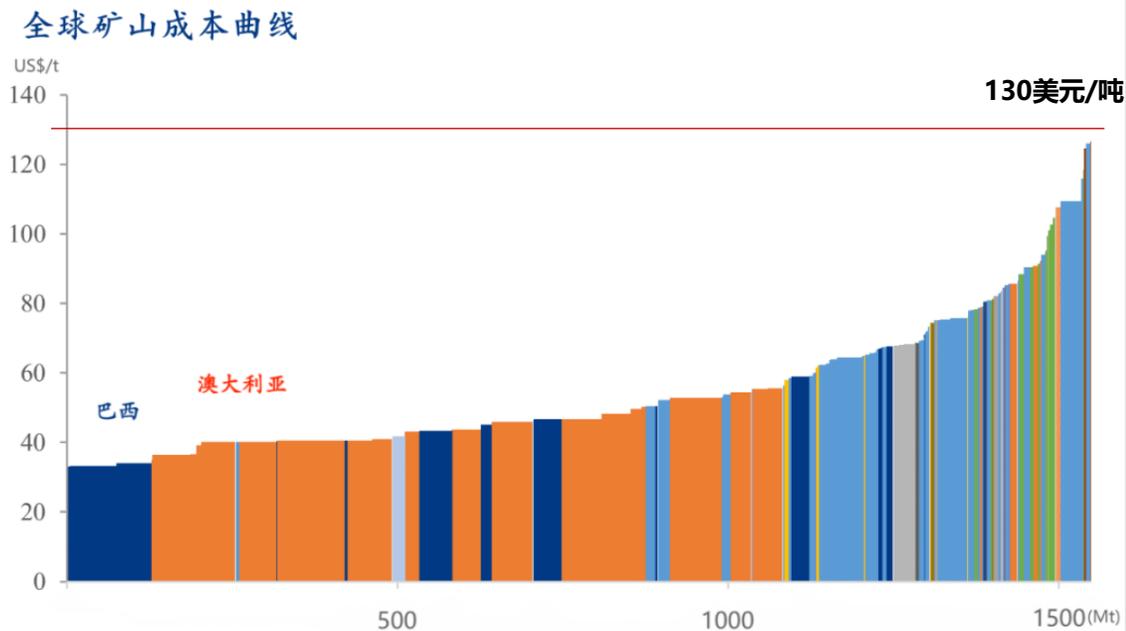
目前铁矿主要风险在于估值偏高。

从相对估值角度看，在钢厂普遍盈利较弱的情况下，产业链其他品种期货主力价格与铁矿期货主力价格的比值均处于较低水平，尤其是螺纹/铁矿比值，接近供给侧改革以来的最低值。如若终端需求强度无法支撑螺纹估值上修，那么原料，尤其是铁矿估值下修的风险将相应提高。

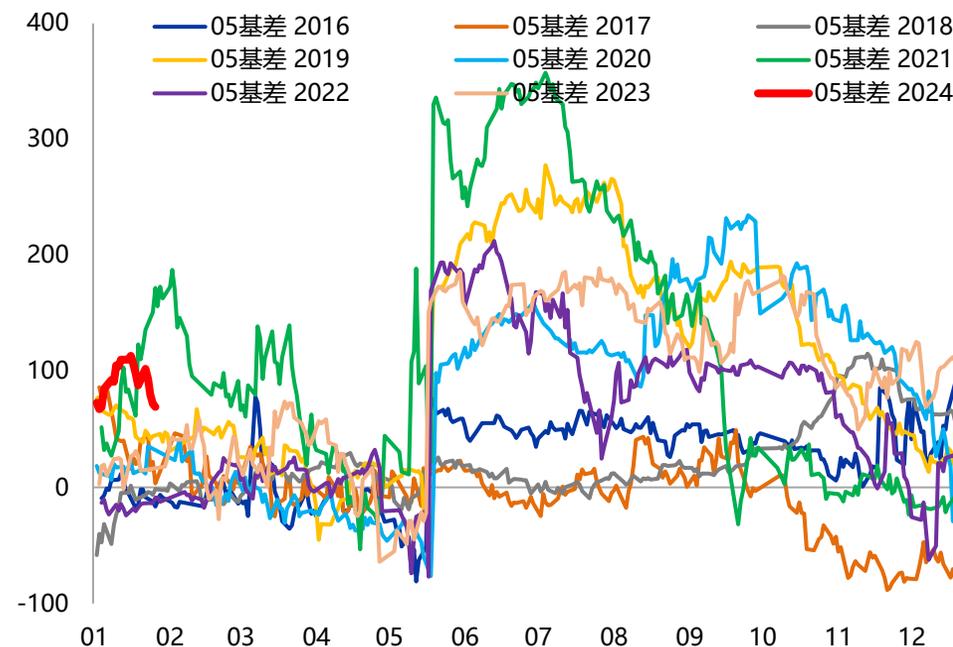


- 从绝对价格看，当前美金价格仍高达130美金，全球矿山基本都有生产利润，可能将刺激今年非主流矿的供应。
- 目前看，铁矿现货估值高于期货，期货估值又高于产业链其他品种的期货估值。高估值可能已提前反映了供需结构改善的利多预期，一定程度上也增加了不及预期后调整的风险。基于此思路，铁矿空单配合止损耐心持有。

### 全球矿山成本曲线（钢联整理）



### 铁矿05合约基差（更新至1.26）



# 棉花

CF

01

供需格局维持平稳，价格下方有支撑

02

年前纺服消费继续回暖，纱线坯布去库效果明显

03

期货窄幅震荡，卖出跨式继续持有

供应方面，国内2023/24年度国内棉花供应总体保持平稳，在国储水平充足、可有效调控市场的情况下，2024年棉花价格将于合理区间内震荡运行。当前棉花价格接近区间运行低位，下方有一定支撑。

2023-24年度国内棉花供需格局总体保持平衡

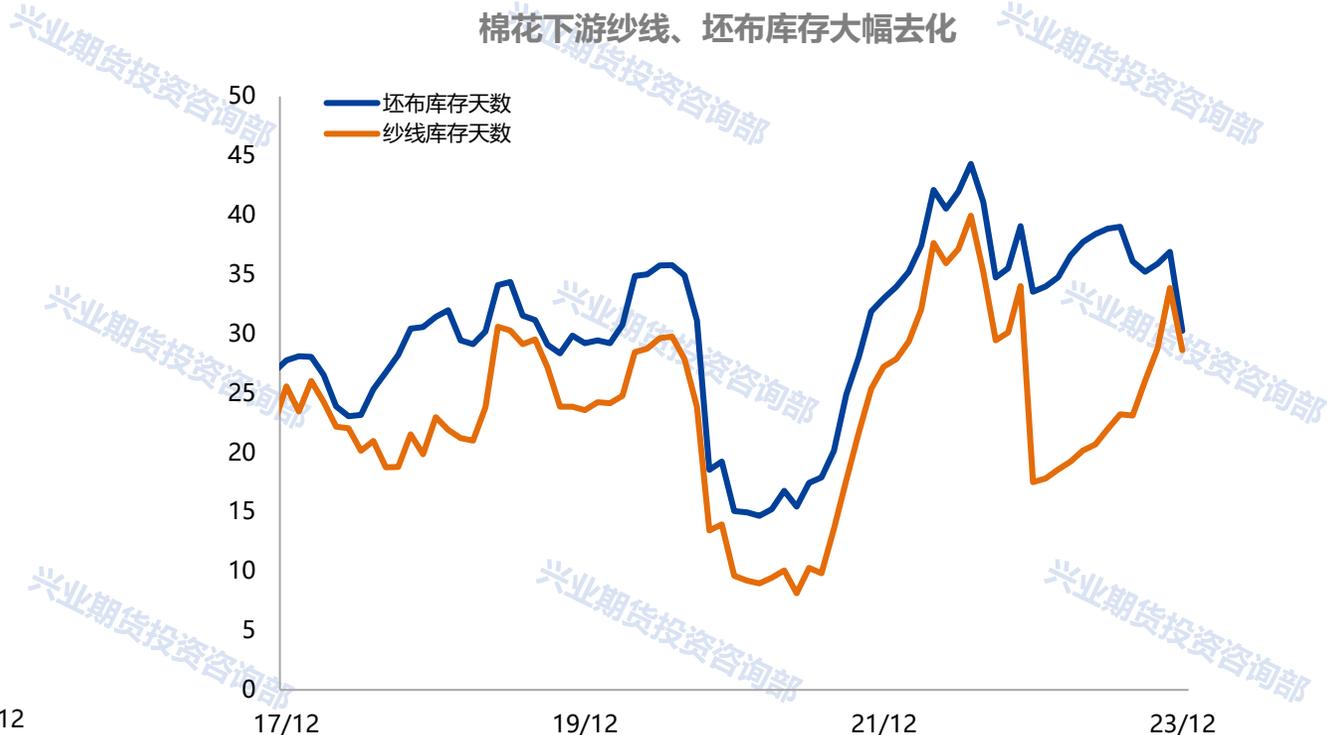
项目	2021/22	2022/23	2023/24
<b>总供应</b>	<b>1302 (0)</b>	<b>1386 (0)</b>	<b>1353(+26)</b>
其中:期初库存	545 (0)	564 (0)	569 (0)
产量	583 (0)	679 (0)	589 (+11)
进口	174 (0)	143	195 (+15)
<b>总需求</b>	<b>738 (0)</b>	<b>817</b>	<b>804 (-8)</b>
其中:纺棉消费	690 (0)	770 (0)	762 (-8)
其他消费	45 (0)	45 (0)	40 (0)
出口	3 (0)	2 (0)	2 (0)
<b>期末库存</b>	<b>564 (0)</b>	<b>569(0)</b>	<b>549 (+34)</b>

USDA: 2023/24年度全球棉花总产量预计维持稳定

USDA		2019/20	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24
全球	产量	2595	2484	2494	2540	2459
	消费量	2287	2705	2531	2428	2476
	出口量	897	1067	941	806	940
	进口量	887	1059	935	821	940
	期末库存	1917	1691	1662	1804	1794
中国	产量	598	6445	5835	668	588
	消费量	746	898	735	817	795
	进口量	155	280	171	136	240
	期末库存	786	812	829	814	845
美国	产量	434	318	382	315	278
	出口量	338	356	3153	2779	2656
	期末库存	158	69	88	93	68

需求端目前下游织造企业和贸易商补库逐渐收尾，纺企棉纱去库存效果较为明显；消费端纺织服装零售销售数据继续好转，节前企业产销相对稳定，大中纺企开机恢复，春节假期基本正常。

总体而言，春节前季节性的需求好转令市场存在向好预期，但基本面供应充裕，预计价格反弹空间有限、仍以窄幅震荡为主。

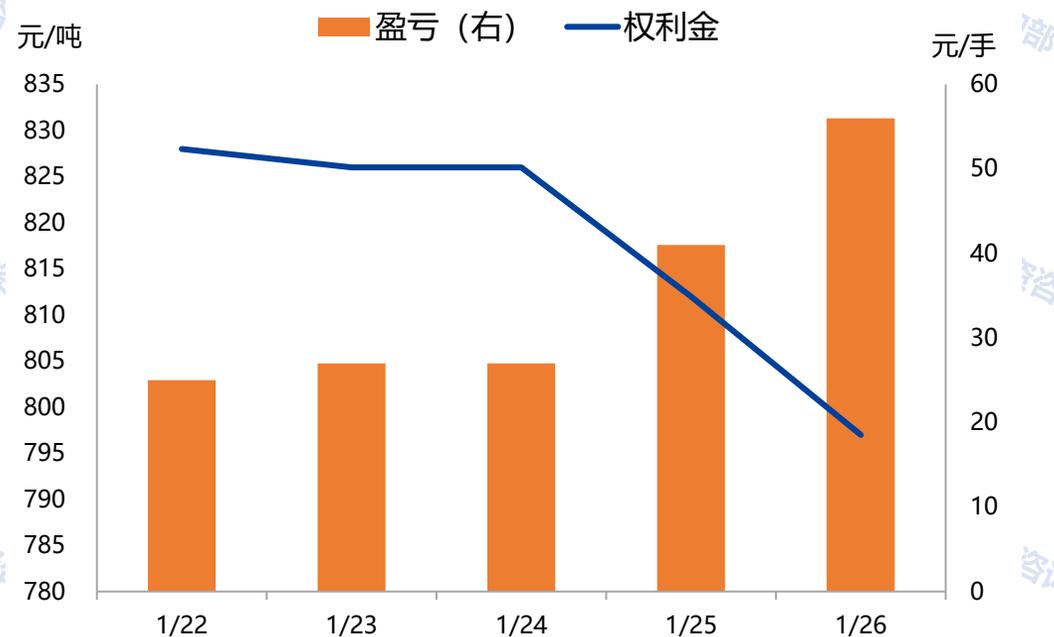


- 需求端目前下游织造企业和贸易商补库逐渐收尾，纺企棉纱去库存效果较为明显；消费端纺织服装零售销售数据继续好转，节前企业产销相对稳定，大中纺企开机恢复，春节假期基本正常。低库存及季节性的需求好转仍令市场存在向好预期。
- 策略方面，棉花基本面无明显驱动，期货价格窄幅震荡，近一周跨式组合权利金持续减少，盈利小幅扩大，卖出跨式建议继续持有。

期权主要指标（截至1.26）

	成交量PCR	持仓量PCR	历史波动率	隐含波动率
数值	0.51 (-0.1)	0.65 (+0.4)	10.5% (+1.8%)	14.28% (-0.15%)
百分位	13%	36%	5%	2%
说明	看多	看多	波动率极低	波动率极低

棉花卖出跨式盈亏（截至1.26）



负责本研究报告内容的期货分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

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做任何保证，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证券或期货的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何形式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，未经书面授权，任何机构和个人不得以任何形式翻版。复制发布。如引用、刊发，须注明出处为兴业期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

致  
谢



兴业期货有限公司

CHINA INDUSTRIAL FUTURES LIMITED

地址：宁波市江东区中山东路796号东航大厦11楼 邮编：315040

上海市浦东新区银城路167号兴业银行大厦11楼 邮编：200120

网：[www.cifutures.com.cn](http://www.cifutures.com.cn)

Add: 11th Floor Eastern Airlines Building, No.796 Zhongshan East Road, Ningbo,  
315040, China

Tel: 400-888-5515 Fax:021-80220211/0574-87717386