



官方微信



官方APP

2024年1月第1周核心策略推荐:

政策积极、情绪改善，整体仍宜持乐观预期

上海 2024.1.1

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：

- 基本面维度：近月来国内主要经济指标出现“回踩”，从总量视角看，有效需求不足的问题仍较明显。具体为：（1）国内11月工业企业库存增速连续2月下滑；（2）剔除季节效应后，12月官方制造业PMI指亦连续下降；（3）总体看，国内库存周期仍未有效过渡至“主动补库”阶段。
- 政策面维度：展望2024年，则仍有诸多乐观因素，扩内需、稳增长依旧是核心要点。预计，财政及基建投资发力、地产投资改善的可能性较高，具体为：（1）财政适度加力、两本账总支出增速有望提高至6%，政策性开发性金融工具等广义财政政策工具仍有使用空间；（2）财政资金对基建投资的支撑作用也将增强，全年增速将达到8.6%；（3）中性假设条件下，预计城中村改造、保障性住房将对地产投资形成约6.2%左右的拉动，或将有效对冲商业地产投资下行的影响。
- 海外市场维度：中短期看，预计主要国家经济形势降温的影响仍将持续。但随欧美货币政策陆续重回宽松，以及下半年中美存在补库周期共振的可能，对应出口增速有望逐步由负转正。
- 综合看，虽然国内第4季度基本面边际弱于第3季度，但受益于“国内稳增长力度加码”这一核心因素、以及内生复苏动能逐步增强，2024年总需求改善依旧为高确定性判断。对应而言：（1）基建、地产及大消费链相关大宗商品续涨动能依旧较好；（2）而在“盈利将修复+情绪已改善+估值优势显著”情形下，股指多头仍宜耐心持有。

□ 中观面驱动因素要点:

期货策略:

(1) 国债 (卖出T2403, 单边, 持有): 上周债市受到流动性转宽松及配置需求的共同推动表现偏强。但对于春节前流动性不宜过分乐观, 季节性因素以及监管“防空转”均形成一定制约。且最新PMI数据仍有结构性亮点, 宏观复苏趋势未变, 叠加政策面积积极, 长端利率估值偏高, 回调风险不断累积。

(2) 股指 (买入IF2403, 单边, 持有): 从政策导向、基本面印证看, 盈利修复、估值提升仍将为A股提供核心驱涨动能; 人民币资产配置价值重现、大类资产流向再平衡, 2024年均将为A股提供可观的增量资金; 从季节效应、相关利多因素的行业映射看, 沪深300指数匹配度最高, 仍是最佳多头标的。

(3) 沪铝 (买入AL2402, 单边, 持有): 受铝土矿供应紧张以及氧化铝开工受限的影响, 氧化铝表现强势。但从中期来看氧化铝产能过剩格局未变, 而电解铝在产能天花板下, 供给刚性, 叠加低库存结构下, 铝价向上弹性较大。

(4) 碳酸锂 (买入LC2407, 单边, 持有): 现货价格进入筑底阶段, 远期产能投放扰动仍存, 首次交割预计平稳进行。资金投机属性有所降低, 期市逐步回归基本面主导行情, 未来供需结构将持续动态更新, 建议投资者维持多头策略。

(5) 沪胶 (买入RU2405, 单边, 持有): 政策引导下国内车市延续复苏态势, 带动半钢胎产销持续向好, 而国内停割叠加进口预期回落, 供减需增驱动价格上行。

核心摘要 (3) : 市场展望

□ 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): 虽然1月产量预计与12月接近, 但01合约交割和仓单即将到期会集中向市场释放最多10%月产量的货源, 叠加需求进入淡季, 供应过剩的担忧加剧。不过受限电和环保影响, 原料电石价格表现坚挺, 成本支撑是做多PVC的核心理由。

(7) 焦煤 (买入JM2405, 单边, 持有): 终端需求兑现季节性走弱, 但下游采购补库存在一定韧性, 而煤矿生产环节依然受到产地安全检查的限制, 供给收紧对焦煤价格产生支撑, 基本面积极因素相对占优。

(8) 螺纹 (买入RB2405, 单边, 持有): 宏观稳增长方向未变, 财政、基建发力确定性较高, 三大工程助力地产投资跌幅大幅收窄, 且螺纹自身基本面矛盾有限, 电炉平电成本处支撑依然有效, 建议05多单耐心持有。

期权策略:

(1) 棉花 (卖出CF403P15000, 单边, 持有): 棉花供需格局维持平稳, 出口、零售等数据已出现复苏迹象, 有利于库存去化, 价格下方有支撑, 建议介入卖看跌期权策略。

宏观

MACRO

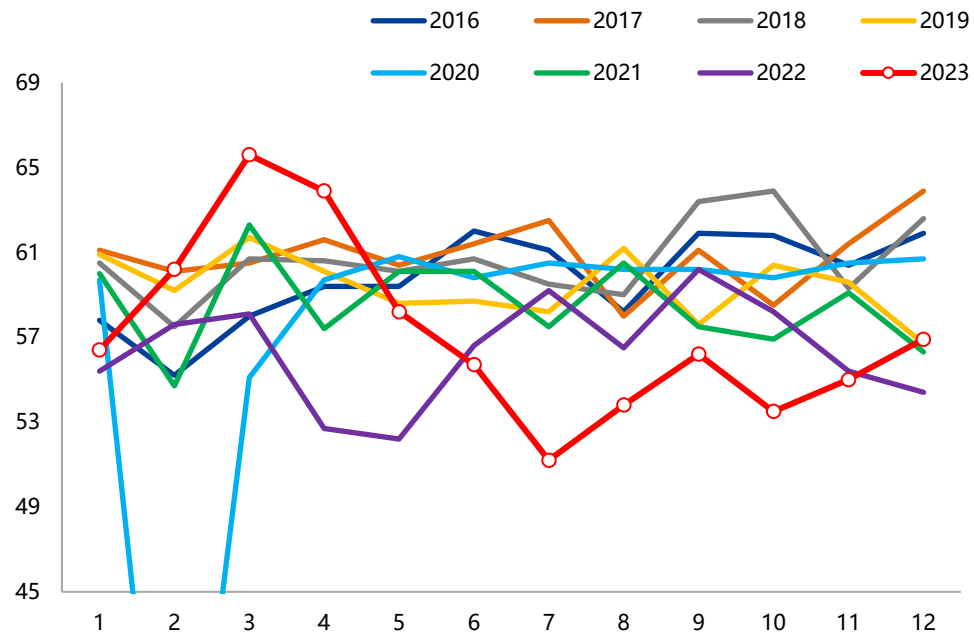
01

国内：需求不足库存周期寻底，扩内需财政基建地产待发力

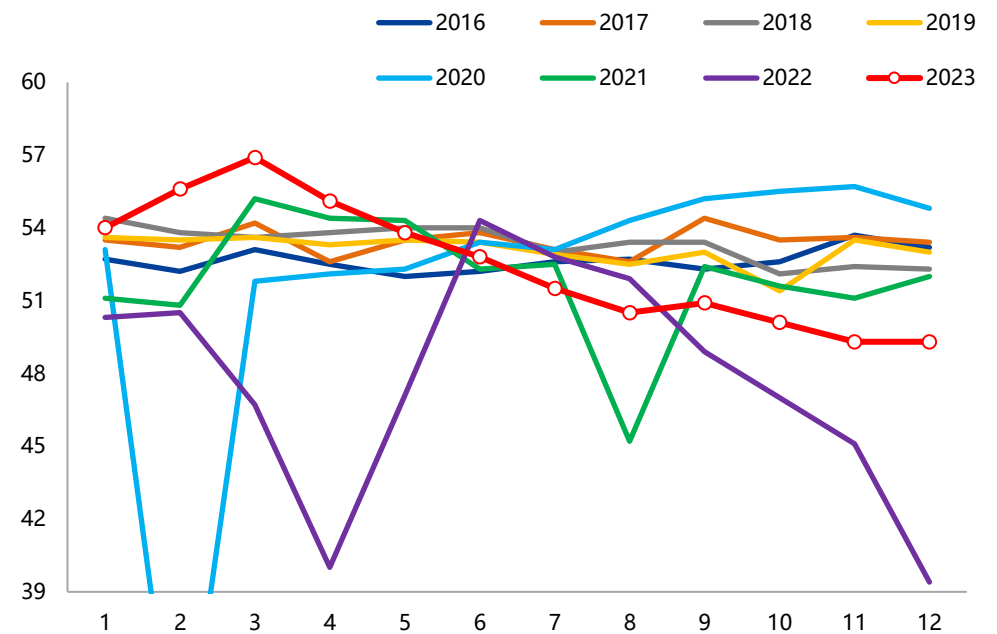
12月综合PMI录得50.3，环比小幅回落0.1个百分点。

非制造业PMI为50.4，环比小幅回升0.2个百分点。受寒潮天气等因素的影响，出行相关服务行业市场活跃度偏弱，交通、住宿、居民服务等行业景气回调，服务业PMI指数持平于49.3%。建筑业PMI回升1.9个点至56.9%，年末增发国债陆续下达，12月18日财政部已下达第一批资金预算2379亿元，12月29日财政部已下达第二批资金预算5646亿元。

建筑业PMI季节性

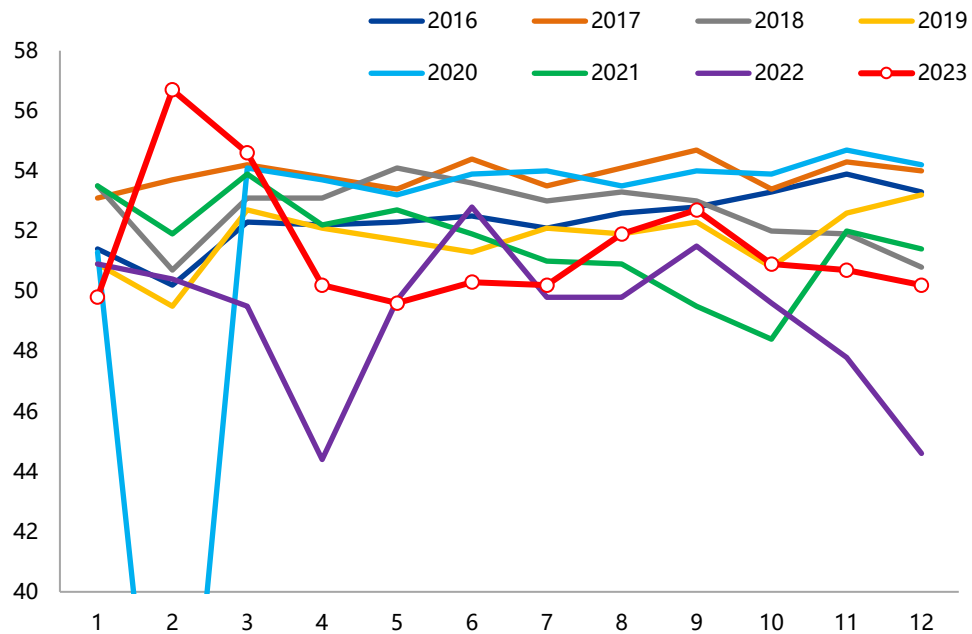


服务业PMI季节性



制造业PMI指数录得49，环比放缓0.4个百分点，与经济高频指标表现较为一致，连续第3个月回踩，并运行于收缩区间。从环比角度看，12月制造业PMI指数存在季节性回落的特征，剔除限电限产的2021年，2016-2022年12月PMI环比均值为-0.3，今年12月环比跌幅仍超过季节性。从结构看，除购进价格、积压订单、生产经营活动预期外，所有分项指标均不同程度下滑。我们猜测需求不足依然是主要原因，即地产投资低位徘徊、地方化债背景下基建投资短期面临约束、以及出口弱势。

制造业PMI季节性

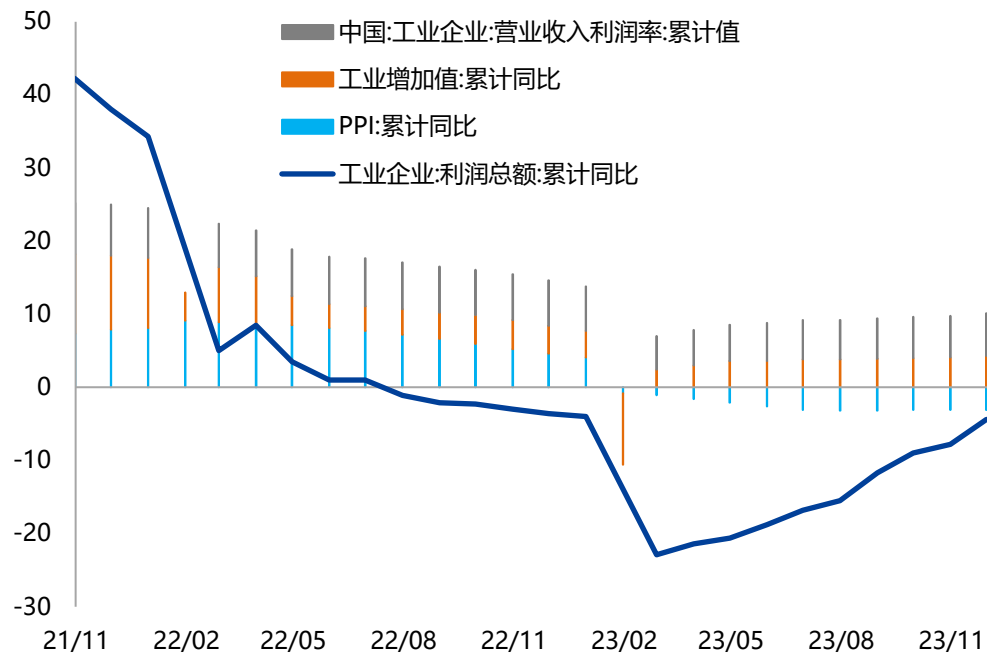


制造业PMI分项指标

PMI数据 (分项, %)	2007年以来均值	2023年11月	2023年12月	12月环比变化	近12个月趋势
制造业PMI	51.0	49.4	49	-0.4	
新订单	51.9	49.4	48.7	-0.7	
新出口订单	49.2	46.3	45.8	-0.5	
积压订单	46.2	44.4	44.5	0.1	
生产	53.1	50.7	50.2	-0.5	
产成品库存	47.5	48.2	47.8	-0.4	
采购量	51.9	49.6	49	-0.6	
原材料库存	48.1	48	47.7	-0.3	
进口	48.9	47.3	46.4	-0.9	
出厂价格	50.9	48.2	47.7	-0.5	
购进价格	55.2	50.7	51.5	0.8	
从业人员	49.1	48.1	47.9	-0.2	
供应商配送时间	49.8	50.3	50.3	0	
生产经营活动预期	55.9	55.8	55.9	0.1	

11月工业企业盈利表现较好。据估算11月规模以上工业企业利润当月同比增速反弹至29.2%，两年复合增速由负转正至8.5%，上中下游各环节企业盈利增速均有明显回升。从驱动角度看，工业增加值稳中有升，以及工业企业营业收入利润率扩大（成本回落），是工业企业盈利能力大幅回暖的主因。

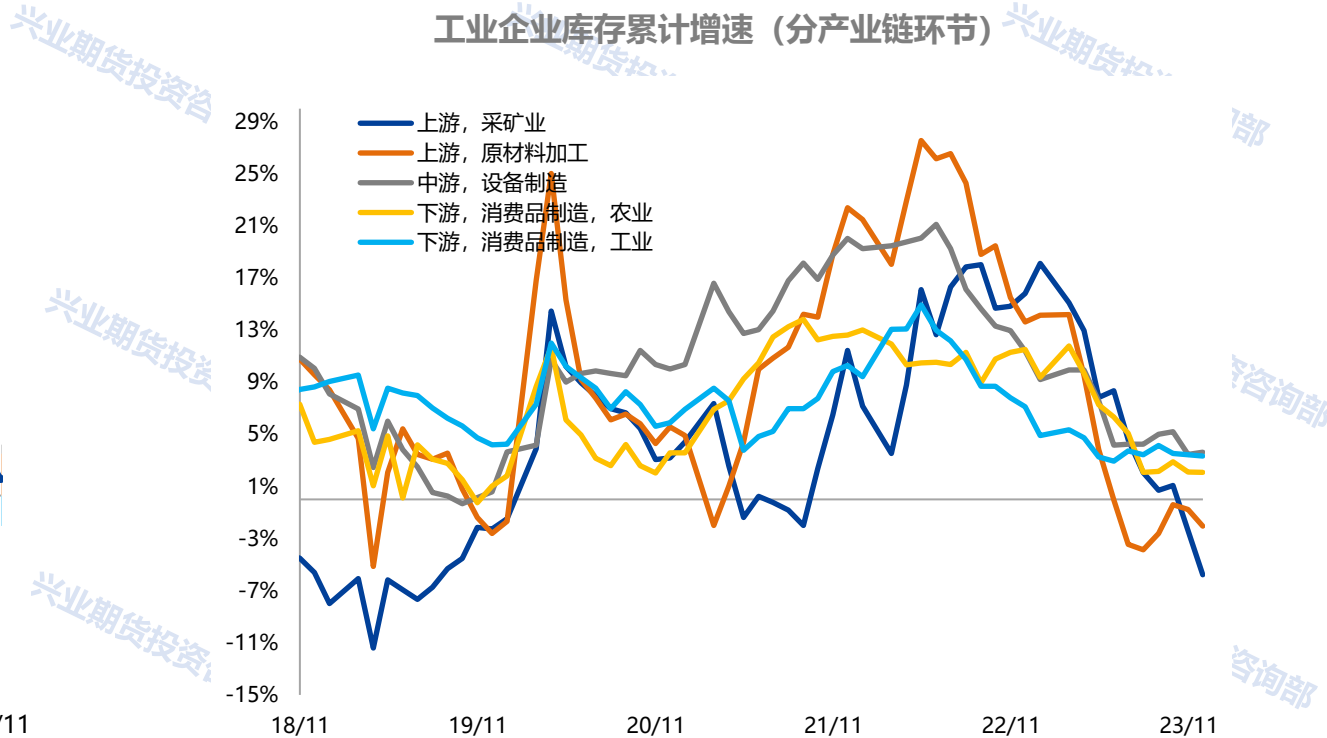
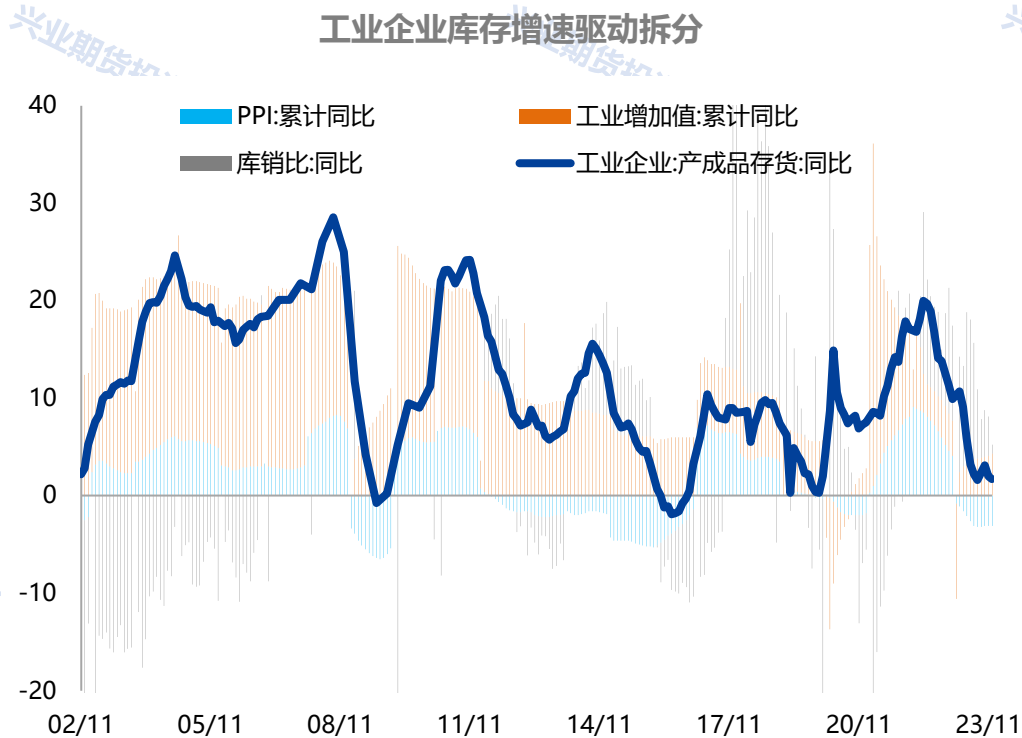
工业企业利润增速驱动拆分



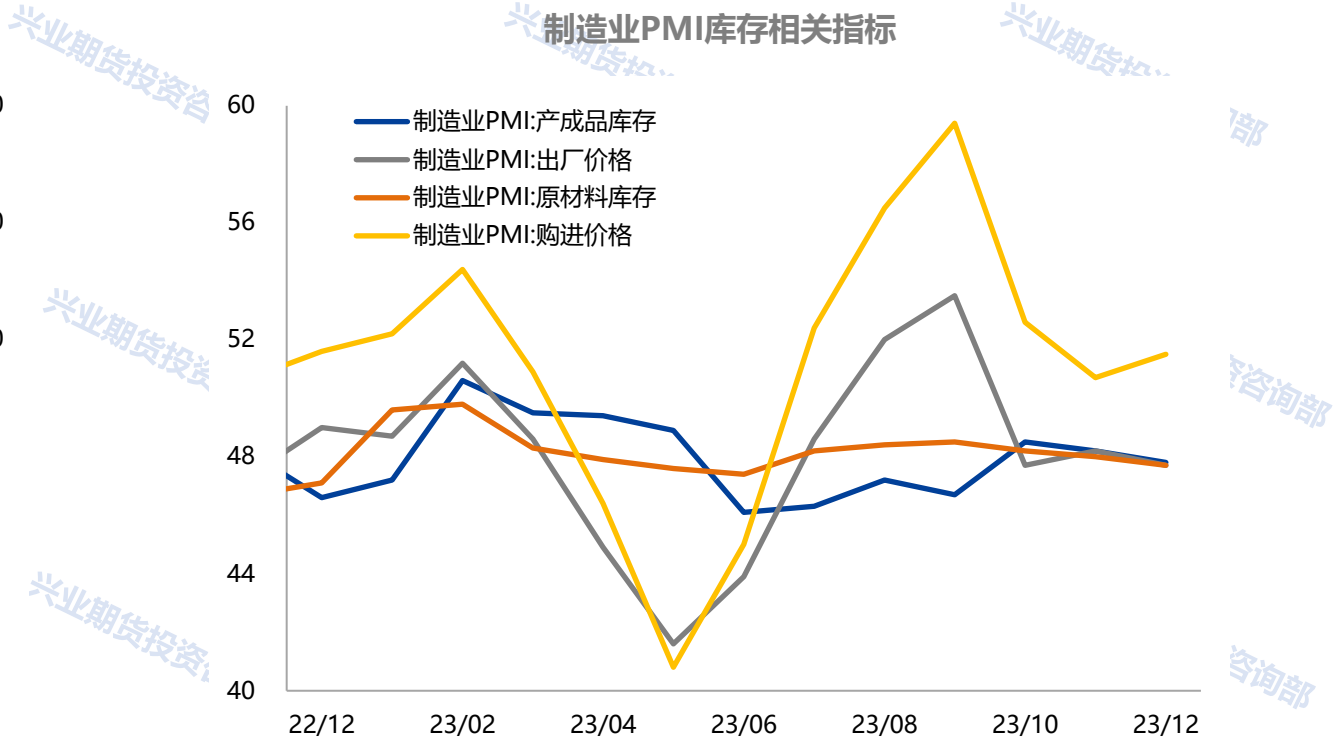
工业企业利润累计增速（分产业链环节）

日期	上游采矿业	上游原材料业	中游设备制造	下游消费品, 农业	下游消费品, 工业	基建电热燃气
占比	17.6%	19.0%	34.3%	11.5%	11.5%	6.1%
2023-11	-18.3%	-21.2%	2.8%	2.6%	-6.3%	47.3%
2023-10	-19.7%	-29.8%	1.1%	0.1%	-7.5%	40.0%
2023-09	-19.9%	-34.8%	1.5%	0.1%	-9.0%	38.7%
2023-08	-20.5%	-42.5%	3.7%	-9.8%	-9.6%	40.4%
2023-07	-21.0%	-50.7%	1.8%	-11.8%	-10.6%	38.0%
2023-06	-19.9%	-54.1%	3.4%	-11.8%	-10.9%	34.1%
2023-05	-16.2%	-56.9%	-1.6%	-4.7%	-16.2%	34.8%
2023-04	-12.3%	-59.1%	-7.3%	-4.0%	-19.2%	34.1%
2023-03	-5.8%	-61.0%	-17.6%	0.6%	-19.3%	33.2%
2023-02	-0.1%	-67.0%	-26.0%	-0.4%	-17.2%	38.6%
2022-12	48.6%	-34.8%	1.7%	5.9%	-19.8%	41.8%
2022-11	51.4%	-35.8%	3.3%	5.5%	-17.9%	26.1%

11月工业企业库存增速连续第2个月回落。从驱动角度看，工业企业名义库存增速的回落的核心原因依然是需求不足，反映为物价跌幅再度扩大，相反工业企业生产表现尚可，工业增加值增速稳中有升。由于有效需求不足，工业产业链自下而上基本均处于去库阶段，其中，上游采矿业与原材料加工业去库加速。



11月工业企业库存周期相关指标（产成品存货增速、利润增速）的表现，与11月制造业PMI指标中的原材料、产成品库存指标走势也基本一致，均显示国内工业企业库存周期尚未真正过渡至主动补库阶段，可能仍处于被动去库的尾部，工业企业库存与盈利指标震荡分化的拉锯状态尚未结束。并且从细分行业的数据看，国内多数行业也并尚不具备主动补库的特征。若工业企业要延续盈利改善，并正式启动补库周期，核心依然是改善需求。





从我国历次补库周期的经验分析，强劲的房地产投资或者出口是历次工业企业补库的核心驱动。反观2023年四季度，房地产投资疲软、以及出口同比负增长，难以提供足够强劲的需求刺激工业企业主动补库。展望2024年，需求回暖的潜在三个方向值得关注。

补库周期	持续时间	补库强度	行业及对工业企业库存增速的拉动幅度 (%)									
			纺织	农副食品	钢铁	运输设备	化学纤维	燃料加工	电气机械	金属制品	有色冶炼	电子设备
第一轮补库	2000-05	弱	纺织	农副食品	钢铁	运输设备	化学纤维	燃料加工	电气机械	金属制品	有色冶炼	电子设备
	2001-06		2.29	0.72	0.63	0.51	0.48	0.40	0.40	0.28	0.27	0.18
第二轮补库	2002-10	强	钢铁	燃料加工	运输设备	电气机械	化学原料	纺织	通用设备	金属制品	农副食品	化学纤维
	2004-12		3.63	2.33	1.89	1.75	1.72	1.67	0.88	0.86	0.83	0.82
第三轮补库	2006-05	强	钢铁	燃料加工	化学原料	农副食品	运输设备	金属制品	通用设备	汽车	建材	专用设备
	2008-08		6.95	1.76	1.64	0.91	0.73	0.65	0.60	0.59	0.50	0.45
第四轮补库	2009-08	强	钢铁	化学原料	汽车	燃料加工	运输设备	电气机械	纺织	有色冶炼	专用设备	农副食品
	2011-10		4.01	2.97	2.18	2.05	1.96	1.48	1.33	1.25	1.13	1.09
第五轮补库	2013-08	弱	电子设备	钢铁	汽车	电气机械	专用设备	农副食品	燃料加工	通用设备	化学原料	建材
	2014-08		1.11	1.07	0.85	0.78	0.66	0.57	0.56	0.51	0.49	0.45
第六轮补库	2016-06	弱	电子设备	钢铁	化学原料	汽车	电气机械	燃料加工	专用设备	有色冶炼	通用设备	造纸
	2018-08		1.60	1.30	1.21	1.15	1.14	0.84	0.75	0.63	0.55	0.35
第七轮补库	2019-11	弱	钢铁	化学原料	有色冶炼	汽车	建材	金属制品	电气机械	燃料加工	农副食品	电子设备
	2020-03		3.59	1.63	1.09	1.04	0.75	0.75	0.66	0.58	0.55	0.54
第八轮补库	2020-10	强	化学原料	电气机械	电子设备	燃料加工	钢铁	有色冶炼	建材	金属制品	专用设备	纺织
	2022-04		2.18	1.81	1.78	1.65	0.91	0.70	0.70	0.55	0.45	0.45

基建作为稳增长的压舱石，是2024年需求改善较为确定的推手之一。回顾2023年，社会资金对电力投资的支持，对冲了财政资金对基建投资支持力度不足的影响，基建投资增速较2022年放缓但仍保持韧性。展望2024年，财政政策将加力，有望支撑基建投资增速保持8.6%。

资金来源	2023年	基建增量资金	2024年	基建增量资金
一般公共预算资金	<ul style="list-style-type: none"> 一般公共预算支出规模27.51万亿，同比增长5% 公共财政支出中12.5%投向基建，与2022年增速持平 	1,629	<ul style="list-style-type: none"> 一般公共预算支出规模29万亿，同比增长6% 公共财政支出中12.8%投向基建，较2022年增速小幅提升 	2,102
土地出让金	<ul style="list-style-type: none"> 土地出让金收入5.35万亿，同比下降20% 土地出让金支出中12%投向基建，与2022年保持一致 	-1,604	<ul style="list-style-type: none"> 土地出让金收入5.35万亿，同比下降10% 土地出让金支出中12%投向基建，与2023年保持一致 	-642
地方政府专项债	<ul style="list-style-type: none"> 3.8万亿+1万亿国债增发（0.2万亿当年，0.8万亿结转2024年） 63.1%投向基建，较2022年提高1.1个百分点 	-6,392	<ul style="list-style-type: none"> 4万亿+0.8万亿（上年结转） 63.1%投向基建，与2023年基本持平 	12,310
增量政策工具	<ul style="list-style-type: none"> 2022年政策性金融工具撬动资金规模影响延续 用作项目资本金比例100%，资本金比例10% 	17,219	<ul style="list-style-type: none"> 2022年政策性金融工具撬动资金规模影响延续 2024年新增政策性金融工具6000（不考虑本金的撬动作用） 	0 6,000
增量资金总计（亿元）		10,851		19,770
上年基建投资规模（亿元）		210,387		230,373
基建投资同比		5.2%		8.6%

据我们测算，2024年财政两本账总支出增速将达到6%，且政府或将辅以政策性开发性金融债等广义财政政策工具。

年份	关键假设											两本账收 支缺口	Δ两本账 支出	
	名义 GDP	名义GDP: 同比	一般公共 预算收入/ 名义GDP	一般公共 预算收入	一般公共 预算支出	政府性基 金收入	政府性 基金支出	公共预算+政 府性基金收入	公共预算+政府 性基金支出	公共预算+政府性 基金支出:同比	财政支出增速- 名义GDP增速			
2013	592,963	10.1%	21.8%	129,143	139,744	52,239	50,116	181,382	189,860	17.4%	7.3%	8,478	28,079	
2014	643,563	8.5%	21.8%	140,350	151,662	54,093	51,388	194,443	203,050	6.9%	-1.6%	8,607	13,190	
2015	688,858	7.0%	22.1%	152,217	175,768	42,330	42,364	194,547	218,132	7.4%	0.4%	23,585	15,082	
2016	746,395	8.4%	21.4%	159,552	187,841	46,619	46,852	206,171	234,693	7.6%	-0.8%	28,522	16,561	
2017	832,036	11.5%	20.7%	172,567	203,330	61,462	60,700	234,029	264,030	12.5%	1.0%	30,001	29,337	
2018	919,281	10.5%	19.9%	183,352	220,906	75,405	80,562	258,757	301,468	14.2%	3.7%	42,711	37,438	
2019	986,515	7.3%	19.3%	190,382	238,874	84,516	91,365	274,898	330,239	9.5%	2.2%	55,341	28,771	
2020	1,013,567	2.7%	18.0%	182,895	245,588	93,489	117,999	276,384	363,587	10.1%	7.4%	87,203	33,348	
2021	1,149,237	13.4%	17.6%	202,539	246,322	98,024	113,661	300,563	359,983	-1.0%	-14.4%	59,420	-3,604	
2022	1,210,207	5.3%	16.8%	203,703	260,609	77,879	110,583	281,582	371,192	3.1%	-2.2%	89,610	11,209	
2023.E	1,269,507	4.9%	16.9%	214,296	285,096	64,640	98,346	278,935	383,441	3.3%	-1.6%	104,506	12,249	
2024.E	情景1	1,345,678	6.0%	16.9%	227,153	287,953	58,176	118,495	285,329	406,448	6.0%	0.0%	121,119	23,006
	情景2	1,345,678	6.0%	16.9%	227,153	289,153	58,176	117,295	285,329	406,448	6.0%	0.0%	121,119	23,006
	情景3	1,345,678	6.0%	16.9%	227,153	292,953	58,176	113,495	285,329	406,448	6.0%	0.0%	121,119	23,006
	情景4	1,345,678	6.0%	16.9%	227,153	297,953	58,176	108,495	285,329	406,448	6.0%	0.0%	121,119	23,006
	情景5	1,345,678	6.0%	16.9%	227,153	299,953	58,176	106,495	285,329	406,448	6.0%	0.0%	121,119	23,006

年份	财政增量资金												
	两本账收入		其他收入		政府负债						其他特殊工具	合计	
	一般公共预算	政府性基金	调入结转结余及利润上缴	Δ	财政赤字	赤字结转	财政赤字率	实际赤字扩张	新增地方政府专项债	专项债扩容	Δ		
2013	11,933	14,722	-1,399	-1,901	12,000	0	2.0%	4,000	0	0	0	28,754	
2014	11,207	1,854	-2,188	-789	13,500	0	2.1%	1,500	0	0	0	13,772	
2015	11,867	-11,763	7,351	9,539	16,200	0	2.4%	2,700	1,000	1,000	0	13,343	
2016	7,335	4,289	6,489	-862	21,800	0	2.9%	5,600	4,000	3,000	0	19,362	
2017	13,015	14,843	6,963	474	23,800	0	2.9%	2,000	8,000	4,000	0	34,332	
2018	10,785	13,943	13,754	6,791	23,800	0	2.6%	0	13,500	5,500	0	37,019	
2019	7,030	9,111	20,892	7,138	27,600	0	2.8%	3,800	21,500	8,000	0	35,079	
2020	-7,487	8,973	25,093	4,201	37,600	0	3.7%	10,000	37,500	16,000	10,000	41,687	
2021	19,644	4,535	8,083	-17,010	35,700	0	3.1%	-1,900	36,500	-1,000	0	4,269	
2022	1,164	-20,145	23,206	15,123	33,700	0	2.8%	-2,000	41,500	5,000	7,400	6,542	
2023.E	10,593	-13,239	22,000	-1,206	48,800	-8000	3.8%	10,100	38,000	-3,500	0	2,747	
2024.E	情景1	12,858	-6,464	15,000	-7,000	38,800	8,000	2.9%	6,000	45,000	7,000	11,000	23,394
	情景2	12,858	-6,464	15,000	-7,000	40,000	8,000	3.0%	7,200	42,000	4,000	13,000	23,594
	情景3	12,858	-6,464	15,000	-7,000	43,800	8,000	3.3%	11,000	40,000	2,000	11,000	23,394
	情景4	12,858	-6,464	15,000	-7,000	48,800	8,000	3.6%	16,000	40,000	2,000	6,000	23,394
	情景5	12,858	-6,464	15,000	-7,000	50,800	8,000	3.8%	18,000	40,000	2,000	4,000	23,394

房地产支持政策

商业地产

非商业地产

需求侧政策

- 因城施策
- 首付比例
- 房贷利率
- 购房税费
- “四限”政策
- 公积金政策
- 落户政策
- 人才补贴
-

供给侧政策

- 房企融资支持政策（以抓落实为主）
- 银行信贷
- 股权融资
- 债权融资
- 保交楼
- 预售资金监管

城中村改造

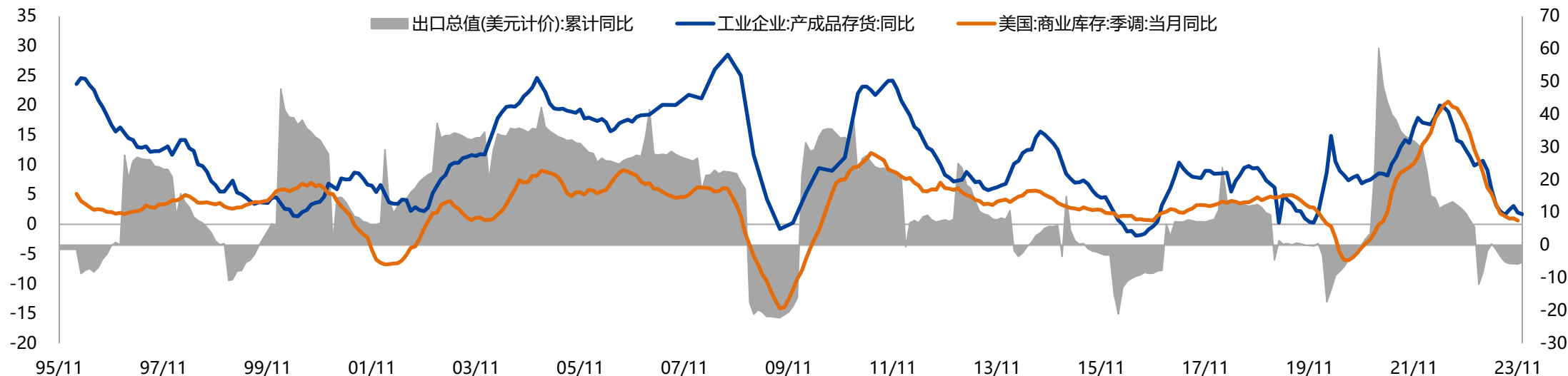
- 资金来源
- 保守/中性/乐观：
0.8/1.2/1.7万亿
- 专项债：预计用于城中村项目的比例估计在 10%-30%之间，大约0.4-0.8 万亿元左右；
- PSL：0.3 万亿元左右；
- 房企自筹或者商业贷款：10%左右

保障性住房

- 十四五规划：900万套保障性住房
- 《新型城镇化规划（2021-2035年）》：2025年城镇化率69%，2035年77%。
- 按照中性情境，35个大中城市覆盖50%新市民群体估算，2025-2035年需要新增保障性住房3500万套

		城中村	保障房
改造目的		消除城市建设治理短板、改善城乡居民居住环境条件、扩大内需、优化房地产结构	解决新市民、青年人的住房问题
改造方式		拆除新建、整治提升、拆整结合等不同方式，预计拆除新建比例可能在60%左右或以上。货币化安置比例可能在棚改和旧改之间。	存量部分：新市民群体3亿人（含1.72亿农民工和2.55亿无城镇户籍的常住人口），位于35个大中城市人口比例为26%。 增量部分：《新型城镇化规划（2021-2035年）》，十四五期间城镇化率65.22%上升至69%，到2035年上升至77%，未来五年35个大中城市新增及存量新市民人口0.9-1.2亿人，对应住房需求套数3000-4000万。
改造节奏		稳中求进、积极稳妥，成熟一个推进一个，实施一项做成一项，真正把好事办好、实事办实	覆盖新市民群体的比例为40%-60%； 保障性住房套均面积60-70平方米左右； 本轮保障性住房的供应50%由新建住宅构成，50%由回购存量房构成； 套均投资12-14万元。
需求派生		关注货币化安置比例，预计低于棚改但高于旧改	投资规模较小，不涉及住房需求派生，可能还会减少改善性住房需求
时间周期		10年	5年
2024年投资额 (亿元)	保守	4800	2024年2455亿元，增量368亿元
	中性	7200	
	乐观	10200	
2024年拉动比例 (%)	保守	4.0%	2.0% (0.3%)
	中性	6.0%	
	乐观	8.5%	

国内经济：2024年下半年中美库存周期或有共振的可能



中美共振补库	开始日期	2000/5/31	2002/10/31	2003/9/30	2006/5/31	2007/8/31	2009/8/31	2013/9/30	2016/10/31	2020/10/31	持续月数	历史	
	结束日期	2000/8/31	2003/4/30	2004/12/31	2006/8/31	2008/8/31	2011/5/31	2014/7/31	2017/4/30	2022/4/30	总计	占比	
	持续时长 (月)	3	6	15	3	12	21	10	6	20	96	35%	
	中国出口增速变动幅度 (%)	-2.2	12.9	3.1	0.2	-5.4	47.7	-5.1	15.6	11.1	均值	8.7	
中美共振去库	开始日期	2001/6/30	2005/1/31	2008/8/31	2011/10/31	2014/8/31	2019/5/31	2020/3/31	2022/6/30	2023/9/30	持续月数	历史	
	结束日期	2002/1/31	2005/8/31	2009/8/31	2013/8/31	2016/6/30	2019/11/30	2020/6/30	2023/7/31	2023/11/30	总计	占比	
	持续时长 (月)	7	7	12	22	22	6	3	13	2	94	35%	
	中国出口增速变动幅度 (%)	20.4	-9.9	-44.6	-12.8	-13.3	-0.7	7.1	-17.8	0.5	均值	-7.9	
中补库、美去库	开始日期	2000/8/31	2003/4/30	2006/8/31	2011/5/31	2013/8/31	2014/7/31	2016/6/30	2019/11/30	2023/7/31	持续月数	历史	
	结束日期	2001/6/30	2003/9/30	2007/8/31	2011/10/31	2013/9/30	2014/8/31	2016/10/31	2020/3/31	2023/9/30	总计	占比	
	持续时长 (月)	10	5	12	5	1	1	4	4	2	44	16%	
	中国出口增速变动幅度 (%)	-25.8	-1.2	1.9	-3.5	-1.2	0.9	1.0	-13.4	-0.6	均值	-4.7	
中去库、美补库	开始日期	2002/1/31	2004/12/31	2005/8/31	2017/4/30	2020/6/30	2022/4/30					持续月数	历史
	结束日期	2002/10/31	2005/1/31	2006/5/31	2019/5/31	2020/10/31	2022/6/30					总计	占比
	持续时长 (月)	9	1	9	13	4	2					38	14%
	中国出口增速变动幅度 (%)	-8.6	6.7	-6.5	-6.6	6.6	1.5					均值	-1.1



国债

T

01

宽松预期叠加配置需求，债市表现偏强

02

跨年期间，易有流动性摩擦

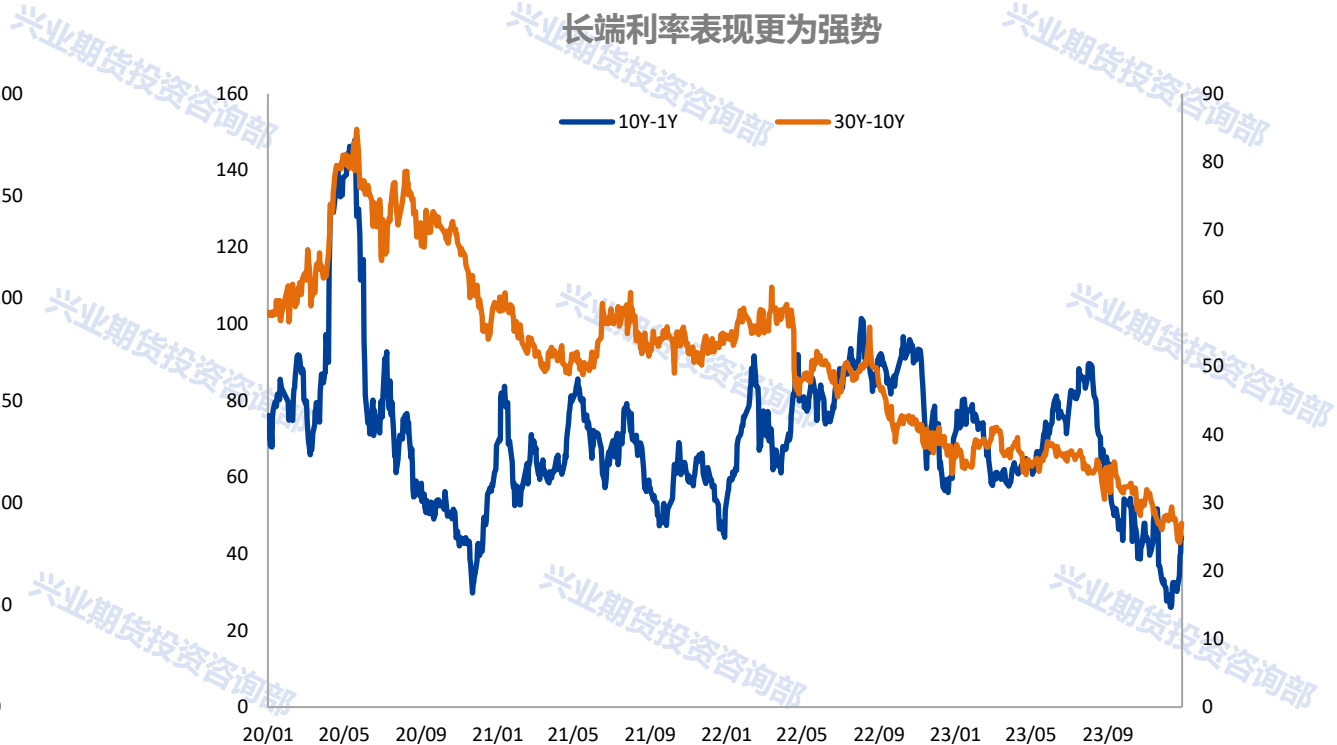
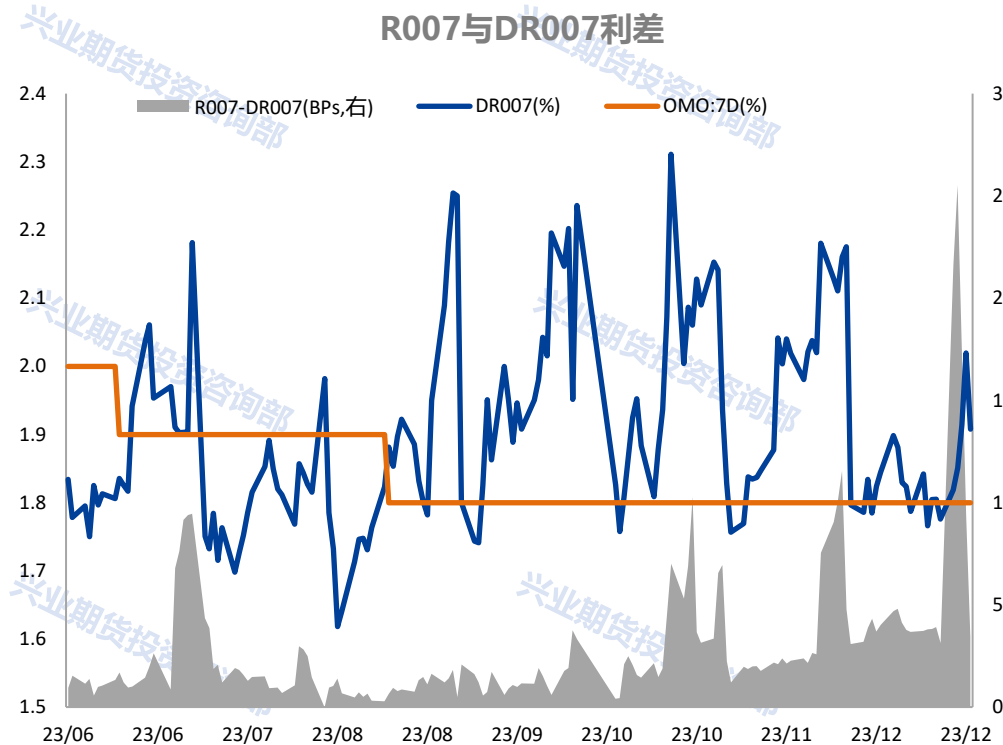
03

资金面不宜过分乐观，宏观复苏趋势延续

04

经济基本面边际好转，高估值债市存回调压力

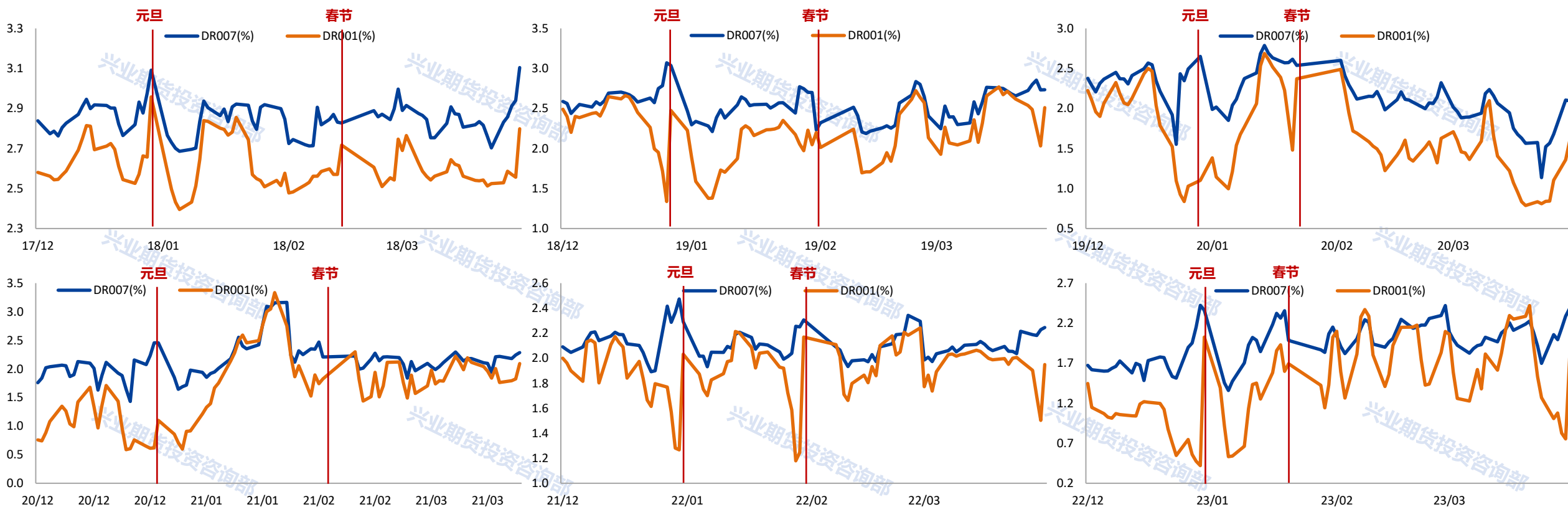
- 上周债市继续表现强势，虽然降准降息预期落空，但MLF的大额续作对市场流动性预期有所提振。银行1天和7天融出资金报价均有所下滑。
- 此外受年末影响的影响，市场配置需求阶段性抬升，尤其是保险等机构拉长久期、配置高票息资产的意愿较强，因此长端利率走势偏强，尤其是30Y国债。但在“抢跑”现象明显的情况下，回调压力也增长累积。



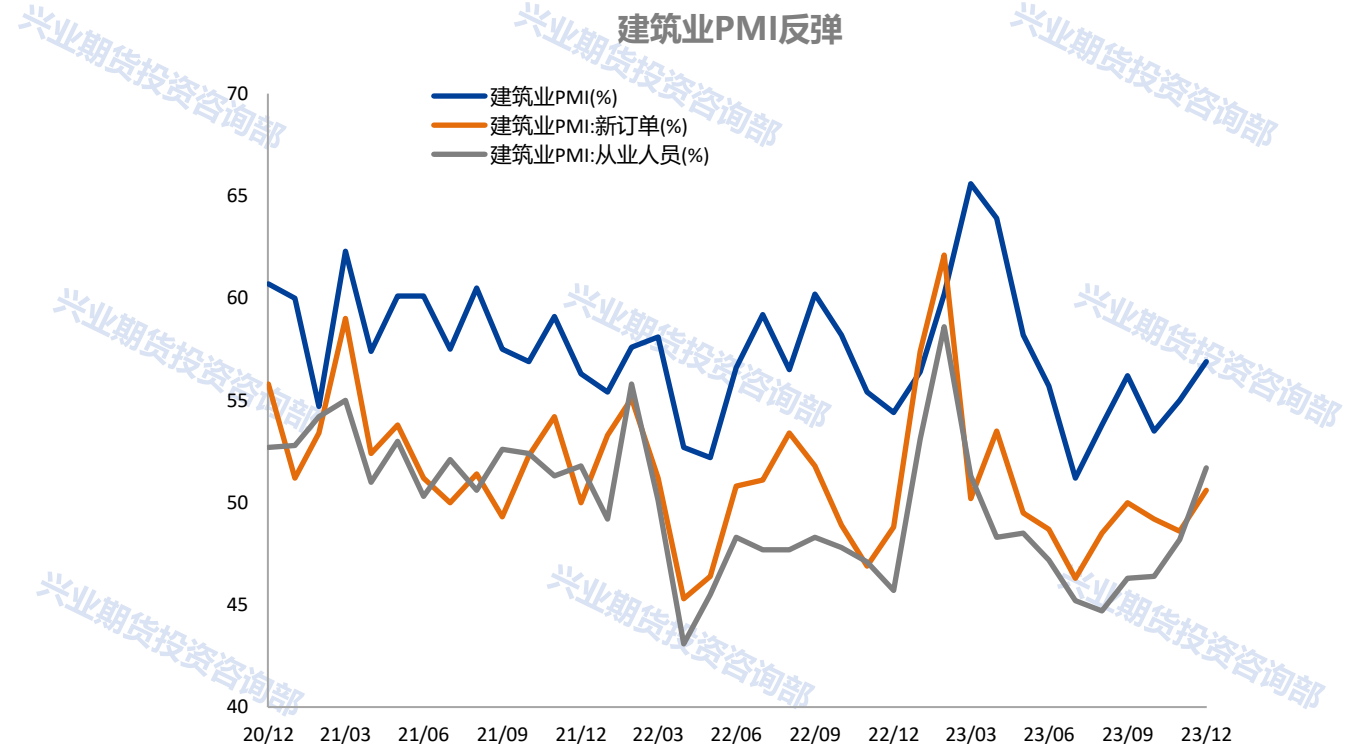
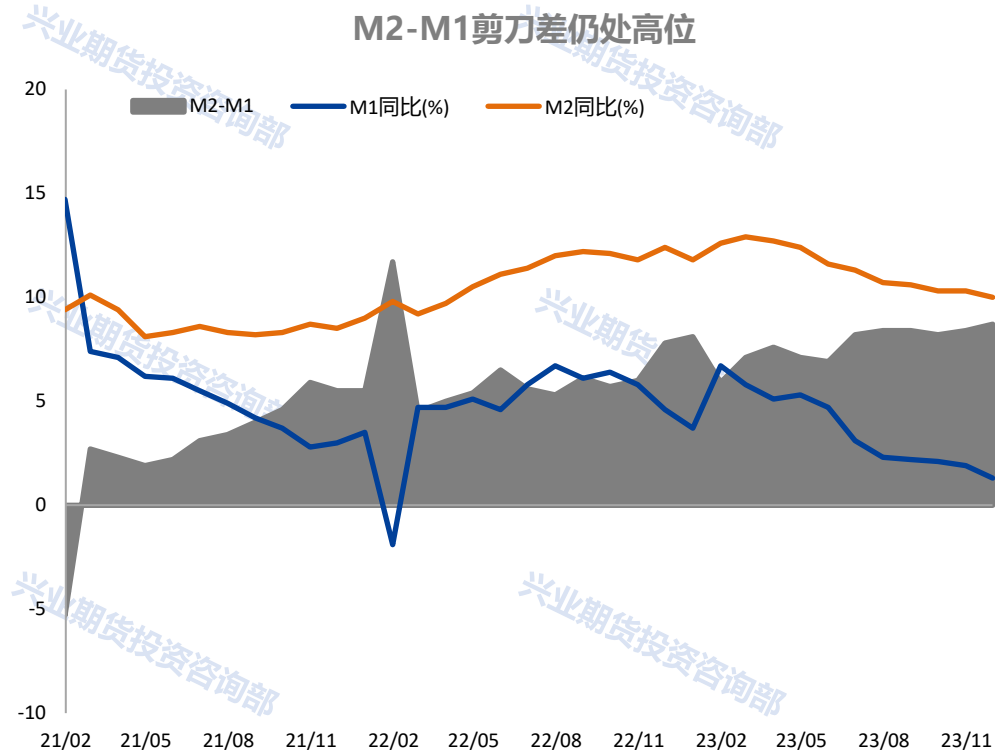
通过复盘历史元旦及春节期间的资金面情况可以发现，由于受到银行年末流动性考核以及节假日资金需求的原因，1月通常会出现流动性缺口，整体资金利率呈现前高后低的特征。

此外2024年一季度地方债发行量或偏高，单月债券供给压力偏大，也将对流动性形成扰动。

跨年前后资金表现



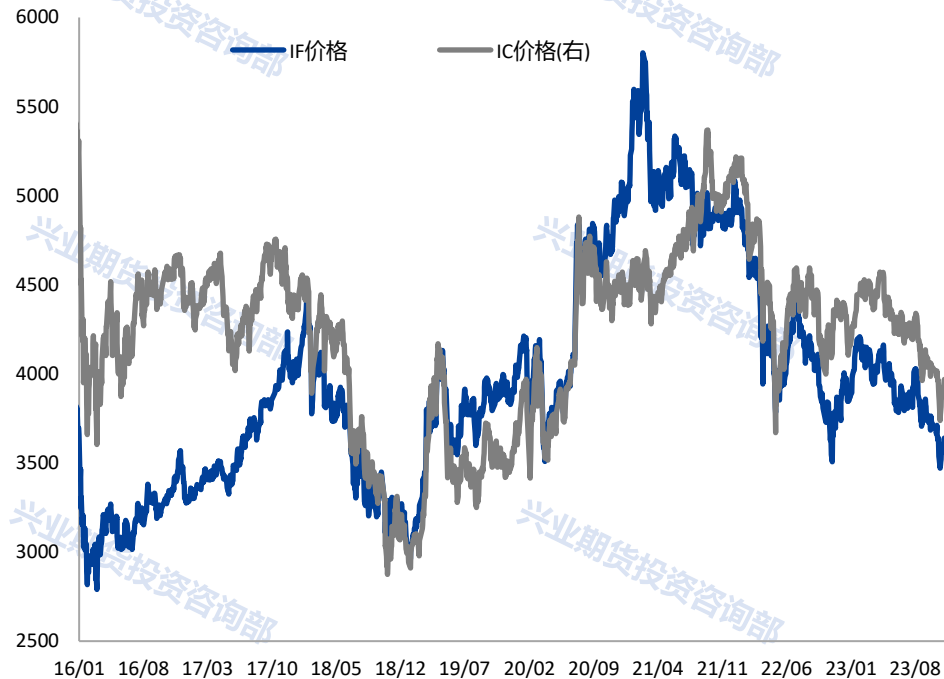
- 虽然央行的流动性呵护意愿仍偏强，但对于跨年流动性仍需保持谨慎态度。在目前M2与M1剪刀差仍处高位的情况下，监管对“资金空转”的关注度仍将持续，货币政策宽松力度存在不确定性。
- 此外，最新制造业PMI虽然仍在50以下，但仍存在结构性亮点，原材料去库或告一段落，且建筑业指标部分出现好转，宏观复苏趋势仍未改变。



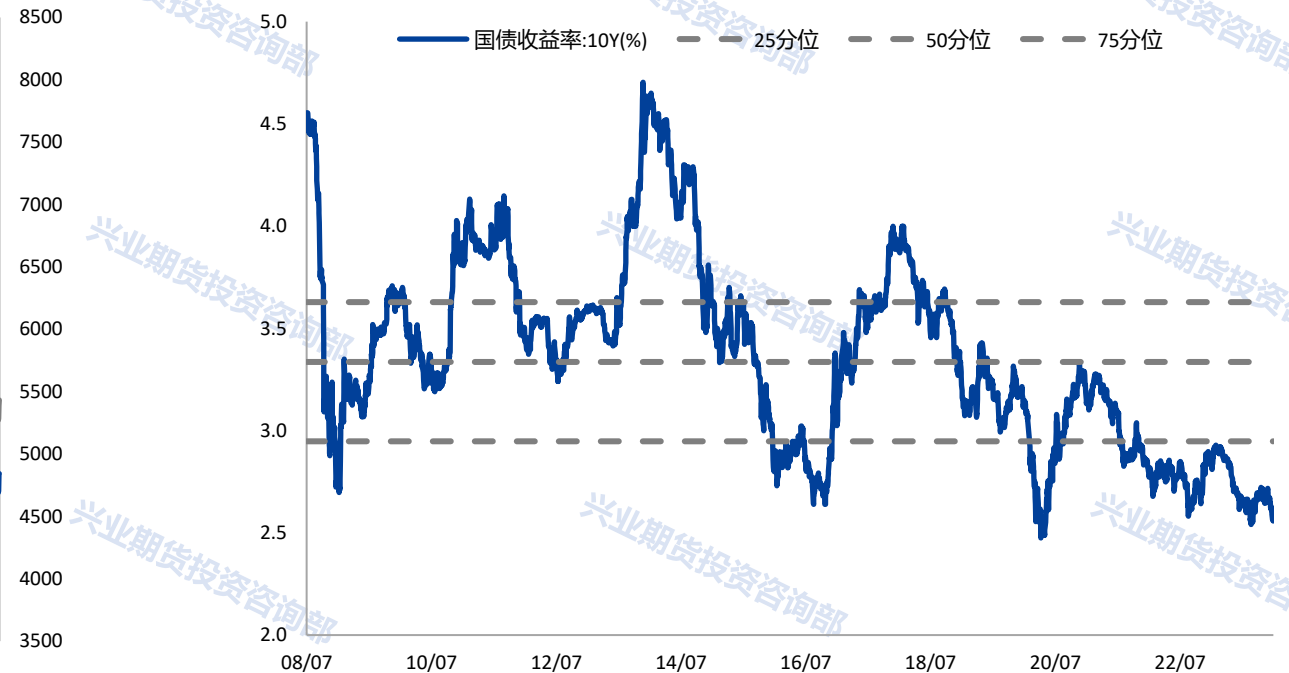
宏观数据存结构性亮点，叠加政策信号较为积极，债市市场调整压力正在累积。虽然货币政策仍将维持中性偏宽松，但春节前资金易有摩擦，债市存阶段性供给压力，资金面高波动预计延续。

此外从估值角度来看，目前估值偏高，而股市等风险资产估值偏低，吸引力正在逐步抬升，债市配置需求将边际走弱，因此债市进一步上行动能较低，10年期国债期货空单盈亏比较优。

股票等风险资产估值偏低吸引力抬升



长端利率处历史低位



股指

IF

01

盈利将修复、估值将提升，A股核心驱动动能未改

02

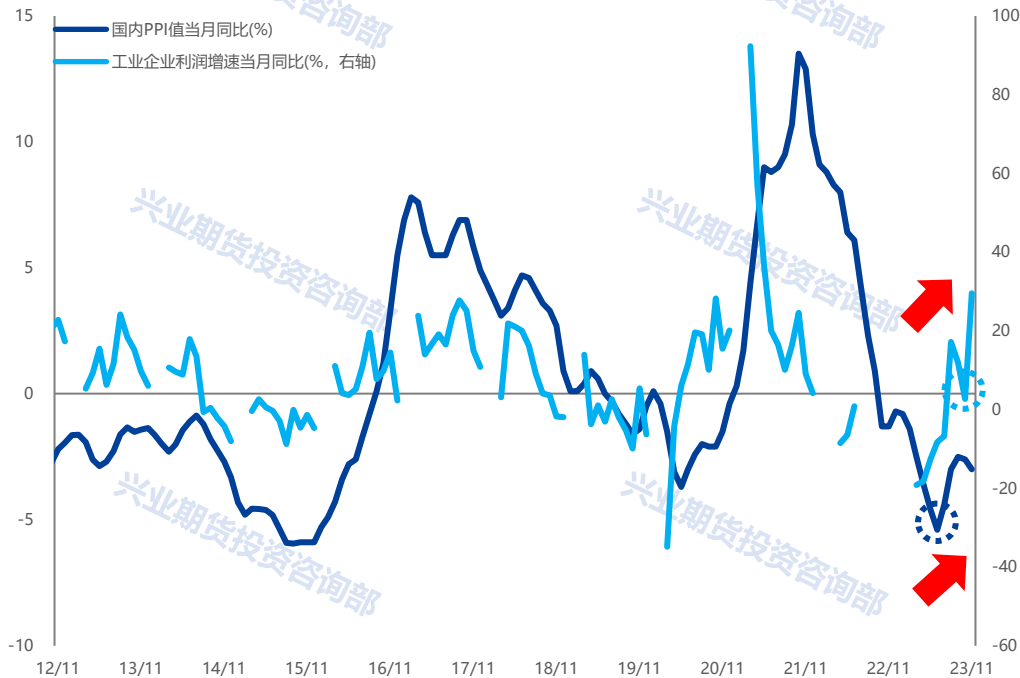
配置价值再度显现，增量资金流入前景乐观

03

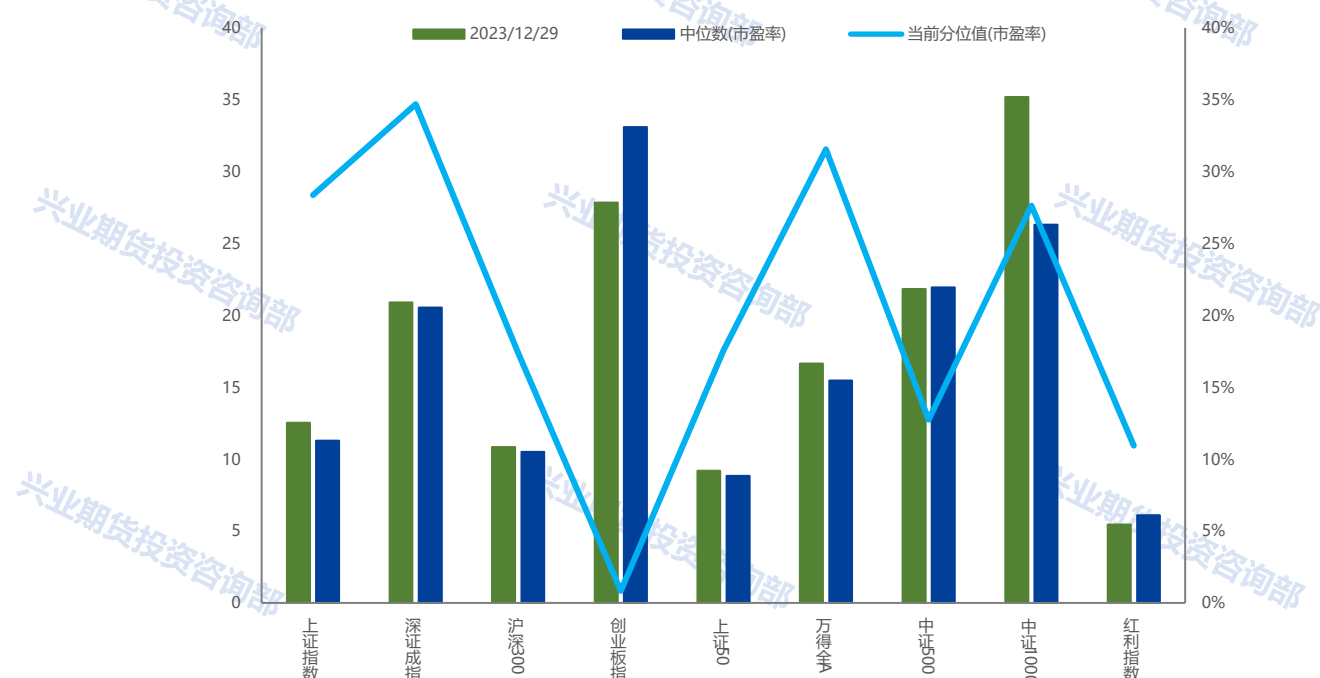
从季节效应、行业映射看，沪深300指数仍是最佳多头

- 虽然近2月国内部分主要宏观指标“回踩”，但其触底上行格局未变，叠加积极政策效应将逐步兑现，仍宜维持经济基本面大势向好判断。此外，从物价走势、工业企业利润增速等关键指标看，则有持续性的亮点，亦利于维持和提振市场预期。
- 再从估值看，相交所历轮低点、A股亦属于偏低水平。一方面，可作为经济弱复苏的反映；另一方面，也意味其高弹性、良好的抗回撤性。
- 综合盈利端驱涨动能、估值匹配度看，后市A股涨势指引依旧明确，且多头策略整体安全边际良好。

国内通胀水平、及工业企业利润增速对比（截至2023年11月）



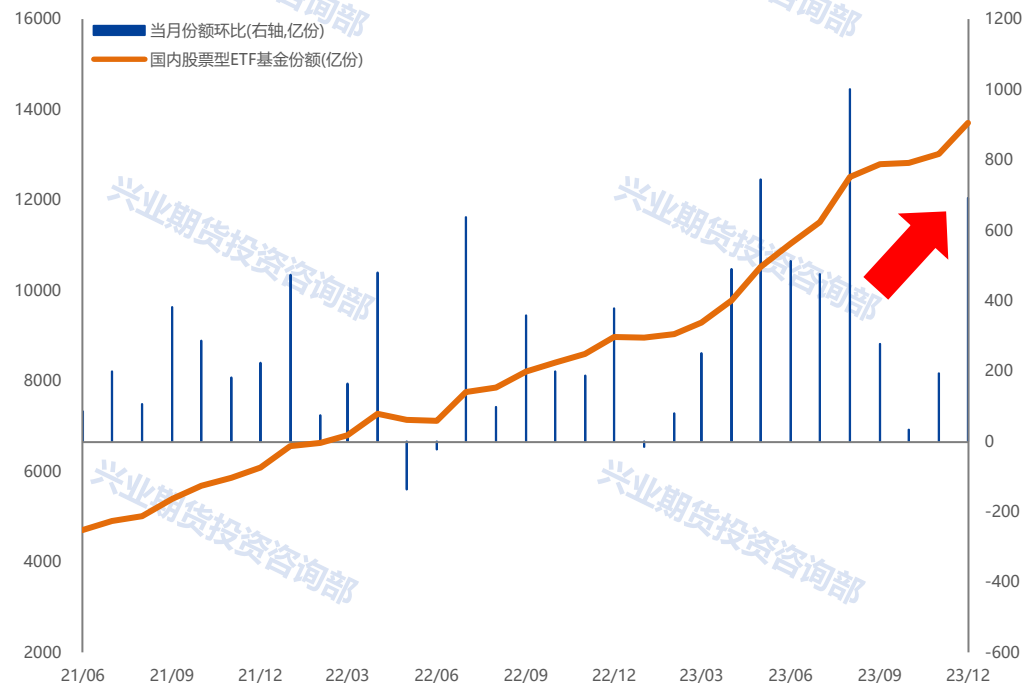
A股历次低点估值水平对比（截至2023.12.29）



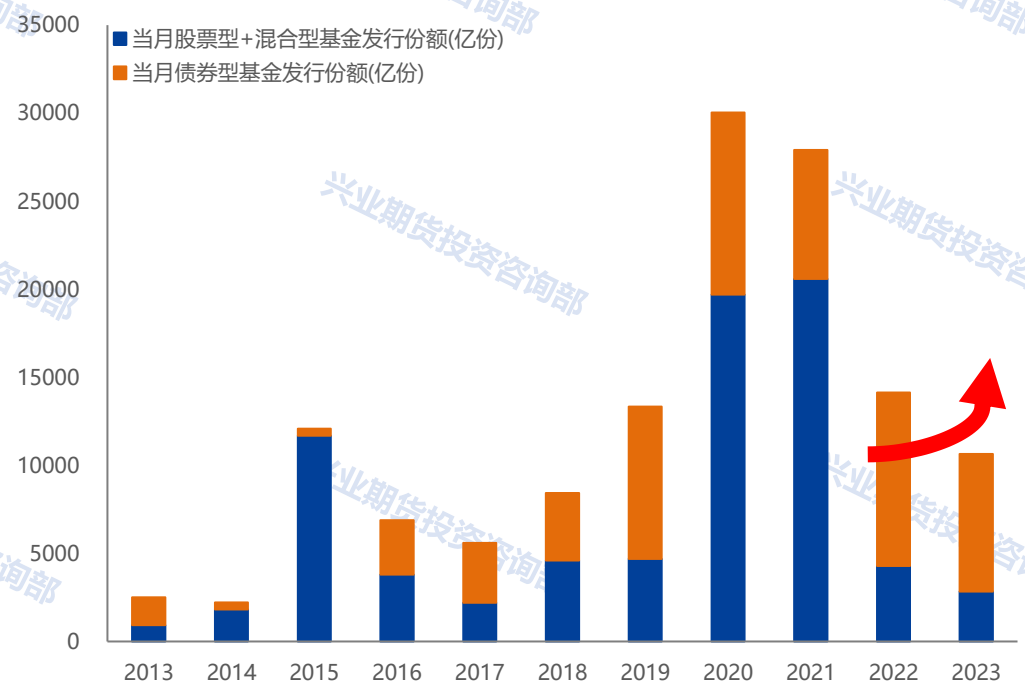
因主动型股基“赚钱效应”匮乏，近2年来其新发募集份额大幅萎缩，资金面的负反馈较为显著。但随基本面修复、以及低估值提供高盈亏比，被动型ETF基金申购份额则持续大增，意味市场正逐步发掘A股的配置价值。

同时，考虑当前股债风险溢价已处历史高位，再结合从债基、股基份额占比看，二者“跷跷板效应”大概率将现：即债券配置需求回落，而权益配置需求则大幅抬升，进而为A股带来可观增量资金。

国内股票型ETF份额变化情况（月度值，截至2023.12.29）



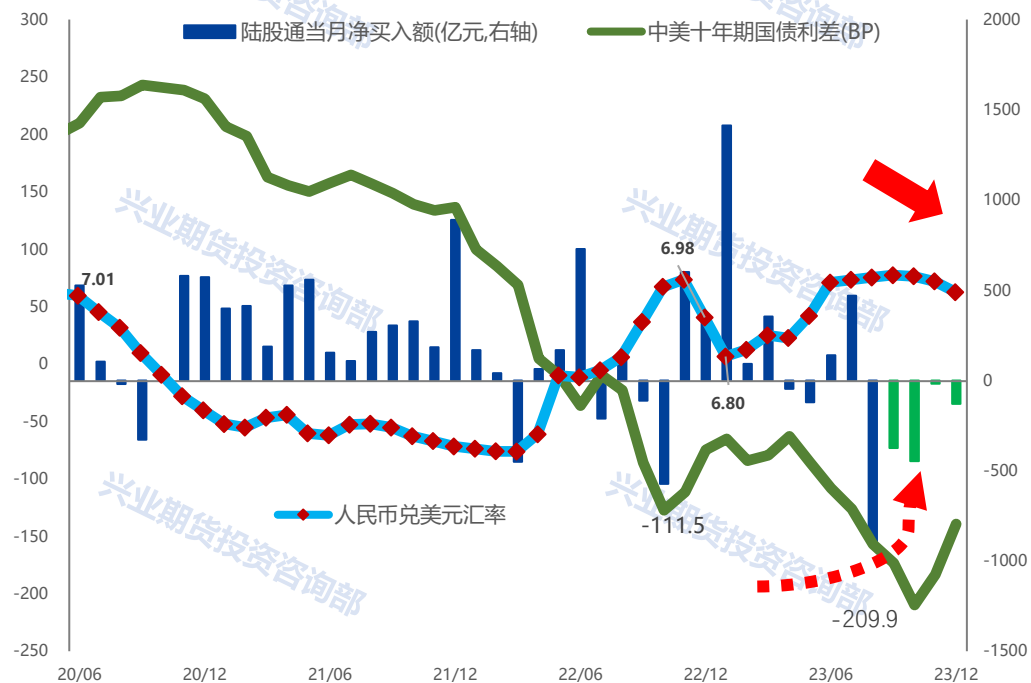
历年股票型、债券型基金新发份额情况（截至2023.12.29）



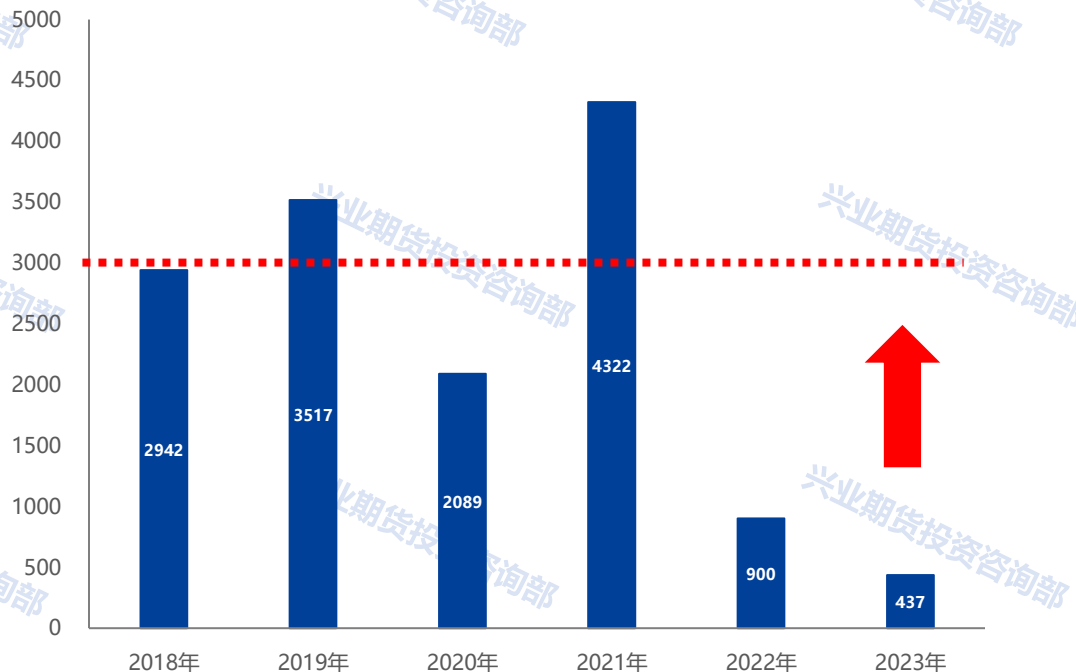
再从外资维度看，市场正逐步交易“东强西弱”的现实和预期：一方面，人民币较美元汇差、利差均持续缩窄；另一方面，23年中以来陆股通资金大幅外流的现象亦有显著改变。以上，均利于重新强化A股资产的全球吸引力。

而从潜在空间看，对比2018年~2021年相关数据，2024年外资回流规模亦较乐观，中性假设可达3000亿~4000亿。

中美十债利差、人民币汇率及陆股通净流入额对比（截至2023.12.29）



历年陆股通北向资金净流入额对比（截至2023年12月末）



- 从季节效应看，历年A股春季上涨概率相当大，尤其是2月更为显著，与该阶段处政策密集期存在高度关联。
- 另以上证50指数、创业板指、国证2000等分别作为价值、成长、小盘三大类风格的代表，可发现历年春季阶段，价值、成长风格显著占优。

历次“春季躁动” A股主要指数表现（截至2023年）

年度	起始日	截止日	万得全A指数最大涨幅	沪深300指数最大涨幅	上证50指数最大涨幅	中证500指数最大涨幅	中证1000指数最大涨幅	期间交易天数
2002年	2002/1/21	2002/3/21	33.8%	25.0%	/	/	/	34
2003年	2003/1/6	2003/4/16	23.6%	21.8%	/	/	/	66
2004年	2003/11/18	2004/4/6	37.3%	30.5%	14.9%	/	/	92
2005年	2005/1/21	2005/2/25	14.5%	12.3%	11.5%	13.5%	15.8%	19
2006年	2005/11/16	2006/3/1	25.0%	24.8%	22.4%	25.0%	19.1%	67
2007年	2007/2/6	2007/5/29	101.2%	89.6%	67.2%	126.0%	144.8%	71
2008年	2007/11/29	2008/1/14	26.7%	24.1%	19.2%	34.3%	33.8%	31
2009年	2008/12/31	2009/2/17	39.1%	36.2%	32.4%	47.3%	47.4%	28
2010年	2010/2/3	2010/4/15	12.3%	11.0%	9.7%	20.0%	24.4%	46
2011年	2011/1/25	2011/4/18	15.3%	15.8%	16.6%	21.4%	22.7%	53
2012年	2012/1/6	2012/2/27	17.9%	19.5%	16.5%	27.3%	28.1%	32
2013年	2012/12/4	2013/2/8	27.9%	32.8%	36.7%	33.8%	34.5%	46
2014年	2014/1/20	2014/2/20	12.4%	8.1%	6.7%	16.7%	17.3%	19
2015年	2014/11/20	2015/1/9	25.8%	46.3%	61.9%	13.1%	4.5%	35
2016年	2016/1/29	2016/4/15	23.0%	16.8%	17.1%	22.4%	26.0%	50
2017年	2017/1/16	2017/4/7	10.4%	8.0%	5.6%	12.3%	12.8%	53
2018年	2017/12/28	2018/1/26	6.8%	10.6%	13.2%	4.7%	3.9%	21
2019年	2019/1/4	2019/4/8	42.7%	40.4%	33.7%	45.9%	46.1%	61
2020年	2019/12/2	2020/1/14	12.9%	10.8%	8.1%	14.8%	16.7%	31
2021年	2020/12/11	2021/2/18	13.0%	22.3%	20.7%	8.9%	7.3%	44
2022年	2021/11/10	2021/12/13	7.5%	8.2%	9.7%	5.8%	8.9%	24
2023年	2022/10/31	2023/1/30	15.9%	22.1%	26.5%	10.6%	11.7%	60
平均值	/	/	24.8%	24.4%	22.5%	26.5%	27.7%	45

历年A股风格特征季节效应统计（截至2023年）

时间	历年首月	历年Q1	历年H1	全年
2011年	上证50	上证50	上证50	上证50
2012年	上证50	上证50	中证500	上证50
2013年	创业板指	创业板指	创业板指	创业板指
2014年	创业板指	国证2000	国证2000	上证50
2015年	创业板指	创业板指	创业板指	国证2000
2016年	上证50	上证50	上证50	上证50
2017年	上证50	沪深300	上证50	上证50
2018年	上证50	创业板指	创业板指	上证50
2019年	上证50	创业板指	上证50	创业板指
2020年	创业板指	创业板指	创业板指	创业板指
2021年	创业板指	中证500	创业板指	国证2000
2022年	上证50	上证50	上证50	国证2000
2023年	创业板指	国证2000	国证2000	国证2000
上证50占优次数	53.8%	30.8%	38.5%	46.2%
创业板指占优次数	46.2%	38.5%	38.5%	23.1%
上证50+创业板指合计占优次数	100.0%	69.2%	76.9%	69.2%

- 再从具体行业配置看：（1）首先考虑景气度，以净利润预期增速为主要变量；（2）再考虑估值匹配度，以PE、PB分位值水平为评估指标；（3）因国内经济复苏强度暂有限，故从稳健性考虑，仍宜增加相关防御板块、即高股息率行业。基于上述三大向因素，相关入选行业在沪深300指数、上证50指数占比相对最高（最新值为48%、49%）。
- 再结合前文风格研判看，价值、成长两大类均有较显著的表现机会，因此需考虑兼顾性。显然，沪深300指数对相关行业关联度更高。
- 综合而言，从行业配置模型、风格兼容性看，沪深300指数依旧为最优多头标的。

基于“业绩、股息率、估值”三大维度，相关行业四大股指占比统计（截至2023.12.29）

简称	最新总市值 (亿,2023.12.29)	最新市净率 (LF)分位值	前1月市净率 (LF)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
房地产开发和运营	11915	0.2%	0.9%	219.2%	866.7%	0.7	2.22	1.2	1.1	1.1	1.8	1.4
建筑施工	14679	0.4%	0.7%	11.5%	23.3%	9.1	2.91	2.0	3.1	0.9	1.7	1.7
环保及公用事业	9103	0.6%	2.0%	23.6%	15.1%	7.6	1.77	0.1	0.0	0.9	1.8	1.0
保险II	20891	1.1%	2.4%	10.0%	29.9%	9.6	3.61	3.5	8.8	0.0	0.1	2.4
白色家电II	8188	1.3%	0.6%	16.0%	10.2%	20.0	4.47	2.8	1.2	0.0	0.2	0.9
区域性银行	9936	1.6%	2.3%	11.1%	10.0%	11.9	5.26	2.4	0.0	2.3	0.8	1.1
食品	8225	1.6%	3.5%	10.8%	33.8%	11.4	1.96	0.5	1.0	1.3	1.5	0.9
新能源动力系统	13232	1.9%	2.7%	24.9%	35.7%	13.6	0.86	3.0	0.0	1.8	1.6	1.5
稀有金属	9643	2.5%	1.4%	-35.2%	21.6%	13.7	1.96	1.4	1.5	2.8	2.2	1.1
工业金属	8784	6.8%	5.9%	13.6%	20.2%	10.8	1.91	0.5	0.0	2.9	2.1	1.0
证券II	31454	7.8%	14.3%	22.7%	12.5%	6.6	1.42	6.2	3.1	6.4	1.1	3.6
专用机械	16560	11.4%	11.7%	31.4%	38.5%	9.2	1.00	0.4	0.0	2.0	2.8	1.9
电源设备	17903	12.6%	10.9%	17.1%	21.0%	14.1	2.09	3.3	3.7	2.3	1.9	2.1
计算机设备	10686	13.7%	23.3%	42.5%	35.2%	9.1	1.30	1.1	0.0	1.7	1.3	1.2
其他医药医疗	26672	14.6%	19.6%	-20.9%	24.1%	10.0	1.38	3.3	2.3	4.6	4.2	3.1
航空航天	8542	16.3%	20.3%	47.9%	35.5%	6.9	0.52	0.9	0.8	2.1	0.9	1.0
中药生产	10433	17.9%	22.3%	40.4%	37.2%	8.4	1.58	1.2	1.1	1.5	2.6	1.2
通用设备	11777	19.6%	23.5%	32.7%	40.4%	8.1	0.87	0.2	0.0	1.9	2.9	1.4
通信设备	9860	20.3%	24.2%	19.2%	41.3%	8.4	0.74	1.0	0.0	1.7	2.1	1.1
电气设备	15942	21.7%	20.9%	16.4%	18.6%	10.7	1.19	1.9	2.5	2.2	2.8	1.8
酒类	41232	45.6%	45.5%	19.9%	20.8%	24.4	2.40	10.2	18.7	0.7	1.0	4.7
其他军工II	9184	46.1%	48.0%	51.9%	52.0%	7.3	0.60	0.7	0.0	2.9	2.1	1.1
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)								48.0	49.0	43.8	39.2	37.4

沪铝

AL

01

氧化铝供给扰动持续，短期表现强势

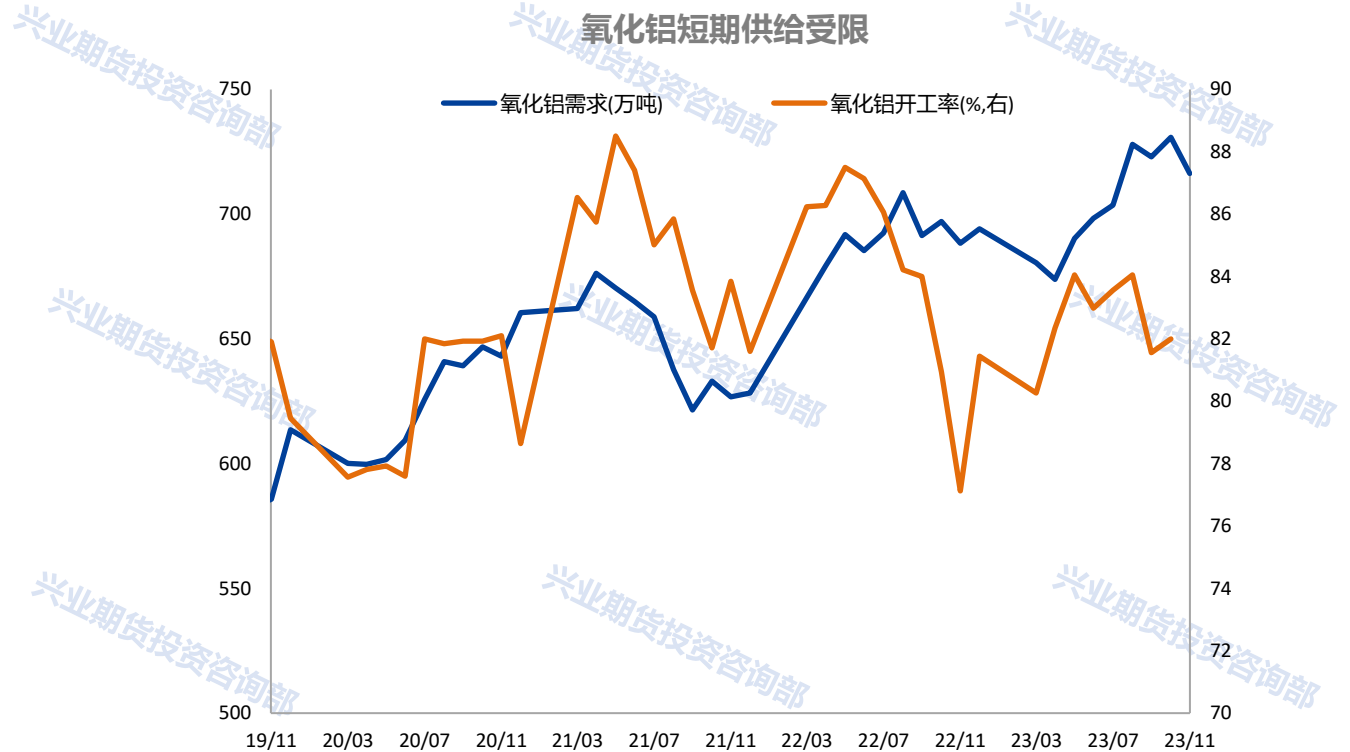
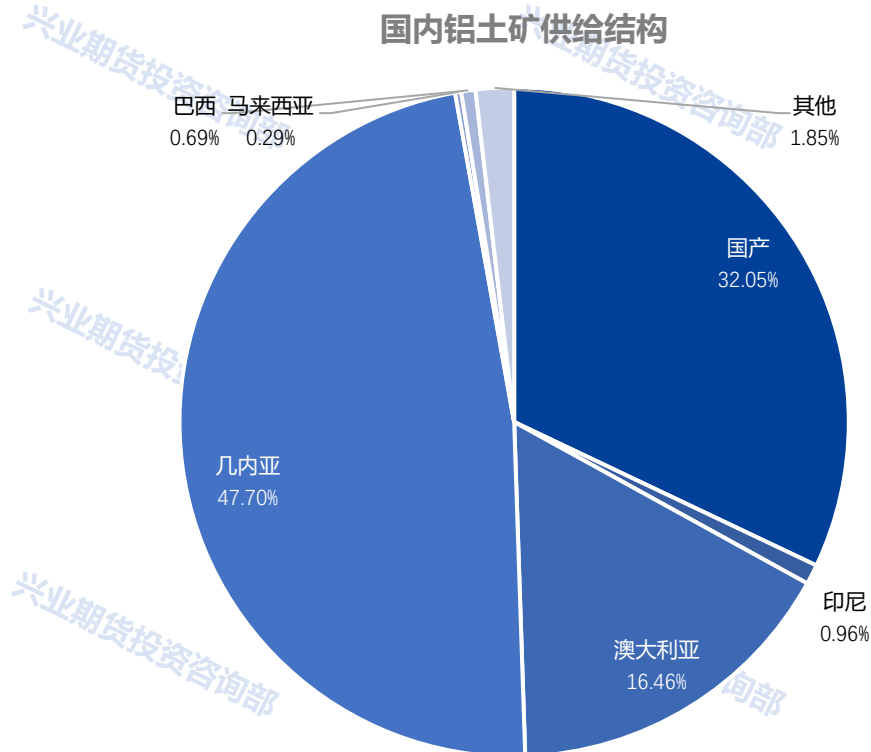
02

氧化铝产能过剩格局未变，中期趋势向下

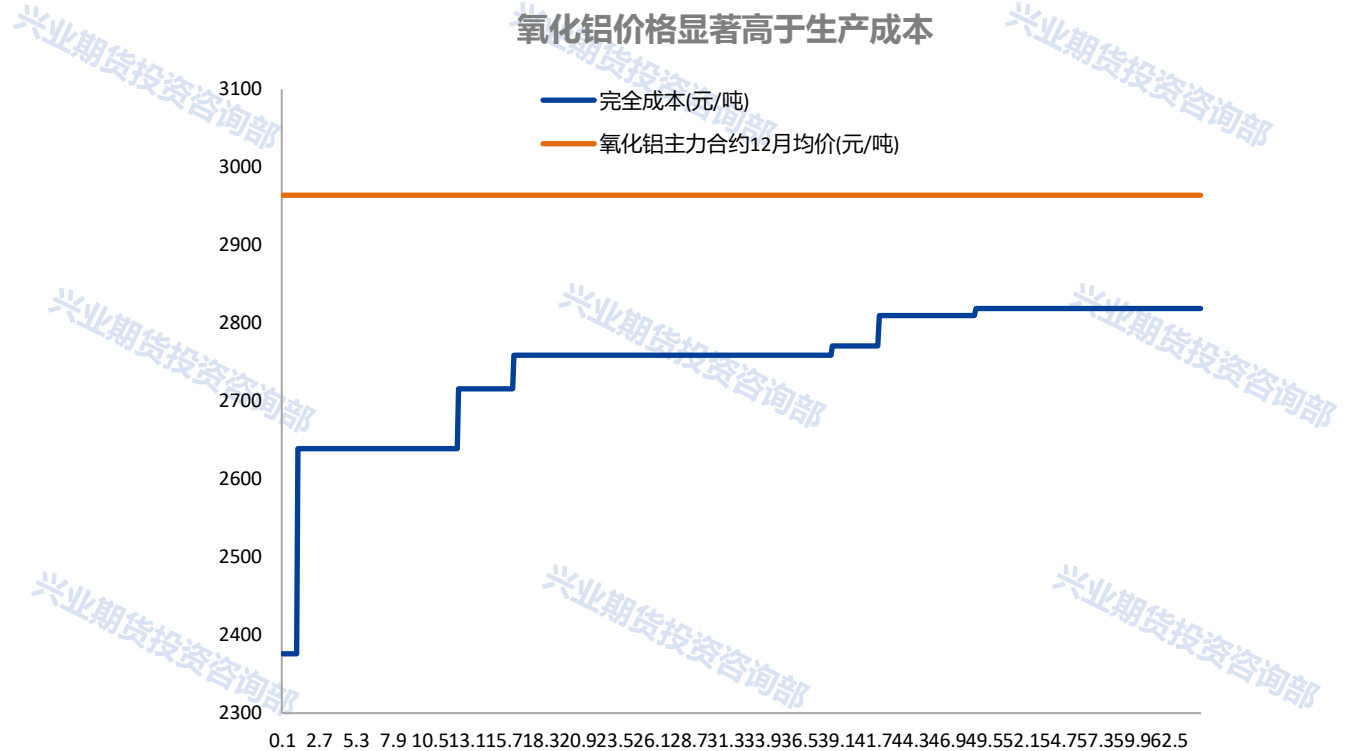
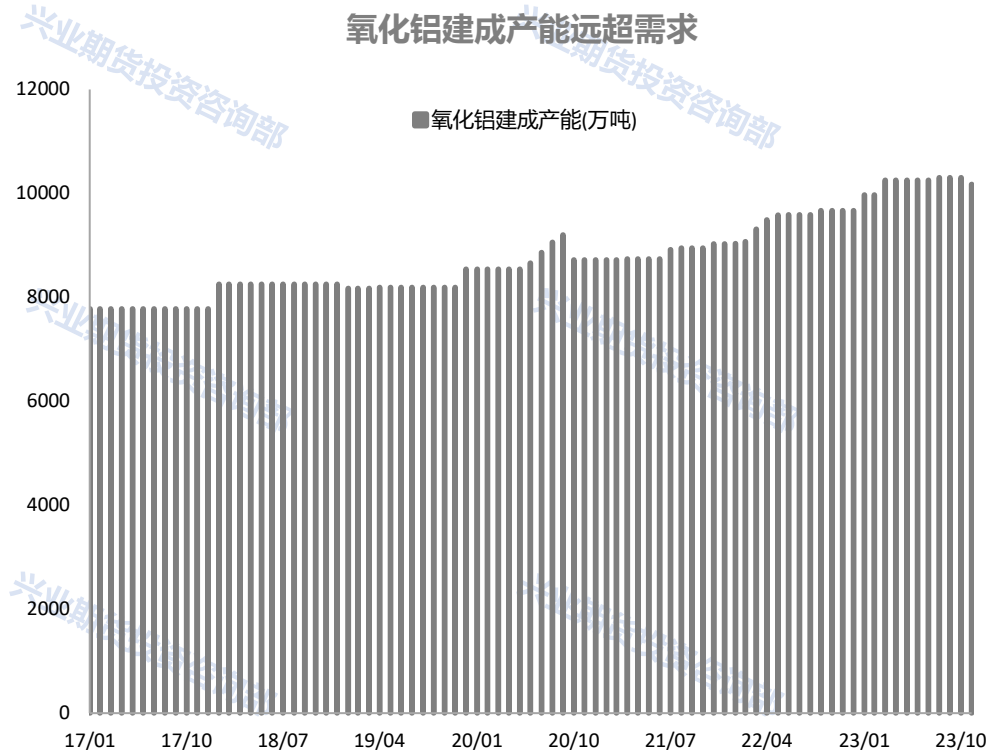
03

电解铝供给刚性叠加低库存，价格向上弹性较大

- 我国由于铝土矿品位不佳，因此以进口为主，且主要来源国集中于几内亚。本月几内亚发生的的爆炸事件造成当地燃料供应紧张，虽然目前根据市场调研消息，矿石开采并未受到影响，但运输扰动以及红海事件仍将增加其运输时间及成本。
- 国内方面，铝土矿近月来停工整顿事件较多，且进入冬季采暖季后，环保限产导致氧化铝开工下滑，氧化铝供给短期受限。

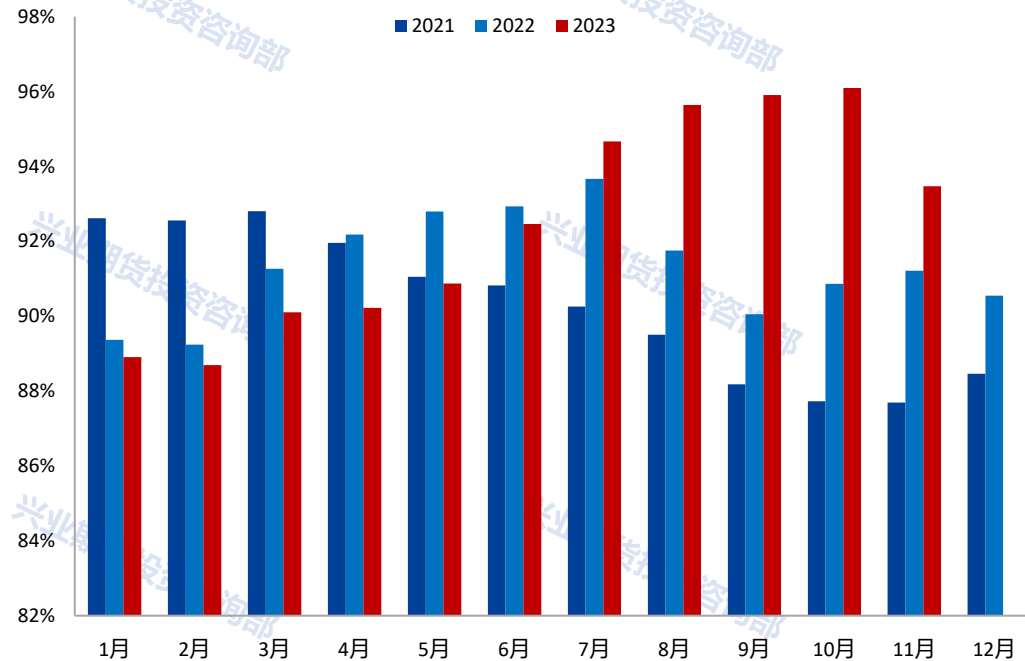


- 虽然氧化铝短期产能受限，但从中长期来看，目前氧化铝建成产能已经显著高于下游需求，在电解铝产能天花板下，氧化铝过剩格局将进一步加剧。
- 且从价格角度来看，氧化铝目前的价格已经显著高于其生产成本，因此从中期来看氧化铝价格仍将向下。

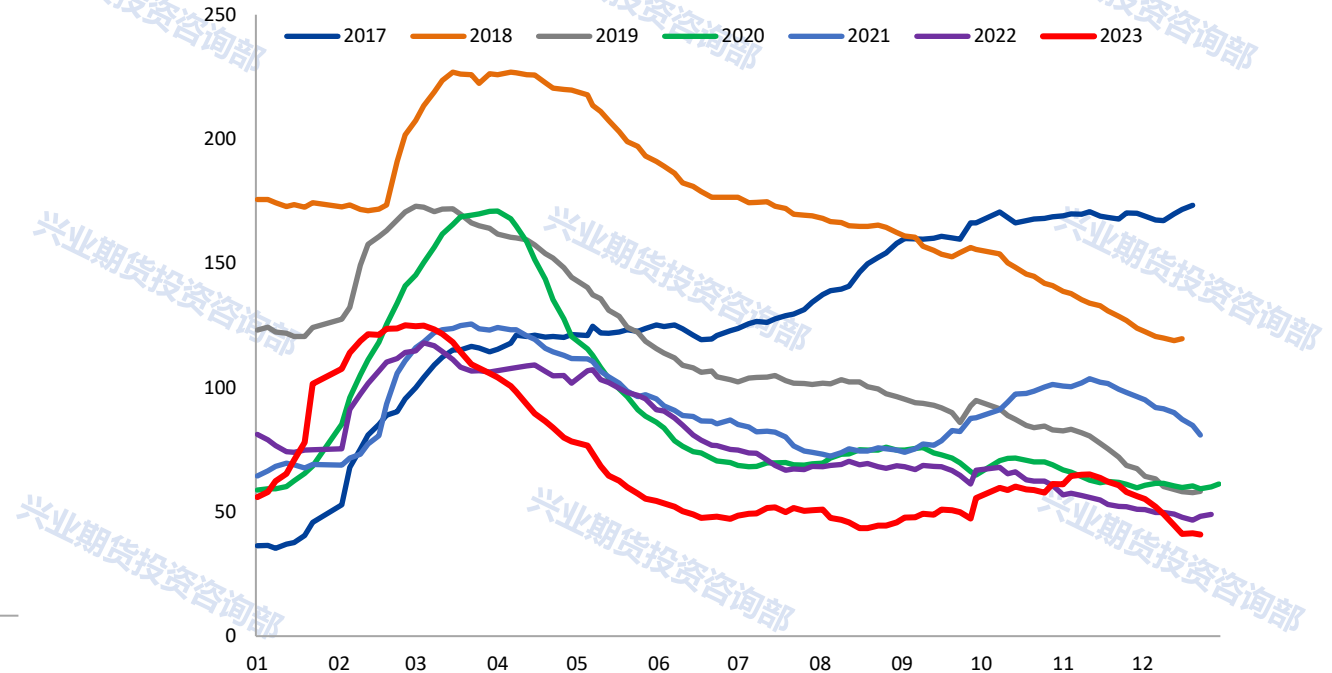


- 若氧化铝供给发生实质性短缺，那必将传导至电解铝。但与氧化铝不同，目前电解铝产能天花板明确，且开工率已经处于历史偏高水平，供给刚性较强，一旦发生供给短缺问题后，产能难以出现快速抬升。
- 且目前电解铝库存仍处于历史极低水平，一旦出现供需缺口，其价格向上弹性将进一步放大。

产能利用率处于历史高位



库存仍处于低位





碳酸锂

LC

01

供应短期环比向好，供给增量来源集中

02

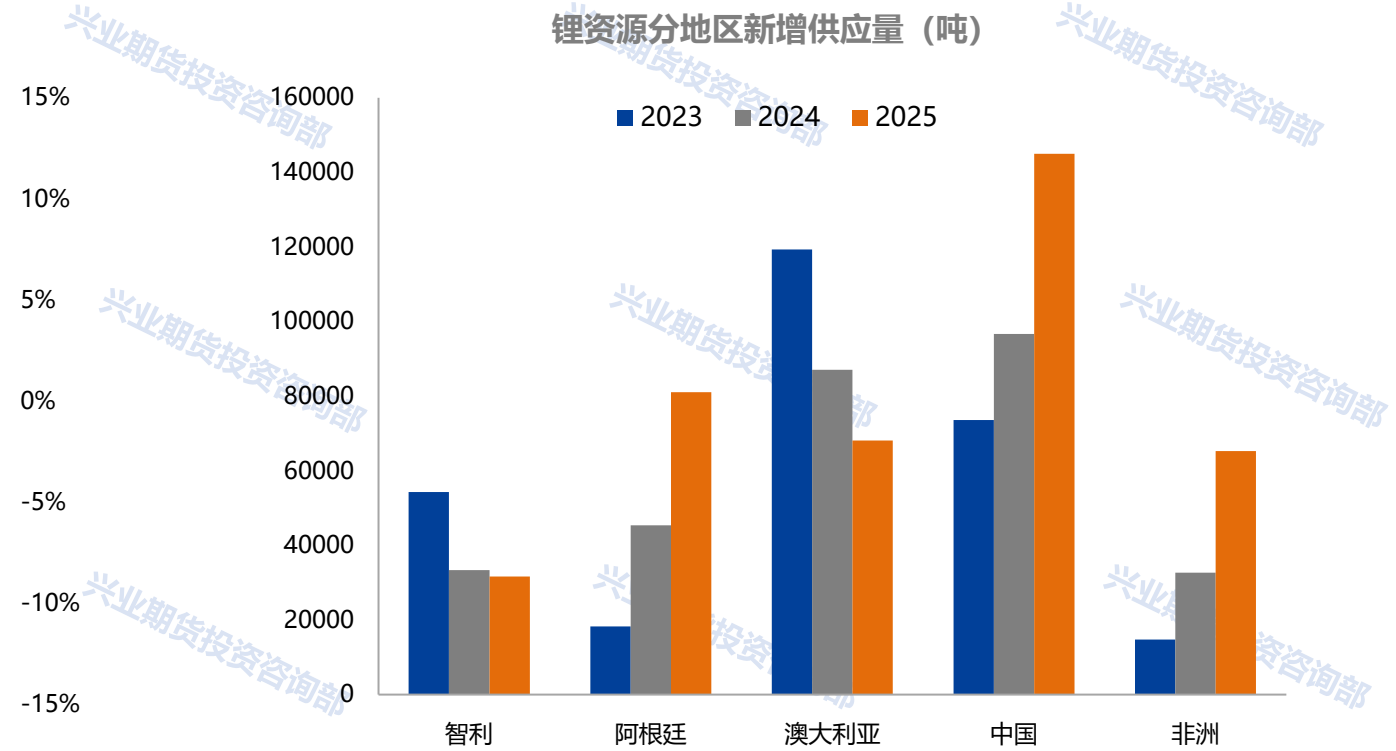
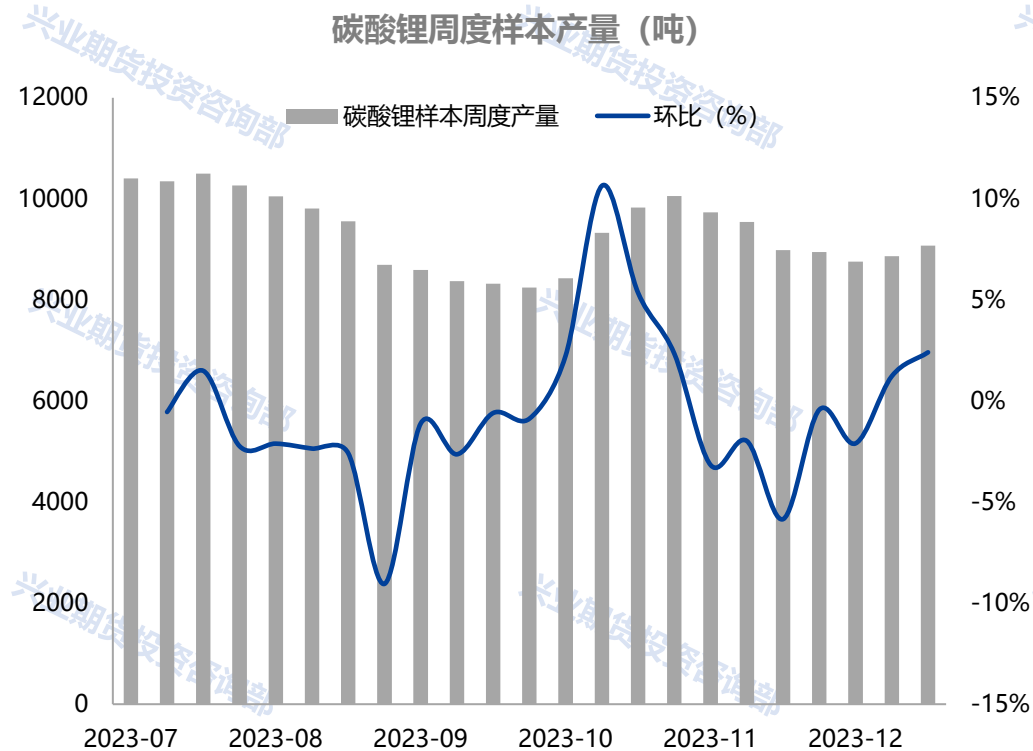
材料厂利润持续下滑，渗透率上行趋势明朗

03

冶炼厂开启小幅累库，预计近月合约平稳交割

□ 近期产量方面，短期看锂价底部震荡，周度产量开启环比增长。受到盐湖企业冬季正常减产及下游锂盐消费需求偏弱的影响，冶炼厂处在季节性生产淡季。随着锂盐价格筑底叠加锂矿价格跌势减缓，预计后续下行空间有限，相关厂家生产意愿有所回升。

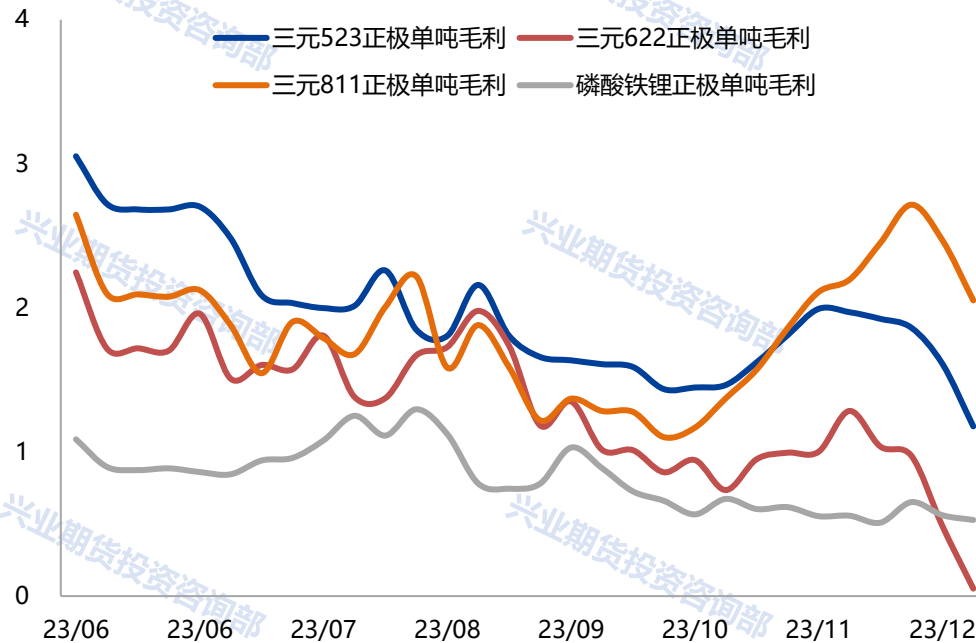
□ 远期增量方面，锂资源储量丰富国家相对集中，后续增量释放仍存变数。未来几年新增供应量聚焦南美、澳洲及中国地区，非洲地区整体放量规模偏低。具体来看，南美锂资源政策持续变动、澳洲在建矿山出现小幅延期、中国环保监察等均为关注要素。



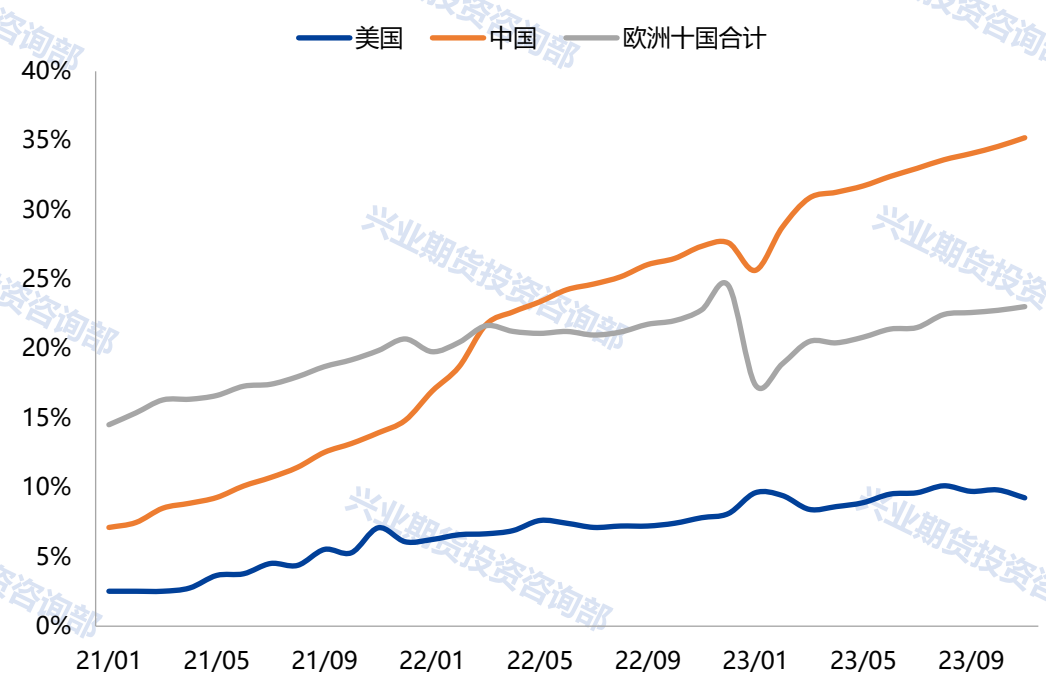
□ 正极材料方面，今年下半年生产企业单吨毛利呈下行趋势。正极材料生产仍属于原料主导型模式，一方面锂电全产业链价格中枢下移影响导致产品价格下滑，另一方面该环节已出现产能过剩且下游压价行为时有发生，预计该环节未来将出现产能出清。

□ 新能源车方面，全球双碳政策持续推动，新能源车存在长期上行潜力。从近三年数据分析可得全球消费市场提升空间巨大，分地区看中国开始步入电动化时代，欧洲加快能源转型步伐，美国电车补贴持续加码，其余地区也纷纷推动本土电车市场推广。

正极材料环节周度毛利（万元/吨）



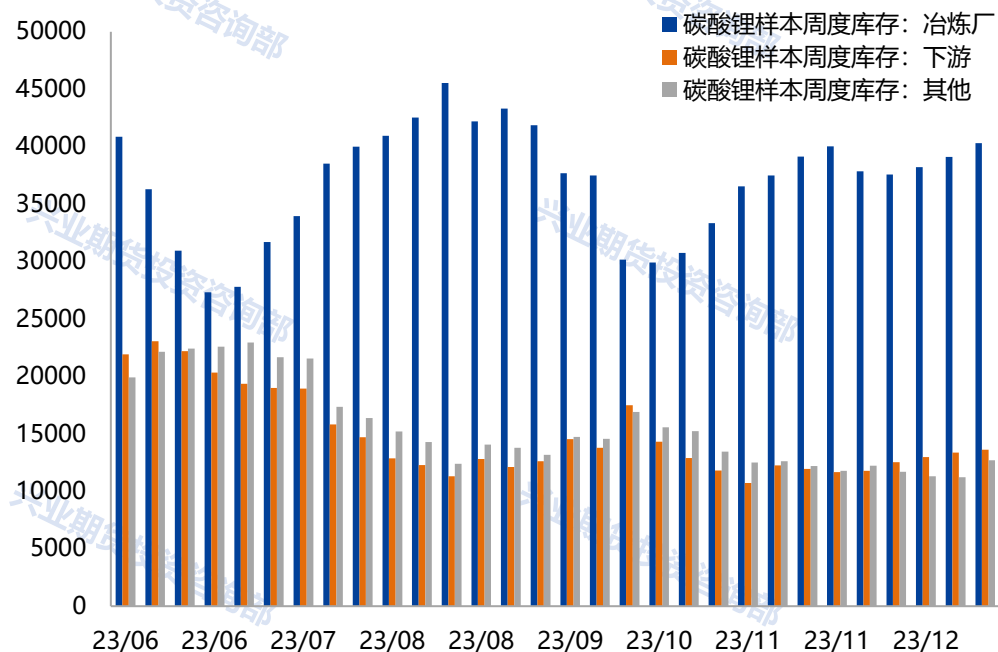
新能源车主流市场渗透率（%）



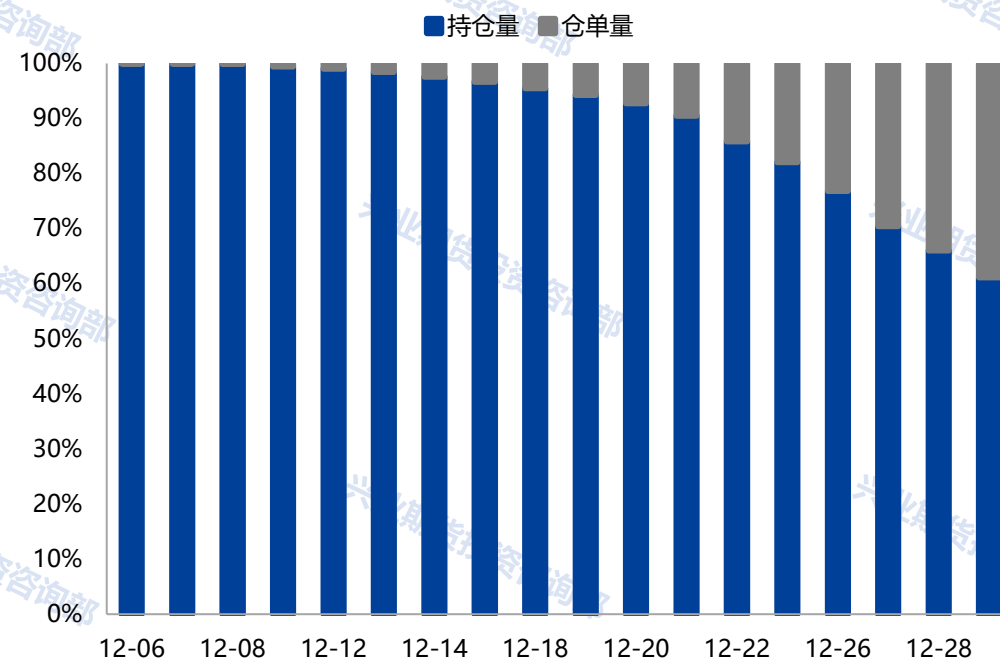
□ 库存水平方面，下游仍维持低库存水平，上游呈现小幅累库。随着冶炼厂开工情况有所好转，上游库存重回累库趋势但整体幅度相对有限；下游因锂盐需求无明显变化，库存持续维持极低位置。当前处季节性生产淡季，预计整体库存波动幅度不大。

□ 期现市场方面，近月合约持仓显著下降，仓单注册情况良好。一方面由于期现价格相关性高，基差变动幅度小且结构趋于稳定；另一方面日前已临近交割时点，投机资金纷纷撤出近月合约。节后即进入交割月份，市场将顺利平稳进行合约交割操作。

碳酸锂周度库存（吨）



近月合约持仓量及仓单量相对占比（%）



橡胶

RU

01

全钢胎累库现状得到缓解，乘用车零售维持高增

02

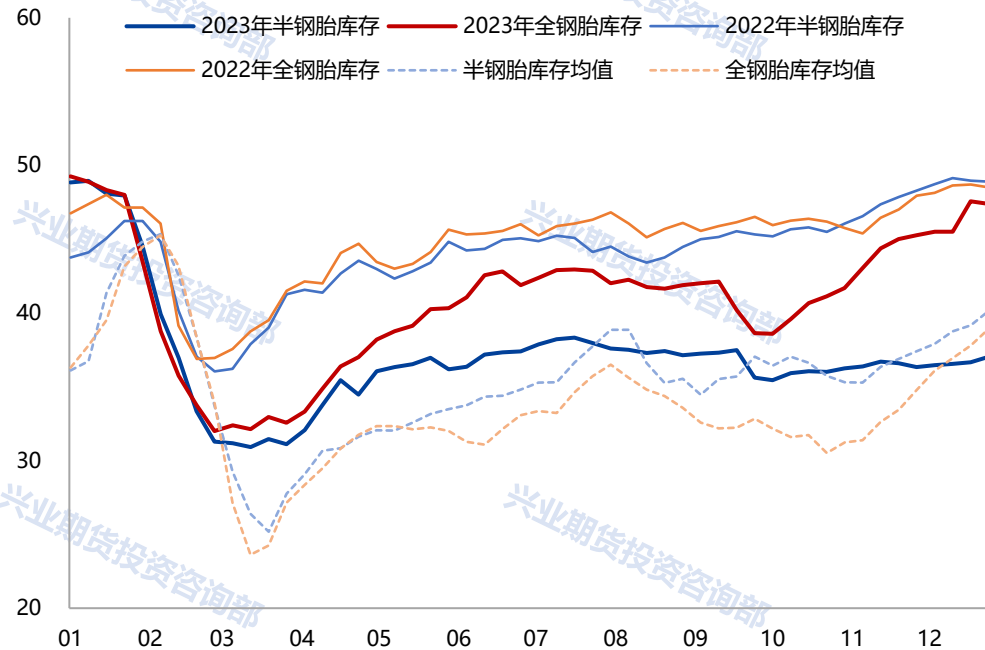
国内产区悉数停割，气候因素影响尚存

03

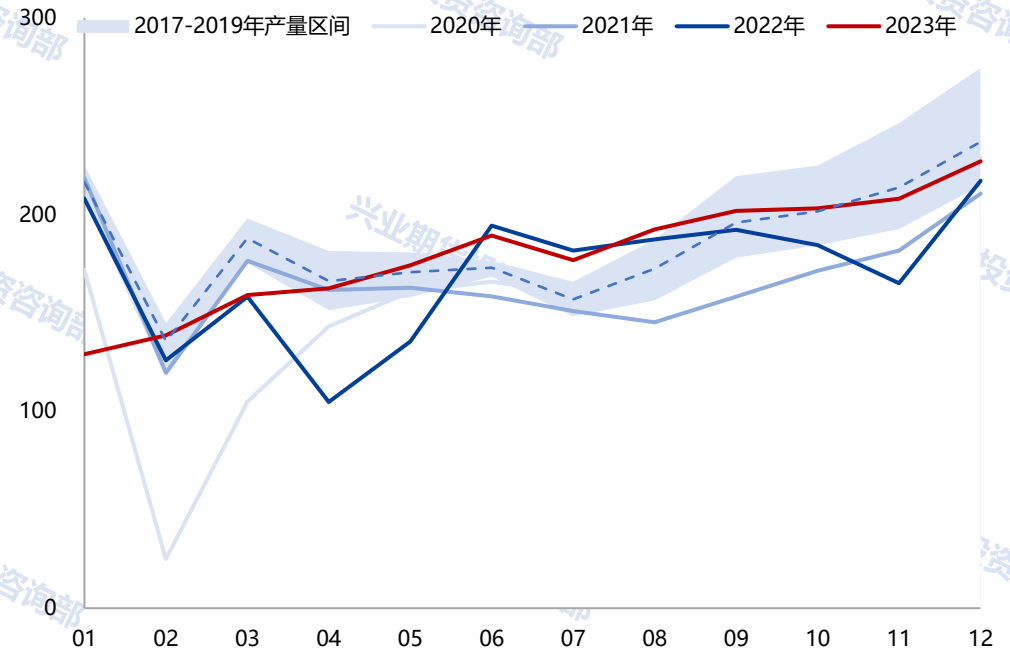
库存结构继续优化，基本面乐观因素占优

需求方面，全钢胎库存高于近年季节性均值，但累库幅度有所降低，而半钢胎去库顺畅、产线开工率处于同期高位，需求传导尚未受阻；另外，据乘联会预估数据，12月狭义乘用车零售227万辆，同比上升4.8%、环比增长9.3%，传统旺季背景下政策支持密集推动，市场消费信心得到激发，橡胶终端需求预期维持乐观。

山东轮胎库存可用天数(天)

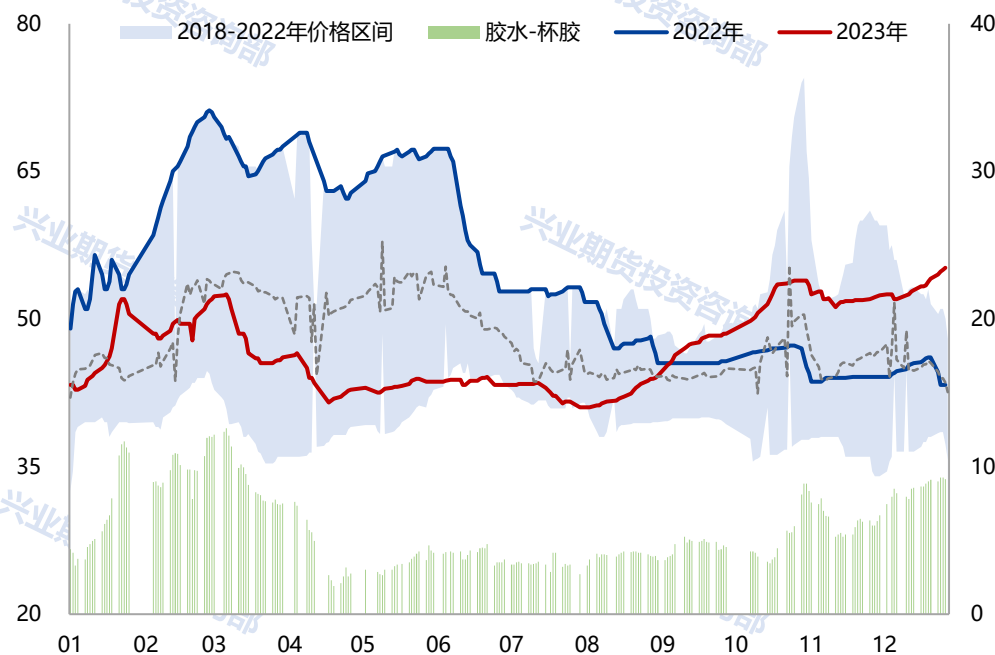


狭义乘用车月度零售(万辆)

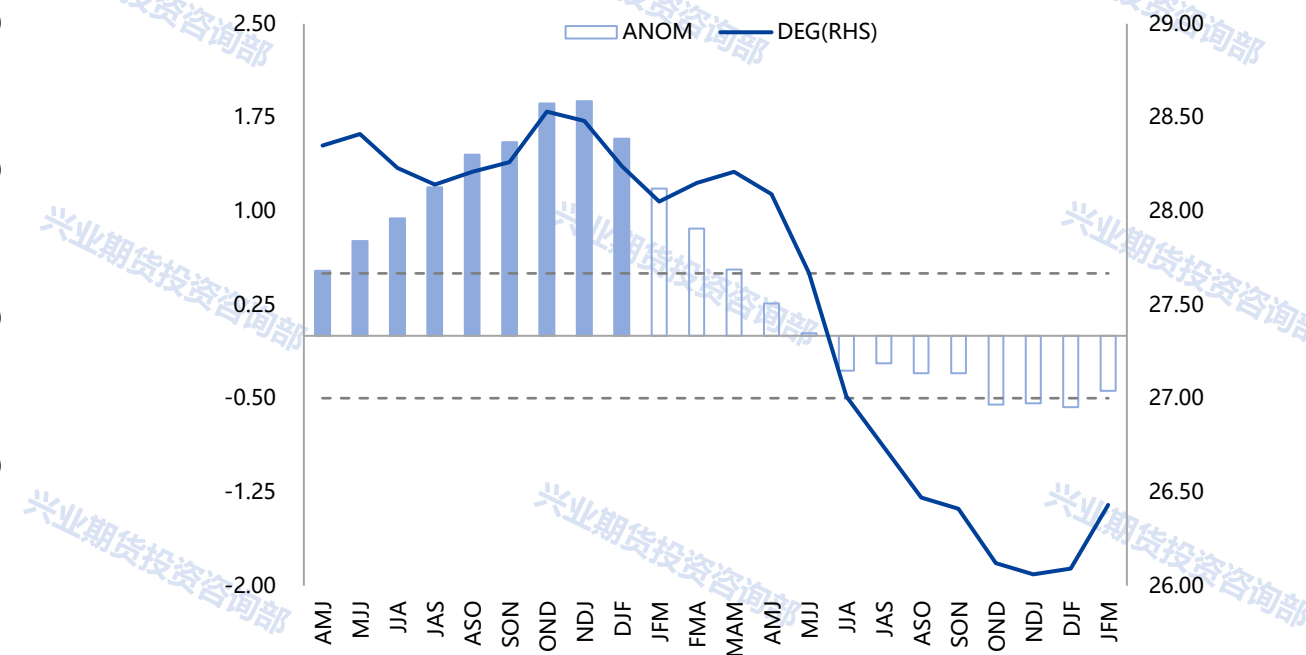


供应方面，国内产区陆续进入停割阶段，海南各地相较往年提前5-10天休割，国内原料供应季节性降低，而本轮厄尔尼诺事件仍处于峰值强度区间，气候因素变动对东南亚割胶生产的负面影响不时出现；当前阶段，泰国旺产季放量不足预期，合艾市场胶水价格创下同期最高纪录，生产加工成本随之抬升，供应端对胶价驱动向上。

泰国胶水价格走势及原料价差(泰铢/公斤)



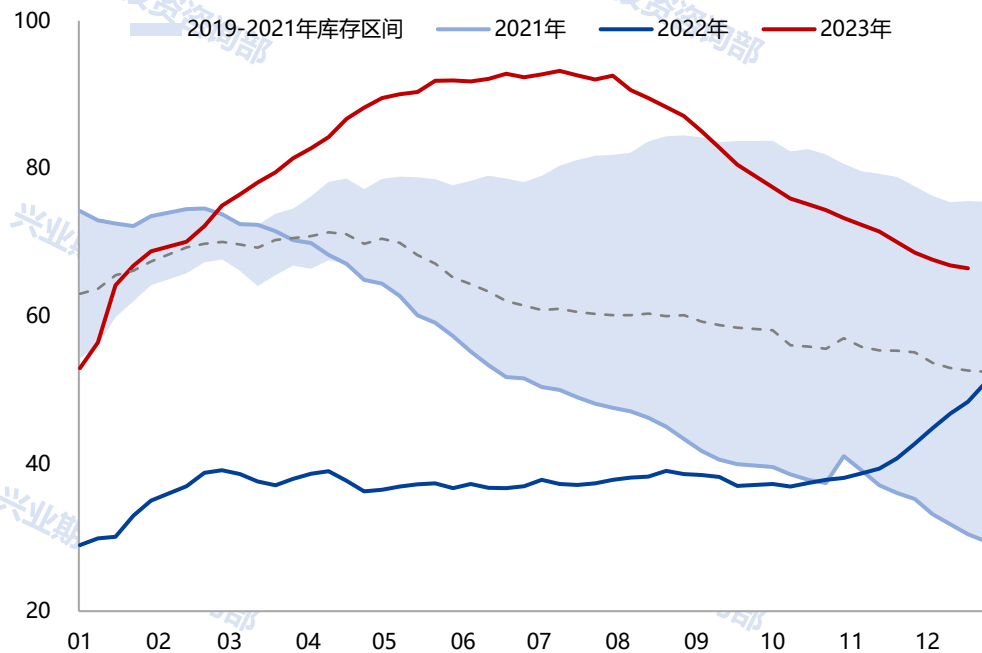
Nino3.4区海温指数异常预期



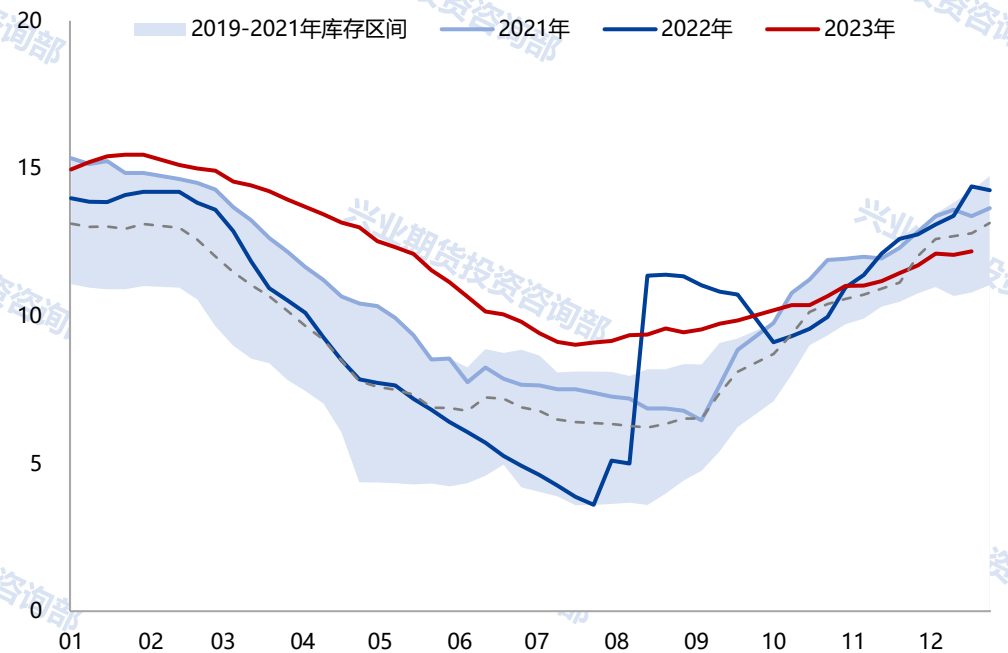
□ 库存方面，国内停割使得沪胶仓单维持低位，云南现货库存亦降至均值区间下沿，而青岛保税区发生火灾事故，初期评估对橡胶库存影响不显著，港口维持降库之势，橡胶库存压力继续缓解。

□ 综合来看，政策引导下国内车市延续复苏态势，带动半钢胎产销持续向好，而国内停割叠加进口预期回落，供减需增驱动价格上行，沪胶多头策略胜率更佳。

青岛现货库存水平(万吨)



云南现货库存水平(万吨)



聚氯乙烯

V

01

一月新增产量有限，库存去化速度放缓

02

下游开工率持续降低，现货成交暂时保持平稳

03

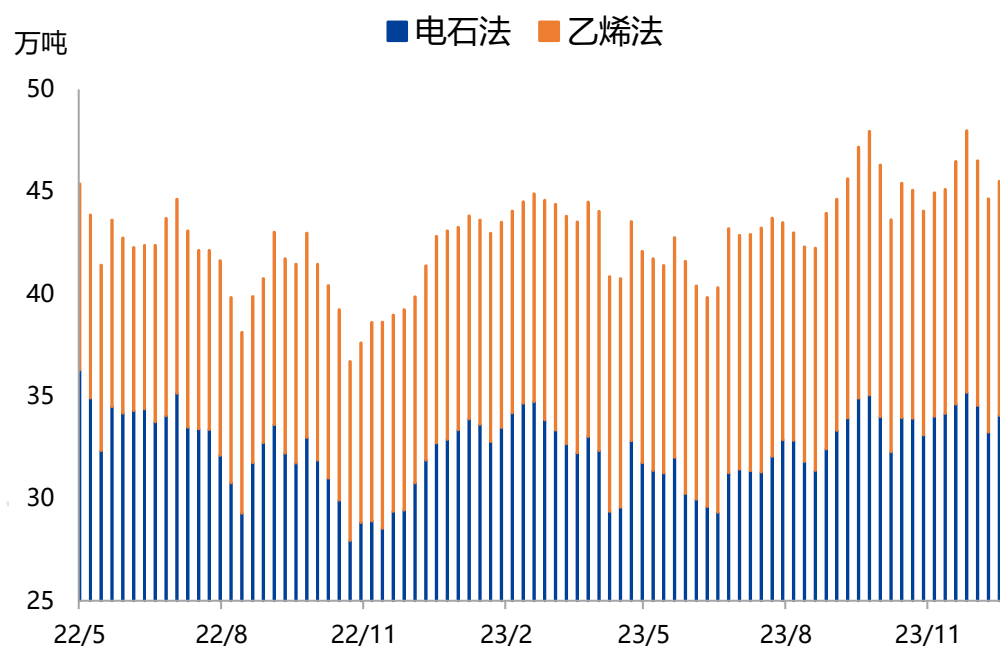
电石法成本抬升，波动率即将上升

能源化工品种策略 (PVC)：一月新增产量有限，库存去化速度放缓

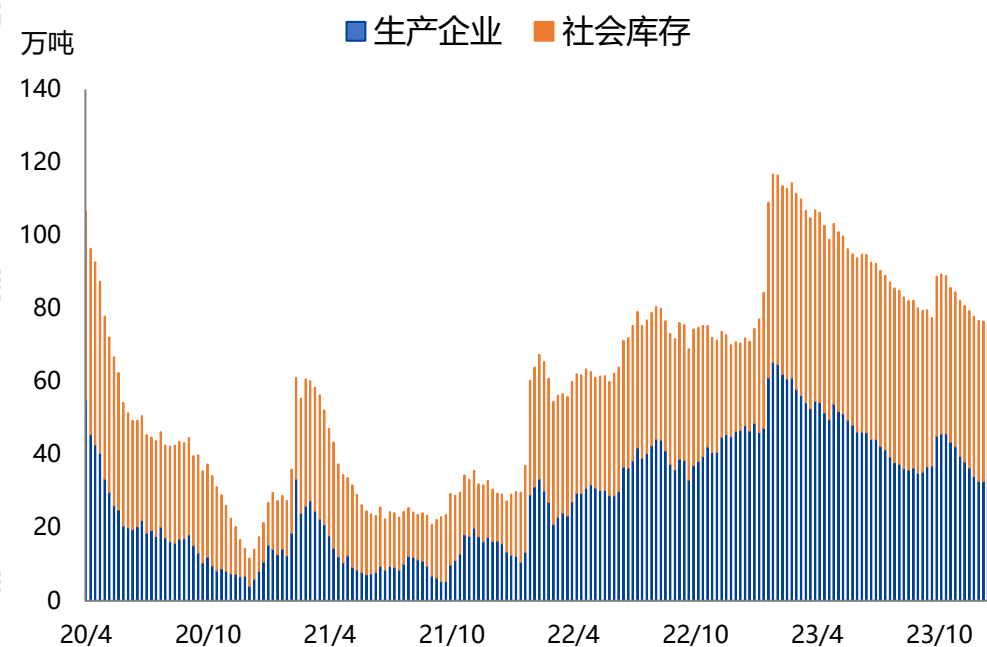
□ 苏州华苏、德州实华和韩华化学三套检修装置重启，上周产量增加0.87万吨至45.5万吨，12月产量为208万吨，较11月增加15万吨。1月PVC计划检修装置偏少，同时浙江镇洋30万吨装置计划投产，产量预计为210万吨。虽然1月产量与12月接近，但是超过5万手的注册仓单即将在3月到期，同时01合约交割数量较多，二者合计释放20万吨左右的货源，折合10%月度产量，加剧了供应过剩的担忧，也是导致近期PVC价格大幅下跌的重要原因。

□ 电石法生产企业库存增加0.88万吨，乙烯法生产企业库存下降0.85万吨，生产企业库存无明显变化，仍处于70%分位水平。社会库存减少0.41万吨，处于85% (-1%) 分位水平，库存下降速度再度放缓。2023年一季度社会库存从25万吨快速积累至52万吨，此后三个季度仅减少10万吨，2024年春节期间如果库存再度大幅增长，将限制PVC上涨空间。

检修装置恢复产量回升 (截至12.29)

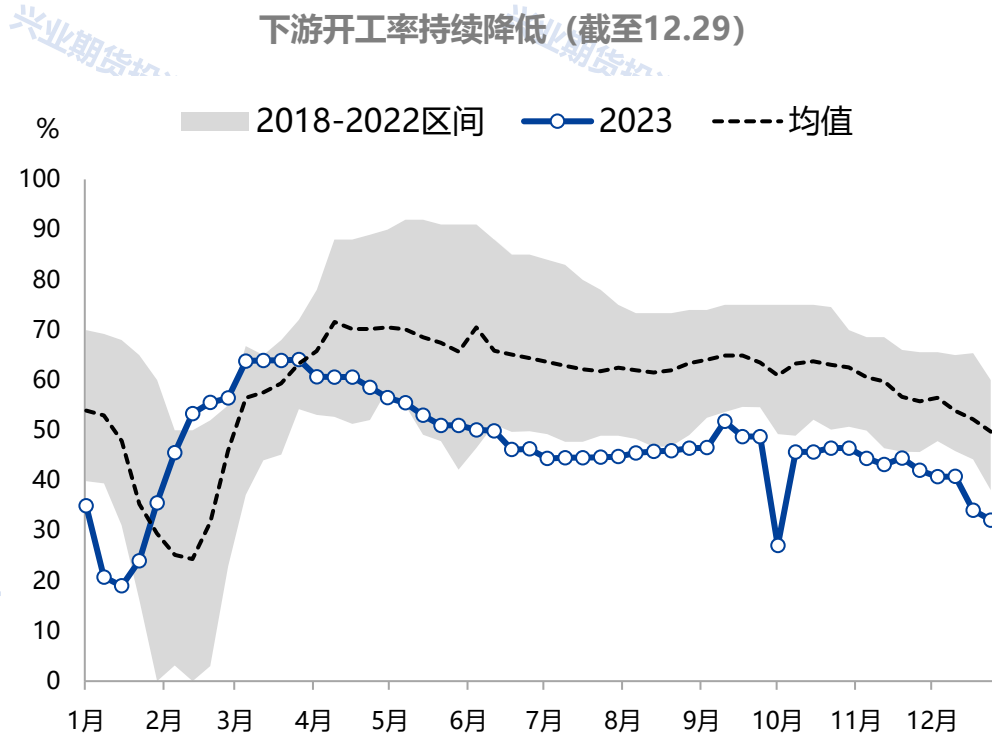


去库速度放缓 (截至12.29)



▣ PVC下游开工率下降2%至32%，细分下游看，薄膜开工率下降1%，管材下降3.9%，型材下降2.2%。按照季节性规律，春节之前下游开工率都将持续降低，因此1月需求端基本上不存在利好。

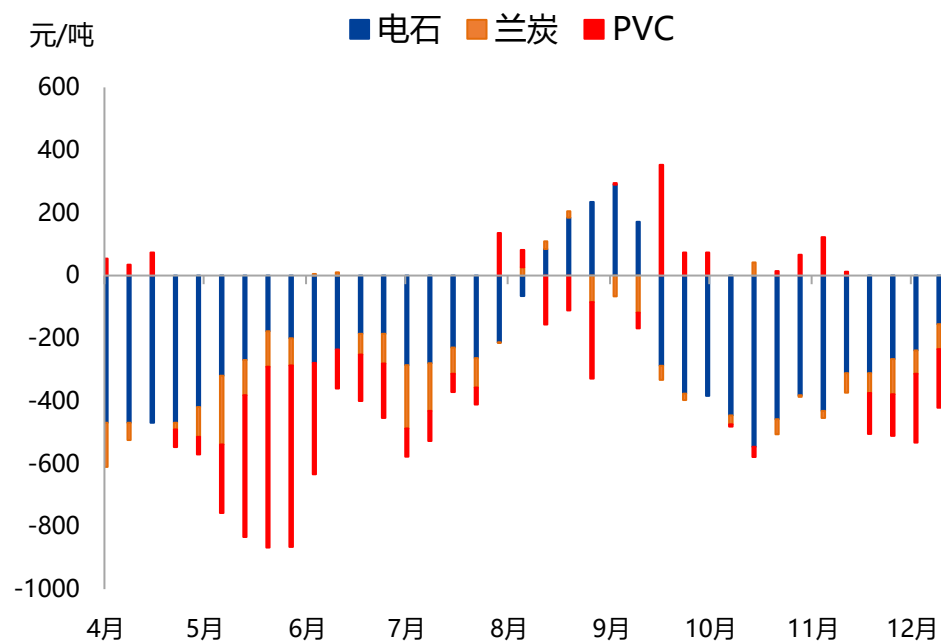
▣ PVC现货预售量维持在均值上下，贸易商现货成交量提升至4万吨，需求暂时保持平稳。12月PVC出口量预计为20万吨，与11月接近。2024年一季度国内供应压力较大，出口量增长可能成为缓解供需矛盾的一种途径，建议关注出口量变化。



宁夏环保和内蒙限电导致当地电石工厂开工率下降，电石价格维持在3000元/吨，电石法制PVC的成本提升40元/吨至5930元/吨。红海航道部分恢复，原油价格再度下跌，乙烯法制PVC的成本下降150元/吨至5750元/吨。当前成本支撑依然是做多PVC的核心理由。

整个四季度，PVC期货指数的20日历史波动率都未超过14%，对应2016年至今的25%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，而当前估值极低，上涨的空间远大于下跌。

电石法产业链亏损严重 (截至12.29)



当前波动率处于极低水平 (截至12.29)



焦煤

JM

01

煤炭进口政策或将生变，国内生产管控依然严格

02

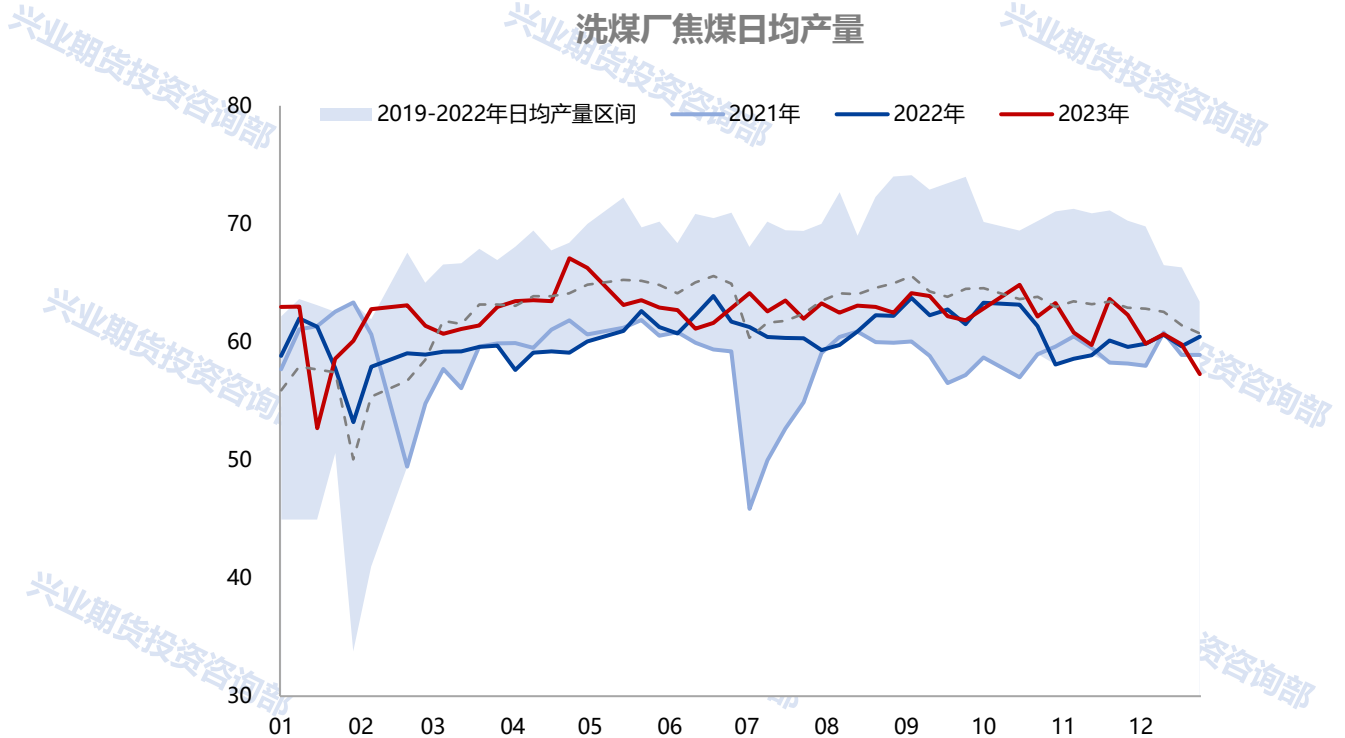
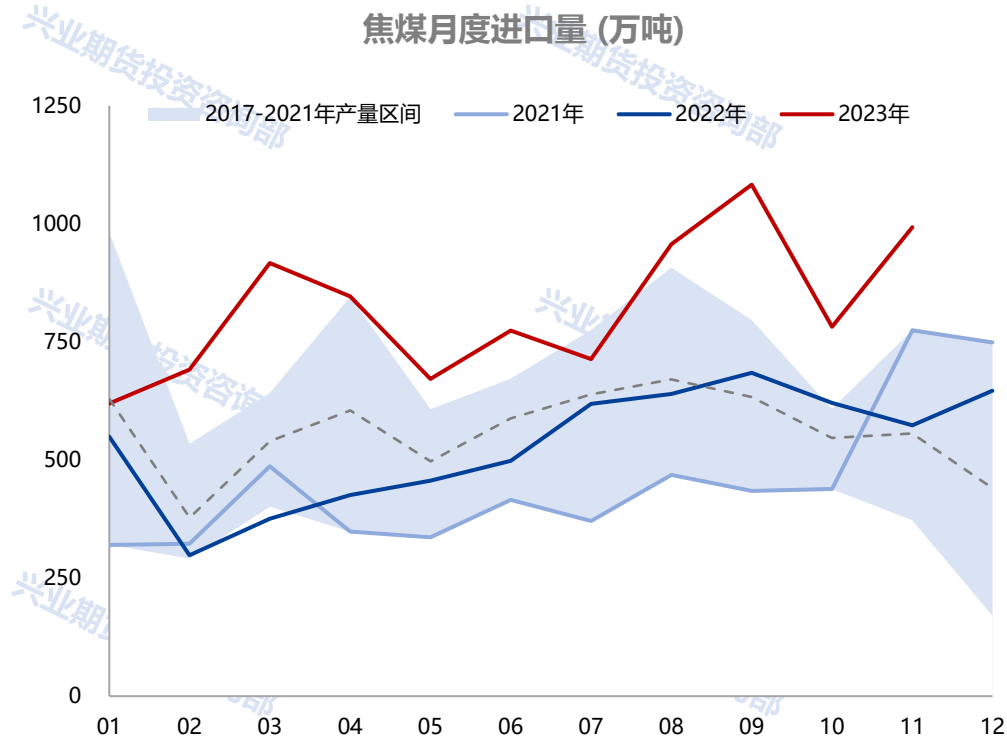
终端刚需季节性走弱，焦化利润有所回暖

03

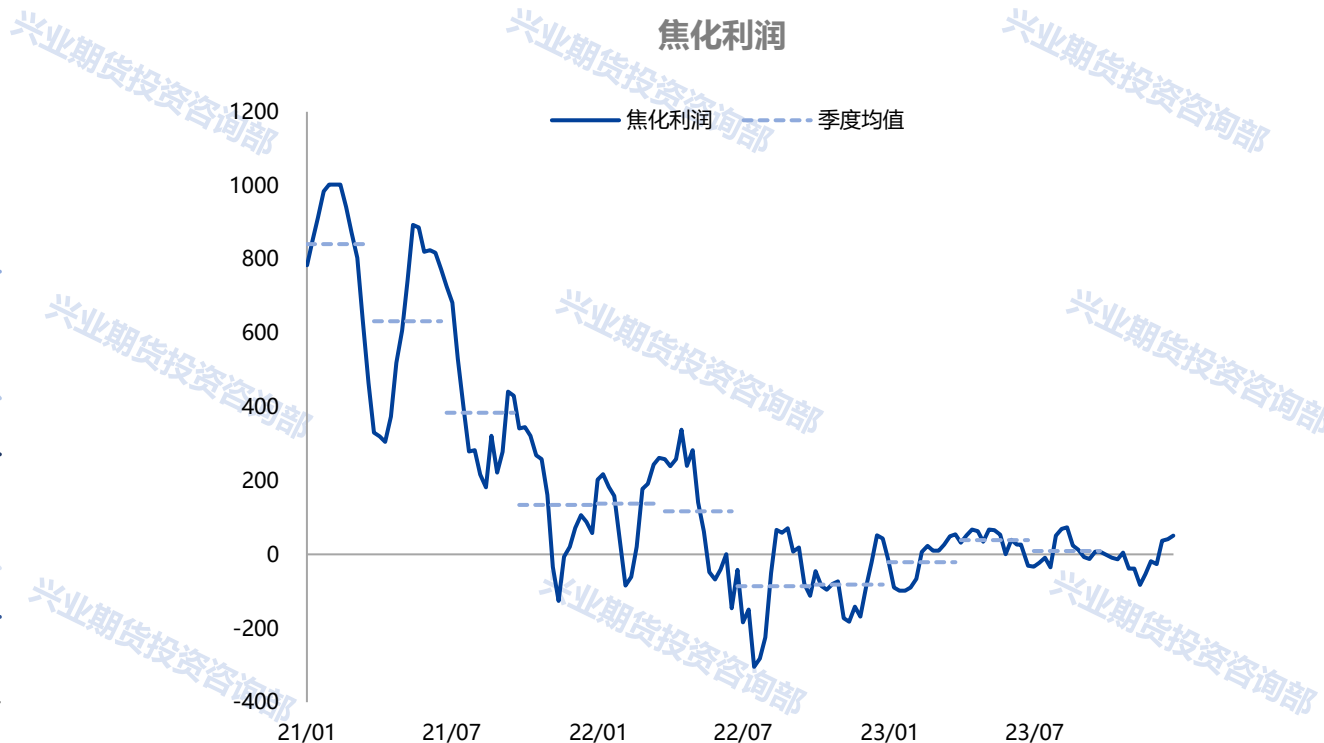
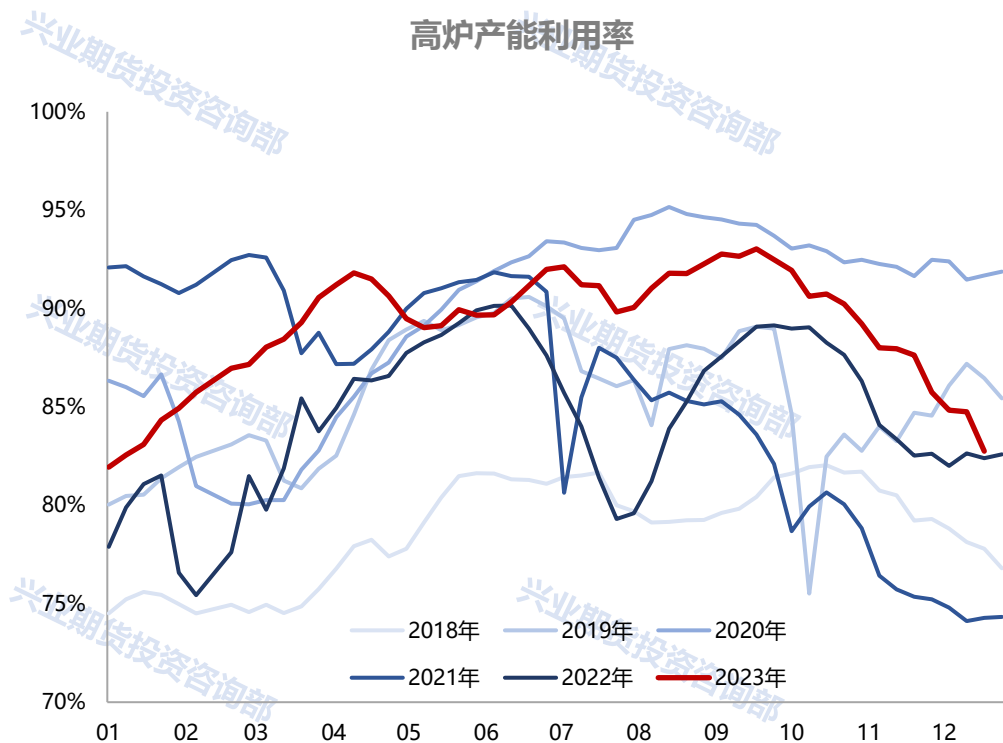
低库存特性或激发二次补库，关注坑口贸易活跃程度

进口方面，零关税政策到期使得2023年占据焦煤进口主角的蒙煤及俄煤存在不确定性因素，而澳大利亚硬焦煤海运价格虽有回落、但性价比暂不突出，进口窗口受政策性干扰。

产地方面，煤矿安监局势并未放松，农历新年前保安全生产仍为供给端主线，原煤产出继续受制；受此影响，洗煤厂开工率随之同步下降，焦焦煤供应维持偏紧预期。

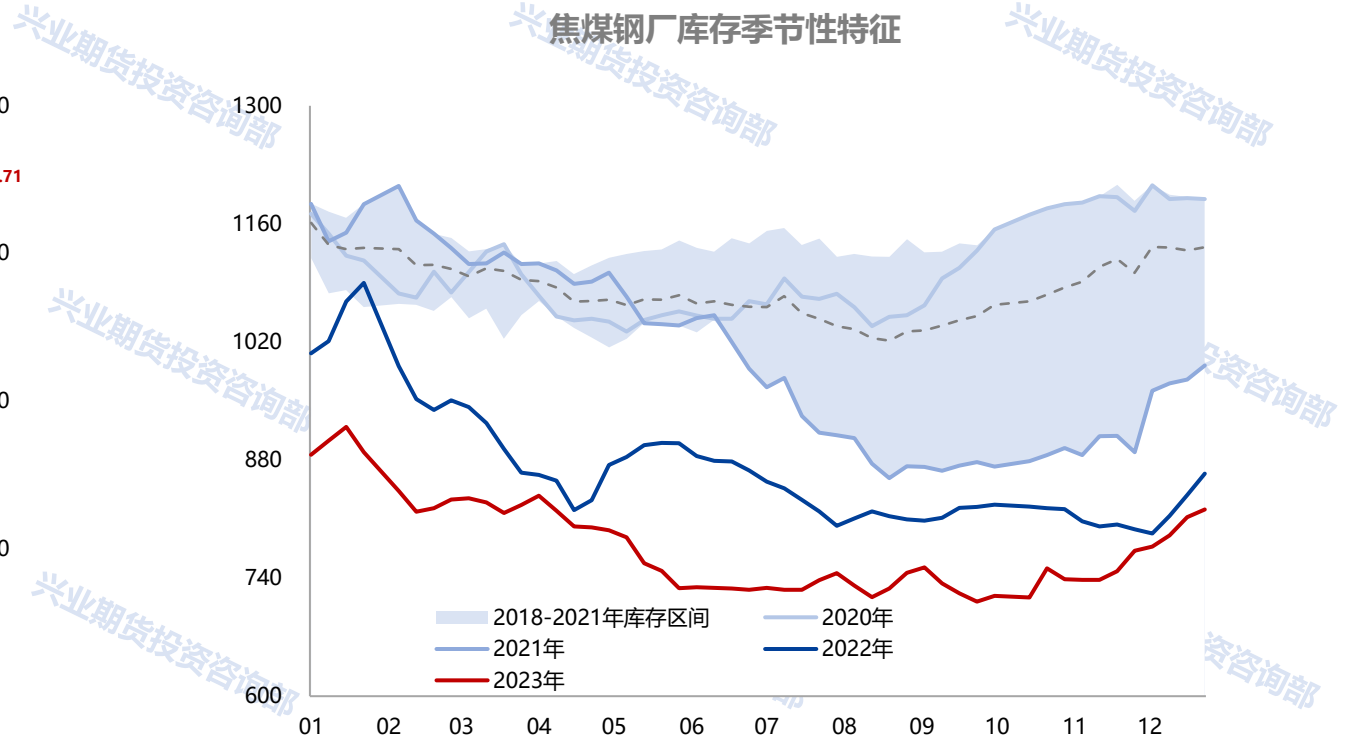
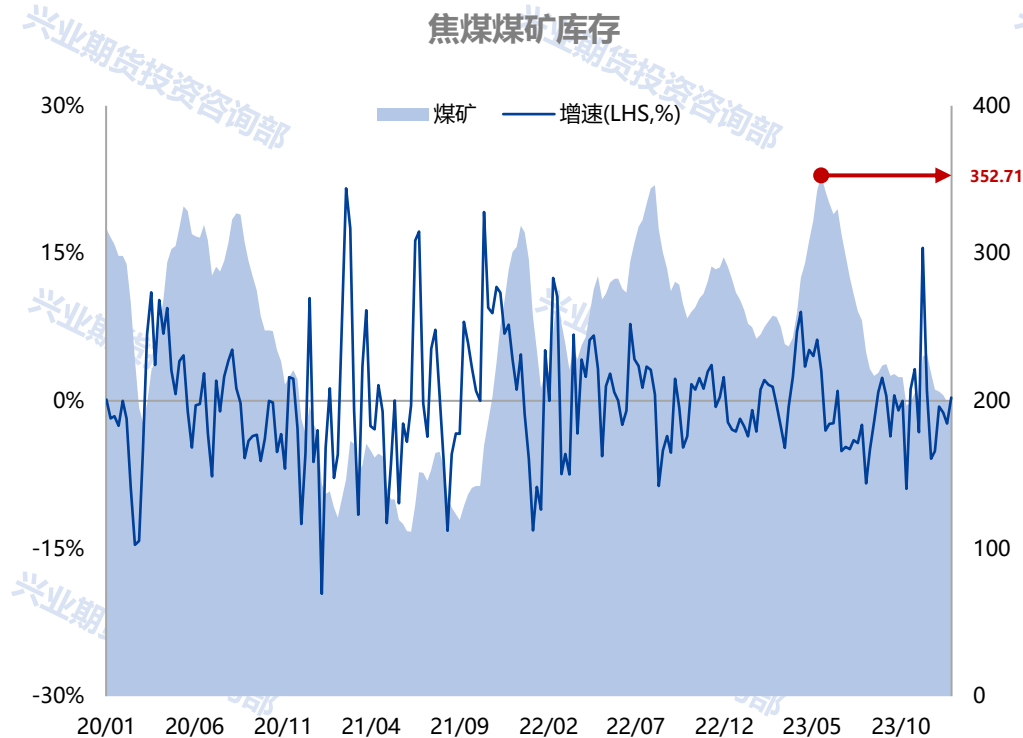


需求方面，高炉开工延续季节性走弱态势，铁水日产如期下滑，但焦化利润有所回暖，而北方环保因素管控影响减弱，焦炉开工或有边际增长可能，推动下游原料补库继续进行，今年冬储持续性仰仗后续终端需求预期的转变及原料价格性价比的凸显。



库存方面，下游冬储补库速率有所放缓，坑口竞拍环节出现观望情绪，但焦煤煤矿库存延续下降之势，且考虑到钢焦企业原料均仍处于近年同期最低水平，煤焦现货价格的回调或激发市场第二轮采购预期，低库存特性支撑价格中枢。

综合来看，终端需求兑现季节性走弱，但下游采购补库存在一定韧性，而煤矿生产环节依然受到产地安全检查的限制，供给收紧对焦煤价格产生支撑，基本面积积极因素相对占优。



螺纹

RB

01

电炉产能利用率降低，高炉减产再度加速

02

原料低库存叠加1月高炉复产预期，炉料价格支撑偏强

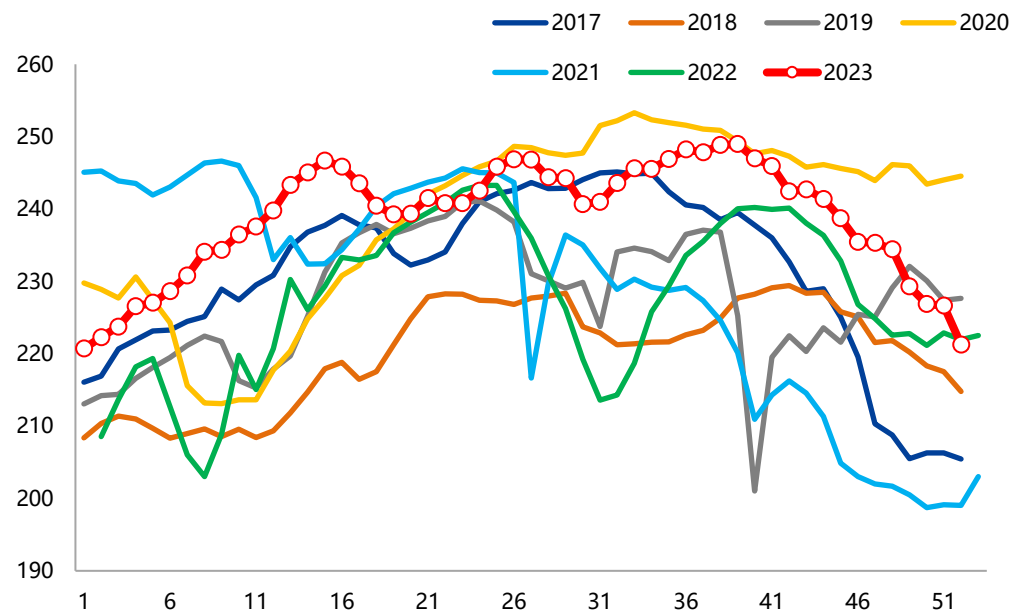
03

螺纹基本面矛盾有限，电炉平电成本支撑仍有效

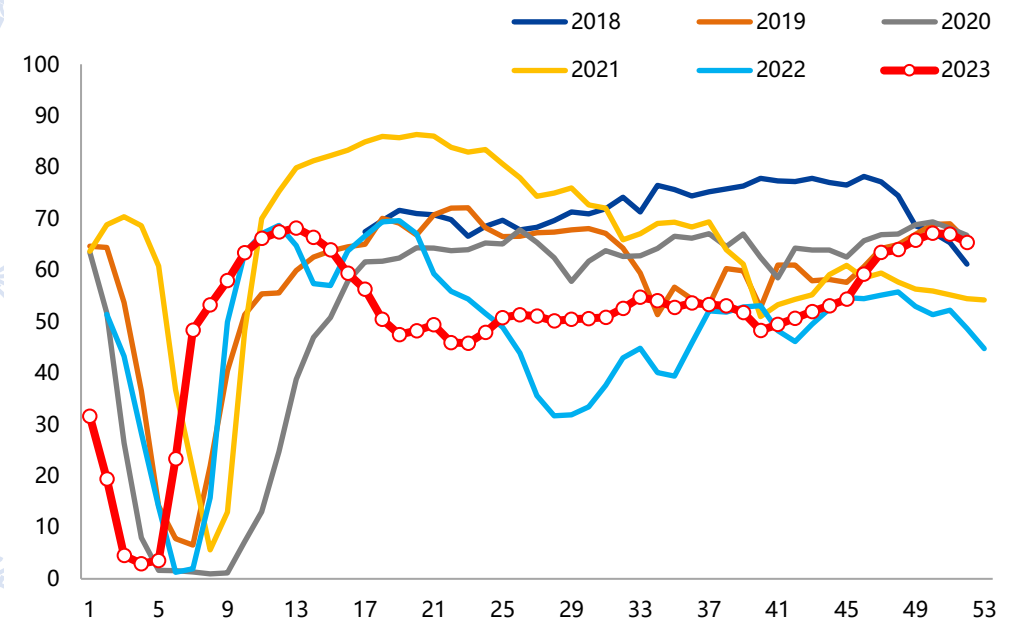
▣ 电炉产能利用率回落：随着废钢价格上涨，电炉盈利环比继续走弱，上周富宝估算，电炉企业基本回到平电生产的盈亏平衡线附近。独立电弧炉企业产能利用率小幅降至65.39%，前值67.01%。

▣ 高炉减产再次加速：受冬季环保限产压力增加、以及长流程钢厂盈利持续偏弱的影响，上周铁水产量再次加速下降。截至12月29日，247家样本钢厂高炉日均铁水产量环比大降至221.28万吨，前值为226.64万吨，同比由升转降至-1.32万吨，表现超市场预期。

247家钢厂日均铁水产量 (更新至12.29)

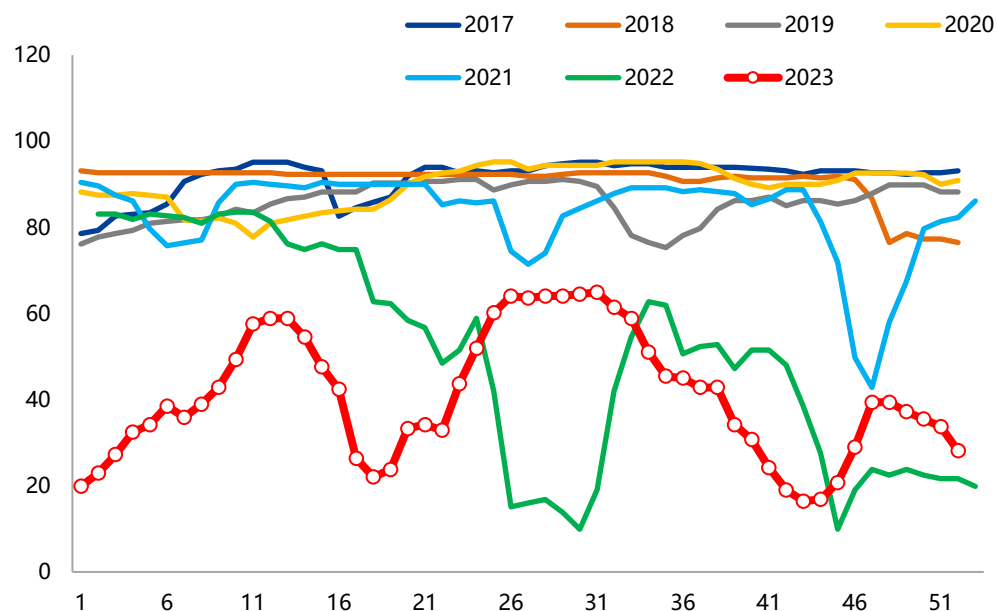


87家独立电弧炉产能利用率 (更新至12.29)



虽然长短流程钢厂盈利不佳，247家钢厂盈利比例连续5周下降至28.14%，前值33.77%，叠加钢厂已适应原料低库存的经营策略，大概率将制约钢厂今冬对原料的补库力度。但考虑到原料库存仍偏低，且1季度高炉复产预期较强，炉料价格整体仍将偏强运行。

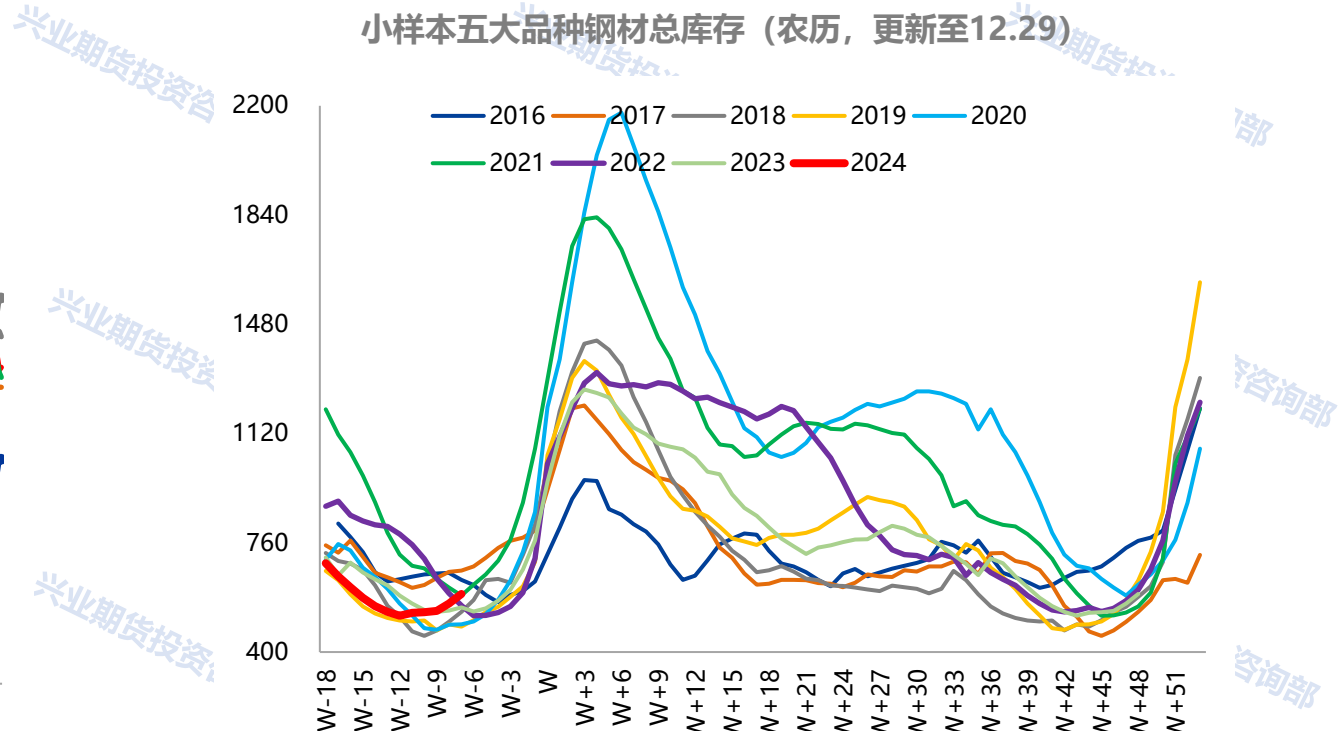
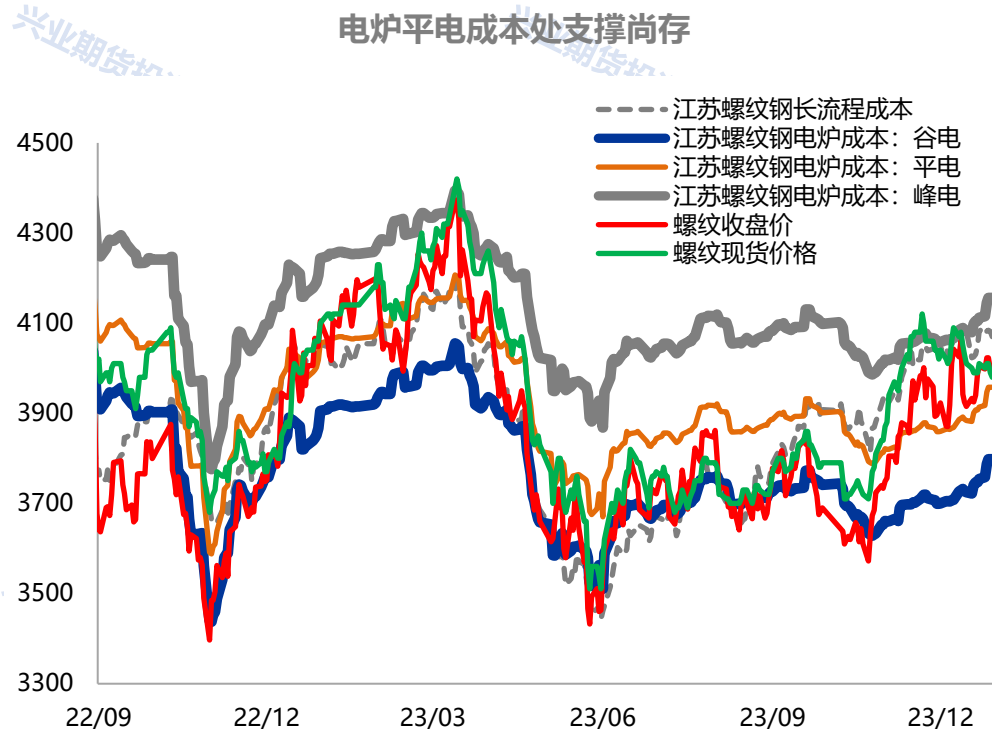
247家钢厂盈利比例 (更新至12.29)



炉料库存情况 (更新至12.29)



结合周报第1部分对宏观的分析，明年宏观稳增长方向依然明确，且财政、基建投资发力明确，地产投资具有修复潜力。目前螺纹基本面矛盾有限，钢联小样本螺纹钢低供给、低库存的供需格局依然延续。从农历同比视角观察，螺纹累库速度已略快于2022年同期，与2021年同期累库速度接近。并且，长流程炼钢原料价格支撑偏强，铁水低产阶段，电炉平电成本处支撑也有效。建议螺纹05合约多单继续持有。关注后续宏观政策，以及淡季累库幅度。



棉花

CF

01

供需格局维持平稳，价格下方有支撑

02

出口、零售等数据已出现复苏迹象，有利于库存去化

03

国内财政政策“适度加力，提质增效”值得期待

04

期权低波且情绪看多，卖出看跌继续持有

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
总供应	1302 (0)	1386 (0)	1353(+26)
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)
总需求	738 (0)	817	804 (-8)
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)
期末库存	564 (0)	569(0)	549 (+34)

USDA: 2023/24年度全球棉花总产量预计维持稳定

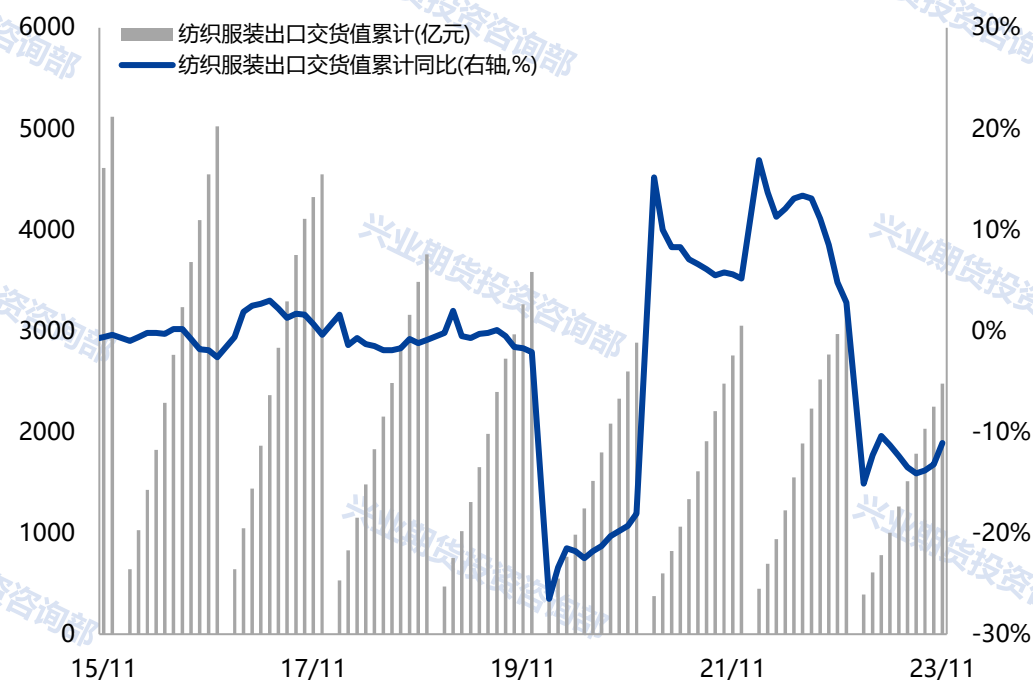
USDA		2019/20	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24
全球	产量	2595	2484	2494	2540	2459
	消费量	2287	2705	2531	2428	2476
	出口量	897	1067	941	806	940
	进口量	887	1059	935	821	940
	期末库存	1917	1691	1662	1804	1794
中国	产量	598	6445	5835	668	588
	消费量	746	898	735	817	795
	进口量	155	280	171	136	240
	期末库存	786	812	829	814	845
美国	产量	434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

下游需求方面，内需截至2023年底国内服装类零售额当月同比增长25.9%，服装鞋帽针纺织品类零售额当月同比22%；且连续近半年处于同比增速扩张的状态。外需纺织服装出口交货值累计同比仍处于负值状态，但增速已出现回升，我国纺服出口的下行趋势有所缓和，需求低迷情况已持续缓解并有扭转迹象。总体内需和外需均出现一定复苏迹象，有利于纺服行业整体库存去化。

服装零售额当月同比持续增长



纺服出口的下行趋势有所缓和

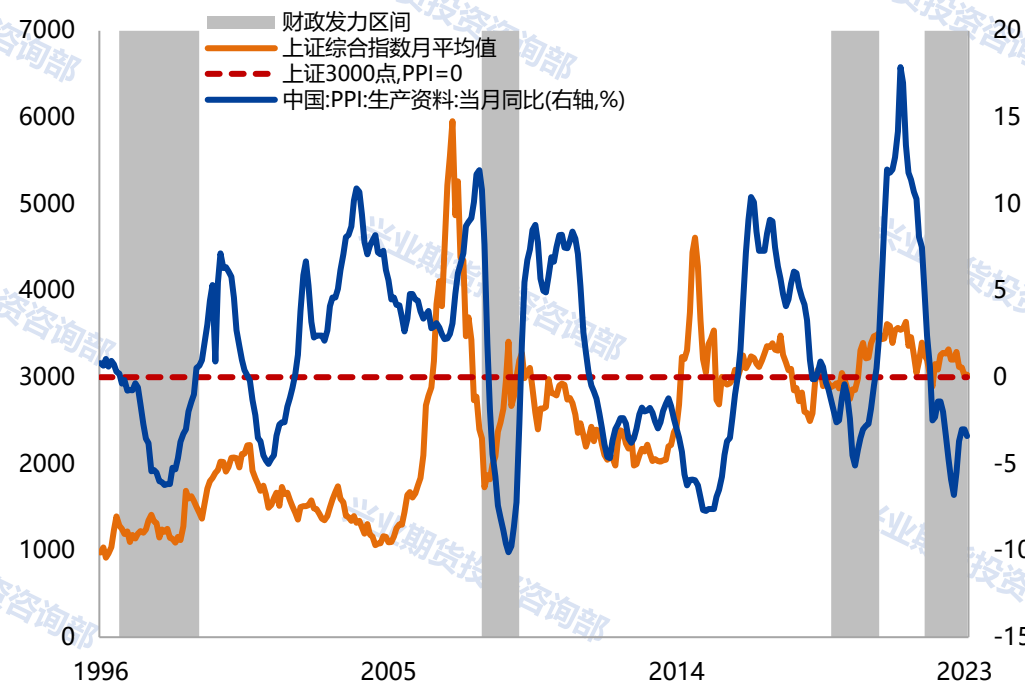


终端消费方面，2023年12月中央经济工作会议及全国财政工作会议中，财政政策总基调从“加力提效”转为“适度加力，提质增效”，总体政策效果未必会弱于去年。历次财政扩张对国内价格及资本市场的拉动作用来看，1998年、2008年及2020年的年中调整赤字和特别国债的发行，均在此后一段时期内对内需（以PPI提升幅度看）起到显著提振作用。展望2024年预计纺织服装行业亦受提振。

2024年财政政策“适度加力，提质增效”

年份	历年中央经济工作会议关于财政政策表述	次年目标赤字率和赤字金额	预算支出增速
2023	财政政策要适度加力，提质增效。优化财政支出结构，强化国家重大战略任务财力保障，落实好结构性减税降费政策，增强财政可持续性，兜牢基础基层三保底线，党政机关要习惯过紧日子。	2024年预测目标赤字率：3.5%	预测：5%左右
2022	要坚持稳字当头、稳中求进，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加大宏观政策调控力度，加强各类政策协调配合，形成共促高质量发展合力。积极的财政政策要加力提效。保持必要的财政支出强度，优化组合赤字、专项债、贴息等工具在有效支持高质量发展中保障财政可持续和地方政府债务风险可控。要加大中央对地方的转移支付力度，推动财力下沉，做好基层“三保”工作。	23年目标赤字率：3.0% 3.88万亿	5.59%
2021	要稳字当头、稳中求进，各地区各部门要担负起稳定宏观经济的责任，各方面要积极推出有利于经济稳定的政策，政策发力适当靠前。要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策。积极的财政政策要提升效能，更加注重精准、可持续。要保证财政支出强度，加快支出进度。	22年目标赤字率：2.8% 3.37万亿	8.73%

历次财政扩张对国内价格及资本市场的拉动作用明显



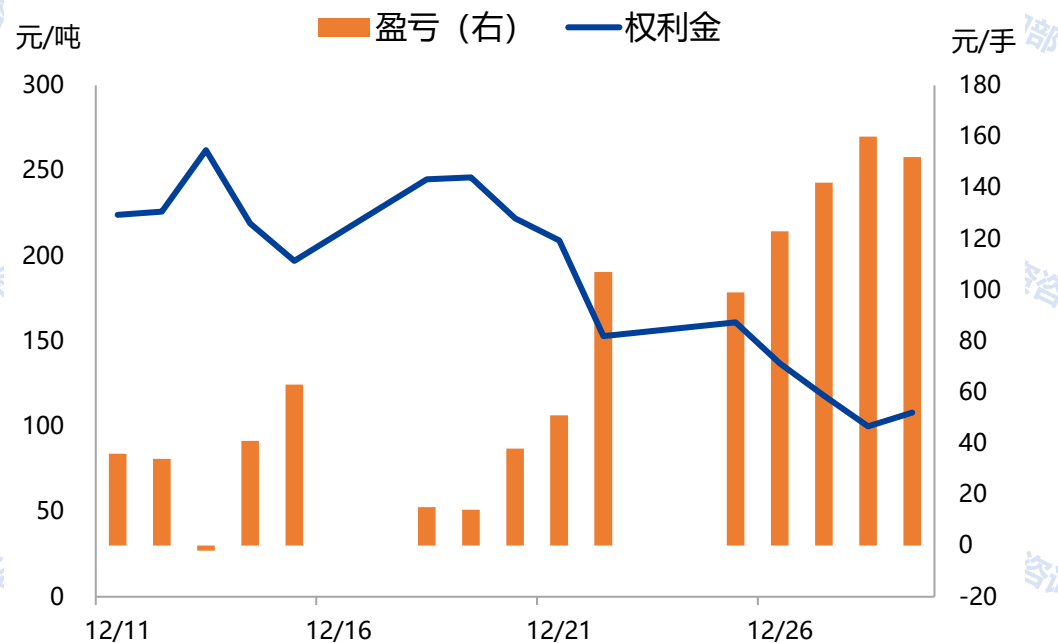
近一周期货20日历史波动率下降2%至历史最低，期权主力平值隐含波动率下降1%，同样接近历史最低水平。看涨期权的成交量和持仓量达到看跌的两倍，反映了极强的看多情绪，不同行权价的成交量和隐含波动率结构也都反映看多情绪。综上，棉花期权波动率达到历史最低，市场情绪看多，有利于卖出看跌策略。

棉花基本面矛盾不突出，期货价格窄幅震荡，叠加波动率下降，卖出CF403P15000盈利持续扩大。03期权合约距离到期仍有40个自然日，时间价值尚未加速衰减，建议卖出看跌继续持有。

期权主要指标 (截至12.29)

	成交量PCR	持仓量PCR	历史波动率	隐含波动率
数值	0.48	0.56	8.33%	15.07%
百分位	9.7%	20%	1%	2.6%
说明	极端看多	极端看多	波动率最低	波动率极低

棉花卖出看跌期权盈亏 (截至12.29)



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

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

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