



官方微信



官方APP

2024年1月第3周核心策略推荐:

供需结构、估值因素为主导，多空分化将加大

上海 2024.1.14

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：

□ 从最新的12月主要数据看，经济内生需求不足的问题依然较突出，具体表现为：（1）M1增速继续磨底，货币活化性下降，社融扩张依然依赖政府融资扩张，（2）CPI、PPI同比增速连续两个月双双为负，且环比均弱于季节性。结合四季度以来多项经济指标回踩、1月制造业PMI指数连续第3个月位于收缩区间、12月人民币存款利率下调、以及年初财政开始靠前发力，市场对国内货币政策宽松加码的有所升温。总体看，大类风险资产依旧有潜在支撑和提振。

□ 此外，外需表现较好，出口增速连续第2个月正增长。这与美国经济表现出来的韧性也较为一致。再从最新数据看，美国衰退程度慢于预期，意味美联储较早启动降息必要性不高，且年内降息幅度亦或有限。

□ 基于上述研判，近阶段内国内宏观政策超预期概率下降、海外降息情景可能存在反复，中观供需和微观估值对资产价格的影响将相对增强，主要大类品种走势分化将加大。其中，乐观预期计价较充分、且估值偏高的黑色金属和建材链条大宗商调整压力加剧；而悲观情绪充分释放，且有成本支撑的碳酸锂等品种仍具备多配价值。

核心摘要 (2) : 市场展望

□ 中观面驱动因素要点:

期货策略:

(1) 国债 (卖出T2403, 单边, 持有): 目前债市对乐观预期定价较为充分, 尤其是长端利率, 短期内难有新增利多。而后续宏观数据若表现超预期或宽松货币政策在春节前未落地, 债市存回调风险, 且长端利率估值偏高, 空头盈亏比较优。

(2) 股指 (买入IF2403, 单边, 持有): 经济复苏大势依旧明确, 盈利改善预期未变; 估值扩张空间大, 亦进一步提升A股资产吸引力; 资金面仍有积极信号, 印证其配置价值; 谨慎预期下, 沪深300指数依旧为最佳多头。

(3) 沪铝 (买入AL2403, 单边, 移仓): 受北方重污染天气的影响, 氧化铝供给端担忧再起, 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): 现货价格已呈现筑底, 原料端后续下跌相对受限, 短期供需平衡并未打破, 长期供应收缩趋势已显现。当前市场对利空因素有所钝化, 但仍需警惕消息面造成的大幅波动, 建议维持轻仓多头策略。

(5) 沪胶 (买入RU2405, 单边, 持有): 车市产销延续复苏态势, 乘用车零售表现亮眼, 政策驱动持续兑现, 而国内停割季已然来临、海外各产区逐步迈入减产阶段, 气候因素扰动尚存, 供减需增预期抬升橡胶价格中枢。

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): 检修装置陆续重启, 产量持续增长, 同时国内需求进入淡季, 出口需求暂无增长点, 供应过剩预期强烈。不过考虑到成本支撑和春节前备货刚需, PVC价格存在支撑。

(7) 纯碱 (卖出SA405, 单边, 持有): 供应过剩预期强化, 产业链库存被动增加, 现货报价加速下行, 纯碱05合约前空持有。

(8) 铁矿 (卖出I2405, 单边, 新增): 全年供需结构有望边际转宽松, 积极因素定价较充分, 估值偏高, 铁矿调整压力较大。

期权策略:

(1) 棉花 (卖出CF403P15000, 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

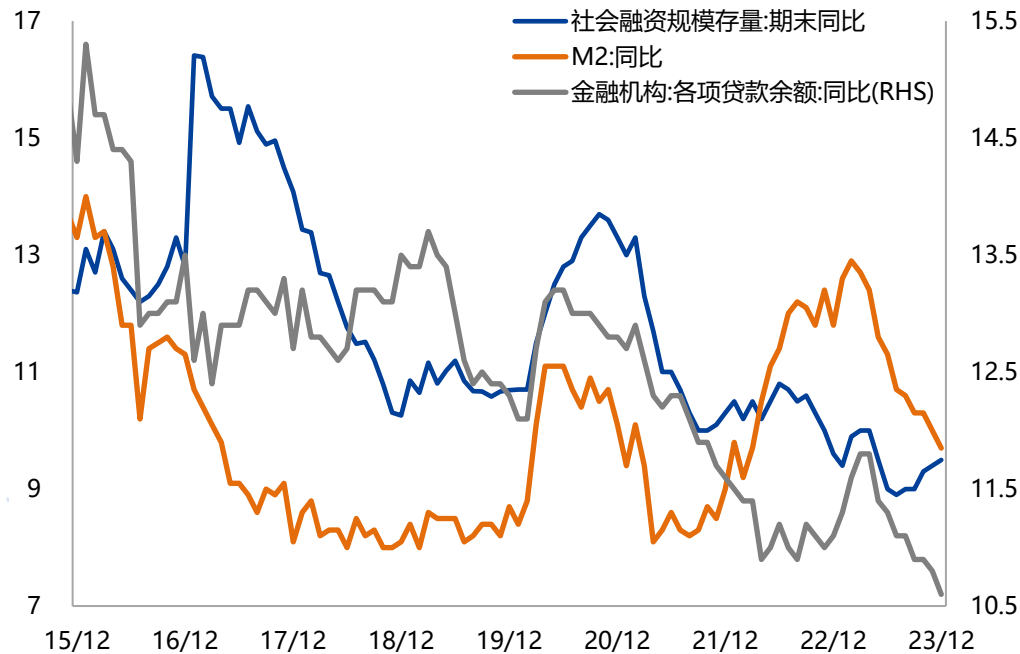
国内：经济内需依然偏弱，有待政策加码呵护

02

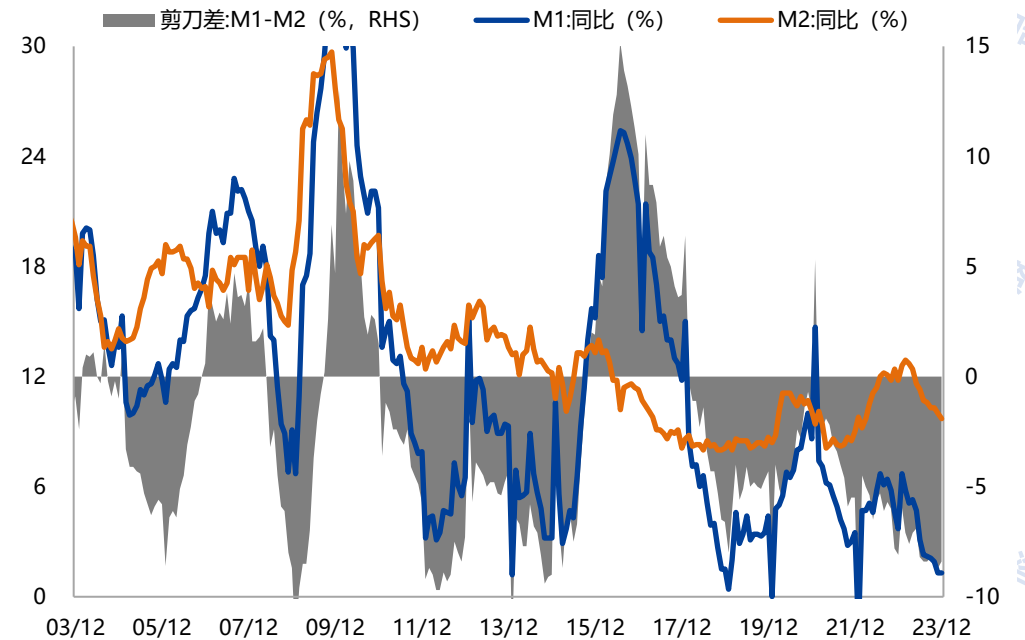
国外：美国经济仍有韧性，降息节奏可能受限

2023年12月新增人民币贷款1.17万亿，与市场预期持平，环比增加800亿元，同比少增2300亿元，人民币贷款余额同比增长10.6%，较前值下跌0.2个百分点；社融融资规模1.94万亿，低于市场预期的2.06万亿和前值的2.45万亿；M2同比增长9.7%，低于预期的10.1%和前值的10%，M1同比增长1.3%，与前值基本持平。12月金融数据显示政府融资发力继续稳增长，经济内生需求仍不足，企业盈利和地产销售均有待改善。

12月贷款及M2增速继续下行



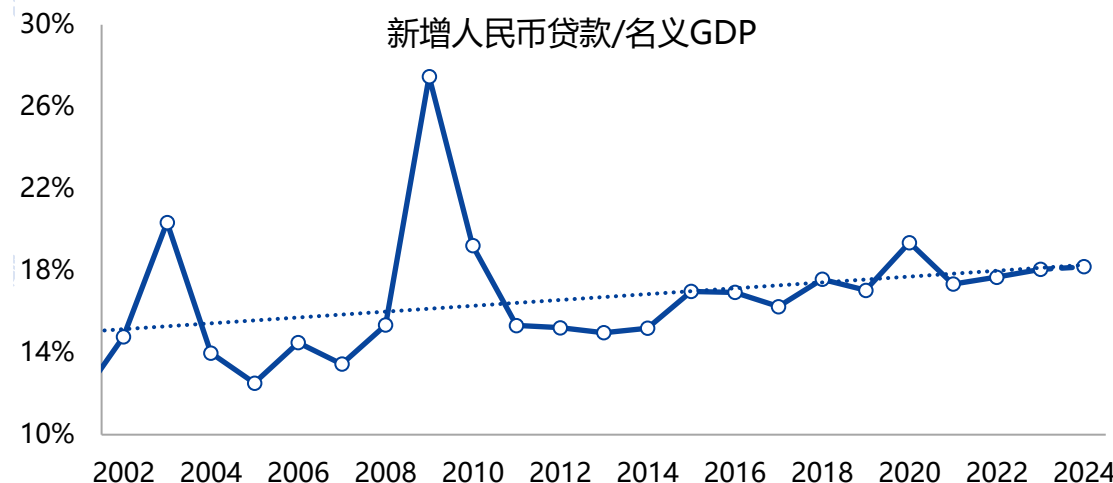
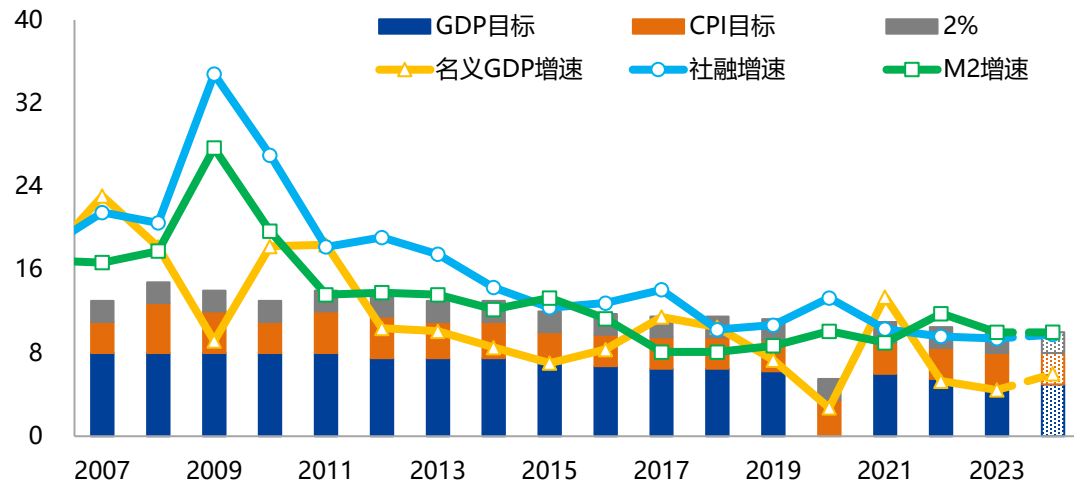
M1-M2增速差持续下降



12月社融信贷结构中，政府融资继续发力，居民信贷上而企业信贷下。

单位：亿元		同比	环比	23/12	23/11	23/10	23/09	23/08	23/07	23/06
社融	表内融资	-2,322	-349	10,414	10,763	4,989	24,786	13,211	25	32,222
	人民币贷款	-3,351	-70	11,050	11,120	4,837	25,369	13,412	364	32,413
	外币贷款	1,029	-279	-636	-357	152	-583	-201	-339	-191
	表外融资	-145	-1,578	-1,564	14	-2,572	3,007	1,005	-1,725	-901
	委托贷款	58	343	-43	-386	-429	208	97	8	-56
	信托贷款	1,112	151	348	197	393	402	-221	230	-154
	未贴现票据	-1,315	-2,072	-1,869	203	-2,536	2,397	1,129	-1,963	-691
	直接融资	7,797	-6,039	7,162	13,201	17,137	10,896	15,583	6,185	8,317
	企业债券	2,262	-3,955	-2,625	1,330	1,178	650	2,788	1,290	2,246
	股票	-935	149	508	359	321	326	1,036	786	700
	政府债券	6,470	-2,233	9,279	11,512	15,638	9,920	11,759	4,109	5,371
	其他融资	-	-	-	-613	-2,103	1,627	461	106	1,750
	ABS	-	-	-	-1,355	-2,530	-172	-135	-296	-26
	贷款核销	-	-	-	742	427	1,799	596	402	1,776
	社融增量	6,342	-5,147	19,400	24,547	18,441	41,326	31,279	5,366	42,262
单位：亿元		同比	环比	23/12	23/11	23/10	23/09	23/08	23/07	23/06
人民币贷款	企业	-3,721	695	8,916	8,221	5,163	16,834	9,488	2,378	22,803
	票据融资	351	-595	1,497	2,092	3,176	-1,500	3,472	3,597	-821
	短期	-219	-2,340	-635	1,705	-1,770	5,686	-401	-3,785	7,449
	中长期	-3,498	4,152	8,612	4,460	3,828	12,544	6,444	2,712	15,933
	居民	468	-704	2,221	2,925	-346	8,585	3,922	-2,007	9,639
	短期	872	165	759	594	-1,053	3,215	2,320	-1,335	4,914
	中长期	-403	-869	1,462	2,331	707	5,470	1,602	-672	4,630
非银	105	301	94	-207	2,088	-1,844	-358	2,170	-1,962	
信贷增量	-2,300	800	11,700	10,900	7,384	23,100	13,600	3,459	30,500	

展望2024年，货币供应总量与经济/通胀目标挂钩，信贷社融同比增速小幅提高，年内节奏平稳化，避免季节性的大起大落，并将更加注重盘活存量货币、直达实体等方面的效果。

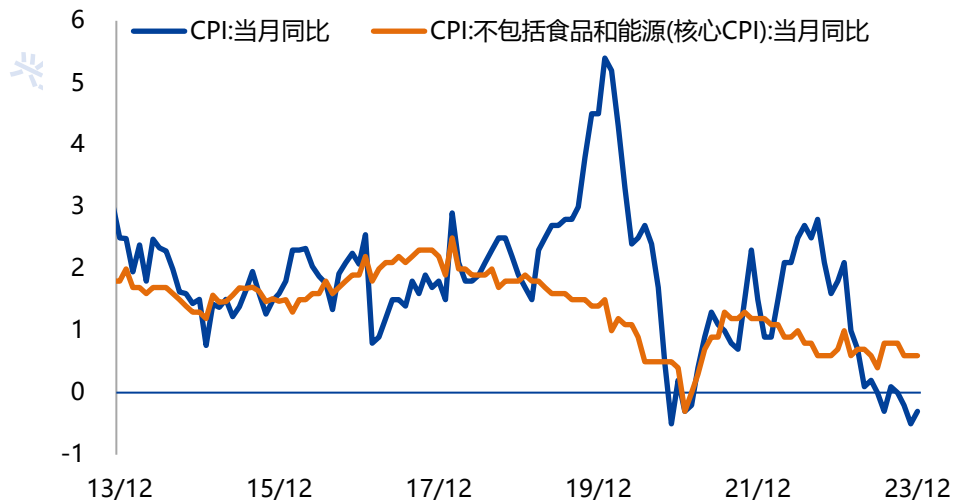


年度	社融增速	M2增速	GDP目标	CPI目标	名义GDP	名义GDP增速	社融增速-名义GDP增速	社融增速-GDP目标-CPI目标	新增人民币贷款	新增人民币贷款/名义GDP	人民币贷款余额	人民币贷款余额增速
2024	9.8	10.0	5.0	3.0	133.4	6.0	3.8	1.8	24.28	18.2	261.9	10.2
2023	9.4	10.0	5.0	3.0	125.8	4.5	4.9	1.4	22.74	18.1	237.6	10.6
2022	9.6	11.8	5.5	3.0	120.5	5.3	4.3	1.1	21.31	17.7	214.0	11.1
2021	10.3	9.0	6.0	3.0	114.9	13.4	-3.1	1.3	19.95	17.4	192.7	11.6
2020	13.3	10.1	-	3.5	101.4	2.7	10.6	-	19.64	19.4	172.7	12.8
2019	10.7	8.7	6.3	3.0	98.7	7.3	3.4	1.4	16.82	17.0	153.1	12.3
2018	10.3	8.1	6.5	3.0	91.9	10.5	-0.2	0.8	16.17	17.6	136.3	13.5
2017	14.1	8.1	6.5	3.0	83.2	11.5	2.6	4.6	13.52	16.3	120.1	12.7
2016	12.8	11.3	6.8	3.0	74.6	8.4	4.4	3.1	12.65	16.9	106.6	13.5
2015	12.4	13.3	7.0	3.0	68.9	7.0	5.3	2.4	11.71	17.0	94.0	14.3
2014	14.3	12.2	7.5	3.5	64.4	8.5	5.8	3.3	9.78	15.2	81.7	13.6

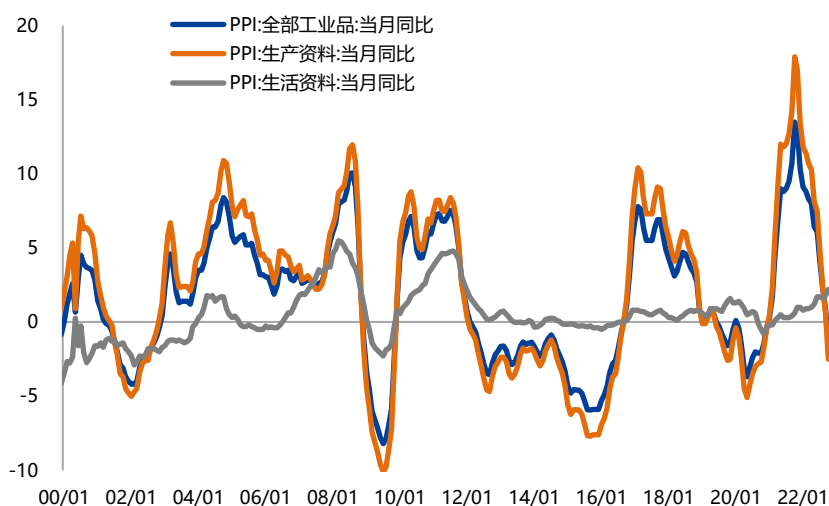
2023年12月CPI同比-0.3%，与市场预期持平，前值-0.5%；PPI同比-2.7%，低于预期的-2.6%，前值-3.0%；CPI、PPI指标连续3个月同时为负，与12月制造业PMI指标降至全年次低、M1增速继续磨底等其他中高频指标走弱的信号一致，均指向当前内需不足，经济有下行压力的现状。

2023年全年CPI同比0.2%，较2022年下降1.8个百分点，PPI同比-3%，较2022年下降1.1个百分点。

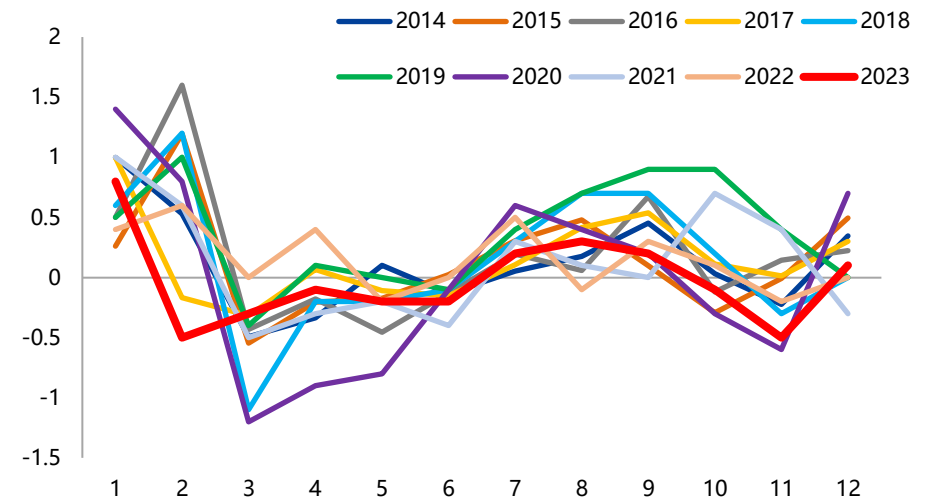
12月CPI同比跌幅收窄



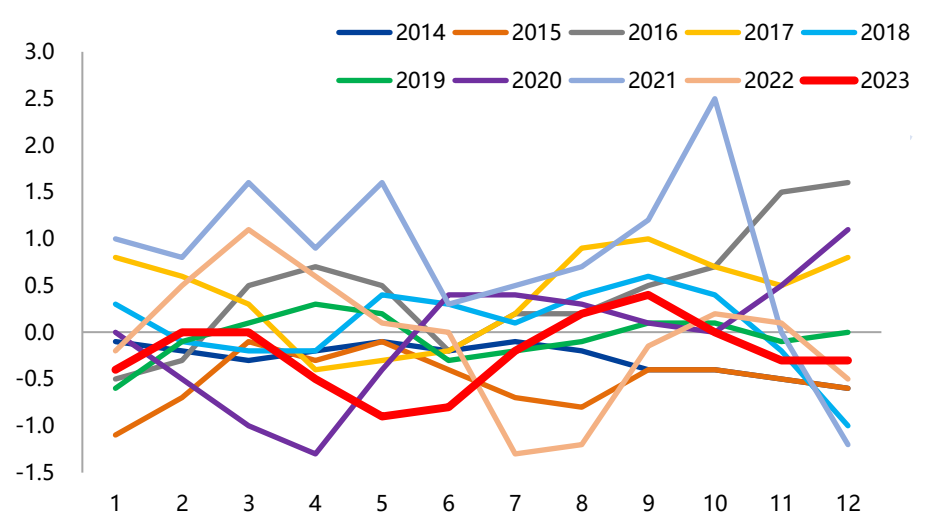
12月PPI同比跌幅收窄



CPI环比弱于季节性



PPI环比也弱于季节性

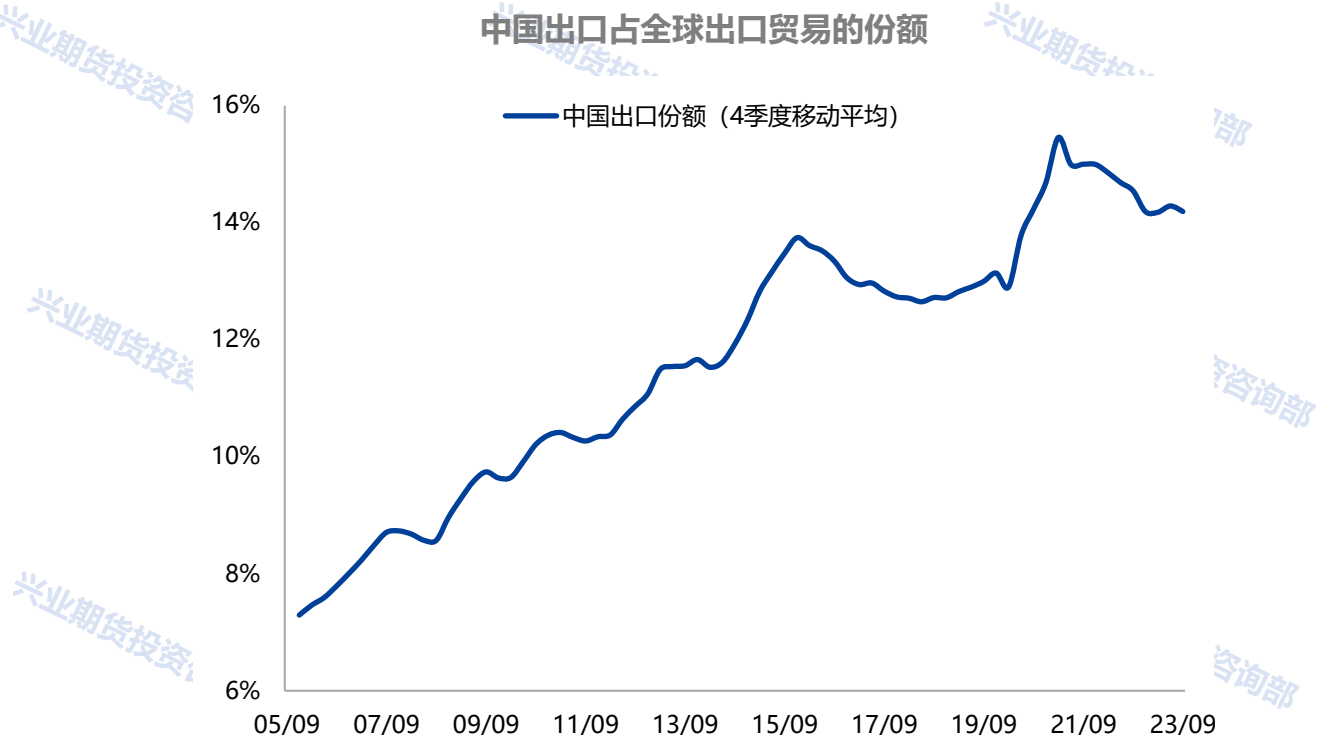
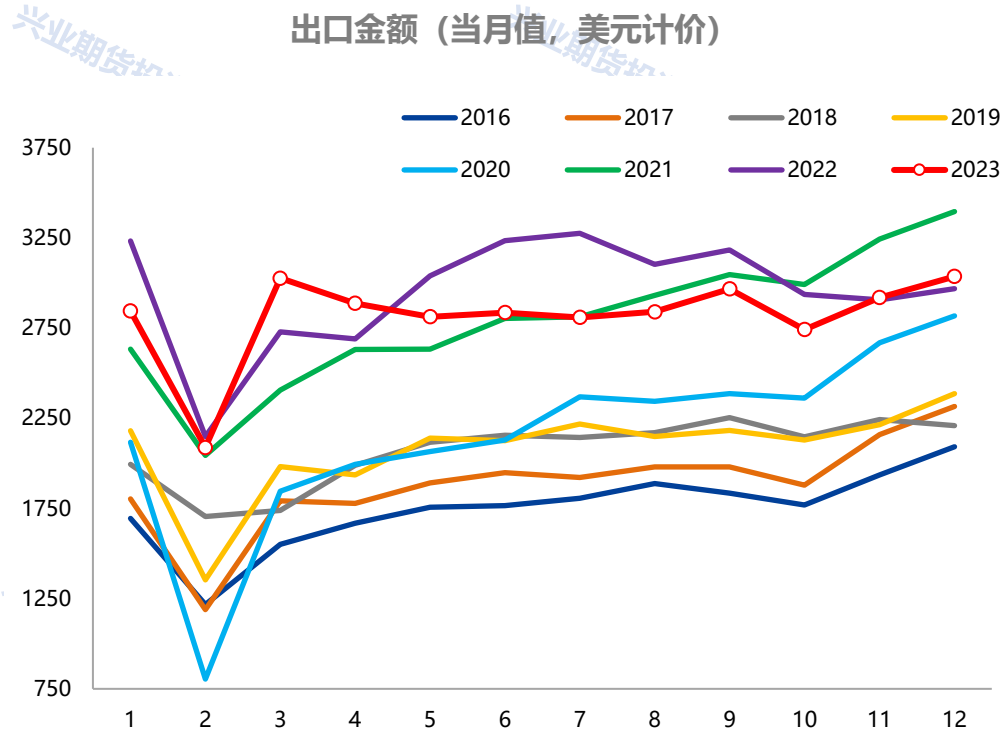


通胀、PMI读数表现与货币、财政政策节奏的关系（东吴证券整理）

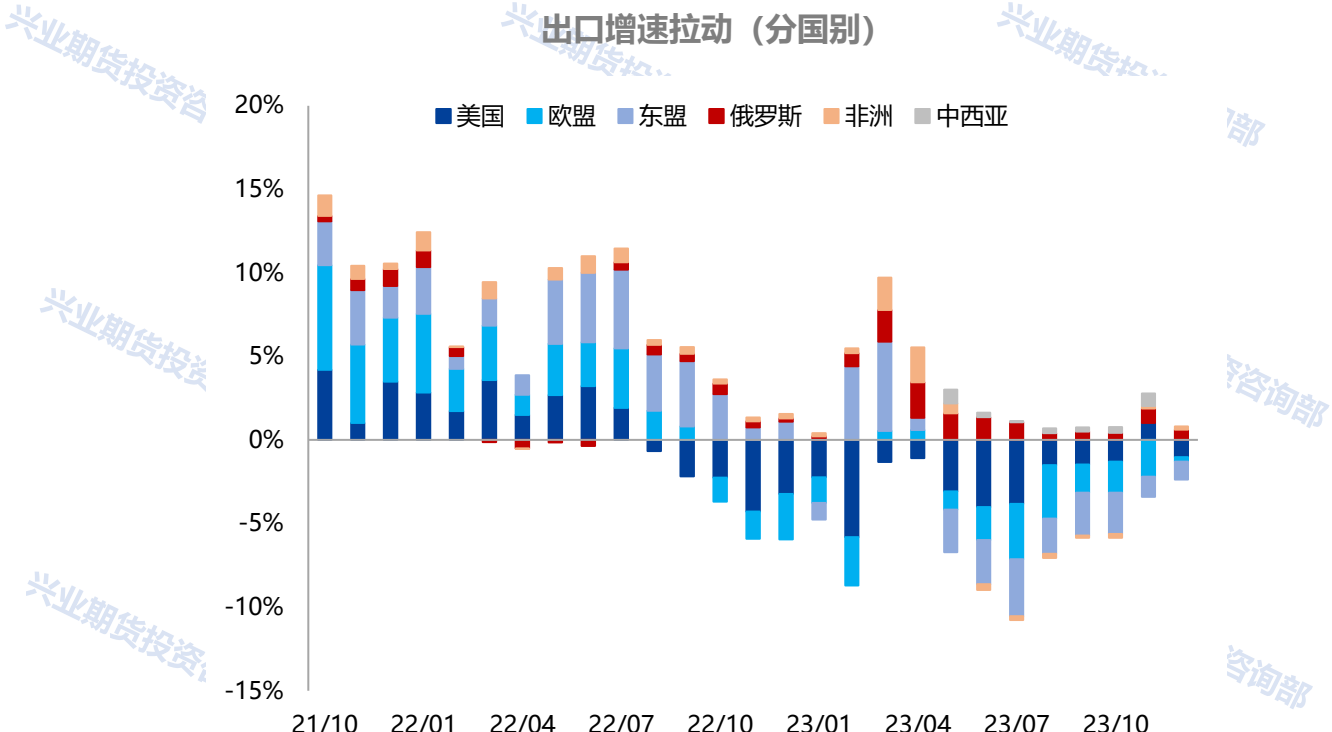
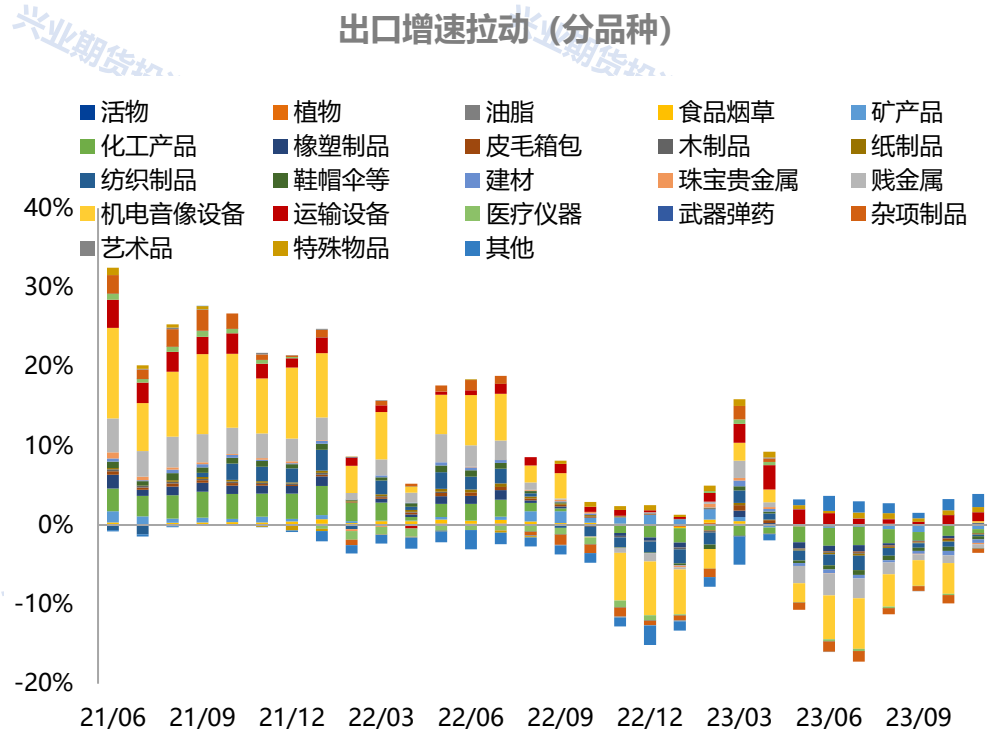
连续第2个月制造业PMI低于50	PMI连续低于50持续的月数	通胀	货币政策操作	基建操作
2008-08	2	-	2008年9月降准+降息	-
2008-11	5	CPI连续9个月负增长，PPI连续7个月负增长，其中CPI、PPI双双负增长共持续2个月	2008年11月、12月降准+降息	2008年11月推出四万亿
2012-09	2	PPI连续负增长5个月	-	-
2015-02	2	PPI已连续负增长13个月，后续延续负增长13个月	2015年2月、4月、8月降准+3月、5月、6月、8月降息	地方政府专项债启动发行PPP
2015-09	7	PPI已连续负增长19个月，后续延续负增长7个月	2015年10月降准+降息	
2019-01	3	PPI连续负增长4个月	2019年1月降准	2019年1月雄安指导意见发布
2019-06	6	PPI连续负增长3个月	2019年9月降准+9月降息(MLF+LPR)	2019年6月允许专项债作为符合条件的重大项目资本金
-	-	PPI连续负增长4个月	2020年4月降准+降息(MLF+LPR)	2020年4月发改委明确新基建范围
2021-10	2	-	2021年12月降准+降息(MLF+LPR)	2021年12月提前下达2022年新增专项债限额
2022-05	3	-	2022年4月降准+5月降息(LPR)	2022年6月设立开发性金融工具
2022-08	2	PPI连续负增长3个月	2022年8月降息(MLF+LPR)	2022年8月新增第二批开发性金融工具+9月补充增加专项债结存限额
2022-11	3	PPI连续负增长2个月	2022年11月降准	2022年11月提前下达2023年部分新增专项债限额
2023-05	5	PPI连续负增长4个月，CPI、PPI双双负增长持续1个月	2023年6月、8月降息(MLF+LPR)+9月降息	2023年8-9月专项债发行提速
2023-11	3	CPI、PPI双双负增长持续2个月	?	2023年12月下达2批增发国债资金，PSL重启，1月地方政府专项债提前批启动发行

2023年12月中国出口（美元计价）当月同比增长2.3%，前值0.5%，增速连续第2个月回升；进口（美元计价）当月同比小幅增长0.2%，前值-0.6%，顺差扩大至753.4亿美元。2023年全年出口同比下跌4.6%，进口同比下跌5.5%，贸易顺差累计8232亿美元。

2023年出口金额增速回落，主要受基数效应和物价的拖累。中国的出口产业链仍保持着较高的竞争优势，2023年前三季度，中国出口金额在全球出口贸易中的占比为14.17%，虽然较2021年最高点的15%有所回落，但仍高于2019年末的13.15%。

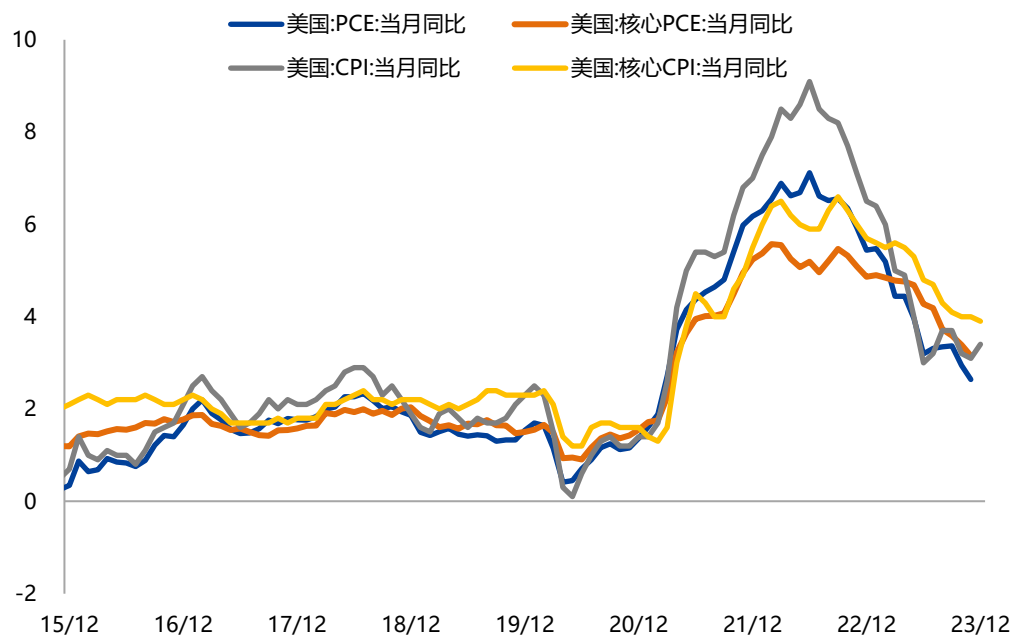


- 分出口产品结构看，2023年中国出口最大拉动分项是交通运输设备（汽车），前11个月贡献出口累计增长的1.2%左右。
- 分国别看，随着全球供应链的重构和地缘政治变化，中国出口目的地国别结构发生较大变化，对美欧的出口份额延续回落趋势，由2017年17%左右降至当前15%左右，对东盟、拉美、俄罗斯等一带一路国家出口份额则大幅上升。
- 展望2024年，中国出口的高基数效应消退、美欧货币政策转向宽松、美国潜在补库预期等，将有助于中国出口增速的继续回升。

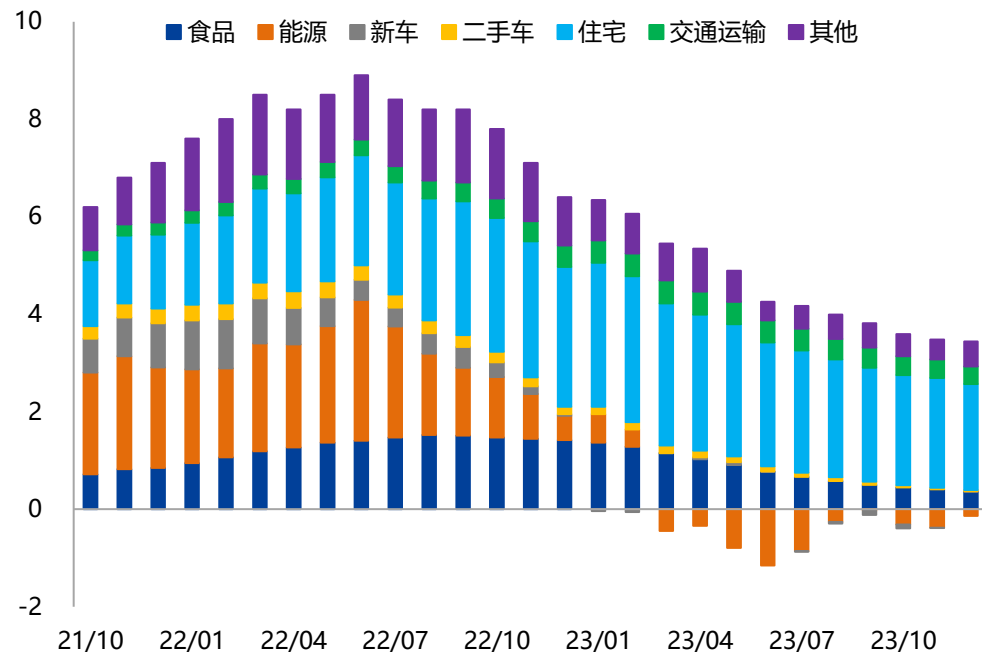


2023年12月美国通胀数据略超预期，其中CPI同比增长3.4%，高于预期的3.2%和前值的3.1%，CPI季调环比+0.3%，也高于预期的0.2%和前值0.1%；核心CPI同比增长3.9%，略高于预期的3.8%，低于前值的4%，连续第8个月回落，并首次回到4%以下，核心CPI季调环比+0.3%，与预期和前值持平。

12月美国CPI数据略超预期

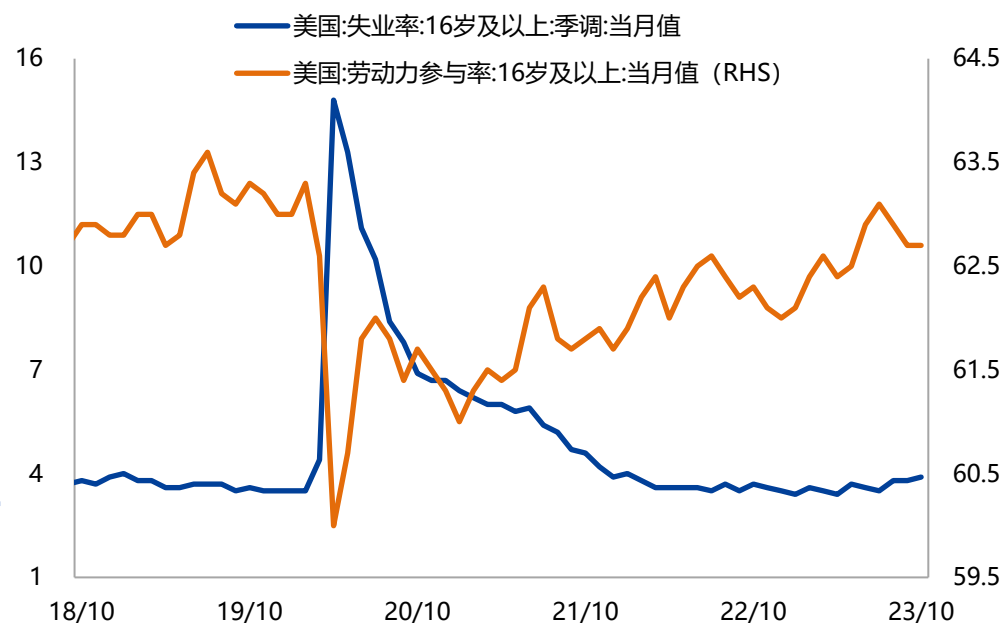


美国CPI分项拉动

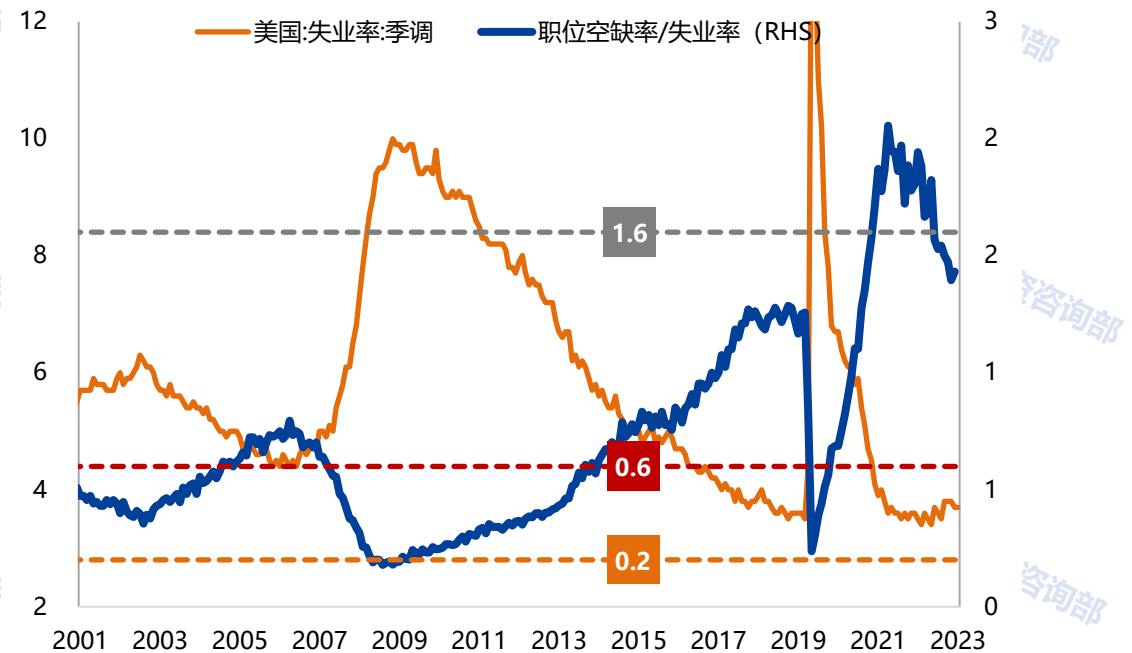


美国就业市场韧性较强。读数显示，美国劳动参与率基本已回到疫情前水平，但职位空缺数、职位空缺率依然超过9500万和5.3%。在此情况下，若无经济、居民消费的显著减速，美国就业市场短期难以见到大幅降温。这也将导致居民部门工资增速保持韧性，进而支撑居民消费。

美国劳动参与率基本回到疫情前水平

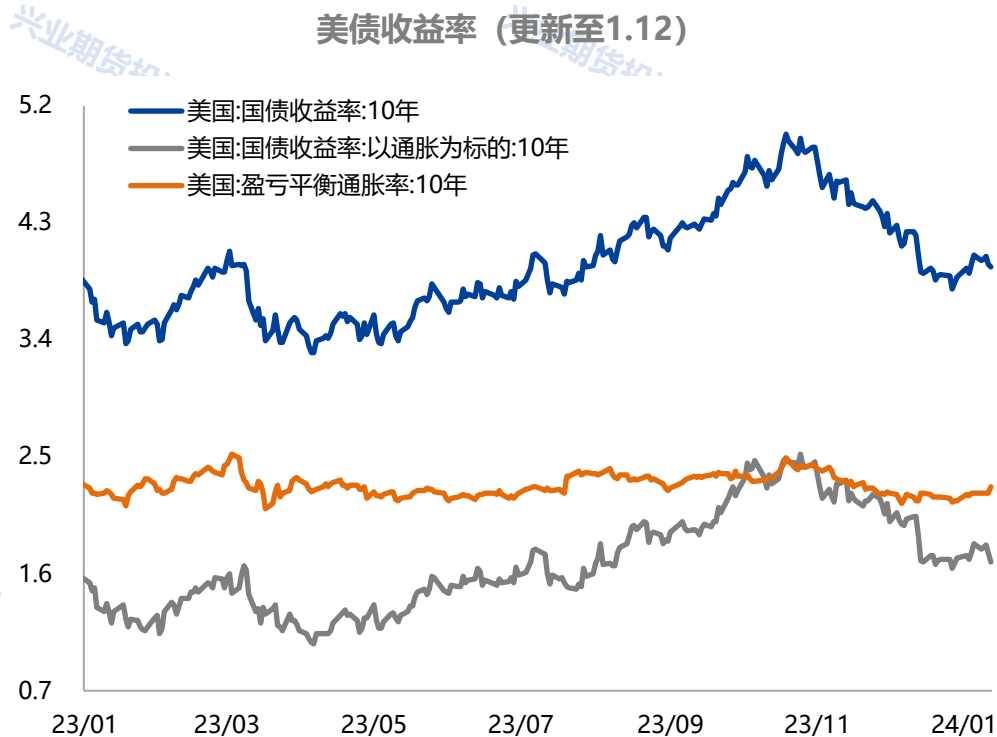


美国职位空缺数依然处于高位



美国经济	居民	企业	部门
拖累项	<p>1. 历史上美国一季度通常消费和投资走弱；</p> <p>2. 劳动市场出现降温迹象；</p> <p>3. 高利率环境下，信贷趋紧，可能会更显著地影响居民消费，2023年美国居民各类信贷拖欠率上升。</p>	<p>1. 非金融企业杠杆率偏高，2024-2026年，美国企业面临的到期压力提升；</p> <p>2. 高利率的滞后影响将显现，企业融资支出、赤字缩减基本已成定局，条件已经大幅收紧。</p>	<p>前期财政法案的支出退坡，叠加大选年，2024年美国财政</p>
支撑项	<p>1. 根据最新数据，截至2023年9月，美国居民部门累计的2.1万亿超储还有0.43万亿余额，按照最新每月750亿美元消耗速度，可支撑至2024年2季度；</p> <p>2. 居民实际工资水平不断上升，且职位空缺率居高不下，劳动力需求依然旺盛，劳动参与率已回到疫情前水平，劳动力供给很难再增加，美国失业率短期可能较难大幅上升；</p> <p>3. 居民资产负债表十分健康，居民负债率处在历史极低值水平，12月美国消费者信心指数快速恢复至69.7（前值61.3）。</p>	<p>1. 金融系统较为稳定；</p> <p>2. 拜登《基础设施投资和就业法案》、《芯片法案》等对制造业回流的带动作用依然十分强势，有助于制造业投资在高利率环境下保持韧性；</p> <p>3. 随着降息预期升温，抵押贷款利率脱离高点后快速下行，11月成屋销售环比近半年首次转正，11月新开工同比也快速修复。</p>	-

2024年美国经济可能依然具备一定程度韧性，美联储降息可能不会太早，市场过早预期降息存在反复的可能。近期美债收益率与美元指数双双反弹。预期反复或将对风险资产价格的金融属性形成扰动。



国债

T

01

宏观数据平稳，经济仍处磨底阶段

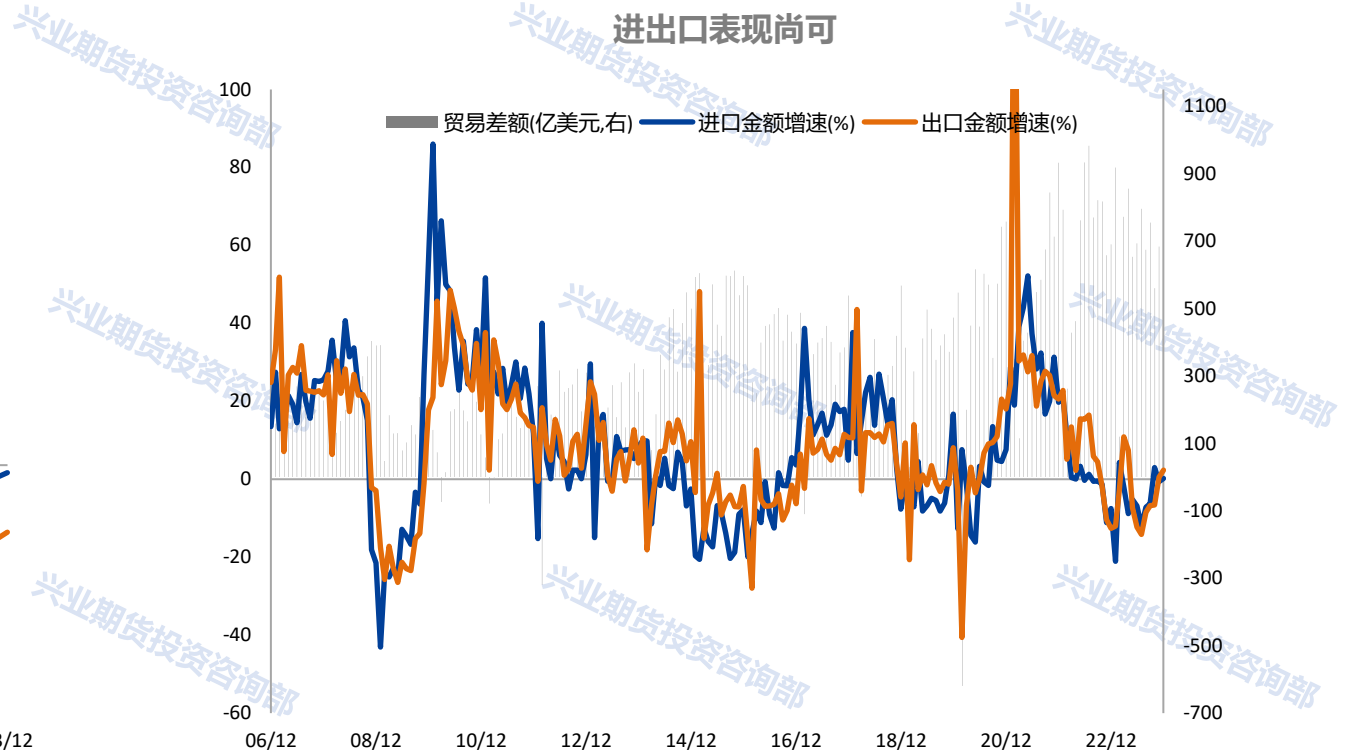
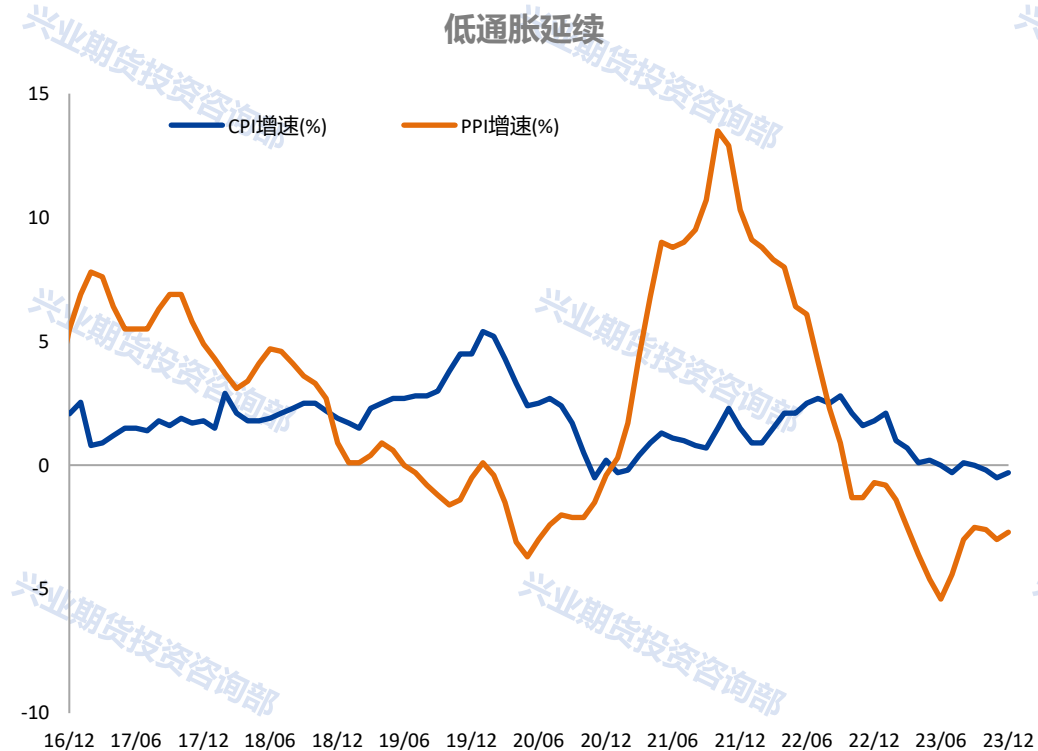
02

降息落地时点存不确定性，资金面不宜过分乐观

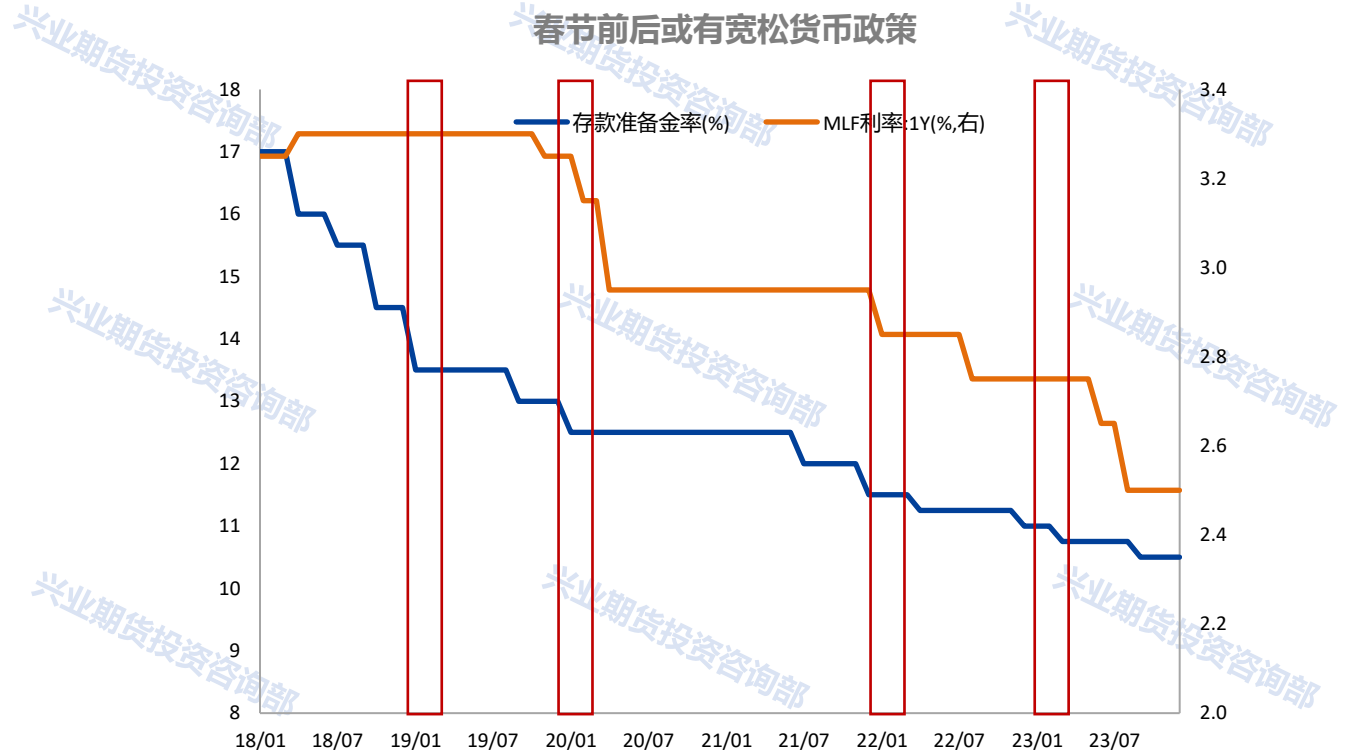
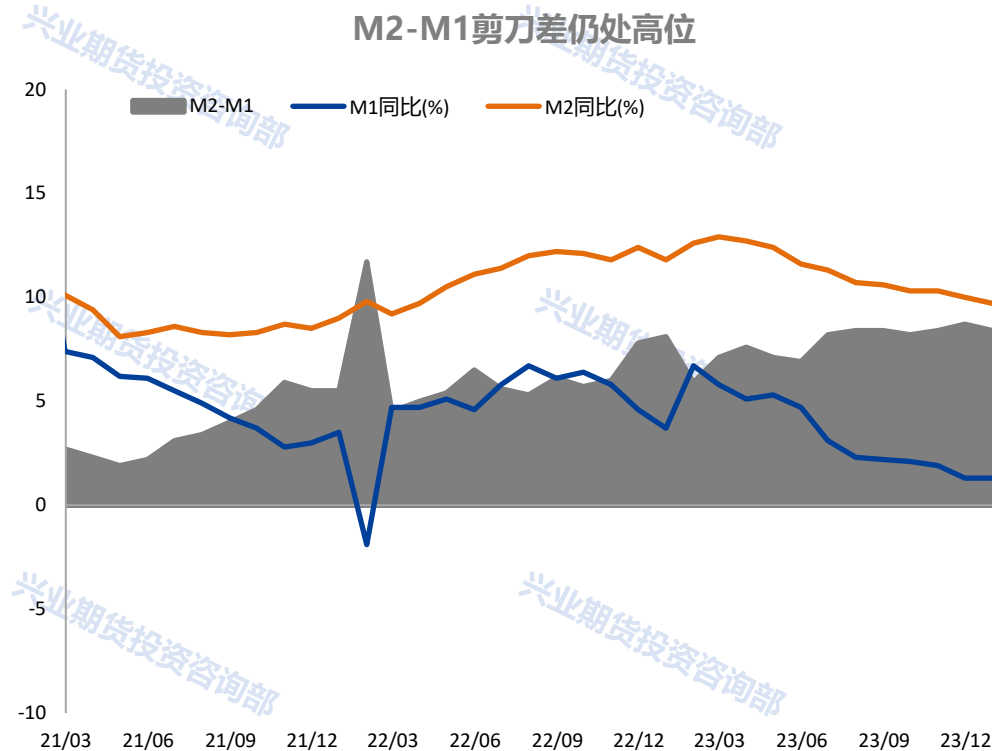
03

长端利率对乐观定价较充分，回调风险加剧

- 本周通胀、出口及社融数据同时公布，PPI维持弱势、CPI环比回正，但持续性改善驱动仍偏弱。出口数据同比回升，结构性亮点仍存，但受基数影响较大，环比弱于季节性。社融方面表现平稳，政府债延续高增，新增贷款继续呈现“居民上+企业下”的特征。
- 综合来看，宏观数据显示经济仍在磨底阶段，数据基本符合市场预期，宏观面对债市暂时难以形成明确驱动。

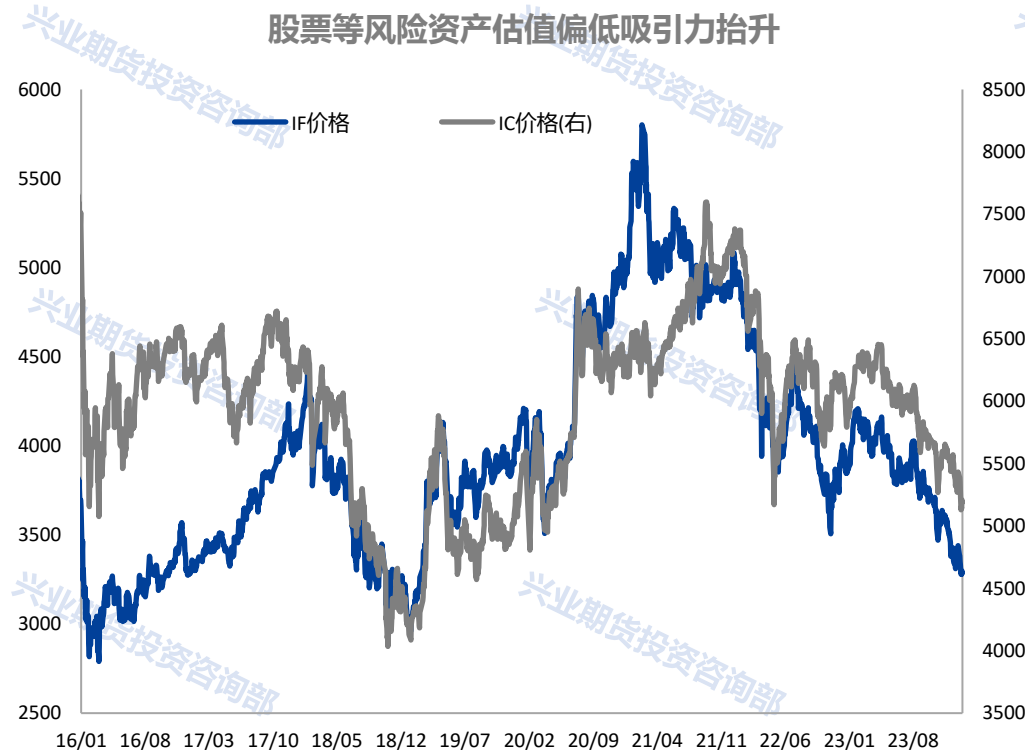


- 在低通胀环境的延续下，央行对流动性呵护意愿仍较强，但目前制约因素仍存，目前M2与M1剪刀差仍处高位的情况下，监管对“资金空转”的关注度仍将持续，且海外货币政策宽松节奏存不确定性，因此一季度或有降息，但春节前概率有限。
- 从历史复盘来看，春节前后央行通常会有降准或降息的操作，但目前市场对于宽货币预期较强，因此即使降准降息落地，也较难形成新增利多。



宏观数据整体表现平稳，货币政策仍有宽松空间，但节奏或偏缓。目前债市对乐观预期定价较为充分，尤其是长端利率，因此若宏观数据表现超预期或宽松货币政策在春节前未落地，债市回调压力加大。

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。





股指

IF

01

经济复苏大势依旧明确，盈利改善预期未变

02

估值扩张空间大，亦进一步提升A股资产吸引力

03

资金面仍有积极信号，印证其配置价值

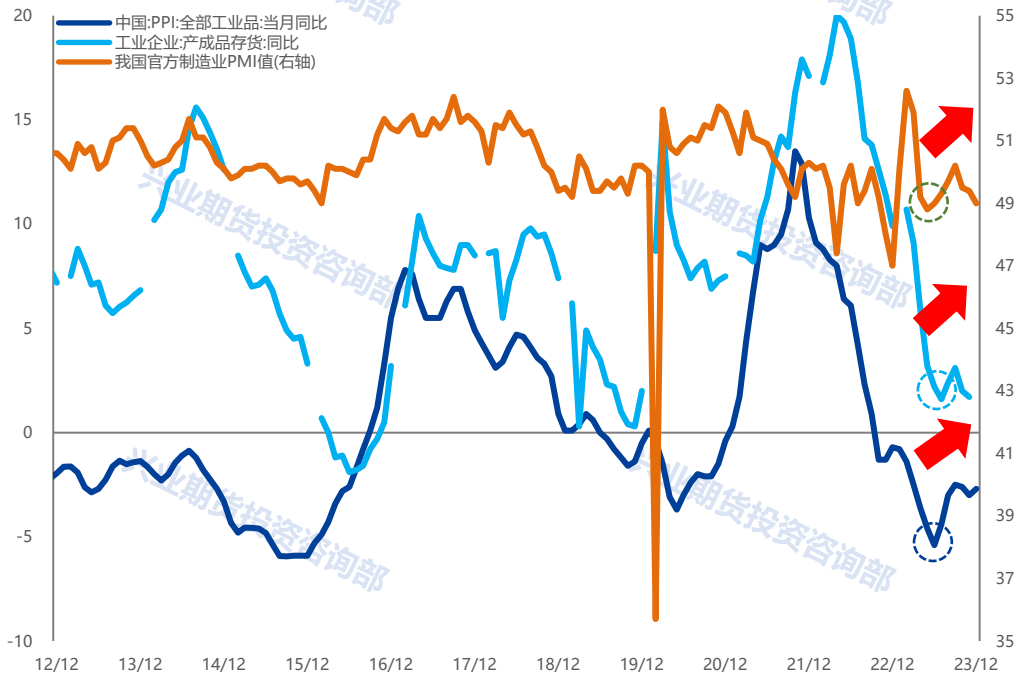
04

谨慎预期下，沪深300指数依旧为最佳多头

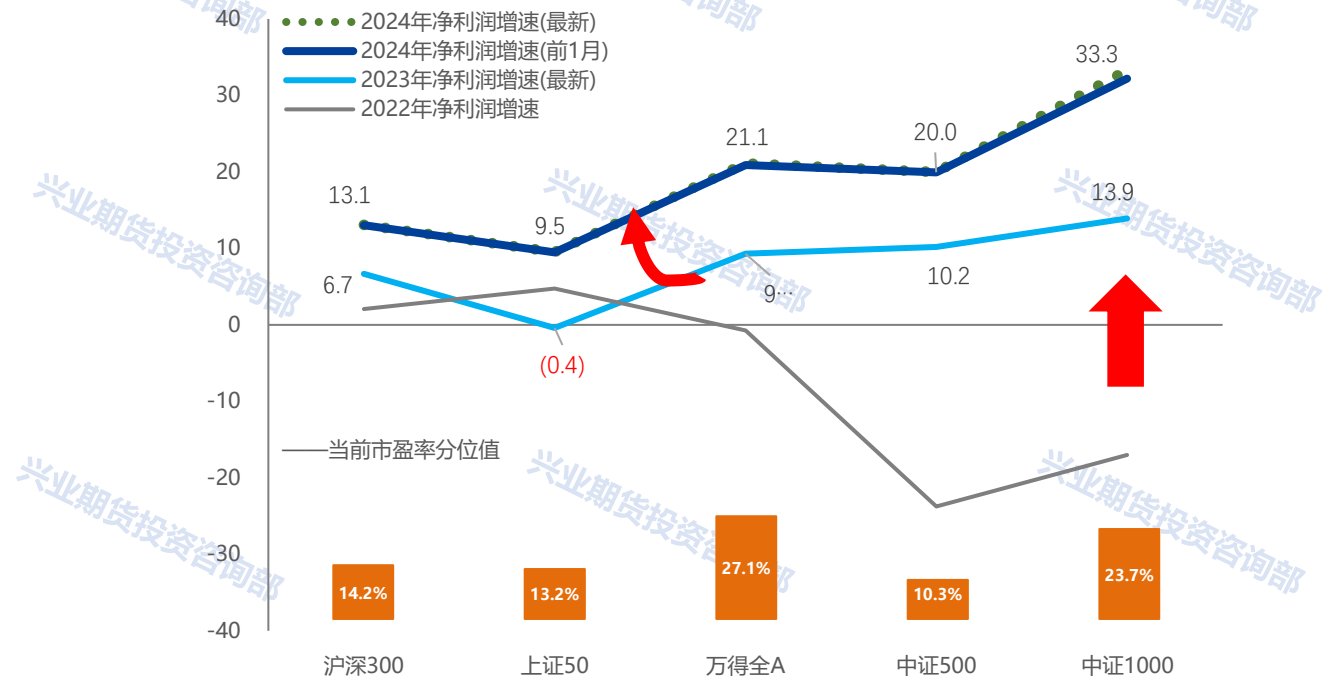
从各月PPI值、工业企业产成品库存、官方制造业PMI值看，其于23年Q3季度触底后、近月则有不同程度走软，原因为国内总需求依旧偏弱、经济复苏斜率偏缓及节奏偏慢。但考虑财政政策积极导向未改、且相关措施利多效应将逐步兑现，货币政策方面亦有潜在提振因素，基本面推涨动能明确，中观面盈利改善仍有高置信度。

从Wind一致性预期数据看，24年A股主要指数净利润情况将有较大程度的边际改善，作为印证。

国内通胀周期、库存周期及景气度跟踪（截至2023年12月）

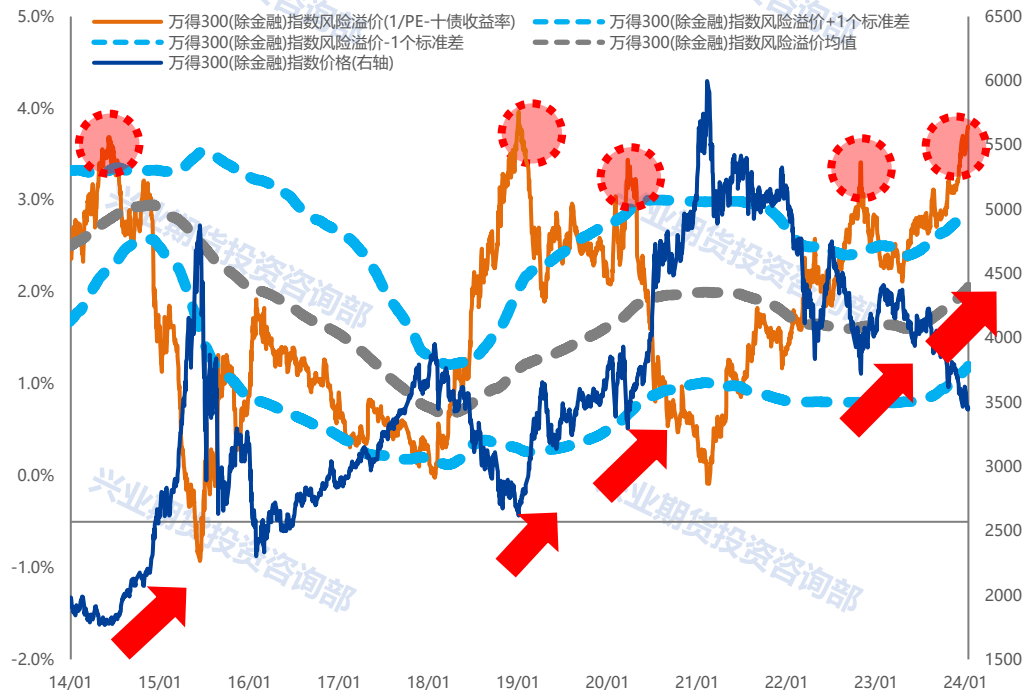


A股主要指数24年盈利增速预测、估值对比（截至2024.1.12）



- 当前 A 股（以万得全A指数为代表）的股债风险溢价比已处均值+1 倍标准差以上（3 年滚动）、较其它大类资产性价比显著占优。基于客观均值回归规律、主观再平衡需求，A股配置价值较前期进一步凸显。
- 再以A股主要指数历轮低点市盈率比较看（绝对值和相对分位值），当前其整体处中等或偏下水平，即提升潜力较大。结合前文盈利修复研判、以及估值扩张空间看，A股整体预期涨幅较为乐观，更利于强化较其它大类资产的吸引力。

万得全A指数风险溢价价值、及价格走势对比（截至2024.1.12）



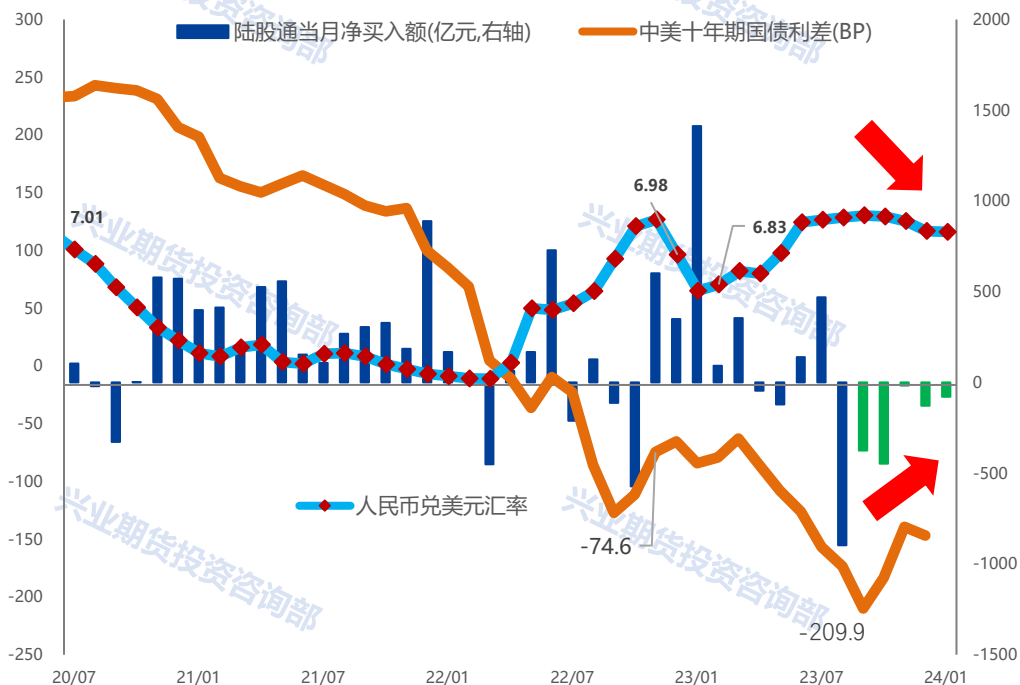
国内A股主要指数历轮低点对应市盈率比较（截至2024.1.12）

代码	指数	2012/12/3	2013/6/25	2016/1/28	2018/10/18	2022/4/26	2022/10/31	2024/1/12	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	12.2	11.2	23.8%
399001.SZ	深证成指	14.0	13.6	27.4	16.2	20.8	24.0	19.8	19.8	30.4%
000300.SH	沪深300	9.5	8.9	10.7	10.5	11.2	10.3	10.5	10.5	14.2%
399006.SZ	创业板指	28.8	47.2	52.5	27.0	40.1	37.4	26.0	37.4	0.1%
000016.SH	上证50	8.7	7.8	8.4	9.3	9.5	8.3	9.0	8.7	13.2%
881001.WI	万得全A	11.9	12.0	17.1	13.1	15.2	15.8	16.1	15.2	27.1%
000905.SH	中证500	26.1	28.4	37.7	16.7	15.6	22.1	21.1	22.1	10.3%
000852.SH	中证1000	0.0	0.0	66.6	18.9	24.0	28.6	33.5	24.0	23.7%
000015.SH	红利指数	8.1	6.8	7.2	7.3	5.4	4.7	5.5	6.8	13.4%

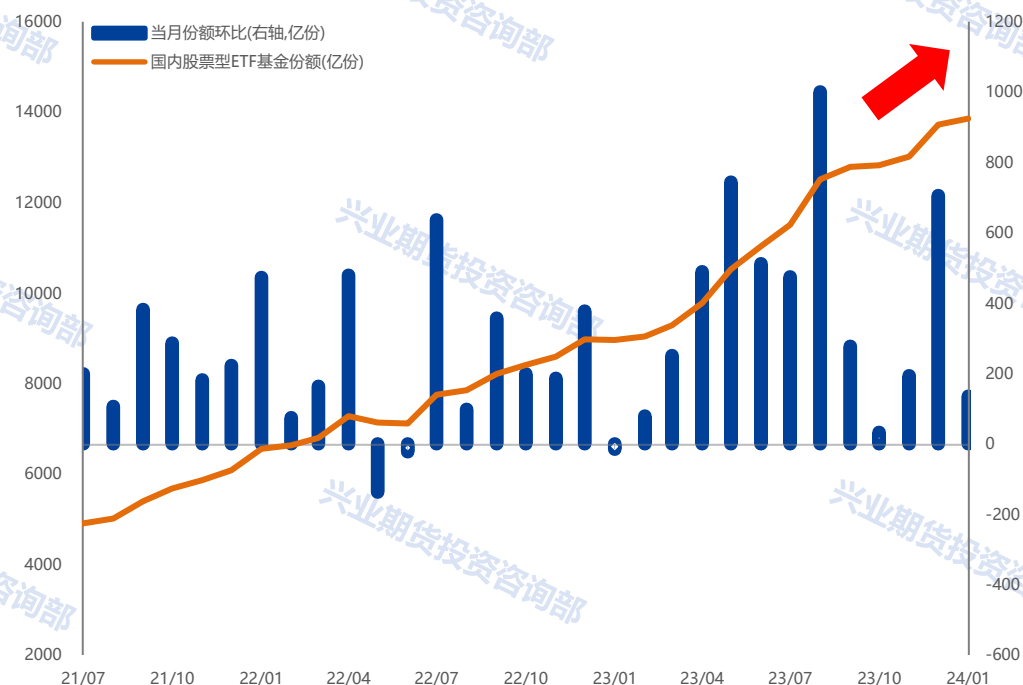
(**分位值起始时间点为2008/1/2)

- 虽然自2023年下半年以来、以陆股通为代表的外资总体呈净流入态势，但随中美经济前景预期转变、中美利差收敛、人民币贬值态势逆转，近3月来上述情况大幅变化、对市场情绪的负面指引亦显著弱化。考虑2024年“东强西弱”表现，从基本面角度看，外资将回流、且对行情构成正贡献。
- 另从国内被动股票型ETF基金看，近月来其份额持续增加、呈净流入状态，亦在一定程度上代表增量资金的入场兴趣。

中美汇差、利差、陆股通资金净变化额对比（截至2024.1.12）



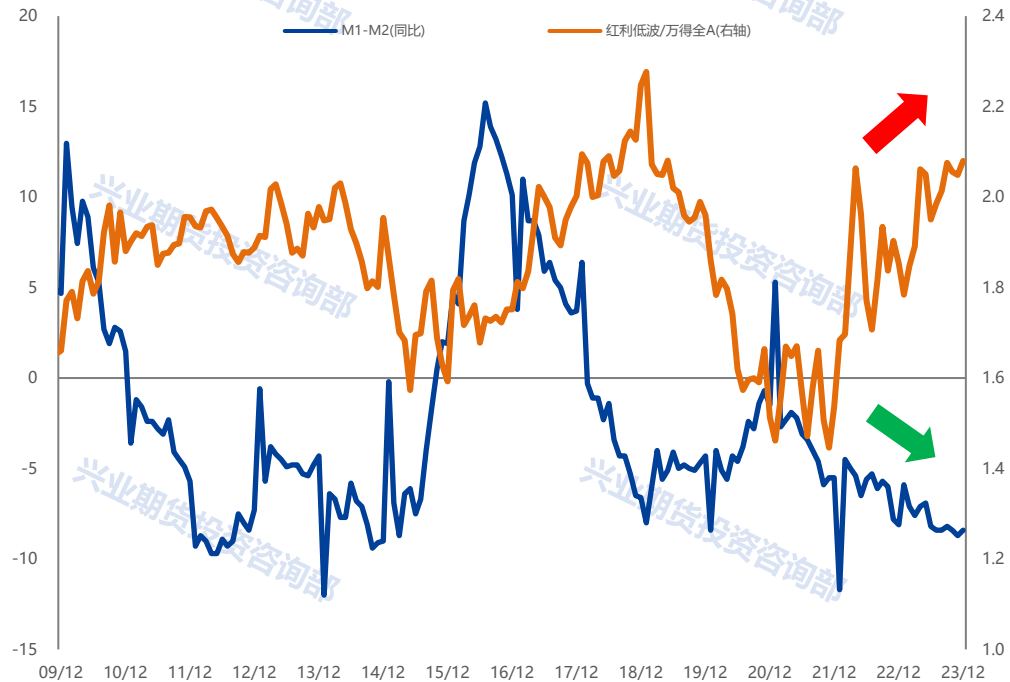
国内股票型ETF基金份额变动情况（截至2024.1.12）



当前信用条件不佳（以M1-M2增速差处下行趋势为代表），对应弱复苏状态。一般而言，此环境下防御板块表现占优，以红利低波指数走势强于万得全A指数为佐证，其原因在于相关行业与经济大势的弱相关性、高股息率等特征。另在2024年扩内需、高质量发展大背景下，总体利于大基建、大消费、及TMT等对应产业，体现为景气度改善。

具体按“业绩、股息率”筛选、再加估值水平约束，相关入选行业在沪深300指数、上证50指数占比最高（分别为47%、49%）。再考虑前者对阶段性的风格轮动、短期热点题材兼容性更高，仍宜将其视为最优多头。

M1-M2增速差、红利指数/万得全A指数走势对比（截至2023年12月）



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2024.1.12）

简称	最新总市值 (亿, 2024.1.12)	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
保险II	19398	0.0%	0.7%	9.8%	29.9%	9.5	3.89	3.5	8.8	0.0	0.1	2.3
化学制药	16594	0.2%	4.9%	6.0%	15.5%	8.2	1.15	1.8	3.2	3.8	3.5	2.0
建筑施工	14466	0.4%	0.7%	11.4%	23.3%	9.1	2.95	2.0	3.1	0.9	1.7	1.7
消费电子	12809	0.9%	12.0%	24.8%	54.3%	8.8	1.15	1.8	0.0	2.8	2.0	1.5
食品	7935	1.2%	1.7%	10.7%	33.9%	11.4	2.03	0.5	1.0	1.3	1.5	0.9
新能源动力系统	12685	1.4%	1.7%	24.9%	35.8%	13.6	0.89	2.9	0.0	1.8	1.6	1.5
环保及公用事业	9317	1.5%	2.6%	23.2%	14.6%	7.6	1.73	0.1	0.0	0.9	1.8	1.1
计算机设备	9638	2.2%	20.9%	41.9%	35.5%	9.1	1.44	1.1	0.0	1.7	1.3	1.1
白色家电II	8384	2.4%	0.3%	16.1%	10.3%	20.0	4.37	2.9	1.2	0.0	0.2	1.0
稀有金属	9542	2.5%	0.5%	-35.5%	21.6%	13.6	1.98	1.4	1.5	2.8	2.2	1.1
证券II	29658	2.7%	11.6%	22.7%	12.5%	6.6	1.50	6.2	3.1	6.4	1.1	3.5
区域性银行	10187	3.2%	1.0%	11.1%	10.0%	11.9	5.13	2.5	0.0	2.3	0.8	1.2
工业金属	8657	5.9%	2.6%	13.4%	19.9%	10.8	1.93	0.5	0.0	2.9	2.1	1.0
航空航天	7832	6.7%	6.1%	47.8%	35.4%	6.9	0.56	0.9	0.8	2.1	0.9	0.9
专用机械	15923	6.8%	8.3%	31.0%	37.8%	9.2	1.04	0.4	0.0	2.0	2.8	1.9
通信设备	8914	11.6%	25.3%	18.9%	42.1%	8.4	0.82	1.0	0.0	1.7	2.1	1.1
中药生产	9968	12.2%	20.9%	40.5%	37.2%	8.4	1.66	1.3	1.1	1.5	2.6	1.2
电源设备	17738	12.5%	7.7%	16.8%	21.0%	14.1	2.11	3.3	3.7	2.3	1.9	2.1
通用设备	11265	13.4%	18.4%	32.7%	40.3%	8.1	0.91	0.2	0.0	1.9	2.9	1.3
电气设备	15521	17.0%	16.5%	16.4%	19.0%	10.7	1.22	1.9	2.5	2.2	2.8	1.9
其他军工II	8499	39.2%	45.0%	48.3%	54.5%	7.1	0.65	0.7	0.0	2.9	2.1	1.0
酒类	38631	41.4%	40.3%	19.8%	20.8%	24.4	2.56	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)								46.8	48.7	44.7	38.7	36.2



橡胶

RU

01

汽车产销增速亮眼，轮企开工小幅回升

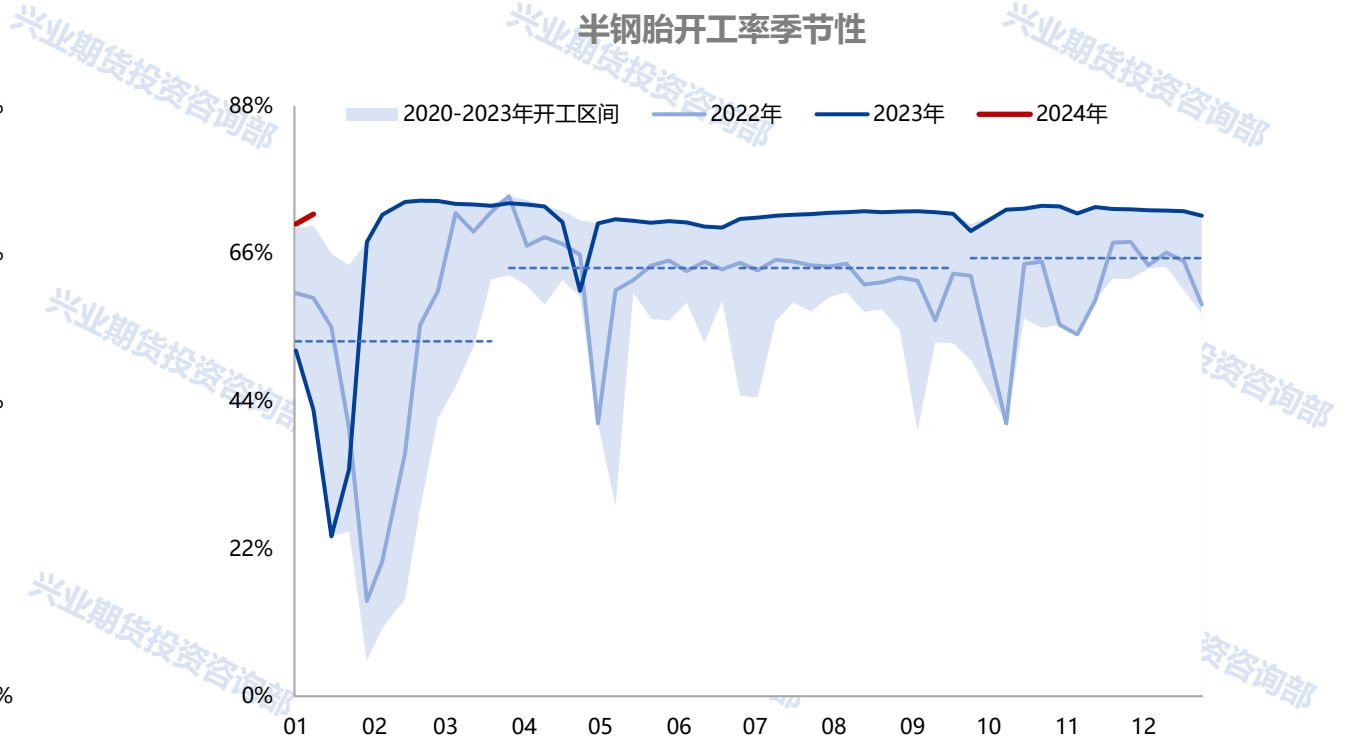
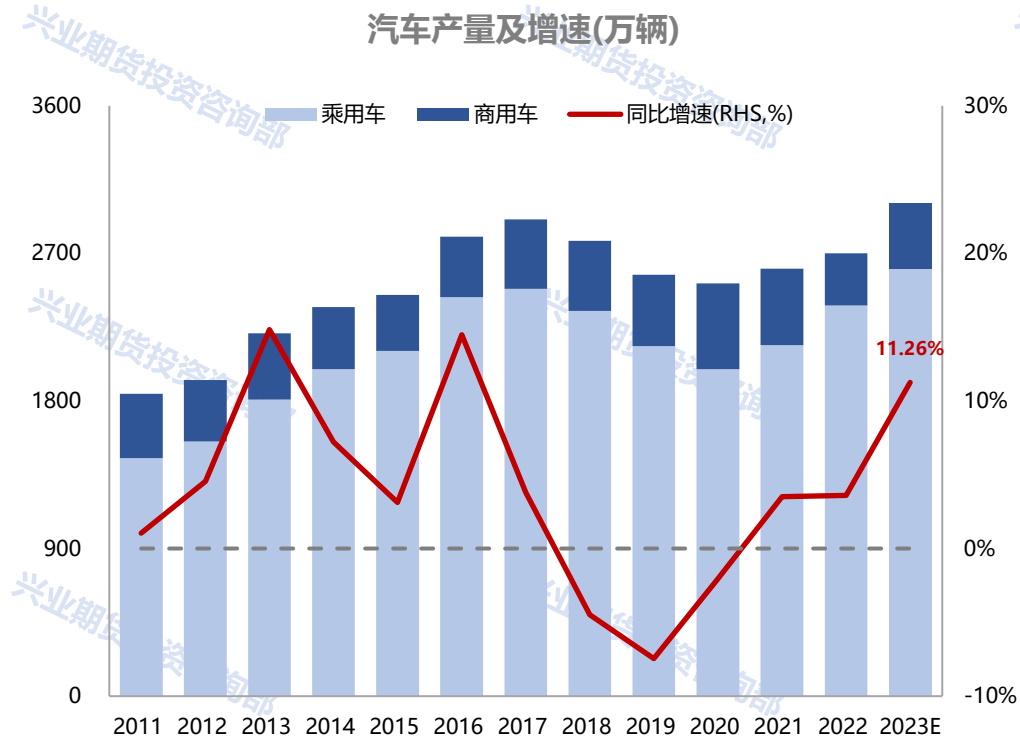
02

原料生产季节性走低，气候因素影响仍存

03

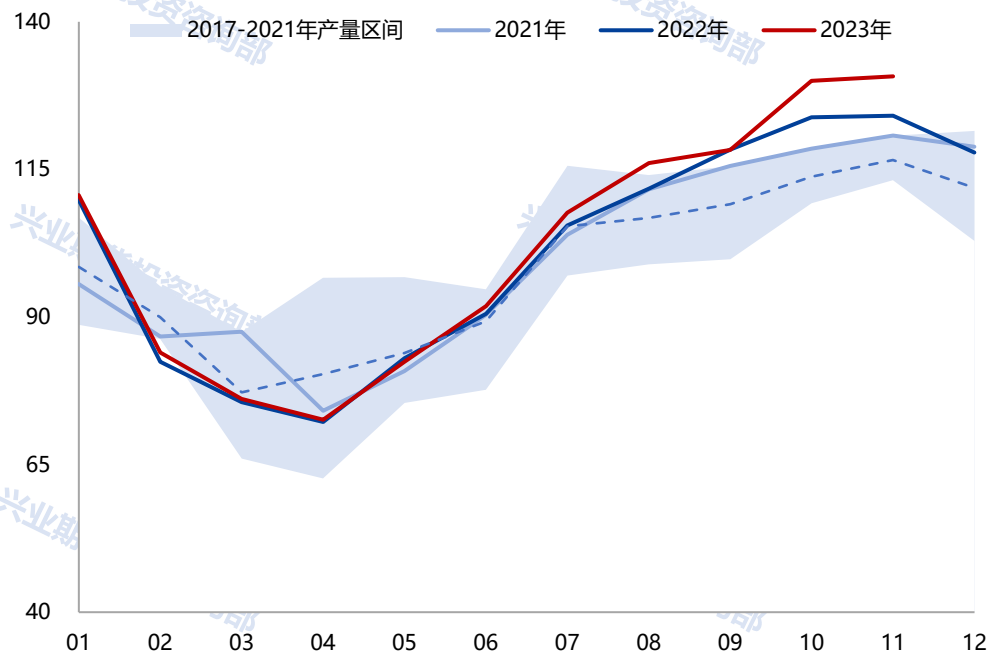
库存结构虽产生分化，基本面积极因素占优

需求方面，中汽协公布2023年汽车行业数据，产销双超3000万辆，同比增速分别录得11.6%和12.0%，各厂商新车型持续推出与升级，消费刺激措施叠加经销商让利，乘用车零售有望延续增长，带动轮胎企业开工意愿逐步修复，考虑今年农历新年偏迟，半钢胎产线开工状况再度升至同期峰值水平，全钢胎开工率则低位回升，橡胶需求预期及传导效率乐观。

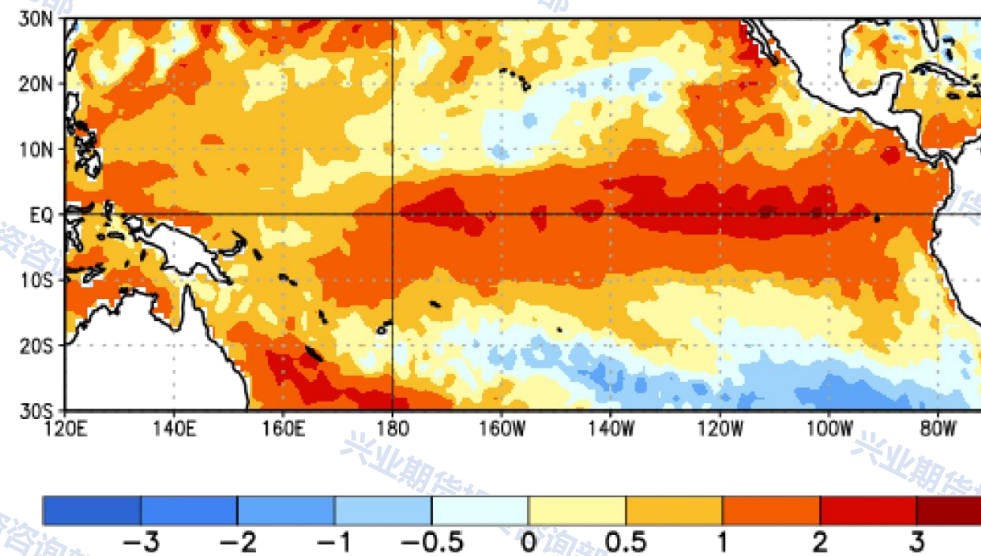


供应方面，国内云南、海南两地悉数停割，一季度东南亚各国亦进入减产阶段，季节性因素使得原料供应逐步回落，泰国合艾市场胶水及杯胶价格高位上涨、表现坚挺，而环太平洋地区厄尔尼诺事件仍在肆虐，海温指数异常值显示当前阶段极端天气不时发生，气候因素对天胶生产端的负面影响持续体现。

ANRPC天然橡胶月度产量(万吨)

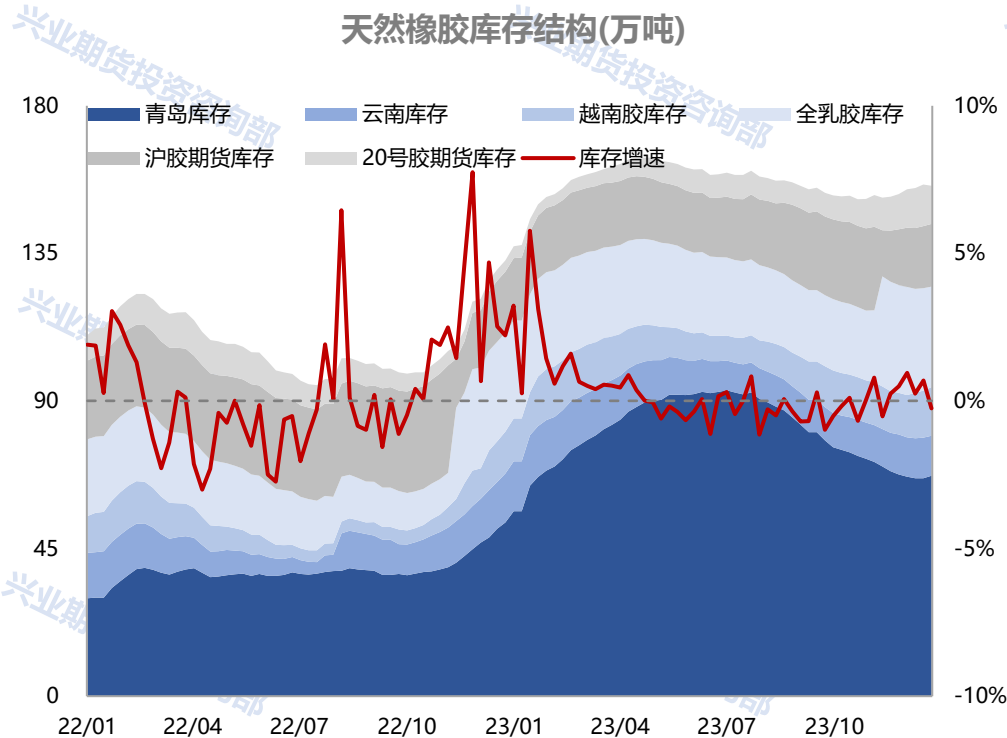


环太平洋地区海温指数异常值



库存方面，一般贸易库存入库率增长、港口库存小幅累库，但增库持续性有待验证，而停割背景下云南现货库存及沪胶仓单均处低位，全乳胶降库明显，库存结构维持改善局面。

综合来看，车市产销延续复苏态势，乘用车零售表现亮眼，政策驱动持续兑现，而国内停割季已然来临、海外各产区逐步迈入减产阶段，气候因素扰动尚存，供减需增预期抬升橡胶价格中枢，沪胶多头策略胜率及赔率依然占优。





聚氯乙烯

V

01

产量小幅增长，库存无明显变化

02

需求面临下滑，现货成交稳定

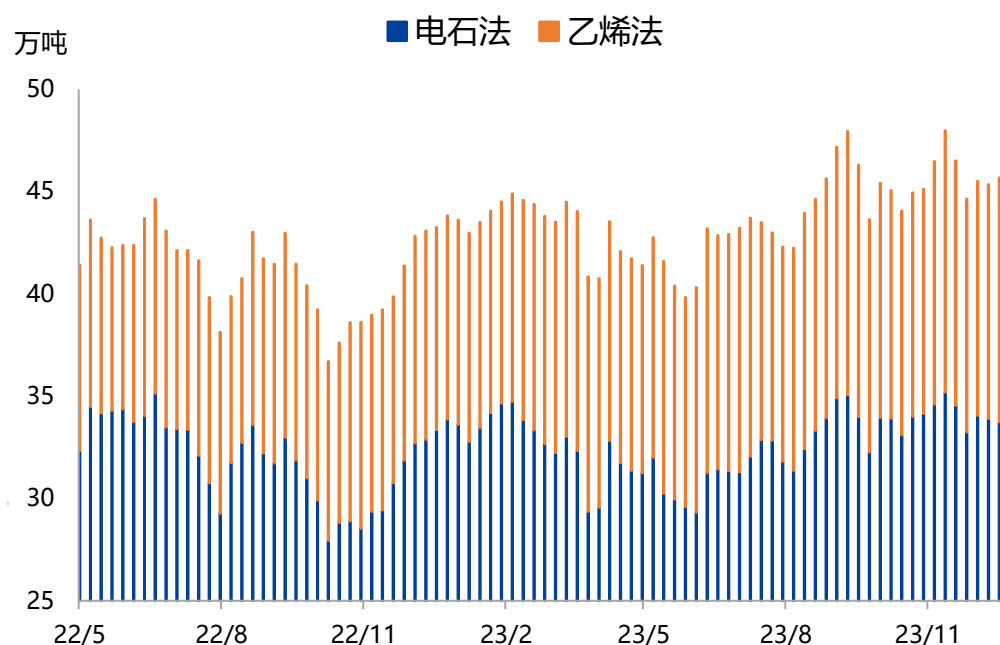
03

成本支撑作用较强，波动率持续降低

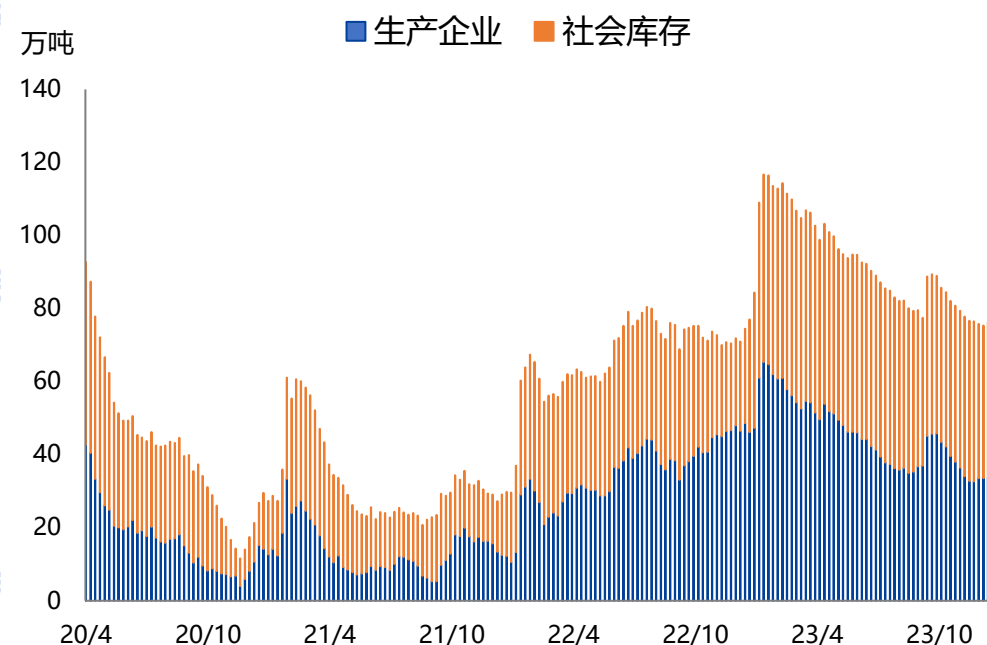
□ 泰州联成、云南南磷和四川金路如期重启, 德州实华和元品化工临时停车, PVC周度开工率上升0.66%, 产量增加0.32万吨至45.68万吨。下周元品化工计划恢复, 德州实华、瑞恒、霍家沟等装置开工负荷将提升, 产量预计提升至46万吨, 供应端偏利空。

□ 近一周生产企业加速去库, 贸易商加速累库, 上中游总库存无明显变化。生产企业库存处于67% (-1%) 分位水平, 社会库存处于89% (+2%) 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。

产量小幅增长 (截至1.12)

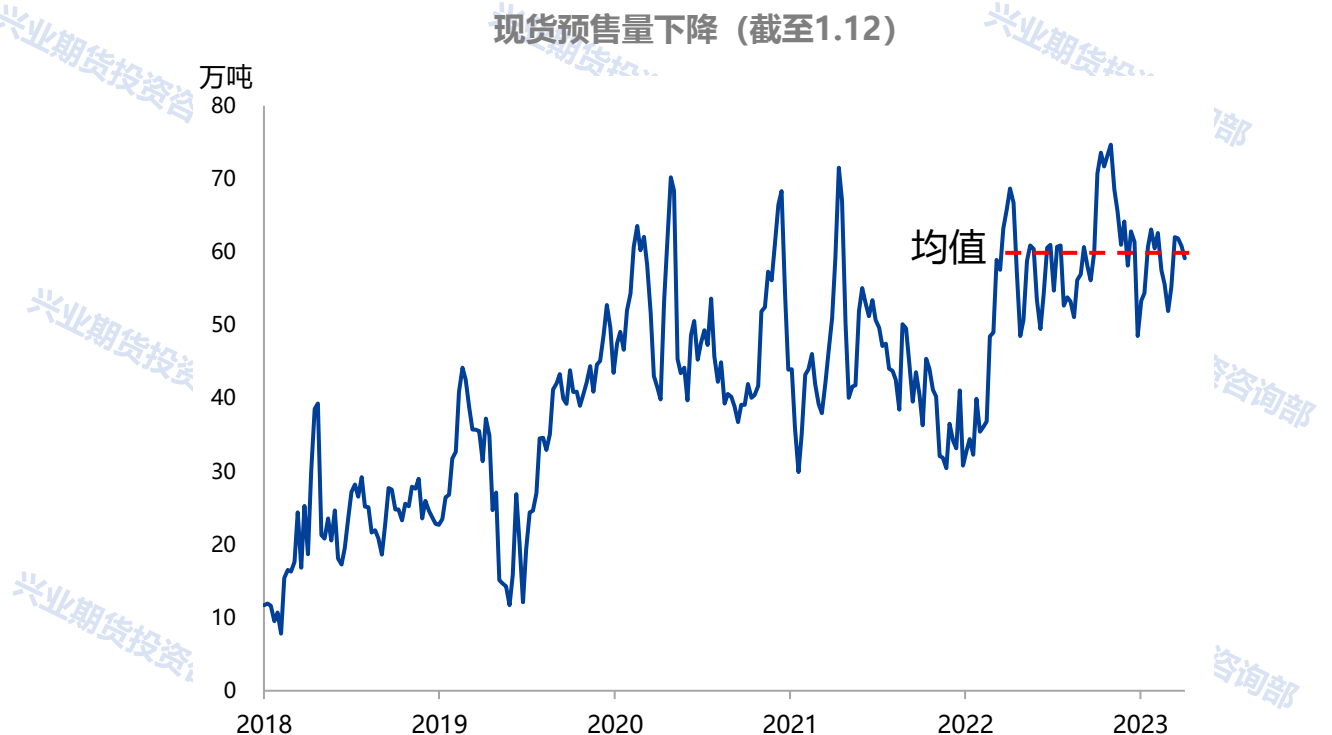
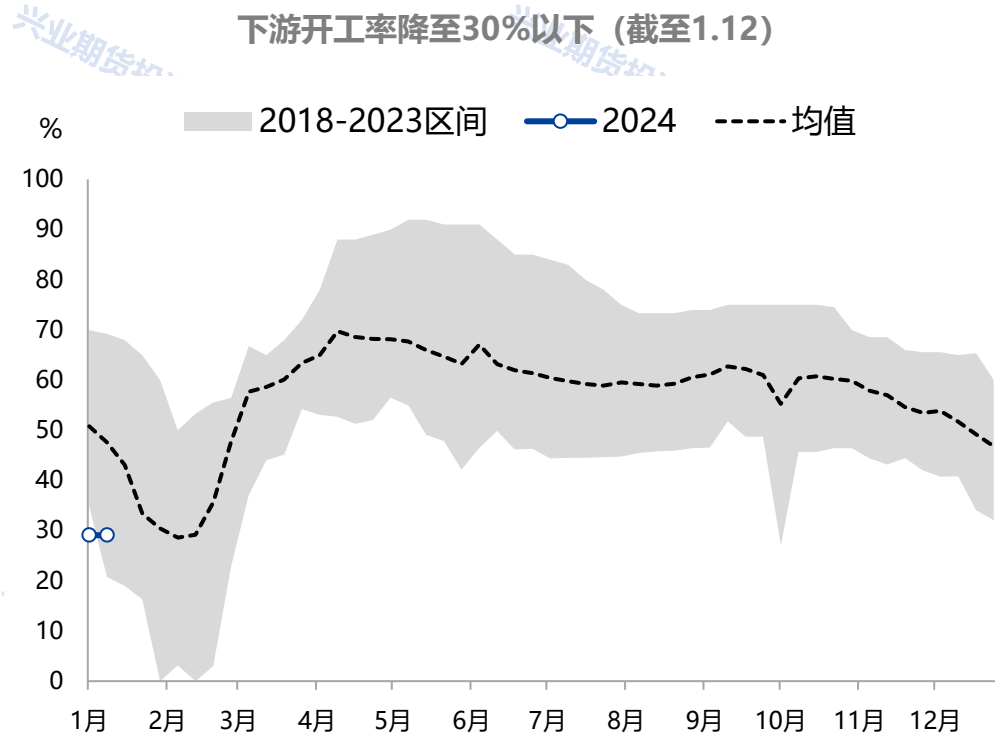


库存无明显变化 (截至1.12)



□ PVC下游开工率与前一周持平，处于历年同期最低。细分下游看，薄膜和管材开工率下降，管材上升1%。薄膜订单持续跟进，管材终端需求略有改善，但型材和线缆完全进入淡季，中小企业陆续停工。下周开始需求将季节性转弱，体现在下游开工率加速下降，对PVC价格形成利空。

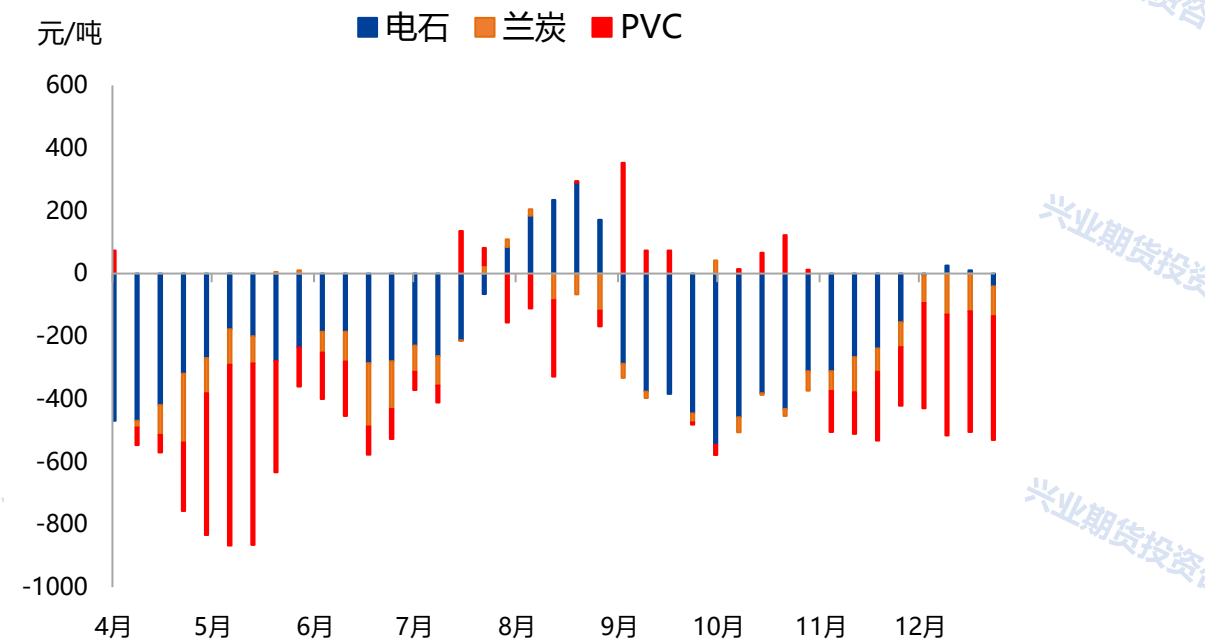
□ PVC现货预售量减少至59.1 (-1.7) 万吨，贸易商现货成交量为4.86 (+1.64) 万吨，现货成交保持稳定。12月PVC出口量为20万吨，与11月接近。由于印度国内供应充足，我国1月PVC出口量可能下降，出口成为一季度缓解国内供应压力的重要手段。



□ 由于西北限电缓解和环保限制放松，西北电石价格下跌100元/吨，电石法成本下降40元/吨至5830元/吨。液氯和乙烯价格稳定，乙烯法成本维持再5870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13%，达到2016年以来的18%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。

PVC亏损扩大 (截至1.12)



波动率持续下降 (截至1.12)





沪铝

AL

01

北方重污染天气反复，氧化铝价格波动加大

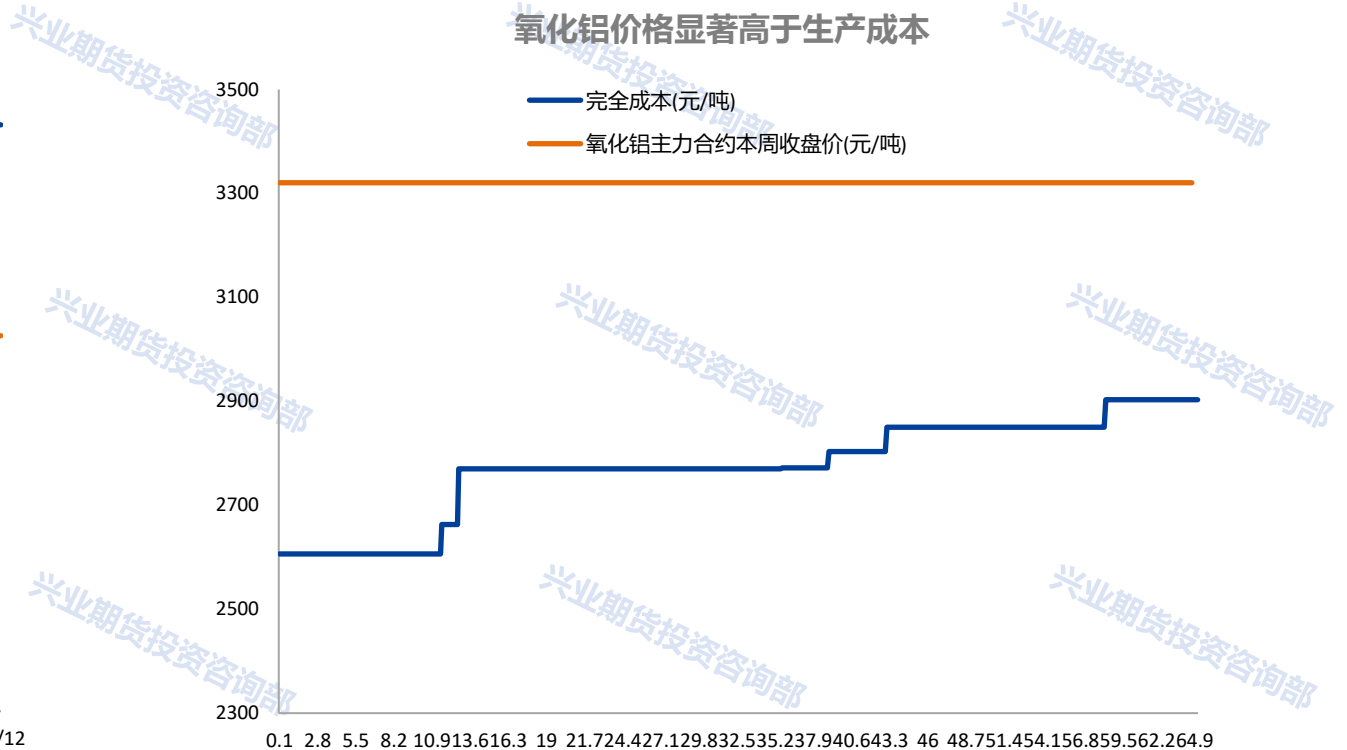
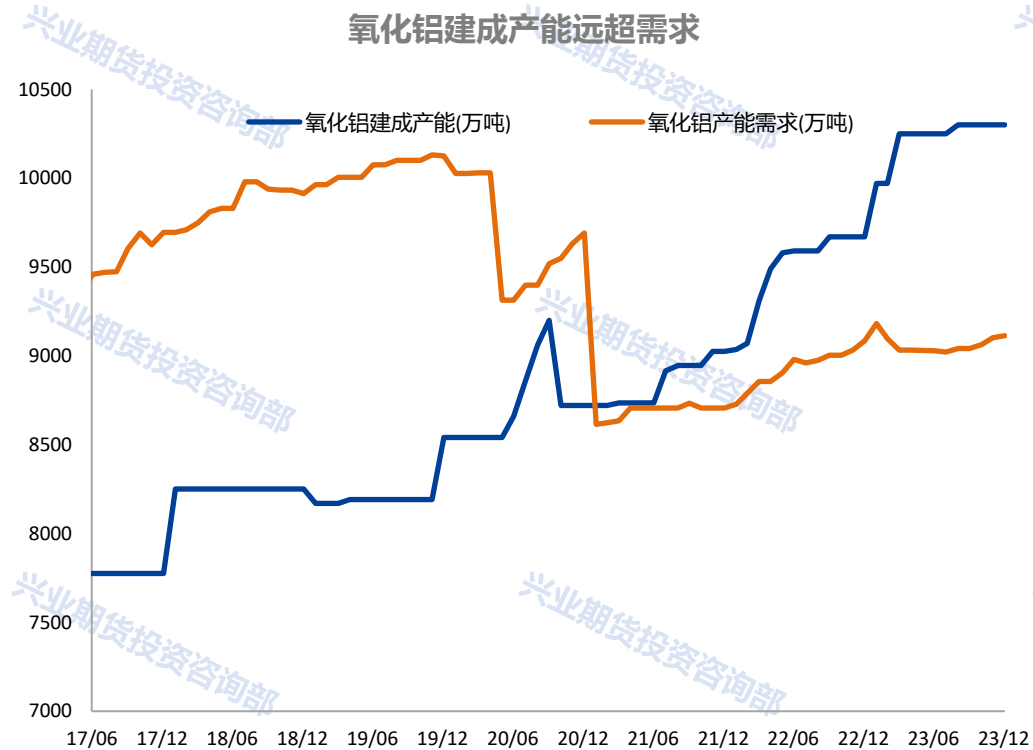
02

电解铝供给刚性叠加低库存，价格向上确定性更高

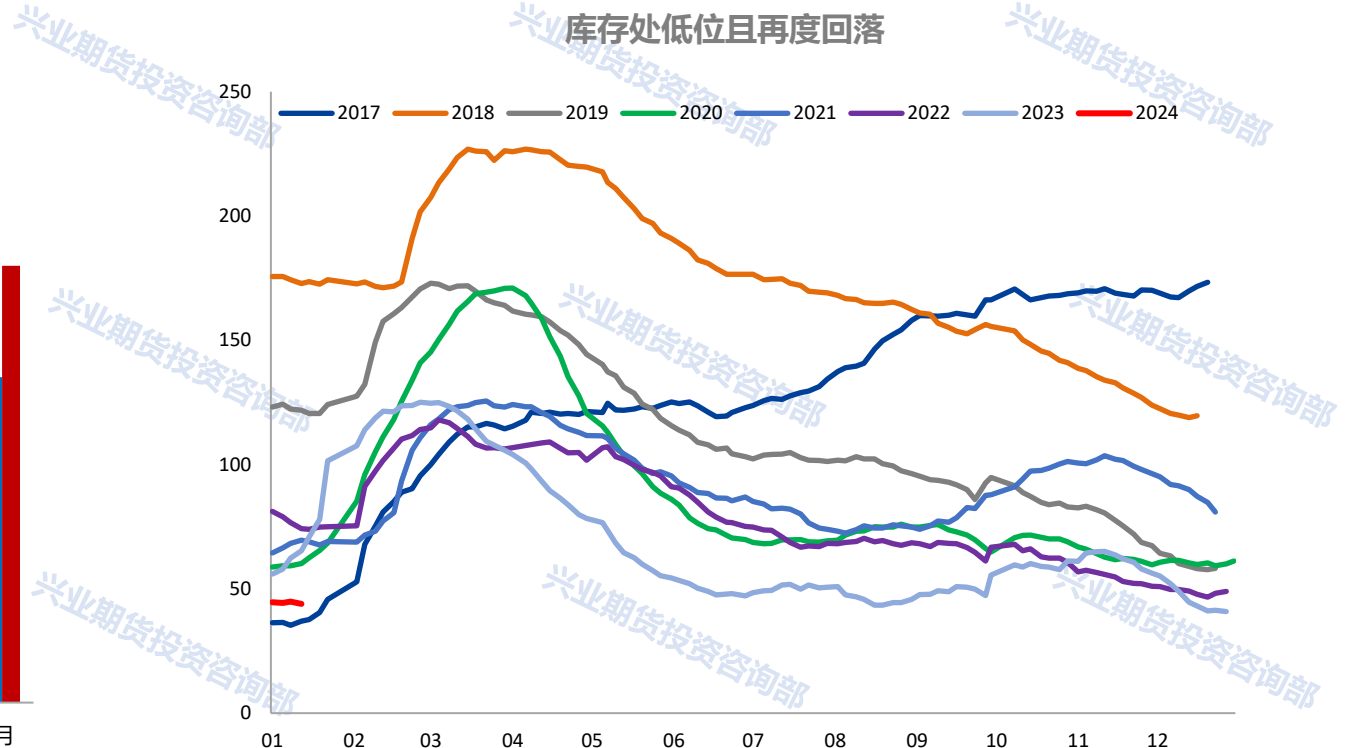
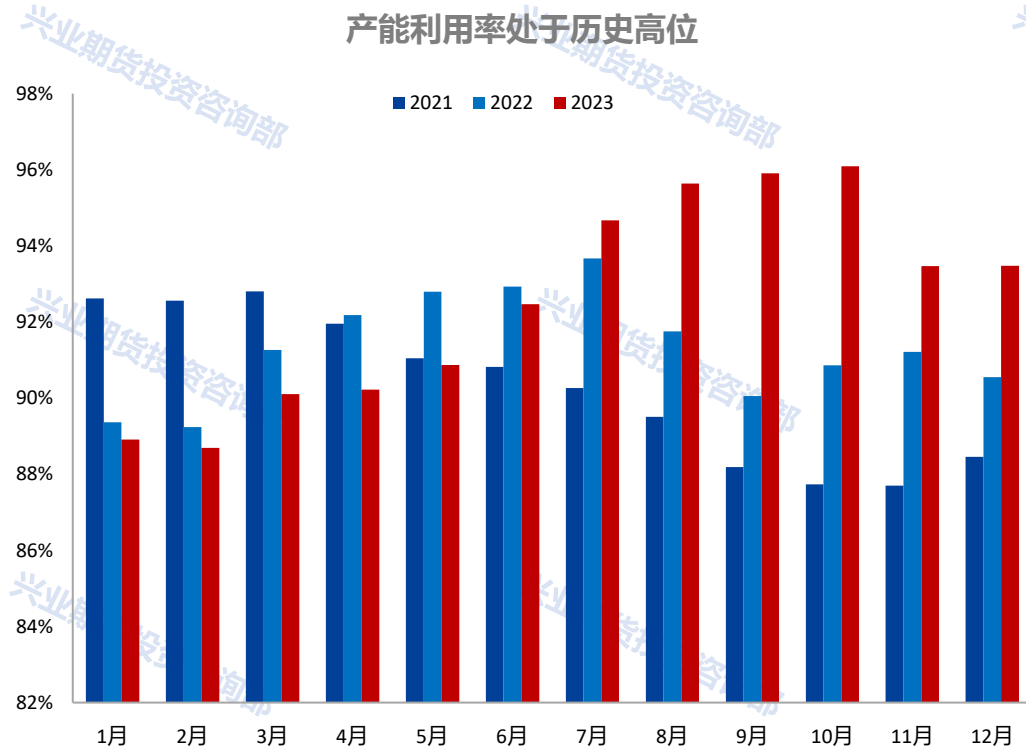
03

需求端仍存结构性亮点，下游开工率尚可

- 本周河南地区重污染天气预警等级再度抬升，市场对短期内氧化铝供给担忧再起。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，虽然近期氧化铝价格有所回落，但最新期货主力合约收盘价仍显著高于生产成本，价格向上空间有限。



- 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。
- 且本周电解铝库存再度出现回落，而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。



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

淡季产量无上行动力，供应扰动已逐步发酵

02

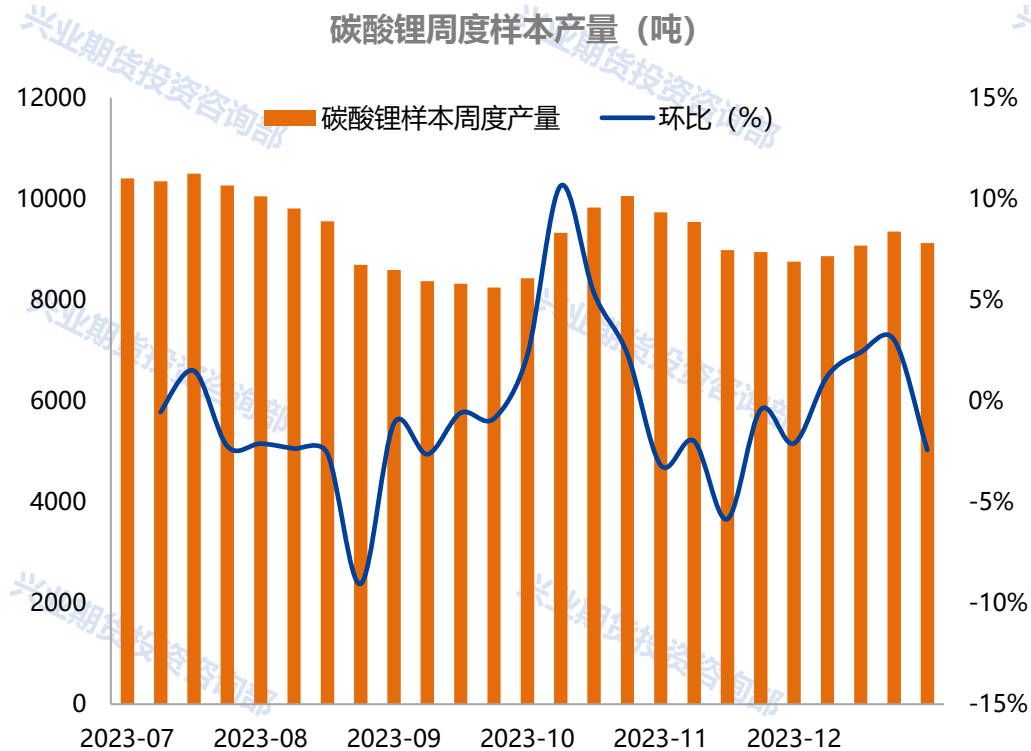
电池累计产量高增长，新能源车企销售向好

03

冶炼厂仍有累库现象，合约首次交割平稳结束

□ 近期产量方面，周度产量持续上行空间有限。虽前期矿端原材料价格有所下滑，锂盐冶炼利润开始回暖；整体需求仍维持在相对低位，锂盐厂大幅扩产意愿极低。随着仓单量逐步升高，盘面交割品需求也进一步受限，预估短期重回长协主导生产局面。

□ 远期产能方面，尽管全球在建项目颇多，但供应释放存在多重因素扰动。跟踪各地区锂资源生产进度，已有多种情况导致产量收缩，分析主要原因可归纳为：江西生产利润受限、澳洲接近部分矿山成本、非洲锂资源政策变动、南美社区关系协调不畅。



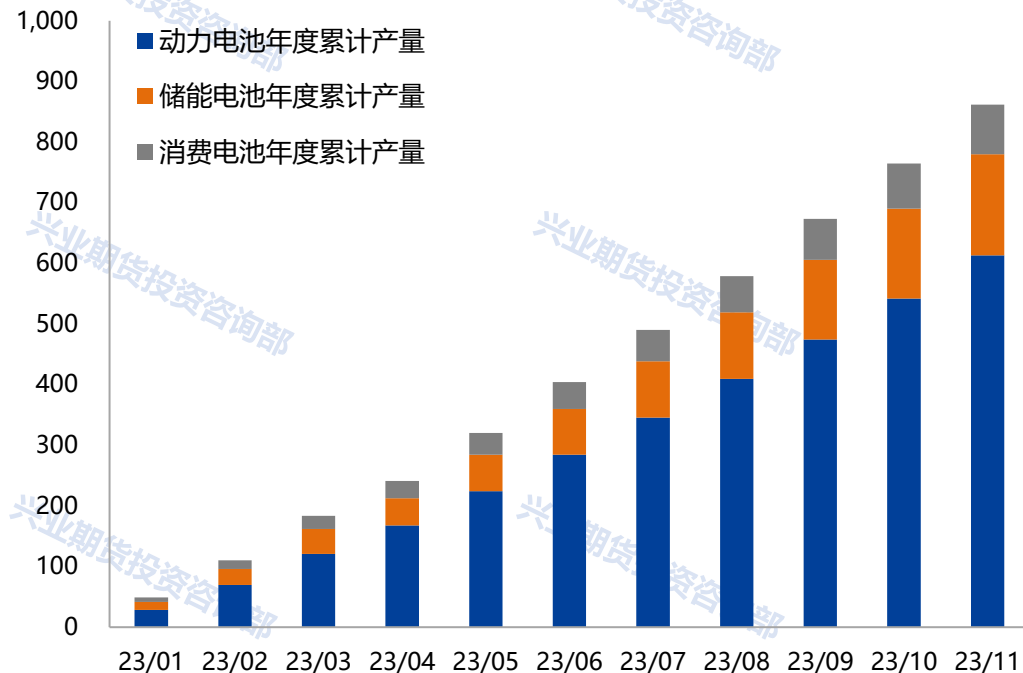
近期全球锂资源供应减量情况

国家	项目	具体原因
中国	江西锂云母	因触及部分矿山成本线，企业已下调月度产量指引
澳大利亚	Core Lithium	将暂停旗下Finniss锂项目中Grants露天矿的采矿作业
津巴布韦	全国范围	已要求锂矿商在规定日期之前提交当地生产电池级锂的计划
智利	SQM	爆发抗议活动，数百名抗议者封锁了至关重要的公共道路
阿根廷	Sal de Vida	一期投产时间推迟至 1H24

□ 锂电池方面，动力电池贡献主要增量，储能电池维持爆发增长。23年前11个月锂电池产量累计同比增约28.6%，行业整体依然处于高速成长期。得益于下游终端渗透率持续提升，锂电产业链虽部分环节出现产能过剩，全行业实际供应量仍明显提振。

□ 新能源车方面，国内车企年度销售完成率基本在7成以上。虽新能源乘用车零售总量增速减缓至36.2%，但新能源车海外出口量大幅提升，这也促成部分车企超额完成年度目标。随着锂电产业向一体化方向发展，中国企业先发优势也将进一步提升。

中国锂电池年度累计产量 (GWh)



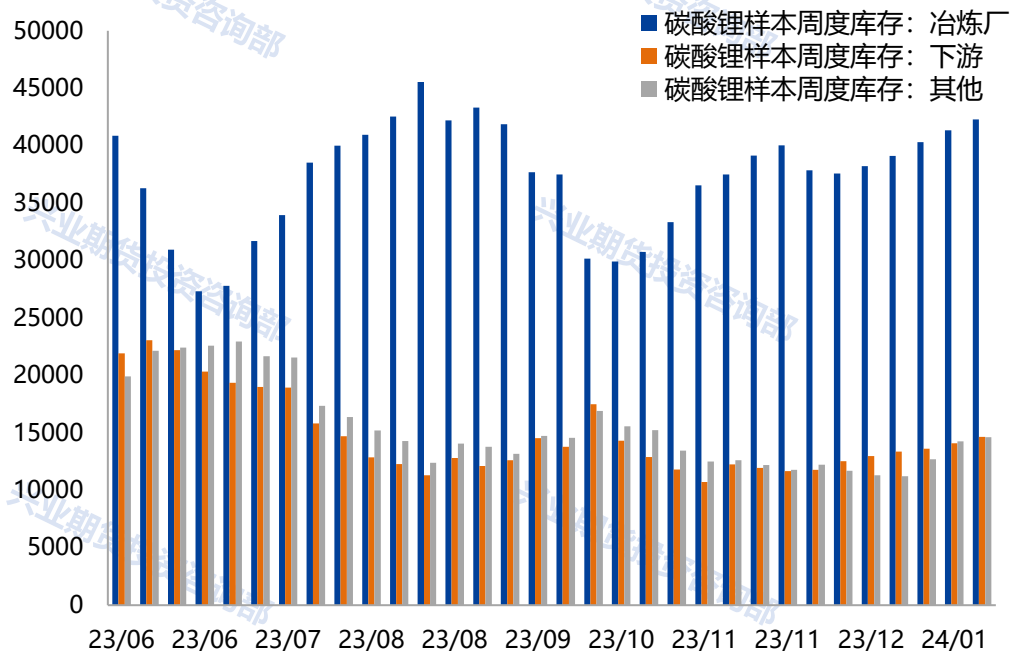
中国新能源车企年度销售完成情况

车企	2023年度销量	2023年度目标	完成率
比亚迪	302.4万辆	300万辆	101%
埃安	48万辆	50万辆	96%
理想	37.6万辆	30万辆	125%
蔚来	16万辆	25万辆	64%
零跑	14.4万辆	20万辆	72%
小鹏	14.2万辆	20万辆	71%

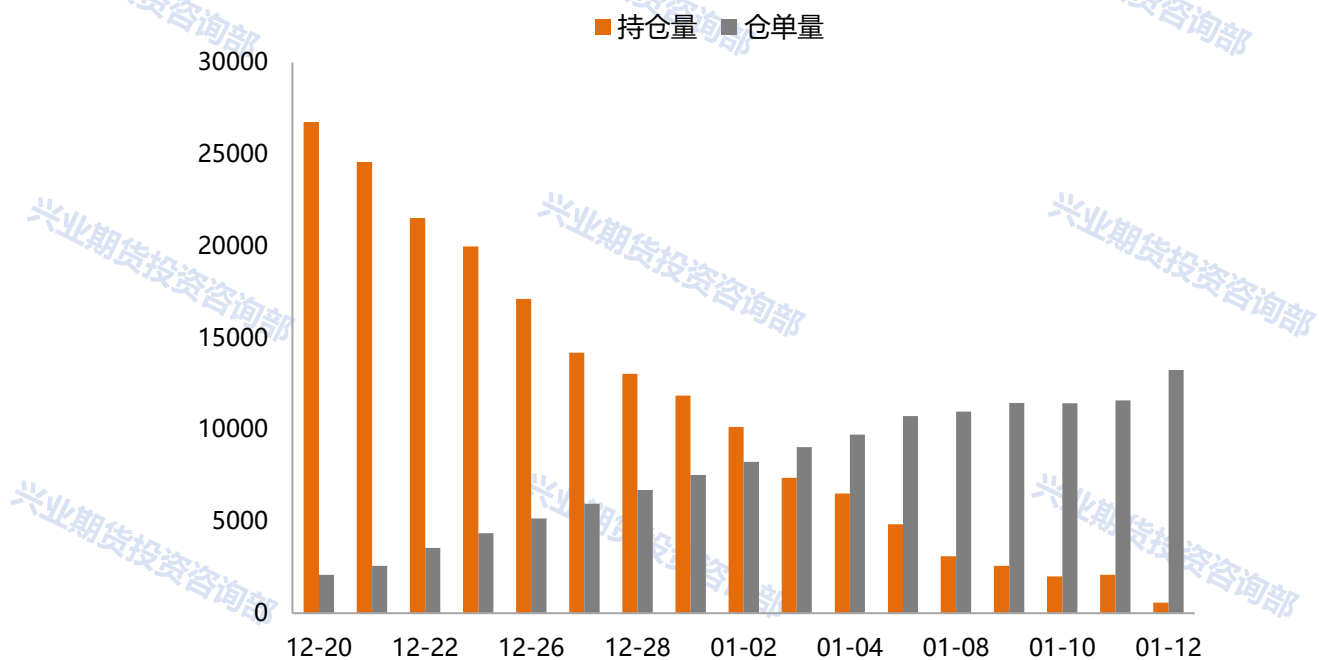
库存水平方面，上游累库速率放缓，下游等待旺季备货时点。由于锂盐产量上升但需求并未增长，使得冶炼厂呈现累库行为；锂价区间接近底部，下游产品中锂成本占比下降，采购方价格敏感度下降，低库存背景下需求爆发导致采买量快速上升。

合约交割方面，盘面仓单注册活跃，合约交割平稳结束。统计近一个月数据可得，近月合约进入交割月后持仓量缓慢下降且仓单增幅开始收窄。碳酸锂期货首次交割平稳进行，一方面提供了更高效的采购平台，另一方面也加速淡季下的锂产品流通。

碳酸锂周度库存（吨）



近月合约交割情况梳理



铁矿

01

2024年全球铁矿供应小幅增长4500万吨

02

2024年中国粗钢消费同比小幅增长0.6%

03

国内钢铁产能偏高，钢厂盈利能有改善

04

拆旧废钢供应有望增长，或对铁矿需求形成小幅替代

05

铁矿供需转宽松且估值偏高，可逢高试空05合约

- 2023年，四大主流矿山铁矿石供给合计约11.71亿吨。
- 受制于资本开支，2024年四大主流矿山供给增长仍偏缓，预计全年供应增量为1500万吨左右。

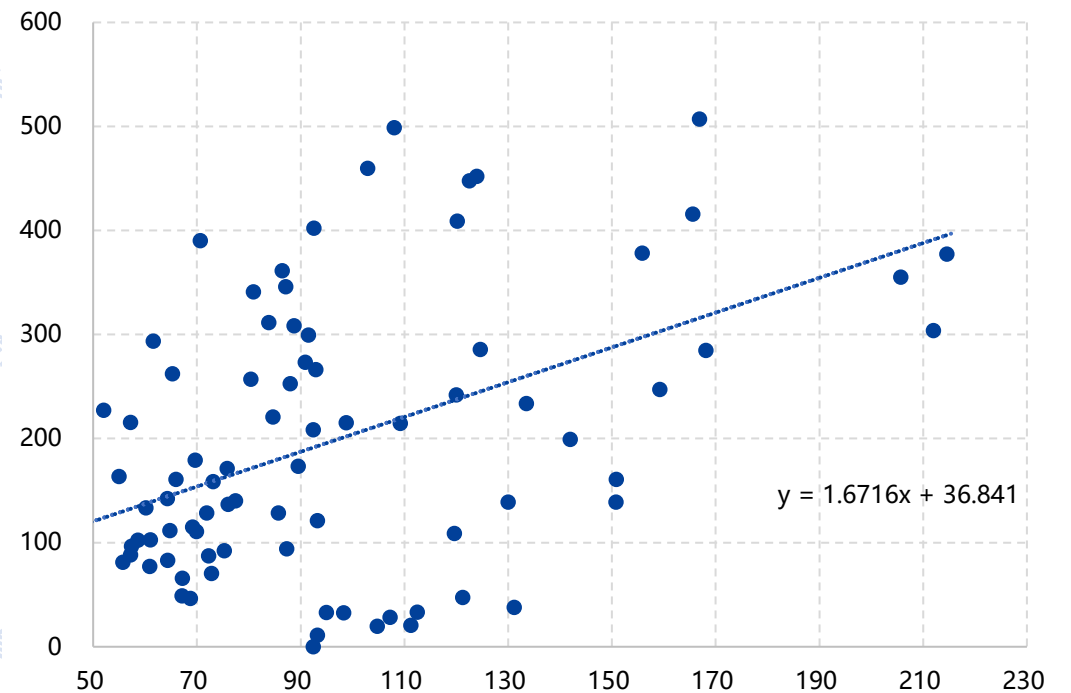
2024年四大矿山供应预测

四大矿山 (单位: 亿吨)		2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2024同比	指导目标	
									2023财年	2024财年
力拓	皮尔巴拉发运量	3.27	3.31	3.22	3.22	3.28	3.32	0.04	3.2-3.35	3.23-3.38
	IOC产量 (归属力拓)	0.11	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.01	0.093-0.098	/
BHP*	BHP总产量	2.72	2.88	2.84	2.85	2.85	2.90	0.05	2.78-2.90	2.82-2.94
	Samarco	0.00	0.00	0.04	0.04	0.04	0.04	0.00	0.03-0.04	0.04-0.05
FMG*	总发运量	1.74	1.80	1.85	1.93	1.94	1.97	0.03	1.87-1.92	1.92-1.97
VALE	铁矿石总产量	3.02	3.00	3.16	3.09	3.15	3.15	0.00	3.1-3.2	3.1-3.2
	球团矿总产量	0.42	0.30	0.32	0.32	0.36	0.38	0.02	0.36-0.40	0.38-0.42
合计		11.27	11.40	11.51	11.55	11.71	11.86	0.15		

- 2023年中国进口铁矿石约11.79亿吨，同比多增7220万吨。
- 如果铁矿价格维持当前高位，将刺激全球非主流矿供应释放。中性情景下，2024年海外非主流矿供应增量约为2500万吨左右，国产矿供应增长500-600万吨，全球铁矿供应增量约4500万吨，中国进口铁矿增量约为3100万吨。

序号	洲	国家	2022年前11个月 (万吨)	2023年前11个月 (万吨)	占比 (%)	同比 (万吨)
	全球	全球	101,689	107,976	100%	6,287
1	亚洲	印度	1,000	3,293	3%	2,293
2	南美洲	巴西	20,724	22,465	21%	1,741
3	大洋洲	澳大利亚	66,951	67,872	63%	921
4	亚洲	伊朗	250	945	1%	694
5	北美洲	加拿大	1,181	1,518	1%	336
6	非洲	塞拉利昂	575	848	1%	273
7	亚洲	阿曼	100	290	0%	190
8	亚洲	老挝	152	319	0%	167
9	南美洲	秘鲁	1,665	1,831	2%	166
10	南美洲	智利	1,026	1,127	1%	101
11	亚洲	印尼	45	27	0%	-19
12	加勒比海地区	特立尼达和多巴哥	29	7	0%	-22
13	南美洲	委内瑞拉玻利瓦尔	77	45	0%	-32
14	北美洲	美国	134	102	0%	-33
15	亚洲	巴林	35	0	0%	-35
16	非洲	几内亚	36	0	0%	-36
17	大洋洲	新西兰	238	168	0%	-70
18	北美洲	墨西哥	218	106	0%	-112
19	非洲	南非	3,541	3,279	3%	-263
20	欧洲	乌克兰	555	12	0%	-543

我国铁矿进口量与普氏月均价的关系（2016-2022年）



□ 2023年国内粗钢消费同比小幅下降1.5%-2%，但钢材净出口同比大增，带动粗钢总消费量同比增近2%。进入2024年，国内基建投资发力、制造业投资保持韧性、三大工程对冲地产投资下行压力，预计国内粗钢消费将小幅增加1.9%。但是2023年6月起，海外生铁、粗钢产量已明显恢复，随着海外供应的恢复（预计2024年海外生铁产量同比小幅增加700万吨），以及对华钢材进口政策收紧，可能拖累我国钢材净出口。保守估计2024年我国钢材净出口同比减少约10%，则2024年我国粗钢总消费或同比微增0.6%左右，整体保持平稳。

年	固定资产投资完成额	名义增速	固定资产投资价格指数	剔除价格因素后的固定资产投资 (2001年为基期)	实际增速	粗钢国内表观消费量	粗钢国内表需增速	单位固定资产投资耗钢量
单位	亿元	%	上年=100	亿元	%	万吨	%	万吨/亿元
2024E	619,859	5.3%	103.0	341,921	2.2%	95,738	1.9%	0.280
2023E	588,730	2.9%	103.4	334,493	-0.5%	93,995	-2.0%	0.281
2022	572,138	5.1%	103.8	336,118	1.2%	95,906	-3.5%	0.285
2021	544,547	4.9%	103.1	332,066	1.8%	99,341	-7.3%	0.299
2020	518,907	2.9%	102.3	326,240	-8.0%	107,124	12.9%	0.328
2019	551,478	5.4%	102.6	354,692	-15.4%	94,917	8.8%	0.268
2018	635,636	5.9%	105.4	419,449	-4.5%	87,218	12.9%	0.208
2017	631,684	7.2%	105.8	439,350	0.1%	77,237	8.4%	0.176
2016	596,501	8.1%	99.4	438,942	8.8%	71,252	0.7%	0.162
2015	551,590	10.0%	98.2	403,459	11.9%	70,748	-5.1%	0.175
2014	502,005	15.7%	100.5	360,581	14.4%	74,532	1.2%	0.207
2013	436,528	19.6%	100.3	315,117	19.3%	73,682	5.9%	0.234
2012	364,835	20.6%	101.1	264,154	19.5%	69,597	4.5%	0.263
2011	301,933	23.8%	106.6	221,016	17.3%	66,631	9.1%	0.301
2010	241,415	24.5%	103.6	188,380	20.0%	61,062	7.2%	0.324

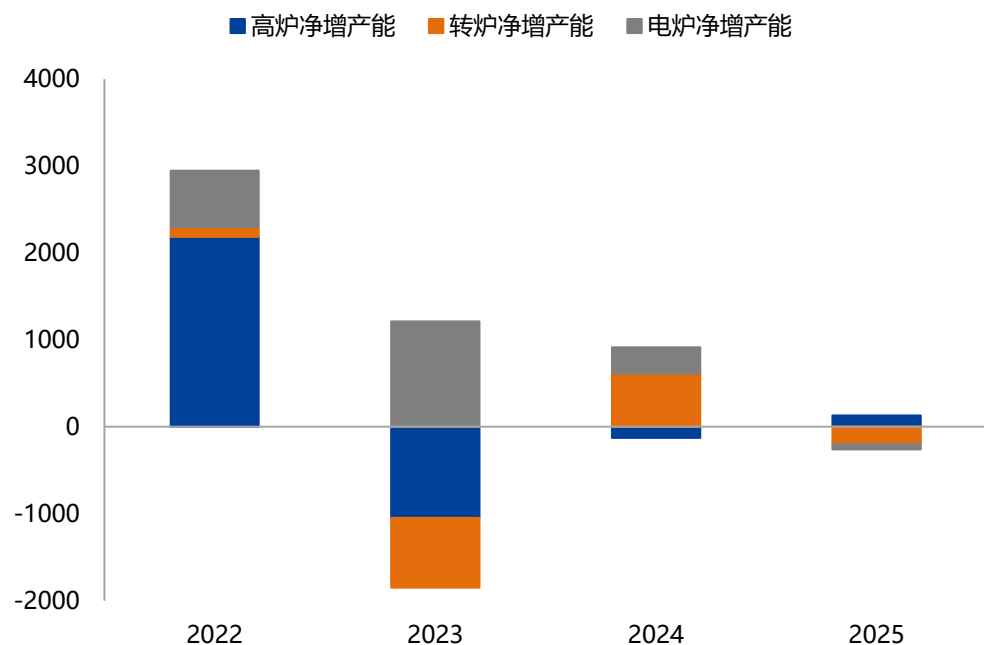


黑色金属品种策略（铁矿）：国内钢铁产能偏高，钢厂盈利能有改善

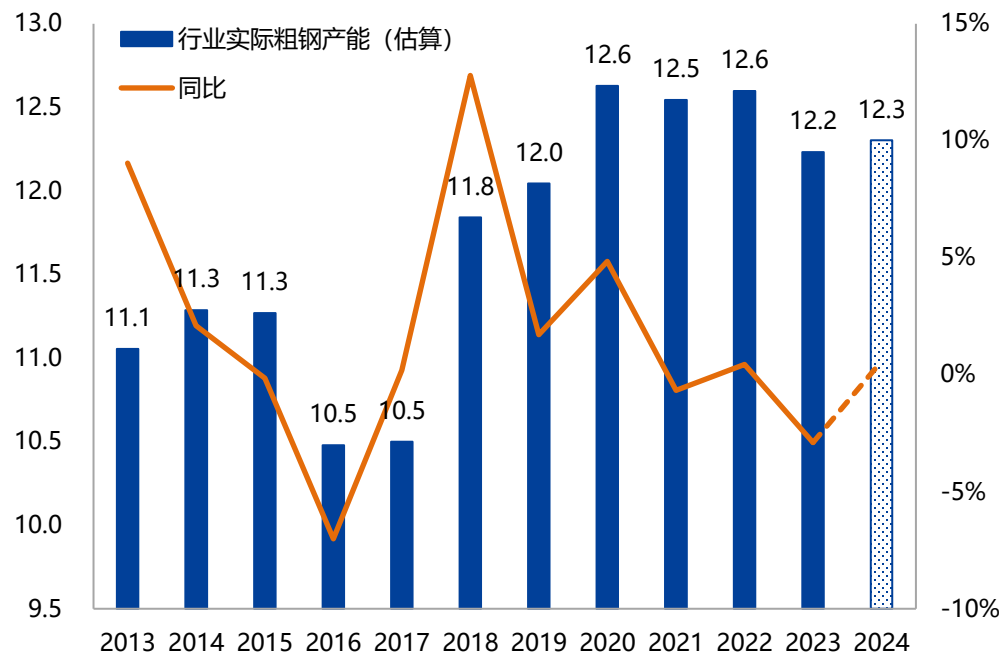
□ 近年来，国内持续推进钢铁行业产能置换工作，长流程炼钢产能基本平稳，短流程产能逐步扩张。但是从统计局公布的粗钢产量数据倒推出来的粗钢实际运行产能偏高，直接后果是钢厂潜在生产弹性较高。结合前文对粗钢消费的估算，2024年钢厂盈利能力仍难有起色。

□ 不过最新十四五规划执行报告显示，节能减排相关指标执行进度明显落后，未来2年间，政府或有加快推进节能减排的需求，可能会对高能耗高排放的钢厂生产也形成约束。

2022-2025年国内钢铁产能变化



实际粗钢运行产能偏高

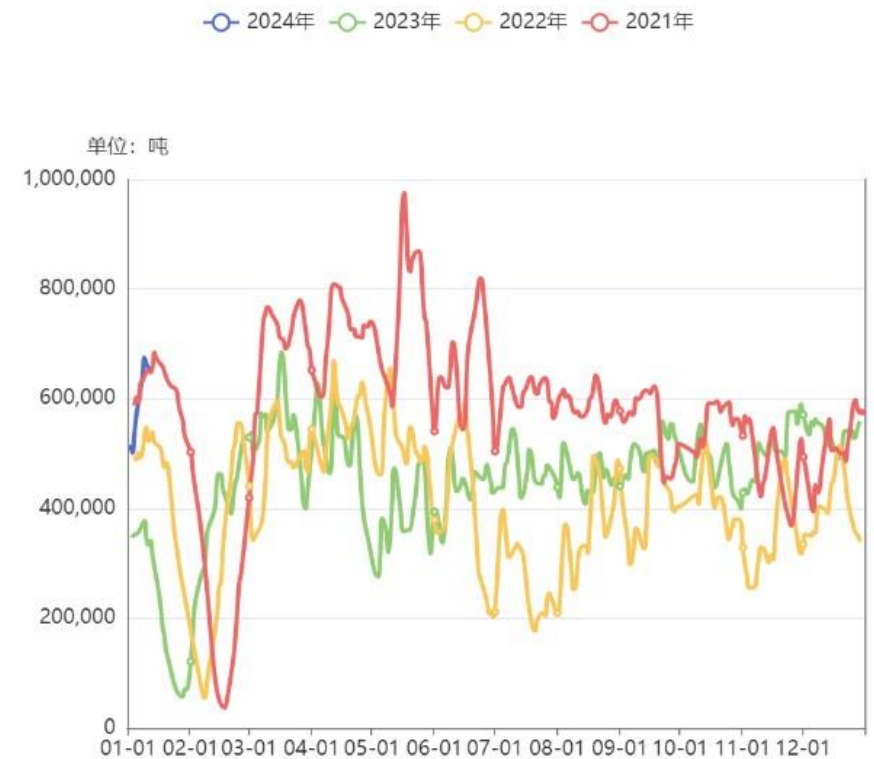


此外，随着地产城中村改造推进，预计2024年拆旧废钢供应将较2023年增多，叠加废钢较铁水仍具备性价比、以及电炉产能连续的增加，2024年废钢对铁矿需求存在一定替代。

废钢供需平衡表（更新至1.12）

项目	单位	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E
国内粗钢产量	万吨	92,826	99,634	106,477	103,279	101,300	102,814	103,842
粗钢表观消费量	万吨	92,731	99,820	108,637	103,232	101,060	102,845	103,278
钢厂废钢收得率	%	4.80%	4.80%	4.70%	4.70%	4.60%	4.50%	4.50%
钢厂自产废钢	万吨	4,456	4,782	5,004	4,854	4,660	4,627	4,673
废钢加工收得率	%	4.80%	4.80%	4.80%	4.80%	4.80%	4.80%	4.80%
加工废钢	万吨	4,451	4,791	5,215	4,955	4,851	4,937	4,957
社会积蓄废钢	万吨	902,000	953,000	1,002,000	1,047,000	1,091,000	1,134,000	1,174,000
折旧率	%	1.50%	1.50%	1.50%	1.50%	1.20%	1.20%	1.25%
社会折旧废钢	万吨	13530	14295	15030	15705	13092	13608	14675
废钢资源量	万吨	22,437	23,869	25,249	25,514	22,603	23,171	24,305
转炉钢	万吨	83,683	89,488	95,431	92,228	92,183	92,533	93,458
转炉废钢单耗	KG	152	168	168	167	167	167	167
转炉炼钢废钢消耗量	万吨	12,720	15,034	16,032	15,393	15,395	15,453	15,607
电炉钢	万吨	9,143	10,146	11,046	11,051	9,117	8,225	8,307
电炉废钢单耗	KG	663	648	682	654	654	654	654
电炉炼钢废钢消耗量	万吨	6,062	6,575	7,533	7,227	5,963	5,379	5,433
炼钢废钢消耗	万吨	18,782	21,609	23,566	22,620	21,357	20,832	21,040
废钢总消耗（含铸造）	万吨	21,343	24,010	26,779	25,705	23,997	23,673	23,910
供给-消耗	万吨	1,094	-141	-1,530	-191	-1,394	-502	396

废钢到货量（更新至1.12）



数据来源：富宝资讯

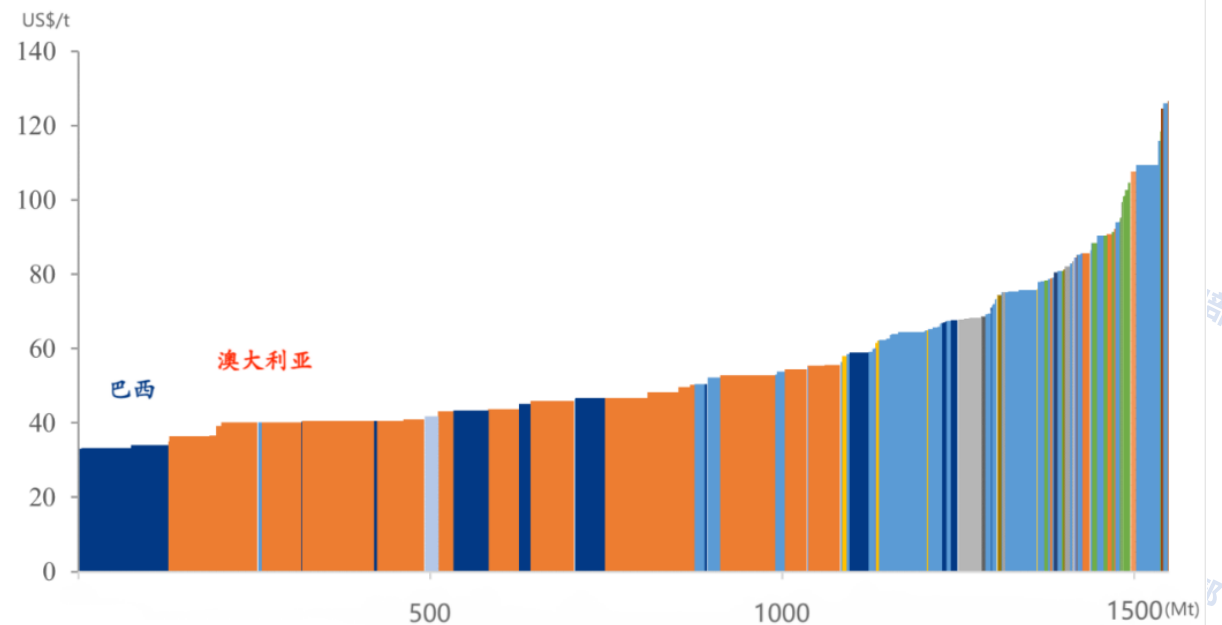
综合前文分析，2024年国内铁矿供需结构将由偏紧转向略宽松。从估值角度看，铁矿的绝对估值（当铁矿价格站上140美金，几乎全球矿山都由利润）和相对估值（高炉利润、螺矿比均处于历史偏低水平）偏高。预计铁矿价格存在调整压力，05合约可逢高试空。主要风险在于1季度国内高炉复产和外矿发运季节性回落。

铁矿供需平衡表（更新至1.12）

铁矿石供需平衡表	2019	2020	2021	2023E	2024E
力拓	3.38	3.41	3.31	3.38	3.42
BHP	2.72	2.88	2.88	2.89	2.94
FMG	1.74	1.80	1.85	1.94	1.97
VALE	3.44	3.30	3.47	3.51	3.53
四大矿山	11.27	11.40	11.51	11.71	11.86
中国	2.69	2.71	2.63	2.69	2.74
其他	8.64	8.84	9.22	9.14	9.39
全球铁矿供应	22.60	22.95	23.37	23.54	23.99
海外生铁+直接还原铁	5.45	5.06	5.62	5.36	5.46
中国生铁	8.43	9.01	8.69	8.80	8.89
全球生铁	13.88	14.07	14.30	14.16	14.34
全球铁矿需求	22.30	22.69	22.69	23.18	23.40
全球：供应-需求	0.31	0.26	0.67	0.36	0.59
中国铁矿进口	10.69	11.70	11.24	11.79	12.10
中国铁矿供给	13.38	14.41	13.88	14.48	14.84
中国需求	13.57	14.59	13.71	14.61	14.67
中国：供给-需求	(0.19)	(0.18)	0.17	(0.13)	0.17
45港库存	1.27	1.24	1.56	1.20	1.37
247家钢厂库存		1.15	1.10	0.95	0.95

全球矿山成本曲线（钢联整理）

全球矿山成本曲线





纯碱

SA

01

新产能投放趋缓，但供给增长空间仍较充足

02

24年供需过剩预期较强，全年累库或超300万吨

03

检修装置逐步恢复，周产回升至70万吨附近

04

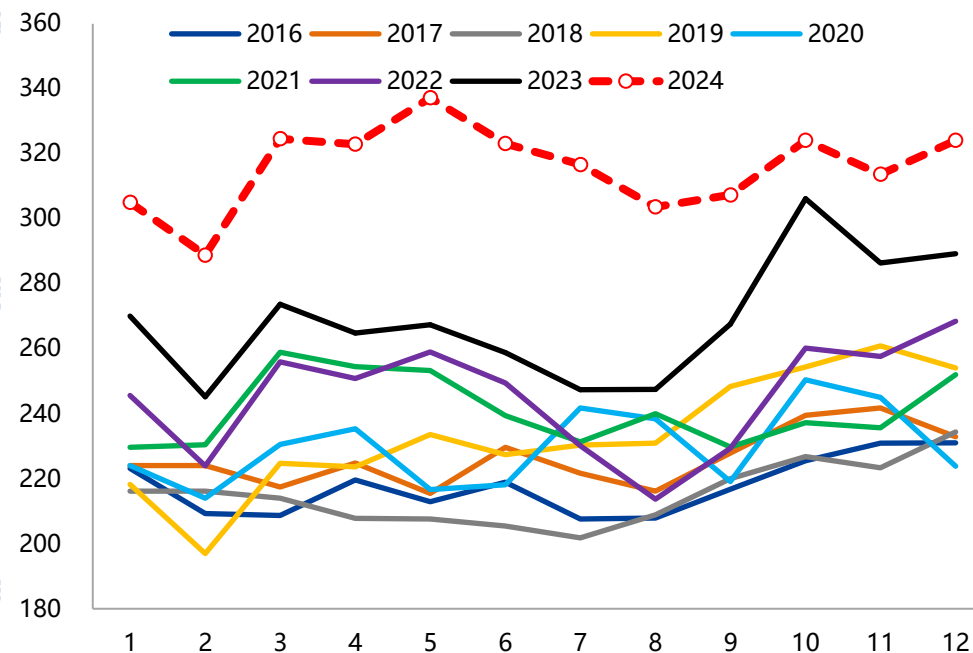
碱厂库存加速积累，纯碱05合约空单继续持有

□ 2024年纯碱产能投放趋缓，但仍有340万吨新装置即将投产，其中影响最大的是远兴3、4线装置的投放。市场消息，远兴3、4线计划在2024年1月合并投产。如果新装置按计划投产，上半年纯碱月度产量可达到340万吨附近。

□ 需求端，光伏及新能源是纯碱消费的主要增量来源，前者为光伏玻璃产能继续扩产以匹配新增装机需求，后者为“新能源汽车-锂电池-碳酸锂”产量上升带来的增量。

2024年纯碱装置投产计划及月产量估算（更新至1.5）

企业	新增产能 (万吨)	工艺	投产地区	预计投产时间 (年初)
金山化工	200	联碱法	华北地区 漯河 (小苏打100万吨)	2023年11月
江苏德邦	60	联碱法	华东地区 江苏	2023年12月
华北阜丰	30	联碱法	华北地区 内蒙古	2024年1季度
远兴能源	200 (3、4线)	天然碱法	华北地区 内蒙古	2024年1月
连云港碱业	110	联碱法	华东地区 连云港	2024年12月



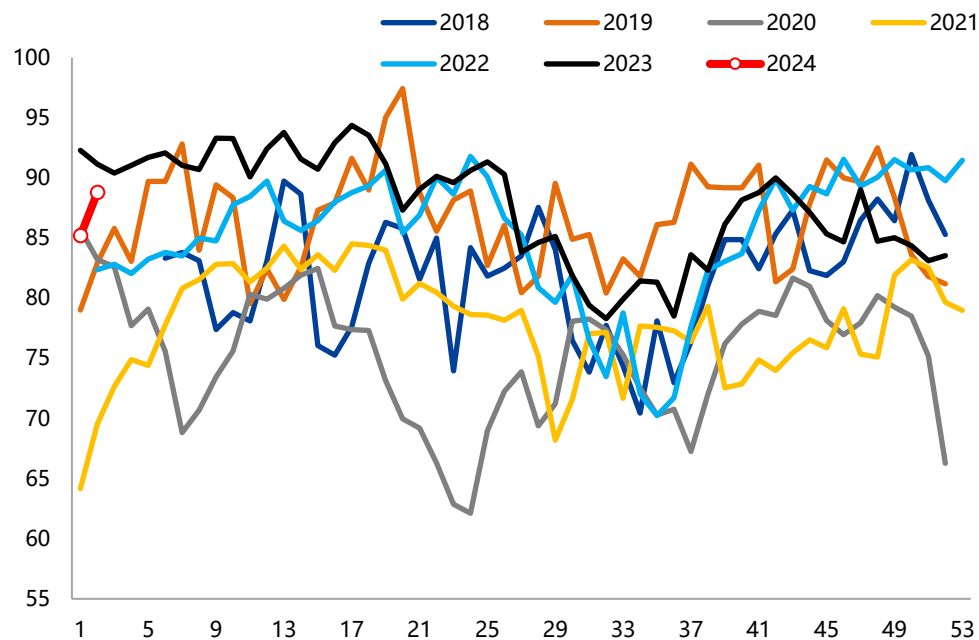
黑色金属品种策略（纯碱）：24年供需过剩预期较强，全年累库或超300万吨

据我们季报估算，2024年纯碱需求继续稳步增长，但供给释放空间也较充足，在新装置顺利投产的情况下，全年库存可被动增加超300万吨。

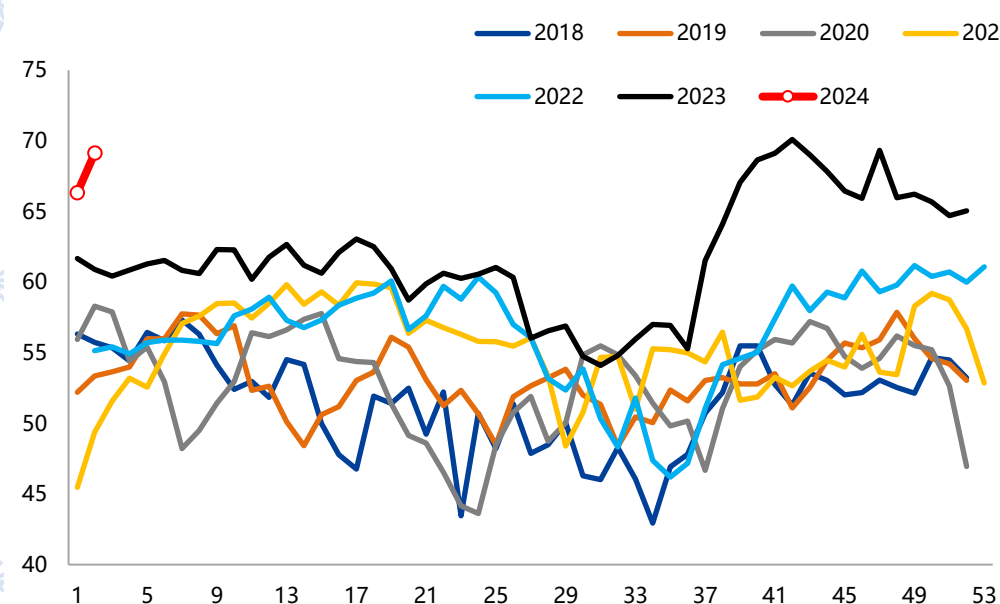
纯碱供需平衡表（更新至1.7）														
单位：wt, wt/d			24/01E	24/02E	24/03E	24/04E	24/05E	24/06E	24/07E	24/08E	24/09E	24/10E	24/11E	24/12E
产能	在产产能（旧+新增）	合计值	3,982	3,982	4,012	4,012	4,012	4,012	4,012	4,012	4,012	4,012	4,012	4,012
开工率	隆众（旧产能）	当月值	85%	85%	88%	88%	85%	85%	84%	80%	83%	85%	85%	85%
产量	隆众	当月值	305.0	288.8	324.6	322.9	324.1	313.7	316.7	303.6	307.3	324.1	313.7	324.1
纯碱国内总供给		当月值	305.0	288.8	324.6	322.9	324.1	313.7	316.7	303.6	307.3	324.1	313.7	324.1
光伏玻璃	运行产能	wt/d	10.1	10.1	10.4	10.6	10.7	10.9	11.0	11.1	11.2	11.3	11.5	11.7
光伏纯碱消费量		当月值	59.2	55.8	60.4	59.8	62.9	61.5	64.3	65.0	63.6	66.4	65.0	68.1
浮法玻璃	运行产能	wt/d	17.4	17.5	17.6	17.6	17.6	17.7	17.8	17.8	17.9	18.0	18.0	18.0
浮法纯碱消费量		当月值	110	110	100	95	100	110	120	115	120	120	115	115
轻碱消费量		当月值	110	105	112	92	102	112	122	112	102	112	117	112
净出口	海关总署	当月值	0	0	0	0	0	5	7	9	7	6	8	9
纯碱总消费		当月值	279.2	270.8	272.6	246.6	264.9	288.7	313.7	301.2	292.6	304.6	305.3	304.3
供需差		当月值	25.8	18.0	52.0	76.3	59.2	24.9	3.0	2.4	14.7	19.5	8.4	19.8

- 截至2024年1月12日，纯碱检修装置已逐步恢复，周度产能利用率与产量已恢复至88.79%（前值85.19%）和69.12万吨（前值66.32万吨）。
- 未来主要关注远兴3、4线实际投产进度。

纯碱产能利用率（更新至1.12）

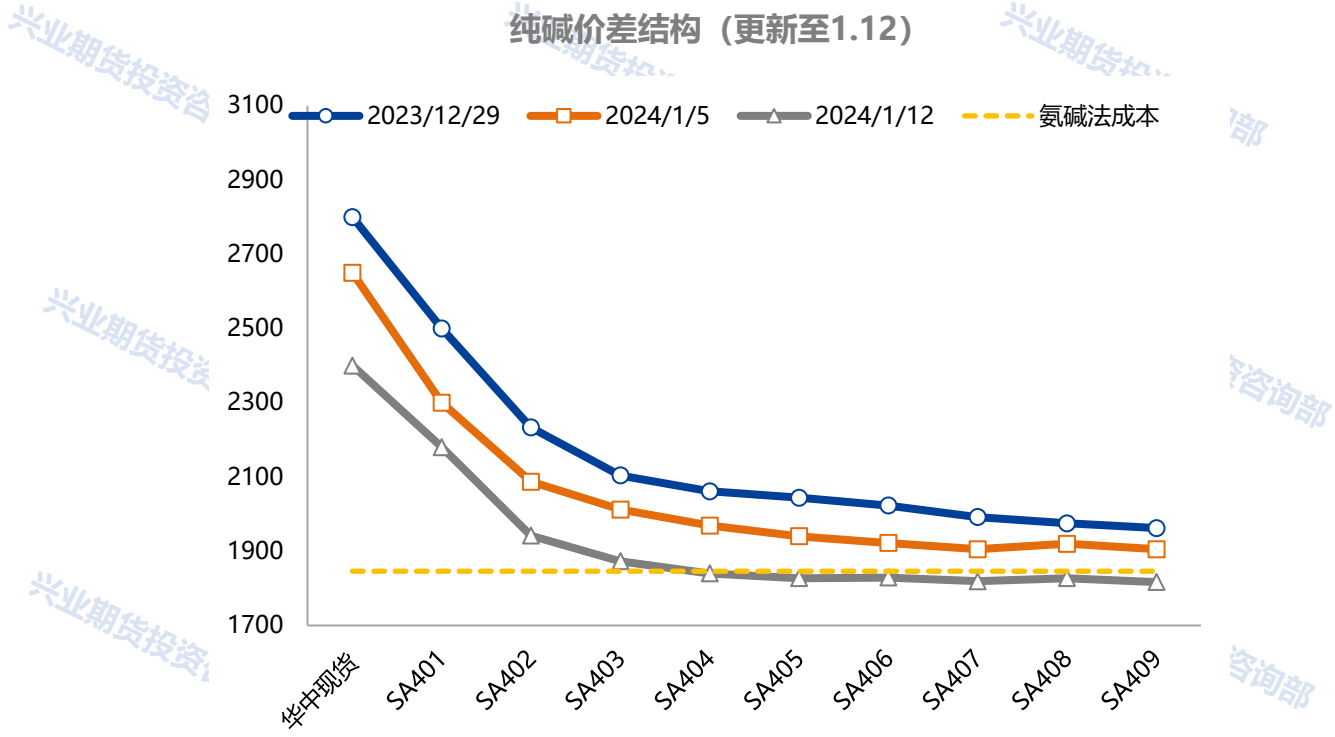
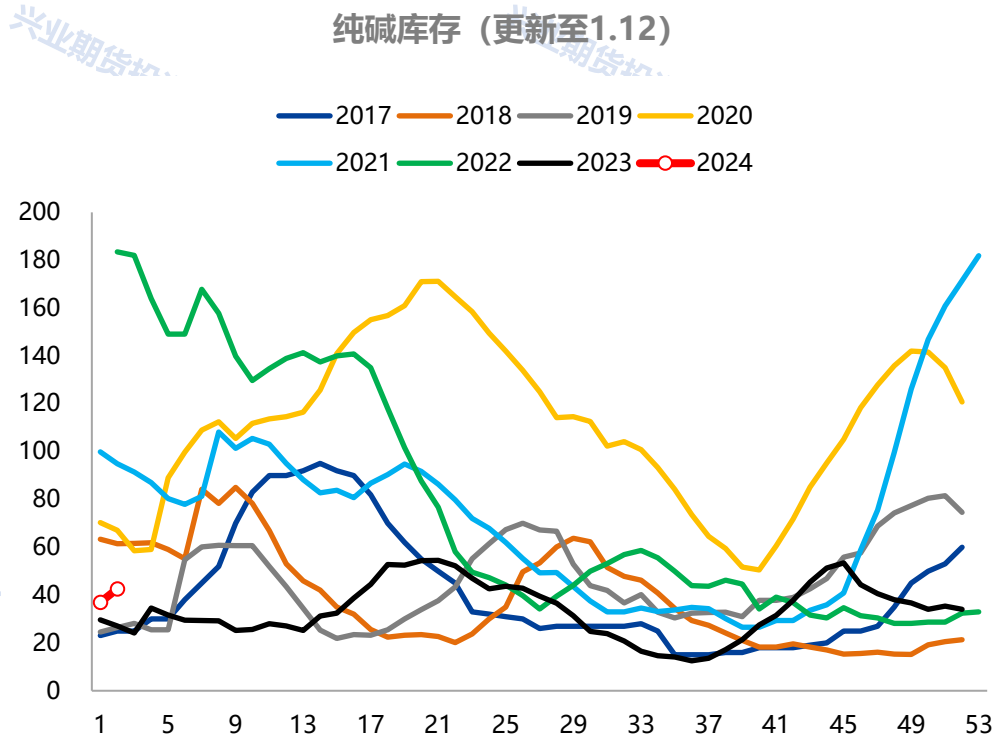


纯碱周产量（更新至1.12）



随着纯碱周产的回升，纯碱库存加速积累。2024年1月12日当周，碱厂库存环比增加5.63万吨（+15.23%）至42.59万吨，企业待发订单环比窄幅降至11天；社会库存环比增加2万吨至4万吨左右；玻璃厂纯碱场内库存可用天数14-15天，待发+场内库存可用天数20-21天，环比降1-2天，基本满足过节需求。如若1月份，远兴3、4线合并投产，纯碱单周累库幅度可上升至10万吨以上。

基于供给增长和纯碱长期累库的预期，我们认为纯碱期现价格大概率将向下试探边际成本（氨碱法成本），以及煤炭等原料价格的向下空间。建议05合约空单耐心持有。





棉花

CF

01

供需格局维持平稳，价格下方有支撑

02

新年度加工量边际递减，增量利空减弱

03

信心数据进入底部区间，进一步下行概率较小

04

期权波动率维持低位，市场情绪极端看多

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。

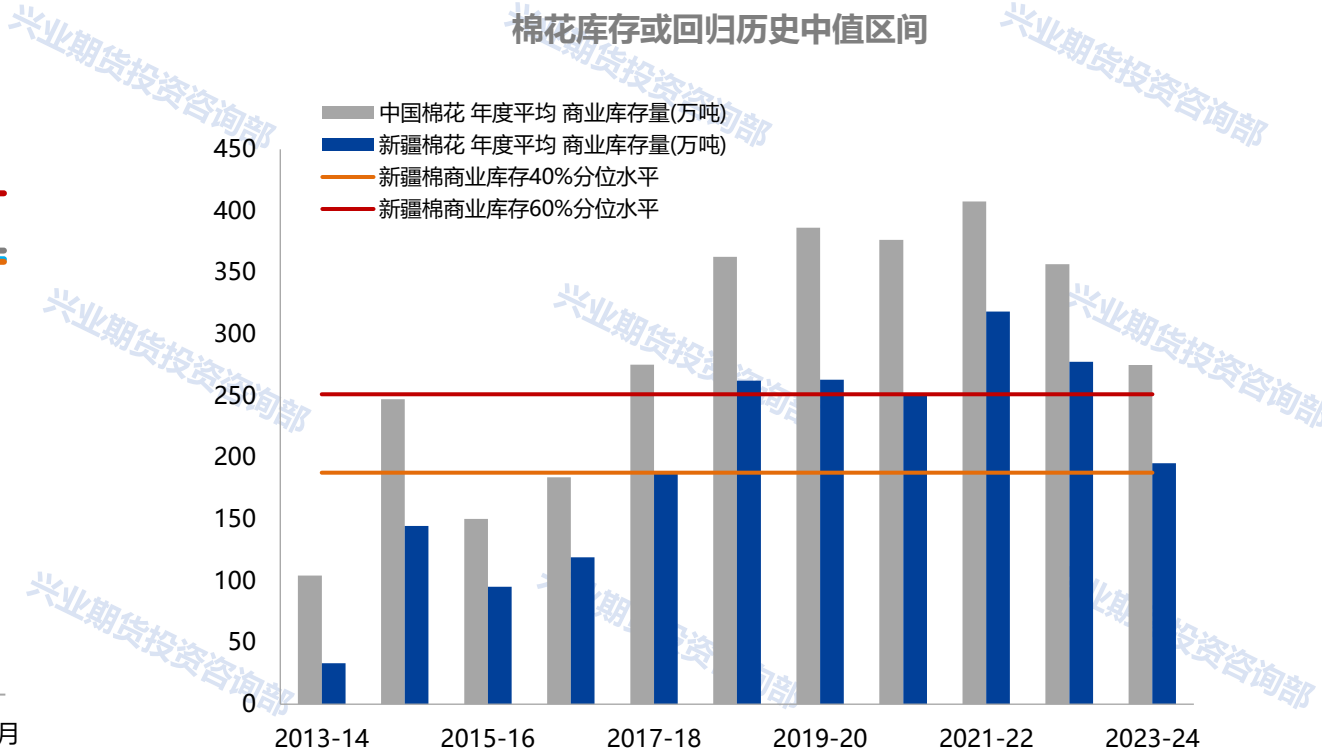
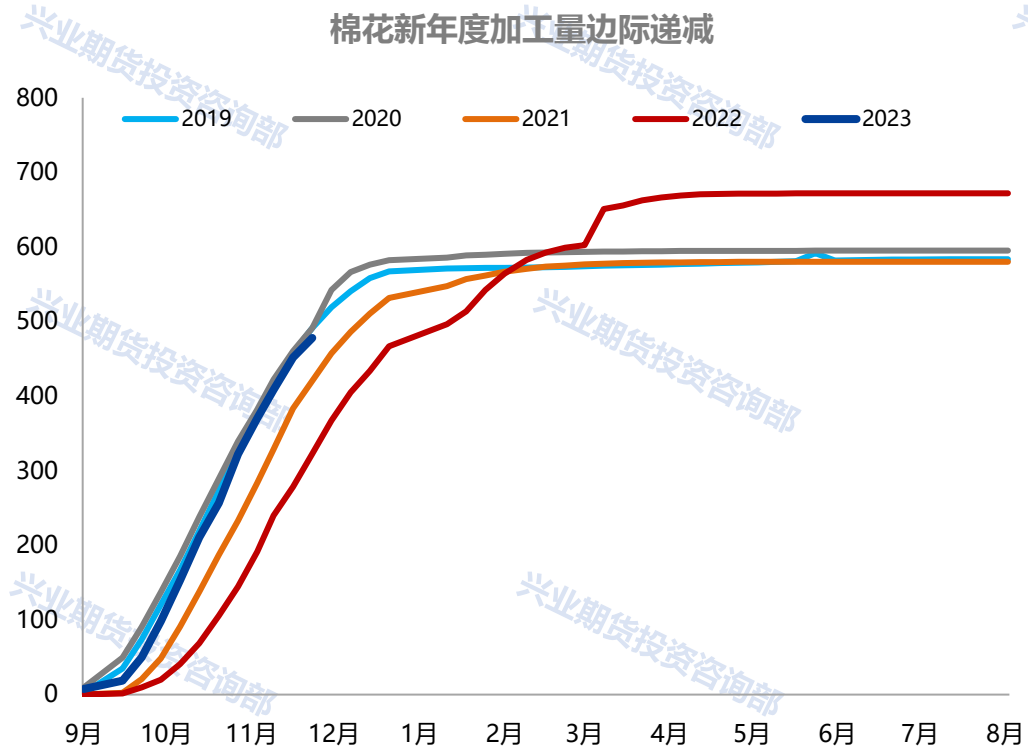
2023-24年度国内棉花供需格局总体保持平衡

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

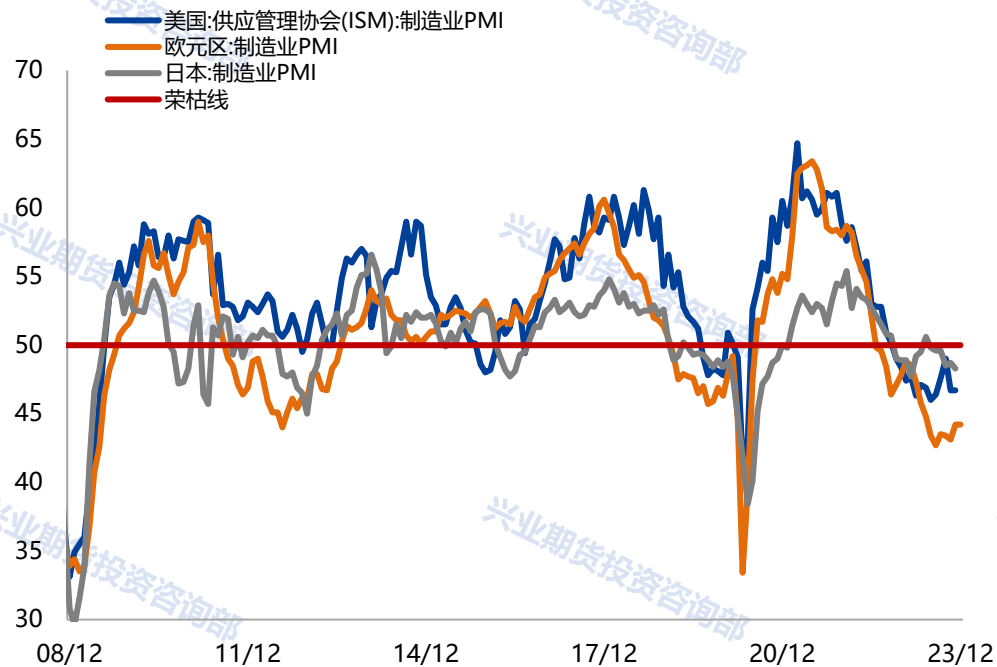
USDA		2019/20	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24
全球	产量	2595	2484	2494	2540	2459
	消费量	2287	2705	2531	2428	2476
	出口量	897	1067	941	806	940
	进口量	887	1059	935	821	940
	期末库存	1917	1691	1662	1804	1794
中国	产量	598	6445	5835	668	588
	消费量	746	898	735	817	795
	进口量	155	280	171	136	240
	期末库存	786	812	829	814	845
美国	产量	434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

截至2023年12月国内棉花已加工478万吨，达到近5年同期高位水平，阶段内供应充裕。但同时从主产区新疆加工数据看，12月下旬新疆棉累计新增加工量98万吨，已较11月份月度加工增量222万吨大为减少，显示后续增量可能迅速放缓，出现明显的边际递减效应。由于2024年起的后续增量将逐渐下降，反应到库存变化上则有可能使2023/24年的库存回归至历史中值区间，供应端增量利空减弱。

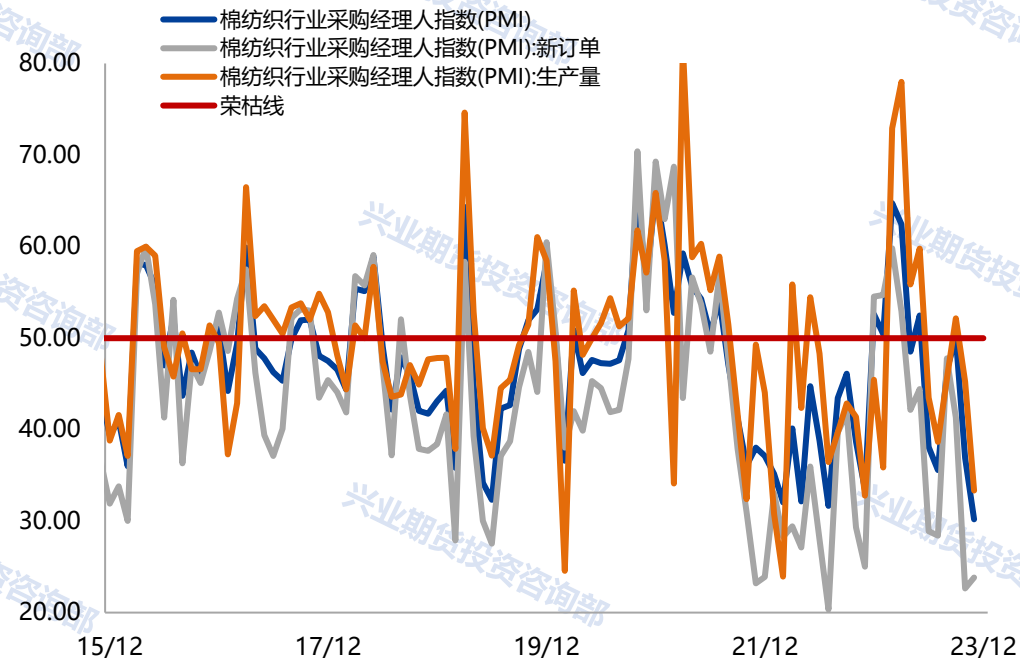


从PMI数据看市场、行业对未来经济的信心，国内外数据均显示处于历史底部状态，结合2024年政策展望，其进一步下行的可能性不大，且将进入逐步修复阶段。

主要服装消费区PMI进入历史底部区间



国内各项棉纺PMI均处于底部区间



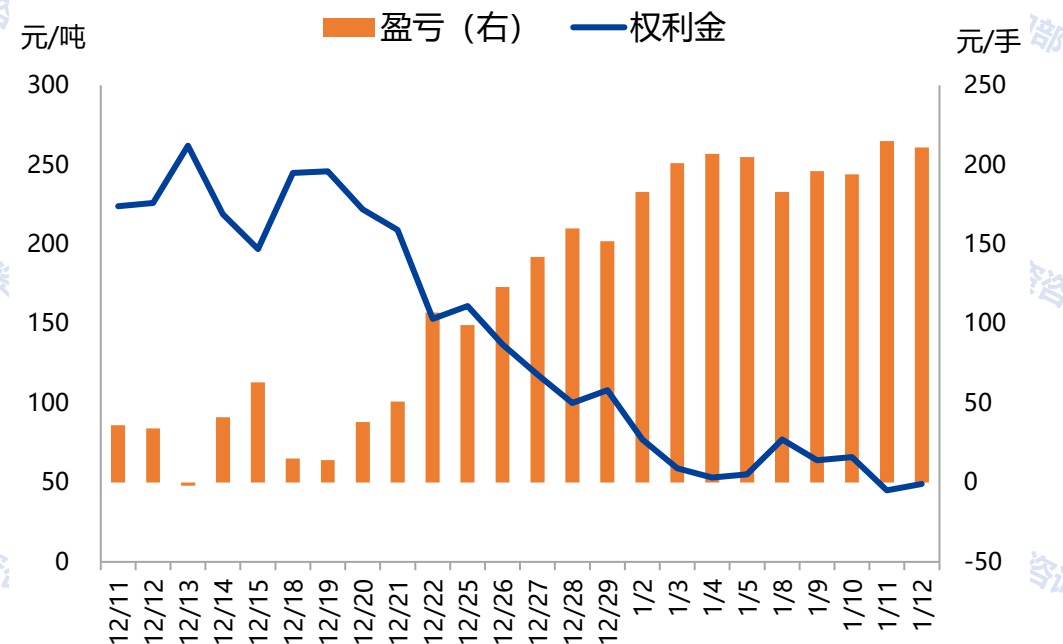
□ 期货20日历史波动率连续第四周维持在1%分位水平或更低，期权主力平值隐含波动率回升0.5%，同样处于历史最低水平。看跌期权成交量和持仓量小幅增加，但仍然只有看涨期权的60%，反映了极强的看多情绪，不同行权价的成交量和隐含波动率结构也都反映看多情绪。综上，棉花期权波动率处于历史最低，市场情绪极端看多，卖出看跌策略继续持有。

□ 棉花基本面无明显驱动，期货价格窄幅震荡，卖出CF403P15000建议继续持有至止盈目标，或者上调行权价至15400元/吨。

期权主要指标（截至1.12）

	成交量PCR	持仓量PCR	历史波动率	隐含波动率
数值	0.61 (+0.17)	0.61 (+0.04)	7.7% (-0.2%)	14.43% (+0.5%)
百分位	31%	28%	1%	2%
说明	看多	看多	波动率极低	波动率极低

棉花卖出看跌期权盈亏（截至1.12）



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