



官方微信



官方APP

2024年6月第1周核心策略推荐：

核心驱涨因素依旧明朗、相关多头耐心持有

上海 2024.6.2

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：

- 国内方面：（1）最新的5月官方制造业PMI指数再度跌至收缩区间，内外需相关分项指标同步走弱，反映国内经济增长修复势头尚不稳定；（2）但同时亦有积极信号，包括国内库存周期4月迎来最大幅度改善（量稳价增特征较突出）、5月PPI值有望继续修复、以及海外制造业周期回暖对出口的提振等；（3）此外，为巩固国内经济修复力度，5月中旬起政策端明显发力。如政府债券发行大幅提速，供需两侧均大举发力的地产新政等。
- 国外方面：美国4月PCE数据继续回落、但节奏和幅度仍偏缓。虽然美联储降息的大方向未有逆转，但具体路径尚待观察，对市场指引暂有限。
- 综上所述，国内经济基本面回暖强度仍需时间确认，但政策面重磅措施持续加码、且库存周期和出口端等基本面关键变量亦有改善验证信号。因此，大类风险资产的涨势指引依旧明确，有助于避开短期情绪扰动负面影响、坚定持仓信心。具体而言：（1）从宏观和中观面看，股指、有色金属、建材链品种多头策略依旧占优；（2）黑色金属链铁矿石品种存在阶段性调整空间，新加入组合以降低潜在回撤。

□ 中观面驱动因素要点:

期货策略:

(1) 国债 (买入T2409+卖出TL2409, 组合, 移仓): 央行再度对债市提示风险, 且宏观指标虽然显示经济仍有待修复, 但稳增长政策有待兑现, 积极预期未变, 而货币政策进一步宽松仍有制约。因此债券收益率底部明确, 但波动或偏大, 而超长端向下确定性及空间均最优, 继续持有空TL多T组合。

(2) 股指 (买入IF2406, 单边, 持有): 从定价权重更高、边际影响更大的相关宏观指标看, 国内经济复苏、A股盈利改善的大势依旧明朗, 且斜率上修可能性亦有加大; 从过往统计值、未来环境看, A股续涨空间依旧良好; 从相关长中短线资金看, 其入场意愿均有不同程度的改善, 将为行情提供可持续的动能; 当前相关重磅积极因素处“引而待发”阶段, 宜持稳健思路, 沪深300指数仍为最佳多头。

(3) 沪铜 (买入CU2407, 单边, 持有): 由于铜冶炼端定价权有限, 且国内产能处过剩状态, 因此节能降碳行动方案短期内对供需格局影响有限。而矿端供给紧张担忧在持续, 市场做多情绪维持积极, 多单可继续持有。

(4) 沪铝 (买入AL2407, 单边, 新增): 节能降碳行动方案进一步强化了铝产能天花板, 且铝锭库存大概率将持续维持在偏低水平, 供需转向紧张预期持续, 下方支撑明确。且在前期铝价上涨节奏偏缓, 从估值角度来看向上空间更为充裕, 可逢低布局多单。

(5) 沪胶 (买入RU2409, 单边, 持有): 政策施力加码推进, 车市消费预期乐观, 橡胶需求稳步增长, 而国内外各产区原料供给均同比显著下滑, 供减需增抬升橡胶价格中枢。

(6) 甲醇 (卖出MA409, 单边, 持有): 国内外装置检修陆续结束, 产量持续增长, 上中游库存连续第三周积累。烯烃因亏损而降负, 其他下游进入淡季, 供需关系转为宽松, 甲醇期货价格将逐步回落。

□ 中观面驱动因素要点:

期货策略:

- (7) 螺纹 (买入RB2410, 单边, 持有): 弱现实压力显现, 钢铁产业链负反馈风险提高, 螺纹多单配合铁矿新空持有。
- (8) 铁矿 (卖出I2409, 单边, 新增): 弱现实压力显现, 钢铁产业链负反馈风险提高, 铁矿过剩矛盾持续积累, 且估值偏高, 新增空头配置
- (9) 玻璃 (买入FG409, 单边, 持有): 浮法玻璃行业供需格局具备改善潜力, 即地产政策优化提振玻璃需求预期, 行业毛利持续萎缩, 冷修预期增强。不过短期高供给、部分地区高库存的弱现实压力依然存在。建议玻璃09合约前多轻仓持有。
- (10) 棉花 (买入CF2409, 单边, 持有): 需求端整体开机率情况持平, 预计未来气温回暖后生产情况将有所好转。成本端有所支撑, 价格进一步大幅下跌的空间较小。建议多头策略耐心持有。
- (11) 碳酸锂 (买入LC2407, 新增): 上游供应增速明显放缓, 下游原料采购力度有限, 海外矿端挺价情况积极。由于边际利空已逐步消化, 随着后续终端销售回暖, 锂价有望企稳反弹, 建议维持逢低做多策略。
- (12) 工业硅 (卖出SI2407-P-12400, 持有): 高库存虽仍将对硅价有较大抑制, 但从供给宽松程度收敛、成本支撑及估值修复等边际驱动看, 预计工业硅大概率将震荡上行。考虑到硅价弹性暂有限, 宜选择性价比更高的卖出看跌期权策略。

宏观

MACRO

01

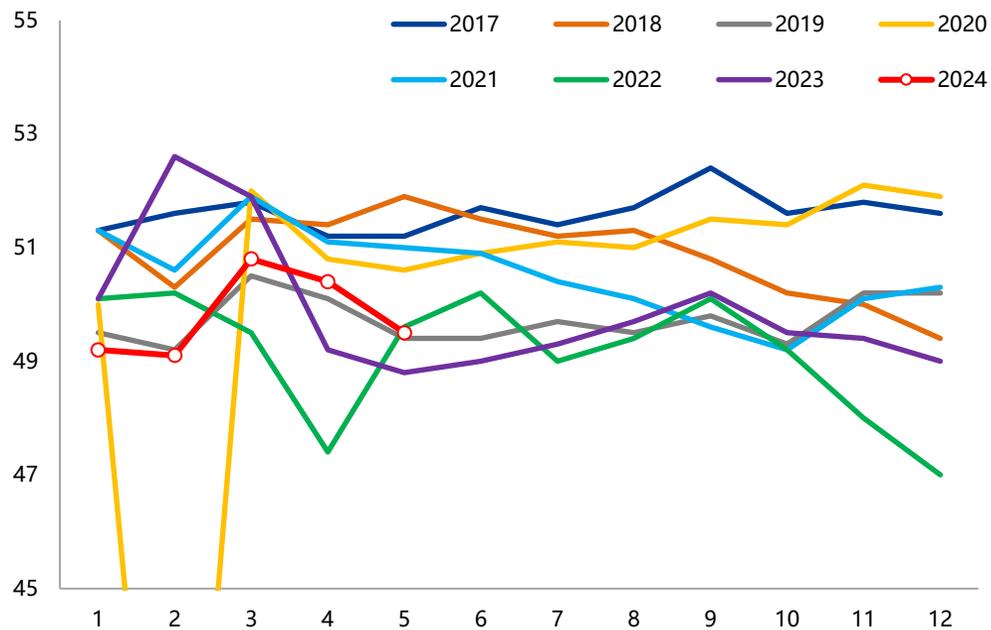
国内：经济基本面压力再现，稳增长政策加码呵护

02

国内：海外制造业周期回暖，美国通胀数据缓慢回落

目前经济增长修复势头尚不巩固。2024年5月官方制造业PMI指数录得49.5%，环比前值下跌0.9%，表现弱于季节性。各分项数据，除了物价指数与从业人员指数，全面回落，其中生产跌幅居前，内外需求指标同步走弱。分行业看，生产下滑幅度较大的是4月景气度较高且外需依赖度较高的行业，例如电气机械、通信电子、纺织，或许与逆全球化背景下，贸易壁垒风险导致部分行业短期主动调整控制生产速度，推动产需比正常化以规避风险。生产回升的行业主要有非金属矿、通用设备等，可能与建筑业、设备更新引导的内需结构性改善预期有关。

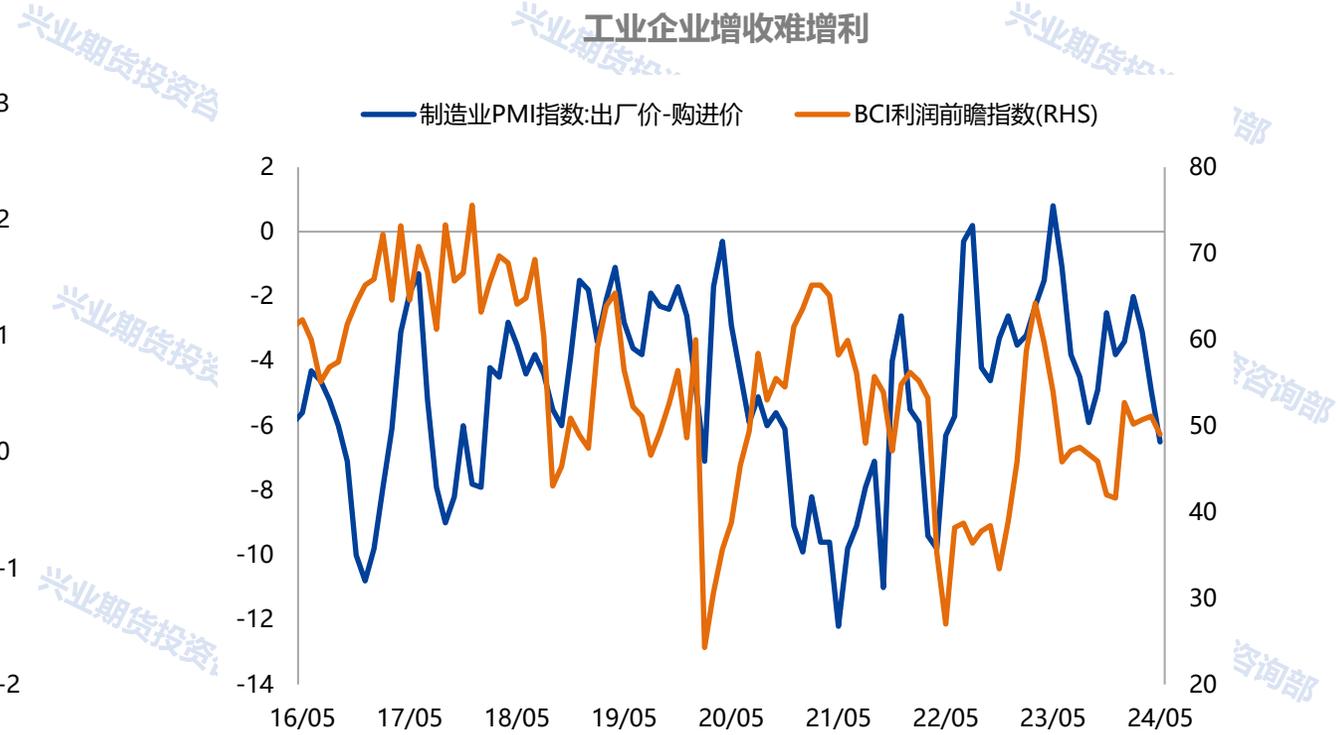
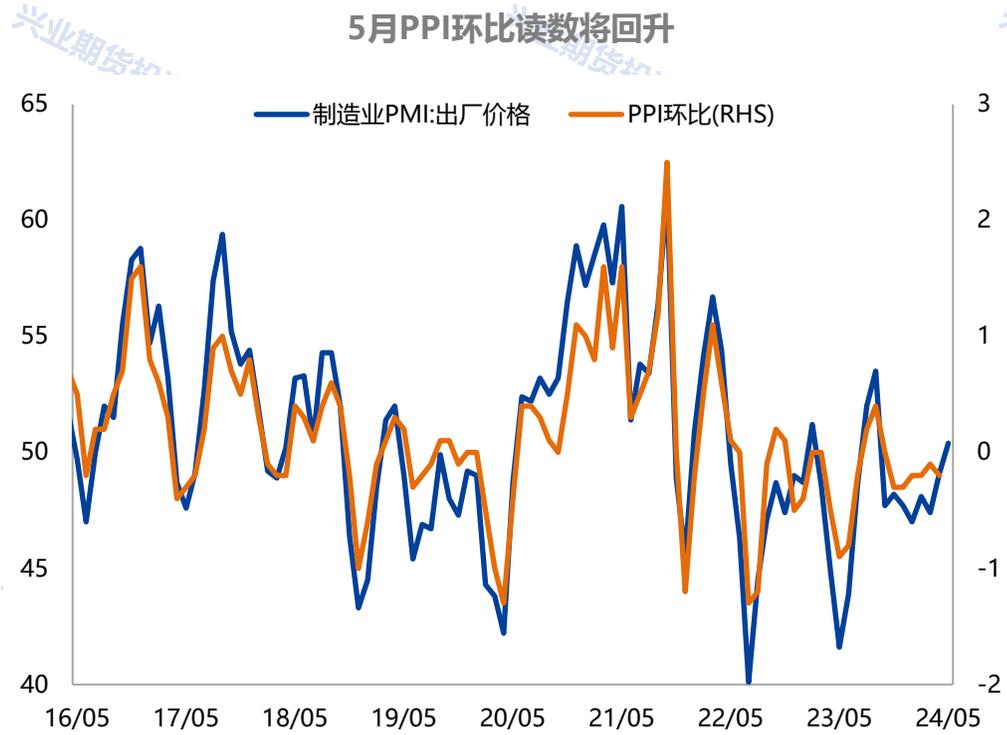
5月官方制造业PMI指数环比回落



制造业PMI分项指数多数回落

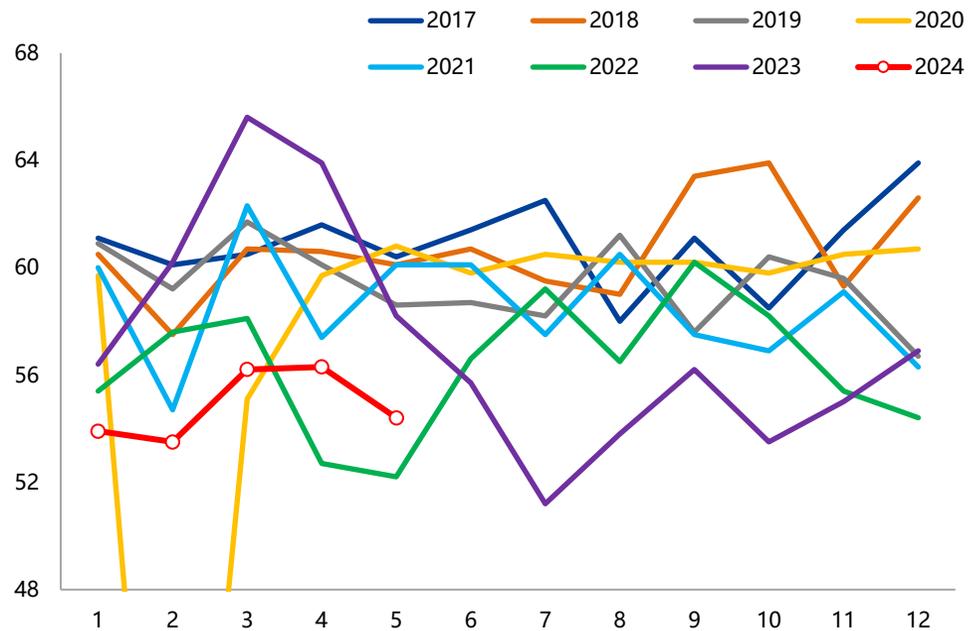
PMI数据 (分项, %)	2007年以来均值	2024年04月	2024年05月	5月环比变化	近12个月趋势
制造业PMI	51.0	50.4	49.5	-0.9	↓
新订单	51.9	51.1	49.6	-1.5	↓
新出口订单	49.2	50.6	48.3	-2.3	↓
积压订单	46.1	45.6	45.3	-0.3	↓
生产	53.1	52.9	50.8	-2.1	↓
产成品库存	47.5	47.3	46.5	-0.8	↓
采购量	51.9	50.5	49.3	-1.2	↓
原材料库存	48.1	48.1	47.8	-0.3	↓
进口	48.9	48.1	46.8	-1.3	↓
出厂价格	50.8	49.1	50.4	1.3	↑
购进价格	55.1	54	56.9	2.9	↑
从业人员	49.0	48	48.1	0.1	↑
供应商配送时间	49.8	50.4	50.1	-0.3	↓
生产经营活动预期	55.8	55.2	54.3	-0.9	↓

2024年5月PMI购进价格指数和出厂价格指数环比4月分别上行2.9、1.3个点，连续上涨，并双双创下8个月以来新高。一方面，价格指数的连续上行预示5月PPI环比或回升，另一方面，购进价格指数强于出厂价指数，两者差值逐步走扩，也暗示着企业增收难增利的困境。实际上，这也在企业盈利数据中有所体现，即工业企业利润增速的修复程度略不及营收增速，5月BCI利润前瞻指数降为49，前值为51.1。

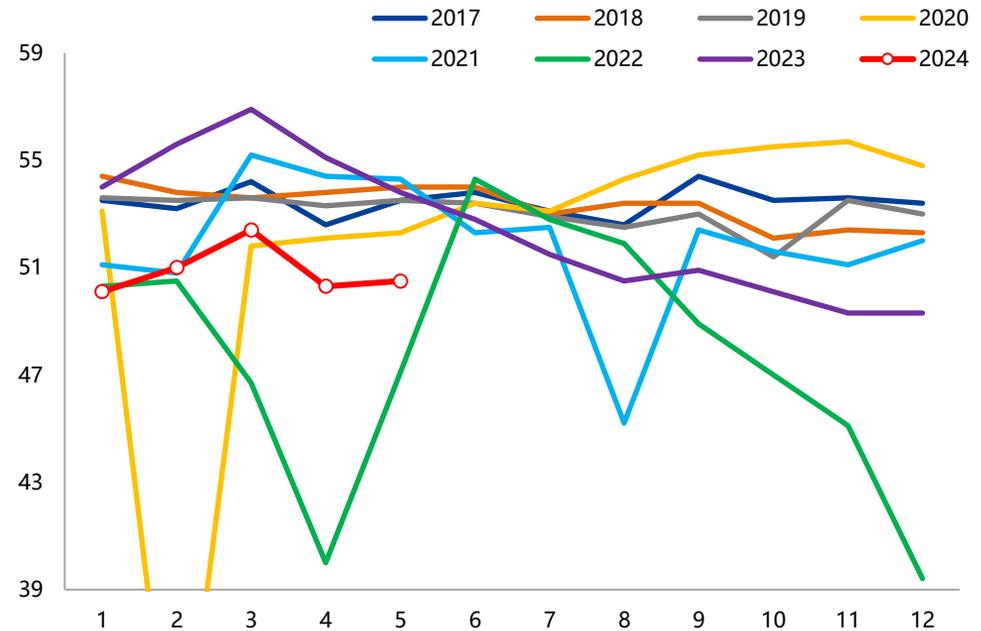


2024年5月建筑业PMI指数录得54.4%，较前值下滑1.9个点；服务业PMI指数录得50.5%，较前值小幅上升0.2个点。总体看，一季度制造业偏强，建筑业偏弱，后者通过影响信用扩张（社融）和价格中枢（通胀）对名义经济增长形成拖累。二季度制造业相关物价指数已经出现改善信号，一定程度上有助于名义经济数据的边际修复，但建筑业还在底部徘徊，名义经济增速的修复还需要地产、基建等内需的改善，即财政加速、地产放松的政策效果的显性化。

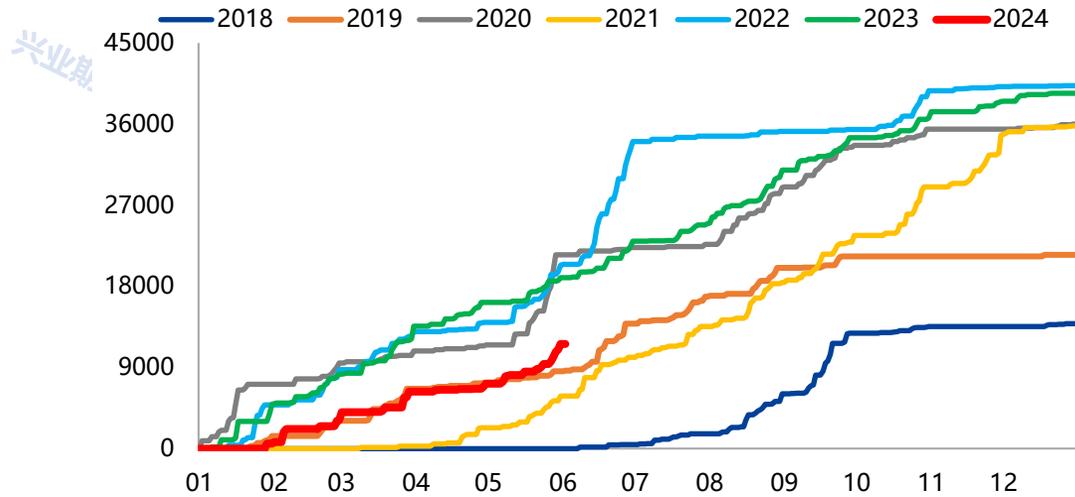
5月建筑业PMI指数回落



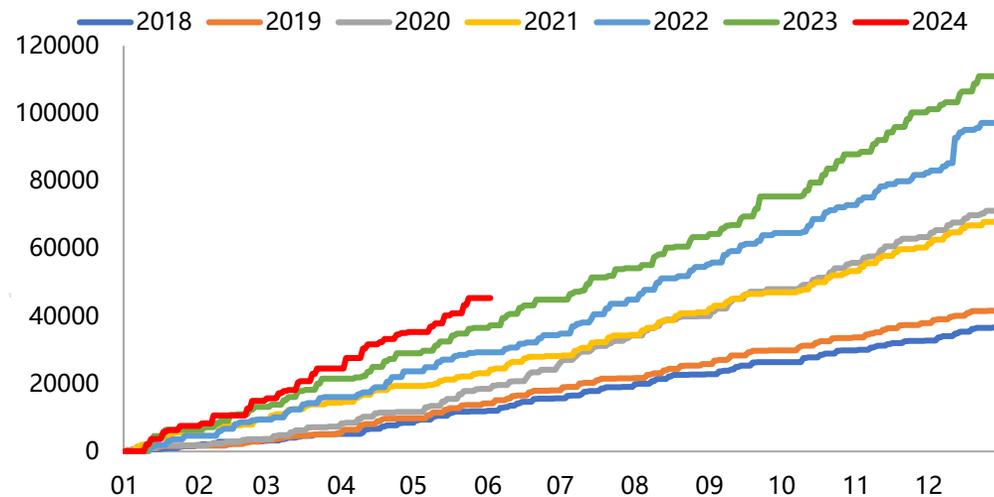
5月服务业PMI指数回升



新增地方政府专项债（发行，6.1）



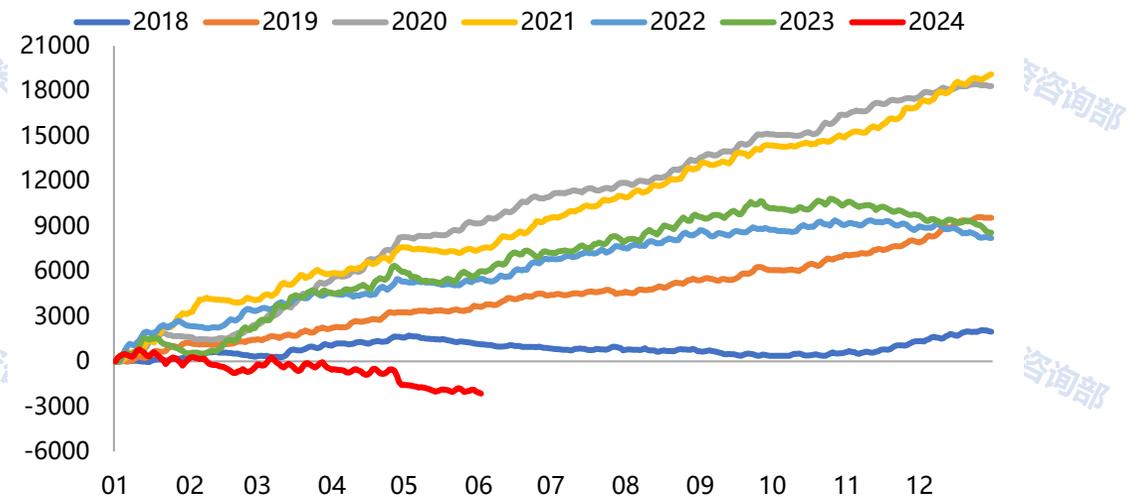
国债（发行，6.1）



2024年政府债券发行进度偏慢（更新至6.1）

年份	年初-6月1日		当年目标		年初-6月1日发行进度	
	新增地方专项债	新增地方一般债	新增地方专项债	新增地方一般债	新增地方专项债	新增地方一般债
2018	0	0	13,500	8,300	0.0%	0.0%
2019	8,646	48	21,500	9,300	40.2%	0.5%
2020	21,502	5,522	37,500	9,800	57.3%	56.3%
2021	5,840	3,625	36,500	8,200	16.0%	44.2%
2022	20,435	4,137	41,500	7,200	49.2%	57.5%
2023	18,970	3,568	38,000	7,200	49.9%	49.6%
2024	11,608	2,919	39,000	7,200	29.8%	40.5%

城投债（wind口径，净融资，6.1）



新一轮稳地产政策框架

要“深刻认识房地产工作的人民性、政治性”
保交楼+消化存量房库存

调控供给

提振需求

约束土地供给

支持收储 **去库存**

取消房贷利率下限

下调首付比例下限

下调公积金贷款利率

中央：

- 自然资源部：按季度跟踪，根据去化周期，决定商品住宅用地出让限制。

地方：不涉及地方自主

- 土地收储**：地方政府应从实际出发，酌情以收回、收购等方式妥善处置已出让的闲置存量住宅用地，以帮助资金困难房企解困。

中央：

- 央行：设立3000亿元**保障性住房再贷款**，支持地方国有企业以合理价格收购已建成未出售商品房，用作配售型或者配租型保障房。

地方：涉及地方自主

- 地方地方国企借贷收储，用作配售型和配租型保障性住房。
- 以旧换新等**

中央：

- 央行：取消全国层面首套和二套房贷利率下限。
- ###### 地方：
- 地方政府自主决策，设定当地利率下限，或取消本地下限。

中央：

- 央行：下调首付比5%，首套首付比下限降至15%，二套首付比下限降至25%。**(已最低)**

地方：

- 根据限购限售等安排，自主设定首付比。

中央：

- 下调个人住房公积金贷款利率0.25个百分点，5年以上首套公积金贷款利率降至2.85%。

地方：不涉及地方自主

- 跟随全国规定，调降公积金贷款利率0.25个百分点。

5.17地产新政，需求侧多数政策已放松至历史最宽松状态，同时政府将出面向房企集中收购新房用作保障性住房，并创设新型货币政策工具提供资金支持。与过往地方试点的房地产去库模式相比，政府地产收储政策对于地产去化具有更加直接的影响。

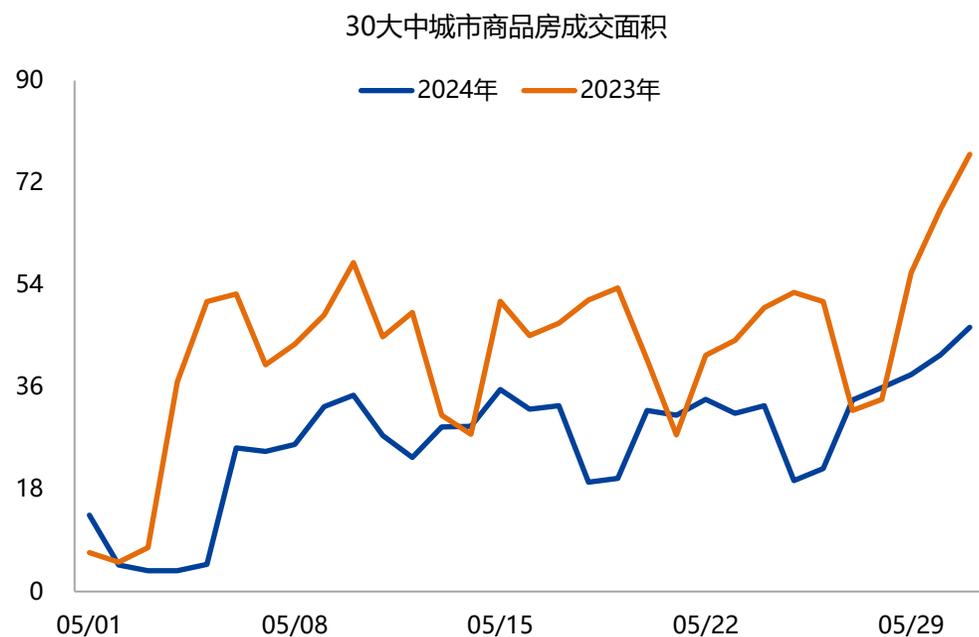
城市	文件/政策	房地产去库模式	特点
深圳市	商品住房“换馨家”活动	代售购新	政府不直接参与交易
上海市	商品住房“以旧换新”活动	代售购新	政府不直接参与交易
肇庆市	支持购买改善性住房并推动旧房转保障性住房	“旧转保”	居民通过政府将旧房转入保障房，对于政府而言收益性较低。
苏州市	卖旧买新购房契税补贴	发放补贴	在居民以旧换新过程中，政府提供补贴
嘉兴市	《嘉兴市进一步完善房地产市场平稳健康发展的实施意见》	发放补贴	在居民以旧换新过程中，政府提供补贴
郑州市	《郑州市促进房地产市场“卖旧买新、以旧地产管理局换新”工作方案（试行）》	国企收购	国企收购居民二手房，居民购买新房
南京市	《南京安居建设集团关于存量住房“以旧换新”试点活动的公告》	国企收购	国企收购居民二手房，居民购买新房
无锡市	无锡市梁溪城市发展集团有限公司商品集团有限公司房“以旧换新”	国企收购	国企收购居民二手房，居民购买新房
重庆市	重庆市租赁住房贷款支持计划试点暨住房租赁基金首批收购项目	国企收购	国企收购居民二手房，居民购买新房
云南省	《关于进一步促进房地产市场平稳健康发展的实施意见（试行）》	国企收购	国企收购居民二手房，居民购买新房
开封市	开封市关于进一步促进房地产市场平稳健康发展十八条激励措施	国企收购+发放补贴	-
杭州市	《关于收购商品住房用作公共租赁住房供应商的征集公告》	政府收储	国企向房企收购新房

□ 本次央行创设的“保障性住房再贷款”工具，规模3000亿元，可撬动资金规模5000亿元。按照4月百城住宅均价，折价10%-30%收购的逻辑简单测算，政府最大可收储商品房住宅面积3397-4367万平方米，占2023年商品房销售面积的3%-3.9%。如若保障性住房再贷款工具规模进一步扩大，政府地产收储的影响作用将将放大。

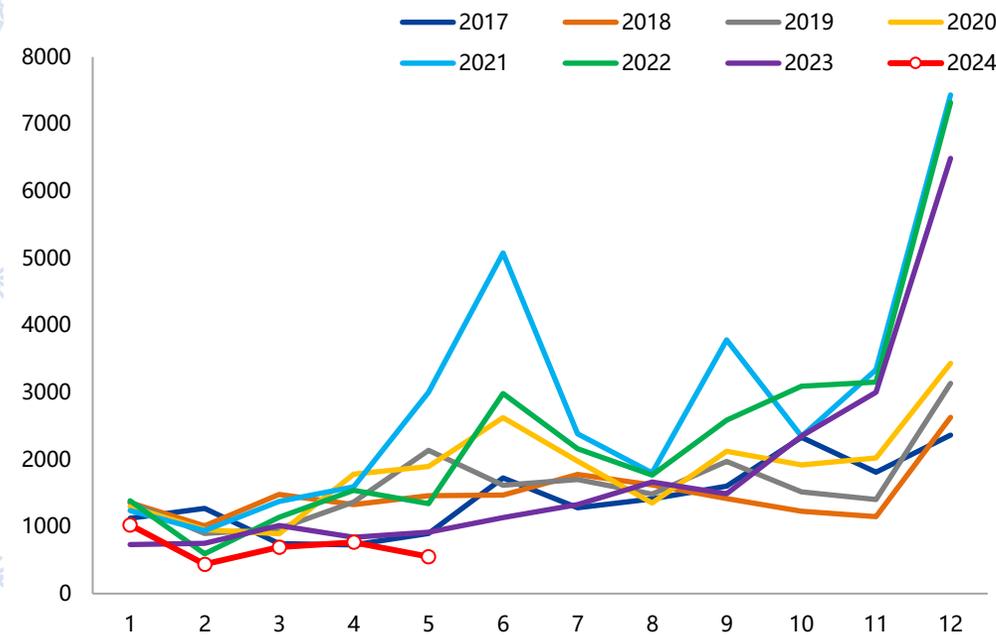
分项指标	单位	数据及测算结果			备注
保障性住房再贷款	亿元	3,000			
可撬动资金	亿元	5,000			
4月百城住宅均价	元/平方米	16,355			
折价率	%	10%	20%	30%	
可收储面积	万平方米	3,397	3,821	4,367	假设全部向房企买新房
2023年房地产销售面积	万平方米	111,735			
可拉动房地产销售增速	%	3.0%	3.4%	3.9%	非一年落地

自5.17地产新政落地后，房地产高频数据，即销售和拿地，并未出现显著的快速好转，其中30大中城市商品房成交面积环比却有回升，但依然弱于去年同期，5月百城住宅土地规划建筑面积环比同比下滑。我们仍需要密切观察稳地产政策起效的情况。

30大中城市商品房成交面积未好转



100大中城市住宅土地成交规划建筑面积





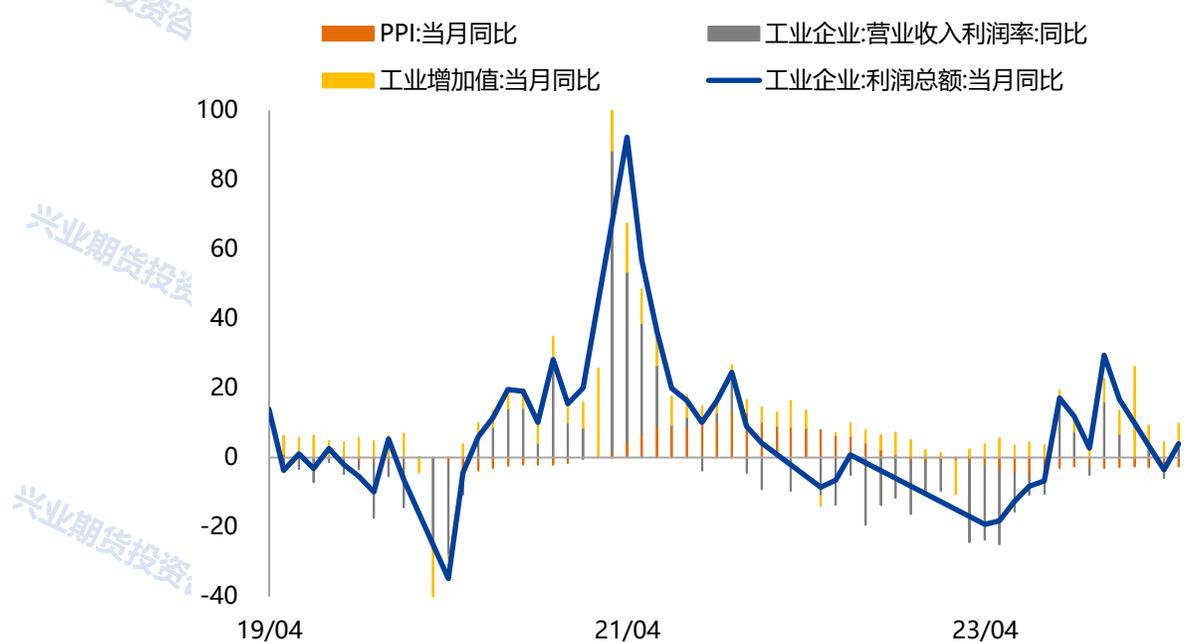
2024年5月规上工业企业名义库存同比增长3.1%，较前值提高0.6个点，连续5个月上行，且单月上行幅度为过去5个月最大。剔除PPI后的实际库存同比增长5.6%，较前值提高0.3个点，也连续6个月环比上行。

2024年5月规上工业企业利润总额同比增长4.3%，与前值持平，单月同比增长4%，较3月的-3.5%显著回升，但仍低于1季度同比4.3%的增速。利润增速表现略低于营收增速。拆解工业企业利润增速的结构，4月量（工增）、价（PPI）边际上升，但利润率偏低拖累了盈利向上的弹性。

4月国内工业企业库存周期边际小幅改善



4月工业企业利润增速拆分：量、价边际改善，利润率正增



□ 分产业链上下游看，5月上游采矿业与原材料加工业的利润增速未能跑赢中游设备制造业、下游消费品制造业以及公共事业，在规上工业企业利润总额中的占比也明显下降，主要受益于科技激励政策、设备更新政策、以及出口。

□ 总体看，4月国内工业企业库存利润指标传递出积极信号，结合5月官方制造业PMI数据给出的物价增速回升的信号，国内存量稳增长政策加快落实，增量稳地产政策密集推出，以及美国补库存、海外制造业周期回暖等红利支持，或将有助于国内库存周期“量稳、价升”特征的延续。

产业链各环节利润增速

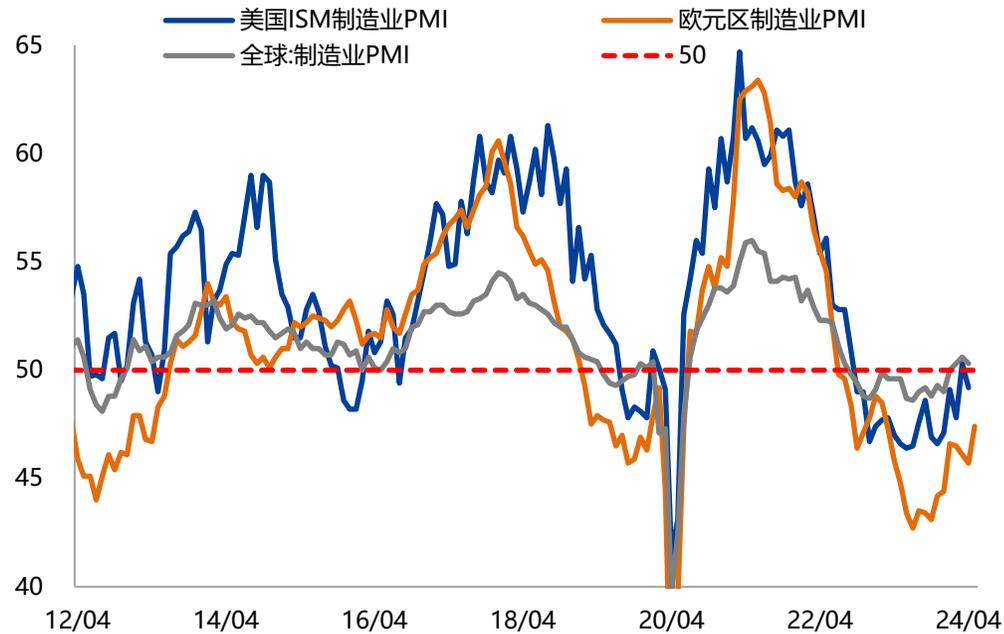
日期	上游采矿业	上游原材料业	中游设备制造	下游消费品, 农业	下游消费品, 工业	基建电热燃气
占比	18.7%	19.0%	34.3%	11.5%	11.5%	4.9%
2024-04	-18.6%	-17.2%	16.4%	11.8%	11.7%	36.9%
2024-03	-18.5%	-20.9%	18.1%	12.3%	8.0%	40.0%
2024-02	-21.1%	0.6%	29.1%	13.1%	14.6%	63.1%
2023-12	-19.7%	-15.7%	4.2%	4.6%	-4.7%	54.7%
2023-11	-18.3%	-21.2%	2.8%	2.6%	-6.3%	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%

产业链各环节利润占比

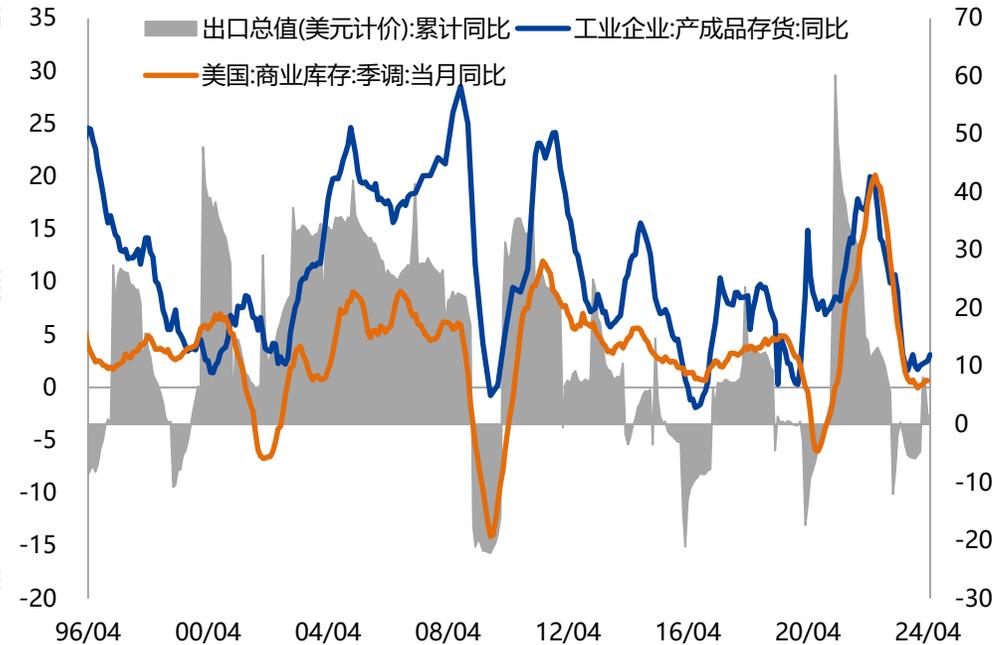
日期	上游采矿业	上游材料业	中游设备制造	下游消费品, 农业	下游消费品, 工业	基建电热燃气
2024-04	18.7%	10.6%	32.4%	14.9%	11.0%	24.7%
2024-03	19.7%	9.1%	30.9%	17.0%	10.6%	25.5%
2024-02	20.6%	8.4%	27.3%	19.7%	11.7%	24.6%
2023-12	16.1%	16.1%	36.6%	11.7%	10.6%	17.8%
2023-11	17.6%	15.6%	35.6%	11.6%	10.2%	18.8%
2023-10	18.2%	14.8%	35.3%	11.9%	10.2%	19.2%
2023-09	18.3%	14.3%	35.2%	12.2%	10.2%	19.5%
2023-08	19.1%	13.7%	35.4%	11.5%	10.2%	20.1%
2023-07	19.8%	13.3%	34.7%	11.9%	10.4%	19.9%
2023-06	20.1%	13.4%	34.4%	12.2%	10.4%	18.8%
2023-05	22.2%	13.8%	31.8%	12.7%	10.3%	18.5%
2023-04	23.4%	13.6%	29.3%	14.2%	10.4%	18.2%

2024年5月欧元区制造业PMI指数大幅回升1.7个点至47.4%，全球制造业自底部向上的趋势并未结束。且美国4月份商业库存季调增速上升至5.2%，连续4个月增速上行。总体看，海外需求回暖的趋势尚未出现明确转势信号，5月中国官方制造业PMI指标中新订单指数回落至收缩区间，可能受到贸易政策等因素的影响，其持续性还有待观察。

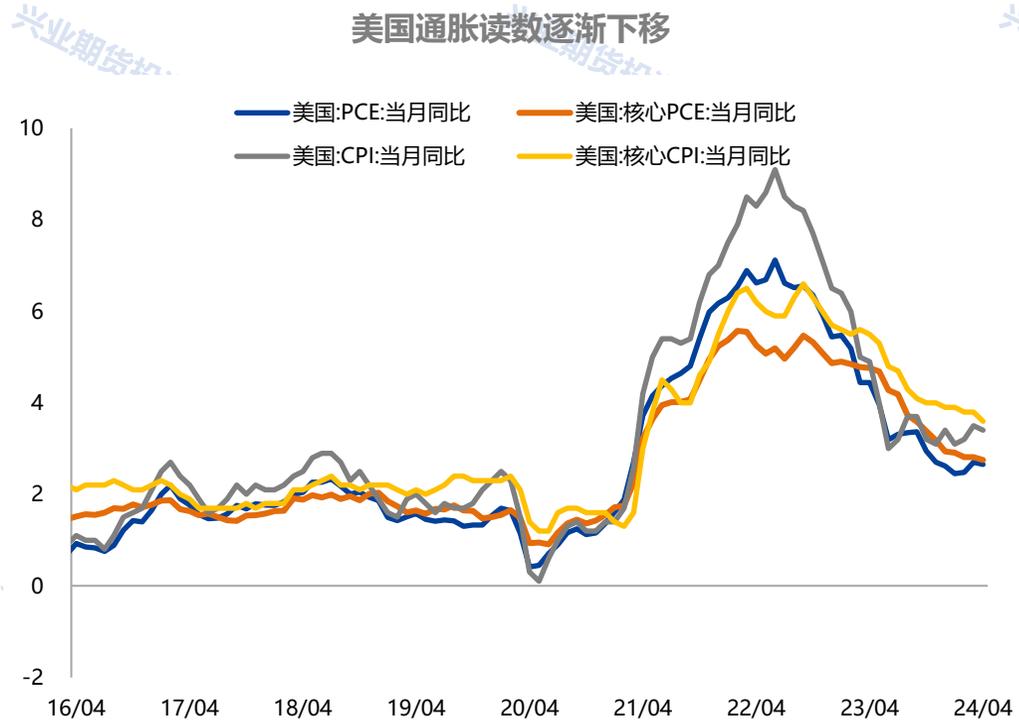
5月欧元区制造业PMI指数大幅回升



美国库存周期与中国库存周期共振向好的信号增多



2024年4月美国PCE同比增长2.65%，较前值下降0.5个点，核心PCE同比增长2.75%，较前值下降0.5个点。虽然今年美国通胀读数下行速度较慢，但通胀回落的趋势并未转向。随着通胀数据的公布，美债收益率及美元指数双双回落。美联储降息的大方向未变，但节奏上仍需依据美国通胀、就业、经济数据进行评估和调整，不确定性依然存在。





国债

TL-T

01

央行再度强调债市风险，国债收益率仍偏高

02

流动性宽松暂难转向，但制约仍存

03

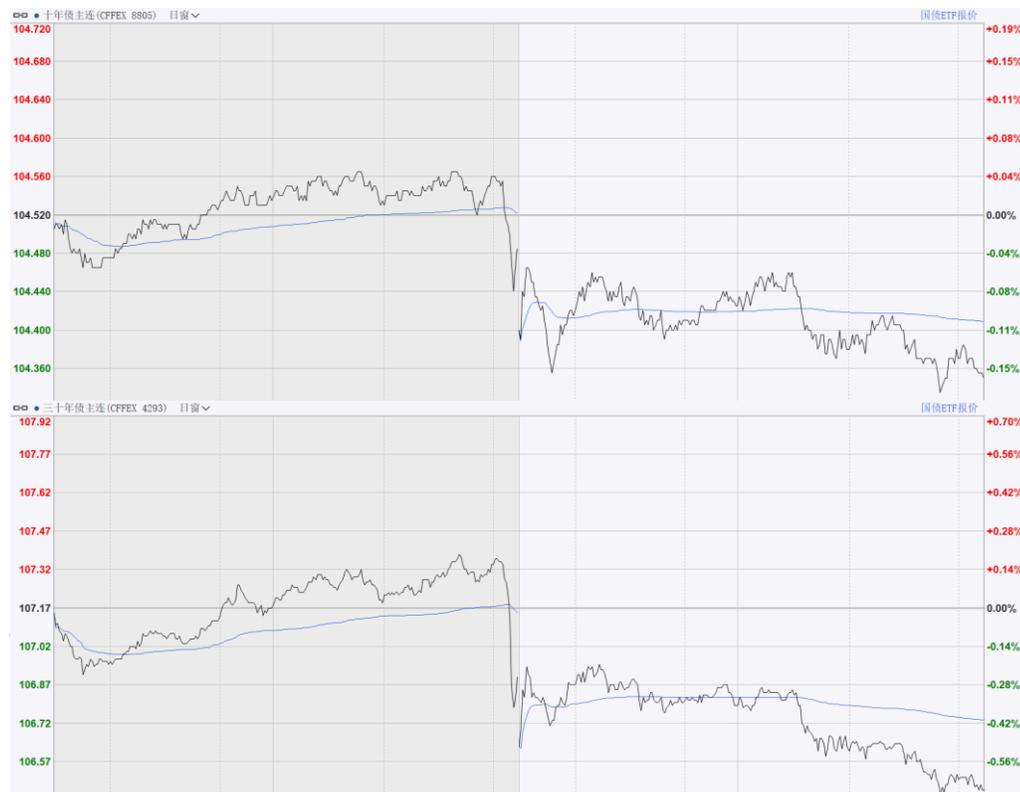
债券发行持续加速，供给压力延续

04

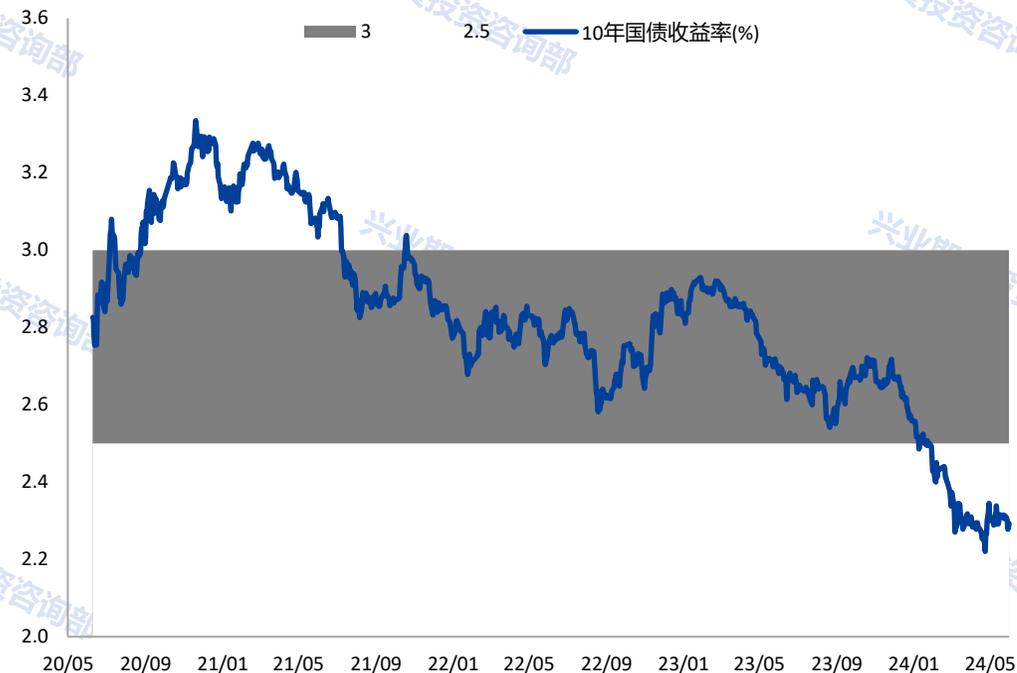
超长端回调压力更为显著，继续做陡曲线策略

- 本周四有消息称“高度关注当前债券市场变化及潜在风险，必要时会进行卖出国债”；周五金融时报发文《长期国债这么火？专家提醒：应重视风险》，其中提到“10年期国债收益率合理区间约在2.5%至3%”、“若集聚风险较大，央行必要时会考虑卖出国债”。
- 受消息影响，长期和超长期债价格出现明显回调，但从目前的国债收益率来看，仍显著低于合理区间。

国债价格出现回调

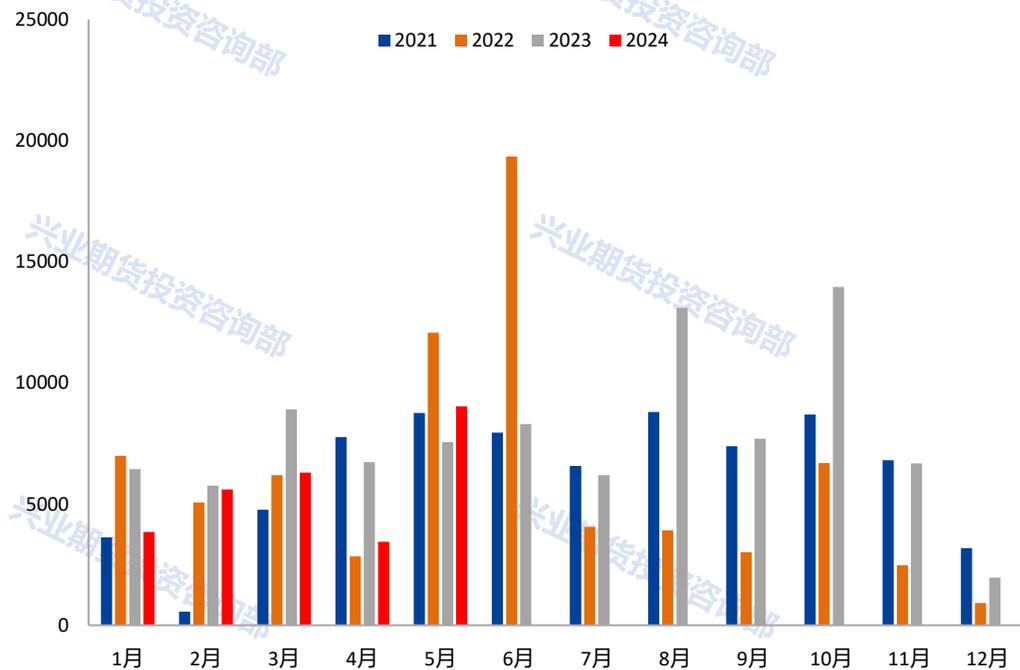


10债收益率仍大幅低于合理区间

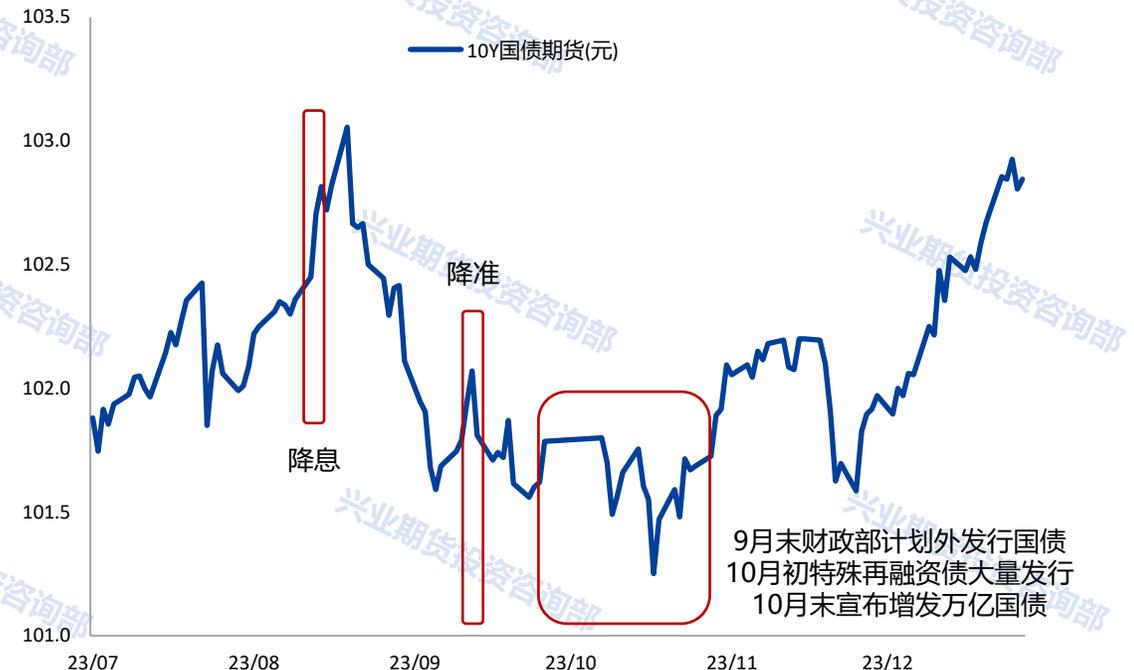


- 加快专项债发行使用进度在政治局会议上被提及，发行具有一定的紧迫性。且今年一季度地方政府专项债发行进度偏缓，从5月至今的发行情况来看，地方政府债发行已提速，发行量已超过去年5月。叠加特别国债的持续发行，供给压力仍将延续。
- 基于目前的情况，央行对于进一步宽货币仍将较为谨慎。且参考23年下半年货币政策与财政发债的配合，虽然先后进行了降准降息，但债券的大量发行仍对债市形成压力。

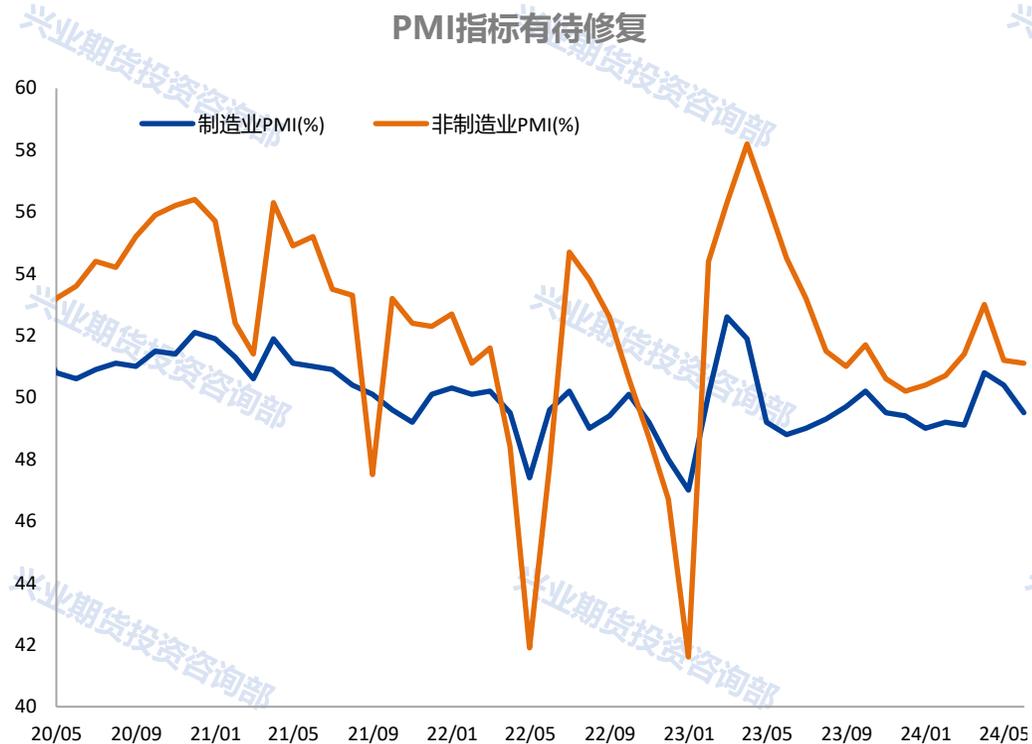
地方政府债发行情况(截止5月31日)



2023年下半年货币政策及债市供给



- 最新PMI数据显示复苏态势尚不稳定，但随着稳增长政策的逐步兑现，乐观基调未变，国内债市整体回调压力仍存。
- 但在此过程中市场宏观预期仍将反复，债市波动将持续偏大。而结合央行对国债收益率的态度、市场估值水平以及流动性环境来看，超长端向下的确定性及空间均为最优，因此继续持有空TL多T组合策略。



超长债回调压力最为显著(截止5.31)

	30Y-DR007	30Y-MLF1Y	10Y-DR007	10Y-MLF1Y	1Y-DR007	1Y-MLF1Y	30Y-10Y
90%分位	166.94	91.01	114.42	39.28	57.44	10.99	64.91
70%分位	144.12	69.55	92.50	17.51	32.64	-39.26	57.33
50%分位	128.76	51.35	77.69	0.46	15.60	-62.67	51.08
30%分位	113.80	43.06	64.75	-8.37	0.05	-76.68	43.46
10%分位	90.04	29.25	44.26	-21.63	-18.04	-92.25	34.55
当前水平	68.77	5.52	42.50	-20.75	-22.19	-85.44	26.27
当前分位值	4.00%	2.90%	8.40%	10.70%	7.20%	17.30%	4.30%



股指

IF

01

积极推涨因素仍将强化，盈利前景依旧乐观

02

从统计、定量视角看，A股潜在涨势弹性良好

03

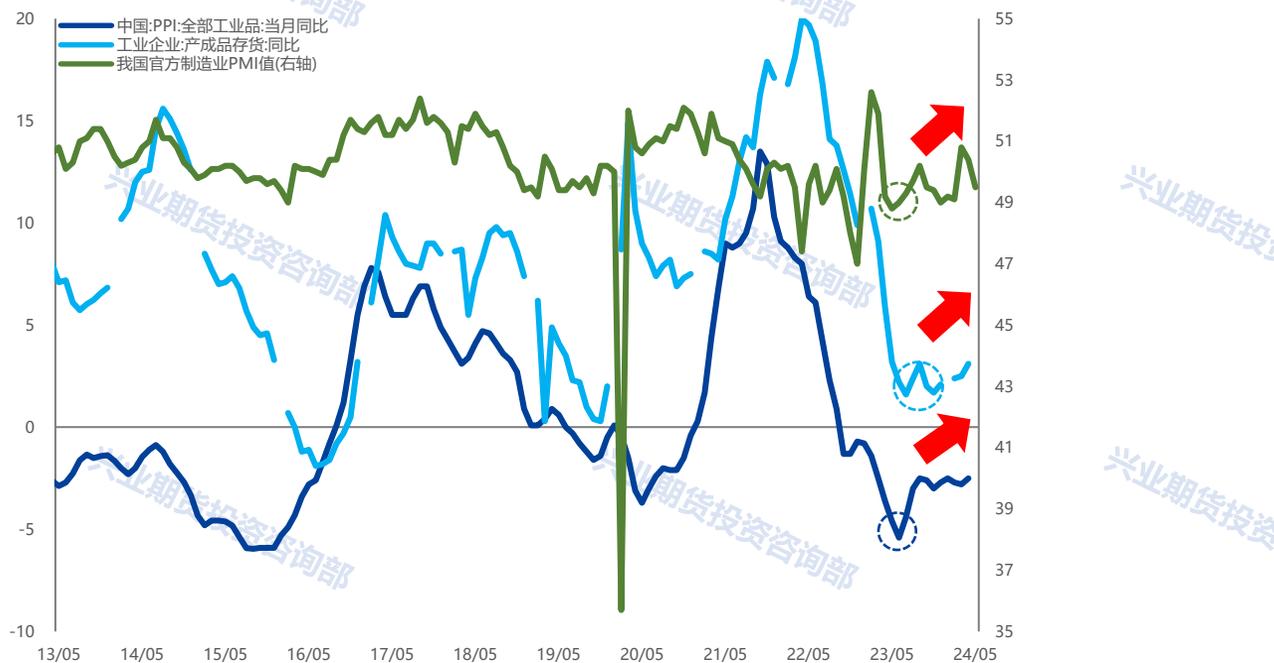
资金入场意愿持续改善，且稳定性亦有提升

04

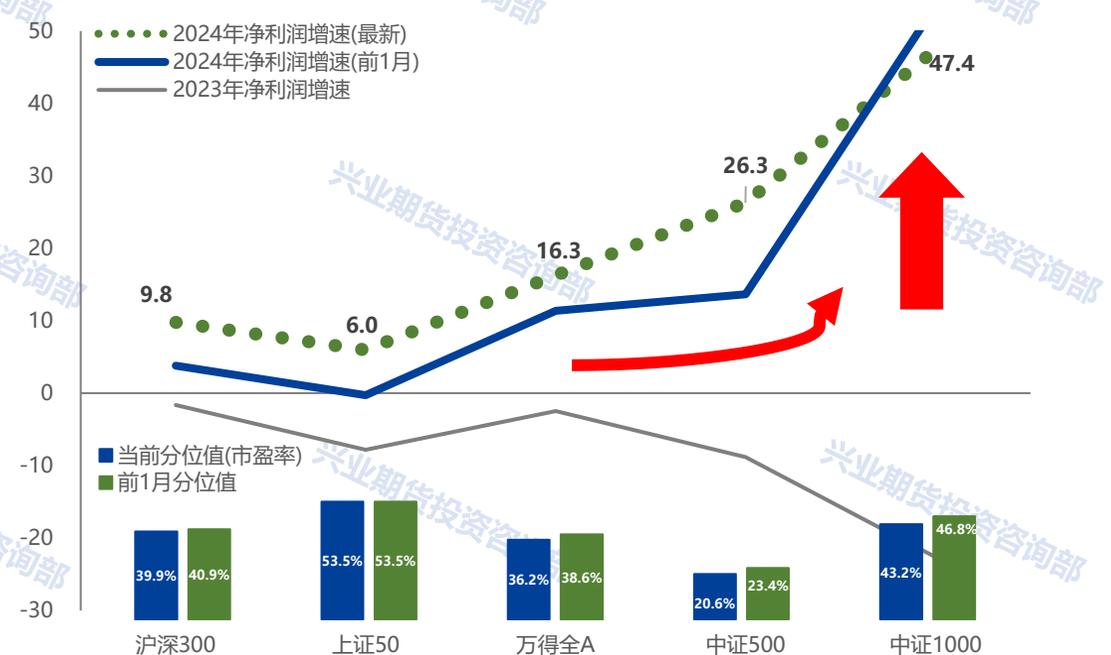
稳健持仓为宜，沪深300指数仍为最佳多头标的

- 从国内最新主要景气指标看，虽然仍有分化、且态势尚未稳固，但总体复苏大方向未改。特别关键的是，工业企业库存周期有重新加速迹象、且PPI值大概率将企稳回暖，利于中观面盈利增速斜率上修。考虑国内积极财政实施进度加快、地产政策持续松动，将进一步强化市场乐观预期。
- 再从A股主要指数最新净利润增速一致性预期值看（Wind口径），2024年较2023年均显著提升、且与其估值匹配度良好，意味其收益性、安全性均较高。

国内最新相关景气指标跟踪（截至2024年5月）



A股主要指数24年最新盈利增速预测、估值对比（截至2024.5.31）



- 以历轮A股低点主要指数的估值为参照（市盈率、TTM）：当前主要指数较其整体扩张程度有限、部分则仍显著偏低，其“拔估值”潜力充足。
- 再从大类资产比较看：当前A股的股债收益比仍处高位上沿区间（ \geq 均值+1倍标准差（3年滚动）），意味其回落空间大，A股续涨幅度可观。
- 考虑后市仍有相当多的积极因素发酵兑现，A股涨势弹性依旧良好。

历轮低点A股主要指数估值对比（PE-TTM，截至2024.5.31）

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	2024/2/5	PE绝对值 (2024/5/31)
000001.SH	上证指数	33%	40%	8%	22%	21%	19%	9%	16%	13.6
399001.SZ	深证成指	57%	63%	-19%	37%	6%	38%	7%	25%	22.1
399001.SZ	沪深300	26%	35%	12%	15%	7%	17%	9%	13%	12.0
000300.SH	创业板指	-4%	-41%	-47%	3%	-31%	-26%	2%	20%	27.7
399006.SZ	上证50	20%	35%	25%	12%	10%	26%	8%	12%	10.5
000016.SH	万得全A	43%	41%	-1%	29%	12%	8%	4%	17%	17.0
881001.WI	中证500	-11%	-19%	-39%	39%	48%	5%	7%	28%	23.1
000905.SH	中证1000	/	/	-43%	99%	57%	32%	7%	44%	37.6
000852.SH	红利指数	-20%	4%	-9%	-11%	22%	40%	17%	8%	6.5

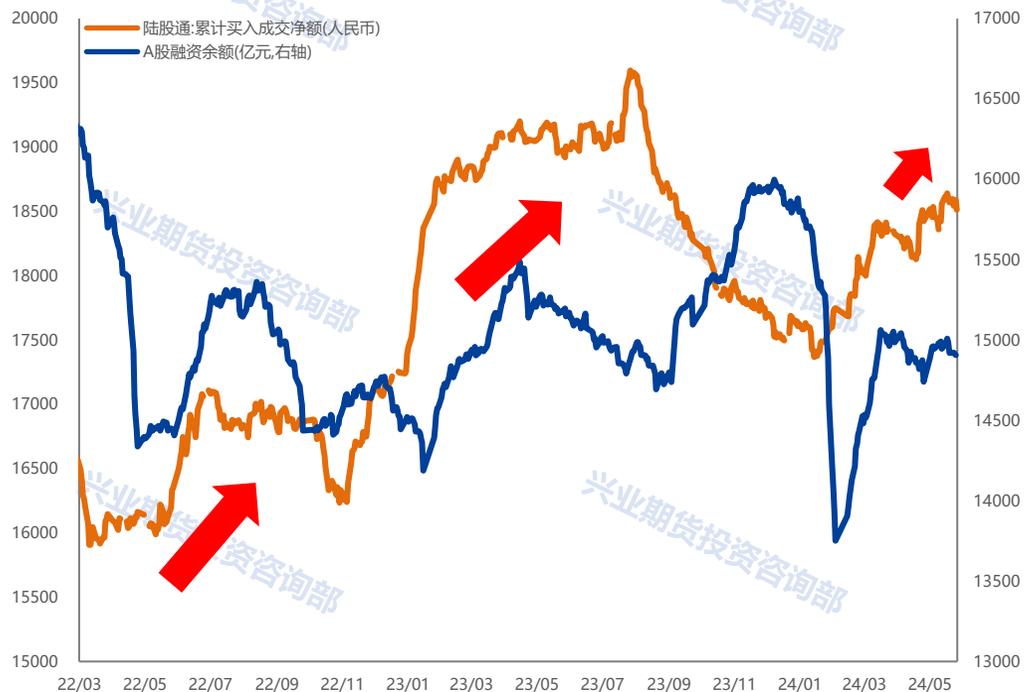
(**附注：最后一列为对应指数最新PE值(TTM),其余各列为各指数最新PE值较历次低点PE值差值百分比)

万得300（除金融）指数股债风险溢价、价格对比（截至2024.5.31）

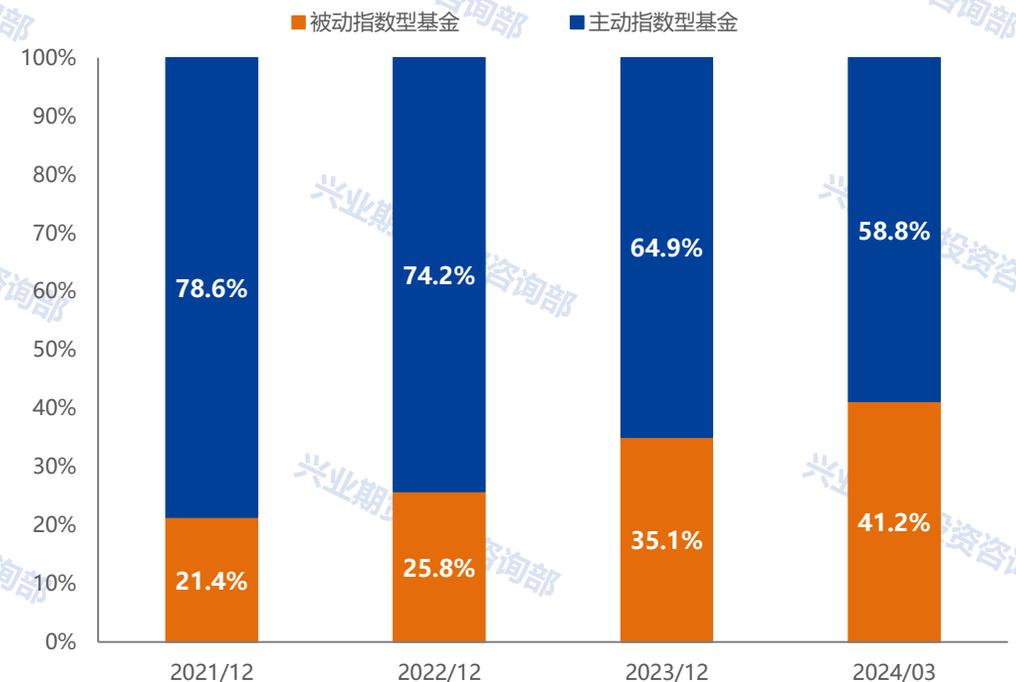


- 以陆股通资金流入净额、融资余额为代表，二者均呈稳步回升态势，印证中短线类型资金的改善。
- 再以被动型公募基金个股持仓相对占比为代表，其整体呈较显著的增加态势。一方面，意味中长线资金定价权显著增强；另一方面，也利于更有效、更持续的体现A股“财富效应”，提升增量入场资金的持有体验。

陆股通净流入额、A股融资余额跟踪（截至2024.5.31）



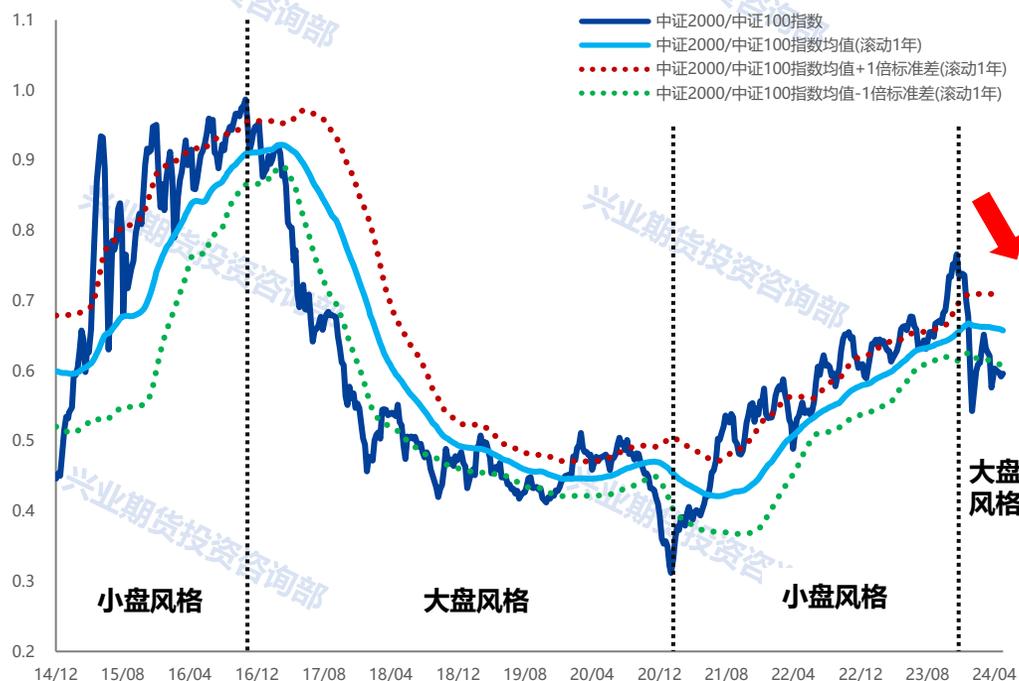
偏股公募持股占比变化（主动及被动型，截至2024年Q1）



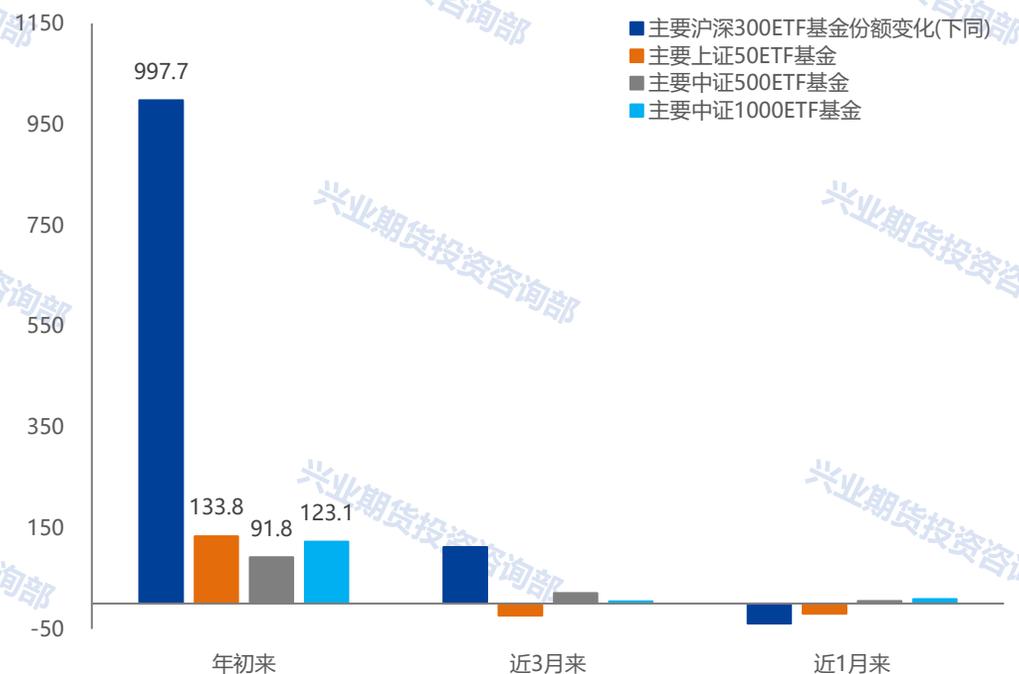
自2024年初以来，虽然A股风格有轮动切换，但大盘成长、大盘价值等相关板块整体表现持续占优，与其隐含的“确定性”密切相关。具体表现为：前者代表高景气度的可靠性，后者则代表高分红的防御性。考虑国内宏观复苏强度尚待进一步验证、且未来阶段亦有部分负面扰动因素，仍宜采取稳健持仓思路、即胜率优先。

而从沪深300、上证50、中证500和中证100等四大宽基指数对应的主要ETF基金份额变化看，沪深300指数ETF基金净流入份额远超其它标的，可作为现阶段市场风格偏向大盘、核心资产的有力证明。

国内A股大小盘风格切换情况（截至2024.5.31）



国内主要宽基ETF基金份额跟踪（截至2024.5.31）



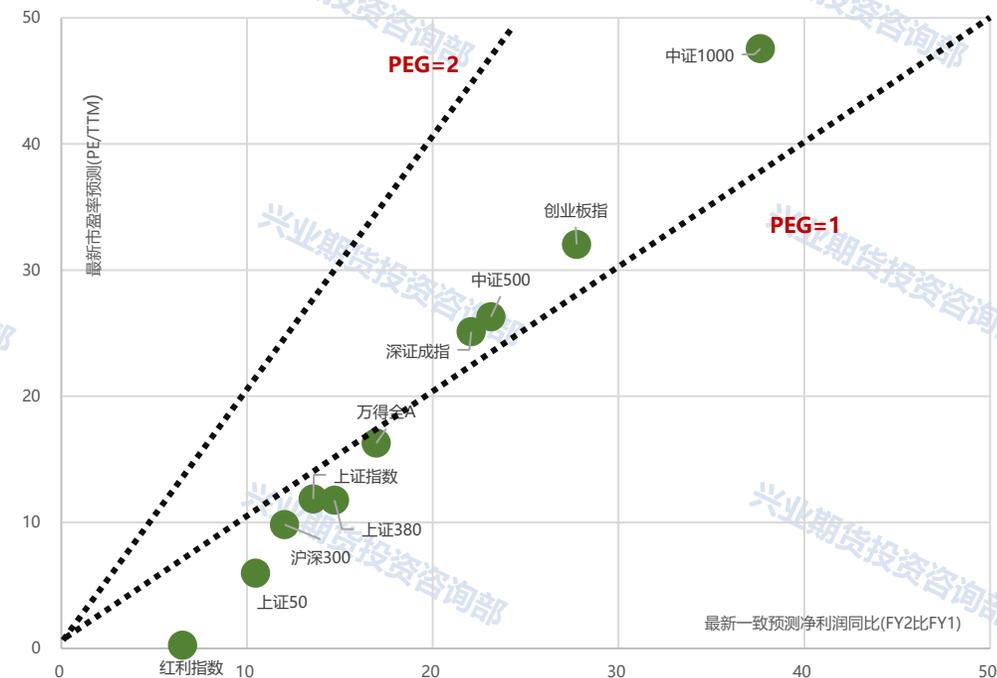
按上述思路，以股息率、净利润增速作为标准，并加以估值约束：相关入选行业在沪深300指数占比总和最高，分别为57.6%，意味其依旧为最佳多头标的。

再从相关指数的PEG值看，目前沪深300指数处于高安全边际区间，符合稳健持仓思路。

基于“业绩、估值、股息率”标准，相关行业四大股指占比统计（截至2024.5.31）

简称	最新总市值 (亿,2024.5.31)	最新市盈率 (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
食品	7209	0.4%	0.3%	21.9%	14.5%	12.3	2.44	0.5	0.9	1.1	1.3	0.8
建筑施工	15281	1.0%	9.6%	9.9%	17.4%	8.6	2.81	2.2	3.4	1.0	1.7	1.7
证券II	29329	1.0%	51.9%	8.1%	5.2%	5.6	1.51	5.5	2.7	6.1	1.1	3.3
云服务	6282	1.1%	28.2%	59.8%	50.2%	7.4	0.76	0.8	0.9	1.0	1.2	0.7
化学制药	15915	1.2%	54.9%	33.4%	17.6%	7.7	1.23	1.6	2.8	3.6	3.4	1.8
物流	5786	2.8%	4.0%	-2.4%	14.5%	8.8	2.54	0.7	0.0	0.9	1.2	0.7
其他医药医疗	22549	3.0%	20.8%	23.9%	21.0%	10.4	1.50	2.6	1.3	4.2	4.0	2.6
稀有金属	9568	5.2%	61.0%	5.2%	26.1%	9.9	1.98	0.9	1.3	2.5	2.0	1.1
保险II	22939	5.8%	42.7%	30.4%	15.8%	10.1	3.25	3.6	9.1	0.0	0.1	2.6
消费电子	12697	7.1%	11.2%	5.8%	63.0%	8.6	1.26	1.6	0.0	2.1	1.8	1.4
电源设备	16178	8.4%	27.0%	-13.0%	42.6%	8.2	1.95	2.9	2.9	2.0	1.8	1.8
农用化工	6485	8.7%	24.5%	30.0%	21.6%	9.7	2.47	0.9	0.0	1.4	2.1	0.7
通用设备	10948	9.5%	3.6%	38.3%	26.2%	8.7	1.00	0.2	0.0	2.5	2.9	1.2
新能源动力系统	14049	10.2%	11.6%	22.2%	24.8%	13.3	1.92	3.3	0.0	1.6	1.4	1.6
光学光电	11492	10.2%	42.9%	67.1%	74.1%	5.2	1.55	2.1	0.0	0.8	1.1	1.3
航空航天	8196	10.4%	42.4%	35.6%	45.8%	5.6	0.58	0.9	0.7	2.1	0.9	0.9
中药生产	9960	14.2%	17.3%	16.9%	18.5%	9.8	1.93	1.1	1.0	1.6	2.6	1.1
计算机设备	11358	18.1%	12.7%	5.7%	32.0%	9.2	1.35	1.3	0.0	1.4	1.1	1.3
通信设备	9878	18.6%	23.3%	36.3%	35.1%	9.7	0.61	1.1	0.0	2.3	1.9	1.1
电气设备	15957	21.1%	24.9%	19.1%	21.2%	9.9	1.32	1.8	2.5	2.5	3.2	1.8
区域性银行	12541	21.5%	31.7%	6.6%	3.8%	11.2	4.26	3.0	0.0	2.8	1.1	1.4
运输设备	7267	22.4%	48.3%	25.6%	23.6%	6.9	1.44	1.0	1.2	0.4	0.5	0.8
汽车零部件II	13026	26.6%	50.2%	39.6%	25.2%	9.0	1.25	0.9	0.0	1.2	2.8	1.5
白色家电II	10527	26.8%	23.4%	11.5%	10.3%	19.9	5.14	3.4	1.7	0.0	0.3	1.2
公路铁路	7812	34.9%	57.1%	6.6%	-4.4%	8.1	2.56	1.0	0.0	0.2	0.5	0.9
工业金属	10634	35.3%	16.9%	30.5%	12.7%	10.4	1.59	2.6	4.2	3.6	2.9	1.2
酒类	40117	35.4%	30.4%	17.9%	16.6%	25.3	2.49	9.6	17.0	0.6	1.0	4.6
其他军工II	8514	39.2%	45.1%	75.6%	42.3%	7.2	0.62	0.7	0.0	2.7	2.0	1.0
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)								57.6	53.5	52.2	47.6	42.3

A股主要指数最新PEG值（截至2024.5.31）



沪铜

CU

01

方案严控新增产能，但冶炼端定价权有限

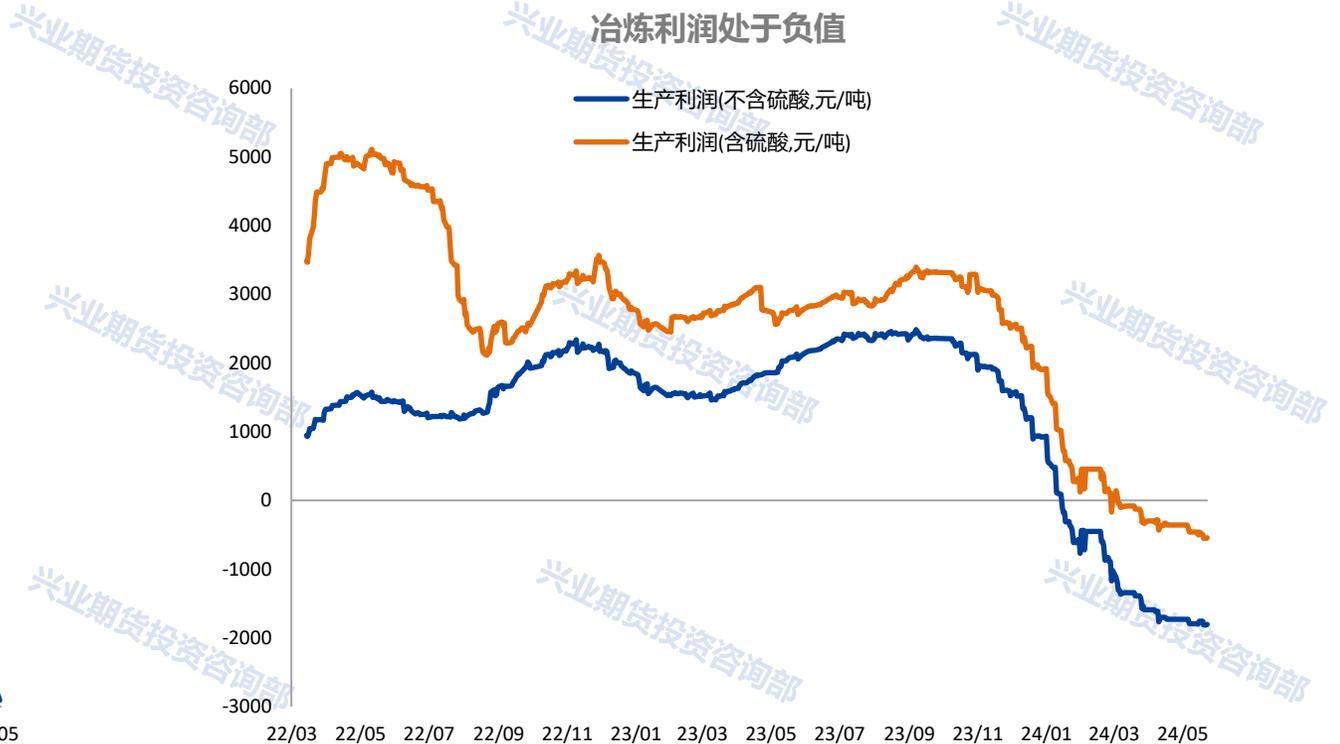
02

COMEX库存继续向下，市场做多意愿仍偏强

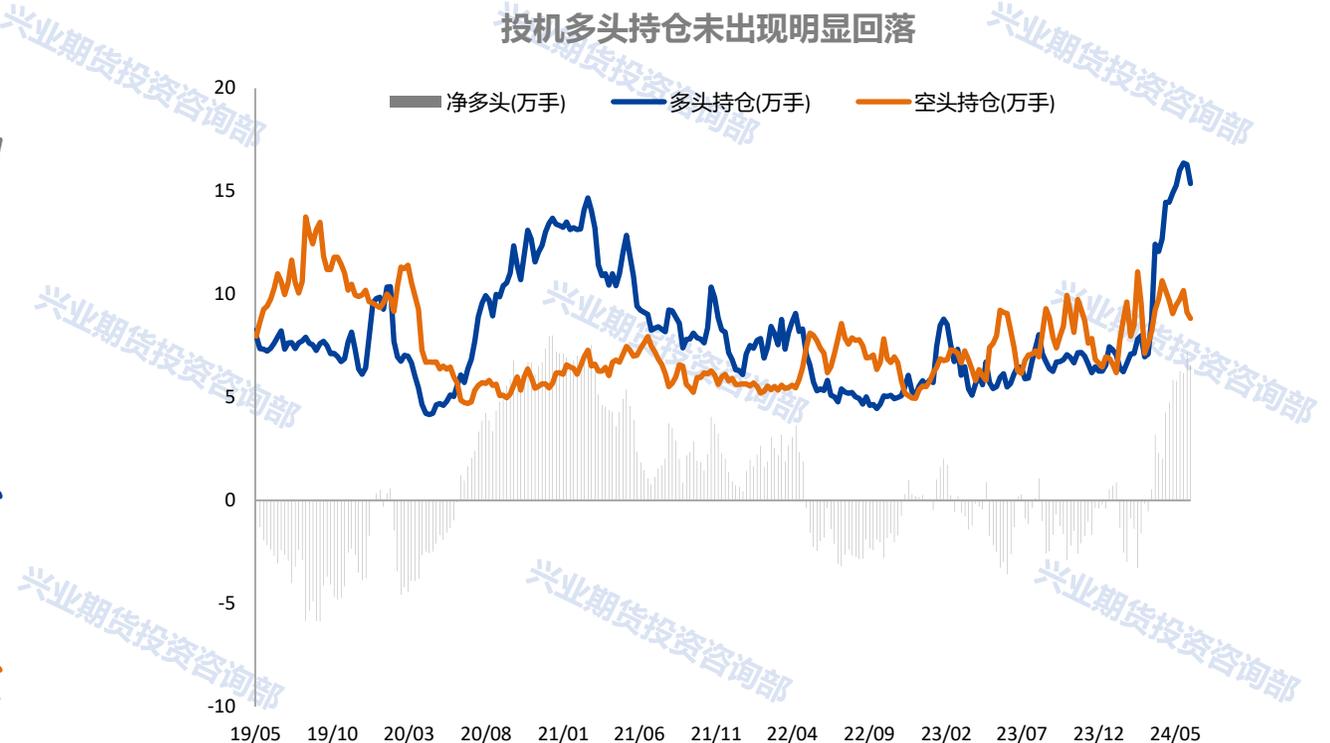
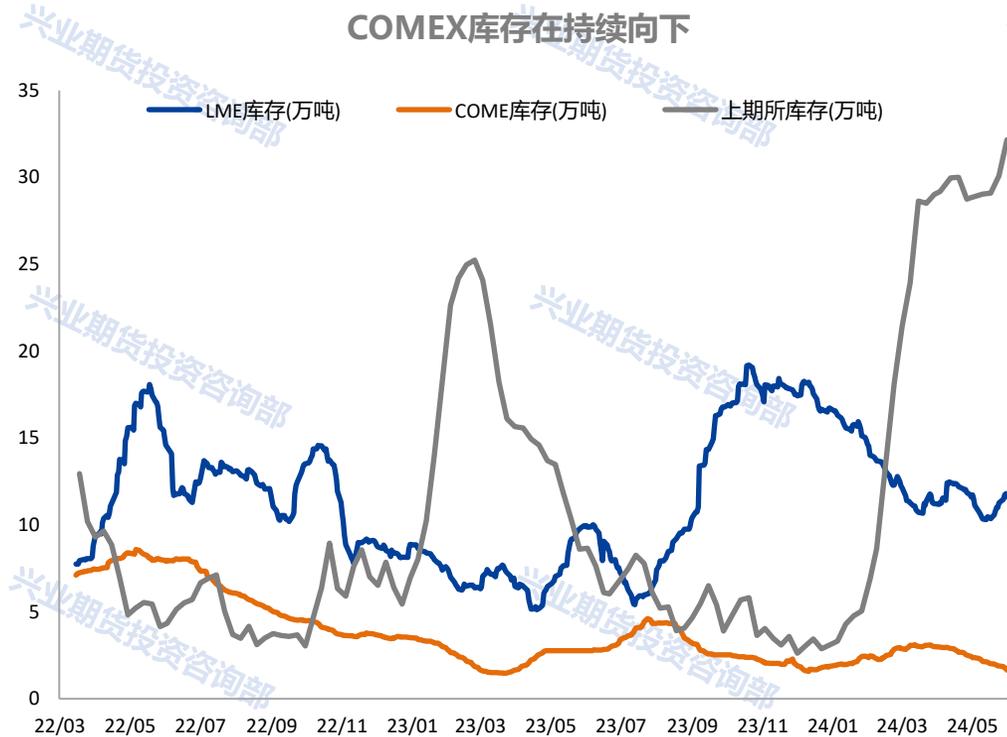
03

海内外需求均存潜在利多

- 5月29日，国务院对外发布《2024—2025年节能降碳行动方案》，对铜要严控冶炼新增产能。我国目前电解铜产能超1400万吨，产能利用率仅在80%附近，冶炼产能过剩问题仍较为突出。因此对新增产能的限制难以改变目前的供需结构。
- 从中期来看，随着新增产能的放缓冶炼端定价权及利润或有所改善。但在当前矿端供给紧张背景下，铜定价权仍在矿端。

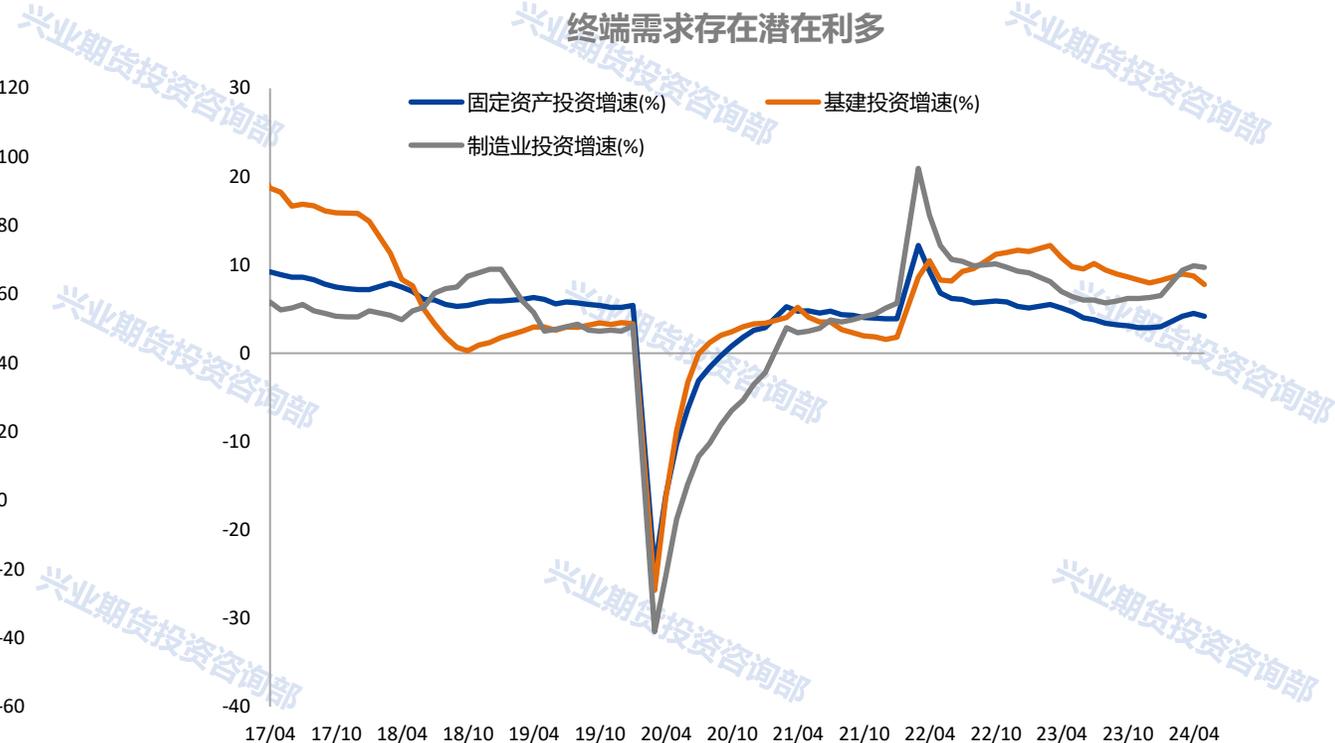
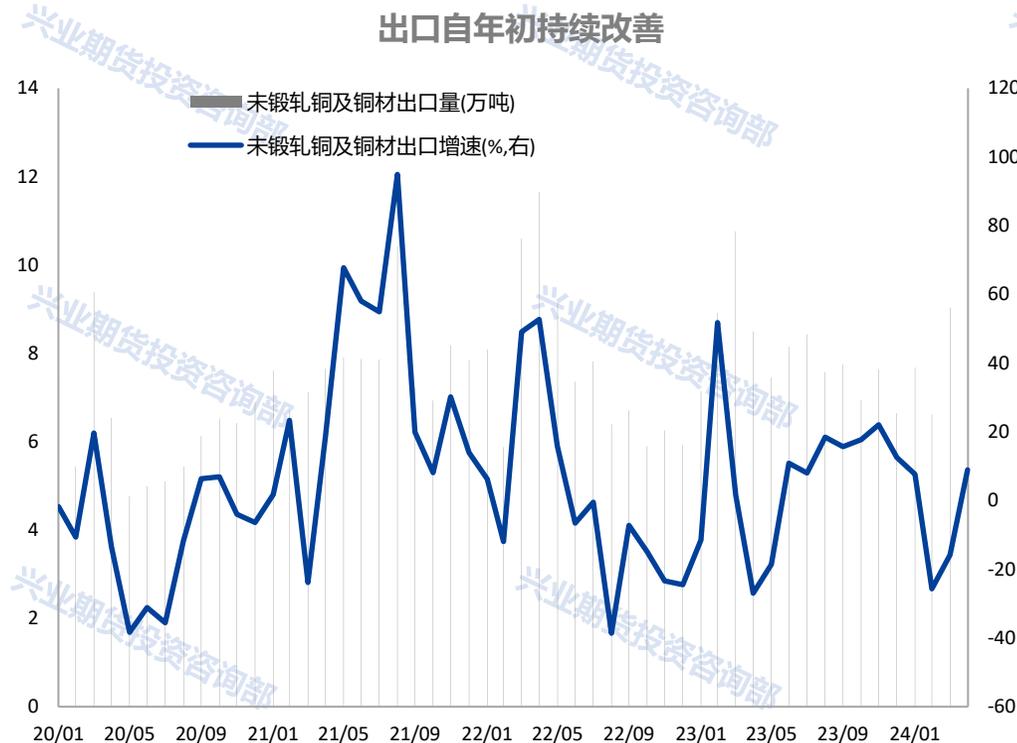


- ❑ 虽然有传言南美地区有铜正运往北美交货，但从目前的库存情况来看，COMEX铜库存仍向下，叠加目前船运较为紧张，是否能在7月前到货仍存不确定性。
- ❑ 从交易所持仓情况来看，CFTC多头和净多持仓虽然略有回落，但仍处在历史偏高水平，且空头持续仍谨慎，做多情绪仍偏强。



从数据表现来看，中美补库周期共振，年初以来我国对美出口金属制品增速明显改善，我国铜出口增速也自年初其出现明显抬升，家电出口也同样表现乐观。

国内方面，基建稳增长政策仍在持续加码，叠加房地产、设备更新、消费品以旧换新等政策均对铜终端需求存在潜在利多。





沪铝

AL

01

节能降碳行动方案强化电解铝供给刚性

02

绿电占比继续抬升，产量季节性特征加强

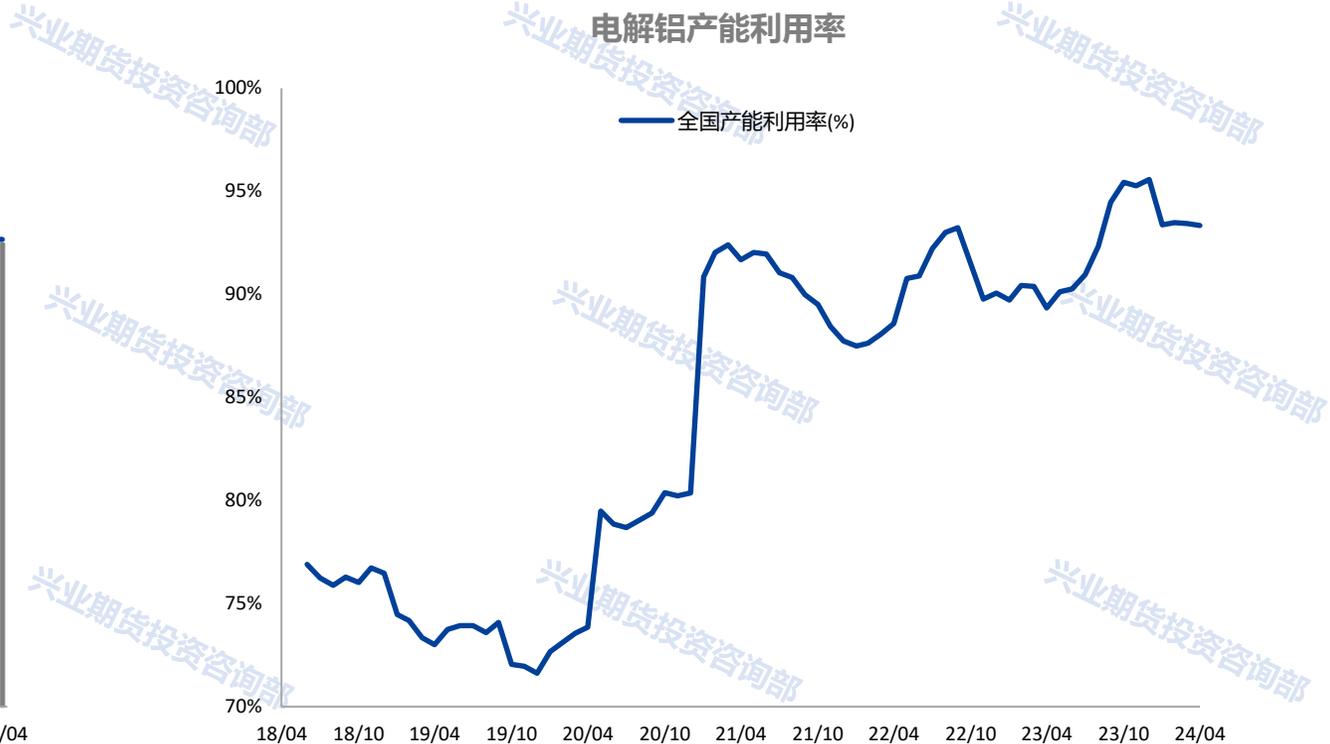
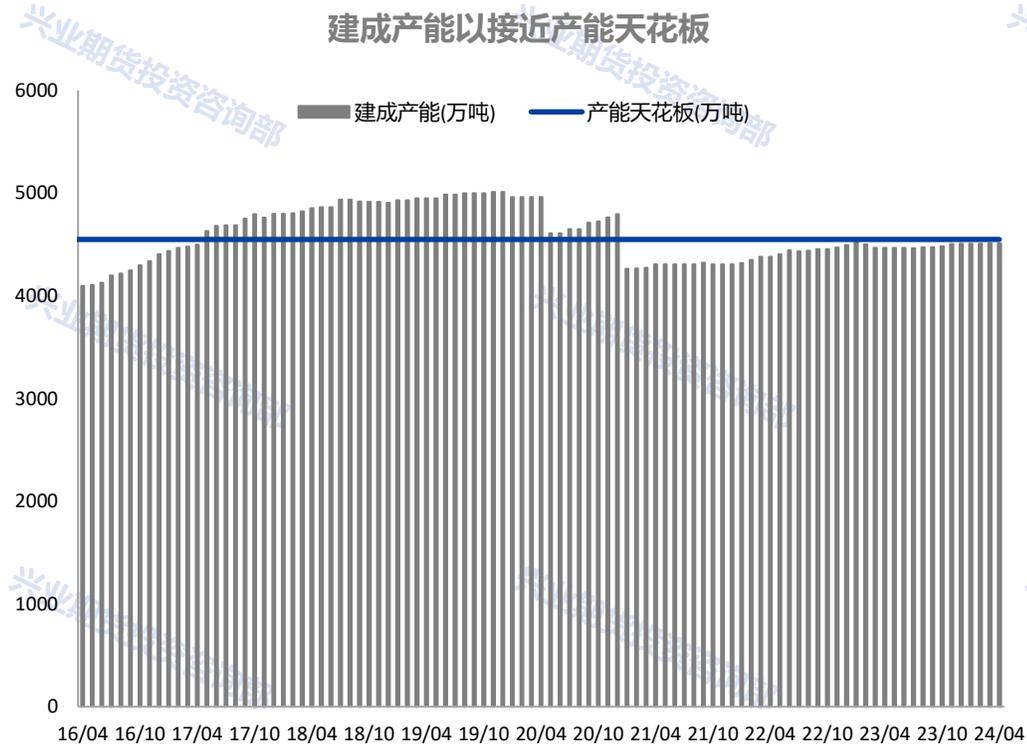
03

氧化铝产能过剩格局未变，供给预期改善

04

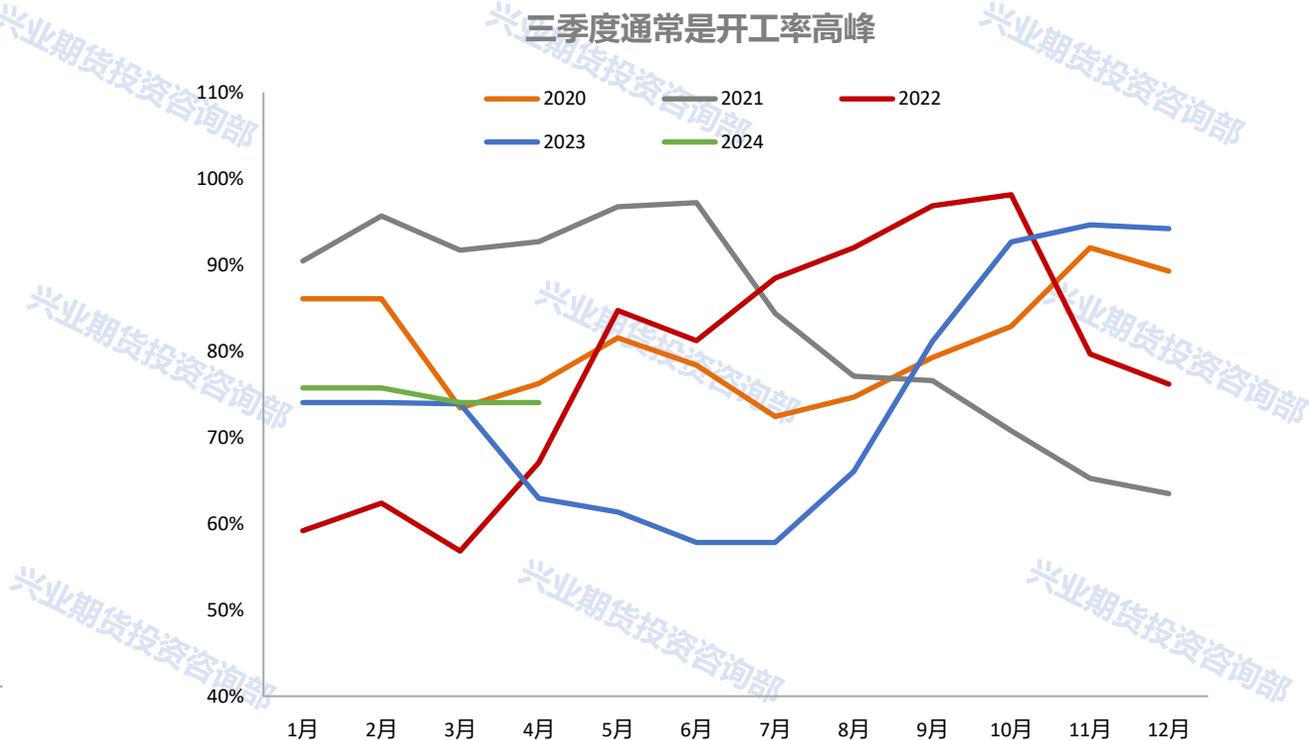
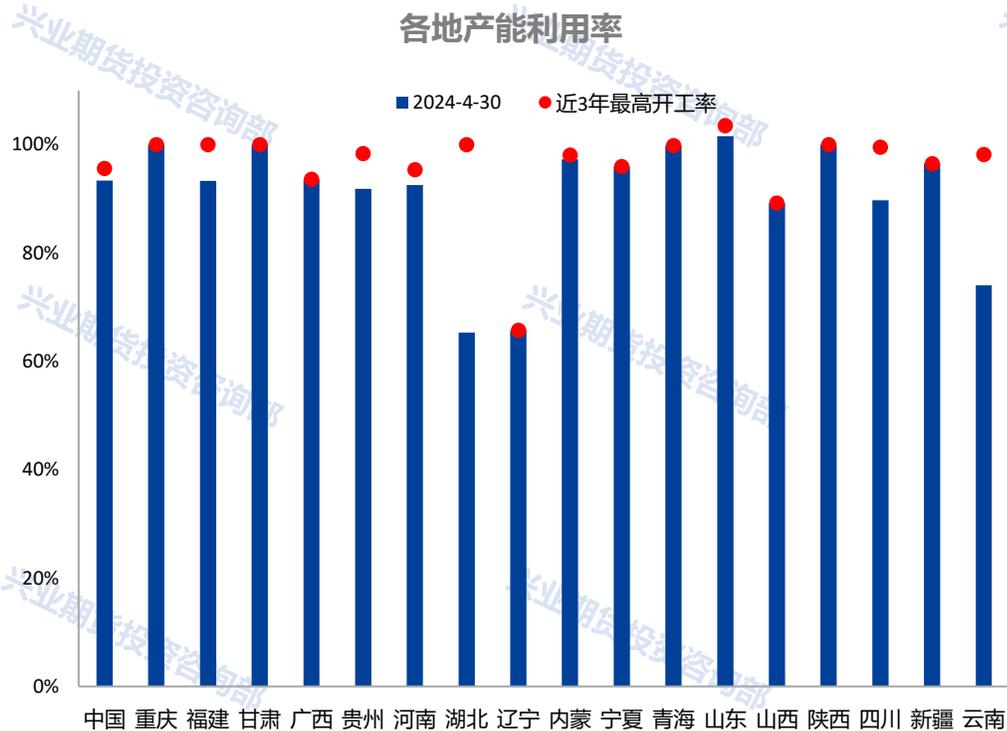
铝前期涨幅偏慢，价格向上空间充裕

- 5月29日，国务院对外发布《2024—2025年节能降碳行动方案》，明确加大节能降碳工作推进力度。对电解铝提到严格落实电解铝产能置换，新建和改扩建电解铝项目须达到能效标杆水平和环保绩效A级水平。
- 电解铝行业在2010年经历了产能出清后，4550万吨产能天花板较为明确，截止4月末建成产能已经达到了4511.85万吨，而目前市场开工率也处于历史高位，方案进一步强化了电解铝供给刚性。



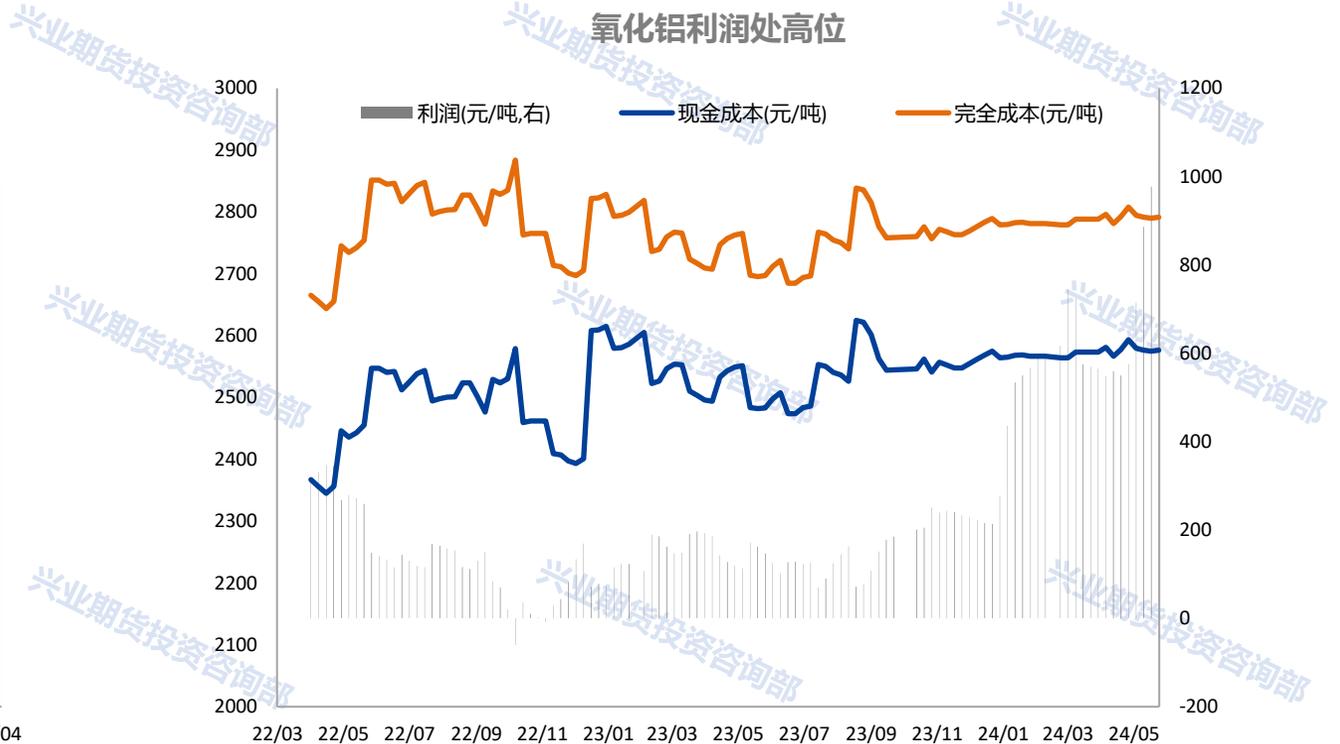
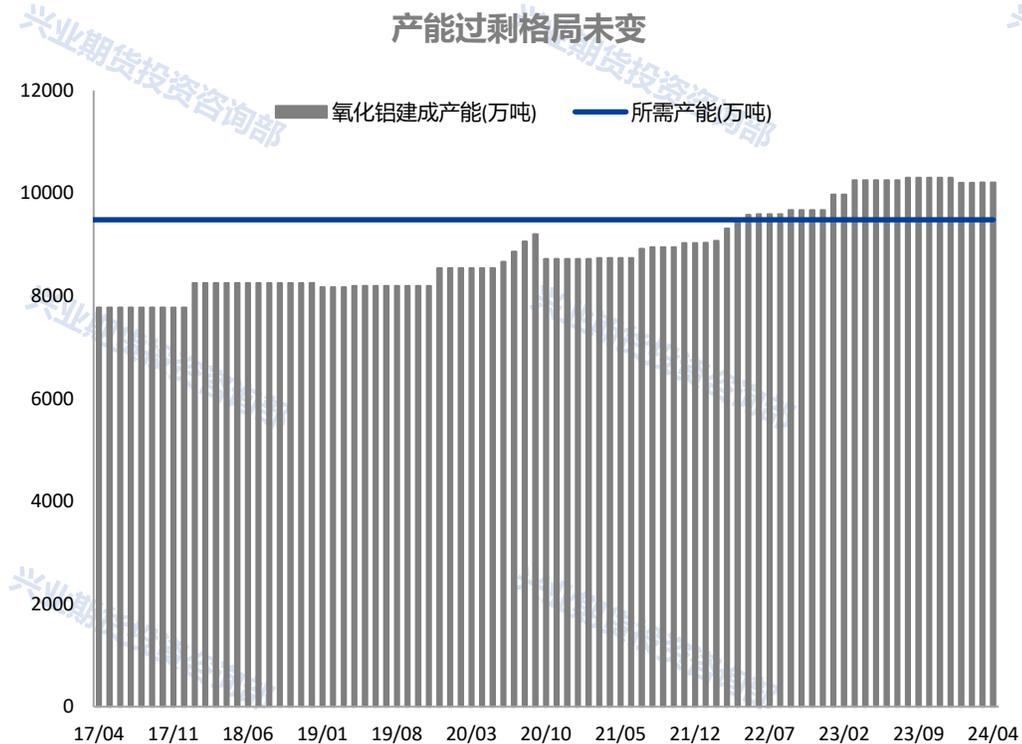
根据方案要求，电解铝生产向绿电省份迁移以及落后产能淘汰的节奏预计将进一步加快。在目前多数地区开工率均处于历史高位的背景下，供给稳定性预计将进一步下降。

此外从近两年云南水电供给来看，枯水季电解铝企业停产已成为常态，未来随着水电占比的抬升，产量的季节性特征预期将进一步抬升。

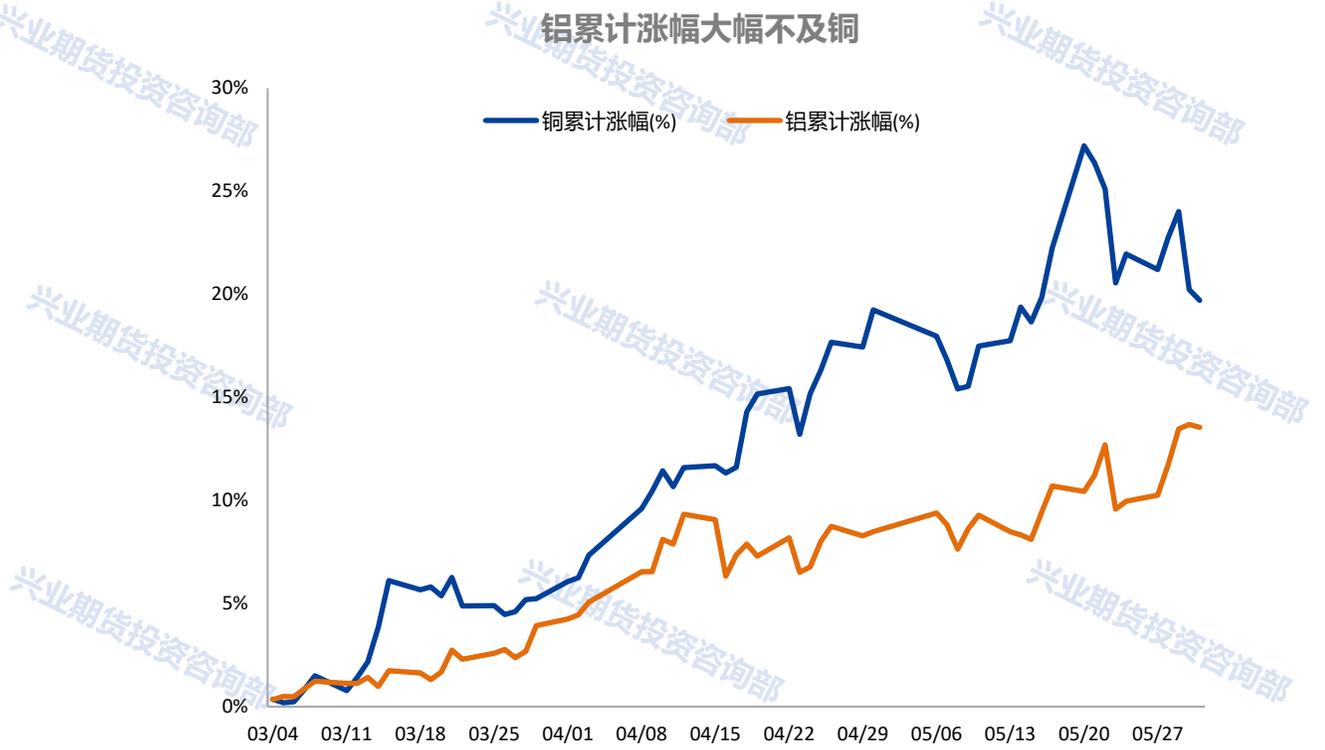
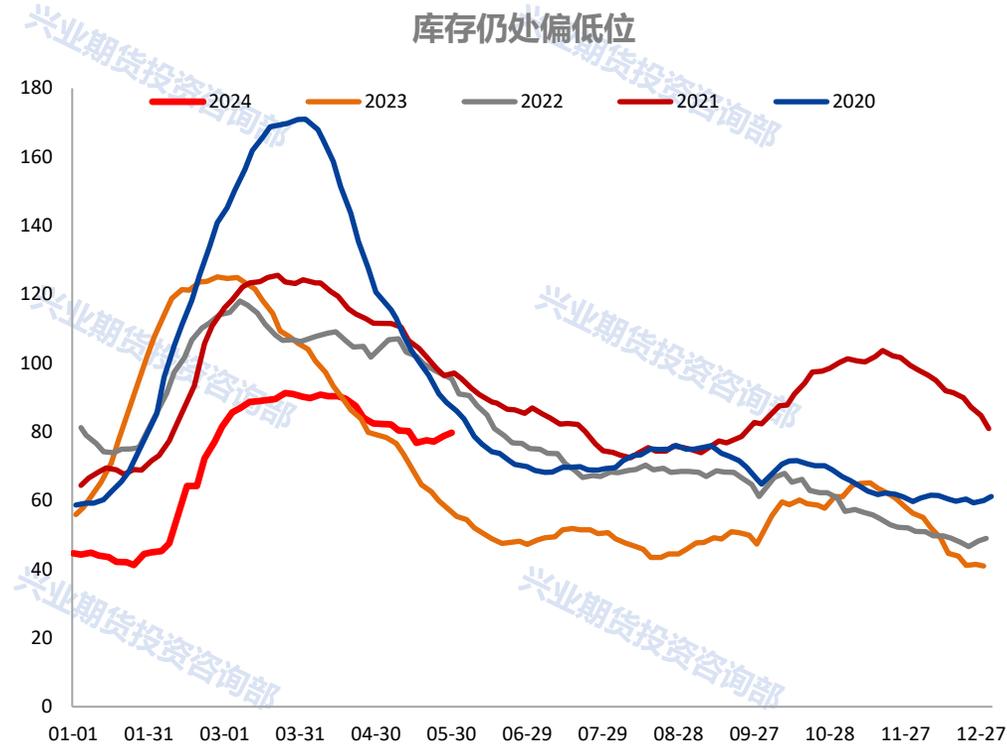


□ 《方案》对氧化铝提出要严控新增产能，虽然对新增产能的释放可能存在制约，但行业当下产能过剩的格局难以发生实质性转变。目前氧化铝建成产能超1万吨，远超目前所需规模。因此短期内氧化铝的主要影响因素仍在矿石供给。

□ 目前国内矿山复产预期增强，叠加海外矿石供给仍较为宽松，且氧化铝行业目前利润偏高，后续复产节奏或偏快。



- ❑ 《方案》还要求2025年铝水直接合金化比例提高到90%以上。虽然并非新政策，但铝水比例的提升将使铝锭库存持续处偏低水平，有助于打开价格向上空间。目前社会库存虽去化偏慢，但仍处偏低水平。
- ❑ 本轮有色金属的上涨自3月开始，但铝涨势始终偏慢，铝累计涨幅13.55%而铜累计涨幅已达到19.7%。





橡胶

RU

01

政策发力推动终端消费，需求传导亦较通畅

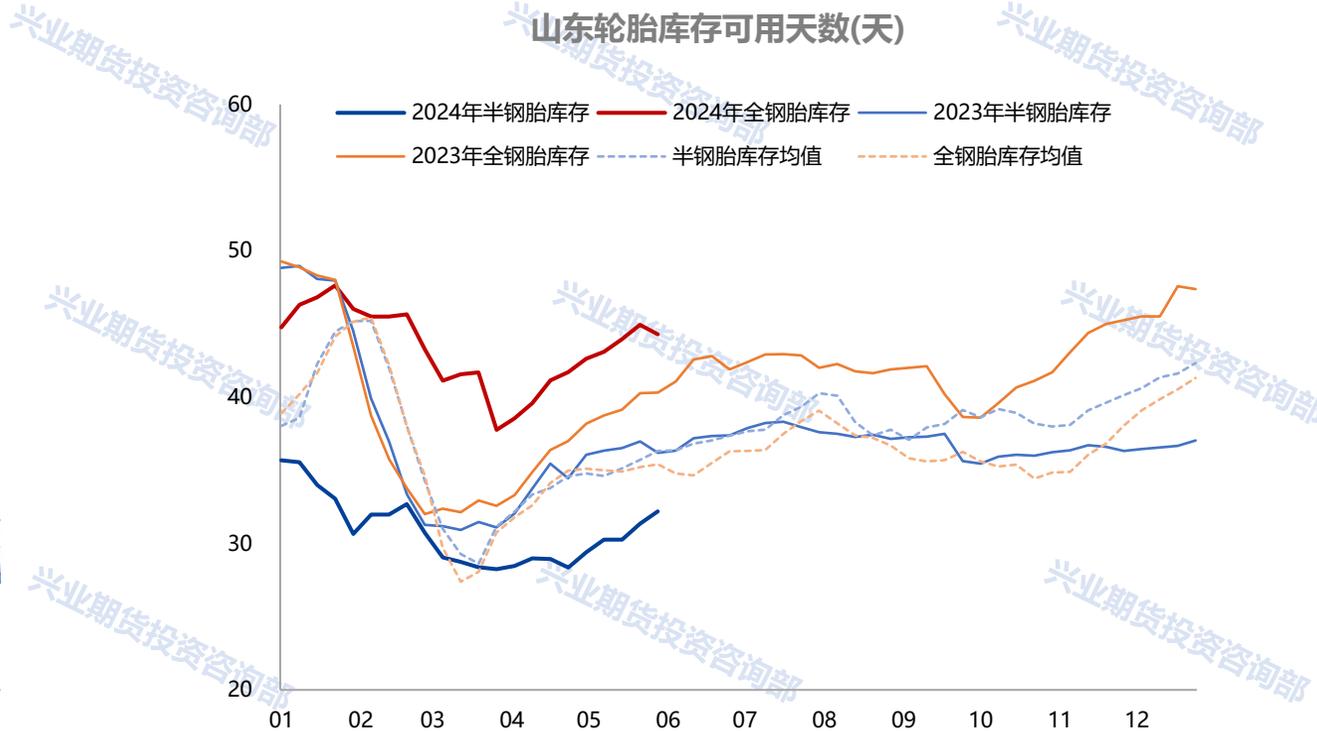
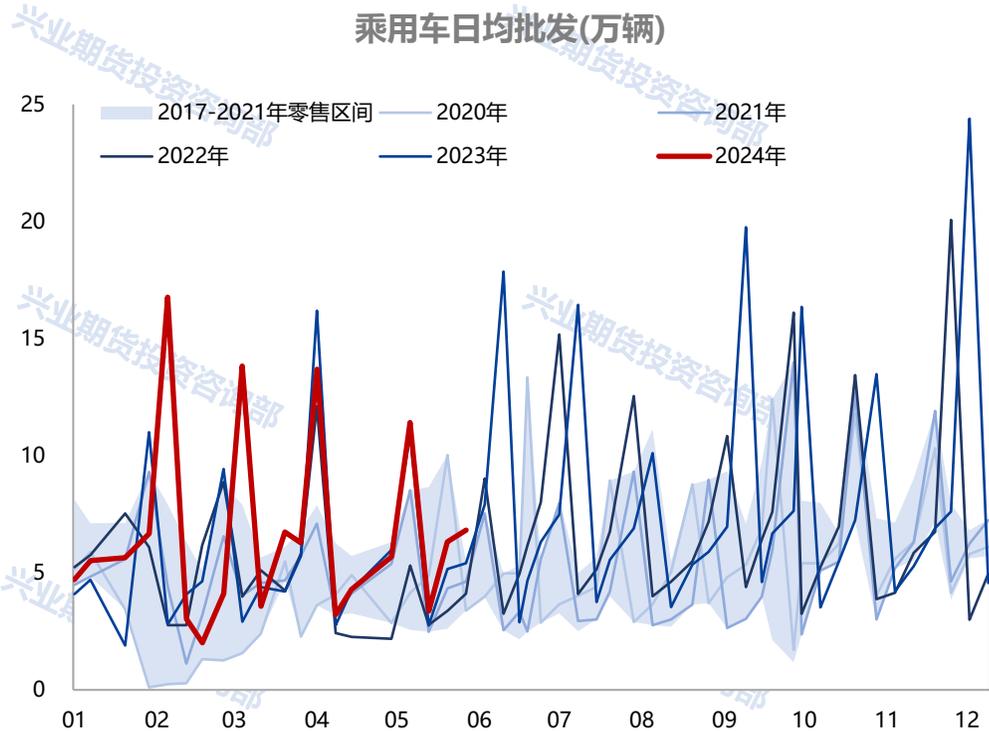
02

原料产出不及预期，收胶价格高位攀升

03

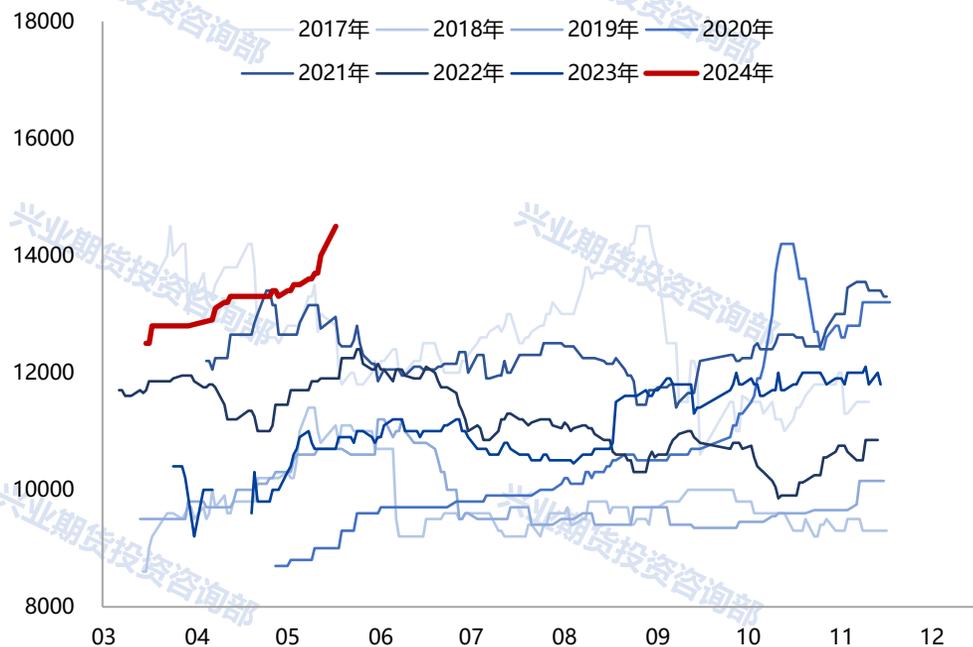
库存结构持续改善，基本面由积极因素主导

需求方面，节能降碳方案提出落实增强新能源汽车购买支持力度，以旧换新措施旨在推动乘用车零售增长，政策施力多管齐下，批发销量率先走高，终端车市产销预期维持乐观；而本周轮企开工状况虽边际小幅回落，但半钢胎开工率仍维持同期峰值，企业全钢胎库存则拐头向下，橡胶需求传导亦未受阻。

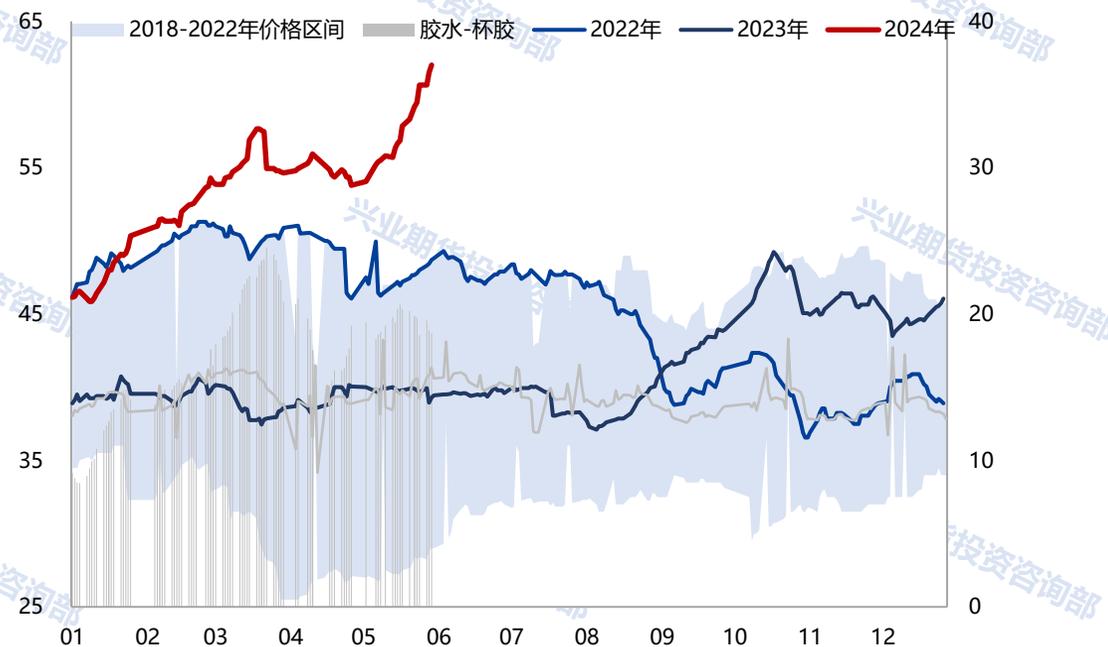


供应方面，国内产区物候条件改善程度有限，云南地区累计降水距平依然偏低，割胶进程不时受到扰动，当地原料价格不断攀升，增产季天胶生产不及预期；而东南亚各主产区亦受制于气候变动带来的负面影响，泰国、印尼等国橡胶产出均创下近年同期最低水平，合艾市场杯胶价格则已升至历史新高，天然橡胶供应端增量有限。

云南原料价格走势(元/吨)



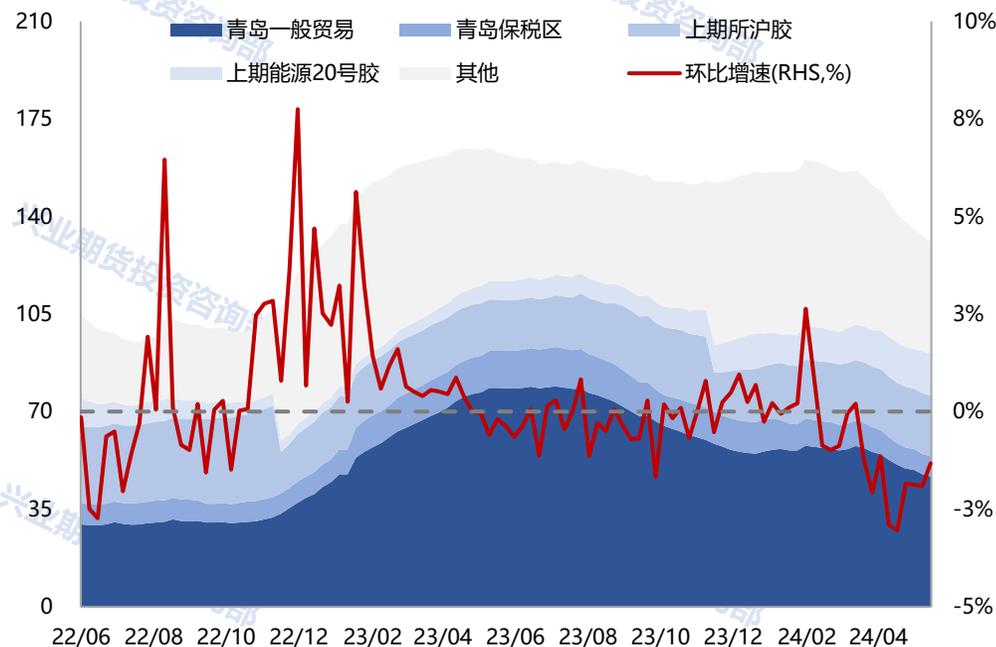
泰国杯胶价格走势及原料价差(泰铢/公斤)



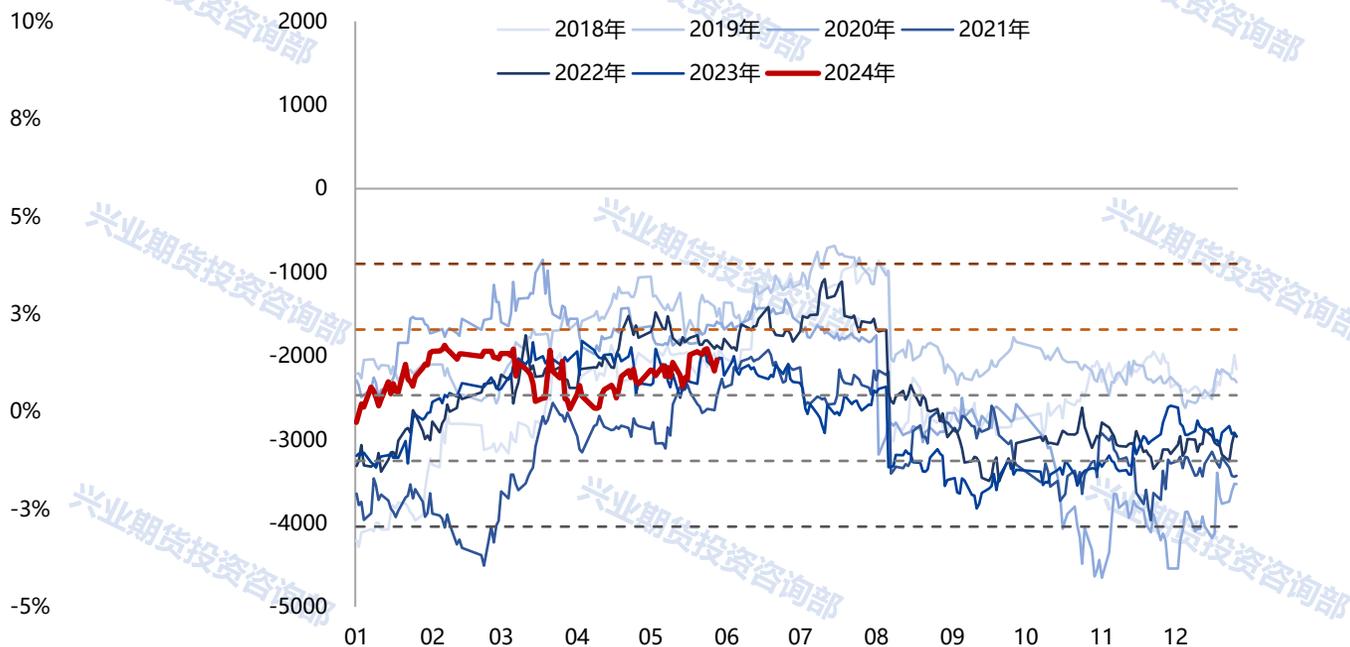
□ 库存方面，本周一般贸易库存入库率虽小幅增长，但下游采购积极性不减，港口维持降库态势，而原料供给较少制约沪胶仓单注册，产区库存亦低位运行，橡胶库存结构继续改善。

□ 综合来看，政策施力加码推进，车市消费预期乐观，橡胶需求稳步增长，而国内外各产区原料供给均同比显著下滑，供减需增抬升橡胶价格中枢；且考虑当前基差并未走扩，现货资源偏紧、涨价迅速，对期价支撑也进一步走强。

天然橡胶库存结构(万吨)



泰国混合胶基差(RU)走势及统计特征





甲醇

MA

01

产量延续增长，到港量依然偏少

02

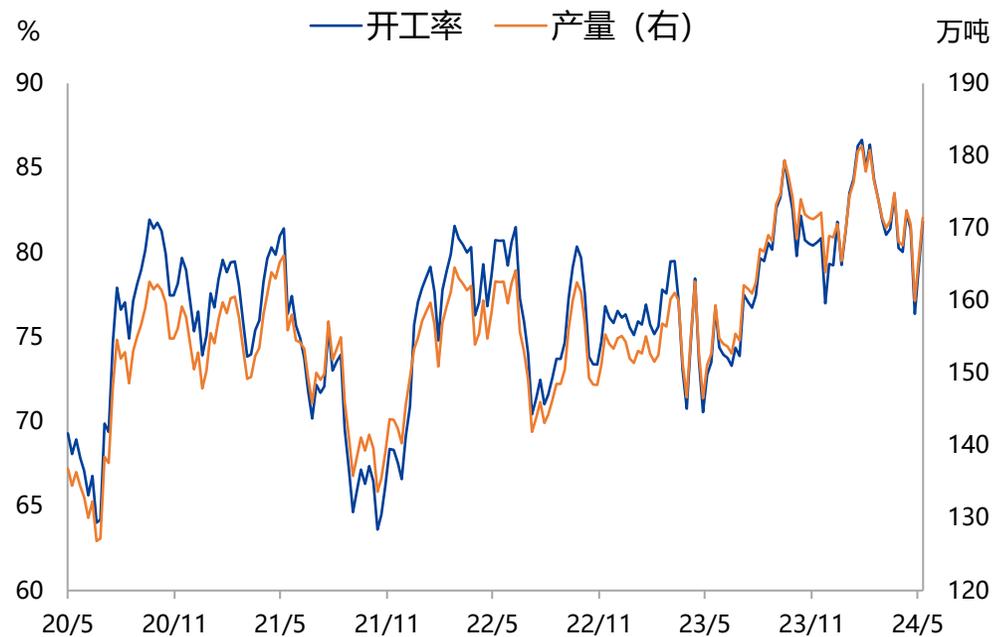
订单显著减少，需求开始转弱

03

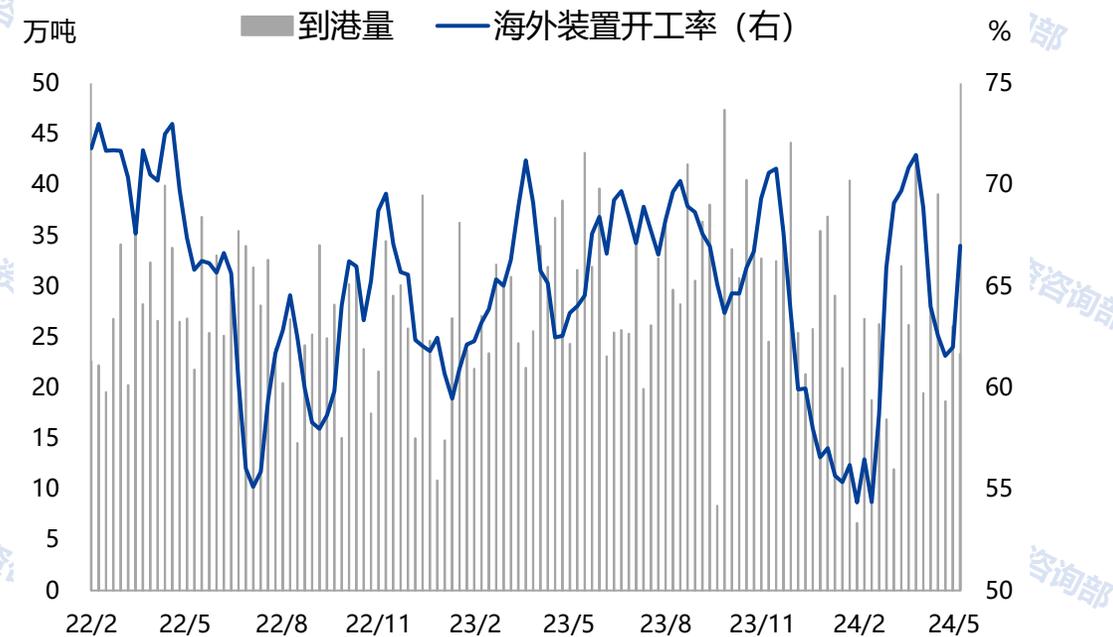
库存持续增长，下游亏损严重

- 检修装置陆续重启，本周甲醇开工率回升2.2%至80.9%，下周5套装置计划重启，开工率预计回升至83%以上。6月无集中检修计划，甲醇周度产量如果超过180万吨，将导致生产企业库存加速积累。
- 马油大装置重启，海外甲醇装置开工率回升。最近两周到港量维持在30万吨以下，下周抵港船只较少，6月进口量大幅增长的预期可能再度落空，导致沿海供应紧张，价格维持高位。

检修陆续结束，产量重新增长（截至5.31）



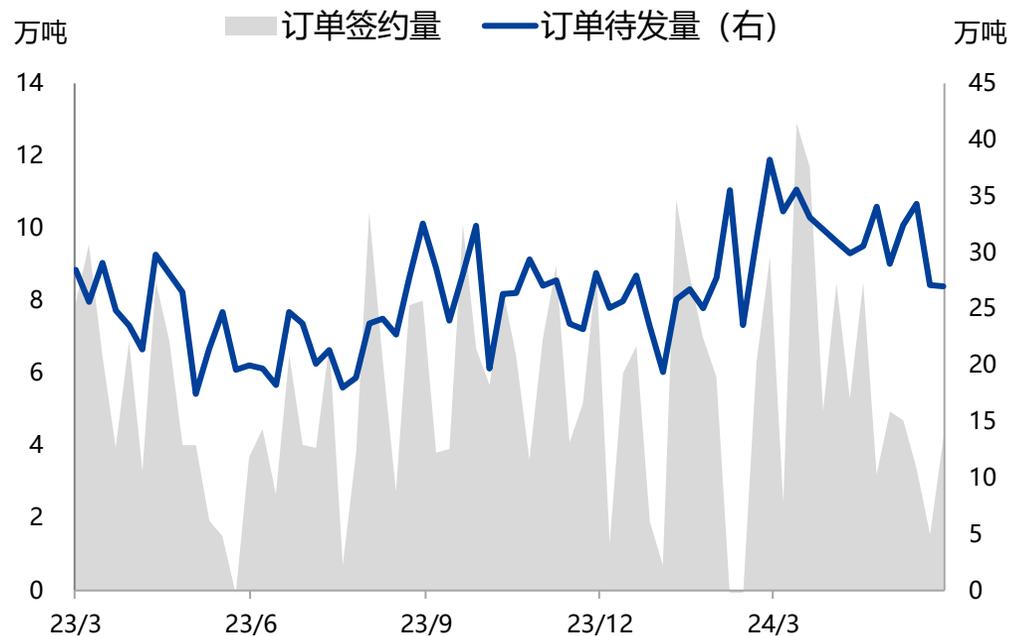
海外开工回升，到港量较少（截至5.31）



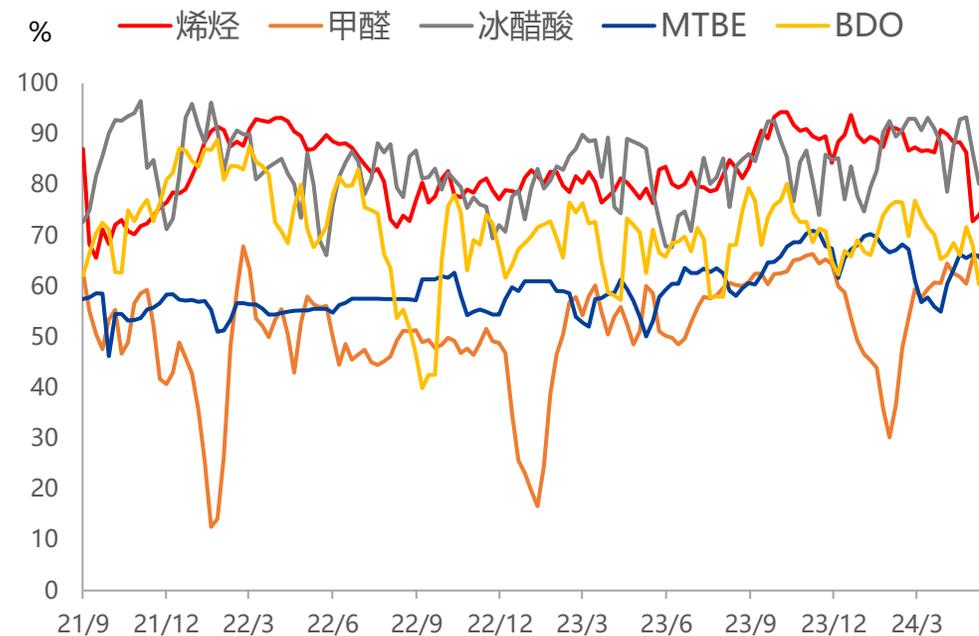
■ 西北样本生产企业订单签约量为4.33 (+2.69) 万吨，生产企业订单待发量为27 (-0) 万吨。传统下游的甲醇采购量小幅增加，但烯烃的甲醇采购量达到3月以来最低。

■ 沿海多套烯烃装置停车，并且短期内无重启计划。冰醋酸装置集中检修，开工率下降至今年最低。MTBE、甲醛和二甲醚开工率虽然处于中等水平，但生产利润偏低，开工率大幅提升可能性较低。低利润导致下游开工积极性降低，同时淡季临近，甲醇需求预期下滑。

甲醇生产企业订单显著减少 (截至5.31)



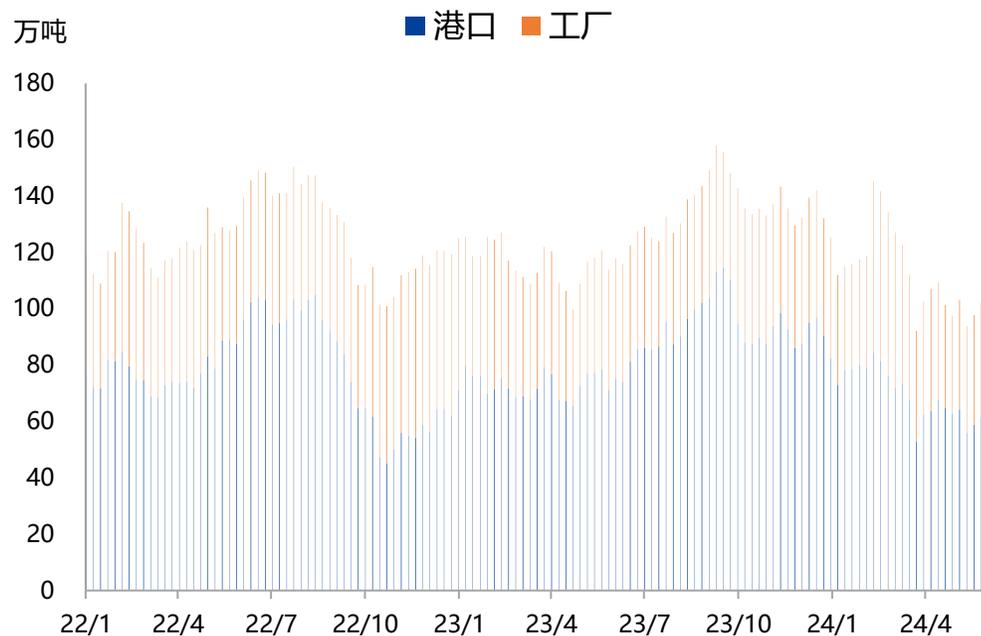
烯烃和醋酸开工大幅下降 (截至5.31)



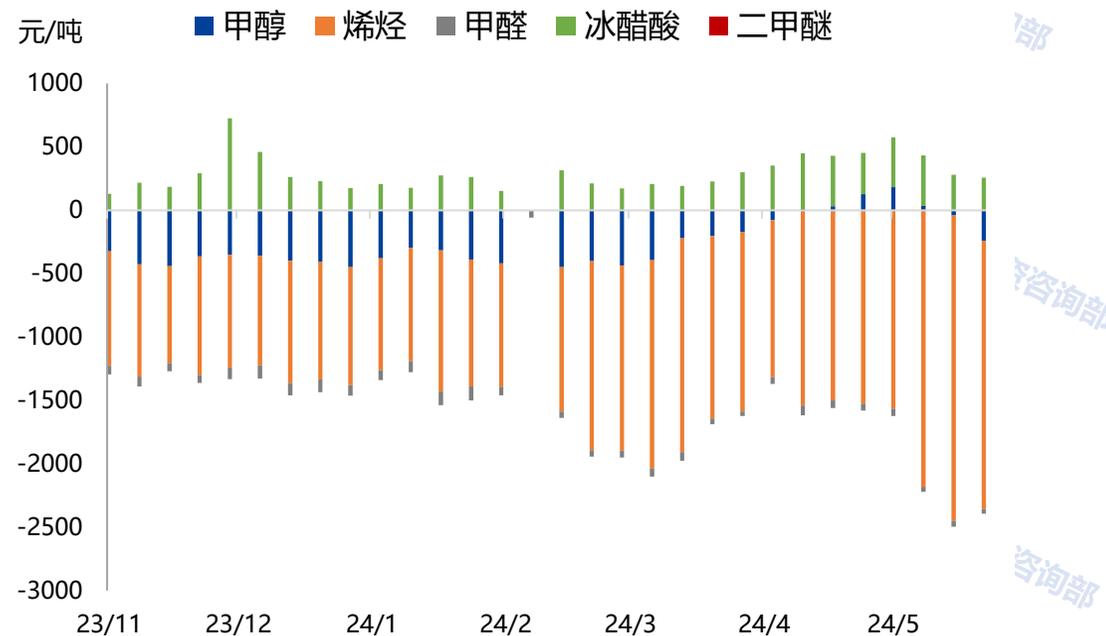
□ 本周港口库存为61.44 (+2.62) 万吨，因到港量差异，华东去库而华南累库。生产企业库存为40.72 (+1.78) 万吨，除西北外其他地区库存均增长。生产企业库存和港口库存延续增长，6月产量确定增长，到港量可能偏少，内地弱沿海强的情况短期内不会彻底改变。

□ 本周煤价转而下落，不过甲醇现货价格加速下跌，内蒙煤制甲醇亏损增加至200元/吨。华东外采甲醇制烯烃理论亏损减少至2100元/吨，是过去三年最高。整个甲醇下游利润都偏差，将限制甲醇现货价格上涨。

工厂和港口库存积累 (截至5.31)



烯烃亏损严重 (截至5.31)





螺纹

RB

01

建筑钢材需求意外回落，板材需求高位下降

02

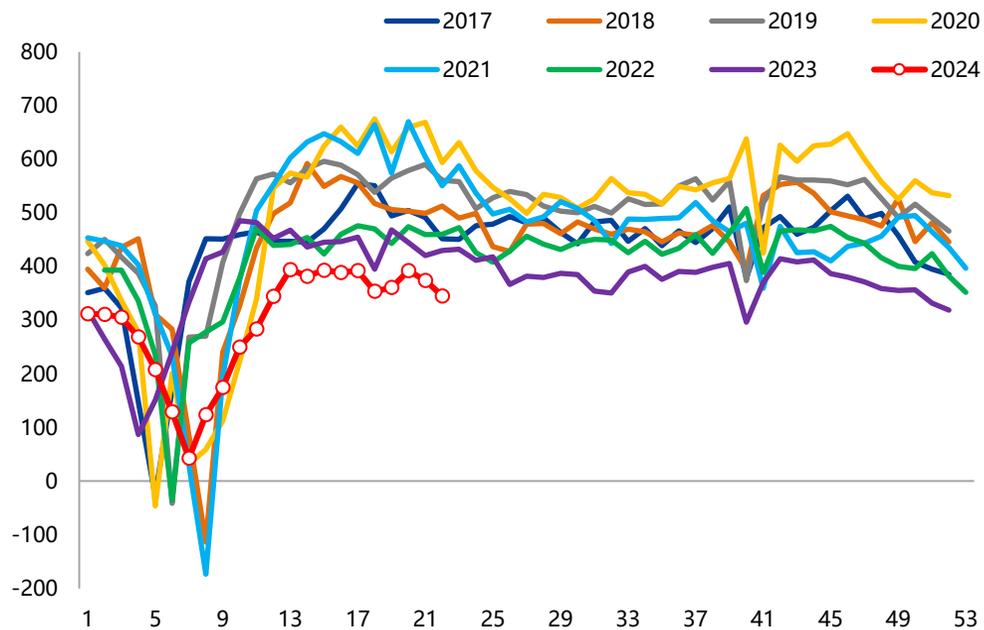
钢材去库速度放缓，淡季可能存在累库风险

03

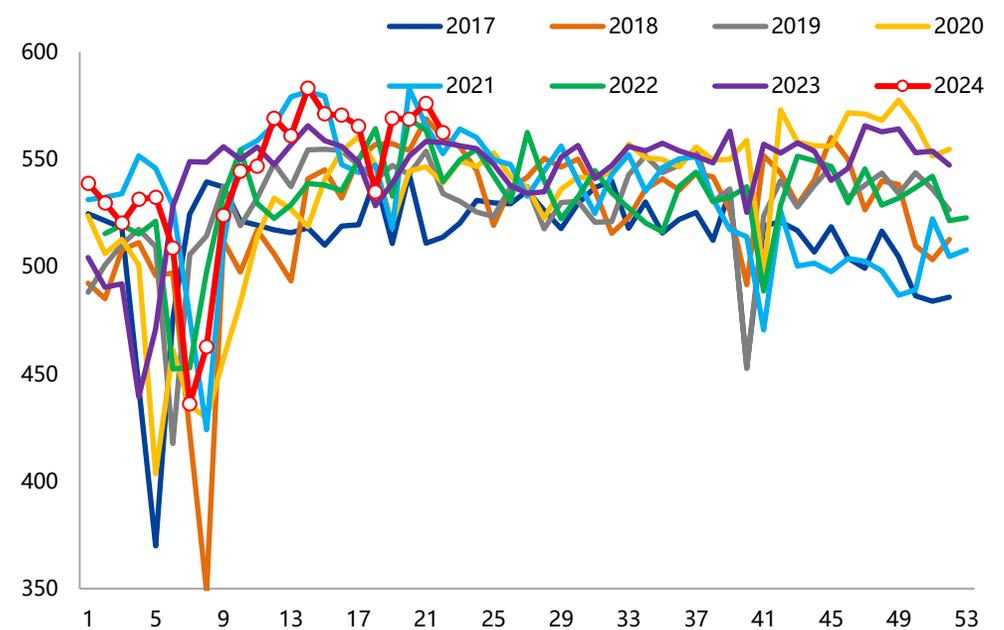
产业链负反馈风险上升，螺纹多单配合铁矿新空持有

□ 本周建筑钢材及板材周度表需双双回落，表现不及预期。其中建筑钢材周度表需录得345.34万吨，环比同比均下降，且降幅扩大；板材周度表需562.48万吨，同比增幅收窄。钢材消费的走弱，可能与建筑施工季节性有关，而财政加速与地产放松的政策效果短期还未显现。不过，考虑到国内稳增长的政策主线，以及海外制造业周期回暖、美国补库存启动的利好，钢材消费也没有失速的担忧。

建筑钢材周度表需 (更新至5.31)

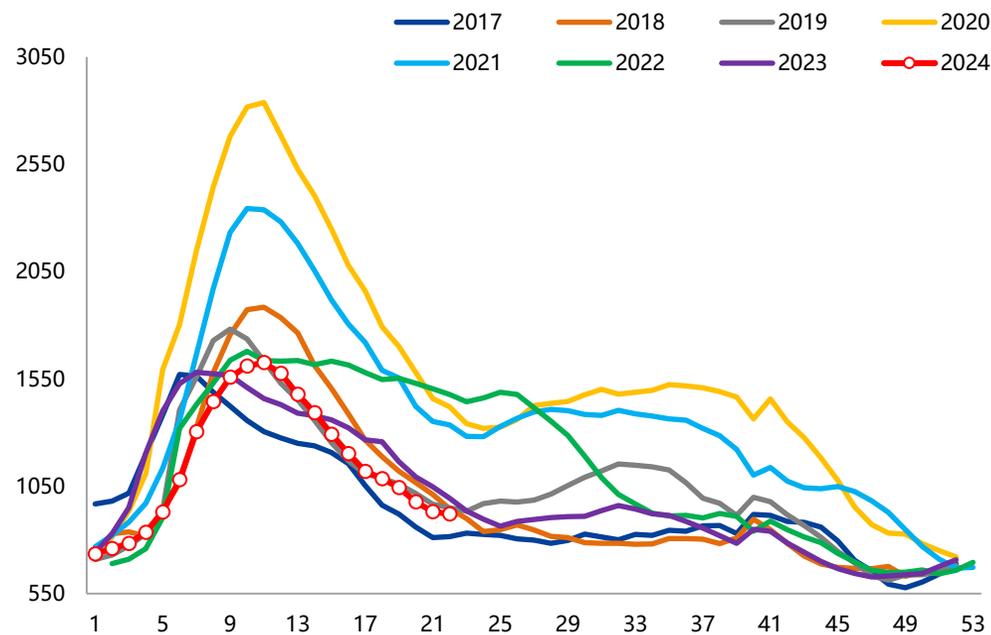


板材周度表需 (更新至5.31)

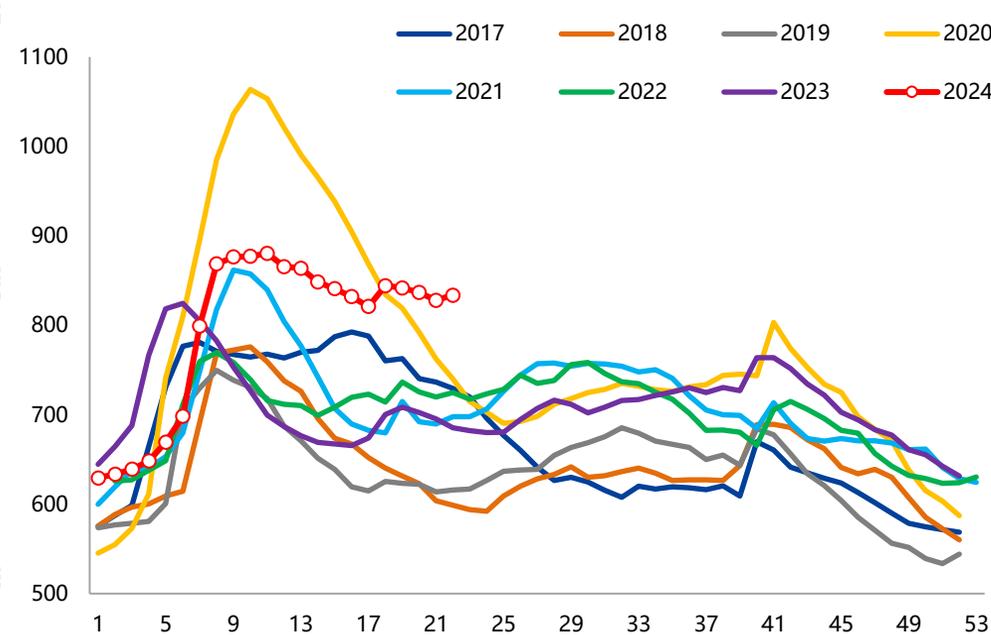


由于需求的意外回落，本周钢材总库存下降速度明显放缓，其中建筑钢材周度去库10.68万吨，板材周度增库5.78万吨，总库存周度下降4.9万吨。虽然建筑钢材库存绝对值已不高，但板材库存较正常水平仍高出约150万吨，钢材淡季出现增库的风险。

建筑钢材总库存下降放缓（更新至5.31）

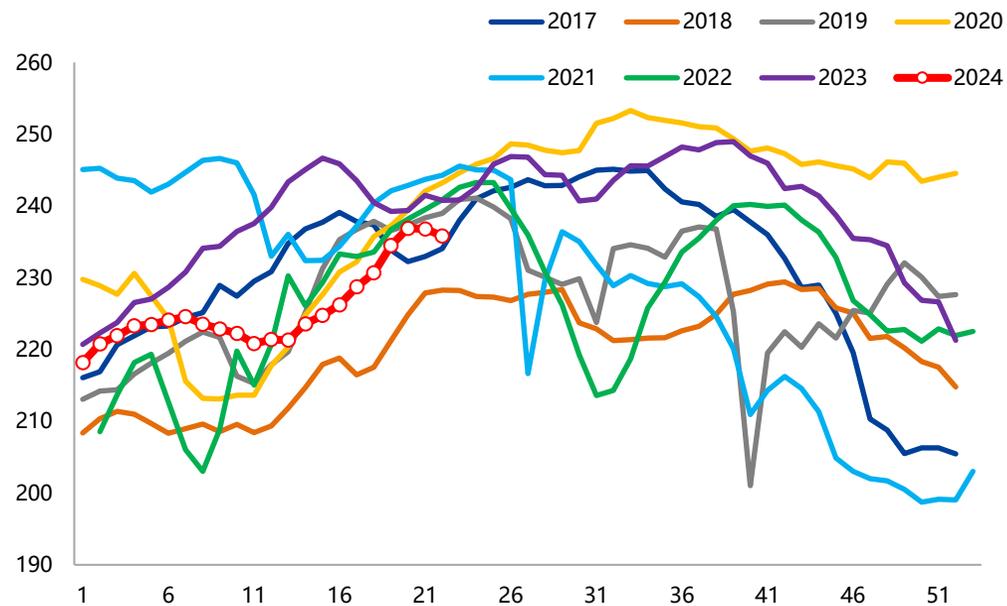


板材总库存有降转增（更新至5.31）

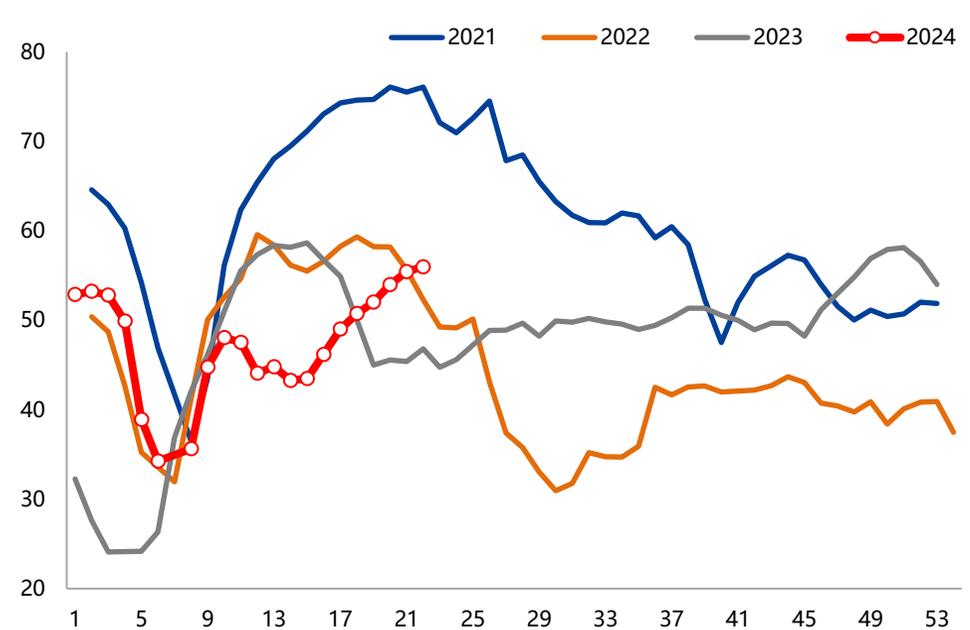


随着钢材消费出现阶段性见顶信号，钢厂即期利润转弱，钢厂复产也接近尾声。截至5月31日，钢联样本日均铁水产量小幅下降至235.83万吨，富宝样本废钢日耗增至55.98万吨，高炉生产下降，电炉复产节奏放缓；五大品种钢材周度产量环比需增6.91万吨至902.92万吨。如果钢材淡季需求难以改善，出现累库风险，不排除钢铁产业链再度出现阶段性负反馈的可能，钢价短期承压。不过考虑到建筑钢材供需结构仍相对健康，且宏观有托底，估值在产业链中并不高，因此调整幅度可能相对有限。策略上，螺纹多单可新增铁矿空单持有。

高炉铁水日产连续2周下降（更新至5.31）



废钢日耗量增速放缓（更新至5.31）





铁矿

01

四大矿山发运回补，非主流矿山发运延续高增

02

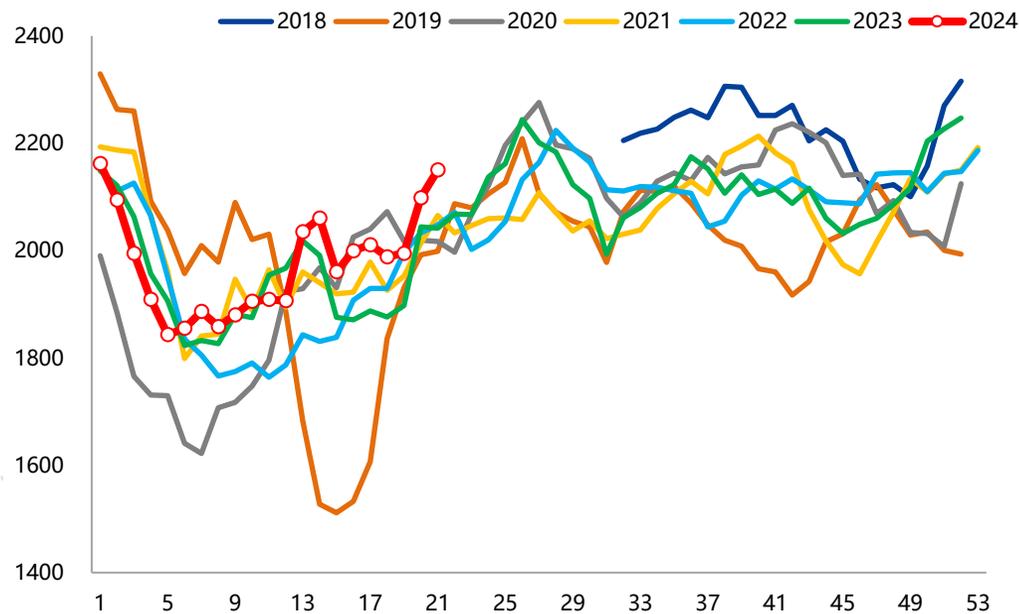
钢材弱现实压力显现，钢厂复产接近尾声

03

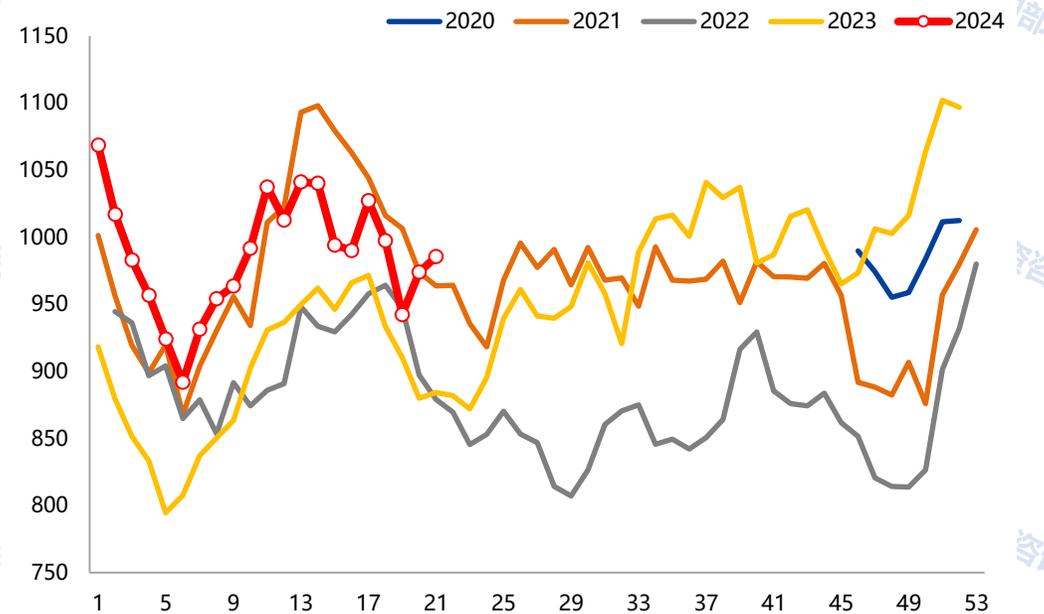
铁矿基本面偏弱、估值偏高，作为新增空配标的

- 每年二季度，四大矿山的FMG、BHP进入财年最后一季度，一般存在发运冲量需求。今年FMG一季度发运不及预期，二季度发运回补压力较突出。叠加天气等扰动因素减弱，5月四大矿山发运量环比同比大幅上升。
- 同时，随着铁矿美金价格回到110美金以上，全球非主流矿山发运也逐步回升，延续高增状态。
- 今年前21周，钢联口径，全球铁矿石发运量已同比多增约2719万吨。

四大矿山铁矿发运量 (更新至5.24)

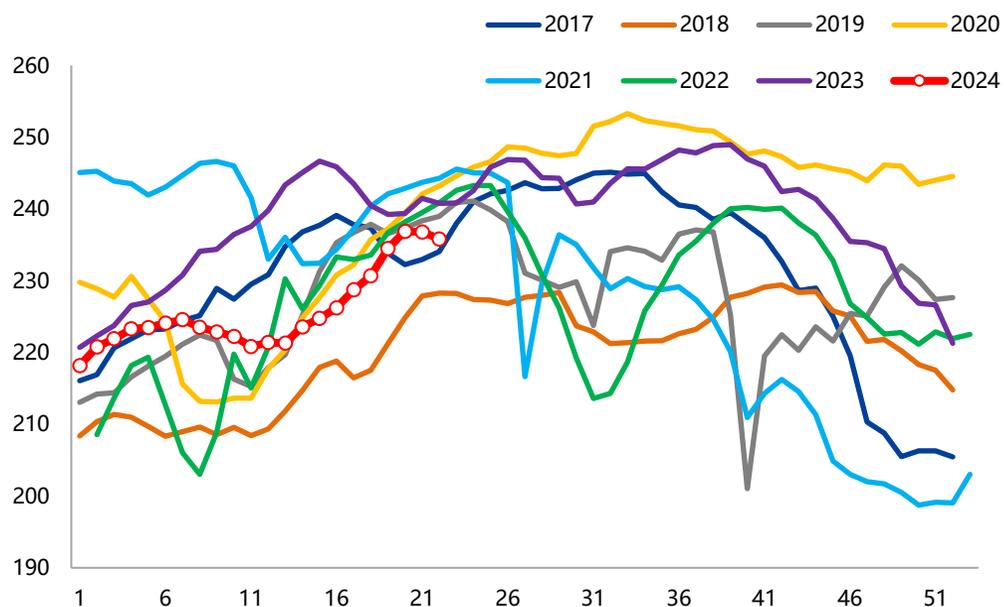


非主流矿山铁矿发运量 (更新至5.24)

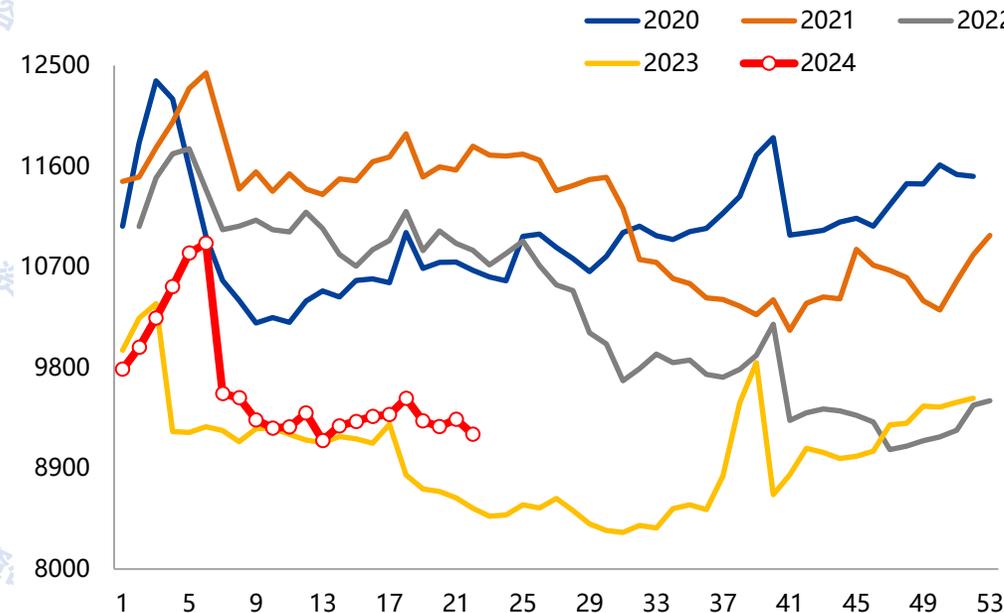


同时，由于季节性影响显现，宏观稳增长政策生效拉动钢材消费增长还需要时间验证，钢材需求出现阶段性见顶信号。本周建筑钢材需求意外大幅走弱，板材需求也高位下降，叠加钢材产量继续回升，使得钢材总库存下降速度明显放缓，钢联样本五大钢材品种单周总去库幅度下降至4.9万吨。钢材淡季出现增库的风险。在此情况下，长流程钢厂复产基本接近尾声。本周铁水日产连续第2周下降。

高炉铁水日产连续2周下降（更新至5.31）

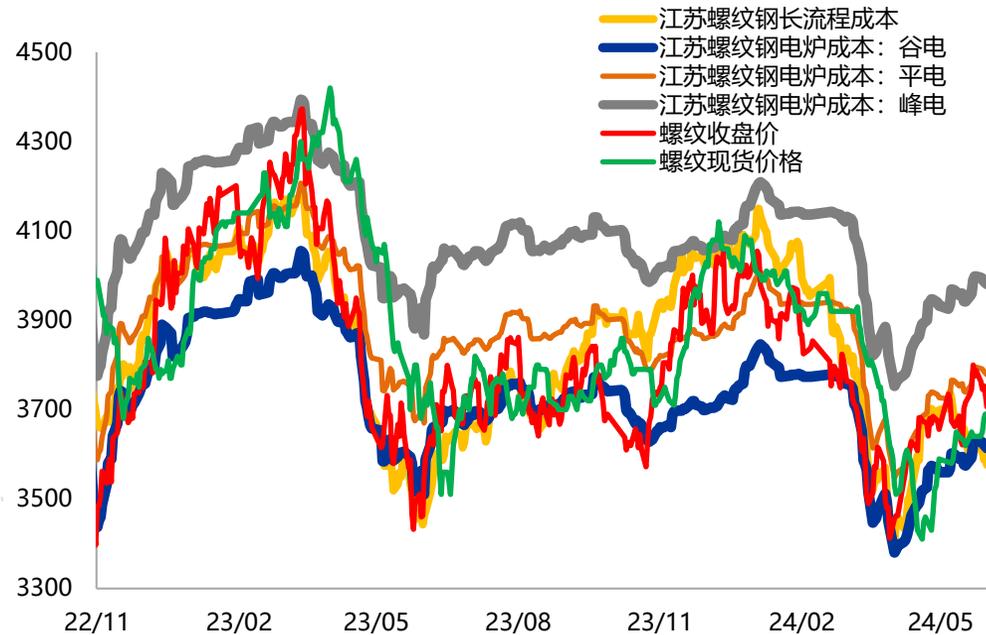


钢厂进口矿库存逐步下降（更新至5.31）

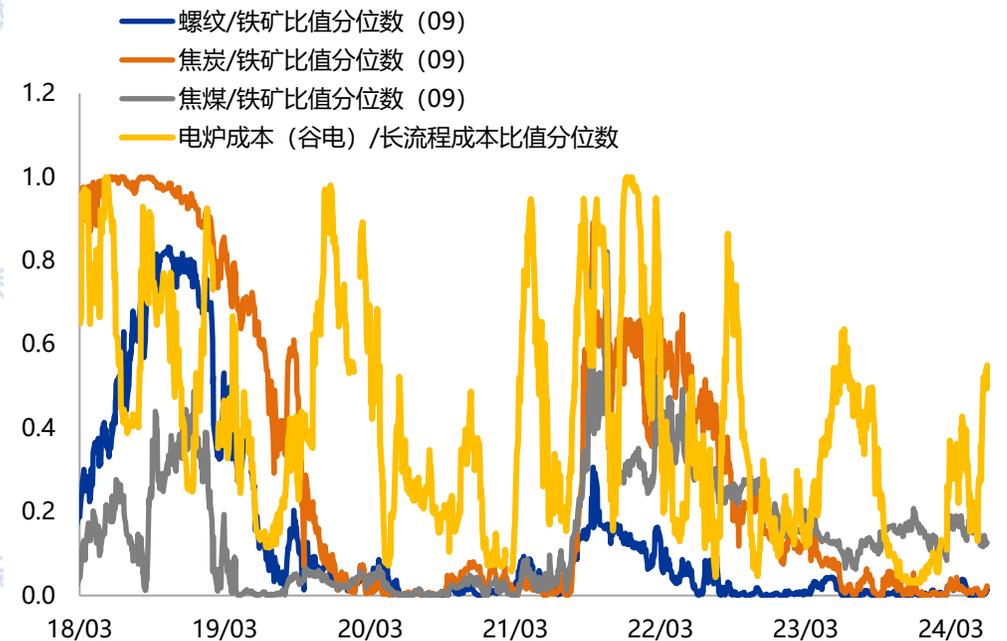


□ 钢材消费阶段性见顶，钢材去库明显放缓、淡季累库风险上升，钢厂即期利润偏低，钢铁产业链负反馈再度发生的风险有所上升。考虑到铁矿石过剩矛盾一直在积累，且绝对估值和在产业链中的相对估值均偏高，在黑色金属板块弱现实压力显现的阶段，铁矿石可作为较好的空配标的。

钢厂即期利润偏低（更新至5.31）



铁矿在产业链中的相对估值偏高（更新至5.31）



玻璃

FG

01

刚需韧性且下游库存偏低，地产政策优化效果待显现

02

高供应压力下，玻璃厂库存重心缓慢下移

03

玻璃毛利持续回落，浮法玻璃冷修有所增多

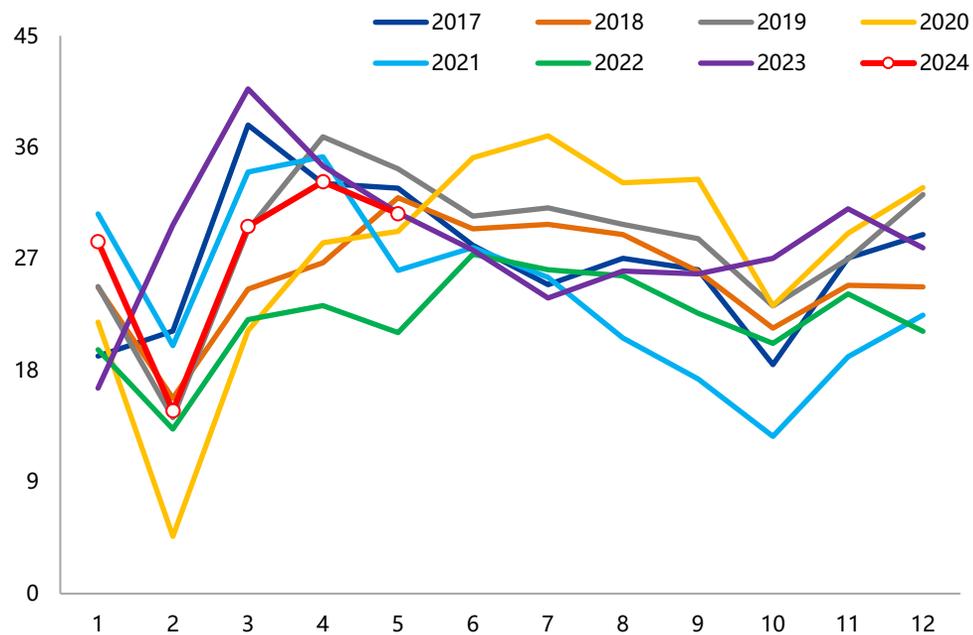
04

玻璃基本面具备改善潜力，09合约前多耐心持有

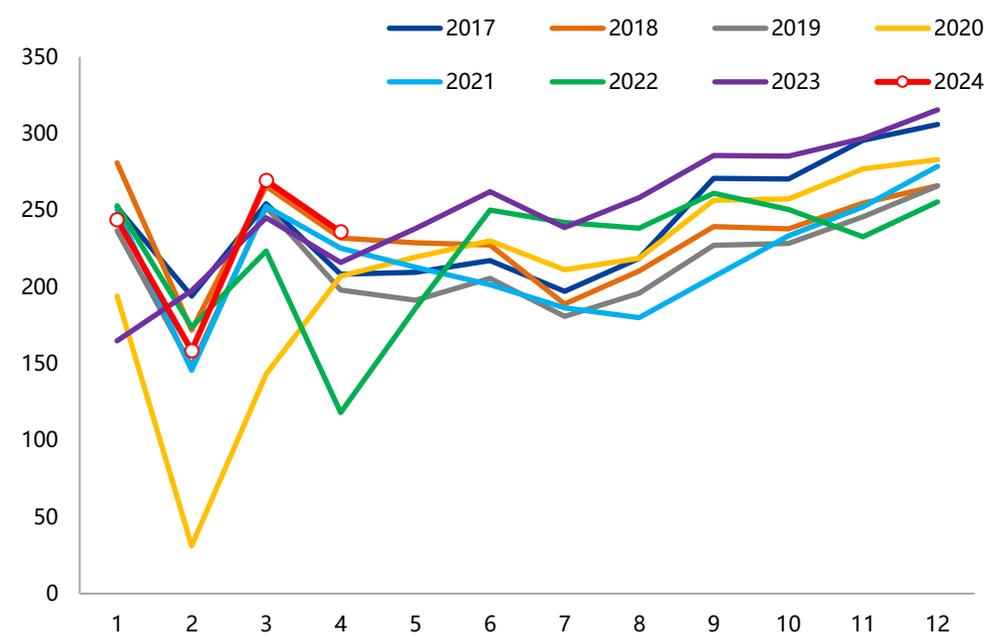
今年春节后，浮法玻璃家装（二手房）、汽车、直接出口表现尚可，支撑着浮法玻璃需求韧性。且下游企业玻璃原片库存偏低，有助于增加需求向上的弹性。只是浮法玻璃新建项目（竣工）一直未能企稳改善。5月中旬，新一轮稳地产政策密集落地，从供需两侧着手大幅优化调整。结合前文宏观部分对地产政策分析可知，如若政策生效，将有助于地产销售、竣工的边际改善，但从高频指标看，地产销售尚未出现明确改善信号，政策生效仍待显性化，因此浮法玻璃相关需求可能仍处于偏弱状态。

总体看，浮法玻璃需求预期可偏积极一些，只是短期向上弹性还未显现。

4月二手房成交同比改善（更新至5.31）

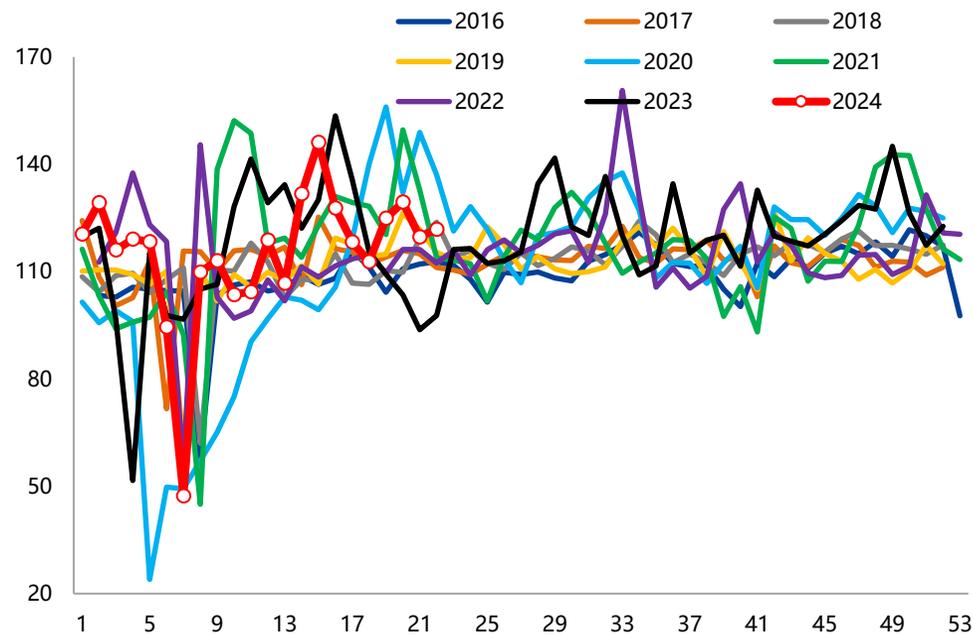


4月汽车销量依然亮眼

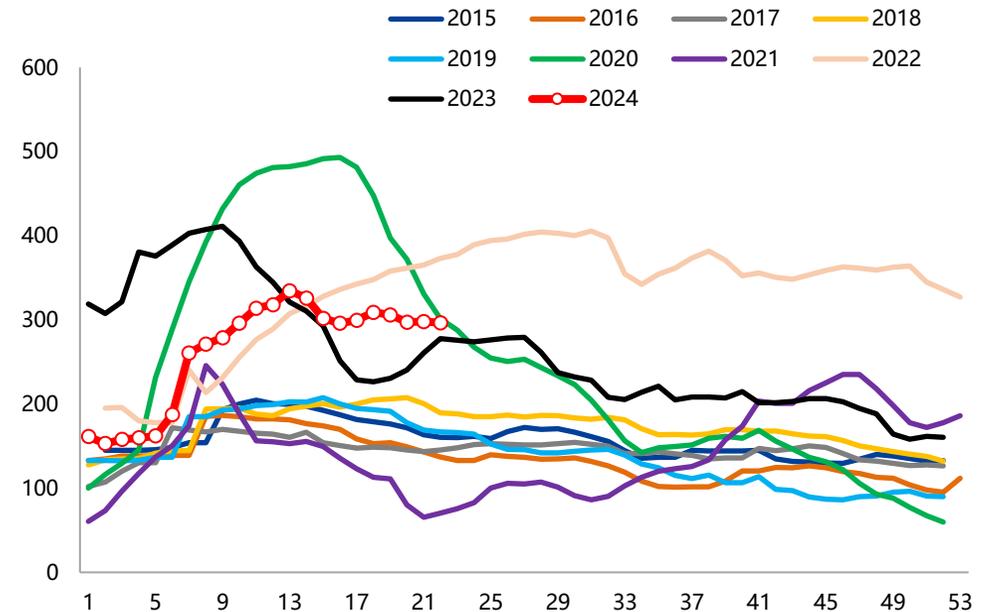


4月以来，浮法玻璃周度产销数据也从侧面证实了浮法玻璃刚需韧性和下游阶段性补库的存在。即使浮法玻璃运行产能一直处于同期绝对高位，即浮法玻璃周产量始终在120万吨以上，4月以来浮法玻璃厂原片库存重心仍在逐步下移。本周浮法玻璃周度出库量小幅回落至121.8万吨，玻璃厂原片库存环比微增至296.6万吨。

浮法玻璃周度出库量 (更新至5.31)

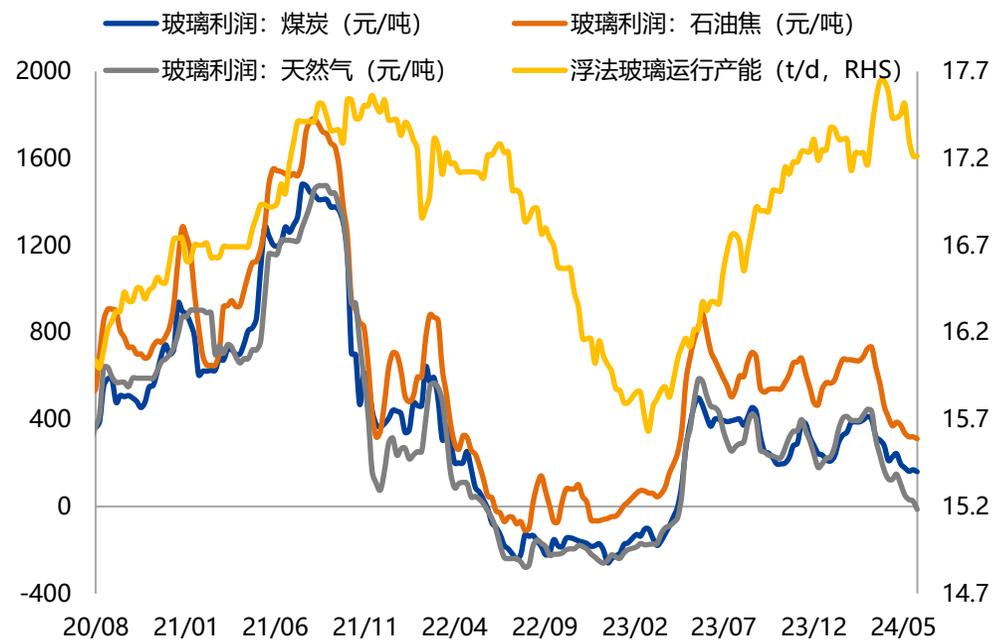


浮法玻璃库存 (更新至5.31)

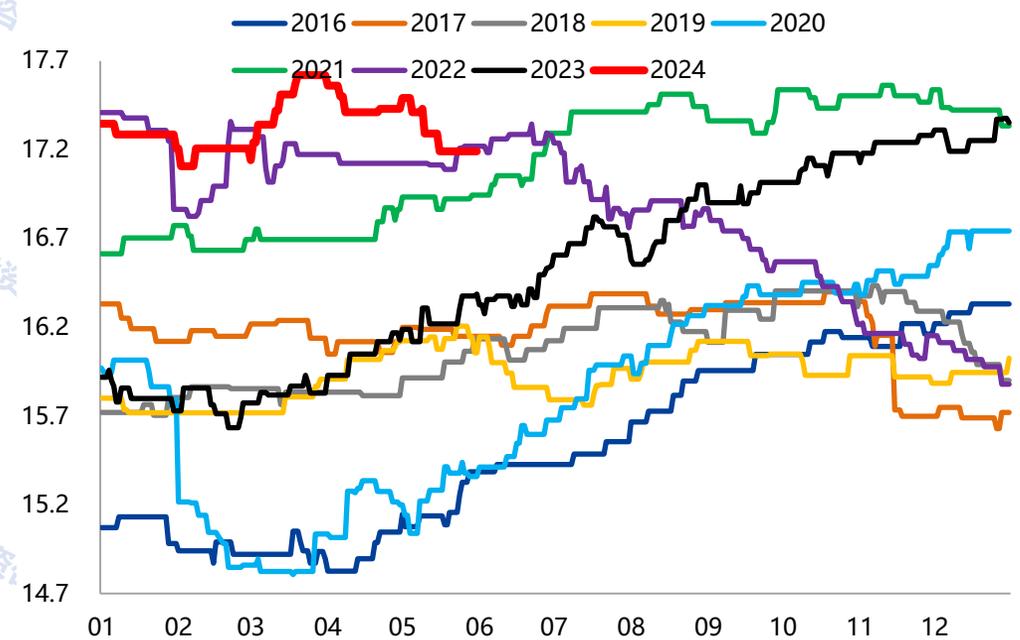


此外，春节以来，浮法玻璃行业毛利的持续萎缩，浮法玻璃冷修产线数量和冷修计划也逐渐增多。据我们不完全统计，今年浮法玻璃产线冷修数量已达到12条，合计0.9万吨日融量，还有18条产线计划冷修，合计1.27万吨日熔量。如果浮法玻璃行业发生类似22年的大规模行业冷修，将大幅优化行业供需格局。

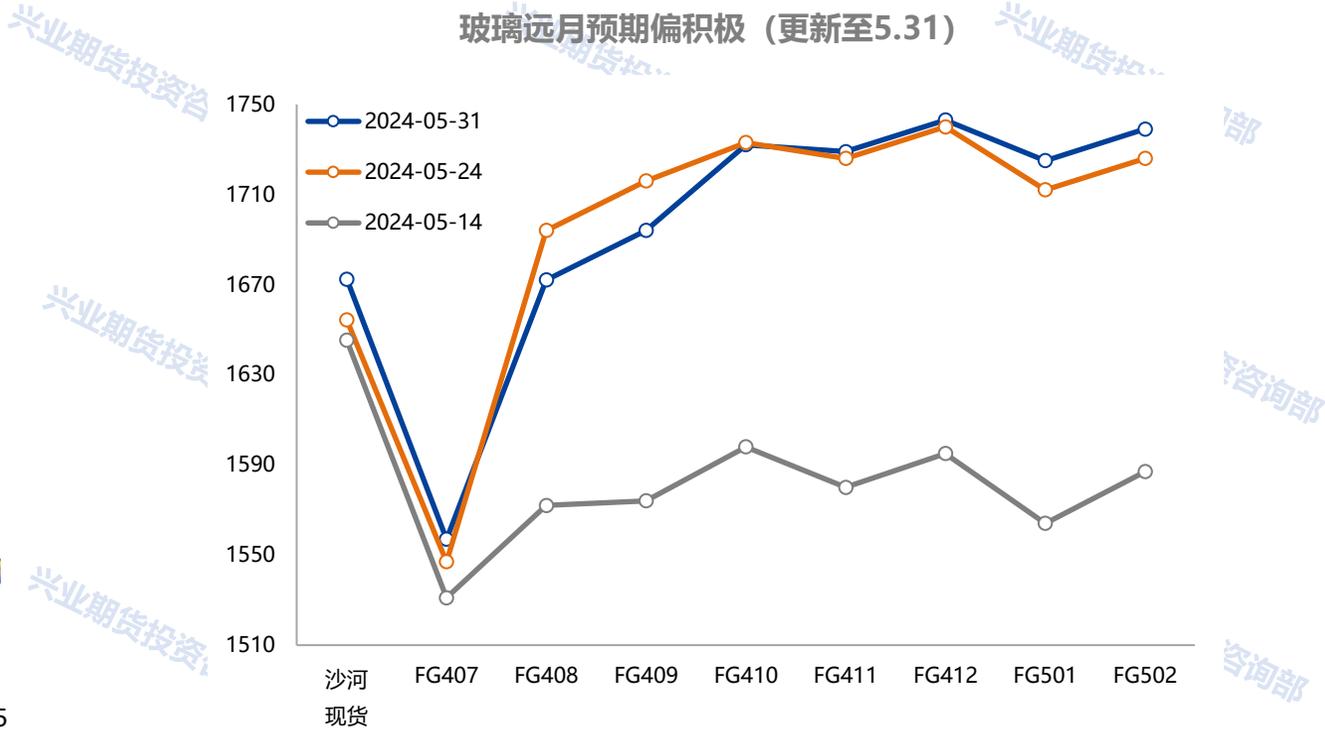
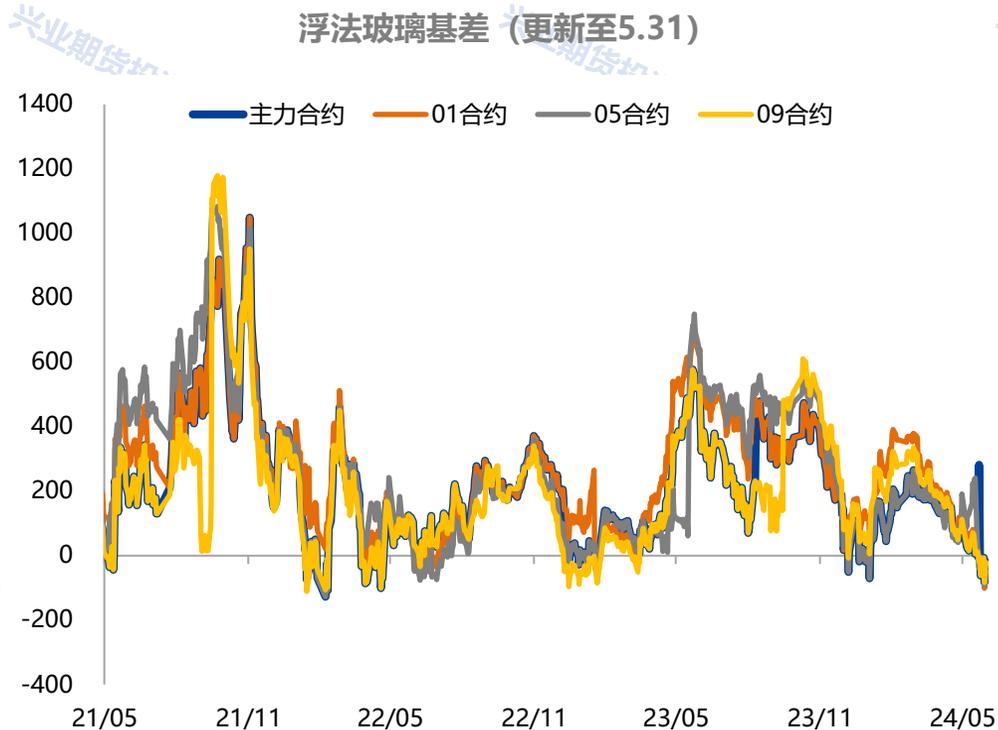
浮法玻璃毛利与运行产能（更新至5.31）



浮法玻璃运行产能（更新至5.31）



综上所述，浮法玻璃行业供需格局具备改善潜力，即地产政策优化提振玻璃需求预期，行业毛利持续萎缩，冷修预期增强。不过短期高供给、部分地区高库存的弱现实压力依然存在。因此，仍建议玻璃维持逢低试多的思路，09合约前多耐心持有。



棉花

CF

01

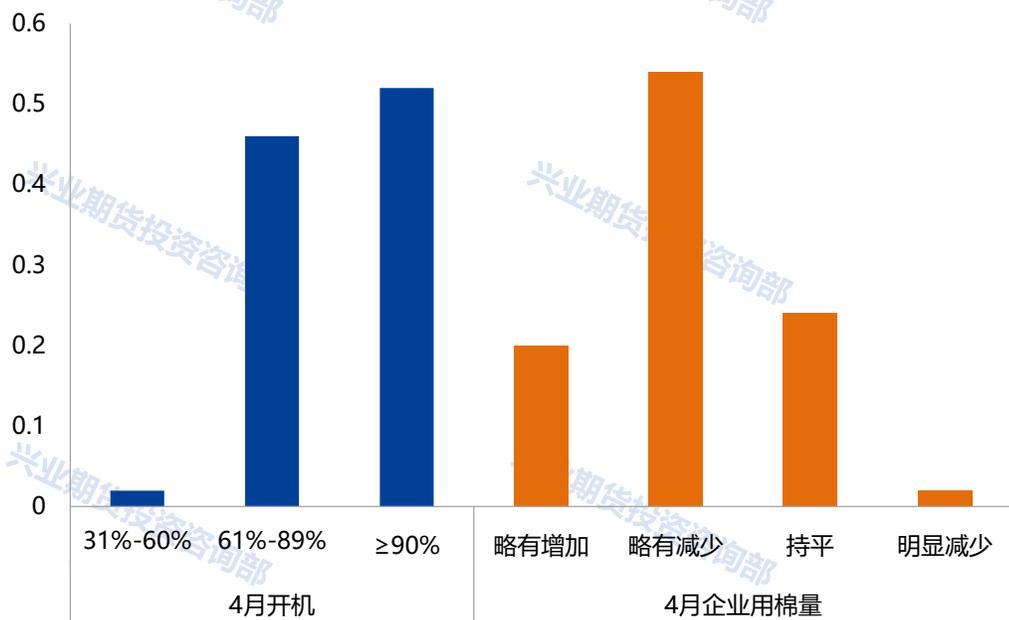
纺服零售处于5年内相对高位，未来仍有提振

02

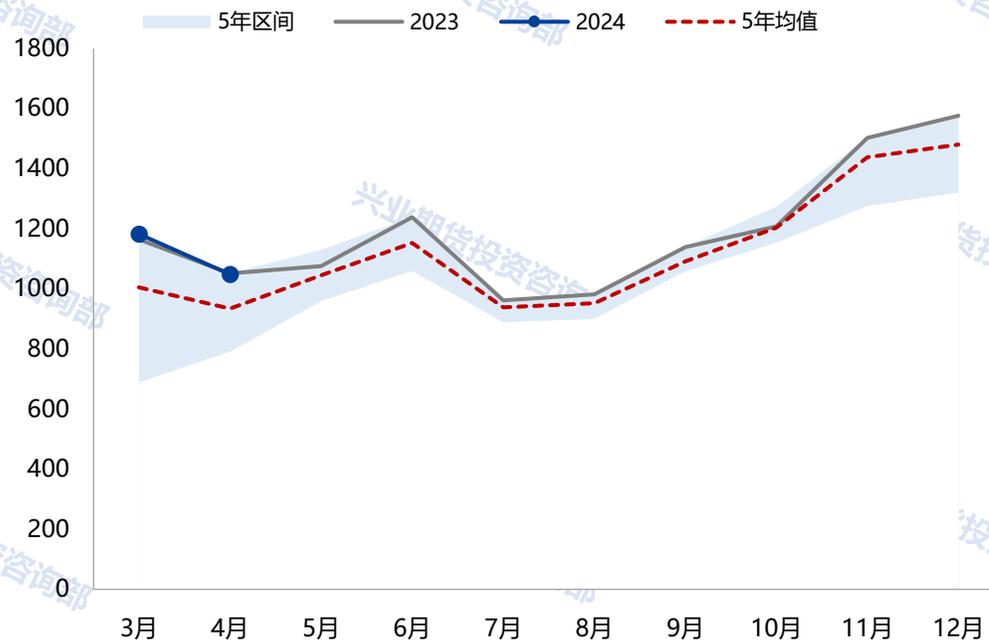
消费仍具韧性，对棉价预期有支撑

▣ 下游需求方面，4月纺企生产情况有所下滑，但整体开机率情况环比持平，目前纺纱厂开机率维持在80%。随着原料价格回落，预计生产情况将有所好转，同时纺服零售消费处于5年内相对高位，随着未来气温回暖后节假日以及暑期出游对家纺和服装市场或有所提振。

随着原料价格回落，预计生产情况将有所好转

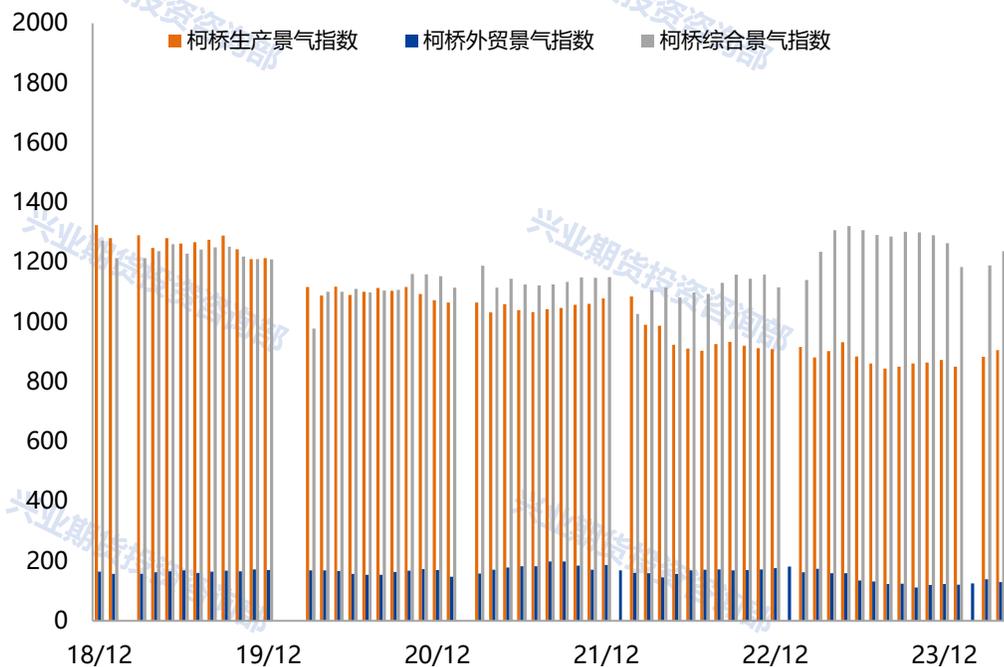


纺服零售消费处于5年内相对高位

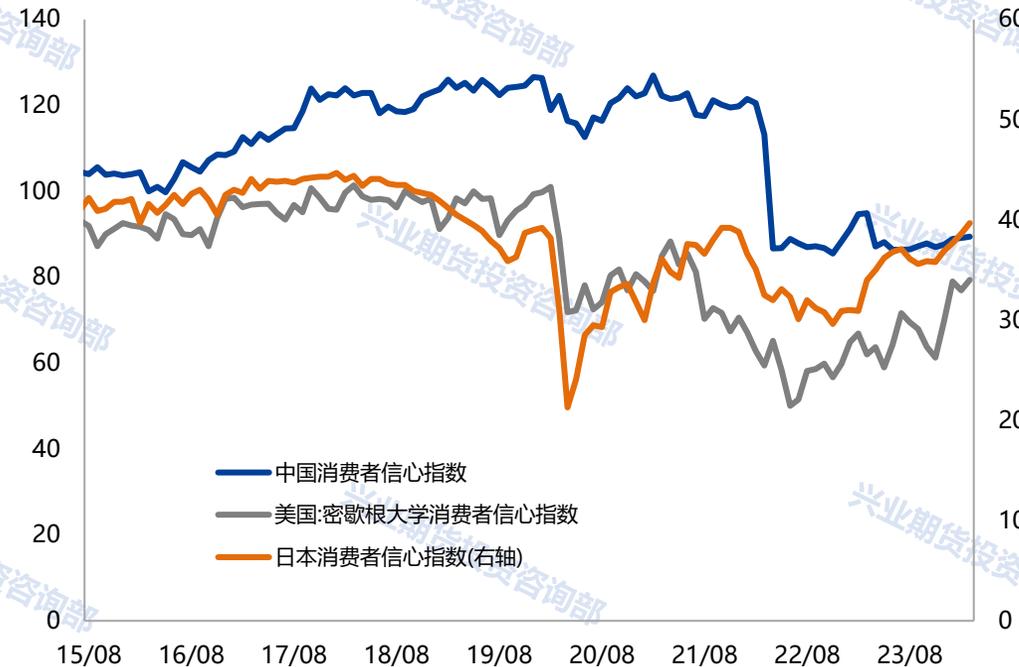


消费需求方面，柯桥总景气指数环比回升，同时主要消费地区消费者信心指数呈上升趋势，整体信心仍然维持。消费仍具韧性，预计对原料价格仍有支撑。

柯桥总景气指数环比回升



主要消费地区信心指数呈上升趋势



碳酸锂

LC

01

上游产量增长动能减弱，主流企业产能扩张降速

02

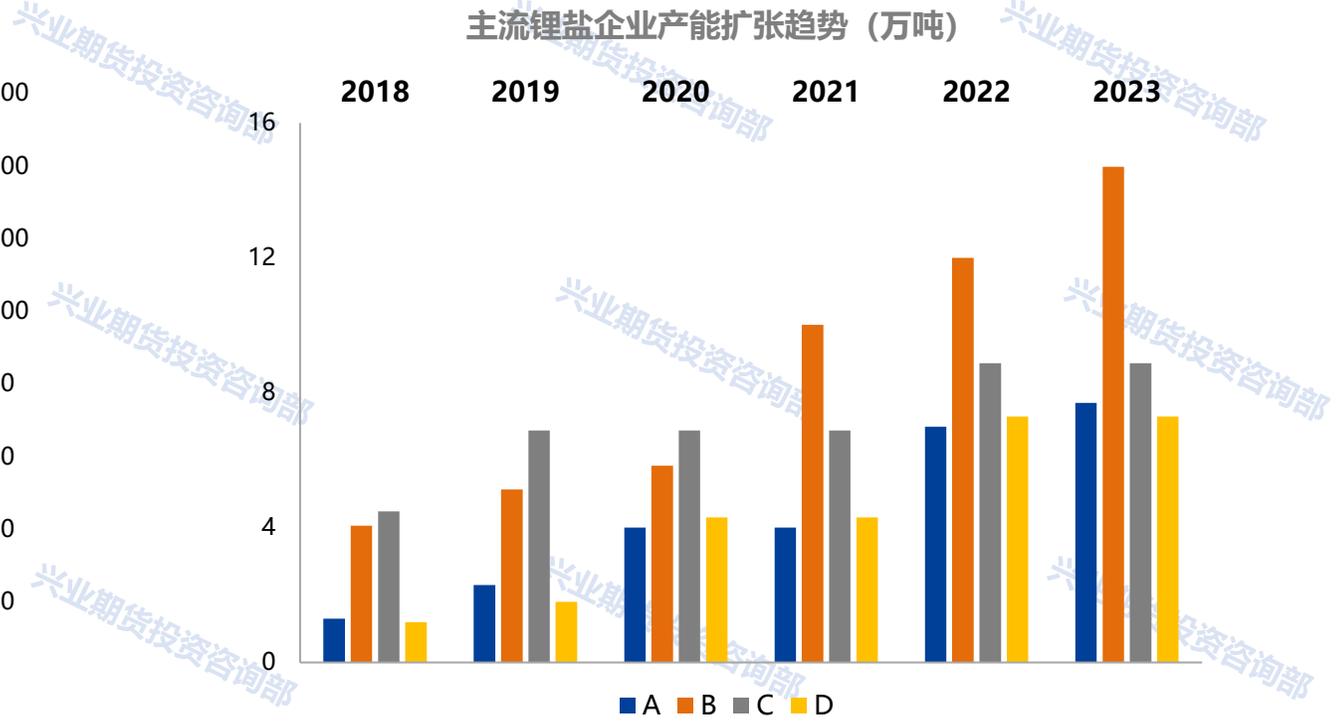
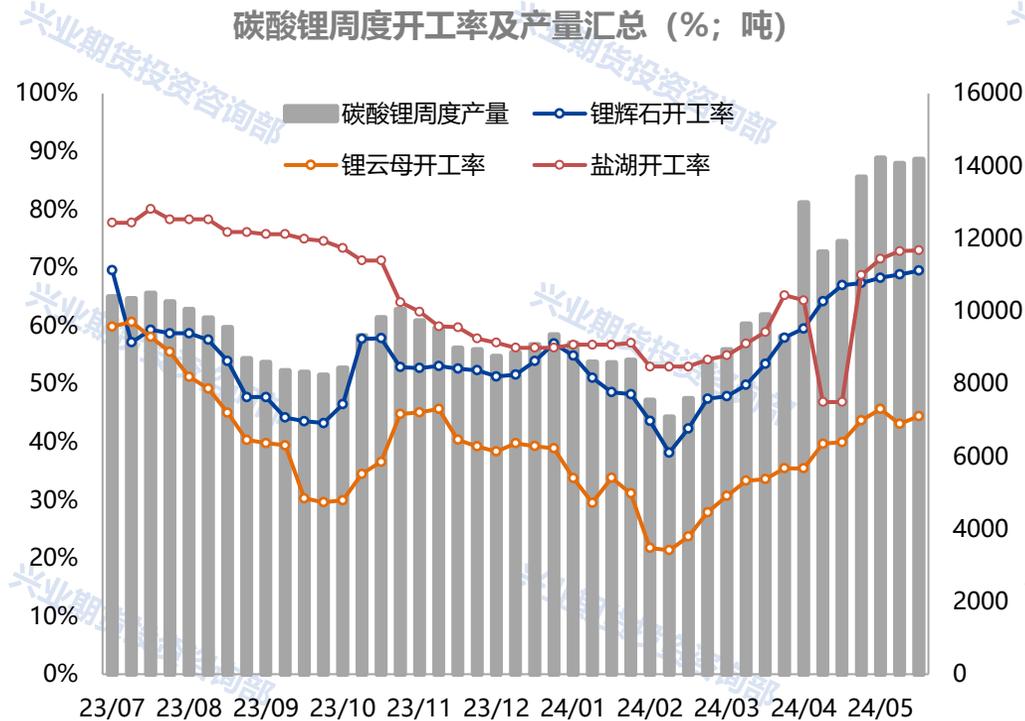
行业政策利多信号明确，电车销售市场维持强势

03

全行业库存总量有扩大，锂盐毛利在产业链占优

近期开工方面，周度产量已接近历史高点，冶炼厂继续扩产概率低。下游需求并未大幅滑坡，供应端无大幅扩产意愿，但当前价位企业生产无收缩趋势。原料端挺价情绪延续，预估原料成本支撑相对明确。

企业产能方面，主流企业投产节奏延后，部分项目已停止建设。由于23年以来锂价维持长期下行趋势，上游资源端投产意愿快速压缩，除去部分明确竣工项目外，盐湖/矿山在建项目均受到一定程度的影响。

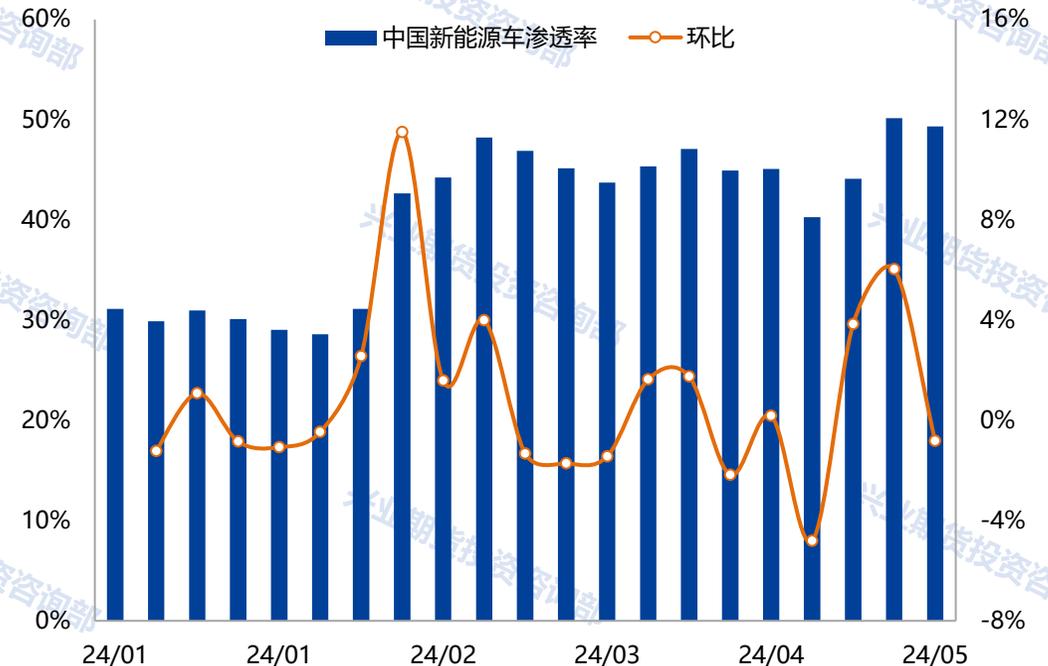


- 行业政策方面，新能源政策引导市场发展，细分环节仍有利好驱动。国内双碳政策目标明确，新能源行业短期竞争格局恶化，但目前已有限制产能扩张等相关政策，动力及储能细分市场仍有补贴政策刺激消费。
- 电车销售方面，电车渗透率首次突破50%，汽车销售结构性分化。乘用车销售总量同比变化偏小，叠加季节性扰动因素显著；但电车渗透率已从年初30%上行至45%附近，国内新能源车市场接受度进一步提升。

2024年以来新能源行业政策梳理

相关部门	开始时间	政策主题	主要内容
工信部	2024.01	《关于推动未来产业创新发展》	加快发展新型储能，推动能源电子产业融合升级
能源局	2024.03	《2024年能源工作指导意见》	坚持积极有力推进能源绿色低碳转型。深入践行生态优先、绿色发展理念，坚定不移落实双碳目标
商务部	2024.04	《推动消费品以旧换新行动方案》	推动汽车流通消费创新发展：加快由购买管理向使用管理转变，推动相关地区优化汽车限购措施
五部门	2024.05	《开展2024年新能源汽车下乡活动》	加快补齐农村地区新能源汽车消费使用短板，提升居民绿色安全出行水平，赋能美丽乡村建设和乡村振兴
国务院	2024.05	《2024 - 2025年节能降碳行动方案》	加快淘汰老旧机动车，提高营运车辆能耗限值准入标准。逐步取消各地新能源汽车购买限制

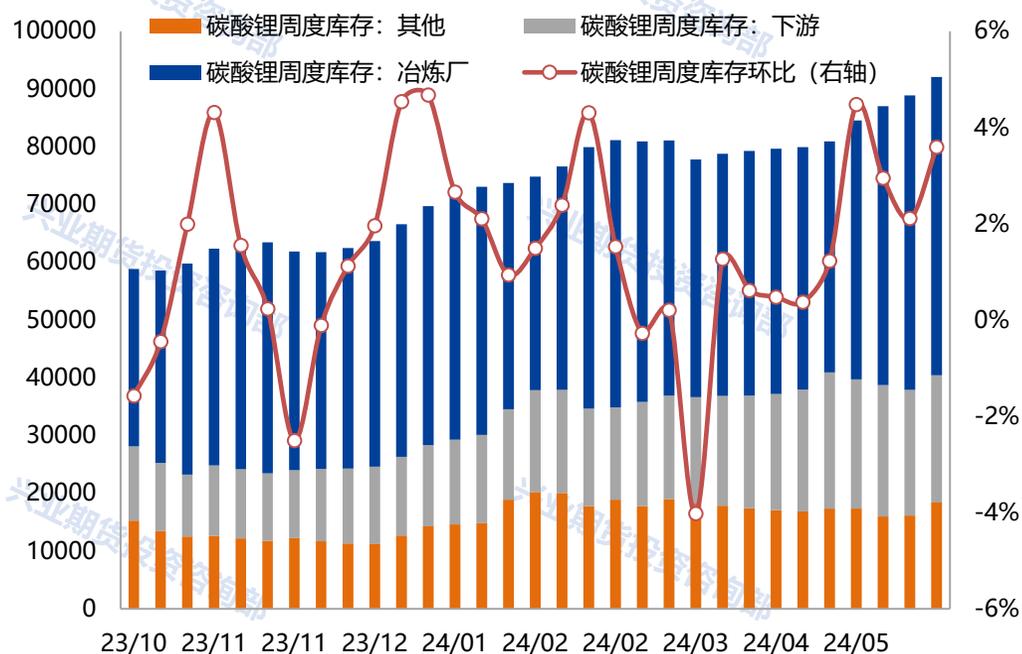
中国新能源车周度渗透率汇总



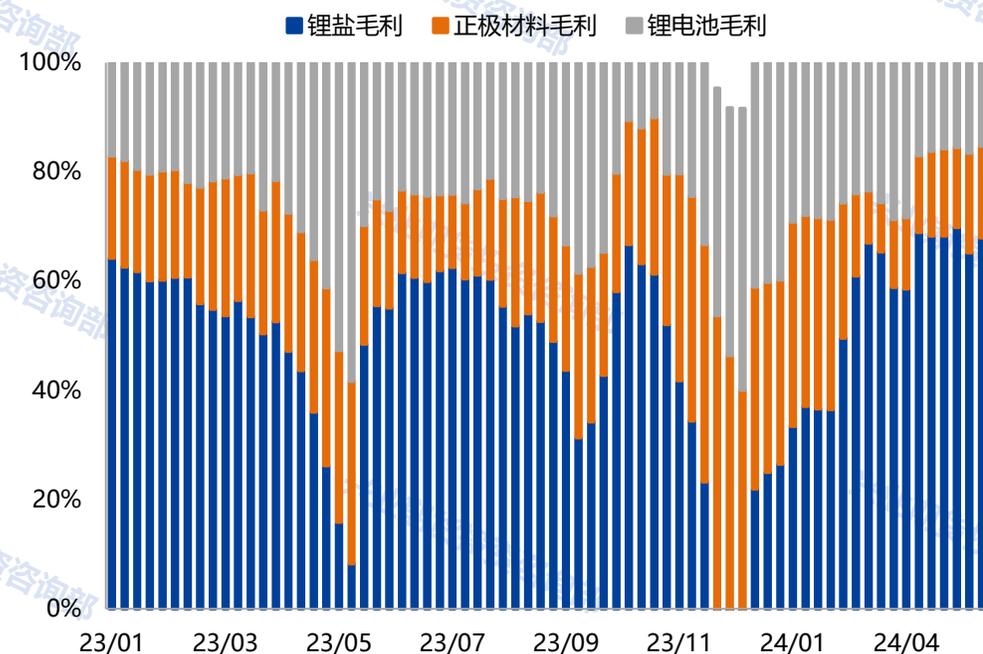
□ 库存水平方面，锂盐库存仍在持续提升，警惕积压产品快速流向市场。由于当前价位下，主要生产路线仍有利润，但下游原料采购力度偏弱；锂盐厂整体库存上行，而中下游补库力度相对偏弱。

□ 利润分配方面，上游利润占比恢复平均水平，中下游产能竞争仍加剧。从23年以来的利润流向分析，中下游供应过剩情况更为严重，但出清阶段已开始，而上游通过投产计划调整竞争格局较优。

碳酸锂周度库存（吨）



锂电产业链毛利率不同环节分配情况



工业硅

SI

01

边际上，节能降碳政策将改善供应过剩局面

02

云南降水偏少，潜在扰动下供应增量或缩减

03

硅价涨势弹性暂有限，宜卖出看跌期权

04

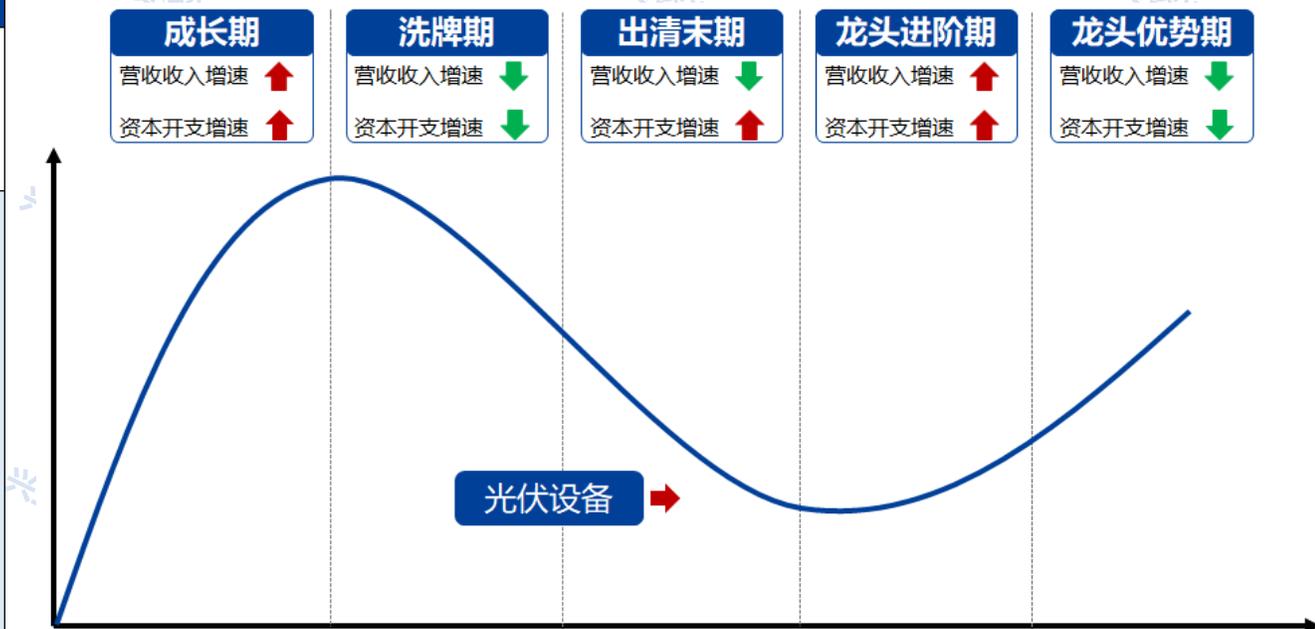
波动率下降，卖出看跌继续持有

- 5月29日国务院印发《2024-2025年节能降碳行动方案》：从严控制铜、氧化铝等冶炼新增产能，合理布局硅、锂、镁等行业新增产能。新建多晶硅、锂电池正负极项目能效须达到行业先进水平。
- 5月17日CPIA召开光伏行业高质量发展座谈会，会议提出，鼓励行业兼并重组，畅通市场退出机制，并将加强对于低于成本价格销售恶性竞争的打击力度。
- 政策面整体影响偏利多，工业硅、多晶硅供应过剩局面或边际改善。

政策面影响偏利多

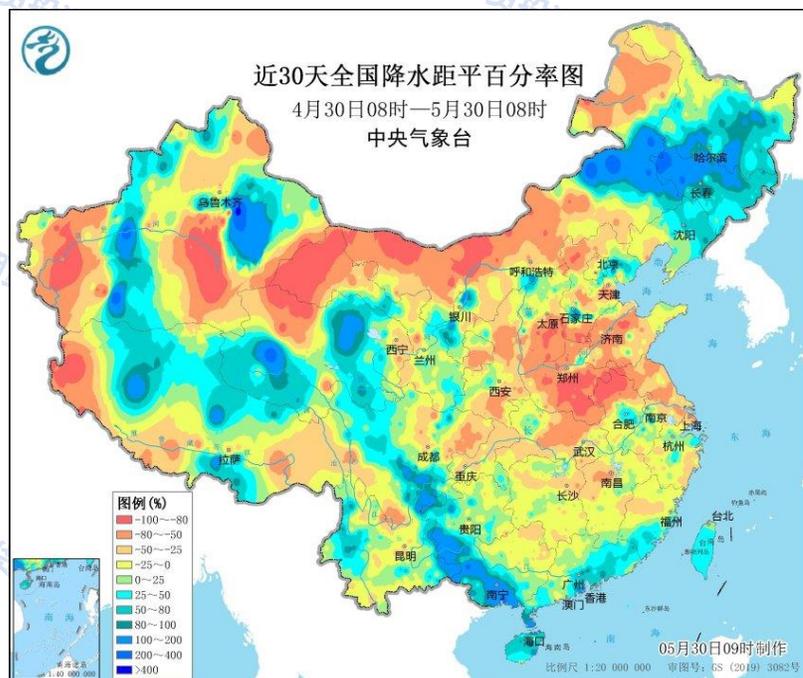
名称	时间	主要内容
《2024-2025年节能降碳行动方案》	成文时间：2024.5.23 发布时间：2024.5.29	从严控制铜、氧化铝等冶炼新增产能，合理布局硅、锂、镁等行业新增产能。新建多晶硅、锂电池正负极项目能效须达到行业先进水平。
光伏行业高质量发展座谈会	会议时间：2024.5.17	<ol style="list-style-type: none"> 1.规范管理地方政府的招商引资政策，建立全国统一大市场； 2.适应光伏技术迭代速度快的特点，建立有效的知识产权保护措施； 3.鼓励行业兼并重组，畅通市场退出机制； 4.加强对于低于成本价格销售恶性竞争的打击力度； 5.保障国内光伏市场稳定增长，探索通过示范项目支持先进技术应用，转变低价中标局面

光伏行业竞争格局或边际好转

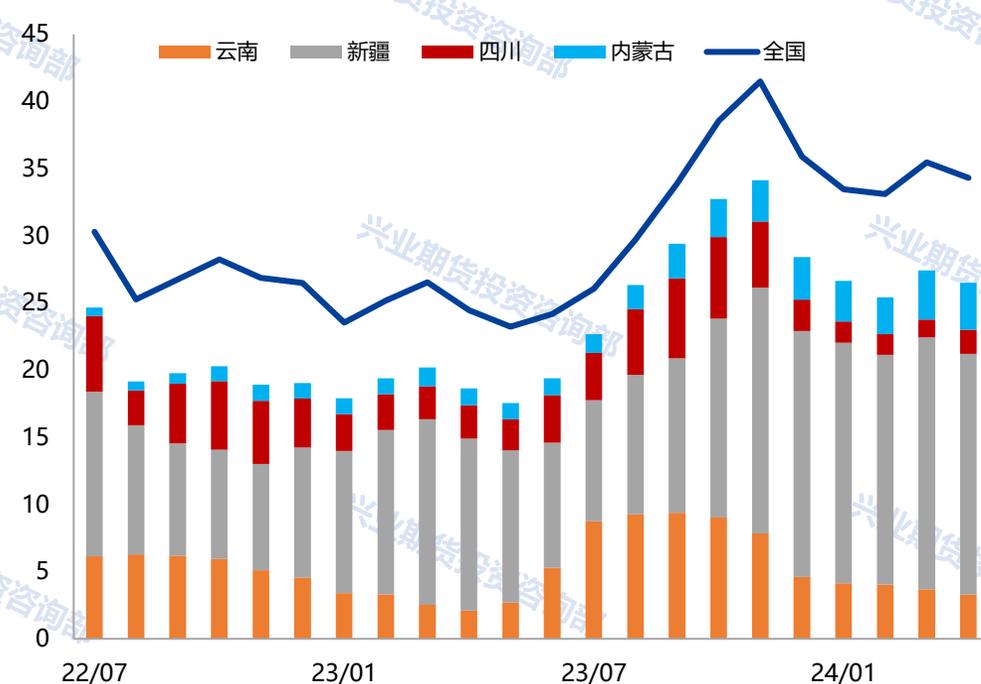


□ 临近6月西南地区丰水期，四川大部分企业及部分云南企业生产用电成本开始下调，企业生产压力减小，工业硅供应量预计出现季节性增长。但由于云南今年干旱情况较为显著，部分地区近30日降水量相对平均值出现-25%~-80%的降幅。目前个别云南企业已经收到未来限电的准备通知，供应端存在不确定性扰动，季节性供应增量或出现缩减。

云南临近丰水期但降水仍偏少



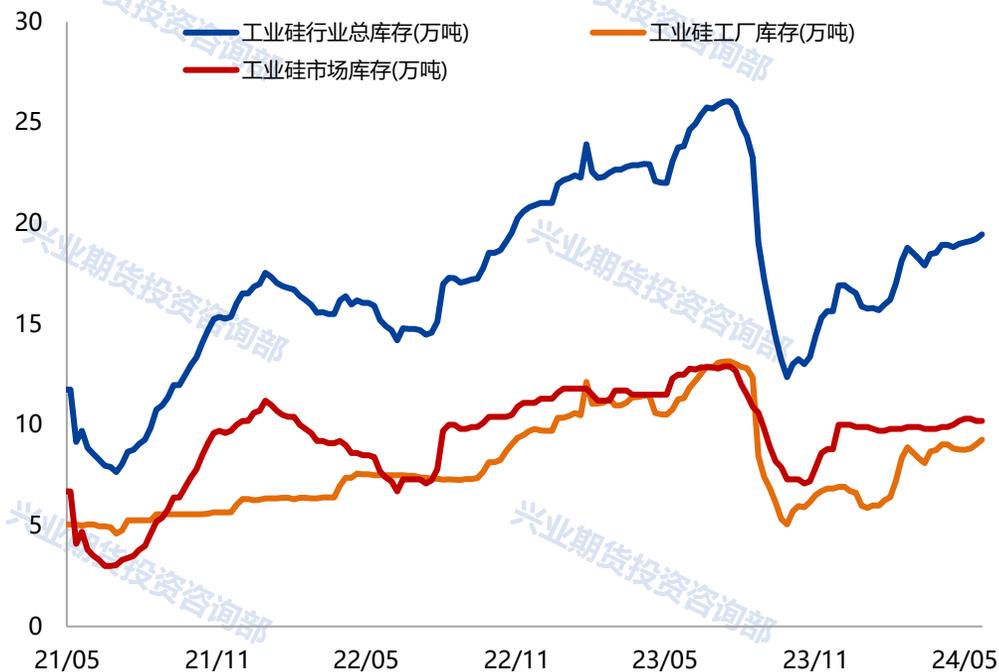
季节性供应增量或出现缩减



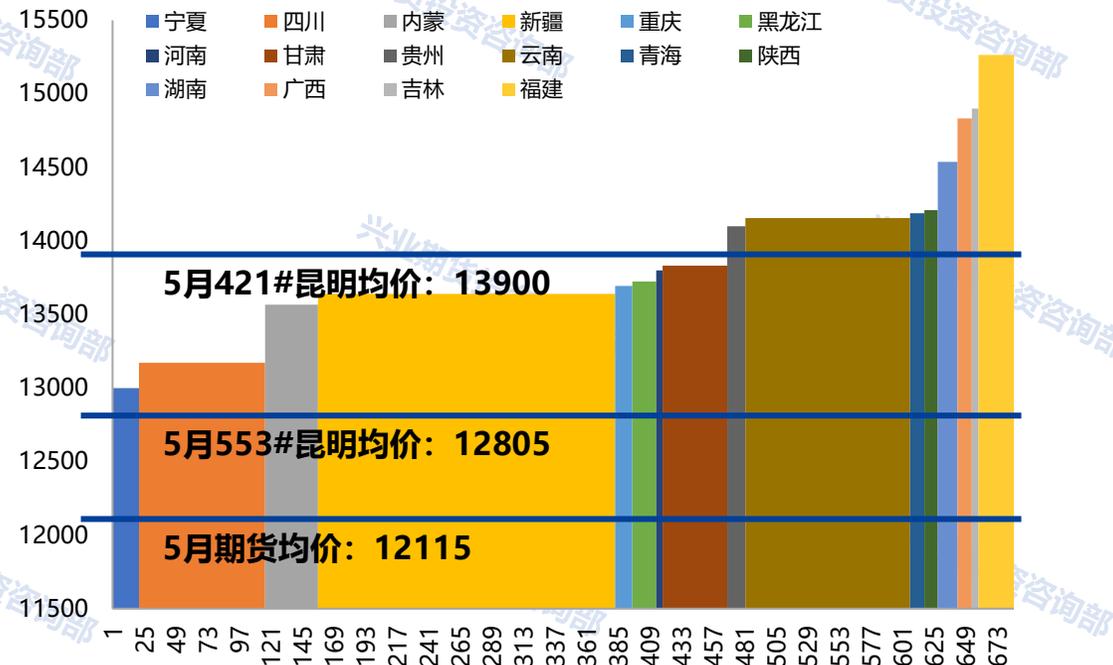
□ 一季度以来，工业硅供需面相对宽松，行业总库存增长较为明显，至5月24日已达19.46万吨。库存高企仍然是压制硅价上行的重要因素，期货短期向上弹性相对有限。

□ 当前期现价格下，云南、四川、新疆主流厂商存在成本支撑，因此硅价估值亦相对偏低、有较强的修复潜力。预计工业硅大概率将震荡上行，宜选择性价比更高的卖出看跌期权策略。

库存高企仍然是压制硅价上行的重要因素



当前价格下主流厂商有成本支撑



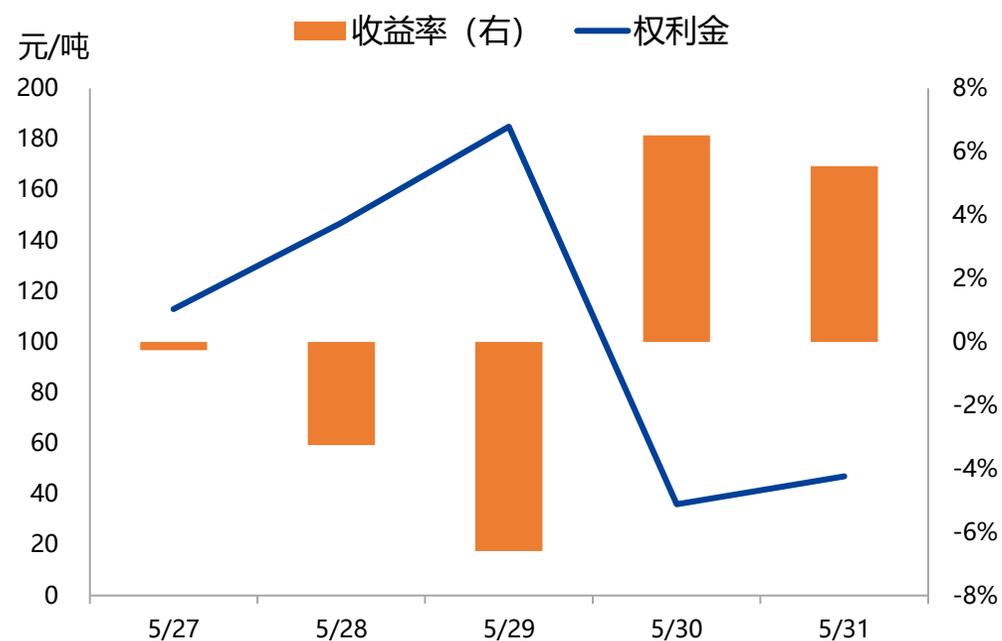
工业硅看涨期权成交量是看跌期权的4倍，看涨期权的持仓量是看跌期权的2.7倍，反映极端看多情绪。上周期权隐含波动率下降3%，波动率下降有利于卖出期权策略扩大收益。

工业硅在窄幅震荡两个月后首次突破震荡区间，上涨趋势有望延续，并且下方存在支撑。07合约将于6月7日到期，时间价值已经开始加速衰减，本周卖出看跌即将止盈。

期权主要指标（截至5.31）

	成交量PCR	持仓量PCR	历史波动率	隐含波动率
数值	0.25 (+0.04)	0.37 (-0.06)	27.3% (+7.2%)	25.5% (-3%)
百分位	3%	27%	87%	89%
说明	极端看多	看多	中等	最高

工业硅卖出看跌收益追踪（截至5.31）



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