



官方微信



官方APP

## 2023年12月第4周核心策略推荐：

稳增长预期与现实逐步印证，黑色、建材链品种多头机会依旧明确

上海 2023.12.24

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：

□ 展望2024年，综合考虑短期就业等工作任务，以及长期发展目标等，经济增长目标仍有必要设置在5%左右。积极的财政政策适度发力，基建投资则继续发挥经济“压舱石”作用，扩大内需目标指引较明确。出口大项则受海外经济周期、国际关系等外生因素相关、预计总体无利空影响。而当前市场的主要不确定变量与分歧，则来自于房地产和货币政策。

□ 具体而言，因房价下行预期尚未得到扭转、居民购房意愿偏弱：一方面导致商品房库存偏高，去化周期拉长；另一方面导致房企资金压力短期难以缓和，2023年房地产周期整体仍无企稳回暖迹象，依然是经济的主要拖累项目。但亦有部分乐观现象，如最新销售、新开工数据已有改善。作为支柱产业，自11月以来政府加快释放各类地产政策利好，包括强化房企融资支持、优化房地产需求侧政策、以及推进“三大工程”。据相关测算，中性假设下，2024年城中村改造和保障性住房建设将拉动地产投资增长6.2%，过往数月其绝对跌幅较大的情况将大幅收敛。

□ 货币政策方面，2024年面临多重约束，包括汇率、银行成本、经济增长，传统的总量型政策（降准）和价格型政策（降息）的空间已不足，且边际效果逐步递减。预计政府将采取总量与结构并行的举措，使用结构性政策工具与PSL等。同时，盘活存量、减轻空转，聚焦于信贷投放的政策属性以及存款利率调降，平滑明年全年信贷投放。总体而言，货币政策总体偏中性。

□ 综上所述，基于更加积极的财政政策、以及稳增长所带来的基本面复苏，黑色金属及建材链相关大宗商品驱涨因素依旧较强；而货币政策中性、经济改善大势下，利率债多头胜率整体下降，且当前估值处高位、其整体赔率亦不佳。

### □ 中观面驱动因素要点:

#### 期货策略:

(1) 国债 (卖出T2403, 单边, 持有): 本周虽然有多家银行下调了存款挂牌利率, 但LPR利率维持不变, 央行在公开市场重启14天逆回购, 流动性呵护意图明确但在货币政策中性的基调下, 年内降准降息概率不高, 年末资金面仍存在高波动风险。宽信用仍是发力方向, 稳增长政策信号积极, 且目前债市估值偏高, 债市空头盈亏比较优。

(2) 股指 (买入IF2403, 单边, 持有): 1.从通胀周期、库存周期、信用周期看, 三者均处上行方向, 利于盈利持续改善; 2.当前A股仍处显著低估阶段, 叠加基本面回暖, 其扩张基础良好、且空间充足; 3.股债收益比已显著失衡、大概率将均值回归, 大类资产配置轮转将带来可观的潜在回流资金; 4.从风格特征、资产收益性和防御性看, 沪深300指数兼顾性依旧最高, 仍为最优多头。

(3) 沪铝 (买入AL2402, 单边, 持有): 受铝土矿供应紧张问题, 氧化铝本周表现强势带动沪铝震荡上行。虽然氧化铝上涨持续性仍有待确认, 但在产能天花板的限制以及低库存的供给约束下, 铝价向上弹性较大。

(4) 碳酸锂 (买入LC2407, 单边, 持有): 高波动行情已基本结束, 预估合约交割进展顺利, 资金成交活跃度有所降温。利空因素已充分定价, 未来供需结构将持续动态调整, 锂价下行空间有限, 建议维持轻仓做多策略。

(5) 沪胶 (买入RU2405, 单边, 持有): 政策引导车市复苏, 需求传导亦较顺畅, 而国内产区陆续停割、海外原料价格高企, 供减需增预期驱动价格中枢上移。

## 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): 原料短缺导致PVC开工率下降, 库存被动减少。电石价格持续上涨, 成本支撑利多显现。虽然型材和管材需求转弱, 但薄膜需求表现平稳, 同时PVC出口量保持高增速。利空减弱, PVC前多继续持有。

(7) 焦煤 (买入JM2405, 单边, 持有): 需求兑现预期企稳, 下游采购持续推进, 坑口竞拍氛围活跃, 而产地安监升级制约原煤生产, 供应端收紧推升价格中枢。

(8) 螺纹 (买入RB2405, 单边, 持有): 明年大规模刺激的概率下降, 但稳增长方向未变, 且螺纹自身基本面矛盾不足, 低供给、低库存格局延续, 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): 国内籽棉收购基本结束, 企业成本固化维持偏高位; 终端消费或复苏, 海外服装去库尾声强化外需, 价格支撑预期较强, 建议介入卖看跌期权策略。



# 宏观

MACRO

01

国内：地产存改善预期，货币政策稳健灵活

兴业期货投资咨询部

兴业期货投资咨询部

兴业期货投资咨询部

兴业期货投资咨询部

兴业期货投资咨询部

兴业期货投资咨询部

兴业期货投资咨询部

兴业期货投资咨询部

兴业期货投资咨询部

兴业期货投资咨询部

兴业期货投资咨询部

兴业期货投资咨询部

兴业期货投资咨询部

兴业期货投资咨询部

兴业期货投资咨询部

兴业期货投资咨询部

兴业期货投资咨询部

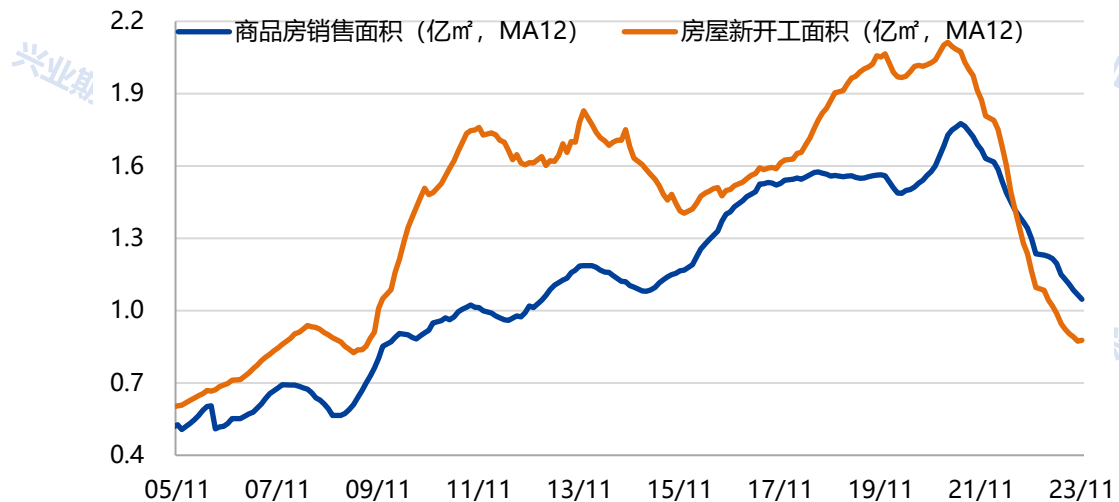
兴业期货投资咨询部

兴业期货投资咨询部

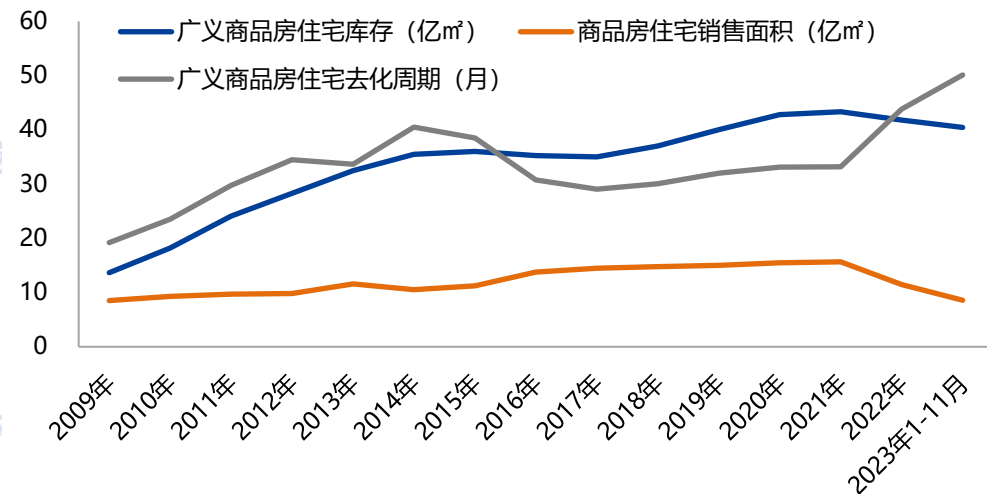
兴业期货投资咨询部

# 国内经济：国内房地产周期尚无企稳信号

## 房地产开工销售已跌回2013年以前水平



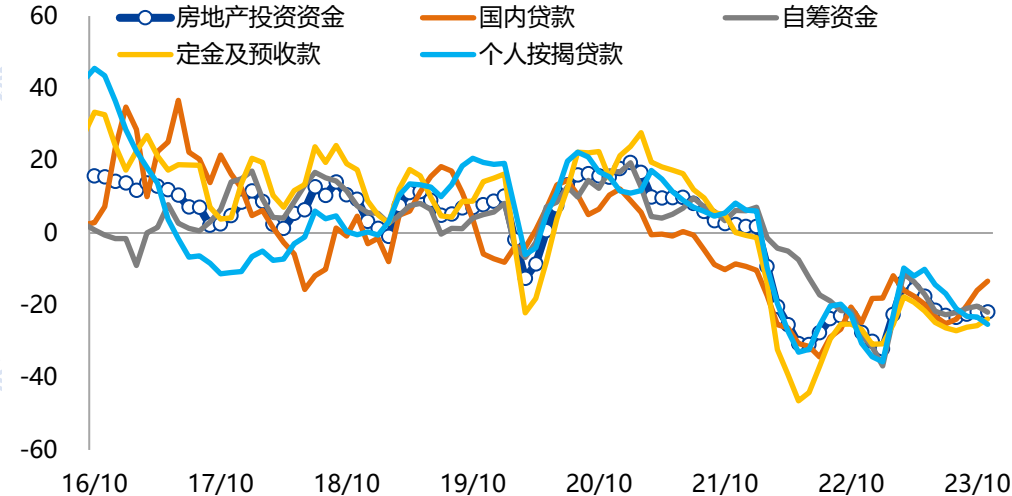
## 商品房住宅去化周期拉长



## 房价下行预期趋势尚未得到扭转



## 房企资金问题待解决



需求端政策优化	房企融资支持	三大工程
10月31日-30日， <b>中央金融工作会议</b> ，一视同仁满足不同所有制房地产企业合理融资需求；因城施策用好政策工具箱，更好支持刚性和改善性住房需求；加快‘三大工程’建设。		
11月14日， <b>广州</b> 下调首套房公积金贷款首付比例。	11月17日， <b>央行，金融监管总局、证监会召开金融机构座谈会</b> ，一视同仁满足不同所有制房地产企业合理融资需求；三支箭；积极服务“三大工程”建设。	
11月22日， <b>深圳</b> 下调二套房首付比例、豪宅认定标准。	11月19日， <b>证监会</b> ，积极稳妥防范化解大型房企风险，做好房地产企业合理融资支持和融资监管。	
截至11月30日，地方出台房地产调控政策81条，较上月略有减少，其中（1）宽松政策72条，中性政策6条，紧缩政策3条；（2）“四限”政策34条；土地政策1条；公积金政策20条；人口政策8条；其他政策17条。	11月23日，上海金融机构座谈会。	
12月5日， <b>广州</b> 降低住房买卖和租赁中介服务费。	11月24日， <b>全国政协双周座谈会</b> ，提及地产，融资支持、三大工程等。	
12月5日， <b>苏州</b> 实施“卖旧买新”购房契税补贴政策。	11月27日，央行等把部门联合发布《 <b>关于强化金融支持举措，助力民营经济发展壮大的通知</b> 》，要求银行抓好“金融十六条”的落实工作。	11月下旬， <b>广州</b> 率先推进 <b>城中村改造立法</b> ，拟于12月下旬进行第三次审议并交付表决。
12月14日， <b>北京、上海</b> 下调首套/二套首付比例、豪宅认定标准、房贷利率下限。		12月4日，央行在人民日报发表署名文章《 <b>加快现代中央银行制度建设构建中国特色现代金融体系</b> 》，为保障性住房等三大工程建设提供中长期低成本资金支持。
12月21日， <b>住建部会议</b> ，坚持稳中求进，以进促稳，先立后破，做好四大板块、18个方面工作：（1）因城施策，一城一策，实现房地产供求关系平衡；（2）加大首套/二套房政策落实力度；（3）保交楼、预售资金监管；（4）一视同仁满足不同所有制房企合理融资需求；（5）积极推进城市更新行动。政策生命在于落实， <b>在狠抓落实上下更大功夫，“动则必快，动则必成”</b> 。		12月5日，上交所“三大工程”债券发行人座谈会

## 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

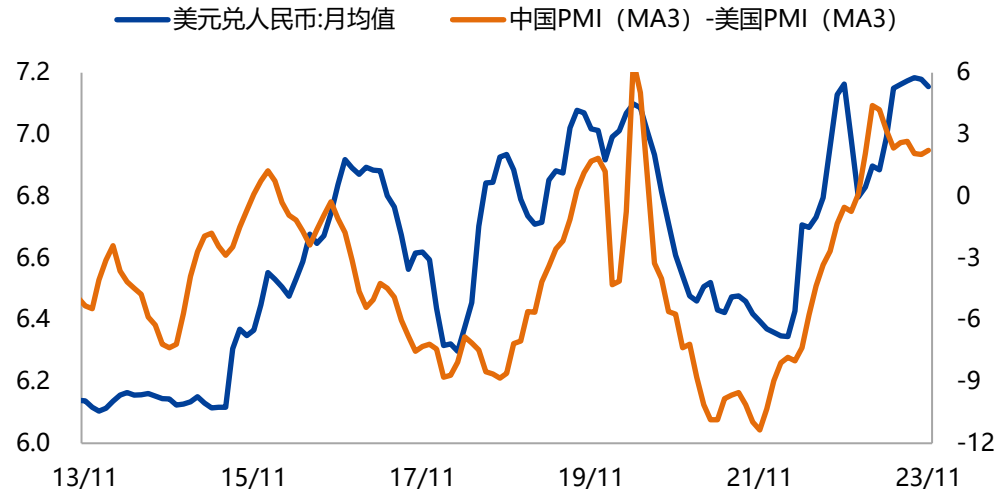


		城中村	保障房
改造目的		消除城市建设治理短板、改善城乡居民居住环境条件、扩大内需、优化房地产结构	解决新市民、青年人的住房问题
改造方式		拆除新建、整治提升、拆整结合等不同方式，预计拆除新建比例可能在60%左右或以上。货币化安置比例可能在棚改和旧改之间。	存量部分：新市民群体3亿人（含1.72亿农民工和2.55亿无城镇户籍的常住人口），位于35个大中城市人口比例为26%。 增量部分：《新型城镇化规划（2021-2035年）》，十四五期间城镇化率65.22%上升至69%，到2035年上升至77%，未来五年35个大中城市新增及存量新市民人口0.9-1.2亿人，对应住房需求套数3000-4000万。
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%	

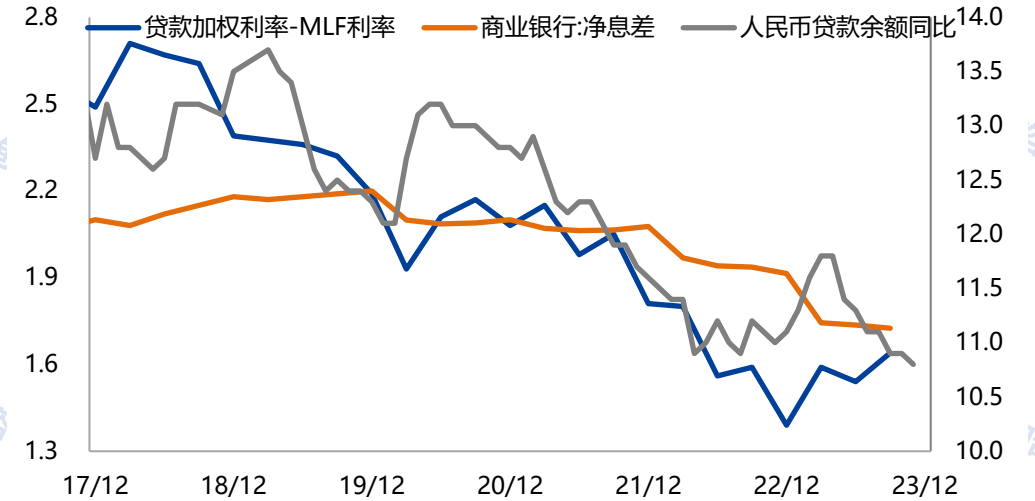
## 2024年货币政策面临的约束条件（东吴证券）

汇率约束	银行成本	通胀水平
<p><b>汇率顶：</b> 央行呵护市场流动性意愿依然明确，但结构性、有成本的工具更受偏好； 四季度以来对降准等低成本的资金投放偏向谨慎； 逆回购、MLF有价工具超额续作成为主要的补充商业银行流动性的工具； 实现资金“量增价稳”</p> <p><b>汇率底：</b> 2024年美元走弱，人民币升值驱动将相对强化； 汇率超调现象在人民币升值压力区间同样存在； 且央行对升值压力调控的经验和工具偏少； 2018年初与2021年末两次升值超调均伴随着央行降准或降息的总量宽松操作，但后续回归合理水平仍主要受到外部事件的驱动。</p>	<p><b>银行底：</b> 银行负担较重：（1）财政发力；（2）房企出清；（3）金融供给侧改革。 银行净息差已降至偏低水平。 从实际数据看，利率宽松对银行的压力加大，对实体的撬动不足。 考虑金融稳定防风险的诉求，利率宽松的成本正在上升。</p>	<p><b>再通胀：</b> 低通胀环境下，实际利率高企，对经济形成阻碍。中央对通胀水平的关注度正不断提升。 货币政策表述：（1）<b>货币供应与经济增长及“价格水平预期目标”相匹配</b>；（2）盘活存量资源。 扩大需求优先级高于“降息”。</p>

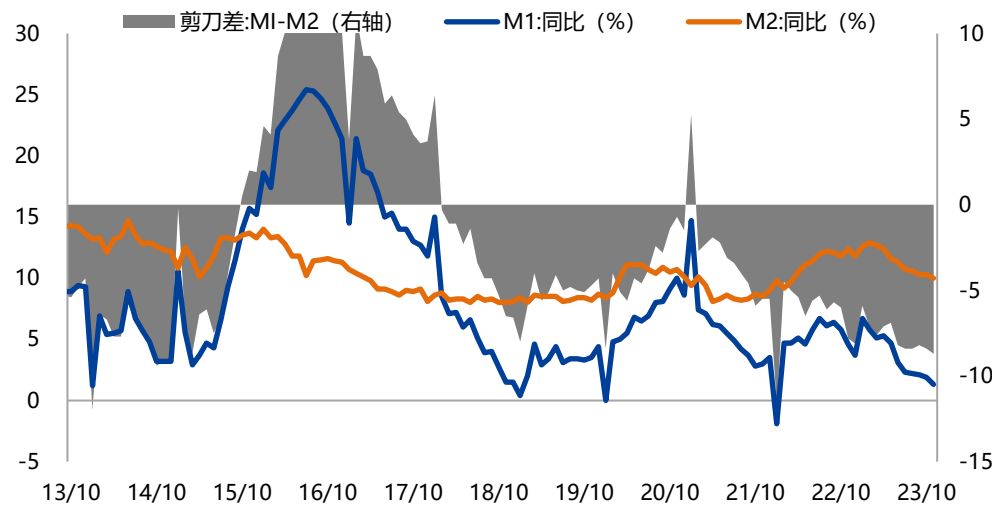
### 2024年人民币贬值压力缓和，升值压力增加



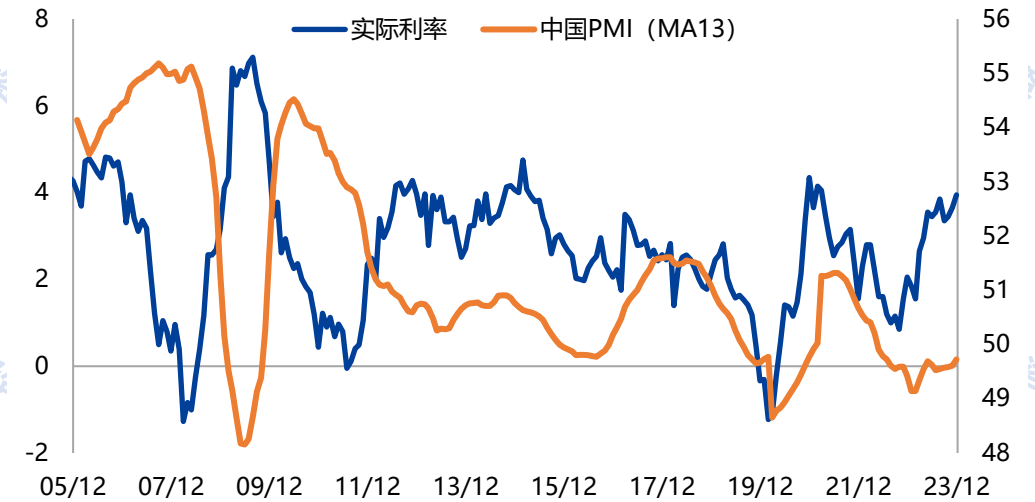
### 利率宽松对银行的压力加大，对实体的撬动不足



### 资金活化性低，实体需求不足

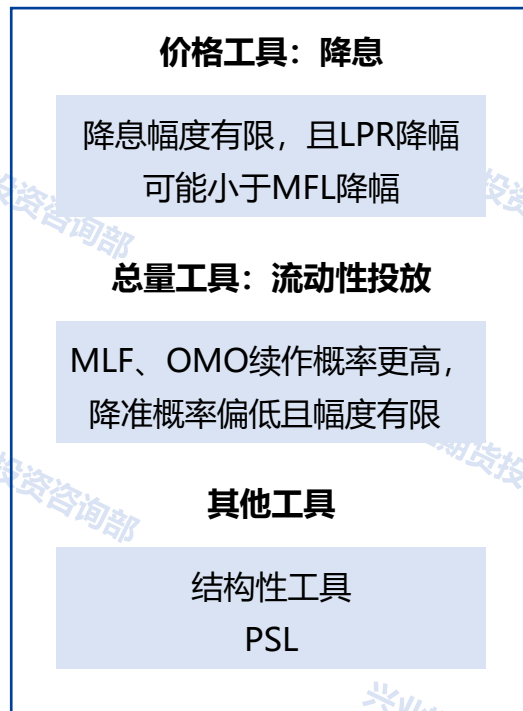


### 实际利率偏高

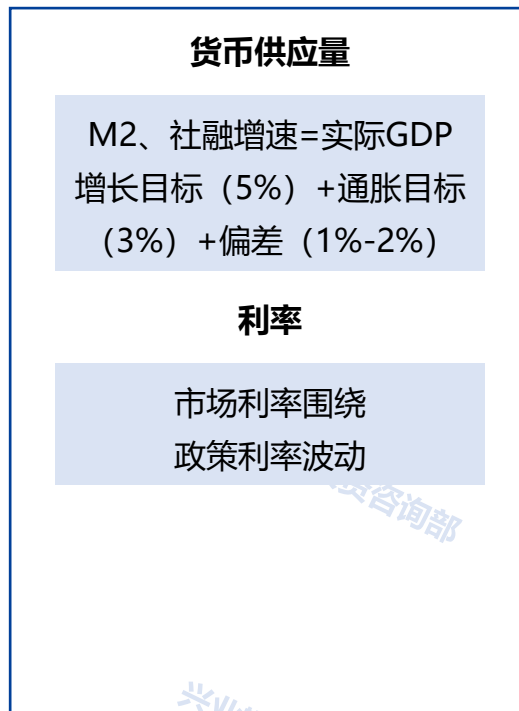


2024年货币政策思路（东吴证券）

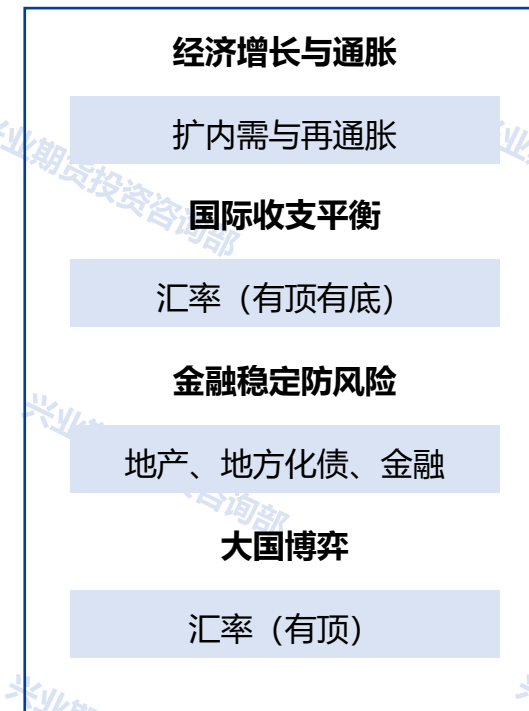
操作目标



中介目标



最终目标



经济增长与社融增量匹配 (方法一)

经济增长与社融增量匹配 (方法二)

	社融规模	同比	名义GDP	新增社融/新增名义GDP	社融同比	GDP目标	通胀目标	社融-(GDP+通胀)
2020/12/31		13.3%	1,013,567		13.3%	0.0%	3.5%	9.8%
2021/12/31	314.1	10.3%	1,149,237		10.3%	6.0%	3.0%	1.3%
2022/12/31	344.2	9.6%	1,210,207		9.6%	5.5%	3.0%	1.1%
2023/12/31	376.9	9.5%	1,259,826		9.5%	5.0%	3.0%	1.5%
2024/12/31	408.7	<b>8.4%</b>	1,330,376	4.5	<b>9.0%</b>	5.0%	3.0%	1.0%
	415.7	<b>10.3%</b>		5.5	<b>10.0%</b>			2.0%

社融增量来源=债务融资增量+股票融资增量

	社融规模	同比	杠杆率	债务融资余额	同比	股票融资	同比
2021/12/31	314.1		265%	3,045,478		9.5	
2022/12/31	344.2		276%	3,340,172	29.5	10.6	1.1
2023/12/31	376.5	9.4%	290%	3,653,495	31.3	11.6	1.0
2024/12/31	404.6	<b>7.4%</b>	28.0	3,924,609	27.1	12.5	0.9
	411.2	<b>9.2%</b>	34.7	3,991,128	33.8	12.5	0.9
	417.9	<b>11.0%</b>	41.3	4,057,647	40.4	12.5	0.9

社融增长与经济增长基本匹配

	社融规模	同比	名义GDP同比	社融增速-名义GDP增速
2020/12/31			2.7%	
2021/12/31	314.1	10.3%	7.9%	2.4%
2022/12/31	344.2	9.6%	5.3%	4.3%
2023/12/31	376.9	9.5%	4.1%	5.4%
2024/12/31	407.1	<b>8.0%</b>	5.6%	2.4%
	414.2	<b>9.9%</b>		4.3%
	418.4	<b>11.0%</b>		5.4%

GDP增速取两年平均

取2021年数据

取2022年数据

取2023年数据



# 国债

T

01

LPR未有调降，居民信贷成本实质降低

02

MLF量增价平，年内降准降息概率低

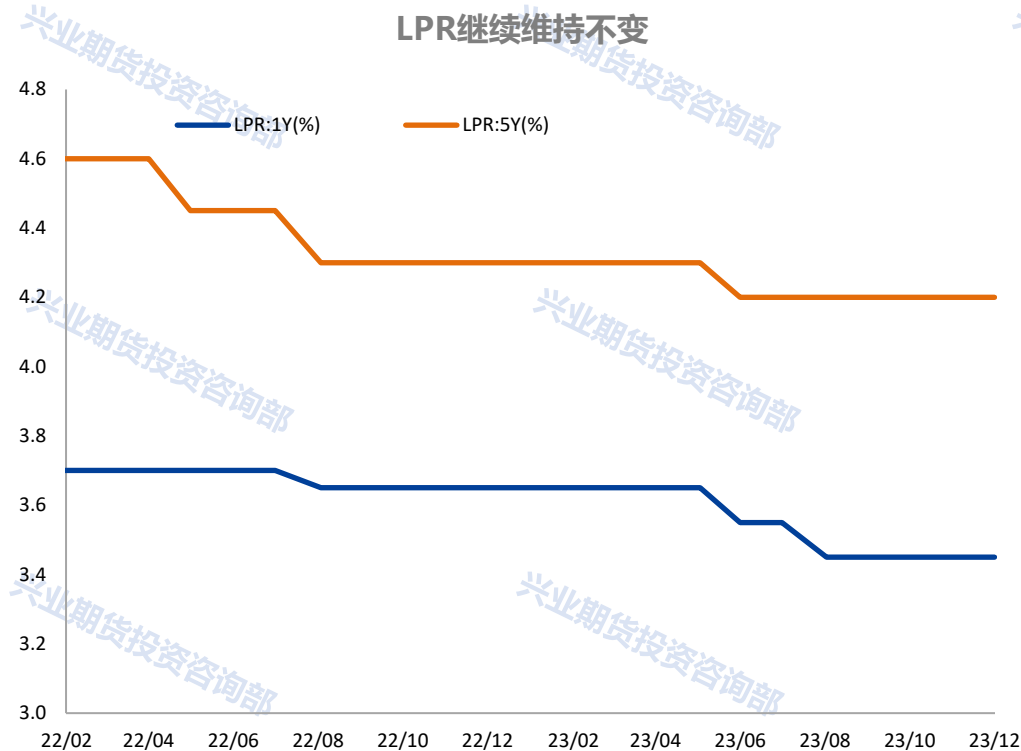
03

政府债发行压力仍存，年末资金面高波动维持

04

经济基本面边际好转，高估值债市存回调压力

- 12月1年期LPR报价3.45%，5年期以上LPR报价4.2%，均与上期持平，与MLF加点并未调整。
- 虽然LPR未有调降，但在上周北京和上海宽地产政策落地，下调了首付比例，房贷利率、放宽了普宅认定标准。因此居民端购房成本或已经得到了实质性的下降。

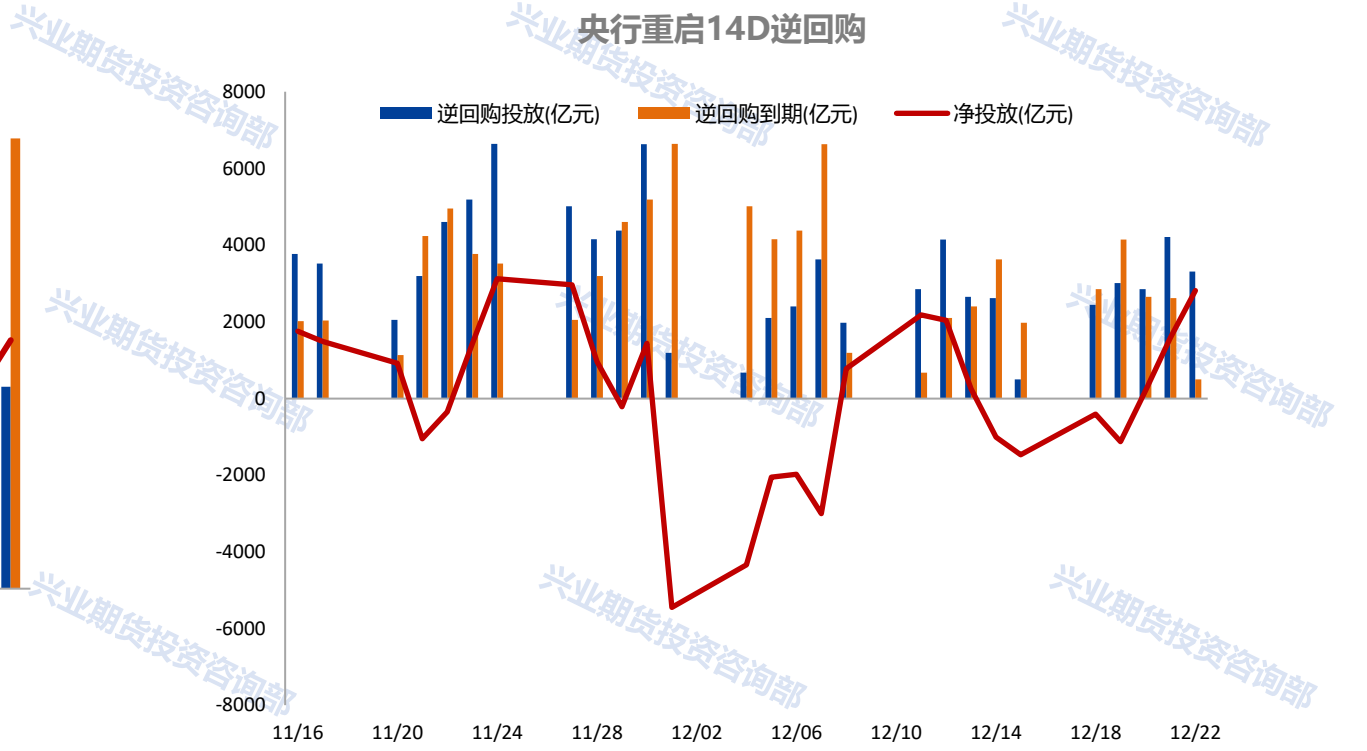
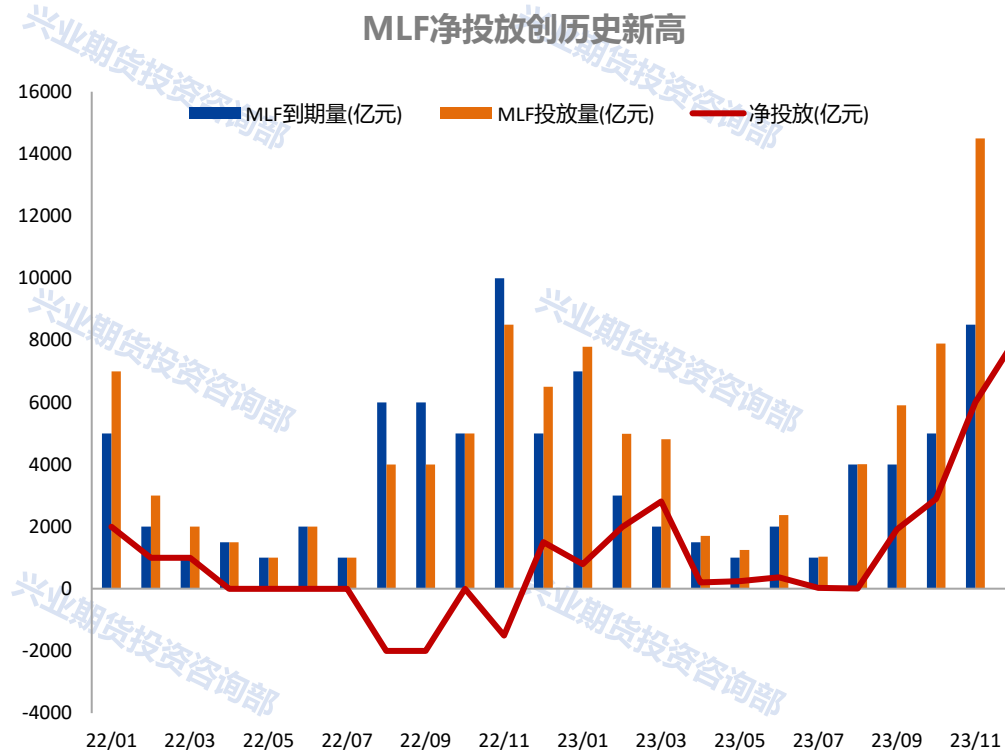


**北京上海同步下调房贷利率**

	首套首付比例		二套首付比例		房贷利率	
	新政前	新政后	新政前	新政后	新政前	新政后
北京	普宅35%; 非普宅40%	30%	普宅60%; 非普宅80%	城六区50%; 城六区40%	首套4.75%; 二套5.25%	首套：城六区4.3%、 非城六区4.2% 二套：城六区4.8%、 非城六区4.74%
上海	普宅35%; 非普宅40%	30%	普宅50%; 非普宅70%	主城区50%; 其他40%	首套4.55%; 二套5.25%	首套4.1%; 二套主城区4.5%、 其他4.4%

12月15日央行进行了14500亿元MLF操作和500亿元公开市场逆回购操作，实行6530亿元净投放，利率均维持不变。本次MLF净投放规模达到了8000亿元，创2014年10月以来最高单月净投放水平。

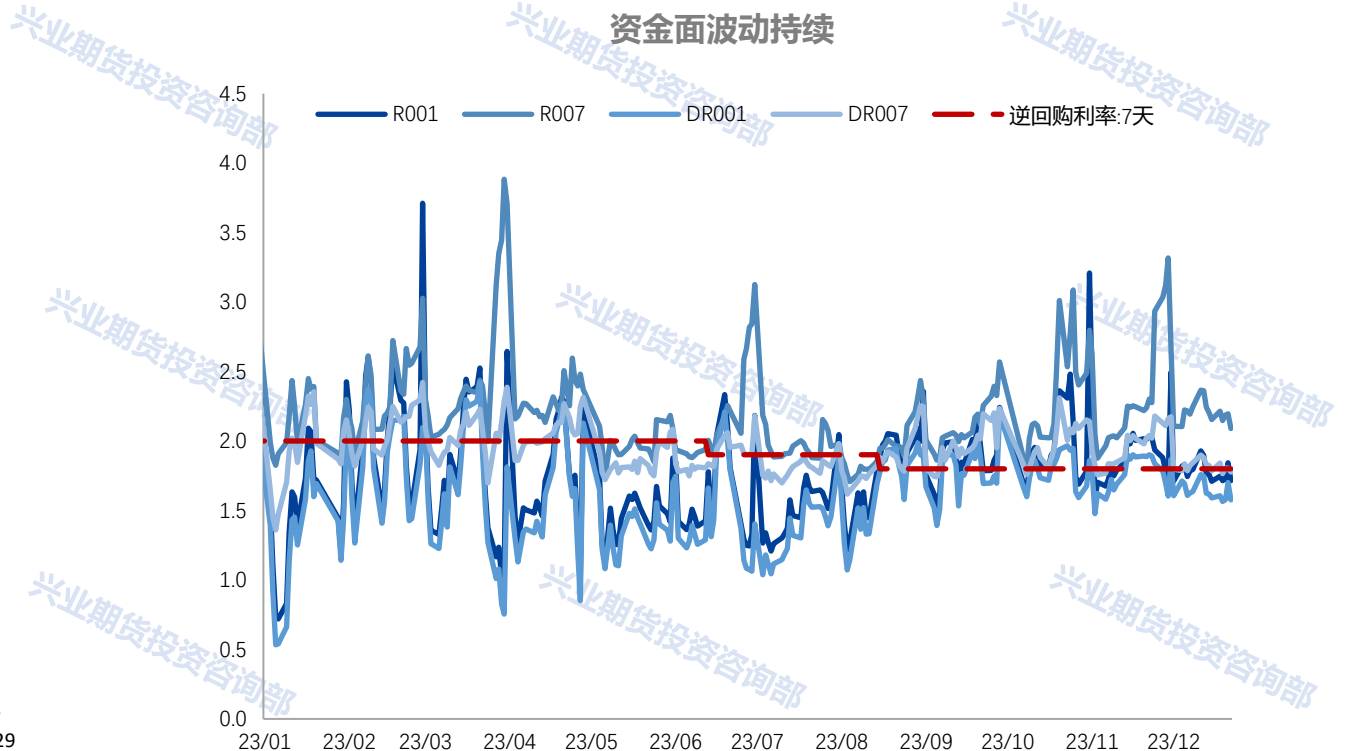
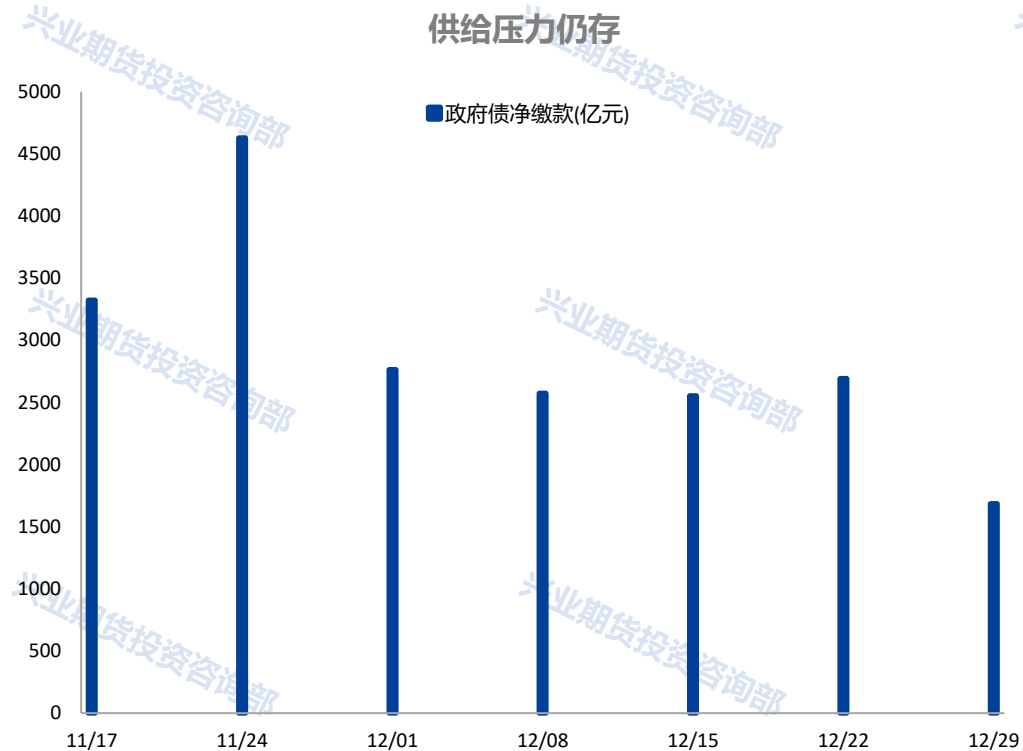
受跨年因素的影响，央行12月18日起重启了14天期逆回购，且联系5天投放，累计投放规模9100亿元。央行通过公开市场操作呵护流动意图明确，但同时年末降准降息概率下降。





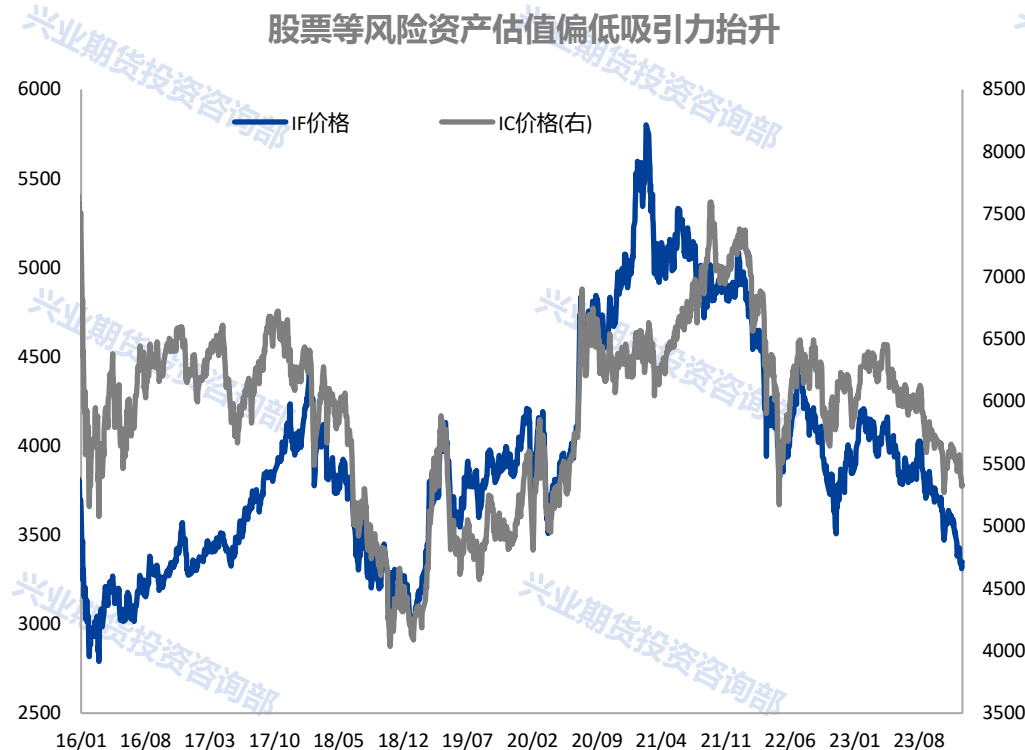
虽然特融债发行压力基本缓解，但政府债尤其是国债发行压力仍存。下周政府债净缴款将小幅回落，但仍有超1600亿，叠加年末等因素，资金面扰动持。

近期流动性分层、资金倒挂等问题频发，反映了金融机构存在流动性预期不稳、负债端压力上升等问题，资金面预计将维持高波动。



最新宏观数据显示经济基本面仍在边际好转，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，但年内降准降息概率不高，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。





# 股指

IF

01

盈利将持续修复，且流动性环境亦属友好

02

估值扩张的基本面支撑良好，且潜在空间大

03

股债收益比显著失衡、将回归，且或带来大量配置资金回流

04

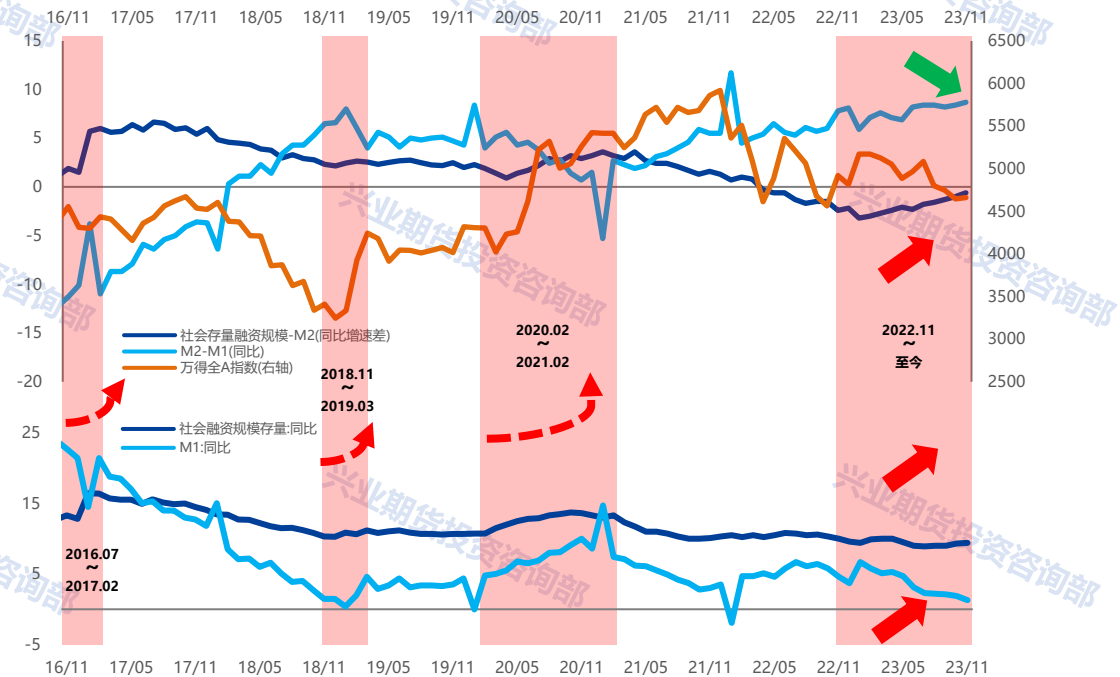
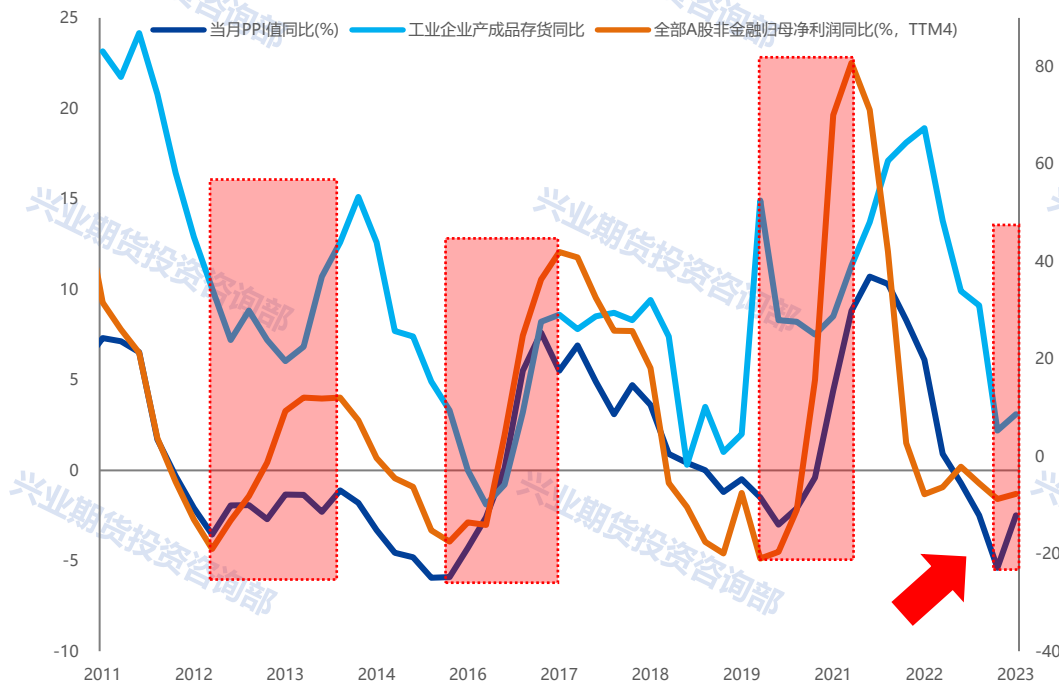
从兼顾性、收益性、防御性看，沪深300指数仍为最佳多头

从国内以PPI为指征的通胀周期、以工业企业产成品库存为指征的库存周期看，二者均已于2023年Q3确认触底。结合过往情形看，将带来A股净利润增速上行。

再从国内货币、信用环境看，当前剩余流动性较充裕（社融存量规模-M2增速差下行），有效流动性则不足（M2-M1增速差走阔），与总需求恢复偏慢、“宽货币”转化为“宽信用”的节奏和力度不强有关。但随国内各项积极政策落地、内生复苏动能逐步增强，预计有效流动性则将转强，利于分子端盈利修复；而在此过程中，较为宽松的剩余流动性环境则将从分母端提供支撑。

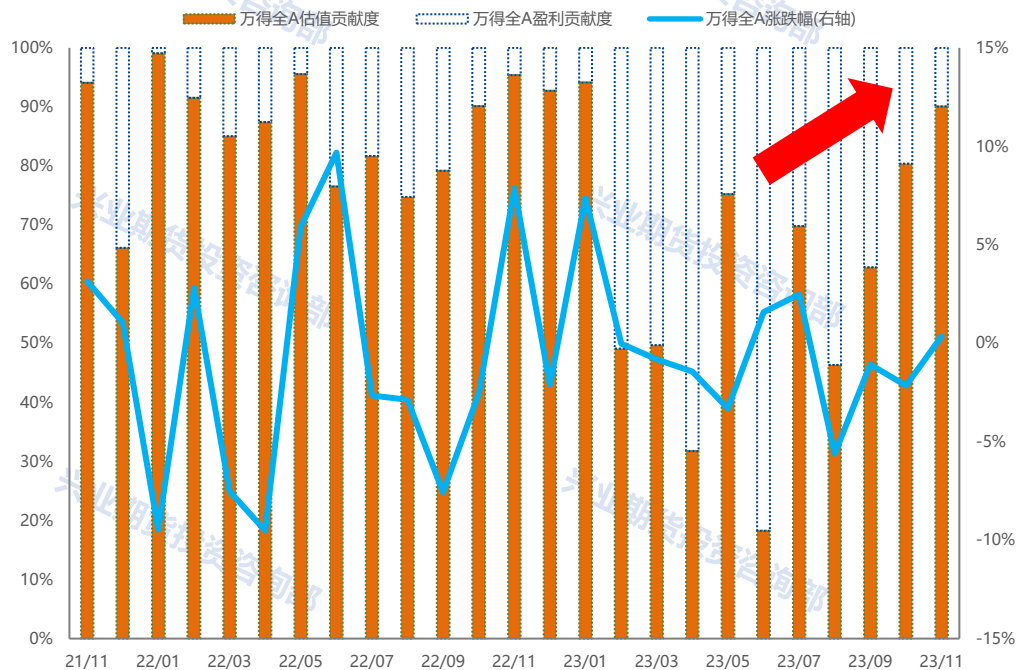
### 国内通胀周期、库存周期及A股净利润增速对比（截至2023Q3）

### 国内货币、信用环境跟踪（截至2023年11月）

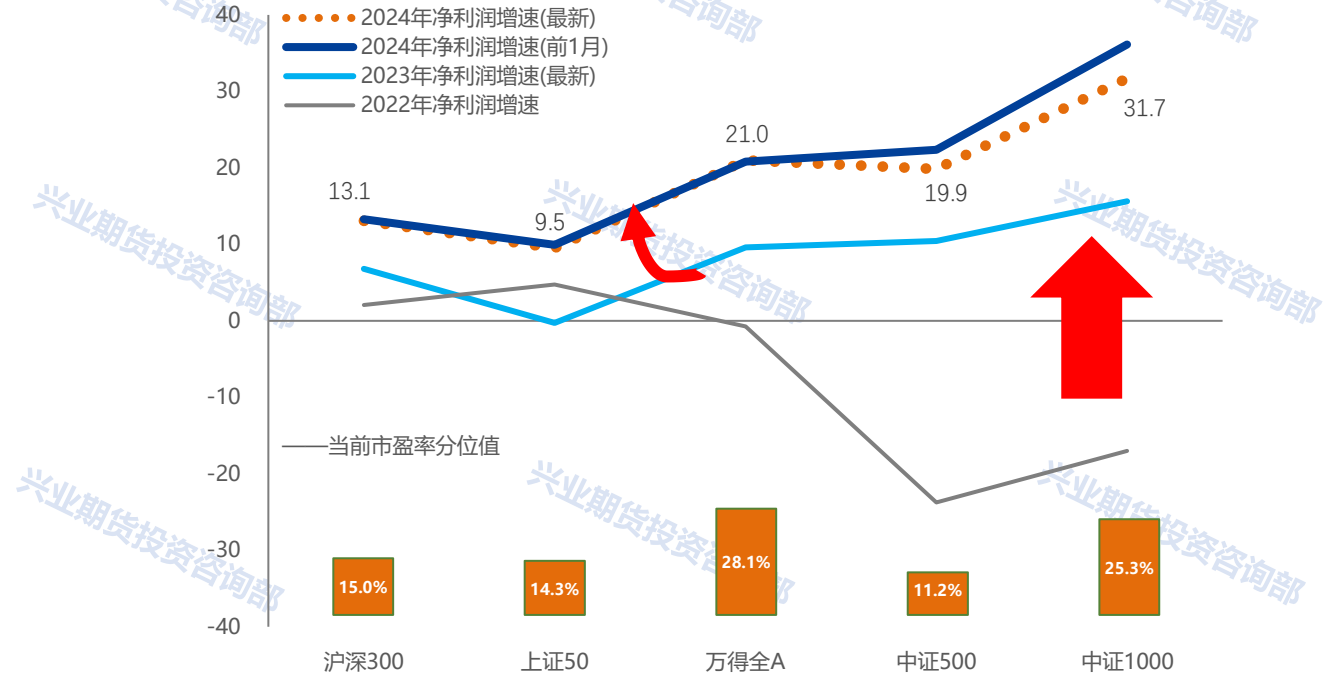


- 从A股走势看（以万得全A指数代表），考虑偏缓的复苏斜率，当前其主要指引因素为估值、而盈利贡献弹性相对居次。
- 从Wind一致性预期数据看，24年A股净利润增速将有较为显著的相对改善，另主要指数市盈率均处绝对或相对低位。从估值、业绩匹配度看，前者扩张具有良好的基本面支撑、且潜在空间较大。

### 万得全A走势贡献分解：估值、盈利视角（截至2023年11月）

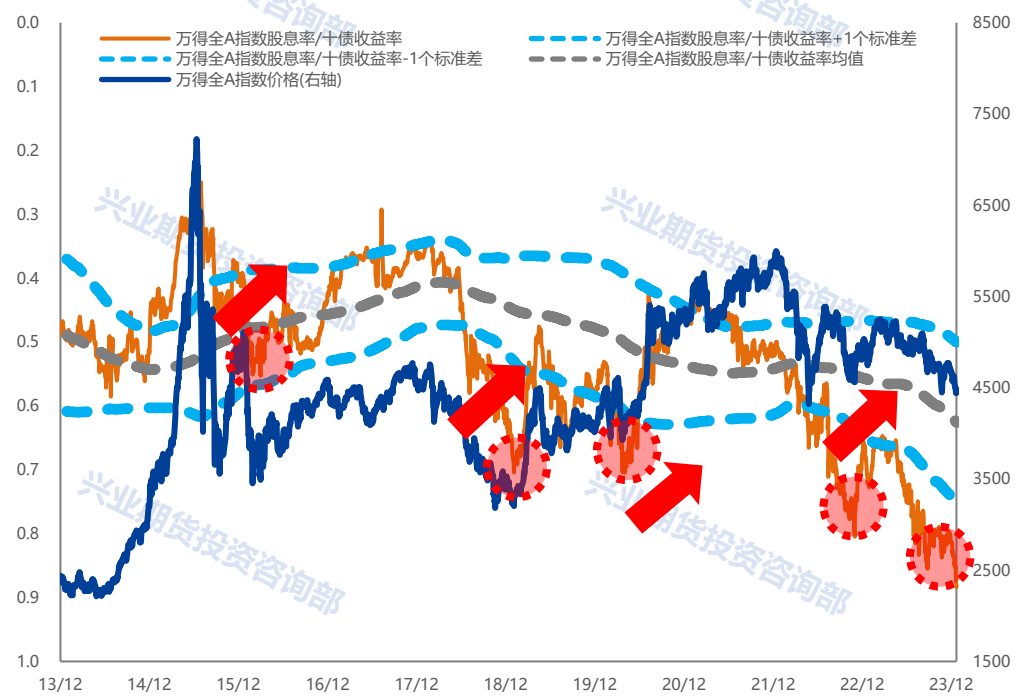


### A股主要指数24年盈利增速预测、估值对比（截至2023.12.24）

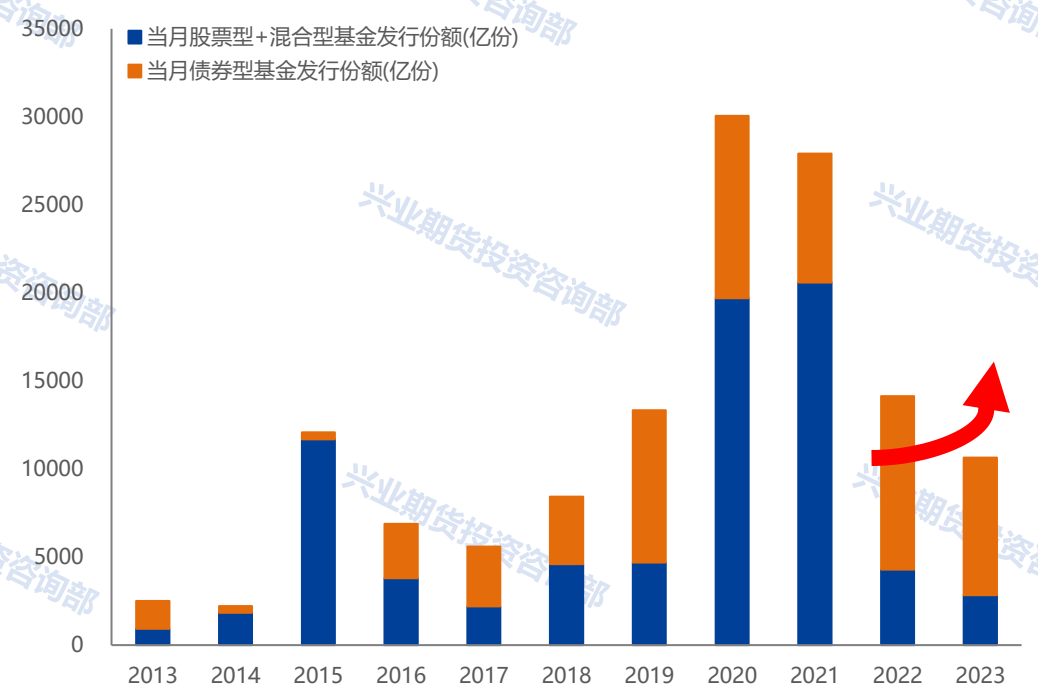


- 当前 A 股股债收益比已远高于均值+1 倍标准差以上（3 年滚动，逆序）、即其股息率优势已明显占优，即大类资产比价看、A股配置价值凸显。
- 此外，因“赚钱效应”匮乏，近2年公募股基发行份额大幅萎缩、而债基新发份额则显著增加。考虑A股多头配置良好的性价比、若“避险”需求转向“逐利”需求，即由“债市”流向“股市”，预计将带来大量增量资金。

### 万得全A指数股债收益率比值、及涨跌幅对比（截至2023.12.22）



### 历年股票型、债券型基金新发份额情况（截至2023.12.22）



从市场风格看：基于季节效应，历年A股大概率将出现“春季躁动”，对应阶段其整体上涨概率较大。进一步而言，沪深300指数代表的价值风格总体涨幅较为稳定、各年离散度相对较低，且与成长风格指数的涨幅差值相对较小。

再从库存周期看，23年Q3至24年将由“被动库存”进入“主动补库”阶段。从过往情形看，此两阶段成长、消费、周期、金融等风格总体占优。

历次“春季躁动” A股主要指数表现（截至2023Q2）

年度	起始日	结束日	上证指数	沪深300指数	创业板指	中证1000	持续交易日
2003年	2003/1/6	2003/3/3	15.6	14	/	/	34
2004年	2003/12/22	2004/2/20	19	19.5	/	/	36
2005年	2005/2/2	2005/2/25	10.4	9.5	/	14	11
2006年	2005/12/6	2006/3/1	21.1	22.9	/	17.9	53
2007年	2007/2/6	2007/2/26	16.4	19.2	/	24.3	10
2008年	2007/12/19	2008/1/14	13.7	18.7	/	20.8	17
2009年	2009/1/5	2009/4/21	39.3	47.2	/	70.3	71
2010年	2010/2/3	2010/4/6	7.6	8.2	/	17	39
2011年	2011/1/26	2011/2/21	9.5	10.9	14.2	16.8	14
2012年	2012/1/6	2012/2/27	13.9	16.7	14	23	32
2013年	2012/12/4	2013/2/8	24.1	31.4	38.6	31.7	46
2014年	2014/1/21	2014/2/19	7.6	6.6	12.5	16	17
2015年	2015/2/9	2015/4/27	47.2	45.1	58.7	55.9	50
2016年	2016/1/29	2016/4/13	15.5	14.3	20.3	22.9	48
2017年	2017/1/17	2017/3/16	5.3	4.9	7.4	9.2	38
2018年	2017/12/18	2018/1/26	8.9	10.1	1.8	-0.9	29
2019年	2019/1/4	2019/4/4	31.7	37	46.3	43	60
2020年	2019/12/3	2020/1/13	8.3	9.6	15.9	15.4	29
2021年	2020/12/25	2021/2/18	9.3	15.4	17.7	-1.4	34
2022年	2022/2/7	2022/3/2	3.7	0.3	-2.6	6.3	18
2023年	2022/12/26	2023/5/8	11.5	6.1	-0.6	8.8	86

A股在被动去库、主动补库阶段风格特征（参考国金证券）

项目	被动去库		主动补库	
	时间阶段	2005/5/31 2009/2/28 2015/12/31 2020/3/31	2006/6/30 2009/8/31 2016/6/30 2020/10/31	2006/6/30 2009/8/31 2016/6/30 2020/10/31
盈利	成长板块增速较快		周期、消费板块增速更快	
政策面	宽货币、宽信用、宽财政			
资金面	宽松、有效流动性扩张(M1-M2走阔)		偏宽松、有效流动性扩张(M1-M2走阔)	
情绪面	市场风险偏好回升			
风格特征	成长、消费占优		周期、消费、金融占优	

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（1）（2）（3）三大项因素，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43.8%、44.7%）。

再结合前文分析看，预计24年成长、消费、周期、金融等风格均有表现机会，故需考虑兼顾性。而沪深300指数与上述4类风格相关性最高，综合而言、其依旧为最佳多头标的。

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2023.12.22）

A股主要指数相关系数情况（近3年，截至2023.12.22）

简称	最新总市值 (亿,2023.12.22)	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
区域性银行	9753	0.1%	3.0%	11.1%	10.0%	11.9	5.36	2.4	0.0	2.3	0.8	1.2
建筑施工	14443	0.1%	0.8%	12.4%	22.8%	9.1	2.96	2.1	3.1	0.9	1.7	1.7
保险II	20270	0.2%	4.3%	10.1%	29.9%	9.6	3.72	3.6	7.9	0.0	0.1	2.4
食品	7882	0.2%	4.6%	10.8%	33.9%	11.4	2.05	0.5	1.0	1.4	1.5	0.9
环保及公用事业	9042	0.4%	1.6%	23.8%	15.1%	7.6	1.78	0.1	0.0	0.9	1.8	1.1
新能源动力系统	12663	0.5%	2.9%	25.2%	35.5%	13.6	0.90	3.1	0.0	1.5	1.4	1.5
白色家电II	8014	0.6%	1.4%	15.7%	10.4%	20.0	4.57	2.8	1.3	0.0	0.2	0.9
工业金属	8393	3.0%	7.3%	13.5%	19.7%	10.8	1.99	0.5	0.0	2.7	1.9	1.0
证券II	31060	6.4%	15.4%	22.7%	12.3%	6.6	1.49	6.5	3.4	6.6	1.1	3.7
专用机械	15884	6.9%	11.9%	31.4%	38.4%	9.2	1.04	0.4	0.0	2.0	2.4	1.9
计算机设备	10334	7.9%	21.4%	42.7%	35.2%	9.1	1.34	1.2	0.0	1.6	1.1	1.2
电源设备	16872	8.7%	12.7%	17.1%	21.3%	14.1	2.22	3.2	3.6	1.7	1.8	2.0
消费电子	13509	10.1%	10.7%	22.3%	56.5%	8.6	1.09	1.6	0.0	2.5	2.0	1.6
航空航天	8240	12.0%	21.7%	48.0%	35.4%	6.9	0.53	0.8	0.8	2.1	0.7	1.0
电气设备	15253	15.4%	17.3%	16.4%	18.6%	10.7	1.24	1.9	2.5	1.6	2.6	1.8
通用设备	11379	15.6%	20.1%	32.7%	39.7%	8.1	0.90	0.2	0.0	1.7	2.7	1.3
中药生产	10285	15.6%	23.2%	40.5%	37.3%	8.4	1.61	1.0	1.2	1.3	2.5	1.2
通信设备	9501	16.7%	21.1%	19.4%	41.3%	8.4	0.77	0.6	0.0	0.7	1.8	1.1
酒类	39714	42.7%	48.1%	20.0%	20.8%	24.4	3.20	10.7	19.9	0.7	1.0	4.7
其他军工II	8967	43.1%	48.0%	52.0%	52.0%	7.3	0.65	0.7	0.0	2.0	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)								43.8	44.7	34.3	31.3	33.2

指数	沪深300	上证50	中证500	中证1000	金融	周期	消费	成长
沪深300	1.00	0.99	0.76	0.49	0.87	0.29	0.95	0.77
上证50	0.99	1.00	0.67	0.38	0.89	0.19	0.95	0.68
中证500	0.76	0.67	1.00	0.92	0.53	0.79	0.66	0.97
中证1000	0.49	0.38	0.92	1.00	0.22	0.90	0.39	0.91
金融	0.87	0.89	0.53	0.22	1.00	0.05	0.87	0.51
周期	0.29	0.19	0.79	0.90	0.05	1.00	0.16	0.74
消费	0.95	0.95	0.66	0.39	0.87	0.16	1.00	0.67
成长	0.77	0.68	0.97	0.91	0.51	0.74	0.67	1.00
总计	2.89	2.71	2.95	2.42	/	/	/	/

周期:日线 2020/12/24 - 2023/12/22



# 橡胶

RU

01

轮胎需求表征分化，汽车市场整体复苏态势不改

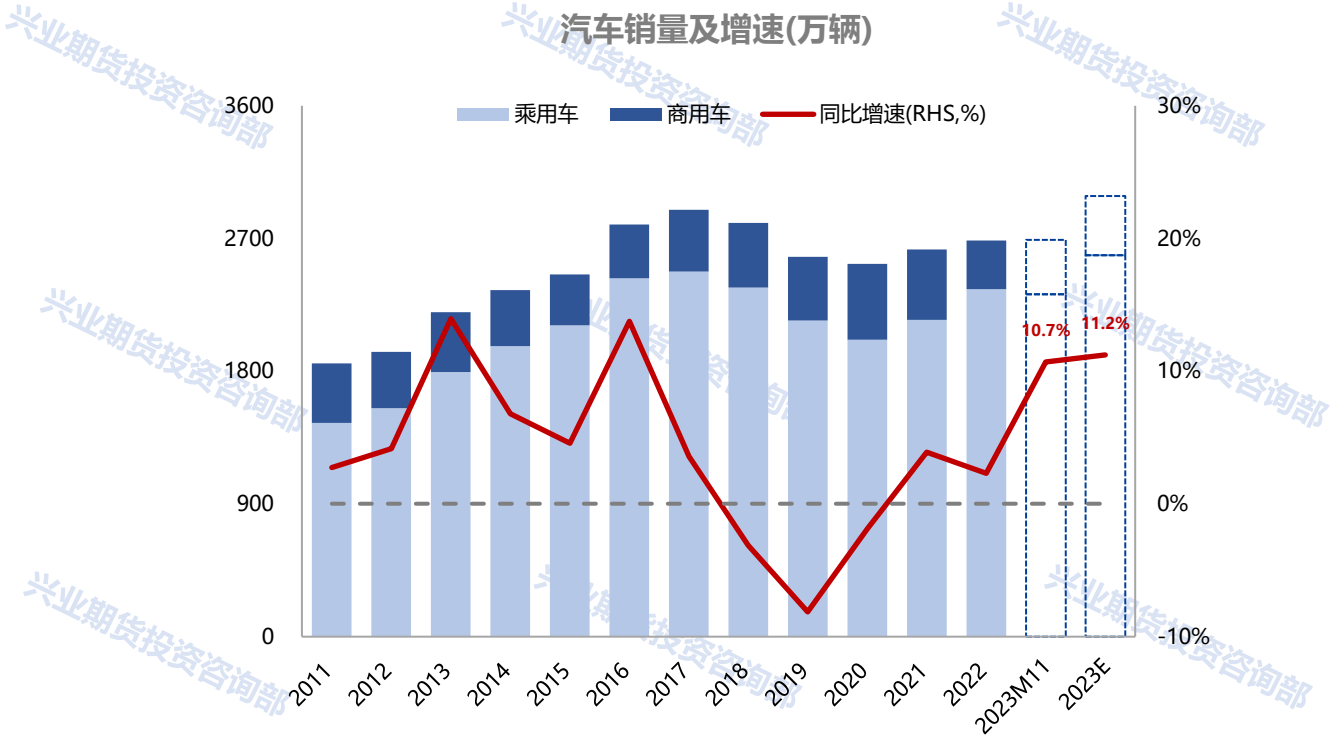
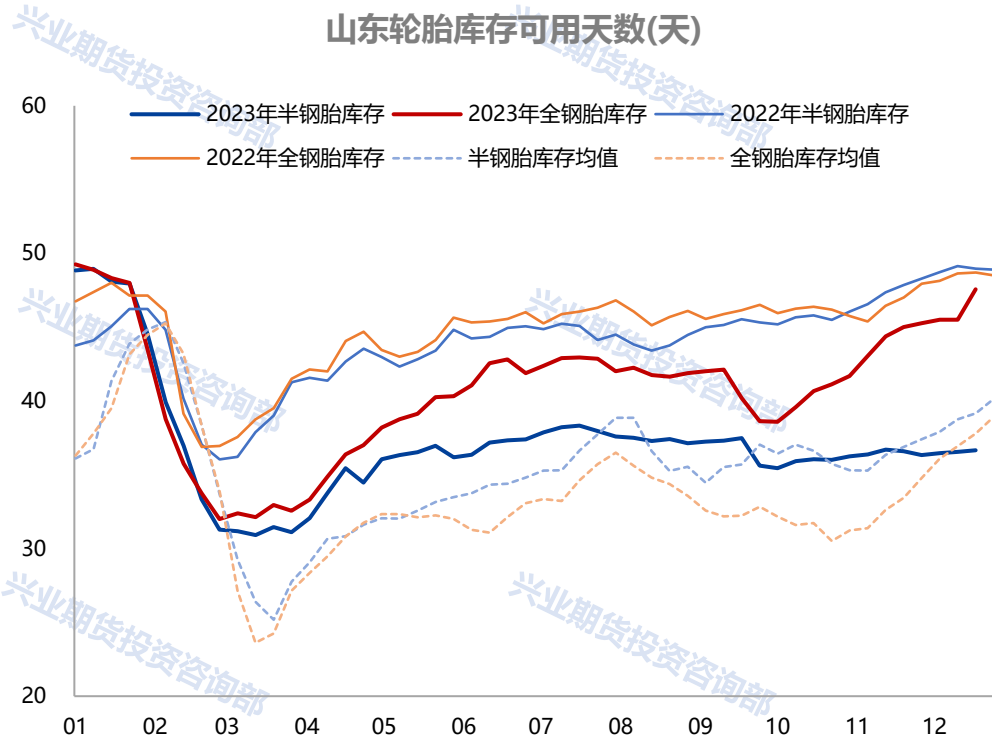
02

国内产区进入停割阶段，气候因素影响不容小觑

03

库存结构逐步优化，基本面对价格驱动依然向上

需求方面，全钢胎加速累库拖累产线开工率，但半钢胎出货顺畅、其开工意愿维持同期高位，而中汽协数据显示11月商用车产量同环比增速达64.9%及44.6%，重卡市场底部夯实，且12月上半月乘用车零售完成94.2万辆，政策施力效果显现，全年汽车销量增速或达11.2%，汽车工业复苏势头不改，橡胶需求兑现预期乐观。

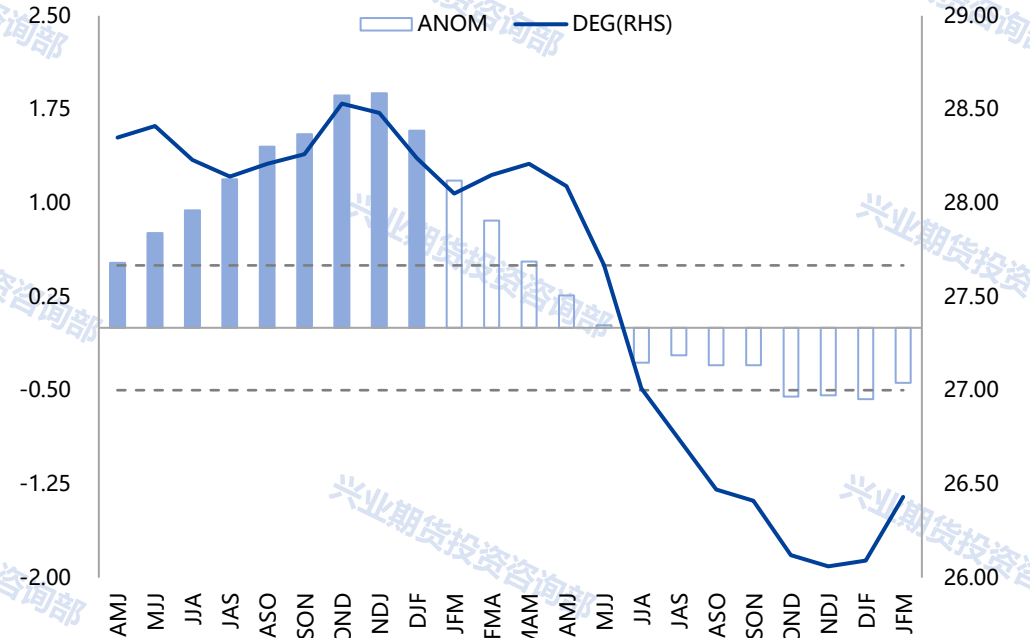


供应方面，云南及海南产区悉数停割，NOAA数据预示本轮厄尔尼诺现象将持续至2024年二季度初、且当前阶段正处于峰值强度时期，气候变动对天胶生产端的负面影响权重加剧，极端天气不断扰动各国割胶季季节性特征，合艾市场胶水及杯胶价格高企印证泰国旺产季放量落空预期，到港资源大概率随之走弱，天然橡胶供应端难有增量。

### 天然橡胶主要生产国割胶季

国家	年份	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
中国	历史	停割季		过渡期				旺产季				过渡期	
	2021	停割季		过渡期				旺产季		极端天气低产	旺产季		过渡期
	2022	停割季		过渡期				旺产季		极端天气低产	旺产季		过渡期
	2023	停割季		极端天气低产				过渡期		旺产季		过渡期	
泰国	历史	旺产季		低产季			过渡期		旺产季				
	2021	旺产季		低产季			过渡期		旺产季				
	2022	旺产季		过渡期		低产季			过渡期		旺产季		
	2023	旺产季		过渡期		低产季			过渡期		旺产季		
越南	历史	过渡期		低产季		过渡期		旺产季			过渡期		
	2021	旺产季		低产季		过渡期		旺产季			过渡期		
	2022	过渡期		低产季		过渡期		旺产季			过渡期		
	2023	过渡期		低产季		过渡期		旺产季			过渡期		

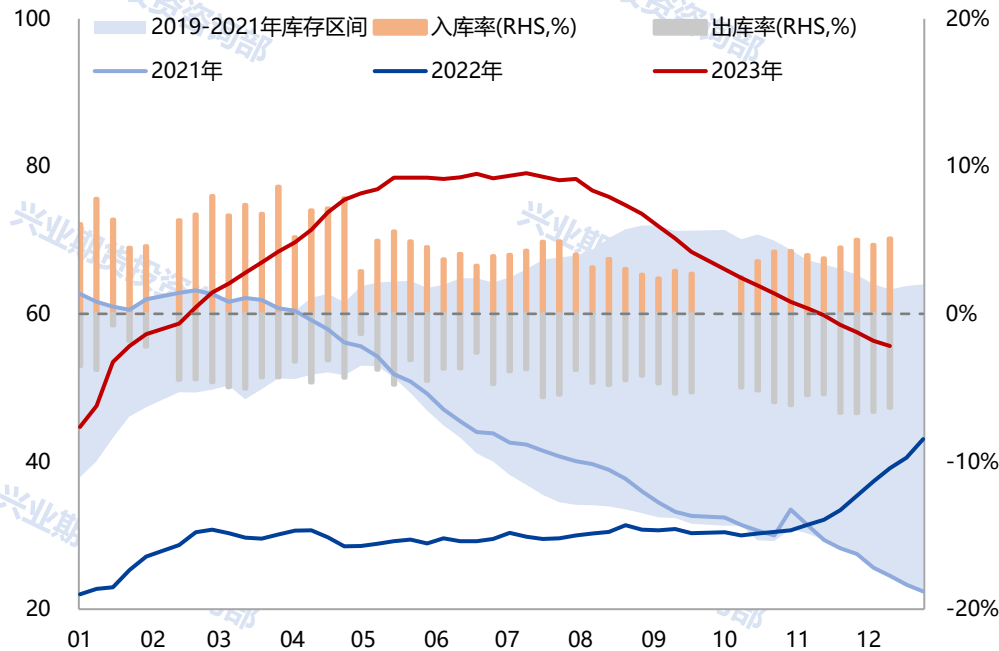
### Nino3.4区海温指数异常预期



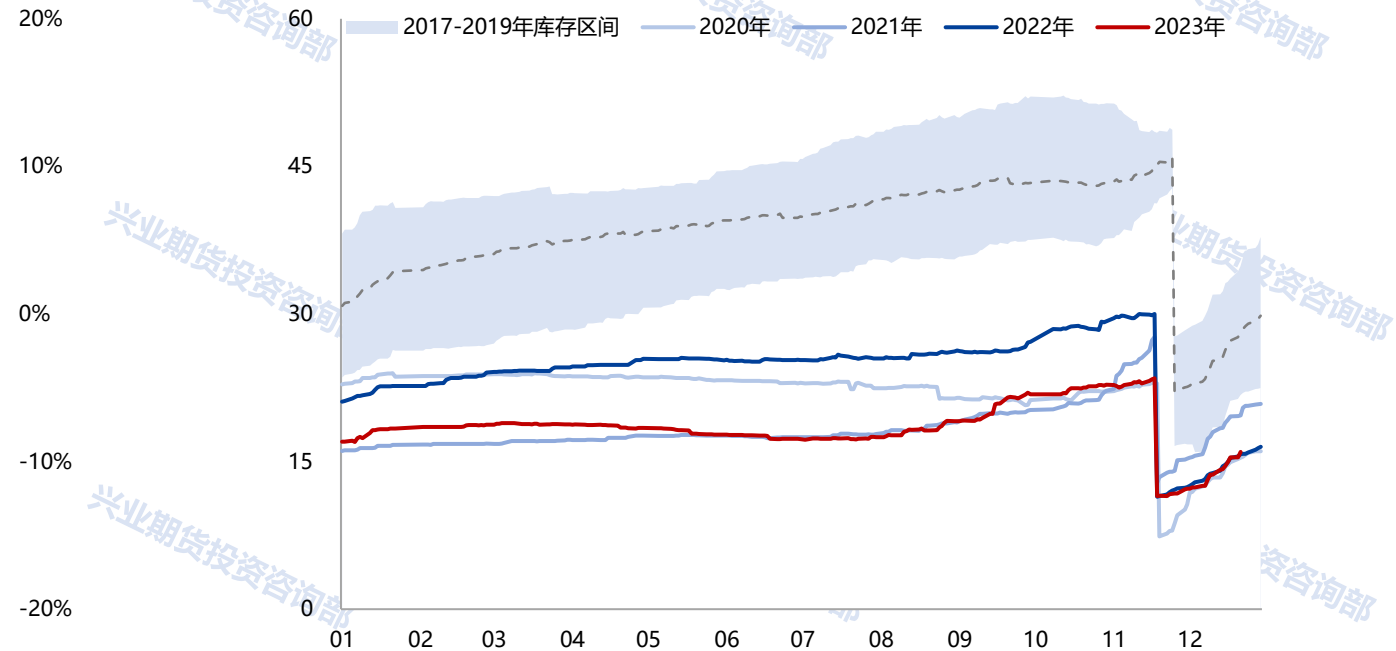
□ 库存方面，一般贸易库存出库率持续高于入库水平，带动青岛港口维持降库之势，而停割之后沪胶期货仓单注册量延续低位，橡胶库存结构继续优化。

□ 综合来看，政策引导车市复苏，需求传导亦较顺畅，而国内产区陆续停割、海外原料价格高企，供减需增预期驱动价格中枢上移，沪胶多头策略胜率占优。

### 青岛一般贸易库存水平(万吨)



### 天然橡胶期货库存(万吨)





# 聚氯乙烯

V

01

原料不足产量减少，社会库存小幅下降

02

管材和型材需求转弱，现货成交保持平稳

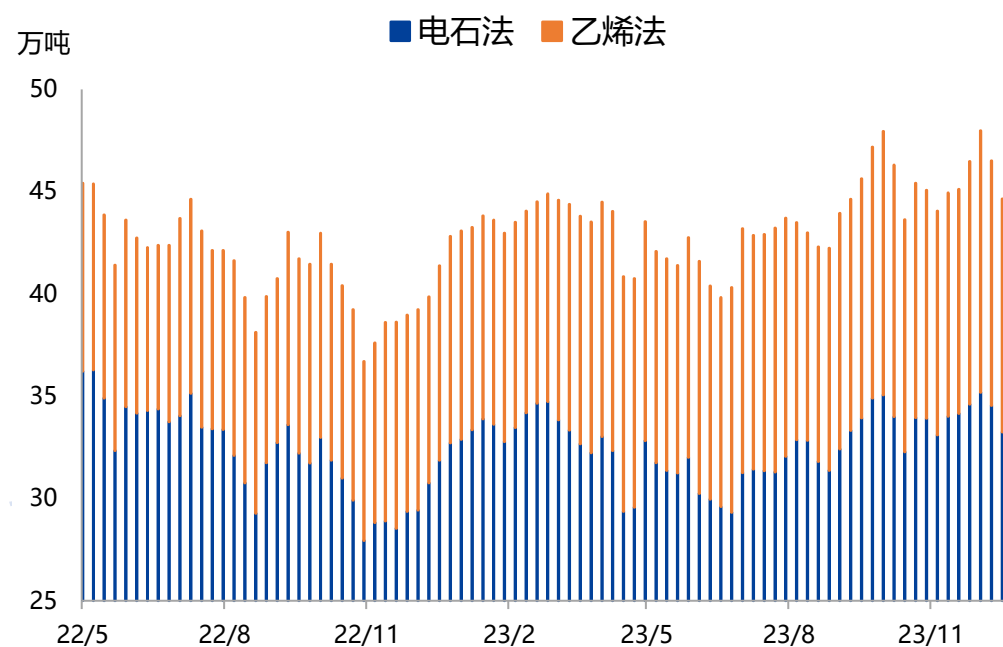
03

电石法成本抬升，微观指标支持做多

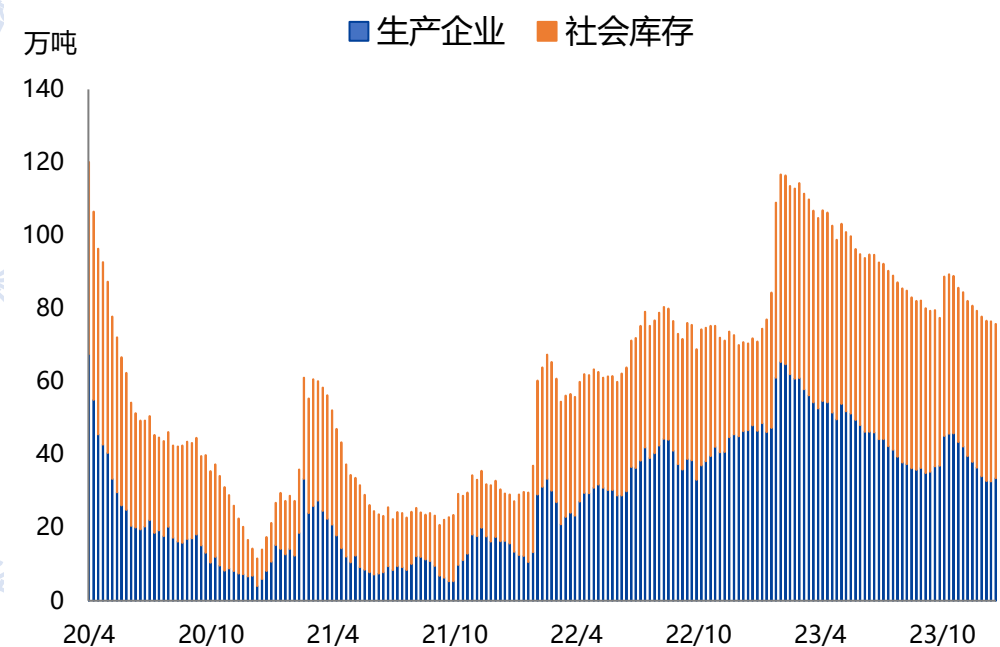
因华北电石供应不足和泰州联成开工下降，PVC周度开工率下降3%，产量减少1.9万吨至44.6万吨。因西北限电和兰炭短缺，短期内电石开工率都将偏低，可能导致PVC产量进一步下降。

近一周生产企业累库，贸易商去库，合计库存小幅下降。生产企业库存处于70% (+1%) 分位水平，社会库存处于86% (-3%) 分位水平。高库存仍然是限制上涨的主要因素，当前产量意外下降，可能助力社会库存加速下降，建议重点关注。

### 原料不足产量下降 (截至12.22)

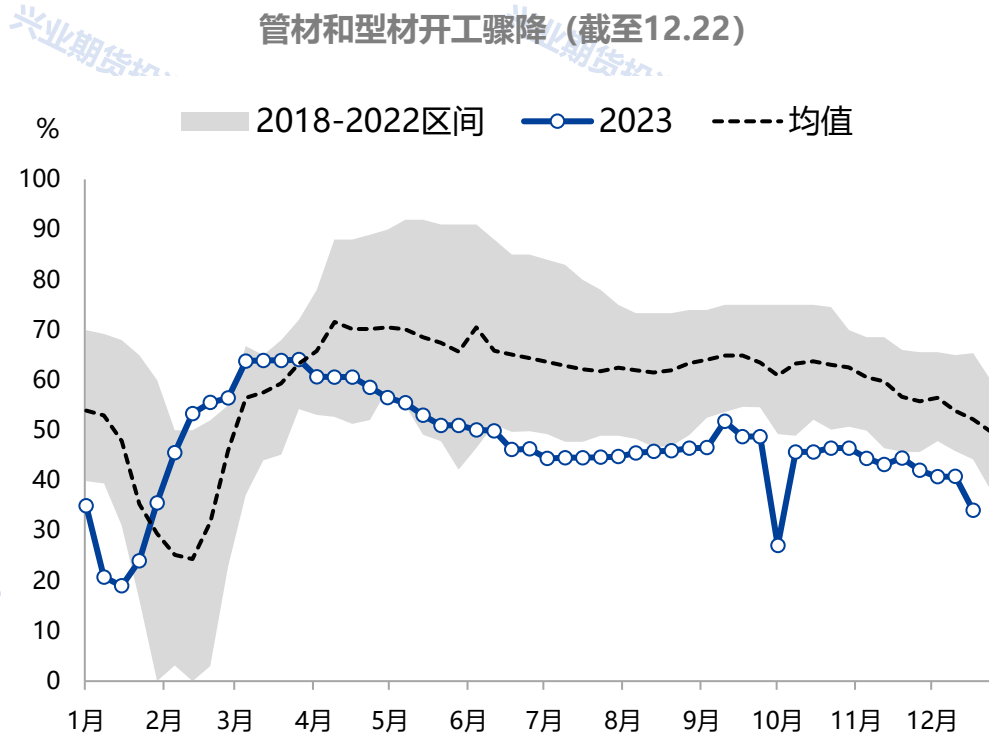


### 社会库存小幅下降 (截至12.22)



▣ PVC下游开工率下降6.74%，降幅为春节后最大。细分下游看，薄膜开工率维持在55%，管材下降3%，型材下降2%。由于气温骤降，北方建材需求锐减，管材企业开工率不足四成，型材企业开工率低于三成，南方企业开工率下降幅度有限。11月PVC铺地制品出口量为42.86万吨，环比和同比均显著增加，不过年内累计出口量依然同比减少12%。

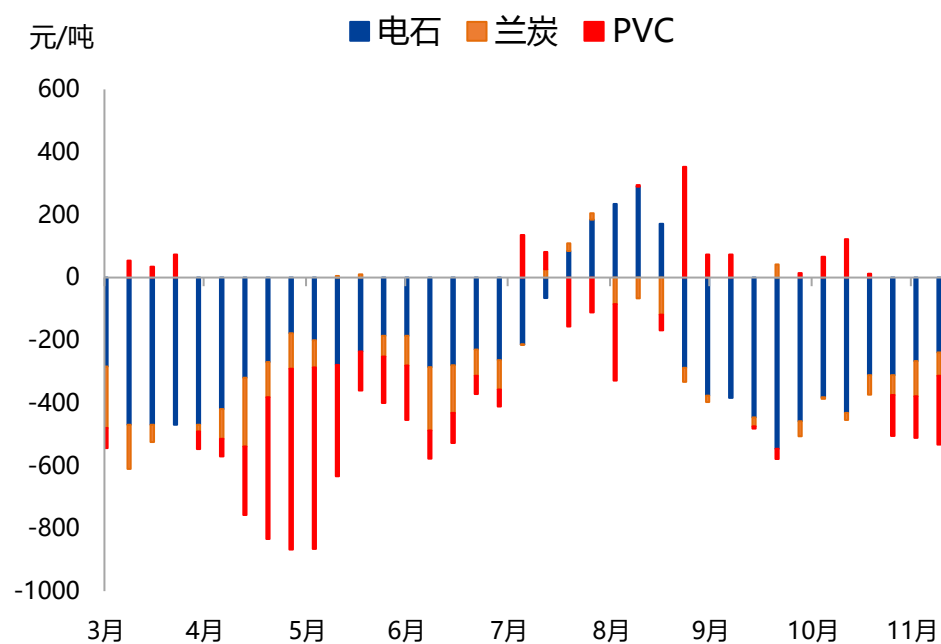
▣ PVC现货预售量增加至62万吨，贸易商现货成交量提升至2万吨，需求保持平稳。11月PVC出口量为19.34万吨，环比和同比增幅接近40%，1-11月累计出口量同比增加14%，出口需求良好缓解了国内部分供应压力。



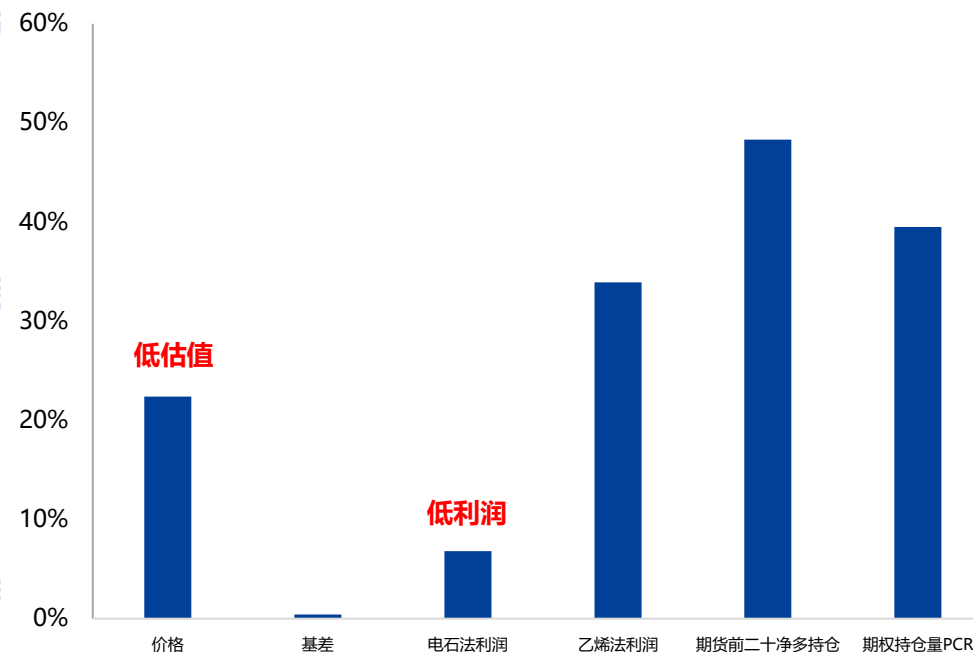
继内蒙限电后，宁夏也开始限电，西北电石价格上涨150元/吨，电石法成本提升150元/吨至5890元/吨，由于产量下降，电石价格仍有上涨空间。原油价格连涨5日，乙烯价格暂时止跌，乙烯法成本提升50元/吨至5900元/吨。成本支撑是做多PVC的核心理由。

随着期货价格小幅上涨，主要微观指标中，期货净空持仓量增加和基差走弱反映看空倾向，看涨期权成交量为看跌的1.5倍，以及极低的期货价格和生产利润，反映看多倾向。

### 电石法产业链亏损严重 (截至12.22)



### 主要微观指标偏多 (截至12.22)







# 沪铝

AL

01

铝土矿供给受限，氧化铝表现强势

02

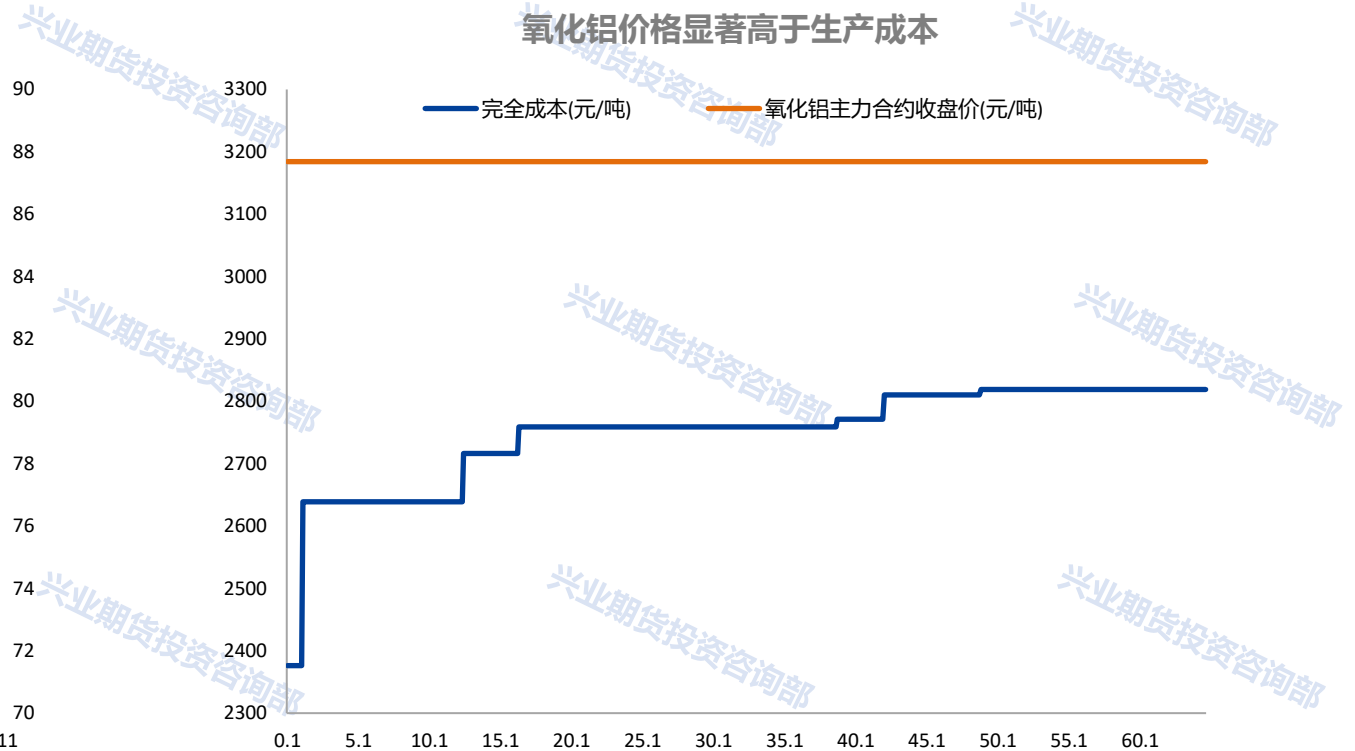
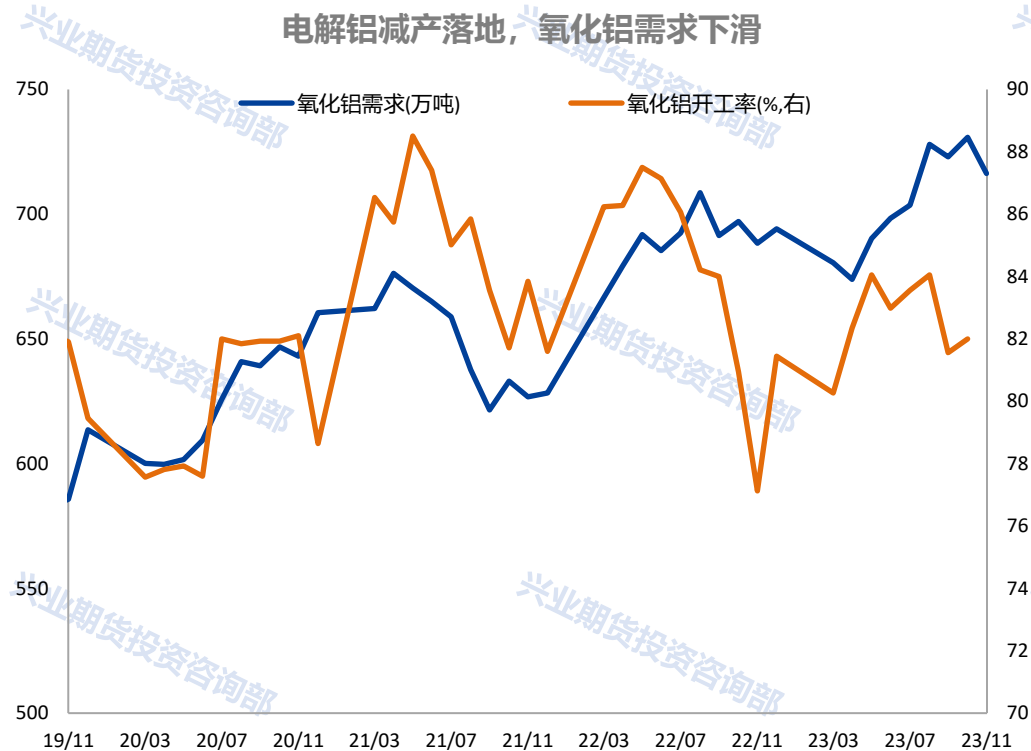
电解铝产能利用率受限，产量供给难有增量

03

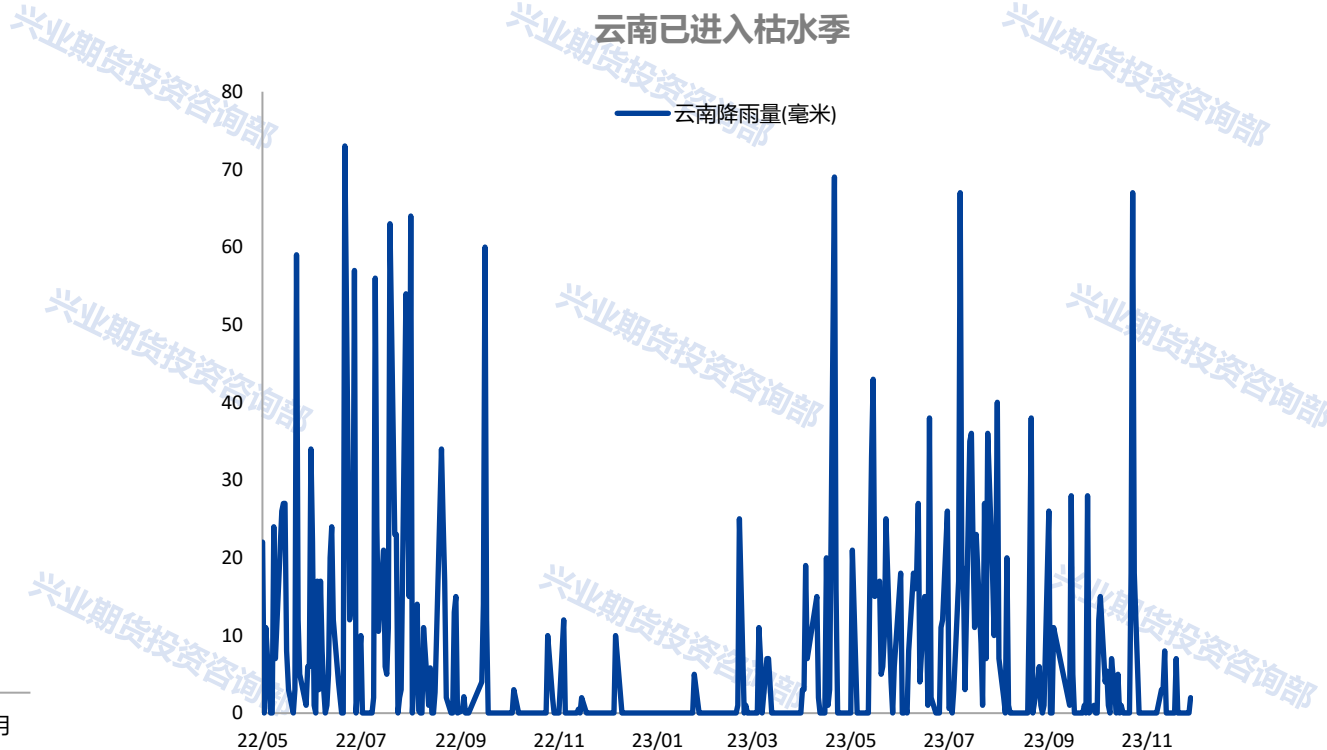
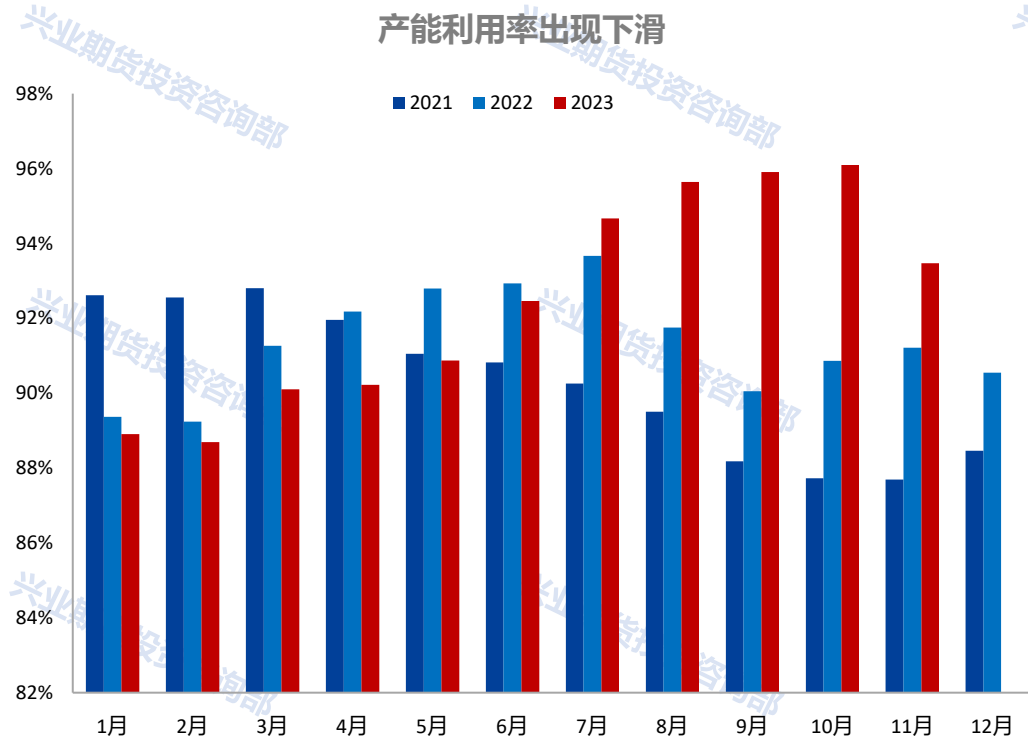
美元快速回落，库存进一步向下

□ 本周初几内亚首都中央油库的爆炸造成当地燃料供应紧张，具调研目前矿山开采受阻，部分矿山已停产。此外受红海商船遇袭事件的影响，多家航运公司避开红海，采用绕行运输，增加国际海运成本及天数，进一步加剧铝土矿供应紧张担忧，推升氧化铝价格。

□ 短期内受铝土矿供应紧张问题，氧化铝供给受限，但目前盘面价格已显著高于生产成本，且随着电解铝生产进入季节性下滑，氧化铝价格上涨持续性仍有待观察。

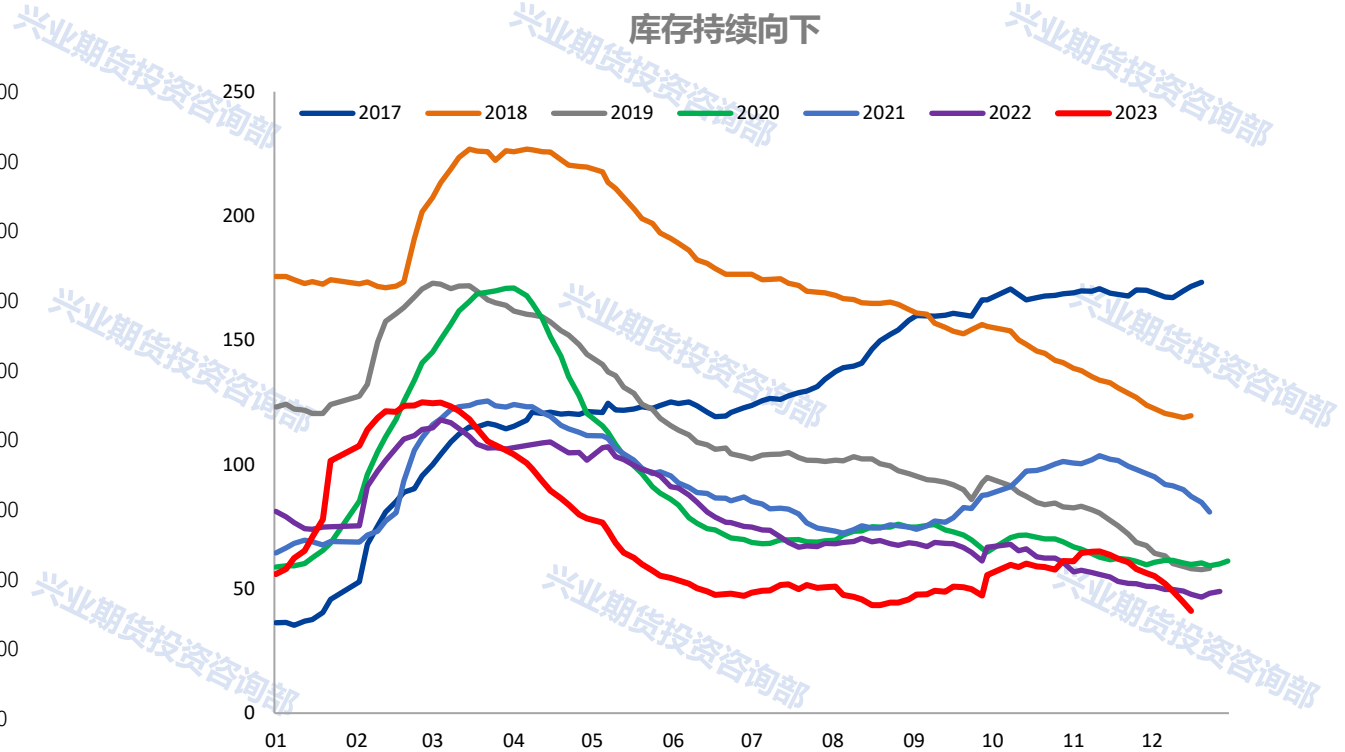


- 受云南地区减产因素的影响，11月产能利用率出现回落，降至93%附近。在产能天花板的限制之下，新增产能有限，产能利用率易下难上。
- 水电铝的占比持续抬升，而水电供给的季节性特征较强。根据市场消息，云南地区减产已基本落地，计划减产规模大约为115万吨。且云南枯水季较长，大概率持续至明年一季度甚至上半年，且天气存不确定性，不排除像去年一样出现二次减产。



虽然美联储对于降息的时点仍存在反复，但市场对货币政策转向宽松的预期正在不断强化，且目前美元指数仍处于100以上偏高水平，美元指数向下趋势较为明确，整体对有色金属存利多。

库存方面，根据MYSTEEL公布的最新库存数据显示，进入11月后铝库存持续下滑，目前已经处于历史最低水平。





# 碳酸锂

LC

01

短期产量维持稳定，长期资源供应集中度高

02

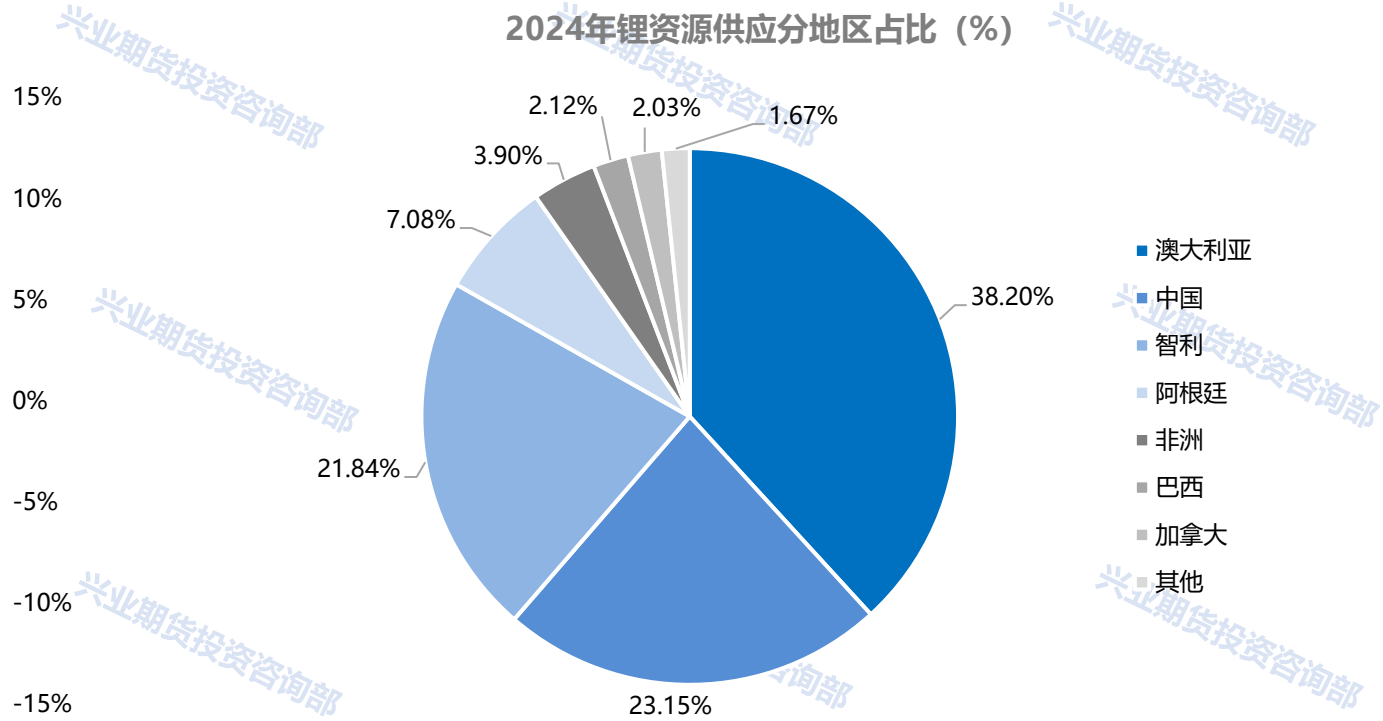
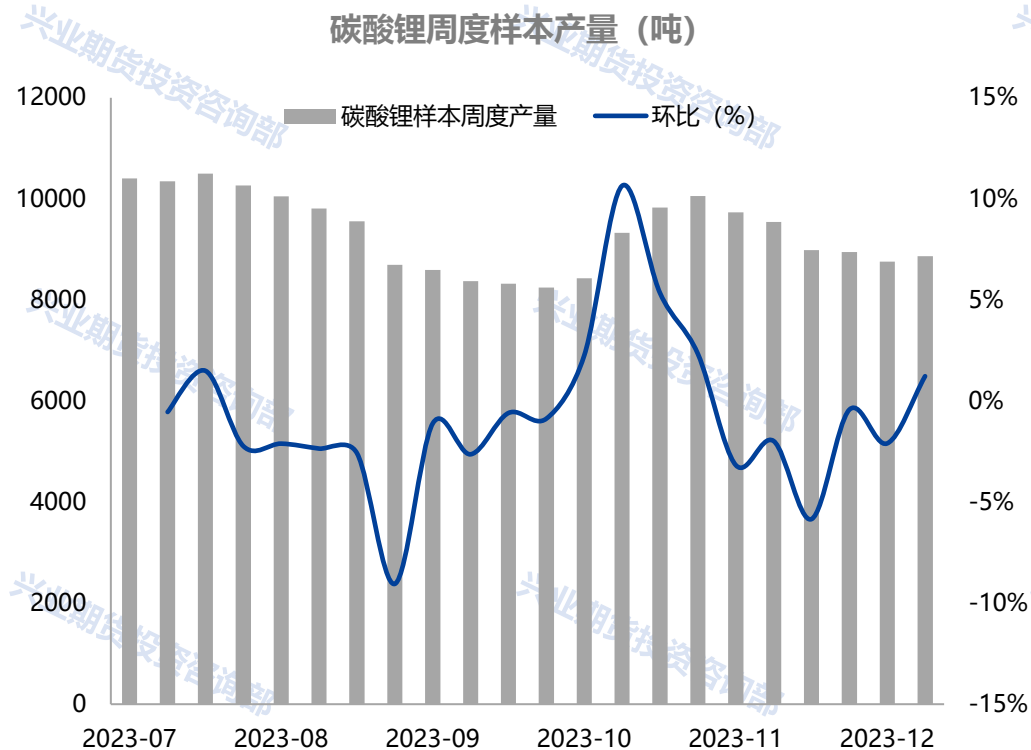
材料环节开工明显回落，消费电子有望底部回暖

03

产业链库存小幅增长，基差回落至正常区间

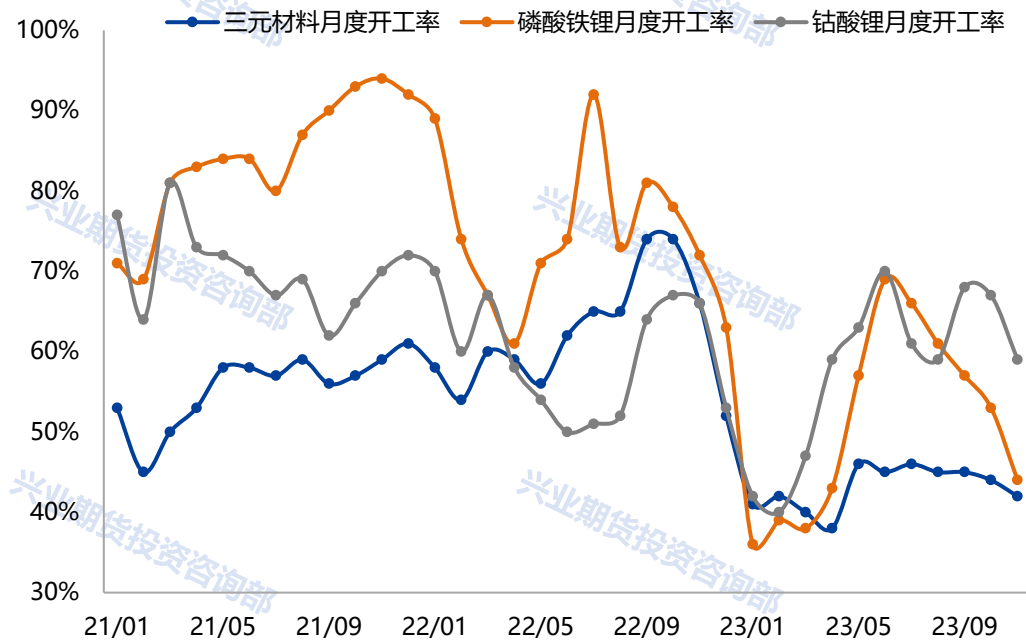
近期产量方面，盐湖提锂因气温降低进行常态化减产，矿石提锂因利润下滑导致开工率偏低。由于当前下游已进入生产淡季，冶炼厂家仅维持长协订单生产节奏。锂矿原料价格暂时筑底，若锂盐价格仍继续下行，则未来将有更多企业实施限产行为。

远期增量方面，锂资源生产集中度仍偏高，各类扰动将减缓产能投放进度。预计明年澳洲、智利、中国仍将占据超70%的市场份额，澳矿产量指引、中国环保监管、智利锂国有化政策均将显著改变资源供应格局，供应端释放受到多方因素持续影响。

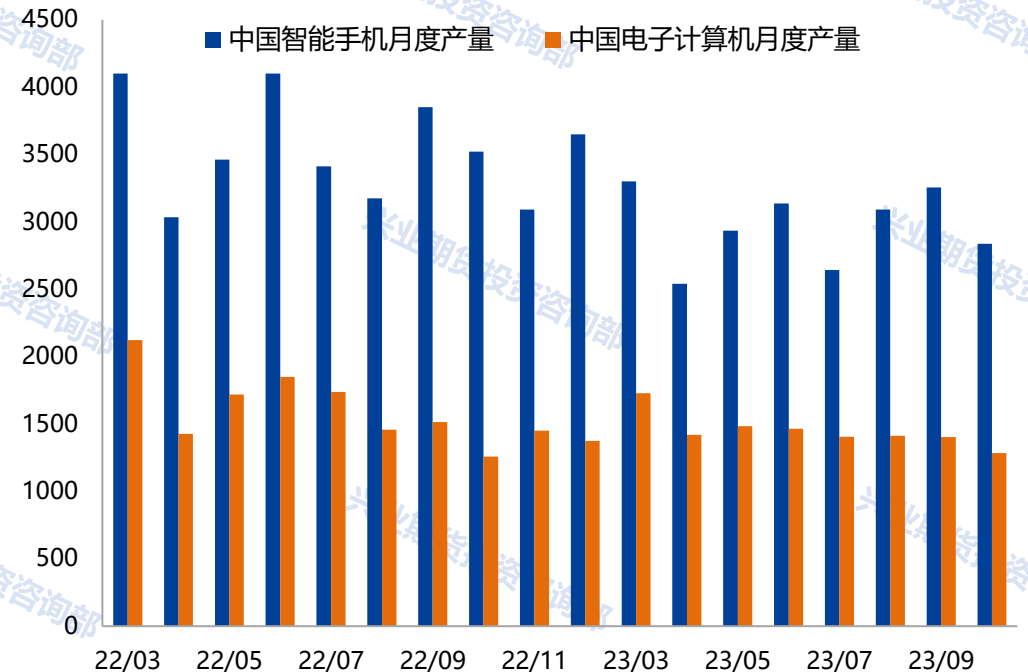


- ❑ 正极材料方面，由于该环节已率先进入供应过剩，生产企业开工情况相对偏差。短期大量的产能集中释放已导致行业生产利润从高点回落，部分企业甚至出现关停生产线的情况。尤其三元及铁锂两类厂商产能利用率均不高，预计后续将逐步进入出清阶段。
- ❑ 消费电子方面，全球宏观经济低迷有所好转，电子消费品市场将有望回暖。由于消费电子制造产业链较长，整体传导周期也相对偏缓。当前时点数码零部件企业订单呈现底部反转，意味着终端销售情况维持向好趋势，这也将推动数码3C电池的需求量抬升。

### 正极材料环节月度开工率 (%)

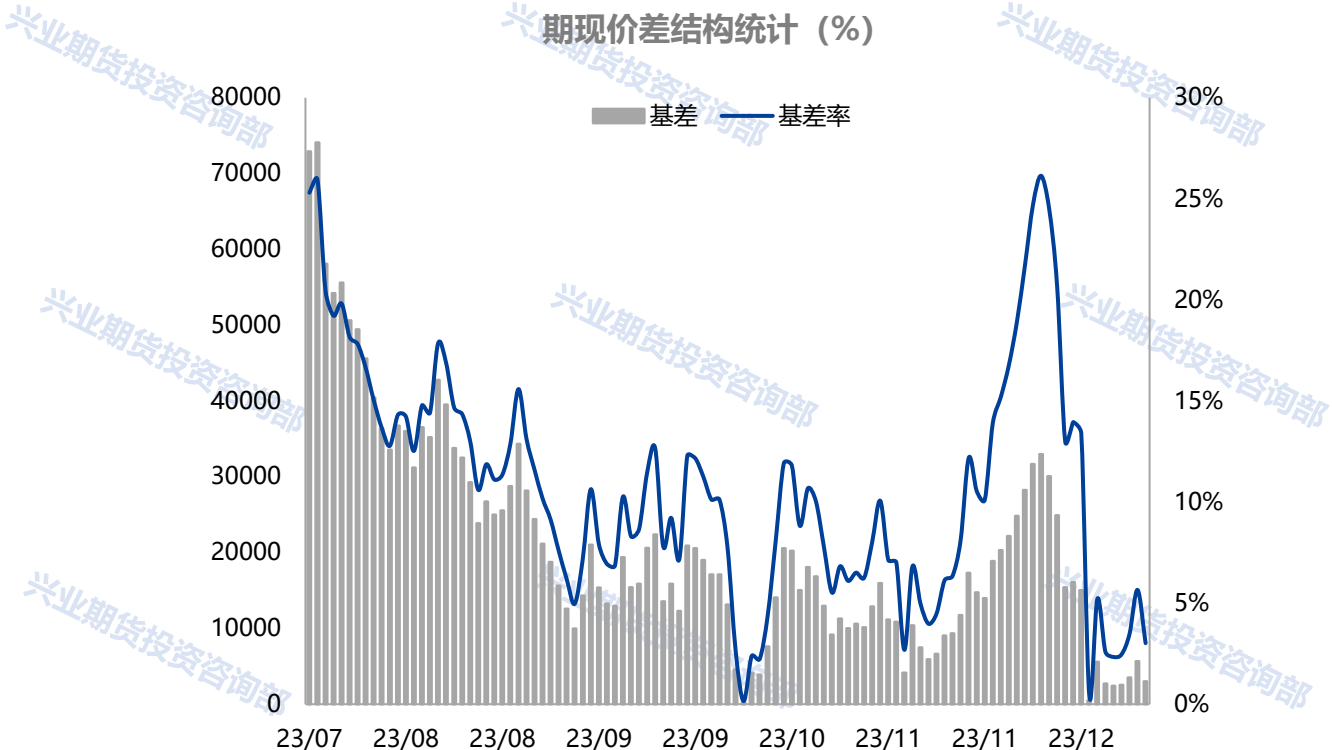
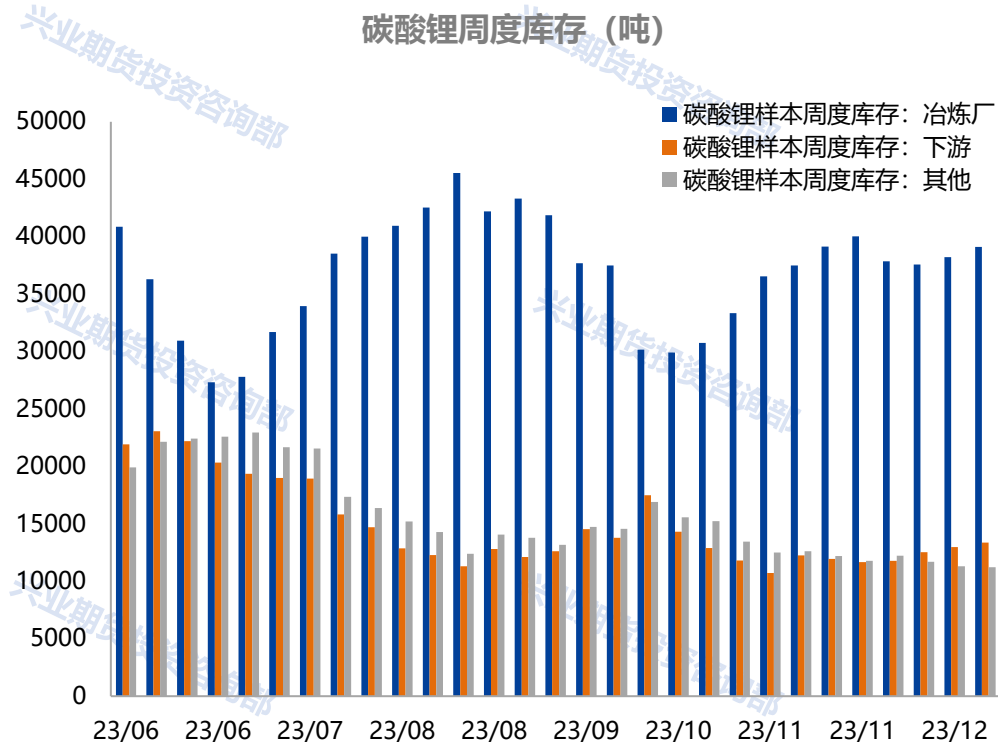


### 消费电子市场月度产量 (万台)



库存水平方面，短期供需均无明显变化，产业库存仅有小幅增加。锂盐厂库存维持平均水平，下游厂商仍仅保持较低安全库容。终端需求淡季叠加现货锂价未企稳，全产业链仍将维持谨慎采购及生产原则，近期产业链库存结构大幅变动较难发生。

期现价差方面，由于临近合约交割时点，基差高波动情况持续好转。碳酸锂期货合约即将进入交割月份，基差波动情况已有明显收窄。一方面持仓量已显著下降，投机资金退出近月合约；另一方面仓单注册情况良好，预计整体交割情况保持平稳。







# 焦煤

JM

01

原煤生产增速放缓，事故频发加剧安监力度

02

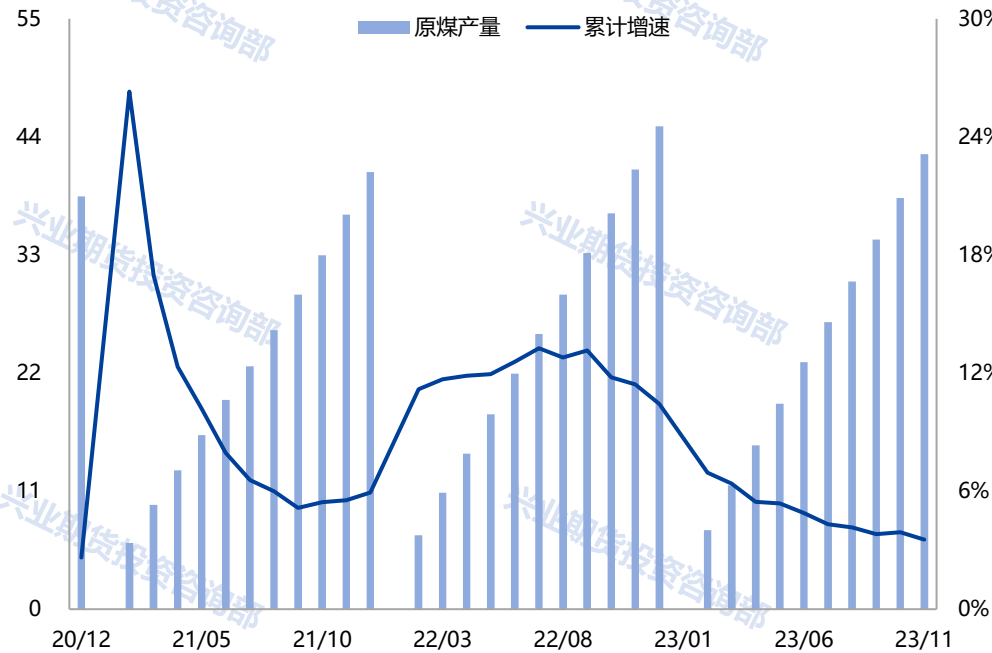
铁水日产继续回落，焦化利润回升提振焦炉开工

03

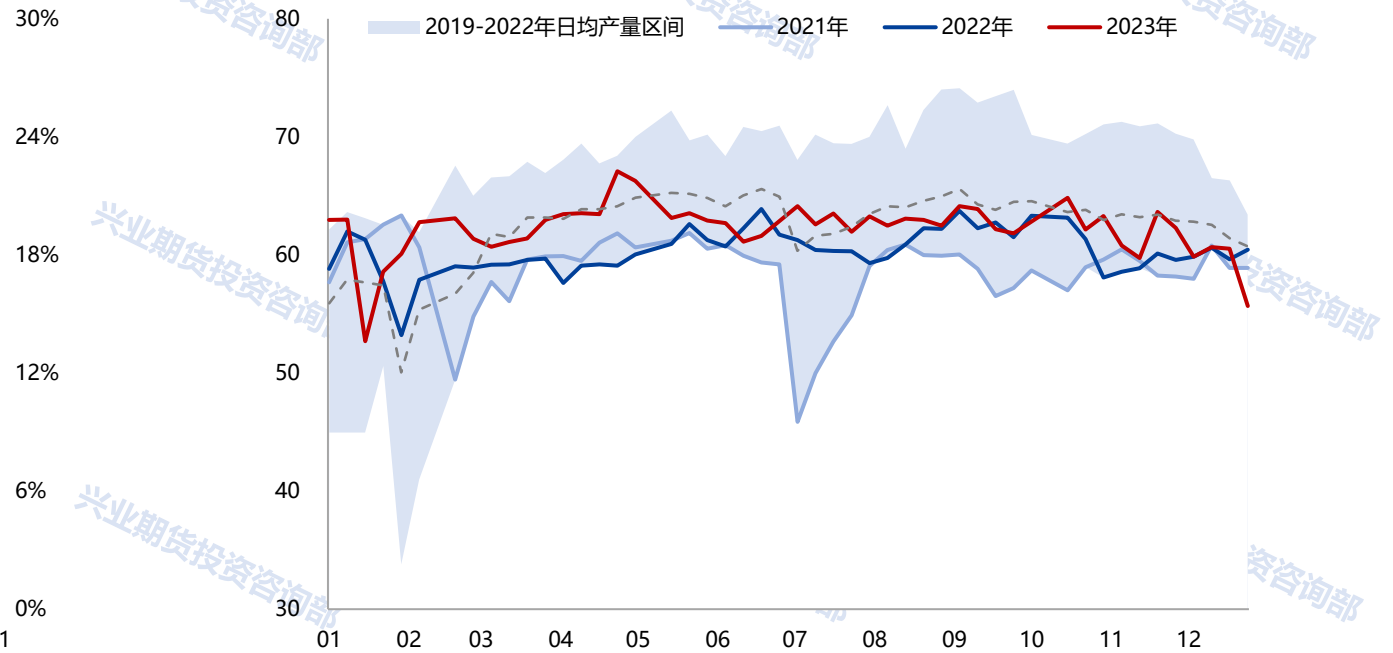
低库存特性下冬储环节仍在推进，价格支撑相对偏强

供应方面，海运澳煤价格回落，终端采购意愿增强，但中蒙口岸通关数量因蒙古能源短缺问题不时降低，进口市场增量不足；而国内安监高压下主产区仍有煤矿生产事故发生，原煤产量累计增速料进一步降低，坑口安全检查力度及频率势必再度增强，洗煤厂开工率亦受到负面影响，焦精煤供应量降至同期最低水平。

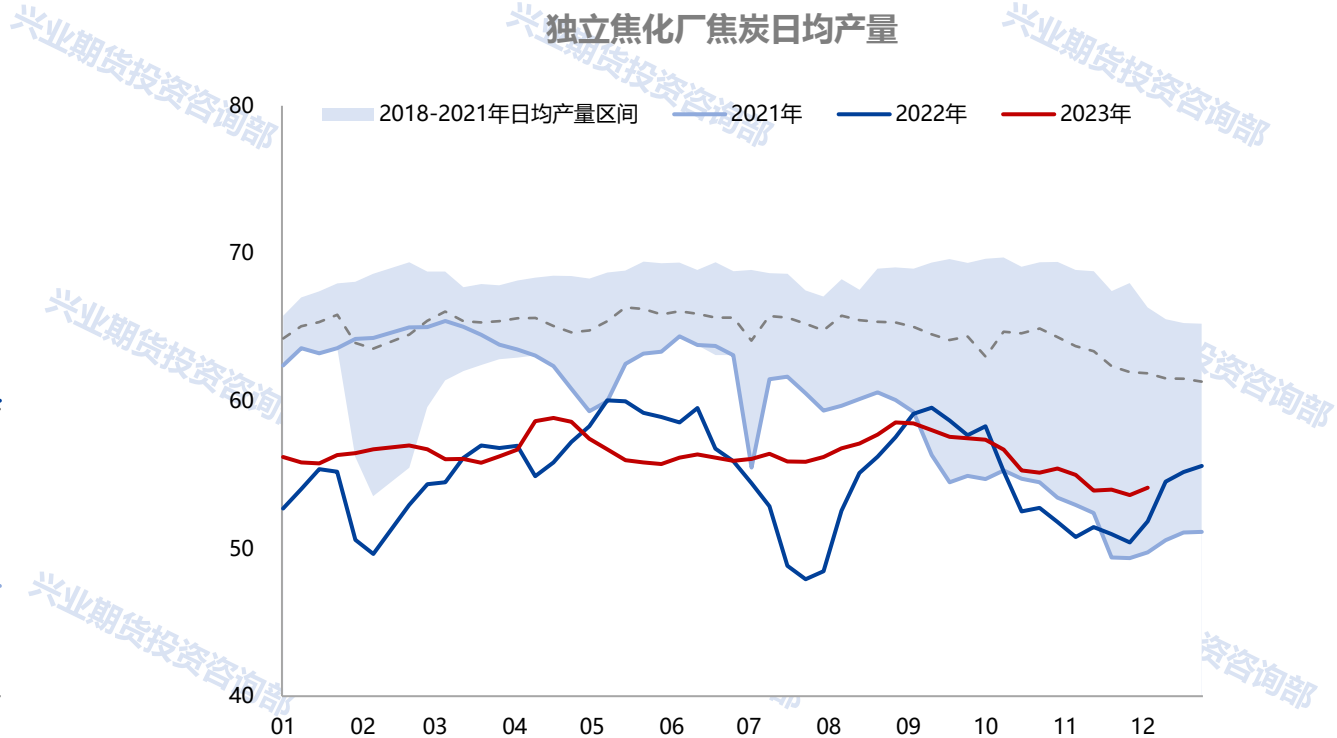
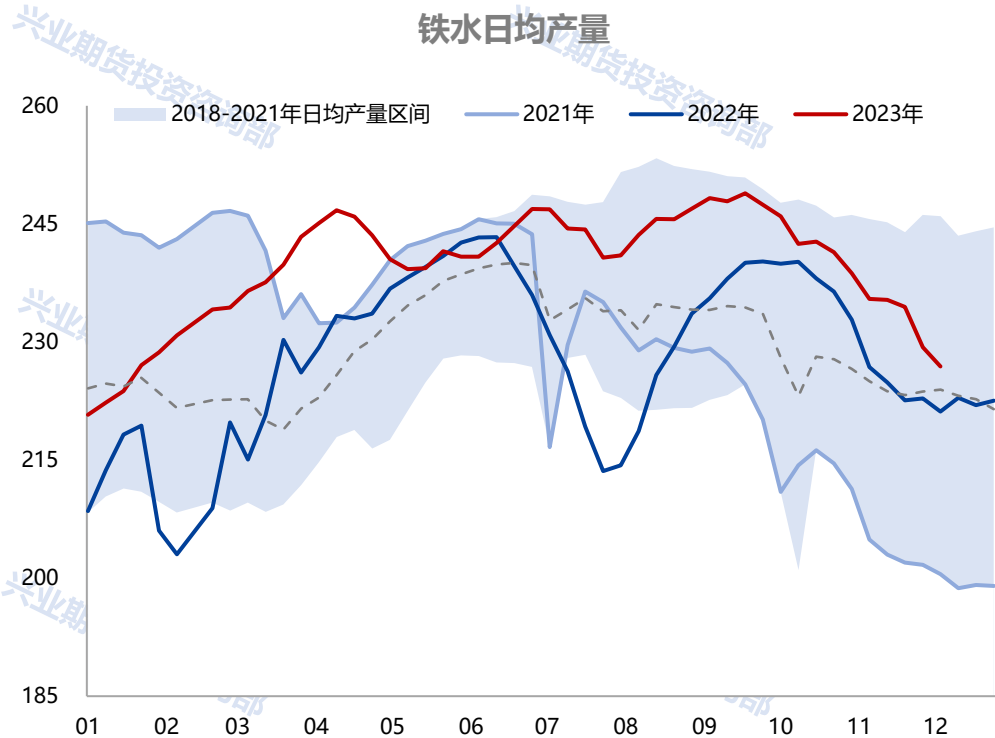
### 全国原煤产量累计值及累计增速



### 洗煤厂焦煤日均产量



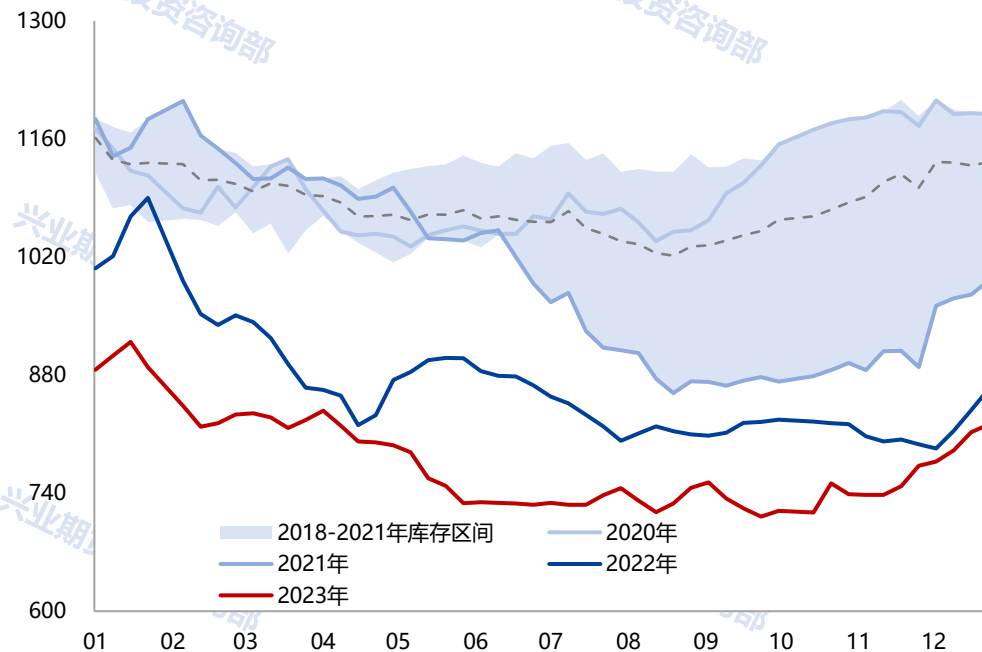
需求方面，高炉开工季节性走弱，但铁水日产仍处于同期均值区间上方，而焦炭提涨修复焦化利润，焦企生产积极性有所提升，焦炉开工下滑势头或将止住，刚需兑现预期企稳；且原料冬储仍在推进，钢焦企业焦煤采购尚在进行当中，补库需求支撑边际增量。



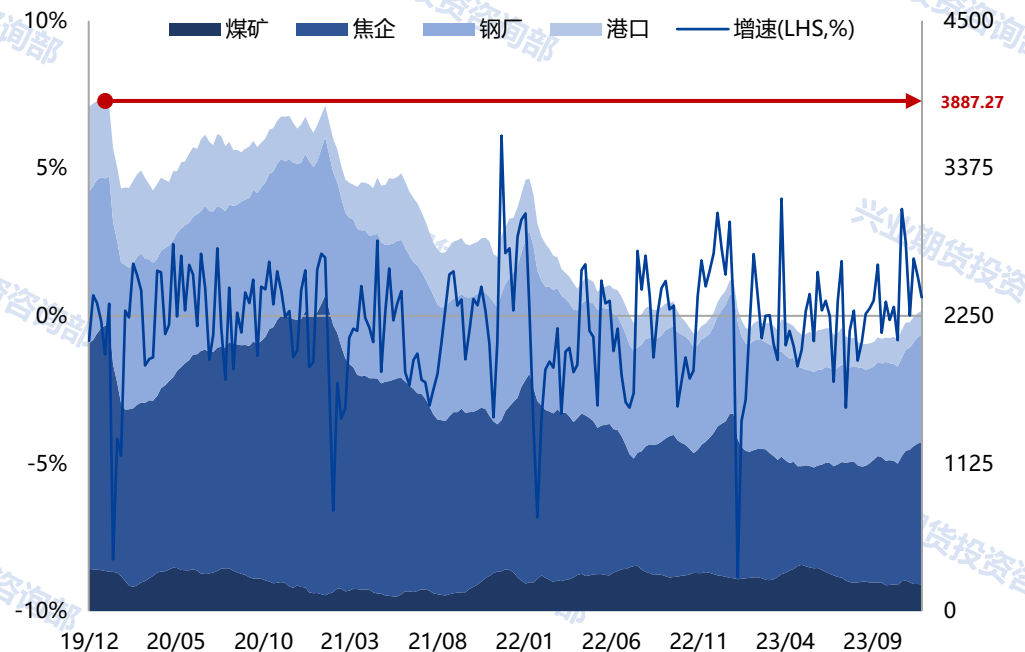
库存方面，钢厂及焦化厂原料库存仍处于季节性低位，低库存特性或延长今年冬储进程，而原煤生产受限背景下矿山库存仍有下降空间，焦煤库存结构得到改善。

综合来看，需求兑现预期企稳，下游采购持续推进，坑口竞拍氛围活跃，而产地安监升级制约原煤生产，供应端收紧推升价格中枢。

### 焦煤钢厂库存季节性特征



### 焦煤库存结构(万吨)



# 螺纹

RB

01

电炉产能利用率降低，高炉减产速度有所放缓

02

钢厂冬储原料补库中，钢厂盈利偏弱制约补库规模

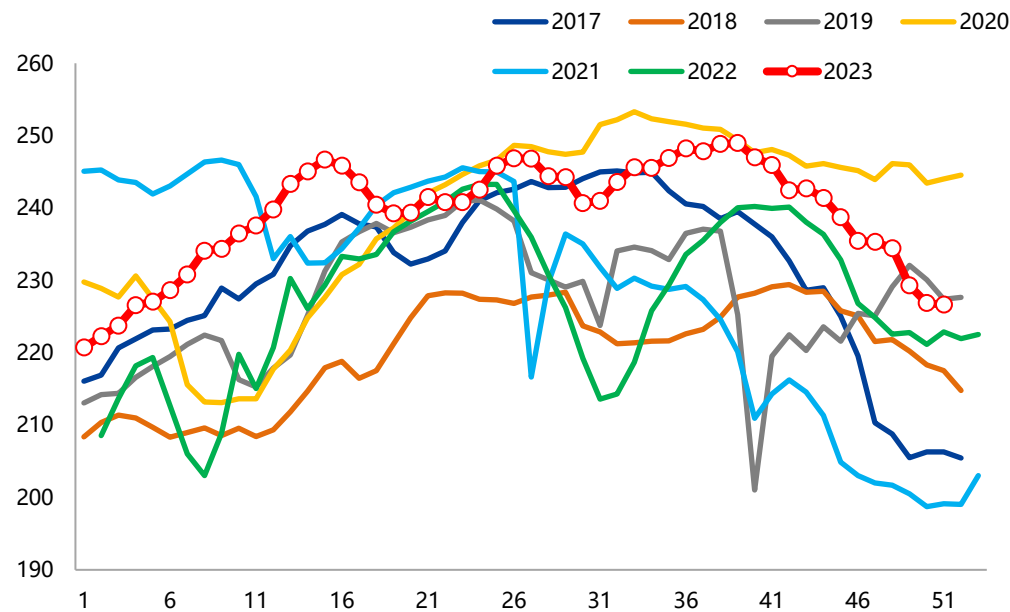
03

螺纹基本面矛盾有限，电炉平电成本支撑仍有效

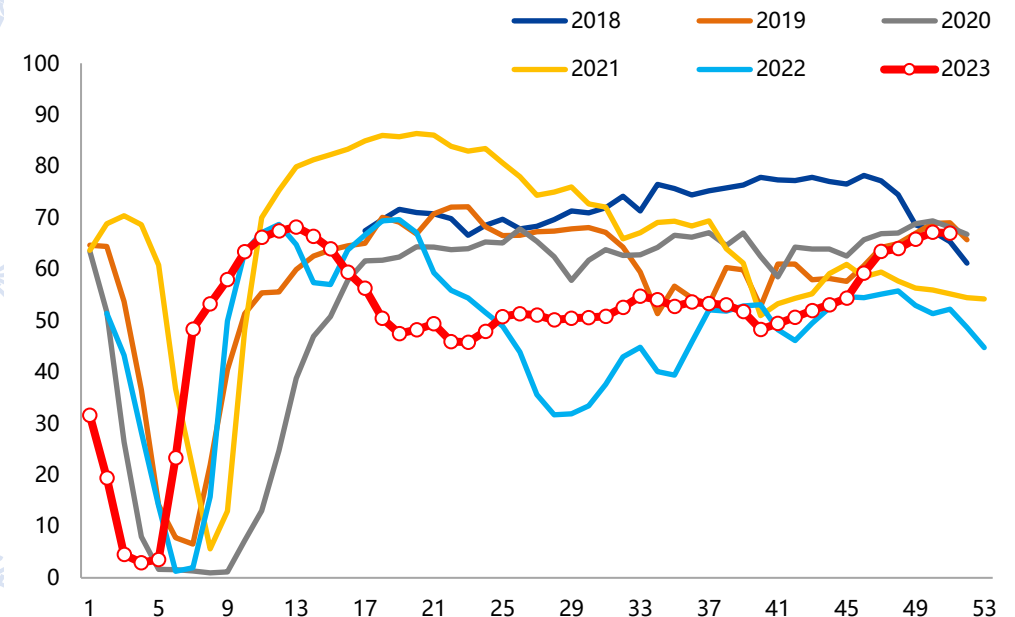
电炉产能利用率回落：随着废钢价格上涨，电炉盈利环比走弱，富宝统计，本周电炉盈利环比下降0-30元/吨。独立电弧炉企业产能利用率小幅降至67.01%，前值67.15%。

高炉减产放缓：截至12月22日，247家样本钢厂高炉日均铁水产量环比微降0.22万吨至226.64万吨，前值226.86万吨，较9月底高点累计减少22.35万吨，同比多增4万吨。

### 247家钢厂日均铁水产量 (更新至12.22)

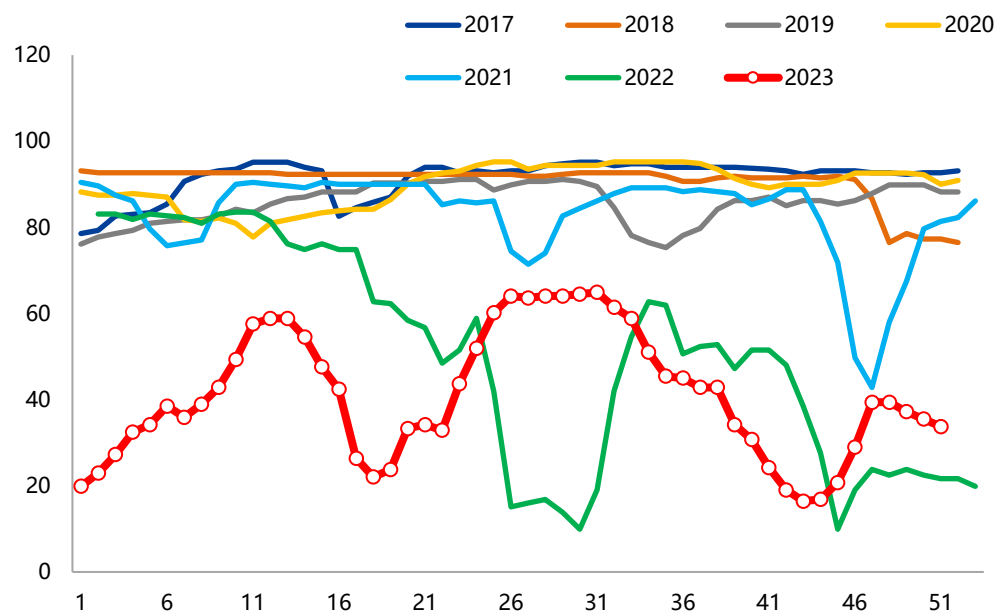


### 87家独立电弧炉产能利用率 (更新至12.22)



钢厂对原料的冬储补库正在进行中。统计历史数据可得，2020-2022年，钢厂对进口矿冬储补库规模约为1300-1600万吨，对焦炭库补库规模60-100万吨，对焦煤补库规模多在100-200万吨附近，焦化厂对焦煤补库规模多在300-500万吨之间。但是，考虑到今年长流程钢厂盈利能力偏弱，且钢厂已基本适应原料低库存的经营策略，预计今年钢厂原料冬储补库规模可能小于历年同期，或将制约对原料价格的提振空间。

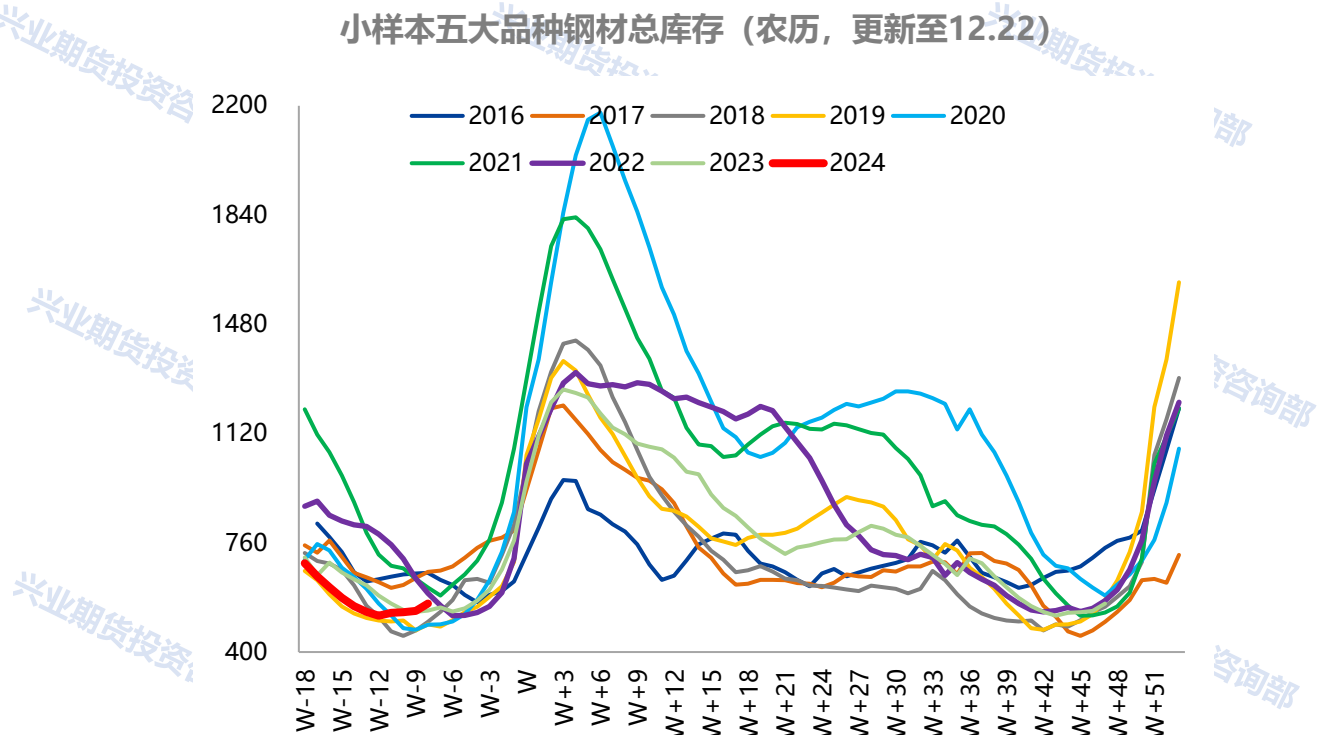
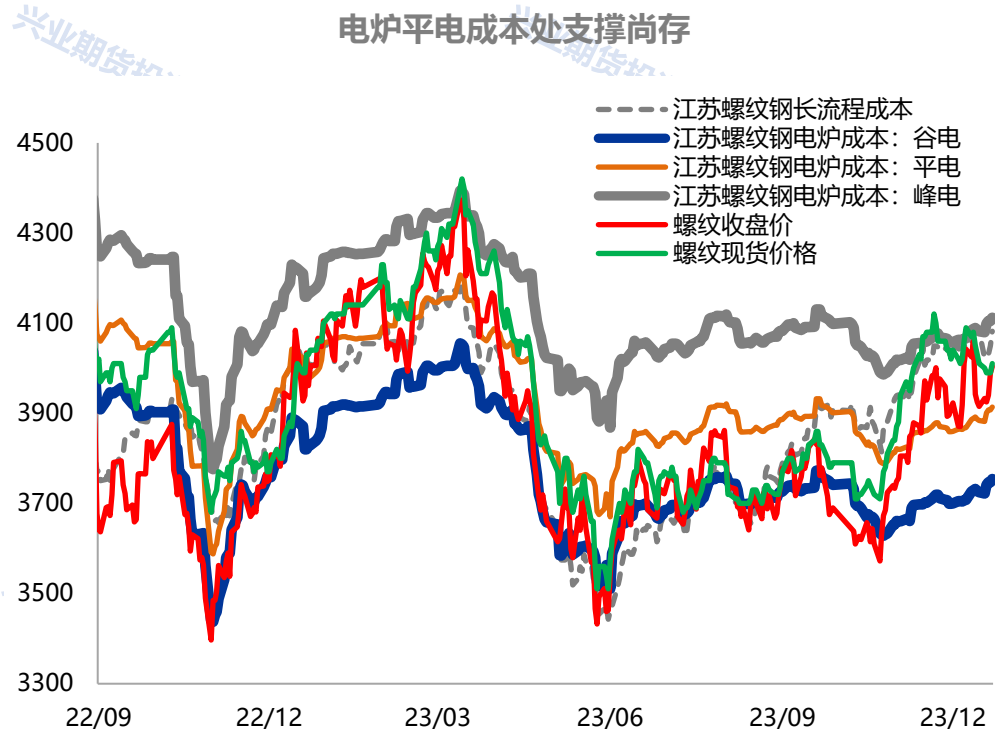
247家钢厂盈利比例（更新至12.22）



历年下游原料冬储补库规模回顾

下游 (万吨)	品种	2018	2019	2020	2021	2022
焦化厂	焦煤	536	294	496	467	342
	焦炭	109	67	56	218	127
钢厂	焦炭	67	60	-3	74	100
	进口矿			1,452	1,625	1,305

结合周报第1部分对宏观的分析，虽然明年大规模刺激的概率较低，但宏观稳增长方向依然明确，且作为经济主要拖累项的房地产，也将获得政策的持续支持，预计全年投资降幅将收敛至-3%到-2%。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未变，且原料端支撑偏强，电炉平电成本处支撑依然有效。但从农历同比视角观察，螺纹累库速度已略快于去年同期。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

籽棉收购基本结束，企业成本固化维持偏高位

02

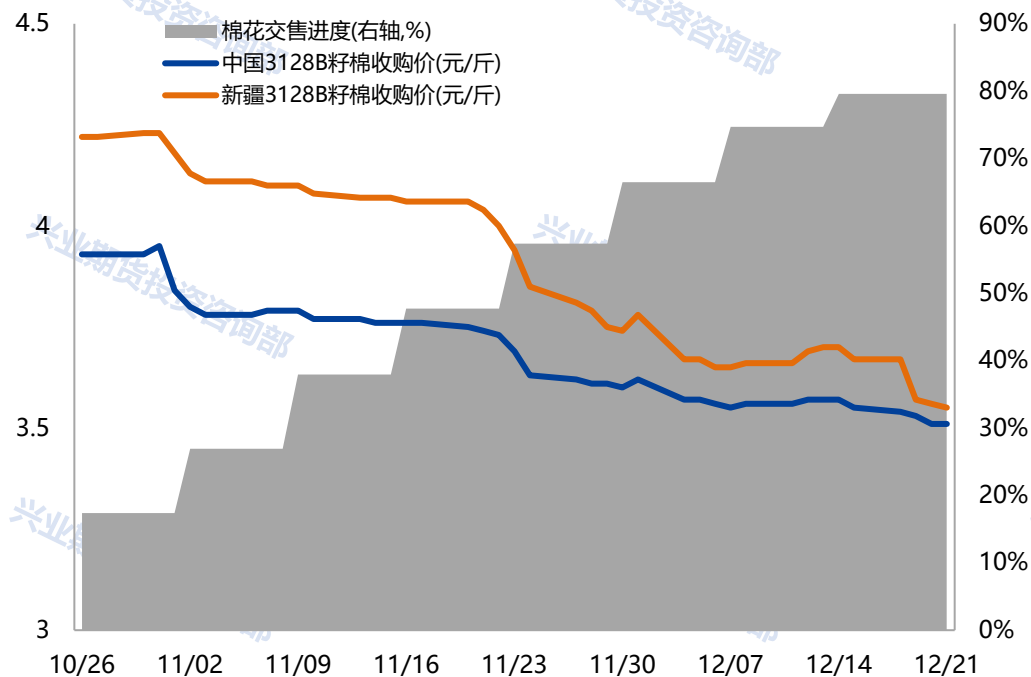
国内终端消费或复苏，海外服装去库尾声强化外需

03

期权低波且情绪看多，卖出看跌继续持有

国内新棉成本方面，随着新疆籽棉收购基本结束，加工进入中后期。截至2023年12月21日，新疆地区皮棉累计加工总量462.24万吨，同比增幅23.21%。目前企业成本固化维持，对棉价继续支撑。

### 籽棉收购基本结束

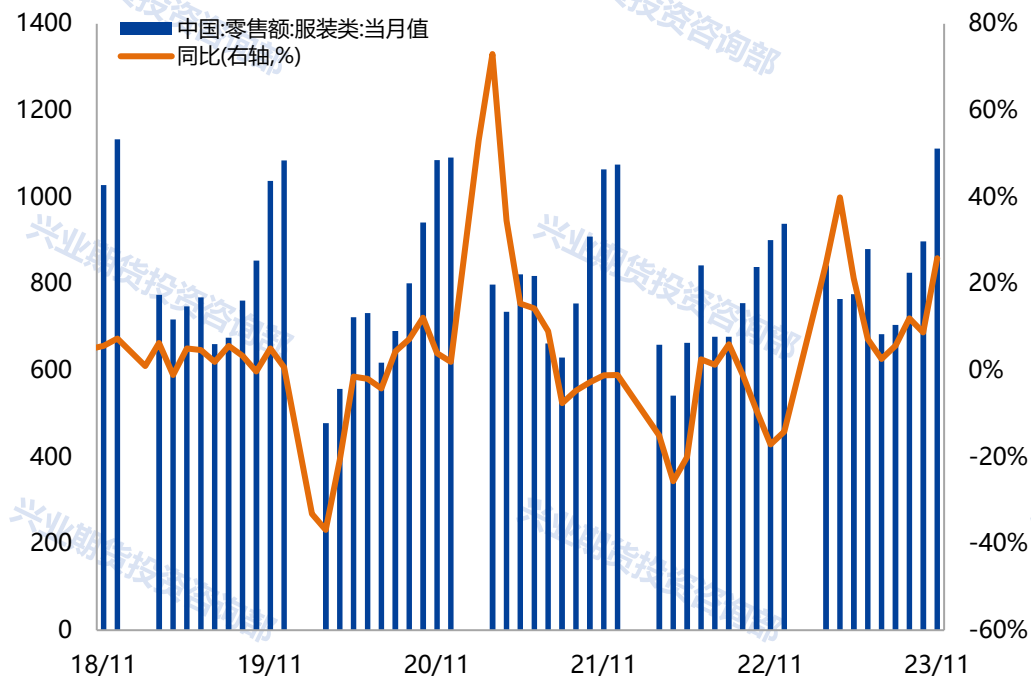


### 成本固化维持 (12.23)

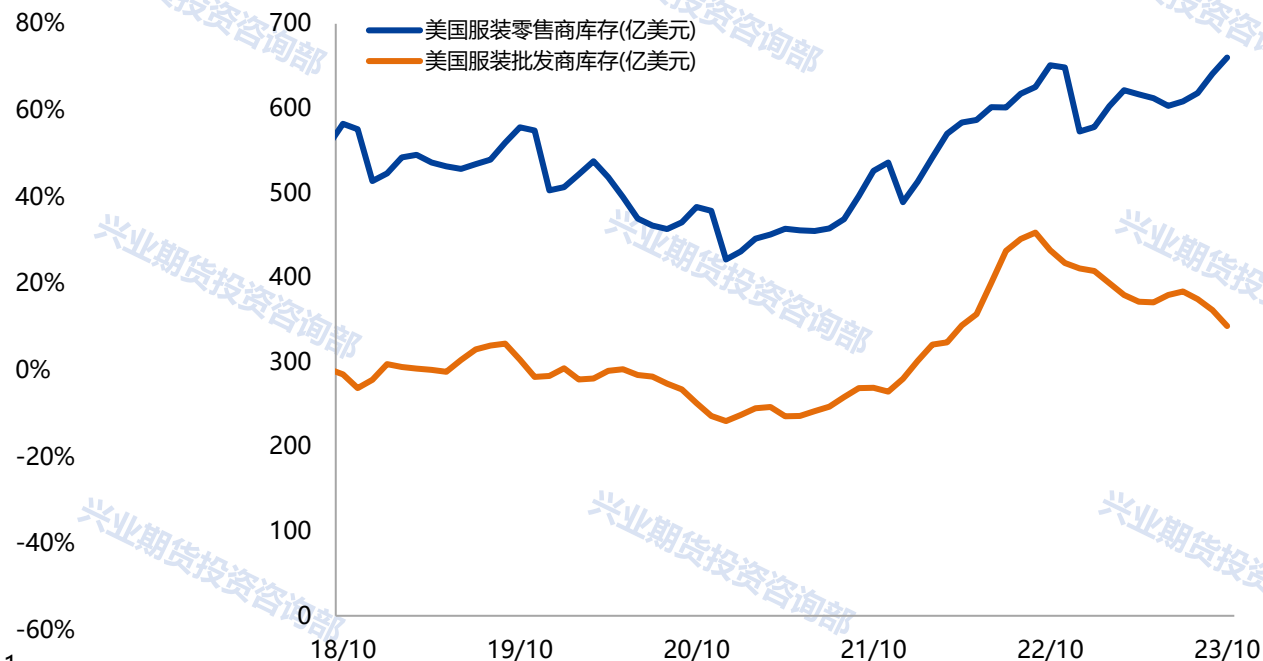
机采棉				手摘棉			
地区	县/市	平均衣分 (%)	收购均价 (元/公斤)	地区	县/市	平均衣分 (%)	收购均价 (元/公斤)
第七师		40	7.16	第三师		38	7.22
塔城地区	乌苏市	39	7.1	伊犁州	奎屯市	40	7.43
伊犁州	奎屯市	38	7.16	喀什地区	巴楚县	36	7.34
喀什地区	巴楚县	38	6.50	阿克苏地区	阿克苏市	38	7.34
阿克苏地区	阿克苏市	37	6.99	克州 中国	阿图什市	37	7.11
	阿瓦提县	39	6.97		阿克陶县	35	6.87
	沙雅县	33	6.80				
克州	阿图什市	37	6.8				
哈密地区	哈密市	37	7.00				

- 国内消费进入底部区间，而在宏观政策宽松的情况下，11月服装终端消费已出现复苏，同比增幅达25.90%。
- 美国批发商库存情况看，同比已接近往年水平，且本轮去库已持续一年时间、或已进入尾声，预计未来将开启补库，有利于棉花外贸需求。

### 宽松宏观环境下，11月服装终端消费出现复苏



### 美国服装库存去库周期或即将进入尾声



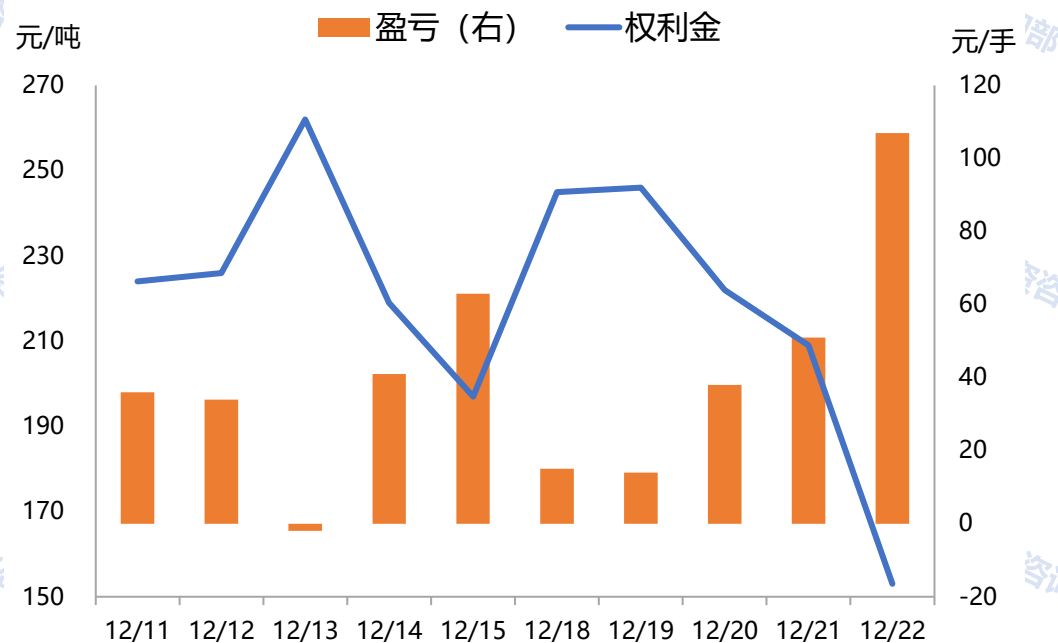
□ 上周期货20日历史波动率大幅下降5%，期权主力平值隐含波动率下降约0.2%。看涨期权的成交量和持仓量达到看跌的两倍左右，显示看多情绪较强，不同行权价的成交量和隐含波动率结构也都反映看多情绪。综上，棉花期权波动率加速下降，市场情绪看多，有利于卖出看跌策略。

□ 棉花基本面利空驱动减弱，期货价格止跌反弹，叠加波动率下降，卖出CF403P15000盈利加速扩大。03期权合约距离到期仍有45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12.22)

	成交量PCR	持仓量PCR	历史波动率	隐含波动率
数值	0.59	0.56	9.72%	16.05%
百分位	32%	20%	2%	6%
说明	看多情绪	看多情绪	波动率低	波动率极低

棉花卖出看跌期权盈亏 (截至12.22)



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

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更，我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券或期货的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何形式的任何投资决策与本公司和作者无关。本报告版权仅为我公司所有，未经书面授权，任何机构和个人不得以任何形式翻版。复制发布。如引用、刊发，须注明出处为兴业期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

致  
谢



兴业期货有限公司

CHINA INDUSTRIAL FUTURES LIMITED

地址：宁波市江东区中山东路796号东航大厦11楼 邮编：315040

上海市浦东新区银城路167号兴业银行大厦11楼 邮编：200120

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

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

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