



官方微信



官方APP

2024年4月第1周核心策略推荐:

积极政策将深化，消费相关工业品利多较明朗

上海 2024.03.31

张舒绮 金融衍生品种联系人
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，从主要经济指标看：1.全国1-2月规模以上工业企业利润增速有所回落、补库节奏则依旧较弱，但亦有结构性亮点，如新质生产力相关行业表现相对较好；2.最新的3月官方制造业、建筑业、服务业等PMI指数均有回暖，且重回扩张区间，则为市场提供乐观指引。对应，已有多家机构上调1季度经济增速至5%左右。

□ 总体而言，当前宏观面存量问题仍较显著，包括：地产投资弱、基建投资增速偏慢、部分行业产能过剩、耐用消费品支撑不足等。但从增量视角看，依托各类稳增长政策效果落地，后市基本面前景仍值得乐观期待，譬如：加快政府债券发行速度，推动三大工程、大规模设备更新及消费品以旧换新等。

□ 综上所述，考虑积极政策导向持续深化、且相关数据亦对应改善，悲观预期或将逐步缓解、修正，整体利多风险资产，对应权益资产向上、利率债向下。对商品而言，因供需格局差异，走势暂将分化：1.基本面好转有验证的有色金属相关品种，多头策略确定性较高；2.而黑色金属链品种估值虽已处较低区间，但“弱现实”为当前主导定价因素，新多仍需等待。

□ 中观面驱动因素要点:

期货策略:

(1) 国债 (买入T2406+卖出TL2406, 组合, 持有): 债市供给压力将持续, 而短期内央行直接大规模购债可能较低, 且货币政策宽松制约仍未消退, 流动性波动加剧, 债市驱动边际转空。从估值的角度来看, 超长端收益率显著偏低, 可继续持有多T+空TL组合。

(2) 股指 (买入IF2406, 单边, 持有): 从库存、信用周期看, 触底拐点明确后其上行大势明朗, 另最新主要经济指标亦有改善印证, 在积极政策深化背景下, 盈利端驱涨动能依旧动能; 从股债风险溢价比、自身历史分位值看, A股估值仍处偏低区间, 提升潜力依旧较大; 从资本市场相关措施、全球主要国家经济预期看, A股配置价值仍占优, 增量资金流入仍值得期待; 当前仍宜持“防御、进攻”兼顾的均衡思路, 对应看, 沪深300指数为最佳多头标的。

(3) 沪铝 (买入AL2405, 单边, 持有): 云南复产节奏偏缓, 产量短期难以出现明显增长。下游汽车、家电等将直接受益于“以旧换新”政策发力, 供给刚性、需求乐观结构维持。且成本支撑阶段性偏强, 库存压力逐步减弱, 铝多头仍可继续持有。

(4) 碳酸锂 (买入LC2407, 单边, 持有): 供应恢复速率维持较低水平, 动力储能终端消费超预期, 现货端面临仓单注销冲击。短期走势仍然参考需求增长速率, 但原料成本支撑渐强, 建议前期多单继续持有。

(5) 沪胶 (买入RU2405, 单边, 持有): 云南试割对供应增长的边际利空逐步消退, 天然橡胶供需预期依然乐观, 政策加持下内需复苏方向明确, 轮胎企业开工积极, 而原料产出放量并非一蹴而就, 气候因素或将扰动供给节奏, 中长期橡胶需求增速预计高于供应增长。

(6) 乙二醇 (买入EG2405, 单边, 持有): 3-4月乙二醇检修量偏高, 供需偏紧趋势加深, 预计价格下方支撑较强, 建议多头策略耐心持有。

核心摘要 (3) : 市场展望

□ 中观面驱动因素要点:

期货策略:

- (7) 玻璃 (卖出FG405, 单边, 持有): 地产竣工下行风险较高, 供给绝对规模位于同期高位, 玻璃05空单继续持有, 并继续下调止盈/平仓线。
- (8) 螺纹 (买入RB2410, 单边, 新增): 螺纹去库加速, 但基本面改善仍需时间, 且估值下降有利于消化存量利空, 新多等待机会。
- (9) 纯碱 (买入SA409, 单边, 持有): 供给端利空明牌, 成本支撑有效, 未来基本面有潜在利多待发酵, 纯碱09合约多单持有。

期权策略:

- (1) 聚氯乙烯 (卖出V2405-P-5800, 单边, 持有): 高库存和高产量的问题短期难以解决, PVC走势偏弱, 不过受成本支撑, 进一步下跌空间有限。05期权即将到期, 卖出看跌策略注意止盈和止损。

宏观

MACRO

01

国内：经济基本面存在边际改善的可能

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

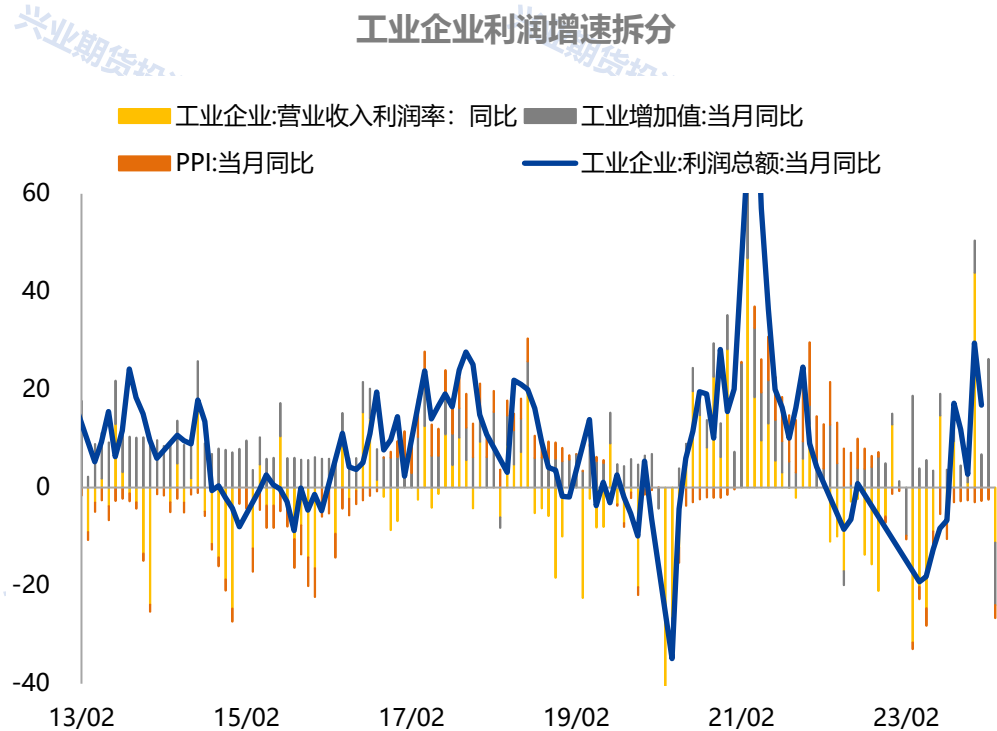
兴业期货投资咨询部

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

2024年1-2月，规上工业企业利润总额同比增长10.2%，环比略低于去年12月的16.8%，但剔除基数效应后的两年复合增速视角下，1-2月工业企业利润总额增速降至-7.8%，大幅低于去年12月的3.5%。拆分利润增速后发现，1-2月工业企业营收表现尚可，利润增速走弱的症结在于工业企业利润率被显著压缩，而利润率压缩主要缘于企业产销衔接放缓，表现为产品周转天数上升和产销率的边际下滑。从利润的行业结构看，下游消费品和公用事业在工业企业利润中的占比大幅提高。

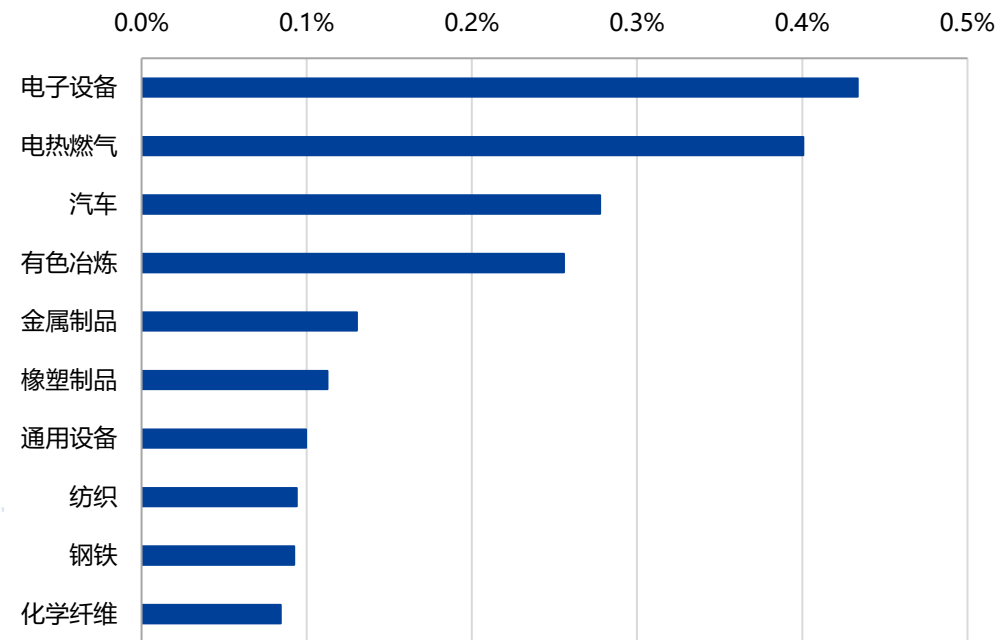


工业企业利润结构

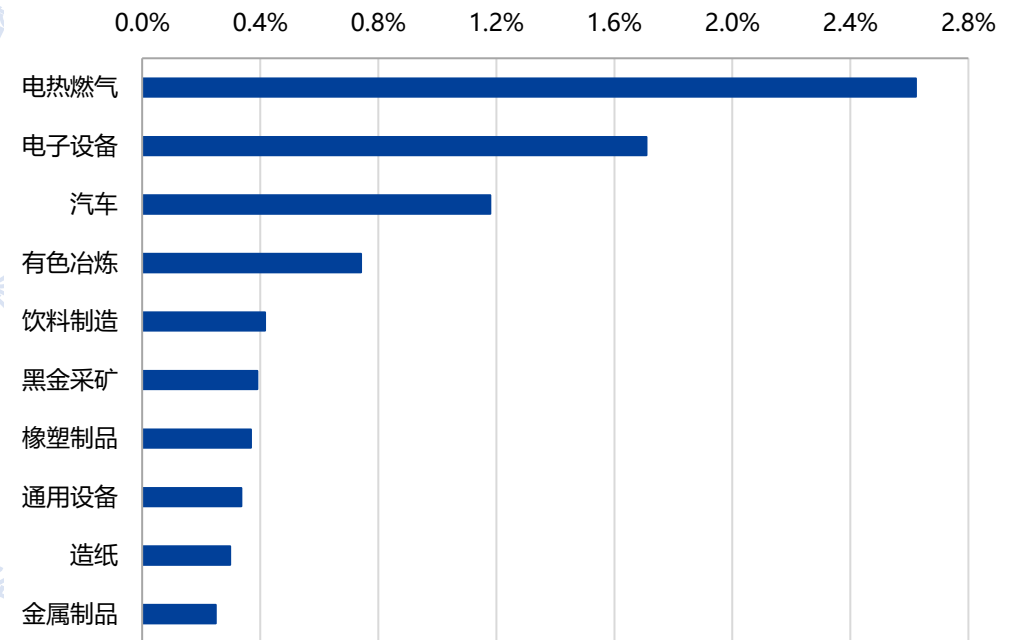
日期	上游采矿业	上游材料业	中游设备制造	下游消费品, 农业	下游消费品, 工业	基建电热燃气
2024-02	20.6%	8.4%	27.3%	19.7%	11.7%	24.6%
2023-12	16.1%	16.1%	36.6%	11.7%	10.6%	17.8%
2023-11	17.6%	15.6%	35.6%	11.6%	10.2%	18.8%
2023-10	18.2%	14.8%	35.3%	11.9%	10.2%	19.2%
2023-09	18.3%	14.3%	35.2%	12.2%	10.2%	19.5%
2023-08	19.1%	13.7%	35.4%	11.5%	10.2%	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%
2023-03	23.8%	12.5%	27.6%	16.3%	10.9%	17.9%
2023-02	26.4%	10.3%	23.8%	19.5%	12.1%	15.6%
2022-12	18.5%	19.0%	34.3%	11.5%	11.5%	10.3%
2022-11	19.6%	19.3%	33.2%	11.3%	11.0%	11.2%
2022-10	20.0%	19.8%	32.3%	11.4%	10.7%	11.7%
2022-09	20.0%	20.2%	31.6%	11.6%	10.7%	11.9%
2022-08	20.4%	21.4%	30.2%	11.8%	10.5%	11.7%
2022-07	20.4%	22.9%	29.0%	11.8%	10.3%	11.2%
2022-06	20.0%	24.7%	27.7%	12.0%	10.3%	10.7%

进一步根据行业细拆工业企业营收增速和利润增速，我们发现新质生产力的代表产业，新能源车、电子产业链既增收又增利，表现突出。1-2月工业企业营收增速贡献前十行业中，电子、汽车、有色及相关的电力行业对工业企业营收和利润的增长拉动位列前四。此外，有12个行业增产不增收（即营收成本增长快于营收增长），包括煤炭开采、纺服、油气加工、化工、建材、钢铁等，以及4个行业增收不增利（即营收正增长，而利润负增长）。并且对比基数较去年同期公布的实际数据有所下调，或许反映已有尾部企业规模收缩或者出清。部分行业产能过剩问题或将成为扰动工业企业利润增速的关键。

工业企业营收增长拉动

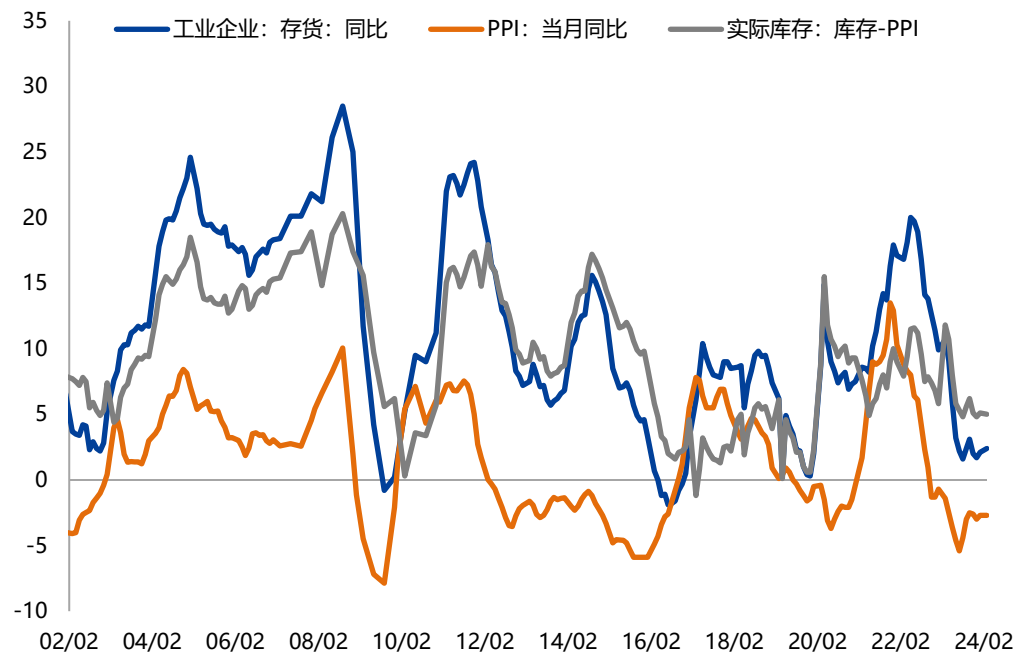


工业企业利润增长拉动

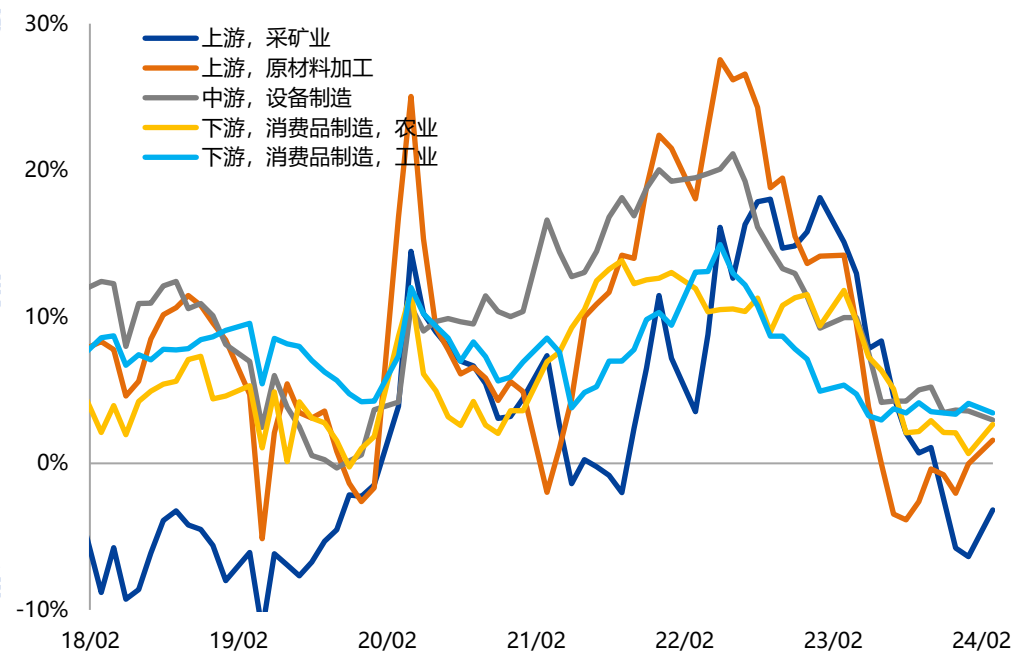


2024年1-2月，规上工业企业产成品库存名义增速回升至2.4%，实际库存增速回升至5.1%，双双回补。受制于产能周期以及地产周期，国内库存回补速度偏慢，库存增长的斜率偏缓。国民经济分环节看，上、中游补库仍领先于下游。

工业产成品库存名义增速和实际增速



各环节工业企业名义库存增速



国内经济：工业企业库存增速缓慢回升 (3)

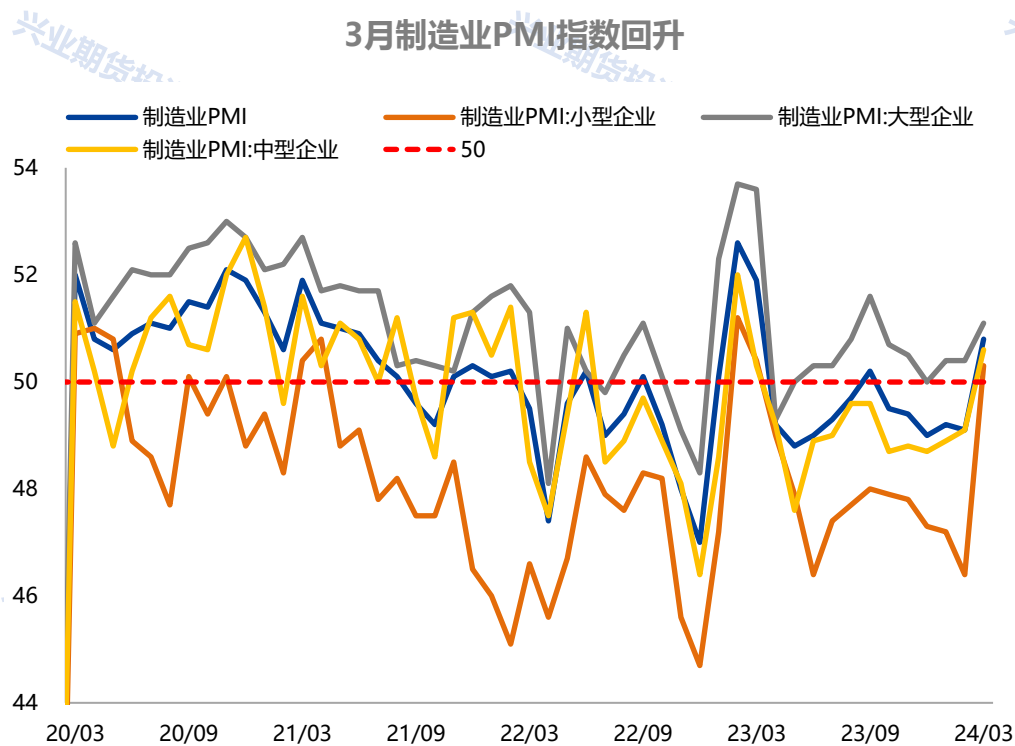
进一步根据行业数据，我们发现1-2月库存周期环比改善的行业明显减少，主动去库的行业增多，反映产能周期和地产周期制约下，工业企业可能更愿意降低库存，减少经营风险。

板块	行业	库存增速分位数	利润增速分位数	库存阶段	PPI增速分位数	营收利润率		工业增加值增速分位数
						24/02		
上游：采矿业	煤炭开采	32.7%	16.3%	被动去库	3.9%	19.2%	32.8%	
	油气开采	57.7%	45.6%	主动去库	45.6%	33.3%	57.1%	
	黑金采矿	2.8%	76.6%	主动去库	79.9%	15.9%	30.3%	
	有色采矿	18.5%	4.4%	被动去库	56.9%	19.2%	17.2%	
	非金属采矿	13.3%	49.6%	被动补库	7.8%	10.7%	5.6%	
	开采辅助	98.5%		去库	64.2%	-1.6%		
	其他采矿	5.8%		补库		8.8%	2.0%	
上游：原材料加工业	燃料加工	27.0%		补库	28.9%	-0.3%	75.3%	
	化学原料	13.3%	25.0%	主动去库	18.6%	3.3%	46.0%	
	化学纤维	71.4%		去库	57.4%	1.5%	51.0%	
	建材	3.2%	2.8%	被动去库	1.5%	2.5%	9.1%	
	钢铁	46.0%		去库	47.1%	-1.2%	47.0%	
	有色冶炼	27.0%	71.4%	主动去库	50.5%	2.9%	37.9%	
	废旧加工	1.5%	3.4%	主动补库	42.5%	0.3%	64.4%	
中游：设备制造业	金属制品	16.1%	58.1%	主动去库	19.1%	3.0%	14.6%	
	通用设备	19.4%	51.2%	主动去库	27.0%	5.2%	10.6%	
	专用设备	50.8%	2.0%	主动补库	13.2%	4.5%	9.1%	
	汽车	11.8%	79.0%	被动补库	6.4%	4.3%	76.5%	
	运输设备	54.0%	90.7%	被动补库	11.2%	4.6%	61.4%	
	电气机械	10.1%	5.6%	主动补库	4.9%	4.5%	61.1%	
	电子设备	6.5%	99.2%	主动去库	4.4%	2.0%	11.6%	
	仪器仪表	33.5%	10.1%	主动补库	0.8%	4.9%	12.6%	
	设备维修	32.3%	91.7%	被动补库	36.7%	5.6%	87.1%	
下游：消费品制造业	农副食品	16.5%	8.5%	被动补库	4.4%	1.9%	8.6%	
	食品制造	23.4%	48.0%	主动去库	2.0%	8.4%	11.6%	
	饮料制造	75.0%	41.5%	主动去库	54.9%	19.6%	16.7%	
	烟草制品	47.6%	27.8%	被动去库	85.8%	15.9%	26.8%	
	木材制品	15.3%	50.8%	主动去库	4.4%	3.1%	9.1%	
	家具制造	6.9%	99.6%	主动去库	23.0%	5.1%	9.6%	
	造纸	6.9%	98.8%	被动补库	8.8%	3.0%	23.7%	
下游：消费品制造业工业品	纺织	49.6%	88.7%	被动补库	34.3%	2.1%	13.1%	
	纺织服装	6.5%	82.7%	主动去库	26.0%	4.5%	16.7%	
	皮革制品	3.2%	64.9%	主动去库	17.2%	4.5%	16.7%	
	印刷	7.3%	99.6%	被动补库	8.8%	4.2%	14.4%	
	文教体美	12.1%	97.6%	主动去库	84.2%	4.1%	16.7%	
	医药制造	8.1%	10.5%	被动补库	15.7%	14.3%	1.5%	
	橡塑制品	24.8%	97.7%	主动去库	10.4%	4.5%	31.1%	
	其他制造	10.2%	99.1%	主动去库	5.8%	5.0%	14.4%	
公用事业	电力热力	3.6%	94.0%	主动补库	24.0%	6.0%	32.8%	
	燃气生产	29.8%	56.9%	主动去库	23.0%	2.6%	11.6%	
	水生产	14.5%	78.2%	主动去库	16.7%	7.1%	4.5%	

数据截至2024年2月

库存阶段：根据2024年2月较2023年12月环比变化，判断被动去库、主动补库、被动补库和主动去库

2024年3月中国制造业PMI指数录得50.8，较前值回升1.7个百分点，结束了自2023年10月以来连续5个月位于荣枯分界线以下的经历，制造业动能指标（制造业新订单-产成品库存）升至4.1%，大幅好于上月的1.1%，与去年3月持平，为近一年来的最高水平。从分项数据看，制造业呈现供需两旺的特征，新订单与新出口订单指数分别大增4个和5个百分点，纷纷回到扩张区间；生产指数回升2.4个百分点，重回扩张区间，原材料和产成品库存指数双双小幅回升，但仍处于收缩区间；购进价格指数回升，但出厂价格指数回落，制造业企业利润可能继续收窄，3月制造业依然存在增产不增利的情况，未来有待改善。



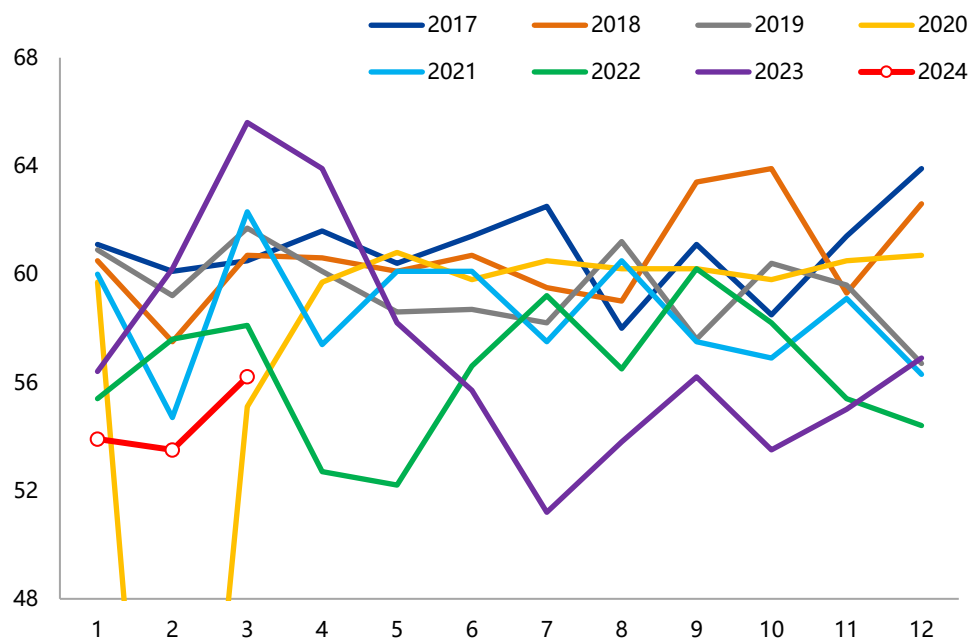
3月制造业PMI指数分项指标多数改善

PMI数据 (分项, %)	2007年以来均值	2024年02月	2024年03月	3月环比变化	近12个月趋势
制造业PMI	51.0	49.1	50.8	1.7	
新订单	51.9	49	53	4	
新出口订单	49.2	46.3	51.3	5	
积压订单	46.1	43.5	47.6	4.1	
生产	53.1	49.8	52.2	2.4	
产成品库存	47.5	47.9	48.9	1	
采购量	51.9	48	52.7	4.7	
原材料库存	48.1	47.4	48.1	0.7	
进口	48.9	46.4	50.4	4	
出厂价格	50.8	48.1	47.4	-0.7	
购进价格	55.1	50.1	50.5	0.4	
从业人员	49.0	47.5	48.1	0.6	
供应商配送时间	49.8	48.8	50.6	1.8	
生产经营活动预期	55.9	54.2	55.6	1.4	

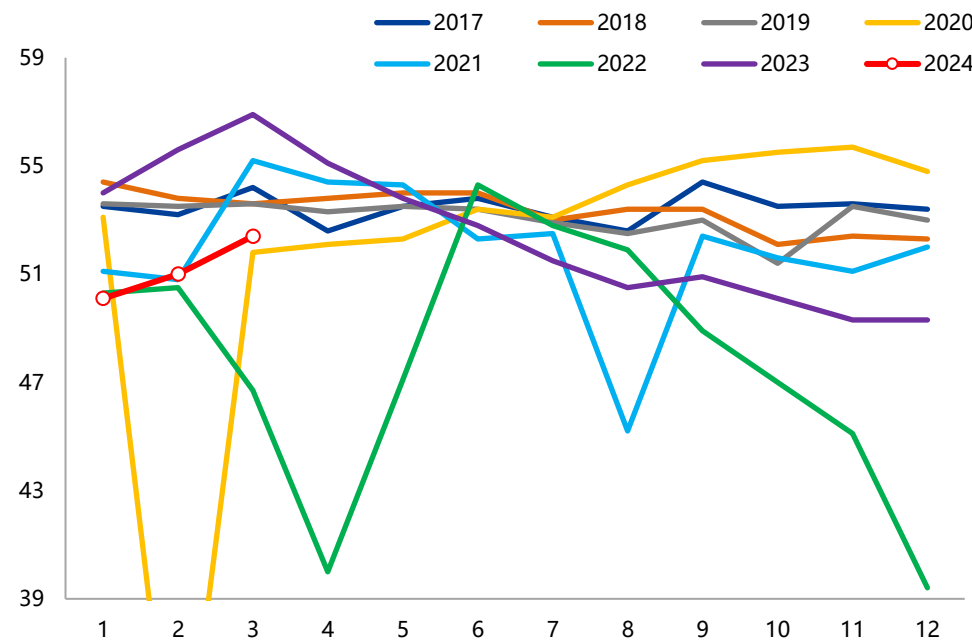
2024年3月建筑业商务活动指数为56.2%，达到年内最高水平，较上月回升2.7个百分点，环比与疫情以前水平相当。分项数据中，新订单与价格指数虽有回升，但仍处于收缩区间。基建方面，3月沥青装置开工率环比回升，但仍慢于2021年和2023年同期水平；3月城投债+专项债净融资额为1941亿元，低于上月的3084亿元，未能有效提振基建增速。房地方面，3月30大中城市商品房成交面积环比明显回升，但同比仍下降47.8%，但100大中城市土地成交面积同环比均出现回升，房企拿地意愿略有好转，可持续性尚待观察。

2024年3月服务业商务活动指数为52.4%，较上月回升1.4个百分点，表现与季节性相当，其中生产性服务活动好于生活性服务活动。

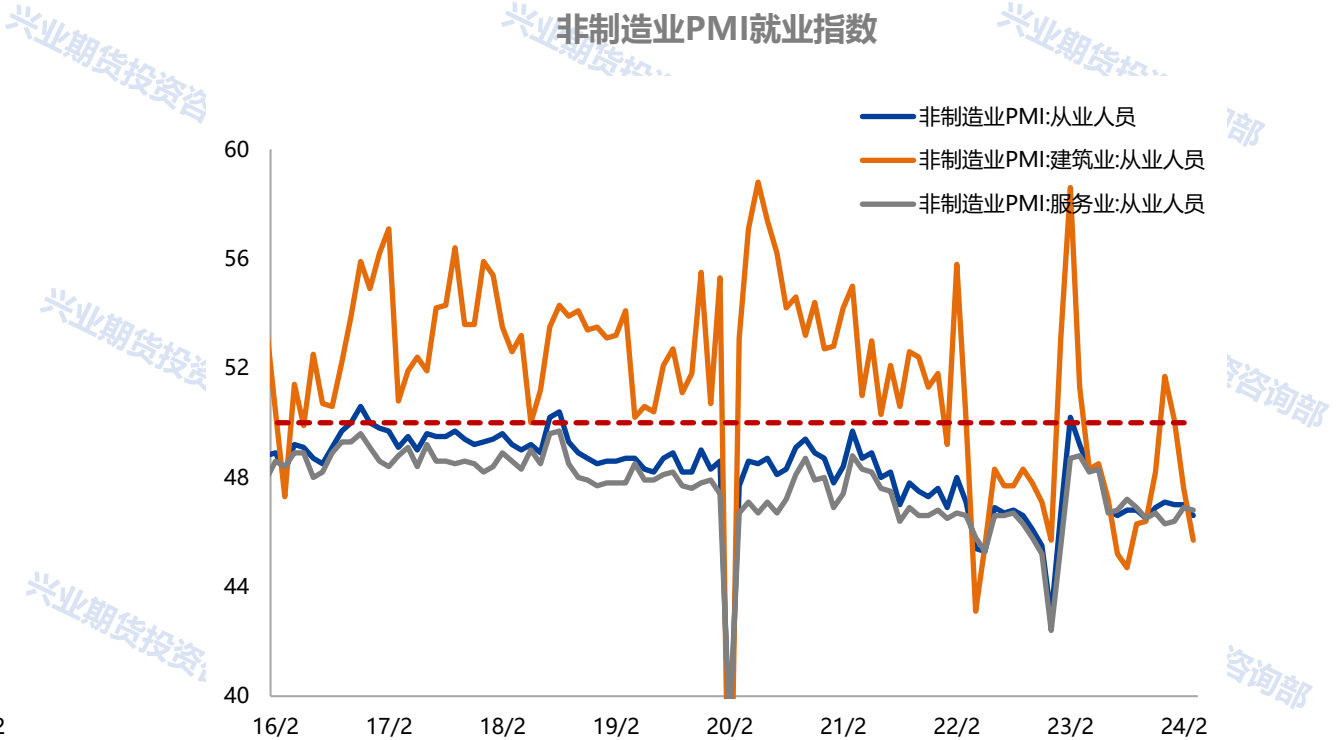
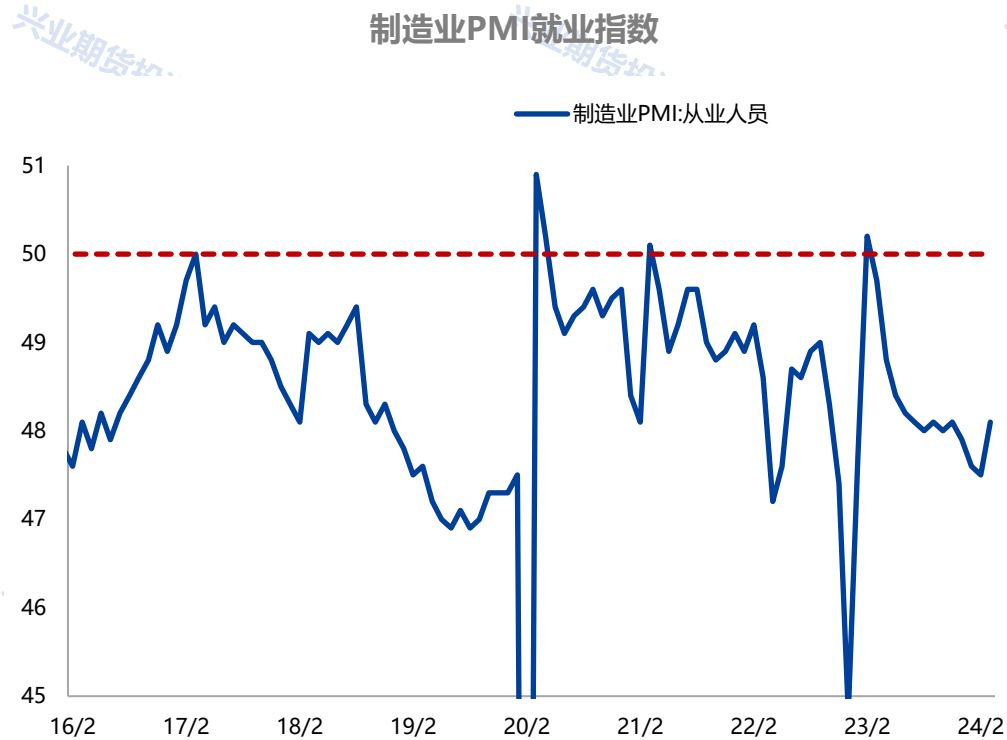
3月建筑业PMI指数回升

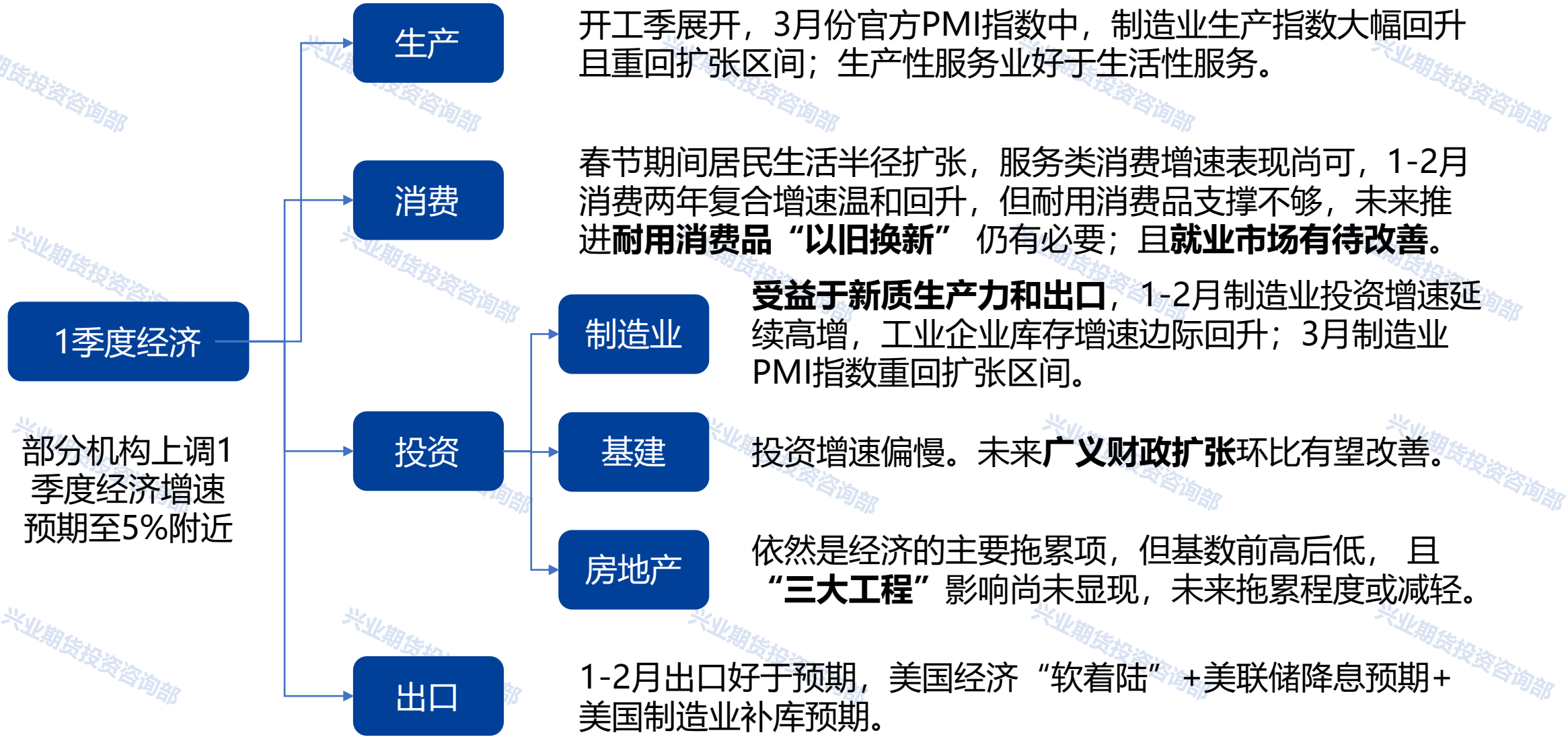


3月服务业PMI指数连续第3个月回升



3月PMI指数就业相关分项表现依然不佳，虽然制造业PMI就业指数环比回升0.6个百分点至48.1%，但仍处于收缩区间；建筑业和服务业PMI指数就业相关分项数据不升反降，前者与工地开复工进度落后有关。以上均反映国内就业市场仍有待改善。





经济环比改善潜能

宏观政策

扩内需

外需

存量

增量

房地产

制造业

消费

美国

- 政府债发行提速：
 - 新增地方政府专项债
 - 超长期特别国债
 - 印射**基建**

- 货币政策等待外部约束减弱

- 存量政策：
 - 城中村改造
 - 保障房建设
- 增量政策：
 - 房企融资支持
 - 需求侧政策优化

- 新质生产力
- 大规模设备更新（每年5-6万亿设备投资规模，额外拉动固投增长0.7%）

- 耐用消费品以旧换新
- 汽车更新
- 家电更新

- 经济软着陆
- 制造业补库存
- 美联储降息



国债

T

01

央行大规模购债可能性不高

02

“防空转”被提及，货币政策宽松空间有限

03

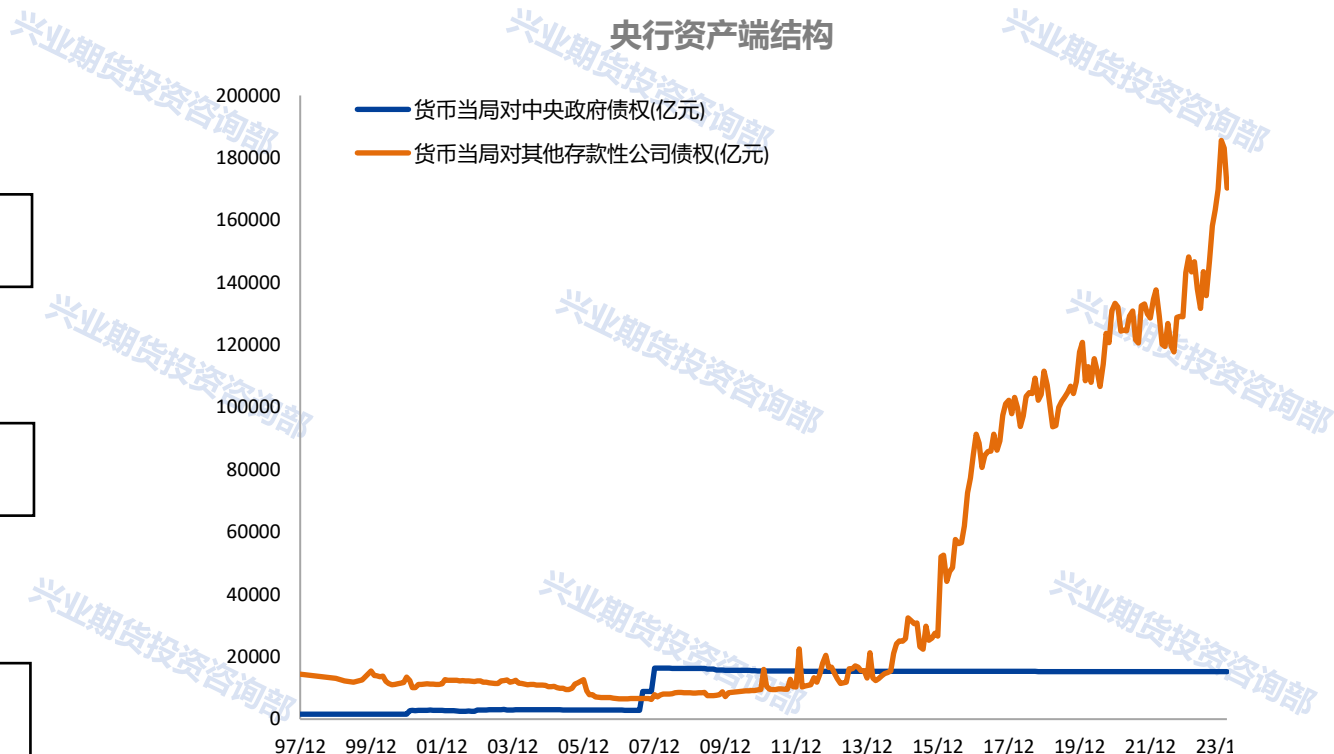
供给压力持续，资金面波动加剧

04

债市吸引力不佳，超长端回调风险更为显著

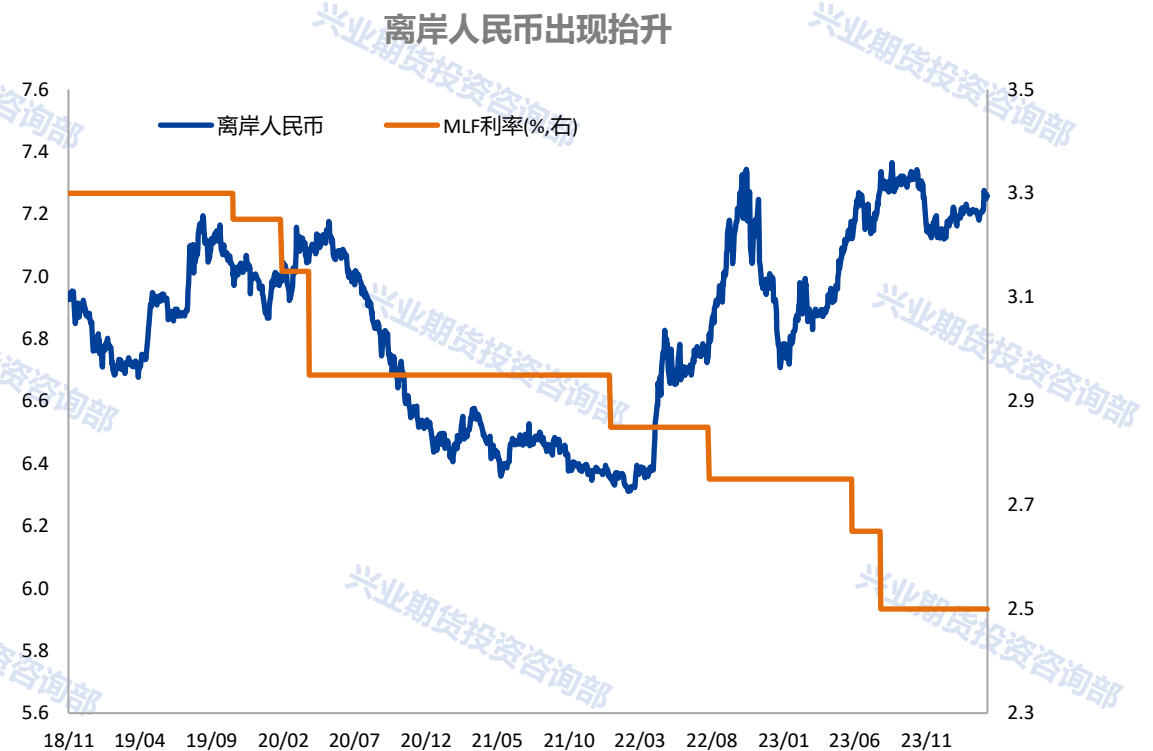
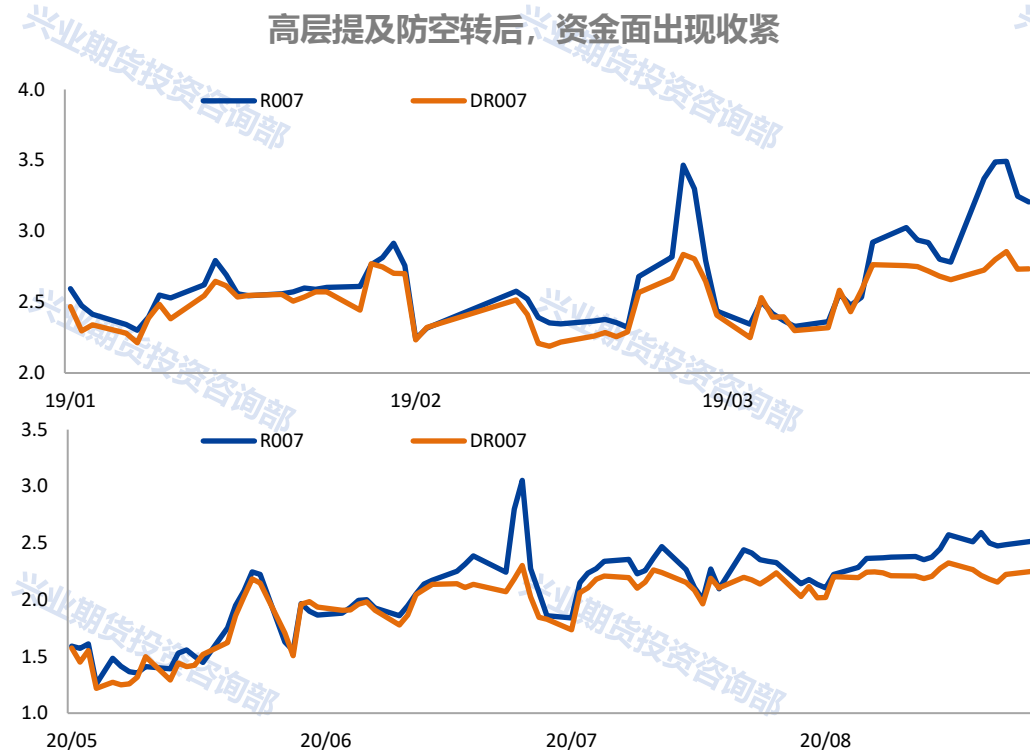
从制度角度上来看，央行在一级市场上直接购入国债受限，但央行在二级市场持有国债并没有受限，因此从购债方式上央行可通过二级市场买入国债。但从历史上来看，央行鲜少在二级市场买卖国债，央行持债规模仅在2007年出现过明显抬升，且为购买特别国债。央行持有国债规模仅占5.1%，因此央行对国债买卖较为谨慎。

此外目前央行货币政策工具箱仍较丰富，货币政策仍有足够的空间，逆回购、MLF等工具仍将是央行使用的主要工具。



从历史来看，特别国债的发行大概率将对债市形成扰动，而影响程度则取决于货币政策的配合情况。3月5日，国务院总理李强在政府工作报告中针对货币政策提出，畅通货币政策传导机制，避免资金沉淀空转。从2019年2月、3月和2020年5月高层会议提及“防空转”后资金均出现一定上行的情况来看，未来货币政策大概率将以稳健为主，预计难以出现大水漫灌。

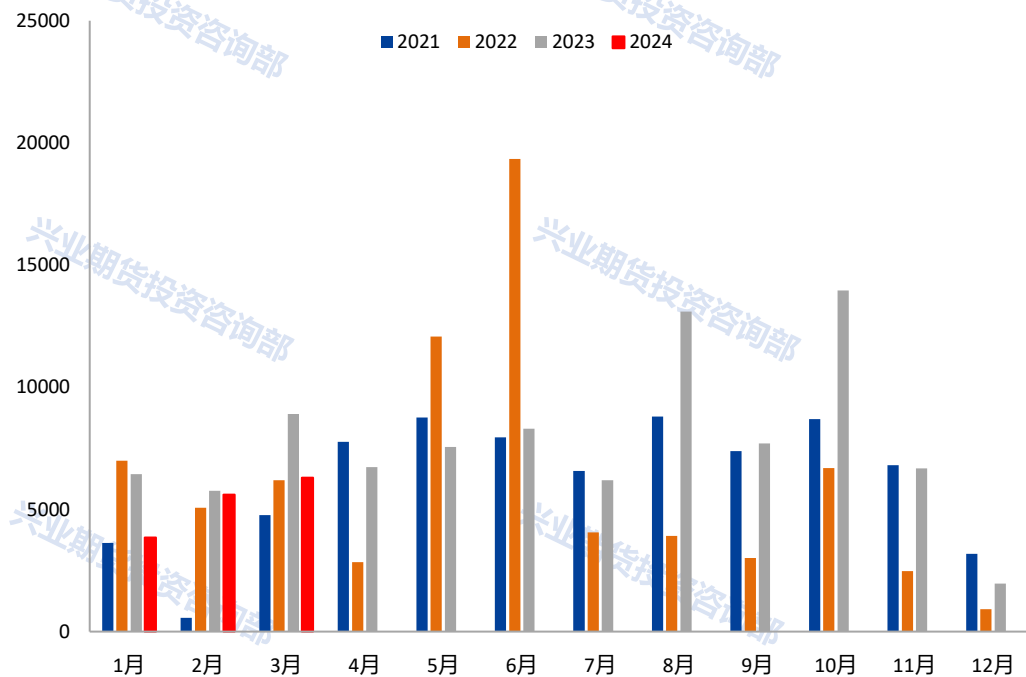
此外，汇率等因素也同样对货币宽松存在制约，利率调降通常会选择汇率偏低或平稳的阶段。



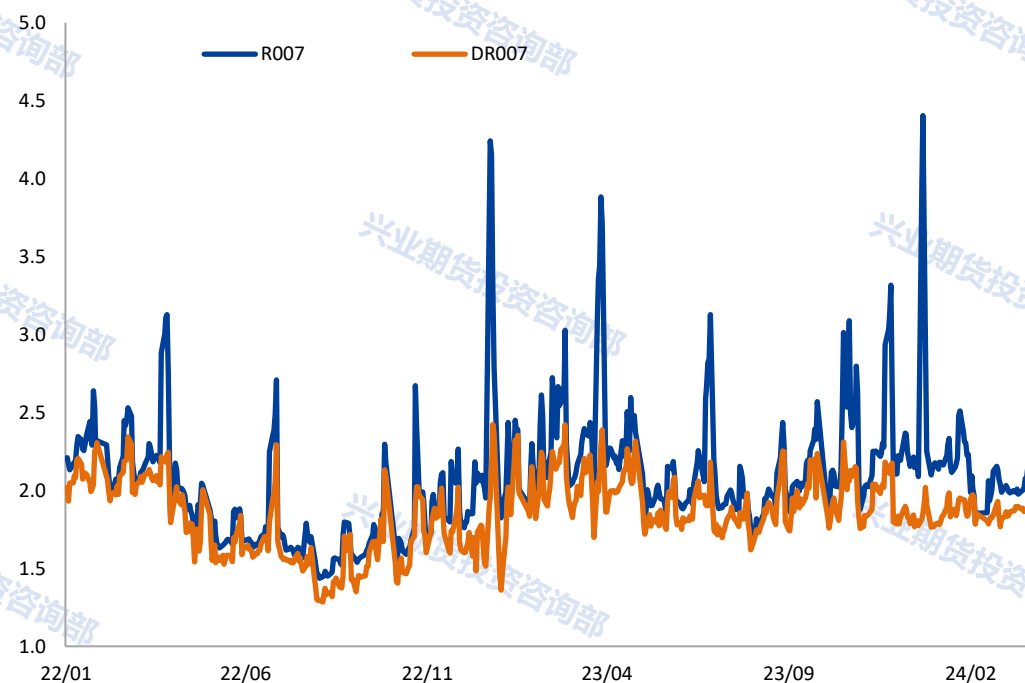
截止3月29日，2024年地方政府债累计发行规模15738.61亿元，1-2月累计发行规模9444.11亿元，较去年同期减少2752.2亿元。各地专项债发行节奏偏慢，后续发行压力将有所加大。叠加后续特别国债的发行，上半年供给压力将偏大。

从近期的资金面表现来看，虽然整体利率偏低，但阶段性资金紧张现象仍存，流动性波动较大。

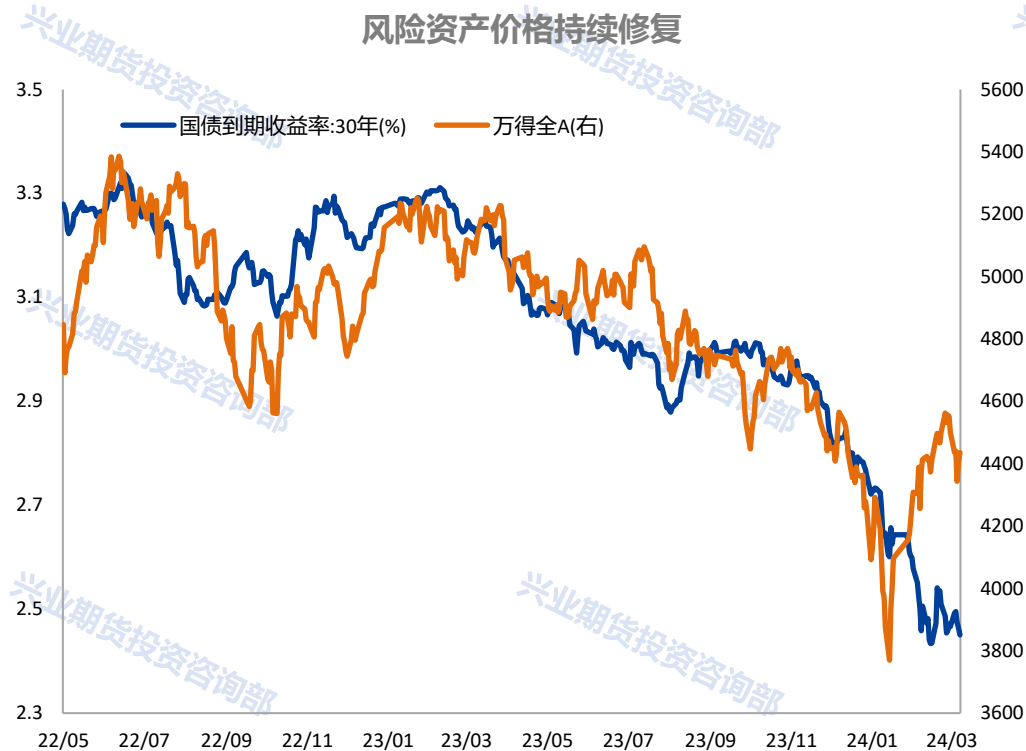
地方政府债发行偏缓（截止3月29日）



近期资金利率走势



- 自2月初起，随着政策的不断加码以及市场信心的恢复，股票等风险资产出现持续反弹，但债市收益率仍持续向下，表现背离。但在进入3月后，债市收益率向下动能明显受阻，目前风险资产仍估值偏低，后续仍有向上修复动能，债市吸引力则将逐步减弱。
- 但在宏观修复过程中，市场预期仍存在反复，债市波动将加大。结合估值的角度，目前30Y-10Y的利差仍处于历史极低水平，且超长端利多驱动更为明确，可继续持有多2手T+空1手TL的组合，在保留一定空头敞口的同时，降低策略波动风险。



30年债收益率估值显著偏低

	30Y-DR007	10Y-DR007	1Y-DR007
90%分位	168.145	115.185	54.86
70%分位	145.505	93.625	30.835
50%分位	130.725	78.045	13.59
30%分位	115.285	65.035	-1.72
10%分位	90.25	42.245	-21.94
当前利差水平	43.78	28.01	-27.91
当前分位值	2.60%	4.10%	7.60%

股指

IF

01

复苏驱动明朗，业绩改善依旧为高置信度判断

02

估值仍处低位区间，潜在提升空间乐观

03

政策面、基本面均有利多，增量资金值得期待

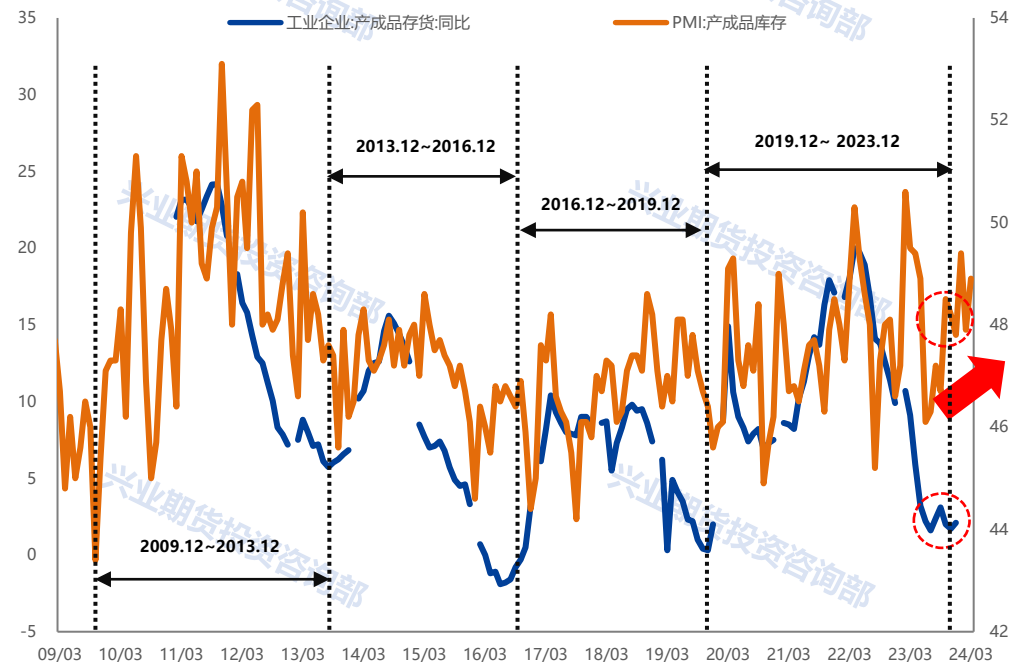
04

仍宜均衡配置，沪深300指数为最佳多头标的

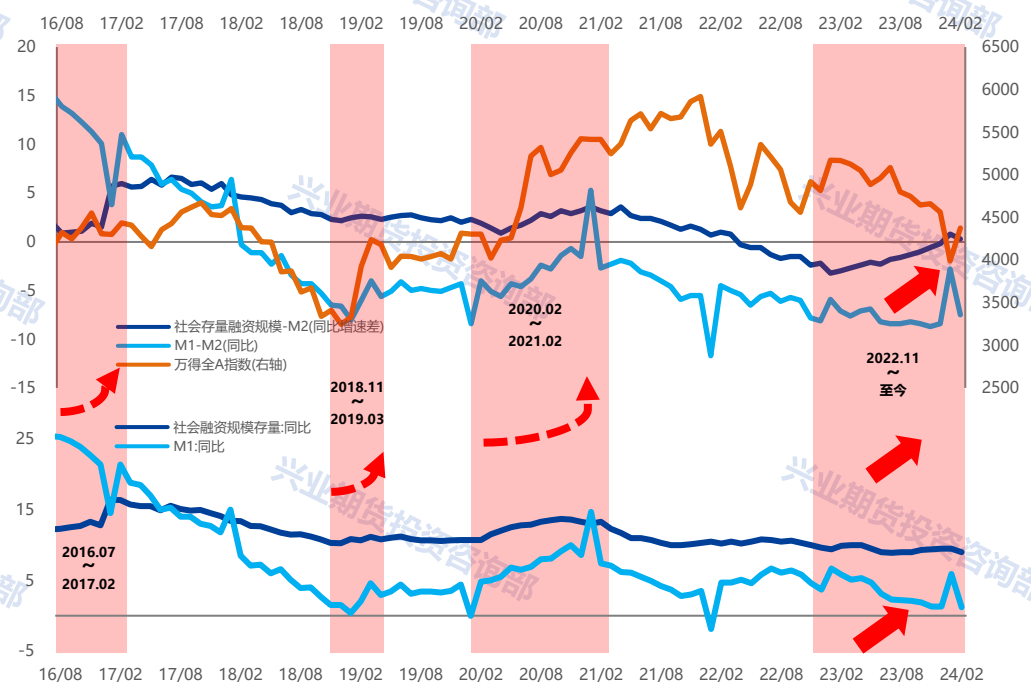
虽然自2024年初以来，国内库存、信用周期总体上行节奏、斜率偏缓，但从边际角度看，国内基本面触底及修复的大势未改。另从出口额、制造业投资额及官方制造业PMI值等主要经济指标看，乐观预期正逐步被验证。此外，在大规模设备更新、消费品以旧换新等积极政策提振下，后续各月业绩改善的基准判断依旧具备高置信度。

参考申万宏观策略团队相关自上而下预测数据，预计2024年全A两非收入增速为6.4%、盈利增速则为2.8%(而2023年为-4.4%)。

我国库存周期跟踪（截至2024年3月）



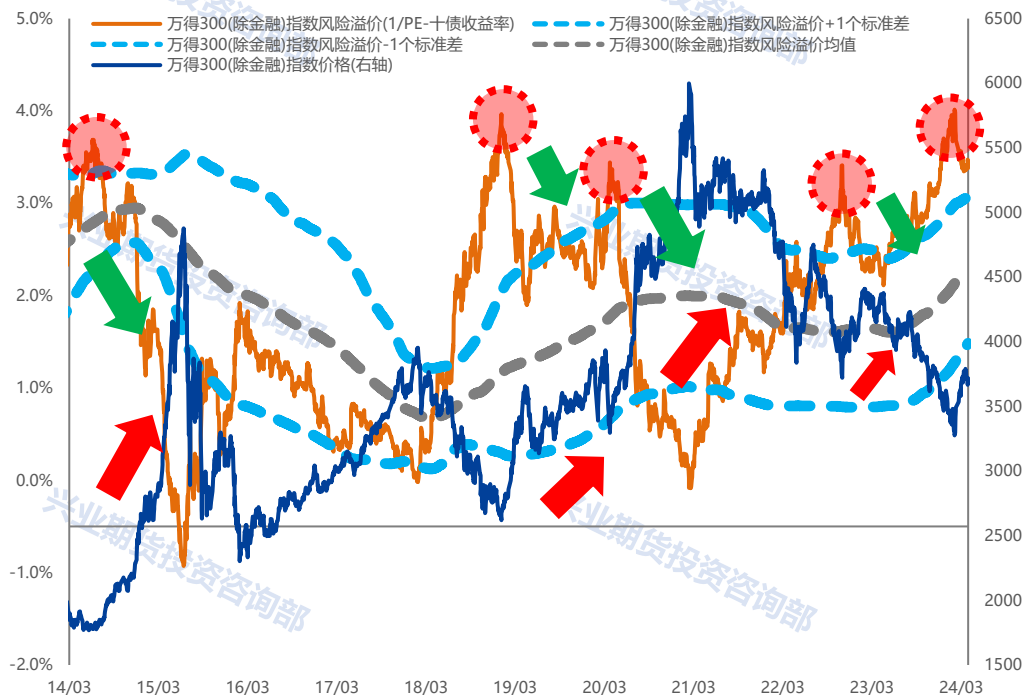
我国信用周期跟踪（截至2024年2月）



金融衍生品策略（股指）：估值仍处低位区间，潜在提升空间乐观

- 从大类资产横向比较看：当前 A 股的股债收益比仍远高于均值+1 倍标准差（3 年滚动），意味其回落空间大，对应A股可观的涨幅。
- 再从自身纵向比较看：以历轮A股低点主要指数的估值为参照（市盈率、TTM），可发现其对应的最新值较各低点整体溢价幅度有限、部分甚至仍显著偏低。
- 故从统计视角看，当前A股估值依旧处低位区间，潜在提升空间较大。

万得300（除金融）指数股债收益比、及价格走势对比（截至2024.3.29）



历轮低点A股主要指数估值对比（PE-TTM，截至2024.3.29）

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 (2024/3/29)
000001.SH	上证指数	28.8%	35.3%	4.6%	17.6%	16.7%	15.2%	5.1%	12.0%	13.1
399001.SZ	深证成指	51.2%	56.3%	-22.7%	31.1%	2.0%	-11.7%	2.4%	20.3%	21.2
399001.SZ	沪深300	22.2%	30.8%	9.1%	11.3%	3.7%	13.3%	6.0%	9.9%	11.7
000300.SH	创业板指	5.2%	-42.1%	-48.0%	1.0%	-3.9%	-27.0%	0.4%	18.2%	27.3
399006.SZ	上证50	35.4%	29.5%	19.8%	7.9%	5.6%	21.0%	3.9%	7.2%	10.1
000016.SH	万得全A	41.1%	39.8%	-1.8%	28.0%	10.3%	6.4%	2.6%	15.3%	16.8
881001.WI	中证500	-17.1%	-23.9%	-42.6%	29.9%	38.7%	-2.0%	0.0%	19.4%	21.6
000905.SH	中证1000	/	/	-51.0%	72.3%	35.9%	14.1%	-7.3%	25.2%	32.6
000852.SH	红利指数	-24.7%	-9.4%	-14.5%	-15.9%	14.6%	31.3%	9.9%	2.1%	6.1

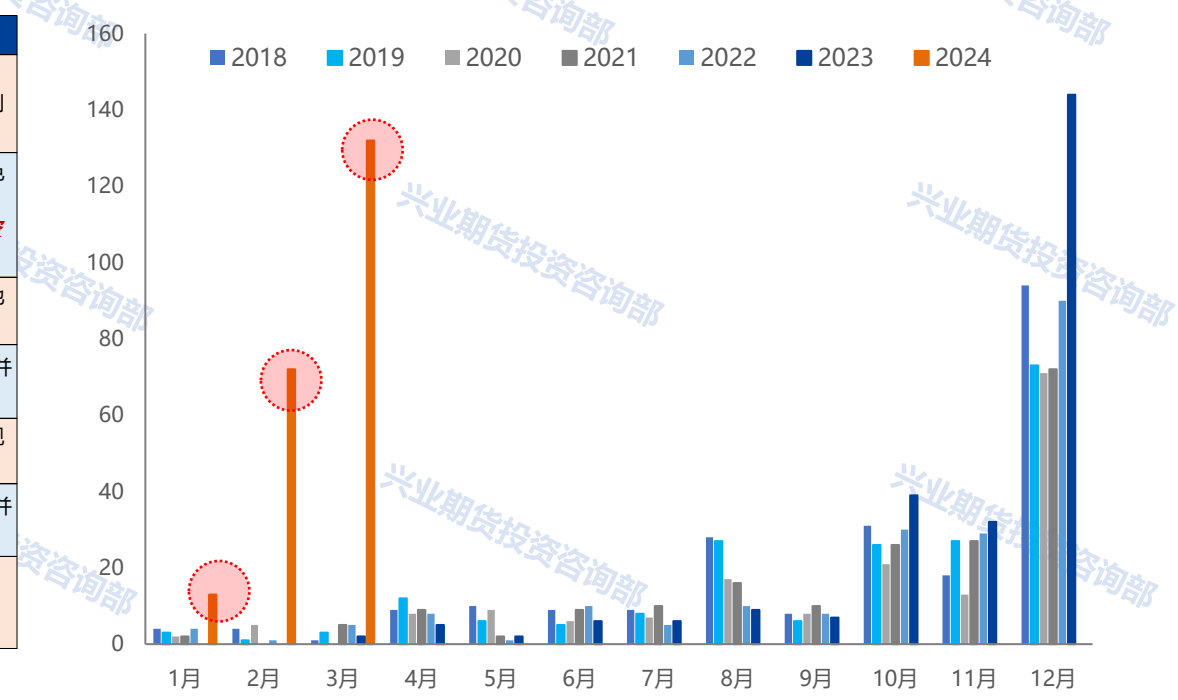
(**附注：最后一列为对应指数最新PE值 (TTM)，其余各列为各指数最新PE值较历次低点PE值差值百分比)

- 从政策面看：近月来资本市场相关重磅措施持续出台，一是将净化市场环境、二是能稳定市场预期，以上均利于发掘和提升A股的长期投资价值；
- 再从相关上市公司回购预案公告数量看，自2024年初以来、显著高于历年同期，亦代表主要股东对自身价值认可度大幅增强，亦是A股配置价值的有效印证。

近期相关会议政策精神跟踪（截至2024年3月中旬）

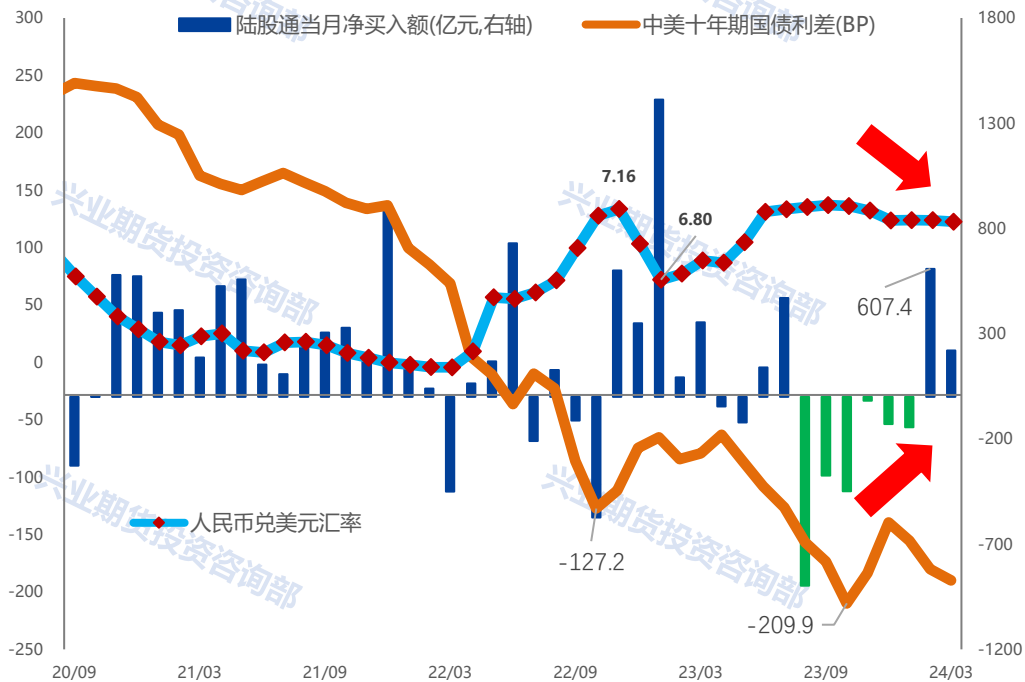
日期	部门/会议	具体内容
2024/1/22	国务院常务会议	会议强调，要进一步健全完善资本市场基础制度，更加注重投融资动态平衡，大力提升上市公司质量和投资价值， 加大中长期资金入市力度，增强市场内在稳定性 。要增强宏观政策取向一致性，加强政策工具创新协调配合，巩固和增强经济回升向好态势，促进资本市场平稳健康发展。
2024/1/26	证监会	完善上市公司质量评价标准， 督促和引导上市公司更加积极开展回购注销、现金分红 。加快构建中国特色估值体系，支持上市公司通过市场化并购重组等方式做优做强， 推动将市值纳入央企国企考核评价体系 。巩固深化常态化退市机制。着力增强资本市场内在稳定性，推动股票发行注册制走深走实， 大力推进投资端改革，促进投融资动态平衡 。
2024/2/5	证监会	下一步将科学统筹促发展与强监管、防风险的关系， 多措并举活跃并购重组市场 ，支持优秀典型案例落地见效。
2024/2/6	中央汇金公司	发布公告称， 充分认可当前A股市场配置价值 ，已于近日扩大交易型开放式指数基金（ETF）增持范围，并将 持续加大增持力度、扩大增持规模 ，坚决维护资本市场平稳运行。
2024/2/6	证监会	进一步加强监管的措施： 暂停新增转融券规模 ，以现转融券余额为上限，依法暂停新增证券公司转融券规模，存量逐步了结等
2024/2/6	中央汇金公司	发布公告称， 充分认可当前A股市场配置价值 ，已于近日扩大交易型开放式指数基金（ETF）增持范围，并将 持续加大增持力度、扩大增持规模 ，坚决维护资本市场平稳运行。
2024/3/15	证监会	发布《关于严把发行上市准入关从源头上提高上市公司质量的意见（试行）》、《关于加强上市公司监管的意见（试行）》、《关于加强证券公司和公募基金监管加快推进建设一流投资银行和投资机构的意见（试行）》等4项政策文件， 突出“强本强基”和“严监严管”，着力稳信心、稳预期 。

历年各月A股回购预案公告对比（董事会预案，截至2024.3.29）

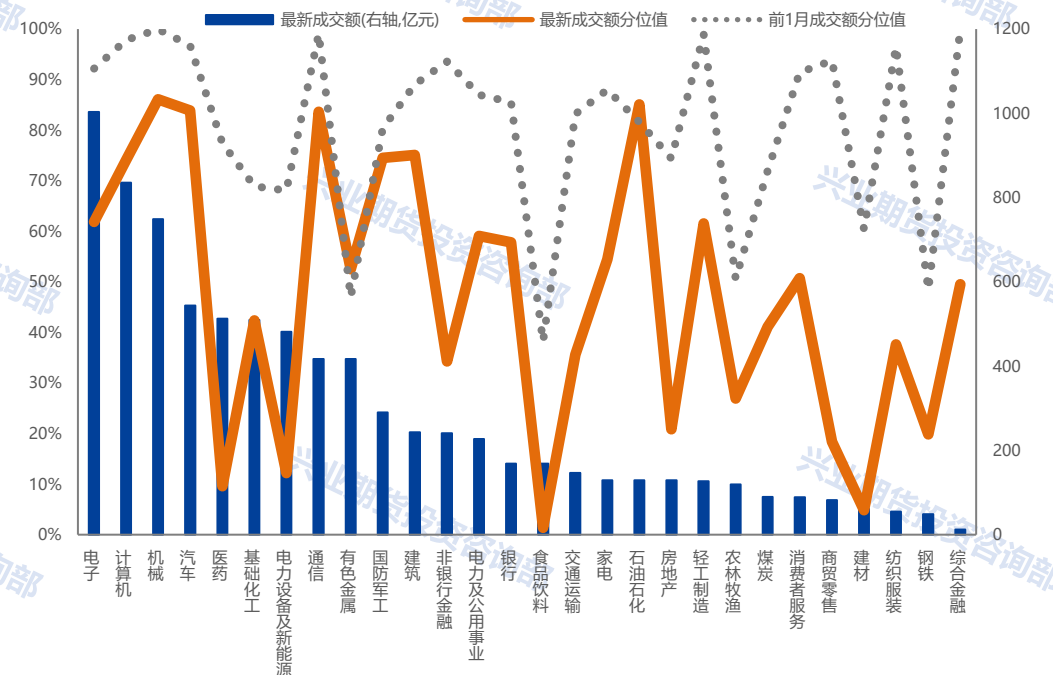


- 此外，虽然2024年以来美国经济韧性较强、通胀亦维持高位，美联储降息节奏不及预期，导致中美利差倒挂幅度绝对值仍较大。但展望未来，国内复苏、美国走弱的大势依旧明朗，即利差缩窄、人民币汇率持稳或升值仍为大概率事件。基于此判断，外资回流依旧值得期待。
- 最后，从中信一级行业成交额统计特征看，当前市场并未进入“拥挤交易”阶段，对增量资金的潜在容纳能力较好。

中美十债利差、人民币汇率及陆股通净流入额对比（截至2024.3.29）



中信一级行业成交额统计特征（截至2024.3.29）

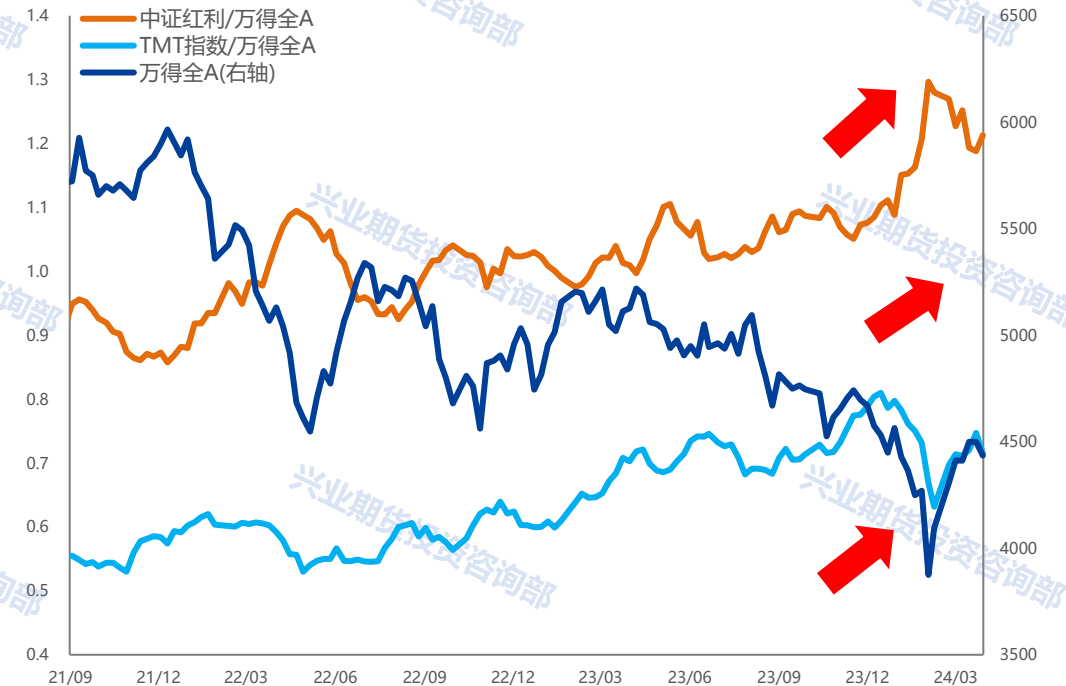


- 从历史行情走势看：进入第2季度后，A股整体胜率、赔率较第1季度均有较大程度下降，“现实”定价权重较“预期”更大，即业绩、景气度等因素更值得关注。而当前市场处“经济逐步复苏但仍需进一步验证”、“新质生产力等产业主题将持续深化”的状态，前者意味着高分红板块配置价值较高，后者则意味高成长的TMT、新能源等板块配置价值亦较好。
- 而从中证红利指数、TMT指数走势看，二者确实存在显著的超额收益，可作为验证。

A股日历效应统计（万得全A指数，截至2024.3.29）

万得全A指数历年各月涨跌幅情况（截至2024年3月）												
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
2010年	-8.6%	3.1%	2.6%	-7.7%	-8.3%	-7.7%	11.9%	2.5%	1.1%	12.0%	-4.2%	-0.9%
2011年	-2.0%	5.3%	0.2%	-1.4%	-6.0%	2.4%	-1.0%	-4.6%	-8.9%	4.3%	-5.1%	-7.3%
2012年	3.2%	7.1%	-6.9%	5.9%	0.0%	-5.1%	-5.5%	-2.4%	2.4%	-0.9%	-6.0%	15.0%
2013年	5.1%	1.3%	-5.4%	-2.1%	9.8%	-15.0%	3.8%	6.6%	5.4%	-2.8%	5.2%	-3.9%
2014年	-1.2%	0.9%	-2.8%	-0.8%	1.5%	3.1%	8.6%	2.8%	9.7%	2.1%	9.0%	11.2%
2015年	2.0%	6.3%	18.8%	19.0%	15.0%	-10.5%	-15.8%	-15.3%	-5.9%	17.1%	6.2%	5.3%
2016年	-27.6%	-2.7%	16.4%	-1.9%	-0.5%	3.5%	0.5%	4.7%	-1.7%	3.2%	3.9%	-5.4%
2017年	-0.3%	3.2%	-0.6%	-2.9%	-2.8%	4.8%	1.6%	3.1%	1.3%	1.1%	-3.0%	-0.3%
2018年	1.8%	-4.9%	-0.1%	-3.7%	-0.1%	-8.3%	0.3%	-6.4%	1.3%	-9.1%	2.1%	-4.8%
2019年	2.7%	17.8%	8.0%	-1.4%	-6.4%	3.4%	-0.1%	-0.7%	0.8%	0.8%	-1.5%	7.5%
2020年	-0.3%	0.0%	-6.5%	5.2%	0.6%	8.4%	13.1%	2.0%	-6.0%	1.1%	4.0%	3.1%
2021年	-0.1%	0.0%	-3.1%	2.2%	5.1%	1.4%	-3.1%	3.2%	-1.0%	0.3%	3.1%	1.0%
2022年	-9.5%	2.8%	-7.5%	-9.5%	5.9%	9.7%	-2.7%	-2.9%	-7.6%	-2.5%	7.9%	-2.1%
2023年	7.4%	0.0%	-0.8%	-1.4%	-3.3%	1.6%	2.5%	-5.6%	-1.1%	-2.2%	0.4%	-2.1%
2024年	-12.6%	9.7%	1.4%									
各月上漲概率 (2010-2023年)	42.9%	71.4%	42.9%	28.6%	42.9%	64.3%	57.1%	50.0%	50.0%	64.3%	64.3%	42.9%
各月平均收益率 (2010-2023年)	-2.7%	3.3%	0.9%	0.0%	0.8%	-0.6%	1.0%	-0.9%	-0.7%	1.8%	1.6%	1.2%

中证红利指数、TMT指数及万得全A指数走势对比（截至2024.3.29）



- 因此，目前仍宜维持均衡配置策略，即兼顾“防御”和“进攻”，前者对应高确定性的红利板块，后者则对应高弹性的成长板块。
- 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、上证50和中证500指数中占比最高，分别为52.5%、54.6%和50.4%。而沪深300指数与其它两大指数相关性均较高、对风格轮换兼容性最好，故综合看，其依旧为最佳多头标的。

基于“业绩、估值、股息率”三大维度，相关行业四大股指占比统计（截至2024.3.29）

简称	最新总市值 (亿,2024.3.29)	最新市净率 (LF)分位值	最新市盈率 (TTM)分位值	最新预估净利润 增速(FY1)	最新预估净利润 增速(FY2)	最新预估 ROE(FY1)	最新预估 股息率	沪深300指数 权重占比	上证50指数 权重占比	中证500指数 权重占比	中证1000指数 权重占比	对应A股 市值占比
化学制药	15900	0.8%	30.1%	-4.8%	19.7%	7.5	1.20	1.7	3.1	3.4	3.3	1.8
保险Ⅱ	21052	1.2%	22.4%	4.1%	13.8%	10.1	3.58	3.4	8.5	0.0	0.1	2.4
建筑施工	15222	1.6%	7.6%	10.8%	19.9%	9.0	2.83	2.1	3.4	1.0	1.6	1.7
食品	7746	2.0%	11.7%	4.7%	32.6%	10.9	2.11	0.5	1.0	1.2	1.4	0.9
半导体	29874	2.2%	59.5%	-41.1%	95.8%	3.9	0.35	4.4	4.2	4.5	3.9	3.4
证券Ⅱ	29920	3.3%	39.4%	3.9%	10.2%	6.0	1.49	5.7	2.8	6.2	1.1	3.4
云服务	6974	3.9%	37.2%	48.9%	50.6%	6.8	0.65	0.8	1.0	1.1	1.3	0.8
消费电子	13051	5.0%	6.9%	3.0%	66.3%	8.0	1.13	1.6	0.0	2.6	2.0	1.5
其他医药医疗	22930	5.1%	19.8%	24.3%	22.1%	9.6	1.60	2.7	1.4	4.3	3.9	2.6
其他化学制品Ⅱ	19888	5.1%	38.1%	32.1%	39.2%	8.1	1.46	1.5	2.4	3.8	3.6	2.3
专用机械	15378	5.5%	3.4%	23.0%	33.4%	8.7	1.12	0.4	0.0	2.2	2.8	1.8
农用化工	6241	5.7%	14.4%	48.2%	30.3%	9.8	2.65	0.8	0.0	1.2	2.0	0.7
航空航天	7915	6.3%	14.3%	30.4%	35.3%	5.8	0.56	0.8	0.7	2.0	0.8	0.9
新能源动力系统	13924	7.0%	7.7%	20.9%	15.6%	13.4	0.81	3.3	0.0	1.9	1.5	1.6
电源设备	16813	9.5%	5.2%	9.6%	9.8%	13.5	2.23	3.0	3.2	2.1	1.8	1.9
通用设备	10816	11.8%	2.8%	18.5%	44.5%	7.3	0.95	0.2	0.0	1.9	2.9	1.2
白色家电Ⅱ	9775	12.1%	22.5%	17.5%	9.4%	20.4	3.12	3.3	1.4	0.0	0.3	1.1
中药生产	9929	12.7%	26.6%	40.5%	30.3%	8.5	1.66	1.1	1.0	1.5	2.7	1.1
电气设备	15388	17.7%	6.3%	7.8%	15.8%	10.0	1.23	1.9	2.6	2.3	3.0	1.8
通信设备	10283	27.0%	27.3%	2.9%	57.4%	7.4	0.71	1.1	0.0	2.3	2.1	1.2
计算机设备	11954	30.2%	14.6%	22.9%	41.1%	8.1	1.16	1.4	0.0	1.6	1.2	1.4
其他军工Ⅱ	8591	39.9%	36.4%	9.8%	88.7%	5.4	0.64	0.6	0.0	2.8	2.0	1.0
酒类	41425	46.9%	42.8%	20.4%	19.5%	24.6	2.39	10.1	17.9	0.6	0.9	4.7
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)								52.5	54.6	50.4	45.9	41.3



沪铝

AL

01

云南地区干旱仍将持续，原料维持高位

02

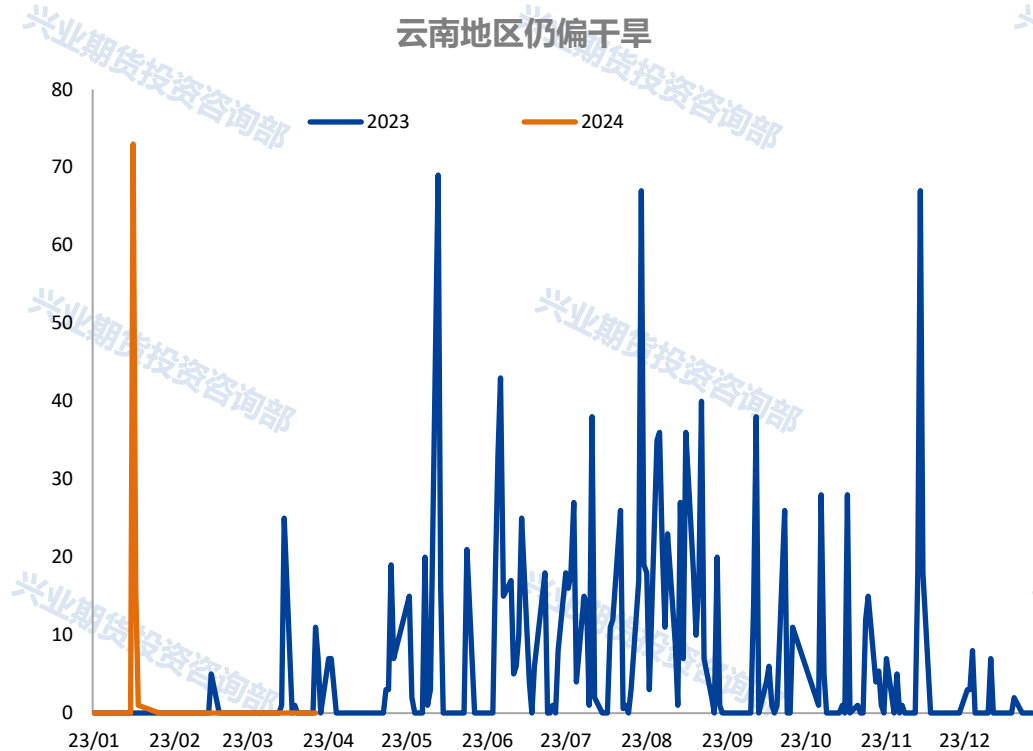
“以旧换新”对需求存支撑，库存拐点出现

03

下游开工表现尚可，铝价支撑持续

□ 供给方面，虽然云南开始尝试性复产，但根据市场消息，复产开始时间计划在3月中下旬，产能落地将在4月或更晚。此外仍有部分企业态度较为谨慎，复产意愿不强，全面复产或在5-6月。而从天气情况来看，根据中央气象台预测，云南中南部累计降水量较常年同期偏少3~8成，该地区气象干旱还将持续。

□ 从成本来看，近期氧化铝价格仍受到铝土矿供给紧张的影响表现较为强势。虽然从中期来看氧化铝向下概率较高，但短期内或维持高位，对电解铝价格形成支撑。



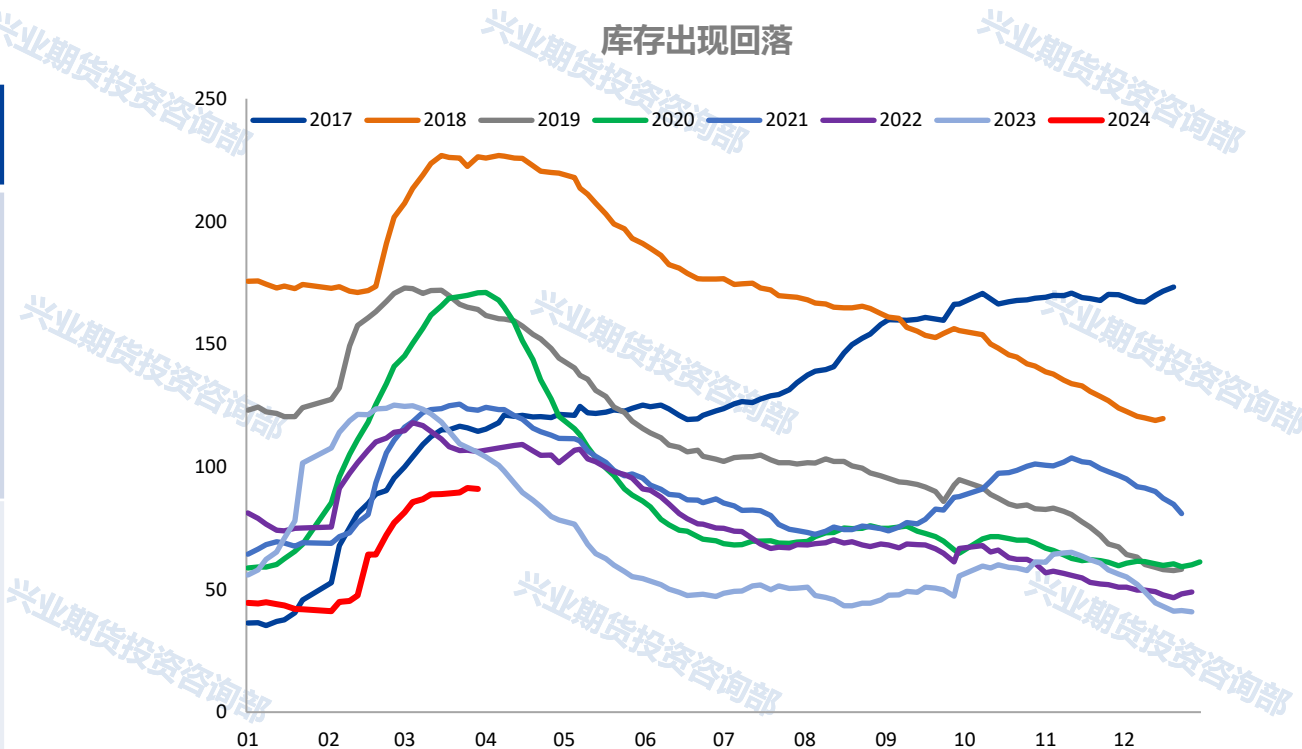
3月28日，国务院召开推动大规模设备更新和消费品以旧换新工作视频会议，汽车、家电受利多较为直接。历史来看，家电产品换新主要集中在冰箱、彩电、洗衣机、空调和热水器等五大家电，其中空调、冰箱、洗衣机均对铝存在一定程度的需求，且从上一轮的表现来看冰箱、洗衣机的拉动作用能达到30%-45%之间。从汽车潜在销售空间来看，当前中国居民汽车存量仍未达到饱和水平。同时现阶段城镇汽车保有量已低于其趋势水平，同时农村汽车消费也有较大提升空间。

而库存方面，本周最新库存回落，库存拐点或已经出现，且随着需求预期改善，库存或进一步回落。

以旧换新利多汽车、家电

主题	内容
开展汽车以旧换新	加大政策支持力度，畅通流通堵点，促进汽车梯次消费、更新消费。组织开展全国汽车以旧换新促销活动，鼓励汽车生产企业、销售企业开展促销活动，并引导行业有序竞争。严格执行机动车强制报废标准规定和车辆安全环保检验标准，依法依规淘汰符合强制报废标准的老旧汽车。因地制宜优化汽车限购措施，推进汽车使用全生命周期管理信息交互系统建设。
开展家电产品以旧换新	以提升便利性为核心，畅通家电更新消费链条。支持家电销售企业联合生产企业、回收企业开展以旧换新促销活动，开设线上线下家电以旧换新专区，对以旧家电换购节能家电的消费者给予优惠。鼓励有条件的地方对消费者购买绿色智能家电给予补贴。加快实施家电售后服务提升行动。

库存出现回落





碳酸锂

LC

01

生产开工情况向好，年度供应收缩预期落地

02

正极材料库存天数下探，新能源车渗透率高增

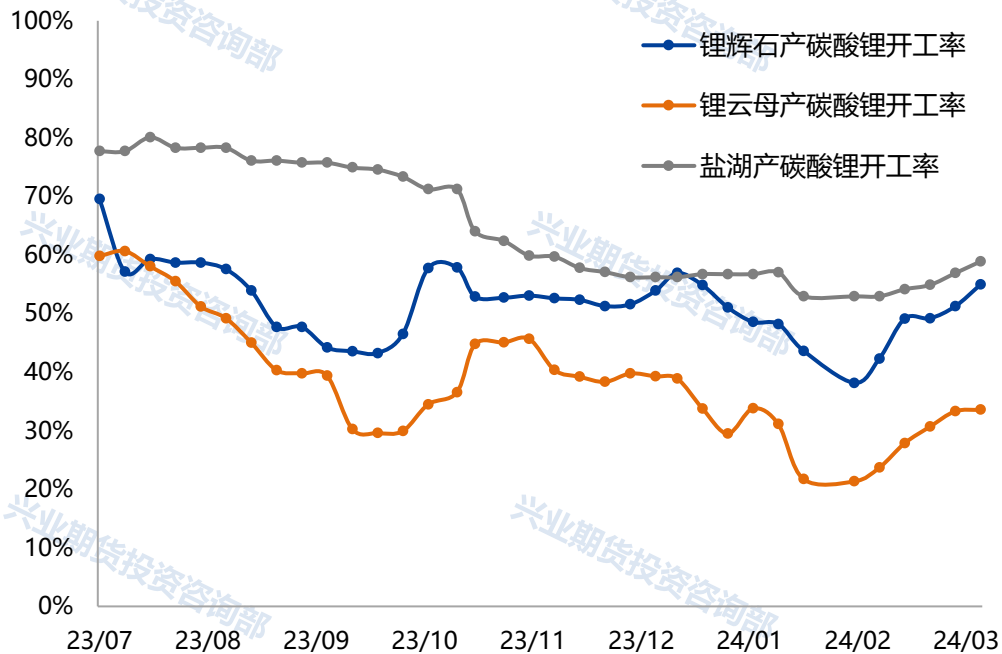
03

库存边际变化不明显，仓单整体呈现流出状态

近期开工方面，行业开工延续小幅回升势头，但开工率始终未回到高位水平。冶炼端整体产量有恢复态势，但产量分布较为不均衡。盐湖及辉石提锂部分供应情况已明显企稳回升，但云母及回收提锂部分生产状况仍低于市场预期。

全球供应方面，相对于市场普遍的年初预期，供给端释放节奏已进一步减缓。以海外锂矿及盐湖资源为首的生产厂商已明确传递减产缩量信号，国内更多是由于环保端等问题仍未等到完全解决导致各企业开工情况较往年相比偏低。

碳酸锂周度开工率汇总 (%)



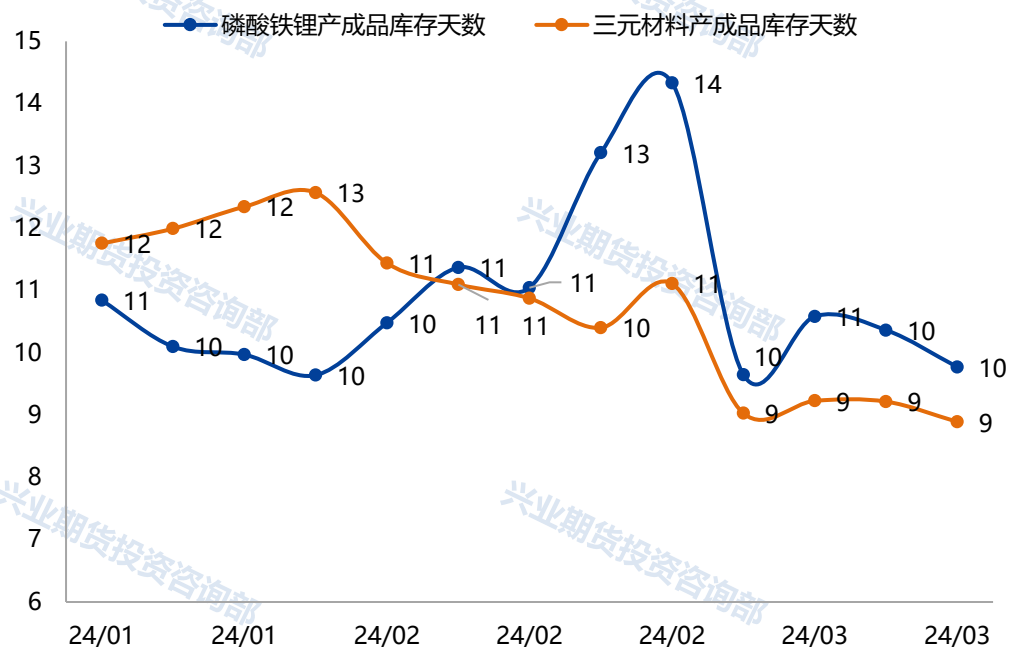
全球锂供应相对年初预期缩减规模 (万吨)

2024年供给缩量分析	悲观	中性	乐观
海外锂矿	3.2	2.0	1.3
海外盐湖	2.1	1.7	1.5
国内锂辉石矿	1.0	0.7	0.3
国内云母矿	2.0	1.6	1.2
国内盐湖	1.8	1.4	0.9
电池回收	1.0	0.6	0.3
供应收缩总计	11.2	8.0	5.5

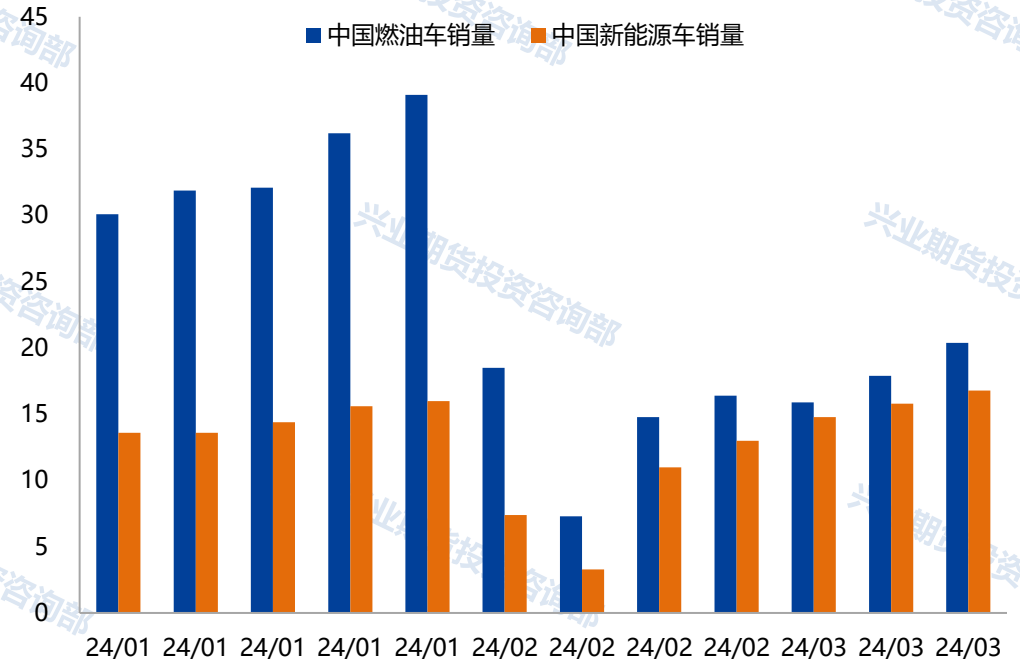
❑ 正极材料方面，由于该环节产能出清较为缓慢，厂商普遍压低库存天数。由于正极材料产能过剩问题最早出现，叠加23年产业链景气度急剧下行；企业库存策略已发生明显改变，行业产成品库存天数仅维持一周左右以期降低经营风险。

❑ 汽车销售方面，今年春节后电车渗透率显著提升，但整体销量环比回落。随着近期新能源车降价潮及各型新车陆续发布，新能源车性价比正处于飞速上升阶段。明显拉动电车销售市场占比提升，且在总量下降背景下呈现逆势上扬势头。

正极材料环节产成品库存天数（天）

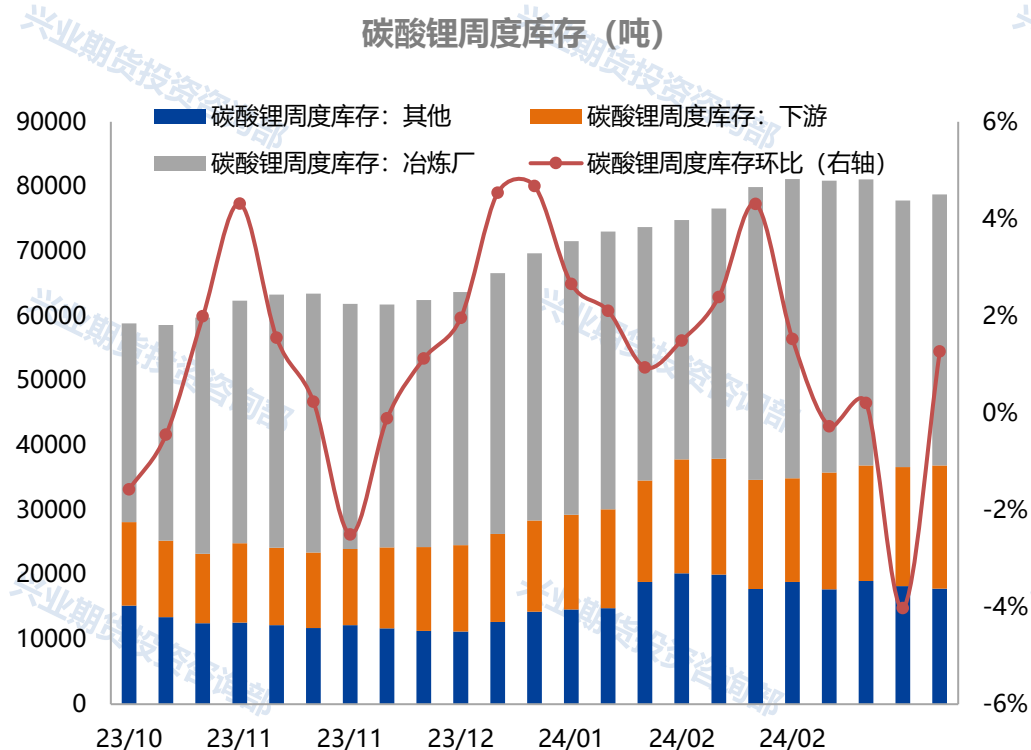


中国周度汽车销量汇总（万辆）



□ 库存水平方面，库存变化相对有限，等待下游补库信号出现。行业库存环比变化不明显，基本维持在 $\pm 5\%$ 区间波动。下游原料库存已增加，冶炼端库存主要集中在辉石及盐湖部分。得益于终端需求向好，下游定期补库行为延续。

□ 期货仓单方面，从整个三月统计数据看，仓单整体维持小幅流出状态。但值得注意的是，由于3月底广期所仓单强制集中注销政策，1万余吨电池级碳酸锂中大概率降有部分转为流通现货，从而使得市场担心供应会进一步宽松。



橡胶

RU

01

政策推动车市复苏，轮企降库顺畅、开工积极

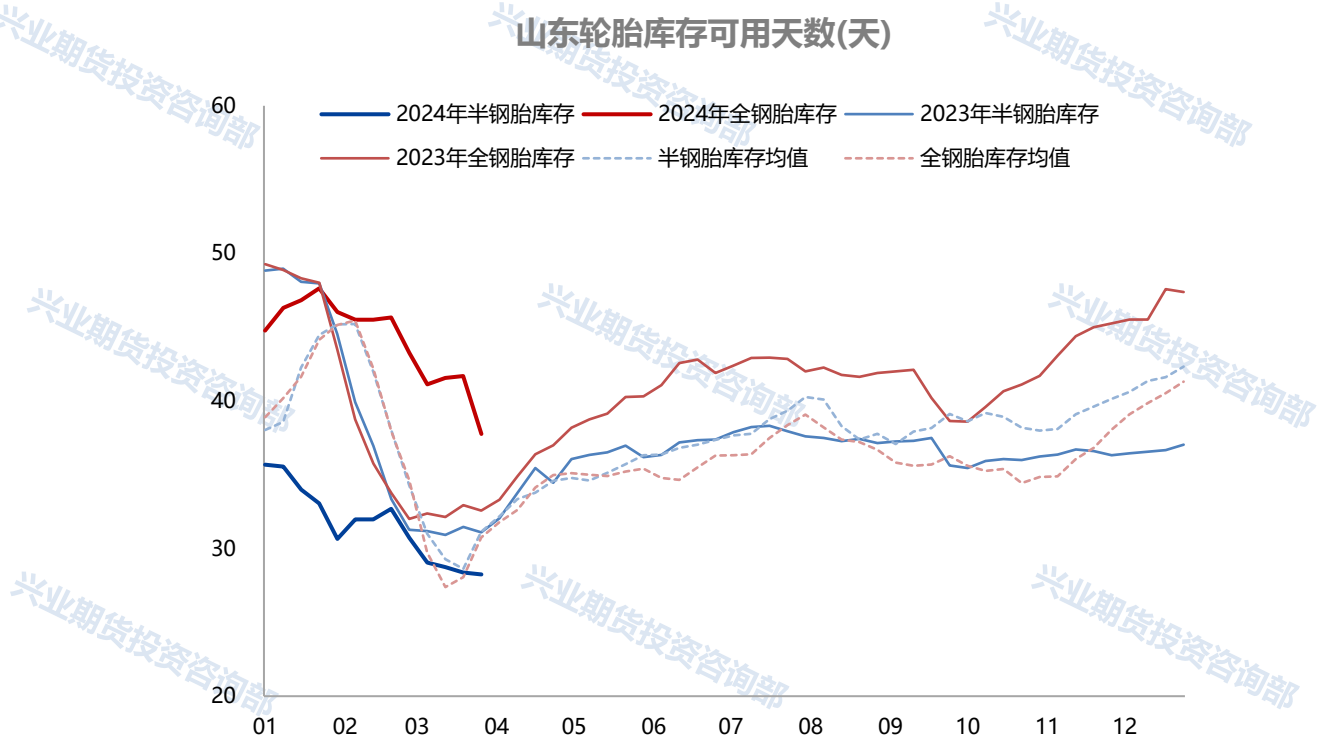
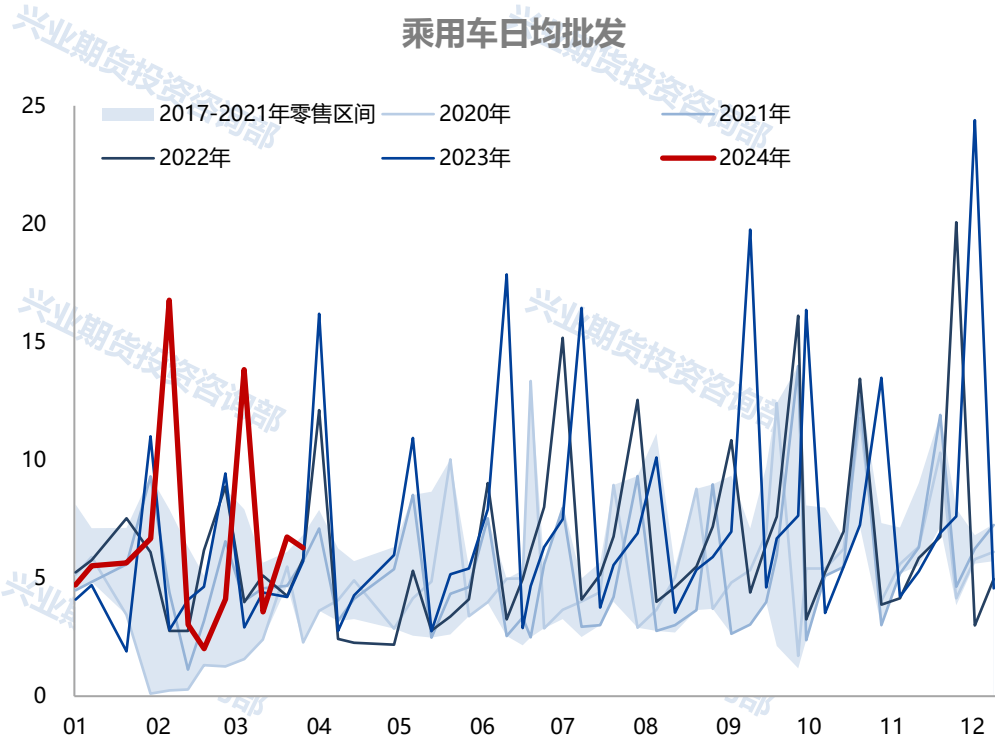
02

云南产区小范围试割，气候影响仍需关注

03

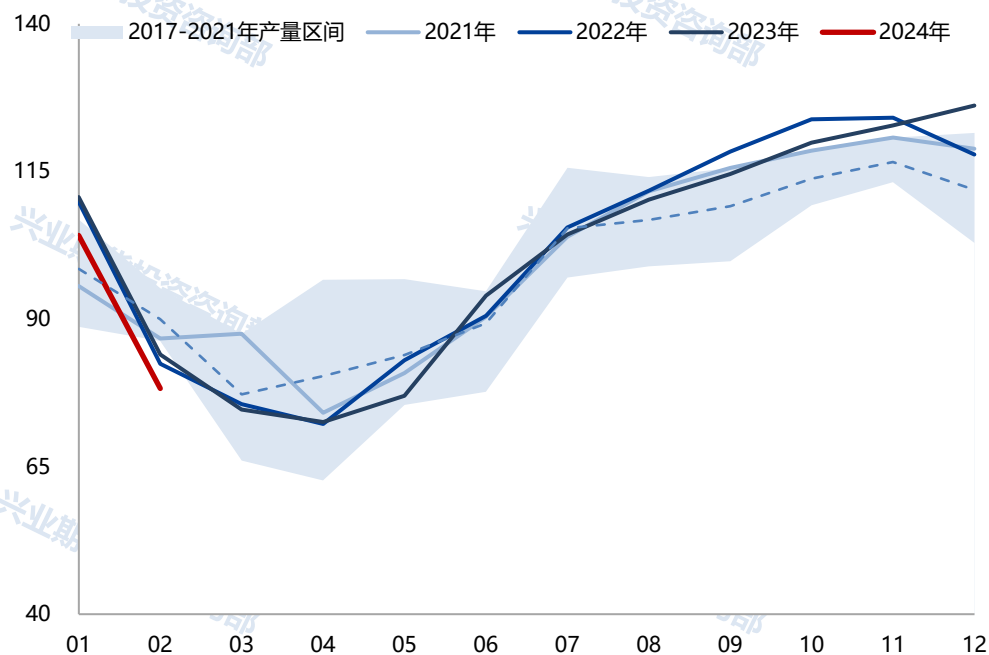
中长期供需改善预期不变，市场活跃度明显提升

需求方面，3月前三周乘用车零售同比增长11%、环比回升25%，汽车消费如火如荼，经销商促销相对积极，且本周商务部表态正抓紧研究推出车市相关刺激措施细则，政策施力维持一定强度，终端需求预期乐观；受此影响，轮胎产成品去库加速，半钢胎产线开工状况进一步走高、续创近年峰值，需求传导效率亦延续良好表现。

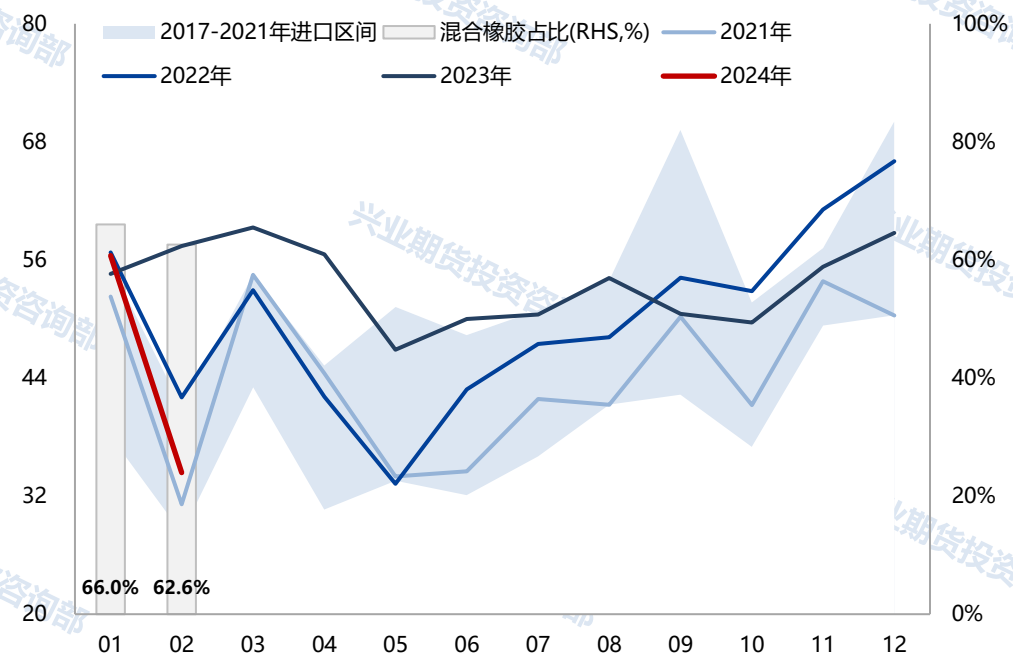


供应方面，云南小范围试割进行当中，原料产出季节性放量，但考虑到ENSO气候影响并未消退，物候条件的不稳定性对国内产区全面开割的评估仍较负面，2024年ANRPC天然橡胶累计产量同比下滑即是印证，同期泰国合艾市场胶水及杯胶价格纷纷创下近年新高，国内进口资源随之下降，极端天气对胶林管理及割胶生产的扰动不容忽视，预计开割季供给增速或将偏缓。

ANRPC天然橡胶月度产量季节性(万吨)



天然橡胶月度进口量季节性(海关总署口径,万吨)



乙二醇

EG

01

3-4月检修量偏高，供需偏紧趋势加深

02

聚酯维持高负荷，织机开工回升至3年高点

3月国内乙二醇产能利用率约为63.16%。其中非煤制乙二醇产能利用率约为69.03%；煤制乙二醇产能利用率约为52.65%。国内检修装置依然较多，供应端有缩量预期，海外增量预期不强。预计将导致4月供需偏紧趋势加深。

3-4月乙二醇检修量偏高

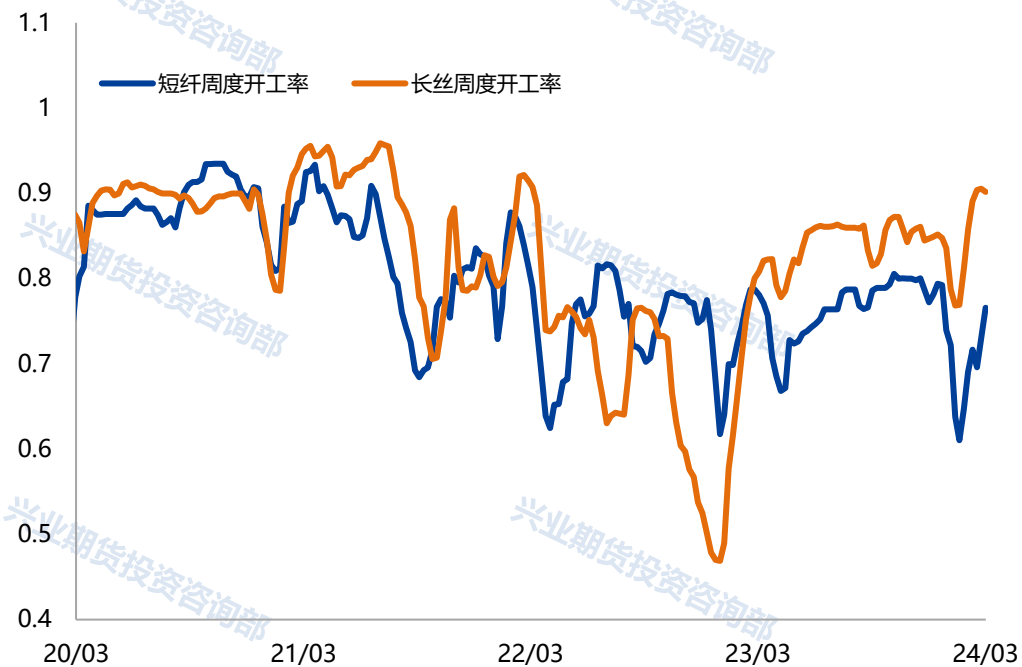
企业名称	产能	2024年3-4月份检修计划
贵州黔西	30	3月底检修30天左右
安徽昊源	30	3月中旬检修持续20-30天
安徽红四方	30	3月8日停车间预计持续至4月上
中科炼化	40	3月下-5月下检修2个月
富德能源	50	3月24停车检修10天
镇海炼化	80	3月20日检修预计持续40天
山西阳煤	22	3月26日停车检修持续20天
湖北三宁	60	5月检修。重启待定
浙石化	80	3月底停车检修45天
连云港石化	90	3月底停车检修持续90天

乙二醇供需偏紧趋势加深

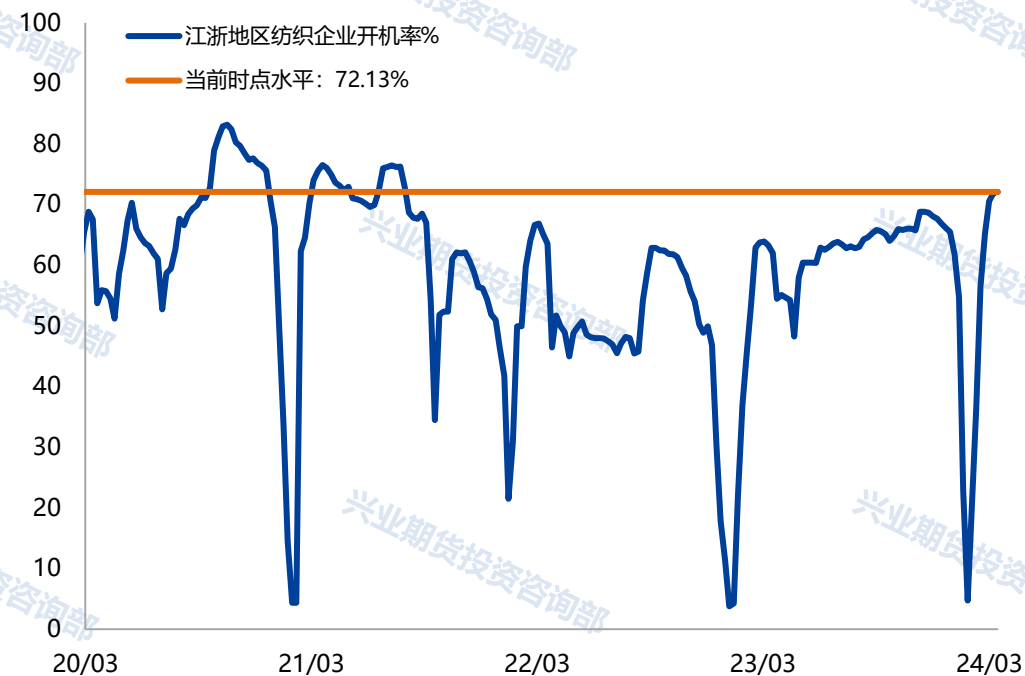
	1月	2月	3月	4月	5月	6月
总产量	158	160	163	151	165	163.7
进口	50	38	50	55	59.6	55.6
出口	0	0	0	0	0	0
总消费	214.9	188.1	222.3	219.1	225.5	215
聚酯消费	199.9	175	206.7	203.7	209.7	199.9
其他消费	15	13.2	15.6	15.3	15.8	15
过剩量	-6.9	9.9	-9.3	-13.1	-0.8	4.4

- ❑ 下游需求方面，传统旺季下聚酯企业维持高负荷运转，综合产能利用率上涨至88.99%。
- ❑ 从终端实际消费表现情况看，截至3月29日，江浙地区纺织企业开机率回升至72.13%，回升至近3年高点。
- ❑ 总体需求数据表现明显改善，或将有效提振上游原料价格运行。

传统旺季下聚酯企业维持高负荷运转



织机开工率回升至近3年高点





聚氯乙烯

V

01

3月产量保持高位，上中游库存去化缓慢

02

下游开工低于往年，出口量显著下降

03

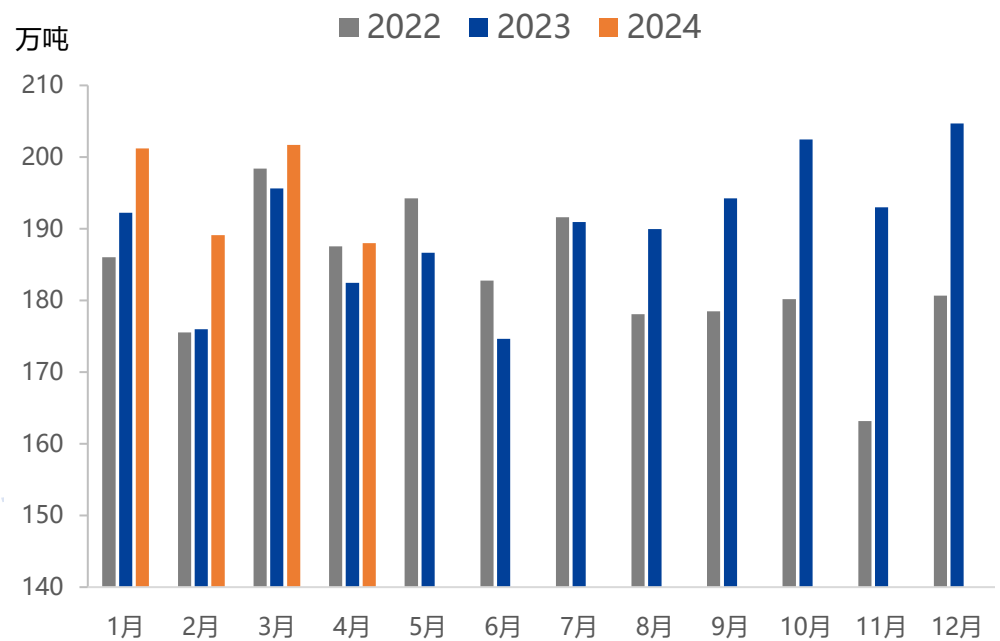
生产亏损扩大，成本支撑作用突出

04

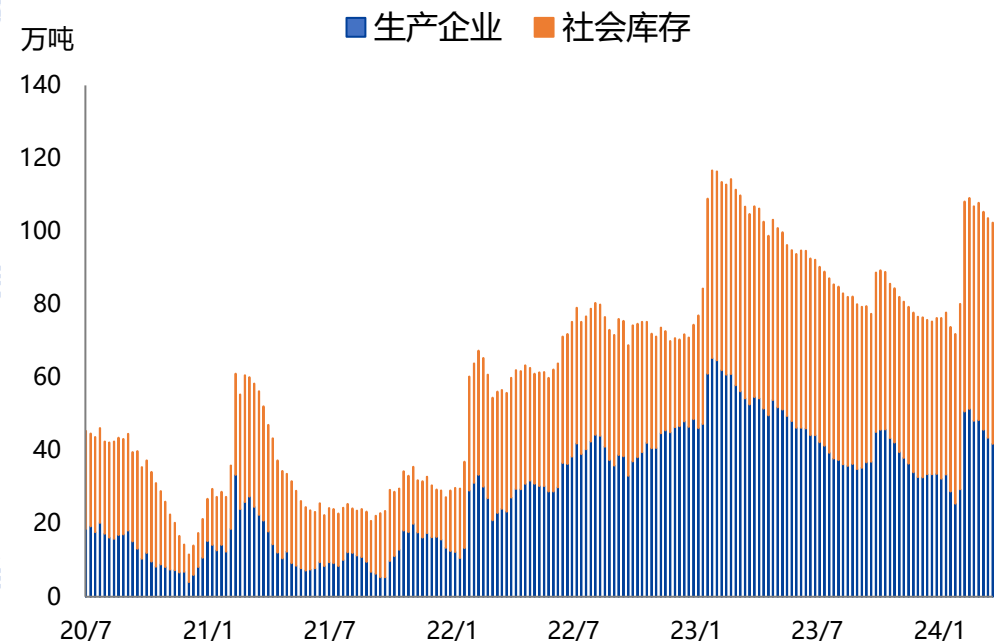
期权主要指标无变化，卖出看跌继续持有

- 3月检修装置偏少, 产量为201.72万吨, 环比增加6.7%, 同比增加3.1%。一季度累计产量为592万吨, 同比增加5%。4月8套装置计划检修, 产量下降至188万吨, 虽然环比下降6.9%, 但是折算成日产量仅减少3.8%, 因此供应压力依然较高。
- 3月生产企业库存下降6.3万吨, 社会库存增加1.76万吨, 目前生产企业库存处于历史79%分位水平, 社会库存处于历史最高水平。由于需求无增长点, 高库存下降主要依赖供应减少, 关注二季度的集中检修能否助力库存加速减少。

3月产量保持高位 (截至3.29)



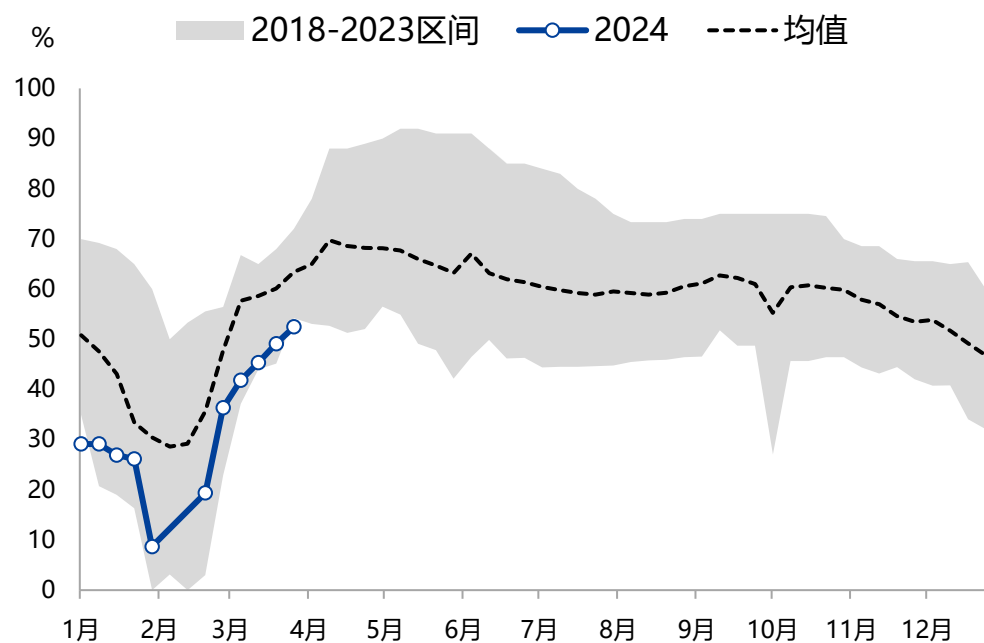
库存去化缓慢 (截至3.29)



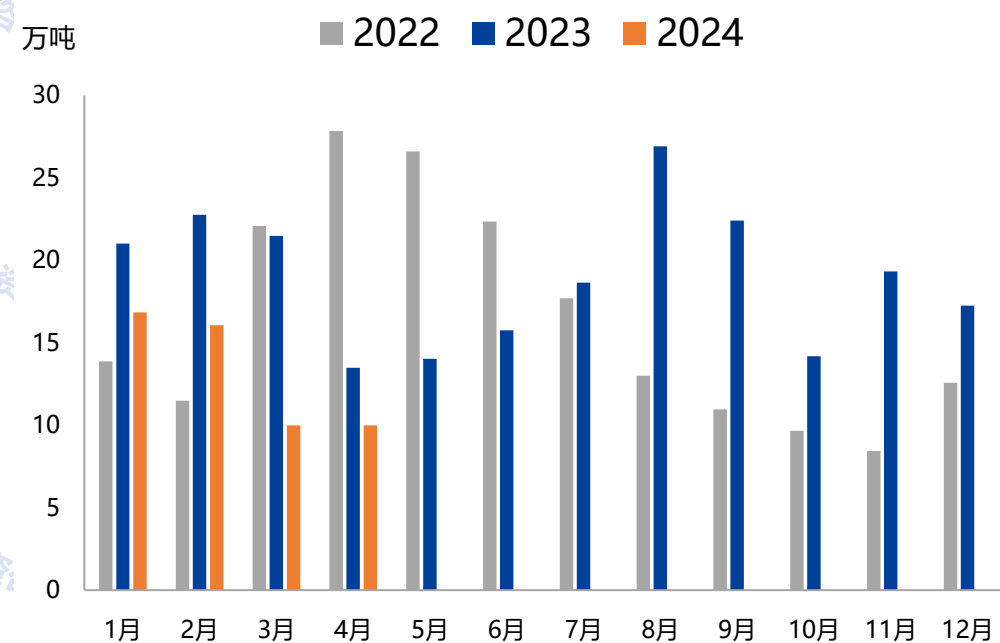
3月下游开工率为49%，较去年低14%。春节后管材和型材开工率一直处于低位，直到3月中旬才开始上升。薄膜和线缆开工率快速提升至旺季水平。受终端消费不景气影响，一季度PVC需求表现偏弱，二季度是传统需求淡季，需求很难有超预期的表现。

1~2月PVC累计出口量为32.91万吨，同比减少24.84%，印度占比超过40%。3月出口量每周不足2万吨，由于海外需求低迷，4月出口量预计与3月持平。

下游开工率为往年最低 (截至3.29)



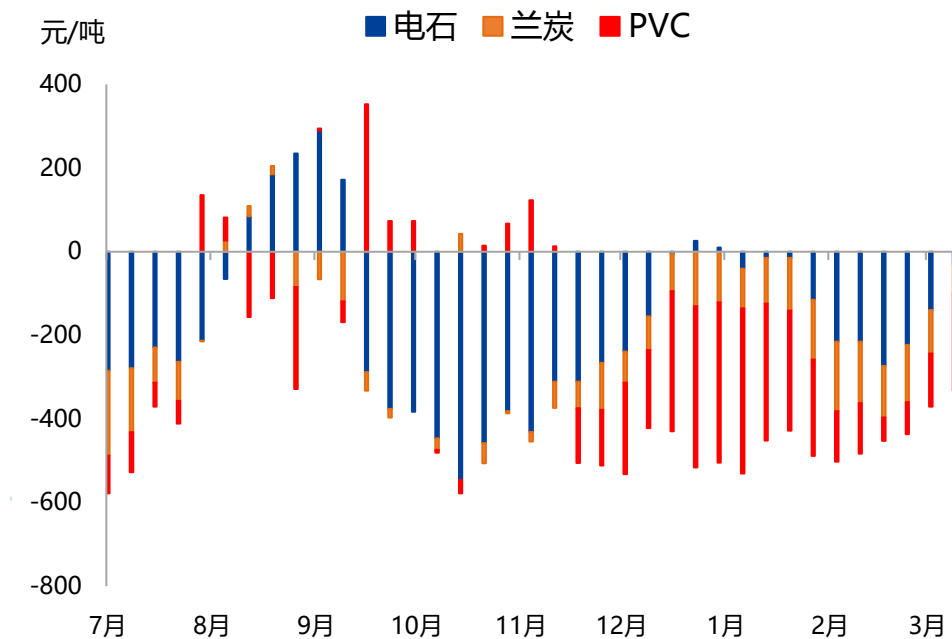
3-4月出口量进一步减少 (截至3.29)



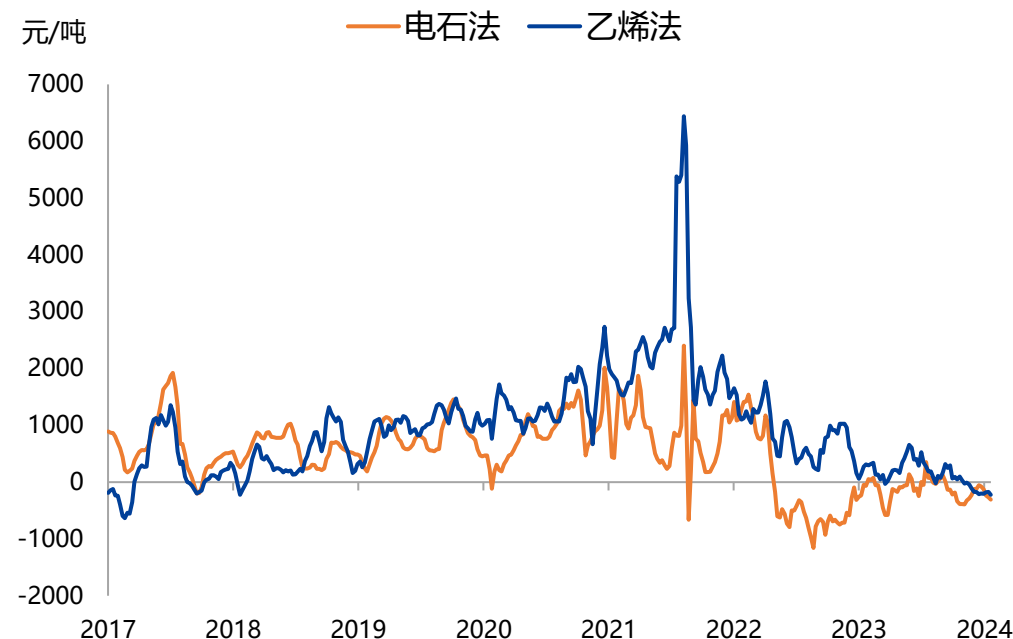
3月电石价格反弹同时兰炭价格下跌，时隔六个月电石首次扭亏为盈，不过电石法制PVC成本由月初的5550元/吨上升至5790元/吨，PVC亏损扩大。

3月原油价格累计上涨6%，乙烯价格上涨3.8%，不过由于液氯价格下跌，乙烯法成本维持在6100元/吨上下。目前电石法和乙烯法亏损严重，对PVC价格形成较强支撑。

电石法亏损扩大 (截至3.29)



乙烯法利润达到6年最低 (截至3.29)

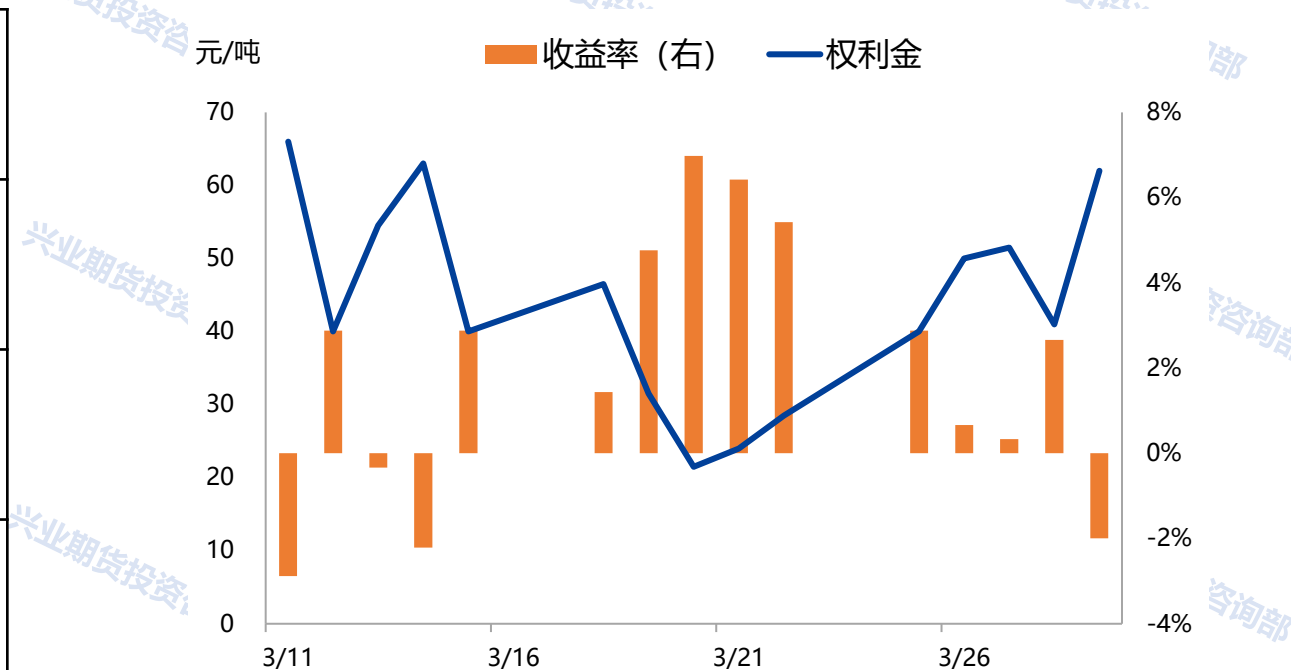


- ❑ PVC期权主要指标无明显变化, 市场情绪依然极端看多, 历史波动率和隐含波动率处于低位。
- ❑ 3月PVC期货价格冲高回落, 5700是前低且是成本支撑线, 05合约大概率不会跌破这一关键价位, 卖出看跌期权继续持有, 但需要做好止损。

期权主要指标 (截至3.29)

	成交量PCR	持仓量PCR	历史波动率	隐含波动率
数值	0.36 (+0.17)	0.24 (-0.01)	11.6% (-0.02%)	16.6% (-0.1%)
百分位	5.7%	0.2%	4%	17%
说明	极端看多	极端看多	极低	偏低

卖出看跌盈亏追踪 (截至3.29)



玻璃

FG

01

2023年产能大规模复产，绝对供应规模位于同期高位

02

地产竣工下增速行压力增加，浮法玻璃需求难言乐观

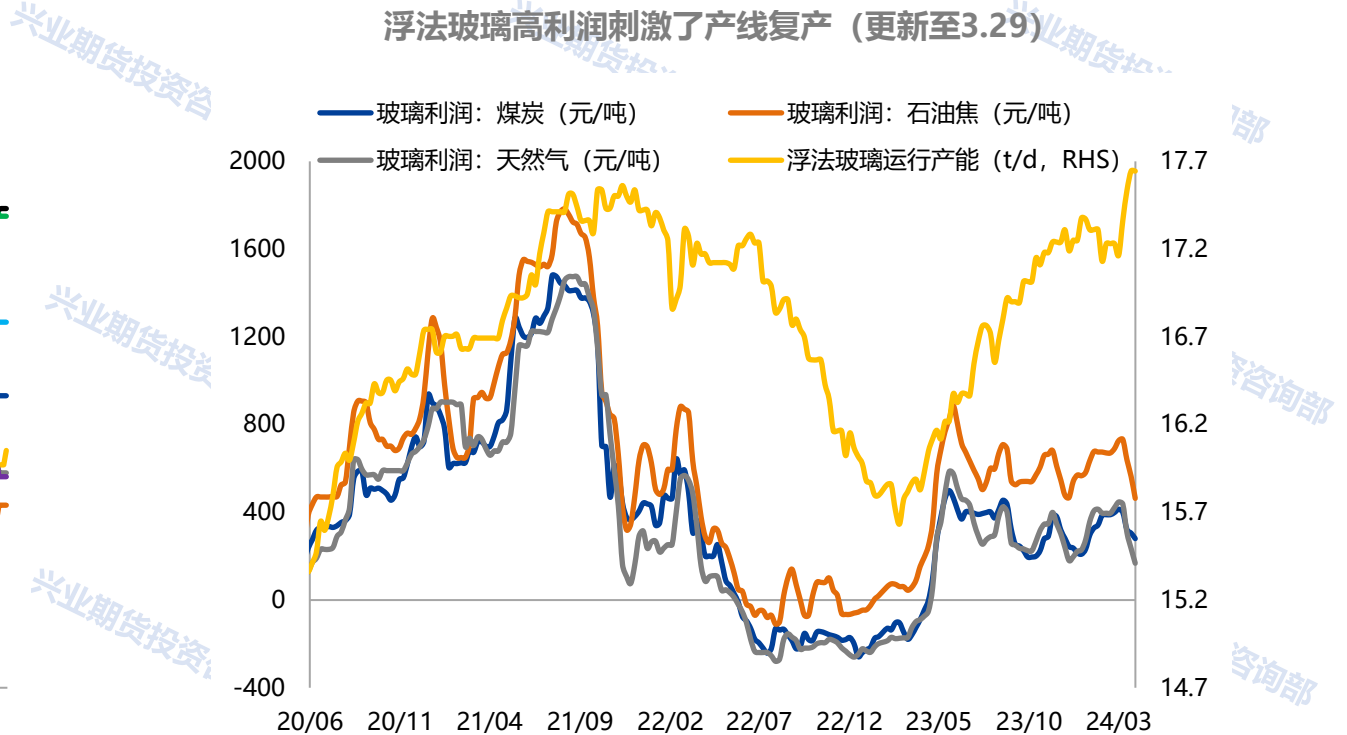
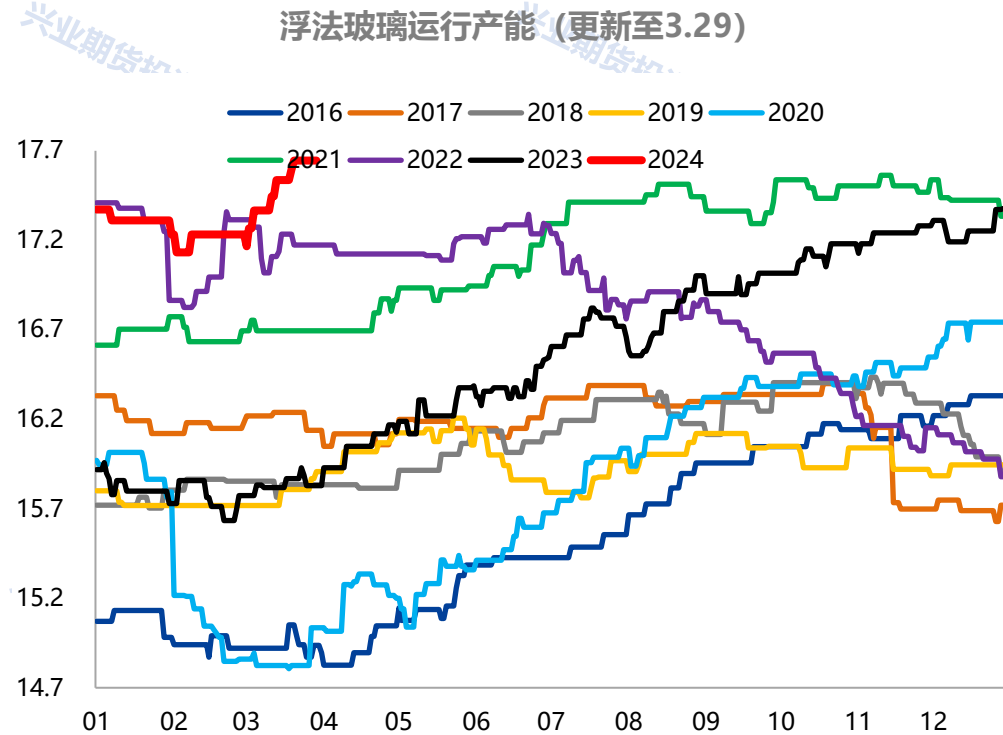
03

深加工企业订单有限，产能利用率低位运行

04

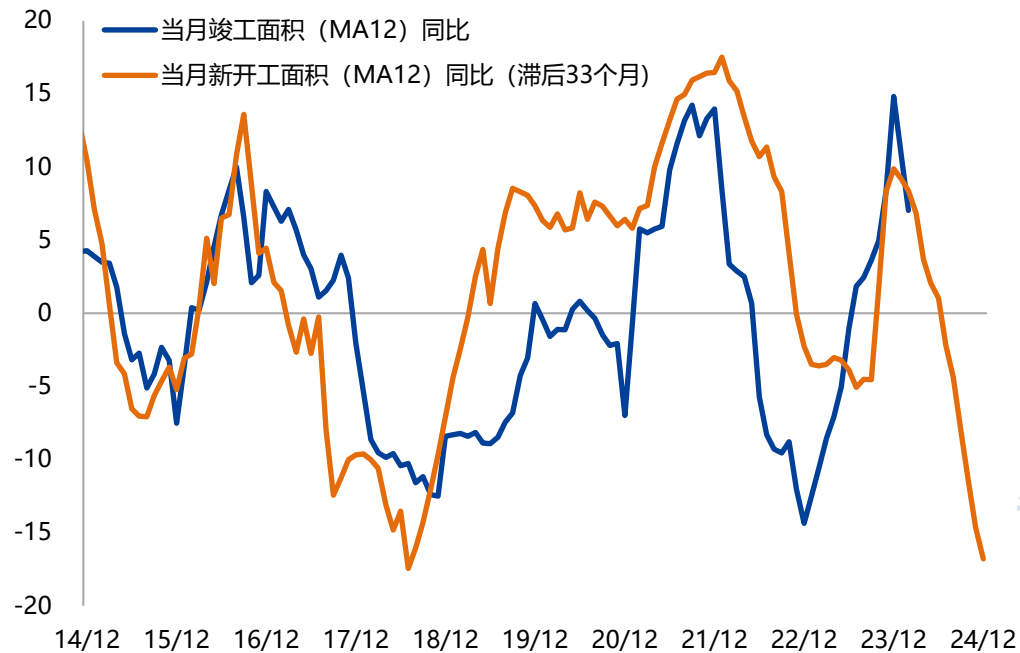
基本面预期偏弱，玻璃05合约空单持有

□ 浮法玻璃行业仍维持相当可观的盈利，截至2024年3月29日，浮法玻璃天然气、石油焦、煤炭制工艺盈利分别为168、464、280元/吨，环比上周小幅回落。在此情况下，玻璃厂生产意愿较高，浮法玻璃运行产能已达到17.65万吨，创下历史新高，周产提到至123.5万吨。据我们不完全统计，2024年浮法玻璃仍有少量产线计划复产、点火、冷修，若落实，浮法玻璃运行产能还将净增约0.16wt/d。2024年浮法玻璃供给压力较高。

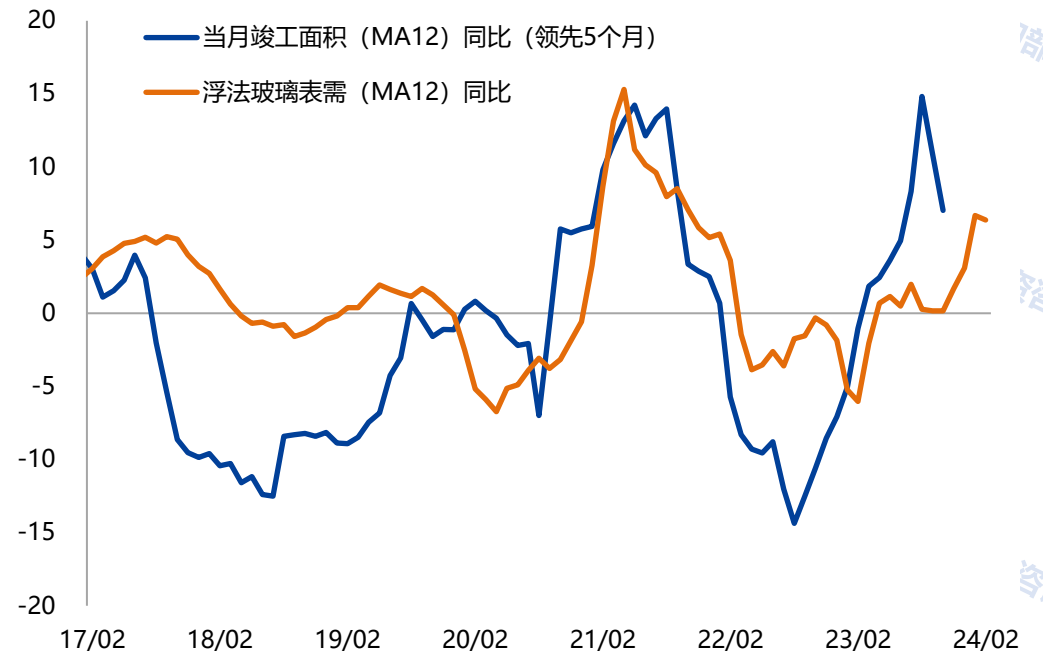


根据经验数据，2025年以来，地产新开工增速大约领先竣工增速约33个月。年初以来商业地产销售萎靡不振，房企资金压力仍未得到有效解决，万科等房企频现经营问题，且保交楼资金对停工项目的撬动不足，三大工程对2024年地产竣工端的补充作用较为有限，预计今年地产竣工增速下行的风险较高。

2024年地产竣工周期下行压力明确



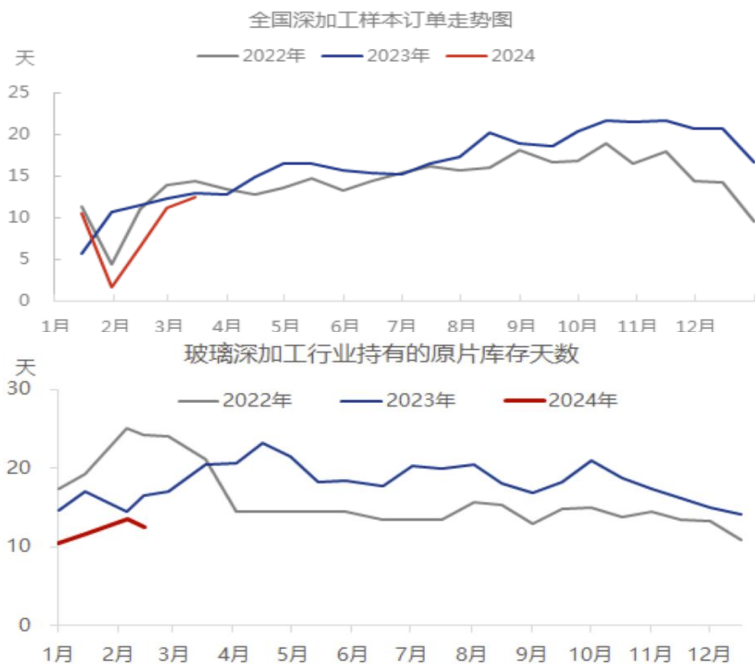
浮法玻璃表需与地产竣工关系



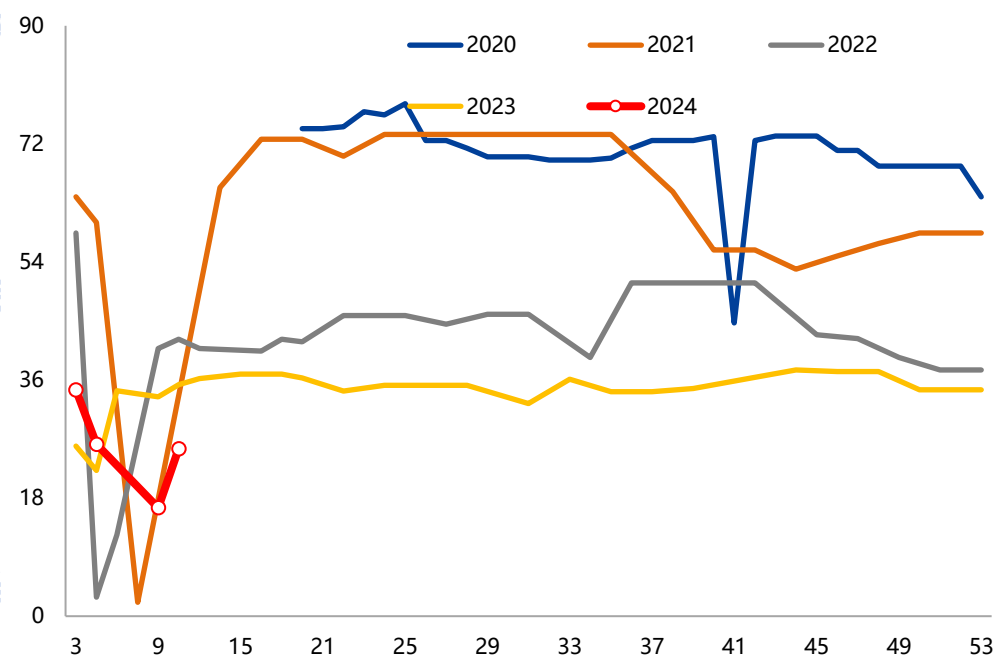
□ 玻璃深加工企业订单及开工数据较弱。截至2024年3月下旬，新订单降至12.3天，环比3月中旬下降0.1天，同比下降3.98%，分区域看，河北及山东当地工程类深加工订单大多维持在7天左右，其它区域表现也显一般。由于需求疲软，玻璃深加工企业生产偏弱，原片库存备货积极性有限，截至3月下旬，玻璃深加工企业原片库存仅10天，同比下滑41.7%，创3年同期最低。

□ 考虑到今年地产竣工周期下行风险较高，且二手房成交同比显著下降，浮法玻璃需求预期不佳，高供应压力已显现。

玻璃深加工企业订单与原片库存（更新至3.31）

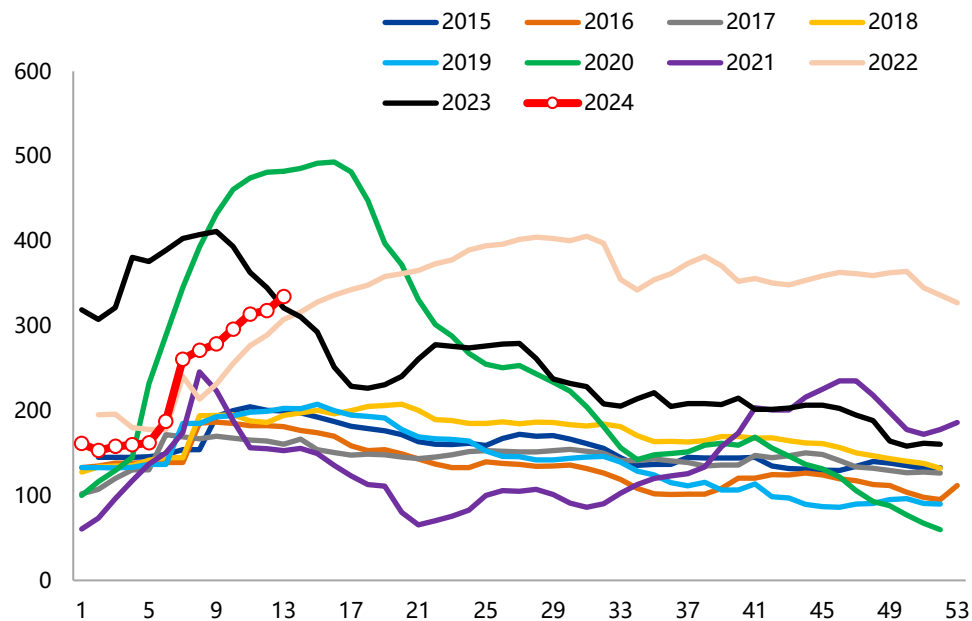


玻璃深加工企业产能利用率（更新至3.15）

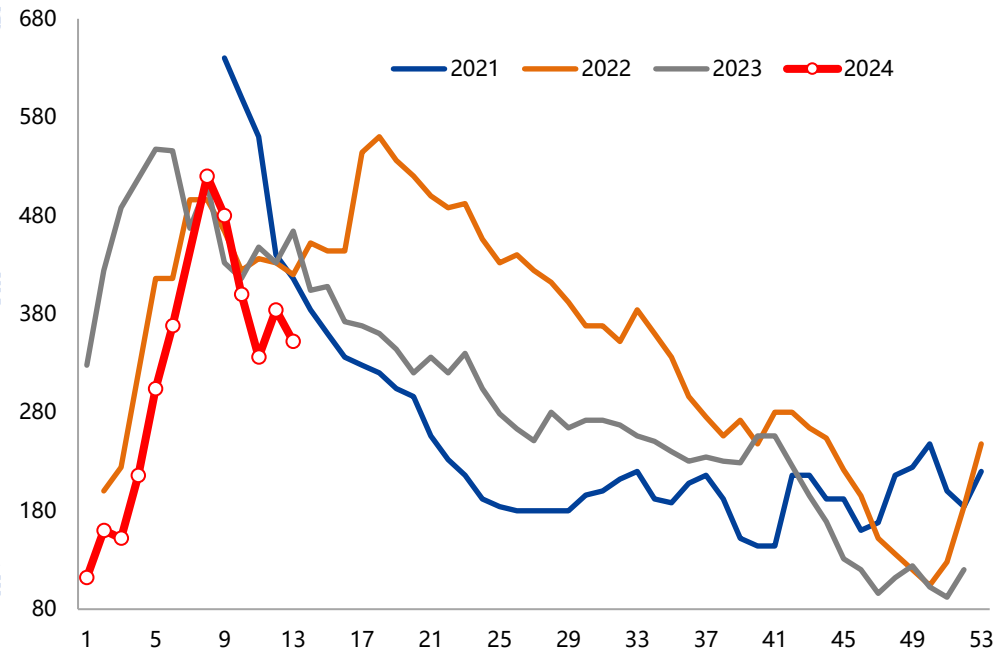


本周浮法玻璃主产地产销率、及玻璃厂出库仍未好转，浮法玻璃厂原片库存继续被动增加，且增速加快。现货市场报价延续跌势，降价对产销率的刺激持续性有限。策略上，建议浮法玻璃05合约空单继续持有，并下调止盈线。未来关注三大工程推进对地产投资的影响。

玻璃企业库存 (更新至3.29)



玻璃沙河社会库存 (更新至3.29)





螺纹

RB

01

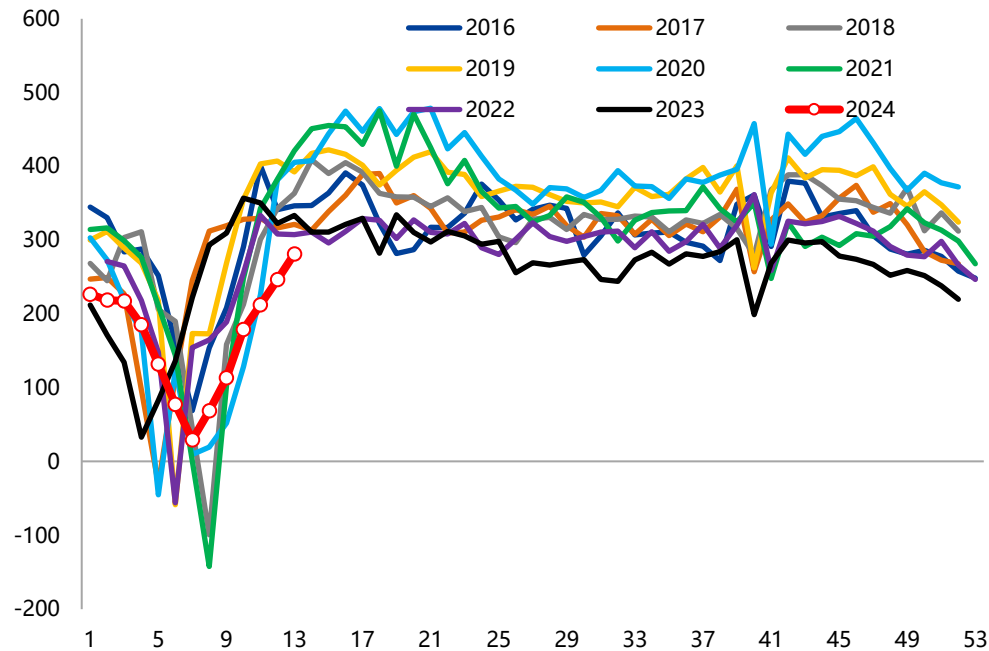
需求回升去库加速，但基本面改善仍需要时间

02

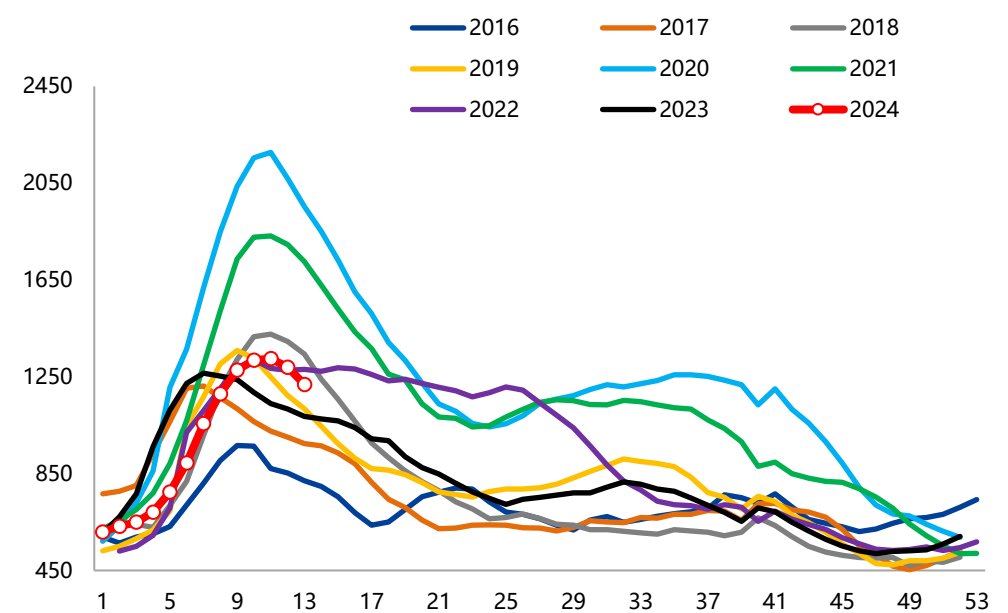
估值已大幅下降，新单等待入场机会

□ 本周螺纹表需回升至281万吨，周度去库71.5万吨，表现略好于市场预期。但螺纹周度表需农历同比仍下降9.1%，且4月表需环比见顶确定性高。中性外推，如果低产量能够维持，至6月底，螺纹总库存也仅能降至744万吨。同时，随着卷板需求率先见顶，以及去库困难显性化，即使铁水维持低位，铁水回流螺纹的风险也有所提高。因此，螺纹基本面改善还需要需求改善配合。如宏观部分所分析，未来钢材相关需求存在改善潜力，例如，（1）大规模设备更新、产业升级以及“出海”将继续支撑制造业投资增长，（2）新增专项债、超长期特别国债等发行有提速空间，有助于稳定基建投资环比；（3）“三大工程”持续推进，后续也将对商业地产投资起到积极补充作用。只是上述利好生效的时间和斜率难以确定。

螺纹钢周度表需（更新至3.29）



螺纹钢总库存（更新至3.29）

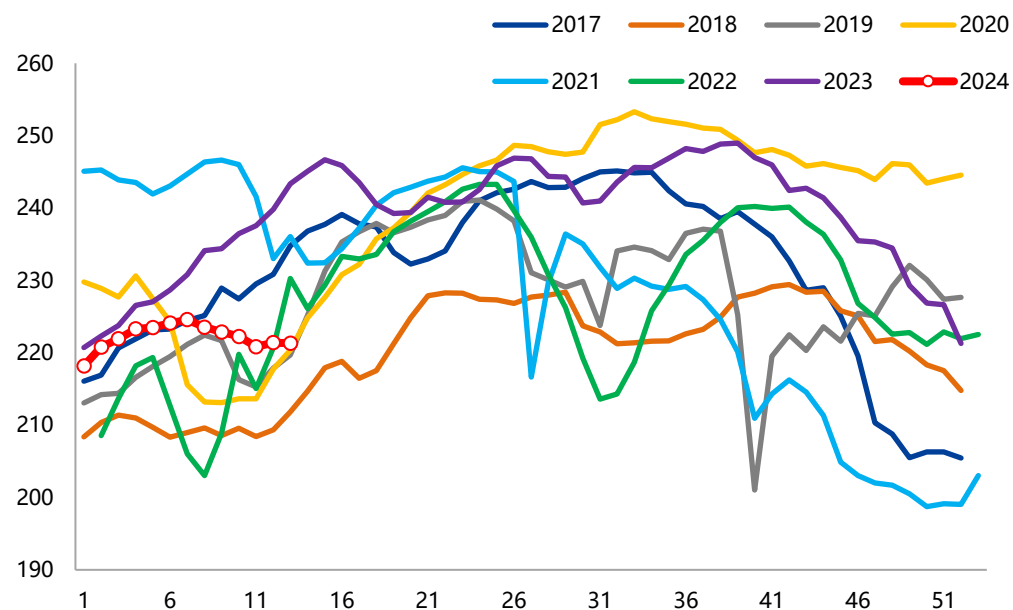


黑色金属品种策略（螺纹）：需求回升去库加速，但基本面改善仍需要时间（1）

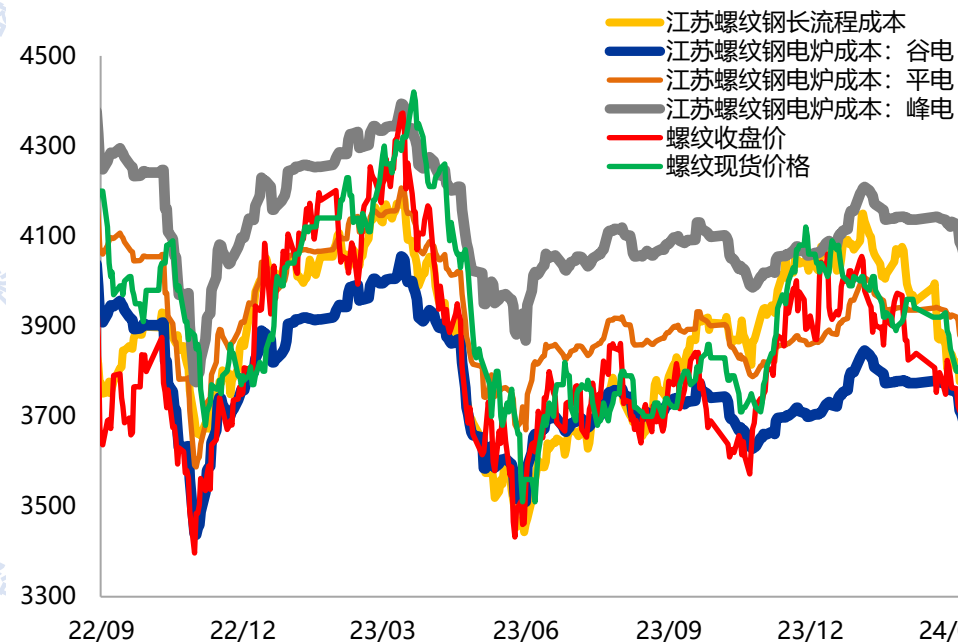
时间		螺纹钢周度表需 (万吨)										螺纹钢周度产量 (万吨)										螺纹钢总库存 (万吨)									
月	周	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2024年 农历同比	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2024年 农历同比	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	
1月	1	345	247	269	300	303	314		212	227	-18.3%	313	270	308	326	351	350		248	244	-15.1%	588	766	571	531	572	622		605	609	
	2	331	250	245	312	273	316	271	171	219	-26.7%	306	260	310	330	336	349	281	238	242	-14.9%	564	777	636	549	635	655	531	671	633	
	3	284	227	304	289	218	299	265	134	218	-18.3%	308	251	308	321	312	345	284	230	234	-15.4%	588	800	641	581	729	701	550	767	649	
	4	288		311	269	176	277	218	33	185	-24.9%	301		298	305	308	345	264	227	227	-16.5%	601		628	617	861	769	595	961	691	
2月	5	252	-31	206	218	-45	211	148	83	132	-37.8%	283	234	297	298	300	334	261	235	216	-12.9%	632	1,066	719	697	1,207	892	709	1,113	775	
	6		114	190	-59	124	144	-56	136	77	-54.8%		251	289	293	282	322	256	246	197	-17.2%		1,203	819	1,049	1,364	1,070	1,020	1,223	894	
	7	69	245		173	10		154	222	29	-78.2%	247	255	#N/A	292	264	309	244	263	192	-16.4%	810	1,212		1,167	1,618		1,110	1,265	1,057	
	8	154	312	-99	173	19	-142	165	294	69	109.6%	248	265	275	309	248	309	256	282	192	-15.5%	904	1,165	1,193	1,303	1,847	1,521	1,201	1,253	1,180	
3月	9	208	320	158	269	52	103	189	309	113	36.5%	270	273	287	325	241	319	274	295	210	-10.5%	966	1,118	1,322	1,359	2,037	1,737	1,286	1,239	1,277	
	10	291	328	213	356	128	248	256	357	179	31.3%	288	276	307	323	245	338	290	304	220	-10.4%	963	1,066	1,416	1,327	2,154	1,826	1,321	1,186	1,319	
	11	401	330	301	403	226	343	333	350	212	-4.2%	309	290	311	325	249	349	297	304	219	-17.0%	871	1,026	1,426	1,249	2,177	1,832	1,284	1,140	1,325	
	12	341	316	343	407	381	382	308	322	246	-16.1%	323	291	312	331	273	346	301	300	212	-25.0%	853	1,001	1,395	1,172	2,068	1,796	1,277	1,117	1,290	
	13	346	321	363	393	405	421	307	333	281	-9.1%	315	295	312	339	290	352	311	302	210	-28.9%	821	974	1,344	1,119	1,953	1,726	1,281	1,086	1,218	
4月	14	347	313	409	418	407	451	311	311	290	-18.7%	323	304	305	345	305	353	303	301	216	-29.0%	797	965	1,240	1,046	1,851	1,629	1,273	1,077	1,144	
	15	364	339	390	422	444	455	296	311	290	-17.2%	322	310	308	350	326	357	310	302	222	-27.0%	755	936	1,158	974	1,733	1,530	1,287	1,068	1,076	
	16	391	361	405	416	475	454	312	321	268	-17.0%	325	315	313	355	343	358	307	294	222	-26.0%	688	890	1,066	913	1,601	1,435	1,282	1,040	1,030	
	17	374	389	392	402	447	430	329	329	273	-18.0%	323	313	303	360	357	361	307	283	230	-24.0%	637	814	977	872	1,511	1,366	1,260	995	987	
5月	18	323	390	363	375	478	475	327	282	255	-18.0%	336	320	302	368	359	370	301	273	232	-23.0%	651	744	916	865	1,391	1,261	1,234	985	964	
	19	282	350	358	395	443	400	302	334	255	-18.0%	333	316	304	376	369	377	308	268	235	-22.0%	702	710	862	846	1,317	1,238	1,239	919	944	
	20	287	360	358	412	474	471	327	311	264	-18.0%	339	309	313	378	381	372	310	267	235	-20.0%	754	659	816	813	1,225	1,138	1,222	875	916	
	21	317	343	346	420	478	425	311	298	270	-18.0%	337	306	309	382	392	371	295	270	235	-17.0%	774	622	780	774	1,138	1,084	1,207	848	881	
	22	317	310	357	392	424	376	308	312	231	-18.0%	333	313	311	381	394	371	294	273	227	-17.0%	790	625	733	764	1,108	1,078	1,193	810	877	
6月	23	336	311	339	389	446	408	322	306	274	-18.0%	333	323	309	378	395	372	298	269	222	-17.0%	787	638	704	753	1,058	1,042	1,168	774	825	
	24	376	327	344	359	414	366	289	294	255	-18.0%	322	327	303	382	399	371	306	269	221	-17.0%	733	638	663	776	1,043	1,048	1,184	748	792	
	25	354	331	304	366	383	344	281	298	244	-18.0%	312	330	310	376	396	380	305	273	224	-17.0%	691	637	669	786	1,056	1,084	1,209	723	772	
	26	327	341	297	373	368	345	301	256	255	-18.0%	318	332	311	373	400	377	288	277	227	-17.0%	682	627	683	786	1,089	1,116	1,195	744	744	

基于前述分析，螺纹基本面改善核心依赖需求，同时也需要产量尽可能控制。考虑到上半年卷板需求的高点可能已出现，板材去库压力显性化，而前文提到的钢材消费潜在增量利好生效需要时间，因此短期国内铁水产量仍需维持低位，对炼钢原料价格、炼钢成本以及钢材价格依然形成拖累。但是随着钢材价格的持续调整，以及钢材库存得到有效消化，空单性价比也将逐步降低，多单的赔率-胜率体系也将逐步改善。上周螺纹多单止损后，建议新单暂时观望，等待合适价位、且钢材库存得到有效去化再逢低试多。

247家钢厂高炉铁水日均产量（更新至3.29）



钢厂成本（更新至3.29）





纯碱

SA

01

国内投产进口到港，纯碱供给利空基本明牌

02

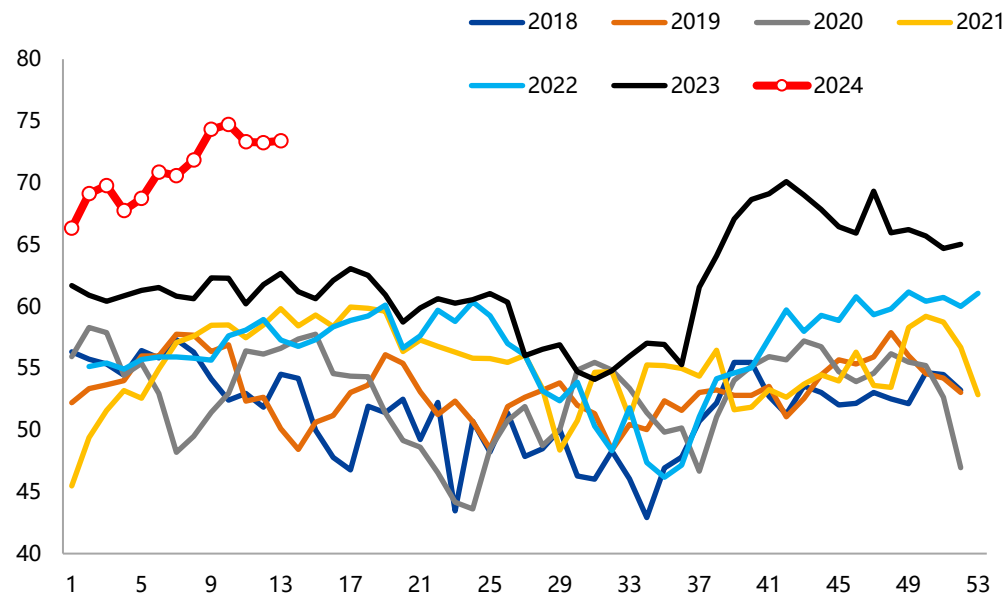
需求稳中有增，碱厂累库未超预期

03

远月存在潜在积极因素，纯碱09合约前多耐心持有

供给利空基本明牌：（1）在产装置周产上限74-75万吨，青海两大碱厂开工负荷已提升至6成；（2）阜丰40万吨装置与金山技改50万吨装置近期有投产计划，如若投产且达到满产将助力纯碱周产上限达到76万吨，未来还将有远兴4线100万吨装置待投产；（3）进口纯碱到港增多，1-2月合计净进口纯碱20万吨，3月大约还有近15万吨进口碱到港。不过纯碱行业竞争格局较好，行业前五大集团控制的纯碱产能比例超过50%，对供给端的把控调节能力较强。

纯碱周产（更新至3.29）

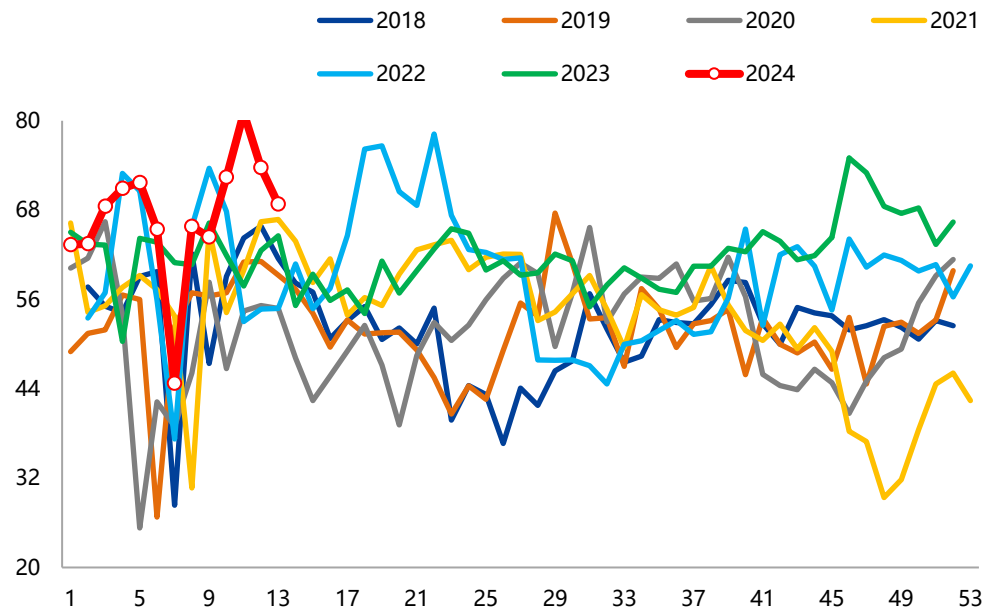


纯碱行业竞争格局

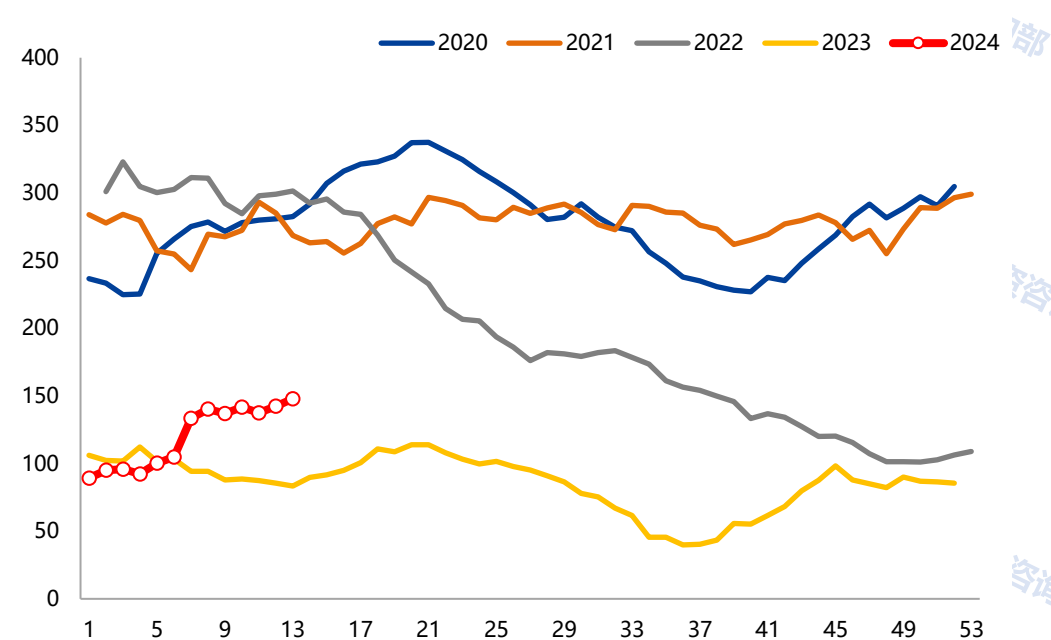
集团	纯碱产能	占比
金山化工	590	16%
远兴能源	400	11%
中盐化工	395	10%
三友化工	340	9%
山东海化	300	8%
合计	1435	38.1%

需求稳中有增：（1）2024年浮法玻璃运行产能已创历史新高，未来还有少量产线将复产，光伏玻璃计划投产产能约4.9wt/d，预计可以保持每月1-2条产线的节奏点火，到年底玻璃对纯碱的周度消耗量有望从当前每周36.85万吨提高至38.13万吨；（2）轻碱消费偏刚性，2023年轻碱周度消费中枢基本在27万吨左右，受益于新能源行业的快速发展，以及国民经济中消费的增长，轻碱消费有望保持1%-2%的年增长速度；（3）下游行业库存不高，可能出现阶段性补库的情况。受此影响，春节以后纯碱累库速度并未超预期。

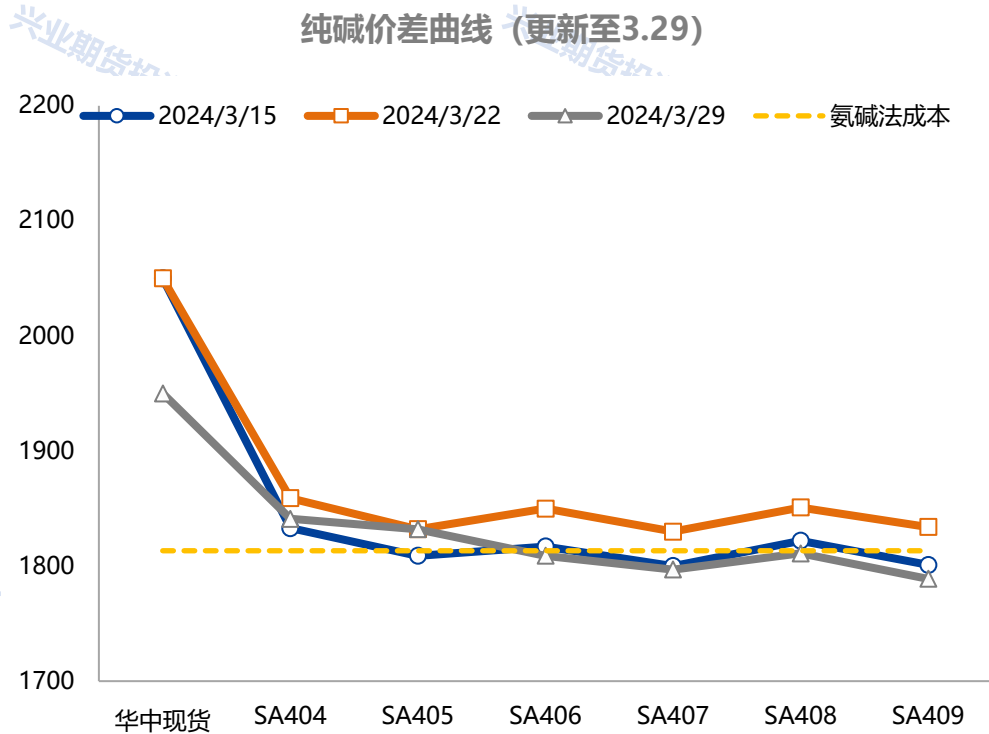
碱厂纯碱周度出库量（更新至3.29）



纯碱三环节库存（更新至3.29）



纯碱期货价格对供给利空计价较为充分，今年以来，盘面已连续多次下探重碱氨碱成本线，但尚未有效下破，价差曲线往往在成本线附近走平，显示纯碱成本支撑依然有效。纯碱成本大幅下移需要看到煤炭价格大跌，但目前暂无此条件。同时，当时间足够，供给端可能会出现一些积极因素，如高成本装置被迫检修减产，以及淡季装置集中检修。建议纯碱09合约多单轻仓耐心持有，等待基本面潜在利好的发酵。



淡季集中检修较确定

生产指标		2018	2019	2020	2021	2022	2023	平均
开工率	最大值	85.0	88.9	72.3	79.3	91.8	91.3	84.8
	最小值	70.5	80.4	69.4	68.2	70.2	78.3	72.8
	降幅	-14.6	-8.5	-2.9	-11.1	-21.6	-13.0	-11.9
周产	最大值	52.2	52.3	50.8	56.3	60.4	61.0	55.5
	最小值	43.5	48.5	43.6	48.4	50.3	56.0	48.4
	降幅	-8.8	-3.8	-7.1	-7.9	-10.0	-5.0	-7.1
单位产能利用率	0.6	0.5	2.5	0.7	0.5	0.4	0.6	
降幅对应周产								

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