

相关研究

《一年之计在于春》
2024.01.07
《2024年股指可期商品分化》
2023.12.08
《穿越彷徨》
2023.10.30
《筑底强基》
2023.09.24
《期指利于多头，空头压力分化》
2023.08.25
《期指领涨现货，需求提振商品》
2023.08.03
《反弹值得期待》
2023.07.14
《向阳而生》
2023.06.28
《守势》
2023.05.25
《红五月可否期待？》
2023.05.04
《“4月决断”能否走出？》
2023.04.17
《市场在等待什么？》
2023.03.25
《向阳花木易为春》
2023.03.03
《春度春归》
2023.02.10
《布局正当时》
2023.01.16

道阻且长 行则将至

投资要点:

- **政策量变到质变，系统性风险大幅释放，春季行情依然可期。**1月22日上证综指创出2724低点后，前低2月2日再度被击穿，上证指数探至2666点。受到央行降准、监管强调投资者为本以及市值管理纳入中央企业负责人业绩考核等政策刺激，中字头央企板块率先止跌反弹，大小盘风格分化。我们认为，在估值逼近历史底部，系统性风险大幅释放背景下，政策量变到质变，年初资金宽裕、两会提振以及春季旺季到来，为春季反弹提供了契机，但受场外增量资金不足，投资者信心不足，行情的高度可能受限。
- **政策看，持续加码助力扭转投资信心。**央行向市场提供长期流动性约1万亿，助力经济持续复苏，证监会强调建设以投资者为本的资本市场以及国资委将市值管理纳入中央企业负责人考核的政策有利改善了投资环境，助力投资者信心提振，建设更有活力与韧性的实体经济与金融市场。
- **市场看，大小盘分化，风格有向权重股回归倾向。**随着央企市值管理的提出，中字头板块出现了明显的止跌企稳迹象，但限于增量资金，大小盘出现了分化。截至1月30日，上证50跑赢其他指数，创业板指跌幅最大。随着系统性风险大幅释放，市场估值优势凸显，央企板块的崛起，助推市场风格转向价值蓝筹股，或成为今年投资主线。
- **期指看，IF/IH股指期货空头压力回落明显，IM/IC空头压力仍有待释放。**期指IM、IC净空单有所上升，IF、IH净空单高位回落，反映大小盘分化中，期指锁定波动、对冲风险的作用不减。
- **外部看，年中降息概率较大。**美国12月非农就业人数增加21.6万人，平均时薪环比增长0.4%，就业市场数据强于预期，或影响美联储的抗通胀进展以及降息周期的开启。据CME“美联储观察”，截至1月31日，市场预计三月份不降息的概率为54.5%，预期3月降息25个基点的概率为44.7%，5月份降息的概率为86.7%。
- **春季行情中，底部区域可关注低价低估值以及跌幅较大的板块。**一是大金融、中字头以及房地产行业，二是高股息板块，三是顺周期板块，四是科技与医药板块。
- **商品方面：大宗商品价格表现分化。**黄金、铜短期价格承压，美元指数拉升，原油价格波动上行。**钢：价格短期承压，震荡回落；铜：价格回落，供求关系或拉动上行；金：美元走高，金价下修；原油：持续震荡，供给缩量拉升价格。**
- **风险提示：场外入市资金有限，经济修复不及预期，融资盘、股权质押盘压力加大。**

分析师:高上

Tel:(021)23154132

Email:gs10373@haitong.com

证书:S0850515090002

目录

1.	道阻且长，行则将至	5
1.1	利好频发，提振投资信心	5
1.2	中字头崛起，春季行情可期	6
1.3	大小分化，助推风格转换	6
1.4	空头压力有所释放	10
2.	大宗商品短期回落	12
2.1	钢：价格短期承压，震荡回落	13
2.2	铜：价格回落，供求关系或拉动上行	16
2.3	金：美元走高，金价下修	17
2.4	原油：持续震荡，供给缩量拉升价格	19

图目录

图 1	上证指数趋势图 (20120701-20240201)	6
图 2	中字央企头指数趋势图 (20150101-20240201)	7
图 3	主要市场指数近一周涨跌幅表现 (20240123-20240130)	7
图 4	主要市场指数年初至今涨跌幅 (20240102-20240130)	7
图 5	2003-2024 风格指数轮动变化 (20030101-20240130)	8
图 6	过去 20 年大类资产收益 (20030101-20240130)	9
图 7	万得全 A 市盈率 TTM (倍) (20140130-20240130)	10
图 8	沪深 300 市盈率 TTM (倍) (20140130-20240130)	10
图 9	上证指数市盈率 TTM (倍) (20140130-20240130)	10
图 10	四大股指期货成交持仓比 (20200102-20240130)	11
图 11	四大股指期货近月合约升贴水 (20200102-20240130)	11
图 12	20200102-20240130 四大期指净空单 (手)	12
图 13	CCFI 及万得全 A 走势	12
图 14	大类资产涨跌幅 (20240102-20240130)	13
图 15	商品期货各品种涨跌幅比较 (%) 20240102-20240130	13
图 16	螺纹钢基差 (20190102-20240130)	14
图 17	全国铁矿石进口量及均价	14
图 18	全国港口铁矿石库存 (万吨)	15
图 19	工业增加值及工业用电量	15
图 20	房地产开发投资完成额及面积	15
图 21	LME 铜现货结算价 (美元/吨)	16
图 22	长江有色市场平均铜价 (元/吨)	16
图 23	LME 铜库存 (全球, 吨)	16
图 24	COMEX 铜库存 (短吨)	16
图 25	铜进口数量及铜库存 (20110107-20231020, 万吨)	16
图 26	电网基本建设投资完成额及同比增速	17
图 27	新能源乘用车产量及增速	17
图 28	伦敦现货黄金 (美元/盎司) (20091231-20240130)	17
图 29	美国就业人数	18
图 30	美国价格指数	18
图 31	COMEX 黄金期货收盘价 (美元/盎司)	19
图 32	黄金现货价格与美元指数	19

图 33 OPEC 一揽子原油价格 (美元/桶)	19
图 34 原油期货结算价 (美元/桶)	19
图 35 EIA 原油库存周度变化数据 (万桶)	20

1月22日上证综指创出2724低点后，前低2月2日再度被击穿，上证指数探至2666点。**央行降准、证监会强调投资者为本以及市值管理纳入中央企业负责人业绩考核等**利好政策连发，央企板块崛起，但增量资金不足，大小盘分化，行情的高度可能受限。

我们在1月7日的报告《**一年之计在于春**》中提到，年初资金充裕、两会提振，系统性风险大幅释放，春季行情依然值得期待。但考虑到房地产需求不足、经济转型不确定性与期指压力有待释放等因素的制约，仍以结构行情为主，震荡回升的高度或将受到限制。

我们认为，虽然当前资金受限，二级市场流动性问题凸显，**但系统性风险大幅释放、估值凸显、利好政策量变到质变，为春季行情提供了契机，考虑投融资平衡是个长期问题，市场信心扭转需要借以时日，市场以结构行情为主，反弹高度受限，风格有向权重股转移迹象，中小创跌势暂缓。**

春季行情中可重点关注低价低估值高股息以及跌幅较大的板块：一是大金融、中字头以及房地产行业，二是高股息板块，三是顺周期板块，四是科技与医药板块。

1. 道阻且长，行则将至

1.1 利好频发，提振投资信心

降准颁布提振实体经济发展。1月24日，中国人民银行行长潘功胜表示央行将于2月5日下调存款准备金率0.5个百分点，向市场提供长期流动性约1万亿元；1月25日将下调支农支小再贷款、再贴现利率0.25个百分点，稳健宽松的货币政策将降低实体经济融资成本，助力经济持续复苏，建设更有活力与韧性的实体经济与金融市场。

建设以投资者为本的资本市场。1月24日，证监会副主席王建军表示将贯彻以投资者为本的理念进行制度机制设计，注重完善质量评价标准，巩固常态化退市机制，健全保荐机构评价机制，梳理完善基础制度安排，把公平性放在更加突出位置。我们认为该政策的推出或改善投资环境，股市不正常扰动情况可能有所化解。

市值管理纳入考核，资本市场信心拉升。1月25日，新华网援引证券时报表示国资委将进一步研究将市值管理纳入中央企业负责人业绩考核，引导中央企业负责人关注其所控股上市公司的市场情况，及时通过市场化增持、回购等手段传递信心、稳定预期，加大现金分红力度。市值管理纳入考核后，中字头上市公司市场价格底部或将被有力托住，投资者信心将被提振。

收紧融券业务监管，打造公平的市场秩序。1月28日，证监会表示1月29日起将全面暂停限售股出借，同时3月18日起将转融券市场化约定申报由实时可用调整为次日可用，对融券效率进行限制。坚决打击借融券之名行绕道减持、套现之实的违法违规行为，给各类投资者更充足的时间消化市场信息，注重保护投资者权益。

沪深两市股票质押风险整体下降，缓解市场恐慌。2月5日证监会新闻发言人表示截至2月2日，沪深两市股票质押市值占总市值的比重由2018年高峰时的10.51%降为3.38%，质押融资余额由2.69万亿元降为1.59万亿元，2024年初以来股票质押违约强平金额合计为2740.32万元，占市场日成交额的比重很小。

1.2 中字头崛起，春季行情可期

中字头崛起，大小盘分化，宽基指数变化幅度大。1月22日大盘三大指数均跌超2%，中证1000期指多个远期合约盘中触及跌停，创出2724低点，2月2日早盘低开最低下探到最低点2666点，直逼2020年3月的2646点，但300ETF基金多日成交异常放大。

对于当前市场我们认为，**第一，政策效果量变到质变。**2023年7-8月强调活跃资本市场以及降低融资保证金、阶段性收紧IPO等利好措施出台，但投资者信心提振效果不佳，增量资金入市不足对冲了政策效果，上证指数下行。近期央行降准、监管强调投资者为本，保持投融资动态平衡以及市值管理纳入央企考核等利好刺激，**中字头板块或崛起，政策效应可能逐渐显现。**

第二，期指指向有利于权重股风格转换。1月19号期指交割日现象再度显现，空头压力方面，自2023年7月以来市场大幅调整，期指净空不降反升，空头压力叠创新高，随着期指交割、汇金等增持ETF、IF、IH空头压力有所回落，但IC500、IM1000空头压力仍在高位，空头压力出清可能导致市场指数波动。

第三，春季行情仍可期。伴随央行全面降准，给实体经济缓和空间，长期利好政策出台，实体经济或进一步恢复活力，可能提振业绩并带动指数企稳回升。**尽管市场仍在节前的探底之中，年初资金充裕、两会提振，系统性风险大幅释放，春季行情依然值得期待，但在二级市场流动性显著提升之前，回升高度将受限。**

股指回升空间方面，上证指数或面临2023年5月高点的考验（第一道考验关口是上证指数年线3200点附近，第二道考验关口是上证指数今年高点2023年5月的3424点附近。在第二道阻力位3424点突破前，存量结构性行情或将延续。）

图1 上证指数趋势图（20120701-20240201）



资料来源：Wind，海通证券研究所

1.3 大小分化，助推风格转换

当前中国特色估值体系尚未建设完成，价值投资经历调整阶段，从机构集中持股的酒类到医药、再到新能源、再到流动资金主导的CHATGPT每年资本市场热点都在结构性行情中不断嬗变。

国资委将进一步研究将市值管理纳入中央企业负责人业绩考核的政策发布后，“中字头”国企股价拉升，市场关注大盘蓝筹股，助力上证 50 跑赢其他指数，另外近期上市公司集中发布 2023 年业绩预披露将影响各板块表现。

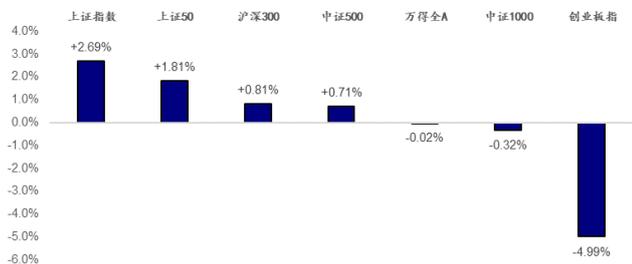
图2 中字央企头指数趋势图 (20150101-20240201)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

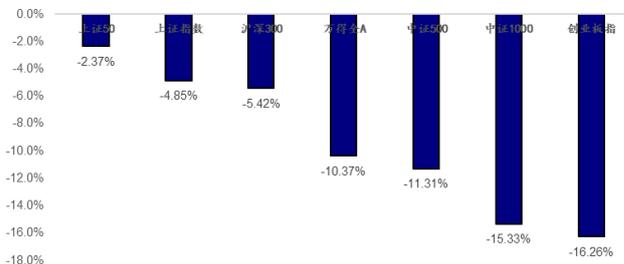
从市场指数涨跌幅来看，**股指风格凸显大盘蓝筹强于中小创的风格，年初截至1月30日，上证50下降2.37%，降幅最低。**上证指数(-4.85%)、沪深300(-5.42%)、万得全A(-10.37%)分别排名第二、三、四。中证500(-11.31%)、中证1000(-15.33%)、创业板指(-16.26%)分别排名倒数第三、二、一。**而2023年股指整体呈现冲高回落走势，结构性行情延续。**2023年上证指数下跌3.70%，跌幅最小，万得全A、中证1000、中证500分别下跌5.19%、6.28%、7.42%。沪深300、上证50相对前述品种跌幅更大，分别下跌11.38%、11.73%。此外，创业板跌幅最大，下跌19.41%，**2023年市场风格偏向中小创。市场风格轮动，结构性行情延续。**

图3 主要市场指数近一周涨跌幅表现 (20240123-20240130)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图4 主要市场指数年初至今涨跌幅 (20240102-20240130)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图5 2003-2024 风格指数轮动变化 (20030101-20240130)

2024	上证50 -2.37%	上证指数 -4.85%	沪深300 -5.42%	万得全A -10.37%	中证500 -11.31%	中证1000 -15.33%	创业板指 -16.26%
2023	上证指数 -3.70%	万得全A -5.19%	中证1000 -6.28%	中证500 -7.42%	沪深300 -11.38%	上证50 -11.73%	创业板指 -19.41%
2022	上证指数 -15.13%	万得全A -18.66%	上证50 -19.52%	中证500 -20.31%	中证1000 -21.58%	沪深300 -21.63%	创业板指 -29.37%
2021	中证1000 20.52%	中证500 15.58%	创业板指 12.02%	万得全A 9.17%	上证指数 4.80%	沪深300 -5.20%	上证50 -10.06%
2020	创业板指 58.10%	沪深300 27.21%	万得全A 25.62%	中证500 20.87%	中证1000 19.39%	上证50 18.85%	上证指数 13.87%
2019	创业板指 33.14%	沪深300 27.17%	上证50 26.24%	万得全A 23.69%	中证500 17.44%	中证1000 15.72%	上证指数 15.16%
2018	上证50 -19.83%	上证指数 -24.59%	沪深300 -25.31%	万得全A -28.25%	创业板指 -28.65%	中证500 -33.32%	中证1000 -36.87%
2017	上证50 25.08%	沪深300 21.78%	上证指数 6.56%	万得全A 4.93%	中证500 -0.20%	创业板指 -10.67%	中证1000 -17.35%
2016	上证50 -5.53%	沪深300 -11.28%	上证指数 -12.31%	万得全A -12.91%	中证500 -17.78%	中证1000 -20.01%	创业板指 -27.71%
2015	创业板指 84.41%	中证1000 76.10%	中证500 43.12%	万得全A 38.50%	上证指数 9.41%	沪深300 5.58%	上证50 -6.23%
2014	上证50 63.93%	上证指数 52.87%	万得全A 52.44%	沪深300 51.66%	中证500 39.01%	中证1000 34.46%	创业板指 12.83%
2013	创业板指 82.73%	中证1000 31.59%	中证500 16.89%	万得全A 5.44%	上证指数 -6.75%	沪深300 -7.65%	上证50 -15.23%
2012	上证50 14.84%	沪深300 7.55%	万得全A 4.68%	上证指数 3.17%	中证500 0.28%	中证1000 -1.43%	创业板指 -2.14%
2011	上证50 -18.19%	上证指数 -21.68%	万得全A -22.42%	沪深300 -25.01%	中证1000 -32.96%	中证500 -33.83%	创业板指 -35.88%
2010	中证1000 17.40%	创业板指 13.77%	中证500 10.07%	万得全A -6.88%	沪深300 -12.51%	上证指数 -14.31%	上证50 -22.57%
2009	中证1000 139.85%	中证500 131.27%	万得全A 105.47%	沪深300 96.71%	上证50 84.40%	上证指数 79.98%	
2008	中证1000 -59.26%	中证500 -60.80%	万得全A -62.92%	上证指数 -65.39%	沪深300 -65.95%	上证50 -67.23%	
2007	中证1000 202.57%	中证500 186.63%	万得全A 166.21%	沪深300 161.55%	上证50 134.13%	上证指数 96.66%	
2006	上证指数 130.43%	上证50 126.69%	沪深300 121.02%	万得全A 111.90%	中证500 100.68%	中证1000 76.22%	
2005	上证50 -5.50%	沪深300 -7.65%	上证指数 -8.33%	中证1000 -8.81%	万得全A -11.52%		
2004	上证指数 -15.40%	上证50 -15.47%	沪深300 -16.30%	万得全A -16.62%			
2003	上证指数 10.27%	沪深300 8.25%	万得全A -3.49%				

资料来源: Wind, 海通证券研究所

大类资产方面, 2024年初至1月30日, 能源价格领先, 美股收益排名靠前, 黄金价格回落。截至1月30日, 原油涨幅排名第一, 涨幅5.07%。标普500(3.25%)、一年期定期存款(1.50%)分别排名第二第三。企债指数涨跌幅为0.12%, 12月同比CPI为-0.30%, 黄金涨跌幅为-0.80%, 1月17日国家统计局公布2023年12月份70个大中城市商品住宅价格, 同比下降0.89%, 沪深300(-3.71%)跌幅最大。**沪深300垫底, 市场经历阶段性调整, 黄金价格回落原油价格大涨, 市场风格不断变动。**

图6 过去 20 年大类资产收益 (20030101-20240130)

2024	原油 5.07%	标普500 3.25%	定期存款 1.50%	企债指数 0.12%	CPI -0.30%	黄金 -0.80%	房价 -0.89%	沪深300 -5.42%
2023	标普500 24.23%	黄金 13.45%	定期存款 1.45%	企债指数 0.06%	CPI -0.50%	房价 -0.70%	原油 -6.15%	沪深300 -11.38%
2022	原油 13.31%	CPI 1.80%	黄金 1.67%	定期存款 1.50%	企债指数 -0.39%	房价 -2.33%	标普500 -19.95%	沪深300 -21.63%
2021	原油 64.52%	标普500 26.89%	房价 1.98%	CPI 1.50%	定期存款 1.50%	企债指数 -0.56%	黄金 -3.41%	沪深300 -5.20%
2020	沪深300 27.21%	黄金 24.85%	标普500 15.93%	房价 3.79%	定期存款 1.50%	CPI 0.2%	企债指数 -0.41%	原油 -38.19%
2019	原油 28.27%	沪深300 27.17%	标普500 25.30%	黄金 14.16%	企债指数 5.36%	CPI 4.50%	房价 1.58%	定期存款 1.50%
2018	企债指数 5.74%	房价 2.7%	CPI 2.2%	定期存款 1.50%	黄金 -1.37%	标普500 -6.24%	原油 -24.2%	沪深300 -25.31%
2017	沪深300 21.78%	标普500 19.42%	房价 14.57%	黄金 13.29%	原油 11.69%	企债指数 2.13%	CPI 1.6%	定期存款 1.50%
2016	房价 118.54%	原油 53.72%	标普500 9.54%	黄金 9.12%	企债指数 6.04%	CPI 2.0%	定期存款 1.50%	沪深300 -11.28%
2015	企债指数 8.84%	沪深300 5.58%	房价 5.41%	定期存款 1.50%	CPI 1.4%	标普500 -0.73%	黄金 -11.42%	原油 -35.02%
2014	沪深300 51.66%	标普500 11.39%	企债指数 8.73%	定期存款 2.75%	CPI 2.0%	黄金 0.19%	房价 -2.18%	原油 -50.14%
2013	标普500 29.60%	房价 15.94%	企债指数 4.36%	定期存款 3%	CPI 2.6%	原油 0.28%	沪深300 -7.65%	黄金 -27.79%
2012	标普500 13.41%	房价 10.71%	沪深300 7.55%	企债指数 7.49%	黄金 5.68%	原油 3.26%	定期存款 3%	CPI 2.6%
2011	原油 15.09%	房价 14.1%	黄金 11.65%	CPI 5.4%	定期存款 3.50%	企债指数 3.50%	标普500 -0.00%	沪深300 -25.01%
2010	房价 32.62%	黄金 27.74%	原油 19.16%	标普500 12.78%	企债指数 7.42%	CPI 3.3%	定期存款 2.75%	沪深300 -12.51%
2009	原油 112.5%	沪深300 96.71%	房价 31.85%	黄金 27.63%	标普500 23.45%	定期存款 2.25%	企债指数 0.68%	CPI -0.7%
2008	企债指数 17.11%	CPI 5.9%	黄金 3.41%	定期存款 2.25%	房价 2.15%	标普500 -38.49%	原油 -61.94%	沪深300 -65.95%
2007	沪深300 161.55%	原油 62.94%	黄金 31.59%	房价 28.25%	CPI 4.8%	定期存款 4.14%	标普500 3.53%	企债指数 -5.49%
2006	沪深300 121.02%	房价 26.76%	黄金 23.92%	标普500 13.62%	定期存款 2.52%	CPI 1.5%	原油 1.24%	企债指数 0.77%
2005	原油 43.83%	企债指数 24.08%	黄金 18.36%	房价 13.36%	标普500 3.00%	定期存款 2.25%	CPI 1.8%	沪深300 -7.65%
2004	原油 34.41%	标普500 8.99%	黄金 5.36%	CPI 3.9%	定期存款 2.25%	房价 -1.26%	企债指数 -4.09%	沪深300 -16.30%
2003	标普500 26.38%	黄金 19.50%	沪深300 8.25%	定期存款 1.98%	CPI 1.2%	企债指数 -0.07%	原油 -0.89%	房价 -7.04%

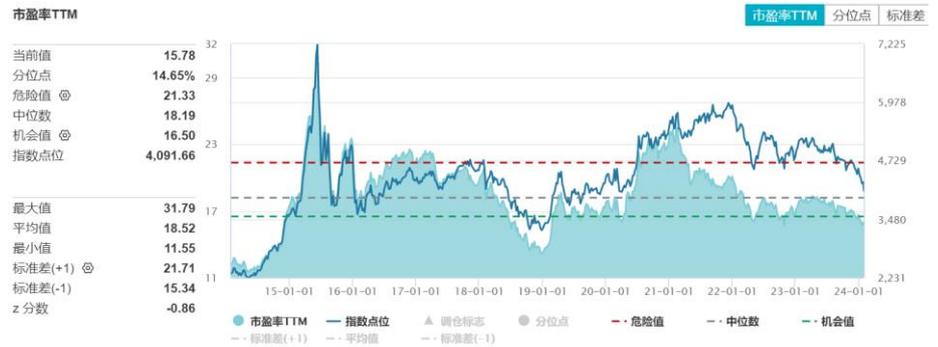
资料来源: Wind, 海通证券研究所, 房价为 70 个大中城市新建商品住宅价格指数同比 (12 月)

2024 年关注宏观经济运行周期, 政策利好央企国企, 同时“中字头”企业自身较创业板等中小微企业具有更稳定的现金流, 叠加目前低通胀情况, “中字头”企业可能会存在估值修复, 股价继续上行。限于资金, 全年蓝筹搭台成长唱戏或仍是主基调。

1.4 空头压力有所释放

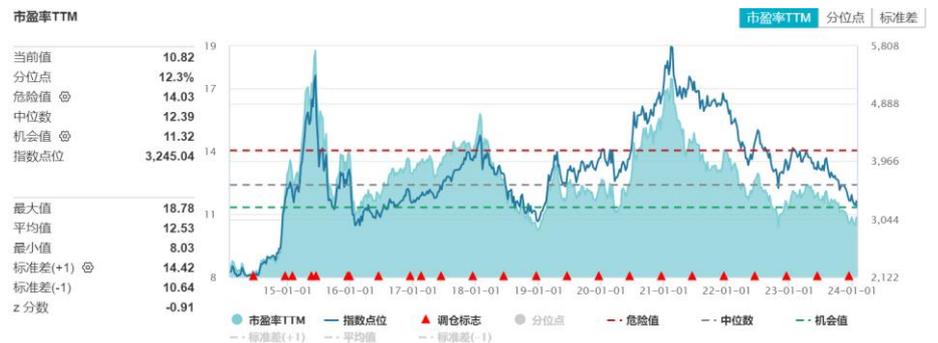
基本面看，市场估值优势明显，市盈率降至机会值下方。截至 2024 年 1 月 30 日，万得全 A 的 PE TTM 15.78 倍（处于近十年的 14.65%分位），沪深 300 的 PE TTM 10.82 倍（处于近十年的 12.3%分位），上证指数的 PE TTM 12.33 倍（处于近十年的 18.26%分位）。2023 年 12 月 29 日，万得全 A 的 PE TTM 16.67 倍（处于近十年的 22.5%分位），沪深 300 的 PE TTM 10.85 倍（12.72%分位），上证综指的 PE TTM 12.54 倍（22.5%分位）。

图7 万得全 A 市盈率 TTM（倍）（20140130-20240130）



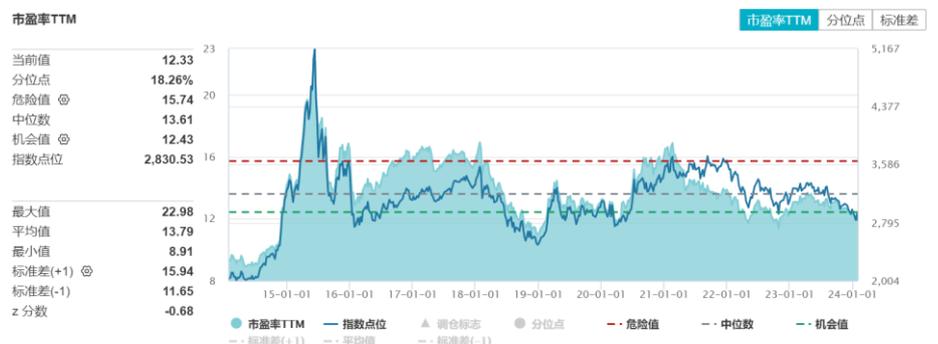
资料来源：Wind，海通证券研究所

图8 沪深 300 市盈率 TTM（倍）（20140130-20240130）



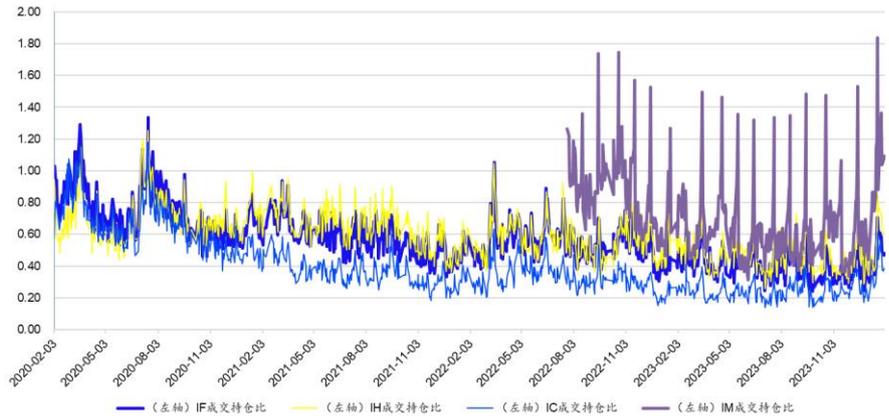
资料来源：Wind，海通证券研究所

图9 上证指数市盈率 TTM（倍）（20140130-20240130）



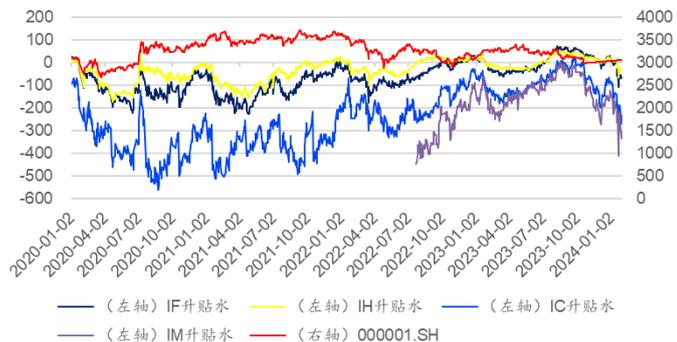
资料来源：Wind，海通证券研究所

市场指数下降，股指优势凸显，主要股指期货交易频繁，交易持仓量来看，2024年初至1月30日，四大股指期货IF、IH、IC、IM市场活跃程度大幅提升，成交持仓较2024年1月2日有所放大，其中股指期货IM提升程度最大，较1月2日变化0.65，市场偏向中小创。截至1月30日，股指期货IF、IH、IC和IM的成交持仓比分别达到0.48、0.61、0.39和1.09，相较2024年1月2日分别变化0.16、0.27、0.21和0.65。

图10 四大股指期货成交持仓比（20200102-20240130）


资料来源：Wind，海通证券研究所

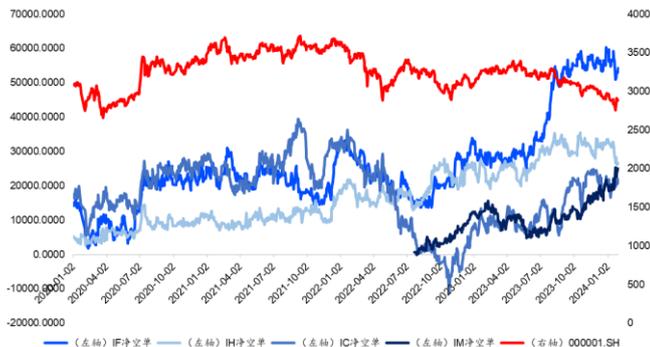
2024年1月30日，四大股指期货IF、IH、IC、IM均贴水且贴水幅度较2024年初均有较大幅度的提升。1月30日当天，股指期货IF远季合约贴水69.04点，IH远季合约贴水33.58点，IC远季合约贴水269.99点，IM远季合约贴水336.06点。相比于2024年1月2日分别变动-79.69、-47.95、-179.34和-187.71点。近期股市震荡，股指期货IC、IM贴水幅度大增，投资者恐慌性抛售使得股指期货价格持续走低。

图11 四大股指期货近月合约升贴水（20200102-20240130）


资料来源：Wind，海通证券研究所

股指期货空头压力部分释放，股指期货IM、IC净空单压力有所上升，股指期货IF、IH净空单压力回落，市场看空风险有所缓解。中小盘股指期货空头压力提升反映了市场筑底中，投资者仍希望通过股指期货锁定波动、对冲风险。截至2024年1月30日，各股指期货主力合约持仓前二十名，IF净空单手数达54323手，相较于1

月 2 日下降 4617 手；IH 净空单数达 26556 手，相较于 1 月 2 日下降 6947 手。IC 净空单数为 21834 手，相较于 1 月 2 日上升 136 手；IM 净空单数为 24926 手，相较于 1 月 2 日上升 4717 手。

图12 20200102-20240130 四大期指净空单（手）


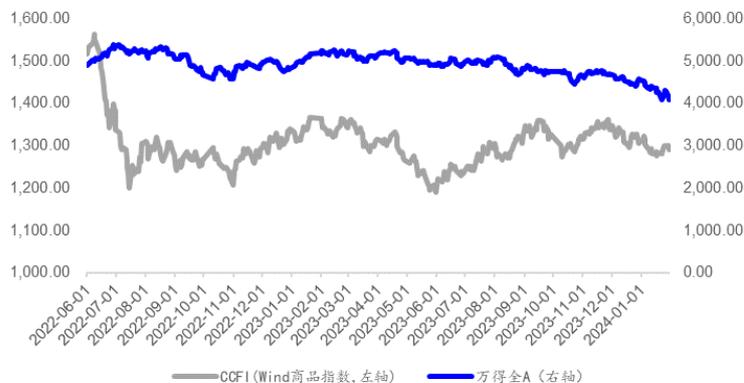
资料来源：Wind，海通证券研究所，主力持仓前 20 名

虽然二级市场流动性问题凸显，但系统性风险大幅释放、估值凸显、利好政策量变到质变，为春季行情提供了契机，考虑投融资平衡是个长期问题，市场信心扭转需要借以时日，市场以结构行情为主，反弹高度受限，风格有向权重股转移迹象。

春季行情中可重点关注低价低估值高股息以及跌幅较大的板块：一是大金融、中字头以及房地产行业，二是高股息板块，三是顺周期板块，四是科技与医药板块。

2. 大宗商品短期回落

2024 年 1 月大宗商品价格表现分化。黄金、钢、铜短期价格承压，美元指数拉升，原油价格波动上行。

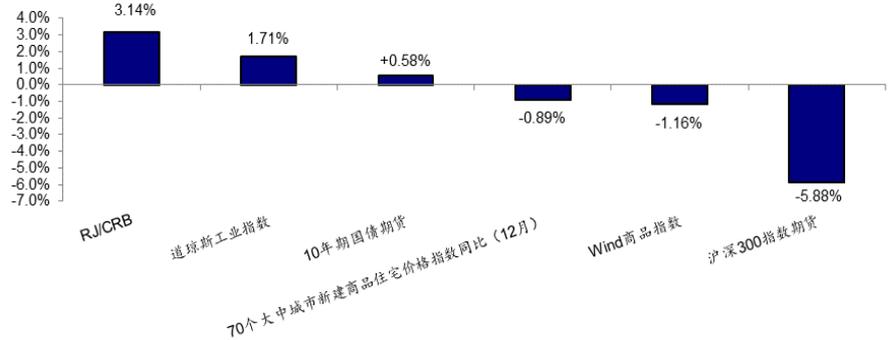
图13 CCFI 及万得全 A 走势


资料来源：Wind，海通证券研究所

2024 年初至 1 月 30 日，商品与股指走势均呈现一定程度的震荡下降。CCFI 指数从 2024 年 1 月 2 日的 1314.95 点回落至 1 月 30 日的 1290.64 点；万得全 A 指

数从2024年1月2日的4532.86点回落至1月30日的4091.66点。

图14 大类资产涨跌幅（20240102-20240130）

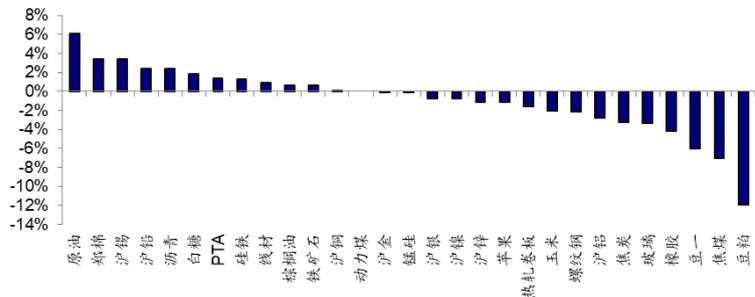


资料来源：Wind，海通证券研究所

大类资产对比看：截至2024年1月30日，R/CRB、道琼斯工业指数、10年期国债期货今年以来分别+3.14%、+1.71%、+0.58%，2023年12月70个大中城市新建商品住宅价格指数（-0.89%）、Wind商品指数（-1.16%）、沪深300指数期货（-5.88%）降幅最大。

国际方面：截至2024年1月30日，国际大宗商品指数R/CRB年初至今上涨3.14%。美元指数有所回升，为103.37点。

图15 商品期货各品种涨跌幅比较（%）20240102-20240130

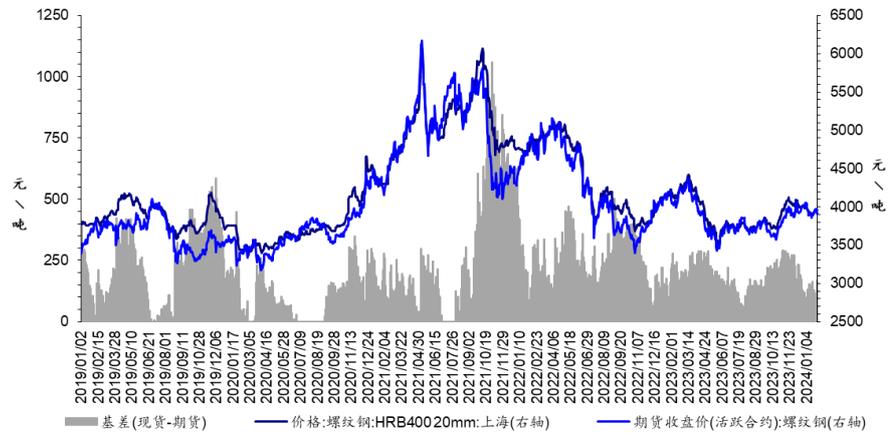


资料来源：Wind，海通证券研究所

截至2024年1月30日，年初至今主要商品期货品种跌多涨少。原油涨幅继续冲高，以6.08%位列第一，郑棉、沪锡紧随其后，涨幅分别为3.41%、3.37%，豆粕（-11.94%）、焦煤（-7.06%）和豆一（-5.99%）跌幅最大，位列倒数三名。

2.1 钢：价格短期承压，震荡回落

2024年1月螺纹钢现货价格有所下降。截至2024年1月30日上海螺纹钢现货价格为3960元/吨，期货收盘价(活跃合约)为3913元/吨，基差由1月2日的-47元/吨增长至1月30日的47元/吨，震荡波动。

图16 螺纹钢基差 (20190102-20240130)


资料来源: Wind, 海通证券研究所

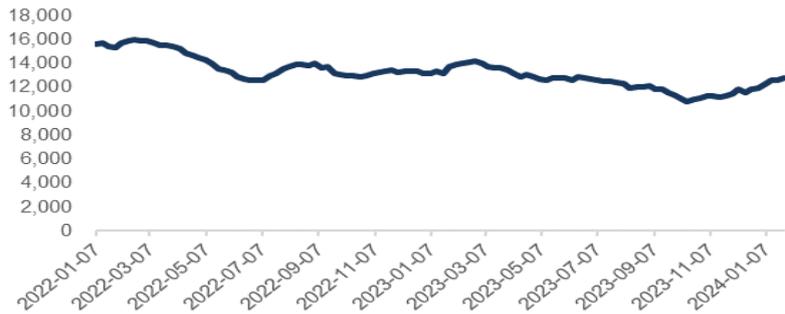
供给端: 2023年12月全国铁矿石进口量较11月有所回落。12月进口量10086.05万吨，11月进口量10273.56万吨；进口均价与11月相比小幅提升，从2023年1月(111.38美元/吨)、2月(119.75美元/吨)、3月(120.43美元/吨)、4月(118.01美元/吨)、5月(110.07美元/吨)、6月(105.98美元/吨)、7月(106.96美元/吨)、8月(108.29美元/吨)、9月(108.39美元/吨)、10月(113.89美元/吨)、11月(117.38美元/吨)提升至12月(123.26美元/吨)，**价格达到年度高位。**

图17 全国铁矿石进口量及均价


资料来源: Wind, 海通证券研究所

钢库存保持增长态势，全国港口铁矿石库存从2023年12月29日的11994.16万吨增长至2024年1月26日的12765.99万吨。根据Mysteel数据，1月26日螺纹钢库存总量为748.28万吨，较前一周环比增加50.41万吨(7.22%)。钢厂库螺纹钢库存总量为186.52万吨，较前一周环比增加7.62万吨(4.26%)。8个主导市场库存总量为255.88万吨，较前一周环比增加15.04万吨(6.24%)。

图18 全国港口铁矿石库存(万吨)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

根据中国钢铁协会数据,2024年1月中旬,重点统计钢铁企业共生产粗钢2093.88万吨、生铁1893.39万吨、钢材2026.33万吨。其中粗钢日产209.39万吨,环比增长3.70%,同口径相比去年同期增长8.12%,同口径相比前年同期增长5.36%;生铁日产189.34万吨,环比增长4.95%,同口径相比去年同期增长6.20%,同口径相比前年同期增长8.10%;钢材日产202.63万吨,环比增长654%,同口径相比去年同期增长11.90%,同口径相比前年同期增长5.61%。

据wind统计,截止至2024年1月26日,唐山高炉开工率为90.09%,较12月29日(全国高炉开工率为92.77%)小幅降低。

需求端:国家统计局数据显示,2023年全年全国固定资产投资(不含农户)503036亿元,同比增长3.0%。分领域看,基础设施投资同比增长5.9%,制造业投资增长6.5%。2023年全年全国房地产开发投资110913亿元,同比下降9.6%(其中,住宅投资83820亿元,下降9.3%)。房地产开发企业房屋施工面积838364万平方米,同比下降7.2%。其中,住宅施工面积589884万平方米,下降7.7%。房屋新开工面积95376万平方米,下降20.4%。其中,住宅新开工面积69286万平方米,下降20.9%。房屋竣工面积99831万平方米,增长17.0%。其中,住宅竣工面积72433万平方米,增长17.2%。2023年末,商品房待售面积67295万平方米,同比增长19.0%。其中,住宅待售面积增长22.2%。

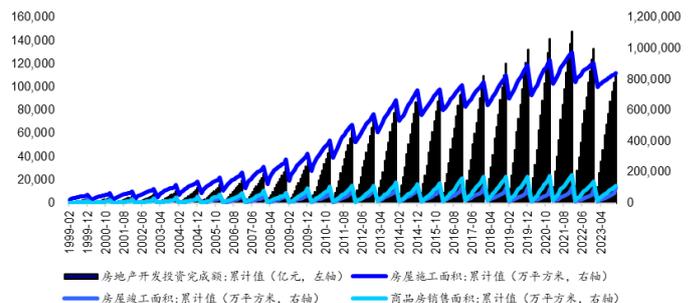
钢库存拉升,供给端发力致使铜价短期承压,我们延续《一年之计在于春》观点,钢的供需关系或从紧平衡向弱平衡过渡,钢价呈现震荡运行。**长期来看,**稳增长下固定资产及基础建设投资持续得到支持,新能源汽车以及出口保持增长,钢需求拉升,但房地产销售不振可能导致供需均弱的情况,**宏观政策托底,带动铜价偏强震荡。**

图19 工业增加值及工业用电量



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图20 房地产开发投资完成额及面积

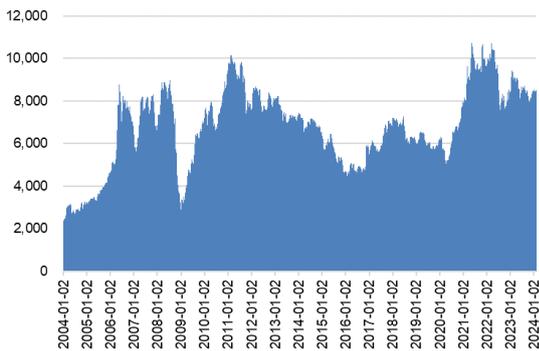


资料来源: Wind, 海通证券研究所

2.2 铜：价格回落，供求关系或拉动上行

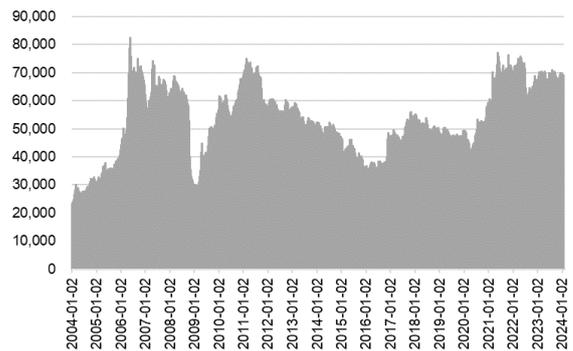
2024年1月，LME铜现货结算价与长江有色市场平均价均呈现V性走势。LME铜现货结算价于2023年12月29日的8476美元/吨小幅下修至2024年1月30日的8462美元/吨；长江有色市场平均价于2023年12月29日的69280元/吨下降至2024年1月30日的68980元/吨。

图21 LME铜现货结算价（美元/吨）



资料来源：Wind，海通证券研究所

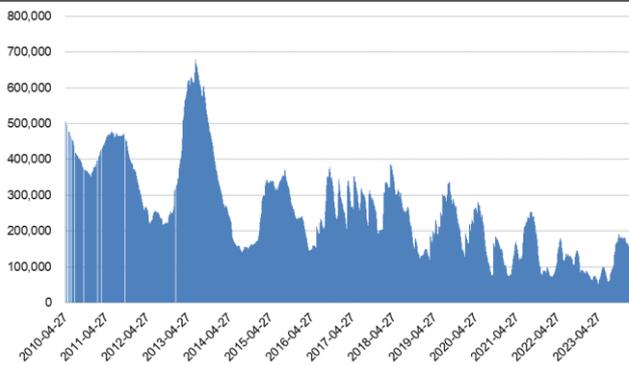
图22 长江有色市场平均铜价（元/吨）



资料来源：Wind，海通证券研究所

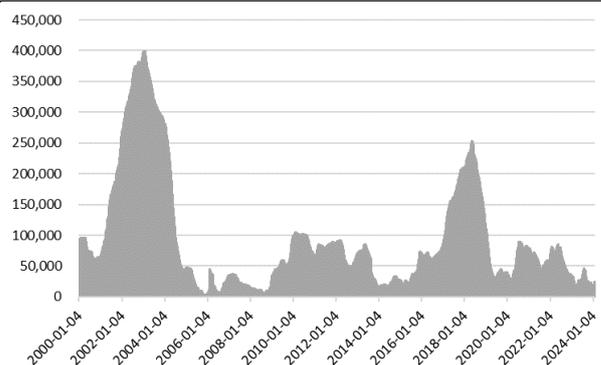
供给端：库存方面，2024年1月铜显性库存走势分化，LME铜库存震荡回落，COMEX铜库存持续上行。截至2024年1月30日，LME库存（全球）达14.85万吨，较1月2日减少1.72万吨；COMEX铜库存达24243短吨，较1月2日增加5234短吨。

图23 LME铜库存（全球，吨）



资料来源：Wind，海通证券研究所

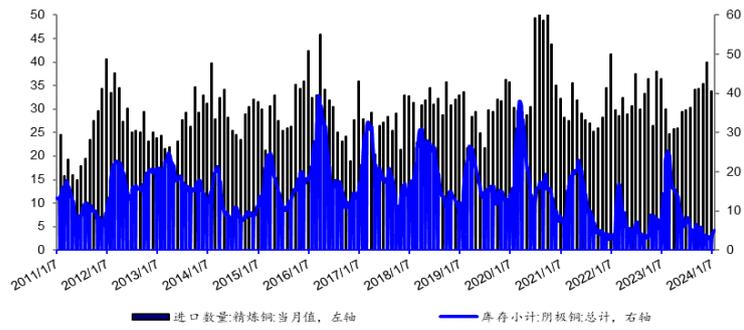
图24 COMEX铜库存（短吨）



资料来源：Wind，海通证券研究所

供给端：2024年1月阴极铜库存水平拉升，自1月5日的3.31万吨减少至1月26日的5.05万吨。

图25 铜进口数量及铜库存（20110107-20231020，万吨）

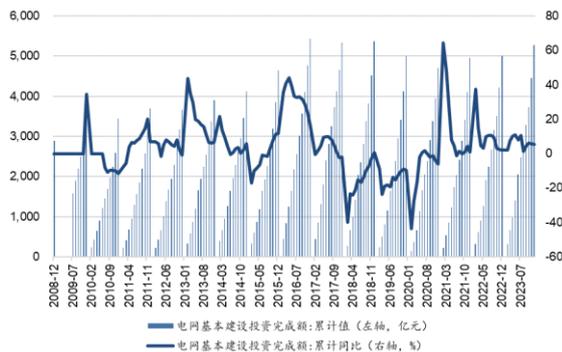


资料来源：Wind，海通证券研究所

需求端：1月18日，国家能源局发布2023年全社会用电量等数据。2023年，全社会用电量92241亿千瓦时，同比增长6.7%，其中规模以上工业发电量为89091亿千瓦时。从分产业用电看，第一产业用电量1278亿千瓦时，同比增长11.5%；第二产业用电量60745亿千瓦时，同比增长6.5%；第三产业用电量16694亿千瓦时，同比增长12.2%；城乡居民生活用电量13524亿千瓦时，同比增长0.9%。

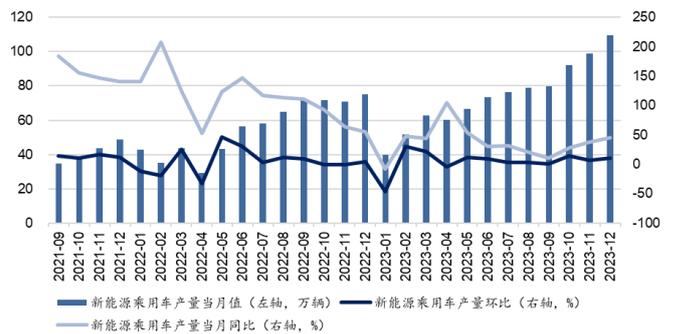
新能源乘用车产量维持增长。12月，新能源汽车产销分别完成117.2万辆和119.1万辆，同比分别增长47.5%和46.4%；新能源汽车新车销量达到汽车新车总销量的37.7%。

图26 电网基本建设投资完成额及同比增速



资料来源：Wind，海通证券研究所

图27 新能源乘用车产量及增速



资料来源：Wind，海通证券研究所

总体来看，全球铜库存仍处于历史低位，工业电网以及新能源汽车等行业的复苏，政府出台政策支持房地产市场融资，稳定房地产市场，铜需求端在利好因素的推动下走强，预计铜价将在供求关系的推动下实现增长。

2.3 金：美元走高，金价下修

2024年1月黄金价格震荡回落。伦敦现货黄金价格从1月2日的2067.55美元/盎司回落至1月30日的2043.05美元/盎司。COMEX黄金期货收盘价走势与黄金价格一致，于1月2日的2067.6美元/盎司回落至1月30日的2036.2美元/盎司。

图28 伦敦现货黄金（美元/盎司）（20091231-20240130）

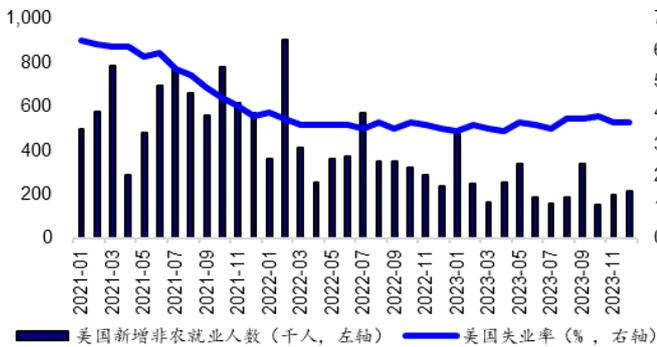


资料来源: Wind, 海通证券研究所

美国通胀增长态势或有反复。美国 12 月 CPI 同比增长 3.4%，高于 11 月的 3.1%，纵观 2023 全年，年初至 6 月份 CPI 同比持续回落直至 3%，随后 7 月份微幅上升到 3.2%，8 月份继续走高到 3.7%，9 月控制住上涨趋势保持水平，10 月与 11 月有小幅回落，通胀态势暂缓，**但年末 CPI 同比上扬，提前降息预期或受影响。**美国 12 月核心 CPI 同比下调，从 11 月的 4% 下修至 12 月的 3.9%。

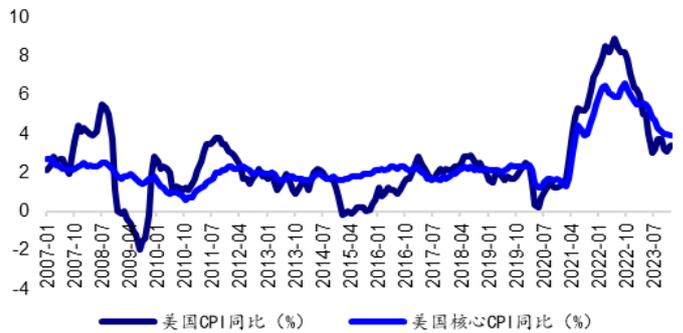
美国 12 月非农就业人数增加 21.6 万人，远高于普遍预期的 17.1 万人，失业率为 3.7%，**平均时薪环比增长 0.4%，超出预期的 0.3%**，就业市场数据强于预期，强劲的就业增长可能导致工资和物价上涨，或影响美联储的抗通胀进展以及降息周期的开启。

图29 美国就业人数



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图30 美国价格指数

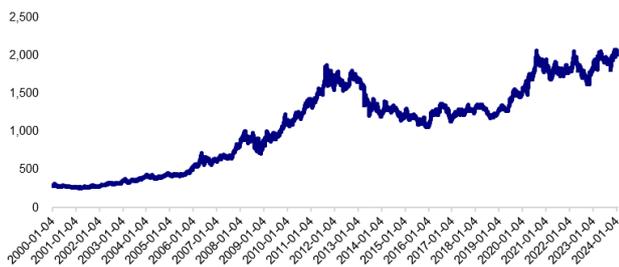


资料来源: Wind, 海通证券研究所

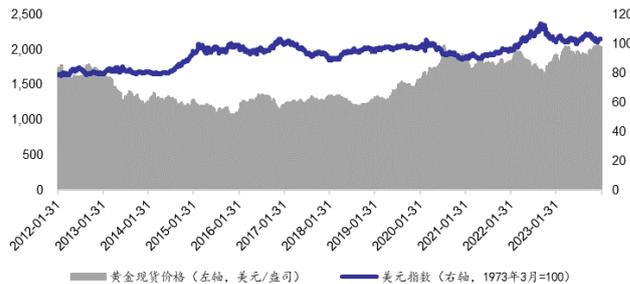
2024 年 1 月美元指数受美联储加息预期等因素影响震荡上行，黄金价格小幅下跌，均维持近十年高位水平，美元指数从 1 月 1 日的 101.32 回升至 1 月 30 日的 103.40。

市场二季度或开启降息周期。据 CME “美联储观察”，截至 1 月 31 日，市场预计三月份不降息的概率为 54.5%，预期 3 月降息 25 个基点的概率为 44.7%，5 月份降息的概率为 86.7%。北京时间 2 月 1 日凌晨，美联储宣布，将联邦基金利率目标区间维持在 5.25%-5.5% 不变，符合预期。

中长期来看，美联储降息周期开启后，美元指数走低或助推金价上行，另外目前地缘冲突风险加剧，市场避险情绪或延续，将助推金价上行。

图31 COMEX 黄金期货收盘价 (美元/盎司)


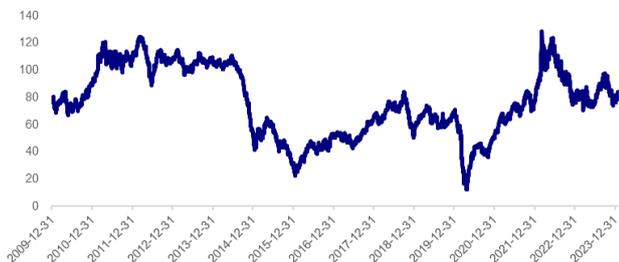
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图32 黄金现货价格与美元指数


资料来源: Wind, 海通证券研究所

2.4 原油: 持续震荡, 供给缩量拉升价格

2024年1月OPEC一揽子原油价格走高, 于1月2日的78.36美元/桶, 回升至1月29日的84.19美元/桶。原油期货价格与现货走向基本一致, WTI原油价格于1月2日的70.38美元/桶, 回升至1月30日的77.82美元/桶。布伦特原油价格于1月2日的75.89美元/桶, 回升至1月30日的82.87美元/桶。

图33 OPEC 一揽子原油价格 (美元/桶)


资料来源: Wind, 海通证券研究所

图34 原油期货结算价 (美元/桶)


资料来源: Wind, 海通证券研究所

供给端: 2023年12月欧佩克原油产量26700千桶/天, 相较于2023年11月回升72.00千桶/天。2024年1月上旬美国原油产量较2023年底小幅回落, 截至1月19日, 日产12300千桶。

1月30日, 每经网报道沙特阿美表示政府已要求其停止将石油日产量提高到1300万桶, 而是维持在1200万桶, 沙特为稳定石油市场减产, 同时显示需求端疲软, 油价延续了震荡调整走势。

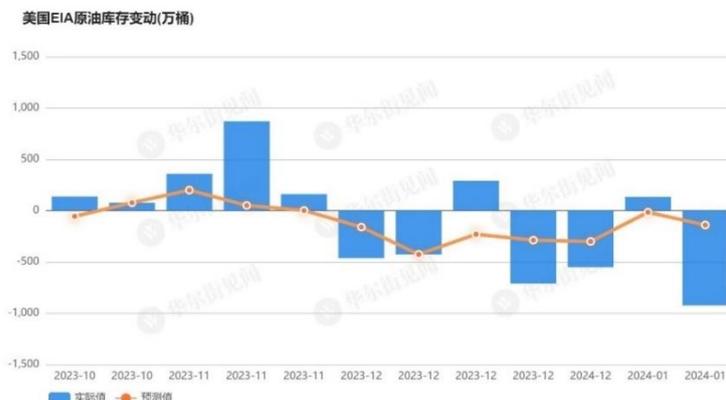
需求端: 1月26日, 新华网报道欧洲中央银行25日召开货币政策会议, 决定继续维持三大关键利率不变, 欧洲央行行长拉加德表示欧元区经济增长已陷入停滞。同时我们认为美国经济缺乏利好信息, 原油市场前景不佳, 需求端或难提振油价。

新浪财经援引美国能源信息署(EIA)1月24日发布的报告显示, 美国2024年1月第三周商业原油和馏分油库存减少, 汽油库存增加。截至1月19日当周, 炼油厂

原油加工量减少 140 万桶/日。炼厂产能利用率下滑 7.1 个百分点，美国汽油库存增加 490 万桶，至 2.5298 亿桶，包括柴油和取暖油的馏分油库存下降 140 万桶，至 1.3334 亿桶。截至 1 月 19 日当周美国原油净进口量下滑 124 万桶/日。

根据华尔街见闻援引美国能源信息署（EIA）周度数据，2024 年 1 月 12 日美国 EIA 原油库存变动实际值-923.3 万桶，预测值-140 万桶。

图35 EIA 原油库存周度变化数据（万桶）



资料来源：华尔街见闻，EIA，海通证券研究所。截止至 2024 年 1 月第二周

除沙特减产引发供给端担忧外，红海胡塞危机袭击商船对市场影响仍在持续，同时欧美国家经济景气度不强，需求端缺乏利多信息导致油价持续震荡，但原油降库存带来的供给端缩量或带动油价偏强运行。

风险提示：场外入市资金有限，经济修复不及预期，融资盘、股权质押盘压力加大。

信息披露

分析师声明

高上 策略研究团队

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上；
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下；
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。