

实体部门负债增速或反弹触顶

策略报告

资产配置周报（2024-1-14）

投资要点

◆ 一、国家资产负债表分析

- ◆ 负债端。12月实体部门负债增速录得10.1%，前值9.8%，根据最新数据，预计本轮实体部门负债增速反弹已经见顶，1月实体部门负债增速大概率小幅回落。
- ◆ 财政政策。上周政府债（包括国债和地方债）净增加2758亿元（略高于计划的2258亿元），按计划下周政府债净减少1752亿元，12月末政府负债增速为12.9%，前值12.3%，预计1月末小幅回落。
- ◆ 货币政策。按周均计算，上周资金成交量环比上升，资金价格环比上升，期限利差基本平稳，剔除掉月末月初的季节效应，资金面边际上整体平稳。上周，一年期国债收益率在周末小幅下降至2.09%，按照2023年8月降息后的情况估计，仍高于中枢位置（1.9%）；十年国债和一年国债的期限利差略超40个基点（仍低于我们预计的中枢，70个基点）。我们仍然认为，始于6月降息的资金面边际收敛，或在10月下旬基本到位，后续有望重回震荡中性。
- ◆ 资产端，11月物量数据较前值继续改善，超出预期，目前本轮恢复周期已经延续了4个月（8-11月），从现有数据来看，12月进一步改善难度较大，但仍能维持基本平稳。基于2023年第三季度的数据，我们目前认为，未来1-2年中国实际经济增长中枢在4-5%之间，对应名义经济增长中枢在6-7%之间。通胀方面，在负债收敛和实体经济平稳的组合下，有望震荡温和回落。

◆ 二、股债性价比和股债风格

- ◆ 我们对中国2024年的整体展望如下。中国是资本金融项目不完全开放的经济体，各类资产价格主要受国内资产负债表两端变化的影响，预计2024年资产端实际GDP增速平稳运行，在4-5%之间窄幅波动；负债端在稳定宏观杠杆率的目标下，实体部门负债增速趋于下行，向名义经济增速靠拢，货币配合财政，整体保持震荡中性。
- ◆ 上周，资金面边际上整体平稳，各类宽基指数全面下跌，价值继续跑赢成长，债市方面，长短端基本平稳，股债性价比偏向债券。十债收益率全周累计稳定在2.52%，一债收益率全周累计下行1个基点至2.09%，期限利差小幅上升至42个基点，30年国债收益率全周累计下行1个基点至2.79%。我们将仓位集中在价值的选择基本可以接受，宽基轮动策略全周累计跑输沪深300指数-0.02%，基本持平。
- ◆ 上周权益市场继续弱势表现，风险偏好进一步下降，以上证50市盈率倒数和十债收益率比值计算的股债性价比上升至历史最高水平。除了12月金融数据低于预期外，新增变化不多，我们尚基本维持之前的观点。资金面震荡中性，未来各项指标向中枢回归，比如一年期国债收益率向1.9%左右的中枢回归，期限利差向70个基点左右的中枢回归，对应十债收益率中枢在2.6%，区间在2.5-2.7%，三十年国债和十年国债的利差将进一步压缩。权益方面，比较确定的是风格将转向价值占优，但考虑到目前市场或处于过度悲观的状态，而十债收益率已经跌至区间（2.5-2.7%）下沿，我们还是愿意对价值乐观一点。推荐上证50指数（仓位70%）、沪深300

分析师

罗云峰

SAC执业证书编号：S0910523010001

luoyunfeng@huajinsec.cn

分析师

牛逸

SAC执业证书编号：S0910523040001

niuyi@huajinsec.cn

分析师

杨斐然

SAC执业证书编号：S0910523050002

yangfeiran@huajinsec.cn

相关报告

12月进出口数据点评 2024.1.12

 汽车线缆配套服务供应商-卡倍转02
 (123238.SZ) 申购分析 2024.1.10

 资产配置周报（2024-1-7）-配置为王
 2024.1.7

 11月全社会债务数据综述-配置的黄金时代
 2024.1.6

 ESG市场跟踪双周报
 (2023.12.18-2023.12.31)-英国拟从2027
 年起征收碳进口税 2023.12.31


指数（仓位 30%）。

◆ 从 7 月 29 日的资产配置周报开始，我们进行宽基指数推荐，从 9 月 9 日的资产配置周报开始，我们加入了利率债 ETF。我们认为，这本质上是一种自上而下的主观配置策略，侧重于仓位选择和风格研判，策略可以容纳较大规模的资金量，波动较小，流动性较好；在国家资产负债表边际收敛的背景下，将得到市场越来越多的关注和青睐。策略运行至今，合计 113 个交易日，日胜率 55%，累计跑赢沪深 300 指数 5.38%，最大回撤-12.94%，年化波动率 13.28%。

◆ 三、行业推荐

◆ 下周景气度角度推荐交通运输、贵金属、机械设备、汽车零部件、消费电子。政策角度方面看多食品饮料、交通运输、计算机。行业轮动方面看多家用电器、农林牧渔、房地产、钢铁。

◆ 四、转债市场回顾展望与标的推荐

◆ 上周转债面临股债均弱、资金面整体平稳的环境。去年 8 月底以来，转债市场交易量进入扩容以来最长的一段低迷期，而上周周均成交 304 亿元，周度环比下降 15%，为这段低迷期的最低点。缩量背景下也有边际情绪改善之处，比如双高、低评级炒作情绪升温，以及部分行业（传媒、钢铁、非银、医药、电子、计算机）股跌债涨，转债估值大幅抬升。

◆ 在风险偏好较差、增量资金有限的市场中，转债由于其低波动优势仍具备配置价值。短期仍建议使用哑铃策略并用低价和双低转债做厚哑铃底，结合近期景气度向上的行业如集运、橡胶、轮胎、汽车、贵金属、专用设备、消费电子，推荐关注北港转债、宏川转债、恒邦转债、麒麟转债、耐普转债、华兴转债、爱迪转债、沿浦转债、景旺转债。（上周转债关注组合收益率为-0.48%，低于全转债市场中位表现-0.04%，高于沪深 300 的-1.35%。2024 年建仓以来，转债关注组合收益率为-2.29%，低于全转债市场中位表现-1.39%，高于沪深 300 的-4.28%。）

◆ 五、风险提示：

- ◆ 1、经济失速下滑，政策超预期宽松。
- ◆ 2、行业推荐根据过往数据、规律、经验总结，行业未来表现可能不及预期。
- ◆ 3、市场波动超预期，与预测差异较大。
- ◆ 4、宽基指数推荐历史表现不代表未来收益。
- ◆ 5、转债正股及公司基本面表现不及预期风险。

内容目录

一、国家资产负债表分析	4
二、股债性价比和股债风格	5
三、行业推荐	8
(一) 行业拥挤度	8
(二) 行业估值盈利	9
(三) 移动 5 日平均成交量	10
(四) 行业景气度	11
(五) 行业推荐	12
四、转债市场回顾展望与标的推荐	13
(一) 转债市场回顾	13
1、转债全市场量价数据	13
2、转债各板块交易数据	13
3、各行业转债特征	16
(二) 转债市场展望与策略推荐	18
五、风险提示	18

图表目录

图 1: 宽基轮动情况	6
图 2: 股债性价比数据, 万得全 A 市盈率倒数和十债收益率比	7
图 3: 全部申万一级行业本周涨跌情况 (%)	8
图 4: 各行业拥挤度情况	9
图 5: PE(TTM)周度变动情况	9
图 6: 各行业估值盈利匹配情况	10
图 7: 全部行业移动 5 日平均成交量周度变动情况	11
图 8: 各行业所处库存周期	12
图 9: 转债全市场数据	13
图 10: 上周转债交易数据——分行业	14
图 11: 上周转债交易数据——分双低属性	14
图 12: 上周转债交易数据——分债项评级	15
图 13: 上周转债交易数据——分正股市值	15
图 14: 上周转债交易数据——分转债余额	16
图 15: 上周转债交易数据——分年限	16
图 16: 各行业转债股性、债性特征	17
图 17: 各行业转债评级、规模、转换价值情况	17
图 18: 可转债股性债性划分	18
表 1: 资产配置观点	4
表 2: 股债表现	7

表 1: 资产配置观点

1 月 13 日	
政策	本轮实体部门负债增速反弹或在 2023 年 12 月见顶，稳定宏观杠杆率的目标不会动摇，预计 2024 年实体部门负债增速仍趋于下行，向名义经济增速靠拢。始于 6 月降息的资金面收紧，在 2023 年 10 月下旬和 12 月中旬形成双顶（两个极值紧张点），后续有望重回震荡中性。
经济	8-11 月连续改善，超出预期，12 月进一步改善难度较大，但仍能维持基本平稳。
股债性价比	趋势上仍偏向债券。
股票风格	中期基本确认风格上价值相对成长占优。
债券风格	债券配置窗口开放，推荐久期加资质下沉策略，三十年国债和十年国债的利差将进一步压缩，十年国债和一年过债的利差有望走阔。
宽基指数推荐	上证 50 指数（仓位 70%）、沪深 300 指数（仓位 30%）。
行业推荐	下周景气度角度推荐交通运输、贵金属、机械设备、汽车零部件、消费电子。政策角度方面看多食品饮料、交通运输、计算机。行业轮动方面看多家用电器、农林牧渔、房地产、钢铁。
转债观点	短期仍建议使用哑铃策略并用低价和双低转债做厚哑铃底，结合近期景气度向上的行业如集运、橡胶、轮胎、汽车、贵金属、专用设备、消费电子，推荐关注北港转债、宏川转债、恒邦转债、麒麟转债、耐普转债、华兴转债、爱迪转债、沿浦转债、景旺转债。

资料来源: Wind, 华金证券研究所

一、国家资产负债表分析

负债端。12 月实体部门负债增速录得 10.1%，前值 9.8%，根据最新数据，预计本轮实体部门负债增速反弹已经见顶，1 月实体部门负债增速大概率小幅回落。稳定宏观杠杆率的目标不动摇，预计 2024 年实体部门负债增速仍趋于下行，向名义经济增速靠拢，非金融企业将成为引导实体部门负债增速下行的核心部门。金融部门方面，上周资金面边际上整体平稳，最新公布的金融数据显示，金融机构负债增速 11 月大幅反弹，明显超出实体部门，这或许可以解释 11 月下旬至 12 月中旬资金面的超预期紧张。根据现有数据计算，1 月金融机构负债增速或能降至实体部门下方，比我们之前预计的时间推迟了一个月。我们基本维持之前的判断，始于 6 月降息的资金面边际收敛，在 10 月下旬形成了第一个极值紧张的点位，随后略有松弛后，在 11 月下旬至 12 月中旬再度收紧，12 月中旬形成了第二个极值紧张的点位，两个极值紧张的点位水平基本相当，对应本轮货币政策收敛已基本到位，后续有望重回震荡中性。

财政政策。上周政府债（包括国债和地方债）净增加 2758 亿元（略高于计划的 2258 亿元），按计划下周政府债净减少 1752 亿元，12 月末政府负债增速为 12.9%，前值 12.3%，预计 1 月末小幅回落。

货币政策。按周均计算，上周资金成交量环比上升，资金价格环比上升，期限利差基本平稳，剔除掉月末月初的季节效应，资金面边际上整体平稳。上周，一年期国债收益率在周末小幅下降至 2.09%，按照 2023 年 8 月降息后的情况估计，仍高于中枢位置（1.9%）；十年国债和一年国债的期限利差略超 40 个基点（仍低于我们预计的中枢，70 个基点）。我们仍然认为，始于 6 月降息的资金面边际收敛，或在 10 月下旬基本到位，后续有望重回震荡中性。

资产端，11 月物量数据较前值继续改善，超出预期，目前本轮恢复周期已经延续了 4 个月（8-11 月），从现有数据来看，12 月进一步改善难度较大，但仍能维持基本平稳。基于 2023 年

三季度的数据，我们目前认为，未来 1-2 年中国实际经济增长中枢在 4-5% 之间，对应名义经济增长中枢在 6-7% 之间。通胀方面，在负债收敛和实体经济平稳的组合下，有望震荡温和回落。

二、股债性价比和股债风格

我们对中国 2024 年的整体展望如下。中国是资本金融项目不完全开放的经济体，各类资产价格主要受国内资产负债表两端变化的影响，预计 2024 年资产端实际 GDP 增速平稳运行，在 4-5% 之间窄幅波动；负债端在稳定宏观杠杆率的目标下，实体部门负债增速趋于下行，向名义经济增速靠拢，货币配合财政，整体保持震荡中性。2011 年开始，中国进入到潜在经济增速下行周期，具体原因有四，即边际收益递减、人口红利衰竭、收入分配集中、保护主义升温。2016 年，中国政府确认了潜在经济增速（对应盈利中枢）下行，提出了三大政策目标，即稳定宏观杠杆率、金融让利实体、房住不炒；除了疫情冲击扰动，政策取向没有发生任何改变。投资收益包括配置和交易两种模式，配置是指持有资产期间产生的收益，比如债券的票息、股票的分红，交易是指买卖资产的差价，也就是资本利得。国家资产负债表边际扩张状态下，增量博弈，交易的平均收益高于配置；反之亦反之。中国是封闭框架，2016 年开始进入到国家资产负债表边际收缩状态，之后经历了两次扰动，即 2016-2018 年的三年去杠杆和 2020-2022 年的疫情冲击，2023 年配置的黄金时代正式开启。金融市场面临的宏观因素是剩余流动性收缩，资金追逐、拥抱确定性，配置的主线是两极分化的哑铃型策略，但两端并不对称，大的基座是配置产生的稳定收益，小的头部是通过承担高风险获取的高收益。具体而言，股债性价比偏向债券，债券是大的基座，股票是小的头部；股票的配置策略是红利加成长，高分红是大的基座，成长是小的头部；债券的配置策略是久期加信用下沉，久期产生的高票息是大的基座，信用下沉是小的头部。此外，从交易的角度，我们尽力抓住大缩表周期下的波段扩表，获取超额收益。以月末时点数衡量，2016 年以来，中国国家资产负债表边际扩张的小周期只有在以下两种情境下才会出现。一种是过度收紧之后的扩张，我们将宏观杠杆率下降定义为过度收紧，出现过两次，一次是 2016-2018 年三年去杠杆之后，持续时间大约在 2018 年 12 月至 2019 年 12 月；另一次是 2021 年运动式减碳之后，持续时间大约在 2021 年 9-10 月。第二种是供给（疫情）冲击下的扩张，出现过四次，第一次是 2020 年 2-7 月，第二次是 2022 年 5-6 月，第三次是 2023 年 1-2 月，第四次是 2023 年 10-12 月。我们预计 2024 年应该还会有小的扩表周期出现，但持续的时间可能只有大约两个月左右，并且幅度不会太大。

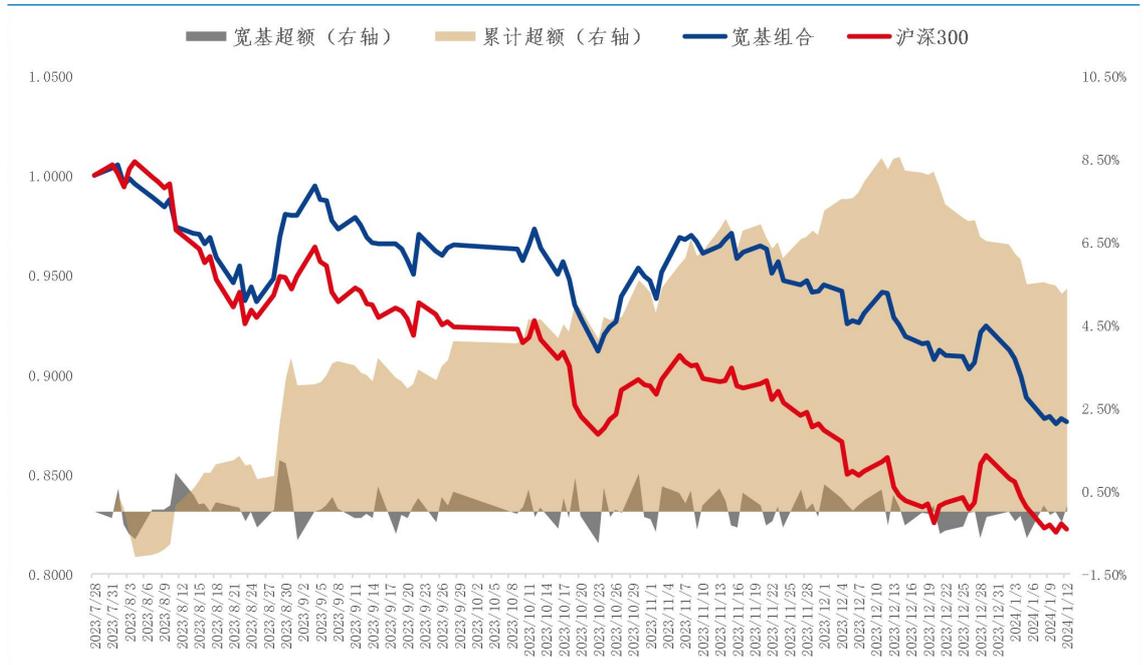
上周，资金面边际上整体平稳，各类宽基指数全面下跌，价值继续跑赢成长，债市方面，长短端基本平稳，股债性价比偏向债券。十债收益率全周累计稳定在 2.52%，一债收益率全周累计下行 1 个基点至 2.09%，期限利差小幅上升至 42 个基点，30 年国债收益率全周累计下行 1 个基点至 2.79%。我们将仓位集中在价值的选择基本可以接受，宽基轮动策略全周累计跑输沪深 300 指数 -0.02%，基本持平。

上周权益市场继续弱势表现，风险偏好进一步下降，以上证 50 市盈率倒数和十债收益率比值计算的股债性价比上升至历史最高水平。除了 12 月金融数据低于预期外，新增变化不多，我们尚基本维持之前的观点。资金面震荡中性，未来各项指标向中枢回归，比如一年期国债收益率向 1.9% 左右的中枢回归，期限利差向 70 个基点左右的中枢回归，对应十债收益率中枢在 2.6%，区间在 2.5-2.7%，三十年国债和十年国债的利差将进一步压缩。权益方面，比较确定的是风格

将转向价值占优，但考虑到目前市场或处于过度悲观的状态，而十债收益率已经跌至区间（2.5-2.7%）下沿，我们还是愿意对价值乐观一点。推荐上证 50 指数（仓位 70%）、沪深 300 指数（仓位 30%）。

从 7 月 29 日的资产配置周报开始，我们进行宽基指数推荐，从 9 月 9 日的资产配置周报开始，我们加入了利率债 ETF。我们认为，这本质上是一种自上而下的主观配置策略，侧重于仓位选择和风格研判，策略可以容纳较大规模的资金量，波动较小，流动性较好；在国家资产负债表边际收敛的背景下，将得到市场越来越多的关注和青睐。策略运行至今，合计 113 个交易日，日胜率 55%，累计跑赢沪深 300 指数 5.38%，最大回撤-12.94%，年化波动率 13.28%。

图 1：宽基轮动情况



资料来源：Wind，华金证券研究所

表 2: 股债表现

	1月5日	1月12日	涨跌幅	万得盈利预期 (归母净利润同比增速, 1月12日)			
				2023年 (%)	与前期比(pct)	2024年(%)	与前期比(pct)
万得全 A	4429.61	4364.55	-1.47%	9.28	-0.12	21.09	0.03
红利指数	2909.14	2867.71	-1.42%	-0.69	-0.02	3.62	0.00
上证 50	2268.54	2237.21	-1.38%	-0.42	-0.09	9.52	0.01
沪深 300	3329.11	3284.17	-1.35%	6.66	-0.08	13.05	0.00
中证 500	5281.87	5206.18	-1.43%	10.19	0.03	19.96	-0.07
中证 1000	5675.81	5574.49	-1.79%	13.88	-0.50	33.29	0.70
科创 50	807.73	778.36	-3.64%	-14.61	-0.05	44.02	0.03
创业板指数	1775.58	1761.16	-0.81%	15.44	-0.18	35.51	0.15
三十年期国债收益率	2.80%	2.79%	-0.01%				
十年期国债收益率	2.52%	2.52%	0.00%				
一年期国债收益率	2.11%	2.09%	-0.02%				

资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 2: 股债性价比数据, 万得全 A 市盈率倒数和十债收益率比

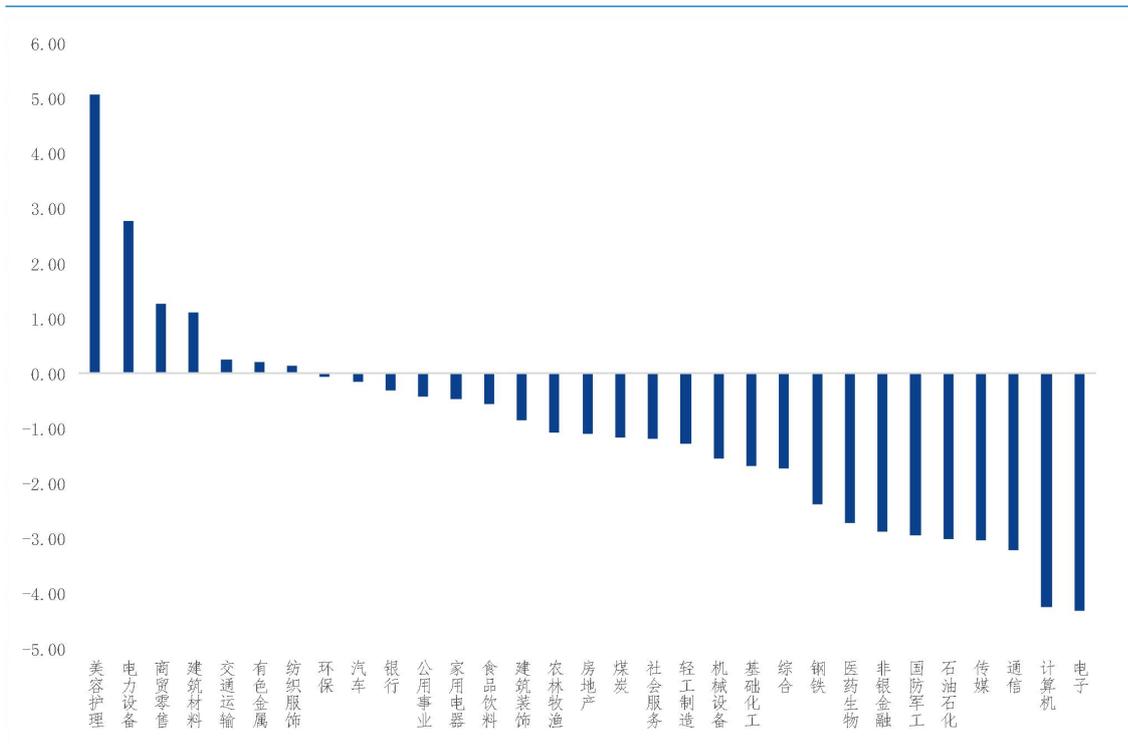


资料来源: Wind, 华金证券研究所

三、行业推荐

本周 A 股缩量下跌，全周上证指数跌 1.61%，深证成指跌 1.32%，创业板指跌 0.81%，北向合计净流出 24.39 亿元。申万一级行业美容护理、电力设备、商贸零售、建筑材料、交通运输涨幅居前，分别为 5.08%、2.77%、1.26%、1.10%、0.25%。电子、计算机、通信、传媒、石油石化跌幅居前，分别为-4.31%、-4.24%、-3.21%、-3.03%、-3.00%。

图 3：全部申万一级行业本周涨跌情况（%）



资料来源：Wind，华金证券研究所

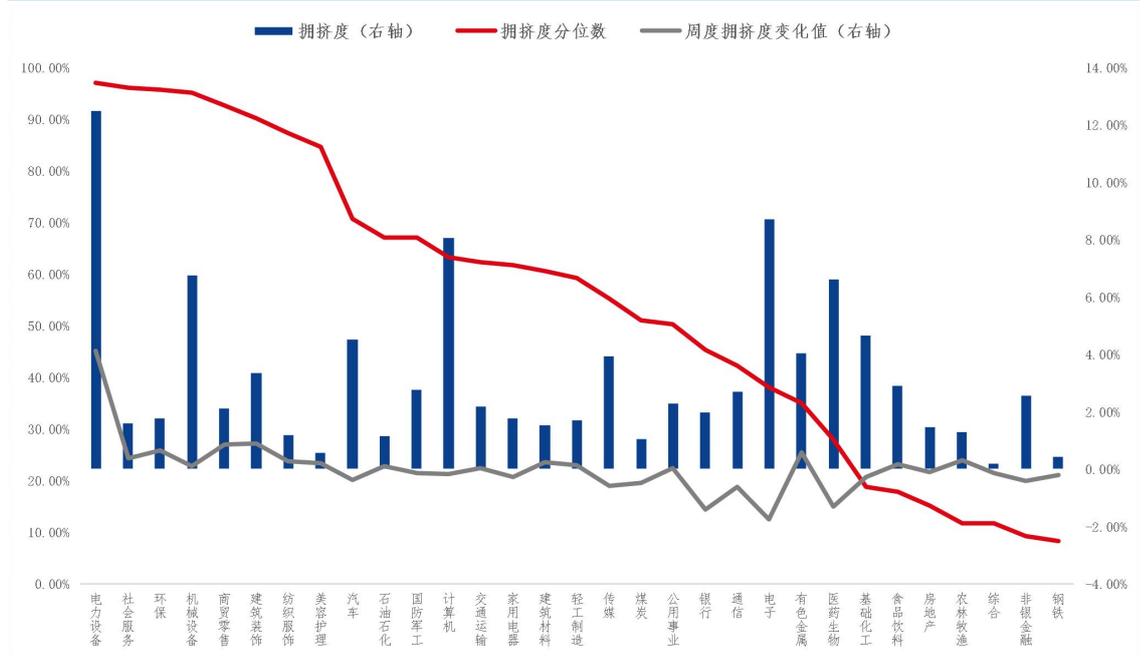
（一）行业拥挤度

截至 1 月 13 日，拥挤度前五行业为电力设备、电子、计算机、机械设备、医药生物，分别为 12.46%、8.71%、8.06%、6.74%、6.60%。排名后五为综合、钢铁、美容护理、煤炭、石油石化，分别为 0.17%、0.42%、0.54%、1.03%、1.15%。

本周拥挤度增长前五行业为电力设备、建筑装饰、商贸零售、环保、有色金属，增长值分别为 4.09pct、0.89pct、0.84pct、0.65pct、0.56pct。下降前五分别为电子、银行、医药生物、通信、传媒，分别下降 1.76pct、1.41pct、1.32pct、0.63pct、0.60pct。

截至 1 月 13 日，电力设备、社会服务、环保、机械设备、商贸零售拥挤度分别处于 2018 年以来 96.90%、95.90%、95.70%、95.10%、92.60%分位数，相对较高。钢铁、非银金融、综合、农林牧渔、房地产分别处于 8.30%、9.20%、11.70%、11.70%、15.10%分位数，相对较低。

图 4：各行业拥挤度情况



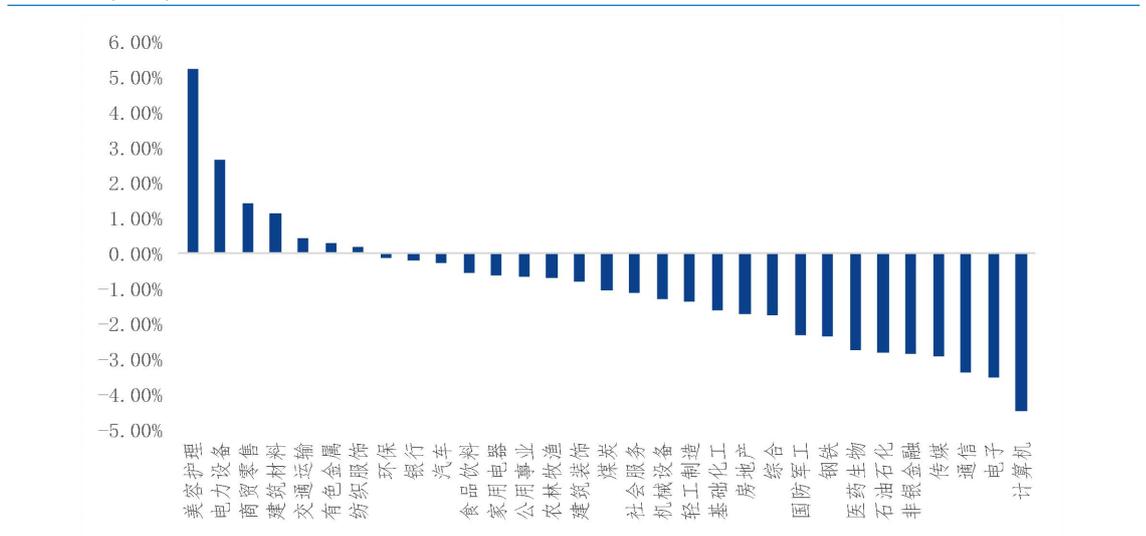
资料来源：Wind，华金证券研究所

（二）行业估值盈利

本周申万一级行业 PE(TTM)中美容护理、电力设备、商贸零售、建筑材料、交通运输涨幅居前，分别为 5.20%、2.63%、1.39%、1.11%、0.42%。计算机、电子、通信、传媒、非银金融跌幅居前，分别为-4.47%、-3.54%、-3.39%、-2.95%、-2.88%。

估值盈利匹配方面，截至 2024 年 1 月 12 日，2024 年全年盈利预测较高，且当下估值相对历史偏低的行业有电力设备、有色金属、石油石化、基础化工、交通运输、机械设备、商贸零售、纺织服装、美容护理、汽车零部件、消费电子、医药生物。

图 5：PE(TTM)周度变动情况



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 6: 各行业估值盈利匹配情况

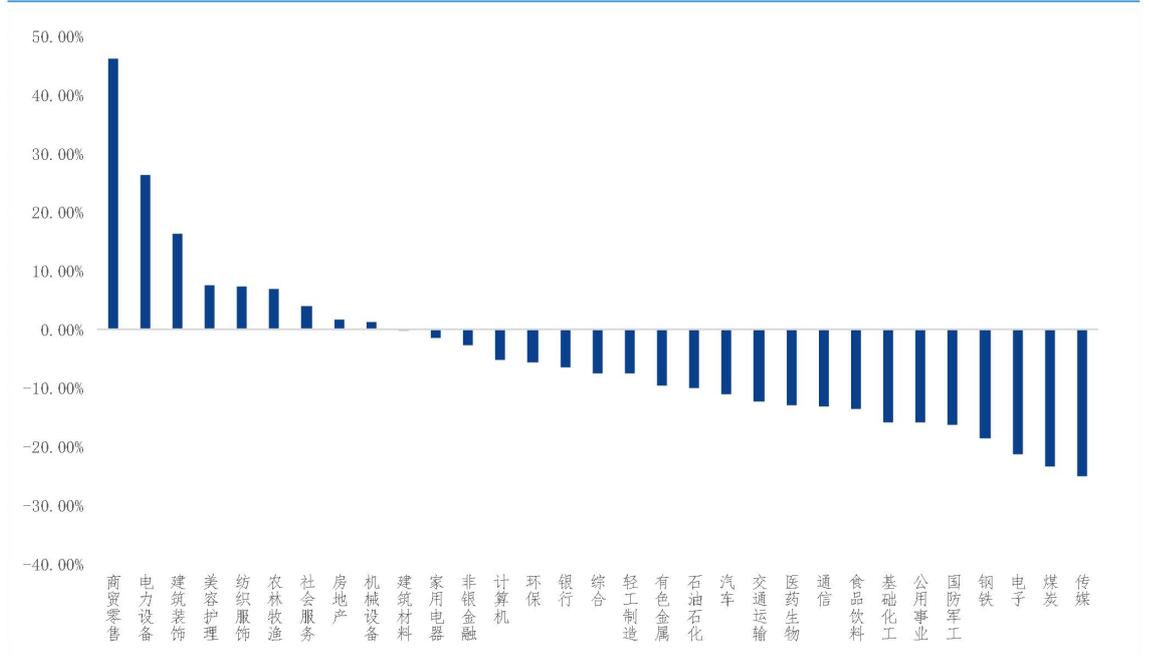
数据截至 2024/1/12		预测2024年ROE 平均值 %	PB(LF)历史分位 %	数据截至 2024/1/12		2024年万德盈利 预期 (归母净利润 同比增速) %	PE-TTM历史分位 %	
金融地产 基建	红利指数	10.6	13.8	消费	农林牧渔	1,752.1	68.7	
	环保	10.6	1.0		食品饮料	21.8	3.0	
	建筑装饰	10.7	0.7		白酒 II	19.8	17.0	
	房地产	7.8	0.1		中药 II	29.1	27.9	
	银行	10.8	1.0		医药生物	31.4	18.6	
	证券 II	8.0	0.7		商贸零售	265.1	46.3	
	保险 II	11.3	0.0		汽车	36.6	52.3	
资源品	钢铁	7.6	6.6		汽车零部件	35.6	38.1	
	煤炭	16.2	63.3		家用电器	15.0	6.6	
	石油石化	12.3	4.8		纺织服饰	72.4	26.4	
	有色金属	14.0	13.8		轻工制造	35.4	54.5	
	工业金属	13.4	37.5		美容护理	40.5	22.9	
	贵金属	11.0	30.5		科技	新能源	16.3	2.4
	基础化工	13.8	7.8			电子	63.5	50.4
中游制造	电力	11.3	32.3	计算机		54.5	47.5	
	公用事业	11.6	26.1	传媒		35.3	44.1	
	建筑材料	8.8	0.8	通信		15.8	3.8	
	交通运输	12.2	0.8	游戏 II		40.2	59.8	
	电力设备	15.8	23.2	消费电子		31.9	15.8	
	机械设备	11.7	21.1					
	国防军工	10.0	27.0					

资料来源: Wind, 华金证券研究所

(三) 移动 5 日平均成交量

全 A 日均成交量由 7528 亿元下降至 6851 亿元。商贸零售、电力设备、建筑装饰、美容护理、纺织服饰移动 5 日平均成交量增长幅度居前, 分别为 46.06%、26.20%、16.25%、7.51%、7.22%。传媒、煤炭、电子、钢铁、国防军工下降幅度居前, 分别为-25.04%、-23.44%、-21.44%、-18.58%、-16.36%。

图 7：全部行业移动 5 日平均成交量周度变动情况



资料来源：Wind，华金证券研究所

（四）行业景气度

库存周期角度，1) 从累计利润两年平均增速来看，1 至 11 月石油天然气开采业、有色金属采矿业、电气机械、交运设备、电热燃水、酒饮料茶实现双位数增长。2) 从累计利润增速边际变动看，黑色金属冶炼压延(13.8pct)、有色金属冶炼压延(10.6pct)、电热燃水(9.1pct)、造纸(7.5pct)、黑色金属矿采选(7.5pct)的利润增速提高幅度领先。

景气度高频数据方面，近期景气度向上的行业有集运、橡胶、轮胎、汽车、贵金属、机械设备、民航、消费电子。

下周景气度角度推荐交通运输、贵金属、机械设备、汽车零部件、消费电子。

图 8：各行业所处库存周期

产业链	行业	所处库存周期	1至11月利润两年平均增速 (%)	利润增速较上月变动 (pct)	1至11月库存两年平均增速历史分位 (%)	库存同比增速较上期变动 (pct)	
上游	采矿业	主动去库	11.2	-2.3	59.0	-10.6	
	煤炭开采和洗选业	主动去库	4.4	-4.7	47.7	-2.7	
	石油和天然气开采业	被动去库	39.6	1.4	31.5	-1.3	
	石油、煤炭及其他燃料加工业	被动去库	-53.6	0.3	28.3	-7.7	
	黑色金属矿采选业	主动补库	-13.8	7.5	32.4	1.8	
	黑色金属冶炼及压延加工业	被动去库	-54.5	13.8	20.7	-2.2	
	有色金属矿采选业	被动补库	20.8	-0.4	29.2	1.8	
	有色金属冶炼及压延加工业	被动去库	-1.6	10.6	41.8	4.0	
	非金属矿采选业	主动补库	3.9	0.6	32.8	5.4	
	化学原料及化学制品制造业	被动去库	-24.3	1.4	33.3	-12.6	
	化学纤维制造业	主动补库	-35.9	4.7	51.3	-7.2	
	非金属矿物制品业	主动去库	-20.4	-0.3	17.1	-11.7	
	橡胶和塑料制品业	被动去库	3.5	2.1	24.2	-4.5	
	金属制品业	被动去库	-3.9	1.1	3.1	-0.5	
中游	通用设备制造业	被动去库	3.5	0.8	8.1	-3.1	
	专用设备制造业	被动去库	1.1	-0.1	48.1	-11.3	
	电气机械及器材制造业	主动去库	23.3	-1.5	38.2	-18.5	
	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	主动去库	15.0	-1.3	19.3	-4.1	
	仪器仪表制造业	主动去库	2.8	-0.6	63.9	-1.4	
	废弃资源综合利用业	主动补库	-12.6	3.8	53.2	-4.4	
	金属制品、机械和设备修理业	被动去库	-3.5	-1.6	85.6	-5.3	
	计算机、通信和其他电子设备制造业	被动去库	-7.8	3.1	16.6	1.8	
	电力、热力、燃气及水的生产和供应业	被动去库	36.3	9.1	15.1	-9.1	
	电力、热力的生产和供应业	被动去库	52.6	13.9	25.2	-31.5	
	下游	制造业	被动去库	-9.2	1.8	43.9	-3.0
		农副食品加工业	主动补库	-6.3	2.8	38.2	3.1
		食品制造业	被动去库	5.3	-0.4	31.5	-7.2
		烟草制品业	主动补库	8.6	1.4	81.5	12.2
酒、饮料和精制茶制造业		被动补库	13.5	-0.1	40.9	15.7	
纺织业		主动补库	-10.4	1.0	54.5	-2.7	
纺织服装、服饰业		主动去库	-6.1	-1.5	1.8	-0.4	
造纸及纸制品业		被动去库	-20.7	7.5	14.8	-11.3	
皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业		被动去库	2.3	1.0	13.9	-1.8	
木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业		被动去库	9.9	5.1	36.0	-10.8	
印刷业和记录媒介的复制		主动补库	-2.9	-0.2	2.2	0.9	
文教、工美、体育和娱乐用品制造业		被动去库	0.6	-0.9	13.0	-9.9	
医药制造业		被动去库	-22.4	0.7	14.8	-1.8	
汽车制造业		被动去库	1.6	0.9	32.0	1.5	
家具制造业		被动去库	-2.1	2.2	0.4	-0.5	

资料来源：Wind，华金证券研究所

(五) 行业推荐

我们根据自上而下宏观分析，综合股债性价比、权益风格以及行业表现情况，结合估值、拥挤度、流动性等指标筛选出优势行业。下周景气度角度推荐交通运输、贵金属、机械设备、汽车零部件、消费电子。政策角度方面看多食品饮料、交通运输、计算机。行业轮动方面看多家用电器、农林牧渔、房地产、钢铁。

四、转债市场回顾展望与标的推荐

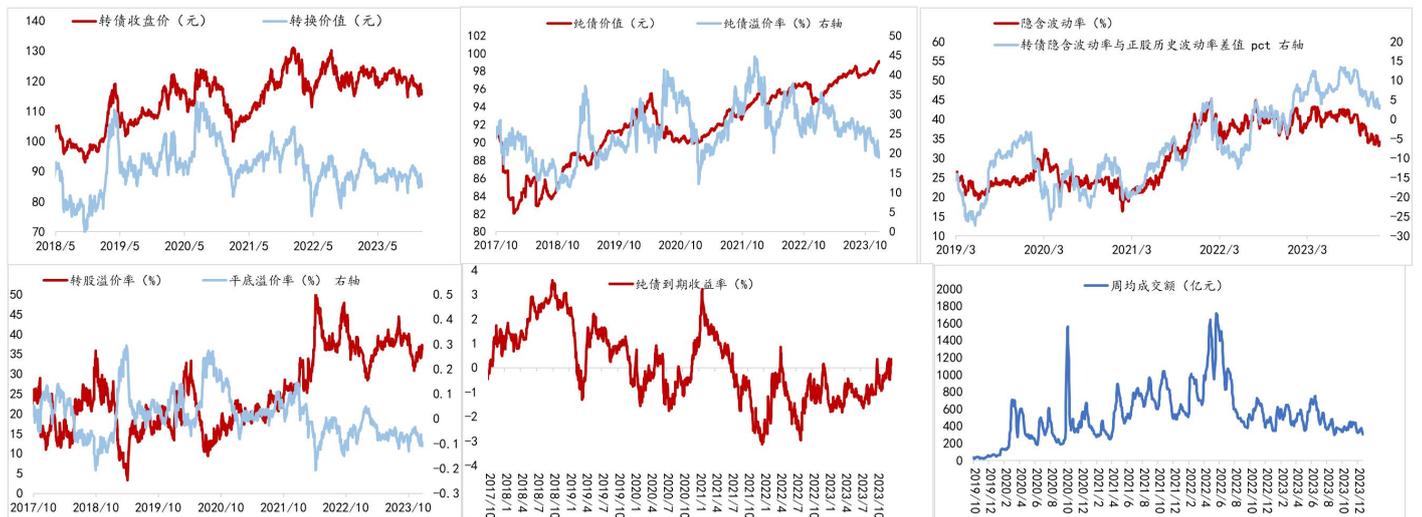
(一) 转债市场回顾

1、转债全市场量价数据

上周转债市场日均成交额为 304 亿元，较前一周下降 15%。

上周转债跟随权益在低位波动，全市场转债收盘价中位数在 117 元左右波动，转换价值在 86 元左右波动（历史分位 16%）。转债估值方面，转股溢价率由 35 被动提升至 36.5%（历史分位 79%）；隐含波动率在 33.5% 左右波动（历史分位 60%）；转债隐波与正股历史波动率回落 1.0pct 至 3.6%（历史分位 81%）。纯债溢价率回落至 20.3%（历史分位 16%）。

图 9：转债全市场数据



资料来源：Wind，华金证券研究所

2、转债各板块交易数据

(1) 分行业

收益率方面，上周转债涨幅前五分别为电气设备 0.6%、纺织服装 0.5%、食品饮料 0.3%、商业贸易 0.3%、有色金属 0.2%，涨幅后五分别为采掘-1.5%、计算机-0.9%、电子-0.6%、医药生物-0.5%、汽车-0.3%。

估值方面，传媒、钢铁、非银、医药、电子、计算机等行业的转债出现明显的估值保护，转债跌幅明显小于正股跌幅。

图 10：上周转债交易数据——分行业

申万一级	转债收 益率	转债对 应正股 收益率	行业股 指收益 率	转股溢价 率变动 (pct)	转债 总只 数	转债 上涨 只数	转债上 涨只数 占比	转债日均 成交量 (亿元)	转债余 额(亿 元)	日均换手 率(成交 量/余 额)	转债价 格中位 数 (元)	转股溢 价率中 位数 (%)
电气设备	0.6%	1.3%	0.0	(0.9)	31	23	74%	8	632	1%	114	46
纺织服装	0.5%	0.0%	-1.1%	(0.2)	14	9	64%	8	125	7%	113	32
食品饮料	0.3%	0.0%	-1.3%	0.3	8	6	75%	2	65	3%	113	69
商业贸易	0.3%	-0.4%	-0.2%	0.4	4	2	50%	1	75	1%	108	45
有色金属	0.2%	-0.1%	-0.5%	1.3	21	12	57%	8	312	3%	118	31
家用电器	0.2%	-0.1%	0.5%	(0.2)	10	6	60%	1	55	2%	120	28
银行	0.1%	0.7%	0.8%	(0.3)	17	13	76%	14	2459	1%	108	28
轻工制造	0.1%	-0.7%	-1.9%	1.5	25	14	56%	5	181	3%	118	31
传媒	0.0%	-2.4%	-5.3%	3.4	4	2	50%	2	14	15%	124	53
建筑材料	0.0%	0.7%	0.4%	(1.3)	12	6	50%	3	156	2%	108	70
化工	0.0%	-0.7%	-3.0%	0.6	76	38	50%	40	719	6%	117	39
钢铁	-0.1%	-2.3%	-3.1%	3.3	7	3	43%	1	157	1%	116	41
建筑装饰	-0.1%	-0.1%	(0.0)	1.0	26	12	46%	25	241	11%	114	25
机械设备	-0.1%	-0.7%	(0.0)	1.2	47	22	47%	19	334	6%	120	36
国防军工	-0.2%	-1.6%	(0.1)	2.6	7	3	43%	1	34	3%	121	41
交通运输	-0.2%	-0.1%	-0.4%	0.0	11	3	27%	10	433	2%	118	27
农林牧渔	-0.2%	-0.6%	-2.3%	(0.6)	15	5	33%	6	333	2%	114	35
非银金融	-0.2%	-2.9%	-3.3%	3.7	7	2	29%	4	319	1%	109	45
公用事业	-0.2%	0.0%	-1.1%	(0.2)	27	12	44%	7	287	2%	116	22
通信	-0.3%	-4.0%	-5.8%	4.7	5	2	40%	5	42	12%	128	58
汽车	-0.3%	-1.3%	-1.2%	1.5	31	10	32%	11	262	4%	123	34
医药生物	-0.5%	-2.5%	-4.7%	3.9	42	13	31%	10	330	3%	116	46
电子	-0.6%	-3.1%	(0.1)	4.0	50	13	26%	18	490	4%	117	44
计算机	-0.9%	-3.3%	(0.1)	3.3	20	4	20%	16	114	14%	124	32
采掘	-1.5%	-3.1%	-2.6%	1.5	7	1	14%	4	141	3%	118	18

资料来源: Wind, 华金证券研究所

(2) 分股性、债性情况

收益率方面，双高转债股跌债涨，转股溢价率大幅提升，常规策略中则是低价转债占优。各股性、债性转债收益率为：低价转债 0.2%、债性转债-0.2%、双低转债-0.1%、股性转债-1.4%、双高转债 1.4%。

交易热度方面，双高转债换手率偏高。

图 11：上周转债交易数据——分双低属性

双低属性	转债收 益率	转债对 应正股 收益率	转股溢价 率变动 (pct)	转债总 只数	转债上 涨只数	转债上 涨只数 占比	转债日均 成交量 (亿元)	转债余 额(亿 元)	日均换手 率(成交 量/余 额)	转债价 格中位 数 (元)	转股溢 价率中 位数 (%)
低价转债	0.2%	-0.3%	0.7	133.0	84	63%	52	3957	1%	106	78
债性转债	-0.2%	-1.8%	2.3	156.0	65	42%	35	1456	2%	116	46
双低转债	-0.1%	-0.8%	0.7	152.0	65	43%	54	2573	2%	120	22
股性转债	-1.4%	-2.4%	0.8	68.0	15	22%	71	417	17%	138	12
双高转债	1.4%	-1.8%	3.3	24.0	14	58%	43	60	72%	149	58

资料来源: Wind, 华金证券研究所

(3) 分债项评级

收益率方面,各评级转债收益率分别为 AAA-0.1%、AA+-0.2%、AA0.3%、AA--0.1%、A+-0.3%、A 及以下-0.2%。

低评级转债炒作情绪有所回落但依然极高。

图 12: 上周转债交易数据——分债项评级

转债评级	转债收益率	转债对 应正股 收益率	转股溢价 率变动 (pct)	转债总 只数	转债上 涨只数	转债上 涨只数 占比	转债日均 成交量 (亿元)	转债余 额(亿 元)	日均换手 率(成交 量/余 额)	转债价格 中位数 (元)	转股溢 价率中 位数 (%)
AAA	-0.1%	-1.1%	0.7	39.0	14	36%	33	3681	1%	109	33
AA+	-0.2%	-0.7%	0.7	59.0	25	42%	20	1588	1%	111	37
AA	0.3%	-0.8%	0.7	127.0	75	59%	36	1523	2%	116	40
AA-	-0.1%	-1.2%	1.4	162.0	72	44%	63	1083	6%	118	35
A+	-0.3%	-1.7%	1.2	114.0	45	39%	54	451	12%	120	40
A及以下	-0.2%	-1.7%	1.5	8.0	3	38%	41	42	98%	108	26

资料来源: Wind, 华金证券研究所

(4) 分正股市值

收益率方面,各正股市值等级转债收益率分别为 200 亿以上 0.0%、100 亿~200 亿-0.1%、50 亿~100 亿-0.1%、30 亿~50 亿-0.2%、30 亿以下 0.0%。

图 13: 上周转债交易数据——分正股市值

正股市值	转债收 益率	转债对 应正股 收益率	转股溢价 率变动 (pct)	转债总 只数	转债上 涨只数	转债上 涨只数 占比	转债日均 成交量 (亿元)	转债余 额(亿 元)	日均换手 率(成交 量/余 额)	转债价格 中位数 (元)	转股溢 价率中 位数 (%)
200亿以上	0.0%	-0.9%	0.2	83.0	42	51%	49	4838	1%	110	50
100亿~200亿	-0.1%	-1.7%	1.6	85.0	40	47%	46	1317	4%	117	40
50亿~100亿	-0.1%	-1.7%	1.3	140.0	67	48%	54	1239	4%	116	36
30亿~50亿	-0.2%	-1.3%	1.2	137.0	50	36%	40	711	6%	118	35
30亿以下	0.0%	-0.8%	0.6	88.0	44	50%	66	357	18%	118	31

资料来源: Wind, 华金证券研究所

(5) 分转债余额

收益率方面,按未转股余额划分,分别为 50 亿以上 0.1%、20 亿~50 亿-0.1%、10 亿~20 亿 0.0%、6 亿~10 亿 0.1%、3 亿~6 亿-0.5%、3 亿以下-0.3%。

图 14：上周转债交易数据——分转债余额

转债余额	转债收益率	转债对应正股收益率	转股溢价率变动 (pct)	转债总只数	转债上涨只数	转债上涨只数占比	转债日均成交量 (亿元)	转债余额 (亿元)	日均换手率 (成交量/余额)	转债价格中位数 (元)	转股溢价率中位数 (%)
50亿以上	0.1%	0.0%	(0.2)	25.0	16	64%	27	3633	1%	108	40
20亿~50亿	-0.1%	-0.9%	0.9	56.0	25	45%	23	1774	1%	108	45
10亿~20亿	0.0%	-0.7%	0.7	81.0	42	52%	18	1176	2%	111	50
6亿~10亿	0.1%	-0.9%	1.1	121.0	69	57%	28	950	3%	115	34
3亿~6亿	-0.5%	-1.6%	1.4	166.0	62	37%	86	751	11%	119	36
3亿以下	-0.3%	-1.7%	1.7	84.0	29	35%	73	179	41%	132	31

资料来源：Wind，华金证券研究所

(6) 分年限

收益率方面，各年限转债收益率分别为老债-0.2%、3~4年-0.1%、2~3年-0.2%、1~2年0.0%、0.5~1年-0.2%、次新债-0.1%。

图 15：上周转债交易数据——分年限

转债余额	转债收益率	转债对应正股收益率	转股溢价率变动 (pct)	转债总只数	转债上涨只数	转债上涨只数占比	转债日均成交量 (亿元)	转债余额 (亿元)	日均换手率 (成交量/余额)	转债价格中位数 (元)	转股溢价率中位数 (%)
老债	-0.2%	-1.5%	1.3	70.0	27	39%	57	1492	4%	124	23
3~4年	-0.1%	-1.8%	1.8	109.0	48	44%	49	1094	4%	116	41
2~3年	-0.2%	-0.9%	1.0	88.0	38	43%	37	2071	2%	112	46
1~2年	0.0%	-1.1%	0.9	139.0	71	51%	48	2496	2%	116	40
0.5~1年	-0.2%	-0.9%	0.9	52.0	24	46%	19	706	3%	115	39
次新债	-0.1%	-1.4%	1.3	75.0	35	47%	47	604	8%	121	33

资料来源：Wind，华金证券研究所

3、各行业转债特征

图 16: 各行业转债股性、债性特征

转债数量	2024/1/12	低价转债占比	债性转债占比	双低转债占比	股性转债占比	双高转债占比	双低指标中位数	转债价格中位数(元)	转股溢价率中位数(%)		低价转债	债性转债	双低转债	股性转债	双高转债
											占比	占比	占比	占比	占比
5	通信	20%	40%			40%	175	128	58						20%
7	国防军工		71%	14%		14%	161	121	41						
12	建筑材料	58%	25%	8%		8%	178	108	70						
20	计算机	10%	40%	20%	25%	5%	171	124	32	→					
17	银行	41%	6%	53%			139	108	28		-6%			6%	
7	钢铁	43%	43%	14%			157	116	41		14%			14%	
11	交通运输	18%	18%	55%		9%	149	118	27			-9%		9%	
7	非银金融	57%	14%	14%	14%		156	109	45	较					
31	电气设备	32%	26%	29%	10%	3%	158	114	46			10%		13%	3%
29	公用事业	24%	24%	31%	21%		148	118	22	上		3%		-7%	3%
14	纺织服装	29%	29%	36%	7%		148	113	32			-7%		7%	
25	轻工制造	16%	32%	32%	16%	4%	147	118	31		-4%	4%		12%	12%
4	商业贸易	75%		25%			153	108	45						
15	农林牧渔	33%	27%	40%			150	114	35	周	7%			-7%	
7	采掘	14%	14%	57%	14%		144	118	18					14%	14%
26	建筑装饰	27%	15%	42%	15%		149	114	25			-4%		4%	
4	传媒		50%	25%		25%	170	124	53	变					
77	化工	27%	29%	30%	12%	3%	156	116	40		-3%	3%			1%
50	电子	18%	52%	14%	6%	10%	163	117	44	化	2%	10%		-8%	-6%
10	家用电器	20%	20%	60%			153	120	28				10%		2%
9	食品饮料	44%	33%		22%		184	112	76						
21	有色金属	33%	24%	24%	19%		148	118	31			14%		14%	
48	机械设备	15%	48%	15%	17%	6%	162	120	36		-2%	4%		-4%	4%
42	医药生物	24%	38%	21%	12%	5%	165	116	46			2%		7%	10%
31	汽车	16%	35%	16%	23%	10%	160	123	34		3%				-3%

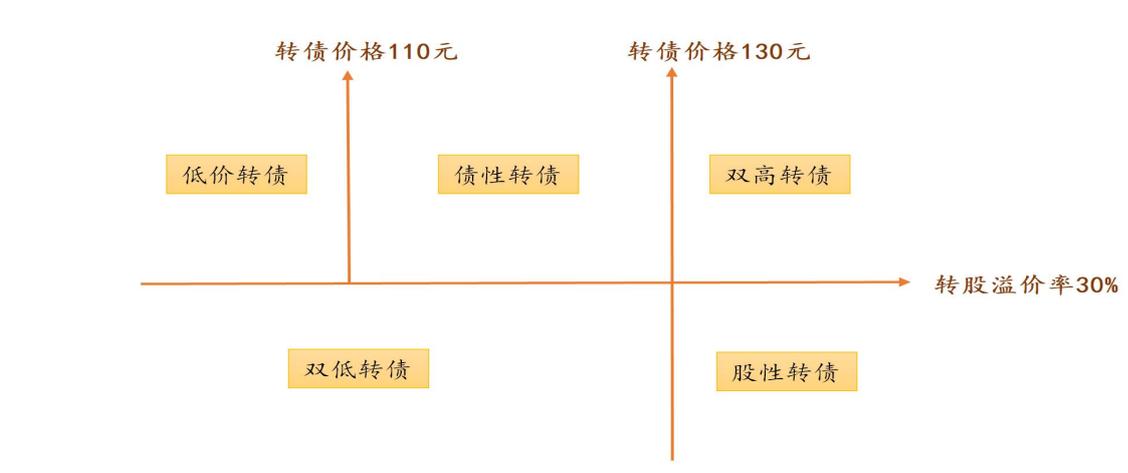
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 17: 各行业转债评级、规模、转换价值情况

转债数量	占比	2024/1/12	转债评级					正股市值					未转股余额					转换价值					
			AAA	AA+	AA	AA-	A+	A及以下	200亿以上	100亿~200亿	50亿~100亿	30亿~50亿	30亿以下	50亿以上	20亿~50亿	10亿~20亿	6亿~10亿	3亿~6亿	3亿以下	130元以上	100元~130元	80元~100元	80元以下
4	商业贸易		25%	75%					25%	50%	25%			25%	50%	25%						50%	50%
11	交通运输	36%	9%	9%	36%	9%		36%	9%	27%	9%	18%	18%	18%	9%	36%		18%		27%	45%	27%	
17	银行	71%	29%					53%	24%	24%			59%	29%	12%						59%	41%	
7	钢铁	29%		43%	29%		0%	14%	14%	43%	29%		14%	14%	29%	14%	14%				57%	43%	
7	非银金融	86%		14%				86%		14%			29%	57%		14%			14%		14%	71%	
31	电气设备	3%	6%	42%	26%	16%	6%	26%	16%	19%	23%	16%	13%	6%	26%	19%	29%	6%		32%	19%	48%	
15	农林牧渔	20%	7%	7%	47%	13%	7%	27%		13%	27%	33%	20%		7%	47%	13%	13%		13%	53%	33%	
25	轻工制造		8%	40%	32%	20%		4%	4%	36%	40%	16%		8%	8%	32%	20%	32%		32%	32%	36%	
29	公用事业	7%	28%	21%	24%	14%	7%	10%	17%	31%	28%	14%		14%	17%	34%	24%	10%	17%	28%	24%	31%	
14	纺织服装		14%	36%	29%	14%	7%	7%	7%	29%	36%	21%		14%	7%	36%	21%	21%	7%	29%	21%	43%	
26	建筑装饰	8%	8%	27%	23%	15%	19%	4%	8%	27%	23%	38%		8%	19%	19%	42%	12%	8%	19%	42%	31%	
7	采掘	29%	14%	43%	14%			57%	29%	14%				43%	29%	29%			14%	29%	29%	29%	
9	食品饮料			67%	33%			11%	22%	67%					33%	33%	11%	22%	22%		11%	67%	
4	传媒		50%	50%					50%	25%	25%						25%	25%	50%		25%	50%	
7	国防军工		29%	14%	29%	14%	14%		29%	57%	14%					29%	43%	29%		14%	71%	14%	
77	化工	1%	6%	22%	38%	31%	1%	14%	13%	22%	29%	22%			13%	9%	29%	35%	14%	5%	22%	27%	
21	有色金属		24%	24%	29%	14%	10%	10%	19%	43%	14%	14%	5%	14%	29%	24%	19%	10%	14%	14%	33%	38%	
48	机械设备	2%	6%	13%	40%	31%	8%	4%	23%	17%	35%	21%		6%	13%	19%	42%	21%	4%	21%	40%	35%	
10	家用电器			10%	60%	30%			10%	30%	40%	20%				10%	70%	10%			50%	30%	
42	医药生物		10%	33%	26%	26%	5%	17%	24%	24%	19%	17%		2%	24%	21%	43%	10%	10%	17%	26%	48%	
50	电子		16%	24%	34%	22%	4%	14%	16%	28%	28%	14%	2%	10%	12%	12%	48%	16%		10%	44%	46%	
31	汽车	3%	6%	16%	42%	23%	10%	13%	16%	19%	32%	19%		10%	13%	23%	32%	23%	10%	19%	48%	23%	
20	计算机			20%	20%	40%	20%	5%	5%	35%	40%	15%			15%	25%	20%	40%	10%	25%	30%	35%	
5	通信	20%			20%	60%			20%	60%		20%			20%		20%	60%		40%	20%	40%	
12	建筑材料	8%	17%	33%	17%	25%	0%	8%	17%	33%	25%	17%		17%	33%	17%	25%	8%		8%	25%	67%	

资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 18：可转债股性债性划分



资料来源：华金证券研究所自绘

（二）转债市场展望与策略推荐

上周转债面临股债均弱、资金面整体平稳的环境。去年 8 月底以来，转债市场交易量进入扩容以来最长的一段低迷期，而上周周均成交 304 亿元，周度环比下降 15%，为这段低迷期的极低点。缩量背景下也有边际情绪改善之处，比如双高、低评级炒作情绪升温，以及部分行业（传媒、钢铁、非银、医药、电子、计算机）股跌债涨，转债估值大幅抬升。

在风险偏好较差、增量资金有限的市场中，转债由于其低波动优势仍具备配置价值。短期仍建议使用哑铃策略并用低价和双低转债做厚哑铃底，结合近期景气度向上的行业如集运、橡胶、轮胎、汽车、贵金属、专用设备、消费电子，推荐关注北港转债、宏川转债、恒邦转债、麒麟转债、耐普转债、华兴转债、爱迪转债、沿浦转债、景旺转债。（上周转债关注组合收益率为-0.48%，低于全转债市场中位表现-0.04%，高于沪深 300 的-1.35%。2024 年建仓以来，转债关注组合收益率为-2.29%，低于全转债市场中位表现-1.39%，高于沪深 300 的-4.28%。）

五、风险提示

- 1、经济失速下滑，政策超预期宽松，剩余流动性持续大幅扩张，资产价格走势预测与实际形成偏差。
- 2、行业推荐根据过往数据、规律、经验总结，行业未来表现可能不及预期。
- 3、市场波动超预期，与预测差异较大。
- 4、宽基指数推荐历史表现不代表未来收益。
- 5、转债正股及公司基本面表现不及预期风险。

分析师声明

罗云峰、牛逸、杨斐然声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.com