



## 产业经济月报

# 从波动率看市场的底部构建

### 证券分析师

李浩

资格编号: S0120522110002

邮箱: lihao3@tebon.com.cn

### 相关研究

### 投资要点:

#### ● 近期观点

- 1、市场的筑底或伴随指数的隐波上行,且由于波动率上行或将不会长期共振,因此市场底部构建更多呈现结构性特征。
- 2、过去多年里美国的移动互联网和创新药等科技发展一定程度上限制了全球要素生产率增长,而这一限制或是中国全球化的重要基础,中国的全新商业范式或将带动全球要素生产率重回上行趋势。
- 3、中国加速地产市场化,财政的变化或整体较为平稳。地产周期平滑,或不需要太多政策工具支持,地产回归平衡点后或将为中国全球化提供更好的宏观环境。
- 4、行业配置:关注出口价格边际改善的家具、纺服、交运和化工。

#### ● 宏观与中观趋势:

- 1、预计人工智能的发展难以扭转美国科技创新周期回落带来的盈利增速放缓。
- 2、美国科技、制造、地产或均衡发展,中低收入人群薪资增速或难大幅回落,美国通胀具有粘性。
- 3、关注美国从长期衰退走向长期滞胀的可能,长期滞胀特征或将加剧美国经济短期波动。
- 4、关注美国逆全球化趋势下,离岸美元融资或将走弱,人民币国际化进程或有提速。
- 5、中国共同富裕与中低收入人群消费升级具有长期性。
- 6、低回报时代重点关注供给格局带来的长期超额收益。
- 7、传统行业国有化,国有企业市场化是中国经济效率上升的重要突破方向。
- 8、高端制造供需缺口最大阶段或已过,产能过剩导致的利润下行或将改善。

#### ● 长期和中期行业选择:

- 1、长期看全球经济可能走向杠杆周期的繁荣,通胀中枢拾级而上。我们建议关注传统行业中供给格局好的行业。

- 2、全球科技产业将持续数据化、智能化演进，先进封装或接棒摩尔定律。
- 3、中国去杠杆周期的尾声，可选消费或将具有显著超额增速。
- 4、看好中国相对低价推动的全面出海，以及未来品牌和渠道优势带动的量价齐升。

- **风险提示：**美国就业超预期改善；中美关系改善不及预期；半导体周期再度下行

## 内容目录

|                             |    |
|-----------------------------|----|
| 1. 月观点 .....                | 5  |
| 1.1. 中国产需同步回暖 .....         | 5  |
| 1.2. 美国经济强韧性，服务业表现强劲 .....  | 7  |
| 2. 市场复盘：波动率上行，宽基多下挫 .....   | 9  |
| 2.1. 宽基和因子：大盘风格相对抗跌 .....   | 9  |
| 2.2. 产业和行业：金融地产逆势微幅收涨 ..... | 10 |
| 2.3. 外资期指持仓：预期先下后上 .....    | 12 |
| 2.4. 波动率：大幅上行 .....         | 12 |
| 3. 下周热点：关注美国经济和通胀数据 .....   | 13 |
| 4. 风险提示 .....               | 13 |

## 图表目录

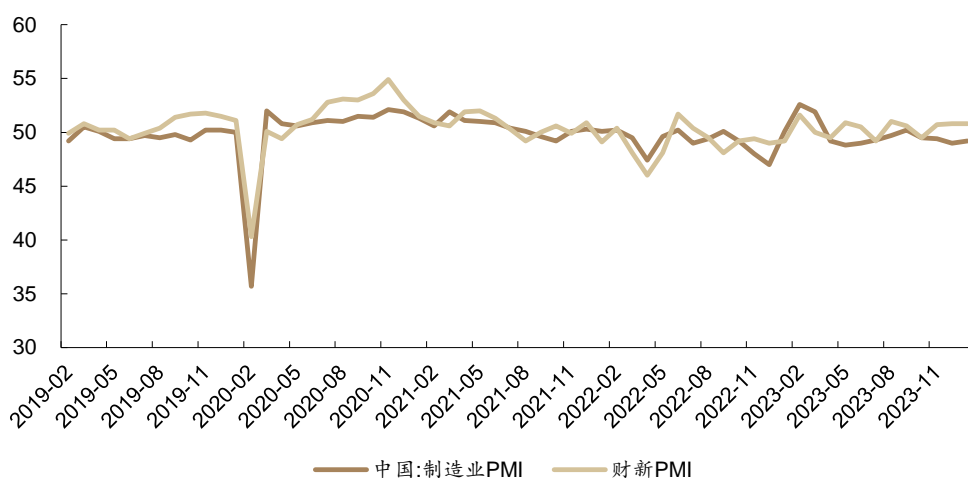
|   |    |
|---|----|
| 图 1: 官方制造业 PMI 回升, 财新 PMI 持平 (%) .....                    | 5  |
| 图 2: 多项指数环比改善 (%) .....                                   | 5  |
| 图 3: 补库迹象明显 (%) .....                                     | 6  |
| 图 4: 工业生产持续回暖 (%) .....                                   | 6  |
| 图 5: 美国制造业和服务业 PMI 同步上行 (%) .....                         | 8  |
| 图 6: 截至 2 月 3 日, CME 利率观察工具显示 3 月不降息概率提升 .....            | 9  |
| 图 7: 宽基指数月涨跌幅 (%) .....                                   | 9  |
| 图 8: 月度市场因子表现 (%) .....                                   | 10 |
| 图 9: 产业月涨跌幅 (%) .....                                     | 11 |
| 图 10: 细分行业月度相对上证指数涨跌幅 (%) .....                           | 11 |
| 图 11: 重点关注细分行业超额情况 (%) .....                              | 12 |
| 图 12: 摩根+乾坤+瑞银三大外资机构的期指净持仓 (单位: 手) .....                  | 12 |
| 图 13: 截至 2 月 2 日, 50/300/500ETF 期权隐含波动率大幅上行 (单位: 点) ..... | 13 |
| <br>  |    |
| 表 1: 工业企业“量价利”和库销比 .....                                  | 7  |
| 表 2: 商品生产就业回暖, 服务业生产就业进一步上行 .....                         | 8  |
| 表 3: 股指期货基差走势 (基差单位: 点) .....                             | 10 |
| 表 4: 下周热点 .....   | 13 |

## 1. 月观点

### 1.1. 中国产需同步回暖

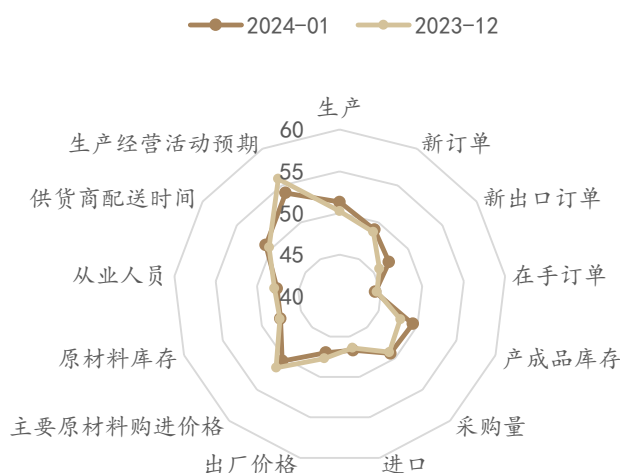
领先指标显示经济或有回暖，产需同步改善。2024年1月中国官方制造业PMI为49.2%，环比回升0.2个百分点；财新PMI维持50.8%荣枯线以上水平。官方PMI分项中多项指标环比改善，其中产成品库存(+1.6个百分点)、新出口订单(+1.4个百分点)、生产(+1.1个百分点)环比回升幅度领先。从PMI库存来看，原材料库存回落0.1个百分点，产成品库存上升1.6个百分点，商品价格伴随原油价格下行，上游价格的下行反而一定程度上激励了中游补库。

图1：官方制造业PMI回升，财新PMI持平(%)



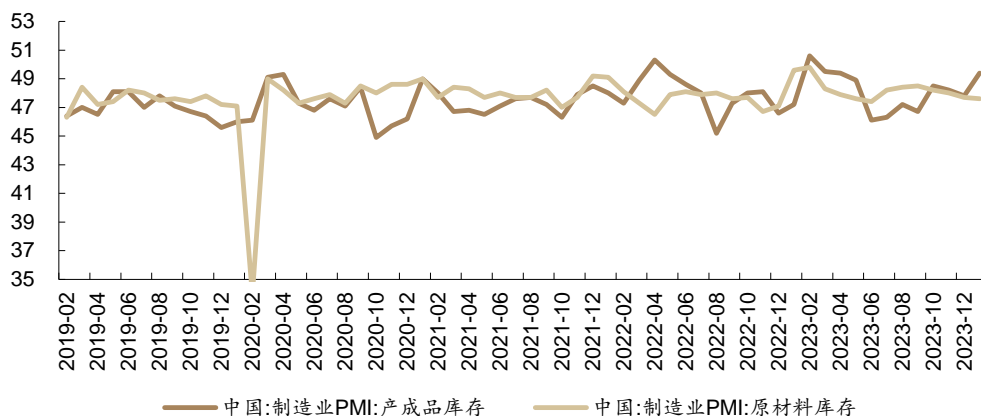
资料来源：wind，德邦研究所

图2：多项指数环比改善(%)



资料来源：wind，德邦研究所

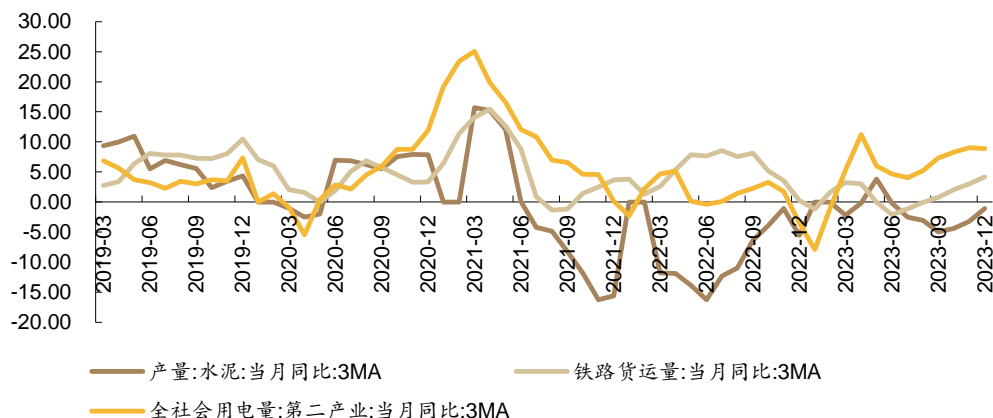
图 3：补库迹象明显 (%)



资料来源：wind, 德邦研究所

**工业生产持续回暖。**从工业生产各项指标来看，截至 2023 年 12 月中国生产端持续回暖，水泥产量同比和铁路运货量同比延续上行，用电量小幅下行。

图 4：工业生产持续回暖 (%)



资料来源：wind, 德邦研究所

**工业企业利润增速改善，上游仍然占优，量增伴随利润率扩张，且库销比处于历史低位。**从 2023 年 12 月工业企业利润数据拆分来看，上游的化纤织造、燃料加工、化工制造等行业利润同比增速较高，工业增加值增速领先，利润率水平也有所改善，叠加库销比处于较低历史分位。

**表 1：工业企业“量价利”和库销比**

| 总量和产业链          |         | 利润同比（当月同比，%） |          |         | 工业增加值（当月同比，%） |          |       | PPI（当月同比，%） |          |       | 利润率（当月同比，%） |          |         | 库销比    |          |          |          |
|-----------------|---------|--------------|----------|---------|---------------|----------|-------|-------------|----------|-------|-------------|----------|---------|--------|----------|----------|----------|
|                 |         | 2023年12月     | 2023年11月 | 增速变化    | 2023年12月      | 2023年11月 | 增速变化  | 2023年12月    | 2023年11月 | 增速变化  | 2023年12月    | 2023年11月 | 增速变化    | 五年分位   | 2023年12月 | 2023年11月 | 2023年10月 |
| <b>工业企业总量更新</b> |         | -2.3         | -4.4     | 2.10    | 4.6           | 4.3      | 0.30  | -3          | -3.1     | 0.10  | -5.42       | -6.58    | 1.16    | -      | -        | -        | -        |
| 上游采矿业           | 煤炭采选    | -15.9        | -18.9    | 2.9     | 5.8           | 5.2      | 0.6   | -16.5       | -15.8    | -0.7  | 1.5         | -16.1    | 17.5    | 5.30%  | 2.10%    | 2.52%    | 2.74%    |
|                 | 油气开采    | -74.0        | -2.5     | -71.5   | 3.5           | 1.8      | 1.7   | -1.6        | -3.3     | 1.7   | 69.5        | -1.6     | 71.1    | 3.50%  | 0.85%    | 1.02%    | 1.02%    |
|                 | 黑色采选    | 45.3         | 1745.7   | -1700.4 | 16.6          | 11.6     | 5.0   | 17.4        | 15.1     | 2.3   | 56.8        | 1303.6   | -1246.8 | 10.70% | 4.45%    | 5.01%    | 5.43%    |
|                 | 有色金属    | 4.5          | 7.5      | -3.0    | 3.8           | 2.7      | 1.1   | 6.9         | 8.1      | -1.2  | 25.1        | 14.8     | 10.4    | 1.70%  | 3.88%    | 4.59%    | 5.06%    |
|                 | 非金属采选   | -38.6        | 5.6      | -44.2   | -3.2          | -2.7     | -0.5  | -2.3        | -2.1     | -0.2  | -13.7       | 36.6     | -50.3   | 32.10% | 6.26%    | 7.19%    | 7.89%    |
| 上游原材料加工         | 燃料加工    | 76.4         | 160.3    | -83.9   | 15.0          | 8.1      | 6.9   | -5.8        | -6.3     | 0.5   | -72.6       | -162.9   | 90.3    | 8.90%  | 2.99%    | 3.34%    | 3.64%    |
|                 | 化工制造    | 30.5         | 13.3     | 17.1    | 11.0          | 9.6      | 1.4   | -6.3        | -6.8     | 0.5   | 24.0        | 10.3     | 13.7    | 10.70% | 4.72%    | 5.26%    | 5.81%    |
|                 | 医药制造    | -15.5        | -19.5    | 4.0     | -3.3          | -8.1     | 4.8   | 0.1         | 0.7      | -0.6  | 0.7         | -2.6     | 3.2     | 17.80% | 9.94%    | 11.38%   | 12.52%   |
|                 | 化纤制造    | 146.8        | 70.7     | 76.1    | 16.2          | 16.8     | -0.6  | 1.3         | 0.0      | 1.3   | 114.1       | 52.2     | 62.0    | 10.70% | 6.48%    | 7.35%    | 8.19%    |
|                 | 橡胶塑料    | -11.5        | 4.4      | -15.9   | 9.9           | 7.4      | 2.5   | -3.3        | -3.2     | -0.1  | -7.6        | 2.6      | -10.2   | 16.00% | 6.38%    | 7.02%    | 7.72%    |
|                 | 非金属矿物制品 | -21.1        | -28.4    | 7.2     | 0.3           | -0.6     | 0.9   | -7.9        | -8.2     | 0.3   | -1.8        | -11.0    | 9.2     | 25.00% | 5.83%    | 6.54%    | 7.28%    |
|                 | 黑色冶炼    | 20.6         | 297.8    | -277.2  | 2.1           | 5.1      | -3.0  | -1.9        | -2.3     | 0.4   | 25.1        | -279.2   | 304.3   | 10.70% | 3.49%    | 3.93%    | 4.53%    |
|                 | 有色冶炼    | 34.4         | 243.3    | -208.9  | 12.9          | 10.2     | 2.7   | 0.4         | 1.7      | -1.3  | 38.0        | 240.5    | -202.5  | 3.50%  | 2.75%    | 3.22%    | 3.55%    |
|                 | 金属制品    | 0.6          | 4.2      | -3.6    | 7.3           | 6.0      | 1.3   | -2.2        | -2.0     | -0.2  | 6.1         | 5.8      | 0.3     | 10.70% | 5.54%    | 6.28%    | 6.96%    |
|                 | 专用设备    | 10.5         | 1.0      | 9.6     | 4.6           | 0.8      | 3.8   | -0.6        | -0.5     | -0.1  | 11.6        | 0.7      | 10.9    | 8.90%  | 7.35%    | 8.44%    | 9.43%    |
| 中游制造业           | 专用设备    | -6.2         | -24.4    | 18.2    | 3.6           | 1.9      | 1.7   | -0.6        | -0.5     | -0.1  | -5.8        | -15.3    | 9.5     | 17.80% | 10.40%   | 12.29%   | 13.69%   |
|                 | 汽车制造    | 7.2          | 6.0      | 1.1     | 20.0          | 20.7     | -0.7  | -1.2        | -1.6     | 0.4   | -4.7        | -7.1     | 2.5     | 1.70%  | 4.06%    | 4.79%    | 5.14%    |
|                 | 交通运输    | 17.5         | 36.8     | -19.3   | 5.6           | 12.7     | -7.1  | -0.5        | -0.5     | 0.0   | 23.2        | 21.0     | 2.2     | 10.70% | 5.27%    | 6.25%    | 7.04%    |
|                 | 电气机械    | -5.1         | -10.2    | 5.1     | 10.1          | 10.2     | -0.1  | -4.3        | -4.0     | -0.3  | -6.3        | -13.8    | 7.5     | 1.70%  | 5.35%    | 6.21%    | 6.95%    |
|                 | 电子通信    | -3.2         | 41.1     | -44.3   | 9.6           | 10.6     | -1.0  | -3.9        | -3.5     | -0.4  | -2.0        | 34.9     | -36.9   | 10.70% | 4.46%    | 4.99%    | 5.45%    |
| 下游消费            | 农副产品    | -31.5        | -11.5    | -20.0   | -0.8          | -0.5     | -0.3  | -4.7        | -5.0     | 0.3   | -15.9       | 0.3      | -16.2   | 14.20% | 5.03%    | 5.60%    | 5.97%    |
|                 | 食品制造    | -9.5         | 5.5      | -15.0   | 4.4           | 3.8      | 0.6   | -1.1        | -1.2     | 0.1   | 10.0        | 21.0     | -10.9   | 21.40% | 4.97%    | 5.44%    | 5.89%    |
|                 | 酒类饮料    | 16.1         | -19.6    | 35.8    | 2.1           | 4.8      | -2.7  | 1.2         | 1.2      | 0.0   | 28.0        | -0.2     | 28.3    | 28.50% | 8.14%    | 8.74%    | 8.71%    |
|                 | 烟草制品    | 25.8         | 78.2     | -52.5   | -8.0          | 5.7      | -13.7 | 1.3         | 1.3      | 0.0   | -34.8       | 72.7     | -107.5  | 32.10% | 1.85%    | 1.90%    | 1.82%    |
|                 | 纺织      | 8.8          | -3.6     | 12.4    | 1.7           | 2.1      | -0.4  | -1.6        | -1.6     | 0.0   | 24.2        | 12.3     | 11.9    | 21.40% | 8.73%    | 9.94%    | 10.90%   |
|                 | 纺织服装    | -19.1        | -2.3     | -16.8   | -1.8          | -5.5     | 3.7   | 0.4         | 0.3      | 0.1   | -4.5        | -1.3     | -3.2    | 17.80% | 7.85%    | 9.07%    | 10.22%   |
|                 | 木材加工    | -10.9        | 17.7     | -28.6   | -2.7          | -2.6     | -0.1  | -1.5        | -1.9     | 0.4   | 10.7        | 35.3     | -24.6   | 32.10% | 3.76%    | 6.32%    | 7.07%    |
|                 | 造纸      | -9.2         | 67.4     | -76.7   | 9.2           | 7.8      | 1.4   | -5.8        | -5.9     | 0.1   | -2.2        | 83.4     | -85.6   | 21.40% | 5.89%    | 6.80%    | 7.57%    |
| 公用事业            | 印刷      | -5.8         | 1.8      | -7.6    | 0.6           | -1.3     | 1.9   | -0.8        | -0.7     | -0.1  | 12.8        | 17.7     | -4.9    | 16.00% | 5.85%    | 6.75%    | 7.57%    |
|                 | 电力热力    | 217.6        | 228.4    | -10.7   | 5.8           | 9.2      | -3.4  | -0.9        | -1.0     | 0.1   | -215.0      | 183.2    | -398.2  | 16.00% | 5.00%    | 5.42%    | 5.91%    |
|                 | 燃气生产    | -22.8        | 112.1    | -134.9  | 19.3          | 21.3     | -2.0  | -0.8        | -1.5     | 0.7   | 57.8        | -90.5    | 147.7   | 10.70% | 4.49%    | 5.14%    | 5.78%    |
| 水的生产供应          | -13.1   | 38.2         | -51.4    | 4.3     | 1.3           | 3.0      | 1.2   | 1.1         | 0.1      | -17.1 | 33.0        | -50.1    | 5.30%   | 0.07%  | 0.07%    | 0.08%    |          |

资料来源：wind，德邦研究所

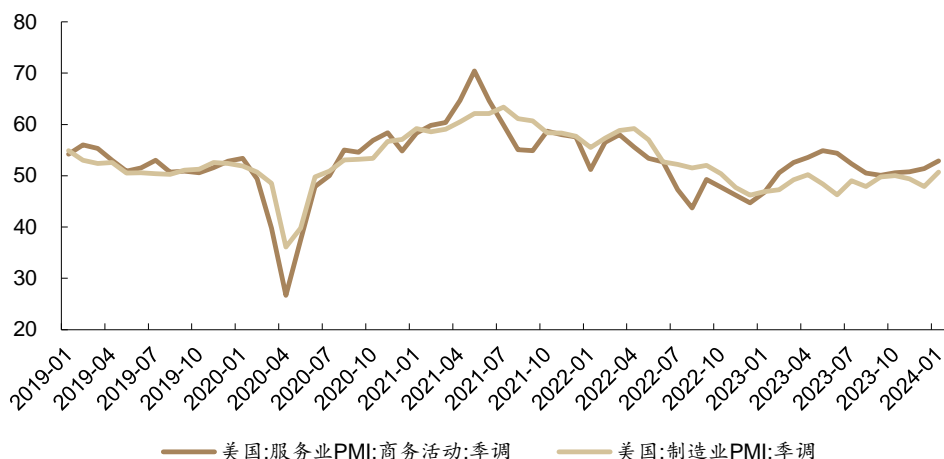
## 1.2. 美国经济强韧性，服务业表现强劲

**美国 1 月 PMI 改善，服务业延续上行，制造业回暖。**2024 年 1 月美国制造业 PMI 录得 50.7%，回归荣枯线以上水平，服务业 PMI 为 52.9%。

**非农就业大超预期，服务业就业强劲，商品生产部门就业小幅回落。**2024 年 1 月，美国非农就业新增人数 35.3 万人，远超预期的 18.5 万人；服务业就业火热，新增就业为 28.9 万人，较 2023 年 12 月多增 4.4 万人，其中又数专业商业服务、教育保健服务和运输仓储服务新增就业人数较多；商品部门新增就业 2.8 万人，较 2023 年 12 月少增 0.5 万人，其中制造业及其分项非耐用品制造就业改善较为明显。

**私人部门时薪增速上行，服务业依然是主贡献，制造业时薪增速下行。**2024 年 1 月美国私人部门平均时薪增速为 4.48%，增速较 2023 年 12 月上行了 0.16 个百分点；服务业时薪增速为 4.36%，上行 0.29 个百分点，其中运输仓储时薪同比 6.63%，高位上行了 0.11 个百分点，此外金融活动、专业商业服务、教育保健服务、休闲酒店业时薪增速改善幅度也较为明显；商品生产时薪增速 5.17%，增速下行 0.3 个百分点，主要受到制造业时薪增速下行的拖累。

图 5：美国制造业和服务业 PMI 同步上行（%）



资料来源：wind，德邦研究所

表 2：商品生产就业回暖，服务业生产就业进一步上行

| 分项      | 新增非农就业人数（万人） |         |         | 平均时薪增速         |         |
|---------|--------------|---------|---------|----------------|---------|
|         | 2024-01      | 2023-12 | 2023-11 | 同比%<br>2024-01 | 同比增速变化% |
| 非农总计    | 35.30        | 33.30   | 18.20   |                |         |
| 私人部门    | 31.70        | 27.80   | 15.20   | 4.48           | 0.16    |
| 商品生产    | 2.80         | 3.30    | 3.60    | 5.17           | -0.30   |
| 采矿业     | -0.60        | 0.10    | -0.40   | 5.79           | 0.09    |
| 建筑业     | 1.10         | 2.40    | 1.50    | 5.18           | 0.35    |
| 制造业     | 2.30         | 0.80    | 2.50    | 4.99           | -0.63   |
| 耐用品     | 0.40         | 1.30    | 3.70    | 5.43           | -0.54   |
| 非耐用品    | 1.90         | -0.50   | -1.20   | 4.05           | -0.69   |
| 服务生产    | 28.90        | 24.50   | 11.60   | 4.36           | 0.29    |
| 批发业     | 0.21         | 1.07    | 0.69    | 2.78           | -1.01   |
| 零售业     | 4.52         | 4.32    | -4.29   | 3.10           | -0.31   |
| 运输仓储业   | 1.55         | 0.16    | -1.05   | 6.63           | 0.11    |
| 公用事业    | 0.18         | 0.23    | 0.16    | 3.87           | -0.17   |
| 信息业     | 1.50         | 1.80    | 1.70    | 3.10           | 0.04    |
| 金融活动    | 0.80         | 1.30    | 0.40    | 5.34           | 0.27    |
| 专业和商业服务 | 7.40         | 3.50    | 1.00    | 4.63           | 0.29    |
| 教育和保健服务 | 11.20        | 8.40    | 11.00   | 3.68           | 0.36    |
| 休闲和酒店业  | 1.10         | 3.80    | 1.00    | 4.38           | 0.23    |
| 政府      | 3.60         | 5.50    | 3.00    |                |         |

资料来源：wind，德邦研究所



美国经济韧性十足，3月降息预期下修，5月降息预期上行。CME 利率观察工具显示 3 月利率维持概率进一步上修至 62%，而市场预期 5 月降息的概率为 59.6%。

图 6：截至 2 月 3 日，CME 利率观察工具显示 3 月不降息概率提升

| CME FEDWATCH TOOL - MEETING PROBABILITIES |         |         |         |         |         |         |         |         |         |
|---|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| MEETING DATE                              | 325-350 | 350-375 | 375-400 | 400-425 | 425-450 | 450-475 | 475-500 | 500-525 | 525-550 |
| 2024/3/20                                 |         |         |         | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 38.0%   | 62.0%   |
| 2024/5/1                                  | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 34.2%   | 59.6%   | 6.2%    |
| 2024/6/12                                 | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 5.7%    | 38.5%   | 50.7%   | 5.1%    | 0.0%    |
| 2024/7/31                                 | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 5.7%    | 38.2%   | 50.6%   | 5.5%    | 0.0%    | 0.0%    |
| 2024/9/18                                 | 0.0%    | 0.1%    | 6.3%    | 38.5%   | 49.7%   | 5.4%    | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    |
| 2024/11/7                                 | 0.1%    | 3.9%    | 25.8%   | 45.2%   | 22.9%   | 2.2%    | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    |
| 2024/12/18                                | 3.4%    | 23.0%   | 42.8%   | 25.7%   | 4.7%    | 0.3%    | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    |

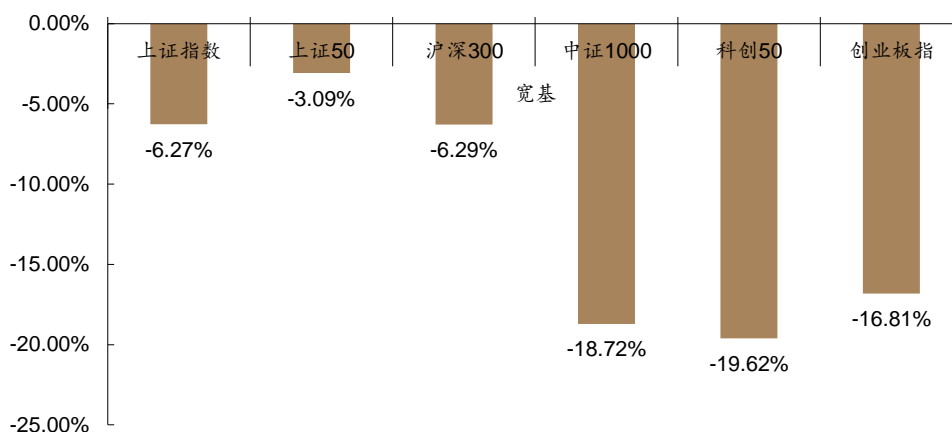
资料来源：CME，德邦研究所

## 2. 市场复盘：波动率上行，宽基多下挫

### 2.1. 宽基和因子：大盘风格相对抗跌

1 月市场大幅下挫，科创 50 领跌。上证指数收跌-6.27%，科创 50、中证 1000 和创业板指跌幅较深，分别为-19.62%、-18.72%和-16.81%。

图 7：宽基指数月涨跌幅（%）



资料来源：ifind，德邦研究所

股指期货全线收跌，下月合约全部贴水。股指期货市场表现偏悲观，上证 50 和沪深 300 期货贴水幅度较小，中证 500 和中证 1000 贴水幅度较深。

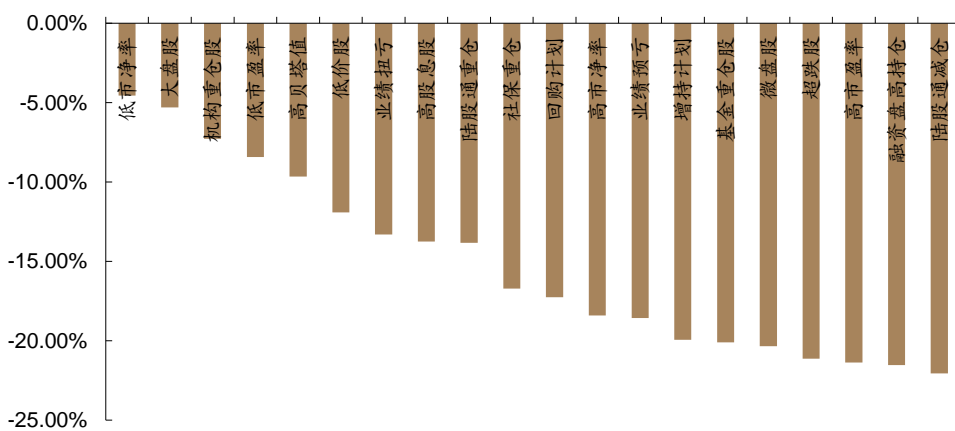
表 3: 股指期货基差走势 (基差单位: 点)

| 指数     | 合约 | 代码   | 月涨跌幅%  | 基差     | 基差走势 |
|--------|----|------|--------|--------|------|
| 上证50   | 当月 | IH00 | -3.08  | -1.30  |      |
|        | 下月 | IH01 | -3.34  | 0.10   |      |
|        | 下季 | IH02 | -3.75  | 3.50   |      |
|        | 隔季 | IH03 | -5.10  | 34.30  |      |
| 沪深300  | 当月 | IF00 | -6.62  | 3.35   |      |
|        | 下月 | IF01 | -6.94  | 8.75   |      |
|        | 下季 | IF02 | -7.93  | 33.55  |      |
|        | 隔季 | IF03 | -8.95  | 71.35  |      |
| 中证500  | 当月 | IC00 | -14.34 | 39.58  |      |
|        | 下月 | IC01 | -15.02 | 87.98  |      |
|        | 下季 | IC02 | -16.91 | 197.98 |      |
|        | 隔季 | IC03 | -17.25 | 264.78 |      |
| 中证1000 | 当月 | IM00 | -19.71 | 57.83  |      |
|        | 下月 | IM01 | -20.44 | 118.83 |      |
|        | 下季 | IM02 | -22.28 | 241.03 |      |
|        | 隔季 | IM03 | -22.54 | 323.63 |      |

资料来源: ifind, 德邦研究所

从市场因子表现来看, 陆股通减仓领跌。低市净率、大盘股、机构重仓股跌幅较少, 陆股通减仓、融资盘高持仓、高市盈率跌幅居前。

图 8: 月度市场因子表现 (%)

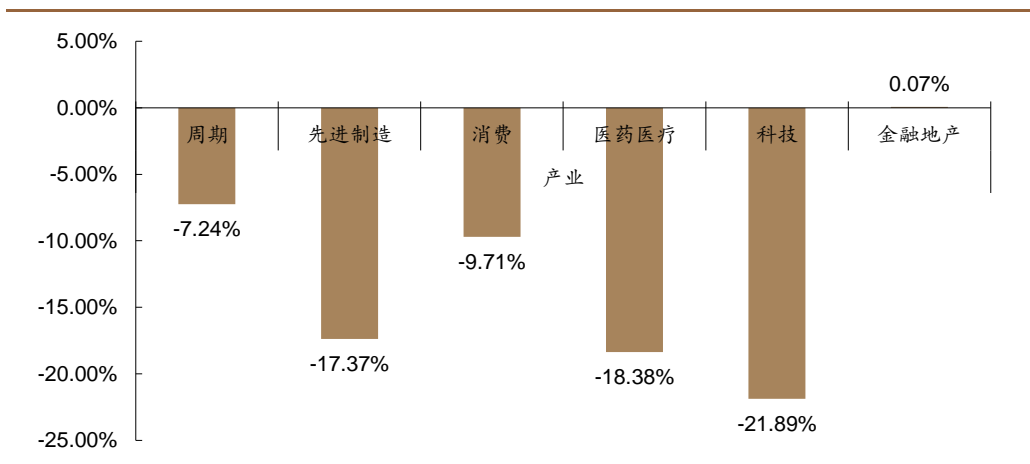


资料来源: ifind, 德邦研究所

## 2.2. 产业和行业: 金融地产逆势微幅收涨

从产业层面来看, 金融地产逆势小幅收涨。金融地产 (+0.07%) 微幅收涨, 科技 (-21.89%) 领跌, 医药医疗 (-18.38%)、先进制造 (-17.37%)、消费 (-9.71%) 收跌。

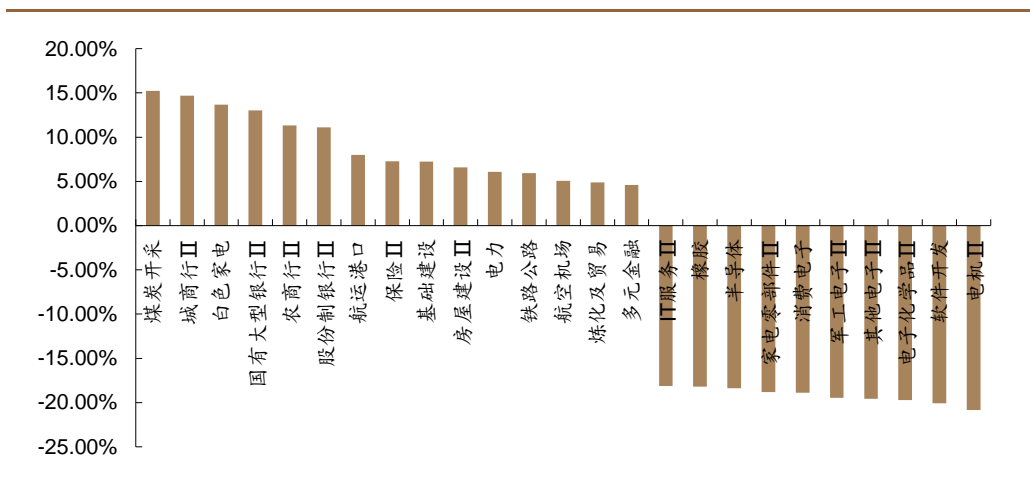
图 9：产业月涨跌幅（%）



资料来源：ifind，德邦研究所

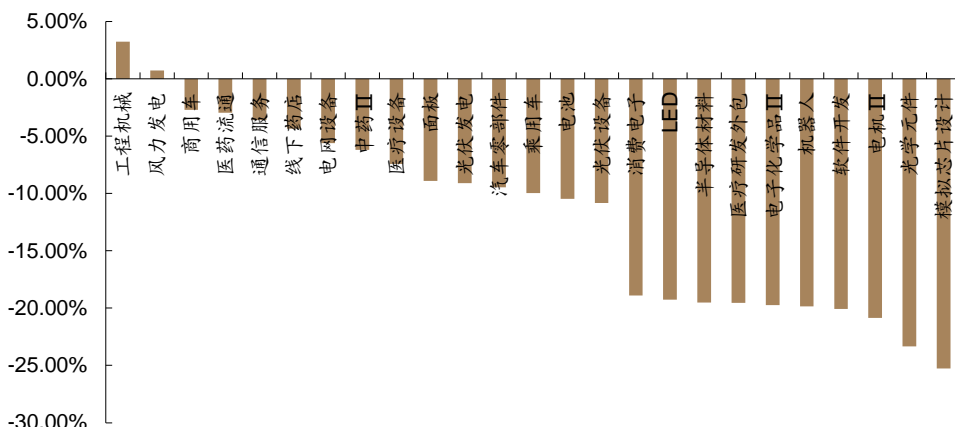
细分行业层面，煤炭银行超额领先。从超额表现来看：煤炭开采(+15.24%)、城商行(+14.67%)、白色家电(+13.69%)相对上证指数涨幅领先；电机(-20.86%)、软件开发(-20.07%)、电子化学品(-19.73%)相对上证指数跌幅居前。

图 10：细分行业月度相对上证指数涨跌幅（%）



资料来源：ifind，德邦研究所

图 11: 重点关注细分行业超额情况 (%)

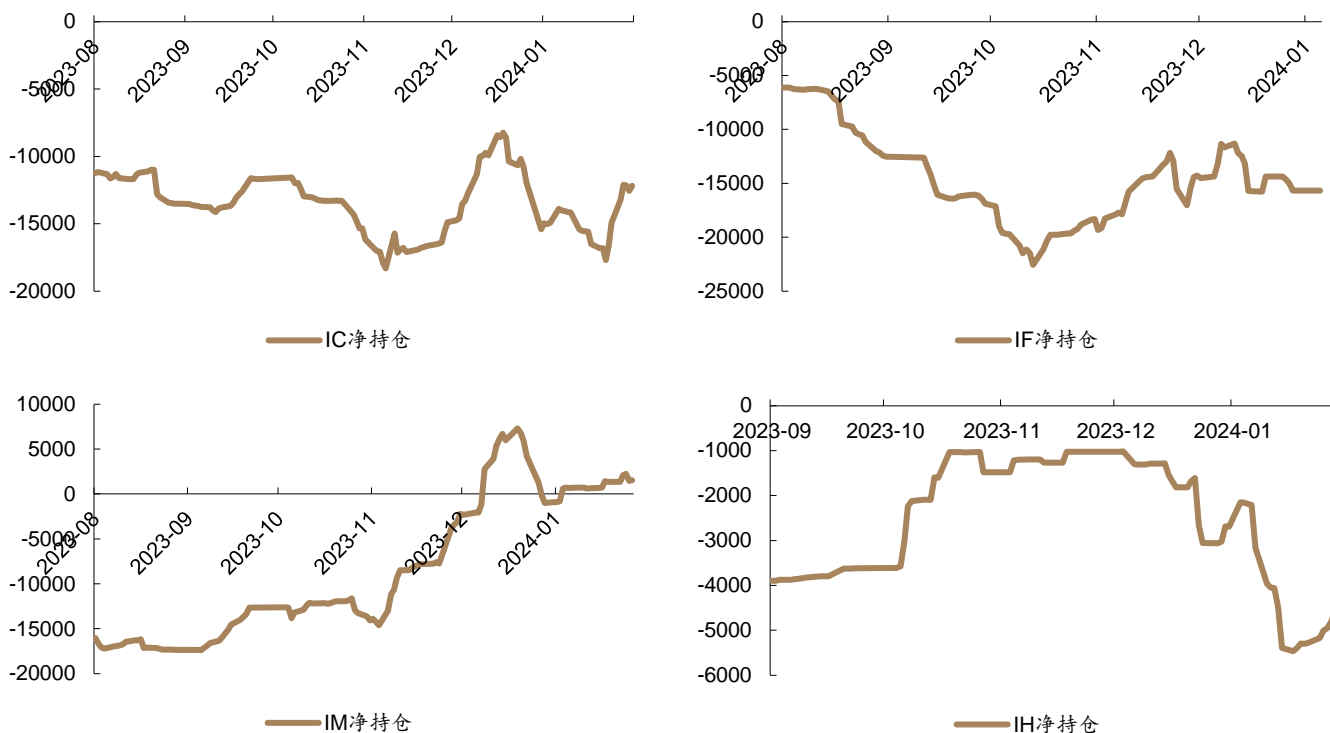


资料来源: ifind, 德邦研究所

### 2.3. 外资期指持仓: 预期先下后上

本月外资机构预期先下后上, IC、IH 净持仓在月末明显上行, IM 净持仓稳中有升。

图 12: 摩根+乾坤+瑞银三大外资机构的期指净持仓 (单位: 手)



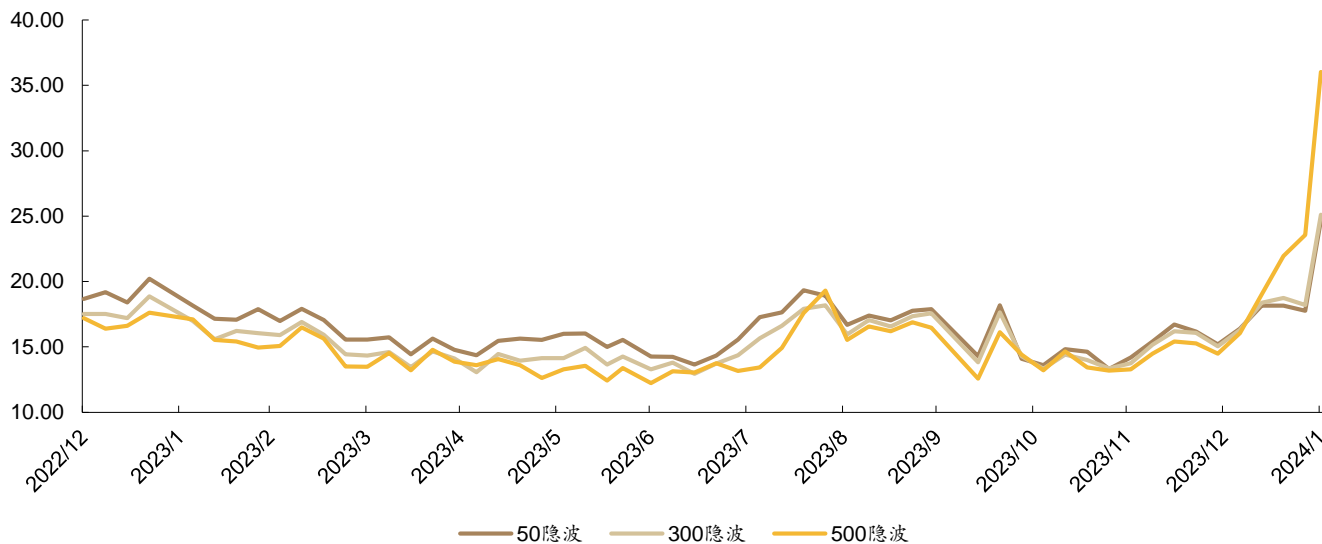
资料来源: ifind, 德邦研究所

### 2.4. 波动率: 大幅上行

50ETF、300ETF 和 500ETF 期权隐含波动率 (后简称隐波) 在 1 月底 2 月初区间大幅上行。但我们发现在市场下挫过程中, 三个指数的隐波并没有共振, 本轮 500ETF 期权隐波从 1 月 12 日当周率先上行, 但 50ETF 和 300ETF 隐波彼时震荡下行, 直到 1 月 31 日当周才开始上行。我们认为市场的筑底或伴随指数的

隐波上行，且由于波动率上行或将不会长期共振，因此市场底部构建更多呈现结构性特征。

图 13：截至 2 月 2 日，50/300/500ETF 期权隐含波动率大幅上行（单位：点）



资料来源：wind，德邦研究所

### 3. 下周热点：关注美国经济和通胀数据

下周 (2.5-2.10) 重点关注美国贸易数据和中国物价数据，产业层面关注台积电或公布日本熊本第二工厂的更多细节。

表 4：下周热点

|      | 日期       |         | 会议/事件/数据         |
|------|----------|---------|------------------|
|      | Date     | Weekday |                  |
| 海外宏观 | 2024/2/5 | 1       | 美国 PMI           |
|      | 2024/2/7 | 3       | 美国贸易帐(美元)        |
|      | 2024/2/9 | 5       | 美国联邦储备银行准备金余额    |
| 国内宏观 | 2024/2/5 | 1       | 中国财新服务业 PMI      |
|      | 2024/2/7 | 3       | 中国外汇储备(美元)       |
|      | 2024/2/8 | 4       | 中国 CPI 和 PPI     |
| 产业行业 | 2024/2/6 | 2       | 台积电日本熊本第二工厂的更多细节 |

资料来源：ifind、财联社，德邦研究所

### 4. 风险提示

美国就业超预期改善；中美关系改善不及预期；半导体周期再度下行

# 信息披露

## 分析师与研究助理简介

李浩，德邦证券产业经济首席分析师，曾就职武钢股份、国海证券、上海证券，十年央企工作经验、三年黑色周期行业研究经验、三年策略研究经验。在央企十年的工作历程中，曾从事技术、营销、投资、国际公共关系及法务与金融投资的相关环节工作，造就了注重胜率为导向的研究特色。2022年11月加入德邦证券研究所。

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，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

| 1. 投资评级的比较和评级标准：<br>以报告发布后的6个月内的市场表现<br>为比较标准，报告发布日后6个月<br>内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅<br>相对同期市场基准指数的涨跌幅； | 类别         | 评级   | 说明                             |
|---|------------|------|--------------------------------|
| 2. 市场基准指数的比较标准：<br>A股市场以上证综指或深证成指为基<br>准；香港市场以恒生指数为基准；美<br>国市场以标普500或纳斯达克综合指<br>数为基准。           | 股票投资评<br>级 | 买入   | 相对强于市场表现 20%以上；                |
|   |            | 增持   | 相对强于市场表现 5%~20%；               |
|   |            | 中性   | 相对市场表现在-5%~+5%之间波动；            |
|   |            | 减持   | 相对弱于市场表现 5%以下。                 |
|   | 行业投资评<br>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

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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，德邦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，未经德邦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，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，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，德邦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。