



## 研究院 FICC 组

### 研究员

#### 蔡劭立

☎ 0755-23887993

✉ caishaoli@htfc.com

从业资格号: F3056198

投资咨询号: Z0015616

#### 高聪

☎ 021-60828524

✉ gaocong@htfc.com

从业资格号: F3063338

投资咨询号: Z0016648

### 投资咨询业务资格:

证监许可【2011】1289号

## 策略摘要

商品期货：黑色建材、贵金属逢低买入套保，其他均为中性；股指期货：中性。

## 核心观点

### ■ 宏观

**中美总量补库趋势重启。**12月以来，中美的重启补库趋势。国内等待稳增长政策传导落地，市场情绪仍待重振。美国就业数据持续超预期韧性，“就业—薪资—消费”的闭环仍延续，那么流动性更有可能成为政策转松的诱因，目前判断美联储5月开启降息同时宣布QT转缓。

### ■ 中观

**春节带来国内明显的库存季节性。**在春节假期前，下游工厂和施工项目将逐渐提前放假，节后复工；与此同时，上游成材生产端降幅较低，带来春节前后的库存周期性变化，跨越假期前后两个月。

从库存周期的角度，关注汽车、运输设备、橡塑、燃气、黑色冶炼、电子等进入补库周期的行业。**下游补库，原材料仍去库是中美共同特征。**

事件策略来看：一、春节假期的历史表现：假期期间的消费对于农产品中的谷物、软商品、油脂油料有一定支撑；节后首周，在复工复产逻辑驱动下，有色、黑色原料、非金属建材表现相对亮眼；节后首月，黄金表现相对亮眼。二、上半年，厄尔尼诺下东南亚干旱支撑橡胶价格，下半年有望转向拉尼娜，饲料（豆粕、玉米）趋势继续看好。三、红海事件延续，除了继续支撑集运价格外，从油轮改道的程度以及苏伊士运河依赖度上看，成品油受到的影响大于原油，并将导致跨区价差被拉宽。

### ■ 微观

**目前微观呈现供需双弱的局面，关注节后复工复产的进程。**

**■ 风险：**地缘政治风险（能源板块上行风险）；全球经济超预期下行（风险资产下行风险）；美联储超预期收紧（风险资产下行风险）；海外流动性风险冲击（风险资产下行风险）。

## 目录

策略摘要.....	1
核心观点.....	1
量价观察：1月全球利率普遍下行.....	4
海外宏观展望.....	5
美国经济超预期韧性.....	5
欧盟经济筑底，但上行动力仍不明朗.....	6
国内宏观展望.....	7
经济基本面具有韧性.....	7
大类配置逻辑一、降息计价持续下修.....	8
关注美联储政策平台期的配置机会.....	9
大类配置逻辑二、等待国内稳增长政策传导.....	11
近期稳增长政策持续加码.....	11
弱复苏的配置逻辑.....	12
人民币汇率短期偏震荡.....	12
大类配置逻辑三、总量补库重启.....	13
中国和美国目前所处的库存阶段.....	13
航运、运力缺口对近月 EC2404 合约仍有支撑，远月合约面临压力.....	16
商品、关注春节假期效应.....	16
中观行业现状.....	16
2024 年全球气候模式转变，关注极端天气影响.....	18
微观：春节带来国内明显的库存季节性.....	19
股指、等待信心回暖.....	20
2月关注事项.....	21

## 图表

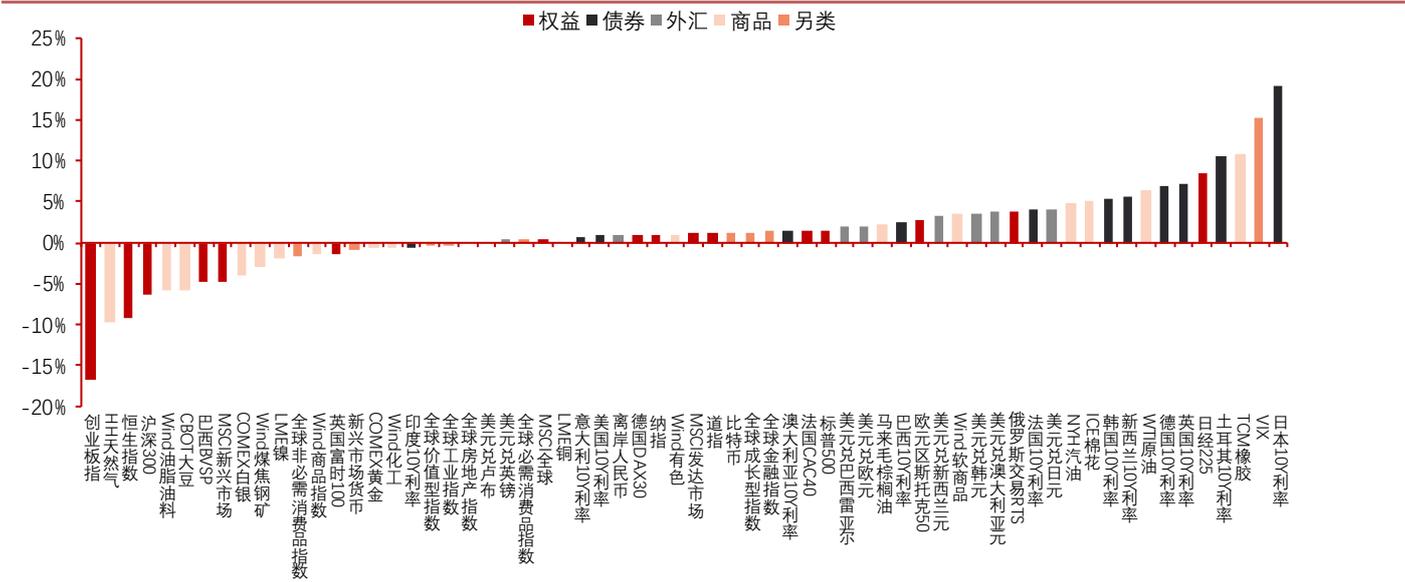
图 1：全球大类资产表现 (2023/12/29-2024/01/31)   单位：%.....	4
图 2：全球大类资产月度量价观察 (2023/12/29-2024/01/31)   单位：%.....	4
图 3：美国经济月度热力图   单位：%.....	5
图 4：美国 GDP 环比折年率分项贡献   单位：%.....	6
图 5：欧盟经济月度热力图   单位：%.....	6
图 6：主要国家花旗经济意外指数   单位：%.....	7
图 7：中国经济月度热力图   单位：%.....	7
图 8：代表衰退计价的美债 10Y-2Y 和 10Y-3M 利差明显收窄   单位：%.....	8
图 9：近四轮历史美联储从加息转为降息期间的资产表现   单位：%.....	9
图 10：近四轮历史美联储降息期间的上证表现 (指数化)   单位：%.....	10
图 11：近四轮历史美联储降息期间的黄金表现 (指数化)   单位：%.....	10

图 12:	近四轮历史美联储降息期间的纳指表现 (指数化)   单位: %.....	10
图 13:	近四轮历史美联储降息期间的 CRB 工业原料表现 (指数化)   单位: %.....	10
图 14:	近四轮历史美联储降息期间的原油表现 (指数化)   单位: %.....	10
图 15:	近四轮历史美联储降息期间的有色表现 (指数化)   单位: %.....	10
图 16:	地方两会目标汇总   单位: %.....	11
图 17:	拟合模型指向人民币汇率见顶转升   单位: %.....	13
图 18:	中国工业企业产成品库存累计同比   单位: %.....	13
图 19:	近 6 轮美国库存周期   单位: %.....	13
图 20:	2023 年 12 月中国工业企业各行业所处的库存周期位置   单位: 月.....	14
图 21:	2023 年 12 月美国制造商各行业所处的库存周期位置   单位: 月.....	15
图 22:	2023 年 12 月中国工业企业各行业负债增速   单位: %.....	15
图 23:	2023 年 12 月工业企业分行业增加值变化   单位: %.....	17
图 24:	2023 年主要行业商品用量以及 2024 年增速推演   单位: %.....	18
图 25:	NINO3.4 指数.....	18
图 26:	厄尔尼诺与拉尼娜历史演变.....	18
图 27:	历史厄尔尼诺气候条件下全球降水情况.....	19
图 28:	历史拉尼娜气候条件下全球降水情况.....	19
图 29:	春节后历史表现   单位: %.....	19
图 30:	主要商品品种 2024 年库存趋势推演   单位: %.....	20
图 31:	2 月重大事件和数据日历.....	21
表 1:	国内弱复苏阶段商品表现   单位: %.....	12

## 量价观察：1月全球利率普遍下行

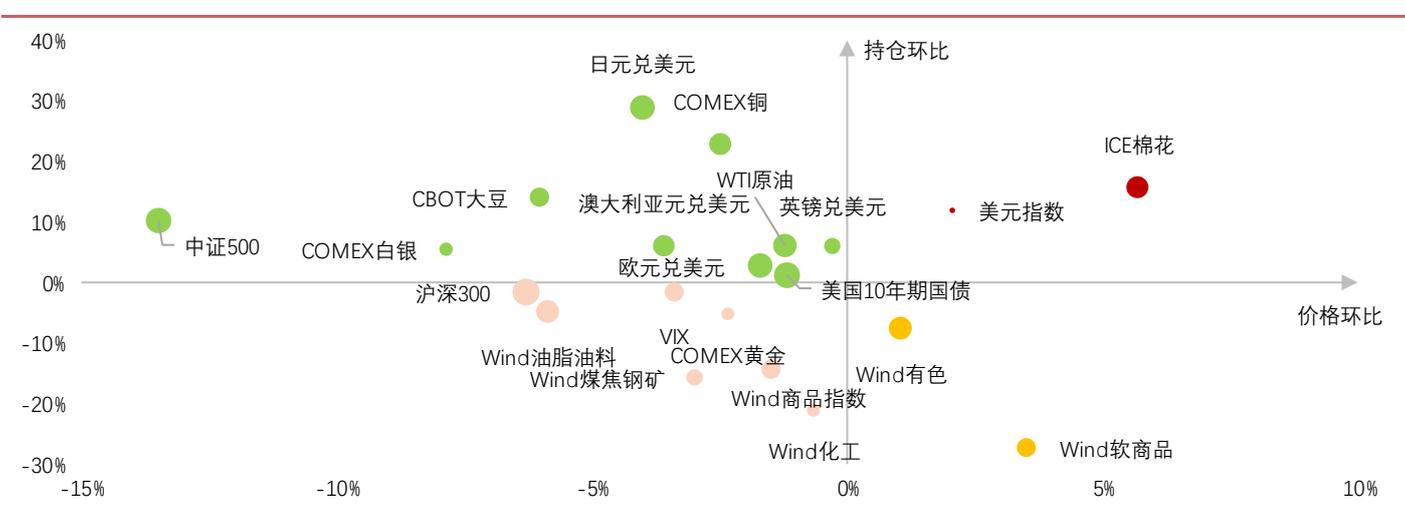
1月以来：多国利率回升，部分商品调整。其中，日本10Y利率、VIX、TCM橡胶、土耳其10Y利率、日经225指数、英国10Y利率涨幅靠前；创业板指、HH天然气、恒生指数、沪深300指数、Wind油脂油料、CBOT大豆跌幅靠前。量价方面：量价齐升的品种有ICE棉花、美元指数继续走强概率较大；日元兑美元、COMEX铜增量下跌，或延续跌势。

图1：全球大类资产表现（2023/12/29-2024/01/31） | 单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图2：全球大类资产月度量价观察（2023/12/29-2024/01/31） | 单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

## 海外宏观展望

### 美国经济超预期韧性

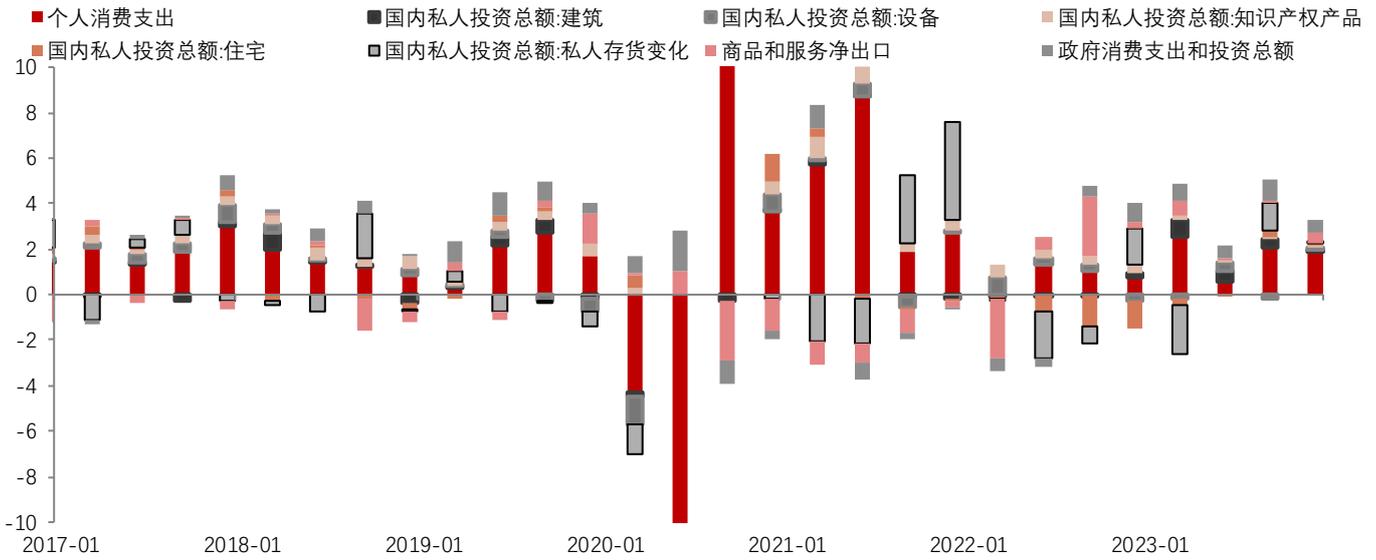
一、经济数据中，第四季度 GDP 增速升至 3.1%，从环比来看，个人消费仍是贡献重点，而去库导致私人投资贡献回落，1 月的制造业 PMI 和服务业 PMI 再度回升；二、1 月非农再度超预期，1 月非农就业人数新增 35.3 万人，其中服务业和政府部门仍是主要驱动，且 1 月薪资增速再度提升；三、“就业—薪资—经济韧性”闭环仍强，美国 12 月 CPI 同比增长 3.4%，核心 CPI 同比增长 3.9%，美联储降息计价下降。

图3： 美国经济月度热力图 | 单位：%

增量的贡献 (2022年对实际GDP同比贡献率)	指标名称	单位	2024-01	2023-12	2023-11	2023-10	2023-09	2023-08	2023-07	2023-06	2023-05	2023-04	2023-03	2023-01	
	GDP:不变价:同比	%			3.11			2.93			2.56			1.56	
投资	34.70%	Markit制造业PMI	%	50.70	47.90	49.40	50.00	49.80	47.90	49.00	46.30	48.40	50.20	49.20	46.90
		全部制造业:新增订单:当月同比	%		2.30	3.12	-2.09	2.55	0.55	-0.67	-0.18	-0.98	0.02	0.47	3.94
		成屋+新建住房销售	万套		1042	997	1051	1114	1080	1146	1100	1193	1109	1100	1049
就业		新增非农就业人数	万人	35.30	21.60	19.90	15.00	33.60	18.70	18.70	20.90	33.90	25.30	23.60	51.70
		失业率(色阶相反)	%	3.70	3.70	3.70	3.90	3.80	3.80	3.50	3.60	3.70	3.40	3.50	3.40
		非农职位空缺数	万人		902.6	892.5	873.3	935	961	892	916.5	982.4	1032	974.5	1056.3
通胀		CPI:当月同比	%		3.40	3.10	3.20	3.70	3.70	3.20	3.00	4.00	4.90	5.00	6.40
		核心CPI:当月同比	%		3.90	4.00	4.00	4.10	4.30	4.70	4.80	5.30	5.50	5.60	5.60
消费	89.37%	零售和食品服务销售额:同比	%		4.03	4.06	2.42	3.79	3.37	2.01	1.77	3.19	-0.29	2.42	7.76
		Markit服务业PMI	%	52.90	51.40	50.80	50.60	50.10	50.50	52.30	54.40	54.90	53.60	52.60	46.80
		个人可支配收入:同比	%		6.92	7.11	6.91	7.38	7.30	7.75	7.97	7.99	8.04	7.87	7.92
		个人消费支出:同比	%		5.90	5.45	5.01	5.73	5.85	6.19	5.46	6.01	6.61	6.36	8.08
财政	-4.80%	财政收入:同比	%		-5.63	9.01	26.67	-4.15	-6.78	2.54	-9.21	-20.95	-26.07	-0.61	-3.82
		财政支出:同比	%		3.47	17.62	15.66	-30.44	-62.95	3.45	17.56	20.35	-16.76	36.14	40.33
净出口	-19.30%	出口金额:同比	%			0.40	1.29	0.60	-2.35	-3.38	-4.29	-3.15	-1.43	5.09	12.30
		进口金额:同比	%			0.12	-3.23	-2.72	-4.50	-4.74	-7.79	-6.82	-4.48	-8.45	3.80

数据来源: Wind 华泰期货研究院

图4： 美国 GDP 环比折年率分项贡献 | 单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

### 欧盟经济筑底，但上行动力仍不明朗

一、欧盟经济筑底，四季度GDP同比增长仅为0.1%，德国、法国经济停滞不前，1月制造业PMI回升，服务业PMI下行；并且对经济数据拟合度较高的1月零售信心指数和工业信心指数延续弱势。二、欧元区1月CPI同比增长2.8%，核心CPI同比增长3.3%，降息节点同样不明朗。

图5： 欧盟经济月度热力图 | 单位：%

指标名称	单位	2024-01	2023-12	2023-11	2023-10	2023-09	2023-08	2023-07	2023-06	2023-05	2023-04	2023-03	2023-02	
GDP:不变价同比	%		0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.5	0.5	1.3	1.3	1.3	
投资	工业信心指数	%	-9.00	-8.80	-8.90	-8.80	-8.70	-9.20	-9.2	-8	-6.1	-4	-2.1	-1.1
	营建产出:当月同比	%			-2.10	-0.40	0.10	0.10	0.9	0	-0.4	0	-1	1.7
	制造业PMI		46.60	44.40	44.20	43.10	43.40	43.50	42.7	43.4	44.8	45.8	47.3	48.5
就业	失业率 (色阶相反)	%		5.90	5.90	6.00	6.00	6.00	6	5.9	5.9	6	6	6.1
消费	零售信心指数		-4.10	-4.10	-5.70	-6.10	-5.00	-4.60	-3.9	-5.3	-4.7	-1.4	-1.9	-1.2
	服务业PMI	%	48.40	48.80	48.70	47.80	48.70	47.90	50.9	52	55.1	56.2	55	52.7
通胀	CPI:当月同比	%	2.80	2.90	2.40	2.90	4.30	5.20	5.3	5.5	6.1	7	6.9	8.5
	核心CPI:当月同比	%	3.30	3.40	3.60	4.20	4.50	5.30	5.5	5.5	5.3	5.6	5.7	5.6
贸易	商品贸易进口:同比	%			-20.51	-19.63	-27.58	-27.64	-21.25	-22.59	-15.62	-15.38	-12.51	-1.27
	商品贸易出口:同比	%			-5.06	-1.38	-9.75	-3.96	-2.86	0.38	-1.93	-3.56	9.33	8.25
信贷	银行部门信贷:同比	%		0.21	-0.71	-0.64	-0.59	-0.36	-0.55	0.01	0.42	0.70	0.95	1.18
财政	财政盈余	亿欧元		-649.00	-802	-682	-576	-590	-474	-478	-478	-423	-301	-307

数据来源：Wind 华泰期货研究院

图6: 主要国家花旗经济意外指数 | 单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

## 国内宏观展望

### 经济基本面具有韧性

国内经济修复偏结构性。经济基本面具有韧性: 1月的官方制造业 PMI 回升, 生产和新订单环比分别上升 1.1、0.3 个百分点, 产成品库存回升 1.6 个百分点, 非制造业 PMI 回升但弱于季节性, 建筑业 PMI 则出现季节性回落。

图7: 中国经济月度热力图 | 单位: %

增量的贡献 (2022年对实际GDP同比贡献)	指标名称	单位	2024/01	2023/12	2023/11	2023/10	2023/09	2023/08	2023/07	2023/06	2023/05	2023/04	2023/03	2023/02
净出口	GDP:不变价:当季同比	%			5.2		4.9		6.3		4.5			
	出口金额:累计同比	%		-4.6	-5.3	-5.6	-5.7	-5.6	-5.0	-3.2	0.3	2.5	0.5	-6.8
	进口金额:累计同比	%		-5.5	-6.1	-6.5	-7.5	-7.6	-7.6	-6.7	-6.7	-7.3	-7.1	-10.2
投资	固投:累计同比	%		3.0	2.9	2.9	3.1	3.2	3.4	3.8	4.0	4.7	5.1	5.5
	地产投资:累计同比	%		-9.6	-9.4	-9.3	-9.1	-8.8	-8.5	-7.9	-7.2	-6.2	-5.8	-5.7
	制造业投资:累计同比	%		6.5	6.3	6.2	6.2	5.9	5.7	6.0	6.0	6.4	7.0	8.1
	基建投资:累计同比	%		8.2	8.0	8.3	8.6	9.0	9.4	10.7	10.1	9.8	10.8	12.2
	制造业PMI	%	49.2	49	49.4	49.5	50.2	49.7	49.3	49	48.8	49.2	51.9	52.6
消费	社会零售:累计同比	%		7.2	7.2	6.9	6.8	7	7.3	8.2	9.3	8.5	5.8	3.5
	服务业PMI	%	50.1	49.3	49.3	50.1	50.9	50.5	51.5	52.8	53.8	55.1	56.9	55.6
	城镇调查失业率 (色阶相反)	%		5.1	5.0	5.0	5.0	5.2	5.3	5.2	5.2	5.2	5.3	5.6
通胀	CPI:当月同比	%		-0.3	-0.5	-0.2	0	0.1	-0.3	0	0.2	0.1	0.7	1
金融	社会融资规模存量:同比	%		9.5	9.4	9.3	9	9	8.9	9	9.5	10	10	9.9
	金融机构:各项贷款余额:同比	%		10.6	10.8	10.9	10.9	11.1	11.1	11.3	11.4	11.8	11.8	11.6

数据来源: Wind 华泰期货研究院

## 大类配置逻辑一、降息计价持续下修

**美联储打压 3 月降息计价。**1、声明强调“不会在通胀接近 2% 的信心增强之前降息”；2、声明表示将按同样的幅度继续削减所持美国国债和抵押贷款支持证券（MBS），鲍威尔表示此次会议对缩表政策进行了讨论，但没有额外信息透露给市场，而是表示计划在 3 月会议上深入讨论缩表政策调整。再次强调降息与缩表可以同时进行；3、美联储主席会后新闻发布会表示，目前美联储尚未达到 3 月就启动降息的信心水平，最终是否降息将取决于经济形势的演变；根据数据可能推迟或提早降息；无法确定需要几个月的低通胀才能获得“信心”。

**后续路径或再往 5、6、7、9 月份各降息 25bp 的路径修正，流动性问题更有可能成为宽松诱因。**美国月非农新增 35.3 万人，大幅超过市场所预期的 18.5 万人，同时前期数据出现向上修正，其中服务业和政府部门仍是主要贡献。商业服务、教育和医疗服务、政府部门分别新增就业 7.4 万人（前值 3.5 万人，下同）、11.2 万人（8.4 万人）、3.6 万人（5.5 万人）。更为关键的是时薪增速边际提速，就业对美国经济以及通胀韧性的支撑持续存在。因此后续更需重点关注来自流动性方向的诱因，截至 1 月 31 日，美联储逆向回购余额为 6153 亿美元，线性外推下能支撑至 5 月初。

图8： 代表衰退计价的美债 10Y-2Y 和 10Y-3M 利差明显收窄 | 单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

## 关注美联储政策平台期的配置机会

一、考虑到未来极大概率步入加息向降息转换的过渡期，故我们回溯了美联储货币政策平台期（从加息转为降息期间）的资产表现，选取历史上美联储最后一次加息结束到第一次降息期间的历史数据，研究发现：1、风险资产先涨后跌：期间美债利率持续回落，美元指数低位徘徊后上涨，股指、商品先涨后跌，A股表现亮眼，上证4个样本均录得上涨，并且平均涨跌幅领先。2、商品分板块：有色、原油、黄金平均涨跌幅、上涨概率领先，化工、油脂油料、煤焦钢矿（1个样本）、农副产品（1个样本）领跌。

图9：近四轮历史美联储从加息转为降息期间的资产表现 | 单位：%

	10Y美债利率(绝对值变化%)	美元兑人民币	美元指数	上证综指	创业板指	上证50	沪深300	中证500	中证1000	纳指	道指	Wind商品指数	软商品	油脂油料	煤焦钢矿	有色	化工	非金属建材	谷物	农副产品	黄金	原油	
后一月	平均涨跌幅	-0.24	-0.56%	-2.16%	2.25%	-0.68%	-0.70%	-0.28%	1.17%	1.48%	3.13%	2.06%	2.01%	-0.91%	2.46%	-0.55%	2.95%	-1.85%	0.72%	-2.09%	10.09%	3.08%	6.89%
	样本上涨概率	0%	0%	0%	75%	0%	50%	50%	100%	100%	75%	50%	67%	50%	0%	0%	67%	33%	100%	33%	0%	100%	75%
后两月	平均涨跌幅	-0.34	-0.58%	-2.39%	9.89%	10.60%	2.77%	3.69%	3.67%	3.09%	-2.91%	3.60%	1.97%	-2.78%	3.71%	-0.52%	3.42%	-5.71%	-0.51%	-1.20%	-8.01%	3.25%	6.37%
	样本上涨概率	0%	25%	25%	75%	100%	50%	50%	50%	50%	75%	67%	50%	33%	0%	67%	33%	0%	33%	0%	75%	75%	
后三月	平均涨跌幅	-0.54	-1.12%	-2.02%	12.09%	32.06%	9.50%	11.66%	15.89%	16.67%	9.26%	8.11%	3.21%	-0.91%	5.49%	-3.07%	6.39%	-6.75%	2.95%	0.37%	9.89%	1.36%	9.44%
	样本上涨概率	0%	25%	0%	100%	100%	50%	50%	100%	100%	100%	100%	33%	50%	33%	0%	100%	67%	0%	33%	0%	75%	75%
后半年	平均涨跌幅	-1.67	-0.59%	1.12%	27.01%	13.89%	35.84%	29.25%	14.32%	12.56%	4.21%	8.05%	-0.90%	-5.02%	1.40%	3.88%	-1.07%	-10.83%	6.85%	8.00%	-13.37%	1.98%	7.76%
	样本上涨概率	0%	33%	67%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	67%	67%	0%	67%	100%	33%	0%	100%	100%	0%	67%	67%	
备注	样本个数	4	4	4	4	1	2	2	2	2	4	4	3	2	3	1	3	3	1	3	1	4	4

数据来源：Wind 华泰期货研究院

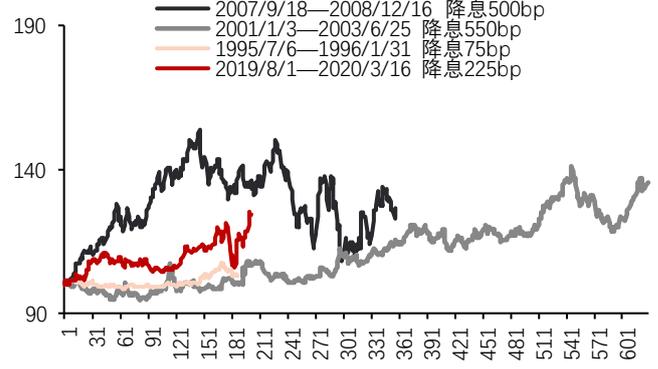
二、美联储降息周期影响分析，我们选取近四轮美联储第一次降息到最后一次降息的时段。背景：1、2019年和2007年分别受疫情和次贷危机冲击，降息期间经济持续承压；2、2001年和1995年经济更有韧性；资产：1、从整个降息周期看，股指、商品会面临不同程度压力，政策应对方式造成节奏上的区别，贵金属持续受益但系统性风险除外（2008年）。商品分板块：2、需求因素主导整体商品震荡调整，板块间不存在统一的强弱逻辑；3、供给因素能够带来板块上逆周期的机会，如2007年的原油；4、贵金属建议继续买入套保。

**图10: 近四轮历史美联储降息期间的上证表现(指数化) | 单位: %**



数据来源: Wind 华泰期货研究院

**图11: 近四轮历史美联储降息期间的黄金表现(指数化) | 单位: %**



数据来源: Wind 华泰期货研究院

**图12: 近四轮历史美联储降息期间的纳指表现(指数化) | 单位: %**



数据来源: Wind 华泰期货研究院

**图13: 近四轮历史美联储降息期间的CRB工业原料表现(指数化) | 单位: %**



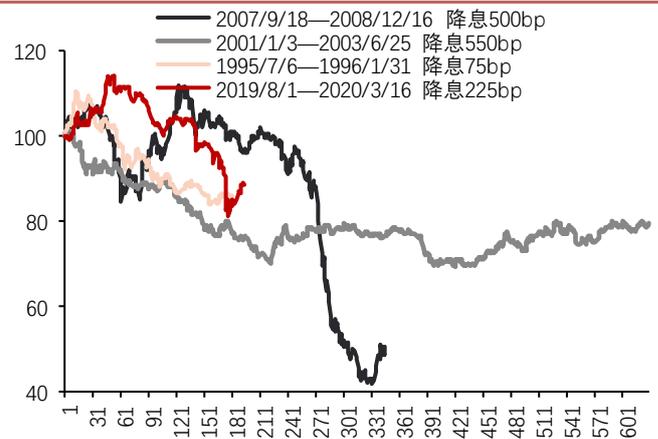
数据来源: Wind 华泰期货研究院

**图14: 近四轮历史美联储降息期间的原油表现(指数化) | 单位: %**



数据来源: Wind 华泰期货研究院

**图15: 近四轮历史美联储降息期间的有色表现(指数化) | 单位: %**



数据来源: Wind 华泰期货研究院

## 大类配置逻辑二、等待国内稳增长政策传导

### 近期稳增长政策持续加码

近期国内稳增长组合拳相继出台，一、降准叠加定向降息；二、稳市场预期，国务院国资委表示，将进一步研究把市值管理纳入中央企业负责人业绩考核；三、疏通政策传导渠道，多部委发文支持房地产企业合理融资需求，广州、上海、苏州等地部分松绑限购，加大对民营小微企业信贷支持力度。

**地方两会：**经济目标：GDP：2024年加权目标增速为5.41%，根据历史经验，全国目标增速一般低于地方0.5个百分点左右，2024年全国GDP目标或为5%、固定资产投资：可比样本中，2024年加权目标增速为5.3%，低于去年的7.6%。社零：可比样本中，2024年加权目标增速为6.3%，去年为7%。

图16：地方两会目标汇总 | 单位：%

省份/指标	GDP					省份/指标	固投					省份/指标	社零				
	2022年GDP占比	2024年目标	2023年目标	2023年实际	目标调整方向		2022年GDP占比	2024年目标	2023年目标	2023年实际	目标调整方向		2022年GDP占比	2024年目标	2023年目标	2023年实际	目标调整方向
广东	10.7%	5.0%	5.0%	4.8%	--	广东	10.7%	4.0%	8.0%	2.5%	↓	广东	10.7%	6.0%	6.0%	5.8%	--
江苏	10.2%	5.0%	5.0%	5.8%	--	江苏	10.2%			5.2%		江苏	10.2%	5.5%		6.6%	
山东	7.3%	5.0%	5.0%	6.0%	--	山东	7.3%	5.0%		5.2%		山东	7.3%	5.0%		8.7%	
浙江	6.5%	5.5%	5.0%	6.0%	↑	浙江	6.5%	6.0%	6.0%	6.1%	--	浙江	6.5%	5.5%	4.5%	6.4%	↑
河南	5.1%	5.5%	6.0%	3.8%	↓	河南	5.1%	7.0%	10.0%	2.1%	↓	河南	5.1%	7.0%	8.0%	6.5%	↓
四川	4.7%	6.0%	6.0%	6.0%	--	四川	4.7%	5.0%		4.4%		四川	4.7%	7.0%		9.2%	
湖北	4.5%	6.0%	6.5%	6.0%	↓	湖北	4.5%	8.0%	10.0%	5.0%	↓	湖北	4.5%	9.0%	10.0%	8.8%	↓
福建	4.4%	5.5%	6.0%	4.5%	↓	福建	4.4%	5.0%	6.0%	2.5%	↓	福建	4.4%	6.5%	10.0%	4.8%	↓
湖南	4.0%	6.0%	6.5%	4.6%	↓	湖南	4.0%	5.0%	7.0%	-3.1%	↓	湖南	4.0%	6.0%		5.9%	
安徽	3.7%	6.0%	6.5%	5.8%	↓	安徽	3.7%	7.0%	10.0%	4.0%	↓	安徽	3.7%	7.0%	9.5%	7.0%	↓
上海	3.7%	5.0%	5.5%	5.0%	↓	上海	3.7%			13.8%		上海	3.7%			12.9%	
河北	3.5%	5.5%	6.0%	5.5%	↓	河北	3.5%	6.0%	6.5%	6.3%	↓	河北	3.5%	6.0%	6.0%	9.6%	--
北京	3.5%	5.0%	4.5%	5.2%	↑	北京	3.5%			4.9%	--	北京	3.5%			4.2%	
陕西	2.7%	5.5%	5.5%	2.4%	--	陕西	2.7%		8.0%	0.2%	↓	陕西	2.7%		6.0%	3.1%	
江西	2.7%	5.0%	7.0%	4.1%	↓	江西	2.7%	3.0%	8.0%	-5.9%	↓	江西	2.7%	6.5%	8.5%	6.4%	↓
重庆	2.4%	6.0%	6.0%	6.1%	--	重庆	2.4%	4.0%	10.0%	4.3%	↓	重庆	2.4%	7.5%	6.0%	8.6%	↑
辽宁	2.4%	5.5%	5.0%	5.3%	↑	辽宁	2.4%	10.0%	10.0%	4.0%	--	辽宁	2.4%	8.0%	7.0%	8.1%	↑
云南	2.4%	5.0%	6.0%	4.4%	↓	云南	2.4%		9.0%	-10.6%	↓	云南	2.4%	7.0%	10.0%	7.0%	↓
广西	2.2%	5.0%	5.5%	4.1%	↓	广西	2.2%	3.0%	8.0%	-15.5%	↓	广西	2.2%	5.0%	6.5%	1.3%	↓
山西	2.1%	5.0%	6.0%	5.0%	↓	山西	2.1%	10.0%	7.0%	-6.6%	↑	山西	2.1%	5.5%	7.0%	5.5%	↓
内蒙古	1.9%	6.0%	6.0%	7.3%	--	内蒙古	1.9%	15.0%	10.0%	19.8%	↑	内蒙古	1.9%			8.2%	
贵州	1.7%	5.5%	6.0%	4.9%	↓	贵州	1.7%	4.5%	5.0%	-5.7%	↓	贵州	1.7%	6.0%	7.5%	6.8%	↓
新疆	1.5%	6.5%	7.0%	6.1%	↓	新疆	1.5%	10.0%	11.0%	12.4%	↓	新疆	1.5%	8.0%	12.0%	21.1%	↓
天津	1.4%	4.5%	4.0%	4.3%	↑	天津	1.4%	正增长	3.0%	-16.4%	↓	天津	1.4%	6.0%	6.0%	7.0%	--
黑龙江	1.3%	5.5%	6.0%	2.6%	↓	黑龙江	1.3%	7.0%	8.0%	-14.8%	↓	黑龙江	1.3%	6.5%	6.0%	8.0%	↑
吉林	1.1%	6.0%	6.0%	6.3%	--	吉林	1.1%	3.0%	7.0%	0.3%	↓	吉林	1.1%	6.0%	7.0%	10.0%	↓
甘肃	0.9%	6.0%	6.0%	6.4%	--	甘肃	0.9%	6.0%	10.0%	5.9%	↓	甘肃	0.9%	8.5%	10.0%	11.2%	↓
海南	0.6%	8.0%	9.5%	9.2%	↓	海南	0.6%	10.0%	12.0%	1.1%	↓	海南	0.6%	8.0%	10.0%	10.7%	↓
宁夏	0.4%	6.0%	6.5%	6.6%	↓	宁夏	0.4%	6.0%	10.0%	5.5%	↓	宁夏	0.4%	5.0%	5.0%	1.4%	--
青海	0.3%	5.0%	5.0%	5.3%	--	青海	0.3%			-7.5%		青海	0.3%			18.3%	
西藏	0.2%	8.0%	8.0%	9.0%	--	西藏	0.2%	13.0%	13.0%	30.0%	--	西藏	0.2%	10.0%	10.0%	22.0%	--

数据来源：Wind 华泰期货研究院

## 弱复苏的配置逻辑

随着国内经济的筑底回升，后续资产价格有望围绕“弱复苏”逻辑继续展开：

“弱复苏”阶段下，关注股指的上涨机会，商品中的能源、有色和软商品板块值得关注。

股指：2009年至今的十次弱复苏阶段，国内主要股指的平均收益率均超过12%，且胜率大多超过70%。

商品：能源、软商品、有色金属上涨概率高达90%，平均涨幅均超过11%；商品指数整体上涨概率高达70%。值得关注的是，商品因供应链短板、拉动内需政策炒作，目前或已提前计价了部分“复苏”预期。

表1：国内弱复苏阶段商品表现 | 单位：%

	非金属建材	谷物	贵金属	化工	煤焦钢矿	能源	软商品	油脂油料	有色	商品指数
09年7月-09年12月	-6.6%	3.9%	19.6%	19.1%	-15.0%	4.2%	26.1%	9.9%	30.4%	26.8%
10年8月-10年11月	3.3%	4.4%	9.0%	18.2%	3.2%	3.0%	33.1%	13.8%	5.3%	10.0%
12年9月-12年12月	0.9%	0.8%	-15.8%	7.3%	9.9%	1.9%	2.3%	-6.7%	-3.2%	-2.1%
13年6月-13年11月	-4.3%	-0.2%	6.9%	8.2%	1.2%	6.7%	0.5%	4.1%	5.1%	5.1%
14年3月-14年7月	-7.5%	2.8%	3.9%	-1.6%	-9.0%	-8.5%	-8.8%	-3.4%	10.1%	5.7%
16年1月-16年12月	35.3%	0.6%	18.0%	57.4%	86.1%	56.9%	26.2%	23.6%	24.6%	27.8%
17年7月-17年10月	-8.9%	0.5%	-0.9%	-0.3%	-11.2%	0.6%	3.1%	-1.3%	7.9%	-1.9%
18年3月-18年5月	1.5%	3.1%	1.7%	3.3%	6.9%	8.4%	13.4%	-0.2%	4.9%	4.6%
19年2月-19年4月	5.9%	4.5%	-2.1%	-2.2%	-0.2%	5.1%	1.2%	-0.4%	0.0%	-1.3%
20年5月-20年12月	26.4%	30.0%	9.0%	19.5%	38.4%	32.1%	17.5%	32.7%	25.4%	28.3%
<b>上涨概率</b>	<b>60.0%</b>	<b>90.0%</b>	<b>70.0%</b>	<b>70.0%</b>	<b>60.0%</b>	<b>90.0%</b>	<b>90.0%</b>	<b>50.0%</b>	<b>90.0%</b>	<b>70.0%</b>
<b>平均涨跌幅</b>	<b>4.6%</b>	<b>5.0%</b>	<b>4.9%</b>	<b>12.9%</b>	<b>11.0%</b>	<b>11.0%</b>	<b>11.5%</b>	<b>7.2%</b>	<b>11.1%</b>	<b>10.3%</b>

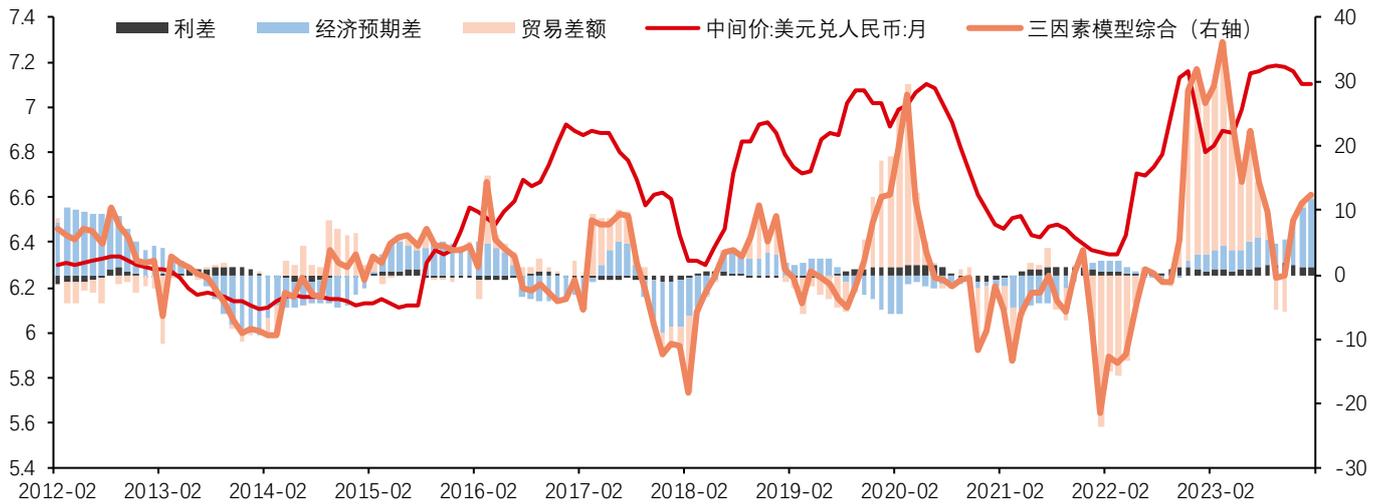
资料来源：Wind 华泰期货研究院

## 人民币汇率短期偏震荡

现状：1) 经济预期差 (chā) 中性：降准过后，国内情绪再度盘整；2) 中美利差 (chā) 不利于人民币：短期美债利率小幅回升，而国内长端利率同样回落，关注后续国内宽松货币政策的影响；3) 净出口利好人民币：中美共振补库的背景下，国内出口持续超预期，利好人民币。

展望：新年以来美元走强施压人民币。后续继续关注两大信号：北向资金流出态势逆转，国内经济明显企稳改善，我们对于全年人民币汇率仍保持乐观。

图17: 拟合模型指向人民币汇率见顶转升 | 单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

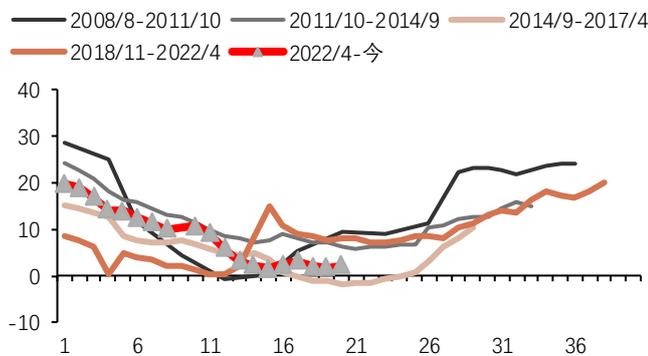
## 大类配置逻辑三、总量补库重启

### 中国和美国目前所处的库存阶段

**库存推演:** 2023年8月是本轮中美补库的起点, 过去三轮平均补库时长均为15.6个月, 预计到2024年底迎来库存拐点, 但结合利润和上游产能去化情况来看, 本轮库存时长预计将明显短于平均值, 且美国目前相对优于中国;

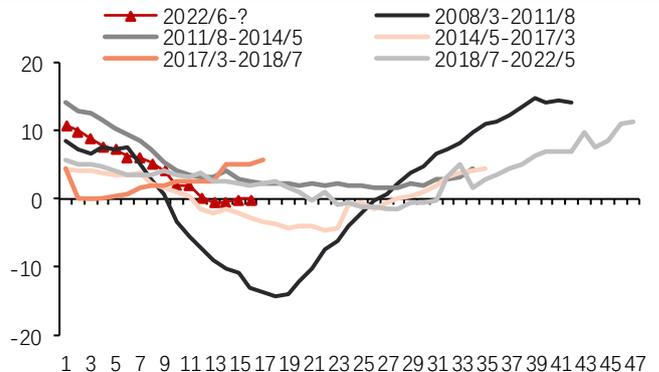
**中美总量库存重启补库:** 12月中国工业企业产成品库存累计同比增长2.1%, 前值为1.7%; 美国1月制造业PMI分项的产成品库存分项增速回升(环比数据)。

18: 中国工业企业产成品库存累计同比|单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图19: 近6轮美国库存周期 | 单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

**边际库存变化来看:** 12月库存累计增速电力、热力的生产和供应业(较上月+8.2pct, 下同)、化学纤维制造业(+8.1pct)、石油、煤炭及其他燃料加工业(+7.1pct)、纸及纸制品业(+5.9pct)、黑色金属冶炼压延(+2.7pct)涨幅靠前; 水的生产和供应业

(-24.5pct)、有色金属冶炼压延(-5.1pct)、农副食品加工业(-3pct)、专用设备(-2.4pct)、纺织服装(-1.4pct)。仅展示部分和商品相关度高的行业。

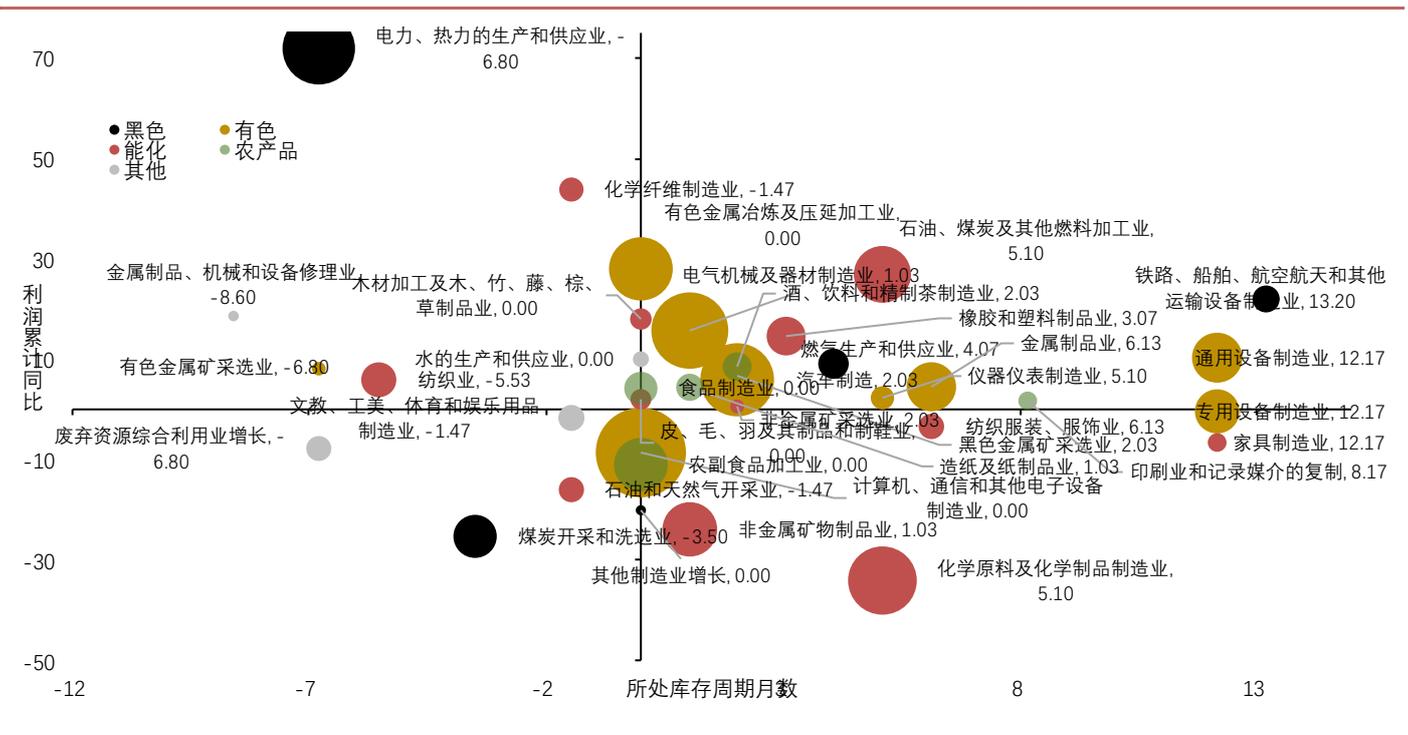
**补库趋势更强的行业—利润和库存双增：**运输设备、电气机械、通用设备、专用设备、水利；其次是汽车、橡胶和塑料、燃气、黑色金属冶炼和压延；再其次是在补库但利润偏低的电子设备制造、金属制品；**转入补库相对难的行业—利润和库存双减：**有色冶炼和压延、煤炭开采和洗选。

**分行业利润：**利润累计同比增速前五的是黑色冶炼、电热力生产和供应、水电燃气生产和供应、化学纤维、有色冶炼；排名后五的是化学原料和化学制品、煤炭开采和洗选、非金属矿物制品、石油和天然气开采、医药；**利润率**排名前五的是石油和天然气开采、有色金属开采、煤炭采矿、采矿业、饮料制品；排名后五的是黑色冶炼、燃料加工、化学纤维、农副食品。

美国方面，行业层面产量回升+库存回升（主动补），行业补库趋势最强：汽车、运输设备、电子产品、化工产品；产量下降+库存回升的行业占比较大。

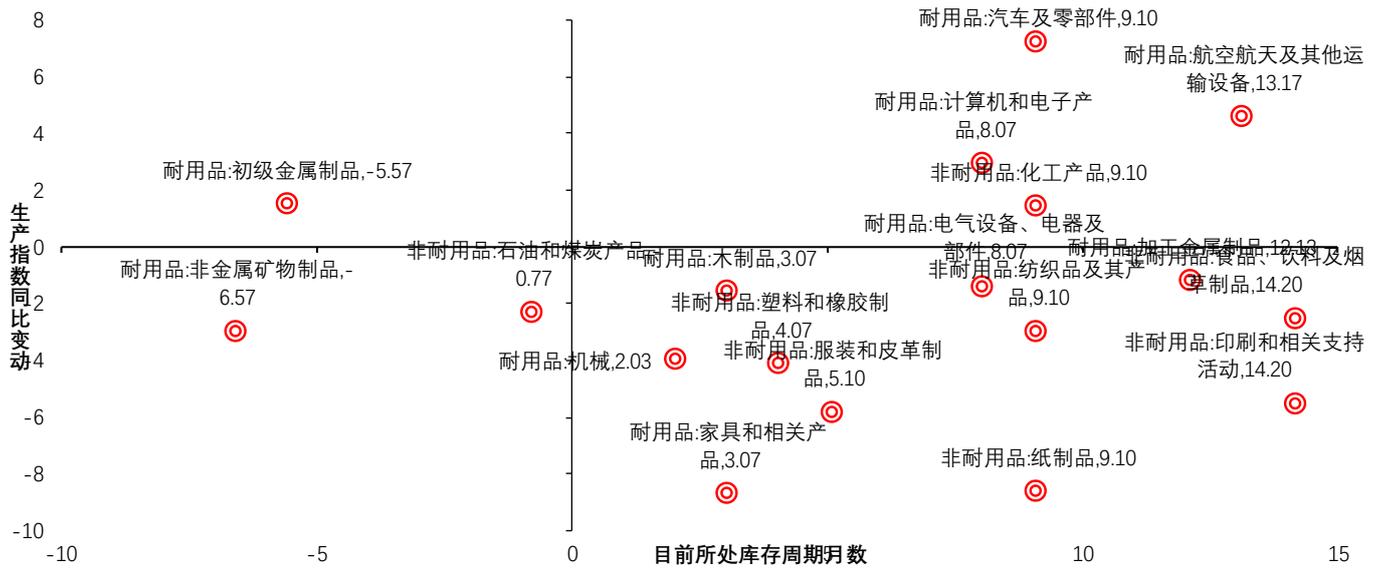
下游补库明显，原材料仍去库是中美共同特征，但主动补的趋势还待增强。

图20： 2023年12月中国工业企业各行业所处的库存周期位置 | 单位：月



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图21: 2023年12月美国制造商各行业所处的库存周期位置 | 单位: 月



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图22: 2023年12月中国工业企业各行业负债增速 | 单位: %

行业	时间从左到右	2023-12	2023-11	2023-10	2023-09	2023-08	2023-07	2023-06	2023-05	2023-04	2023-03	2023-02	2022-12
采矿业		4.20	4.10	3.80	3.80	4.00	4.00	3.00	3.50	3.10	3.70	3.10	0.70
煤炭开采和洗选业		-0.30	1.40	1.60	1.80	1.90	2.50	0.70	0.70	0.30	1.20	0.40	-1.30
石油和天然气开采业		20.80	11.80	11.80	11.10	11.60	9.50	9.60	8.90	7.80	8.00	5.90	2.00
黑色金属矿采选业		-1.00	2.40	2.10	1.50	1.80	1.20	1.60	3.00	2.40	2.10	4.20	2.00
有色金属矿采选业		10.50	9.00	6.50	5.20	4.20	4.50	4.20	5.80	6.30	6.20	7.40	5.40
非金属矿采选业		13.00	12.70	9.20	10.60	10.40	9.80	11.80	15.40	15.40	17.00	15.60	15.30
开采专业及辅助性活动		2.40	0.90	0.10	0.60	3.60	3.50	4.50	9.40	10.30	12.20	14.70	-0.20
其他采矿业增长		90.20	138.90	164.70	167.60	255.60	116.30	109.60	173.70	83.80	29.90	44.50	-14.60
制造业		6.50	7.10	7.40	7.50	7.80	7.60	7.80	8.20	9.00	9.70	10.00	10.00
农副食品加工业		1.80	3.70	2.80	3.60	4.20	3.00	2.90	2.60	2.70	4.20	8.30	11.50
食品制造业		2.40	6.10	8.50	10.50	10.50	11.10	9.80	13.10	13.70	14.50	14.00	15.40
酒、饮料和精制茶制造业		9.00	9.30	8.60	7.70	7.30	8.90	9.50	10.60	10.10	11.50	8.80	10.20
烟草制品业		5.80	10.50	28.60	-9.60	-4.60	-12.90	-17.60	-19.40	-27.60	1.90	-8.20	-18.70
纺织业		4.70	4.80	3.90	4.10	3.10	2.50	2.00	3.20	3.80	4.40	5.40	3.60
纺织服装、服饰业		0.50	0.60	-0.70	-1.50	-2.60	-3.20	-3.10	-2.90	-1.10	-0.40	-1.20	-1.20
皮革、毛皮、羽毛及其制品和鞋业		2.40	3.10	2.30	0.20	1.50	3.90	3.40	2.40	0.40	-0.50	3.20	1.40
木材加工和木、竹、藤、棕、草制品业		5.90	4.50	3.10	4.20	4.30	5.20	5.60	6.00	6.00	8.10	8.50	7.40
家具制造业		4.50	4.10	4.20	4.10	4.60	4.60	4.40	3.00	2.30	4.10	4.40	2.90
造纸和纸制品业		2.70	2.70	3.20	2.90	3.50	3.20	3.80	3.60	3.40	4.20	2.20	2.50
印刷业和记录媒介的复制		2.30	1.50	0.70	1.80	1.20	0.20	-0.30	-0.70	1.70	2.00	2.20	2.70
文教、工美、体育和娱乐用品制造业		4.10	4.20	4.50	3.40	3.00	1.60	0.90	0.20	2.00	2.30	1.30	5.10
石油、煤炭及其他燃料加工业		3.20	3.80	4.40	5.30	5.50	5.40	4.70	5.40	7.30	7.00	8.00	10.10
化学原料和化学制品制造业		4.90	5.30	5.10	5.00	4.80	3.80	2.60	3.70	4.80	5.80	6.70	8.30
医药制造业		1.90	2.70	4.00	4.40	4.10	4.60	5.00	6.40	6.70	7.70	9.90	9.40
化学纤维制造业		9.10	9.40	10.10	10.20	11.70	10.60	10.10	8.30	7.80	9.00	13.10	13.40
橡胶和塑料制品业		4.00	3.80	2.80	4.20	3.30	3.40	4.60	5.30	5.60	5.90	5.60	5.30
非金属矿物制品业		4.70	4.90	5.30	5.50	6.40	6.40	7.00	7.50	8.60	10.10	11.00	9.70
黑色金属冶炼和压延加工业		7.20	6.40	7.50	6.90	6.80	5.80	4.70	3.10	4.60	7.00	7.80	6.40
有色金属冶炼和压延加工业		3.60	5.50	5.20	6.10	6.40	6.30	4.60	4.50	6.30	7.40	9.60	11.20
金属制品业		3.80	4.70	5.20	4.90	-0.70	-0.60	-0.30	0.00	1.60	2.30	3.20	4.30
通用设备制造业		5.90	6.40	6.50	6.00	6.80	6.50	6.60	6.60	7.20	6.90	5.80	5.60
专用设备制造业		6.70	7.60	8.60	9.10	8.80	9.20	9.10	10.00	11.10	11.50	11.50	9.70
汽车制造		10.90	11.40	11.70	12.30	13.40	14.50	16.10	17.80	17.30	14.00	12.10	11.60
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备		3.60	6.00	5.90	5.20	6.60	7.20	7.10	6.10	9.90	9.70	9.80	10.70
电气机械和器材制造业		14.00	14.80	15.80	17.20	17.40	17.50	19.00	19.60	20.60	21.60	22.60	24.50
计算机、通信和其他电子设备制造业		6.80	7.20	7.20	7.00	9.00	9.40	9.50	10.20	11.20	11.10	11.40	9.50
仪器仪表制造业		7.80	8.70	8.70	9.20	9.50	9.40	10.00	10.70	13.20	13.90	14.40	13.70
其他制造业增长		2.10	8.10	7.70	6.90	3.40	5.30	5.20	6.20	6.50	7.50	8.10	3.70
废弃资源综合利用业增长		10.40	11.40	10.20	12.30	14.40	-8.10	15.60	16.20	17.30	23.40	7.80	25.20
金属制品、机械和设备修理业		-0.80	-1.40	-2.70	-2.60	-1.30	1.60	3.60	7.60	7.60	10.60	12.10	11.60
电力、燃气及水的生产和供应业		4.10	4.50	4.80	4.80	4.90	4.80	4.30	4.90	5.00	5.40	6.10	6.60
电力、热力生产和供应业		3.70	4.10	4.50	4.50	4.60	4.50	3.80	4.40	4.50	4.70	5.40	6.10
燃气生产和供应业		4.90	4.80	4.80	4.10	3.80	3.80	4.20	5.00	4.80	7.30	7.50	5.90
水的生产和供应业		6.80	7.40	7.00	7.70	7.80	8.10	8.00	8.50	8.60	10.10	10.60	10.90

数据来源: Wind 华泰期货研究院

## 航运、运力缺口对近月 EC2404 合约仍有支撑，远月合约面临压力

中东地缘政治依旧复杂，关注巴以和谈进展。“亲伊朗”的伊拉克主要武装组织派别 Nujaba 表示，它将继续袭击美军，直到加沙战争结束、美军撤出伊拉克为止；路透社 1 月 30 日报道，也门“民族救国政府”（胡塞武装自行宣布组建的政府）国防部长穆罕默德·阿提菲在一份声明中表示，胡塞武装已准备好与美国和英国进行“长期对抗”。但近期也有巴以和谈的消息传出，但谈判尚处于早期阶段，关注后续进展。

集装箱船舶绕行现状继续维持。经过苏伊士运河、曼德海峡以及到达亚丁湾的集装箱船舶数量仍处阶段低位，1 月 30 号通过苏伊士运河的集装箱船舶仅 4.58 艘（7 日平均），日度经过集装箱船舶数量约 3 万 TEU 左右；到达亚丁湾集装箱船舶数量（7 日平均）约为 5 艘，日度经过集装箱船舶数量约 1.4 万 TEU 左右；经过曼德海峡集装箱船舶数量近期维持约 4 艘低位。因集装箱船舶改道，通行好望角集装箱船舶数量大幅增加，7 日平均通过数量约为 19 艘，前期日度通过中枢约在 6-7 艘之间。

船舶交付+速度抬升+其他航线调船预计在上半年逐步能够抵补船舶缺口。行业数据分析机构 LINERLYTICA 的统计，为保持当前每周 30 条亚洲-北欧/地中海航线的规模，还需要增加 70 艘船舶，约 100 万 TEU 的运力。根据克拉克森统计，12000+TEU 上半年交付运力预计超过 100 万 TEU，单从运力交付节奏，上半年交付节奏已经大致能够抵补集装箱船舶绕航红海所造成的约 100 万 TEU 运力缺口；集装箱船舶速度抬升亦能提高有效运力；从其他航线的调船也能抵补远东-欧洲航线的部分运力缺口。

详情请查看航运月报《运力缺口对近月 EC2404 合约仍有支撑，远月合约面临压力》

## 商品、关注春节假期效应

### 中观行业现状

工业增加值持续回升，12 月工业增加值继续回升，累计同比 4.6%，前值为 4.3%；工业企业累计利润跌幅也进一步收窄至 -2.3%，前值为 -4.4%。

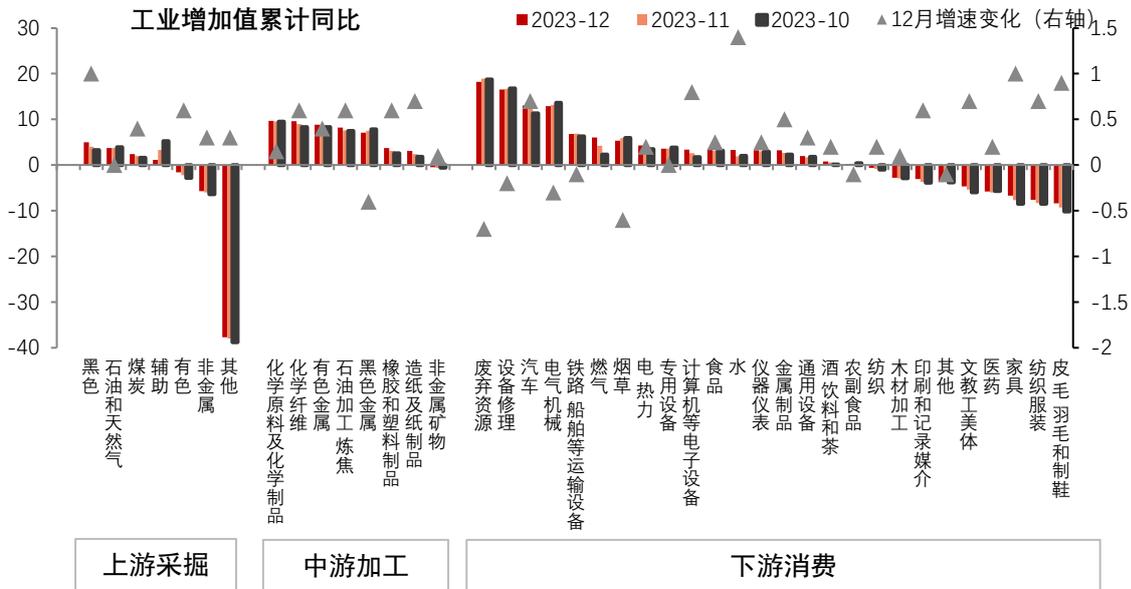
化工：供需双增，数据来看，1-12 月非金属矿物采选、非金属矿物制品增加值同比增长 -5.7%（较上月 0.3pct，下同）、-0.5%（-0.6pct），1-12 月中游化学纤维制造业、化学原料及化学制品制造业增加值同比增长 9.6%（+0.6pct）、9.6%（0.1pct）供给维持增长，1-12 月下游纺织服装、家具、橡塑制品业增加值同比增速分别录得 -7.6%（+0.7pct）、-6.7%（+1pct）、3.7%（+0.6pct），化工下游需求累计增速仍然垫底，

但增速持续改善。

**黑色、有色：**需求改善、供给分化；黑色、有色中游冶炼增加值分化，1-12月黑色金属冶炼及压延加工业、有色金属冶炼及压延加工业增加值分别增长7.1%（-0.4pct）、8.8（+0.4pct）；下游1-12月增加值录得改善，汽车、电气机械、运输设备增速靠前1-12月增加值分别录得13%（+0.7pct）、12.9%（-0.3pct）、6.8%（-0.1ct）。

**农产品：**下游食品、农副食品、饮品增速保持稳定，1-12月增加值分别同比增长3.3%（+0.2pct）、0.2%（-0.1pct）、0.8（+0.2pct）。

图23： 2023年12月工业企业分行业增加值变化 | 单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图24： 2023年主要行业商品用量以及2024年增速推演 | 单位：%

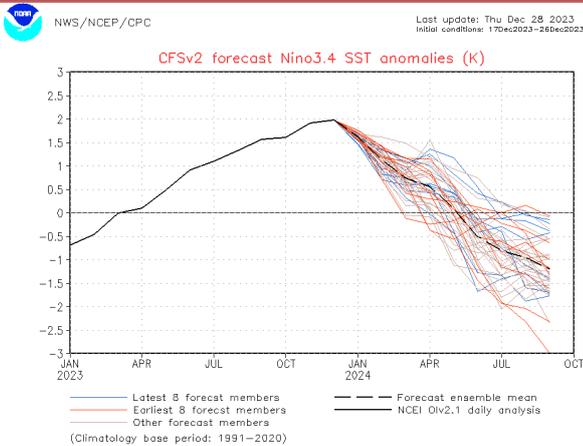
需求占比	行业	黑色建材			有色金属			化工			行业增速		
		螺纹	热卷	玻璃	铜	铝	锌	塑料	其他	2023年	2024年 (E)		
房地产行业	房地产投资	螺纹50%	热卷5%	玻璃75%	铜10%	铝25%	锌25%	PVC60%	PP5%		沥青15%	-10%	-8%
基建投资	不含电力	螺纹35%	热卷15%				锌35%	PVC10%	PE10%		沥青85%	6.5%	6%
	光伏全球装机											66%	35%
	合计				铜45%	铝20%						10%	10%
制造业销量	汽车		热卷25%	玻璃15%	铜10%	铝20%	锌15%		PP8%		橡胶75%	7%	5%
	新能源车全球产量											39%	27%
	家电		热卷10%		铜15%	铝5%			PP12%	EB40%		9%	5%
	机械		热卷15%			铝7%	锌5%					6%	5%
消费	日用消费品					铝5%		PVC30%	pp/pe 70-80% 用于日常消费		PTA 25%	3.9%	2%
	纺织服装										PTA75% MEG 90%	12.8%	8%
	粮油食品	农产品										5.2%	4%
	饲料	农产品										3%	3%

数据来源：Wind 华泰期货研究院

### 2024 年全球气候模式转变，关注极端天气影响

今年年中或面临厄尔尼诺向拉尼娜的转换。根据美国国家海洋和大气管理局 (NOAA) 最新的 NINO 指数预测，今年年中厄尔尼诺强度将逐步走低随后切换至拉尼娜的气候模式。对比两者的气候以及重要农作物种植区来看，上半年重点关注厄尔尼诺下的东南亚干旱所带来的橡胶减产情况，下半年关注拉尼娜下美国南部干旱所导致的大豆(豆菜粕)、玉米减产情况。

图25： NINO3.4 指数



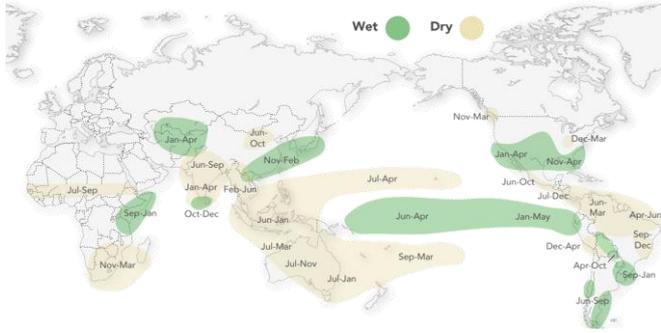
数据来源：NOAA 华泰期货研究院

图26： 厄尔尼诺与拉尼娜历史演变

Year	DJF	JFM	FMA	MAM	AMJ	MJJ	JJA	JAS	ASO	SON	OND	NDJ
2010	1.5	1.2	0.8	0.4	-0.2	-0.7	-1.0	-1.3	-1.6	-1.6	-1.6	-1.6
2011	-1.4	-1.2	-0.9	-0.7	-0.6	-0.4	-0.5	-0.6	-0.8	-1.0	-1.1	-1.0
2012	-0.9	-0.7	-0.6	-0.5	-0.3	0.0	0.2	0.4	0.4	0.3	0.1	-0.2
2013	-0.4	-0.4	-0.3	-0.3	-0.4	-0.4	-0.4	-0.3	-0.3	-0.2	-0.2	-0.3
2014	-0.4	-0.5	-0.3	0.0	0.2	0.2	0.0	0.1	0.2	0.5	0.6	0.7
2015	0.5	0.5	0.5	0.7	0.9	1.2	1.5	1.9	2.2	2.4	2.6	2.6
2016	2.5	2.1	1.6	0.9	0.4	-0.1	-0.4	-0.5	-0.6	-0.7	-0.7	-0.6
2017	-0.3	-0.2	0.1	0.2	0.3	0.3	0.1	-0.1	-0.4	-0.7	-0.8	-1.0
2018	-0.9	-0.9	-0.7	-0.5	-0.2	0.0	0.1	0.2	0.5	0.8	0.9	0.8
2019	0.7	0.7	0.7	0.7	0.5	0.5	0.3	0.1	0.2	0.3	0.5	0.5
Year	DJF	JFM	FMA	MAM	AMJ	MJJ	JJA	JAS	ASO	SON	OND	NDJ
2020	0.5	0.5	0.4	0.2	-0.1	-0.3	-0.4	-0.6	-0.9	-1.2	-1.3	-1.2
2021	-1.0	-0.9	-0.8	-0.7	-0.5	-0.4	-0.4	-0.5	-0.7	-0.8	-1.0	-1.0
2022	-1.0	-0.9	-1.0	-1.1	-1.0	-0.9	-0.8	-0.9	-1.0	-1.0	-0.9	-0.8
2023	-0.7	-0.4	-0.1	0.2	0.5	0.8	1.1	1.3	1.6	1.8		

数据来源：NOAA 华泰期货研究院

图27: 历史厄尔尼诺气候条件下全球降水情况



数据来源: NOAA 华泰期货研究院

图28: 历史拉尼娜气候条件下全球降水情况



数据来源: NOAA 华泰期货研究院

### 微观: 春节带来国内明显的库存季节性

春节假期带来商品季节性的库存变化周期。在春节假期前, 下游工厂和施工项目将逐渐提前放假, 节后复工, 与此同时, 上游成材生产端降幅较低, 带来春节前后的库存周期性变化, 跨越假期前后两个月, 目前微观呈现供需双弱的局面。

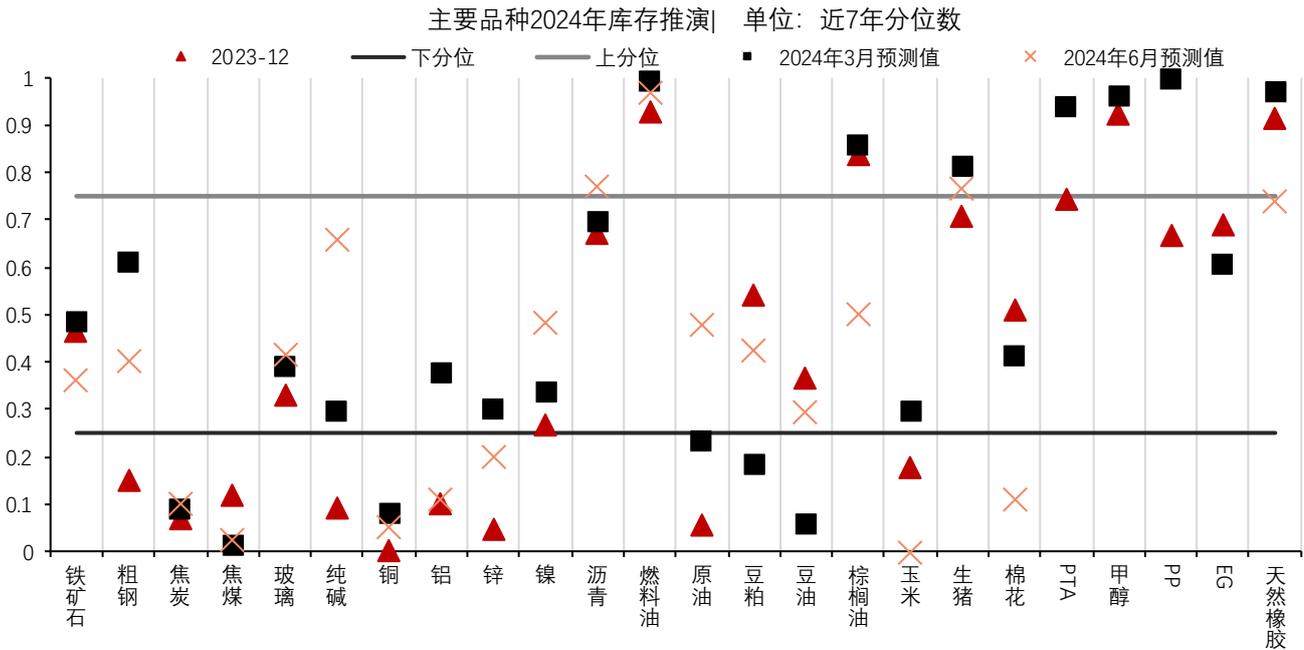
春节假期的历史表现: 回溯 2011 年至 2023 年, 剔除 2020 年共 12 个春节样本, 假期期间的消费对于农产品中的谷物、软商品、油脂油料有一定支撑, 节后首日样本上涨概率接近或 >70%; 节后首周, 在复工复产逻辑驱动下, 有色、黑色原料、非金属建材表现相对亮眼; 节后首月, 黄金表现相对亮眼。

图29: 春节后历史表现 | 单位: %

	10Y国债利率 (绝对值变化, %)	10Y美债利率 (绝对值变化, %)	美元兑人民币	上证综指	创业板指	上证50	沪深300	中证500	中证1000	Wind商品指数	软商品	油脂油料	煤焦钢矿	铁矿石	有色	化工	非金属建材	谷物	农副产品	黄金	原油
节后首日	平均涨跌幅 0.014	-0.313	-0.01%	0.19%	0.63%	-0.27%	-0.07%	0.74%	0.90%	0.13%	0.41%	0.93%	-0.39%	-0.06%	-0.28%	0.15%	0.36%	0.56%	0.68%	0.66%	0.08%
	样本上涨概率 58%	42%	50%	50%	67%	33%	42%	67%	67%	42%	67%	67%	50%	44%	25%	42%	33%	75%	44%	50%	58%
后一周	平均涨跌幅 0.007	0.119	-0.01%	1.45%	2.01%	0.31%	0.90%	3.14%	3.81%	0.68%	0.76%	0.62%	0.33%	1.16%	1.08%	1.21%	0.71%	-0.19%	0.76%	0.38%	1.12%
	样本上涨概率 50%	67%	50%	67%	67%	50%	58%	83%	75%	67%	67%	58%	58%	44%	67%	58%	67%	50%	67%	58%	50%
后一月	平均涨跌幅 0.012	0.380	0.01%	2.38%	3.32%	0.21%	1.03%	5.09%	6.87%	-0.92%	-0.42%	0.42%	-2.50%	-1.48%	0.16%	-2.46%	-0.92%	-0.55%	1.04%	1.41%	5.68%
	样本上涨概率 42%	58%	42%	58%	58%	50%	50%	58%	67%	42%	50%	50%	33%	44%	50%	50%	25%	42%	56%	67%	58%

数据来源: Wind 华泰期货研究院

图30：主要商品品种 2024 年库存趋势推演 | 单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

商品期货策略：黑色建材逢低买入套保；其他均为中性。

## 股指、等待信心回暖

**等待经济回暖。**1月央行再度投放超千亿元PSL，有助于推进城中村改造，起到为楼市托底的作用，但实际效果还需看落地情况和销售数据。1月制造业PMI仍处在荣枯线下方，但景气度小幅回暖，内需改善有限，外需拉动强于内需；工业企业利润持续回升，但仍以量支撑利润改善趋势。整体来看，我国经济处在筑底阶段，结构上修复空间较大，仍需要耐心等待。海外方面，美国经济韧性十足，就业市场超预期火爆，美联储降息还需等待，目前市场预期逐步倾向美联储的表态。

**防范中小盘指数风险。**根据已披露的业绩预告，2023年Q4业绩预喜率高于2022年Q4，美容护理、社会服务、纺织服饰等消费行业表现占优，预计2023年全A盈利延续改善趋势，有望回归0轴附近，社会服务、公用事业、纺织服饰行业有望迎来超额收益。资金结构呈现分化，北向逆势流入，显现出抄底意愿，短期注意防范质押市值快速下降，带来的中小盘指数投资风险，有大资金和政策托底的大盘指数表现将更稳健，关注中长期增量资金能否持续入场。市场情绪方面，市场对利好消息反应消极，大盘持续下跌和板块间的超跌反弹行情，体现出市场信心不足，不过当前全A股债性

价比处在近 10 年 98% 的高位，长期看投资股票具备更高回报率。

详情请查看股指期货月报《等待信心回暖》

## 2 月关注事项

一、假期后的复工进程。国内持续加码稳增长，2023 年的 1 万亿国债，叠加今年的提前批专项债额度，关注今年是否会形成超前发力的稳增长政策，以及地产政策松绑后，能否在销售端带来良性循环。

二、美联储降息预期。美国 1 月通胀数据、1 月零售数据目前是交易降息预期的核心数据；密歇根大学消费者信心指数，该指数的分项——1 年期通胀预期和美国 CPI 的相关性为 0.72，需要关注该调查指标对后续通胀的指引作用。

三、春节假期后国内是否降息。在春节后，关注国内是否调降 MLF 和 LPR 利率，目前市场对于降息预期较高。

图31： 2月重大事件和数据日历

29	30	31 中国1月官方PMI	1 美联储利率决议 中国1月财新制造业PMI 英国央行政策利率 美国1月ISM制造业指数	2 美国1月非农数据 美国1月密歇根大学消费者信心指数终值 欧洲央行管委特诺发表讲话	3	4
5 中国1月财新服务业PMI 中国1月财新综合PMI 美国1月ISM非制造业指数 欧元区1月PMI终值	6	7 中国1月外汇储备	8 中国1月通胀数据	9 中国1月金融数据	10	11
12	13 美国1月CPI	14	15	16 美国1月PPI 美国2月密歇根大学消费者信心指数初值	17	18
19	20 中国LPR报价	21 欧元区2月消费者信心指数初值	22 欧元区2月PMI初值 欧元区1月CPI终值	23 中央政治局会议（待定）	24	25
26	27	28	29 中国2月官方制造业PMI	1 中国2月财新制造业PMI	2	3
4	5 中国2月财新服务业、综合PMI	备注：1.2024年2.10—2.16为春节假期，中国金融市场休市，期货市场于2.9开始休市，2.19开市。 2.在“两会”召开前，中央政治局会在2月份召开会议讨论国务院拟提请审议的《政府工作报告》稿。				

数据来源：Wind 华泰期货研究院

## 免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰期货研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

## 公司总部

广州市天河区临江大道1号之一2101-2106单元 | 邮编：510000

电话：400-6280-888

网址：[www.htfc.com](http://www.htfc.com)