

HONGTA FUTURES



红塔期货

HONGTAFUTURES

2024年2月

资产月报

红塔期货

投资咨询业务资格

云证监许可[2012]291号

研究员：李大荣 从业资格号：F0231478 投资咨询号：Z0001610 Email: lidarong@hongtaqh.com

资产月报

2024. 2. 1



债券

当前宽货币、紧信用，市场表现为：债券牛市、股票熊市、大宗商品震荡。

按美林时钟，当前衰退期，债券>现金>股票>大宗商品。

国债上涨，一则贷款需求疲软，二则降息降准预期。当前国债胜率高、赔率低。



股票

市净率、股息率溢价极端低估，股市性价比高，随着债涨股跌，性价比上升。月线上，沪深300跌破长期上升趋势线，RSI进入极端低位区，此前出现背离，月线6连阴，历史罕见，判断下跌空间有限。恒生AH溢价指数155，历史高位期，港股更低估。

美债回落、中美缓和，国内利好不断，A股不管不顾坚持下跌，一则充分反映了经济的悲观预期、房地产、地方债风险，甚至过度反映了；二则引发了强制性卖出，如雪球、融资、经营贷等，失业降薪后，必须把历史积蓄用于生活、还贷。



大宗商品

有色、黑色周期在9年左右，2021年5月见顶，下跌时间、幅度均不够。如供应无重大变化，维持弱市可能大。结合货币信用分析框架、普林格六阶段、美林时钟，工业品以寻找做空机会为主。黄金有做多机会。



风险

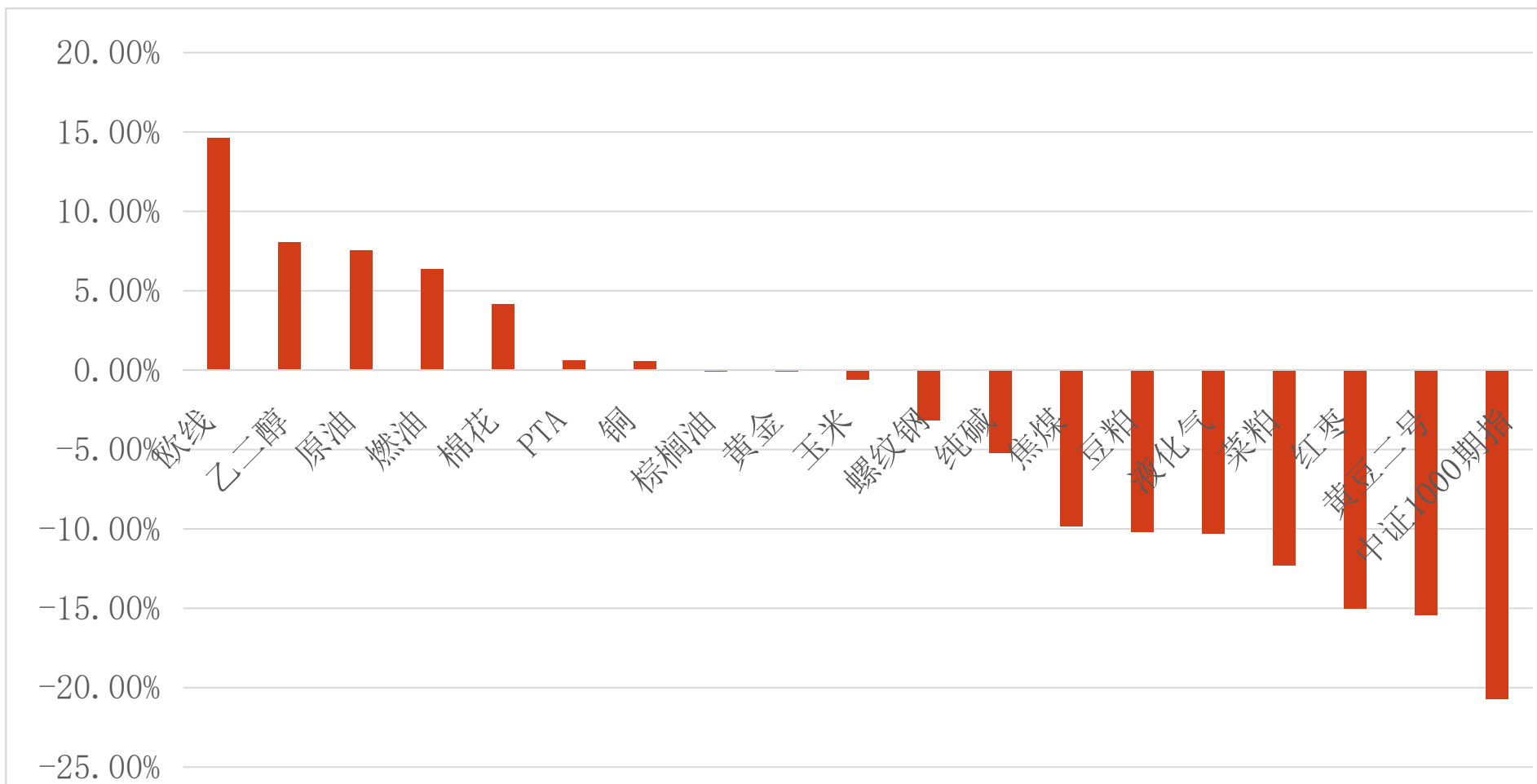
风险因素：国内房地产、美联储动向、中东地缘冲突。

全球大类资产价格1月份涨跌幅

A股	涨跌幅	国际股指	涨跌幅	商品	涨跌幅	债券	变动值
上证指数	-6.27%	标普500	1.59%	WTI原油	6.34%	中国十债收益率	-0.13
沪深300	-6.29%	纳斯达克	1.02%	伦铜	0.62%	上海同业拆借3M	-0.14
中证500	-13.49%	道琼斯	1.22%	螺纹钢	-3.18%	DR007平均	0.02
中证1000	-18.72%	日经指数	8.43%	COMEX黄金	-0.68%	美国十债收益率	0.11
创业板	-16.81%	德国DAX	0.91%	美元指数	2.12%	美国二债收益率	0.04
科创50	-19.62%	恒生指数	-9.16%			美债期限利差 (10-2Y)	-0.28

数据来源：同花顺、红塔证券、博易云

图1：高持仓、高成交、涨跌幅前列商品加权指数1月份涨跌幅



数据来源：博易云

仅供参考，请仔细阅读文件末尾【免责声明】

货币宽松。近年持续降息降准，央行自2024年2月5日起，下调金融机构存款准备金率0.5个百分点，自2024年1月25日起，分别下调支农再贷款、支小再贷款和再贴现利率各0.25个百分点。从同业拆借看，8月下旬至12.25日，银行资金偏紧，或因央行货币政策微调，侧重防风险。信用紧缩。2023年下半年，社融和M1走势背离，结合债券、股票走势，以M1判定信用状况更合适。

图2：社融规模存量增速、M1同比



图3：上海同业拆借1M、3M

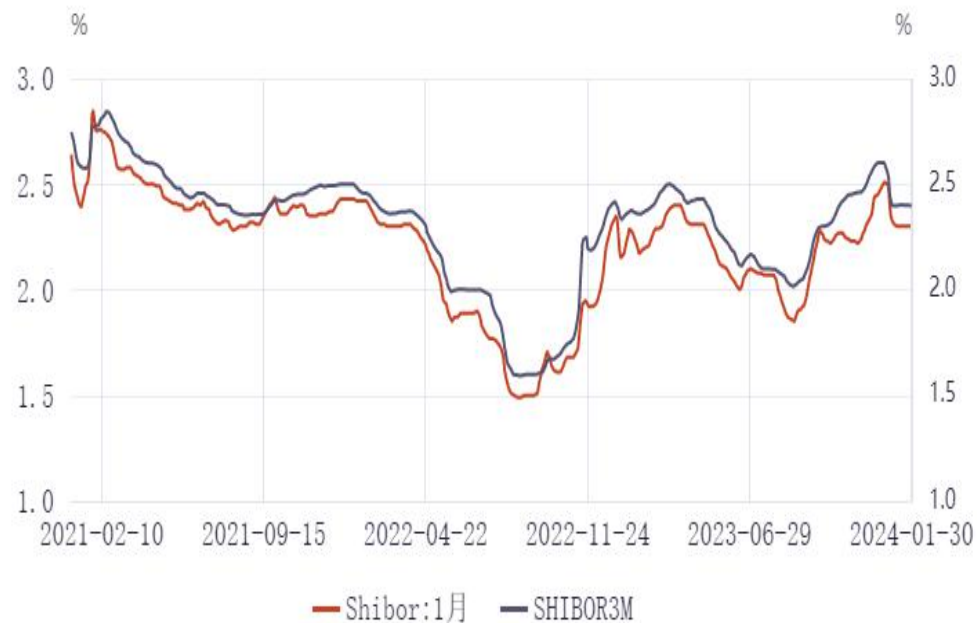
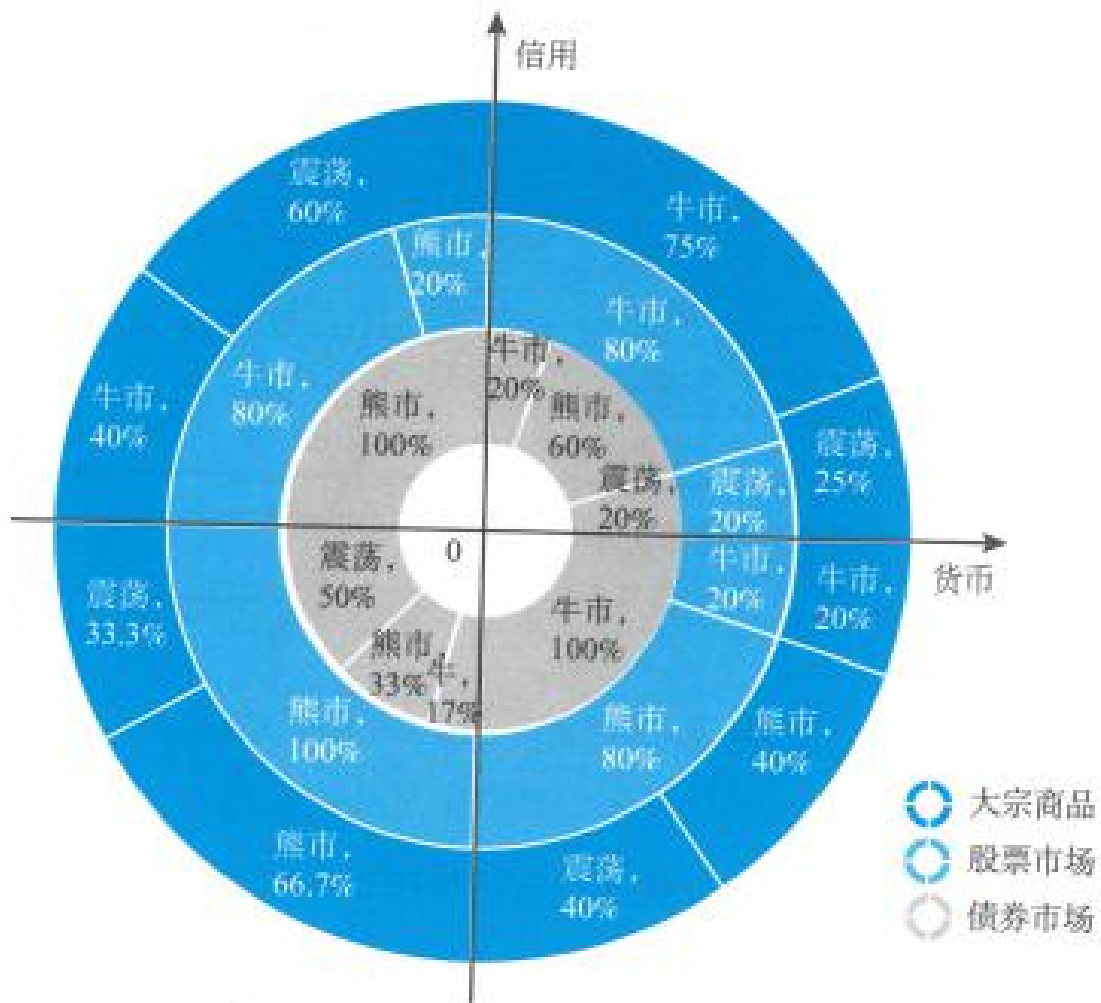
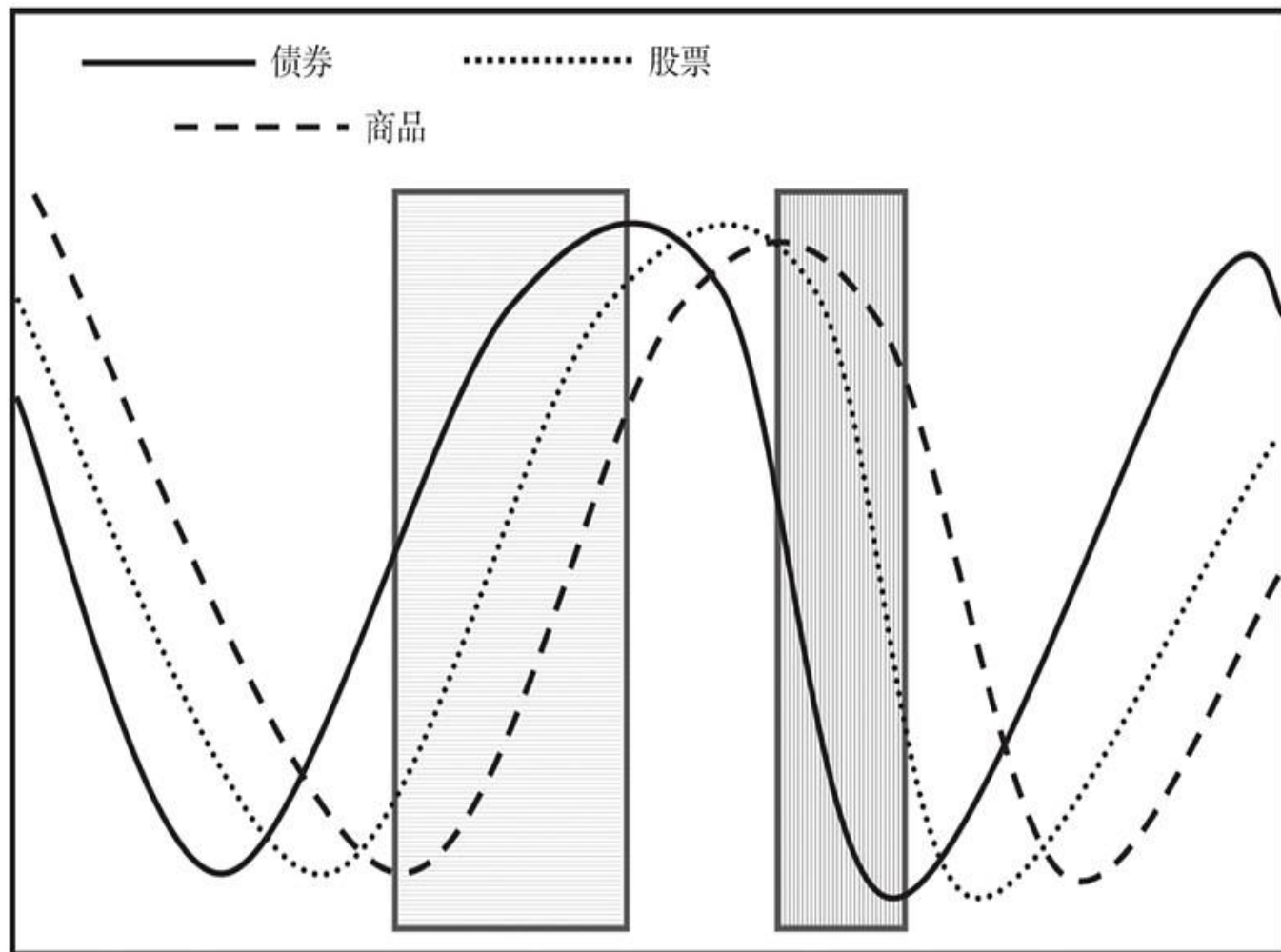


图4：货币信用分析框架



从内到外依次是：债券、股票、大宗商品。
当前宽货币、紧信用，市场表现为：债券牛市、股票熊市、大宗商品震荡，符合货币信用分析框架。

图5：普林格六阶段



一般，对应一个经济周期，债券、股票、商品依次见底，依次见顶。

债券牛市、股票熊市，那么商品大概率是熊市，实际工业品震荡偏强。

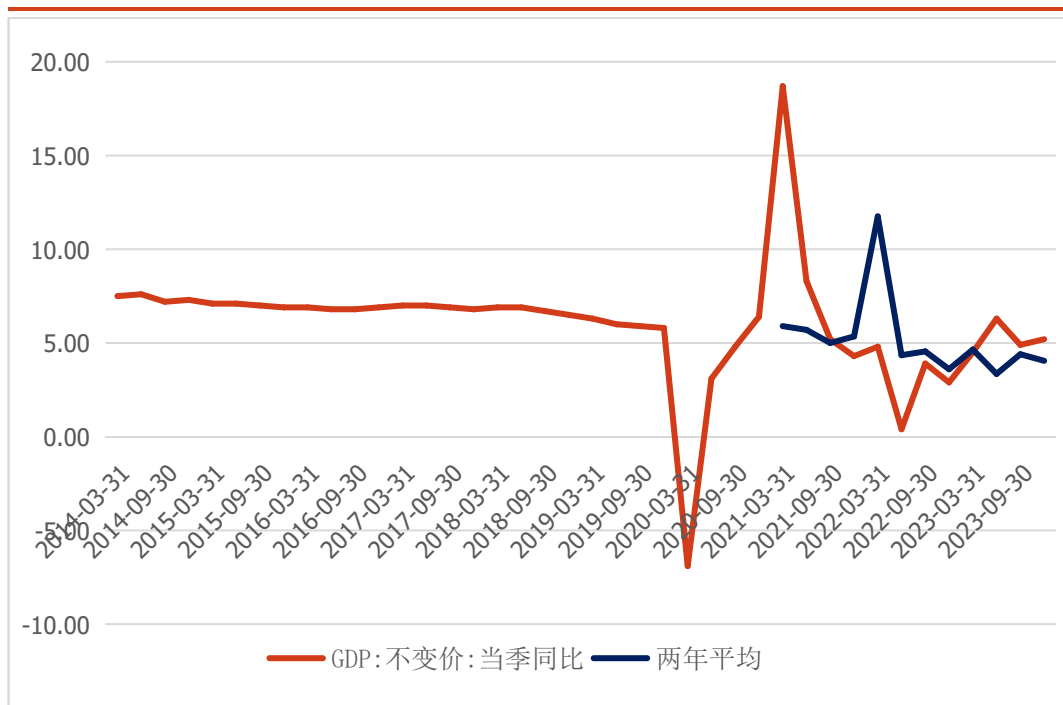
一则，产能结构性过剩。中下游行业生产扩张，减轻上游过剩压力，支持商品表现。采矿业整体产能利用率分位数处于历史70%以上水平，其中石油和天然气开采业、煤炭开采和洗选业的产能利用率分位数则处在80%以上。但中下游企业的产能利用率分位数则普遍位于50%下方，其中制造业整体产能利用率分位数位于30%附近，说明中下游企业需求相对较弱，产能过剩问题更严重。

二则，部分商品有额外需求增长。如螺纹钢，海关总署数据显示，2023年，中国出口钢材共计9026.4万吨，同比增长36.2%。期内中国累计净出口钢材8261.9万吨，同比大增45.6%。

去除基数影响，以2021年至2023年两年平均的GDP同比看，属于低位震荡，不能确定恢复增长。从PMI看，整体持续回落，1月份，制造业采购经理指数（PMI）、非制造业商务活动指数和综合PMI产出指数分别为49.2%、50.7%和50.9%，比上月上升0.2、0.3和0.6个百分点，是否拐点，有待进一步观察。

按美林时钟（去除疫情影响，GDP波动整体缩小，美林时钟准确性下降），经济增长放缓，CPI下降，是衰退期。美林时钟的复苏期：股票>债券>现金>大宗商品，当前股票、大宗商品不符；衰退期：债券>现金>股票>大宗商品，当前市场债券、现金表现好，大宗商品不符。衰退期更符合市场情况。

图6：GDP当季同比



数据来源：同花顺

图7：PMI



红塔期货有限责任公司

12月CPI同比下降0.3%，前值-0.5%，环比上涨0.1%；PPI同比下降2.7%，前值-3.0%，环比下降0.3%。

图8：CPI、PPI同比



在银行间市场资金偏紧后期，国债上涨，一则贷款需求疲软，二则降息降准预期。国债市场以专业投资者为主，体现市场对未来宏观方向的定价。国债收益率下降，可能是预期通胀下降；或者增长放缓，或者两种情况皆有。当前国债胜率高、赔率低。

10月下旬，美债收益率最高达4.98%，中美利差高位，但中债已对外资有吸引力。人民币债券资产“票息+汇兑”的综合收益，其配置价值有所凸显。外汇局：外资投资中国市场和配置人民币资产意愿稳步提升。近几个月外资持续净增持境内债券，11月净增持规模为历史次高值，12月进一步净增持245亿美元，继续处于近两年高位。

图9：中国十年期国债、上海同业拆借3月



图10：中、美十年期国债



至1月30日，沪深300滚动市盈率10.2，百分位数12.8%；市净率1.17，百分位数0.59%。万得全A近10年股债风险溢价百分位数是97.0%，股息差百分位数是100%。市净率、股息率溢价极端低估，股市性价比高，随着债涨股跌，性价比上升。

美债回落、中美缓和，国内利好不断，A股不管不顾坚持下跌，一则充分反映了经济的悲观预期、房地产、地方债风险，甚至过度反映了；二则引发了被动性卖出，如雪球、融资、经营贷等，失业降薪后，必须用历史积蓄用于生活、还贷。疫情期经营贷余额是一路狂飙，从11.54万亿飙升到了21.94万亿，国内的房贷余额不过也才38万亿。一些经营贷流向炒房、套利差还房贷、投资理财（暴雷的鼎易丰）、股票，都没赚到钱，到期后，没有好的资金投向，必然会去杠杆。

图11：沪深300市净率



数据来源：红塔期货

图12：万得全A股息率溢价



红塔期货有限责任公司

月线上，沪深300跌破长期上升趋势线，RSI进入极端低位区，此前出现背离，月线6连阴，历史罕见。下跌空间有限。

恒生AH溢价指数155，历史高位期，港股更低估。人民币汇率在7.18附近，大概率见底。港股流动性问题更严重，没有国内的外汇管制，受美元回流影响更大；国外投资者占比高，中美冲突后离场；低成本的融资资金没有了。王一博引发的乐华娱乐暴跌80%，成交才2亿多元，承接很弱。建议逐步买入A股，长期持有；期指空单分批平仓，这种市场状况、政策背景，易出现强力反弹，但下跌也很猛。胜率低，赔率不高。

图13：沪深300指数月线



数据来源：同花顺、红塔证券

图14：AH溢价率



红塔期货有限责任公司

铜价可以表征中国和美国的总体耐用品需求，螺纹钢可以表征中国基建和房地产的需求。
有色、黑色周期在9年左右，2021年5月见顶，下跌时间、幅度均不够。如供应无重大变化，维持弱市可能大。
结合货币信用分析框架、普林格六阶段、美林时钟，工业品以寻找做空机会为主。

图15：沪铜加权周线



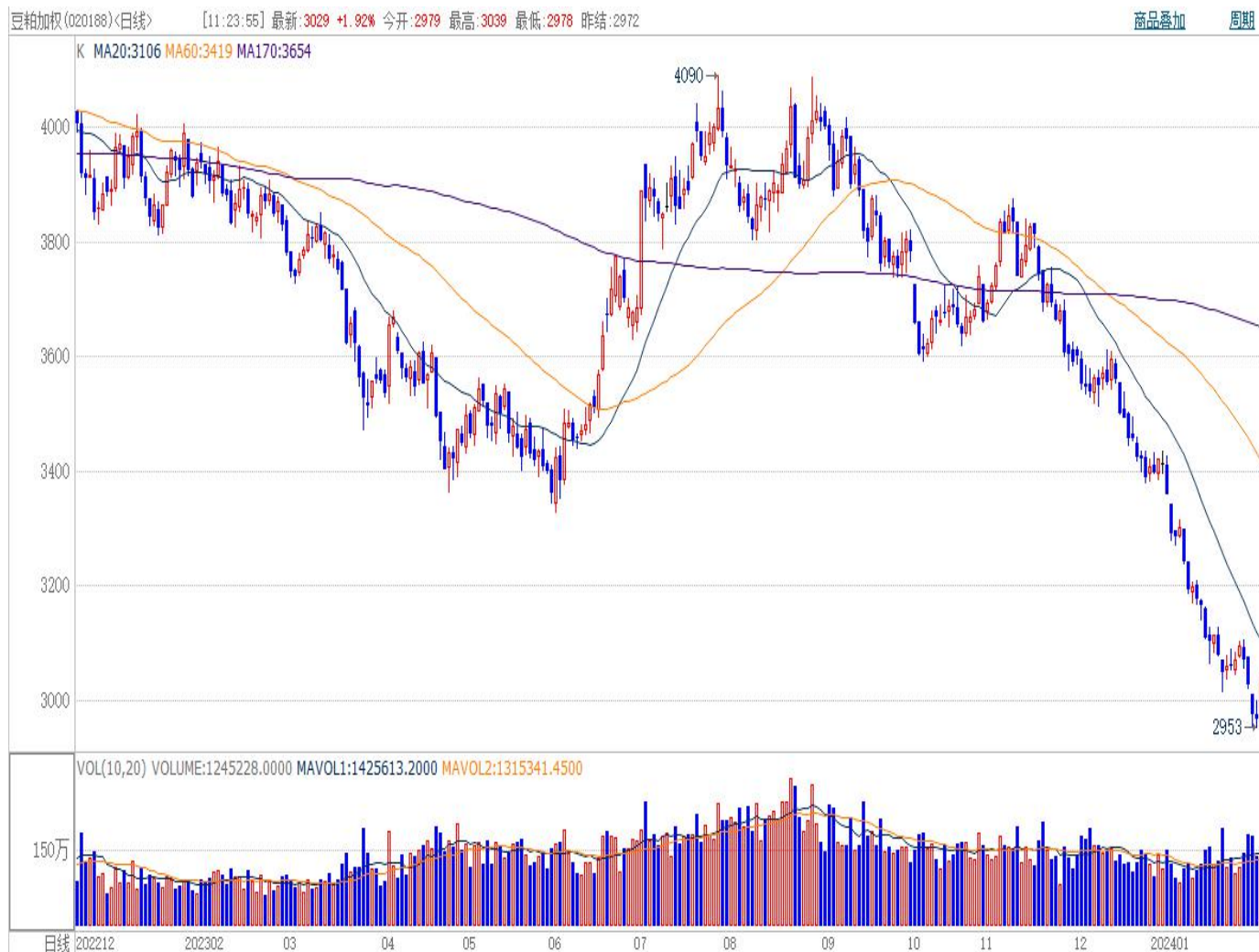
数据来源：博易云

图16：螺纹钢加权周线



红塔期货有限责任公司

图17：豆粕加权



数据来源：博易云

2023年四季度以来，豆粕出现反季节性累库态势，油厂库容压力较大，被迫降价出货。全球大豆供应宽松预期是市场较为一致的共识。

近期豆粕大幅下跌，主要是因为巴西出口贴水快速下跌，降低了国内进口大豆成本。具体来看，1月2日巴西3月船期大豆出口贴水报价为90美分/蒲式耳，对应中国进口成本为4060元/吨。作为对比，1月26日巴西3月船期出口贴水报价20美分/蒲式耳，中国进口成本为3660元/吨，较1月2日下降400元/吨。

红塔期货有限责任公司

图18：焦煤加权



数据来源：博易云

钢厂盈利情况较差，钢厂的焦炭库存多处于合理水平，焦企近期连续两次降价，焦企大幅亏损，压力传导到焦煤。

2023年，我国累计进口炼焦煤10192.7万吨，较2022年增加3800万吨左右，增幅相对较大。

图19：鸡蛋加权



数据来源：博易云

春节旺季来临，市场没有任何支撑，表明需求特别弱。

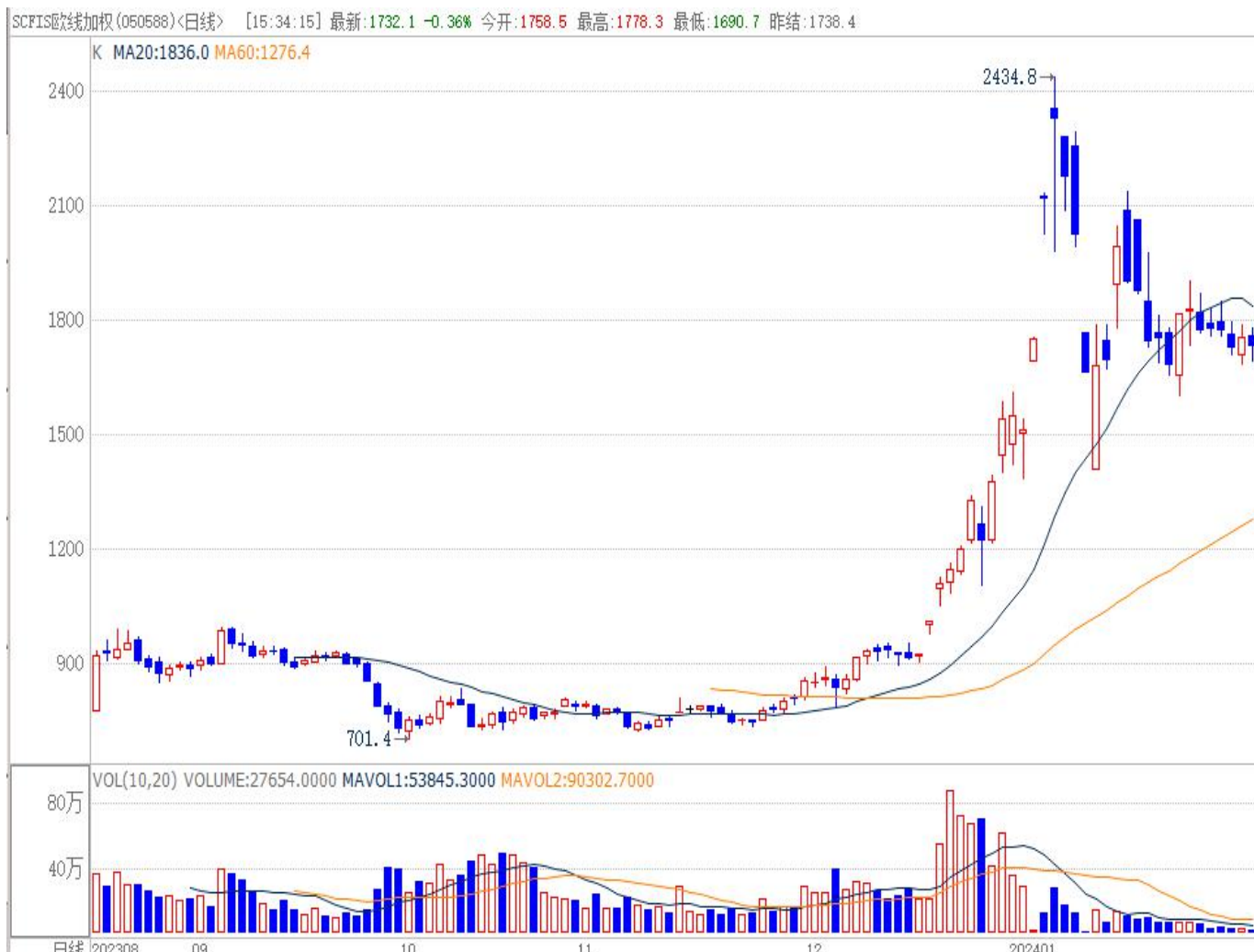
当前鸡蛋现货市场低迷，压制蛋价上涨的核心因素是供给增量。2023年12月在产蛋鸡存栏量12.1亿羽，已经恢复至近三年同期的峰值，预计新开产蛋鸡还有进一步增加的趋势。

玉米、豆粕等饲料下跌，蛋鸡养殖成本不断下移，成本支撑下移。

同是生鲜品的猪肉、鸡肉，今年的价格都是偏弱的，鸡蛋难以形成替代性消费。

红塔期货有限责任公司

图20：集运指数（欧线）加权



数据来源：博易云

红海紧张局势仍在升级。美英对也门实施多轮空袭，也门攻击了美英货船。上周末3名驻约旦美军士兵在无人机袭击中死亡，这是不断袭击后，首次公布美军士兵丧生。联合国贸易和发展会议1月26日发布的数据显示，据估计，苏伊士运河的贸易量在过去两个月下降了42%，油轮运输和天然气运输也经历了大幅下降。原油的上涨也是这个原因。

红塔期货有限责任公司

图2：乙二醇加权



数据来源：博易云

价格放量突破震荡区间。

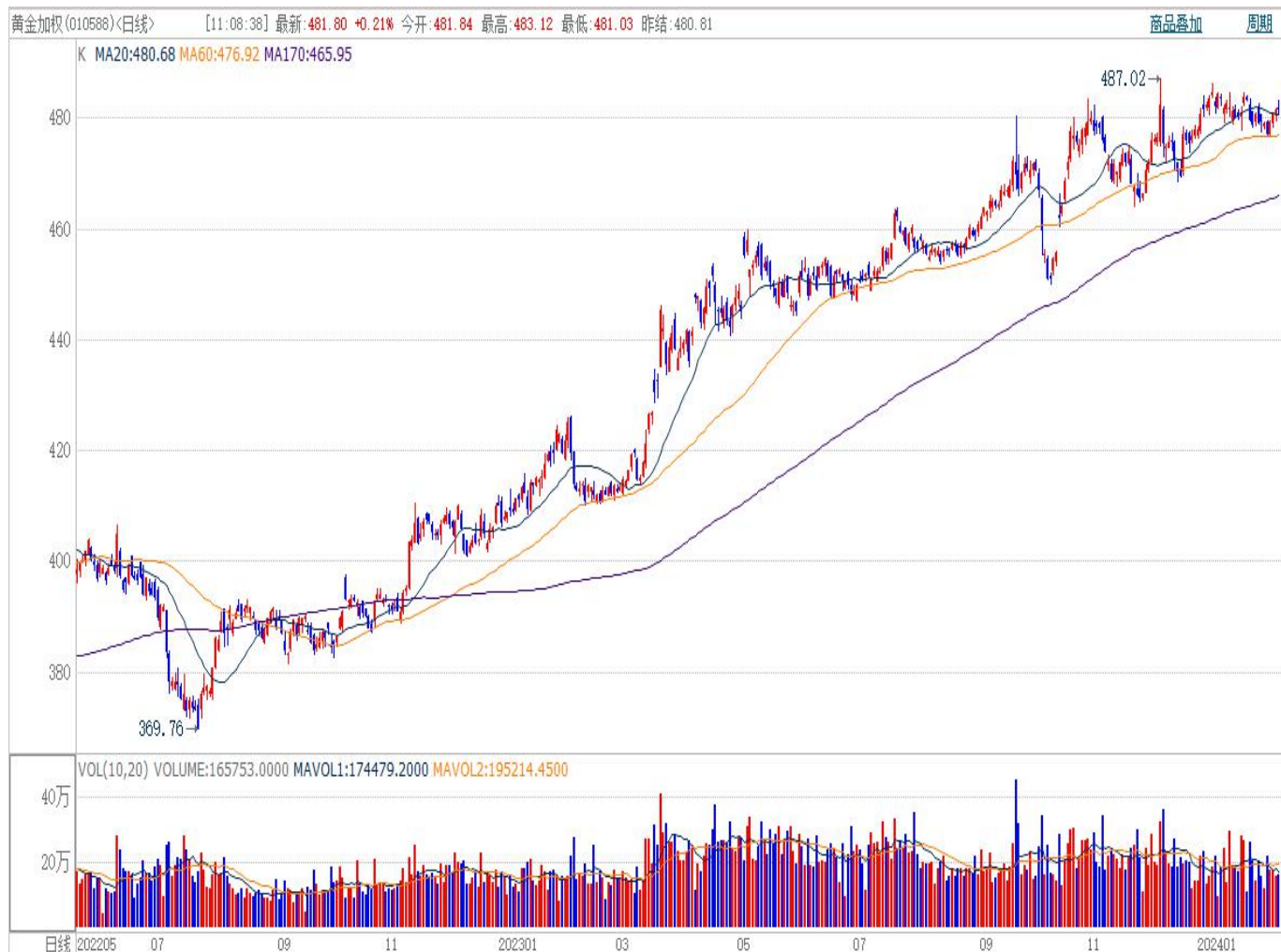
2023年，乙二醇各生产工艺仍处于大幅亏损状态。其中石脑油制乙二醇年均现金流亏损160美元/吨，亏损幅度较2022年收窄。

2023年国内乙二醇平均开工率为60.7%。进口方面，预计国内乙二醇减少，但中东和北美低成本货源对国内的冲击仍在。

2023年年底，沙特等多套装置因效益不佳减产，以及红海局势可能影响沙特乙二醇运输，导致2024年一季度乙二醇进口预期下降。

上涨空间有限。

图22：黄金加权



数据来源：博易云

2023年，在美债收益持续走高，美元走强背景下，黄金逆市走强。原因有二：去美元趋势下，各国央行加速增持黄金，地缘冲突加剧。巴以冲突扩散，红海紧张局势仍在升级。美英对也门实施多轮空袭，也门攻击了美英货船。上周末3名驻约旦美军士兵在无人机袭击中死亡，这是不断袭击后，首次公布美军士兵丧生。市场预期美国今年将降息，美元也走弱。从基本面看，利好因素持续，利空因素转好，以寻找做多机会为主。

红塔期货有限责任公司

免责声明

本报告版权归“红塔期货有限责任公司”所有，未经书面授权，任何个人、机构不得对本报告进行任何形式的发布、复制。本报告所引用的资料皆被我公司及其研究人员认为可信，但我公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会根据市场情况进行调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保，因此我公司不承担根据本报告进行操作带来的任何损失，请注意谨慎投资。



昆明分公司

电话：0871-63614770, 0871-63614046
传真：0871-63614046 邮编：650021
地址：云南省昆明市青年路387号华一广场17楼

上海分公司

电话：021-60737269, 021-60737270
邮编：200080
地址：上海市虹口区黄浦路99号2106室

河北唐山营业部

电话：0315-5910086
邮编：063000
地址：河北省唐山市路北区文化路街道北新道富强里13-14号商业

蒙自营业部

电话：0873-3691559, 0873-3948606
邮编：661100
地址：云南省红河州蒙自市朝阳路红竺园C区759号

福州营业部

电话：0591-83259287
传真：0591-83616830 邮编：350009
地址：福建省福州市台江区宁化街道祥坂街26号（原上浦路南侧）富力中心A座14层02商务办公

浙江分公司

电话：0571-86650970
邮编：310000
地址：浙江省杭州市上城区四季青街道瑞晶国际商务中心705室-2

四川分公司

电话：028-65782202
邮编：610000
地址：中国（四川）自由贸易试验区成都高新区交子大道219号C座08层04单元

玉溪营业部

电话：0877-6577468, 0877-6577463
传真：0877-6577469 邮编：653100
地址：云南省玉溪市东风南路2号红塔银行大楼1楼B区

曲靖营业部

电话：0874-3297788, 0874-3290886
传真：0874-3290939 邮编：655000
地址：云南省曲靖市翠峰路龙源花园53、54号商铺

张家港营业部

电话：0512-58229789
邮编：215600
地址：江苏省张家港市杨舍镇人民东路801号（国泰新天地广场）Z206

山东分公司

电话：0532-55795735, 0532-55795736
传真：0532-55795735 邮编：266061
地址：山东省青岛市崂山区香港东路195号6号楼706户

广州分公司

电话：020-22036733
邮编：510620
地址：广州市天河区华夏路16号4406室

大理营业部

电话：0872-2223100, 0872-2223091
传真：0872-2223884 邮编：671000
地址：云南省大理白族自治州大理市下关镇经济开发区登龙街八号榆都商务楼四层ZX409号

常州营业部

电话：0519-86885850, 0519-86885865
邮编：213016
地址：江苏省常州市钟楼区怀德中路50-1806