

科技主线强化，涨价链有补涨机会

报告要点

本篇报告介绍强 PPI 弱 CPI 的配置选择

摘要

股指观点：本周成长风格全面占优，贸易缓和以及四中全会公告提振情绪，科技再度成为主线。除配置科技之外，我们依然建议在四季度增配涨价链，逻辑如下，其一，通过信贷、财政等指标拟合商品同比，可得未来具备通胀回升的内生基础，其二，历史上弱 CPI 强 PPI 周期中，煤炭、油气、化工品占优，其三，季节性经验显示 12 月偏向价值，也可能驱动资金提前布局。基于上述分析，科技+反内卷仍是未来一个阶段的强势方向，配置上以红利+IM 多单替代。而后续市场风格是否全面切向成长，重点监测量能变化。

操作建议：红利+IM 多单。

中期展望：偏强震荡。十五五建议提供看涨期权、PPI 同比回升，科技+反内卷或成主线，哑铃结构配置当下行情。

下行风险：1) 增量资金衰减；2) 美元指数上行；

上行风险：1) TACO 交易；



扫描二维码 获取更多投研资讯

权益及期权策略组：

研究员：

姜沁

从业资格号 F3005640

投资咨询号 Z0012407

康遵禹

从业资格号 F03090802

投资咨询号 Z0016853

重要提示：本报告非期货交易咨询业务项下服务，其中的观点和信息仅作参考之用，不构成对任何人的投资建议。中信期货不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。如本报告涉及行业分析或上市公司相关内容，旨在对期货市场及其相关性进行比较论证，列举解释期货品种相关特性及潜在风险，不涉及对其行业或上市公司的相关推荐，不构成对任何主体进行或不进行某项行为的建议或意见，不得将本报告的任何内容据以作为中信期货所作的承诺或声明。在任何情况下，任何主体依据本报告所进行的任何作为或不作为，中信期货不承担任何责任。

目录

一、 股指：四中全会公告提振信心.....	4
（一） 一周回顾：全周成长风格占优.....	4
（二） 弱 CPI 强 PPI 环境下的风格抉择.....	4
1. PPI 同比回升具备基础.....	4
2. 强 PPI 弱 CPI 环境下的强势风格.....	5
3. 宽基指数中，中证 500 最为受益.....	6
4. 驱动风格漂移的其他潜在因素.....	6
（三） 小结：风格是否全面切换成长重点关注量能变化.....	7
二、 股指期货数据跟踪：	8
三、 股市微观流动性跟踪：	9

图表目录

图表 1： 市场风格	4
图表 2： 市场风格	4
图表 3： 企(事)业单位 MA12 新增贷款/(企(事)业单位 MA12 新增贷款+非银金融 MA12 新增贷款).....	5
图表 4： 财政收入增速-财政支出增速	5
图表 5： 中长期新增贷款 MA12/（中长期新增贷款 MA12+短贷票据融资 MA12）	5
图表 6： 企业贷款占比、财政收入收支差、中长期贷款占比滚动 3 年百分位数均值.....	5
图表 7： 弱 CPI 强 PPI 周期下的行业涨跌幅排名.....	6
图表 8： 宽基销售净利率与 PPI 的季频相关系数.....	6
图表 9： 宽基 ROE 与 PPI 的季频相关系数.....	6
图表 10： 近十年长江一级行业在 12 月的年化回报率.....	7
图表 11： IF 当季年化折溢价率（剔除分红）	8
图表 12： IF 当月空头移仓至远月成本（剔除分红）	8
图表 13： IH 当季年化折溢价率（剔除分红）	8
图表 14： IH 当月空头移仓至远月成本（剔除分红）	8
图表 15： IC 当季年化折溢价率（剔除分红）	8
图表 16： IC 当月空头移仓至远月成本（剔除分红）	8

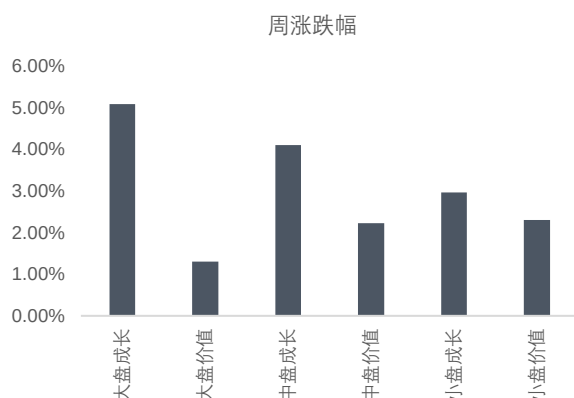
图表 17: IM 当季年化折溢价率（剔除分红）	9
图表 18: IM 当月空头移仓至远月成本（剔除分红）	9
图表 19: 前 20 大席位净多持仓	9
图表 20: 换手率	9
图表 21: PE 所处近 1000 天百分位数	9
图表 22: 新成立偏股型基金	10
图表 23: 基金净流入规模	10
图表 24: 融资买入额/Wind 全 A 指数成交额	10
图表 25: 融资持股市值/行业市值周环比变化	10
图表 26: 恒生指数卖空金额占比	10

一、股指：四中全会公告提振信心

（一）一周回顾：全周成长风格占优

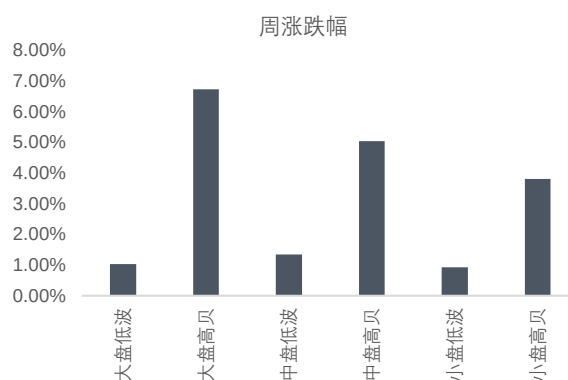
本周权益市场中枢上行，沪指收盘年内新高，其中电信、电子、石化、电新领涨，科技成为市场绝对主线。情绪回升原因如下，其一，贸易摩擦缓和，亚太股市情绪回升，其二，周四四中全会公告明确科技定位，周五科创 50、创业板指大涨。值得注意的是，本周石化、煤炭等涨价链存有局部机会，价值内部呈现分化。针对这一现象，本周再度明确涨价链四季度存在加仓机会，四季度或是反内卷+科技双轮驱动。

图表1：市场风格



资料来源：万得 中信期货研究所

图表2：市场风格



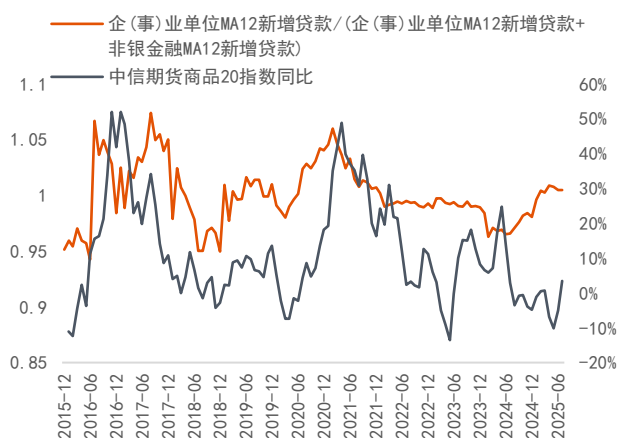
资料来源：万得 中信期货研究所

（二）弱 CPI 强 PPI 环境下的风格抉择

1. PPI 同比回升具备基础

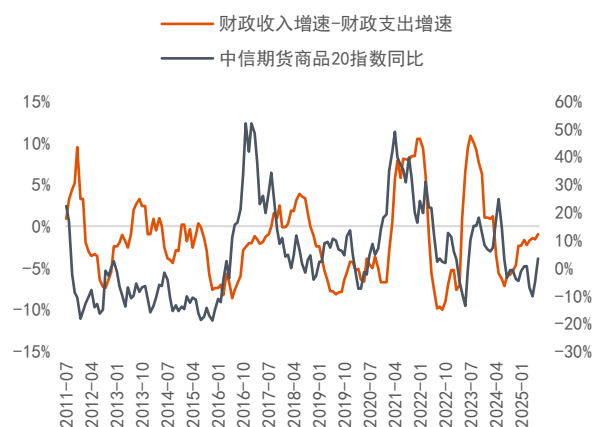
未来一大基准假设是 PPI 同比进入上行通道，这里通过部分宏观指标论证这一观点。下图通过三类宏观指标拟合中信期货商品 20 指数同比表现：1) 信号一，企业滚动 12 月新增信贷/(企业滚动 12 月新增信贷+非银滚动 12 月新增信贷)，若信贷资源流向实体，隐含实体回报提升；2) 信号二，中长期滚动 12 月新增信贷/(中长期滚动 12 月新增信贷+短贷票据滚动 12 月新增信贷)，若实体倾向中长期融资，隐含实体信心回升；3) 财政收入滚动 12 月增速-财政支出滚动 12 月增速，当实体回报下行，多对应逆周期政策调节，此时财政支出提速。计算上述三个指标滚动 3 年的百分位数，并进行均值处理，该均值可以有效拟合商品价格同比。2025 年该百分位数的均值整体处于上行态势，隐含财政、信贷资源倾向实体，当前具备通胀回升的内生基础。

图表3：企(事)业单位 MA12 新增贷款/(企(事)业单位 MA12 新增贷款+非银金融 MA12 新增贷款)



资料来源：万得 中信期货研究所

图表4：财政收入增速-财政支出增速



资料来源：万得 中信期货研究所

图表5：中长期新增贷款 MA12/（中长期新增贷款 MA12+短贷票据融资 MA12）



资料来源：万得 中信期货研究所

图表6：企业贷款占比、财政收入收支差、中长期贷款占比滚动 3 年百分位数均值

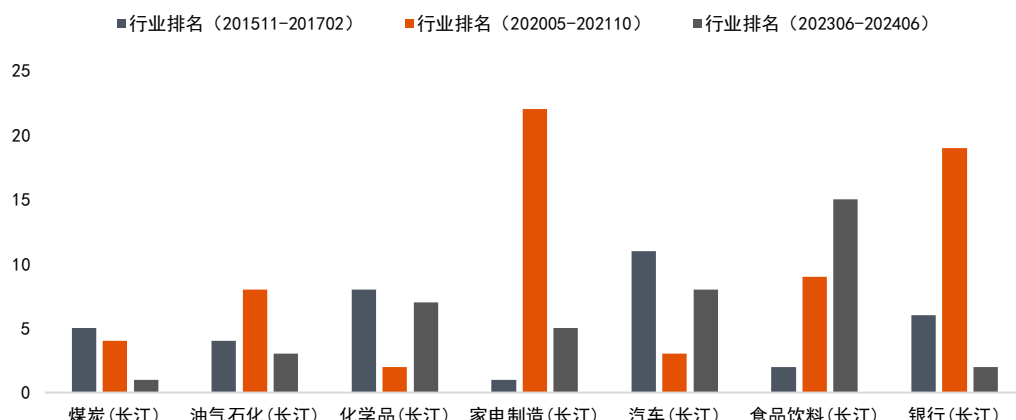


资料来源：万得 中信期货研究所

2. 强 PPI 弱 CPI 环境下的强势风格

PPI 回升基准假设下，本轮与往年最大的差异性在于 CPI 或低位运行，消费相对乏力影响 CPI 上行空间。那么在弱 CPI 强 PPI 的市场环境中，哪些细分行业占优，基于这一想法，下文进行回溯。此处选择三轮历史样本，即 201511-201702、202005-202110、202306-202406，三者均对应于 PPI 上行 CPI 震荡的市场环境，统计三轮样本长江一级行业的区间涨跌幅排名，回溯结果显示煤炭、油气石化、化学品三轮排名均在前十，家电制造、汽车、食品饮料、银行跑赢基准的概率稍高，即涨价链以及顺周期链是此类环境中最为超配的细分方向。鉴于本轮与往年最大的差异点在于地产周期下行，故涨价链的确定性高于顺周期链，因此不排除部分金融机构提前调仓换股至涨价链的可能性。

图表7：弱 CPI 强 PPI 周期下的行业涨跌幅排名



资料来源：万得 中信期货研究所

3. 宽基指数中，中证 500 最为受益

那么在 PPI 回升的环境中，哪些宽基指数最为受益。对此，下图计算了部分宽基指数销售净利率、ROE 与 PPI 的季频相关系数，数据显示，在 2015 年之前，沪深 300 因顺周期板块权重占比较多，其财务指标与 PPI 的联动性偏强，但在 2015 年之后，顺周期链条逐步由沪深 300 进入中证 500，中证 500 财务指标与 PPI 的联动性显著增强。因而一旦主线阶段切向顺周期链，此时中证 500 股指期货将成为最为合适的配置标的。

图表8：宽基销售净利率与 PPI 的季频相关系数

相关性	沪深300	中证500	中证1000
全样本	0.41	0.66	0.73
2010-2014	0.74	0.70	-
2015-2019	-0.15	0.82	0.75
2020-2024	0.55	0.73	0.80

资料来源：万得 中信期货研究所

图表9：宽基 ROE 与 PPI 的季频相关系数

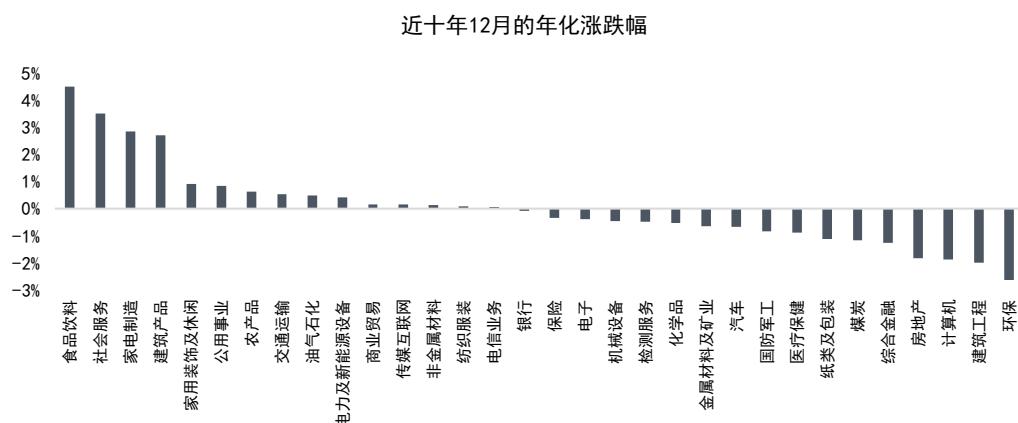
相关性	沪深300	中证500	中证1000
全样本	0.28	0.77	0.74
2010-2014	0.87	0.86	-
2015-2019	-0.62	0.66	0.62
2020-2024	0.77	0.90	0.82

资料来源：万得 中信期货研究所

4. 驱动风格漂移的其他潜在因素

除了 PPI 回升的宏大叙事之外，另有因素可能促成风格的阶段漂移。其一，四季度的季节性经验。计算近十年长江一级行业在 12 月的年化回报率，可以发现价值股进入年末反而边际占优，其中可能与基金经理完成绩效目标之后转向防御倾向有关，其二，12 月进入传统政策月，中央经济工作会议等重磅会议密集召开，而部分价值板块如地产、基建对于逆周期政策敏感，可能引领阶段行情出现，其三，12 月同时对应年末以及春节将至，此时消费提前备货、旅游电影娱乐等题材机会零星出现，这可能导致资金流向的变化。基于以上因素，在超配科技的基础上，可关注低吸周期价值股的潜在可能性。

图表10：近十年长江一级行业在 12 月的年化回报率



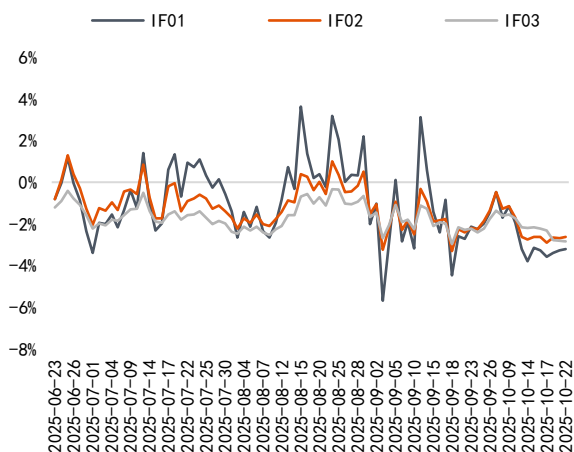
资料来源：万得 中信期货研究所

（三）小结：风格是否全面切换成长重点关注量能变化

本周成长风格全面占优，贸易缓和以及四中全会公告提振情绪，科技再度成为主线。除配置科技之外，我们依然建议在四季度增配涨价链，逻辑如下，其一，通过信贷、财政等指标拟合商品同比，可得未来具备通胀回升的内生基础，其二，历史上弱 CPI 强 PPI 周期中，煤炭、油气、化工品占优，其三，季节性经验显示 12 月偏向价值，也可能驱动资金提前布局。基于上述分析，科技+反内卷仍是未来一个阶段的强势方向，配置上以红利+IM 多单替代。而后续市场风格是否全面切向成长，重点监测量能变化。

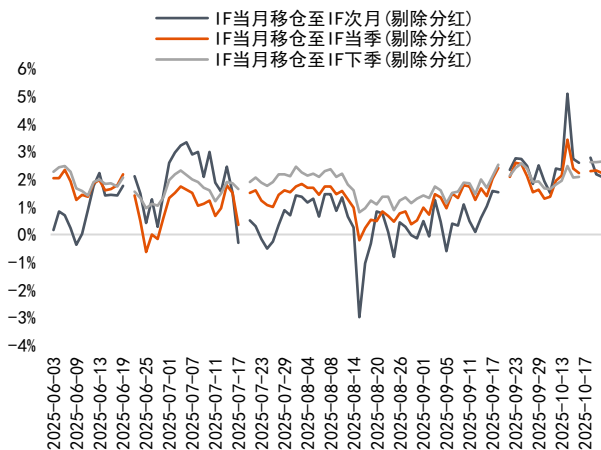
二、股指期货数据跟踪：

图表11：IF 当季年化折溢价率（剔除分红）



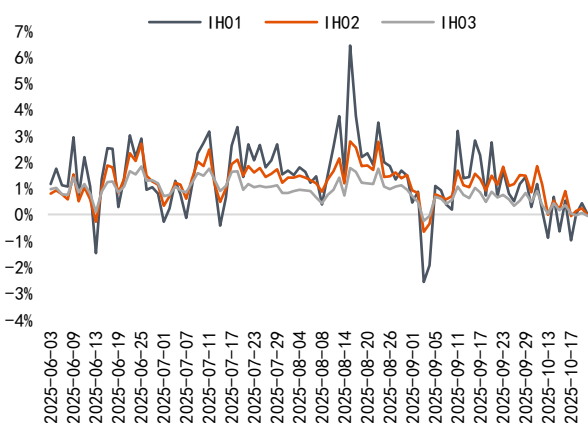
资料来源：万得 中信期货研究所

图表12：IF 当月空头移仓至远月成本（剔除分红）



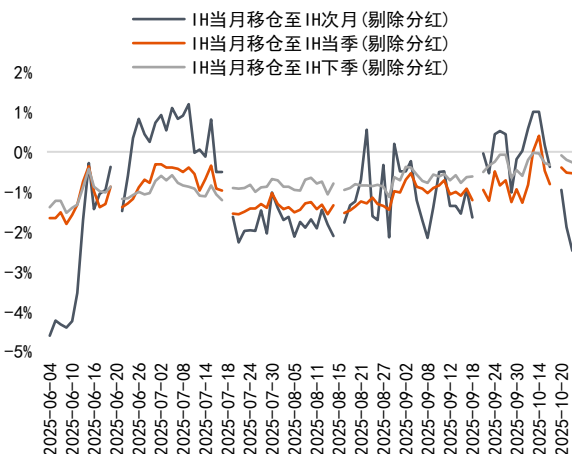
资料来源：万得 中信期货研究所

图表13：IH 当季年化折溢价率（剔除分红）



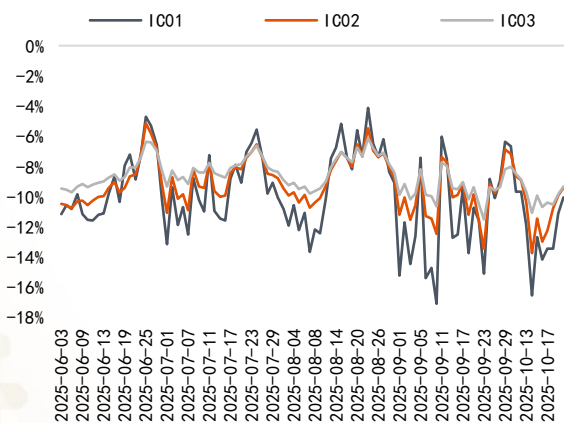
资料来源：万得 中信期货研究所

图表14：IH 当月空头移仓至远月成本（剔除分红）



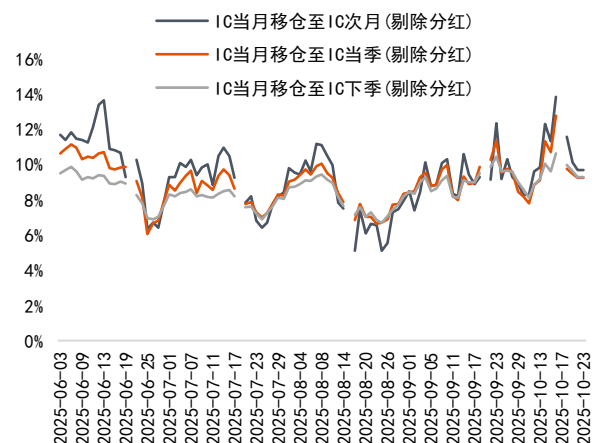
资料来源：万得 中信期货研究所

图表15：IC 当季年化折溢价率（剔除分红）



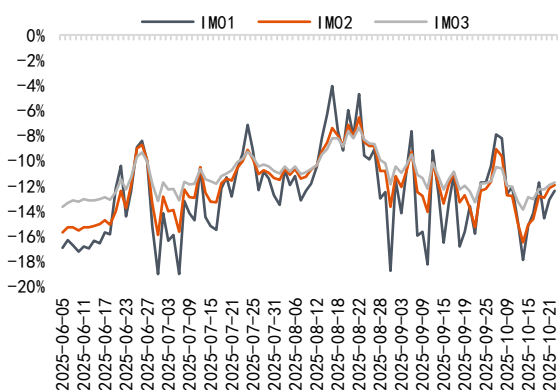
资料来源：万得 中信期货研究所

图表16：IC 当月空头移仓至远月成本（剔除分红）



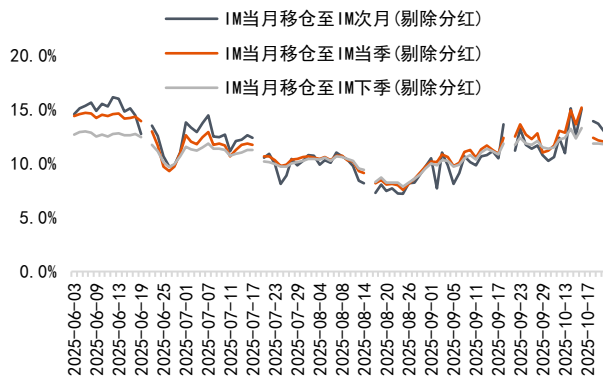
资料来源：万得 中信期货研究所

图表17：IM 当季年化折溢价率（剔除分红）



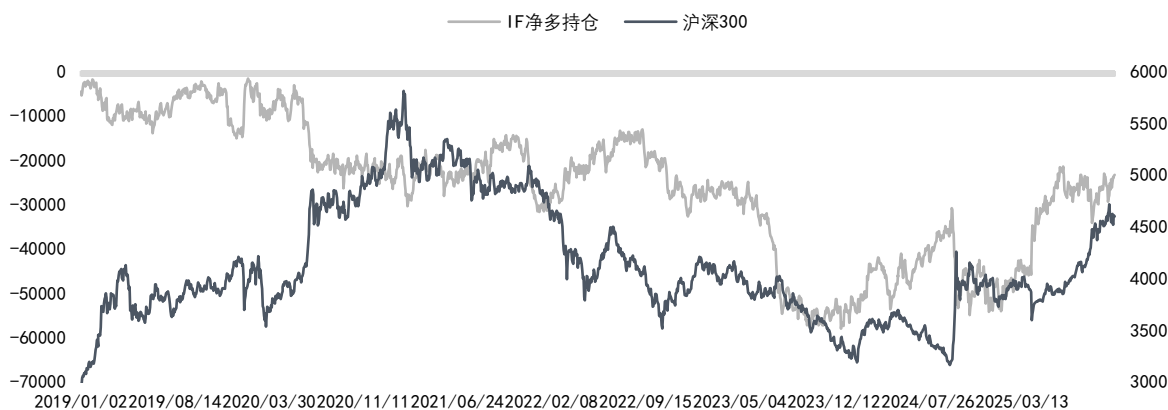
资料来源：万得 中信期货研究所

图表18：IM 当月空头移仓至远月成本（剔除分红）



资料来源：万得 中信期货研究所

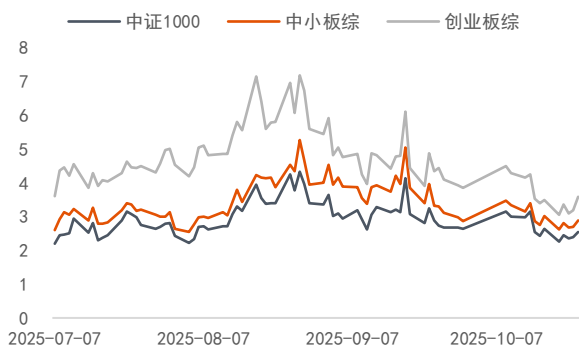
图表19：前 20 大席位净多持仓



资料来源：万得 中信期货研究所

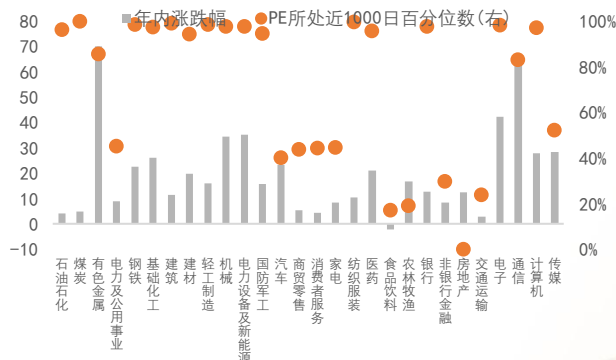
三、股市微观流动性跟踪：

图表20：换手率



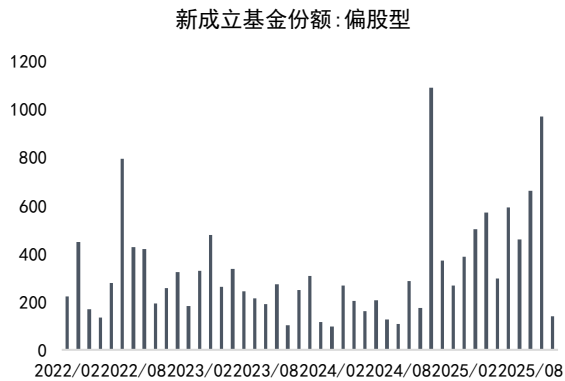
资料来源：万得 中信期货研究所

图表21：PE 所处近 1000 天百分位数



资料来源：万得 中信期货研究所

图表22：新成立偏股型基金



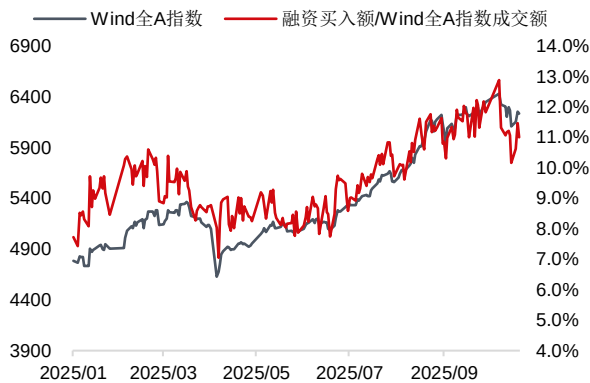
资料来源：万得 中信期货研究所

图表23：基金净流入规模



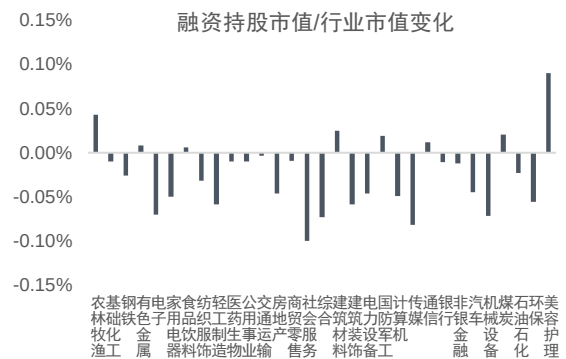
资料来源：万得 中信期货研究所

图表24：融资买入额/Wind全A指数成交额



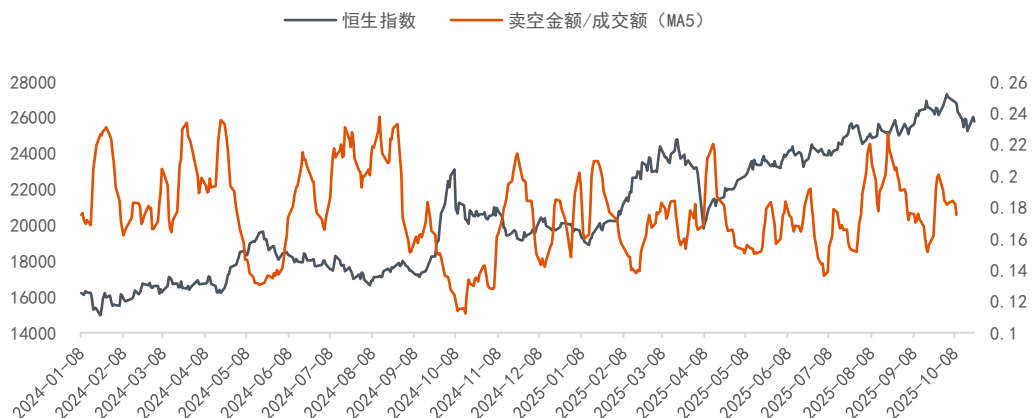
资料来源：万得 中信期货研究所

图表25：融资持股市值/行业市值周环比变化



资料来源：万得 中信期货研究所

图表26：恒生指数卖空金额占比



资料来源：万得 中信期货研究所

免责声明

除非另有说明，中信期货有限公司拥有本报告的版权和/或其他相关知识产权。未经中信期货有限公司事先书面许可，任何单位或个人不得以任何方式复制、转载、引用、刊登、发表、发行、修改、翻译此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，本报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为中信期货有限公司所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记。未经中信期货有限公司或商标所有权人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。

如果在任何国家或地区管辖范围内，本报告内容或其适用与任何政府机构、监管机构、自律组织或者清算机构的法律、规则或规定内容相抵触，或者中信期货有限公司未被授权在当地提供这种信息或服务，那么本报告的内容并不意图提供给这些地区的个人或组织，任何个人或组织也不得在当地查看或使用本报告。本报告所载的内容并非适用于所有国家或地区或者适用于所有人。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且中信期货有限公司不会因接收人收到此报告而视其为客户。

尽管本报告中所包含的信息是我们于发布之时从我们认为可靠的渠道获得，但中信期货有限公司对于本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性以及完整性不作任何明确或隐含的保证。因此任何人不得对本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性及完整性产生任何依赖，且中信期货有限公司不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。本报告不应取代个人的独立判断。本报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表中信期货有限公司或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下。我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告不构成任何投资、法律、会计或税务建议，且不担保任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成中信期货有限公司给予阁下的任何私人咨询建议。

中信期货有限公司

深圳总部

地址：深圳市福田区中心三路8号卓越时代广场（二期）北座13层1301-1305、14层

邮编：518048

电话：400-990-8826

传真：(0755) 83241191

网址：<http://www.citicsf.com>