



官方微信



官方APP

2023年9月核心策略推荐：

积极因素仍将持续深化，风险资产整体续涨空间依旧乐观

上海 2023.9.11

张舒绮 金融衍生品品种联系人
期货投资咨询从业证书编号：Z0013114
杨帆 能源化工品种联系人
期货投资咨询从业证书编号：Z0014114
魏莹 工业金属品种联系人
期货投资咨询从业证书编号：Z0014895
刘启跃 经济作物品种联系人
期货投资咨询从业证书编号：Z0016224

联系方式：13761696907
期货从业资格证书编号：F3037345
联系方式：15919951825
期货从业资格证书编号：F3027216
联系方式：17717062790
期货从业资格证书编号：F3039424
联系方式：15659917780
期货从业资格证书编号：F3057626

核心摘要（1）：市场展望

□ 宏观分析要点：

□ 8月以来，国内政策密集出台，覆盖货币政策（降息）、地方化债、地产调控政策优化、活跃资本市场、以及其他消费相关政策。无论是频率、还是力度，均超市场预期。在“坚决阻断经济走弱和预期转弱的循环”的要求下，进一步潜在政策加码措施充裕，以稳增长、提振市场信心。

□ 同时，当月内需亦现好转迹象：（1）制造业PMI连续3个月回升；（2）出口反弹；（3）物价环比回暖；（4）库存周期持续改善，企业盈利跌幅将继续收窄。随政策效果逐步兑现，经济复苏大势依旧明朗。若如此，叠加市场对美国通胀粘性充分定价，以及美国经济韧性弱化，则中美利差倒挂程度加深、人民币贬值的驱动也将发生逆转。

□ 基于此，我们认为，A股市场底部基本明朗，多头策略的安全性、收益性在大类风险资产中均最高；债市面临一定调整压力；商品供给端驱动逐步消化，或将回归需求验证逻辑，前期涨幅较大品种或滞涨，但低估值的工业硅、碳酸锂等品种则依旧有较佳机会。

兴业期货投资咨询部

核心摘要 (2) : 市场展望

□ 中观面驱动因素要点:

期货策略:

(1) 国债 (买入T2312卖出TL2312, 组合, 持有): 近期宏观刺激政策频发, 尤其是地产相关政策持续发力, 债市收益率短期波动风险不断加剧。但回顾上一轮地产刺激, 利率转向仍需等待, 因此债市单边策略性价比不佳。而超长端利率前期表现过于强势, 曲线大概率将继续陡峭化, 叠加目前跨品种价差处历史低位, 组合策略安全边际较优。

(2) 股指 (买入IF2312, 单边, 移仓): 从物价、制造业景气、库存周期等基本面指标看, 复苏格局持续验证。叠加各类重磅刺激政策, 业绩端利多贡献将不断强化; 盈利前景展望乐观、但估值仍处低位, 其扩张方向明确、且幅度可观; 人民币汇差、利差走弱态势将逆转, 且被动性基金申购份额持续大增, 从相对长长期看、资金面并不悲观; 从具体行业配置看, 顺周期、高股息率板块综合性价比仍最高, 对应仍宜持有沪深300期指多单。

(3) 沪铝 (买入AL2310, 单边, 持有): 近期电解铝产量出现明显抬升, 但主要增量来源于云南复产, 后续在产能天花板限制之下, 进一步增量有限, 高利润难以对产量形成有效刺激。叠加近期地产及其后周期、汽车、光伏等刺激政策均有加码或延续, 需求存潜在利多。沪铝在低估值加低库存结构下, 多头性价比较优。

(4) 碳酸锂 (买入LC2401, 单边, 减仓): 受价格变动产量环比增速逐步减弱, 政策推动背景下终端消费回暖趋势明确, 供需结构未明显出现过剩格局。当前市场情绪已有所释放, 建议轻仓持有多头策略。

□ 中观面驱动因素要点:

期货策略:

(5) 沪胶 (买入RU2401, 单边, 持有): 高基数压力下汽车产销实现同环比双增, 政策引导持续增强, 而气候影响不容忽视, 原料产出或将受阻, 橡胶到港减少加速库存降库, 供需结构继续好转, 且原料成本支撑随之走强, 基本面积积极因素依然占优。

(6) PVC (买入V2401, 单边, 持有): 新增检修装置较少, 产量达到4月以来最高。终端需求并未显著改善, 下游开工率仍处于低位。尽管基本面转弱, 然而考虑到成本支撑较强, 以及长假前补库刚需即将释放, 我们认为PVC期货价格仍有上行空间, 建议多单继续持有。

(7) 纯碱 (买入SA405, 单边, 持有): 近月交割风险偏高, 远月估值仍有修复可能, 但监管压力逐步积累, 纯碱低位多单配合平仓线持有。

(8) 焦煤 (买入JM2401, 单边, 持有): 政策影响扰动远期预期, 但铁水日产高位、补库需求重启, 焦煤库存持续创新低, 供需延续偏紧结构, 价格驱动依然向上。

(9) 棉花 (卖出CF401C18000, 单边, 新增): 棉花供应端随着进口配额发放、紧缺局面改善; 需求端上行驱动不足。当前棉花价格顶部格局较明显, 建议卖出看涨期权。

(10) 工业硅 (买入SI2312, 单边, 持有): 供应端盈利水平不足, 年内新增产能带来实际产量或不及预期, 而下游多晶硅、有机硅、硅铝合金预计将提供良好需求支撑, 建议工业硅持有多头思路。

宏观

MACRO

01

国内：积极政策加速兑现，经济亦存改善迹象

国内经济：8月以来重点稳增长政策密集落地（1）

□ 8月以来，中国经历了一波稳增长政策加速落地的阶段，从政策出台的频率和节奏看，属于历史首次。政策覆盖：（1）货币政策，贷款基准利率非对称降息，存款利率下调，（2）财政政策，即一揽子地方化债方案，（3）房地产调控政策优化，（4）活跃资本市场一揽子措施，（5）其他消费刺激相关政策。

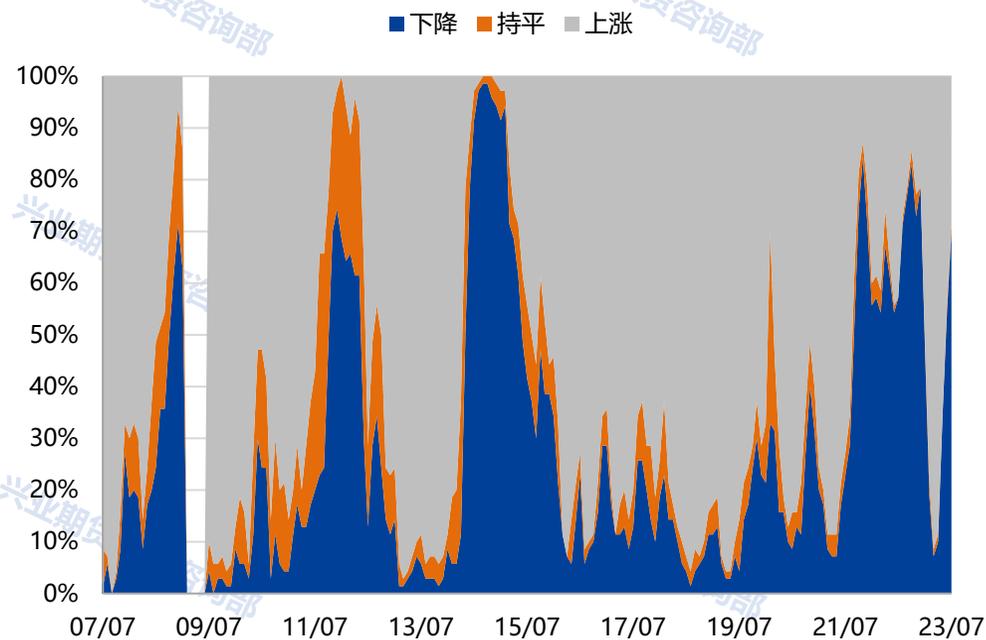
货币政策	财政政策	房地产	活跃资本市场	改善实体收入	其他
非对称降息 <ul style="list-style-type: none"> 8月15日，1年期MLF利率下调15BPS，7天OMO利率下调10BPS 	化解地方隐性债务 <ul style="list-style-type: none"> 财新报道，规模约1.5万亿美元的再融资债券计划即将公布，涉及12个债务压力较大的省份和地区，央行或设立SPV为部分城投平台提供流动性支持。 	三大方向 <ul style="list-style-type: none"> 认房不认贷 <ul style="list-style-type: none"> 8月25日，《关于优化个人住房贷款中住房套数认定标准的通知》，认房不认贷加入一城一策工具箱。北上广深已落实认房不认贷。 	一揽子活跃资本市场举措 <ul style="list-style-type: none"> 股东减持新规 <ul style="list-style-type: none"> 控股股东与实控人减持与近三年分红挂钩。 	减税 <ul style="list-style-type: none"> 提高3项个税专项附加扣除标准 延续实施全年一次性奖金个税政策 支持居民换购住房个税政策 上市公司股权激励有关个税政策等 	稳增长 <p>多行业稳增长方案发布 汽车、建材、有色金属、钢铁、石化化工等</p>
<ul style="list-style-type: none"> 8月20日，1年期LPR下调10BPS，5年期LPR未变。 		首付及利率变动 <ul style="list-style-type: none"> 8月31日，《关于调整优化差别化住房信贷政策的通知》。 商品房首套/二套首付比例下限调整为20% (↓10%) /30% (↓10%)。 首套/二套贷款利率下限 LPR-20BPS (-) /LPR+20BPS (↓)。 	下调印花税 <ul style="list-style-type: none"> 印花税率减半 	住房公积金提取政策优化 <ul style="list-style-type: none"> 北京、深圳等城市提升租房公积金提取 	支持民营经济 <ul style="list-style-type: none"> 8月30日，央行召开金融支持民营企业发展工作推进会。 8月31日，发改委召开民营企业企业家座谈会。 9月4日，发改委内部设立民营经济发展局，作为促进民营经济发展壮大的专门机构。 地方围绕支持民企、促销费发力。
<ul style="list-style-type: none"> 9月1日，1年/2年/3年/5年存款利率分别下调10/20/25/25BPS。 		降低存量首套房贷款利率 <ul style="list-style-type: none"> 8月31日，《关于降低存量首套住房贷款利率有关事项的通知》。 目前各大银行陆续发布下调存量房贷利率的通知。 	下调融资保证金比例 <ul style="list-style-type: none"> 从100%下调至80% 	支持解决政策拖欠企业账款	
		各地加快推进城中村改造			

国内经济：当前房地产压力远高于2008年和2014/2015年

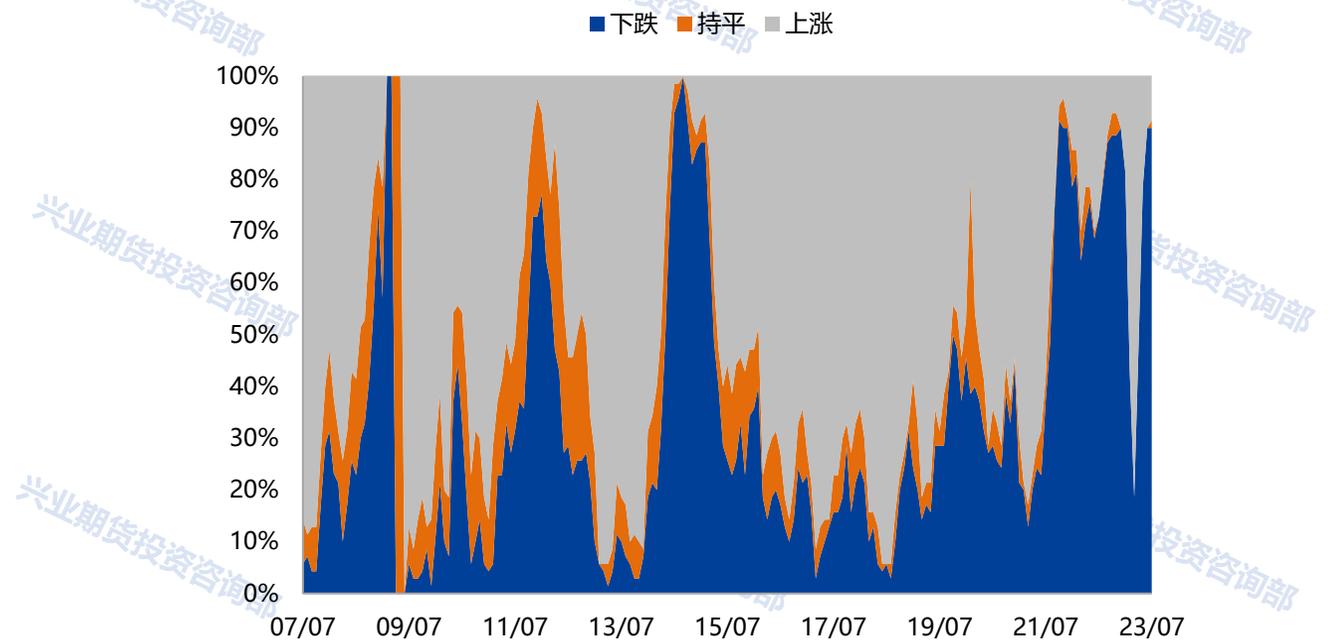
	2008-2009	2014-2015	2021-现在
房地产开发投资 当月同比	单月投资无负增长。最低增速1.0%（前高39.2%）。	2015年8月-2015年12月，连续5个月负增长，最低增速-5.1%（前高23.2%）。	2021年9月起，单月投资增速转负以来，连续17个月负增长。最低增速-21.5%（前高38.2%）。
商品房销售面积 单月同比	2008年2月起，单月增速转负，随后连续10个月负增长。最低增速-35.7%（前高57.9%）。	2014年2月-2015年3月，连续14个月负增长，最低增速-16.3%（前高49.5%）。	2021年7月起，单月增速转负以来，连续23个月负增长。最低增速-39%（前高104.9%）。
房屋新开工面积 当月同比	2009年2月-2009年9月，连续8个月负增长。最低增速-16.2%（前高27.2%）。	2014年11月-2015年8月，连续9个月负增长，最低增速-31.22%（前高58.63%）。	2021年4月起，单月增速连续28个月负增长。最低增速-50.82%（前高64.3%）。
土地购置费 当月同比	2009年2月-2009年7月，单月增速连续6个月为负。最低增速-26.14%（前高49.21%）。	2015年8月后，曾有4个月单月增速为负。最低增速-22.48%（前高51.83%）。	2021年6月后，单月增速长期处于负值区间。最低增速-34.69%（前高21.96%）。
狭义库存 当月同比	2008-2009年，广义商品住宅去库周期（12个月移动平均）最高值为26.23个月。	2014-2015年，广义商品住宅去库周期（12个月移动平均）最高值为40.37个月。	2023年7月，广义商品住宅去库周期（12个月移动平均）为46.75个月。
地产投资到位资金 当月同比	2008年8月-2008年12月，单月增速连续5个月负增长。最低增速-24.9%（前高77.12%）。	未出现较长时间的单月增速连续负增长。最低增速-19.6%（前高32.23%）。	2021年7月-2023年2月，单月增速连续20个月负增长，2023年5月至今，单月增速连续3次负增长。最低增速-35.54%（前高51.21%）。
房企债务违约		佳兆业、兴润置业等	恒大集团、碧桂园、世茂集团、金科股份、龙光集团、正荣集团、佳源集团、富力地产等。

□ 无论从下行持续的时间，还是投资、销售、房价等关键指标的下行幅度，本轮房地产周期的下行压力均显著高于2008年和2014-2015年。为减缓地产周期下行对于经济的负面影响，自2022年起，我国已分别进行了四轮针对需求、房企主体、项目的调控政策优化。2022年8月份为第四轮针对房地产需求的调控政策优化，具体政策集中在8月末落地，主要涉及三个维度的放松：（1）信贷政策优化，重点城市“认房又认贷”调整为“认房不认贷”；（2）降低购房成本，即全国统一降低首套房和二套房的首付比例，降低二套房政策利率下限40BPS至LPR+20BPS；（3）降低存量房贷成本。

70大中城市新房房价环比变动比例



70大中城市二手房房价环比变动比例



关键需求端政策	2008-2009	2014-2015	2021-现在
认房认贷政策	无认房/认贷政策	2014年9月30日，央行、银监会发文，放松首套房贷认定标准，二套房由“认房又认贷”改成“认贷不认房”。	2023年8月25日，《关于优化个人住房贷款中住房套数认定标准的通知》将“认房不用认贷”政策纳入“一城一策”工具箱，供城市自主选用。随后各个城市跟进落实。
		此前执行2010年5月起的二套房认房又认贷政策。 此次调整的影响是全国性的。	2023年8前，大部分城市已经在“因城施策”框架内打开限制， 仅16城（4个一线城市+12个二线城市）未放开。
下调首付比例下限	2008年10月22日，《关于扩大商业性个人住房贷款利率下浮幅度等有关问题的通知》。	2015年3月30日，《关于个人住房贷款政策有关问题的通知》（330新政）。	2023年8月31日，《关于调整优化差别化住房信贷政策的通知》。
	首套房：（1）< 90㎡：20%（-），（2）≥ 90㎡：20% （↓10%） 二套房：20% （↓20%）	首套房30%（-） 二套房40% （↓20%）	首套房：20% （限购城市↓10%） 二套房：30% （限购城市↓10%）
	影响全国性。	影响全国性。	本轮调整前非限购地区首套25%（可下浮5%）/二套30%，限购地区首套30%/二套40%。 本次调整主要影响限购城市。
贷款利率下限	2008年10月22日，《关于扩大商业性个人住房贷款利率下浮幅度等有关问题的通知》。		2023年8月31日，《关于调整优化差别化住房信贷政策的通知》
	首套：0.7*基准利率 二套：1.1*基准利率	首套：0.7*基准利率 二套：1.1*基准利率	首套：LPR-20BPS（-） 二套：LPR+20BPS（↓40BPS）
	新增首套房按揭利率累计下行 250BPS 新增二套房按揭利率累计下调 386BPS 存量未动	新增首套房按揭利率累计下行 256BPS 新增二套房按揭利率累计下调 182BPS 存量未动	新增首套房按揭利率累计下行 185BPS 新增二套房按揭利率累计下调 115BPS 存量利率潜在下调空间 70BPS

简单估算，本次“认房不认贷”、降低购房成本（降首付比例和贷款利率下限）的实际效果低于2014年的50%左右，其中北京上海商品房销售面积分别增长15%和20%，其余城市销售面积增速略低，10%，以2022年商品房销售面积为基准，将为2023年带来新增商品房销售面积2647万平方米，占2022年全年销量约1.9%，占2023年前7个月销量的4%。

重点城市认房认贷政策优化效果估算

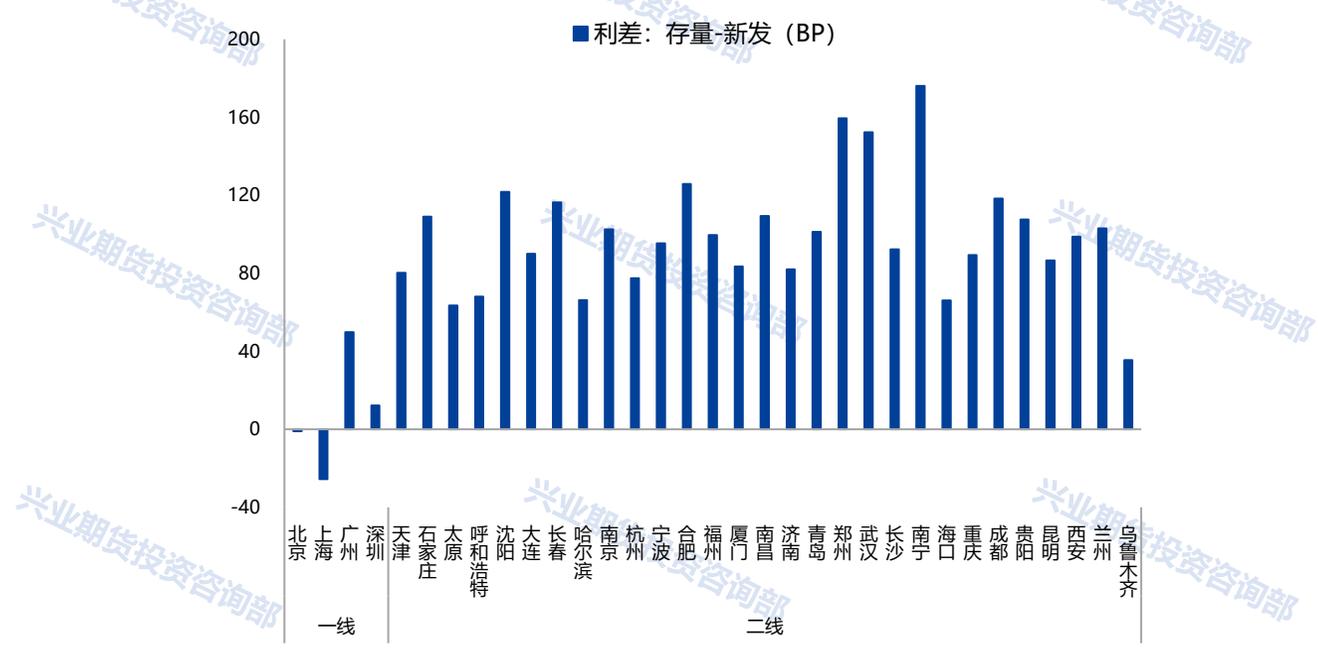
认房认贷城市	2022年商品房销售面积 (万平方米)	预计增幅 (%)	预计商品房销售增量 (万平方米)
北京	1,040	15%	156
上海	1,853	20%	371
广州	1,374	10%	137
深圳	694	10%	69
石家庄	530	10%	53
宁波	1,129	10%	113
合肥	1,459	10%	146
福州	1,742	10%	174
厦门	415	10%	41
青岛	1,564	10%	156
武汉	1,721	10%	172
长沙	1,699	10%	170
重庆	4,439	10%	444
成都	2,773	10%	277
西安	1,667	10%	167
全国	135,837	2%	2,647

我国个人住房贷款利率锚定标准在2019年8月发生了变化，在此之前是锚定的是5年以上基准利率，而2019年8月之后开始锚定5年期LPR利率。从个人住房贷款加权平均利率与锚定利率之间差距来看，当前我国存量高利率房贷主要集中在2018-2021年之间，而且这一时期个人住房贷款余额净增额也相对较多。根据西部证券计算，2018-2021年我国房贷加权利率大约为5.53%，至今基准利率已累计下调65BPS，对应2018-2021年存量房贷加权利率约4.9%。根据第一财经报道，接近监管人士表示能够享受本次调整的存量房贷规模占比约为2/3，假设30%-60%的存量房贷利率下调，下调幅度50BPS，对应居民利息支出负担减少约580-1128亿元，有利于减轻地产对居民消费的挤出效应。

存量高利率房贷主要集中在2018-2021年之间



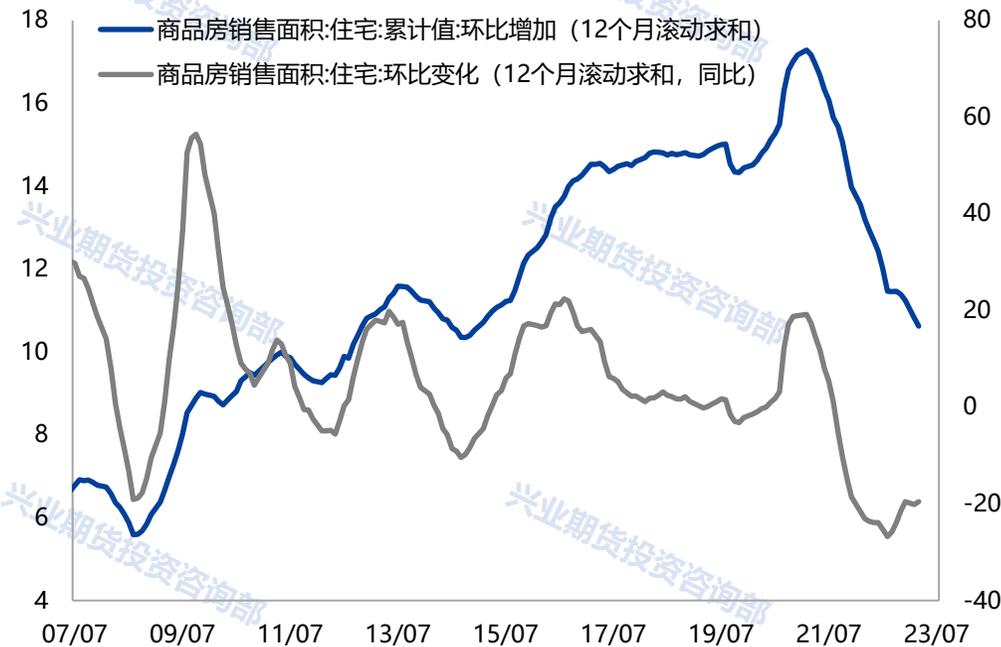
加点利差 (2023-2018/2021均值)



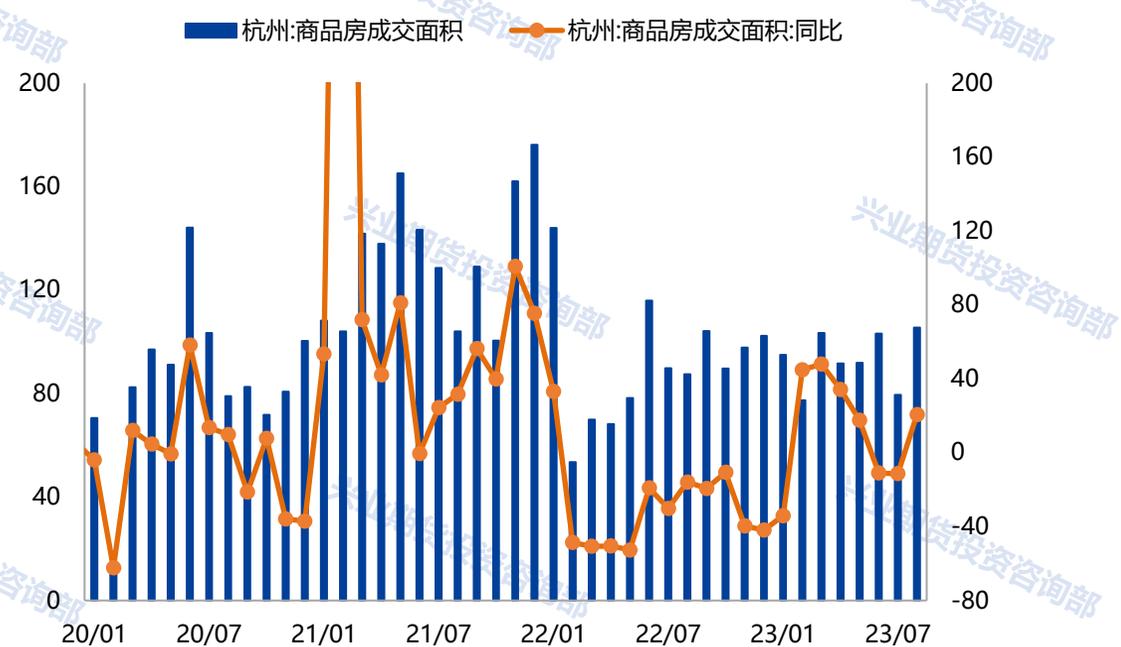
对比2008年、2014-2015年相同政策的优化幅度看，今年8月末的这轮政策的优化幅度（影响范围，调整幅度）均相对较小，但综合2022年以来的累计优化幅度看，截至9月上旬，购房首付比例、加权按揭利率均已接近/降至历史低位。

不过综合考虑城镇化率、出生人口、结婚登记人数等长周期指标，以及其他阶段性政策（如2015年棚改货币化），本轮地产调控政策优化的背后，缺乏直接的增量需求拉动。因此我们认为这一轮地产调控政策优化的结果，大概率是地产销售的温和修复，持续时间可参考杭州放开认房认贷政策后销售上行1个季度的情况。展望未来，房地产调控政策优化方向可以包括：货币政策、限购、限售政策放开等。

2008和2014年地产周期见底回升，伴随有需求的大幅改善



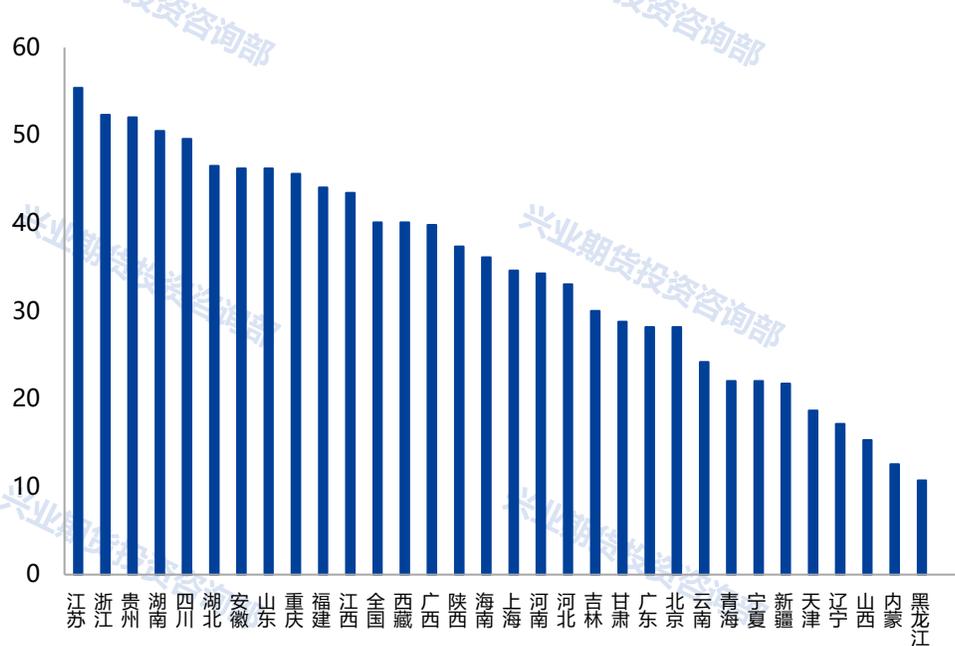
杭州22年11月以来放开认房不认贷后，销售上行了1个季度



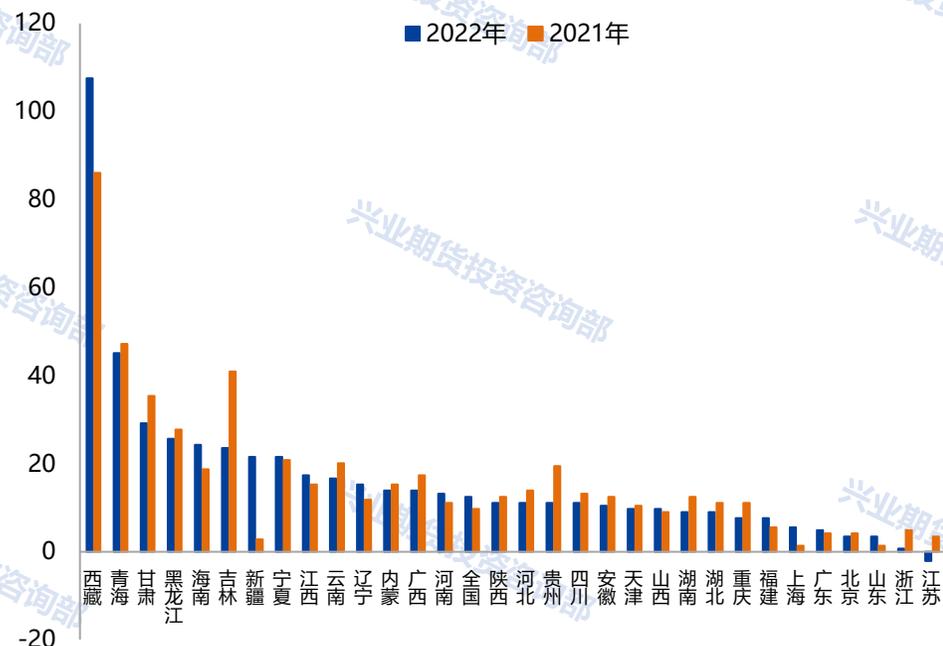
城市	财政对土地/地产依赖程度 (%)	限购			限售		2022年商品房销售面积 (万平方米,%)		城市	财政对土地/地产依赖程度 (%)	限购			限售		2022年商品房销售面积 (万平方米,%)			
		限购范围	结婚是否影响限购套数	外地户籍社保月数要求	新房	二手					限购范围	结婚是否影响限购套数	外地户籍社保月数要求	新房	二手				
一线	北京	34	全市	√	60	不限售		1,040	0.8%	二线城市	南昌	54	不限购	×	无	三限房满5年, 非三限房不限售		338	0.2%
	上海	42	全市	√	60	企业限售5年		1,853	1.4%		济南	59	部分区域	×	12	网签满2年		1,242	0.9%
	广州	55	部分区域	√	60	不动产权证满2年 (单位、人才政策购房满3年)		1,374	1.0%		青岛	45	部分区域	×	12	网签满5年 不动产权证满2年		1,564	1.2%
	深圳	38	全市	√	60	不动产权证满2年		694	0.5%		郑州	47	部分区域	√	24	不限售		2,249	1.7%
二线	天津	28	部分区域	√	6	不动产权证满2年		974	0.7%	武汉	55	部分区域	×	24	不动产权证满3年		1,721	1.3%	
	石家庄	42	部分区域	×	24	不动产权证满5年		530	0.4%	长沙	62	部分区域	×	24	不动产权证满4年		1,699	1.3%	
	太原	33	全市	×	无	不动产权证满2年		357	0.3%	南宁	54	部分区域	×	36	不动产权证满2年		1,325	1.0%	
	呼和浩特	51	全市	×	12	不限售		146	0.1%	海口	43	全市	×	60	不动产权证满2年		269	0.2%	
	沈阳	50	部分区域	×	无	网签备案满5年 不动产权证满2年		962	0.7%	重庆	50	不限购	×	6	取得房屋买卖合同备案证明满2年, 且取得不动产权证后		4,439	3.3%	
	大连	37	部分区域	×	12	网签备案满5年 不动产权证满3年		434	0.3%	成都	62	部分区域	√	24	不动产权证满3年		2,773	2.0%	
	长春	59	不限购	×	无	三环内新购非家庭唯一住房, 2年内不得上市交易上市交易		537	0.4%	贵阳	71	不限购	×	12	签订《商品房买卖合同》满3年		456	0.3%	
	哈尔滨	53	全市	×	12	网签满3年 不限售		926	0.7%	昆明	54	部分区域	×	12	不动产权证满3年		823	0.6%	
	南京	55	部分区域	×	6	网签备案满3年 不动产权证满3年		942	0.7%	西安	64	部分区域	×	6	网签满5年, 或不动产权证满2年 不动产权证满2年		1,667	1.2%	
	杭州	60	部分区域	√	12	不限售 (部分特殊情形除外)		1,168	0.9%	兰州	46	部分区域	×	12	不动产权证满3年		283	0.2%	
	宁波		部分区域	×	24	不动产权证满2年		1,129	0.8%	西宁	52	不限购	×	无	不限售		100	0.1%	
	合肥	56	部分区域	×	12	不动产权证满3年 不限售		1,459	1.1%	银川	50	不限购	×	无	不限售		404	0.3%	
	福州	55	部分区域	×	12	网签备案满2年		1,742	1.3%	乌鲁木齐	47	不限购	×	无	不限售		452	0.3%	
	厦门	64	全市	×	36	网签备案满2年		415	0.3%	合计							16,682	12.3%	

今年，地方隐性债务的偿债压力逐步显现，尤其是在财政收入对土地收入依赖度高，土地销售疲软、民营房企集中度较高的地区。综合考虑收入压力、财政对地产敞口、以及财政收支缺口等因素，吉林、云南、甘肃、青海、重庆等省市面临较大的现金流压力。地方债务风险，一方面加大短期地方金融机构资产质量的承压，另一方面，挤出地方财政政策空间，削弱地方稳增长的能力。

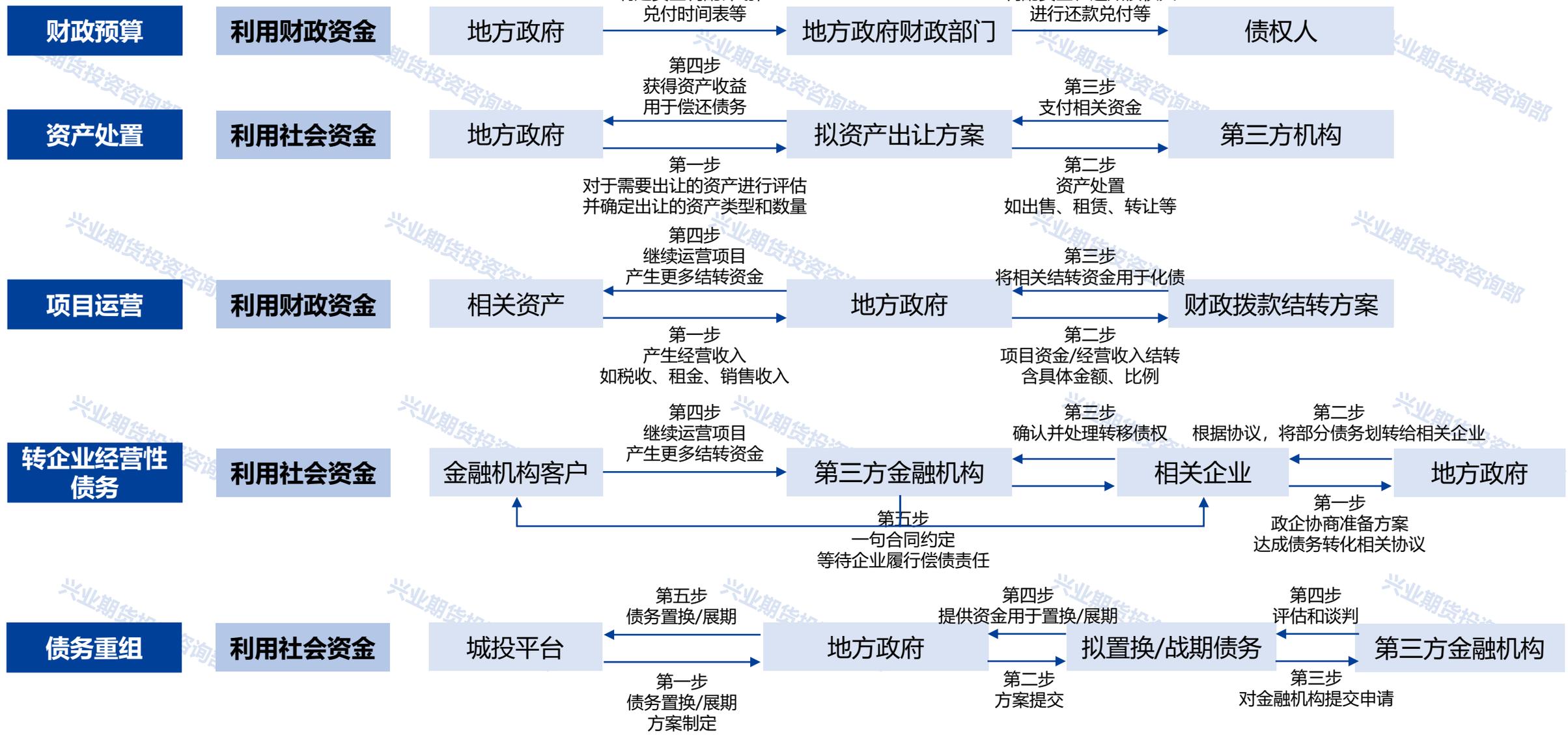
2022年政府性基金收入/（政府性基金收入+一般公共预算收入）



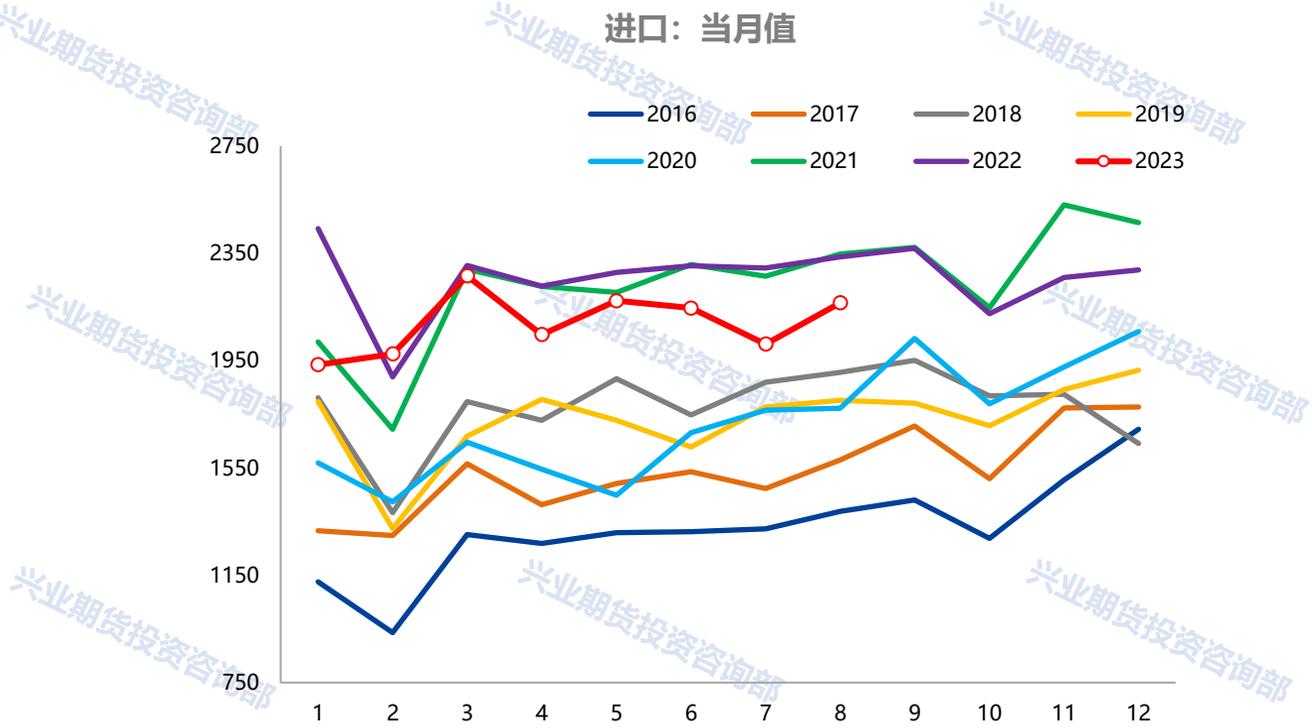
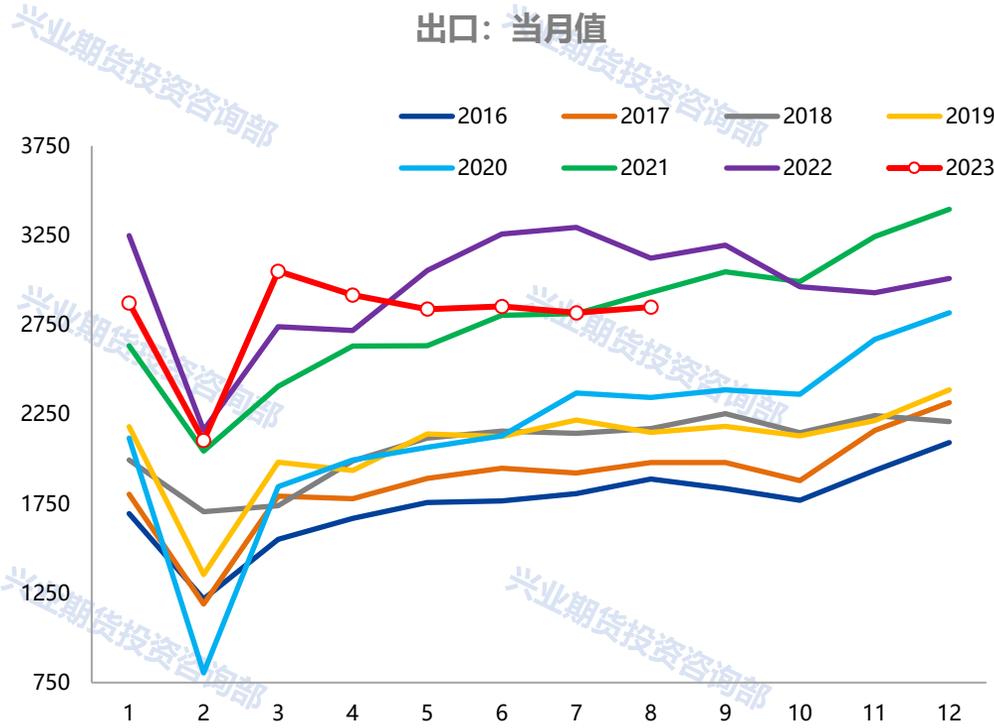
总财政赤字缺口/GDP



- 基于此，化解地方债务负担，也是稳增长组合政策的关键之一。
- 7月政治局会议提出有效防范化解地方债务风险，制定和实施一揽子化债方案。据8月21日财新周刊报道，中央计划允许地方政府发行1.5万亿元特殊再融资债券，以帮助包括天津、贵州、云南、陕西和重庆等 12 个偿债压力较大的省份和地区偿还债务。央行也表示要统筹协调金融支持地方债务风险化解工作，丰富防范化解债务风险的工具和手段。
- 7月初以来，随着化解地方债务风险的预期不断升温，天津、贵州、云南、陕西和重庆等省的城投债收益率明显下行，其中天津AAA级城投债收益率已累计下行约475BPS。
- 短期来看，“地方化债”有利于缓解地方偿债付息对财政资金的分流效应，既增加地方债务的安全边际，又能释放财政政策的逆周期调节空间，为后续积极的财政政策创造有利条件；长期看，它将有助于改善中国经济的资产负债表结构，实现经济增长重新轻装上阵的关键。化解地方债务的可行方式较多，大致可归纳为利用财政预算、资产处置、项目运营、转企业经营性债务、债务重组等五种类，利用财政或社会资金来解决问题，但关键只有两点，一是利率合理适度下调，降低地方政府债务融资成本，二是保持流动性合理充裕，为金融机构等第三方机构，提供流动性支持，支持地方政府可以用长周期低利率的债务置换高息短期债务。根据目前的信息看，最终化债方案有望在9月推出。

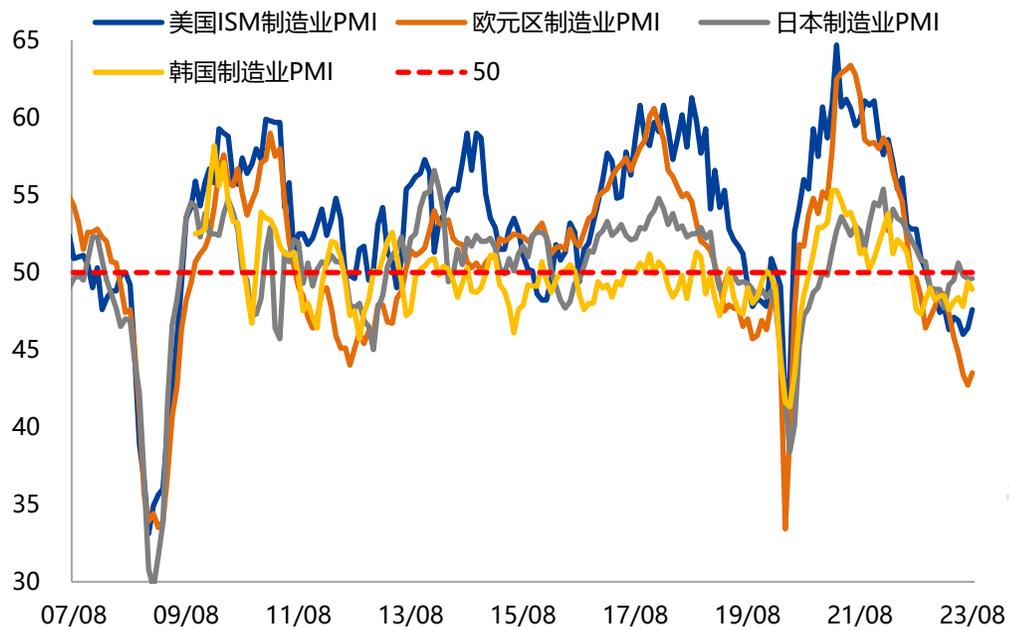


总量上看，8月份我国出口金额（美元计价）进口同比-8.8%，预期-9.5%，前值-14.5%；中国进口金额（美元计价）同比-7.3%，预期-8.2%，前值-12.4%，顺差684亿美元，前值806亿美元，进出口数据强于预期。

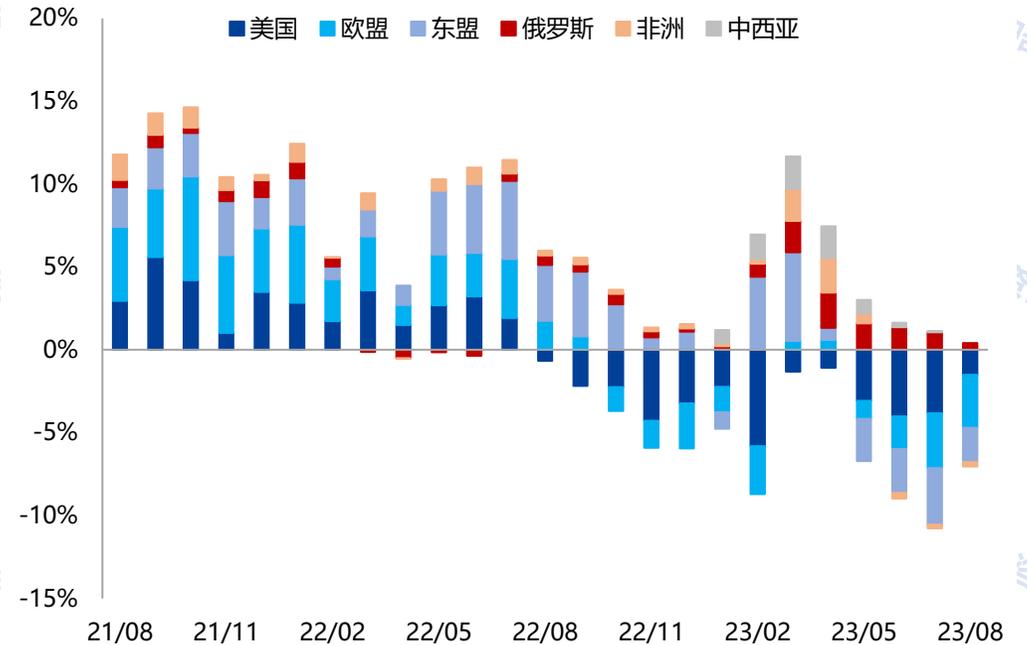


从结构上看，（1）前期支撑出口的重点商品，如汽车、船舶等，8月出口增速明显回落，但部分劳动密集型产品出口的降幅有所收窄，如纺织品、玩具等；（2）对俄出口增速有所回落，对美国、东盟、印度等国出口降幅收窄，且强于季节性。归因看，8月份我国进出口数据同比跌幅收窄的原因，除了基数回落、国内物价拖累弱化（即PPI跌幅收窄）之外，也有外需强于预期（8月欧美制造业PMI指数环比均回升，其中美国经济强于预期）的影响。总体看，我国出口的同比拐点可能已经出现，后续出口降幅或将逐步收窄。

8月欧美制造业PMI指数触底回升

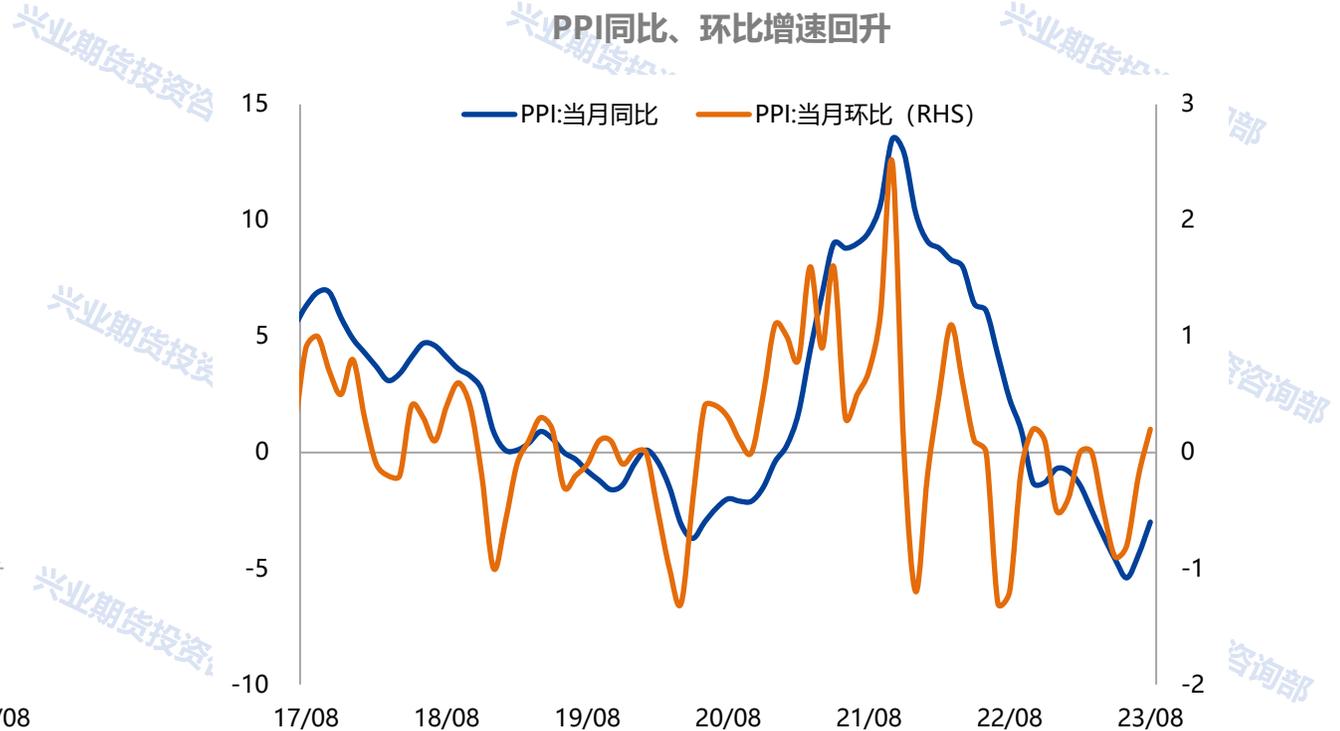
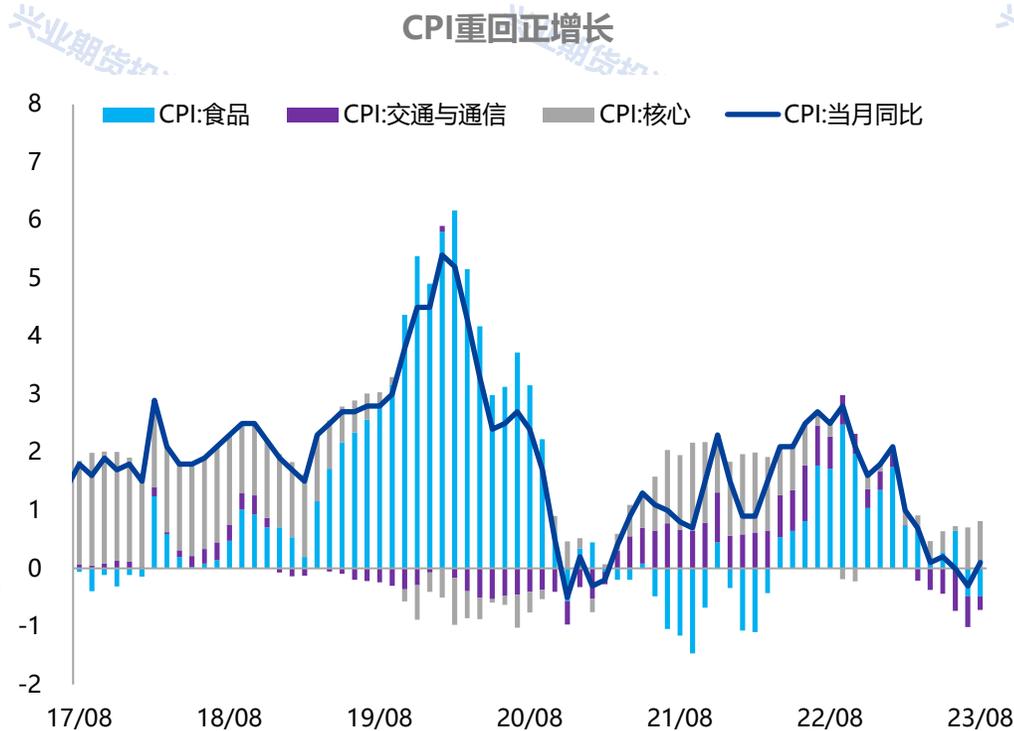


出口拉动：分国别



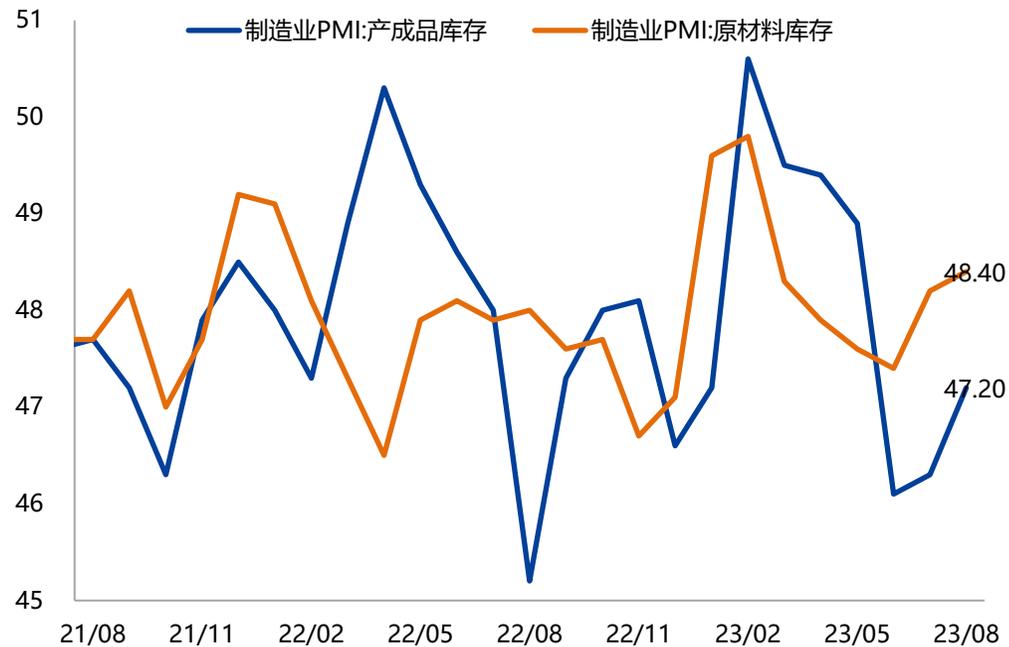
8月国内通胀数据也进一步从底部回升。CPI同比由负转正，8月录得0.1%，较前值提高0.4个百分点；环比则由0.2%提高至0.3%。PPI同比跌幅收窄，8月录得-3%，较前值提高1.6个百分点，环比则由负转正，录得0.2%，较前值提高0.4个百分点。

观察历史数据可得，国内物价具有非粘性，即物价变化与需求变化基本同步，因而8月PPI指标回升趋势的进一步确认，有助于验证国内需求回暖，工业企业盈利、库存周期改善，可作为经济基本面好转的佐证之一。

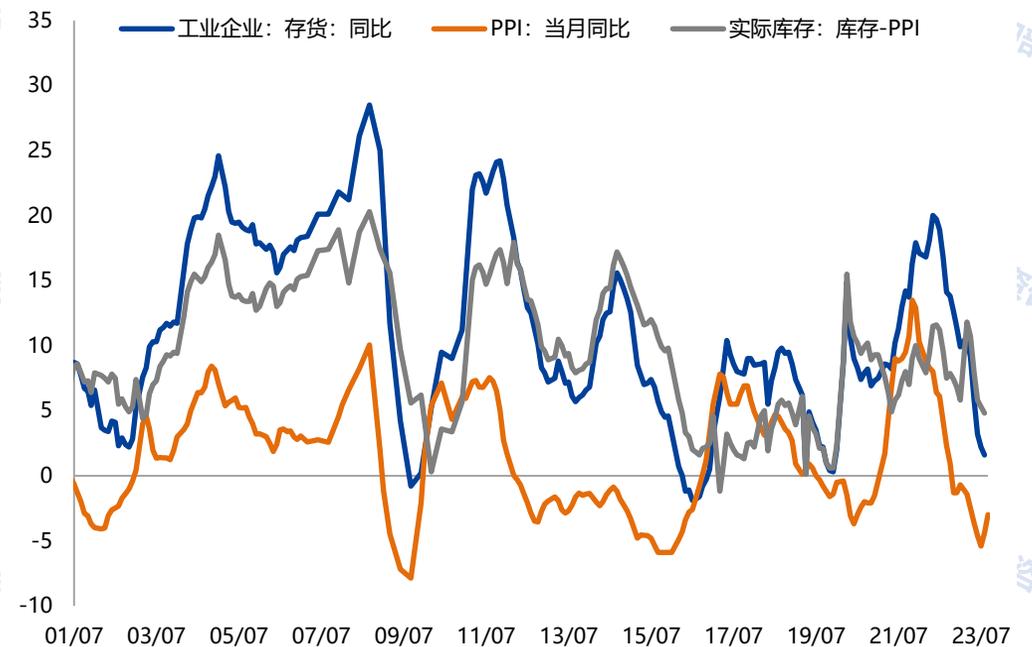


7月工业企业营业收入、利润总额同比增速环比改善，名义及实物去库去库速度有所放缓，且已接近历史低位。8月制造业PMI原材料库存指数和产成品库存指数继续回升0.2和0.9个百分点至48.7%和47.2%，连续2个月回升。结合8月PPI跌幅进一步收窄的情况分析，预计8月份工业企业仍呈现被动去库特征，但企业盈利和库存指标将延续改善趋势。观察历史数据可得，PPI对库存周期拐点领先约1个季度，谨慎乐观情况下，国内库存周期可能有望于四季度见底。随着工业企业去库速度的放缓并见底，企业去库对经济的拖累也势必逐步减轻。

8月PMI库存指标环比改善



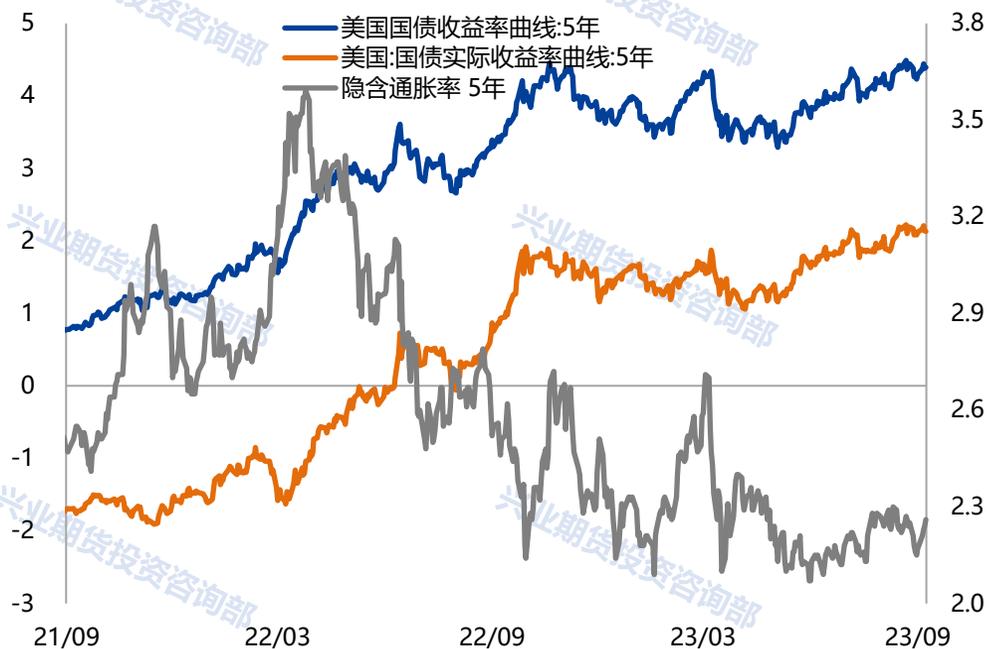
工业企业盈利、库存周期将环比继续改善





海外主线依然是美联储货币政策。8月美国花旗经济意外指数见顶回落，但美联储在年会中释放鹰派言论，美联储9月加息概率不高，但11月加息概率超过50%，美债收益率继续上行，中美利差倒挂程度加深，美元在外汇中一枝独秀，人民币汇率再度贬至前高附近。但是随着国内一揽子稳增长政策加速兑现，且我国经济底部逐步得到确认，市场充分定价美国通胀粘性、以及美国经济韧性弱化，预计美债利率上行和人民币贬值的两大不利因素将逐步缓解，进而缓和国内风险资产价格的压制作用。

5月以来，美债名义、实际收益率逐步回升



美元一枝独秀





国债

T

01

利多政策频发，债市短期存调整空间

02

赔率及胜率均一般，单边策略性价比不高

03

票据利率快速持续拉伸，机构行为或放大波动

04

宽货币政策难以退出，曲线大概率陡峭化

近期地产刺激政策频发，一线城市先后落地“认房不认贷”，商业银行陆续推进存量房贷利率调整，部分城市放开限购、调整公积金额度等，市场宏观预期出现明显好转，债市出现显著回调。上一次一线城市限购限贷政策调整在2014年，回看当时的债市走势，在政策推出后利率出现了一波短期调整，但正在转向则发生在近1年后。



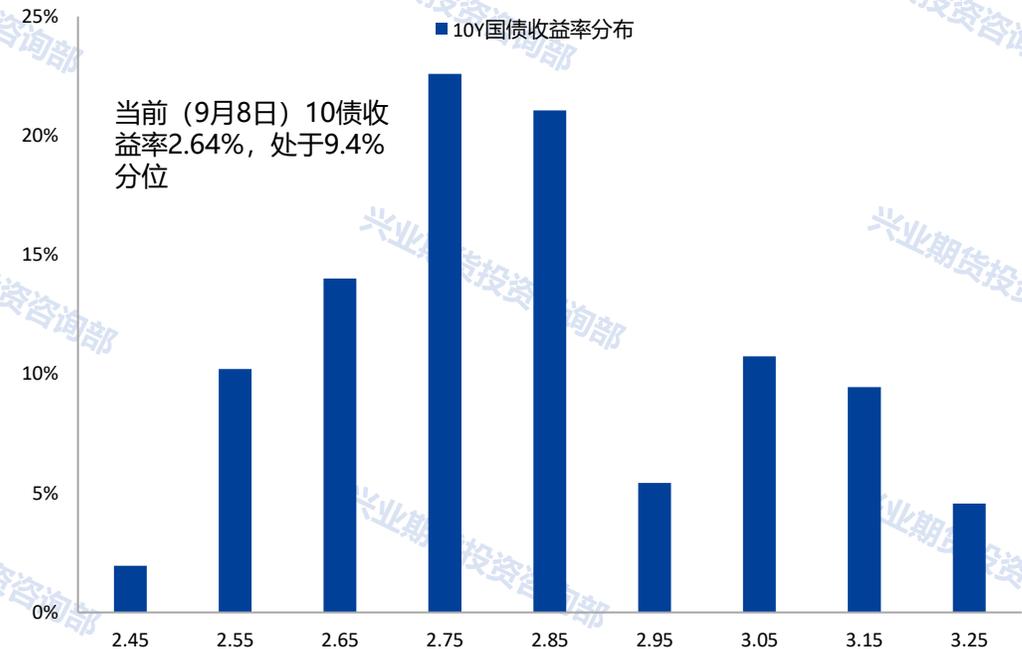
虽然从最新的宏观指标来看，目前经济复苏节奏仍较为缓慢，但比对历史过往的利率低点，目前利率正处于偏低水平，但多数宏观经济指标整体处于中性水平，因此利率进一步下行动能目前来看较为有限。

最新（9月8日）10年期国债收益率为2.64%，近几周始终处于2020年以来10%分位以下的水平，因此从绝对水平来看，下方空间有限。

宏观数据及利率表现

时间	指标	前1月	前2月	前3月	前4月	前5月	前6月	前7月	当月国债收益均值
2023-8	PMI	49.7	49.3	49	48.8	49.2	51.9	52.6	2.60
	投资	50.8	3.4	3.8	4	4.7	5.1	5.5	
	消费	50.4	7.3	8.2	9.3	8.5	5.8	3.5	
	出口	45.3	-5	-3.2	-1	0.7	-1.5	-8.1	
2020-4	PMI	50.8	52	35.7	50	50.2	50.2	49.3	2.53
	投资	-10.3	-16.1	-24.5	5.4	5.4	5.2	5.2	
	消费	-16.2	-19	-20.5	8	8	8	8.1	
	出口	-9.28	-13.6	-17.37	-2.94	0.51	-0.22	-0.11	
2016-8	PMI	50.4	49.9	50	50.1	50.1	50.2	49	2.72
	投资	8.1	8.1	9	9.6	10.5	10.7	10.2	
	消费	10.3	10.3	10.3	10.2	10.3	10.3	10.2	
	出口	-8.37	-9.09	-9.57	-10.16	-11.04	-13.03	-21.07	
2009-1	PMI	45.3	41.2	38.8	44.6	51.2	48.4	48.4	2.89
	投资	26.6	26.6	26.8	27.2	27.6	27.4	27.3	
	消费	18.5	21.6	21.9	22	22	21.9	21.7	
	出口	-17.56	17.4	19.51	22.1	22.44	22.55	22.72	

利率维持在低位



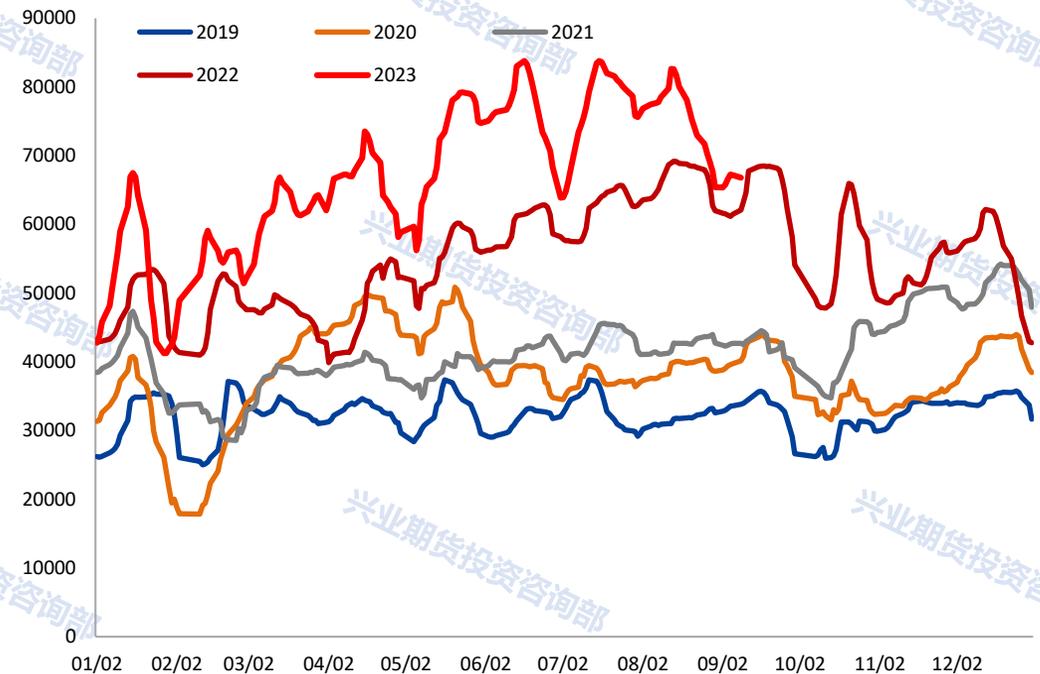
在进入8月下旬后，票据利率出现明显的抬升，从信贷的角度来看，月末票据利率的抬升，结合大行在月末转为净卖出票据的行为或意味着8月信贷投放规模或偏高。

从机构行为来看，杠杆率也同样出现了明显的回落，已经从显著高于历史同期回落至去年同期水平，也增加了利率波动风险。

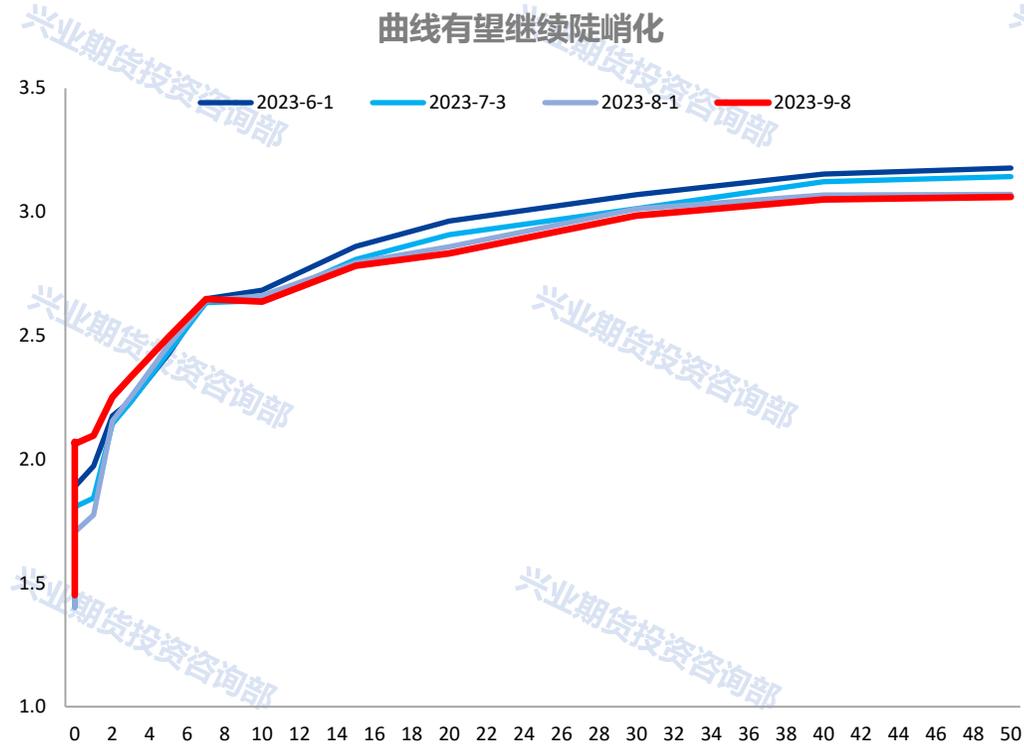
票据利率出现快速抬升



杠杆率近期出现快速回落



- 在目前的宏观环境下，稳增长诉求仍较为强烈，因此货币总量大概率将继续维持偏宽松状态，债市收益率在短期内难以出现转向，但超长端由于前期表现过于强势，存在一定超涨，因此存在回调空间。
- 相较于现券，期货具有做空更为便捷、交易成本更低的优势。从走势上来看，跨品种价差在近期已经出现了向上修复的迹象，但超长端-长端之间的期限价差仍处历史偏低水平，存在修复空间。



跨品种价差策略仍可向上

	最新 (2023.9.8)	所处分位 (2020年至今)	2023年 二季度末	2023年 一季度末	2022年末
10Y-5Y	14.52	9.7%	20.7	17.2	19.6
10Y-3Y	30.42	16.1%	41.2	35.0	41.1
10Y-1Y	53.26	9.5%	75.1	58.8	70.0
5Y-3Y	15.90	34.4%	20.5	17.8	21.5
5Y-1Y	38.74	12.3%	54.4	41.5	50.4
30Y-10Y	34.26	1.0%	37.3	37.7	36.4
30Y-5Y	48.78	0.4%	58.04	54.95	55.96
2*TF-T	101.98	38.9%	102.4	101.7	101.7
4*TS-T	302.96	13.6%	303.5	303.1	303.3
2*TS-TF	100.49	15.6%	100.5	100.7	100.8
2*T-TL	104.14	10.2%	105.88	-	-
4*TF-TL	308.09	3.0%	310.62	-	-

股指

IF

01

基本面持续印证、叠加积极政策面，盈利端乐观预期强化

02

估值仍有大幅提升空间，潜在贡献可观

03

外资大幅流出将逆转、ETF基金大幅入场，资金面并不悲观

04

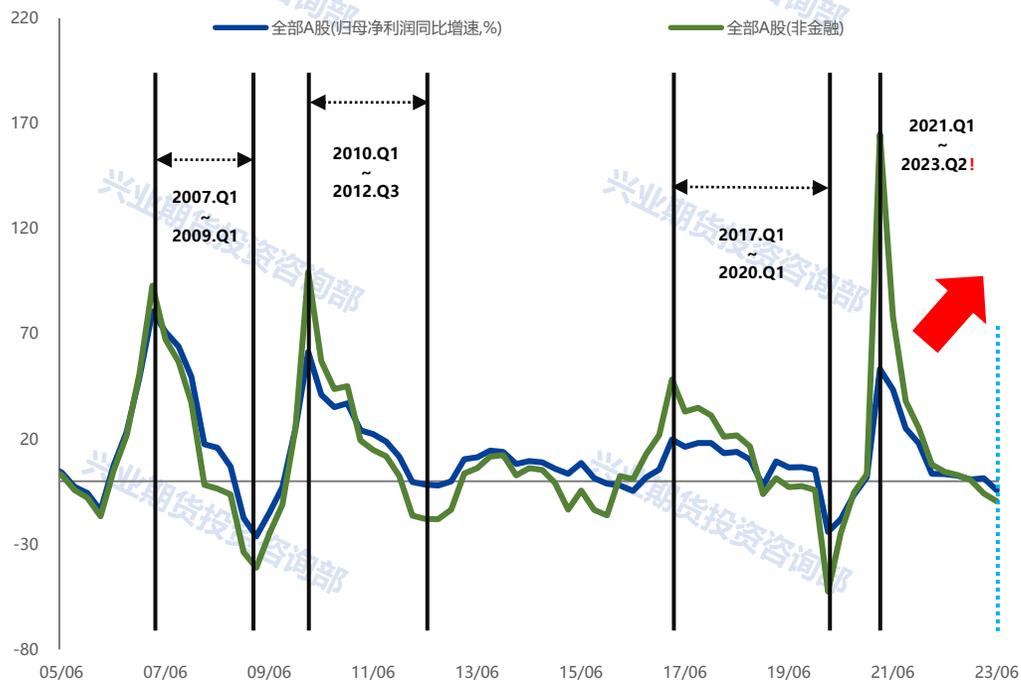
从稳健、均衡配置目标看，沪深300指数依旧为最优多头



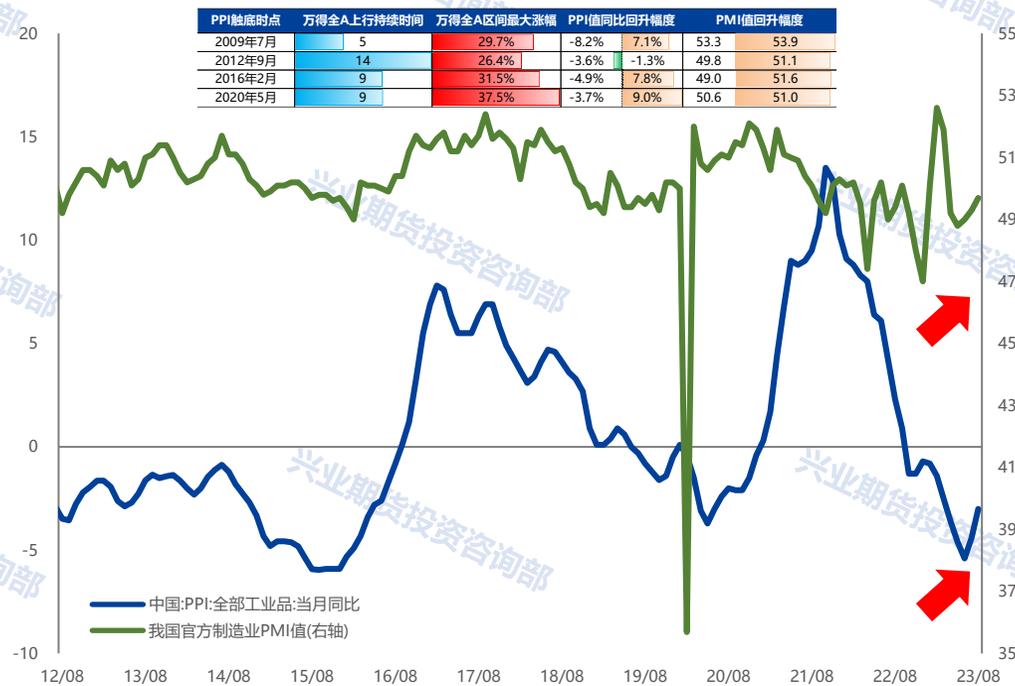
因国内经济修复力度、节奏均不及预期，2023年Q2季度A股业绩进一步下滑。截至2023H1，全部A股、全部A股非金融归母净利润累计同比增速分别为-4.41%、-9.69%，较2023Q1同比增速分别下降5.76pct、3.8pct。但随国内各类重磅刺激政策持续加码兑现，基本面物价、制造业景气指数等关键指标存在较为明显的触底向上迹象，相关利多因素的积极效应将显著增强，利于中观面业绩的改善和修复。结合A股盈利周期规律看，其下行时限一般为2年左右。而本轮盈利峰顶高点为2021年Q1，对应而言、2023年Q2则为峰谷低点、即盈利底的概率较大。

而从历史情况看，国内PPI值、PMI值拐头走强阶段，一般A股均有较为良好表现。

历年各季度A股净利润增速情况（截至2023年H1）



我国PPI值、官方制造业PMI值，万得全A走势对比（截至2023年8月）



相关行业库存周期状态（截至2023年7月，参考西部证券）

项目	行业所处库存周期	库销比变化		营收累计同比		库存累计同比		库销比	
		2023年7月	7月较6月	2023年7月	2023年6月	2023年7月	2023年6月	2023年7月	2023年6月
总量特征	被动去库占比		45.7%		主动补库占比	17.1%		/	
上游采矿									
煤炭采选	主动去库	-1.70%	-13.60%	-12.60%	10.50%	15.30%	19.60%	21.30%	
油气开采	主动去库	4.80%	-10.30%	-9.10%	-14.60%	-16.80%	-8.40%	-13.20%	
黑色采矿	被动去库	0.90%	-6.90%	-11.30%	-13.20%	-10.80%	-4.20%	-5.10%	
有色采矿	主动去库	-0.70%	-1.70%	-1.00%	-5.40%	-2.90%	-4.60%	-3.90%	
非金属采矿	主动去库	2.10%	-6.00%	-4.70%	4.90%	3.10%	9.60%	7.50%	
上游原材料									
燃料加工	主动去库	-0.20%	-3.90%	-2.70%	-17.60%	-15.00%	-17.50%	-17.30%	
化工制造	被动去库	-2.40%	-7.90%	-8.50%	-4.10%	-0.50%	3.70%	6.10%	
医药制造	主动补库	-2.10%	-2.60%	-2.90%	9.50%	11.30%	13.30%	15.40%	
化纤制造	被动去库	1.10%	-1.00%	-2.10%	-11.40%	-13.20%	-8.40%	-9.50%	
橡胶塑料	被动去库	3.50%	-3.10%	-3.80%	-0.40%	0.00%	3.50%	0.00%	
非金属矿物制品	被动去库	-1.60%	-6.50%	-5.70%	3.20%	5.30%	9.30%	10.90%	
黑色冶炼	主动补库	7.60%	-7.60%	-9.60%	-6.90%	-12.20%	1.90%	-5.70%	
有色冶炼	被动去库	1.30%	0.60%	-0.20%	3.60%	2.60%	3.30%	2.00%	
金属制品	被动去库	0.10%	-3.60%	-3.30%	-4.00%	-4.50%	-0.60%	-0.70%	
中游制造									
通用设备	被动去库	-0.10%	2.60%	3.70%	3.10%	2.60%	-1.90%	-1.80%	
专用设备	主动补库	0.00%	1.60%	2.50%	12.60%	12.00%	9.80%	9.80%	
汽车制造	被动去库	-4.30%	11.80%	13.10%	4.20%	5.70%	-10.10%	-5.80%	
交通设备	主动补库	0.10%	6.80%	8.20%	8.90%	9.40%	1.30%	1.20%	
电气机械	主动补库	2.40%	12.70%	13.70%	8.10%	6.20%	-7.00%	-9.40%	
电子通信	被动去库	-1.60%	-3.80%	-4.20%	-0.40%	0.70%	3.80%	5.40%	
下游消费									
农副产品	主动去库	-2.10%	4.30%	4.90%	2.20%	5.40%	-3.20%	-1.10%	
食品制造	被动去库	-3.60%	2.00%	2.60%	3.50%	6.80%	1.20%	4.80%	
酒类饮料	被动去库	-5.70%	6.50%	6.90%	4.30%	6.80%	-1.60%	4.10%	
烟草制品	主动去库	0.30%	4.70%	5.90%	18.90%	19.10%	12.60%	12.30%	
纺织	被动去库	-1.10%	-4.70%	-4.90%	0.50%	1.70%	5.70%	6.80%	
纺织服装	被动去库	-0.50%	-8.50%	-8.10%	-3.30%	-3.70%	4.20%	4.70%	
木材加工	被动去库	-2.10%	-5.10%	-6.10%	4.10%	7.20%	11.50%	13.60%	
造纸	被动去库	-4.60%	-5.10%	-5.50%	-6.30%	-1.30%	-0.90%	3.70%	
印刷	主动补库	1.60%	-6.60%	-6.60%	-1.80%	-3.10%	4.50%	2.90%	
公用事业									
电力热力	主动去库	-7.20%	5.20%	5.40%	28.70%	36.90%	23.40%	30.60%	
燃气生产	主动去库	-0.20%	5.20%	5.70%	-10.00%	-8.60%	-17.70%	-17.50%	
水的生产供应	主动去库	-4.10%	3.80%	3.80%	9.50%	14.00%	4.70%	8.80%	
电力热力	主动去库	-7.20%	5.20%	5.40%	28.70%	36.90%	23.40%	30.60%	
燃气生产	主动去库	-0.20%	5.20%	5.70%	-10.00%	-8.60%	-17.70%	-17.50%	
水的生产供应	主动去库	-4.10%	3.80%	3.80%	9.50%	14.00%	4.70%	8.80%	

再从库存周期看，参照西部证券相关结论：目前相关主要行业中“被动去库”占比近46%、“主动补库”占比近17%，二者合计为63%，意味多数行业已处于相对或绝对积极的阶段、盈利端乐观预期将强化。

再从A股主要指数在被动去库、主动补库期间的表现看，整体呈大涨格局、而顺周期行业弹性则相对更大。

A股相关指数被动去库与主动补库存阶段市场表现

起点	终点	持续月数	沪深300	周期	消费	科技	金融
2006/03	2006/05	3	29.7	30.1	44.6	21.1	20.1
2009/04	2009/08	5	12.9	14.0	19.1	9.6	14.0
2012/10	2013/08	11	0.9	-6.7	-0.3	43.4	10.6
2016/03	2016/06	4	9.6	12.1	17.1	21.0	9.8
2019/01	2019/05	3	20.6	14.8	34.6	20.8	21.7
平均			14.7	12.9	23.0	23.2	15.2

起点	终点	持续月数	沪深300	周期	消费	科技	金融
2006/06	2007/12	19	291.0	279.6	251.5	189.8	355.6
2009/09	2010/12	16	10.5	17.5	55.7	48.9	-3.2
2013/09	2013/12	4	0.7	-1.5	9.1	4.8	-0.5
2016/07	2017/12	18	27.8	12.0	19.1	-8.4	15.4
2020/04	2021/02	12	37.0	36.5	48.5	6.9	15.7
平均			73.4	68.8	76.8	48.4	76.6



- 再从A股历轮牛市行情中“政策底、市场底、业绩底”三大关键拐点的滞后时限关系看，虽然其时长差异较大，但从极值对比看：本轮政策底为2022年4月，市场底为2022年10月，预计业绩底为2023年Q3或Q4。
- 而结合前文看，业绩底为2023年Q2的置信度进一步增加。以此看，无论从时间、还是空间角度看，分子端盈利因素的核心推涨作用仍将进一步强化。

历年A股各轮牛市行情“政策底、市场底、业绩底”滞后时限关系

轮次	政策底				市场底(上证综指)		业绩底	政策底-市场底-业绩底滞后时限
	区间阶段	标志事件	对应时点	阶段低点	对应时点	对应低点		
2008年	2008/09-2008/11	四万亿	2008/10/28	1664	2008/12/31	1814	2009Q1	2个月、3个月
2012年	2012/01-2012/07	降息降准	2012/1/6	2100	2012/12/4	1949	2012Q4	11个月、12个月
2016年	2016/01-2016/02	信贷放量	2016/1/27	2638	2016/5/26	2780	2016Q2	4个月、1个月
2019年	2018/10-2019/01	全面降准	2019/1/4	2440	2019/8/6	2733	2020Q1	7个月、8个月
2023年	2022/04----至今	多次降准降息、房地产调控全面放松	2022/4/27	2863	2022/10/31	2885	2023Q2	6个月、8个月

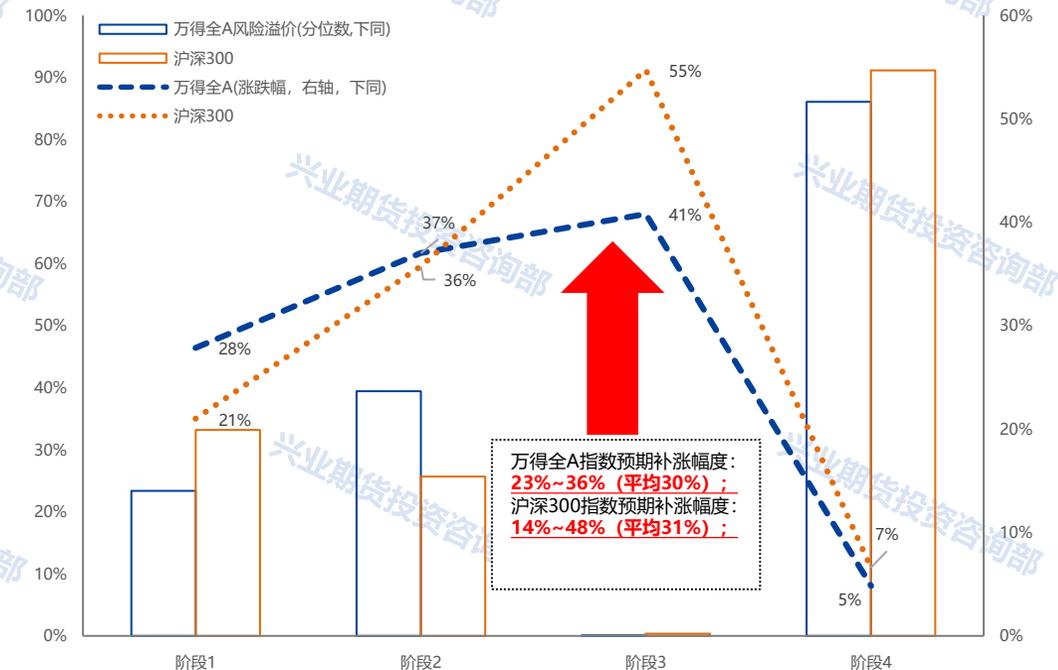
- 当前A股绝对估值、相对估值均处低位，前者则接近2022年10月最低点，后者则重回90%左右的高分位区间（以股债风险溢价为代表）。
- 但较去年10月，政策面、基本面均有显著增强或改善。故从相对长时限看，A股估值修复将是大概率事件。而参照过往情景看，其估值潜在扩张幅度非常可观，预估对应涨幅为23%~36%、14%~48%（以万得全A、沪深300指数为代表）。
- 其中，阶段1为2016.1.29-2016.12.1，阶段2为2019.1.4-2019.4.19，阶段3为2020.4.2-2021.2.19，阶段4为2022年10月底-至今。

A股主要指数估值水平跟踪（市盈率及市净率，截至2023.9.8）

指数	PE(TTM, 绝对值)		PE(TTM, 分位值)		PB(LF, 绝对值)		PB(LF, 分位值)	
	2022/10/31	2023/9/8	2022/10/31	2023/9/8	2022/10/31	2023/9/8	2022/10/31	2023/9/8
上证指数	11.4	13.0	34.7%	46.6%	1.18	1.29	12.0%	13.3%
深证成指	24.0	22.6	52.0%	38.1%	2.35	2.30	23.5%	0.1%
沪深300	10.3	11.6	31.1%	35.6%	1.20	1.30	13.2%	2.8%
创业板指	37.4	30.0	21.9%	2.6%	4.76	4.10	24.3%	0.1%
上证50	8.3	10.1	26.1%	57.5%	1.06	1.22	39.0%	27.2%
万得全A	15.8	17.4	40.8%	47.2%	1.50	1.57	12.5%	2.4%
中证500	22.1	23.5	19.4%	22.3%	1.57	1.71	13.8%	14.3%
中证1000	28.6	38.1	7.1%	30.9%	2.27	2.14	18.6%	7.2%
红利指数	4.7	5.4	0.9%	13.4%	0.55	0.61	3.0%	18.4%

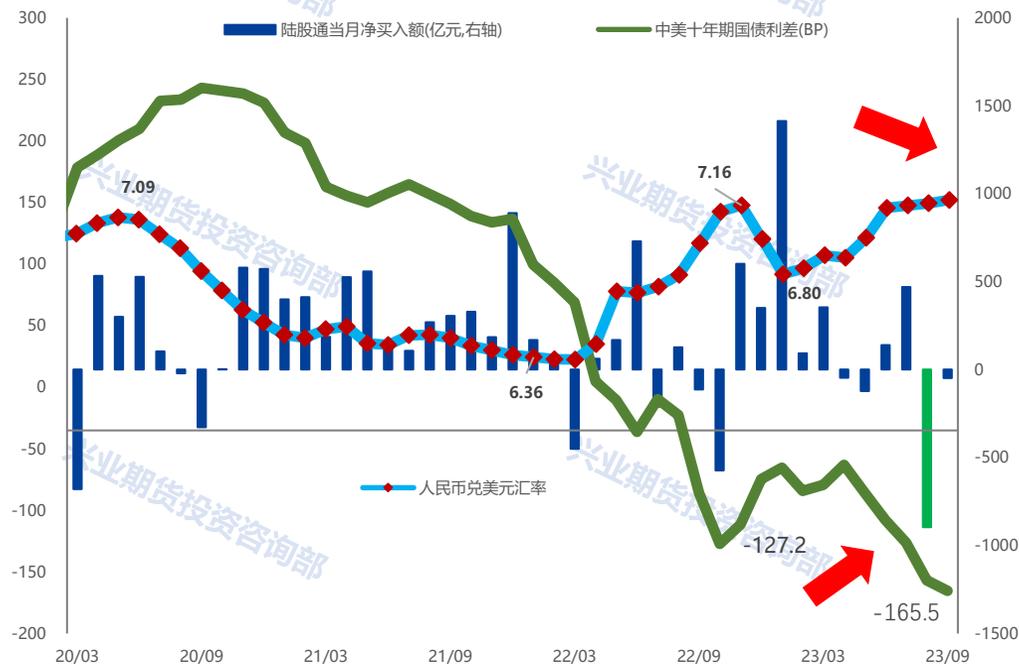
(**分位值起始时间点为2011/5/12)

历次A股相关阶段主要指数股债风险溢价、涨跌幅对比（截至2023.9.8）

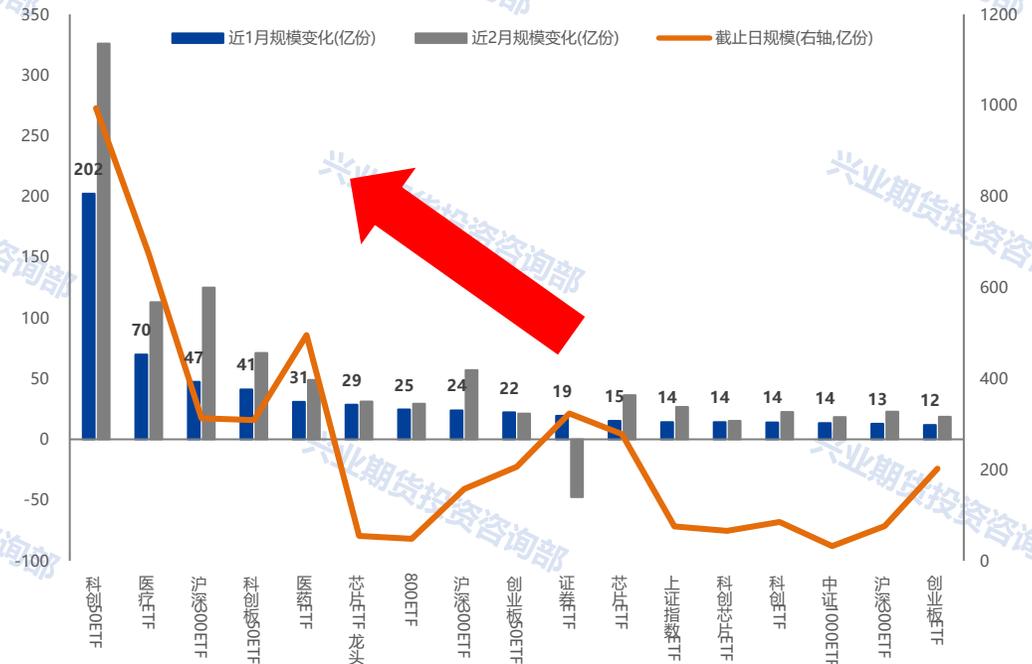


- 受美债收益率持续走高、人民币汇率贬值等主要利空影响，以陆股通为代表的外资持续大幅流出、当月累计净流出额接近900亿。但随美联储加息幅度预期大幅放缓，国内经济基本面回暖信号显著强化、以及央行稳定汇市明确，预计上述两大不利因素将钝化和逆转。外资大幅流出的冲击将大为缓和。
- 此外，从A股主要宽基指数、主题行业ETF的份额变化看，近月来相关代表性基金总体呈较大规模的净流入状态。
- 故从直接资金面看，未来利空因素将大幅弱化、而增量资源则已有较强的入场信号。因此，我们对资金面的正循环格局依旧持乐观预期。

中美十债利差、人民币汇率及陆股通净流入额对比（截至2023.9.8）



近2月来A股主要宽基指数ETF份额变化情况（截至2023.9.8）



- 从宏观面驱动看，考虑国内基本面复苏、逆周期政策刺激的格局明朗，金融、消费、顺周期制造业等相关行业利多映射最强，其潜在收益最佳。
- 再从中观面看，按“业绩、股息率、估值”三大维度，构建均衡、稳健的行业配置模型，相关入选行业在沪深300指数、上证50指数、中证500指数、中证1000指数中占比分别为51.5%，49.7%，43.2%和39.4%，即沪深300指数依旧是最佳多头标的。

基于“业绩、股息率、估值”三大维度，相关行业四大股指占比统计（截至2023.9.8）

简称	最新总市值 (亿,2023.9.8)	最新市净率 (LF)分位值	前1月市净率 (LF)分位值	最新预估净利润 增速(FY1)	最新预估净利润 增速(FY2)	最新预估 ROE(FY1)	最新预估 股息率	沪深300指数 权重占比	上证50指数 权重占比	中证500指数 权重占比	中证1000指数 权重占比	对应A股 市值占比
区域性银行	10822	1.6%	8.4%	12.5%	10.8%	12.1	4.83	2.3	0.0	2.3	0.9	1.2
半导体	34117	1.9%	2.5%	2.3%	51.0%	6.6	0.27	4.2	2.7	5.2	3.6	3.8
环保及公用事业	9123	3.2%	16.2%	26.7%	11.8%	8.2	1.80	0.1	0.0	0.9	1.9	1.0
消费电子	12419	4.4%	12.4%	24.4%	65.9%	7.3	1.02	1.7	0.0	2.7	1.9	1.4
建筑施工	16490	6.4%	56.2%	15.4%	22.8%	9.4	2.59	2.2	3.4	1.0	2.1	1.8
白色家电II	8844	6.7%	13.6%	14.7%	10.9%	19.7	4.09	2.9	1.3	0.0	0.2	1.0
新能源动力系统	16395	6.9%	22.3%	43.8%	36.4%	15.0	0.79	4.2	0.0	1.8	1.8	1.8
房地产开发和运营	14308	7.4%	15.3%	365.5%	352.4%	1.5	1.88	1.7	1.5	1.3	2.1	1.6
专用机械	16731	14.2%	19.6%	45.6%	35.4%	10.1	1.00	0.5	0.0	2.4	2.7	1.9
电源设备	19384	14.9%	25.5%	27.8%	23.2%	15.3	1.88	3.9	4.3	1.6	2.0	2.2
酒类	46276	21.7%	25.8%	20.9%	20.2%	24.4	2.22	10.7	19.3	0.9	1.0	5.1
通用设备	11689	22.9%	27.7%	43.5%	36.4%	8.8	0.78	0.3	0.0	1.8	3.2	1.3
电气设备	16121	24.9%	44.8%	28.1%	17.8%	11.6	1.18	1.8	2.6	1.7	2.9	1.8
证券II	33200	30.9%	36.9%	31.0%	14.3%	7.1	1.41	6.1	3.8	6.6	1.2	3.7
工业金属	9253	32.9%	37.7%	20.0%	19.9%	11.4	1.86	0.5	0.0	3.1	2.2	1.0
其他军工II	10033	33.3%	27.8%	74.5%	39.6%	8.2	0.57	0.8	0.0	2.1	2.3	1.1
计算机设备	11979	34.5%	47.3%	54.6%	32.9%	9.8	1.15	1.3	0.0	1.7	1.2	1.3
中药生产	10127	34.6%	57.9%	57.0%	34.0%	9.3	1.63	1.0	1.3	1.2	2.6	1.1
航空航天	9216	35.2%	9.9%	46.4%	34.1%	6.9	0.41	0.8	0.8	2.7	1.0	1.0
保险II	26534	36.4%	38.4%	32.1%	19.0%	11.3	2.84	4.1	8.9	0.0	0.1	3.0
通信设备	10194	42.6%	55.9%	31.8%	33.5%	9.2	0.65	0.7	0.0	2.3	2.7	1.1
初筛选行业四大股指权重占比合计								68.2	74.0	55.4	50.5	57.4
相关筛选行业四大股指权重占比合计(剔除净利润增速过低或下年度大幅下修、ROE值及股息率过低行业)								51.5	49.7	43.2	39.4	39.3



沪铝

AL

01

产量增长空间有限，高利润难以刺激供给增量

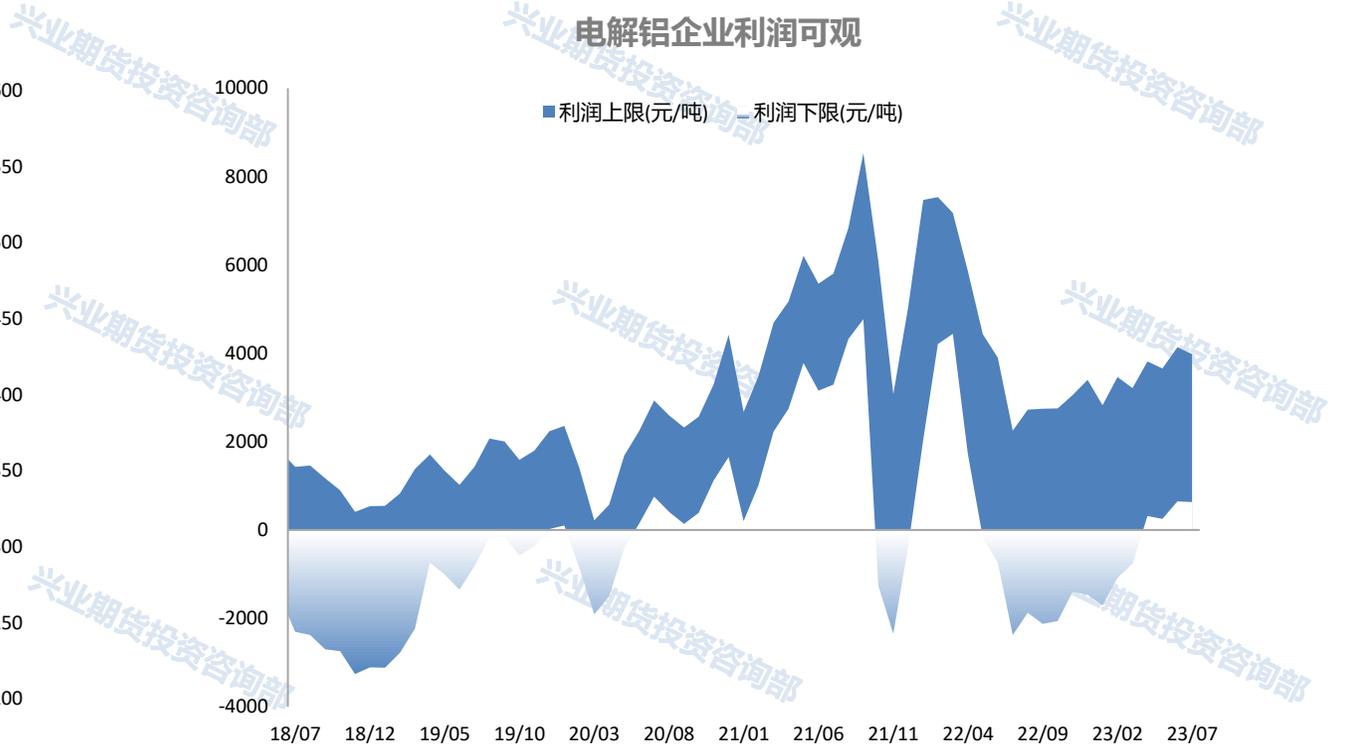
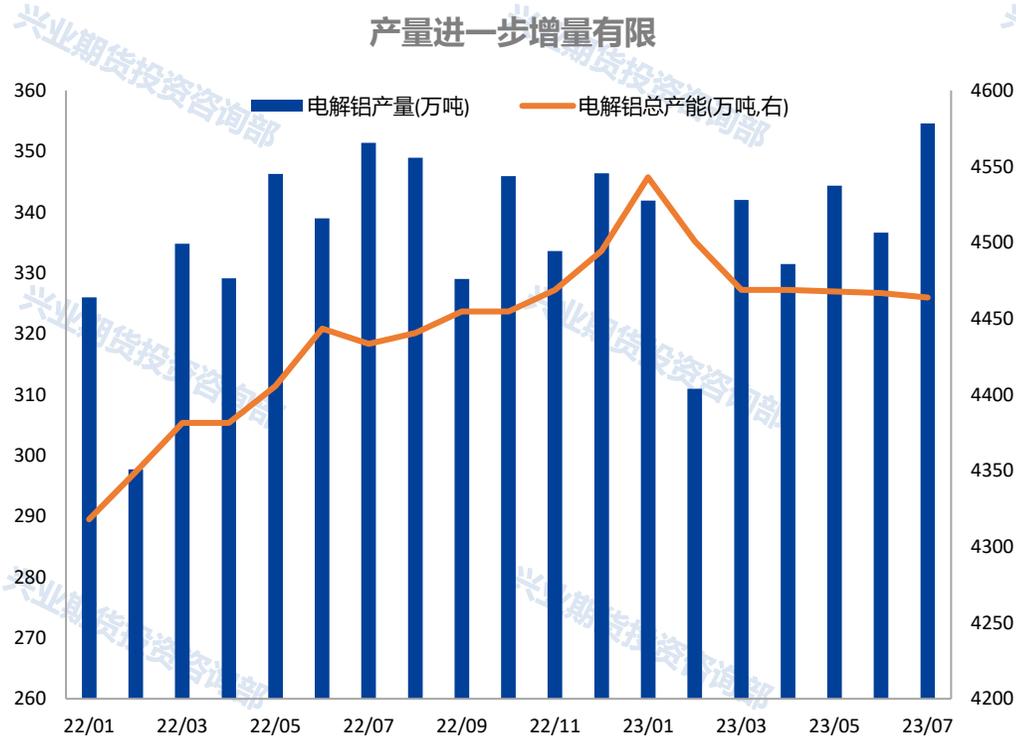
02

地产刺激政策加码，需求存潜在增量

03

库存仍未有明显抬升，铝价估值偏低

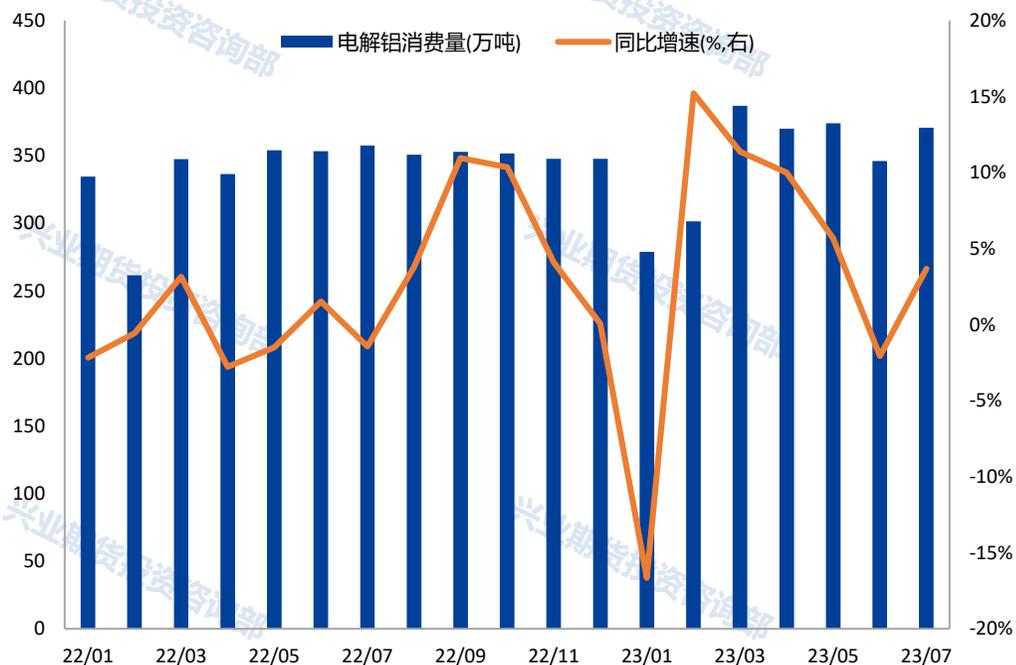
- 近期由于云南地区复产节奏偏快，产量出现大幅增加，但电解铝产能受限于产能天花板，后续进一步增长空间较为有限，供给约束仍较为明确。
- 电解铝成本端各环节整体基本面均较为疲弱，但同时也都已经在上半年出现了明显的下跌，后续供需面进一步恶化空间或相对有限，电解铝生产成本向下空间有限。



从需求端来看，目前促消费及新能源汽车相关政策仍在持续，利多汽车相关需求，而地产政策近期出现超预期加码，对地产及地产后周期需求均存在利多。而光伏方面目前仍保持较为乐观增速，因此整体需求端从潜在利多。

从下游开工情况来看，目前整体开工率基本处于历史同期平均或高于平均水平。叠加后续政策加码，开工率或存在进一步改善空间。

需求增速出现抬升



下游开工整体尚可

	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
铝合金开工率(%)												
2018	60.76	50.24	62.18	63.11	63.01	57.75	56.75	54.90	56.55	53.34	54.39	52.26
2019	53.12	42.11	55.88	56.91	54.11	49.52	49.67	48.75	53.24	55.68	57.53	56.79
2020	41.33	12.00	39.80	47.02	46.83	46.59	45.82	49.81	53.88	55.20	55.08	51.94
2021	55.80	31.98	50.55	53.44	49.98	48.43	48.01	43.48	41.15	40.26	45.85	47.00
2022	47.22	39.83	43.39	35.81	38.24	38.60	37.18	29.50	44.63	41.97	42.76	52.16
2023	29.16	44.10	57.20	56.26	54.26	52.28	53.21					
铝型材开工率(%)												
2018	59.31	35.34	62.63	61.23	61.47	58.05	54.56	53.38	54.11	56.30	55.39	53.82
2019	33.32	25.07	55.02	57.35	58.16	56.37	53.67	53.14	54.77	55.75	58.41	57.33
2020	30.73	13.23	51.71	59.47	60.05	58.26	54.70	51.80	53.65	53.73	54.44	55.79
2021	50.83	38.32	50.92	57.72	57.99	52.61	52.00	51.88	51.14	53.13	54.38	53.73
2022	51.23	41.69	49.92	53.19	56.20	57.33	53.40	51.06	52.86	53.38	52.78	51.08
2023	34.63	50.67	55.02	54.52	50.52	50.41	50.74					
铝板带箔开工率(%)												
2018	65.20	47.80	63.40	67.60	65.20	63.40	58.86	61.20	63.20	65.70	70.10	72.11
2019	52.80	50.20	72.60	74.80	73.20	67.10	63.20	61.55	65.20	65.80	65.80	58.70
2020	51.43	38.07	58.30	75.60	64.99	65.20	63.05	65.26	72.76	70.43	67.83	65.62
2021	68.38	54.67	72.42	78.23	76.68	73.77	72.34	73.59	72.52	72.13	72.39	73.19
2022	72.77	71.46	72.21	71.76	73.28	68.28	67.82	65.95	70.01	67.88	64.32	62.03
2023	53.24	64.91	69.31	67.59	66.35	64.89	64.69					



碳酸锂

LC

01

供给增速逐步放缓，产能投放不确定性加剧

02

材料厂排产计划持平，新能源车产量稳增长

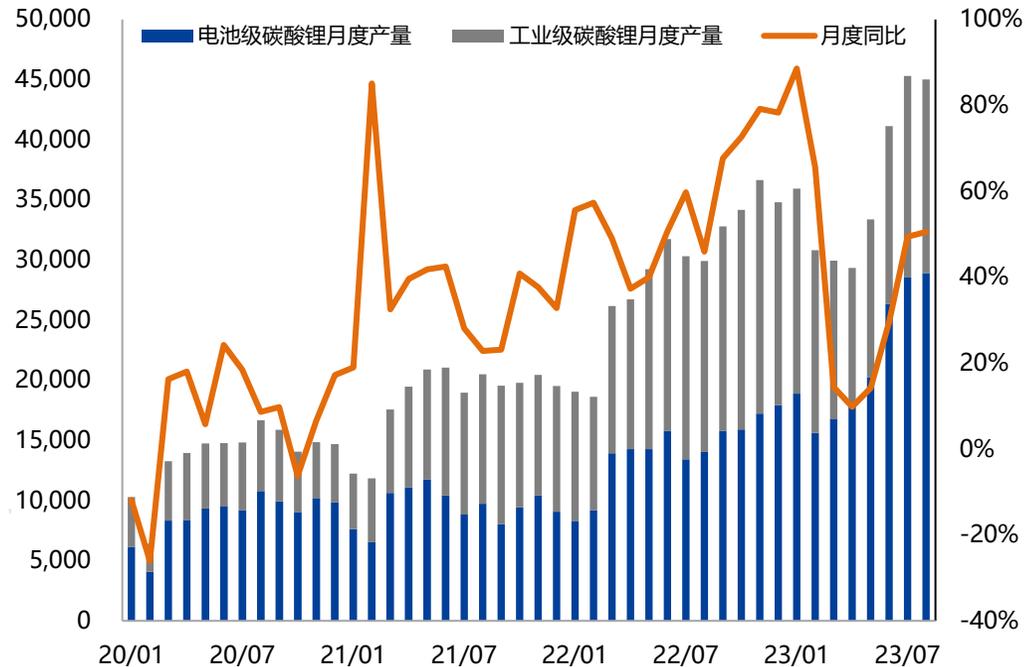
03

外购企业利润收缩严重，冶炼端停止累库行为

产量方面，今年来看产量增速呈现明显V型反弹，前期环保检查影响已逐步消散，但和去年同期相比增速已放缓。由于当前锂盐价格持续下行，部分锂盐厂家已停产或转接代加工，锂盐供给量增长动能也明显收缩。

产能方面，全球锂资源扩产周期进度偏缓，预计最早将于2025年迎来投产高峰，届时将大幅加剧供应端压力。当前各国已出台锂资源政策，现有产能投产进度存在不确定，扰动因素相较往年偏多。

碳酸锂月度产量统计（吨）



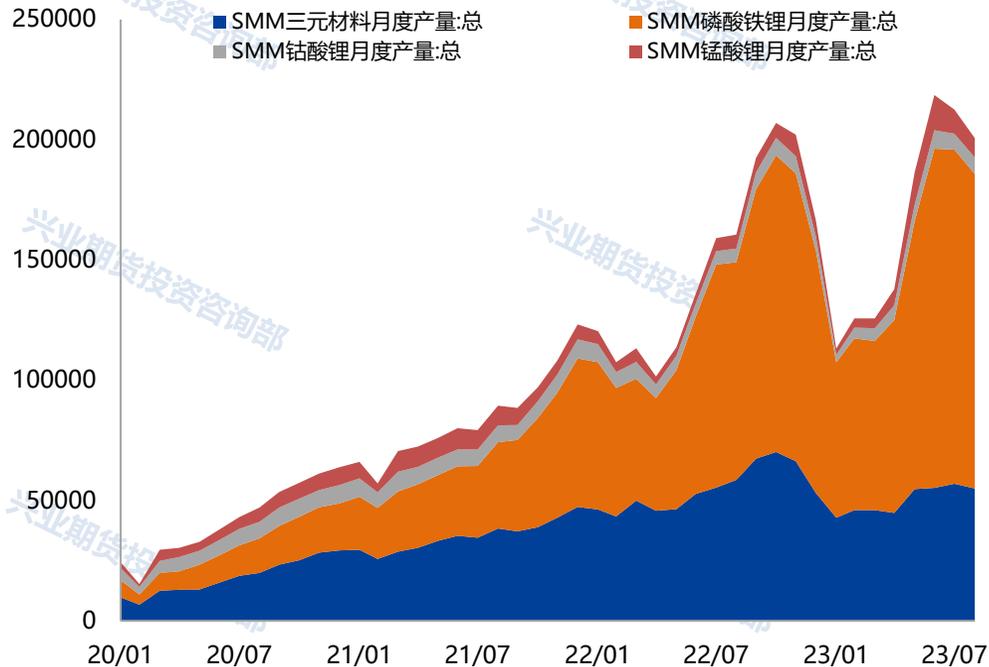
锂资源国家最新政策

时间	国家	政策
2023	智利	智利总统宣布国家锂业战略
2023	阿根廷	议员提议将锂列为战略矿产
2023	澳大利亚	政府最新发布《2023关键矿产战略》
2022	加拿大	政府发布《命令外国公司剥离对加拿大关键矿产公司投资的公告》
2023	美国	财政部发布关于电动汽车税收抵免的电池采购要求指导意见
2023	中国	发布《江西省深入整治规范矿产资源保护开发利用专项行动实施方案》
2023	墨西哥	墨西哥宣布收紧矿业政策

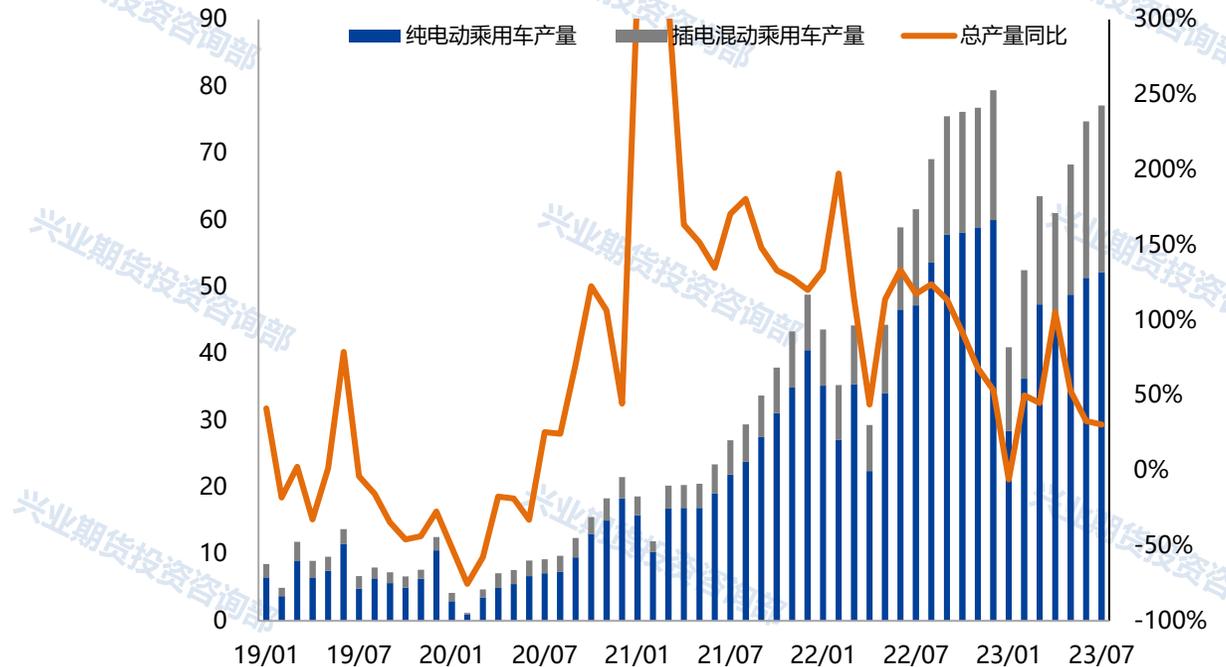
□ 正极材料方面，企业生产计划与8月持平，产量维持在历史相对高位。细分来看，海外消费市场增长情况平稳，三元材料生产情况趋于稳定；性价比高下游需求量大，磷酸铁锂产量波动情况较大；钴酸锂及锰酸锂与历史往期情况相同。

□ 新能源车方面，中汽协数据显示新能源车产量逐步回暖，整体增速已回落至正常区间。随着消费政策及双碳政策持续推动，新能源车产量占比将稳步提升，长期看新能源车渗透率还有提升空间，终端向好也将利好整体锂电产业链。

正极材料生产计划（吨）



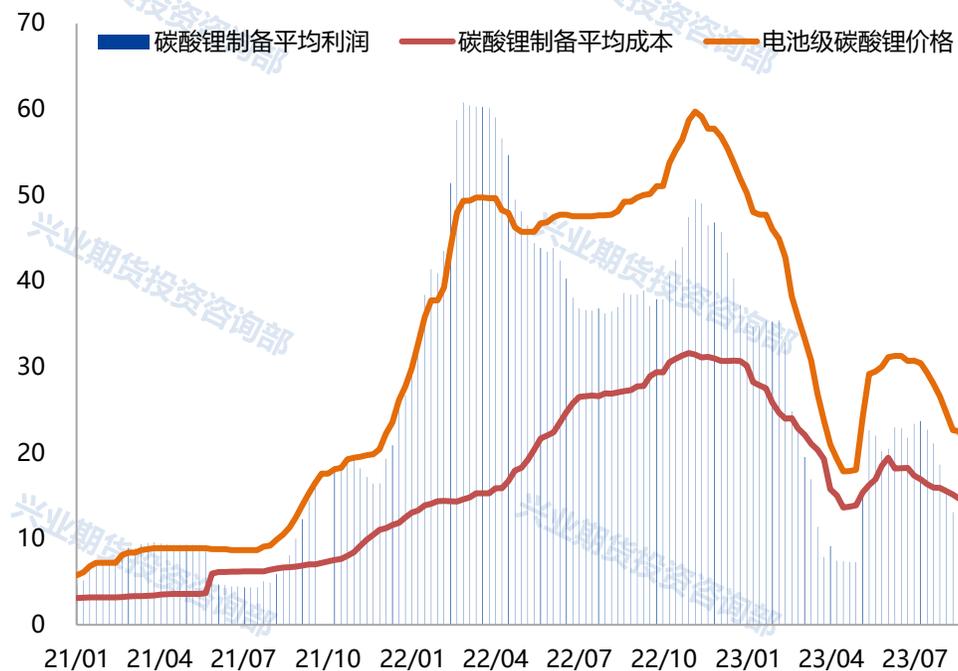
中国新能源车产量统计（万辆）



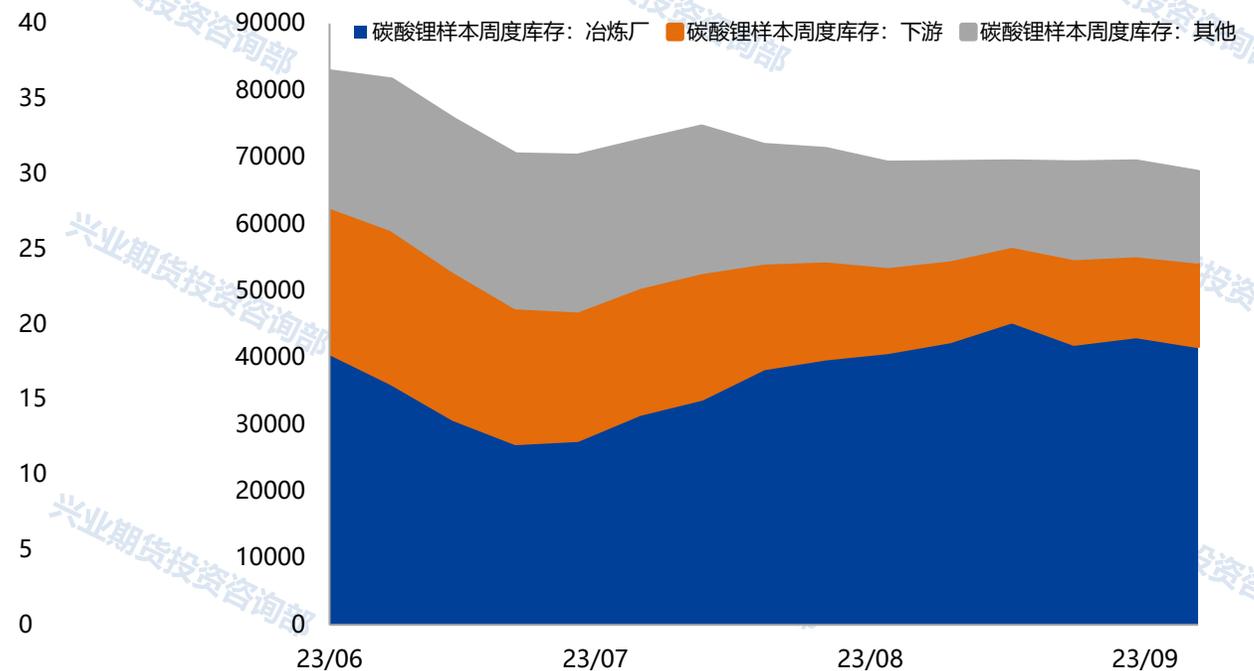
□ 利润方面，锂盐价格持续下行导致企业利润也下滑严重。站在当前价格时点，部分外购原材料企业已进入亏损状态，相关企业已选择停产或转接代加工订单。整体产业平均利润情况也已接近前低，若价格继续下滑恐将呈现供给收缩局面。

□ 库存方面，周度数据显示行业库存维持平稳。生产企业库存已停止累库，虽库存量较高但随着供给转变叠加市场消化，冶炼厂库存去化有望加速。下游环节库存处于低位，未来销售旺季也将推动相关企业提高备货从而改善整体库存结构。

碳酸锂当期平均成本及利润（万元）



碳酸锂周度库存统计（吨）





橡胶

RU

01

乘用车零售企稳走高，终端车市预期乐观

02

轮胎开工维持尚佳表现，出口驱动依然强劲

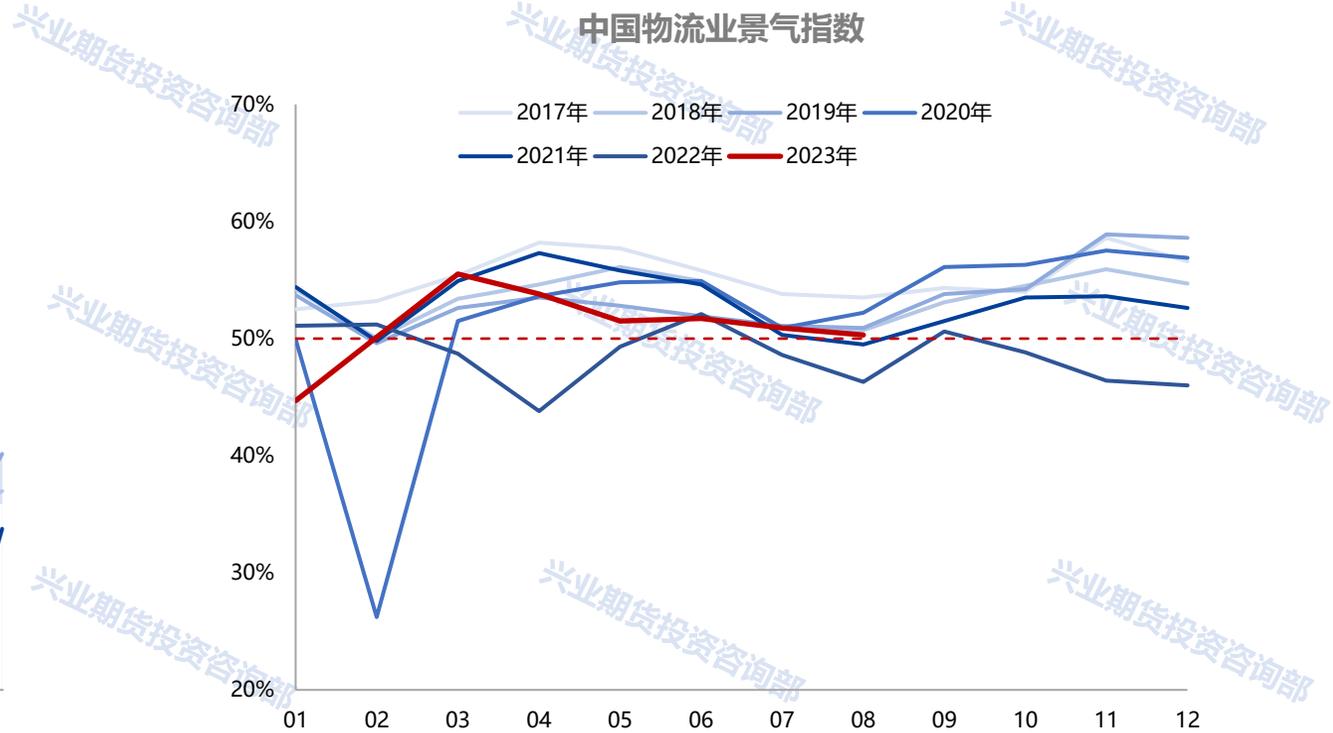
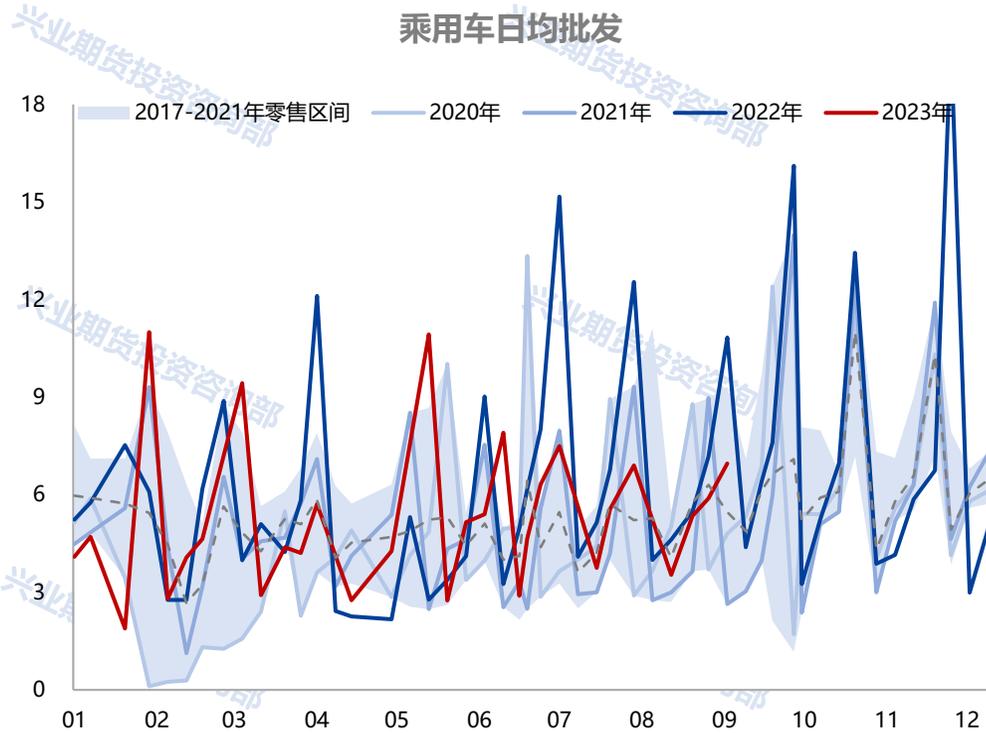
03

各产区旺产季增产有限，气候因素负面影响仍存

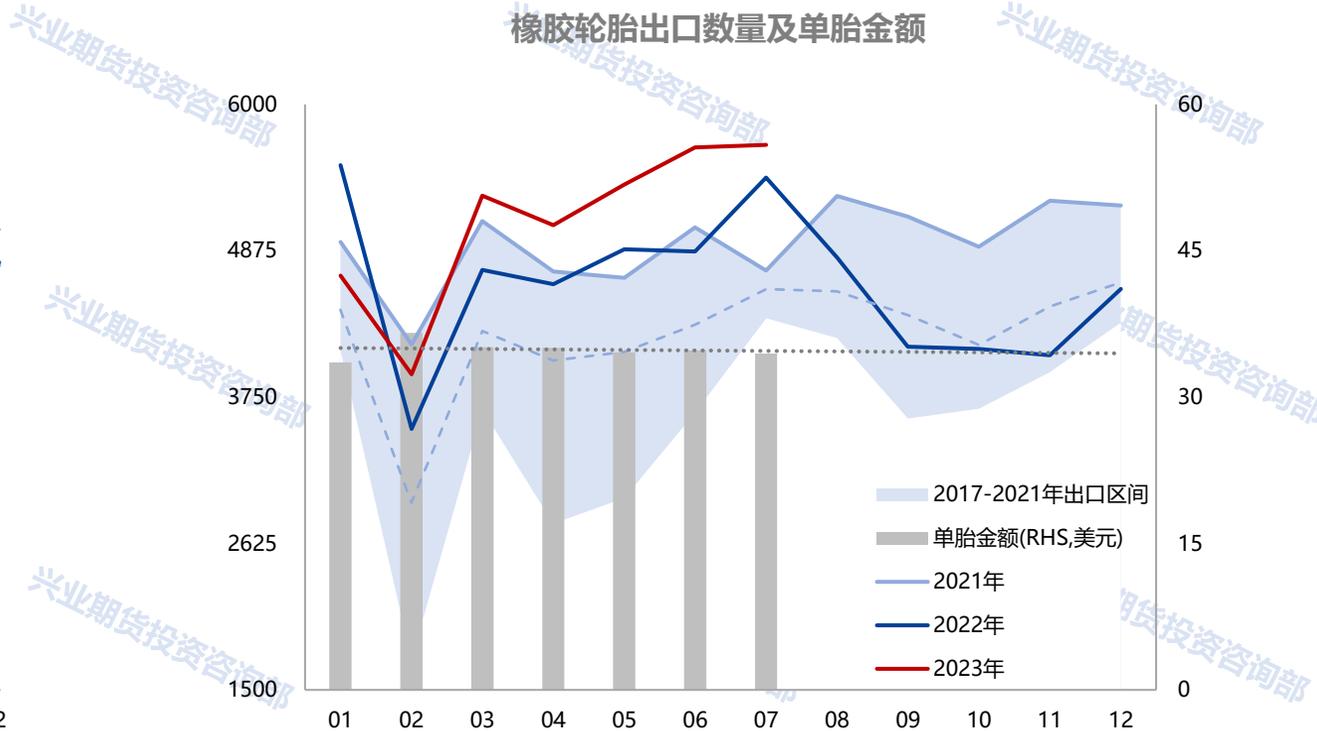
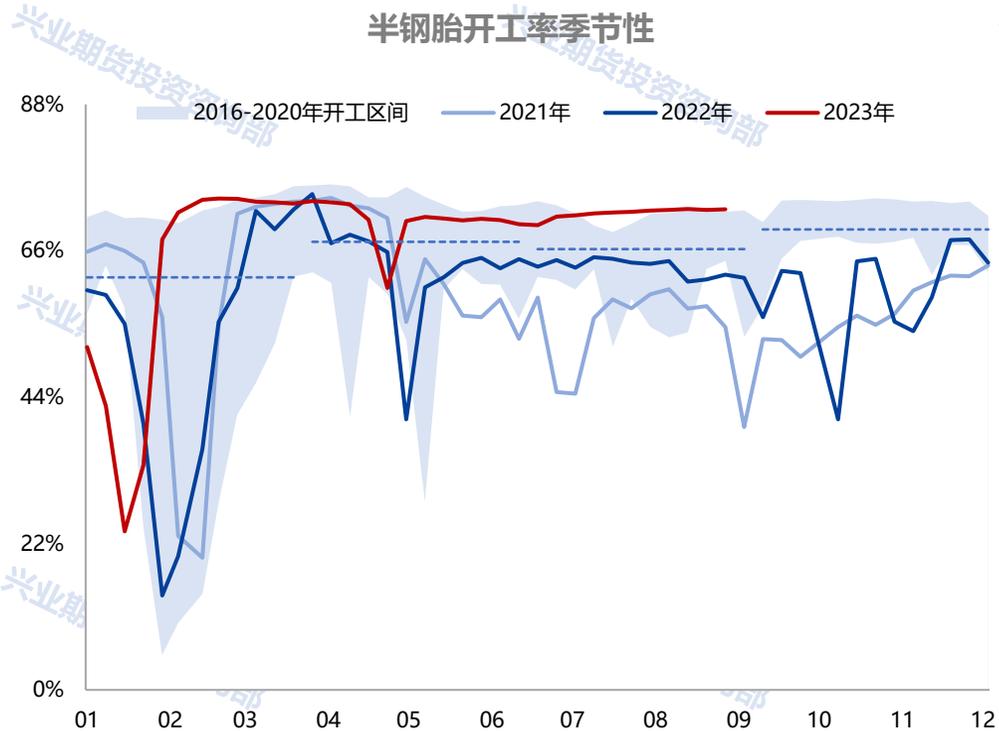
04

库存压力继续缓解，沪胶多头策略占优

汽车方面，8月乘用车零售193.8万辆，同比增长2.2%、环比上升超7%，高基数压力下淡季不淡特征显现，消费刺激相关措施提力加码，政策施力向前端倾斜，车市供需两端共同发力，金九银十盛况有望复现；而物流业景气指数大概率季节性回升，重卡及全钢胎替换料触底反弹，天然橡胶终端需求维持乐观预期。

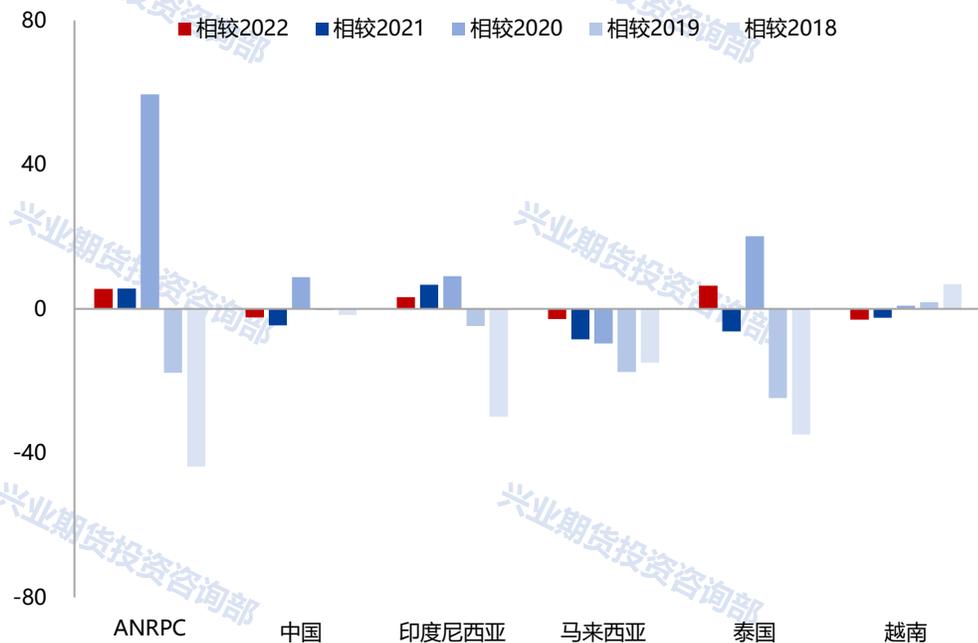


▣ 轮胎方面，企业开工意愿依然积极，半钢胎开工率持续维持在近年同期峰值水平，全钢胎开工状况亦大幅好转，轮企订单充足、产成品库存去化；另外，轮胎出口市场表现尚佳，海外消费高增弥补此前内需不足困境，后续驱动转换或增强天然橡胶需求传导效率。

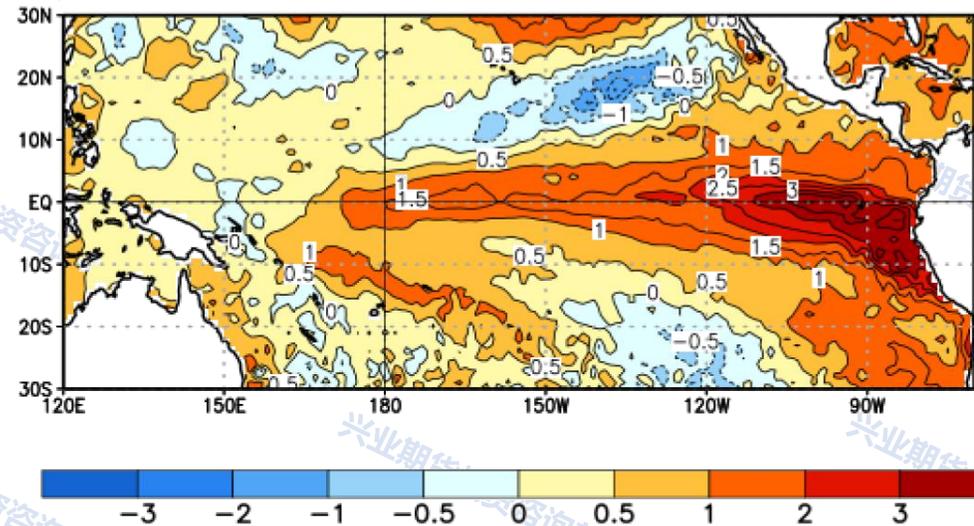


供应方面，极端天气不时扰动海内外各产区原料释放，国内全乳胶减产大势已定，泰国近期降水异常亦对割胶作业产生一定负面影响，旺产季ANRPC生产环节难有显著增量；而根据NOAA最新ENSO评估报告，厄尔尼诺事件强度处于本轮峰值水平，赤道太平洋区域海温指数偏离较高，各产区物候条件面临严峻考验，天胶供应端不确定性仍然较强。

2023年1-7月天然橡胶产量增减(万吨)



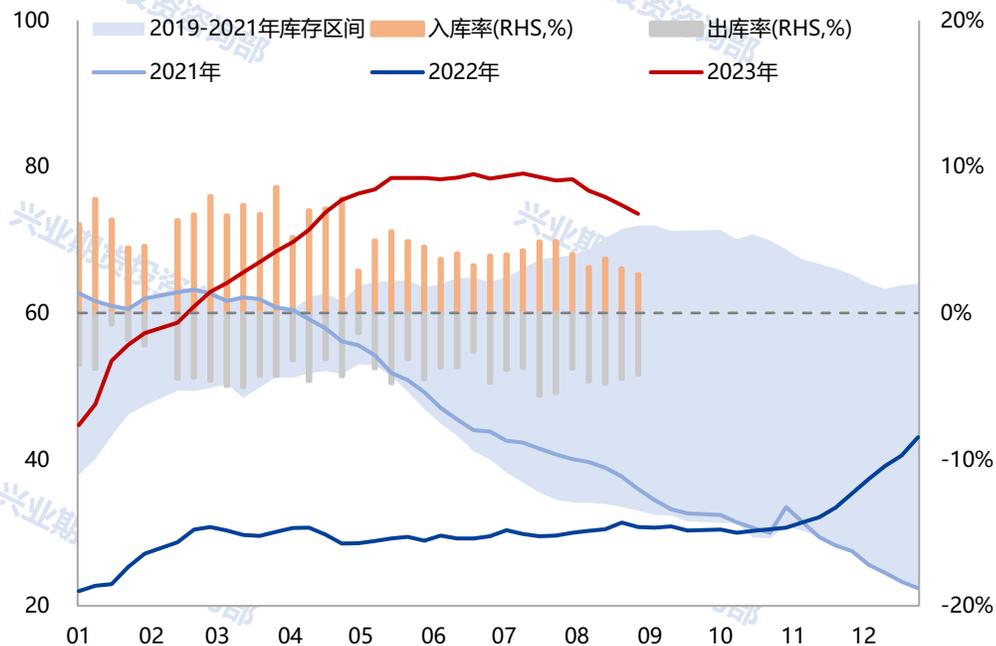
赤道太平洋海温指数异常值



□ 库存方面，橡胶到港减少带动一般贸易库存入库水平走低，采购积极推升出库率持稳，港口库存继续下降，而沪胶仓单尚处同期低位，云南现货库存未见明显增长，库存端对橡胶价格的影响由压制逐步转向支撑。

□ 综合来看，高基数压力下汽车产销实现同环比双增，政策引导持续增强，而气候影响不容忽视，原料产出或将受阻，橡胶到港减少加速库存降库，供需结构继续好转，且原料成本支撑随之走强，基本面积极因素依然占优。

青岛一般贸易库存水平(万吨)



SCRWF海南生产成本及历年均值(元/吨)





聚氯乙烯

V

01

产量大幅增长，库存加速下降

02

终端行业表现偏差，需求预期强于现实

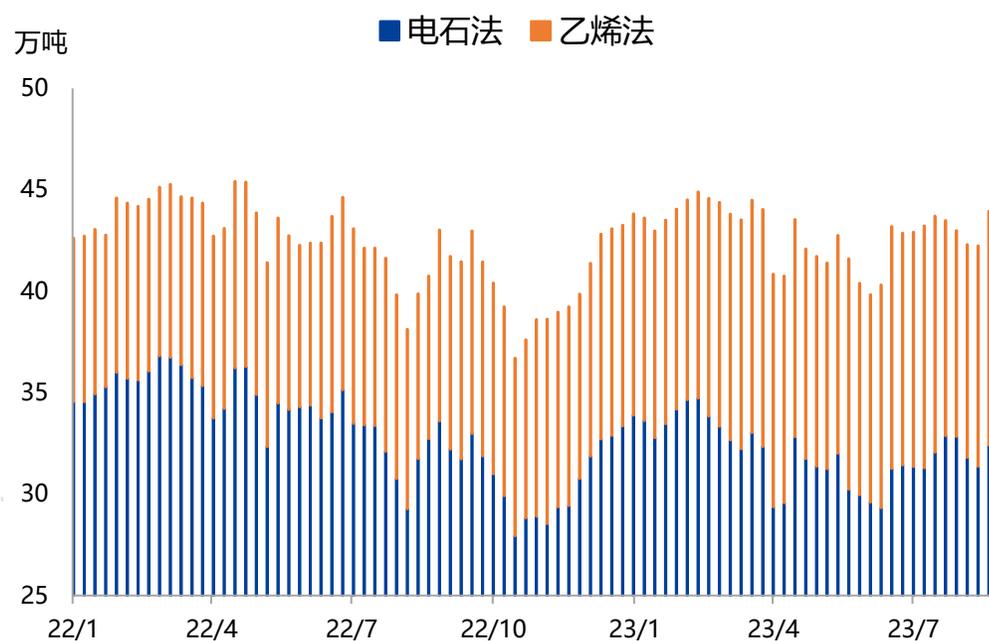
03

成本支撑作用仍在，市场看多情绪减弱

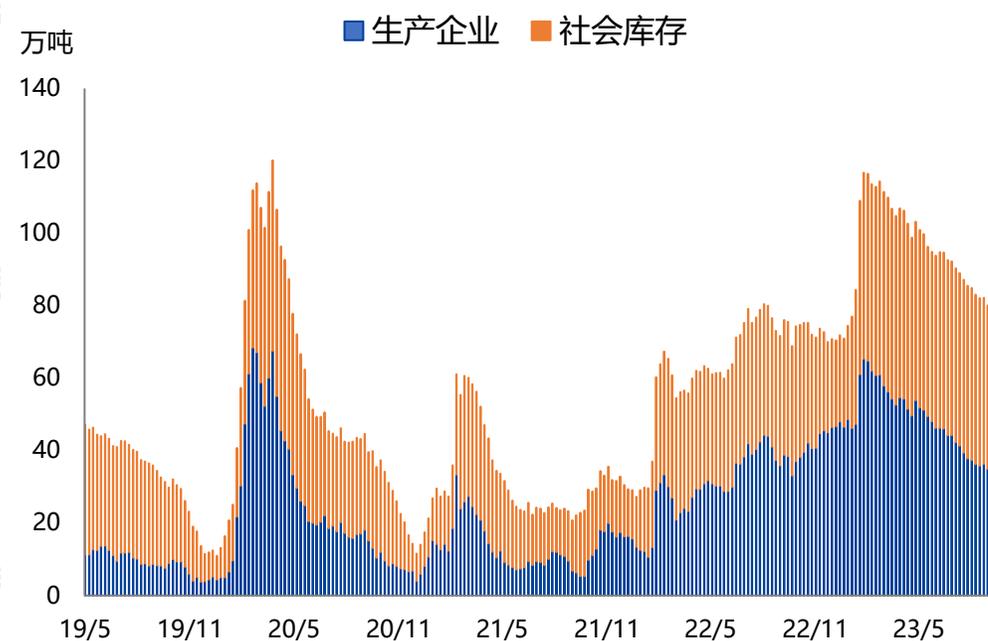
近一周PVC生产企业开工率为74.19% (+2%)，产量为43.95 (+1.7) 万吨，达到4月以来最高。尽管山东信发和宁夏英力特两套电石法装置临时停产，但乙烯法装置开工率显著上升。月初中泰化学如期检修后，9月计划检修的装置只剩下甘肃金川，下旬起单周产量可能创历史新高。

生产企业库存减少1.4万吨，达到去年10月以来最低。社会库存减少0.7万吨，虽然处于高位，但已经连续5周下降。9-10月虽然供应处于高位，但需求也处于旺季，上中游库存的变化将直接反映供需情况，建议重点关注该指标。

产量达到4月以来最高 (截至9.8)

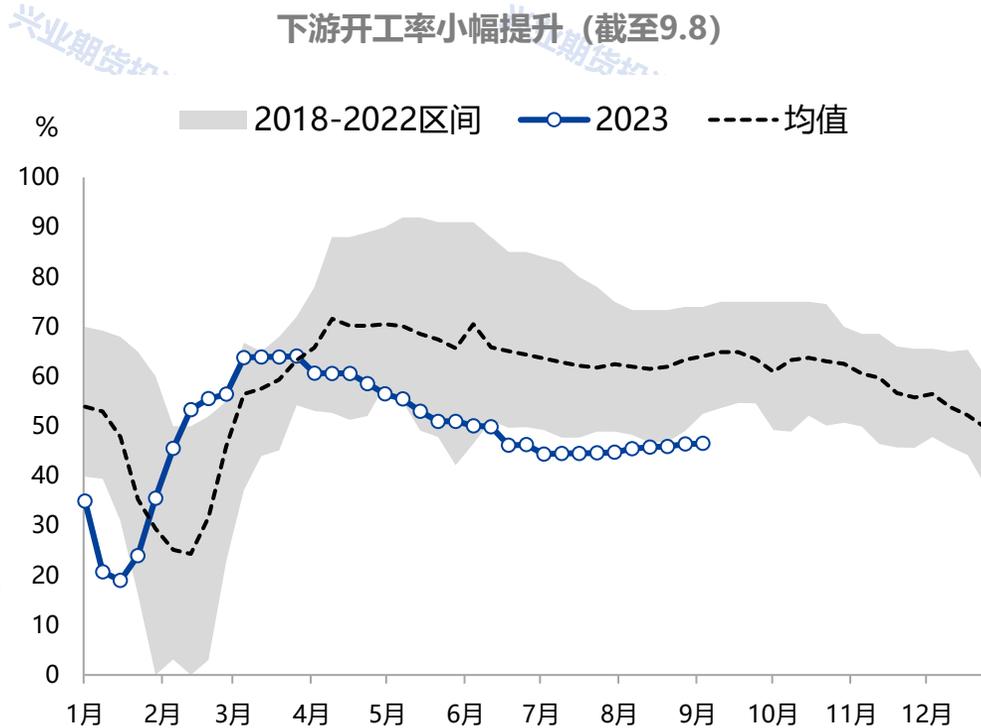


上中游库存加速下降 (截至9.8)



8月PVC下游开工率提升0.1%，细分下游看，型材无变化，管材下降0.9%，薄膜增加1%。实际上除了薄膜外，其他下游订单均未明显增加，开工率自然保持低位。尽管传统旺季已经来临，但终端行业普遍表现偏差，建材需求始终保持低迷，警惕需求不及预期产生的利空。

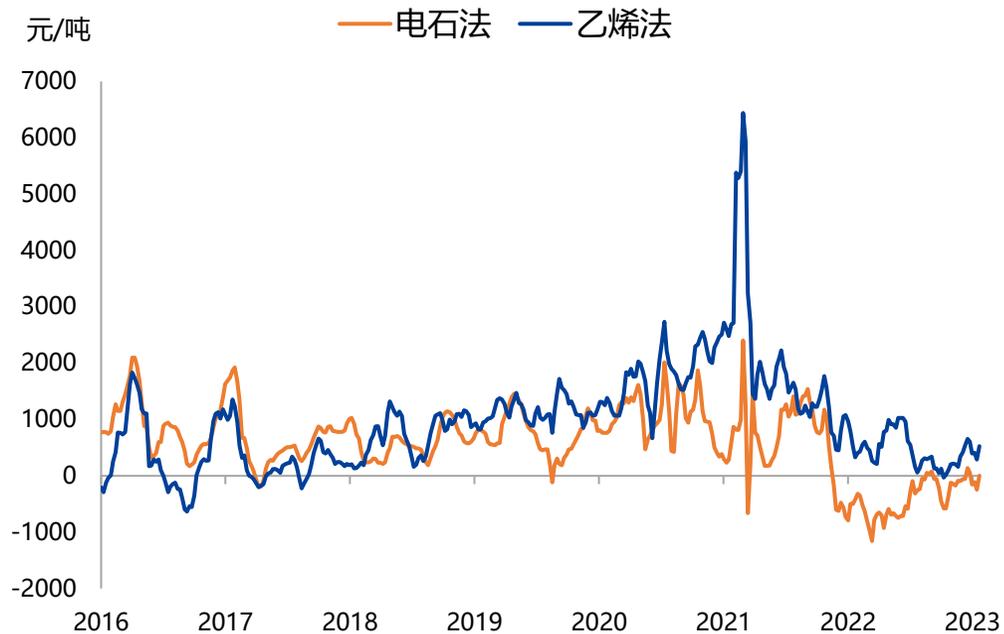
PVC现货预售量为64.15 (+3.19) 万吨，但贸易商销量环比下降35%，国内现货市场成交转弱。以印度和美国为代表的海外需求转弱，出口贸易量同样减少。下周将公布10月美金预售报价，如果下调也将对国内产生负面影响。综上，PVC需求预期良好，但实际需求表现偏差。



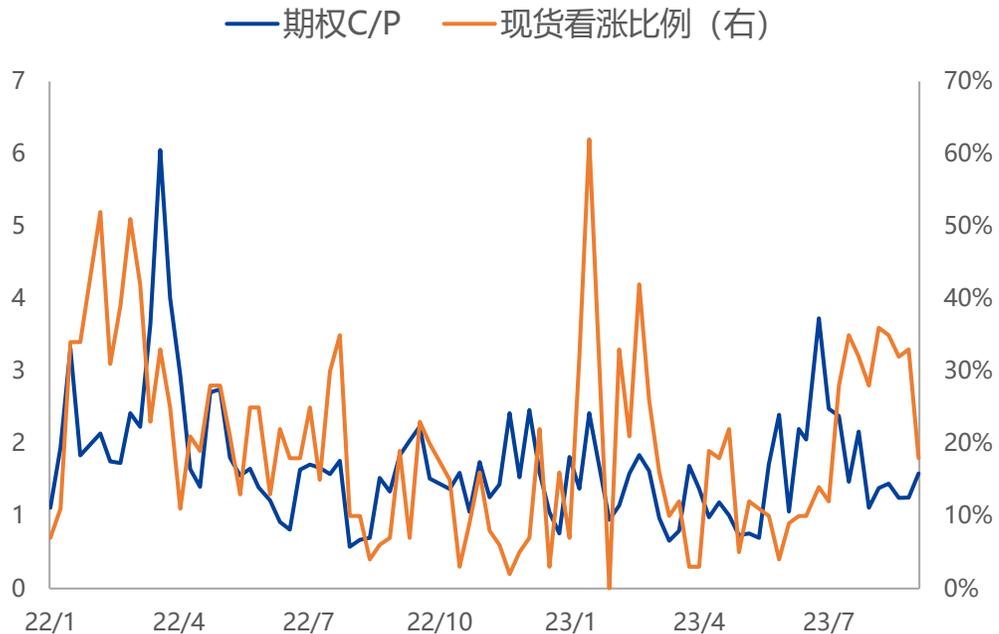
电石供应显著增长，价格不再上涨，电石法成本稳定在6250 (-25) 元/吨。液氯价格回归正常，乙烯法成本下降至6120 (-90) 元/吨。受兰炭和原油价格坚挺影响，电石和乙烯价格预计不会大幅下跌，PVC的成本也将维持高位，成为支撑PVC价格的重要因素。

现货企业看涨比例由33%下降至18%，8月看涨期权成交量平均达到看跌的2倍，但上周减少至1.3倍，此外期货净空持仓也在增长。现货和衍生品市场看多情绪减弱，不利于价格进一步上涨。

成本下降利润增加 (截至9.8)



市场看多情绪减弱 (截至9.8)





纯碱

SA

01

重碱需求稳步增加，轻碱消费整体平稳

02

装置集中检修影响减弱，关注纯碱周产量回升节奏

03

纯碱现货紧张格局延续，期货近月持仓虚盘偏高

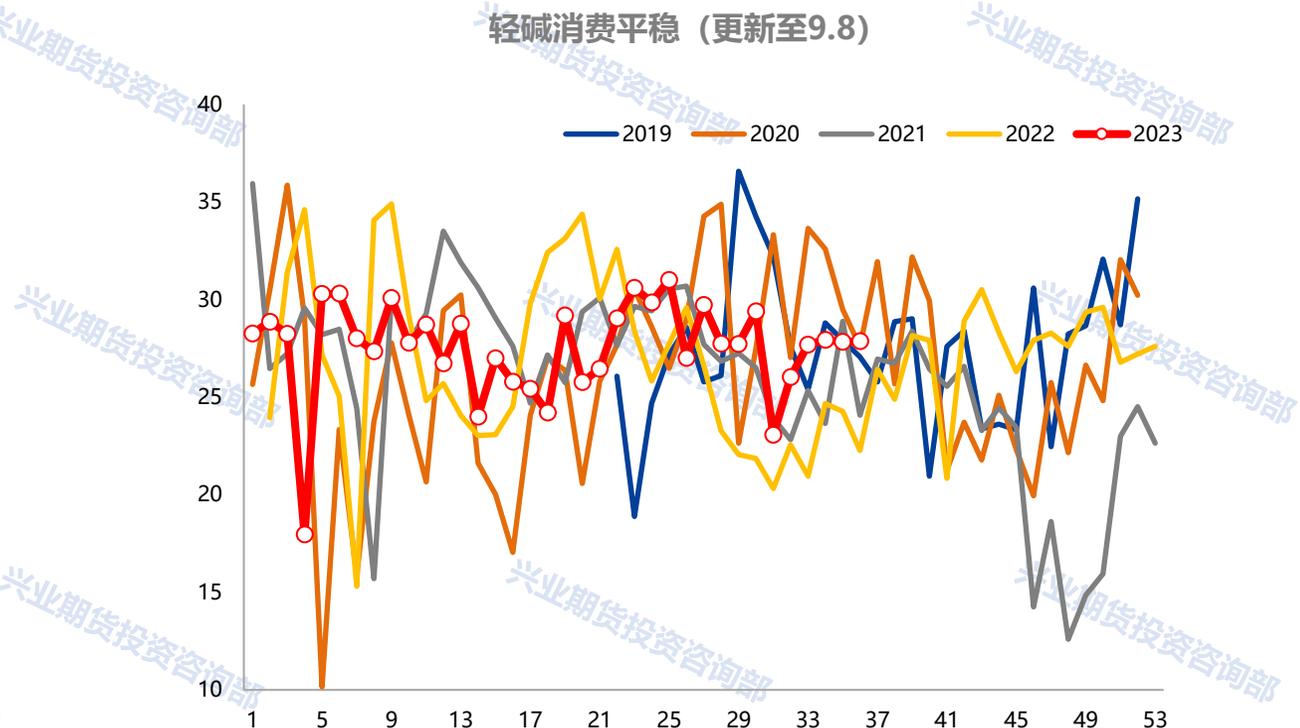
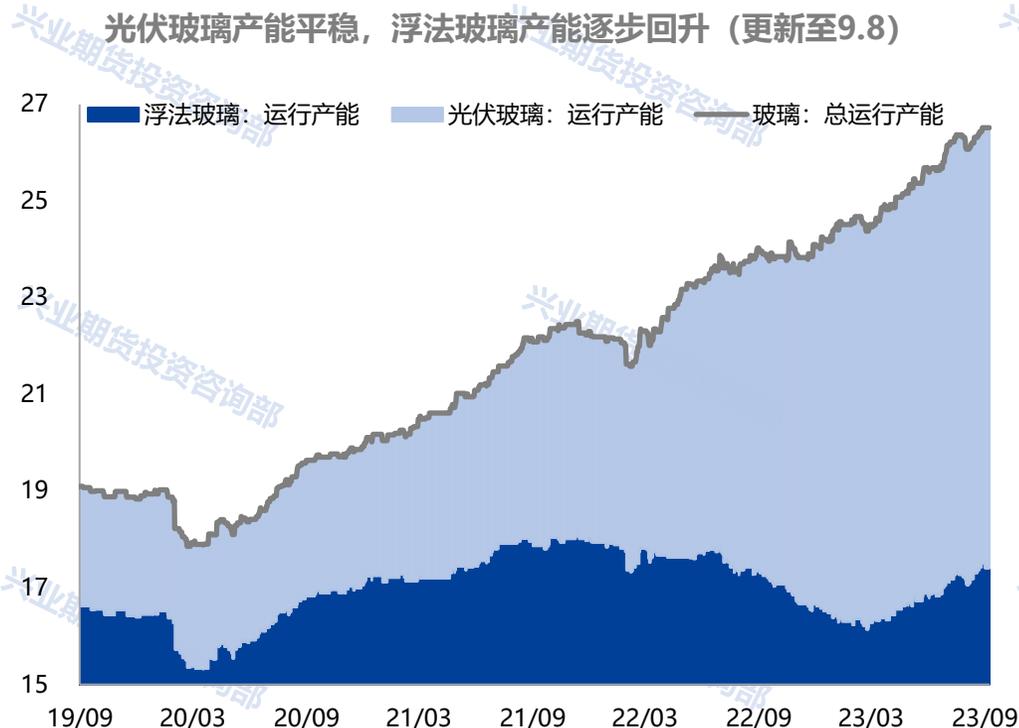
04

监管压力增强，05合约前多配合平仓线持有



黑色金属品种策略（纯碱）：重碱需求稳步增加，轻碱消费整体平稳

2023年以来，光伏玻璃产能投产速度虽慢，但整体稳中有增。截至9月8日，光伏玻璃累计新增产能11100t/d，运行产能达到91160t/d。浮法玻璃全行业盈利环比略有回落，但整体仍处于高位，复产点火产线增多，截至9月8日，浮法运行产能已累计增加10230t/d至169010t/d，同比转增。鉴于浮法玻璃行业高盈利，以及地产竣工周期的持续，年内浮法玻璃行业还有多条产线计划复产/点火，将带来约1.27wt/d的净增产能，对重碱需求将持续稳步增加。轻碱消费基本平稳，处于同期中枢水平，周度消费量约为27万吨上下。



浮法玻璃复产/冷修计划（更新至9.8）

计划	投产时间	企业	地区	生产线	日熔量 (t/d)
新建	2023年8月底点火	江西透光陶瓷新材料有限公司	江西	景德镇一线	1200
新建	2023年点火	福建瑞玻玻璃有限公司	福建	瑞玻二线	600
新建	2023年点火	福建龙泰实业有限公司	福建	龙泰二线	600
新建	2023年点火	贵州海生玻璃有限公司	贵州	贵州海生一线	700
新建	在建，时间未定	贵州海生玻璃有限公司	贵州	贵州海生二线	700
新建	在建，时间未定	信义节能玻璃（云南）有限公司	云南	曲靖一线	600
新建	在建，时间未定	信义节能玻璃（云南）有限公司	云南	曲靖二线	800
新建	在建，时间未定	中玻（朝阳）新材料有限公司	辽宁	凌源二线	1000
复产	计划2023年复产点火	河北正大玻璃有限公司	河北	正大三线	800
复产	计划2023年复产点火	河北金仓玻璃有限公司	河北	金仓一线	600
搬迁	计划2023年下半年点火	中国耀华玻璃集团有限公司	河北	山海关搬迁二线	600
新建	计划2023年点火	滕州金晶玻璃有限公司	河北	滕州二线	600
新建	计划2023年点火	安徽冠盛蓝玻实业有限公司	安徽	六安一线	600
复产	计划2023年四季度复产点火	中国洛阳浮法玻璃集团有限责任公司	河南	龙昊二线	600
复产	计划2023年9月复产点火	湖南巨强生再生资源科技发展有限公司	湖南	巨强二线	500
复产	计划2023年四季度复产点火	咸宁南玻玻璃有限公司	湖北	咸宁二线	700
复产	计划2023年8月复产	江西宏宇能源发展有限公司	江西	宏宇二线	700
复产	时间未确定	清远南玻节能新材料有限公司	广东	清远一线	100
复产	计划2023年复产	信义节能玻璃（江门）有限公司	广东	鹤山一线	950
复产	计划2023年复产	信义节能玻璃（江门）有限公司	广东	鹤山二线	900
复产	计划2023年8月复产点火	信义环保特种玻璃（江门）有限公司	广东	江门一线	600
复产	计划2023年四季度复产点火	广东明轩实业有限公司	广东	阳江一线	1000
复产	计划2023年下半年复产点火	信义玻璃（海南）有限公司	海南	海南二线	600
搬迁	计划2023年10月搬迁	浙江旗滨玻璃有限公司	浙江	绍兴一线	600
搬迁	计划2023年10月搬迁	浙江旗滨玻璃有限公司	浙江	绍兴二线	600
冷修	计划2023年冷修	浙江旗滨玻璃有限公司	浙江	平湖二线	600
冷修	计划2023年冷修	信义玻璃（营口）有限公司	辽宁	营口一线	1000
冷修	时间未定	陕西神木瑞诚玻璃有限公司	陕西	神木一线	500
合计					12750

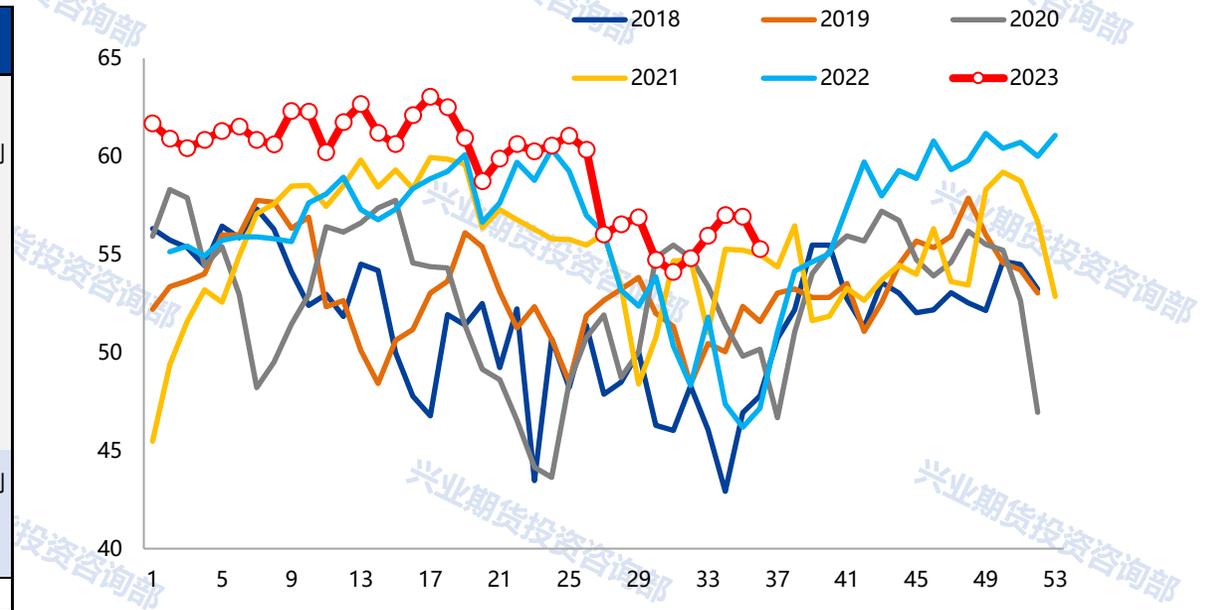
9月初，多家企业检修，导致纯碱开工率和产量再度回落。但是从后续企业检修计划看，老装置集中检修已告一段落，剩余中盐昆仑、安徽德邦等装置复产时间未定，老装置开工率及产量将环比逐步回升。此外，8月底远兴2线投料后，市场关于远兴装置提产的消息较多，但暂未反映在纯碱周度产量上，建议以产量数据为准，以市场消息为辅。

按当前浮法玻璃运行产能16.9万吨/天，光伏玻璃运行产能9.12万吨/天，轻碱消费维持中枢水平，则一周纯碱消耗量约为61.6，周产量需回到这一水平，才能实现供需平衡。

纯碱检修计划汇总 (更新至9.8)

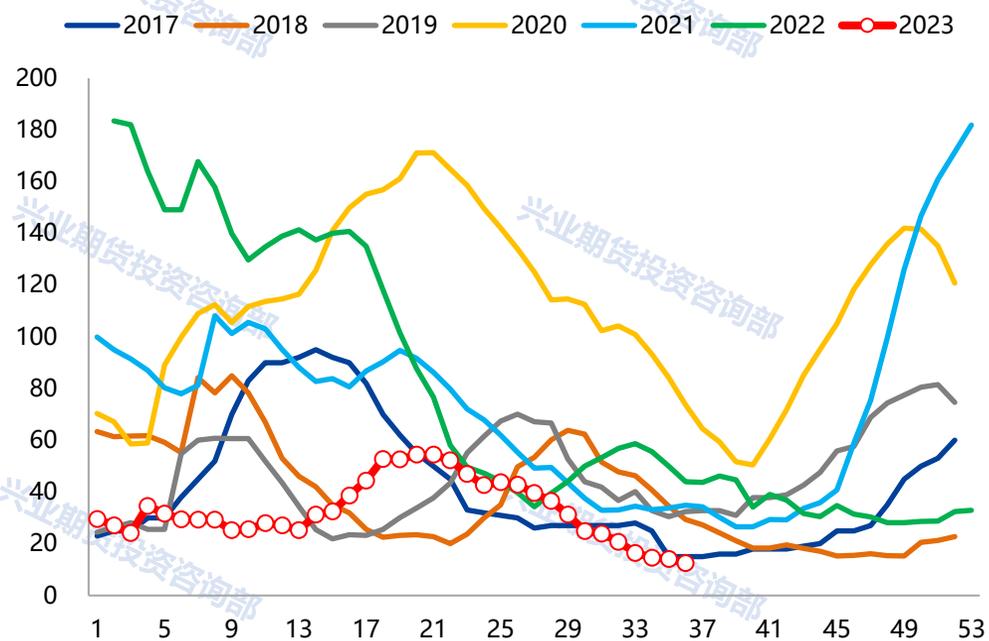
企业	产能 (万吨)	工艺	检修计划	检修天数	检修影响量 (万吨)		检修进度	信息来源
					8月	9月		
安徽红四方	70	联碱法	8月29日-9月1日检修	3	0.1		已结束	隆众
江苏实联	110	联碱法	8月28日-29日检修	1	0.2		已结束	隆众
江西晶昊	60	氨碱法	8月21日-9月2日检修	12	1.8	0.4	已结束	隆众、卓创
山东海天	150	氨碱法	8月25日-9月1日检修	7	2.7	0.5	已结束	隆众
天津碱业	80	联碱法	9月1日-9月5日检修5天	4		0.6	已结束	隆众
中盐内蒙	35	氨碱法	9月1日-9月7日检修6天	6		0.6	已结束	隆众
徐州丰成	60	联碱法	9月1日-9月5日检修4天	4		0.1	已结束	隆众
南方碱业	60	氨碱法	9月1日-9月3日检修2天	2		0.3	已结束	隆众
青海五彩	110	氨碱法	9月1日-9月6日检修5天	5		1.7	已结束	隆众
河南骏化	60	联碱法	9月2日-9月3日检修1天	1		0.1	已结束	隆众
重庆湘渝	100	氨碱法	9月3日-9月6日检修3天	3		0.7	已结束	隆众
青海发投	130	氨碱法	9月7日-9月10日, 检修3天	3		1.2	已结束	隆众
中盐昆仑	150	氨碱法	7月21日-8月10日检修; 8月23日起检修, 复产待定	-	7.7	4.5	已检修	隆众、卓创
安徽德邦	60	氨碱/联建	8月17日起检修, 复产待定	-	2.5	1.8	已检修	隆众
江苏华昌	60	联碱法	8月28日-9月15日检修18天	18	0.7	2.5	已检修	隆众
合计	2175				31.4	14.8		

纯碱周度产量 (更新至9.8)

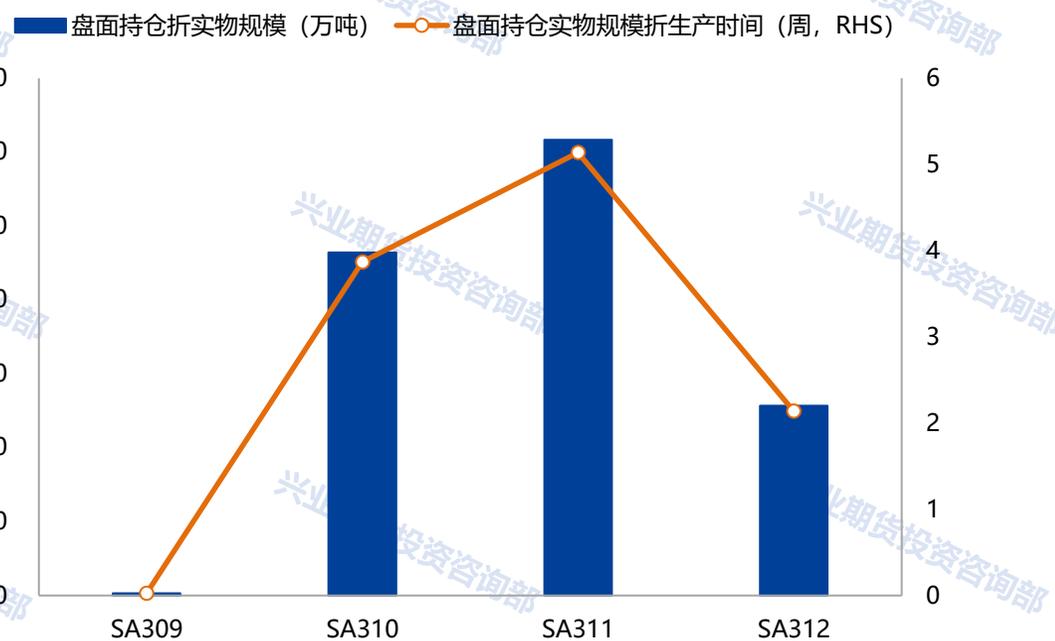


□ 由于检修季，纯碱供应紧张导致产业链库存大幅下降，截至9月8日，纯碱生产企业库存仅12.47万吨，为历史最低值，企业待发订单回升至20天附近，（2）纯碱社会库存降至不足2万吨，（3）下游玻璃厂纯碱库存可用天数降至7-8天，也属于历史最低水平。一旦供给不及预期，纯碱产业链低库存可能会继续被动去化，而期货近月合约持仓虚盘过高，交割风险偏高。

纯碱企业库存 (更新至9.8)



期货持仓虚盘过高 (更新至9.8)



□ 由于纯碱货源紧张引发的大幅上涨，已引发交易所监管。从监管频次、监管收紧程度来看，接近动力煤、铁矿石等历次监管情形，9月以来已连续2次上调保证金率，纯碱2310、2311、2012合约保证金比例已提高至20%。在此情况下，结合现货依然偏紧，但供给可能开始上升的情况考虑，主力多头止盈的概率可能将逐步提高。建议纯碱多单持有，上调平仓线保护多单盈利，若价格回调触及平仓线或者现货库存开始积累，则多单止盈离场。

纯碱监管压力不断增加



焦煤

JM

01

产地安监延续高压局面，进口市场难有显著增量

02

铁水日产再创高位，阶段性补库预期重启

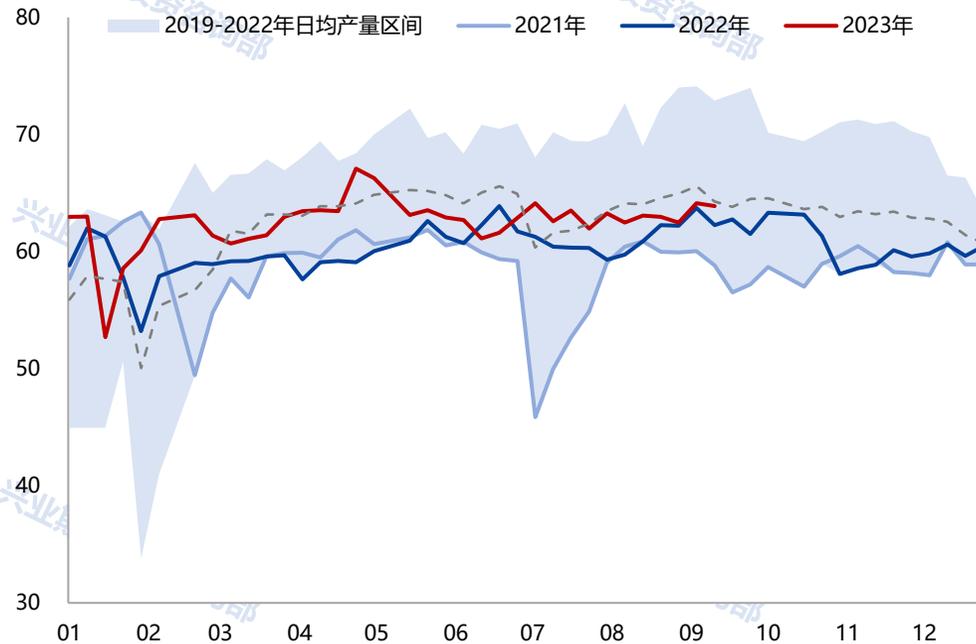
03

低库存特性延续，关注政策层面可能扰动

□ 产地方面，晋陕两地部分非事故矿井陆续安排复产，但坑口安全检查局势维持高压，国庆前大规模提产、增产或难期待，且洗煤厂开工状况同步回落，供应恢复仍需时日。

□ 进口方面，甘其毛都口岸通关车数虽下降至1000车附近，蒙煤通关依然相对通畅，而澳大利亚硬焦煤价格韧性较强，持稳在FOB 269美元高位，进口利润倒挂制约国内终端采购意愿，进口市场补充作用暂无增量。

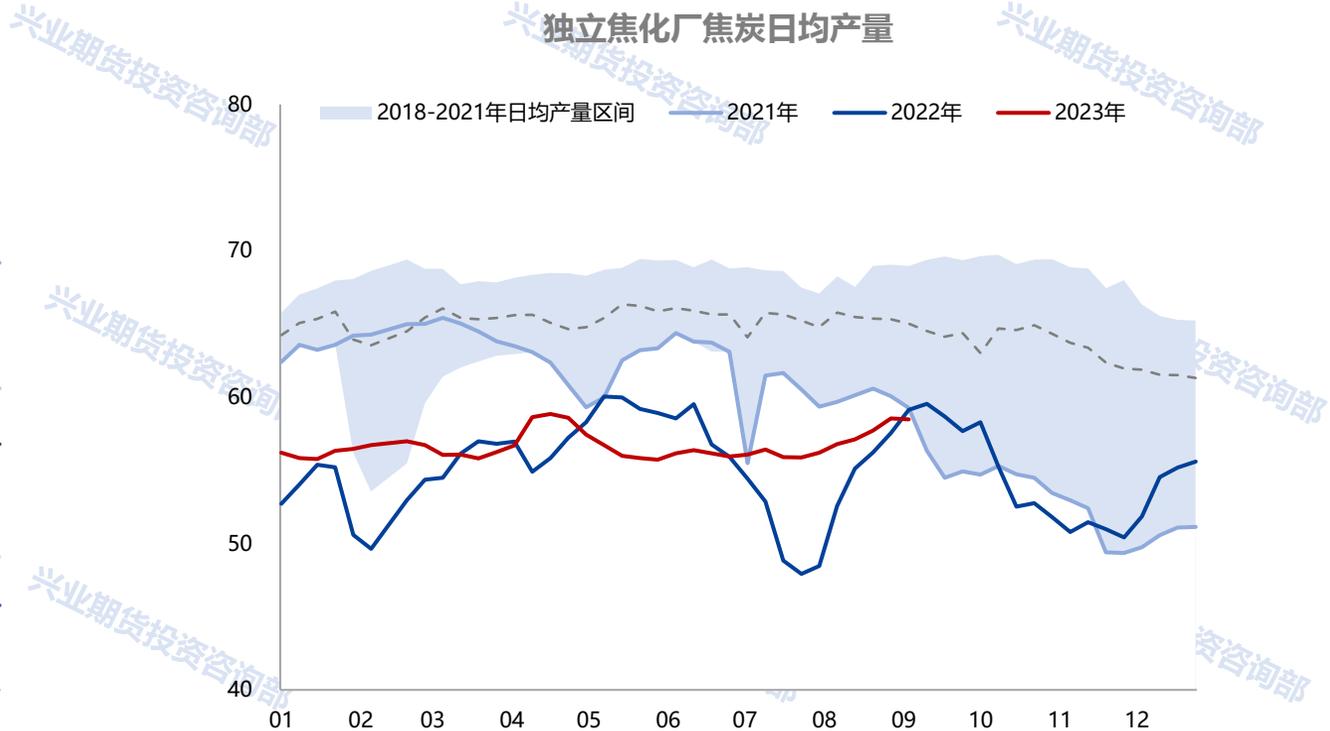
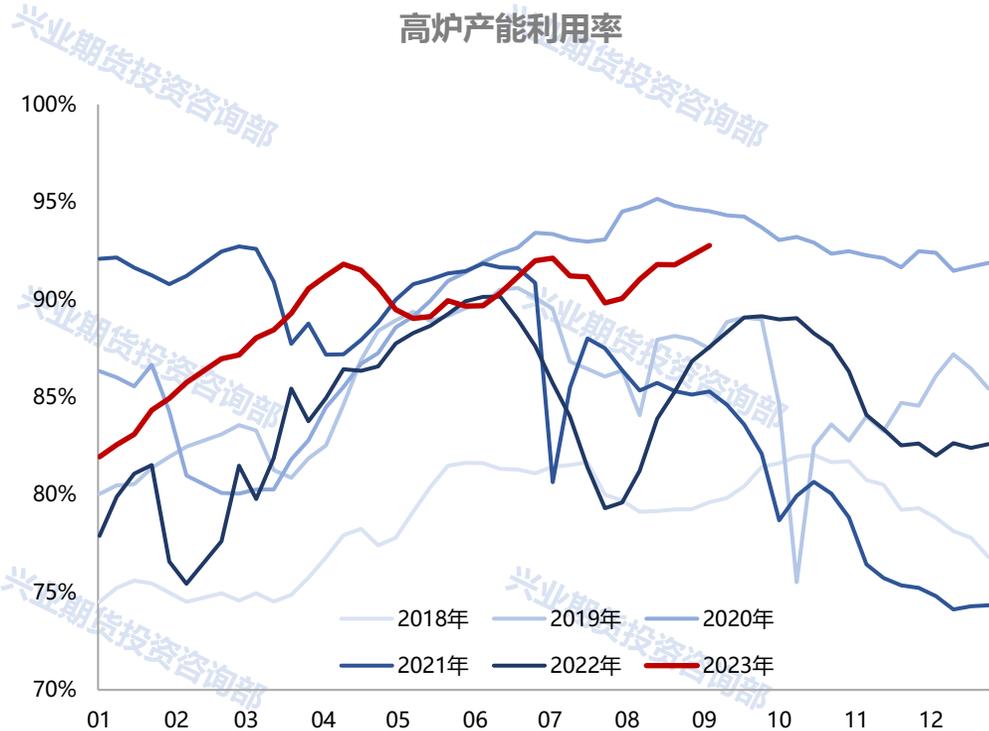
洗煤厂焦煤日均产量



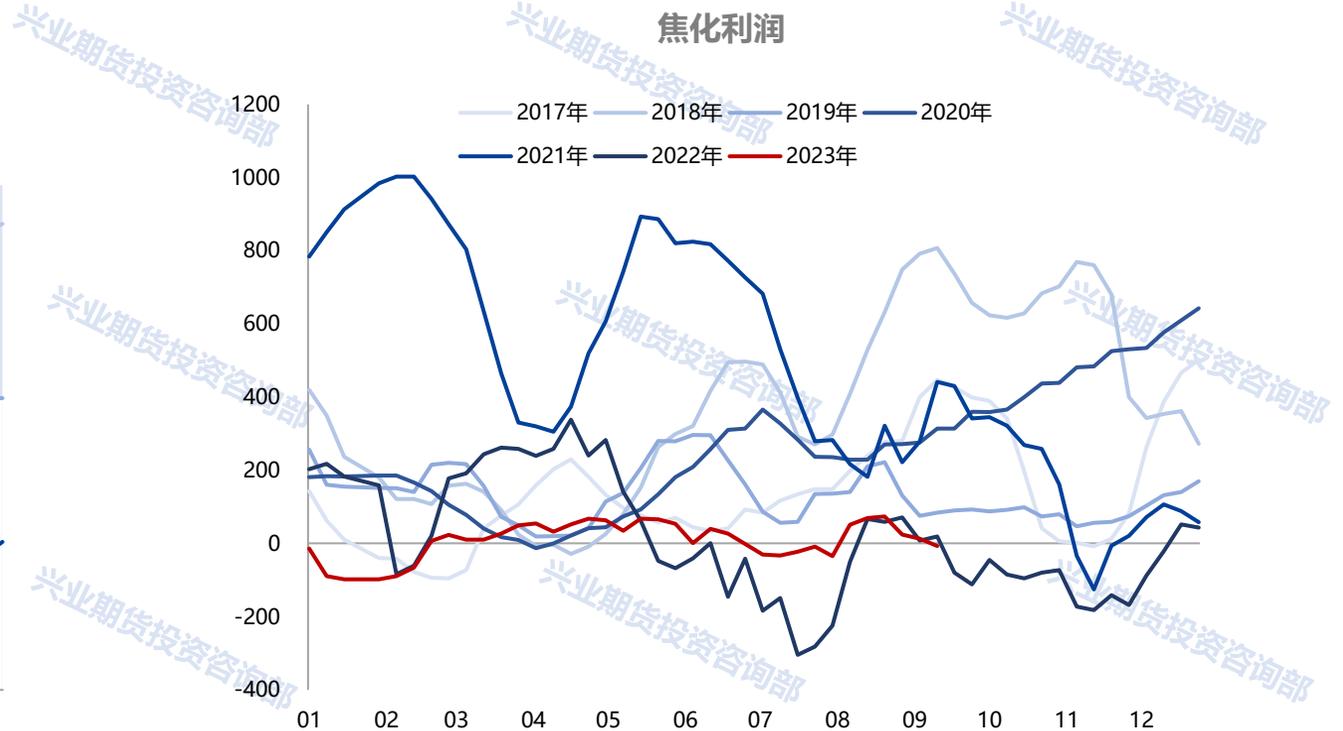
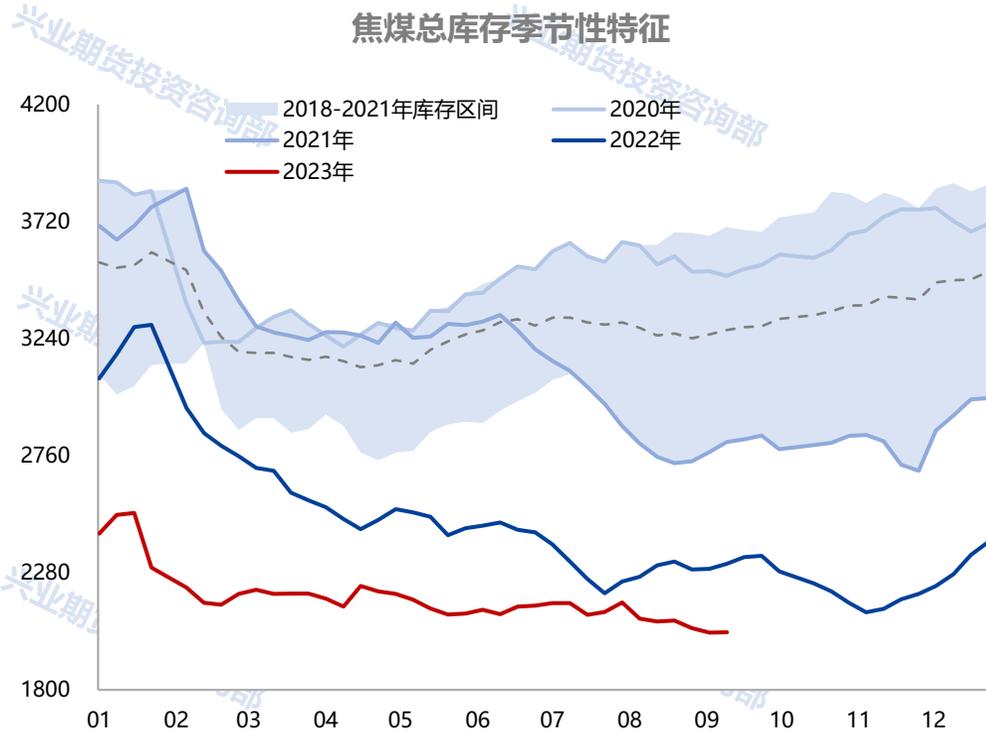
主要进口国代表焦煤贸易价格



需求方面，各地粗钢产量压减一事传闻趋于平静，本周铁水日产升至248万吨，高炉产能利用率高位走强，终端现实需求兑现良好，且独立焦企焦炉开工率亦有回升之势，金九银十阶段性补库即将重启，焦煤需求端预期乐观。



- 库存方面，坑口竞拍成交走强，贸易需求入市积极性提升，煤矿库存延续去库态势，而刚需表现乐观提振焦煤日耗，各环节库存均处低位。
- 综合来看，政策影响扰动远期预期，但铁水日产高位、补库需求重启，焦煤库存持续创新低，供需延续偏紧结构，价格驱动依然向上；但仍需关注煤价快速上涨带来的回调压力，以及下游利润萎缩造成的压价情绪。



棉花

CF

01

棉花抢收预期有所消退，供应端紧缺局面将有所改善

02

传统旺季下游利润仍不佳，出口形势偏弱

03

棉花期货上行受阻，推荐卖出看涨期权

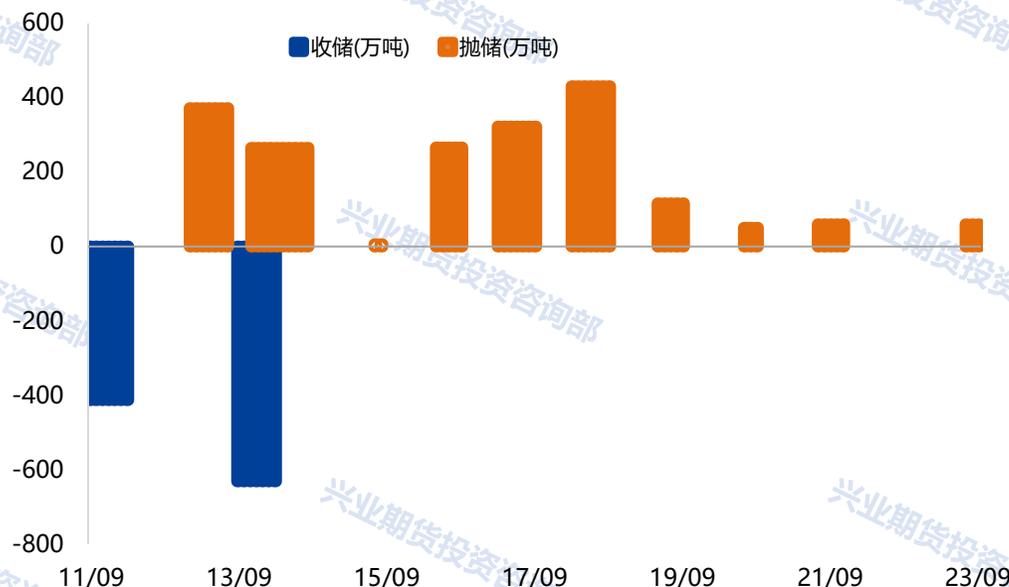
□ 此前7月有关部门公告增发75万吨棉花进口滑准税配额，并启动中央储备棉销售。目前信息显示滑准税配额已下达给棉纺企业，新棉收购期间将根据形势继续销售中央储备棉。

□ 进入9月，新棉产量和抢收热度随着时间的推移趋于清晰，不确定性随之减弱。2023年度棉花抢收推涨预计将有所消退，供应端紧缺局面将有所改善。

棉花多进入裂铃期，产量及抢收热度不确定性随之减弱

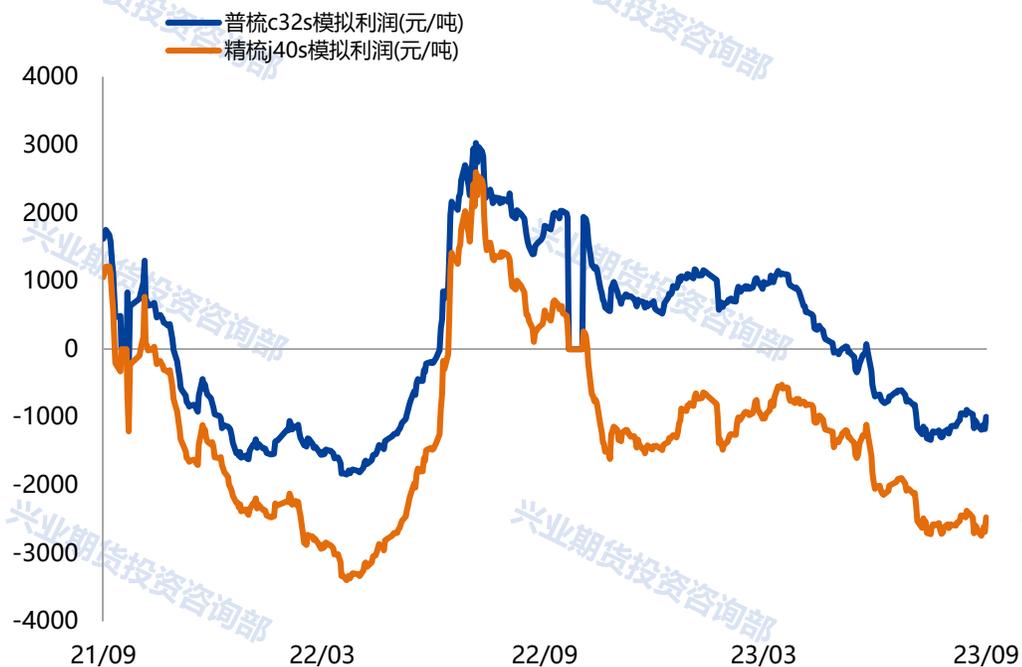


新棉收购期间储备棉将继续销售，抢收推涨预期有所消退

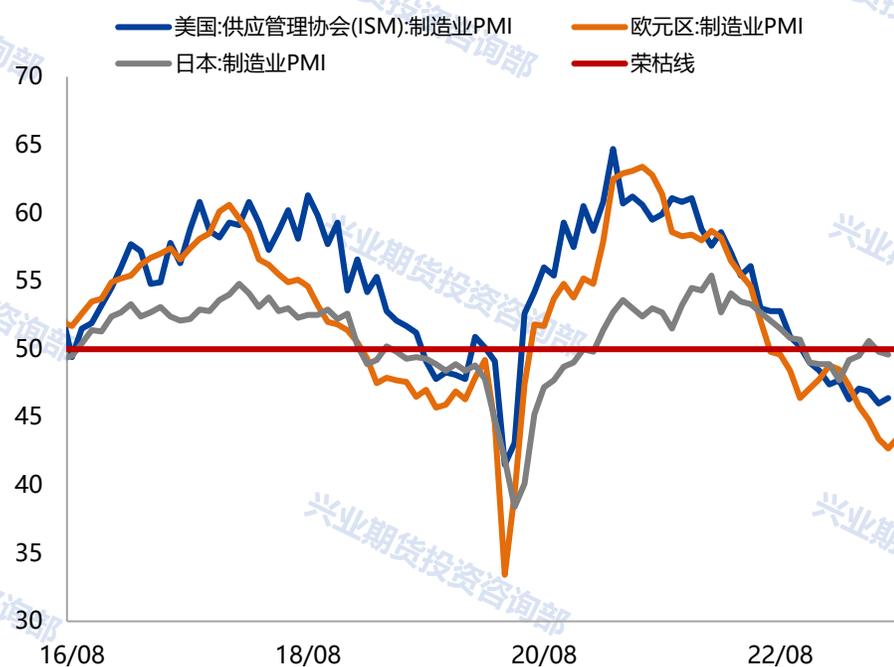


- 国内下游方面，9月进入传统消费旺季，但纺企生产利润持续为负，新增订单未见明显转好。
- 出口方面，主要消费国经济形势不佳；欧盟5月服装进口额同降环增，越南8月棉纺织品、服装产量同比微降，巴基斯坦7月纺服出口额同环比均降。
- 总体而言，棉花供应端随着进口配额发放、紧缺局面改善，需求端上行驱动不足，当前棉花价格顶部格局较明显，建议介入卖看涨期权策略。

传统旺季下游利润仍不佳



当前出口形势偏弱

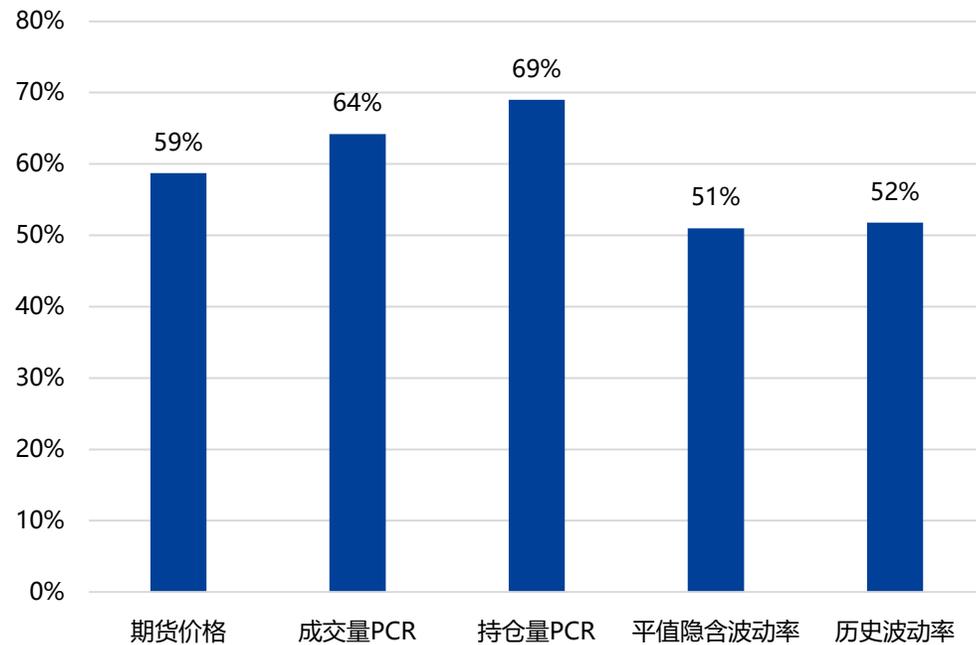


经济作物品种策略（棉花）：棉花期货上行受阻，推荐卖出看涨期权

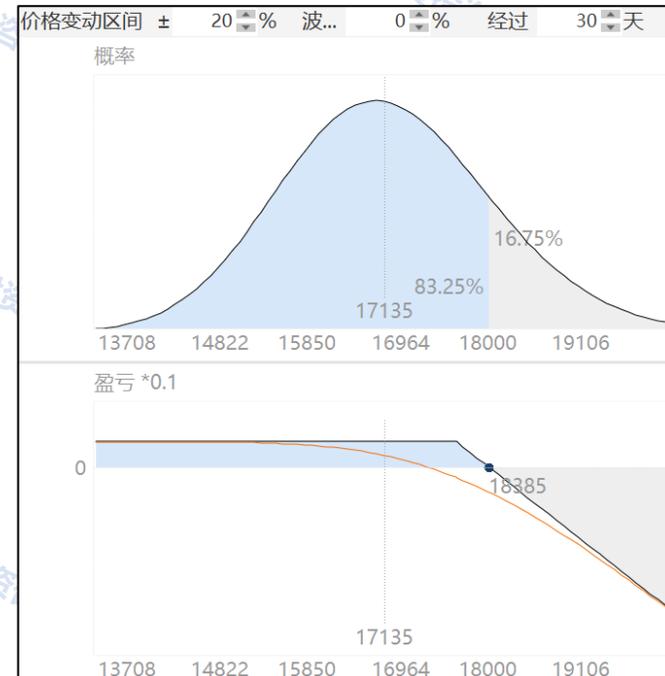
棉花期货价格连续上涨10个月，随着上周冲高回落，技术指标已经翻空。期权指标上，虽然期权隐含波动率和历史波动率处于中等水平，然而成交量PCR和持仓量PCR偏高，反映期权市场看空情绪。

从基本面和技术面看，棉花期货上行受阻，推荐卖出看涨期权。行权价选择期货阻力位18000，同时也是看涨期权持仓量最高的行权价。入场价格以9月8日收盘价为参考，止盈价为入场价的10%，止损价为入场价的100%，赔率为0.9。如果波动率无变化，30天后该策略胜率高达83.25%，对应初始建仓比例为64%。

棉花衍生品主要指标百分位 (2021年至今)



卖出棉花看涨期权交易参数 (基准日9.8夜盘)



策略	卖出CF401C18000
入场	385
止盈	346
止损	770
胜率	83.25%
赔率	0.9
仓位	≤64%

工业硅

SI

01

盈利水平不足，年内新增产能带来实际产量或不及预期

02

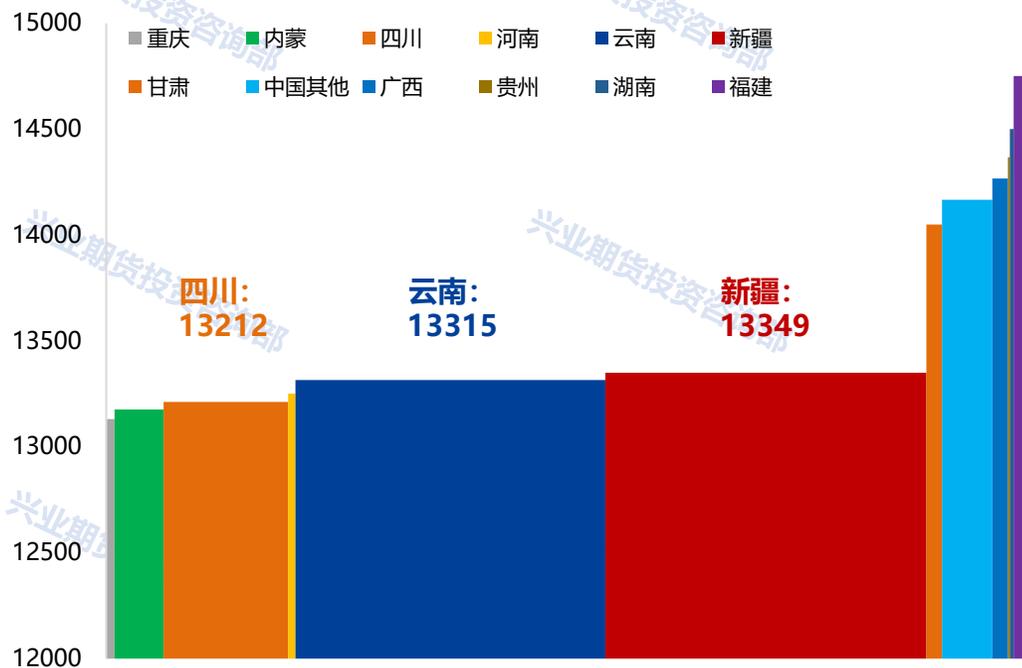
光伏景气延续，多晶硅需求支撑较好

03

有机硅和硅铝合金需求受终端景气复苏提振

- 从工业硅供应端增量角度看，2023年内工业硅仍有较多新增产能待投产，总计156万吨，年内的新增产能基本都可以如期竣工、确定性相对较高。但考虑到实际生产过程中电费的成本问题，2023年4季度实际新增产量可能不及预期。
- 目前各省生产成本基本处于当前工业硅价格水平线附近。受电费成本以及企业经营等因素影响，年内新增产能带来实际产量或不及预期。

受成本影响，新增产能带来的实际产量或受限



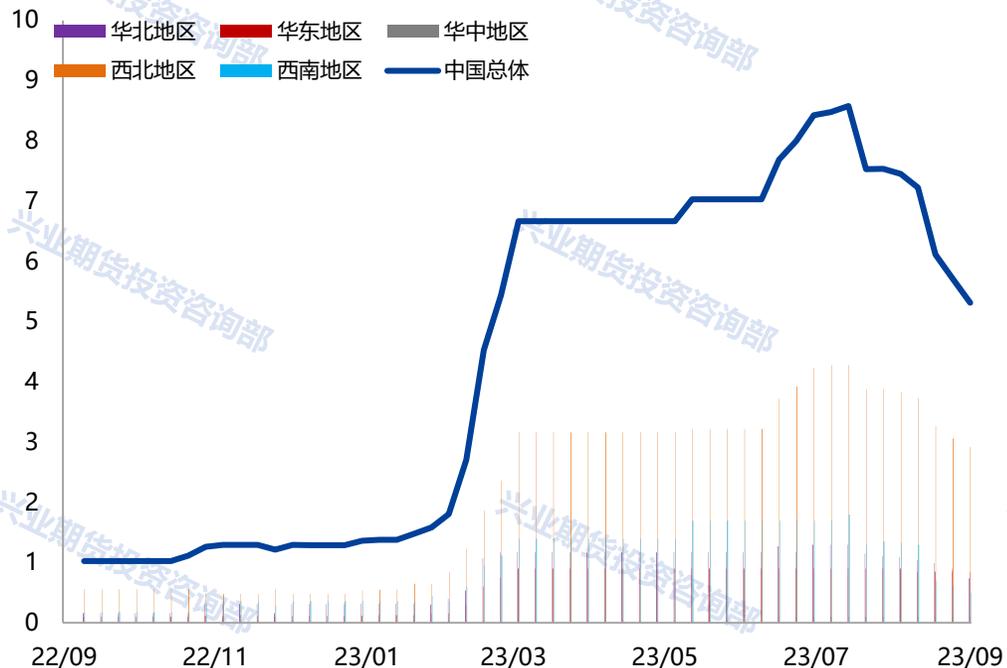
2023年内工业硅新增产能较多

投产月度	省份	企业名称	预计当年净增产能(万吨)
2023年9月	宁夏	东方希望集团有限公司	20.00
2023年9月	四川	浙江新安化工集团股份有限公司	3.00
2023年9月	陕西	商南中剑实业有限责任公司	10.00
2023年12月	贵州	山东东岳有机硅材料股份有限公司	10.00
2023年12月	甘肃	蓝星硅材料有限公司	3.00
2023年12月	新疆	特变电工股份有限公司	20.00
2023年12月	云南	云南合盛硅业有限公司	40.00
2023年12月	青海	天合光能股份有限公司	30.00
2023年12月	云南	云南永昌硅业股份有限公司	10.00
2023年12月	云南	新安硅材料(盐津)有限公司	10.00
2024年3月	甘肃	甘肃河西硅业新材料有限公司	17.00
2024年7月	云南	云南通威高纯晶硅有限公司	20.00
2024年7月	新疆	新疆晶和源新材料有限公司	42.00
2024年10月	内蒙	内蒙古京科发电有限公司	1.50
2024年12月	内蒙	特变电工股份有限公司	20.00
2024年12月	内蒙	弘元绿色能源股份有限公司	15.00
2024年12月	云南	云南合盛硅业有限公司	40.00
2024年12月	宁夏	宁夏宝丰能源集团股份有限公司	35.00
2024年12月	内蒙	内蒙古大全新能源有限公司	30.00
2024年12月	新疆	昌吉吉盛新型建材有限公司	23.00

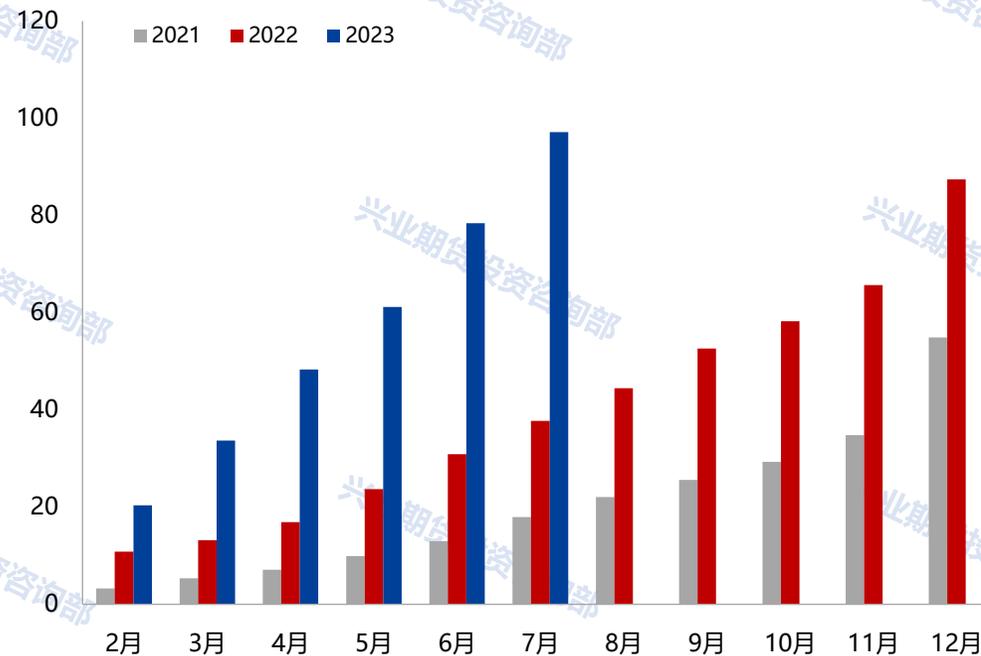
截至2023年9月，多晶硅降库效果明显，大部分企业多晶硅库存基本消耗完毕、企业库存余量较少，主要是受到延迟投产、检修技改等影响。现有产量主要供应前期订单，库存水平持续走低但仍有大量订单等待交货。预计随着多晶硅环节利润水平的回升，整体开工亦将出现回升，多晶硅补库需求将对工业硅原料构成较强支撑。

光伏终端方面，7月光伏新增装机量97.16GW，同比增长157.51%，国内光伏装机保持高增态势，终端景气度维持正增长，组件、电池片产量同比仍维持高增长。多晶硅光伏方面的需求为工业硅提供较强上行驱动。

多晶硅库存自高点大幅下降



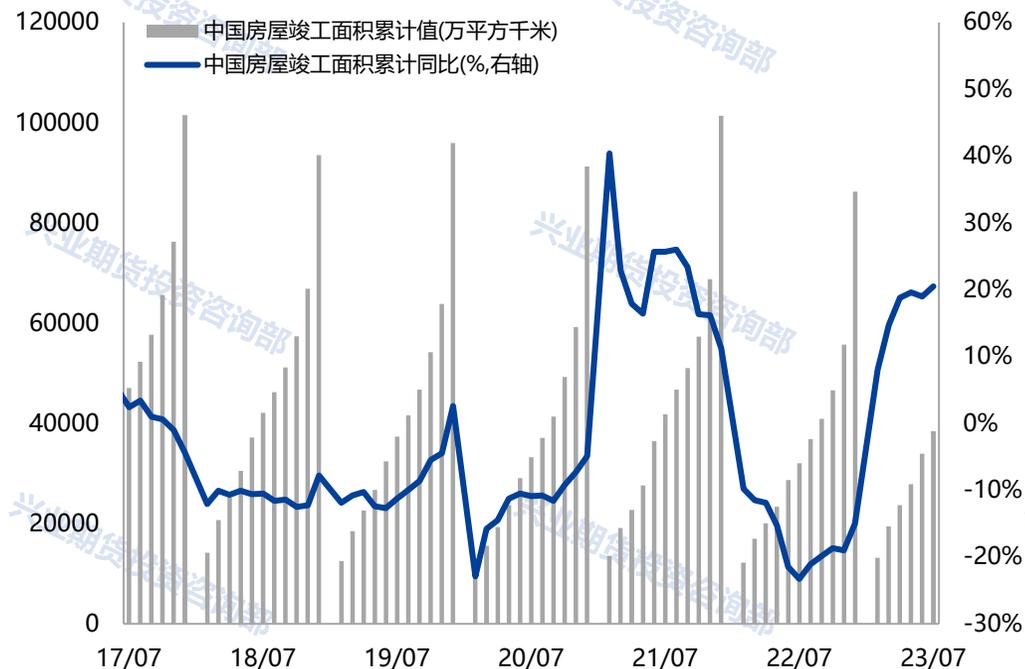
2023国内太阳能月度新增装机容量累计值预计同比翻倍



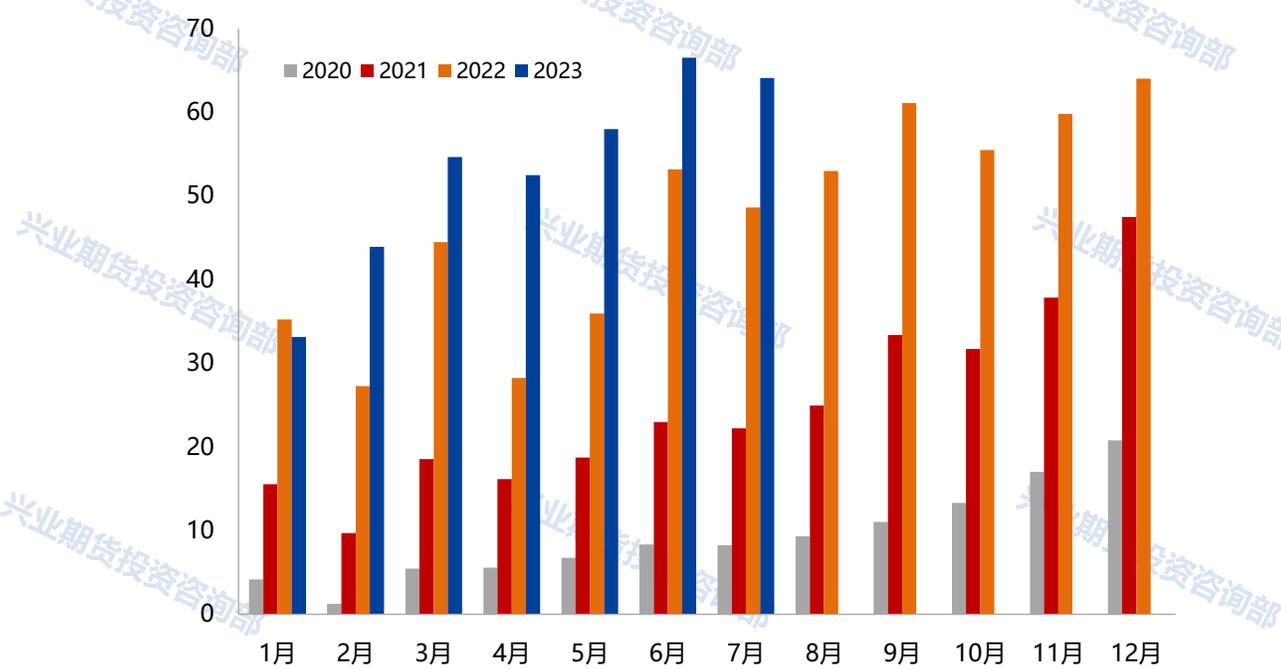
有机硅方面，近期房地产调整优化政策密集发布。预计政策工具主要释放刚需和改善需求，有助于提振房地产行业景气度。截至2023年7月国内房屋竣工面积同比大幅回升，预计有机硅材料将受益于地产后周期景气复苏。

铝合金方面，2023年7月我国新能源汽车产量为64.1万辆，同比增长31.88%；7月新能源市场零售销量出现环比下降，但降幅小于整体市场，且同比仍维持高增，也推动本月的电动车渗透率仍然向上攀升。电动车行业维持景气的情况对铝合金需求构成支撑，铝合金企业8月产量增加，9月预计将继续复产，维持对工业硅需求驱动。

竣工面积同比大幅回升



2023年国内新能源汽车零售量同比高增



负责本研究报告内容的期货分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更，我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券或期货的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何形式的任何投资决策与本公司和作者无关。本报告版权仅为我公司所有，未经书面授权，任何机构和个人不得以任何形式翻版。复制发布。如引用、刊发，须注明出处为兴业期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

致
谢



兴业期货有限公司

CHINA INDUSTRIAL FUTURES LIMITED

地址：宁波市江东区中山东路796号东航大厦11楼 邮编：315040

上海市浦东新区银城路167号兴业银行大厦11楼 邮编：200120

网：www.cifutures.com.cn

Add: 11th Floor Eastern Airlines Building, No.796 Zhongshan East Road, Ningbo,
315040, China

Tel: 400-888-5515 Fax:021-80220211/0574-87717386