



官方微信



官方APP

2023年9月第3周核心策略推荐:

基本面渐回暖、政策面仍积极、低估值将修复，乐观理由增强

上海 2023.9.17

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月以来国内稳增长的相关强力政策, 总体沿着: (1) 扩需求, 即宽货币和促消费; (2) 提信心, 包括活跃资本市场和扶持民营企业; (3) 防风险, 即稳地产和化解地方债务等三大脉络, 来快速推进。此外, 本周央行再度降准25BPS。无论是政策落地频率、还是兑现程度, 均超市场预期, 充分体现最高层“坚决阻断经济走弱和预期转弱的循环”的决心。

□ 而基本面亦有积极回应, 相关核心指标总体呈逐步改善迹象。除房地产投资和民间投资以外, 8月生产、消费、基建投资、制造业投资等经济指标均有回暖, 且部分指标上行幅度超预期。相信随政策效果逐步兑现, 经济复苏大势将愈发明朗。总体而言, 国内政策底、价格底、乃至经济底将逐次确认, 整体利多风险资产、而利空避险资产 (尤其是高估值品种, 如利率债)。

□ 当然, 我们亦需关注海外市场的扰动, 主要为美国高通胀状态下、美联储鹰派言论和措施的潜在负面影响, 其将从汇差、利差两大直接途径对国内市场形成冲击。但考虑到其通胀趋势、加息节奏均持续放缓, 其边际利空指引暂有限。此外, 美国经济韧性亦将在一定程度上支撑我国外需出口, 亦可视为利多。

□ 基于此, 我们总体维持过往的判断基调: (1) A股市场底部逐渐明朗, 多头策略的安全性、收益性在大类风险资产中均最高; (2) 债市同时面临经济弱复苏和宽货币的影响, 高估值情况下, 短期存在一定调整压力; (3) 大宗商品则以中观供需面为核心定价因素, 供给受限、低库存、低估值的相关品种依旧存在较好的多头机会, 如沪铝、工业硅、碳酸锂等品种。

□ 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): 本周宏观政策继续加码, 周五降准落地, 但由于债市对此已提前反映, 因此当日不涨反跌。在目前宏观预期较为乐观的背景下, 债市难以进一步走强, 但地产等刺激政策传导偏缓, 叠加宽松的货币环境, 债市转向仍需等待, 单边策略风险偏高。而曲线策略不管从驱动还是估值来看, 性价比仍较优。

(2) 股指 (买入IF2309, 单边, 持有): 信用、库存两大重要周期将进入或临近上行阶段, 而现实数据亦有良好印证, 从相关长短期核心指标看, 盈利端的核心推涨作用将持续强化; 在基本面修复、市场风险偏好将逐步回升背景下, A股估值端亦有可观的扩张潜力; 人民币大概率将重回升值通道, 外资流出影响将显著弱化、且重新回流的空间充裕; 顺周期板块对上述利多指引的映射关联度最高, 而相关行业在沪深300指数中占比亦最高、其依旧为最优多头标的。

(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, 且成本端近期持续抬升。此外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) 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。

(5) 碳酸锂 (买入LC2401, 单边, 新增): 行业供给过剩程度低于预期, 消费持续增长趋势并未改变; 短期市场情绪面及资金面博弈较为剧烈, 导致盘面波动情况放大。当前阶段做多性价比已逐步提升, 推荐关注盘面企稳信号, 轻仓等待低位入场。

核心摘要 (2) : 市场展望

□ 中观面驱动因素要点:

期货策略:

(6) 沪胶 (买入RU2401, 单边, 持有): 汽车市场产销维持增长之势, 轮胎开工传导效率乐观, 而各产区原料释放不同程度受阻、成本支撑上移, 港口库存继续回落, 供需结构持续改善, 基本面积积极因素占优。

(7) PVC (买入V2401, 单边, 持有): 尽管产量接近历史最高, 然而当前正值需求旺季, 供应并未出现过剩, 这一点从上中游库存持续减少可以得到印证。后续上涨驱动主要来自成本抬升和节前下游补库, 建议PVC多单继续持有。

(8) 纯碱 (买入SA405, 单边, 持有): 国内宏观稳增长、经济底部确认, 中观重碱需求稳步增长, 产业链库存过低, 以及微观期货价格深度贴水, 或将继续支撑纯碱期价高贴水, 纯碱低位多单配合平仓线持有。

(9) 焦煤 (买入JM2401, 单边, 持有): 产地安监限制原煤产出, 进口市场补充暂且不足, 而铁水日产高位支撑终端刚需, 下游节前补库即将开启, 供需结构维持偏紧预期, 价格驱动依然向上。

(10) 棉花 (卖出CF401C18000, 持有): 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。



宏观

MACRO

01

国内：积极政策加速兑现，经济亦存改善迹象

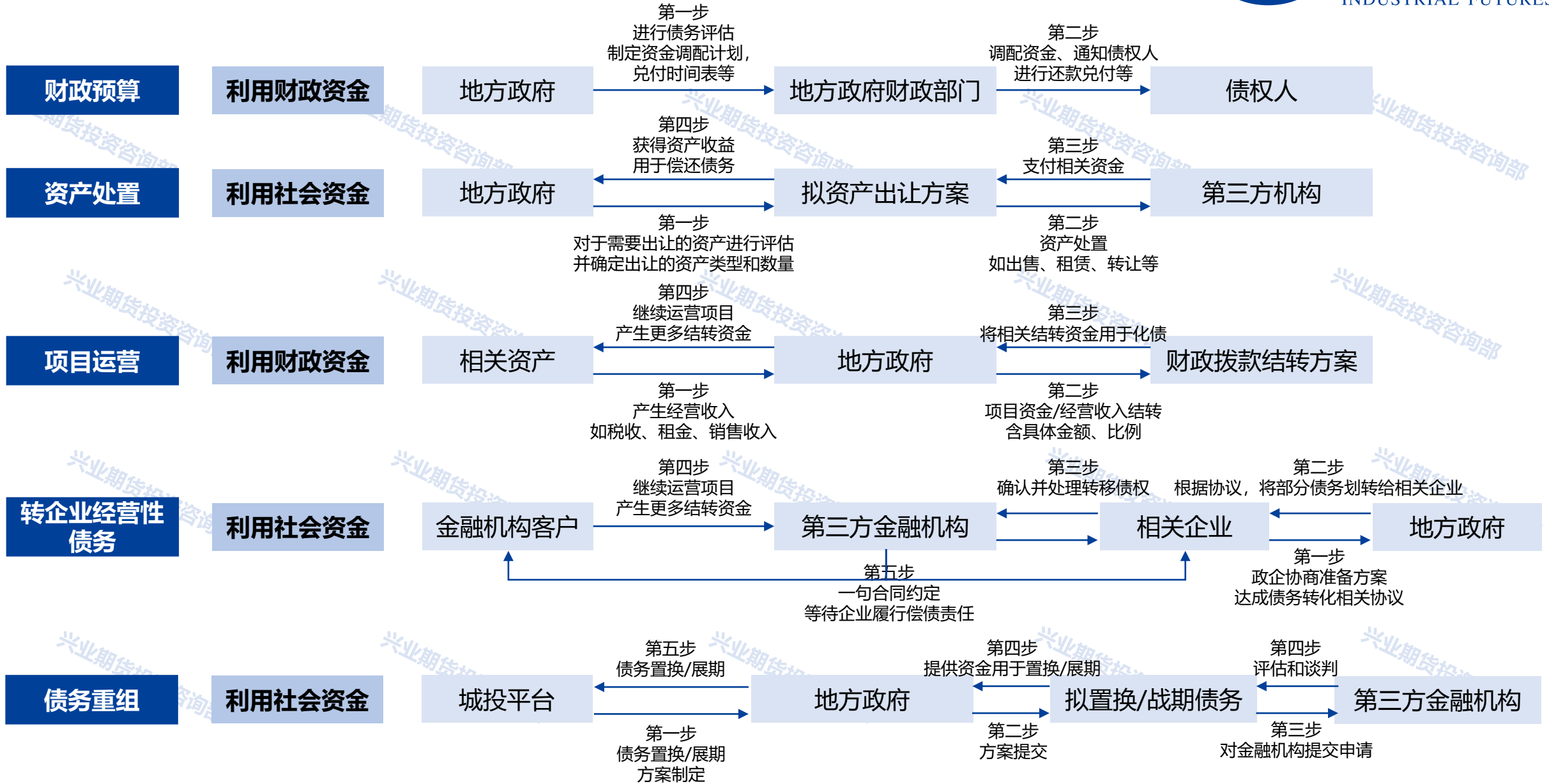
02

国外：油价推升美国通胀，美国经济保持韧性

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
<p>降息&降准</p> <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。 8月20日，1年期LPR下调10BPS，5年期LPR未变。 9月1日，1年/2年/3年/5年存款利率分别下调10/20/25/25BPS。 9月1日，央行宣布自9月15日起下调外汇存款准备金率2个百分点至4%。 9月14日，央行宣布降准25BPS。 9月15日，14天逆回购利率下调20BPS。 	<p>化解地方隐性债务</p> <ul style="list-style-type: none"> 财新报道，规模约1.5万亿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。 加快地方政府专项债发行速度。 	<p>三大方向</p> <p>认房不认贷</p> <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。截至9月15日，北上广深等超20城落实认房不认贷。 <p>首付及利率变动</p> <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 (↓)。 <p>降低存量首套房贷款利率</p> <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。 <p>部分二线城市全面取消限购</p>	<p>一揽子活跃资本市场举措</p> <p>股东减持新规</p> <ul style="list-style-type: none"> 控股股东与实控人减持与近三年分红挂钩。 <p>下调印花税</p> <ul style="list-style-type: none"> 8月27日，《关于减半征收证券交易印花税的公告》。 <p>下调融资保证金比例</p> <ul style="list-style-type: none"> 8月27日，《调降融资保证金比例，支持适度融资需求》，投资者融资买入证券的保证金比例从100%下调至80% <p>优化IPO、再融资监管安排</p> <p>降低险资风险因子</p> <ul style="list-style-type: none"> 保险公司投资沪深300成分股，风险因子从0.35调整为0.3，投资科创板上市普通股票，风险因子从0.45调整为0.4。 	<p>减税降负等</p> <p>减税</p> <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。 <p>住房公积金提取政策优化</p> <ul style="list-style-type: none"> 北京、深圳等城市提升租房公积金提取 <p>支持解决政策拖欠企业账款</p>	<p>稳增长&支持和发展民营经济</p> <p>多行业发布稳增长方案</p> <ul style="list-style-type: none"> 汽车、建材、有色金属、钢铁、石化化工等 <p>支持和发展民营经济</p> <ul style="list-style-type: none"> 7月28日，国家发展改革委、市场监管总局、税务总局等部门联合印发《关于实施促进民营经济发展近期若干举措的通知》。 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。

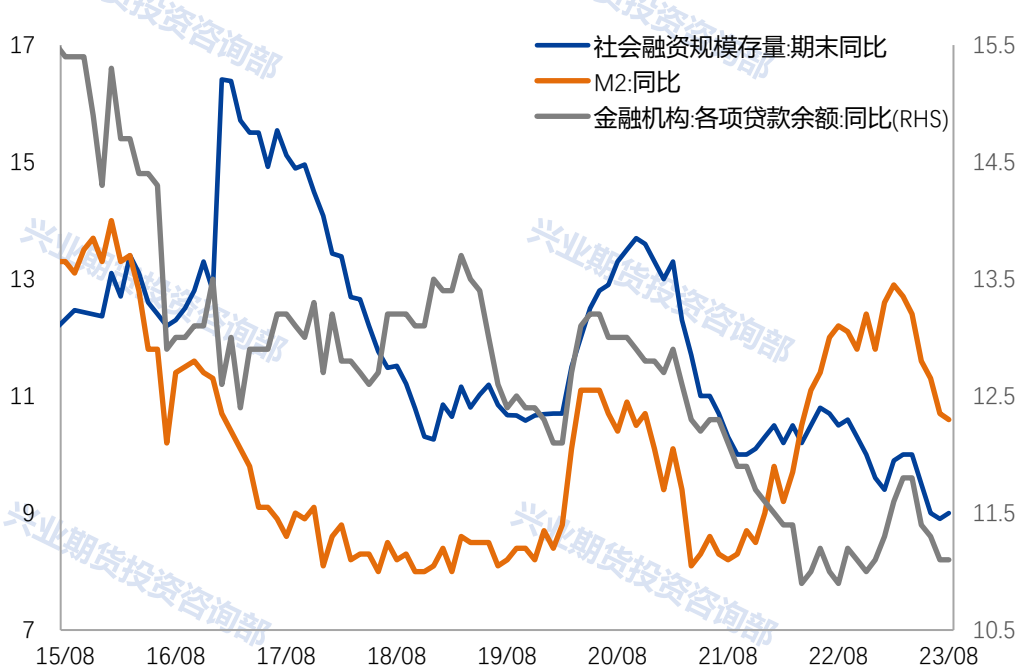
- 8月以来，国内稳增长政策较快速度加码，政府已就宽货币、宽财政、稳地产、活跃资本市场、改善实体收入、扩大消费等方面出台了一系列政策措施。
- 现阶段，国内经济的两大核心问题，一是需求不足，二是信心不足。
- 针对需求不足问题，我国在总量层面继续降息、降准，保持宽松的货币政策，同时以基建和消费为抓手，推动总需求的修复。针对消费修复偏弱的现实，多部门在餐饮、文旅、家具、汽车等领域出台促销费政策。财政部出台多项税收优惠措施，央行指引降低存量房贷利率、首付比例和按揭利率，一定程度上有助于释放消费需求。基建方面，专项债发行已于8月提速，力争9月底前发行完毕，10月底前使用完毕，且发改委也提高了项目审批速度。后续政策着力的方向可能在于，如何补充项目资本金缺口、增强配套资金等方面。
- 针对信心不足问题，我国政府一方面采取措施增强市场信心，另一方面也多管齐下，积极防范系统性风险发生。前者包括活跃资本市场和支持民营经济，后者包括稳定房地产市场和化解地方政府债务。活跃资本市场和支持民营经济发展，是政府提振活跃资本市场方面，8.18证监会一揽子活跃资本市场举措陆续出台，未来可关注扩大引入保险资金、社保基金和养老金等长期资金入市的配套支持政策，以及公募大力发展权益基金等。对民营经济支持集中于投资、融资、优化营商环境等方面。鼓励民间资本参与国家重大工程和补短板项目中，具有一定收益水平、且条件相对成熟的项目。央行等也提出延长普惠小微贷款支持工具期限，扩大民营企业信用贷款规模，落实金融企业呆账核销管理制度等。稳地产方面，一二线城市放松和优化房地产调控政策的节奏加快，以降低首付比例、按揭贷款利率、认房不认贷、降低存量房贷利率为主，后续可能将进一步优化限价、限售、限购等政策，并推进“城中村”改造工程。
- 我们认为在“坚决阻断经济走弱、预期转弱的循环”的要求下，稳增长进一步潜在政策加码措施仍较充裕。

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%	



2023年8月新增人民币贷款1.36万亿，前值3459亿元；新增社融3.12万亿，前值5282亿元；社融同比增长9%，前值8.9%；M2同比增长10.6%，前值10.7%。从总量上砍，社融和信贷数据偏强，且均好于预期，其中政府债券融资、人民币贷款走强是本月新增社融表现良好的最主要支撑。政府债券融资走强则与8月地方政府债发行提速相关。同时，剔除地方债发行的财政存款超季节性大幅降低，也指向财政支出发力的结果。人民币贷款大幅回暖，则与票据贴现融资以及居民短贷走强相关，但居民中长期贷款偏弱，企业短贷、中长贷中规中矩，私人部门融资增速还未见回升。且M1与M2剪刀差依然维持较阔水平，仍指向资金使用效率偏低的事实。因此，政策效果显现、实体融资需求趋势性改善，与宽信用进程的推进，仍需要继续观察。

8月社融、信贷总量超预期

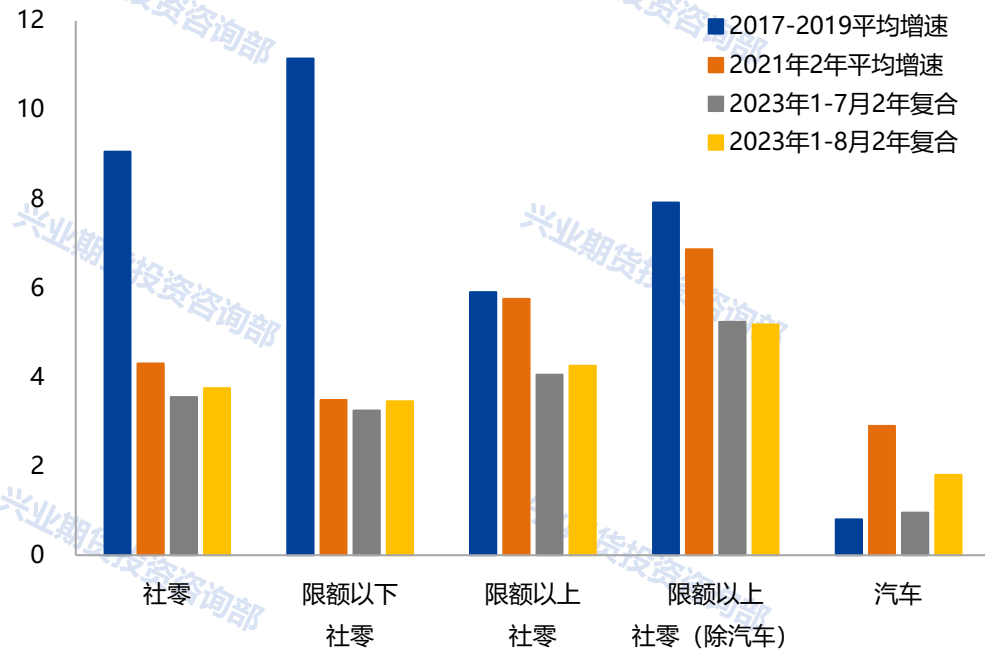


社融信贷结构仍待优化

单位: 亿元	同比	环比	23/08	23/07	23/06	23/05	23/04	23/03	23/02
表内融资	693	13,186	13,211	25	32,222	11,881	4,112	39,914	18,494
人民币贷款	68	13,048	13,412	364	32,413	12,219	4,431	39,487	18,184
外币贷款	625	138	-201	-339	-191	-338	-319	427	310
表外融资	-3,764	2,730	1,005	-1,725	-901	-1,457	-1,143	1,922	-80
委托贷款	-1,658	89	97	8	-56	35	83	175	-77
信托贷款	251	-451	-221	230	-154	303	119	-45	66
未贴现票据	-2,357	3,092	1,129	-1,963	-691	-1,795	-1,345	1,792	-69
直接融资	9,685	9,317	15,493	6,176	8,320	4,160	8,482	9,969	12,366
企业债券	1,186	1,417	2,698	1,281	2,249	-2,164	2,941	3,340	3,657
股票	-215	250	1,036	786	700	753	993	614	571
政府债券	8,714	7,650	11,759	4,109	5,371	5,571	4,548	6,015	8,138
其他融资	-168	355	461	106	1,750	167	72	1,085	88
ABS	-139	161	-135	-296	-26	-349	-376	-150	-279
贷款核销	-29	194	596	402	1,776	516	448	1,235	367
社融增量	6,525	25,880	31,237	5,357	42,265	15,540	12,250	53,850	31,605
单位: 亿元	同比	环比	23/08	23/07	23/06	23/05	23/04	23/03	23/02
企业	738	7,110	9,488	2,378	22,803	8,558	6,839	27,000	16,100
票据融资	1,881	-125	3,472	3,597	-821	420	1,280	-4,687	-989
短期	-280	3,384	-401	-3,785	7,449	350	-1,099	10,815	5,785
中长期	-909	3,732	6,444	2,712	15,933	7,698	6,669	20,700	11,100
居民	-658	5,929	3,922	-2,007	9,639	3,672	-2,411	12,447	2,081
短期	398	3,655	2,320	-1,335	4,914	1,988	-1,255	6,094	1,218
中长期	-1,056	2,274	1,602	-672	4,630	1,684	-1,156	6,348	863
非银	67	-2,528	-358	2,170	-1,962	604	2,134	-379	173
人民币贷款增量	1,100	10,141	13,600	3,459	30,500	13,600	7,188	38,900	18,100

2023年8月社会消费品零售总额当月同比增长4.6%，预期3.5%，前值2.5%，累计同比增长7%，前值7.3%，且季调环比增速由负转正，录得0.31%。分结构看，乡村消费增速好于城镇，前8个月汽车和餐饮消费2年增速均值已较疫情前三年（2017-2019年）的增速均值，地产链消费分化，家具消费好于建材和家电，其他可选消费中石油制品、金银珠宝消费环比也有所改善。

8月消费环比回暖

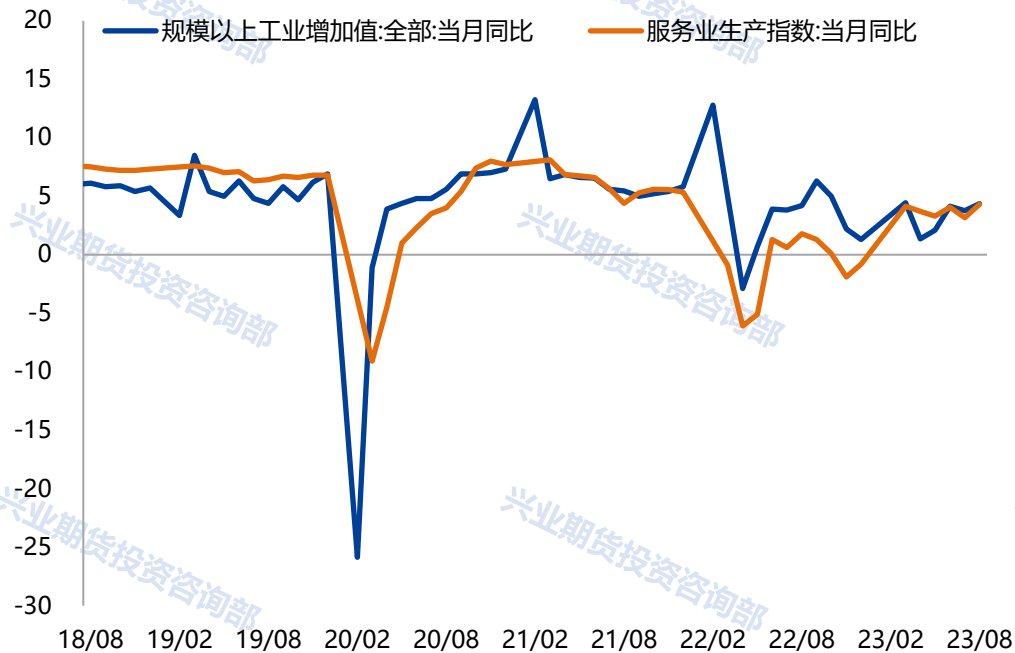


限额以上社零结构

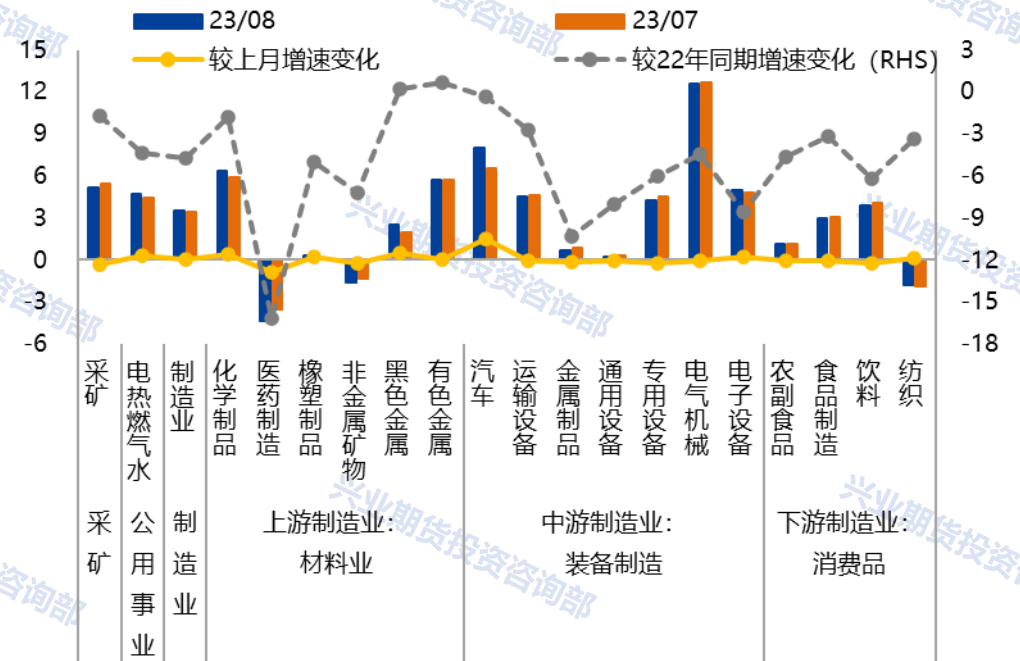
限额以上消费		权重	2017-2019 平均增速①	2021年2年 平均增速②	2023年1-7月2 年平均增速③	2023年1-8月2 年平均增速④	④-②	④-③	④-①
必选消费	粮食	10.7	10.2	10.4	7.2	7.1	-3.3	-0.1	-3.2
	饮料	1.7	9.9	17.2	4.4	4.2	-13.0	-0.2	-5.7
	烟酒	3.0	7.6	13.3	7.7	7.5	-5.9	-0.2	-0.1
	服装鞋帽	7.7	6.2	3.1	2.9	3.1	0.0	0.2	-3.1
	日用品	4.3	11.9	11.0	2.8	2.7	-8.3	0.0	-9.2
	中西药品	3.8	10.3	8.9	9.8	9.4	0.5	-0.4	-0.9
可选消费	化妆品	2.3	11.9	11.8	2.6	2.4	-9.4	-0.2	-9.5
	金银珠宝	1.9	4.5	12.6	7.6	7.5	-5.1	0.0	3.0
	体育娱乐	0.7	7.0	15.2	5.0	4.5	-10.7	-0.5	-2.5
	书报杂志		10.1	5.3	7.2	6.6	1.4	-0.6	-3.5
	办公用品	2.2	5.4	12.3	0.7	0.4	-11.9	-0.3	-5.0
	通讯器材	3.6	9.1	13.8	2.0	2.0	-11.8	0.0	-7.2
	石油制品	13.5	7.9	3.4	10.2	10.4	7.0	0.2	2.5
	汽车	26.8	0.8	2.9	1.0	1.8	-1.1	0.9	1.0
	家用电器和音像器材	5.0	7.9	3.1	0.7	0.6	-2.5	-0.1	-7.3
	家具	0.8	9.3	3.8	-2.7	-2.6	-6.3	0.2	-11.9
餐饮	7.5	7.0	4.8	7.3	7.7	3.0	0.4	0.7	

2023年8月规模以上工业增加值当月同比增长4.5%，预期4.2%，前值3.7%，累计同比增长3.9%，前值3.8%；服务业生产指数当月同比增长6.8%，前值5.7%，累计同比增长8.1%，前值8.3%。分行业看，装备制造业、高技术产业和原材料制造业表现亮眼，重点工业产品中，太阳能电池和新能源汽车产量同比大增，新经济动能保持较快增长。服务业中，接触型聚集型服务业和现代服务业，如住宿餐饮、信息软件技术、交运仓储邮政、租赁和商务服务、金融业等，增长势头良好。

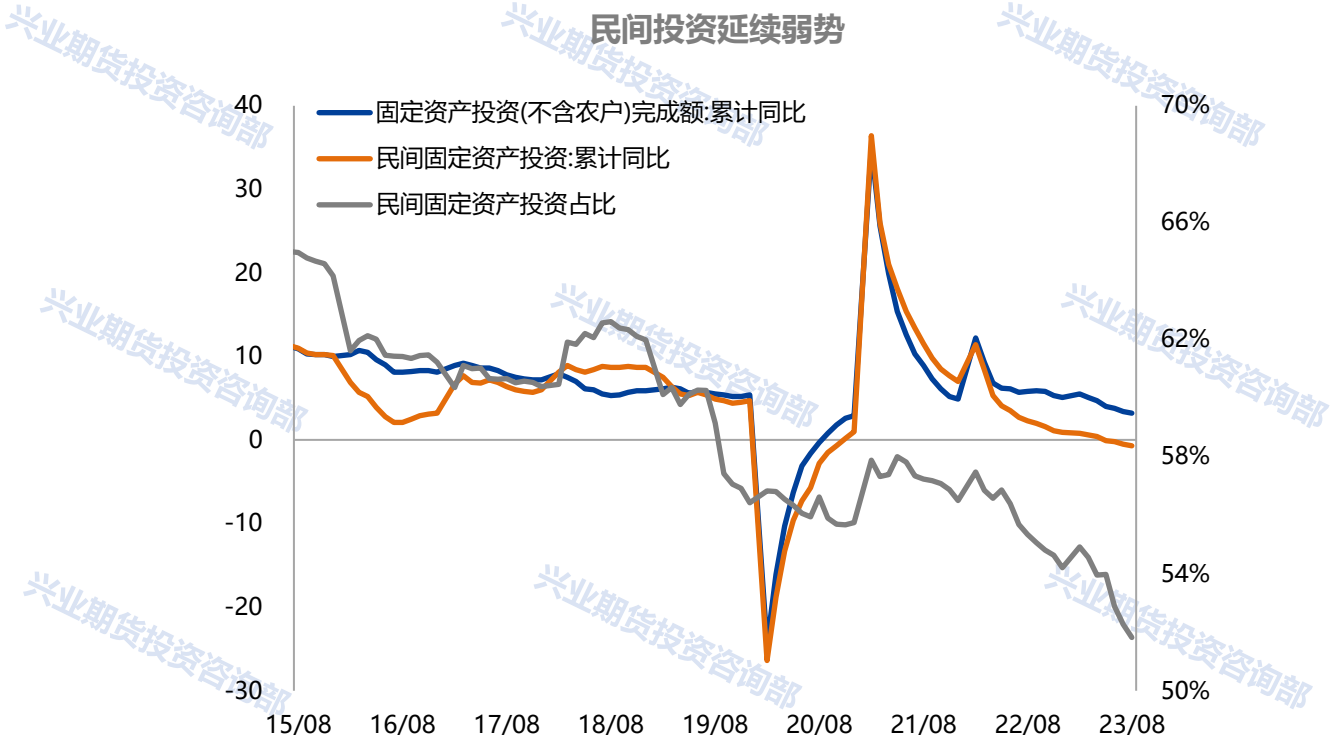
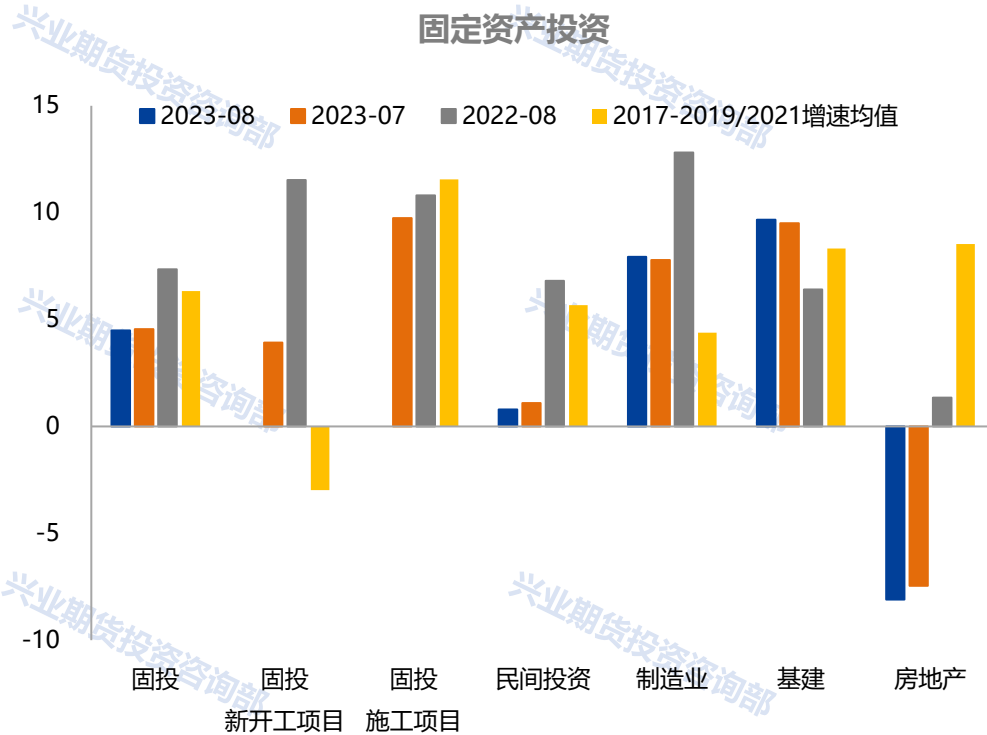
8月生产回升



分行业工业增加值

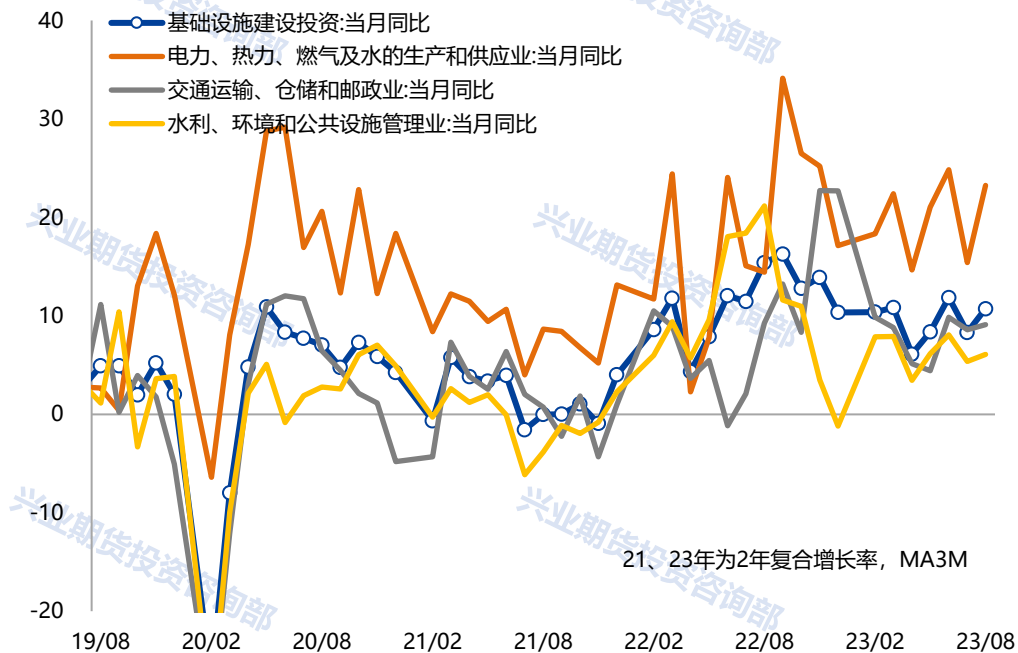


2023年8月固定资产投资累计同比增长3.2%，前值3.4%。分结构看，民间投资和地产投资延续弱势，但基建、制造业、以及其他投资环比表现超出季节性，带动同比读数回升。

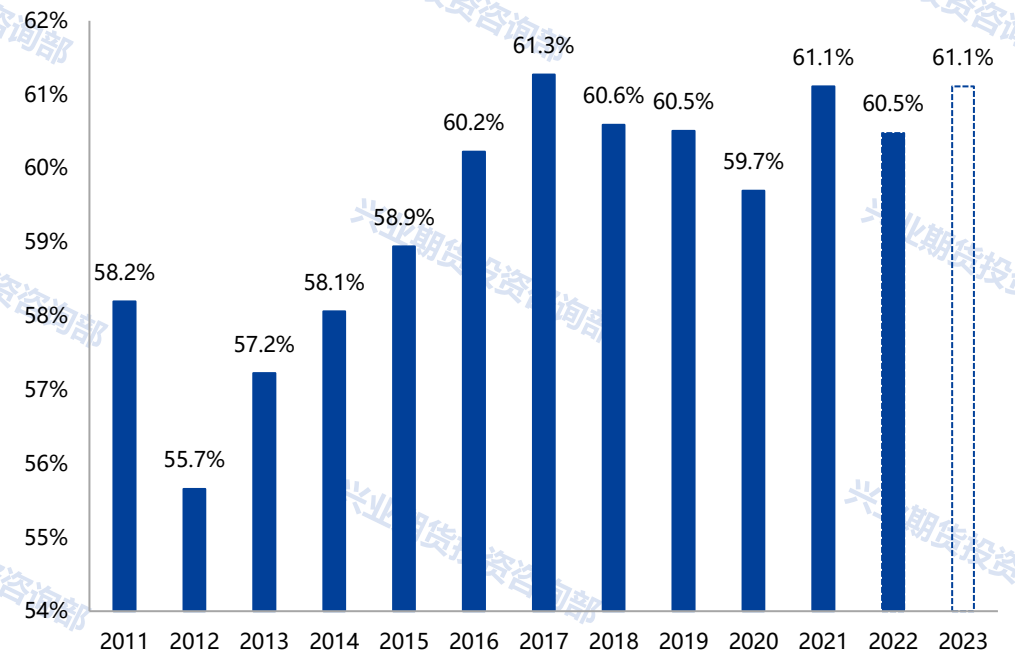


2023年8月基建投资累计同比增长8.96%，前值9.41%，增速连续第2个月下滑，其中电力热力燃气及水的生产供应业投资累计同比增长26.5%（前值25.4%），交运仓储和邮政业投资累计同比增长11.3%（前值11.7%），水利环境和公共设施管理业投资累计同比增长0.4%（前值1.6%）。若以前8个月基建投资完成进度占比保守估算，全年基建投资增速约7.8%，若按现有资金支持力度估算，全年基建投资增速约6.3%，均指向四季度基建投资增速回落的压力。8月以来地方专项债发行有所提速，且发改委也提高了项目审批速度，但资金和项目仍将是影响四季度基建投资增速的核心，后续政策着力的方向可能在于，如何补充项目资本金缺口、增强配套资金等方面。

8月基建投资增速回升



1-8月基建投资完成进度

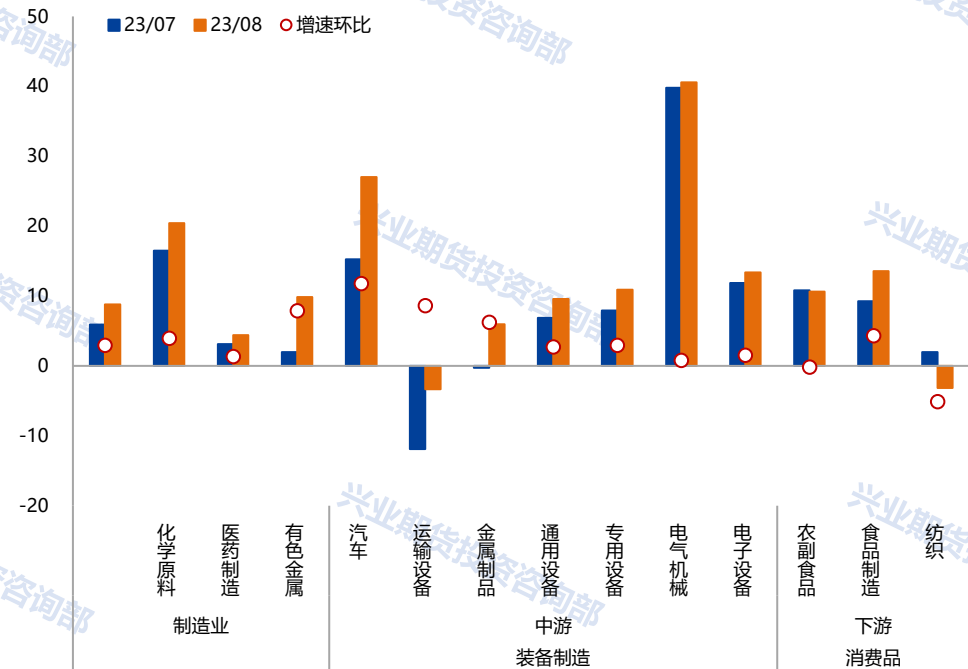


2023年8月制造业投资累计同比增长5.9%（前值5.7%），当月同比增长7.06%（前值4.25%）。汽车、电气机械、专用设备等行业制造投资维持较高增速。制造业投资增速的回升，离不开我国出口升级产业转型政策的支持，也与生产资料价格回暖，工业企业利润环比连续上行，出口止跌回升，以及企业预期改善有关。我们认为随着国内经济弱复苏趋势逐步得到确认，以及欧美经济环比回暖，我国制造业投资有望保持韧性。

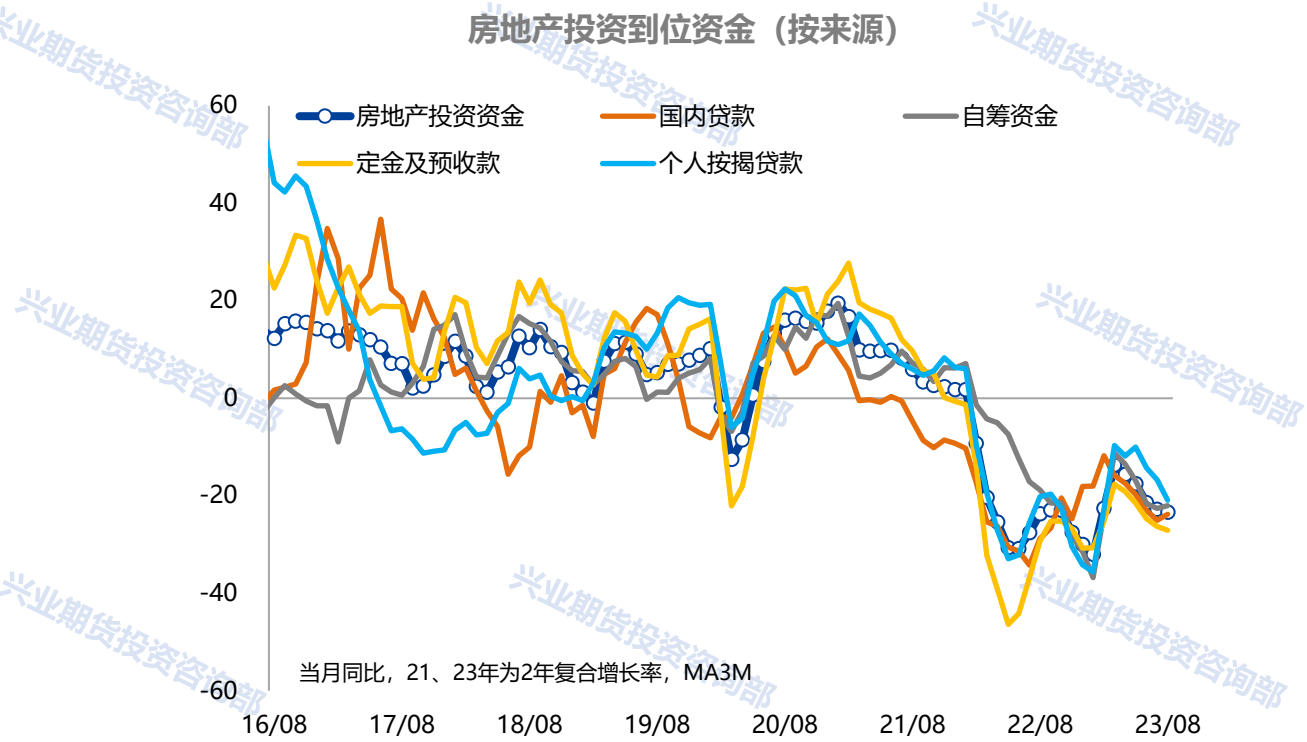
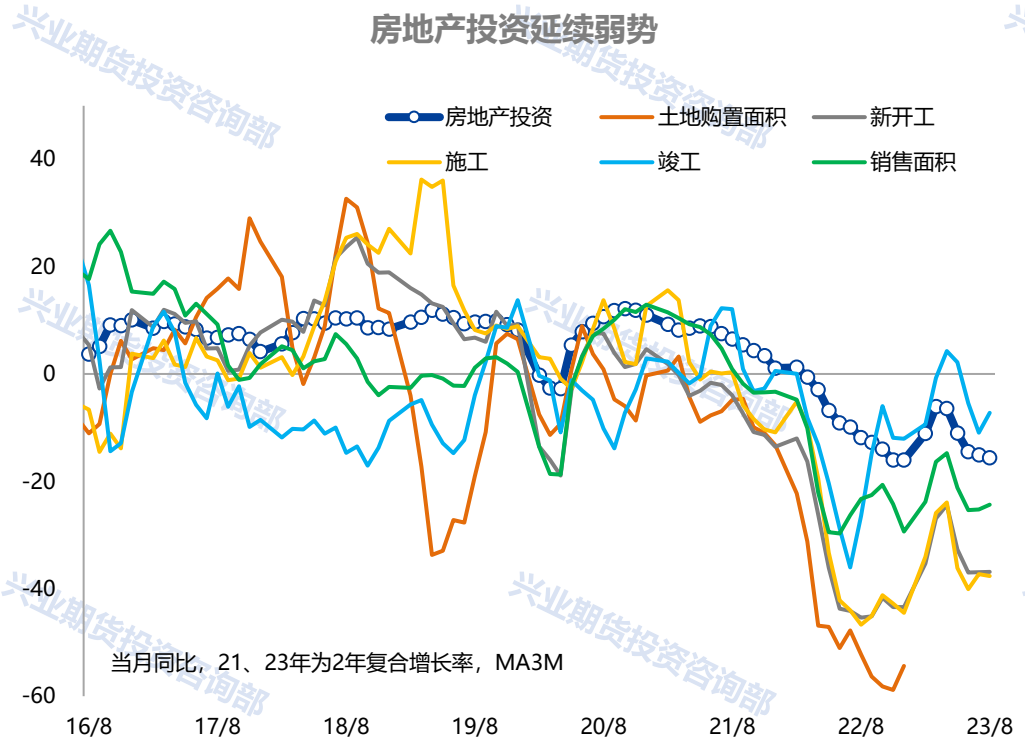
8月制造业投资增速回升



制造业投资 (分行业)

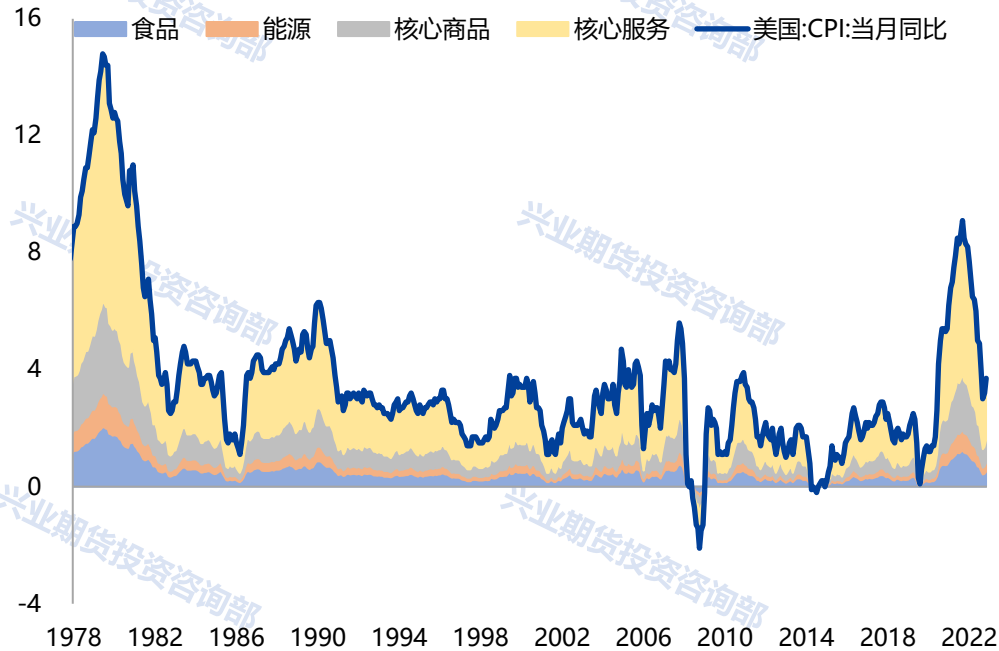


2023年8月房地产开发投资累计同比下降8.8%（前值-8.5%），当月同比下降19.1%（前值-17.8%），地产投资到位资金累计同比下降12.9%（前值-11.2%），地产各项数据并未出现明显改善，投资与到位资金间的裂口未收窄，但也未出现地产周期加速放缓的迹象，整体表现未超市场预期。未来地产部门存在两个值得关注的地方，其一是房地产调控政策继续优化的空间，以及优化政策的效果，其二则是新开工转负向竣工环节传导的影响何时显现，这将影响地产后周期链条需求。

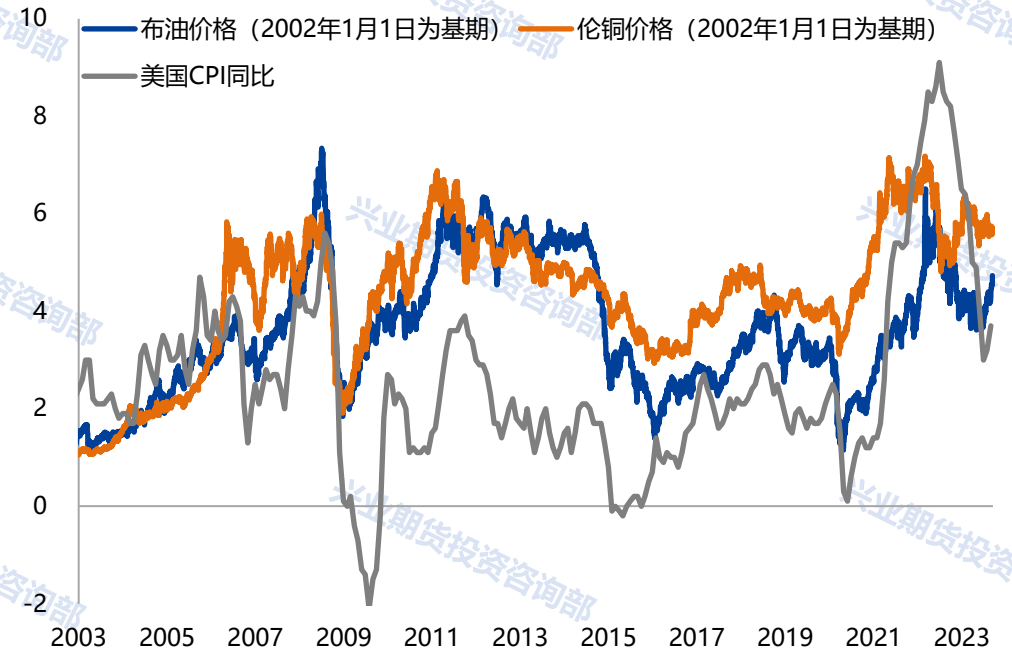


2023年8月美国CPI环比增长0.6%，前值0.2%，与预期持平，同比增长3.7%，前值3.2%，高于市场预期；核心CPI环比上行0.3%，也高于市场预期的0.2%，同比增长4.3%，前值4.7%，与预期持平。这一次通胀的上行，主要是油价大幅上行推升能源服务以及运输服务等分项。美元指数和美债收益率先升后降，反映了市场对通胀持续回升的担忧。但我们认为本次核心通胀虽然超预期，但更多趋势仍在逐渐放缓，美联储9月大概率跳过加息，11月至多加息1次，其边际利空指引暂有限。

8月美国通胀回升



油价反弹推升美国CPI



虽然本轮美联储加息幅度超预期，但美国经济依然保持较强韧性。这主要是源于对利率不敏感的超储和高时薪增速支撑的非耐用品消费支出、拜登政府扶持的新能源/半导体/供应链行业的企业投资、非国防支出，既保持较高增速，也在经济结构中占比超过70%，使得美国经济对高利率存在一定脱敏。目前看，以上利率不敏感部分短期不会快速恶化，年内美国软着陆或许是基准情形，将在一定程度上支撑我国外需出口，亦可视为利多。

美国经济：季度同比	类型	21/03	21/06	21/09	21/12	22/03	22/06	22/09	22/12	23/03	23/06
GDP		1.2%	12.5%	5.0%	5.7%	3.7%	1.8%	1.9%	0.9%	1.8%	2.5%
个人消费		2.8%	16.6%	7.4%	7.2%	4.8%	2.4%	2.2%	1.7%	2.4%	2.3%
商品消费		14.9%	21.5%	6.6%	7.1%	1.3%	-2.1%	-0.2%	-0.8%	0.7%	1.5%
耐用品消费	利率敏感	31.4%	34.6%	5.9%	7.0%	-0.6%	-3.7%	2.2%	0.6%	2.6%	3.2%
非耐用品消费	利率不敏感	6.6%	14.6%	7.0%	7.2%	2.4%	-1.1%	-1.6%	-1.6%	-0.4%	0.5%
服务消费	利率不敏感	-2.6%	14.1%	7.8%	7.2%	6.7%	4.8%	3.5%	3.0%	3.3%	2.7%
私人投资		2.3%	21.2%	5.6%	8.6%	11.6%	7.2%	1.9%	-3.8%	-8.1%	-3.7%
固定资产投资		4.1%	15.0%	7.6%	3.7%	2.5%	-0.2%	-0.9%	-2.0%	-3.2%	-1.0%
住宅投资	利率敏感	15.0%	23.0%	7.5%	-0.3%	-3.7%	-7.2%	-13.0%	-18.8%	-19.0%	-15.7%
非住宅投资		0.8%	12.5%	7.6%	5.0%	4.8%	2.4%	3.8%	4.5%	2.7%	4.2%
其中：建筑	利率不敏感	-14.8%	-2.6%	-1.7%	-5.2%	-6.6%	-9.2%	-8.4%	-1.7%	3.0%	9.5%
设备和器械	利率不敏感	5.8%	23.2%	9.4%	4.7%	6.0%	2.0%	5.2%	3.9%	-1.2%	1.2%
知识产权	利率不敏感	5.6%	11.4%	10.9%	10.8%	9.7%	8.8%	8.6%	8.2%	6.2%	4.6%
私人存货	利率敏感	141.5%	-48.5%	-232.0%	238.9%	-358.6%	-176.7%	-179.6%	-30.9%	-98.4%	-101.7%
净出口		40.6%	56.9%	27.9%	17.5%	27.8%	18.8%	0.1%	-4.5%	-18.8%	-15.3%
出口	利率敏感	-6.1%	20.2%	6.6%	6.5%	5.2%	7.3%	11.3%	4.6%	7.9%	1.5%
进口	利率敏感	5.7%	30.5%	13.3%	10.1%	12.7%	11.2%	7.4%	1.5%	-2.3%	-4.6%
政府消费支出和投资		1.8%	-0.7%	0.7%	0.5%	-1.6%	-1.3%	-0.3%	0.9%	2.7%	4.0%
联邦政府		8.7%	-0.2%	0.8%	0.4%	-4.9%	-4.0%	-1.3%	0.1%	3.0%	4.2%
国防支出	利率敏感	1.2%	0.1%	-1.0%	-5.0%	-4.9%	-3.9%	-2.0%	-0.2%	2.7%	3.1%
非国防支出	利率不敏感	19.9%	-0.6%	3.3%	8.2%	-4.8%	-4.1%	-0.3%	0.4%	3.2%	5.6%
州和地方政府	利率敏感	-2.3%	-1.0%	0.7%	0.6%	0.5%	0.5%	0.3%	1.3%	2.5%	3.8%
利率敏感占比		30.5%	30.2%	29.3%	28.8%	29.0%	28.8%	28.4%	28.1%	28.5%	28.5%
利率不敏感占比		76.7%	77.4%	77.8%	77.0%	77.7%	78.1%	78.2%	78.0%	78.1%	78.2%

国债

T

01

降准落地，债市提前反应

02

MLF利率未调整，14年逆回购重启

03

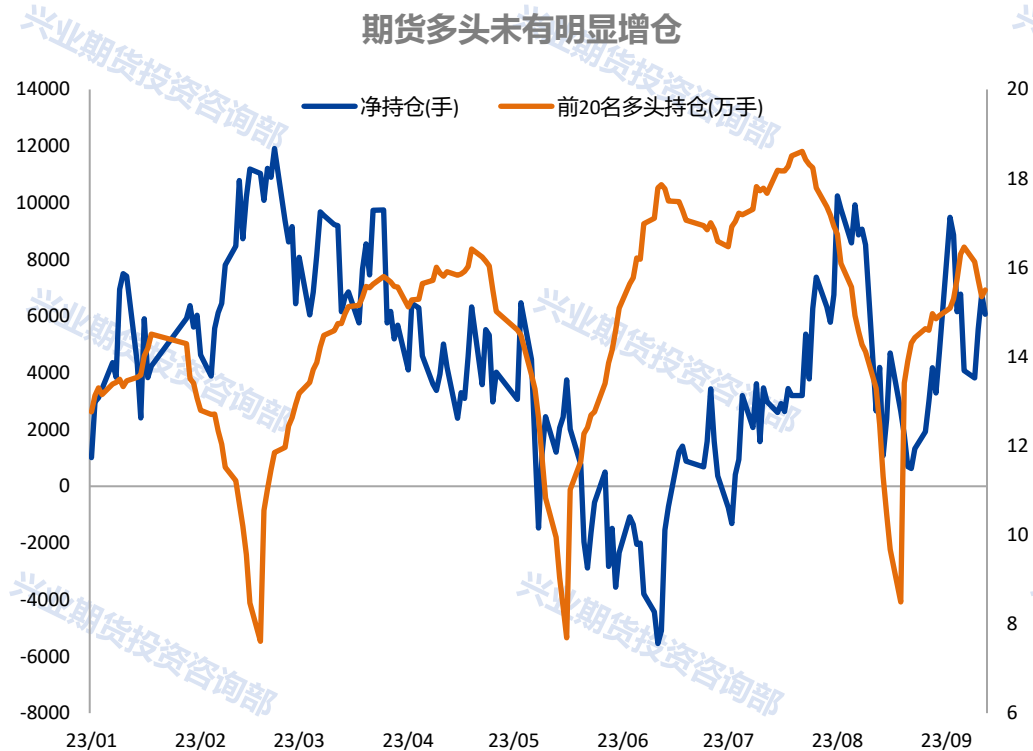
地产政策传导仍需时间，资金宽松下利率拐点未至

04

曲线大概率继续陡峭化，跨品种价差持有

▣ 本周四央行宣布降准0.25个百分点，预计释放中长期流动性超过5000亿元。但债市提前反应，因此周四债市出现明显上涨但周五在降准落地后债市快速回落。从期货持仓上来看，并未出现明显的多头增仓，整体较为谨慎。

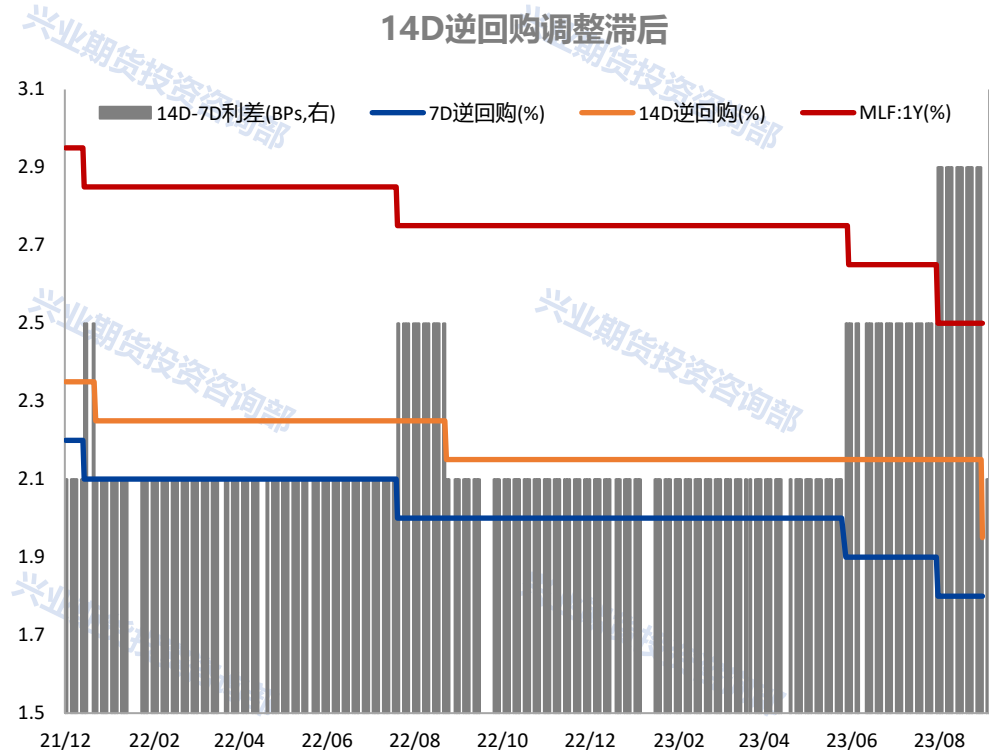
▣ 而从历史降准后的走势来看，近年来降准对债市走势不管是在方向上还是程度上的影响都出现了明显减弱。因此本次降准或难以对债市形成新的驱动。



降准后债市表现

降准公布日	调整幅度	次日收益率变动(BPs)	后5个交易日收益率变动	后10个交易日日收益率变动	后20个交易日日收益率变动	后60个交易日日收益率变动
2023-3-17	-25bp	-0.67	1.38	-0.8	-1.86	-21.52
2022-11-25	-25bp	7.45	7.88	9.94	4.94	12.72
2022-4-15	-25bp	4.75	7.82	7.72	2.68	3.69
2021-12-6	-50bp	-1.95	-0.25	-0.63	-7.16	-4.23
2021-7-9	-50bp	-1.64	-2.78	-5.26	-17.34	-4.26
2020-4-3	定向降准	-10.71	-6.65	-3.72	-0.69	37.94
2020-3-13	定向降准	1.44	4	-6.64	-10.67	11.84
2020-1-1	-50bp	1.39	-0.11	-4.12	-27.24	-58.33
2019-9-6	全面+定向	1.06	7.74	8.15	16.03	17.98
2019-1-4	-100bp	0.6	-3.2	-7.84	-3.39	10.37
2018-10-7	-100bp	-1.93	-6.35	-8.74	-12.47	-37.75
2018-6-24	-50bp	-1.74	-10.25	-8.25	-11.25	5.45
2018-4-17	-100bp	-4.22	-5.22	-0.22	5.35	-13.22
2016-2-29	-50bp	0.51	3.37	-2.75	-2.36	5.71
2015-10-23	-50bp	-3.01	0.42	6.39	7.63	-29.63
2015-8-25	-50bp	-3.55	-15.45	-13.46	-16.7	-40.75
2015-6-28	-50bp	-2.52	-2.36	-14.35	-13.28	-28.66
2015-4-19	-100bp	-8.59	-16.91	-20.91	-19.55	-6.09
2015-2-4	-50bp	-4.85	-5.69	-12.69	2.31	-5.69
2014-6-9	定向降准	-1	1	-4	9	15.46
2014-4-22	定向降准	0	2	-3	-14	-2
2012-5-12	-50bp	-8.96	-12.85	-20.79	-23.96	-21.67
2012-2-18	-50bp	-2.7	-0.77	1.27	0.95	-12.68

- 在降准落地后，央行对一年期MLF利率和7天逆回购利率双双维持不变，但重启了14天期逆回购操作，利率下调20BP至1.95%。但本次14D逆回购的下调主要是由于前期未做调整，本次调整后7D和14D的利差回归至历史水平，并未实际降息。
- 在稳增长的需求下，目前货币政策宽松大概率将继续维持，在宽松环境以及宏观复苏偏缓的背景下，利率暂时难以出现趋势性反转。



- 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。
- 近期地产政策不断加码，回看历史地产政策拐点后利率走势来看，从当前环境以及利率走势来看，目前与2008年最为相似，即政策发力期利率波动加剧，但同时由于地产政策传导偏缓叠加宽松的货币环境，利率向下趋势持续时间偏长。

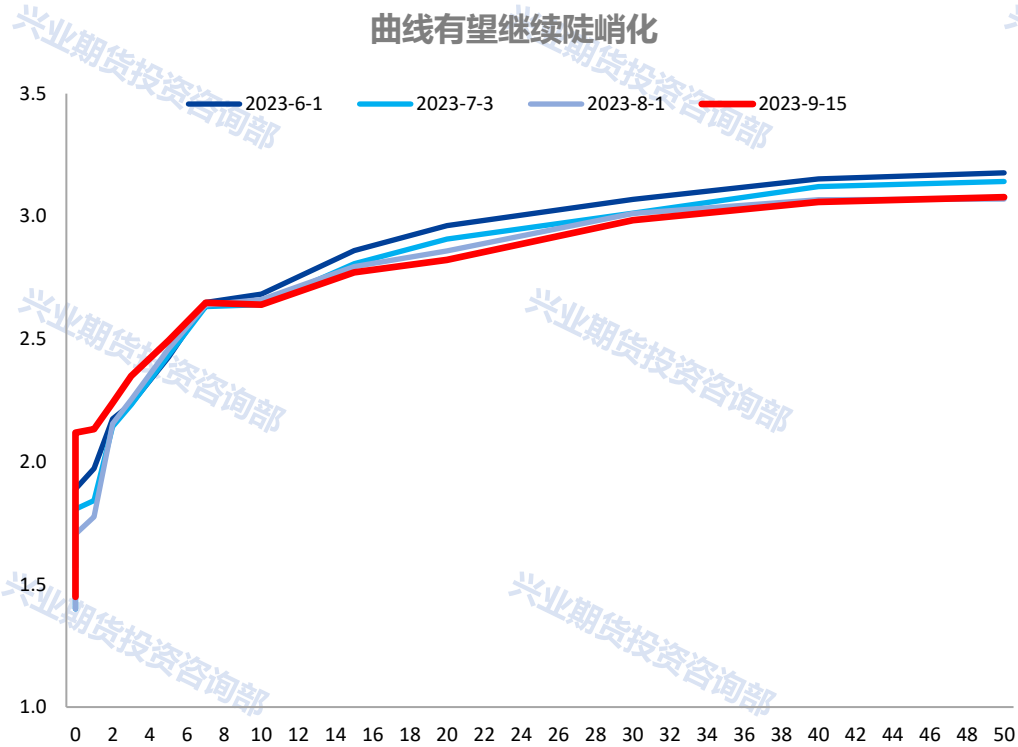
宏观数据及利率表现

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
2023-9	PMI	-	49.7	49.3	49	48.8	49.2	51.9	2.62
	投资	-	3.2	3.4	3.8	4	4.7	5.1	
	消费	-	7	7.3	8.2	9.3	8.5	5.8	
	出口	-	-5.6	-5	-3.2	-1	0.7	-1.5	
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	

地产政策后债市表现

开始时间	宏观&行业背景	地产拐点政策特征	拐点后三个月内利率走势
2008年10月27日	08年受金融危机；宏观面和地产投资向下	政策重点：信贷刺激、财税政策；四万亿计划； 发力方式：中央牵头并推动；	先下后上
2011年11月24日	宏观出现“类滞胀”；政策调控偏紧；“新国十条”出台；地产投资、销售下滑	政策重点：信贷刺激、财税政策； 发力方式：中央定调，地方跟进；	先下后上
2014年9月30日	地产投资增速下滑；房价走弱	政策重点：930新政，信贷为主 发力方式：地方率先放开限购，但刺激作用有限。随后开启全国性刺激政策	趋势下行
2018年10月21日	中美贸易摩擦升级；金融去杠杆；房住不炒定调	发力方式：因城施策为主；中央未发力	窄幅震荡
2021年9月27日	经济增速放缓；“三条红线”下房企资金压力大	政策重点：信贷刺激为主、较为克制； 发力方式：因城施策为主	先上后下

- 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 (2023.9.15)	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	15.28	14.5%	20.7	17.2	19.6
10Y-3Y	28.54	11.7%	41.2	35.0	41.1
10Y-1Y	51.75	8.3%	75.1	58.8	70.0
5Y-3Y	13.26	15.4%	20.5	17.8	21.5
5Y-1Y	36.47	9.4%	54.4	41.5	50.4
30Y-10Y	33.95	0.6%	37.3	37.7	36.4
30Y-5Y	49.23	0.9%	58.04	54.95	55.96
2*TF-T	102.03	41.2%	102.4	101.7	101.7
4*TS-T	302.95	13.6%	303.5	303.1	303.3
2*TS-TF	100.46	11.4%	100.5	100.7	100.8
2*T-TL	104.48	16.5%	105.88	-	-
4*TF-TL	308.54	13.5%	310.62	-	-

股指

IF

01

长短期积极因素均将强化，盈利端修复及推涨动能明确

02

基本面修复+市场风险偏好提升，估值扩张潜力大

03

人民币汇率大概率将升值，外资仍有充足回流空间

04

从相关高频数据看，情绪面仍有持续的积极信号

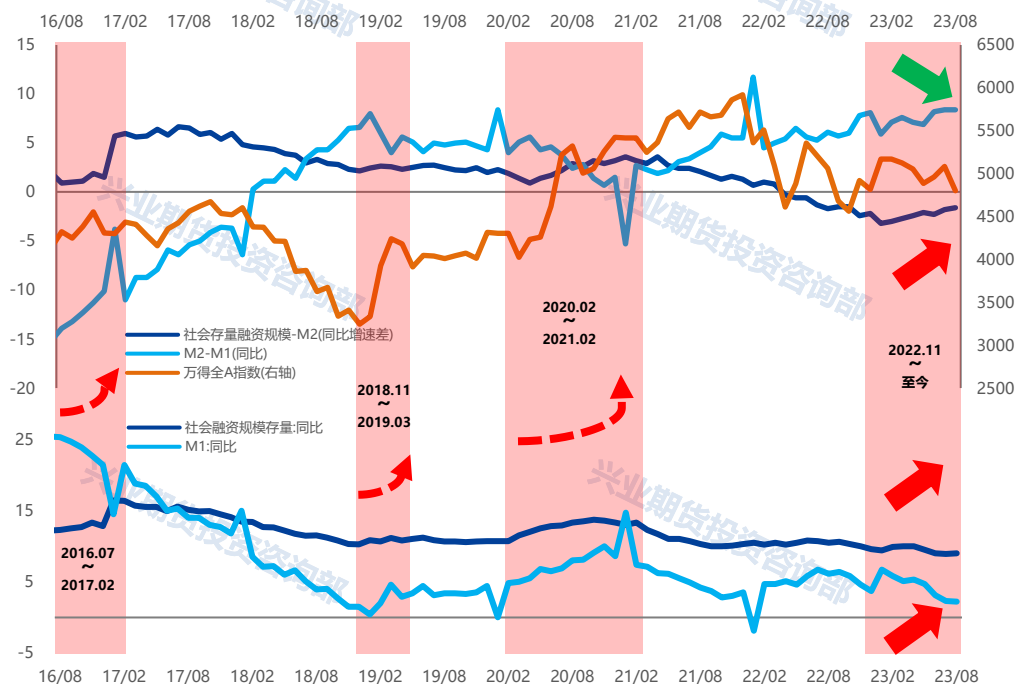
05

考虑收益性、稳健性、兼容性，沪深300指数仍为最佳多头

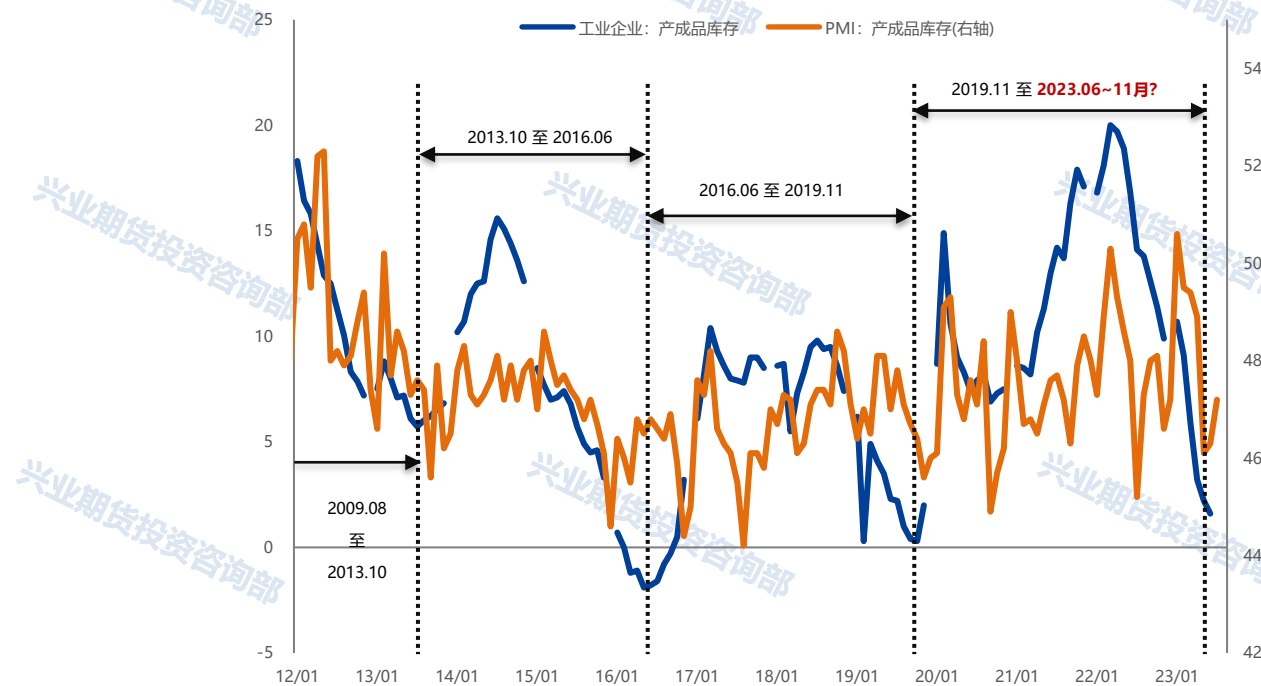
从国内8月最新社融及信贷数据看，虽然M2-M1增速剪刀差仍处高位、企业端货币活化程度偏低，但“宽信用”总体进程依旧在稳步推进。与此同时，从库存周期规律看，其完整的上行、下行阶段持续时间为36~48个月。而本轮周期开始于2019年11月，以此看，预计在2023年Q4结束下行阶段，转而进入新一轮周期的上行阶段。而从印证数据看，当前多数行业已进入被动去库、主动补库阶段，亦能提高此判断的置信度。

故从信用、库存两大周期看，积极信号总体呈持续强化态势，对应宏观基本面、中观盈利面的修复和上行。

国内信用周期跟踪（截至2023年8月）



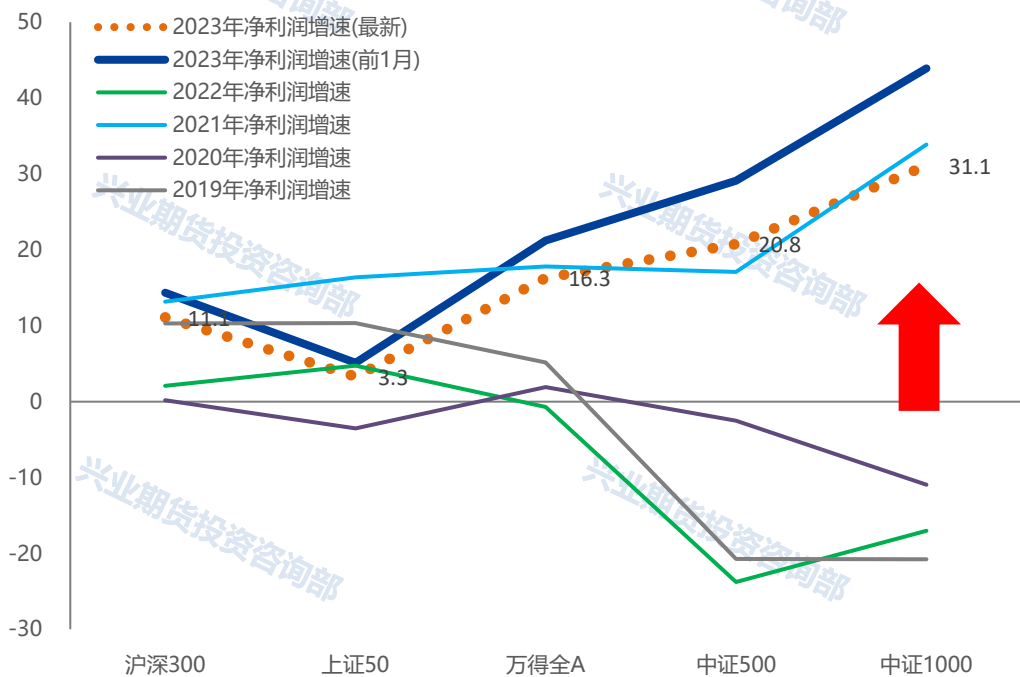
我国历轮库存周期情况（截至2023年8月）



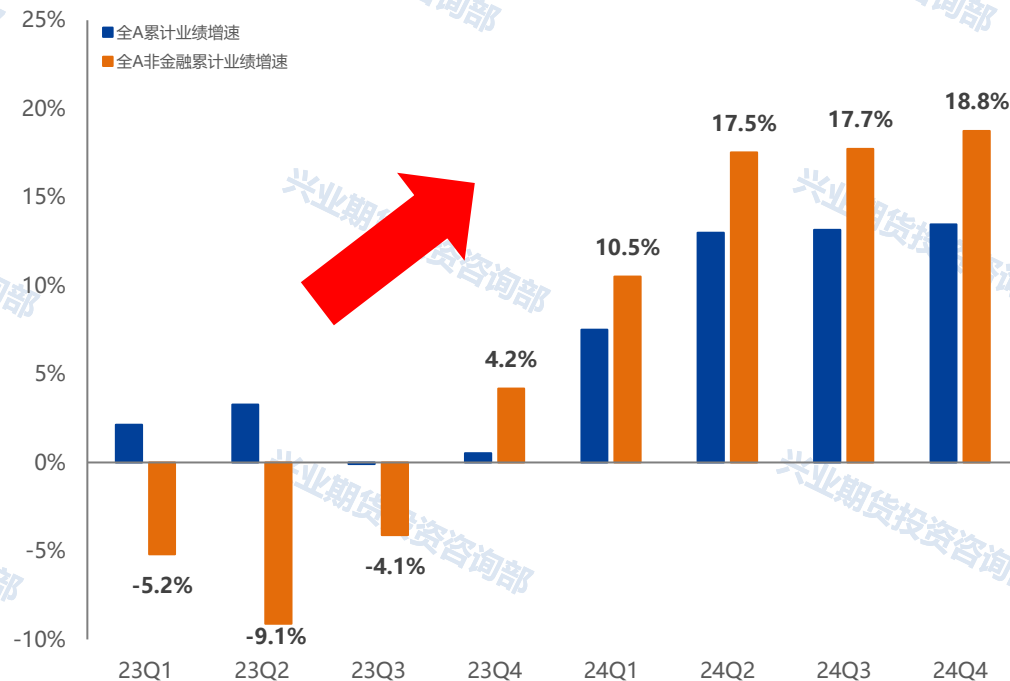


- 从Wind一致性预期数据看，因2023年Q2主要经济指标表现不及预期、市场对A股净利润增速有所下调（体现为最新值较前1月值回落），但股价表现已有较充足定价。从总量方向、边际变化看，随国内积极政策面深化、基本面内生增长动能恢复，A股业绩大概率将触底回暖。
- 参照国盛证券相关测算数据：23年Q2为业绩最低点，年内Q3、Q4将显著抬升；而2024年预期表现则更为乐观。
- 综合而言，无论是从持续相对长的信用、库存周期因素，还是从更为现实的数据表现看，分子端盈利大项将提供核心推涨动能。

国内A股主要指数净利润增速一致性预期数据（截至2023.9.15）



全A、全A非金融季度业绩增速预测（国盛证券，截至9月上旬）



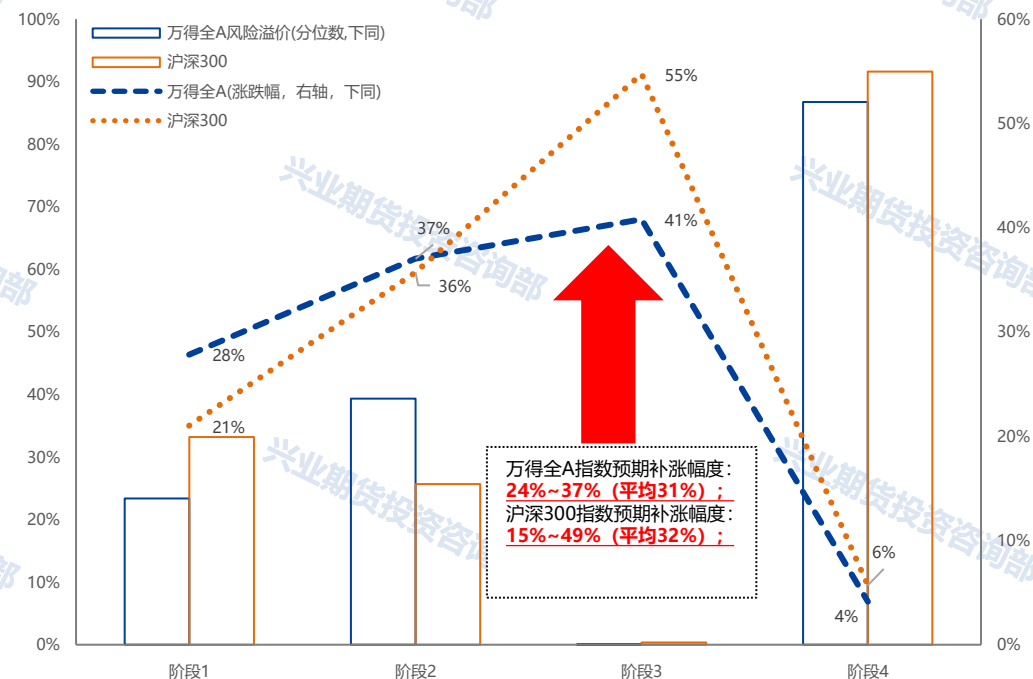
- 当前A股绝对估值、相对估值均仍处低位：从PE、PB指标看，各主要指数整体较2022年10月绝对低点未有明显的扩张、而部分指数甚至远低于该时点值；而后者则大多数处85%以上的高分位区间（以股债风险溢价为代表）。
- 结合前文看，因基本面、市场风险偏好两大因素均将有积极改善，A股估值修复将是大概率事件。而参照过往情景看，其估值潜在扩张幅度非常可观，预估对应涨幅为24%~37%、15%~49%（以万得全A、沪深300指数为代表）。
- 其中，阶段1为2016.1.29-2016.12.1，阶段2为2019.1.4-2019.4.19，阶段3为2020.4.2-2021.2.19，阶段4为2022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2023.9.15）

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	2023/9/15	2022/10/31	2023/9/15	2022/10/31	2023/9/15	2022/10/31	2023/9/15
上证指数	11.4	13.1	19.1%	48.0%	1.18	1.30	18.9%	15.0%
深证成指	24.0	22.3	46.2%	37.5%	2.35	2.27	34.4%	0.1%
沪深300	10.3	11.6	15.6%	34.8%	1.20	1.30	23.5%	2.7%
创业板指	37.4	29.4	17.3%	2.0%	4.76	4.02	30.8%	0.1%
上证50	8.3	10.2	11.7%	57.9%	1.06	1.22	52.1%	27.6%
万得全A	15.8	17.4	31.4%	46.5%	1.50	1.56	25.2%	2.0%
中证500	22.1	23.5	15.4%	22.7%	1.57	1.71	18.9%	14.6%
中证1000	28.6	38.0	7.2%	30.9%	2.27	2.14	25.2%	6.7%
红利指数	4.7	5.5	0.1%	15.0%	0.55	0.62	3.1%	25.4%

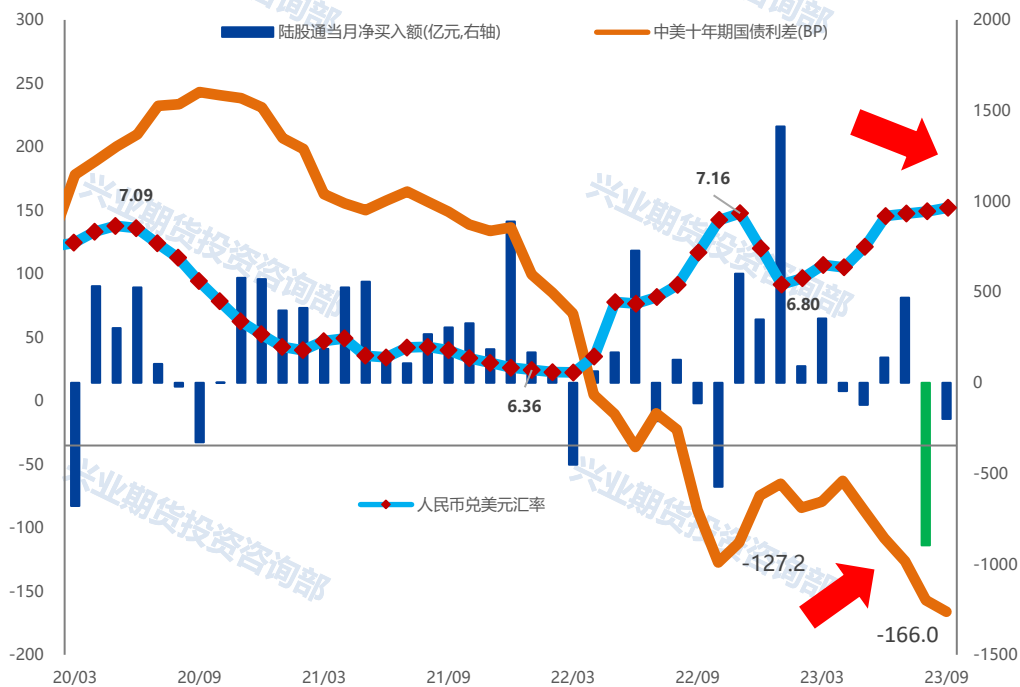
(**分位值起始时间点为2011/5/19)

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）

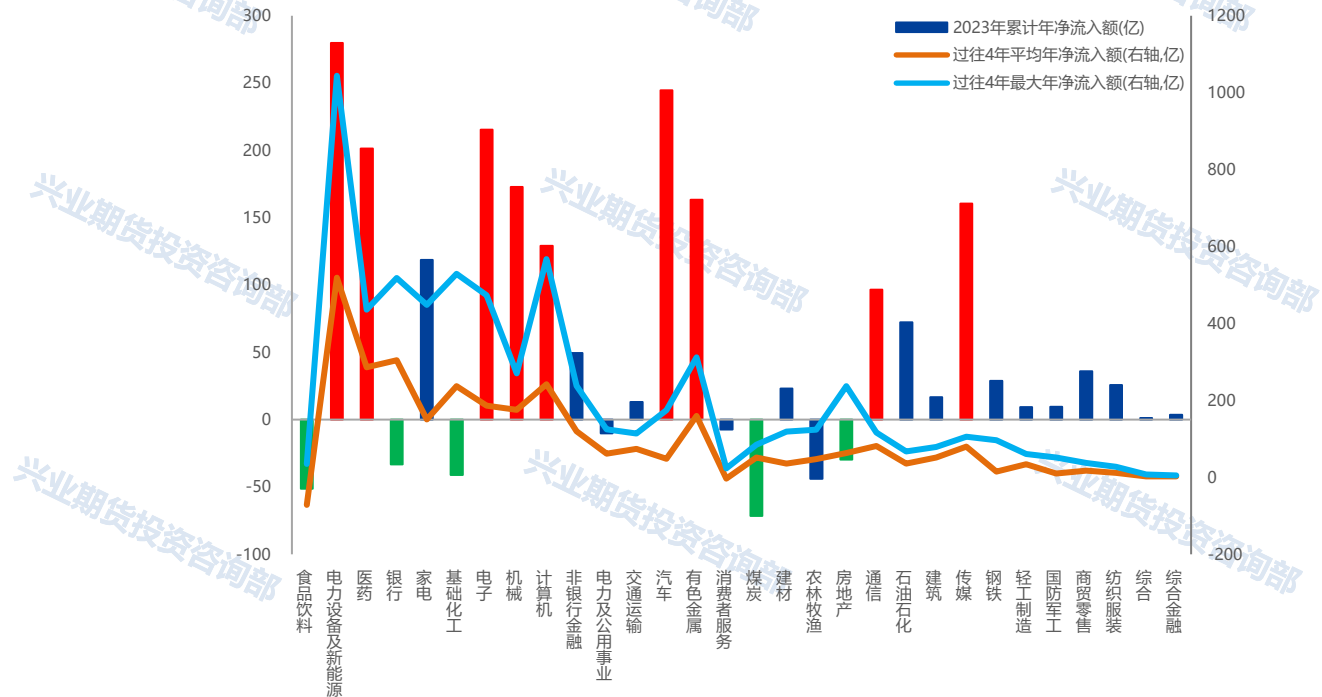


- 考虑到国内Q3、Q4季度稳增长政策导向明确，经济复苏大势明朗，以及央行稳定汇市的决心，年内后续时段人民币汇率升值为大概率事件。对应而言，以陆股通资金为代表的外资大规模流出现象将趋缓、以及逆转，其对A股资金面、情绪面的利空冲击将显著弱化。
- 再从具体行业结构看：2023年初至今，陆股通资金主要流入行业为电新能源、TMT等成长行业，而食品饮料、金融、家电、煤炭、公用事业等蓝筹价值板块则为净流出状态。显然，在顺周期行业复苏驱动背景下、结合低持仓市值看，蓝筹股更利于吸引外资回流、且潜在容量充裕。

中美十债利差、人民币汇率及陆股通净流入额对比（截至2023.9.15）

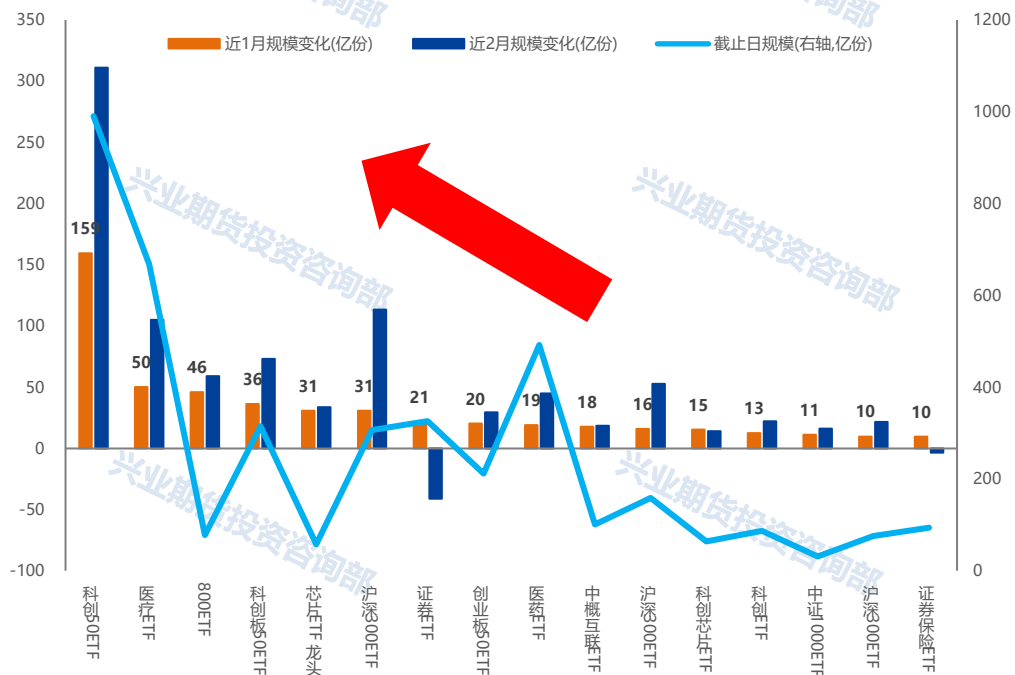


陆股通主要行业年度资金净流入(出)额情况（截至2023.9.15）

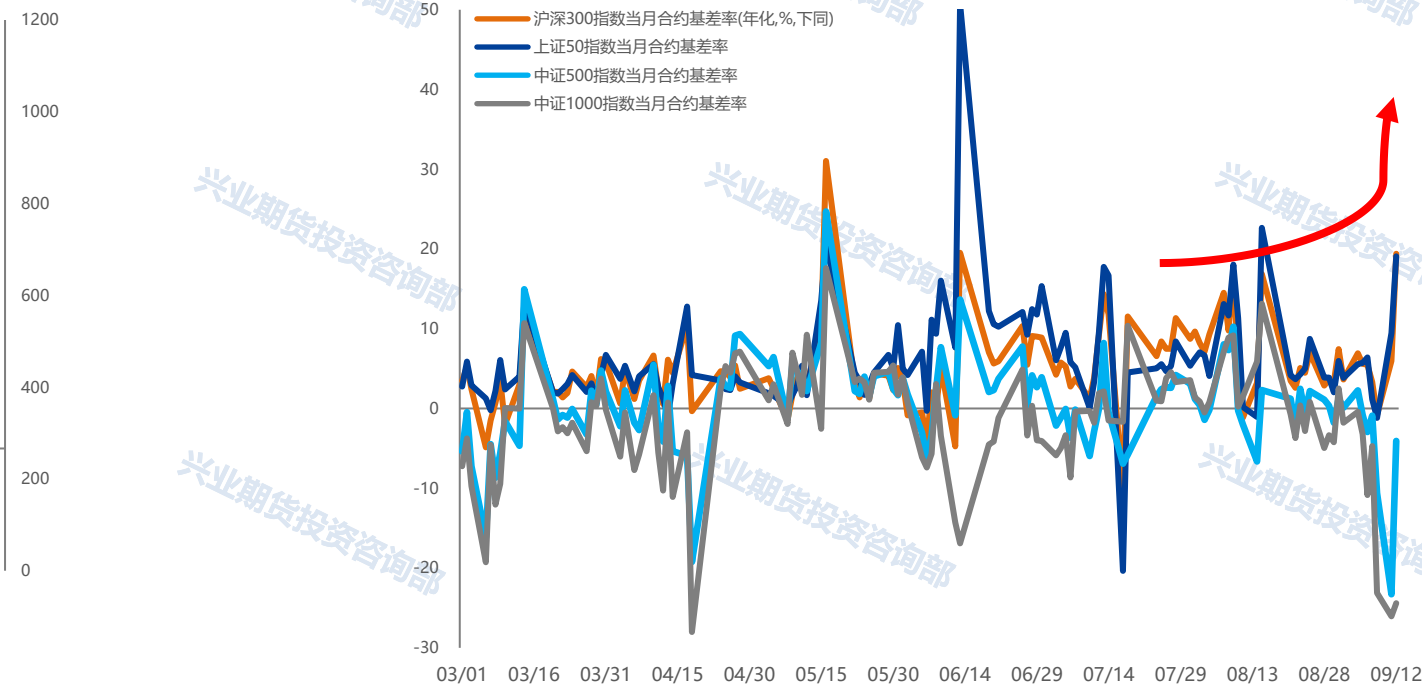


- 首先，从A股主要宽基指数、主题型ETF的份额变化看，近月来代表型基金产品总体呈较为明显净流入状态。再从国内主要股指期货当月合约基差走势看，整体亦维持期货升水格局，显示市场乐观预期。
- 综合上述高频指标看，A股情绪面依旧存在持续的积极信号。

近2月来A股主要宽基指数ETF份额变化情况（截至2023.9.15）



国内主要股指期货当月合约基差率走势（截至2023.9.15，剔除分红）



金融衍生品策略（股指）：考虑收益性、稳健性、兼容性，沪深300指数仍为最佳多头

- 考虑收益性、稳健性，按“业绩、股息率、估值”三大维度构建行业配置模型，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53.1%，53.1%，46.2%和43%，即沪深300指数、上证50指数相对占优。
- 再考虑兼容性，因“国内基本面复苏、逆周期政策强刺激”的格局明朗，大金融、大消费、顺周期制造业等相关行业利多映射最强。而上述行业在沪深300指数中占比相对更高，且部分行业估值、筹码结构良好，对应交易属性更优。
- 综合看，沪深300指数依旧为当前阶段最佳多头标的。

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2023.9.15）

简称	最新总市值 (亿,2023.9.15)	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
半导体	33244	1.2%	0.9%	1.3%	51.3%	6.6	0.28	4.2	2.7	5.2	3.6	3.7
消费电子	12152	1.3%	3.4%	23.7%	66.0%	7.3	1.04	1.7	0.0	2.7	1.9	1.4
化学制药	16961	3.0%	2.1%	10.8%	20.8%	8.5	1.14	1.6	3.4	3.1	3.7	1.9
区域性银行	10920	3.8%	9.5%	12.5%	10.8%	12.1	4.79	2.3	0.0	2.3	0.9	1.2
新能源动力系统	15587	4.6%	18.1%	42.0%	36.2%	14.8	0.83	4.2	0.0	1.8	1.8	1.7
环保及公用事业	9201	4.6%	23.4%	26.8%	12.0%	8.2	1.74	0.1	0.0	0.9	1.9	1.0
建筑施工	16415	4.9%	52.1%	15.4%	22.7%	9.4	2.60	2.2	3.4	1.0	2.1	1.8
房地产开发和运营	14107	5.2%	12.2%	368.3%	357.9%	1.5	1.90	1.7	1.5	1.3	2.1	1.6
白色家电II	8776	6.1%	11.2%	14.8%	10.9%	19.7	4.12	2.9	1.3	0.0	0.2	1.0
专用机械	16354	11.2%	18.4%	45.0%	35.2%	10.1	1.03	0.5	0.0	2.4	2.7	1.8
电源设备	19085	14.1%	22.1%	27.3%	23.2%	15.3	1.91	3.9	4.3	1.6	2.0	2.1
通用设备	11349	18.1%	26.8%	43.1%	36.5%	8.7	0.81	0.3	0.0	1.8	3.2	1.3
酒类	45446	18.4%	22.8%	20.9%	20.3%	24.4	2.26	10.7	19.3	0.9	1.0	5.1
电气设备	15856	20.6%	38.0%	27.9%	17.7%	11.6	1.20	1.8	2.6	1.7	2.9	1.8
保险II	25818	26.2%	34.3%	32.7%	19.1%	11.3	2.92	4.1	8.9	0.0	0.1	2.9
其他军工II	9694	27.1%	29.1%	74.6%	40.1%	8.2	0.59	0.8	0.0	2.1	2.3	1.1
证券II	32837	27.7%	37.3%	30.2%	14.6%	7.1	1.43	6.1	3.8	6.6	1.2	3.7
航空航天	8863	28.4%	11.0%	46.4%	33.9%	6.9	0.43	0.8	0.8	2.7	1.0	1.0
计算机设备	11606	30.0%	35.6%	55.1%	32.7%	9.8	1.19	1.3	0.0	1.7	1.2	1.3
工业金属	9508	37.9%	29.1%	19.5%	20.0%	11.3	1.75	0.5	0.0	3.1	2.2	1.1
通信设备	10093	40.5%	48.8%	31.5%	33.7%	9.2	0.66	0.7	0.0	2.3	2.7	1.1
中药生产	10457	43.3%	47.8%	57.2%	34.7%	9.3	1.58	1.0	1.3	1.2	2.6	1.2
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)								53.1	53.1	46.2	43.0	40.6

A股大消费板块估值及基金持仓情况（申万一级行业，截至2023.9.15）

行业	当前PE (TTM, 倍)	PE所处 分位数	2023Q2基金 持仓比例	2023Q2持仓 超配比例	基金持仓比例 所处分位数
农林牧渔	32.4	39.0%	1.4%	-0.2%	19.5%
家用电器	13.3	15.7%	2.7%	-0.8%	41.4%
食品饮料	28.5	35.4%	10.9%	1.5%	48.7%
纺织服饰	23.7	35.7%	0.4%	0.4%	46.3%
轻工制造	30.5	45.5%	0.7%	0.5%	19.5%
医药生物	26.7	11.8%	12.0%	5.4%	39.0%
商贸零售	32.7	69.1%	0.6%	0.0%	48.7%
社会服务	64.9	69.5%	0.7%	0.6%	34.1%
美容护理	40.3	50.3%	0.5%	0.1%	36.5%

(**PE分位值起始时间点为2011/5/19, 基金持仓分位值起始点为2013年Q1)



沪铝

AL

01

产量增长空间有限，生产成本有所抬升

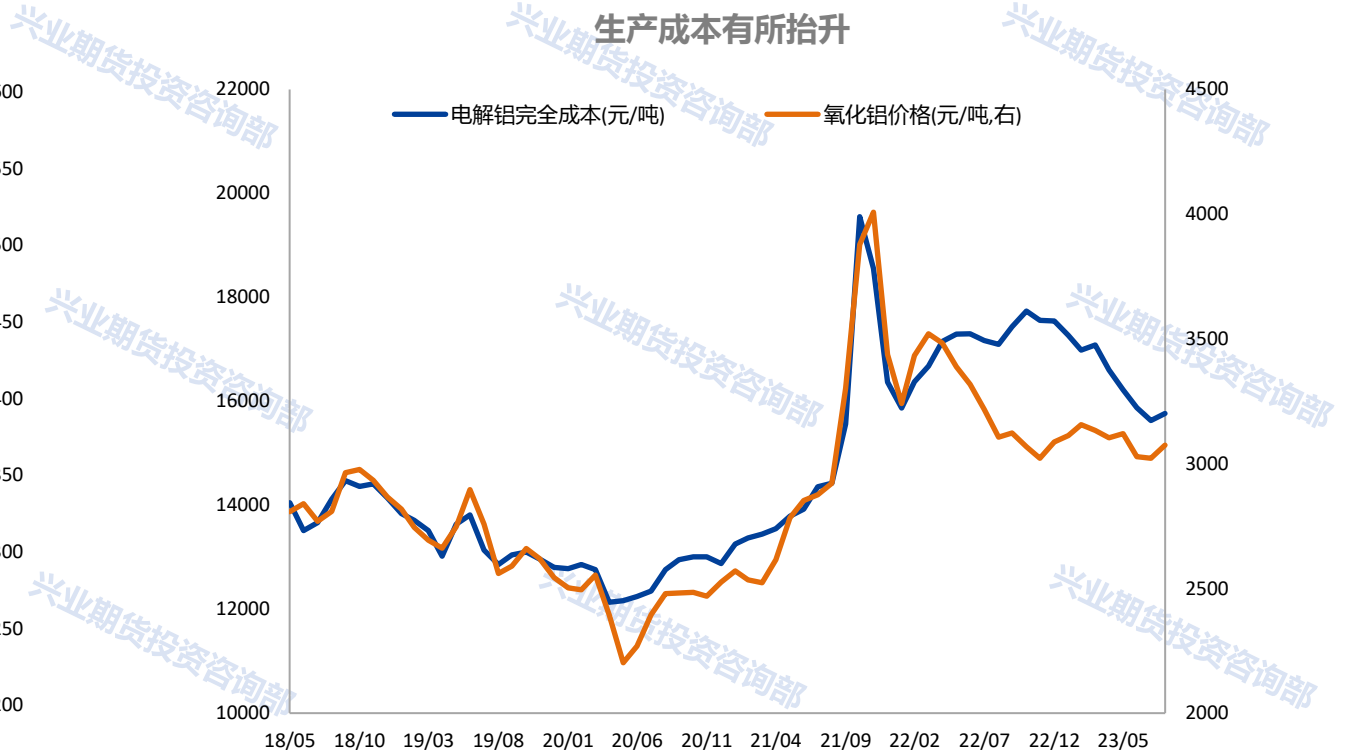
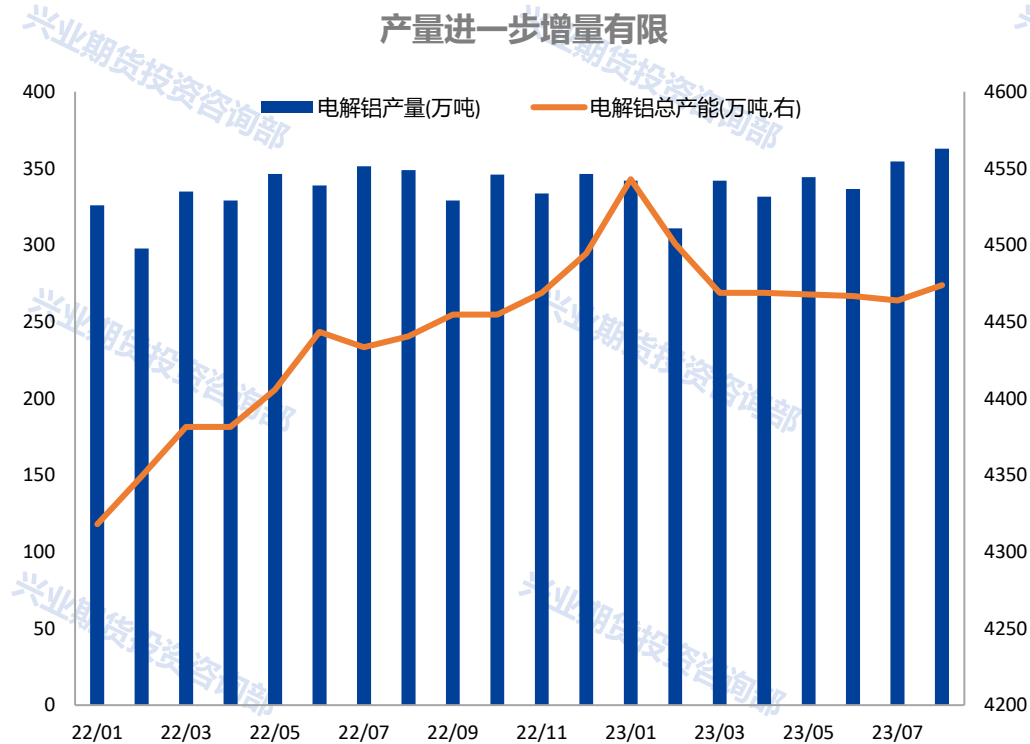
02

地产刺激政策加码，需求存潜在增量

03

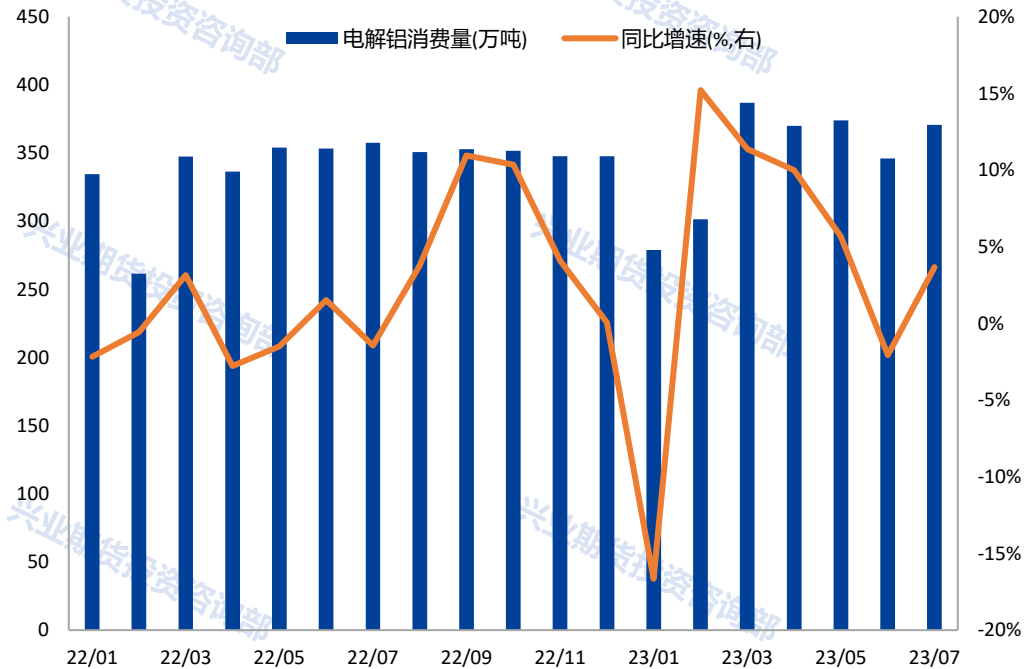
仍未有明显累库，铝价估值偏低

- 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在8月均出现了一定程度的抬升，氧化铝及电力价格都表现偏强，生产成本对价格的支撑有所上移。



- 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

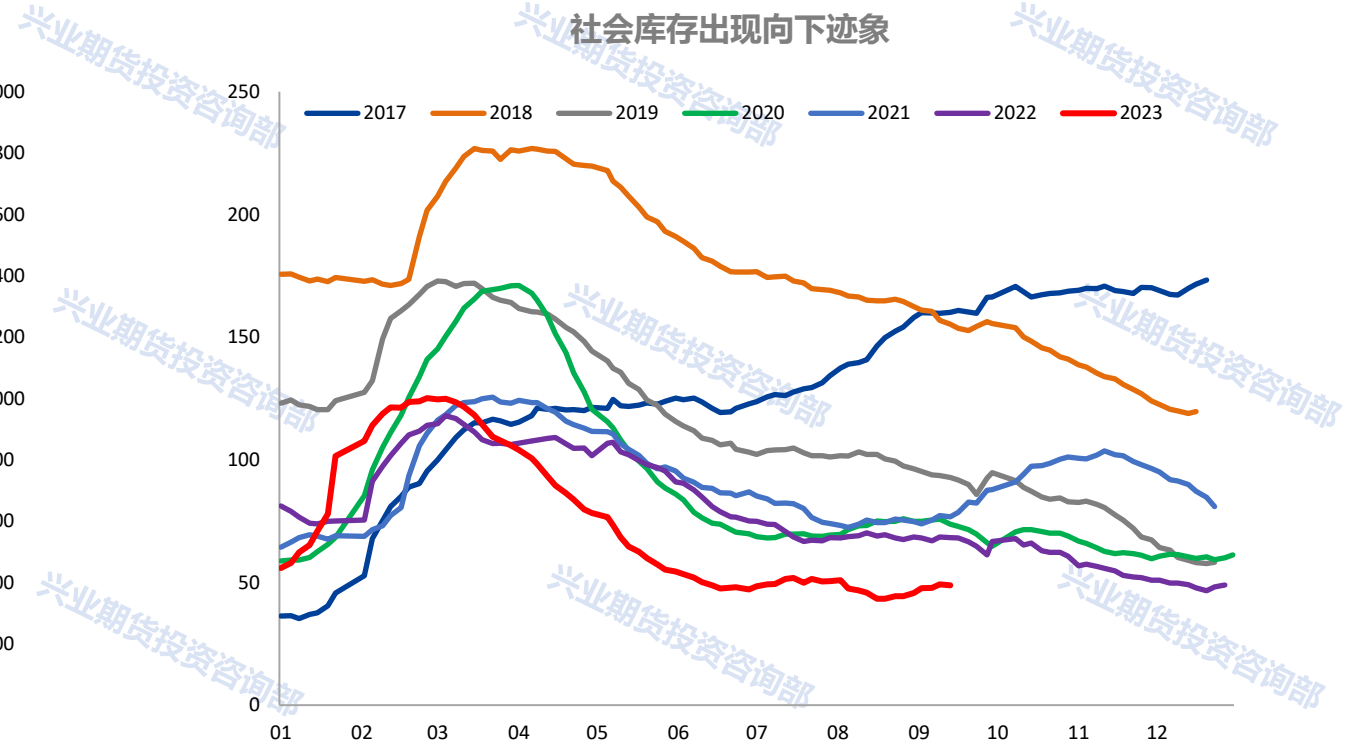
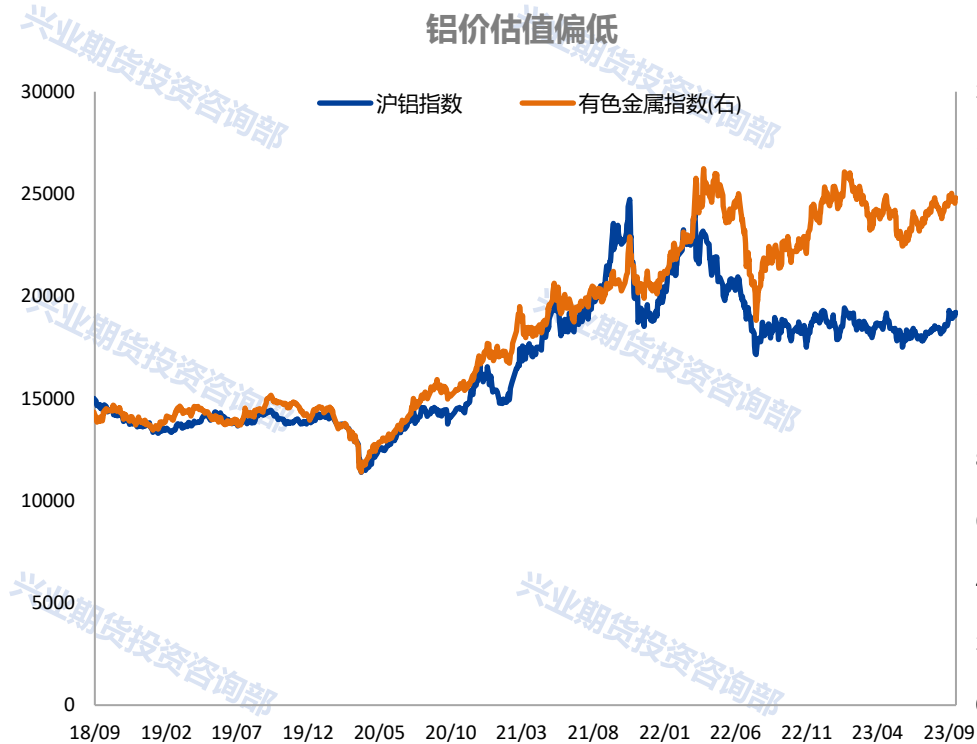


下游开工整体尚可

	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	53.20				
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	49.10				
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	60.80				

从估值的角度来看，22年下半年至今，有色金属板块价格重心略有抬升，但沪铝价格仍维持在震荡区间，虽然近两周铝价有所抬升，但估值水平仍显著低于有色金属板块。

库存方面，虽然受季节性的影响，库存出现小幅抬升，但仍未有明显累库出现，库存仍处于历史极低水平。



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

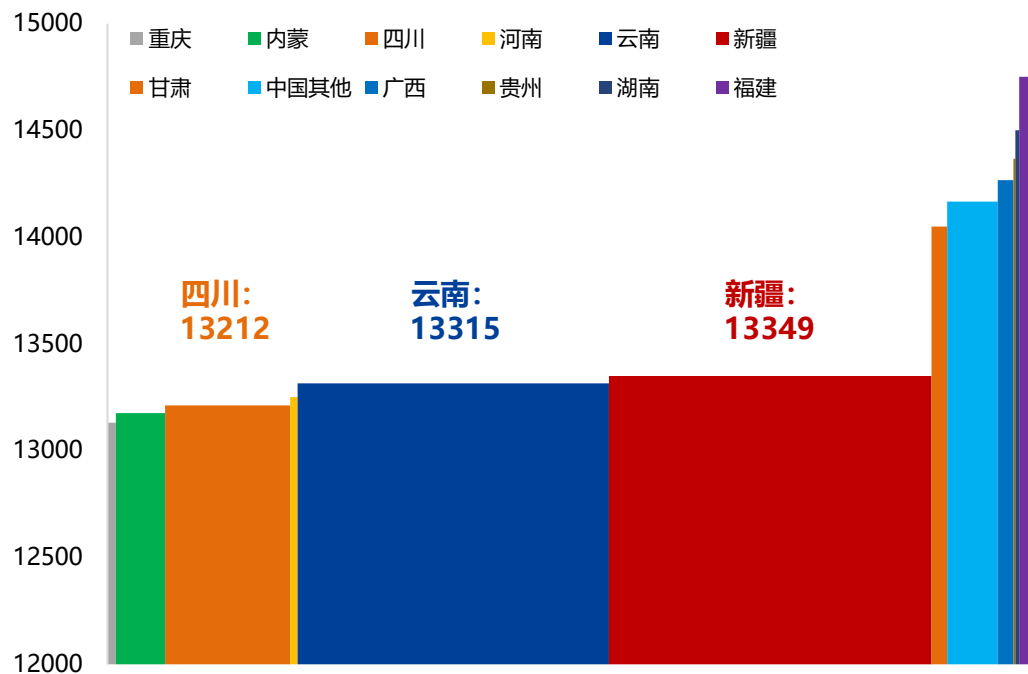
光伏景气延续，多晶硅需求支撑较好

03

总体估值水平仍然较低，建议工业硅持多头思路

- 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

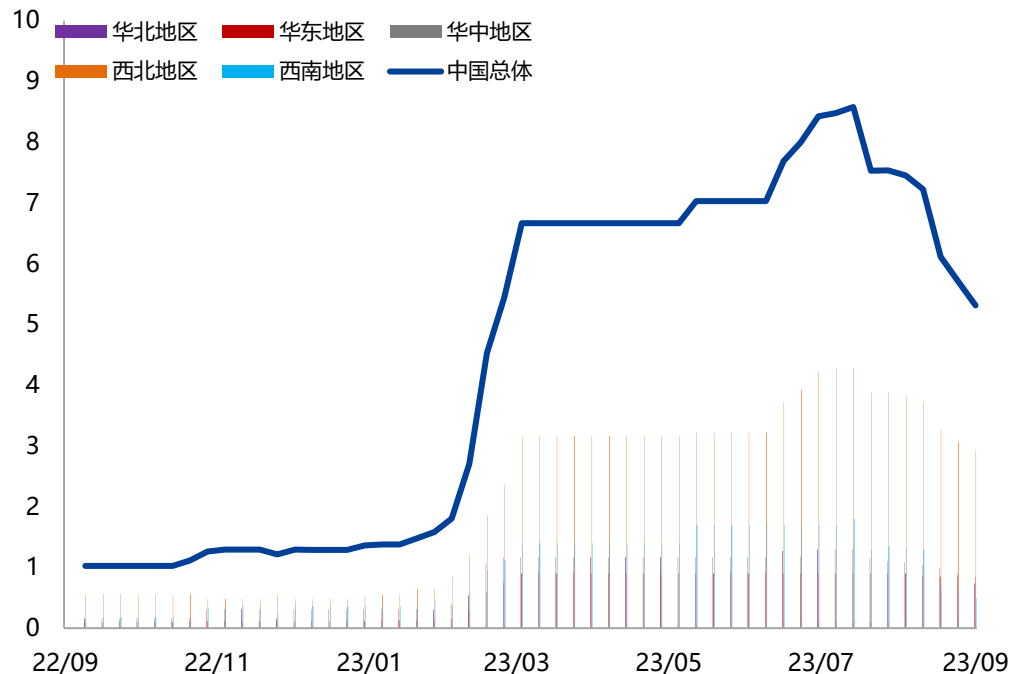


2023年内工业硅新增产能较多

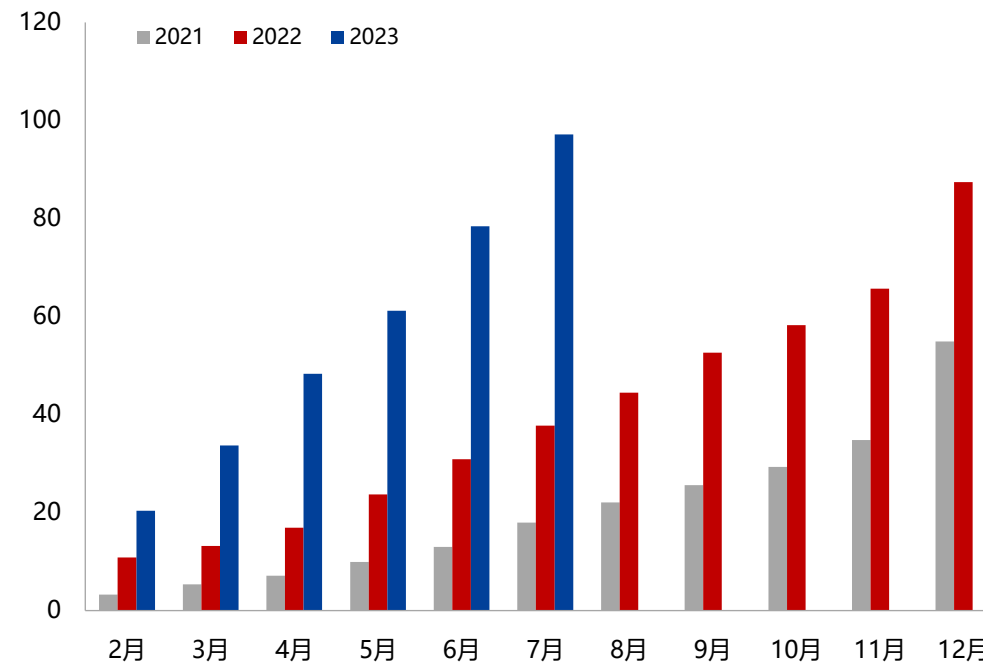
投产月度	省份	企业名称	预计当年净增产能(万吨)
2023年9月	宁夏	东方希望集团有限公司	20.00
2023年9月	四川	浙江新安化工集团股份有限公司	3.00
2023年9月	陕西	商南中剑实业有限责任公司	10.00
2023年12月	贵州	山东东岳有机硅材料股份有限公司	10.00
2023年12月	甘肃	蓝星硅材料有限公司	3.00
2023年12月	新疆	特变电工股份有限公司	20.00
2023年12月	云南	云南合盛硅业有限公司	40.00
2023年12月	青海	天合光能股份有限公司	30.00
2023年12月	云南	云南永昌硅业股份有限公司	10.00
2023年12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

多晶硅方面，需求持续向好，部分新增产能陆续投产，新增产能处于爬坡阶段，整体需求旺盛。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

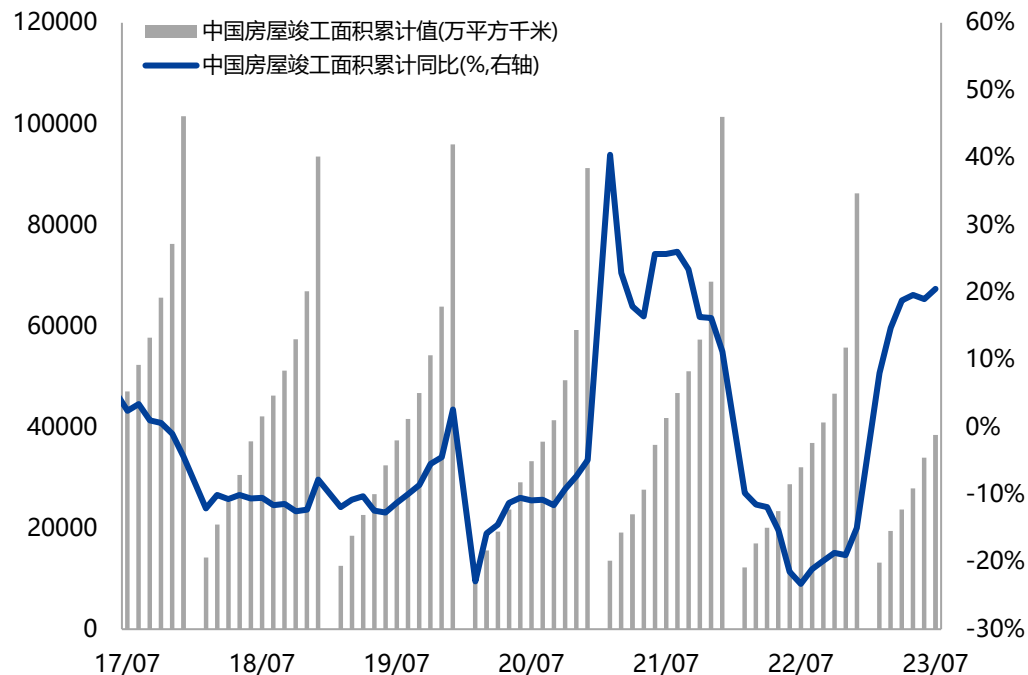


2023国内太阳能月度新增装机容量累计值预计同比翻倍

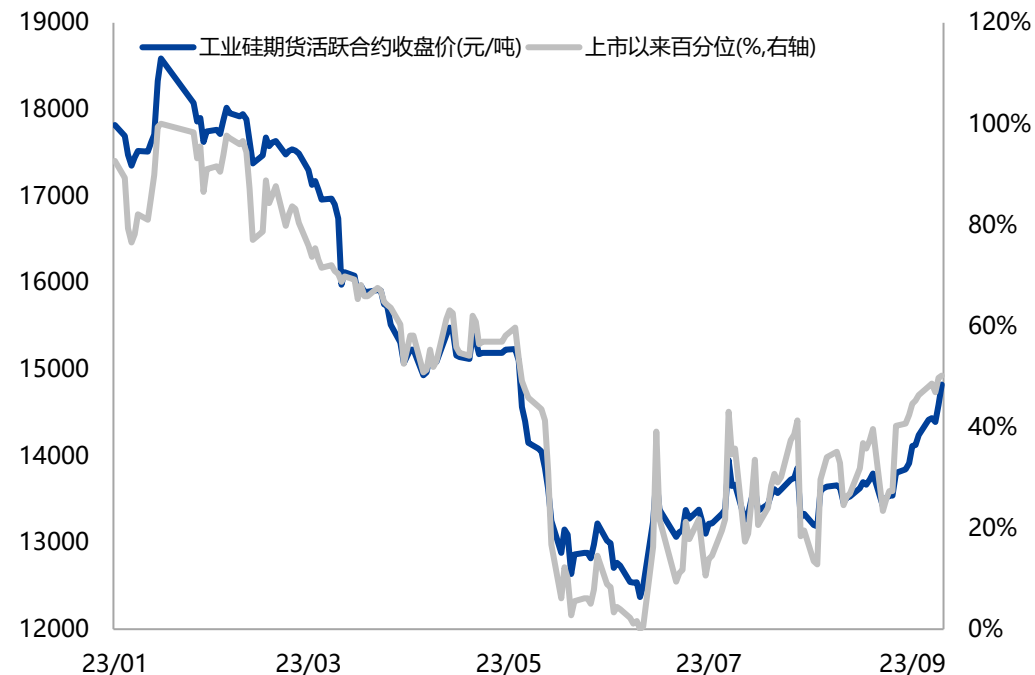


- 有机硅和硅铝合金方面，房地产调整优化政策密集发布，地产后周期景气复苏预期较强，对有机硅、硅铝合金需求支撑较好。
- 从工业硅期货上市以来价格运行情况看，2023年上半年工业硅期货价格持续下跌，下半年以来持续在13000元/吨附近震荡。由于13000元/吨已接近主要产能的成本线。当前价格处于较低历史分位，多头头寸的盈亏比预期较好，建议工业硅多头思路继续持有。

地产复苏预期对有机硅、硅铝合金需求支撑较好



总体估值水平仍然较低





碳酸锂

LC

01

供给主力未明显改变，产能规划受政策扰动

02

电池行业仍有增长潜力，电车销量同比差异明显

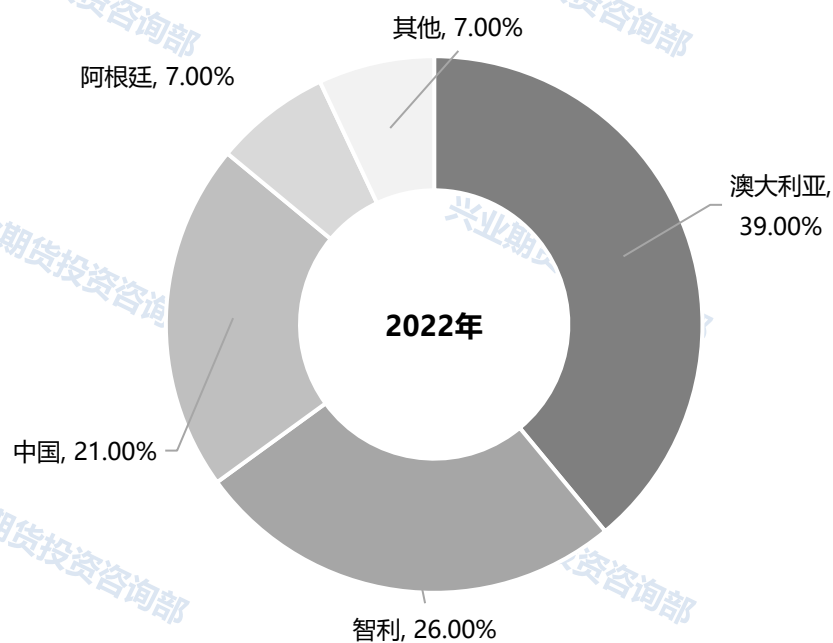
03

资源端利润占比提升，冶炼端明确去库拐点

产量方面，全球锂盐的供应仍由澳洲、智利及中国支撑。当前三个主产国的重点项目并未迎来大规模产能扩张，甚至部分项目因天气、矿石品味等原因导致产量小幅收缩。基于利润被侵蚀的背景下，厂商也在采取灵活生产策略降低经营损失。

产能方面，全球锂资源扩张速度慢于市场预期，预计投产高峰将延迟至2025年中，届时才可能出现全球供应大规模过剩情况。此外，主要锂资源国的战略规划陆续出台，新建项目投产进度的扰动明显增多，不确定因素将长期影响供给释放。

全球锂资源供给分布情况



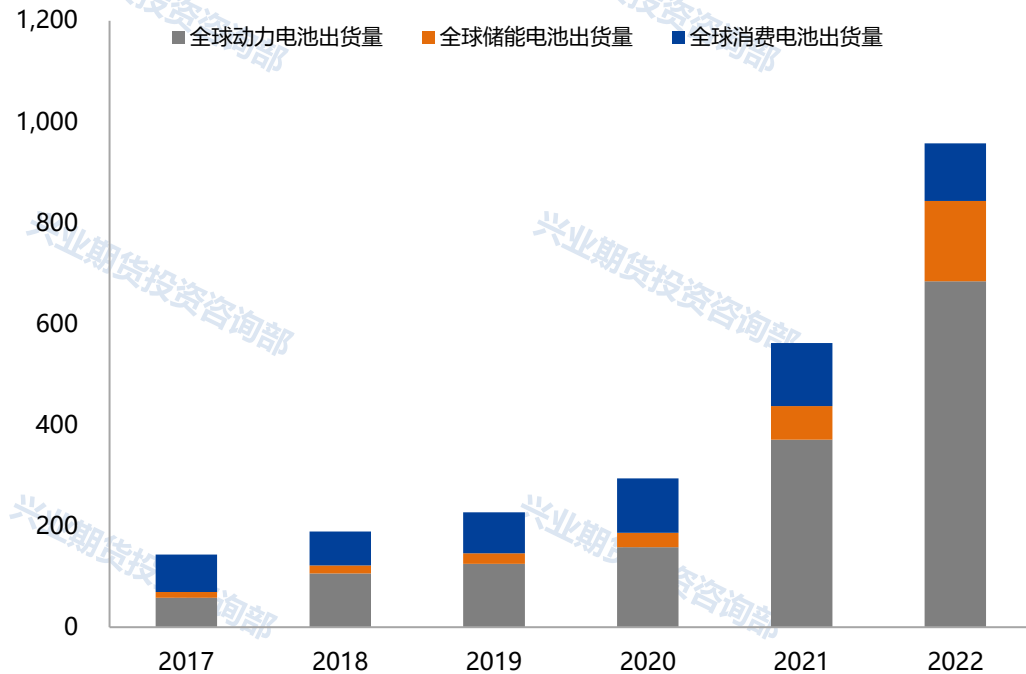
锂资源国家最新政策

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	宣布取消锂、氧化锂、氢氧化锂和碳酸锂等产品出口退税政策
2023	澳大利亚	已禁止一家与中国有关联的公司收购陷入财务困境的锂矿商阿丽塔资源有限公司
2022	加拿大	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》
2022	美国	IRA法案规定关键矿物锂、镍、钴和石墨矿等的产地必须是美国及其自由贸易伙伴国家
2023	墨西哥	墨西哥宣布收紧矿业政策
2022	津巴布韦	津巴布韦政府出台法令，全面禁止出口未经加工的锂矿原石

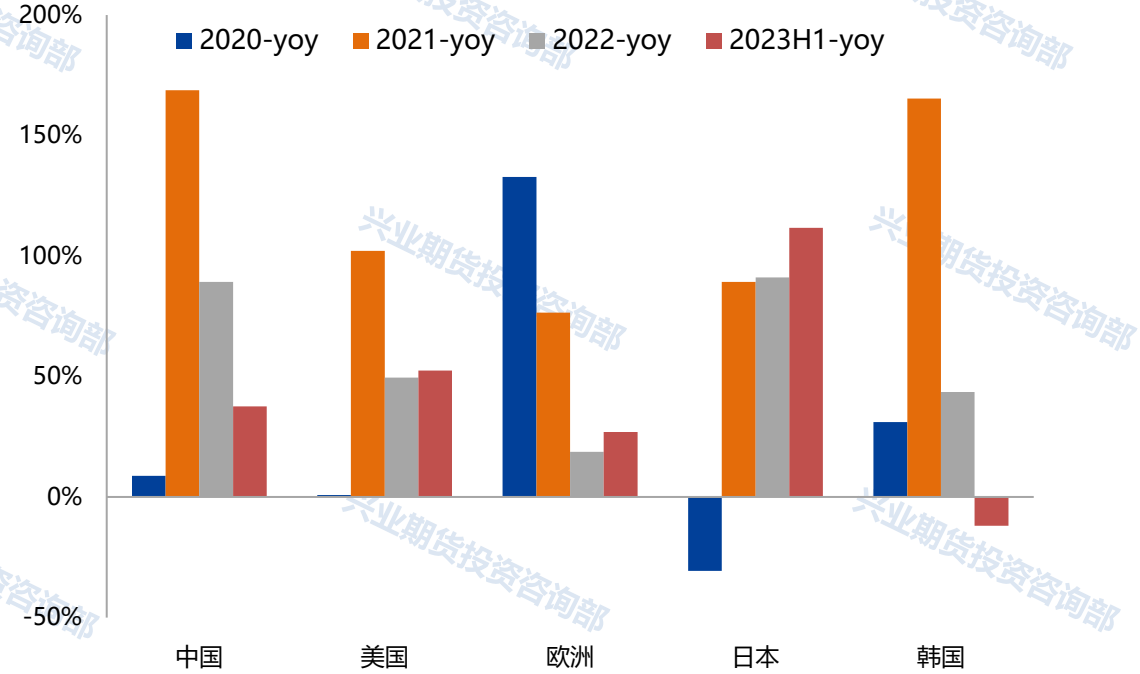
□ 电池方面，根据EV Tank统计的年度全球锂电池出货量显示，电池需求仍处于高速扩张阶段。当前碳中和已成为全球共识，各国都在推动本国绿色能源使用占比，未来动力电池及新能源配储相关的储能电池将持续贡献行业增长动能。

□ 新能源车方面，全球主要消费地区销量仍在持续增长。当前部分地区增速存在下滑趋势，但主要系全球经济下行的消费意愿收窄叠加前期扩张的高基数所致。全球新能源车整体渗透率尚未达到高位，各国政策也将持续推进生产扩张。

全球锂离子电池出货量 (GWh)



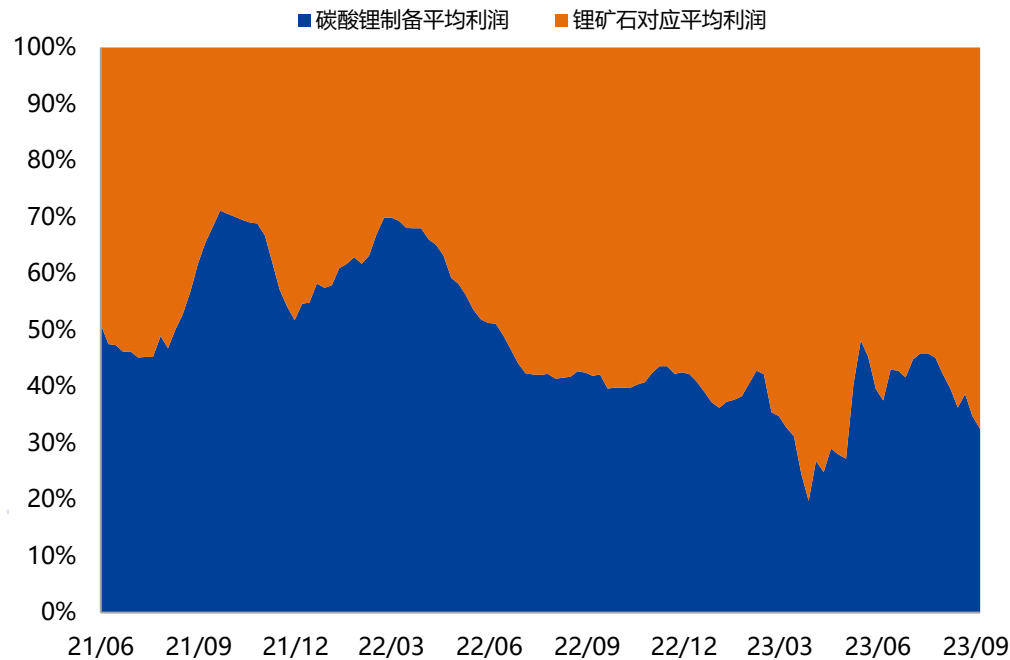
全球主要新能源车销售同比情况



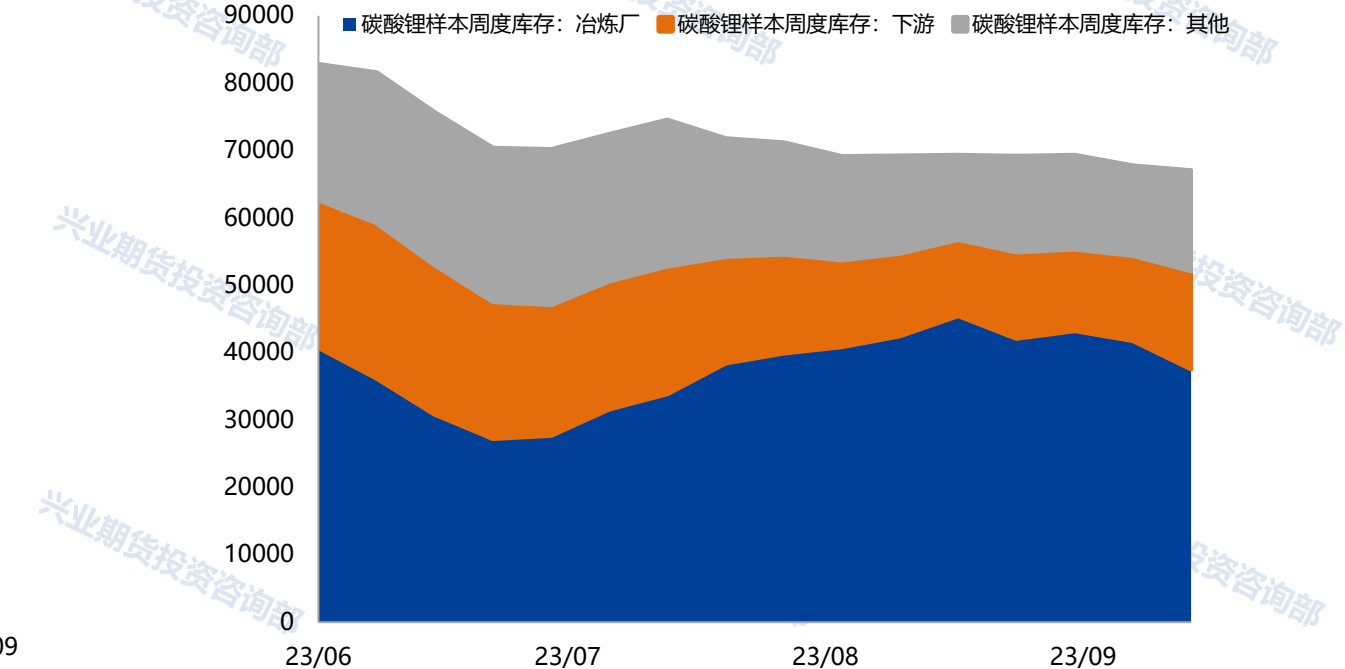
□ 利润方面，锂盐价格持续下行导致冶炼端企业经营情况进一步恶化。结合近两年锂矿及锂盐价格走势分析，锂资源端利润占比在逐年提升。未来锂盐生产企业将聚焦提升原料自给程度，这也导致行业的原料成本支撑力度更加凸显。

□ 库存方面，冶炼厂已出现去库拐点信号。生产厂商库存已从高点有所回落，但由于下游环节存在产成品库存积压情况导致锂盐厂去库进程偏缓，但随着供给逐步收缩叠加政策带动消费意愿提升，行业高库存状况将得到进一步改善。

锂资源端及冶炼端利润分配情况



碳酸锂周度库存统计 (吨)





橡胶

RU

01

终端车市延续复苏态势，需求传导依然通畅

02

旺产季产量释放有限，气候不佳推升原料价格

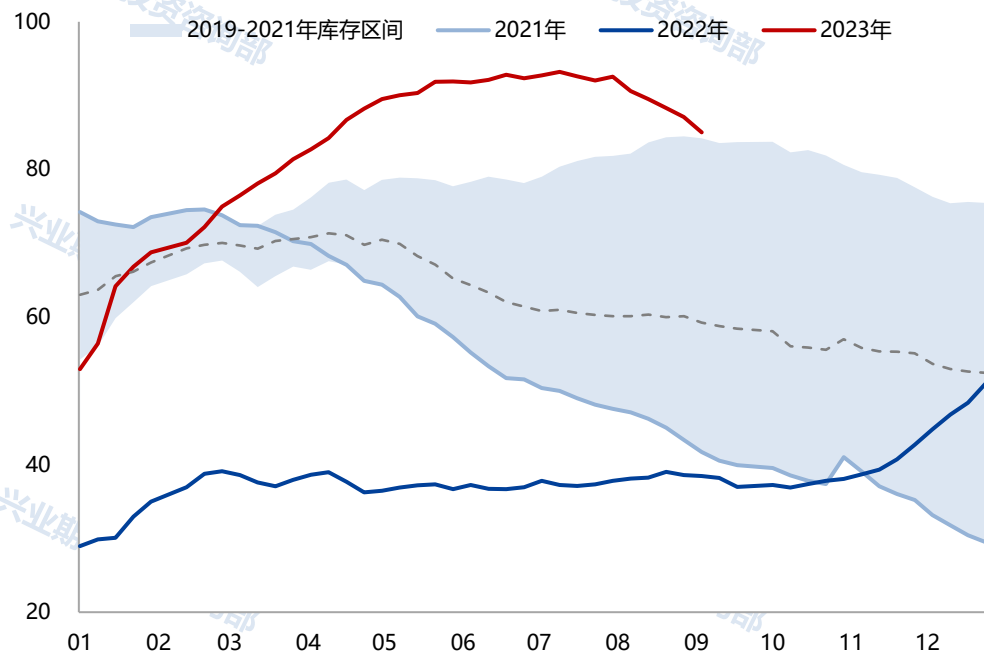
03

港口库存加速降库，供需结构持续改善

□ 库存方面，下游开工积极助力采购需求回升，贸易库存出库率进一步走高，带动港口库存加速降库，而云南现货库存并无显著增量、沪胶仓单尚处同期低位，橡胶库存端结构性库存压力快速缓解。

□ 综合来看，汽车市场产销维持增长之势，轮胎开工传导效率乐观，而各产区原料释放不同程度受阻、成本支撑上移，港口库存继续回落，供需结构持续改善，基本面积积极因素占优。

青岛现货库存水平(万吨)



SCRWF海南生产成本及历年均值(元/吨)





聚氯乙烯

V

01

产量接近历史最高，社会库存加速下降

02

下游开工显著上升，现货成交数据转差

03

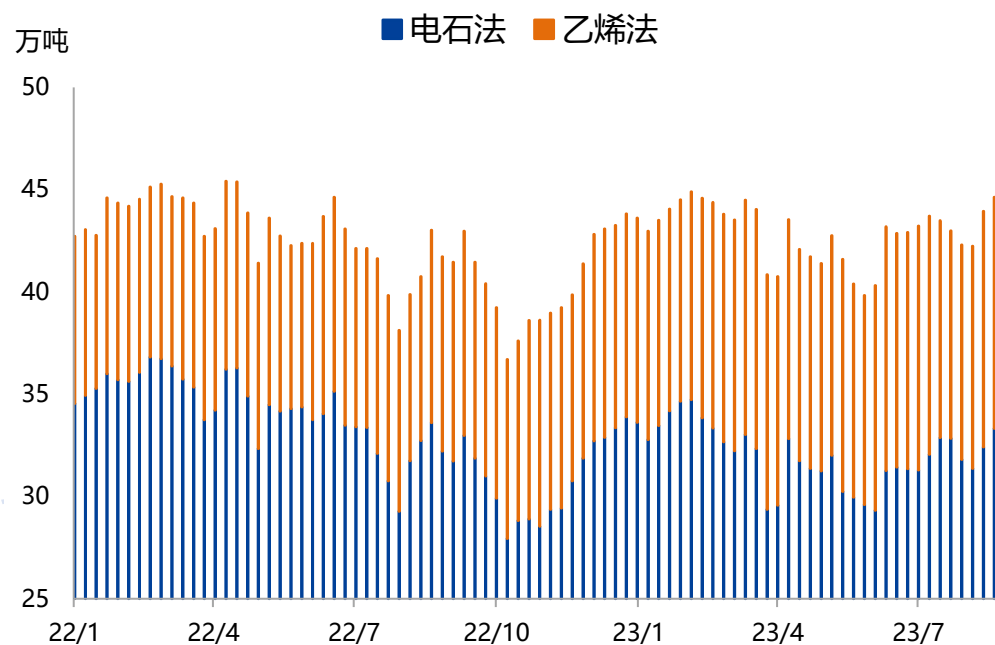
成本支撑作用加强，市场看多情绪减弱

能源化工品种策略 (PVC)：产量接近历史最高，社会库存加速下降

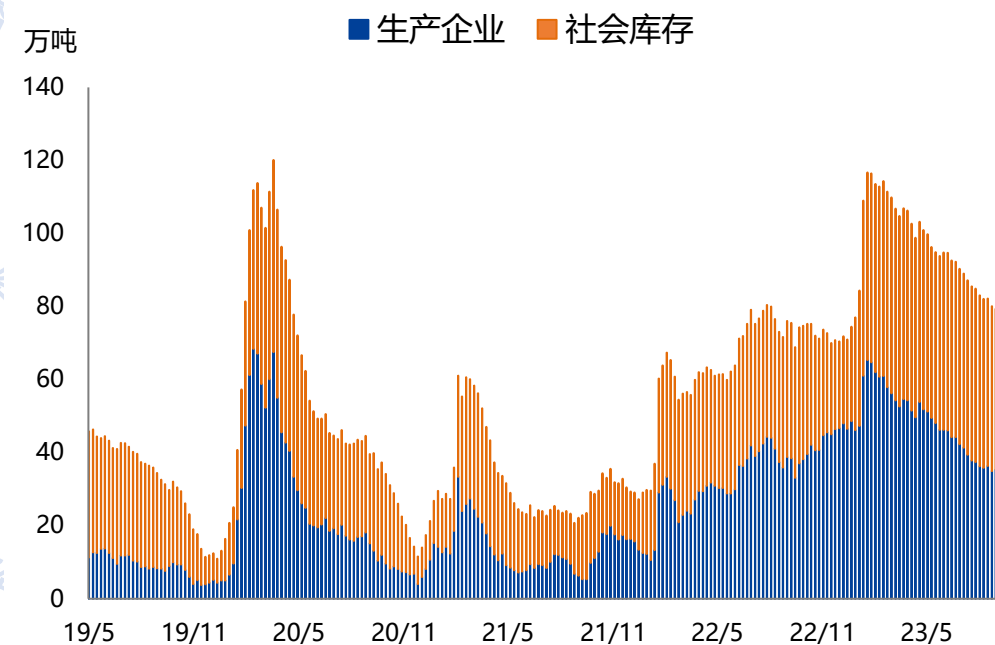
近一周PVC生产企业开工率为75.70% (+1.5%)，产量为44.63 (+0.69) 万吨。9月下旬无任何检修计划，开工率将持续增长，产量也将达到历史新高。10月山东信发、中泰化学和LG计划检修，产量或再度下降。

生产企业库存增加0.4万吨，除了产量增长外，出货减少也是库存增长的原因之一。社会库存减少1.1万吨，长假前下游积极备货，助力库存加速下降。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。

下周产量将达到历史最高 (截至9.15)



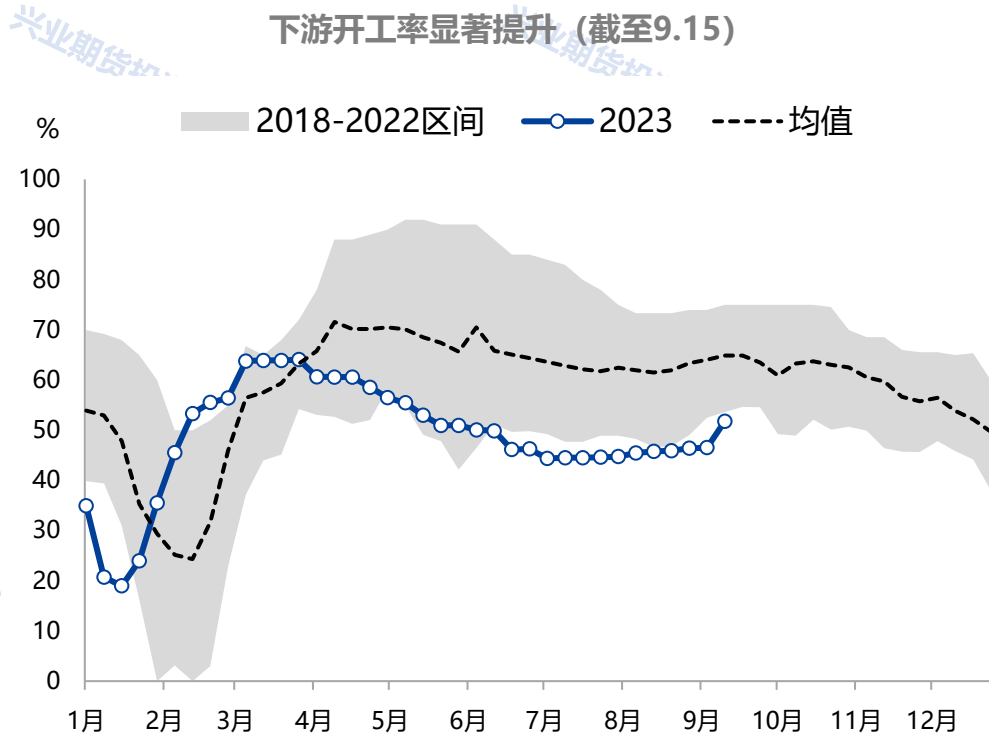
社会库存加速减少 (截至9.15)



能源化工品种策略 (PVC)：下游开工显著上升，现货成交数据转差

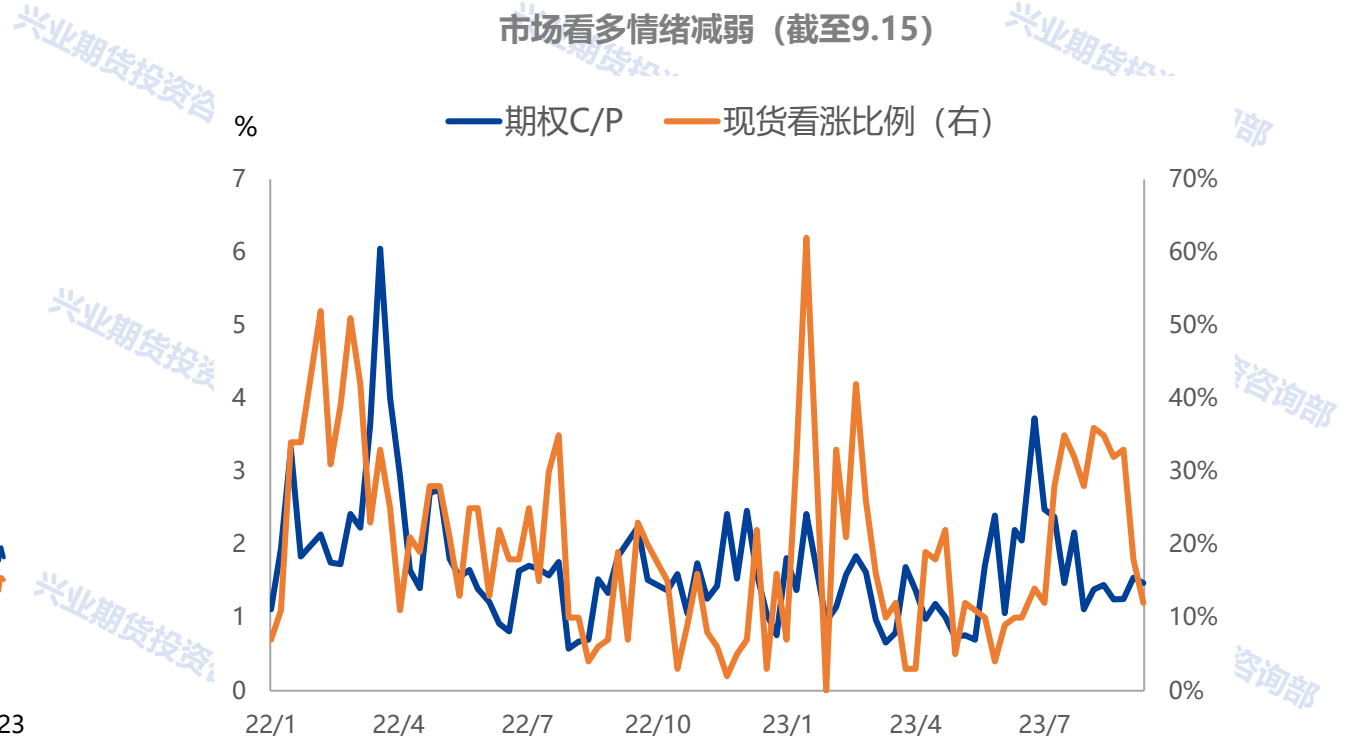
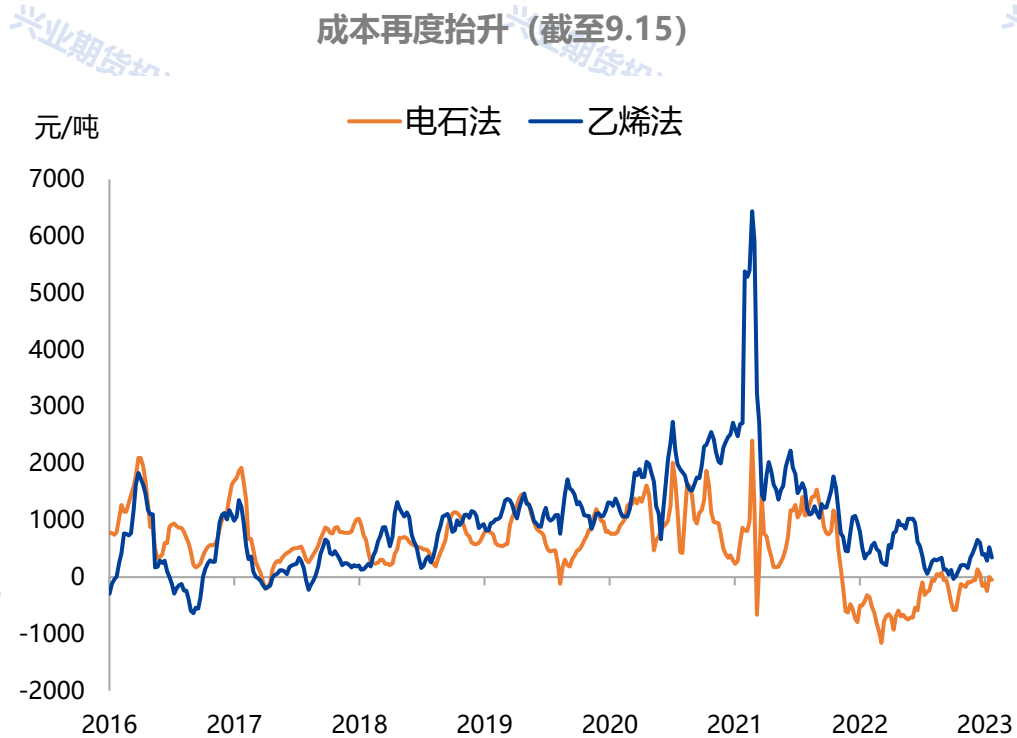
近一周PVC下游开工率提升5.2%，细分下游看，型材和管材增长2%，薄膜增加13%，直接达到旺季水平。目前多数下游企业原料库存少于20天，下周补库仍将延续。8月地产施工和新开工面积累计同比负增速仍在扩大，其中地产施工面积仅为去年同期60%，按照历史规律，建材需求在短期内很难改善，是未来拖累PVC价格的重要因素。

PVC现货预售量为58.12 (-6.03) 万吨，此外出口签单量和待交付量也延续下降，三项数据均达到6月以来最低。韩国对于10月预售PVC报价如期下跌，其他地区将于本周公布报价，如果下调势必对国内价格产生负面影响。



电石价格稳定，但液氯价格上涨，电石法成本稳定在6260 (+10) 元/吨。原油进一步上涨带动乙烯价格走高，乙烯法成本上升至6250 (+130) 元/吨。受兰炭和原油价格坚挺影响，PVC的成本维持高位，成为支撑PVC价格的重要因素。

现货企业看涨比例下降至12%，看涨期权成交量和持仓量不断减少，期货净空持仓量达到7月以来最多。现货和衍生品市场看多情绪减弱，不利于价格进一步上涨。





纯碱

SA

01

重碱需求稳步增加，轻碱消费整体平稳

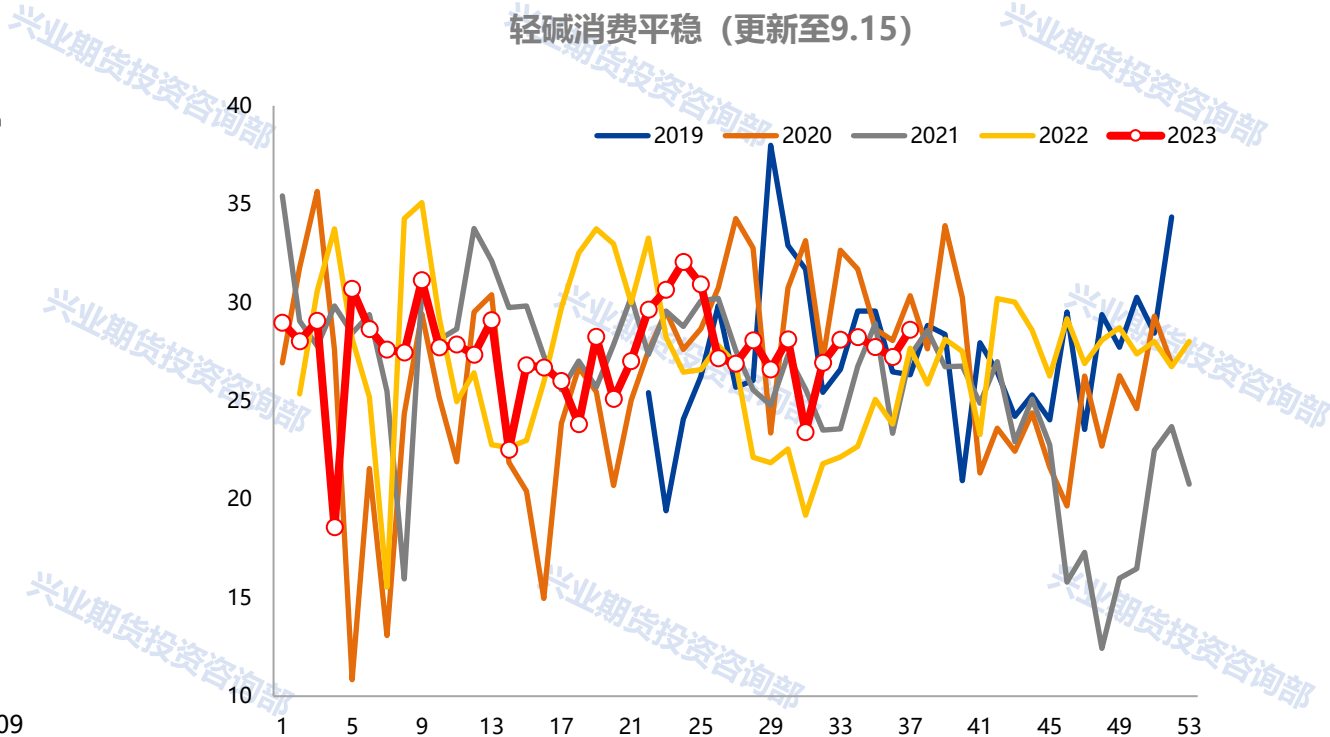
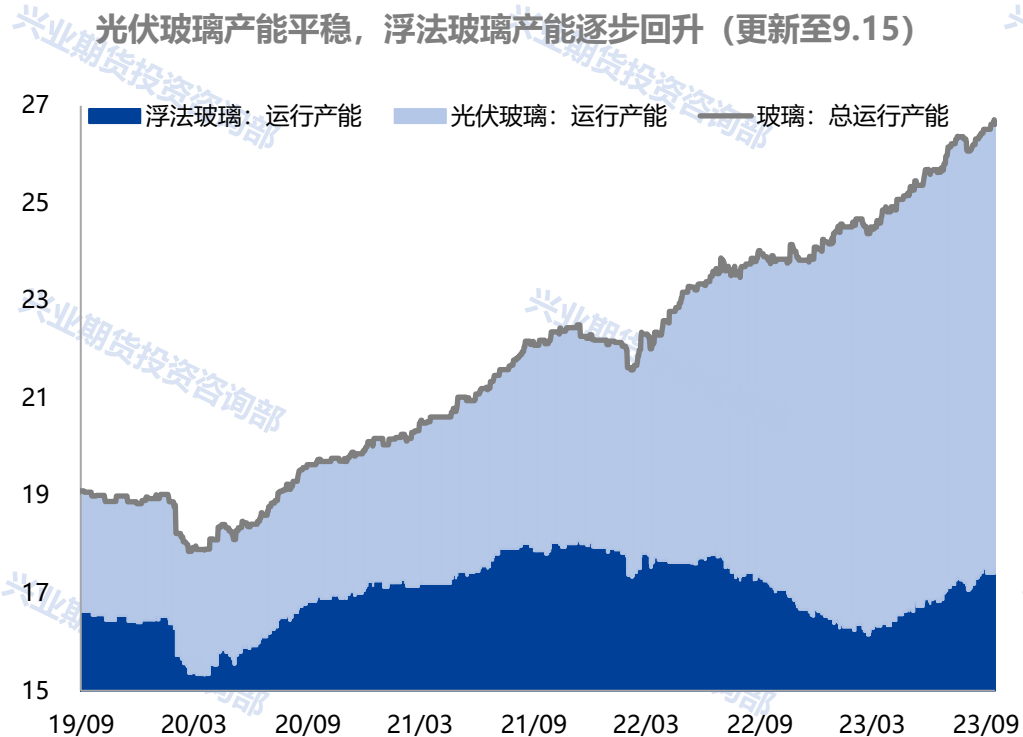
02

集中检修结束、新产能逐步释放，供给进入增长阶段

03

低库存、高贴水，期价支撑仍存

2023年以来玻璃运行产能稳中有增。截至9月15日，光伏玻璃累计新增产能12100t/d，运行产能达到92160t/d。虽然浮法玻璃新产线投放速度较2022年明显放缓，但基本仍保持1个月1-2条的节奏点火，本周新点火一条1000吨产线。浮法玻璃全行业盈利环比略有回落，但整体仍处于高位，产线复产点火，截至9月15日，浮法运行产能已累计增加10180t/d至168960t/d，同比转增。据我们统计，年内浮法玻璃行业还有接近1.1wt/d的净增产能计划点火、复产，将继续拉动重碱需求。轻碱消费仍保持平稳，周度消费量基本围绕27万吨上下窄幅波动。



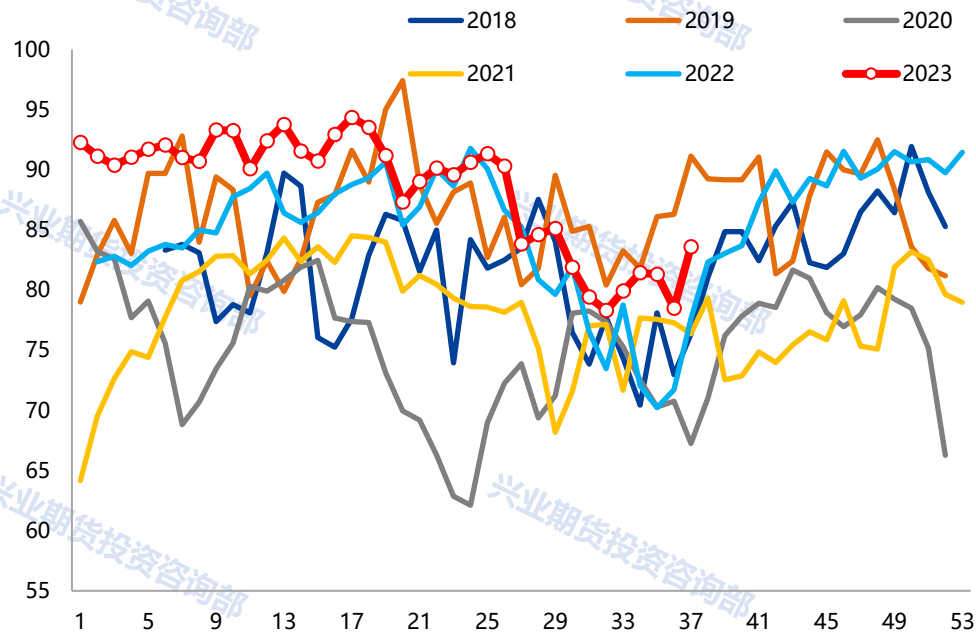
浮法玻璃复产/冷修计划（更新至9.15）

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
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
冷修	计划2023年四季度冷修	株洲醴陵旗滨玻璃有限公司	湖南	醴陵一线	1000
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	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					10950

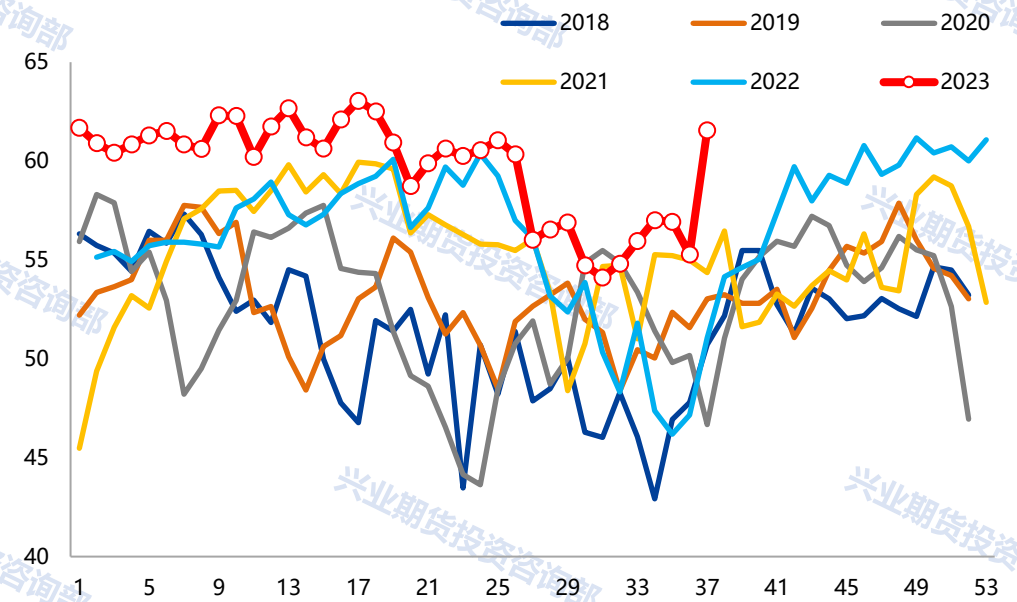
□ 供给已进入增长阶段。老装置集中检修基本告一段落，剩余中盐昆仑、安徽德邦等装置复产时间待定。新装置供给有所释放，主要是远兴1、2线产量有所增加。本周纯碱装置开工率（含远兴150万吨产能）回升至83.61%，周度产量大幅增至61.54万吨。

□ 按当前浮法玻璃运行产能16.9万吨/天，光伏玻璃运行产能9.2万吨/天，以及轻碱消费维持中枢水平，则一周国内纯碱消耗量约为61.7，在不考虑进出口的情况下，与当前周产量大致持平。后续产量的增长节奏和增长幅度，对市场的影响较大。

纯碱周度开工率（更新至9.15）

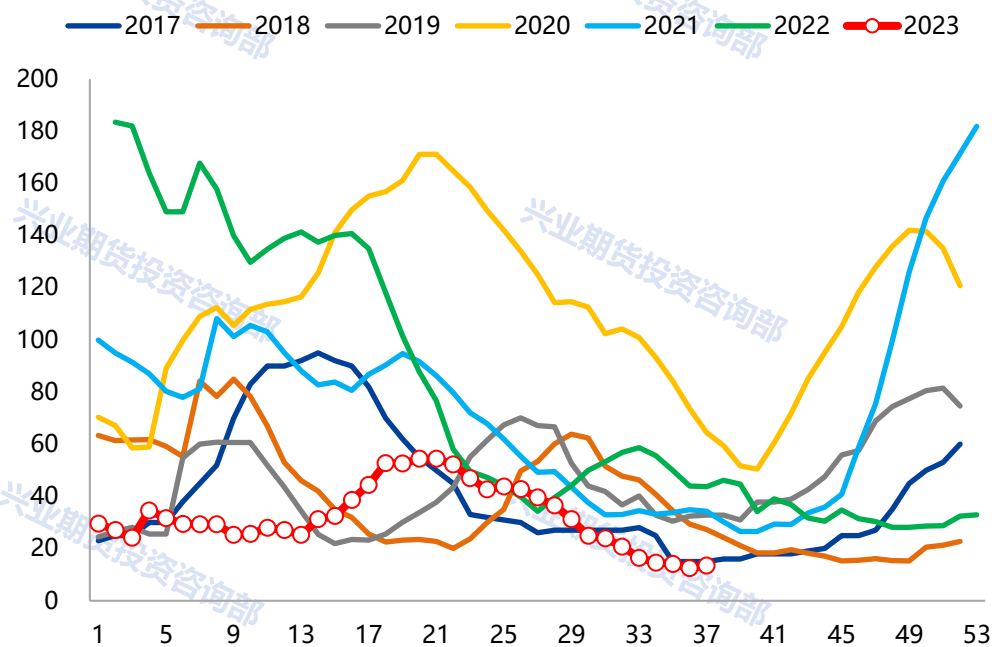


纯碱周度产量（更新至9.15）

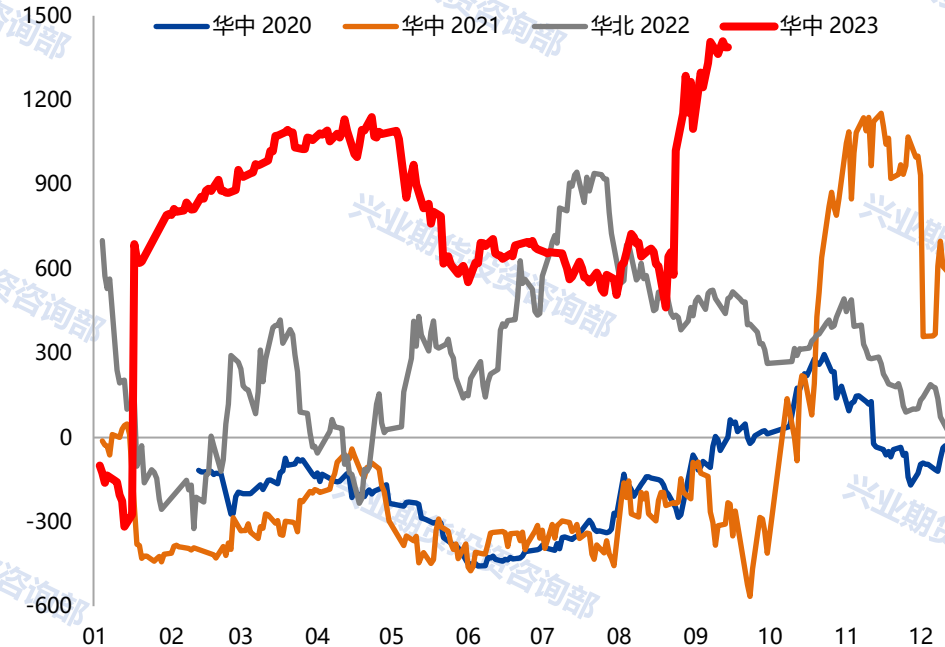


□ 由于检修季期间，纯碱供应持续紧张，导致产业链库存大幅下降。虽然本周产量出现大幅回升，但纯碱生产企业库存也仅小幅增至13.52万吨，依然为同期最低，企业待发订单降至18天附近，企业基本处于负库存状态；纯碱社会库存继续小幅下降，且规模小；下游玻璃厂纯碱库存可用天数只有7-8天，也属于历史最低水平。无论是考虑产业链库存的安全性，还是十一小长假的临近，市场仍有一定补库存的需求，也需要产量在当前基础上进一步增加。在此阶段，考虑到宏观稳增长、经济底部确认，中观重碱需求稳步增长，产业链库存过低，以及微观期货价格深度贴水，或将继续支撑纯碱期价。建议纯碱多单继续轻仓持有，配合平仓线保护盈利。

纯碱企业库存（更新至9.15）



01合约大幅贴水现货（更新至9.15）



焦煤

JM

01

安监升温制约原煤生产，利润倒挂压制澳煤进口

02

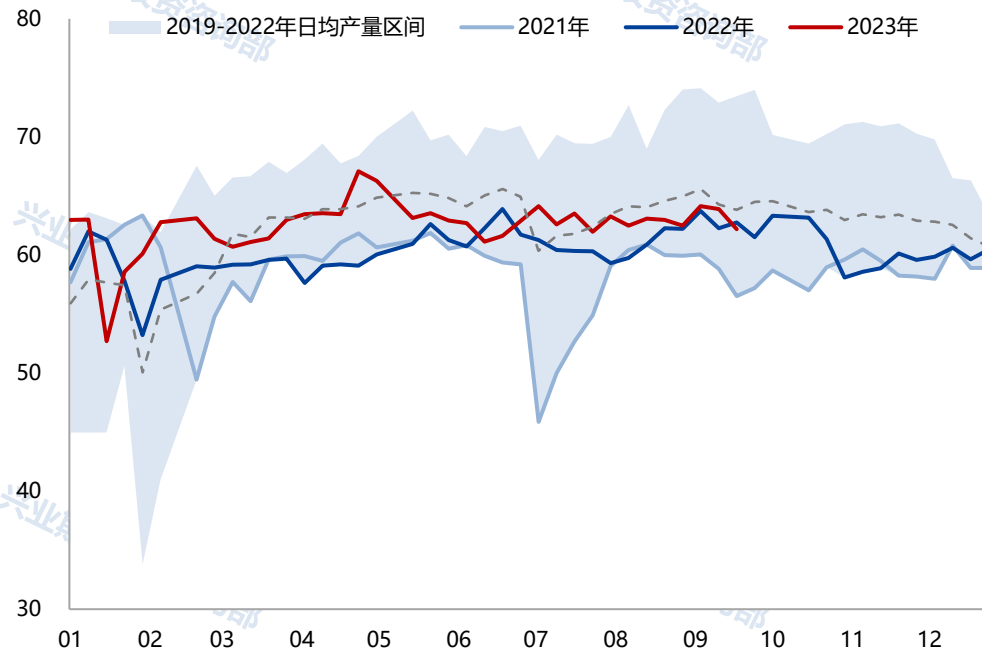
刚需兑现表现良好，补库需求有望重启

03

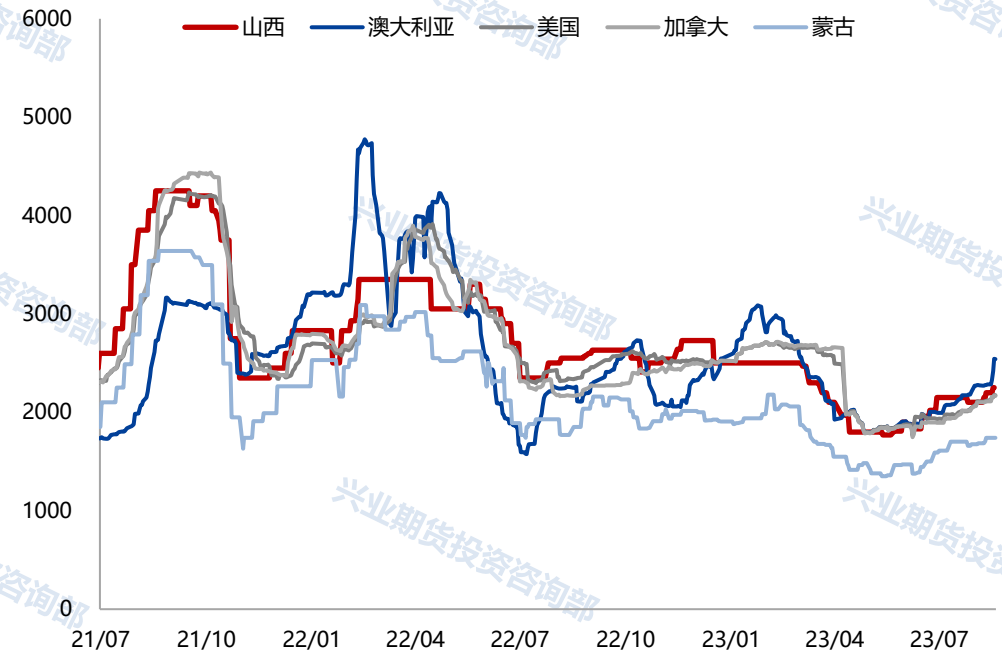
低库存特性得到延续，供需结构维持偏紧预期

- 产地方面，山西煤矿事故影响余温尚存，当地安监局势维持高压状态，安全检查制约矿井生产，原煤供应难有显著增量，且洗煤厂开工率同步回落，焦精煤洗出降至同期低位水平。
- 进口方面，蒙煤通关相对平稳，而澳大利亚峰景矿因事故减产，澳煤价格大幅飙升，进口利润倒挂程度加深，终端采购意愿继续降低，澳煤对国内煤补充作用暂时缺位，进口市场放量不及预期。

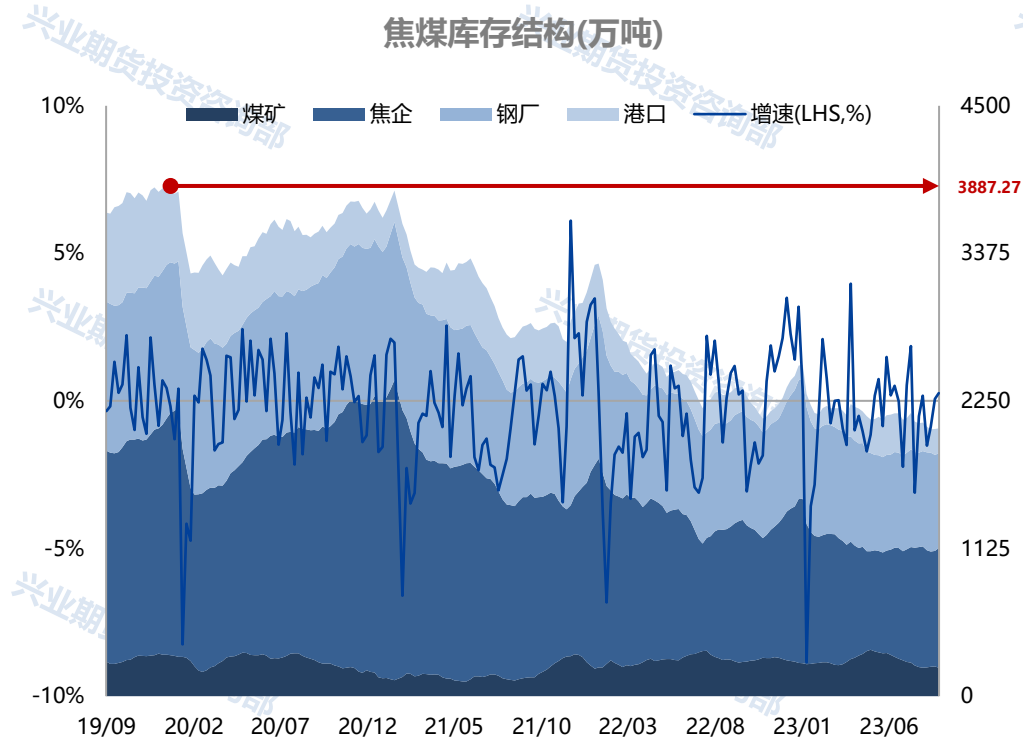
洗煤厂焦煤日均产量



主要进口国代表焦煤贸易价格



- 库存方面，采购行为增多激发贸易环节入市需求，港口询价成交回暖，煤矿库存持续去化，焦煤低库存特性得到延续。
- 综合来看，产地安监限制原煤产出，进口市场补充暂且不足，而铁水日产高位支撑终端刚需，下游节前补库即将开启，供需结构维持偏紧预期，价格驱动依然向上；但需关注煤价快速上涨带来的回调压力及阶段性补库强度。



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

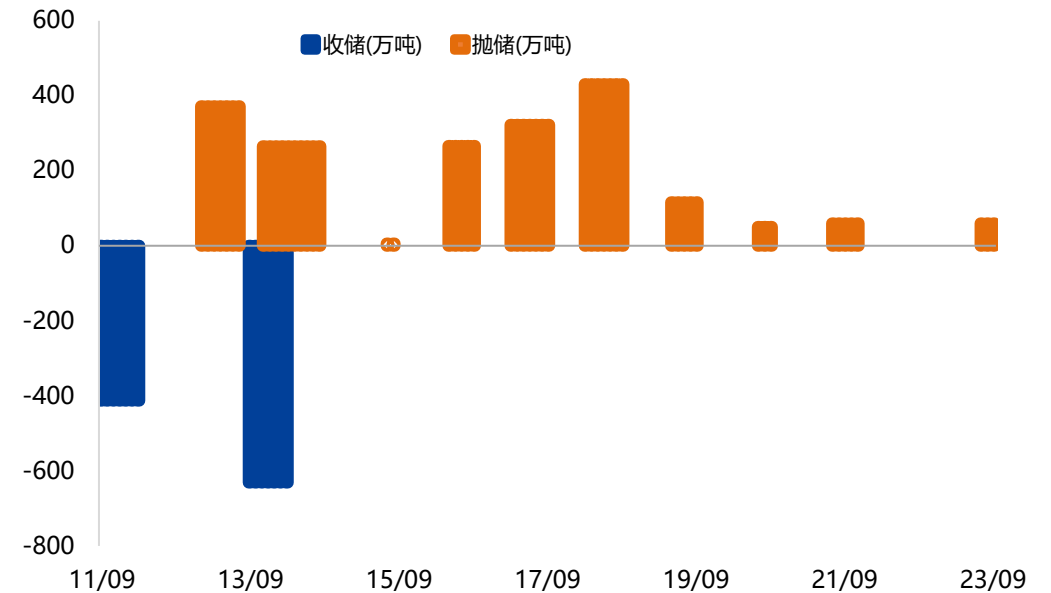
传统旺季下游利润仍不佳，出口形势偏弱

- ❑ 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。
- ❑ 据新疆气象台预报，9月内新疆仍有降温降雨天气，后期气候条件或对棉花吐絮以及亩产变化产生不利影响，但还需持续观察减产预期落地情况。目前疆棉多进入吐絮期，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。

棉花多进入吐絮期，产量及抢收热度不确定性随之减弱

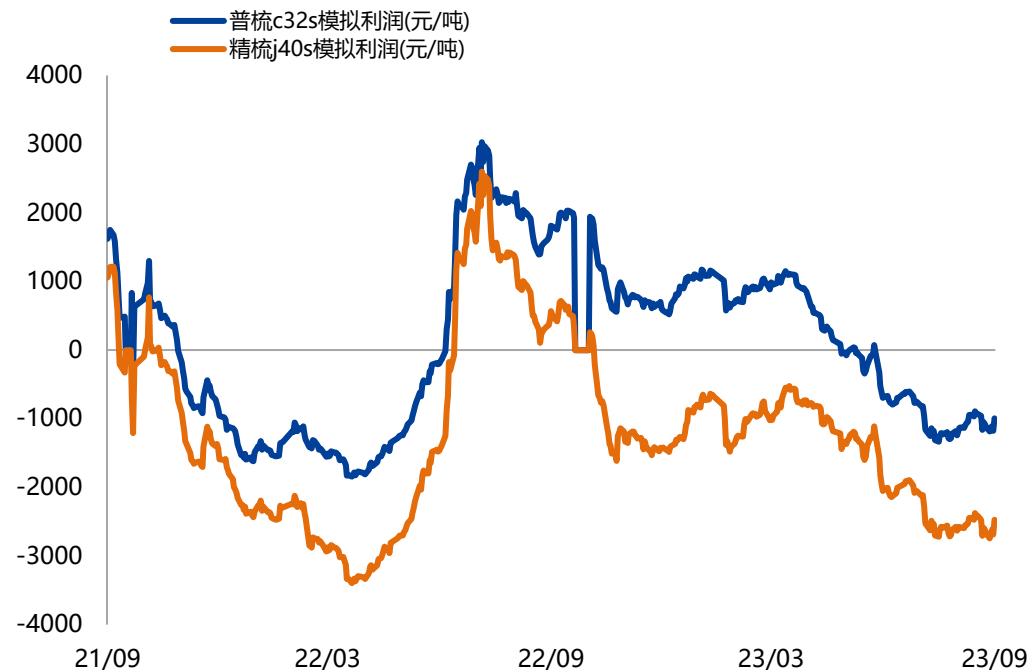


新棉收购期间储备棉将继续销售，抢收推涨预期有所消退

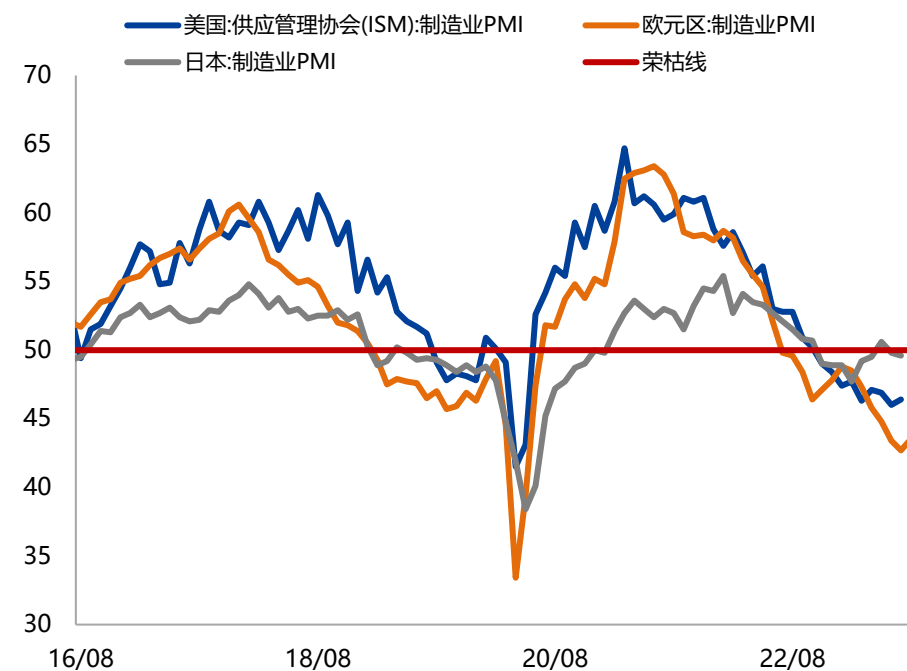


- 国内下游方面，9月进入传统消费旺季，但纺企生产利润持续为负，新增订单未见明显转好。
- 出口方面，主要消费国经济形势不佳；欧盟5月服装进口额同降环增，越南8月棉纺织品、服装产量同比微降，巴基斯坦7月纺服出口额同环比均降。
- 总体而言，棉花供应端随着进口配额发放、紧缺局面改善，需求端上行驱动不足，当前棉花价格顶部格局较明显，建议介入卖看涨期权策略。

传统旺季下游利润仍不佳



当前出口形势偏弱



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