



官方微信



官方APP

## 2023年10月核心策略推荐：

基本面内生修复信号强化，风险资产上行大势明朗

上海 2023.10.08

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：

□ 国内经济见底改善信号逐步增多，具体包括：1.制造业PMI指数连续4个月回升，并重回扩张区间；2.中秋国庆假期期间，国内旅游消费略超预期，国内客单价恢复好于出游人数恢复，出境旅游继续快速修复；3.工业企业库存周期初步出现由被动去库向主动补库过度的迹象；4.美国经济韧性超预期，全球制造业PMI指标也出现改善迹象，有利于我国出口增速的低位修复。但也需注意，目前房地产及相关产业链整体复苏强度、节奏依旧低于预期，并对国内经济形成一定程度的拖累，因此第4季度仍需积极政策呵护，以巩固经济温和复苏的趋势。后续要重点关注10月政治局会议、12月中央经济工作会议等重要会议释放的相关信号。总体而言，当前及未来的国内基本面、政策面两大环境整体利于大类风险资产。

□ 此外，美国最新就业、经济数据表现超预期，亦推动美债收益率继续上行、美元保持强势，进而对全球主要大类资产走势造成扰动，尤其是前期已累积相当涨幅的品种、其脆弱性较前期亦显著加大。综合而言，我们认为：1.债券估值偏高、下行压力相对较高；2.低估值的商品多头策略则依旧有可观获利空间；3.A股悲观情绪面则将逐渐修复，且盈利、估值两端形成“戴维斯双击”的置信度则继续提升。

兴业期货投资咨询部

兴业期货投资咨询部

兴业期货投资咨询部

兴业期货投资咨询部

兴业期货投资咨询部

兴业期货投资咨询部

兴业期货投资咨询部

兴业期货投资咨询部

兴业期货投资咨询部

兴业期货投资咨询部

### □ 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): 不管从季节性特征、近期宏观基本面或估值角度来看, 债市在前期的持续上涨后, 出现调整的压力正在不断加大, 且机构行为或进一步加大扰动。而在宽信用传导过程中, 流动性难以出现超预期收紧, 因此长端利率回调风险不及超长端, 跨品种价差可继续持有。

(2) 股指 (买入IF2309, 单边, 持有): 国内最新基本面主要数据持续改善, 与宏观周期、刺激政策印证良好, 利于形成和强化“预期-现实”的正反馈, 并转化为盈利端的核心推涨动能; 当前低估值状态, 则为多头策略提供高安全边际、高弹性; 随国内经济走强, 以美债持续走高为代表的海外市场扰动因素将大幅弱化, 而外资回流的概率则显著提升; 国内资金面持续存有正面信号, 为行情提供潜在支撑; 从业绩、估值和日历效应看, 沪深300指数依旧为最佳多头标的。

(3) 沪铝 (买入AL2311, 单边, 持有): 云南复产基本结束, 在产能天花板限制之下, 后续供给端制约仍将持续。而需求端在地产及其后周期、汽车、光伏等刺激政策均有加码或延续, 存在潜在利多。沪铝在低估值加低库存结构下, 沪铝多头可继续持有。

(4) 碳酸锂 (买入LC2401, 单边, 持有): 未来供给缩减预期已落实, 需求未发现明确萎缩拐点, 行业去库进展也维持好转态势。主力合约持仓量已明显增大, 随着交割月份临近, 空头持仓风险过高。当前做多性价比显著抬升, 建议低位前多继续持有。

### □ 中观面驱动因素要点:

#### 期货策略:

(5) 沪胶 (买入RU2401, 单边, 持有): 政策引导加码提效, 节后车市产销大概率维持复苏, 而极端气候对产区原料释放产生较大阻力及不确定性, 港口库存延续去库之势, 供需结构继续好转, 橡胶价格下方存在支撑; 四季度需关注供应端生产节奏及年末终端消费兑现情况。

(6) PVC (买入V2401, 单边, 增仓): 10月检修偏少产量预计创新高, 但当前上中游库存中等, 供应利空对价格影响程度有限。节后国内需求仍处于旺季, 叠加成本支撑, PVC价格下跌空间有限, 建议加仓以捕捉反弹机会。

(7) 纯碱 (买入SA405, 单边, 持有): 国内宏观稳增长、经济基本面改善信号增多; 中观重碱需求稳步增长, 产业链库存过低; 微观期货价格深度贴水, 对利空反映较充分, 卖方交割意愿和交割能力偏弱, 或将继续支撑纯碱期价上行修复贴水, 纯碱低位多单可继续配合平仓线持有。

(8) 焦煤 (买入JM2401, 单边, 持有): 终端需求表现良好, 钢厂主导原料补库, 而原煤生产仍受制于安全检查, 焦煤维持低库存状态, 基本面乐观因素占优, 价格驱动依然向上; 节后可关注上游煤矿复产近况及需求兑现持续性。

#### 期权策略:

(1) 棉花 (卖出CF401C18000, 持有): 国内棉花供需预计偏宽松运行, 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

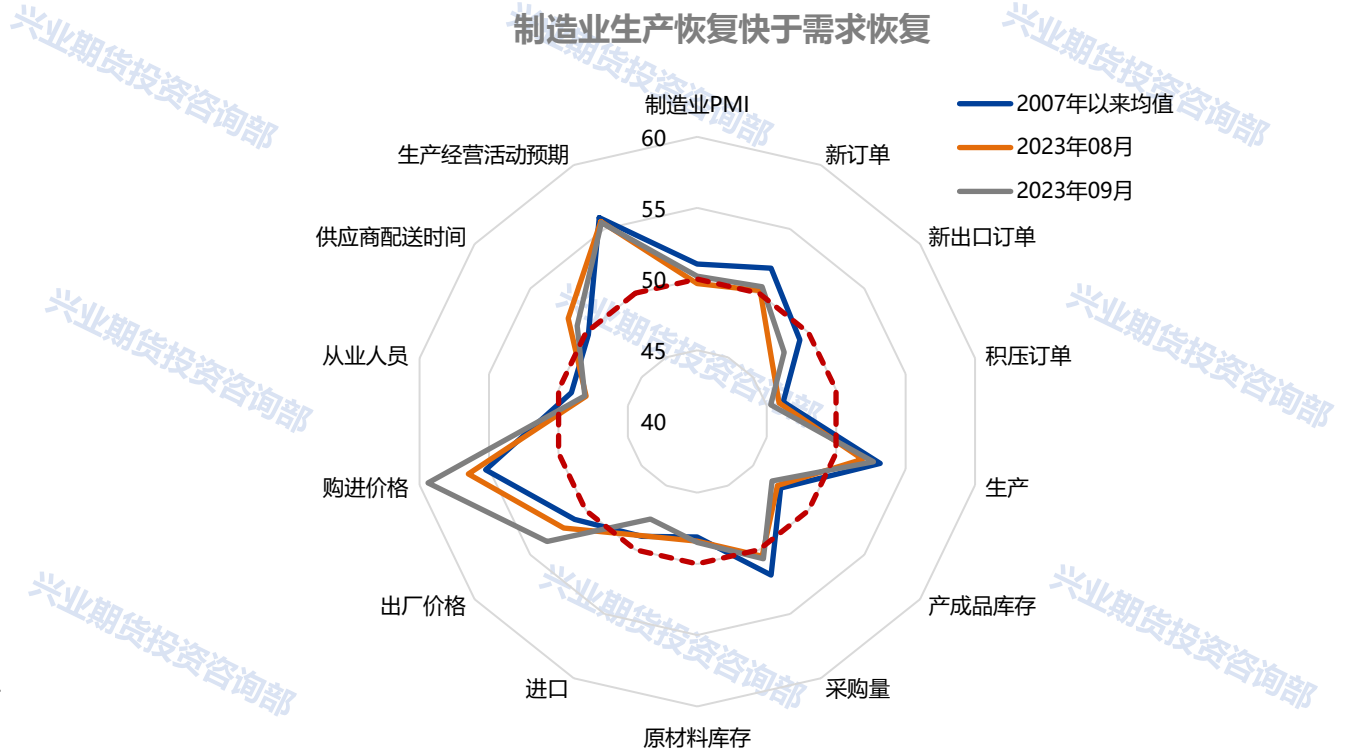
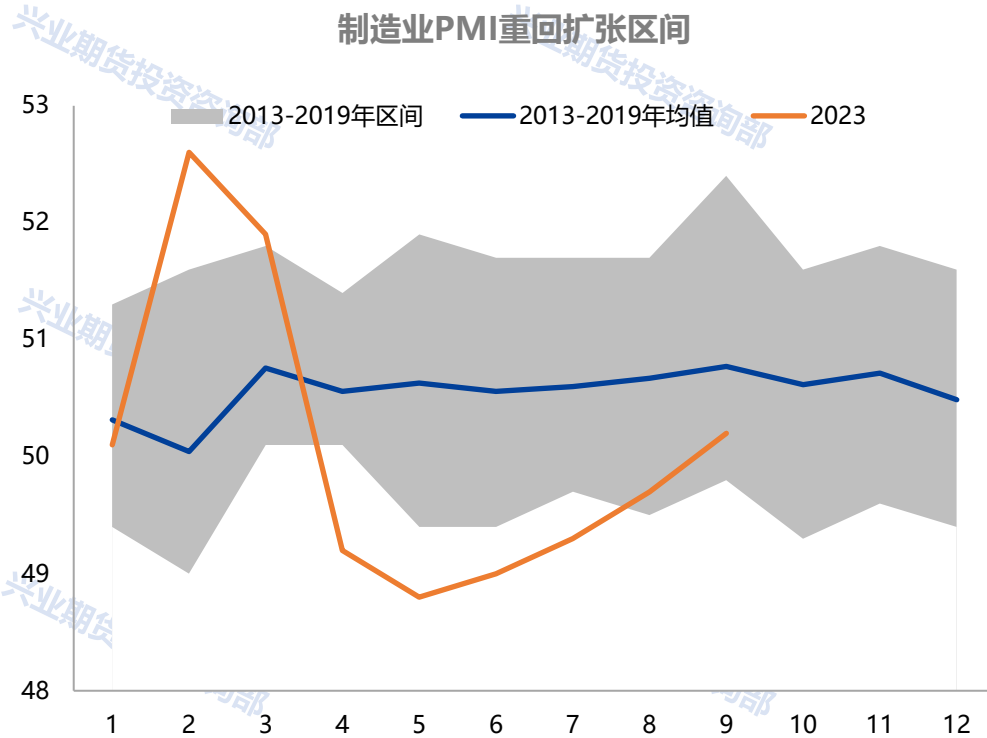
01

国内：经济改善信号增多，政策有望继续加码

02

国外：美国经济保持韧性，美债收益率持续上行

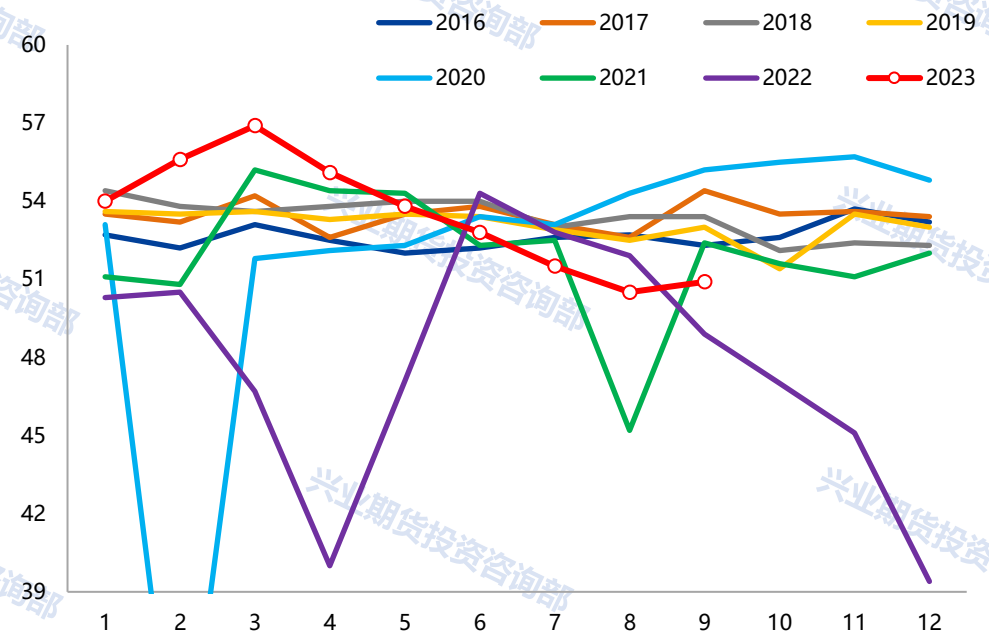
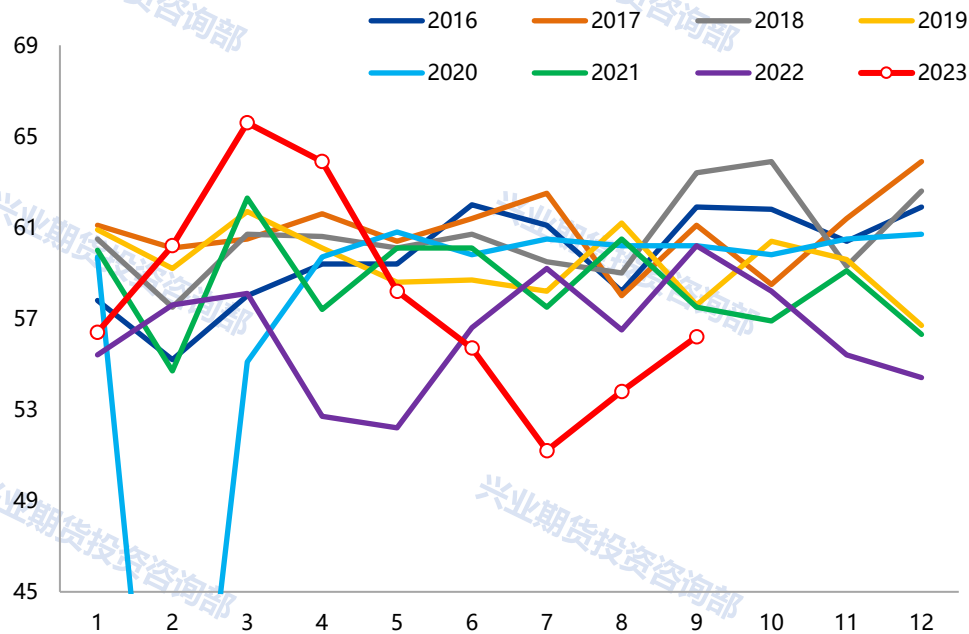
9月制造业PMI指数录得50.2%（前值49.7%），连续4个月回升，今年4月以来首次回到扩张区间。其中，供需双双改善，均处于扩张区间，供给改善程度仍高于需求；出口订单指数回升，进口订单指数回落，预计9月出口增速或低位小幅回升；价格指数继续回升，预计9月PPI指数跌幅收窄，产成品库存指数回落，受节前补库原材料库存指数小幅回升；大中小型企业景气指数不同程度回升，中小企业指数仍处于收缩区间；制造业从业人员指数小幅回升，但仍处于收缩区间。



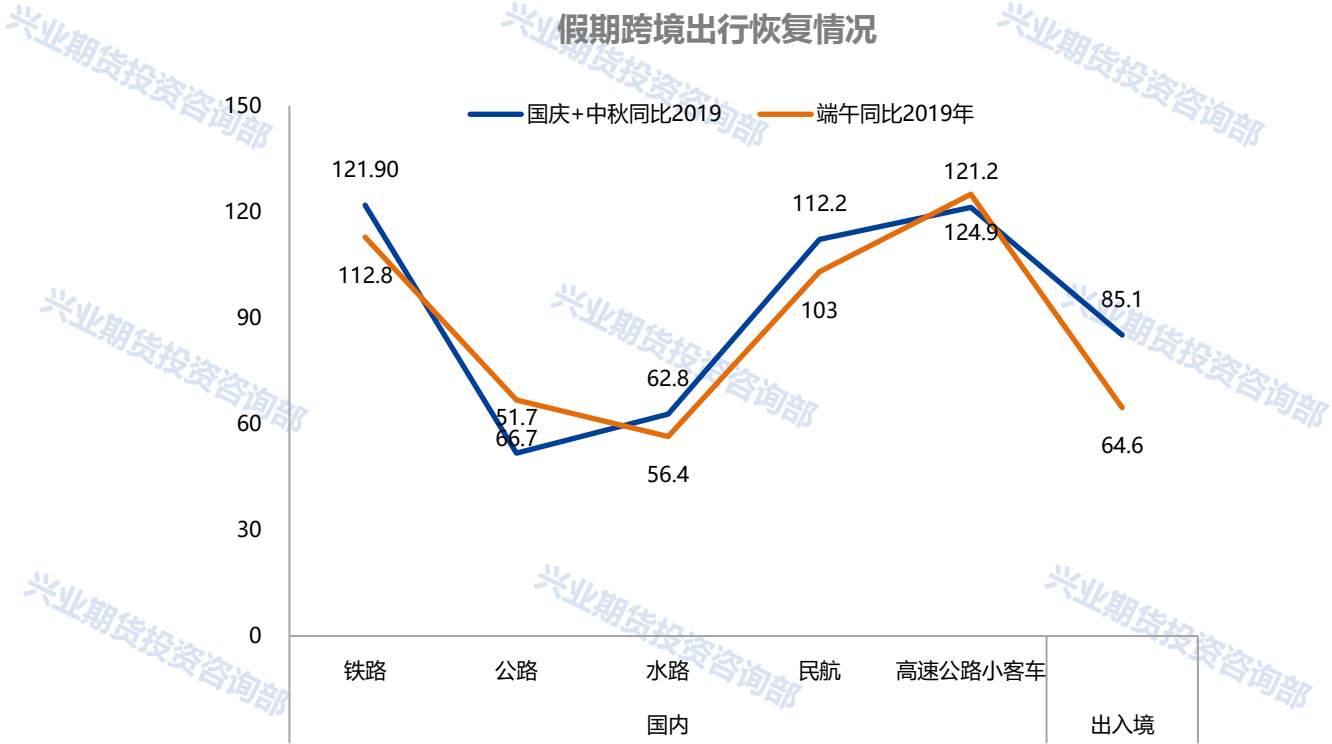
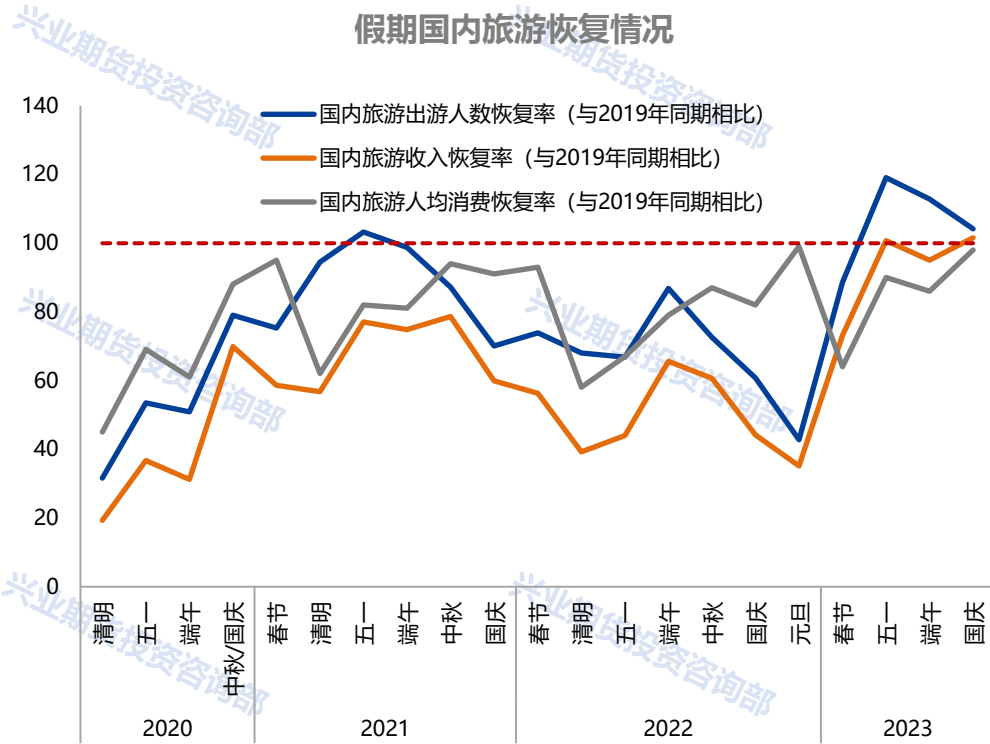
9月建筑业PMI指数录得56.2%（前值53.8%），连续2个月回升，可能与高稳多雨天气影响逐渐消退、地方政府专项债发行有所提速，建筑业生产施工加快有关。9月服务业PMI指数录得50.9%（前值50.5%），环比上月回升，主要与双节假期临近相关。其中，水上运输、邮政、电信、互联网、金融等行业商务活动景气指数较高。总体看，9月PMI数据整体好转，制造业指数回到扩张区间，指向经济政策效应逐步积累，经济景气水平有所好转。但是PMI部分指标仍表现反复，房地产销售、拿地并未明显改善，以及季节性因素影响，经济内生修复动能仍有待进一步巩固和提升，统计局亦表示“本月反映行业竞争加剧、原材料成本高和资金紧张的制造业企业占比上升，制造业恢复仍面临一些困难”，我们认为后续可能还会有政策。

### 建筑业PMI

### 服务业PMI

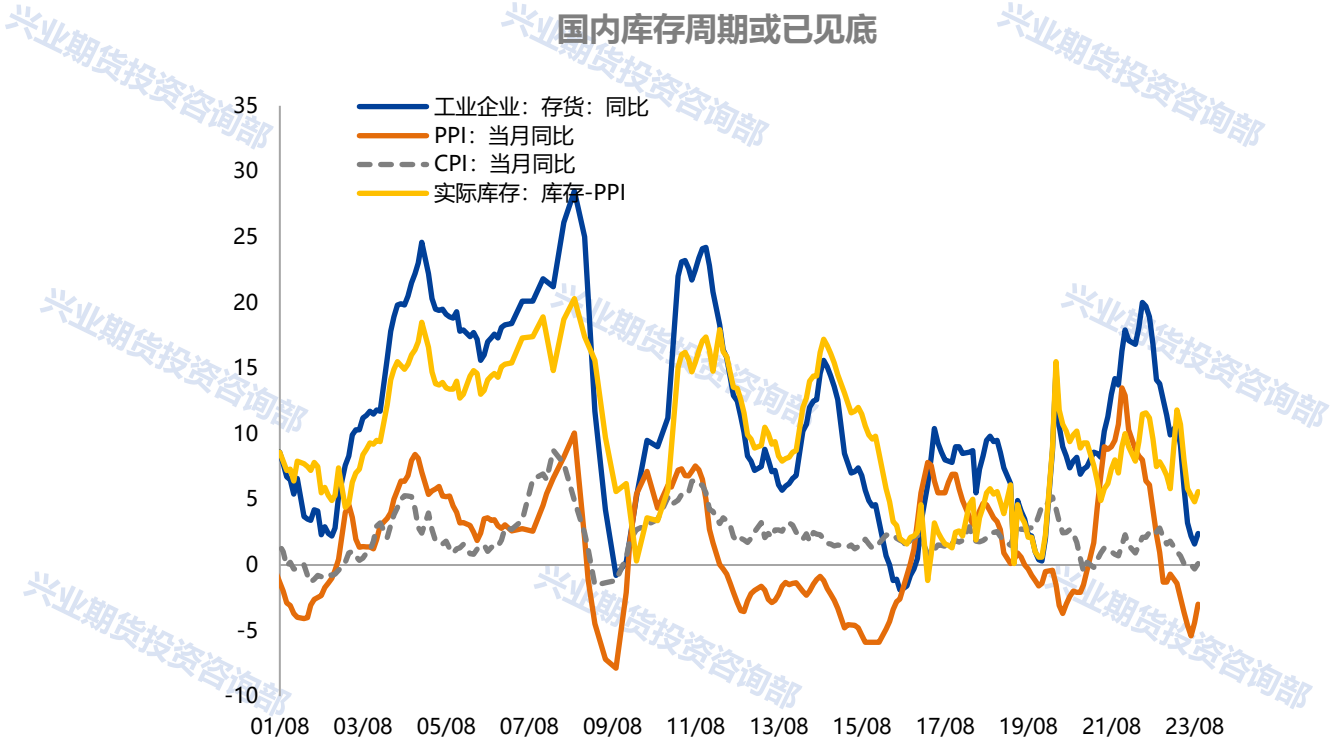
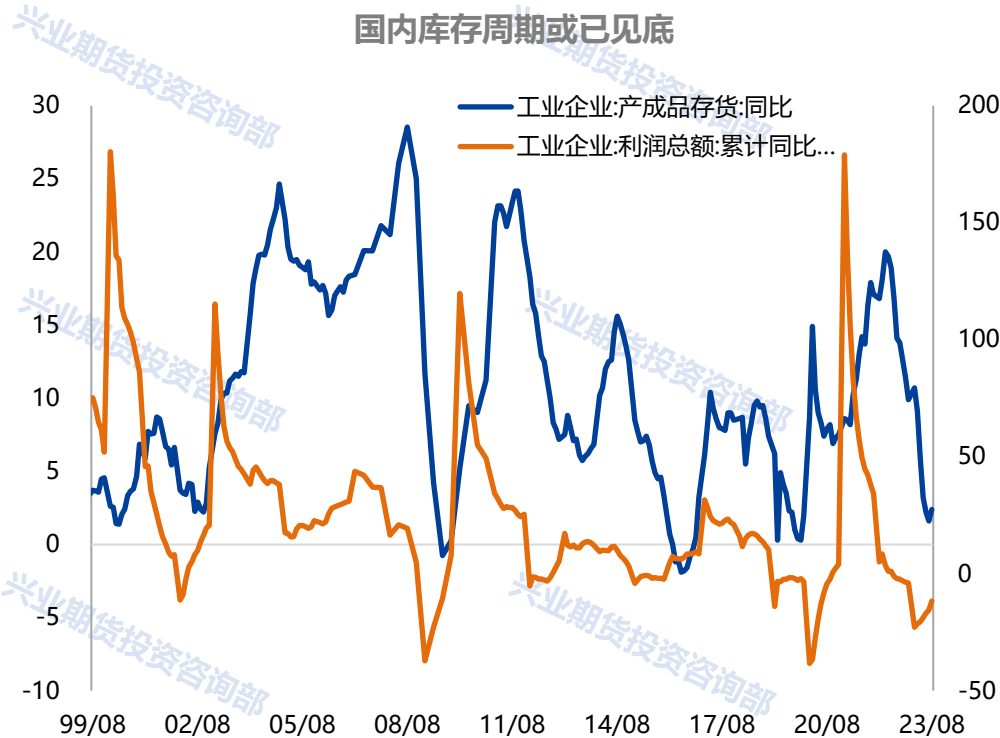


□ 双节假期旅游消费恢复较好。国内旅游出行人数修复程度有所回落，但人均消费首次超过疫情以前。今年中秋国庆假期，国内出游人次、旅游收入均超2019年同期，其中，全国国内旅游出游8.3亿人次，同比增长71.3%，按可比口径较2019年增长4.1%；实现国内旅游收入7534.3亿元，同比增长129.5%，按可比口径较2019年增长1.5%，人均旅游花费为912元，创2019年以来新高，同时高于文旅部预计值。而跨境旅游快速修复，中日出入境人数恢复至2019年国庆假期的85%左右，大幅好于五一端午的59.2%和64.6%。

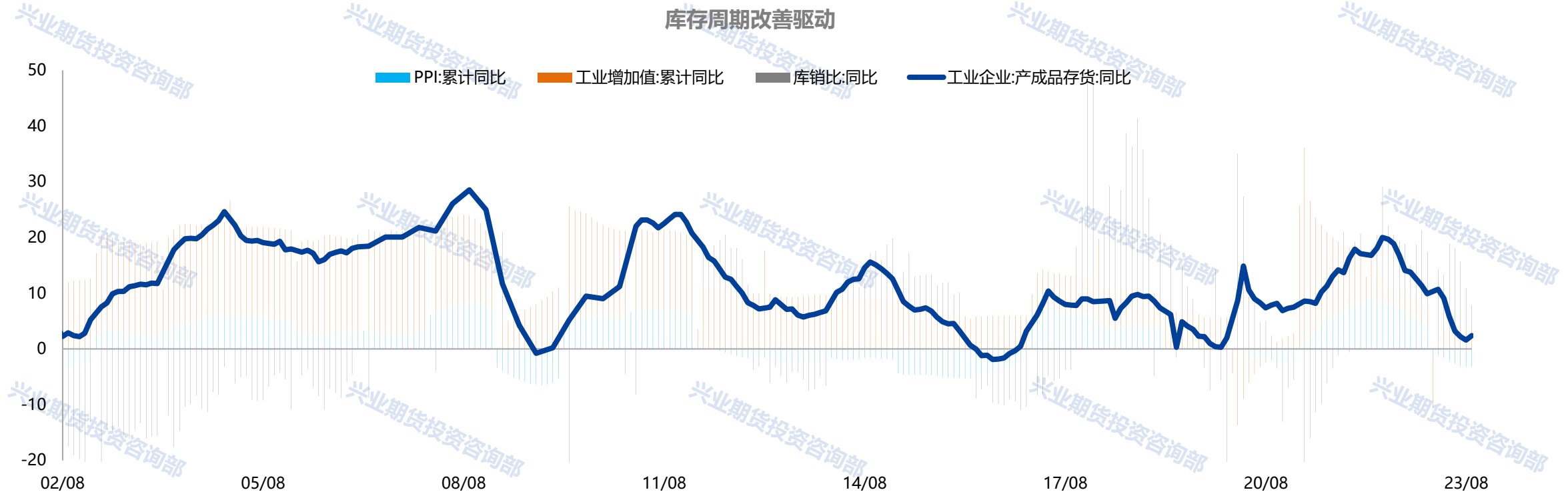




- ❑ 工业企业盈利继续改善：前8个月工业企业利润总额累计同比下跌11.7%，前值-15.5%，8月单月同比增长17.2%，由负转正。
- ❑ 工业企业产成品库存增速由降转升：前8个月工业企业产成品库存同比增长2.4%，前值1.6%，库存增速连续17个月下行后，首次出现回升。
- ❑ 从指标看，国内名义库存周期首次出现由被动去库过渡至主动补库的迹象，但持续性还待验证。

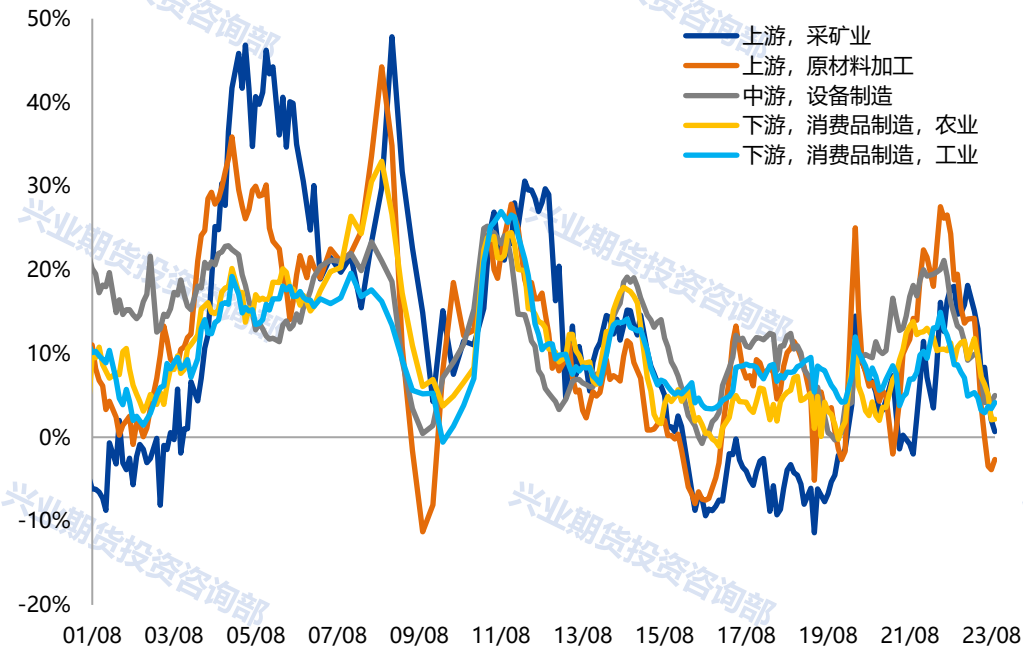


从驱动看，8月份国内库存指标的改善同时受到价、量、利润率改善的拉动。价格方面，受益于国际油价上涨、国内需求筑底企稳、下游行业对原材料补库需求释放等因素的影响，国内PPI指标自6月见底后连续2个月跌幅收窄。四季度PPI同比降幅有望继续收窄，但国内经济仍处于弱复苏阶段，对国内库存周期的正向拉动作用有限。量的方面，随着国内稳增长政策加码落地生效，工业企业生产加快回暖，自上游向下游逐一推动工业企业库存增速回升。四季度政策或继续加码，总需求回升后，生产改善有望继续。不过，随着生产的回升，工业企业库销比同比增幅逐步收窄。



从库存结构占比看，国内库存周期上游采矿业、中游设备制造业、下游工业消费品制造业库存占比逐渐回升，上游原材料、下游农业消费品制造业库存占比逐步回落。从产业链各环节库存增速看，中游设备制造业、下游工业消费品制造业和农业消费品制造业库存增速已于8月初步见底回升，上游采矿业、原材料业、以及基建行业还处在去库阶段。从细分行业看，上游原材料加工业、中游设备制造业中多数行业而库存周期改善较多。回顾我国库存周期历史，地产、出口、或者消费至少有一方面改善是库存周期改善的主要驱动，其中强补库周期与地产周期改善相关度更高。考虑到地产周期尚无改善迹象，出口、消费改善迹象不明显，预计本轮国内工业企业库存补库周期可能偏弱。

库存结构



上中下游产业链库存占比

日期	上游采矿业	上游材料业	中游设备制造	下游消费品, 农业	下游消费品, 工业	基建电热燃气
2023-08	2.4%	25.1%	46.3%	10.4%	15.4%	0.8%
2023-07	2.4%	25.6%	45.7%	10.6%	15.3%	0.8%
2023-06	2.4%	25.9%	45.2%	10.7%	15.2%	0.8%
2023-05	2.4%	26.3%	45.3%	10.7%	14.8%	0.8%
2023-04	2.4%	26.5%	45.2%	10.7%	14.8%	0.8%
2023-03	2.4%	26.9%	44.9%	10.7%	14.7%	0.8%
2023-02	2.4%	27.2%	44.6%	10.8%	14.7%	0.9%
2022-12	2.5%	25.6%	44.9%	11.3%	15.2%	0.8%
2022-11	2.6%	26.1%	45.0%	10.8%	15.1%	0.9%
2022-10	2.5%	26.3%	45.1%	10.5%	15.2%	0.9%
2022-09	2.4%	26.3%	45.0%	10.5%	15.4%	0.8%
2022-08	2.3%	26.4%	45.1%	10.5%	15.3%	0.8%
2022-07	2.3%	27.0%	44.4%	10.6%	15.2%	0.8%
2022-06	2.3%	27.5%	44.1%	10.6%	15.2%	0.8%
2022-05	2.2%	27.2%	44.7%	10.4%	15.0%	0.8%
2022-04	2.3%	27.2%	44.4%	10.6%	15.1%	0.8%
2022-03	2.2%	27.0%	44.5%	10.6%	15.4%	0.8%
2022-02	2.2%	26.5%	44.8%	10.7%	15.4%	0.8%

## 中国库存周期（分行业，更新至8.31）

板块	行业	库存增速分位数	利润增速分位数	PPI增速历史分位数	工业增加值增速历史分位数	库存阶段	板块	行业	库存增速分位数	利润增速分位数	PPI增速历史分位数	工业增加值增速历史分位数	库存阶段
上游采矿业	煤炭开采	51.4%	21.8%	4.6%	21.1%	主动去库	中游设备制造业	设备维修	78.1%	58.6%	54.3%	93.8%	被动去库
	油气开采	15.2%	26.8%	27.9%	69.6%	主动补库		下游消费品制造业, 农产品	农副食品	23.5%	2.5%	9.6%	8.8%
	黑金采矿	3.7%	14.9%	46.2%	23.2%	被动去库	食品制造		14.0%	6.2%	1.5%	6.2%	被动去库
	有色采矿	7.8%	38.0%	61.9%	4.6%	被动去库	饮料制造		28.4%	1.7%	54.8%	9.4%	主动补库
	非金属采矿	18.5%	1.7%	10.2%	2.6%	主动去库	烟草制品		77.8%	25.6%	87.3%	41.2%	被动补库
燃料加工	9.5%	36.0%	23.9%	63.9%	主动补库	木材制品	25.5%		32.2%	4.1%	6.2%	主动补库	
上游原材料加工业	化学原料	2.5%	4.1%	6.1%	37.6%	主动补库	家具制造	0.8%	6.6%	25.9%	6.7%	主动去库	
	化学纤维	12.8%	31.0%	46.2%	34.0%	主动补库	造纸	4.5%	7.0%	2.0%	11.9%	被动去库	
	建材	5.8%	4.5%	2.0%	8.8%	被动去库	下游消费品制造业, 工业品	纺织	31.3%	6.2%	11.7%	10.8%	主动补库
	钢铁	21.0%	14.5%	33.5%	51.0%	主动补库		纺织服装	3.7%	7.4%	40.1%	10.9%	被动补库
	有色冶炼	32.5%	9.5%	56.9%	33.5%	主动补库		皮革制品	11.1%	55.8%	68.5%	13.3%	被动去库
废旧加工	34.2%	7.0%	39.7%	66.4%	被动去库	印刷		3.7%	6.6%	17.3%	7.0%	主动补库	
金属制品	0.8%	10.3%	13.7%	10.3%	主动补库	文教体美		36.6%	8.3%	98.3%	10.2%	主动去库	
中游设备制造业	通用设备	16.5%	39.7%	33.0%	9.8%	被动补库	医药制造	39.5%	5.0%	37.6%	2.6%	被动补库	
	专用设备	62.6%	26.4%	25.9%	13.9%	主动补库	橡塑制品	14.8%	71.9%	5.8%	21.1%	主动补库	
	汽车	23.6%	31.4%	1.7%	63.3%	主动补库	其他制造	3.2%	1.8%	7.8%	10.9%	被动去库	
	运输设备	66.3%	64.5%	30.6%	60.9%	主动补库	公用事业	电力热力	72.8%	90.9%	67.5%	28.4%	被动去库
	电气机械	46.9%	74.0%	28.4%	63.4%	被动补库		燃气生产	10.3%	22.3%	21.3%	6.7%	被动去库
	电子设备	10.3%	5.4%	36.0%	7.7%	主动补库		水生产	42.0%	39.7%	6.6%	3.6%	被动去库
	仪器仪表	56.0%	38.0%	70.7%	13.4%	被动补库							

## 中国历次补库存周期回顾

产成品存货 增速贡献	第一轮补库 2000-05 2001-06		第二轮补库 2002-10 2004-12		第三轮补库 2006-05 2008-08		第四轮补库 2009-08 2011-10		第五轮补库 2013-08 2014-08		第六轮补库 2016-06 2018-08		第七轮补库 2019-11 2020-03		第八轮补库 2020-10 2022-04	
	前10	纺织	2.29	钢铁	3.63	钢铁	6.95	钢铁	4.01	电子设备	1.11	电子设备	1.60	钢铁	3.59	化学原料
	农副食品	0.72	燃料加工	2.33	燃料加工	1.76	化学原料	2.97	钢铁	1.07	钢铁	1.30	化学原料	1.63	电气机械	1.81
	钢铁	0.63	运输设备	1.89	化学原料	1.64	汽车	2.18	汽车	0.85	化学原料	1.21	有色冶炼	1.09	电子设备	1.78
	运输设备	0.51	电气机械	1.75	农副食品	0.91	燃料加工	2.05	电气机械	0.78	汽车	1.15	汽车	1.04	燃料加工	1.65
	化学纤维	0.48	化学原料	1.72	运输设备	0.73	运输设备	1.96	专用设备	0.66	电气机械	1.14	建材	0.75	钢铁	0.91
	燃料加工	0.40	纺织	1.67	金属制品	0.65	电气机械	1.48	农副食品	0.57	燃料加工	0.84	金属制品	0.75	有色冶炼	0.70
	电气机械	0.40	通用设备	0.88	通用设备	0.60	纺织	1.33	燃料加工	0.56	专用设备	0.75	电气机械	0.66	建材	0.70
	金属制品	0.28	金属制品	0.86	汽车	0.59	有色冶炼	1.25	通用设备	0.51	有色冶炼	0.63	燃料加工	0.58	金属制品	0.55
	有色冶炼	0.27	农副食品	0.83	建材	0.50	专用设备	1.13	化学原料	0.49	通用设备	0.55	农副食品	0.55	专用设备	0.45
	电子设备	0.18	化学纤维	0.82	专用设备	0.45	农副食品	1.09	建材	0.45	造纸	0.35	电子设备	0.54	纺织	0.45
后10	油气开采	0.00	饮料制造	0.09	文教体美	0.01	文教体美	0.05	医药制造	0.01	有色采矿	0.01	饮料制造	0.03	开采辅助	0.00
	非金属采矿	-0.01	家具制造	0.09	印刷	0.00	家具制造	0.04	开采辅助	0.01	皮革制品	0.01	文教体美	0.03	其他采矿	0.00
	文教体美	-0.01	印刷	0.09	其他采矿	0.00	非金属采矿	0.03	电力热力	0.00	设备维修	0.00	水生产	0.02	水生产	0.00
	木材制品	-0.02	文教体美	0.09	皮革制品	-0.01	废旧加工	0.02	其他采矿	0.00	电力热力	0.00	设备维修	0.02	电力热力	-0.03
	水生产	-0.03	医药制造	0.08	仪器仪表	-0.11	黑金采矿	0.02	设备维修	0.00	其他采矿	0.00	开采辅助	0.01	非金属采矿	-0.03
	印刷	-0.05	燃气生产	0.08	纺织服装	-0.15	其他采矿	0.00	水生产	0.00	开采辅助	0.00	烟草制品	0.00	有色采矿	-0.04
	家具制造	-0.05	有色采矿	0.07	油气开采	-0.19	水生产	0.00	废旧加工	-0.02	燃气生产	-0.02	其他采矿	0.00	废旧加工	-0.04
	燃气生产	-0.06	非金属采矿	0.05	纺织	-0.20	电力热力	0.00	有色采矿	-0.05	非金属采矿	-0.03	其他制造	0.00	运输设备	-0.10
	造纸	-0.10	水生产	0.02	煤炭开采	-0.38	燃气生产	-0.01	饮料制造	-0.06	油气开采	-0.03	废旧加工	-0.01	医药制造	-0.11
	煤炭开采	-0.19	其他采矿	0.00	有色冶炼	-0.95	烟草制品	-0.05	化学纤维	-0.11	烟草制品	-0.09	油气开采	-0.03	汽车	-0.34

产成品存货增速贡献=补库周期，行业增速提高幅度\*补库周期结束行业产成品存货占比

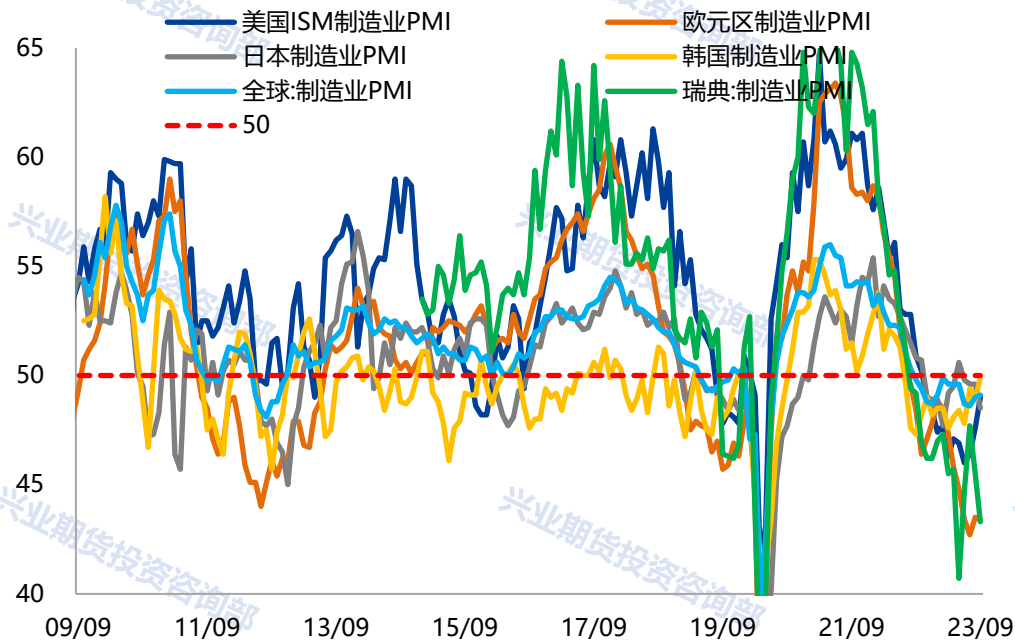
□ 在这一轮快速大幅加息过程中，美国经济依然保持较强韧性。这主要源于美国经济中对利率不敏感的部分占比超过70%，且维持较高增速，如超储和高时薪增速支撑下的非耐用品消费支出、拜登政府扶持的新能源/半导体/供应链行业的企业投资、非国防支出，使得美国经济对高利率存在一定程度的脱敏。目前看，以上利率不敏感的经济组成部分短期暂无快速恶化的驱动，年内美国软着陆或许是基准情形。

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		1.6%	12.0%	4.7%	5.4%	3.6%	1.9%	1.7%	0.7%	1.7%	2.4%
个人消费		3.0%	16.4%	7.6%	7.2%	5.0%	2.2%	1.9%	1.2%	2.1%	1.8%
商品消费		13.6%	20.3%	6.0%	6.6%	2.3%	-1.2%	0.8%	-0.6%	1.0%	1.2%
耐用品消费	利率敏感	28.4%	32.8%	4.5%	5.8%	-0.2%	-3.7%	3.0%	0.1%	3.1%	3.2%
非耐用品消费	利率不敏感	6.4%	13.9%	6.8%	7.0%	3.8%	0.2%	-0.5%	-1.0%	-0.2%	0.1%
服务消费	利率不敏感	-1.8%	14.4%	8.5%	7.6%	6.4%	4.0%	2.5%	2.1%	2.7%	2.2%
私人投资		3.9%	19.8%	4.7%	7.9%	10.5%	9.0%	2.9%	-2.4%	-6.1%	-2.2%
固定资产投资		3.8%	14.4%	7.0%	3.8%	3.3%	1.8%	1.1%	-0.8%	-1.8%	-0.5%
住宅投资	利率敏感	14.8%	22.7%	7.3%	0.4%	-2.4%	-5.0%	-11.4%	-17.4%	-18.1%	-15.4%
非住宅投资		0.4%	11.8%	6.8%	4.9%	5.3%	4.3%	5.8%	5.6%	4.4%	4.9%
其中：建筑	利率不敏感	-12.1%	0.1%	1.4%	-0.9%	-3.1%	-3.4%	-2.7%	0.8%	8.1%	12.3%
设备和器械	利率不敏感	2.5%	18.4%	4.6%	1.4%	4.9%	3.5%	7.2%	5.3%	0.2%	0.9%
知识产权	利率不敏感	5.9%	12.2%	11.9%	11.6%	10.3%	9.0%	9.0%	8.3%	6.4%	4.9%
私人存货	利率敏感	-29.7%	-49.5%	-93.1%	141.7%	-862.4%	-166.9%	862.2%	-26.7%	-86.2%	-83.9%
净出口		53.6%	64.6%	32.5%	23.1%	32.2%	22.7%	1.5%	-3.0%	-18.1%	-16.8%
出口	利率敏感	-5.7%	20.3%	7.1%	6.7%	5.2%	7.4%	11.1%	4.3%	7.3%	2.1%
进口	利率敏感	5.7%	30.4%	13.6%	11.1%	12.7%	11.8%	8.2%	2.1%	-1.0%	-3.9%
政府消费支出和投资		1.4%	-1.8%	-0.6%	-0.2%	-2.3%	-1.6%	-0.6%	0.8%	2.7%	4.1%
联邦政府		7.6%	-1.9%	-0.4%	0.6%	-5.2%	-4.0%	-1.9%	-0.1%	3.0%	4.3%
国防支出		0.3%	-1.1%	-1.8%	-5.0%	-4.9%	-3.5%	-2.8%	0.2%	2.5%	2.9%
非国防支出	利率不敏感	18.3%	-3.0%	1.4%	8.6%	-5.6%	-4.5%	-0.8%	-0.6%	3.5%	6.1%
州和地方政府		-2.2%	-1.7%	-0.7%	-0.6%	-0.4%	-0.2%	0.2%	1.3%	2.6%	4.0%
利率敏感占比		28.4%	28.2%	27.3%	27.0%	27.1%	26.9%	26.6%	26.3%	26.5%	26.5%
利率不敏感占比		76.0%	76.9%	77.2%	76.5%	77.2%	77.8%	77.7%	77.6%	77.7%	77.7%

□ 与此同时，海外制造业出现走出底部区间的信号。首先，作为全球制造业PMI领先指标，瑞典制造业PMI指数组成中，新订单与库存指数比率连续4个月回升。其次，9月美国制造业PMI指数显著好于预期，收缩程度为近1年最低。海外经济增速放缓的边际下降，预计对我国外需的拖累作用也将减弱，有利于我国出口增速的筑底。

### 全球发达经济体制造业PMI指数

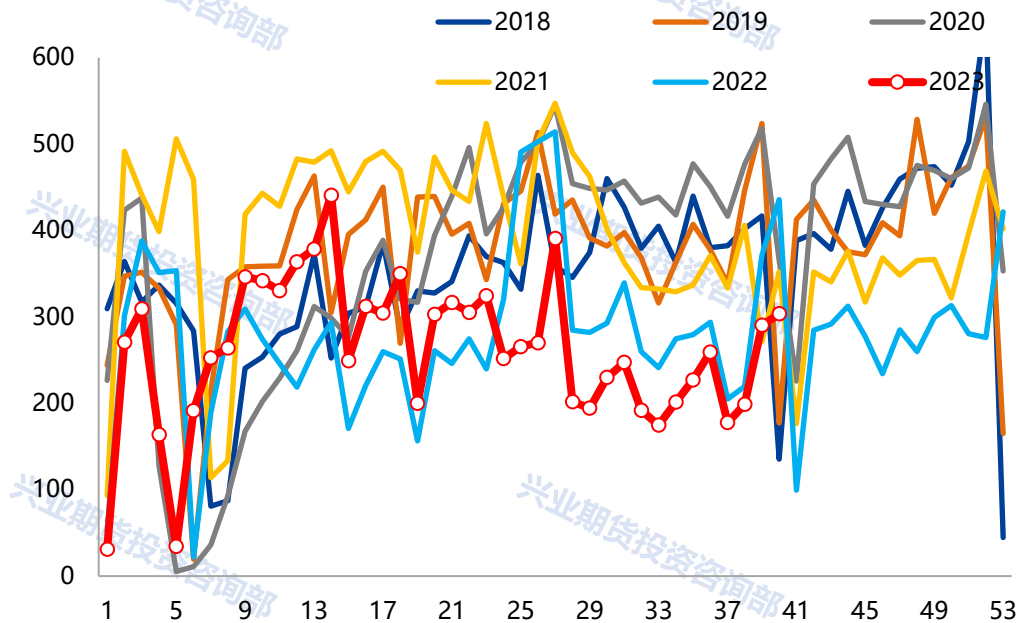
### 美国制造业PMI指数 (分项)



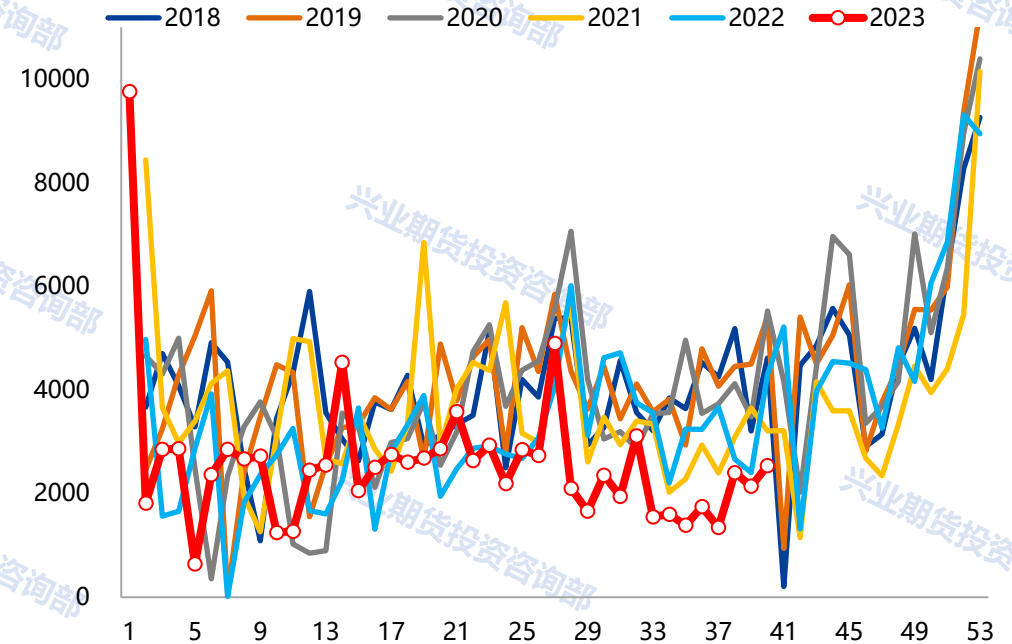
ISM制造业PMI数据 (分项, %)	2007年以来均值	2023年08月	2023年09月	9月环比变化	近12个月趋势
制造业PMI	53.1	47.6	49.0	1.4	
新订单	54.9	46.8	49.2	2.4	
新出口订单	52.8	46.5	47.4	0.9	
订单库存	50.2	44.1	42.4	-1.7	
产出	55.2	50.0	52.5	2.5	
进口	51.8	48.0	48.2	0.2	
交付	55.2	48.6	46.4	-2.2	
自有库存	48.7	44.0	45.8	1.8	
客户库存	44.3	48.7	47.1	-1.6	
物价	59.3	48.4	43.8	-4.6	
就业	51.4	48.5	51.2	2.7	

□ 房地产依然是国内经济的主要拖累项。8月以来房地产调控政策进一步大幅放松，一线城市快速落实认房不认贷政策，优化限购限售政策也在跟进中。受政策驱动，房地产销售虽有一定程度回暖，但仍整体仍偏弱。且房企资金问题仍未解决，恒大、融创在美元债重组过程中，相继在美申请“破产保护”，这也将拉长地产销售好转向投资回暖的传导时长。考虑到地产周期对国民经济增长、工业企业库存周期的影响程度均较大，如若地产周期仍无法实质性的显著改善，那么经济以及库存周期都将缺乏大幅回暖的内生动能，经济和库存周期可能将呈现弱改善的特征。

### 30大中城市商品房成交面积 (更新至10.1)



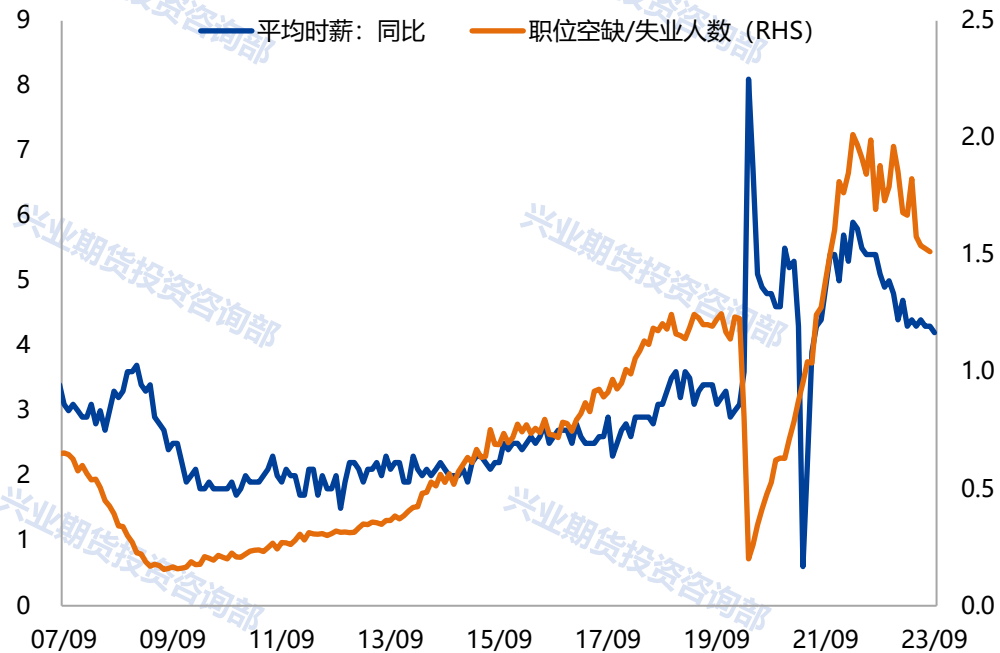
### 100大中城市土地成交 (更新至10.1)



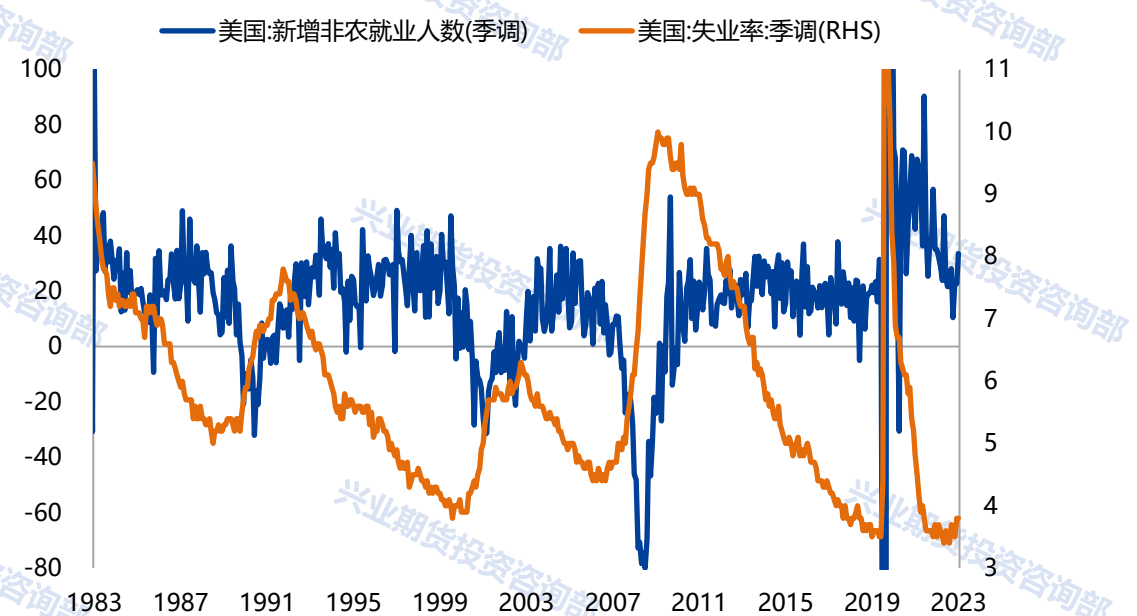


美国就业数据大超预期。首先，9月新增非农就业33.6万，前值18.7万，大幅高于预期的17万。失业率3.8%，与前值持平，小幅高于预期的3.7%，劳动参与率62.8%，与前值和预期持平。9月职位空缺数出任以来哦地上升，从8月的修正值1028万增加43.7万至1071.7万，创下今年以来第二大增幅。工资薪金增速放缓，9月同比增长4.2%，为2021年7月以来最低增速，前值4.3%，预期4.3%；环比增长0.2%，前值0.2%，预期0.3%。

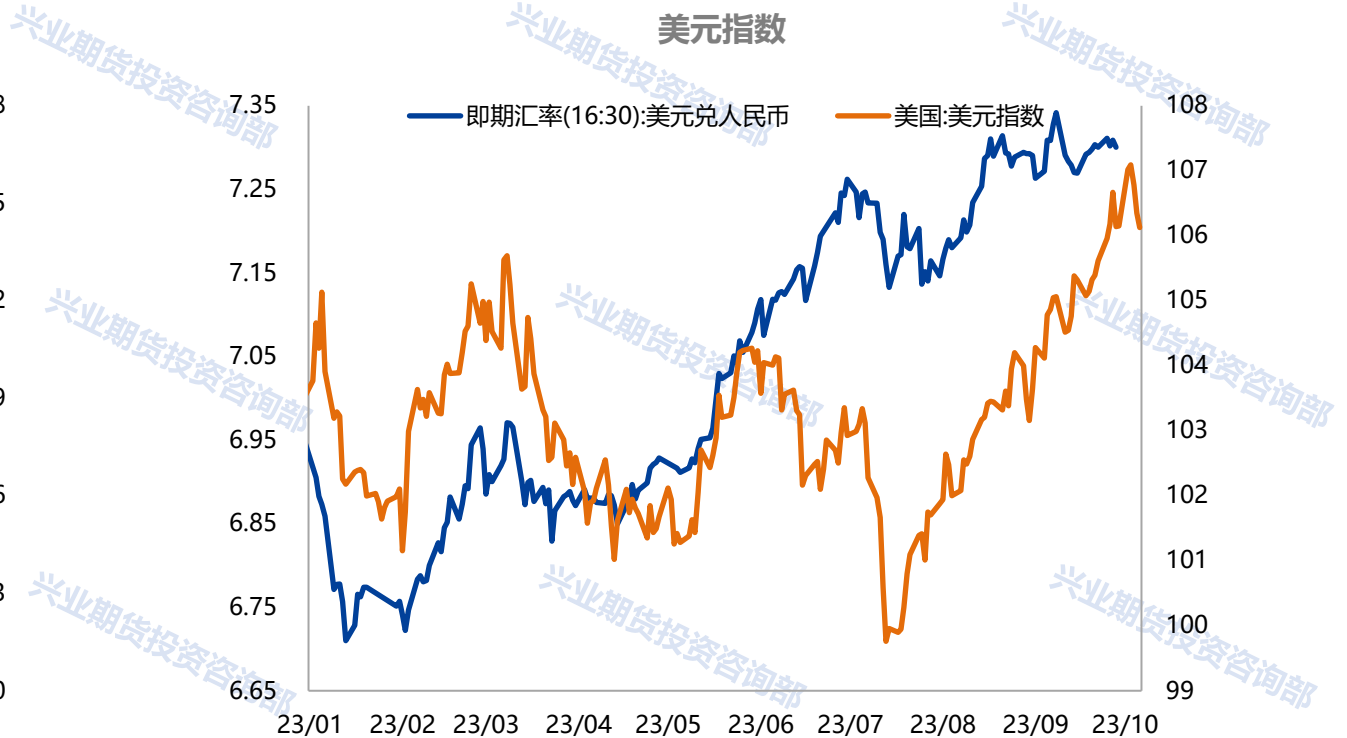
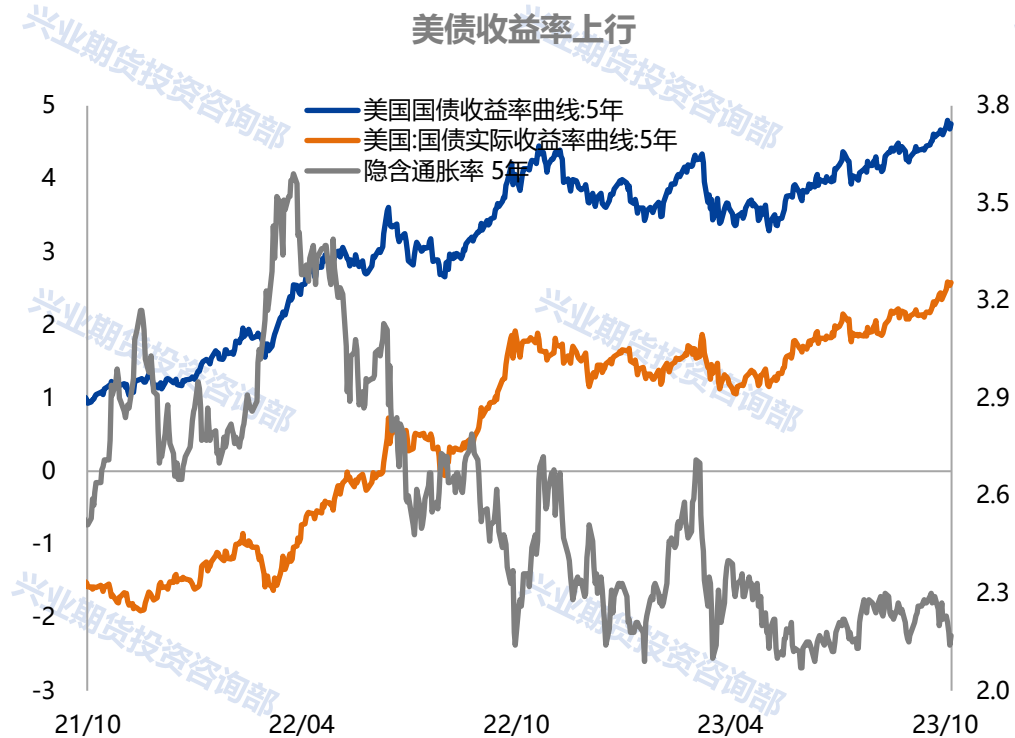
### 美国就业市场景气度仍较高



### 美国就业市场景气度仍较高



□ 由于美国经济韧性超预期，假期期间公布的美国经济数据也好于预期，美联储鹰鸽两派统一论调，利率“higher for longer”，一举推动美国长债利率再刷新近十年以来的新高。不过通胀相关指标仍呈现逐渐降温的迹象，如工资薪资增速持续放缓等，美联储11月是否加息还存在较高不确定性，假期前后市场预期的年内美联储政策利率路径未发生明显变化，美元指数也缺乏进一步大幅上升的驱动。同时，考虑到四季度欧洲等非美经济体不确定性也较高，同样限制美元指数下行空间。我们认为四季度美元指数将高位震荡。以上海外不确定性，将成为风险资产的主要扰动因素。





# 国债

T

01

四季度波动率放大，延续性走低

02

供给或出现阶段性压力，机构行为扰动增多

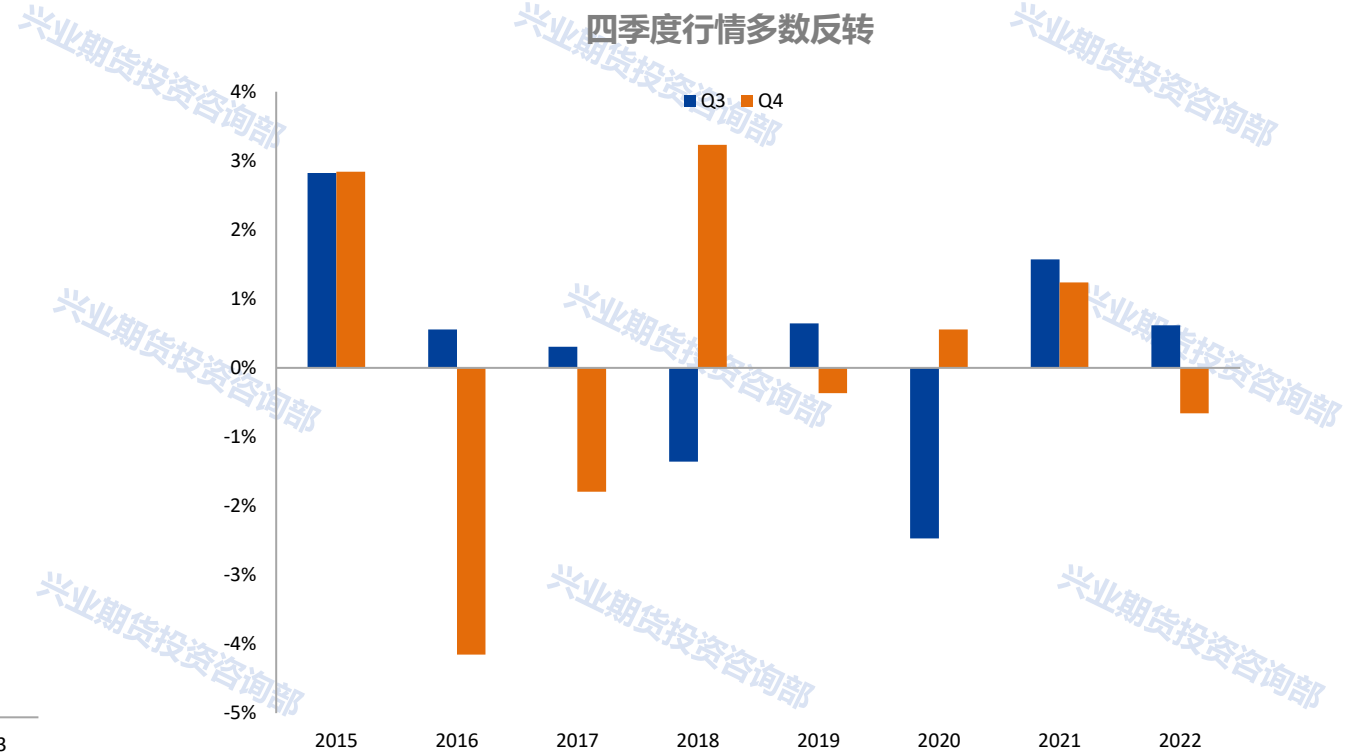
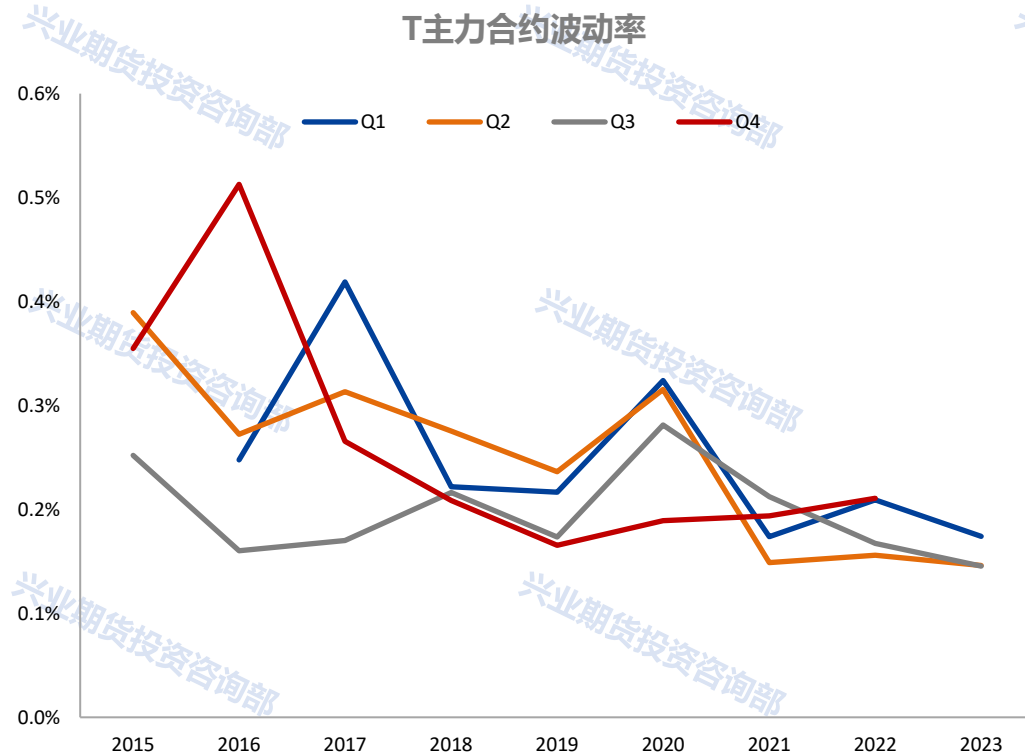
03

宽信用传导仍需时间，债市调整压力累积

04

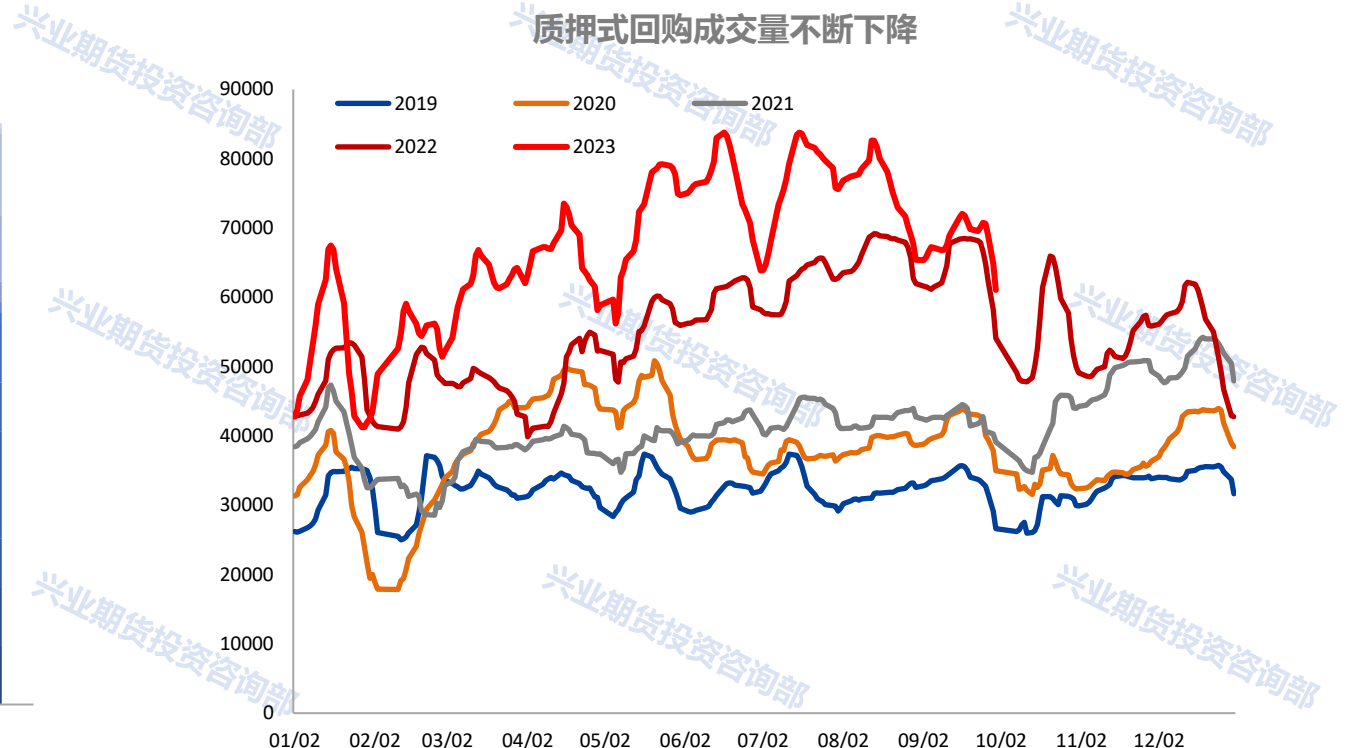
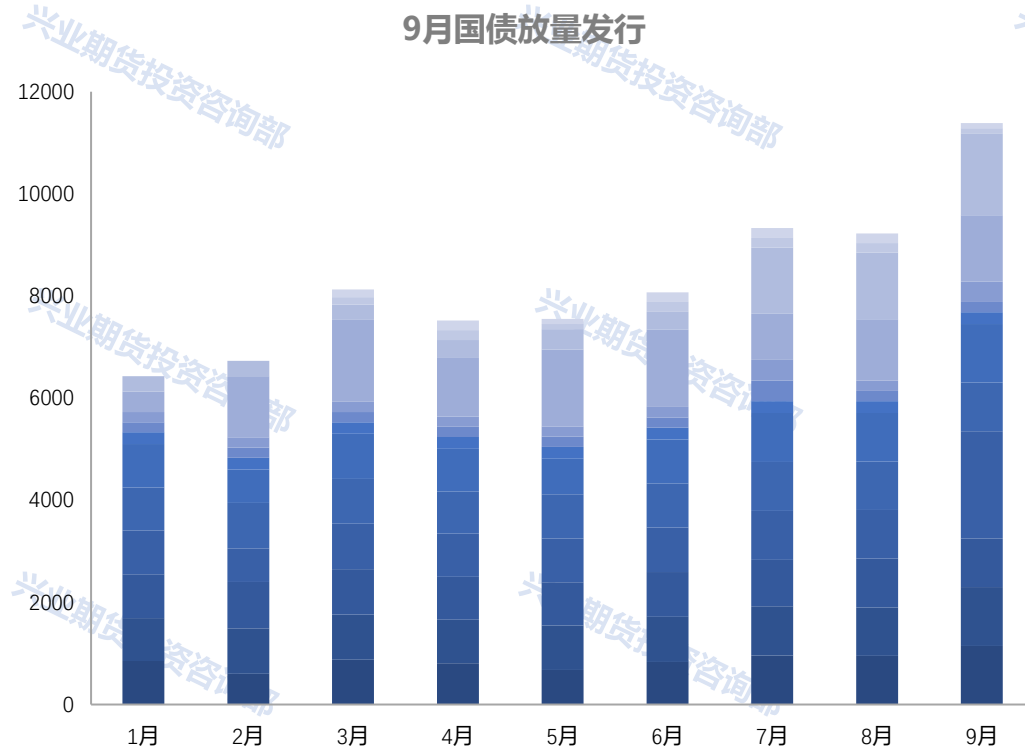
长端回调风险不及超长端，跨品种价差持有

- 观察历史走势，四季度债市呈现出波动率放大的季节性特征，从10年前国债期货上市至今，多数年份下四季度的波动率处于全年中位数以上。
- 从行情的延续性来看，2015年至今仅有2年发生了涨跌幅同向的情况。债市在今年持续走强的背景下，四季度出现反转的概率在增加。



9月财政部宣布在计划外新发行一期1150亿元的5年期国债。从全年发行来看，今年国债发行节奏前缓后快。根据赤字规模，四季度发行的额度为2.54万亿元，但不排除将适当扩大赤字规模，根据中央财政国债余额情况表推算，今年结存限额空间大概在8300亿左右，此外特殊再融资规模仍存不确定性，不排除会形成阶段性供给压力。

在今年前三季度债牛行情之下，交易盘止盈需求在四季度将有所放大，配置盘在供给压力之下，需求或有所减缓，可能对债市造成一定扰动。



- 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，因此利率进一步向下空间较小。
- 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年较为相似，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，利率盘整的持续时间或偏长。

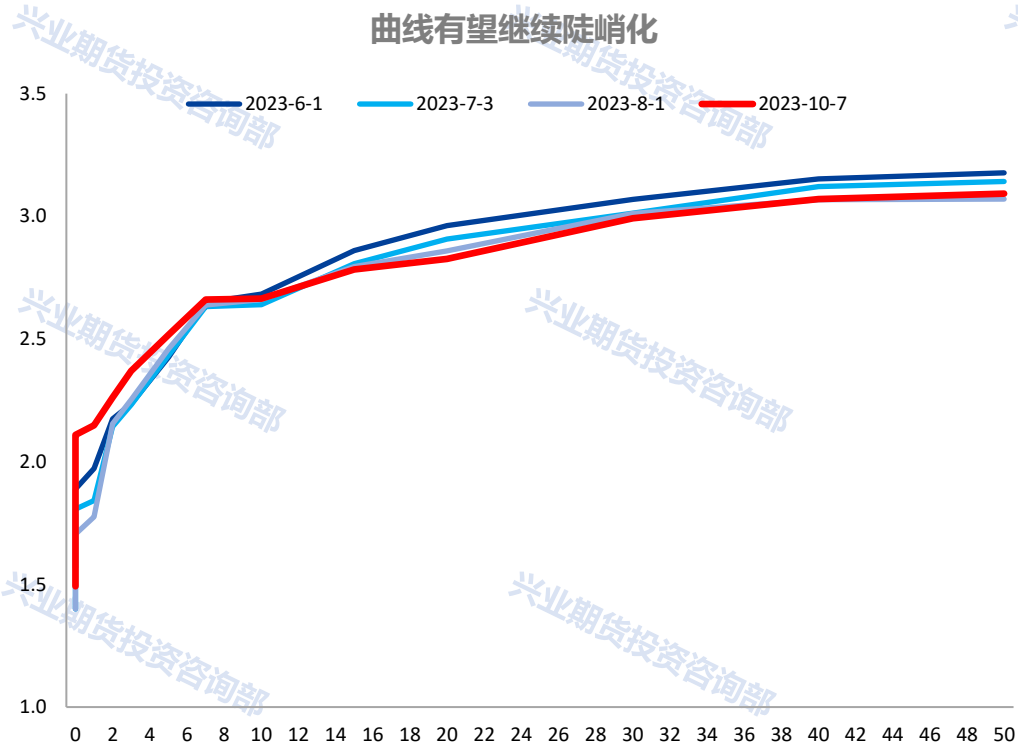
### 宏观数据及利率表现

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	50.2	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	-5.1	-3.4	-1.3	0.4	-1.9	
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，债市收益率出现快速反转仍存在一定阻力，相较于超长端而言，长端调整压力偏低。
- 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 (2023.9.28)	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	16.75	23.8%	20.7	17.2	19.6
10Y-3Y	30.52	17.6%	41.2	35.0	41.1
10Y-1Y	54.32	12.6%	75.1	58.8	70.0
5Y-3Y	13.77	18.8%	20.5	17.8	21.5
5Y-1Y	37.57	11.7%	54.4	41.5	50.4
30Y-10Y	32.28	0.7%	37.3	37.7	36.4
30Y-5Y	49.03	1.8%	58.04	54.95	55.96
2*TF-T	102.04	42.0%	102.4	101.7	101.7
4*TS-T	302.96	15.0%	303.5	303.1	303.3
2*TS-TF	100.46	11.6%	100.5	100.7	100.8
2*T-TL	104.75	21.2%	105.88	-	-
4*TF-TL	308.82	26.5%	310.62	-	-

# 股指

IF

01

“乐观预期、积极现实”循环将形成，盈利端推涨动能强化

02

估值仍处低位，潜在吸引力依旧显著

03

海外市场负面扰动将显著弱化，外资大概率回流

04

国内资金面持续存有正面信号，为行情提供直接支撑

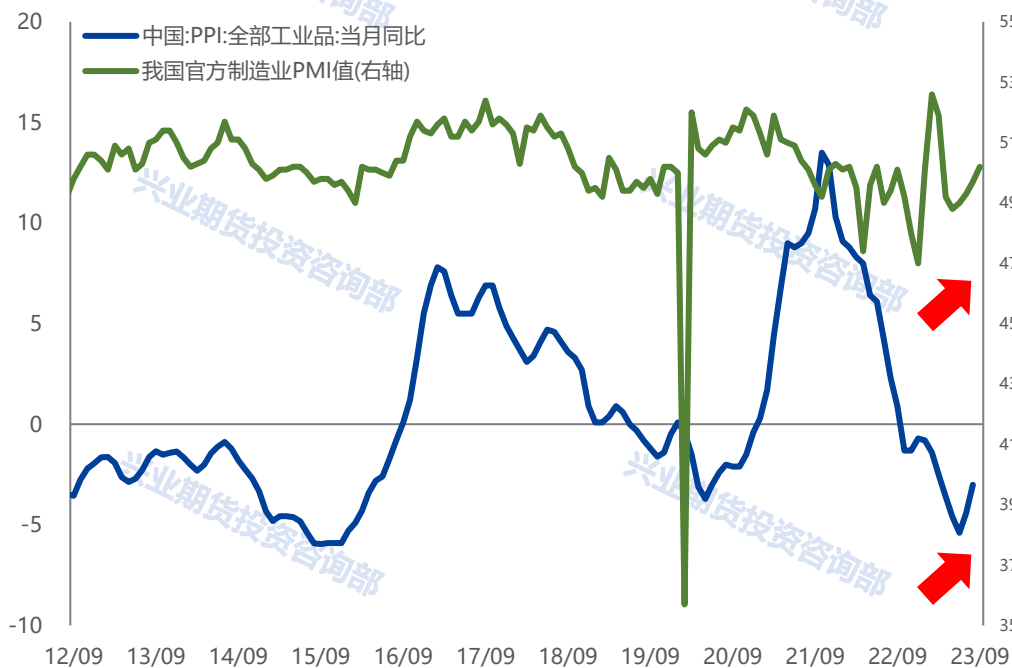
05

从业绩、估值、日历效应看，沪深300指数依旧为最优多头

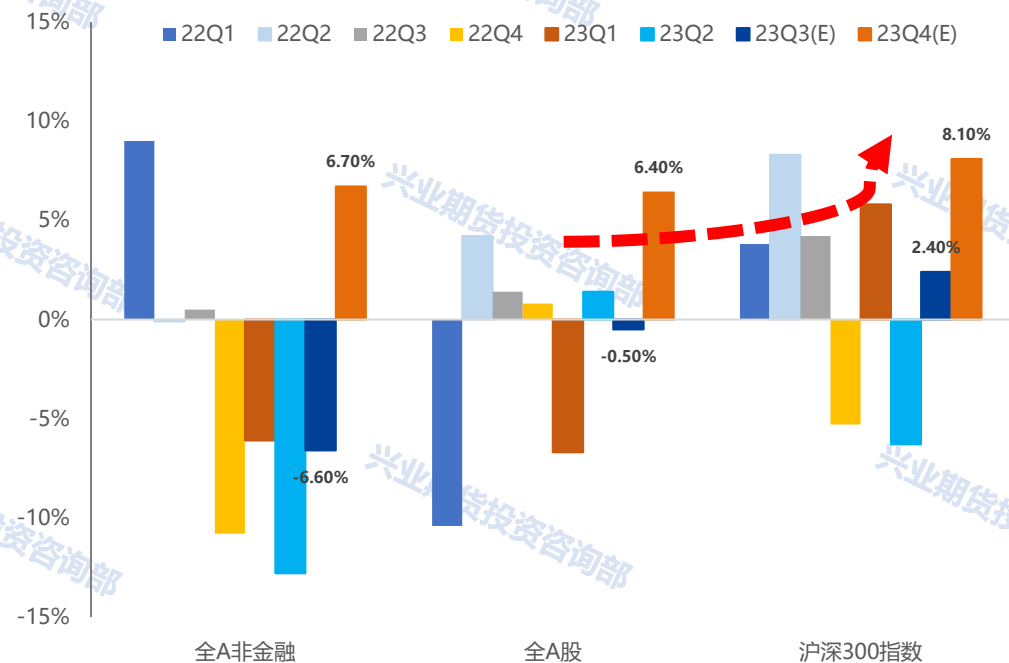


- 结合过往相关分析看，当前我国宏观经济面已逐步进入“被动去库存或主动补库存”阶段，且积极政策导向下、“宽信用”周期亦持续推进。再从最新物价走势（PPI值）、官方制造业PMI值、出口和投资等核心指标看，基本面修复和改善的现实亦得到良好体现、并利于乐观预期的强化。
- 参考天风证券相关预测数据，在2023年Q3、Q4季度，A股整体盈利情况将大幅好转，作为印证。
- 总体看，“政策面-基本面”、“预期-现实”两组核心变量的正向循环大概率已形成，并持续转化为盈利端的推涨动能。

国内PPI值、官方制造业PMI景气指数情况（截至2023年9月）



A股单季度净利润增速预期（天风证券，2023年10月初）



从历轮A股低点主要指数估值水平对比看，以PE为代表，目前A股绝对估值整体处低位区间、部分核心指数（以成长风格板块为主）甚至处于新低位置。再从相对估值水平看，以股债风险溢价为代表，万得全A、沪深300两大指数则分别处86%、92%的高分位区间，意味从横向对比看，A股在大类资产中亦处显著的低估状态。

按基本面上行驱动、统计视角均值回归等两大逻辑看，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）。

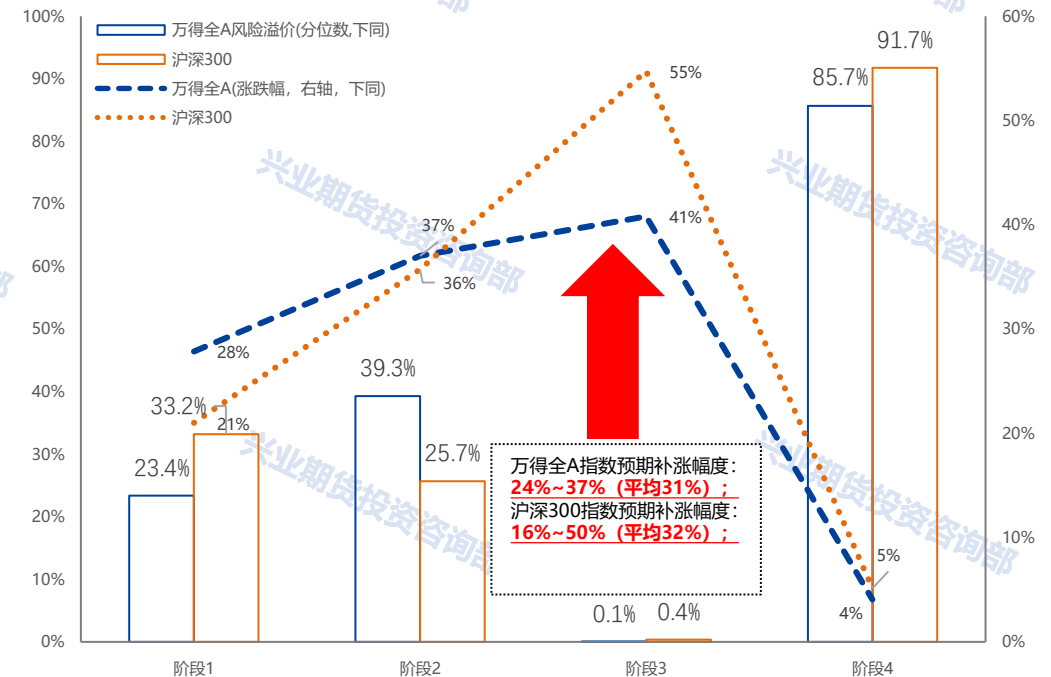
其中，阶段1为2016.1.29-2016.12.1，阶段2为2019.1.4-2019.4.19，阶段3为2020.4.2-2021.2.19，阶段4为2022年10月底-至今。

历轮A股低点主要指数估值水平跟踪（市盈率，截至2023.9.28）

代码	指数	2012/12/3	2013/6/25	2016/1/28	2018/10/18	2022/4/26	2022/10/31	2023/9/28	中位数	当前分位值
000001.SH	上证指数	10.2	9.7	12.5	11.1	11.2	11.4	13.1	11.2	47.7%
399001.SZ	深证成指	14.0	13.6	27.4	16.2	20.8	24.0	22.2	20.8	37.2%
000300.SH	沪深300	9.5	8.9	10.7	10.5	11.2	10.3	11.5	10.5	33.4%
399006.SZ	创业板指	28.8	47.2	52.5	27.0	40.1	37.4	29.4	37.4	2.1%
000016.SH	上证50	8.7	7.8	8.4	9.3	9.5	8.3	10.1	8.7	57.0%
881001.WI	万得全A	11.9	12.0	17.1	13.1	15.2	15.8	17.3	15.2	46.0%
000905.SH	中证500	26.1	28.4	37.7	16.7	15.6	22.1	23.4	23.4	22.1%
000852.SH	中证1000	63.6	63.6	66.6	18.9	24.0	28.6	38.0	38.0	31.1%
000015.SH	红利指数	8.1	6.8	7.2	7.3	5.4	4.7	5.6	6.8	16.4%

(\*\*分位值起始时间点为2011/6/1)

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2023.9.28）

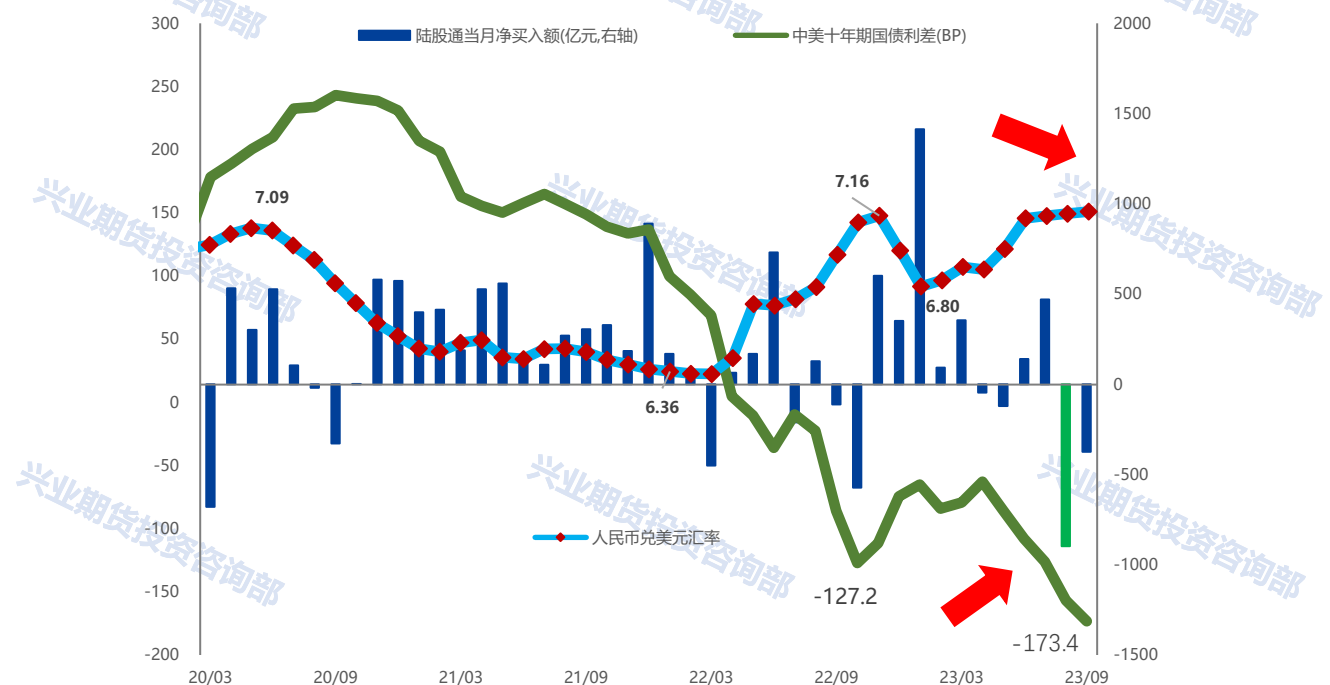


- 从资金面看，近月来美债收益率持续上行对A股造成一定程度的负面冲击。但从相对长周期看，二者并无稳定的正相关性，进一步而言，A股走势本质由国内经济的预期或现实表现所决定。
- 以此看，因未来国内基本面、政策面均将有足够量级的利多因素，对应人民币贬值、中美利差走阔的状态逆转，即外资净流入的影响将大幅弱化、而重新大规模回流的概率则显著提升。

美债收益率大幅上行阶段北向资金变化、A股涨跌幅对比

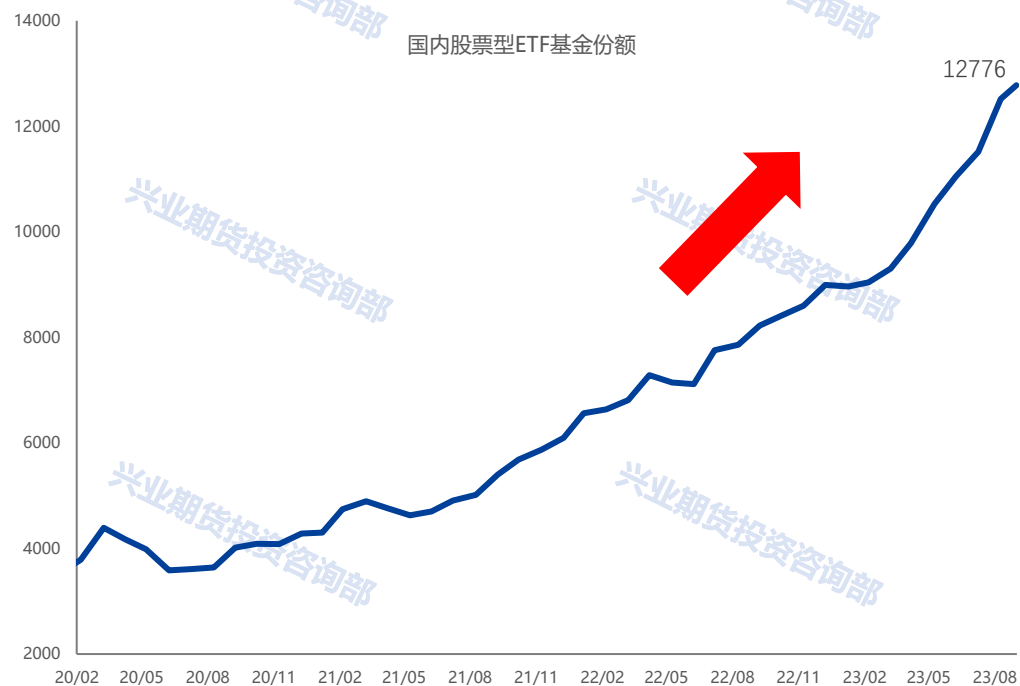
时间	北上月度净流入额 (亿元人民币)	10Y美债利率变化幅度(BP)	沪深300指数涨跌幅	国内基本面预期
2023/03	354.4	-1.15	-0.46%	/
2023/01	1412.9	11.36	7.37%	强
2022/11	601.0	5.43	9.81%	强
2022/07	-210.7	17.98	-7.02%	/
2022/09	-112.3	7.05	-6.72%	/
2022/08	127.1	21.59	-2.91%	/
2022/04	63.0	-1.38	-4.89%	/
2022/03	-450.8	24.57	-7.84%	/
2022/01	167.8	2.23	-7.62%	/
2021/09	305.2	1.97	1.26%	/
2021/07	107.6	4.84	-7.90%	/
2021/03	187.1	-5.17	-5.40%	/
2021/02	412.2	20.83	-0.28%	/
2021/01	399.6	29.73	2.70%	强
2020/12	572.4	19.35	5.06%	强

中美十债利差、人民币汇率及陆股通净流入额对比（截至2023.9.28）

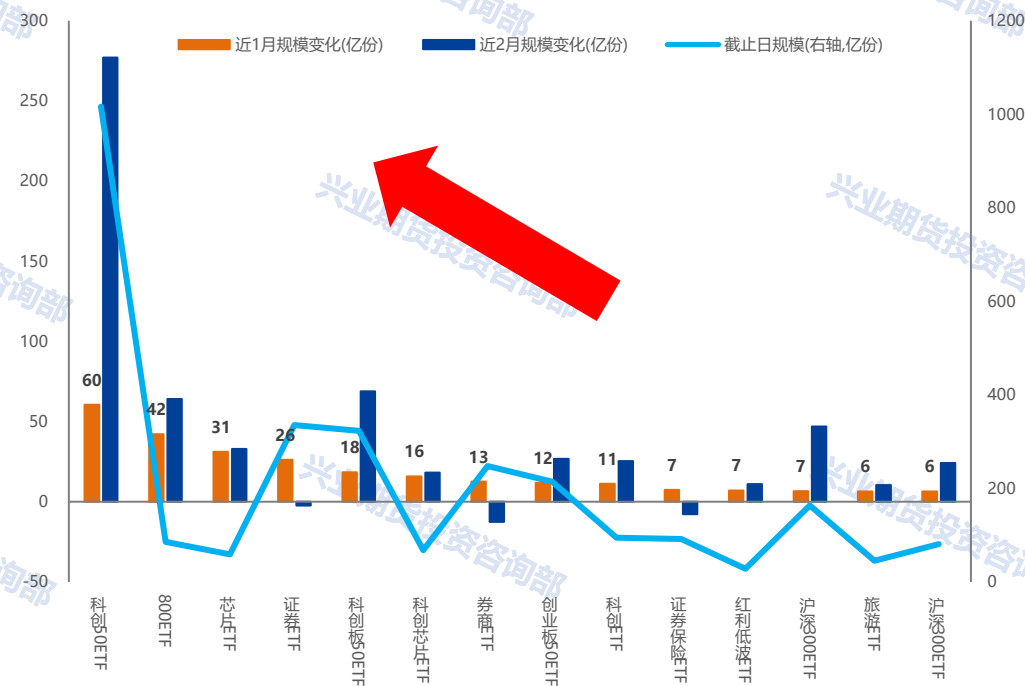


□ 以从A股各类ETF基金份额变化作为资金面的高频观测指标，可发现：无论从总量、还是从典型代表看，二者均呈较为明显的净流入状态，意味着市场预期并非一致性的悲观，而是持续存在正面信号。

### A股股票型ETF份额变化情况（月度值，截至2023.9.28）



### 近月来A股主要宽基指数ETF份额变化情况（截至2023.9.28）



- 从具体行业配置看，考虑国内经济复苏斜率相对平缓、节奏相对温和，故需兼顾稳健性、收益性。按“业绩、股息率、估值”三大维度进行筛选，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50.7%，50%，44.5%和40.4%，即沪深300指数相对占优。
- 再从基本面逻辑看，经济向好大势下，顺周期和大消费相关板块受益最为直接。另从“日历效应”看，进入第4季度后，顺周期板块表现亦最佳。
- 综合看，沪深300指数依旧为当前阶段最适宜多头标的。

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2023.9.28）

A股相关行业涨跌幅日历效应、顺周期等板块占优（自2009年起）

简称	最新总市值 (亿, 2023.9.28)	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	32455	1.1%	2.9%	-0.6%	51.8%	6.4	0.30	4.2	2.7	4.9	3.5	3.6
房地产开发和运营	13656	2.2%	9.1%	355.7%	363.9%	1.4	1.98	1.6	1.4	1.3	2.0	1.5
区域性银行	10917	3.6%	2.1%	12.5%	10.8%	12.1	4.79	2.4	0.0	2.4	0.9	1.2
新能源动力系统	15335	3.9%	9.0%	40.8%	36.3%	14.7	0.86	3.7	0.0	1.7	1.8	1.7
环保及公用事业	9170	4.3%	3.5%	27.0%	12.1%	8.2	1.74	0.1	0.0	0.9	2.0	1.0
化学制药	17525	5.9%	0.1%	9.9%	20.8%	8.4	1.10	1.8	3.6	3.3	4.0	2.0
白色家电II	8769	6.1%	8.6%	14.8%	10.9%	19.7	4.12	2.9	1.4	0.0	0.2	1.0
消费电子	12553	7.3%	5.0%	21.9%	66.1%	7.2	1.01	1.6	0.0	2.7	2.0	1.4
建筑施工	16541	8.7%	7.8%	15.4%	22.7%	9.3	2.58	2.2	3.4	1.0	2.1	1.8
专用机械	16589	14.1%	15.0%	44.0%	35.7%	10.0	1.06	0.4	0.0	2.4	2.7	1.9
电源设备	19304	15.3%	16.7%	25.8%	23.3%	15.1	1.89	3.8	4.3	1.6	2.0	2.2
酒类	44801	17.0%	24.1%	20.8%	20.3%	24.4	2.29	10.6	18.8	0.8	1.0	5.0
通用设备	11678	23.9%	22.1%	42.6%	36.5%	8.7	0.79	0.3	0.0	1.8	3.2	1.3
其他军工II	9464	24.4%	28.5%	75.9%	38.1%	8.3	0.60	0.8	0.0	2.1	2.3	1.1
保险II	25707	24.7%	37.2%	33.2%	19.1%	11.4	2.93	4.0	8.8	0.0	0.1	2.9
航空航天	8642	24.8%	30.3%	48.9%	33.8%	6.9	0.50	0.8	0.8	2.6	1.0	1.0
工业金属	9147	25.3%	35.1%	16.9%	20.5%	11.1	1.85	0.5	0.0	3.2	2.2	1.0
证券II	32482	25.6%	29.8%	29.7%	14.5%	7.0	1.42	6.1	3.7	6.6	1.1	3.6
计算机设备	11968	34.9%	35.7%	55.2%	33.2%	9.9	1.13	1.3	0.0	1.7	1.2	1.3
中药生产	10797	50.0%	34.2%	57.1%	33.5%	9.3	1.53	1.0	1.3	1.2	2.8	1.2
通信设备	10579	51.9%	41.6%	31.2%	34.0%	9.1	0.69	0.7	0.0	2.4	2.8	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)								50.7	50.0	44.5	40.4	38.9

行业	Q4上涨概率	10月	11月	12月	行业	Q4跑赢沪深300指数概率	10月	11月	12月
白电	85.70%	64.30%	57.10%	64.30%	白电	71.40%	50.00%	71.40%	64.30%
保险	85.70%	71.40%	57.10%	64.30%	保险	57.10%	64.30%	50.00%	71.40%
工程机械	85.70%	64.30%	78.60%	57.10%	工程机械	71.40%	57.10%	57.10%	64.30%
白酒	78.60%	64.30%	78.60%	71.40%	白酒	71.40%	35.70%	71.40%	57.10%
航空机场	78.60%	71.40%	57.10%	64.30%	航空机场	71.40%	50.00%	50.00%	50.00%
商用车	78.60%	71.40%	78.60%	57.10%	商用车	64.30%	57.10%	64.30%	57.10%
核电	71.40%	78.60%	50.00%	50.00%	核电	57.10%	57.10%	42.90%	50.00%
家居家具	71.40%	64.30%	64.30%	50.00%	家居家具	57.10%	42.90%	64.30%	57.10%
券商	71.40%	57.10%	64.30%	50.00%	券商	57.10%	50.00%	57.10%	50.00%
石油化工	71.40%	64.30%	71.40%	57.10%	石油化工	57.10%	35.70%	78.60%	57.10%
专用设备	71.40%	71.40%	71.40%	50.00%	专用设备	57.10%	57.10%	50.00%	50.00%



# 沪铝

AL

01

国内产量增长受制约，进口绝对量有限

02

单车用铝抬升，分布式光伏增长较快

03

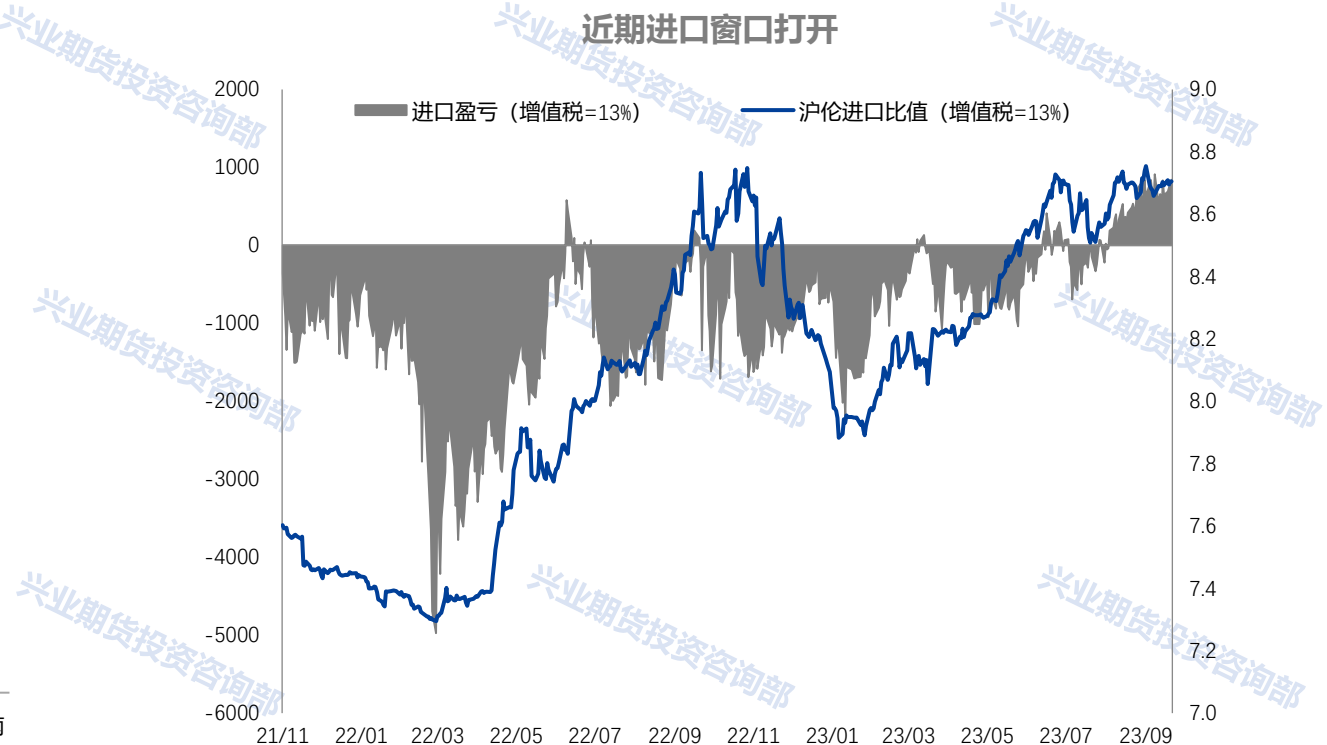
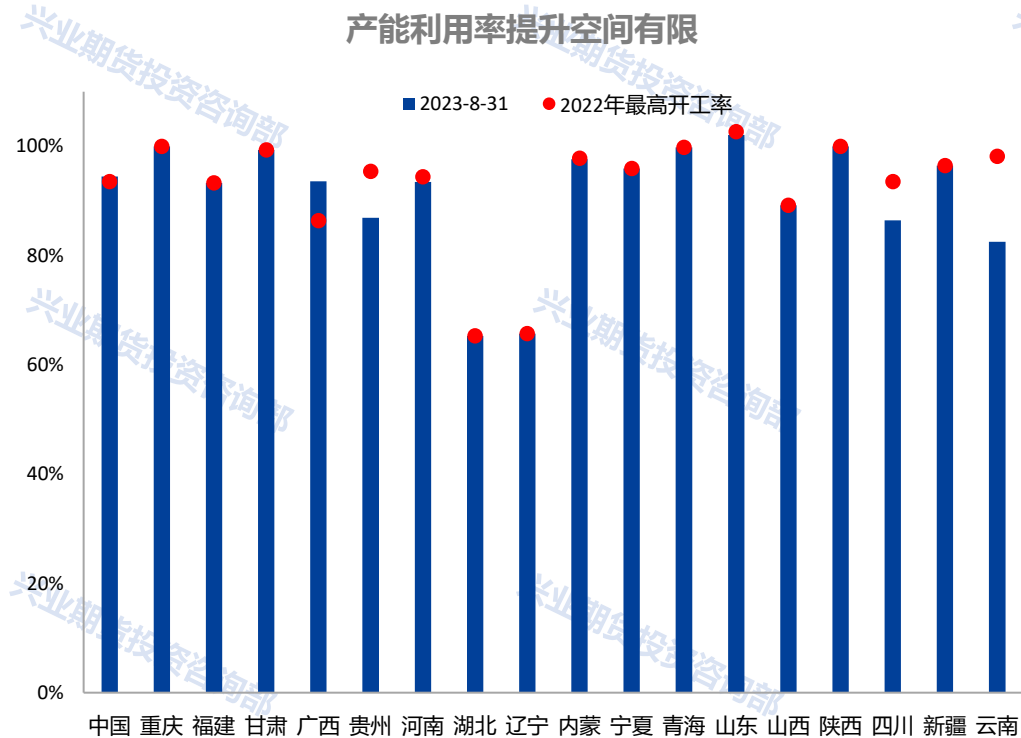
地产刺激政策加码，需求存潜在增量

03

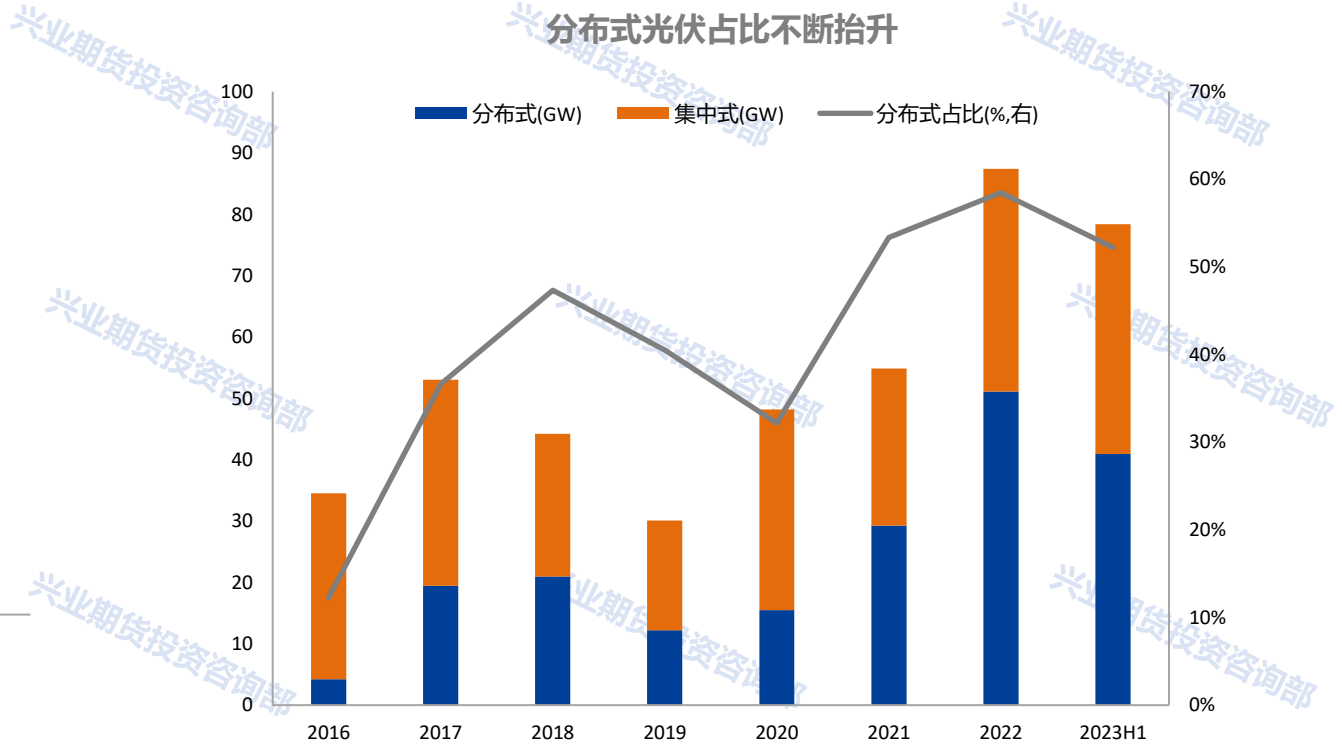
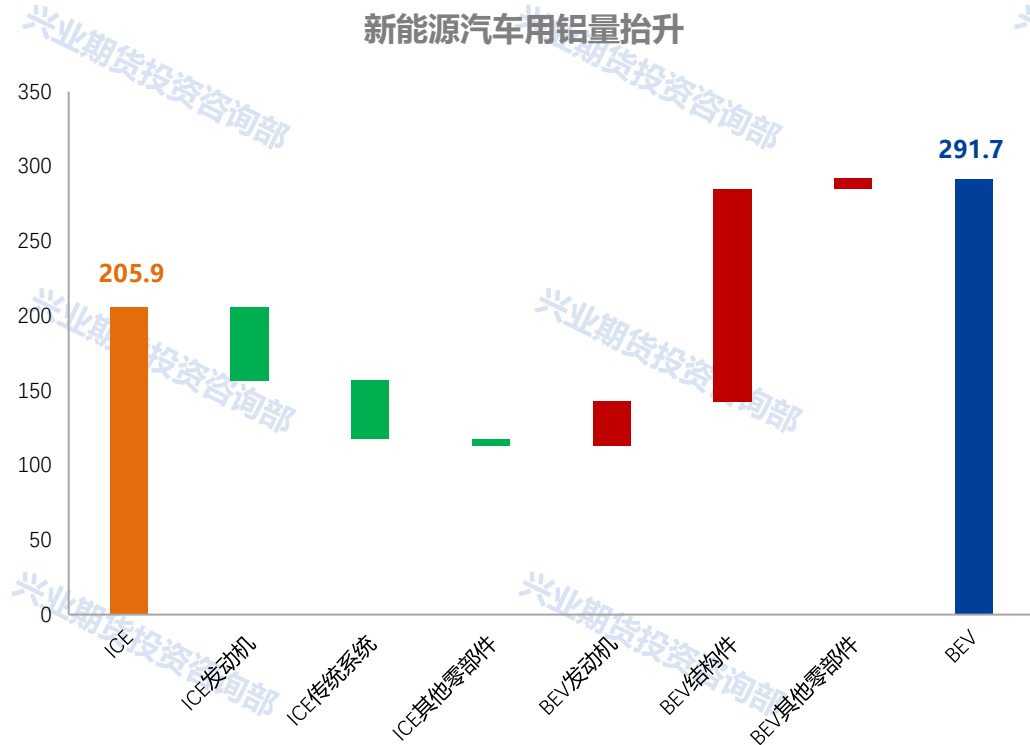
低库存低估值下，沪铝支撑明确

8月由于云南地区复产节奏偏快，产量增幅较高，但目前产能利用率已经处于高位，而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。

近期国内铝价表现更为强势，因此进口利润抬升，进口窗口打开，为我国供给提供边际增量，但我国铝进口占比偏低，8月在进口量处历史偏高水平的前提下，占比也仅4%，因此绝对增量有限。



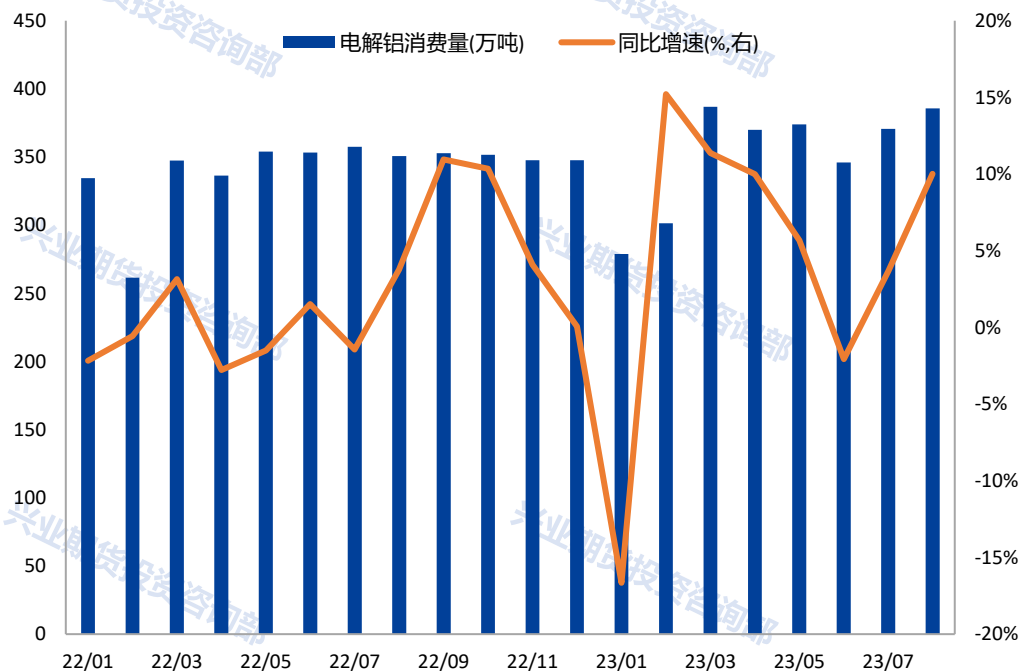
- 相较于传统汽车，新能源汽车由于在系统、电池已经车身上的用铝量均有所增加，因此新能源车单车用铝量较传统汽车增幅大约在35%-40%左右。
- 光伏支架用铝通常用于分布式光伏，近年来受政策等因素的影响，分布式光伏增速明显偏高。





- 此外地产政策近期不断出现超预期加码，对地产及地产后周期需求均存在利多。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。

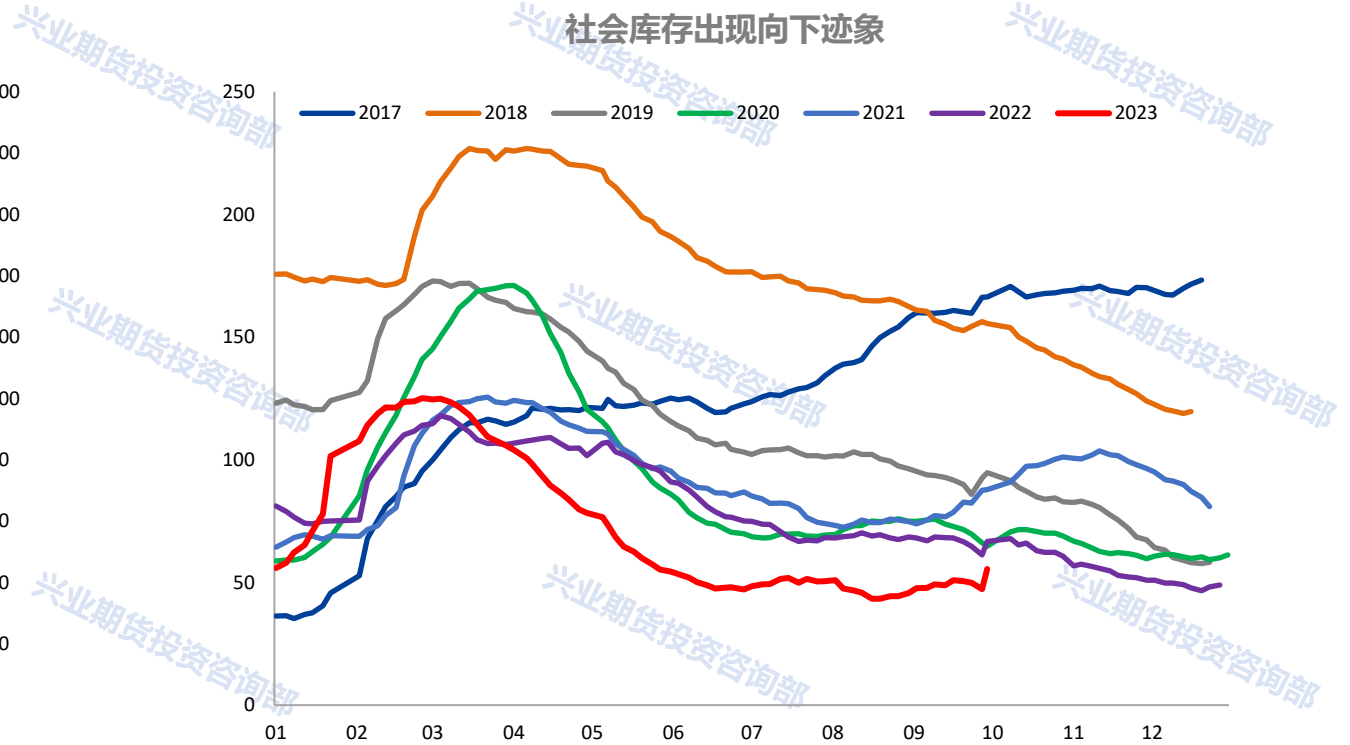
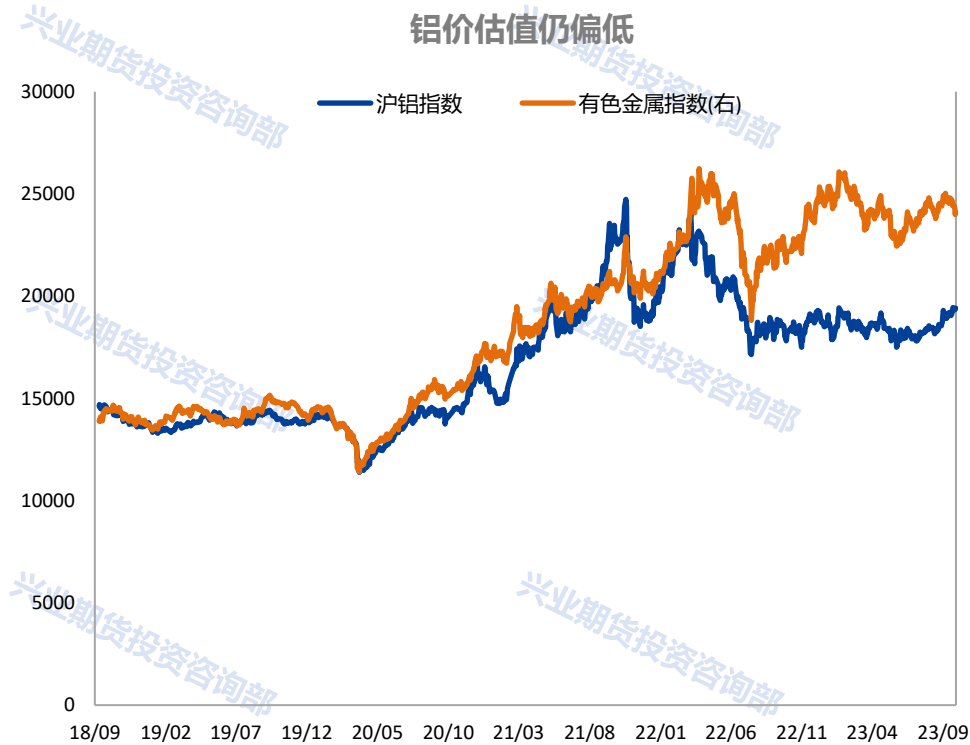
### 需求增速不断抬升



### 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，虽然近几周铝价有所抬升，但估值水平仍显著低于有色金属板块。且目前铝价处于倒挂结构，有利于多头移仓。
- 库存方面，虽然受季节性以及节假日的影响，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。





# 橡胶

RU

01

消费刺激推动车市增长，终端采购相对积极

02

原料释放增量有限，关注气候因素边际影响

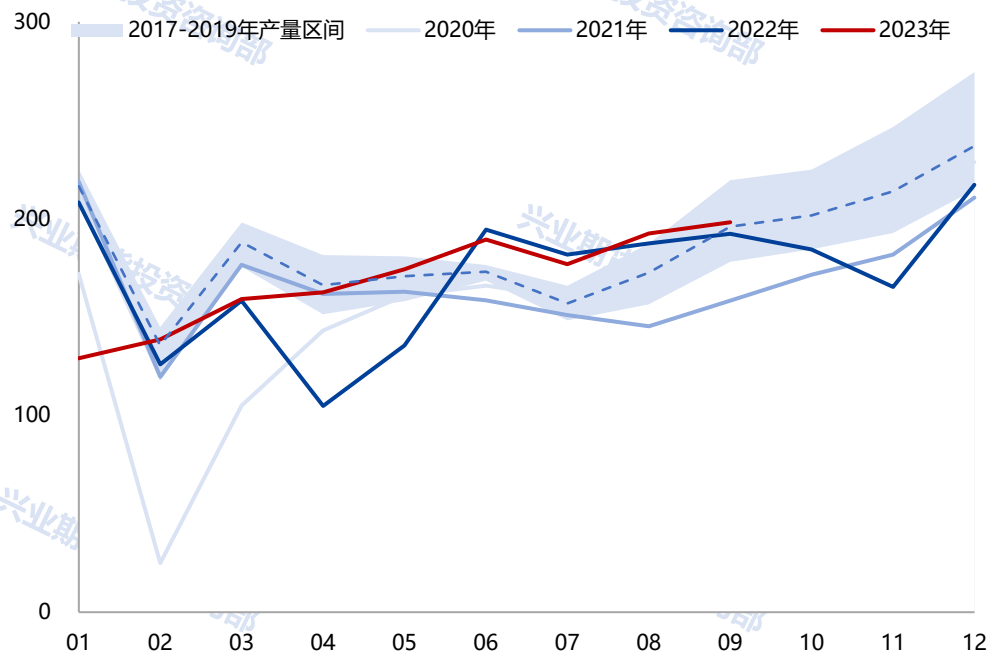
03

结构性库存压力继续缓解，基本面积极因素占优

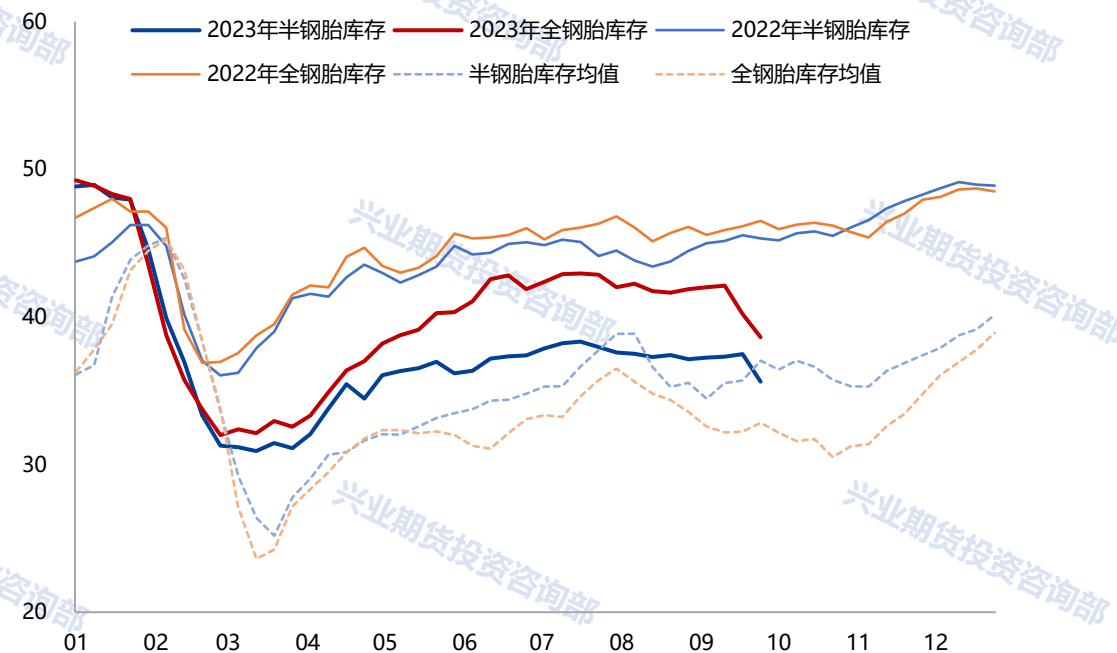
汽车方面，9月乘用车零售预估198万辆，同环比双增均达3.0%之上，且双节期间部分地区继续推进消费刺激相关政策，购置补贴、消费券发放等措施持续激发市场潜力，天然橡胶终端需求预期乐观。

轮胎方面，下游采购相对积极，山东轮胎库存快速降库，轮胎企业开工意愿尚佳，节后产线复产复工预计推进快速，橡胶需求传导亦较为顺畅。

### 狭义乘用车月度零售及季节性(万辆)

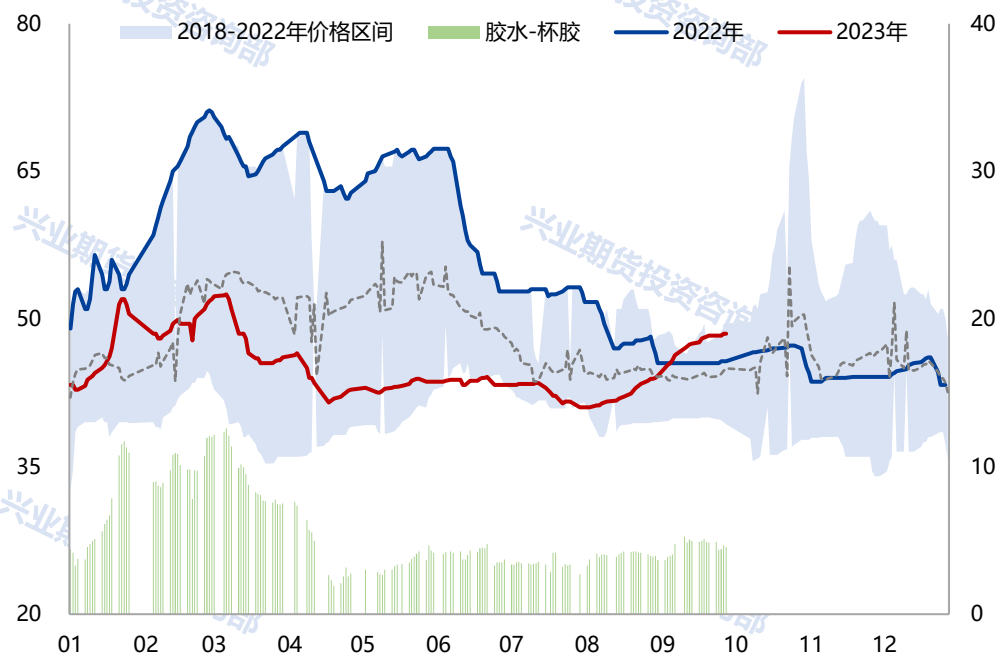


### 山东轮胎库存可用天数(天)

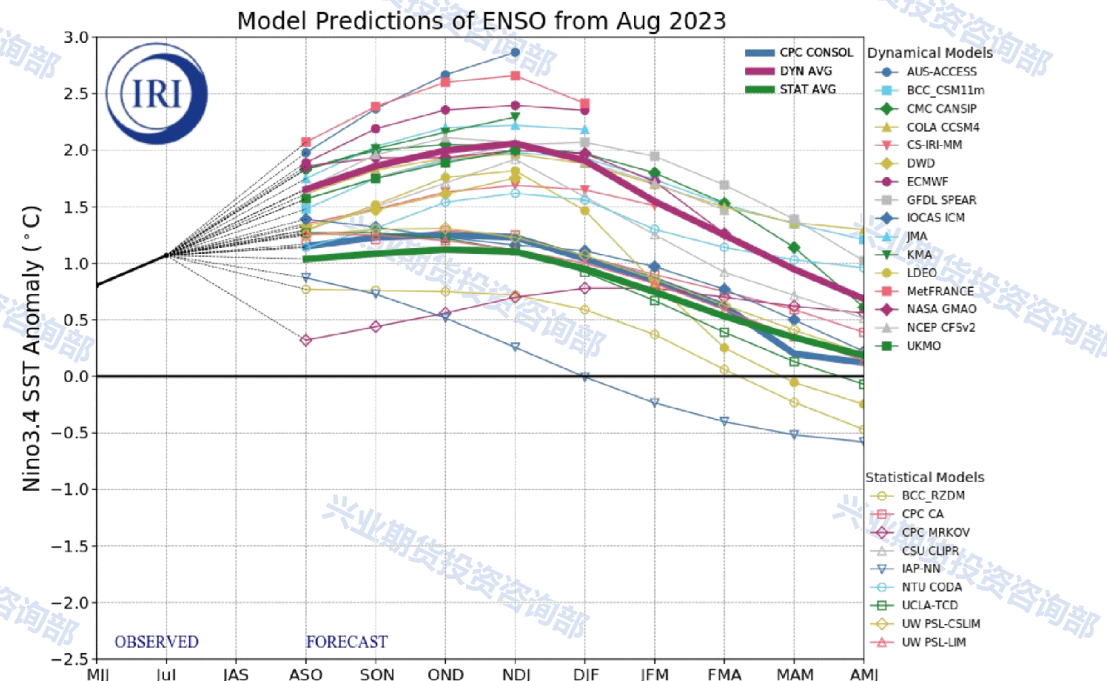


供应方面，ANRPC旺产季产出不及预期，主产区原料生产不同程度受阻，泰国合艾市场胶水价格表现韧性，天胶生产成本逐步抬升；而NOAA最新监测报告显示，厄尔尼诺事件将贯穿北半球冬季，持续至2024年一季度的概率上升至95%，且期间强厄尔尼诺现象发生的概率提升至71%，产区物候条件稳定性遭受严峻考验，天然橡胶供应端不确定因素依然较多。

### 泰国胶水价格走势及原料价差(泰铢/公斤)



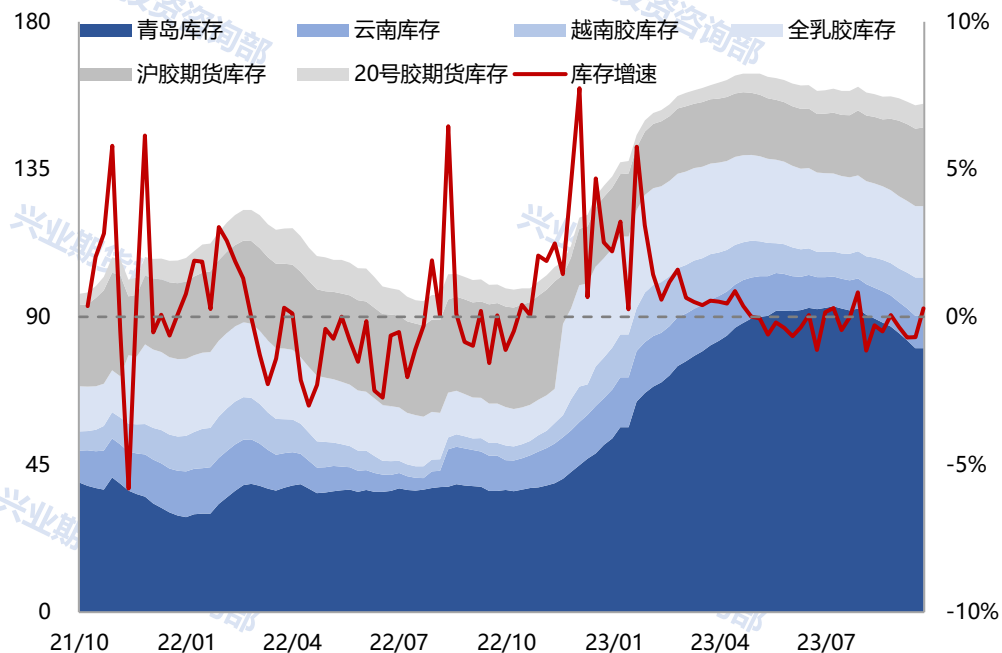
### 厄尔尼诺事件预期



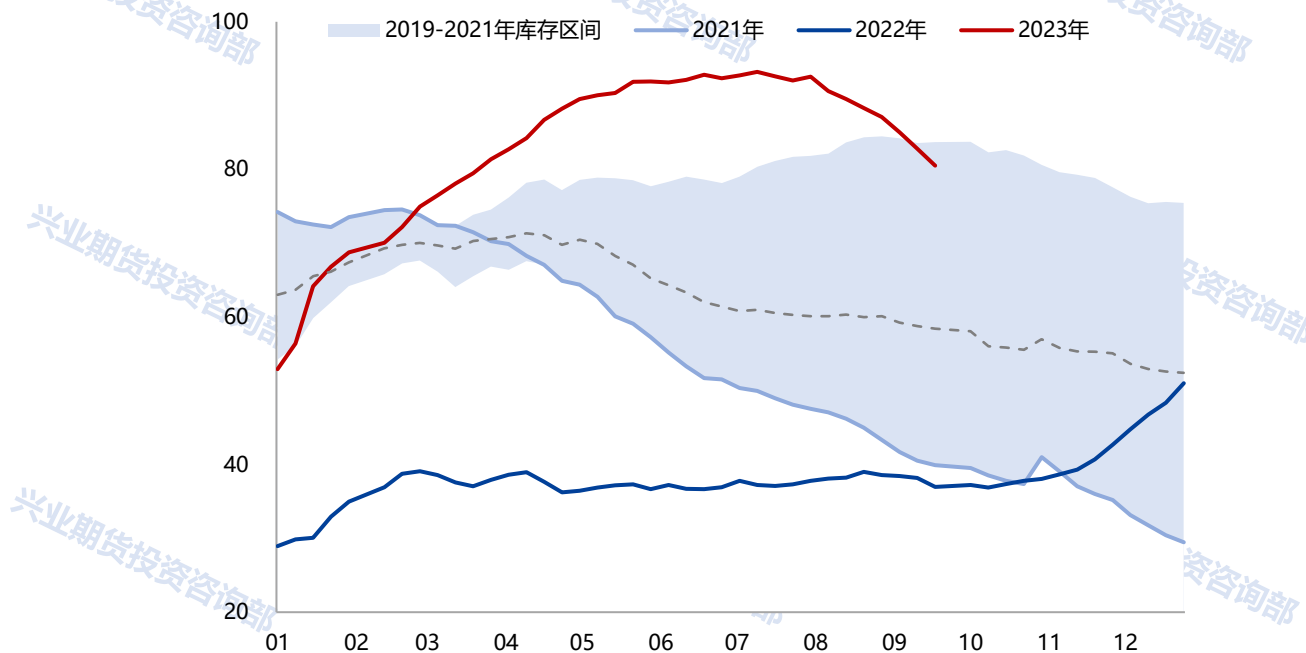
□ 库存方面，国内产区生产季推升沪胶仓单数量、但整体水平尚处绝对低位，且青岛港口库存加速降库，云南现货库存并未实现增长，天然橡胶结构性库存压力持续缓解，整体去库态势延续。

□ 综合来看，政策引导加码提效，节后车市产销大概率维持复苏，而极端气候对产区原料释放产生较大阻力及不确定性，港口库存延续去库之势，供需结构继续好转，橡胶价格下方存在支撑；四季度需关注供应端生产节奏及年末终端消费兑现情况。

### 天然橡胶库存结构



### 青岛现货库存水平(万吨)





# 聚氯乙烯

V

01

10月产量或创新高，关注节后库存积累情况

02

节后内需有望回升，外需进一步下滑

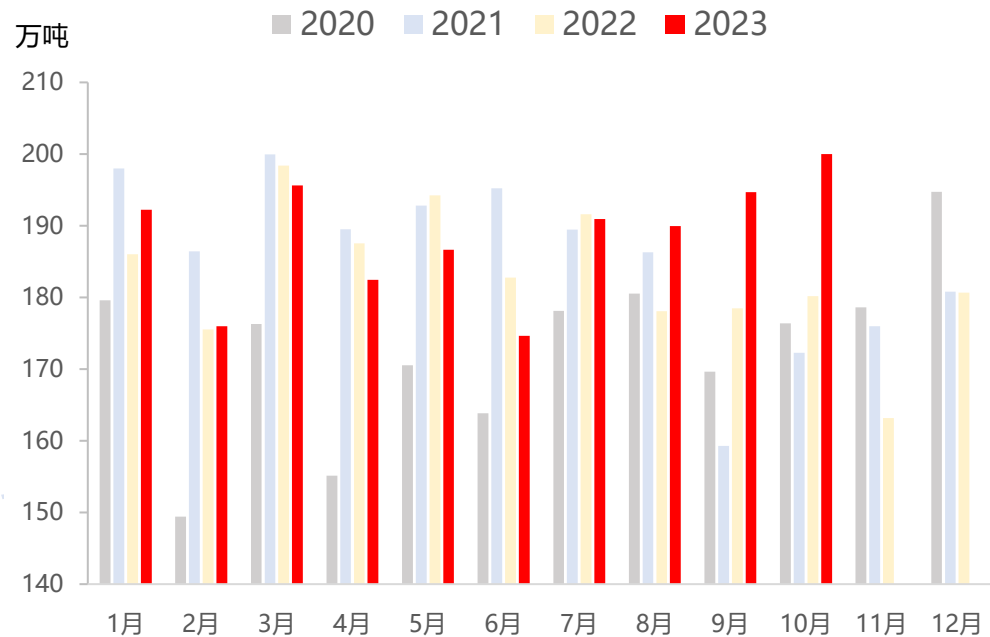
03

成本支撑利好仍在，主要微观指标偏多

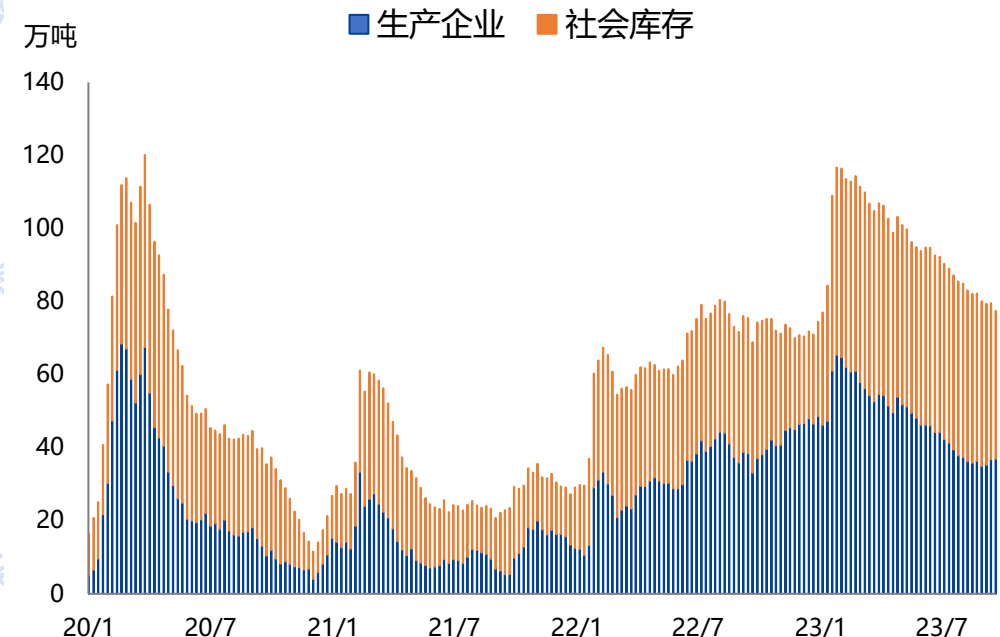
□ 9月PVC产量为195万吨, 同比增长9%。前9个月累计产量同比增加0.6%, 尽管乙烯法产量增加25%, 但上半年电石法装置运行不稳定。目前开工率为80%, 达到年内最高, 也是过去三年同期最高, 十一后计划检修的装置仅三套合计123万吨产能, 对产量影响有限, 预计10月产量达到200万吨。

□ 9月生产企业库存无明显变化, 社会库存加速减少。长假前下游积极备货, 助力库存持续下降。按照历史情况, 十一后生产企业库存通常增加10%即4万吨, 如果今年库存增长幅度超过预期, 则需要警惕供应端的利空。

### 10月产量或创新高 (截至9.29)



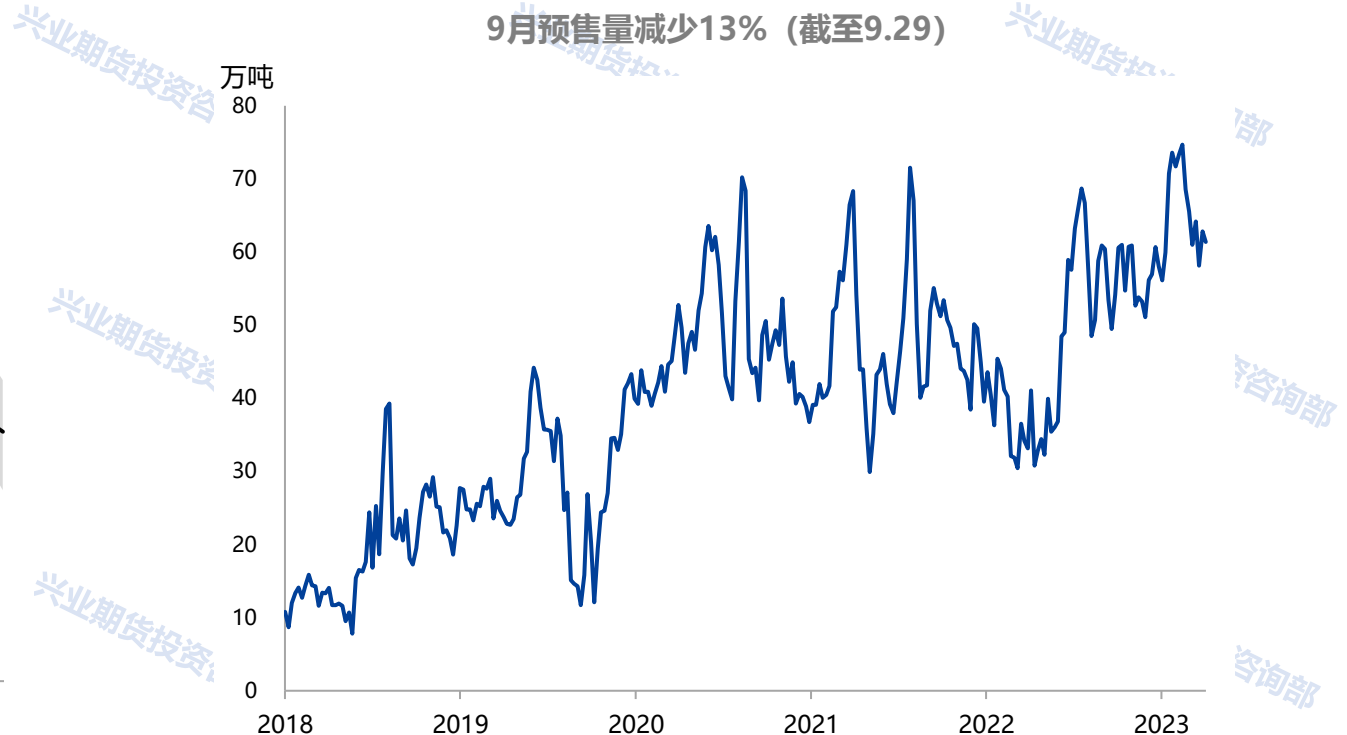
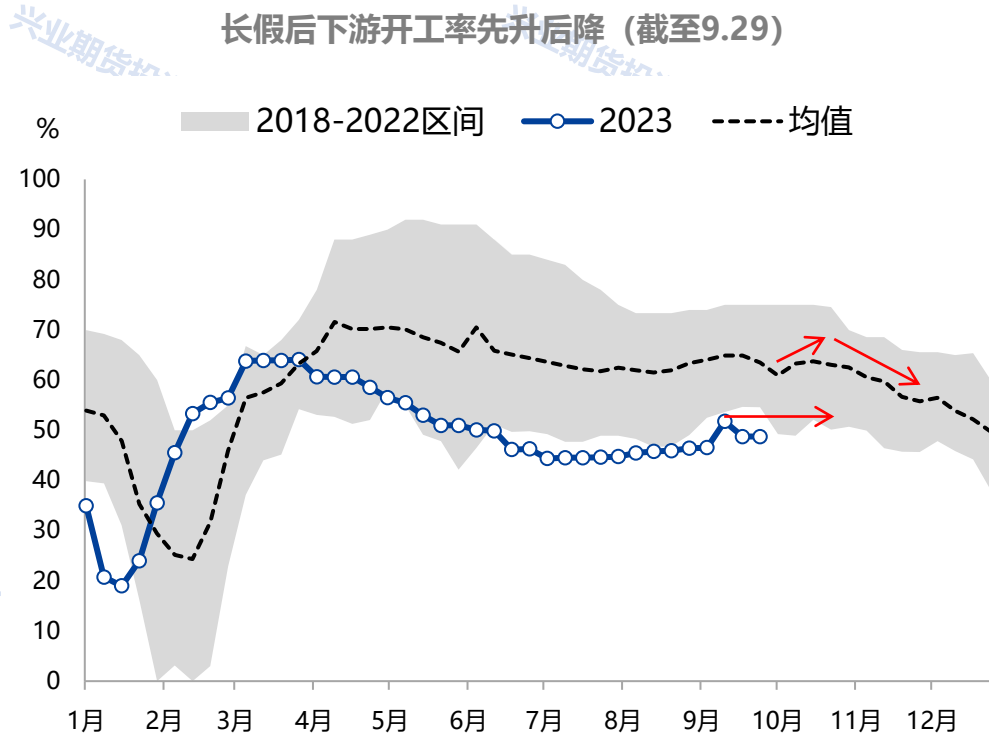
### 9月社会库存加速下降 (截至9.29)





9月PVC下游开工率短暂提升后回落至49%。细分下游看，仅薄膜开工率处于偏高水平，型材和管材开工率均偏低。按照季节性规律，十一后下游开工率通常先增长后下降，随后需求彻底进入淡季。10月下游开工率预计降至47%。

9月PVC现货成交量虽然环比增长31%，但现货预售量减少13%，同时由于亚洲报价下跌最高5%，出口签单量环比减少19%。10月国内需求即将转弱，重点关注社会库存重新积累和开工率下降的时间点。国外需求继续下滑，出口量预计由22万吨下降至16万吨。

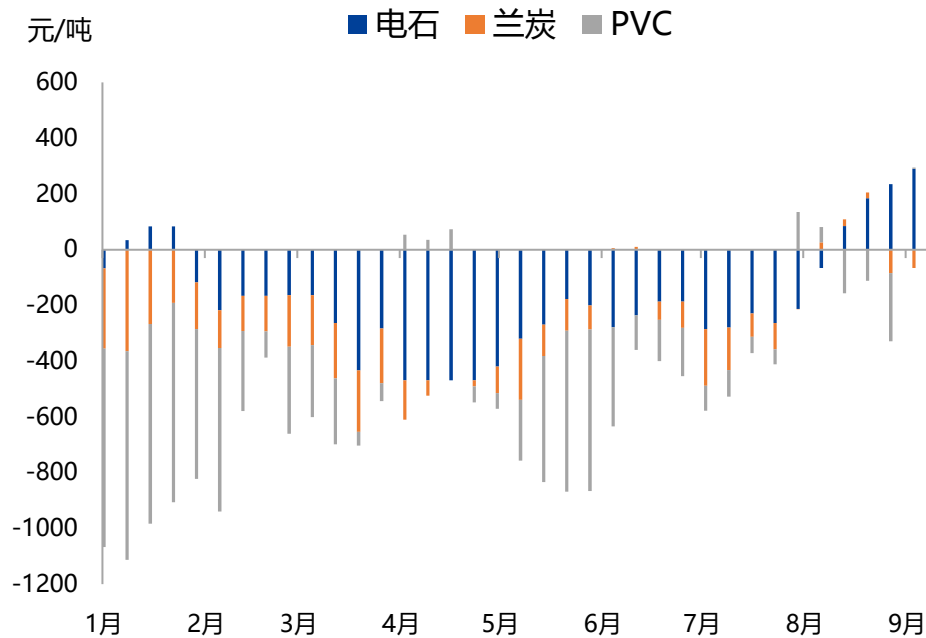


## 能源化工品种策略 (PVC)：成本支撑利好仍在，主要微观指标偏多

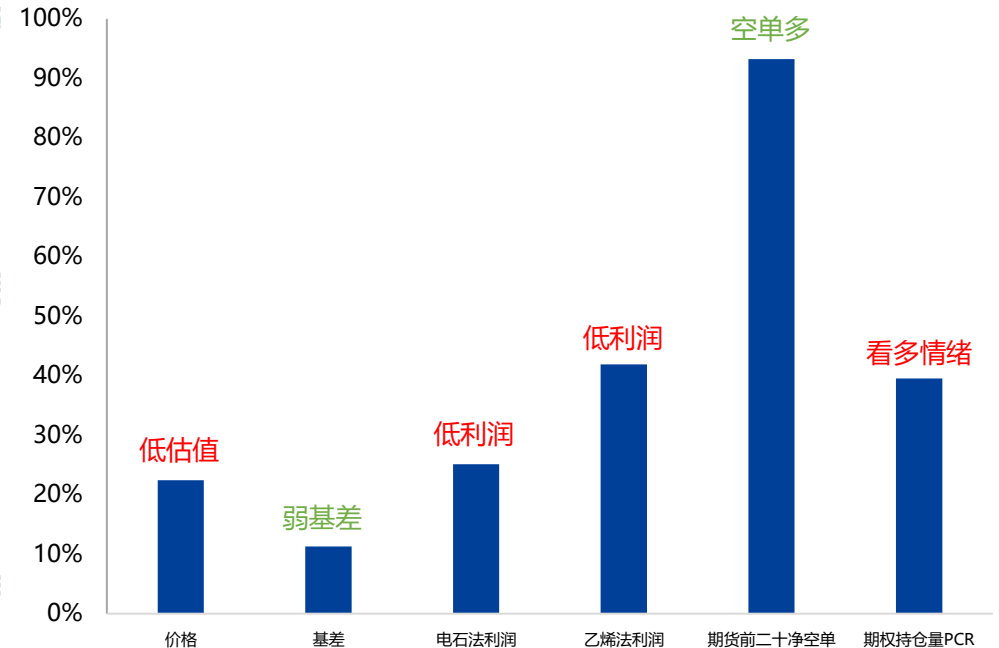
9月兰炭价格上涨32%，但电石价格下跌6%，电石法成本下降450元/吨至5820元/吨。布油价格冲破90美元/桶，乙烯价格上涨9%，乙烯法成本提升100元/吨至6210元/吨。目前电石亏损超过400元/吨，价格进一步下跌空间有限，电石法成本预计保持稳定。成本支撑是PVC最重要的利好。

长假前现货企业看涨比例降低至11%，期货净空持仓量达到7月以来最多，不过看涨期权的成交量和持仓量显著增加。另外结合偏低的期货价格和生产利润，当前主要微观指标依然显示看多情绪。

电石法各产品利润变化 (截至9.29)



主要微观指标偏多 (截至9.29)





# 纯碱

SA

01

重碱需求稳步增加，轻碱消费整体平稳

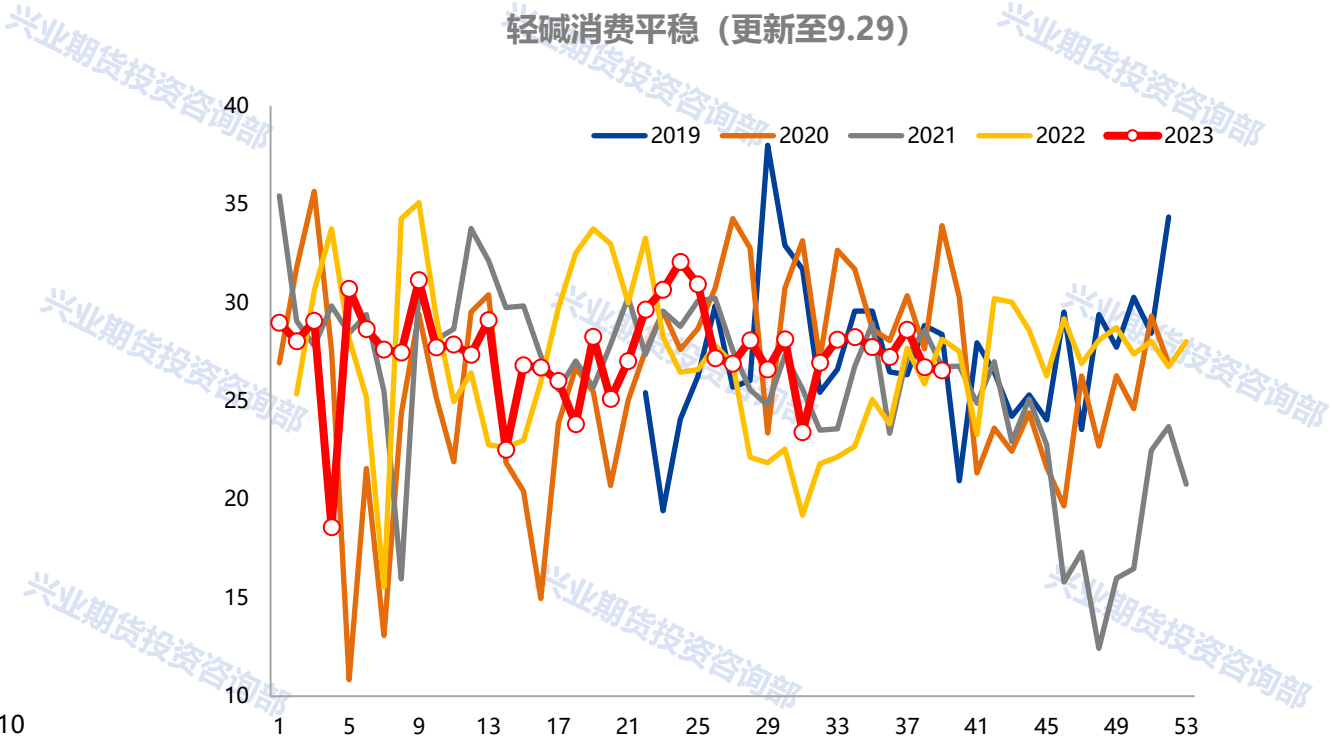
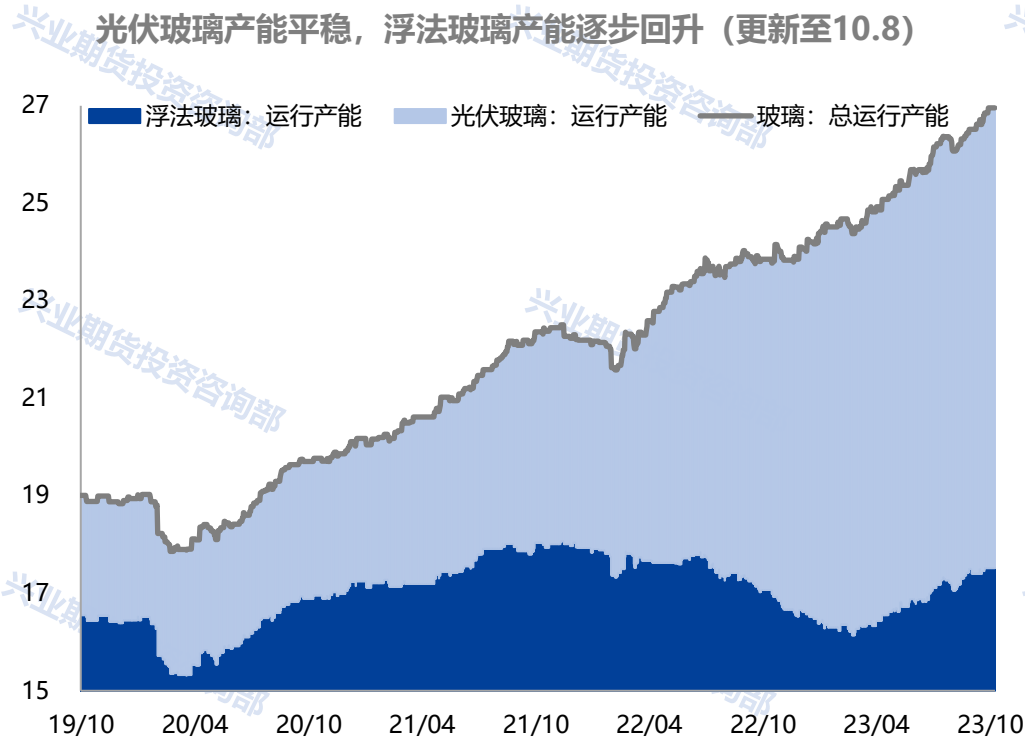
02

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，基本保持1个月1-2条的节奏点火。截至10月8日，光伏玻璃累计新增产能14300t/d，运行产能达到94360t/d，同比多增26530t/d。浮法玻璃全行业盈利环比略有回落，但整体仍超过190元/吨，产线逐步复产点火。截至10月8日，浮法运行产能已累计增加11380t/d至170160t/d，同比多增4470t/d。据我们统计的四季度浮法玻璃复产、点火、冷修计划，若全部落实，年内浮法玻璃运行产能可能还将净增近0.9wt/d日熔量。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。

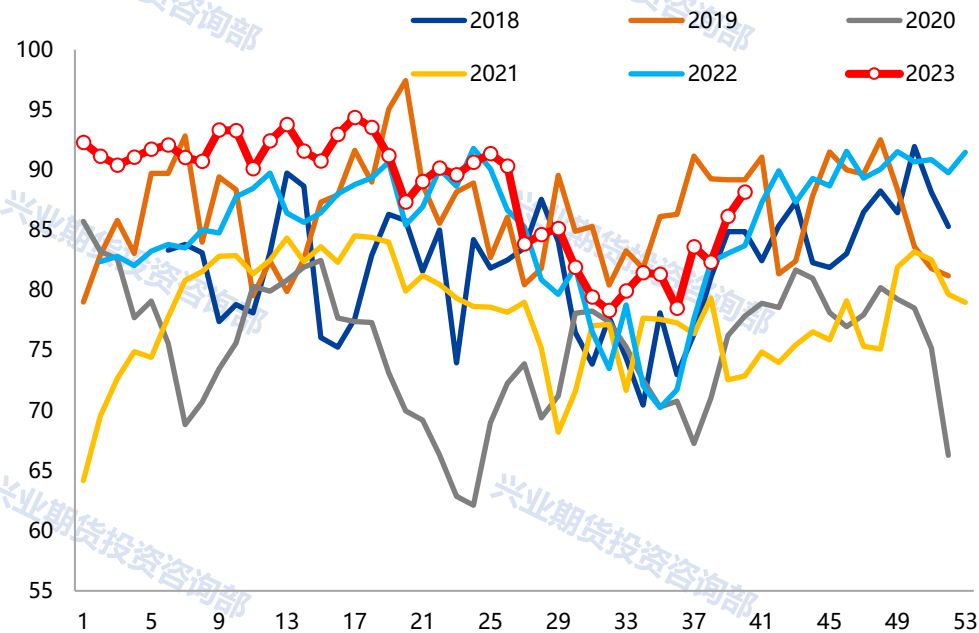


## 2023年浮法玻璃复产/冷修计划（更新至10.8）

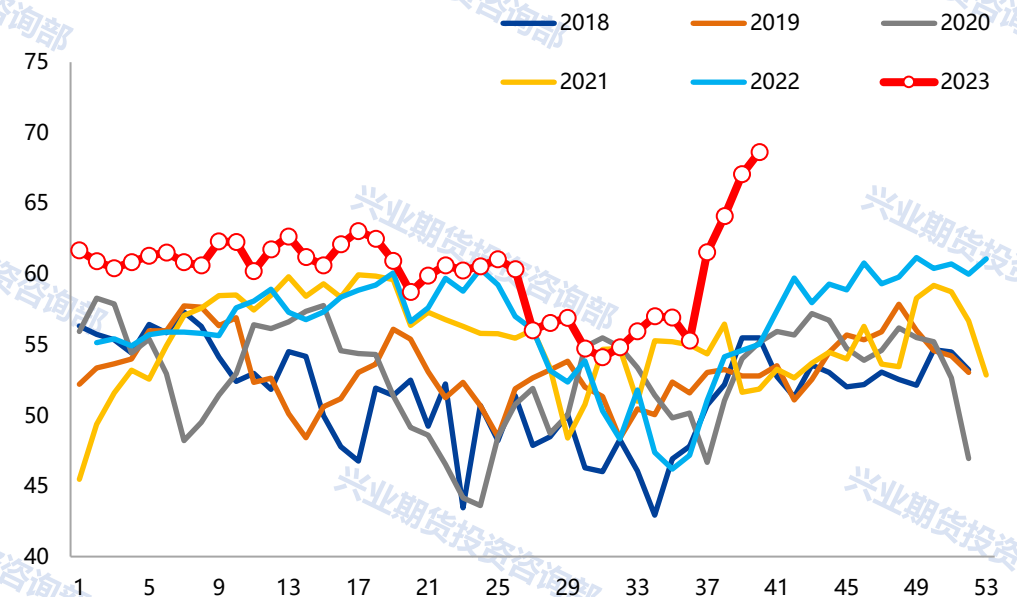
计划	投产时间	企业	地区	生产线	日熔量 (t/d)
新建	2023年8月底点火	江西透光陶瓷新材料有限公司	江西	景德镇一线	1200
新建	2023年点火	福建龙泰实业有限公司	福建	龙泰二线	600
新建	2023年点火	贵州海生玻璃有限公司	贵州	贵州海生一线	700
新建	在建，时间未定	贵州海生玻璃有限公司	贵州	贵州海生二线	700
新建	在建，时间未定	信义节能玻璃（云南）有限公司	云南	曲靖一线	600
新建	在建，时间未定	信义节能玻璃（云南）有限公司	云南	曲靖二线	800
新建	在建，时间未定	中玻（朝阳）新材料有限公司	辽宁	凌源二线	1000
复产	计划2023年复产点火	河北正大玻璃有限公司	河北	正大三线	800
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	咸宁南玻玻璃有限公司	湖北	咸宁二线	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	时间未定	陕西神木瑞诚玻璃有限公司	陕西	神木一线	500
<b>合计</b>					<b>8950</b>

- 供给已进入明确增长阶段。老装置检修结束，开工率逐步回升。远兴1、2线和金山的新装置供给逐步释放，日产上限达到1.05万吨。短期纯碱周产量上限约为70万吨，10月6日当周纯碱产量68.63万吨，反映新装置可能还未稳定满产。10月关注新装置投放节奏。
- 同时，按浮法玻璃运行产能提高至17.02万吨/天，光伏玻璃运行产能提高至9.44万吨/天，以及轻碱消费维持中枢水平，在不考虑进出口的情况下，国内纯碱一周消耗量小幅增至62.2万吨附近，后续可能稳中有增。未来纯碱供需过剩幅度，即累库速度，基本取决于新装置放量的投放。

### 纯碱周度开工率（更新至10.6）



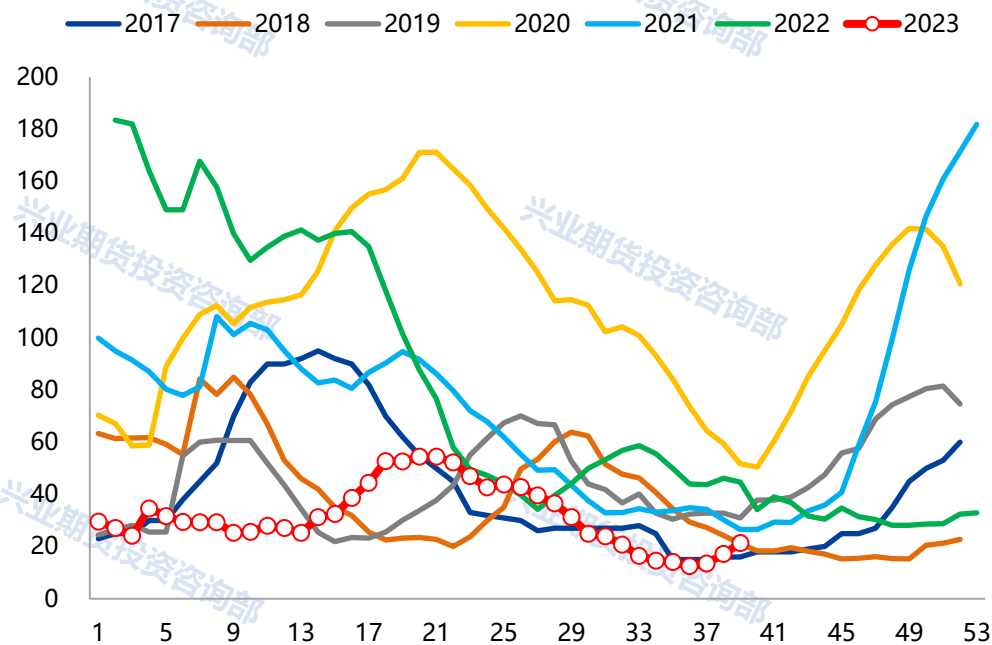
### 纯碱周度产量（更新至10.6）



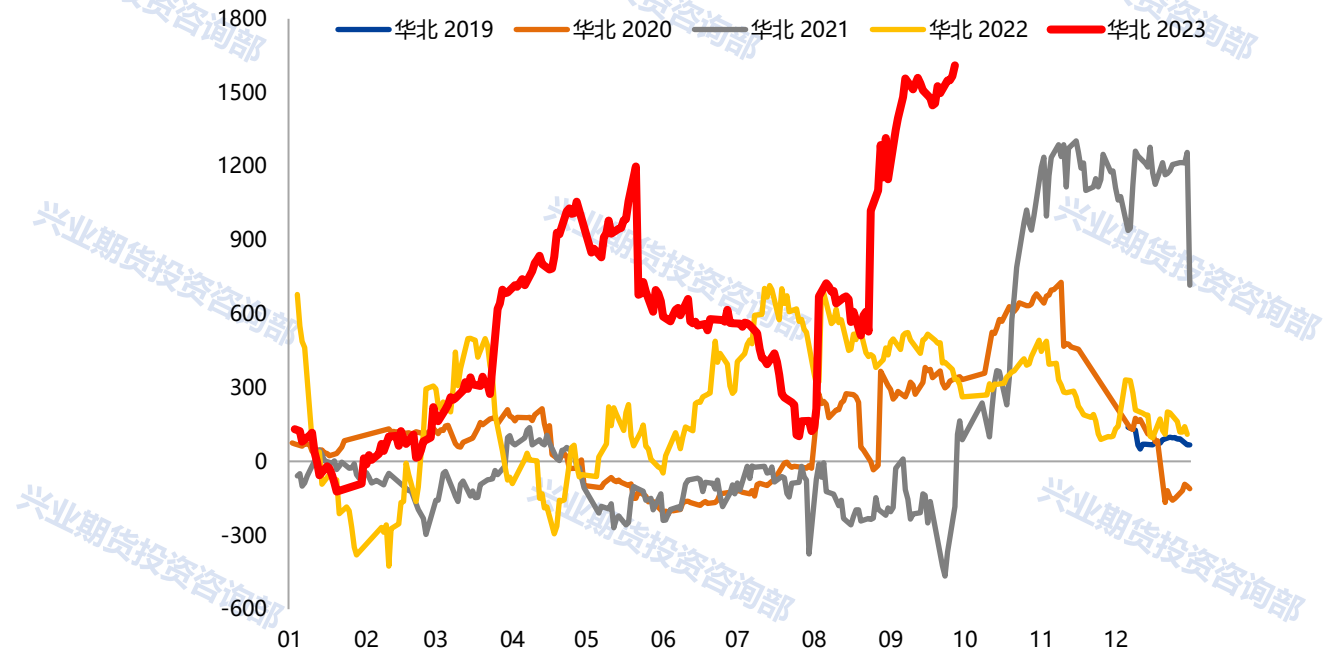
虽然供给已逐步回升，但本周纯碱库存增幅仍未超预期，纯碱产业链库存依然处于低位。其中，纯碱生产企业库存也仅增至21.29万吨，待发订单约为14天，企业仍处于负库存状态；纯碱交割库库存不足一万吨；下游玻璃厂纯碱库存可用天数也只有8天左右。纯碱库存何时回到安全线以上，仍取决于供给增长的速度。

微观层面，纯碱期货价格贴水现货价格的程度也处于历史绝对高位，远月价格甚至大幅低于当前生产成本。盘面估值偏低，对未来供给增长、库存大幅增加的利空反映较为充分。

### 纯碱企业库存（更新至9.29）

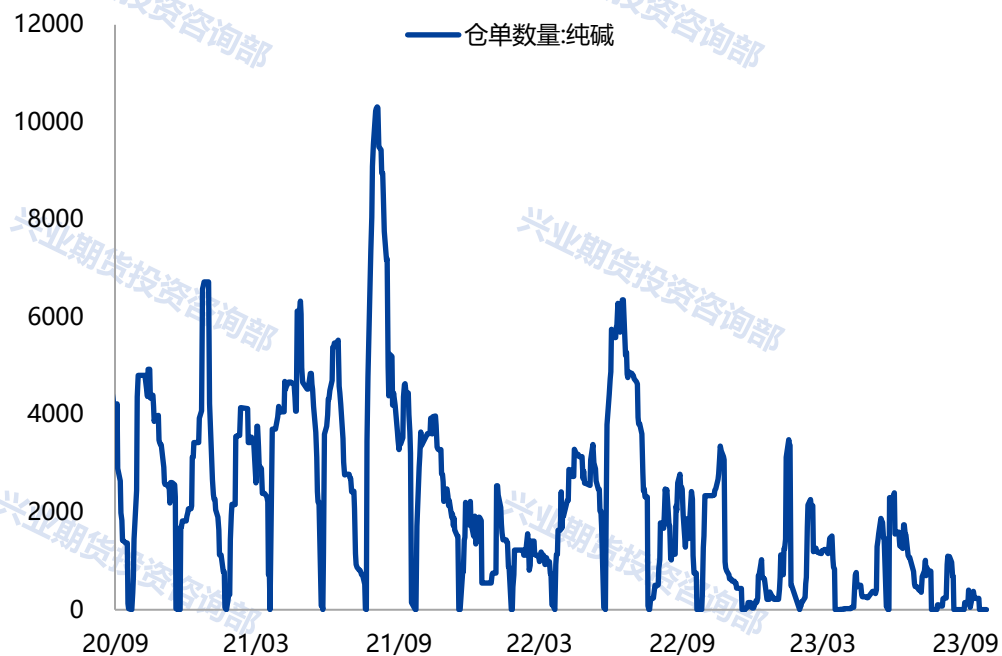


### 主力合约大幅贴水现货（更新至9.28）

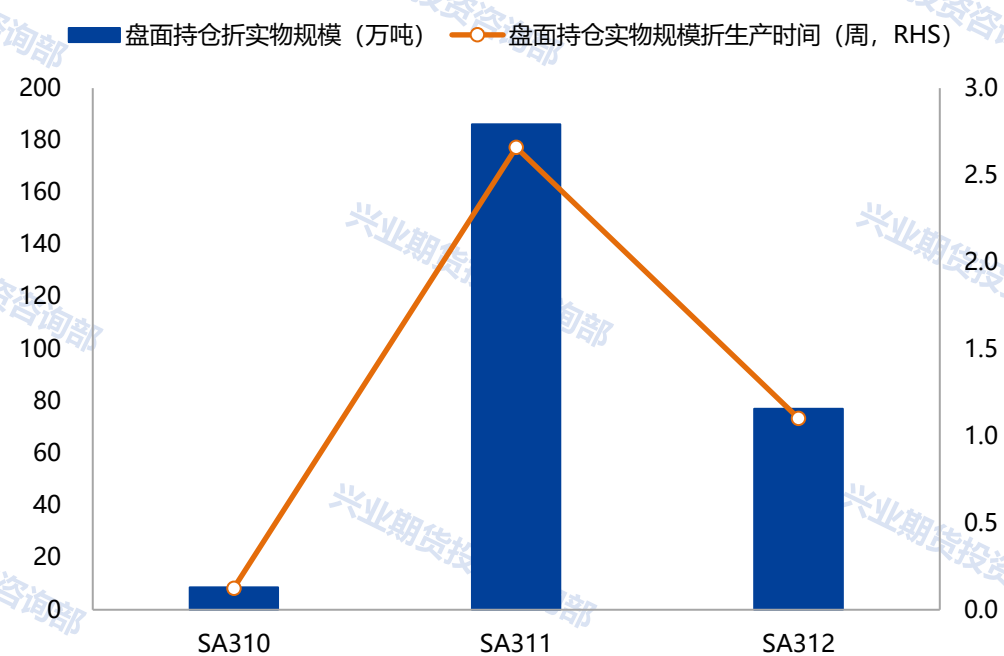


□ 由于现货库存过低，期货贴水过深，纯碱期货的卖方交割意愿和交割能力均较低。截至9月28日，郑商所纯碱仓单数量依然为0，而纯碱10、11、12合约依然有0.43万手、9.3万手和3.85万手左右持仓，对应8.6万吨、186.1万吨、77万吨纯碱实物量。考虑到国内宏观继续推进稳增长，经济基本面改善信号增多，中观纯碱需求稳步增长，且产业链库存过低，微观期货贴水幅度偏高，卖方交割意愿和交割能力较弱，纯碱近月仍有向上修复基差的动力，远月估值有望跟随修复。建议纯碱05合约多单配合平仓继续耐心持有。

### 交易所纯碱仓单（更新至9.28）



### 近月合约持仓折实物量（更新至9.28）





# 焦煤

JM

01

安监升温制约产地供应，海外煤价高企降低进口意愿

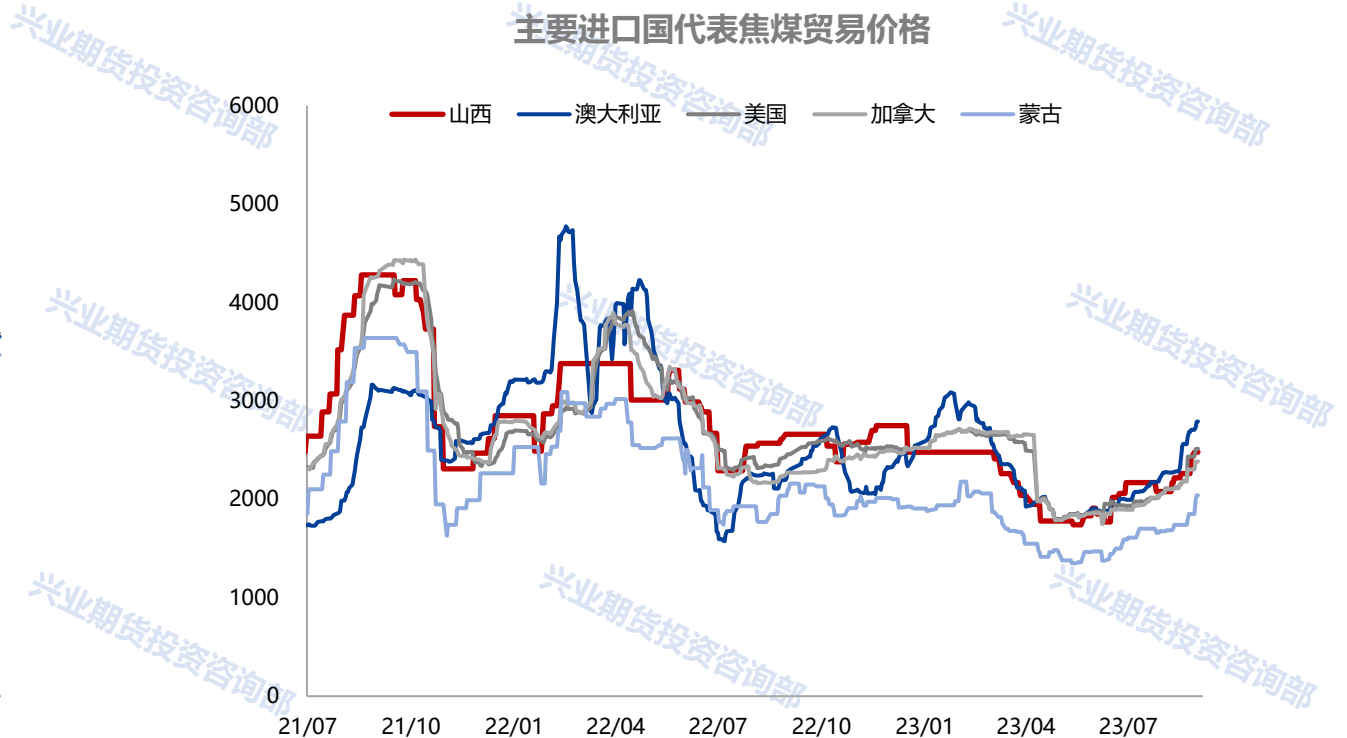
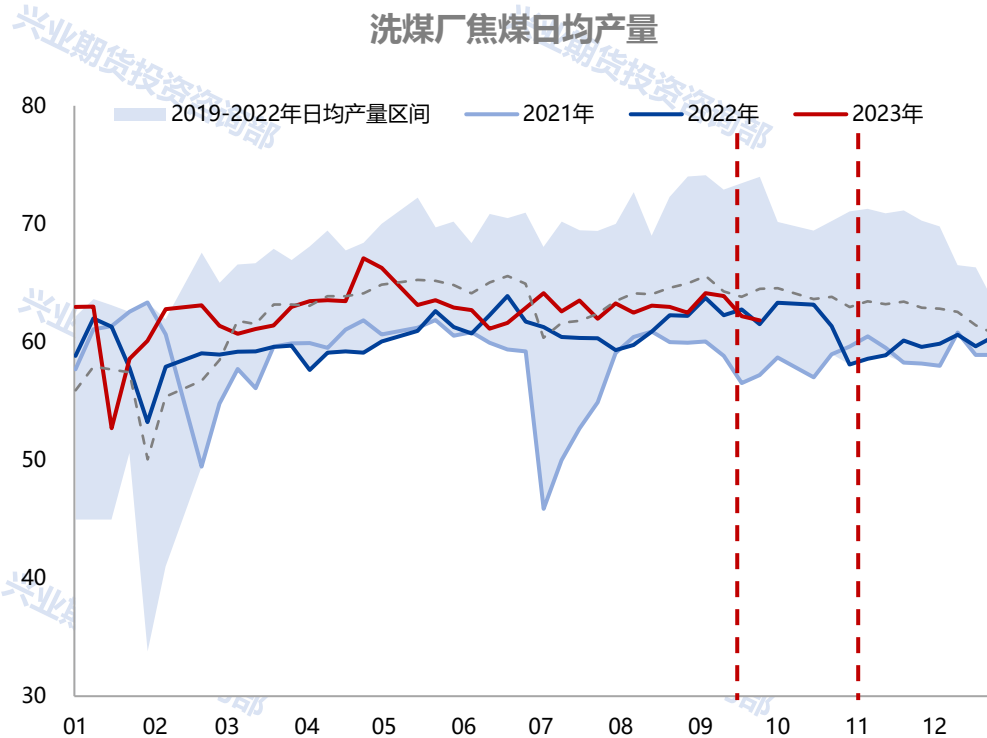
02

现实需求兑现良好，钢厂主导原料采购

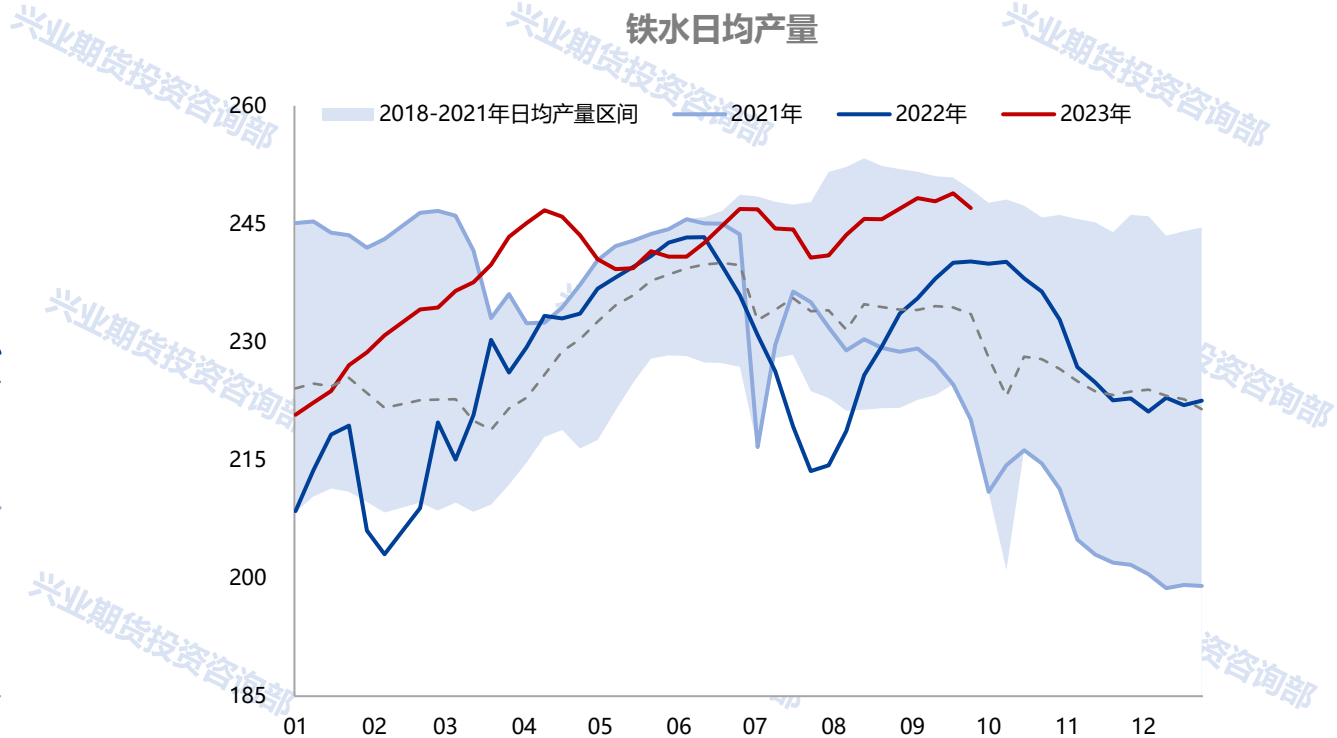
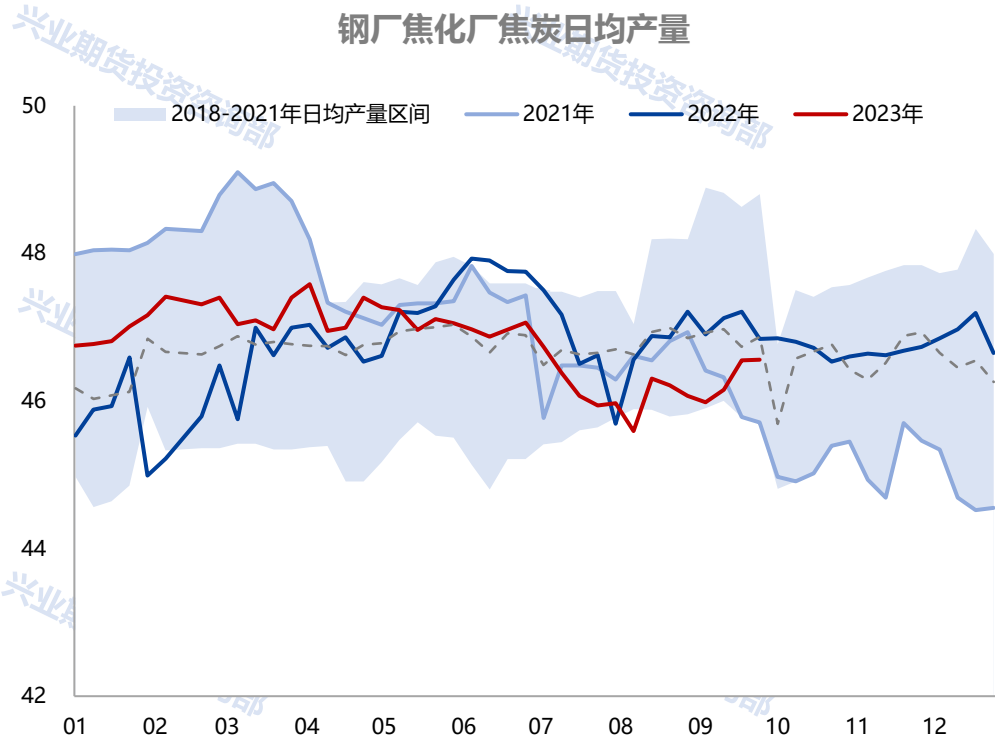
03

库存结构依然向好，焦煤价格上行驱动更强

- 产地方面，长假过后吕梁、临汾等地矿井存在复产现象，但事故频发导致产地安监局势未见放松，坑口安全生产检查高压状态依然制约复工进度，原煤产出短期内难有显著增量；且洗煤厂产能利用率进入季节性回落区间，焦精煤供应料维持低位。
- 进口方面，澳煤成交再创新高，澳大利亚准一线硬焦煤FOB报价突破360美金，且可售资源有限推升远期售价，进口利润倒挂继续走扩、压制国内终端采购意愿，进口市场补充作用缺失。



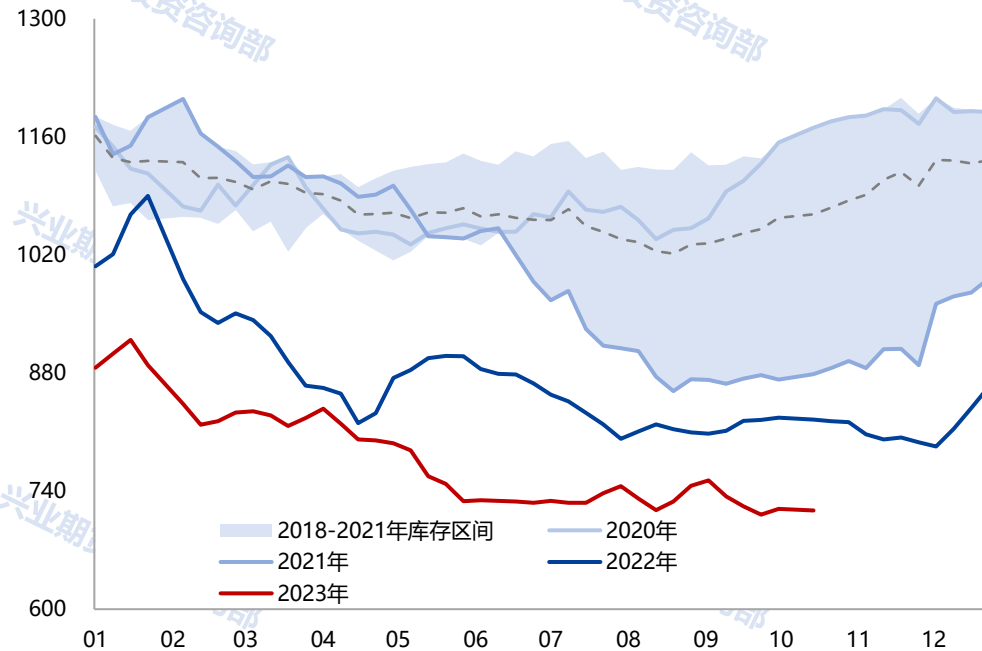
需求方面，焦企利润修复不佳影响开工意愿，但钢厂生产积极性较高，铁水日产维持247万吨上方的高位，且附属焦化厂焦炉开工状况尚佳，高日耗背景下原料采购亦相对乐观，煤矿坑口拉运出货顺畅，焦煤现实需求兑现良好。



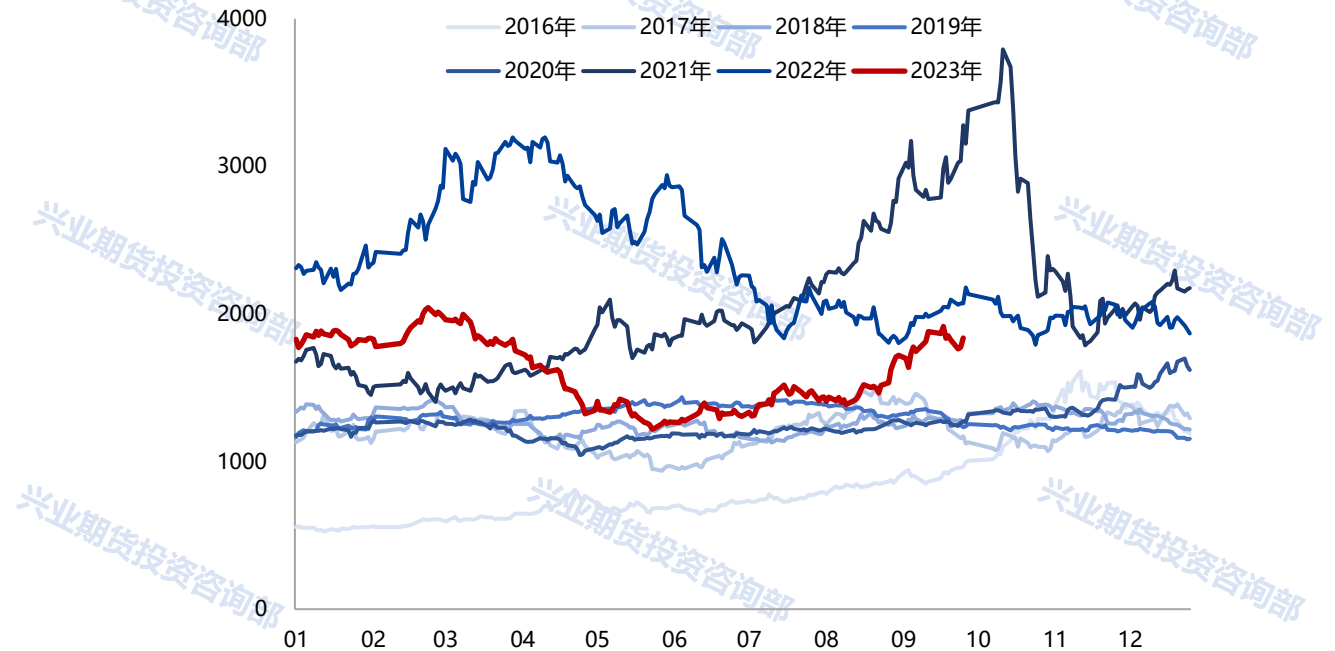
□ 库存方面，下游补库持续推进，焦企存在一定累库情况，但钢厂焦煤库存依然处于历史低位，而上游生产恢复不佳同时压低煤矿库存，焦煤总库存低库特性得到延续。

□ 综合来看，终端需求表现良好，钢厂主导原料补库，而原煤生产仍受制于安全检查，焦煤维持低库存状态，基本面乐观因素占优，价格驱动依然向上；节后可关注上游煤矿复产近况及需求兑现持续性。

### 焦煤钢厂库存季节性特征



### 焦煤指数走势及季节性



# 棉花

CF

01

国内棉花供需格局预计偏宽松运行

02

传统旺季下游利润仍不佳，出口形势偏弱

03

棉花期货上行空间有限，卖出看涨期权继续持有

- 综合分析棉花播种以来的农业气象条件、作物产量气象预测模型结果，预计2023年全国棉花平均单产与2022年相比为减产年。湖北、湖南棉花单产较去年增加1.5%以上，新疆较去年减少1.5%以上，基本符合此前预期，无进一步产量缩减预期。
- 从最新公布的ICAC全球棉花供需平衡预测来看，国内减产相对明确，但消费量预期下滑更严重，期末库存总量仍然累积；全球角度来看，2023/24年度棉花增产，全球贸易环境不稳定使棉花消费增长面临困难，期末库存总量仍然增加。

天气情况显示棉花产量无进一步缩减预期

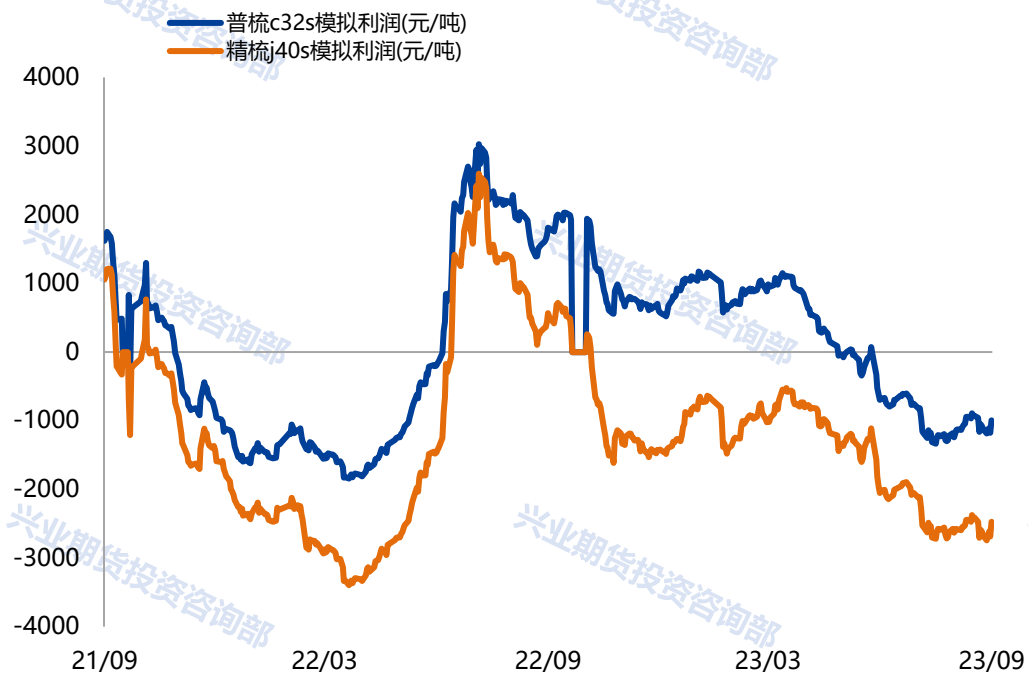
区域	平均气温 (°C)	平均气温距平 (°C)	降水量 (毫米)	降水距平百分率 (%)	日照时数 (小时)	日照距平百分率 (%)
新疆	24.5	1.2	13.5	-15.3	262.8	-9.5
西北	24.9	1.1	147.3	22.3	212.5	13
华北	25.9	1.4	134.5	14.2	223.9	9.8
黄淮	26.9	1.2	160.3	6.9	234.1	22.8
江淮	28	0.9	122.9	-19.1	225.7	10.7
江汉	28.2	1.5	140.5	2.1	229.4	17.5
江南	28.2	0.5	140	-1.4	191.8	-6.1

国内棉花供需格局预计偏宽松运行

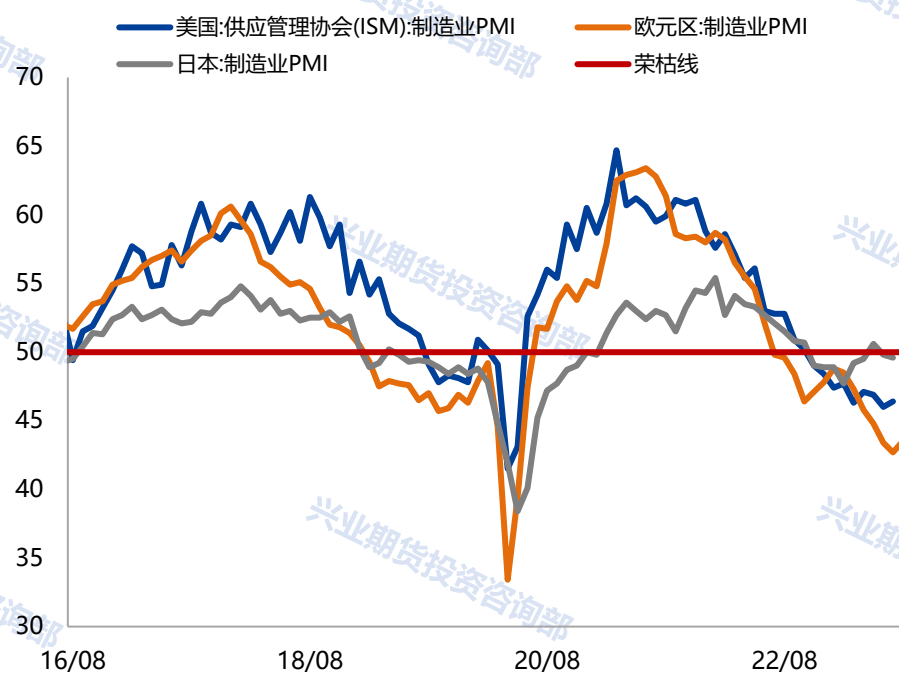
		2019/20	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24
期初库存	全球	1934	2211	2019	1941	2124
	中国	888	902	937	960	844
	美国	83	123	26	34	93
产量	全球	2626	2399	2518	2462	2498
	中国	580	591	573	598	560
	美国	434	318	381	315	286
消费量	全球	2305	2570	2583	2345	2331
	中国	723	840	831	750	700
出口量	全球	921	1083	973	806	925
	美国	347	363	318	278	268
进口量	全球	878	1065	960	805	925
	中国	160	284	185	138	215
期末库存	全球	2211	2019	1941	2124	2292
	中国	902	937	860	844	916
	美国	123	26	34	93	65

- 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



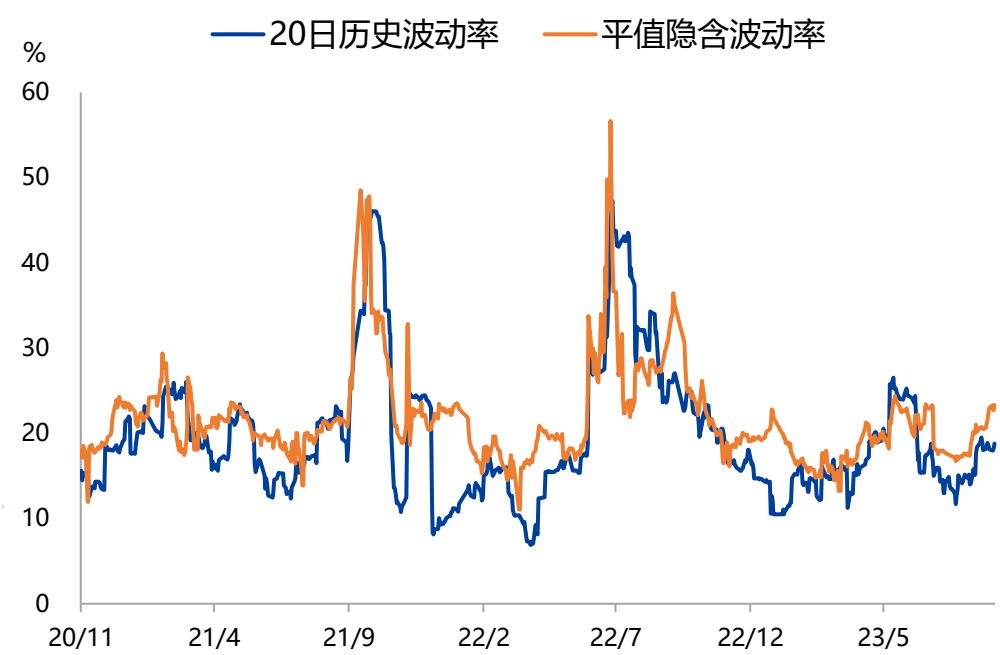
### 当前出口形势偏弱



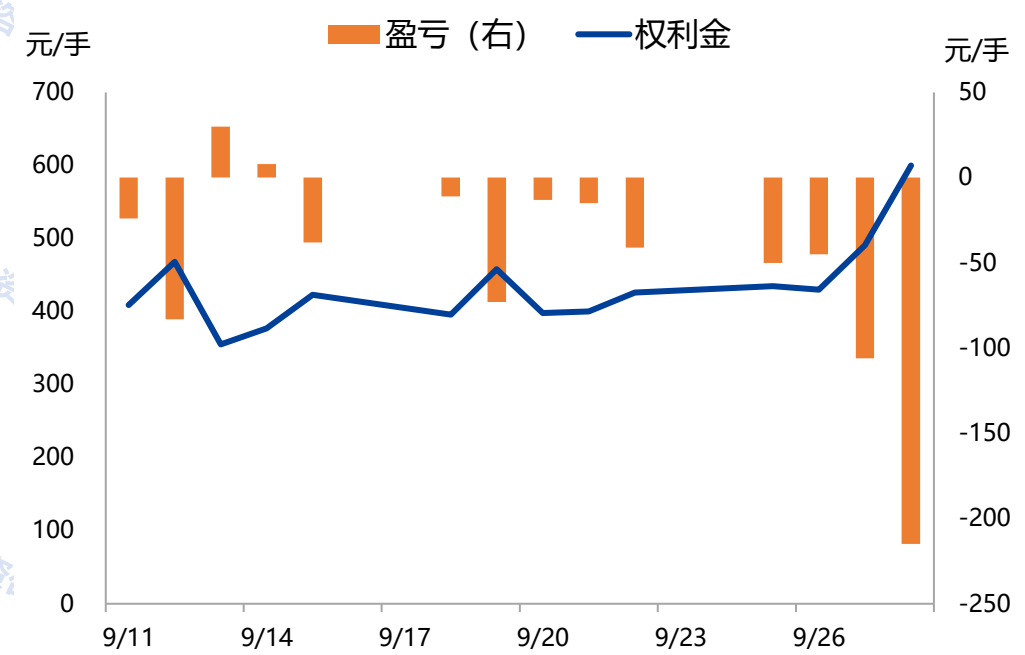
在经过近三周的震荡后，节前最后两个交易日CF401价格上涨3%，历史波动率无变化，但主力期权平值隐含波动率提升至7月以来最高。成交量PCR和持仓量PCR显著下降，反映期权市场看涨情绪。

卖出看涨头寸权利金亏损215元/吨，距离止损还有170元/吨，考虑到棉花基本面偏空，期货上行空间有限，卖出看涨建议继续持有。

### 隐波大幅上升（截至9.28）



### 卖出棉花看涨期权盈亏（截至9.28）





# 碳酸锂

LC

01

供给缩减预期落地，产能投放扰动明显

02

正极环节开工率维稳，新能源车销量延续高增

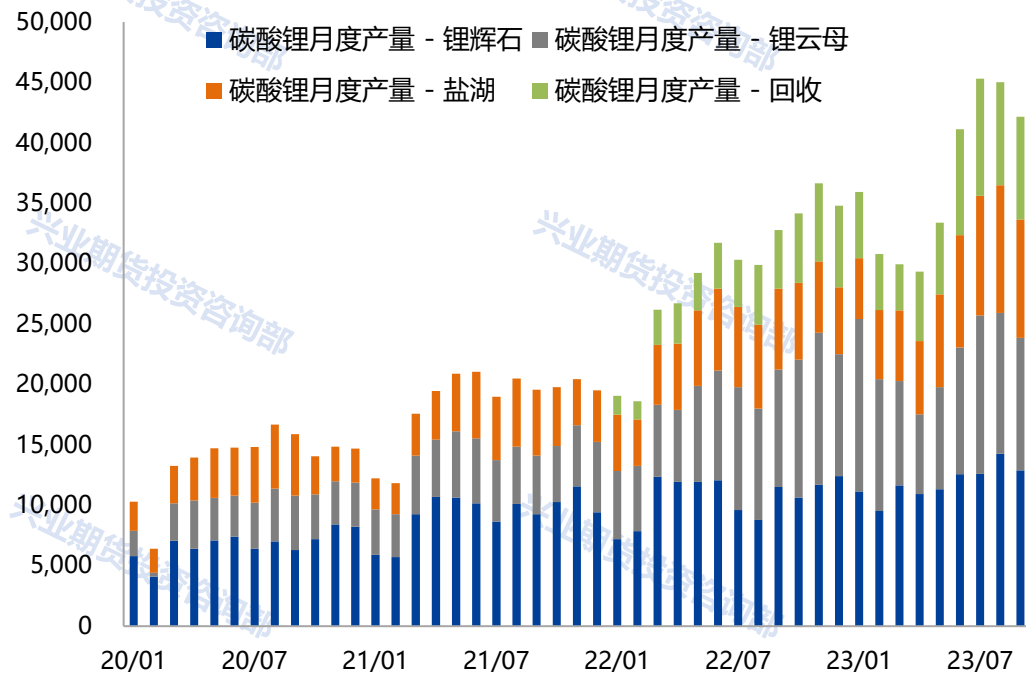
03

成本支撑进一步加强，行业高库存状况迎拐点

产量方面，九月碳酸锂产量已出现下滑态势，供给收缩预期已显现。具体到细分环节：青海盐湖产能利用率维持高位，下半年预计将有下降；锂辉石治因外购原料成本高，减产信号十分明确；锂云母冶炼始终存在环境污染问题，开工率无法达到行业平均水平。

产能方面，锂资源勘探热潮重新启动，全球锂盐企业均加大资本开支力度。但锂资源项目延期情况十分普遍，无论是矿山开采还是盐湖扩产均存在着资金、社区、环境及政策等方面的因素扰动。随着各国逐步重视锂战略资源，新建项目投产进度不确定性升高。

中国碳酸锂产量情况统计（吨）



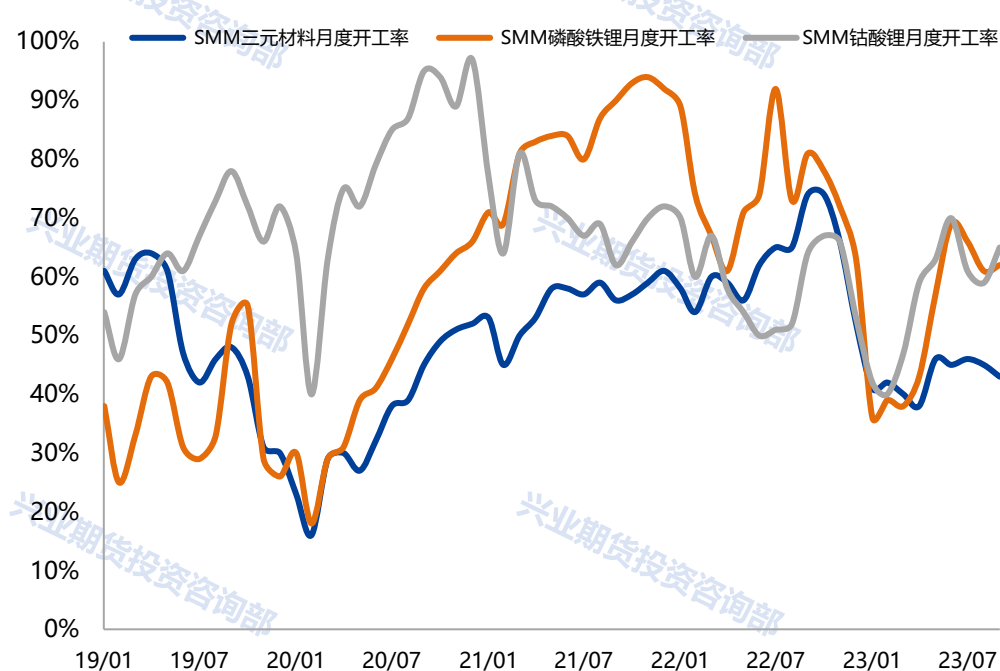
锂资源企业项目延期情况

项目	产能 (万吨LCE)	建设首次引用时	建设实际预估用时	项目类型
Atacama-SQM	7 -- 12	12	36	棕地项目
Atacama-ALB	4 -- 8	20	36	棕地项目
Hombre Muerto	1.8 -- 2.8	20	54	棕地项目
Cauchari-Olaroz	0 -- 4	22	69	绿地项目
Olaroz 二期	1.75 -- 4.25	19	61	棕地项目
Pilbara	0 -- 33 (万吨锂精矿)	20	26	绿地项目
Marion	45 -- 60 (万吨锂精矿)	8	14	棕地项目
Manono	0 -- 160 (万吨锂精矿)	预计2023年投产，但采矿证被政府收回项目投产大幅延迟		绿地项目
视下窝矿区	0 -- 8	预计2023年3月投产，基建完工时间存疑，较原计划明显推迟		绿地项目
鸳鸯坝矿区	0 -- 47 (万吨锂精矿)	因引大济岷工程水环境问题，环评未通过		绿地项目

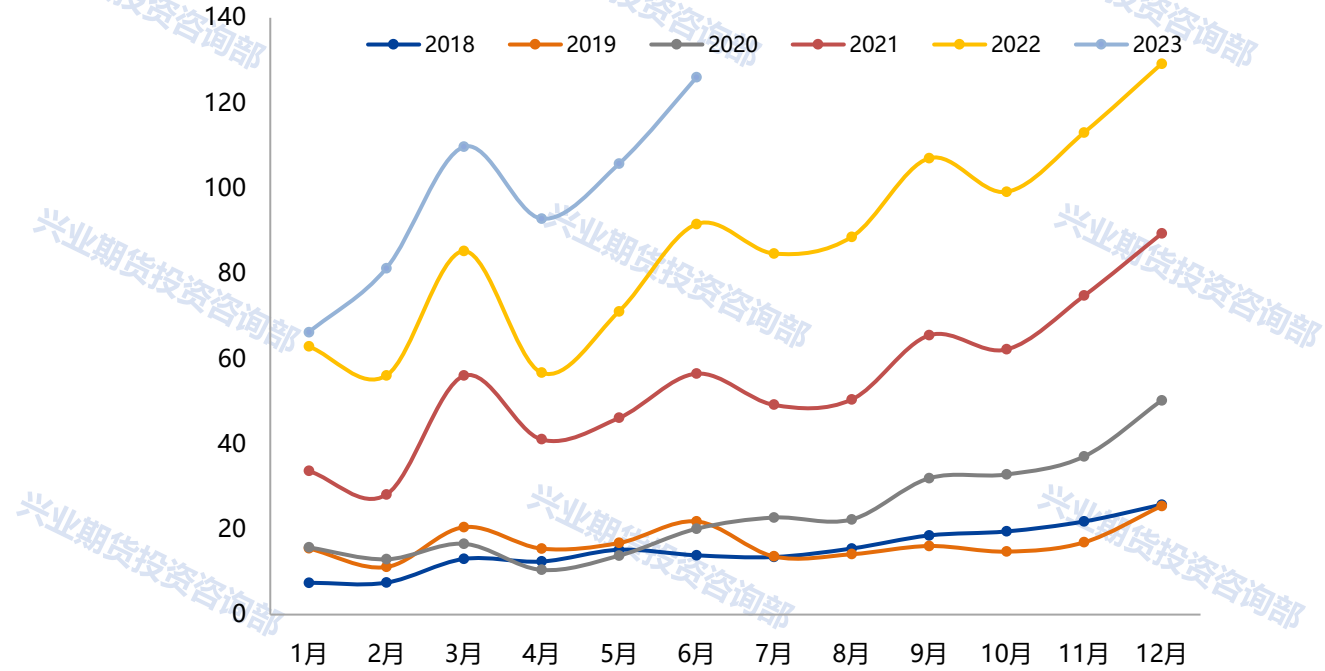
□ 正极材料方面，行业受下游电芯厂当期订单影响显著，当前开工率已有企稳迹象。国内市场磷酸铁锂电池需求仍较为旺盛，相关一线企业开工率仍维持高位。国外市场大部分使用三元电池，国外经济景气下行使得三元材料出口受限，导致厂家开工积极性偏弱。

□ 新能源车方面，新能源车销量虽存在高基数的影响，但上半年全球新能源车销量同比有明显提高，也证明下游需求仍有增长动能。根据乘联会数据，九月国内新能源乘用车渗透率达到37.9%，随着下半年汽车销售旺季已提前来到，新能源方面表现优于市场预期。

### 正极材料企业开工率统计 (%)

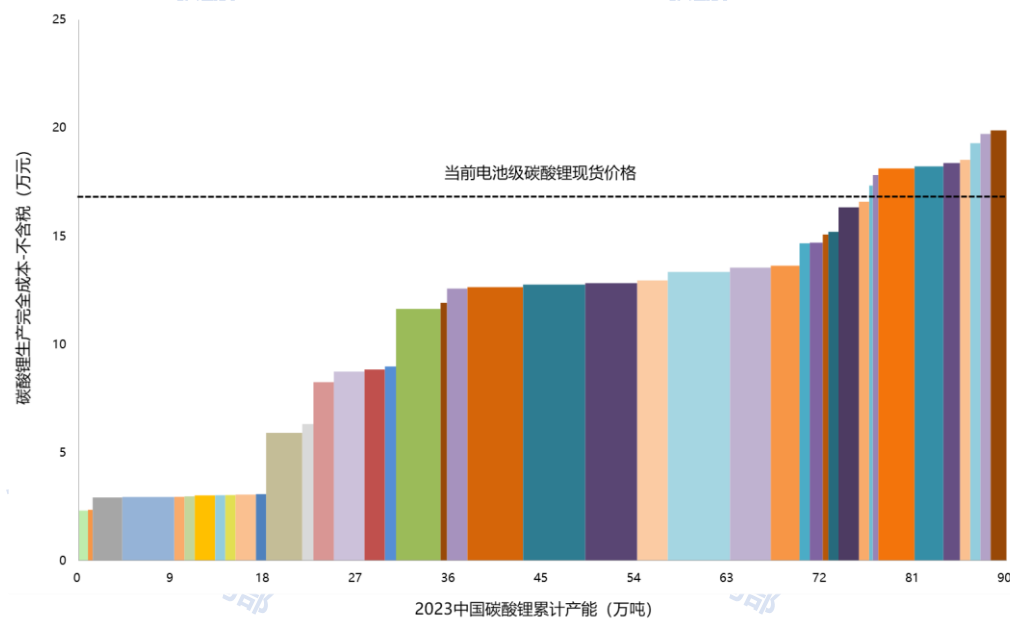


### 全球新能源车销量情况 (万辆)

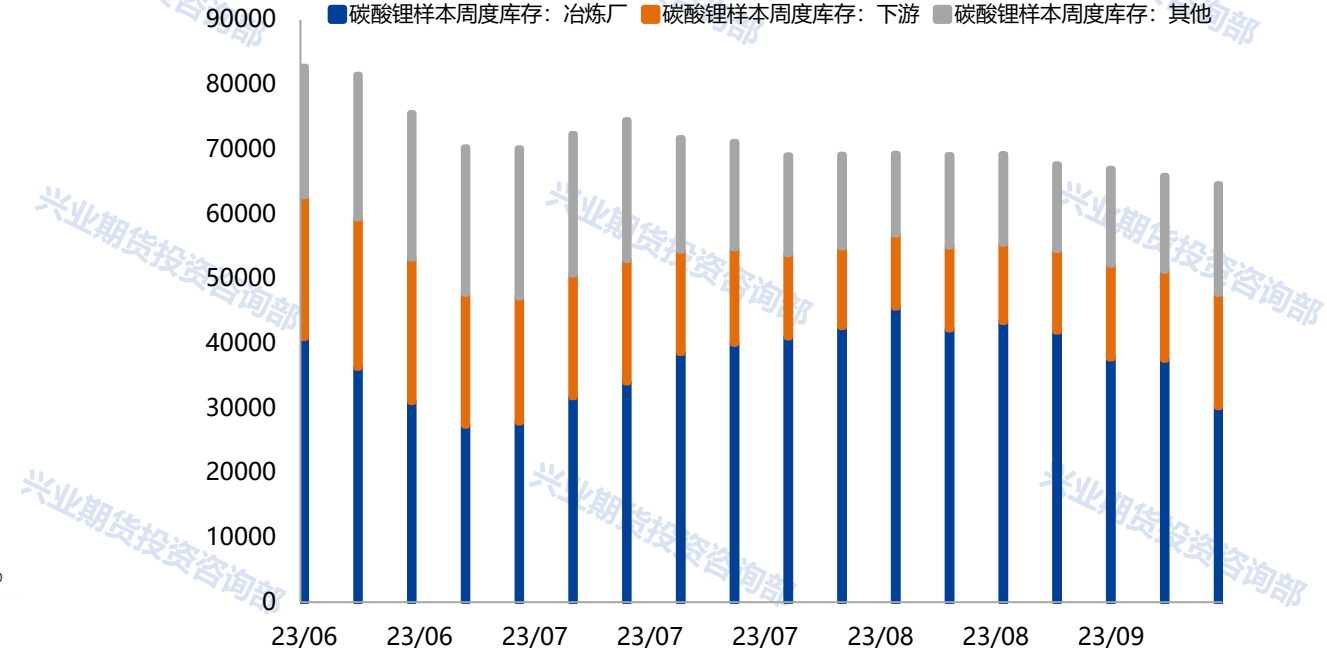


- 成本方面，碳酸锂制备属于原料主导生产模式，预计原料锂矿占据成本超5成（除盐湖提锂路线）。碳酸锂价格下跌幅度较大，外购锂辉石制锂和电池回收制锂企业已跌破成本线，预计受影响产能约占15%。若价格继续下滑，预计将有更多企业发布限产通知。
- 库存方面，受行业停产限产消息的影响，冶炼厂碳酸锂去库进度加快，下游逐步开启补库周期。供给端存在收缩预期，需求端未出现萎缩信号，随着中游材料厂及电池厂的产成品库存去化进程加快，行业高库存的状况也将逐步缓解，行业库存制约也得以放松。

### 最新生产企业碳酸锂成本曲线



### 碳酸锂周度库存统计 (吨)



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](http://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