



官方微信



官方APP

2023年9月第1周核心策略推荐：

积极政策效应将由量变到质变，权益资产配置性价比持续提升

上海 2023.9.3

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月中旬以来，稳增长政策兑现逐步加速，房地产需求端调控政策的优化节奏和累计优化幅度超市场预期，无论对市场情绪，亦是对地产销售均有望形成正积极作用。若地产周期企稳，将有利于国内信用周期、经济周期、库存周期上行阶段拐点的加速触及，以及上行空间的扩大。而随宽松政策加码落地，国内经济面亦出现对应的企稳改善信号，包括8月官方制造业PMI指数连续3个月回升、7月工业企业库存指标环比继续改善等。总体看，政策面、基本面共振的乐观前景值得期待。

□ 近期供需面格局较好、且与各项重磅政策映射关联度较高的相关大宗商品整体涨势强化，可视为风险资产将迎来升势的重要信号。对比而言，权益资产则明显滞涨，考虑其盈利、估值两端均有充足的提振因素，其整体配置价值将进一步凸显。具体而言，仍宜耐心持有股指多头、以及“低库存+低估值”的相关大宗商品多头。

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): 虽然目前宏观数据仍表现一般, 但比对历史利率低点时的数据表现来看, 本轮利率进一步向下空间有限, 且近期刺激政策频出, 债市回调压力正在加大。但目前转向驱动仍未明确, 而长短端期限组合从估值水平来看, 安全边际仍较优。

(2) 股指 (买入IF2309, 单边, 持有): A股23Q2中报业绩随继续下滑、但总体属存量利空, 增量影响有限; 从国内PPI、PMI等前瞻指标表现, 以及A股盈利周期规律看, 23Q3大概率为盈利上行拐点, 其核心推涨作用仍将强化; 从估值看, A股修复潜力依旧较大, 即分母端潜在贡献亦较可观; 再从相关高频指标看, 情绪面始终存在积极信号; 从稳健、均衡配置思路看, 沪深300指数对业绩、估值、股息率等主要指标兼顾性最高, 其依旧是最佳多头。

(3) 沪铝 (买入AL2310, 单边, 持有): 近期电解铝产量出现明显抬升, 但在产能天花板限制之下, 后续进一步增量有限, 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, 持有): 年内供给释放符合预期且远期投产不确定性较高, 消费利好政策将逐步推动需求向上增长。行业利润收缩明显, 下游库存维持低位, 当前盘面价格向下空间有限, 关注低位入场时机。

核心摘要 (2) : 市场展望

□ 中观面驱动因素要点:

期货策略:

(5) 沪胶 (买入RU2401, 单边, 持有): 政策施力效果显现, 汽车市场延续复苏态势, 轮胎开工表现良好, 订单充足推动采购回升, 港口库存继续降库, 供需结构边际好转, 积极因素占优使得价格驱动依然向上。

(6) PVC (买入V2401, 单边, 持有): 9月PVC产量预计环比增加2.6%, 需求预计环比增加5%, 供应趋紧利于价格上涨。此外成本的不断上移和房地产重磅利好政策的持续推出, 都成为重要的上行驱动, 预计PVC期货迎来补涨, 上调目标止盈价格。

(7) 纯碱 (买入SA405, 单边, 持有): 现货供需偏紧影响持续发酵, 远月低位多单耐心持有。

(8) 焦煤 (买入JM2401, 单边, 持有): 铁水日产高位、焦炉开工上行, 焦煤刚需表现乐观, 而煤矿事故扰动下产地安全检查格局趋严, 供应端料将维持收紧态势, 各环节库存均处低位, 供需结构继续好转, 价格上行驱动依然较强。

(9) 棉花 (买入CF401, 单边, 持有): 疆棉高温天气使减产预期持续加强; 美棉主产区干旱加深预计导致大幅减产。供应端收紧预期下棉花CF2401前多持有。

(10) 工业硅 (买入SI2312, 单边, 新增): 工业硅供需或逐步进入偏紧格局, 成本支撑显著体现, 多头头寸安全性较高、盈亏比预期较好, 建议介入工业硅多头头寸。

宏观

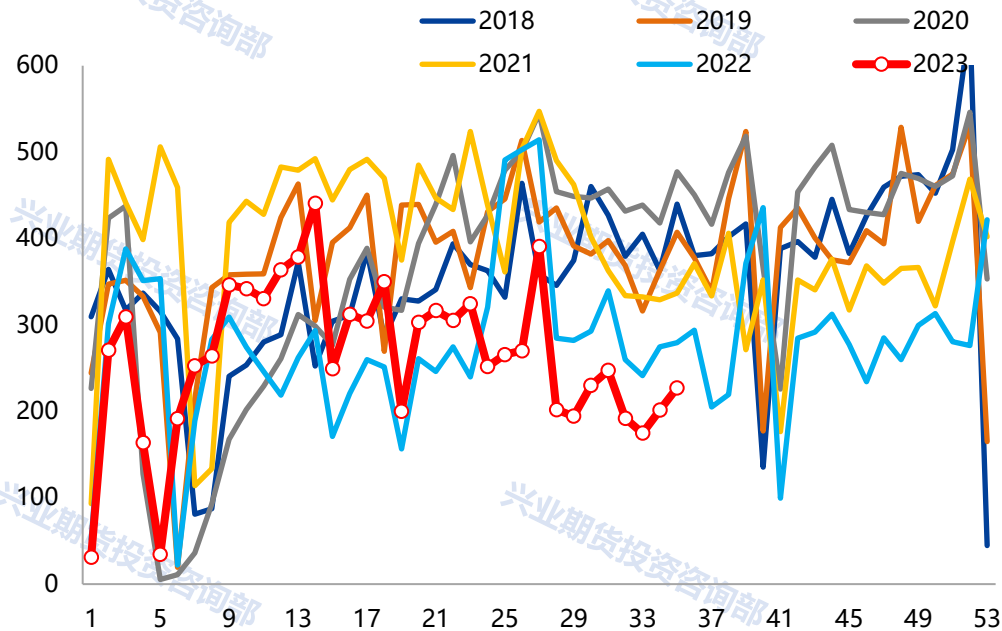
MACRO

01

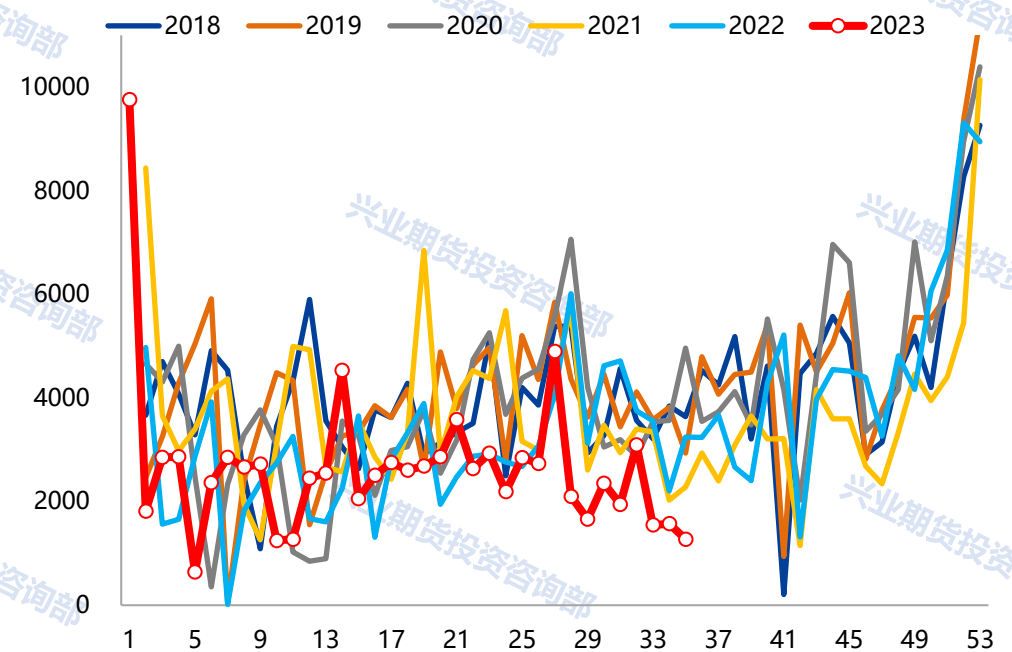
国内：积极政策加速兑现，经济亦存改善迹象

中国作为典型的投资驱动型经济体，国内信用周期、经济周期、乃至库存周期，均与地产周期高度相关，内需不足的根源也在于地产周期修复不及预期。2023年8月，30大中城市商品房成交面积同比下降22.8%（前值-26.7%），8月份累计4周百城土地成交规划建筑面积同比下跌38.9%，房地产企业资金问题依然严重，偿债压力较大，行业缺乏内生修复动能。

30大中城市商品房成交面积（更新至8.27）



百城土地成交土地规划建筑面积（更新至8.27）



国内经济：房地产调控优化政策陆续兑现（2）

- 为缓和地产周期下行压力，推动经济稳步向好发展，8月以来国家针对地产行业进行了新一轮的政策优化。7月底政治局、住建部等会议，明确了依托“一城一策”的模式，拓展“**首付比例、房贷利率、购房税费、认房认贷标准、存量房贷利率**”五个方面政策优化的辐射范围的政策优化思路。我们认为，优化“认房认贷”政策和调整存量房贷利率政策是对2016年以来房地产调控政策框架的突破，对居民刚需购房和改善性购房需求的释放，降低房地产“挤出”效应的影响较大，也是市场关注的焦点。
- 8月下旬，优化“认房认贷”政策落地的节奏明显提速。8月25日，三部委联合印发《关于优化个人住房贷款中住房套数认定标准的通知》，将首套房“认房不认贷”政策纳入到“一城一策”工具箱。8月25日当天，宁波已有银行执行“认房不认贷”新政。8月30日广州深圳率先打响一线城市“认房不认贷”的第一枪，8月31日，厦门、武汉、中山响应，9月1日，北京上海同时宣布“认房不认贷”。
- 7月底前，国内4个核心一线城市和12个高能级二线城市未执行“认房不认贷”政策，核心一线城市首套/二套首付比例相差10-40%，非一线城市首套/二套首付比例也多数相差10%以上，房贷利率也相差较大。2021年全年，这些尚未执行“认房不认贷”政策的城市贡献了全国房地产开发投资完成额的28.3%、商品房销售面积的17.6%、商品房销售金额的30.1%、土地购置面积的15%以上。考虑到高能级城市将陆续跟进“认房不认贷”政策，以及8月31日央行/金融监管总局《关于调整优化差别化住房信贷政策的通知》，将全国首套房/二套房首付比例分别下调10%至20%/30%，将较大幅度降低刚需购房和置换购房者的首付压力和贷款利率压力，再加上银行也有序下调居民存款利率，我们认为居民刚需购房和改善性购房需求可能将得到释放。

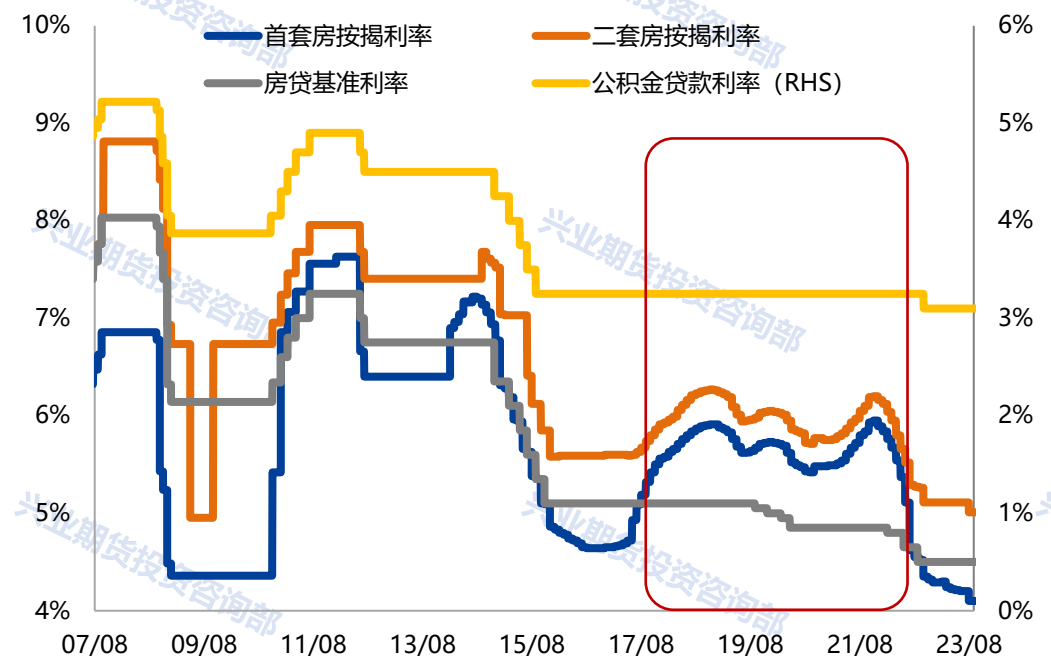
时间	部门/会议	内容
7月28日	住建部	要继续巩固房地产市场企稳回升态势，大力支持刚性和改善性住房需求， 进一步落实好降低购买首套住房首付比例和贷款利率、改善性住房换购税费减免、个人住房贷款“认房不用认贷”等政策措施 ；继续做好保交楼工作，加快项目建设交付，切实保障人民群众的合法权益。
7月29日	北京市住建委	市住房城乡建设委将认真学习领会中央政治局会议精神，按照倪虹部长在企业座谈会上的讲话要求，在市委、市政府领导下，坚持稳中求进工作总基调，结合北京房地产市场实际情况，会同相关部门抓紧抓好贯彻落实工作， 大力支持和更好满足居民刚性和改善性住房需求，促进北京房地产市场平稳健康发展。
7月30日	深圳市住建局	市住房建设局坚决贯彻习近平总书记关于住房工作的重要指示精神，认真学习领会中央政治局会议精神，按照倪虹部长在企业座谈会上的讲话要求，在市委、市政府领导下，以及上级有关部门指导下，结合我市房地产实际情况，会同市有关部门、中央驻深机构和各区抓好贯彻落实， 更好满足居民刚性和改善性住房需求，扎实推进保交楼工作，切实维护房地产市场秩序，促进我市房地产市场平稳健康发展。
7月30日	广州市住建局	广州市住建局正认真学习领会中央政治局会议精神，按照倪虹部长在有关座谈会上的讲话要求，在市委、市政府领导下，坚持稳中求进工作总基调，实事求是抓紧推进落实，将结合广州实际尽快推出有关政策措施， 大力支持、更好满足刚性和改善性住房需求，促进广州房地产市场平稳健康发展。
7月31日	国常会	要调整优化房地产政策，根据不同需求、不同城市等推出有利于房地产市场平稳健康发展的政策举措，加快研究构建房地产业新发展模式。
8月1日	上海市住建委	市住房城乡建设管理委、市房屋管理局召开专题会议，认真学习领会7月24日中央政治局会议和近期一系列重要会议精神，研究部署下阶段全面推进“两旧一村”改造等民心实事工程。市住房城乡建设管理委、市房屋管理局将在市委、市政府领导下，坚持稳中求进工作总基调，完整、准确、全面贯彻新发展理念，因城施策， 支持刚性和改善性住房需求，做好保交楼、保民生、保稳定工作，促进上海房地产市场平稳健康发展。
8月1日	央行	落实好“金融16条”，延长保交楼贷款支持计划实施期限，保持房地产融资平稳有序，加大对住房租赁、城中村改造、保障性住房建设等金融支持力度。 因城施策精准实施差别化住房信贷政策，继续引导个人住房贷款利率和首付比例下行，更好满足居民刚性和改善性住房需求。指导商业银行依法有序调整存量个人住房贷款利率。
8月25日	住房城乡建设部、中国人民银行、金融监管总局	《关于优化个人住房贷款中住房套数认定标准的通知》，推动落实购买首套房贷款“认房不用认贷”政策措施。 此项政策作为政策工具，纳入“一城一策”工具箱，供城市自主选用。
8月30日	广州、深圳	正式确认实施“认房不认贷”。
8月31日	人行、金融监管总局	《关于调整优化差别化住房信贷政策的通知》，首套/二套房首付比例下限由30%/40%下调至20%/30%；二套房利率下限下调为LPR+20BPS。 《关于降低存量首套住房贷款利率有关事项的通知》。
8月31日	厦门、武汉、中山	正式确认实施“认房不认贷”。
9月1日	上海、北京	正式确认实施“认房不认贷”。

一线及高能级二线城市购房政策仍有较大优化空间（国泰君安证券整理）

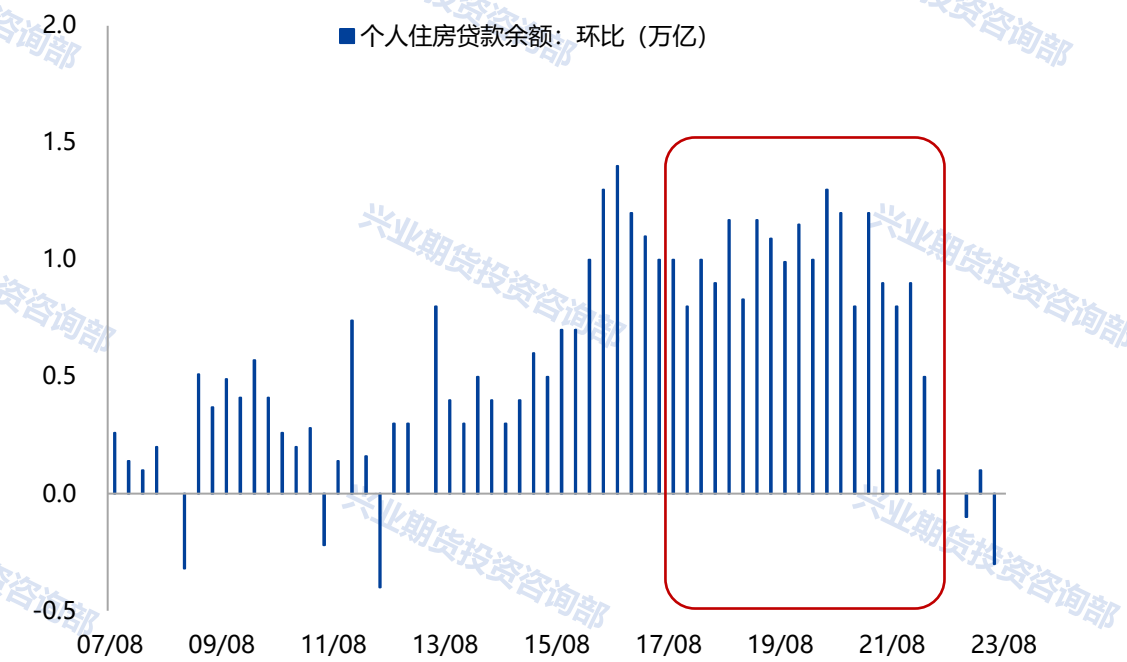
城市	本地限购	外地限购	社保要求 (本地/外地, 年)	首付比例 (首套/二套)	认房认贷	城市	本地限购	外地限购	社保要求 (本地/外地, 年)	首付比例 (首套/二套)	认房认贷
深圳	限2	限1	3/5	30%/70%	认房又认贷	大连	限2+新购1	限2	无需	30%/40%	认贷不认房
广州	限2	限1	5	30%/50%	认房又认贷	苏州	限3	限1	0.5	限购区30%, 非限购区20%/30%	认贷不认房
上海	限2	限1	5	30%/50%	认房又认贷	天津	限2	限1	0.5	30%/40%	认房不认贷
北京	限2	限1	5	35%/60%	认房又认贷	南京	限2	限1	0.5	30%/30%	认贷不认房
南昌	限2	限1	无需	20%/30%	认贷不认房	武汉	限3	限1	0.5	30% (非限购区20%) /40% (非限购区30%)	限购区认房又认贷 (非限购区认贷不认房)
厦门	限2	限1	3	30%/40%	认房又认贷	青岛	限2	限1	1	30% (非限购区20%) /40% (非限购区30%)	认贷不认房
西安	限2	限1	0.5	30%/40%	认房又认贷 (部分银行认贷不认房)	太原	限2	限1	无需	20%/40%	认贷不认房
杭州	限2	限1	2/4	30%/40%	认房不认贷	宁波	限2	限1	2	30% (非限购区20%) /40% (非限购区30%)	认贷不认房
福州	限2	限1	无需	20%/30%	认房又认贷	济南	限2	限1	无需	30% (非限购区20%) /40% (非限购区30%)	认房不认贷
郑州	限2	限1	2	30% (航空港20%) /40% (航空港30%)	认贷不认房	重庆	不限购	不限购	1	20%/40%	认房又认贷
长沙	限2	限1	2	30%/40%	认房又认贷	南宁	不限购	不限购	无需	20%/30%	认贷不认房
合肥	限2	限1	2	30% (非限购区20%) /40% (非限购区30%)	认贷不认房	昆明	不限购	限1	1	20%/30%	认贷不认房
成都	限2+二孩1	限1	1	一二圈层+高新30%, 三圈层20%/一二圈层40%, 三圈层30%, 高新50%	公积金认房又认贷 (部分银行认贷不认房)	长春	不限购	不限购	1	20%/30%	认贷不认房
沈阳	限2	限1	无需	二环外20% 二环内30% / 二环外30% 二环内40%	认贷不认房	贵阳	不限购	不限购	1	20%/40%	认贷不认房
石家庄	不限购	不限购	无需	20%/30%	认房又认贷	海口	限2	限1	5	30%/40%	认房又认贷
无锡	限2	限1	0.5	30%/30%	认贷不认房	三亚	限2	限1	主城区5/非主城区2	30%/40%	认房又认贷

此外，调整存量房贷利率的政策也开始实质性落地。8月31日，央行和金融监管总局发文《关于降低存量首套住房贷款利率有关事项的通知》，允许居民可申请置换首套房商业贷款，贷款利率不低于原发时当地贷款利率下限。粗略估算，本次存量房贷利率下调可能覆盖的范围包括：（1）2011年9月-2012年3月新发放的个人住房贷款，（2）2018年3月以来新发放的个人住房贷款。且本次存量房贷利率下调幅度也不得低于原贷款发放时的“地方底”。考虑到“地方底”一般高于“全国底”，且2011年9月-2012年3月、2018年3月-2019年9月、以及2022年6月以来，新发房贷利率与全国底基本一致，那么存量房贷利率下调的受益范围可能进一步集中在2019年四季度至2022年1季度这段时间内的贷款，乐观估计影响房贷规模约9-15万亿。

存量房贷利率有下调空间



存量房贷利率下调主要影响2019-2021年间房贷



▣ 对比2008年、2014-2015年两次地产行业大刺激周期，8月以来房地产调控政策优化后，首付比例和认房不认贷政策下限均已优化至最低，房贷利率下限优化幅度相对有限，但由于基准LPR利率已连续调降，实际新发房贷利率也已降至2000年以来的历史低位。叠加央行下调存量房贷利率的政策支持，我们认为自2022年四季度至今，本轮需求端房地产调控政策的累计优化力度已较强，存在超预期的情况。

▣ 回顾历史，2008年、2014-2015年，两次地产行业大刺激后，均带来了地产销售的大幅反弹，目前地产需求端政策利好已大幅积累，我们倾向于认为地产周期企稳的概率显著提高。若地产周期企稳，将有利于信用、经济、乃至库存周期的改善，利好风险资产的价格。

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

兴业期货投资咨询部

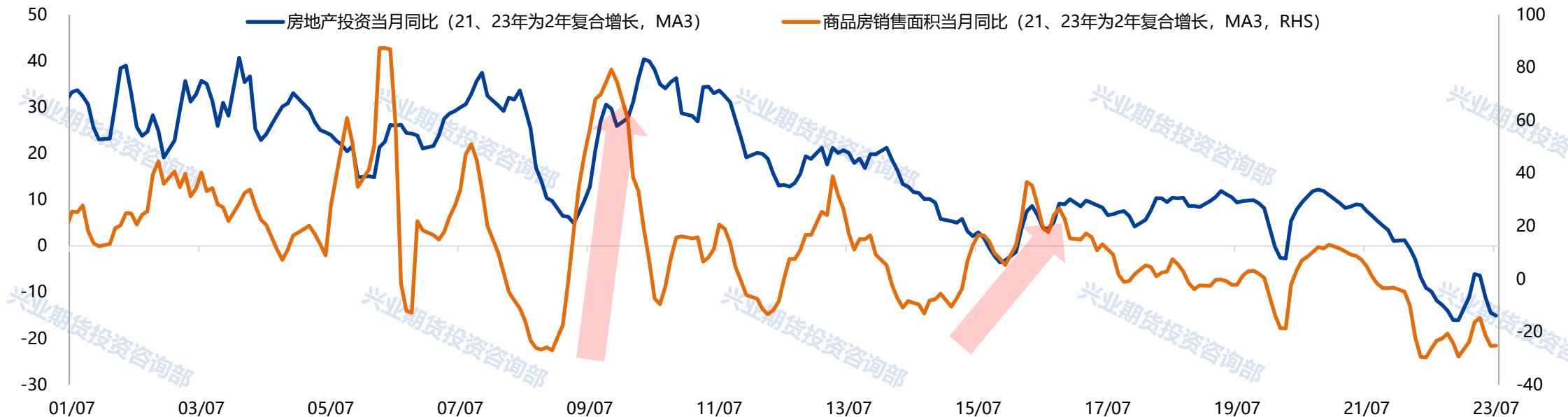
兴业期货投资咨询部

兴业期货投资咨询部

兴业期货投资咨询部

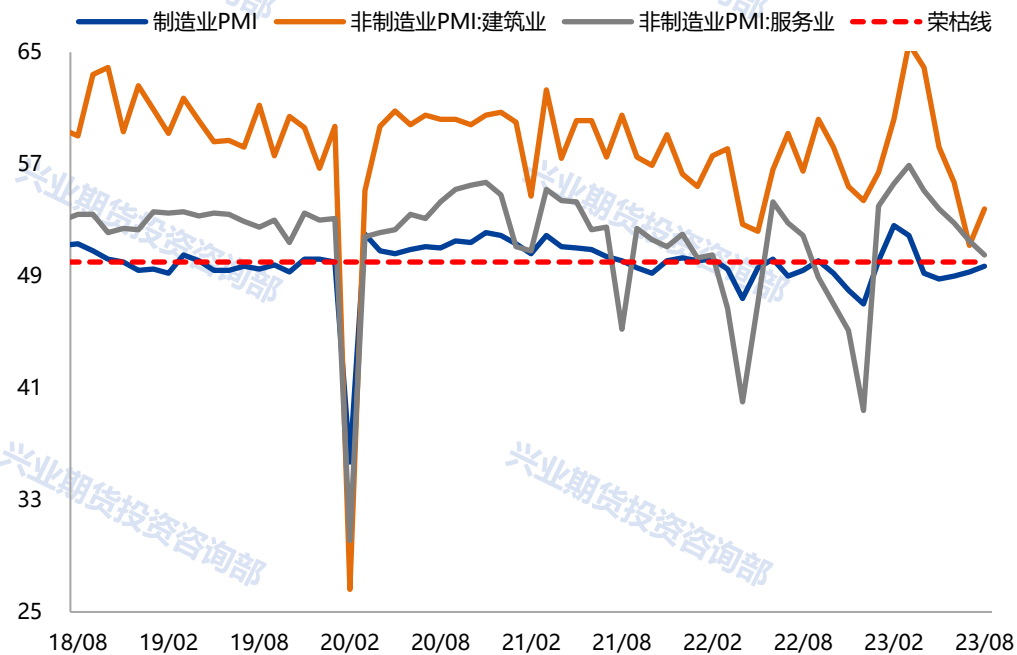
兴业期货投资咨询部

日期	文件	首付比例下限		贷款利率下限		认房认贷
		首套	二套	首套	二套	
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》	< 90m ² : 20% (-) ≥ 90m ² : 20% (↓10%)	20% (↓20%)	0.7X		--
2014年9月30日	《关于进一步做好住房金融服务工作的通知》	30% (-)	60% (-)	0.7X	--	认房不认贷
2015年3月30日	《关于个人住房贷款政策有关问题的通知》	公积金贷款20% (↓10%)	商业贷款40% (↓20%) 公积金贷款20% (↓20%)	--	--	--
2023年8月31日	《关于调整优化差别化住房信贷政策的通知》	20% (限购城市↓10%)	30% (限购城市↓10%)	LPR-20BPS	LPR+20BPS (↓40BPS)	“认房不认贷”纳入“一城一策工具箱”，各城市自主选用

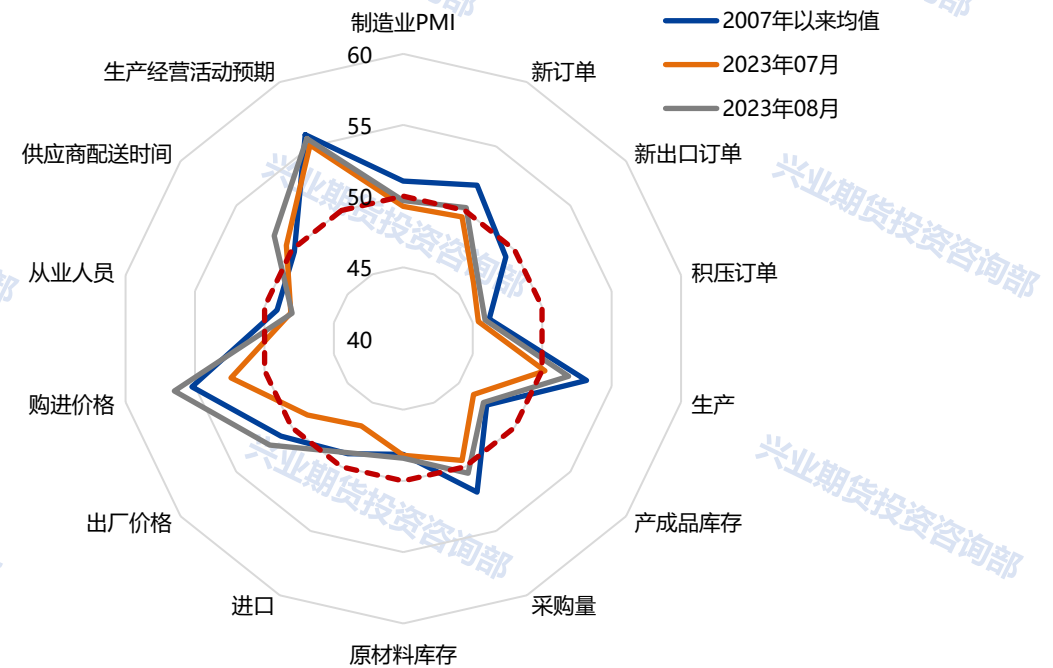


8月制造业PMI指数录得49.7，前值49.3，环比连续3个月上行。虽然制造业PMI指数绝对值仍低于荣枯分界线，反映经济总需求不足的特征依然存在；但指标连续回升，5月份的低点再次得到确认。且分项看：（1）供需两端均环比改善，新订单指数5个月以来首次回至扩张区间，生产指数环比扩大1.7个百分点至51.9%；（2）产成品和原材料库存仍偏弱，但2个价格指数较强，与工业企业被动去库周期特征相符；（3）生产经营活动预期连续第二个月好转，但就业指标偏弱。非制造业中，（1）建筑业景气反弹，一则7月的异常回落包含天气等因素对开工的影响；二则专项债发行节奏提速，对基建的支持加大；（2）服务业PMI指数连续8个月下行，目前仍未触底。考虑我国经济结构，目前PMI指数底部再次确认，后续走势仍看稳增长政策效果。

8月制造业PMI指数连续回升

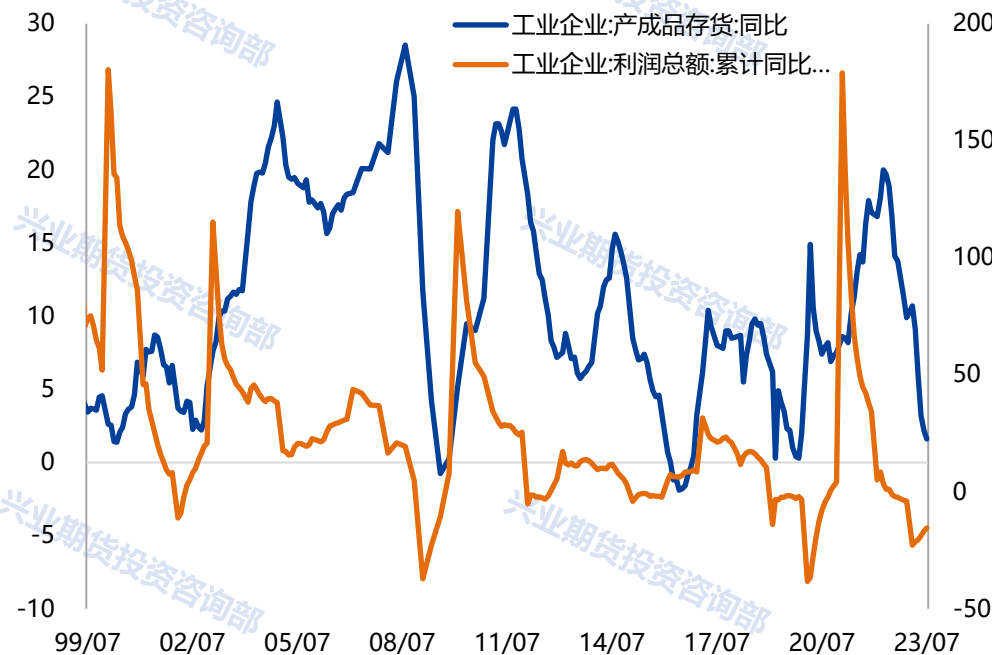


8月PMI指数分项结构

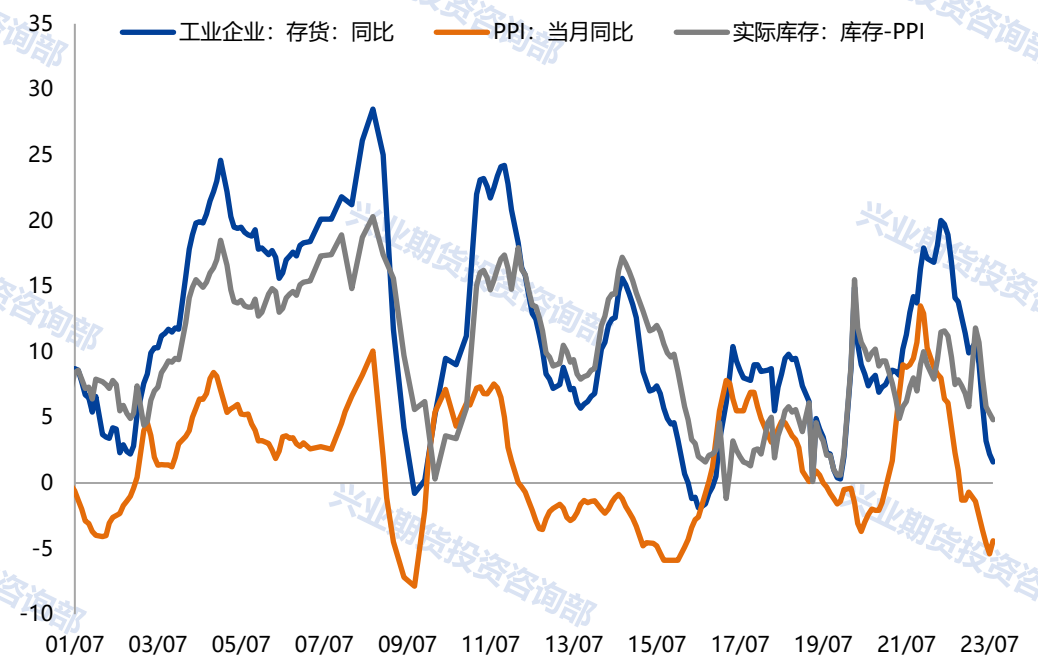


- 1-7月规上工业企业库存同比+1.6%，前值2.2%；1-7月规上工业企业盈利同比-15.5%，前值-16.8%；其中7月单月同比-6.7%。
- 工业企业盈利指标连续12个月负增长，简单剔除物价影响后，工业企业实物库存增速继续下滑，距离过去几轮实物库存周期的底部尚有距离，反映工业企业仍处于被动去库周期。

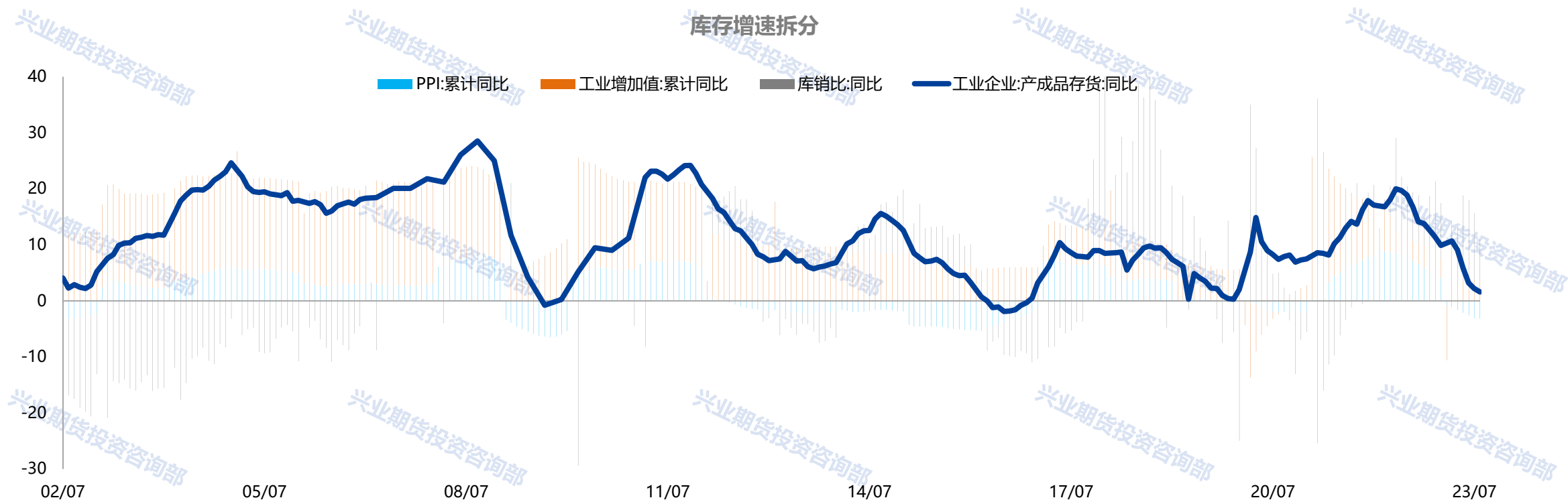
工业企业库存周期连续改善



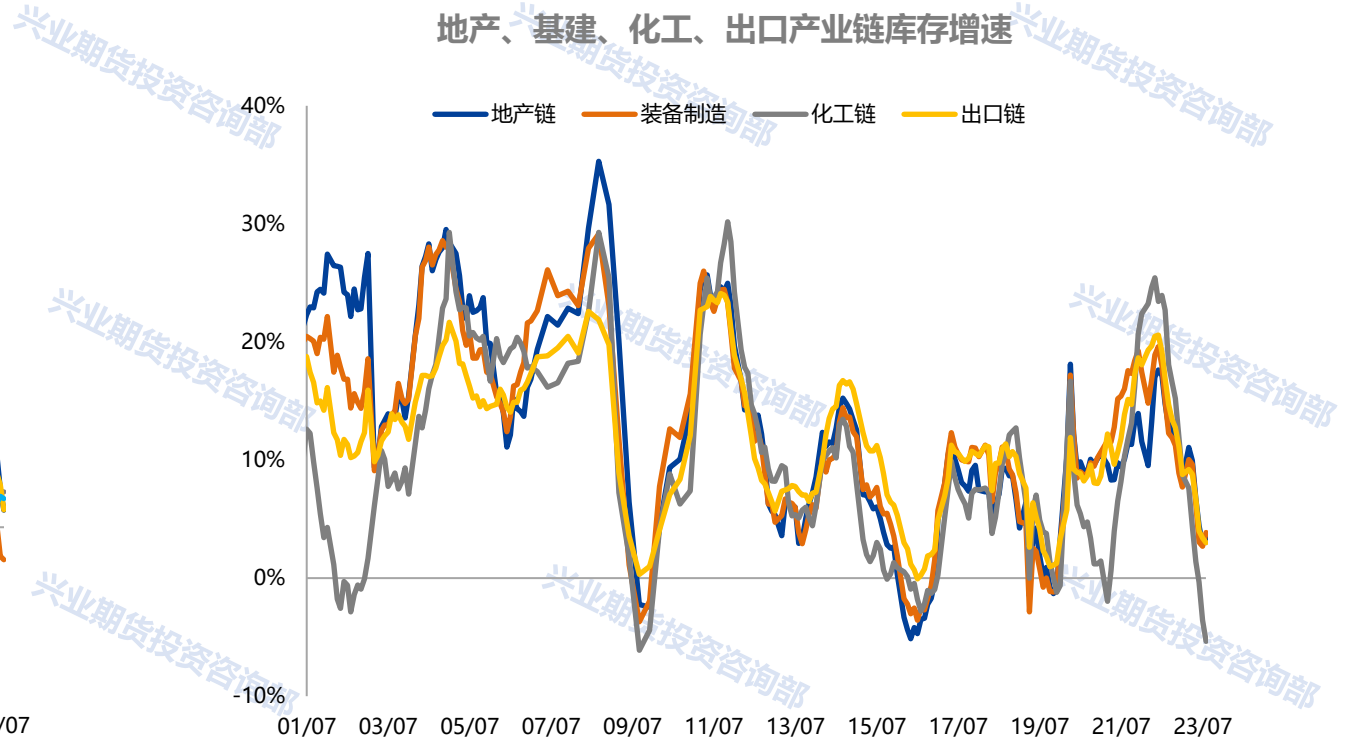
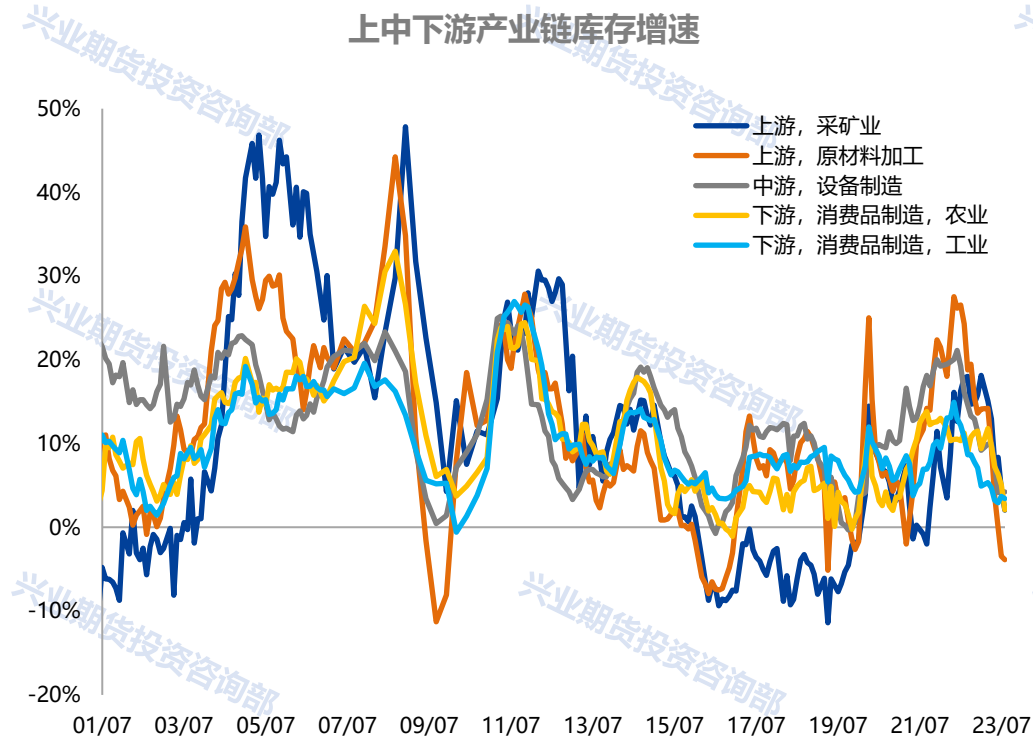
名义库存与实物库存



- 简单拆解工业企业增速可得，生产端的支撑作用边际有所减弱，但价格对库存的拖累也有所改善。
- 虽然工业企业利润的改善，被一定程度上解读为基数下降的结果，但库存增速逐步接近历史低位，仍反映了国内库存周期的环比改善。



分产业链看，上游原材料加工行业去库程度领先，有望率先企稳；下游消费品制造业库存增速边际回暖；化工相关产业链条库存增速已降至历史低位。从细分行业看，上游原材料加工行业、中游设备制造业、以及下游消费品制造业多数子行业已处于（需求）利润增速改善，库存增速继续下滑的被动去库阶段，部分细分行业库存增速已降至历史极低值区间，库存蓄水池作用被极大削弱，一旦相关需求环比有所改善，不排除率先开启补库存周期的可能。



国内经济：工业企业库存周期环比继续改善 (3)

被动补库 (行业/分位数)		工业增加值	PPI	库存增速	利润增速
上游采矿业	非金属采矿	51.2%	3.3%	12.7%	2.1%
下游消费品制造业, 工业品	文教体美	63.6%	8.3%	100.0%	8.7%
下游消费品制造业, 农产品	饮料制造	41.6%	1.2%	60.9%	10.2%
中游设备制造业	设备维修	87.6%	53.5%	60.0%	95.3%
	运输设备	67.8%	62.8%	30.8%	62.2%

主动去库 (行业/分位数)		工业增加值	PPI	库存增速	利润增速
公用事业	水生产	58.4%	35.1%	9.1%	4.7%
上游采矿业	煤炭开采	67.5%	21.8%	1.0%	21.2%
	油气开采	7.5%	26.4%	20.3%	64.8%
	有色采矿	11.1%	34.7%	54.8%	2.6%
上游原材料加工业	建材	32.2%	3.7%	2.0%	8.8%
下游消费品制造业, 工业品	其他制造	2.3%	1.4%	8.7%	10.2%
下游消费品制造业, 农产品	烟草制品	83.4%	26.4%	87.8%	50.3%
中游设备制造业	汽车	46.5%	28.9%	0.8%	66.9%
	通用设备	35.5%	43.8%	36.5%	10.9%

主动补库 (行业/分位数)		工业增加值	PPI	库存增速	利润增速
下游消费品制造业, 工业品	医药制造	51.2%	5.8%	38.1%	3.1%
	印刷	2.1%	5.0%	9.1%	6.3%
下游消费品制造业, 农产品	家具制造	2.1%	6.6%	25.9%	6.2%

被动去库 (行业/分位数)		工业增加值	PPI	库存增速	利润增速
公用事业	电力热力	85.5%	89.7%	69.0%	32.6%
	燃气生产	9.6%	21.9%	19.8%	6.7%
上游采矿业	黑金采矿	3.6%	11.6%	26.4%	24.4%
上游原材料加工业	废旧加工	57.3%	4.5%	25.2%	60.6%
	钢铁	8.1%	6.2%	20.3%	44.6%
	化学纤维	6.0%	17.8%	35.5%	29.5%
	化学原料	1.2%	2.9%	3.6%	35.2%
	燃料加工	3.3%	31.4%	9.1%	50.8%
	有色冶炼	48.5%	5.4%	48.7%	32.6%
下游消费品制造业, 工业品	纺织	39.5%	3.3%	8.1%	8.3%
	纺织服装	1.5%	7.9%	64.0%	11.8%
	皮革制品	37.7%	8.3%	85.3%	11.8%
	橡塑制品	6.5%	66.1%	1.7%	18.9%
下游消费品制造业, 农产品	木材制品	44.0%	15.7%	3.0%	4.7%
	农副食品	44.3%	1.7%	4.6%	8.3%
	食品制造	37.3%	4.1%	0.5%	6.2%
	造纸	3.3%	3.7%	3.6%	6.7%
中游设备制造业	电气机械	55.7%	75.6%	28.4%	65.3%
	电子设备	6.6%	3.7%	46.7%	6.7%
	金属制品	0.6%	9.1%	7.1%	10.4%
	仪器仪表	51.5%	47.1%	33.0%	15.5%
	专用设备	70.5%	20.7%	15.2%	17.1%

近期供需面格局较好、且与各项重磅政策映射关联度较高的相关大宗商品整体涨势强化，可视为风险资产将迎来升势的重要信号。对比而言，权益资产则明显滞涨，考虑其盈利、估值两端均有充足的提振因素，其整体配置价值将进一步凸显。具体而言，仍宜耐心持有股指多头、以及“低库存+低估值”的相关大宗商品多头。

板块	品种	2023年7月31日至2023年9月1日每日指数涨跌幅 (%)																								
		D1	D2	D3	D4	D5	D6	D7	D8	D9	D10	D11	D12	D13	D14	D15	D16	D17	D18	D19	D20	D21	D22	D23	D24	D25
贵金属	沪银	0%	1%	-1%	-2%	0%	1%	-1%	-1%	0%	1%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	1%	2%	1%	0%	0%	0%	1%	0%	0%
	沪金	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
金融衍生品	IC	1%	0%	0%	0%	1%	0%	0%	-1%	0%	-2%	0%	-1%	-1%	1%	-2%	-1%	0%	-2%	0%	-1%	1%	2%	0%	-1%	0%
	IF	0%	0%	-1%	1%	0%	-1%	0%	0%	0%	-3%	-1%	0%	-1%	0%	-1%	-1%	0%	-2%	1%	0%	1%	0%	0%	0%	1%
	IH	0%	0%	-1%	1%	0%	0%	0%	0%	0%	-3%	-1%	0%	-1%	0%	-1%	-1%	1%	-1%	1%	0%	1%	0%	0%	0%	1%
	IM	1%	0%	0%	0%	1%	0%	0%	-1%	0%	-2%	0%	-1%	-1%	1%	-2%	-1%	0%	-2%	0%	-2%	0%	3%	0%	0%	0%
	T	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
	TF	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
	TS	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
有色金属	沪铝	0%	1%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	-1%	1%	0%	0%	0%	0%	0%	1%	0%	0%	0%	0%	0%	1%	1%	2%
	沪铜	1%	2%	-2%	-1%	1%	0%	0%	0%	0%	-1%	0%	-1%	1%	1%	0%	1%	0%	1%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
	碳酸锂	0%	0%	-1%	1%	0%	-4%	-1%	0%	-3%	-1%	-6%	-2%	1%	-1%	1%	3%	-1%	1%	0%	-2%	-4%	1%	0%	1%	0%
	沪镍	1%	-1%	0%	-3%	1%	-2%	0%	0%	-2%	1%	0%	0%	-2%	2%	1%	0%	2%	0%	0%	1%	-1%	-1%	1%	-1%	2%
	工业硅	1%	0%	1%	-4%	0%	-1%	0%	3%	0%	0%	0%	-1%	0%	0%	0%	1%	1%	0%	0%	0%	-3%	1%	0%	0%	2%
黑色金属	螺纹钢	0%	-2%	-2%	0%	0%	0%	-1%	0%	-1%	0%	1%	0%	0%	-1%	-1%	1%	0%	-1%	1%	-1%	0%	1%	1%	1%	1%
	热轧卷板	-1%	0%	-1%	-1%	0%	0%	-1%	0%	-1%	0%	-1%	1%	0%	0%	-1%	-1%	1%	0%	-1%	1%	-2%	0%	0%	2%	1%
	铁矿石	1%	0%	-1%	-3%	0%	-1%	-1%	1%	-1%	3%	-2%	2%	0%	4%	0%	1%	4%	1%	-1%	2%	-2%	0%	2%	2%	-1%
	焦炭	-1%	3%	0%	-6%	1%	0%	-1%	2%	-2%	1%	-2%	1%	-2%	1%	0%	2%	3%	1%	-2%	1%	-2%	-1%	3%	1%	3%
	焦煤	-1%	2%	1%	-4%	1%	0%	-2%	2%	-2%	2%	-2%	1%	-2%	2%	1%	2%	3%	2%	-1%	1%	-1%	-2%	4%	1%	6%
	纯碱	0%	3%	-3%	-5%	-2%	-4%	0%	2%	0%	2%	-1%	0%	2%	6%	2%	8%	2%	0%	4%	3%	-1%	-11%	4%	-1%	8%
	玻璃	2%	6%	-1%	-1%	2%	-3%	-2%	-1%	-1%	2%	-1%	-1%	0%	1%	-1%	5%	-3%	0%	-1%	0%	-3%	0%	8%	3%	2%
能源化工	沥青	-1%	1%	-1%	-1%	1%	-1%	-1%	0%	0%	0%	0%	1%	0%	2%	0%	0%	0%	0%	-2%	0%	0%	0%	1%	0%	1%
	燃油	1%	2%	2%	-3%	2%	1%	-2%	1%	2%	-1%	-1%	2%	-2%	1%	0%	3%	-2%	-1%	-3%	0%	1%	-2%	3%	-1%	2%
	塑料	0%	0%	1%	-1%	1%	0%	-1%	1%	0%	0%	-1%	0%	-1%	1%	2%	1%	0%	0%	0%	1%	-1%	-1%	1%	0%	1%
	甲醇	0%	3%	-1%	-1%	1%	-1%	0%	1%	0%	1%	-2%	1%	-3%	1%	2%	3%	0%	0%	0%	1%	-1%	0%	3%	-1%	1%
	LPG	0%	2%	-1%	-3%	1%	1%	1%	1%	4%	-1%	1%	2%	-1%	0%	2%	1%	2%	1%	-1%	2%	4%	-1%	2%	1%	2%
	聚丙烯	0%	0%	0%	-1%	1%	0%	-1%	1%	0%	0%	-1%	1%	-1%	0%	2%	1%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	1%	0%	1%
	橡胶	1%	-1%	0%	-2%	0%	0%	0%	1%	0%	0%	-1%	0%	0%	1%	0%	2%	0%	0%	0%	1%	0%	0%	1%	0%	6%
	PTA	-1%	0%	-1%	-3%	1%	-1%	0%	0%	0%	1%	-2%	0%	-1%	0%	2%	0%	2%	0%	0%	1%	-1%	-1%	3%	0%	1%
	尿素	-2%	1%	-2%	-4%	1%	-2%	1%	0%	-2%	5%	0%	3%	-3%	2%	-2%	3%	-2%	7%	-1%	1%	-3%	-3%	5%	0%	3%
	PVC	0%	-1%	1%	-2%	1%	-1%	0%	1%	-1%	0%	-2%	0%	-1%	1%	1%	1%	0%	1%	0%	0%	-1%	-1%	2%	-1%	2%
农产品	玉米	0%	0%	0%	1%	1%	0%	1%	0%	0%	-1%	0%	-2%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	1%	1%	0%	1%	0%	0%	0%
	郑棉	1%	0%	0%	-2%	0%	1%	-1%	0%	0%	0%	-1%	0%	-2%	-1%	2%	0%	0%	1%	1%	1%	1%	0%	1%	0%	1%
	豆粕	-1%	0%	0%	-1%	0%	-1%	-1%	1%	0%	0%	0%	0%	0%	1%	1%	2%	-3%	-1%	0%	2%	1%	0%	0%	0%	-1%
	菜油	-3%	1%	0%	-2%	1%	0%	-1%	1%	-2%	-1%	0%	1%	0%	2%	-1%	2%	-1%	0%	2%	0%	0%	1%	0%	0%	0%
	棕榈油	-2%	1%	1%	-3%	1%	-1%	-2%	1%	0%	-1%	0%	3%	0%	1%	0%	1%	-1%	-1%	1%	2%	0%	1%	1%	1%	1%
	豆油	-2%	1%	1%	-2%	2%	-1%	-2%	2%	0%	-1%	0%	2%	0%	1%	0%	1%	0%	0%	2%	2%	-1%	0%	0%	0%	1%



国债

T

01

地方债发行放量，资金面波动加大

02

赔率及胜率均一般，债市下方空间有限

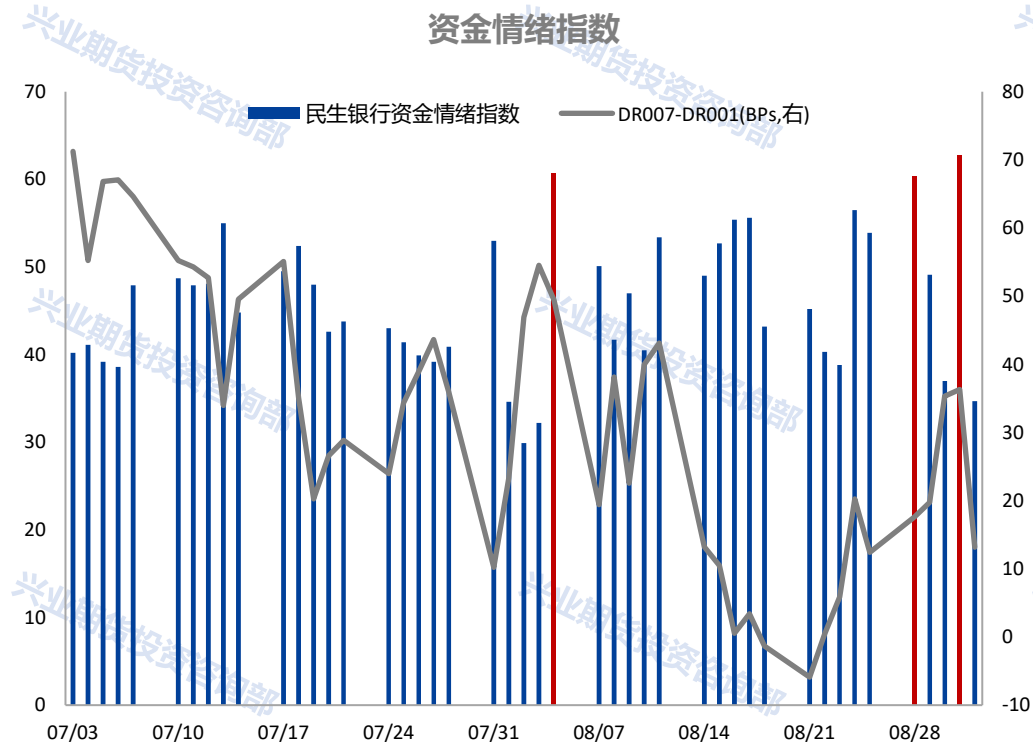
03

潜在回调风险正在加大

04

收益率转向暂未明确，曲线策略安全边际优

- 在8月初降息落地后，或受到净息差、防止资金空转等一系列因素的影响，银行净融出出现了明显下滑，根据民生银行资金情绪指数显示，多次出现超过60的情况，且DR007和R007也一度出现倒挂，市场资金出现紧张。
- 在稳增长政策下，8月下旬地方债发行出现明显放量，在专项债额度要求在9月底前发行完毕，原则上要求在10月底前使用完毕的目标值下，9月地方债发行为将继续维持高位，或将加剧资金面波动。

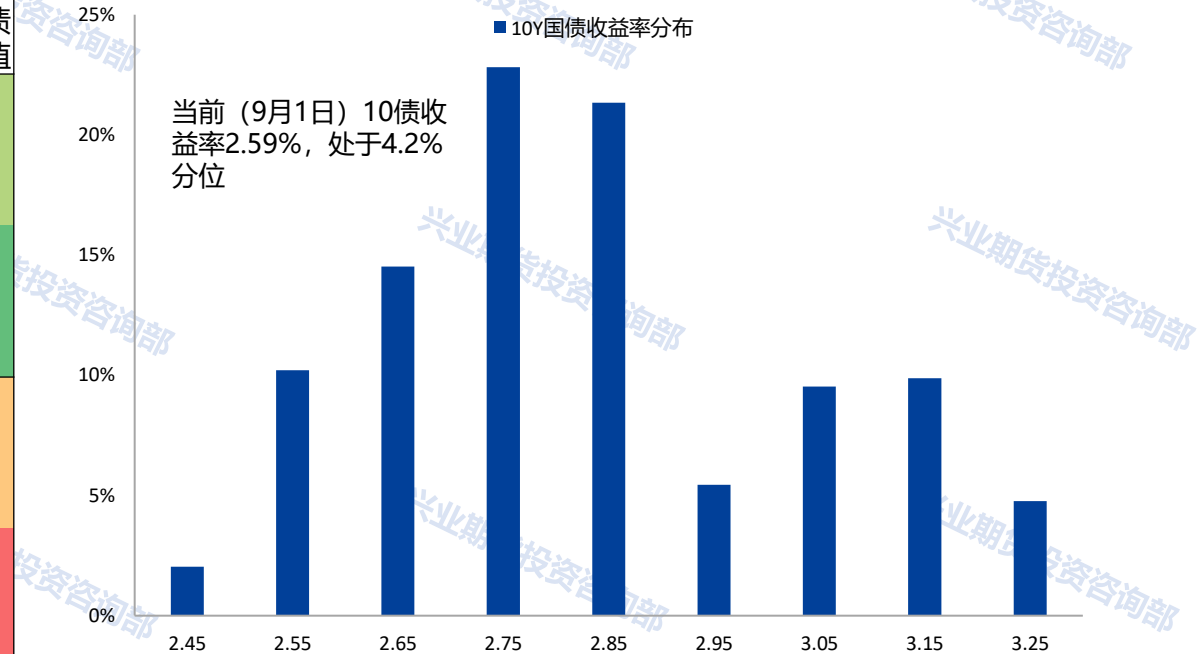


- 虽然从最新的宏观指标来看，目前经济复苏节奏仍较为缓慢，但比对历史过往的利率低点，目前利率正处于偏低水平，但多数宏观经济指标整体处于中性水平，因此利率进一步下行动能有限。
- 最新（9月1日）10年期国债收益率为2.59%，近几周始终处于2020年以来5%分位以下的水平，因此从绝对水平来看，下方空间有限。

宏观数据及利率表现

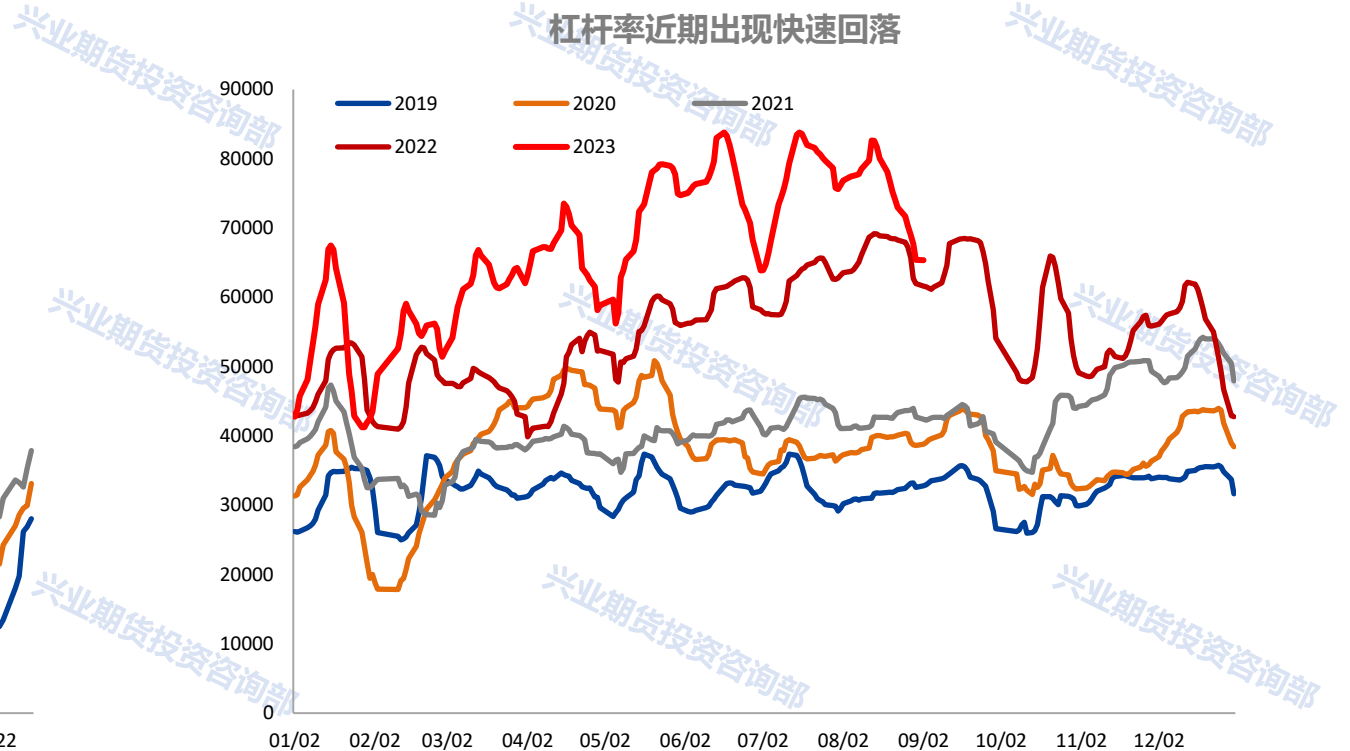
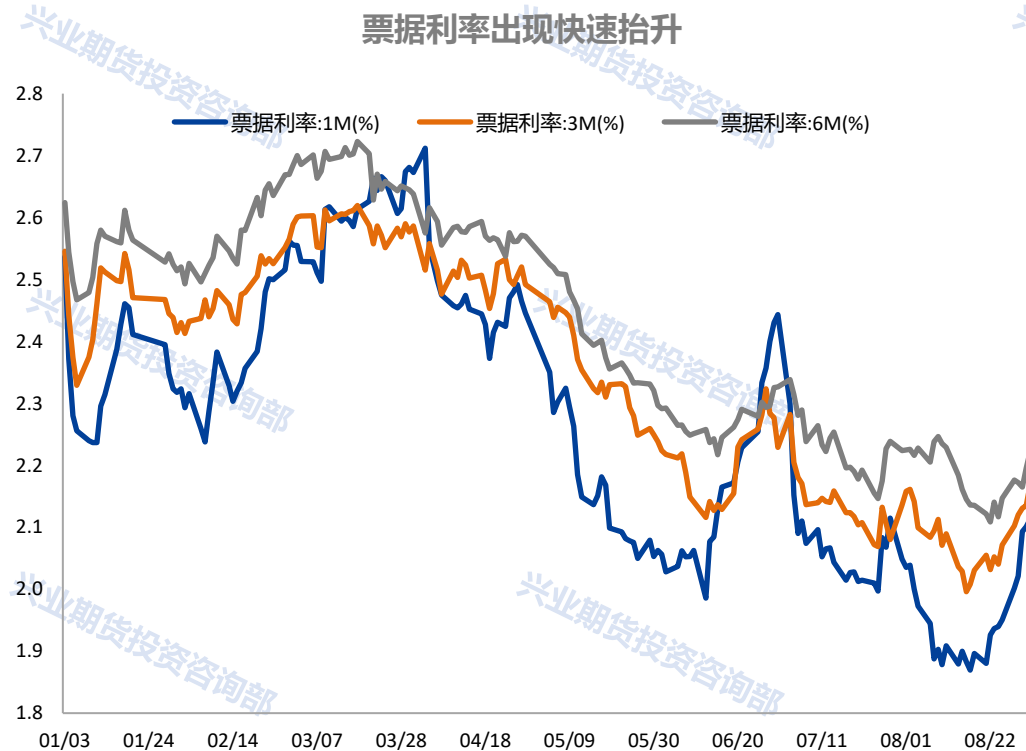
时间	指标	前1月	前2月	前3月	前4月	前5月	前6月	前7月	当月国债收益均值
2023 8月	PMI	49.7	49.3	49	48.8	49.2	51.9	52.6	2.60
	投资	-	3.4	3.8	4	4.7	5.1	5.5	
	消费	-	7.3	8.2	9.3	8.5	5.8	3.5	
	出口	-	-5	-3.2	-1	0.7	-1.5	-8.1	
2020 4月	PMI	50.8	52	35.7	50	50.2	50.2	49.3	2.53
	投资	-10.3	-16.1	-24.5	5.4	5.4	5.2	5.2	
	消费	-16.2	-19	-20.5	8	8	8	8.1	
	出口	-9.28	-13.6	-17.37	-2.94	0.51	-0.22	-0.11	
2016 8月	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月	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



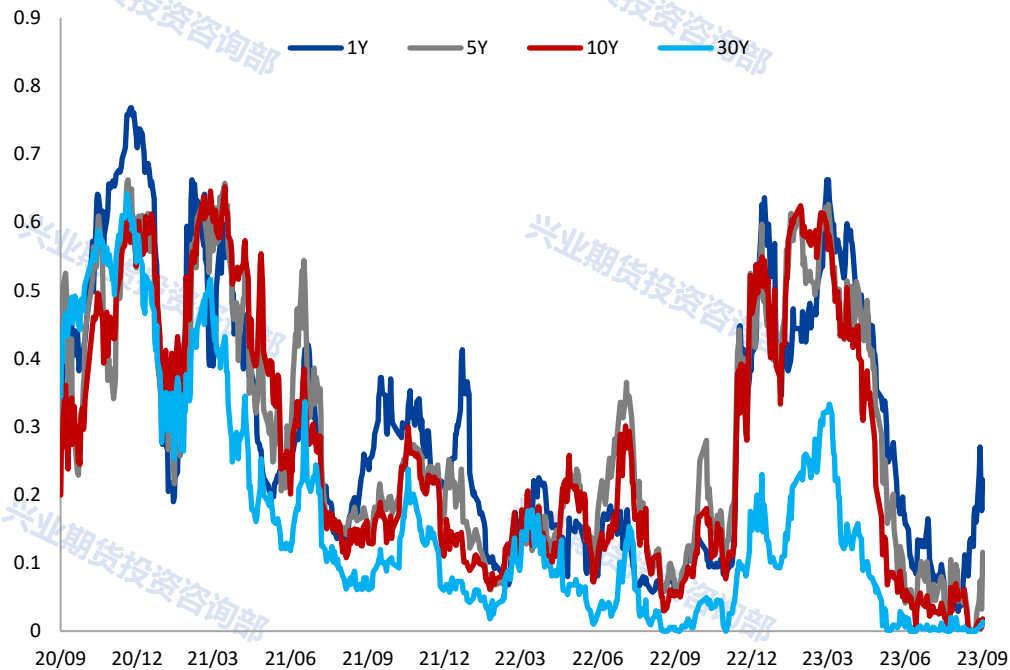
8月末票据利率出现明显的抬升，从信贷的角度来看，月末票据利率的抬升，结合大行在月末转为净卖出票据的行为或意味着8月信贷投放规模或偏高。

从机构行为来看，债市杠杆率虽然仍处于偏高水平，但近两周已经出现了快速回落，也增加了债券市场回调的压力。



- 目前市场预期仍存反复，行情反转仍需等待，但波动幅度大概率将加大，单边策略性价比不佳。但超长端在前期涨势过快，回调压力或大于其他期限。
- 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。

超长端利率仍处于3年滚动分位数极低值



跨品种价差策略仍可向上

	最新 (2023.9.1)	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	14.29	8.7%	20.7	17.2	19.6
10Y-3Y	34.23	34.8%	41.2	35.0	41.1
10Y-1Y	64.12	34.2%	75.1	58.8	70.0
5Y-3Y	19.94	74.9%	20.5	17.8	21.5
5Y-1Y	49.83	49.3%	54.4	41.5	50.4
30Y-10Y	33.96	0.5%	37.3	37.7	36.4
30Y-5Y	48.25	0.1%	58.04	54.95	55.96
2*TF-T	102.08	43.9%	102.4	101.7	101.7
4*TS-T	303.01	16.5%	303.5	303.1	303.3
2*TS-TF	100.47	11.9%	100.5	100.7	100.8
2*T-TL	103.83	1.0%	105.88	-	-
4*TF-TL	307.99	0.0%	310.62	-	-

股指

IF

01

业绩上行拐点大概率在23Q2，盈利端推涨动能仍将强化

02

估值将有大幅上修空间，对应将贡献较大涨幅

03

从ETF净流入额、股指基差率看，情绪面积极信号未弱化

04

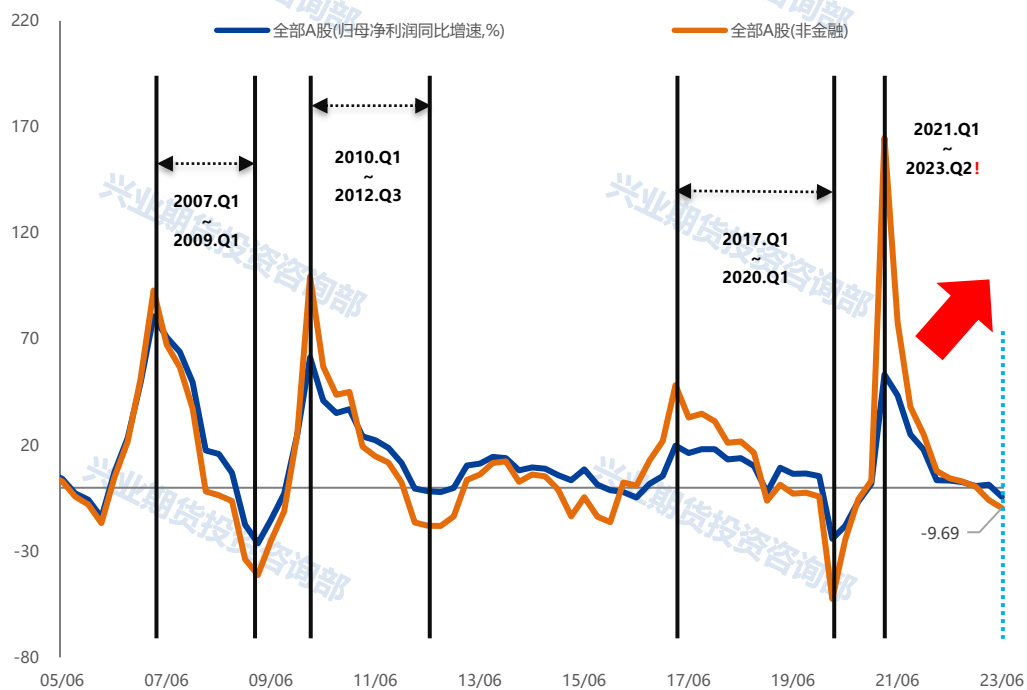
从稳健、均衡配置目标看，沪深300指数依旧为最优多头



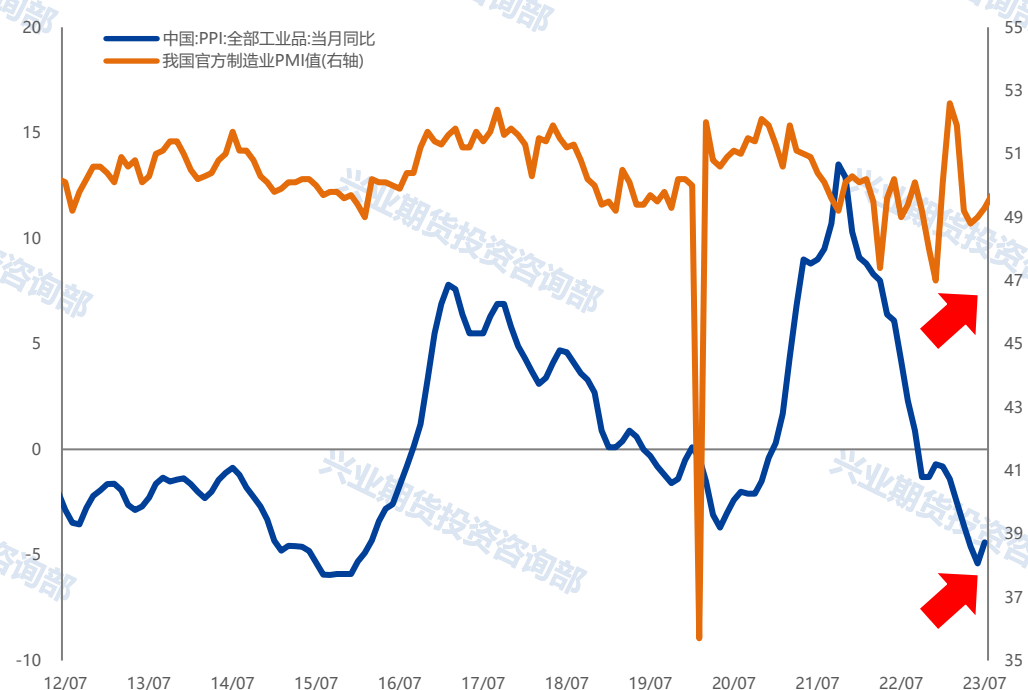
截至2023年8月31日，A股中报披露完毕。从数据看，2023年H1全A及非金融全A盈利继续下滑，二者归母净利润增速同比分别-3%和-9%。但上述利空在过往月份中已有较为充足的反映，增量影响有限。而从最新的国内PPI值、官方制造业PMI值等主要指标看，二者均存在较为明显的边际改善信号。

作为前瞻指标，其意味着中观面业绩指标将好转。再结合A股盈利周期规律看，其下行时限一般为2年左右。而本轮盈利高点为2021年Q1，对应而言，预计2023年Q2则为低点。再结合上述相关指标表现看，预计2023Q2作为盈利上行拐点的概率最大。

历年各季度A股净利润增速情况（截至2023年Q2）



我国PPI、官方制造业PMI值走势对比（截至2023年7月）





- 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

金融衍生品策略（股指）：估值将有大幅上修空间，对应将贡献较大涨幅

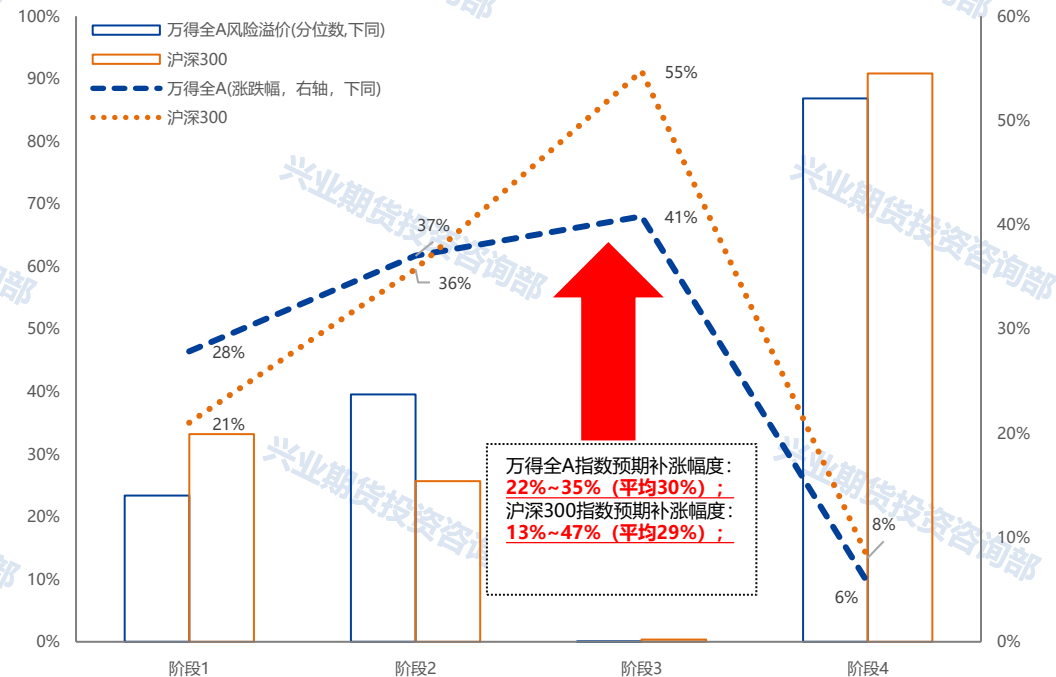
- 当前A股绝对估值、相对估值均处低位，前者则接近2022年10月最低点，后者则重回90%以上分位区间（以股债风险溢价为代表）。
- 但较去年10月，政策面、基本面均有显著增强或改善。故从相对长时限看，A股估值修复将是大概率事件。而参照过往情景看，其估值潜在扩张幅度非常可观，预估对应涨幅为15%~35%（以万得全A、沪深300指数为代表）。
- 其中，阶段1为2016.1.29-2016.12.1，阶段2为2019.1.4-2019.4.19，阶段3为2020.4.2-2021.2.19，阶段4为2022年10月底-至今。

A股主要指数估值水平跟踪（市盈率及市净率，截至2023.9.1）

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	2023/9/1	2022/10/31	2023/9/1	2022/10/31	2023/9/1	2022/10/31	2023/9/1
上证指数	11.4	13.1	31.4%	48.0%	1.18	1.29	5.4%	14.5%
深证成指	24.0	22.9	50.3%	39.0%	2.35	2.34	19.1%	0.8%
沪深300	10.3	11.7	28.8%	38.4%	1.20	1.31	7.2%	3.2%
创业板指	37.4	30.7	20.3%	3.4%	4.76	4.19	22.9%	0.4%
上证50	8.3	10.1	22.9%	57.2%	1.06	1.22	30.8%	27.0%
万得全A	15.8	17.5	37.0%	48.6%	1.50	1.57	4.4%	3.6%
中证500	22.1	23.7	17.5%	23.3%	1.57	1.72	8.4%	16.7%
中证1000	28.6	38.1	6.4%	31.3%	2.27	2.14	13.4%	8.1%
红利指数	4.7	5.4	0.3%	12.6%	0.55	0.61	1.7%	15.7%

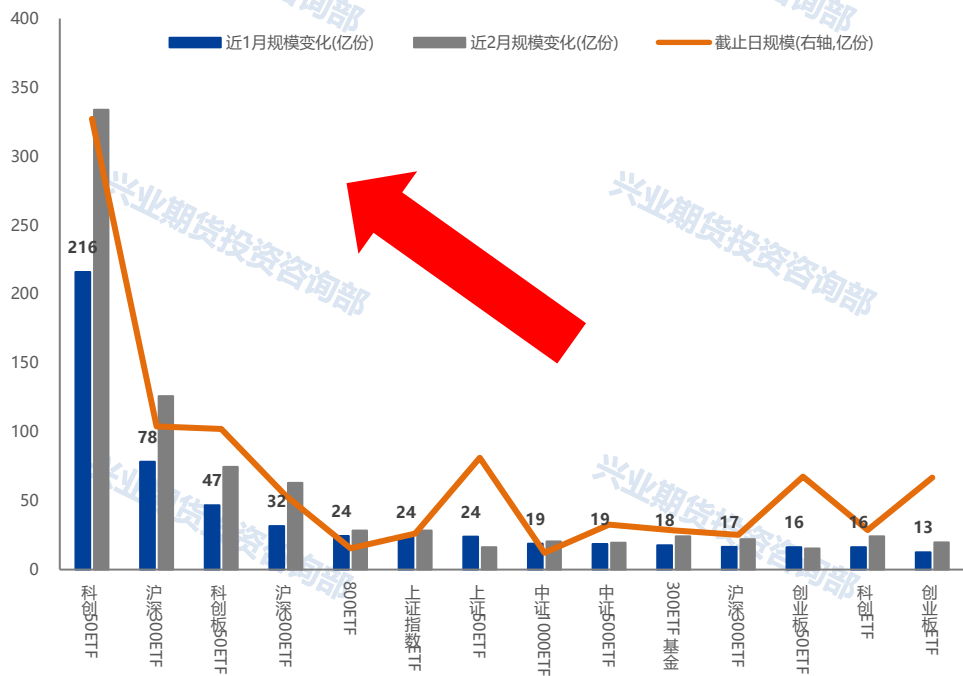
(**分位值起始时间点为2011/5/5)

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2023.9.1）

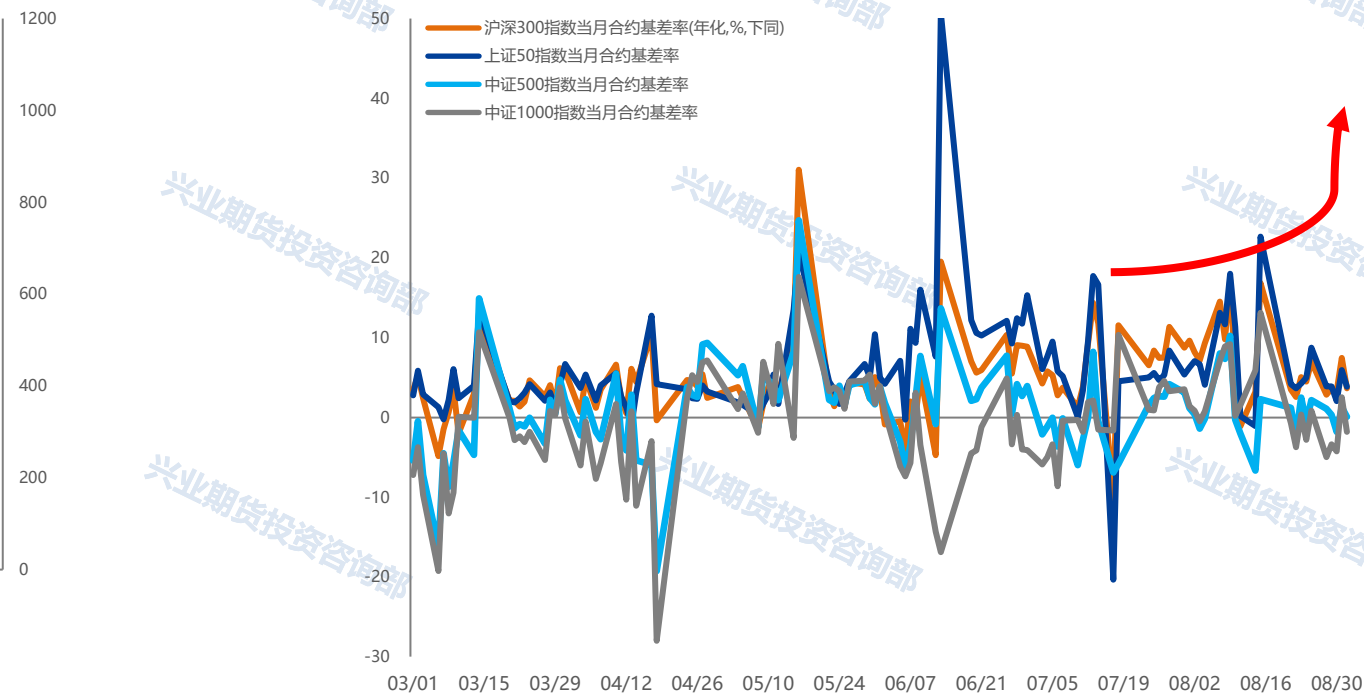


- 从A股主要宽基指数ETF的份额变化看，近月来以科创50、沪深300、上证50、中证1000为基准的代表性基金总体呈较大规模的净流入状态。再从主要股指期货当月合约基差走势看，整体亦维持期货升水的格局，显示市场的乐观预期。
- 故从上述两项指标看，市场整体情绪并非一致性悲观，而是存在一定的积极信号。

近2月来A股主要宽基指数ETF份额变化情况（截至2023.9.1）



国内主要股指期货当月合约基差率走势（截至2023.9.1，剔除分红）

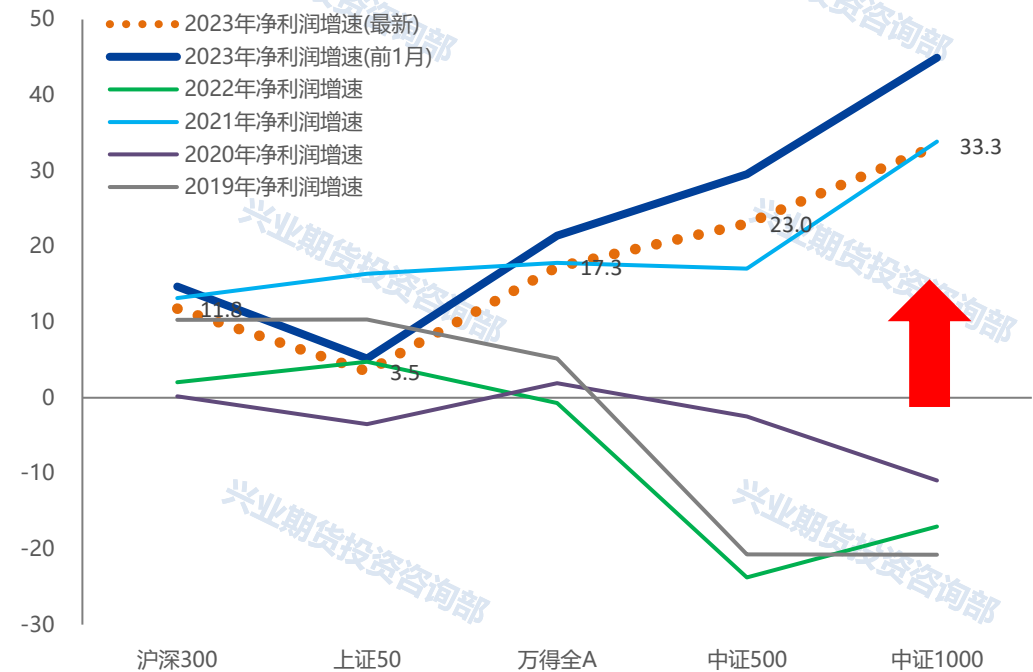


- 从宏观面驱动看，考虑国内基本面复苏、逆周期政策刺激的格局明朗，金融、消费、顺周期制造业等相关行业利多映射最强，其潜在收益最佳。
- 再从中观面看，按“业绩、股息率、估值”三大维度，构建均衡、稳健的行业配置模型，相关入选行业在沪深300指数、上证50指数、中证500指数、中证1000指数中占比分别为51.5%，49.7%，43.2%和39.4%，即沪深300指数依旧是最佳多头标的。
- 最后，从Wind一致性净利润增速预期看，沪深300指数业绩前景展望亦较稳定、近月来变动幅度相对最小，亦符合稳健型目标。

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2023.9.1）

简称	最新总市值 (亿,2023.9.1)	最新市净率 (L/F)分位值	前1月市净率 (L/F)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	33973	1.6%	5.8%	4.8%	49.6%	6.8	0.28	4.2	2.7	5.2	3.6	3.8
区域性银行	10845	1.8%	14.2%	12.5%	10.5%	12.1	4.81	2.3	0.0	2.3	0.9	1.2
消费电子	12501	5.1%	20.4%	26.1%	65.0%	7.4	1.01	1.7	0.0	2.7	1.9	1.4
环保及公用事业	9232	5.2%	33.0%	28.5%	12.3%	8.3	1.78	0.1	0.0	0.9	1.9	1.0
房地产开发和运营	14457	8.4%	30.8%	368.6%	349.1%	1.5	1.86	1.7	1.5	1.3	2.1	1.6
白色家电II	9044	8.8%	20.8%	14.6%	11.0%	19.7	4.00	2.9	1.3	0.0	0.2	1.0
新能源动力系统	17135	11.5%	25.1%	45.7%	36.2%	15.2	0.75	4.2	0.0	1.8	1.8	1.9
建筑施工	16814	15.0%	76.2%	15.5%	23.0%	9.4	2.54	2.2	3.4	1.0	2.1	-1.9
专用机械	16931	15.3%	24.8%	45.7%	34.9%	10.1	0.99	0.5	0.0	2.4	2.7	1.9
电源设备	19974	17.7%	31.3%	28.3%	23.0%	15.4	1.82	3.9	4.3	1.6	2.0	2.2
通用设备	11660	22.6%	37.9%	44.1%	36.2%	8.8	0.78	0.3	0.0	1.8	3.2	1.3
酒类	46667	23.3%	31.3%	21.0%	20.2%	24.4	2.20	10.7	19.3	0.9	1.0	5.2
其他军工II	9538	26.3%	32.7%	76.7%	39.1%	8.3	0.60	0.8	0.0	2.1	2.3	1.1
电气设备	16221	27.8%	53.5%	29.1%	19.3%	11.7	1.16	1.8	2.6	1.7	2.9	1.8
航空航天	8893	29.6%	16.3%	49.6%	32.5%	7.1	0.42	0.8	0.8	2.7	1.0	1.0
证券II	33394	31.9%	39.4%	32.3%	13.7%	7.2	1.40	6.1	3.8	6.6	1.2	3.7
工业金属	9232	33.3%	47.1%	21.4%	19.8%	11.5	1.87	0.5	0.0	3.1	2.2	1.0
保险II	26600	37.1%	49.7%	32.5%	19.0%	11.3	2.83	4.1	8.9	0.0	0.1	2.9
中药生产	10401	42.3%	56.1%	56.7%	34.1%	9.2	1.59	1.0	1.3	1.2	2.6	1.2
计算机设备	12480	42.3%	57.9%	55.2%	32.5%	9.9	1.10	1.3	0.0	1.7	1.2	1.4
通信设备	10221	43.0%	64.7%	32.2%	33.5%	9.2	0.65	0.7	0.0	2.3	2.7	1.1
初筛备选行业四大股指权重占比合计								68.2	74.0	55.4	50.5	57.5
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	39.4

A股主要指数净利润增速一致性预期数据（截至2023.9.1）



沪铝

AL

01

产量增长空间有限，高利润难以刺激供给增量

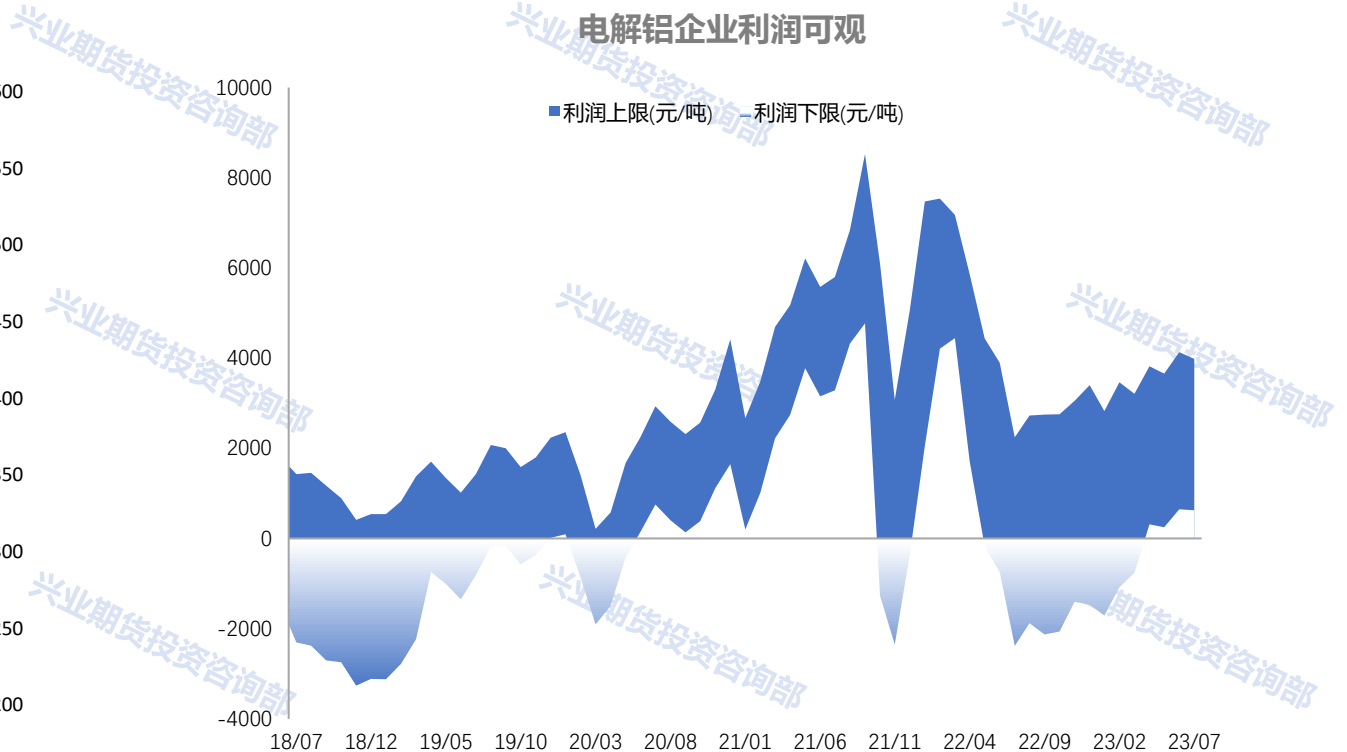
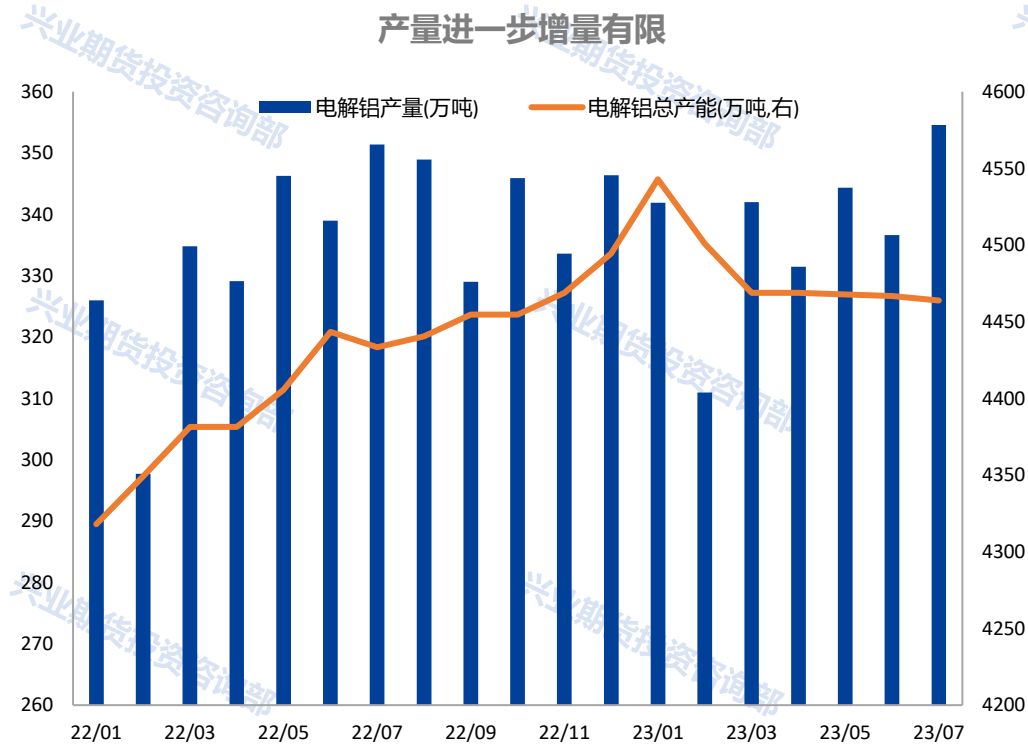
02

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

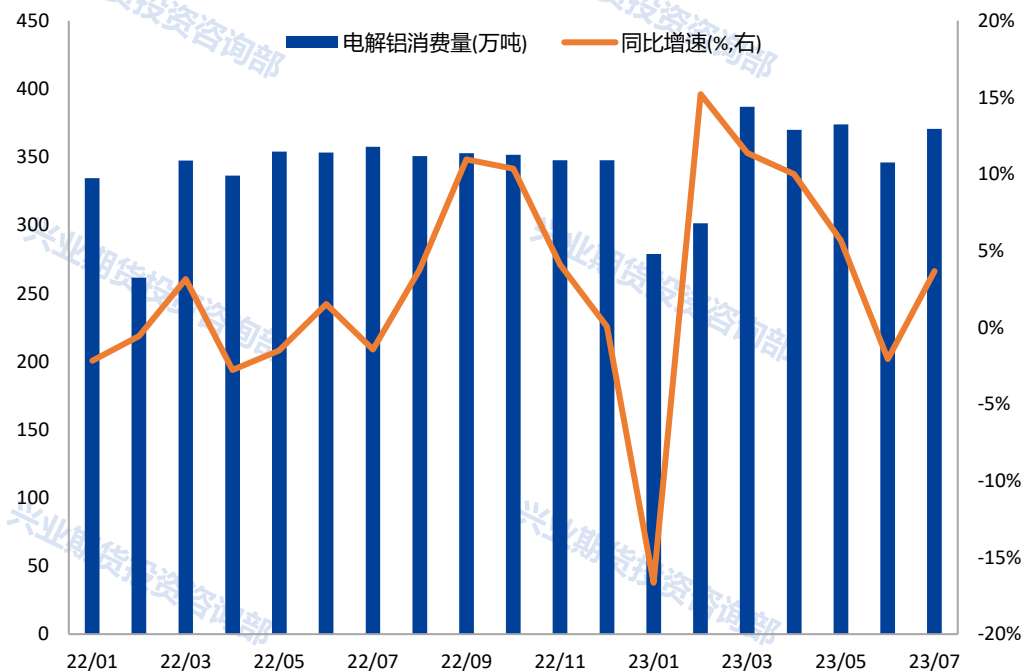
- 7月由于云南地区复产节奏偏快，产量出现大幅增加，但电解铝产能受限于产能天花板，后续进一步增长空间较为有限，供给约束仍较为明确。
- 电解铝成本端各环节整体基本面均较为疲弱，但同时也都已经在上半年出现了明显的下跌，后续供需面进一步恶化空间或相对有限，电解铝生产成本向下空间有限。



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

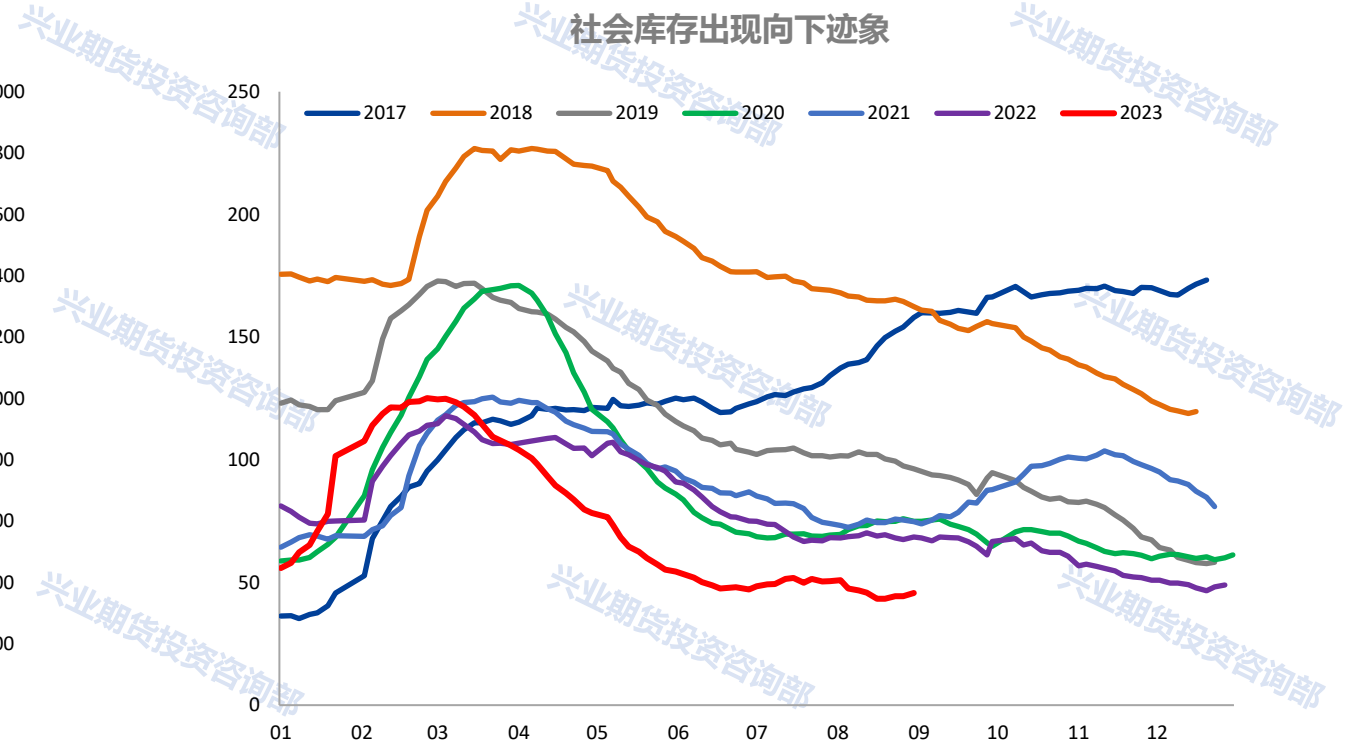
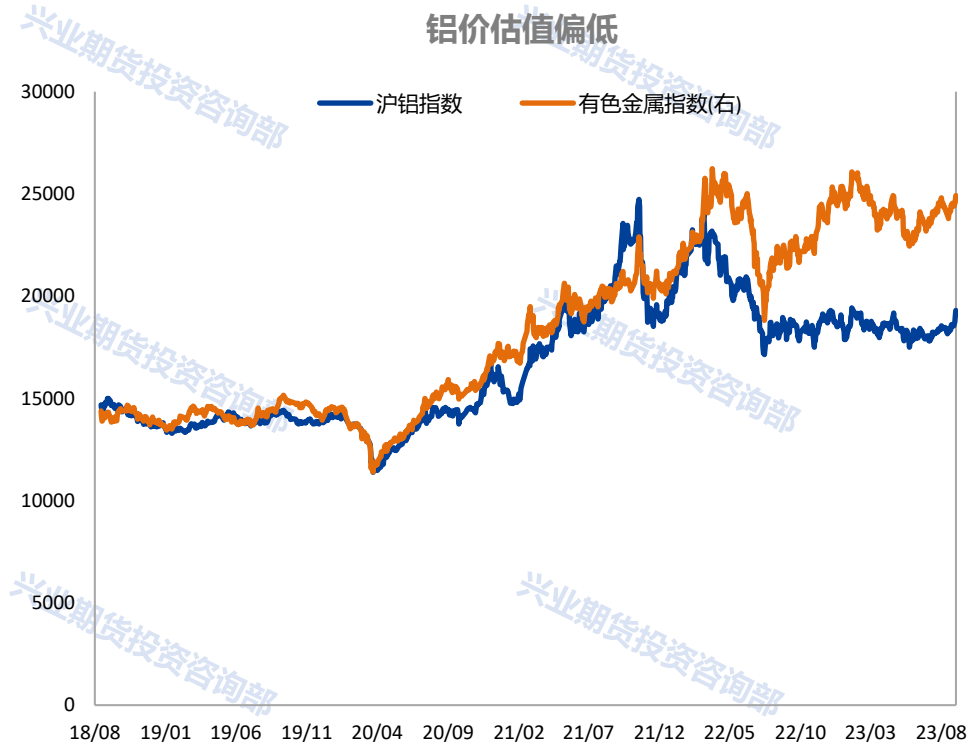


下游开工整体尚可

	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					

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，虽然本周铝业有所抬升，但估值显著低于有色金属板块。

库存方面，前期虽然出现季节性累库阶段，但累库节奏较为缓慢，目前库存仍处于历史低位。



碳酸锂

LC

01

年内供给过剩幅度较小，未来产能规划扰动偏多

02

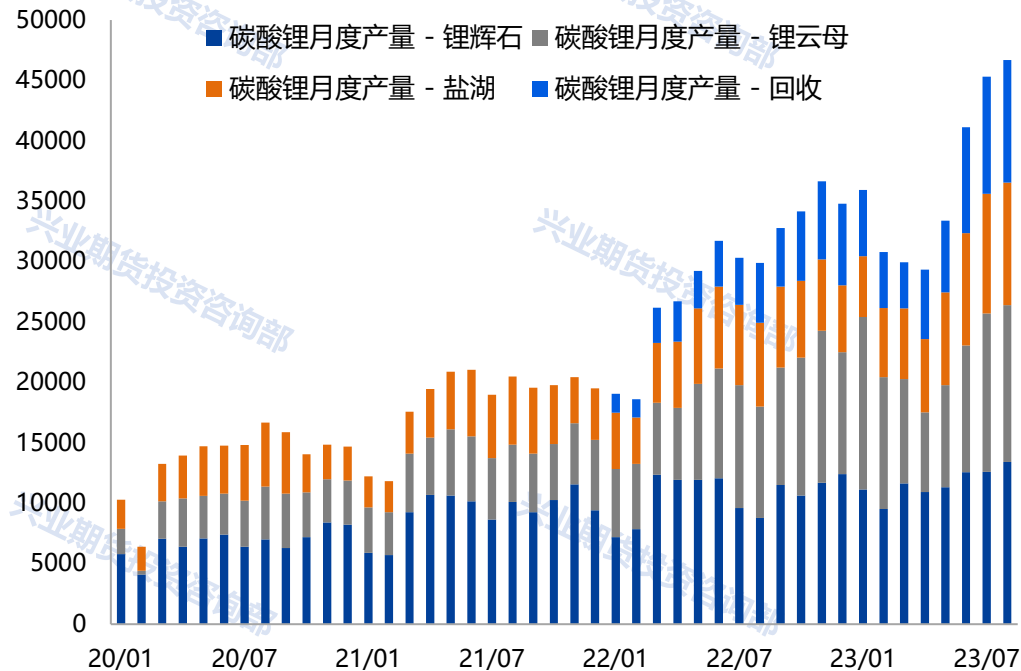
电池产量增速维稳，新能源车零售仍有亮点

03

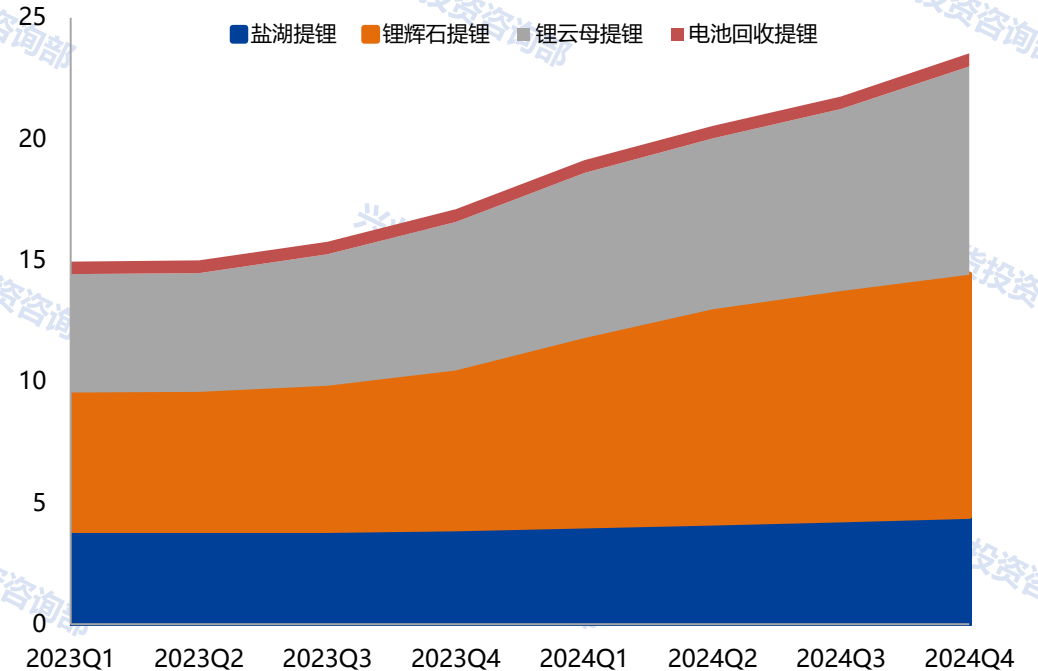
企业利润下滑显著，锂盐厂累库速率逐渐放缓

- 产量方面，在经历上半年产量滑坡后已逐步恢复正常生产，锂盐厂排产计划正常进行推动下半年供给逐步爬坡。但由于当前锂盐价格下行节奏偏快，已有部分锂盐厂实施停产限产措施，锂盐供给量持续上行动能已明显收缩。
- 产能方面，今明两年锂盐产能释放平稳，锂资源扩产周期预计2025年迎来投产高峰，届时将大幅加剧锂盐厂经营压力。但当前各国已出台锂资源战略规划，现有产能规划恐将受到海外政策、出口关税以及价格波动等因素扰动。

碳酸锂月度产量统计（吨）



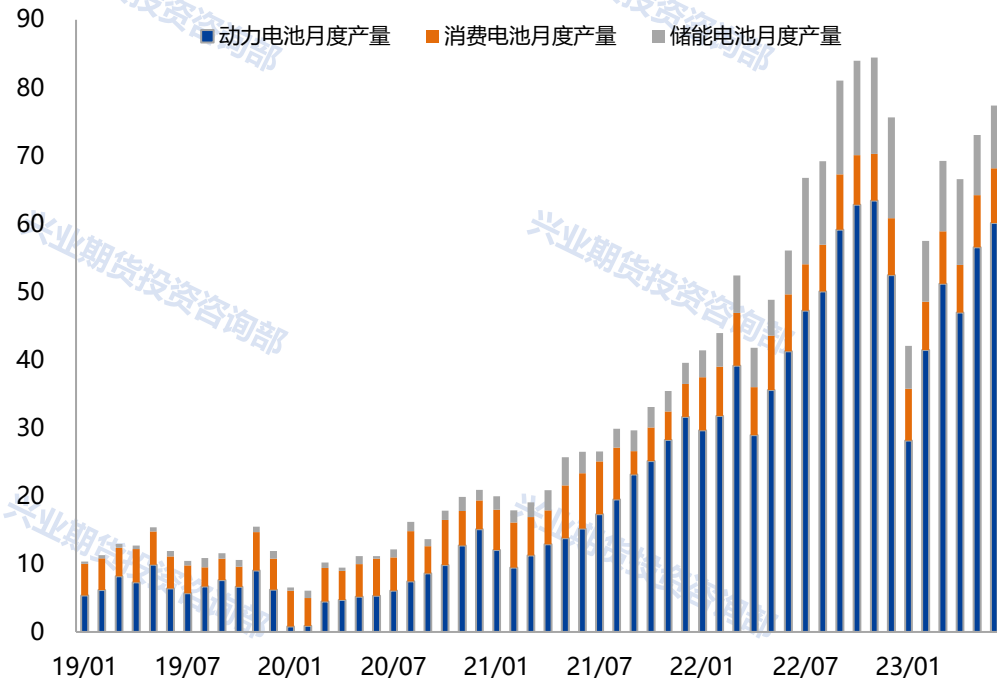
碳酸锂季度有效产能规划（万吨）



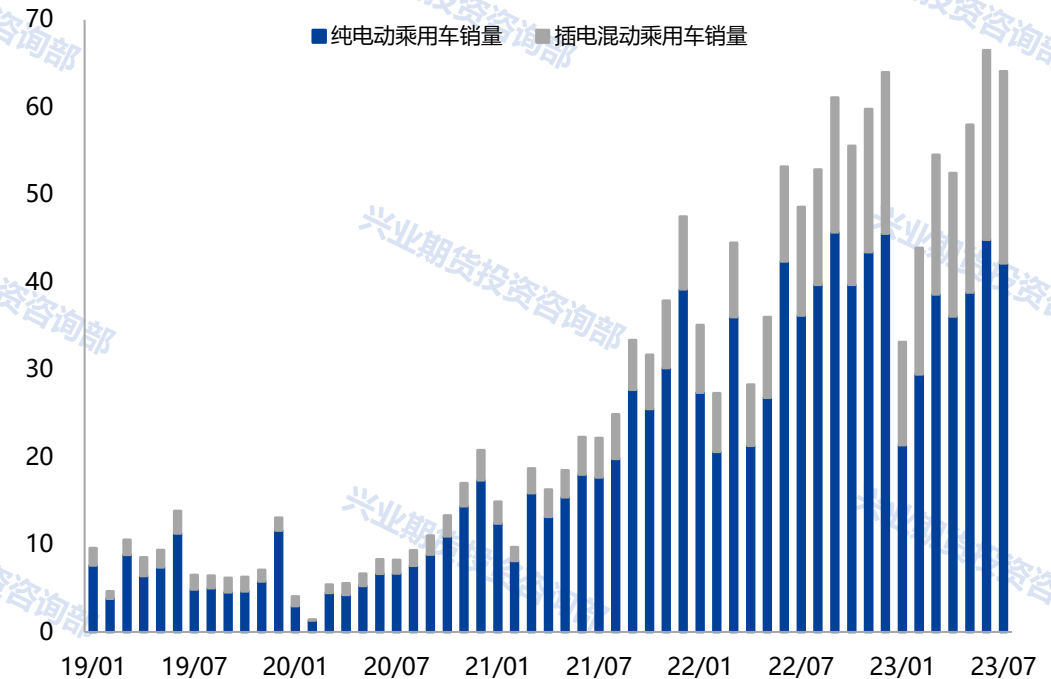
□ 电池方面，上半年受厂商库存高企影响开工率有所限制，但目前电池企业生产情况已大幅好转。当前动力电池仍为锂电池生产主要驱动因素，消费电池生产情况稳定，储能电池生产占比逐步提升贡献部分增量。

□ 整车方面，据乘联会数据统计我国新能源车零售量保持稳步增长。随着国家消费政策加码及地方补贴持续，新能源车渗透率将进一步提升，这也将推动上游产业链排产计划向好并最终传导至上游锂盐消费环节。

锂电池生产情况统计 (GWh)



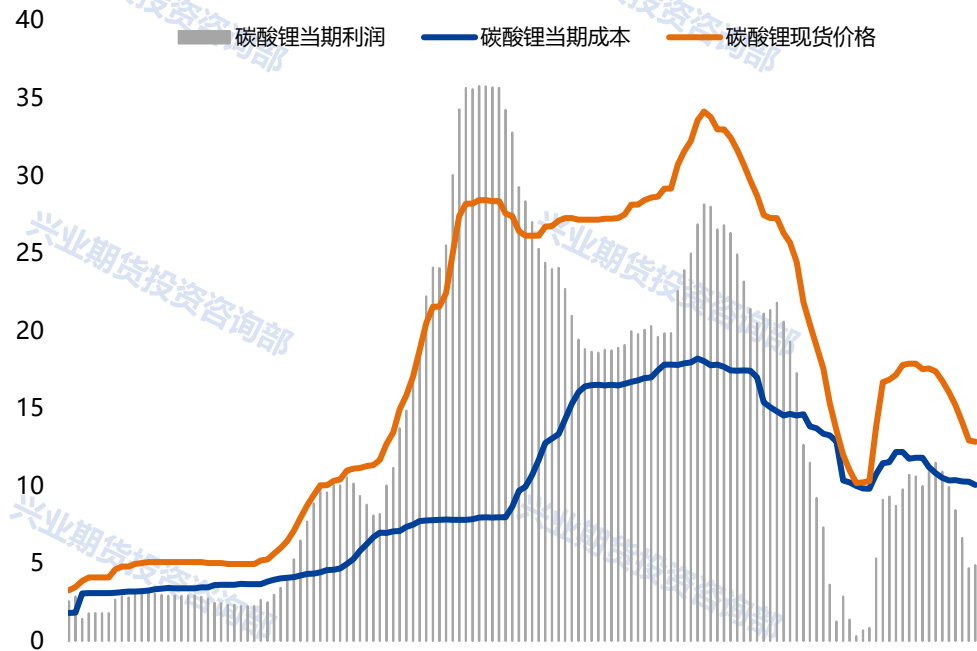
中国新能源车零售量统计 (万辆)



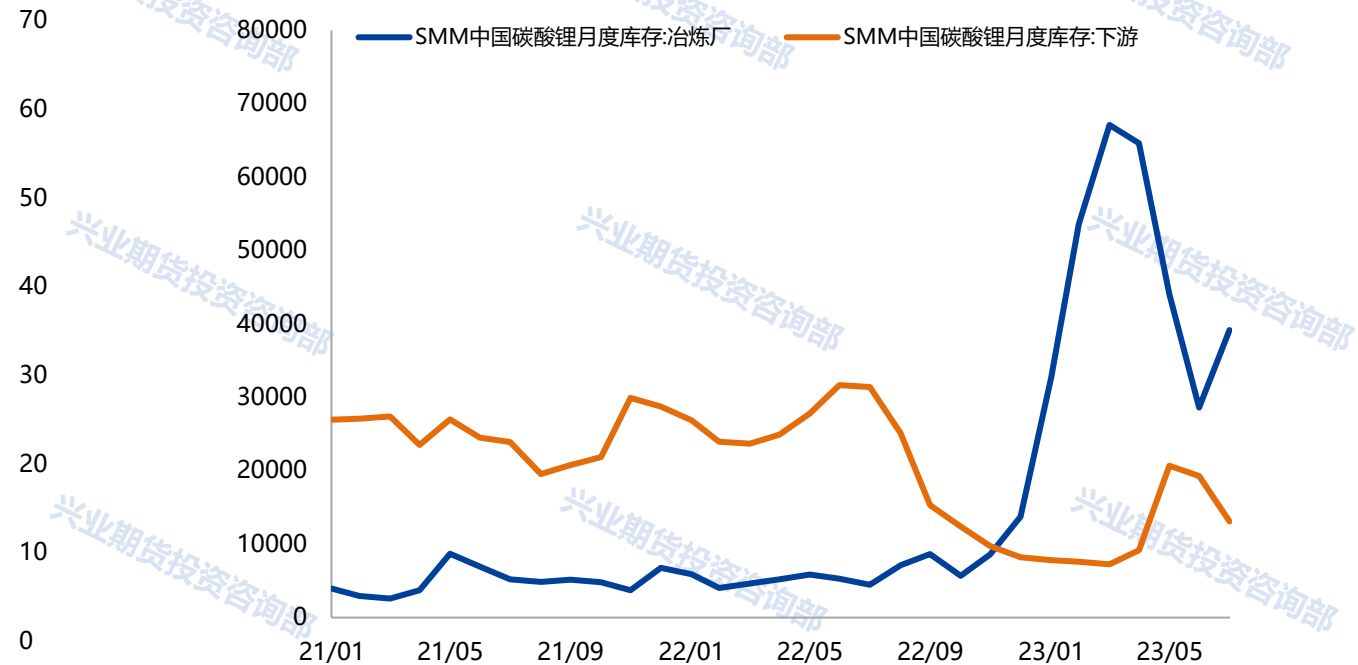
□ 利润方面，随着价格下行锂盐环节利润已大幅收缩，部分锂盐厂已选择停产或接代加工以减少损失。当前行业高成本企业产能相对较少，中低成本企业开工率维持正常区间。但不排除在产成品价格持续下滑背景下，行业出台联合限产措施以保护利润。

□ 库存方面，由于市场始终维持买涨不买跌心态，碳酸锂生产端库存仍维持在相对高位水平但累库速率在逐步收窄。值得注意的是，由于近段时间下游持续去库行为，正极材料厂的低库存情形将在需求拐点来临时对企业生产起到明显制约作用。

碳酸锂当期成本及利润（万元）



碳酸锂月度库存情况统计（吨）





橡胶

RU

01

车市产销超预期增长，需求传导亦相对通畅

02

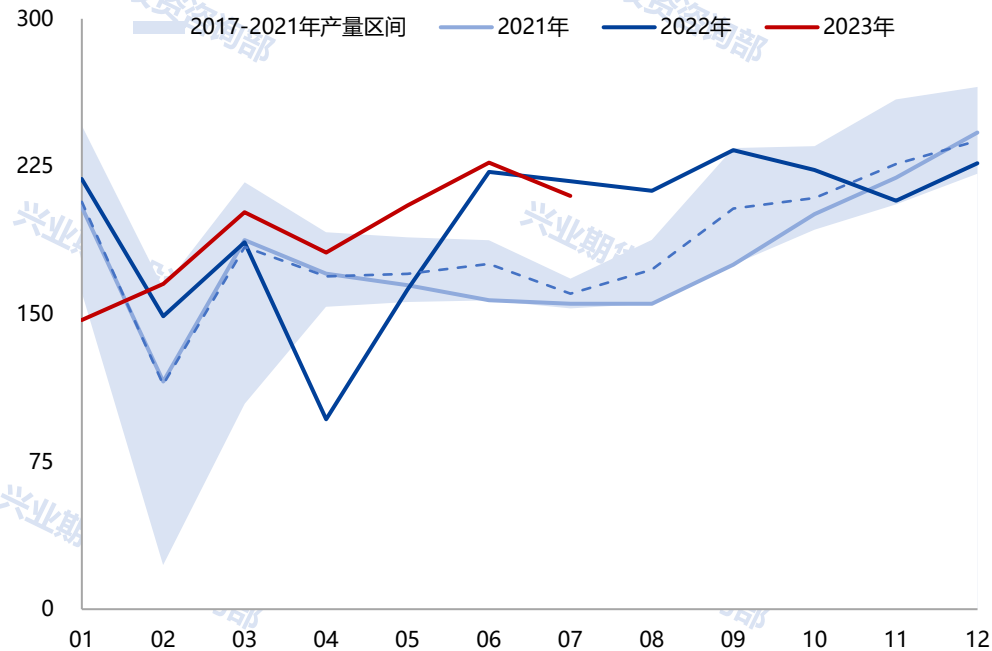
原料价格表现韧性，气候因素影响仍存

03

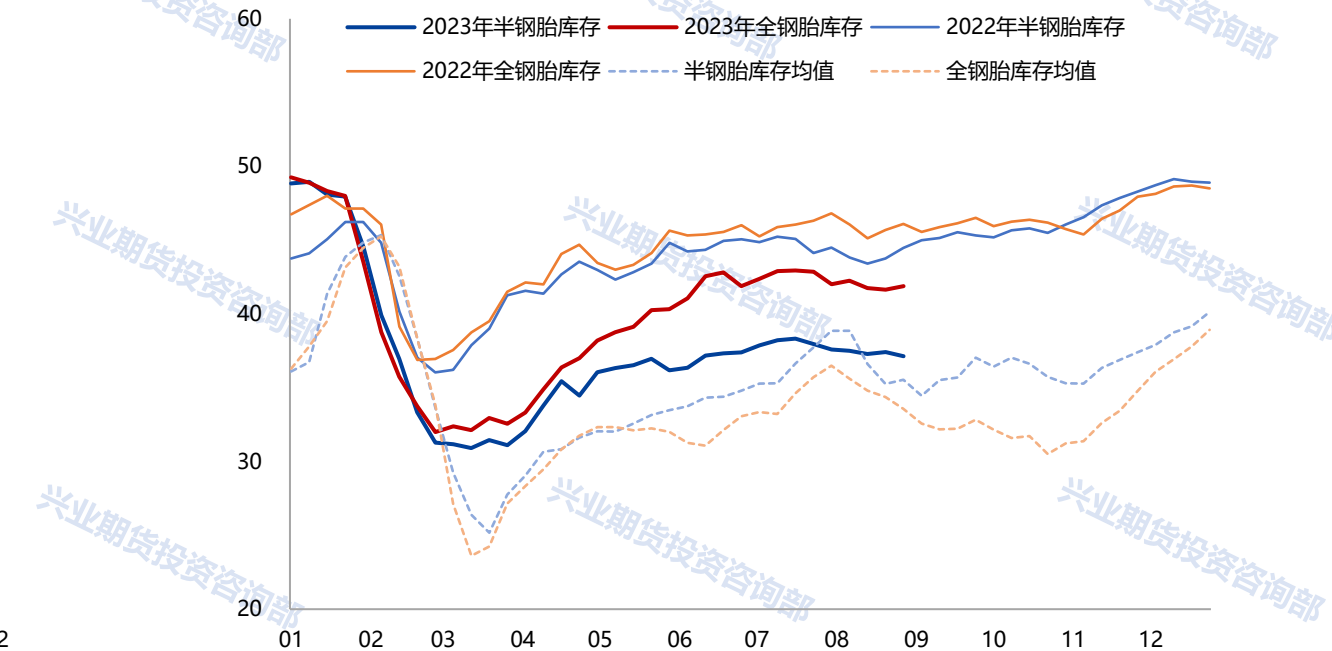
橡胶库存加速去化，基本面积极因素占优

- 汽车方面，8月车市淡季不淡，乘联会预估狭义乘用车零售185万辆，同比下滑1.3%、环比增长4.7%，高基数压力下产销表现略超此前预期，政策引导加之厂商让利激发市场潜力，而消费刺激相关措施有望持续推进，天然橡胶终端需求维持乐观。
- 轮胎方面，轮企开工意愿依然积极，半钢胎产线开工率维持近年同期峰值水平，全钢胎开工状况快速攀升，而轮胎库存去化顺利，企业订单相对充足，橡胶需求传导较为通畅。

乘用车月度销量季节性(万辆)

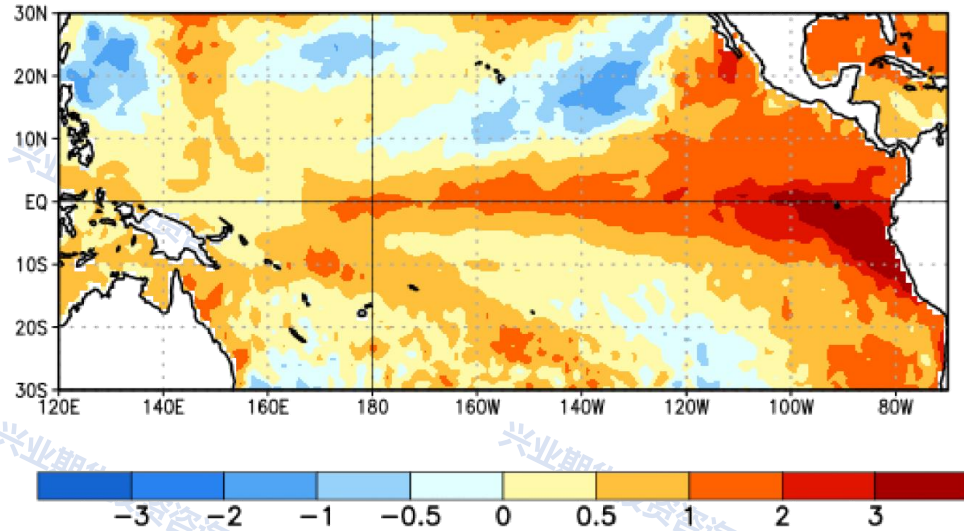


山东轮胎库存可用天数(天)

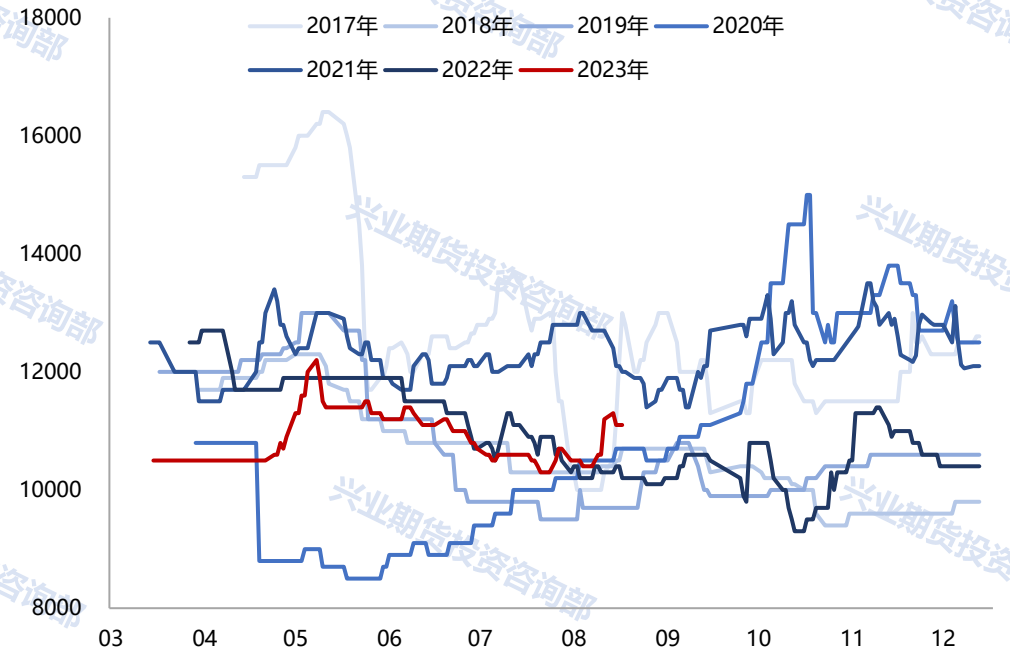


供应方面，泰国、越南多地因降水影响产量有所缩减，国内橡胶到港随之下滑，气候因素影响仍不容忽视，NOAA报告及数据显示太平洋地区厄尔尼诺现象正持续加深中，海温指数异常值继续升高，国内产区原料释放亦不时受阻，海南当地原料市场相对强势，天然橡胶供应端不确定性依然较高。

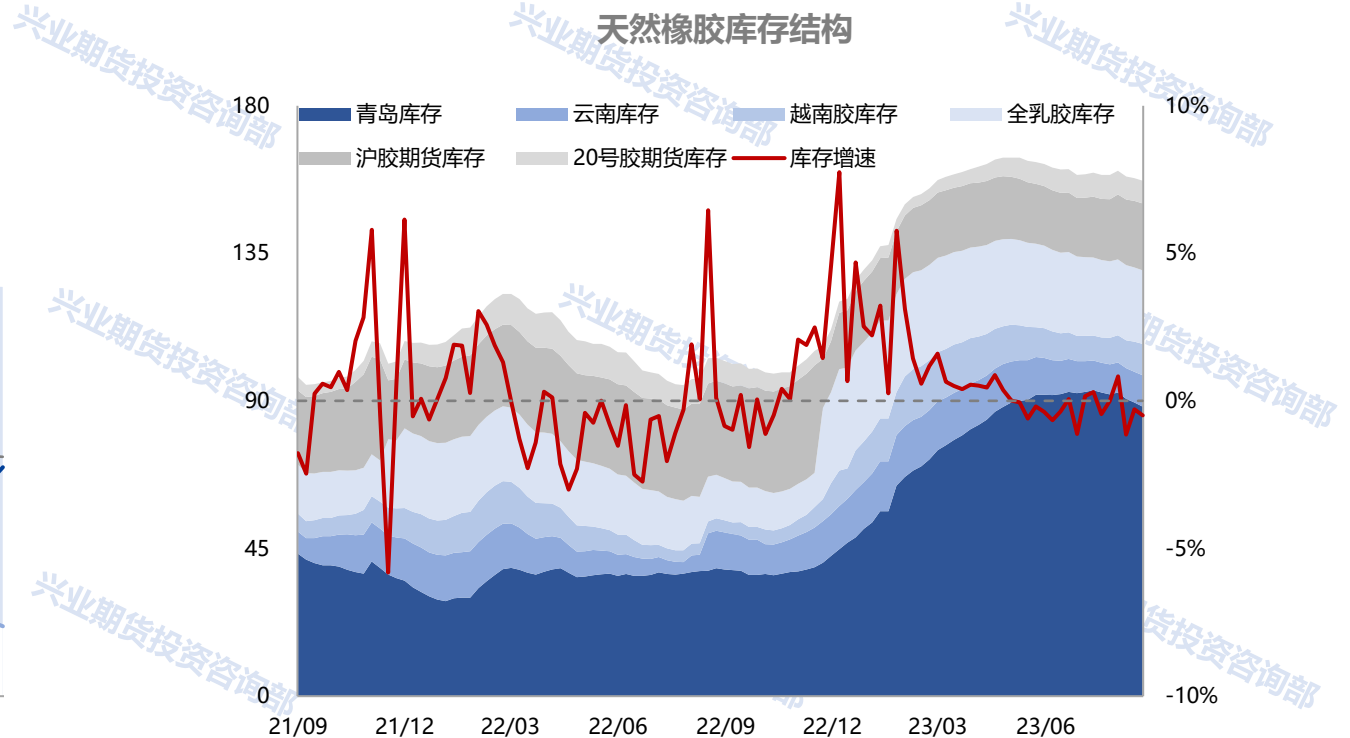
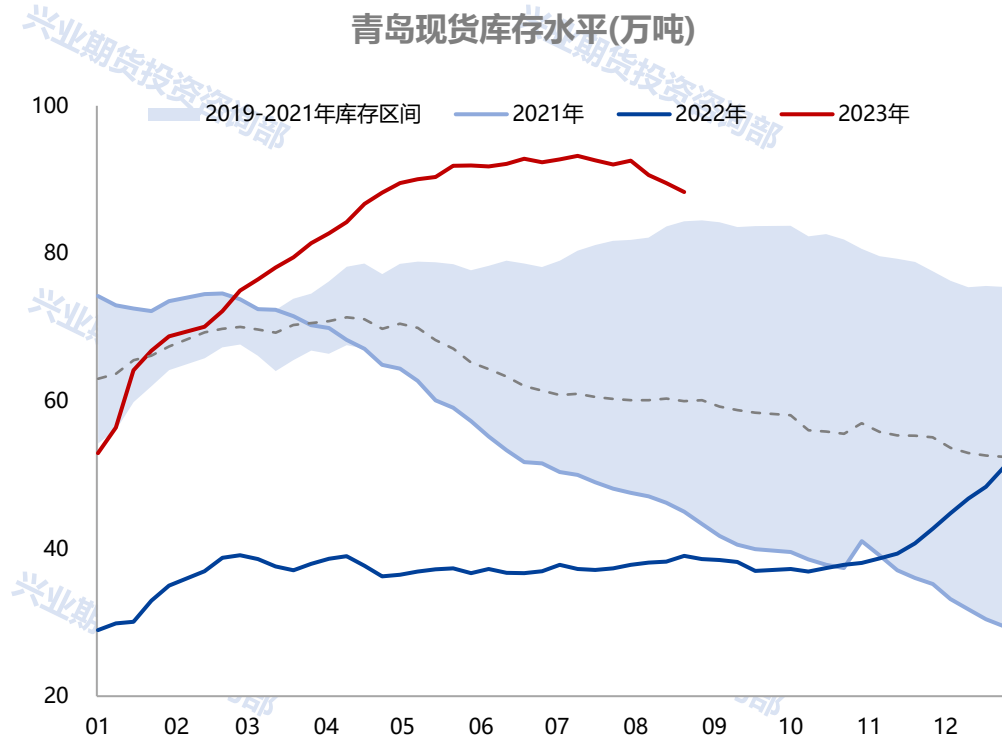
太平洋地区海温指数偏离值



海南原料价格走势(元/吨)



- 库存方面，沪胶仓单维持同期低位，云南增库不及预期，而青岛保税区现货加速降库，结构性库存压力快速缓解，天胶总库存进入去库区间。
- 综合来看，政策施力效果显现，汽车市场延续复苏态势，轮胎开工表现良好，订单充足推动采购回升，港口库存继续降库，供需结构边际好转，积极因素占优使得价格驱动依然向上；近期可关注各产区物候条件变动状况。





聚氯乙烯

V

01

产量超预期减少，成本支撑作用出现

02

上中游库存持续下降，外需放缓但内需良好

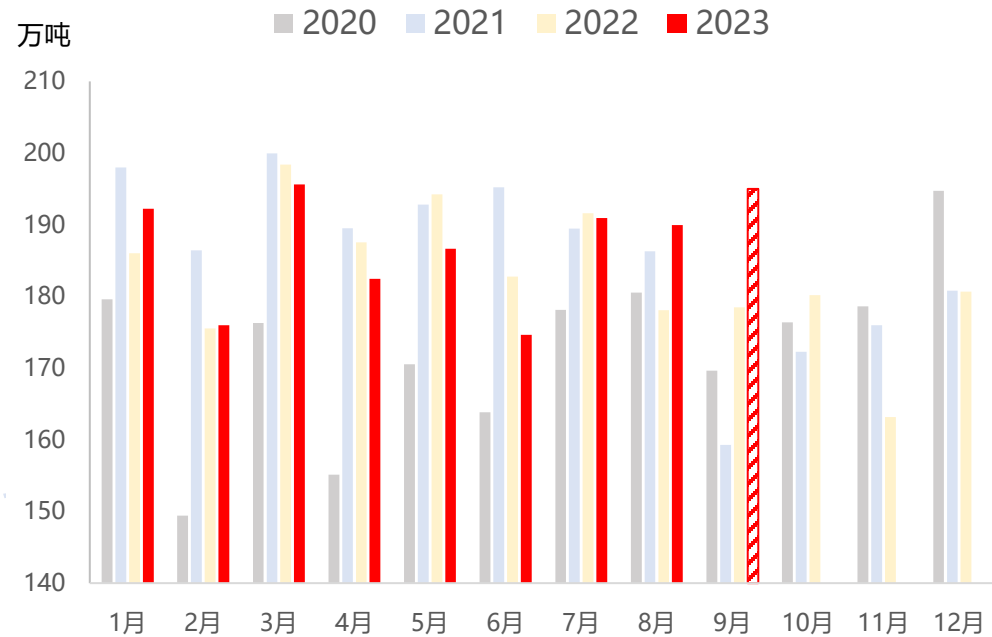
03

下游开工稳步回升，建材需求有望迎来改善

能源化工品种策略 (PVC)：产量超预期减少，成本支撑作用出现

- 8月PVC产量原本预计达到200万吨，然而由于临时装置检修增多，实际产量为189.97 (-0.97) 万吨。9月仅中泰化学和甘肃金川计划检修，之前检修的装置多于上月复产，产量预计在下月开始增长，9月产量预估为195万吨，环比增加2.6%。
- 西北电石供应紧张，电石价格再度上涨100元/吨，电石法成本提升至6275 (+125) 元/吨。减产预期带动原油反弹，乙烯价格小幅跟涨，乙烯法成本提升至6210 (+20) 元/吨。8月原料涨幅接近10%，而PVC现货价格仅上涨5%，导致生产利润持续减少，成本支撑作用开始出现。

8月产量并未大幅增长 (截至8月)



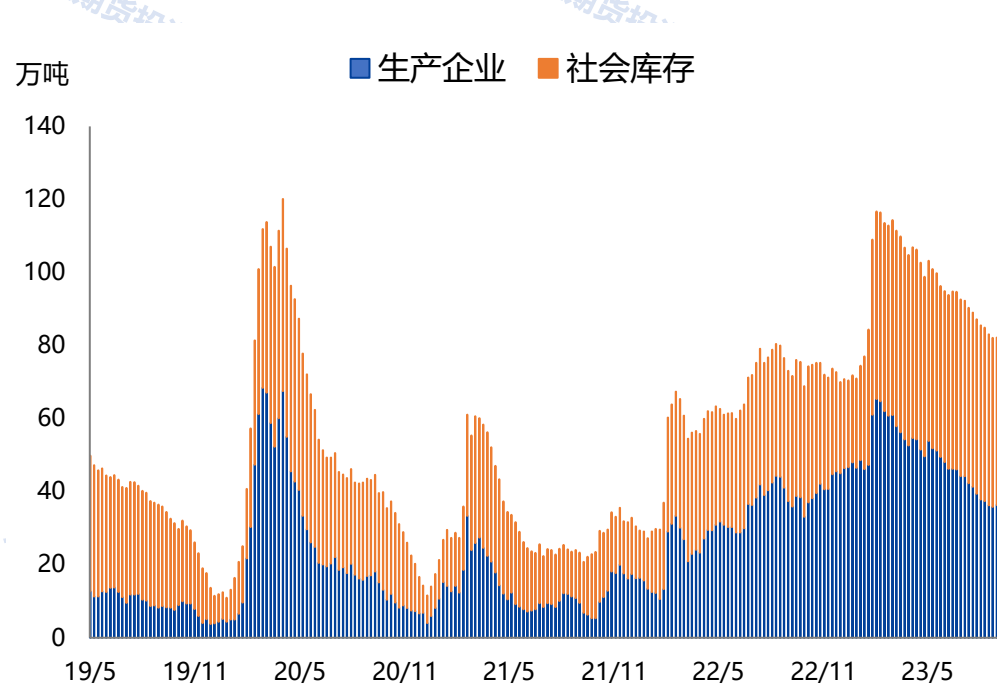
生产利润持续下滑 (截至9.1)



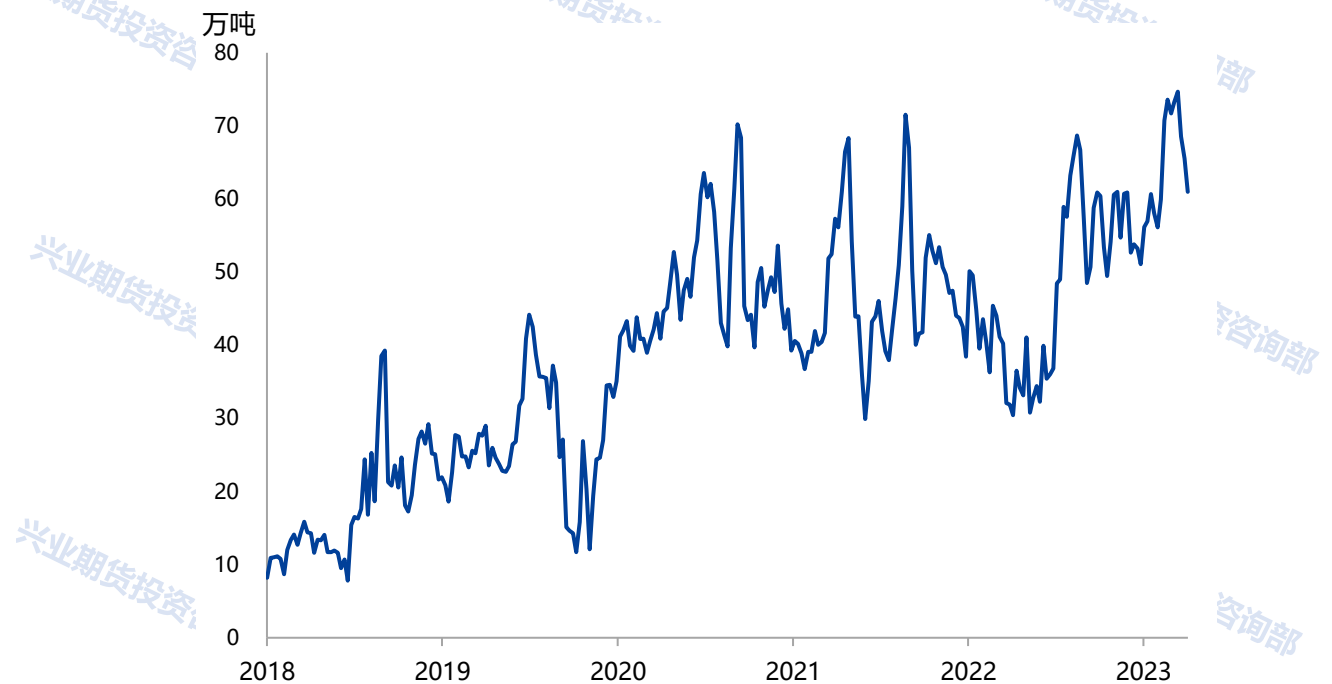
8月生产企业库存环比减少8%，社会库存环比减少4%，说明供应过剩矛盾得到缓解。上旬库存减少主要来自生产企业，下旬更多来自贸易商。目前上中游库存仍处于历史高位，是阻碍价格上涨的重要因素。9月份供应和需求预期同步增长，库存变化将直接反映供需关系，建议重点关注。

8月PVC现货预售量环比持平，贸易商销量环比增加3%，国内现货市场成交良好。7月PVC出口量为18.64万吨，但8月预计减少至12万吨，减少的主要原因是海外价格大幅上涨以及东南亚需求放缓。9月海外需求大幅增长的可能性较低，主要依赖国内需求。

上中游库存持续减少 (截至9.1)



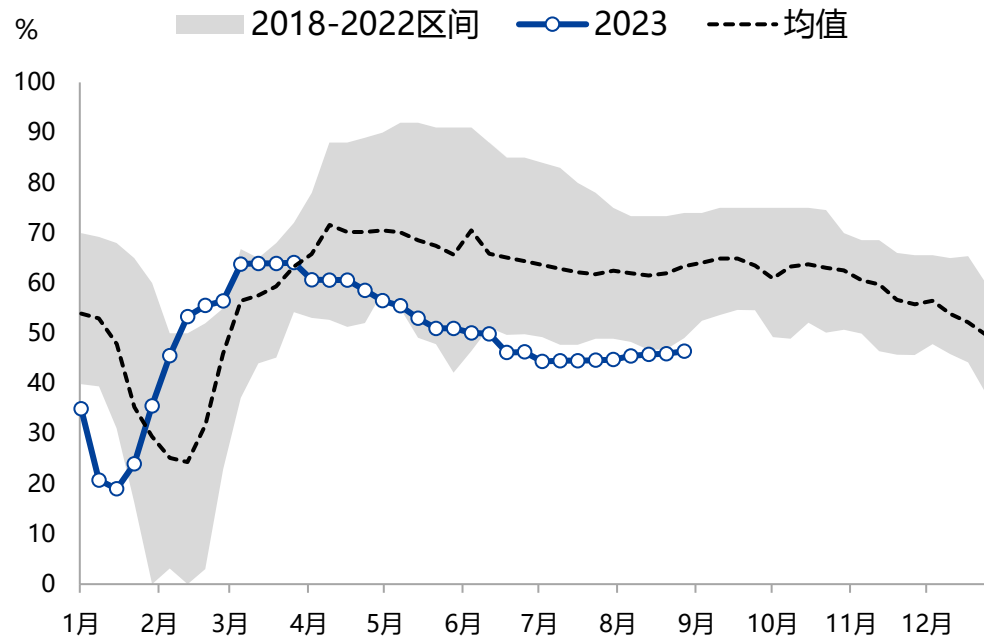
预售量保持高位 (截至9.1)



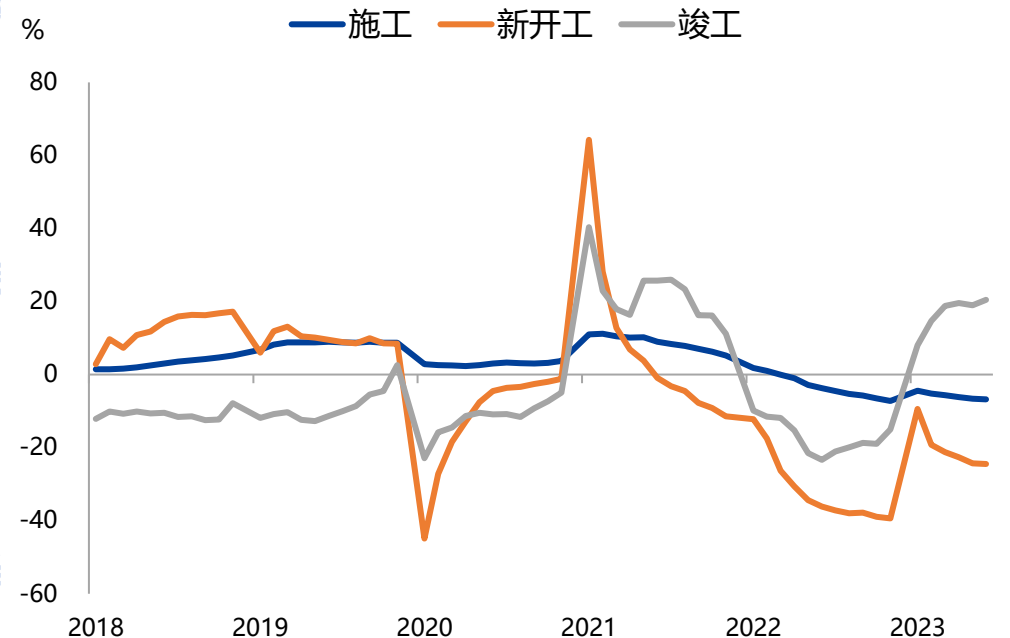
8月PVC下游开工率提升1.8%，增长主要来自薄膜和型材，目前型材和管材开工率已经超过去年同期，但薄膜开工率落后11%。9月是传统旺季，下游开工率预计提升4%-6%，对应需求环比提升5%以上，高于供应增幅2.6%。

近一个月国家积极出台各类利好房地产的重磅政策，包括降低存量首套房贷利率和一线城市认房不认贷，市场预期“政策底-情绪底-市场底-经济底”将依次到来，房屋开发面积也将重新开始增长，建材消费有望迎来复苏。考虑到玻璃和钢铁等建材已经明显上涨，低估值的PVC大概率补涨。

下游开工率稳步回升 (截至9.1)



房屋开发面积累计同比预期增长 (截至7月)





纯碱

SA

01

重碱需求稳步增加，轻碱消费整体平稳

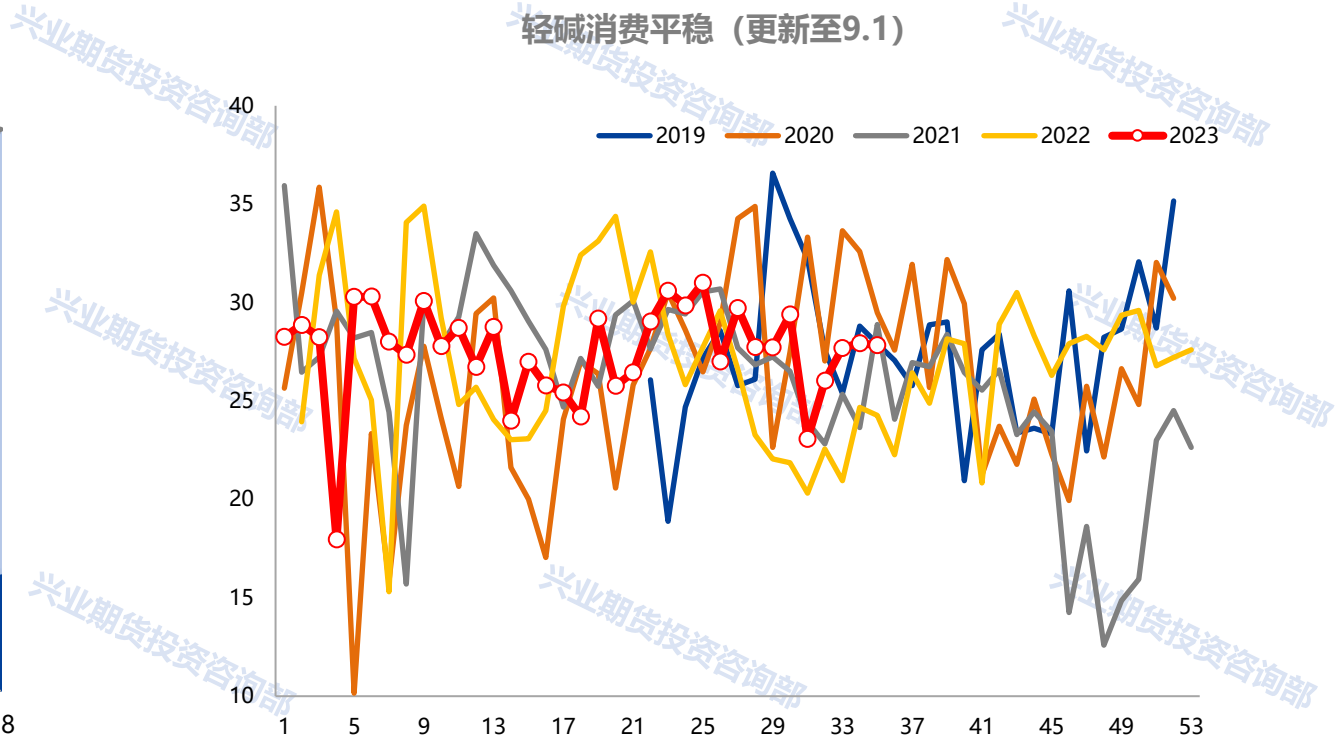
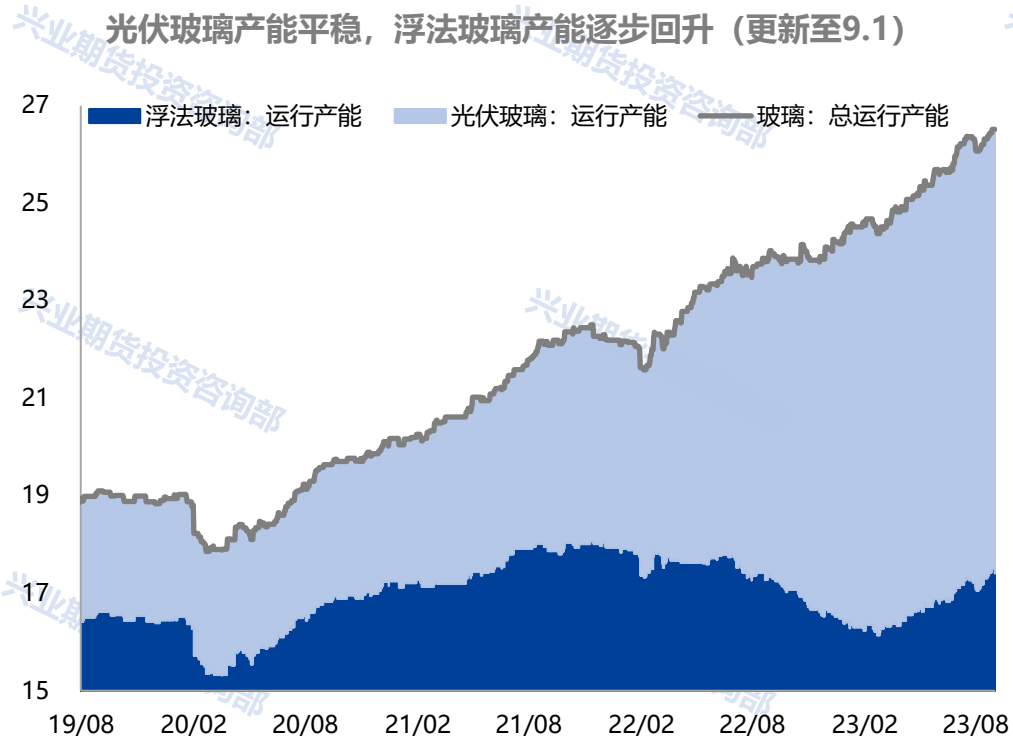
02

淡季装置检修影响持续，纯碱供给约束较强

03

纯碱现货紧张格局延续，05合约前多耐心持有

2023年以来，光伏玻璃产能投产速度虽慢，但整体稳中有增。截至本周五，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，截至本周浮法玻璃煤炭工艺毛利324元/吨（前值436元/吨），石油焦工艺毛利544元/吨（前值688元/吨），天然气工艺毛利260元/吨（前值401元/吨），复产点火的产能逐步增多，运行产能已同比转增，截至本周浮法运行产能已累计增加10230t/d至169010t/d。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1.17wt/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。



浮法玻璃复产/冷修计划（更新至9.3，华泰期货整理）

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	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					11750

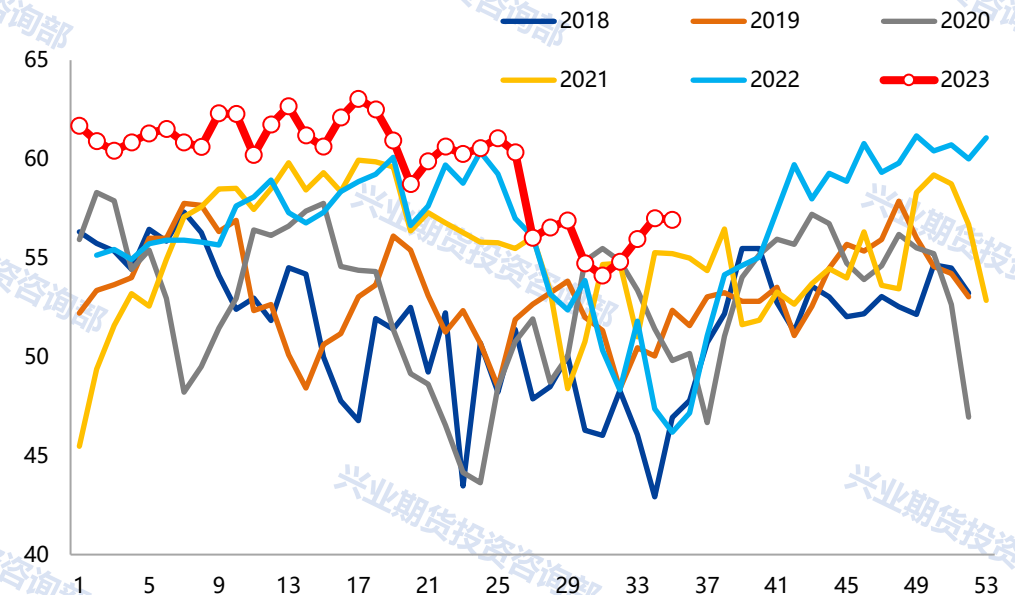
远兴和金山的新装置实际投产节奏仍偏慢，虽然老装置检修规模环比回落，但安徽德邦和青海昆仑装置复产时间待定，新增江西华昌和山东海天检修，9月初内蒙古化工、青海五彩碱业和青海发投也有短期检修计划，短期老装置开工率短期仍难大幅回升。

纯碱供给约束依然存在，未来1-2周单周产量仍在56万吨附近。

纯碱检修计划汇总 (更新至9.1)

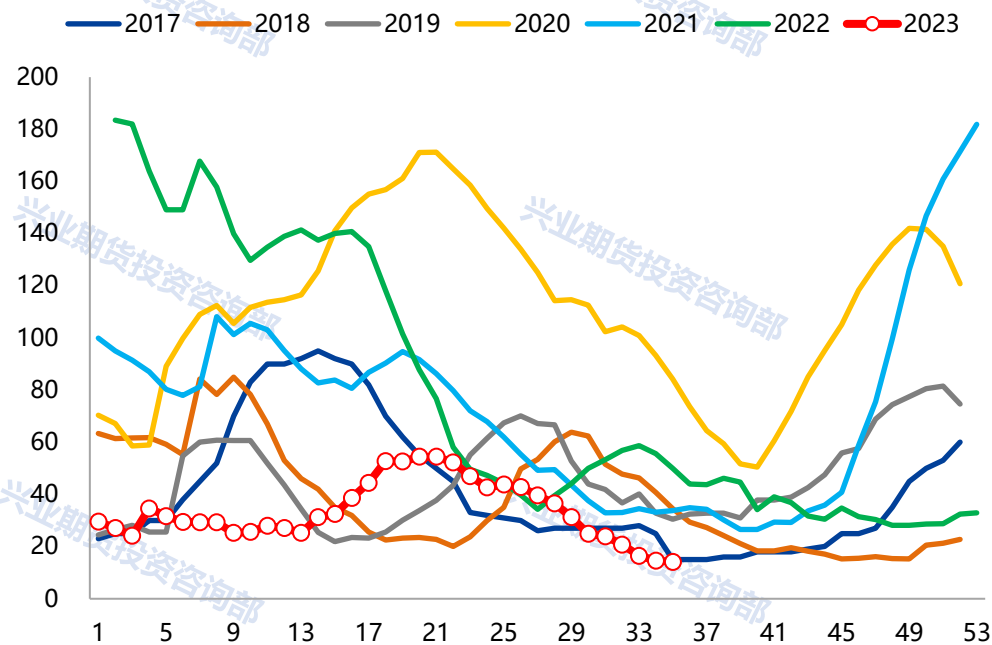
企业	产能 (万吨)	工艺	检修计划	检修天数	检修影响量 (万吨)		检修进度	信息来源
					8月	9月		
河南金山	110	氨碱法	8月1日-4日检修	4	1.4		已结束	隆众
青海发投	130	氨碱法	7月21日-8月10日检修	20	3.9		已结束	隆众
南方碱业	60	氨碱法	计划8月9日-12日短停	3	0.5		已结束	隆众
甘肃金昌	20	联碱法	7月16日-8月15日检修	30	0.9		已结束	隆众、卓创
中盐昆山	80	联碱法	7月31日-8月22日检修	22	5.0		已结束	隆众、卓创
安徽红四方	70	联碱法	8月29日-9月1日检修	3	0.1		已结束	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
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	25	7.7		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	16	2.9		已检修	隆众
山东海天	150	氨碱法	8月25日-9月10日检修	16	2.7	4.5	已检修	隆众
江苏华昌	60	联碱法	8月28日-9月11日检修14天	14	0.7	1.8	已检修	隆众
中盐内蒙	35	氨碱法	计划9月初检修7天	7		0.4	计划	隆众、卓创
青海五彩	110	氨碱法	计划9月1日检修6天	6		2.0	计划	隆众
青海发投	130	氨碱法	计划9月4日检修4天	4		1.6	计划	隆众
合计	1815				31.8	10.6		

纯碱周度产量 (更新至9.1)

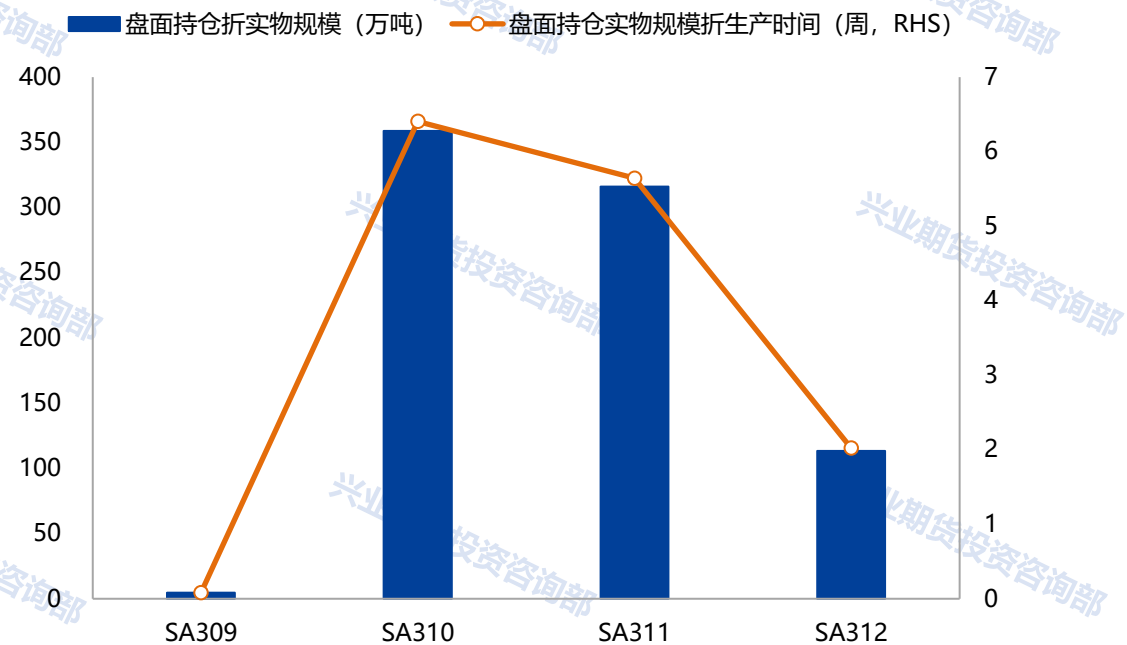


按照当前浮法及光伏玻璃运行产能和轻碱消费中枢估算，纯碱单周产量需回到61万吨以上才能基本实现产销平衡，行业库存企稳。但按照目前新装置投产和老装置检修的情况看，纯碱行业去库大概率将延续到9月中旬。本周五纯碱库存再创新低，纯碱（1）本周上游纯碱企业库存14.13万吨（-3.22%），企业待发订单回升至近17天，（2）社会库存微幅增加0.38万吨，总量约2.37万吨，规模较小，（3）浮法玻璃厂纯碱库存可用天数仅10天左右。短期看货源紧张仍在持续发酵，并且盘面持仓虚盘过高，尤其是10合约盘面持仓量折实物规模超过350万吨，若9月新装置产量仍无法释放，其交割风险较高。建议库存拐点正式确认前，纯碱低位多单耐心持有。

纯碱企业库存（更新至9.1）



期货持仓虚盘过高



焦煤

JM

01

安监升温制约原煤产出，进口补充暂无显著增量

02

现实需求兑现良好，关注政策层面预期扰动

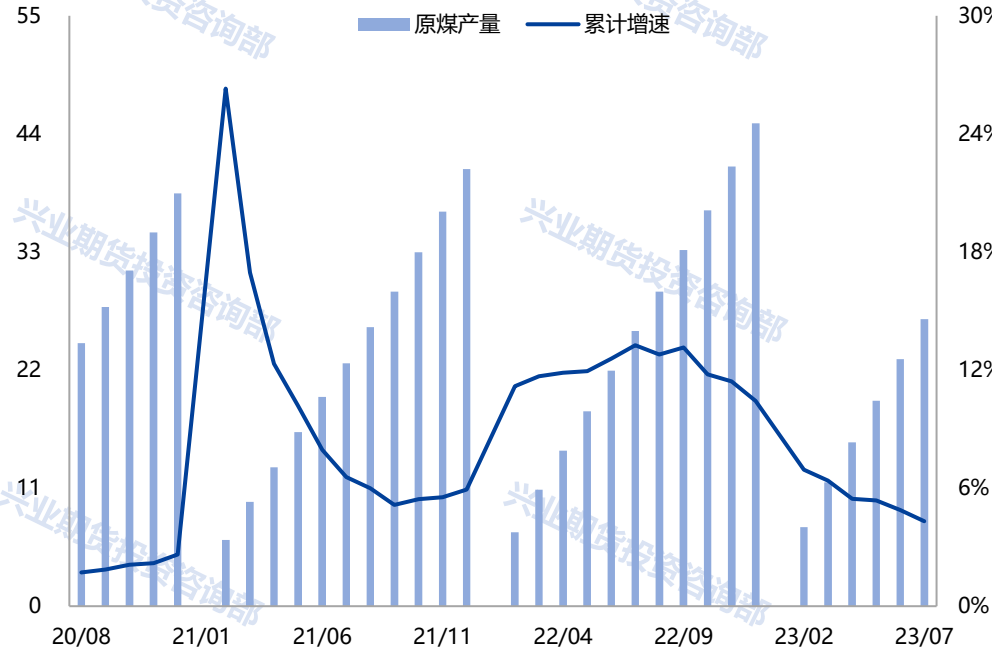
03

低库存特性得到延续，焦煤上行驱动依然较强

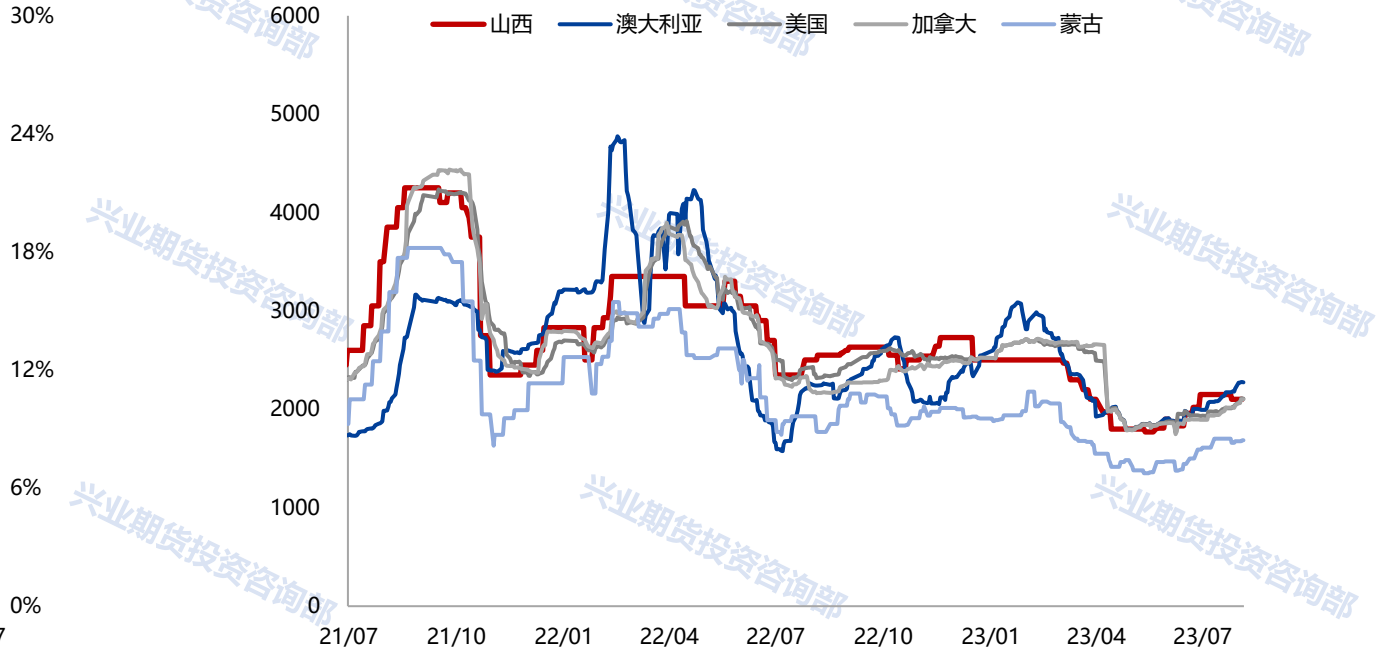
□ 产地方面，矿山安监局针对陕西延川煤矿事故发布查处挂牌督办通知书，本月安全检查频率及强度难有放松，坑口安监局势必升温，山西部分停产自查矿井仍无复产计划，原煤产出将继续收紧。

□ 进口方面，甘其毛都口岸通关升至年内高点，蒙煤进口相对顺畅，但国际终端刚需采购推升澳大利亚硬焦煤海运价格，澳煤与山西煤价差进一步走扩，进口利润倒挂制约外煤到港，进口市场补充作用短期内难有显著增量。

全国原煤产量累计值及累计增速

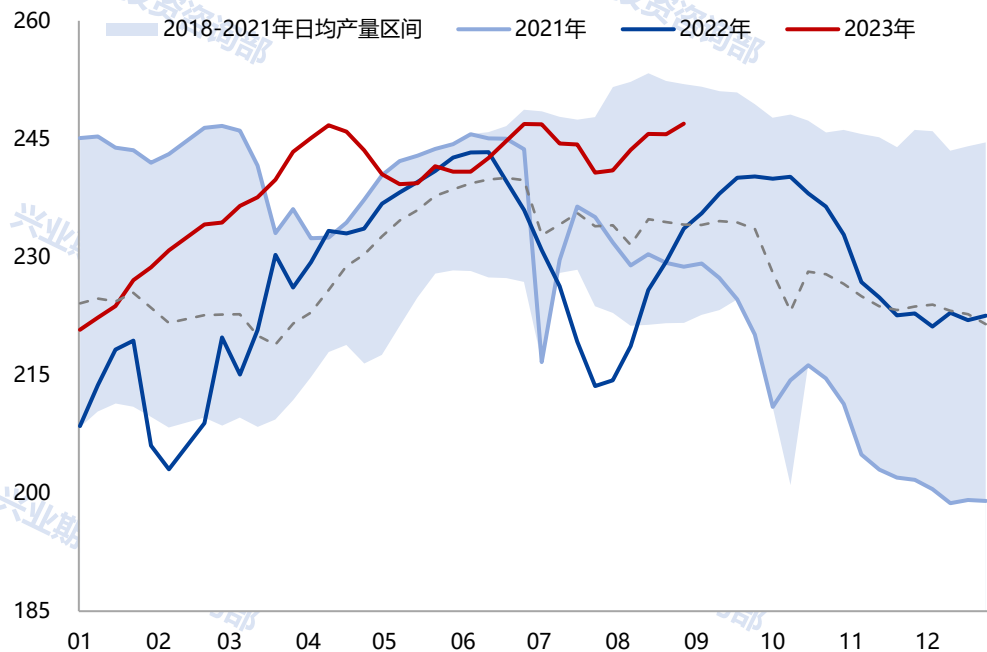


主要进口国代表焦煤贸易价格

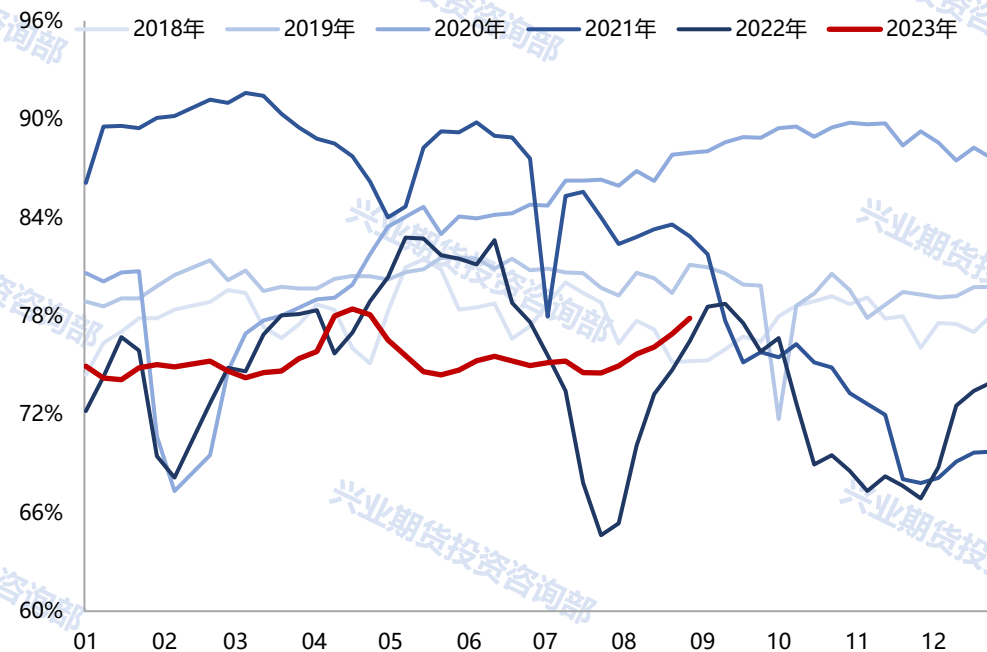


需求方面，粗钢产量压减传闻暂趋平静，而铁水日产再创新高，高炉开工意愿尚佳，且独立焦化厂焦炉产能利用率随之走高，焦煤现实刚需兑现良好；考虑到金九银十传统旺季的来临，阶段性补库需求有望重启，焦煤需求预期亦较乐观。

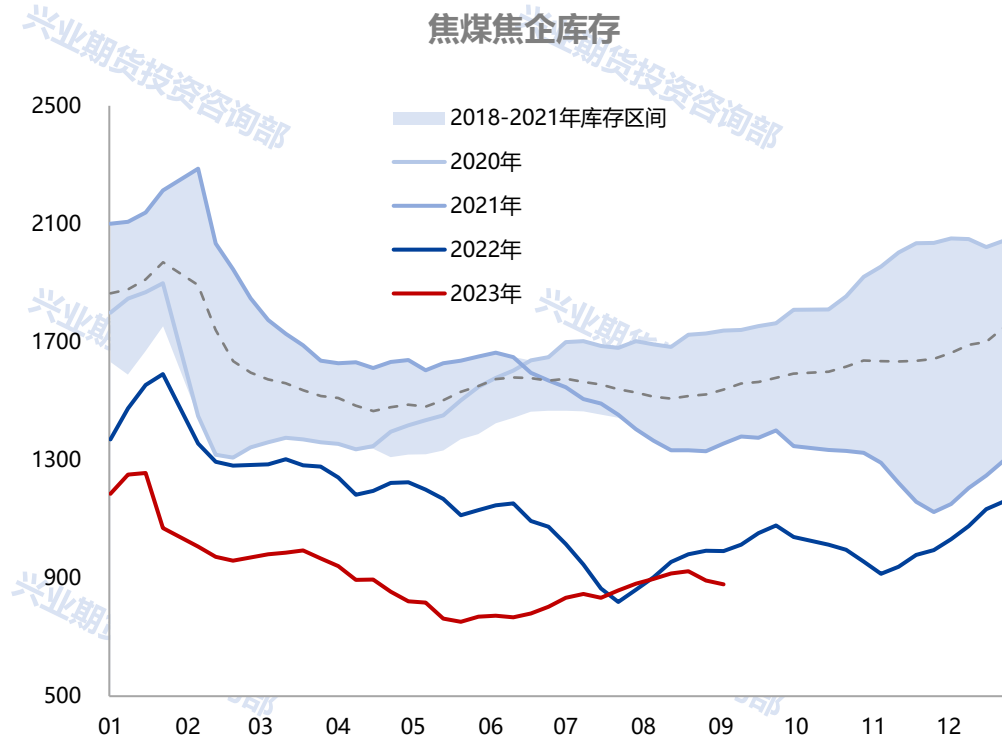
铁水日均产量



独立焦化厂焦炉产能利用率



- 库存方面，下游库存分位均处近年最低水平，坑口竞拍环节氛围良好，焦煤低库存特性得到延续。
- 综合来看，铁水日产高位、焦炉开工上行，焦煤刚需表现乐观，而煤矿事故扰动下产地安全检查格局趋严，供应端料将维持收紧态势，各环节库存均处低位，供需结构继续好转，价格上行驱动依然较强；关注采购需求的重启及粗钢产量压减一事会否再度发酵。



棉花

CF

01

2023疆棉天气适宜度不佳、减产预期持续加强

02

德克萨斯旱情程度显著加深，对新棉生长不利

03

下游织机开工仍维持刚需稳定，商业库存去化顺利

- ▣ 新年度棉花种植前期低温使棉花发育推迟；7月开花阶段的35度以上高温天气持续多日，导致授粉不好；
- ▣ 9月天气仍是不确定性因素，总体由于种植以来的气候适宜度不佳，预计疆棉单产下降，总产下降约11%。

7月疆棉处于开花阶段，但高温持续

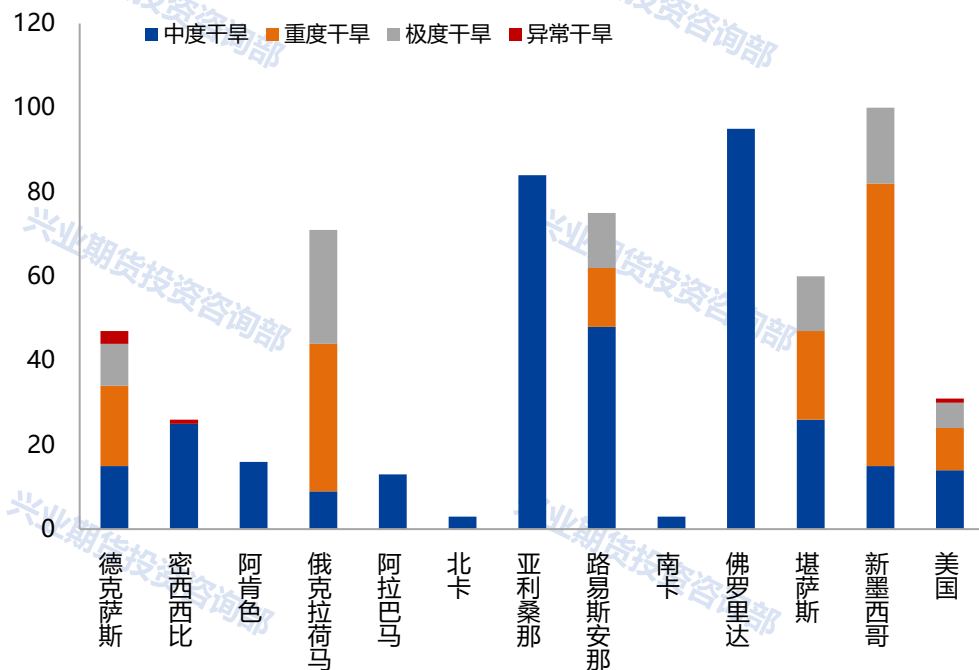
区域	平均气温 (°C)	平均气温距平 (°C)	降水量 (毫米)	降水距平百分率 (%)	日照时数 (小时)	日照距平百分率 (%)
新疆	26.5	2	9.6	-58	284.4	-4.7
西北	25.8	0.7	149.2	14	226	13.1
华北	27.8	1.8	232.5	71.9	236.1	15.5
黄淮	28.2	1.5	218.2	14.9	186.5	0.2
江淮	28.5	0.7	255.8	19.8	130.7	-33.6
江汉	28.6	1.1	152.1	-13.3	172.6	-10.2
江南	29.2	0.9	200.8	10.6	158.7	-25.2

2023疆棉为减产年

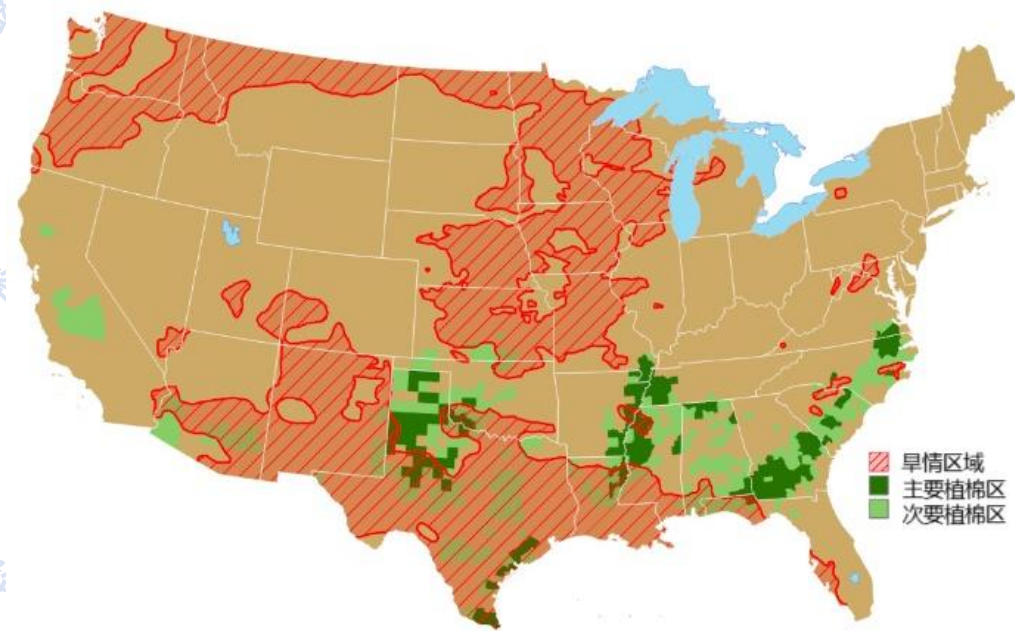


美国方面，高温天气笼罩之下，叠加少雨条件拖累，全美干旱面积占比再度增加，持续处于近年偏高水平。从棉区情况来看，多个主产棉区旱情均有不同程度的加重，或持续给新棉生长带来不利影响。至8月27日，全美结铃率90%，同比落后3个百分点，较近五年平均水平基本持平。其中德州结铃率为87%，较去年同期落后4个百分点，较近五年平均水平基本持平。

美国总体旱情面积占32%

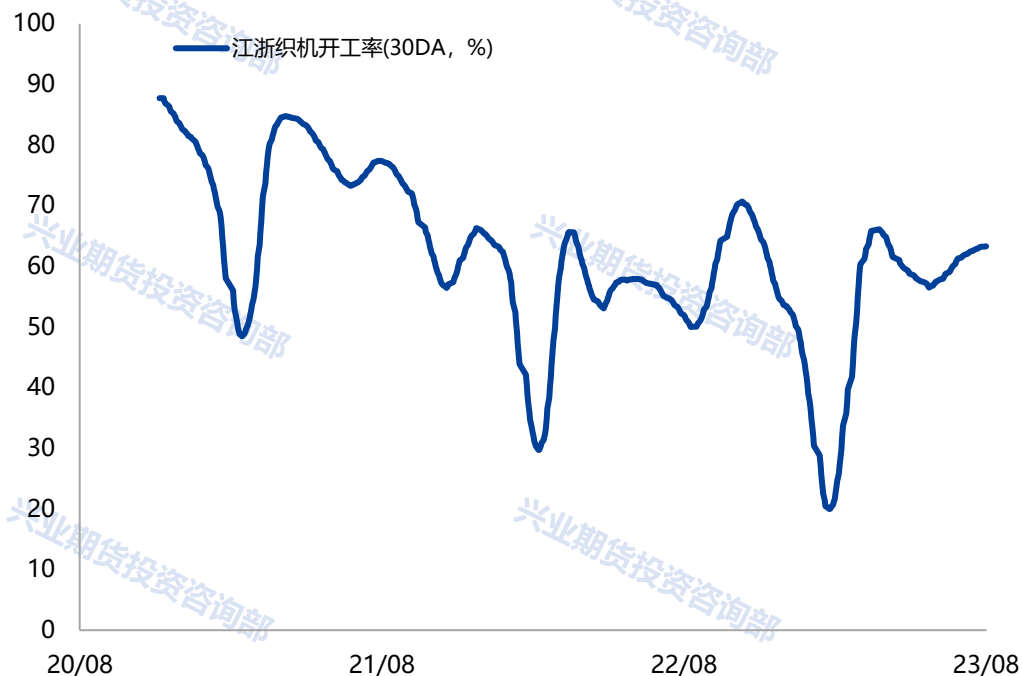


美国西南多数棉区处于干旱区

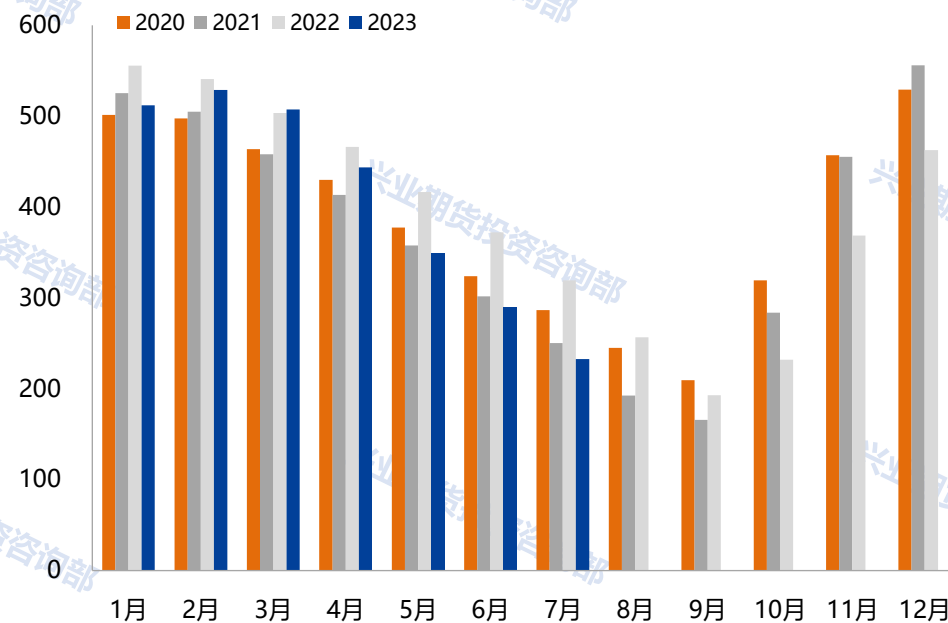


- 国内棉花商业库存下降56.94万吨至232.75万吨，同比处于2020年以来低位水平，现实棉花下游需求稳定、整体去库情况顺利。
- 随着传统消费淡季持续深入，下游整体开机和成交未见明显好转，目前纱厂开机持稳略降，终端织机仍维持刚需、开工率保持稳定。
- 总体而言，棉花供应端维持减产预期，下游产业维持刚需的情况对价格影响程度较小，总体棉花仍宜持多头思路。

消费淡季下游织机开工仍维持刚需稳定



棉花商业库存同比处于数年地位



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

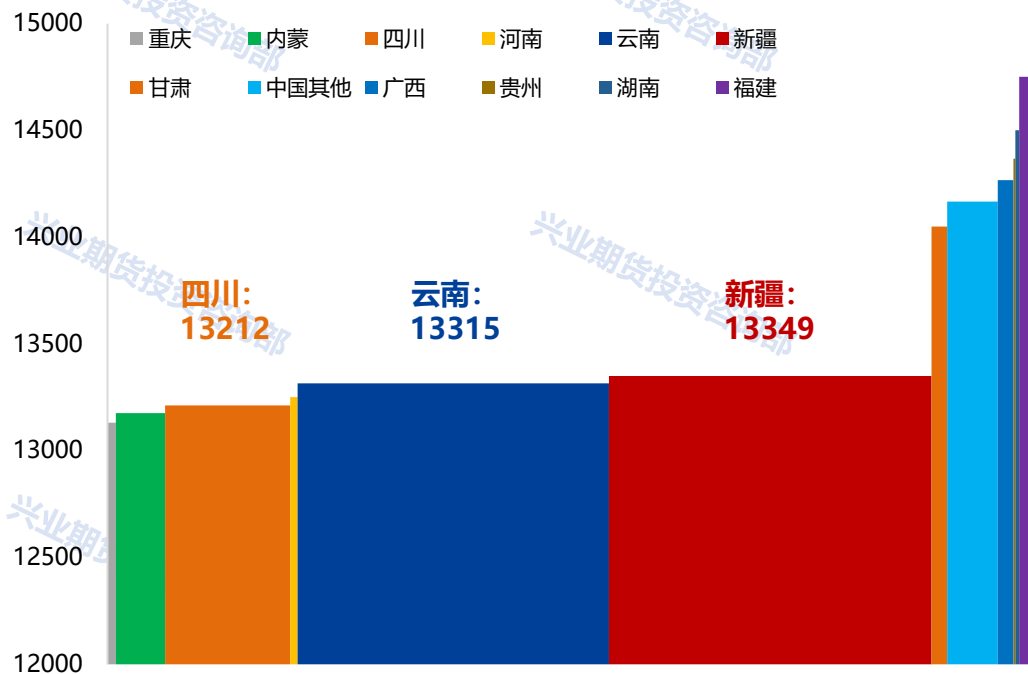
光伏景气延续，多晶硅需求支撑较好

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等成本问题，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



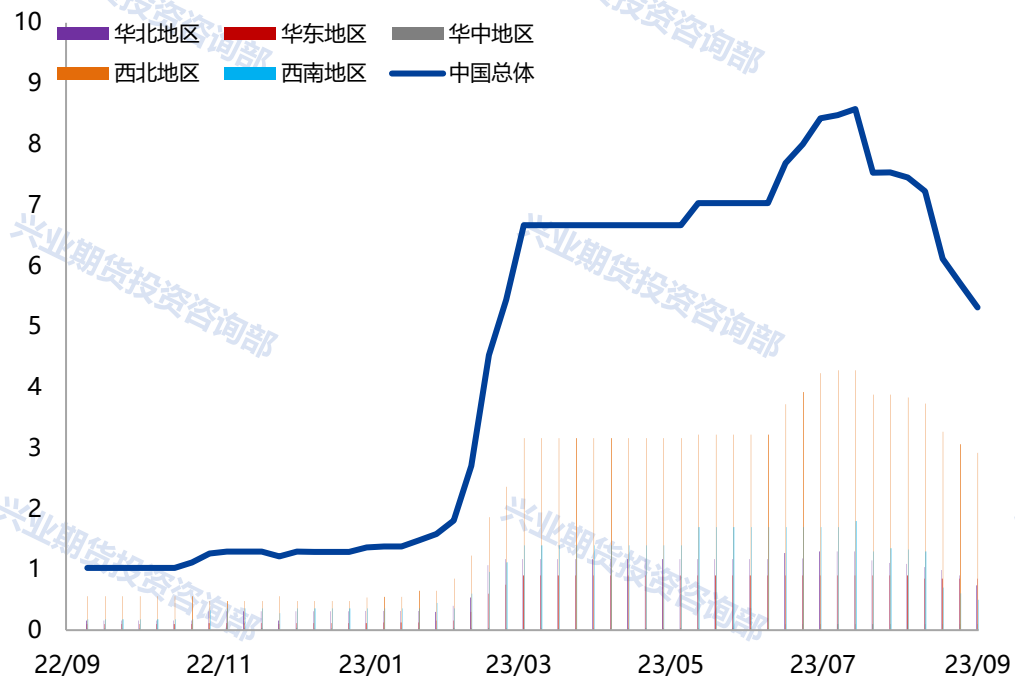
2023年内工业硅新增产能较多

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

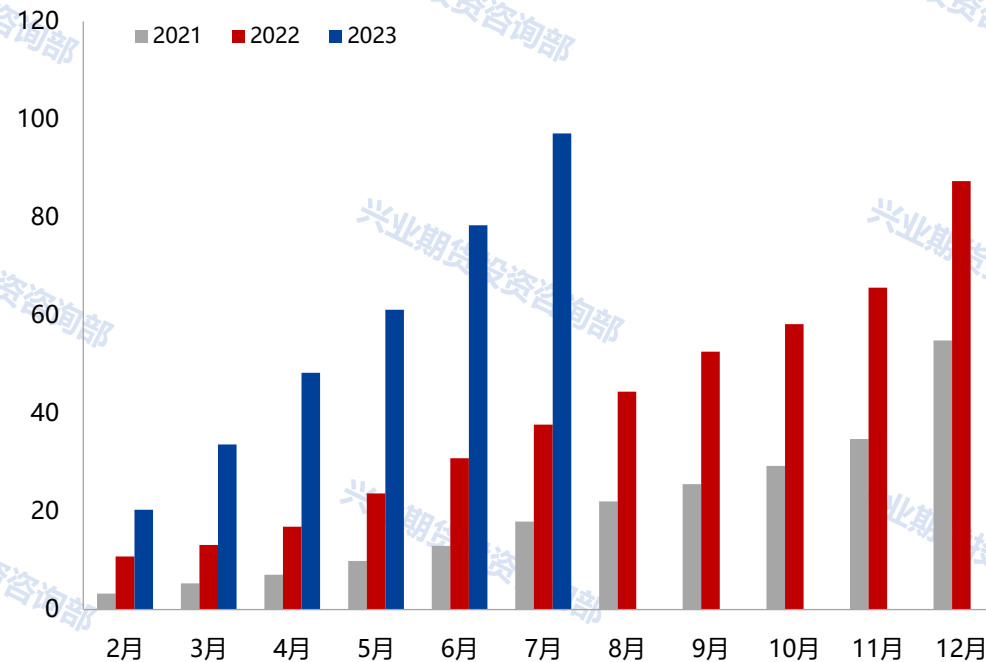
截至2023年9月，多晶硅降库效果明显，大部分企业多晶硅库存基本消耗完毕、企业库存余量较少，主要是受到延迟投产、检修技改等影响。现有产量主要供应前期订单，库存水平持续走低但仍有大量订单等待交货。预计随着多晶硅环节利润水平的回升，整体开工亦将出现回升，多晶硅补库需求将对工业硅原料构成较强支撑。

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



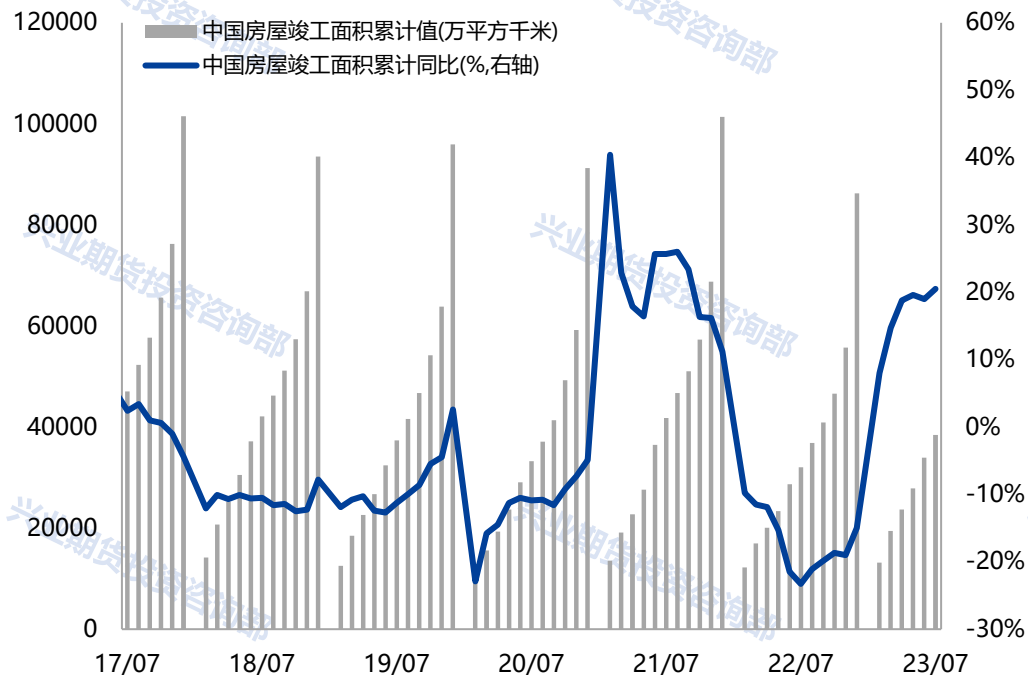
2023国内太阳能月度新增装机容量累计值预计同比翻倍



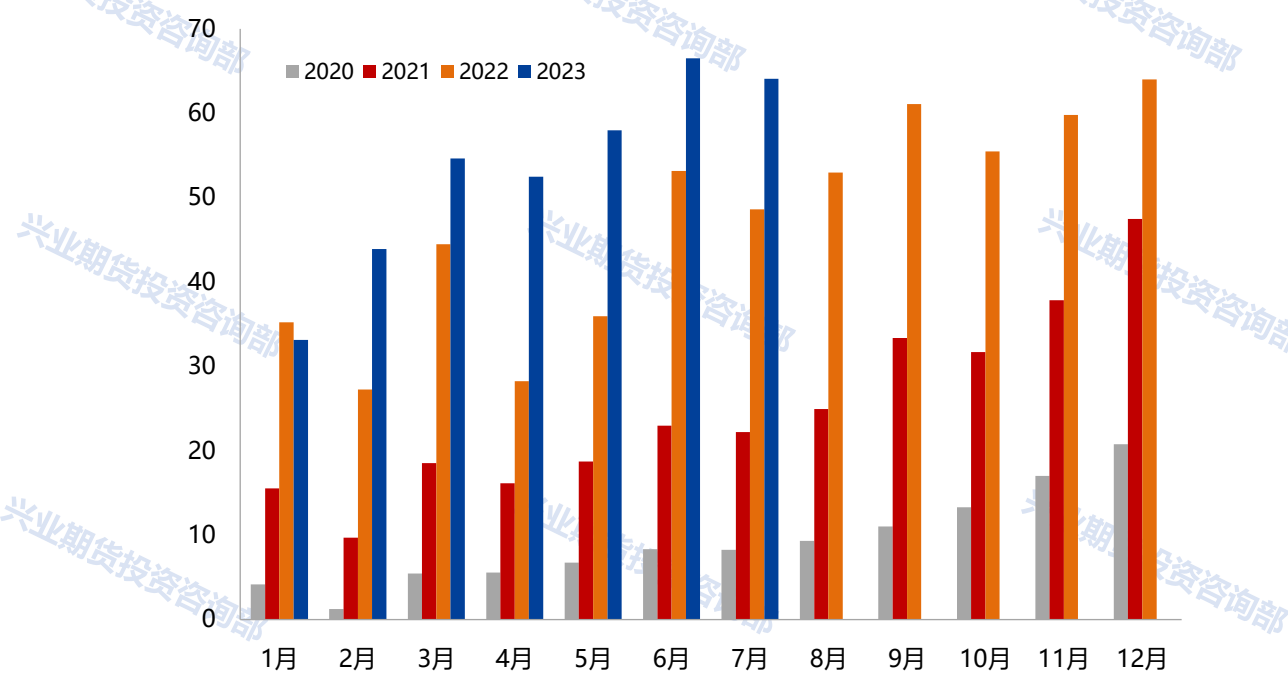
有机硅方面，近期房地产调整优化政策密集发布。预计政策工具主要释放刚需和改善需求，有助于提振房地产行业景气度。截至2023年7月国内房屋竣工面积同比大幅回升，预计有机硅材料将受益于地产后周期景气复苏。

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