



官方微信



官方APP

2023年12月第3周核心策略推荐：

景气预期向上、估值亦将抬升，风险资产整体仍宜耐心持多

上海 2023.12.17

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：

□ 国内基本面视角。截至本周五，11月核心经济金融数据均已公布、可谓有好有坏，但总体偏积极，印证政治局会议和中央经济工作会议相关判断，即：“我国发展面临的有利条件强于不利因素”，“经济回升向好、长期向好的基本趋势没有改变”。一方面，随各项稳增长政策的快速推出和落地，对应正向反馈信号亦较多。例如：（1）生产持续向好；（2）服务等出行相关消费表现较好；（3）地产投资数据同比、环比均有不同程度好转；（4）工业企业库存周期回暖，制造业投资延续高增。但另一方面，有效需求不足问题依旧存在，并拖累经济上行斜率，包括：（1）制造业PMI指标以及通胀数据连续2个月小幅放缓；（2）M1增速再创年内新低，M1-M2剪刀差降至历史低位等。

□ 国内政策面视角。因诸多内生慢变量因素的制约、经济复苏基础仍不牢固，故外生快变量、强力度的政策支持必不可少。近期相关顶层会议均明确明年经济工作的优先地位，具体则涉及财政政策、货币政策、产业政策、扩内需、以及防风险等主要大项，既强调量的增长、亦未忽视质的提升。虽然2024年大规模刺激概率较低，但稳增长大方向并未改变。

□ 海外视角方面：美联储12月议息会议释放鸽派信号，基本官宣停止加息，加息点阵图显示明年降息预期升温。背后原因为美国通胀预期持续回落、经济增速转弱、就业市场降温等。

□ 总体看，基于国内经济复苏大势背景，利于相关行业需求景气度反转或延续、盈利改善；而美联储紧缩周期结束甚至宽松预期持续升温，则利于大类风险资产整体估值中枢的抬升。具体而言，从相对长周期看，A股、大消费链及建材链相关大宗商品等仍可维持单边多头思路。

□ 中观面驱动因素要点:

期货策略:

(1) 国债 (卖出T2403, 单边, 新增): 最新宏观数据显示经济基本面仍在边际好转, 叠加政策信号较为积极, 债市市场调整压力正在累积。央行MLF净投放创历史新高, 同时逆回购净回笼, “缩短放长”意图明确, 在政府债发行及等因素的影响, 资金面高波动将持续。且目前债市估值偏高, 债市空头盈亏比较优。

(2) 股指 (买入IF2403, 单边, 持有): 宏观及行业政策不断推进, 内生复苏动能亦持续验证, 盈利端推涨基础依旧牢固; 从主观研判、客观统计看, 当前A股低估值将有充足提升空间; 内外资均已有较积极入场信号, 且后续意愿大概率将强化; 从收益性、防御性看, 沪深300指数配置价值仍最佳。

(3) 沪铝 (买入AL2402, 单边, 移仓): 受云南地区减产等因素的影响, 11月开工率出现回落, 在产能天花板的限制下, 铝供给端约束仍较为明确。此外近期电解铝库存持续下滑, 跌至历史同期最低水平, 且近期美元快速走弱, 铝价下方支撑仍较为明确。

(4) 碳酸锂 (买入LC2407, 单边, 持有): 悲观情绪已开始收敛, 盘面回归基本面指引, 资金行为导致日内波动幅度较大。期现价差已明显收敛, 远月合约转为升水结构, 供给侧扰动因素开始定价。当前策略赔率仍占优, 建议轻仓介入做多远月合约。

(5) 沪胶 (买入RU2405, 单边, 持有): 政策引导下乘用车零售表现亮眼, 半钢胎开工率高位持稳, 天然橡胶需求预期及传导效率尚佳, 而国内停割叠加海外原料价格高企, 供应端受限因素居多, 基本面对橡胶价格的驱动向上。

□ 中观面驱动因素要点:

期货策略:

(6) 聚氯乙烯 (买入V2405, 单边, 持有): 检修增多产量明显下降, 节日前制品需求好转, PVC基本面改善。电石价格大幅上涨, 成本抬升利好出现, 未来限电影响下电石可能进一步上涨, 建议PVC多单继续持有。

(7) 纯碱 (买入SA405, 单边, 持有): 现货基本面处于最好阶段, 但市场对1月供给恢复的担忧上升, 建议多单配合止盈持有。关注供给实际变化情况。

(8) 焦煤 (买入JM2405, 单边, 移仓): 现实刚需季节性走弱, 但原料冬储支撑采购需求, 而产地安监维持高压局面, 进口市场存在扰动, 供减需增预期支撑焦煤价格。

(9) 螺纹 (买入RB2405, 单边, 持有): 明年大规模刺激的概率下降, 但稳增长方向未变, 且螺纹自身基本面矛盾不足, 低供给、低库存格局延续, 电炉平电成本处支撑依然有效, 建议05多单耐心持有。

期权策略:

(1) 棉花 (卖出CF403P15000, 单边, 持有): 国内籽棉收购基本结束, 企业成本固化维持偏高位; 终端消费或复苏, 海外服装去库尾声强化外需, 价格支撑预期较强, 建议介入卖看跌期权策略。

宏观

MACRO

01

国内：政策延续稳增长，2024年经济稳中向好

02

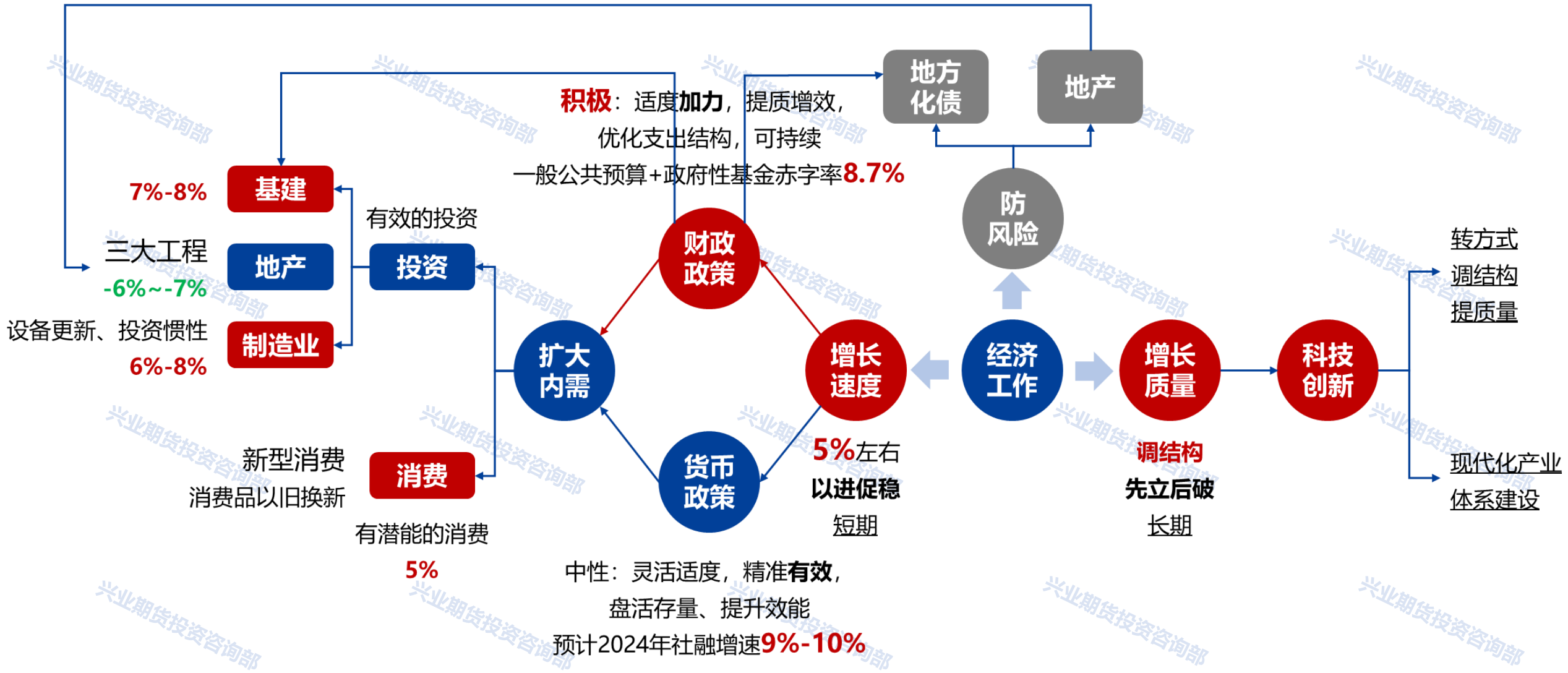
国外：美联储或结束加息，且降息预期升温

国内经济：2023年11月经济金融数据回顾

宏观经济指标		单位	统计局经济数据												环比上期	点评		
			22/11	22/12	23/01	23/02	23/03	23/04	23/06	23/07	23/08	23/09	23/10	23/11				
经济增长	GDP	单季 %		2.9			4.5		6.3			4.9						四季度PMI指数重回收缩区间，且连续2个月小幅放缓
	PMI	单月 %	48.0	47.0	50.1	52.6	51.9	49.2	49.0	49.3	49.7	50.2	49.5	49.4	-0.1			
生产	工业增加值	单月 %	2.2	1.3	-9.8	18.8	3.9	5.6	4.4	3.7	4.5	4.5	4.6	6.6	2.0	11月工增环比增长0.87%，叠加低基数影响，推动同比大幅增长，主要工业产品中新兴产业供给较快增加		
就业	城镇调查失业率	单月 %	5.7	5.5	5.5	5.6	5.3	5.2	5.2	5.3	5.2	5.0	5.0	5.0	0.0	四季度城镇调查失业率稳定在5%		
	青年失业率(16-24岁)	单月 %	17.1	16.7	17.3	18.1	19.6	20.4	21.3									
投资	固定资产投资	单月 %	0.7	3.1		5.5	4.7	3.6	3.1	1.2	1.8	2.4	1.2	2.9	1.7	11月固定资产投资环比增长0.26%。受益于库存周期，制造业投资延续高增。随着“金融16条”落地，房企融资环比有所改善，地产投资相关数据跌幅普遍收窄，现企稳迹象。地方化债，部分省市投融资更加审慎，基建投资增速继续小幅放缓。		
	房地产投资	单月 %	-19.9	-12.2		-5.7	-7.2	-16.2	-20.6	-17.8	-19.1	-18.7	-16.7	-18.1	-1.4			
	基建投资	单月 %	13.9	10.4		12.2	9.9	7.9	11.7	5.3	6.2	6.8	5.6	5.4	-0.2			
	基建投资(不含电力)	单月 %	10.6	14.3		9.0	8.7	7.9	6.4	4.6	3.9	5.0	3.7	5.0	1.2			
	制造业投资	单月 %	6.2	7.4		8.1	6.2	5.3	6.0	4.3	7.1	7.9	6.2	7.1	0.9			
消费	社会消费品零售总额	单月 %	-5.9	-1.8		3.5	10.6	18.4	3.1	2.5	4.6	5.5	7.6	10.1	2.5	11月社零环比负增长，低基数情况下，同比增幅也低于预期，修复相对较慢的是居民和企业消费中弹性较大的化妆品和文化办公用品，后续有待收入的进一步改善。		
进出口	出口金额	单月 %	-9.7	-11.4	-11.6	-2.7	11.4	7.3	-12.4	-14.1	-8.4	-6.1	-6.4	0.5	6.9	出口国经济领先指标出现改善信号，且去年同期基数偏低，三季度出口跌幅逐月收窄，中国出口制造升级，资本品（专用设备）和高端制造（新能源汽车等）出口表现亮眼		
	进口金额	单月 %	-10.7	-7.1	-20.8	4.5	-1.7	-8.1	-6.9	-12.4	-7.2	-6.2	3.0	-0.6	3.6			
物价	CPI	单月 %	1.6	1.8	2.1	1.0	0.7	0.1	0.0	-0.3	0.1	0.0	-0.2	-0.5	-0.3	四季度物价再度连续走弱，内需不足问题依然突出。		
	PPI	单月 %	-1.3	-0.7	-0.8	-1.4	-2.5	-3.6	-5.4	-4.4	-3.0	-2.5	-2.6	-3.0	-0.4			
	CPI-PPI	单月 %	2.9	2.5	2.9	2.4	3.2	3.7	5.4	4.1	3.1	2.5	2.4	2.5	0.1			
流动性	社融	存量同比 %	10.0	9.6	9.4	9.9	10.0	10.0	9.0	8.9	9.0	9.0	9.3	9.4	0.1	11月，政府融资发力，带动社融总量超预期，但实体融资信贷需求还有待提振，且资金活化性继续下降，M1增速再创年内新低，M1-M2增速差降至历史低位。12月新增国债发行、叠加低基数影响，12月社融信贷预期较好。但明年1季度若落实平滑信贷，叠加地方专项债提前批尚未明确，社融信贷数据有承压的风险。		
	信贷	同比 %	11.0	11.1	11.3	11.6	11.8	11.8	11.3	11.1	11.1	10.9	10.9	10.8	-0.1			
	M1	单月 %	4.6	3.7	6.7	5.8	5.1	5.3	3.1	2.3	2.2	2.1	1.9	1.3	0.6			
	M2	单月 %	12.4	11.8	12.6	12.9	12.7	12.4	11.3	10.7	10.6	10.3	10.3	10.0	-0.3			
	M1-M2	单月 %	-7.8	-8.1	-5.9	-7.1	-7.6	-7.1	-8.2	-8.4	-8.4	-8.2	-8.4	-8.7	-0.3			

国内经济：2023年12月政治局及中央经济工作会议重点内容

会议内容	2023年		2022年		2021年	
	中央经济工作会议	政治局会议	中央经济工作会议	政治局会议	中央经济工作会议	政治局会议
形势研判	我国发展面临的 有利条件强于不利因素 ，经济回升向好、长期向好的基本趋势没有改变。	顶住外部压力、克服内部困难... 我国经济回升向好。	当前我国经济恢复的基础不牢固，需求收缩，供给冲击预期转弱，三重压力仍然较大。但我国经济韧性强、潜力大、活力足，各项政策效果持续显现，明年经济运行有望总体回升。		我国经济发展面临需求收缩、供给冲击和预期转弱三重压力。世纪疫情冲击下，百年变局加速演进，外部环境更趋复杂严峻和不确定。	
政策基调、力度	明年要坚持稳中求进、以进促稳、先立后破，多出有利于稳预期、稳增长、稳就业的政策... 要强化宏观政策逆周期和跨周期调节，加强政策工具创新和协调配合。 要增强宏观政策取向的一致性... 把非经济性政策纳入宏观政策取向一致性评估。加强经济宣传和舆论引导，唱响中国经济光明论。	明年要坚持稳中求进、 以进促稳、先立后破，强化宏观政策逆周期和跨周期调节。 要增强宏观政策取向一致性，加强经济宣传和舆论引导。	明年要坚持稳字当头，稳中求进，... 加强各类政策协调配合，...形成共促高质量发展的合力。		明年经济工作要稳字当头，稳中求进，... 各方面要积极推出有利于经济稳定的政策，政策发力适当靠前。跨周期和逆周期宏观调控政策要有机结合。...推动经济实现质的稳步提升和量的合理增长。...调整政策和推动改革要把握好时度效，坚持先立后破、稳抓稳打。	
财政政策	积极的财政政策要适度加力，提质增效。合理扩大地方政府专项债券用作资本金范围。 要优化财政支出结构 ，强化国家重大战略任务财力保障。落实好结构性减税降费政策， 增强财政可持续性。	积极的财政政策要 适度加力、提质增效。	积极的财政政策要加力提效。 保持必要的财政支出强度。优化组合赤字、专项债、贴息等工具...		积极的财政政策要提升效能，更加注重精准、可持续。要保证财政支出强度，加快支出进度。实施新的减税降费政策，党政机关要坚持过紧日子。严肃财政纪律。坚决遏制新增地方政府隐性债务。	
货币政策	稳健的货币政策要灵活适度，精准有效。保持流动性合理充裕，社会融资规模、货币供应量同经济增长和 价格水平预期目标相匹配。发挥好货币政策工具总量和结构双重功能，盘活存量，提升效能 ...促进社融综合融资成本稳中有降。	稳健的货币政策要 灵活适度、精准有效。	稳健的货币政策要精准有力。要保持流动性合理充裕， 保持广义货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配 ...强化金融稳定保障系统。		稳健的货币政策要灵活适度，保持流动性合理充裕。引导金融机构加大对实体经济特别是小微企业、科技创新、绿色发展的支持。	
内需	要激发 有潜能的消费，扩大有效的投资 ，形成消费和投资相互促进的良性循环。 培育壮大新型消费 ... 要推动大规模设备更新和消费品以旧换新 ... 实施政府和社会资本合作新机制 ，支持社会资本参与新型基础设施等领域建设。	要着力扩大国内需求，形成消费和投资相互促进的良性循环。	要把恢复和扩大消费摆在优先地位。增强消费能力，改善消费条件，创新消费场景。要通过政府投资和政策激励有效带动全社会投资，... 鼓励和吸引更多民间资本参与国家重大工程和补短板项目建设。		实施好扩大内需战略，增强发展内生动力。推动新的生育政策落地见效。 适度超前开展基础设施建设投资；启动一批产业基础再造工程项目。	
防风险	要统筹化解房地产、地方债务、中小金融机构等风险。严厉打击非法金融活动，坚决守住不发生系统性风险的底线。	要持续有效防范化解重点领域风险，坚决守住不发生系统性风险的底线	要防范化解金融风险，... 加强当中央对金融工作的统一领导 ，要防范化解地方政府债务风险，坚决遏制增量，化解存量。有效防范化解优质头部房企风险，改善资产负债状况。		要正确和把握防范化解重大风险。继续按照稳定大局、统筹协调、分类施策、精准拆弹的方针，抓好风险处置工作。	
房地产	积极稳妥化解房地产风险。 一视同仁满足不同所有制房地产企业的合理融资需求。加快推进保障性住房建设，“平急两用”公用基础设施建设，城中村改造等三大工程。 加快构建房地产发展新模式。	--	扎实做好 保交楼、保民生、保稳定 各项工作， 满足行业合理融资需求 ，有效防范化解优质头部企业风险。 支持刚性和改善性住房需求。要坚持房子是用来住的，不是用来炒的定位 ，推动房地产业向新发展模式平稳过渡。		要坚持房子是用来住的，不是用来炒的定位，加强预期引导，探索新的发展模式，坚持租购并举，加快发展长租房市场，推进保障性住房建设，支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求，因城施策促进房地产业良性循环和健康发展。	
产业	以科技创新引领现代化产业体系建设... 发展新质生产力 。实施制造业重点产业链高质量发展行动，提升产业链供应链韧性和安全水平。要大力推进新型工业化，发展数字经济， 加快推动人工智能发展。鼓励发展创业投资、股权投资。	要以科技创新引领现代化产业体系建设，提升产业链供应链韧性和安全水平。	产业政策要 发展和安全并举 。... 狠抓传统产业改造升级和战略性新兴产业培育壮大 ，着力补强产业链薄弱环节，... 推动“科技-产业-金融”良性循环 。加快建设现代化产业体系。 提升传统产业在全球产业分工中的地位和竞争力 ...要大力发展数字经济、提升常态化监管水平， 支持平台企业在引领发展，创造就业，国际竞争中 大显身手。		要正确认识和把握碳达峰碳中和... 要坚定不移推进，但比可能毕其功于一役 ...传统能源逐步退出要建立在新能源安全可靠的基础上。要立足以煤为主的基本国情，抓好煤炭节约高效利用... 新增可再生能源和原料用能不纳入能源消费总量控制，创造条件尽早实现能耗“双控”向碳排放总量和强度“双控”转变。	
对外开放	扩大高水平对外开放。 放宽电信、医疗等服务业市场准入，对标国际高标准经贸规则，认真解决数据跨境流动、平等参与政府采购等问题。	要扩大高水平对外开放，巩固外贸外资基本盘。	更大力度吸引和利用外资。要扩大市场准入，加大现代服务业领域开放力度。		--	



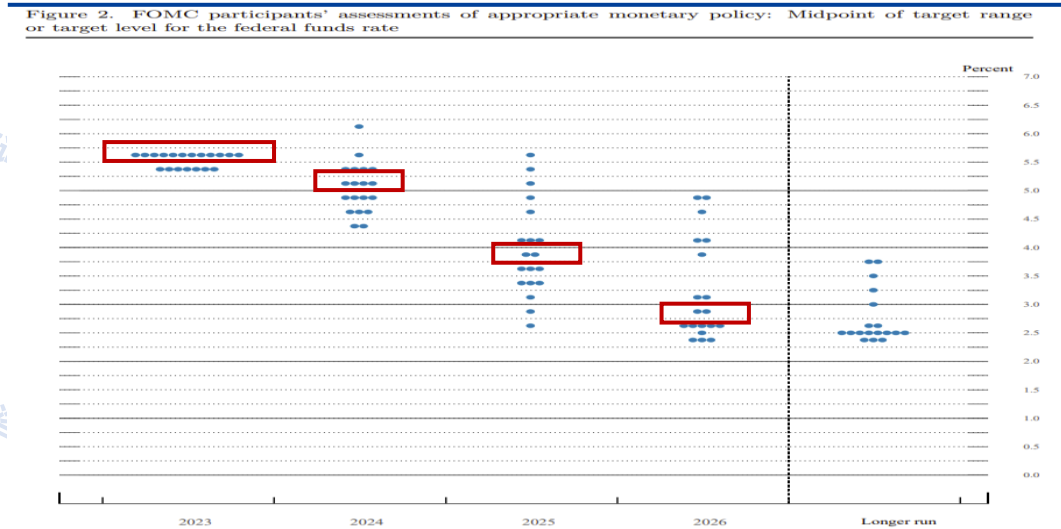
需求端政策优化	房企融资支持	三大工程
10月31日-30日， 中央金融工作会议 ，一视同仁满足不同所有制房地产企业合理融资需求；因城施策用好政策工具箱，更好支持刚性和改善性住房需求；加快‘三大工程’建设。		
11月14日， 广州 下调首套房公积金贷款首付比例。	11月17日， 央行，金融监管总局、证监会召开金融机构座谈会 ，一视同仁满足不同所有制房地产企业合理融资需求；三支箭；积极服务“三大工程”建设。	
11月22日， 深圳 下调二套房首付比例、豪宅认定标准。	11月19日， 证监会 ，积极稳妥防范化解大型房企风险，做好房地产企业合理融资支持和融资监管。	
截至11月30日，地方出台房地产调控政策81条，较上月略有减少，其中（1）宽松政策72条，中性政策6条，紧缩政策3条；（2）“四限”政策34条；土地政策1条；公积金政策20条；人口政策8条；其他政策17条。	11月23日，上海金融机构座谈会。	
12月5日， 广州 降低住房买卖和租赁中介服务费。	11月24日， 全国政协双周座谈会 ，提及地产，融资支持、三大工程等。	
12月5日， 苏州 实施“卖旧买新”购房契税补贴政策。	11月27日，央行等把部门联合发布 《关于强化金融支持举措，助力民营经济发展壮大的通知》 ，要求银行抓好“金融十六条”的落实工作。	11月下旬， 广州 率先推进 城中村改造立法 ，拟于12月下旬进行第三次审议并交付表决。
12月14日， 北京、上海 下调首套/二套首付比例、豪宅认定标准、房贷利率下限。		12月4日，央行在人民日报发表署名文章 《加快现代中央银行制度建设构建中国特色现代金融体系》 ，为保障性住房等三大工程建设提供中长期低成本资金支持。
		12月5日，上交所“三大工程”债券发行人座谈会

2023年12月美联储议息会议表态偏鸽，基本官宣“停止加息”，加息点阵图显示的2024年降息3次，超市场预期。

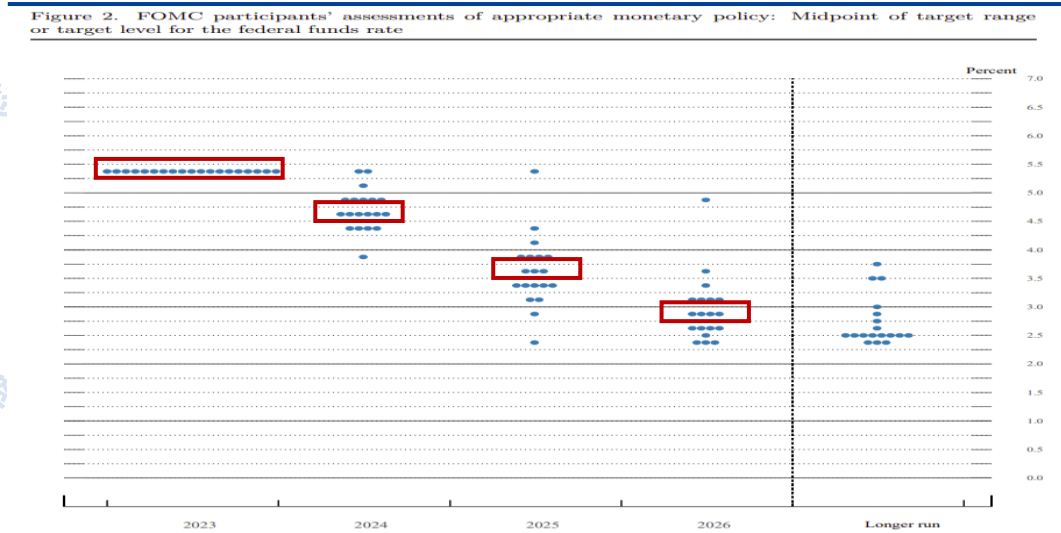
美联储议息会议核心内容	2023年7月	2023年9月	2023年11月	2023年12月
利率	加息25BP至5.25-5.5%。将密切关注即将到来的信息并评估其对货币政策的影响。在确定可能适合的使通货膨胀回到2%的额外紧缩幅度时，将考虑累积收紧幅度、货币政策对经济和通胀影响的滞后性，以及经济和金融发展。	维持利率5.25-5.5%不变。将密切关注即将到来的信息并评估其对货币政策的影响。在确定可能适合的使通货膨胀回到2%的额外紧缩幅度时，将考虑累积收紧幅度、货币政策对经济和通胀影响的滞后性，以及经济和金融发展。	维持利率5.25-5.5%不变。将密切关注即将到来的信息并评估其对货币政策的影响。在确定可能适合的使通货膨胀回到2%的额外紧缩幅度时，将考虑累积收紧幅度、货币政策对经济和通胀影响的滞后性，以及经济和金融发展。	维持利率5.25-5.5%不变。将密切关注即将到来的信息并评估其对货币政策的影响。在确定可能适合的使通货膨胀回到2%的任何（ 新增了“any” ）额外紧缩幅度时，将考虑累积收紧幅度、货币政策对经济和通胀影响的滞后性，以及经济和金融发展。
缩表	根据此前确定的缩表计划，继续减少国债和MBS持有量。	根据此前确定的缩表计划，继续减少国债和MBS持有量。	根据此前确定的缩表计划，继续减少国债和MBS持有量。	根据此前确定的缩表计划，继续减少国债和MBS持有量。
经济	近期经济活动延续 温和 (moderate) 扩张，就业增长强劲 ，失业率保持低位。美国银行体系健康且有韧性，家庭和企业的信贷条件收紧可能会对经济、就业和通胀造成压力，这些影响的程度仍然不确定。	近期经济活动继续 稳固 (solid) 扩张，就业增长有所放缓但依然强劲 ，失业率保持低位。美国银行体系健康且有韧性，家庭和企业的信贷条件收紧可能会对经济、就业和通胀造成压力，这些影响的程度仍然不确定。	三季度经济活动强劲 (strong) 增长，自今年早些时候以来，就业增长有所放缓但依然强劲 ，失业率保持低位。美国银行体系健康且有韧性，家庭和企业的 金融 和信贷条件收紧可能会对经济、就业和通胀造成压力，这些影响的程度仍然不确定。	近期经济增速较第三季度的强劲增长有所放缓 ，自今年早些时候以来，就业增长有所放缓但依然强劲，失业率保持低位。美国银行体系健康且有韧性，家庭和企业的 金融 和信贷条件收紧可能会对经济、就业和通胀造成压力，这些影响的程度仍然不确定。
通胀	通胀依然高企。委员会仍然高度关注通胀风险。坚定致力于让通胀回到2%的目标。	通胀依然高企。委员会仍然高度关注通胀风险。坚定致力于让通胀回到2%的目标。	通胀依然高企。委员会仍然高度关注通胀风险。坚定致力于让通胀回到2%的目标。	过去一年通胀有所放缓 ，但仍处于高位。委员会仍然高度关注通胀风险。坚定致力于让通胀回到2%的目标。

美联储议息会议经济预测 (中位数)		9月预测		12月预测		较上期
实际GDP同比	2023	2.1	1.9-2.2	2.6	2.5-2.7	0.5
	2024	1.5	1.2-1.8	1.4	1.2-1.7	-0.1
	2025	1.8	1.6-2.0	1.8	1.5-2.0	0.0
	2026	1.8	1.7-2.0	1.9	1.8-2.0	0.1
	长期	1.8	1.7-2.0	1.8	1.7-2.0	0.0
失业率	2023	3.8	3.7-3.9	3.8	3.8	0.0
	2024	4.1	3.9-4.4	4.1	4.0-4.2	0.0
	2025	4.1	3.9-4.3	4.1	4.0-4.2	0.0
	2026	4.0	3.8-4.3	4.1	3.9-4.3	0.1
	长期	4.0	3.8-4.3	4.1	3.8-4.3	0.1
PCE通胀	2023	3.3	3.2-3.4	2.8	2.7-2.9	-0.5
	2024	2.5	2.3-2.7	2.4	2.2-2.5	-0.1
	2025	2.2	2.0-2.3	2.1	2.0-2.2	-0.1
	2026	2.0	2.0-2.2	2.0	2.0	0.0
	长期	2.0	2.0	2.0	2.0	0.0
核心PCE通胀	2023	3.7	3.6-3.9	3.2	3.2-3.3	-0.5
	2024	2.6	2.5-2.8	2.4	2.4-2.7	-0.2
	2025	2.3	2.0-2.4	2.2	2.0-2.2	-0.1
	2026	2.0	2.0-2.3	2.0	2.0-2.1	0.0
联邦基金利率	2023	5.6	5.4-5.6	5.4	5.4	-0.2
	2024	5.1	4.6-5.4	4.6	4.4-4.9	-0.5
	2025	3.9	3.4-4.9	3.6	3.1-3.9	-0.3
	2026	2.9	2.5-4.1	2.9	2.5-3.1	0.0
	长期	2.5	2.5-3.3	2.5	2.5-3.0	0.0

2023年9月美联储加息点阵图



2023年12月美联储加息点阵图







国债

T

01

发行高峰延续，存单利率高企

02

MLF投放创新高，“缩短放长”意图明确

03

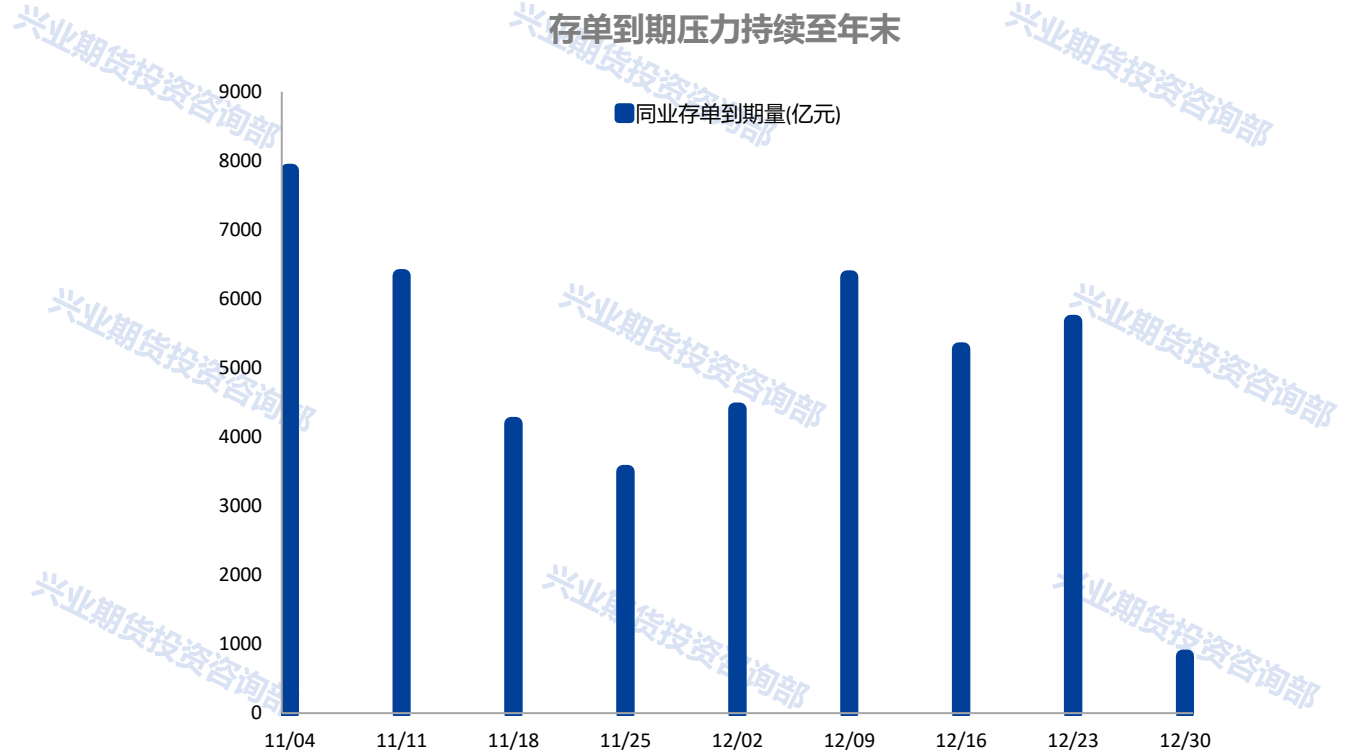
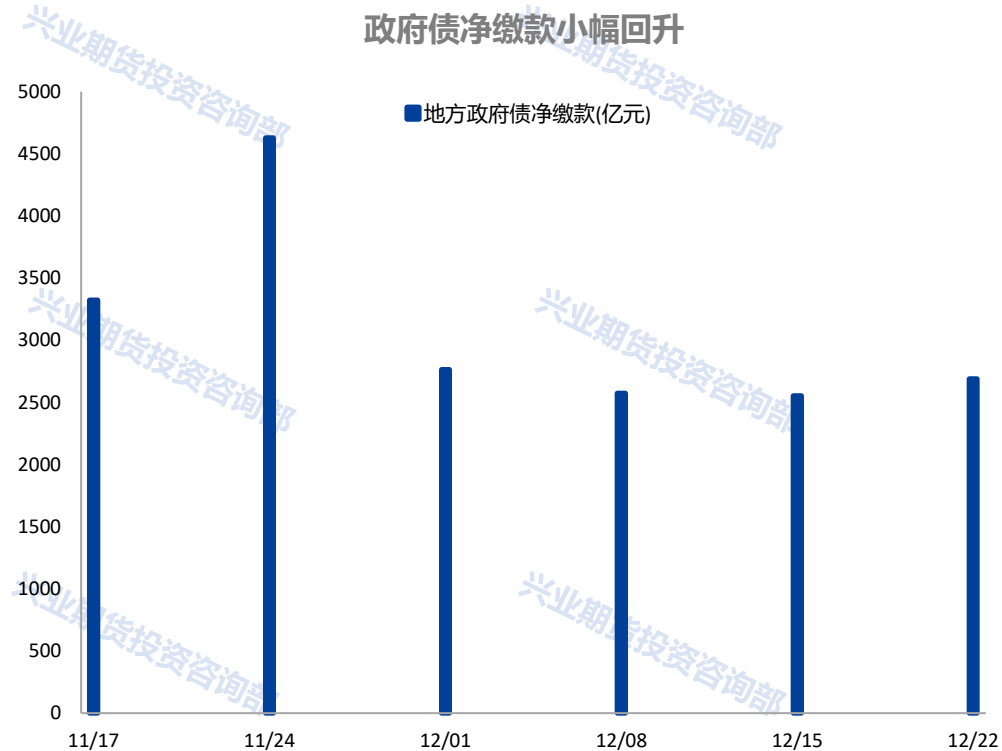
年内降准降息预期或落空，资金面高波动维持

04

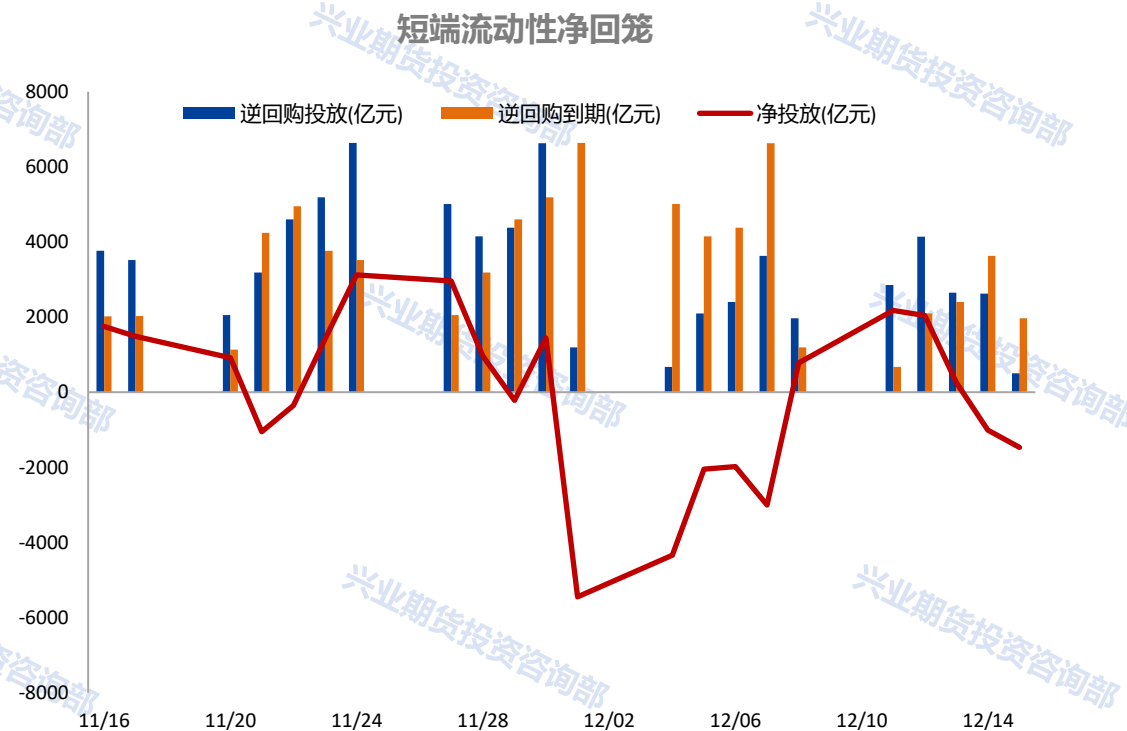
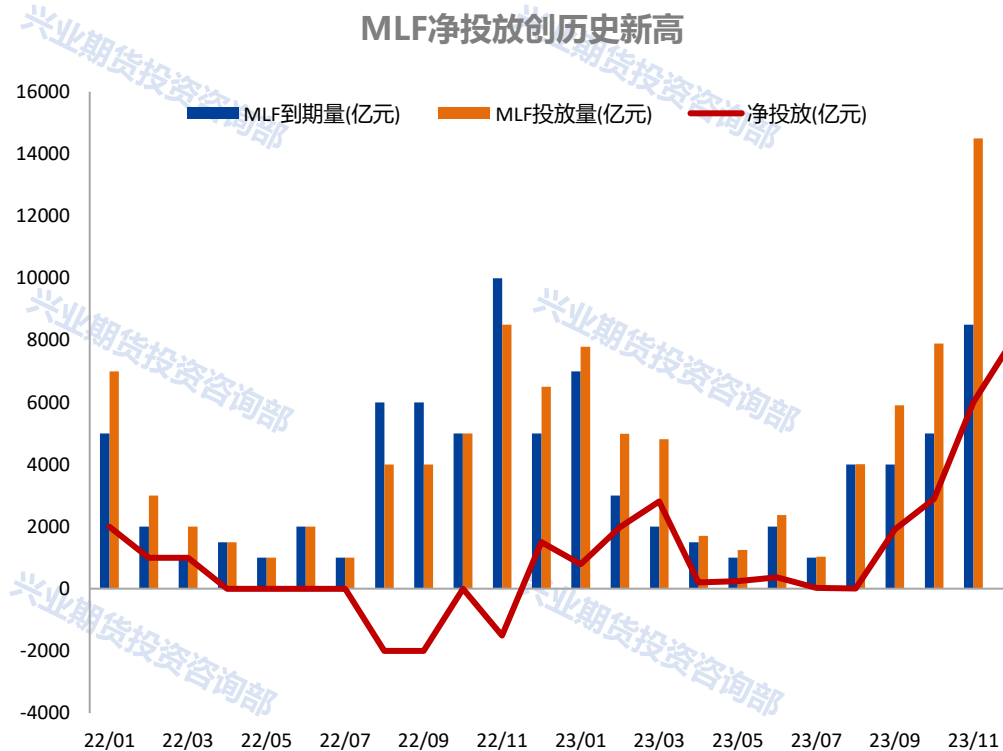
经济基本面边际好转，高估值债市存回调压力

虽然特融债发行压力基本环节，但政府债尤其是国债发行压力仍存。下周政府债净缴款将小幅升至2689亿元，叠加年末等因素，资金面扰动持续。

同业存单方面，下半月到期量仍处于偏高水平，维持在5000亿以上。到期规模压力减弱需等至明年。



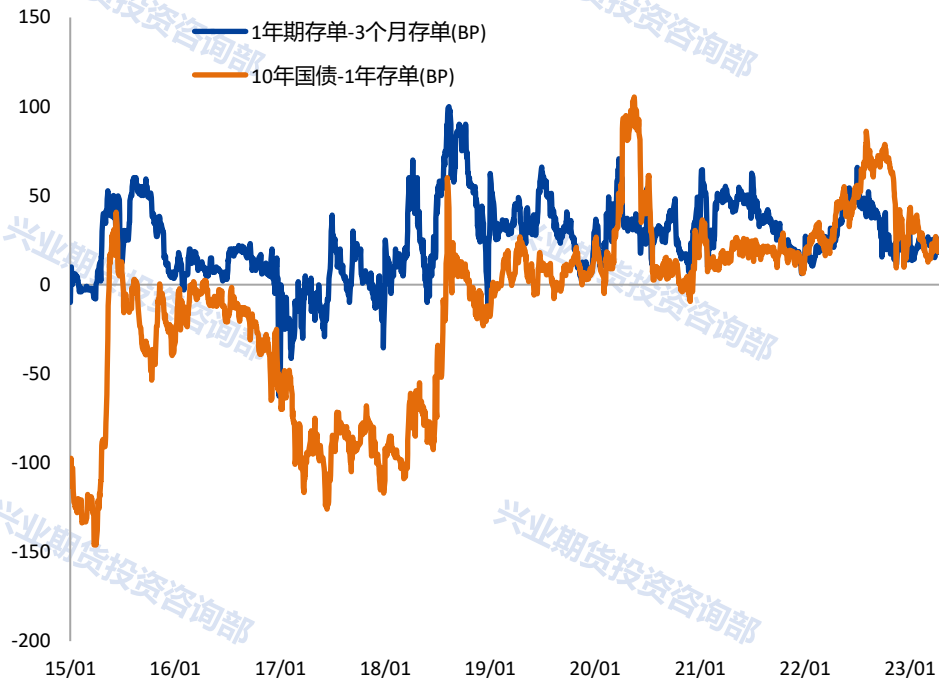
12月15日央行进行了14500亿元MLF操作和500亿元公开市场逆回购操作，实行6530亿元净投放，利率均维持不变。本次MLF净投放规模达到了8000亿元，创2014年10月以来最高单月净投放水平，而同时通过7天逆回购实现了1470亿元的短端流动性净回笼，“缩短放长”意愿较为明确，表明央行对资金空转、脱实向虚等问题的关注度提升。



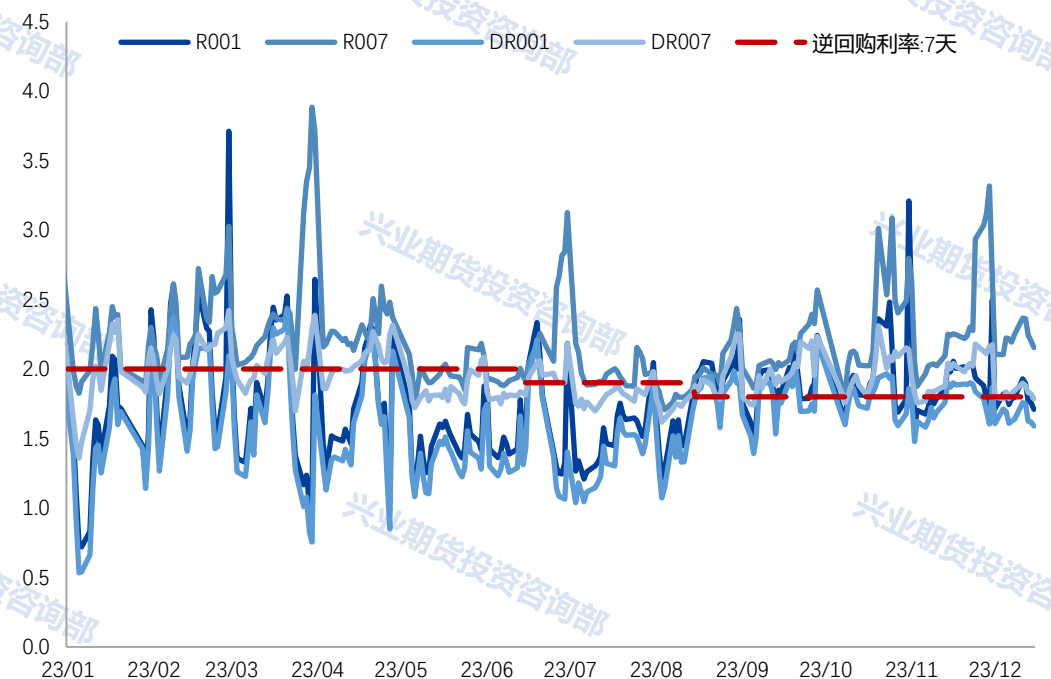
从最新投资、消费等数据来看，房地产新开工面积增速出现转正，消费数据好于预期。11月经济基本面较10月边际有所改善。叠加本月MLF超额净投放，年内降准、降息预期或落空。

近期流动性分层、资金倒挂等问题频发，目前3个月和1年期存单收益率倒挂，1年期存单和10年国债收益率倒挂，反映了金融机构存在流动性预期不稳、负债端压力上升等问题，资金面预计将维持高波动。

倒挂现象频发



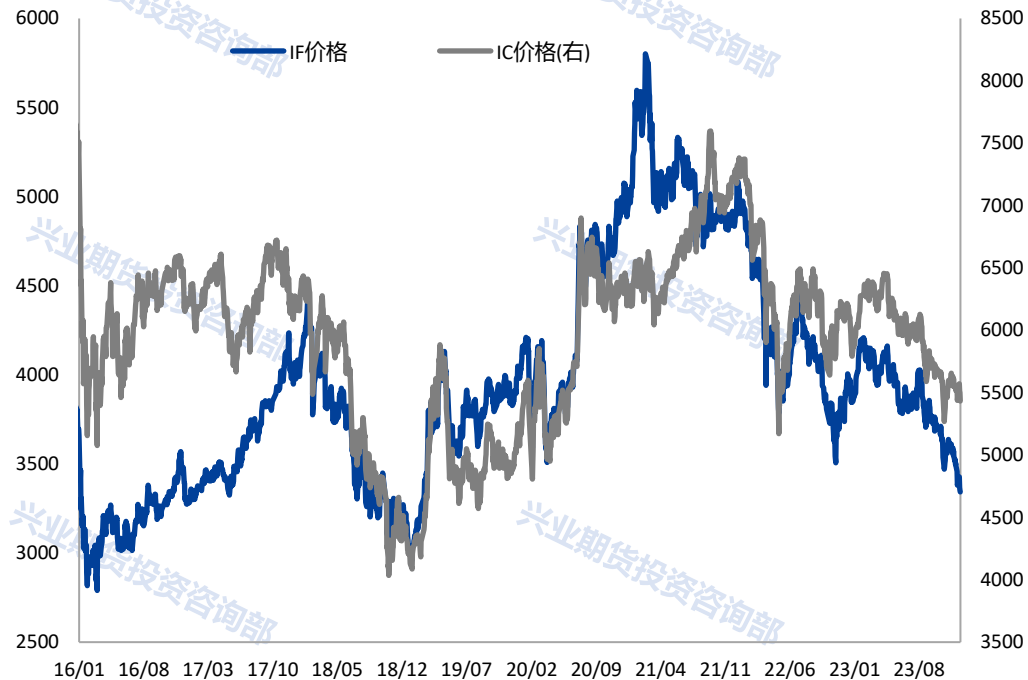
资金面存阶段性压力



最新宏观数据显示经济基本面仍在边际好转，叠加政策信号较为积极，债市市场调整压力正在累积。虽然货币政策仍将维持中性偏宽松，但债市存阶段性供给压力，资金面高波动预计延续。

此外从估值角度来看，目前估值偏高，而股市等风险资产估值偏低，吸引力正在逐步抬升，债市配置需求将边际走弱，因此债市进一步上行动能较低，10年期国债期货空单盈亏比较优。

股票等风险资产估值偏低吸引力抬升



长端利率处历史低位



股指

IF

01

外生政策发力、内生基本面向好，业绩端推涨基础依旧稳固

02

主观或客观视角看，A股估值、风险偏好均有充足提升空间

03

资金面已有较大改善，且后续入场意愿大概率将增强

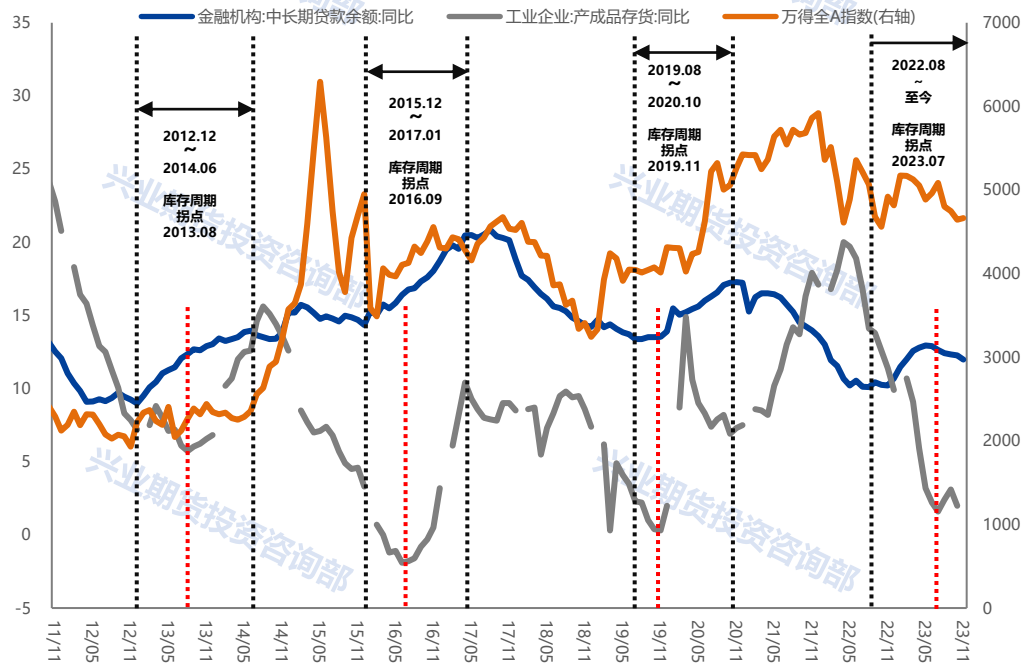
04

基于“收益+防御”，沪深300指数仍是最优多头

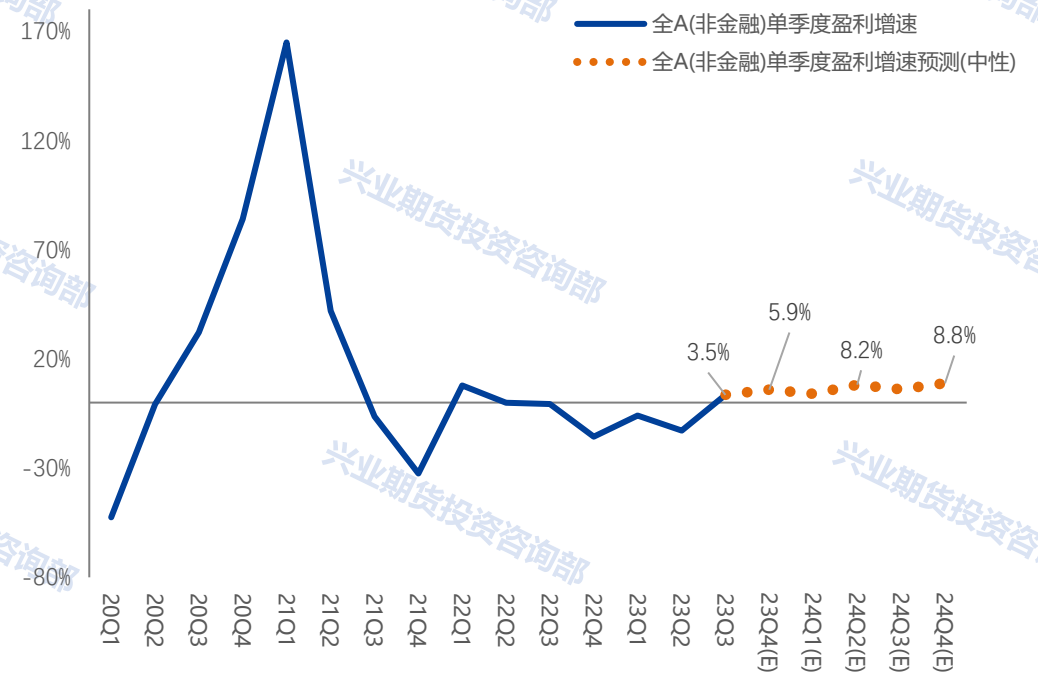
从2024年中央经济工作会议精神、国内最新11月宏观经济指标看，积极财政政策将进一步加码发力，总量维度延续温和复苏、结构维度亦存在亮点。从信用周期、库存周期看，其上行阶段将推动中观面盈利改善、并推涨A股，而二者分别已于2022年8月、2023年7月触底后拐头向上。因此，基本面好转、业绩修复仍是高确定性事件，A股上行的关键基础依旧稳固。

参考国金证券自下而上相关预测数据，中性情形下：23Q4至24Q4全A（非金融）单季度盈利增速分别为5.9%、4.0%、8.2%、6.1%、8.8%，较23年各季度相对增幅较为显著，作为印证。

国内信用、库存周期跟踪及万得全A走势（截至2023年11月）



A股业绩预测跟踪（国金证券，2023年12月中旬）



金融衍生品策略（股指）：主观或客观视角看，A股估值、风险偏好均有充足提升空间

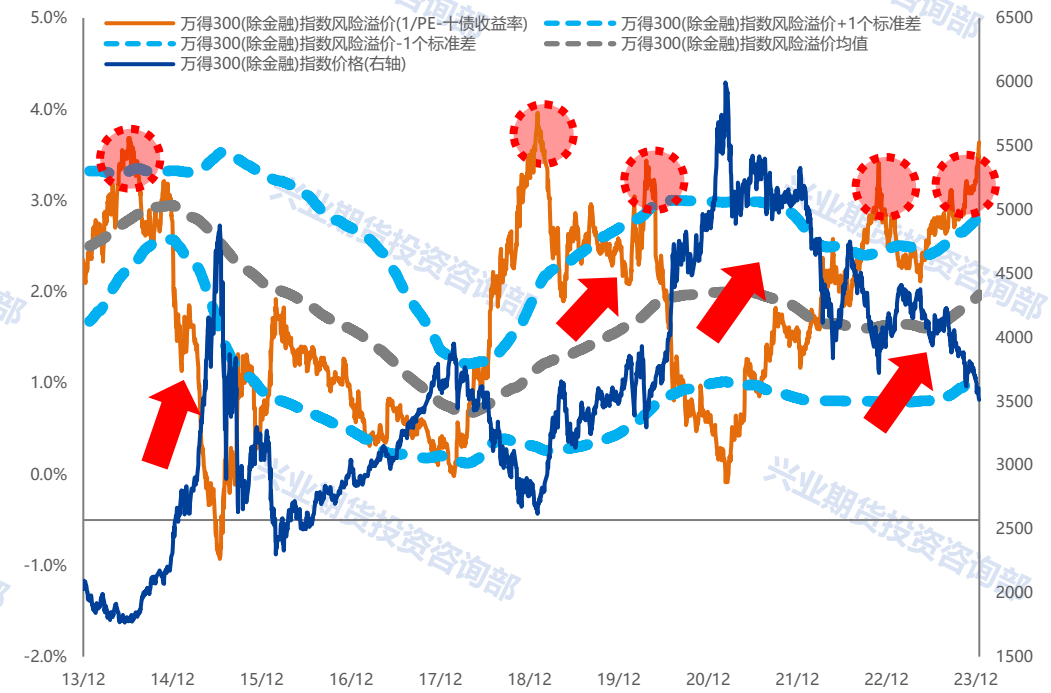
- ❑ 从绝对估值看，对比A股历轮低点看，当前其市盈率水平、分位值均处低位，即“较低点相对更低”。
- ❑ 再从大类资产比价看，当前A股的股债风险溢价率为3.5%、已经高于08年以来均值+1倍标准差（3年滚动），即市场风险偏好已处在底部。
- ❑ 综合看，无论基于基本面回暖、或基于均值回归的统计规律，A股估值、市场风险偏好均有充足的提升空间。

历轮A股低点主要指数估值水平跟踪（市盈率，截至2023.12.15）

代码	指数	2012/12/3	2013/6/25	2016/1/28	2018/10/18	2022/4/26	2022/10/31	2023/12/15	中位数 (市盈率)	当前分位值 (市盈率)
000001.SH	上证指数	10.2	9.7	12.5	11.1	11.2	11.4	12.3	11.2	25.4%
399001.SZ	深证成指	14.0	13.6	27.4	16.2	20.8	24.0	20.6	20.6	33.4%
000300.SH	沪深300	9.5	8.9	10.7	10.5	11.2	10.3	10.6	10.5	14.7%
399006.SZ	创业板指	28.8	47.2	52.5	27.0	40.1	37.4	27.3	37.4	0.1%
000016.SH	上证50	8.7	7.8	8.4	9.3	9.5	8.3	8.9	8.7	12.9%
881001.WI	万得全A	11.9	12.0	17.1	13.1	15.2	15.8	16.5	15.2	29.5%
000905.SH	中证500	26.1	28.4	37.7	16.7	15.6	22.1	21.9	22.1	13.0%
000852.SH	中证1000	0.0	0.0	66.6	18.9	24.0	28.6	35.6	24.0	28.3%
000015.SH	红利指数	8.1	6.8	7.2	7.3	5.4	4.7	5.4	6.8	8.8%

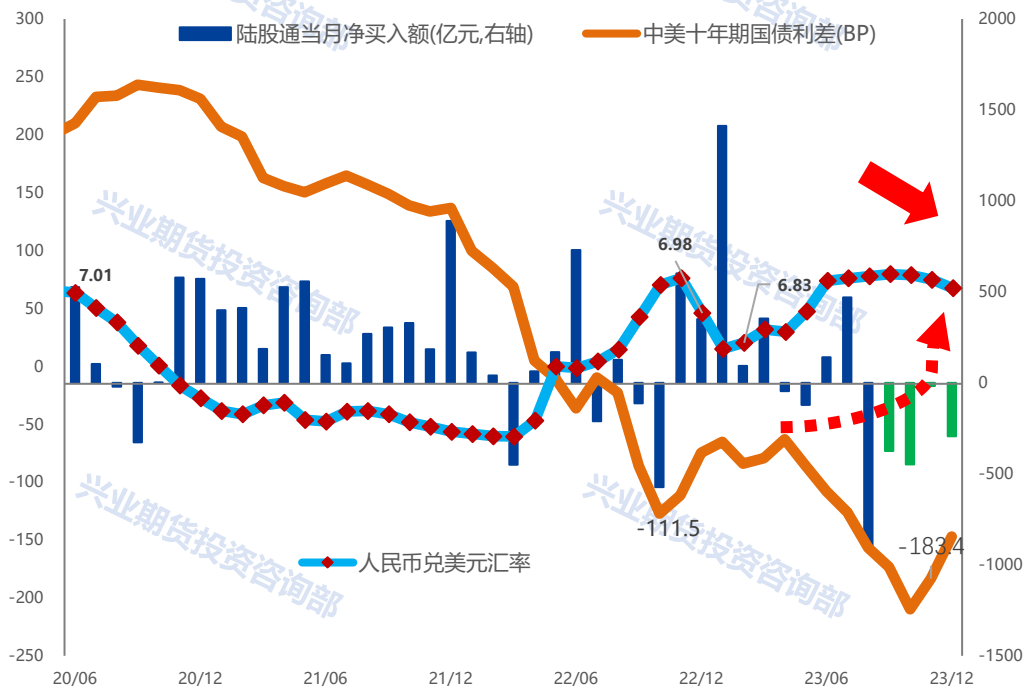
(**分位值起始时间点为2008/1/2)

万得300指数(除金融) 风险溢价走势、及涨跌幅对比（截至2023.12.15）

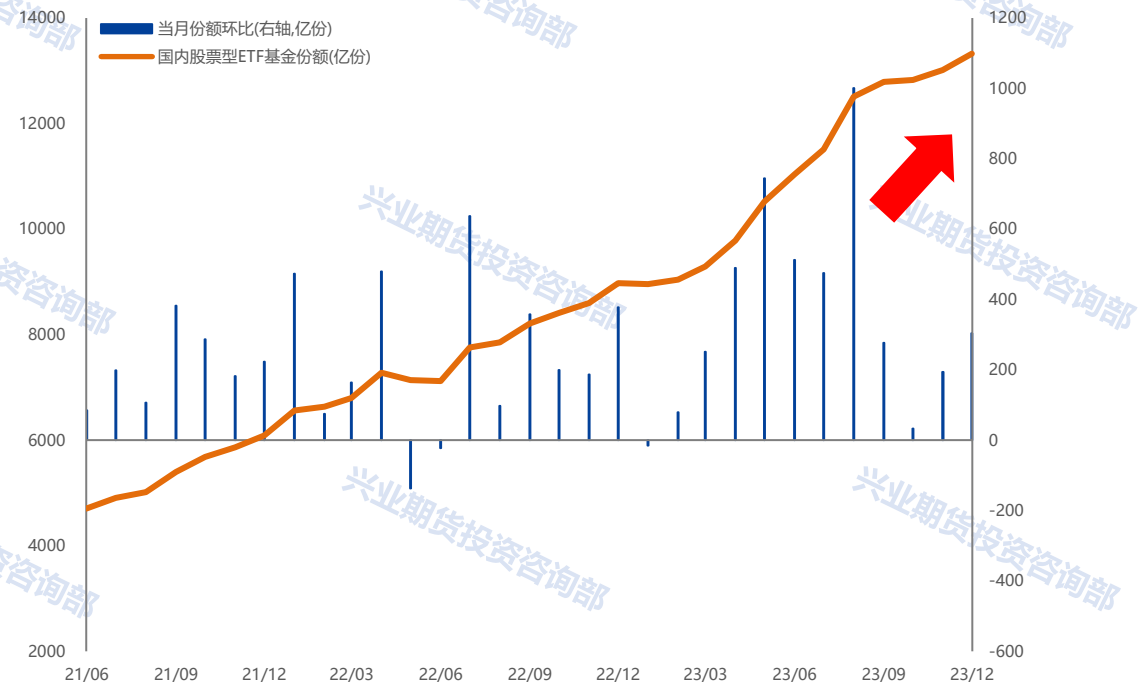


- ❑ 外资方面：随“东升西落”的预期升温，中美汇差和利差重新收敛等，人民币资产及A股的吸引力再现。作为印证，进入11月后，以陆股通为代表的海外资金净流出额大幅缩小，且部分交易日回流绝对规模较大。
- ❑ 内资方面：以被动股票型ETF基金份额为监测变量，近月来其呈持续净流入状态，在一定程度上代表市场对A股配置价值的认可。
- ❑ 综合看，作为最直接的推涨动能、资金面预期较前期已有较为明显的改善。结合各前瞻指标看，后续其趋势性入场意愿大概率将增强。

中美十债利差、人民币汇率及陆股通净流入额对比（截至2023.12.15）



国内股票型ETF份额变化情况（月度值，截至2023.12.15）



从具体行业配置看：（1）首先考虑驱动强弱，以景气度为核心变量，以库存水平、供给约束和需求预期为主要指标，低库存、低资本开支和营收增长为筛选标准，对应看，上游资源周期行业、中游汽车制造及TMT、下游必选消费等入选；（2）再看估值匹配度看，参照国联证券相关研究成果，一般而言，市盈率分位值越低且业绩增速预期越高、则未来超额收益率越高（以3个月为限）。

低库存、低资本开支、需求改善，景气改善相关行业（截至2023Q3）

大类行业	申万二级行业	库存				供给			需求		
		存货同比(%)				资本支出/(折旧+摊销)			营收同比(%)		
		23Q1	23Q2	23Q3	近十年分位值	21Q4	22Q4	23Q2	23Q2	23Q3	23Q3环比变化(Pct)
周期	贵金属	11.2	8.8	-22.2	0%	1.1	1	1.2	14.8	18.6	3.8
	冶钢原料	5.3	-7.6	-10.1	25%	0.5	1.3	0.9	-17.9	-12.8	5
	化学原料	12	0.3	-4.4	18%	1.6	1.7	2.1	-14.7	-9.7	5
	焦炭II	-3.6	-14.8	-22	0%	1.4	1.8	2	-21.7	-21.6	0.2
	炼化及贸易	-7.1	-9	-4.9	30%	1.7	1.6	1.4	-3.4	-1.4	2
	农化制品	22	1.2	-6	15%	1.6	2.2	1.9	-16.9	-14.7	2.1
	水泥	-3.8	-7.8	-9.8	12%	1.9	2	1.2	-5.7	-5.6	0.2
消费	造纸	18.5	3.2	-10.3	0%	1.8	1.6	1.7	-9.6	-8.4	1.2
	饮料乳品	26.2	14.4	0.4	28%	1.2	1.4	1.5	-4.8	-3.1	1.7
	纺织制造	-13.8	-20.2	-7.9	20%	1.6	1.9	1.6	-5.4	-6.4	-1
	啤酒	-2.8	-1.1	-1.8	13%	1.2	1.4	1.5	10.5	7.7	-2.8
制造	商用车	3.4	5	-8.3	15%	1	1	0.7	25.7	26.9	1.2
	汽车零部件	13.7	9.2	5.1	0%	1.4	1.6	1.5	15.4	14.1	-1.3
科技	光学光电子	-13.6	-13.1	-1.2	15%	1.4	1.3	1	-7.8	-1.9	5.9
	消费电子	-5.9	-13.4	-1	5%	2.7	2.1	1.8	-1.9	-4.2	-2.3
	通信设备	3.6	-0.8	-1	0%	1.7	1.8	1.4	0.7	-1.1	-1.8

不同估值水平、对应未来3月的超额收益率（国联证券，2023年12月中旬测算）

历史P/E估值分位数区间	未来3月超额收益率	未来1年净利润增速水平						
		-50%~-20%	-20~-10%	-10%~0%	0%~10%	10%~20%	20%~50%	50%~100%
历史P/E估值分位数区间	0%~5%	-2.9%	-1.3%	-0.4%	1.0%	2.9%	3.3%	5.2%
	5%~10%	-3.2%	-1.5%	-1.6%	0.0%	0.7%	3.6%	7.7%
	10%~15%	-3.8%	-2.3%	-2.3%	-0.3%	0.1%	2.5%	4.3%
	15%~20%	-3.7%	-3.2%	-2.0%	-0.8%	0.2%	2.6%	4.8%
	20%~25%	-4.4%	-3.2%	-2.7%	-1.2%	0.1%	1.8%	7.1%
	25%~30%	-4.0%	-3.6%	-2.6%	-1.3%	-0.1%	1.5%	3.3%
	30%~35%	-4.2%	-4.0%	-2.2%	-1.2%	-1.0%	1.6%	3.7%
	35%~40%	-4.2%	-3.5%	-2.7%	-2.1%	0.0%	1.2%	4.9%
	40%~45%	-4.1%	-3.1%	-2.5%	-1.3%	-1.0%	0.5%	2.5%
	45%~50%	-4.6%	-2.6%	-3.3%	-1.2%	-0.8%	0.0%	1.7%
	50%~55%	-5.3%	-3.9%	-2.9%	-2.5%	-0.8%	-0.4%	1.2%
	55%~60%	-4.5%	-5.0%	-4.1%	-1.9%	-1.1%	0.5%	2.7%
	60%~65%	-4.9%	-5.2%	-4.6%	-3.9%	-1.7%	-0.2%	0.9%
	65%~70%	-5.1%	-6.4%	-4.3%	-3.9%	-1.8%	-1.5%	1.0%
	70%~75%	-5.0%	-4.9%	-4.3%	-2.8%	-2.6%	-1.4%	0.5%
	75%~80%	-6.0%	-3.4%	-3.4%	-3.7%	-2.3%	-1.7%	-0.3%
	80%~85%	-6.7%	-5.7%	-4.9%	-4.7%	-2.8%	-1.3%	-1.2%
	85%~90%	-5.6%	-3.8%	-4.9%	-5.2%	-5.0%	-1.0%	-2.5%
90%~95%	-4.6%	-7.0%	-5.6%	-5.3%	-3.3%	-3.5%	-2.6%	
95%~100%	-4.9%	-6.0%	-8.2%	-6.2%	-6.1%	-2.9%	-2.0%	

考虑未来国内经济复苏节奏、强度仍存在不确定性，故从稳健性考虑，仍宜增加相关防御板块、即高股息率行业。综合上文看，最终以“景气度、估值、股息率”作为行业配置模型。

经测算，相关入选行业在沪深300指数占比最高（最新值41%），其配置价值仍最优。

考虑“景气度、股息率、估值”，相关行业四大股指占比统计（截至2023.12.15）

简称	最新总市值 (亿,2023.12.15)	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
建筑施工	14629	0.0%	0.9%	12.4%	22.8%	9.1	2.92	2.1	3.1	0.9	1.7	1.7
新能源动力系统	12674	0.1%	4.1%	25.3%	35.5%	13.6	0.90	3.1	0.0	1.5	1.4	1.5
区域性银行	9859	0.1%	2.1%	11.1%	10.0%	11.9	5.31	2.4	0.0	2.3	0.8	1.1
食品	8008	0.1%	2.1%	11.1%	33.6%	11.4	2.02	0.5	1.0	1.4	1.5	0.9
保险II	20410	0.2%	4.4%	11.1%	29.4%	9.6	3.69	3.6	7.9	0.0	0.1	2.4
环保及公用事业	9285	1.6%	1.3%	23.9%	15.0%	7.6	1.73	0.1	0.0	0.9	1.8	1.1
工业金属	8353	2.5%	7.8%	13.5%	19.7%	10.8	2.02	0.5	0.0	2.7	1.9	1.0
专用机械	15995	6.6%	13.2%	31.5%	38.4%	9.2	1.04	0.4	0.0	2.0	2.4	1.9
电源设备	16581	7.8%	15.3%	17.2%	21.3%	14.2	2.26	3.2	0.0	1.7	1.8	1.9
证券II	32252	11.1%	17.8%	23.3%	12.1%	6.7	1.43	6.5	3.4	6.6	1.1	3.8
消费电子	13591	11.3%	17.9%	22.3%	56.4%	8.6	1.09	1.6	0.0	2.5	2.0	1.6
航空航天	8400	14.4%	26.5%	48.2%	35.4%	6.9	0.52	0.8	0.8	2.1	0.7	1.0
电气设备	15286	15.2%	17.7%	16.6%	18.8%	10.7	1.24	1.9	2.5	1.6	2.6	1.8
计算机设备	10883	15.9%	27.7%	42.7%	35.2%	9.1	1.28	1.2	0.0	1.6	1.1	1.3
通用设备	11501	16.7%	22.9%	32.7%	39.7%	8.1	0.89	0.2	0.0	1.7	2.7	1.3
中药生产	10483	18.2%	14.6%	40.5%	37.2%	8.4	1.58	1.0	1.2	1.3	2.5	1.2
通信设备	9950	22.1%	28.0%	19.4%	41.3%	8.4	0.73	0.6	0.0	0.7	1.8	1.2
酒类	39425	40.7%	47.5%	20.0%	20.8%	24.3	2.60	10.7	19.9	0.7	1.0	4.6
其他军工II	9016	43.4%	49.8%	52.3%	52.0%	7.3	0.64	0.7	0.0	2.0	2.1	1.0
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)								41.0	39.8	34.3	31.1	32.2



橡胶

RU

01

终端需求预期乐观，半钢胎去库顺畅

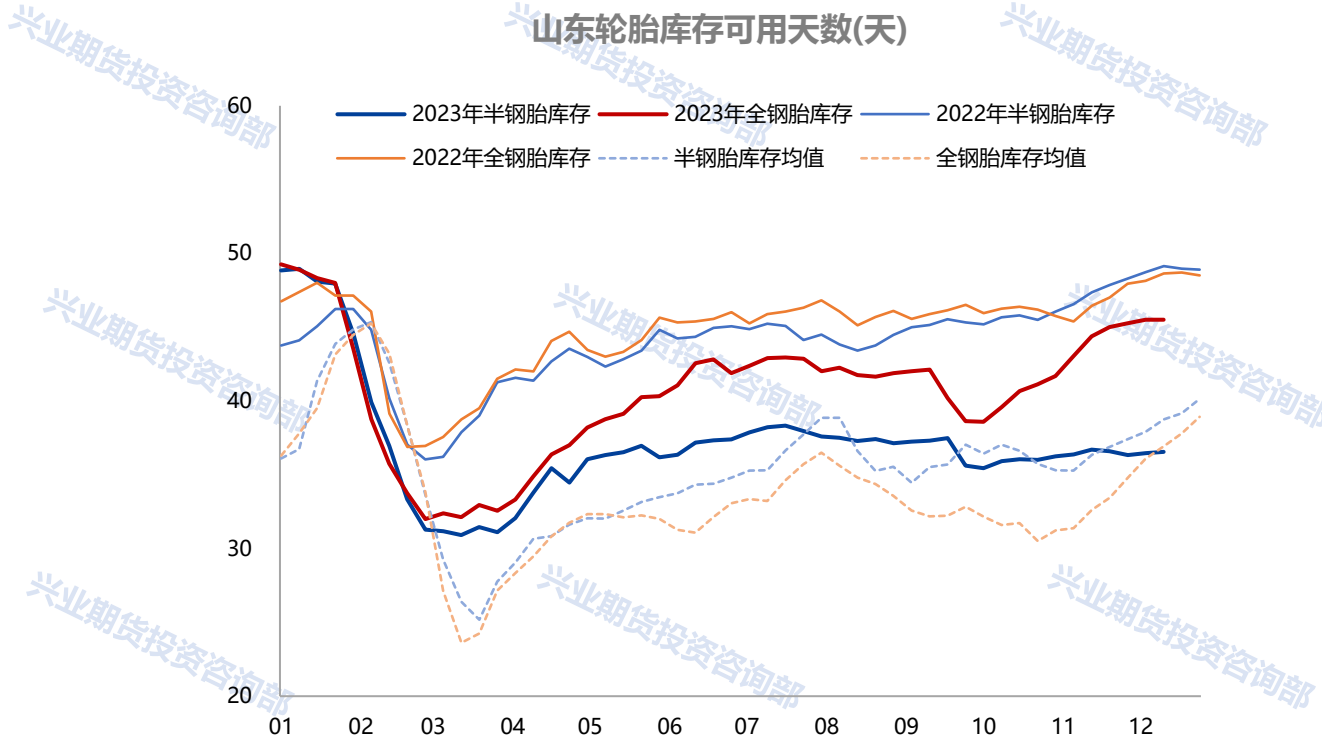
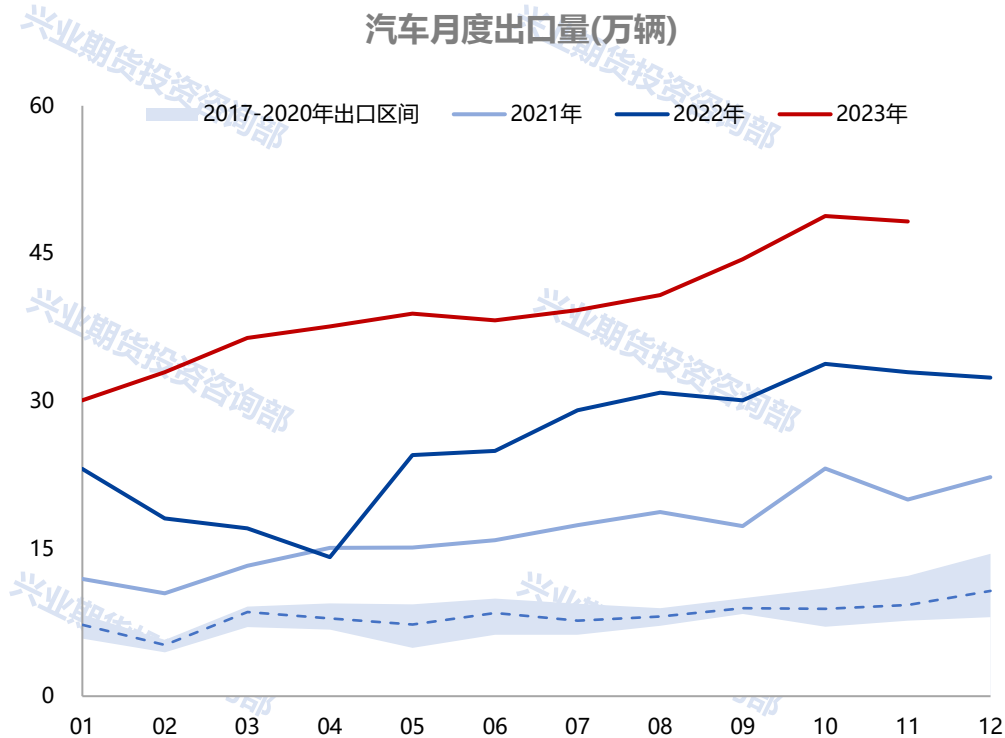
02

原料价格表现较强韧性，气候影响不容忽视

03

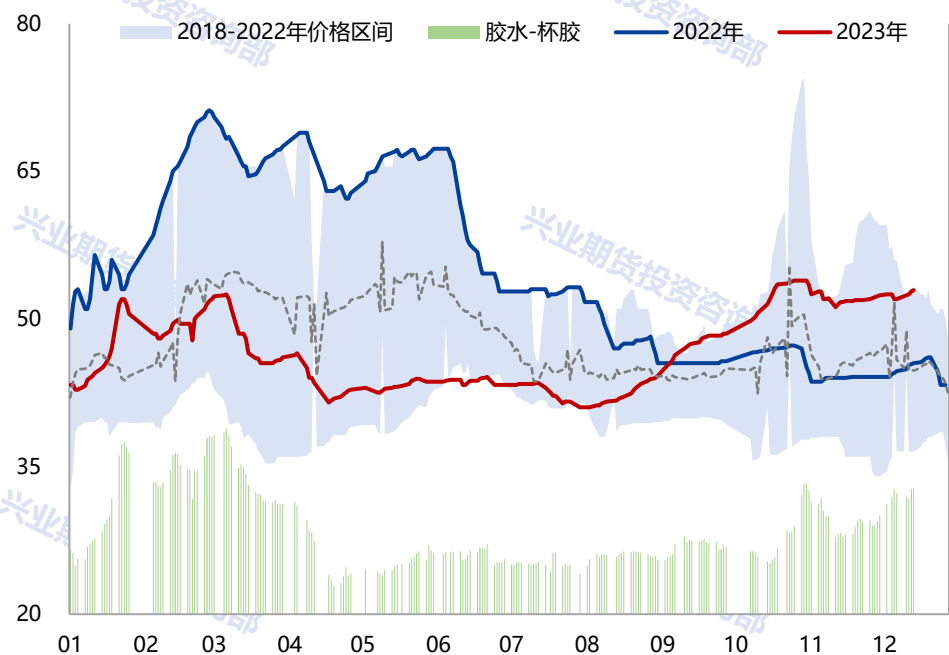
港口库存继续下降，基本面乐观因素占优

需求方面，12月上旬乘用车零售维持同环比双增，今年以来出口市场持续贡献边际增量，推动汽车产业延续复苏态势，加之年末车企让利及经销商主动清库，消费刺激各项措施效力显现，天然橡胶终端需求预期依然乐观；而轮胎企业虽呈现结构性差异，全钢胎库存压力较大、但半钢胎去库顺畅，带动半钢胎产线开工率高位运行，需求传导并未受阻。

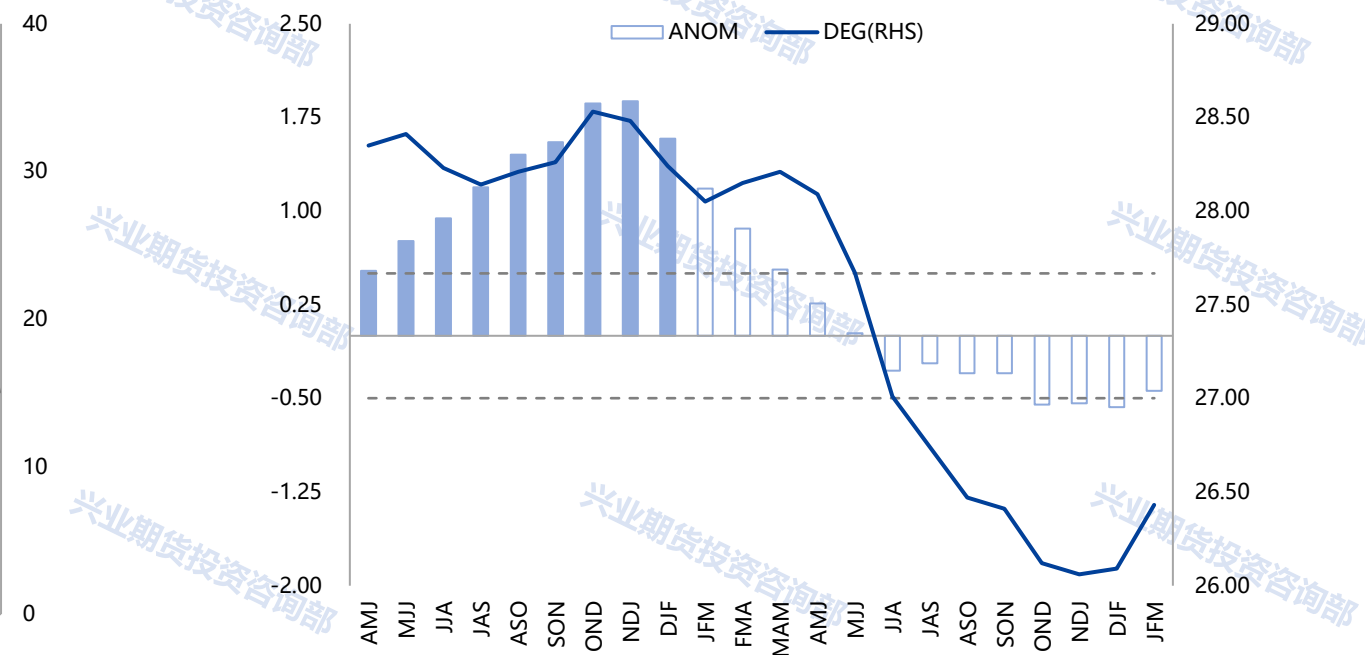


供应方面，国内产区步入停割阶段，国产胶供应季节性回落，而东南亚旺产季预期部分落空，泰国原料放量速率不及往年，合艾市场胶水价格保持高位，生产端成本随之抬升；究其根源，气候影响对天然橡胶割胶产出的负面影响或有增强趋势，本轮厄尔尼诺现象处于峰值强度时期，持续时间或至明年4月至5月，极端天气对天然橡胶供给端的扰动或有增强。

泰国胶水价格走势及原料价差(泰铢/公斤)



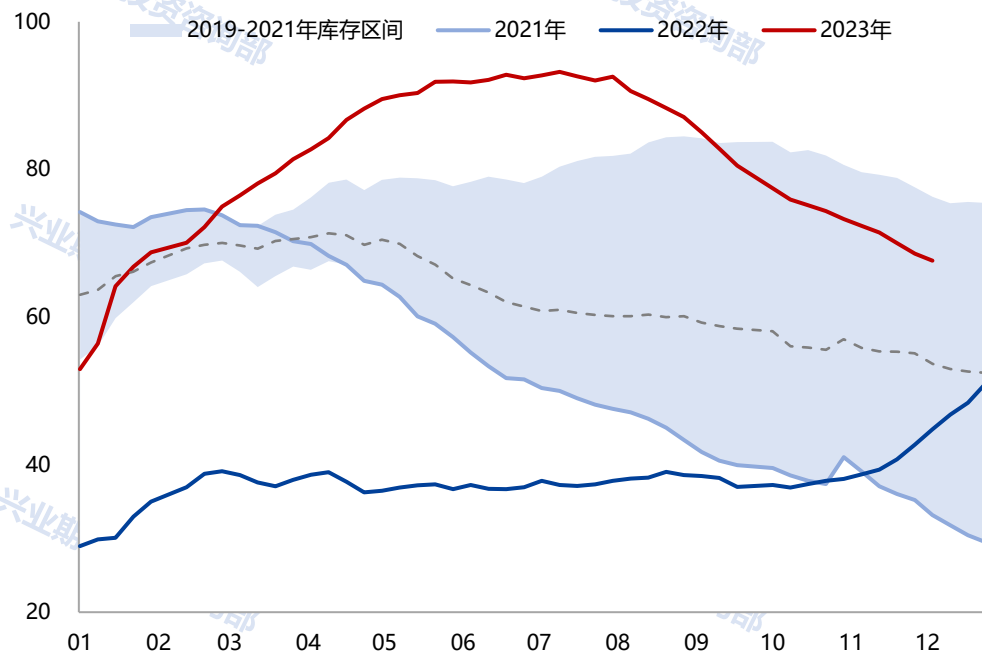
Nino3.4区海温指数异常预期



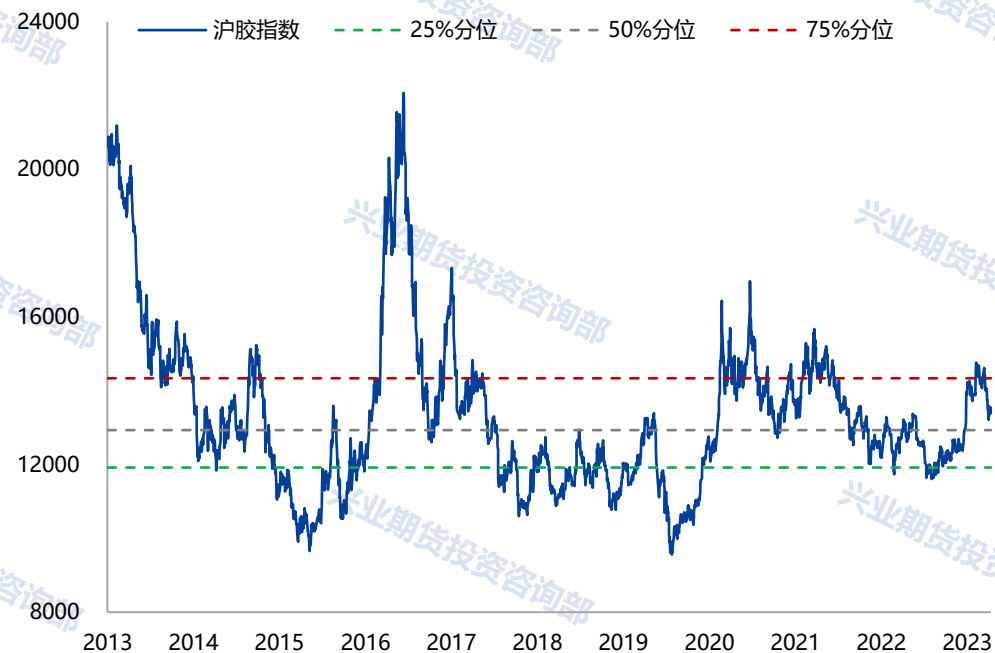
□ 库存方面，青岛保税区区内库存呈现小幅累库迹象、但一般贸易库存出库率高增，带动港口库存继续降库，而国内停割使得云南现货库存及沪胶仓单注册量存在走弱预期，橡胶库存结构持续改善。

□ 综合来看，政策引导下乘用车零售表现亮眼，半钢胎开工率高位持稳，天然橡胶需求预期及传导效率尚佳，而国内停割叠加海外原料价格高企，供应端受限因素居多，基本面对橡胶价格的驱动向上。

青岛现货库存水平(万吨)



沪胶指数走势及分位水平





聚氯乙烯

V

01

检修增多产量下降，库存无明显变化

02

下游开工回升，现货成交转弱

03

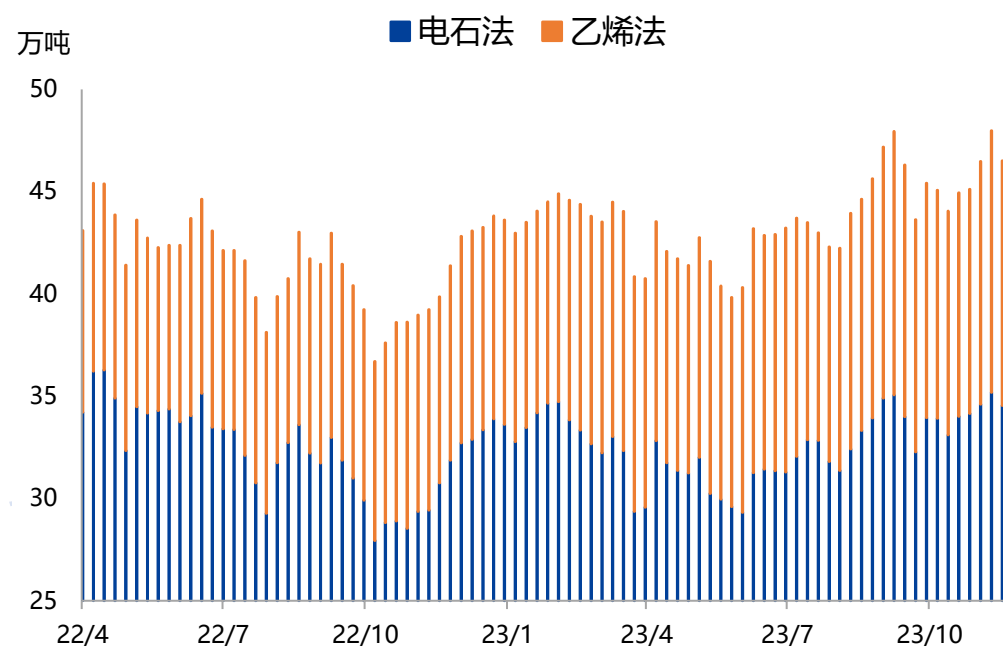
电石法成本抬升，微观指标支持做多

能源化工品种策略 (PVC)：检修增多产量下降，库存无明显变化

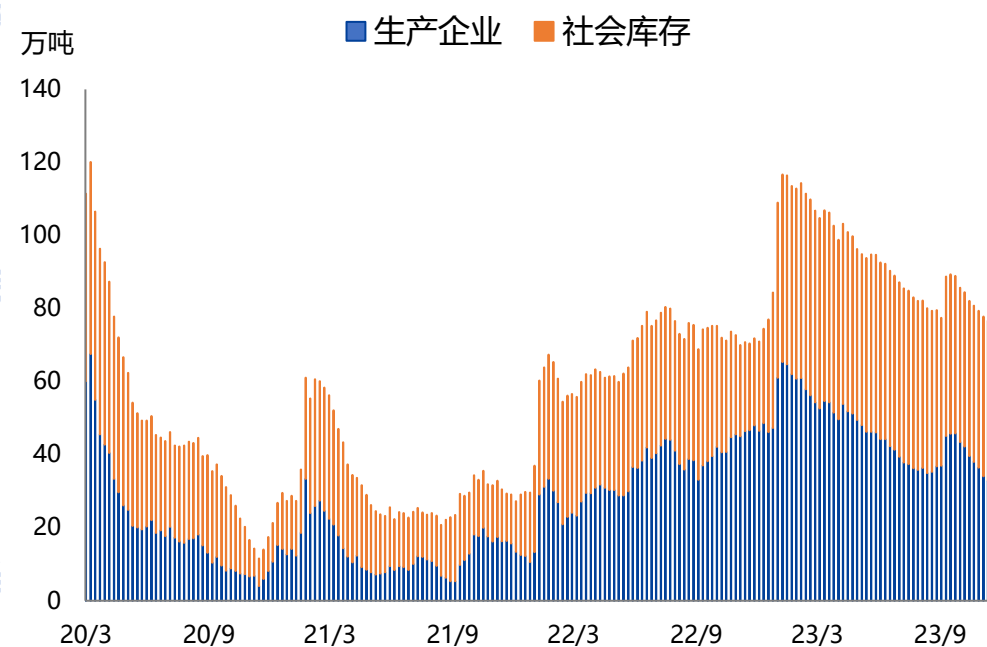
因电石供应紧张和装置临时降负等问题，PVC周度开工率下降2.7%，产量减少至46.5万吨。下周部分检修装置计划重启，PVC产量预计增加至47万吨或更高。

近一周生产企业和库存无明显变化，生产企业库存处于69%分位水平，社会库存处于89%分位水平。高库存仍然是限制上涨的主要因素，由于春节前库存无法避免积累，库存降至低位最快也要等到2024年二季度。

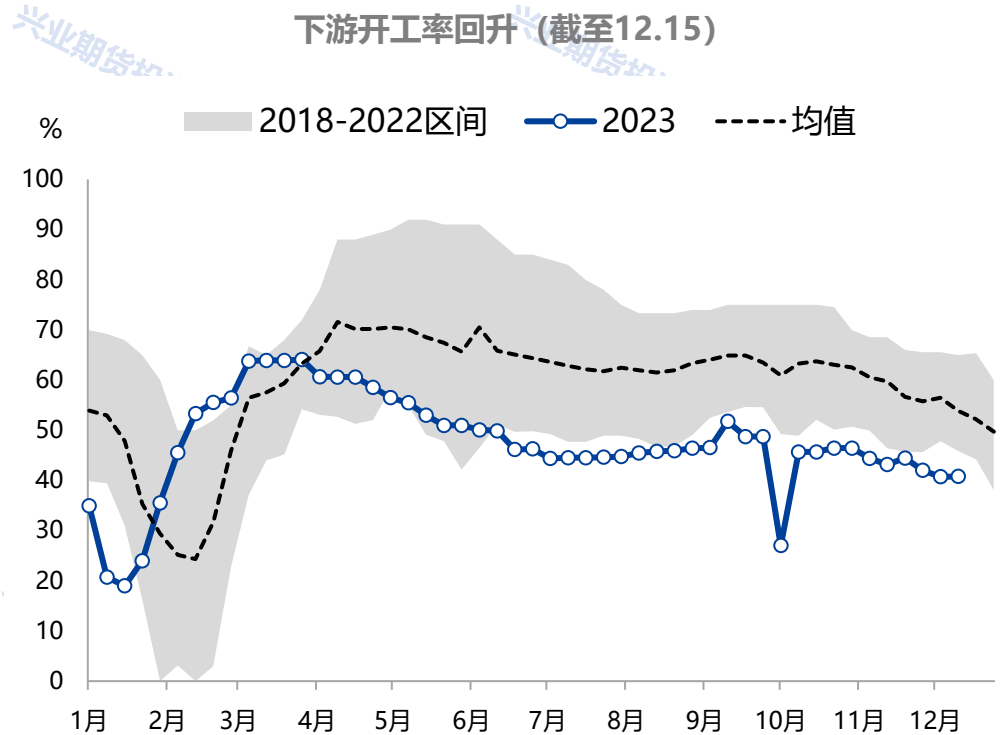
检修增多产量下降 (截至12.15)



库存无明显变化 (截至12.15)



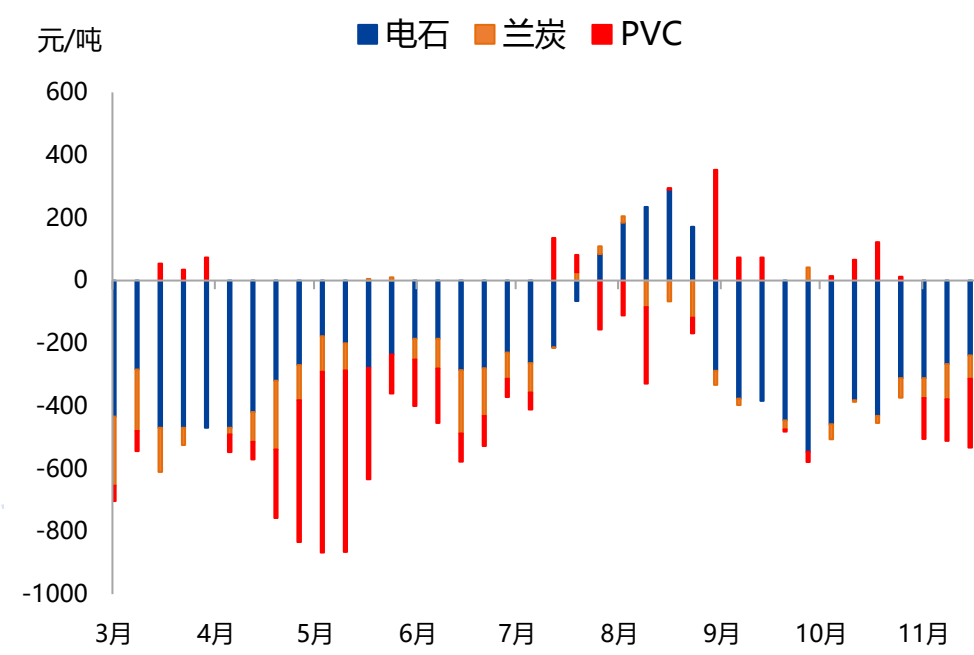
- ❑ PVC下游开工率在连降三周后回升0.08%。细分下游看，薄膜开工率下降0.63%，管材上升1.16%，型材上升0.56%。华北因降雪建材需求停滞，华南因节日临近需求回暖。考虑到季节性，短期需求仍会下降。
- ❑ PVC现货预售量增加至55.15万吨，不过贸易商现货成交量锐减至1.83万吨，此外出口量由1.94万吨减少至0.66万吨。内外需求均表现偏弱，对当前PVC价格产生较大拖累。



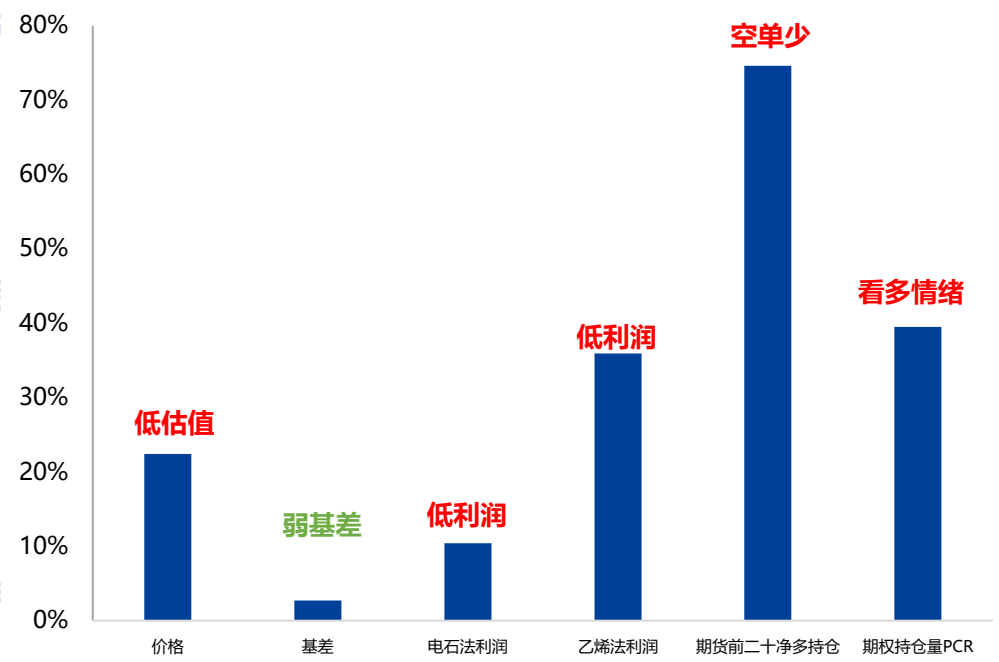
限电导致内蒙电石产量减少6%，电石价格上调100元/吨，电石法成本提升至5727元/吨，北方大雪可能加剧电力供应紧张，关注电石走势。原油价格止跌反弹，乙烯价格暂时止跌，乙烯法成本为5856元/吨。成本支撑是做多PVC的核心理由。

期货净空持仓量由4万手减少至2万手，看涨期权成交量达到看跌的1.6倍以上。另外结合偏低的期货价格和生产利润，主要微观指标与看多观点保持一致。

电石法产业链亏损严重 (截至12.15)



主要微观指标偏多 (截至12.15)





沪铝

AL

01

产能利用率易下难上，产量供给受限

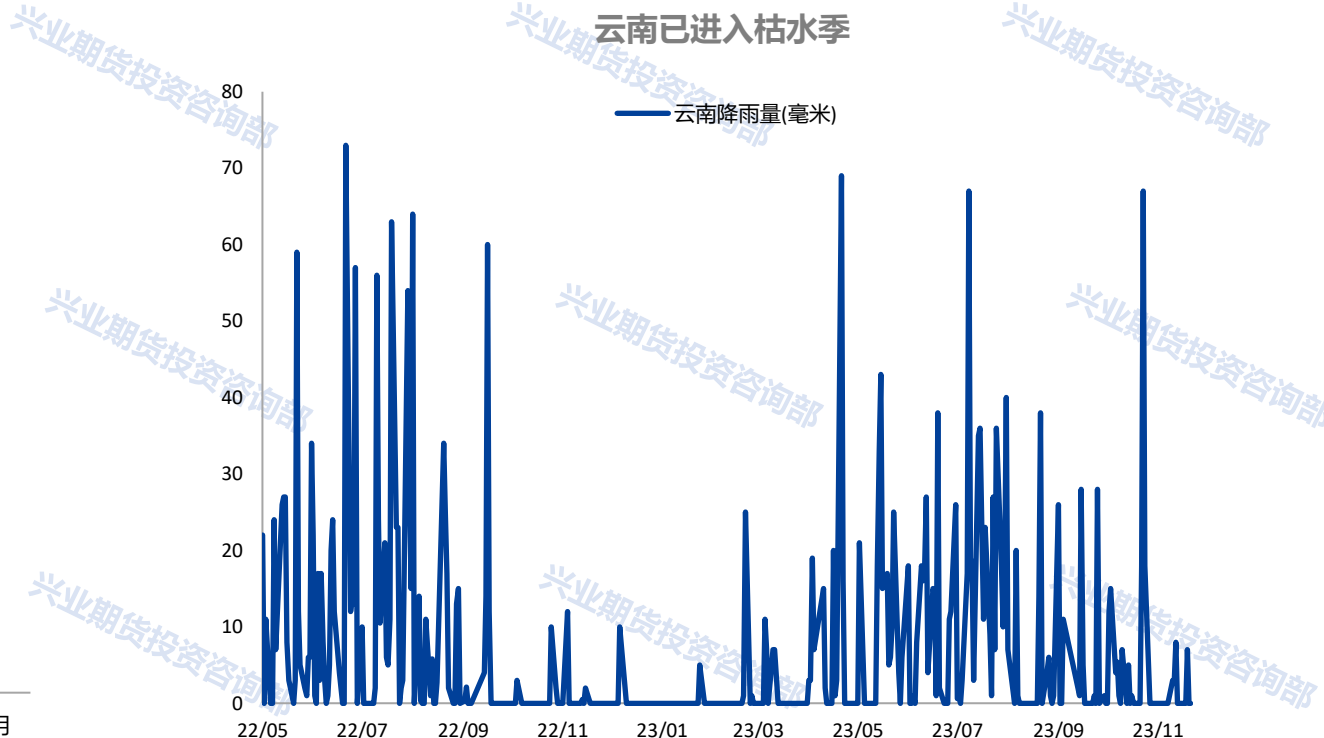
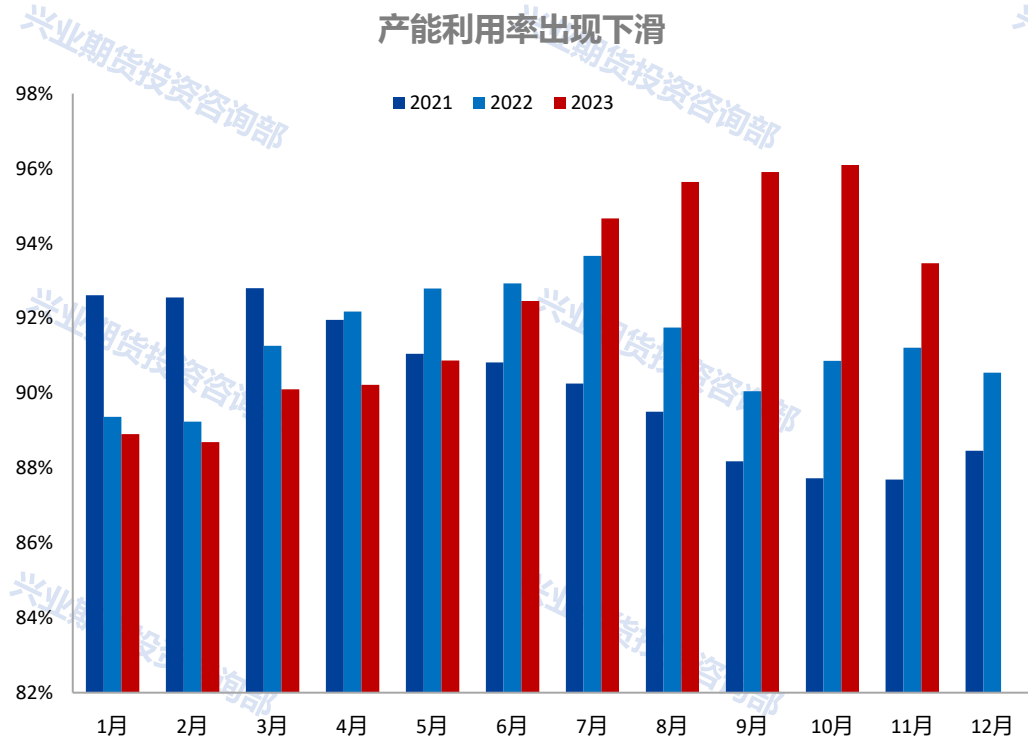
02

开工率表现尚可，需求存潜在利多

03

美元快速回落，库存进一步向下

- 受云南地区减产因素的影响，11月产能利用率出现回落，降至93%附近。在产能天花板的限制之下，新增产能有限，产能利用率易下难上。
- 水电铝的占比持续抬升，而水电供给的季节性特征较强。根据市场消息，云南地区减产已基本落地，计划减产规模大约为115万吨。且云南枯水季较长，大概率持续至明年一季度甚至上半年，且天气存不确定性，不排除像去年一样出现二次减产。

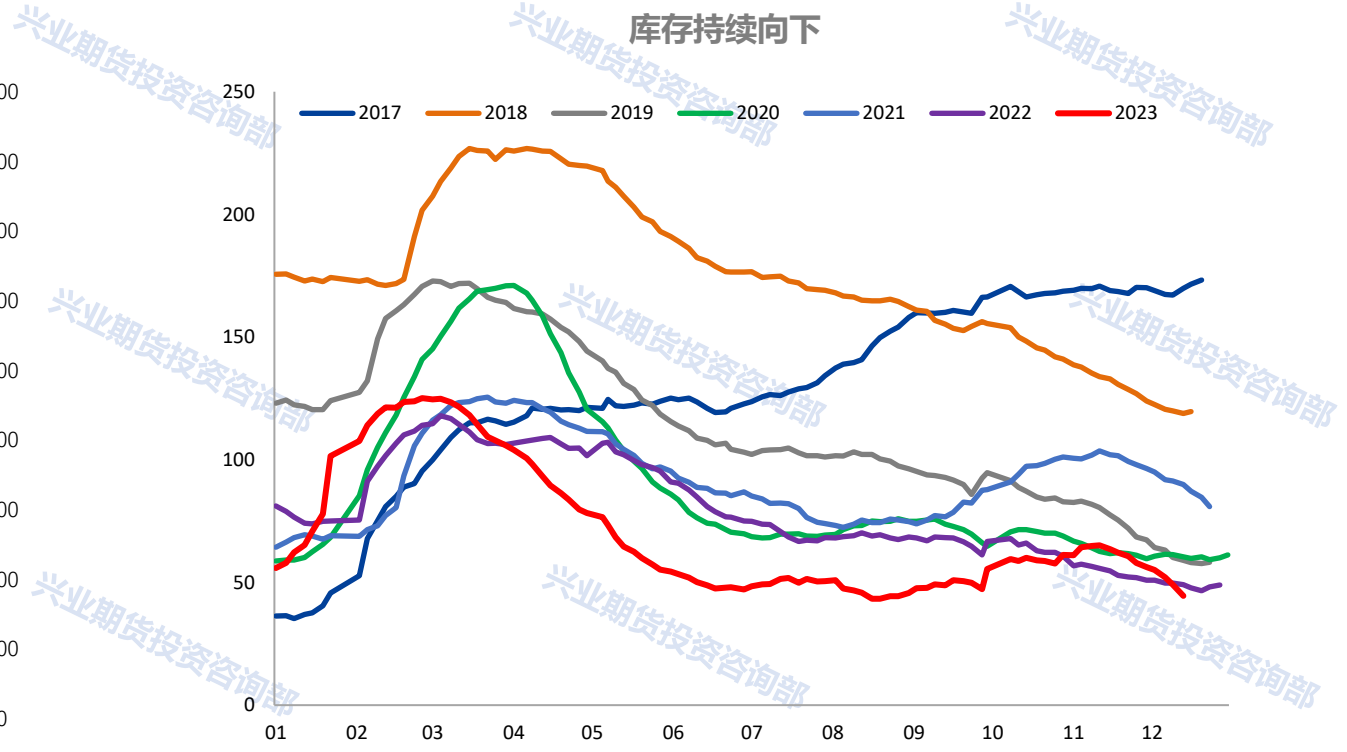


受季节因素的影响，铝将逐步进入需求淡季，但从开工率来看目前整体表现尚可。且近期财政刺激政策不断发力，基建板块修复对铝需求存在支撑。若后续刺激政策进一步加码，下游需求存在潜在利多。

下游开工率尚可

	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	56.09	56.18	58.33	
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	53.32	49.70	53.80	
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	66.95	68.44	74.48	

- 受美联储近期发言偏鸽派的影响，美元指数本周出现明显回落，同时市场对货币政策转向宽松的预期正在不断强化，且目前美元指数仍处于100以上偏高水平，美元指数向下趋势较为明确，整体对有色金属存利多。
- 库存方面，根据MYSTEEL公布的最新库存数据显示，进入11月后铝库存持续下滑，目前已经处于历史最低水平。



碳酸锂

LC

01

短期产量相对趋平，矿山投产贡献主要增量

02

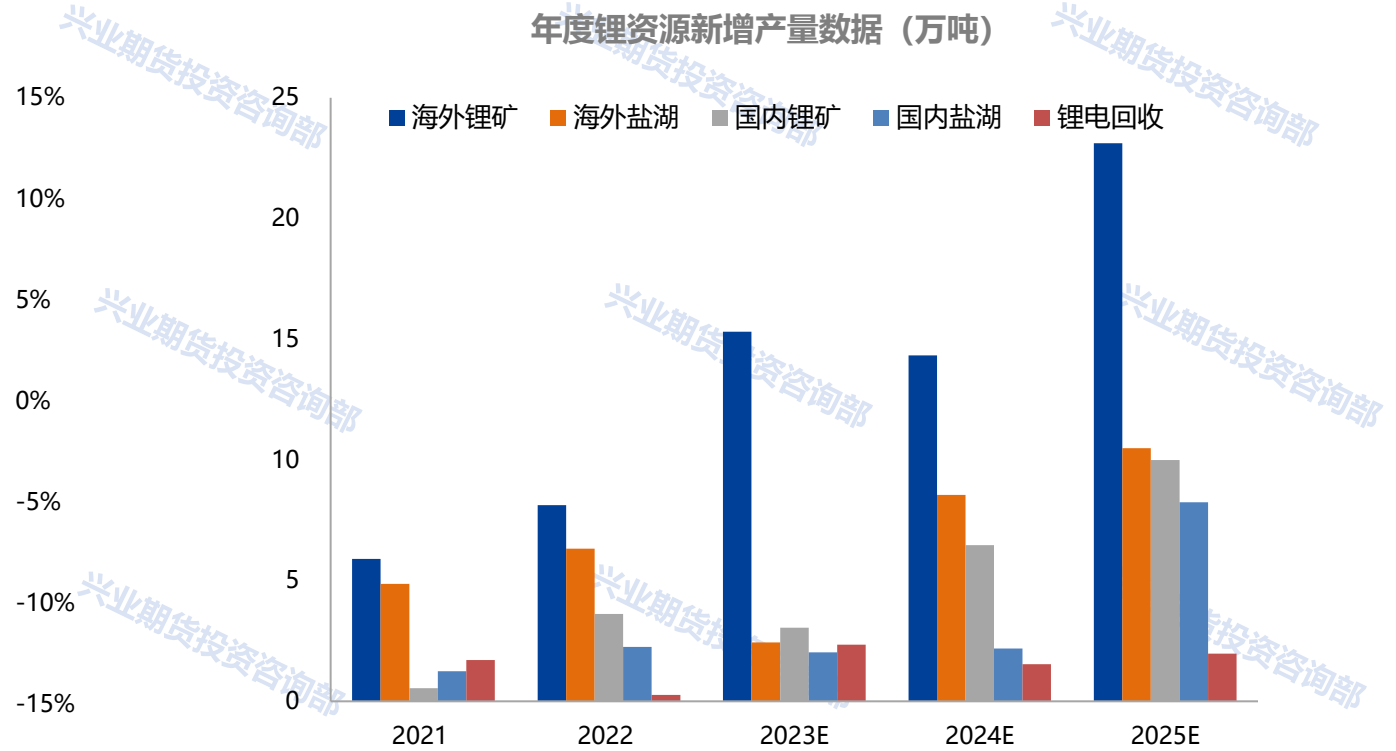
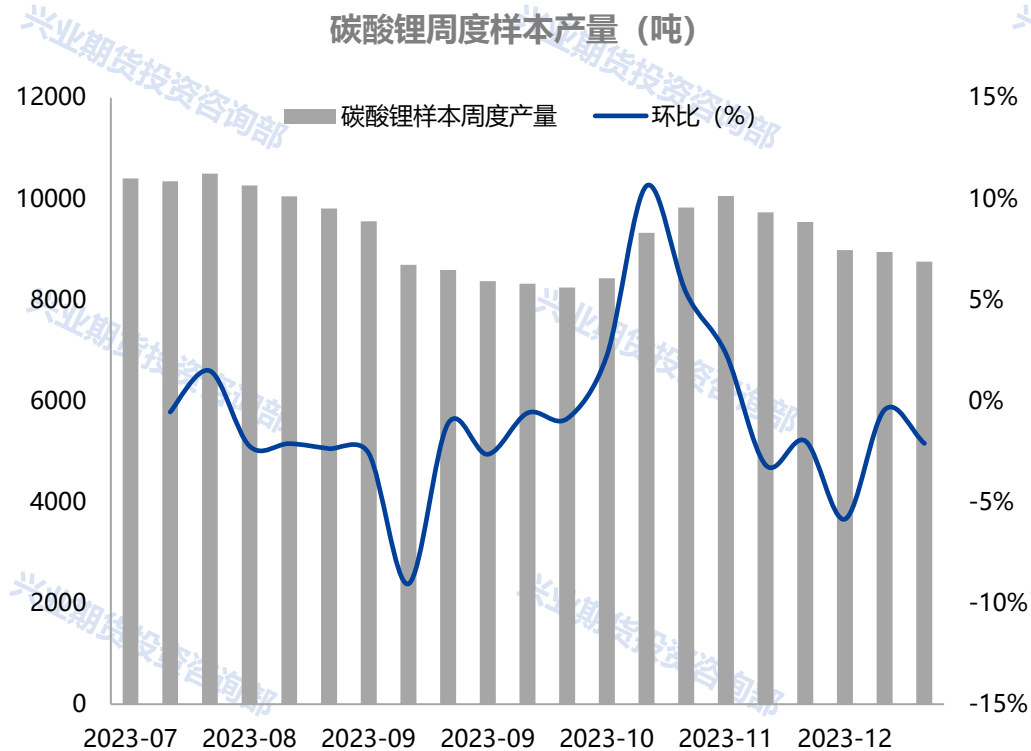
下游采购长协明显占优，海外电车市场潜力巨大

03

全产业链库存水平维稳，行业利润重回下行区间

近期产量方面，当前已进入季节性生产淡季，厂家也相应调整锂盐产量。虽然原料及成品价格均持续下探但两者跌幅速率并不匹配，产成品价格下跌幅度更深，使得企业生产利润受到明显压制。由于行业处在下行周期，预计后续产量提振概率偏低。

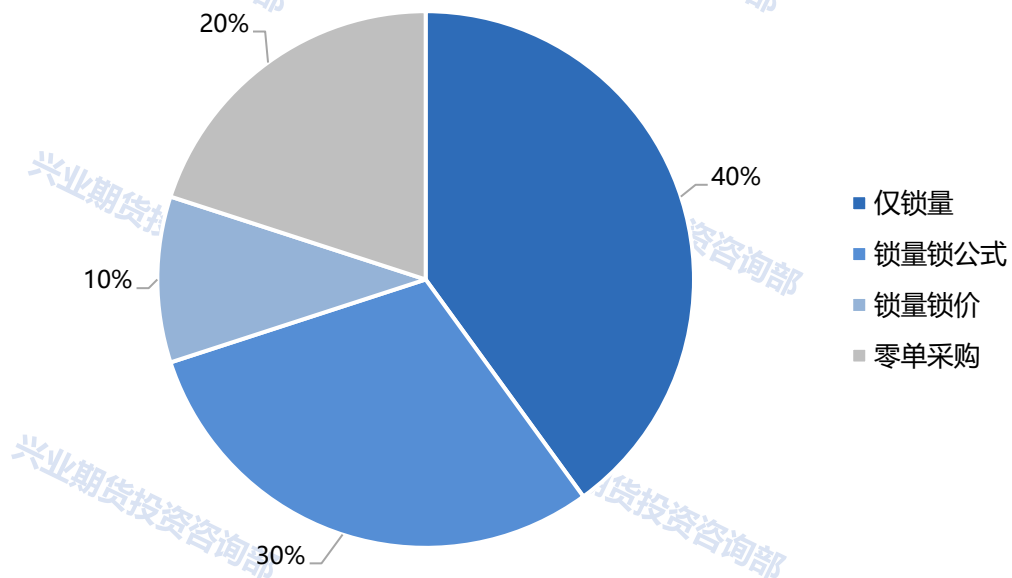
远期增量方面，锂资源释放速率将根据各项目投产进度动态调整。自三季度以来，国外已有部分项目发布延期公告且推迟时间较长。若从中性情景分析，明年锂资源过剩幅度未到全面过剩阶段，且各国锂资源政策及环评审核可能放慢供给增量释放。



□ 正极材料方面，从相关数据可得下游采购约八成属于协议签单范畴。由于近两年锂价波动大，正极材料企业纷纷通过长协签单来稳定供应链水平。当前材料环节已进入产能过剩阶段，竞争格局可能会进一步恶化，企业采取以销定产的策略以保证经营稳定。

□ 海外电车方面，基于低渗透率市场背景，海外新能源车销售有望持续向好。从近年来海外主流国家的激励政策分析，各国都通过补贴或税收优惠的方式来引导市场消费转向。长期视角看，全球双碳政策鼓励交通方面节能减排也有望加速海外新能源渗透率。

材料厂碳酸锂采购签单情况



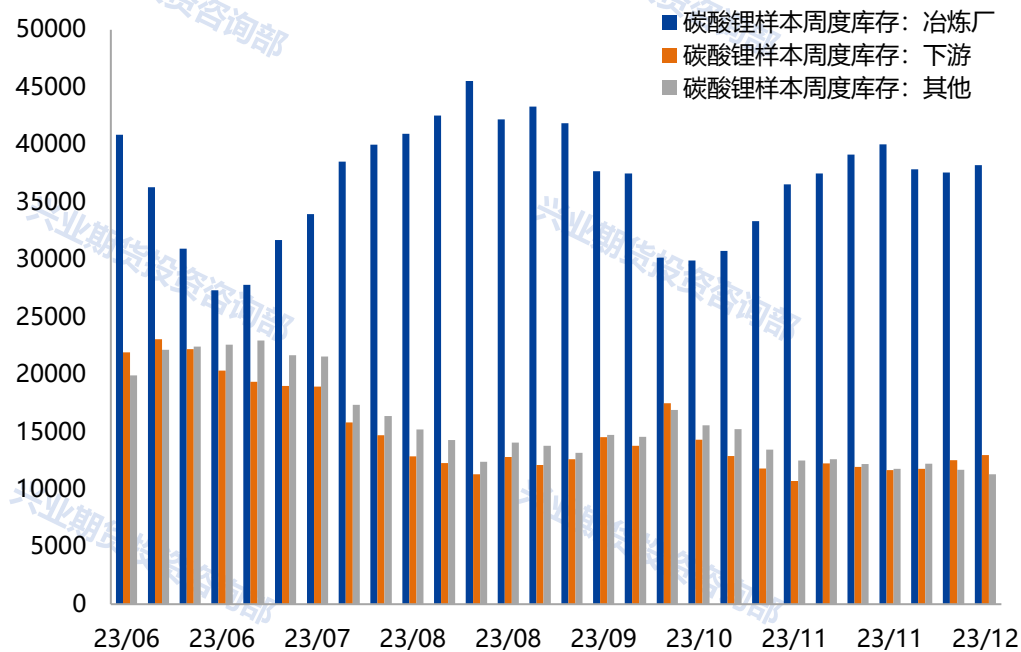
海外新能源车激励政策

发达国家补贴政策汇总		
美国	电动汽车补贴	最高补贴7500美元/辆
德国	电动汽车补贴	平均补贴5-5.8万元人民币/辆
法国	电动汽车补贴	最高补贴6000欧元/辆
荷兰	电动汽车补贴	补贴3350欧元/辆
西班牙	税收优惠	免注册税、总价小于4W欧元减免30%用车税
挪威	税收优惠	免增值税/注册税/进口关税/购置税
韩国	购置税减免	最高可减免140万韩元/辆
日本	电动汽车补贴	最多补贴80万日元/辆

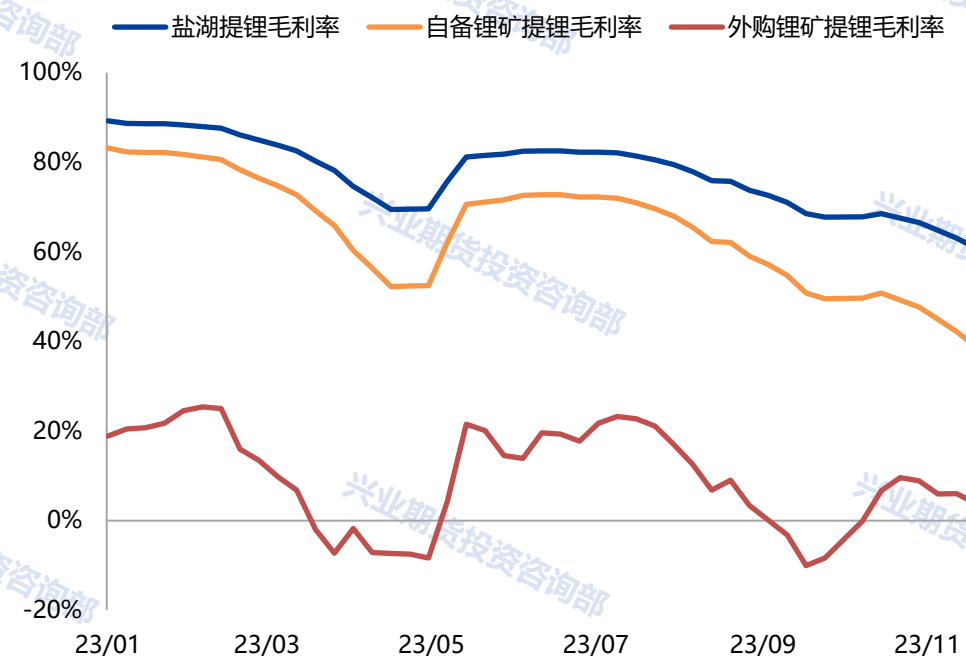
□ 库存水平方面，短期内全行业碳酸锂库存量保持相对平稳。锂盐厂未出现累库行为，而下游库存仅维持较低安全库存。由于产业链价格并未出现企稳迹象，叠加需求侧无明显驱动因素，预计全产业链将维持谨慎生产采购原则，后续库存波动幅度不大。

□ 周度利润方面，自年初开始企业利润长期维持下行趋势。通过行业分析可得，造成此现象的原因一方面是正常的产业利润再分配，前期产业链利润过度集中在上游；另一方面是市场对供应过剩的提前悲观定价，供需结构的反转使得产品售价持续下滑。

碳酸锂周度库存（吨）



碳酸锂周度利润情况统计 (%)





纯碱

SA

01

纯碱周产维持低位，供给瓶颈依然存在

02

轻重碱刚需平稳，玻璃厂补库或将放缓

03

纯碱库存继续向下游转移，整体累库速度依旧偏慢

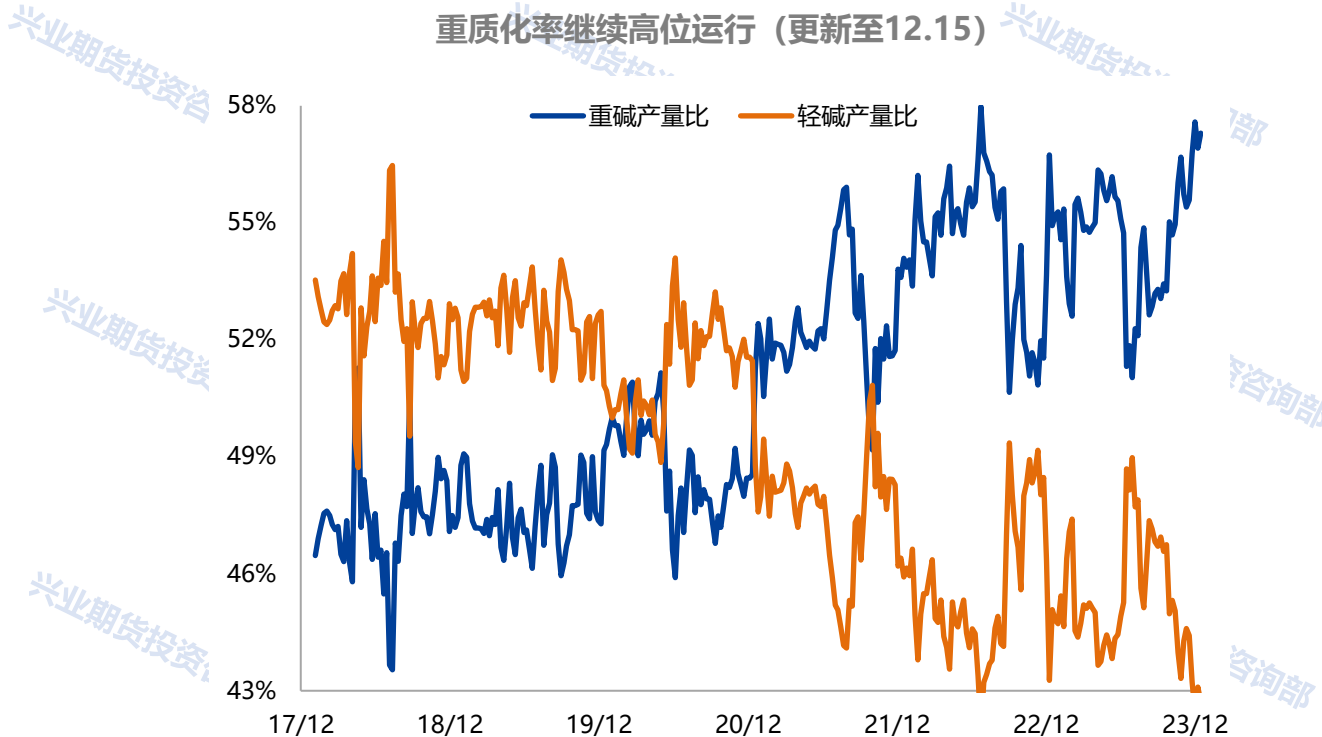
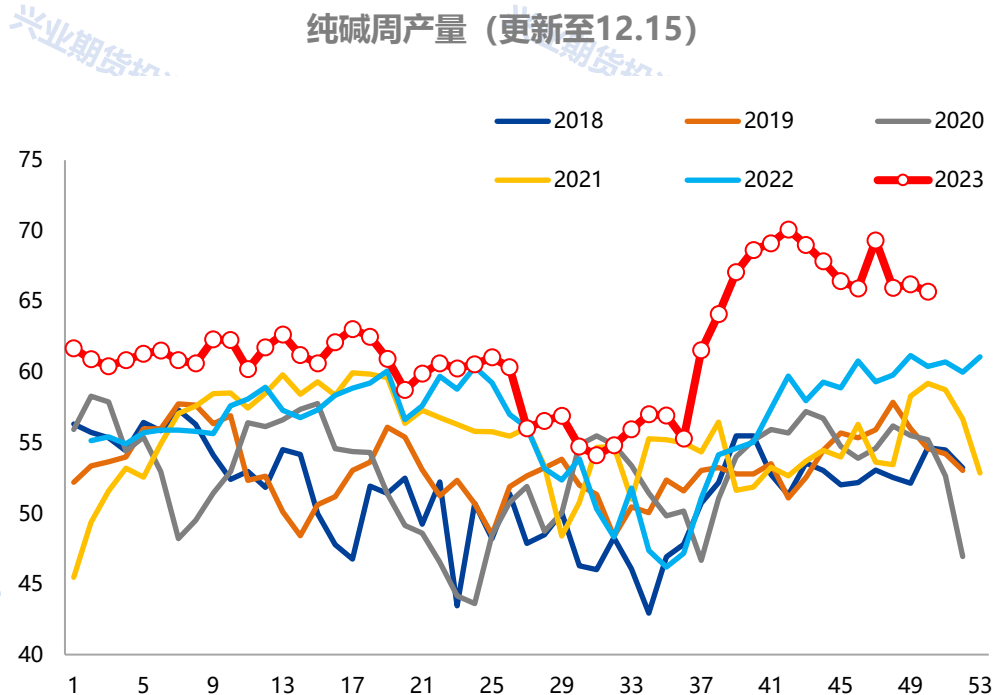
04

市场担忧供给增长压力，远月估值再度承压



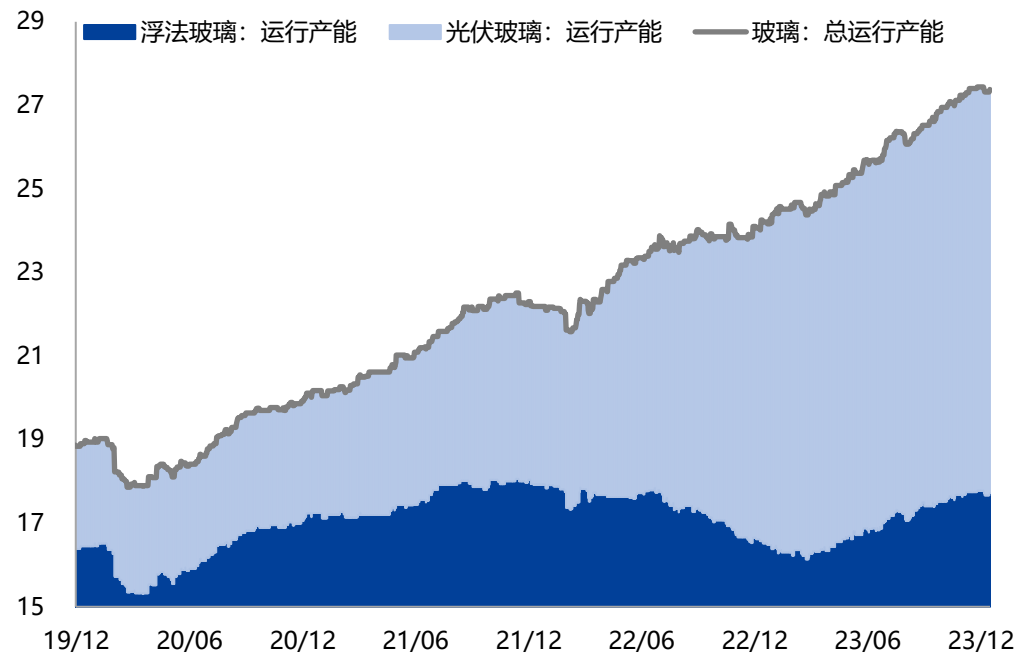
黑色金属品种策略（纯碱）：纯碱周产维持低位，供给瓶颈依然存在

□ 本周隆众调研，纯碱周产量小幅回升至65.68万吨，较上周回落0.8%，继续保持低位。除青海地区碱厂继续减量以外，本周又有多家装置短修短停。但是随着国内纯碱周产持续在65万吨附近徘徊，且纯碱日开工率一度低至80%，国内纯碱，或者重碱，周产量已经触及到阶段性的底部，再降的可能性较低，市场对检修的反应也逐步钝化。相反对于供应增长的反应可能更加敏感。例如青海地区环保整改可能将于元旦前结束，远兴3线有望于12月下旬出产品等。

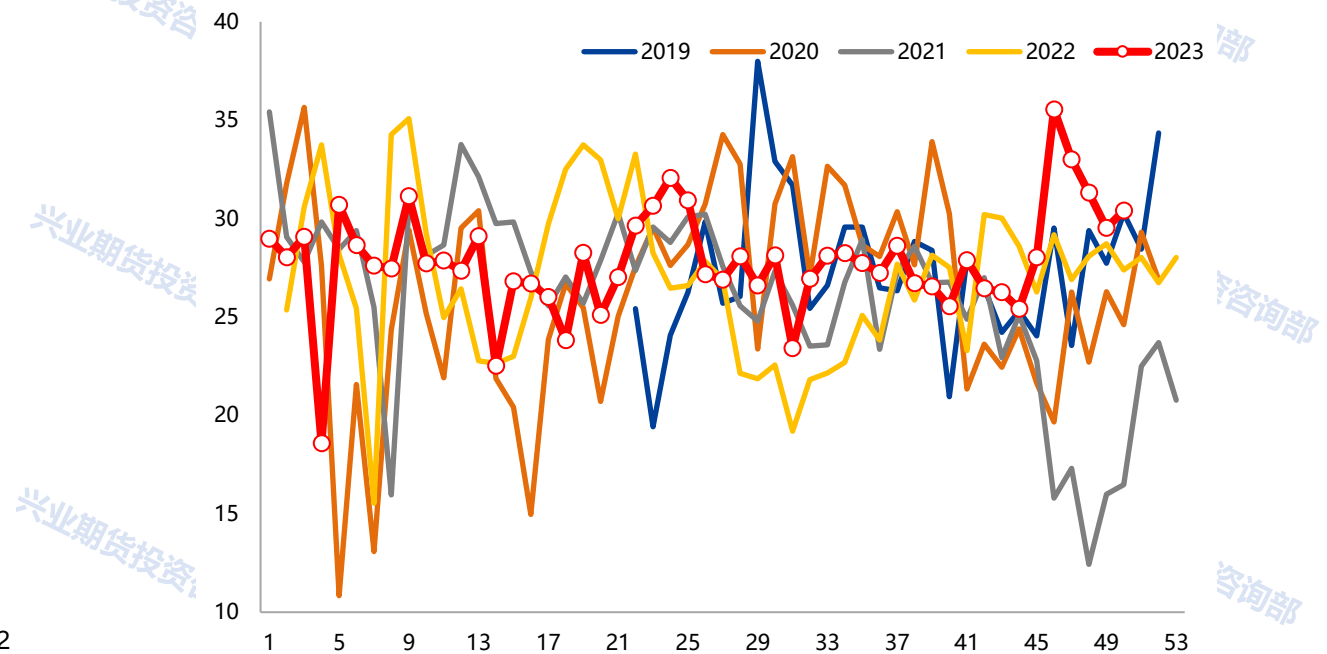


- 重碱：11月下旬至今，浮法玻璃净增2条冷修产线，玻璃运行产能高位小幅回落。同时，经过连续补库，浮法玻璃纯碱库存可用天数（含待发）已达到25天，叠加纯碱高价影响，玻璃厂对纯碱的采购也可能将逐步回到按需采购为主的节奏上。
- 轻碱：本周轻碱周度表需回升至30.4万吨，前值31.31万吨，暂时结束了连续三周下滑趋势。
- 按照轻重碱下游刚性消费推算，每周纯碱实际消耗量应在62-63万吨附近。

玻璃运行总产能稳步增加（更新至12.15）

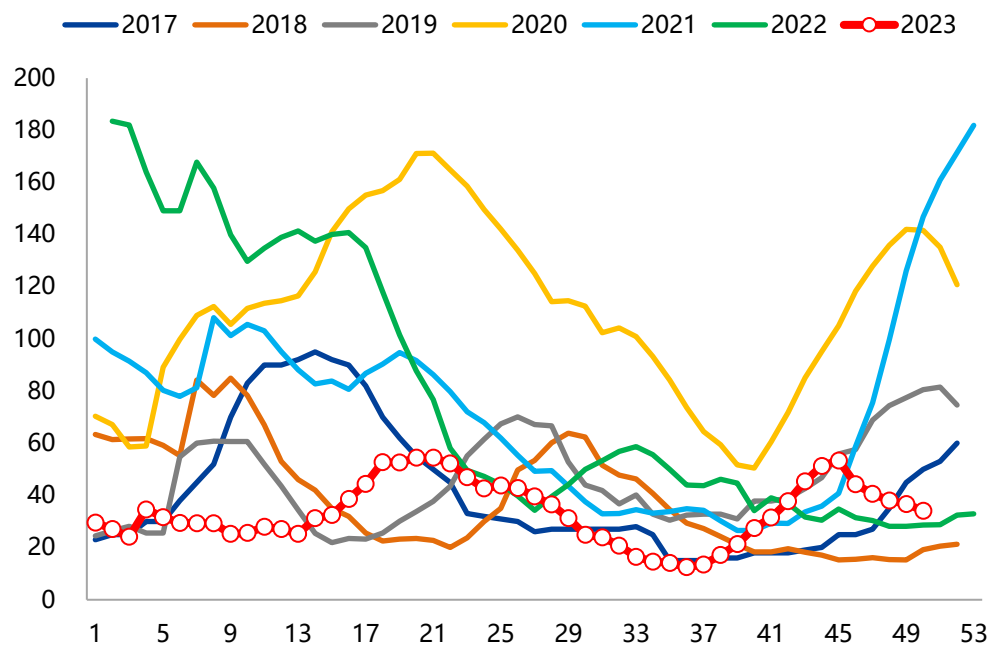


轻碱出库量大幅增加（更新至12.15）

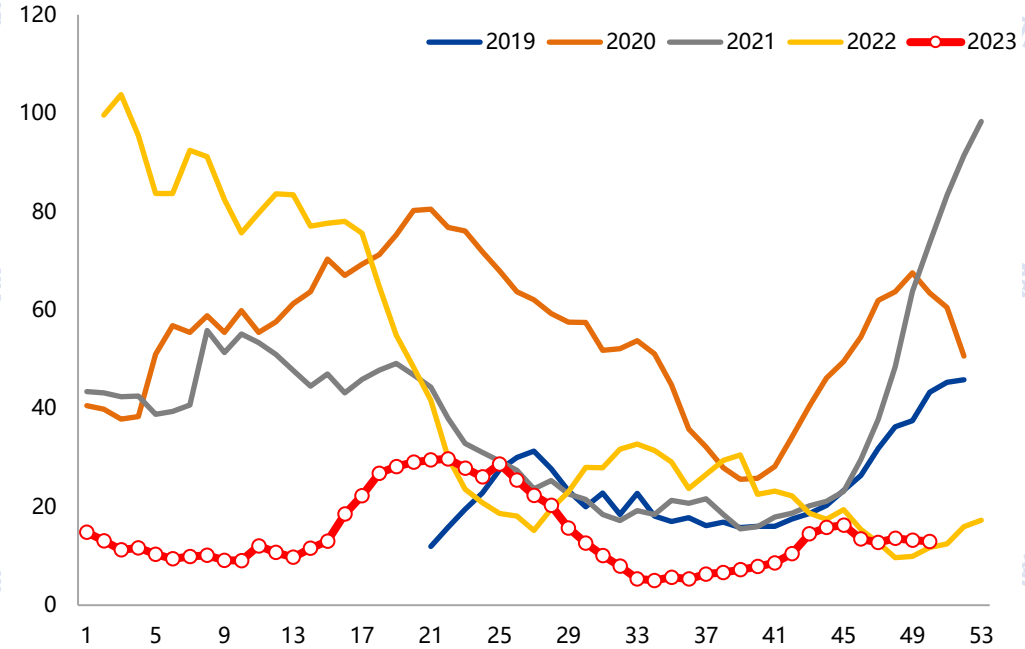


■ 纯碱库存继续向下游转移：（1）截至本周五，碱厂纯碱库存34.1万吨（-7.08%），其中重碱库存环比减少0.25万吨至12.94万吨，轻碱库存环比减少2.35万吨至21.16万吨，碱厂待发订单降至16天，仍有企业封单；（2）纯碱社会不高，延续下降趋势。

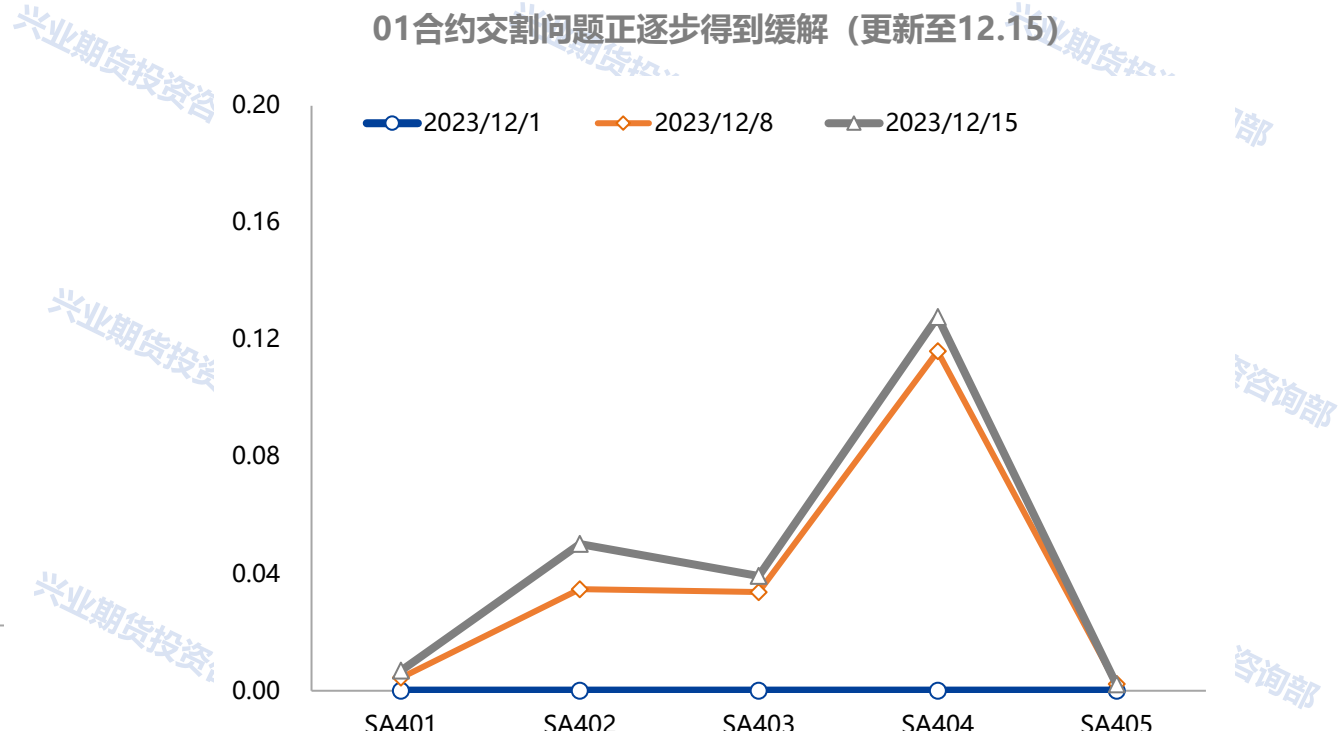
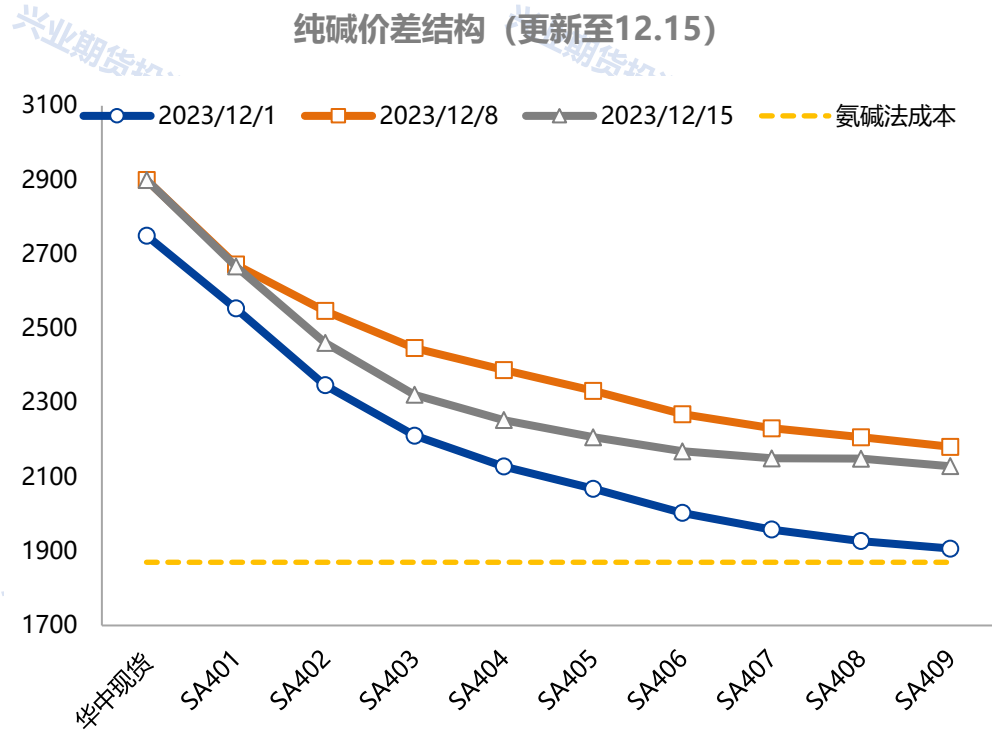
碱厂纯碱库存（更新至12.15）



碱厂重质碱库存（更新至12.15）



综合前文分析，纯碱供给受约束，刚需稳定，库存继续由上游向下游转移，纯碱基本面已处在最好阶段。再加上纯碱1月持仓快速下滑，卖方交割风险逐步缓解。市场开始对供给端的检修利多消息反应钝化，相反更加担忧元旦有青海碱厂复产及远兴3线出产品的影响。如若为真，那么1月后纯碱周产将回到70万吨以上，纯碱单周累库速度也将回到7-8万吨以上，且大概率将在碱厂环节积累。以上因素导致纯碱远月估值再度承压。建议纯碱05多单配合止盈线谨慎持有，关注供给端实际变化情况。





焦煤

JM

01

产地安监维持高压局面，进口市场存在扰动

02

刚需兑现季节性走弱，焦企开展第四轮提涨

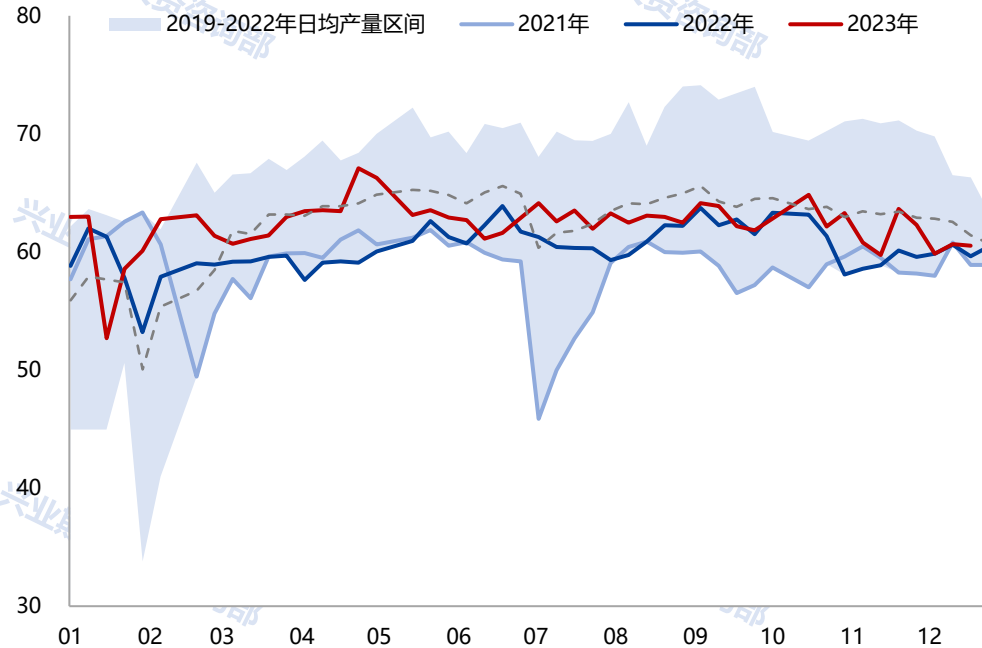
03

下游补库继续推进，焦煤低库存特性依旧

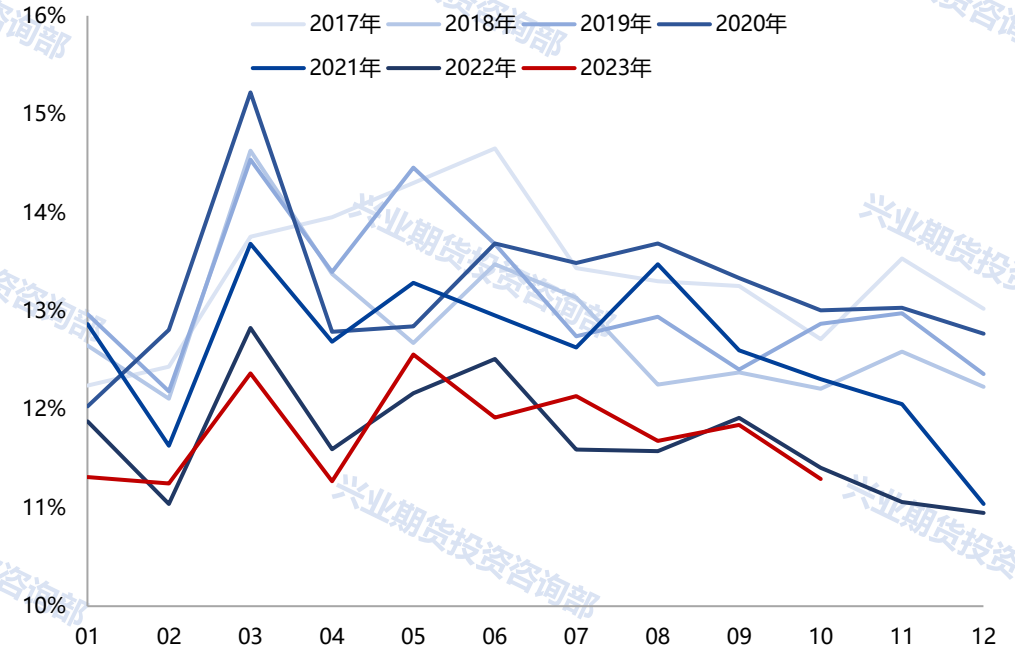
□ 产地方面，帮扶小组进驻山西各地，坑口安全检查力度及频率维持高压局面，煤矿事故频发加剧安监重视程度，且部分达成年度生产计划的矿井存在减产可能，焦煤生产季节性走弱，产地原煤供应维持偏紧预期。

□ 进口方面，海运澳煤成交价格有所回落，进口窗口或有开启可能，但本周中蒙口岸通关效率降低，大雪天气及蒙古国内限电措施制约蒙煤过关，煤炭进口市场难有显著增量。

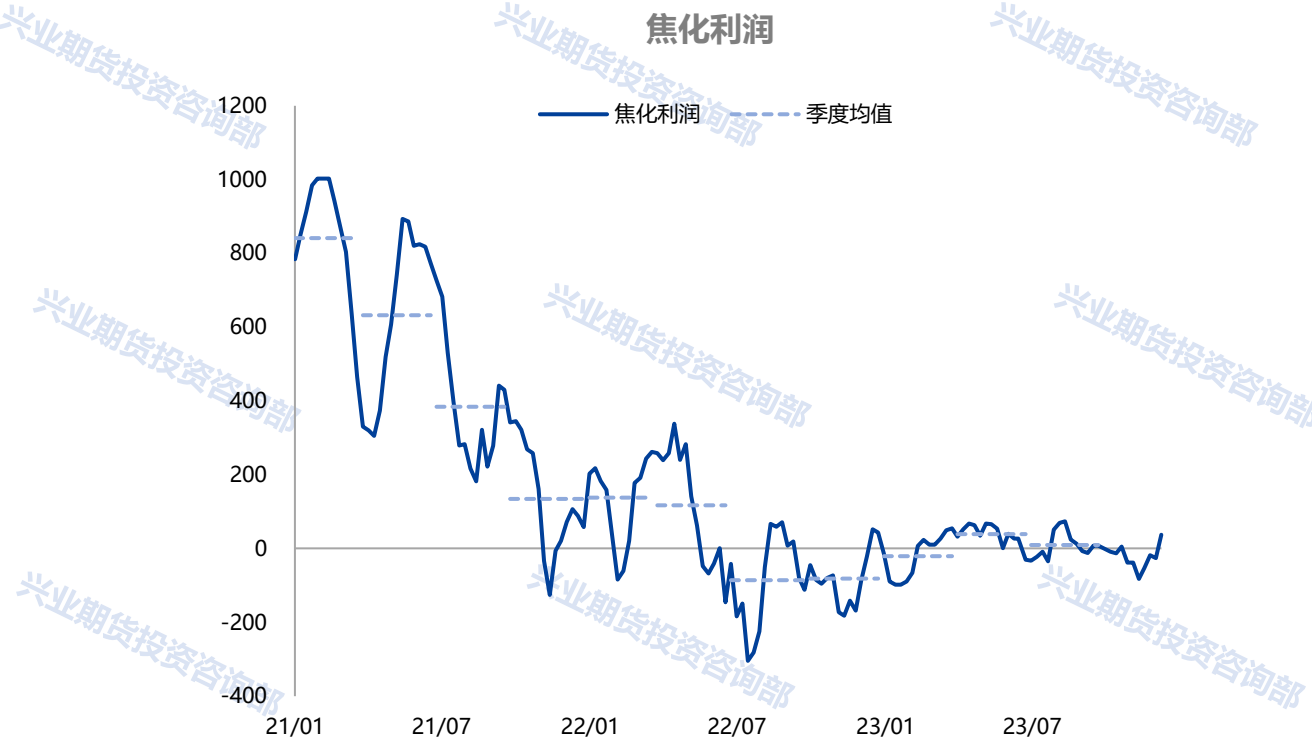
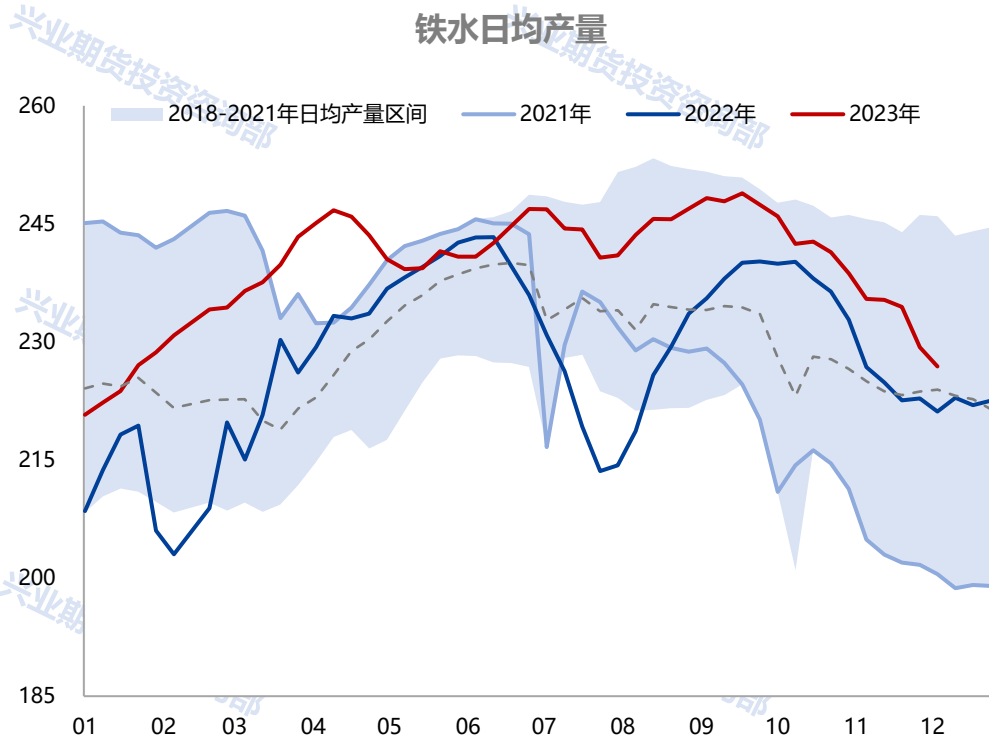
洗煤厂焦煤日均产量



炼焦煤生产占比季节性



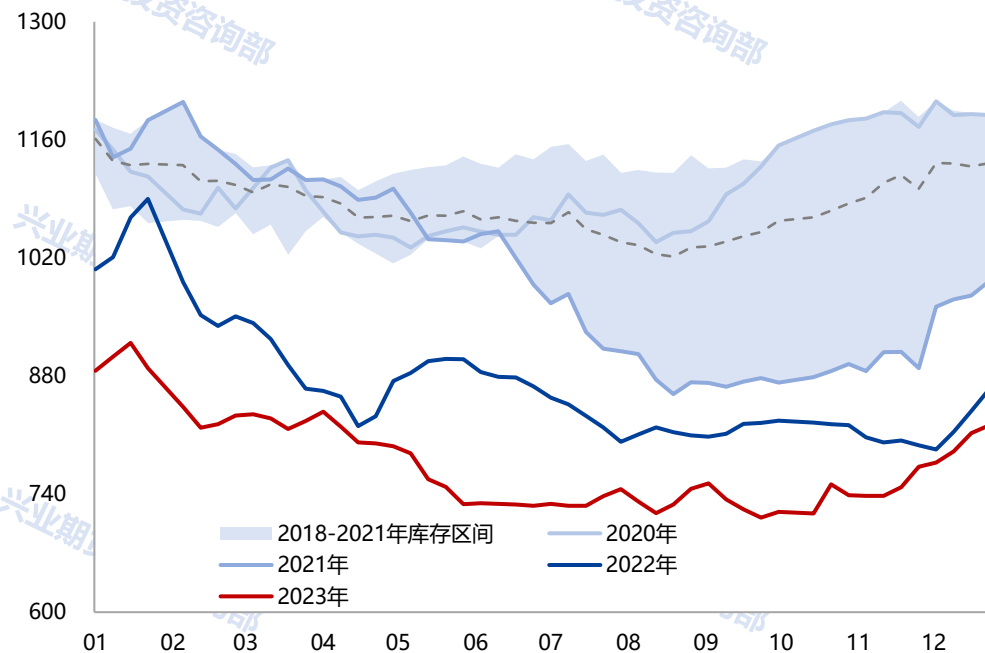
需求方面，高炉开工继续下行，入炉刚需季节性回落，但铁水日产相较往年同期仍有一定增量，终端需求兑现预期企稳，而焦企推动第四轮焦炭提涨，焦化利润同步回暖，下游钢焦企业对原料冬储环节依然推进当中，采购需求存在支撑。



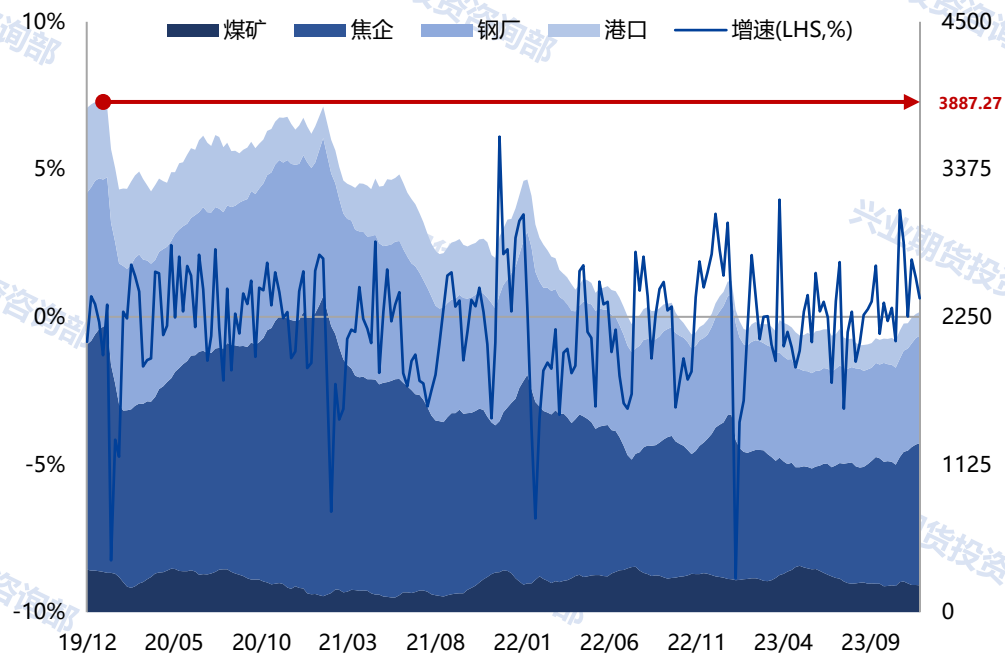
库存方面，原料冬储使得库存结构向下游转移，煤矿焦煤维持降库态势，而钢焦企业首轮补库后库存水平尚处同期低位，各环节低库存特征或延长今年采购持续性。

综合来看，现实刚需季节性走弱，但原料冬储支撑采购需求，而产地安监维持高压局面，进口市场存在扰动，供减需增预期支撑焦煤价格。

焦煤钢厂库存季节性特征



焦煤库存结构(万吨)



螺纹

RB

01

高炉减产速度加快，对冲电炉复产影响

02

钢厂冬储原料补库中，钢厂盈利偏弱制约补库规模

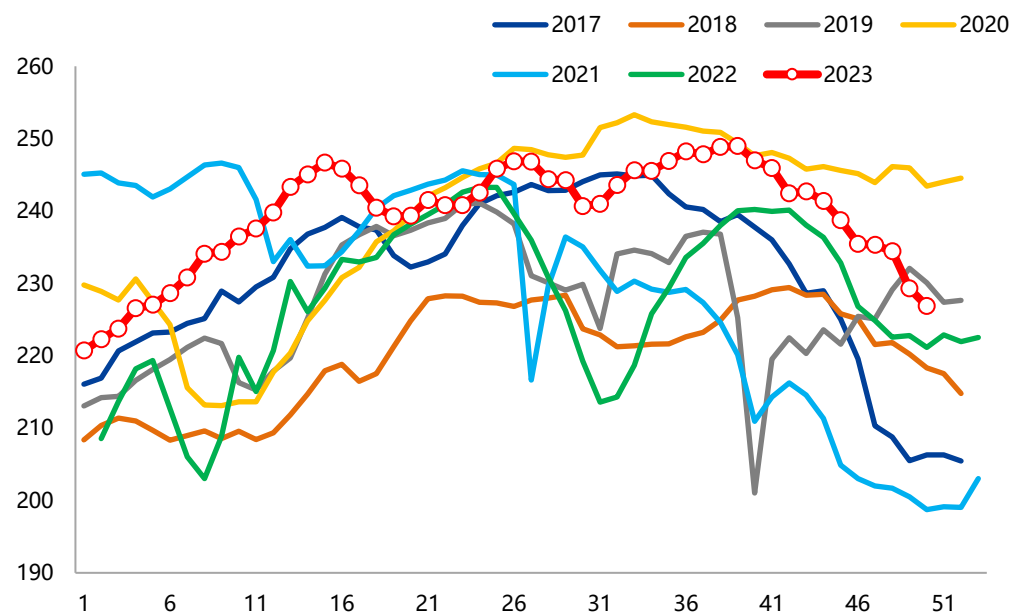
03

螺纹基本面矛盾不足，电炉平电成本支撑仍有效

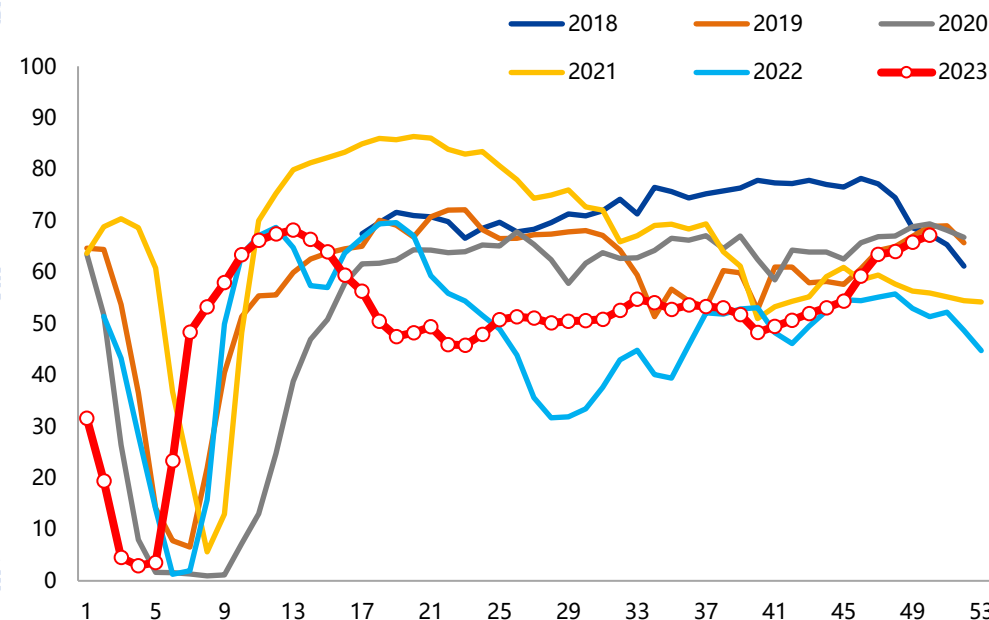
电炉生产积极性持续回升：截至12月15日，全国主要区域独立电炉平电利润基本为正，处于0-100元/吨之间，独立电弧炉企业产能利用率持续回升至67.15%，前值65.83%。

高炉生产加速回落：不过高炉盈利被成本端侵蚀，生产加速回落，对冲了电炉复产的影响。截至12月15日，247家样本钢厂高炉日均铁水产量已降至226.86万吨，前值229.3万吨，较9月底高点累计减少22.13万吨，同比增幅缩窄至3万吨附近。

247家钢厂日均铁水产量 (更新至12.15)

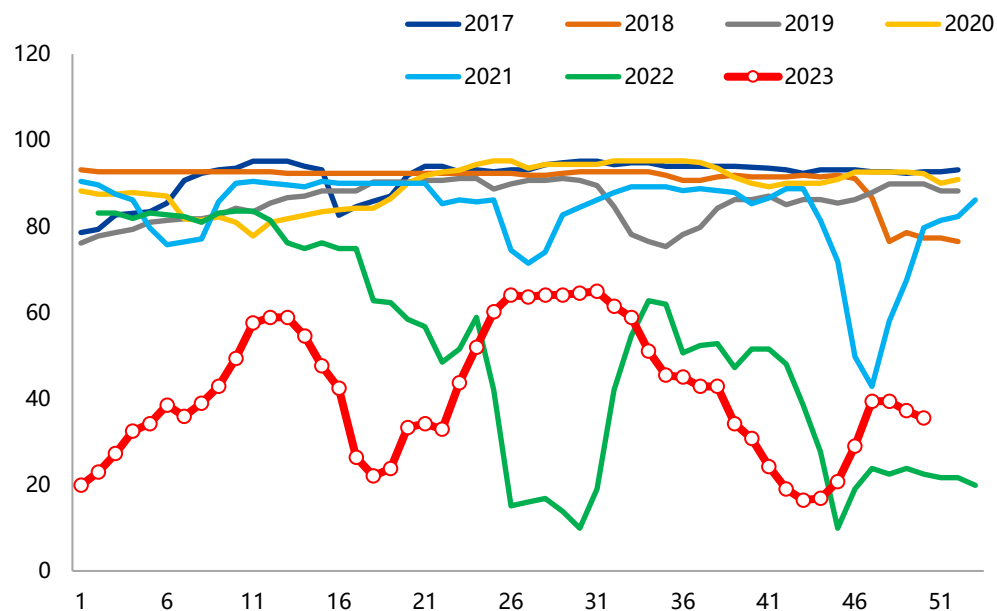


87家独立电弧炉产能利用率 (更新至12.15)



钢厂原料冬储补库进行中。统计历史数据可得，2020-2022年，钢厂对进口矿冬储补库规模约为1300-1600万吨，对焦炭库补库规模60-100万吨，对焦煤补库规模多在100-200万吨附近，焦化厂对焦炭补库规模多在300-500万吨之间。但是，考虑到今年长流程钢厂盈利能力偏弱，且钢厂已基本适应原料低库存的经营策略，预计今年钢厂原料冬储补库规模可能小于历年同期，需要谨慎评估原料端的价格支撑因素。

247家钢厂盈利比例（更新至12.15）

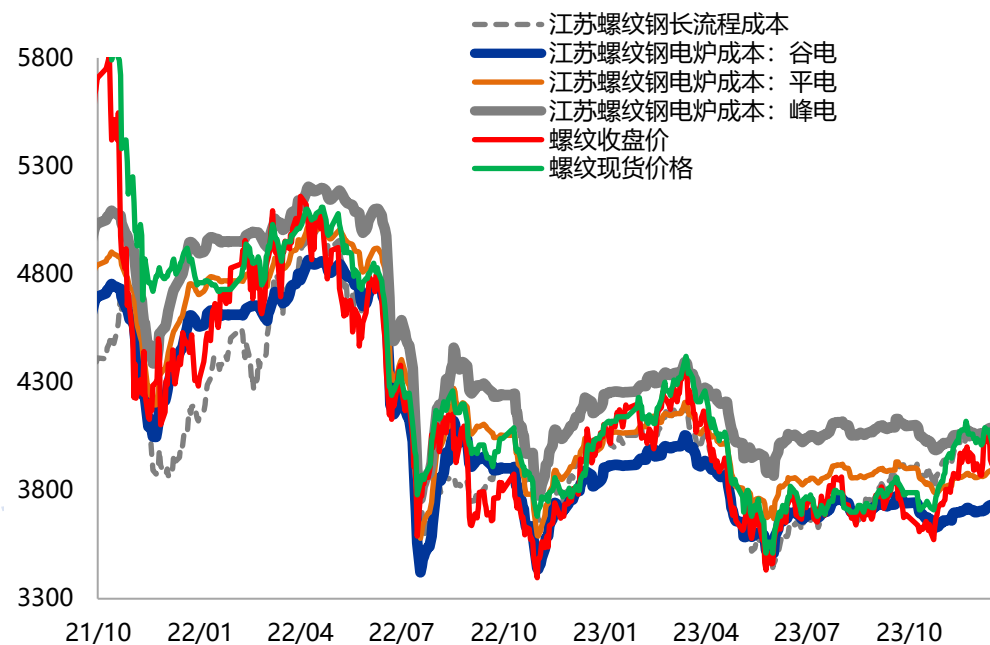


历年下游原料冬储补库规模回顾

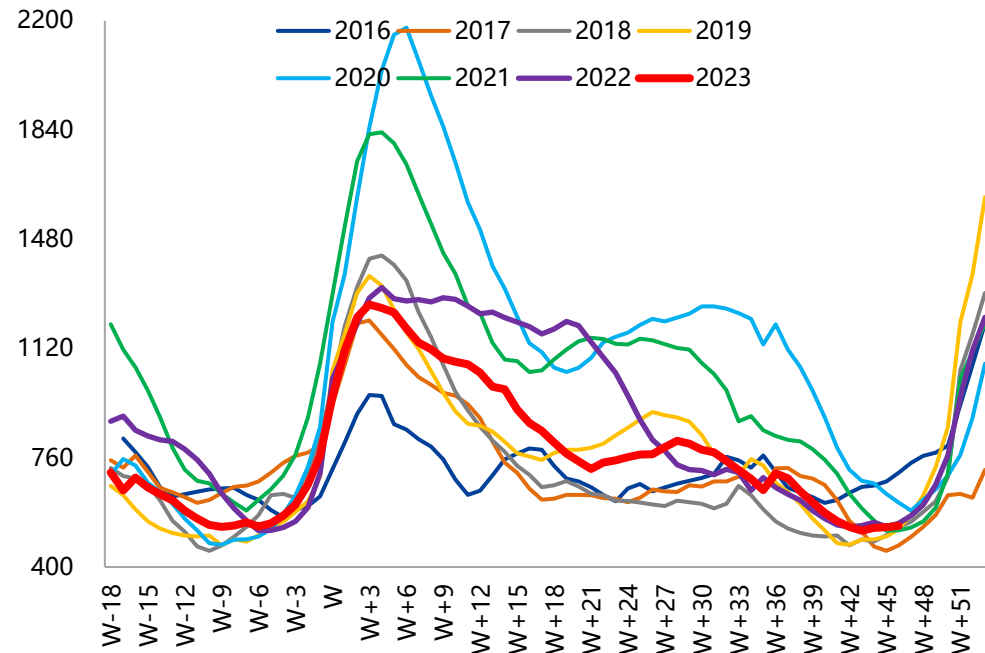
下游 (万吨)	品种	2018	2019	2020	2021	2022
焦化厂	焦煤	536	294	496	467	342
	焦炭	109	67	56	218	127
钢厂	焦炭	67	60	-3	74	100
	进口矿			1,452	1,625	1,305

结合周报第1部分对宏观的分析，明年大规模刺激的概率较低，但稳增长方向依然明确。且螺纹基本面矛盾有限，钢联小样本螺纹钢低供给、低库存的供需格局依然未变。螺纹期价下方依然存在支撑，其中电炉平电成本处支撑依然有效。建议螺纹05合约多单继续持有。

电炉平电成本处支撑尚存



小样本五大品种钢材总库存 (农历, 更新至12.15)



棉花

CF

01

籽棉收购基本结束，企业成本固化维持偏高位

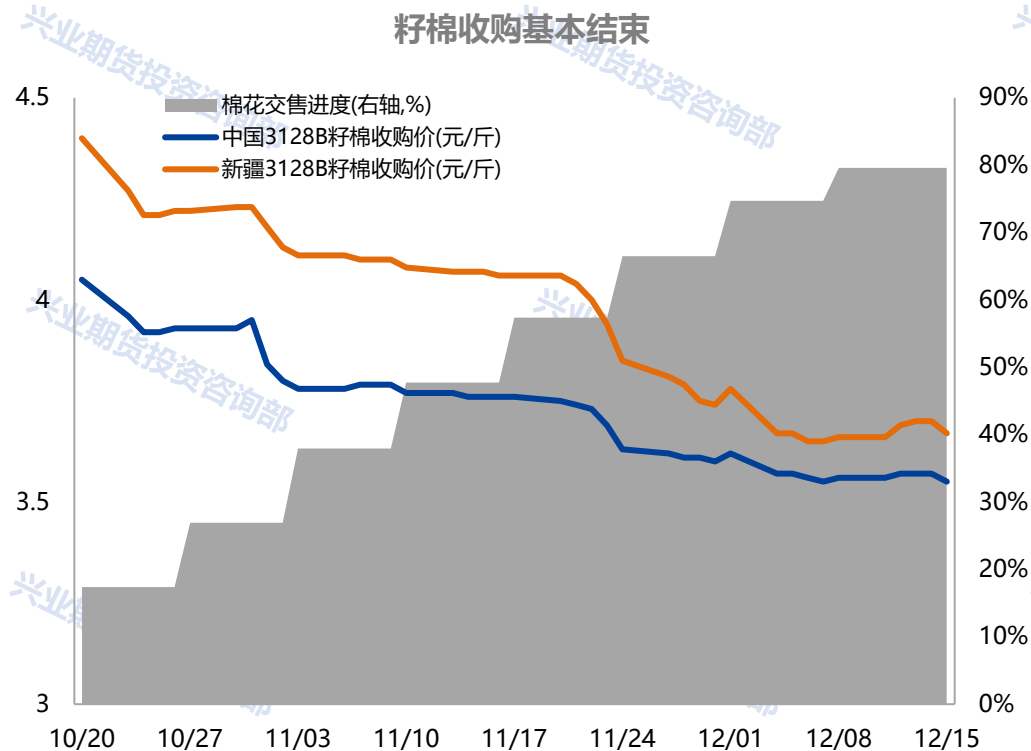
02

国内终端消费或复苏，海外服装去库尾声强化外需

03

期权低波且情绪看多，卖出看跌继续持有

国内新棉成本方面，随着新疆籽棉收购基本结束，加工进入中后期，目前新疆棉加工进度为79.61%，较去年同期快25.2%。企业成本固化维持，对棉价继续支撑。

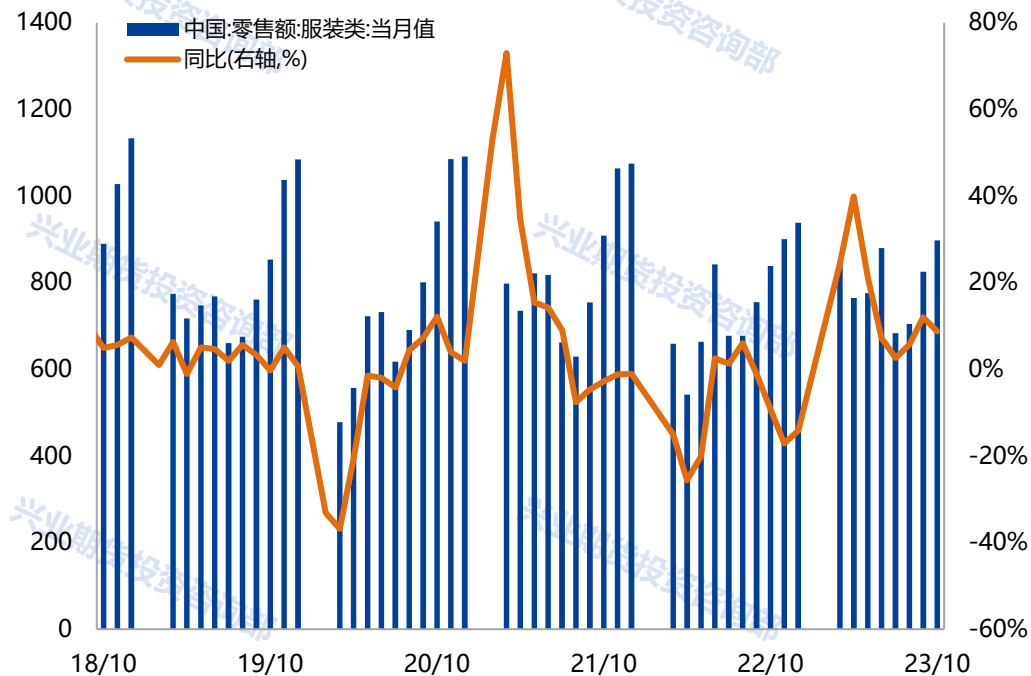


成本固化维持 (12.15)

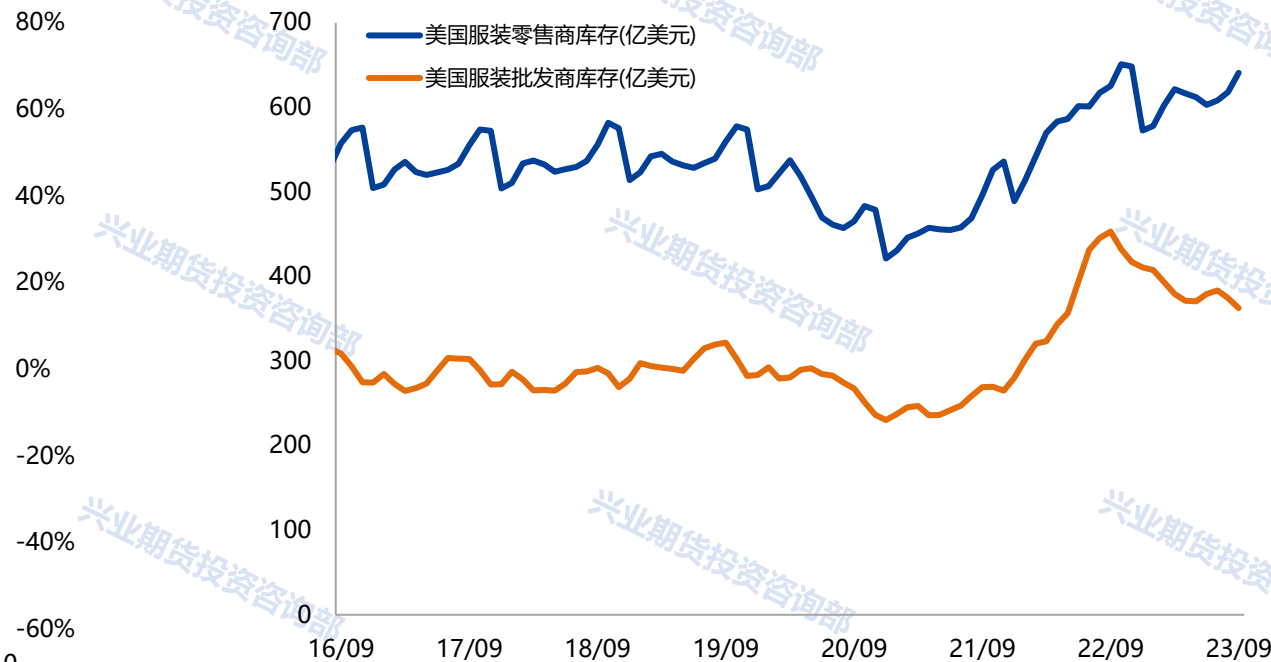
机采棉				手摘棉			
地区	县/市	平均衣分 (%)	收购均价 (元/公斤)	地区	县/市	平均衣分 (%)	收购均价 (元/公斤)
第七师		40	7.18	第七师		39	7.6
塔城地区	乌苏市	39	7.1	伊犁州	奎屯市	40	7.43
伊犁州	奎屯市	38	7.2	喀什地区	巴楚县	36	6.96
喀什地区	巴楚县	38	6.61	阿克苏地区	阿克苏市	38	7.23
阿克苏地区	阿克苏市	37	6.92	克州 中国	阿图什市	37	7.11
	阿瓦提县	39	6.95		阿克陶县	中 35	6.87
	沙雅县	33	6.76				
克州	阿图什市	37	6.8				
哈密地区	哈密市	37	7.24				

- 国内消费已进入底部，在宏观政策宽松的情况下，服装终端消费或逐步复苏。
- 美国批发商库存情况看，同比已接近往年水平，且本轮去库已持续一年时间、或已进入尾声，预计未来将开启补库，有利于棉花外贸需求。

宽松宏观环境下，服装终端消费或复苏



美国服装库存去库周期或即将进入尾声



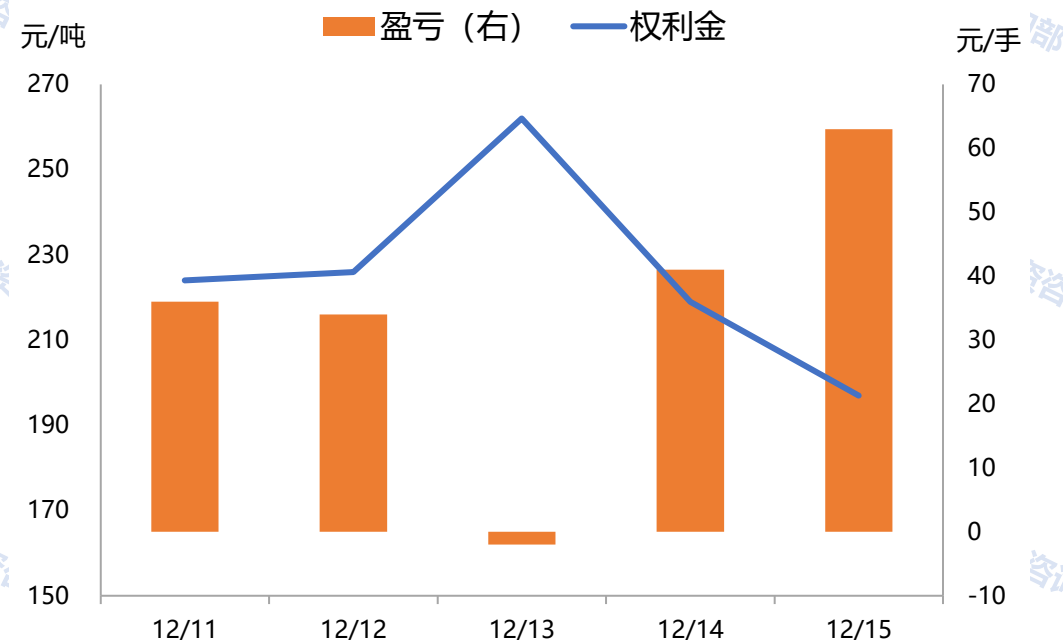
□ 上周期货20日历史波波动率和期权主力平值隐含波动率下降约1%。成交量PCR和持仓量PCR五日均值虽然增加，但依然反映看多情绪，不同行权价的成交量和隐含波动率结构也都反映看多情绪。综上，棉花期权波动率偏低，情绪看多。

□ 棉花基本面驱动不突出，期货价格窄幅震荡，卖出CF403P15000盈利持续扩大，期权距离到期仍有54个自然日，时间价值尚未加速衰减，建议卖出看跌继续持有。

期权主要指标 (截至12.15)

	成交量PCR	持仓量PCR	历史波动率	隐含波动率
数值	0.60	0.56	14.41%	16.29%
百分位	29%	20%	24%	7.1%
说明	看多情绪	看多情绪	波动率低	波动率极低

棉花卖出看跌期权盈亏 (截至12.15)



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