



官方微信



官方APP

2023年8月核心策略推荐：

政策将持续强化、情绪为短期扰动，低估值多头耐心持有

上海 2023.8.13

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:

□ 经济筑底的信号逐步显现。但当月社融信贷数据大幅不及预期、出口增速加速下行，地产高频数据亦延续弱势，均揭示国内需求不足的问题，积极政策加码迫在眉睫。以上现象，也是7月下旬政治局会议明确调政策宽松的核心原因。具体而言，地产调控政策进一步优化、化解地方政府债务、宽货币及宽信用等方面的重磅措施值得期待。预计8月进入政策兑现阶段，仍有理由持乐观预期。

□ 而短期政策兑现节奏及强度或不及预期，“买预期-卖现实”的短期交易逻辑，局部的市场信用风险事件发酵，均可能引致情绪面的过度负反馈，进而拖累风险资产表现。但我们依然认为，当前经济整体虽偏弱、但从各主要的快变量和慢变量看，已有一定程度见底或改善信号，且政策面利多提振将持续强化。从具体持仓策略看，低估值多头上行空间有足够高、且对不利因素钝化感亦足够强，仍宜耐心持有。

□ 中观面驱动因素要点:

期货策略:

(1) 国债 (买入T2309卖出TL2309, 组合, 持有) : 最新宏观数据整体表现一般, 但数据存在一定滞后性, 政治局会议后政策仍存在进一步发力空间。货币政策有望加码, 因此债市短期内出现转向概率不高, 但受预期影响以及收益率估值偏低, 后续波动风险将大概率加大。而期限组合尤其是超长端与长端利差正处于历史低位, 组合策略安全边际较优。

(2) 股指 (买入IF2309, 单边, 持有) : 最新金融数据虽偏空, 但参照其它主要经济指标、内生经济周期状态、及政策面导向看, 基本面向上、盈利修复的判断未改, A股续涨基础依旧存在、且仍将强化; 当前A股估值处绝对低位区间, 为后续各类扰动提供足够的容错空间, 潜在收益显著大于风险; 从业绩端映射、交易属性看, 价值风格相关板块性价比最高, 仍宜持有关联度最高的沪深300期指多单。

(3) 沪铝 (买入AL2309, 单边, 持有) : 虽然云南地区复产节奏偏快但已接近尾声, 且其余多数地区开工率已处高位, 且新建项目偏少, 高利润难以对产量形成有效刺激。叠加近期需求端刺激政策不断加码, 尤其是汽车相关的轻量化及电池共同发力, 沪铝低估值加低库存结构, 多头性价比比较优

核心摘要 (1)：市场展望

□ 中观面驱动因素要点：

期货策略：

(4) 沪胶 (买入RU2401, 单边, 移仓)：高基数压力下终端车市陷入负增长泥潭，但乘用车单月零售录得近年同期次高水平，淡季不淡特征显现，且政策引导大概率加码提效，需求预期及传导效率维持乐观，而极端气候背景下各产区原料生产或不时受到扰动，沪胶价格上行驱动更强。

(5) PVC (买入V2401, 单边, 持有)：检修装置增多，产量并未如预期大幅增长，供应端利空有所缓和。下游即将进入旺季，内需有望得到改善，海外供应紧张，出口需求良好。电石和乙烯价格持续上涨，同时内外需求好转，PVC存在较强上行驱动。

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

(7) 焦煤 (买入JM2401, 单边, 移仓)：安全检查制约煤矿复产进度，洗煤厂开工状况难有明显好转，而铁水日产处于高位、焦化利润持续修复，焦煤需求端预期向好，价格驱动上行概率更高。

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

宏观

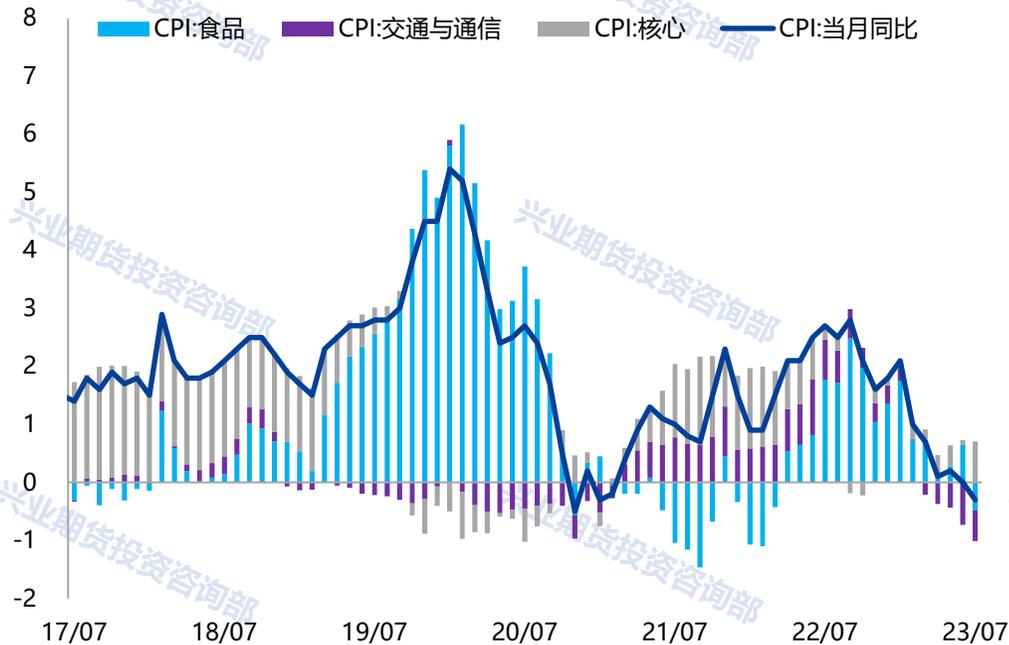
MACRO

01

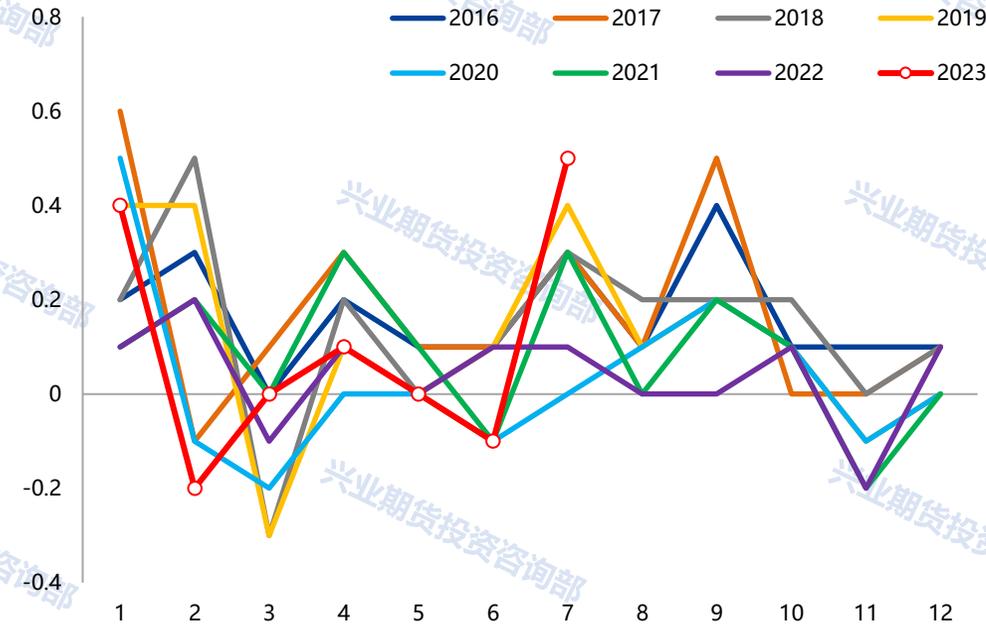
国内：政策迎来集中兑现，经济存环比改善动能

7月CPI同比下降0.3%，市场预期0.5%，前值0%，时隔两年半再度转负，并持平2009年以来的次低，环比增长0.2%，与季节性相当。分项看，核心CPI是主要支撑，同比贡献CPI增长0.67%（前值0.47%），交通通信和食品则是主要拖累项，同比贡献-0.58%（前值-0.8%）和-0.3%（前值0.43%）。核心CPI环比表现强于季节性，7月暑期出游情绪高涨，教育文化和娱乐价格环比上涨1.3%，“618”促销活动结束，家用电器和日用杂货价格回升，生活用品和服务价格环比上涨0.6%。

核心CPI表现坚挺，食品和交通通信是主要拖累项

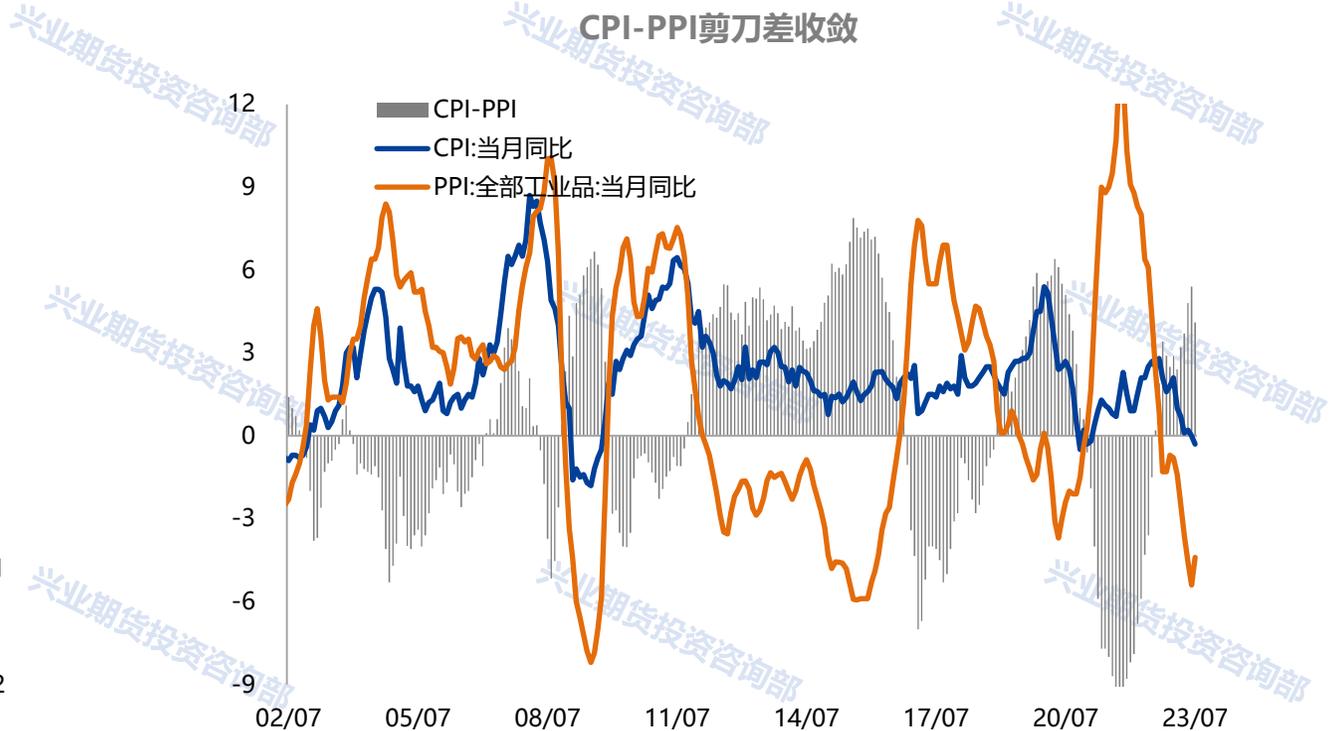
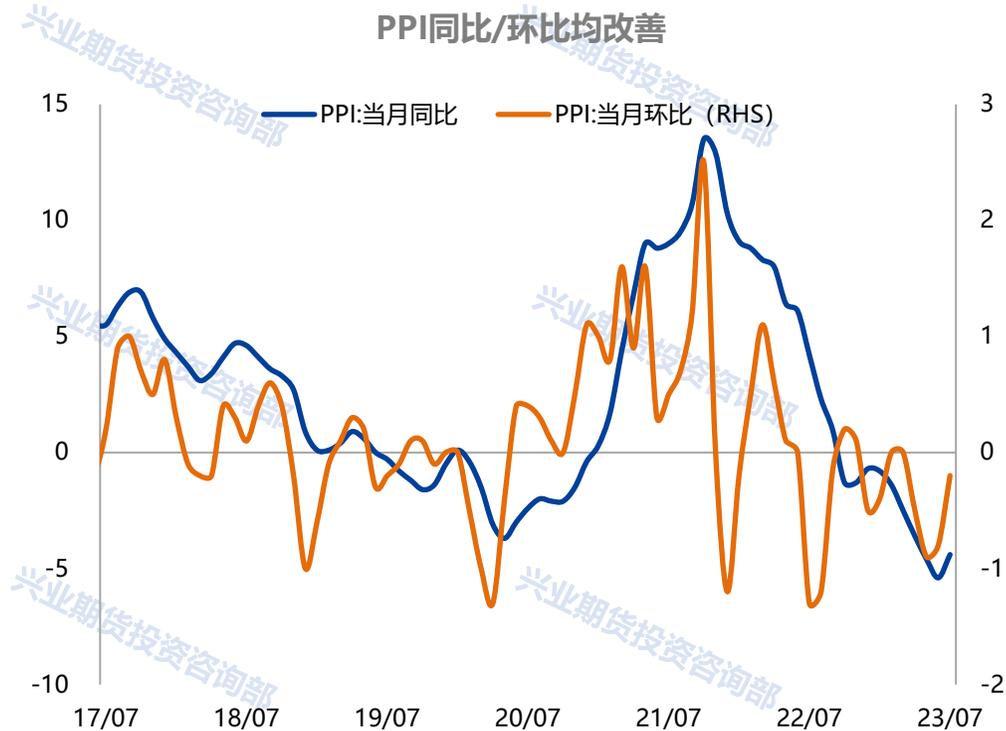


核心CPI环比明显好于季节性

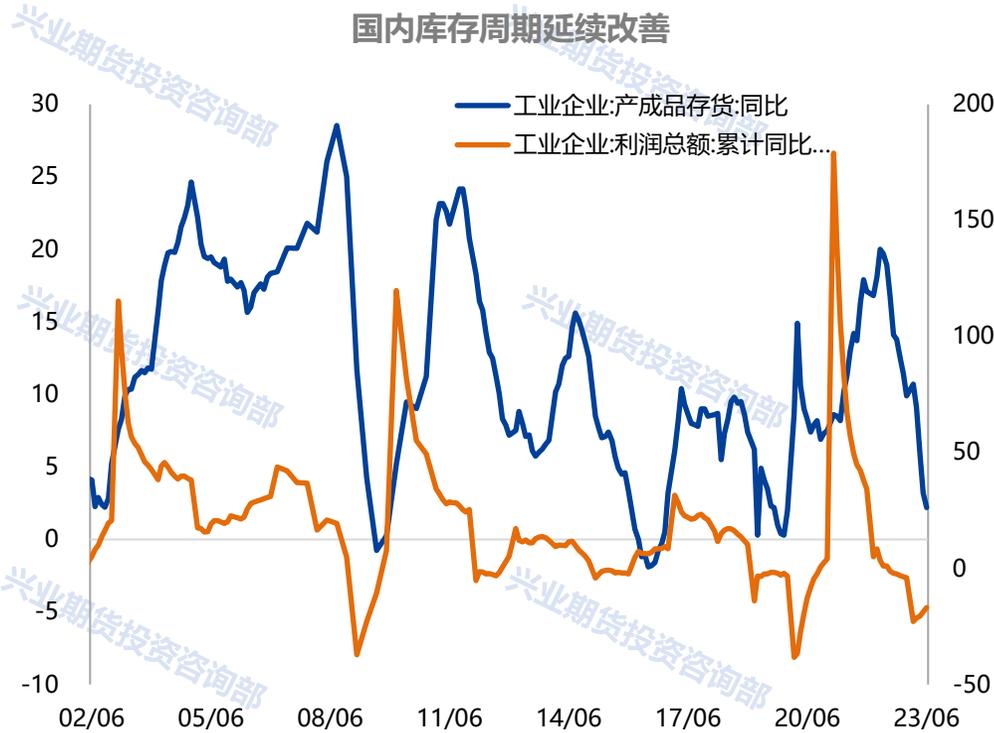


7月PPI同比下降4.4%，市场预期-4.1%，前值-5.4%，环比-0.2%，跌幅较上月明显收窄。分行业看，上游原料和加工业表现略弱于季节性，环比下降0.4%，采掘业降幅大幅收窄至0.1%，下游生活资料价格环比由降转升，食品和耐用消费品转正，衣着和一般日用品增幅扩大。细分行业看，煤炭跌幅大幅收窄，钢铁环比转正，石油及有色环比上涨，工业品价格已现回暖迹象。

综合看，CPI和PPI可能均已见底，尤其是PPI，后续有望跌幅逐渐收窄，但内需不足问题如果无法解决，CPI和PPI仍难以显著回暖，预计短期低通胀环境大概率将持续。



2023年6月国内工业企业产成品库存累计同比增长2.2%，前值3.2%，工业企业利润总额累计同比下降16.8%，前值-18.8%，连续第4个月跌幅收窄。从数据上看，国内名义库存周期已进入被动去库阶段，剔除物价影响后的实物库存增速也降至偏低水平，预计今年四季度或者明年初国内工业企业库存周期也将迎来向上拐点。



被动补库 (行业/分位数)		工业增加值	PPI	库存增速	利润增速
下游设备制造	运输设备	66.7%	36.1%	65.9%	88.1%
校友消费制造	烟草	59.9%	47.7%	74.6%	28.9%
	饮料	12.7%	52.8%	37.3%	1.6%

主动去库 (行业/分位数)		工业增加值	PPI	库存增速	利润增速
上游采矿	非金属采矿	2.1%	31.0%	17.5%	9.5%
	煤炭开采	21.9%	0.5%	59.2%	25.0%
	油气开采	61.5%	17.8%	6.6%	27.5%
	有色采矿	1.6%	42.1%	23.2%	35.5%
下游消费制造	农副食品	7.8%	5.1%	33.0%	1.5%

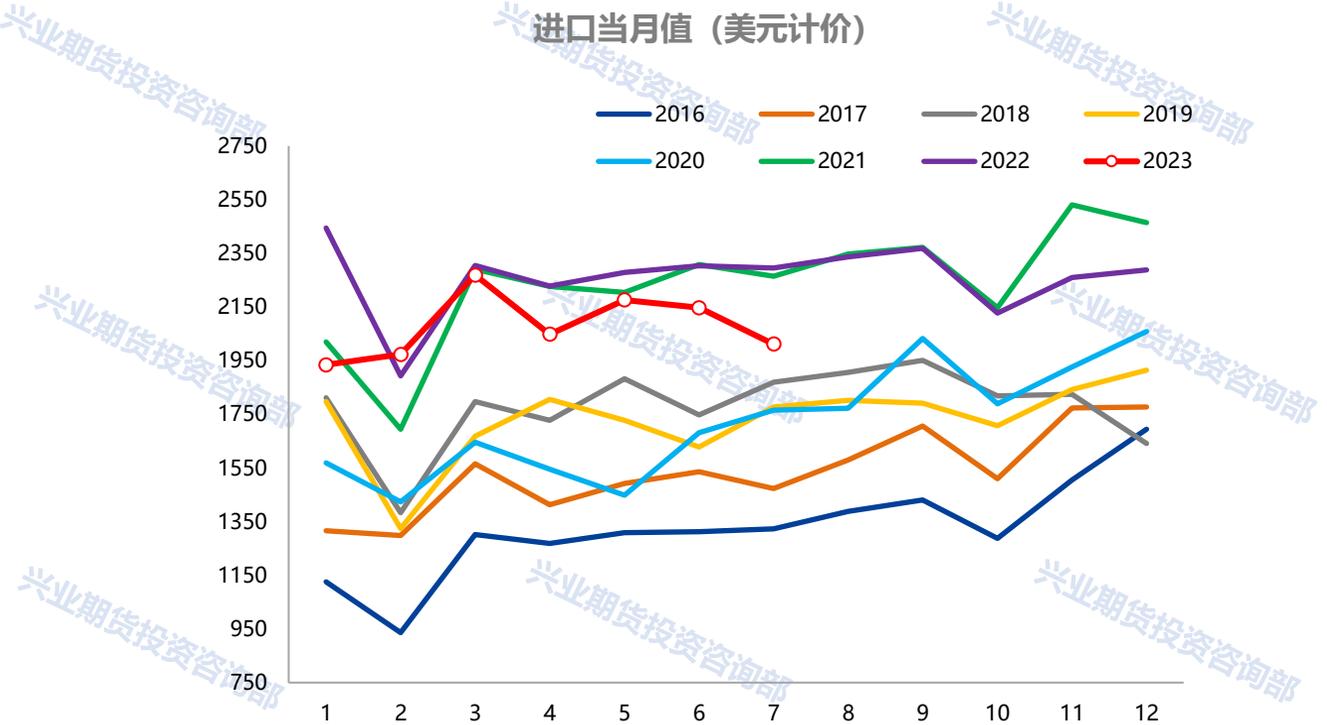
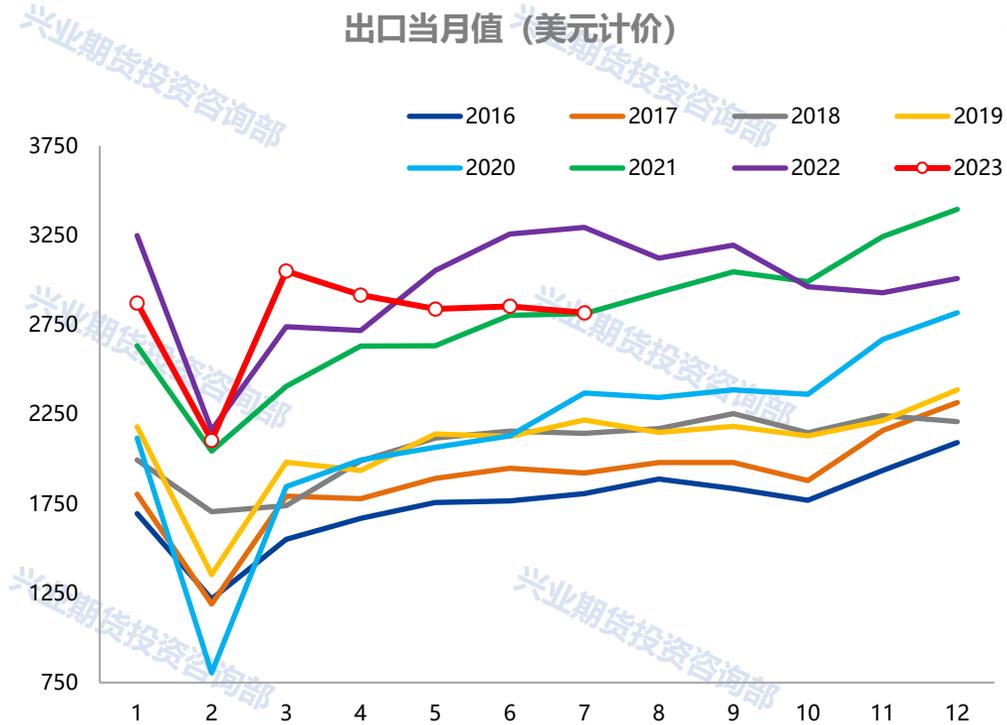
主动补库 (行业/分位数)		工业增加值	PPI	库存增速	利润增速
下游设备制造	专用设备	19.8%	15.2%	48.3%	29.9%
下游消费制造	皮毛制品	10.3%	72.1%	15.9%	23.0%
	医药制造	2.6%	13.2%	42.7%	6.2%
其他	设备修理	81.0%	64.9%	88.1%	96.0%

被动去库 (行业/分位数)		工业增加值	PPI	库存增速	利润增速
上游采矿	黑色采矿	24.0%	19.3%	7.6%	10.9%
下游设备制造	电气机械	67.2%	28.4%	28.9%	77.7%
	电子设备	6.3%	32.5%	13.5%	5.6%
	通用设备	14.1%	33.0%	5.1%	56.9%
	仪器仪表	22.9%	77.2%	55.6%	60.3%
下游消费制造	纺织服装	12.7%	35.0%	0.8%	18.3%
	家具	5.7%	16.8%	1.4%	9.0%
	汽车	77.8%	0.8%	38.1%	64.3%
	食品制造	7.8%	0.5%	35.5%	5.7%
	文体娱	10.3%	96.5%	27.8%	12.7%
	印刷	6.3%	28.4%	1.9%	4.7%
中游原材料	纺织	7.3%	4.6%	17.5%	3.3%
	钢铁	38.0%	11.2%	5.2%	2.8%
	化学纤维	23.4%	29.4%	3.3%	10.4%
	化学原料	32.3%	2.5%	10.4%	3.3%
	建材	8.9%	2.5%	12.3%	4.7%
	金属制品	9.4%	3.6%	0.5%	5.7%
	木制品	5.2%	3.0%	26.4%	13.7%
	橡塑制品	18.3%	0.8%	11.1%	55.6%
	有色金属	32.3%	18.3%	23.7%	4.3%
	造纸	5.7%	4.6%	11.8%	5.2%
其他	废旧资源	55.6%	3.5%	76.2%	4.0%

以2季度库存增速环比变化/利润增速环比变化划分库存周期

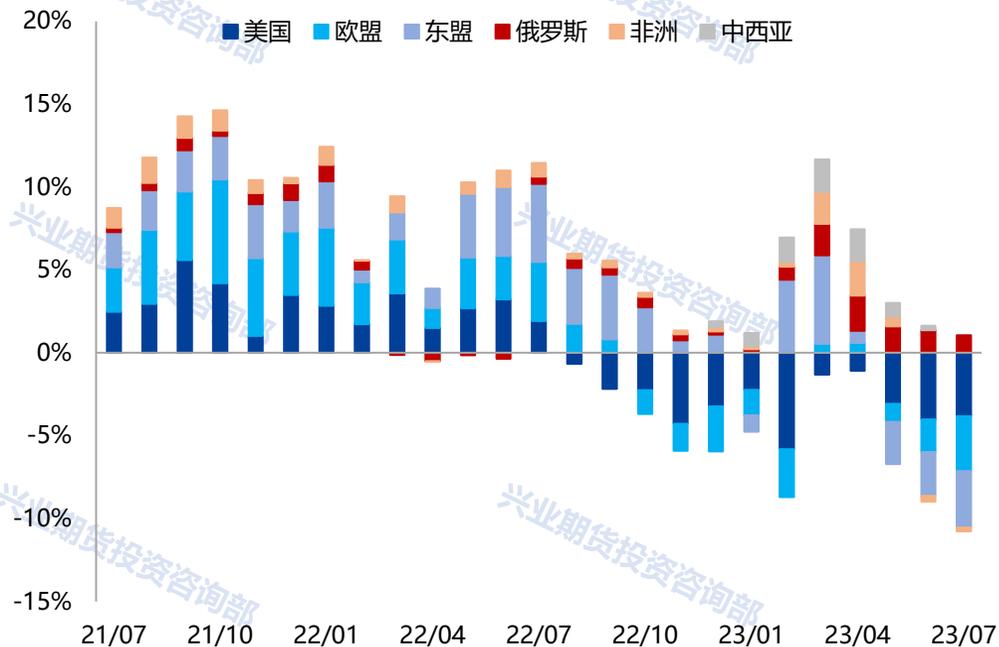
数据更新至6月30日

7月我国出口2817.6亿美元，同比下降14.5%，前值-12.4%；我国进口2011.6亿美元，同比下降12.4%，前值-6.8%；贸易顺差806亿美元，较前值小幅扩大。剔除基数影响，7月出口两年复合增速为0.1%，前值0.9%，进口两年复合增速为5.8%，前值3.6%。同比角度看，我国进出口的延续跌势，但下滑速度已有所减缓。从环比角度看，7月进出口环比读数也弱于季节性，其中进口回落幅度更大，与国内需求不足直接相关。

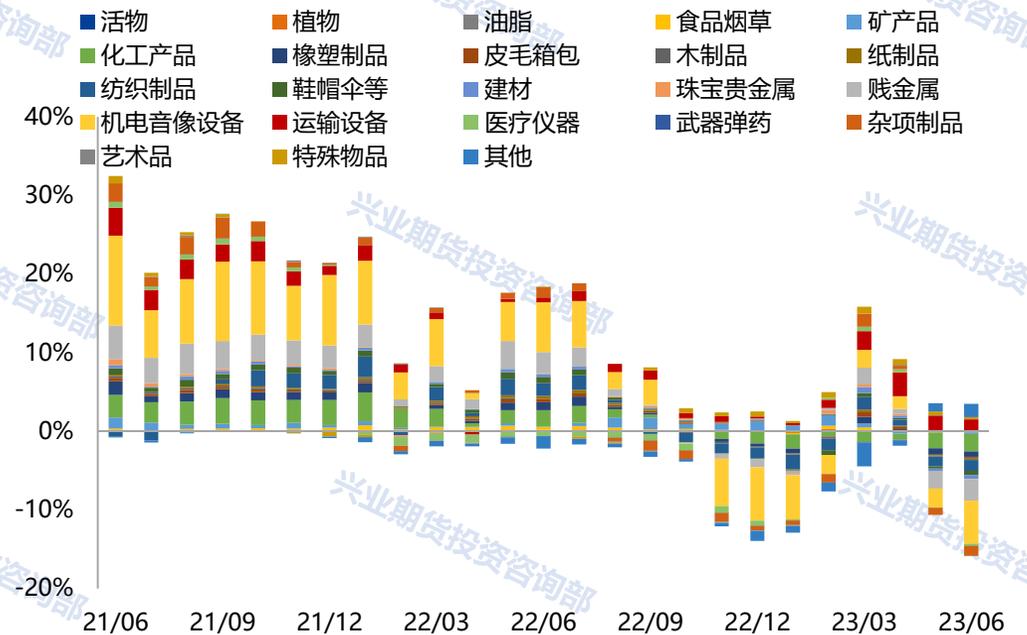


从出口国别角度看，传统三大贸易伙伴（美国、欧盟、东盟）对7月我国出口增长的贡献分别为-3.8%（前值-4.0%）、-3.3%（前值-2.0%）和-3.4%（前值-2.7%），新三大贸易伙伴（俄罗斯、非洲、中亚）对7月我国出口增长的贡献分别为1.1%（前值1.4%）、-0.2%（前值-0.3%）和0.7%（前值1.6%）。从出口产品分类看，交通运输设备（汽车）是支撑7月出口的核心产品，化工与贱金属出口降幅收窄，劳动密集型产品出口增速进一步下滑，其他机电品成为7月出口的最主要因素。

对主要贸易伙伴出口的同比拉动作用



出口产品的同比拉动作用

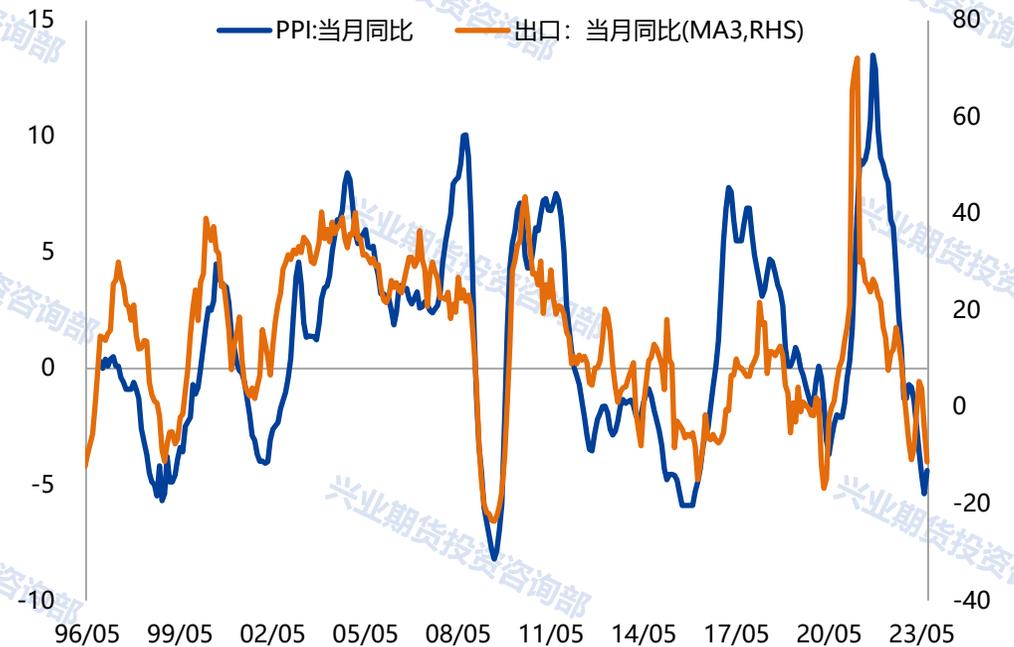


综合上述分析，7月出口超预期下行的几大核心因素有：（1）三大传统贸易伙伴均处于去库阶段，其国内工业生产指数同比已落入负区间，欧美产能利用率也逐渐波动下行，进口需求不振，进口增速均已降至偏低水平（美国34.7%、欧盟17.2%、东盟22.3%）；受三大传统贸易伙伴去库周期的拖累，国内出口增速快速回落，且机电中间品出口增速跌幅居首。（2）价格下滑也是拖累出口回落的重要因素。一方面是出口商品价格指数回落，另一方面是前期人民币走弱对美元读数仍存在明显拖累。目前看，欧美去库周期尚未结束，部分国家经济领先指标，如PMI，的短期回升能否持续还有待观察，不过国内生产者价格指数有见底回升的迹象，人民币进一步贬值驱动有所减弱，叠加基数效应，市场预期出口或已在筑底中。

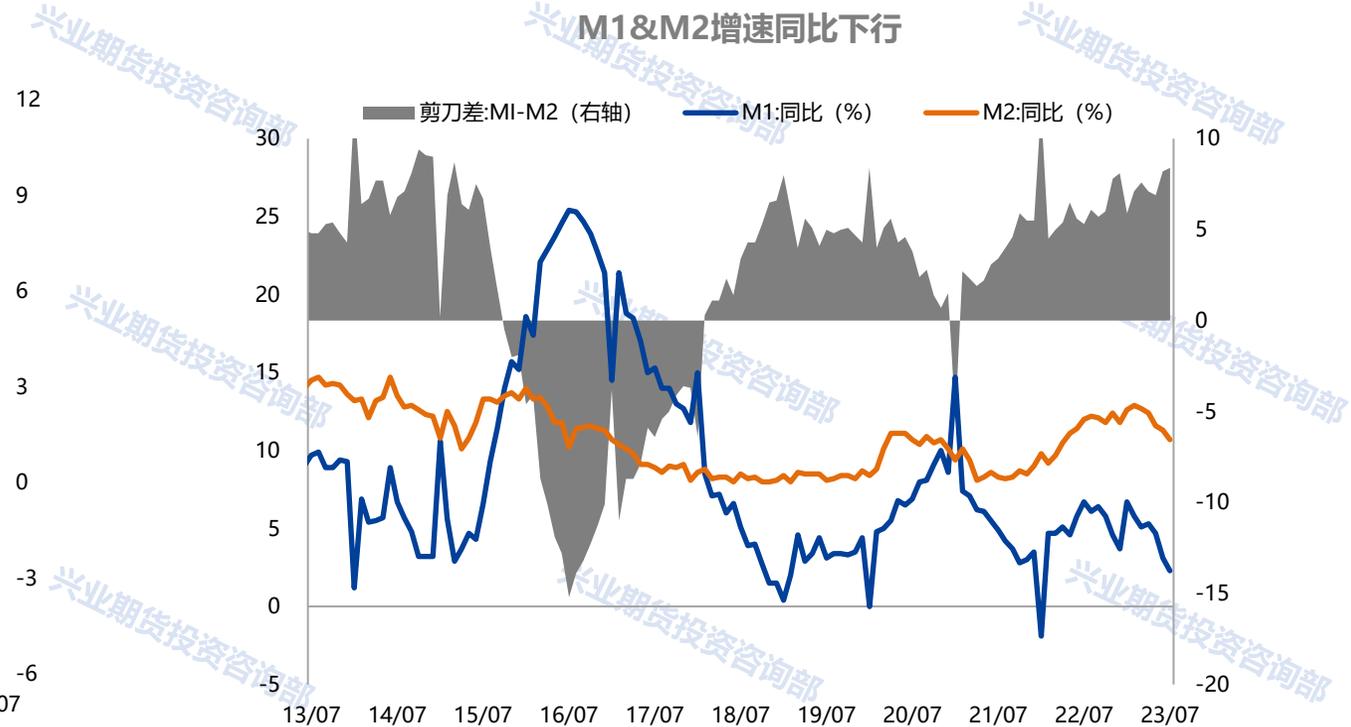
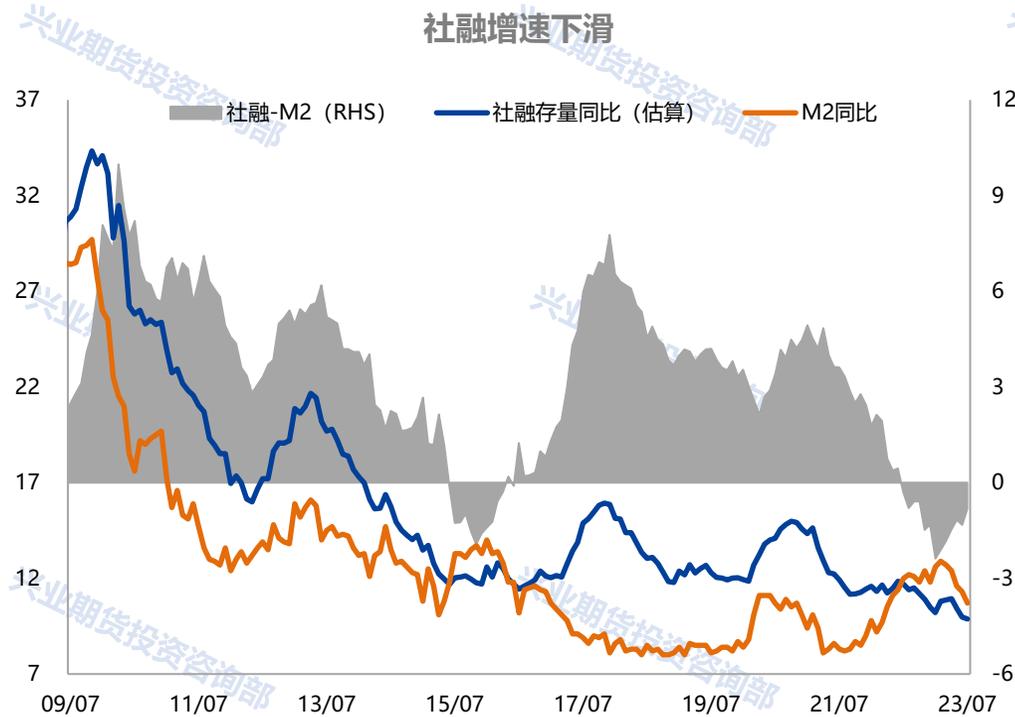
美国库存周期与中国出口



物价与中国出口



7月新增信贷3459亿元，同比少增3331亿元，低于近5年同期均值7064亿元，创十年来新增信贷的新低，结构上企业和居民贷款同时下滑，主要源于地产销售和基建资金的放缓。受信贷放缓的影响，7月社融也现超预期下行，当月新增社融5282亿元，同比少增2503亿元，社融存量增速下降0.1个百分点至8.9%，实体部门中长期融资需求转弱，政府债券发行也并未改善。7月M1和M2增速分别下降0.8个百分点，和0.6个百分点至2.3%和10.7%，M1降幅缩小，M2降幅扩大。M2和M1剪刀差再度走扩。

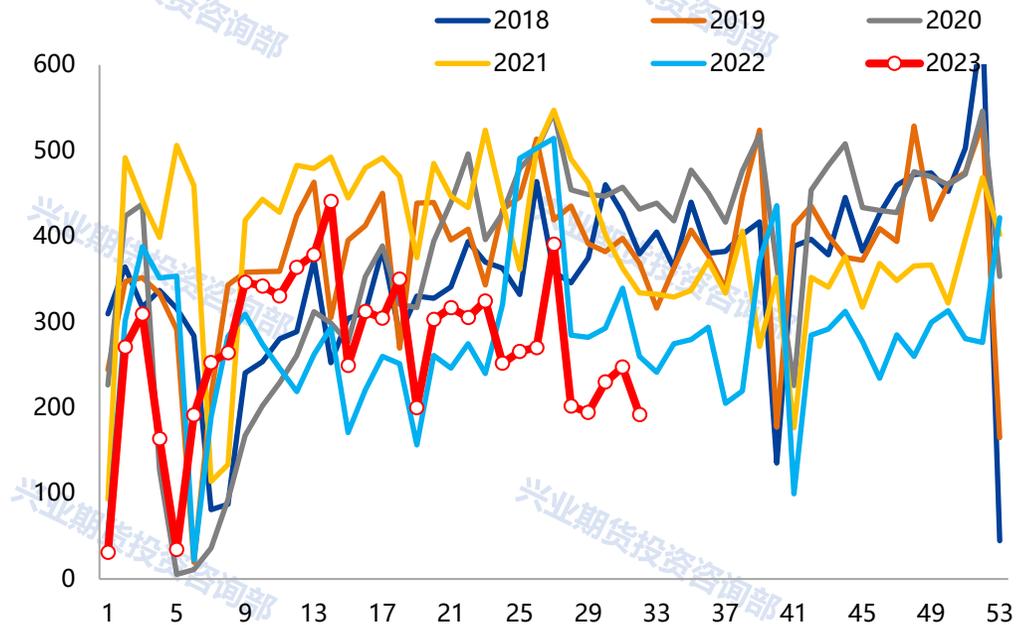


7月信贷社融数据大幅不及预期的核心原因还是在于需求不足，虽然政府融资需求（地方政府专项债发行提速）和企业融资需求有改善的驱动，但地产大周期的缺位，国内信用扩张的难度依然较高，其核心在于债务驱动投资模式退潮。按照历史经验，金融周期一般领先于经济周期、库存周期，偏弱的金融数据容易压制下半年经济复苏的斜率。

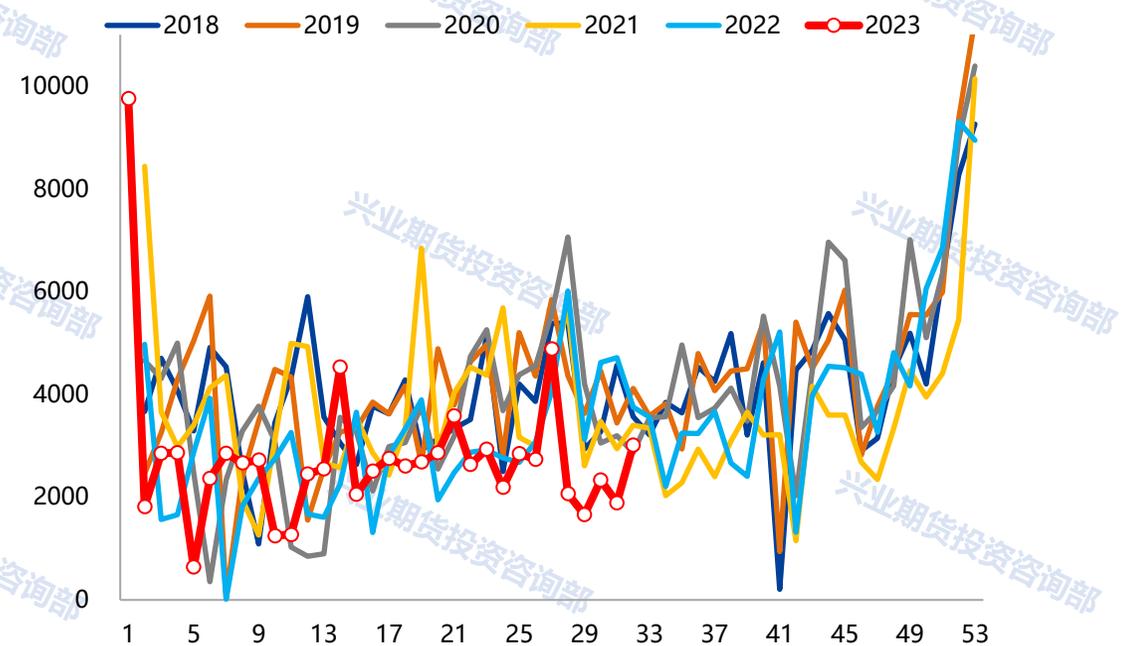
单位：亿元		同比	环比	23/07	23/06	23/05	23/04	23/03	23/02	23/01
社融	表内融资	-2,926	-32,197	25	32,222	11,881	4,112	39,914	18,494	49,183
	人民币贷款	-3,724	-32,049	364	32,413	12,219	4,431	39,487	18,184	49,314
	外币贷款	798	-148	-339	-191	-338	-319	427	310	-131
	表外融资	1,329	-821	-1,724	-903	-1,457	-1,143	1,922	-80	3,485
	委托贷款	-81	64	8	-56	35	83	175	-77	584
	信托贷款	628	384	230	-154	303	119	-45	66	-62
	未贴现票据	782	-1,269	-1,962	-693	-1,795	-1,345	1,792	-69	2,963
	直接融资	-321	-2,218	6,074	8,292	4,174	8,485	9,981	12,384	6,739
	企业债券	219	-1,042	1,179	2,221	-2,150	2,944	3,352	3,675	1,635
	股票	-651	86	786	700	753	993	614	571	964
	政府债券	111	-1,262	4,109	5,371	5,571	4,548	6,015	8,138	4,140
	其他融资	-	-	-	1,750	167	72	1,085	88	-21
	ABS	-	-	-	-26	-349	-376	-150	-279	-333
	贷款核销	-	-	-	1,776	516	448	1,235	367	312
	社融增量	-2,503	-36,959	5,282	42,241	15,555	12,253	53,862	31,623	59,953
单位：亿元		同比	环比	23/07	23/06	23/05	23/04	23/03	23/02	23/01
人民币贷款	企业	-499	-20,425	2,378	22,803	8,558	6,839	27,000	16,100	46,800
	票据融资	461	4,418	3,597	-821	420	1,280	-4,687	-989	-4,127
	短期	-239	-11,234	-3,785	7,449	350	-1,099	10,815	5,785	15,100
	中长期	-747	-13,221	2,712	15,933	7,698	6,669	20,700	11,100	35,000
	居民	-3,224	-11,646	-2,007	9,639	3,672	-2,411	12,447	2,081	2,572
	短期	-1,066	-6,249	-1,335	4,914	1,988	-1,255	6,094	1,218	341
	中长期	-2,158	-5,302	-672	4,630	1,684	-1,156	6,348	863	2,231
非银	694	4,132	2,170	-1,962	604	2,134	-379	173	-585	
人民币贷款增量	-3,331	-27,041	3,459	30,500	13,600	7,188	38,900	18,100	49,000	

□ 房地产高频数据显示，地产销售和拿地仍无起色。销售端，随着地产大周期转向，居民对地产的预期逆转，房地产投资属性减弱，居民购房意愿和购房能力均受限，叠加房企资金压力下频频爆雷，地产需求端宽松政策效果也随之受到限制。销售回落又进一步加大房企资金压力，房企收缩杠杆意愿增强，持续拖累拿地和新开工，甚至拖累施工和竣工。这也是为什么7月底政治局会议对地产宽松政策的表态更为积极的重要原因。我们认为，在后房地产市场企稳回暖的关键依然在资金环节，政策应从供需两端给与房企增量支持，切断行业资产负债表萎缩的负反馈循环。

30大中城市商品房销售面积（更新至8.6）

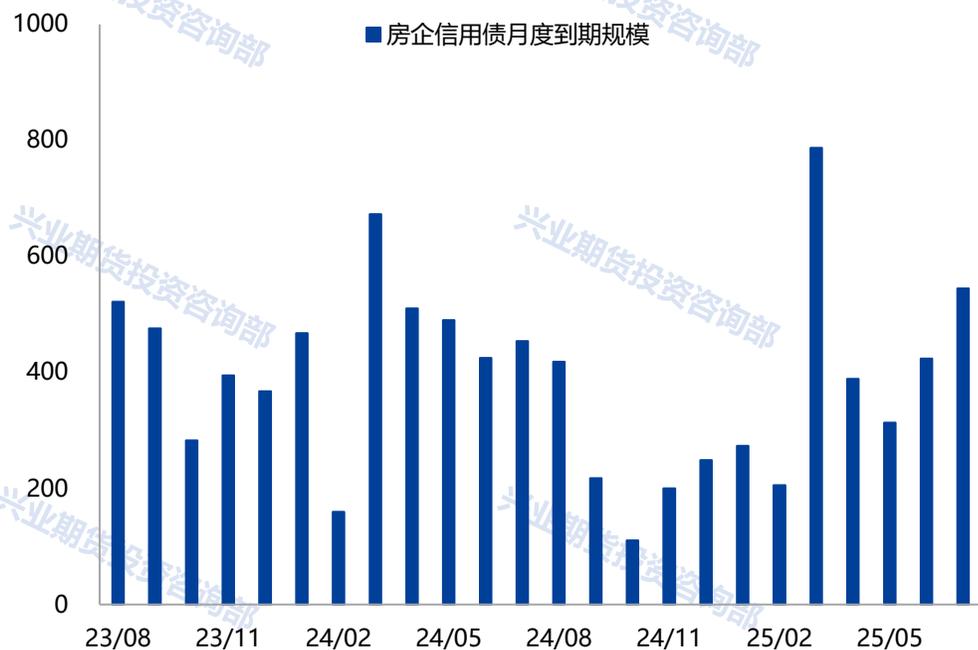


百城土地成交建筑规划面积（更新至8.6）

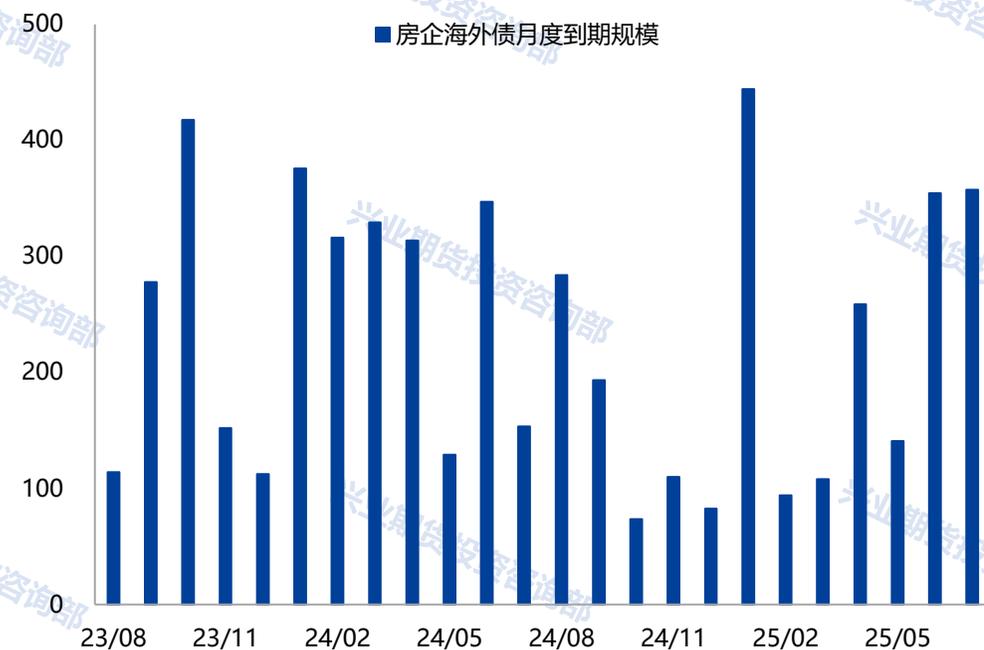


房企资金问题再度引发市场关注。碧桂园海外债务付息违约，境内11支债券8月14日起停牌。据市场消息，碧桂园在建项目为3121个，预售房屋超65万套，2024年底前交付压力较大。除碧桂园以外，三季度房企，尤其是民营房企境内外偿债压力仍较大。

房企信用债月度到期规模（中指院）



房企还外债月度到期规模（中指院）



政治局会后相关单位对房地产政策调整的表态（德邦证券整理）

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。

国内政策 I：房地产迎来新一轮政策优化（4）

综合7月中旬以来，连续几次重要会议和重要政府机关对房地产行业政策的表述，我们认为新一轮房地产政策放松已然开启，未来政策放松将集中于（1）降低首套房首付比例，（2）降低首套房按揭利率，（3）降低购房环节税费，（4）**调整“认房又认贷”政策**，（5）**存量房贷利率下调**，等五个方面。其中降低首套房首付比例、首套房按揭贷款利率以及购房环节税费，基本延续去年以来的房地产政策放松思路，将政策辐射范围扩展至核心一线城市和重点二线城市。而调整“认房又认贷”政策，和存量房贷利率属于新增政策，市场期待度更高。

同时，政策仍将集中在地方层面，预计将“一城一策”推进，全国“一刀切”的概率较低。7月31日国常会明确指出“根据不同需求、不同城市推出有利于房地产市场健康平稳发展的政策举措”。考虑到政策宽松方向和主要城市现行政策，我们认为核心一线城市，以及重点二线城市将作为本轮政策调整的重点。

房地产政策宽松：需求端

存量政策：加码

增量政策：推出

降低首付比例

- 首套房：部分首套房首付比例 $\geq 30\%$ 的二线城市，存在下调的空间；
- 二套房：**可松动二套房认定标准。**

降低首套房贷款利率

- 《建立首套住房贷款利率政策动态调整机制》：各地可在满足条件时自主决定下调或取消房贷利率下限，实际上大部分城市均可自主下调利率。
- 4月14日央行发布会指出，3月以来短短一个多月时间里，全国有一百多个城市自主下调了房贷利率，幅度在20BP-60BP不等。
- 6月，央行降息。

降低购房税费

- 2022年9月，《关于支持居民换购住房有关个人所得税政策的公告》，有延期的可能。
- 2023年7月25日，《支持协调发展税费优惠政策指引》。

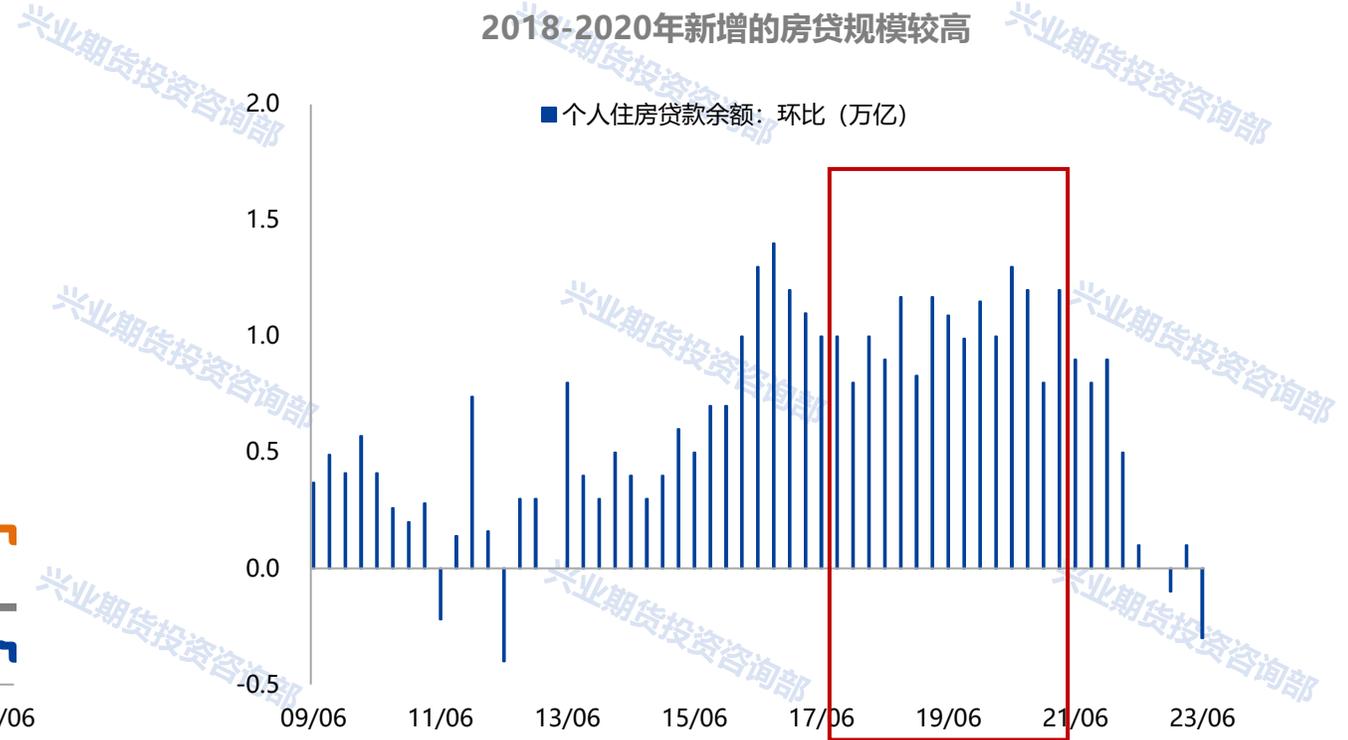
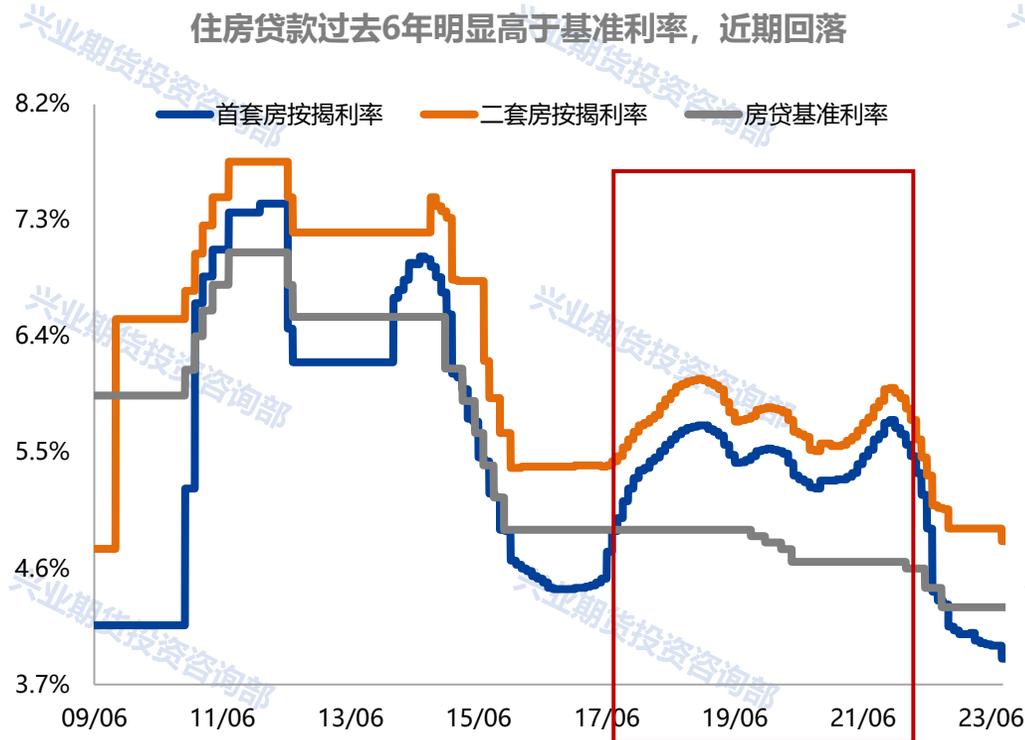
认房不认贷

- 目前约有16个城市执行认房又认贷，包括4个一线城市和武汉、成都等12个热点城市。

下调存量房贷

- 7月14日发布会，央行就提出“按照市场化、法治化原则，我们支持和鼓励商业银行与借款人自主协商变更合同约定，或者是新发放贷款置换原来的存量贷款”。
- 8月1日的下半年工作会议上，央行进一步明确要“指导商业银行依法有序调整存量个人住房贷款利率”。

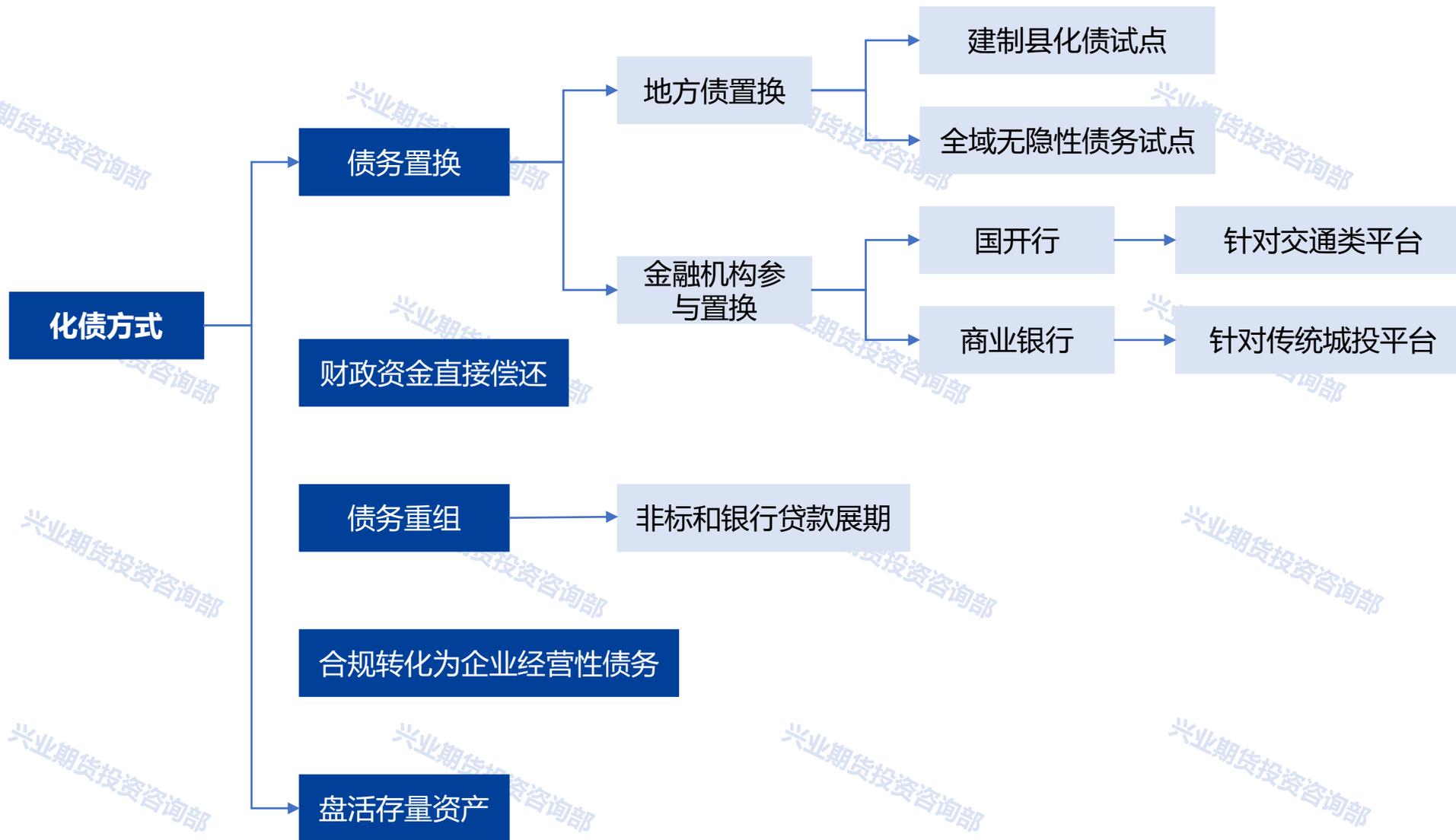
8月1日央行下半年工作会议中明确“指导商业银行调整存量个人住房贷款利率”，市场陆续传出部分城市商业银行有跟进的信息，仍等待各大银行根据不同城市情况着手调整存量房贷利息。从历史数据看，2018年-2021年房贷利率远高于基准利率，且新增房贷规模也处在历史高位，2020年3月前按揭贷款基本采用固定利率，之后改为浮动利率。因此调整2018年-2019年存量房贷利率影响较大。根据海通证券研究，当前存量房贷利率均值仍在4%-5%之间，尤其是2020-2021年间平均房贷利率超过5%。降低存量房贷利率，将有助于减缓居民提前还贷趋势，稳定实体融资需求，降低居民购房成本。



此外，包括“认房又认贷”在内的15个核心城市（4个一线城市+11个核心二线城市）房地产调控政策的优化，这也将是房地产需求端宽松政策加码的重要方向，关注8月即将召开的北上广深房地产政策调控优化会议。

核心城市房地产调控政策优化空间较大（中金公司整理）

城市	是否限购	当前不同类型家庭购房最低首付比例				最低首付比例下调空间				城市	是否限购	当前不同类型家庭购房最低首付比例				最低首付比例下调空间				
		无房无贷记录	无房有贷(或其他城市有未结清贷款)	有1套房但无贷款	有1套房且贷款未结清	无房无贷记录	无房有贷(或其他城市有未结清贷款)	有1套房但无贷款	有1套房且贷款未结清			无房无贷记录	无房有贷(或其他城市有未结清贷款)	有1套房但无贷款	有1套房且贷款未结清	无房无贷记录	无房有贷(或其他城市有未结清贷款)	有1套房但无贷款	有1套房且贷款未结清	
		严格首套	首套/二套	首套/二套	严格二套	严格首套	首套/二套	首套/二套	严格二套			严格首套	首套/二套	首套/二套	严格二套	严格首套	首套/二套	首套/二套	严格二套	
北京	新购房为普宅	√	35%	60%	60%	60%	5%	25%	-	20%	长沙	√	30%	35%	35%	40%	0%	5%	-	0%
	新购房为非普宅	√	40%	80%	80%	80%	10%	40%	-	40%	宁波	√	30%	40%	40%	60%	0%	10%	-	20%
上海	新购房为普宅	√	35%	50%	50%	50%	5%	15%	-	10%	东莞	×	20%	30%	30%	30%	0%	10%	-	0%
	新购房为非普宅	√	35%	70%	70%	70%	5%	35%	-	30%		新购房 ≤ 144m²	×	20%	30%	30%	30%	10%	0%	-
深圳	新购房为普宅	√	30%	50%	70%	70%	0%	20%	-	30%	无锡	√	30%	30%	30%	40%	0%	0%	-	0%
	新购房为非普宅	√	30%	60%	80%	80%	0%	30%	-	40%	福州	√	30%	40%	40%	50%	0%	10%	-	10%
广州	天津	√	30%	30%	40%	40%	0%	0%	-	0%	南通	√	20%	30%	30%	30%	0%	10%	-	0%
	重庆	×	20%	40%	40%	40%	0%	20%	-	10%	沈阳	√	20%	20%	30%	30%	0%	0%	-	0%
杭州	新购房为普宅	√	30%	40%	50%	70%	0%	10%	-	30%	青岛	√	30%	30%	40%	40%	0%	0%	-	0%
	新购房为非普宅	√	30%	70%	70%	70%	0%	40%	-	30%	济南	√	30%	30%	40%	40%	0%	0%	-	0%
南京	苏州	√	30%	30%	40%	40%	0%	0%	-	0%	合肥	√	30%	30%	30%	40%	0%	0%	-	0%
	武汉	√	30%	30%	40%	40%	0%	0%	-	0%	郑州	√	20%	20%	30%	40%	0%	0%	-	0%
成都	新购房为普宅	√	30%	40% (60%)	40%	60%	0%	30%	-	20%	石家庄	√	20%	30%	30%	30%	0%	10%	-	0%
	新购房为非普宅	√	30%	50% (60%)	50%	60%	0%	30%	-	20%	哈尔滨	×	20%	30%	30%	30%	0%	10%	-	0%
西安	苏州	√	30%	30%	30%	40%	0%	0%	-	0%	昆明	√	20%	20%	20%	45%	0%	0%	-	5%
	大连	√	30%	40%	40%	40%	0%	10%	-	0%	温州	√	20%	20%	20%	30%	0%	0%	-	0%
厦门	新购房 ≤ 144m²	√	30%	30% (50%)	40%	50%	0%	20%	-	10%	佛山	×	20%	20%	20%	30%	0%	0%	-	0%
	新购房 > 144m²	√	30%	30%	40%	60%	0%	0%	-	20%	珠海	√	30%	30%	30%	40%	0%	0%	-	0%
										泉州	√	20%	20% (30%)	20%	30%	0%	10%	-	0%	



我们认为，国内基本面已出现筑底信号，但7月社融、出口、地产高频数据均加速下行，内需不足依然制约经济复苏，政策加码迫在眉睫，因而政治局会议明确调宽松加码。8月迎来政策兑现阶段，具体政策加码的强度还未确定，短期又遇地产、信托公司的信用风险事件发酵，导致市场对政策落地的力度和及时性要求提高，对资产负债表衰退等一些长期问题的担忧再度升温，预期易过于悲观，对风险资产价格形成负面拖累；但是中期政策持续加码的大方向依然明确，建议低估值多头耐心持有。

板块	品种	2023年7月31日至2023年8月11日每日指数涨跌幅 (%)									
		D1	D2	D3	D4	D5	D6	D7	D8	D9	D10
贵金属	沪银	0%	1%	-1%	-2%	0%	1%	-1%	-1%	0%	1%
	沪金	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%
	IF	0%	0%	-1%	1%	0%	-1%	0%	0%	0%	-3%
	IH	0%	0%	-1%	1%	0%	0%	0%	0%	0%	-3%
	IM	1%	0%	0%	0%	1%	0%	0%	-1%	0%	-2%
	T	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
	TF	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
	TS	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%	0%
	沪铜	1%	2%	-2%	-1%	1%	0%	0%	0%	0%	-1%
	碳酸锂	0%	0%	0%	1%	0%	-4%	-1%	0%	-3%	-1%
	沪镍	1%	-1%	0%	-3%	1%	-2%	0%	0%	-2%	1%
	工业硅	1%	0%	1%	-4%	0%	-1%	0%	3%	0%	0%
黑色金属	螺纹钢	0%	0%	-2%	-2%	0%	0%	-1%	0%	-1%	0%
	热轧卷板	-1%	0%	-1%	-1%	0%	0%	-1%	0%	-1%	0%
	铁矿石	1%	0%	-1%	-3%	0%	-1%	-1%	1%	-1%	3%
	焦炭	-1%	3%	0%	-6%	0%	0%	-1%	2%	-2%	1%
	焦煤	-1%	2%	1%	-4%	1%	0%	-2%	2%	-2%	2%
	纯碱	0%	3%	-3%	-5%	-2%	-3%	0%	2%	0%	2%
	玻璃	2%	6%	-1%	-1%	2%	-3%	-2%	-1%	-1%	2%
能源化工	沥青	-1%	1%	-1%	-1%	1%	-1%	-1%	0%	0%	0%
	燃油	1%	2%	2%	-3%	2%	1%	-2%	1%	2%	-1%
	塑料	0%	0%	1%	-1%	1%	0%	-1%	1%	0%	0%
	甲醇	0%	3%	-1%	-1%	1%	-1%	0%	1%	0%	1%
	聚丙烯	0%	0%	0%	-1%	1%	0%	-1%	1%	0%	0%
	橡胶	1%	-1%	0%	-2%	0%	0%	0%	1%	0%	0%
	PTA	-1%	0%	-1%	-3%	1%	-1%	0%	0%	0%	1%
	PVC	0%	-1%	1%	-2%	1%	-1%	0%	1%	-1%	0%
农产品	玉米	0%	0%	0%	1%	1%	0%	1%	0%	0%	-1%
	郑棉	1%	0%	0%	-2%	0%	1%	-1%	0%	0%	0%
	棕榈油	-2%	1%	1%	-3%	1%	-1%	-2%	1%	0%	-1%
	豆油	-2%	1%	1%	-2%	2%	-1%	-2%	2%	0%	-1%



国债

T

01

市场分歧处偏高水平，股债跷跷板效应不明显

02

货币政策或存在发力空间，债市波动将加大

03

机构行为边际转变，市场分歧加剧

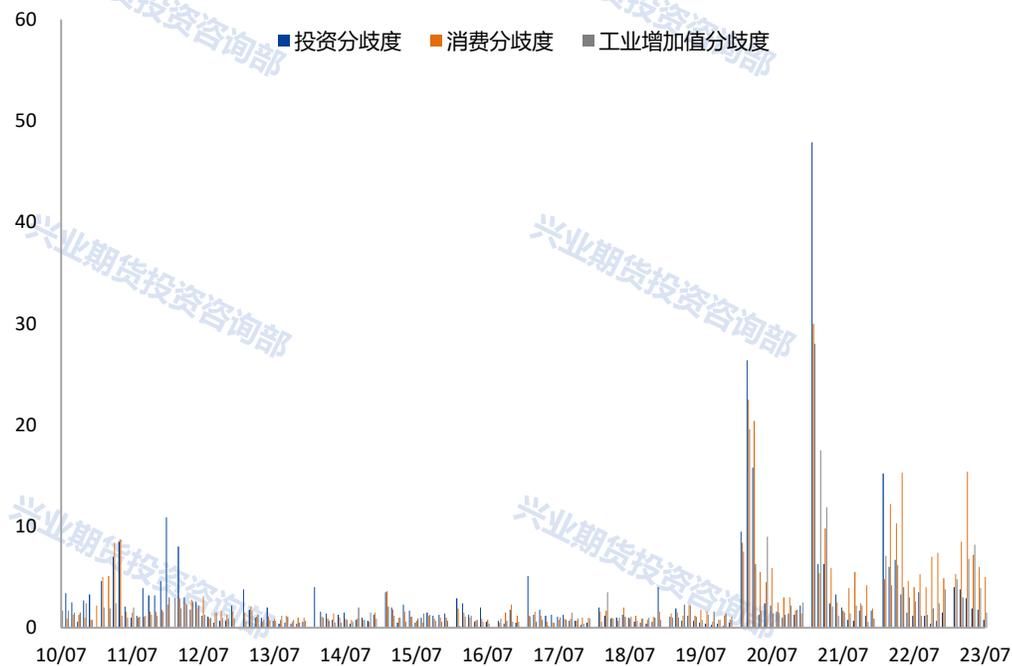
04

收益率转向暂未明确，曲线仍存变陡空间

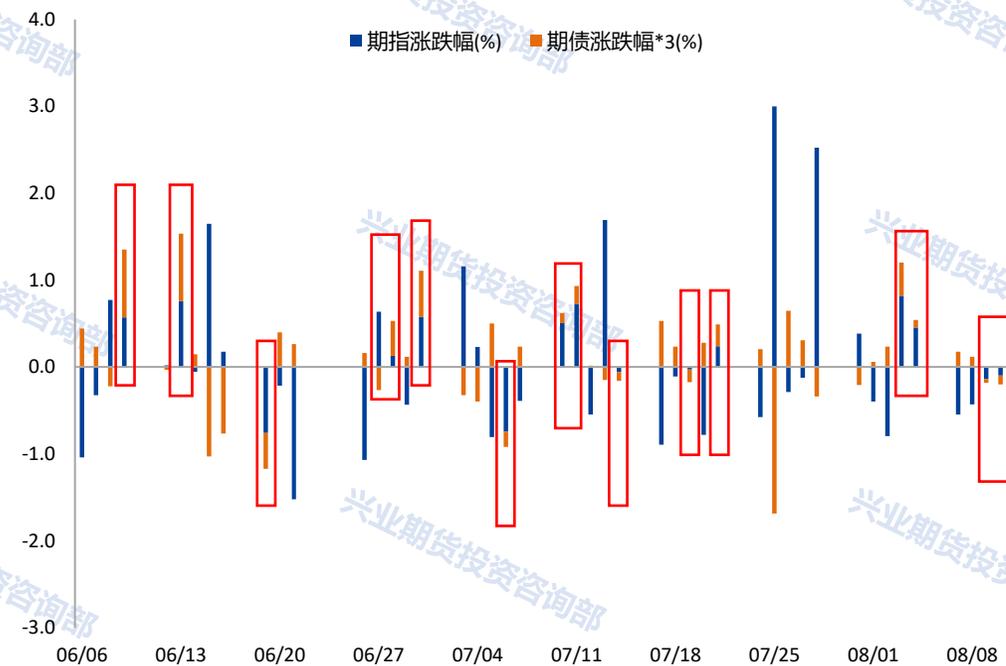
受政治局会议的影响，市场宏观面情绪仍较为乐观，但目前经济数据修复节奏偏缓，在实质性好转出现前，市场分歧分较为明显。目前宏观数据预期的差异较为明显，市场分歧度仍较高。

从市场走势来，6月至今，股债同涨同跌的情况频繁发生，在政治局会议后也仅出现1天明显的股债跷跷板效应，且目前股债均未走出趋势性行情，仍都以调整为主。

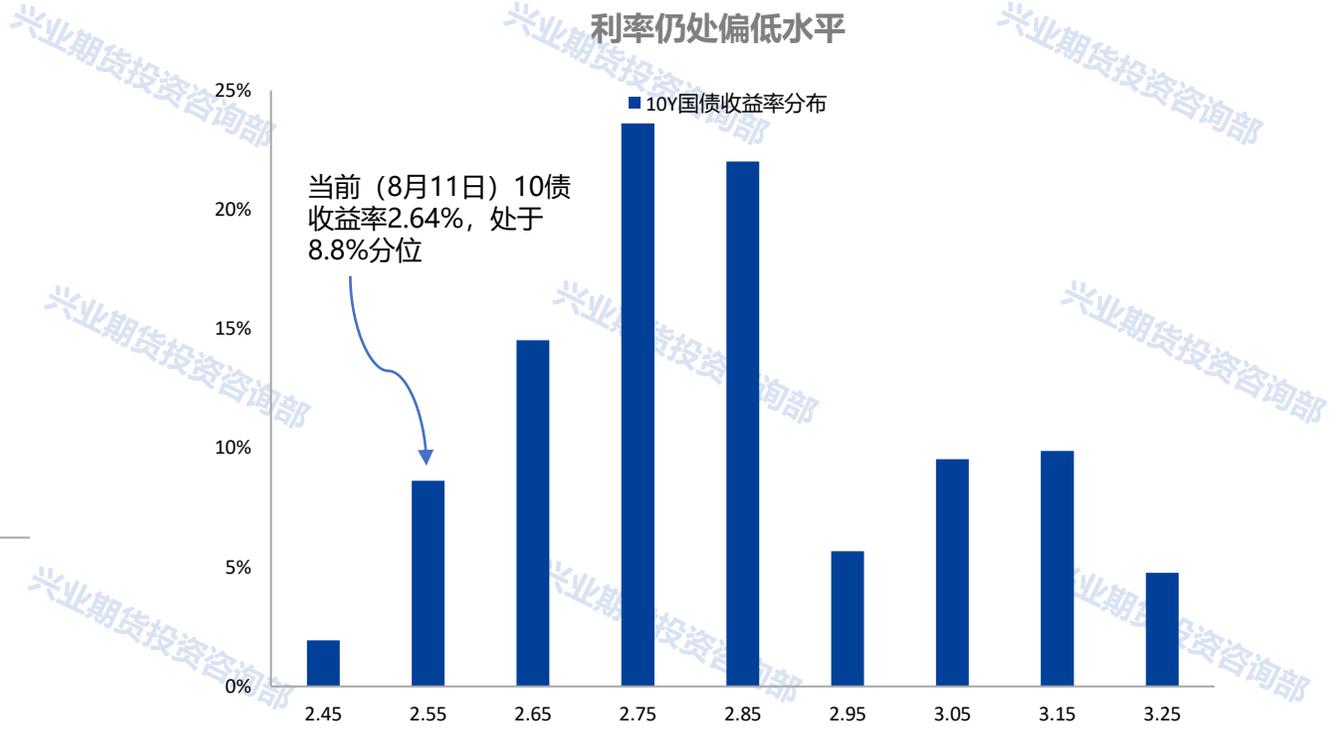
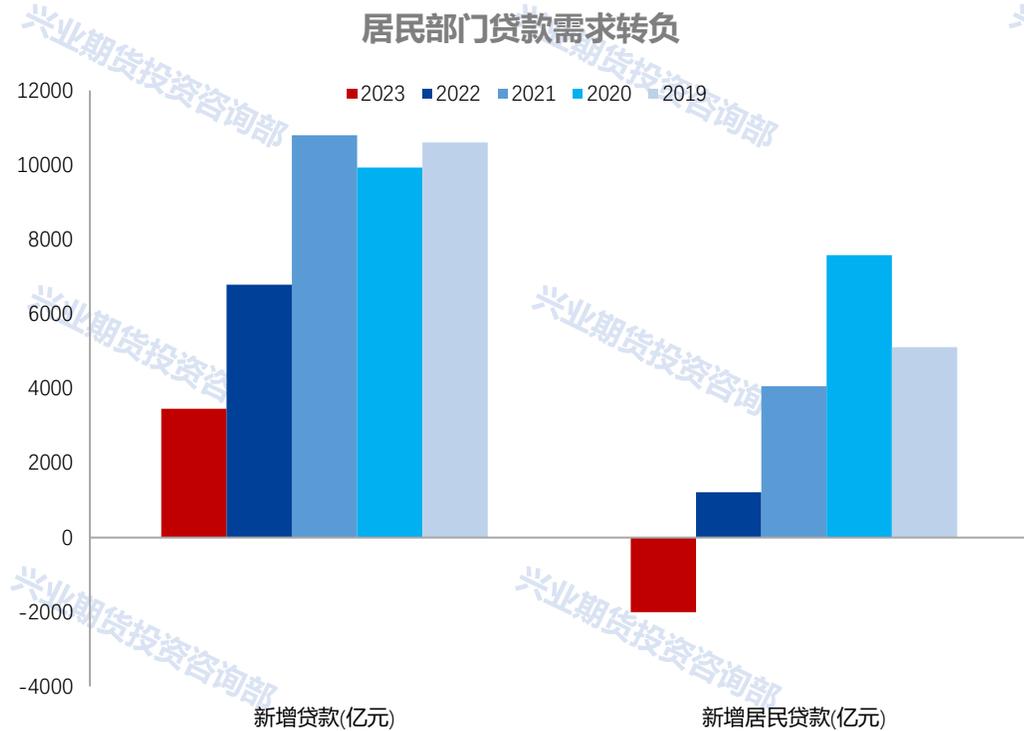
市场宏观分歧度始终处于偏高水平



股债同向情况频发



- 7月新增社融同比延续少增，新增贷款为2007年以来低点。且居民部门拖累最为明显，在低基数背景下，新增居民贷款仍同比下降3224亿元至-2007亿元，是2013-2023年同期首次转负。在此背景下货币政策或存在发力空间。
- 后续政策预计仍将继续发力，但经济修复节奏仍存在不确定性，债市短期内转向概率不高，但目前利率仍处于历史偏低水平，且在市场预期反复的情况下，债市波动或仍将偏大。



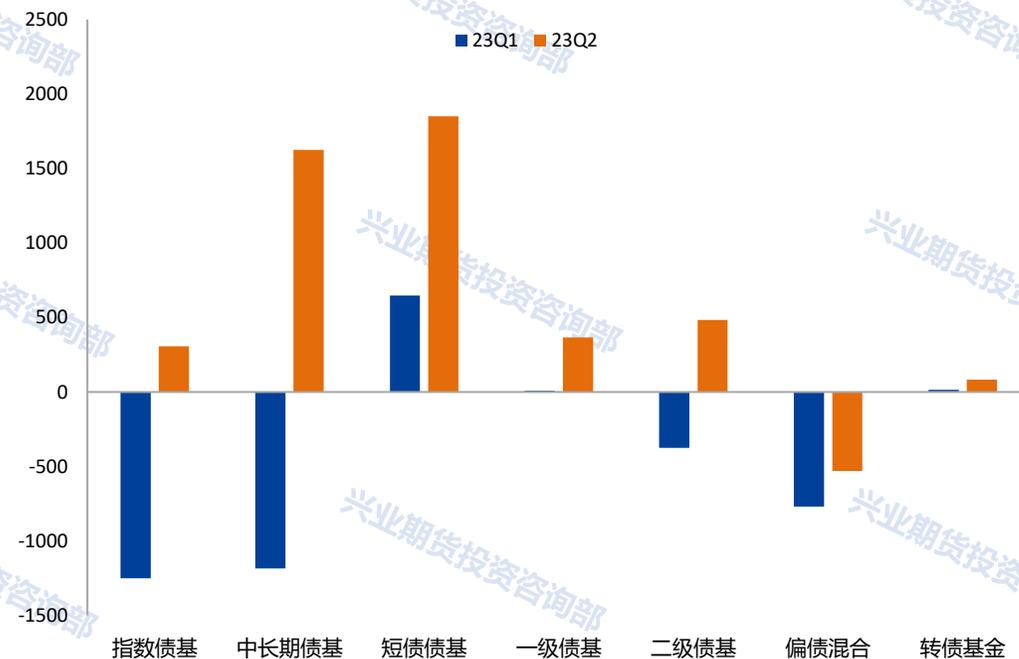
从机构现券市场成交情况来看，7月机构成交量较6月有所改善，但目前市场情绪仍较为谨慎，6月和7月的成交增速大幅不及5月。且机构分歧也在明显加大，银行成交增速变化放大，而以交易所为主的证券则成交量明显放缓。

根据公募基金23Q2的公告来看，纯债型基金规模创新高，中长期纯债基金在管规模突破5万亿元，短债基金规模突破9200亿元。但从历史表现来看，债券型基金规模占比出现快速抬升或达到了阶段性高点后，债券市场通常会出现一定程度的回调。

现券成交增速放缓

机构类型	成交笔数(笔)			较上月增速		
	7月	6月	5月	7月增速	6月增速	5月增速
大型商业银行	28190	23838	27172	18.26%	-12.27%	-1.69%
股份制商业银行	113952	109708	115753	3.87%	-5.22%	14.13%
城市商业银行	147508	126146	128351	16.93%	-1.72%	1.91%
农村商业银行和合作银行	160201	148878	142933	7.61%	4.16%	19.58%
证券公司	451505	439185	421254	2.81%	4.26%	12.55%
其他	278330	273647	248263	1.71%	10.22%	5.42%
合计	1179686	1121402	1083726	5.20%	3.48%	10.10%

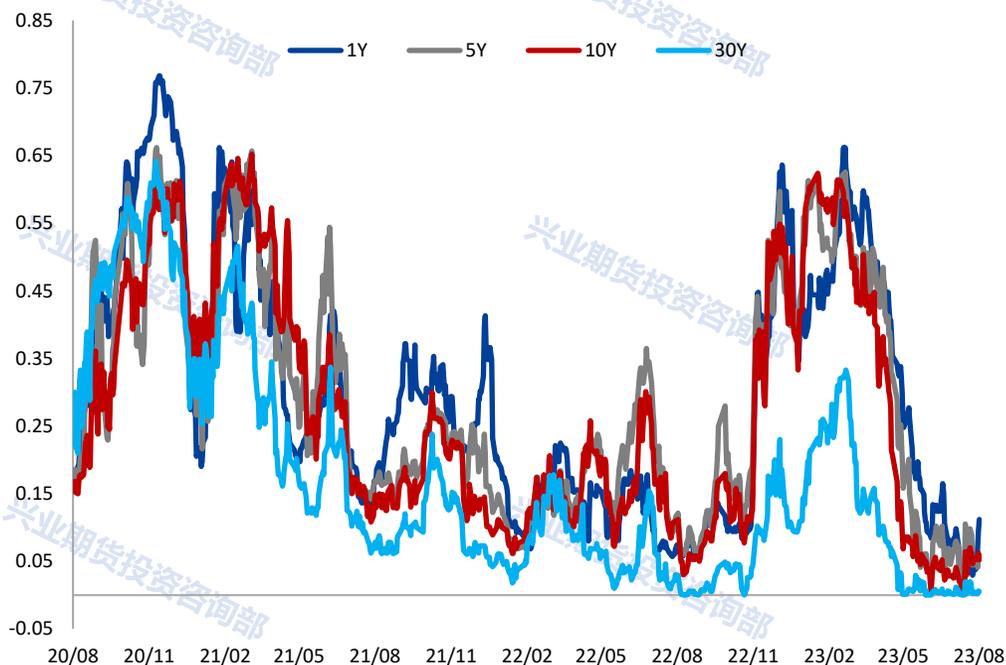
债券型基金整体净申购(万亿份)



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 (2023.8.11)	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	21.89	71.9%	20.7	17.2	19.6
10Y-3Y	38.88	67.9%	41.2	35.0	41.1
10Y-1Y	81.37	88.2%	75.1	58.8	70.0
5Y-3Y	16.99	63.6%	20.5	17.8	21.5
5Y-1Y	59.48	88.4%	54.4	41.5	50.4
30Y-10Y	34.56	1.0%	37.3	37.7	36.4
30Y-5Y	56.45	10.1%	58.04	54.95	55.96
2*TF-T	102.33	69.1%	102.4	101.7	101.7
4*TS-T	303.16	36.3%	303.5	303.1	303.3
2*TS-TF	100.42	9.4%	100.5	100.7	100.8
2*T-TL	105.17	-	105.88	-	-
4*TF-TL	309.83	-	310.62	-	-

股指

IF

01

部分关键指标短期弱化，难改基本面上行、盈利修复大势

02

估值提供高容错性，进一步提升A股配置价值

03

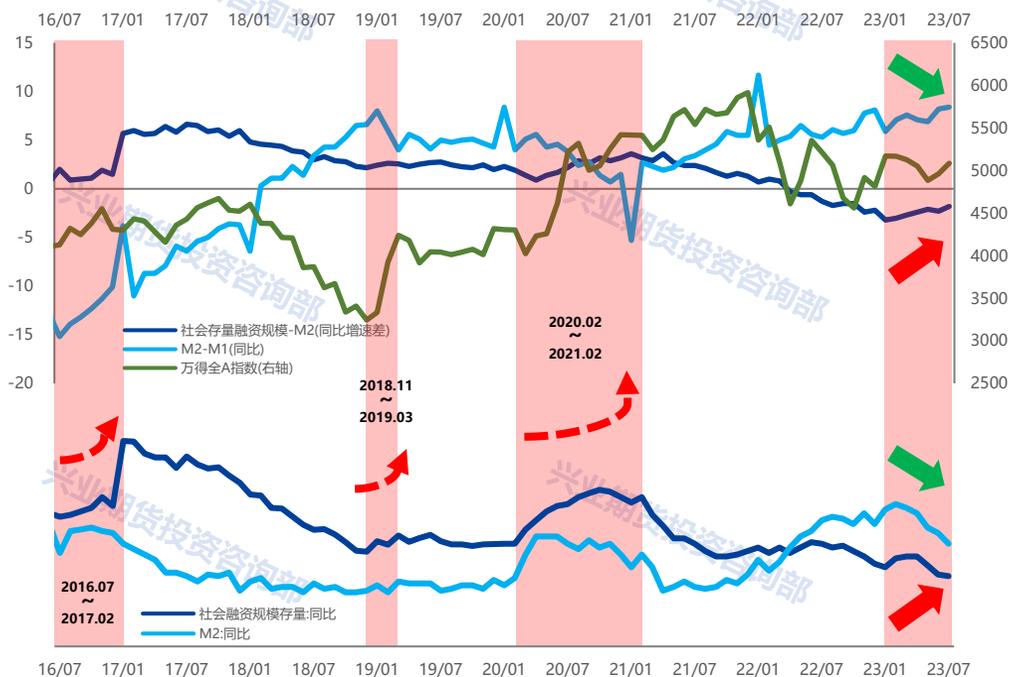
当前风格偏向价值，沪深300指数仍是最佳多头



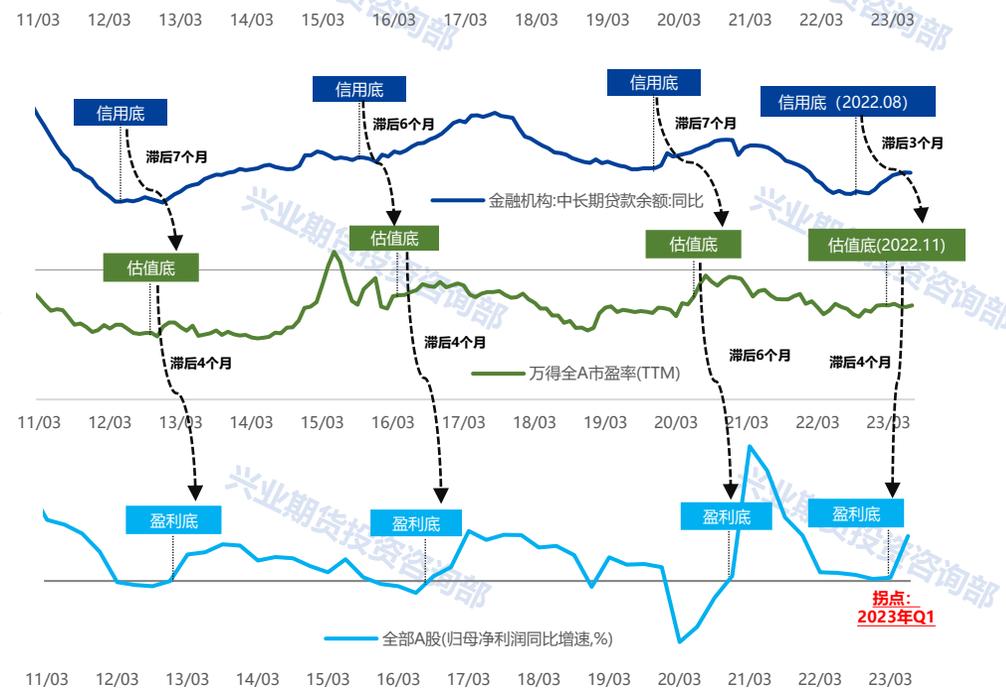
国内最新7月社融及信贷等主要指标均有较大程度回落、且显著不及预期，其主要原因：一是与季节效应有关，二是房地产及相关行业需求整体依旧偏弱所致。但前者属短期因素，而随政策面持续加码及落地、预计后者边际改善及修复的方向未变。因此，从相对长周期看，上述偏空金融数据的负面影响不宜高估，其后续各月其大概率将企稳走强，故从宏观流动性看、其对A股指引仍可持乐观态度。

此外，本轮行情2022年8月现“信用底”、11月现“估值底”，2023年Q1现“盈利底”，且主要行业库存下行周期已经或将要结束，内生增长动能较前期显著增强。因此，盈利上行、且节奏加快的判断依旧未改。

国内A股宏观流动性环境跟踪（截至2023年7月）



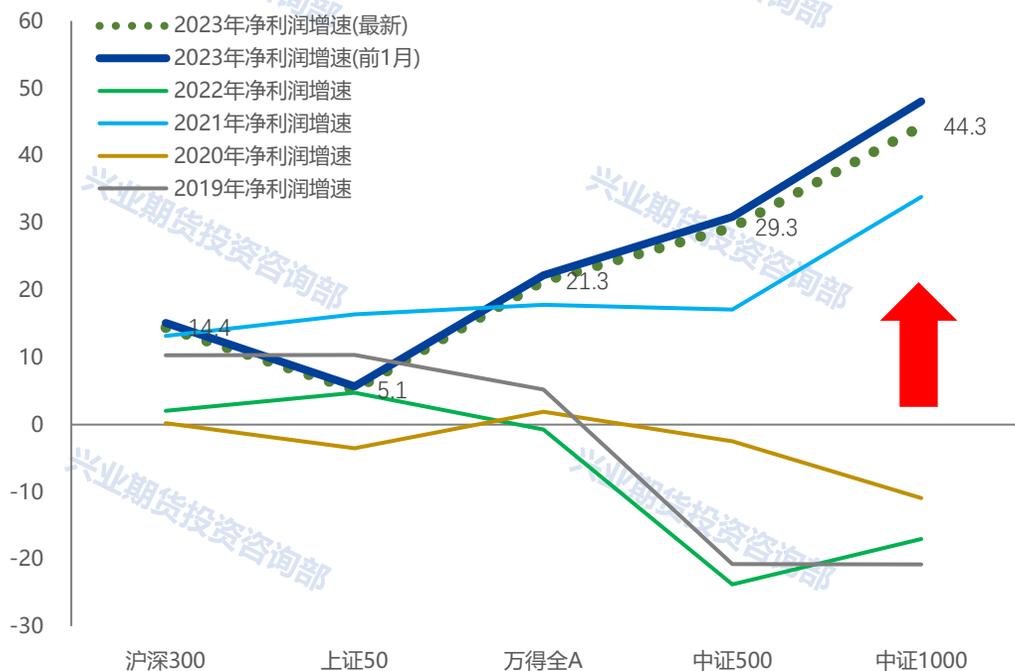
国内A股“信用底、估值底、盈利底”拐点对比（截至2023年7月）



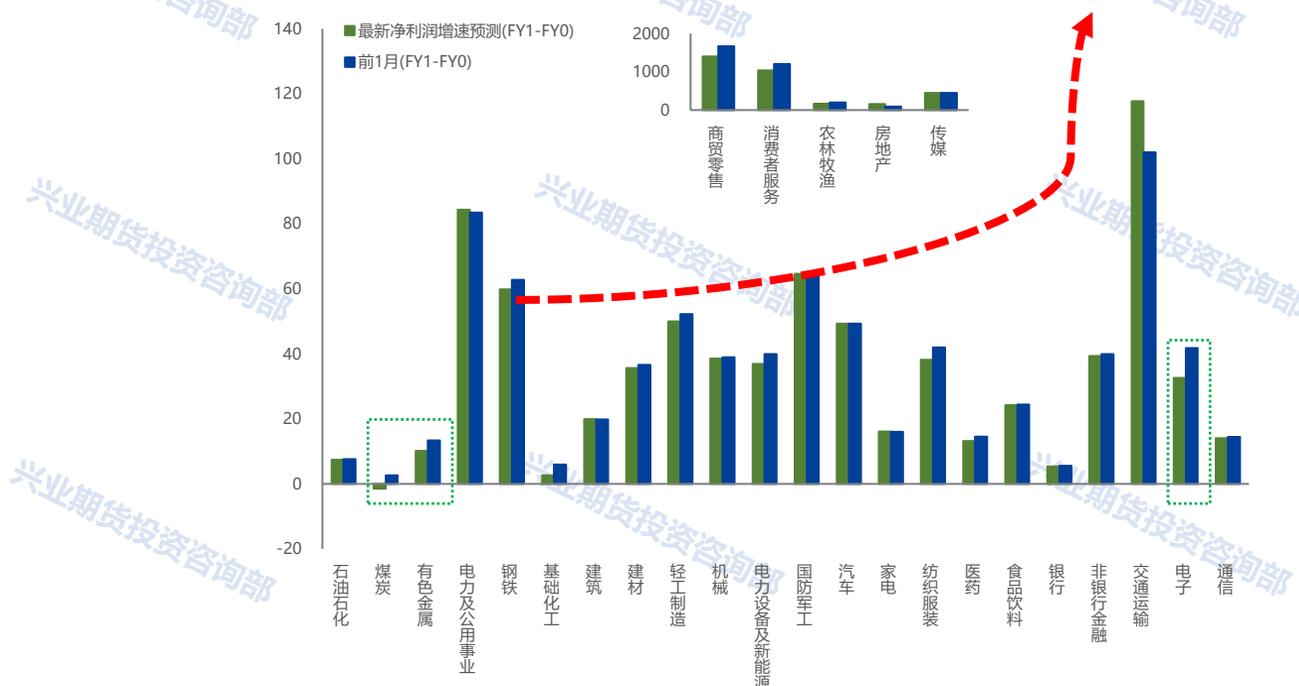


- 从Wind一致性业绩预期数据看：截至最新，A股主要宽基指数净利润增速保持稳定、且显著高于过往多个年度。此外，再从中信一级行业看，除煤炭、有色金属和电子等行业外，多数净利润增速亦无明显下修、而部分行业则持续上修。
- 故从基本面看，市场预期并未有重大变化、复苏基调未改，业绩这一核心因素对A股的驱涨动能依旧有效。

A股主要指数净利润增速一致性预期数据（截至2023.8.11）

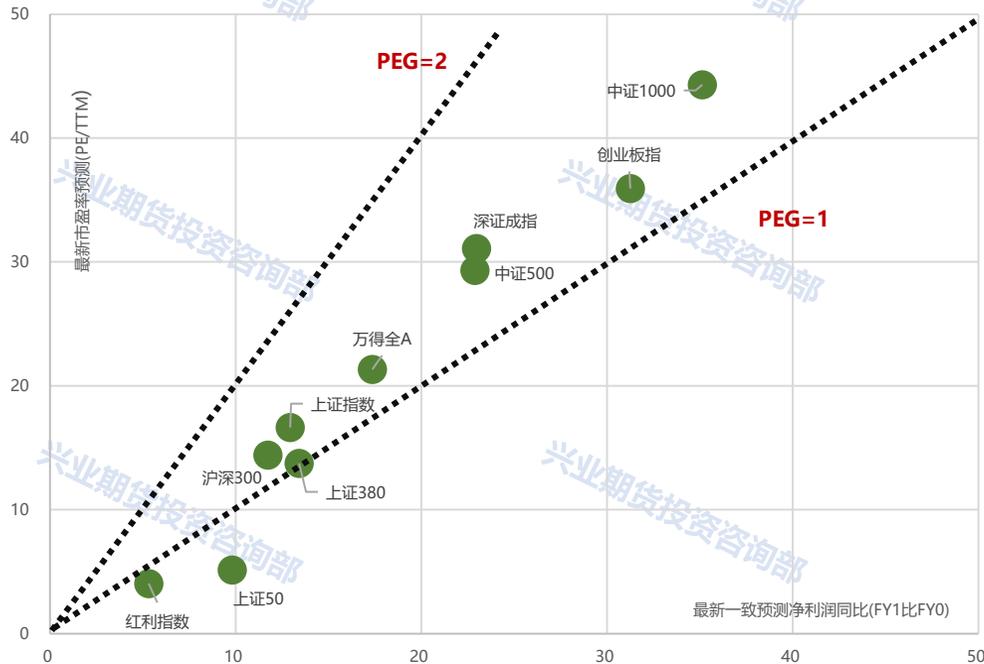


中信一级行业净利润增速一致性预期数据（截至2023.8.11）



- 进入第3季度后，随市场风险偏好有所回暖，A股估值亦有提升、但整体幅度不大。按最新数据，主要指数市盈率及市净率分位数普遍在50%以下，创业板指甚至在10%以下。因此，即使国内经济复苏强度或节奏不及预期，当前A股的低估值水平亦提供高容错性。
- 再从业绩、匹配程度看，A股主要指数的PEG值整体处于1.5以下，偏向价值风格的上证50、上证380、沪深300等则位于1附近及以下。考虑业绩回暖为大概率事件，基于当前估值水平、则进一步提升A股的多头配置价值。

A股相关指数PEG值跟踪（截至2023.8.11）



A股主要指数估值水平跟踪（市盈率及市净率，截至2023.8.11）

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	2023/8/11	2022/10/31	2023/8/11	2022/10/31	2023/8/11	2022/10/31	2023/8/11
上证指数	11.4	12.9	38.8%	44.2%	1.18	1.34	19.3%	25.3%
深证成指	24.0	23.0	58.4%	39.3%	2.35	2.48	26.0%	10.2%
沪深300	10.3	11.7	34.2%	38.6%	1.20	1.37	14.0%	20.1%
创业板指	37.4	31.2	22.4%	3.5%	4.76	4.51	24.4%	6.0%
上证50	8.3	9.8	37.0%	44.5%	1.06	1.27	31.8%	47.3%
万得全A	15.8	17.4	46.8%	46.0%	1.50	1.63	27.3%	20.6%
中证500	22.1	22.9	23.6%	18.5%	1.57	1.80	10.9%	35.9%
中证1000	28.6	35.1	12.9%	19.9%	2.27	2.24	44.9%	16.5%
红利指数	4.7	5.3	4.4%	10.2%	0.55	0.63	8.2%	27.2%

(**分位值起始时间点为2011/4/13)

- 从过往走势看，在经济复苏大势明朗、政策刺激导向明确的环境下，受益最直接的顺周期行业其表现相对占优（以大消费、大金融板块为主），即市场风格将更偏向于价值。
- 再从交易角度看，对于上述顺周期板块，其估值总体处于低估、公募基金持仓总体处低配状态。因此，从潜在涨势空间、持续性看，其低拥挤度更有利行情演化及强化。
- 而沪深300指数与价值风格的关联度最高、且近阶段盘面亦有足够印证，其仍是最佳多头标的。

A股相关指数被动去库与主动补库存阶段市场表现

历次被动去库阶段主要指数涨跌幅表现 (%)							
起点	终点	持续月数	沪深300	周期	消费	科技	金融
2006/03	2006/05	3	29.7	30.1	44.6	21.1	20.1
2009/04	2009/08	5	12.9	14.0	19.1	9.6	14.0
2012/10	2013/08	11	0.9	-6.7	-0.3	43.4	10.6
2016/03	2016/06	4	9.6	12.1	17.1	21.0	9.8
2019/01	2019/05	3	20.6	14.8	34.6	20.8	21.7
平均			14.7	12.9	23.0	23.2	15.2

历次主动补库阶段主要指数涨跌幅表现 (%)							
起点	终点	持续月数	沪深300	周期	消费	科技	金融
2006/06	2007/12	19	291.0	279.6	251.5	189.8	355.6
2009/09	2010/12	16	10.5	17.5	55.7	48.9	-3.2
2013/09	2013/12	4	0.7	-1.5	9.1	4.8	-0.5
2016/07	2017/12	18	27.8	12.0	19.1	-8.4	15.4
2020/04	2021/02	12	37.0	36.5	48.5	6.9	15.7
平均			73.4	68.8	76.8	48.4	76.6

A股主要指数相关性（近3月，截至2023.8.11）

指数	沪深300	上证50	中证500	中证1000	金融	周期	消费	成长
沪深300	1.00	0.92	0.71	0.14	0.84	0.56	0.86	-0.01
上证50	0.92	1.00	0.69	0.03	0.84	0.32	0.86	-0.27
中证500	0.71	0.69	1.00	0.69	0.43	0.06	0.67	0.36
中证1000	0.14	0.03	0.69	1.00	-0.30	-0.24	0.19	0.83
金融	0.84	0.84	0.43	-0.30	1.00	0.58	0.68	-0.43
周期	0.56	0.32	0.06	-0.24	0.58	1.00	0.38	-0.05
消费	0.86	0.86	0.67	0.19	0.68	0.38	1.00	-0.06
成长	-0.01	-0.27	0.36	0.83	-0.43	-0.05	-0.06	1.00
总计	2.25	1.74	1.52	0.49	/	/	/	/

周期:日线 2022/05/12 - 2023/08/11



沪铝

AL

01

开工率提升空间有限，高利润难以刺激产量增加

02

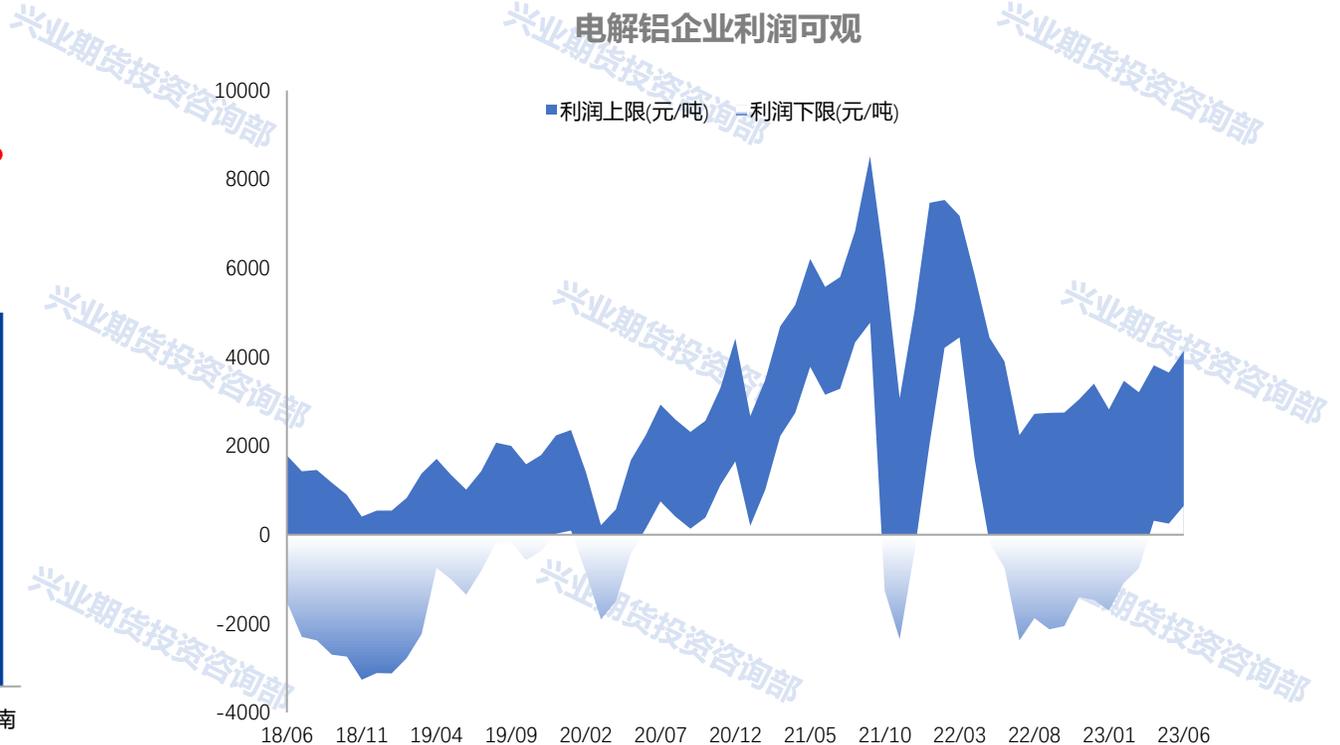
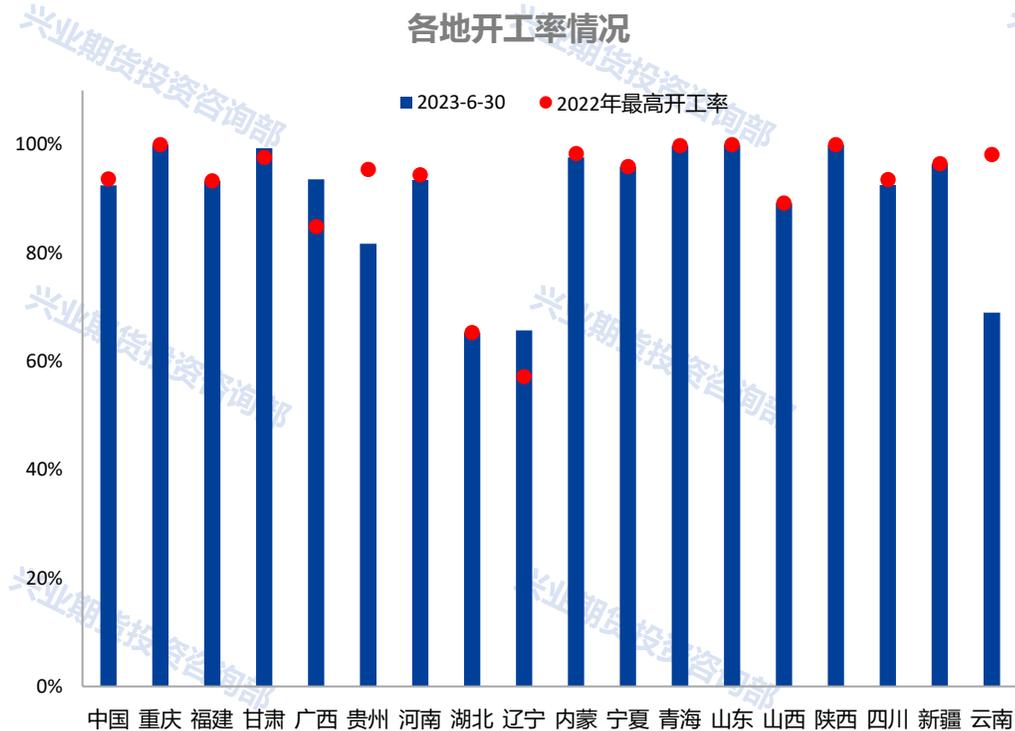
汽车需求向好，出口整体尚可

03

低估值叠加低库存，沪铝易涨难跌

目前除了云贵地区外，多数电解铝产地的企业开工率已经处于历史高位，虽然云南地区产能恢复较为乐观，但水电制约仍无法完全消除，电解铝产量难以出现明显的增加。因此即使目前电解铝利润偏高，但仍难以刺激产量的抬升，影响成本虽出现下移，但对于价格的传导性偏弱。此外高利润还可能增加企业挺价意愿。

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。

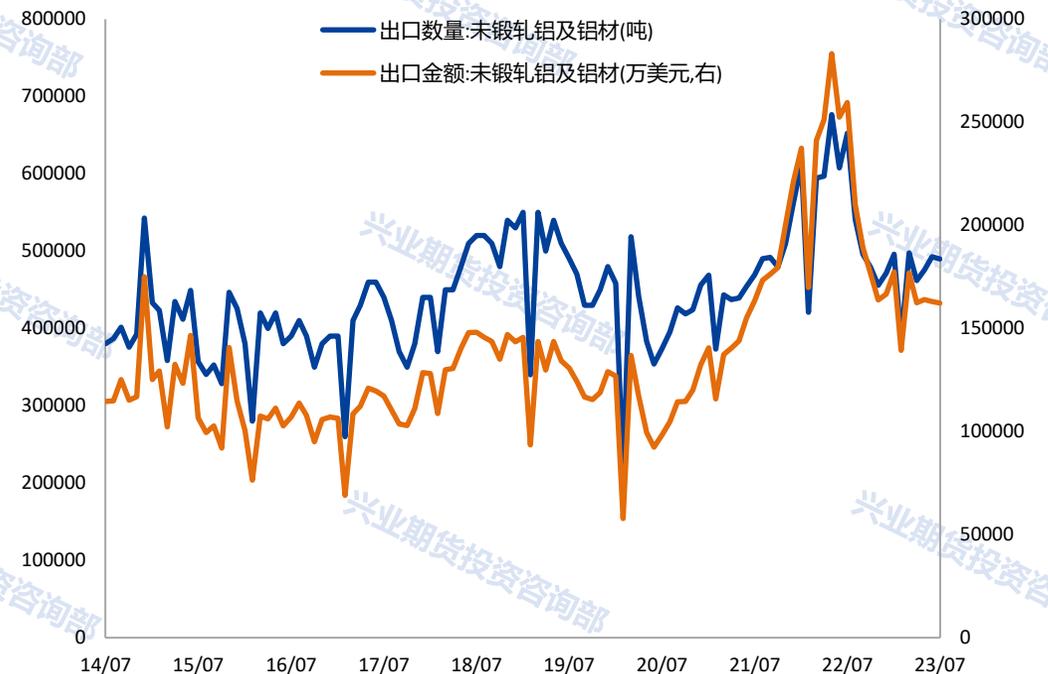


- 从目前的政策来看，新能源汽车销量仍将延续向上趋势，此外除了电池以外，轻量化将是未来汽车用铝的另一增长点，单产用铝量将持续抬升。
- 从出口数据来看，上半年铝出口数据整体仍向下，未锻轧铝及铝材累计出口增速继续下滑，但当月出口环比基本持平。部分与汽车相关的如铝合金车轮等表现及为强势。

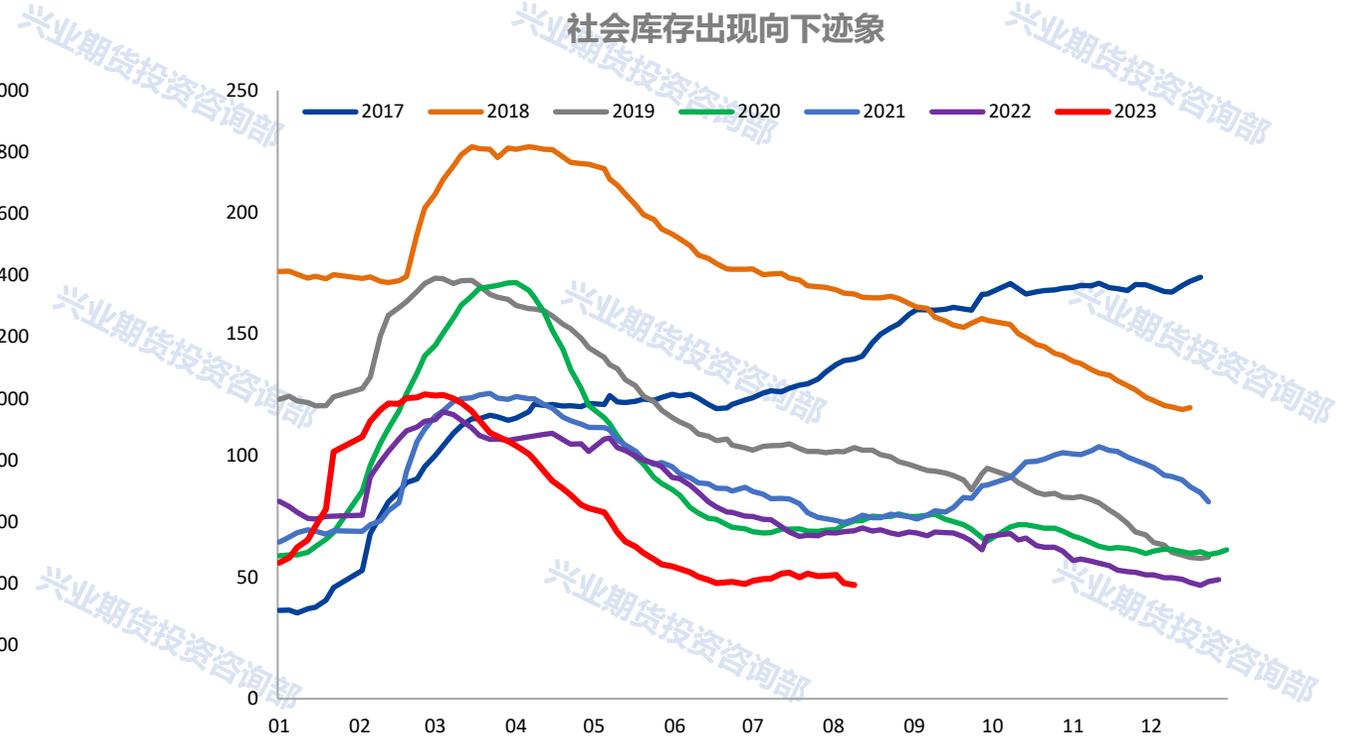
汽车用铝量将不断抬升

项目	2020年	2025年	2030年
车辆整备质量	较2015年减重10%	较2015年减重20%	较2015年减重35%
铝合金	单车用铝量达到190KG	单车用铝量达到250KG	单车用铝量达到350KG
镁合金	单车用镁量达到15KG	单车用镁量达到25KG	单车用镁量达到45KG
高强度钢	强度600MPa以上的AHSS钢应用达到50%	第三代汽车钢应用比例达到自车质量的30%	2000MPa以上的钢材有一定比例的应用
碳纤维增强复合材料	碳纤维有一定使用量，成本比2015年降低50%	碳纤维使用量占车重的2%，成本比上阶段降低50%	碳纤维使用量占车重的5%，成本比上阶段降低50%

出口整体持平



- 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，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，库存仍处于历史低位，且本周再度出现库存下滑迹象。



橡胶

RU

01

终端车市增速虽有回落，政策预期及需求传导维持乐观

02

旺产季原料价格支撑下移，但气候不稳定性仍需关注

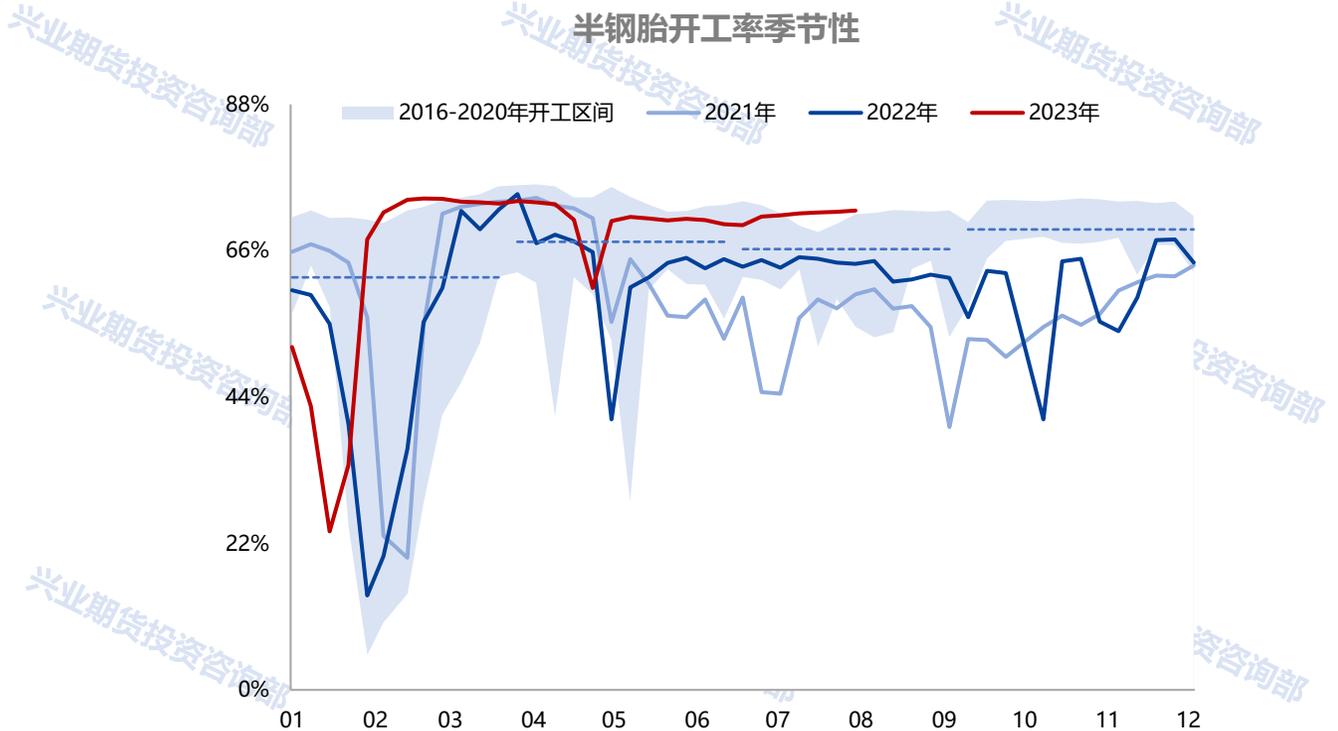
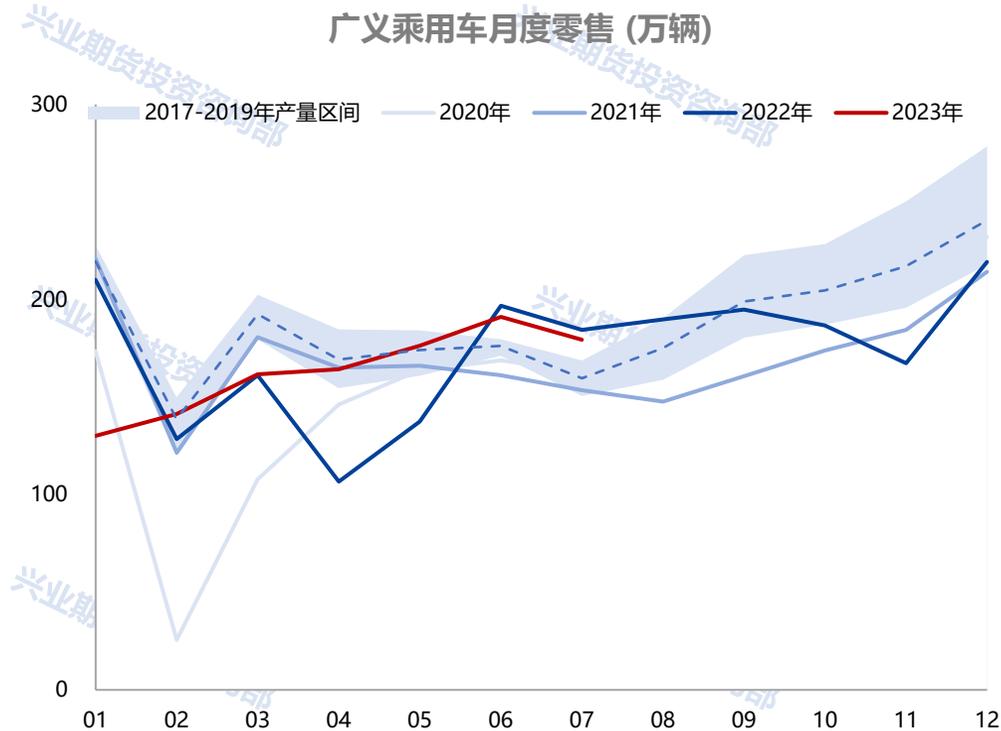
03

交割品减产大势已定，结构性库存压力或开始缓和

04

月间价差相对合理，沪胶多头赔率占优

汽车方面，中汽协口径，7月汽车产销分别完成240.1万辆和238.7万辆，环比下降6.2%及9.0%、同比下滑2.2%及1.4%，高基数效应下负增长压力凸显，但从乘用车零售数据分析，淡季不淡特征显著，7月汽车销量亦为近年同期次高水平，且随着政策预期的逐步落地，多地已经着手落实相关消费刺激措施，市场潜力有望得到激发，终端需求尚不悲观；轮胎方面，企业开工意愿可圈可点，全钢胎开工率底部回升，半钢胎产线开工状况持续维持季节性峰值，需求传导亦未受阻。

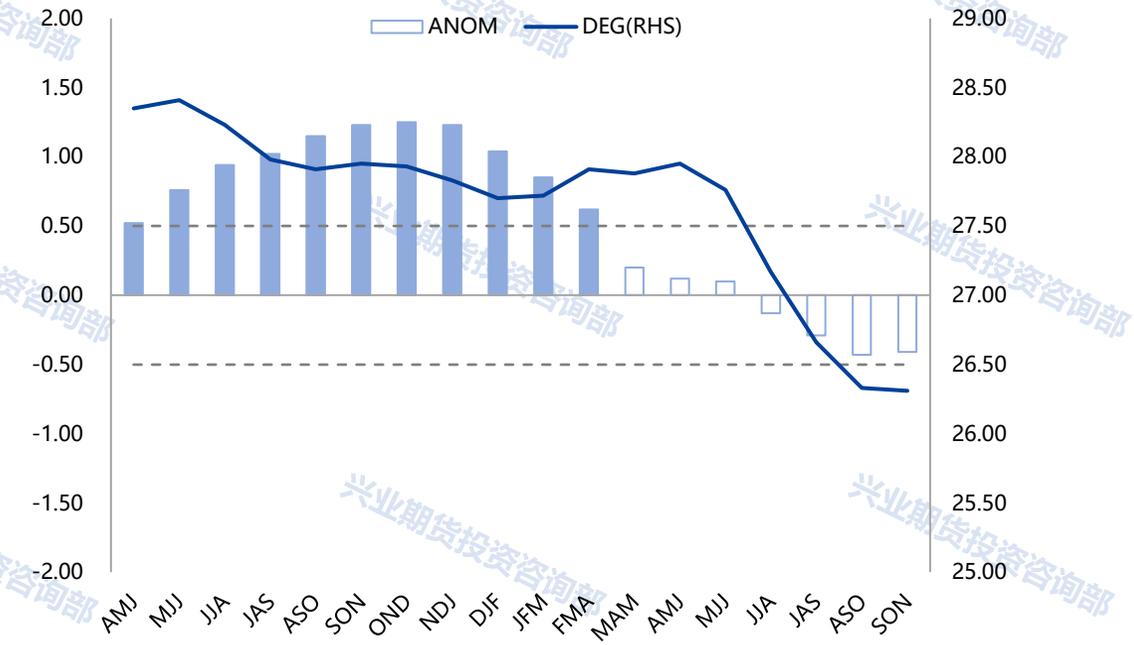


供应方面，国内产区处于旺产季，割胶作业平稳进行，云南地区干旱气候造成的影响消散后原料生产处于放量阶段，当地胶水价格小幅下探，表明国内供应有所回升；但值得注意的是，根据NOAA本月预测数据报告显示，太平洋地区厄尔尼诺事件影响将持续至2024年2月，极端天气所带来的负面扰动仍不容小觑，ANRPC各产区物候条件稳定性遭受考验。

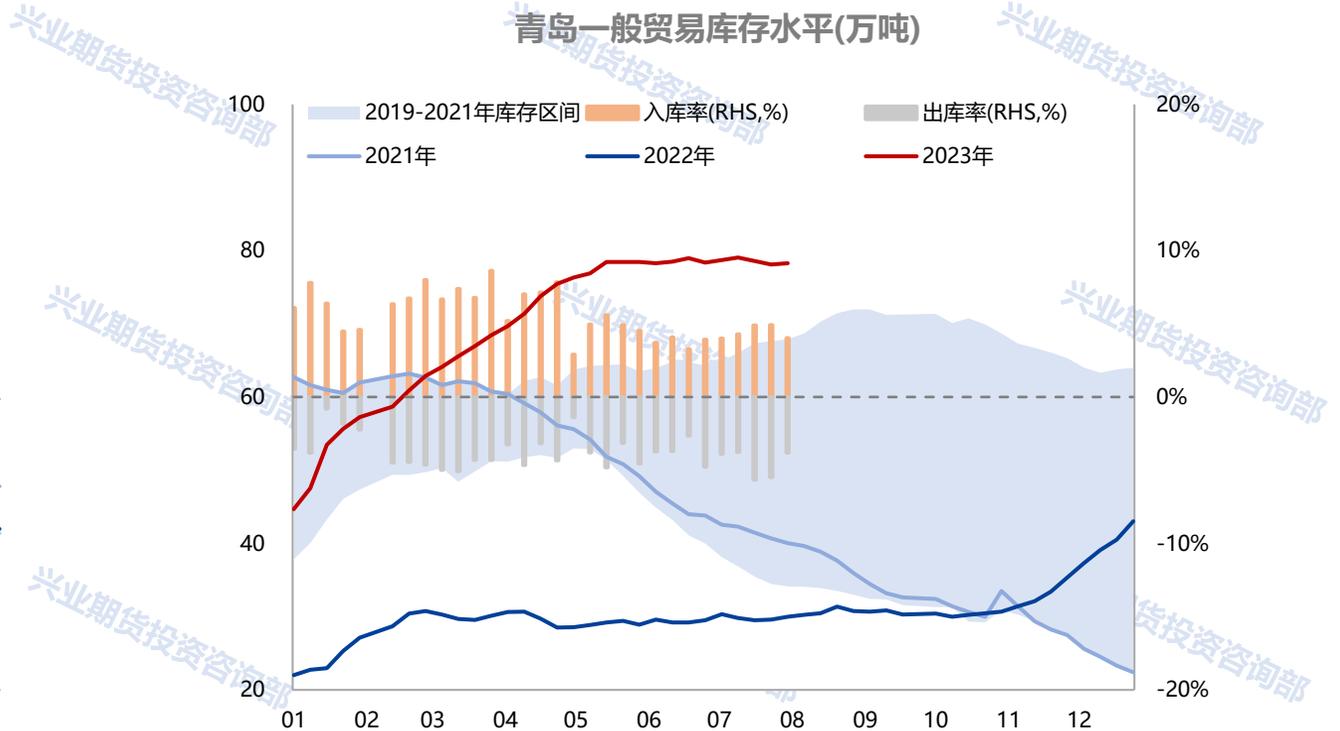
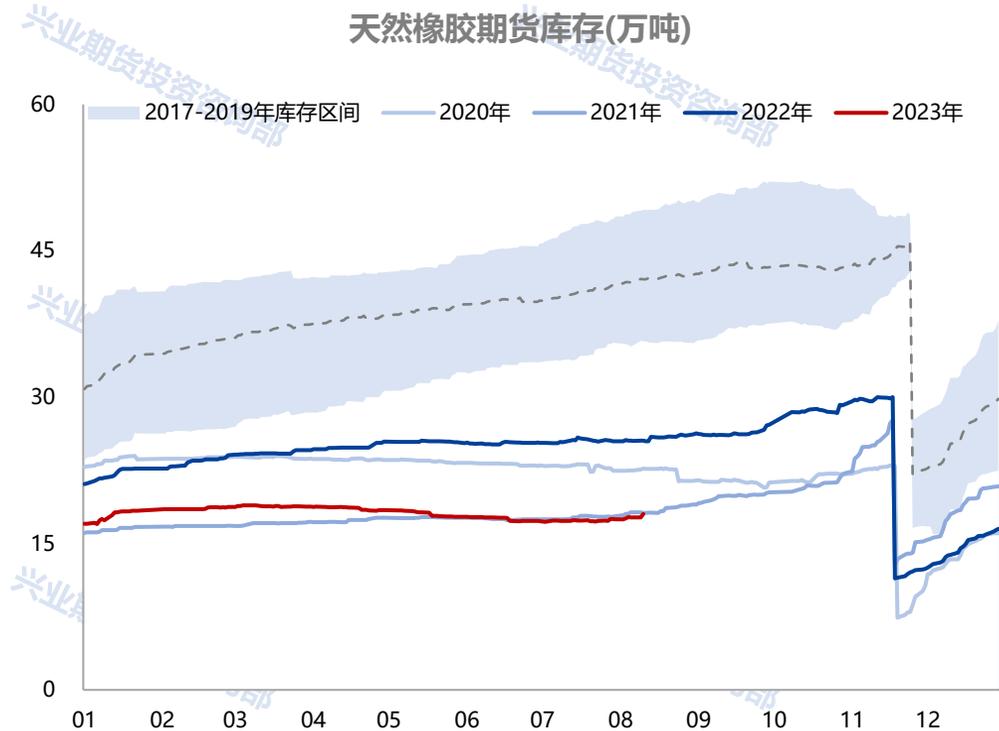
云南原料价格走势(元/吨)



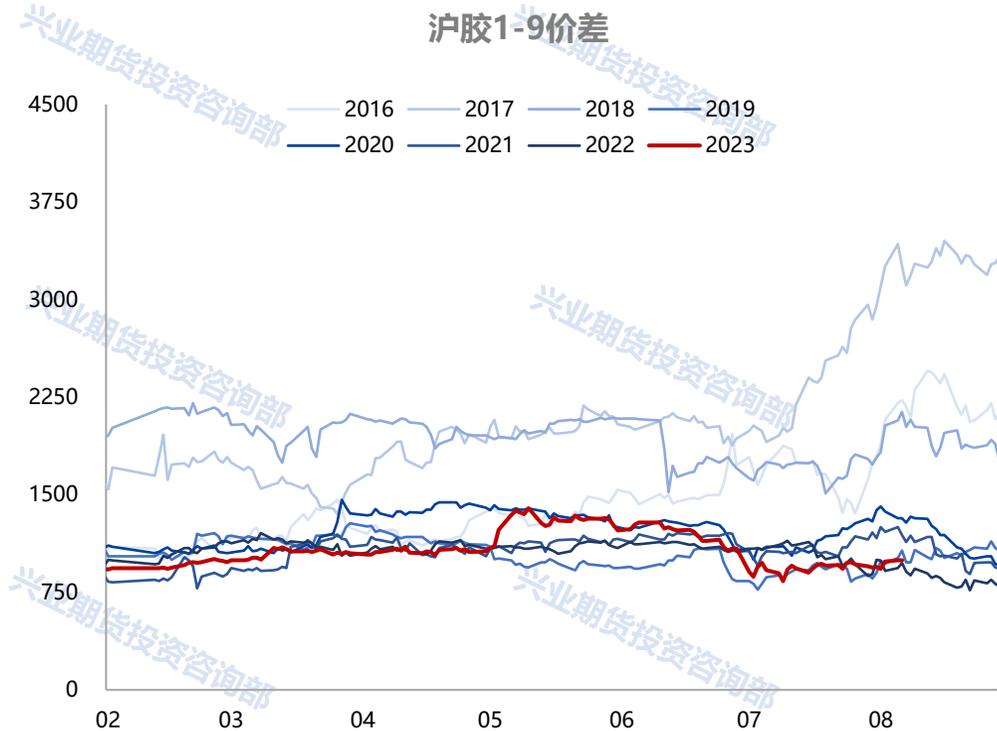
Nino3.4区海温指数异常预期



库存方面，国产胶减产大势已定，减产幅度预计达到10%-20%之上，沪胶仓单维持在历史同期极低位置，而港口出库率再度下行，轮胎企业开工良好但受制于天气及物流影响原材料备货暂不积极，橡胶结构性库存压力仍存，后续或随着需求预期的兑现及传导、现货库存重回去库周期。



综合来看，高基数压力下终端车市陷入负增长泥潭，但乘用车单月零售录得近年同期次高水平，淡季不淡特征显现，且政策引导大概率加码提效，需求预期及传导效率维持乐观，而极端气候背景下各产区原料生产或不时受到扰动，沪胶价格上行驱动更强；另外，考虑当前沪胶指数较低历史分位及季节性走势特征，多头策略赔率及胜率占优。



沪胶	季度	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
指数	Q1	8.02%	-11.40%	-16.96%	1.80%	-24.35%	-0.23%	-6.95%	8.80%
	Q2	5.92%	-16.01%	-5.57%	0.21%	7.02%	-6.71%	-5.38%	-5.38%
	Q3	9.13%	-1.66%	11.50%	-0.61%	17.78%	9.48%	-0.42%	-
	Q4	39.40%	4.88%	-8.02%	12.82%	12.50%	4.91%	-2.45%	-



聚氯乙烯

V

01

产量保持稳定，利润小幅下降

02

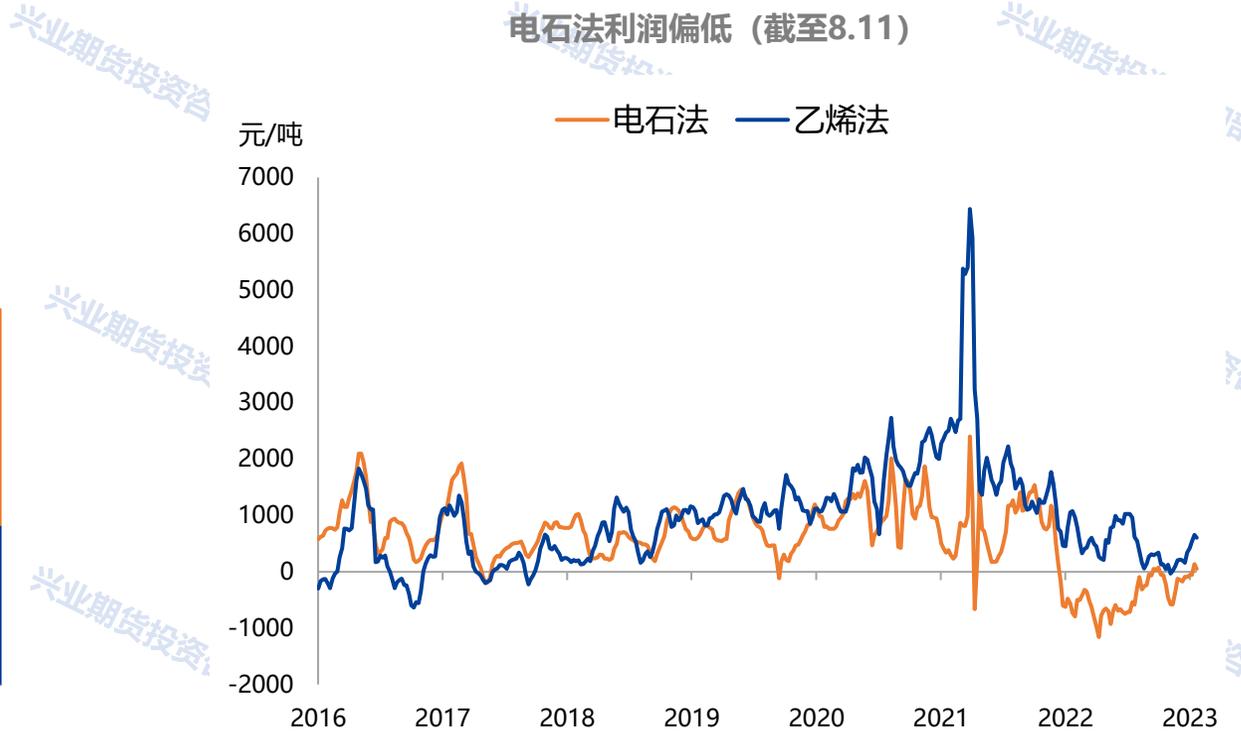
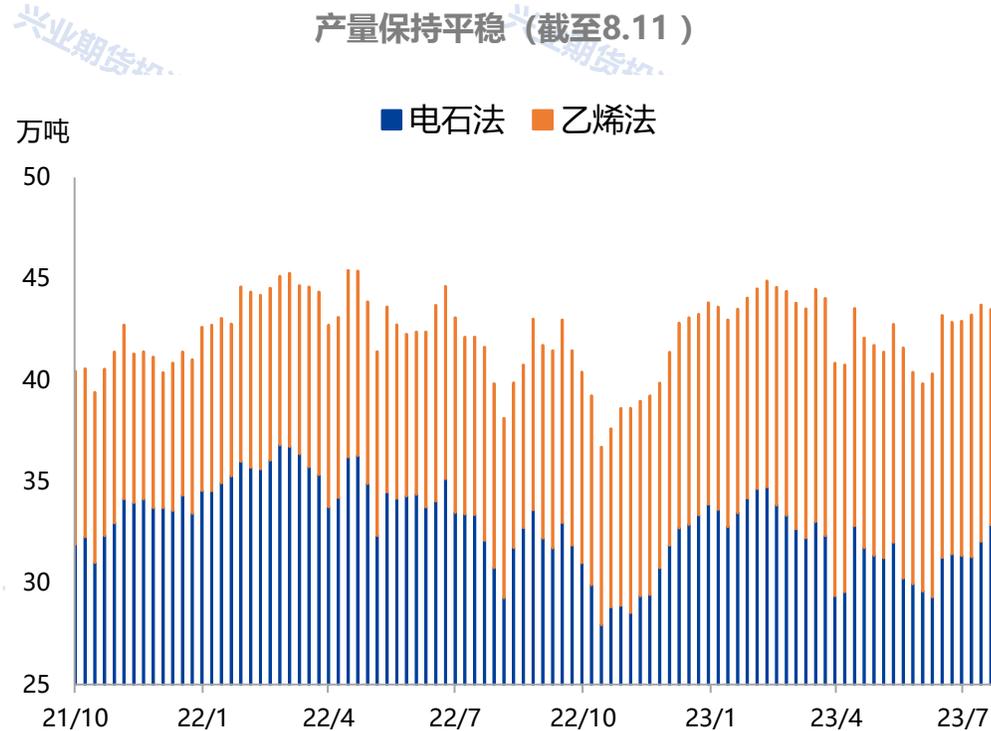
企业库存降速趋缓，社会库存暂时维持高位

03

下游开工久违回升，出口需求良好

□ 上周PVC生产企业开工率为73.95% (-0.08%)，产量43.49 (-0.23) 万吨。电石法无新增检修装置，开工率上升2%，乙烯法检修产能增加93万吨，开工率下降7%。8月中下旬新增检修产能260万吨，计划恢复产能270万吨，二者接近，预计PVC产量保持平稳。

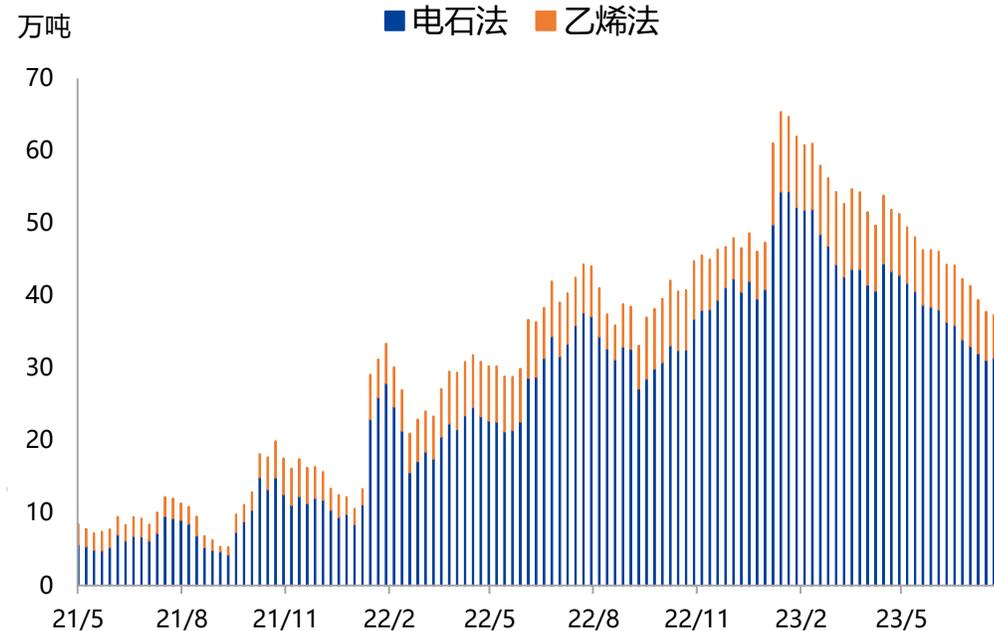
□ 原料石灰石和白灰供应紧张，电石价格上涨70元/吨，电石法成本增长至5860 (+90) 元/吨。国际原油连续7周上涨，乙烯价格上涨200元/吨，乙烯法成本增长至6040 (+140) 元/吨。目前生产利润仍处于历史低位，未来如果原料价格进一步上涨，成本端支撑作用将逐步体现。



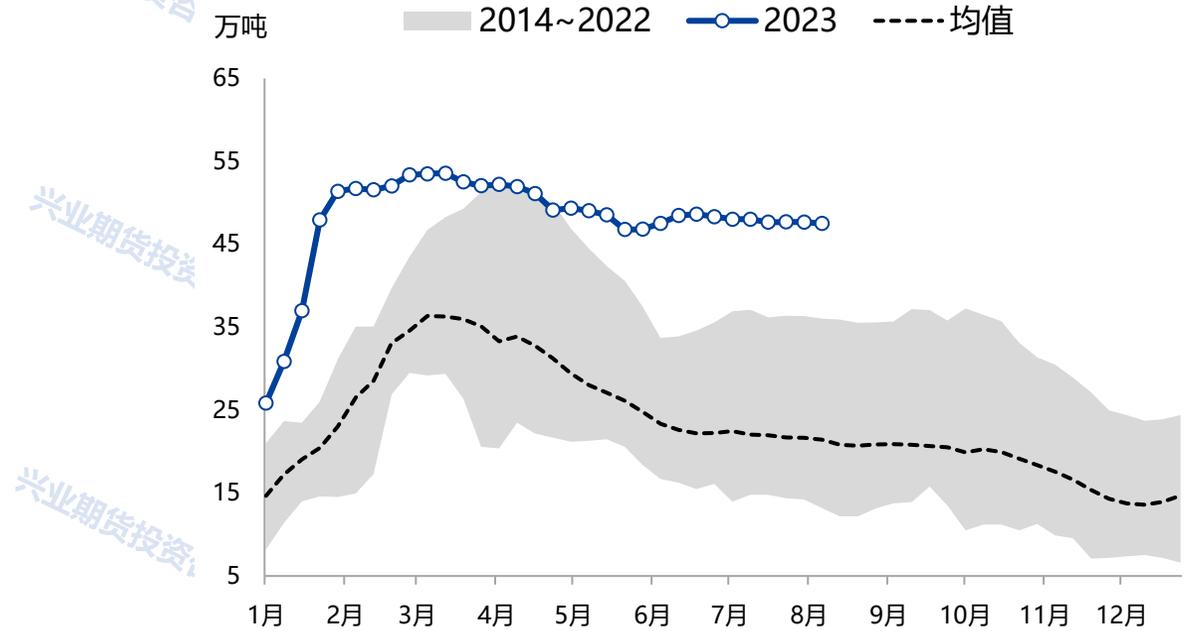
8月第二周生产企业库存为37.36 (-0.44) 万吨，减少幅度远低于过去十周的均值1.5万吨。电石法生产企业产量达到4月以来最高，同时需求跟进缓慢，库存增加0.34万吨，而乙烯法生产企业因检修增多，库存加速减少。

社会库存始终保持高位，上周仅减少0.17万吨。去年6-10月社会库存同样维持在高水平，11月库存加速下降后价格才开始上涨。今年社会库存已经超过6个月维持极高水平，下降拐点即将临近，建议重点关注。

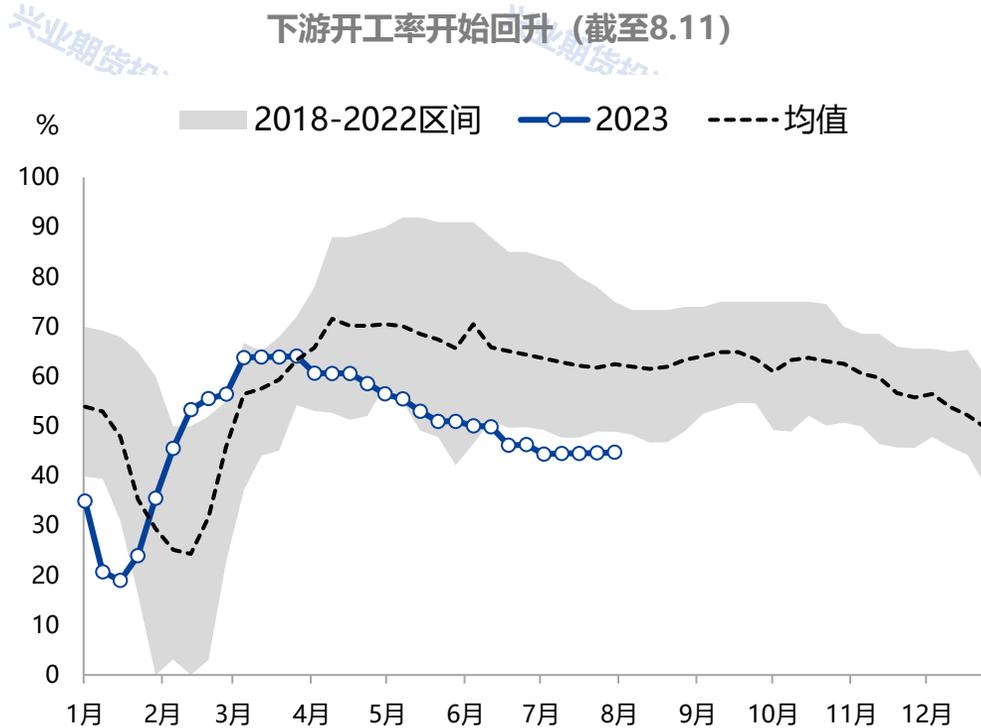
生产企业库存降幅趋缓 (截至8.11)



社会库存保持高位 (截至8.11)



- 近一周PVC下游开工率为45.49% (+0.73%)，是4月份以来首次增长，其中管材和型材开工率时隔两个月再度增长，薄膜开工率暂时稳定。往年同期8月底至9月中旬下游开工率开始回升，随着近期房地产和消费相关利好政策密集推出，终端需求有望在8月迎来实质性改善。
- 台塑9月份预售价格大幅上涨70-80美元，上周PVC出口量增加26%，同时国内生产企业预售量达到74.67 (+1.39) 万吨，创历史新高。PVC出口量已经连续3个月持续增加，由于海外检修装置增多，预计整个三季度出口需求都将保持良好。





纯碱

SA

01

重碱需求稳步增加，轻碱消费保持平稳

02

新装置投产节奏略慢于预期，淡季增量供应规模较为有限

03

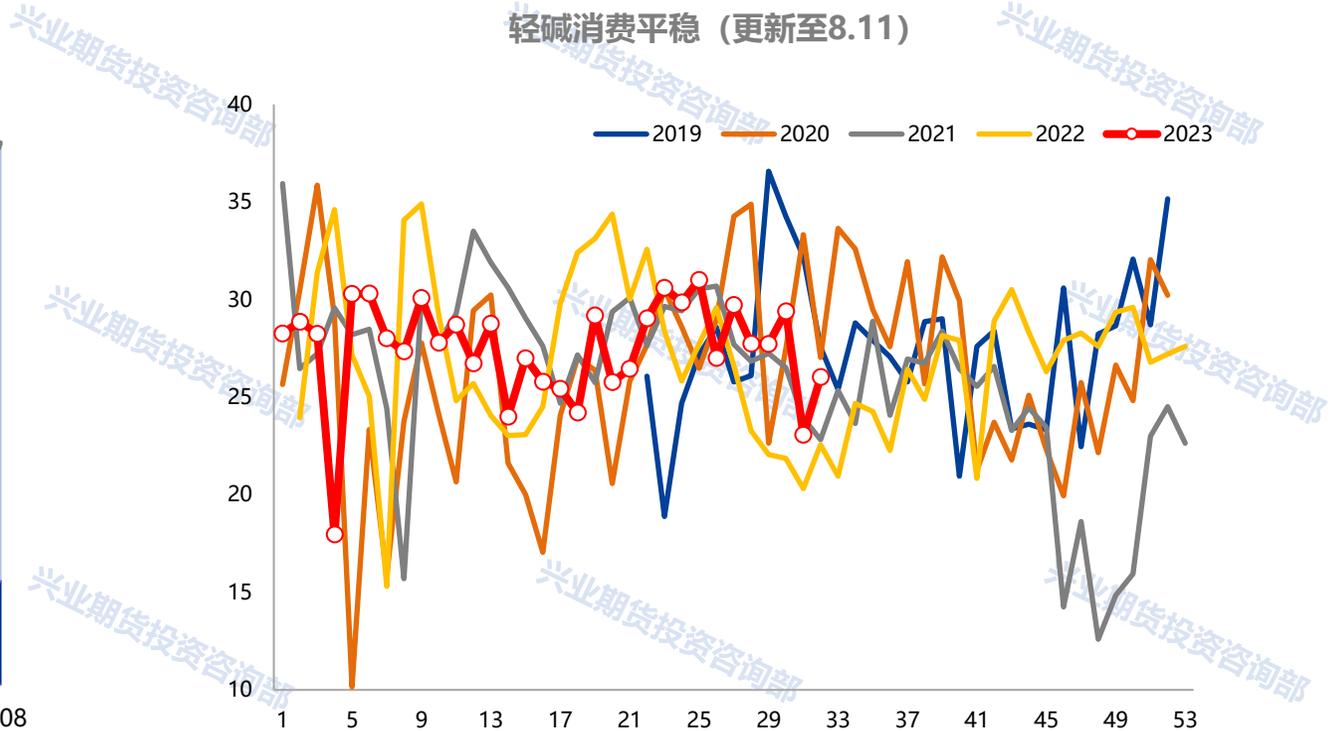
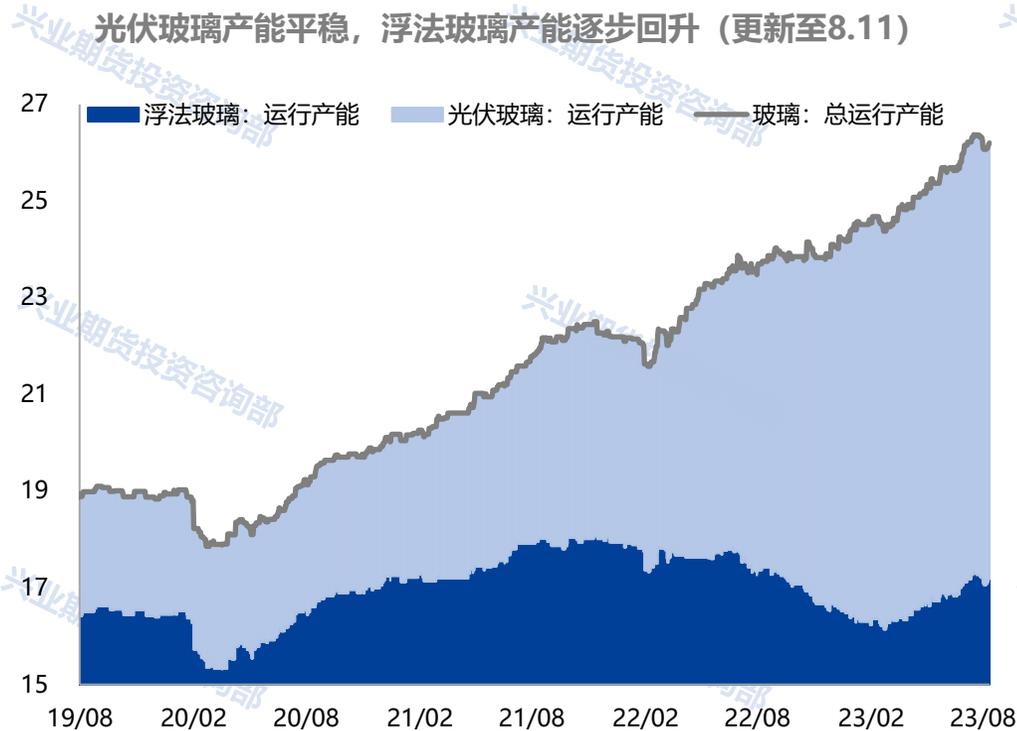
淡季装置集中检修，阶段性对冲投产影响

04

纯碱现货供应紧张，低库存继续下降

2023年以来光伏玻璃产能缓慢增长，今年以来累计新增产能10100t/d，其中8月净减少850t/d；7月中旬后，浮法玻璃冷修阶段性增多，但总运行产能较2022年底已净增8030t/d。截至8月第32周，浮法玻璃吨毛利进一步扩大至380以上，未来浮法玻璃复产点火的产能仍较多，有利于继续支撑重碱需求的稳步增长。

轻碱消费中枢暂时平稳，短期曾受到暴雨引发的运输障碍的影响，8月第32周，轻碱出库环比有所恢复。



远兴能源一期1线装置从点火至今已满2个月，8月初刚出重碱，2线点火时间已有所推迟。按照最新估算，7-8月新装置带来的新增产能也仅有30万吨出头，9月份才能见到纯碱产量的大幅增加。

2023年纯碱装置投产计划（更新至8.11）

企业	新增产能 (万吨)	工艺	投产地区	预计投产时间 (Q2初)	预计投产时间 (最新)	备注
重庆湘渝	20	联碱法	西南地区 重庆	2023年底	2023年9月出产品	装置扩产
安徽红四方	20	联碱法	华东地区 合肥	2023年2季度	2023年6月	装置扩产，6月底已达产
江苏德邦	60	联碱法	华东地区 江苏	2023年9月之后	2023年第四季度	产能置换 原60增60
远兴能源一期	500	天然碱法	华北地区 内蒙古 (小苏打40万吨)	6月, 150万吨, 投产 7月, 150万吨, 投产 9月, 200万吨, 投产	1号线: 7月底达产; 2号线: 计划7月下旬点火, 8月初投料, 8月底达产; 3-4号线: 8月中旬点火, 9月初投料, 9月底达产。	6月28日出试制品, 8月初出成品, 且市场开始有轻碱销售信息。
金山化工	200	联碱法	华北地区 漯河 (小苏打100万吨)	2023年9月	计划7月20日点火, 下旬预售, 8月中旬试车, 8月底负荷提到3-5成, 9月达产	7月16日已试产, 投产时间较2季度预期提前约1个月。
阜丰集团	30	联碱法	华北地区 内蒙古	-	2023年10月投产	公司自用纯碱2万吨, 投产后自用, 减少轻碱市场采购。
连云港碱业	120	联碱法	华东地区 连云港	2024年上半年	2024年上半年	
远兴能源二期	280	天然碱法	华北地区 内蒙古 (小苏打40万吨)	2025年12月	2025年12月	

新装置投产影响估算（更新至8.11）

新产能		7月	8月	9月	10月	11月	12月	合计
安徽红四方	产能	20	20	20	20	20	20	20
	开工率	100%	100%	100%	100%	100%	100%	
	产量	1.9	1.9	1.8	1.9	1.8	1.9	11.0
远兴能源1号	产能	150	150	150	150	150	150	150
	开工率	40%	70%	100%	100%	100%	100%	
	产量	5.6	9.8	13.5	14.0	13.5	14.0	70.2
远兴能源2号	产能		150	150	150	150	150	150
	开工率		40%	100%	100%	100%	100%	
	产量		5.6	13.5	14.0	13.5	14.0	60.5
远兴能源3号-4号	产能		200	200	200	200	200	200
	开工率		10%	50%	100%	100%	100%	
	产量		1.9	9.0	18.6	18.0	18.6	66.1
金山化工	产能		200	200	200	200	200	200
	开工率		20%	60%	90%	88%	85%	
	产量		3.7	10.8	16.7	15.8	15.8	62.9
重庆湘渝	产能			20	20	20	20	20
	开工率			20%	60%	88%	85%	
	产量			0.4	1.1	1.6	1.6	4.6
德邦	产能				60	60	60	60
	开工率				20%	60%	85%	
	产量				1.1	3.2	4.7	9.1
阜丰	产能					30	30	30
	开工率					40%	85%	
	产量					1.1	2.4	3.5
合计	产能	170	720	740	800	830	830	830
	产量	7.4	22.8	49.0	67.3	68.5	72.9	287.9

- 淡季检修影响较大，其中7月份检修影响规模已达到30.6万吨，8月份检修影响规模有所缩小，约有25.7万吨。
- 截至8月13日，纯碱装置产能利用率为79.76%（含远兴150万吨已点火装置），单周产量不足55万吨。

2023年7-8月份检修计划汇总（更新至8.11）

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
					7月	8月		
江苏井神	60	氨碱法	7月1日-9日降负荷运行	11	0.8		已结束	隆众、卓创
中原化学	60	天然碱法	7月7日-9日检修	3	0.48		已结束	隆众
金山获嘉	10	氨碱法	6月28日起检修20天	20	0.51		已结束	隆众
山东海化（老线）	120	氨碱法	6月30日起检修12天	12	4.32		已结束	隆众、卓创
中盐青海	120	氨碱法	7月12日起检修1个月	31	7.2	4.0	已结束	卓创
四川和邦	30	联碱法	6月28日起检修1个月	31	2.5		已结束	隆众、卓创
丰成盐化	60	联碱法	计划6月26日检修1个月	31	4.7		已结束	隆众、卓创
河南骏化	80	联碱法	7月18日检修2天	2	0.5		已结束	卓创
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	3.9	已结束	隆众
中盐昆山	80	联碱法	7月31日起检修25天	25	0.2	5.8	已检修	隆众、卓创
甘肃金昌	20	联碱法	初步定于7月中检修20-30天	30	0.9	0.9	已检修	隆众、卓创
中盐昆仑	150	氨碱法	7月21日-8月10日检修，8月21日检修5天	25	4.5	6.8	计划	隆众、卓创
中盐内蒙	35	氨碱法	计划8月检修7-10天	7		0.7	计划	隆众、卓创
江西晶昊	60	氨碱法	初步计划8月检修	7		1.3	计划	隆众、卓创
南方碱业	60	氨碱法	计划8月9日-11日短停	3		0.5	计划	隆众
安徽德邦	60	联碱法	计划8月中旬检修15天	15		0.5	计划	隆众
合计	1185				30.6	25.7		

每年7-8月检修季纯碱装置产能利用率下降幅度统计

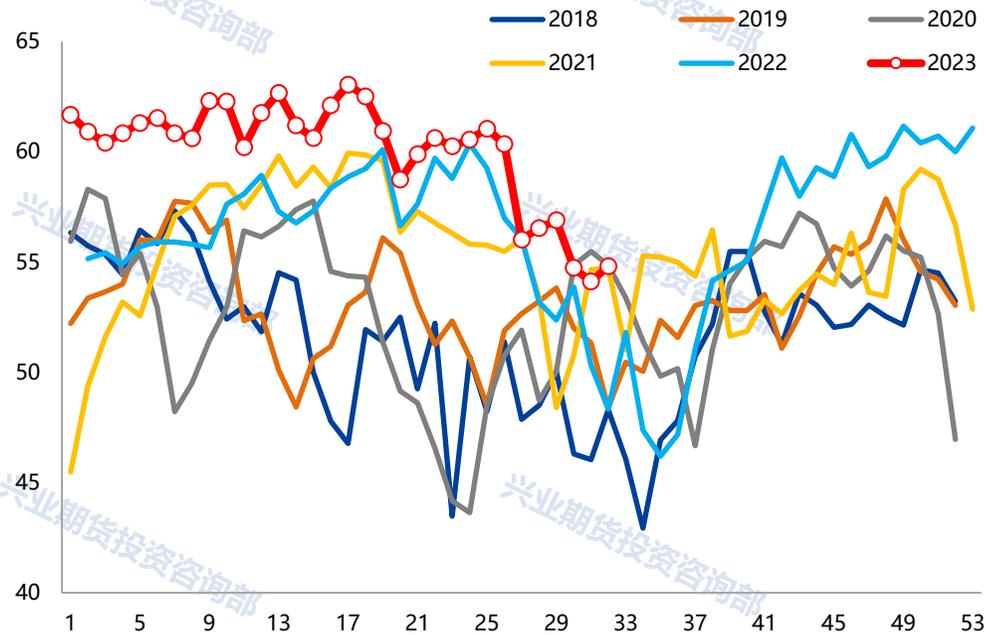
日期/纯碱产能利用率 (%)	7月	8月	7月较年内高点降	8月较年内高点
2022年	79.1	73.4	-9.3	-15.0
2021年	73.4	76.2	-10.8	-8.1
2020年	73.6	73.2	-4.6	-5.0
2019年	86.9	87.1	-2.9	-2.7
2018年	77.2	82.2	-9.6	-4.6
2017年	90.5	88.2	-3.3	-5.5
2016年	84.7	84.9	-4.9	-4.7
最大值	90.5	88.2	-2.9	-2.7
最小值	73.4	73.2	-10.8	-15.0
均值	80.8	80.8	-6.5	-6.5

综合考虑今年纯碱新装置投产节奏、淡季装置检修计划、浮法玻璃复产计划、光伏玻璃投产计划、以及轻碱和出口的影响，淡季纯碱供需结构依旧偏紧，现货延续去库，在下游环节不补库的情况下，生产环节库存大概率将降至20万吨以下的历史低位，大幅累库起点在9月。淡季纯碱全产业链低库存将加剧市场的脆弱性，以及价格潜在的向上风险。

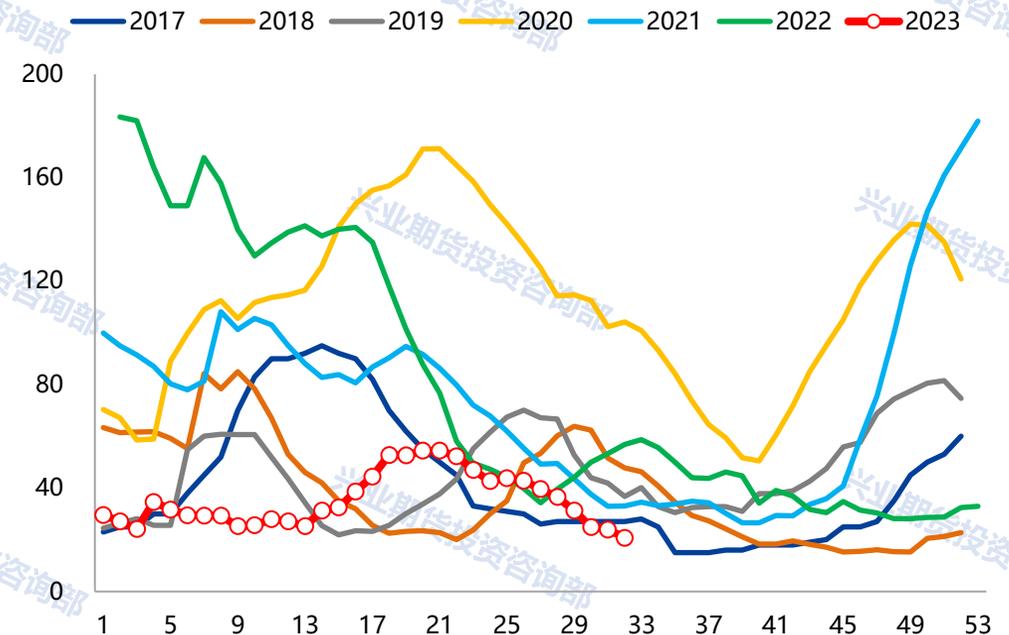
2023年纯碱供需平衡表（更新至8.11）														
单位: wt, wt/d			23/01	23/02	23/03	23/04	23/05	23/06	23/07E	23/08E	23/09E	23/10E	23/11E	23/12E
产能	在产产能（隆众倒算）		3,181	3,182	3,182	3,182	3,195	3,187	3,187	3,187	3,187	3,187	3,187	3,187
	新增产能							20	170	720	800	830	830	
开工率	隆众（旧产能）	当月值	91%	92%	92%	92%	90%	90%	82%	84%	88%	90%	88%	85%
纯碱总供给		当月值	270.0	245.2	273.7	264.9	267.4	258.8	249.6	271.8	301.4	334.1	321.0	324.8
光伏玻璃	运行产能	wt/d	8.3	8.2	8.5	8.5	8.8	8.9	9.2	9.4	9.6	9.8	9.8	10.1
	投产计划	wt/d							0.2	0.2	0.2	0.2		0.3
光伏纯碱消费量		当月值	48.1	44.0	49.3	48.5	51.1	50.6	53.3	54.5	53.9	56.8	55.6	58.3
浮法玻璃	运行产能	wt/d	15.7	15.8	15.8	16.1	16.4	16.4	16.6	16.6	16.7	16.6	16.6	17.1
	冷修	wt/d										-0.1		-0.3
	点火/复产	wt/d							0.2	0.1	0.1			0.8
浮法纯碱消费量		当月值	93.1	83.8	93.1	91.1	95.8	93.4	97.1	97.8	95.1	98.3	94.8	99.4
轻碱消费量		当月值	112.7	109.0	123.0	92.0	113.6	115.0	110.0	115.0	115.0	110.0	105.0	120.0
净出口	海关总署	当月值	15.4	13.2	11.7	14.5	6.4	14.2	12.0	11.0	11.0	11.0	11.0	11.0
纯碱总消费		当月值	269.2	250.1	277.1	246.1	266.9	273.2	272.3	278.3	275.0	276.1	266.3	288.8
供需差		当月值	0.8	-4.9	-3.4	18.8	0.5	-14.4	-22.7	-6.5	26.4	58.0	54.6	36.0

检修季，纯碱装置产能利用率低位运行，单周产量降至54.81万吨，前值54.11万吨。产量虽小幅增加，但物流障碍的影响小，纯碱企业出库恢复，库存降幅扩大，本周环比减少3.15万吨至20.77万吨（-13.17%），周内待发订单增加至18天以上，前值15+天；交割库存连续下降，且体量较小；下游玻璃企业纯碱库存可用天数进一步微降至11-12天。纯碱现货供需偏紧的格局尚未改善，远月估值相对偏低，支撑相对偏强。建议纯碱5月合约低位多单耐心持有。

纯碱周度产量（更新至8.11）



纯碱企业库存（更新至8.11）



焦煤

JM

01

煤矿生产难有显著恢复，洗煤厂开工不时受到扰动

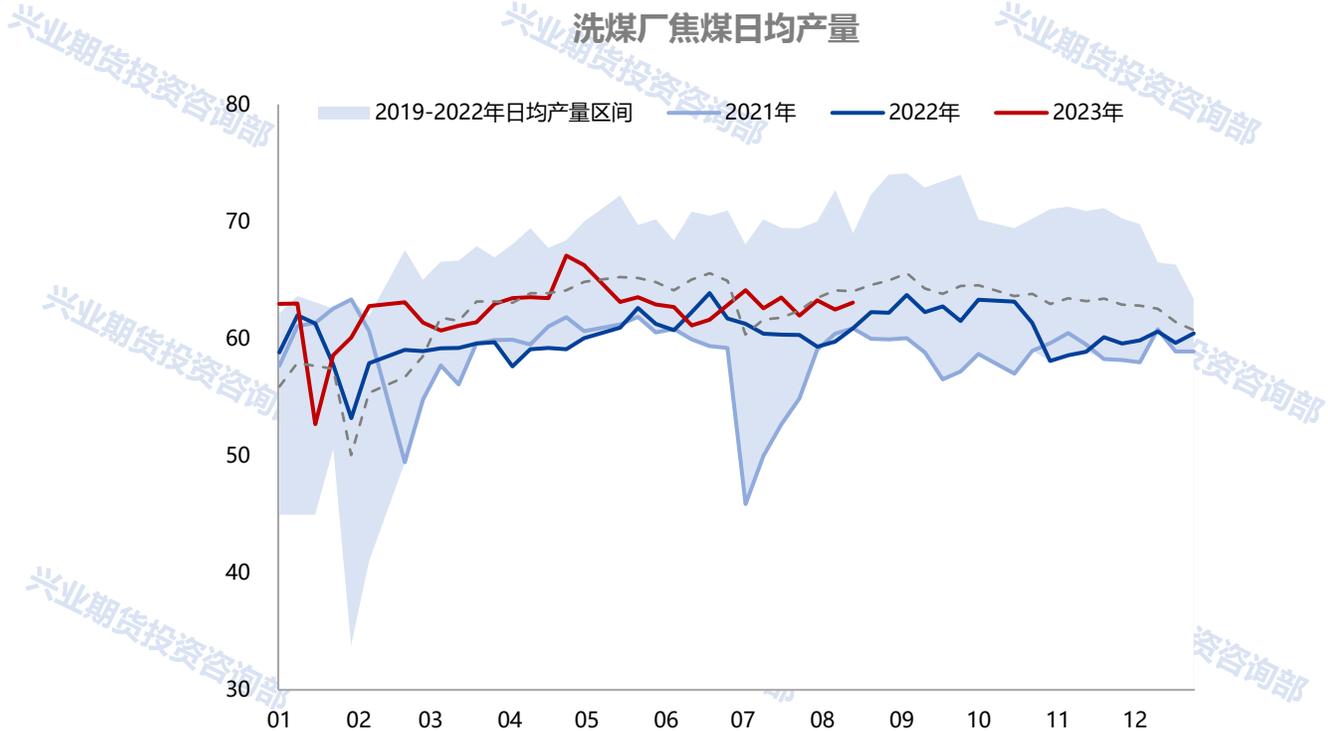
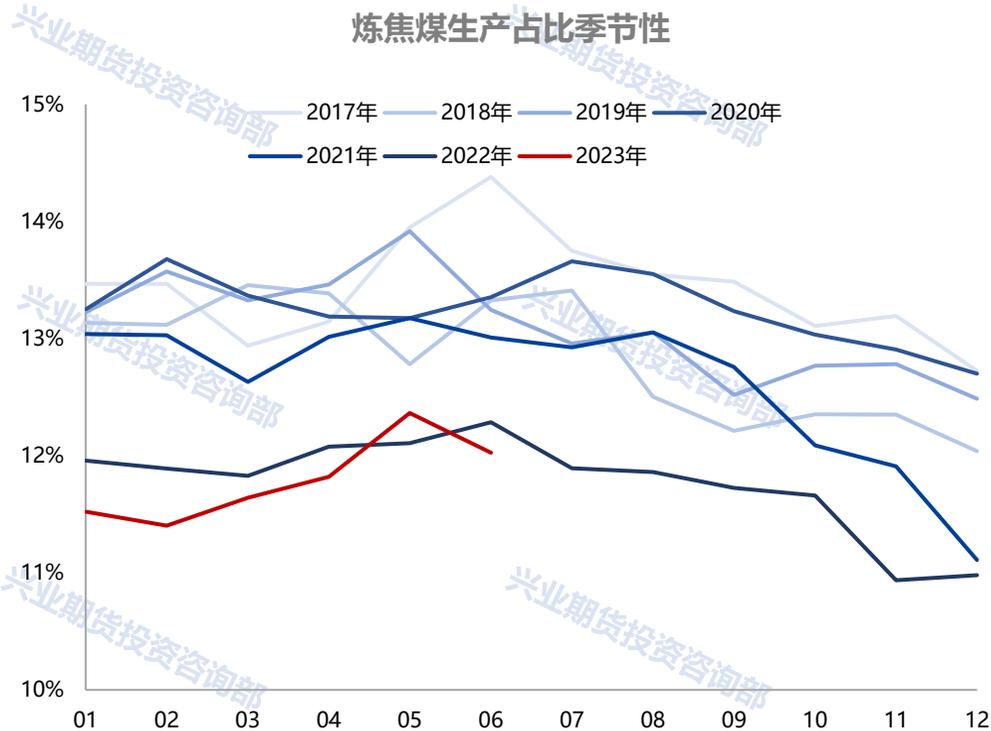
02

利润修复助力焦企提产，阶段性补库需求持续

03

整体库存仍处低位，低估值焦煤多头策略占优

供应方面，产地前期因安全检查停产及减产煤矿正进入复产环节，但吕梁地区因事故原因新增数座停产矿井，安监局势升温不断扰动原煤生产，周产量及开工率延续下滑态势；且洗煤厂开工状况不温不火，电煤保供对洗煤产能的挤占不时出现，产地焦精煤供应难有显著增量。

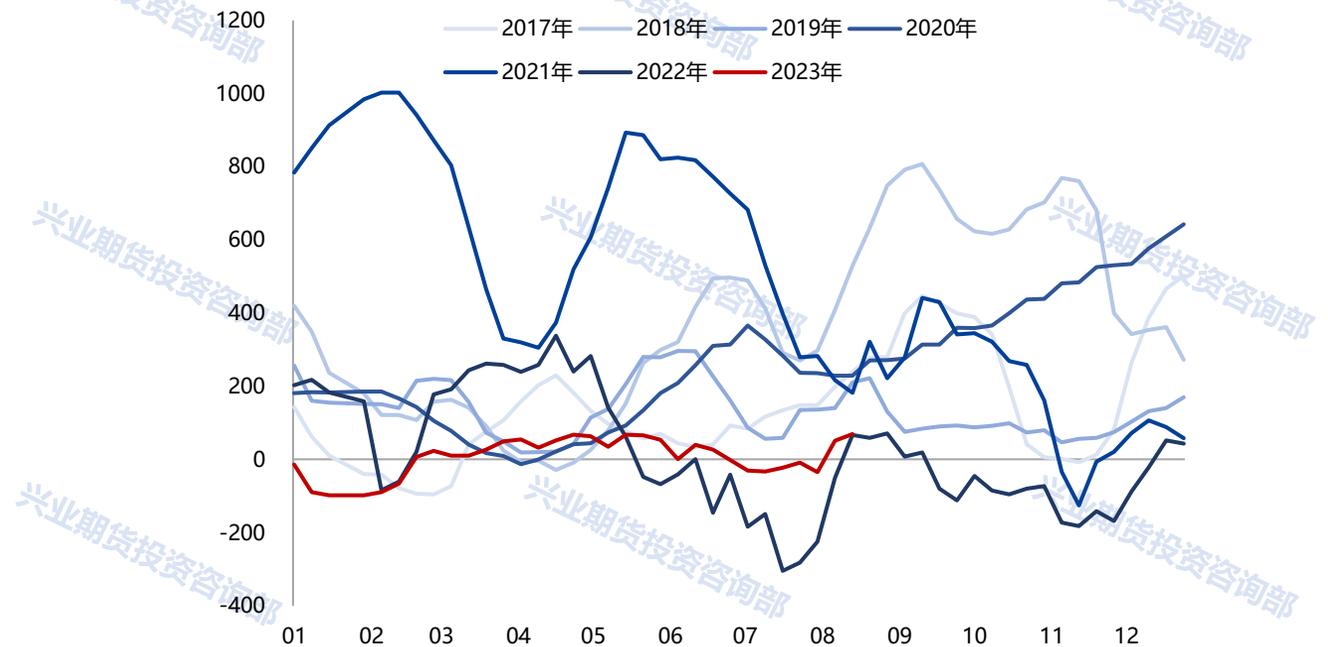


需求方面，铁水日产上升至243万吨的季节性高位，淡季不淡特征显现，终端需求表现良好，关注粗钢产量压减一事的负面影响；而焦炭连续进行五轮涨价，焦化利润得到修复，企业开工积极性提振，焦炉开工率边际增长，且利润向好亦推升下游采购情绪，焦煤入炉刚需及补库需求相对乐观。

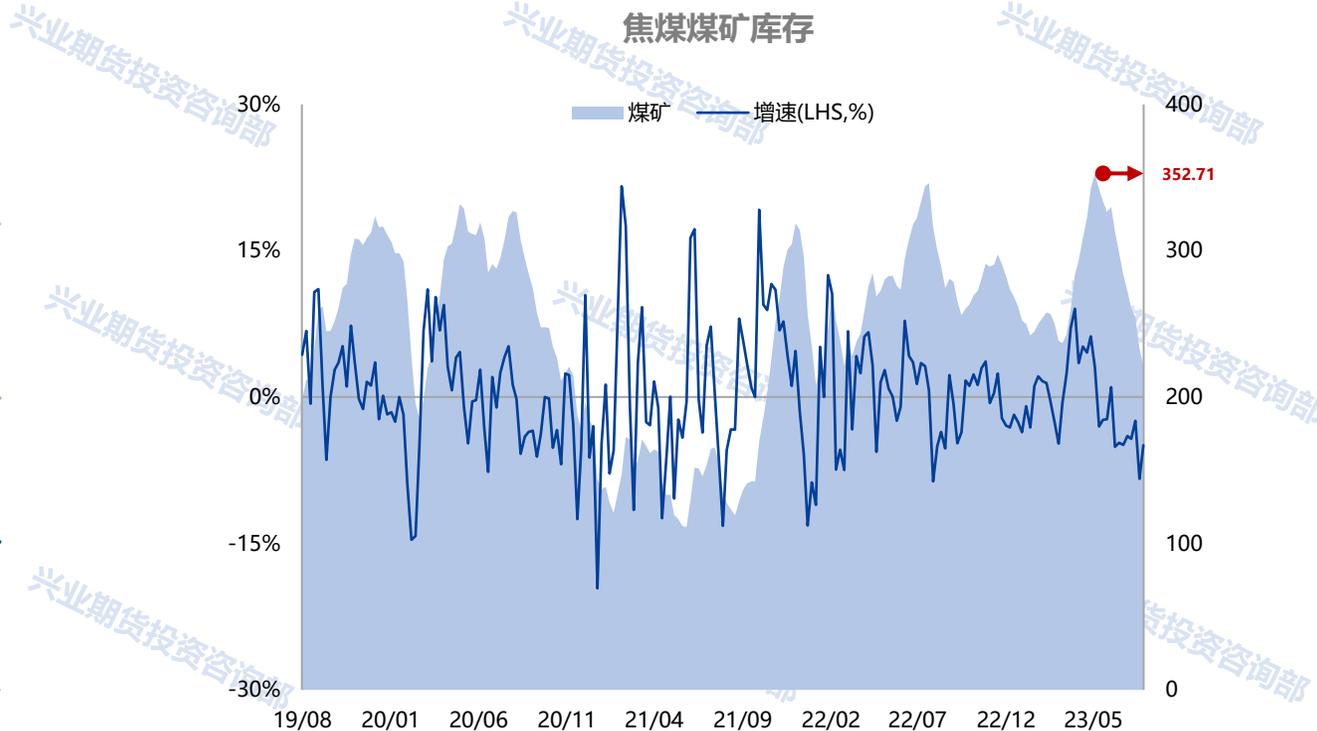
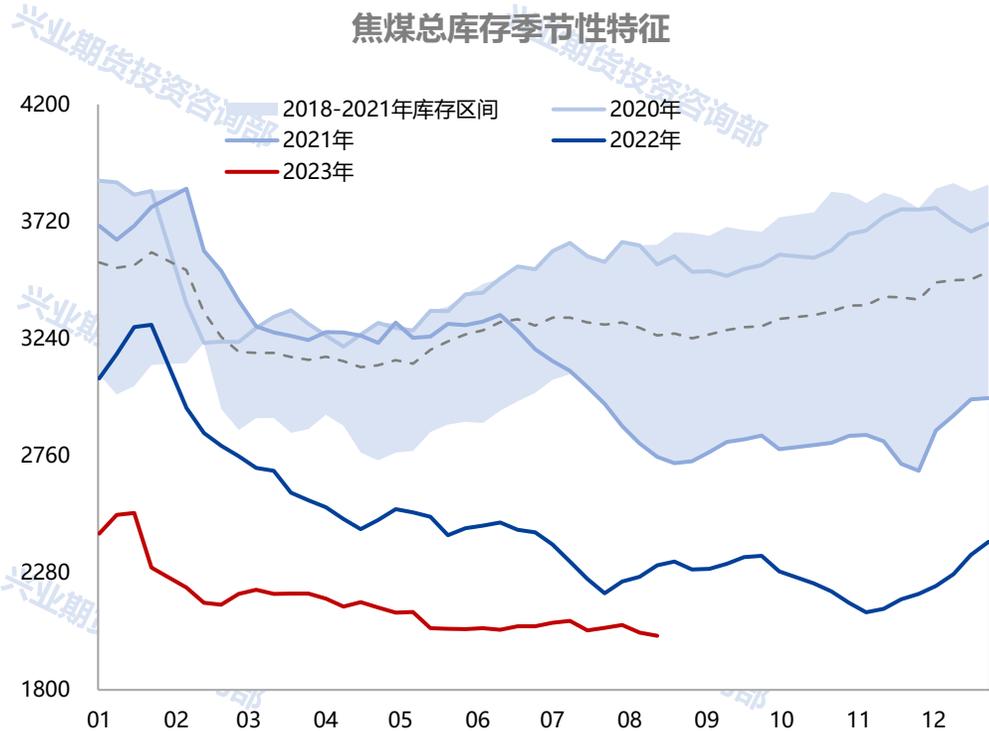
独立焦化厂焦炭日均产量



焦化利润



- ❑ 库存方面，矿山降库较为显著，独立焦企及钢厂库存水平尚处低位，下游补库意愿尚佳，焦煤总体库存仍处于去库周期。
- ❑ 综合来看，安全检查制约煤矿复产进度，洗煤厂开工状况难有明显好转，而铁水日产处于高位、焦化利润持续修复，焦煤需求端预期向好，价格驱动上行概率更高；加之当前期货价格依然处于2020年以来的30%分位水平下方，低库存、低估值增加焦煤多头策略胜率及赔率，关注粗钢平控的事件扰动。



棉花

CF

01

高温天气扰动、疆棉减产预期持续加强

02

干旱预计导致得州棉花弃耕率上升，美棉产量大幅调降

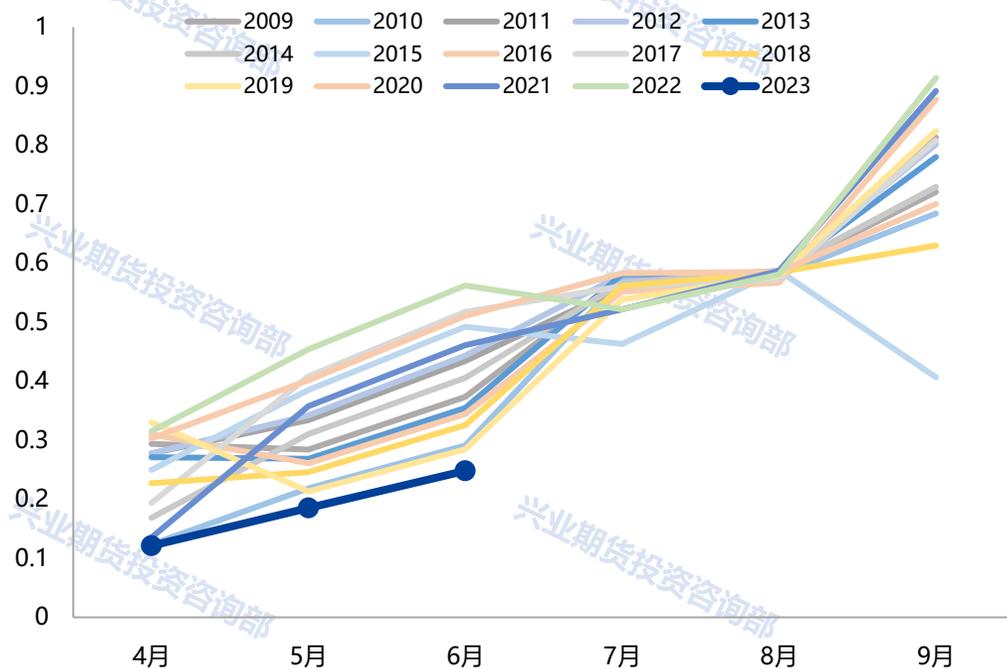
03

纺服零售额多月同比增长，国内需求逐步复苏

目前新疆棉花生长仍处于花铃期，大部棉田生育进程略晚于常年，部分缺水地块可能有铃重偏小情况产生，部分产区高温天气持续扰动。2023年4、5、6月的气候适宜度均处于近15年以来的低位。由于前期基础水平较低，即使8月新疆天气好转，2023年总体新疆棉花气候适宜度可能仍处于多年低位水平，今年新疆棉花减产成为大概率事件。

据BCO 7月初调查数据，预计2023年新疆新棉总产557.2万吨，同比-11%；全国总产降至596.2万吨，同比-12.1%。

2023疆棉前三个月气候适宜度处于15年绝对低位

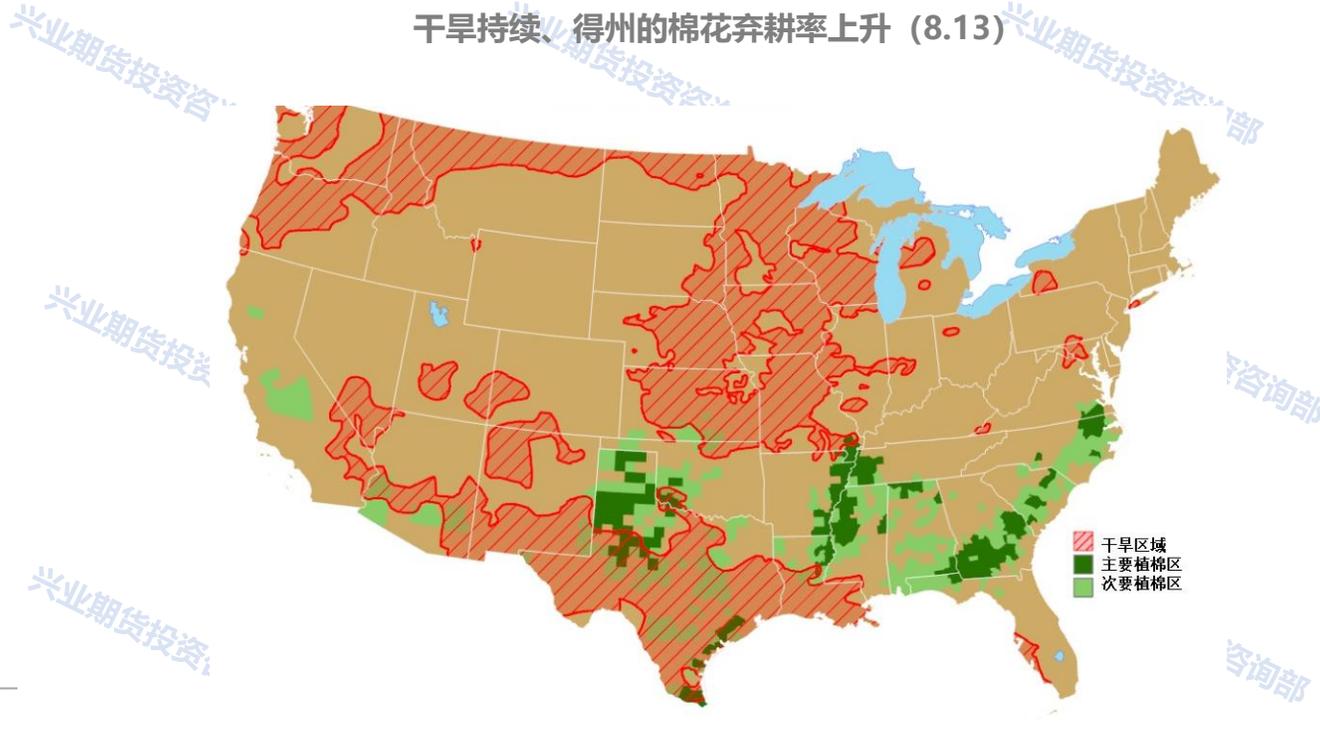
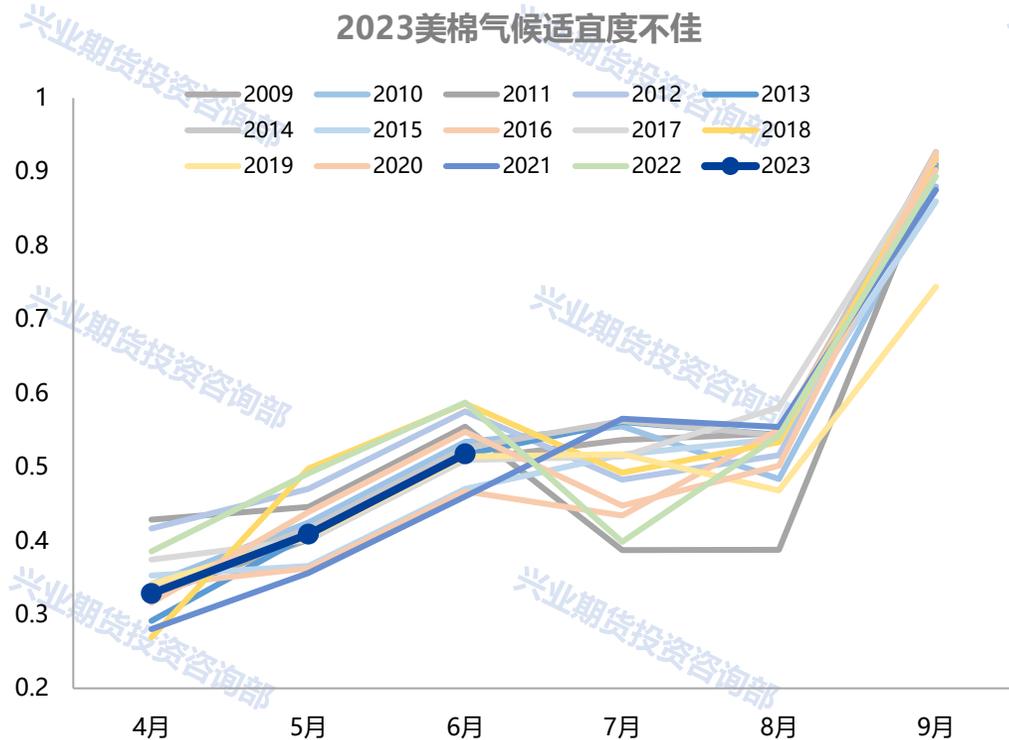


BCO调查显示2023年国内棉花减产概率较大

	种植面积调查		产量预期	
	全国	新疆	全国	新疆
2月	4207 (-2.2%)	3636 (-1.6%)	615.3 (-6.1)	567.2 (-5.8%)
3月	4181 (-2.8%)	3610 (-2.3%)	614.9 (-6.1%)	566.8 (-5.9%)
4月	4181 (-2.8%)	3610 (-2.3%)	614.9 (-6.1%)	566.8 (-5.9%)
5月	4252 (-6.9%)	3681 (-7.1%)	607.6 (-10.5%)	559.5 (-10.6%)
6月	4237 (-7.3%)	3666 (-7.5%)	605.3 (-10.8%)	557.2 (-11%)
7月	4140 (-9.4%)	3666 (-7.5%)	596.2 (-12.1%)	557.2 (-11%)

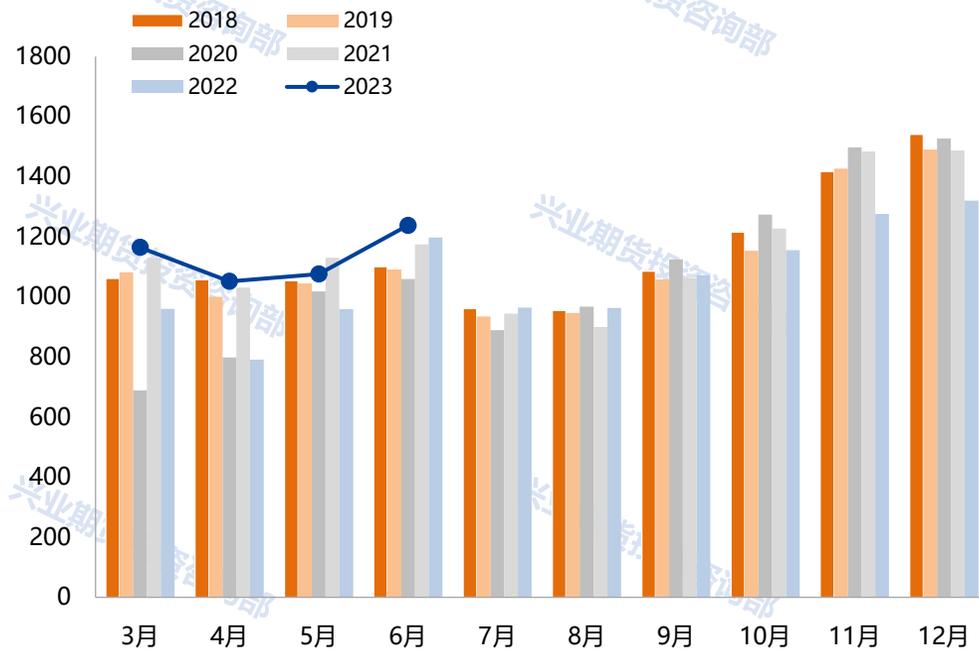
最近2个月全美普遍持续以炎热天气为主，短期内预计无明显降雨，高温压力加剧，棉田灌溉需求增加。棉区干旱面积占比维持在20%，极度干旱及以上区域维持在1%，总体气候适宜度不佳。

得州棉花苗期快速恶化，预计得州的棉花弃耕率将从28%左右提高至48%左右，美棉产量可能因此下调30-40万吨，由359万吨下调至320~330万吨。需持续关注后续棉区天气对于旱情及新棉生长的影响。

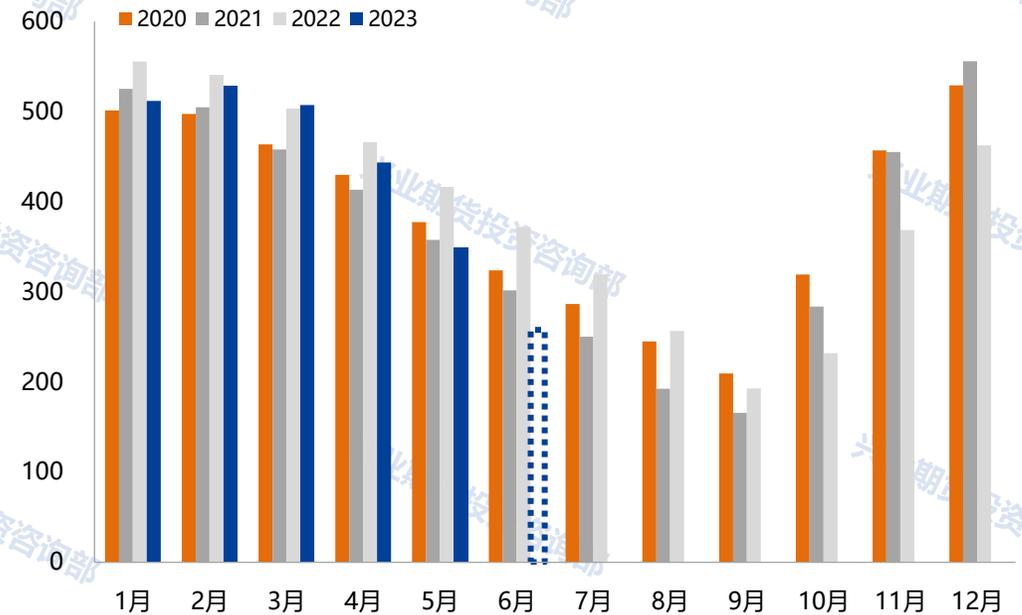


- 2023年以来国内纺服消费同比恢复较好，6月国内服装鞋帽、针、纺织品类零售额1238亿元，同比增长3.36%，并达到最近几年以来最高点。
- 二季度随着加工收尾，下游补库增多，棉花去库存进度加快。截至6月底，全国棉花商业库存降至257.77万吨，且降至近七年同期均值以下，库存快速下降利多6月棉花价格。
- 总体棉花天气扰动持续、供应端预计缩减，建议多头策略继续持有。

2023年以来纺服消费同比恢复较好



棉花商业库存降至低位利多价格运行



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