



官方微信



官方APP

## 2023年9月第4周核心策略推荐:

积极因素明确、情绪面逐次修复，权益多头性价比持续提升

上海 2023.9.24

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：

□ 自8月以来，沿着扩需求、提信心、防风险三大主线，国内稳增长相关政策快速且强力推进，从节奏和量级看，均大幅超市场此前预期。而从增量角度看，未来依旧有诸多潜在刺激措施，如针对房地产行业，优化“限购/限售”政策、加大保障房供应、加码城中村改造；针对地方债务问题，有序推进多元化的化债方案，亦有望进一步打开财政政策发力空间。作为呼应，国内经济基本面回暖信号亦逐渐增多，包括核心指标回升、库存周期持续边际改善等。因后续政策效果将持续兑现，复苏趋势大概率将强化，并促进市场信心和风险偏好的修复。此外，考虑美国经济韧性对国内出口的潜在利多支撑，美国长期通胀中枢下行、加息节奏放缓基调未改，美联储紧缩状态的利空指引将钝化，其从汇差、利差两大路径的负面影响将显著下降，并有望迎来逆转。

□ 最后从相关大类资产盘面走势印证看，自9月以来，商品上行、债券下行的现象已表明市场逐步为愈发明确的利多因素定价，再结合二者估值水平看，此情形仍可延续；但因市场预期仍相对悲观、A股则维持弱势震荡格局，但有足够理由相信，情绪面终将逐次修复，并最终形成盈利、估值两端的“戴维斯双击”。因此看，权益资产的多头配置性价比比较前期仍在持续提升。

### □ 中观面驱动因素要点:

#### 期货策略:

- (1) 国债 (买入T2312卖出TL2312, 组合, 持有): 本周宏观政策继续加码, 虽然市场实质性改善仍需等待, 但债市谨慎预期进一步加重, 叠加供给端和季节性因素将造成流动性阶段性紧张, 高位债市回调风险偏高。而曲线策略不管从驱动还是估值来看, 仍具性价比。
- (2) 股指 (买入IF2309, 单边, 持有): 国内信用、库存周期均将上行, 为A股走牛提供关键的支撑大环境; 基本面改善将推动盈利上修、风险偏好回暖将提升估值, A股“戴维斯双击”概率继续提高; 海外市场利空扰动消化、国内ETF股基份额持续增加, 资金面前景展望乐观; 从政策面、基本面和周期演化状态看, 沪深300指数主要构成行业与此关联映射度最高、其依旧是最佳多头标的。
- (3) 沪铝 (买入AL2311, 单边, 移仓): 近期电解铝产量出现明显抬升, 但主要增量来源于云南复产, 后续在产能天花板限制之下, 进一步增量有限, 且成本端近期持续抬升。此外近期地产及其后周期、汽车、光伏等刺激政策均有加码或延续, 需求存潜在利多。沪铝在低估值加低库存结构下, 沪铝多头可继续持有。
- (4) 碳酸锂 (买入LC2401, 单边, 新增): 供给缩减的市场预期逐渐明确, 随着下游补库周期需求也将复苏回暖。当前盘面持仓量已达到较高水平, 随着交割月份靠近, 空方压力也将明显放大。预计市场看空情绪将逐步收窄, 建议关注盘面趋势信号并静待低位入场。
- (5) 工业硅 (买入SI2312, 单边, 持有): 供应端盈利水平不足, 年内新增产能带来实际产量或不及预期, 而下游多晶硅、有机硅、硅铝合金预计将提供良好需求支撑, 建议工业硅持有多头思路。

## 核心摘要 (3) : 市场展望

### □ 中观面驱动因素要点:

#### 期货策略:

(6) 沪胶 (买入RU2401, 单边, 持有): 政策施力效果显现, 汽车产销延续复苏态势, 轮胎开工意愿尚佳, 终端需求预期及传导效率维持乐观, 而原料供应受限抬升成本, 现货库存加速下降, 供需结构边际好转, 基本面积积极因素依然占优。

(7) PVC (买入V2401, 单边, 持有): 产量达到历史最高, 同时生产企业开始积累。现货成交短暂好转, 然而需求旺季即将结束。此前的利好成本支撑也开始减弱, 一旦节后需求表现偏弱, PVC将面临回调, 建议多单谨慎持有。

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

(9) 焦煤 (买入JM2401, 单边, 持有): 铁水日产高增、节前补库启动, 焦煤刚需表现良好, 而产地安监高压局面难改, 原煤生产受限, 供减需增支撑价格中枢上移。

#### 期权策略:

(1) 棉花 (卖出CF401C18000, 持有): 棉花供应端随着进口配额发放、紧缺局面改善; 需求端上行驱动不足。当前棉花价格顶部格局较明显, 建议介入卖看涨期权策略。

# 宏观

MACRO

01

国内：积极政策加速兑现，经济亦存改善迹象

02

国外：通胀经济保持韧性，美联储加息风险尚存

### 国内政策面将继续加码。

最高层“坚决阻断经济走弱和预期转弱的循环”的决心较强，8月以来国内稳增长相关强力政策，沿着扩需求、提信心、防风险三大脉络，快速推进。本周，重点城市地产需求侧政策，如优化“限购/限售”政策，仍快速落地。无论是政策落地频率、还是兑现程度，均超市场预期。

从增量角度看，未来依旧有诸多潜在刺激措施，如针对房地产行业，优化“限购/限售”政策、加大保障房供应、加码城中村改造；针对地方债务问题，有序推进多元化的化债方案，亦有望进一步打开财政政策发力空间。

### 国内经济改善信号也有所增多。

8月多项经济指标出现环比触底回升或者连续回暖的信号，工业企业库存周期也逐步改善，并有望于今年四季度迎来新一轮的补库存周期。已落地的各项稳增长政策或在逐步生效。随着后续政策的接力，经济迎来温和复苏的可能性逐步提高。

兴业期货投资咨询部

货币政策	财政政策	房地产	活跃资本市场	改善实体收入	其他
<b>降息&amp;降准</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>8月15日，1年期MLF利率下调15BPS，7天OMO利率下调10BPS。</li> <li>8月20日，1年期LPR下调10BPS，5年期LPR未变。</li> <li>9月1日，1年/2年/3年/5年存款利率分别下调10/20/25/25BPS。</li> <li>9月1日，央行宣布自9月15日起下调外汇存款准备金率2个百分点至4%。</li> <li>9月14日，央行宣布降准25BPS。</li> <li>9月15日，14天逆回购利率下调20BPS。</li> </ul>	<b>化解地方隐性债务</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>财新报道，规模约1.5万亿美元的再融资债券计划即将公布，涉及12个债务压力较大的省份和地区，央行或设立SPV为部分城投平台提供流动性支持。</li> <li>加快地方政府专项债发行速度。</li> </ul>	<b>三大方向</b> <ul style="list-style-type: none"> <li><b>认房不认贷</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>8月25日，《关于优化个人住房贷款中住房套数认定标准的通知》，认房不认贷加入一城一策工具箱。截至9月15日，北上广深等超20城落实认房不认贷。</li> </ul> </li> <li><b>首付及利率变动</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>8月31日，《关于调整优化差别化住房信贷政策的通知》。商品房首套/二套首付比例下限调整为20% (↓10%) /30% (↓10%)。首套/二套贷款利率下限LPR-20BPS (-) /LPR+20BPS (↓)。</li> </ul> </li> <li><b>降低存量首套房贷款利率</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>8月31日，《关于降低存量首套住房贷款利率有关事项的通知》。目前各大银行陆续发布下调存量房贷利率的通知。</li> </ul> </li> </ul>	<b>一揽子活跃资本市场举措</b> <ul style="list-style-type: none"> <li><b>股东减持新规</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>控股股东与实控人减持与近三年分红挂钩。</li> </ul> </li> <li><b>下调印花税</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>8月27日，《关于减半征收证券交易印花税的公告》。</li> </ul> </li> <li><b>下调融资保证金比例</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>8月27日，《调降融资保证金比例，支持适度融资需求》，投资者融资买入证券的保证金比例从100%下调至80%</li> </ul> </li> <li><b>优化IPO、再融资监管安排</b></li> <li><b>降低险资风险因子</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>保险公司投资沪深300成分股，风险因子从0.35调整为0.3，投资科创板上市普通股票，风险因子从0.45调整为0.4。</li> </ul> </li> </ul>	<b>减税减负等</b> <ul style="list-style-type: none"> <li><b>减税</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>提高3项个税专项附加扣除标准。</li> <li>延续实施全年一次性奖金个税政策。</li> <li>支持居民换购住房个税政策上市公司股权激励有关个税政策等。</li> </ul> </li> <li><b>住房公积金提取政策优化</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>北京、深圳等城市提升租房公积金提取</li> </ul> </li> <li><b>支持解决政策拖欠企业账款</b></li> </ul>	<b>稳增长&amp;支持和发展民营经济</b> <ul style="list-style-type: none"> <li><b>多行业发布稳增长方案</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>汽车、建材、有色金属、钢铁、石化化工等</li> </ul> </li> <li><b>支持和发展民营经济</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>7月28日，国家发展改革委、市场监管总局、税务总局等部门联合印发《关于实施促进民营经济发展近期若干举措的通知》。</li> <li>8月30日，央行召开金融支持民营企业发展工作推进会。</li> <li>8月31日，发改委召开民营企业企业家座谈会。</li> <li>9月4日，发改委内部设立民营经济发展局，作为促进民营经济发展壮大的专门机构。地方围绕支持民企、促销费发力。</li> </ul> </li> </ul>

## 城中村改造影响测算（中泰证券整理）

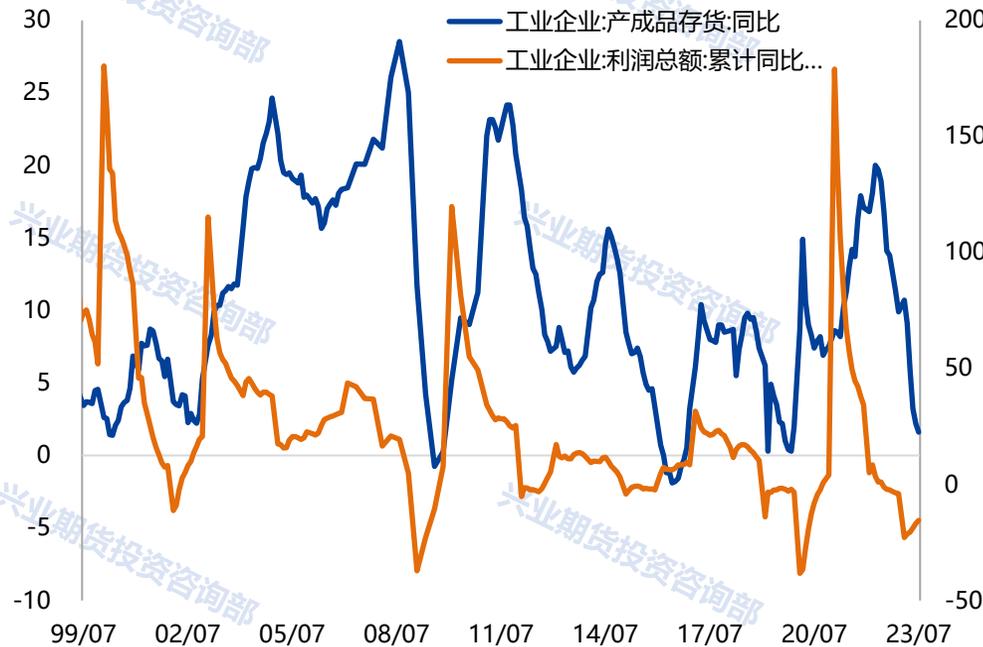
城市	城区常住人口	人数	城区自建户数 占总房屋户数	总户数	城中村户数	人均住房面积	调整系数	城中村住房面积	拆除新建面积	改善提升面积	建安投资
单位	万人	万人	%	万户	万户	m <sup>2</sup>		万m <sup>2</sup>	万m <sup>2</sup>	万m <sup>2</sup>	亿元
上海	1,987	2,487	2.0	568	11	37	3.0	4,411	1,764	3,529	970
北京	1,775	2,189	2.7	561	15	33	3.0	4,745	1,898	3,796	1,044
深圳	1,744	1,749	11.1	126	14	28	3.0	16,261	6,504	13,009	3,577
重庆	1,634	3,205	4.0	1,285	51	38	1.5	3,726	1,490	2,980	820
广州	1,488	1,868	11.1	322	36	23	3.0	11,397	4,559	9,117	2,507
成都	1,334	2,094	5.9	579	34	35	1.5	4,132	1,653	3,306	909
天津	1,093	1,387	2.3	426	10	52	1.5	1,961	784	1,569	431
武汉	995	1,245	13.9	330	46	35	1.5	7,261	2,904	5,809	1,597
东莞	956	1,047	11.1	73	8	28	1.5	4,457	1,783	3,565	981
西安	928	1,218	9.0	321	29	35	1.5	4,385	1,754	3,508	965
杭州	874	1,194	13.8	262	36	41	1.5	7,418	2,967	5,934	1,632
佛山	854	950	11.1	141	16	45	1.5	6,399	2,559	5,119	1,408
南京	791	931	11.2	267	30	41	1.5	5,448	2,179	4,359	1,199
沈阳	707	907	4.1	294	12	34	1.5	1,478	591	1,183	325
青岛	601	1,007	13.7	274	38	34	1.5	4,199	1,680	3,359	924
济南	588	920	13.7	270	37	41	1.5	4,954	1,982	3,963	1,090
长沙	555	1,005	18.0	355	64	42	1.5	6,294	2,517	5,035	1,385
哈尔滨	550	1,001	2.1	398	8	30	1.5	520	208	416	114
郑州	534	1,260	17.6	415	73	41	1.5	5,780	2,312	4,624	1,272
昆明	534	846	16.2	351	57	35	1.5	4,542	1,817	3,633	999
大连	521	745	4.1	226	9	44	1.5	1,410	564	1,128	310
<b>总计</b>	<b>21,043</b>	<b>29,255</b>		<b>7,844</b>	<b>634</b>			<b>111,176</b>	<b>44,470</b>	<b>88,941</b>	<b>24,459</b>

每年投资（亿元） **2,038**    建设周期（年） 12  
 每年拉动增长（%） **1.5%**

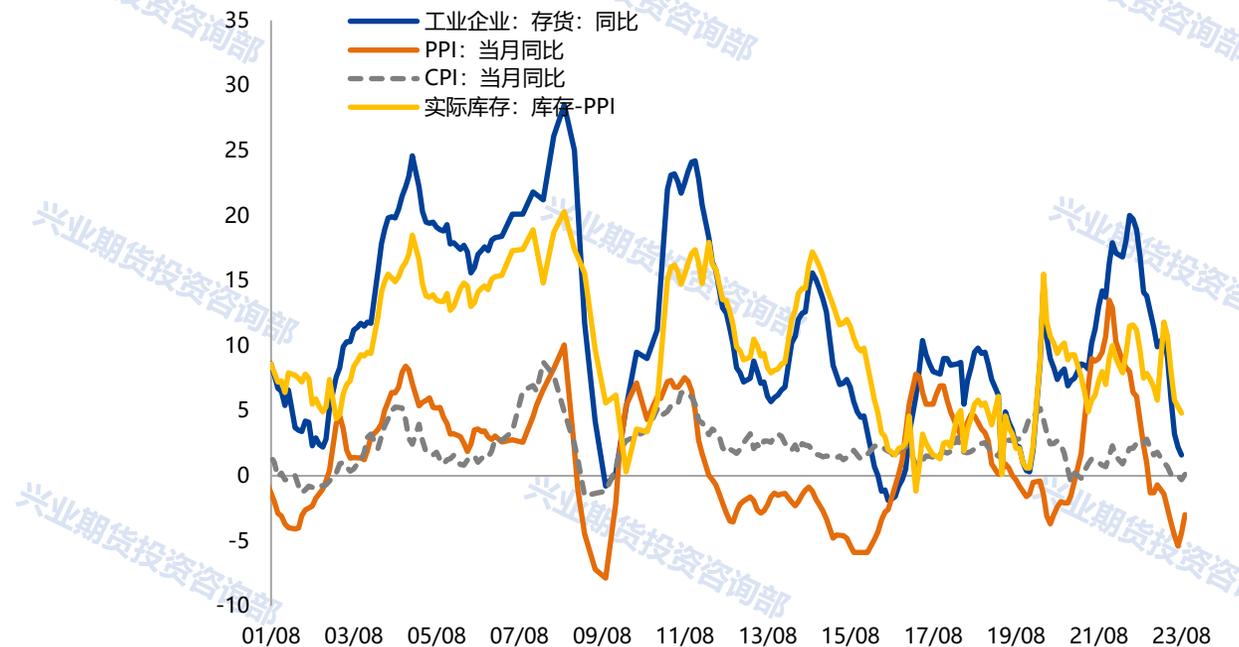
宏观经济指标		单位		统计局经济数据															
				22/04	22/05	22/06	22/07	22/08	22/09	22/10	22/11	22/12	23/01	23/02	23/03	23/04	23/06	23/07	23/08
生产	工业增加值	单月	%	-2.9	0.7	3.9	3.8	4.2	6.3	5.0	2.2	1.3	-9.8	18.8	3.9	5.6	4.4	3.7	4.5
	城镇调查失业率	单月	%	6.1	5.9	5.5	5.4	5.3	5.5	5.5	5.7	5.5	5.5	5.6	5.3	5.2	5.2	5.3	5.2
就业	青年失业率(16-24岁)	单月	%	18.2	18.4	19.3	19.9	18.7	17.9	17.9	17.1	16.7	17.3	18.1	19.6	20.4	21.3		
	固定资产投资	单月	%	1.8	4.5	5.8	3.5	6.5	6.6	5.0	0.7	3.1		5.5	4.7	3.6	3.1	1.2	1.8
投资	房地产投资	单月	%	-10.1	-7.8	-9.4	-12.3	-13.8	-12.1	-16.0	-19.9	-12.2		-5.7	-7.2	-16.2	-20.6	-17.8	-19.1
	基建投资	单月	%	4.3	7.9	12.0	11.5	15.4	16.3	12.8	13.9	10.4		12.2	9.9	7.9	11.7	5.3	6.2
	基建投资(不含电力)	单月	%	3.0	7.2	8.2	9.1	14.2	10.5	9.4	10.6	14.3		8.5	8.7	5.4	7.3	6.8	8.9
	制造业投资	单月	%	6.4	7.1	9.9	7.5	10.6	10.7	6.9	6.2	7.4		8.1	6.2	5.3	6.0	4.3	7.1
消费	社会消费品零售总额	单月	%	-11.1	-6.7	3.1	2.7	5.4	2.5	-0.5	-5.9	-1.8		3.5	10.6	18.4	3.1	2.5	4.6
进出口	出口金额	单月	%	3.3	16.0	16.2	17.2	6.5	4.9	-1.0	-9.7	-11.4	-11.6	-2.7	11.4	7.3	-12.4	-14.5	-8.8
	进口金额	单月	%	0.1	3.4	-0.2	1.4	-0.5	-0.1	-1.0	-10.7	-7.1	-20.8	4.5	-1.7	-8.1	-6.9	-12.4	-7.3
物价	CPI	单月	%	2.1	2.1	2.5	2.7	2.5	2.8	2.1	1.6	1.8	2.1	1.0	0.7	0.1	0.0	-0.3	0.1
	PPI	单月	%	8.0	6.4	6.1	4.2	2.3	0.9	-1.3	-1.3	-0.7	-0.8	-1.4	-2.5	-3.6	-5.4	-4.4	-3.0
	CPI-PPI	单月	%	-5.9	-4.3	-3.6	-1.5	0.2	1.9	3.4	2.9	2.5	2.9	2.4	3.2	3.7	5.4	4.1	3.1
流动性	社融	存量同比	%	10.2	10.5	10.8	10.7	10.5	10.6	10.3	10.0	9.6	9.4	9.9	10.0	10.0	9.0	8.9	9.0
	信贷	同比	%	10.9	11.0	11.2	11.0	10.9	11.2	11.1	11.0	11.1	11.3	11.6	11.8	11.8	11.3	11.1	11.1
	M1	单月	%	5.1	4.6	5.8	6.7	6.1	6.4	5.8	4.6	3.7	6.7	5.8	5.1	5.3	3.1	2.3	2.2
	M2	单月	%	10.5	11.1	11.4	12.0	12.2	12.1	11.8	12.4	11.8	12.6	12.9	12.7	12.4	11.3	10.7	10.6
	M1-M2	单月	%	-5.4	-6.5	-5.6	-5.3	-6.1	-5.7	-6.0	-7.8	-8.1	-5.9	-7.1	-7.6	-7.1	-8.2	-8.4	-8.4

基于信用周期、物价、经济周期等各项领先指标看，国内工业企业库存周期有望继续改善，多数行业库存已降至较低水平，或将于四季度开启新一轮的补库存周期。考虑到，2000年以来的国内强补库周期多受出口和地产强周期的拉动，当前地产周期偏弱，出口增速刚刚开始触底回升，因此本轮补库周期可能相对偏弱。

### 工业企业库存周期逐步改善



### 工业企业名义库存与实际库存



各行业库存周期 (更新至7.31)

板块	行业	库存增速分位数	利润增速分位数	PPI增速历史分位数	工业增加值增速历史分位数	库存阶段	板块	行业	库存增速分位数	利润增速分位数	PPI增速历史分位数	工业增加值增速历史分位数	库存阶段
上游采矿业	煤炭开采	67.5%	21.8%	4.6%	21.1%	主动去库	中游设备制造业	设备维修	87.6%	53.5%	54.3%	93.8%	被动补库
	油气开采	7.5%	26.4%	27.9%	69.6%	主动去库		下游消费品制造业, 农产品	农副食品	44.3%	1.7%	9.6%	8.8%
	黑金采矿	3.6%	11.6%	46.2%	23.2%	被动去库	食品制造		37.3%	4.1%	1.5%	6.2%	被动去库
	有色采矿	11.1%	34.7%	61.9%	4.6%	主动去库	饮料制造		41.6%	1.2%	54.8%	9.4%	被动补库
	非金属采矿	51.2%	3.3%	10.2%	2.6%	被动补库	烟草制品		83.4%	26.4%	87.3%	41.2%	主动去库
燃料加工	3.3%	31.4%	23.9%	63.9%	被动去库	木材制品	44.0%		15.7%	4.1%	6.2%	被动去库	
上游原材料加工业	化学原料	1.2%	2.9%	6.1%	37.6%	被动去库	家具制造	2.1%	6.6%	25.9%	6.7%	主动补库	
	化学纤维	6.0%	17.8%	46.2%	34.0%	被动去库	造纸	3.3%	3.7%	2.0%	11.9%	被动去库	
	建材	32.2%	3.7%	2.0%	8.8%	主动去库	下游消费品制造业, 工业品	纺织	39.5%	3.3%	11.7%	10.8%	被动去库
	钢铁	8.1%	6.2%	33.5%	51.0%	被动去库		纺织服装	1.5%	7.9%	40.1%	10.9%	被动去库
	有色冶炼	48.5%	5.4%	56.9%	33.5%	被动去库		皮革制品	37.7%	8.3%	68.5%	13.3%	被动去库
	废旧加工	57.3%	4.5%	39.7%	66.4%	被动去库		印刷	2.1%	5.0%	17.3%	7.0%	主动补库
	金属制品	0.6%	9.1%	13.7%	10.3%	被动去库		文教体美	63.6%	8.3%	98.3%	10.2%	被动补库
通用设备	35.5%	43.8%	33.0%	9.8%	主动去库	医药制造		51.2%	5.8%	37.6%	2.6%	主动补库	
专用设备	70.5%	20.7%	25.9%	13.9%	被动去库	橡塑制品		6.5%	66.1%	5.8%	21.1%	被动去库	
中游设备制造业	汽车	46.5%	28.9%	1.7%	63.3%	主动去库	其他制造	2.3%	1.4%	7.8%	10.9%	主动去库	
	运输设备	67.8%	62.8%	30.6%	60.9%	被动补库	公用事业	电力热力	85.5%	89.7%	67.5%	28.4%	被动去库
	电气机械	55.7%	75.6%	28.4%	63.4%	被动去库		燃气生产	9.6%	21.9%	21.3%	6.7%	被动去库
	电子设备	6.6%	3.7%	36.0%	7.7%	被动去库		水生产	58.4%	35.1%	6.6%	3.6%	主动去库
	仪器仪表	51.5%	47.1%	70.7%	13.4%	被动去库							

库存周期		第一轮			第二轮			第三轮			第四轮			第五轮			第六轮			第七轮					
主动补库		-	-	0	2002-10	2003-02	4	2006-05	2007-02	9	2009-08	2010-02	6	-	-	0	2016-06	2017-04	10	2020-02	2020-10	8	2020-10	2021-02	4
被动补库		2000-05	2001-06	13	2003-02	2004-12	22	2007-02	2008-08	18	2010-02	2011-10	8	2013-08	2014-08	12	-	-	0	2019-11	2020-02	3	2021-02	2022-04	14
主动去库		2001-06	2002-02	8	2004-12	2005-04	4	2008-08	2009-02	6	2011-10	2012-02	4	2013-02	2013-08	6	2014-08	2015-02	6	2017-04	2018-08	16	2022-04	2023-03	11
被动去库		2002-02	2002-10	8	2005-04	2006-05	13	2009-02	2009-08	6	2012-02	2013-02	12	2015-02	2016-06	16	2018-08	2019-11	15	2023-03	2023-07	4			
全周期时间 (月)		29			43			39			36			34			41			44					
补库时间 (月)		13			26			27			14			12			10			29					
补库幅度 (%)		7.3			22.4			12.9			24.9			9.9			12.3			19.7					
去库时间 (月)		16			17			12			22			22			31			15					
去库幅度 (%)		-6.5			-9.0			-29.8			-18.4			-17.5			-10.1			-18.4					
库存周期强度		弱			强			强			强			弱			弱			强					
库存周期	产成品存货																								
信用周期	M1																								
	M2																								
	M1-M2 (逆序)																								
	社融同比																								
经济周期	PMI (MA12)																								
	宏观经济景气指数:一致指数																								
	宏观经济景气指数:先行指数																								
	地产投资																								
	拿地																								
物价周期	出口																								
	CPI																								
	PPI																								

## 中国历次补库存周期回顾

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

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

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

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

- 9月美联储议息会议也强化了美国经济“软着陆”预期，上调明年两年的经济增长、今年的通胀预期、下调未来三年失业率预测。
- 基于此，FOMC点阵图显示的加息预期也更加基金，预计年内仍有一次加息 (+25BPS)，同时2024年降息时点推迟，且2024年、2025年利率中枢较此前高50BPS，长期利率预期维持2.5%。

### 美联储议息会议加息点阵图对比 (9月VS6月)

### 美联储经济预测

Figure 2. FOMC participants' assessments of appropriate monetary policy: Midpoint of target range or target level for the federal funds rate

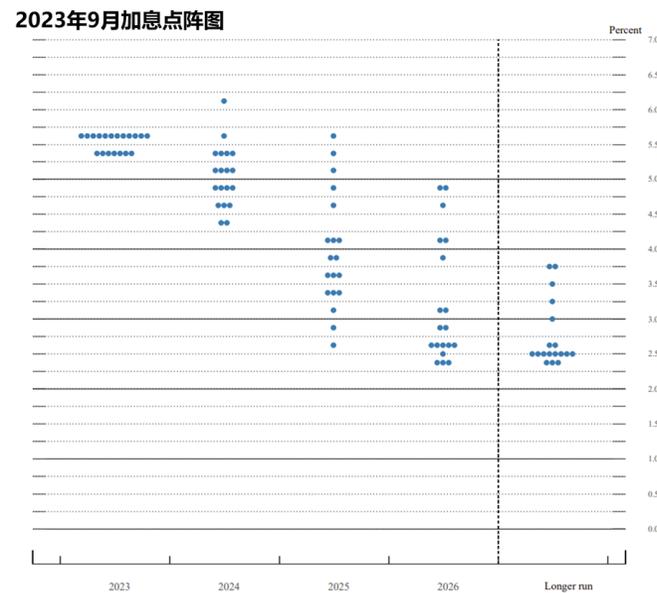
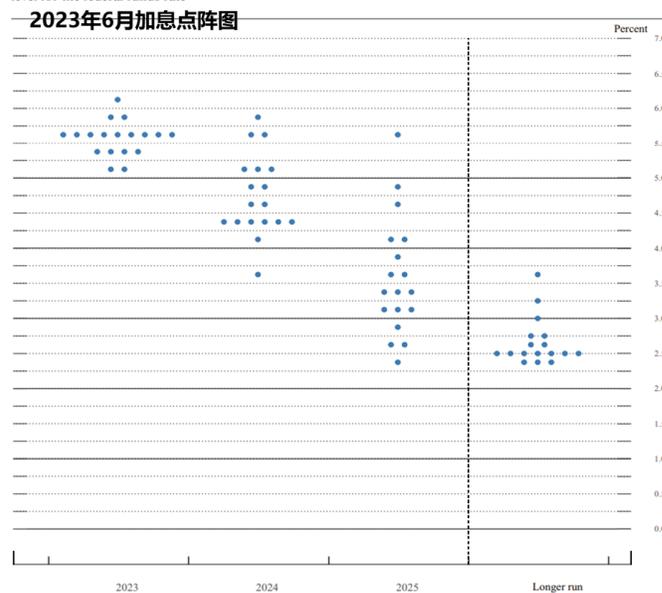


Figure 2. FOMC participants' assessments of appropriate monetary policy: Midpoint of target range or target level for the federal funds rate



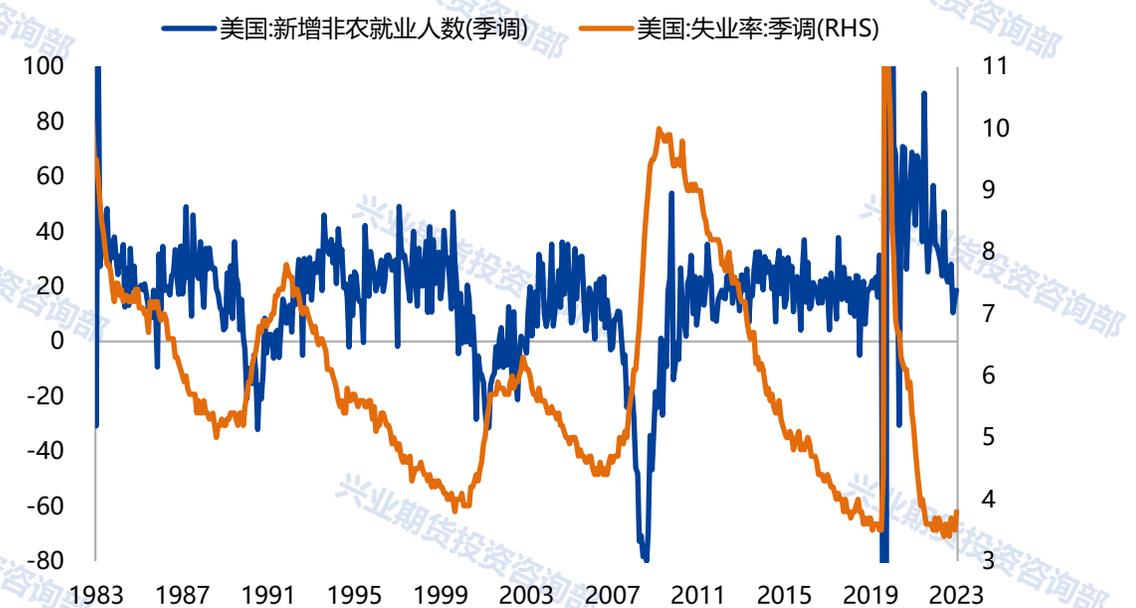
美联储议息会议经济预测 (中位数)		3月议息会议		6月议息会议		9月议息会议		较上期
实际GDP同比	2023	0.4	0.0-0.8	1.0	0.7-1.2	2.1	1.9-2.2	1.1
	2024	1.2	1.0-1.5	1.1	0.9-1.5	1.5	1.2-1.8	0.4
	2025	1.9	1.7-2.1	1.8	1.6-2.0	1.8	1.6-2.0	0.0
	2026	1.8	1.7-2.0	1.8	1.7-2.0	1.8	1.7-2.0	0.0
	长期	1.8	1.7-2.0	1.8	1.7-2.0	1.8	1.7-2.0	0.0
失业率	2023	4.5	4.0-4.7	4.1	4.0-4.3	3.8	3.7-3.9	-0.3
	2024	4.6	4.3-4.9	4.5	4.3-4.6	4.1	3.9-4.4	-0.4
	2025	4.6	4.3-4.8	4.5	4.3-4.6	4.1	3.9-4.3	-0.4
	2026	4.0	3.8-4.3	4.0	3.8-4.3	4.0	3.8-4.3	0.0
	长期	4.0	3.8-4.3	4.0	3.8-4.3	4.0	3.8-4.3	0.0
PCE通胀	2023	3.3	3.0-3.8	3.2	3.0-3.5	3.3	3.2-3.4	0.1
	2024	2.5	2.2-2.8	2.5	2.3-2.8	2.5	2.3-2.7	0.0
	2025	2.1	2.0-2.2	2.1	2.0-2.4	2.2	2.0-2.3	0.1
	2026	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0-2.2	0.0
	长期	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	0.0
核心PCE通胀	2023	3.6	3.5-3.9	3.9	3.7-4.2	3.7	3.6-3.9	-0.2
	2024	2.6	2.3-2.8	2.6	2.5-3.1	2.6	2.5-2.8	0.0
	2025	2.1	2.0-2.2	2.2	2.0-2.4	2.3	2.0-2.4	0.1
	2026	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0-2.3	0.0
	长期	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	0.0
联邦基金利率	2023	5.1	5.1-5.6	5.6	5.4-5.6	5.6	5.4-5.6	0.0
	2024	4.3	3.9-5.1	4.6	4.4-5.1	5.1	4.6-5.4	0.5
	2025	3.1	2.9-3.9	3.4	2.9-4.1	3.9	3.4-4.9	0.5
	2026	2.9	2.9	2.9	2.9	2.9	2.5-4.1	0.0
	长期	2.5	2.4-2.6	2.5	2.5-2.8	2.5	2.5-3.3	0.0

就美联储政策双目标而言，目前就业市场降温（失业率已经边际回升，同时新增非农就业回落到20万人以下），已经触发美联储暂停加息的“必要非充分条件”，但是核心PCE环比折年率依然偏高。历史显示，在高通胀时期，美联储对于就业市场降温的容忍度相对更高。考虑到四季度大宗商品涨价风险，以及美国汽车工人罢工可能引发连锁反应，加剧工资薪金增速保持韧性的风险，四季度美国核心通胀存在再度反弹的可能性。美联储很可能延长观察通胀回落进度的时间窗口，继续维持高利率甚至再次加息。

### 美国通胀（更新至8.31）



### 美国就业（更新至8.31）



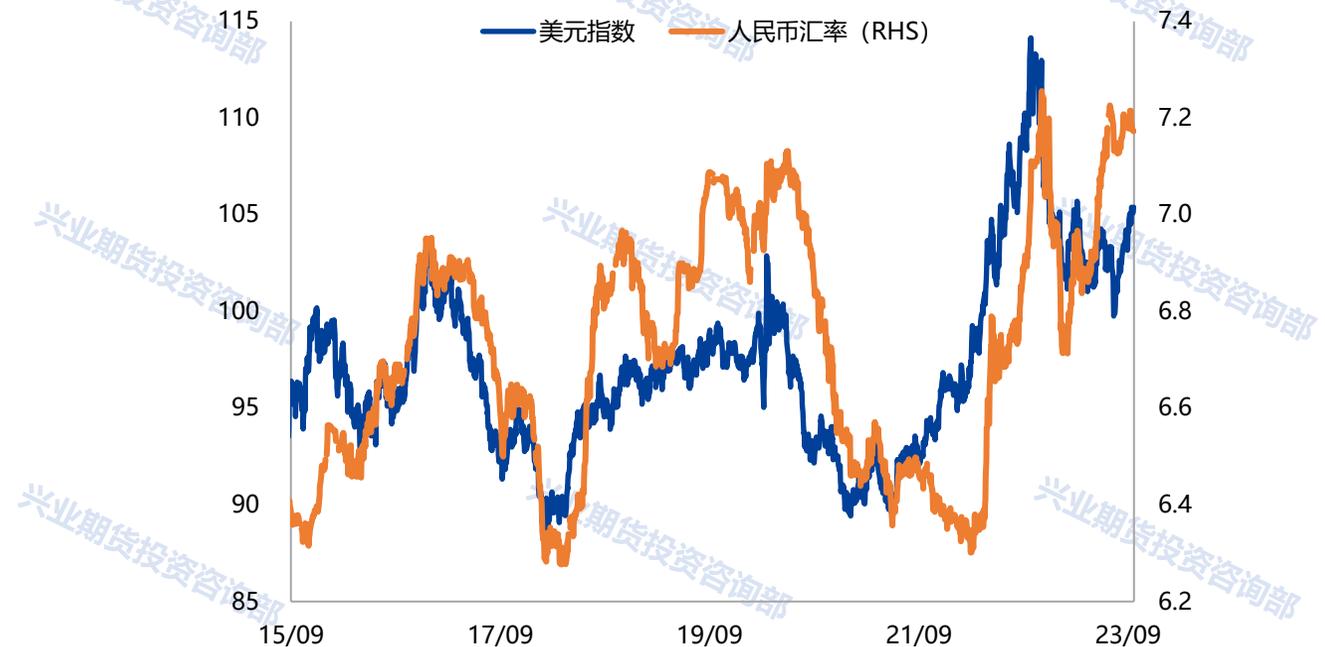
□ 9月议息会议后，市场对于12月加息预期较上个月有所升温，美国国债收益率及美元指数均继续走强，但市场对12月加息一次的预期概率依然在40%左右，反映市场对再次加息的定价仍不够充分。如果四季度经济数据支持，核心通胀反弹，加息预期可能再次上修，届时将带动美元指数和美债收益率进一步走强，进而对国内风险资产价格形成扰动。

□ 不过考虑到美国经济韧性对我国外需出口的潜在利多支撑，以及美国长期通胀中枢下行、加息节奏持续放缓的方向相对明确，美联储紧缩政策对国内风险资产价格的潜在边际利空指引可能更多是阶段性、且影响程度有限的。

### 美国国债收益率（更新至9.22）



### 美元指数与人民币汇率（更新至9.22）







# 国债

T

01

LPR维持不变，息差制约仍存

02

国债计划外发行，节前资金阶段性紧张

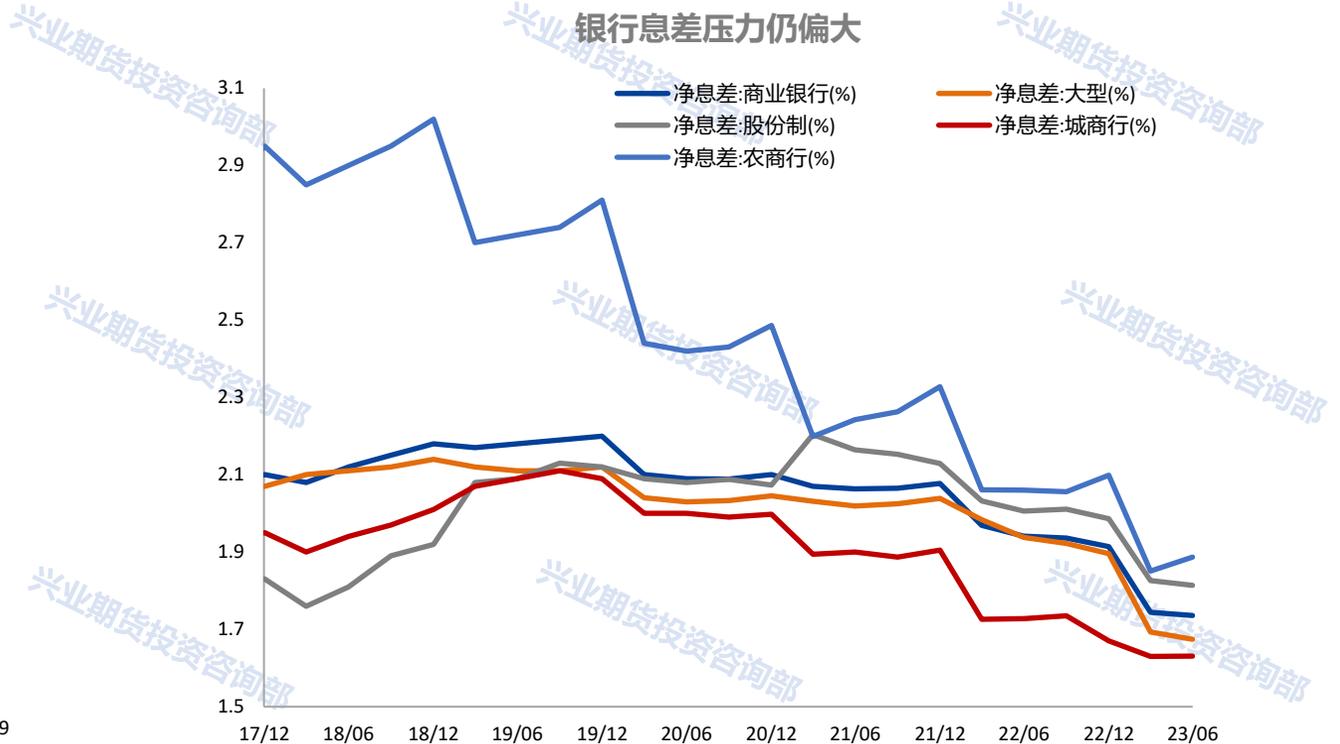
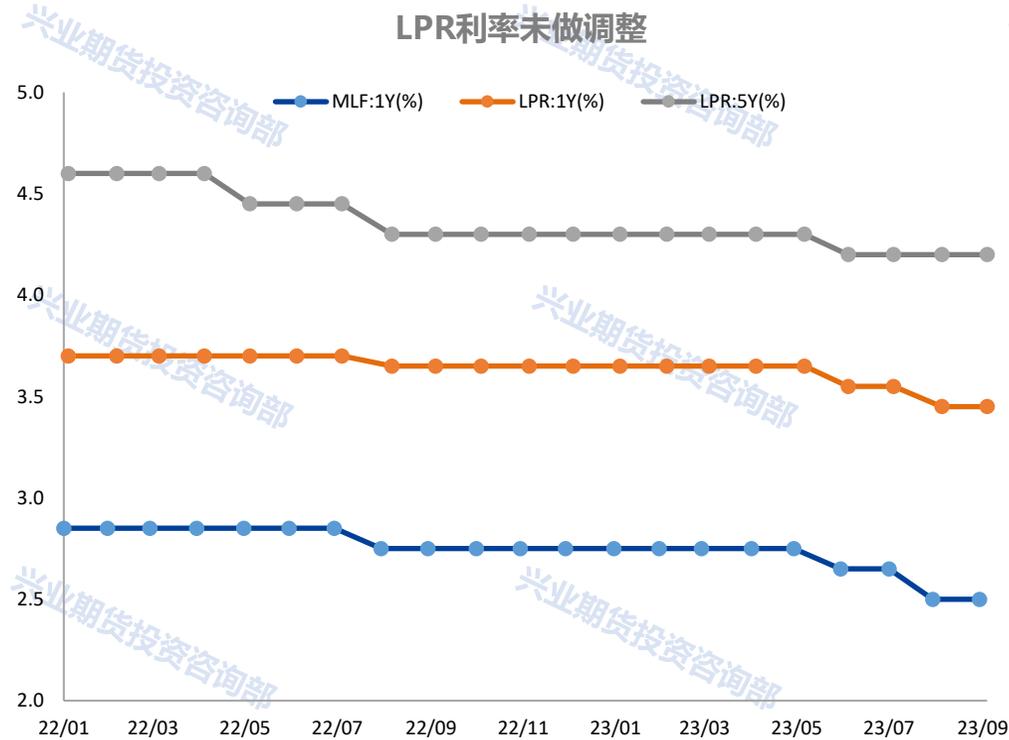
03

宽信用传导仍需时间，债市情绪谨慎

04

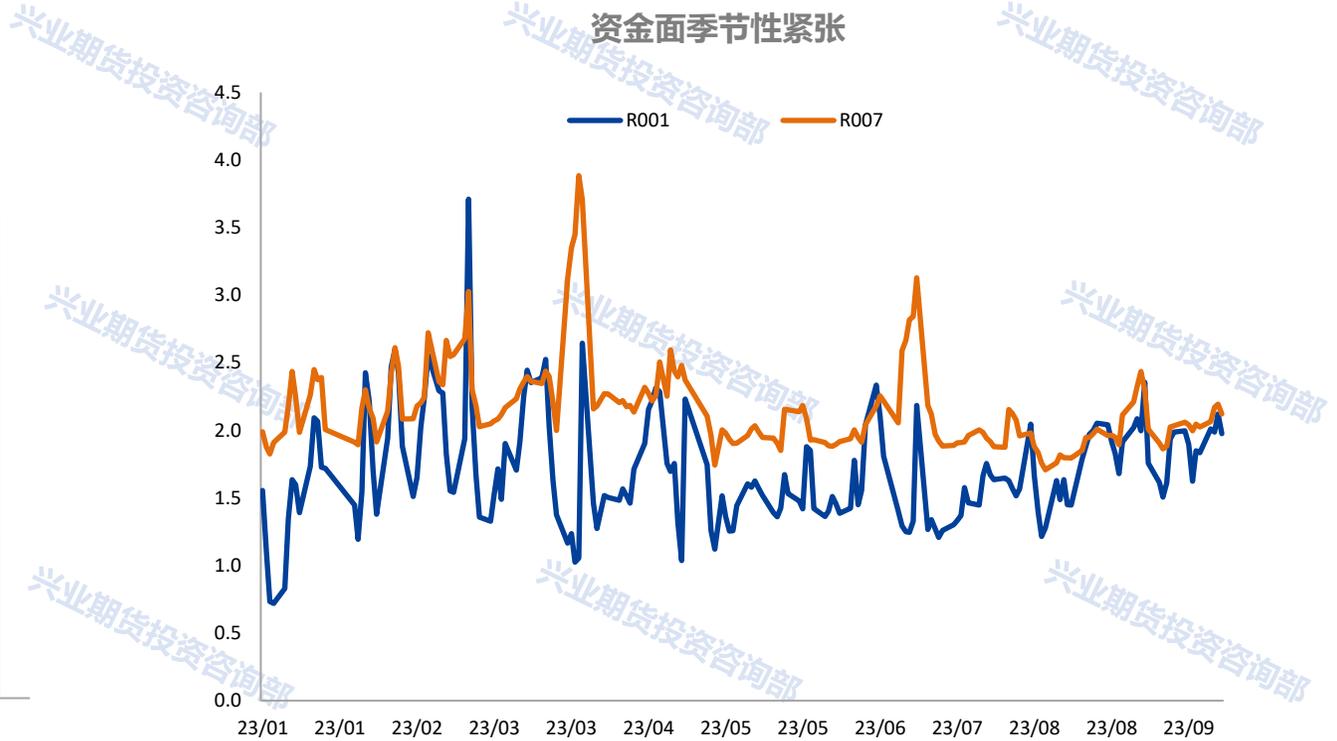
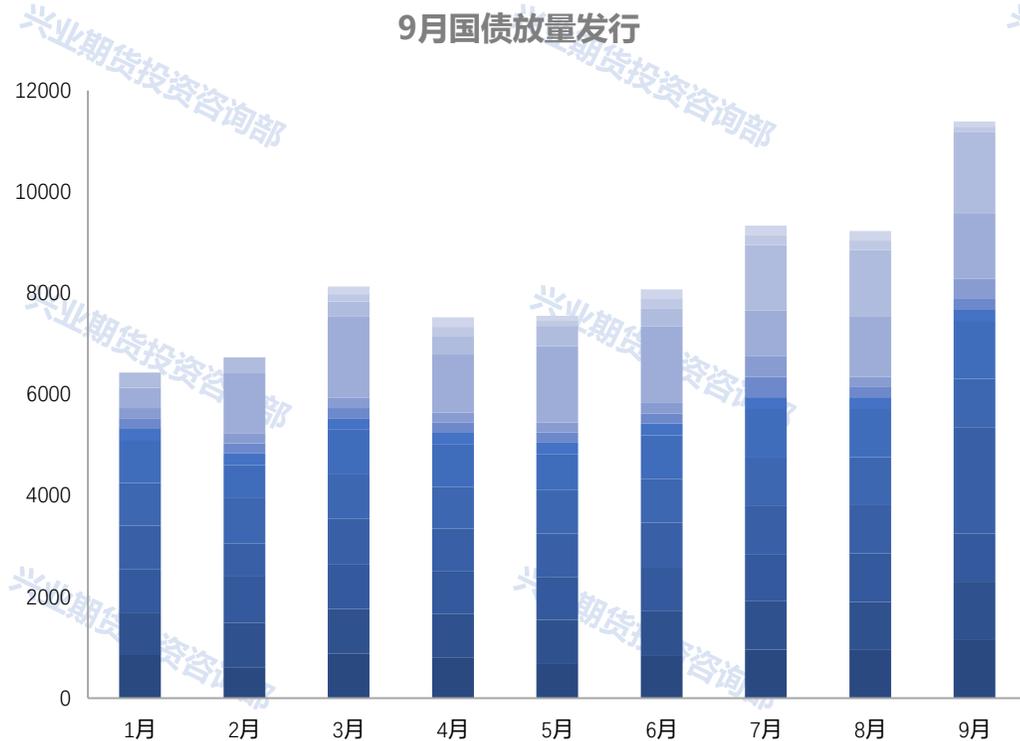
曲线大概率继续陡峭化，跨品种价差持有

- 9月20日，2023年9月LPR报价出炉：1年期品种报3.45%，5年期以上品种报4.2%，均与上期持平。5年期的LPR在8月末跟随调整仍做了保留。
- 8月31日央行和金融监管总局联合发布了《关于调整优化差别化住房信贷政策的通知》和《关于降低存量首套住房贷款利率有关事项的通知》，四大行已明确9月25日将进行批量调整，商业银行的净息差压力进一步扩大。



9月财政部宣布在计划外新发行一期1150亿元的5年期国债。从全年发行来看，今年国债发行节奏前缓后快。根据赤字规模，四季度发行的额度为2.54万亿元，但不排除将适当扩大赤字规模，根据中央财政国债余额情况表推算，今年结存限额空间大概在8300亿左右，不排除因供给因素造成阶段性流动性缺口。

此外受到节假日临近因素的影响，近期资金成本出现明显抬升，短期流动性压力有所增加。



- 虽然从最新的宏观指标来看，目前经济复苏节奏仍较为缓慢，但比对历史过往的利率低点，目前利率正处于偏低水平，但多数宏观经济指标整体处于中性水平，因此利率进一步下行动能目前来看较为有限。
- 近期地产政策不断加码，回看历史地产政策拐点后利率走势来看，从当前环境以及利率走势来看，目前与2008年最为相似，即政策发力期利率波动加剧，但同时由于地产政策传导偏缓叠加宽松的货币环境，利率向下趋势持续时间偏长。

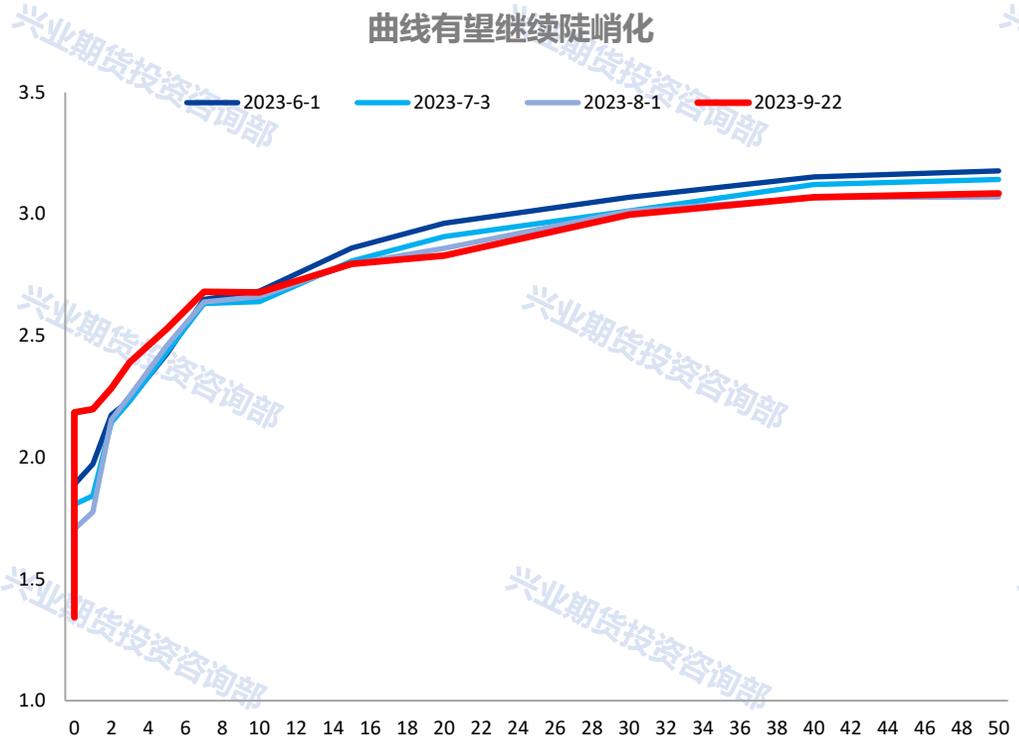
### 宏观数据及利率表现

时间	指标	前1月	前2月	前3月	前4月	前5月	前6月	前7月	当月国债收益均值
2023-9	PMI	-	49.7	49.3	49	48.8	49.2	51.9	2.62
	投资	-	3.2	3.4	3.8	4	4.7	5.1	
	消费	-	7	7.3	8.2	9.3	8.5	5.8	
	出口	-	-5.6	-5	-3.2	-1	0.7	-1.5	
2020-4	PMI	50.8	52	35.7	50	50.2	50.2	49.3	2.53
	投资	-10.3	-16.1	-24.5	5.4	5.4	5.2	5.2	
	消费	-16.2	-19	-20.5	8	8	8	8.1	
	出口	-9.28	-13.6	-17.37	-2.94	0.51	-0.22	-0.11	
2016-8	PMI	50.4	49.9	50	50.1	50.1	50.2	49	2.72
	投资	8.1	8.1	9	9.6	10.5	10.7	10.2	
	消费	10.3	10.3	10.3	10.2	10.3	10.3	10.2	
	出口	-8.37	-9.09	-9.57	-10.16	-11.04	-13.03	-21.07	
2009-1	PMI	45.3	41.2	38.8	44.6	51.2	48.4	48.4	2.89
	投资	26.6	26.6	26.8	27.2	27.6	27.4	27.3	
	消费	18.5	21.6	21.9	22	22	21.9	21.7	
	出口	-17.56	17.4	19.51	22.1	22.44	22.55	22.72	

### 地产政策后债市表现

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

- 在目前的宏观环境下，稳增长诉求仍较为强烈，因此货币总量大概率将继续维持偏宽松状态，债市收益率在短期内难以出现转向，但超长端由于前期表现过于强势，存在一定超涨，因此存在回调空间。
- 相较于现券，期货具有做空更为便捷、交易成本更低的优势。从走势上来看，跨品种价差在近期已经出现了向上修复的迹象，但超长端-长端之间的期限价差仍处历史偏低水平，存在修复空间。



**跨品种价差策略仍可向上**

	最新 (2023.9.22)	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	14.58	10.8%	20.7	17.2	19.6
10Y-3Y	28.89	13.8%	41.2	35.0	41.1
10Y-1Y	48.62	5.0%	75.1	58.8	70.0
5Y-3Y	14.31	21.8%	20.5	17.8	21.5
5Y-1Y	34.04	6.3%	54.4	41.5	50.4
30Y-10Y	31.99	0.2%	37.3	37.7	36.4
30Y-5Y	46.57	0.1%	58.04	54.95	55.96
2*TF-T	101.96	38.1%	102.4	101.7	101.7
4*TS-T	302.99	16.5%	303.5	303.1	303.3
2*TS-TF	100.52	21.1%	100.5	100.7	100.8
2*T-TL	104.68	21.2%	105.88	-	-
4*TF-TL	308.59	16.6%	310.62	-	-

# 股指

IF

01

信用、库存周期均将上行，A股涨势的支撑大环境持续改善

02

业绩、估值两端修复动能明确，“戴维斯双击”可期

03

海外市场负面影响已消化、且为重要的潜在边际驱涨因素

04

从ETF股基份额变动看，资金面持续存有乐观信号

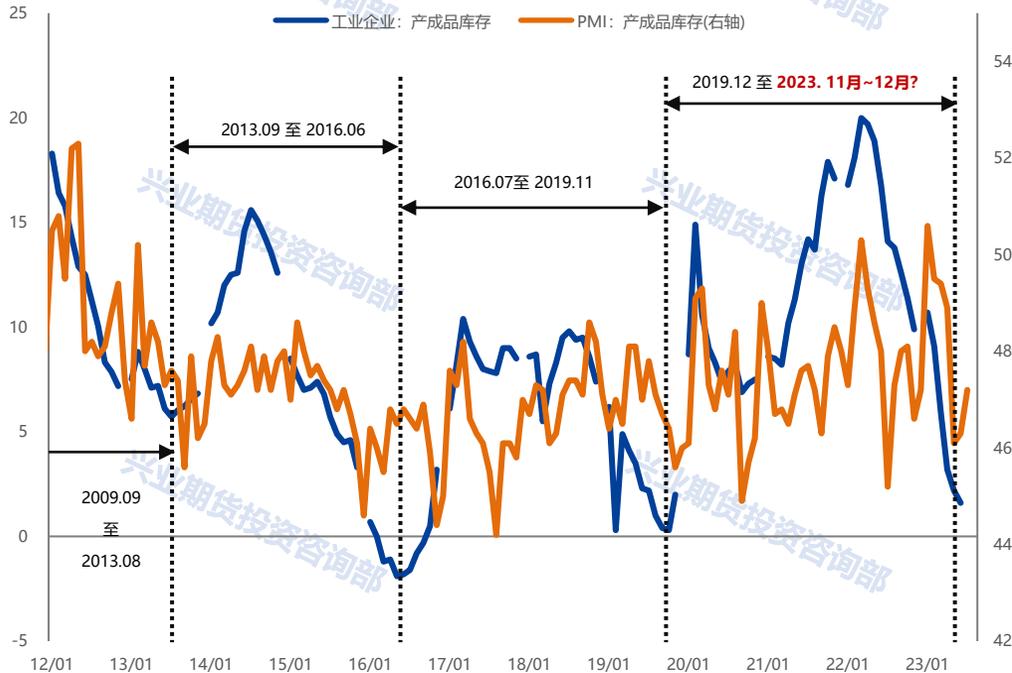
05

考虑核心利多的映射关联强度，沪深300指数仍是最佳多头

从最新的8月社融及信贷数据、基本面及景气度数据、物价数据等看，国内宏观经济整体延续稳步复苏态势，积极、强力的“宽信用”政策正逐步见效。再从库存周期状态看，按过往规律，一轮完整的上行、下行阶段持续时间约为34~48个月；而本轮始于2019年12月，预计在2023年Q4结束下行阶段（具体为结束被动去库阶段），转而进入新一轮周期、对应基本面表现更为强劲的主动补库阶段。

而从统计数据看，A股主要指数在被动去库、主动补库阶段均有正收益表现，其中后者更是为主升浪。以此看，A股整体上行大势的基础支撑环境将持续改善。

我国历轮库存周期情况  
(截至2023年8月)



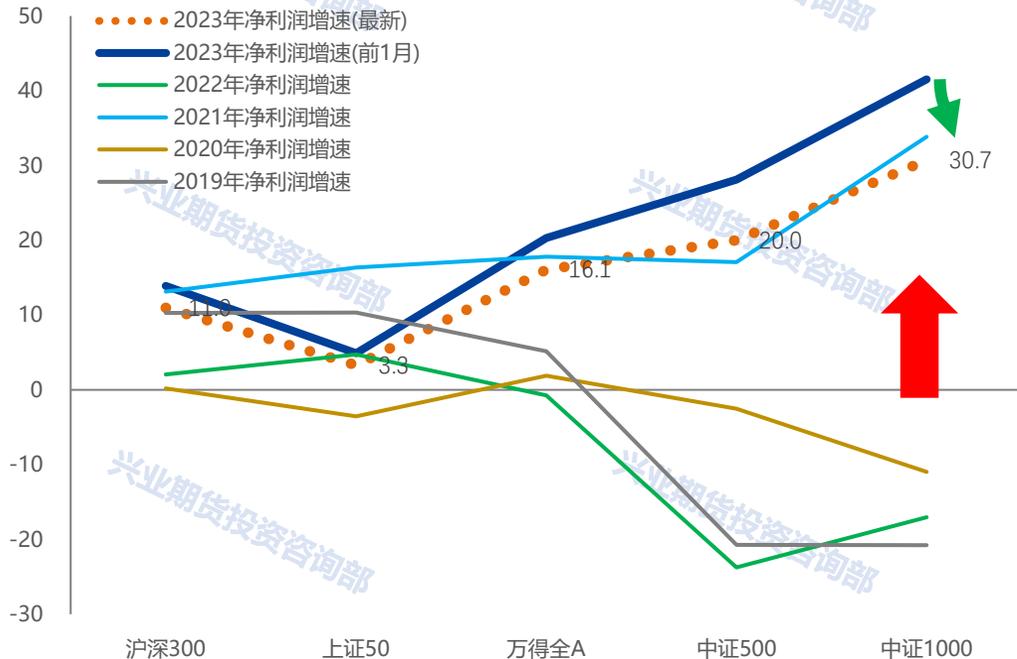
我国历轮库存周期情况 (截至2023年9月)

主要指数	主动补库存		被动补库存		主动去库存		主动去库存(剔除2015年)		被动去库存	
	均值	中位数	均值	中位数	均值	中位数	均值	中位数	均值	中位数
万得全A	45.7	21.0	-13.4	-14.9	17.9	8.3	0.3	1.6	4.1	2.2
沪深300	46.0	15.9	-15.9	-17.9	9.1	1.3	-3.5	-4.6	2.8	0.9
上证50	42.1	11.2	-14.1	-21.2	6.4	-2.4	-5.2	-6.2	2.7	-1.4
中证500	49.7	30.0	-14.6	-13.7	14.8	4.8	0.5	4.6	3.5	-2.6
中证1000	51.9	23.4	-14.8	-9.3	21.8	9.3	3.3	7.3	5.5	-3.8
创业板指	23.6	10.1	-12.7	-17.6	20.8	5.9	-2.5	4.7	11.3	-4.3

库存周期	主动补库存		被动补库存		主动去库存		被动去库存		库存周期 时长(月)
	起点	终点	起点	终点	起点	终点	起点	终点	
第1轮	06/06	08/05	08/06	08/08	08/09	09/02	09/03	09/08	39
第2轮	09/09	10/02	10/03	11/10	11/11	12/09	12/10	13/08	48
第3轮	13/09	13/12	14/01	14/08	14/09	15/12	16/01	16/06	34
第4轮	16/07	17/03	17/04	18/08	18/09	19/02	19/03	19/11	41
第5轮	19/12	21/02	21/03	22/04	22/05	23/02	23/03	23/09	/
平均时长(月)	11.6		12.4		9.8		8		40.8

- 从Wind一致性预期数据看，因2023年Q2主要经济指标表现不及预期、市场对A股净利润增速有所下调（体现为最新值较前1月值回落），但股价表现已有较充足定价。从总量方向、边际变化看，随国内积极政策面深化、基本面内生增长动能恢复，A股业绩大概率将触底回暖、且绝对值较高。
- 此外，因市场风险偏好依旧不佳、当前A股估值水平仍处低位。从PE、PB指标看，各主要指数整体较2022年10月绝对低点未有显著扩张、而部分指数甚至远低于该时点值。考虑各大利多因素逐步兑现、而不确定利空指引消除，预计乐观预期将显著增强、对应估值水平的大幅提升。
- 综合看，分子端盈利、分母端估值两大分项均有较强、较明确的修复动能，“戴维斯双击”为高置信度判断。

国内A股主要指数净利润增速一致性预期数据  
(截至2023.9.22)



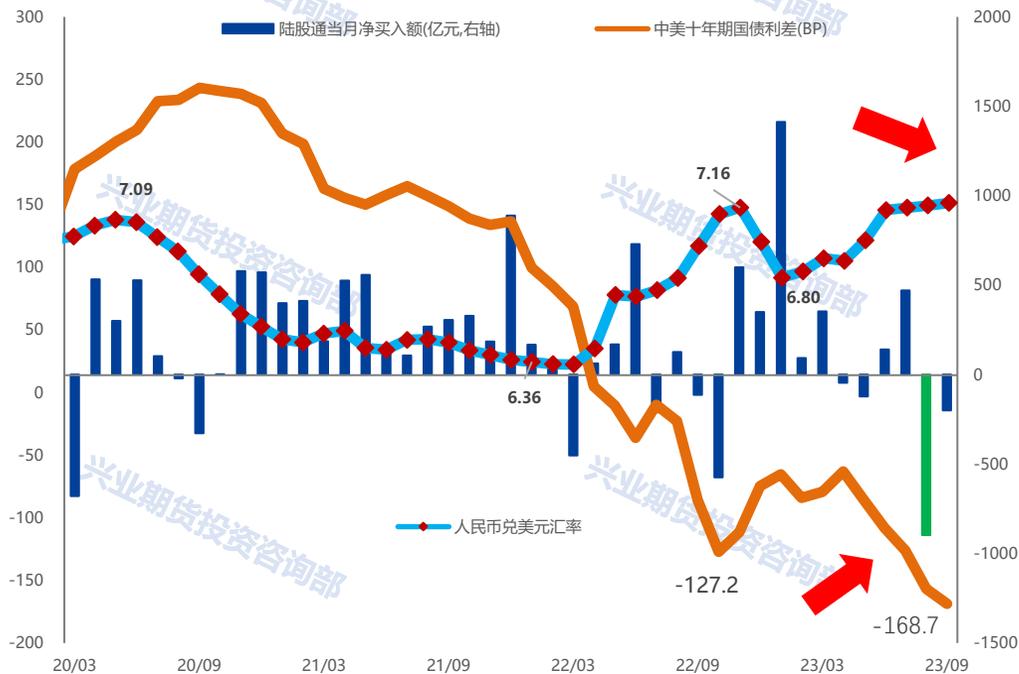
A股主要指数估值水平跟踪  
(市盈率及市净率, 截至2023.9.22)

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	2023/9/22	2022/10/31	2023/9/22	2022/10/31	2023/9/22	2022/10/31	2023/9/22
上证指数	11.4	13.2	28.9%	50.6%	1.18	1.30	25.5%	18.7%
深证成指	24.0	22.4	56.2%	37.5%	2.35	2.28	39.5%	0.5%
沪深300	10.3	11.7	23.3%	37.8%	1.20	1.31	32.5%	4.1%
创业板指	37.4	29.5	26.5%	2.2%	4.76	4.02	33.9%	0.5%
上证50	8.3	10.3	16.1%	63.0%	1.06	1.24	64.9%	37.7%
万得全A	15.8	17.4	39.2%	47.7%	1.50	1.57	32.3%	3.5%
中证500	22.1	23.5	21.7%	22.3%	1.57	1.71	23.5%	13.3%
中证1000	28.6	37.9	12.0%	30.8%	2.27	2.13	28.5%	5.1%
红利指数	4.7	5.6	0.3%	16.8%	0.55	0.63	5.7%	37.7%

(\*\*分位值起始时间点为2011/5/26)

- 从主动视角看：因国内基本面、政策面均将有足够量级的利多因素，驱动人民币兑美元汇率企稳及重回升值通道，对应中美汇差值将趋势性缩窄。此外，国内利率在长期、大幅下行后，进一步走低空间也将显著受抑，对应中美利差因素将不再成为负面指引。此背景下，人民币及A股资产的全球配置价值将再度重估，以陆股通资金为代表的外资大规模流出现象将趋缓、甚至逆转，其对A股资金面、情绪面的利空冲击将大为弱化。
- 从被动视角看：参考财通证券相关报告，美联储加息末期、以及结束之后，A股整体存在正收益、且后一阶段更是存在显著涨幅。
- 基于上述分析，海外市场的利空影响基本消化，而积极因素的边际弹性贡献则将大幅提升。

中美十债利差、人民币汇率及陆股通净流入额对比（截至2023.9.22）

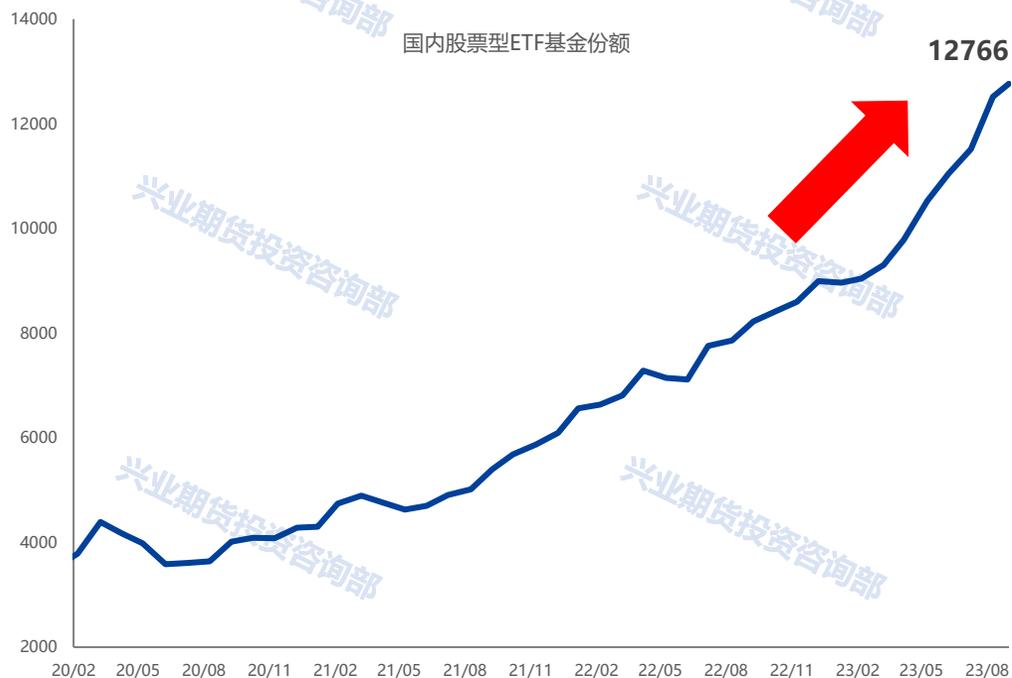


美联储加息周期各阶段对应美股、A股涨跌幅表现（财通证券）

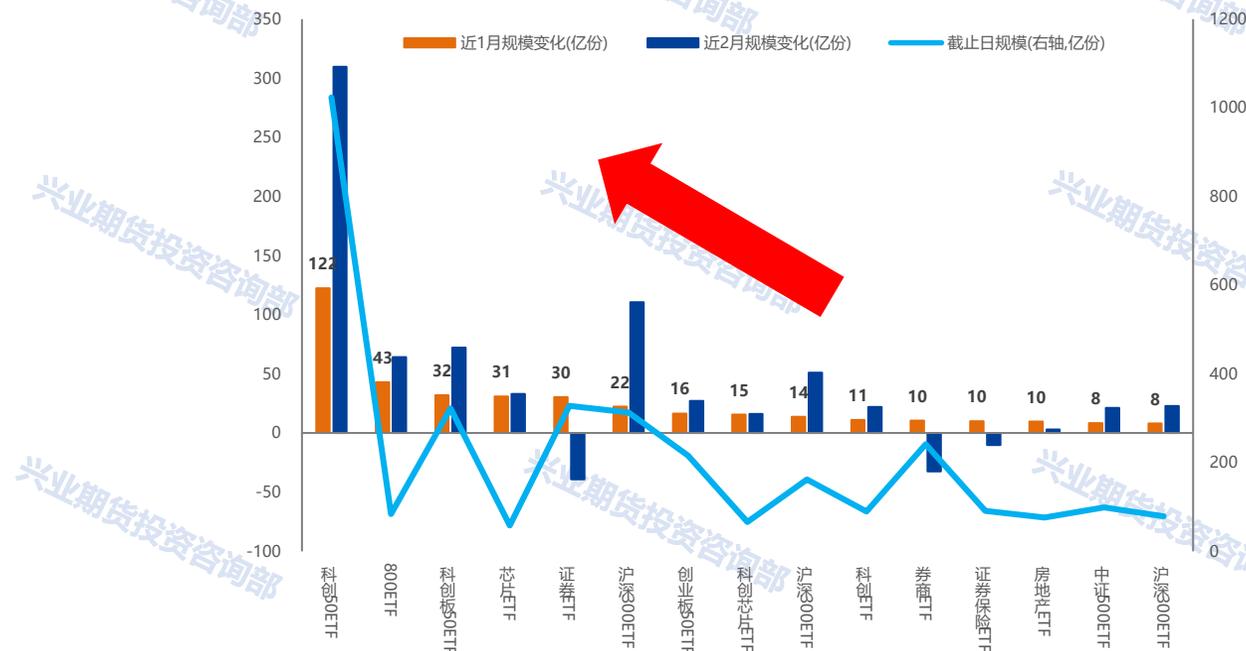
周期划分		加降息		标普500			纳斯达克			万得全A		
具体阶段	时长(月)	幅度(Bp)	次数	涨跌幅	EPS变化	估值变化	涨跌幅	EPS变化	估值变化	涨跌幅	EPS变化	估值变化
加息前期	20.1	287.5	9.75	17%	13%	5%	39%	4%	21%	-9%	10%	-19%
加息末期	2.6	41.7	1.3	-6%	6%	-10%	-15%	4%	-16%	10%	4%	6%
结束之后	10	/	/	11%	9%	2%	7%	33%	5%	106%	40%	38%

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

A股股票型ETF份额变化情况（月度值，截至2023.9.22）



近月来A股主要宽基指数ETF份额变化情况（截至2023.9.22）



从国内政策面、基本面、库存周期演化状态等与具体行业映射关联度看，当前阶段及后续相当长时限看，周期、金融和消费等风格板块表现将占优（相关轮次对应时限见前文）。

对应而言，按成分股重合度、相应阶段盘面相关性等考虑，在沪深300、上证50、中证500、中证1000四大指数中，沪深300指数兼顾性最高，故其依旧是性价比最高的多头标的。

### 四大股指、中信风格指数成分股重合度情况（截至2023.9.22）

代码	中信风格指数	沪深300指数	上证50指数	中证500指数	中证1000指数	
CI005917.WI	金融	22.83%	27.61%	10.99%	4.75%	
CI005918.WI	周期	16.56%	17.06%	24.49%	25.20%	
CI005919.WI	消费	22.63%	31.22%	16.76%	17.46%	
CI005920.WI	成长	30.14%	13.59%	42.84%	47.04%	
CI005921.WI	稳定	7.84%	10.52%	4.36%	5.14%	
共有成分股占比（金融+周期+消费）		/	62.02%	75.89%	52.24%	47.41%
共有成分股占比（金融+周期+消费+成长）		/	92.16%	89.48%	95.08%	94.45%

### A股主要风格指数被动去库、主动补库阶段超额收益率表现（中信风格，截至2023.9.22）

行业	主动补库存阶段						被动去库存阶段					
	第1轮	第2轮	第3轮	第4轮	第5轮	次数	第1轮	第2轮	第3轮	第4轮	第5轮	次数
成长	-52.7	14.8	2.4	-12.7	15.2	3	3.1	25.3	-2.2	-0.5	-1.9	2
周期	16.9	2.3	-1	0.7	8.6	4	8.4	-10.1	0.7	-6.9	-2.8	2
金融	47.6	-6.1	-3.7	-0.3	-25.1	1	1.2	3.2	3.3	-0.2	11.2	4
消费	-10.8	19.5	4.1	3.7	19.1	4	-0.3	-0.3	1.1	13.1	-3.3	2
稳定	-40.5	-4.9	-3.3	16.4	-39.2	1	-17.3	-1	-7.1	-8.6	10.9	1

### A股主要指数相关系数情况（近3月，截至2023.9.22）

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	0.94	0.83	0.73	0.66	0.59	0.92	0.83
上证50	0.94	1.00	0.59	0.48	0.82	0.30	0.76	0.59
中证500	0.83	0.59	1.00	0.98	0.28	0.89	0.90	0.99
中证1000	0.73	0.48	0.98	1.00	0.18	0.89	0.83	0.97
金融	0.66	0.82	0.28	0.18	1.00	-0.07	0.44	0.23
周期	0.59	0.30	0.89	0.89	-0.07	1.00	0.75	0.89
消费	0.92	0.76	0.90	0.83	0.44	0.75	1.00	0.91
成长	0.83	0.59	0.99	0.97	0.23	0.89	0.91	1.00
总计	3.00	2.47	3.06	2.88	/	/	/	/

周期:日线 2018/06/22 - 2023/09/22



# 沪铝

AL

01

产量增长空间有限，生产成本有所抬升

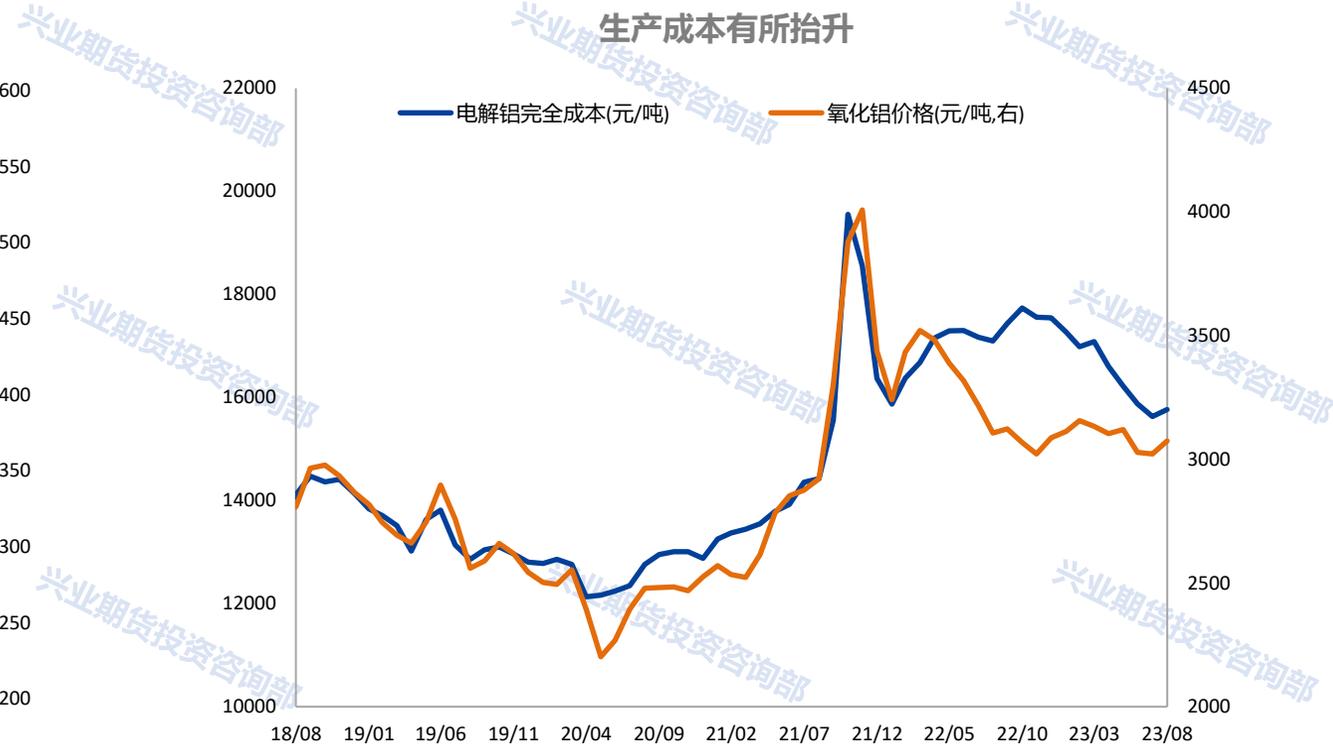
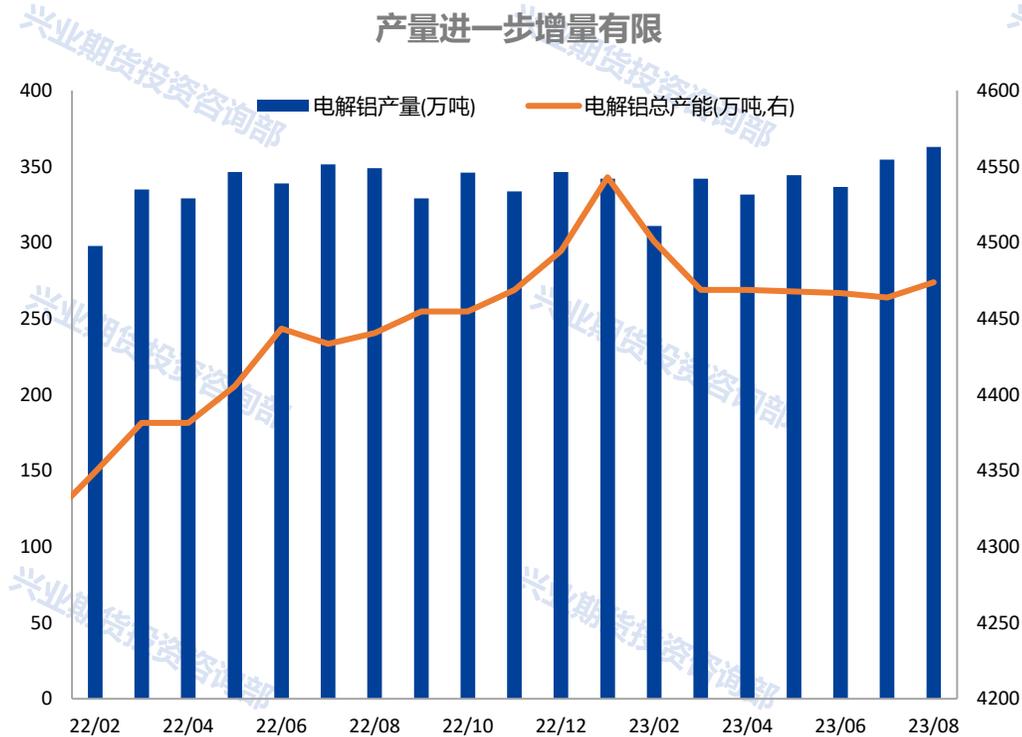
02

地产刺激政策加码，需求存潜在增量

03

低库存低估值下，沪铝支撑明确

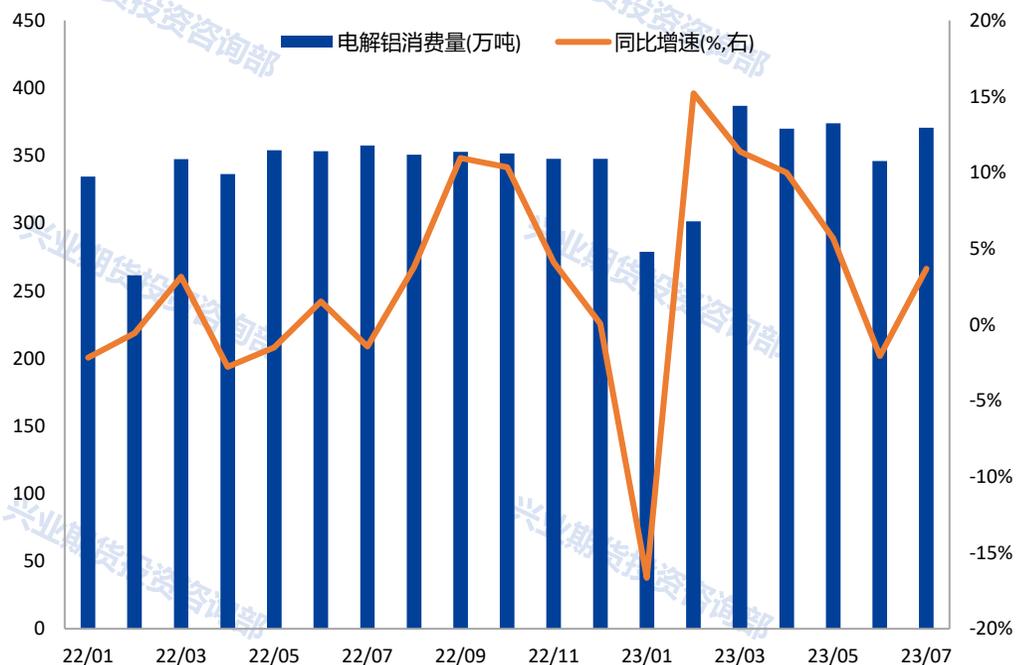
- 近期由于云南地区复产节奏偏快，产量出现大幅增加，但电解铝产能受限于产能天花板，后续进一步增长空间较为有限，供给约束仍较为明确。
- 电解铝成本端各环节在8月均出现了一定程度的抬升，氧化铝及电力价格都表现偏强，生产成本对价格的支撑有所上移。



从需求端来看，目前促消费及新能源汽车相关政策仍在持续，利多汽车相关需求，而地产政策近期出现超预期加码，对地产及地产后周期需求均存在利多。而光伏方面目前仍保持较为乐观增速，因此整体需求端从潜在利多。

从下游开工情况来看，目前整体开工率基本处于历史同期平均或高于平均水平。叠加后续政策加码，开工率或存在进一步改善空间。

需求增速出现抬升

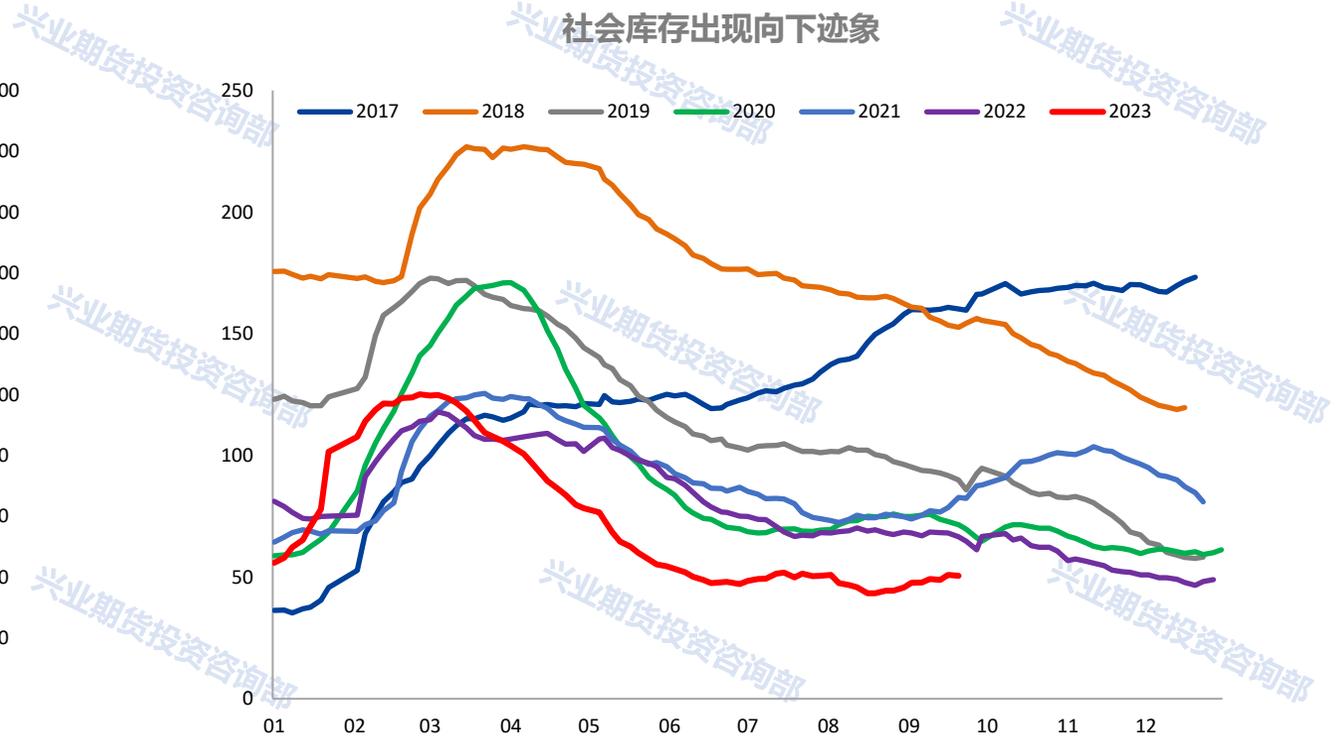
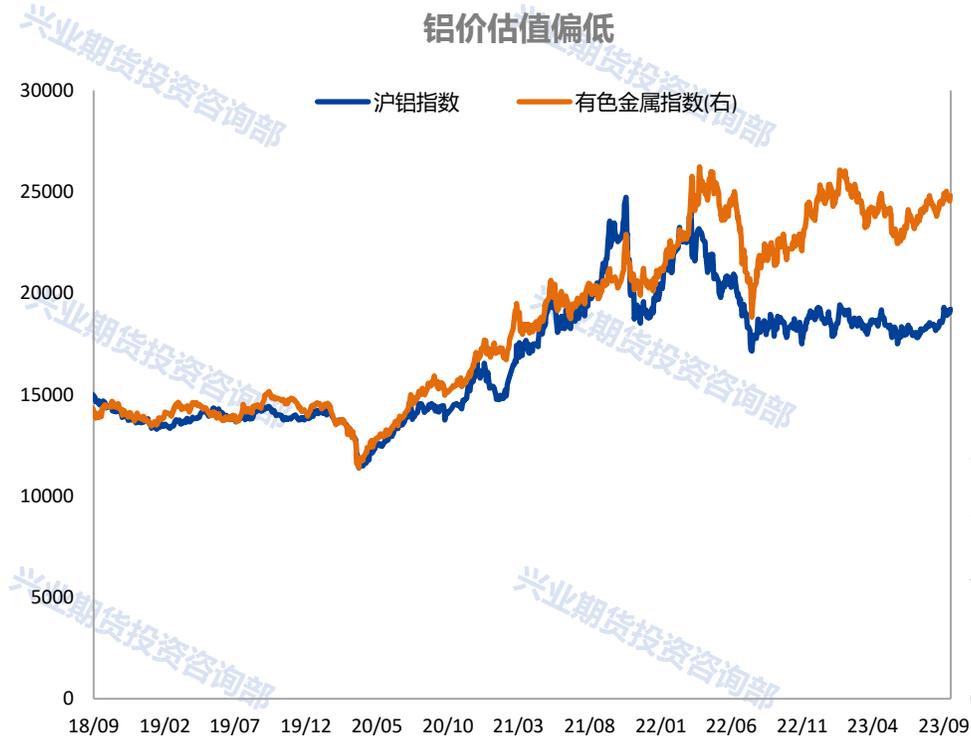


下游开工整体尚可

	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
铝合金开工率(%)												
2018	60.76	50.24	62.18	63.11	63.01	57.75	56.75	54.90	56.55	53.34	54.39	52.26
2019	53.12	42.11	55.88	56.91	54.11	49.52	49.67	48.75	53.24	55.68	57.53	56.79
2020	41.33	12.00	39.80	47.02	46.83	46.59	45.82	49.81	53.88	55.20	55.08	51.94
2021	55.80	31.98	50.55	53.44	49.98	48.43	48.01	43.48	41.15	40.26	45.85	47.00
2022	47.22	39.83	43.39	35.81	38.24	38.60	37.18	29.50	44.63	41.97	42.76	52.16
2023	29.16	44.10	57.20	56.26	54.26	52.28	53.21	53.20				
铝型材开工率(%)												
2018	59.31	35.34	62.63	61.23	61.47	58.05	54.56	53.38	54.11	56.30	55.39	53.82
2019	33.32	25.07	55.02	57.35	58.16	56.37	53.67	53.14	54.77	55.75	58.41	57.33
2020	30.73	13.23	51.71	59.47	60.05	58.26	54.70	51.80	53.65	53.73	54.44	55.79
2021	50.83	38.32	50.92	57.72	57.99	52.61	52.00	51.88	51.14	53.13	54.38	53.73
2022	51.23	41.69	49.92	53.19	56.20	57.33	53.40	51.06	52.86	53.38	52.78	51.08
2023	34.63	50.67	55.02	54.52	50.52	50.41	50.74	49.10				
铝板带箔开工率(%)												
2018	65.20	47.80	63.40	67.60	65.20	63.40	58.86	61.20	63.20	65.70	70.10	72.11
2019	52.80	50.20	72.60	74.80	73.20	67.10	63.20	61.55	65.20	65.80	65.80	58.70
2020	51.43	38.07	58.30	75.60	64.99	65.20	63.05	65.26	72.76	70.43	67.83	65.62
2021	68.38	54.67	72.42	78.23	76.68	73.77	72.34	73.59	72.52	72.13	72.39	73.19
2022	72.77	71.46	72.21	71.76	73.28	68.28	67.82	65.95	70.01	67.88	64.32	62.03
2023	53.24	64.91	69.31	67.59	66.35	64.89	64.69	60.80				

从估值的角度来看，22年下半年至今，有色金属板块价格重心略有抬升，但沪铝价格仍维持在震荡区间，虽然近几周铝价有所抬升，但估值水平仍显著低于有色金属板块。且目前铝价处于倒挂结构，有利于多头移仓。

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



# 橡胶

RU

01

车市消费潜力得到激发，轮企开工积极性维持高位

02

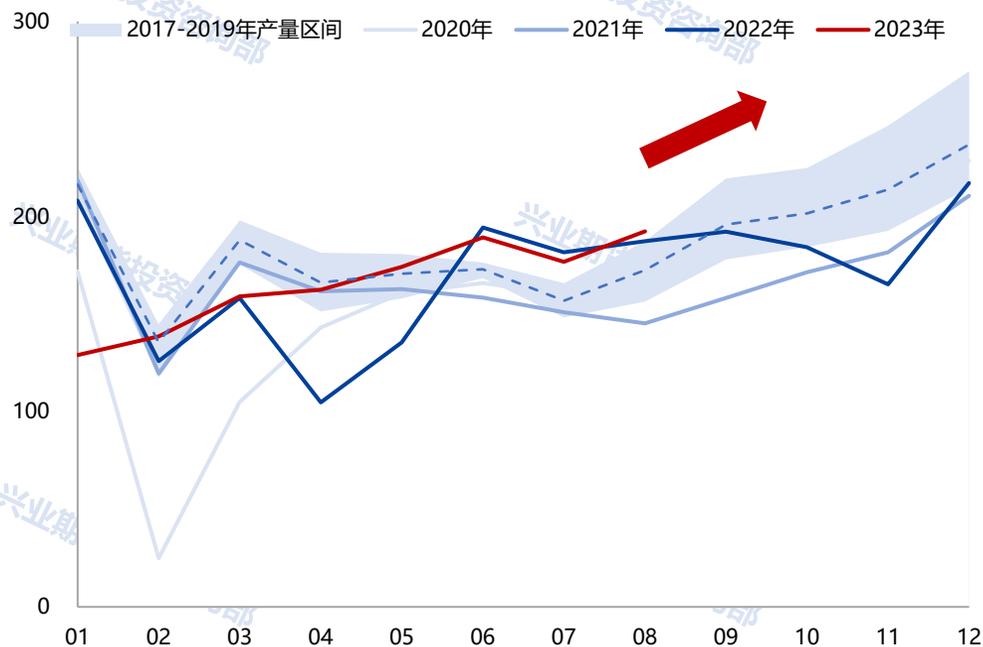
原料成本支撑走强，气候因素影响或有发酵可能

03

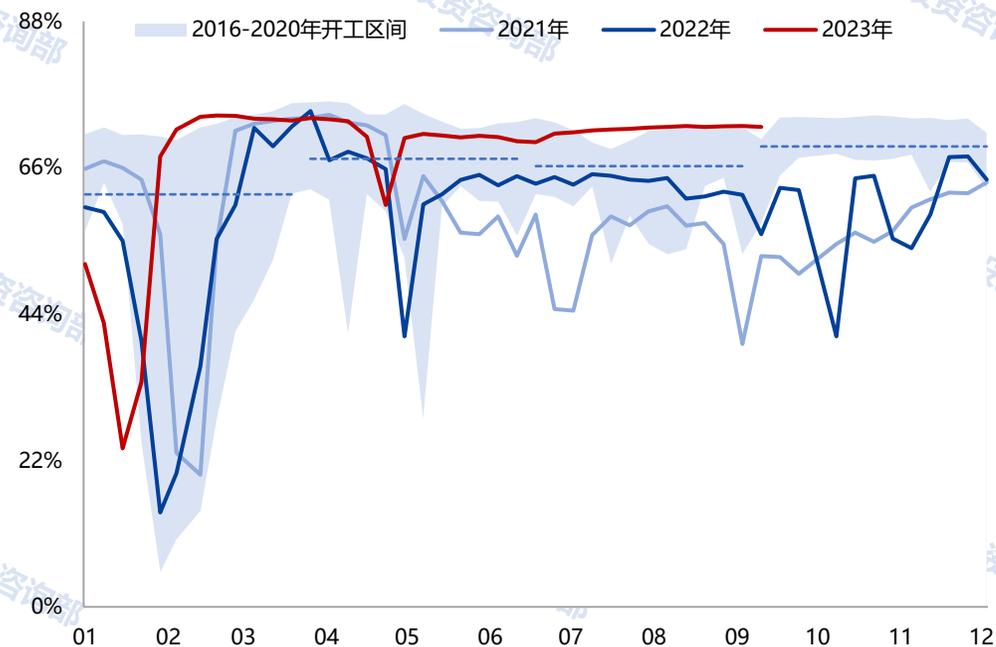
港口库存加速降库，基本面积极因素占优

需求方面，乘联会估算数据显示9月狭义乘用车零售198.0万辆，同比上升3.0%、环比增长3.1%，政策引导信心修复，消费刺激相关措施陆续跟进出台，传统旺季背景下市场潜力得到激发，橡胶终端需求预期乐观；而轮胎企业开工意愿依然较好，半钢胎产线开工率持续处于高位水平，企业订单充足、去库顺畅，工厂国庆放假时长或将缩短，需求传导效率亦表现良好。

### 狭义乘用车月度零售及季节性(万辆)

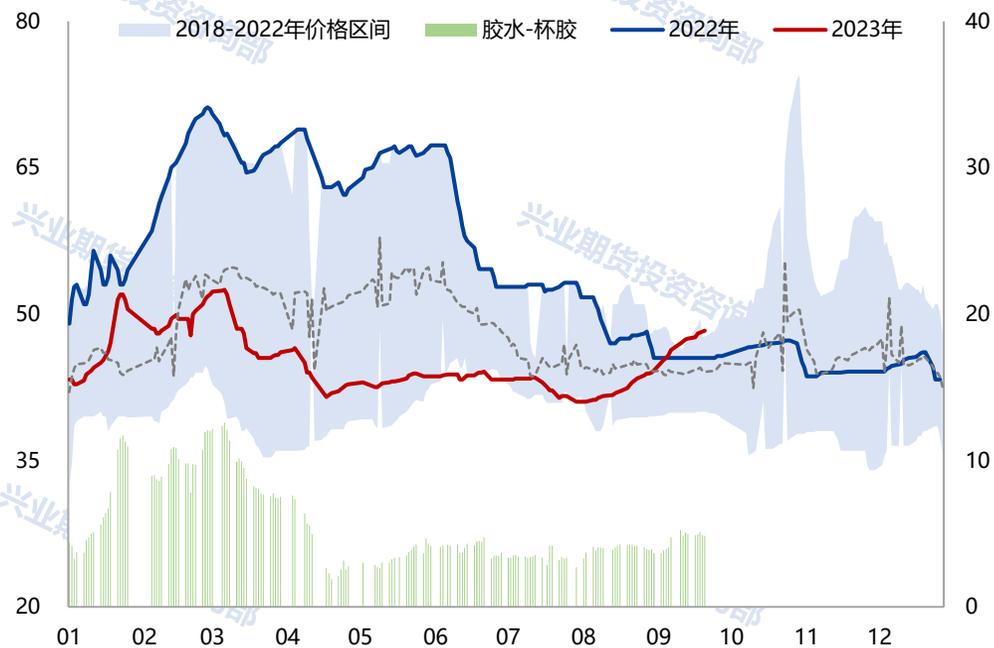


### 半钢胎开工率

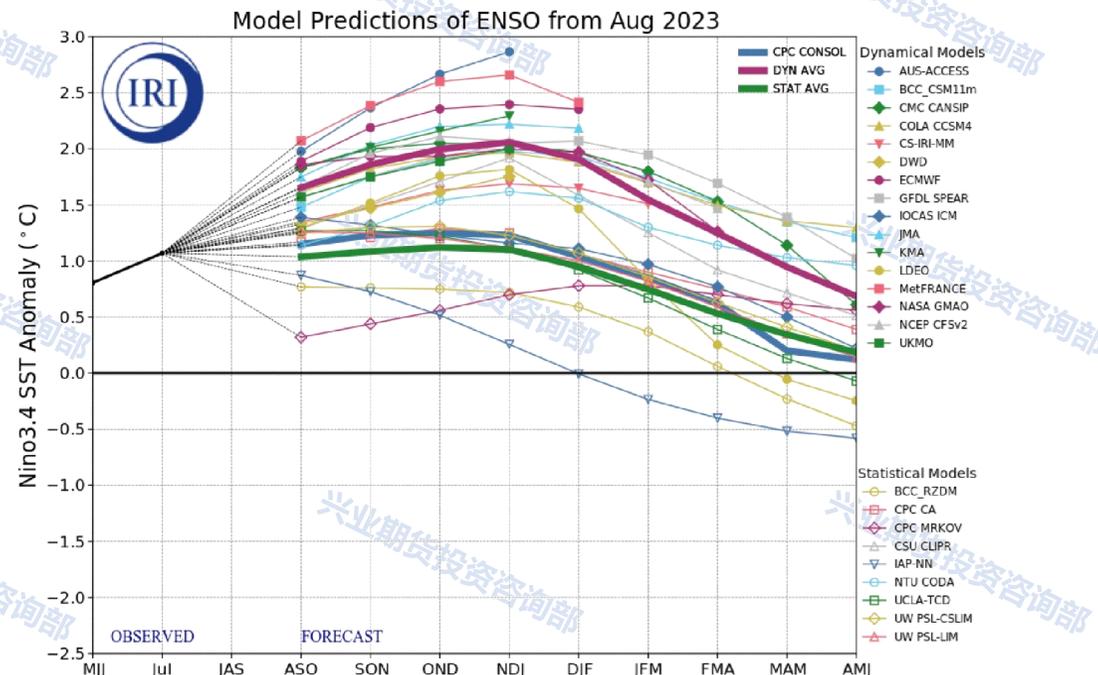


供应方面，ANRPC旺产季天胶生产不及预期，泰国原料产出受阻，合艾市场胶水价格创下近年同期新高；而NOAA对本轮厄尔尼诺事件的分析预测报告显示极端气候影响将持续至明年年初，且高强度厄尔尼诺现象发生的概率上升至71%，各产区物候条件面临严峻考验，天然橡胶供应端不稳定性增强。

泰国胶水价格走势及原料价差(泰铢/公斤)



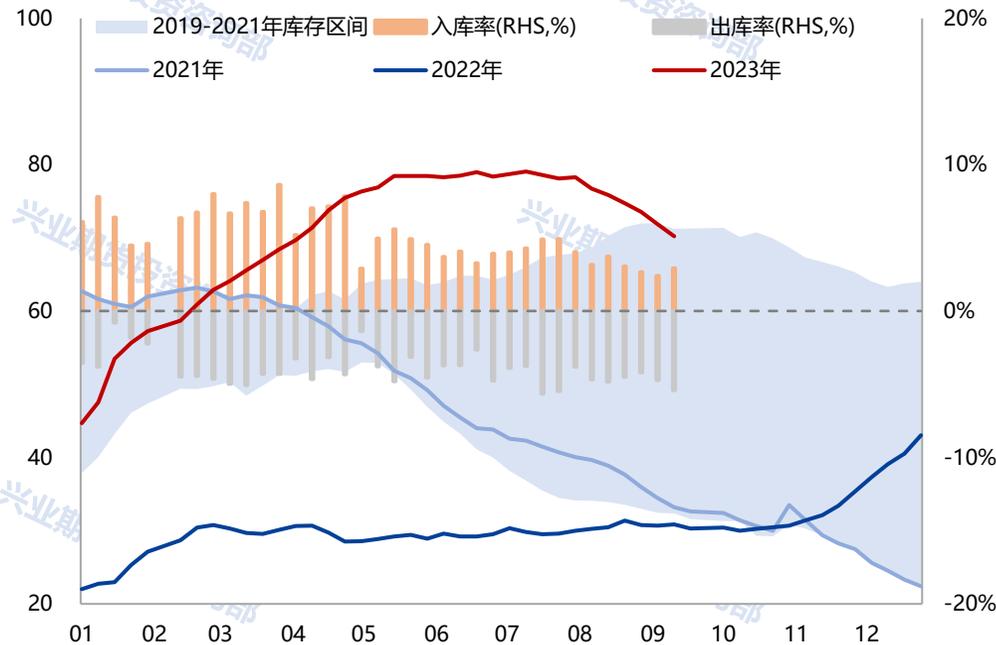
厄尔尼诺事件预期



□ 库存方面，节前下游补库推动出库率上升、气候因素影响海外橡胶到港，青岛港口库存继续降库，而沪胶仓单虽有增长但尚处绝对低位、云南现货库存亦未显著回升，橡胶结构性库存压力持续缓解。

□ 综合来看，政策施力效果显现，汽车产销延续复苏态势，轮胎开工意愿尚佳，终端需求预期及传导效率维持乐观，而原料供应受限抬升成本，现货库存加速下降，供需结构边际好转，基本面积积极因素依然占优。

### 青岛一般贸易库存水平(万吨)



### SCRWF海南生产成本及历年均值(元/吨)





# 聚氯乙烯

V

01

产量达到历史最高，生产企业开始累库

02

现货成交短暂好转，需求旺季即将结束

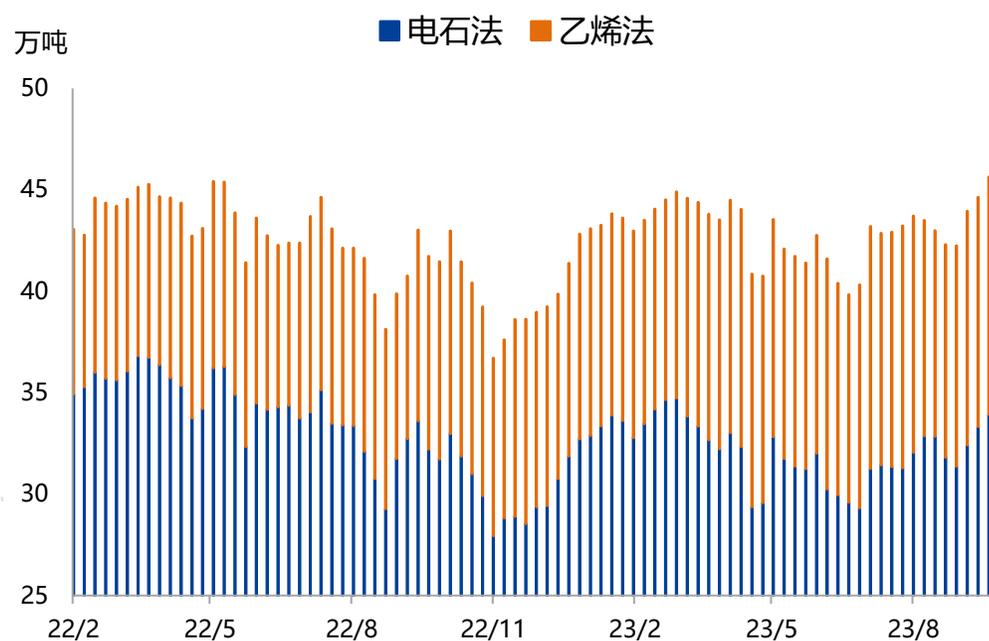
03

成本支撑作用减弱，市场出现看空情绪

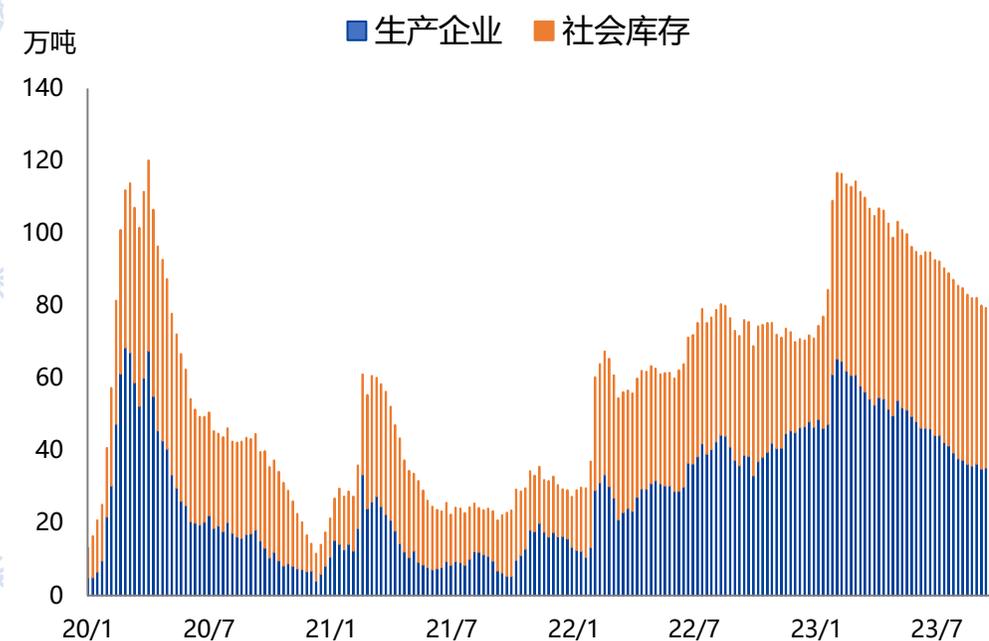
近一周仅新增一套15万吨装置临时停车三天，之前检修的五套装置如期重启，PVC生产企业开工率为77.33% (+1.74%)，产量为45.64 (+1.01)万吨，达到历史最高。10月中旬起山东信发、中泰化学和LG计划检修，产量将小幅下降。

生产企业库存增加1.5万吨，除了产量增长外，出货减少也是库存增长的原因之一。社会库存减少1.3万吨，长假前下游积极备货，助力库存加速下降。按照历史情况，十一后库存通常增加10%左右，如果今年库存增长幅度超过预期，则需要警惕供应端的利空。

### 产量达到历史最高 (截至9.22)

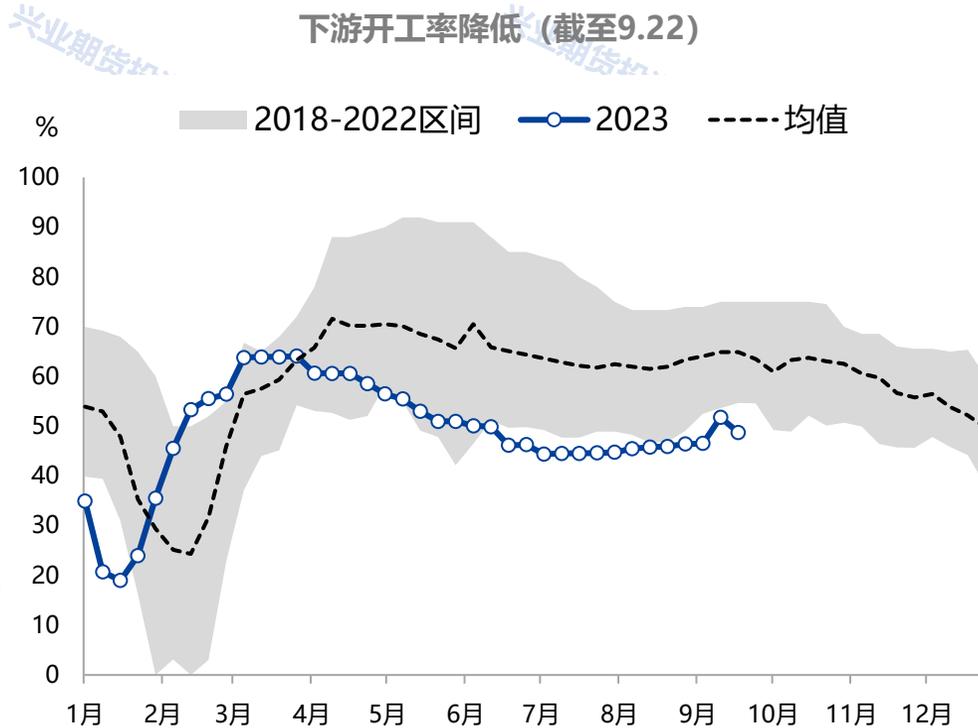


### 生产企业开始累库 (截至9.22)



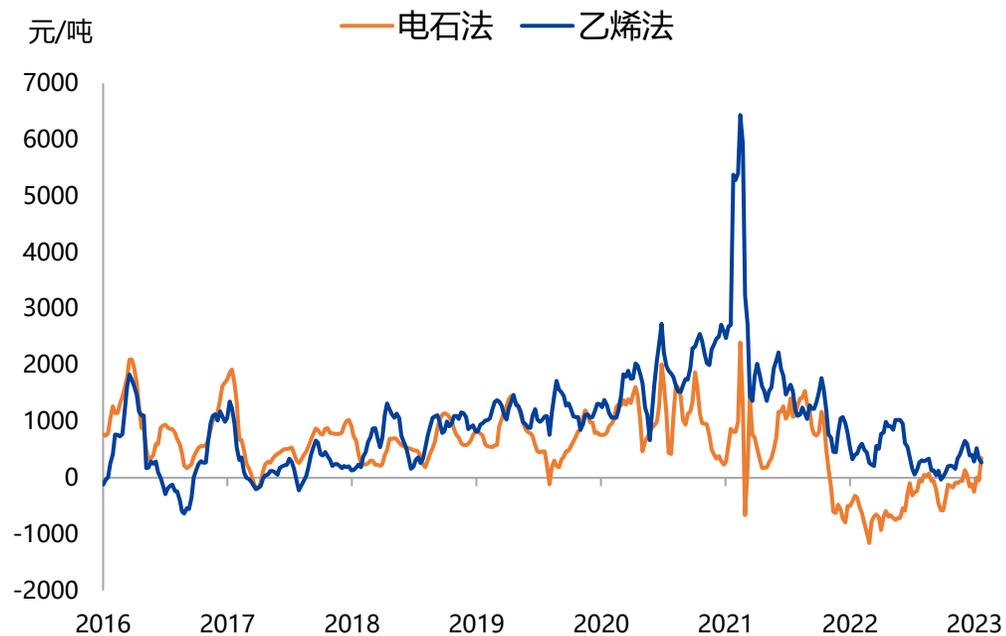
近一周PVC下游开工率下降3%，细分下游看，型材不变，管材下降0.8%，薄膜下降8%。8月地产施工和新开工面积累计同比负增速仍在扩大，其中地产施工面积仅为去年同期60%，按照历史规律，建材需求在短期内很难改善，是未来拖累PVC价格的重要因素。

PVC现货预售量为62.8 (+4.68) 万吨，同时成交量和出口签单量显著增加，反映节前备货需求良好。目前多数下游已经完成节前补库，长假前最后一周现货成交预计显著减少。

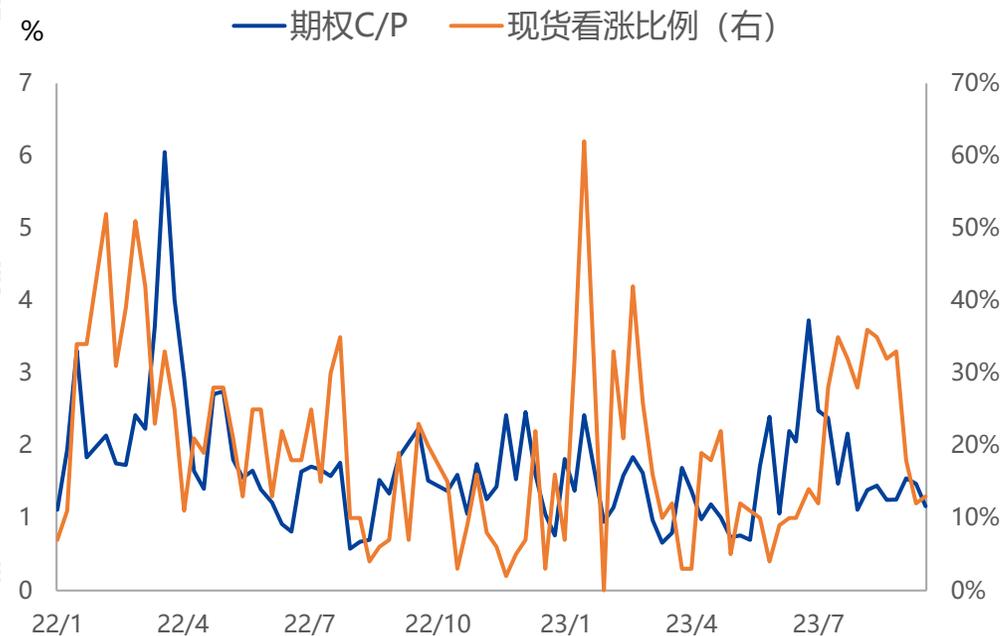


- 电石供应充足，价格大幅下跌260元/吨，电石法成本下降至5760 (-500) 元/吨，利润达到过去一年最高，不过兰炭价格持续上涨，电石进一步下跌空间有限，电石法成本预计保持稳定。乙烯价格虽然上涨100元/吨，但液氯价格下跌，乙烯法成本保持在6230 (-20) 元/吨。
- 现货企业看涨比例维持在13%的低水平，看跌期权的成交量和持仓量显著增加，期货净空持仓量达到7月以来最多。现货和衍生品市场看多情绪减弱，不利于价格进一步上涨。

### 电石法成本显著下降 (截至9.22)



### 市场看多情绪减弱 (截至9.22)





# 纯碱

SA

01

重碱需求稳步增加，轻碱消费整体平稳

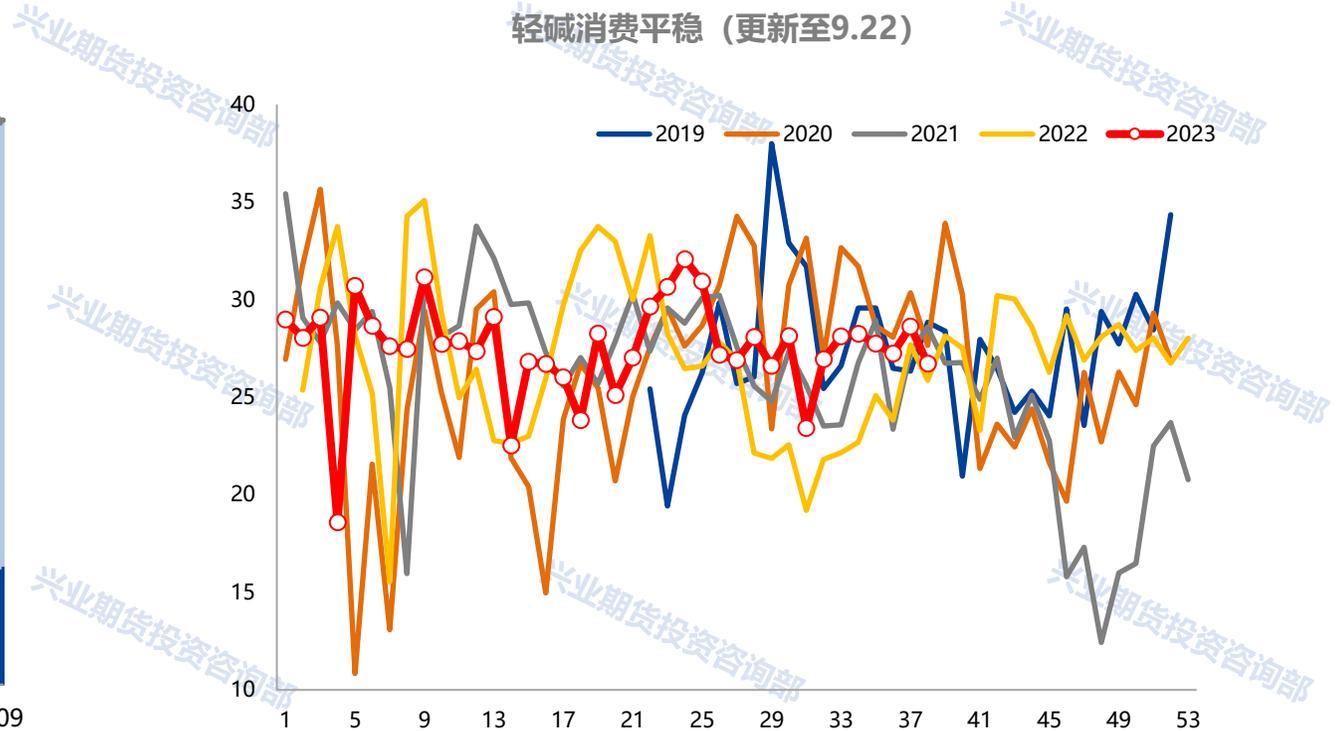
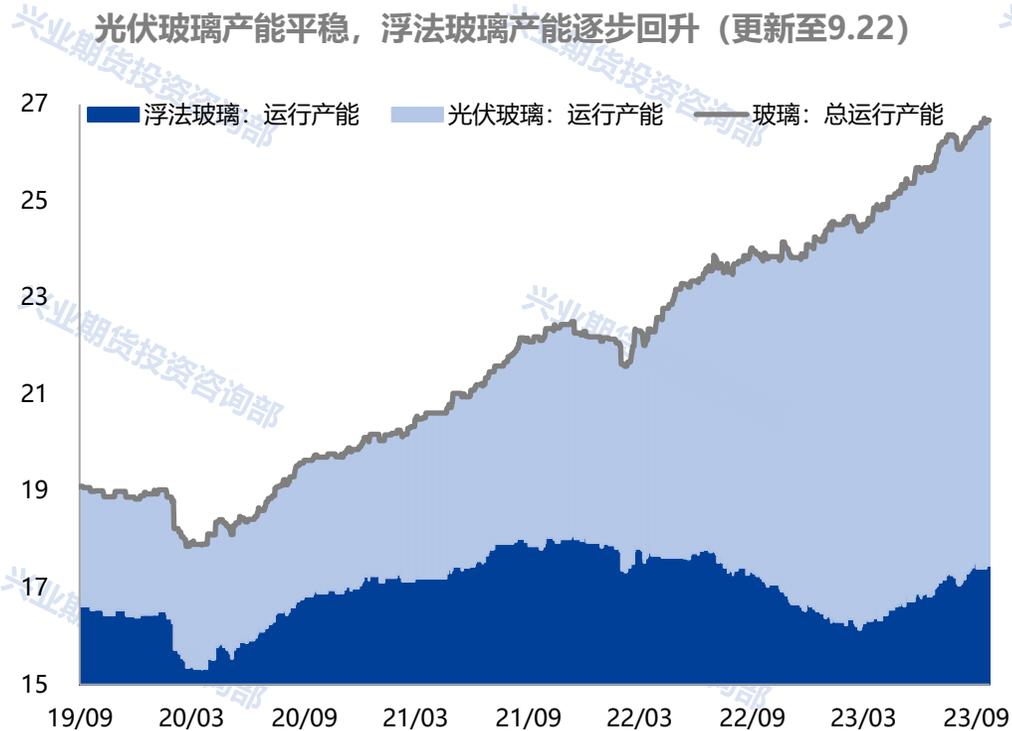
02

集中检修结束、新产能逐步释放，供给进入增长阶段

03

低库存、高贴水，期价支撑仍存

2023年以来玻璃运行产能稳中有增，基本保持1个月1-2条的节奏点火。截至9月22日，光伏玻璃累计新增产能12100t/d，运行产能达到92160t/d，同比多增24330t/d。浮法玻璃全行业盈利环比略有回落，但整体仍超过200元/吨，产线逐步复产点火。截至9月22日，浮法运行产能已累计增加10780t/d至169560t/d，同比多增3170t/d。据我们统计的四季度浮法玻璃复产、点火、冷修计划，若全部落实，年内浮法玻璃运行产能可能还将净增近1.1wt/d日熔量。轻碱消费仍保持平稳，周度消费量基本围绕27万吨上下窄幅波动。

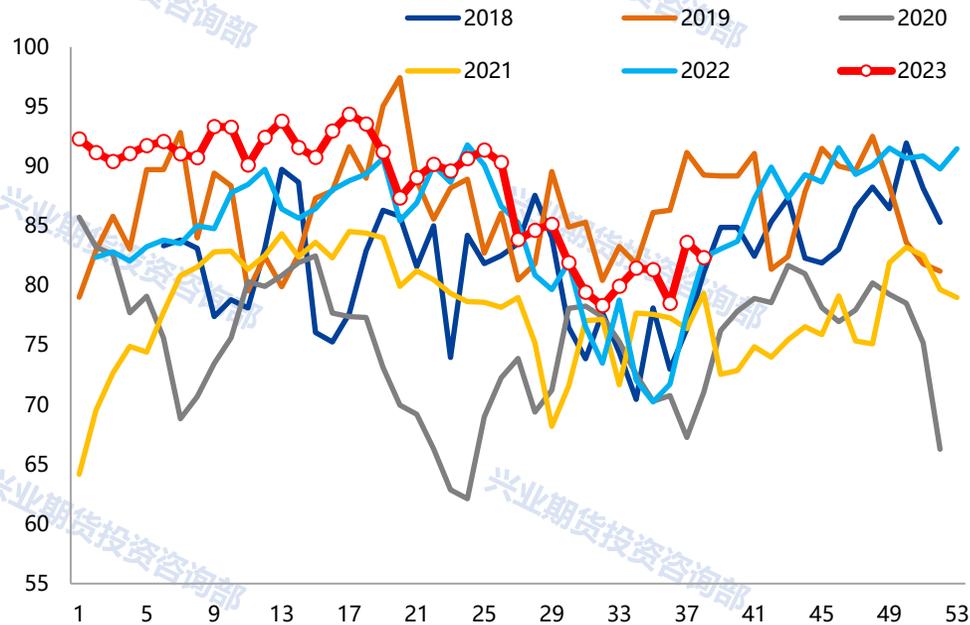


## 2023年浮法玻璃复产/冷修计划（更新至9.22）

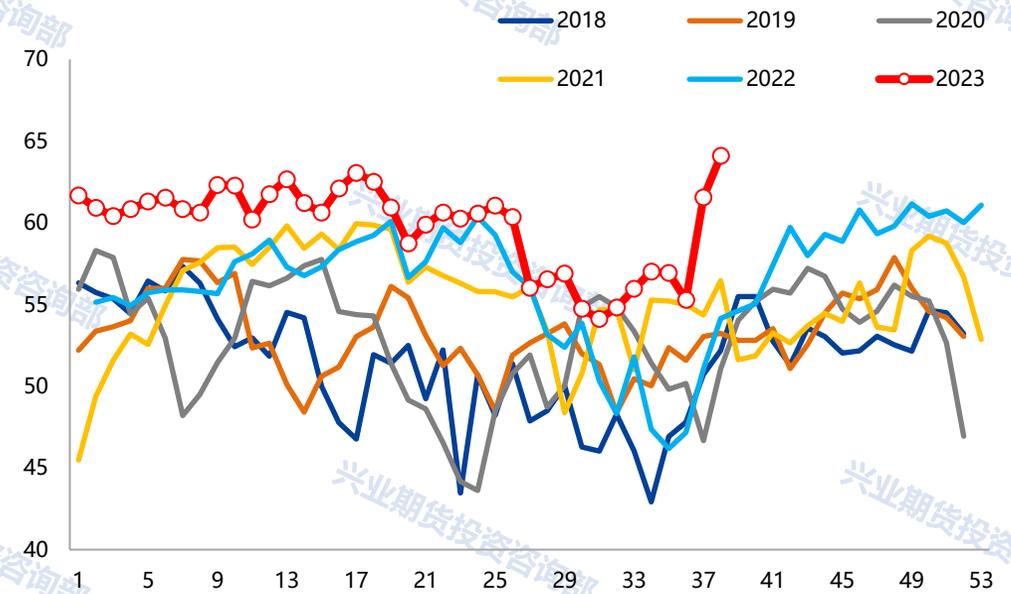
计划	投产时间	企业	地区	生产线	日熔量 (t/d)
新建	2023年8月底点火	江西透光陶瓷新材料有限公司	江西	景德镇一线	1200
新建	2023年点火	福建瑞玻玻璃有限公司	福建	瑞玻二线	600
新建	2023年点火	福建龙泰实业有限公司	福建	龙泰二线	600
新建	2023年点火	贵州海生玻璃有限公司	贵州	贵州海生一线	700
新建	在建，时间未定	贵州海生玻璃有限公司	贵州	贵州海生二线	700
新建	在建，时间未定	信义节能玻璃（云南）有限公司	云南	曲靖一线	600
新建	在建，时间未定	信义节能玻璃（云南）有限公司	云南	曲靖二线	800
新建	在建，时间未定	中玻（朝阳）新材料有限公司	辽宁	凌源二线	1000
复产	计划2023年复产点火	河北正大玻璃有限公司	河北	正大三线	800
复产	计划2023年复产点火	河北金仓玻璃有限公司	河北	金仓一线	600
新建	计划2023年点火	安徽冠盛蓝玻实业有限公司	安徽	六安一线	600
复产	计划2023年9月复产点火	湖南巨强生再生资源科技发展有限公司	湖南	巨强二线	500
复产	计划2023年四季度复产点火	咸宁南玻玻璃有限公司	湖北	咸宁二线	700
复产	时间未确定	清远南玻节能新材料有限公司	广东	清远一线	100
复产	计划2023年复产	信义节能玻璃（江门）有限公司	广东	鹤山一线	950
复产	计划2023年复产	信义节能玻璃（江门）有限公司	广东	鹤山二线	900
复产	计划2023年四季度复产点火	广东明轩实业有限公司	广东	阳江一线	1000
复产	计划2023年下半年复产点火	信义玻璃（海南）有限公司	海南	海南二线	600
搬迁	计划2023年10月搬迁	浙江旗滨玻璃有限公司	浙江	绍兴一线	600
搬迁	计划2023年10月搬迁	浙江旗滨玻璃有限公司	浙江	绍兴二线	600
冷修	计划2023年冷修	浙江旗滨玻璃有限公司	浙江	平湖二线	600
冷修	时间未定	陕西神木瑞诚玻璃有限公司	陕西	神木一线	500
<b>合计</b>					<b>10650</b>

供给已进入明确增长阶段。老装置集中检修基本结束，除少数装置待复产外，未来检修计划较少。新装置供给有所释放，其中远兴1、2线日产可达到0.9万吨，但暂无法维持满产状态，3、4线计划十一之后投料；金山日产0.15万吨，后续仍待提产。短期纯碱周产量上限约为70万吨，本周纯碱产量64.09万吨。同时，按浮法玻璃运行产能16.96万吨/天，光伏玻璃运行产能9.22万吨/天，以及轻碱消费维持中枢水平，在不考虑进出口的情况下，国内纯碱一周消耗量约为61.8万吨，且后续可能稳中有增。未来纯碱供需过剩幅度，基本取决于新装置放量的程度。

### 纯碱周度开工率（更新至9.22）



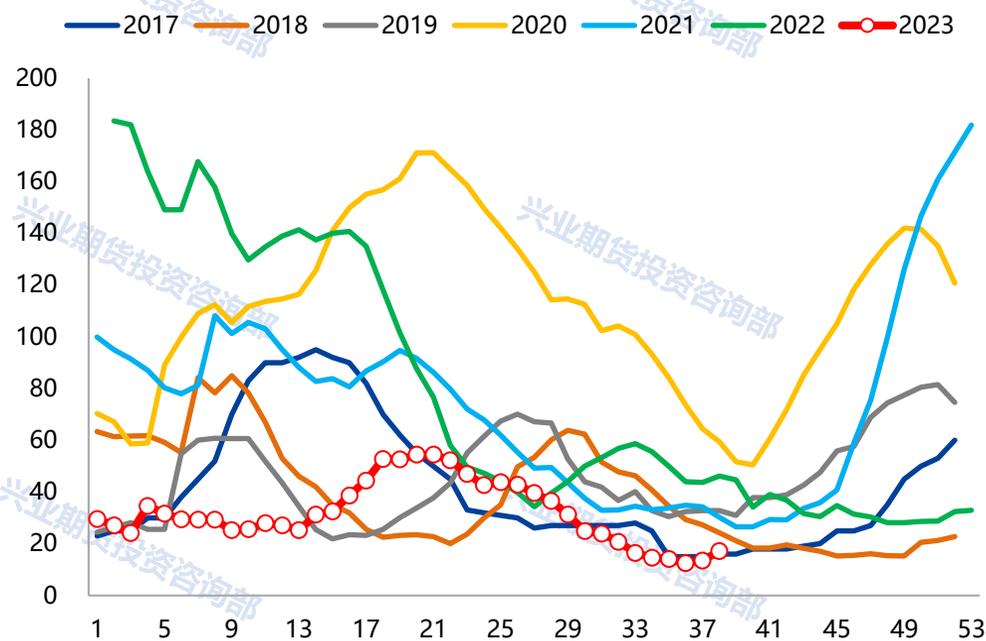
### 纯碱周度产量（更新至9.22）



□ 纯碱产业链库存依然处于过低状态。虽然供给已逐步回升，但本周纯碱生产企业库存也仅增至17.12万吨，增幅未超预期，纯碱企业待发订单约为14天，企业仍处于负库存状态。此外，纯碱交割库库存不足一万吨。下游玻璃厂纯碱库存可用天数也只有8天左右。纯碱库存能否回到安全线以上，仍取决于供给增长的速度。

□ 微观层面，纯碱期货价格贴水现货价格的程度依然处于历史极高值水平，盘面对未来供给增长、库存大幅增加的利空反映较为充分。我们认为纯碱增库的速度是否超预期，对价格的边际影响可能更大。

### 纯碱企业库存（更新至9.22）

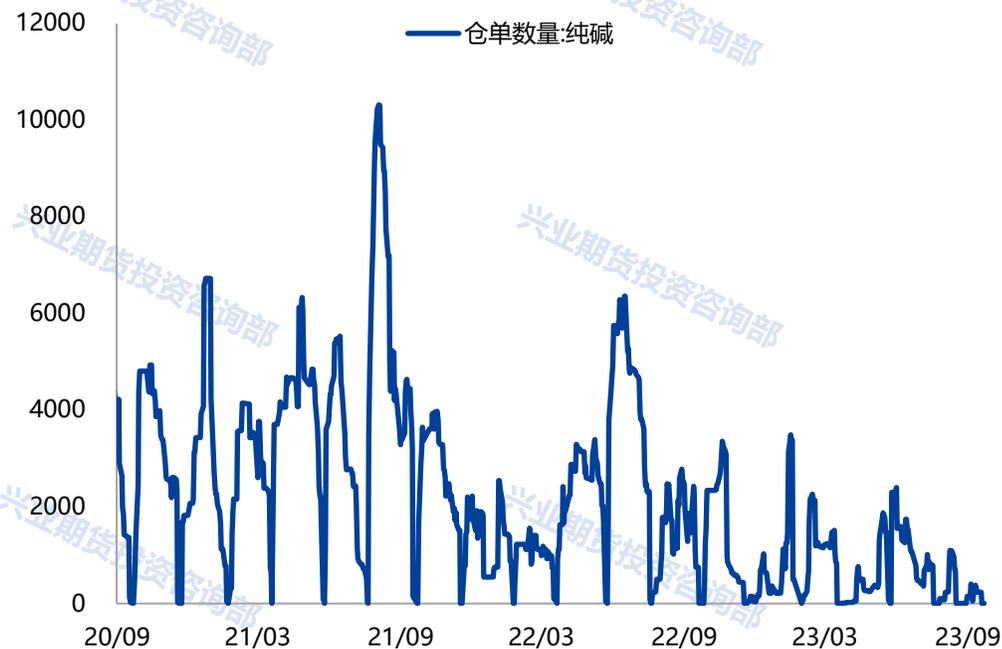


### 主力合约大幅贴水现货（更新至9.22）

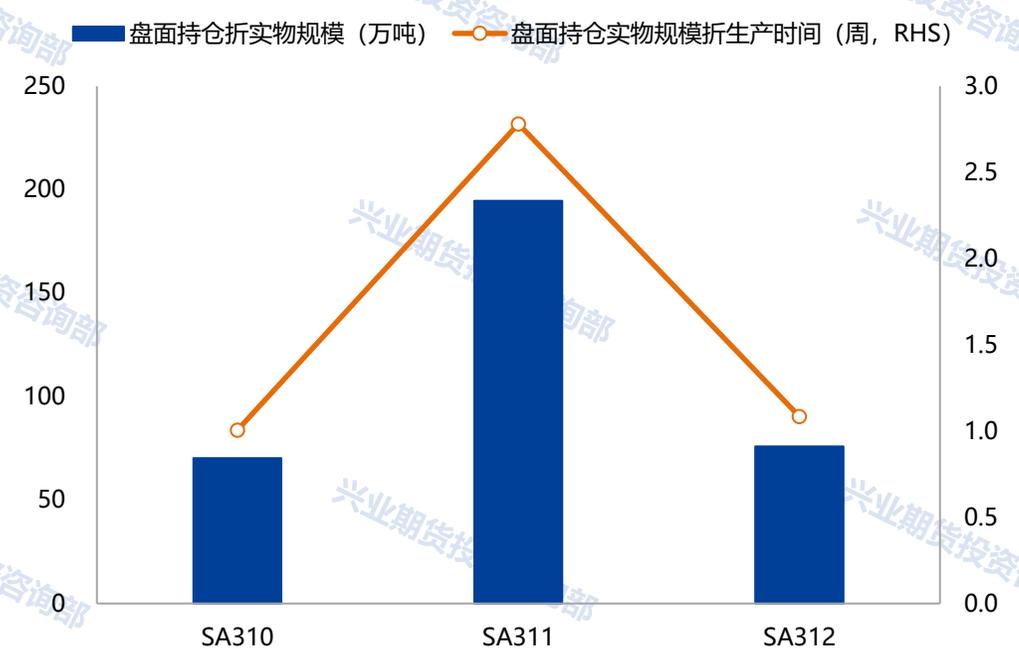


同时，现货库存过低，且期货贴水过深，纯碱期货近月的卖方交割意愿和交割能力均较低。截至本周五，郑商所纯碱仓单数量为0，而纯碱10、11、12合约依然有3.5万手、9.7万手和3.8万手左右持仓，对应70.3万吨、194.6万吨、75.9万吨纯碱实物量。考虑到国内宏观继续推进稳增长，经济基本面改善信号增多，中观纯碱需求稳步增长，且产业链库存过低，微观期货贴水幅度偏高，卖方交割意愿和交割能力较弱，纯碱近月仍有向上修复基差的动力，远月估值有望跟随修复。建议纯碱05合约多单配合平仓继续耐心持有。

### 交易所纯碱仓单（更新至9.22）



### 近月合约持仓折实物量（更新至9.22）





# 焦煤

JM

01

节前安全检查难有放松，供给缺口持续扩大

02

铁水日产接近同期峰值，终端需求兑现良好

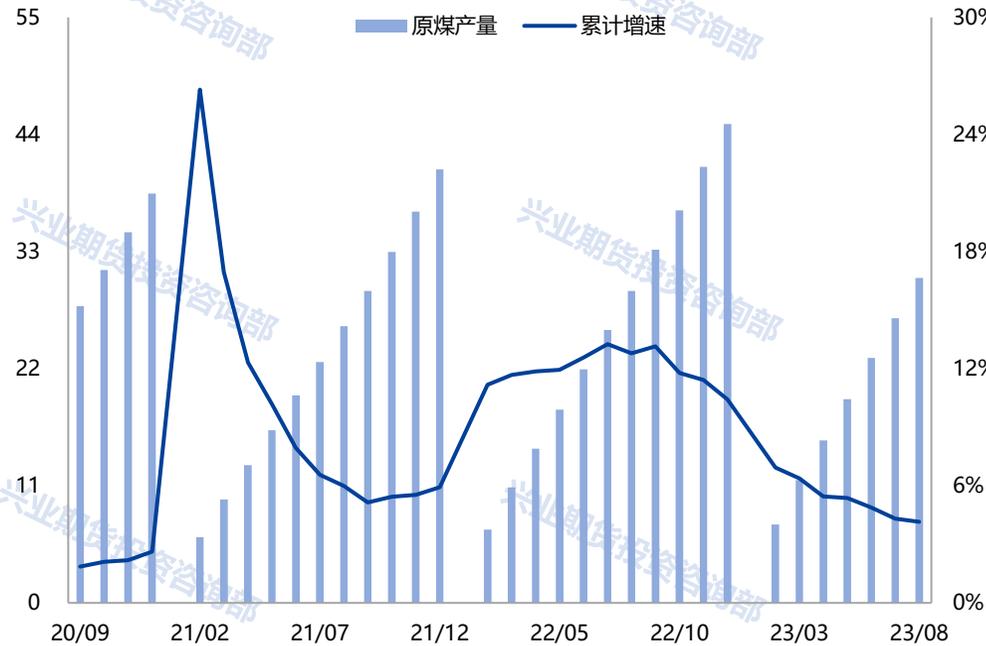
03

阶段性补库预期重启，供需结构维持偏紧格局

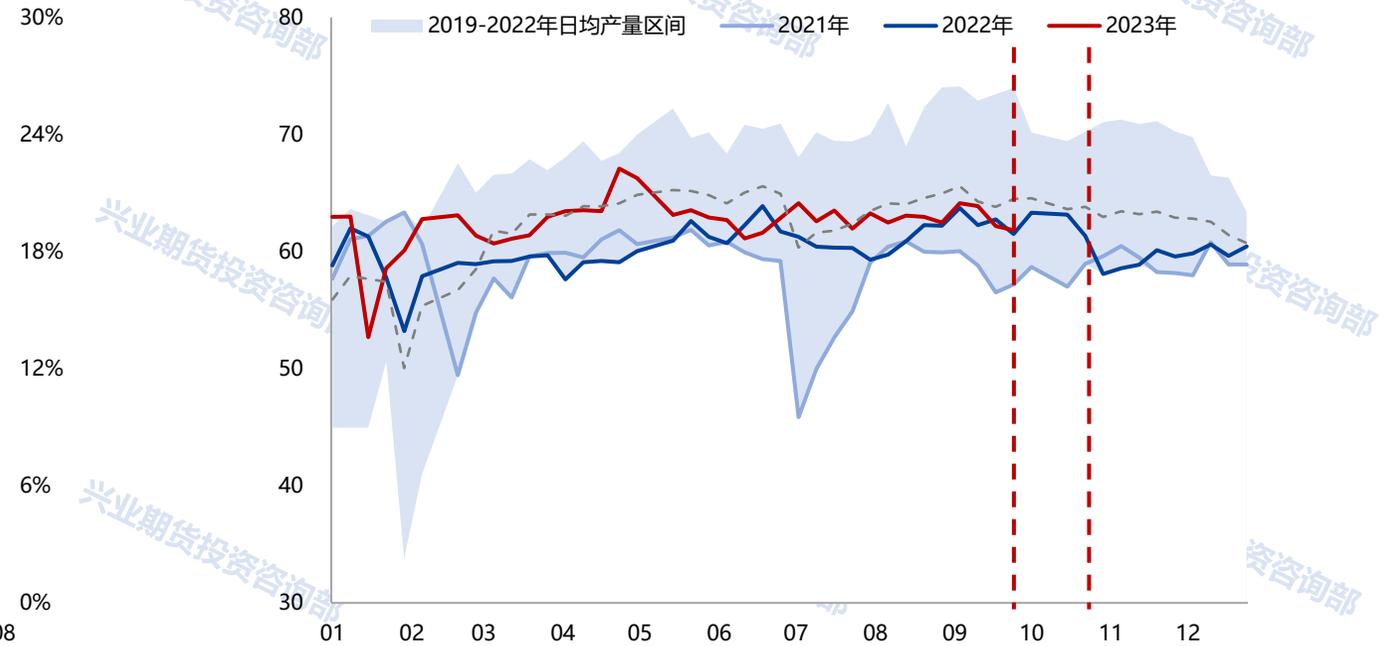
□ 产地方面，陕西安监局推动矿山重大安全隐患排查，煤矿大规模复产近期无望，节前安全检查力度有增无减，原煤生产增速已然放缓，且洗煤厂开工率进入季节性回落区间，焦精煤供应料继续收紧。

□ 进口方面，国内煤价上行凸显蒙煤性价比，甘其毛都口岸通关相对顺畅，日均过关车数保持千车附近，但澳洲硬焦煤因峰景矿减产价格攀升，进口利润倒挂程度加剧，澳煤采购对终端吸引力减弱，进口煤市场补充作用结构性失衡。

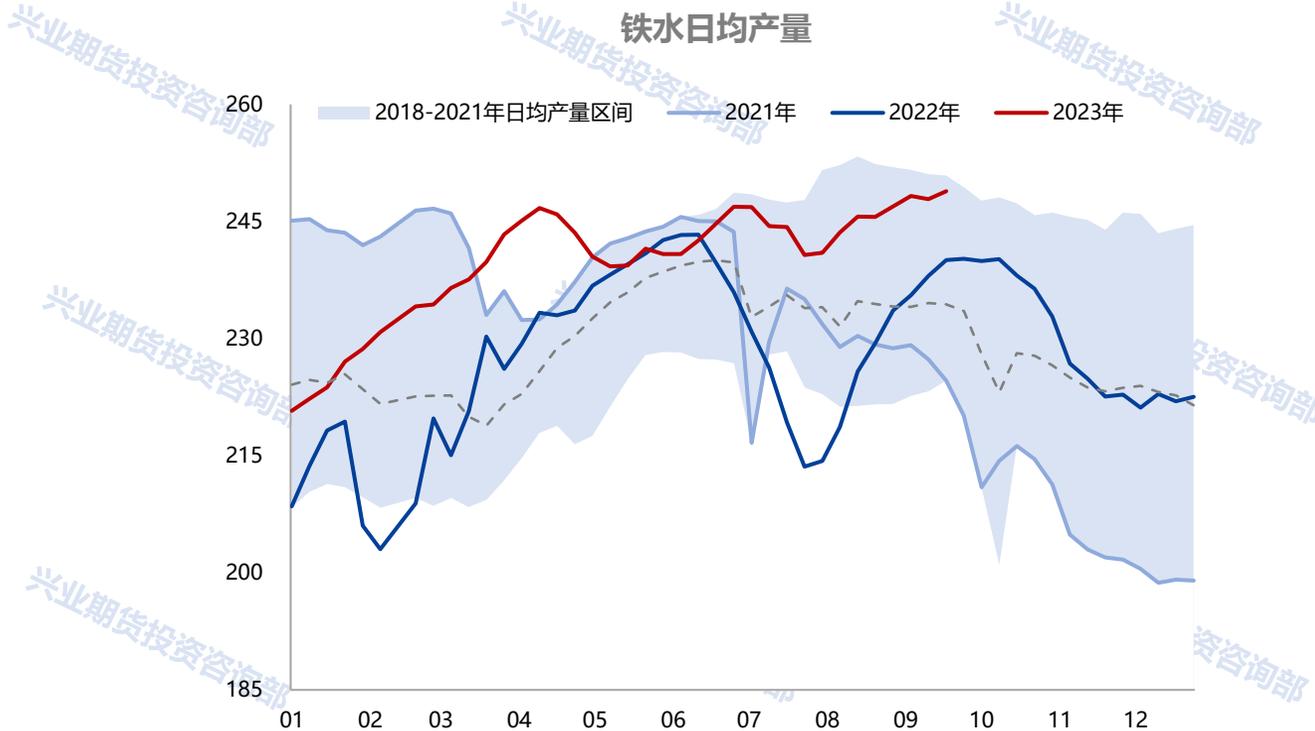
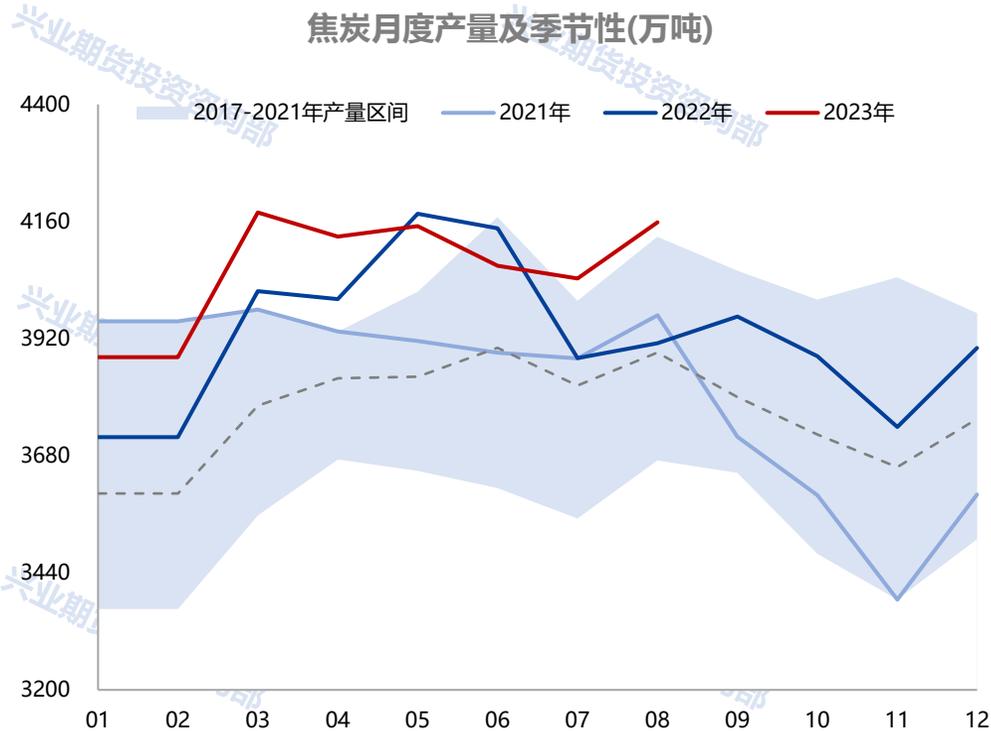
### 全国原煤产量累计值及累计增速



### 洗煤厂焦煤日均产量

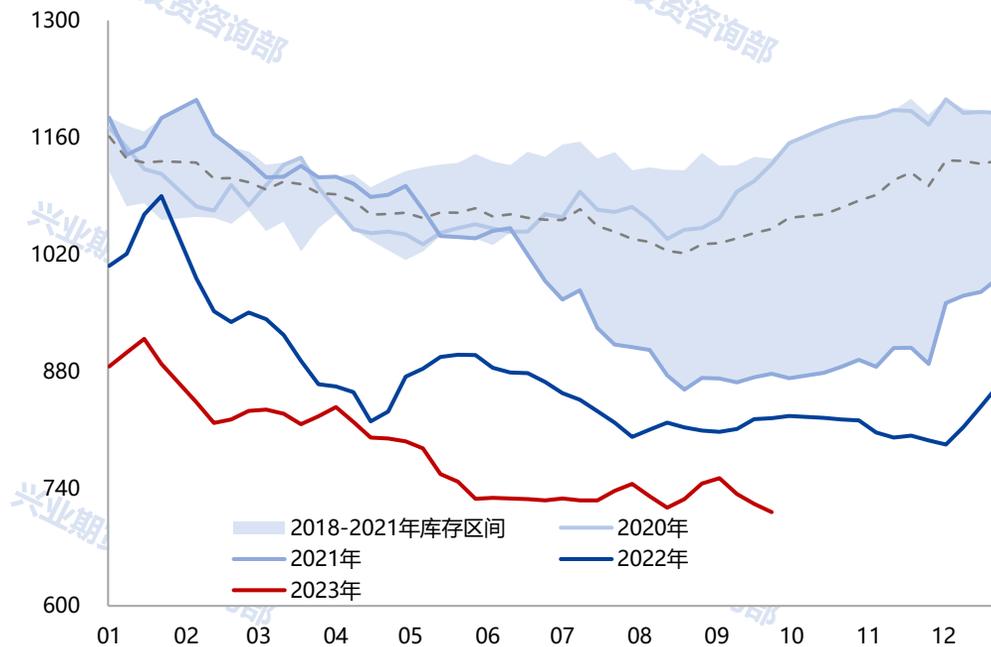


需求方面，焦化利润修复缓慢制约焦炉开工回升，但焦炭产出并未显著缩减，而铁水日产升至248万吨上方、逼近季节性高点，粗钢产量平控预期短时期内宣告落空，终端刚需兑现依然强劲；且国庆临近，钢厂及焦化厂原料补库行为增多，将带动需求总量回增。

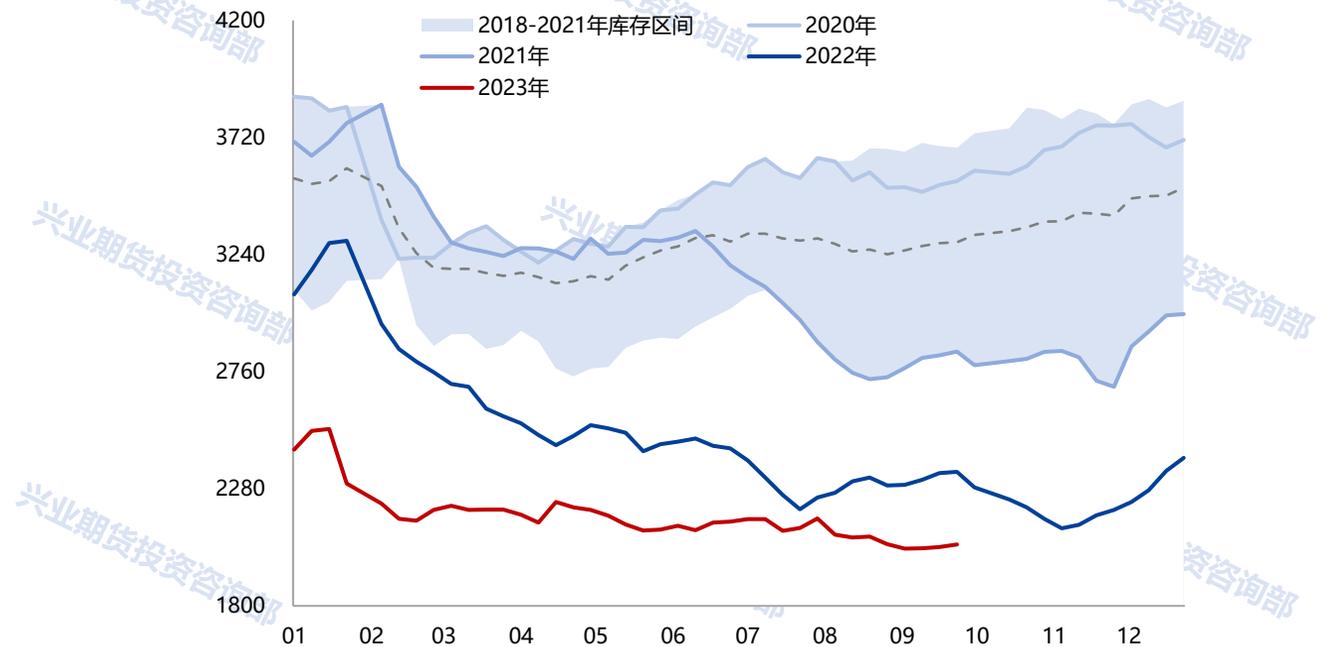


- 库存方面，钢焦厂内原料储备低位推动其采购重启，原煤产出收紧加速矿山去库，各环节库存多处绝对低位，焦煤总库存低库特性得到延续。
- 综合来看，铁水日产高增、节前补库启动，焦煤刚需表现良好，而产地安监高压局面难改，原煤生产受限，供减需增支撑价格中枢上移。

### 焦煤钢厂库存季节性特征



### 焦煤总库存季节性特征



# 棉花

CF

01

棉花抢收预期有所消退，供应端紧缺局面将有所改善

02

传统旺季下游利润仍不佳，出口形势偏弱

03

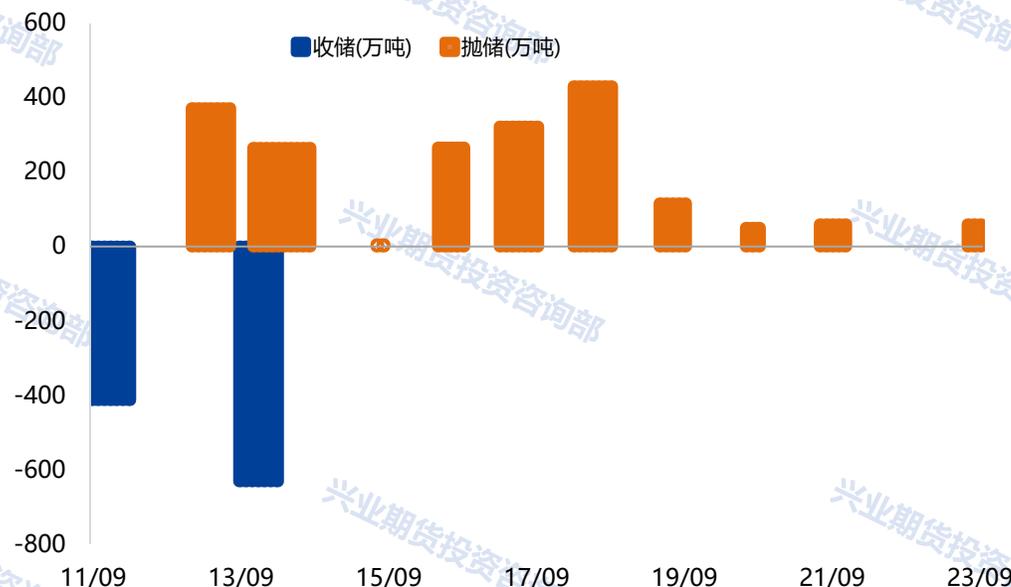
节前避险情绪出现，卖出看涨期权继续持有

- 综合分析棉花播种以来的农业气象条件、作物产量气象预测模型结果，预计2023年全国棉花平均单产与2022年相比为减产年。湖北、湖南棉花单产较去年增加1.5%以上，新疆较去年减少1.5%以上，基本符合此前预期，无进一步产量缩减预期。
- 此前7月有关部门公告增发75万吨棉花进口滑准税配额，并启动中央储备棉销售。目前消息显示滑准税配额已下达给棉纺企业，新棉收购期间将根据形势继续销售中央储备棉。2023年度棉花抢收推涨预期将有所消退，供应端紧缺局面将有所改善。

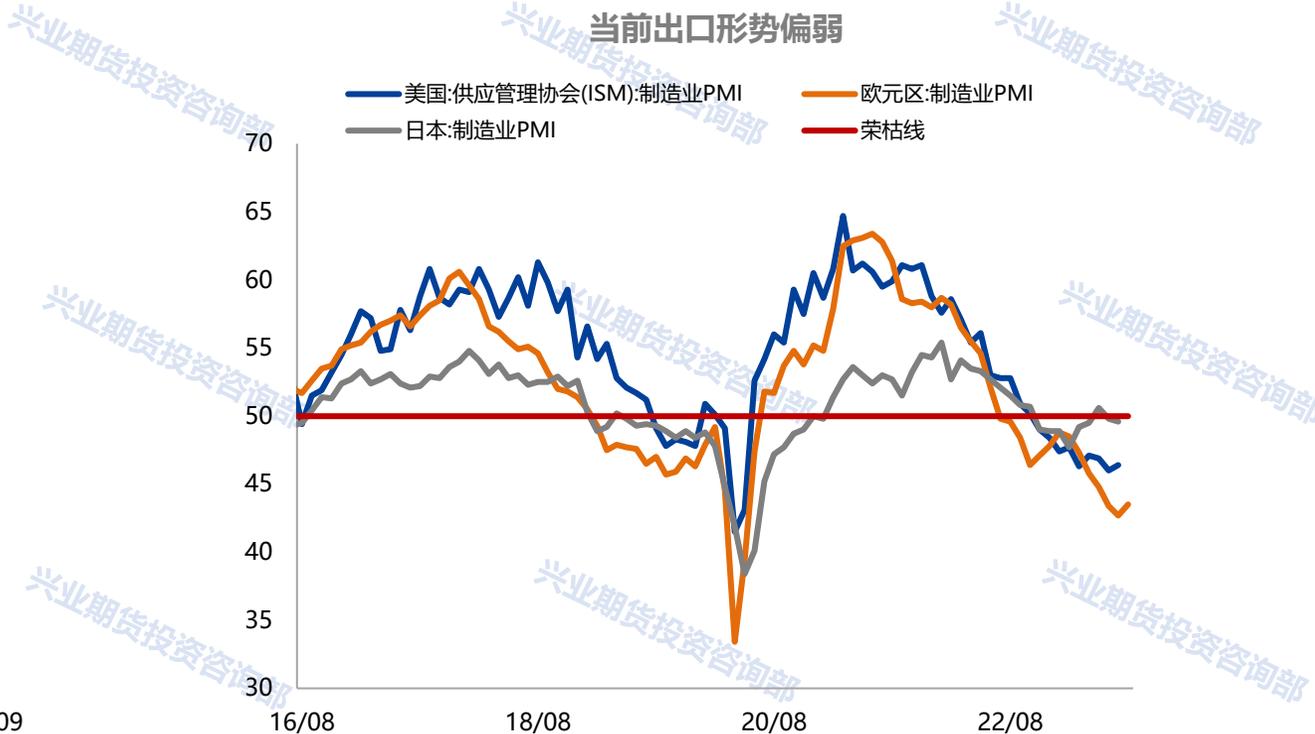
天气情况显示棉花产量无进一步缩减预期

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

新棉收购期间储备棉将继续销售，抢收推涨预期有所消退



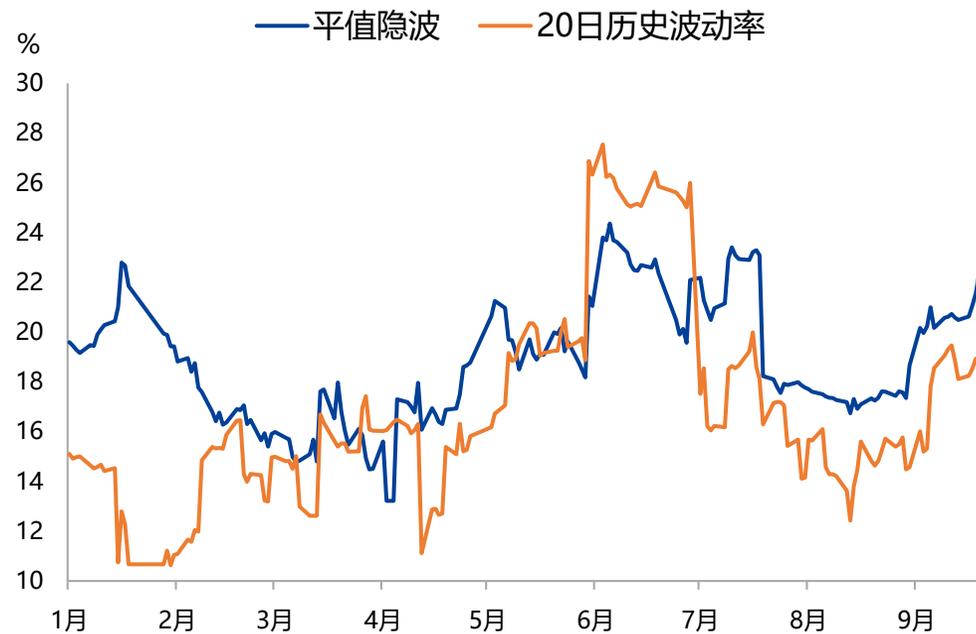
- 国内下游方面，9月进入传统消费旺季，但纺企生产利润持续为负，新增订单未见明显转好。
- 出口方面，主要消费国经济形势不佳；欧盟5月服装进口额同降环增，越南8月棉纺织品、服装产量同比微降，巴基斯坦7月纺服出口额同环比均降。
- 总体而言，棉花供应端随着进口配额发放、紧缺局面改善，需求端上行驱动不足，当前棉花价格顶部格局较明显，建议介入卖看涨期权策略。



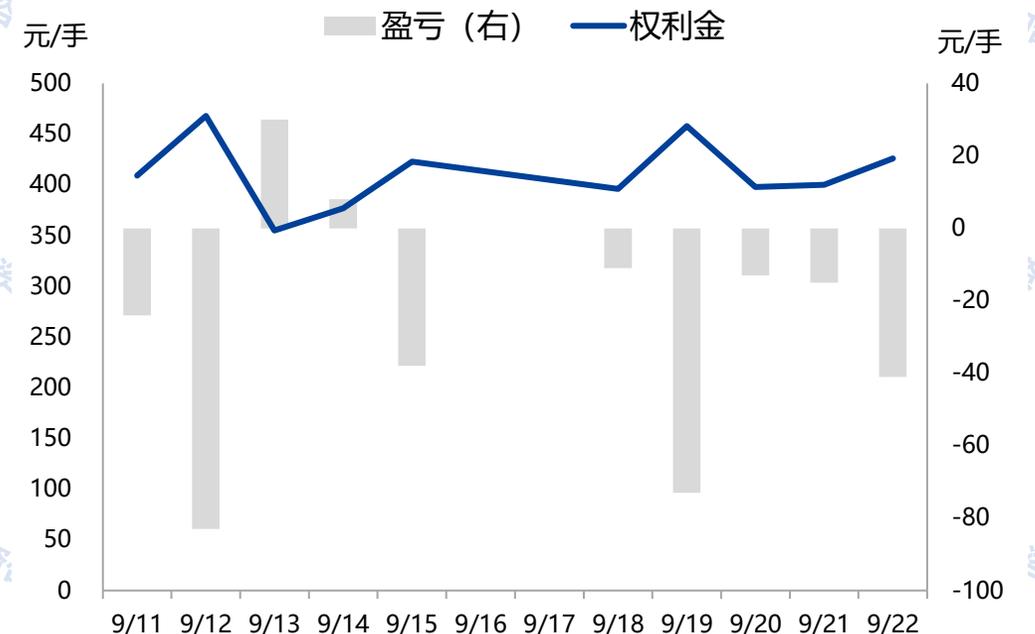
## 经济作物品种策略（棉花）：节前避险情绪出现，卖出看涨期权继续持有

- CF401二十日历史波动率降低1%，然而主力期权平值隐含波动率上升3%，走势背离的主要原因是节前避险需求加强。持仓量PCR下降至4月以来最低，另外波动率微笑右偏以及期权成交量集中在虚值看涨行权价上，都反映了期权市场情绪转为看多。
- 尽管CF401价格窄幅波动，但由于隐波上升，CF401C18000的价格上涨，卖出看涨期权头寸小幅亏损，同时胜率下降8%。根据情景分析，未来一周如果期货价格下跌至15500元/吨则达到止盈目标，如果上涨至18600则达到止损目标。考虑到棉花期货价格上行受阻，卖出看涨继续持有。

隐波上升而历史波动率下降（截至9.22）



卖出棉花看涨期权盈亏（截至9.22）



# 工业硅

SI

01

光伏景气延续、多晶硅需求旺盛，对上游驱动较强

02

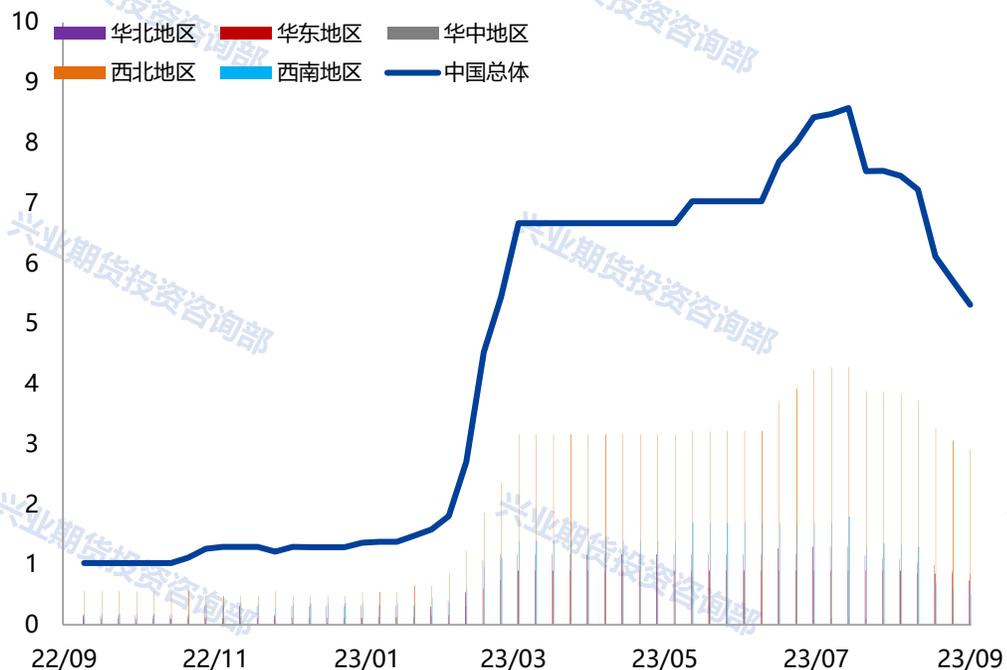
有机硅开工继续回升，新能源车销量再创新高

03

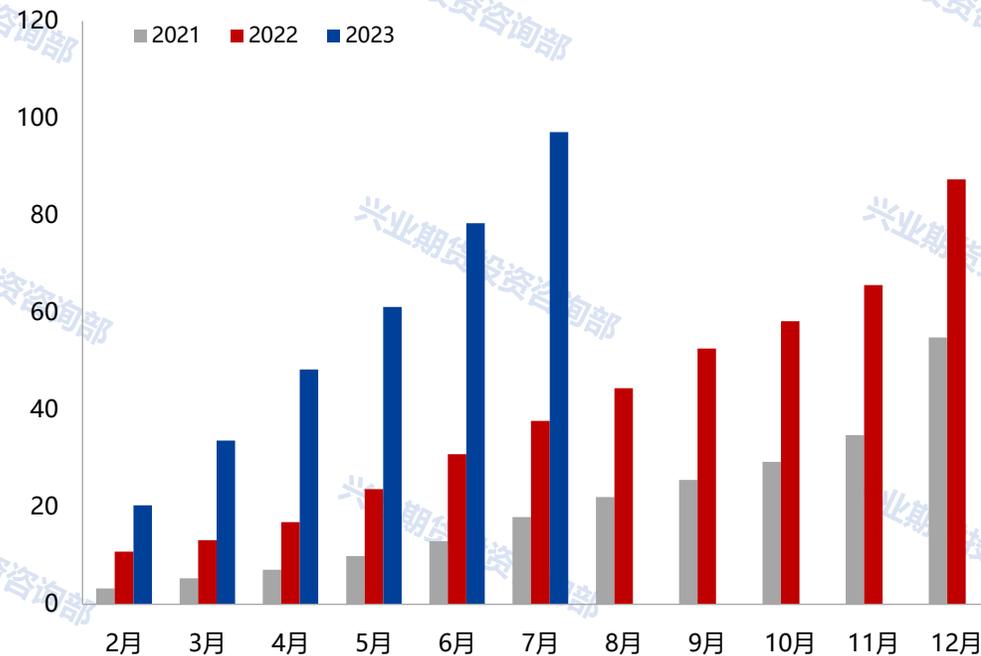
仓单累积未影响价格运行大势，远月仍处于升水结构

多晶硅方面，需求持续向好，部分新增产能陆续投产，新增产能处于爬坡阶段，整体需求旺盛。预计随着多晶硅环节利润水平的回升，整体开工亦将出现回升，多晶硅补库需求将对工业硅原料构成较强支撑。光伏终端方面，7月光伏新增装机量97.16GW，同比增长157.51%，国内光伏装机保持高增态势，终端景气度维持正增长，组件、电池片产量同比仍维持高增长。多晶硅光伏方面的需求为工业硅提供较强上行驱动。

### 多晶硅库存自高点大幅下降

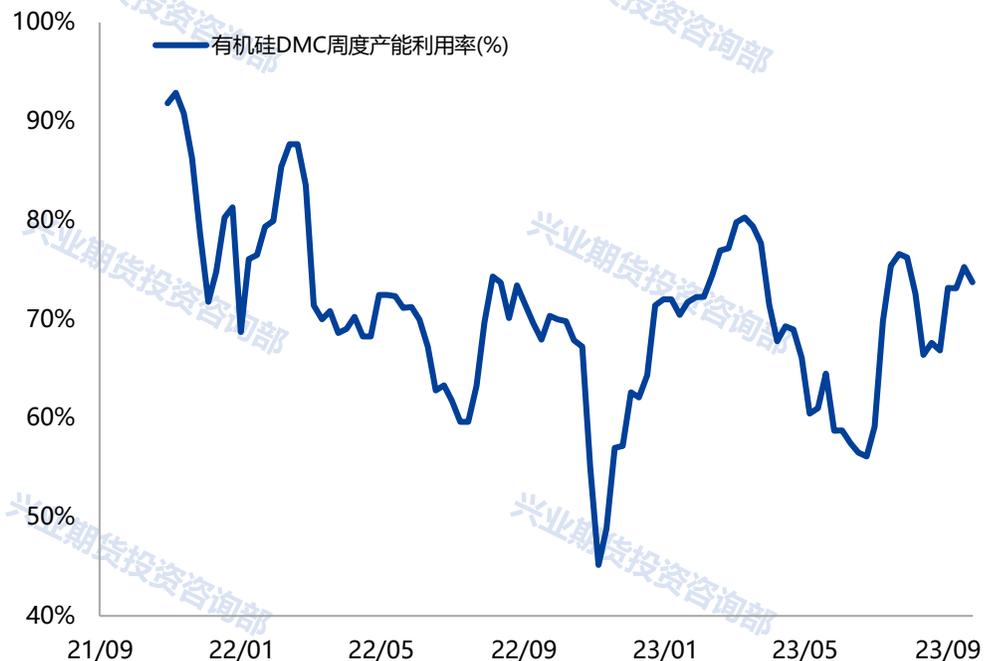


### 2023国内太阳能月度新增装机容量累计值预计同比翻倍

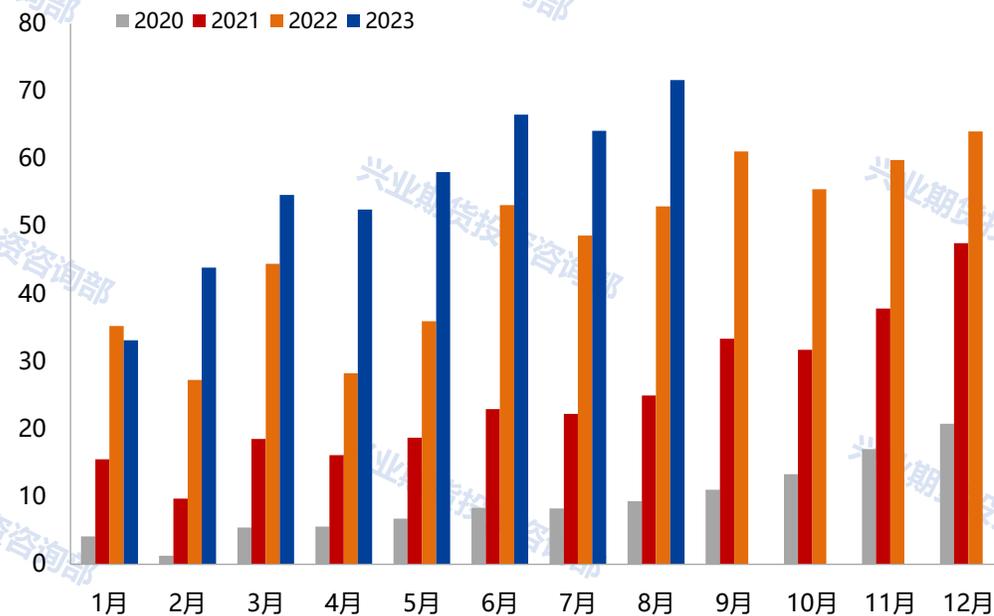


- 有机硅方面，单体厂开工继续回升，加之个别装置重启，预计节前有机硅对工业硅需求稳中向好。
- 铝合金方面，8月国内新能源汽车零售量打71.63万辆，继续创下新高，今年各月整体销量同比均大幅提升，预计对工业硅需求支撑较强。

### 有机硅开工继续回升

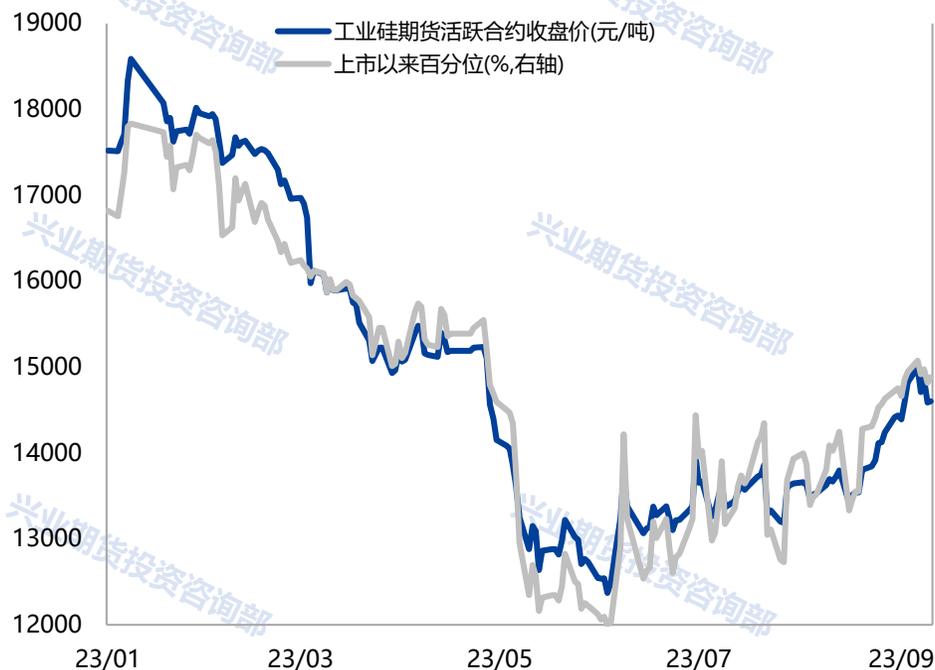


### 新能源车销量再创新高

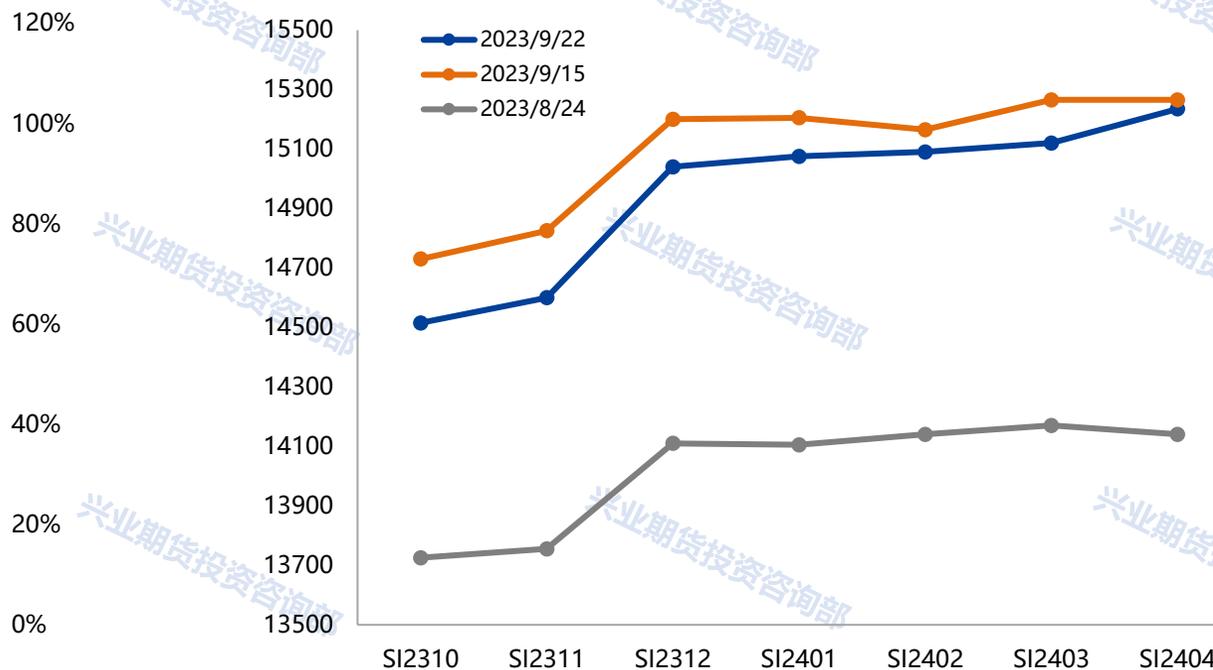


- 近期市场关注工业硅仓单持续累积问题，短期来看大幅累积的仓单难以消化，可能面临仓单货对现货市场的冲击问题。由于仓单仍属于供应的一部分，即工业硅总供应未变，所以工业硅价格运行大方向亦不会出现明显转变，但可能出现节奏变化。
- 从工业硅各合约远期曲线情况看，总体仍处于远月升水结构，建议12月合约多头策略上调止损止盈水平。

工业硅价格运行大方向不会出现明显转变



远期仍处于升水结构





# 碳酸锂

LC

01

产量收缩预期增强，产能扩张进展偏缓

02

电池产量仍有增长空间，储能行业保持高速扩张

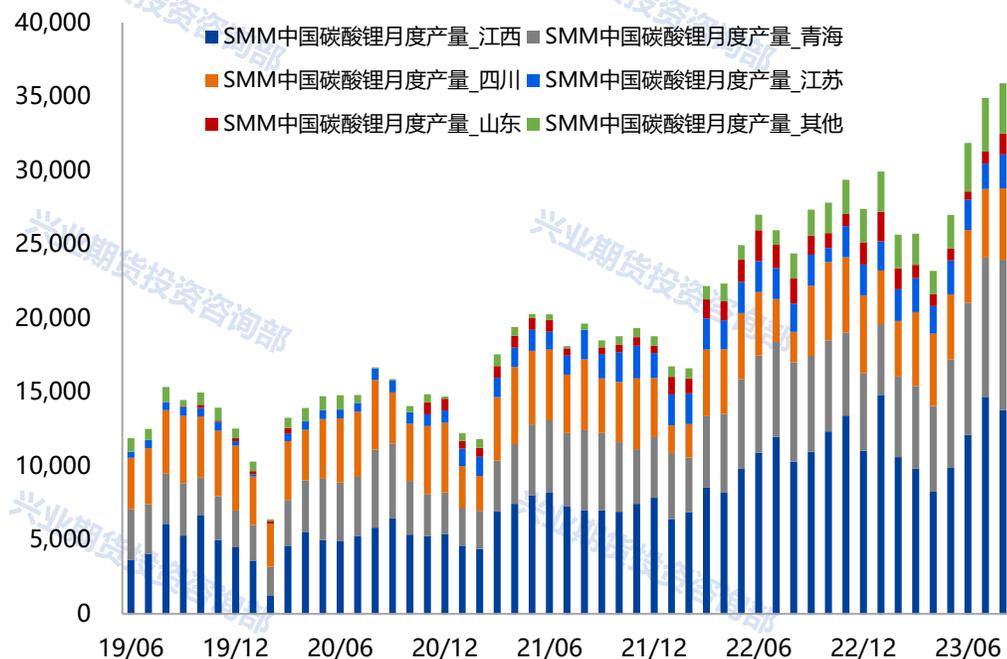
03

原料矿端价格坚挺，行业去库进程将加快

产量方面，盐湖制锂产量因季节性原因处于历史高位，但气温回落将逐步影响开工率；锂辉石冶炼因利润压缩严重，供给量呈下降趋势；锂云母开采配额问题仍未解决，产能利用率无法达到正常水平，总体上看全行业供给缩减预期明确。

产能方面，虽从今年数据统计来看，锂资源行业并购热度仍未明显降温。但由于海外主要资源国对锂的重视程度加深，各国均已发布战略规划指引本国锂行业发展。预计新建项目扰动因素将进一步增加，项目实际投产进度也将明显受阻。

### 中国碳酸锂产量分布情况（吨）



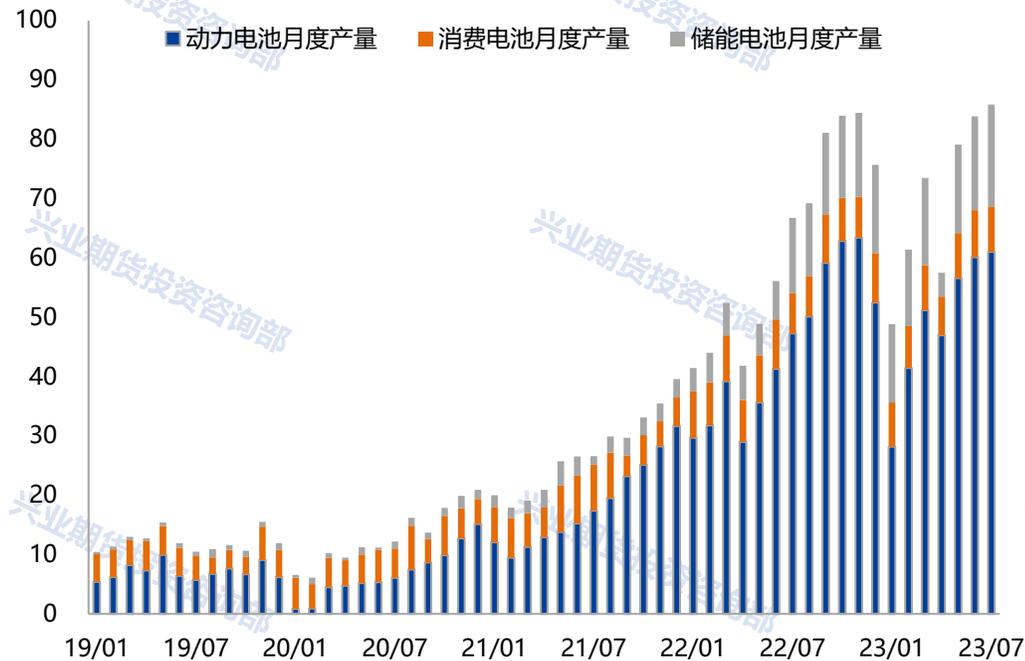
### 锂资源企业并购情况

企业	公告月份	投资金额	详情
通用汽车	2023年1月	6.5亿美元	通用汽车公司将向 Lithium Americas 投资 6.5 亿美元(当前约 43.94 亿元人民币), 并将在内华达州共同开发一个大型锂矿。Lithium Americas 估计, 在该矿提取和加工的锂可以支持每年至多 100 万辆电动汽车的生产。
海南矿业	2023年1月	1.18亿美元	海南矿业与KOD签署合同, 拟以1.18亿美元现金增资KOD及其全资子公司KMUK, 从而获得位于非洲马里的Bougouni锂矿资产的控股权。
藏格矿业	2023年3月	40.8亿元	藏青基金拟以现金40.8亿元购买西藏国能矿业发展有限公司34%股权, 并与国能矿业其他股东一起投资开发国能矿业的结则茶卡盐湖矿区和龙木错盐湖矿区的矿产资源。
宁德时代	2023年3月	64亿元	宁德时代作为斯诺威的重整投资人, 抛出逾64亿元的重整计划, 其中16.4亿元将用于全额清偿重整计划规定支付的破产费用以及各债权的清偿, 剩余48亿元将作为斯诺威出资人的补偿金; 同时, 宁德时代将受让斯诺威100%股权。
鞍重股份(威领股份)	2023年4月	1.65亿元	拟以发行股份及支付现金方式购买领辉科技30%的股权, 交易对价1.65亿元。其中, 现金对价5100万元, 发行股份对价1.14亿元。
赣锋锂业	2023年5月	1.06亿澳元	公司或子公司以每股0.81澳元价格认购澳大利亚Leo Lithium Limited公司所增发不超过总股本9.9%股权, 合计交易金额1.0611亿澳元。
Allkem & Livent	2023年5月	-	澳大利亚锂矿商澳尔肯公司 (Allkem) 和美国化学品制造商莱文特公司 (Livent) 宣布签署一项最终协议, 合并创建一家世界领先的锂化学品生产公司。
宁德时代	2023年6月	14亿美元	将投资14亿美元, 帮助开发玻利维亚储量巨大但基本上尚未商业化利用的盐湖锂资源。
ALB	2023年8月	66亿澳元	澳大利亚锂矿商Liontown将接受全球最大的锂矿公司美国雅宝集团提出的66亿澳元(折合人民币308.15亿元)收购报价。

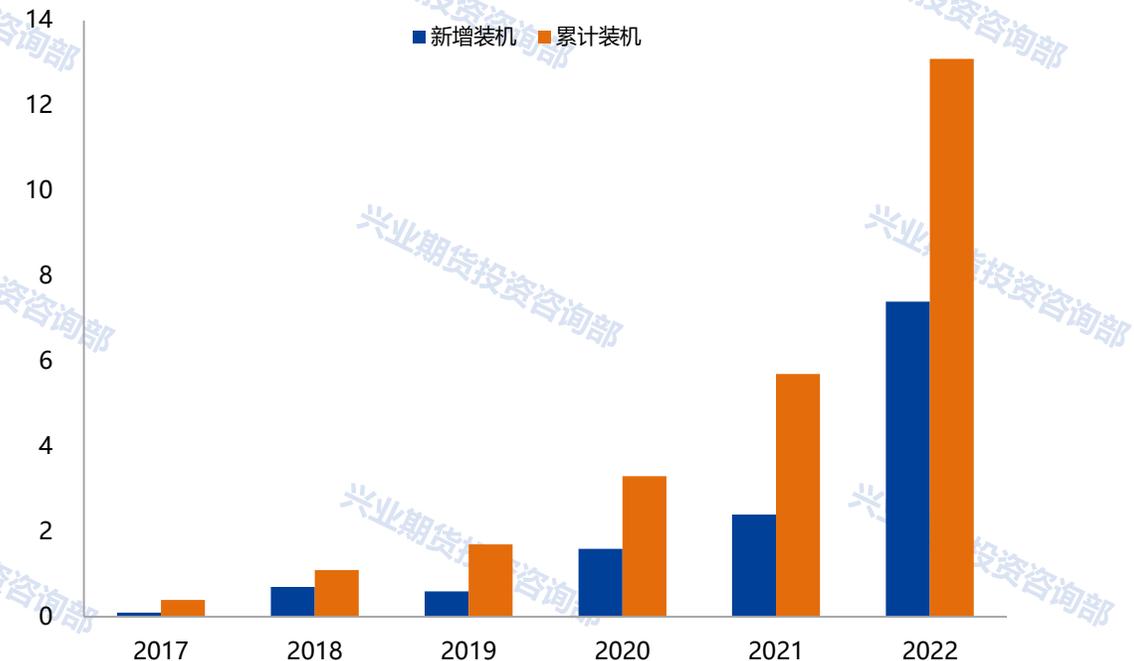
□ 电池方面，中国锂离子电池月度产量已基本回到正常水平，因电池厂成品库存较高导致产量增速放缓。终端市场仍有着较好表现，预计在产业链去库存接近尾声时，电池产量增速将进一步增加从而带动锂盐消费需求回升。

□ 储能方面，从年度数据看储能需求增长明确，新型储能中超过90%均为锂离子电池储能系统。随着风光发电量占比提升，发电侧及电网侧对应的配储需求也将随之提升，未来储能需求将成为锂盐消费重要的增量贡献环节。

### 中国锂离子电池产量 (GWh)



### 中国新型储能装机规模 (GW)

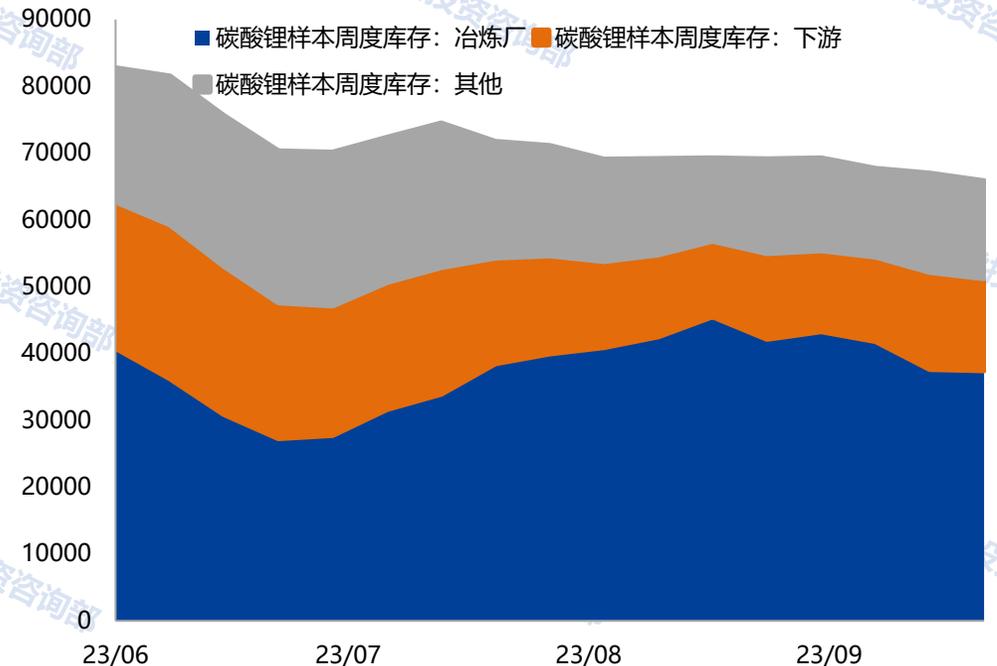


- 利润方面，锂盐冶炼属于原材料主导模式，尤其原料锂矿价格将对企业生产成本起到关键作用。当前产品价格持续下跌，而矿端原料价格表现较为坚挺，这将导致生产企业面临较大压力，未来可能将有更多利润受损企业发布停产限产通知。
- 库存方面，周度数据看全行业去库进展仍相对缓慢，但上游锂盐厂库存拐点已十分明确。下游厂商也已开始小规模补库行为，虽九月备货预期已落空，但材料厂及电池厂原料库存将明显回落，预计后续将出现上游去库及下游补库共振情况。

### 碳酸锂冶炼环节原辅料消耗情况

天齐锂业——年产 20000 吨碳酸锂安居项目					
现有产线					
工段类别	单线产能t/a	产线数量	备注：车间-生产线编号		
新建产线规划					
工段类别	单线产能t/a	产线数量	备注：车间-生产线编号		
碳酸锂	20000	1			
硫酸钠	71362	1			
原辅料消耗表-新建项目					
名称	每吨单耗	单耗占比	年耗/a	单位	状态
锂辉石精矿	8.223	55.05%	164466	t	固态
98%浓硫酸	2.680	17.94%	53600	t	液态
纯碱	2.350	15.73%	47000	t	固态
烧碱	0.480	3.21%	9600	t	液态
碳酸钙	0.700	4.69%	14000	t	固态
二氧化碳	0.300	2.01%	6000	t	液态
盐酸	0.170	1.14%	3400	t	液态
液氧	0.035	0.24%	705	t	液态
水	0.003		59.36	万m <sup>3</sup>	液态
电	0.290		5800	万 Kw/h	/
天然气	0.141		2829	万m <sup>3</sup>	气态

### 碳酸锂周度库存统计（吨）



负责本研究报告内容的期货分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更，我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券或期货的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何形式的任何投资决策与本公司和作者无关。本报告版权仅为我公司所有，未经书面授权，任何机构和个人不得以任何形式翻版。复制发布。如引用、刊发，须注明出处为兴业期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

致  
谢



兴业期货有限公司

CHINA INDUSTRIAL FUTURES LIMITED

地址：宁波市江东区中山东路796号东航大厦11楼 邮编：315040

上海市浦东新区银城路167号兴业银行大厦11楼 邮编：200120

网：[www.cifutures.com.cn](http://www.cifutures.com.cn)

Add: 11th Floor Eastern Airlines Building, No.796 Zhongshan East Road, Ningbo,  
315040, China

Tel: 400-888-5515 Fax:021-80220211/0574-87717386