



官方微信



官方APP

2023年11月第1周核心策略推荐：

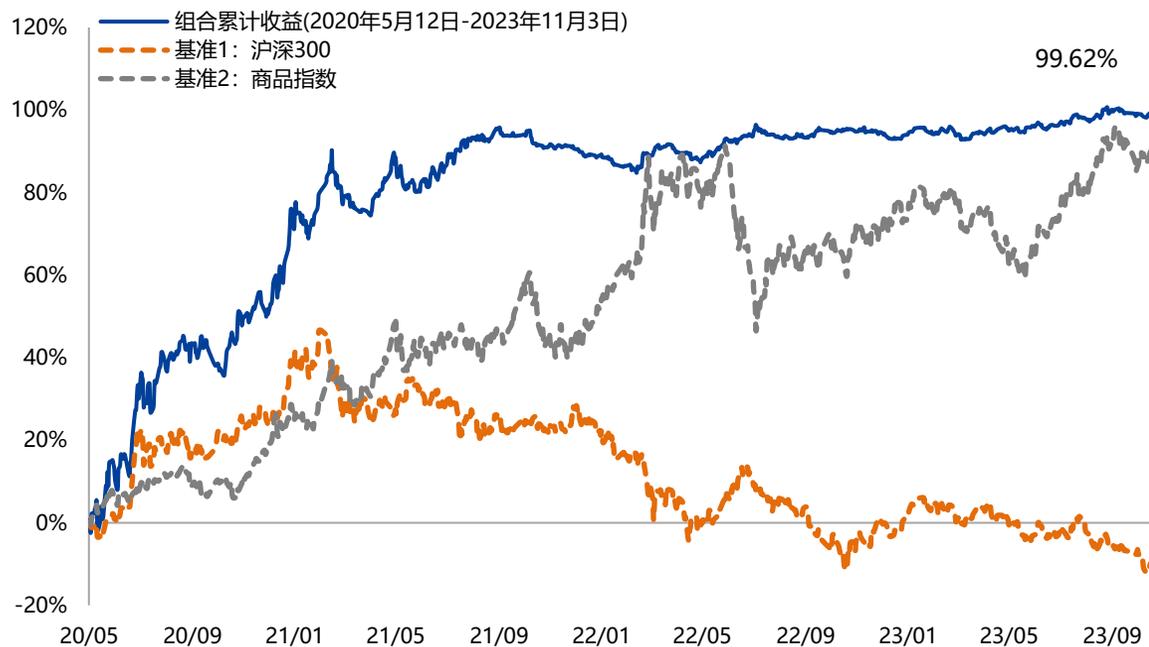
复苏大势强化、负面扰动弱化，多头品种盈亏比将稳步提升

上海 2023.11.05

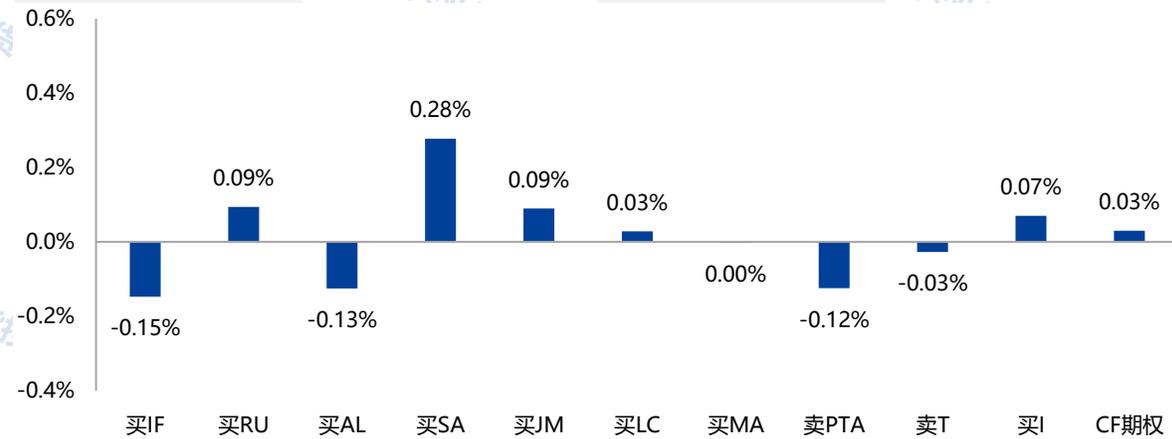
张舒绮 金融衍生品品种联系人
期货投资咨询从业证书编号：Z0013114
杨帆 能源化工品种联系人
期货投资咨询从业证书编号：Z0014114
魏莹 工业金属品种联系人
期货投资咨询从业证书编号：Z0014895
刘启跃 经济作物品种联系人
期货投资咨询从业证书编号：Z0016224

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

2023年10月第5周，商品期货涨跌各异。我们推荐的策略在2023年9月28日-2023年11月3日期间，累计收益0.35%，其中，纯碱、橡胶、焦煤和铁矿多头以及棉花空头期权提供主要贡献，组合收益跑赢同期沪深300指数3.21%，跑赢同期商品指数1.09%；2020年5月12日-2023年11月3日，策略组合累计收益率为99.62%，跑赢同期沪深300指数109.12%，跑赢同期商品指数8.31%。进入2023年11月第1周，宏观负面扰动逐步弱化，低估值风险资产仍宜持多头思路。



2023年10月组合收益情况 (更新至2023年11月3日)			
组合区间	2023年9月28日至2023年11月3日		
区间收益率	0.35%	最大回撤	-1.15%
相对沪深300收益率	3.21%	相对商品指数收益率	1.09%



核心摘要（1）：市场展望

□ 宏观分析要点：

□ 国内方面：最新的10月官方制造业PMI值总体表现超季节性回落，反映经济复苏大方向下，其斜率、节奏和结构仍存在不利、制约因素，故政策方面仍需持续发力、以巩固基本面修复大势。显然，10月末中央大幅上调财政预算、加码宽松力度，将给市场已明确信号，宏观政策稳增长导向未改。而基建投资此政策背景下的核心抓手，2023年第4季度、以及明年上半年则正处最强发力阶段。

□ 海外方面：美联储11月议息会议则“按兵不动”，既有美债收益率上行致金融状况收紧的担忧，亦称经济韧性较高、保留进一步加息选项，整体影响中性偏鸽派。再结合美国10月非农就业数据显著降温的情况，预计美元高利率将持续较长时间、即“More Longer”概率较大，但“More Higher”继续加息的概率则大幅下降。从边际视角看，其对风险资产的负面扰动将随之减弱。

□ 综上所述，国内经济复苏大势强化、海外市场宏观流动性端的负面扰动则将明显弱化，预计多头品种盈亏比将稳步提升。对具体品种映射而言，权益多头依旧占优、处低位的大宗商品多头仍有较大获利空间。而对于利率债，目前基本面利空指引较明确、资金面则或有潜在提振因素，再考虑货币宽松时间窗口不确定性、其高估值水平看，当前空头策略相对占优。

核心摘要 (2) : 市场展望

□ 中观面驱动因素要点:

期货策略:

(1) 国债 (卖出T2312, 单边, 新增): 目前经济基本面触底较为明确, 但经济复苏斜率仍较为缓慢; 积极财政政策仍需货币政策的配合, 流动性保持宽松概率较高, 债市方向性驱动不强。但目前债市估值偏高, 而股票等风险资产吸引力正在逐步抬升, 债市空头盈亏比较优, 可择机轻仓布空。

(2) 股指 (买入IF2312, 单边, 持有): 业绩底确认, A股进入新一轮盈利上行周期; 积极因素强化, 大类资产比价占优, 利于估值扩张; 负面扰动大幅弱化, 资金面“负反馈”状态显著缓和; 从季节效应看, A股在Q4大概率有较大涨幅; 考虑基本面、估值匹配度, 仍最宜持有沪深300期指多头。

(3) 沪铝 (买入AL2312, 单边, 持有): 在产能天花板限制之下, 后续新增产能有限, 且年末水电短缺压力增加, 减产或逐步落地。而进口窗口关闭, 进口量预计将出现回落。在财政政策刺激下, 需求端存潜在利多。沪铝价格结构倒挂, 以利于多头移仓, 目前库存仍偏低, 多头可继续持有。

(4) 碳酸锂 (买入LC2401, 单边, 持有): 预计供需结构短期维稳, 成本中枢仍相对坚挺, 全行业库存情况未恶化。随着交割月份逐步临近, 期现市场联动将更为紧密, 当前位置单边做空性价比低, 建议跟踪盘面走势维持逢低做多策略。

核心摘要 (3) : 市场展望

□ 中观面驱动因素要点:

期货策略:

(5) 沪胶 (买入RU2401, 单边, 持有): 终端车市复苏态势不改, 原料供应预期收紧抬升成本, 港口库存维持降库, 供需结构不断改善, 沪胶上行驱动增强, 而观察沪胶指数波动率特征, 四季度供需短期错配造成的波动率放大概率较高, 沪胶多头策略胜率更高。

(6) 纯碱 (买入SA405, 单边, 持有): 供应增长的利空基本明牌, 期货估值偏低, 对存量利空反应钝化, 对利多反应更敏感。建议耐心持有纯碱05多单

(7) 焦煤 (买入JM2401, 单边, 持有): 需求预期企稳回升, 原煤生产依然受制, 供需结构转向宽松概率较低, 而各环节库存多处低位, 阶段性补库需求或激发短期供需错配, 价格上行驱动更强。

(8) 铁矿 (买入I2405, 单边, 持有): 财政政策增量利好落地, 钢材消费预期小幅上修, 四季度铁水日产预期上修, 铁矿期价上行修复贴水的驱动增强。建议铁矿05合约多单继续持有。

(9) 甲醇 (买入MA401, 单边, 持有): 虽然产量和进口量维持高位, 但华北环保和西南冬季带来强烈的减产预期。部分下游开工率仍在上升, 需求整体平稳。甲醇供需矛盾不突出, 在减产预期下走势将偏强, 多单建议继续持有。

(10) PTA (卖出TA401, 单边, 持有): 供增需减, 库存将逐步累积, 驱动价格下行, 建议PTA持空头思路。

期权策略:

(1) 棉花 (卖出CF401C17000, 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。

核心摘要 (4) : 2023年10月策略建议

品种	策略		核心研判逻辑和风险提示	10月9日	10月16日	10月23日	10月30日	11月6日	建仓价格	目标位置	减仓/止损条件	盈亏比	持仓周期	持仓状态	10月累计收益
				资金仓位	资金仓位	资金仓位	资金仓位	资金仓位							
金融衍生品	期货(单边)	卖出国债 T2312: 新增	核心逻辑: (1) 宏观复苏节奏偏缓, 货币政策难有快速收紧; (2) 债市供给压力客观存在, 外部压力仍未消退; (3) 经济基本面仍是主导, 数量型工具相对更为积极; (4) 资金面阶段性扰动持续, 机构降杠杆意愿抬升; (5) 债市估值偏高, 十债期货轻仓布空。 风险提示: 货币政策出现超预期。	0.00%	0.00%	0.00%	0.20%	0.20%	102.00	101.5	102.2	2.5: 1	1个月	11月2日止损 11月6日计划建仓	-0.03%
	期货(单边)	买入股指 IF2312: 持有	核心逻辑: (1) Q2确定为业绩底, 盈利进入新一轮上行周期; (2) 积极因素持续发酵, 低估值将迎来较大幅度扩张; (3) 相关扰动大幅弱化, 资金面“负反馈”将明显改变; (4) 从季节效应看, Q4至次年初、A股大概率有可观涨幅; (5) 考虑基本面驱动、估值匹配度, 沪深300指数仍是最佳多头。 风险提示: 经济复苏动能持续放缓, 海外发生系统性风险。	1.36%	1.36%	1.27%	1.27%	1.27%	3525	4000	3400	3.8: 1	1个月	10月19日止损 10月23日建仓	-0.15%
有色金属	期货(单边)	买入沪铝 AL2312: 持有	核心逻辑: (1) 枯水季即将来临, 国内产量增长受制约; (2) 进口窗口关闭, 需求仍存潜在增量; (3) 美元上行动能减弱, 库存仍处低位。 风险提示: 国内经济衰退。	0.97%	0.97%	0.97%	0.96%	0.96%	市价	20000	18000	0.8: 1	3个月	10月30日移仓	-0.13%
新能源金属	期货(单边)	买入碳酸锂 LC2401: 持有	核心逻辑: (1) 成本支撑稍向下移, 产业链刚性库存偏多; (2) 电池厂头部格局确立, 全球电车渗透率有望提升; (3) 成本支撑稍向下移, 产业链刚性库存偏多。 风险提示: 终端需求不及预期, 原材料成本下行加速	0.15%	0.32%	0.30%	0.30%	0.30%	150000	175000	142000	3: 1	1个月	10月23日建仓2手	0.03%
能源化工	期货(单边)	买入橡胶 RU2401: 持有	核心逻辑: (1) 车市维持复苏态势, 需求预期依然乐观; (2) 产出受限抬升原料价格, 橡胶进口有所回落; (3) 港口降库速率放缓, 但基本面积积极因素仍占优。 风险提示: 消费复苏不及预期。	0.39%	0.39%	0.39%	0.39%	0.39%	12985	16000	13300	/	2个月	5月4日移仓09 8月14日移仓01	0.09%
	期货(单边)	买入甲醇 MA401: 持有	核心逻辑: (1) 11月产量预计维持高位, 各环节库存持续下降; (2) 11月需求保持平稳, 12月需求小幅下降; (3) 冬季存在成本支撑, 期货和期权市场看空情绪减弱。 风险提示: 煤炭价格下跌, 需求转弱。	0.00%	0.25%	0.25%	0.25%	0.25%	2450	2650	2350	2: 1	2个月	10月16日建仓	0.00%
	期货(单边)	卖出PTA TA401: 持有	核心逻辑: (1) 10月产量仍处于高位, 且四季度产能预计继续增加; (2) 供需需减, 库存将逐步累积, 驱动价格下行。	0.00%	0.31%	0.32%	0.32%	0.32%	5830	5200	5950	2: 1	1个月	10月16日建仓	-0.12%
	期货(单边)	买入纯碱 SA405: 持有	核心逻辑: (1) 供给增长方向明确, 实际增产速度略慢于乐观预期; (2) 重碱需求稳步增加, 轻碱消费围绕中枢窄幅波动; (3) 纯碱远月估值较低, 仍具备长期多配的价值。 风险提示: 供给释放超预期, 需求下滑超预期。	0.28%	0.00%	0.64%	0.64%	0.64%	1600	1800	1500	2: 1	2个月	10月23日建仓	0.28%
黑色金属	期货(单边)	买入焦煤 JM2401: 持有	核心逻辑: (1) 原煤产出难有增量, 进口利润倒挂升至高位; (2) 需求预期逐步筑底, 下游原料等待冬储补库; (3) 各环节库存仍处低位, 价格上行驱动更强。 风险提示: 粗钢产量压减, 煤炭产能释放。	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	1379	2000	1630	/	2个月	8月3日建仓3手 8月14日移仓01并 增仓3手	0.09%
	期货(单边)	买入铁矿 I2305: 持有	核心逻辑: (1) 需求预期回暖, 钢厂利润扩大; (2) 高炉生产存在支撑, 四季度铁水产量或同比偏高; (3) 铁矿基本面支撑较强, 期价上行修复贴水。 风险提示: 粗钢产量压减, 煤炭产能释放。			0.00%	0.34%	0.34%	850	950	780	1.4: 1	2个月	10月30日计划建仓	0.07%
经济作物	期权(单边)	卖出棉花 CF401C17000: 持有	核心逻辑: (1) 下游采购趋于冷淡, 纺企成品累库再次加速; (2) 纺织业利润总体仍然不佳, 需求端驱动偏弱; (3) 海外销售环比下降, 我国出口形势未见好转。 风险提示: 经济复苏不及预期。	0.00%	0.00%	0.00%	0.83%	0.83%	116	12	232	0.9	2个月	10月30日新增卖权	0.03%
总资金占用比例				5.92%	5.44%	5.99%	6.00%	6.00%							

*注: 商品期货使用10倍杠杆, 国债期货50倍杠杆, IF期货12.5倍杠杆; 具体建仓、加仓、平仓步骤见第6页-第7页

核心摘要 (5) : 策略组合仓位计算

账户当月可承担亏损 2.0% 初始资金 10000000
 上周2.0%

期货品种	方向	合约	建仓成本 (实际/预估)	目标价	止损价	预期涨跌幅	交易合约目标收益	当月品种对账户最大损失的贡献	当月品种对账户预期收益的贡献	盈亏比
国债 (新增)	空	T2312	102.000	101.5	102.2	0.49%	0.49%	0.02%	0.05%	2.5
股指 (持有)	多	IF2312	3525	4000	3400	13.48%	13.48%	0.38%	1.43%	3.8
橡胶 (持有)	多	RU2401	12985	16000	13300	23.22%	23.22%	0.00%	0.90%	/
纯碱 (持有)	多	SA405	1600	1800	1500	12.50%	12.50%	0.40%	0.80%	2.0
沪铝 (持有)	多	AL2312	19140	20000	18000	4.49%	4.49%	0.57%	0.43%	0.8
焦煤 (持有)	多	JM2401	1379	2000	1630	45.09%	45.09%	0.00%	2.24%	/
铁矿 (持有)	多	I2405	850	950	780	11.76%	11.76%	0.28%	0.40%	1.4
甲醇 (持有)	多	MA401	2450	2650	2350	8.16%	8.16%	0.05%	0.10%	2.0
PTA (持有)	空	TA401	5830	5200	5950	10.81%	10.81%	0.07%	0.35%	5.3
碳酸锂 (持有)	多	LC2401	150000	175000	142000	16.67%	16.67%	0.16%	0.50%	3.1

期货头寸计算

期货品种	方向	合约	合约乘数	价格	最大回撤	持仓 (预估手)	仓位 (11月6日)	仓位 (10月30日)	仓位变化
国债 (新增)	空	T2312	10000	102.000	0.20%	1	0.20%	0.20%	0.00%
股指 (持有)	多	IF2312	300	3525	3.68%	1	1.27%	1.27%	0.00%
橡胶 (持有)	多	RU2401	10	12985	0.00%	3	0.39%	0.39%	0.00%
纯碱 (持有)	多	SA405	20	1600	6.67%	20	0.64%	0.64%	0.00%
沪铝 (持有)	多	AL2312	5	19140	6.33%	10	0.96%	0.96%	0.00%
焦煤 (持有)	多	JM2401	60	1379	0.00%	6	0.50%	0.50%	0.00%
铁矿 (持有)	多	I2405	100	850	8.97%	4	0.34%	0.34%	0.00%
甲醇 (持有)	多	MA401	10	2450	4.26%	10	0.25%	0.25%	0.00%
PTA (持有)	空	TA401	5	5830	2.02%	11	0.32%	0.32%	0.00%
碳酸锂 (持有)	多	LC2401	1	150000	5.63%	2	0.30%	0.30%	0.00%
合计							5.16%	5.77%	

期权品种	方向	合约	离场条件	最大盈利 (元/手)	最大亏损 (元/手)	保证金占用 (元/手)	权利金收取 (元/手)
棉花 (持有)	卖出	CF401C17000	(1) 期权价格较开仓减少90%或增加100%; (2) 12月13日之前	520	-580	8303	580

期权品种	方向	合约	合约乘数	最大回撤	持仓 (预估手)	仓位 (11月6日)	仓位 (10月30日)	仓位变化
棉花 (持有)	卖出	CF401C17000	5	7%	10	0.83%	0.83%	0.00%

*注: 商品期货使用10倍杠杆, 国债期货50倍杠杆

核心摘要 (6) : 期货策略组合详细建仓、加仓、平仓步骤

策略类型	品种	头寸状态	预估入场价格(元)	入场手数	入场时间	平仓/止损时间	占用资金(万元)	预估平仓/止损价格	平仓手数	预计亏损 (万元)	预估止盈价格	止盈手数	预计盈利 (万元)
单边	国债 T2312	新空入场	102	1	11月2日止损离场 11月5日计划建仓		2.04	102.2	1	-0.2	101.5	1	0.5
单边	股指 IF2312	前多持有	3525	1	10月23日建仓		12.69	3400	1	-3.8	4000	1	14.3
单边	橡胶 RU2401	前多持有	12985	3	8月14日建仓		3.90	13300	3	/	16000	3	9.0
单边	棉花 CF401C17000	卖权持有	116	10	10月30日计划建仓		8.30	232	10	-0.6	12	10	0.5
单边	纯碱 SA405	前多持有	1600	20	10月23日建仓		6.40	1500	20	-4.0	1800	20	8.0
单边	沪铝 AL2312	前多持有	19140	10	9月25日移仓 10月30日移仓		9.57	18000	10	-5.7	20000	10	4.3
单边	焦煤 JM2401	前多持有	1379	6	8月3日建仓3手 8月14日移仓01 8月15日建仓3手		4.96	1630	6	/	2000	6	22.4
单边	铁矿 I2405	前多持有	850	4	10月30日计划建仓		3.40	780	4	-2.8	950	4	4.0
单边	工业硅 SI2312	前多持有	14260	10	9月4日建仓		7.13	14800	10	/	16800	10	12.7
单边	甲醇 MA401	前多持有	2450	10	10月16日建仓		1.23	2350	10	-0.5	2650	10	1.0
单边	PTA TA401	前空持有	5830	11	10月16日建仓		3.21	5950	11	-0.7	5200	11	3.5
单边	碳酸锂 LC2401	前多持有	150000	2	10月23日建仓		3.00	142000	2	-1.6	175000	2	5.0

宏观

MACRO

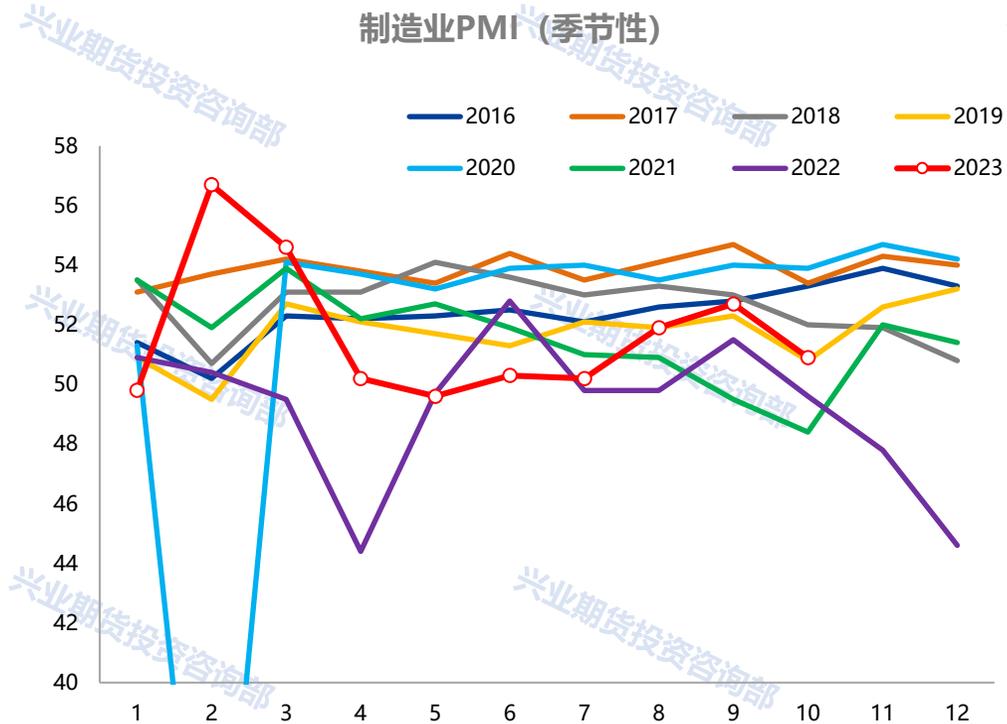
01

国内：经济内生复苏动能有限，仍需政策小心呵护

02

国外：美国就业市场降温，美联储11月按兵不动

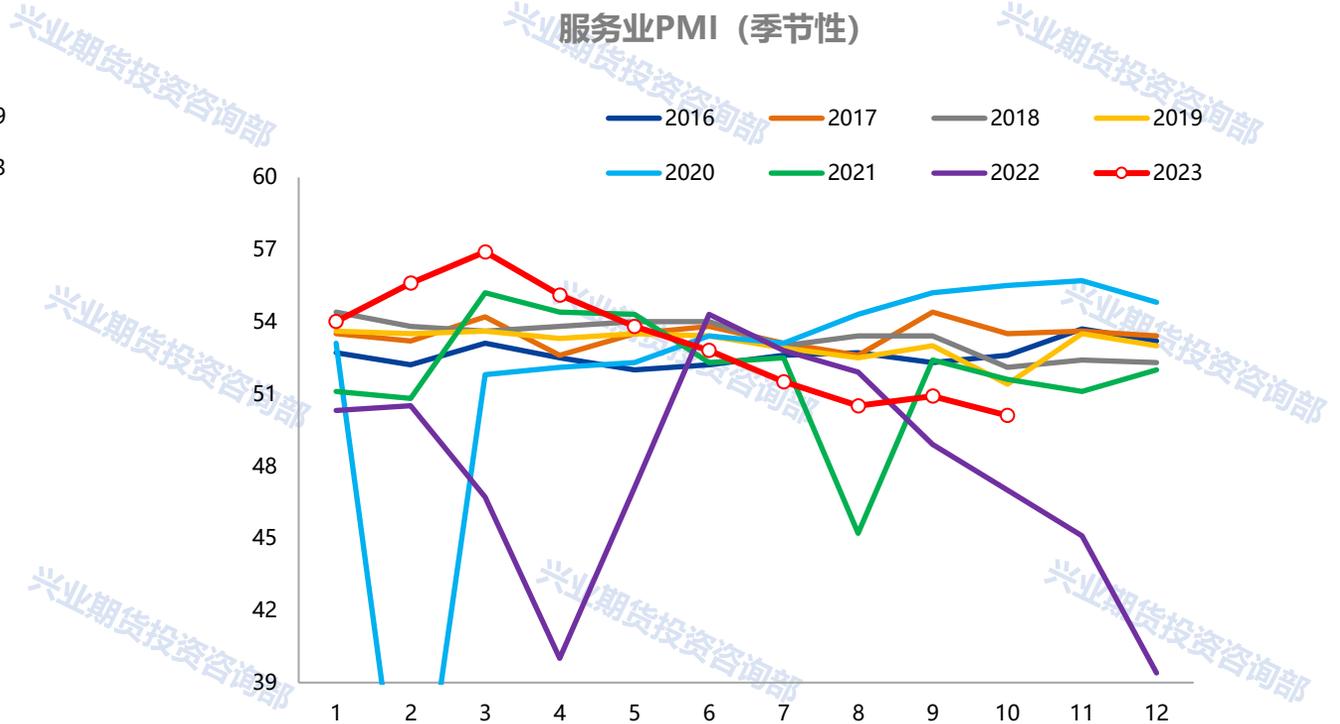
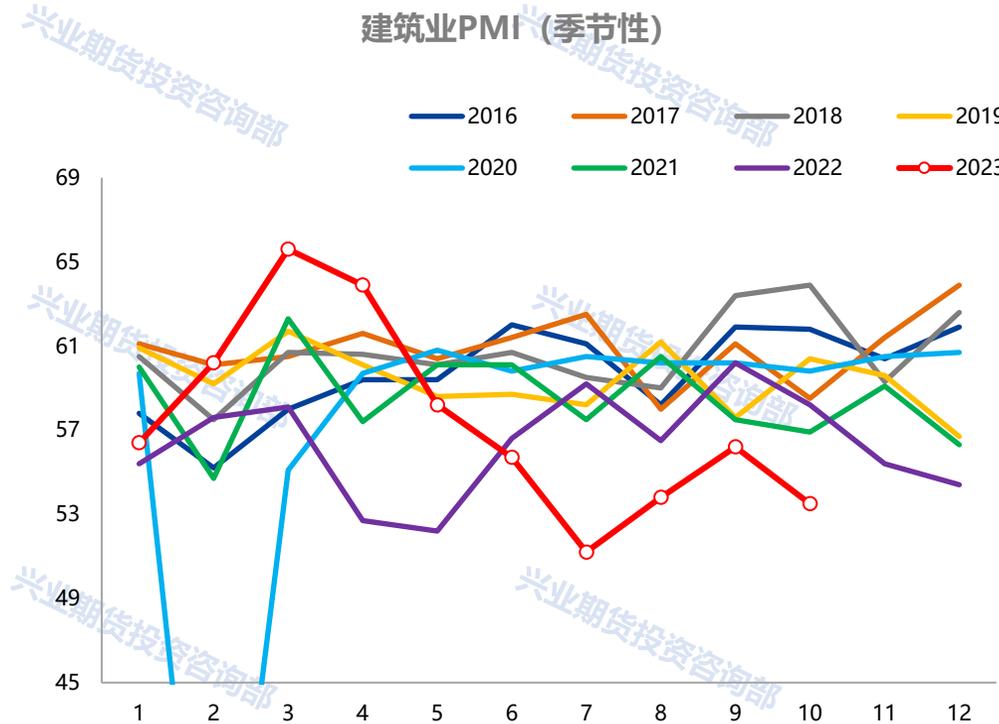
- 10月制造业PMI指数录得49.5，前值50.2，结束了连续4个月的回升趋势，并重回荣枯分界线以下。从环比角度看，表现也弱于季节性。
- 分项看，供需两端均回落，需求重回收缩区间，其中新出口订单指数回落幅度大于新订单指数回落幅度；价格指数明显下行；大中小企业景气普遍走弱，就业指数多数下行。



制造业PMI (分项指标)

PMI数据 (分项, %)	2007年以来均值	2023年09月	2023年10月	10月环比变化	近12个月趋势
制造业PMI	51.0	50.2	49.5	-0.7	
新订单	51.9	50.5	49.5	-1	
新出口订单	49.2	47.8	46.8	-1	
积压订单	46.2	45.3	44.2	-1.1	
生产	53.2	52.7	50.9	-1.8	
产成品库存	47.5	46.7	48.5	1.8	
采购量	51.9	50.7	49.8	-0.9	
原材料库存	48.1	48.5	48.2	-0.3	
进口	49.0	47.6	47.5	-0.1	
出厂价格	51.0	53.5	47.7	-5.8	
购进价格	55.2	59.4	52.6	-6.8	
从业人员	49.1	48.1	48	-0.1	
供应商配送时间	49.8	50.8	50.2	-0.6	
生产经营活动预期	55.9	55.5	55.6	0.1	

- 10月建筑业PMI指数录得53.5%，前值56.2%，刷新同期新低，且表现弱于季节性，地产和基建“逆风”是主要拖累项。
- 10月服务业PMI指数录得50.1%，前值50.9%，消费已逐渐修复接近疫情前水平，服务业进一步向好动能边际转弱。
- 总体看，经济内生复苏动能不足，依然需要政策小心呵护和巩固。



政策脉络	扩需求	提信心	防风险
8-9月	<p>货币政策总量宽松 8月降息，1年期LPR下调10BPS，5年期LPR未变。 9月下调存款利率，1年/2年/3年/5年分别下调10/20/25/25BPS。 9月降准25BPS。</p> <p>积极的财政政策支出发力 2023年新增地方政府专项债要在9月底发行完毕。 9月22日，计划外发行5年期1150亿元国债。</p> <p>促销费 《关于恢复和扩大消费措施的通知》、汽车消费刺激地方促销费政策 提高居民收入 包括：减征个人所得税相关政策、下调存量房贷利率、优化公积金提取政策、支持解决政策拖欠企业账款等</p>	<p>活跃资本市场 股东减持新规 下调印花税 下调再融资保证金比例 优化IPO、再融资监管安排 降低险资风险因子</p> <p>支持和发展民营经济 《关于实施促进民营经济发展近期若干举措的通知》 央行召开金融支持民营企业发展工作推进会。 发改委召开民营企业企业家座谈会。 发改委内部设立民营经济发展局。</p>	<p>房地产 认房不认贷。 下调首付比例及二套房房贷利率下调。 二线城市优化限购政策。 保障房、城中村改造。</p> <p>地方化债 地方政府发行特殊再融资债券进行债务置换。</p>
10月以来	<p>货币政策总量维持宽松 三季度央行货币政策执行报告，强调政策“逆周期和跨周期调节”，意味着不会回撤货币政策力度。</p> <p>财政政策更加积极 10月24日，十四届人大全国常委第六次会议，上调2023年财政预算，增发1万亿国债，上调财政赤字预算规模至4.88万亿；地方政府专项债提前下达授权期限延至2027年底。 后续关注，12月政治局会议和中央经济工作会议。</p> <p>促销费</p>	<p>活跃资本市场 中央汇金增持四大行。历史上，若单纯增持国有金融企业效果不好，汇金亦曾进一步指数ETF，以起到全市场“平准”的作用。</p>	<p>房地产 政策优化的实际传导效果有限，房企资金压力依然较大，信用风险较高，稳楼市的防风险政策仍有其必要性。 推进保障房建设和城中村改造。10月12日住房和城乡建设部网站消息，已入库城中村改造项目162个。</p> <p>地方化债 截至10月31日，共计25省市累计发行特殊再融资债券10126.8亿元，占10月地方政府债券总发行规模约72.53%。地方政府债结存限额快速消耗。 可重点关注中央发力力度，包括政策性银行和商业银行债务展期置换、央行设立SPV（应急流动性金融工具）等，这将决定整个政策组合拳的高度。</p>

2023年10月，十四届全国人大常委会第六次会议上调全年财政预算，增发1万亿国债，2023年全国财政赤字由3.88万亿上调至4.88万亿，预算赤字率由3%提高至3.8%。政策力度超预期，也超常规。政策信号意义极强，我们预计2024年政策力度不会显著弱于今年，全年经济增速目标有望维持“5%左右”不变。

时间	会议	文件	经济形势	增发国债	赤字调整
1998年8月	第九届全国人大常委会第四次会议	《关于提请审议增发国债用于加大基础设施建设和今年中央财政预算调整方案(草案)议案的说明》	亚洲金融危机加深，经济保八	1000亿元，作为国家预算内基础设施性建设专项投资	当年中央财政赤字预算增加500亿元，另外500亿元原计划列入明年的财政赤字，但由于实际操作中这部分资金全部用于地方项目，故不再列入中央预算，也不作扩大中央财政赤字处理。
1999年8月	第九届全国人大常委会第十一次会议	《关于提请审议增发国债用于增加固定资产投资和今年中央财政预算调整方案(草案)议案的说明》	有效需求不足问题尤为突出	600亿元，用于增加固定资产投资。	当年中央财政赤字扩大300亿元，另外300亿元由中央政府代地方政府举措，不列入中央预算。
2000年8月	第九届全国人大常委会第十七次会议	《关于提请审议增发长期建设国债用于增加固定资产投资和2000年中央财政预算调整方案(草案)议案的说明》	财政增支因素较多	500亿元，用于增加基础设施投资。	当年中央财政赤字扩大500亿元。
2023年10月	第十四届全国人大常委会第六次会议	-	有效需求不足，经济内生复苏动能弱	10000亿元，用于灾后重建水利建设等投资。	当年中央财政赤字扩大1万亿，预算赤字率由3%上调至3.8%，拟安排使用5000亿元，结转明年使用5000亿元。

基建作为稳增长政策的核心抓手，四季度也面临多方面的压力，包括（1）去年的高基数；（2）四季度财政增量资金少于去年同期；（3）水利市政环保投资增速较慢。10月底中央上调财政预算，叠加2024年地方政府专项债提前批有望下达，基建投资或于年末再次发力。

各行业大类固定资产投资完成额季度增速及贡献率

时间	固定资产投资	公共投资	民间投资	制造业	交运仓储邮政	公用事业	租赁与商务服务	通信和信创	科研	住宿餐饮	采矿业	文体娱乐	教育	居民服务及维修	批发零售	金融	卫生	水利市政环保	房地产
Q3贡献率	100%	139%	-39%	114%	58%	56%	21%	9%	6%	6%	2%	2%	1%	1%	0%	0%	-5%	-33%	-103%
2023/9/30	2%	7%	-1%	7%	13%	22%	15%	12%	9%	14%	3%	2%	1%	4%	1%	6%	-5%	-5%	-10%
2023/6/30	3%	9%	-1%	6%	12%	29%	10%	12%	26%	0%	1%	2%	2%	25%	-7%	-9%	-5%	1%	-8%
2023/3/31	5%	12%	1%	7%	9%	22%	7%	20%	34%	2%	1%	0%	6%	21%	1%	12%	19%	8%	-5%
2022/12/31	3%	11%	-2%	7%	17%	23%	0%	3%	29%	-2%	-7%	1%	-2%	14%	7%	207%	19%	4%	-14%
2022/9/30	6%	16%	0%	10%	8%	22%	19%	43%	31%	8%	6%	5%	5%	24%	4%	-27%	24%	17%	-11%

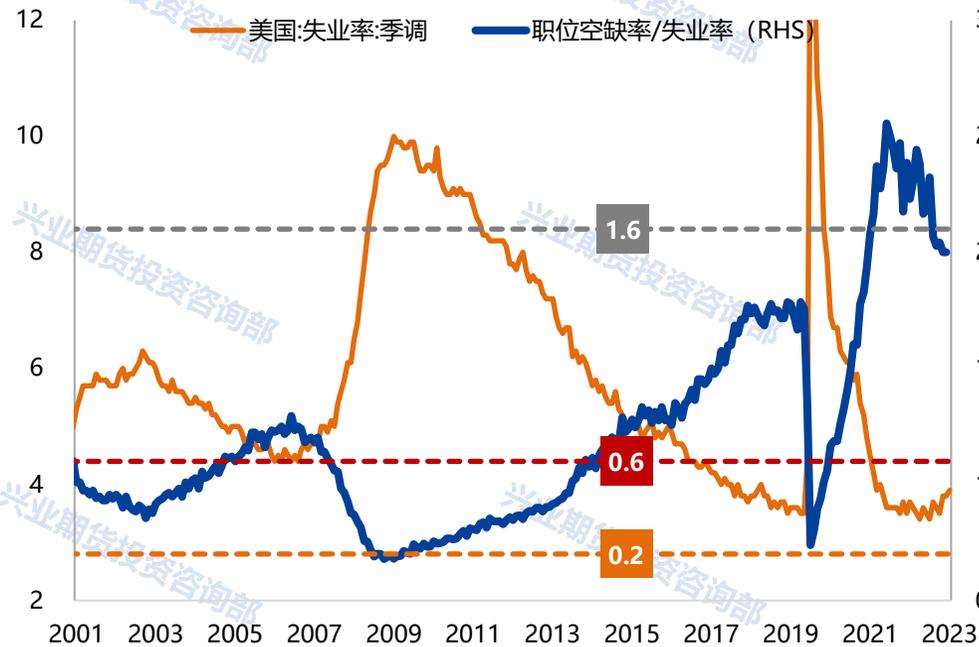
□ 今年四季度财政可用资金空间：（1）预算内财政赤字剩余空间1.76万亿，若全赤字完成进度超100%，四季度财政赤字规模可到2.74万亿，（2）预算内政府性基金赤字剩余空间0.47万亿，其中剩余新增地方政府专项债发行额度0.34万亿；（3）次年提前批地方政府专项债规模2.28万亿。整体看，四季度财政可用资金空间可接近甚至超过去年同期，有利于支撑基建投资保持较高增速。

四季度主要财政资金盘点

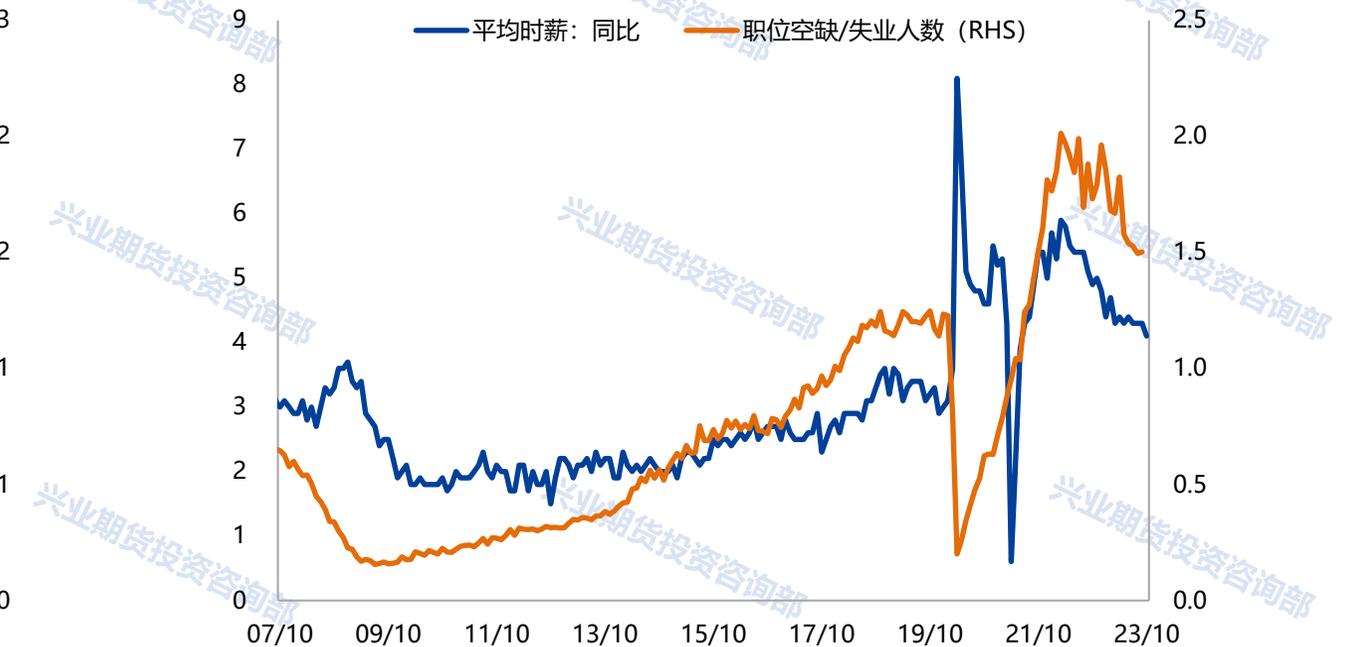
项目	单位	2020年	2021年	2022年	2023年
10-12月财政赤字规模	万亿	2.85	2.85	1.97	2.74
10-12月财政赤字完成进度	%	75.8%	79.9%	58.4%	56.1%
全年财政预算赤字完成进度	%	166.7%	122.6%	168.9%	120.0%
10-12月政府性基金赤字	万亿	2.17	2.64	0.60	0.47
10-12月政府性基金赤字完成进度	%	48.5%	71.8%	14.8%	14.6%
全年政府性基金预算赤字完成进度	%	54.9%	42.6%	81.0%	-
10-12月新增地方政府专项债	万亿	0.30	1.22	0.50	0.34
政策：次年提前批专项债及下发时间	万亿	1.77	1.46	2.19	2.28
	-	2021年3月	2021年12月	2022年10月	2022年11月-12月
政策：其他及下发时间	万亿			0.3	
	-			政策性开发性金融工具， 2022年8月24日	
基建投资增速	%	5.8%	-2.9%	12.3%	-

10月美国新增非农就业人数15万，低于12个月移动平均；10月美国失业率3.9%，3个月移动平均对于最低点变化已超过0.2%，经济衰退的门槛为0.3%；10月美国工资薪金环比增长0.2%，与上月持平，低于市场预期的0.3%，非农时薪同比增长4.1%，前值4.2%，略高于市场预期的4.0%。10月份美国劳动力市场降温迹象明显，但可能也受到罢工事件的影响，无法确定就业市场降温的趋势已形成，尚难以让美联储放弃利率longer的想法。

10月美国失业率高于预期



10月美国工资薪金增速进一步放缓



□ 美联储在11月议息会议上如期“按兵不动”，表达了对美债收益率上行和金融状况收紧的担忧，但也认为经济过于强劲、保留了进一步加息的选项，整体基调偏中性。

美联储11月议息会议内容

美联储议息会议核心内容	2023年7月	2023年9月	2023年11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。
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。
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。
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。

会议过后，美联储加息预期降温、降息预期升温，对应美元指数回落，美债收益率高位下行。市场对未来美联储货币政策的“Longer”导向预期强化，“Higher”导向预期弱化，美联储货币政策对风险资产的压制作用有所降低，未来2-3个月的就业和通胀数据将成为关键的验证材料。



国债

T

01

宏观复苏节奏偏缓，货币政策难有快速收紧

02

债市供给压力客观存在，外部压力仍未消退

03

经济基本面仍是主导，数量型工具相对更为积极

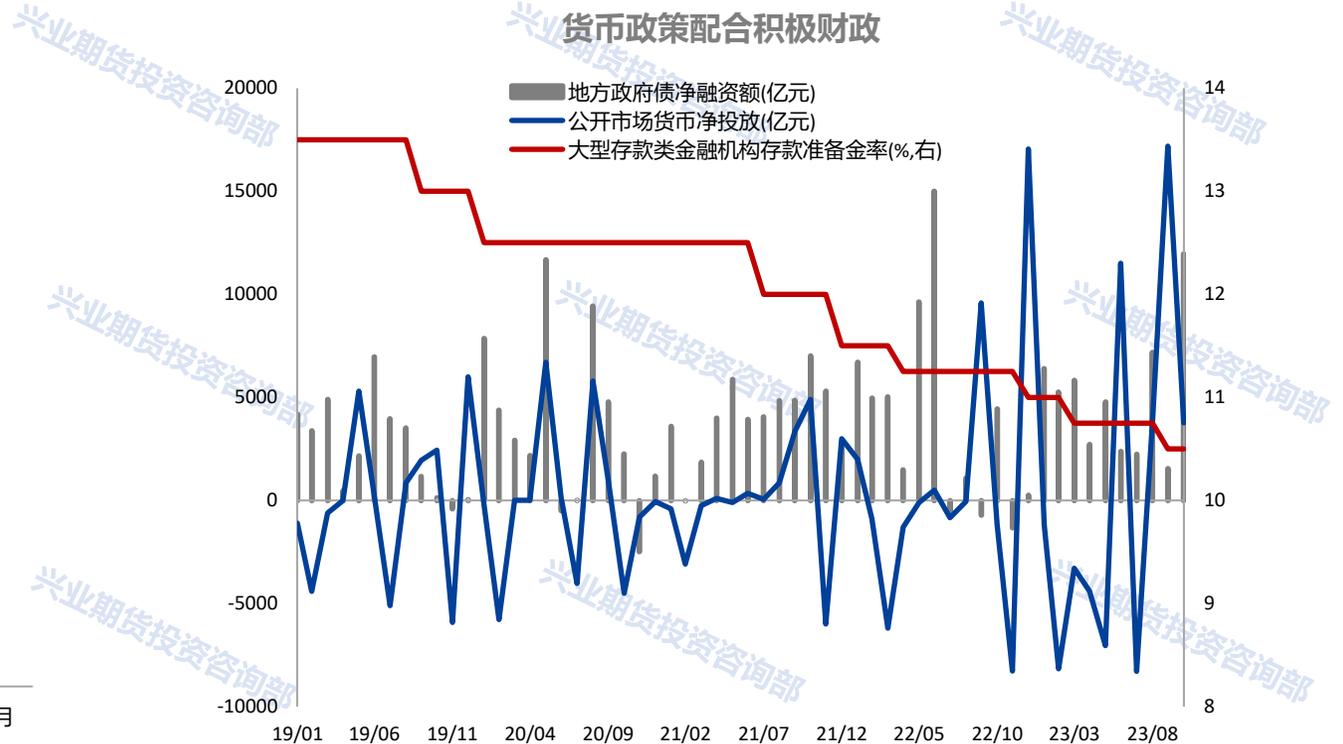
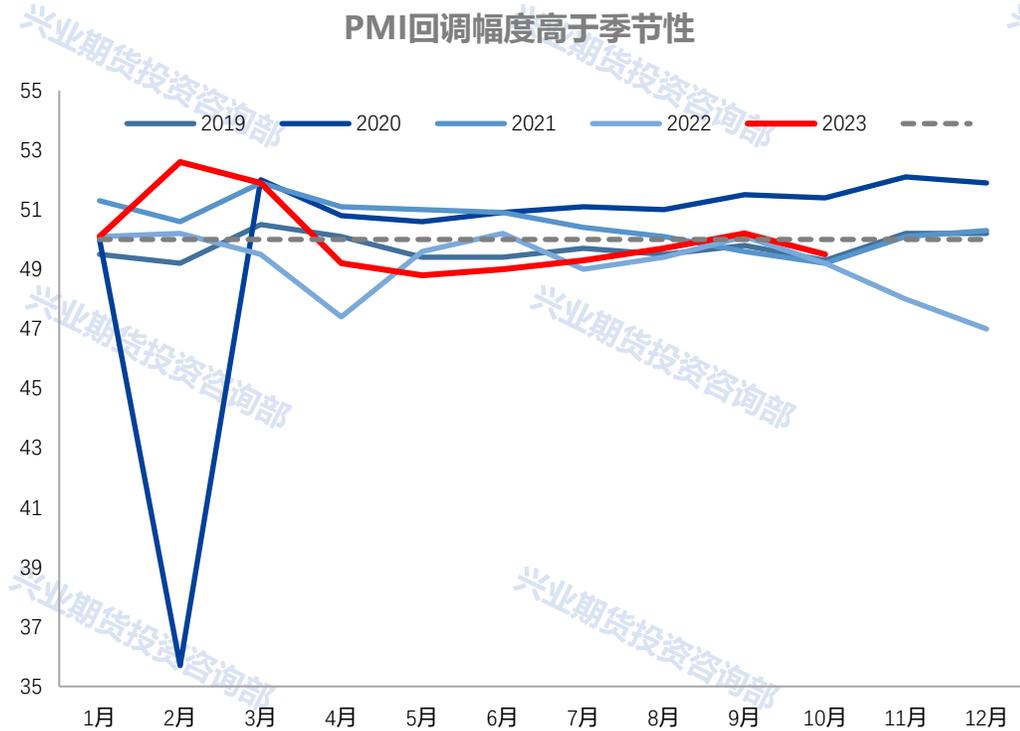
04

资金面阶段性扰动持续，机构降杠杆意愿抬升

05

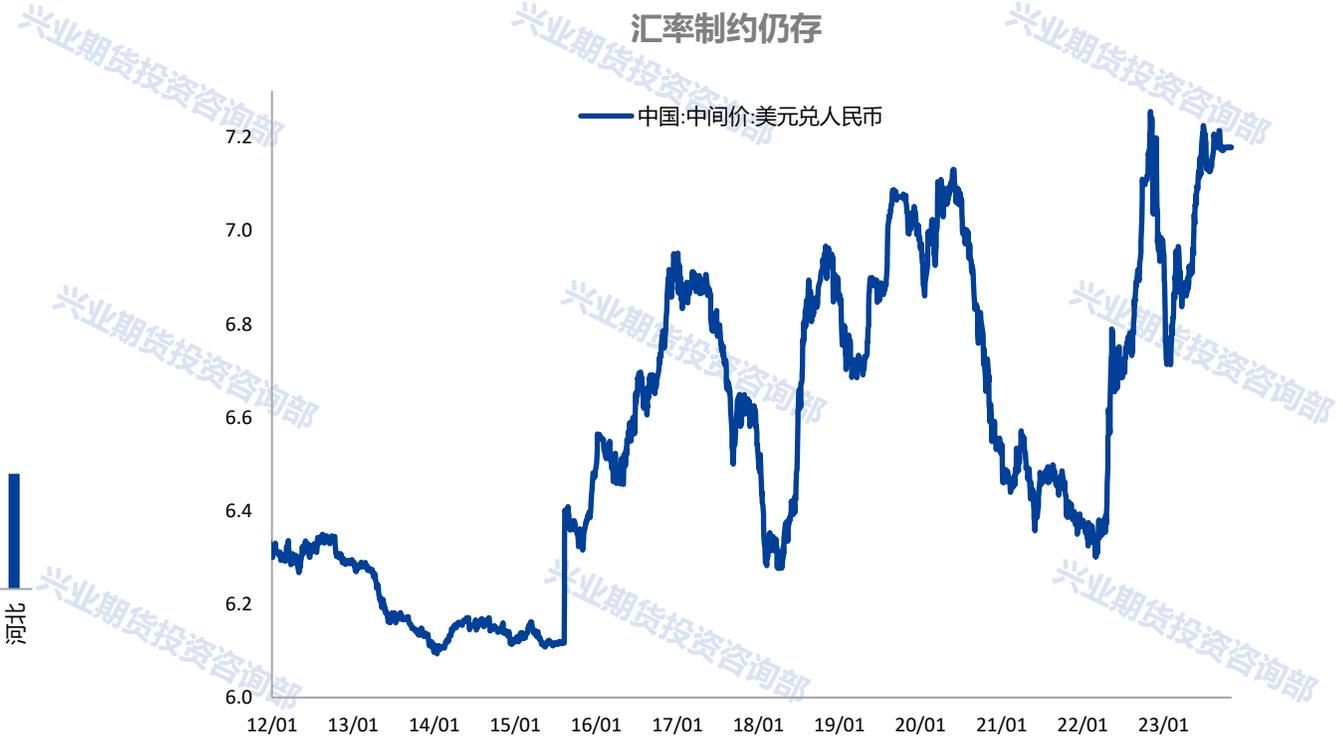
债市估值偏高，十债期货轻仓布空

- 10月制造业PMI再度重回荣枯线以下，虽然存在一定的季节性影响，但数据仍显示了目前经济见底已经高度确定，但复苏节奏及斜率仍较缓。
- 因此未来的复苏节奏的加快仍高度依赖于政策的支持，积极的财政政策需要货币政策配合，因此资金面难以出现快速收紧。



除特别国债外，各地特殊再融资债仍在继续发行，天津、吉林等地已经第三次发行特殊再融资债，根据披露信息，目前计划发行量已经达到11280亿，供给压力仍较为明确。

美联储最新议息会议态度较9月相比略显鸽派，但目前美股仍表现强劲，部分经济指标仍表现出一定韧性，虽然加息预期出现快速回落，但对美元的向下驱动有限，汇率因素仍是货币政策制约之一。



- 从历史表现来看，在政府债券增发阶段，货币政策并非在每一次都出现宽松。且若经济出现好转，货币政策可能出现较快的转向，因此货币政策的操作主要参考因素仍是经济基本面。2020年特别国债发行后虽然有短期宽松，但随后快速转向，利率也随即出现上行。
- 且从具体货币政策工具来看，数量型工具仍是更为主要的发力手段，通过OMO、MLF等进行资金投放。因此本次降准的概率或高于降息。

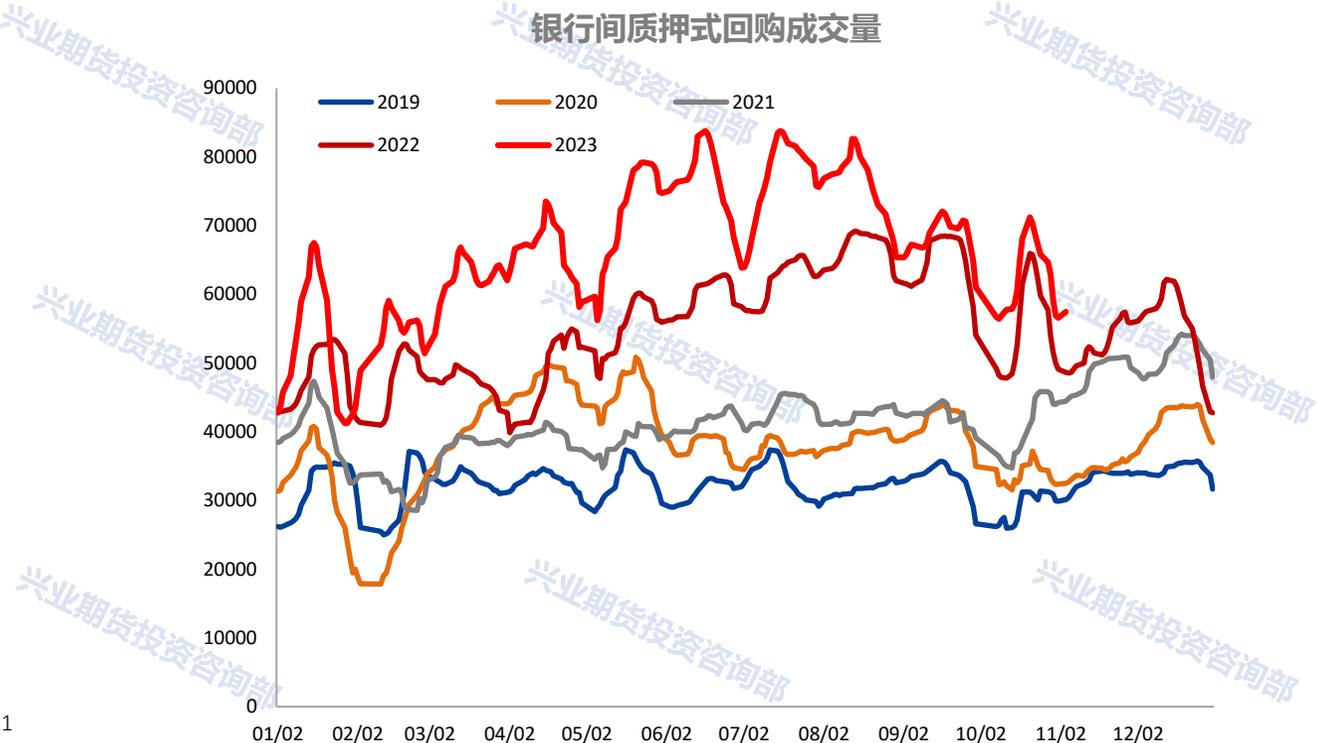
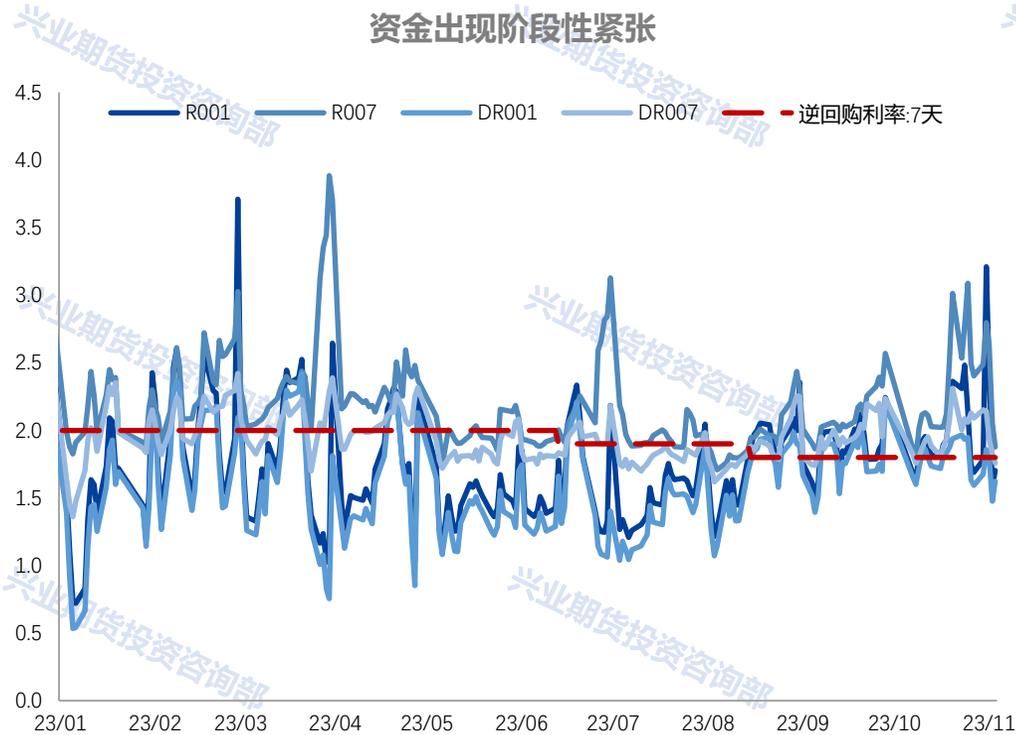


政府债券增发回顾

时间	事件	增发节奏	货币政策
1998年	财政赤字追加	8月	价格型+数量型
1999年	财政赤字追加	9月-10月	价格型+数量型
2000年	财政赤字追加	9月-10月	-
2007年	特别国债	8-12月	收紧
2015年-2019年	债务置换	-	数量型
2020年	特别国债	6月-7月	数量型

□ 10月以来央行通过MLF等方式释放了一部分流动性，且以数量型工具为主，因此流动性偏紧的格局未得到实质性改善，10月末受跨月因素的影响，隔夜利率出现异常波动。

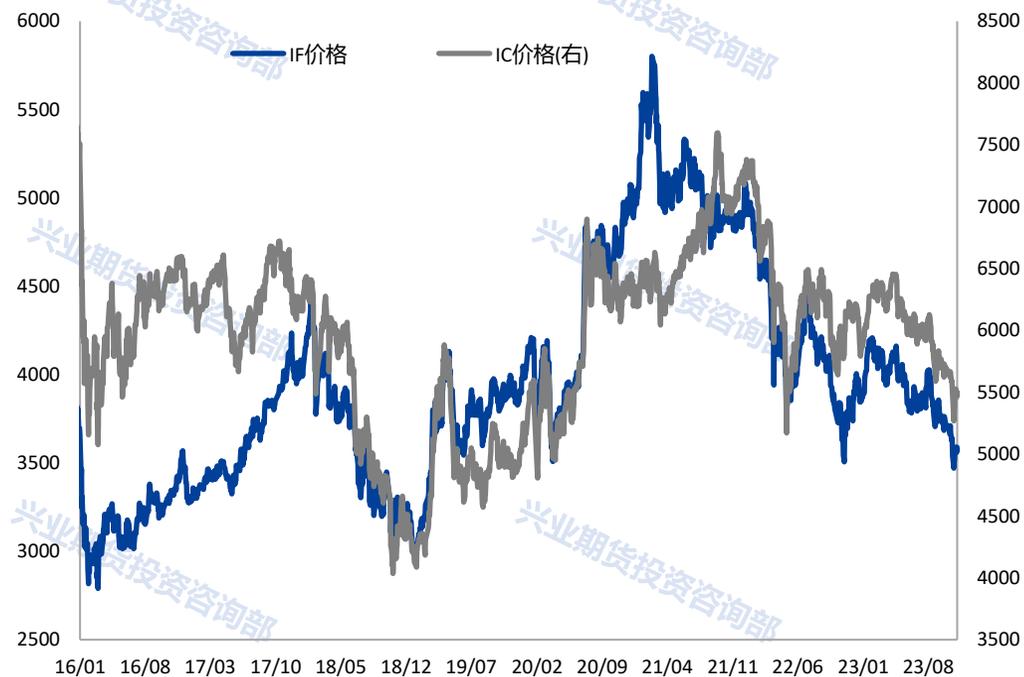
□ 虽然机构在8月债市回调后，杠杆、久期均有所调整，四季度再度发生负反馈的程度大概率不及去年。但目前仍处于相对偏高的水平。且四季度配置盘增持的意愿相对下降，叠加特别国债和再融资债的发行，将进一步拖累配置需求，同时交易盘止盈意愿抬升。



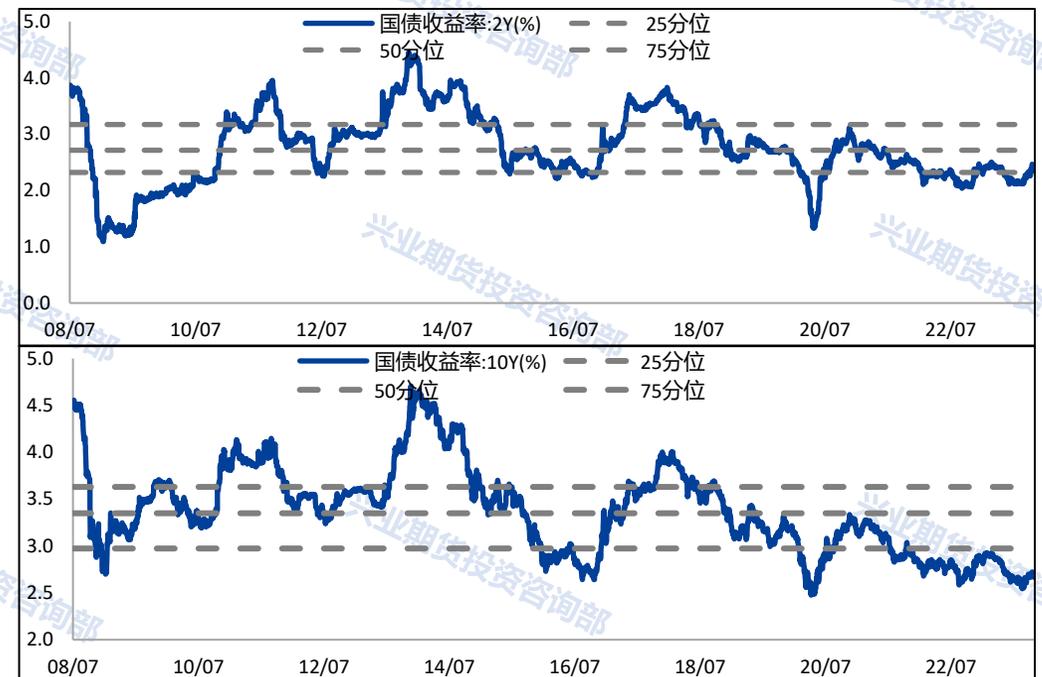
目前经济基本面触底较为明确，但经济复苏斜率仍较为缓慢，积极财政政策仍需货币政策的配合，因此流动性或仍将保持较为宽松状态。债市方向性驱动较为有限。

但由于前期债市大幅上涨，目前估值偏高，且股市等风险资产吸引力正在逐步抬升，债市配置需求大概率将出现走弱，因此债市进一步上行动能较低，长端利率受宏观面影响更为直接，可轻仓试空10年期国债期货。但货币政策仍存在超预期可能，建议严格控制止损位。

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

Q2确定为业绩底，盈利进入新一轮上行周期

02

积极因素持续发酵，低估值将迎来较大幅度扩张

03

相关扰动大幅弱化，资金面“负反馈”将明显改变

04

从季节效应看，Q4至次年初、A股大概率有可观涨幅

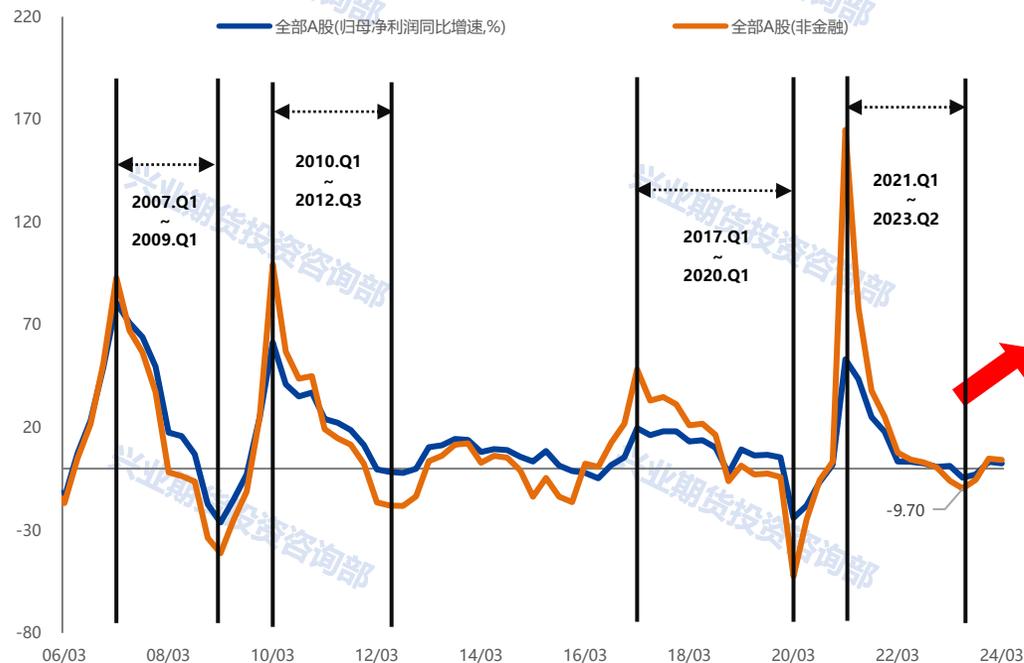
05

考虑基本面驱动、估值匹配度，沪深300指数仍是最佳多头

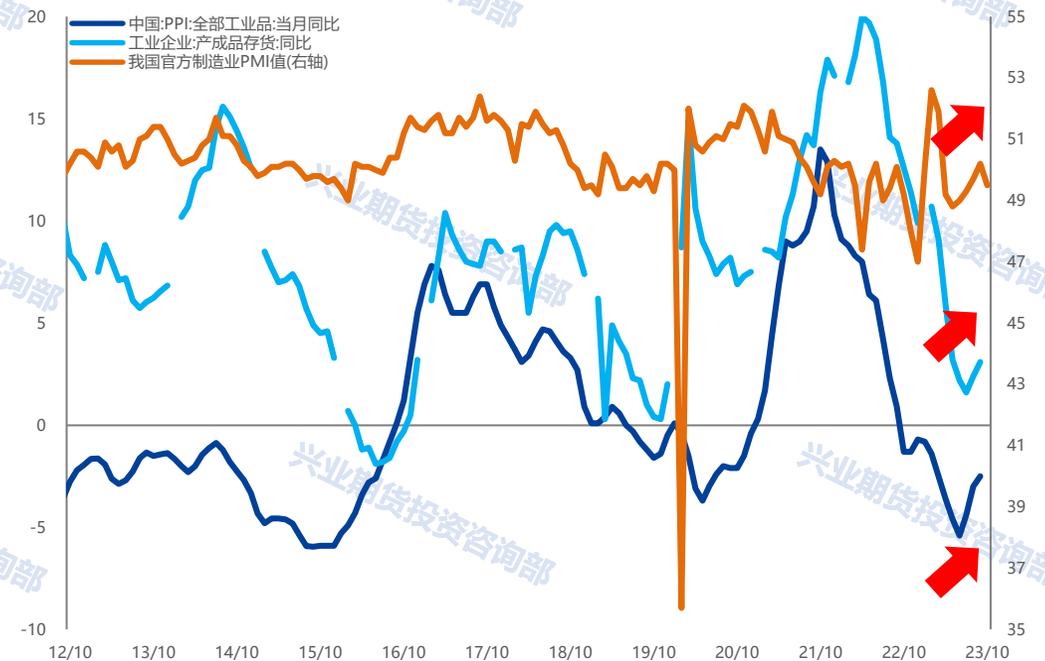
从最新的A股2023年第3季度财报看，其较第2季度明显改善，即Q2确认为业绩底。具体看：全部A股Q3累计归母净利润同比-2.87%、较Q2环比+2.45pct，同期全A（非金融）累计归母净利润同比-5.5%、较Q2环比+3.8pct。再从PPI、PMI、以及库存周期等核心经济景气指标看，国内宏观基本面复苏大方向明朗，A股业绩进入新一轮上行周期较为确定。

结合光大证券相关研究结论看，预计：2023Q4全A、全A（非金融）累计归母净利润同比分别+3.4%、4.9%，2024Q1二者累计归母净利润同比分别+2.5%、4.3%，作为盈利持续改善的佐证。

国内A股业绩情况跟踪（截至2023Q3，预测值参考光大证券数据）



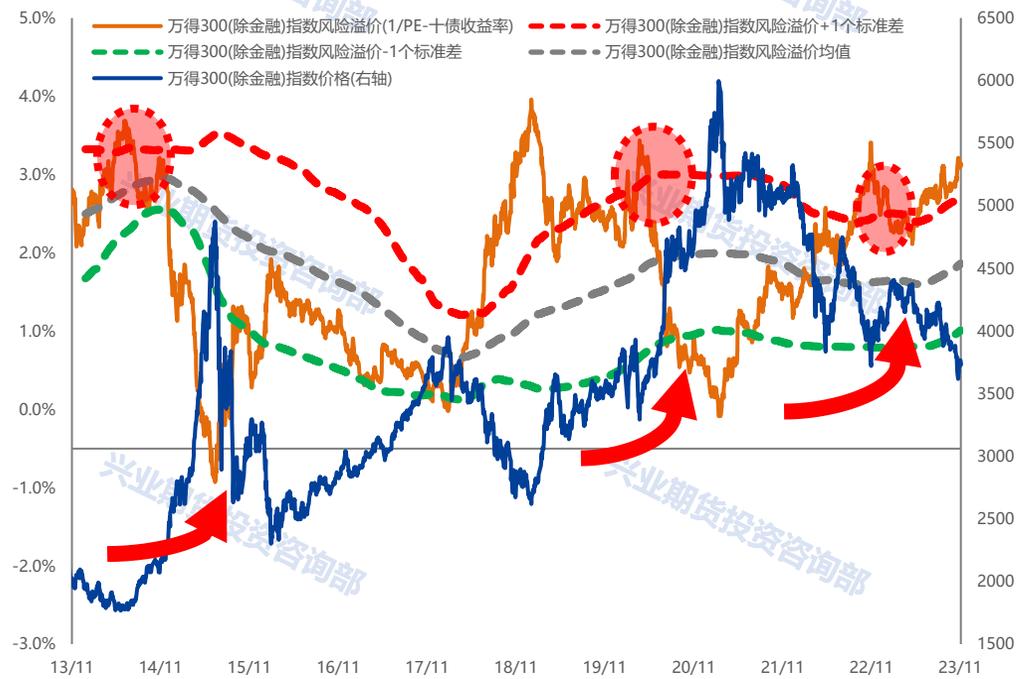
我国PMI值、PPI值、工业企业库存值变化对比（截至2023年10月）



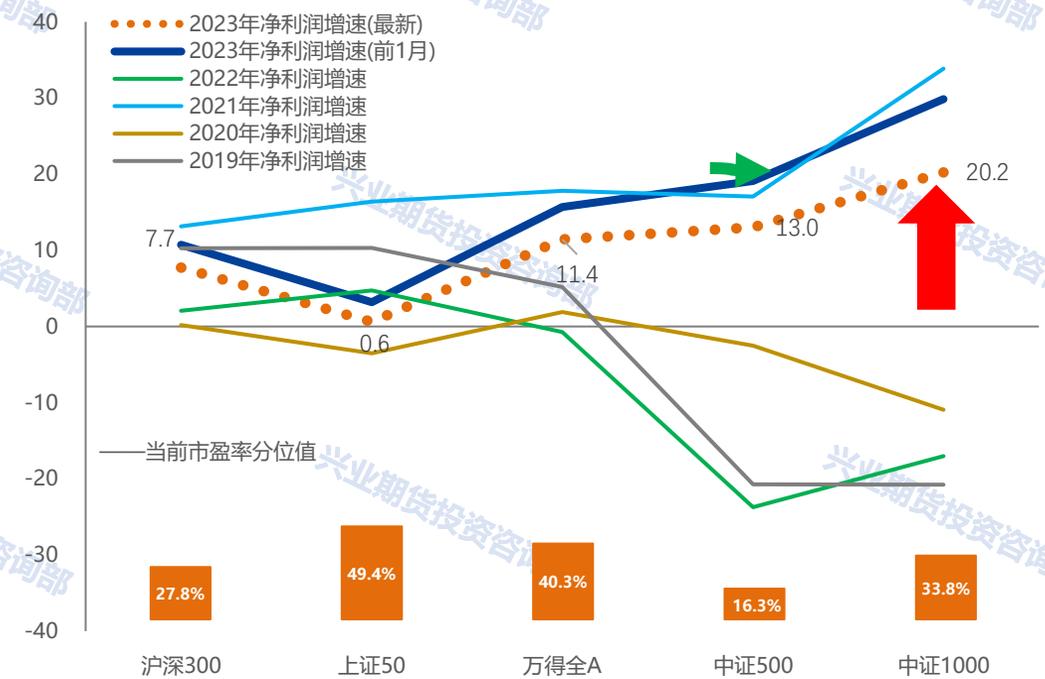
从大类资产横向对比看，以万得300指数（除金融）股债风险溢价为代表：一般而言，当其值超过“均值+1个标准差”、大概率将向下回归，对应A股呈现较大的涨幅。显然，当前A股处于明显的“洼地”状态。再从A股自身纵向对比看，以Wind一致性预期净利润增速为代表：虽然国内经济复苏强度不及预期、近月来其绝对值持续下修，但其较2022年增幅显著。

综合看，无论从大类资产配置、A股自身基本面看，其积极因素依旧有充分发酵空间，利于修正过度悲观所致的估值大幅收缩。考虑当前A股估值处低位区间，其潜在扩张幅度亦较为乐观。

万得300指数(除金融) 风险溢价走势、及涨跌幅对比 (截至2023.11.3)

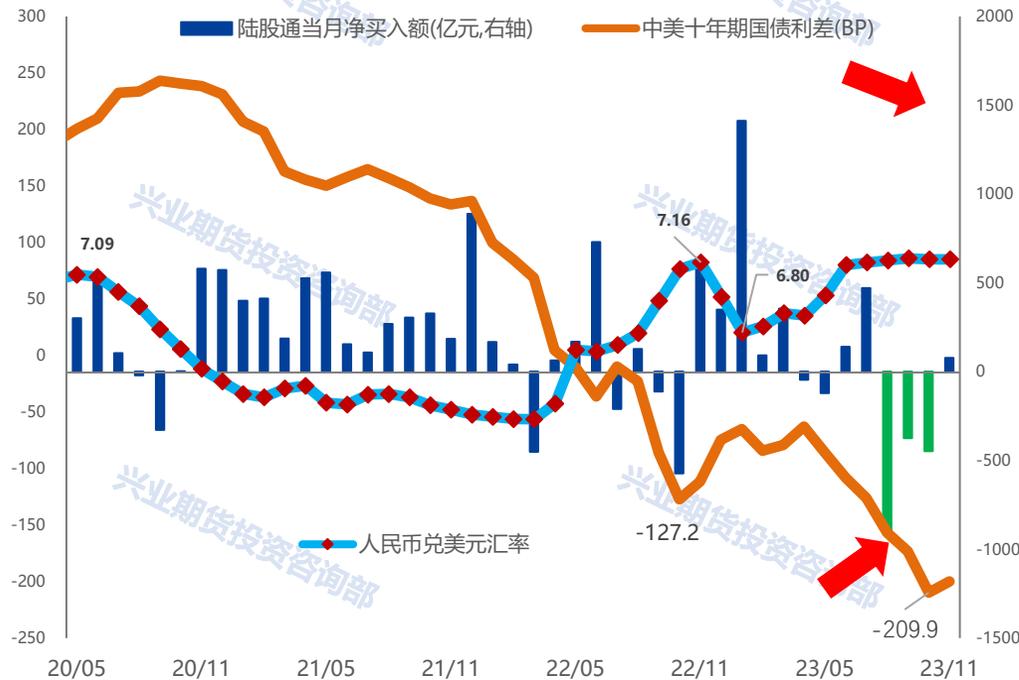


国内A股主要指数净利润增速预期值、估值对比 (截至2023.11.3)

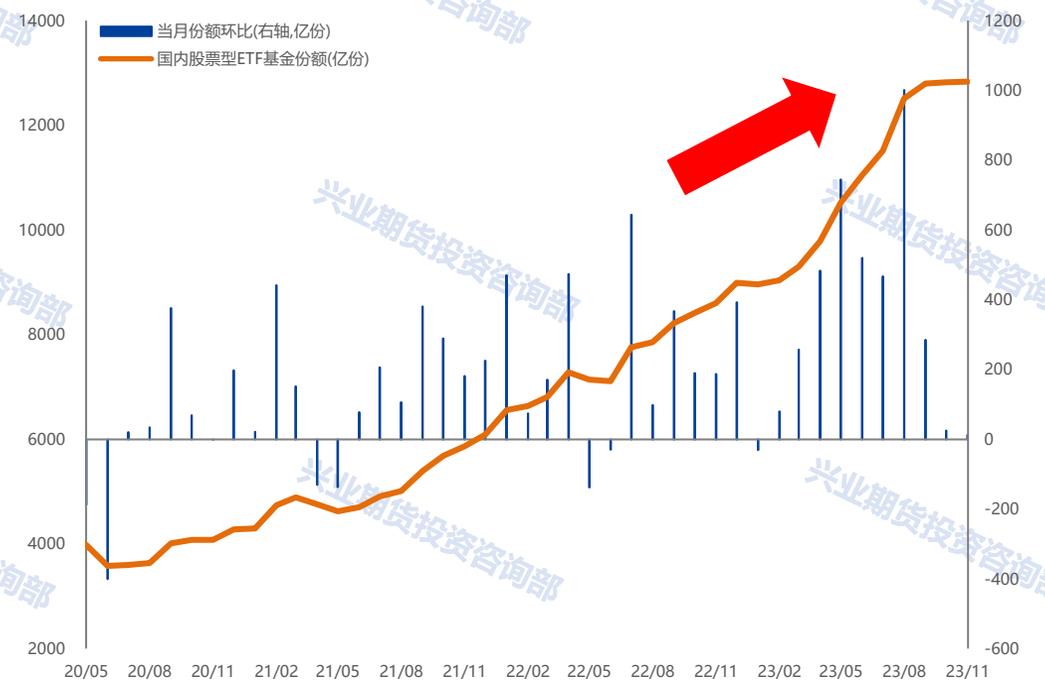


- 当前美联储已进入“加息周期末端”，虽然其经济韧性较强、但就业和制造业景气指数等前瞻指标已有持续走软迹象，意味货币政策紧缩状态将由“Higher”转向“Longer”，属于较有实质性的边际改善信号。基于此，近月来美债收益率持续走高、人民币汇率持续贬值、以及外资大幅净流出的现象大概率将显著缓和或逆转。简言之，从流动性角度看，预计海外市场对A股的负面扰动及影响将大幅弱化。自11月初来，此判断已有印证。
- 此外，近月来股票型ETF基金总体呈“逆市入场”状态，且净流入份额亦较多，亦是市场积极情绪增强的良好体现。
- 综合看，预计资金面“负反馈”状态将明显改变。

A股股票型ETF份额、净值变化情况（月度值，截至2023.10.27）



A股股票型ETF份额变化情况（月度值，截至2023.11.3）

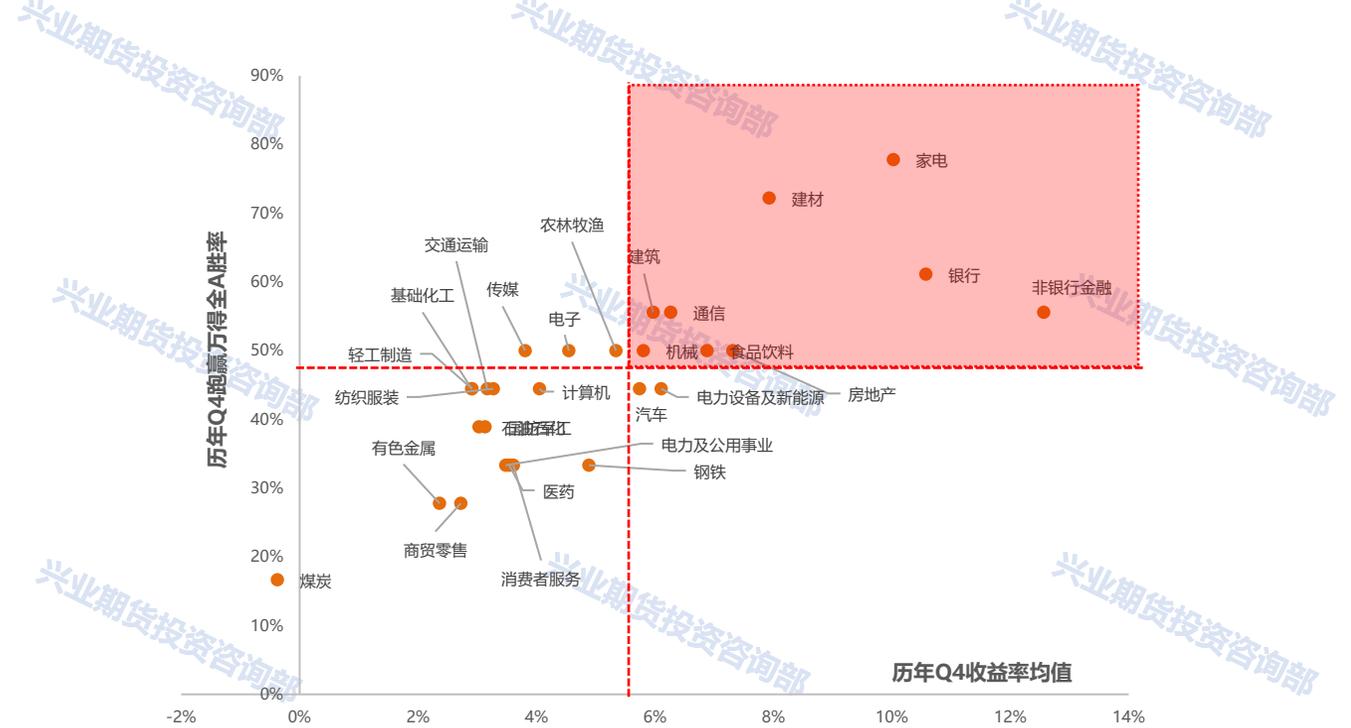


从“季节效应”看：（1）历年A股在岁末年初阶段大概率会获得较大涨幅、且持续时间亦较长。自2002到2023年初，对应阶段沪深300指数平均涨幅为23%，平均时长为44天；（2）另从具体行业表现看，历年第4季度大消费、大金融等板块整体亦有较佳表现。考虑相关行业的价值风格属性，其涨势的持续性、稳定性亦较高。

历年A股岁末年初阶段涨跌幅表现（截至2023年1月末）

年度	历年岁末年初行情持续时间	沪深300指数最大涨幅	上证综指最大涨幅	期间交易天数
2002年	2002/1/21~2002/3/21	25.0%	26.5%	34
2003年	2003/1/6~2003/4/16	21.8%	25.8%	66
2004年	2003/11/18~2004/4/6	30.5%	35.4%	92
2005年	2005/1/21~2005/2/25	9.6%	11.9%	19
2006年	2005/11/16~2006/3/1	24.8%	21.8%	67
2007年	2007/2/6~2007/5/29	89.6%	70.6%	71
2008年	2007/11/29~2008/1/14	21.0%	15.1%	31
2009年	2008/12/31~2009/2/17	36.2%	32.4%	28
2010年	2010/2/3~2010/4/15	8.1%	10.0%	46
2011年	2011/1/25~2011/4/18	14.7%	15.3%	53
2012年	2012/1/6~2012/2/27	17.0%	16.2%	32
2013年	2012/12/4~2013/2/8	30.2%	25.3%	46
2014年	2014/1/20~2014/2/20	5.7%	9.7%	19
2015年	2014/11/20~2015/1/9	45.8%	39.7%	35
2016年	2016/1/29~2016/4/15	13.4%	17.4%	50
2017年	2017/1/16~2017/4/7	6.0%	8.2%	53
2018年	2017/12/28~2018/1/26	9.2%	9.5%	21
2019年	2019/1/4~2019/4/8	35.7%	34.7%	61
2020年	2019/12/2~2020/1/14	9.6%	9.4%	31
2021年	2020/12/11~2021/2/18	18.8%	12.2%	44
2022年	2021/11/10~2021/12/13	8.2%	7.6%	24
2023年	2022/10/31~2023/1/30	22.1%	14.7%	60
汇总平均值	/	22.9%	21.3%	44

A股相关行业涨跌幅日历效应：顺周期等板块占优（自2005年起）



- 从行业配置看，首先考虑基本面指标：（1）从业绩展望看，基于2023Q3季报，顺周期、大消费、大金融和部分TMT成长股等已有良好改善，且后市预期亦较乐观；（2）从股息率等，大金融和大消费则显著占优。在当前复苏斜率相对有限、市场整体信心仍待强化的北行下，相应板块将提供较好的防御性。再考虑估值匹配度：（3）基于（1）和（2）筛选行业作进一步优化，选择估值处低分位区间的行业。
- 综合看，相关选中行业在沪深300指数合计占比最高、为49%，即其依旧为最佳多头标的。

中信一级行业2023Q3相关业绩指标表现

板块分类	中信一级行业	累计归母净利润同比增速					累计营业收入同比增速				
		2023Q1	2023Q2	2023Q3	Q2环比(pct)	Q2环比(pct)	2023Q1	2023Q2	2023Q3	Q2环比(pct)	Q2环比(pct)
		上游	石油石化	-11.1%	-15.0%	-4.3%	-3.9	10.7	0.1%	-2.9%	-1.1%
	煤炭	1.7%	-28.6%	-29.4%	-30.3	-0.7	-0.3%	-8.1%	-11.0%	-7.8	-2.9
	有色金属	-19.4%	-30.8%	-27.9%	-11.4	2.9	3.5%	2.0%	3.4%	-1.6	1.5
中游材料	钢铁	-68.6%	-68.9%	-34.5%	-0.3	34.5	-3.3%	-7.0%	-5.4%	-3.8	1.7
	基础化工	-47.3%	-52.2%	-45.3%	-4.9	6.9	-6.7%	-10.8%	-8.1%	-4.1	2.7
	建材	-61.4%	-35.5%	-28.3%	25.9	7.2	0.3%	-1.6%	-1.3%	-1.8	0.2
中游制造	轻工制造	-29.3%	-23.1%	-14.2%	6.2	8.9	-7.5%	-5.7%	-4.3%	1.8	1.3
	机械	1.9%	7.7%	9.0%	5.8	1.3	2.6%	7.3%	6.7%	4.7	-0.6
	电力设备及新能源	59.1%	38.5%	16.4%	-20.7	-22.0	24.7%	23.2%	16.8%	-1.5	-6.4
	国防军工	-3.7%	1.5%	-1.6%	5.2	-3.1	9.2%	8.2%	5.8%	-1.1	-2.4
下游可选消费	汽车	7.3%	27.8%	28.9%	20.5	1.2	4.7%	19.9%	17.2%	15.3	-2.7
	商贸零售	46.4%	16.2%	8.3%	-30.2	-7.9	5.6%	2.1%	-0.1%	-3.5	-2.1
	消费者服务	160.3%	289.5%	162.9%	129.2	-126.5	19.8%	28.9%	28.3%	9.1	-0.6
	家电	13.0%	13.8%	12.5%	0.8	-1.3	3.2%	5.5%	5.9%	2.3	0.4
下游必选消费	纺织服装	-9.4%	4.8%	13.9%	14.2	9.1	-8.5%	-6.0%	-6.1%	2.5	-0.1
	医药	-27.4%	-20.9%	-19.0%	6.5	1.9	2.2%	4.2%	1.6%	2.0	-2.6
	食品饮料	18.0%	14.9%	16.0%	-3.0	1.1	10.7%	10.0%	8.9%	-0.7	-1.1
	农林牧渔	75.9%	19.9%	-482.7%	-56.0	-502.7	18.4%	11.9%	7.9%	-6.5	-3.9
金融	银行	2.4%	3.5%	2.6%	1.1	-0.9	1.4%	0.5%	-0.8%	-0.9	-1.3
	非银行金融	65.7%	1.3%	-7.7%	-64.4	-9.0	17.1%	5.8%	1.8%	-11.3	-3.9
	房地产	-30.1%	-14.2%	-37.1%	15.9	-22.9	0.6%	2.0%	-1.0%	1.4	-3.0
TMT	电子	-56.6%	-41.0%	-26.4%	15.6	14.6	-6.4%	-3.7%	-1.9%	2.6	1.8
	通信	5.2%	8.6%	6.1%	3.4	-2.5	6.9%	6.2%	5.3%	-0.7	-0.9
	计算机	1833.6%	39.5%	26.2%	-1794.1	-13.3	-1.6%	0.4%	2.6%	2.0	2.2
	传媒	26.5%	14.5%	24.7%	-11.9	10.1	0.1%	5.2%	5.5%	5.1	0.3
基建与公用事业	建筑	10.1%	4.1%	0.4%	-5.9	-3.8	7.0%	6.5%	6.5%	-0.5	0.0
	交通运输	3.3%	22.5%	55.2%	19.1	32.7	1.5%	-0.2%	1.1%	-1.7	1.3
	电力及公用事业	45.9%	33.5%	44.3%	-12.4	10.8	3.4%	3.5%	1.7%	0.2	-1.8

基于“业绩、股息率、估值”三大维度，相关行业四大股指占比统计（截至2023.11.3）

简称	最新总市值(亿,2023.11.3)	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
区域性银行	10569	0.1%	5.6%	11.3%	8.0%	11.9	4.94	2.4	0.0	2.4	0.9	1.2
建筑施工	15294	0.3%	10.7%	3.3%	23.2%	9.2	2.77	2.1	3.3	0.9	1.9	1.7
白色家电II	8351	1.2%	8.0%	5.4%	10.6%	19.9	4.34	2.8	1.3	0.0	0.2	1.0
环保及公用事业	9055	1.8%	6.3%	24.8%	12.0%	8.0	1.81	0.1	0.0	0.9	1.9	1.0
新能源动力系统	14605	2.6%	5.9%	28.9%	35.4%	13.6	0.78	3.6	0.0	1.7	1.8	1.7
半导体	34884	5.5%	1.5%	-12.0%	58.9%	5.9	0.28	4.6	3.2	5.0	3.7	4.0
专用机械	16384	9.0%	15.9%	36.3%	37.0%	9.6	1.08	0.4	0.0	2.3	2.6	1.9
消费电子	13313	10.6%	7.9%	28.2%	55.3%	8.9	0.96	1.8	0.0	2.8	2.2	1.5
酒类	44859	11.3%	19.0%	20.1%	20.7%	24.3	2.29	10.9	18.5	0.8	1.0	5.1
电源设备	17965	11.3%	17.0%	21.1%	22.8%	14.5	2.05	3.5	4.0	1.6	1.9	2.0
工业金属	8907	13.1%	27.1%	14.0%	19.6%	10.8	1.90	0.5	0.0	3.2	2.2	1.0
计算机设备	10827	14.6%	36.0%	48.7%	33.7%	9.4	1.29	1.1	0.0	1.6	1.2	1.2
电气设备	15604	16.0%	25.1%	21.5%	17.6%	11.0	1.21	1.8	2.5	1.6	2.8	1.8
保险II	23602	16.1%	26.2%	17.4%	25.5%	10.1	3.20	3.9	8.6	0.0	0.1	2.7
航空航天	8761	16.8%	25.6%	51.9%	30.4%	7.0	0.50	0.8	0.7	2.6	1.0	1.0
通用设备	11504	17.4%	25.5%	39.6%	33.7%	8.5	0.83	0.2	0.0	1.8	3.2	1.3
其他军工II	9174	20.7%	24.1%	63.7%	41.2%	7.8	0.63	0.7	0.0	2.0	2.4	1.0
通信设备	9518	23.7%	53.4%	23.7%	40.6%	8.7	0.76	0.6	0.0	2.2	2.5	1.1
证券II	32560	25.0%	27.2%	23.4%	15.6%	6.7	1.42	6.3	3.8	6.7	1.1	3.7
中药生产	10207	25.8%	50.0%	40.7%	36.9%	8.4	1.62	1.0	1.2	1.2	2.8	1.2
相关筛选行业四大股指权重占比合计(剔除净利润增速过低或下年度大幅下修、ROE值及股息率过低行业)								49.0	47.2	41.4	37.3	37.1



沪铝

AL

01

枯水季即将来临，国内产量增长受制约

02

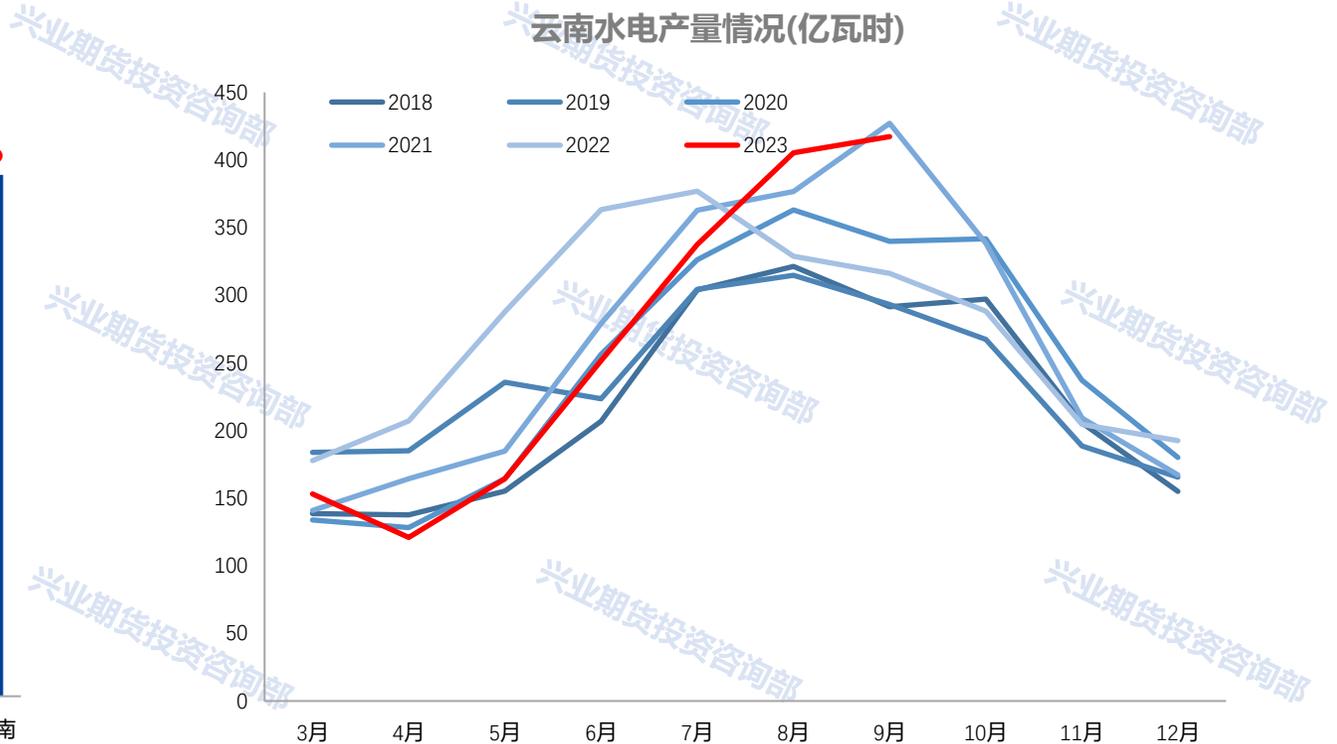
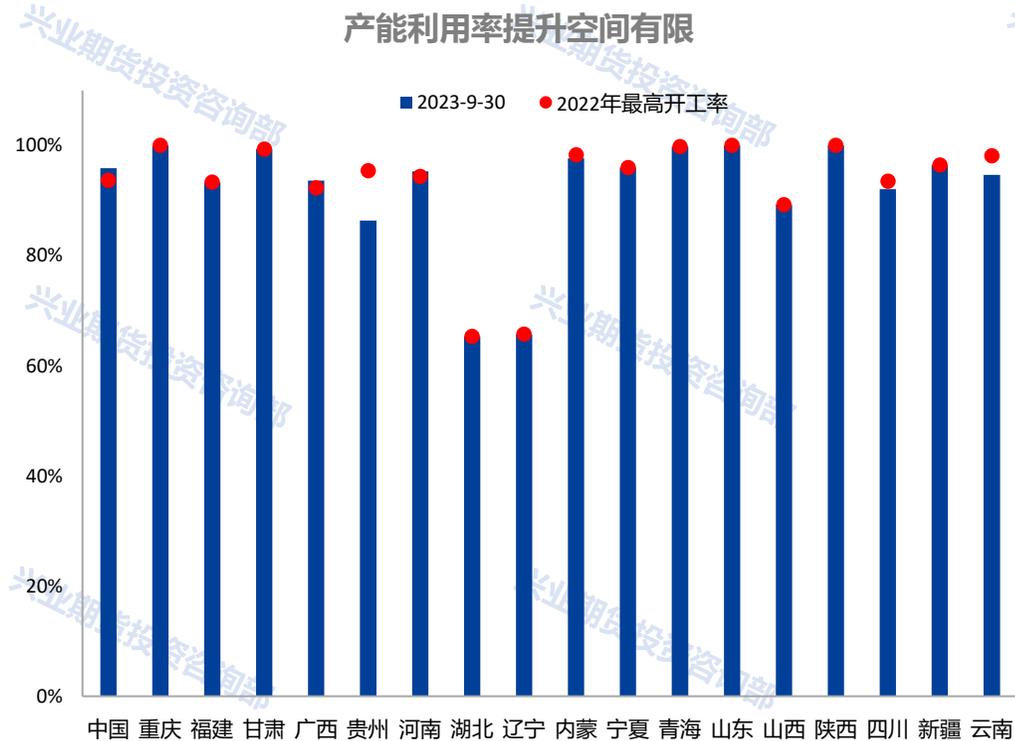
进口窗口关闭，需求仍存潜在增量

03

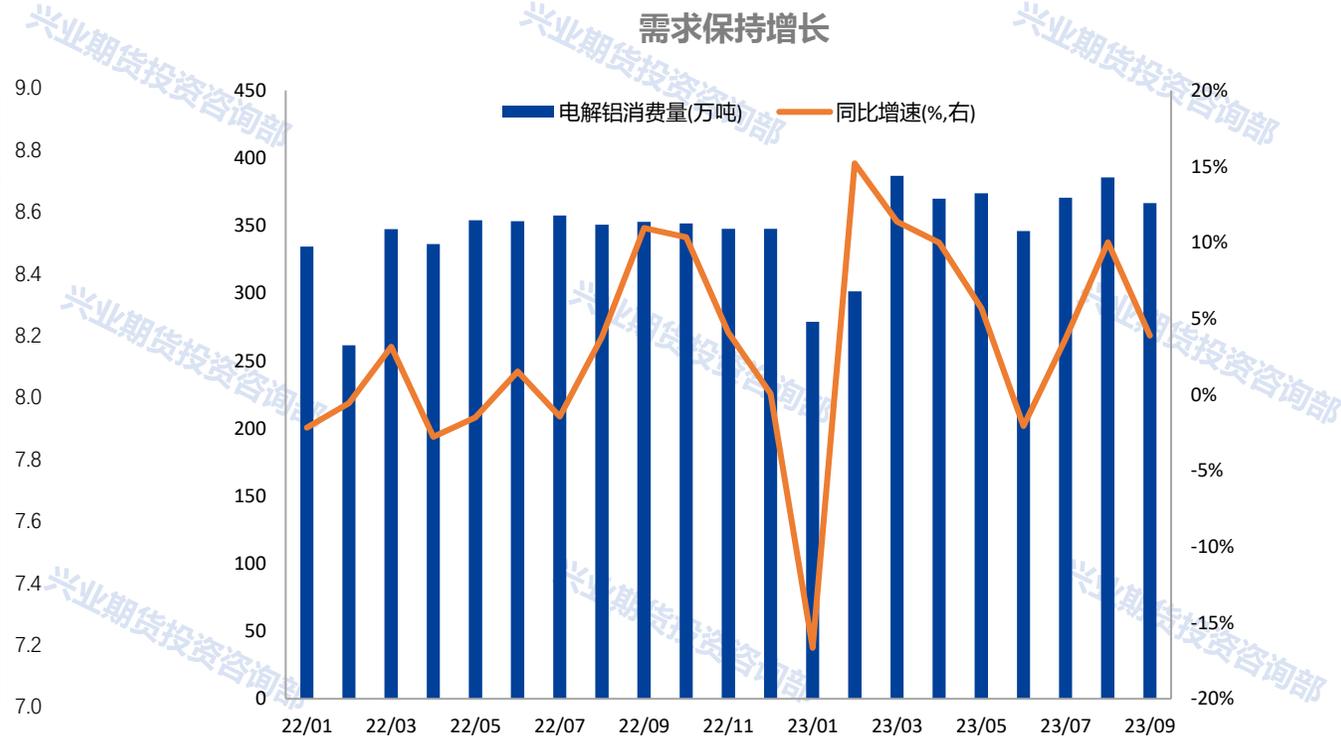
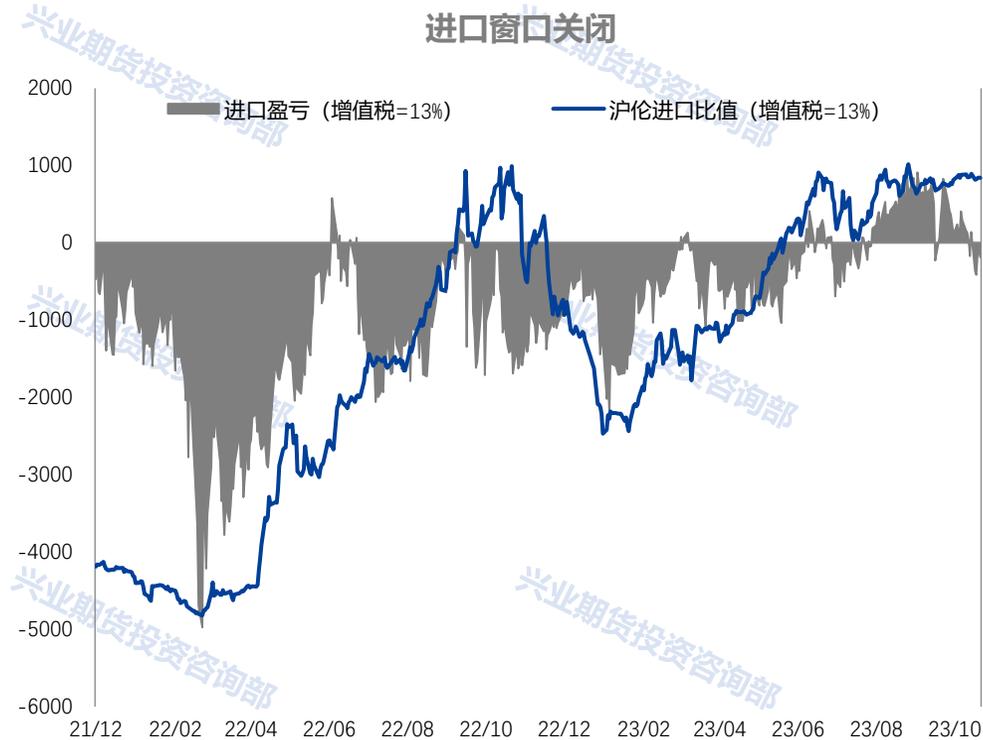
美元上行动能减弱，库存仍处低位

根据MYSTEEL数据，9月运行产能达到了4290.75万吨，产能利用率已经处于高位，而电解铝产能受限于产能天花板，后续进一步增长空间较为有限，供给约束仍较为明确。

根据MYSTEEL调研，11月2日云南省相关部门与各电解铝厂商商讨的枯水季降负荷比例陆续落地，预计涉及减产产能80-90万吨/年，占目前云南省运行产能14-16%。虽然实际减产比例低于前期市场传言比例，但不排除后续会有进一步减产。

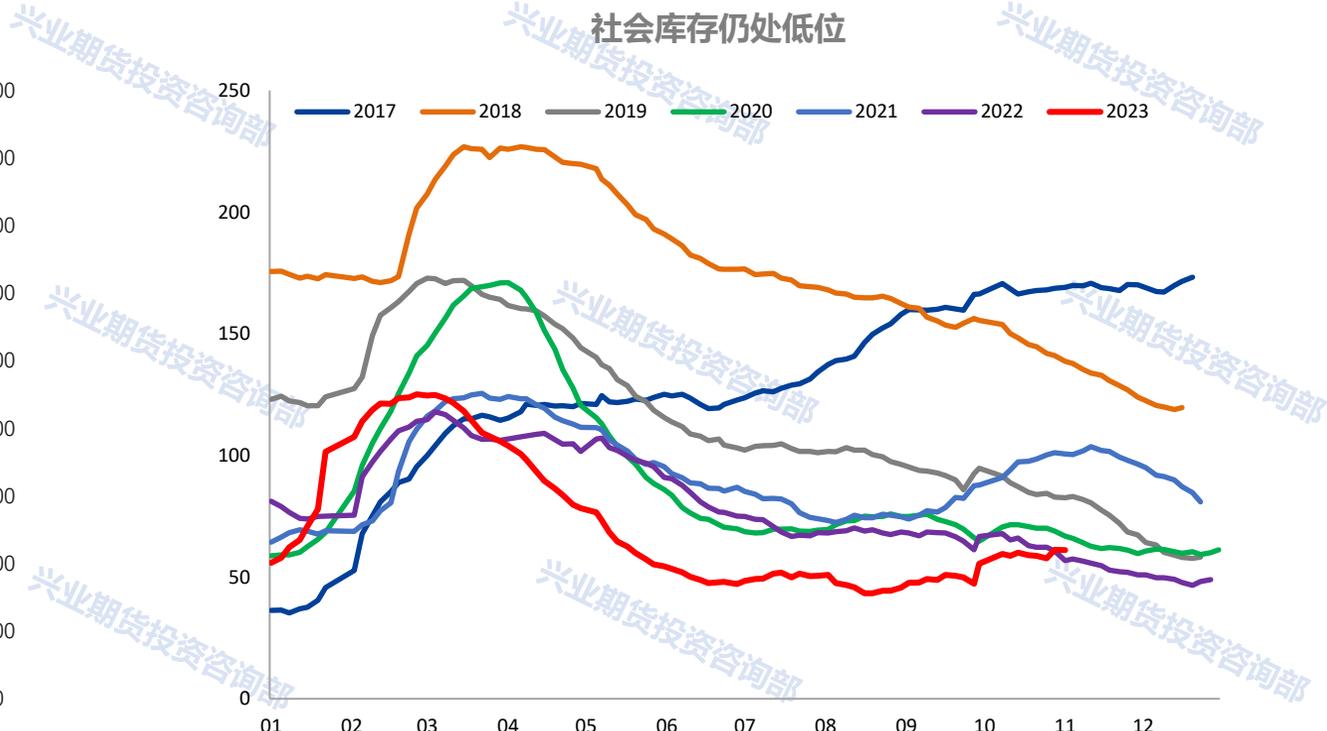
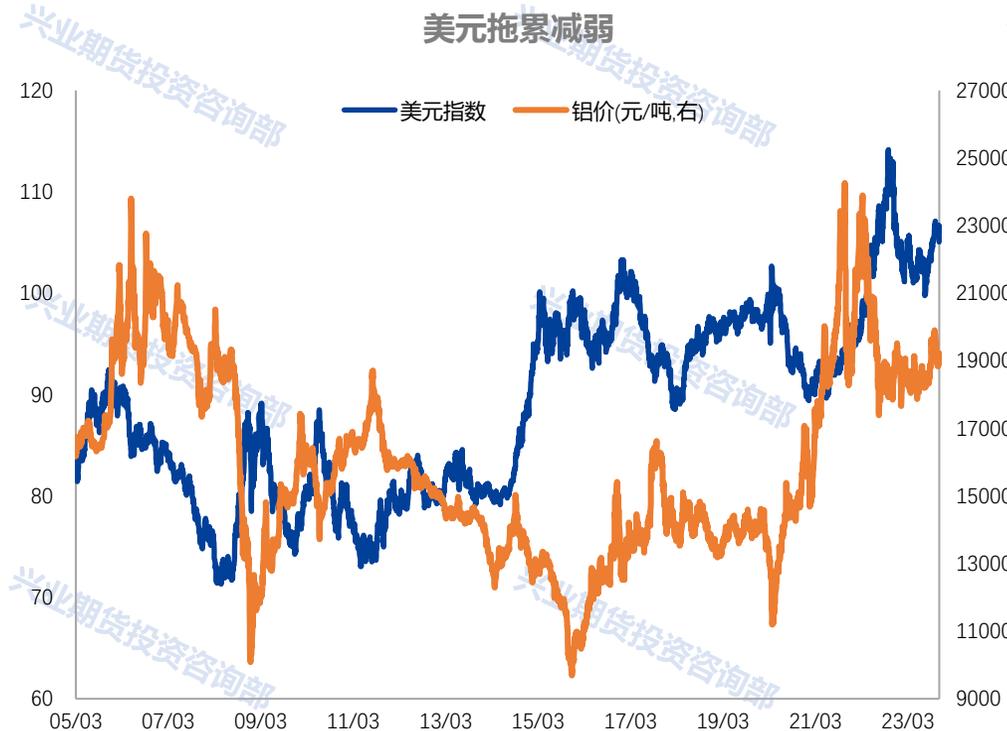


- 前期受进口利润偏好的影响，进口量有所增加。但目前进口利润已基本消失，进口窗口关闭，后续进口量或逐步回落。
- 近期财政刺激政策不断发力，基建板块修复对铝需求存在支撑。从下游开工情况来看，目前整体开工率基本处于历史同期平均或高于平均水平。叠加后续政策加码，开工率或存在进一步改善空间。



虽然美国经济数据韧性仍存，但最新数据表现一般，且美联储货币政策鸽派程度抬升，美元进一步上行动能大幅减弱，对铝价的拖累预计逐步消退。且目前铝价处于倒挂结构，有利于多头移仓。

库存方面，虽然近期出现小幅抬升，但仍处于历史偏低水平。





碳酸锂

LC

01

短期供应维持平稳，产能扩张存在影响因素

02

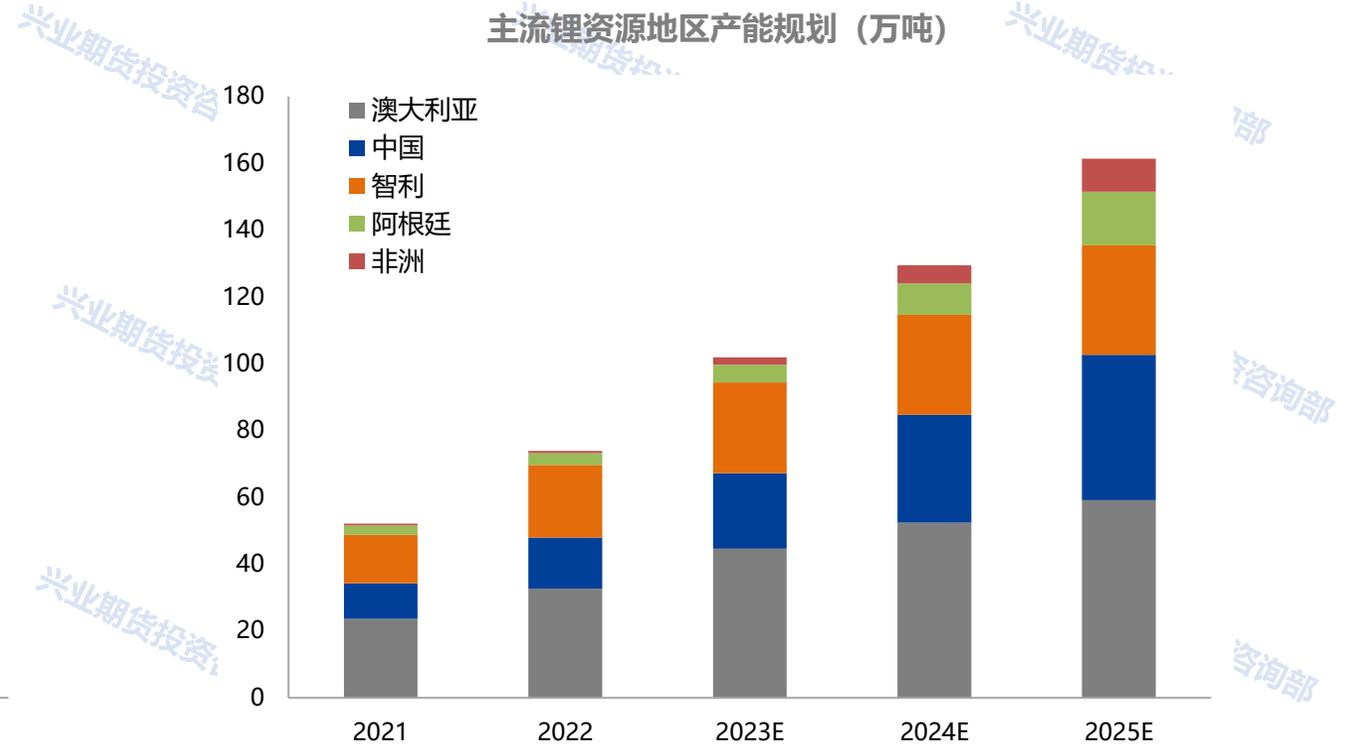
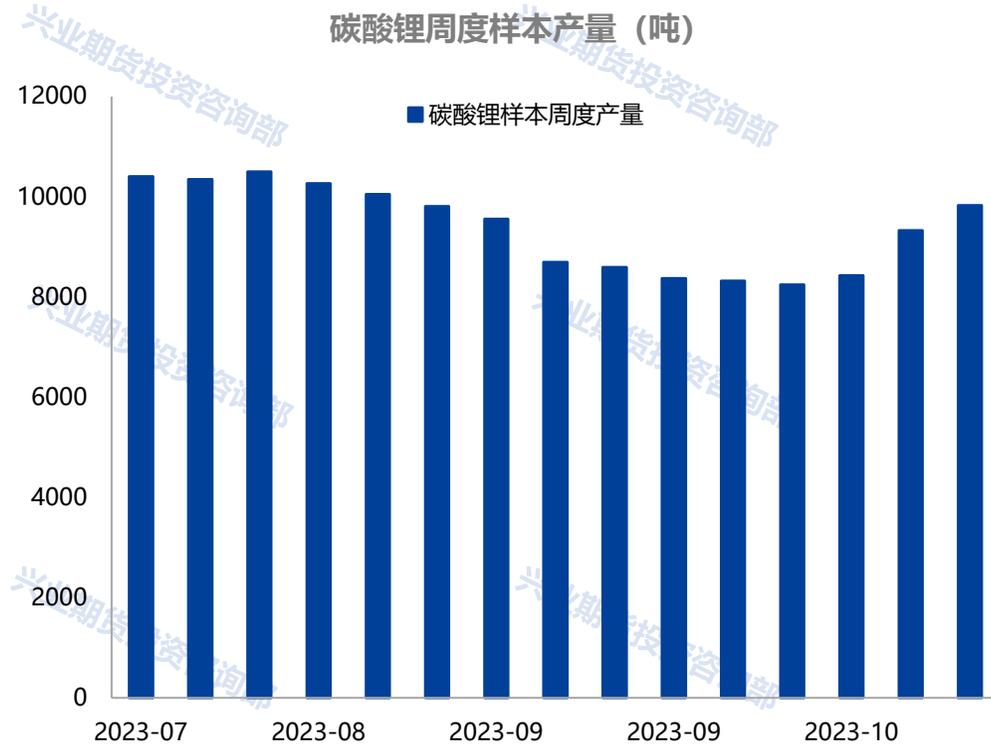
电池厂头部格局确立，全球电车渗透率有望提升

03

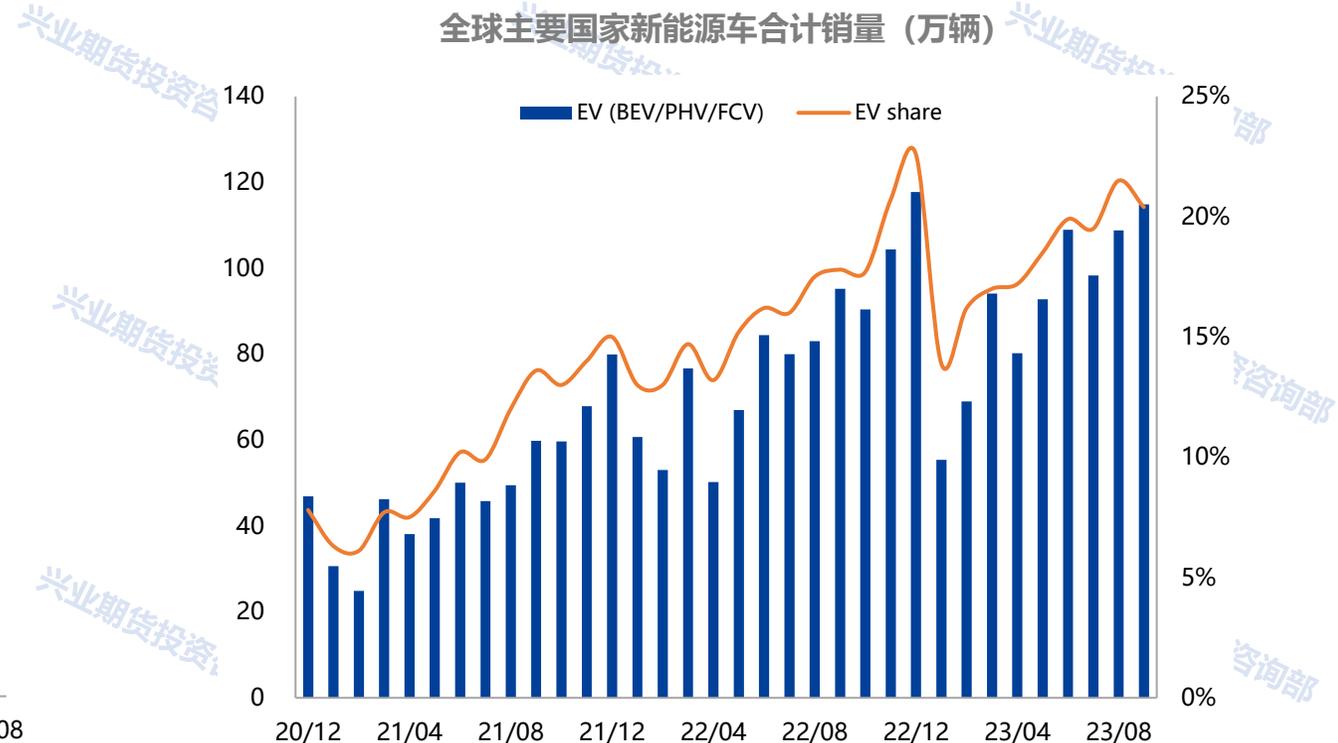
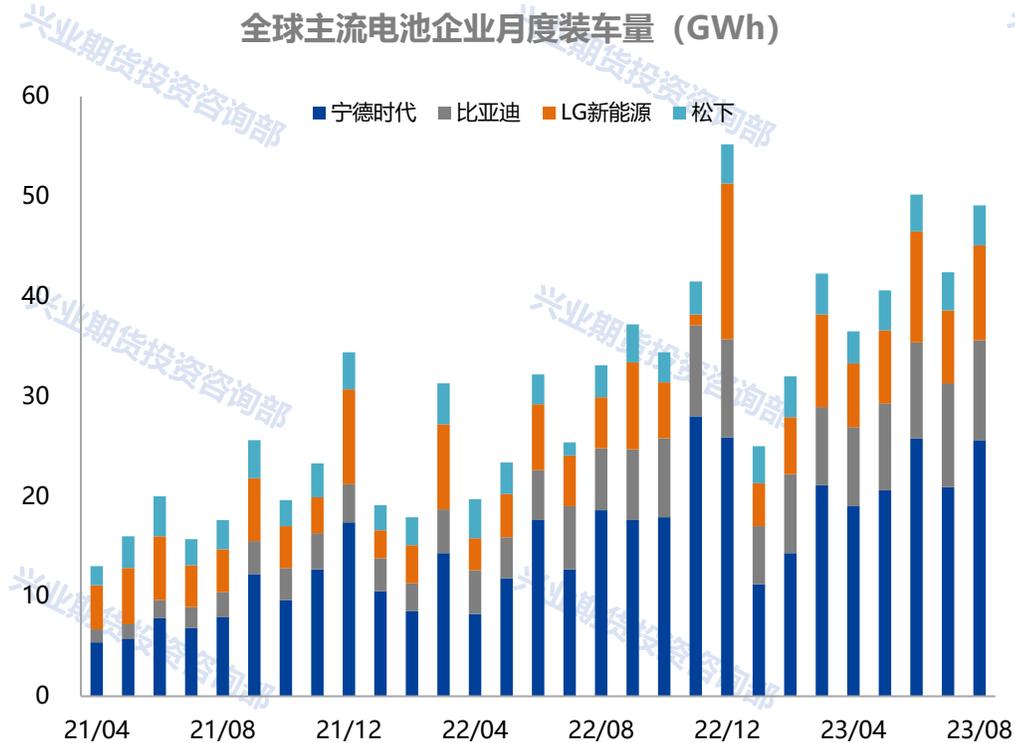
成本支撑稍向下移，产业链刚性库存偏多

产量方面，样本统计表明碳酸锂产量连续两周小幅增加，表明了部分企业复产状况良好，但当前产量情况远未达到供给大幅过剩的市场预估。四季度投产项目本身数量偏少叠加锂盐行情持续下行，预计短期供给将持续当前状态且不排除未来重新缩量的可能。

产能方面，21年开始的新一轮锂价周期以来，全球锂资源开采同比增速维持一个正常区间。因锂资源开采周期本身偏长，所以远期供给释放大概率不会呈现爆发性增量情况。目前供应结构并未有明显变化，当前节点仍无法确认未来相关国家锂资源政策走向。



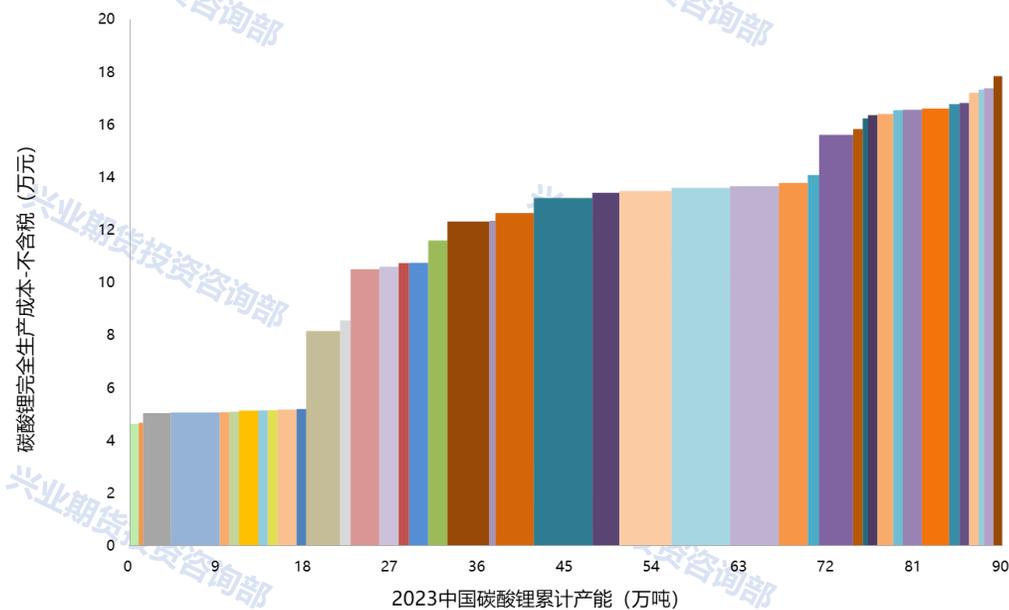
- 动力电池方面，从历史周期回溯，全球动力电池竞争格局相对稳定，中日韩的四家企业占据了约7成的市场份额。由于龙头企业自身供应链结构相对成熟，对于原材料管控也相对稳定，这也间接促进了碳酸锂需求波动幅度有所下降，有利于行业的长期健康发展。
- 新能源车方面，全球销售市场集中在欧美、日韩及中国，各地区渗透率有着明显差异。从当前节点分析，欧洲及中国的消费市场已逐步接受新能源车取代油车的未来趋势；但日本及美国市场电车渗透率始终在低位徘徊，这也意味着全球电车渗透率仍有提升空间。



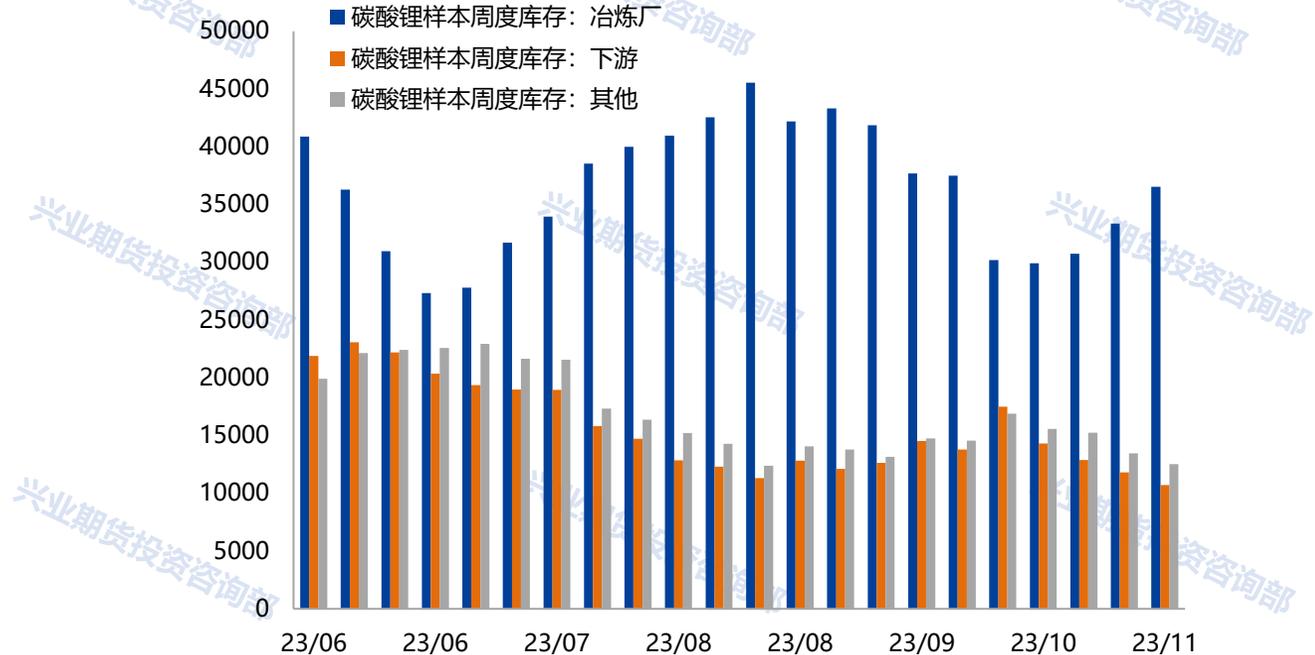
成本方面，当前受到澳矿价格持续下行影响，外购原料企业生产成本随之下移。考虑到部分澳洲矿山已更改长协定价模式，锂盐企业原料端压力未来将有所减轻。但值得注意的是，行业成本中枢下移相对不明显，虽成本支撑有所减弱但仍具有相对有效性。

库存方面，从周度数据分析冶炼企业有小幅累库的行为，主要因现货市场成交较为冷清所致，且锂盐企业部分库存已被客户长协合同锁定。下游仍然维持去库节奏，预计当前库存已处于历史偏低水平，如若遇到终端需求回暖有可能出现原料短缺的相应情况。

最新碳酸锂生产成本分布（万元）



碳酸锂周度库存统计（吨）





橡胶

RU

01

车市维持复苏态势，需求预期依然乐观

02

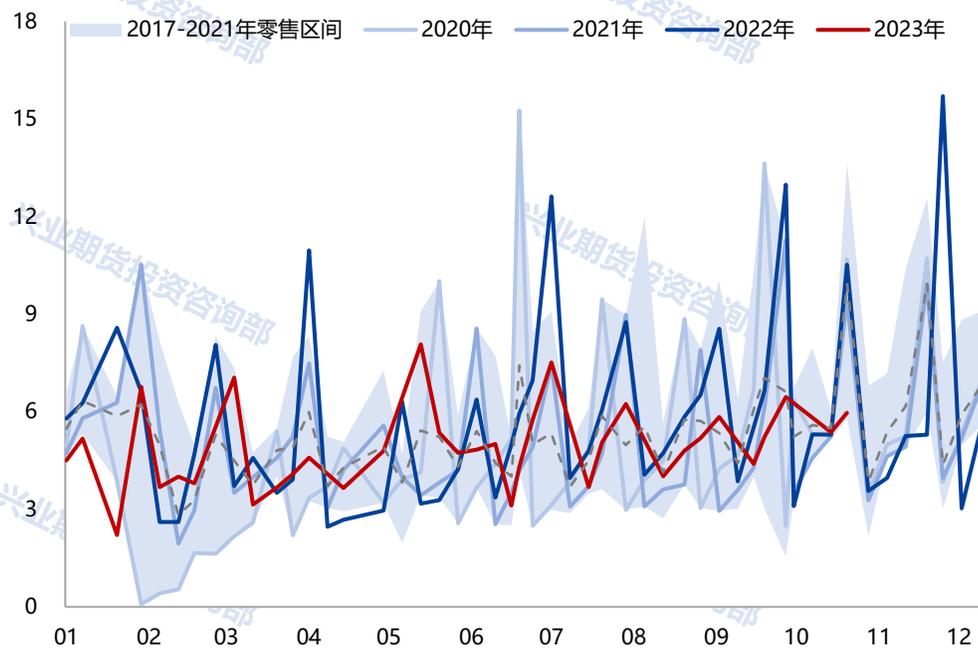
产出受限抬升原料价格，橡胶进口有所回落

03

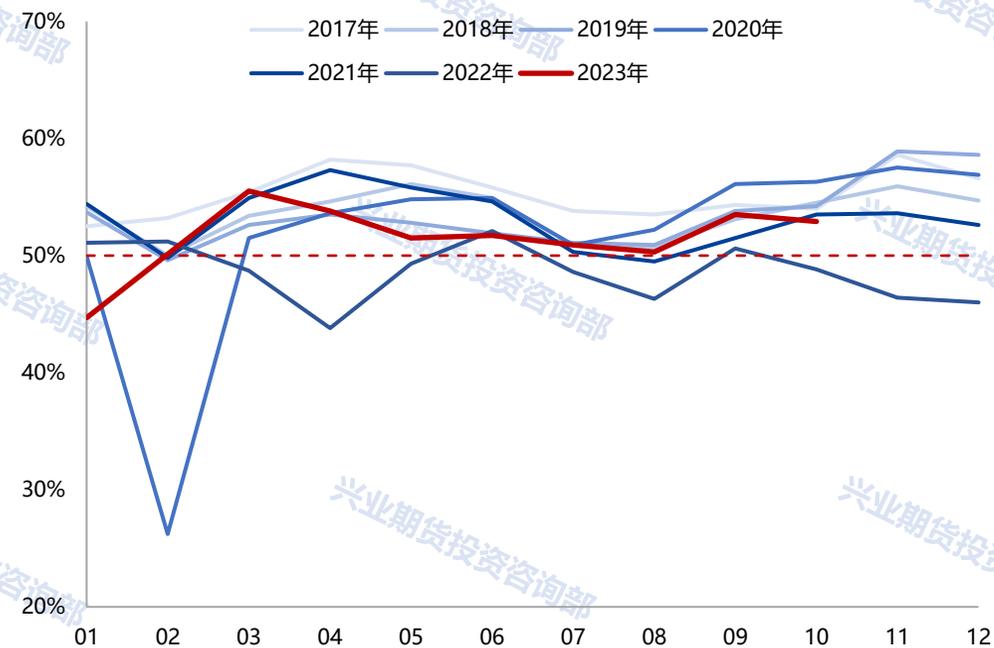
港口降库速率放缓，但基本面积积极因素仍占优

需求方面，乘用车市场延续复苏态势，政策刺激效果显现，厂商让利及车型降价或将主导年末零售，而10月重卡销售7.7万辆，同比增长60%，全年累计销量增幅37%，考虑11月物流业景气处于季节性旺季，天然橡胶终端需求预期乐观；另外，轮胎企业开工状况良好，半钢胎产线开工率维持在近年同期高位，需求传导效率亦相对顺畅。

乘用车日均零售

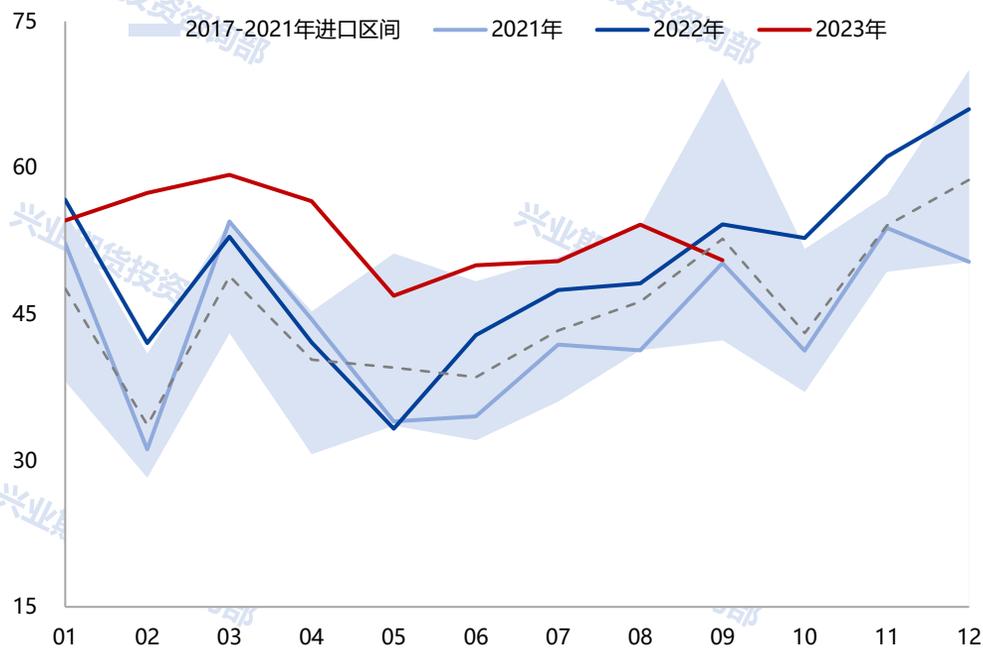


中国物流业景气指数



供应方面，国家气候中心称厄尔尼诺背景之下，北半球冬季气候不稳定性大概率增强，天胶各产区物候条件遭受考验，橡胶到港季节性走强预期或将部分落空，而当前泰国合艾原料市场价格韧性十足，抬升当地加工成本；随着后续极端天气影响权重的加深，天然橡胶供应端难有显著增量。

天然橡胶月度进口量季节性(海关总署口径,万吨)



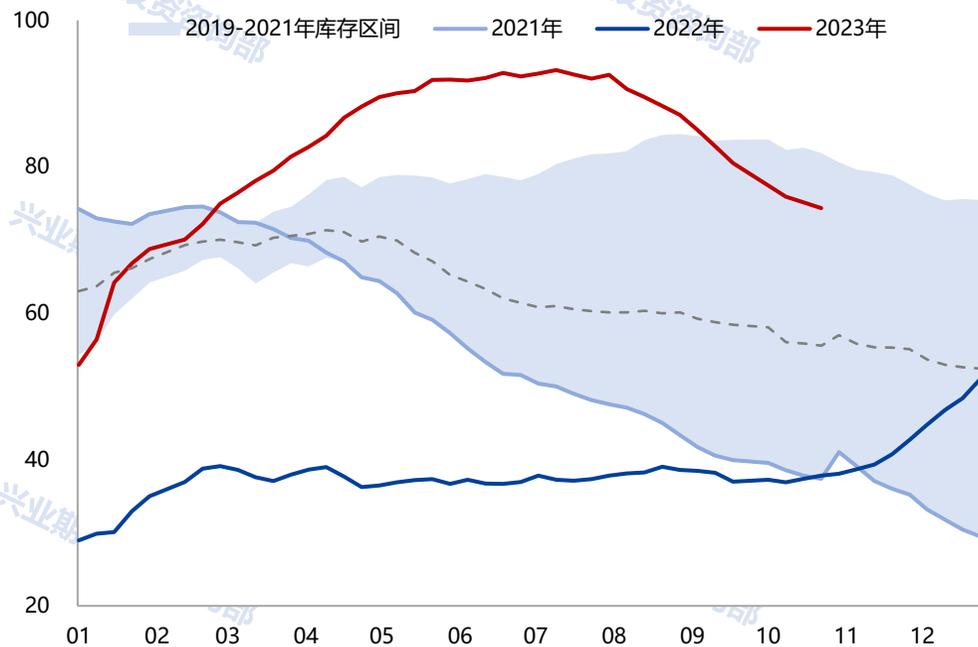
泰国胶水价格走势及原料价差(泰铢/公斤)



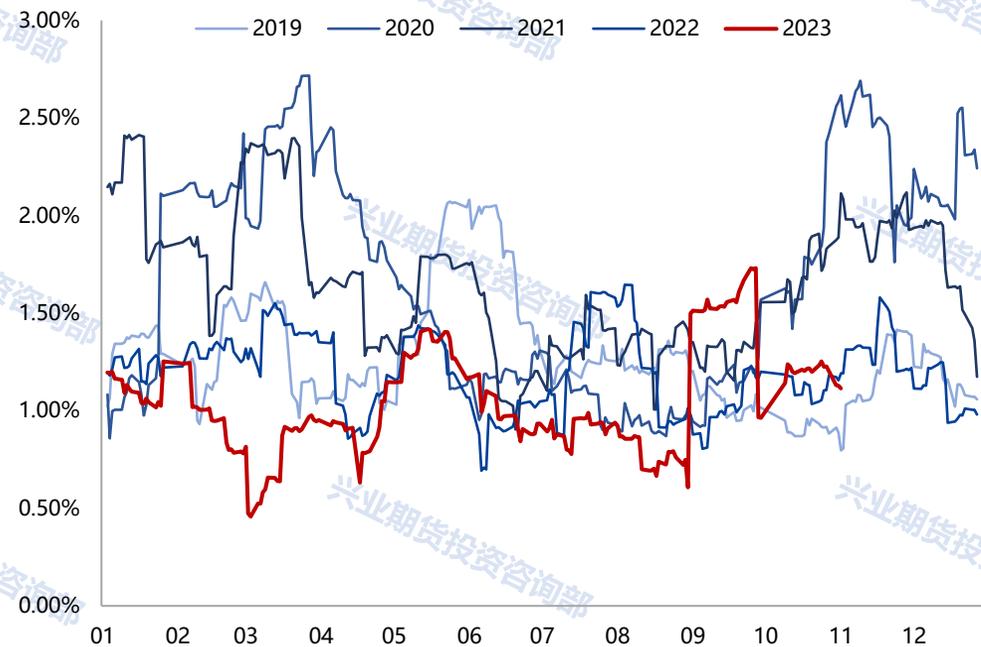
□ 库存方面，入库率增长导致保税区区内库存小幅累库，但一般贸易库存延续去库态势，带动港口库存继续下降，而沪胶仓单注册量处于低位，云南库存未见明显增长，天然橡胶结构性库存压力暂无。

□ 综合来看，终端车市复苏态势不改，原料供应预期收紧抬升成本，港口库存维持降库，供需结构不断改善，沪胶上行驱动增强，而观察沪胶指数波动率特征，四季度供需短期错配造成的波动率放大概率较高，沪胶多头策略胜率更高。

青岛现货库存水平(万吨)



沪胶指数涨跌幅波动率



纯碱

SA

01

供给增长方向明确，实际增产速度略慢于乐观预期

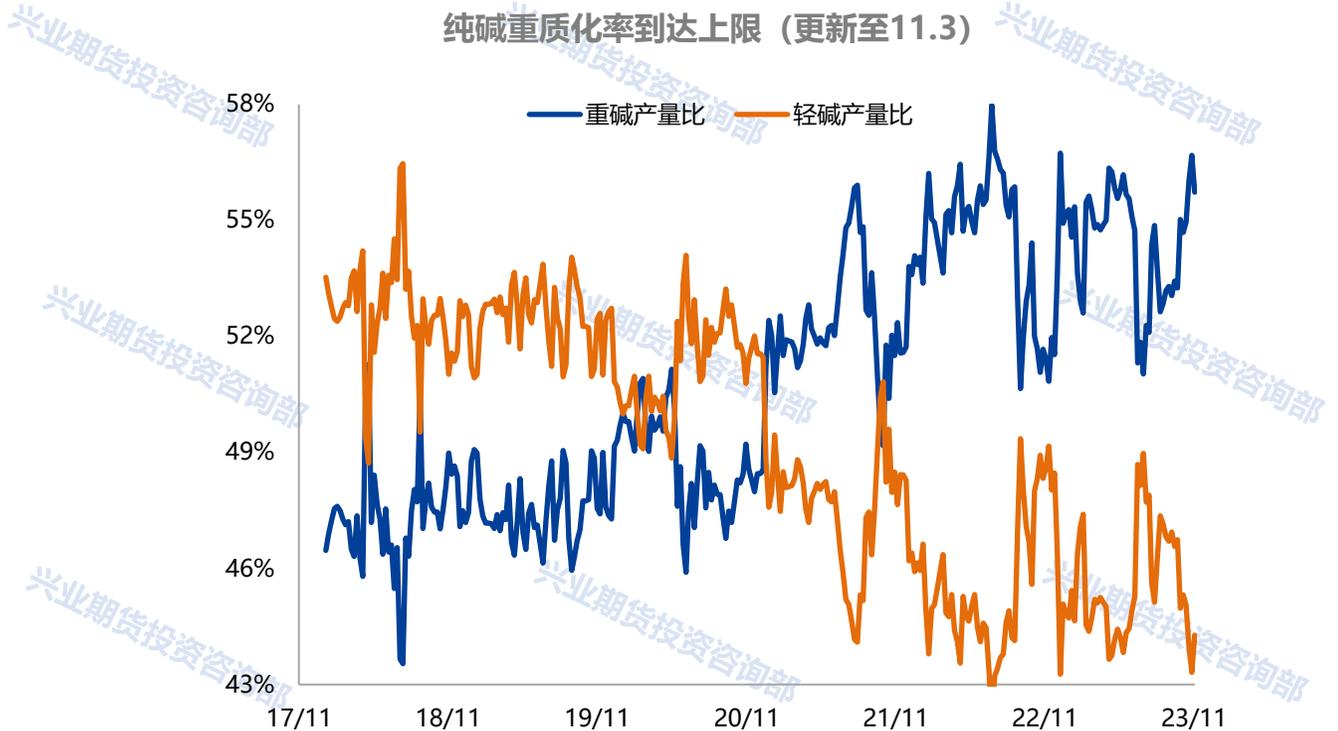
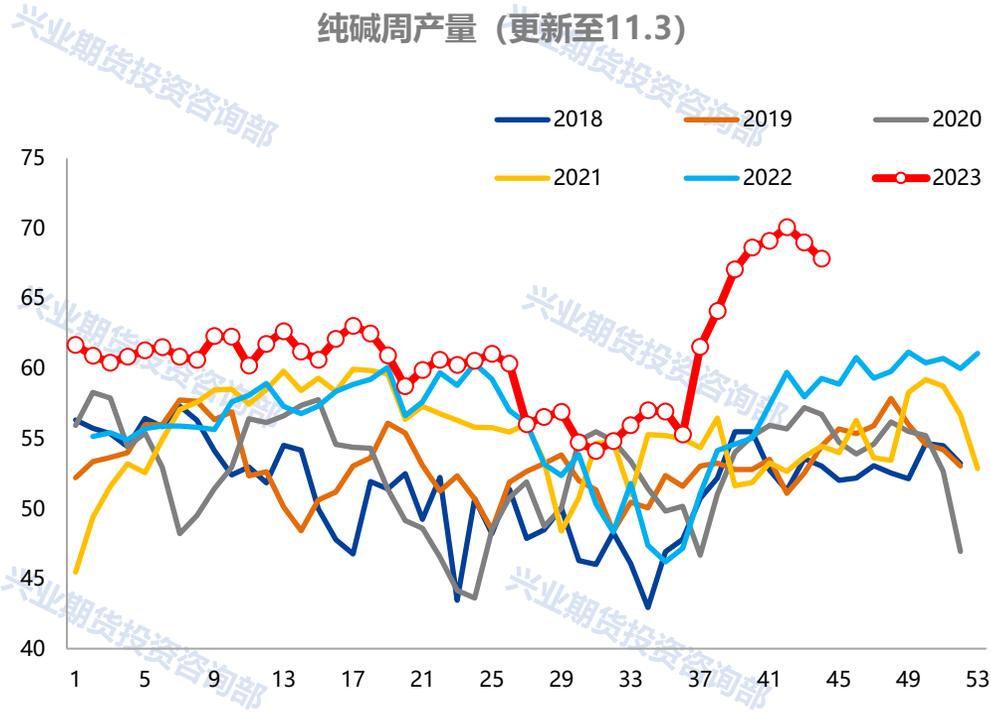
02

重碱需求稳步增加，轻碱消费围绕中枢窄幅波动

03

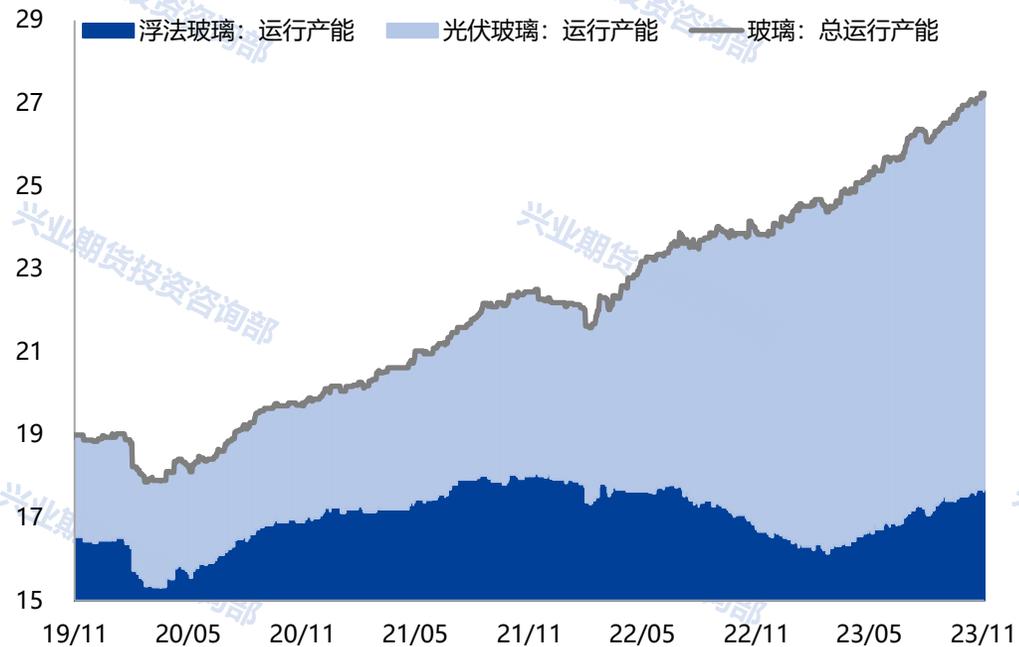
纯碱远月估值较低，仍具备长期多配的价值

□ 供应增长的利空基本明牌。若远兴、金山、德邦、阜丰新装置如期顺利投产，则国内纯碱月产量可达到320万吨以上，单周产量上限可达75万吨。本周由于青海地区环保、以及其他区域部分装置负荷波动，纯碱周产量降至67.83万吨。本周有关新装置投产消息包括，（1）远兴3线投料推迟至11月底，4线将基于3线投产情况确定；（2）金山合成氨装置投产，纯碱装置何时上量还待追踪，其余新装置暂无进展消息。总体看，纯碱产量增长方向明确，但实际增长节奏略慢于此前的乐观预期。此外，纯碱重质化率接近上限，轻碱供应压力仍相对更大。

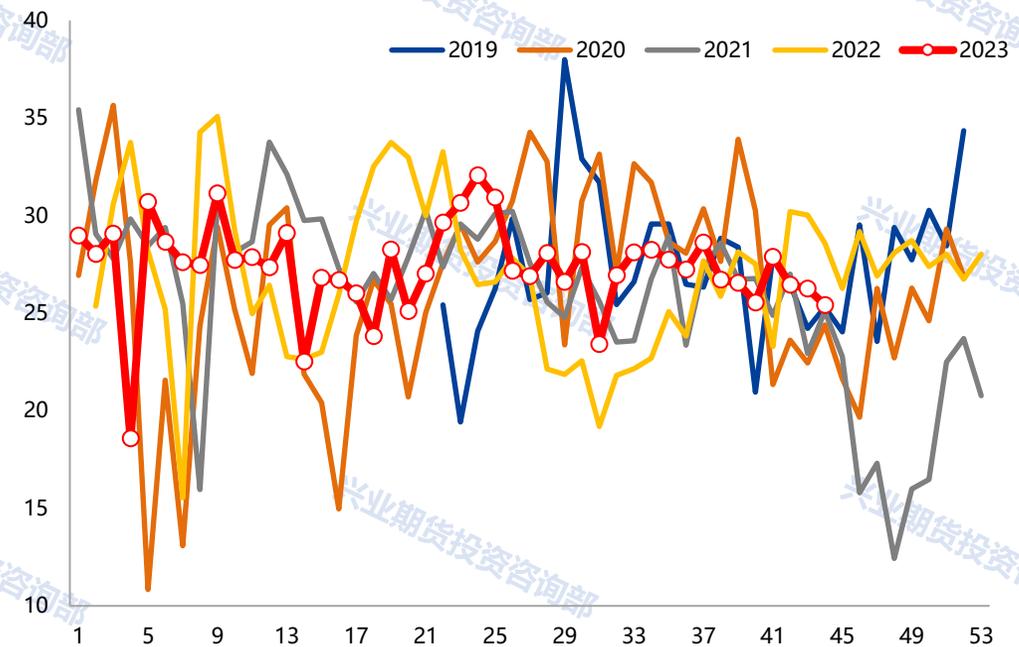


- 重碱：本周浮法玻璃点火1条，冷修1条，运行产能持平，光伏玻璃点火1条，运行产能净增1200t/d，玻璃对重碱需求稳中有增，周度重碱出库量增至36.49万吨，前值35.1万吨。
- 轻碱：本周轻碱消费表现一般，隆众口径轻碱周度出库量25.41万吨，前值26.25万吨，连续3周下降。
- 重碱需求增量对冲轻碱需求环比减量，纯碱周度出库量环比增加0.55万吨至61.9万吨。

纯碱周产量（更新至11.3）

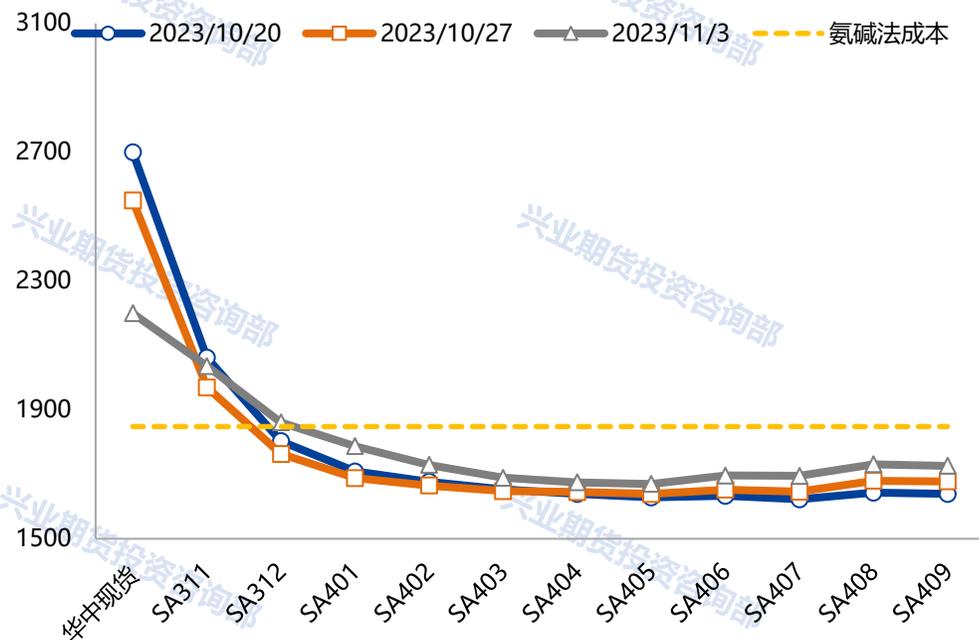


纯碱重质化率到达上限（更新至11.3）



□ 纯碱供应增长的利空预期明确，但实际投产进略慢于此此前乐观预期，且可预见的未来随着行业高成本产能的出清，纯碱供需有望再次实现再平衡。而纯碱期货估值已偏低。期货主力合约价格及之后合约价格仍明显低于现货氨碱成本。鉴于四季度采暖季正是燃料需求高峰，纯碱氨碱法成本暂不具备大幅走弱的条件。并且纯碱价格曲线继续走平。本周现货跌幅扩大，期货低位小幅反弹，且9月升水5月幅度扩大。反映市场对存量利空的反映钝化，对利多更加敏感。策略上，建议05合约多单继续耐心持有。

纯碱价差结构（更新至11.3）



氨碱法成本敏感性（更新至11.3）

氨碱法成本 对动力煤价格的敏 感性	原盐价格（元/吨）														
	455	426	397	368	339	310	281	252	223	194	165	136	107	79	
	145	116	87	58	29	0	-29	-58	-87	-116	-145	-174	-203	-231	
动力煤 价格 (元/吨)	1155 200	2,115	2,069	2,023	1,976	1,930	1,884	1,837	1,791	1,745	1,698	1,652	1,606	1,560	1,513
	1115 160	2,092	2,046	1,999	1,953	1,907	1,860	1,814	1,768	1,722	1,675	1,629	1,583	1,536	1,490
	1075 120	2,069	2,022	1,976	1,930	1,884	1,837	1,791	1,745	1,698	1,652	1,606	1,560	1,513	1,467
	1035 80	2,046	1,999	1,953	1,907	1,860	1,814	1,768	1,721	1,675	1,629	1,583	1,536	1,490	1,444
	995 40	2,022	1,976	1,930	1,883	1,837	1,791	1,745	1,698	1,652	1,606	1,559	1,513	1,467	1,421
	955 0	1,999	1,953	1,907	1,860	1,814	1,768	1,721	1,675	1,629	1,582	1,536	1,490	1,444	1,397
	915 -40	1,976	1,930	1,883	1,837	1,791	1,744	1,698	1,652	1,606	1,559	1,513	1,467	1,420	1,374
	875 -80	1,953	1,906	1,860	1,814	1,768	1,721	1,675	1,629	1,582	1,536	1,490	1,444	1,397	1,351
	835 -120	1,930	1,883	1,837	1,791	1,744	1,698	1,652	1,605	1,559	1,513	1,467	1,420	1,374	1,328
	795 -160	1,906	1,860	1,814	1,767	1,721	1,675	1,629	1,582	1,536	1,490	1,443	1,397	1,351	1,305
	755 -200	1,883	1,837	1,791	1,744	1,698	1,652	1,605	1,559	1,513	1,466	1,420	1,374	1,328	1,281
	715 -240	1,860	1,814	1,767	1,721	1,675	1,628	1,582	1,536	1,490	1,443	1,397	1,351	1,304	1,258
	675 -280	1,837	1,790	1,744	1,698	1,652	1,605	1,559	1,513	1,466	1,420	1,374	1,328	1,281	1,235
	635 -320	1,814	1,767	1,721	1,675	1,628	1,582	1,536	1,489	1,443	1,397	1,351	1,304	1,258	1,212



焦煤

JM

01

原煤产出难有增量，进口利润倒挂升至高位

02

需求预期逐步筑底，下游原料等待冬储补库

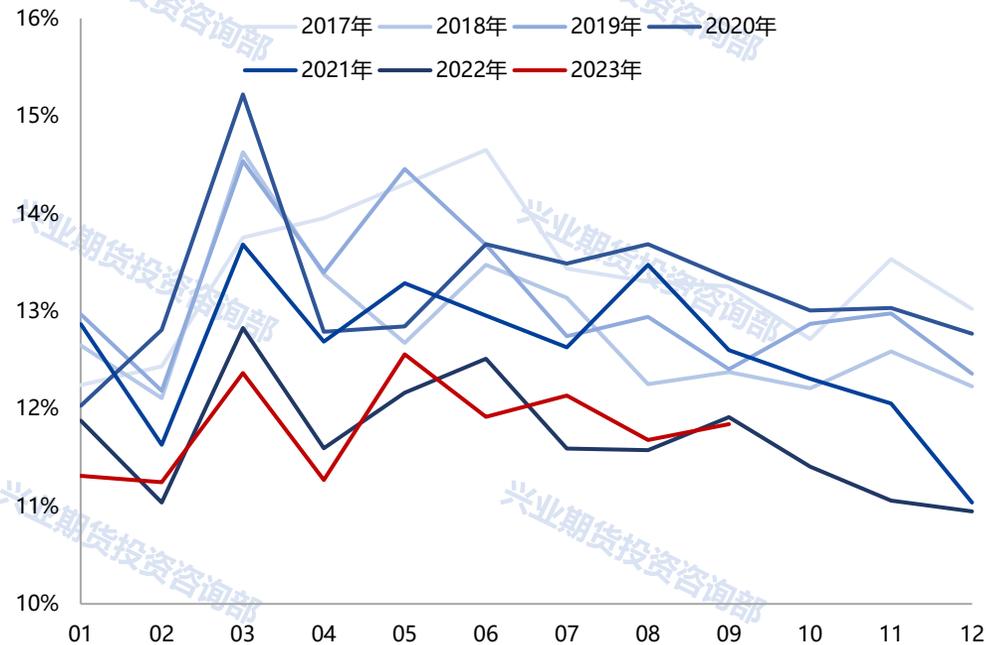
03

各环节库存仍处低位，价格上行驱动更强

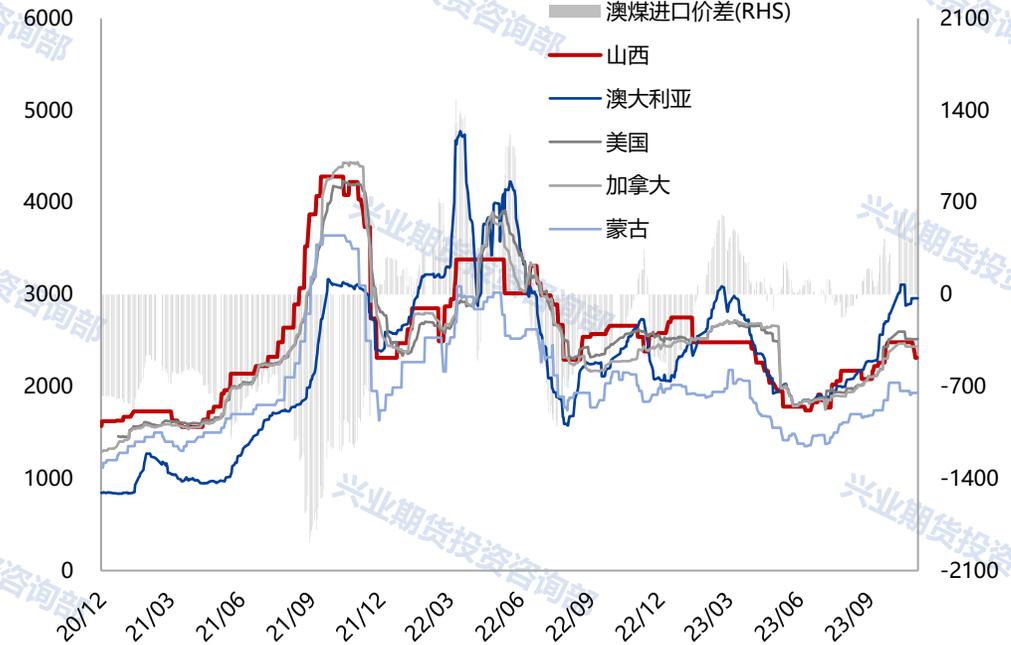
产地方面，煤矿复产进度缓慢，坑口安监局势难有放松，洗煤厂焦煤日产继续下降，而临近年末电煤保供相关事宜仍将挤占洗煤产能，焦煤产出占比四季度回落概率较高，国内煤炭供应端维持收紧预期。

进口方面，甘其毛都口岸日均通关恢复至千车附近，但口岸蒙煤贸易活跃度一般，而国际海运焦煤需求尚可，澳大利亚硬焦煤价格坚挺，进口利润倒挂程度加深，国内终端采购意愿平平，进口市场补充作用结构性缺失。

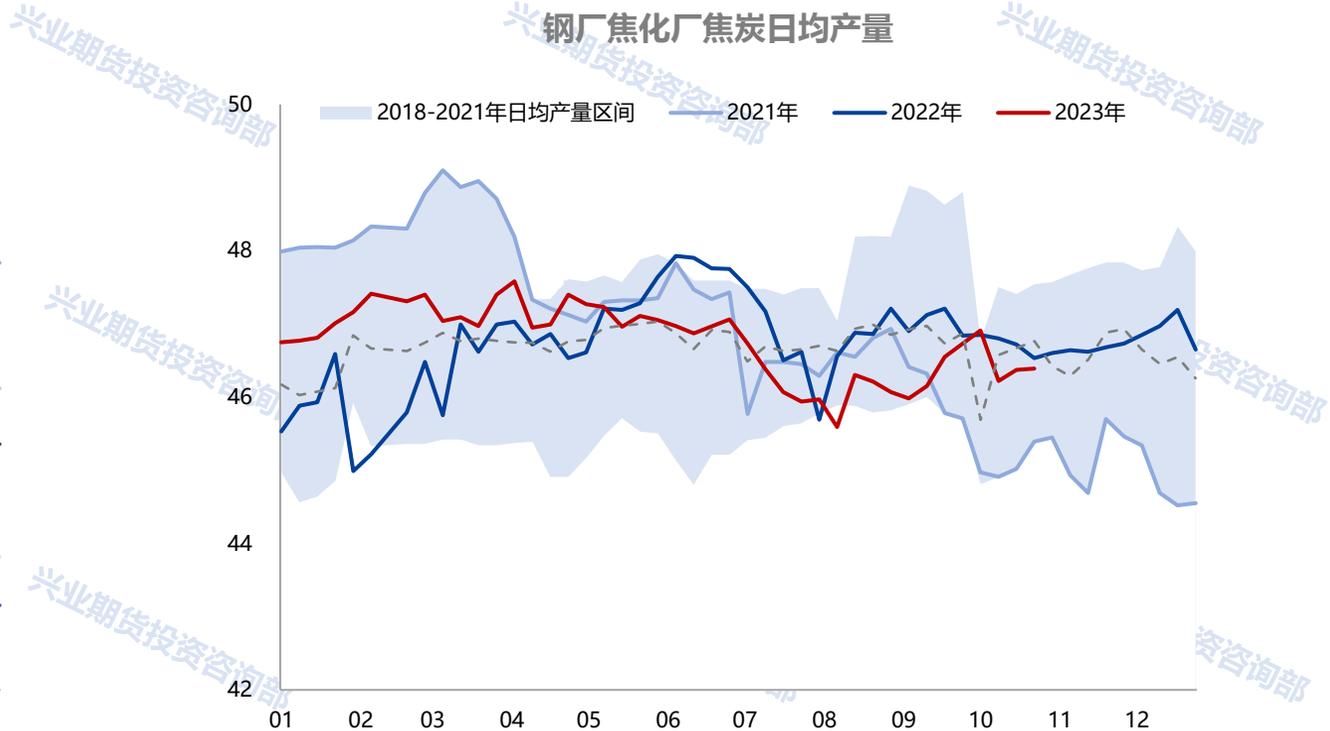
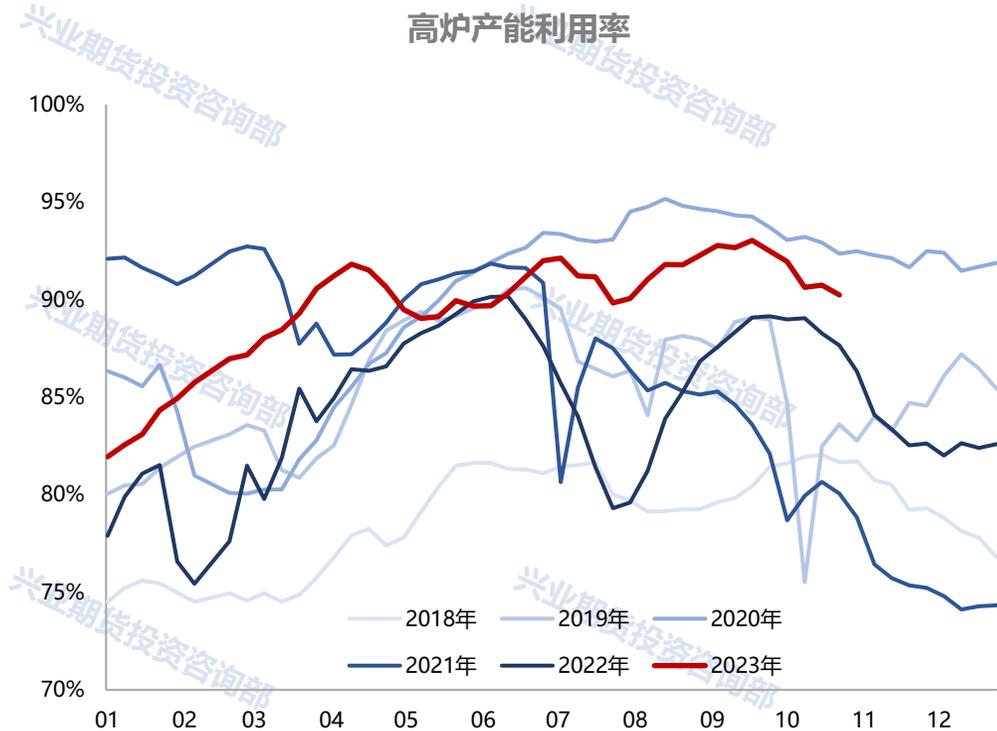
炼焦煤生产占比季节性



主要进口国代表焦煤贸易价格及价差

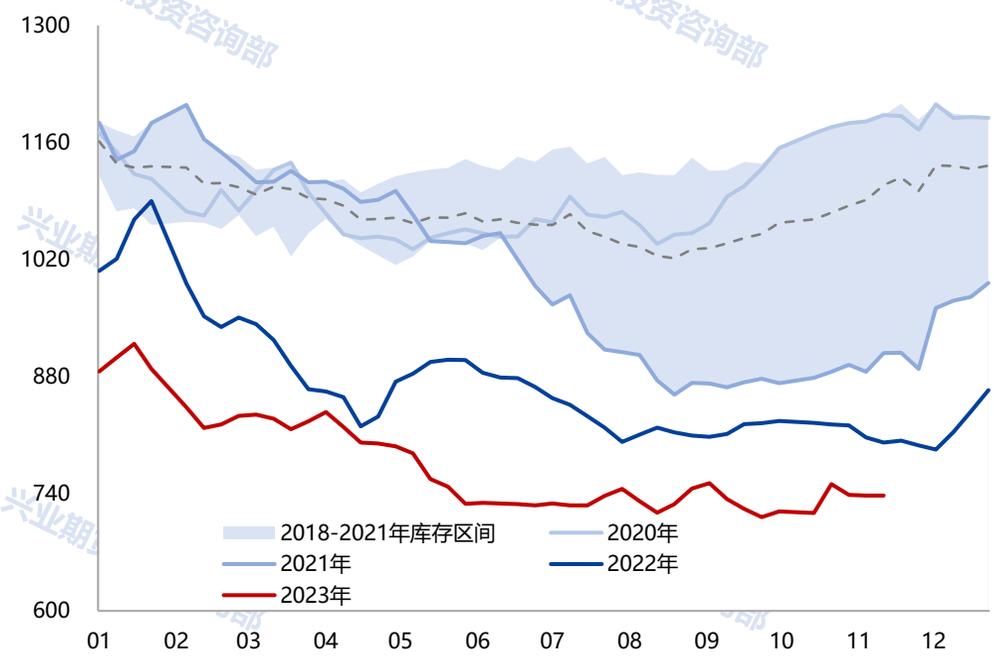


需求方面，山西焦炉退出一事影响淡化，焦炭日产止跌企稳，而现货市场完成首轮提降暂稳运行，钢厂高炉开工率下行速率亦有放缓，终端需求萎缩的悲观预期或被过度交易，考虑当前下游钢焦企业原料库存多处于极低水平，冬储补库或将提前，焦煤远期需求偏向乐观。



- ❑ 库存方面，坑口竞拍逐步回暖，焦煤上游库存降至均值下方，而下游库存仍处低位，焦煤整体低库存特性得到延续。
- ❑ 综合来看，需求预期企稳回升，原煤生产依然受制，供需结构转向宽松概率较低，而各环节库存多处低位，阶段性补库需求或激发短期供需错配，价格上行驱动更强，考虑当前焦煤指数仍位于近年50%历史分位附近，上方空间大于下方，焦煤多头策略更加占优。

焦煤钢厂库存季节性特征



焦煤指数走势及分位水平



铁矿

01

需求预期回暖，钢厂利润扩大

02

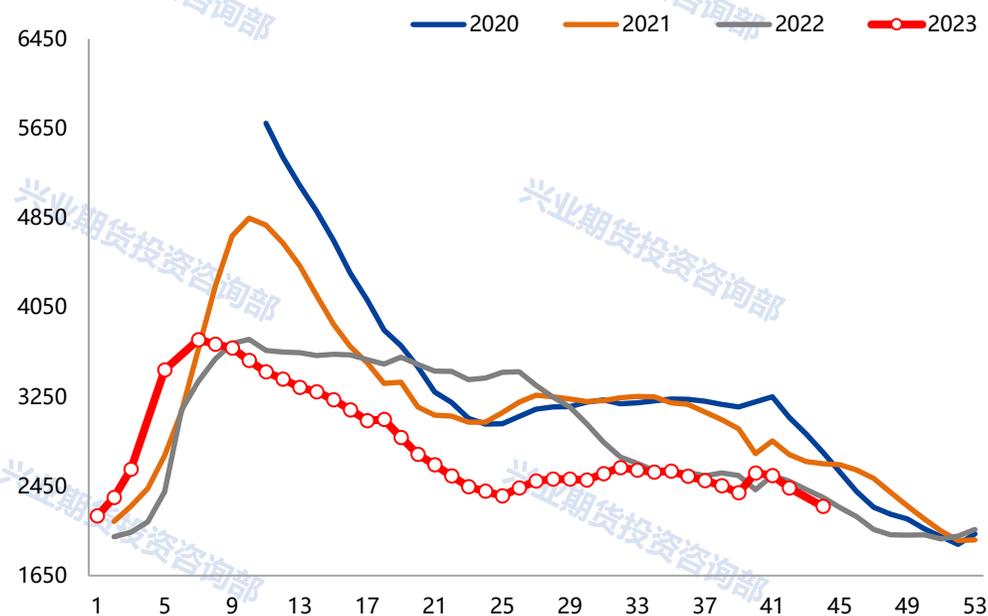
高炉生产存在支撑，四季度铁水产量或同比偏高

03

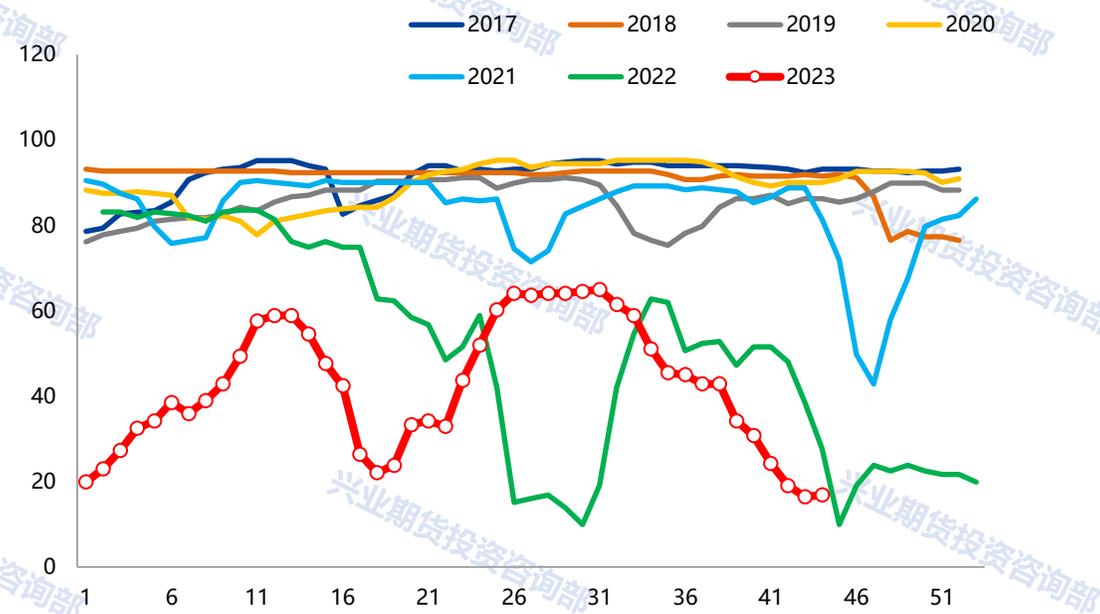
铁矿基本面支撑较强，期价上行修复贴水

- 受益于财政预算上调以及潜在地方债提前批影响，四季度基建投资增长预期上调，粗钢消费预期也有所改善，水泥出库等微观指标也现好转。
- 钢联大样本，五大品种钢材库存延续环比/同比下降的趋势，也反映粗钢总量供需矛盾也尚未积累。
- 近期钢价回涨，且焦炭现货第一轮提降于本周落地，钢厂即期利润环比改善，本周钢联样本247家钢厂盈利比例止跌回升。

五大品种钢材延续去库（更新至11.3）

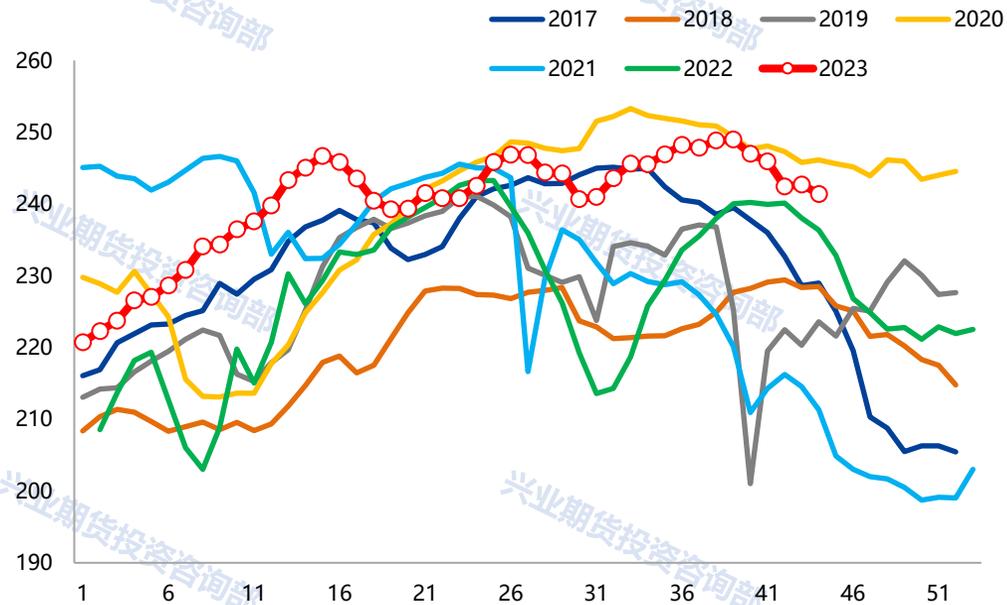


247家钢厂盈利比例（更新至11.3）

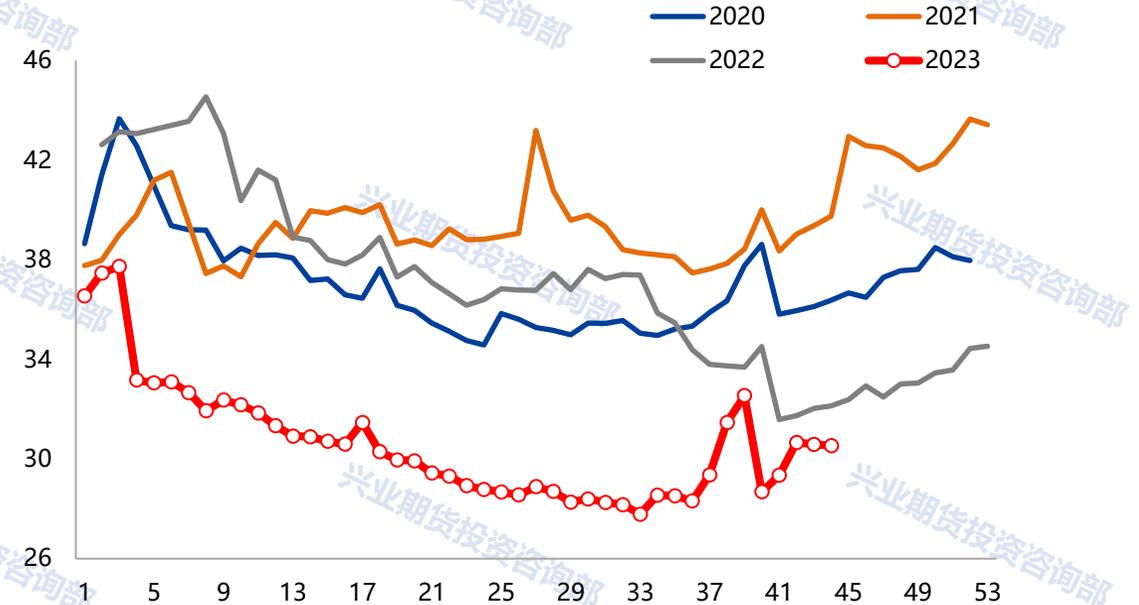


- 根据钢联统计的高炉检修和复产情况，预计下周日均铁水产量降幅将扩大至3万吨。
- 不过，考虑到四季度粗钢消费增长预期上修，那么四季度粗钢消费供需平衡点对应的铁水日产也将由230万吨附近上调至233-235万吨，明显高于2022年同期。铁水产量偏高，且钢厂进口矿库存偏低，11月中下旬钢厂将启动对铁矿的冬储补库，届时铁矿期现价格上行动能可能进一步增强。

247家钢厂铁水日均产量（更新至11.3）

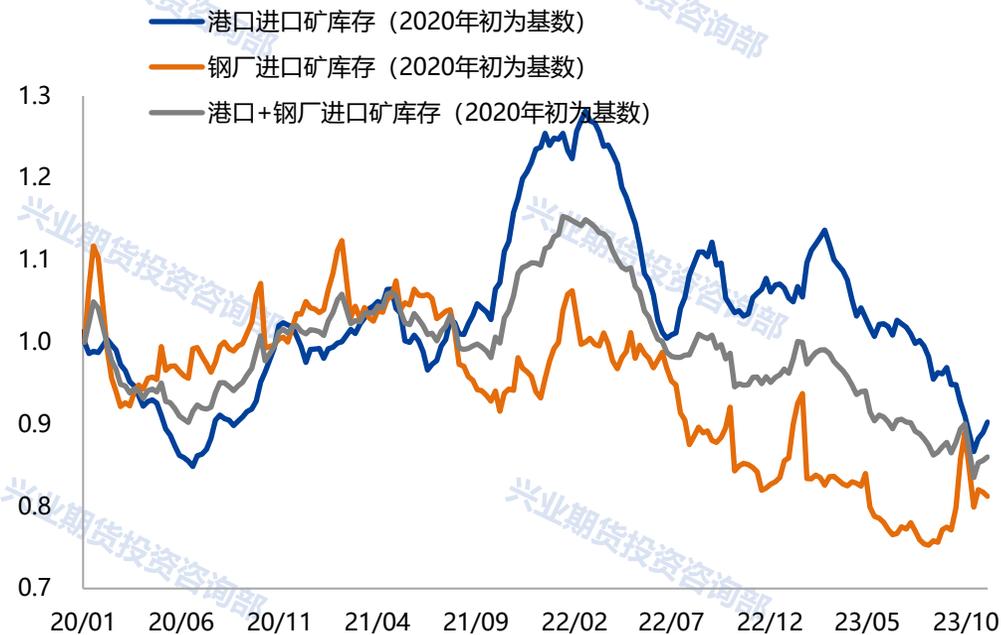


钢厂进口矿库存库销比（更新至11.3）

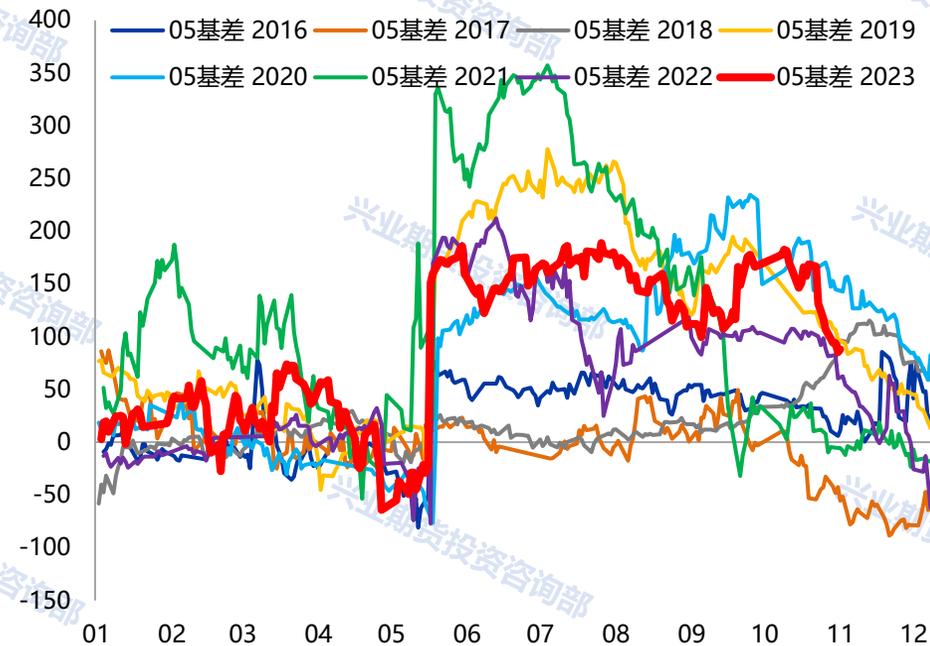


- ❑ 铁水产量保持韧性、钢厂及港口进口矿库存偏低、叠加钢厂原料冬储补库预期，铁矿基本面偏强。
- ❑ 观察季节性规律，11月铁矿05合约处于基差收敛阶段，铁矿基本面偏强，大概率将支撑2405合约上行修复贴水。
- ❑ 策略上建议05合约多单继续持有。核心风险在于铁矿价格持续上行，引发监管政策的收紧。

铁矿库存偏低，基本面偏强（更新至11.3）



铁矿基差（更新至11.3）



甲醇

MA

01

11月产量预计维持高位，各环节库存持续下降

02

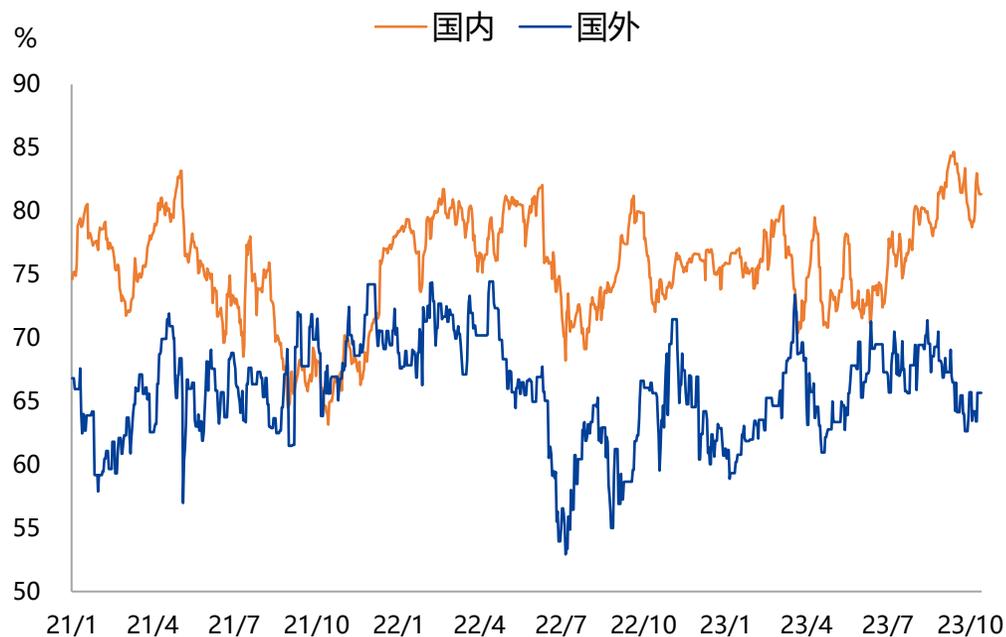
11月需求保持平稳，12月需求小幅下降

03

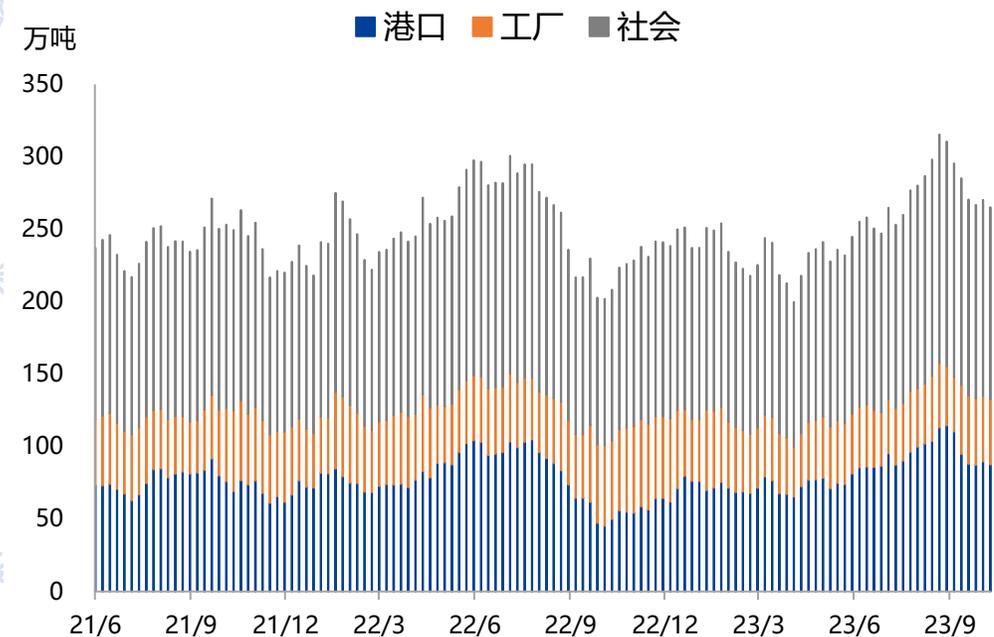
冬季存在成本支撑，衍生品市场看空情绪减弱

- 上周国内甲醇装置开工率上升3%，产量增加5万吨至174万吨。气头装置尚未开始限产，下旬之前产量都将维持在高位。海外装置无明显变化，开工率和产量保持稳定。11月国内产量预计为730万吨，进口量为130万吨，供应略微过剩。12月产量降低至700万吨以下，供应平衡。
- 十一后每周到港量都在30万吨以上，不过华东烯烃需求稳定，港口库存并未增长。西北和华中需求良好，生产企业连续四周去库。社会库存同样持续减少，已经达到8月以来最低。三个环节的库存均下降至50%分位水平以下，反映当前无任何库存压力。

国内开工率重新上升（截至11.3）

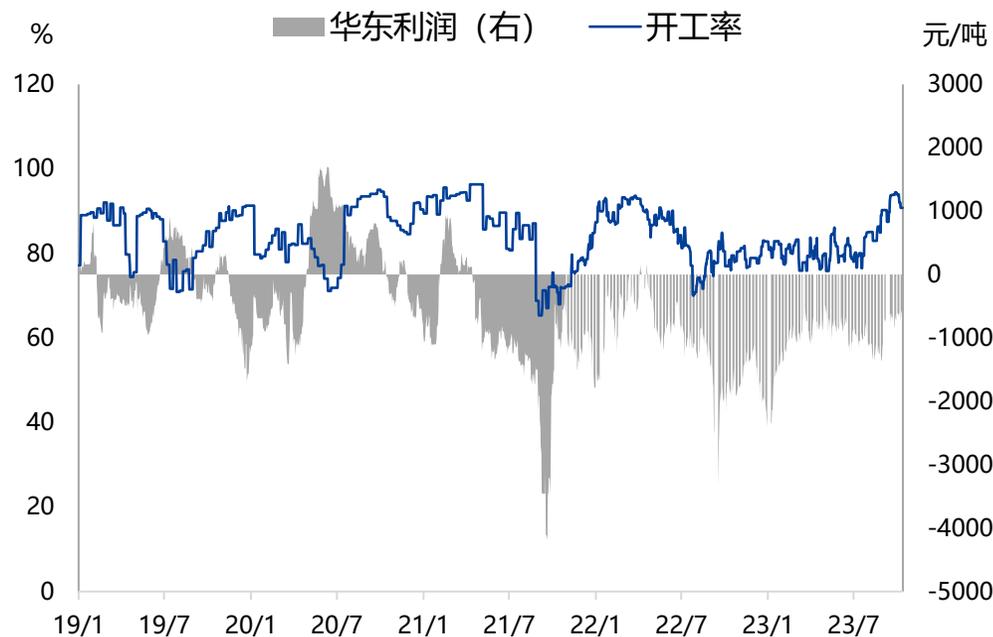


上中游库存持续下降（截至11.3）

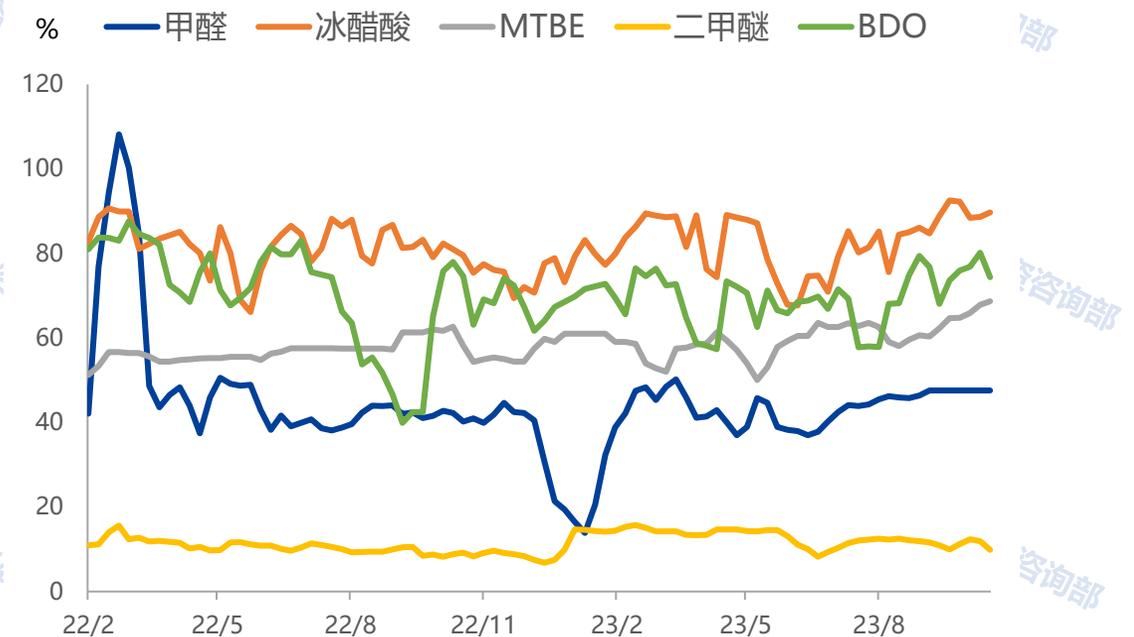


- 因常州富德停车，甲醇制烯烃开工率降低至91.6%。考虑到多数外采装置都是在三季度才重启，并且MTO理论利润处于过去两年偏高水平，四季度开工率大概率保持高位。烯烃需求平稳，对甲醇价格形成有力支撑。
- 醋酸价格由5000元/吨快速跌至3000元/吨，导致停车装置增多，开工率下降8%。MTBE利润良好，开工率达到近两年最高。其他下游开工率保持稳定。甲醛即将进入淡季，导致甲醇总需求下降，但低于供应减少幅度。

甲醇制烯烃开工率小幅降低（截至11.3）



传统下游开工率偏高（截至11.3）



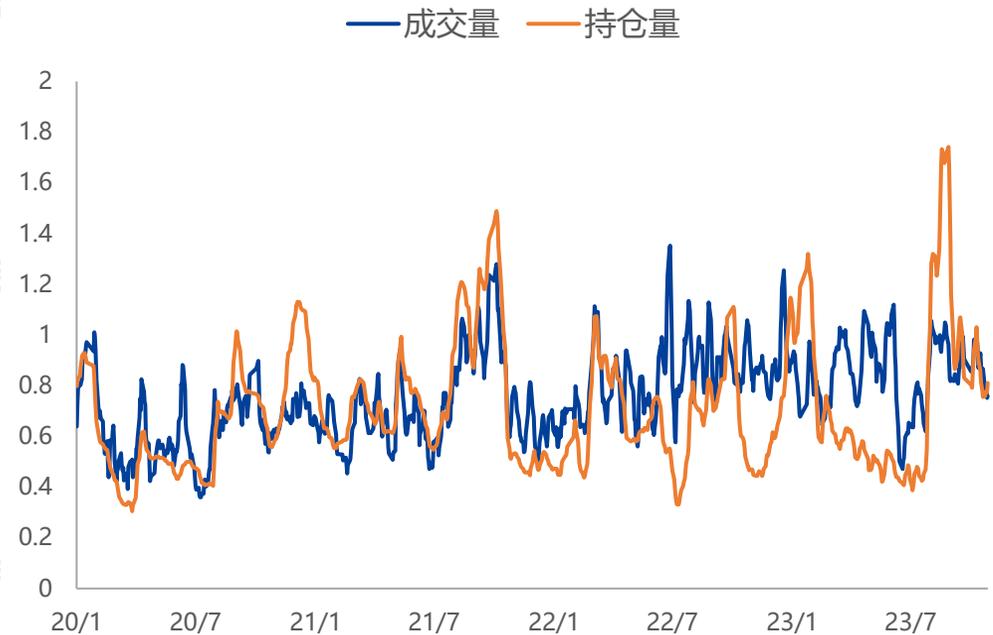
上周五市场成交好转，煤炭价格结束连续一个月的下跌，西北煤制甲醇亏损减少，不过焦炉气和天然气工艺亏损扩大。四季度煤炭和天然气价格相对坚挺，对甲醇价格存在支撑作用。

近一周期货多空博弈加剧，前二十席位净空持仓最高12万手，最低4万手，结合看涨期权成交量和持仓量进一步增长，衍生品市场看空情绪已经明显减弱。此外波动率处于年内偏低水平，未来期货价格波动可能加剧。

煤制利润改善（截至11.3）



期权PCR下降（截至11.3）



PTA

TA

01

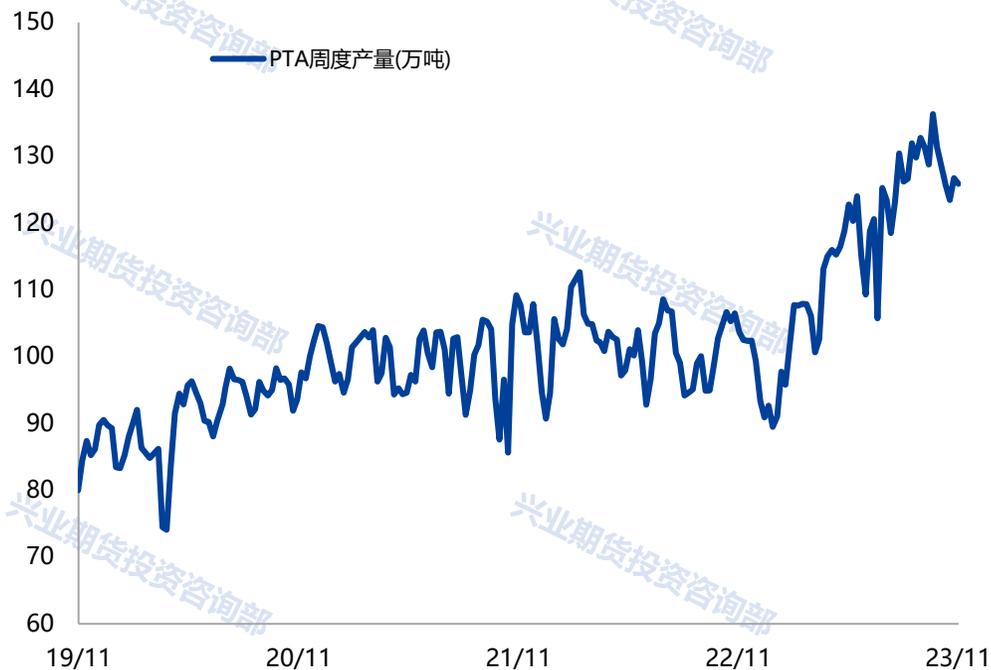
10月产量仍处于高位，且四季度产能预计继续增加

02

消费淡季预计下游开工逐步下降，产销出现放缓迹象

供应端看, 10月PTA装置有所扰动, 但产量仍处于高位; 11月仍有部分装置检修, 但海南逸盛250万吨新装置投产, 汉邦石化220万吨老装置复产, 且年底或明年年初仪征和台化亦有新装置投产, 预计四季度PTA供应继续上升。

PTA产量仍处于相对高位

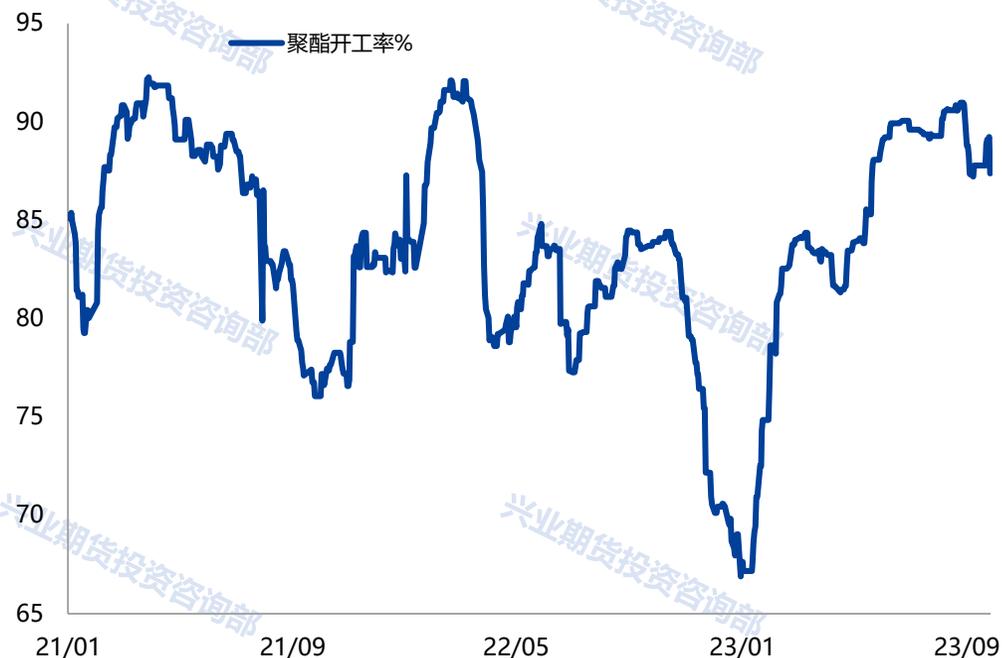


PTA扩产速度高于聚酯

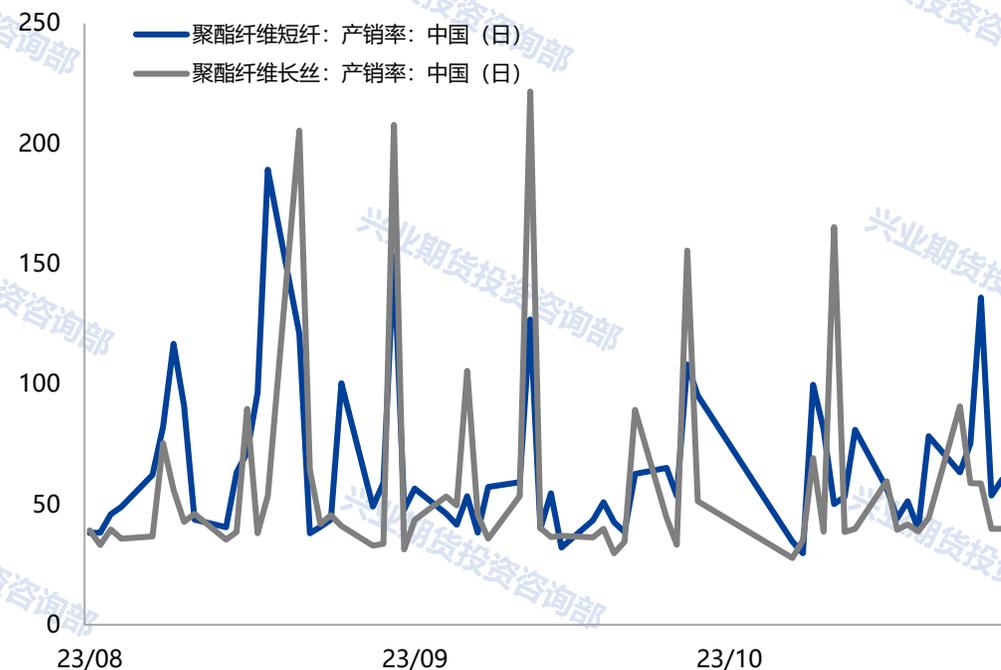
PTA			聚酯			
PTA	产能	投产时间		聚酯	产能	投产时间
嘉通能源1#	125	1月初	短纤	四川吉兴	30	三季度
东营石化	125	2月中		仪征化纤	23	四季度
恒力惠州1#	250	3月中		四川能投	28	四季度
嘉通能源2#	250	4月底		中泰化学	25	四季度
恒力惠州2#	250	7月		扬州富威尔	10	四季度
逸盛海南2#	250	四季度		桐昆恒阳	60	三季度
台化兴业	150	四季度	长丝	国望高科	50	三、四季度
PTA合计	1400			柯桥恒鸣	50	三季度
PTA下半年合计	650			嘉通能源	60	三季度
(下半年相对聚酯)	992			盛元化纤	50	三季度
				新凤鸣	30	三季度
				新疆宇欣	30	三季度
			切片	恒力石化	260	四季度
				聚酯合计	706	

- 需求端看，终端织造业近期虽开工率保持高位，但以往年订单天数数据看进入11月后渐进尾声，淡季效应显现。产销方面，下游聚酯日产量保持高位，但近期涤纶长丝、涤纶短纤产销率出现明显放缓，且库存天数有所增加。总体需求支撑不足。
- 总体而言，预计四季度PTA供增需减，库存将逐步累积，或驱动价格下行，建议PTA持空头思路。

消费淡季预计下游开工逐步下降



下游产销出现放缓迹象



棉花

CF

01

下游采购趋于冷淡，纺企成品累库再次加速

02

纺织业利润总体仍然不佳，需求端驱动偏弱

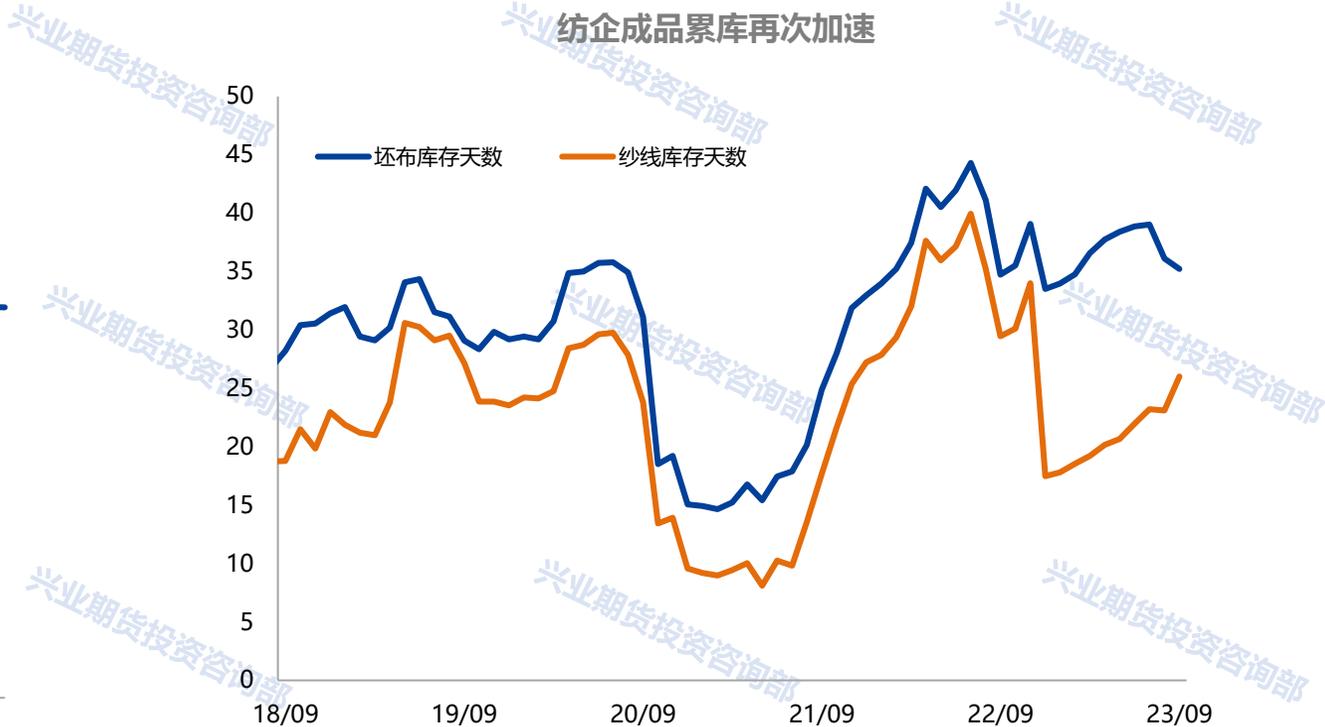
03

海外销售环比下降，我国出口形势未见好转

04

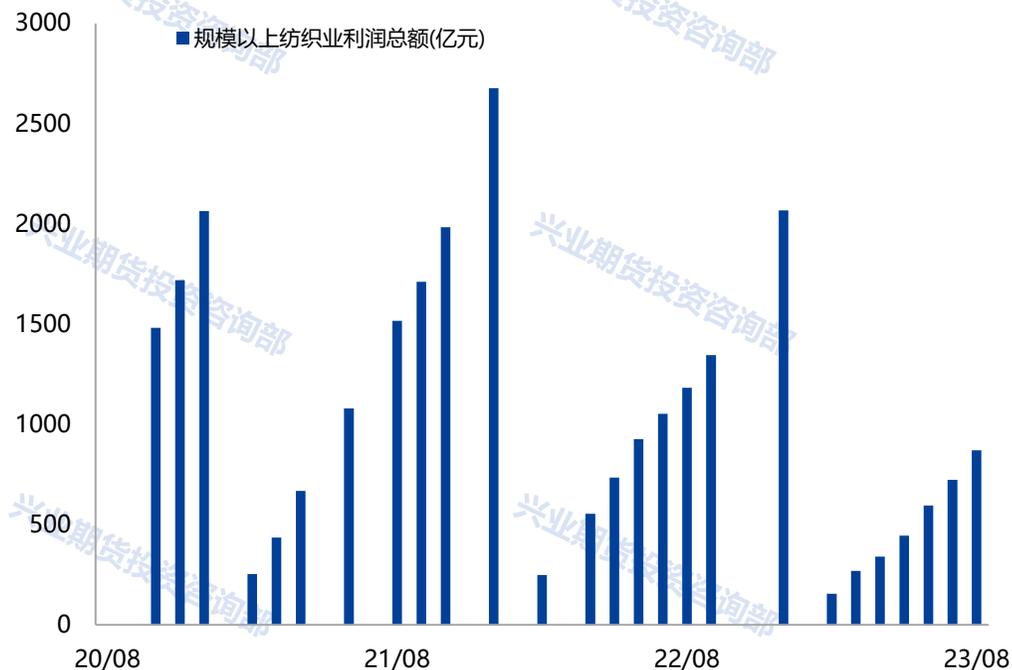
期权指标偏空，卖出看涨继续持有

纺织市场在双节期间整体购销较为冷清，随着月中旬棉价大幅走弱，采购再次陷入停滞观望状态，成交情况和往年同期比起来差距较大，总体呈现旺季不旺的特点，纺企成品累库也再次加速。

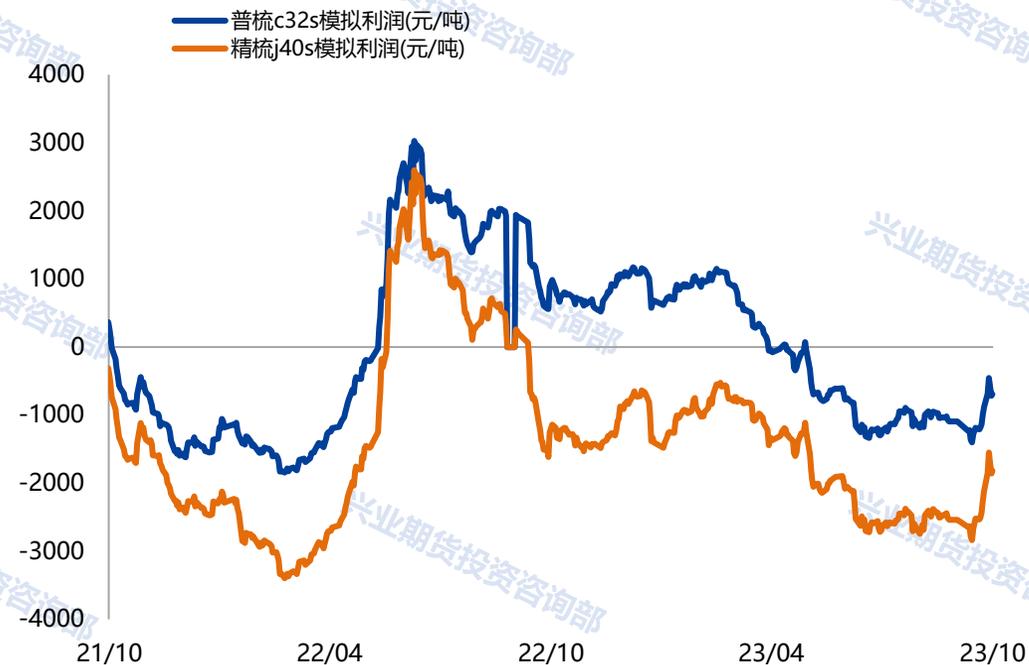


据国家统计局数据，全国规模以上纺织业工业企业1-9月份利润总额同比下降10.2%，降幅较1-8月收窄4.8个百分点，降幅收窄但总体利润水平相比过往几年都处于低位。从纱厂模拟纺纱利润看，因近期棉花价格下跌，纱厂模拟纺纱利出现一定程度回升，但仍处于亏损水平。总体需求端驱动偏弱。

总体利润水平相比过往几年处于低位

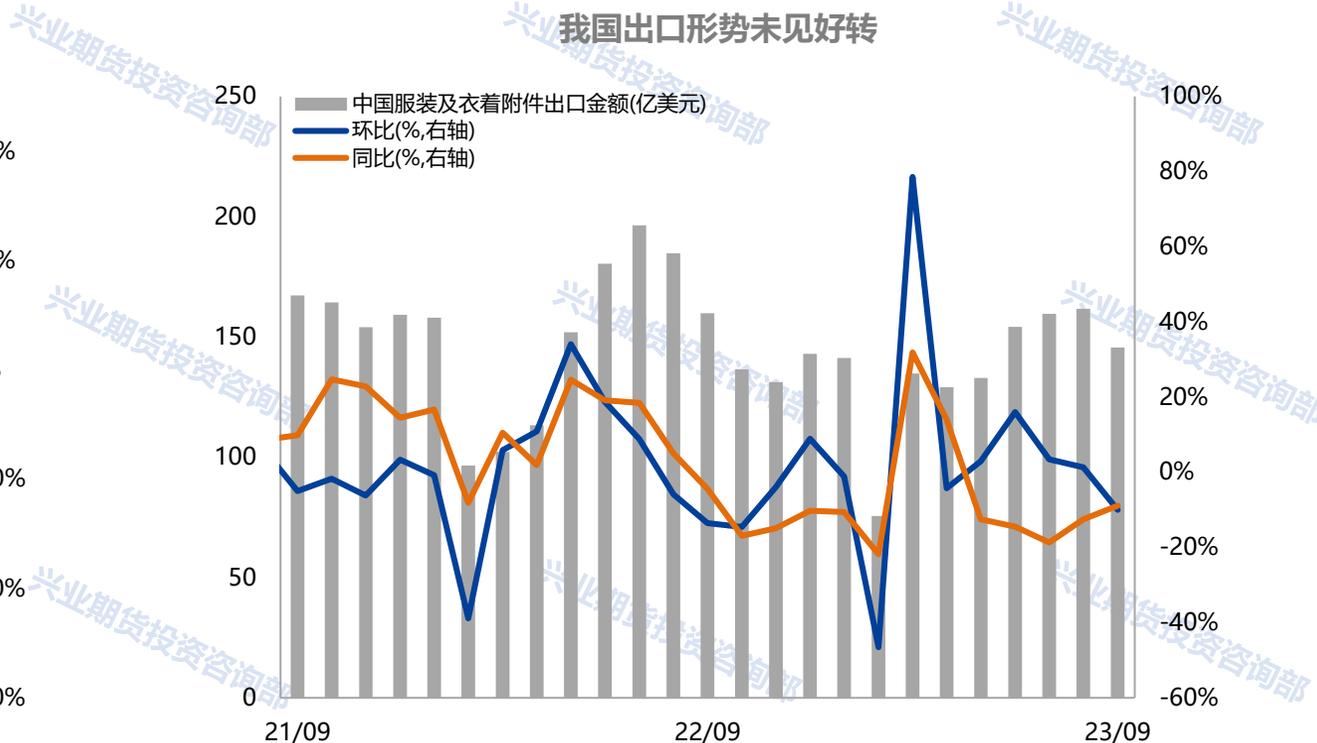
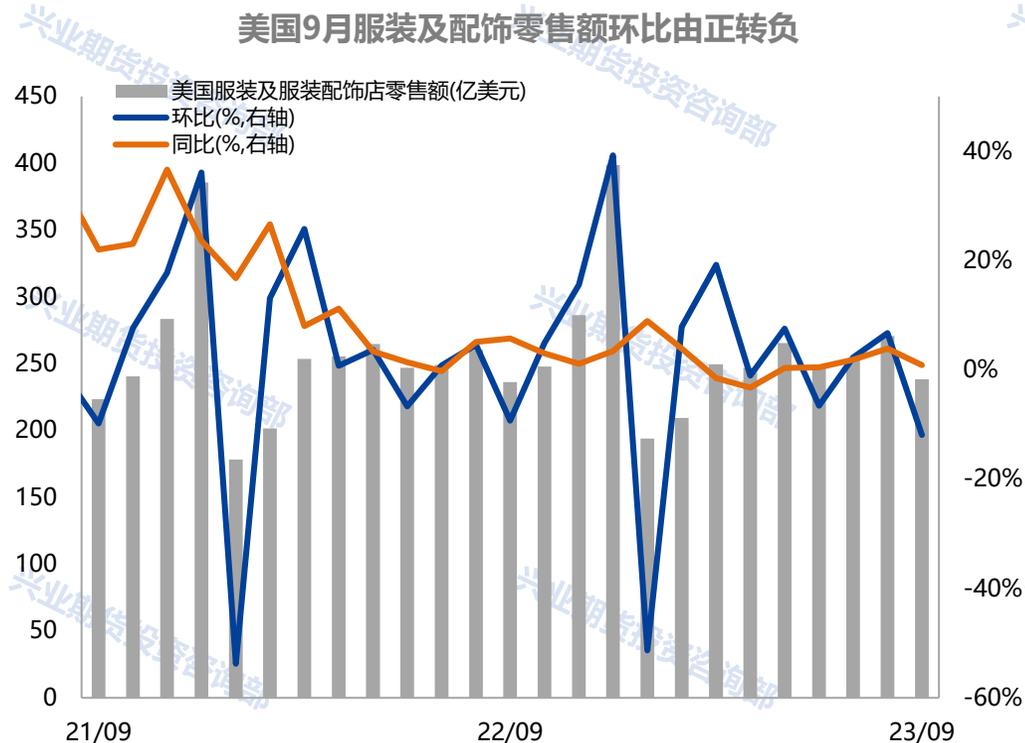


纱厂模拟纺纱利润仍然亏损



根据美国商业部数据显示，2023年9月美国的服装及服装配饰零售额为238亿美元，同比增长0.84%，环比下降11.95%，此为零售额在经历4个月连续上涨后，环比首次转负，同比增幅也再次收窄。

据海关统计数据，2023年9月我国棉制品出口量55.41万吨，同比减少0.14%，环比减少5.36%；出口金额58.98亿美元，同比减少10.74%，环比减少4.39%。总体我国出口形势未见好转。



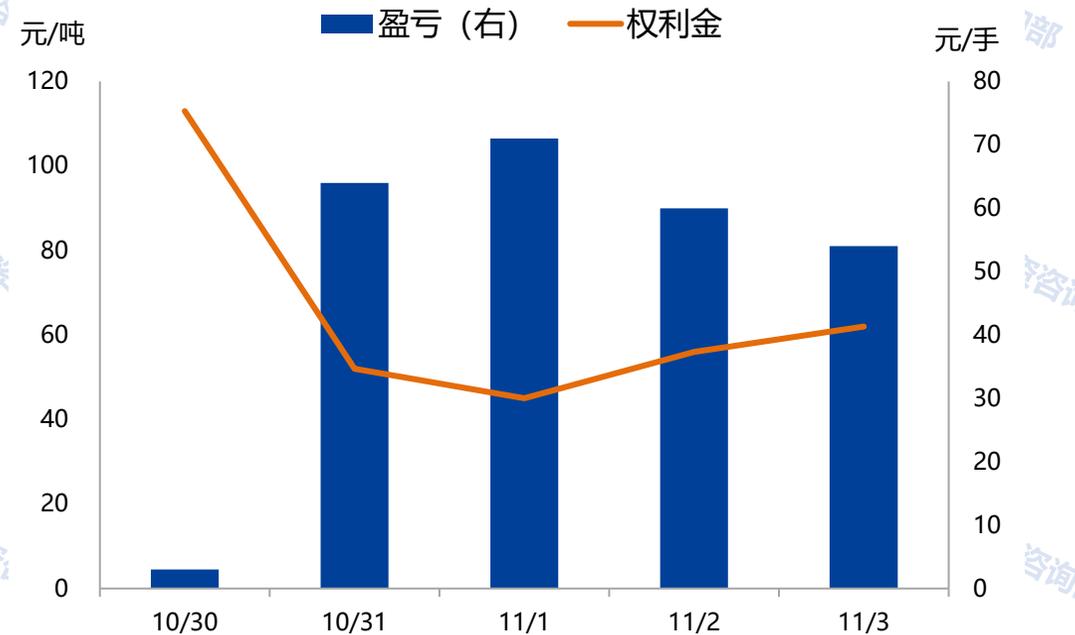
经济作物品种策略（棉花）：期权指标偏空，卖出看涨继续持有

- 期货20日历史波动率和主力期权平值隐含波动率暂时止跌企稳。根据成交最活跃行权价，可以发现期货下方支撑位在15000元/吨，上方阻力位在17000元/吨。另外持仓量PCR和波动率偏度显示市场情绪依然偏空。
- 上周期货价格延续下跌，卖出CF401C17000权利金盈利比例达到40%。考虑到棉花供应宽松，期货价格易跌难涨，卖出看涨继续持有。

波动率暂时企稳 (截至11.3)



卖出棉花看涨期权盈亏情况 (截至11.3)



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