



官方微信



官方APP

## 2023年10月第5周核心策略推荐：

稳增长导向进一步强化，风险资产整体涨势更明朗

上海 2023.10.29

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：

□ 从“工业企业库存周期持续改善、利润增速连续2月维持10%+以上”等最新数据看，国内经济底基本确立、复苏大趋势愈发明朗。但结构、强度的成色则仍待夯实，主要体现为：1.地产投资、销售情况依旧偏疲软；2.顺周期相关行业需求复苏的力度不足；3.新一轮补库高度或有限。

□ 基于此，国内财政政策导向持续强化，以第十四届全国人大常委会第六次相关决议为代表：上调今年财政预算、新增1万亿国债、上调财政赤字率至3.8%、提前批专项债延长至2027年等。无论从幅度、时点看，本次重磅加码措施均远超市场预期，经测算、将在2023Q4~2023Q1期间提供相应增量资金支持达3.68万亿。此外，其也预示2024年“中央加杠杆为主，政策发力前置”的“大财政”政策基调。相应而言，预计明年经济增速目标或维持在5%左右不变。

□ 总体看，稳增长导向进一步强化，风险资产向上、避险资产承压。具体而言：1.股指多头价值依旧良好、利率债偏空；2.黑色金属链品种将直接受益于基建投资加码，另低估值的碳酸锂、纯碱等品种则受益于β大环境改善，其均有乐观的涨幅预期。

## 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): 企业盈利改善和库存周期出现见底迹象的背景下, 特别国债的发行进一步巩固市场宏观信心。此外债市供给压力不断增强, 虽然央行可能通过公开市场操作等方式对冲流动性压力, 但释放时间及规模均存不确定性。叠加四季度配置盘和交易盘需求均可能出现下滑, 且目前债市估值偏高, 做空十债性价比优。

(2) 股指 (买入IF2312, 单边, 持有): 业绩端有胜率、估值端有高赔率, 看涨策略盈亏比显著占优; ETF股基份额增幅显著, 持续支撑、提振市场情绪; 从稳健性、交易价值看, 沪深300指数仍为最佳多头。

(3) 沪铝 (买入AL2312, 单边, 移仓): 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, 供给端制约仍将持续。在宏观利多下需求端存潜在利多。且沪铝价格结构倒挂, 以利于多头移仓, 在低估值加低库存结构下, 多头可继续持有。

(4) 碳酸锂 (买入LC2401, 单边, 持有): 全行业成本支撑保持底部支撑, 需求部分细分领域出现回暖迹象。预计期现联动情形将增加, 当前情况单边做空策略性价比较差, 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): 政策施力效用显现, 车市产销延续复苏态势, 轮胎开工意愿积极, 天胶需求预期乐观, 而原料产出仍受制于气候影响, 港口库存维持去库之势, 供减需增支撑价格中枢上移, 沪胶上行驱动相对更强。

(6) 纯碱 (买入SA405, 单边, 持有): 供应增长的利空基本明牌, 驱动向下, 但宏观预期转暖, 政策利好落地; 微观方面, 期货贴水较大, 远月估值甚至已低于当前氨碱成本, 成本亦无崩塌风险, 纯碱估值续跌空间不足。不如以空间换时间, 等待利空兑现后的估值修复机会。建议耐心持有纯碱05多单。

(7) 焦煤 (买入JM2401, 单边, 持有): 需求预期触底企稳, 原煤生产仍受安全检查制约, 供需结构较难出现宽松可能, 而中游贸易环节及下游钢焦库存均处低位, 年末冬储补库将助力需求修复, 价格中枢上行概率更高。

(8) 铁矿 (买入I2405, 单边, 新增): 财政政策增量利好落地, 钢材消费预期小幅上修, 预计四季度铁水产量高于预期, 铁矿期价向上修复贴水的驱动增强。新单可试多05合约。

(9) 甲醇 (买入MA401, 单边, 持有): 产量从最高位回落, 气头装置即将减产, 供应利空正在减弱。烯烃需求良好, 传统下游需求平稳, 需求支撑较强。期货和期权看空情绪减弱, 随着宏观或基本面利好出现, 甲醇将加速上涨, 多单继续持有。

(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, 新增): 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

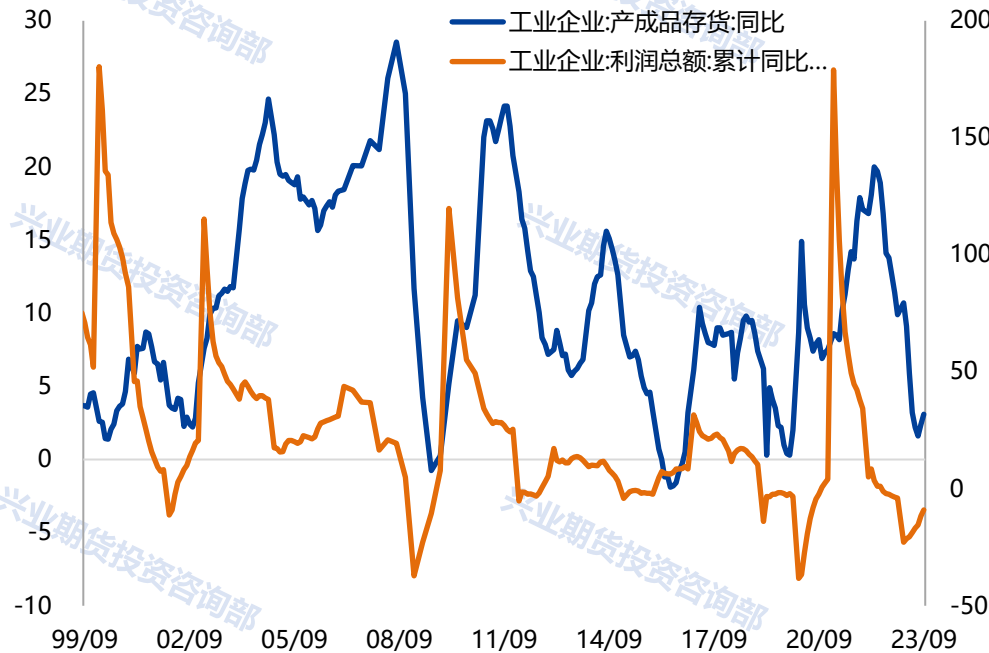
MACRO

01

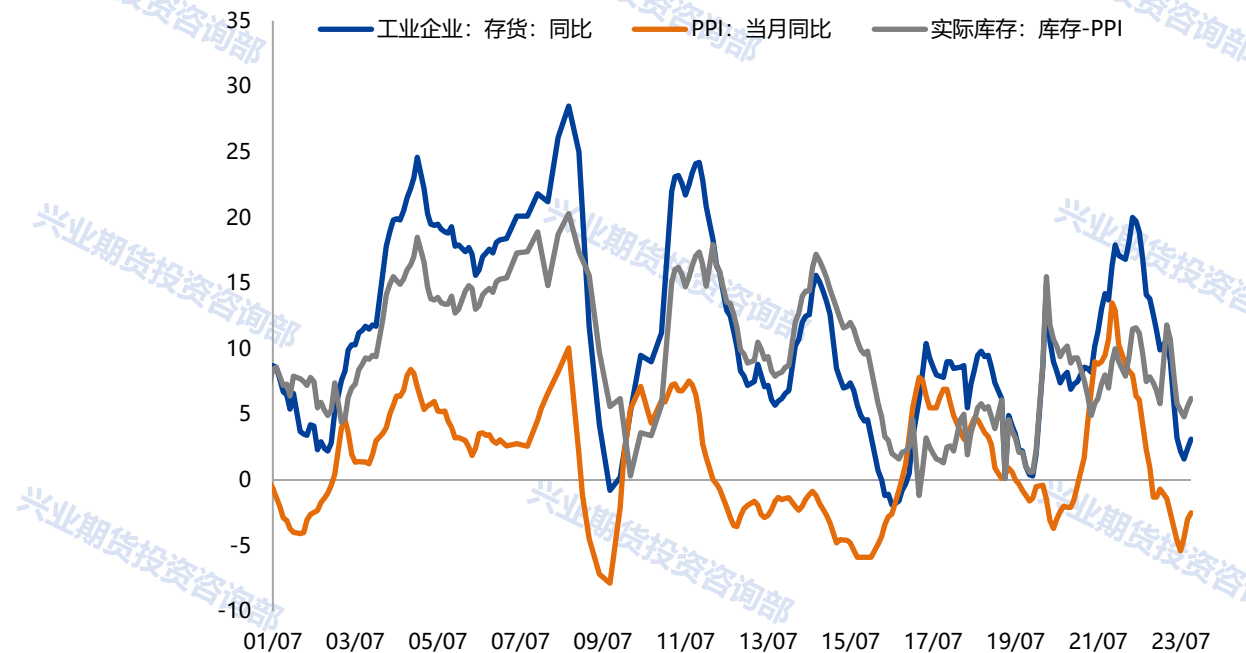
国内：库存周期继续改善，政策想象空间打开

9月工业企业产成品存货累计同比增长3.1%，前值2.4%，库存增速连续2个月回升，主要受益于PPI跌幅收窄，但剔除价格的实际库存再度回落0.2个百分点。展望未来，我们认为本轮库存周期底部基本得到确认，新一轮补库周期可能已启动；但受限于地产周期疲软，需求顺周期复苏力度不足，且实际库存去化有限，新一轮补库幅度可能将有限。

### 库存周期持续改善 (更新至9.30)



### 实物库存增速相对偏高 (更新至9.30)



9月工业企业盈利累计同比下跌9%，前值-11.7%，其中9月单月同比增长11.9%，单月同比连续2个月保持正增长。结构上，产业链各环节利润增速均不同程度回升，原材料加工业及下游农产品相关消费制品业在利润分配中占比回升。工业企业盈利改善，除低基数效应外，主要源于需求改善带来的营收回升、以及部分工业品价格上涨，与9月以来出口、消费、投资等数据改善信号一致。

展望未来，考虑到PPI降幅应会持续收窄、补库周期、以及低基数效应等因素，工业企业盈利改善应是大趋势。

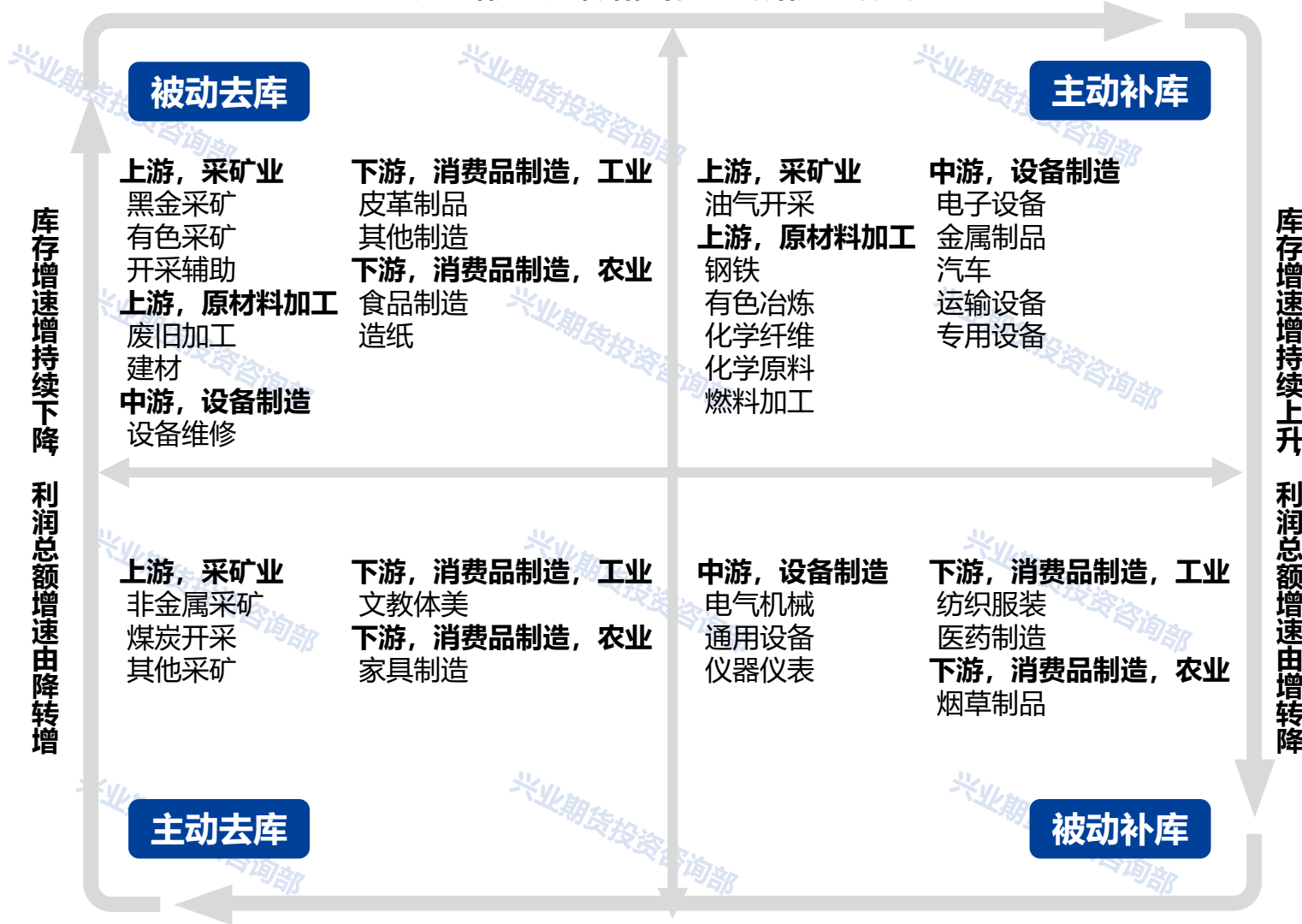
产业链利润增速 (更新至8.31)

日期	上游, 采矿业 剔除辅助业	上游 原材料加工业	中游 设备制造	下游 消费品, 农业	下游 消费品, 工业	基建 电热燃气
占比	18.3%	19.0%	34.3%	11.5%	11.5%	5.3%
2023-08	-20.5%	-42.5%	3.7%	-9.8%	-9.6%	40.4%
2023-07	-21.0%	-50.7%	1.8%	-11.8%	-10.6%	38.0%
2023-06	-19.9%	-54.1%	3.4%	-11.8%	-10.9%	34.1%
2023-05	-16.2%	-56.9%	-1.6%	-4.7%	-16.2%	34.8%
2023-04	-12.3%	-59.1%	-7.3%	-4.0%	-19.2%	34.1%
2023-03	-5.8%	-61.0%	-17.6%	0.6%	-19.3%	33.2%
2023-02	-0.1%	-67.0%	-26.0%	-0.4%	-17.2%	38.6%
2022-12	48.6%	-34.8%	1.7%	5.9%	-19.8%	41.8%
2022-11	51.4%	-35.8%	3.3%	5.5%	-17.9%	26.1%
2022-10	60.4%	-34.9%	3.1%	5.9%	-18.6%	15.5%
2022-09	76.0%	-32.0%	0.6%	5.1%	-18.7%	4.9%
2022-08	88.1%	-28.5%	-2.1%	5.2%	-21.1%	-4.9%
2022-07	105.3%	-22.6%	-5.8%	3.6%	-20.6%	-12.5%
2022-06	119.8%	-14.8%	-7.9%	3.3%	-18.7%	-18.1%
2022-05	130.9%	-13.0%	-10.9%	1.1%	-15.6%	-24.7%

产业链利润占比 (更新至9.30)

日期	上游 采矿业	上游 原材料加工业	中游 设备制造	下游 消费品, 农业	下游 消费品, 工业	基建 电热燃气
2023-09	18.3%	14.3%	35.2%	12.2%	10.2%	19.5%
2023-08	19.1%	13.7%	35.4%	11.5%	10.2%	20.1%
2023-07	19.8%	13.3%	34.7%	11.9%	10.4%	19.9%
2023-06	20.1%	13.4%	34.4%	12.2%	10.4%	18.8%
2023-05	22.2%	13.8%	31.8%	12.7%	10.3%	18.5%
2023-04	23.4%	13.6%	29.3%	14.2%	10.4%	18.2%
2023-03	23.8%	12.5%	27.6%	16.3%	10.9%	17.9%
2023-02	26.4%	10.3%	23.8%	19.5%	12.1%	15.6%
2022-12	18.5%	19.0%	34.3%	11.5%	11.5%	10.3%
2022-11	19.6%	19.3%	33.2%	11.3%	11.0%	11.2%
2022-10	20.0%	19.8%	32.3%	11.4%	10.7%	11.7%
2022-09	20.0%	20.2%	31.6%	11.6%	10.7%	11.9%
2022-08	20.4%	21.4%	30.2%	11.8%	10.5%	11.7%
2022-07	20.4%	22.9%	29.0%	11.8%	10.3%	11.2%
2022-06	20.0%	24.7%	27.7%	12.0%	10.3%	10.7%
2022-05	20.6%	26.2%	26.5%	11.3%	10.4%	10.2%

库存增速由降转增，利润总额增速持续上升



库存增速增转降，利润总额增速持续下降

板块	行业	库存增速分位数	利润增速分位数	PPI增速分位数	工业增加值增速分位数
上游：采矿业	煤炭开采	51.4%	21.6%	4.5%	21.1%
	油气开采	15.2%	29.2%	27.5%	69.6%
	黑金采矿	3.7%	17.2%	46.0%	23.2%
	有色采矿	7.8%	38.1%	61.0%	4.6%
上游：原材料加工业	非金属采矿	18.5%	2.5%	10.0%	2.6%
	燃料加工	9.5%	45.0%	23.5%	63.9%
	化学原料	2.5%	5.7%	6.0%	37.6%
	化学纤维	12.8%	34.8%	45.5%	34.0%
	建材	5.8%	4.9%	2.0%	8.8%
	钢铁	21.0%	36.1%	33.0%	51.0%
中游：设备制造业	有色冶炼	32.5%	16.8%	56.0%	33.5%
	废旧加工	34.2%	8.5%	39.7%	66.4%
	金属制品	0.8%	10.7%	13.5%	10.3%
	通用设备	16.5%	35.7%	32.5%	9.8%
	专用设备	62.6%	23.8%	25.5%	13.9%
	汽车	23.6%	25.8%	1.7%	63.3%
	运输设备	66.3%	59.8%	30.6%	60.9%
	电气机械	46.9%	57.8%	28.0%	63.4%
	电子设备	10.3%	6.1%	37.0%	7.7%
	仪器仪表	56.0%	23.0%	70.7%	13.4%
下游：消费品制造业, 农产品	设备维修	78.1%	14.7%	54.3%	93.8%
	农副食品	23.5%	3.7%	9.5%	8.8%
	食品制造	14.0%	7.8%	1.5%	6.2%
	饮料制造	28.4%	15.2%	55.0%	9.4%
	烟草制品	77.8%	30.3%	87.5%	41.2%
	木材制品	25.5%	39.8%	4.0%	6.2%
下游：消费品制造业, 工业品	家具制造	0.8%	5.3%	25.5%	6.7%
	造纸	4.5%	9.8%	2.0%	11.9%
	纺织	31.3%	9.0%	11.5%	10.8%
	纺织服装	3.7%	7.4%	40.5%	10.9%
	皮革制品	11.1%	15.6%	68.0%	13.3%
	印刷	3.7%	8.6%	17.0%	7.0%
公用事业	文教体美	36.6%	10.2%	98.3%	10.2%
	医药制造	39.5%	5.7%	38.5%	2.6%
	橡塑制品	14.8%	71.3%	5.8%	21.1%
	其他制造	3.2%	2.3%	7.8%	10.9%
公用事业	电力热力	72.8%	88.5%	66.5%	28.4%
	燃气生产	10.3%	27.5%	21.0%	6.7%
	水生产	42.0%	41.4%	6.5%	3.6%

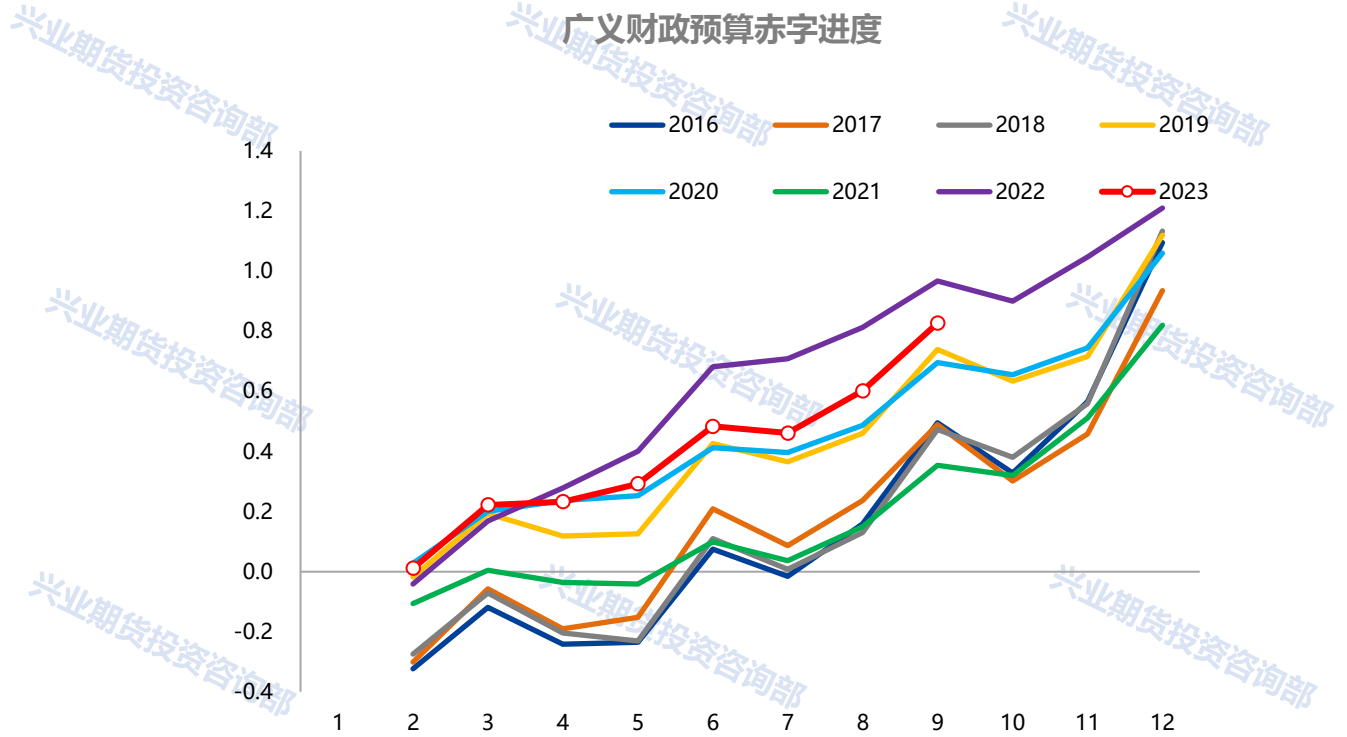
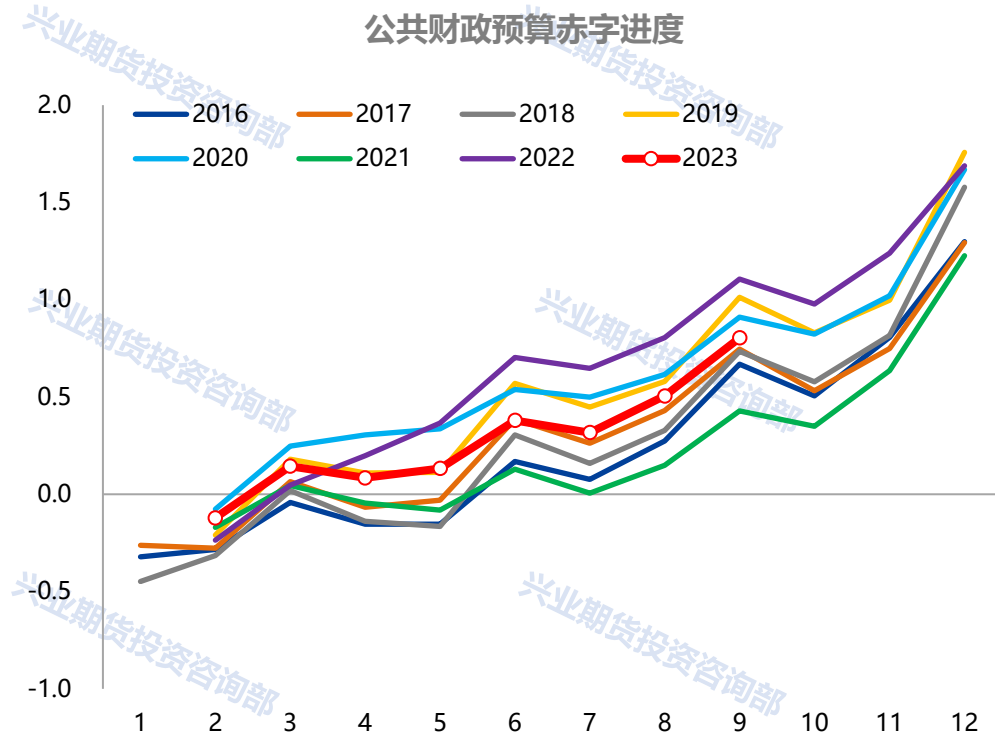


政策脉络	扩需求	提信心	防风险
8-9月	<p><b>货币政策总量宽松</b> 8月降息，1年期LPR下调10BPS，5年期LPR未变。 9月下调存款利率，1年/2年/3年/5年分别下调10/20/25/25BPS。 9月降准25BPS。</p> <p><b>积极的财政政策支出发力</b> 2023年新增地方政府专项债要在9月底发行完毕。 9月22日，计划外发行5年期1150亿元国债。</p> <p><b>促销费</b> 《关于恢复和扩大消费措施的通知》、汽车消费刺激地方促销费政策 提高居民收入 包括：减征个人所得税相关政策、下调存量房贷利率、优化公积金提取政策、支持解决政策拖欠企业账款等</p>	<p><b>活跃资本市场</b> 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><b>支持和发展民营经济</b> 《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><b>房地产</b> 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><b>地方化债</b> 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><b>货币政策总量维持宽松</b> 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><b>财政政策更加积极</b> 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，<b>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。</b> <b>后续关注，12月政治局会议和中央经济工作会议。</b></p> <p><b>促销费</b> 《关于加强低收入人口动态检测，做好分层分类社会救助工作》。 双十一购物节，线上线下降价促销活动。</p>	<p><b>活跃资本市场</b> 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><b>房地产</b> 8月份房地产调控政策优化以来，房地产销售改善程度有限，且二手房表现好于新房，房企资金压力依然存在，碧桂园爆雷。 在地产销售尚未完全企稳之前，更多城市或仍将持续优化地产调控政策，“应出尽出”。 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><b>地方化债</b> <b>截至10月24日，累计&amp;计划发行特殊再融资债券规模10126亿元</b>，预计地方政府发行特殊再融资债券规模可能超过1.5万亿。 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24日消息，十四届全国人大常委会第六次会议决定，（1）四季度增发2023年国债1万亿，作为特别国债管理，（2）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%。这是2000年以来首次中央在四季度调整当年财政预算，且除疫情以外，今年是唯一一年财政预算内赤字率突破3%。此外，新增地方政府专项债提前下达授权期限延至2027年底。

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。

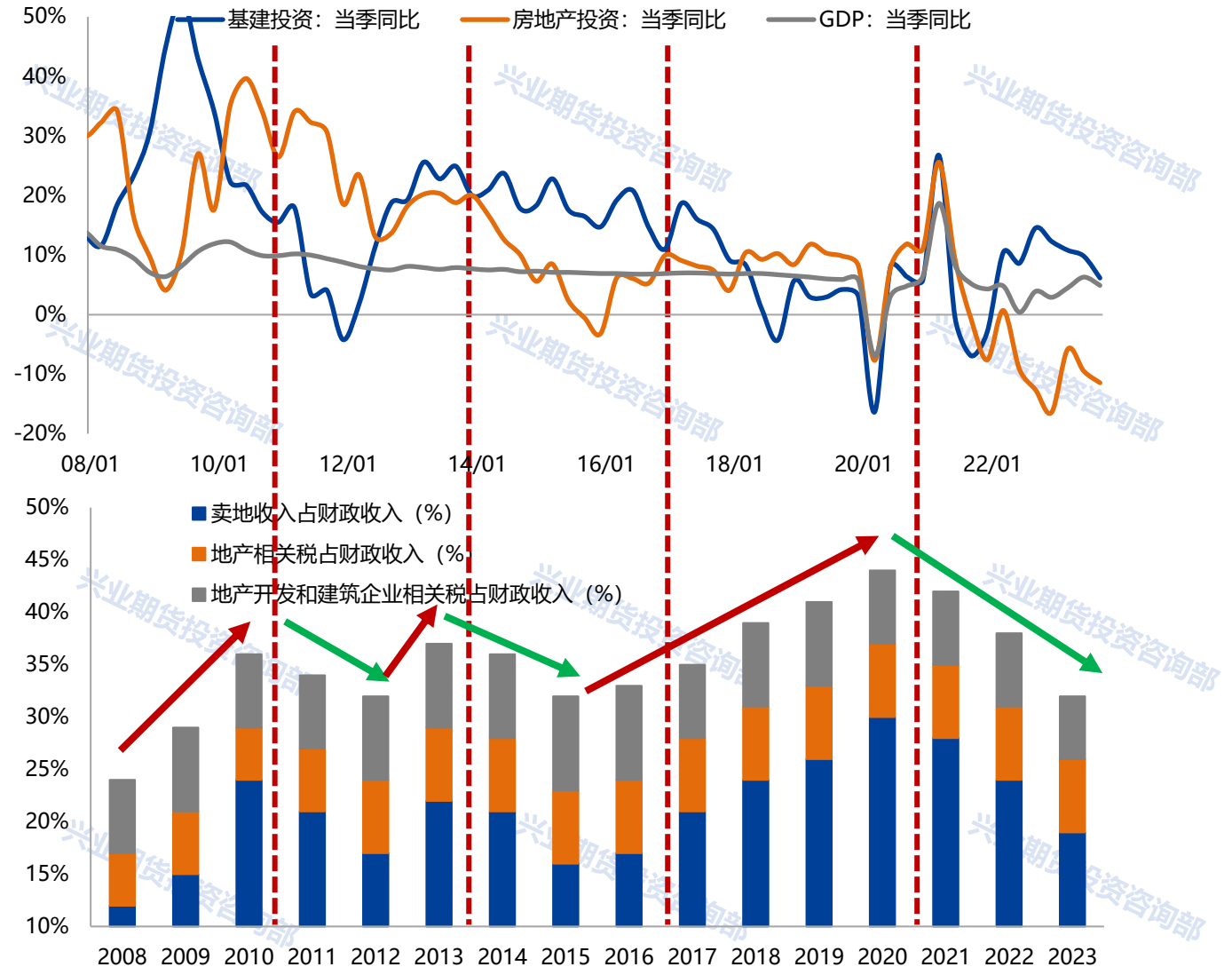
从经济周期、库存周期看，今年经济增长目标完成的难度不大，只需在去年低基数基础上，四季度GDP同比增长4.4%即可实现全年5%的增长。根据今年财政收支进度，年初规划的预算赤字尚未用满。1-9月广义财政（公共财政+政府性基金）赤字规模为5.9万亿，时序进度为82.7%，而去年同期广义财政赤字规模接近7.2万亿，进度96.7%。且10月13日公布的十四届全国人大常委会第六次会议议程，也未提及批准国务院增发国债的相关信息。基于以上分析，本次财政政策的调整，超预期且超常规。



从政策效果看，本次预算调整为今年四季度至明年一季度提供了较大规模增量财政资金。1万亿国债、2023年新增地方政府专项债限额结余、2024年新增地方政府专项债提前批，合计可提供增量财政资金约3.68万亿，其中主要资金可能将于明年一季度形成实物工作量。上述政策将有效熨平财政政策跨年力度，并为明年财政发力前置打下基础。



- 此外，2024年财政发力的结构也将出现较大改变，呈现出明显的“中央加杠杆+地方防风险”的特征。
- 由于国内地产周期大幅走弱且暂难改善，严重拖累了地方财政收入能力，而2023-2026年地方政府面临偿债高峰的支出压力，地方财政收支再平衡的压力巨大。
- 而我国中央政府杠杆率大幅低于G7国家，中央政府具备较大的加杠杆潜力。因此，通过中央加杠杆来弥补地方财政收支偏弱的影响是有必要且可行的。
- 本次调整财政预算，也印证了这一趋势。1万亿国债基本结转地方使用，并助力财政预算赤字率突破3%，来到3.8%。



## 国外经济：政策信号积极，预期可以更乐观

- 本次财政预算调整，不仅提供了增量财政资金支持，更给出了明确的积极政策信号。我们认为，对于未来，无论是政策还是经济增长均可以更乐观一些。
- 首先，四季度国内政策不会“躺平”，且大概率会迎来新一轮稳增长政策。明年可能将迎来财政大年，政策节奏上，今年四季度至明年一季度政策将连续发力，明年财政支出前置奠定基础。
- 其次，2024年经济增速目标可能维持5%左右不变。
- 有政策保驾护航，经济复苏的趋势将得到巩固，利多风险资产价格，利空避险资产价格。



# 国债

T

01

债券发行超预期加码，供给压力不断抬升

02

货币政策存宽松空间，但时间存不确定性

03

市场信心受提振明显，机构行为负反馈仍可能发生

04

债市估值偏高，十债期货逢高布空

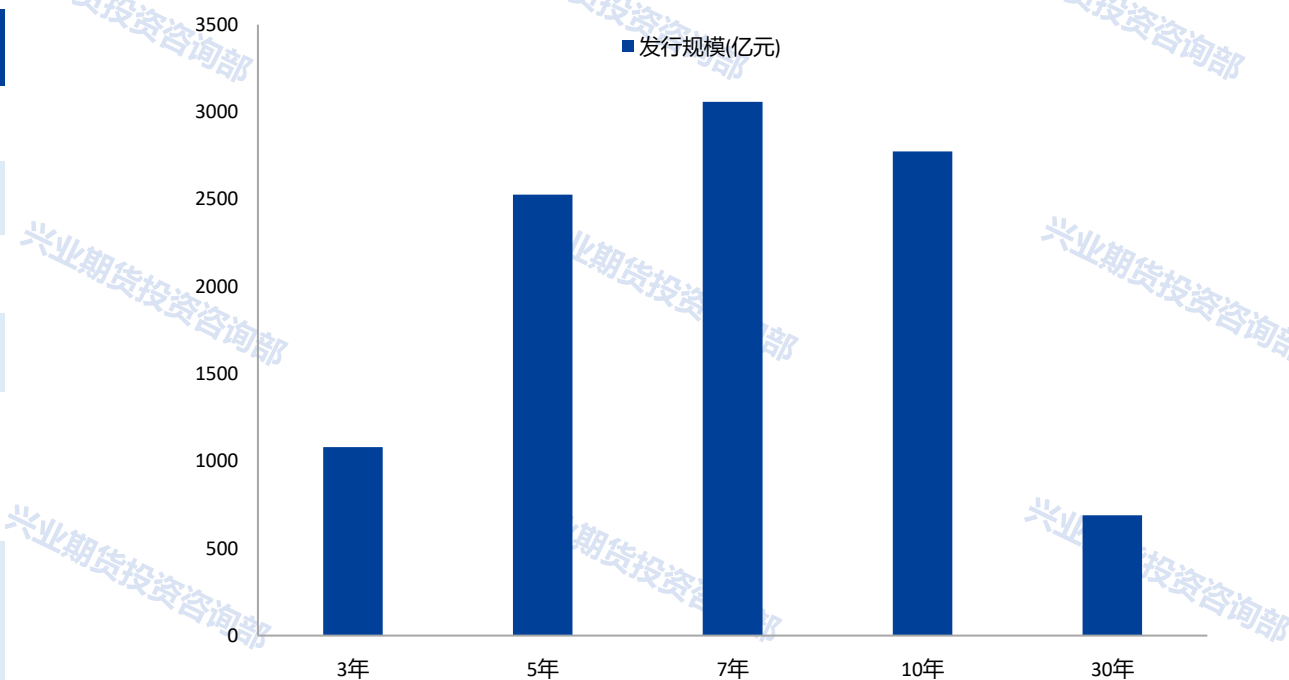
□ 本周一万亿特别国债发行落地，对比历史上三次特别国债发行情况来看，本次1万亿国债大概率在11月、12月发行完毕，节奏偏快。叠加近期特殊再融资债的集中发行，债券市场供给压力抬升明显。

□ 从期限结构上来看，特别国债发行期限大概率将集中在10年，而目前特殊再融资债的发行期限也主要集中在7年和10年，供给压力主要集中在中长端。

历史上3次特别国债发行情况

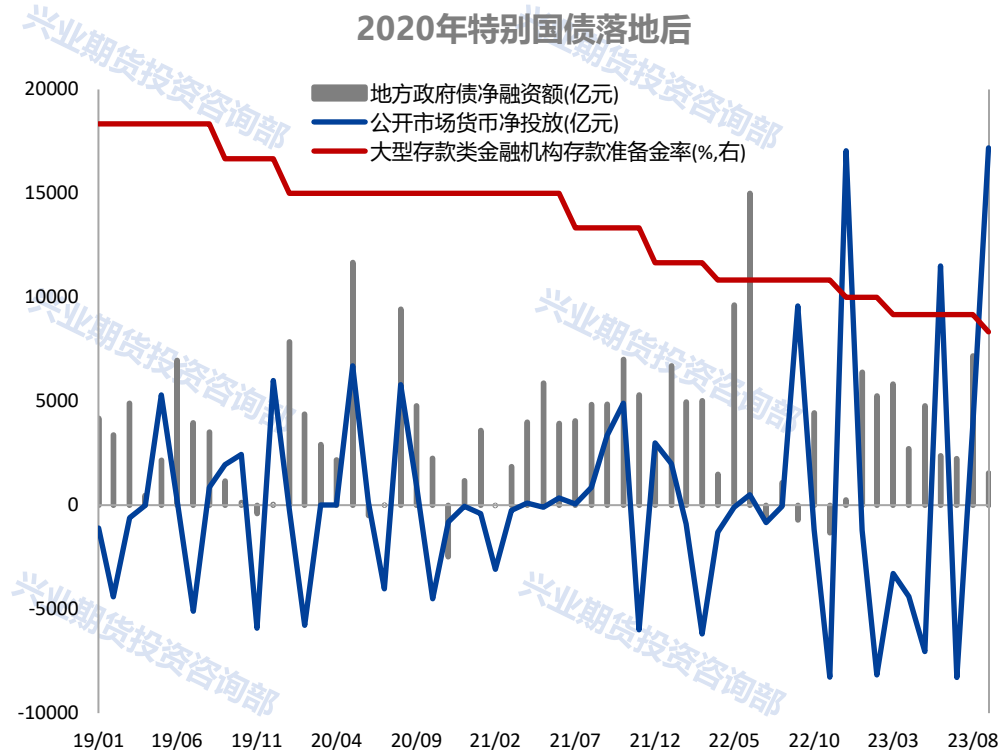
项目	第一次	第二次	第三次
发生时间	1998年	2007年	2020年
发行规模	2700亿元	1.55万亿元	1万亿元
发行方式	定向	定向1.35万亿，公开2000亿	全部市场化发行
发行期限	30年	10年、15年	10年为主，部分5年和7年
资金用途	补充四大行资本金	向央行购买外汇，成立中投公司	用于公共卫生体系建设和抗疫相关支出，保障地方财力
付息方式	中央本级预算支出	中央本级预算支出	利息有财政部承担，本金有中央和地方按3:7比例偿付

特别再融资发行期限结构(截止12.27)



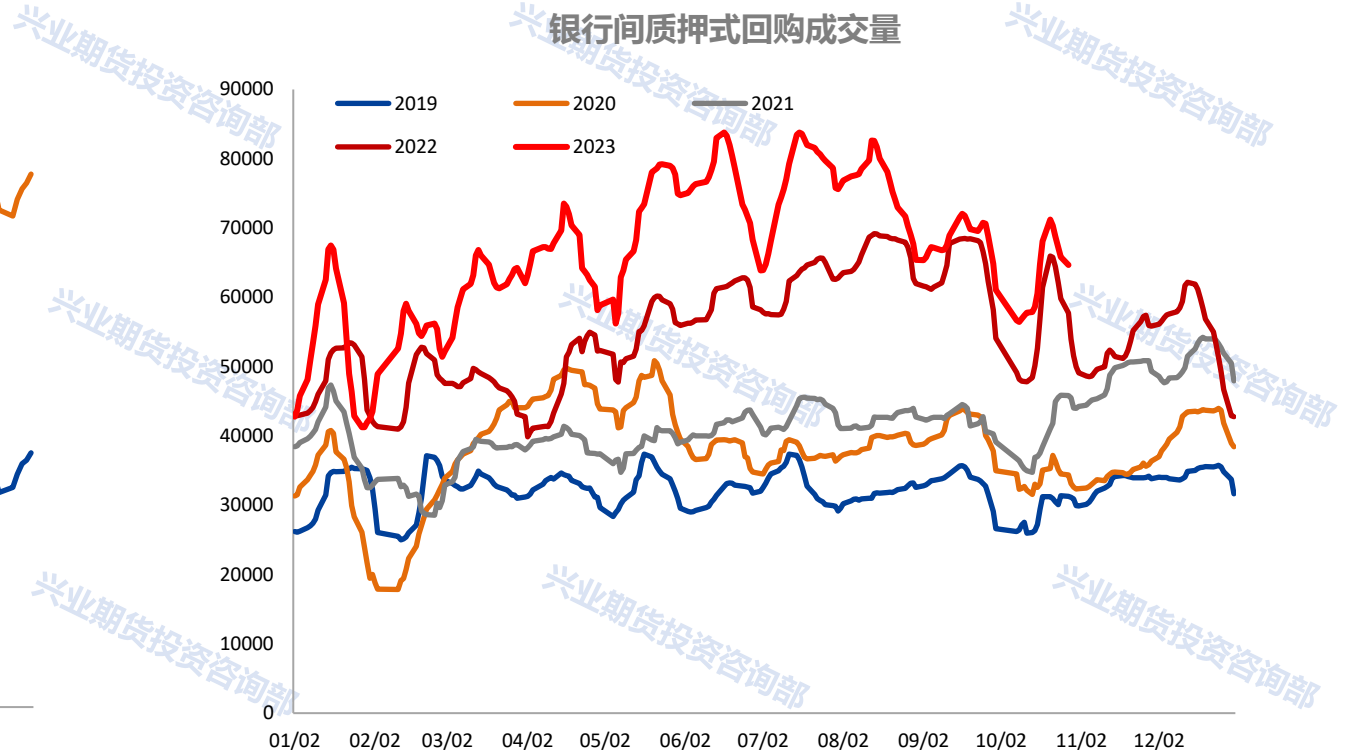


- 从历史来看，当政府债券供给压力加大时，央行通常会通过加大公开市场投放或者降准等方式释放流动性，以对冲债券供给的压力。
- 但从目前外部环境来看，汇率压力对宽货币存在一定程度的制约，短期内进一步流动性宽松发生的概率或偏低。



2020年是最近一次的特别国债发行，具有一定的借鉴意义。从上一轮表现来看，即使央行通过降准降息的方式在市场释放流动性，但宽财政对资金的消耗仍将对债市形成了负面拖累。

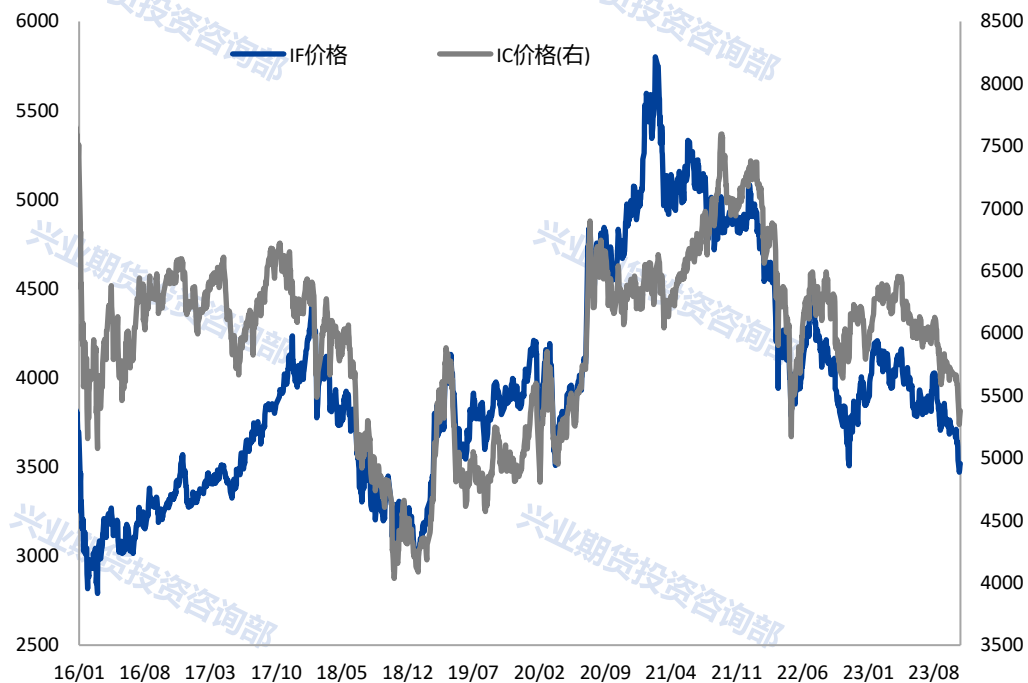
虽然机构在8月债市回调后，杠杆、久期均有所调整，四季度再度发生负反馈的程度大概率不及去年。但目前仍处于相对偏高的水平。且四季度配置盘增持的意愿相对下降，叠加特别国债和再融资债的发行，将进一步拖累配置需求，同时交易盘止盈意愿抬升。



企业利润延续两位数增长，叠加目前库存数据也出现了见底迹象，年内盈利情况有望继续改善。叠加特别国债的发行，市场宏观预期将进一步向好，估值偏低的风险资产吸引力抬升，加剧债市回调压力。

虽然机构在8月债市回调后，杠杆、久期均有所调整，但目前债市仍处于相对偏高的水平，配置盘需求存拖累，交易盘止盈意愿抬升。四季度再度发生负反馈的程度虽可能不及去年，但回调仍较高。

### 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

业绩端有胜率、估值端有高赔率，看涨策略盈亏比显著占优

02

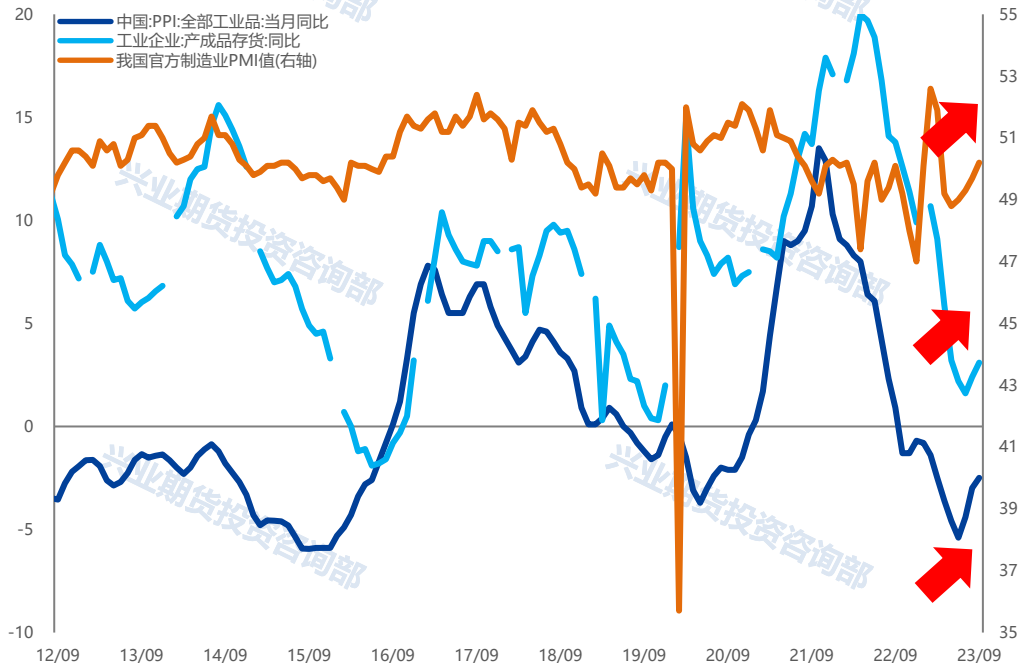
ETF股基份额增幅显著，持续支撑、提振市场情绪

03

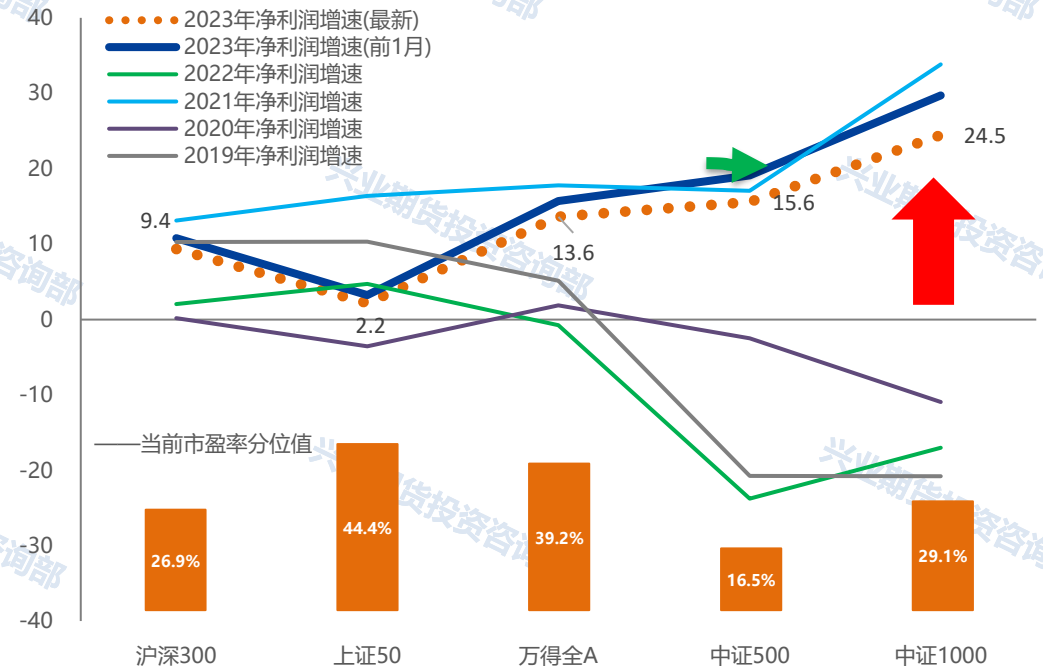
从稳健性、交易价值看，沪深300指数仍为最佳多头

- 从最新3个月以来的主要指标看：进入2023年第4季度后，国内信用、库存、经济周期三者已处共振上行阶段，叠加政策面“稳增长”的导向和措施进一步强化，均利于通缩状态的改善及逆转、景气度走强。基于此，中观面盈利回暖大势明确、分子端驱涨动能将持续体现。
- 而从A股主要指数的Wind一致性净利润增速预期看：因经济复苏强度较为温和、近月来其绝对值略有下修，但其相对增幅较2022年依旧显著，即从边际增量视角看，其预期涨势弹性较大。
- 再结合相关指数估值匹配度看：A股市盈率整体处相对或绝对低位区间，其对利空的钝化效应较强、下行空间有限，为多头策略提供高盈亏比。

### 我国PMI值、PPI值、工业企业库存值变化对比（截至2023年9月）

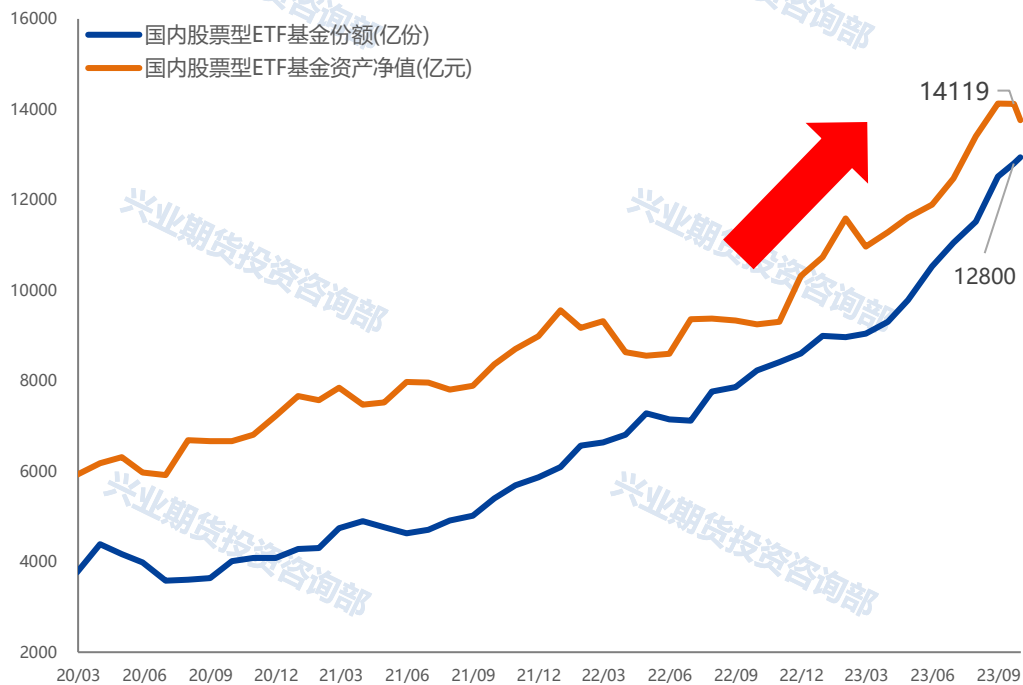


### 国内A股主要指数净利润增速预期值、估值对比（截至2023.10.27）

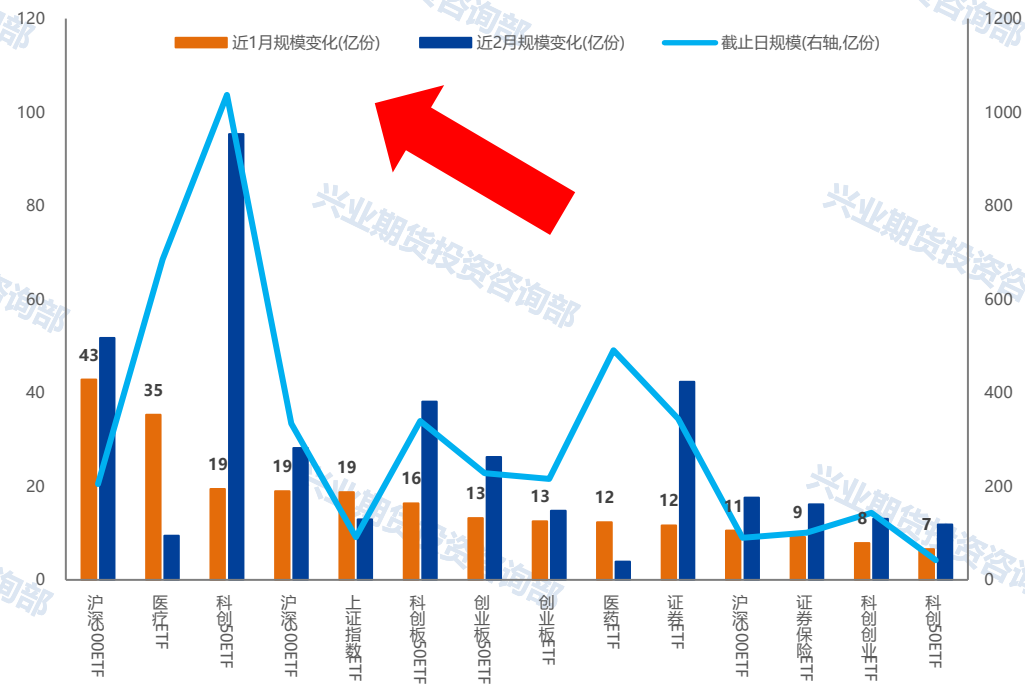


虽然当前A股整体交投份额相对平淡，但从股票型ETF基金总体、及部分代表型ETF基金的份额变化看、市场持续存在结构性的积极信号：一是其“逆势入场”交易特征对行情构成支撑，二是印证中长线资金的乐观情绪。

A股股票型ETF份额、净值变化情况（月度值，截至2023.10.27）



近月来A股代表型ETF基金份额变化情况（截至2023.10.27）



# 金融衍生品策略（股指）：从稳健性、交易价值看，沪深300指数仍为最佳多头（1）



从行业选择看：虽然未来国内政策、经济环境均利多A股，但就目前而言，其盈利改善强度、拐点节奏均待进一步验证确认，故仍宜持稳健配置思路。具体而言，从各板块业绩增速幅度和确定性、估值水平、股息率等方面评价。基于此，相关入选行业在沪深300指数、上证50指数、中证500指数、中证1000指数中占比分别为50.6%，48.9%，42.9%和39.3%，即沪深300指数占优。

另从过往历史统计规律看，在经济温和或弱复苏阶段，大金融、顺周期、大消费和稳定等风格类型表现相对更佳。从相关性看，沪深300指数对上述相关风格兼容性亦最高。

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2023.10.27）

A股主要规模指数、风格指数相关系数情况（近6月，截至2023.10.27）

简称	最新总市值 (亿,2023.10.27)	最新市净率 (LF)分位值	前1月市净率 (LF)分位值	最新净利润 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	10662	0.3%	5.1%	12.6%	7.3%	12.0	4.90	2.4	0.0	2.4	0.9	1.2
建筑施工	15540	0.5%	10.2%	14.9%	23.0%	9.3	2.73	2.2	3.4	1.0	2.1	1.8
房地产开发和运营	12796	0.6%	3.7%	358.2%	367.9%	1.4	2.10	1.5	1.4	1.3	2.0	1.5
新能源动力系统	14421	2.2%	5.4%	32.1%	35.2%	13.8	0.79	3.6	0.0	1.7	1.8	1.7
半导体	33180	2.6%	1.5%	-6.8%	55.2%	6.2	0.29	4.2	2.7	4.9	3.5	3.8
环保及公用事业	9067	2.8%	5.8%	25.7%	12.2%	8.1	1.80	0.1	0.0	0.9	2.0	1.0
白色家电II	8447	3.7%	7.5%	15.3%	10.9%	9.8	4.29	2.9	1.4	0.0	0.2	1.0
消费电子	12864	6.5%	7.8%	15.3%	72.2%	7.9	1.00	1.7	0.0	2.7	2.0	1.5
酒类	42699	6.7%	18.5%	20.4%	20.1%	24.3	2.41	10.5	18.8	0.8	1.0	4.9
专用机械	16142	9.5%	15.4%	39.4%	36.9%	9.8	1.10	0.4	0.0	2.4	2.7	1.9
电源设备	18380	13.3%	16.6%	24.4%	24.0%	14.9	2.00	3.8	4.3	1.6	2.0	2.1
工业金属	8876	14.1%	26.6%	14.5%	21.0%	10.9	1.91	0.5	0.0	3.2	2.2	1.0
保险II	23963	16.3%	25.7%	30.4%	21.1%	11.2	3.14	4.0	8.8	0.0	0.1	2.7
电气设备	15548	16.9%	24.7%	24.6%	16.1%	11.3	1.20	1.8	2.5	1.7	2.9	1.8
通用设备	11153	16.9%	25.1%	37.6%	37.3%	8.4	0.86	0.2	0.0	1.8	3.2	1.3
计算机设备	10551	17.2%	35.7%	52.4%	33.2%	9.6	1.33	1.3	0.0	1.7	1.2	1.2
航空航天	8535	20.0%	25.1%	47.4%	33.8%	6.8	0.51	0.8	0.8	2.6	1.0	1.0
其他军工II	9116	20.8%	24.1%	69.9%	39.8%	8.0	0.63	0.8	0.0	2.1	2.3	1.0
通信设备	9587	24.7%	52.9%	26.8%	38.1%	8.9	0.76	0.7	0.0	2.4	2.8	1.1
证券II	32659	29.2%	26.7%	27.2%	14.2%	6.9	1.44	6.1	3.7	6.6	1.1	3.7
中药生产	10218	33.0%	50.0%	40.3%	40.2%	8.4	1.62	1.0	1.3	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)								50.6	48.9	42.9	39.3	38.3

指数	沪深300	上证50	中证500	中证1000	金融	周期	消费	稳定
沪深300	1.00	0.90	0.95	0.88	0.34	0.59	0.96	0.93
上证50	0.90	1.00	0.79	0.67	0.58	0.52	0.90	0.81
中证500	0.95	0.79	1.00	0.98	0.09	0.44	0.92	0.94
中证1000	0.88	0.67	0.98	1.00	-0.11	0.39	0.86	0.87
金融	0.34	0.58	0.09	-0.11	1.00	0.45	0.29	0.26
周期	0.59	0.52	0.44	0.39	0.45	1.00	0.58	0.45
消费	0.96	0.90	0.92	0.86	0.29	0.58	1.00	0.87
稳定	0.93	0.81	0.94	0.87	0.26	0.45	0.87	1.00
总计	2.82	2.80	2.39	2.01	/	/	/	/

周期:日线 2023/04/29 - 2023/10/29

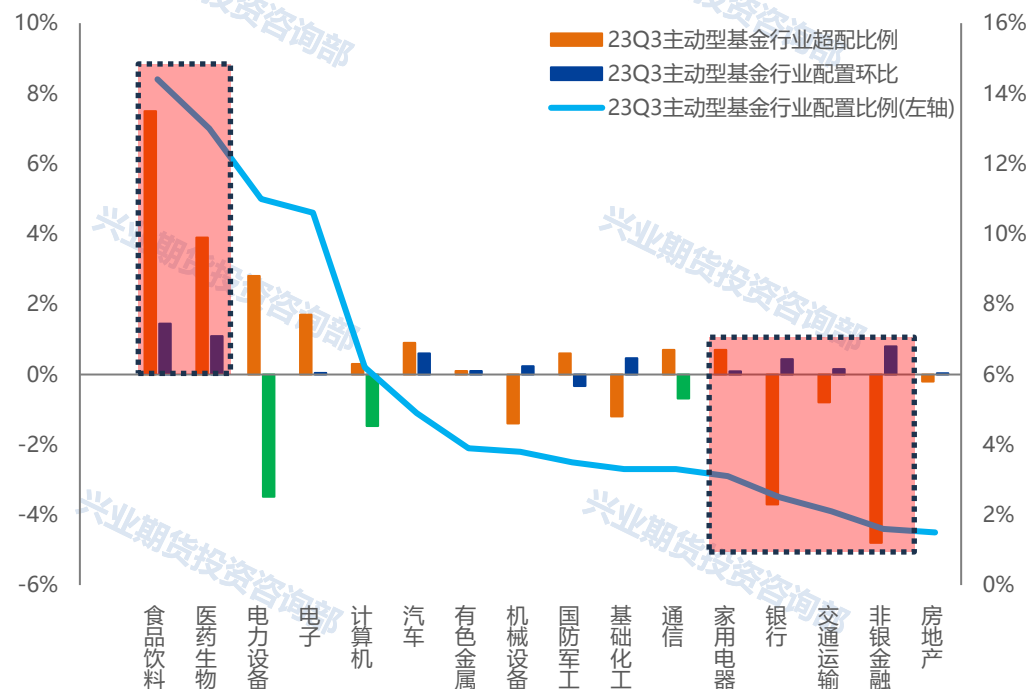
## 金融衍生品策略（股指）：从稳健性、交易价值看，沪深300指数仍为最佳多头（2）



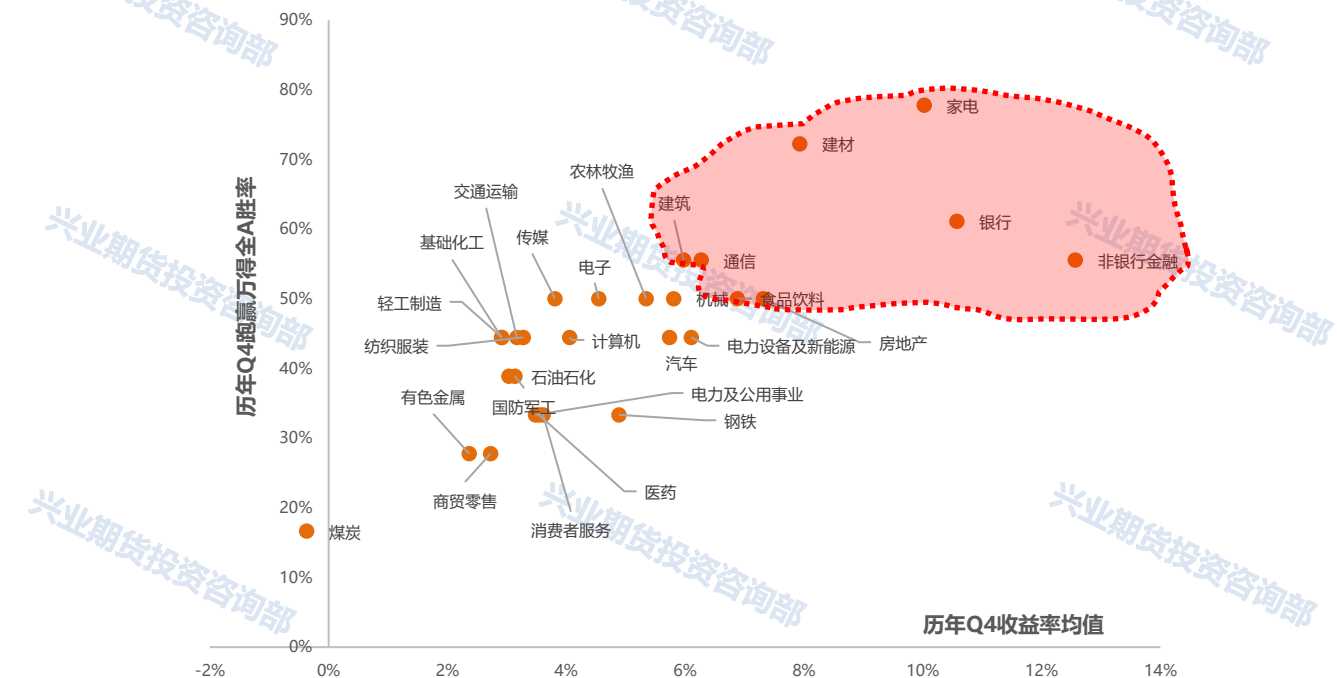
再从微观交易价值看：（1）按最新23年Q3主动型股票基金重仓行业配置情况看，大消费、大金融、顺周期相关行业配置占比整体已有较为明显的抬升，而成长股相关行业配置则显著下降。故从资金面看，上述价值风格相对更易形成正反馈；（2）再从“日历效应”看，历年第4季度价值板块整体亦有较佳表现，而其主要构成行业在沪深300指数占比总和亦最高。

综合看，沪深300指数依旧为当前阶段最适宜多头标的。

### 23Q3主动型股票基金行业配置情况（截至2023年9月）



### 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）







# 沪铝

AL

01

国内产量增长受制约，进口绝对量有

02

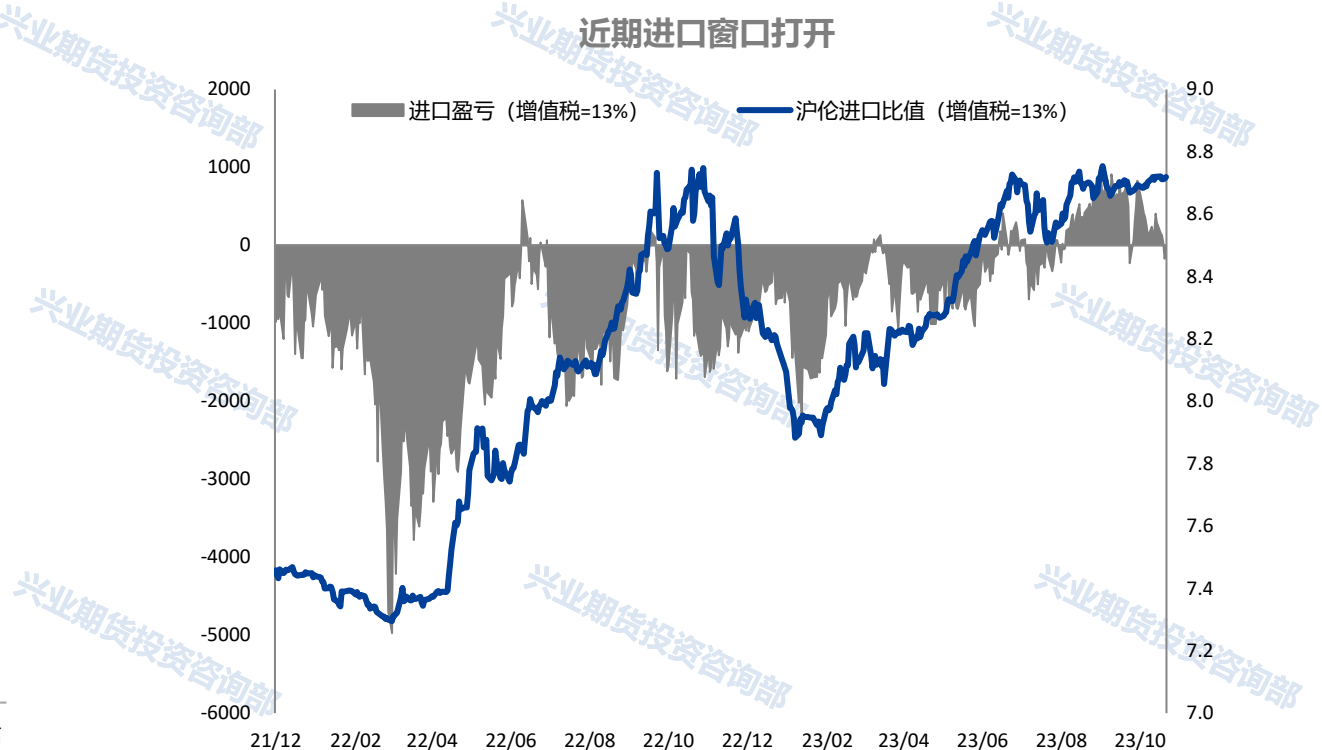
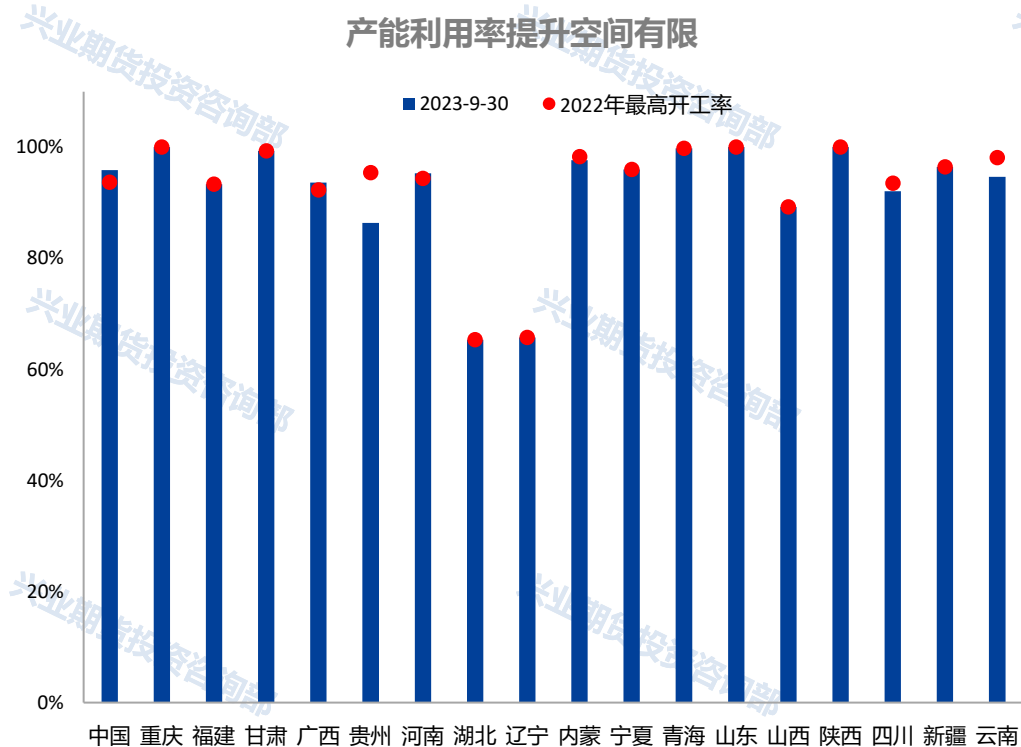
需求保持增长，下游开工率尚可

03

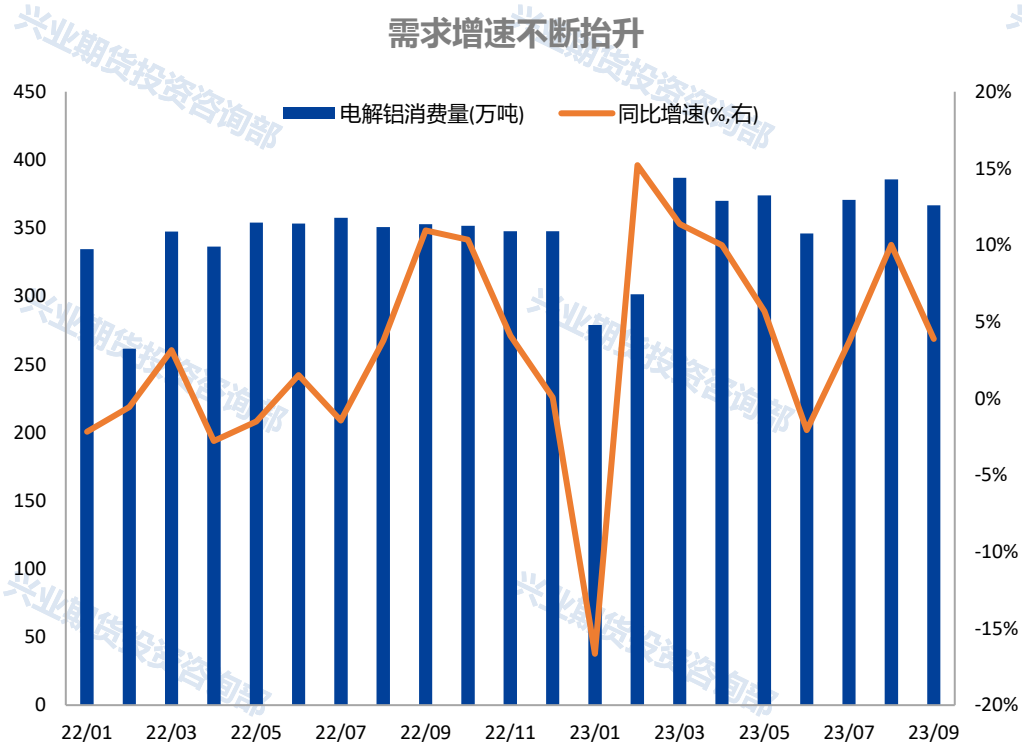
低库存低估值下，沪铝支撑明确

□ 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。

□ 近期由于内外盘铝价差异，进口窗口打开，进口量有所增加，但我国铝进口占比偏低，基本维持在5%以下的水平，且近期进口利润有所缩窄，进一步增量不足。



- 近期刺激政策再度加码，对下游传统需求存在提振，此外新能源需求保持乐观，因此整体需求端存在潜在利多。
- 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。



### 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	56.09			
铝型材开工率(%)												
2018	59.31	35.34	62.63	61.23	61.47	58.05	54.56	53.38	54.11	56.30	55.39	53.82
2019	33.32	25.07	55.02	57.35	58.16	56.37	53.67	53.14	54.77	55.75	58.41	57.33
2020	30.73	13.23	51.71	59.47	60.05	58.26	54.70	51.80	53.65	53.73	54.44	55.79
2021	50.83	38.32	50.92	57.72	57.99	52.61	52.00	51.88	51.14	53.13	54.38	53.73
2022	51.23	41.69	49.92	53.19	56.20	57.33	53.40	51.06	52.86	53.38	52.78	51.08
2023	34.63	50.67	55.02	54.52	50.52	50.41	50.74	49.10	53.32			
铝板带箔开工率(%)												
2018	65.20	47.80	63.40	67.60	65.20	63.40	58.86	61.20	63.20	65.70	70.10	72.11
2019	52.80	50.20	72.60	74.80	73.20	67.10	63.20	61.55	65.20	65.80	65.80	58.70
2020	51.43	38.07	58.30	75.60	64.99	65.20	63.05	65.26	72.76	70.43	67.83	65.62
2021	68.38	54.67	72.42	78.23	76.68	73.77	72.34	73.59	72.52	72.13	72.39	73.19
2022	72.77	71.46	72.21	71.76	73.28	68.28	67.82	65.95	70.01	67.88	64.32	62.03
2023	53.24	64.91	69.31	67.59	66.35	64.89	64.69	60.80	66.95			



# 碳酸锂

LC

01

短期供应有回暖迹象，未来产能扩张速率稳定

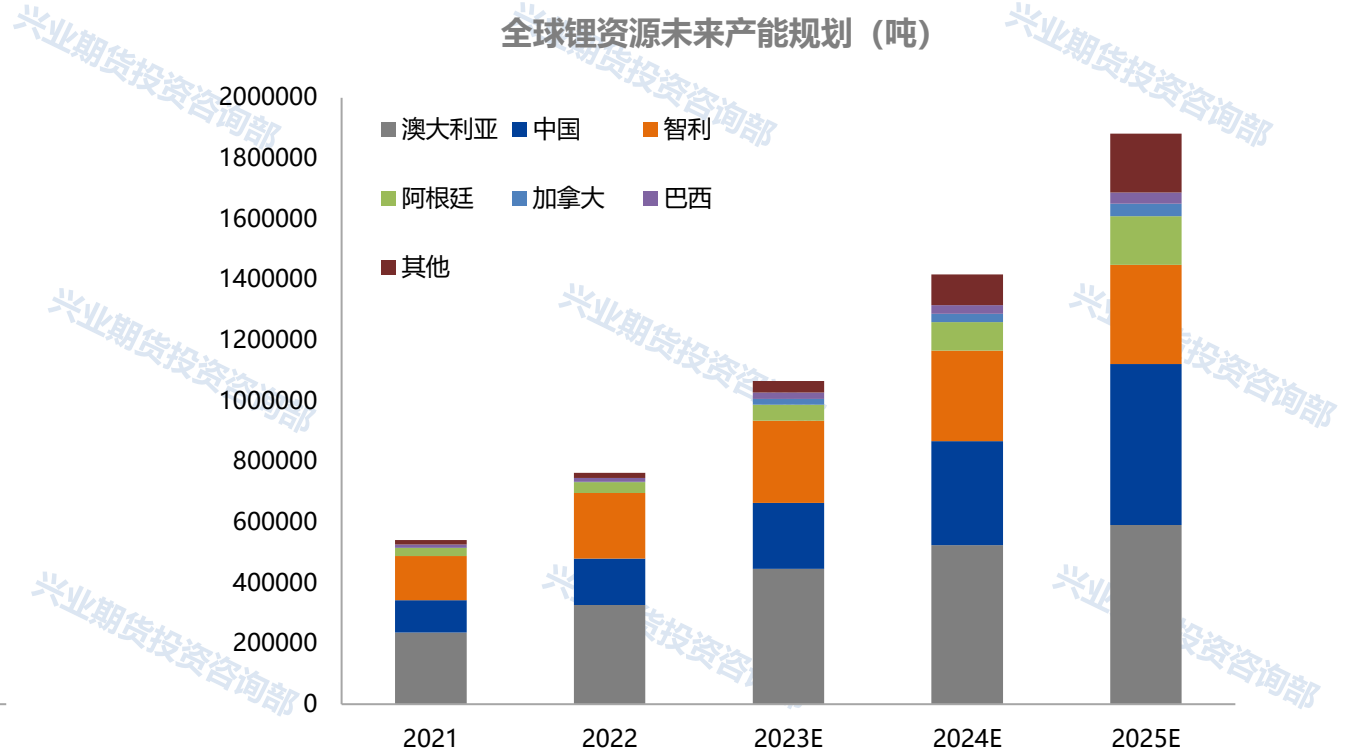
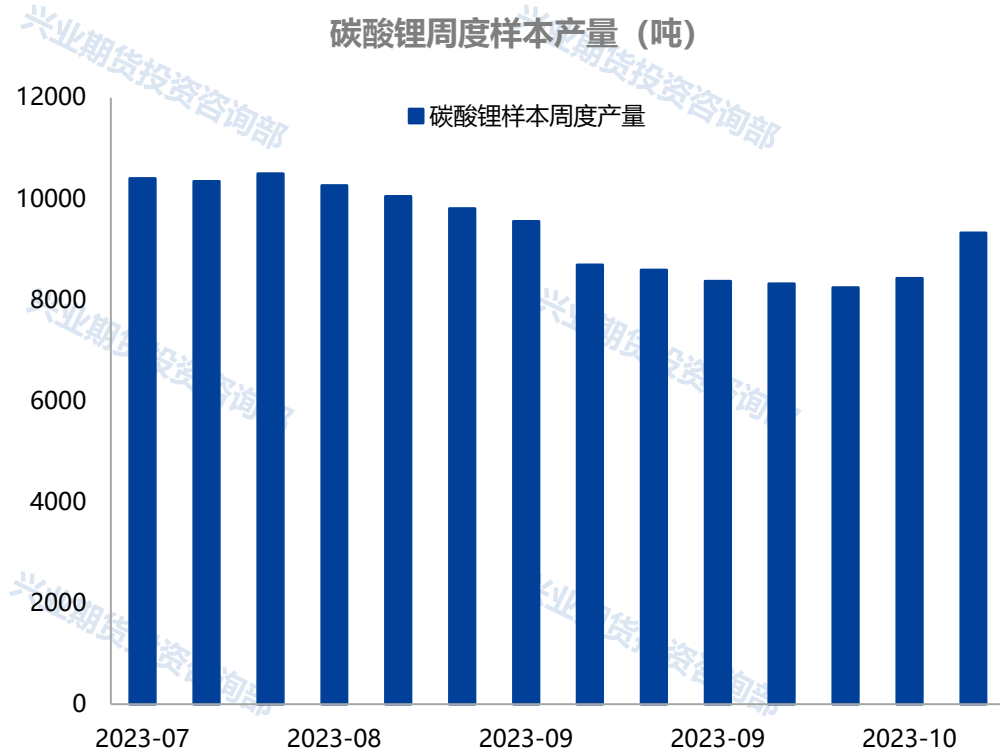
02

材料厂生产扰动较多，电池环节累库压力仍存

03

现货采取点价策略，冶炼厂重回累库进程

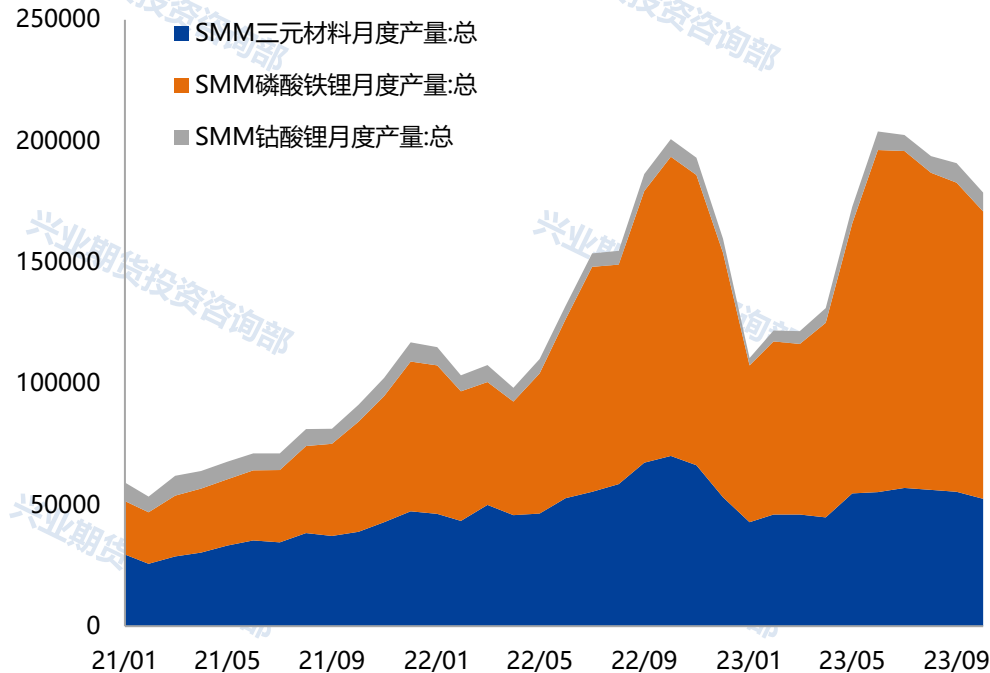
- 产量方面，周度样本数据显示碳酸锂产量有小幅回升，主要受现货价格前期反弹所致但持续时间仍有待观察。预计四季度产量整体呈现下滑走势，一方面盐湖提锂受季节性因素影响，一方面外购原料企业生产利润相对不足，且据悉小部分厂商已尝试转做代工模式。
- 产能方面，从近年历史数据看，全球锂资源产能扩张速率呈现稳步向上局面。结合各国锂资源政策已初具雏形且不断完善，当前供给格局大概率将维持，澳大利亚、中国及智利仍将占据超6成以上份额；增量环节阿根廷及非洲各国绿地项目投建情况值得长期跟踪。



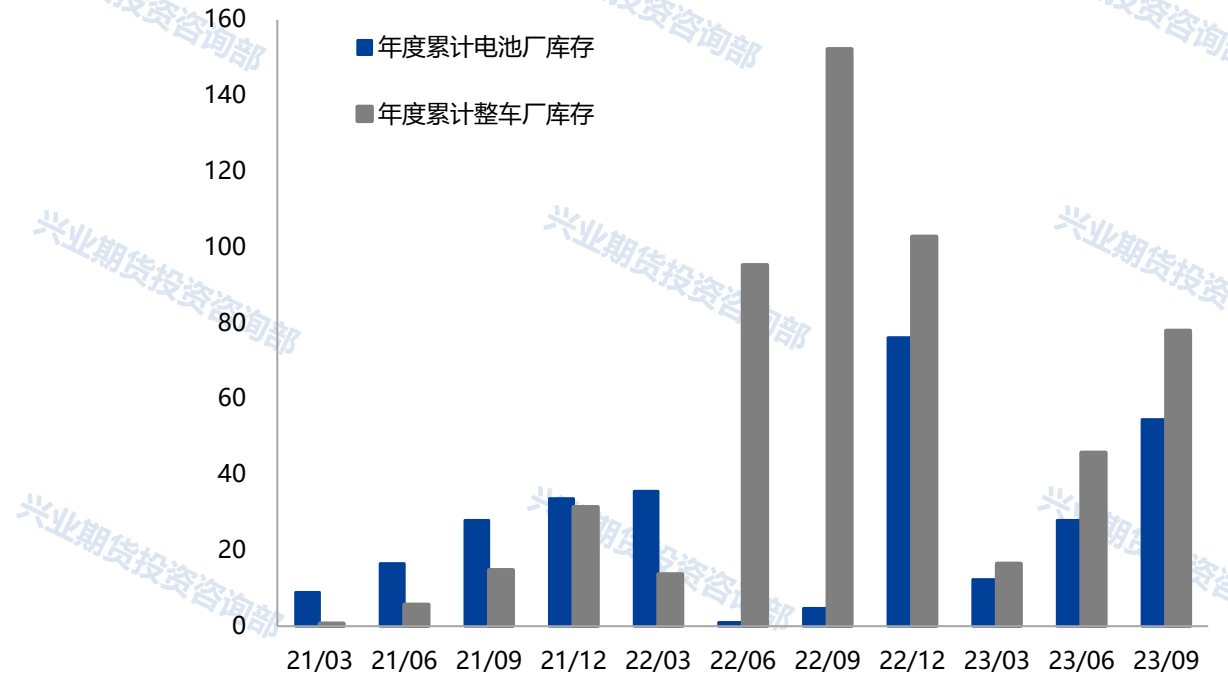
□ 正极材料方面，正极材料环节影响企业排产的因素相对分散。上游锂盐厂挺价惜售现象并未有明显改观，使得原料成本维持相对高位；下游电池厂对自身的利润管控，使得其对材料厂报价极为敏感。由于上下游持续施压，预计材料厂开工生产情况波动幅度较大。

□ 动力电池方面，经历前两年新能源车市场的疯狂扩张，行业已进入阶段性产能过剩状态。虽然终端需求增速同比呈现下降态势，但电芯厂产能扩张脚步并未随之停歇。这也将导致电池厂累库情况相对前期有所加剧，预计行业发展需等待企业进一步产能优化升级。

### 正极材料月度生产情况（吨）



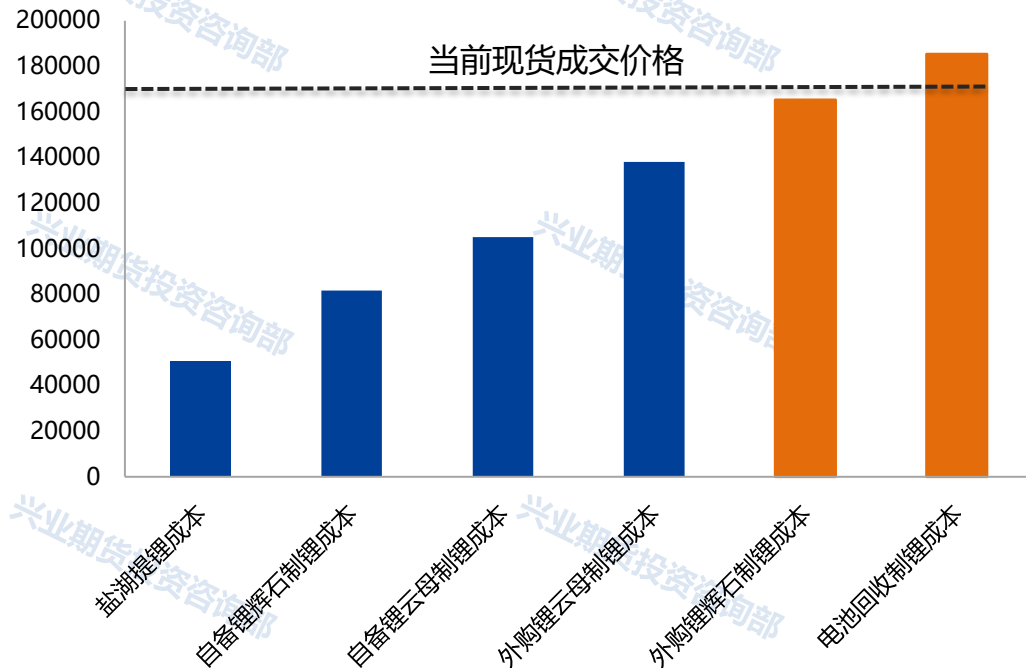
### 国内动力电池库存情况（GWh）



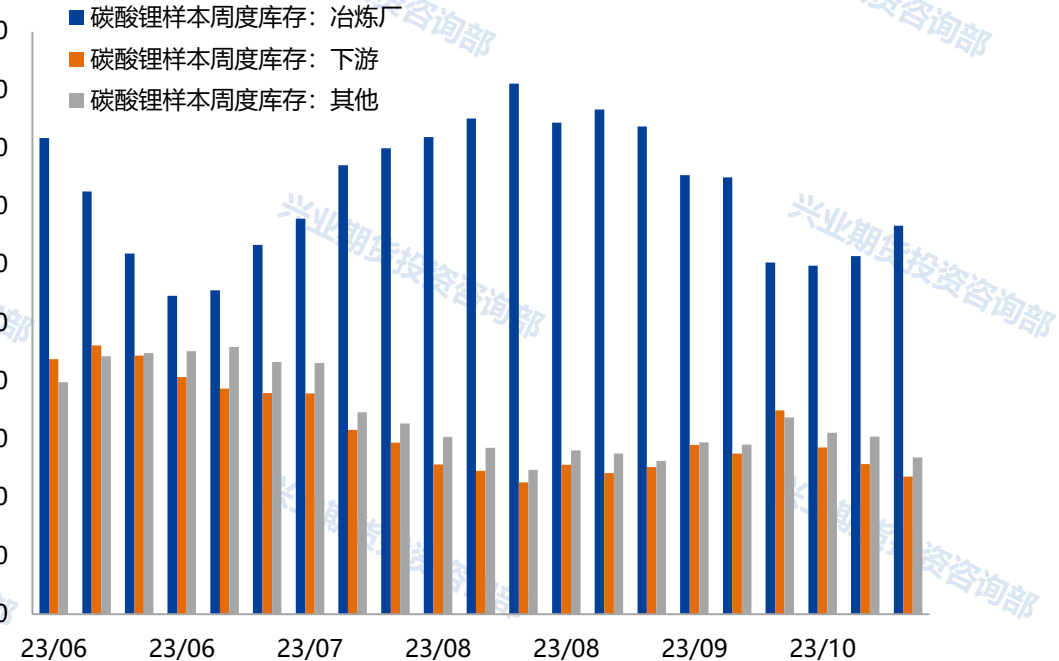
成本方面，全行业亏损产能占比开始逐步收缩。由于澳矿自身经营情况发生改变，导致相关企业近期态度开始缓和，锂盐原料成本呈现持续下行。此外当前期现相关性进一步增强，目前已有少量交易采用期货点价模式，预计现货市场的长期趋势将向期货盘面靠拢。

库存方面，行业层面碳酸锂维持去库但进度已逐步减缓。主要由于市场供需双方博弈情况持续，上游挺价而下游压价导致市场成交意愿降低，交投活跃度处于历史底部区间。预计当前库存去化过程仍将需要一定时日，可根据下游企业未来排产情况判断去库速率。

### 最新碳酸锂生产成本分布（元）



### 碳酸锂周度库存统计（吨）





# 橡胶

RU

01

车市消费潜力得到激发，轮企开工维持高位

02

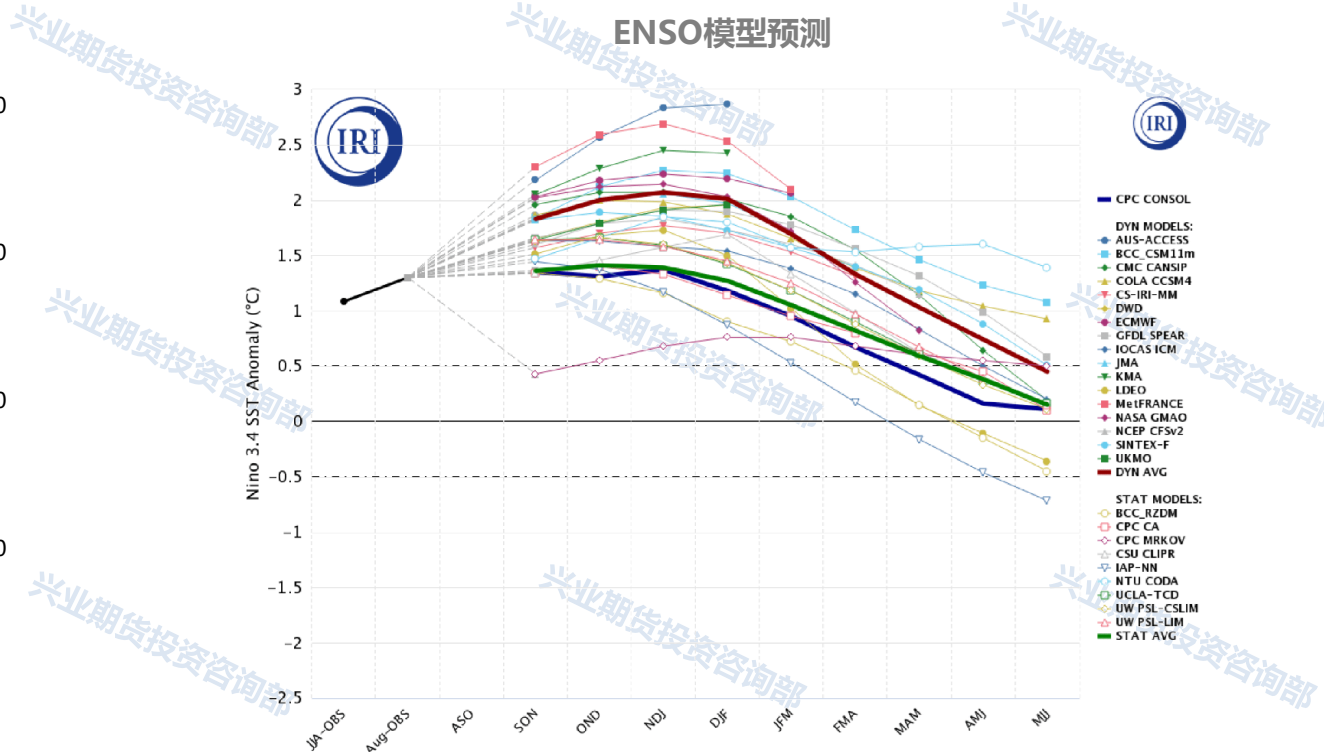
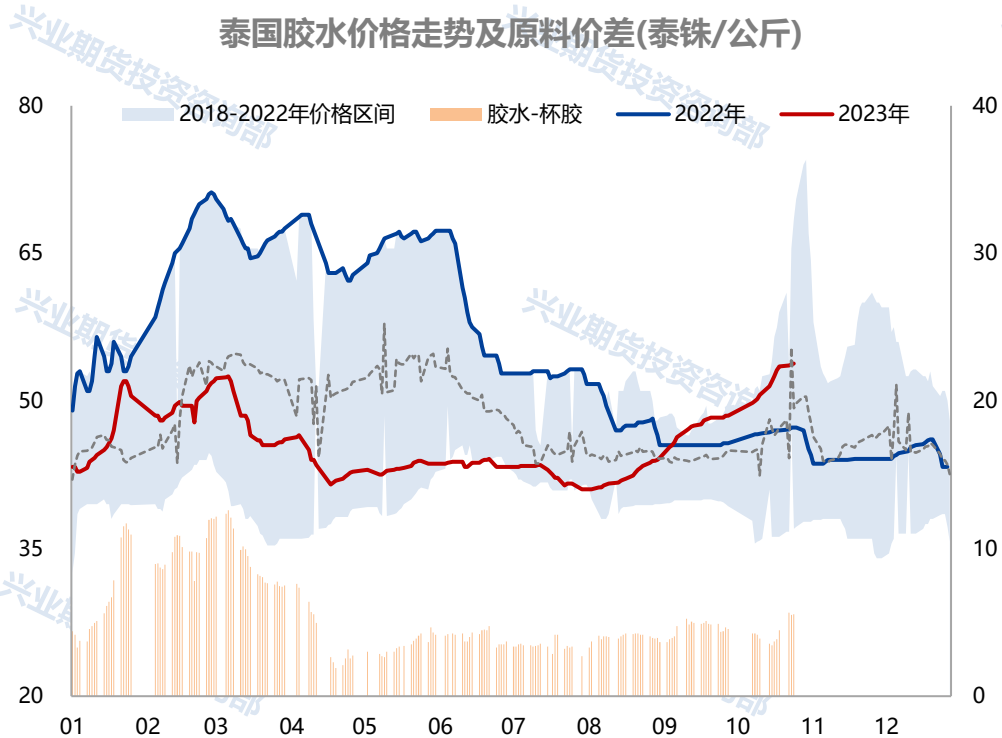
原料价格表现出较强韧性，气候影响或有概率加剧

03

港口库存继续降库，基本面积积极因素占优



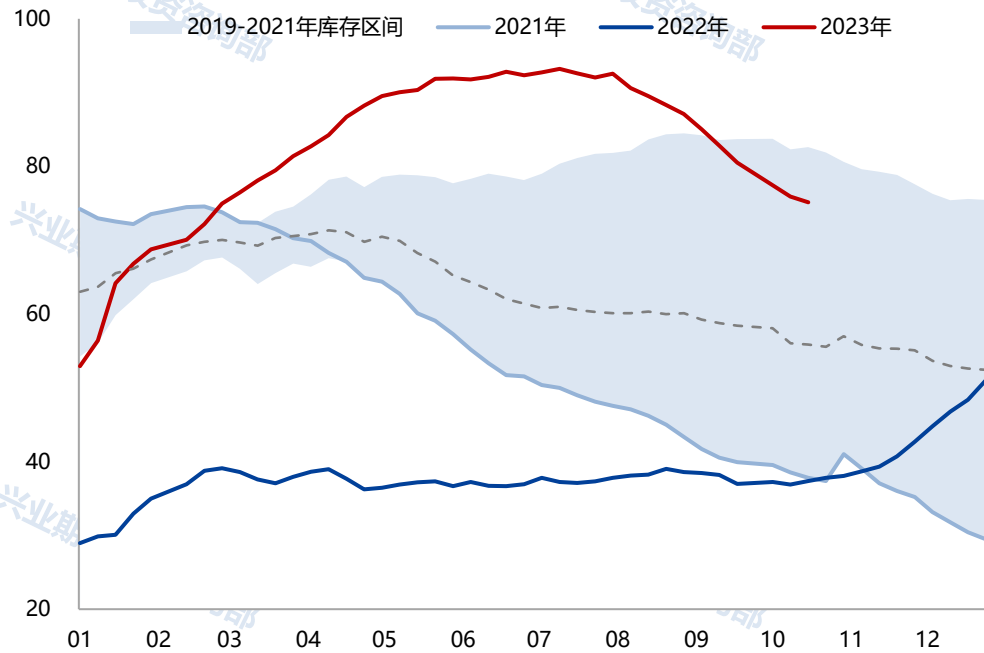
供应方面，国内产区已步入旺产季下半程，原料生产增长有限，而泰国各地产量释放亦不及预期，合艾市场胶水走势位于同期高位水平，价格表现韧性抬升加工成本；考虑当前厄尔尼诺现象仍处峰值强度，IRI模型预测本轮ENSO事件大概率将持续明年一季度之后，极端天气对天然橡胶供应端的负面影响料逐步加剧。



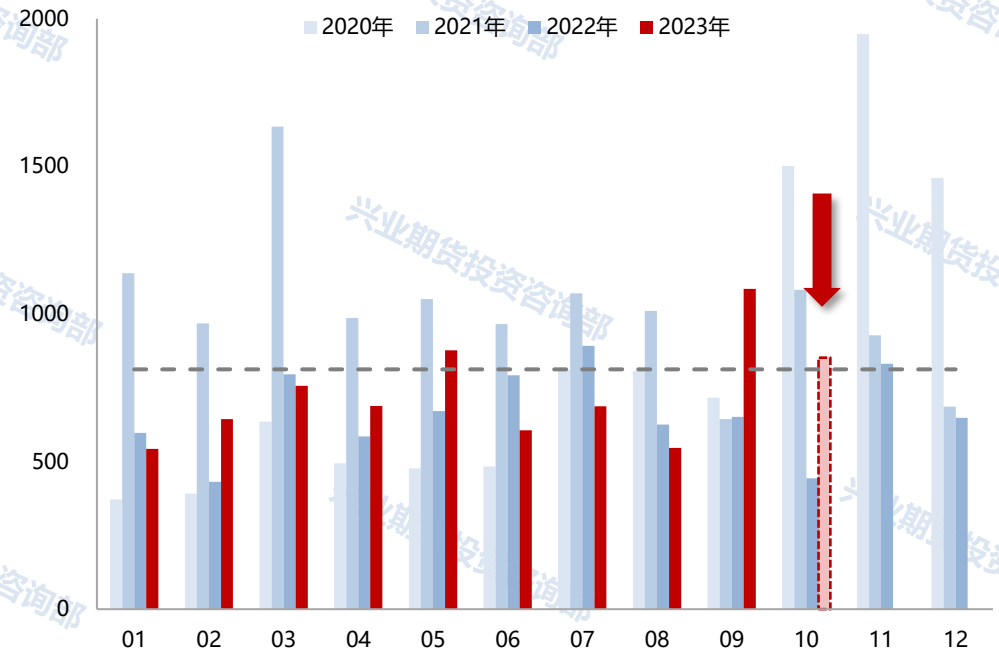
□ 库存方面，保税区入库率增长带动区内库存小幅反弹，但青岛港口整体库存依然处于降库区间，而云南现货库存相对平稳、沪胶仓单注册量处于低位，橡胶库存结构维持改善趋势。

□ 综合来看，政策施力效用显现，车市产销延续复苏态势，轮胎开工意愿积极，天胶需求预期乐观，而原料产出仍受制于气候影响，港口库存维持去库之势，供减需增支撑价格中枢上移，沪胶上行驱动相对更强。

### 青岛现货库存水平(万吨)



### 沪胶指数月度累计成交状况(万手)



# 纯碱

SA

01

供给增长利空基本明牌，四季度最高累库130-140万吨

02

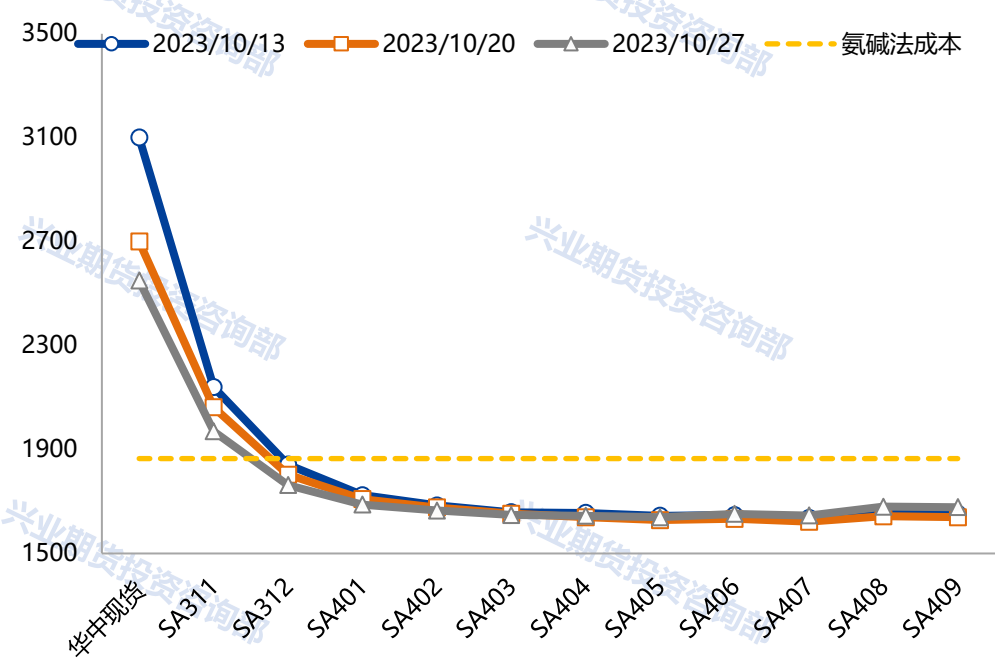
纯碱远月估值较低，仍具备长期多配的价值

□ 供应增长的利空基本明牌：（1）按照乐观的投产预期估算，待新装置投产并达产，国内纯碱月产量可达到320万吨以上，单周产量上限可达75万吨以上，目前每周产量在69-70万吨上下波动；（2）9-10月进口纯碱集中到港，市场传闻规模约为20-30万吨，其中9月纯碱净出口10.4万吨。需求稳中有增，中性情景中，（1）光伏玻璃稳定投产，高利润刺激浮法玻璃复产，轻碱消费平稳。在此情况下，四季度纯碱库存累库幅度在130-140万吨，库存峰值在180万吨上下。

单位: wt, wt/d			纯碱供需平衡表 (更新至10.27)											
			23/01	23/02	23/03	23/04	23/05	23/06	23/07	23/08	23/09	23/10E	23/11E	23/12E
产能 开工率 产量	隆众 (旧产能) 隆众	合计值	3,182	3,182	3,182	3,182	3,182	3,182	3,352	3,502	3,722	3,982	4,012	4,012
		当月值	91%	92%	92%	92%	90%	90%	84%	80%	83%	87%	88%	85%
		当月值	270.0	245.2	273.7	264.9	267.4	258.8	247.4	247.5	267.6	298.3	321.0	316.7
<b>纯碱总供给</b>		<b>当月值</b>	<b>270.0</b>	<b>245.2</b>	<b>273.7</b>	<b>264.9</b>	<b>267.4</b>	<b>258.8</b>	<b>247.4</b>	<b>247.5</b>	<b>267.6</b>	<b>298.3</b>	<b>321.0</b>	<b>316.7</b>
光伏玻璃	运行产能 投产计划	wt/d	8.3	8.2	8.5	8.5	8.8	8.9	9.1	9.0	9.4	9.6	9.8	10.1
		wt/d										0.2	0.2	0.3
光伏纯碱消费量		当月值	48.1	44.0	49.3	48.5	51.1	50.6	53.1	53.4	52.6	56.2	55.5	58.8
浮法玻璃	运行产能 冷修 点火/复产	wt/d	15.7	15.8	15.8	16.1	16.4	16.5	16.7	17.0	17.0	17.0	17.0	18.0
		wt/d										-0.2	0.0	-0.1
		wt/d										0.1	0.0	1.1
浮法纯碱消费量		当月值	93.1	83.8	93.1	91.1	95.8	93.9	97.8	99.1	96.9	100.1	96.7	102.9
轻碱消费量		当月值	112.7	109.0	123.0	92.0	113.6	115.0	110.0	95.0	110.0	110.0	100.0	110.0
净出口 统计局		当月值	15.4	13.2	11.7	14.5	6.4	14.2	15.4	10.8	-10.4	2.0	10.0	10.0
<b>纯碱总消费</b>		<b>当月值</b>	<b>269.2</b>	<b>250.1</b>	<b>277.1</b>	<b>246.1</b>	<b>266.9</b>	<b>273.7</b>	<b>276.3</b>	<b>258.3</b>	<b>249.2</b>	<b>268.3</b>	<b>262.2</b>	<b>281.8</b>
<b>供需差</b>		<b>当月值</b>	<b>0.8</b>	<b>-4.9</b>	<b>-3.4</b>	<b>18.8</b>	<b>0.5</b>	<b>-14.9</b>	<b>-28.9</b>	<b>-10.8</b>	<b>18.4</b>	<b>37.9</b>	<b>58.1</b>	<b>42.3</b>

虽然纯碱价格下行驱动较明确，但是纯碱盘面估值已偏低。截至10月27日，纯碱主力合约（01）期货价格仍贴水现货862元/吨，远月（05）合约价格贴水主力合约49元/吨，且期货12月合约后的价格均已持续低于现货氨碱法生产成本。氨碱成本中煤炭和原盐成本占比超过67%，氨碱法成本、动力煤、原盐价格间相关性较高，鉴于四季度采暖季正是燃料需求高峰，纯碱成本暂不具备大幅走弱的条件。且纯碱5月合约之后的价格逐步升水5月价格。基于上述微观信息，我们认为纯碱期货远月估值偏低，已较大程度地提前反映了供给增长的压力。

纯碱价差结构（更新至10.27）



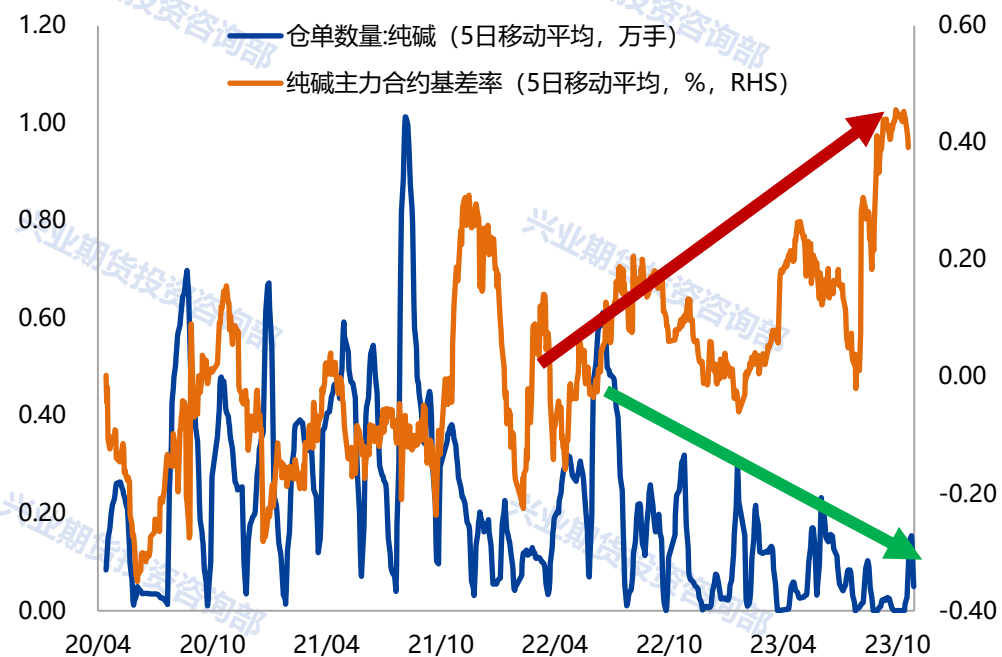
氨碱法成本敏感性（更新至10.27）

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		
1199	200	2,132	2,086	2,039	1,993	1,947	<b>1,900</b>	1,854	1,808	1,762	1,715	1,669	1,623	1,576	1,530
1159	160	2,109	2,062	2,016	1,970	1,924	<b>1,877</b>	1,831	1,785	1,738	1,692	1,646	1,599	1,553	1,507
1119	120	2,085	2,039	1,993	1,947	1,900	<b>1,854</b>	1,808	1,761	1,715	1,669	1,623	1,576	1,530	1,484
1079	80	2,062	2,016	1,970	1,923	1,877	<b>1,831</b>	1,785	1,738	1,692	1,646	1,599	1,553	1,507	1,460
1039	40	2,039	1,993	1,946	1,900	1,854	<b>1,808</b>	1,761	1,715	1,669	1,622	1,576	1,530	1,484	1,437
<b>999</b>	<b>0</b>	<b>2,016</b>	<b>1,970</b>	<b>1,923</b>	<b>1,877</b>	<b>1,831</b>	<b>1,784</b>	<b>1,738</b>	<b>1,692</b>	<b>1,646</b>	<b>1,599</b>	<b>1,553</b>	<b>1,507</b>	<b>1,460</b>	<b>1,414</b>
959	-40	1,993	1,946	1,900	1,854	1,808	<b>1,761</b>	1,715	1,669	1,622	1,576	1,530	1,483	1,437	1,391
919	-80	1,969	1,923	1,877	1,831	1,784	<b>1,738</b>	1,692	1,645	1,599	1,553	1,507	1,460	1,414	1,368
879	-120	1,946	1,900	1,854	1,807	1,761	<b>1,715</b>	1,669	1,622	1,576	1,530	1,483	1,437	1,391	1,344
839	-160	1,923	1,877	1,830	1,784	1,738	<b>1,692</b>	1,645	1,599	1,553	1,506	1,460	1,414	1,368	1,321
799	-200	1,900	1,854	1,807	1,761	1,715	<b>1,668</b>	1,622	1,576	1,530	1,483	1,437	1,391	1,344	1,298
759	-240	1,877	1,830	1,784	1,738	1,692	<b>1,645</b>	1,599	1,553	1,506	1,460	1,414	1,367	1,321	1,275
719	-280	1,853	1,807	1,761	1,715	1,668	<b>1,622</b>	1,576	1,529	1,483	1,437	1,391	1,344	1,298	1,252
679	-320	1,830	1,784	1,738	1,691	1,645	<b>1,599</b>	1,553	1,506	1,460	1,414	1,367	1,321	1,275	1,228

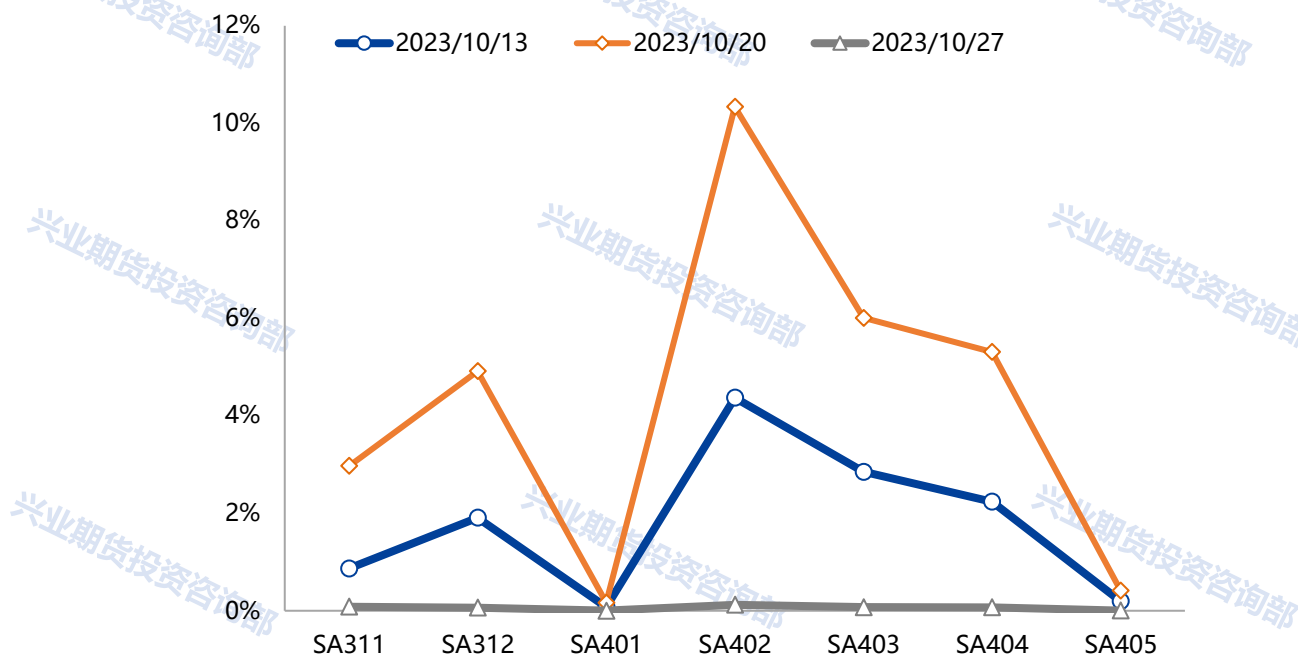
□ 并且期货价格深度贴水现货，也极大地制约了卖方的交割意愿和交割能力。随着纯碱期货主力合约对应基差率不断扩大，交易所纯碱仓单规模随之不断缩小。按照最新交易所纯碱注册仓单量计算，纯碱合约的虚实比均极低。

□ 基于上述分析，从赔率角度考虑，纯碱05合约仍具备长期多配的价值，潜在的估值上修驱动可能源于高成本产能出清。不妨以空间换时间，低位买入，耐心等待远月估值修复机会的显现。

### 随着盘面基差率扩大，交易所仓单规模持续缩小（更新至10.27）



### 期货盘面虚实比（更新至10.27）





# 焦煤

JM

01

煤矿复产速率偏缓，进口市场短期增量不足

02

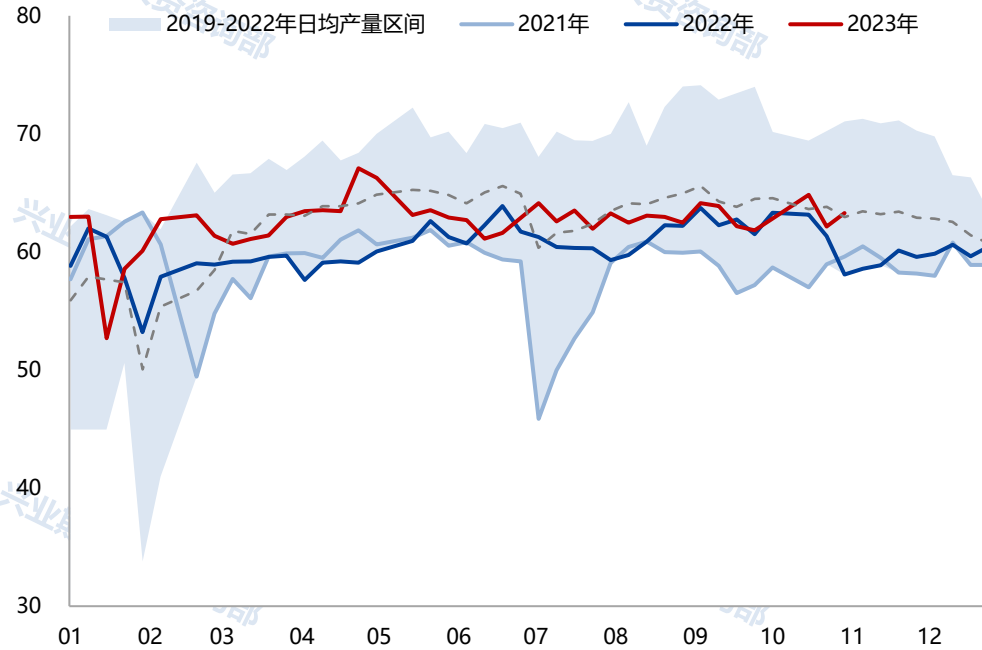
需求兑现季节性走弱，四季度原料存在补库空间

03

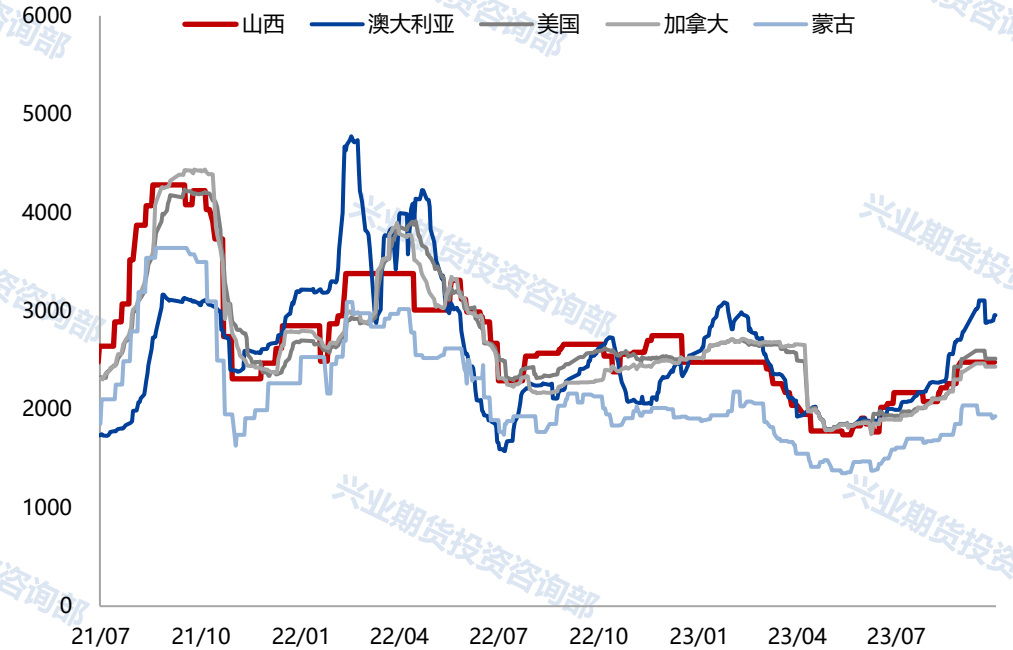
焦煤库存仍处绝对低位，供需结构难有宽松可能

- 产地方面，前期事故煤矿缓慢进入复产程序，但整体产量恢复依然偏慢，拖累洗煤厂产能利用率的提升，而临近年末坑口安监局势难有放松可能，且部分年度生产目标达成矿井或有缩减产出可能，国内焦煤供应维持偏紧预期。
- 进口方面，甘其毛都口岸通关车数逐步回升，日均过关量维持在千车附近，而澳大利亚硬焦煤价格虽小幅回落，但进口利润倒挂程度依然严重，沿海终端采购意愿平平，进口市场补充作用结构性缺失。

### 洗煤厂焦煤日均产量



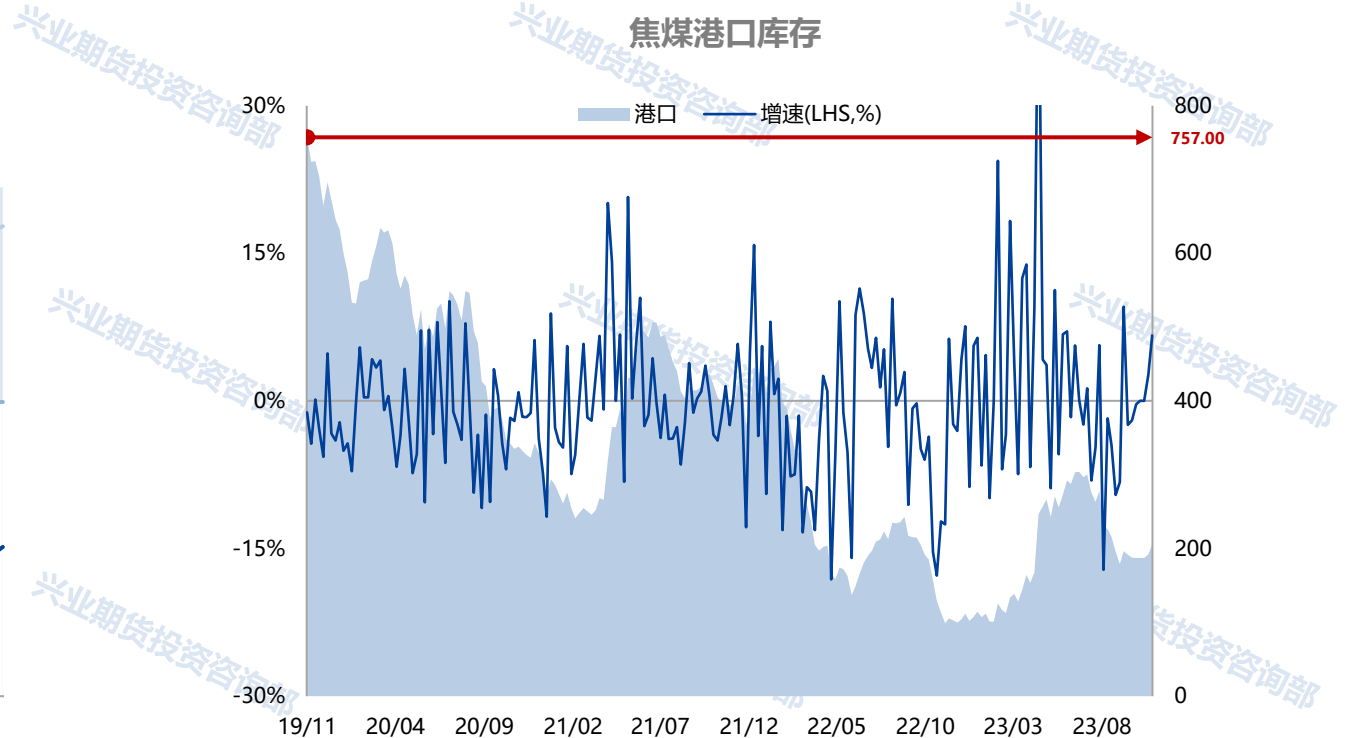
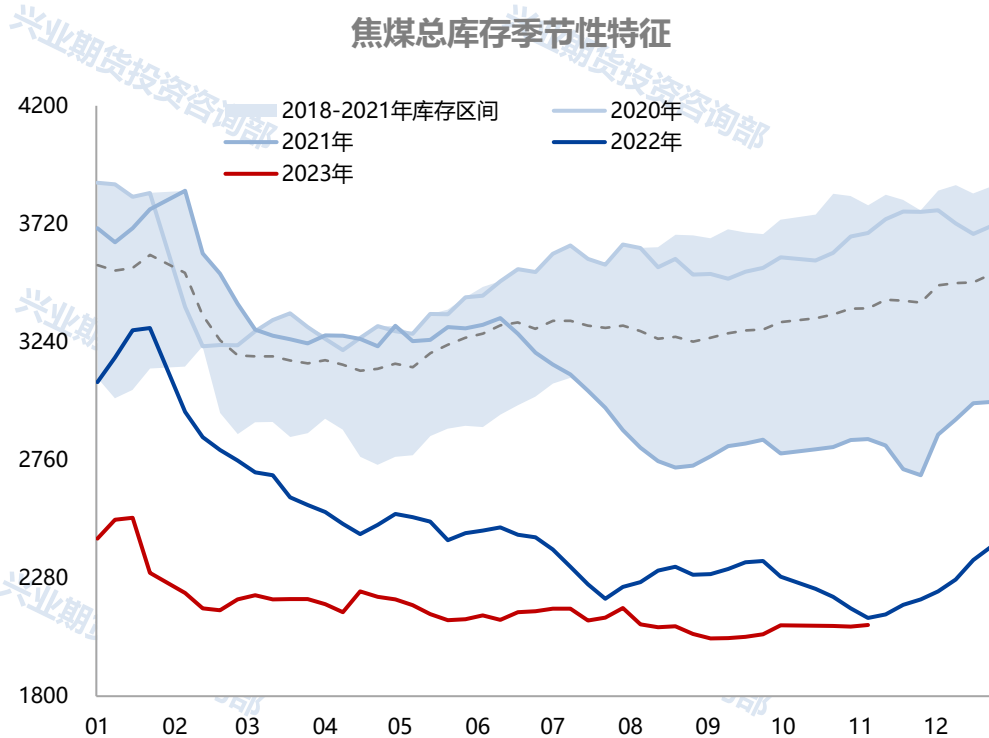
### 主要进口国代表焦煤贸易价格





库存方面，坑口竞拍回落导致煤矿库存小幅反弹，但钢焦企业库存均处同期低位，焦煤总库存低库特性得到延续；而随着需求预期的好转，港口贸易活跃度或将升温，库存有望继续由上游矿端流向下游企业。

综合来看，需求预期触底企稳，原煤生产仍受安全检查制约，供需结构较难出现宽松可能，而中游贸易环节及下游钢焦库存均处低位，年末冬储补库将助力需求修复，价格中枢上行概率更高。



# 铁矿

01

增量财政政策利好落地，小幅上修钢材消费预期

02

钢铁产业链负反馈风险降低，日均铁水产量或高于预期

03

铁矿基本面偏强，期价上行修复贴水驱动增强

□ 受益于财政预算调整，叠加地方政府专项债提前批，预计可为今年四季度至明年一季度提供财政增量资金约3.68万亿。即使绝对大部分增量资金将于明年才能形成实物工作量，但也将为今年四季度基建投资提供可观的增量资金支持。因此，可适当小幅上调今年四季度粗钢消费预期。

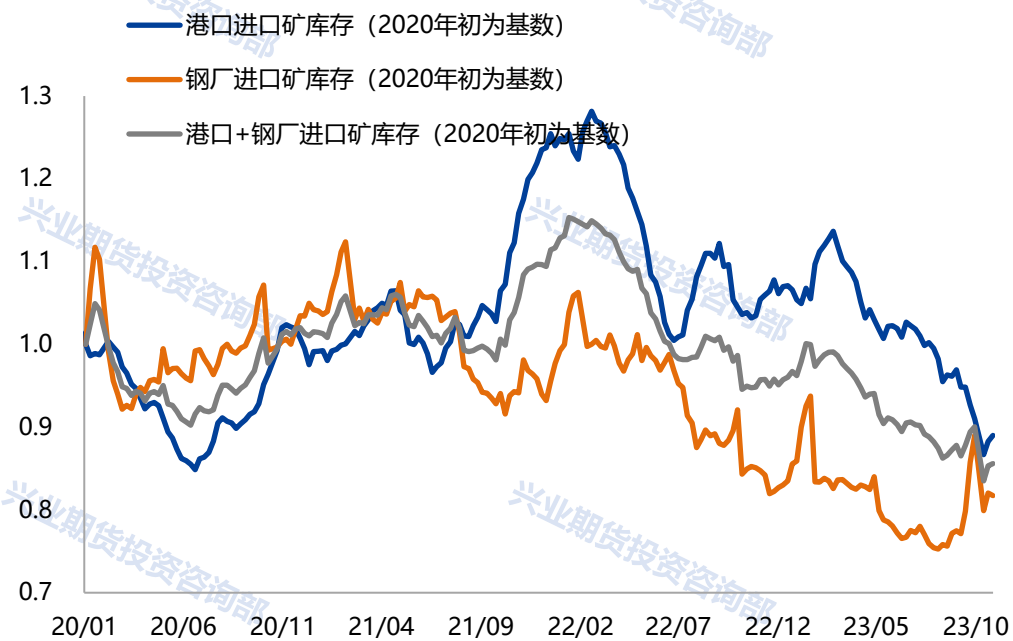
指标 (单位: 万吨)		22/03	22/06	22/09	22/12	23/03	23/06	23/09	23/12 (E, 旧)	23/12 (E, 新)
粗钢产量	当季值 (累计值倒推)	24,338	28,350	25,396	23,217	26,156	27,409	25,943	23,776	24,576
钢材出口	当季值	1,318	2,029	1,781	1,618	2,008	2,380	2,365	2,100	2,100
钢材进口	当季值	322	255	257	222	191	183	196	195	195
钢材净出口	当季值	996	1,774	1,524	1,395	1,817	2,197	2,169	1,905	1,905
钢坯出口	当季值	0	79	13	11	41	126	-	-	-
钢坯进口	当季值	252	122	177	87	67	51	-	-	-
钢坯净出口	当季值	-251	-44	-164	-76	-26	76	10	10	10
钢厂库存	中钢协 (未折算)	1,662	1,695	1,588	1,306	1,725	1,478	1,525	1,420	1,420
Δ钢厂库存		532	33	-107	-283	420	-247	47	-105	-105
社会库存	钢联大口径 (2020年, 未折算)	2,663	2,427	1,735	1,425	2,327	1,771	1,773	1,530	1,530
Δ社会库存		1,303	-236	-691	-310	902	-557	2	-243	-243
粗钢表需	当季值	22,503	28,554	26,194	23,810	24,834	28,212	25,895	24,123	24,923
YOY	当季同比	-10.0%	-5.5%	7.0%	1.0%	10.4%	-1.2%	-1.1%	1.3%	4.7%
	累计同比	-10.0%	-7.5%	-3.1%	-2.1%	10.4%	3.9%	2.2%	2.0%	2.8%
粗钢表需	当季值, 剔除直接出口	21,758	26,824	24,834	22,490	23,043	25,940	23,715	22,208	23,008
YOY	当季同比	-8.7%	-7.4%	5.1%	-2.1%	5.9%	-3.3%	-4.5%	-1.3%	2.3%
	累计同比	-8.7%	-8.0%	-3.9%	-3.5%	5.9%	0.8%	-1.0%	-1.0%	-0.2%

- 若上调四季度粗钢消费增长预期，那么四季度钢材消费供需平衡的铁水产量也将增至233万吨上下，对应铁矿供需过剩幅度将进一步缩小，年末港口进口矿库存可能低于1.3亿吨，钢厂进口矿库存也仅0.95亿吨。
- 本周钢联口径日均铁水产量不降反增，也侧面印证了铁水产量的韧性。

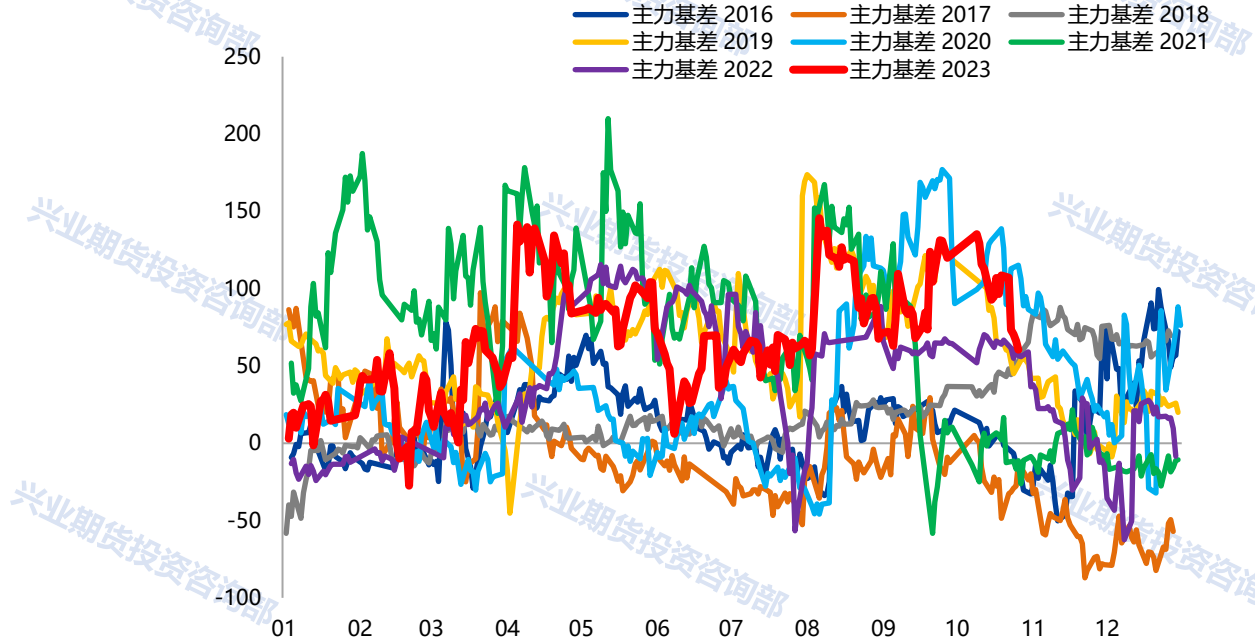
铁矿石供需平衡表	2022	2023.H1	2023年中国粗钢消费同比增2%						2023年中国粗钢消费同比增2.8%					
			10-12月废钢减200		10-12月废钢平		10-12月废钢增200		9-12月废钢减200		9-12月废钢平		9-12月废钢增200	
			2023.H2.E	2023.E	2023.H2.E	2023.E	2023.H2.E	2023.E	2023.H2.E	2023.E	2023.H2.E	2023.E	2023.H2.E	2023.E
力拓	3.32	1.66	1.73	3.39	1.73	3.39	1.73	3.39	1.73	3.39	1.73	3.39	1.73	3.39
BHP	2.89	1.41	1.47	2.89	1.47	2.89	1.47	2.89	1.47	2.89	1.47	2.89	1.47	2.89
FMG	1.93	0.96	0.98	1.94	0.98	1.94	0.98	1.94	0.98	1.94	0.98	1.94	0.98	1.94
VALE	3.41	1.63	1.85	3.48	1.85	3.48	1.85	3.48	1.85	3.48	1.85	3.48	1.85	3.48
四大矿山	11.55	5.66	6.03	11.70	6.03	11.70	6.03	11.70	6.03	11.70	6.03	11.70	6.03	11.70
中国	2.60	1.32	1.34	2.66	1.34	2.66	1.34	2.66	1.34	2.66	1.34	2.66	1.34	2.66
其他	8.62	4.62	4.52	9.14	4.52	9.14	4.52	9.14	4.52	9.14	4.52	9.14	4.52	9.14
全球铁矿供应	22.76	11.60	11.89	23.49	11.89	23.49	11.89	23.49	11.89	23.49	11.89	23.49	11.89	23.49
海外生铁+直接还原铁	5.25	2.64	2.55	5.19	2.55	5.19	2.55	5.19	2.55	5.19	2.55	5.19	2.55	5.19
中国生铁	8.64	4.52	4.32	8.83	4.30	8.81	4.28	8.79	4.32	8.91	4.30	8.89	4.28	8.87
全球生铁	13.89	7.16	6.87	14.03	6.85	14.01	6.83	13.99	6.87	14.03	6.85	14.01	6.83	13.99
全球铁矿需求	22.40	11.50	11.12	22.62	11.09	22.59	11.06	22.56	11.12	22.62	11.09	22.59	11.06	22.56
<b>全球：供应-需求</b>	<b>0.36</b>	<b>0.10</b>	<b>0.77</b>	<b>0.87</b>	<b>0.80</b>	<b>0.90</b>	<b>0.83</b>	<b>0.94</b>	<b>0.77</b>	<b>0.87</b>	<b>0.80</b>	<b>0.90</b>	<b>0.83</b>	<b>0.94</b>
中国铁矿进口	11.07	5.77	5.86	11.63	5.86	11.63	5.86	11.63	5.86	11.63	5.86	11.63	5.86	11.63
中国铁矿供给	13.66	7.08	7.20	14.28	7.20	14.28	7.20	14.28	7.20	14.28	7.20	14.28	7.20	14.28
中国需求	13.99	7.27	7.04	14.31	7.01	14.28	6.97	14.25	7.17	14.44	7.14	14.41	7.10	14.37
<b>中国：供给-需求</b>	<b>(0.33)</b>	<b>(0.19)</b>	<b>0.16</b>	<b>(0.03)</b>	<b>0.19</b>	<b>0.00</b>	<b>0.22</b>	<b>0.04</b>	<b>0.03</b>	<b>(0.16)</b>	<b>0.06</b>	<b>(0.12)</b>	<b>0.09</b>	<b>(0.09)</b>
45港库存	1.32	1.27	1.34	1.34	1.37	1.37	1.40	1.40	1.21	1.21	1.24	1.24	1.27	1.27
247家钢厂库存	0.95	0.85	0.95	0.95	0.95	0.95	0.95	0.95	0.95	0.95	0.95	0.95	0.95	0.95

- 由于铁水产量保持韧性，铁矿库存一直难以积累，钢厂及港口进口矿库存均低位运行。
- 如果四季度铁水产量高于预期，在铁矿期价大幅贴水现货的情况下，铁矿期价向上修复贴水的驱动增强。
- 策略上建议可轻仓试多05合约。

### 铁矿库存偏低，基本面偏强



### 铁矿基差 (更新至10.27)





# 甲醇

MA

01

节后产量较高点下降5%，各环节库存处于中等水平

02

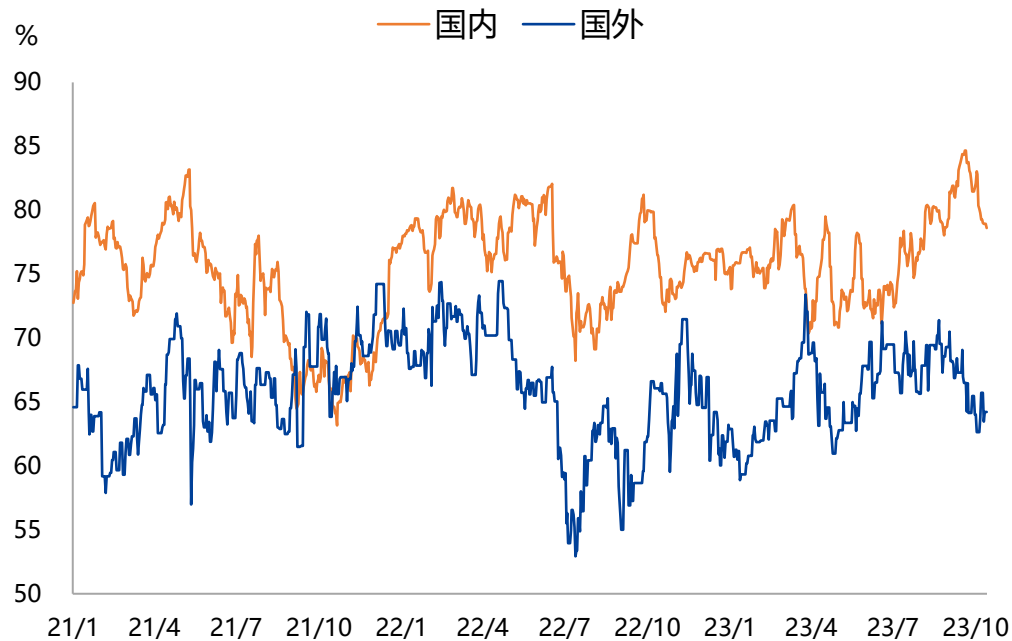
烯烃需求良好，其他下游需求平稳

03

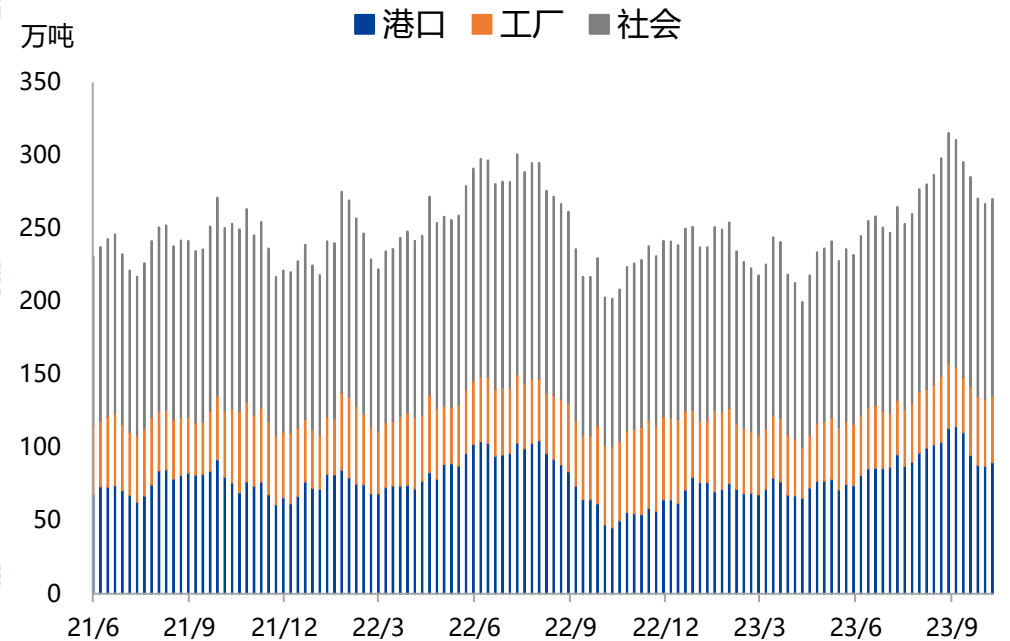
冬季存在成本支撑，期权市场看空情绪减弱

- 国内甲醇装置开工率下降3%，产量减少至169万吨，不过仍处于年内高位。由于四套检修装置合计280万吨产能复产，同时气头装置尚未开始限产，预计未来一周产量重新开始增长。反观海外，伊朗两套检修装置重启，国际甲醇装置开工率提升1.7%，海外气头装置限产最快要等到11月底。
- 尽管到港量减少14万吨，但绝对水平依然超过30万吨，本月进口量可以确定超过130万吨，港口库存延续增长。西北和华中需求良好，生产企业顺利去库。本月社会库存维持中等水平，无明显变化。三个环节的库存均处于过去三年55%分位水平，当前无任何库存压力。

### 国内开工率加速下降 (截至10.27)

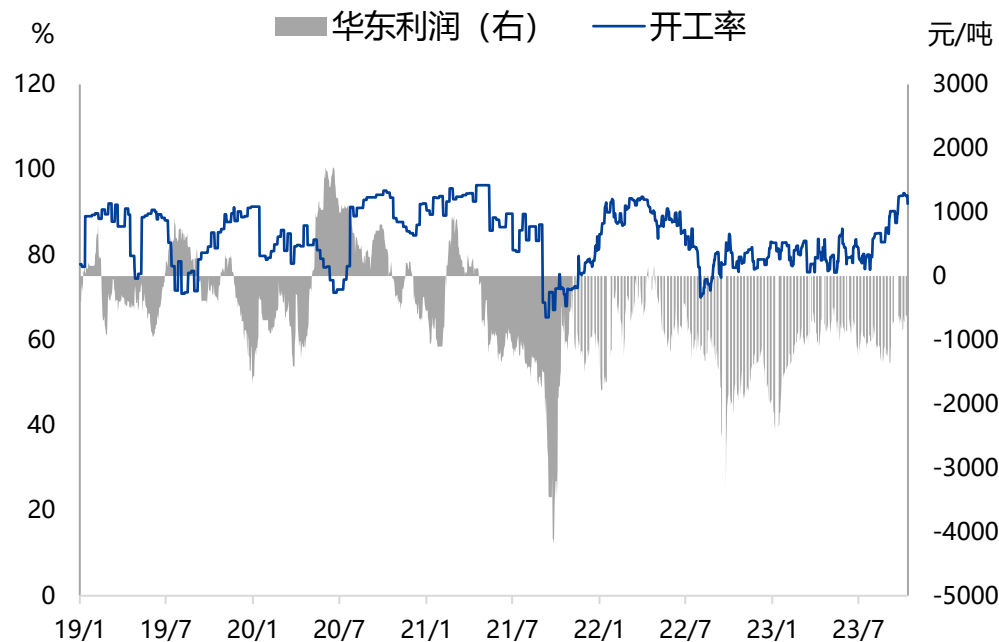


### 各环节库存处于中等水平 (截至10.27)

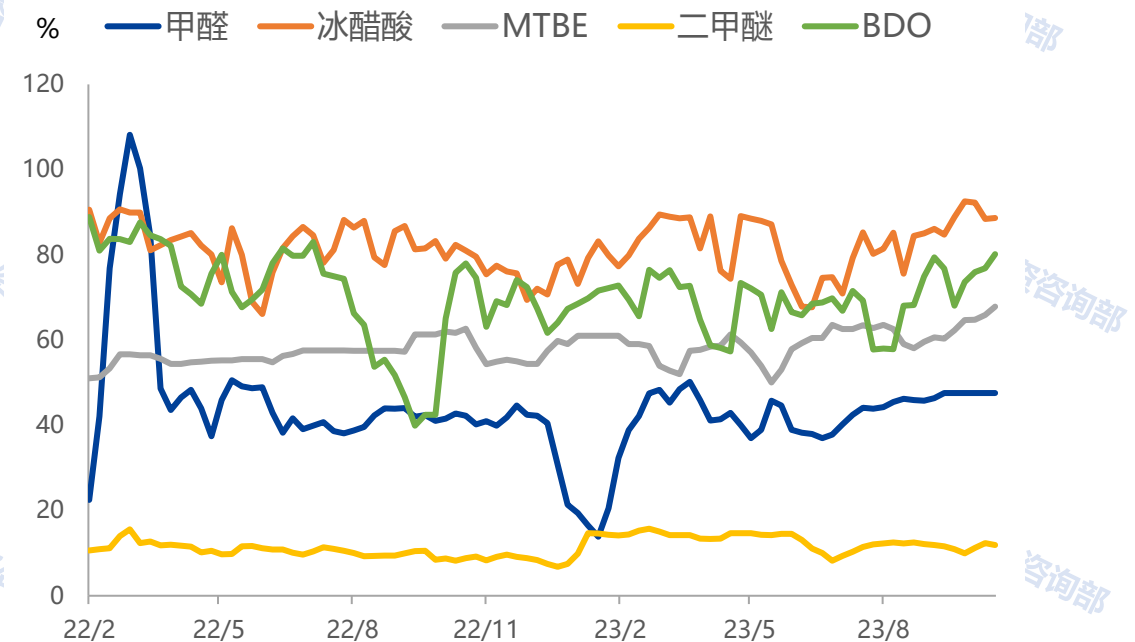


- ❑ 甲醇制烯烃开工率为94%，维持两年高位。华东某外采MTO装置计划停车的消息被辟谣，考虑到多数外采装置都是在三季度才重启，并且MTO理论利润处于过去两年偏高水平，四季度开工率大概率保持高位。烯烃需求平稳，对甲醇价格形成有力支撑。
- ❑ 因装置意外停车，醋酸开工率下降3%，二甲醚下降0.6%。其他下游开工率基本保持稳定。生产企业订单待发量小幅增长，同时西北新价公布后现货成交也好转，说明当前传统需求并不差。

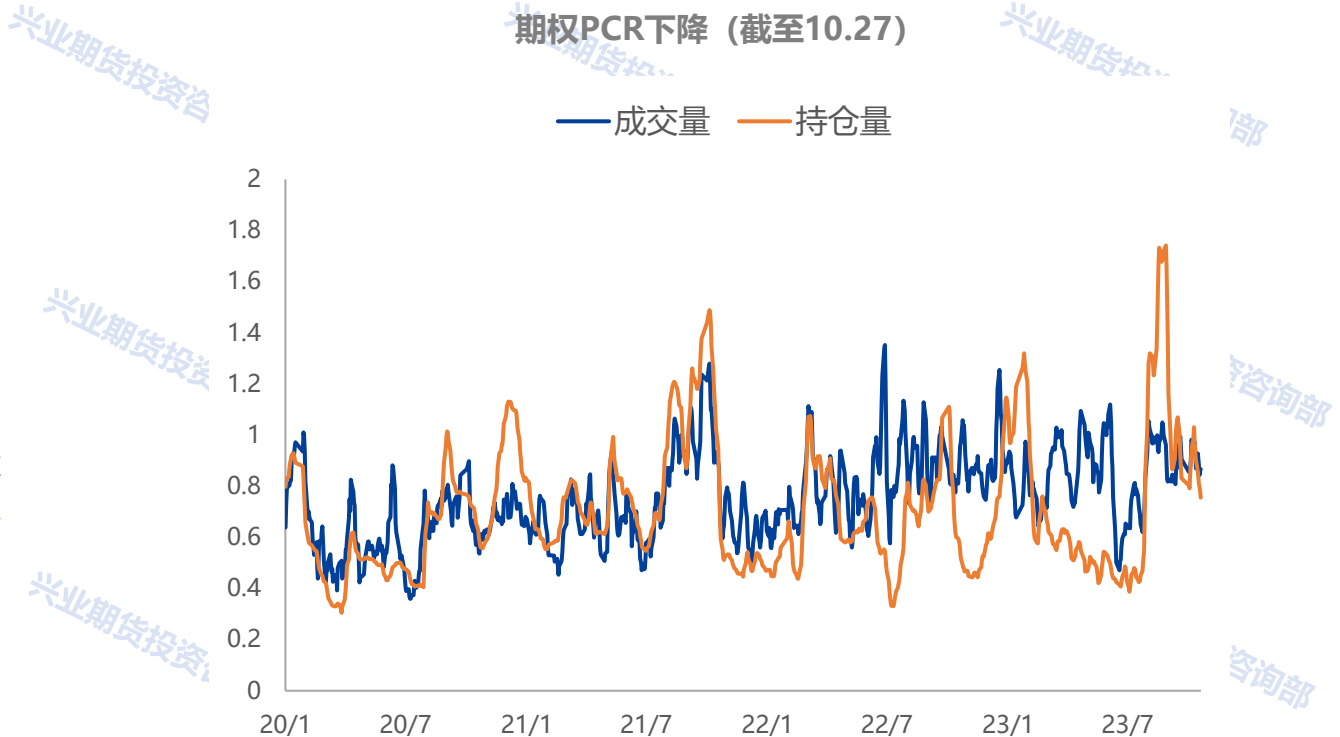
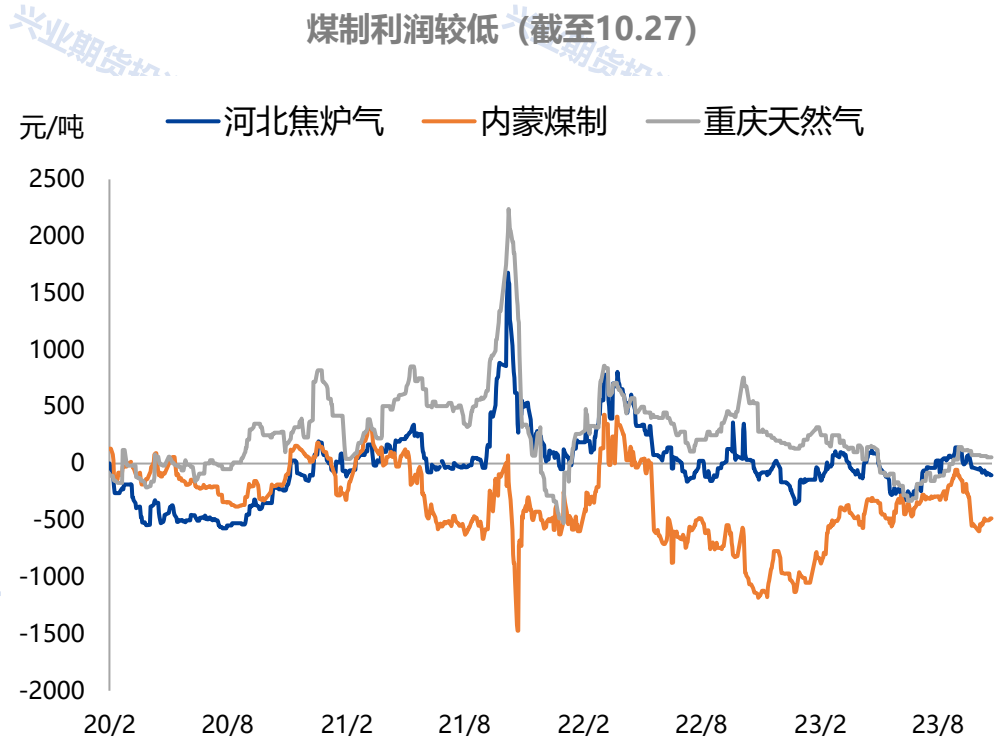
### 甲醇制烯烃开工率维持高位 (截至10.27)



### 醋酸和二甲醚开工率下降 (截至10.27)



- 印尼煤炭供应回升，出口限制将于下个月放松，我国煤炭需求一般，港口煤价已经连跌三周，幅度达到50元/吨，不过产地煤价基本稳定，西北煤制甲醇成本超过2400元/吨。焦炉气和天然气制甲醇利润处于年内中等水平。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。
- 近一周期货经历先多单集中减仓后空单大幅减仓的变化，前二十净空持仓由10万手减少至6.5万手。12月期权合约即将到期，看涨期权成交量和持仓量加速增长，持仓量PCR下降至8月以来最低，说明看空情绪正在减弱。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。



# PTA

TA

01

四季度PTA供应继续上升

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，11月前后海南逸盛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。

四季度PTA供增需减，驱动价格下行

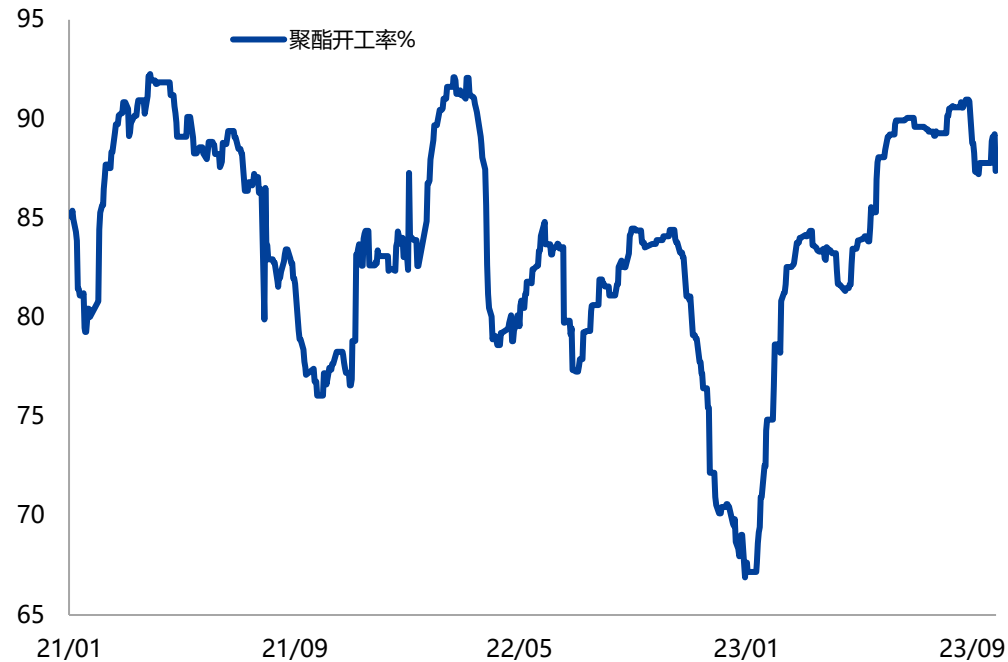
	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
总产量	473.3	461.5	479.1	473	477	455.8	484.5	493.2	496.8	509.8	492.7	521.7
进口	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
出口	33	35	33	30	25	25	25	30	33	33	35	35
总消费	401.1	405.7	453.8	458.2	470.5	453.3	463.1	456.2	455.5	463	446.2	449.8
过剩量	39.6	21.2	-7.3	-14.8	-18.1	-22.1	-3.2	7.4	8.7	14.2	11.9	37.3

PTA扩产速度高于聚酯

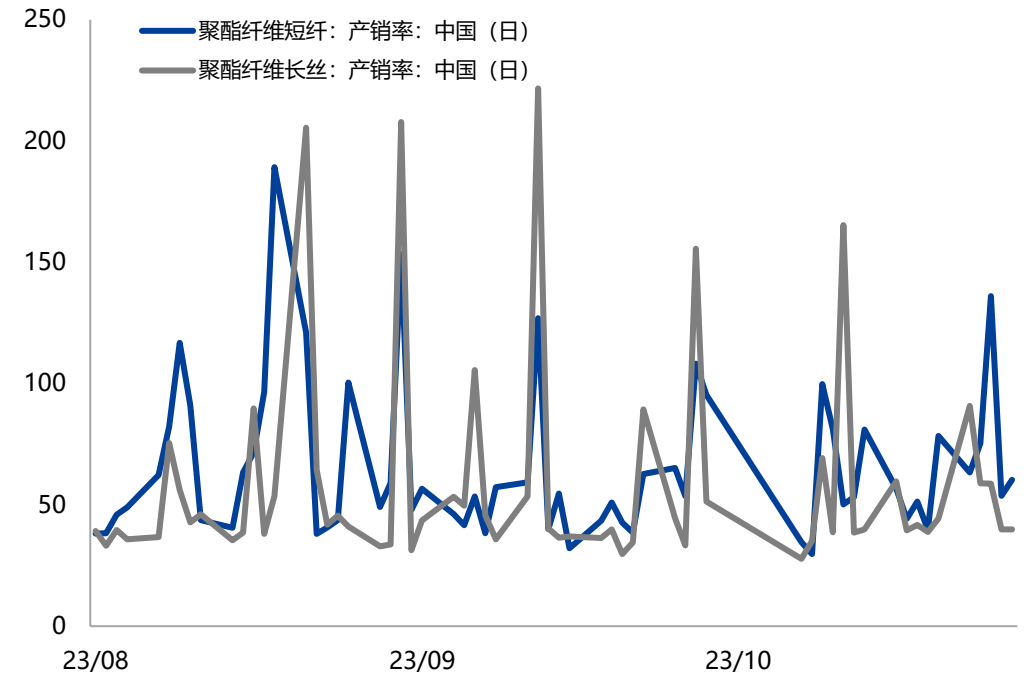
PTA	产能	投产时间	聚酯	产能	投产时间	
嘉通能源1#	125	1月初	短纤	四川吉兴	30	三季度
东营石化	125	2月中		仪征化纤	23	四季度
恒力惠州1#	250	3月中		四川能投	28	四季度
嘉通能源2#	250	4月底		中泰化学	25	四季度
恒力惠州2#	250	7月		扬州富威尔	10	四季度
逸盛海南2#	250	四季度	长丝	桐昆恒阳	60	三季度
台化兴业	150	四季度		国望高科	50	三、四季度
PTA合计	1400			柯桥恒鸣	50	三季度
PTA下半年合计	650			嘉通能源	60	三季度
(下半年相对聚酯)	992			盛元化纤	50	三季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

产量缩减盘面兑现已相对充分，轧花厂收购心态谨慎

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

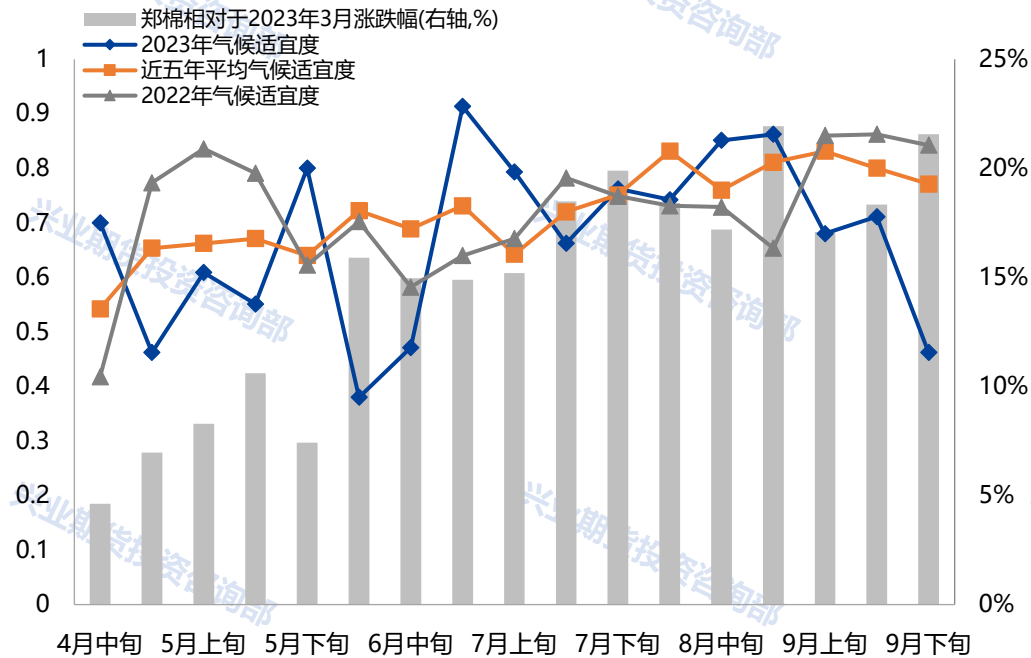
期权指标偏空，继续卖出看涨



4月新疆低温灾害以来，疆棉产量缩减预期持续，而盘面也持续做出反应，目前价格相比3月初已上涨20%，且在当前位置盘整一月有余，表明疆棉减产因素或已在期货盘面上充分计价。

近期新疆部分地区棉花已开始收购，轧花厂普遍下调收购价，至10月28日新疆部分地区机采棉收购均价集中在7.5-7.7元/公斤左右。整体来看，由于盘面持续下挫，轧花厂收购谨慎心态更加强烈。

### 天气引发的产量缩减在盘面兑现已相对充分

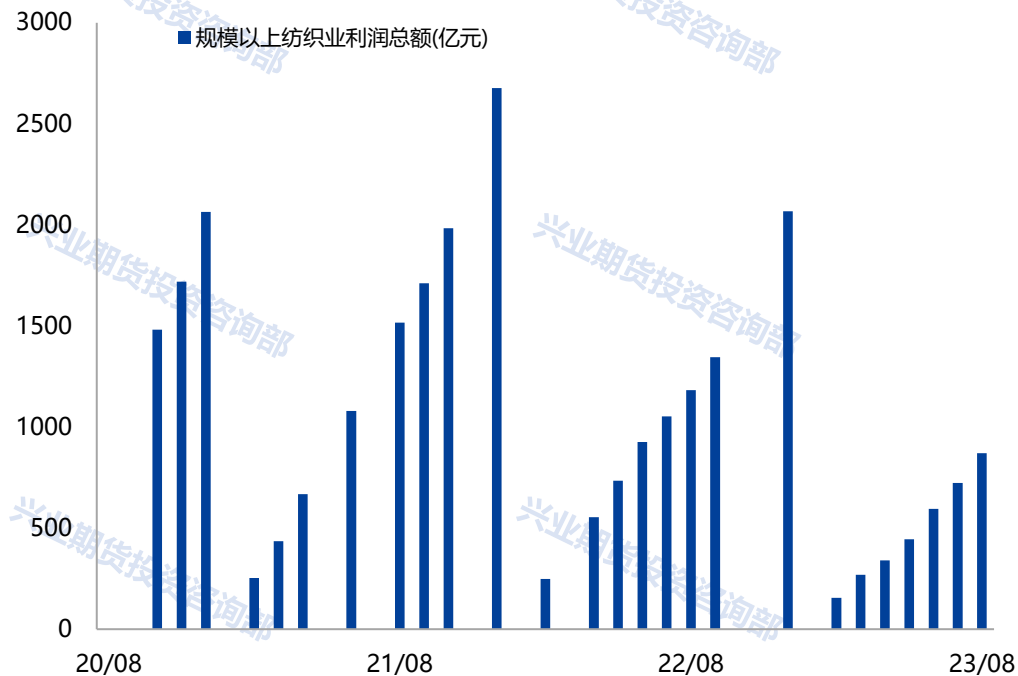


### 新棉收购价下调，轧花厂收购谨慎（10.28）

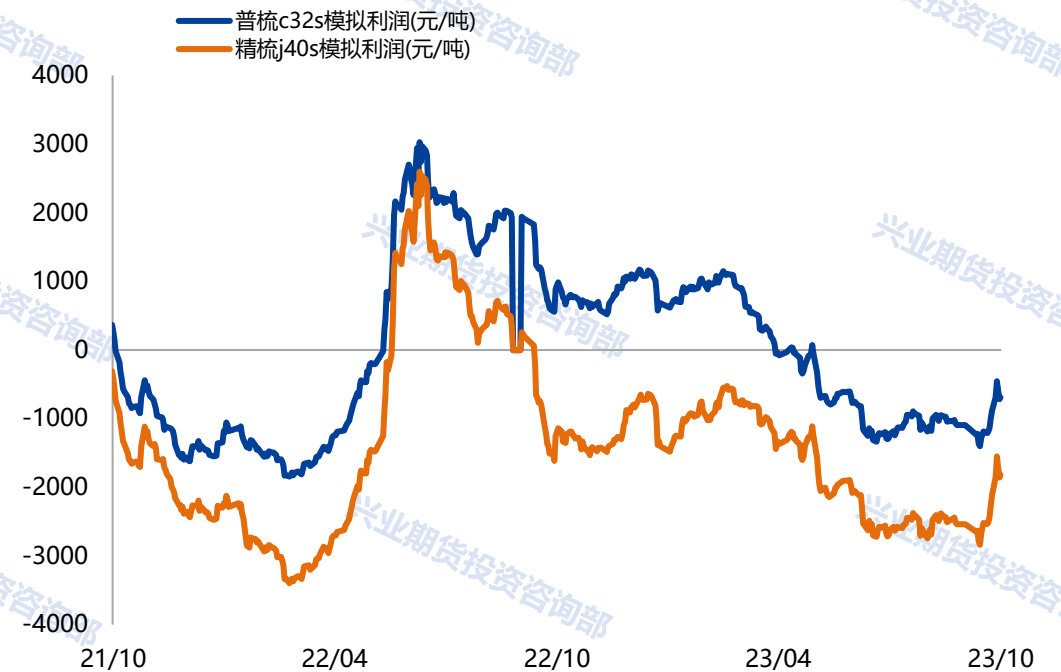
		平均衣分	收购均价			平均衣分	收购均价
第一师		38	7.32	博州	博乐市	40	7.53
第二师		37	7.36		精河县	41	7.48
第三师		39	7.52	喀什地区	巴楚县	39	7.52
第五师		41	7.42		麦盖提县	39	7.53
第六师		41	7.72		伽师县	41	7.57
第七师		40	7.64	阿克苏地区	阿克苏市	40	7.51
第八师		41	7.59		阿瓦提县	40	7.49
昌吉州	呼图壁县	41	7.68		新和县	38	7.49
	玛纳斯县	40	7.77	沙雅县	40	7.42	
塔城地区	乌苏市	40	7.52	温宿县	40	7.56	
	沙湾市	40	7.61	库车市	39	7.57	
伊犁州	奎屯市	40	7.57	巴州	尉犁县	39	7.62
哈密地区	哈密市	39	7.46				

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

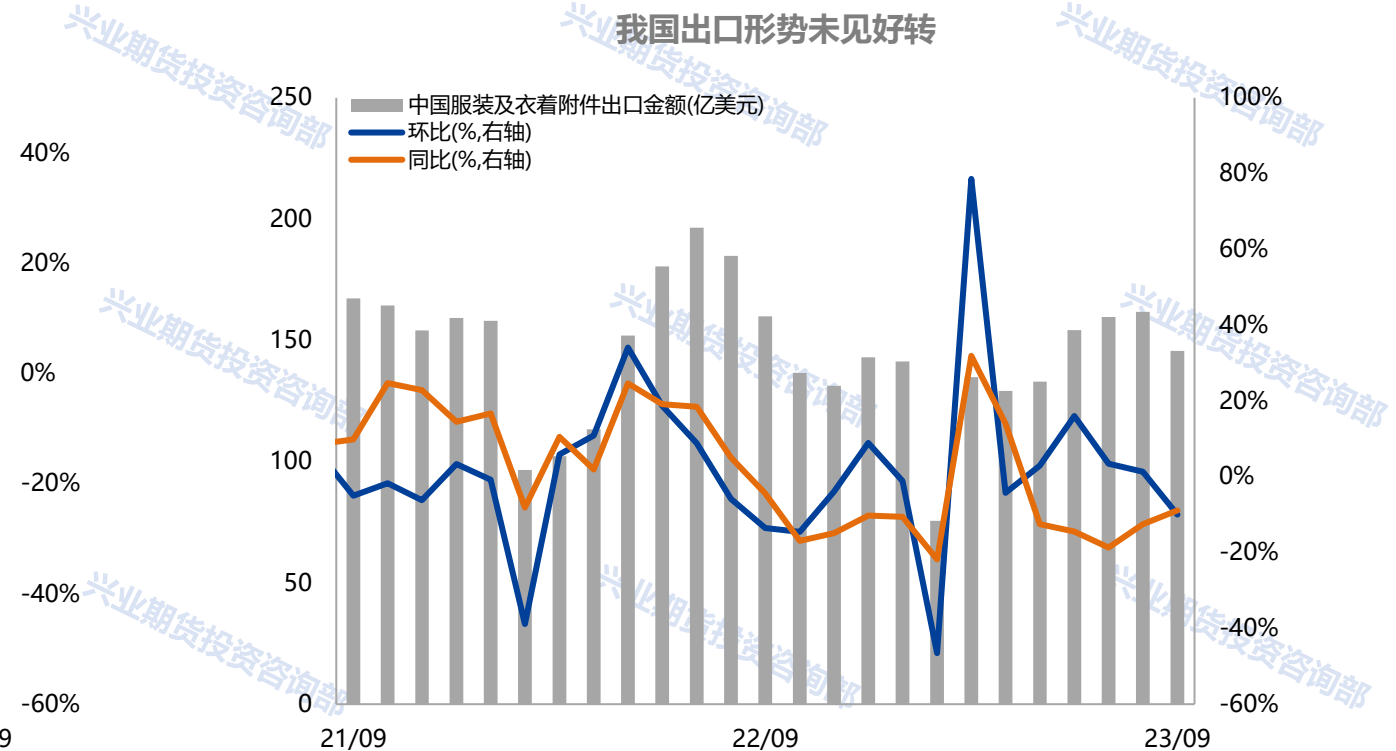
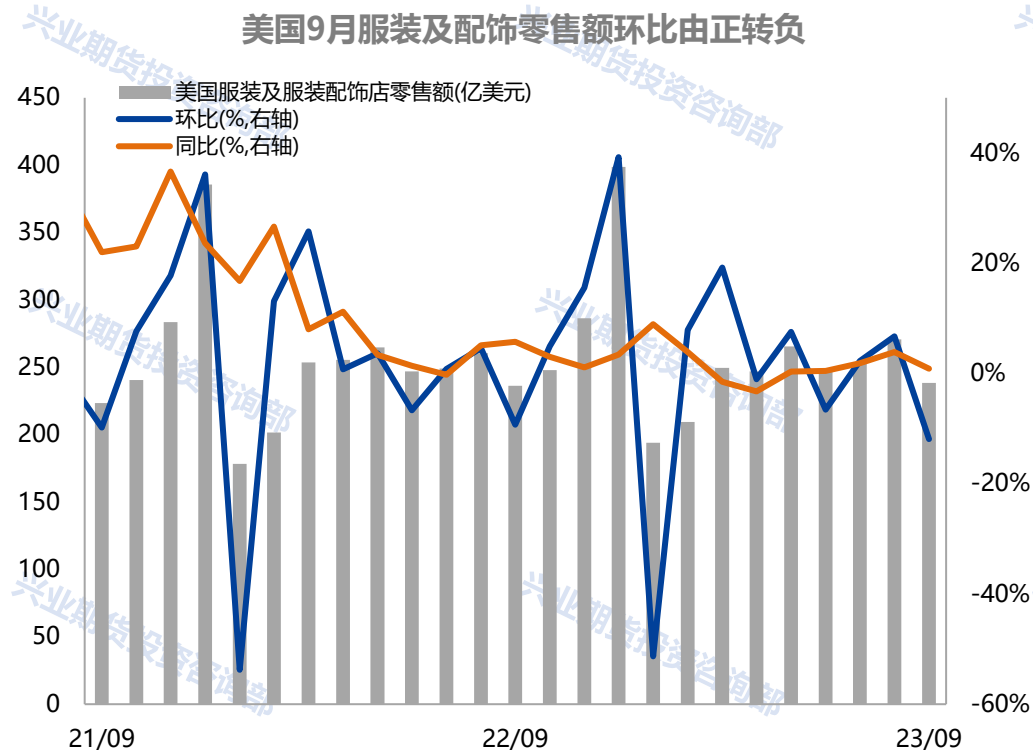


### 纱厂模拟纺纱利润仍然亏损



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。

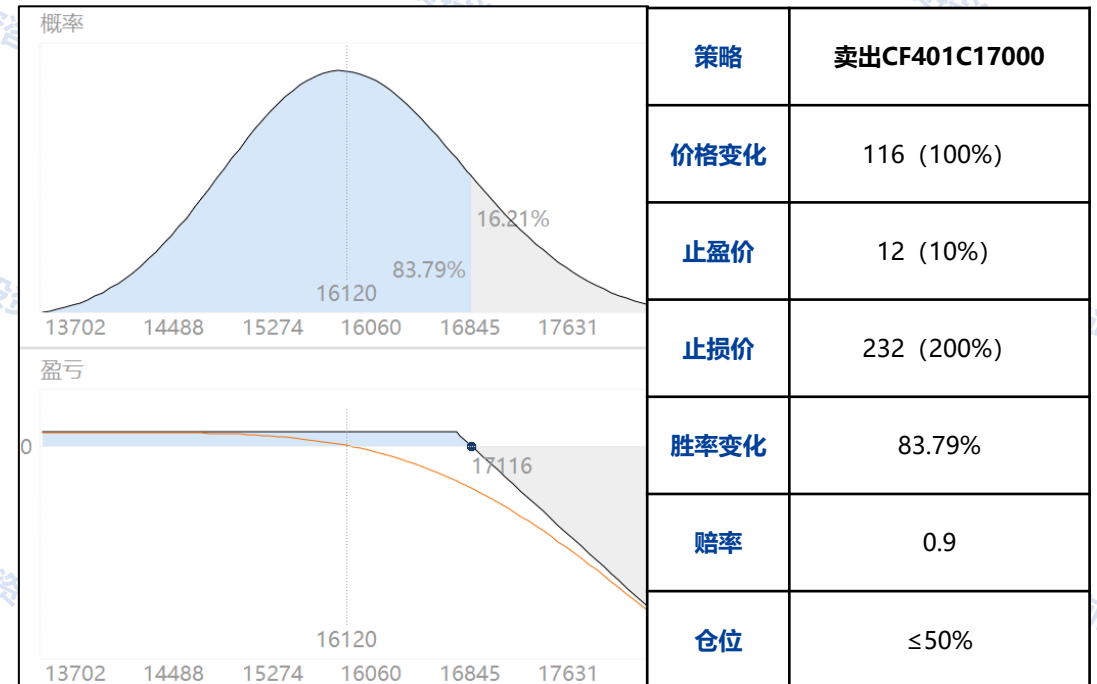


- 期货20日历史波动率和主力期权平值隐含波动率加速下降，当前处于年内中等水平，仍具备较大下降空间。根据成交最活跃行权价，可以发现期货下方支撑位在15000元/吨，上方阻力位在17000元/吨。另外持仓量PCR和波动率偏度显示市场情绪中性偏空。
- CF401C18000于26日达到止盈目标。考虑到棉花需求利空持续发酵，价格易跌难涨，卖出CF401C17000。

波动率从高位持续回落 (截至10.27)



卖出棉花看涨期权交易参数 (截至10.27)



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