



官方微信



官方APP

2023年12月核心策略推荐：

“弱复苏、低估值”格局下，相关多头策略整体仍占优

上海 2023.12.10

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：

□ 政策面视角：据最新的12月中央政治局会议精神，对2024年基调表述为“稳中求进、以进促稳、先立后破，强化宏观政策逆周期和跨周期调节”。具体看，“稳中求进”传达政策的延续性，“以进促稳”强调“进”，再结合“先立后破”，可能反映政府有意在发展中解决问题，在稳住经济总量、确保经济增量的前提下，再推进结构性改革和存量调整，经济“稳增长”的优先级相对提高。同时，会议强调“要增强宏观政策取向一致性，加强经济宣传和舆论引导”。总体而言，本次政治局会议传达出来的积极信号较前期进一步增强。

□ 基本面视角：展望2024年、我们认为经济增长目标仍将设在5%左右，相关支撑和刺激大项政策则包括：财政端措施持续加码、赤字率提升，货币端更注重引导实体融资需求扩张等。具体映射到三大需求项看，则为：（1）基建投资依然是经济稳增长的“压舱石”；（2）制造业投资延续较高增速；（3）商业地产依然是经济主要拖累项，城中村改造、保障房建设将作为重要对冲手段。此外，考虑外需改善因素将逐渐增多，出口有望实现小幅正增长。

□ 综上所述，国内经济复苏斜率虽然平缓，但复苏大方向依旧明确。对处于低估值区间的相关资产标的，如权益、部分大消费链和基建链大宗商品，其单边多头策略依旧具有较为可观的盈亏比、可继续入场或持有。

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T2403, 单边, 持有): 本周召开的政治局会议传递的政策信号较为积极, 市场对2024年经济增长保持高增速预期有所强化, 宏观面对债市的拖累阶段性走强。受特别国债以及年末等因素的影响, 资金面高波动将持续。且目前债市估值偏高, 而股票等风险资产吸引力正在逐步提升, 债市空头盈亏比较优。

(2) 股指 (买入IF2403, 单边, 移仓): 政策面积极信号进一步强化, 为盈利修复提供持续支撑; 相关扰动大幅弱化、且绝对值仍处低位, 利于估值更快、更大幅度的扩张; 外资和内资均有入场信号, 利于为市场提供信心指引; 沪深300指数对总量端、结构端利多兼容性最高, 仍是最佳多头标的。

(3) 沪铝 (买入AL2401, 单边, 持有): 云南地区减产已基本落地, 后续不排除受天气因素的影响, 出现二次减产。目前电解铝开工率水平良好, 未来产量新增空间较为有限。近期库存数据持续回落, 后续累库压力较小。叠加美元上方承压, 铝价下方支撑仍较为明确。

(4) 碳酸锂 (买入LC2407, 单边, 新增): 利空情绪逐步兑现, 盘面进入超跌区间, 未来供给过剩幅度存在扰动因素。基差结构开始逐步收敛, 现货市场情绪有望提振。当前合约赔率仍占优, 建议轻仓介入做多远月合约。

(5) 沪胶 (买入RU2405, 单边, 移仓): 轮胎开工率表现尚佳, 消费刺激措施加码推动年末旺季车市产销, 而国内产区临近停割、海外原料价格高企, 港口库存维持去库态势, 供减需增预期支撑橡胶价格, 基本面对沪胶驱动依然向上。

核心摘要 (3) : 市场展望

□ 中观面驱动因素要点:

期货策略:

(6) 甲醇 (买入MA401, 单边, 持有): 国内气头装置例行检修利好正在兑现, 但减产幅度可能不及预期。烯烃需求保持平稳, 传统下游需求持续转弱。一旦气头减产利好消退, 价格驱动将从供应端转向需求端, 而需求端目前看不到任何利好, 因此未来两周建议甲醇多单择机离场。

(7) 聚氯乙烯 (买入V2405, 单边, 新增): 产量创历史新高, 建材需求进入淡季, PVC基本面偏弱。不过考虑到产业链各环节严重亏损, 以及明年需求改善的预期强烈, 布局PVC长线多单。

(8) 纯碱 (买入SA405, 单边, 持有): 现货阶段性偏紧, 纯碱远月估值相对偏低、上行动能相对偏强, 建议多单继续持有。关注现货供给变化以及监管风险的发酵情况。

(9) 焦煤 (买入JM2401, 单边, 持有): 钢焦补库支撑原料需求, 而产地安监制约原煤产出, 焦煤整体库存尚位于低位, 供需结构偏紧驱动价格向上。

(10) 螺纹 (买入RB2405, 单边, 新增): 宏观稳增长预期明确, 中观供需基本面矛盾有限, 原料库存偏低, 钢厂冬储补库进行中, 成本端支撑偏强, 新单持回调后做多思路。

期权策略:

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

宏观

MACRO

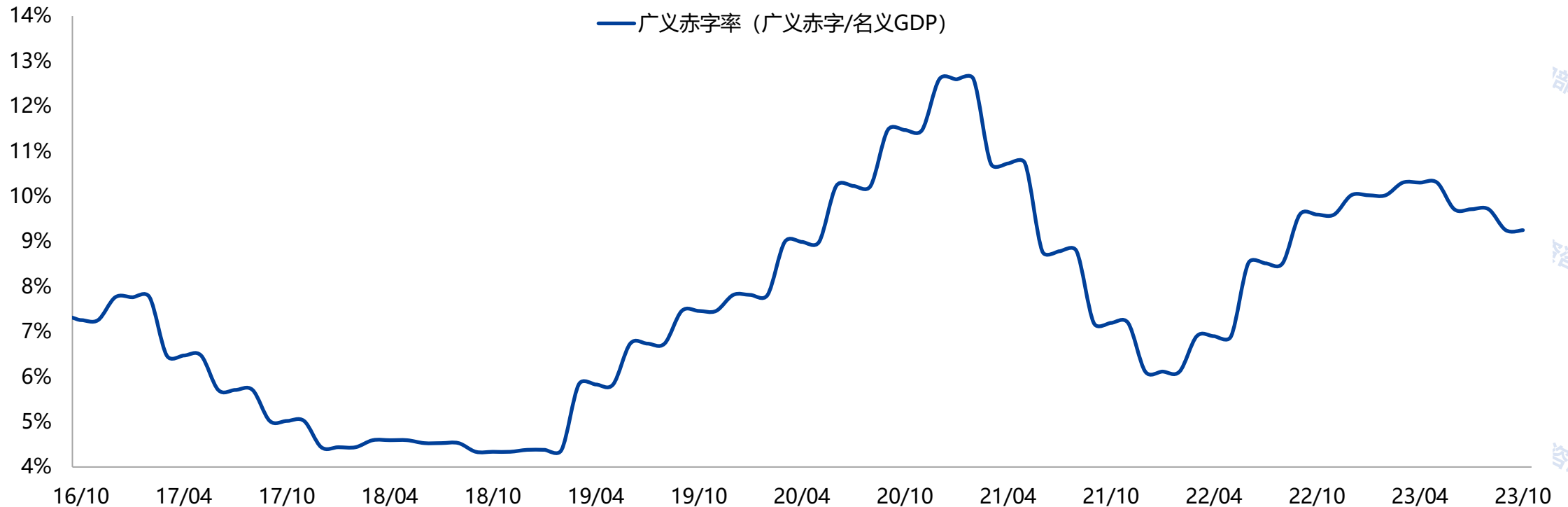
01

国内：政策延续稳增长，2024年经济稳中向好

会议内容	2023年12月8日 政治局会议	2023年7月28日 政治局会议	2022年12月6日 政治局会议	2021年12月6日 政治局会议
形式研判	顶住外部压力、克服内部困难... 我国经济回升向好。	经济恢复是一个 波浪式发展、曲折式前进的过程 ...我国经济具有巨大的发展韧性和潜力，长期向好的基本面没有改变。	保持了经济大局的稳定。	百年变局加速演进，外部环境更趋复杂严峻和不确定...经济发展保持全球领先地位。
政策基调、力度	明年要坚持稳中求进、 以进促稳、先立后破，强化宏观政策逆周期和跨周期调节。要增强宏观政策取向一致性，加强经济宣传和舆论引导。	加大宏观政策调控力度，着力扩大内需、提振信心、防范风险。 加强逆周期调节和政策储备。	明年要坚持 稳字当头，稳中求进。	宏观政策要 稳健有效。
财政政策	积极的财政政策要 适度加力、提质增效。	积极的财政政策；延续、优化、完善并落实好减税降费政策。	积极的财政政策要加力提效。	积极的财政政策要提升效能，更加注重精准、可持续。要保证财政支出强度，加快支出进度
货币政策	稳健的货币政策要 灵活适度、精准有效。	稳健的货币政策；发挥总量和结构性货币政策工具作用。	稳健的货币政策要精准有力。	稳健的货币政策要灵活适度，保持流动性合理充裕。
内需	要着力扩大国内需求，形成消费和投资相互促进的良性循环。	要积极扩大国内需求，发挥消费拉动经济增长的基础性作用。要更好发挥政府投资带动作用	要着力扩大国内需求，充分发挥消费的基础作用和投资的关键作用。	实施好扩大内需战略，促进消费持续恢复，积极扩大有效投资，适度超前开展基础设施建设投资，增强发展内生动力。
防风险	要持续有效防范化解重点领域风险，坚决守住不发生系统性风险的底线	要有效防范化解地方债务风险，制定实施一揽子化债方案。 要加强金融监管，稳步推动高风险中小金融机构改革化险。	要有效防范化解重大经济金融风险，守住不发生系统性风险的底线。	
房地产		适应我国房地产市场供求关系发生重大变化的新形势，适时调整优化房地产政策。 要加大保障性住房建设和供给，积极推动城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设，盘活改造各类闲置房产。		推进保障性住房建设，支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求，促进房地产业健康发展和良性循环。
产业	要以科技创新引领现代化产业体系建设，提升产业链供应链韧性和安全水平。	加快培育壮大战略性新兴产业、打造更多支柱产业。 数字经济与先进制造业、现代服务业深度融合促进人工智能安全发展。	要加快建设现代化产业体系，提升产业链供应链韧性和安全水平。	结构政策要着力畅通国民经济循环，科技政策要加快落地。
对外开放	要扩大高水平对外开放，巩固外贸外资基本盘持续深化改革开放。		要推进高水平对外开放，更大力度吸引和利用外资。	扩大高水平对外开放。

□ 计算广义财政赤字（即预算内的公共财政收支+政府性基金收支差额+PSL净融资额+政策性金融债净融资额+城投债净融资额+铁道债净融资额）与名义GDP的比值，截至三季度末，中国广义财政赤字率回落至8.9%，较2022年高点回落2.3个百分点，较2020年的历史高点回落3.9个百分点。12月政治局会议对财政政策表述为“适度加力，提质增效”，若广义财政赤字率回到2022年高点，对应约2.9万亿的收支缺口，预计2024年财政政策力度有望小幅提高。且从政策空间看，我国政府杠杆率处于全球中等水平，中央政府杠杆率偏低，地方化债第一批已落地，2024年财政政策也具备财政加码的空间。

2023年中国广义财政赤字率有所回落



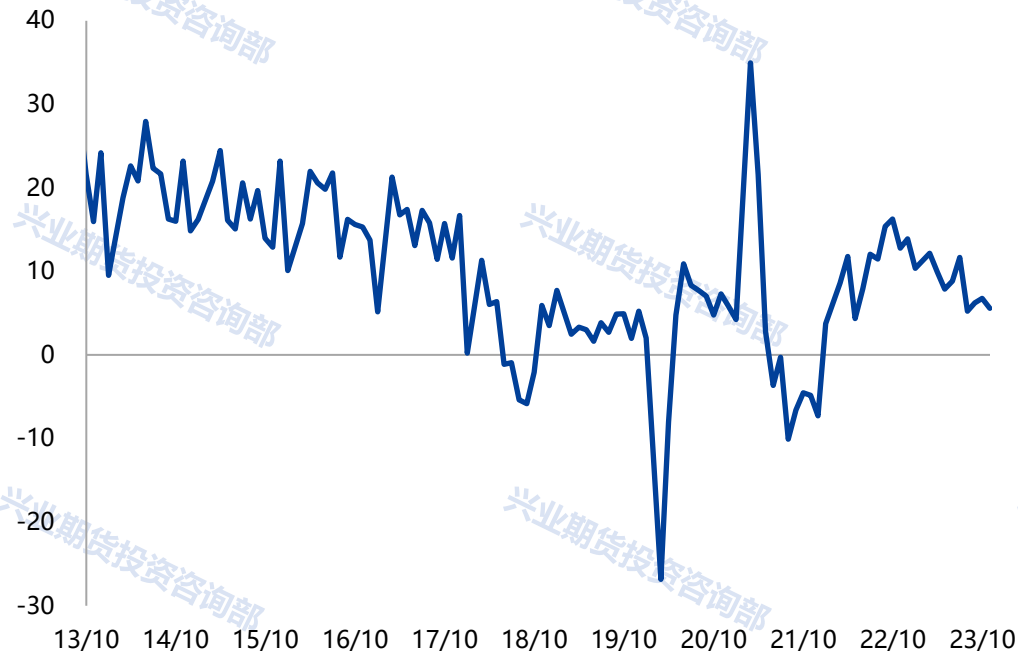
□ 货币政策约束较多，政治局会议措辞“灵活适度、精准有效”也偏中性。从总量角度，要实现经济的持续稳定恢复，必要的融资增长是需要的。但2023年数据显示，货币供给向需求传导效果不佳，货币流通速度、活化性持续下降，实体部门的实际融资利率居高不下。我们认为2024年，货币政策需要在维持稳健宽松的基础上，合理引导实体部门的实际融资成本逐步下降，激发企业、居民的“支出”意愿。如若通胀增长斜率偏缓，实际融资成本下移仍有赖于政策利率的调整。在此情况下，货币政策还需要综合考量实体债务负担和银行盈利能力之间的平衡。



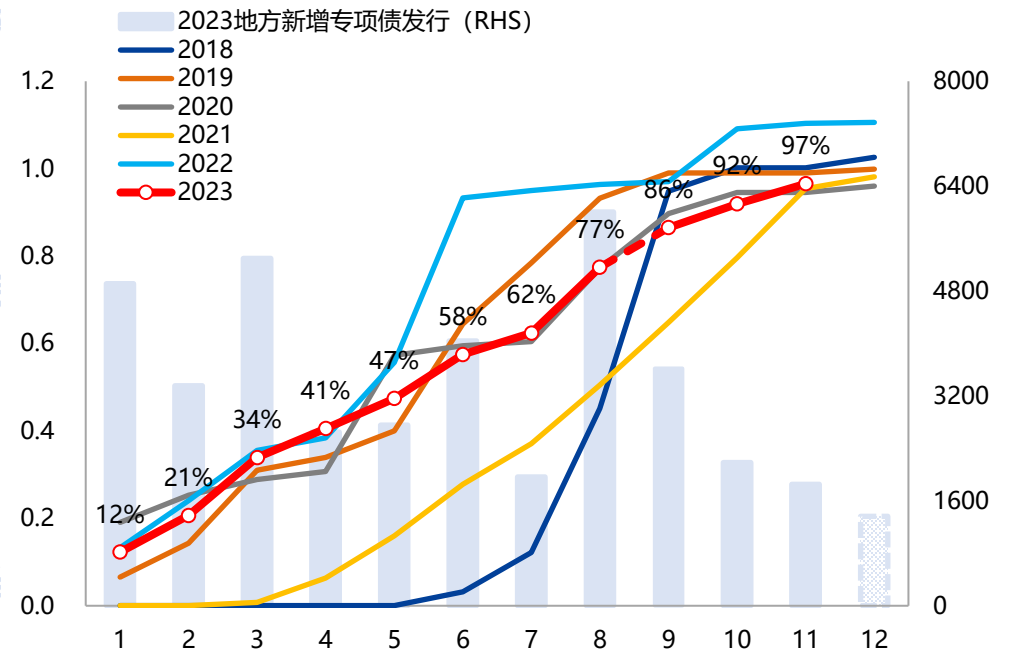
政策	2023年	2024年
经济增长目标	5%左右 (完成难度不大)	5%左右 (缺口在0.6%-0.8%之间)
财政政策 (基建)	<p>预算内</p> <p>狭义赤字率：3%→3.8% 广义赤字率：6.9%→8.9% 地方政府专项债：3.8万亿 国债（10月）：1万亿（5000亿结转2024年，目前尚未完成发行）</p>	<p>预算内</p> <p>狭义赤字率：3%-4% 地方政府专项债：3.8-4万亿（提前批60%） 国债：5000亿元（2023年结转） 备选：中央（长期建设国债、特别国债）、地方（盘活债务限额，使用地方化债剩余部分） 中央加杠杆，地方稳杠杆</p>
	<p>预算外</p> <p>地方化债：截至11月30日，已发、待发特殊再融资债券总额超过1.3万亿，接近预期的1.5万亿，第一批特殊再融资债券发行基本结束，不排除2024年还将启动第二批。</p>	<p>预算外（备选）</p> <p>PSL重启：支持城中村改造等重点工程。 2024年中上调财政预算（类似2023年） 专项建设基金、政策性开发性金融工具等。</p>
货币政策	6月与8月接连两次下调政策利率。	<p>外部均衡压力渐趋缓和，货币政策将“以我为主”，且内部稳增长也需货币政策配合，预计降息可期，一旦外部需求出现下行压力，或内需恢复程度不及预期，均可以成为触发政策利率调降的因素。此外，财政政策发力前值，一二季度有降准的可能。</p> <p>此外，关注货币政策配合地方化债、央行是否会新增结构性工具。</p>
房地产	<p>2023年1-7月：因城施策 2023年8月：认房不认贷、下调首付比例及二套房房贷利率、下调存量房贷利率、其他优化政策。 保交楼贷款工具使用缓慢，截至9月底，保交楼贷款额度使用56亿（2000亿额度）。</p>	<p>稳地产，防风险： 供给端：房企融资支持政策（50家白名单），继续推进保交楼工作。 需求端：继续优化房地产调控政策 城中村改造+保障房建设，预计每年1万亿 老旧小区改造，预计每年0.15万亿</p>

基建仍将作为积极政策的主要发力项。2023年四季度，基建投资增速较2022年有所放缓，主要是与土地财政收入大幅下滑，地方财政支出力度受限有关。考虑到10-11月，地方化债接近1.5万亿，有助于一定程度上修复地方财政支出力能，再加上2024年中央主动加杠杆，预计2024年基建投资仍有较强支撑。在财政赤字率3%-4%，新增地方政府专项债3.8-4万亿，以及5000亿国债结转2024年发行等诸多政策支持下，2024年投资增速可维持6%-8%。

2023年基建投资单月增速逐步放缓

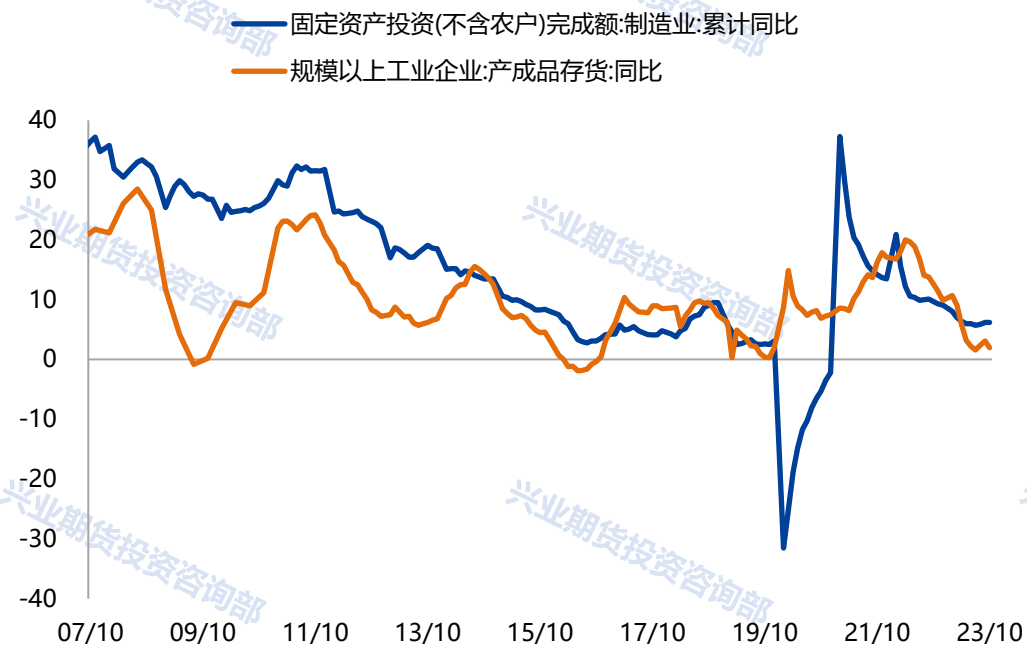


地方政府专项债发行

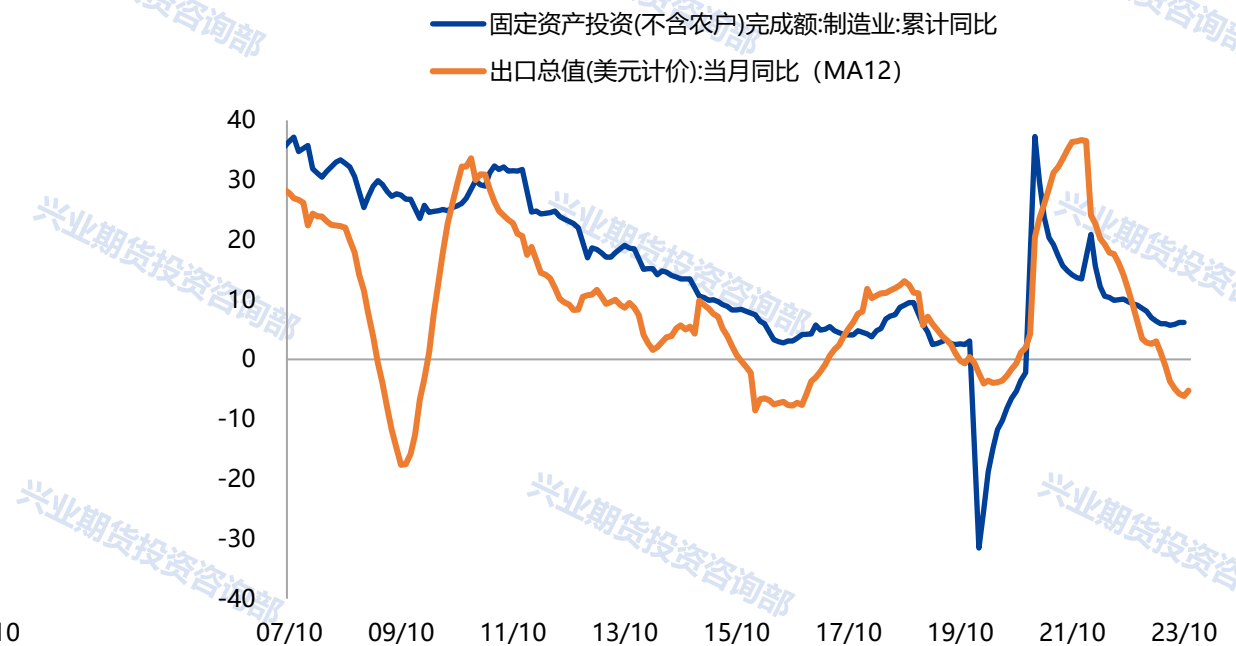


制造业是中国经济转型升级的关键，将持续受到各项产业政策扶持。同时，国内新一轮库存周期已启动，对明年制造业投资也将形成正向拉动。明年制造业投资主要压力可能来自海外，主要集中在上半年，即欧盟经济底部，美国经济降温阶段，下半年随着欧美紧缩政策陆续转向宽松，以及美国库存周期见底回升，外需对国内制造业投资的影响有望边际回暖。预计2024年国内制造业投资增速仍有望维持6%-8%的增长。

制造业投资与国内库存周期

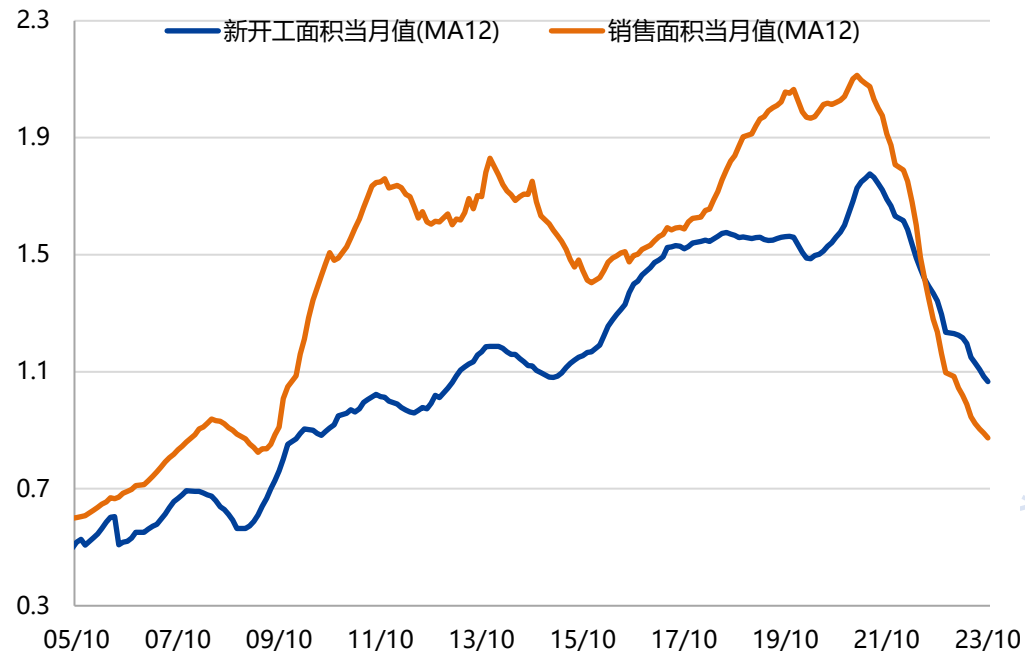


制造业投资与中国出口



按照12个月滚动平均的房屋新开工面积与销售面积计算，国内房地产销售已回到2015年前后，较最高点下跌40%，新开工面积则倒退回2009年水平，较最高点下跌58%，地产供给萎缩更甚于需求萎缩，销售面积接近2030年前的销售中枢，地产存在超调的可能。但是目前地产内生问题依然严重，房企融资支持、需求端政策优化的实际效果难以评估，预计商品房市场依然是2024年经济的主要拖累。城中村改造、保障性住房建设，将成为政府对冲地产风险的措施之一。预计2024年地产投资增速下滑6%-7%。

房地产有存在超调的可能

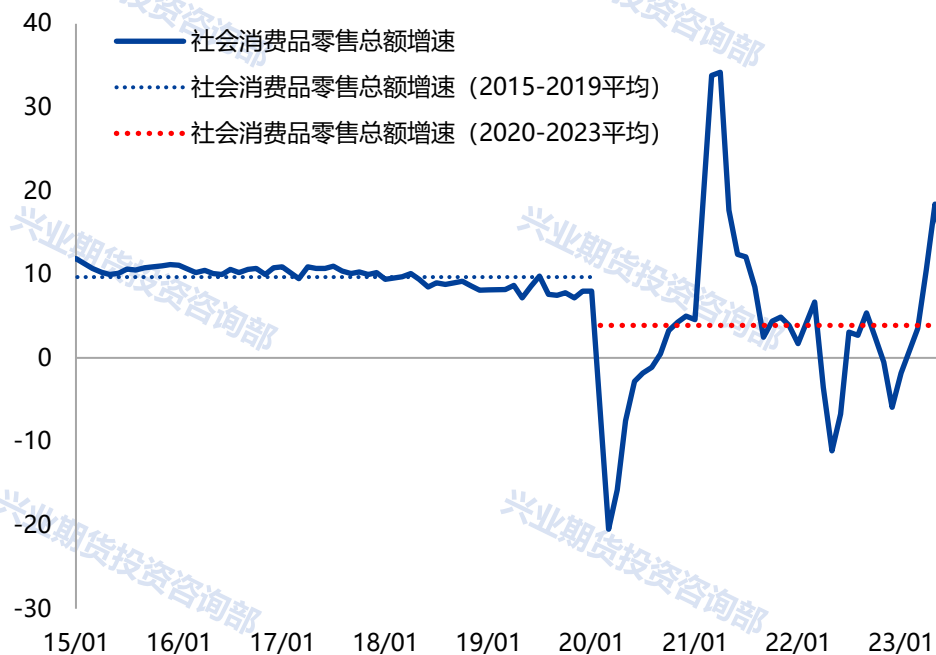


城中村改造与棚改、旧改比较 (中信证券整理)

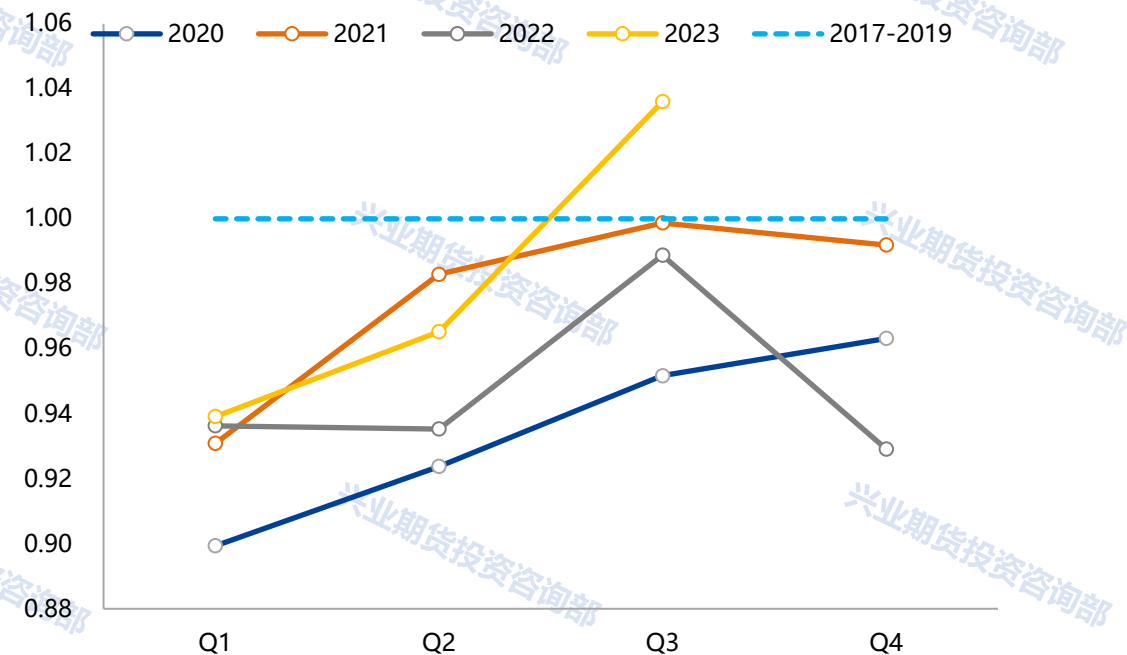
	城中村	老旧小区改造	棚改
改造目的	消除城市建设治理短板、改善城乡居民居住环境条件、扩大内需、优化房地产结构	聚焦于改善老旧小区居民居住条件，未提到扩大需求、带动投资消费等表述	带动消费、扩大投资，让群众尽快住上新房
改造方式	拆除新建、整治提升、拆整结合等不同方式，预计拆除新建比例可能在60%左右或以上。货币化安置比例可能在棚改和旧改之间。	以拆整结合、整治提升为主，防止大拆大建	以拆除新建为主。货币化安置比例最高时期达到50%左右
改造节奏	稳中求进、积极稳妥，成熟一个推进一个，实施一项做成一项，真正把好事办好、办实事	实施一批、谋划一批、储备一批的原则，区分轻重缓急，防止一哄而起	加快棚改项目建设，建立行改审批快速通道，简化程序，提高效率
时间周期	10年	7-10年	4年
总投资额	每年1万亿元左右	预计每年1500亿元左右	每年1.65万亿
需求派生	关注货币化安置比例，预计低于棚改但高于旧改	投资规模较小，不涉及住房需求派生，可能还会减少改善性住房需求	拆除新建、货币化安置比例高，住房需求派生多

疫情以前，社零平均增速达到9.4%，但疫情以来2020-2023年，社零平均增速只有3.6%。疫情期间，消费增速的回落，与居民收入增速下滑、居民消费意愿回落有关。2023年居民消费意愿（个人消费性支出/个人可支配收入）较2017-2019年均值有明显的修复，与疫后报复性出行相关。展望2024年，居民消费的进一步回升，需要依赖税收、就业等一系列政策推动居民收入增速趋势性回升。我们测算，2024年社零增速或将到5%。

疫情后社零增速中枢大幅下降



居民消费意愿有所恢复



	收入放缓	消费倾向	供给因素
影响消费的因素	居民可支配收入增长路径低于疫情前水平	疫情后，消费支出增速开始显著低于收入增速	高库存迫使企业采取降价去库的方式，抑制了消费者单价的恢复
	企业利润增长放缓	居民风险偏好仍在恢复（低配不动产、理财，超配存款）	
	地产链、出口链不景气是影响企业利润的两大因素	地产疲软，居民财富效应受到抑制	
已落地解决办法	增加居民收入	改善消费倾向	
	下调存量房贷利率（减少居民利息支出1300亿元） 提高个税专项附加扣除标准（减少居民个税支出800亿元）	活跃资本市场，通过财富效应与预期效应修复居民信心 2023年三季度居民消费意愿（人均消费性支出/人均可支配收入）已恢复到2017-2019年均值的101.1%。	

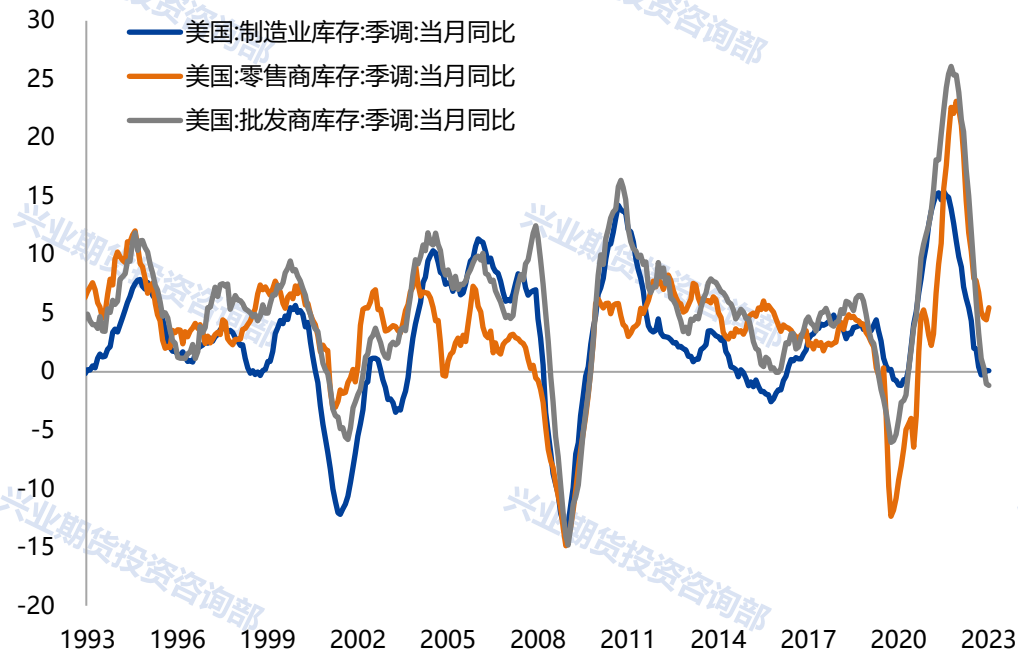
2022年	居民消费性支出	人口	居民消费支出	社零	居民消费支出/社零	社零同比
单位	元	万人	亿元	亿元	%	%
值	24,538	141,175	346,415	439,733	79%	-0.2%

2022年	边际消费倾向	房贷利息支出减少	个税支出减少	居民消费支出增量
单位	%	亿元	亿元	亿元
值	0.72	1300	800	1515

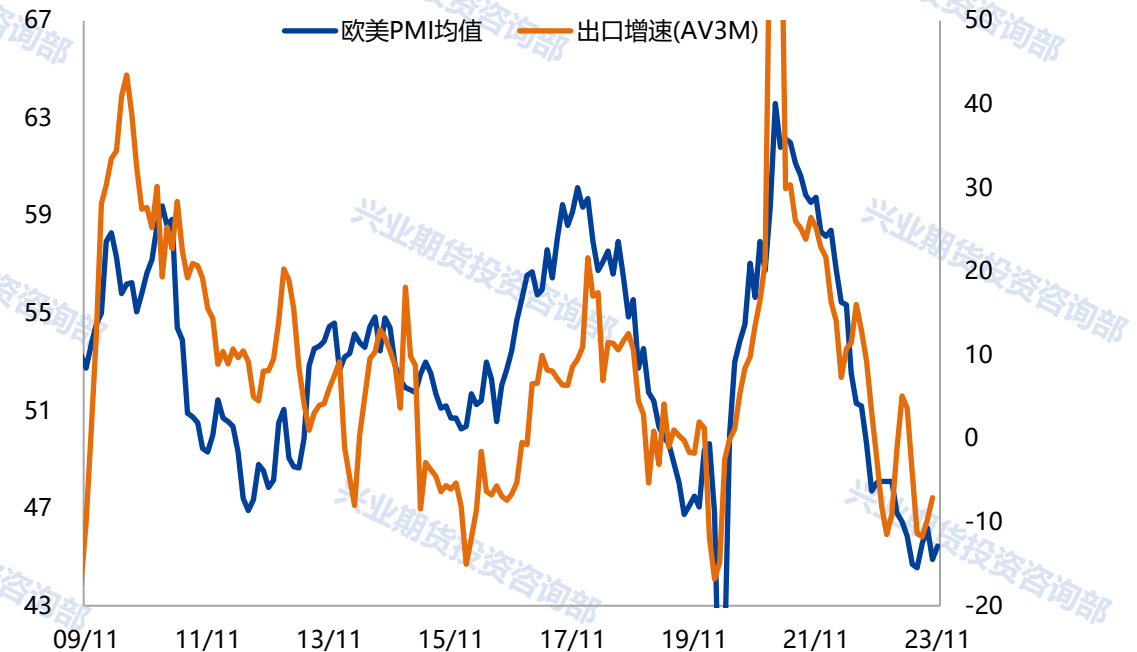
2023年	GDP增速		Δ消费倾向	消费支出增速	对应社零增速	
	单年	2年平均			单年	2年平均
情景一	5.20%	4.10%	1.80%	7.44%	8.0%	3.9%
情景二	5.00%	4.00%	1.70%	7.14%	7.7%	3.7%
情景三	4.80%	3.90%	1.60%	6.84%	7.1%	3.5%
2024年	GDP增速		Δ消费倾向	消费支出增速	对应社零增速	
情景一	4.70%				0.70%	5.84%
情景二	4.50%		0.60%	5.54%	5.3%	
情景三	4.30%		0.40%	5.14%	4.9%	

外需方面，2024年有以下几方面有利因素：（1）国内物价见底，价格因素对出口增速的拖累减弱；（2）欧洲PMI指标已触底，欧洲经济有望边际改善；（3）美国库存周期逐步接近底部，市场预期2024年中有望迎来补库阶段。外需，2024年面临的不利因素可能有：（1）美国再工业化影响最早于2024年下半年显现，或影响中国出口份额；（2）美国经济降温，2024年上半年经济增速放缓压力较大；（3）全球经济增长动能放缓。综合上述信息，我们预计2024年出口将实现2%-3%的小幅正增长，节奏上前低后高。

美国库存周期有望边际改善



欧洲PMI指标已触底



股指

IF

01

政策面积极导向持续强化，盈利端驱涨动能依旧乐观

02

估值端扩张效率相对更快，且空间充足

03

全球配置价值再度凸显，利于外资回流

04

内资亦有持续入场信号，为市场信心提供有力支撑

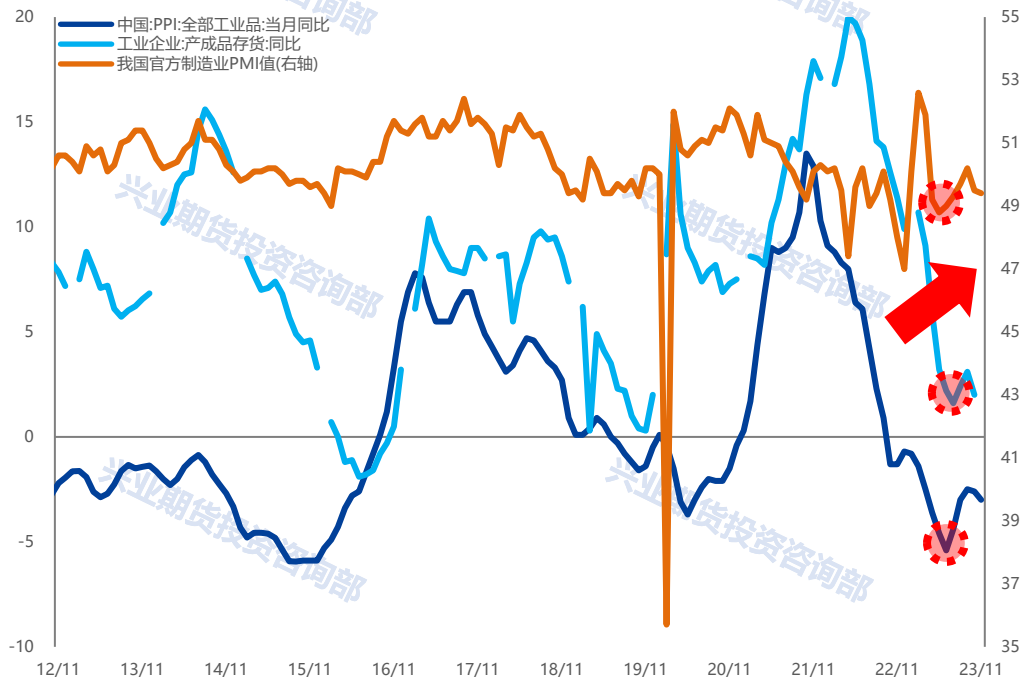
05

兼顾总量端、产业端映射，沪深300指数仍是最佳多头

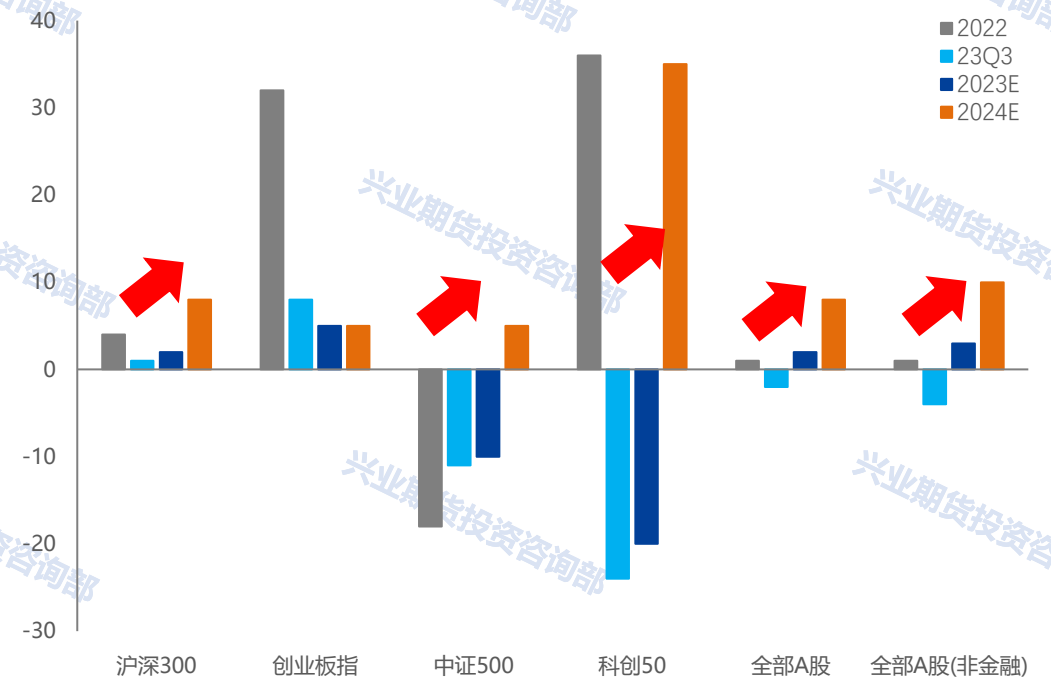
从国内最新景气、物价指标，及库存周期跟踪看，近月相关数据有所回调反复、即呈“弱复苏”特征，但总体符合预期，对大类风险资产利空指引有限。而自2023年7月以来，各类重磅积极政策持续加码和深化，且潜在储备措施依旧充裕，在底部拐点明确后、我们对经济增速斜率上修仍宜持乐观预期，对应盈利端驱涨动能的延续。

参考海通证券相关预测数据，24年全A、全A（非金融）业绩增速为8%、10%，较23年增幅为6pct、7pct，相对增幅较大，作为印证。

国内宏观景气度、库存周期跟踪（截至2023年10月）

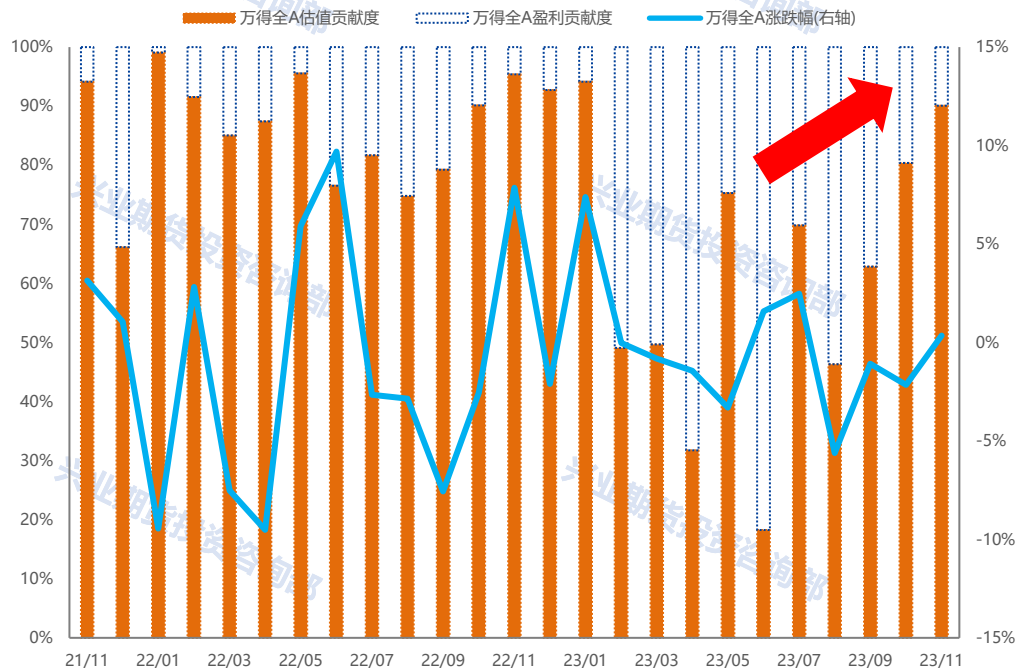


A股业绩预测跟踪（海通证券，2023年12月上旬）

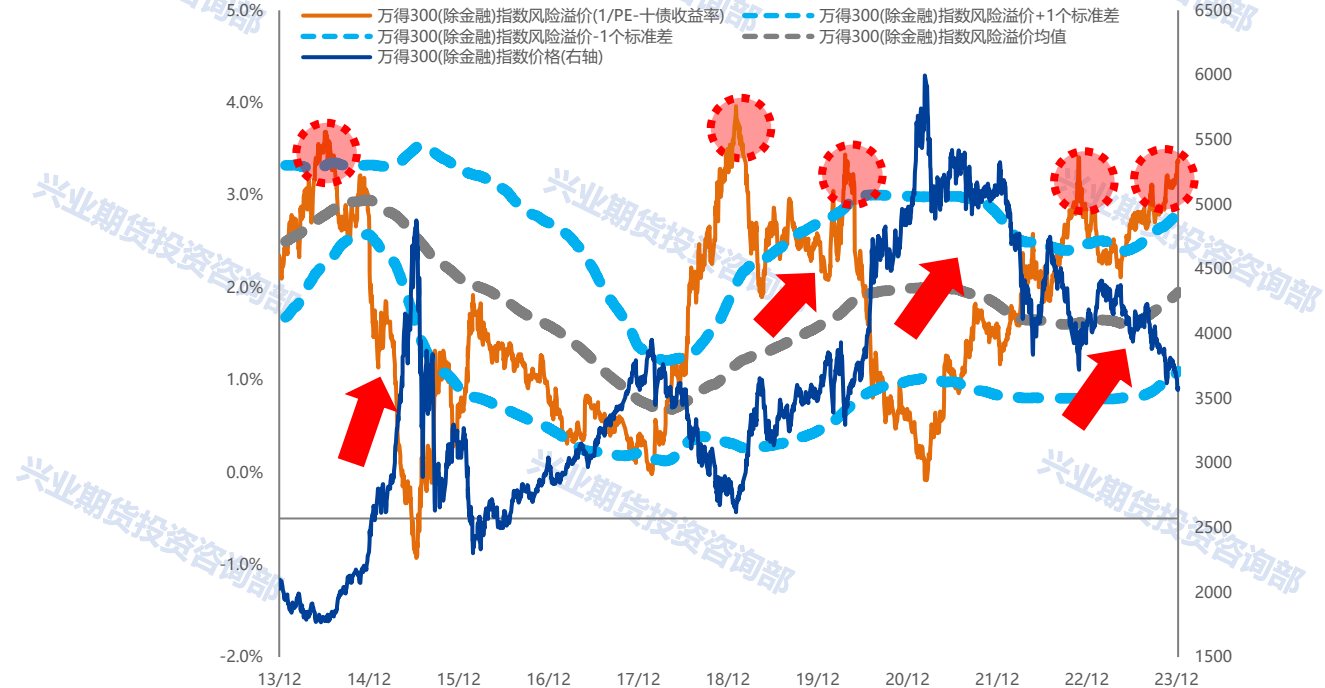


- 从过往各月万得全A指数走势贡献分解看，估值大项为主要因素。随2024年国内经济复苏大势明确、宏观及产业政策面持续出台各类刺激措施，海外市场负面因素显著弱化等，预计市场风险偏好提升的效率更快，对应估值端扩张弹性相对更大。
- 此外，从股债风险溢价值看，当前其依旧处于高位，客观上亦提供充足的回落空间，同样凸显估值端的利多潜力。

万得全A走势贡献分解：估值、盈利视角（截至2023.12.8）



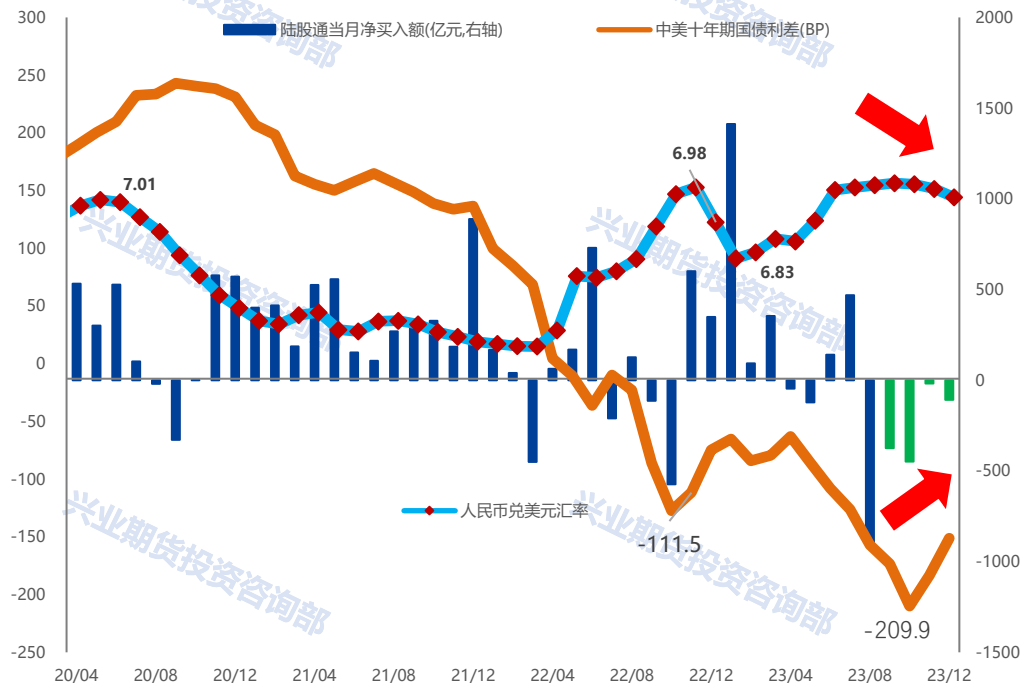
万得300指数(除金融) 风险溢价走势、及涨跌幅对比（截至2023.12.8）



□ 外资方面：随“东升西落”的预期升温，中美汇差和利差重新收敛等，人民币资产及A股的吸引力再现。另从全球主要估值水平对比看，当前A股整体处极低位区间、“性价比”相当高，亦利于进一步强化其配置价值。

□ 作为印证，进入11月后，以陆股通为代表的海外资金净流出额大幅缩小，有重新回流态势、且部分交易日绝对规模较大。

中美十债利差、人民币汇率及陆股通净流入额对比（截至2023.12.8）

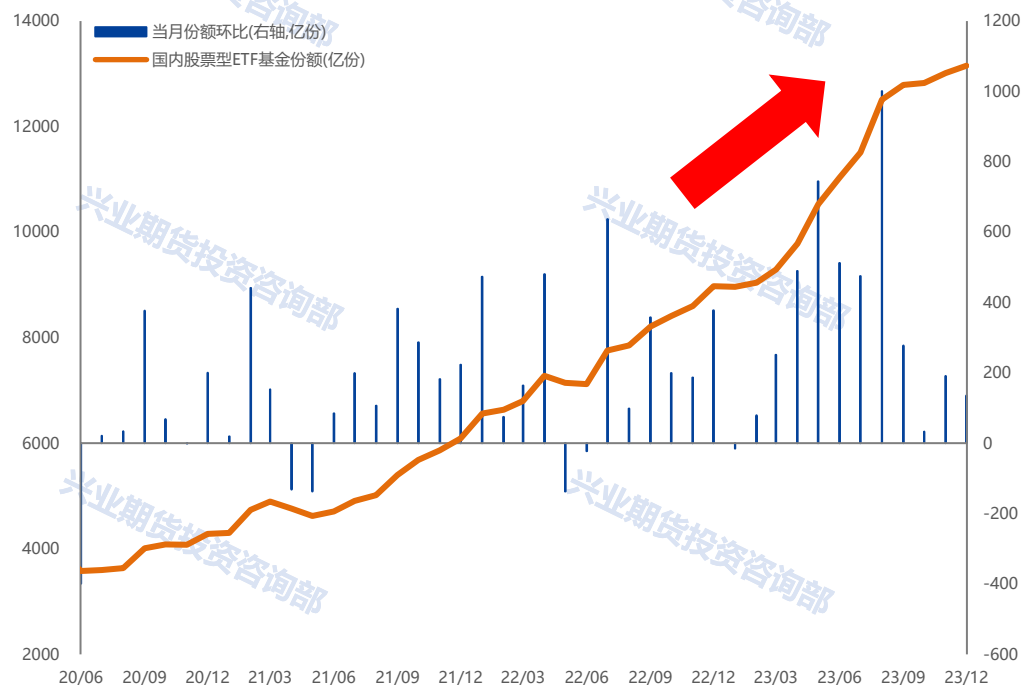


全球股市、A股主要指数估值对比（截至2023.12.8）

主要指数(PE)	均值	中位数	最小	最大	当前值	当前值分位数
沪深300	14.1	12.7	8.0	45.8	10.7	15.8%
创业板指	51.7	51.5	27.0	137.9	27.8	0.4%
上证50	11.9	10.3	6.9	42.8	9.4	21.9%
万得全A	19.2	18.1	11.5	51.3	16.6	30.7%
中证500	34.9	29.6	15.6	92.8	22.2	14.1%
中证1000	48.2	39.7	18.9	144.8	38.1	43.2%
道琼斯工业指数	19.5	19.2	11.1	32.6	25.2	85.3%
纳斯达克指数	34.0	31.8	18.5	81.4	41.1	83.4%
标普500	21.6	21.3	12.7	42.1	24.1	80.1%

内资方面：以被动股票型ETF基金份额为监测变量，近月来其呈持续净流入状态。此外，以偏“右侧趋势”属性的融资余额为代表，亦呈显著增加态势。综合看，国内中长线资金、高灵敏度交易资金均有积极入场信号，是为市场信心的重要支撑和引导力量。

国内股票型ETF份额变化情况（月度值，截至2023.12.8）



万得全A、融资余额走势对比（截至2023.12.8）



- 从具体行业配置看：（1）经济复苏期，大消费风格整体占优；（2）逆周期积极财政调节下，基建、地产刺激加码，则利于传统周期风格；（3）成长板块与经济大势关联度相对较小、而与产业政策及周期高度相关，当前则以TMT为代表，其景气度预期较为乐观、且有较好的业绩印证。
- 在此基础上，增加“股息率、估值水平”等约束，以提升行业配置组合的稳健性。相关入选行业在沪深300指数占比最高（45.1%），其配置价值仍最优。

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2023.12.8）

简称	最新总市值 (亿, 2023.12.8)	最新市净率 (LF)分位值	前1月市净率 (LF)分位值	最新预估净利润 增速(FY1)	最新预估净利润 增速(FY2)	最新预估 ROE(FY1)	最新预估 股息率	沪深300指数 权重占比	上证50指数 权重占比	中证500指数 权重占比	中证1000指数 权重占比	对应A股 市值占比
建筑施工	14653	0.1%	1.3%	12.5%	22.9%	9.1	2.92	2.1	3.1	0.9	1.8	1.7
房地产开发和运营	12266	0.1%	2.4%	220.8%	854.2%	0.7	2.18	1.4	1.2	1.2	2.0	1.4
区域性银行	9906	0.3%	1.8%	11.2%	7.8%	11.9	5.28	2.4	0.0	2.3	0.8	1.1
新能源动力系统	13235	0.6%	5.1%	25.5%	35.5%	13.6	0.86	3.2	0.0	1.7	1.5	1.5
保险II	20670	1.1%	10.4%	11.1%	29.4%	9.6	3.64	3.6	7.9	0.0	0.1	2.4
酒类	41364	1.5%	9.0%	20.0%	20.8%	24.4	2.48	10.7	19.9	0.8	1.0	4.8
环保及公用事业	9137	1.6%	3.0%	23.8%	15.1%	7.6	1.76	0.1	0.0	0.9	1.9	1.1
半导体	35057	1.9%	7.3%	-21.0%	64.4%	5.4	0.30	4.6	3.1	5.3	3.7	4.0
工业金属	8441	6.4%	11.3%	13.3%	19.6%	10.7	2.00	0.5	0.0	3.1	2.0	1.0
专用机械	16029	6.7%	11.6%	33.0%	37.5%	9.3	1.03	0.4	0.0	2.0	2.5	1.8
航空航天	8418	7.6%	20.5%	48.3%	35.4%	6.9	0.52	0.8	0.8	2.6	0.9	1.0
电源设备	16948	8.4%	15.3%	17.3%	21.3%	14.2	2.21	3.3	3.6	1.7	1.8	2.0
消费电子	13612	11.3%	16.9%	22.5%	56.3%	8.6	1.08	1.8	0.0	2.7	2.2	1.6
通用设备	11515	16.8%	19.9%	33.5%	40.2%	8.2	0.89	0.2	0.0	1.8	3.2	1.3
其他军工II	8994	17.3%	19.8%	55.2%	51.3%	7.4	0.64	0.8	0.0	2.0	2.3	1.0
证券II	32371	23.0%	37.6%	23.3%	12.4%	6.7	1.43	6.5	3.9	6.7	1.1	3.7
计算机设备	11270	23.3%	21.3%	42.7%	35.2%	9.1	1.23	1.2	0.0	1.6	1.1	1.3
中药生产	10604	38.5%	27.7%	40.5%	37.2%	8.4	1.56	1.0	1.2	1.3	2.9	1.2
通信设备	10183	39.6%	32.9%	19.4%	41.3%	8.4	0.71	0.6	0.0	2.2	2.7	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)								45.1	44.6	40.6	35.7	35.2



国债

T

01

财政政策适度加力，货币政策协同配合

02

债券集中发行阶段利率压力加大

03

流动性分层现象仍存，存单利率维持高位

04

经济高增速预期强化，高估值债市存回调压力

2023年货币政策与财政政策同上一年相比，重心出现较明确的变化。2022年货币政策发力较为明显，而2023年财政政策推进节奏显著加快。在最新的政治局会议上，对于财政政策的表述为“适度加力、提质增效”。因此未来通过中央加杠杆方式的财政政策仍将是发力重点，而货币政策仍将维持中性，以协同宽财政为主。

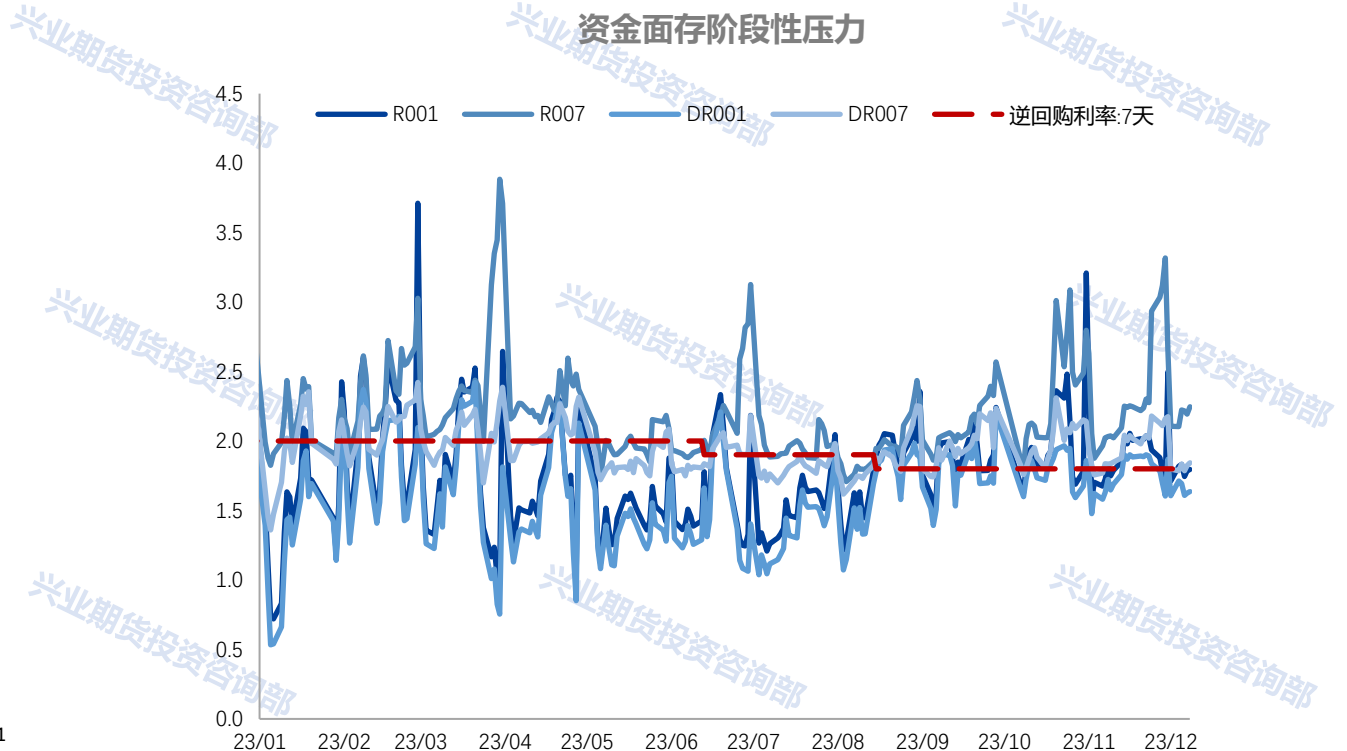
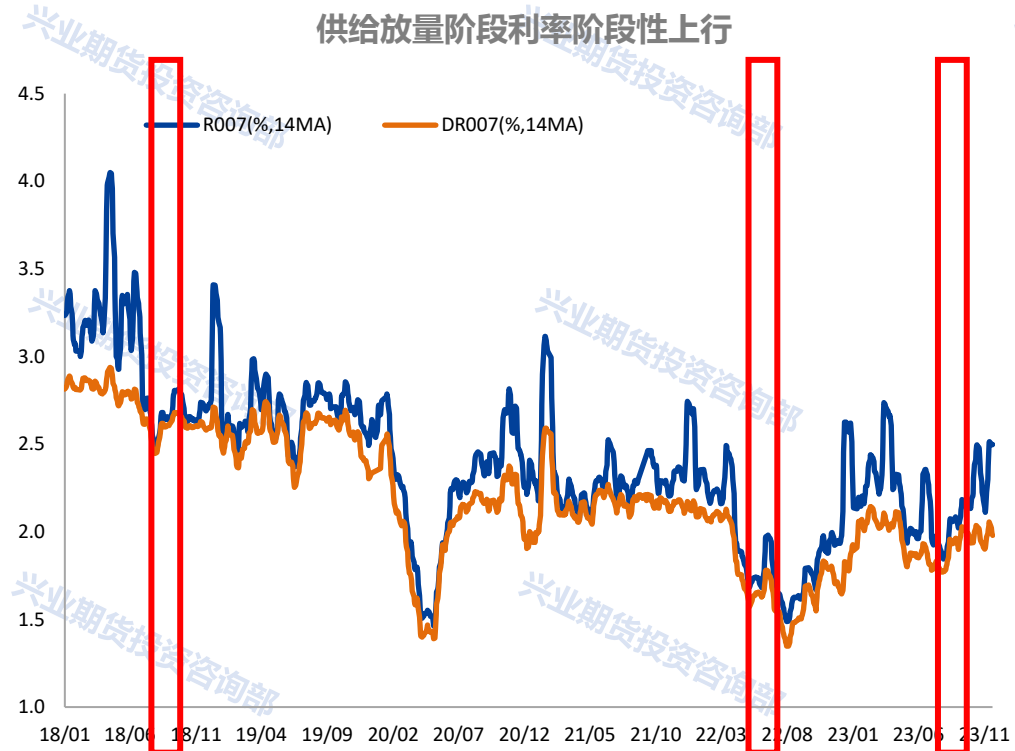
2022年财政及货币政策

货币政策		财政政策	
		2022.1.10	国常会：地方政府专项债资金落地
下调MLF和逆回购利率	2022.1.17		
下调1Y、5Y LPR利率	2022.1.20		
		2022.3.5	2022年专项债额度3.65万亿
		2022.3.8	人民银行向中央财政上缴结存利润，总额超过1万亿
降准	2022.4.15		
下调5Y LPR利率	2022.5.20		
		2022.5.24	加快专项债发行及使用进度
调增政策性银行8000亿元信贷额度	2022.6.1	2022.6.1	新增超1400亿留抵退税
运用政策性、开发性金融工具，通过发行金融债券等筹资3000亿元	2022.6.30		
下调MLF和逆回购利率	2022.8.15		
下调1Y、5Y LPR利率	2022.8.20		
增长3000亿政策性开发性金融工具	2022.8.24	2022.8.24	5000亿专项债地方结存限额，10月底发行完毕
指导国有行下调个人存款利率	2022.9.15		
逆回购放量	2022.10.25		

2023年财政及货币政策

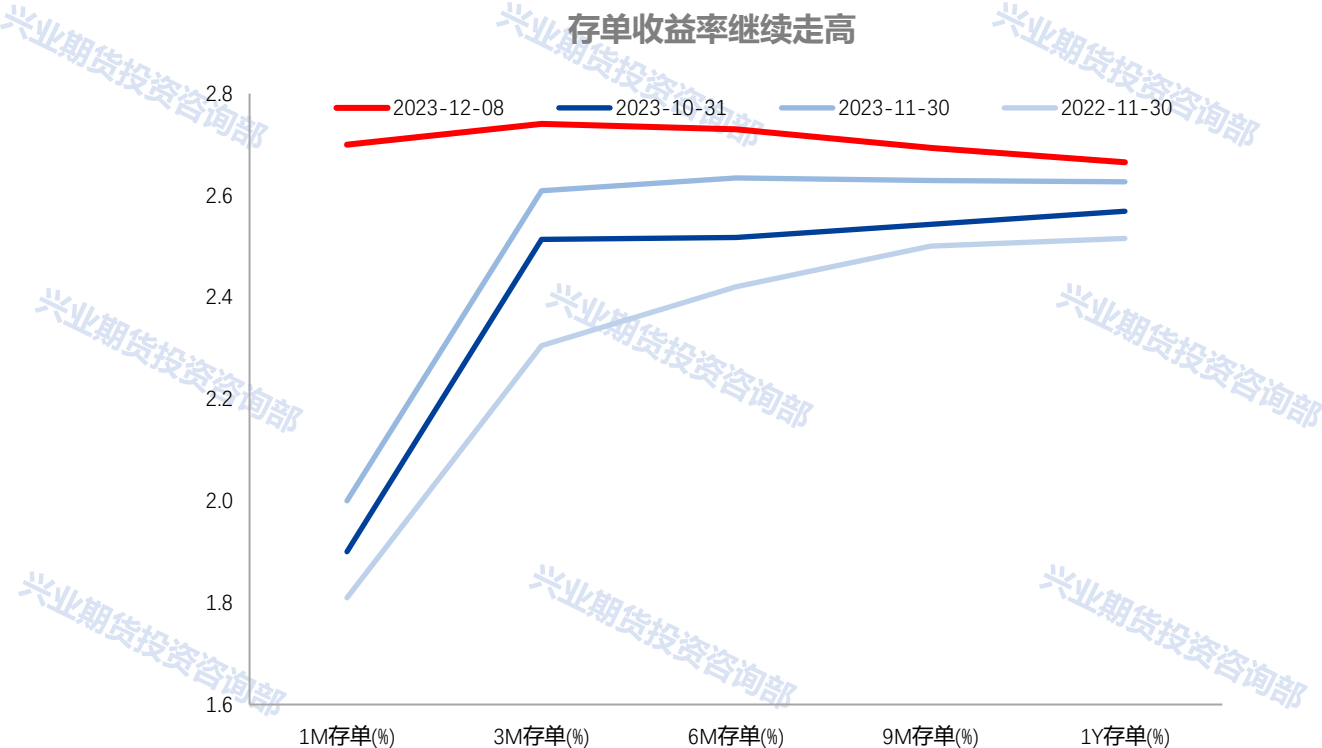
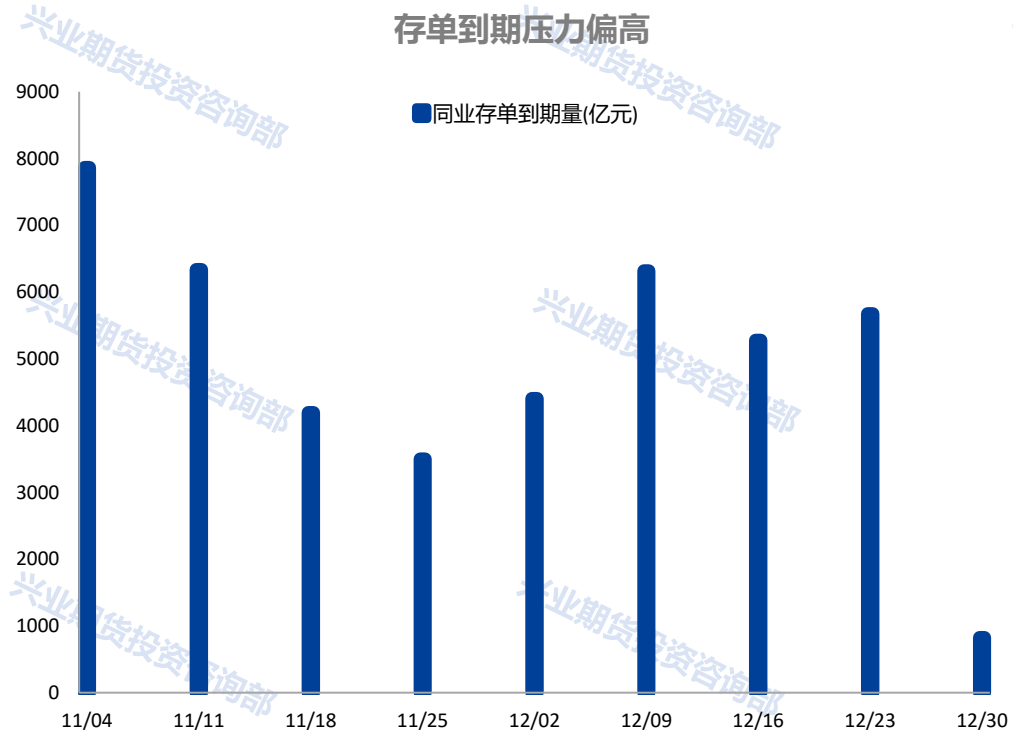
货币政策		财政政策	
		2023.3.5	地方政府专项债3.8万亿
降准	2023.3.17		
		2023.3.24	国常会：延续和优化实施部分阶段性税费优惠政策
下调公开市场操作利率	2023.6.13		
下调MLF利率	2023.6.15		
下调1Y、5Y LPR利率	2023.6.20		
		2023.6.21	对购置日期在2024年1月1日至2025年12月31日期间的新能源汽车免征车辆购置税
支农再贷款、支小再贷款、再贴现分别增加额度	2023.6.30		
		2023.7.18	对购买绿色家居产品给予支持
上调跨境融资宏观审慎调节参数	2023.7.20		
		2023.7.21	优化汽车消费政策
下调MLF利率	2023.8.15		
下调公开市场操作利率	2023.8.21		
		2023.8.25	减税降费、财政金融政策协同等公共租赁住房税收优惠政策、住房置换税收优惠
		2023.8.31	个人所得税专项附加扣除标准上调
下调金融机构外汇存款准备金率	2023.9.1		
下调金融机构存款准备金率	2023.9.14		
		2023.10.24	特别国债增发
		2023.11.16	提前下达2024年部分中央财政城镇保障性安居工程补助资金
		2023.11.17	提前下达2024年部分新增地方政府债务额度

- 在2018年8-9月、2022年6月、2023年9-10月利率债供给压力均有明显增加，而这三个阶段资金利率均出现了一定程度上的上行。说明债券供给放量的确会对资金面造成脉冲式的影响。
- 参考11月的发行节奏以及发行需求来看，12月国债发行规模大部分集中于12月中下旬，叠加地方政府债的发行以及银行间流动性的年末特征，未来资金面或将维持高波动。



□ 本周隔夜资金利率维持在较低水平，但资金分层现象仍较为明显，DR007和R007利差仍处于偏高水平。从银行间市场情况来看，目前大行资金较为充裕，但中小银行资金缺口较大，因此在传导至非银机构时融出能力受限。

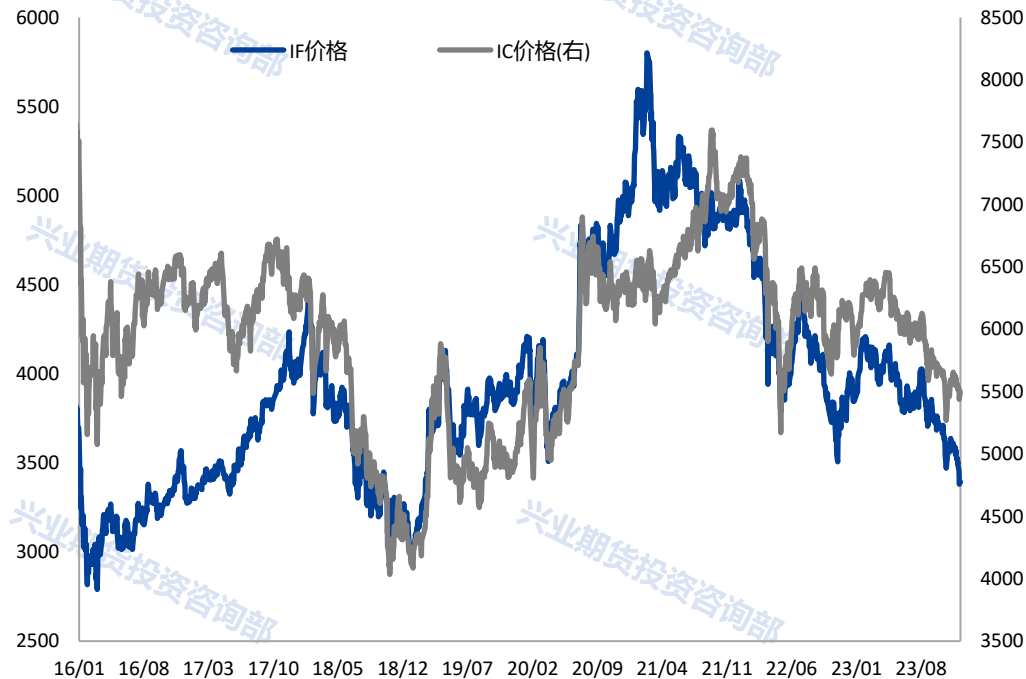
□ 上周1年期存单收益率继续上行。到期量方面，12月中下旬单周到期量基本维持在5000亿上方，到期压力预计将持续维持在高位。



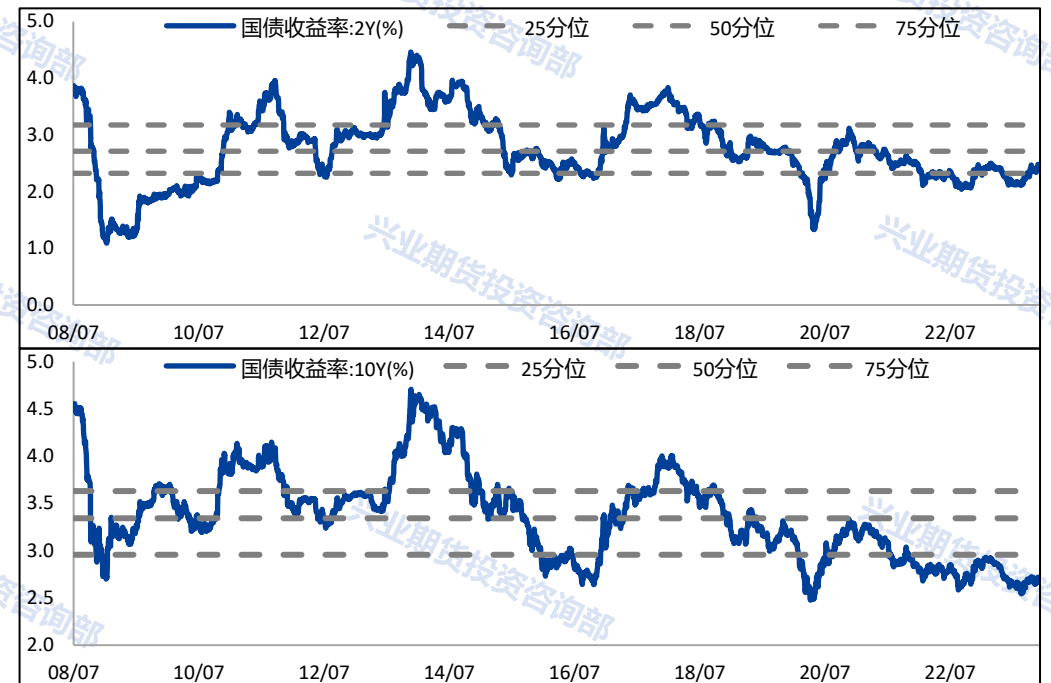
□ 本次政治局会议传递的政策信号较为积极，市场对2024年经济增长保持高增速预期有所强化，债市市场调整压力正在累积。虽然货币政策仍将维持中性偏宽松，但债市存阶段性供给压力。

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

股票等风险资产估值偏低吸引力抬升



长端利率处历史低位



橡胶

RU

01

年末车市迈入传统旺季，出口市场贡献边际增量

02

全钢累库速率放缓，半钢产线开工维持同期高位

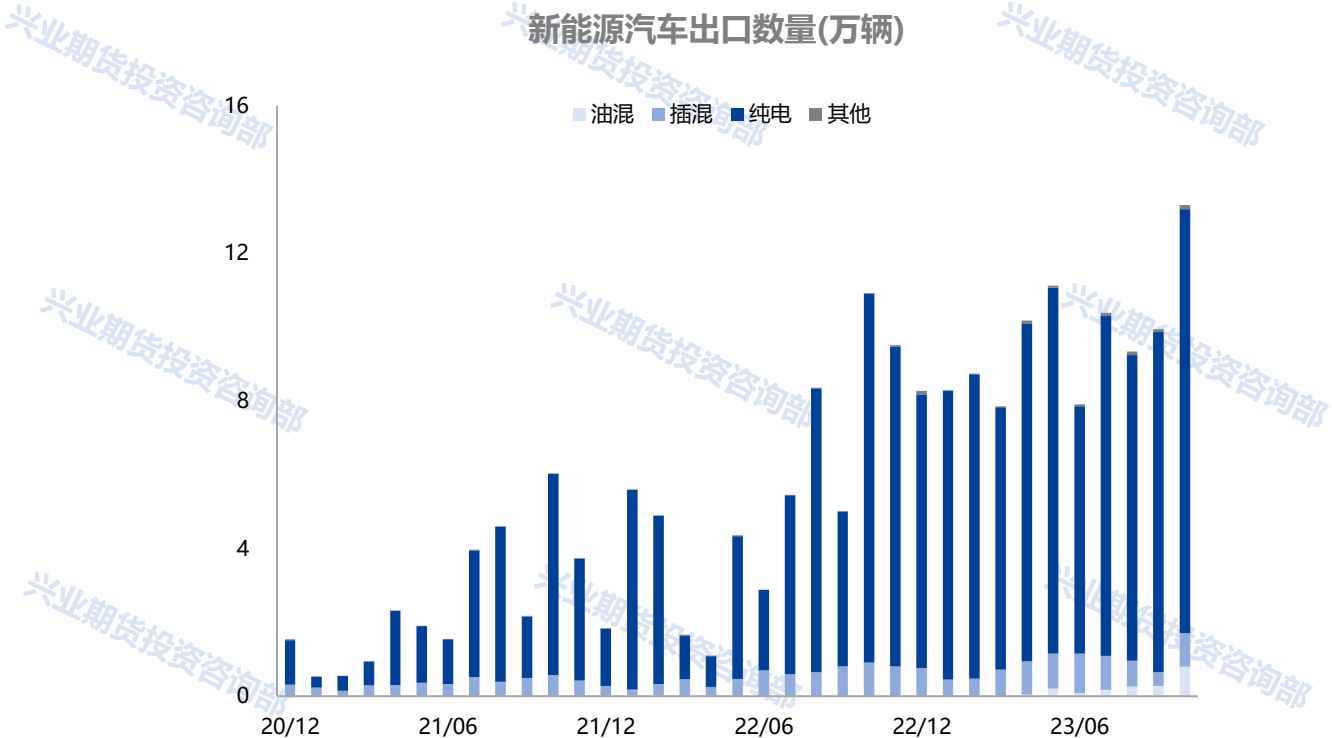
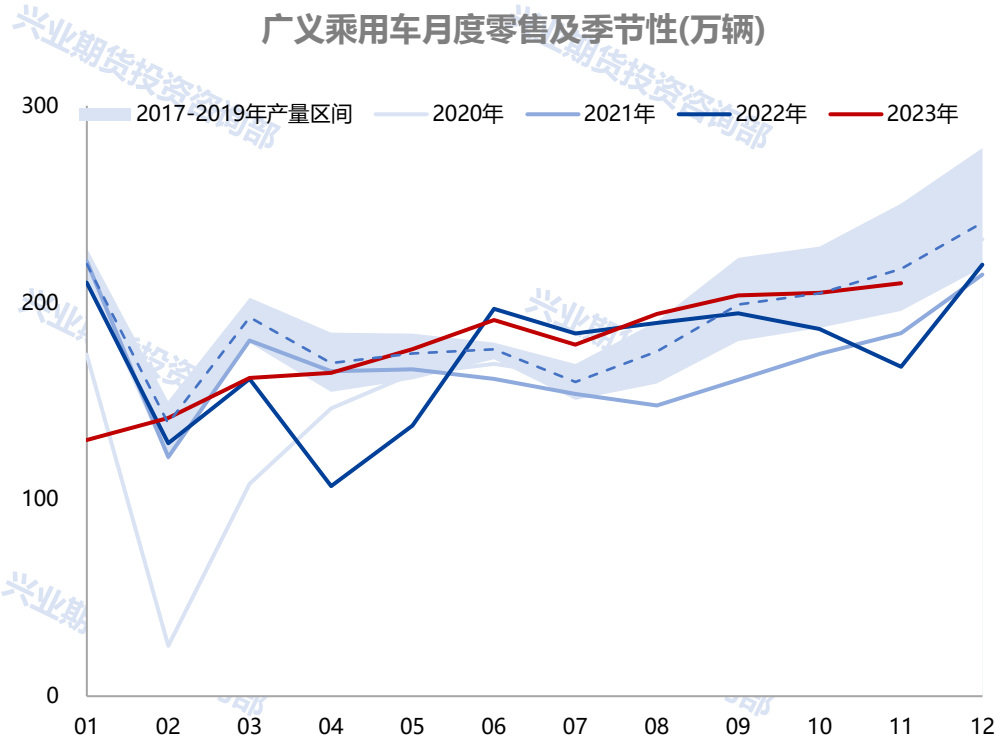
03

国内产区停割季临近，海外原料价格高企

04

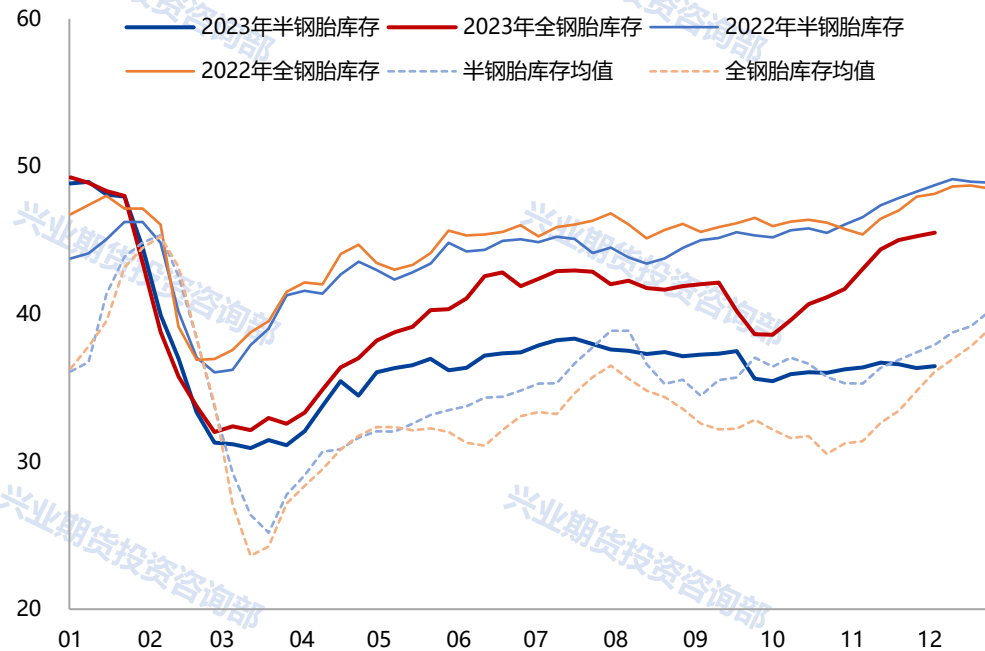
港口库存维持降库之势，供需结构预期改善

汽车市场方面，乘联会统计11月乘用车零售209.7万辆，环比续增2.3%、同比增长25.5%，年末车市传统旺季预期逐步兑现，各地车展的举办及车企车型的推出激发市场消费热情，国内汽车产销延续复苏态势；而据海关总署数据显示，11月汽车出口52.4万辆，同比增幅近42%，新能源车系主要驱动，出口增速延续高增状态，天然橡胶终端需求偏向乐观。

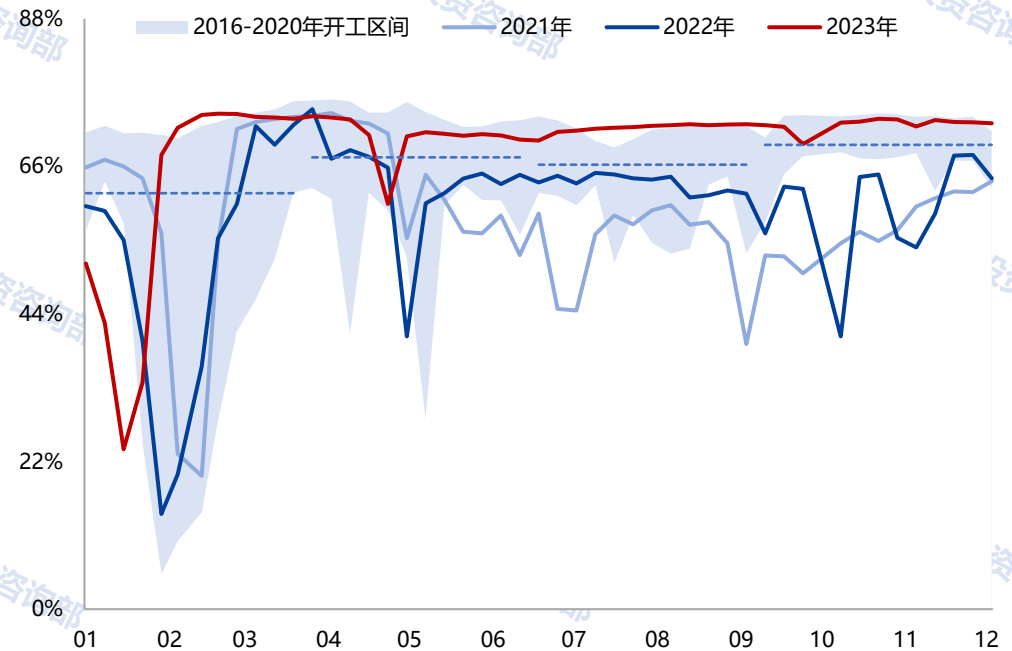


□ 轮胎市场方面，全钢胎累库速率有所放缓、带动产线开工意愿触底回升，而半钢胎产销表现乐观、外贸订单相对充足，其库存低于近年季节性均值、并大幅少于去年同期水平，企业排产积极、开工率亦维持在高位，橡胶需求传导依然顺畅。

山东轮胎库存可用天数(天)

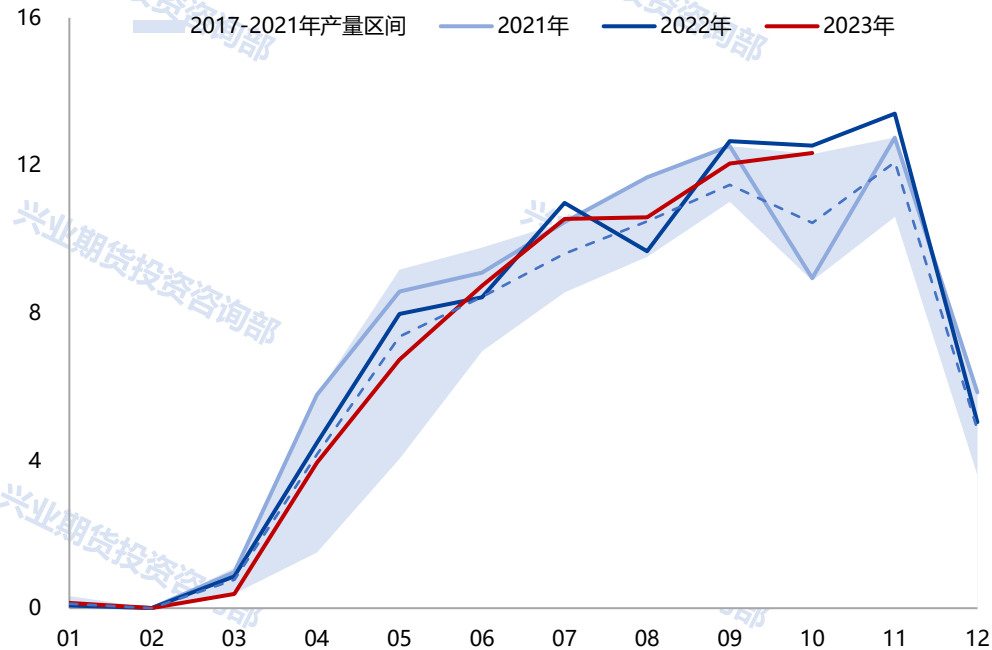


半钢胎开工率季节性

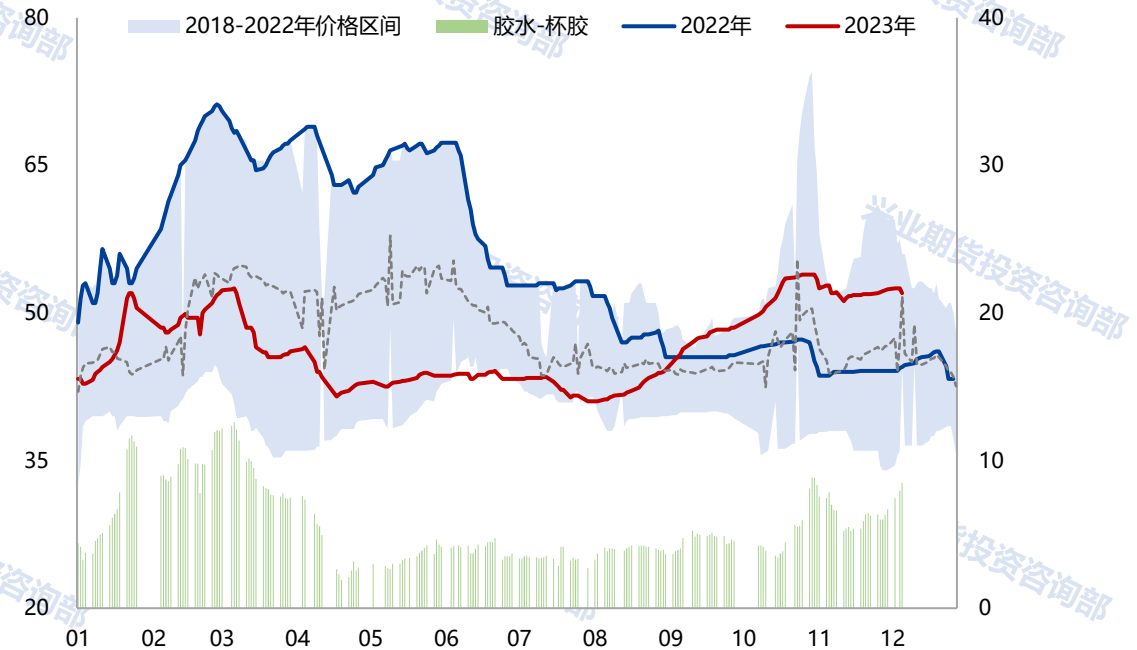


供应方面，云南各地陆续停割、海南产区今年休割期或提前5-10天来临，极端天气对割胶生产的负面影响不时显现，而本轮厄尔尼诺现象进入峰值强度时期，明年开春之前气候因素的不确定性始终存在，泰国旺产季放量预期部分落空，当地胶水价格高企印证原料产出不足现状，天胶供应端难有增量。

中国天然橡胶月度产量季节性(万吨)



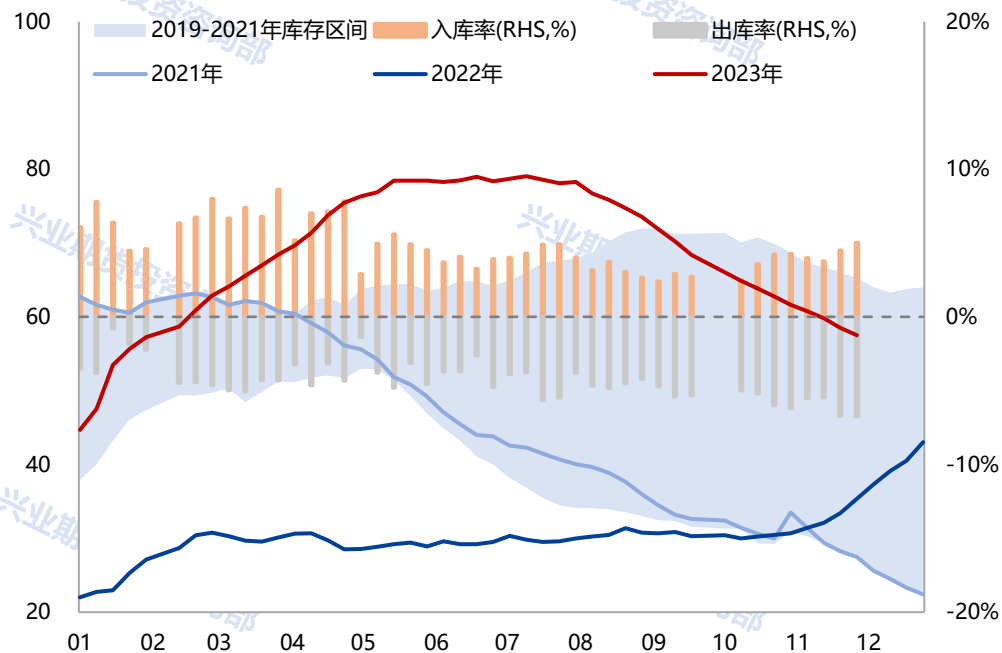
泰国胶水价格走势及原料价差(泰铢/公斤)



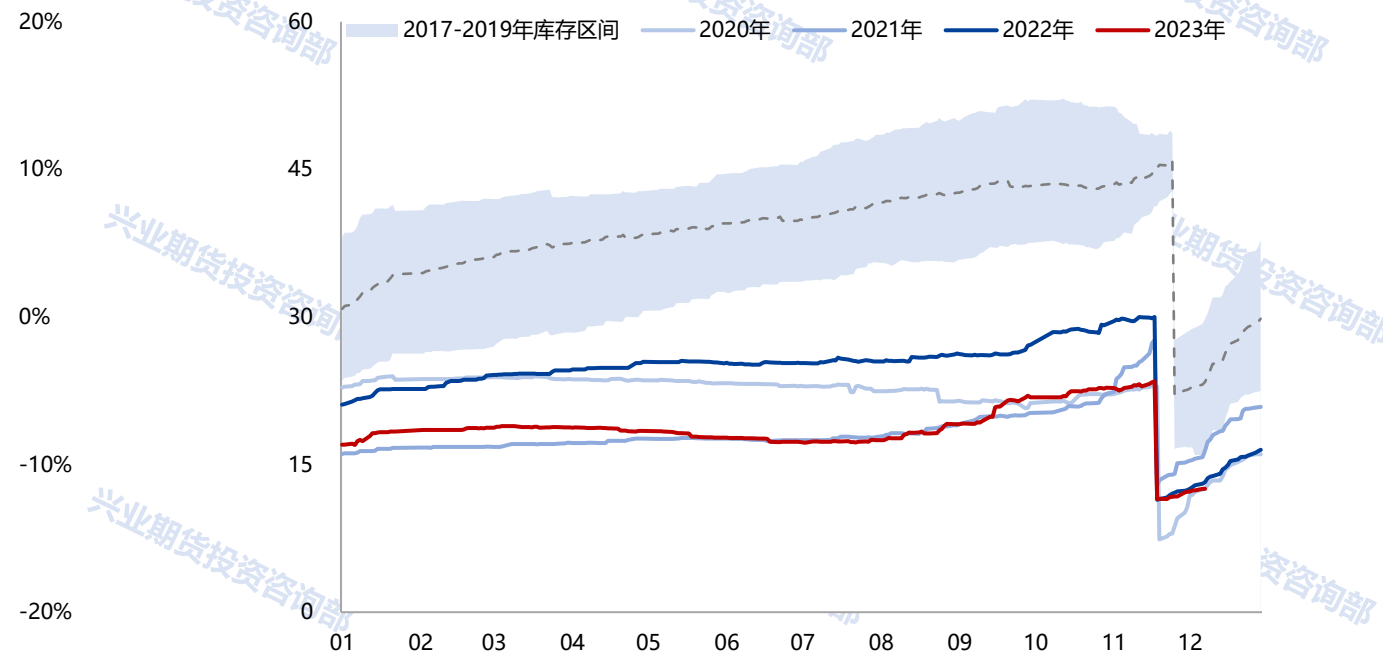
□ 库存方面，进口资源不足使得入库率增长缓慢、下游生产状况乐观则推动出库率维持高位，港口库存加速降库，而国内停割叠加老胶注销，沪胶仓单处于近年同期最低水平，橡胶库存结构持续改善。

□ 综合来看，轮胎开工率表现尚佳，消费刺激措施加码推动年末旺季车市产销，而国内产区临近停割、海外原料价格高企，港口库存维持去库态势，供减需增预期支撑橡胶价格，基本面对沪胶驱动依然向上。

青岛一般贸易库存水平(万吨)



天然橡胶期货库存(万吨)





甲醇

MA

01

国内外产量稳定，各环节库存积累

02

烯烃需求平稳，传统需求转弱

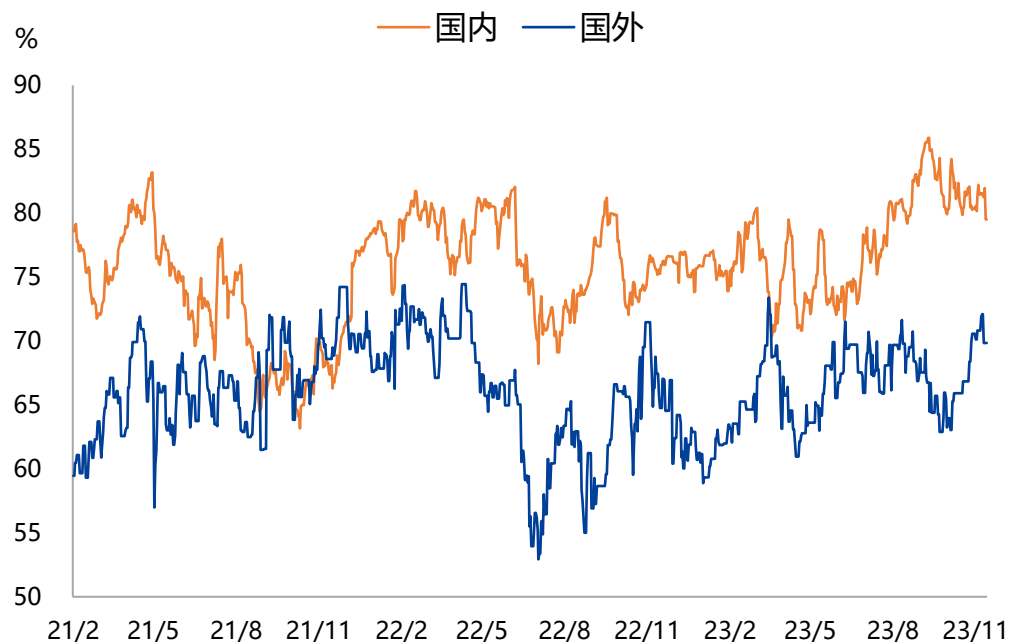
03

各工艺利润改善，波动率加速上升

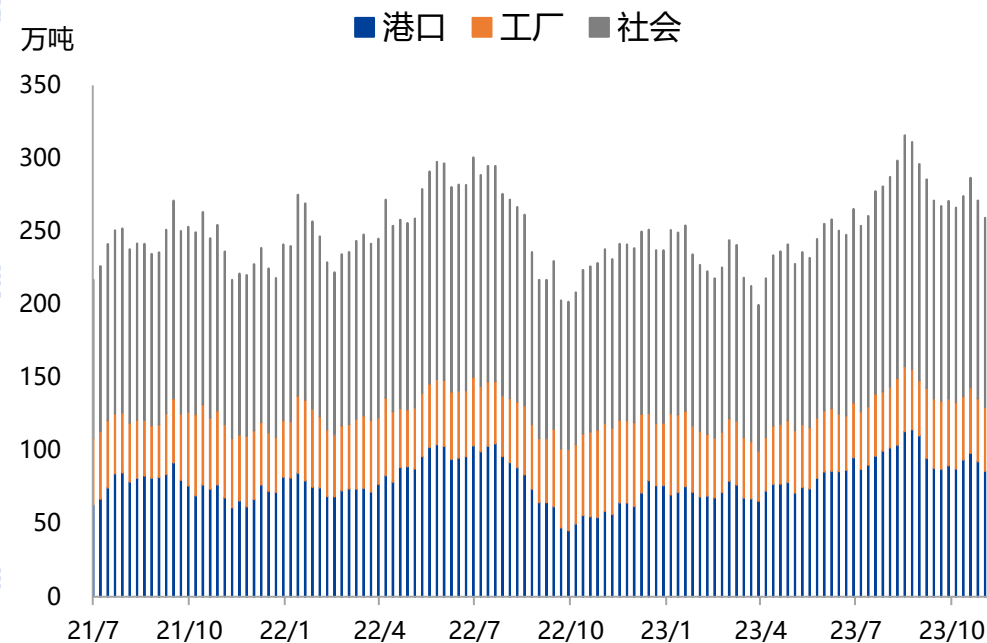
近一周装置变动较小，开工率上升0.3%，产量增加0.5万吨，冬季气头装置例行停车正在进行，由于天然气供应充足，甲醇产量减少幅度可能不足预期。因伊朗ZPC停车，海外装置开工率下降0.3%，海外气头装置同样在12月开始集中减产，未来重点关注中东装置运行情况。

上周到港量回升降至32.49万吨，处于年内中等水平，港口库存增加1.29万吨。西北和西南需求转弱，生产企业库存增长1.4万吨，社会库存增加2.7万吨。三项库存均处于过去三年50%分位水平，无利好和利空指引作用。

国内外产量保持稳定（截至12.8）

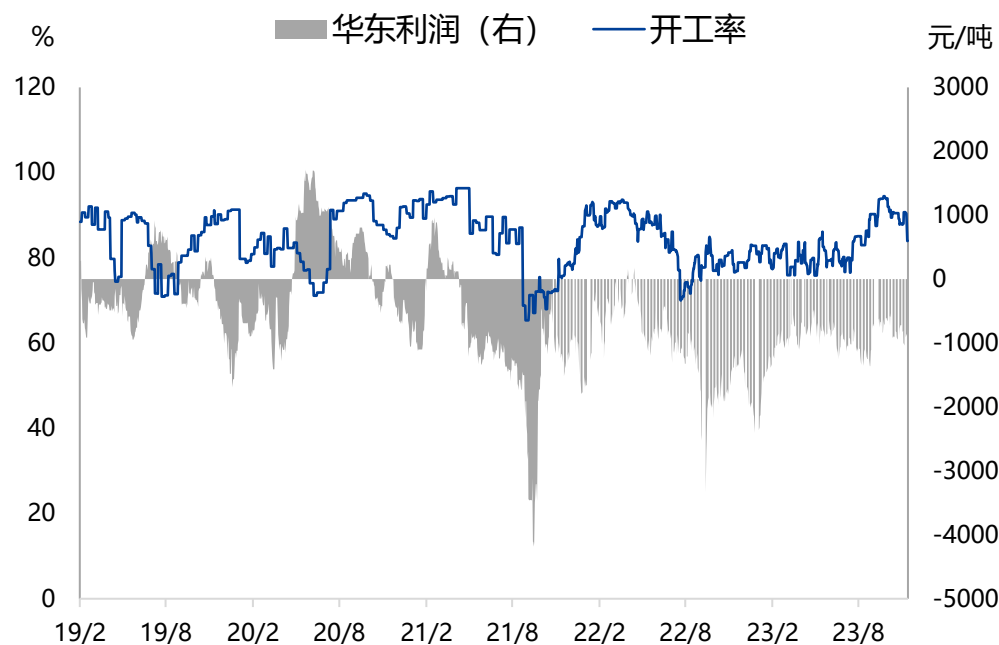


各环节库存开始积累（截至12.8）

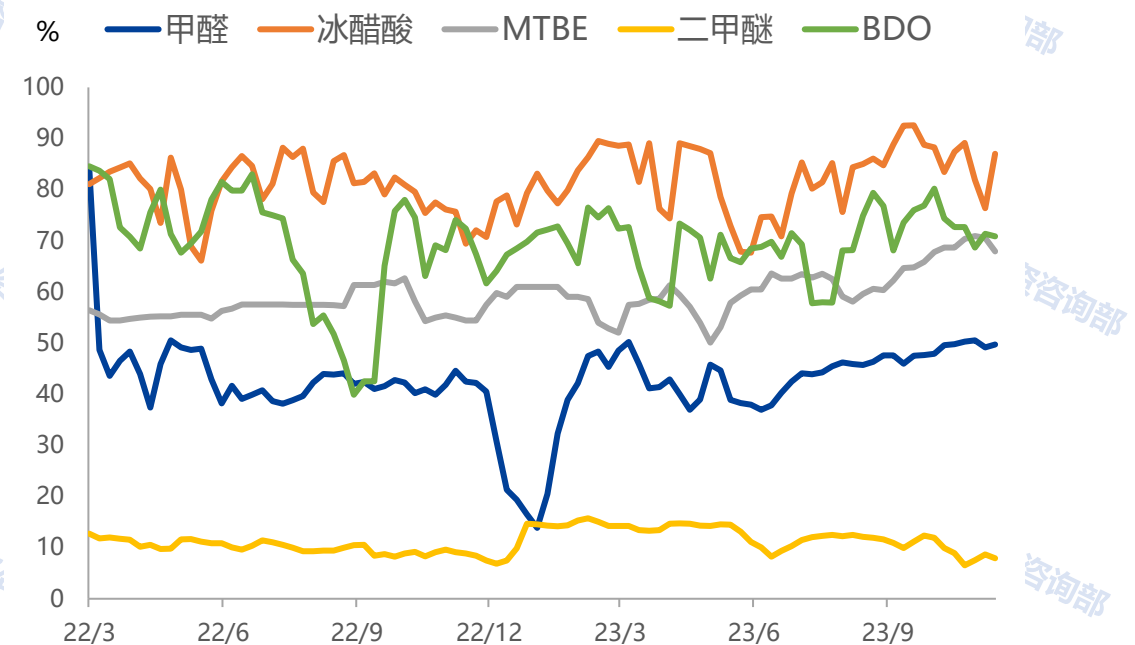


- ❑ 诚志一期和兴兴降负，甲醇制烯烃开工率下降0.5%。上周烯烃企业的甲醇采购量为27万吨，相比去年四季度均值的21万吨，以及今年十月至今均值的27万吨，当前烯烃需求表现平稳。生产利润持续下降，并到9月以来最低，继常州富德停车后，市场传言华北和华东部分装置也将降负或停车。
- ❑ 此前检修的装置集中恢复，醋酸开工率提升12%，重回高位。MTBE利润降至年内最低，部分装置开始降负。受环保影响，BDO开工率降至半年新低。山东一套大装置重启，甲醛开工率小幅回升。传统下游逐步进入淡季，对甲醇需求量将持续下降，成为核心利空因素。

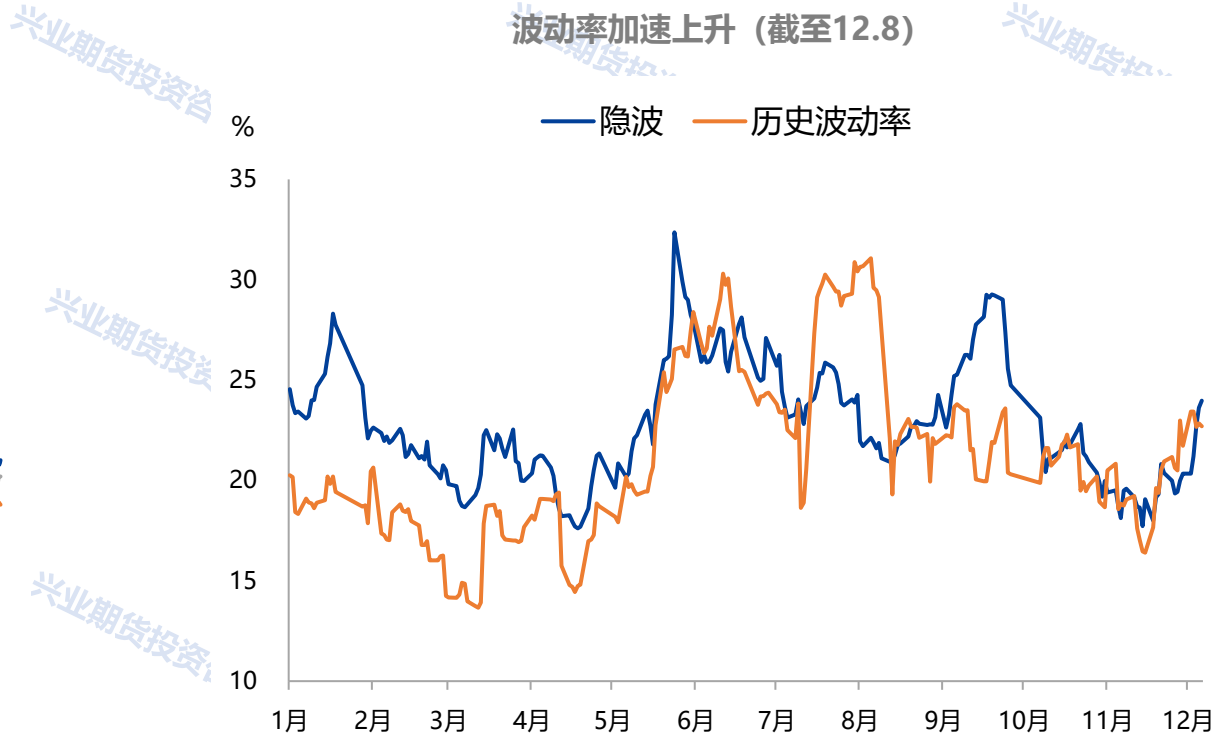
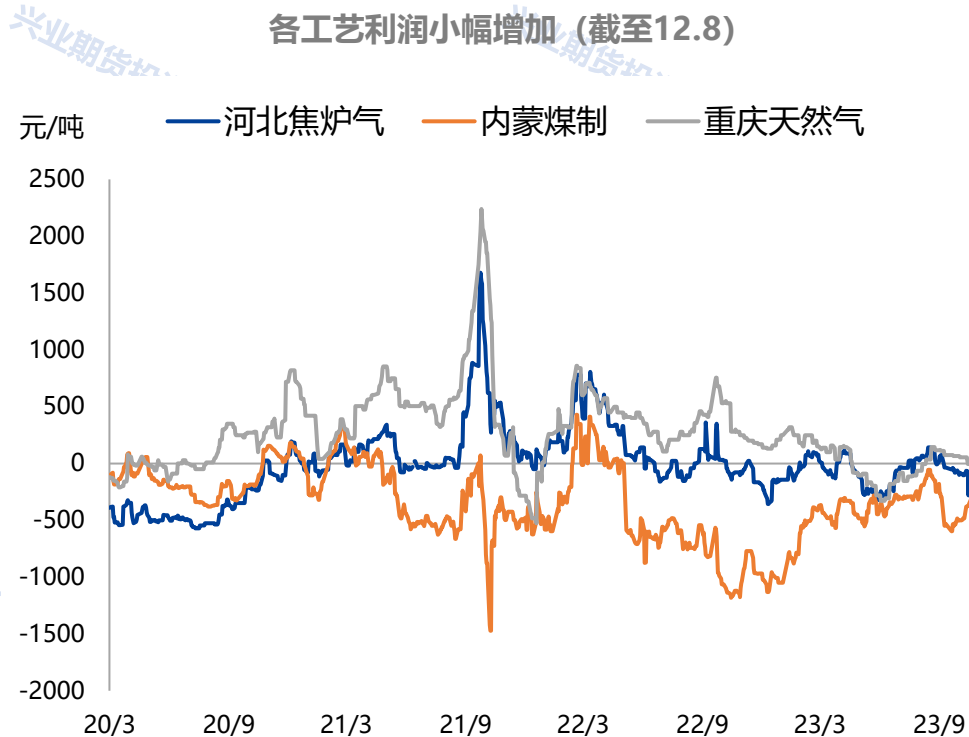
甲醇制烯烃需求稳定（截至12.8）



多数下游开工率下降（截至12.8）



- 煤炭价格稳定，随着甲醇现货价格反弹，煤炭和焦炉气工艺利润分别增加20元/吨50元/吨。天然气价格持平，气头利润增加20元/吨。今年冬季确定为暖冬，同时煤炭和天然气供应充足，二者价格不会显著上涨，甲醇成本也将维持当前水平，边际成本折算盘面价格为2300元/吨。
- 近一周期货前二十席位净空持仓小幅增加。01合约将于12月13日到期，看涨期权成交量和持仓量超过看跌期权，不过衍生品市场情绪依然偏空。历史波动率和主力平值隐含波动率增加3%，达到9月以来最高，本月价格波动加剧可能性极高。





聚氯乙烯

V

01

周度产量创历史新高，生产企业去库顺利

02

下游开工持续降低，现货成交部分转弱

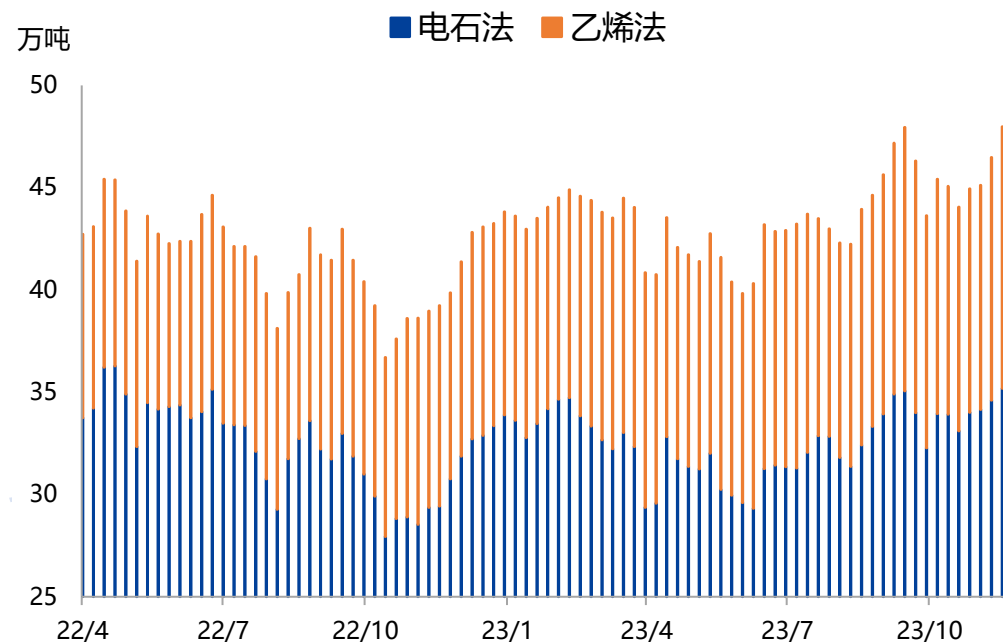
03

成本支撑限制下跌，微观指标支持做多

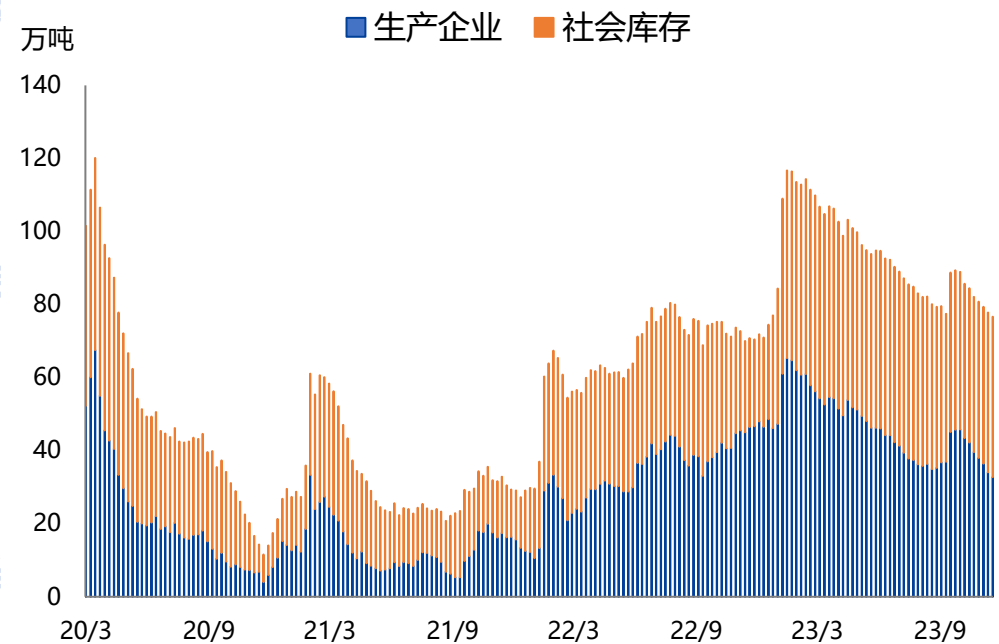
■ 尽管山东信发、霍家沟和云南能投等装置停车检修，但是沧州聚隆、苏州华苏、河南联创、山东恒通等装置开工率提升，导致PVC周产量创历史新高，达到48 (+1.5) 万吨。下周仅韩华化学一套装置计划检修，PVC产量略微下降。

■ 十月至今生产企业库存加速下降，达到32.78万吨，是2022年6月以来最低。不过社会库存自10月底开始持续增长，达到43.9万吨，虽然仍处于年内偏低水平，但较去年同期高出83%。当前生产企业库存已经达到合理水平，但社会库存依然极高，未来中游库存下降将成为上涨信号。

产量创历史新高 (截至12.8)



生产企业库存达到一年半新低 (截至12.8)



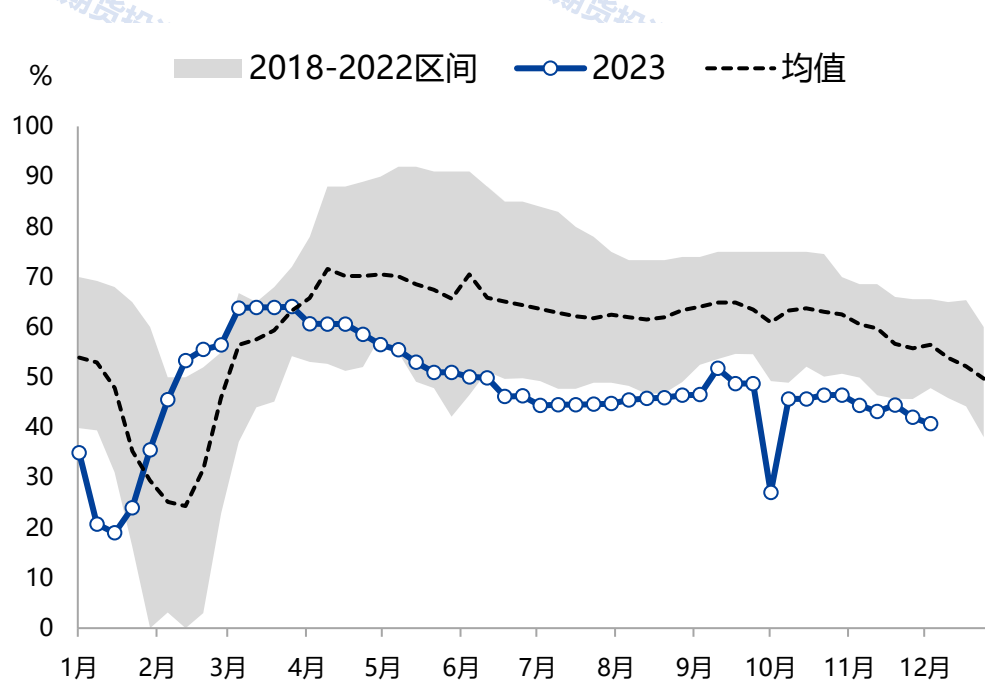


能源化工品种策略 (PVC)：下游开工持续降低，现货成交部分转弱

9月以来PVC下游开工率持续下降。细分下游看，仅薄膜开工率处于正常水平，型材和管材的开工率仅为去年同期一半。目前正处于需求淡季，直到春节前下游开工率都将延续下降。

PVC现货预售量为51.9万吨，已经降低至年内偏低水平，不过贸易商现货成交量达到4.45万吨，属于偏高水平。周度出口量签单量为2万吨，印度等亚洲国家需求良好，本月待交付订单仍有9万吨。综上，内贸部分转弱，外贸保持良好。

下游开工率持续降低 (截至12.8)



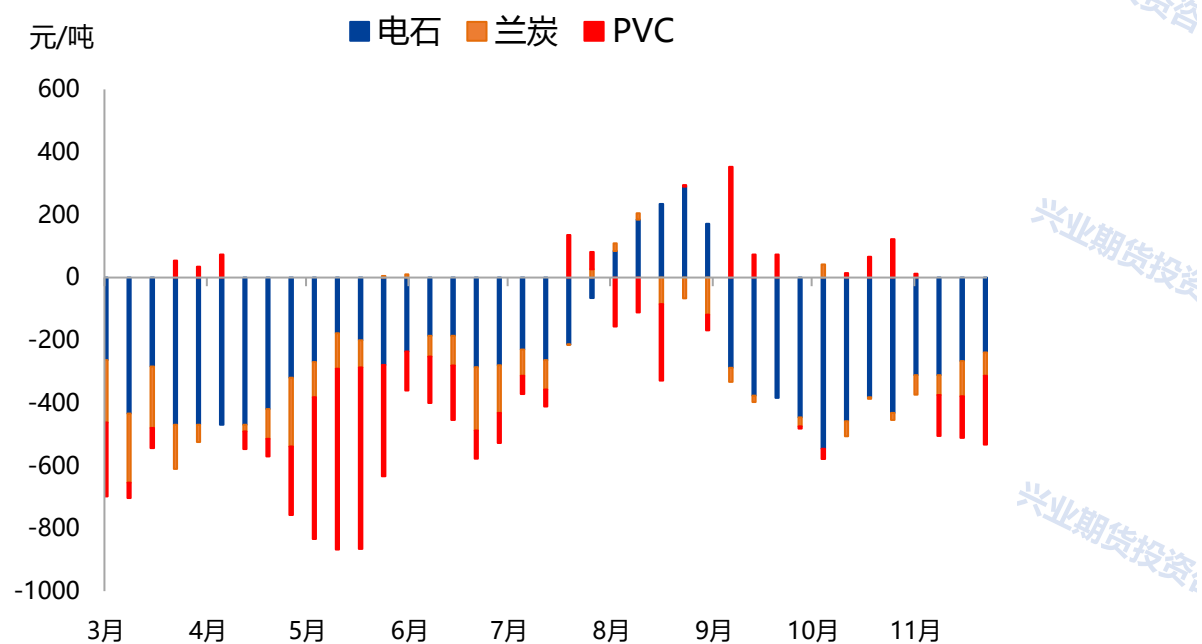
预售量降至年内低位 (截至12.8)



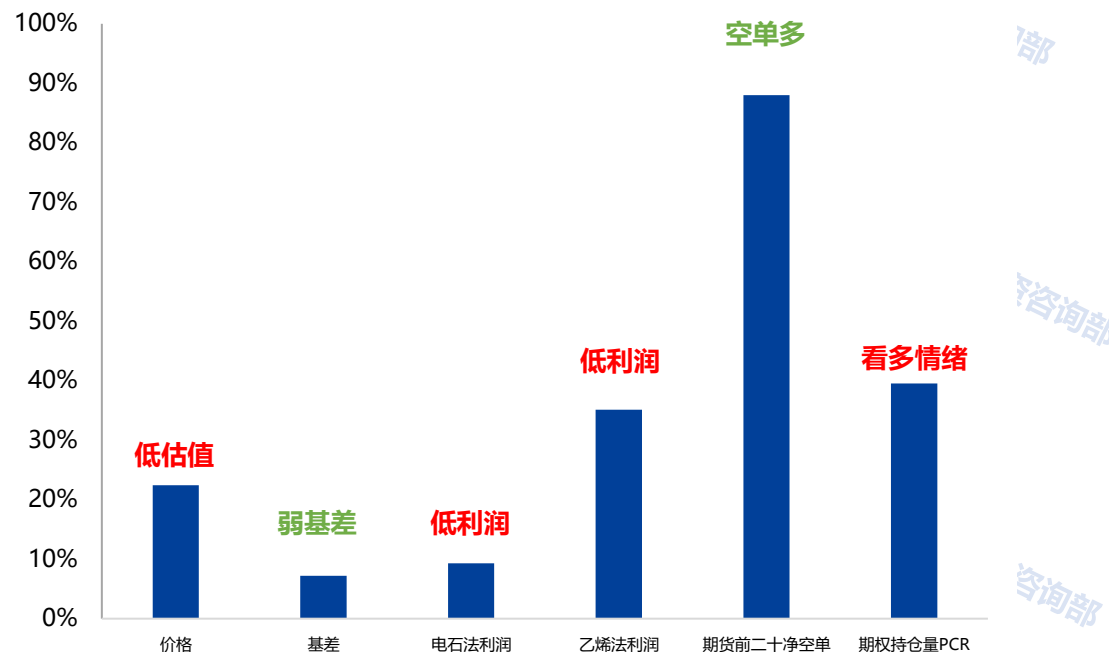
坑口煤价小幅下跌，兰炭跟跌后生产亏损扩大至80元/吨，下游电石亏损虽然因此减少，但依然偏低，西北电石供应紧张，近期价格已经开始上调。目前电石法成本为568元/吨。乙烯法成本为5890元/吨，成本支撑是做多PVC的核心理由。

现货企业看涨比例由11%提升至14%，期货净空持仓量由5万手减少至4万手，期权01合约于上周到期，看涨期权成交量是看跌的3倍以上。另外结合偏低的期货价格和生产利润，主要微观指标与看涨观点保持一致。

电石法产业链亏损严重 (截至12.8)



主要微观指标偏多 (截至12.8)





沪铝

AL

01

水电减产持续期较长，国内产量增长受制约

02

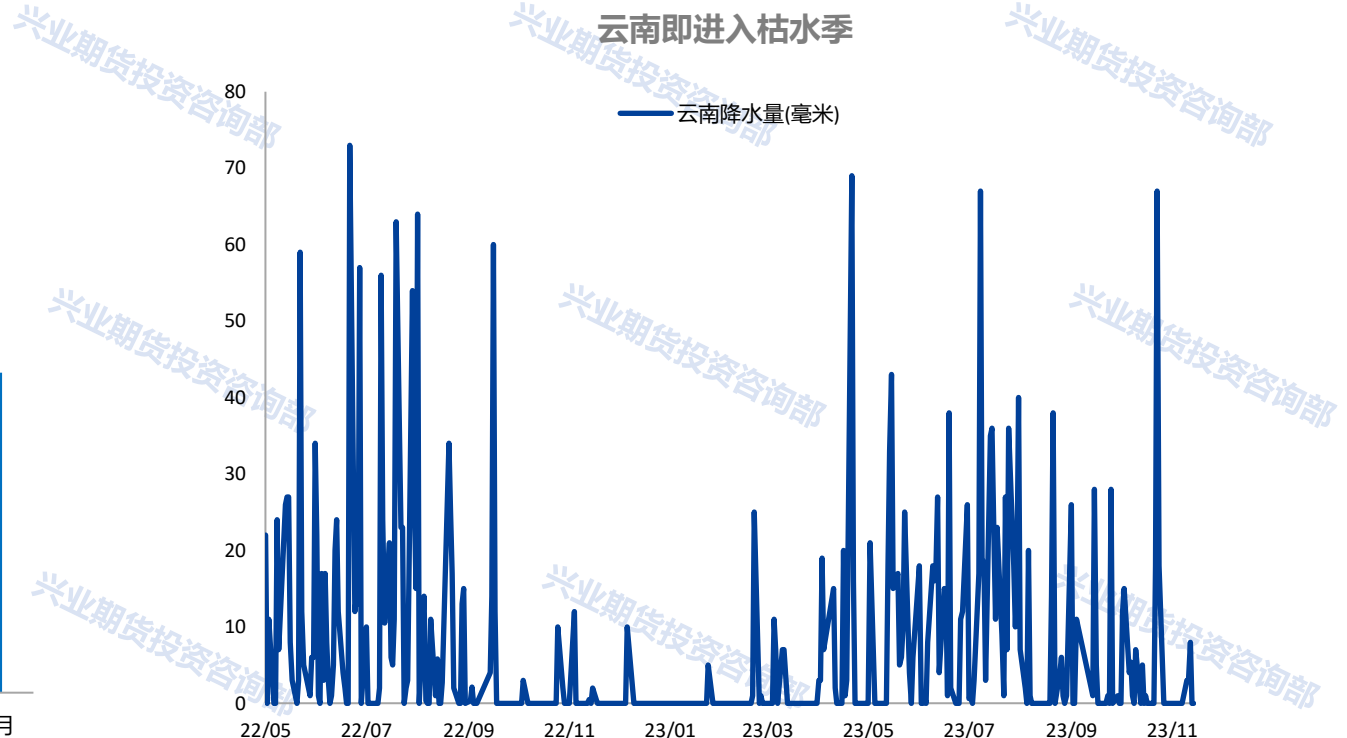
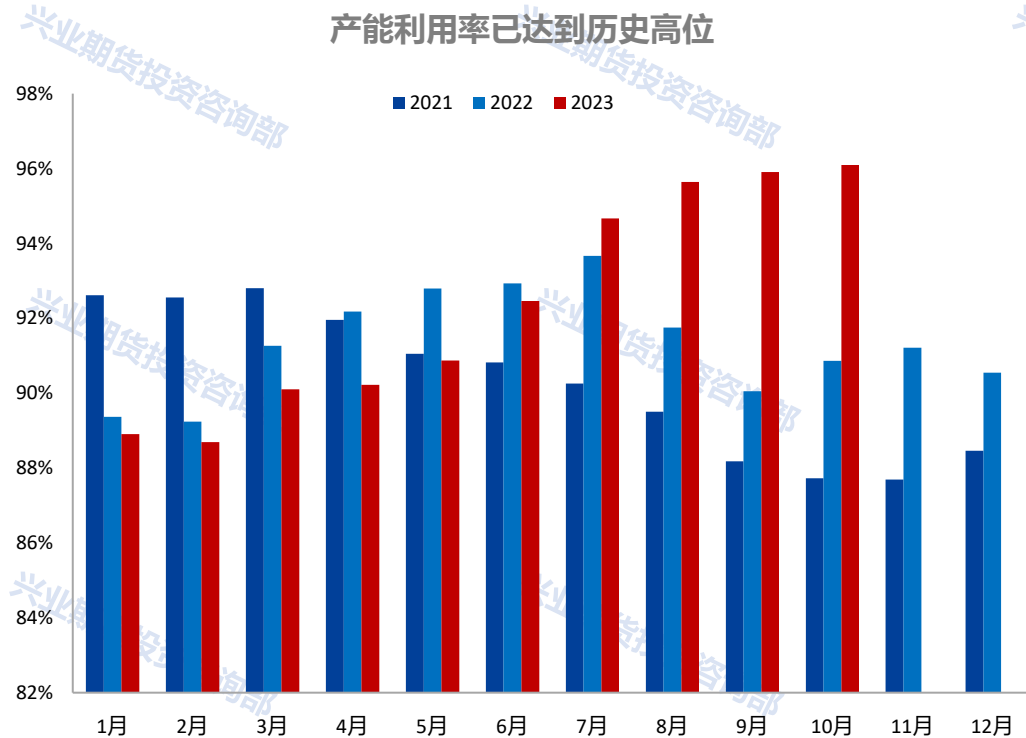
开工率表现尚可，需求存潜在利多

03

美元向下趋势较为明确，库存持续下滑

根据MYSTEEL数据，10月份电解铝运行产能达到了4308.75万吨，产能利用率再度刷新历史新高，超过96%。从季节性特征来看，冬季电解铝的产能利用率大概率将出现回落。

水电铝的占比持续抬升，而水电供给的季节性特征较强。根据市场消息，云南地区减产已基本落地，计划减产规模大约为115万吨。且云南枯水季较长，大概率持续至明年一季度甚至上半年，且天气存不确定性，不排除像去年一样出现二次减产。



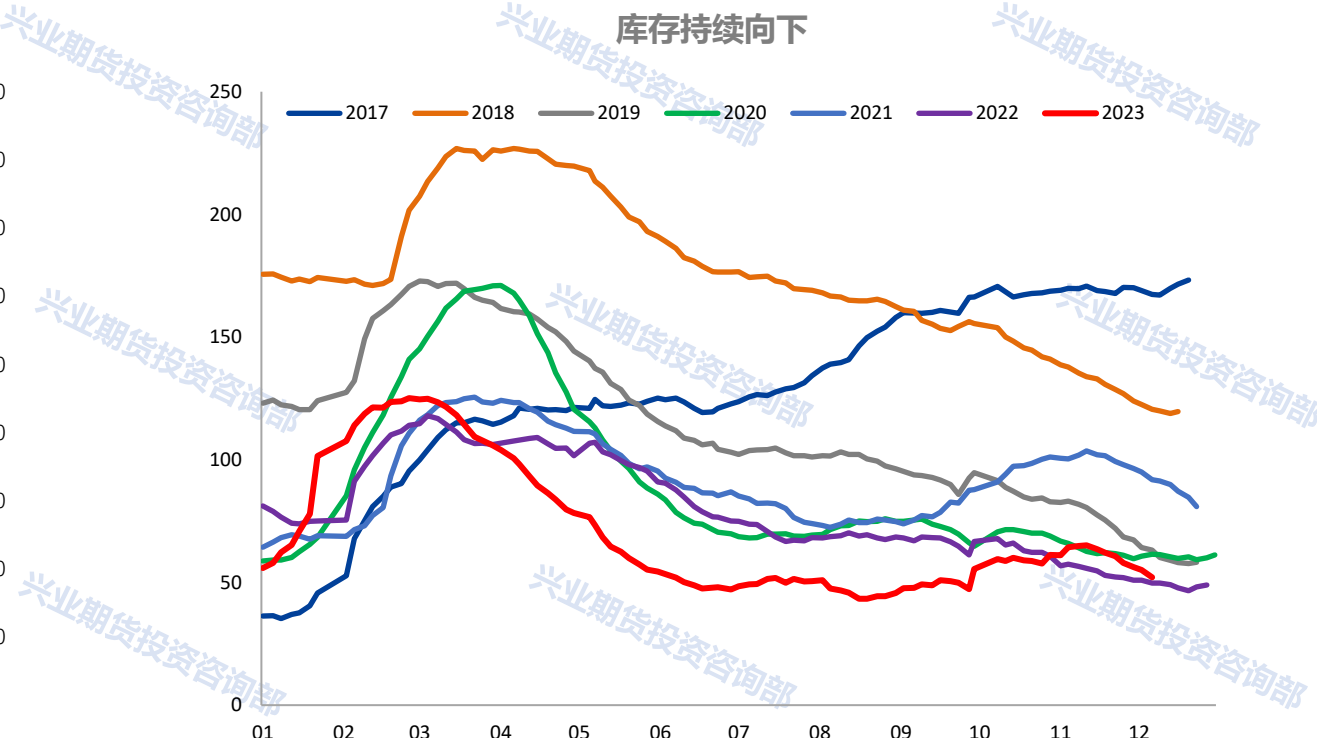
受季节因素的影响，铝将逐步进入需求淡季，但从开工率来看目前整体表现尚可。且近期财政刺激政策不断发力，基建板块修复对铝需求存在支撑。若后续刺激政策进一步加码，下游需求存在潜在利多。

下游开工率

	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
铝合金开工率(%)												
2018	60.76	50.24	62.18	63.11	63.01	57.75	56.75	54.90	56.55	53.34	54.39	52.26
2019	53.12	42.11	55.88	56.91	54.11	49.52	49.67	48.75	53.24	55.68	57.53	56.79
2020	41.33	12.00	39.80	47.02	46.83	46.59	45.82	49.81	53.88	55.20	55.08	51.94
2021	55.80	31.98	50.55	53.44	49.98	48.43	48.01	43.48	41.15	40.26	45.85	47.00
2022	47.22	39.83	43.39	35.81	38.24	38.60	37.18	29.50	44.63	41.97	42.76	52.16
2023	29.16	44.10	57.20	56.26	54.26	52.28	53.21	53.20	56.09	56.18	58.33	
铝型材开工率(%)												
2018	59.31	35.34	62.63	61.23	61.47	58.05	54.56	53.38	54.11	56.30	55.39	53.82
2019	33.32	25.07	55.02	57.35	58.16	56.37	53.67	53.14	54.77	55.75	58.41	57.33
2020	30.73	13.23	51.71	59.47	60.05	58.26	54.70	51.80	53.65	53.73	54.44	55.79
2021	50.83	38.32	50.92	57.72	57.99	52.61	52.00	51.88	51.14	53.13	54.38	53.73
2022	51.23	41.69	49.92	53.19	56.20	57.33	53.40	51.06	52.86	53.38	52.78	51.08
2023	34.63	50.67	55.02	54.52	50.52	50.41	50.74	49.10	53.32	49.70	53.80	
铝板带箔开工率(%)												
2018	65.20	47.80	63.40	67.60	65.20	63.40	58.86	61.20	63.20	65.70	70.10	72.11
2019	52.80	50.20	72.60	74.80	73.20	67.10	63.20	61.55	65.20	65.80	65.80	58.70
2020	51.43	38.07	58.30	75.60	64.99	65.20	63.05	65.26	72.76	70.43	67.83	65.62
2021	68.38	54.67	72.42	78.23	76.68	73.77	72.34	73.59	72.52	72.13	72.39	73.19
2022	72.77	71.46	72.21	71.76	73.28	68.28	67.82	65.95	70.01	67.88	64.32	62.03
2023	53.24	64.91	69.31	67.59	66.35	64.89	64.69	60.80	66.95	68.44		

□ 上周虽然美元指数下行放缓，但市场对货币政策转向宽松的预期正在不断强化，且目前美元指数仍处于100以上偏高水平，美元指数向下趋势较为明确，整体对有色金属存利多。

□ 库存方面，根据MYSTEEL公布的最新库存数据显示，进入11月后铝库存持续下滑，目前已经接近历史最低水平。



碳酸锂

LC

01

周度产量持续缩减，新增产能释放稳定

02

材料厂开工积极性下滑，电池生产出现季节性降低

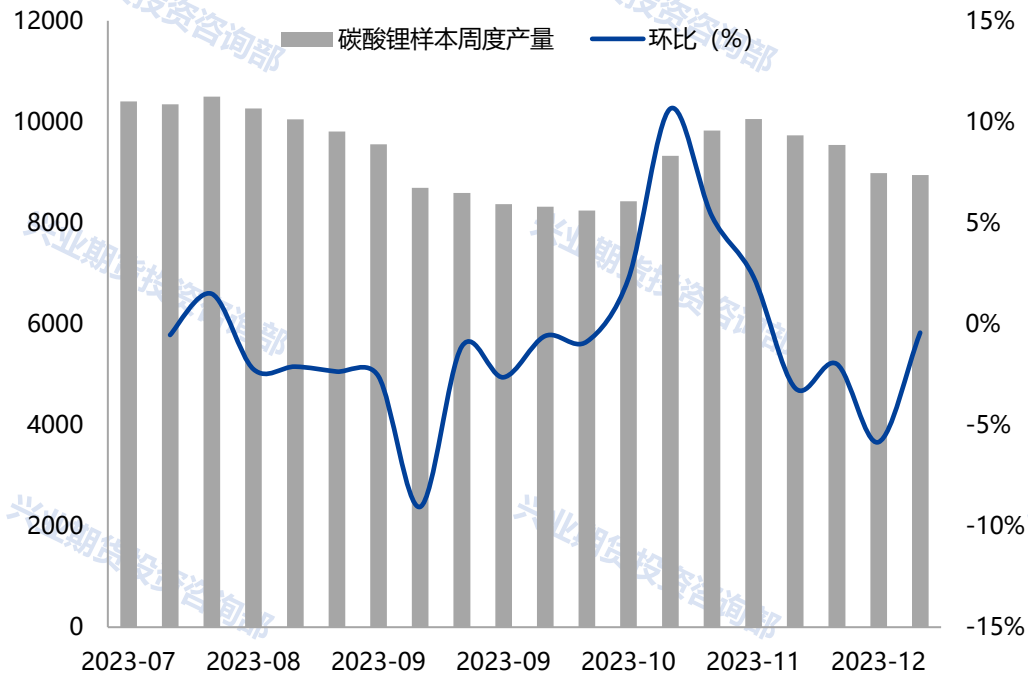
03

下游仅维持极低库存，近月合约持仓位居高位

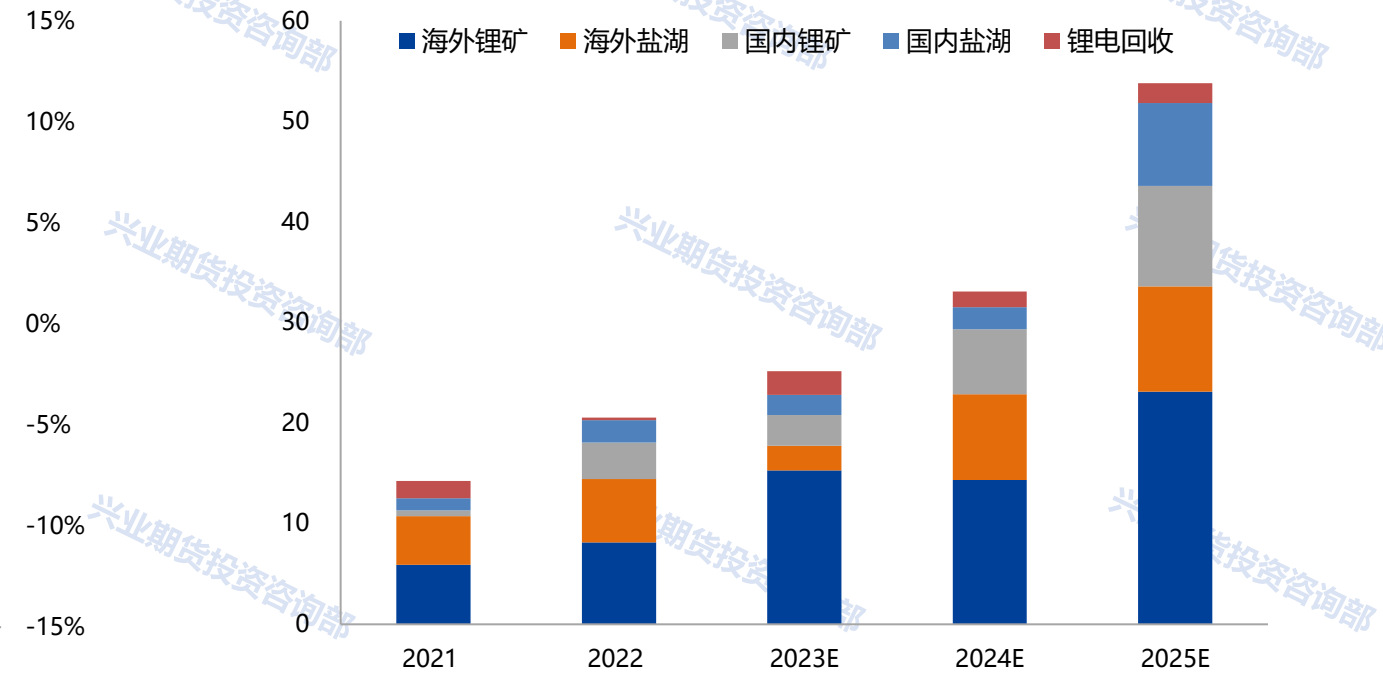
近期产量方面，受季节性因素影响锂盐企业已下调生产量指引；叠加行业长协价格持续下滑，部分厂家暂停出货报价行为。虽进口锂矿原料跟随下跌，但企业前期囤积的高成本矿石未完全消耗，当前不存在大幅原料补库需求，预计后续产量将保持低位。

远期增量方面，从中性假设条件出发，锂资源过剩幅度可能低于市场普遍预期。国外锂矿及盐湖将贡献大部分增量，而国内资源有望在后年明显放量，整体角度看产能增速平稳。考虑到锂盐价格长期下滑，行业投产积极性下降且可能存在项目延期情况。

碳酸锂周度样本产量（吨）

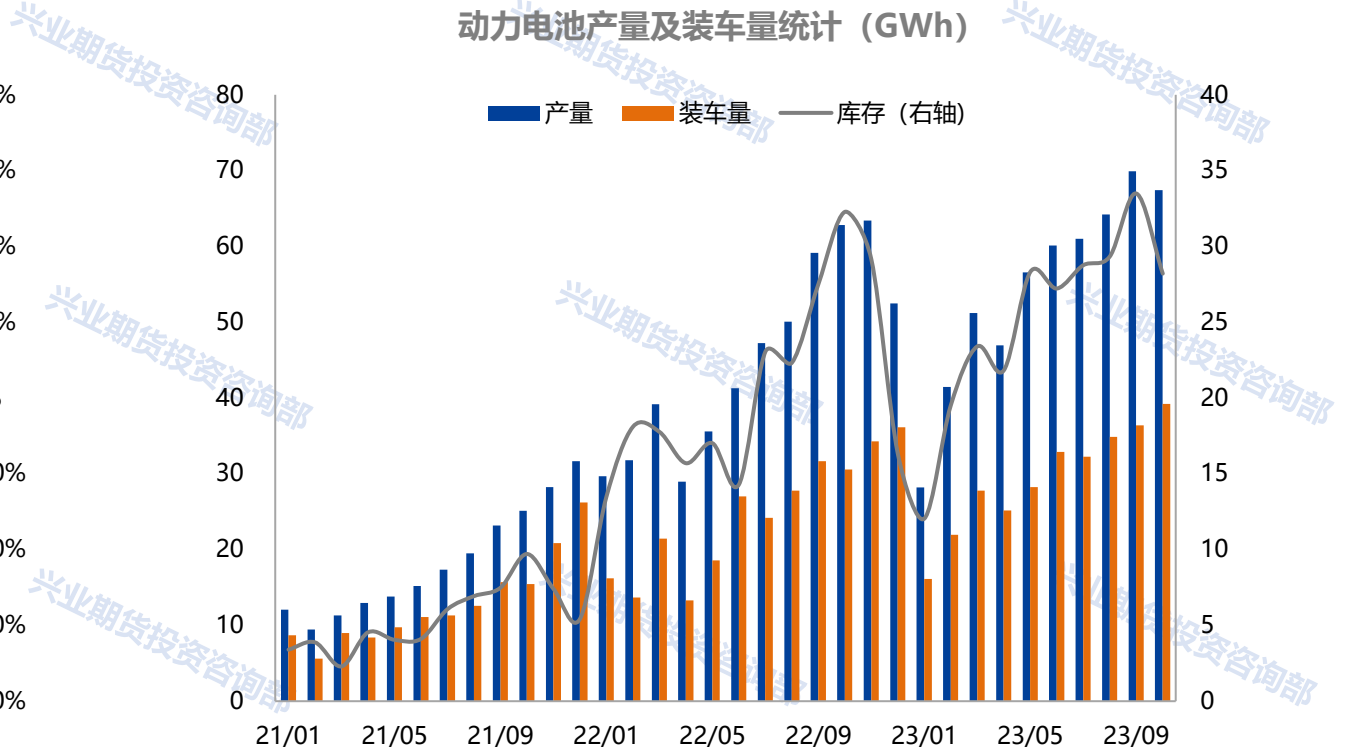
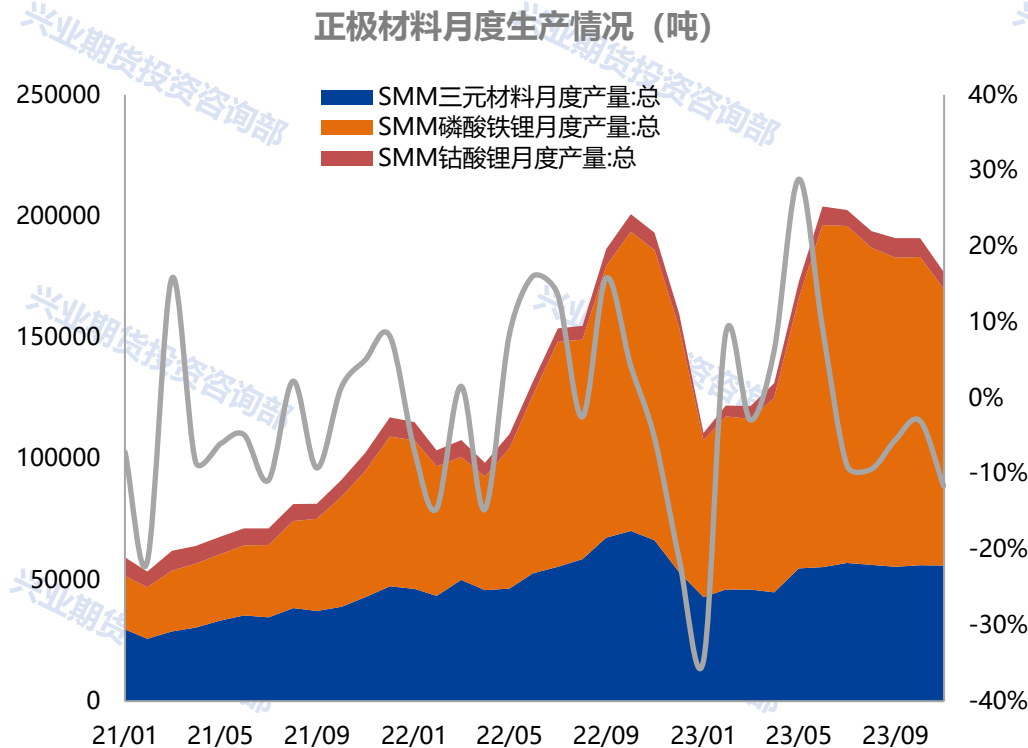


年度锂资源增量数据统计（万吨）



□ 正极材料方面，目前已进入需求淡季，厂家生产意愿降低。由于该环节已出现明显的产能过剩，企业采取以销定产的策略来保证经营平稳，当需求开始回暖产量有望提升。从细分项看，三元材料竞争格局较好，磷酸铁锂竞争程度加深，钴酸锂已进入成熟阶段。

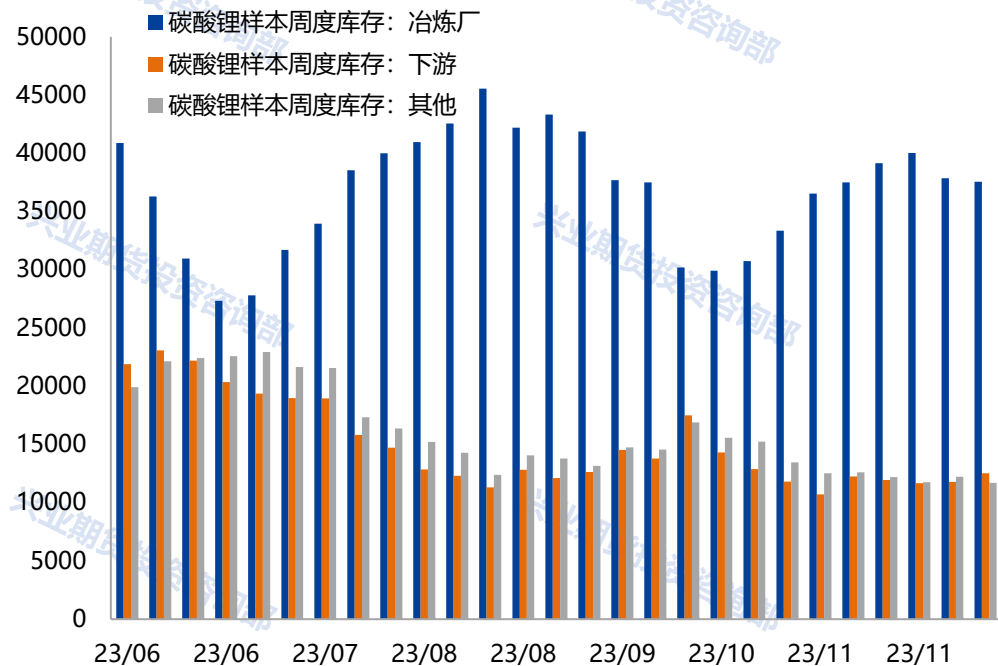
□ 动力电池方面，产量同比小幅增长，全产业库存相对偏高。国内电池生产季节性趋势明显，从年度累计产量分析可得持续增长；装车量受到政策及车企销售指引的驱动，月度装机情况持续向好；行业电池库存有小幅抬头迹象，预计后续相关企业面临去库压力。



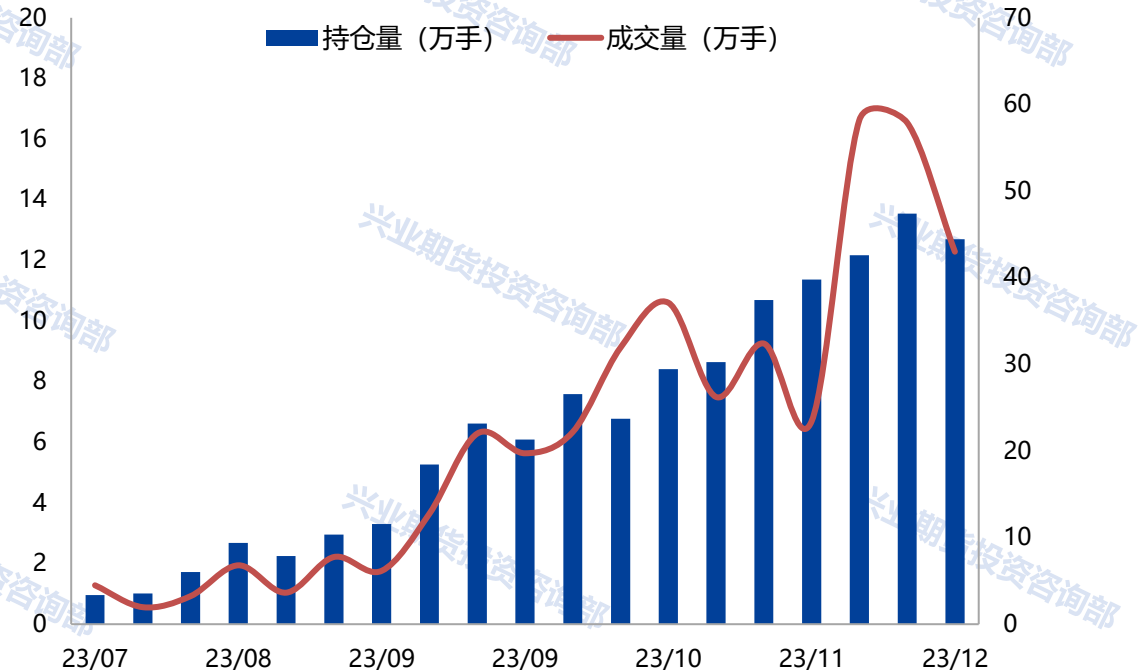
□ 库存水平方面，碳酸锂全行业库存短期维持正常区间。锂盐厂未出现持续累库现象，大概率其中部分量需保证长协订单需求；下游环节锂盐库存已维持在绝对低位水平，全市场货源流通量紧张也应证了上述结论。随着市场询价行为增多，库存流转有望加速。

□ 持仓结构方面，合约周度数据仍显示持仓量处于高位。即将进入首个交割月份，盘面波动情况愈发强烈；上周五五个交易日内包含四个涨跌停板，多空资金博弈情况并未明显好转。近月合约交易时间已逐步收缩，但高持仓量和低实盘比导致操作风险显著提高。

碳酸锂周度库存 (吨)



合约周度持仓结构





纯碱

SA

01

纯碱周产维持低位，供应瓶颈较为明显

02

重碱刚需消耗量稳中有增，轻碱周度出库向中枢靠拢

03

下游玻璃厂补库，上游碱厂库存连续下降

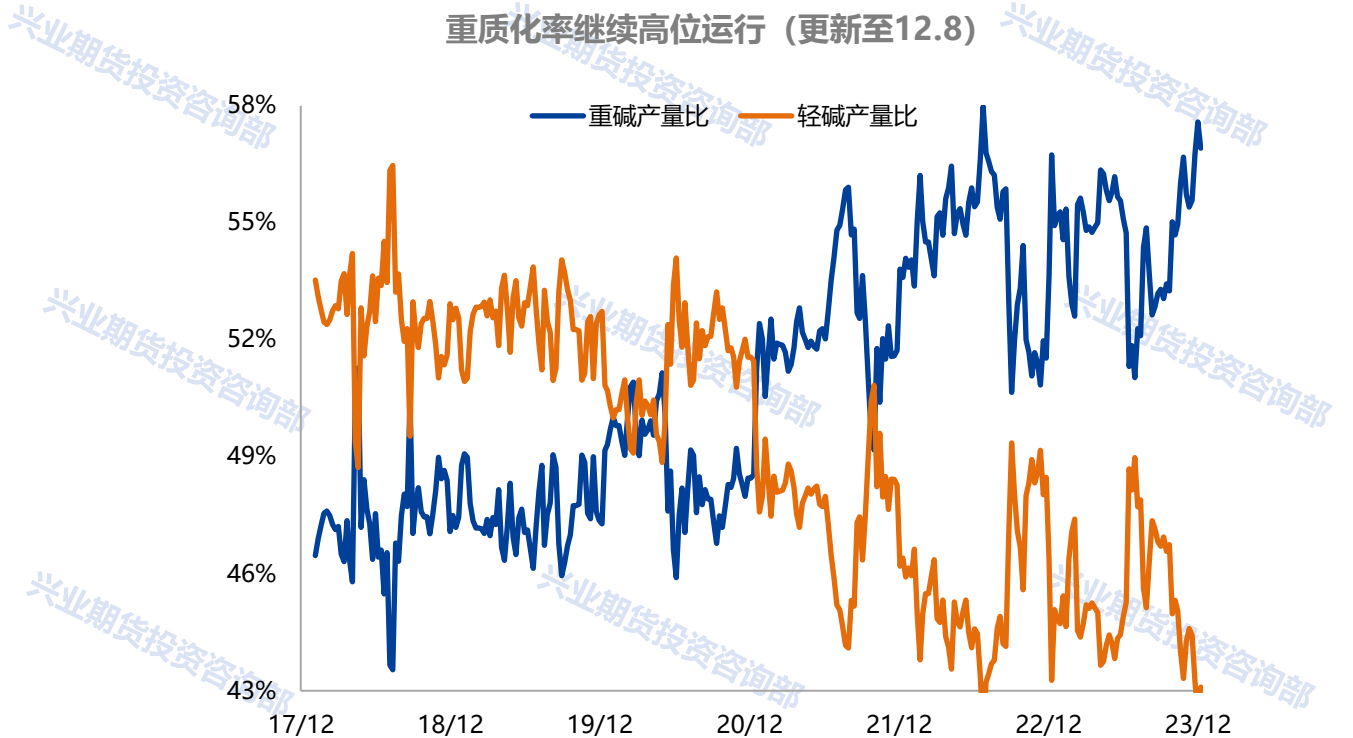
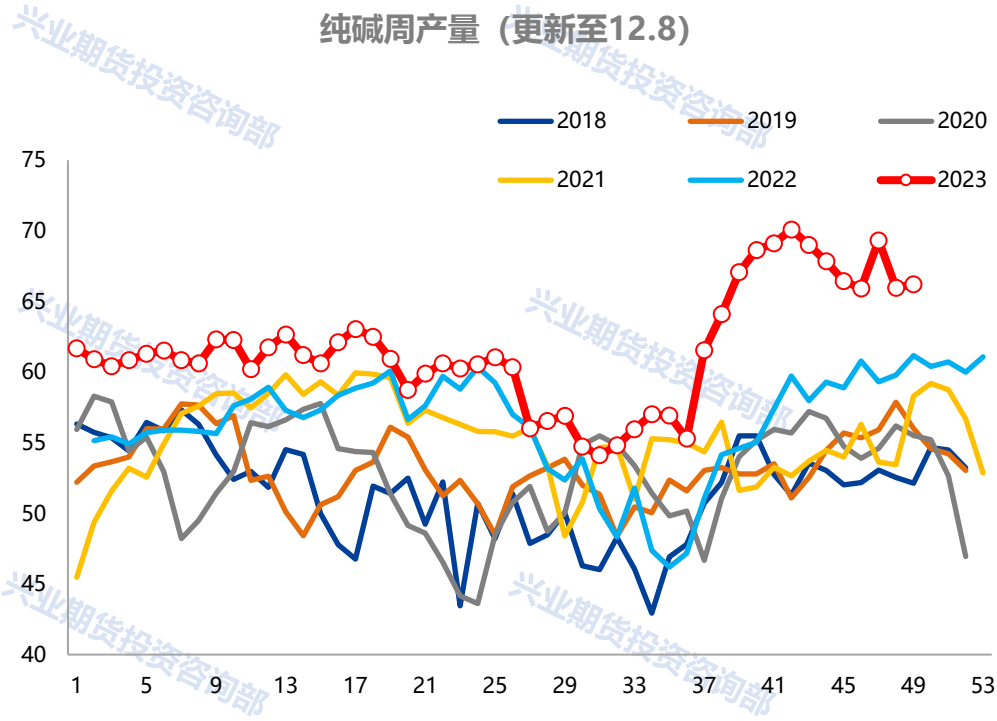
04

纯碱累库预期下修，继续关注实际投产节奏

05

05合约补涨明显，多单关注两大潜在风险

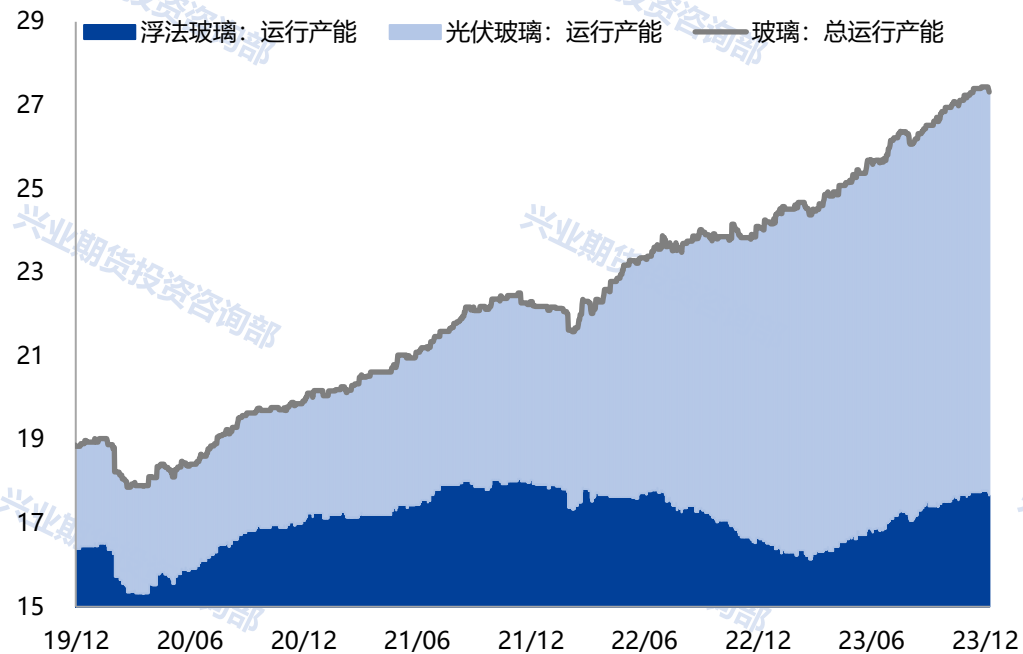
□ 本周隆众调研，纯碱周产量小幅回升至66.21万吨，较上周增加0.37%，依然处于10月以来的低位。四季度，新装置投产进度偏慢。截至本周五，远兴3线已投料，但是否出产品尚不确定，而剩余新装置，如远兴4线等，暂无投产消息。老装置检修影响依然持续，青海地区三家碱厂减量生产状态持续，复产时间未定，且设备短休情况时有发生。预计纯碱周产量将持续低于70万吨。同时，碱厂重质化率已触及天花板，若无新装置的投放，重碱周产量也难以突破40万吨上限，基本围绕37-38万吨上下波动。阶段性供给瓶颈较强。



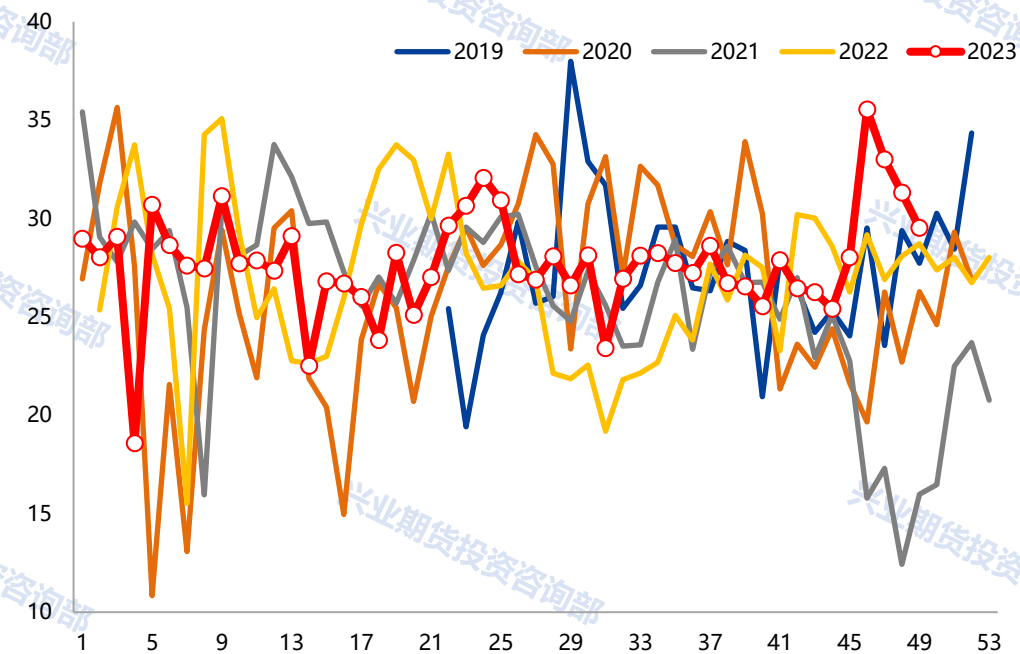
重碱：浮法玻璃行业上游去库，下游补库，现货价格开始回升，行业利润尚可，近期已开始对重碱库存进行补充。光伏玻璃产能基本维持每月点火1-2条的节奏稳步扩张。目前重碱周度刚需消耗量已逐步增长至35-36万吨。

轻碱：高价对轻碱下游需求形成抑制，本周轻碱周度表需降至29.52万吨，前值31.31万吨，连续三周下滑。预计轻碱周度表需将逐步向中枢靠拢，即27万吨。纯碱每周刚需消耗量大约为62-63万吨。

玻璃运行总产能稳步增加（更新至12.8）

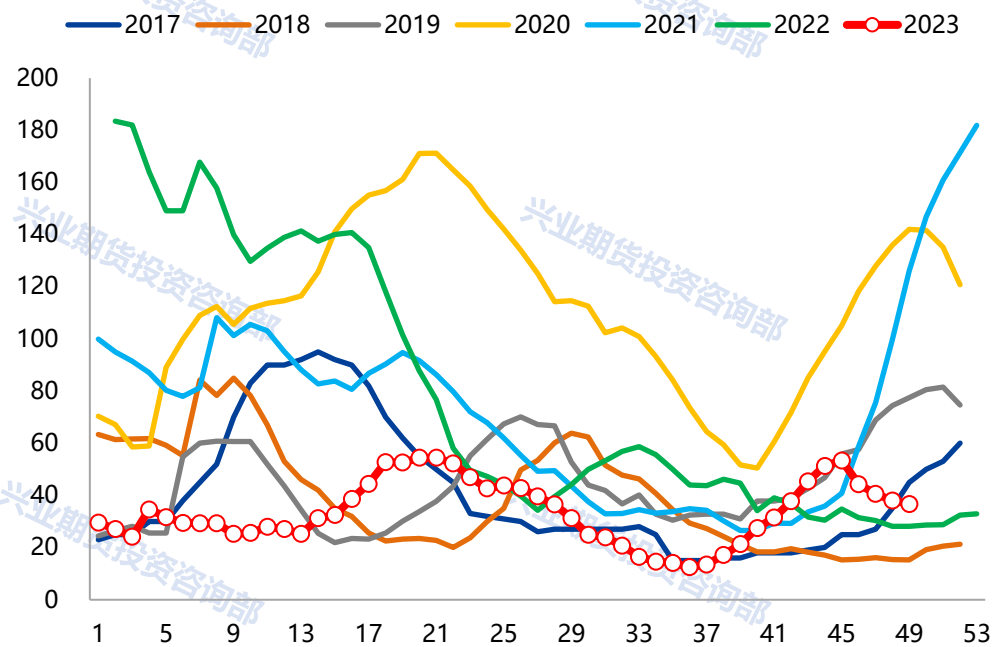


轻碱出库量大幅增加（更新至12.8）

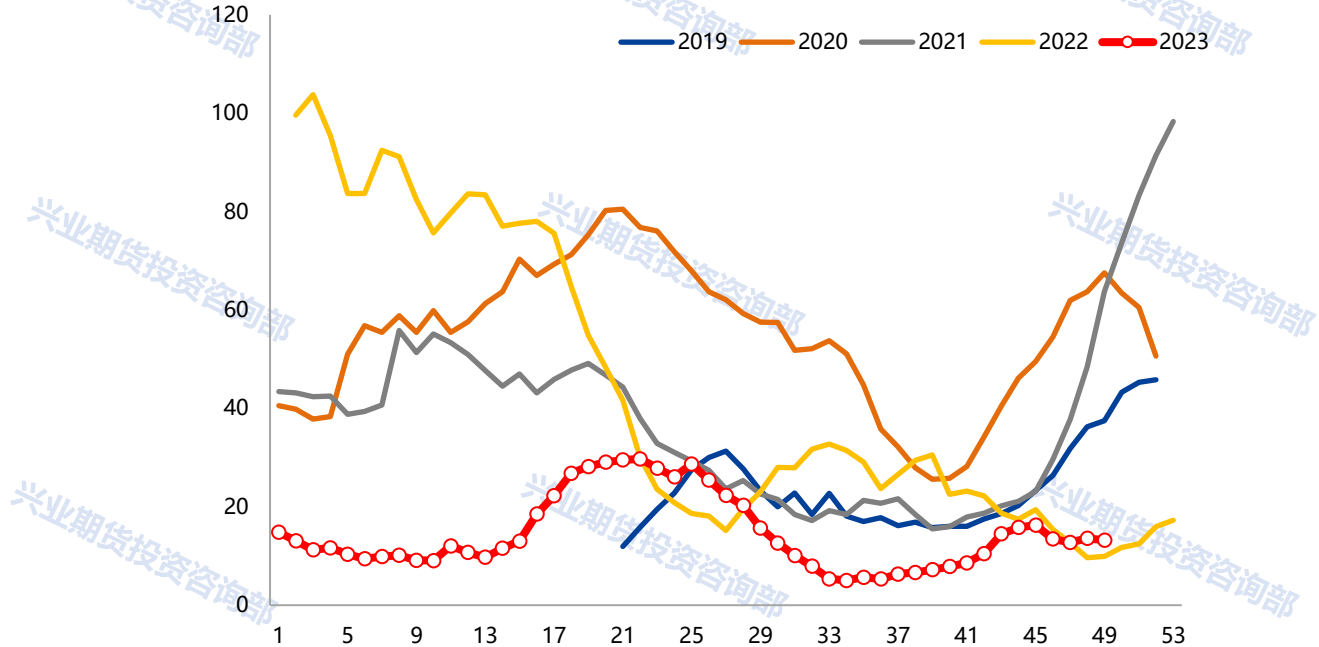


□ 纯碱产业链库存依然处于近3年的低位：（1）截至本周五，碱厂纯碱库存36.7万吨，环比减少1.35万吨（-3.5%），其中重碱库存环比减少0.36万吨至13.19万吨，轻碱库存环比减少0.99万吨至23.51万吨，碱厂待发订单续增至19天，基本到月底，部分到下月初；（2）纯碱社会库存环比减少2.4万吨至1.7万吨；（3）下游玻璃厂厂内纯碱库存可用天数环比增加2.2-2.5天至14.5-15.5天，厂内+待发可用天数环比增4-5.2天至21.6-24.5天，9月底该数据为8-9天。随着下游玻璃厂纯碱库存可用天数超过年初的20天，叠加纯碱持续快速涨价的影响，后续采购节奏将会放缓。

碱厂纯碱库存（更新至12.8）



碱厂重质碱库存（更新至12.8）

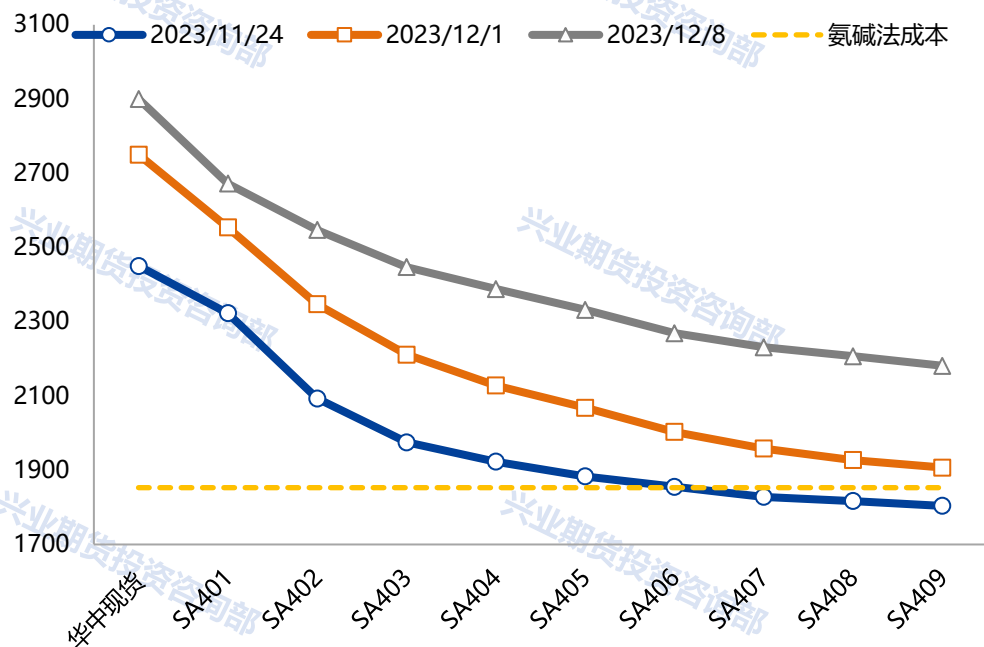


□ 由于投产进度慢于预期，纯碱实际累库幅度有限，且低库存背景下，库存增长主要在下游玻璃厂环节，源于补库需求的释放。即使较为乐观地预期，12月底前剩余新装置均投产，四季度纯碱累库幅度也将低于四季度初的预期。关注实际投产节奏及检修对12月累库幅度的影响。

纯碱供需平衡表（更新至12.10）			23/01	23/02	23/03	23/04	23/05	23/06	23/07	23/08	23/09	23/10	23/11	23/12E
单位：wt, wt/d														
产能	生产产能（旧+新增）	合计值	3,182	3,182	3,182	3,182	3,182	3,182	3,352	3,502	3,722	3,782	3,782	4,012
	在产产能（旧）	合计值	3,182	3,182	3,182	3,182	3,182	3,182	3,182	3,182	3,182	3,182	3,182	3,182
	累计新增产能	合计值							170	320	540	600	600	830
	在产产能	日均值	295.9	267.3	295.9	286.4	295.9	286.4	311.7	325.7	335.0	351.7	340.4	373.1
开工率	隆众（旧产能）	当月值	91%	92%	92%	92%	90%	90%	84%	80%	83%	89%	83%	85%
产量	隆众	当月值	270.0	245.2	273.7	264.9	267.4	258.8	247.4	247.5	267.6	306.2	286.4	308.0
纯碱国内总供给		当月值	270.0	245.2	273.7	264.9	267.4	258.8	247.4	247.5	267.6	306.2	286.4	308.0
光伏玻璃	运行产能	wt/d	8.3	8.2	8.5	8.5	8.8	8.9	9.1	9.0	9.4	9.6	9.7	9.9
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	55.9	54.8	57.5
浮法玻璃	运行产能	wt/d	15.7	15.8	15.8	16.1	16.4	16.5	16.7	17.0	17.0	17.2	17.3	17.5
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	100.7	98.2	102.4
轻碱消费量		当月值	112.7	109.0	123.0	92.0	113.6	115.0	110.0	95.0	115.0	110.0	110.0	110.0
净出口	海关总署	当月值	15.4	13.2	11.7	14.5	6.4	14.2	15.4	10.8	-10.4	-9.7	0.0	0.0
纯碱总消费		当月值	269.2	250.1	277.1	246.1	266.9	273.7	276.3	258.3	254.2	256.9	263.0	269.9
供需差		当月值	0.8	-4.9	-3.4	18.8	0.5	-14.9	-28.9	-10.8	13.4	49.2	23.4	38.1

1月合约结束前，市场主要矛盾还是供给增长受限，导致近月合约交割压力较高，叠加近远月高价差，有助于多头资金移仓，进而拉动远月补涨。目前主要潜在风险在于，一是，交易所调控力度逐步增强，资金情绪是否受到影响，二是，高价将对下游采购国内纯碱形成抑制，且玻璃厂补库可能已经完成，叠加采购外国碱的消息，国内纯碱现货报价能否稳定在高位。建议纯碱05合约多单谨慎持有，配合平仓线上移锁住部分盈利。

纯碱价差结构（更新至12.8）



11月以来，郑商所明显收紧纯碱期间调控力度（更新至12.8）

日期	内容
2023年12月8日	调整手续费至万分之四，单日开仓上限下调为1000手。
2023年12月1日	每次最小开仓下单量调整为4手。
2023年11月29日	自12月4日结算时起，SA2401合约的交易保证金标上调为15%；自12月11日结算时起，SA2401合约的交易保证金标上调为20%。
2023年11月23日	在SA2312合约上单日开仓交易的最大数量为100手，在SA2401合约上单日开仓交易的最大数量为1000手，在SA其他各合约上单日开仓交易的最大数量为10000手。
2023年11月23日	发布纯碱期货业务细则修订案的公告，下调单边持仓上限。



焦煤

JM

01

事故影响不断发酵，焦煤供应难有显著增量

02

刚需兑现季节性走弱，冬储补库支撑需求预期

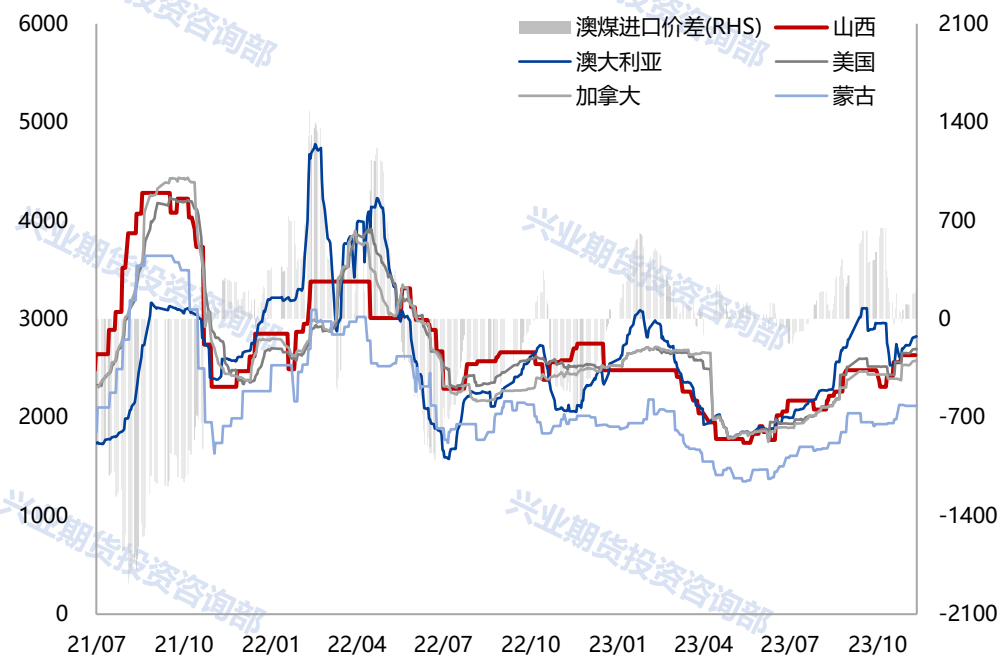
03

焦煤库存尚处低位，补库强度决定行情持续性

□ 进口方面，甘其毛都口岸日均通关车数维持在千车附近，但澳煤发运受制于港口天气影响价格表现坚挺，进口利润维持倒挂，国内终端采购意愿平平，进口市场抬升国内煤炭贸易价格。

□ 产地方面，安监高压下陕西延安再次发生一起煤矿安全生产事故，坑口检查力度及频率势必升温，而帮扶小组陆续进驻山西各地，事故影响余温尚存，当地煤矿多间歇性停产减产，矿山安全督察工作限制原煤产出。

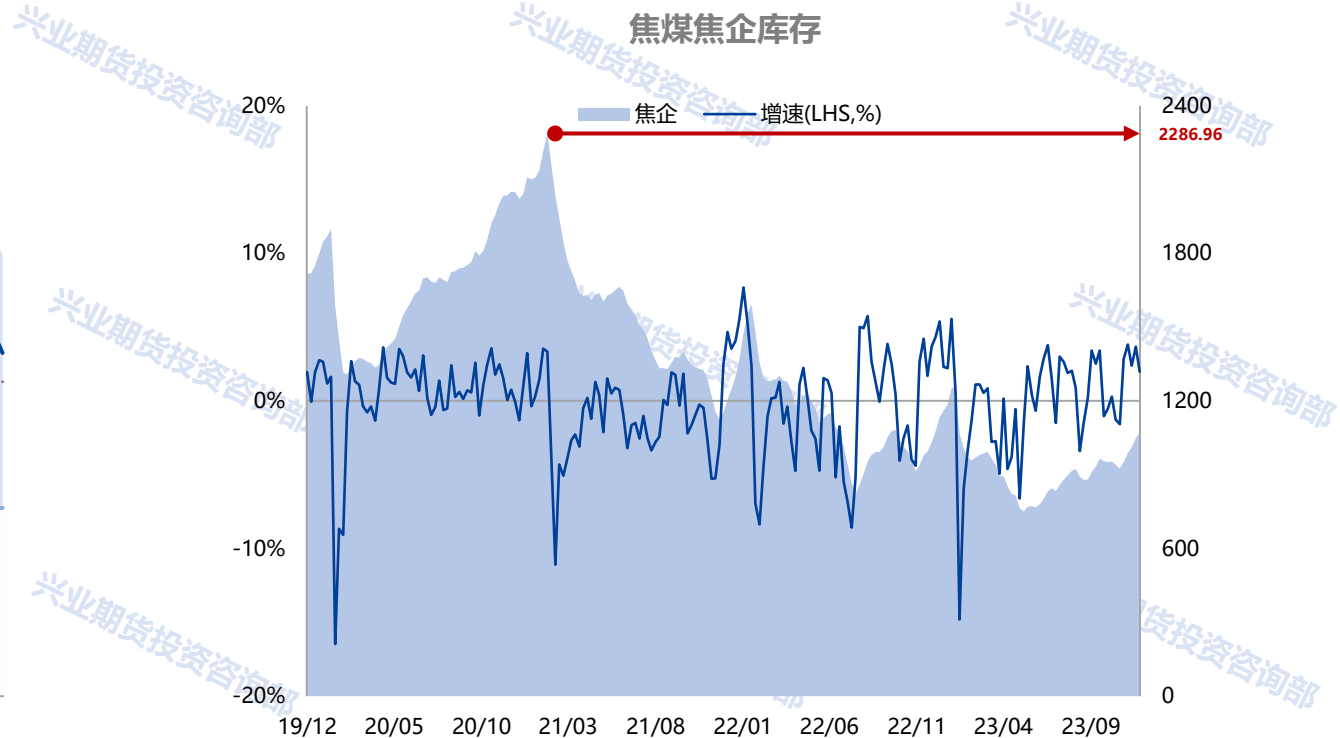
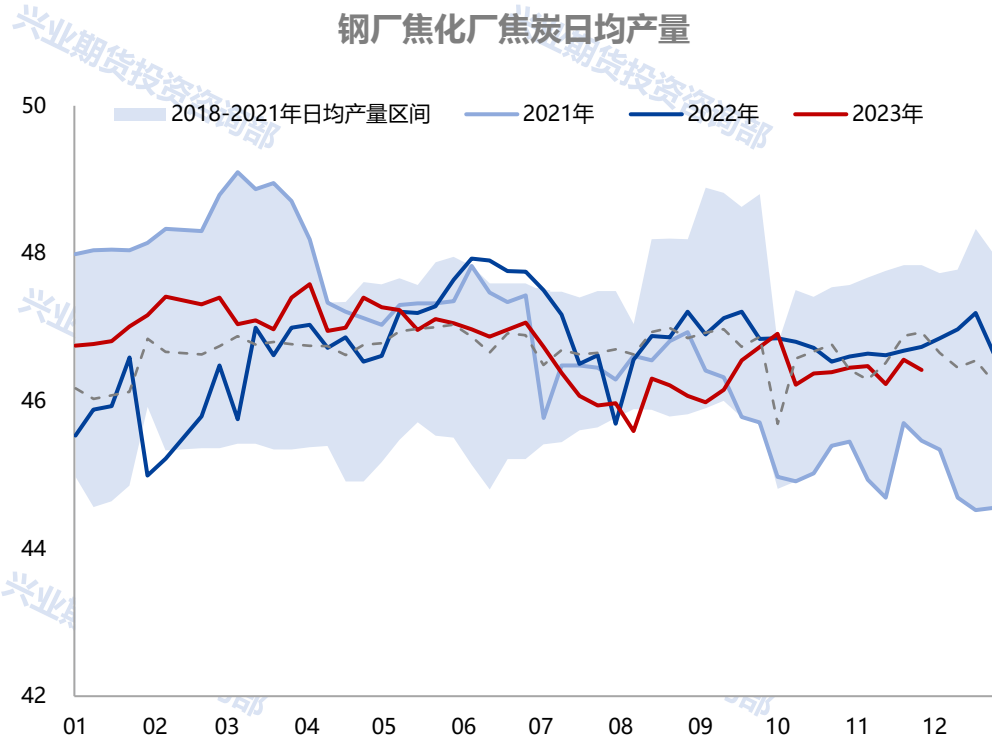
主要进口国代表焦煤贸易价格



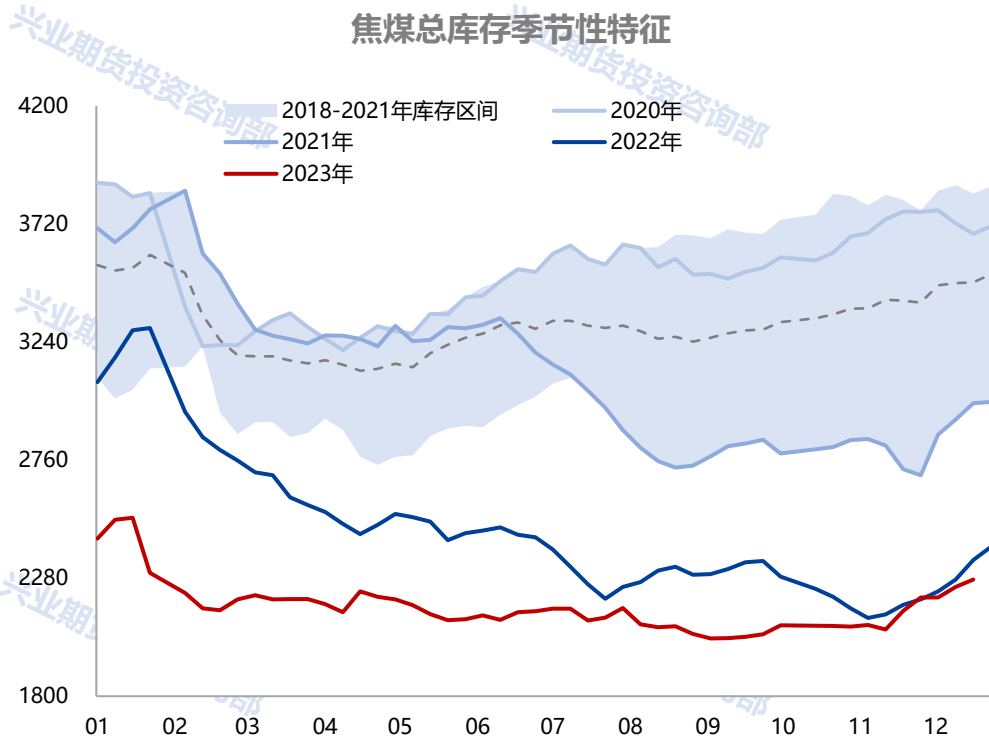
2023年11月至今煤矿事故发生情况

时间	省份	公司	矿井	事故原因
11月28日	黑龙江双鸭山	黑龙江龙煤双鸭山矿业有限责任公司	双阳煤矿	冲击地压事故
11月24日	内蒙古赤峰	内蒙古平庄煤业(集团)有限责任公司	老公营子煤矿	运输事故
11月21日	山西吕梁	山西吕梁中阳付家焉煤业有限公司	-	机电事故
11月16日	山西吕梁	山西吕梁离石永聚煤业有限公司	-	火灾事故
11月15日	山西临汾	山西华宁焦煤有限责任公司	-	顶板事故
11月1日	陕西榆林	陕煤集团神木张家峁矿业公司	张家峁煤矿	顶板事故
12月6日	陕西延安	延安市禾草沟一号煤矿有限公司	禾草沟煤矿	运输事故

需求方面，高炉开工季节性走弱，但铁水日产依然高于近年同期均值水平，且焦炉开工状况亦未见显著下降，终端需求兑现预期企稳；另外，钢焦企业冬储正式启动，下游补库积极性逐步增强，焦煤矿山库存开始回落，坑口竞拍环节氛围活跃，补库需求提供边际增量。



- 库存方面，冬储采购推动焦煤库存向下游转移，考虑钢焦企业原料库存多处于同期低位，补库持续性及强度或有增加。
- 综合来看，钢焦补库支撑原料需求，而产地安监制约原煤产出，焦煤整体库存尚位于低位，供需结构偏紧驱动价格向上，激进者焦煤多头可继续持有，而考虑当前价格分位水平、保守者前多可择机止盈。





螺纹

RB

01

高炉减产速度加快，对冲电炉复产影响

02

煤焦矿库存偏低，钢厂冬储原料补库中

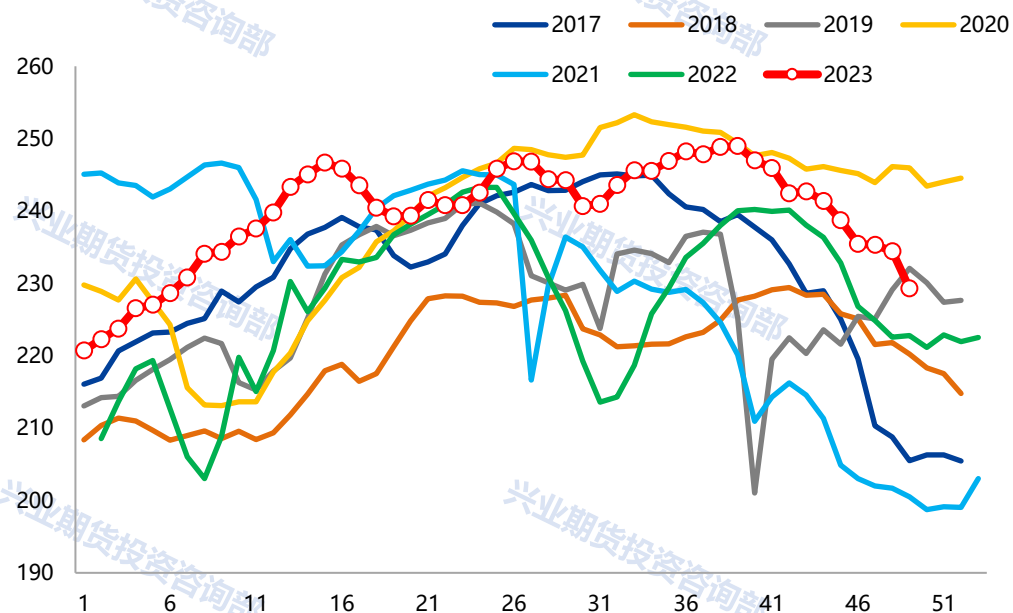
03

钢材基本面矛盾不足，新单回调后试多05合约

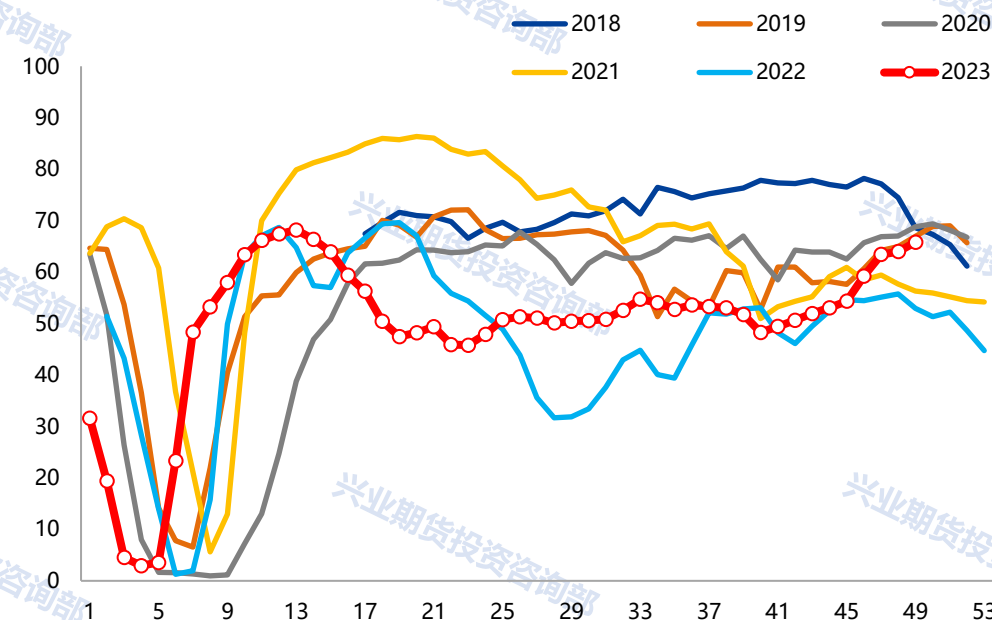
电炉生产积极性持续回升：截至12月8日，独立电炉平电利润基本回到百元上下，独立电弧炉企业产能利用率持续回升至65.83%，较10月初的低点回升17.57个百分点。

高炉生产加速回落：不过高炉盈利被成本端侵蚀，生产加速回落，对冲了电炉复产的影响。截至12月8日，247家样本钢厂高炉日均铁水产量已降至229.3万吨，较9月底高点累计减少19.69万吨，同比增幅缩窄至8.14万吨。

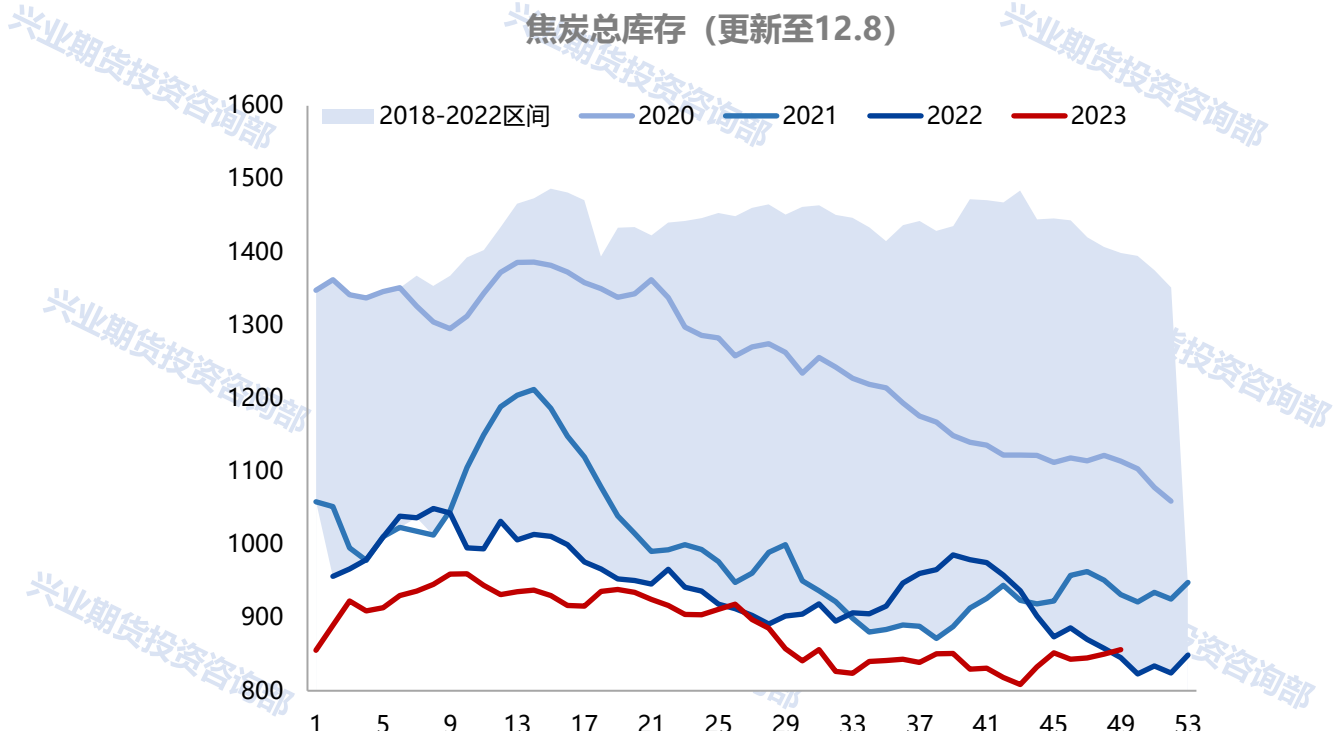
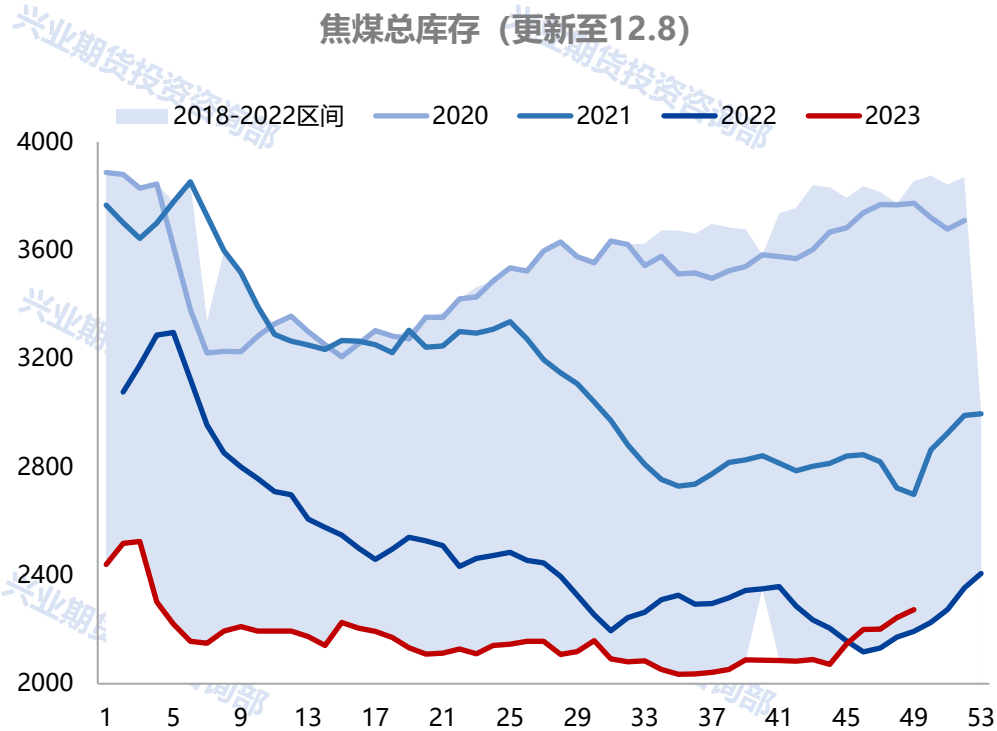
247家钢厂日均铁水产量 (更新至12.8)



87家独立电弧炉产能利用率 (更新至12.8)

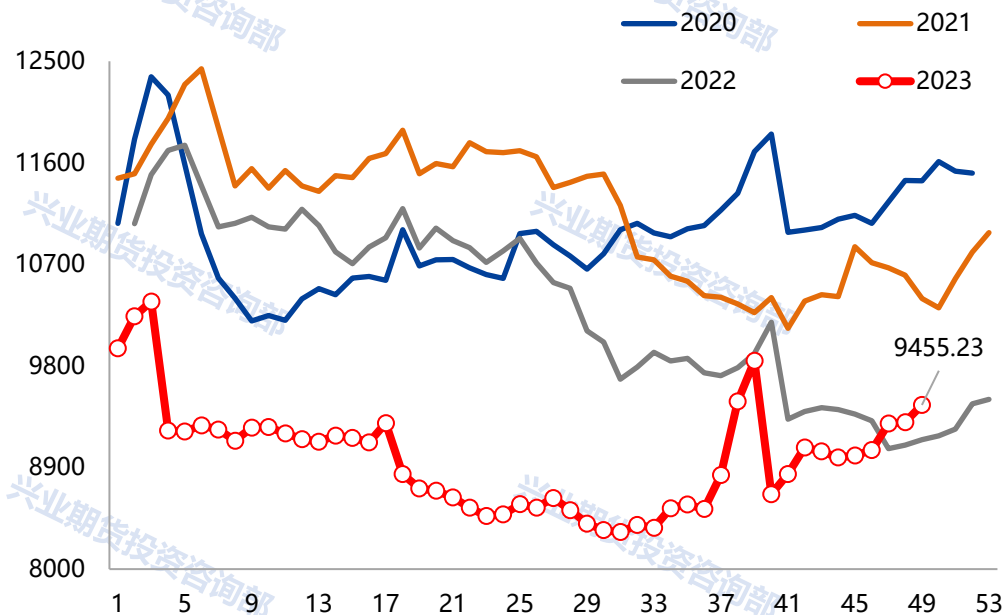


- 虽然煤矿有复产消息，但临近年底，安全检查尚未放松，且高炉铁水日产依然高于历史同期，焦煤、焦炭总库存依然低位运行。
- 且钢厂原料冬储库布已启动。2018-2022年，历年钢厂对焦炭补库规模基本稳定在60万吨左右，对焦煤补库规模的波动较大，独立焦化厂对焦煤补库规模基本在400万吨以上。后续对焦煤、焦炭现货价格仍有支撑。



□ 钢厂已启动原料冬储补库。2020-2022年，钢厂进口矿冬储补库规模约为1300-1600万吨，春节前最低库存高点为10372.14万吨，目前钢厂进口矿库存9455.23万吨。综合考虑今年高炉铁水日产偏高，前期库存低点偏低，但钢厂盈利同比偏弱的现状，预计今年冬储补库后库存高点略低于1.037亿吨，实际补库规模或与去年相当。随着12月到港季节性下滑，以及钢厂继续对进口矿补库，45港进口矿库存累库速度将放缓，年底库存落点低于1.3亿吨。原料偏强运行，炼钢成本处仍有支撑。

247家钢厂进口矿库存（更新至12.8）

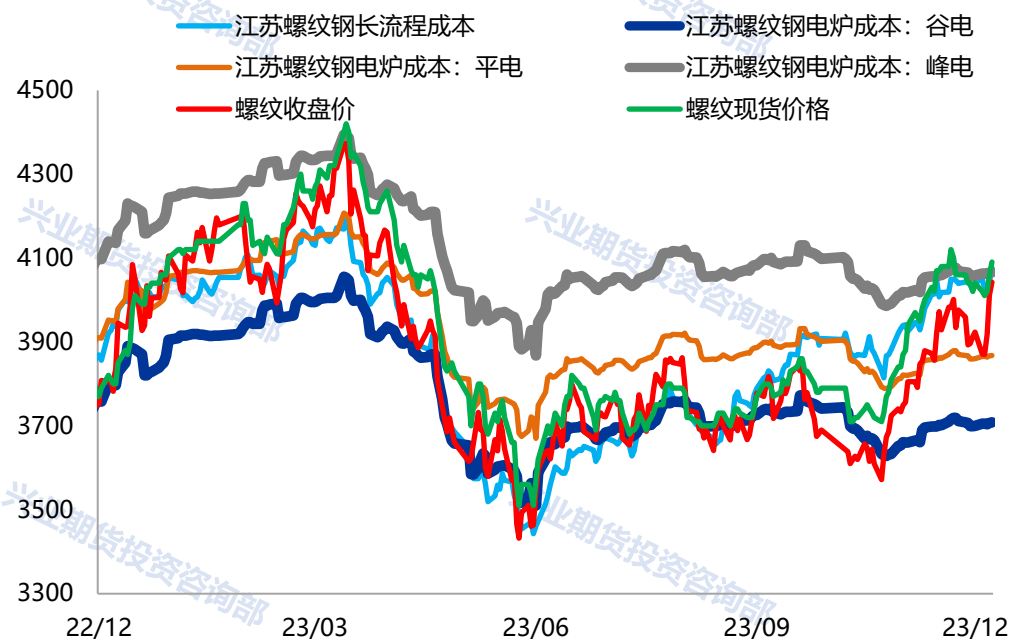


历年下游原料冬储补库规模回顾

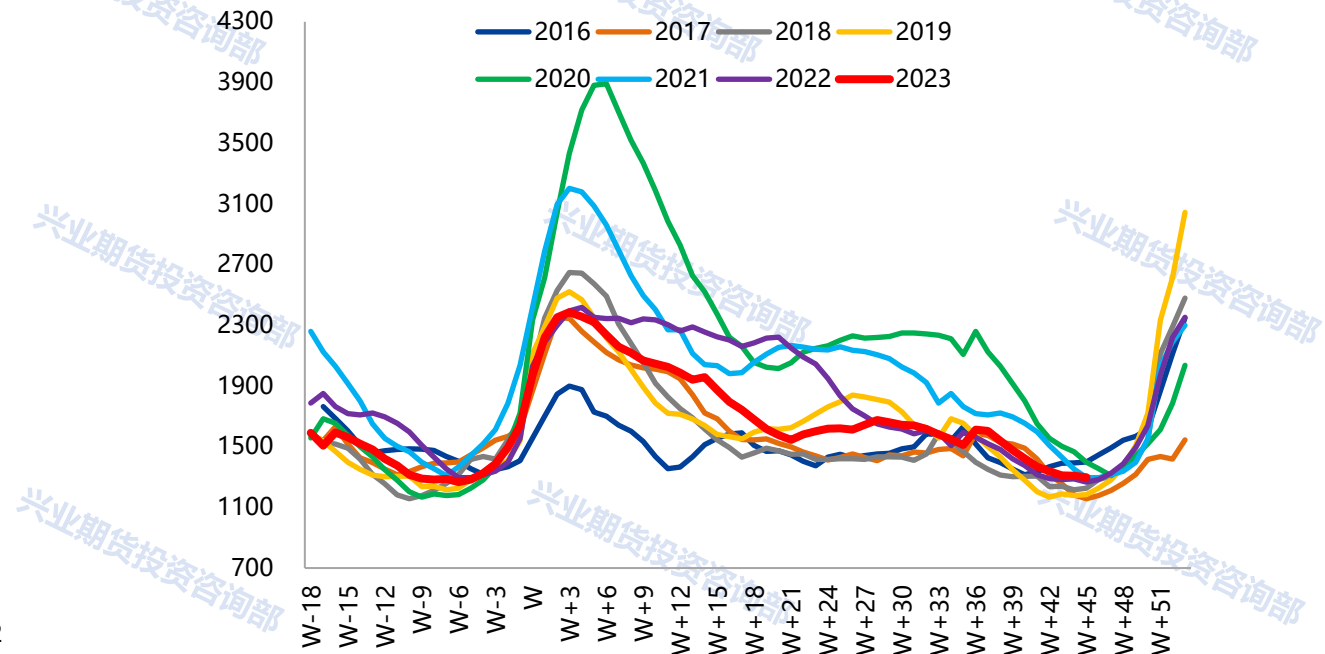
下游 (万吨)	品种	2018	2019	2020	2021	2022
焦化厂	焦煤	536	294	496	467	342
	焦炭	109	67	56	218	127
钢厂	焦炭	67	60	-3	74	100
	进口矿			1,452	1,625	1,305

□ 现阶段钢材基本面矛盾有限，钢联小样本五大品种钢材库存仍处于去库状态，且库存绝对规模偏低。结合前文分析，高炉环比减产对冲电炉复产影响，电炉炼钢成本处支撑偏强。且国内政策稳增长方向明确，且明年财政政策将继续前置发力。暂维持螺纹价格震荡偏强的观点不变，下方关注电炉成本支撑，上方观察高炉成本处压力。建议新单回调后试多05合约。

电炉平电成本处支撑尚存



小样本五大品种钢材总库存（农历，更新至12.8）



棉花

CF

01

籽棉收购基本结束，企业成本固化维持偏高位

02

美棉供应仍有支撑，需求压力有所稀释

03

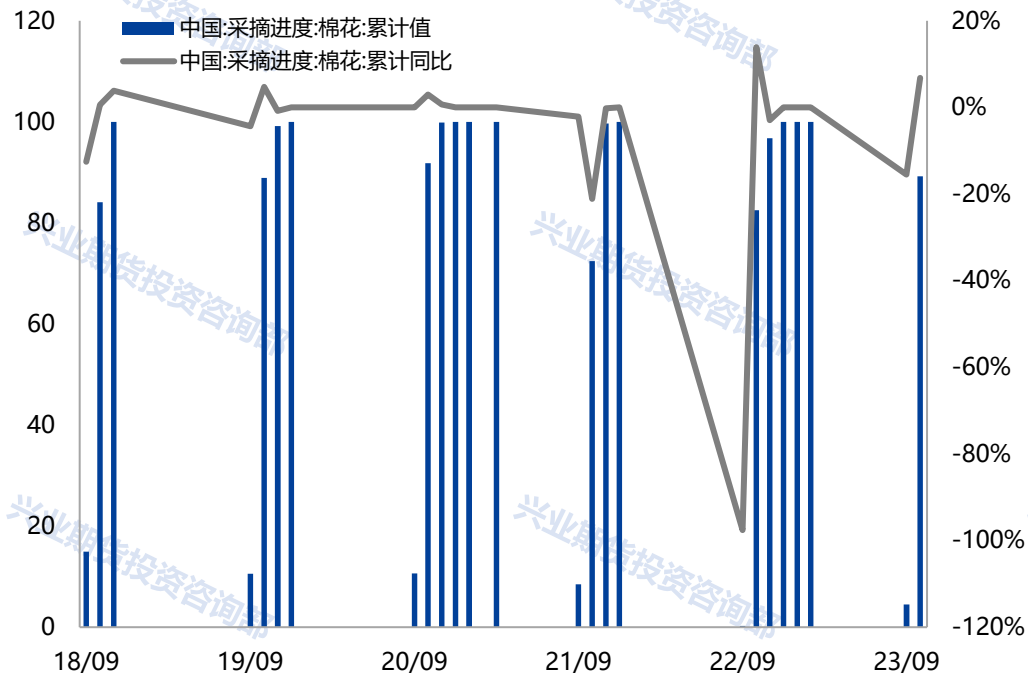
国内终端消费或复苏，海外服装去库尾声强化外需

04

期权低波且情绪看多，卖出看跌止盈并展期

国内新棉成本方面，随着新疆籽棉收购基本结束，加工进入中后期，企业成本固化维持偏高位，对棉价继续支撑。

籽棉收购基本结束

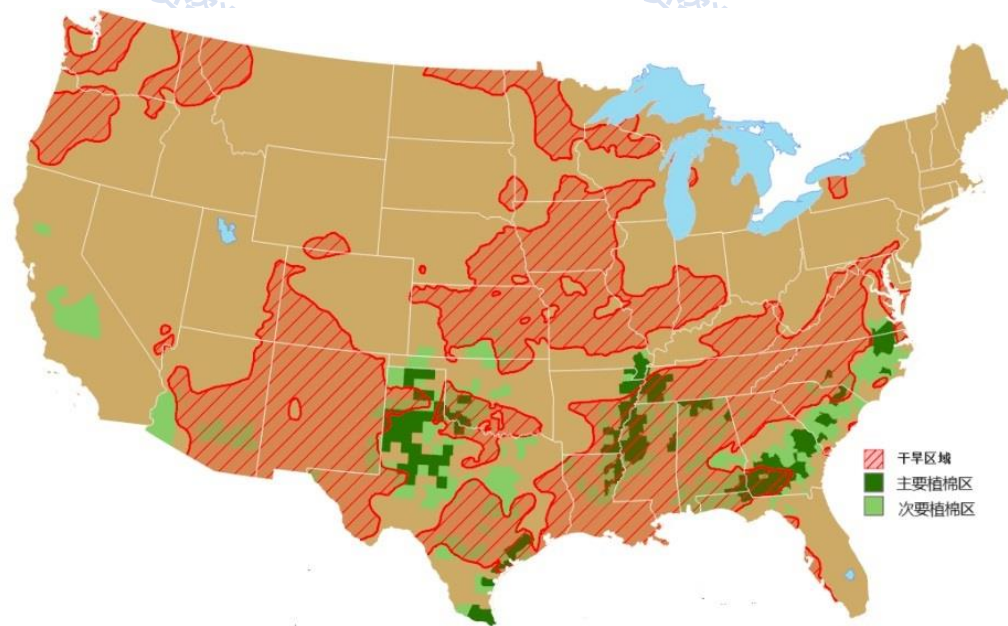


成本固化维持偏高位 (12.08)

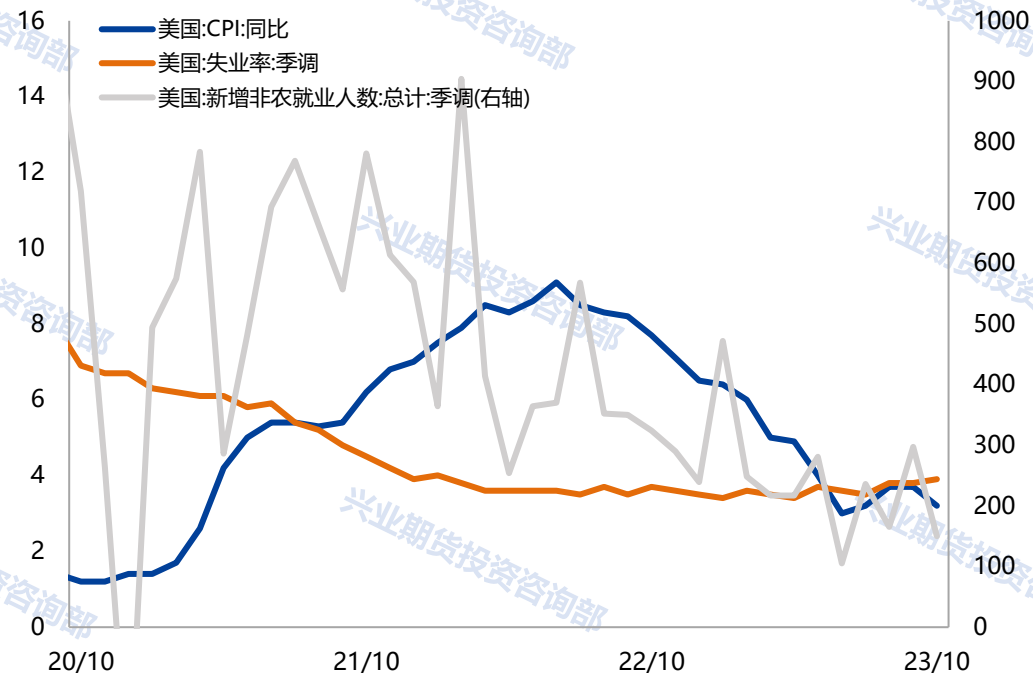
地区	县/市	平均衣分 (%)	收购均价 (元/公斤)
第一师		37	6.8
第二师		37	6.95
第七师		1 40	7.14
第八师		40	7.04
昌吉州	玛纳斯县	40	7
塔城地区	乌苏市	39	7.05
	沙湾市	40	7.23
伊犁州	奎屯市	40	6.96
喀什地区	巴楚县	37	6.75
	麦盖提县	37	6.5
	莎车县	36	6.66
	疏勒县	39	6.75
阿克苏地区	阿克苏市	38	7.05
	阿瓦提县	40	6.81
	沙雅县	38	6.8
	库车市	38	6.65
巴州	库尔勒市	37	6.82
克州	阿图什市	37	6.8
哈密地区	哈密市	38	7.14

- 供应端美棉多地干旱水平仍处于近年偏高位置，虽有降雨但旱情转好程度有限，全美约45%的植棉区受旱情困扰，对价格支撑预期较强。
- 美国多项关键经济数据均指向通胀放缓，软着陆预期升温，提振市场情绪，稀释美棉需求端压力。

美棉供应端干旱对价格支撑较强

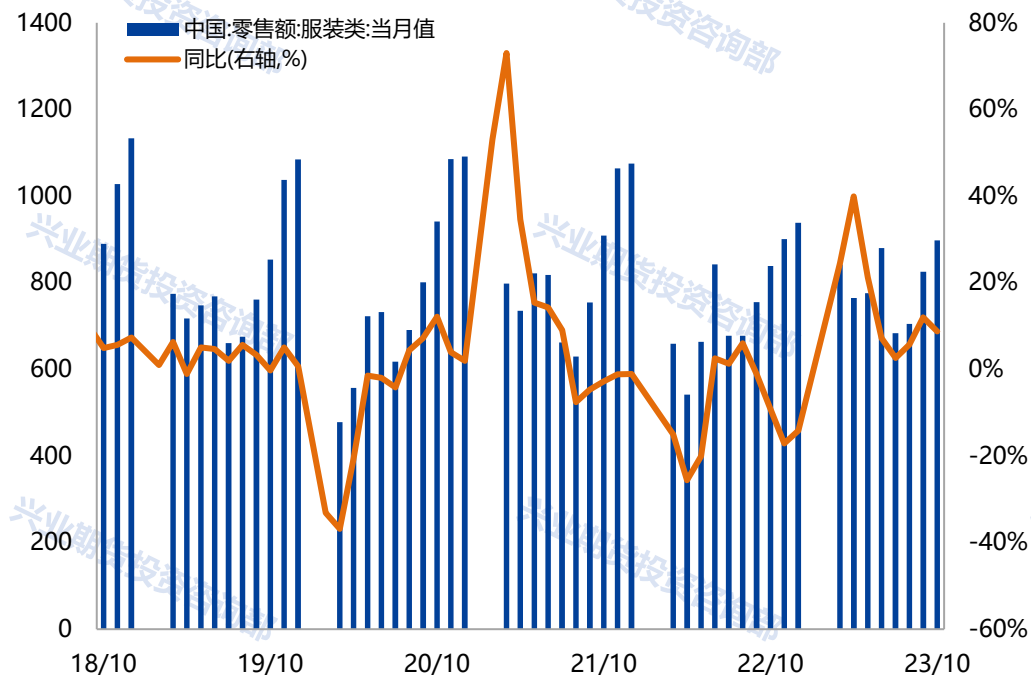


美国经济软着陆预期升温

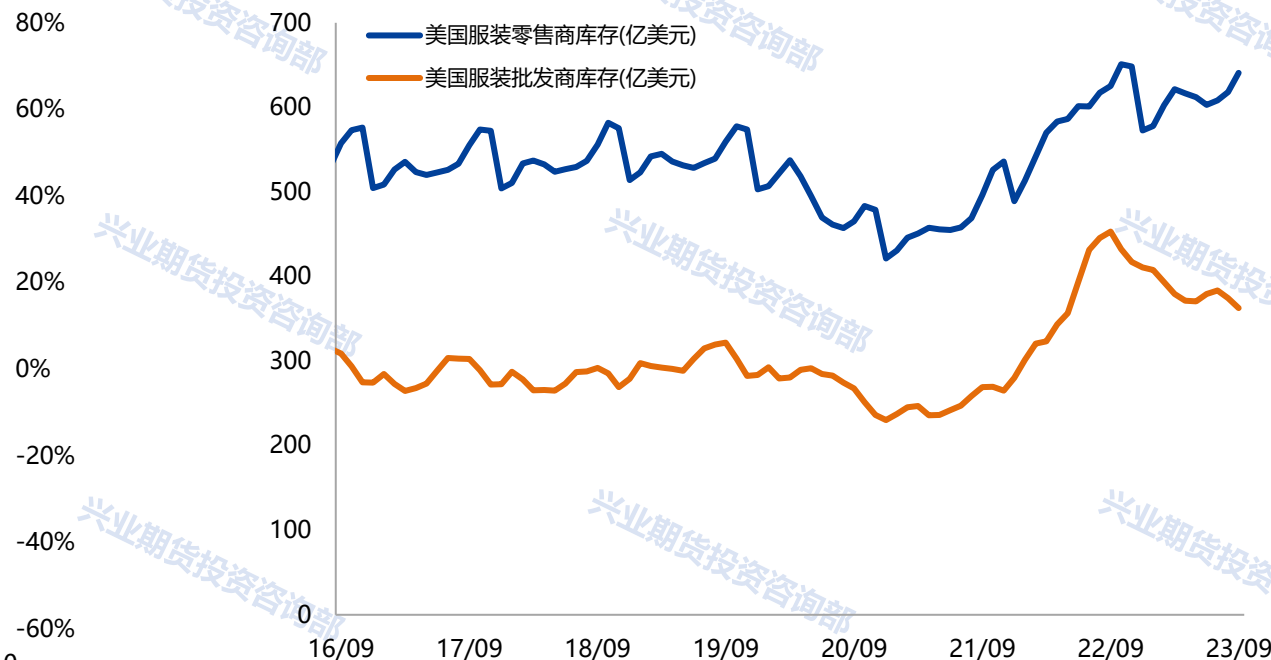


- 国内消费已进入底部，在宏观政策宽松的情况下，服装终端消费或逐步复苏。
- 美国批发商库存情况看，同比已接近往年水平，且本轮去库已持续一年时间、或已进入尾声，预计未来将开启补库，有利于棉花外贸需求。

宽松宏观环境下，服装终端消费或复苏



美国服装库存去库周期或即将进入尾声



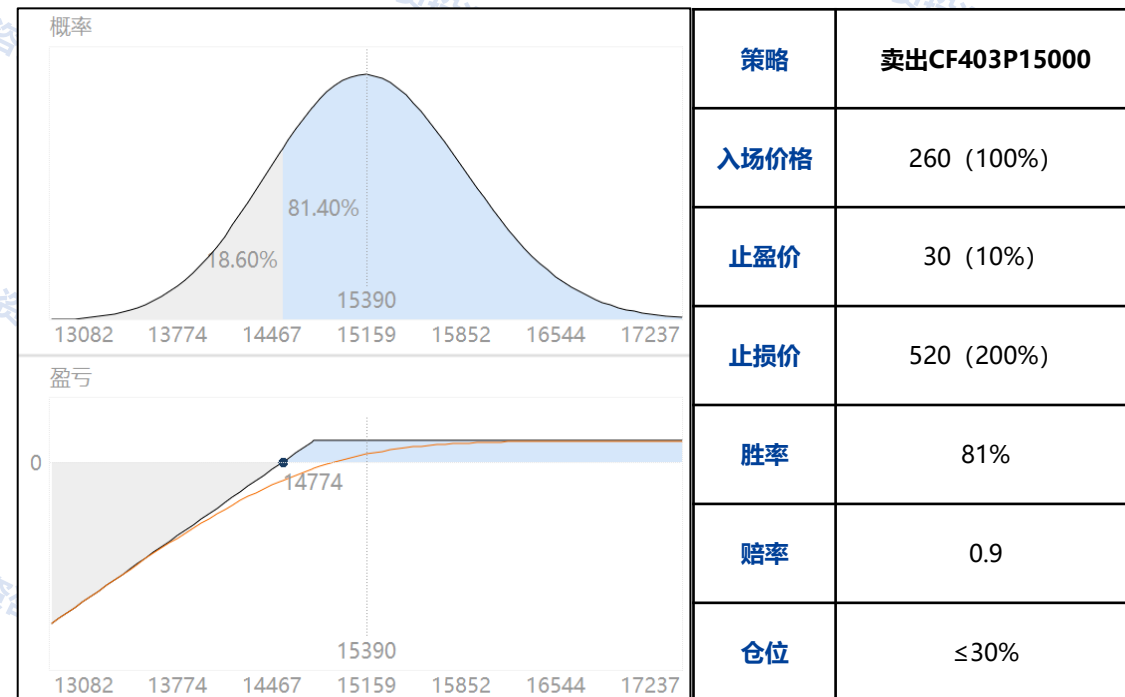
□ 上周期货20日历史波波动率和期权主力平值隐含波动率保持稳定。成交量PCR和持仓量PCR五日均值都显示看多，不同行权价的成交量和隐含波动率结构也都反映看多。综上，棉花期权波动率偏低，情绪看多。

□ 棉花基本面改善且期货价格存在强支撑，近一周延续反弹，卖出CF401P14600止盈离场。考虑到后续驱动不足，期货价格大概率震荡，建议继续卖出CF403P15000。

期权主要指标（截至12.8）

	成交量PCR	持仓量PCR	历史波动率	隐含波动率
数值	0.39	0.60	15.41%	17.50%
百分位	3.70%	27.30%	32%	19.30%
说明	看多情绪	看多情绪	波动率低	波动率低

棉花卖出看跌期权损益图（截至12.8）



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