



中美共振补库初启 关注以巴风险

研究院 FICC 组

研究员

蔡劭立

☎ 0755-23887993

✉ caishaoli@htfc.com

从业资格号: F3056198

投资咨询号: Z0015616

高聪

☎ 021-60828524

✉ gaocong@htfc.com

从业资格号: F3063338

投资咨询号: Z0016648

投资咨询业务资格:

证监许可【2011】1289号

策略摘要

商品期货：黑色建材、有色（铜、铝）、能源逢低买入套保，农产品、化工中性；股指期货：买入套保。

核心观点

■ 宏观

中美总量库存均现拐点迹象，关注持续性。美国和中国的总量库存均在8月出现增速回升，美国补库结构更乐观，下游需求行业顺利开启补库，上游采掘、中游加工以及采掘设备的库存基本均处于下行阶段，国内同样有更多行业转入补库周期。关注后续验证以及中美库存周期共振向上的利好。美国加息计价上升短期冲击市场，美国9月非农超预期短期推升加息计价，考虑到目前美国罢工或将推升后续时薪增速，短期仍需警惕来自美债利率和美元抬升的压力。

国内政策底明朗，继续关注地产改善的持续性。复盘历史“弱复苏”经验，结近期稳增长政策，1、关注国内股指上涨机会；2、关注地产、家居等行业改善的持续性。

■ 中观

从工业增加值（供需）角度，关注有色和黑色板块。其中化工基本面仍有拖累，供给增加+需求缓慢改善。黑色和有色需求仍偏低位，有色供给受限更明显，重点关注政策的传导；农产品的需求也保持稳定。

从库存周期的角度，关注汽车、电子元件、工业机械、家用电器、家具、服装等进入补库周期的行业，地产对应黑色建材需求；家居（城中村改造）尤其是软装板块，家电应对铜、铝、PVC的需求，家纺则对应的是PTA、乙二醇等聚酯产业链需求；新能源汽车和新基建（长期政策支持）则对应钢材、铜、铝、镍。

从以巴风险的角度，事件维持小范围对风险资产影响小，原油略微受益；若事件发酵，则原油明显受益，商品滞后油价启动。

■ 微观

综合参考供需缺口、绝对价格以及库存预期三大因素，建议关注螺纹钢、铝、EB等更具韧性的品种。

■ 风险：地缘政治风险（能源板块上行风险）；全球经济超预期下行（风险资产下行风险）；美联储超预期收紧（风险资产下行风险）；海外流动性风险冲击（风险资产下行风险）。

目录

策略摘要.....	1
核心观点.....	1
假期变化：美债利率再度抬升，商品普遍承压.....	4
海外宏观展望.....	5
美国经济软着陆概率较大.....	5
欧盟通胀超预期下行，加息周期有望转缓.....	5
国内宏观展望.....	6
关注经济环比筑底的可能.....	6
大类配置逻辑一、美国就业市场韧性强化加息预期.....	7
关注美联储政策平台期的配置机会.....	8
大类配置逻辑二、国内政策底明朗.....	10
近期稳增长政策持续加码.....	10
弱复苏的配置逻辑.....	12
美元兑人民币震荡.....	13
大类配置逻辑三、关注中美库存共振向上的契机.....	14
中国和美国目前所处的库存阶段.....	14
航运、估值低但驱动弱，关注现货价格季节性规律能否支撑运价.....	16
商品、关注地产改善对整体商品的契机.....	17
中观行业现状.....	17
关注地产和家电链条.....	18
关注以巴风险.....	20
微观：商品基本面的变化.....	21
股指、股指下方空间有限，期待节后行情.....	23
10月关注事项.....	24

图表

图 1： 国庆+中秋长假期间全球大类资产表现 单位： %.....	4
图 2： 美国经济月度热力图 单位： %.....	5
图 3： 欧盟经济月度热力图 单位： %.....	6
图 4： 主要国家花旗经济意外指数 单位： %.....	6
图 5： 中国经济月度热力图 单位： %.....	7
图 6： 美国非农新增就业结构 单位： 千人.....	8
图 7： 代表衰退计价的美债 10Y-2Y 和 10Y-3M 利差明显收窄 单位： %.....	8
图 8： 近四轮历史美联储从加息转为降息期间的资产表现 单位： %.....	9
图 9： 近四轮历史美联储降息期间的上证表现（指数化） 单位： %.....	9
图 10： 近四轮历史美联储降息期间的黄金表现（指数化） 单位： %.....	9

图 11:	近四轮历史美联储降息期间的纳指表现 (指数化) 单位: %.....	10
图 12:	近四轮历史美联储降息期间的 CRB 工业原料表现 (指数化) 单位: %.....	10
图 13:	近四轮历史美联储降息期间的原油表现 (指数化) 单位: %.....	10
图 14:	近四轮历史美联储降息期间的有色表现 (指数化) 单位: %.....	10
图 15:	拟合模型指向人民币汇率见顶转升 单位: %.....	13
图 16:	美国各环节库销比 单位: %.....	14
图 17:	近 6 轮美国库存周期 单位: %, 横轴: 月.....	14
图 18:	2023 年 8 月美国制造商各行业所处的库存周期位置 单位: 月.....	15
图 19:	2023 年 8 月中国工业企业各行业所处的库存周期位置 单位: 月.....	15
图 20:	工业增加值累计同比 单位: %.....	17
图 21:	2008 年至今的国内历轮地产政策周期 单位: %.....	18
图 22:	地产产业链的传导关系 单位: %.....	19
图 23:	家电作为地产链后端的特征明显 单位: %.....	19
图 24:	有色价格对家电产量较为敏感 单位: %.....	19
图 25:	以巴冲突历史回溯 单位: %.....	20
图 26:	以巴冲突历史回溯 单位: %.....	21
图 27:	主要商品品种 2023 年库存趋势推演 单位: %.....	22
图 28:	主要品种近 7 年 (消费分位数) / (生产分位数) 单位: %.....	22
图 29:	近期主要商品品种的价格和中美通胀指标处于近 7 年以来的分位数水平 单位: %.....	23
图 30:	10 月重大事件和数据日历.....	24
表 1:	近期稳增长政策一览.....	11
表 2:	国内弱复苏阶段商品表现 单位: %.....	12
表 3:	2008 年至今五轮地产政策周期下, 房地产行业各指标的变化 单位: %.....	18

假期变化：美债利率再度抬升，商品普遍承压

资产价格表现来看，国庆和中秋长假期间，美债利率再度抬升，10Y 美债利率抬升近 20bp；股票普遍震荡，标普 500 和恒生指数分别录得上涨 0.8%和 0.64%，A50 期货基本持平，日经 225 和富时 100 则分别录得下跌 2.75%和 1.3%；商品普遍调整，其中原油大幅调整 12.39%，英国天然气也录得下跌 6.5%，随后是 CBOT 大豆油、MDE 棕榈油和 CBOT 大豆粕分别录得下跌 5.4%、4.5%和 4.5%；外汇方面，美元指数录得下跌 0.58%，英镑兑美元、欧元兑美元则分别上涨 0.87%、0.88%。

时政新闻方面，1、OPEC+维持减产政策，10月4日 OPEC+会议决定维持减产政策不变，EIA 公布的美国汽油库存大幅增加（650 万桶）；2、美国罢工浪潮持续，10月6日，由于谈判获得进展，全美汽车联合会（UAW）决定该周不将汽车工人罢工扩大化，9月15日开始的大罢工，是底特律三大传统汽车制造商首次同时成为罢工攻击目标；3、美国政府关门风险暂缓，9月30日美国两院投票通过一项短期支出法案使政府继续运作至11月17日；4、美众议院议长被罢免，10月3日美众议院投票罢免众议院议长麦卡锡职务。

图1： 国庆+中秋长假期间全球大类资产表现 | 单位：%

大类资产	名称	10/7/2023 8:00	9/28/2023 15:00	期间涨跌幅 (%)
权益	标普500	4308.5	4274.51	0.80%
	恒生	17485.98	17373.96	0.64%
	欧元区斯托克50	4144.43	4131.68	0.31%
	A50期货	12399	12398	0.01%
	道指	33407.58	33550.27	-0.43%
	富时100	7494.58	7593.22	-1.30%
	日经225	30994.67	31872.52	-2.75%
债券	美国10Y TIPS	2.4829	2.2595	22.34bp
	美债10Y	4.8009	4.6076	19.3bp
	日债10Y	0.805	0.757	4.8bp
	德债10Y	2.882458	2.850178	3.23bp
商品	CBT玉米	492.5	483.5	1.86%
	ICE 11号糖	26.77	26.37	1.52%
	LME铝	2242	2242.5	-0.02%
	LME锌	2499	2500	-0.04%
	SGX铁矿石	115	115.15	-0.13%
	LME铅	2141	2152	-0.51%
	LME铜	8045	8104.5	-0.73%
	TCM橡胶	232.6	234.5	-0.81%
	LME镍	18515	18895	-2.01%
	ICE 棉花	87.22	89.28	-2.31%
	CMX黄金	1847	1891.9	-2.37%
	CBT大豆	1263.75	1302.75	-2.99%
	LME锡	24630	25600	-3.79%
	CMX白银	21.765	22.69	-4.08%
	CBOT大豆粕	371.8	389.3	-4.50%
	MDE 棕榈油	3601	3771	-4.51%
	CBOT大豆油	55.27	58.44	-5.42%
	英国天然气期货1m	93.5	100.08	-6.57%
	NYM WTI原油	82.81	94.52	-12.39%
	外汇	英镑兑美元	1.2237	1.213
欧元兑美元		1.0586	1.0495	0.87%
美元兑离岸人民币		7.3083	7.3082	0.00%
美元兑日元		149.31	149.37	-0.04%
美元指数		106.101	106.72	-0.58%

数据来源：Wind 华泰期货研究院

海外宏观展望

美国经济软着陆概率较大

一、月频数据中，美国9月制造业和服务业PMI有所分化；二、9月非农大超预期，美国9月非农新增33.6万人，大超市场预期，汽车罢工的影响暂未有体现，且失业率持平于3.8%，时薪增速环比持平；三、通胀整体回落，美国8月CPI同比增长3.7%，核心CPI同比增长4.3%，较前值明显回落，后续核心CPI有望进一步回落。

图2： 美国经济月度热力图 | 单位：%

增量的贡献 (2022年对实际GDP同比贡献率)		指标名称	单位	2023-09	2023-08	2023-07	2023-06	2023-05	2023-04	2023-03	2023-02	2023-01	2022-12	2022-11	2022-10
投资	34.70%	GDP:不变价:同比	%				2.56		1.56		0.91				
		Markit制造业PMI	%	49.80	47.90	49.00	46.30	48.40	50.20	49.20	47.30	46.90	46.20	47.70	50.40
		全部制造业:新增订单:当月同比	%		0.55	-0.67	-0.18	-0.98	0.02	0.47	2.07	3.94	5.42	5.82	10.13
		成屋+新建住房销售	万套		1079	1121	1100	1193	1109	1100	1080	1049	1039	994	1021
就业		新增非农就业人数	万人	33.60	18.70	18.70	20.90	33.90	25.30	23.60	31.10	51.70	22.30	26.30	26.10
		失业率	%	3.80	3.80	3.50	3.60	3.70	3.40	3.50	3.60	3.40	3.50	3.60	3.70
		非农职位空缺数	万人		961	882.7	916.5	982.4	1032	974.5	997.4	1056.3	1123.4	1074.6	1047.1
通胀		CPI:当月同比	%		3.70	3.20	3.00	4.00	4.90	5.00	6.00	6.40	6.50	7.10	7.70
		核心CPI:当月同比	%		4.30	4.70	4.80	5.30	5.50	5.60	5.50	5.60	5.70	6.00	6.30
消费	89.37%	零售和食品服务销售额:同比	%		2.91	1.99	1.77	3.19	-0.29	2.42	5.59	7.76	5.59	6.01	8.48
		Markit服务业PMI	%	50.10	50.50	52.30	54.40	54.90	53.60	52.60	50.60	46.80	44.70	46.20	47.80
		个人可支配收入:同比	%		7.30	7.20	7.97	7.99	8.04	7.87	7.96	7.92	3.72	3.59	3.63
		个人消费支出:同比	%		5.85	6.39	5.46	6.01	6.61	6.36	7.60	8.08	7.35	7.11	7.92
财政	-4.80%	财政收入:同比	%		-6.78	2.54	-9.21	-20.95	-26.07	-0.61	-9.57	-3.82	-6.53	-10.35	12.18
		财政支出:同比	%		-62.95	3.45	17.56	20.35	-16.76	36.14	3.57	40.33	6.28	5.95	-9.49
净出口	-19.30%	出口金额:同比	%		-2.12	-3.46	-4.29	-3.15	-1.43	5.09	7.97	12.30	6.69	10.01	12.49
		进口金额:同比	%		-4.43	-4.72	-7.79	-6.82	-4.48	-8.45	0.62	3.80	2.04	2.40	13.36

数据来源: Wind 华泰期货研究院

欧盟通胀超预期下行，加息周期有望转缓

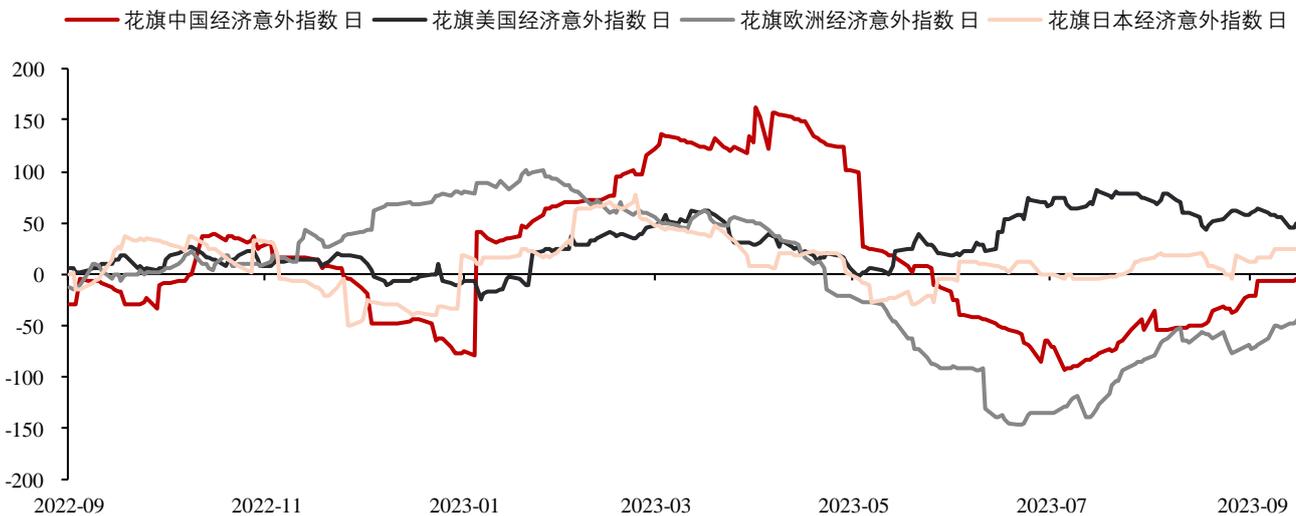
一、欧盟经济下行压力仍大，9月制造业PMI进一步下行，9月服务业PMI有所回升；并且对经济数据拟合度较高的9月零售信心指数和工业信心指数延续弱势，8月信贷增速小幅回升。二、欧元区9月CPI初值同比增长4.3%，核心CPI同比增长4.5%，较前值明显回落，欧洲加息步伐或转缓。

图3: 欧盟经济月度热力图 | 单位: %

指标名称	单位	2023-09	2023-08	2023-07	2023-06	2023-05	2023-04	2023-03	2023-02	2023-01	2022-12	2022-11	2022-10
GDP:不变价同比	%				0.6	1.3	1.3	1.3	1.3	3.6	3.6	3.6	3.6
工业信心指数	%	-9	-9.3	-9.2	-8	-6.1	-4	-2.1	-1.1	-0.4	-1.6	-2	-1.4
投资				0.9	0	-0.4	0	-1	1.7	0.3	-0.3	1.6	1
营建产出:当月同比	%												
制造业PMI		43.4	43.5	42.7	43.4	44.8	45.8	47.3	48.5	48.8	47.8	47.1	46.4
就业													
失业率	%		5.9	6	5.9	5.9	6	6	6.1	6.1	6.1	6.1	6.1
消费													
零售信心指数		-5	-4.6	-3.9	-5.3	-4.7	-1.4	-1.9	-1.2	-1.7	-3.7	-5.8	-6
服务业PMI	%	48.7	47.9	50.9	52	55.1	56.2	55	52.7	50.8	49.8	48.5	48.6
通胀													
CPI:当月同比	%	4.3	5.2	5.3	5.5	6.1	7	6.9	8.5	8.6	9.2	10.1	10.6
核心CPI:当月同比		4.5	5.3	5.5	5.5	5.3	5.6	5.7	5.6	5.3	5.2	5	5
贸易													
商品贸易进口:同比	%			-21.55	-22.59	-15.62	-15.38	-12.51	-1.27	8.45	8.45	22.15	34.03
商品贸易出口:同比	%			-3.16	0.38	-1.93	-3.56	9.33	8.25	10.77	10.63	17.81	18.32
信贷													
银行部门信贷:同比	%		-0.37	-0.55	0.01	0.42	0.70	0.95	1.18	1.58	1.95	2.99	3.34
财政													
财政盈余	亿欧元		-590	-474	-478	-478	-423	-301	-307	-282	-1160	-1148	-1030

数据来源: Wind 华泰期货研究院

图4: 主要国家花旗经济意外指数 | 单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

国内宏观展望

关注经济环比筑底的可能

国内经济修复偏结构性。一、关注经济环比筑底的可能: 9月的制造业和服务业PMI以及8月的金融数据显示经济存在环比筑底的信号, 继续关注更多筑底的验证; 二、高频经济数据表现分化, 地产链条表现仍疲软, 中指院的100城地产销售面积、前端

的拿地数据仍维持低位；人员出行，建材家具和电子电器消费维持高位；基建实物工作表现分化。

图5： 中国经济月度热力图 | 单位：%

增量的贡献 (2022年对实际GDP同比贡献率)	指标名称	单位	2023/09	2023/08	2023/07	2023/06	2023/05	2023/04	2023/03	2023/02	2023/01	2022/12	2022/11	2022/10
净出口	GDP:不变价:当季同比	%				6.3		4.5			2.9			
	出口金额:累计同比	%		-5.6	-5.0	-3.2	0.3	2.5	0.5	-6.8	-10.5	7.0	8.9	11.1
	进口金额:累计同比	%		-7.6	-7.6	-6.7	-6.7	-7.3	-7.1	-10.2	-21.3	1.0	2.0	3.4
投资	固投:累计同比	%		3.2	3.4	3.8	4.0	4.7	5.1	5.5		5.1	5.3	5.8
	地产投资:累计同比	%		-8.8	-8.5	-7.9	-7.2	-6.2	-5.8	-5.7		-10.0	-9.8	-8.8
	制造业投资:累计同比	%		5.9	5.7	6.0	6.0	6.4	7.0	8.1		9.1	9.3	9.7
	基建投资:累计同比	%		9.0	9.4	10.7	10.1	9.8	10.8	12.2		11.5	11.7	11.4
	制造业PMI	%	50.2	49.7	49.3	49.0	48.8	49.2	51.9	52.6	50.1	47.0	48.0	49.2
消费	社会零售:累计同比	%		7.0	7.3	8.2	9.3	8.5	5.8	3.5		-0.2	-0.1	0.6
	服务业PMI	%	50.9	50.5	51.5	52.8	53.8	55.1	56.9	55.6	54.0	39.4	45.1	47.0
	城镇调查失业率	%		5.2	5.3	5.2	5.2	5.2	5.3	5.6	5.5	5.5	5.7	5.5
通胀	CPI:当月同比	%		0.1	-0.3	0	0.2	0.1	0.7	1	2.1	1.8	1.6	2.1
金融	社会融资规模存量:同比	%		9	8.9	9	9.5	10	10	9.9	9.4	9.6	10	10.3
	金融机构:各项贷款余额:同比	%		11.1	11.1	11.3	11.4	11.8	11.8	11.6	11.3	11.1	11	11.1

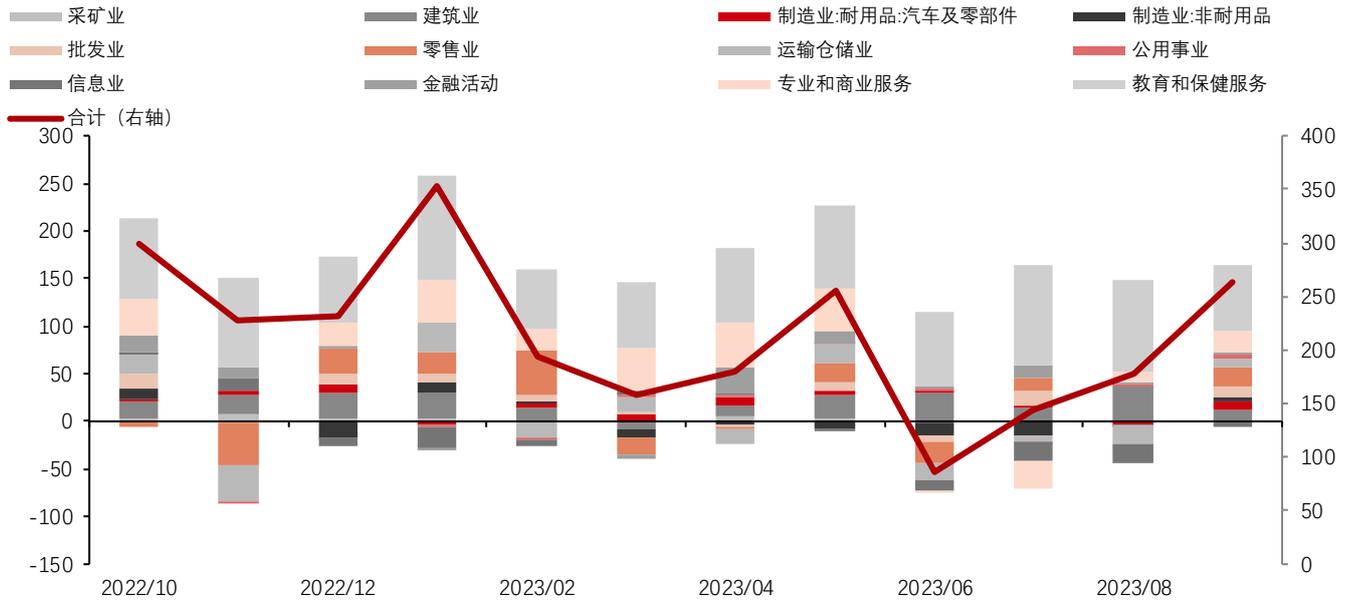
数据来源: Wind 华泰期货研究院

大类配置逻辑一、美国就业市场韧性强化加息预期

美国就业市场韧性强化加息预期。美国9月非农新增33.6万人，大幅超过市场预期的17万人，叠加8月JOLTS数据反映岗位空缺率反弹，衍生品计价美联储加息预期有所抬升，11月加息概率从节前的20%左右抬升至30%左右；细分来看，美国罢工潮的影响暂未有体现，汽车行业就业新增8900人，医疗保健和社会救助行业新增就业6.59万人，教育和医疗服务、政府部门是9月非农超预期的主要贡献。但截至目前美国汽车以及医疗行业均出现大规模罢工，预计将对10月非农带来冲击。

美国经济同样呈现韧性。9月议息会议后美债的期限利差(10Y-2Y和10Y-3M)出现持续收窄，呈现较强“复苏”信号，主要是由于长端美债抬升快于短端美债所导致的，但与此同时资产端却出现美股和商品调整的矛盾表现。后续需要关注就业韧性，以及罢工可能带来的时薪增速回升，进而造成的短期加息预期预期冲击；需要强调的是，结合前文宏观数据，以及下文的补库结构来看，我们对于后续美国经济韧性仍保持乐观。

图6： 美国非农新增就业结构 | 单位：千人



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图7： 代表衰退计价的美债 10Y-2Y 和 10Y-3M 利差明显收窄 | 单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

关注美联储政策平台期的配置机会

一、考虑到未来极大概率步入加息向降息转换的过渡期，故我们回溯了美联储货币政策平台期（从加息转为降息期间）的资产表现，选取历史上美联储最后一次加息结束到第一次降息期间的历史数据，研究发现：1、风险资产先涨后跌：期间美债利率持续

回落，美元指数低位徘徊后上涨，股指、商品先涨后跌，A股表现亮眼，上证4个样本均录得上涨，并且平均涨跌幅领先。2、商品分板块：有色、原油、黄金平均涨跌幅、上涨概率领先，化工、油脂油料、煤焦钢矿（1个样本）、农副产品（1个样本）领跌。

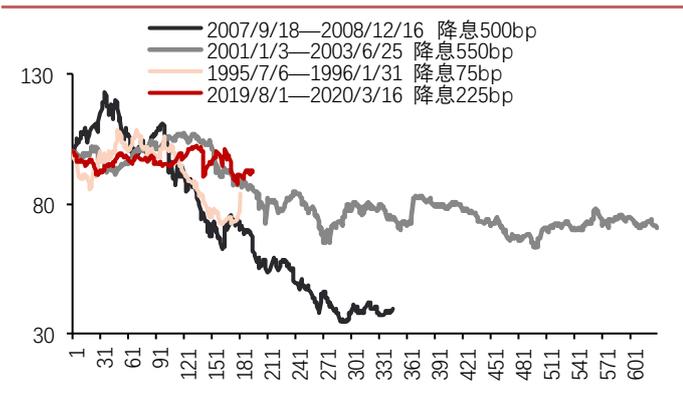
图8： 近四轮历史美联储从加息转为降息期间的资产表现 | 单位：%

	10Y美债利率(绝对值变化%)	美元兑人民币	美元指数	上证综指	创业板指	上证50	沪深300	中证500	中证1000	纳指	道指	Wind商品指数	软商品	油脂油料	煤焦钢矿	有色	化工	非金属建材	谷物	农副产品	黄金	原油	
后一月	平均涨跌幅	-0.24	-0.56	-2.16%	4.25%	-0.68%	-0.70%	-0.28%	1.17%	1.48%	3.13%	2.06%	2.01%	-0.91%	-2.46%	-0.55%	2.95%	-1.85%	0.72%	-2.09%	-1.00%	3.08%	6.89%
	样本上涨概率	0%	0%	0%	75%	0%	50%	50%	100%	100%	75%	50%	67%	50%	0%	0%	67%	33%	100%	33%	0%	100%	75%
后两月	平均涨跌幅	-0.34	-0.58%	-2.39%	9.99%	10.60%	2.77%	3.69%	3.67%	3.09%	-2.91%	3.60%	1.97%	-2.78%	3.71%	-0.52%	3.42%	-5.71%	-0.51%	-1.20%	8.01%	3.25%	6.37%
	样本上涨概率	0%	25%	25%	75%	100%	50%	50%	50%	50%	75%	67%	50%	33%	0%	67%	33%	0%	33%	0%	75%	75%	
后三月	平均涨跌幅	-0.54	-1.12%	-2.02%	12.09%	32.06%	9.50%	11.66%	15.89%	16.67%	9.26%	8.11%	3.21%	-0.91%	5.49%	-3.07%	6.39%	-6.75%	-2.95%	0.37%	9.89%	1.36%	9.44%
	样本上涨概率	0%	25%	0%	100%	100%	50%	50%	100%	100%	100%	33%	50%	33%	0%	100%	67%	0%	33%	0%	75%	75%	
后半年	平均涨跌幅	-1.67	-0.59%	1.12%	27.01%	18.89%	35.84%	29.25%	14.32%	12.56%	4.21%	8.05%	-0.90%	5.02%	1.40%	3.88%	-1.07%	-10.83%	6.85%	8.00%	-13.37%	1.98%	7.76%
	样本上涨概率	0%	33%	67%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	67%	67%	0%	67%	100%	33%	0%	100%	100%	0%	67%	67%	
备注	样本个数	4	4	4	4	1	2	2	2	2	4	4	3	2	3	1	3	3	1	3	1	4	4

数据来源：Wind 华泰期货研究院

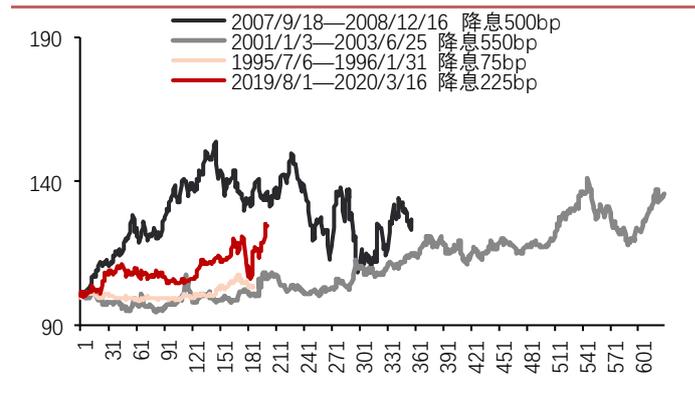
二、美联储降息周期影响分析，我们选取近四轮美联储第一次降息到最后一次降息的时段。背景：1、2019年和2007年分别受疫情和次贷危机冲击，降息期间经济持续承压；2、2001年和1995年经济更有韧性；资产：1、从整个降息周期看，股指、商品会面临不同程度压力，政策应对方式造成节奏上的区别，贵金属持续受益但系统性风险除外（2008年）。商品分板块：2、需求因素主导整体商品震荡调整，板块间不存在统一的强弱逻辑；3、供给因素能够带来板块上逆周期的机会，如2007年的原油；4、贵金属建议继续买入套保。

图9： 近四轮历史美联储降息期间的上证表现（指数化） | 单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图10： 近四轮历史美联储降息期间的黄金表现（指数化） | 单位：%



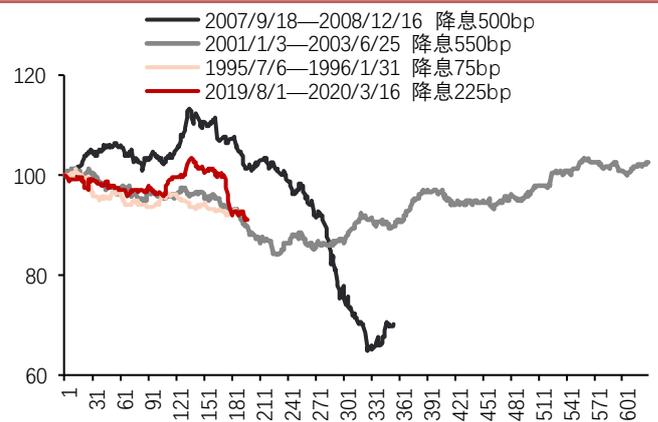
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图11: 近四轮历史美联储降息期间的纳指表现(指数化) | 单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图12: 近四轮历史美联储降息期间的CRB工业原料表现(指数化) | 单位: %



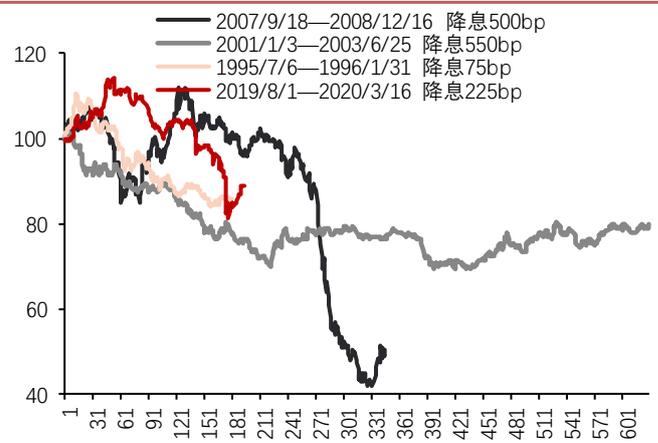
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图13: 近四轮历史美联储降息期间的原油表现(指数化) | 单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图14: 近四轮历史美联储降息期间的有色表现(指数化) | 单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

大类配置逻辑二、国内政策底明朗

近期稳增长政策持续加码

国内稳增长政策持续加码: 8月31日, 央行、金管局宣布统一全国个人住房贷款最低首付比例下限, 并公布《关于降低存量首套住房贷款利率有关事项的通知》; 国务院决定提高3岁以下婴幼儿照护等三项个人所得税专项附加扣除标准; 8月28日财政部宣布印花税实施减半征收; 证监会表示, 统筹一二级市场平衡 优化IPO和再融资监管安排, 根据近期市场情况, 阶段性收紧IPO节奏, 促进投融资两端的动态平衡; 证监会进一步规范相关方减持行为。

表1： 近期稳增长政策一览

	时间	详情
地产	8月18日	住房和城乡建设部 中国人民银行 金融监管总局 关于优化个人住房贷款中住房套数认定标准的通知：居民家庭（包括借款人、配偶及未成年子女）申请贷款购买商品住房时，家庭成员在当地名下无成套住房的，不论是否已利用贷款购买过住房，银行业金融机构均按首套住房执行住房信贷政策。
	8月31日	央行、金管局：统一全国商业性个人住房贷款最低首付款比例政策下限；不再区分实施“限购”城市和不实施“限购”城市，首套住房和二套住房商业性个人住房贷款最低首付款比例政策下限统一为不低于20%和30%；发布《关于降低存量首套住房贷款利率有关事项的通知》。
活跃资本市场	8月24日	中国证监会召开机构座谈会提出，在国内经济转型升级、金融市场改革深入推进、长期利率中枢下移的新形势下，养老金、保险资金和银行理财资金等中长期资金加快发展权益投资正当其时。
	8月28日	证券交易印花税实施减半征收。
	8月28日	收紧IPO。完善一二级市场逆周期调节机制，优化IPO、再融资监管安排：阶段性收紧IPO节奏；对于金融行业上市公司或者其他行业大市值上市公司的大额再融资，实施预沟通机制；对于存在破发、破净、经营业绩持续亏损、财务性投资比例偏高等情形的上市公司再融资，适当限制其融资间隔、融资规模；严格执行融资间隔期要求；严格要求上市公司募集资金应当投向主营业务等。
	8月28日	放宽两融。将投资者融资买入证券时的融资保证金最低比例由100%降低至80%。
	8月28日	规范减持。上市公司存在破发、破净或三年未进行现金分红等情况不得减持股份。
	8月2日	减税。明确一系列支持小微企业和个体工商户发展有关税费政策。
财政	8月28日	十四届全国人大常委会，审议《国务院关于今年以来预算执行情况的报告》。具体主要有四个方面：1.加强财政经济运行监测和形势分析，密切跟踪地方和部门预算执行情况，用好财政资金直达机制，合理加快财政支出进度，全面提升资金支付效率，推动各项财税政策尽早落地见效。2.今年新增专项债券力争在9月底前基本发行完毕，用于项目建设的专项债券资金力争在10月底前使用完毕，研究扩大投向领域和用作项目资本金范围，引导带动社会投资。加强专项债券项目储备和投后管理。3.落实好相关税费支持政策。4.加强财政、货币等政策的协调配合，更好发挥协同效应。
	8月31日	《关于提高个人所得税有关专项附加扣除标准的通知》称，为进一步减轻家庭生育养育和赡养老人的支出负担，决定提高3岁以下婴幼儿照护等三项个人所得税专项附加扣除标准。《通知》明确，3岁以下婴幼儿照护专项附加扣除标准，由每个婴幼儿每月1000元提高到2000元。子女教育专项附加扣除标准，由每个子女每月1000元提高到2000元。赡养老人专项附加扣除标准，由每月2000元提高到3000元。其中，独生子女按照每月3000元的标准定额扣除；非独生子女与兄弟姐妹分摊每月3000元的扣除额度，每人分摊的额度不能超过每月1500元。
	8月15日	降息。8月15日调降OMO利率10bp和1年期MLF利率15bp，8月21日调降1年期LPR10bp。
	8月18日	住房和城乡建设部 中国人民银行 金融监管总局 关于优化个人住房贷款中住房套数认定标准的通知：居民家庭（包括借款人、配偶及未成年子女）申请贷款购买商品住

央行

8月31日

房时，家庭成员在当地名下无成套住房的，不论是否已利用贷款购买过住房，银行业金融机构均按首套住房执行住房信贷政策。

央行、金管局：统一全国商业性个人住房贷款最低首付款比例政策下限；不再区分实施“限购”城市和不实施“限购”城市，首套住房和二套住房商业性个人住房贷款最低首付款比例政策下限统一为不低于20%和30%；发布《关于降低存量首套住房贷款利率有关事项的通知》。

资料来源：华泰期货研究院根据公开资讯整理

弱复苏的配置逻辑

随着国内经济的筑底回升，后续资产价格有望围绕“弱复苏”逻辑继续展开：

“弱复苏”阶段下，关注股指的上涨机会，商品中的能源、有色和软商品板块值得关注。

股指：2009年至今的十次弱复苏阶段，国内主要股指的平均收益率均超过12%，且胜率大多超过70%。

商品：能源、软商品、有色金属上涨概率高达90%，平均涨幅均超过11%；商品指数整体上涨概率高达70%。**值得关注的是，商品因供应链短板、拉动内需政策炒作，目前已提前计价了部分“复苏”预期。**

表2：国内弱复苏阶段商品表现 | 单位：%

	非金属建材	谷物	贵金属	化工	煤焦钢矿	能源	软商品	油脂油料	有色	商品指数
09年7月-09年12月	-6.6%	3.9%	19.6%	19.1%	-15.0%	4.2%	26.1%	9.9%	30.4%	26.8%
10年8月-10年11月	3.3%	4.4%	9.0%	18.2%	3.2%	3.0%	33.1%	13.8%	5.3%	10.0%
12年9月-12年12月	0.9%	0.8%	-15.8%	7.3%	9.9%	1.9%	2.3%	-6.7%	-3.2%	-2.1%
13年6月-13年11月	-4.3%	-0.2%	6.9%	8.2%	1.2%	6.7%	0.5%	4.1%	5.1%	5.1%
14年3月-14年7月	-7.5%	2.8%	3.9%	-1.6%	-9.0%	-8.5%	-8.8%	-3.4%	10.1%	5.7%
16年1月-16年12月	35.3%	0.6%	18.0%	57.4%	86.1%	56.9%	26.2%	23.6%	24.6%	27.8%
17年7月-17年10月	-8.9%	0.5%	-0.9%	-0.3%	-11.2%	0.6%	3.1%	-1.3%	7.9%	-1.9%
18年3月-18年5月	1.5%	3.1%	1.7%	3.3%	6.9%	8.4%	13.4%	-0.2%	4.9%	4.6%
19年2月-19年4月	5.9%	4.5%	-2.1%	-2.2%	-0.2%	5.1%	1.2%	-0.4%	0.0%	-1.3%
20年5月-20年12月	26.4%	30.0%	9.0%	19.5%	38.4%	32.1%	17.5%	32.7%	25.4%	28.3%
上涨概率	60.0%	90.0%	70.0%	70.0%	60.0%	90.0%	90.0%	50.0%	90.0%	70.0%
平均涨跌幅	4.6%	5.0%	4.9%	12.9%	11.0%	11.0%	11.5%	7.2%	11.1%	10.3%

资料来源：Wind 华泰期货研究院

美元兑人民币震荡

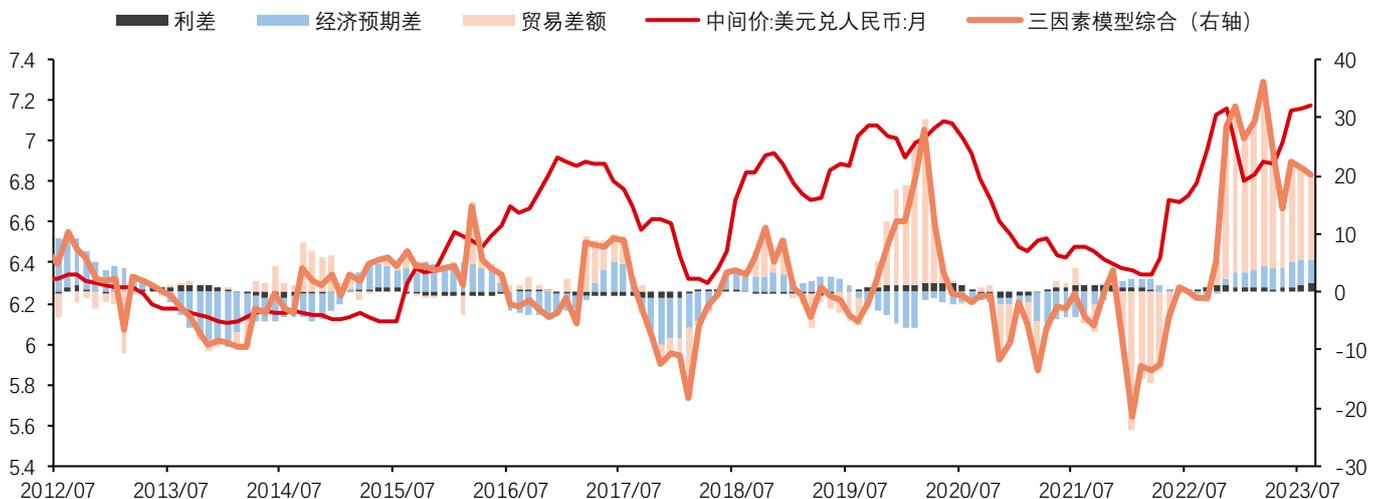
美元兑人民币汇率的政策顶明显。9月20日，央行等多部门表示坚决对单边、顺周期行为予以纠偏，坚决防范汇率超调风险。9月11日，全国外汇市场自律机制专题会议，强调保持人民币汇率基本稳定。9月1日，央行决定将外汇存款准备金率由现行的6%下调至4%。该政策释放出稳定外汇市场预期，可以在一定程度上抑制人民币汇率单边贬值预期，短期助推人民币企稳转升。此外，我们所跟踪的美元兑人民币汇率中间价的逆周期因子，以及离岸和在岸人民币利差均显示央行已经在采取实质行动来稳定人民币汇率。从空间上来讲7.3以上明显是国内稳汇率的重要边际。

美元的持续走强是近期人民币偏弱的主要原因。美联储9月议息会议以来，长端美债利率持续走高，美元指数表现偏强，致使近2个月以来非美货币均出现不同程度的走弱。美国的产业政策，以及美国经济相对非美尤其是欧洲的相对韧性，是支撑美元指数的主要原因，短期仍难看到美元指数转弱的契机，那相对人民币则转升的契机仍需要继续观察。

基本面仍支撑人民币：1) 经济预期差(chā)利好人民币汇率：国内稳增长政策持续发力，经济有望企稳改善，而美国紧缩向就业市场的传导仍未明朗；2) 中美利差(chā)短期不利于人民币：9月议息会议以来，美债利率表现偏强，叠加罢工潮带来的时薪增长可能，后续仍难明确美债利率的顶部；3) 净出口不利于人民币：在国际贸易持续走弱，以及国内产业向东南亚国家转移的背景下，国内出口预计将持续承压。

人民币汇率有底部支撑(美元兑人民币汇率见顶)。后续人民币的企稳转升需要关注两大信号：北向资金流出态势逆转，国内经济明显企稳改善，我们对于人民币汇率仍保持乐观。

图15： 拟合模型指向人民币汇率见顶转升 | 单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

大类配置逻辑三、关注中美库存共振向上的契机

中国和美国目前所处的库存阶段

中美的总量库存数据均出现见底迹象。历史规律来看美国一轮库存周期约持续 2-3 年，近三轮美国去库周期平均时长为 17.6 个月；从规律去推算，本轮美国库存顶点在 2022 年 5 月，底部或许在 2023 年 10-11 月左右。

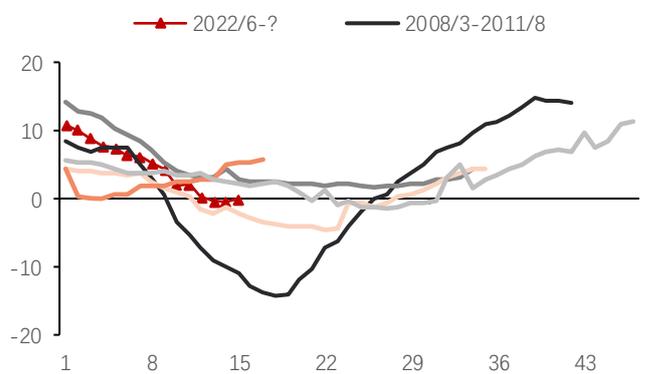
本轮 2023 年 4 月零售商环节库存率先见底。从行业层面，可以看出美国存在从下游向上游的“零售商——批发商——制造商”的库存传导结构；可以看到本轮库存增速总量的顶点在 2022 年 6 月，而零售商库存顶点早于 2022 年 1 月出现，批发商库存顶点于 4 月出现，5 月制造业库存见顶。美国 8 月的制造业存货量同比增速出现明显回升，关注后续回升的持续性。

图16: 美国各环节库销比|单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

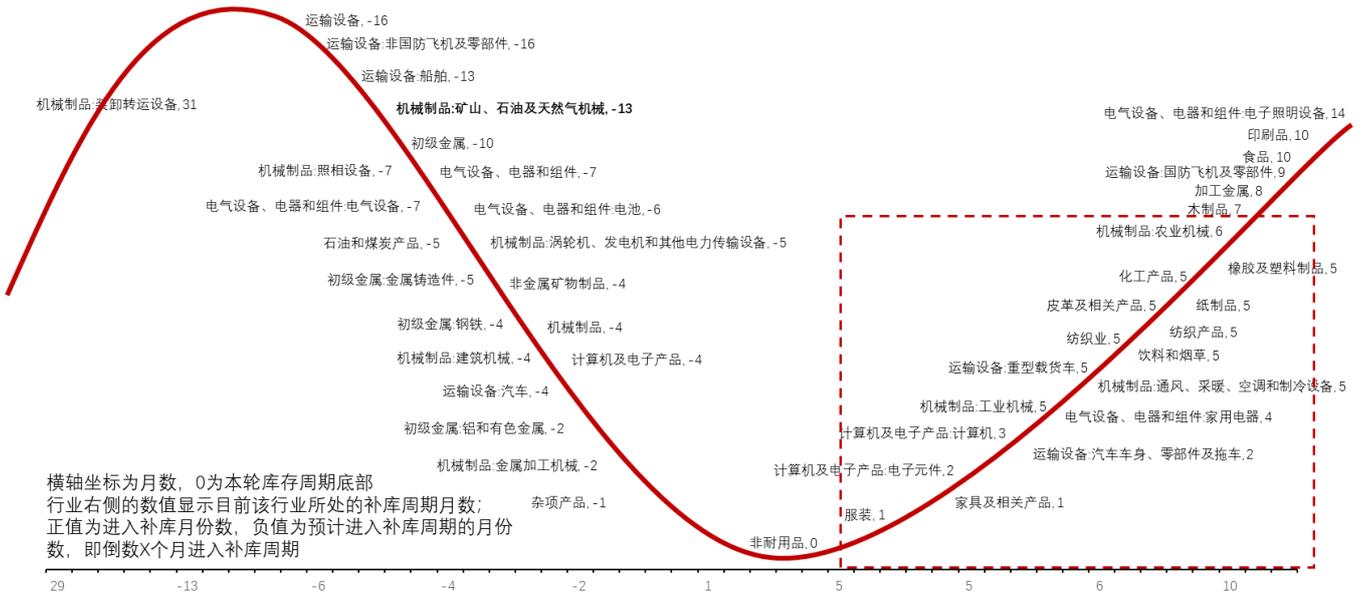
图17: 近 6 轮美国库存周期 | 单位: %, 横轴: 月



数据来源: Wind 华泰期货研究院

关注汽车、电子元件、工业机械、家用电器、家具、服装等行业。在上中下的库存结构下，我们进一步来细分看美国开启补库周期的行业，我们选取美国制造商各个行业所处的库存周期，按照 3 年的美国传统库存周期时长去定位各个行业的库存顶和底，在库存底部在顶部之后的结构下（从去库转入补库），我们以各个行业的库存底部为起点向后计数开启补库的月份，向前倒数即将进入补库的月份。最终，我们发现，在美国制造商分行业库存周期下，汽车、电子元件、工业机械、家用电器、家具、服装等大部分下游行业已经顺利进入补库阶段，关注上述行业补库对于商品需求的拉动机会，此外其上游的原材料供应行业，以及更上游的原材料生产设备行业均处于去库周期当中，对应商品是处于需增供减的有利状态。

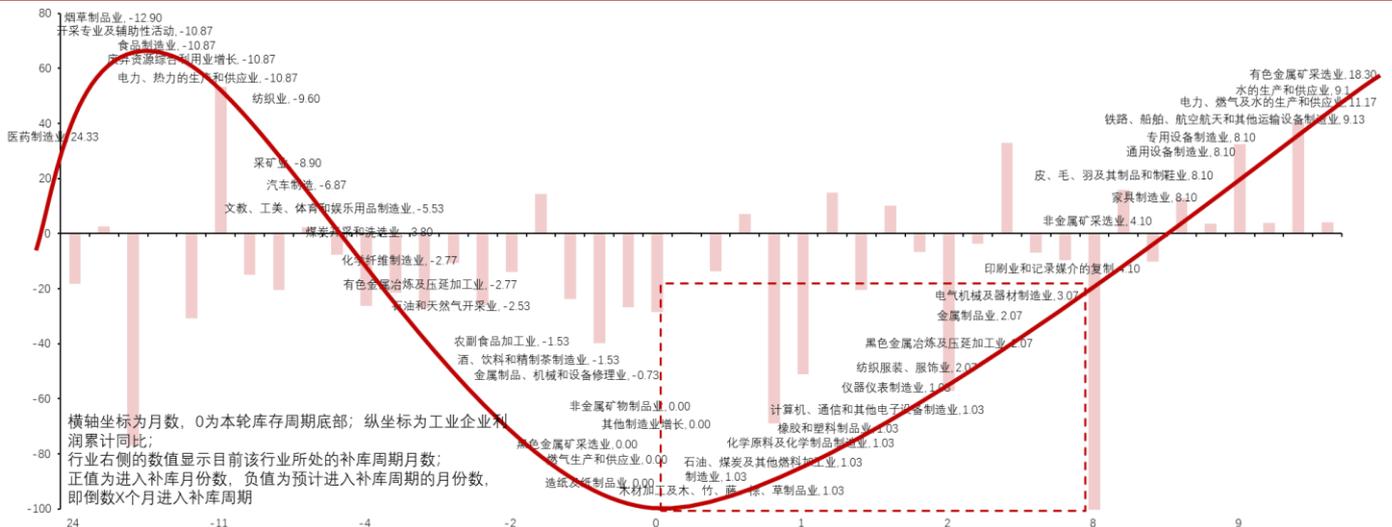
图18: 2023年8月美国制造商各行业所处的库存周期位置 | 单位: 月



数据来源: Wind 华泰期货研究院

国内也有进入补库周期的迹象。从总量层面，近3轮工业企业的去库阶段的平均值为17.5个月，2022年4月是本轮库存增速的顶点，从规律推算本轮去库周期有望在2023年10月迎来拐点，2023年8月总量的工业企业产成品库存同比增速本轮首次录得回升，持续性待验证。一级分类来看，目前采矿业产成品库存仍在下行阶段，但制造业产成品库存亦出现拐点迹象，更多的行业开启了补库，但目前整体利润仍偏低：电气机械、金属制品、纺织服装、黑色金属冶炼。

图19: 2023年8月中国工业企业各行业所处的库存周期位置 | 单位: 月



数据来源: Wind 华泰期货研究院

航运、估值低但驱动弱，关注现货价格季节性规律能否支撑运价

中长期视角来看，集运市场近两年整体处于供给增、需求有隐忧的基本面格局，供给端，2023年集装箱船舶运力同比增速约为7.7%，2024年集装箱船舶运力同比增速约为6.7%，需求层面，消费现状仍未明显改善，美国角度仍需警惕下半年风险事件以及紧信用对于消费的扰动；欧洲角度仍未看到欧元区基本面转好驱动以及欧元区进口需求快速修复驱动，经济层面对于集运欧线指数期货的向上驱动偏弱。**环保端是确定性利多**，但需关注2024年具体落地情况，马士基和赫伯罗特各自发布了指引，但这两大船公司在额外成本的预期水平上存在巨大差异，托运人账单上可能增加的碳排放交易附加费水平仍存在相当大的不确定性，赫伯罗特估计，从亚洲运往北欧的一个集装箱每TEU将产生12欧元的ETS附加费，冷藏集装箱将产生31欧元的附加费，而马士基建议，同样的航程将使客户每TEU额外支出70欧元，冷藏箱额外支出105欧元。

单边视角，观察2017年至今现货市场价格规律，8月下旬至10月中旬，现货价格季节性回落，9月期货盘面价格跟随现货价格回落，期现回归，SCFIS领先SCFI两周左右，10月中旬之前，SCFIS(上海-欧洲)预计仍难掩下行趋势。2017年至今，SCFI(上海-欧洲航线)最低下行至580美元/TEU左右，9月28日公布的最新数据为599美元/TEU，已经接近近几年低位，目前基本面仍相对偏弱，十月份关注价格季节性规律能否使SCFI(上海-欧洲航线)价格企稳甚至上行，进而对SCFIS形成一定支撑。

套利角度，目前SCFI欧线价格已经逼近2017年之后最低价格，且价格历史分位数仅为8.7%（2009年至今数据），估值相对偏低，虽然目前向上驱动仍偏弱，但我们认为继续向下也需更多需求端利空事件发生。从性价比角度，目前可选择套利策略，航运价格具有明显的淡旺季特征，历史价格回溯，8月份价格明显高于4月份以及10月份价格，目前期货盘面08合约与04合约以及08合约与10合约价差相对较低，仍可参与相关套利操作。

单边： 暂无

套利：从性价比角度，目前可选择套利策略，航运价格具有明显的淡旺季特征，历史价格回溯，8月份价格明显高于4月份以及10月份价格，目前期货盘面08合约与04合约以及08合约与10合约价差相对较低，仍可参与相关套利操作。

详情请查看航运月报《估值低但驱动弱，关注现货价格季节性规律能否支撑运价》

商品、关注地产改善对整体商品的契机

中观行业现状

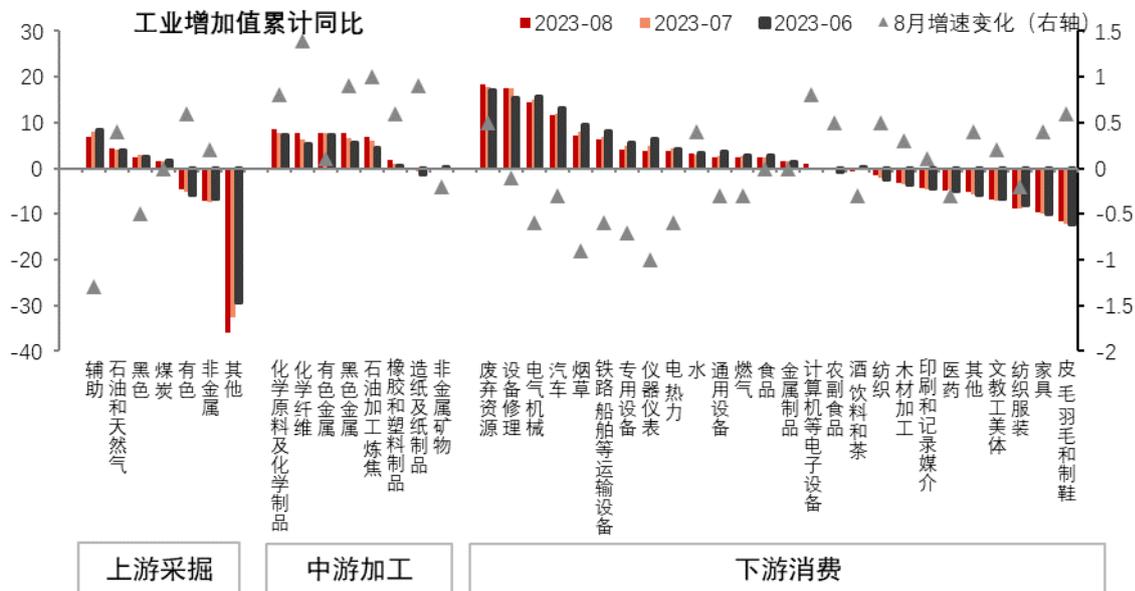
工业增加有同比筑底的迹象，8月工业增加值明显回升，8月工业增加值同比4.5%，较前值多增0.8pct。

化工：供给增加+需求缓慢改善，数据来看，1-8月非金属矿物采选、非金属矿物制品增加值同比增长-7.1%（较上月+0.2pct，下同）、-0.3%（-0.2pct），1-8月中游化学纤维制造业、化学原料及化学制品制造业增加值同比增长7.8%（+1.4pct）、8.6%（+0.8pct）供给维持增长，1-8月下游纺织服装、塑料制品业增加值同比增速分别录得-8.9%（-0.2pct）、1.7%（+0.6pct），化工下游需求累计增速仍然垫底，但增速持续改善。

黑色、有色：需求仍偏弱；黑色、有色中游冶炼增加值分化，1-8月黑色金属冶炼及压延加工业、有色金属冶炼及压延加工业增加值分别增长7.6%（+0.9pct）、7.7%（+0.1pct）；下游汽车增加值增速依然靠前，但增速回落幅度也相对明显，1-8月增加值录得11.7%（-0.3pct），电气机械、运输设备增速靠前1-8月增加值分别录得14.5%（-0.6pct）、6.3%（-0.6pct）。

农产品：下游食品、农副食品、饮品增速保持稳定，1-8月增加值分别同比增长2.3%（0pct）、0.2%（+0.5pct）、-0.6%（-0.3pct）。

图20：工业增加值累计同比 | 单位：%

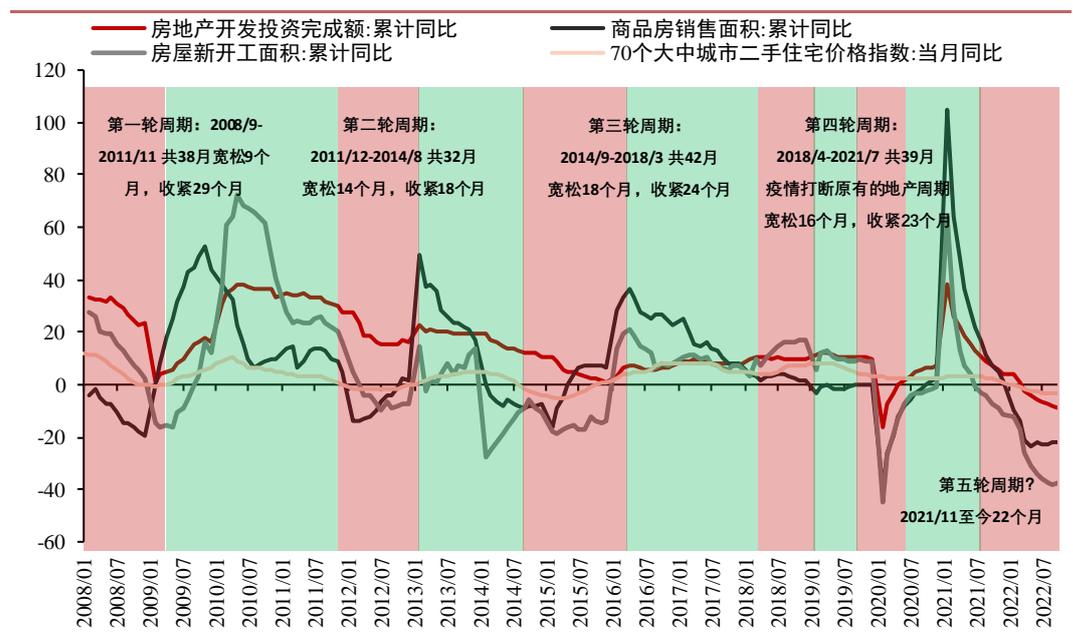


数据来源：Wind 华泰期货研究院

关注地产和家电链条

近期地产政策密集出台。1、“认房不用认贷”。8月25日，住建部、央行、金管局联合印发了《关于优化个人住房贷款中住房套数认定标准的通知》，推动落实购买首套房贷款“认房不用认贷”政策措施，随后北上广深陆续跟进落实。2、统一房贷首付下限和降低存量房贷利率：8月31日，央行、金管局宣布统一全国个人住房贷款最低首付比例下限，并公布《关于降低存量首套住房贷款利率有关事项的通知》。3、降低家庭支出负担：8月31日，国务院决定提高3岁以下婴幼儿照护等三项个人所得税专项附加扣除标准。相较于以往“政策底”到“销售底”平均5.7个月，以及宽松政策平均持续13.7个月的经验，本轮“政策底”至今已经22个月，关注后续政策对地产销售的刺激效果。

图21：2008年至今的国内历轮地产政策周期 | 单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

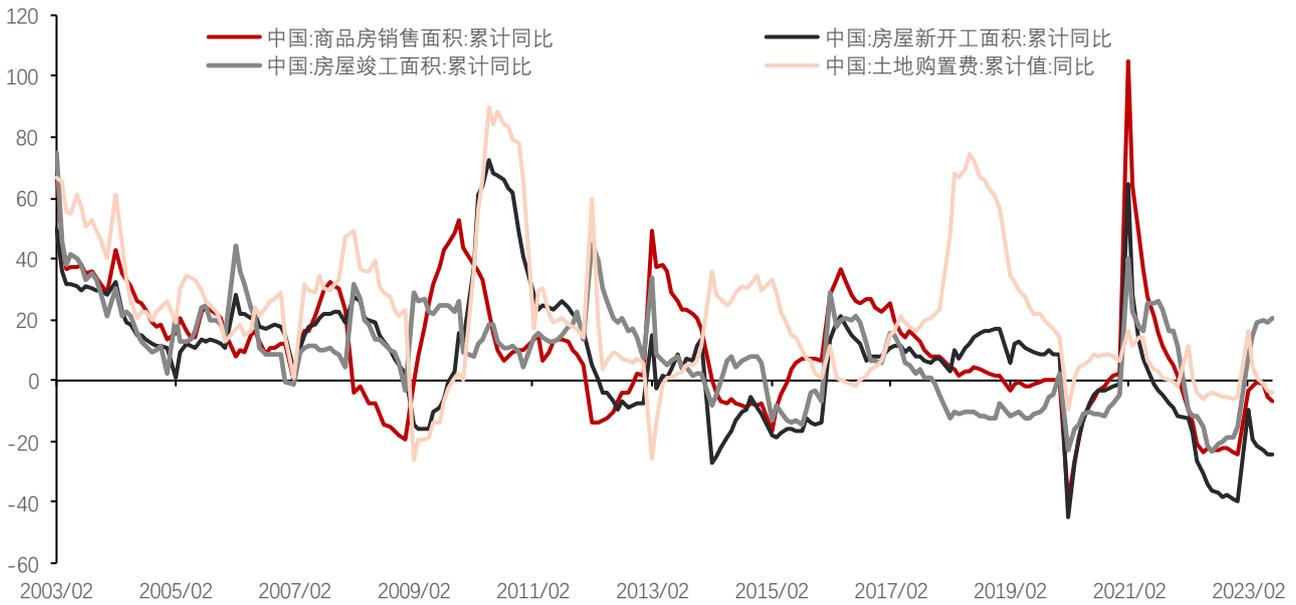
表3：2008年至今五轮地产政策周期下，房地产行业各指标的变化 | 单位：%

	政策宽松拐点事件	政策收紧拐点事件	宽松政策持续时间 (月)	销售面积触底时间	房地产投资累计同比增速变化	政策底到销售底的时间 (月)
第一轮	2008/9, 降息	2009/6 银监会收紧融资	9	2009/2	从1%到38.2% 增速上升37.2%	6
第二轮	2011/12, 降息	2013/2 新国五条	14	2012/4	从15.4%到22.8% 增速上升7.4%	5
第三轮	2014/9 930 新政	2016/3 深圳 325 新政	18	2015/2	从1%到10.4% 增速上升9.4%	6
第四轮	2018/4 降准	2021/1 房企“三道红线”	19	2022/2	--	--
第五轮	2021/11 降准	至今仍处于宽松周期	--	--	--	--
平均值			13.7		增速上升18%	5.7

资料来源：华泰期货研究院

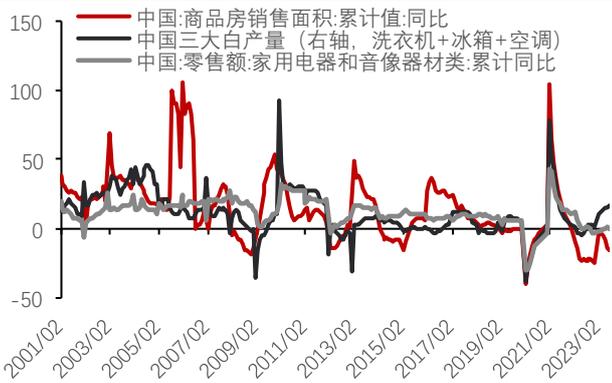
关注家居端需求对应的有色和化工板块机会。除了黑色建材对地产施工端较为敏感外，地产链条后端尤其是家电、家具消费对有色和化工的带动作用也值得关注。根据初步测算，2022年空调主机耗材中铜的占比约为39%，空调压缩机和冰箱压缩机的耗材中铜占比也分别达到35%和20%，此外铝也是家电耗材的大头。家纺则对应的是PTA、乙二醇等聚酯产业链。

图22: 地产产业链的传导关系 | 单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图23: 家电作为地产链后端的特征明显 | 单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图24: 有色价格对家电产量较为敏感 | 单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

关注以巴风险

以巴关系突发紧张。10月7日清晨，加沙地带巴勒斯坦武装组织向以色列境内发射多枚火箭弹，与此同时，以色列国防军发表声明称其已进入战争状态。声明指出，巴勒斯坦伊斯兰抵抗运动（哈马斯）将承担此次袭击的全部责任和后果。

小范围冲突影响较小，爆发后一个月原油平均涨幅2.6%，上涨概率60%。首先我们回溯仅限于以色列和巴勒斯坦之间的短期冲突/摩擦对大类资产的影响。共包含五个历史样本，分别为阿克隆群众起义（2000/9/28-2005/2/8）、云柱行动（2012/11/14-2012/11/21）、加隆战争（2014/7/8-2014/8/26）、以巴冲突（2021/5/6-2021/5/21）、加以冲突（2022/8/5-2022/8/7），其中考虑跨度过长，期间剔除“阿克隆群众起义”样本。影响来看，一、原油先涨后跌，爆发后一周到一月均60%概率录得上涨，后三月录得下跌；二、黄金避险属性不明显，对全球股指影响也不明显；三、CRB商品及分类波动普遍未超2%，胜率未大于70%或低于30%。

图25：以巴冲突历史回溯 | 单位：%

		道指	纳指	上证综指	MSCI新兴市场	美元指数	CRB:综合	CRB:食品	CRB:油脂	CRB:家畜	CRB:金属	CRB:工业原料	CRB:纺织品	黄金	原油
爆发后一周	平均涨跌幅	0.70%	-1.08%	0.28%	-0.88%	0.06%	0.22%	0.38%	0.60%	0.57%	-0.13%	0.12%	0.28%	-0.34%	0.51%
	胜率	60.00%	60.00%	60.00%	60.00%	40.00%	40.00%	60.00%	60.00%	60.00%	80.00%	60.00%	40.00%	40.00%	60.00%
爆发后一月	平均涨跌幅	0.01%	-2.20%	3.58%	-0.13%	0.89%	0.41%	0.20%	0.33%	1.49%	0.43%	0.58%	0.24%	-0.97%	2.60%
	胜率	60.00%	40.00%	80.00%	40.00%	60.00%	60.00%	60.00%	60.00%	60.00%	40.00%	60.00%	60.00%	20.00%	60.00%
期间	平均涨跌幅	0.60%	1.40%	1.83%	0.32%	0.44%	-0.63%	-1.08%	1.98%	-1.42%	-0.54%	-0.31%	-0.84%	0.17%	-1.67%
	胜率	75.00%	50.00%	75.00%	50.00%	25.00%	0.00%	25.00%	50.00%	25.00%	50.00%	50.00%	25.00%	50.00%	25.00%
爆发后三月	平均涨跌幅	2.02%	-5.86%	7.15%	-5.80%	2.06%	-1.05%	-1.85%	-0.03%	1.49%	-2.17%	-0.39%	-1.02%	-4.38%	-4.26%
	胜率	60.00%	60.00%	80.00%	20.00%	60.00%	60.00%	40.00%	20.00%	60.00%	40.00%	40.00%	60.00%	20.00%	40.00%

数据来源：Wind 华泰期货研究院

若事件扩大化，原油大幅上涨，商品滞后油价约3个月启动。其次我们测算事件扩大化的影响，回溯重大的中东冲突对大类资产的影响。共包含八个历史样本，分别为赎罪日战争（1973/1/6开始）、两伊战争（1980/9/22开始）、黎巴嫩战争（1975/4/13开始）、海湾战争（1990/8/2开始）、伊拉克战争（2003/3/20开始）、叙利亚战争（2011/3/15开始）、伊拉克内战（2014/1/1开始）、也门战争（2015/1/20开始）。影响来看，一、短期原油受益，80%样本上涨，平均涨幅5.24%，随后若影响扩大则涨幅继续扩大，后三个月71%样本录得上涨，平均涨幅14.1%，事件结束后油价回落；二、风险资产呈现小幅避险，美股略微调整，黄金上涨不明显；三、商品滞后原油3个月左右反应，油脂、家禽、黄金跟随上涨。

图26: 以巴冲突历史回溯 | 单位: %

		道指	纳指	上证综指	MSCI 新兴市场	美元指数	CRB:综合	CRB:食品	CRB:油脂	CRB:家畜	CRB:金属	CRB:工业原料	CRB:纺织品	黄金	原油
爆发后一周	平均涨跌幅	0.70%	-1.08%	0.28%	-0.88%	0.06%	0.22%	0.38%	0.60%	0.57%	-0.13%	0.12%	0.28%	-0.34%	0.51%
	胜率	60.00%	60.00%	60.00%	60.00%	40.00%	40.00%	60.00%	60.00%	60.00%	80.00%	60.00%	40.00%	40.00%	60.00%
爆发后一月	平均涨跌幅	0.01%	-2.20%	3.58%	-0.13%	0.89%	0.41%	0.20%	0.33%	1.49%	0.43%	0.58%	0.24%	-0.97%	2.60%
	胜率	60.00%	40.00%	80.00%	40.00%	60.00%	60.00%	60.00%	60.00%	60.00%	40.00%	60.00%	60.00%	20.00%	60.00%
期间	平均涨跌幅	0.60%	1.40%	1.83%	0.32%	0.44%	-0.63%	-1.08%	1.98%	-1.42%	-0.54%	-0.31%	-0.84%	0.17%	-1.67%
	胜率	75.00%	50.00%	75.00%	50.00%	25.00%	0.00%	25.00%	50.00%	25.00%	50.00%	50.00%	25.00%	50.00%	25.00%
爆发后三月	平均涨跌幅	2.02%	-5.86%	7.15%	-5.80%	2.06%	-1.05%	-1.85%	-0.03%	1.49%	-2.17%	-0.39%	-1.02%	-4.38%	-4.26%
	胜率	60.00%	60.00%	80.00%	20.00%	60.00%	60.00%	40.00%	20.00%	60.00%	40.00%	40.00%	60.00%	20.00%	40.00%

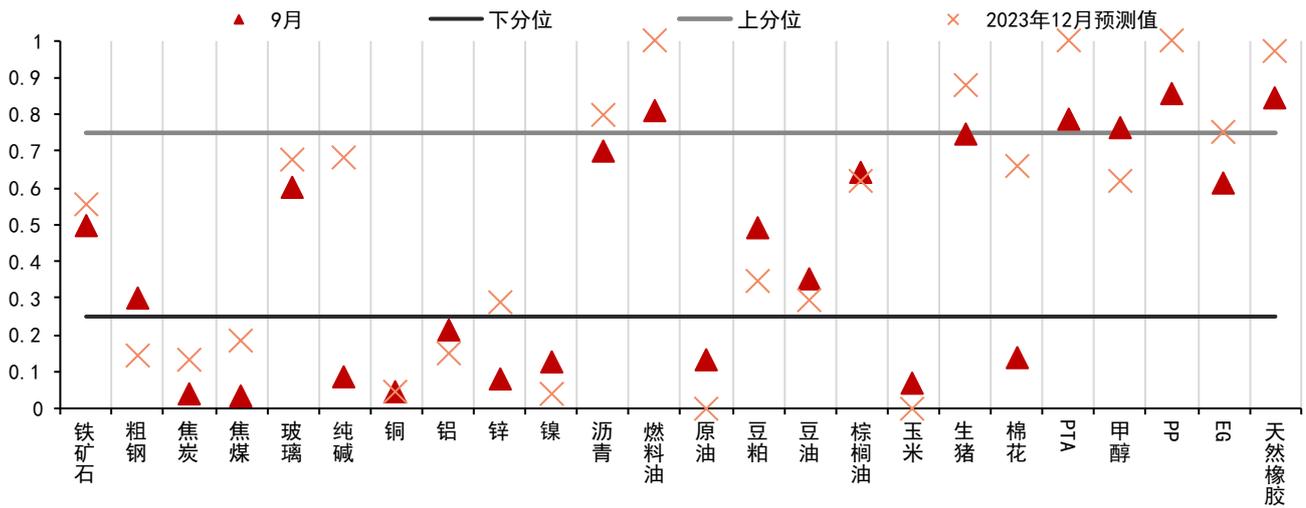
数据来源: Wind 华泰期货研究院

微观: 商品基本面的变化

一、消费/产量比处于高位, 且绝对价格处于低位, 首先关注是基本面处于供不应求, 又或者近7年消费相对需求较强的品种, 且市场调整较为冲分的品种, 我们选取消费/产量分位数*(1-绝对价格分位数), 该结果下以0.1的区间划分排序(如0-0.1为最后排序, 0.9-1为第一排序), 螺纹钢(0.44)、PP>PTA、玻璃、锌、铝、甲醇、镍、EG、原油>铜、沥青(0.12)。二、库存预期, 有较强非季节性去库预期的品种>有较强非季节性补库预期的品种, 非季节性去库预期意味着供给低于预期或者消费超预期, 对价格有所支撑, 而非季节性补库预期反之。下半年非季节性去库预期品种: 粗钢、原油>铜、铝。

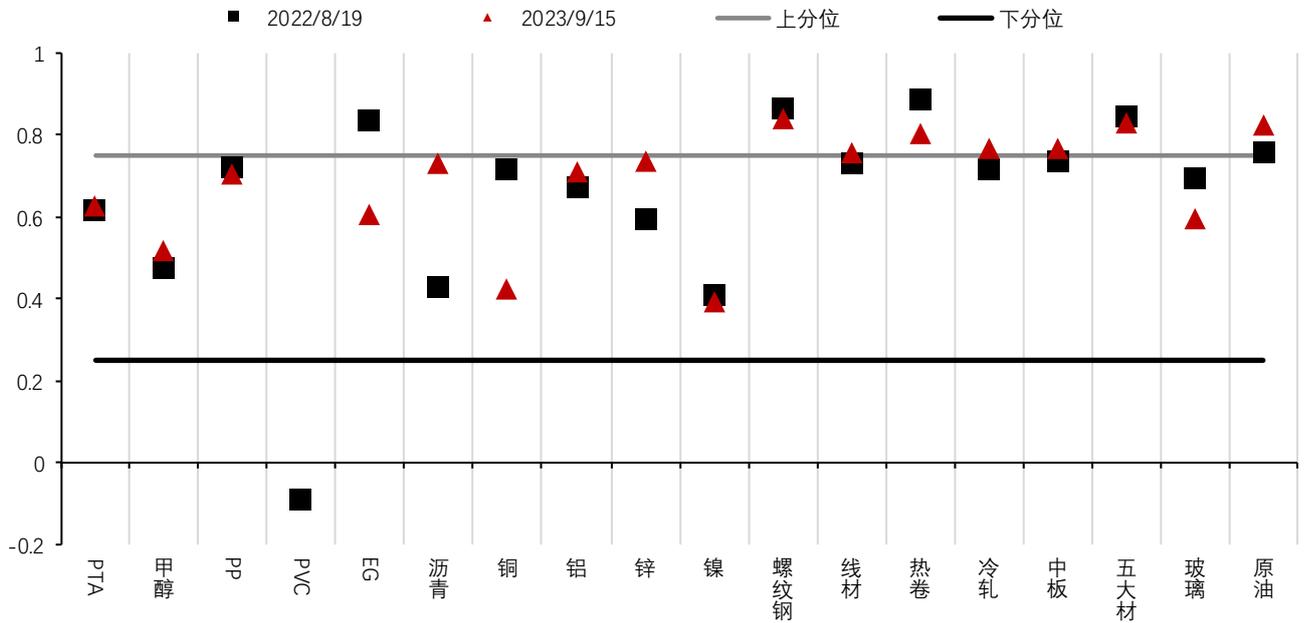
综上所述, 建议关注螺纹钢、铝、EB等基本面更具韧性的品种。

图27: 主要商品品种 2023 年库存趋势推演 | 单位: %



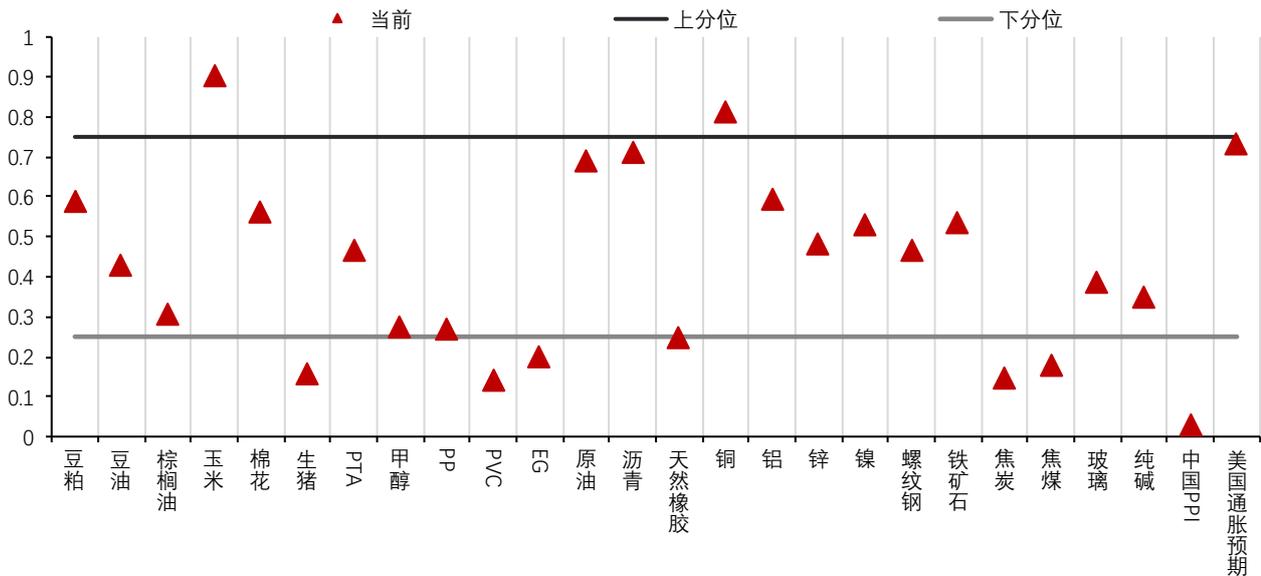
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图28: 主要品种近 7 年 (消费分位数) / (生产分位数) | 单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图29: 近期主要商品品种的价格和中美通胀指标处于近7年以来的分位数水平 | 单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

商品期货策略: 黑色建材、有色(铜、铝)、能源逢低买入套保; 农产品、化工中性。

股指、股指下方空间有限, 期待节后行情

宏观方面, 我国政策端积极因素累积, 多部门联合出台多项政策, “应出尽出”效果逐步显现, 经济数据呈现筑底回升, 制造业PMI回升至荣枯线上方、工业企业利润增速由负转正。海外不确定性增加, 美国经济韧性较强, 叠加加息预期持续, 美债收益率持续攀升, 权益市场尤其是新兴市场再度承压, 同时施压人民币汇率, 施压国内股市。

现货市场, 证监会的一揽子政策推行后, 国内资金的流出压力放缓, 但北向资金的净流出情况还未缓解, 等待国内经济数据企稳, 来改善外资态度, 同时带来更多海内外增量资金, 推动市场上涨。同时节前市场情绪不高, 盘面呈现缩量下跌, 表明市场大跌空间不大, ETF基金份额的持续扩大凸显出市场对底部的认可。

期货市场, 股指期货整体基差水平较高, 其中IF、IH所有上市合约均升水, 与多头端需求增加有关, 从行情方面来看, 行情波动加剧, 市场对与经济走势高度相关的IH、IF保持更高预期。根据市场规律, 我们保持对四大股指期货的表现预期为: IF、IH率先企稳领涨, 随后IC、IM迎来补涨行情。

整体来看, 海外不确定性增强导致行情波动加剧, 国内经济数据更多呈现出政策落地的积极效果, 预计未来经济维持回升态势。节前资金谨慎压制市场情绪, 期待节后市

场表现，预计 IF、IH 将率先企稳领涨，随后 IC、IM 迎来补涨行情。

详情请查看股指期货月报《股指下方空间有限，期待节后行情》

10 月关注事项

一、国内稳增长政策的传导效果。随着 724 政治局会议释放政策底信号，后续在“活跃资本市场”、“地产”、“扩财政”等多个方面均有加码稳增长政策政策，后续的政策传导效果尤为值得关注，如高频的地产销售和商品实物工作量，以及 10 月 18 日的中国三季度经济数据。

二、美联储加息预期。9 月非农超预期，叠加罢工带来的薪资增速上涨风险，短期美债利率持续走高，后续的通胀和就业数据重要程度将进一步上升，其中 10 月 12 日的美国 CPI、10 月 13 日的美国密歇根大学调查指数值得关注。

三、跟踪以巴风险。10 月 7 日以色列国防军发表声明称其已进入战争状态。声明指出，巴勒斯坦伊斯兰抵抗运动（哈马斯）将承担此次袭击的全部责任和后果，关注后续事件进展。

图30： 10月重大事件和数据日历

星期一	星期二	星期三	星期四	星期五	星期六	星期日
25	26	27	28	29	30	1 中国9月财新PMI 美国政府关门风险
2 欧元区9月制造业PMI终值 美国9月ISM制造业指数	3	4 美国9月ADP就业人数 美国9月ISM非制造业指数	5 美国8月贸易帐	6 美国9月非农数据	7 中国9月外汇储备	8
9 中国9月通胀数据	10	11 美国9月PPI	12 美国9月CPI 中国9月金融数据	13 中国9月进出口数据 美国10月密歇根大学消费者信心指数初值	14	15
16	17 美国9月零售销售	18 中国三季度经济数据 欧元区9月CPI终值	19	20 中国LPR报价 美国总统会见欧盟委员会主席	21	22
23	24 欧元区10月PMI初值	25	26 欧元区央行政策利率	27 美国10月密歇根大学消费者信心指数终值	28	29
30 欧元区10月经济景气指数	31 中国10月PMI	备注：9.29—10.8为中秋国庆假期				

数据来源：Wind 华泰期货研究院

免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰期货研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

公司总部

广州市天河区临江大道1号之一2101-2106单元 | 邮编：510000

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com