

为什么商品是本轮国内宽松最大受益者

分析师：汪洋（ F0306430, Z0002320）

分析师：唐广华（ F3010997, Z0011162）

分析师：林新杰（ F3032999, Z0014722）

分析师：叶慧超（F03086553, Z0019351）

分析师：倪梦雪（F0264569, Z0002226）

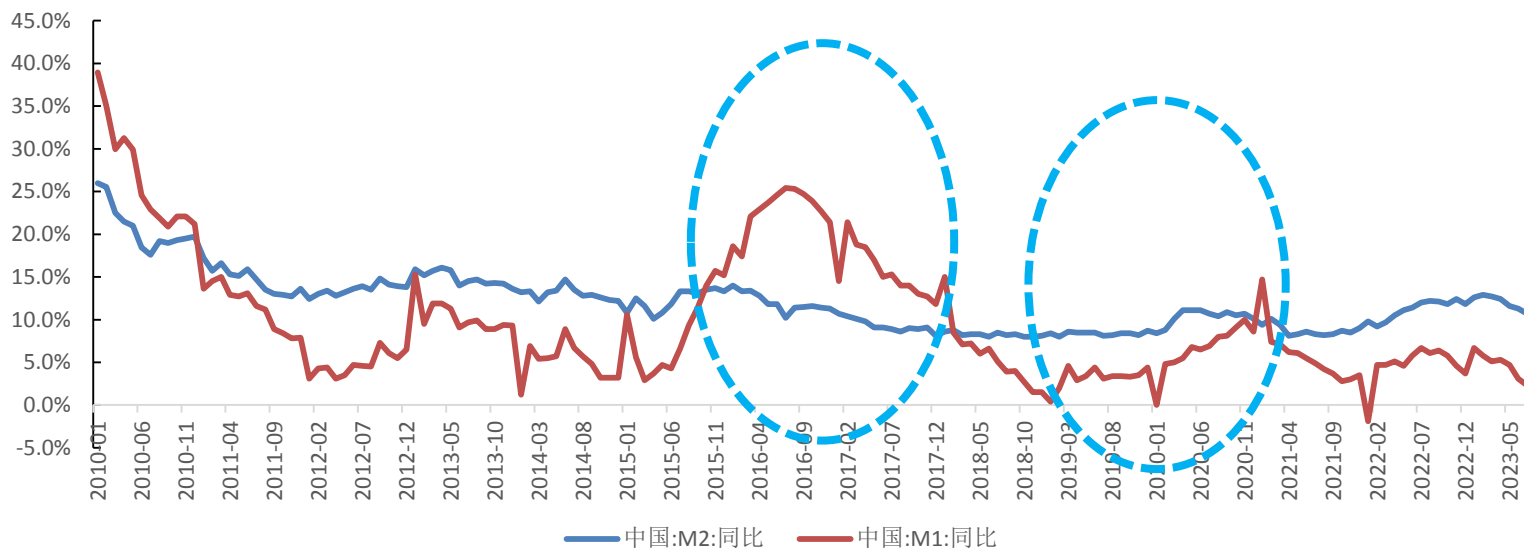
联系人：薛鹤翔（F03115081）

目 录

- 1 历次宽松资产回顾和分析
- 2 本轮国内宽松资产表现
- 3 本轮宽松商品表现和展望

2014年下半年宽松引发股票杠杆牛市

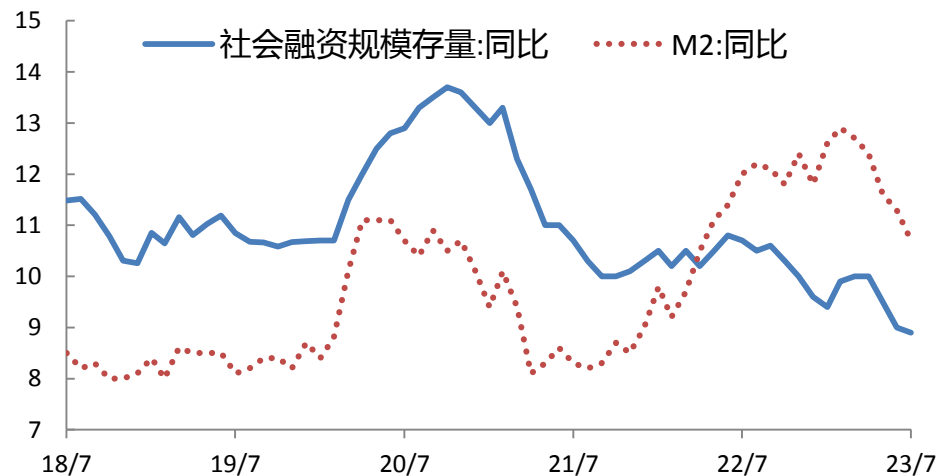
2014年M1增速创纪录



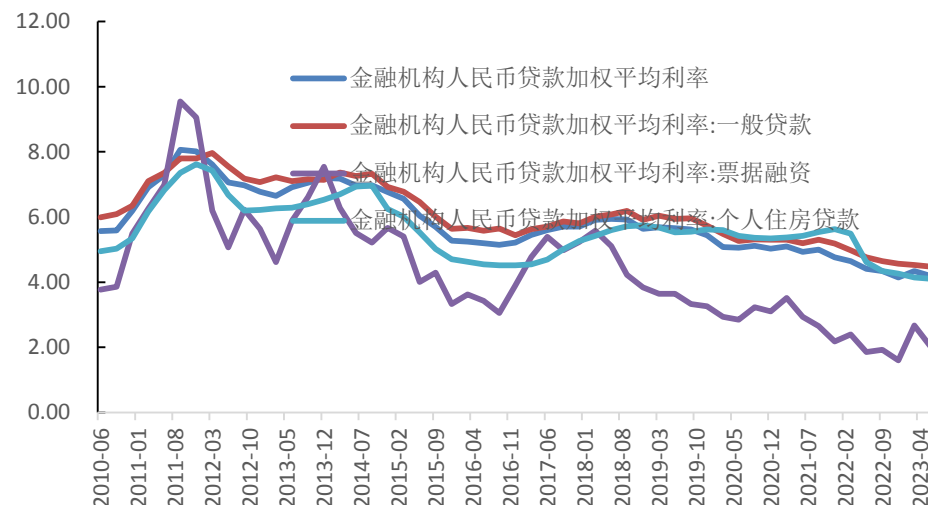
- 2012年底经济“软着陆”后“L”形探底。2013年全年货币政策维持较强定力，年中“钱荒”后，社融增速快速回落，企业融资状况恶化。2013年四季度，国内经济下行压力再次加大，企业盈利开始回落。2014年7月份以后，形势的发展超过了预期，主要变化是国际油价暴跌，从而导致PPI深度负增长，整个宏观经济出现了通缩压力。
- 2014年11月降息宣告货币政策转向，2015年货币政策进一步放松，在降准、降息和公开市场操作大幅降低货币市场资金利率三箭齐发下，上证综指在2015年冲上了5000点。

2018年底再启宽松

19年新增社融开始恢复（%）

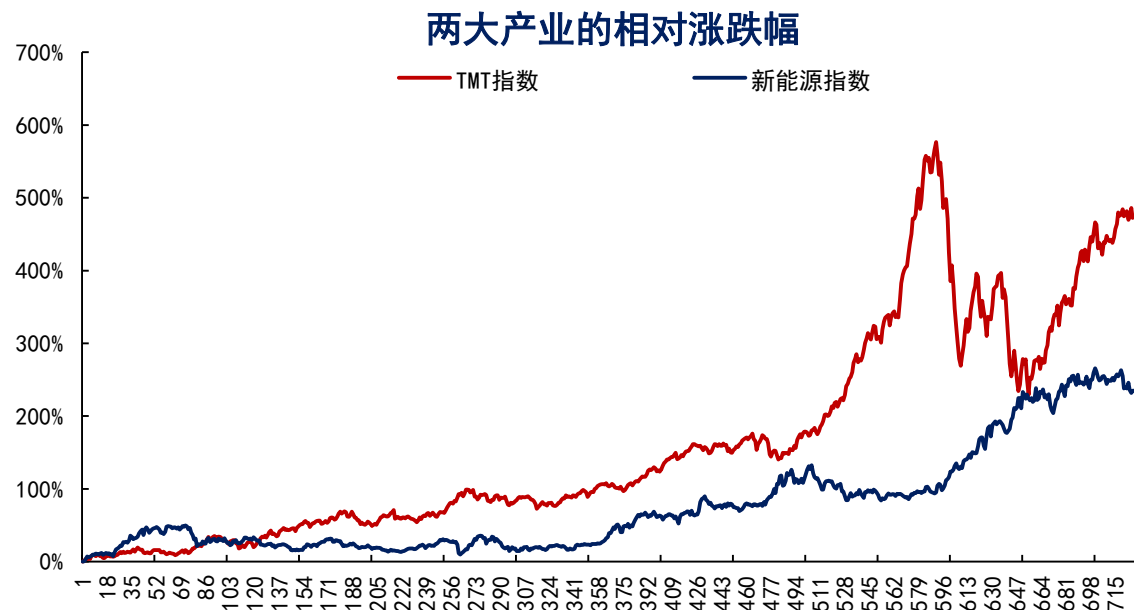


贷款利率开启下行空间（%）



- 2018年美联储连续加息引发全球市场动荡，同时美国发起对华贸易战，叠加国内从2017年四季度开始供给侧改革去杠杆带动国内信用收缩，A股市场在2018年1月大涨之后随即开启大跌，2018年下半年，经济、企业盈利下行。
- 2018年7月开始，政策基调开始边际微调。2018年7月政治局会议提出“经济运行稳中有变”，要求做好“稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期”，10月政治局会议进一步强调“经济下行压力有所加大，部分企业经营困难较多，长期积累的风险隐患有所暴露”，要求坚持“两个毫不动摇”。政策宽松下，2019年初社融放出天量，M1、M2双双回升，2019年初市场迎来一波指数级别上涨，金融地产等低估值板块也迎来修复。

股指：两轮宽松期间，中证1000基本跑赢上证50



- 大小盘：前两轮宽松期间，中小盘均表现相对强于大盘，中证1000/上证50比值震荡走高。
- 行业表现：在2014年起始的这轮宽松中，TMT出现持续两年半左右的牛市行情；在2018年第二轮宽松中，新能源牛市启动较前一轮TMT偏慢，但整体形成持续三年左右的牛市行情。

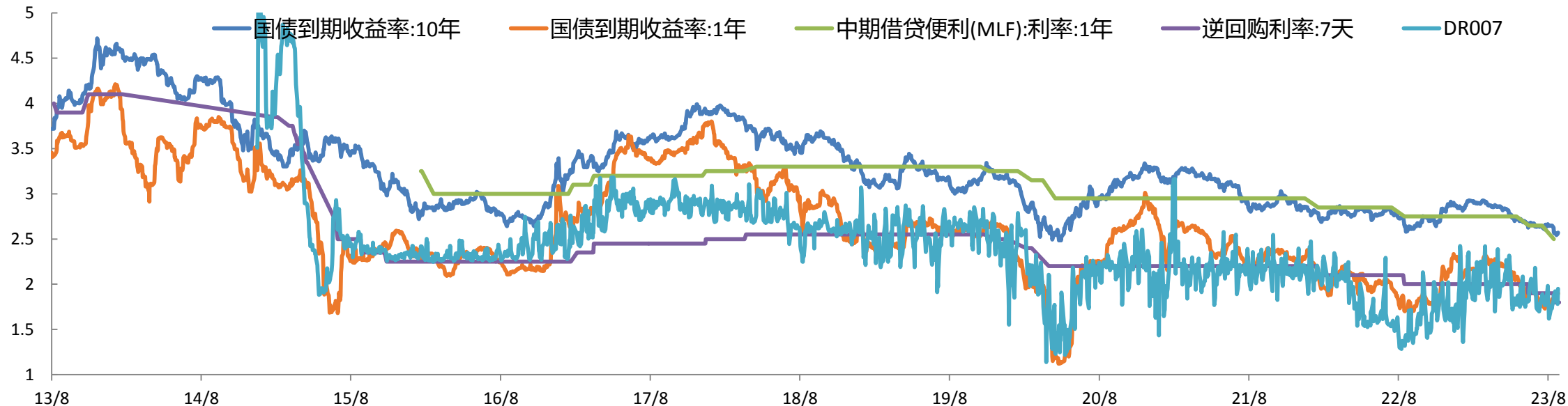
2013-2015的TMT牛市 VS 2018-2021的新能源牛市

	2013年-2015年 TMT牛市	2018年-2021年 新能源牛市
宏观经济	国内经济增速开始放缓，GDP当季同比从2012年底的8.1%陆续回落至2015年底的6.9%，内外需均趋势性回落。	同样是国内经济增速开始放缓，2019年Q1GDP增速同比增长6.3%，低于6.5%，三季度和四季度GDP同比增速均处于6%以下，需求不足问题凸显。
流动性环境	2013年货币政策保持较强定力，在年中市场经历“钱荒”，随后又经历了“钱紧”，货币政策在2013年底逐步转向宽松，到2014年底转向全面宽松。	货币政策趋于宽松，2019年8月至2020年4月，央行1年期LPR累计下调46个BP，政策利率下调带动市场利率下行。
产业趋势	1) 2012年以来，以“双创”为代表的新一轮科技创新政策周期开启，各新兴产业专项政策频出；2) 2009-2011年，我国进入3G时代，苹果iphone4问世，3G技术和智能手机渗透率提升，移动互联网爆发式增长；3) 2013年底4G牌照发放，2014年正式开始商用，4G技术催生新一轮的科技周期，从上游到中游再到下游的全产业链受益；4) 2014年底开始，逐步向互联网+、万物互联进化。	1) 2020年9月，我国在联合国大会上首次明确提出“碳达峰”和“碳中和”目标，随后“双碳”相关政策接连出台，新能源发展空间打开；2) 2021年3月双碳远景首次被写入政府工作报告。
市场环境	1) 2010年以来，创业板和中小板新上市个股占比大幅提升，2013年IPO暂停后，成长次新股成为市场关注的焦点；2) 2013年并购重组和借壳上市迎来爆发增长，中小创定增崛起，助燃成长股行情。	2019年1月，证监会颁布《关于在上海证券交易所设立科创板并试点注册制的实施意见》，6月科创板正式上市，12月全面推行注册制

宽松政策带动国债收益率回落，债市周期领先于货币政策周期

- 第一轮宽松：2014年4月-2017年1月。10年期国债收益率自2014年初开始，自4.6%开始回落，2016年8月份最低探至2.64%。
- 第二轮宽松：2018年4月-2020年4月。10年期国债收益率自2017年11月的3.99%开始回落，2020年4月份最低探至2.485%。
- 本轮宽松：2021年7月至今。10年期国债收益率自2020年11月的3.34%开始回落，2023年8月份最低探至2.54%。
- 从原因上看，经济基本面面临下行压力，央行降准降息落地，市场资金面宽松，推动债市收益率下行。从数据上看，一般债市见顶回落会领先于货币政策宽松启动1-2个季度，同时领先于债券见底回升领先于货币政策周期1-2个季度，如2014年、2016年、2018年、2021年。主要原因是通常债市会同步于经济周期，但是货币政策周期通常滞后于经济周期。

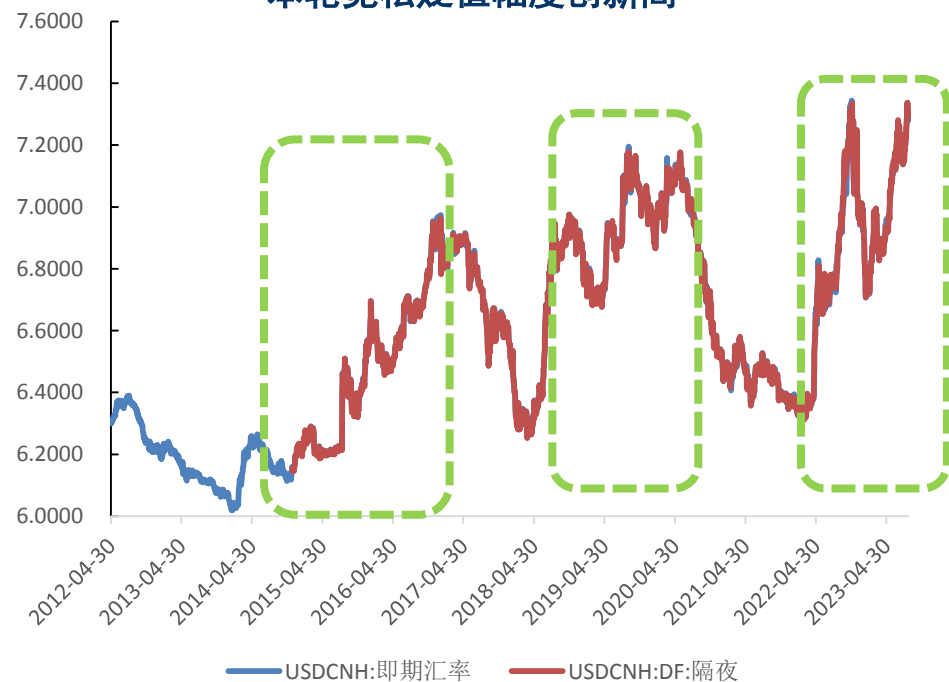
宽松周期下国债收益率走势（%）



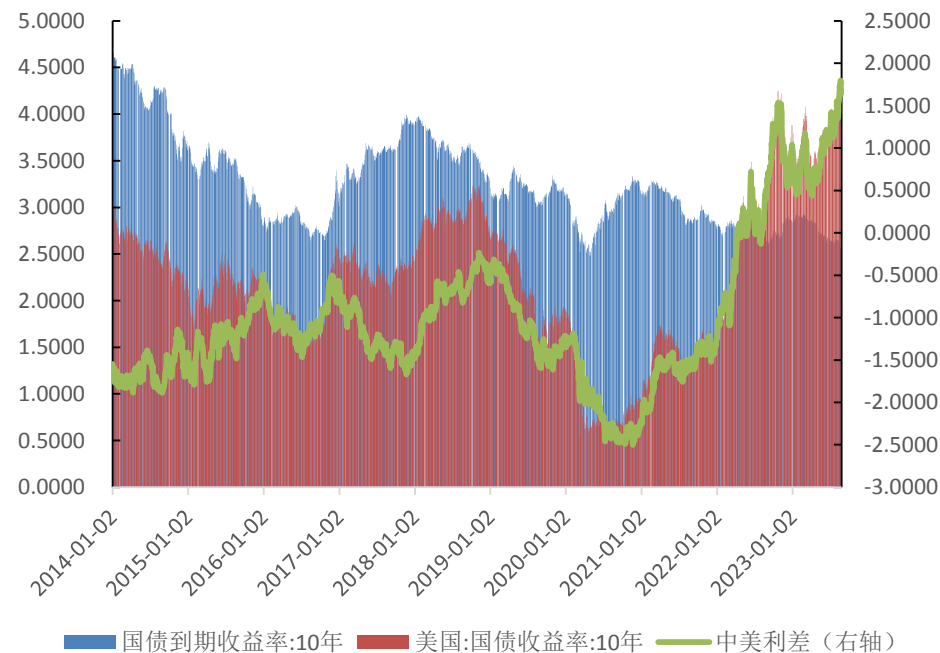
资产价格表现-汇率贬值为主

- 中长期而言，降息目的在于推动经济企稳，随政策延续加码及地产端下行压力收敛，我们认为后续人民币汇率有望企稳。且央行当前对于汇率干预的空间仍较大，外汇风险准备金、离岸央票等工具尚未启用。另一角度，人民币汇率走弱理论上反而将对出口形成一定支撑。
- 汇率可视为一国货币外部价格。近期本币汇率承压，外部主要源于美元走强。而美元走强除惠誉评级下调避险需求外，还部分源于英镑和欧元走弱。本周亚特兰大联储GDPNow模型预计Q3美国GDP为5.8%，指向美国年内经济软着陆概率较大，叠加财政部美债供给增多，美债利率再度上行。

本轮宽松贬值幅度创新高

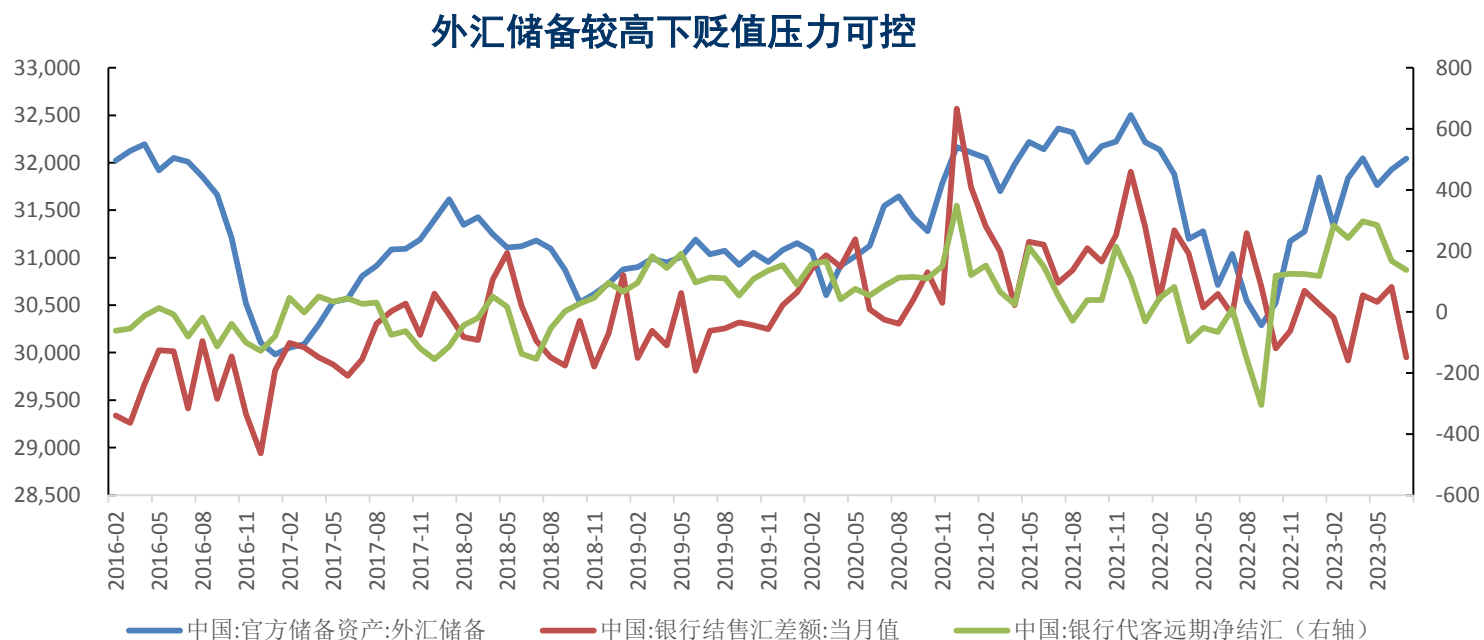


中美利差再度走扩



资产价格表现-汇率

- 国家外汇管理局8月7日公布的数据显示，截至2023年7月末，我国外汇储备规模为32043亿美元，较6月末上升113亿美元，升幅为0.35%。
- 据初步统计，汇率折算因素对外汇储备余额形成逾百亿美元的增值效应。资产价格方面，由于7月全球债券价格相对稳定，对于外汇储备的影响可“忽略不计”。
- 从趋势看，我国经济稳步复苏，外贸韧性与人民币资产吸引力不断增强，人民币汇率弹性增强，国际收支有望保持基本平衡。同时，随着美元加息进入尾声，我国外汇储备有望保持基本稳定。

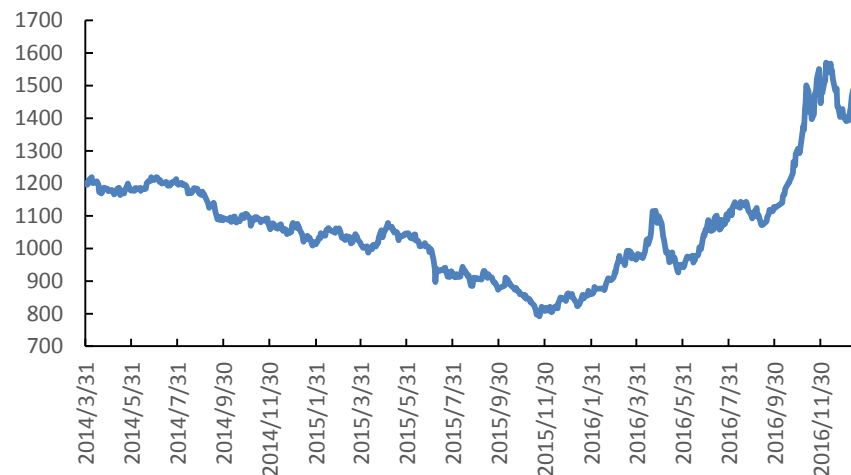


历史宽松期各商品指数走势（第一轮宽松）1

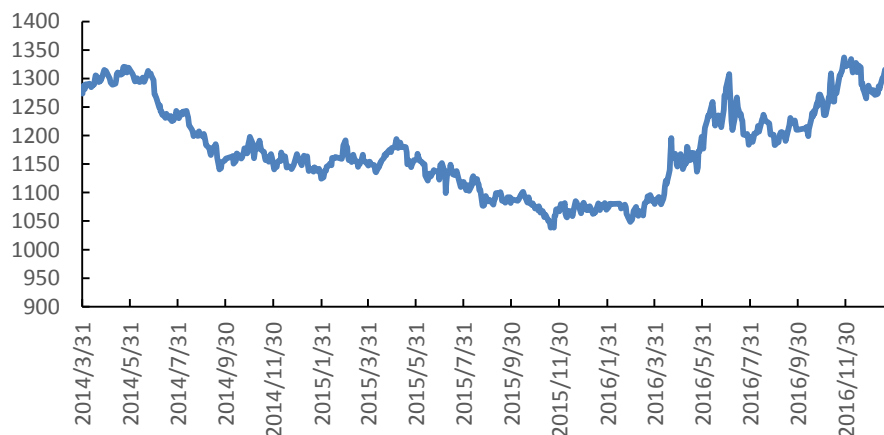
申万商品指数



申万工业品指数



申万农产品指数



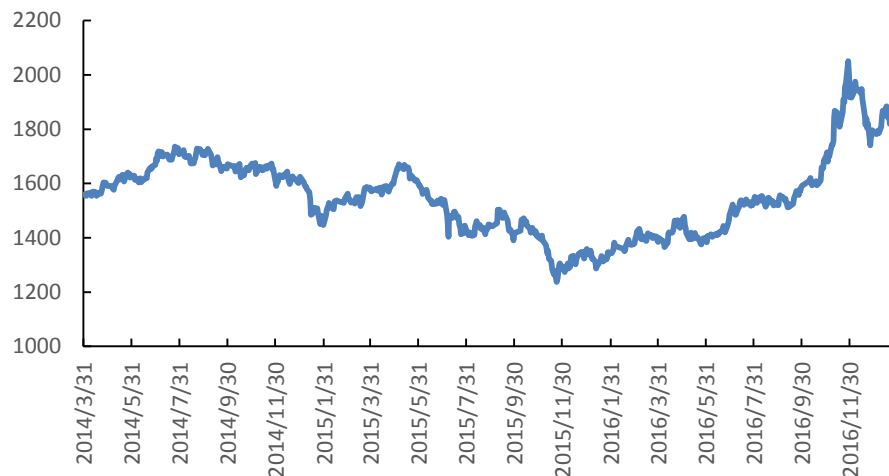
第一轮宽松：2014年4月-2017年1月

申万商品指数、申万工业品指数、申万农产品指数分别上涨了
20.59%、28.58%、2.40%。

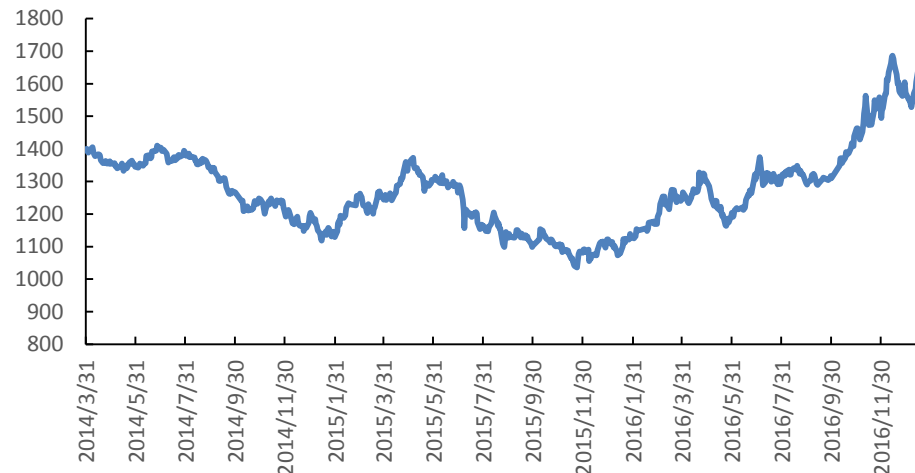
— 申万农产品指数

历史宽松期各商品指数走势（第一轮宽松） 2

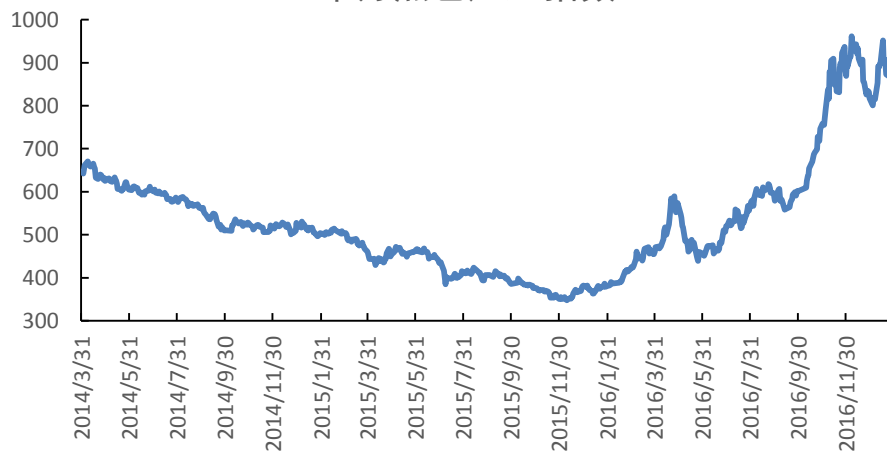
申万有色金属指数



申万能源化工指数



申万黑色产业指数

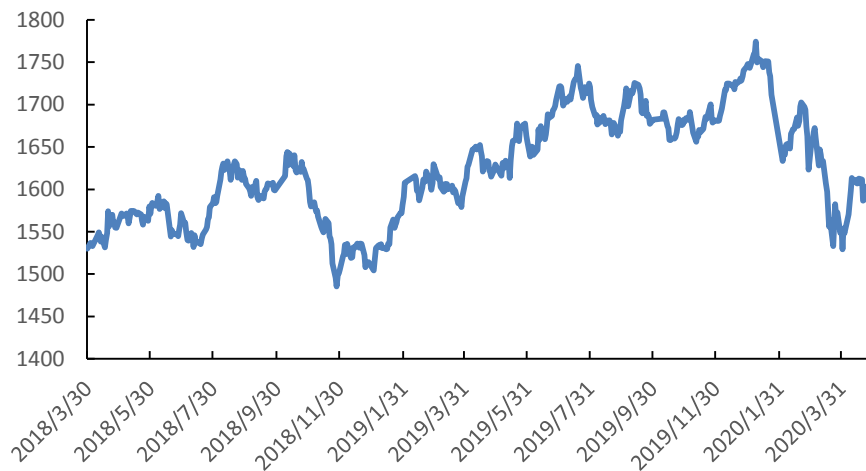


第一轮宽松：2014年4月-2017年1月

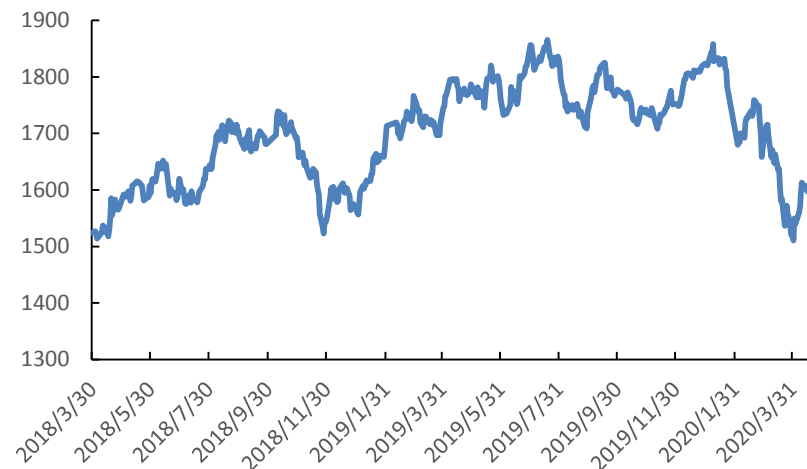
申万有色指数、申万能源化工指数、申万黑色产业指数分别上涨了21.31%、20.29%、43.87%。

历史宽松期各商品指数走势（第二轮宽松） 1

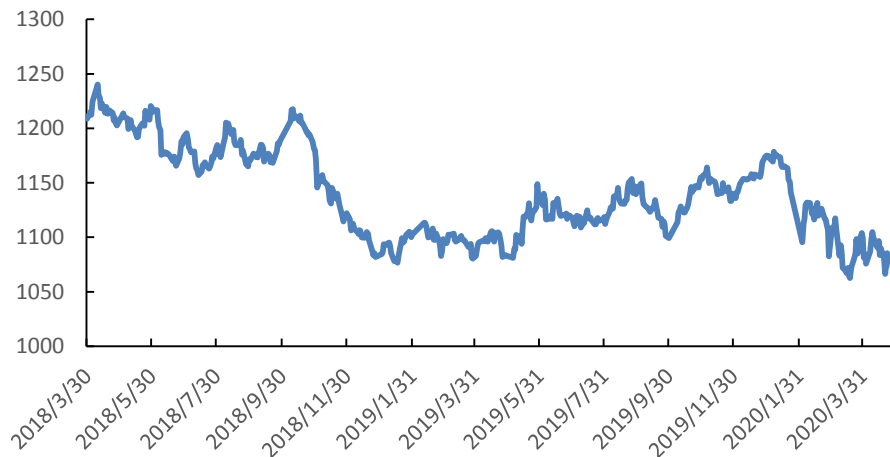
申万商品指数



申万工业品指数



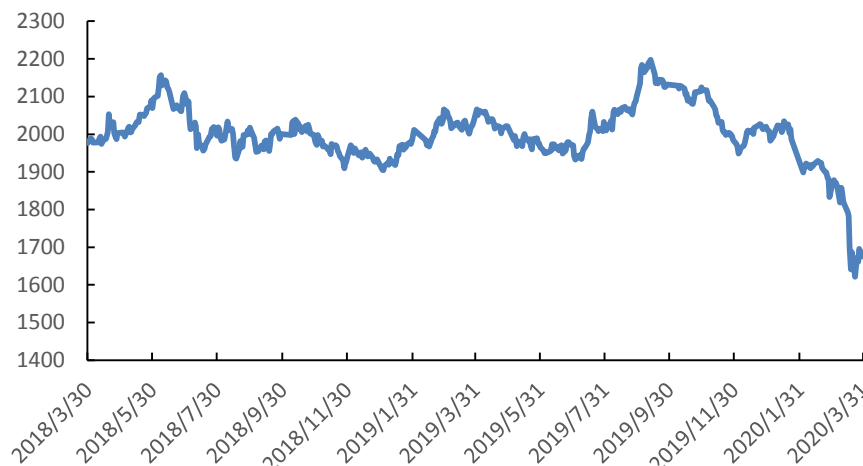
申万农产品指数



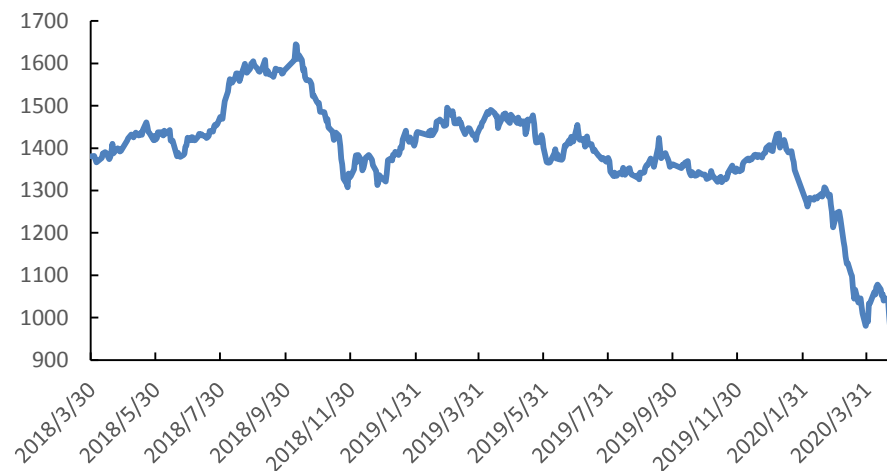
第二轮宽松：2018年4月-2020年4月
申万商品指数、申万工业品指数、申万农产品指数涨跌幅度分别为5.30%、24.91%、-10.92%。

历史宽松期各商品指数走势（第二轮宽松） 2

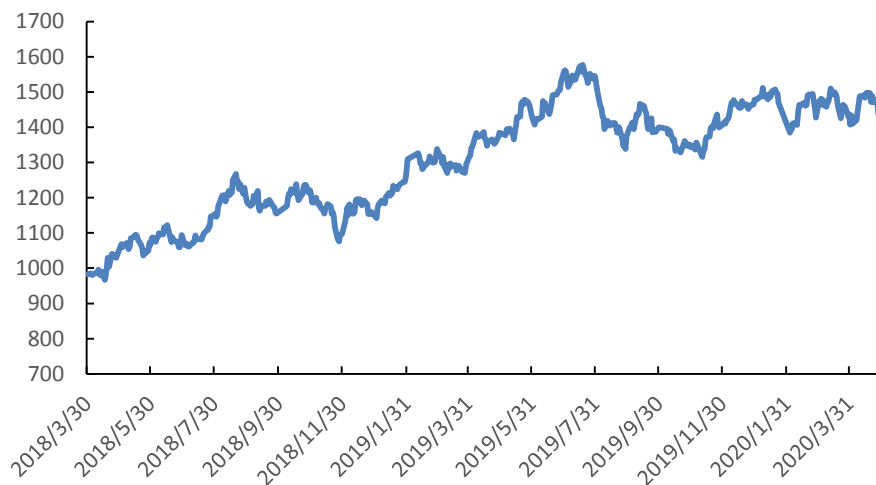
申万有色金属指数



申万能源化工指数



申万黑色产业指数



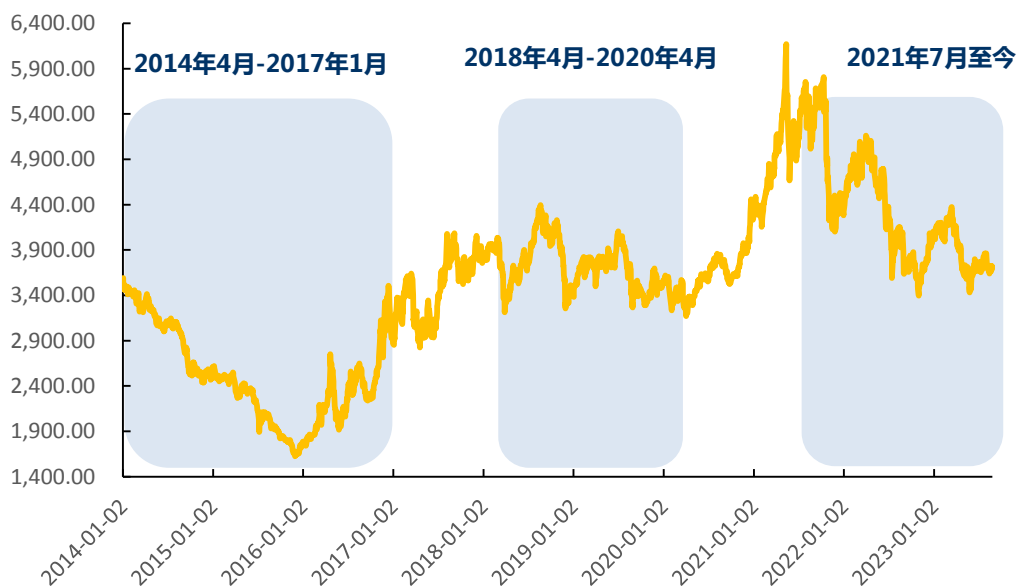
第二轮宽松：2018年4月-2020年4月

申万有色指数、申万能源化工指数、申万黑色产业指数涨跌幅度分别为-8.40%、-25.05%、50.08%。

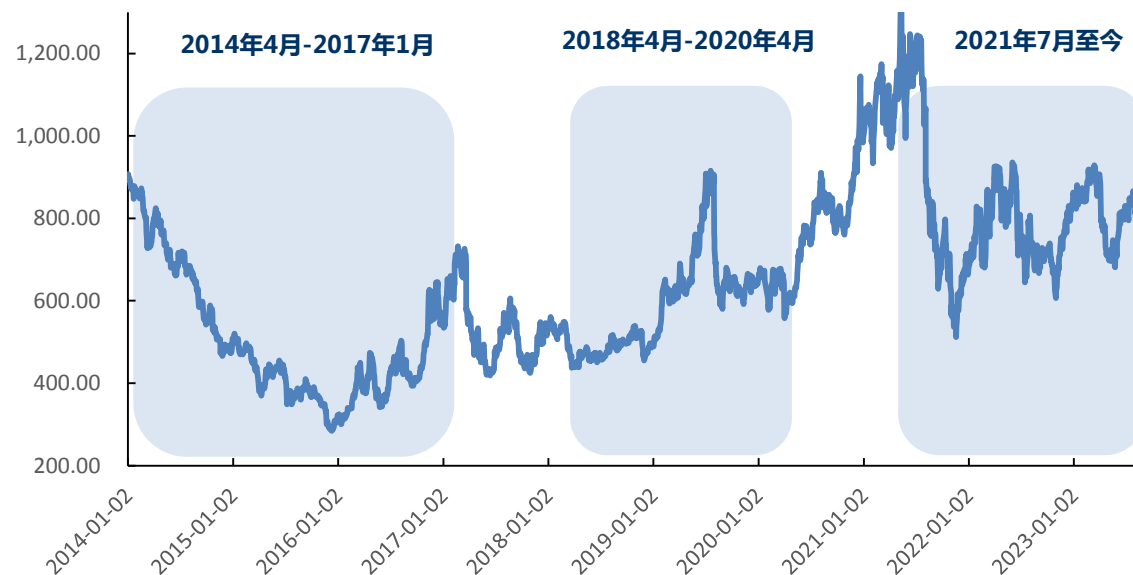
黑色板块—产业政策影响更明显

- 2016-2019年，钢铁行业进入“去产能”周期，截至2017年6月30日，取缔“地条钢”任务顺利按期完成，1.4亿吨“地条钢”产能全部出清。表外产能的持续压降使得供求关系得到改善，钢材价格再次上行，但在废钢添加水平快速提高的大背景下，供给有所恢复，钢价冲顶后回落。
- 2020年底工信部明确提出中国需要实现粗钢产量压降，供给、需求、成本上行三方面推动下，钢价快速上涨，但进入2021年10月后，地产压力急剧提升，钢材需求端压力渐显，稳定需求预期被打破，钢材价格重新进入下跌通道。

螺纹钢历史价格走势



铁矿石历史价格走势



农产品板块—过去三轮宽松的历史参照及原因分析

■ 第一轮宽松：2014年4月-2017年1月

在第一轮宽松中，宽松周期的上半部分，农产品总体比较弱势，只有白糖期货率先走出低谷，在2014年9月之后伴随着减产和国内配额外进口贸易自律开始进入牛市。而其他农产品，比如棉花、油脂油料等则一路下跌至2015年底/2016年初。玉米则一直延续到2016年9月方才见底。总的来说，随着供给侧改革延续到各个品种、玉米棉花等品种抛储、拉尼娜天气的影响，农产品价格总体走强。



农产品板块—过去三轮宽松的历史参照及原因分析

■ 第二轮宽松：2018年4月-2020年4月。

对于第二轮宽松周期，农产品表现总体稳定。其中油脂在2019年下半年开始地区启动减产周期，但由于20年初新冠疫情的冲击，大部分商品在20年2月快速下跌，原糖、棉花、油脂价格达到了各种周期的价格低点。唯一例外则是生猪，因为非瘟的影响，2018年8月之后生猪和能繁母猪存栏断崖式下跌，至2019年下半年后供应紧张的矛盾，生猪价格在短期从2018年5月最低跌破10元/公斤上涨到2019年10月最高超过40元/公斤。

■ 本轮宽松：2021年7月至今。

其实在本轮国内宽松之前，大部分农产品受海外宏观大幅宽松影响，在2020年4月至6月期间见底，至2021年7月已经上涨一段时间，除了白糖和生猪外，棉花、玉米、油脂等受俄乌战争影响，在2022年5月见顶，而6月之后随着美联储大幅度宽松，上述农产品短期大幅回落。今年5月之前则因为市场情绪悲观而阴跌。总体来说，5月时候天气扰动、市场情绪改善使得农产品价格止跌上升。

白糖则受自身减产周期影响，2021-22年震荡为主，今年以来持续上涨。

生猪受自身猪周期影响，2021年7月至今总体维持底部震荡的态势。

有色金属板块—国内3次扩张前后价格V型反转

■有色金属历史数据表明，有色金属价格触底与中国扩张紧密相关。

第一次：2008-2010 美国金融危机报告，恐慌抛售导致价格低于矿山成本。美国量化宽松+中国四万亿，导致有色回升至历史高点。

第二次：2014-2017 持续多年的价格熊市，导致下游企业库存主动去库存，并至历史低点。供给侧改革等一系列扩张政策，导致终端企业集中补库。

第三次：新冠疫情全球蔓延，全球货币刺激导致美元走弱，彰显美元与有金属价格负相关性。



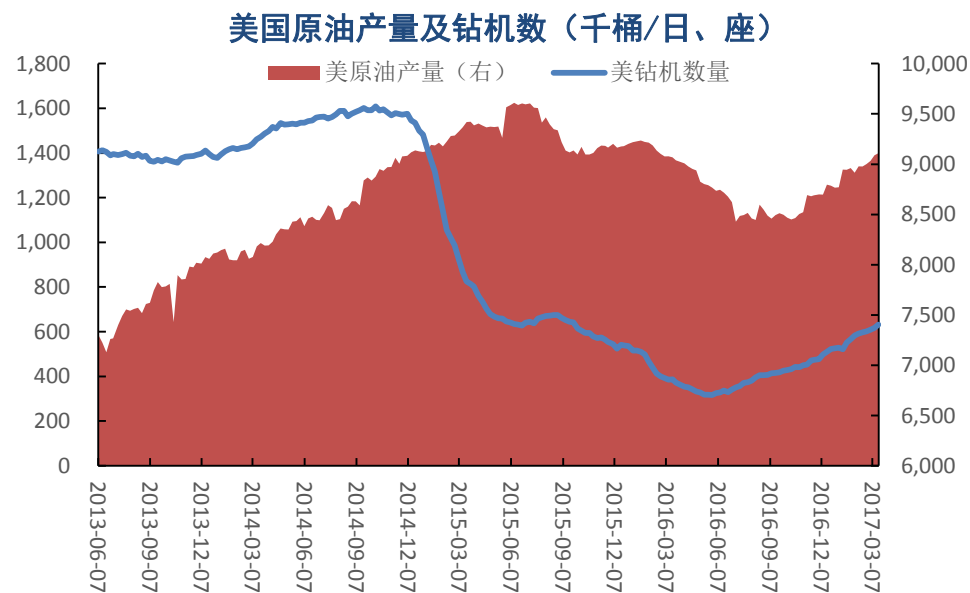
能源—第一轮宽松油价大幅回落

- 第一轮宽松（2014年4月-2017年1月）期间：由于内盘原油尚未上市，燃料油期货成交量过小，参考意义低，故选用布伦特油价作为依据。在此阶段，布伦特油价从110美元附近大幅下跌至20美元，随后逐步止跌回升，长期维持维持在50美元左右。此时油价主要影响因素为供应端的变化。

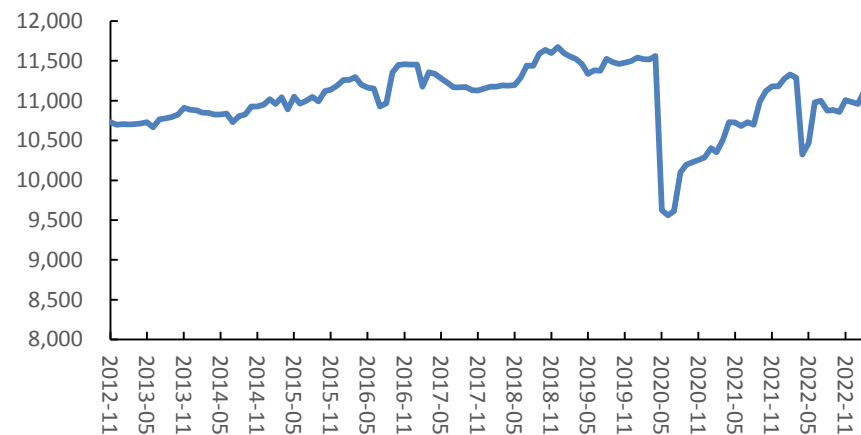


产量决定油价

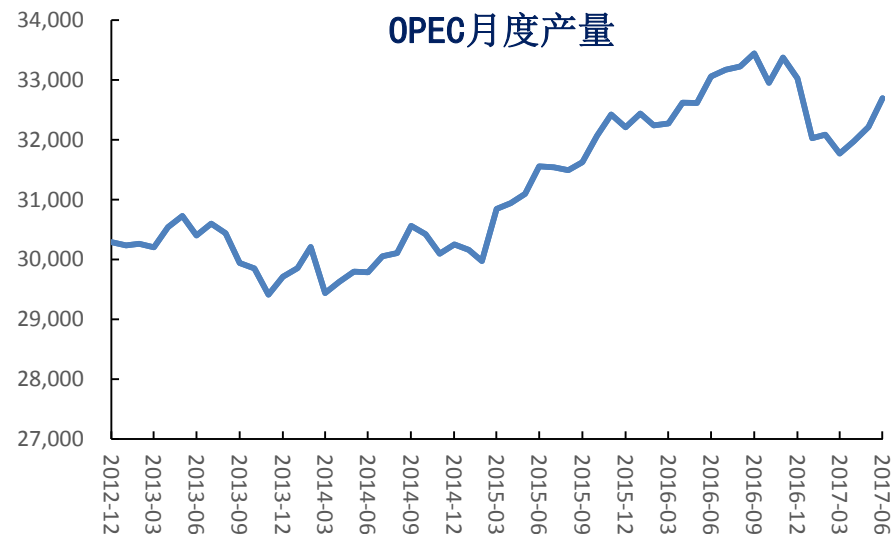
- 2014年美国页岩油生机勃勃，总产量从750万桶一路飙升至2015年中旬的950万桶，俄罗斯产量也从1070万桶升至1130万桶。为了争夺客户，OPEC不得不动增产，期望通过降低油价的方式打击页岩油产量，最终油价跌至20美元后美国原油产量大幅回落，后油价在页岩油成本线50美元附近长期震荡。



俄罗斯原油产量



OPEC月度产量

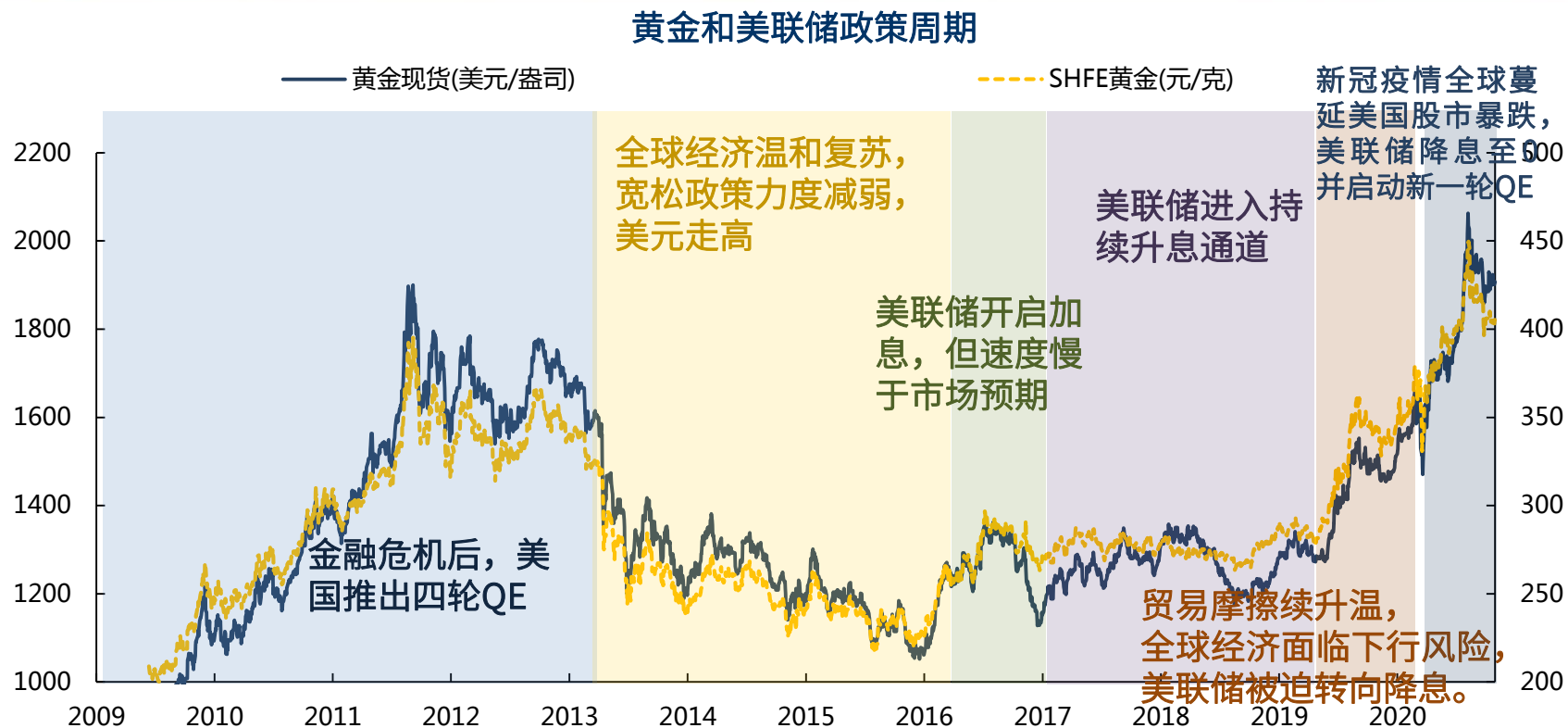


第二轮宽松油价整体运行平稳

- 第二轮宽松（2018年4月-2020年4月）期间：油价主要分两个阶段，即疫情前和疫情后。疫情前油价围绕500元/桶窄幅波动，主要波动因素为OPEC与美国间的产量博弈，由于萨拉曼王储刚刚上台，为了保证国内外关系沙特选择较为平稳的产量政策，维护了油价在较低水平运行。2020年1月疫情开始后，由于需求端受到重创，加之俄罗斯一开始不肯减产，油价大幅回落，外盘甚至出现短暂负油价。



贵金属——黄金和政策周期



- 2008年后黄金的主要周期与美联储货币政策周期高度重合，美国经济表现和风险事件也通过对各类金融资产和美联储货币政策的影响对黄金的波动产生影响。在宽松的货币环境下金价整体表现坚挺。
- 而在中国的宽松周期，2014-2017以及2018-2020中，此时美国经济表现尚可，政策偏向紧缩，因而黄金表现整体偏向弱势震荡。

目 录

- 1 历次宽松资产回顾和分析
- 2 本轮国内宽松资产表现
- 3 本轮宽松商品表现和展望

本轮国内货币宽松以来推出的政策

- 2021年以来，人民银行实施稳健的货币政策，灵活精准、合理适度、以我为主、稳字当头，货币政策前瞻性、精准性、有效性进一步提升，金融支持实体经济力度进一步加大。
- 《2021年第四季度中国货币政策执行报告》显示，稳健的货币政策要灵活适度，**加大跨周期调节力度**，发挥好货币政策工具的总量和结构双重功能。
- 2021年7月、12月两次降准50bp, 共释放长期资金2.2万亿元, 开启了疫情后货币宽松周期。

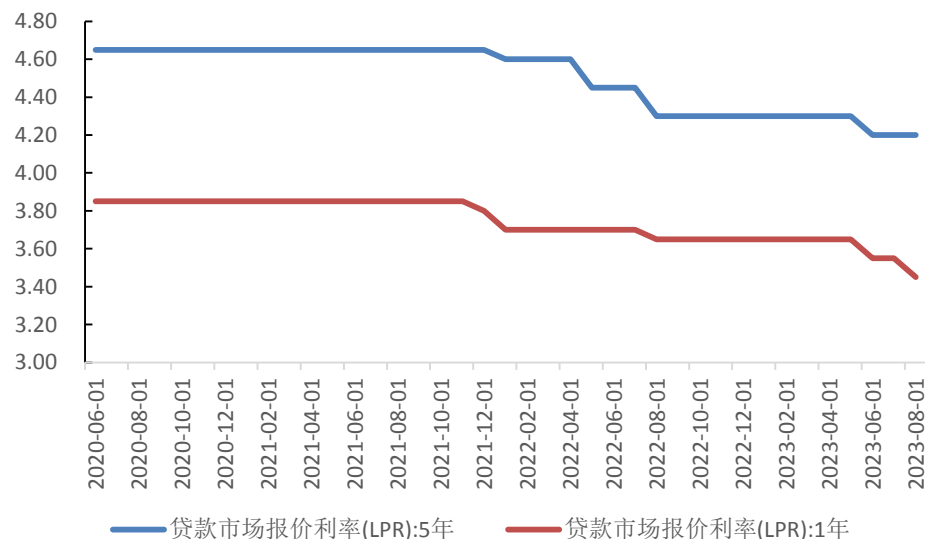
2021年以来历次降准效果

日期	宽松政策	效果
2021年7月15日	降准0.5个百分点	下调后金融机构加权平均存款准备金率为8.9%，释放长期资金约1万亿元
2021年12月15日	降准0.5个百分点	释放长期资金约1.2万亿元
2022年4月25日	下调金融机构存款准备金率0.25个百分点	下调后金融机构加权平均存款准备金率为8.1%，此次降准为全面降准，共计释放长期资金约5300亿元。
2022年12月5日	降低金融机构存款准备金率0.25个百分点	下调后金融机构加权平均存款准备金率约为7.8%，此次降准共计释放长期资金约5000亿元。
2023年3月27日	降低金融机构存款准备金率0.25个百分点	向银行体系释放中长期流动性约5500亿元，每年降低银行资本成本约70亿元。

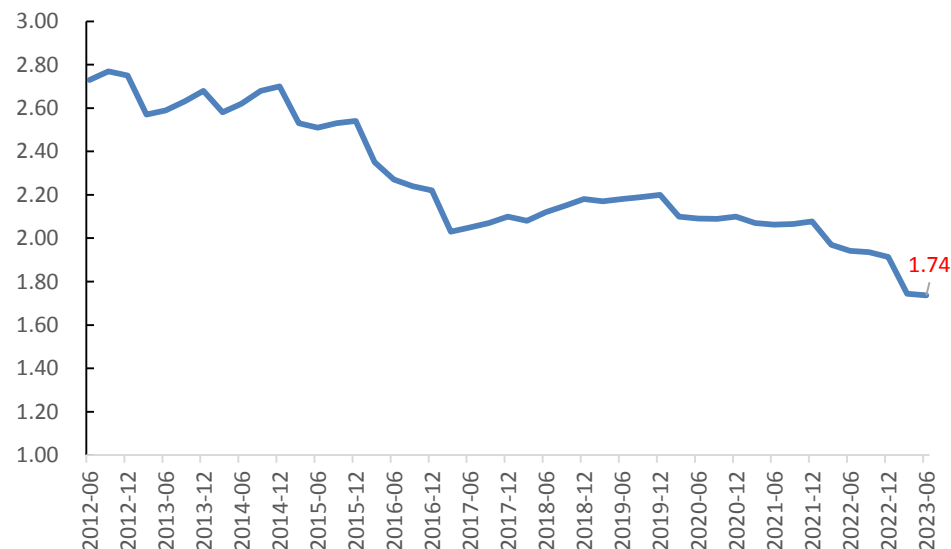
2022年降息主导，地产认房不认贷

- 央行在8月17日发布的二季度货币政策执行报告中通过报告专栏探讨“合理看待我国商业银行利润水平”，央行提出，维持一定的利润增长是商业银行内源补充资本的重要方式。本次5年期末下调主要原因在于银行净息差联系两个季度跌破警戒线，后续化债压力较大。
- 今年以来，结构性货币政策工具努力把握好“进”、“退”两方面的平衡。地产方面，继续支持做好保交楼工作，保交楼贷款支持计划将延续实施至 2024 年 5 月末。推动房企纾困专项再贷款、租赁住房贷款支持计划落实生效。债务置换方面，央行或将设立应急流动性金融工具（SPV），由主要银行参与，配合财政的再融资债券，将一定程度上支持城投平台化解当下的流动性风险。

LPR非对称降息体现宽松新思路（%）



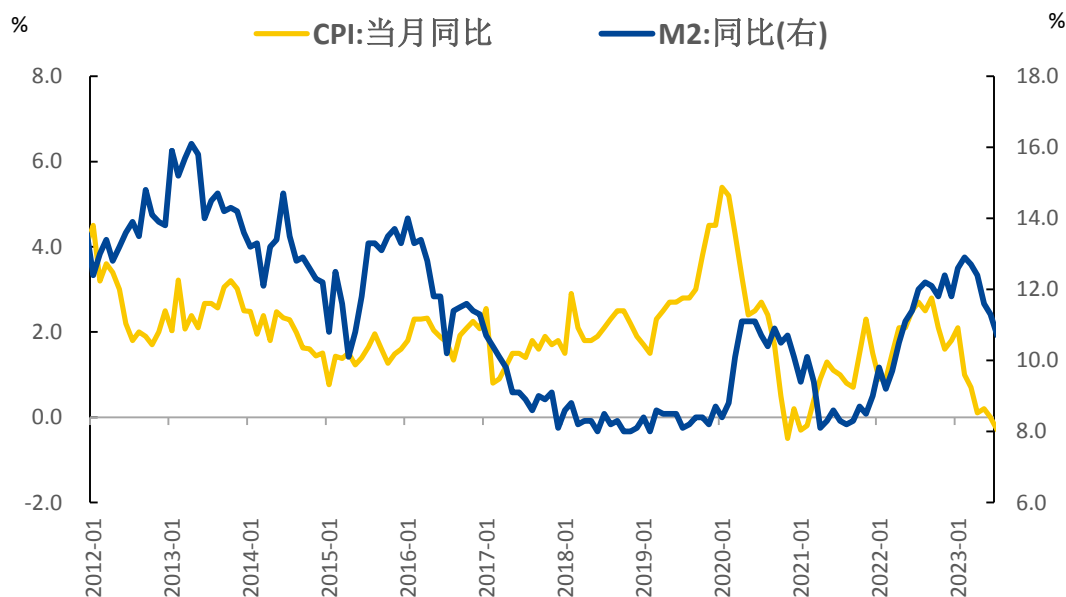
商业银行净利润跌入警戒区间（%）



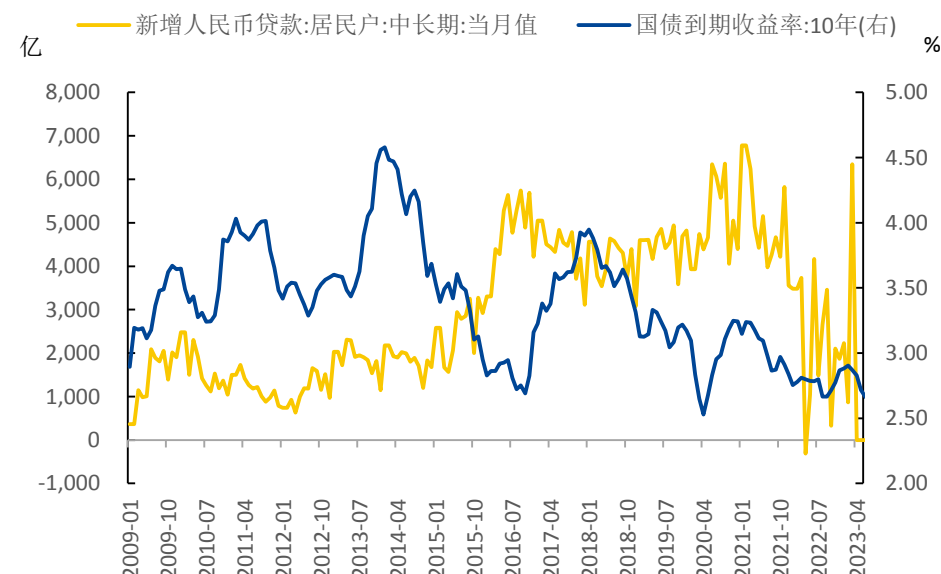
本轮国内货币宽松对经济的传导相对滞后

- 2023年第二季度货币政策执行报告：**加大逆周期调节力度**，保持流动性合理充裕，增强信贷总量增长的稳定性和可持续性，推动企业融资和个人消费信贷成本稳中有降。
- 和历史上宽松周期不同，本轮受疫情冲击下内需恢复缓慢，需求恢复时滞效应超预期，货币宽松对物价的传导较慢。
- 降准有利于资金利率保持平稳，可以打消货币政策基调变化的担忧，对流动性具有风向标意义。但在今年宽信用预期的背景下，可能还是难以看到长端利率明显下行。

本轮宽松对物价拉动较弱



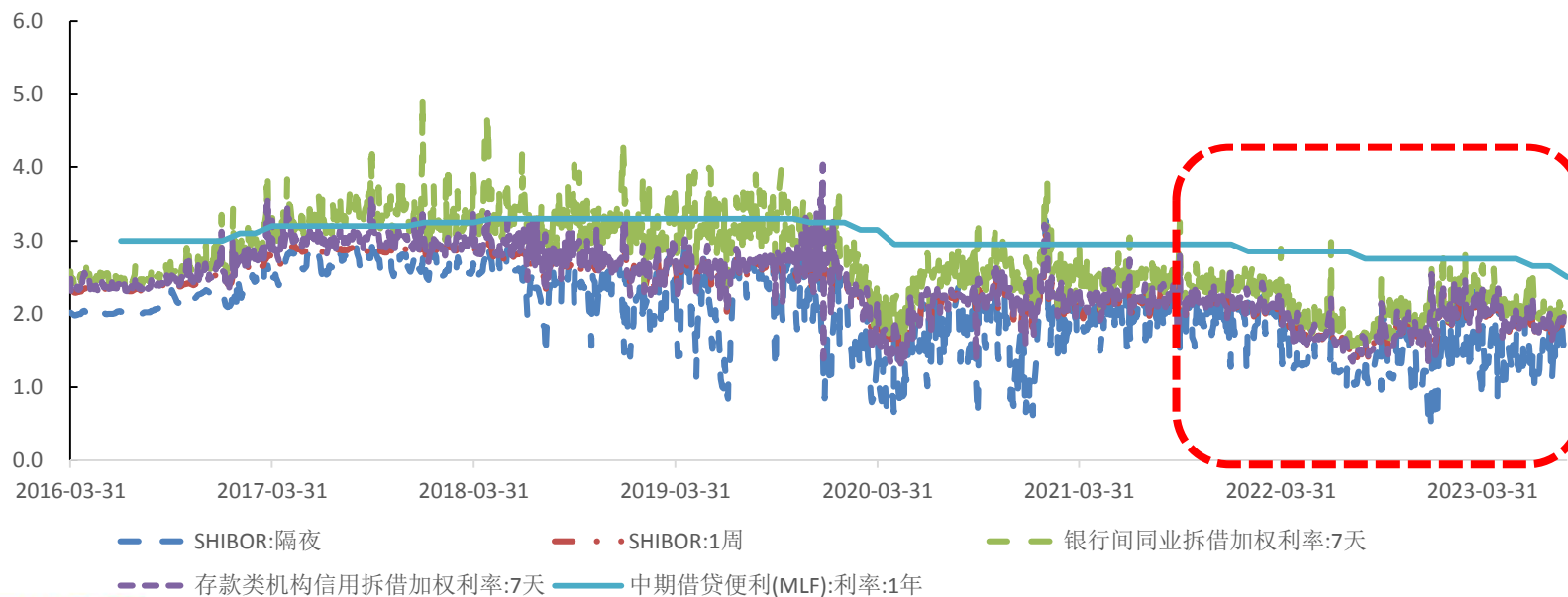
内需孱弱下国债维持低位



资产价格表现-货币市场利率下行

- 货币市场利率方面：对比2021年7月份和2023年7月份，DR001月均值从2.04%降至1.5%，DR007月均值从2.16%降至1.8%左右；SHIBOR:隔夜月均值从2%降至低点1.36%左右，DR007从2.18%降至1.81%左右；货币市场隔夜利率下行幅度超过50bp，7天利率下行幅度超过30bp。
- 过去一年来，只有中国是宽松的，且中国宽松的幅度很明显要低于美欧收紧的幅度，今年下半年货币仍将继续宽松。

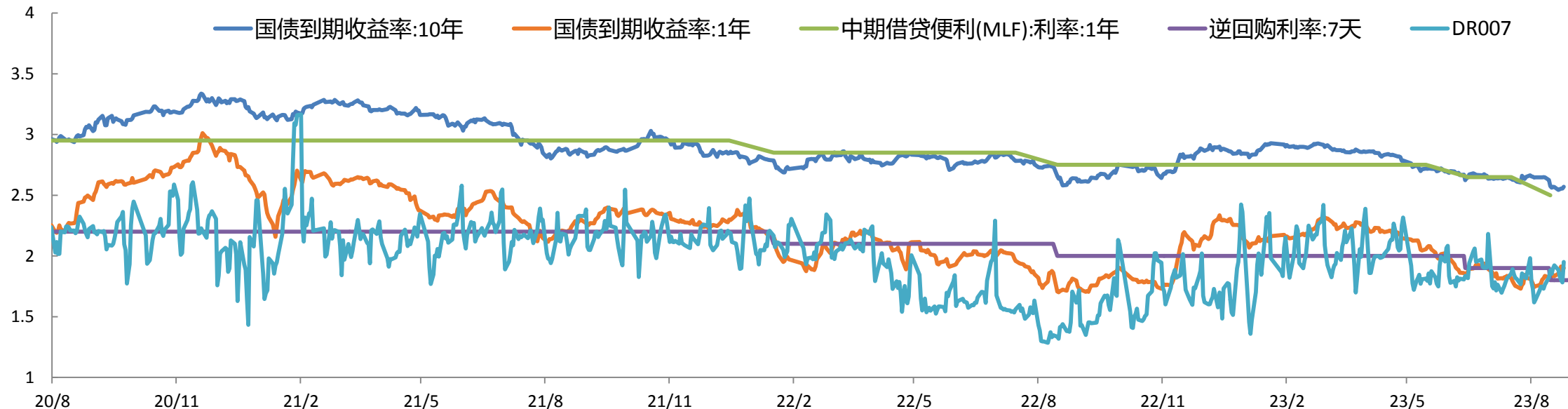
本轮宽松对资金面影响较大



资产价格表现-无风险利率下行

- 本轮宽松周期中，债市收益率显著下行。
- 2020年11月，10年期国债收益率见顶于3.34%，随后开始回落。2021年7月份，央行下调中小银行存款准备金率，宣告了本来货币政策宽松启动，在经济下行和货币政策宽松的背景下，10年期国债收益率持续震荡下行，2023年8月份最低探至2.54%。

宽松周期下国债收益率走势（%）



资产价格表现-人民币贬值

- 国内出口等经济数据偏弱，银行代客结售汇7月再度录得逆差，北向资金连续十交易日净流出叠加8月央行降息，中美10年国债名义利差走扩至170bp，为本轮美联储加息周期最高值。
- 7月政治局会议提及要保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。央行货政报告再提“必要时对市场顺周期、单边行为进行纠偏，坚决防范汇率超调风险”的表述，表明央行高度关注近期人民币汇率单边贬值的潜在风险，释放出稳汇率政策信号，强化预期管理。前期汇率走势有所超调，随着海外央行加息尾端临近，政策差收窄下年内预计维持7.2左右震荡。

宽松周期下人民币已经触底



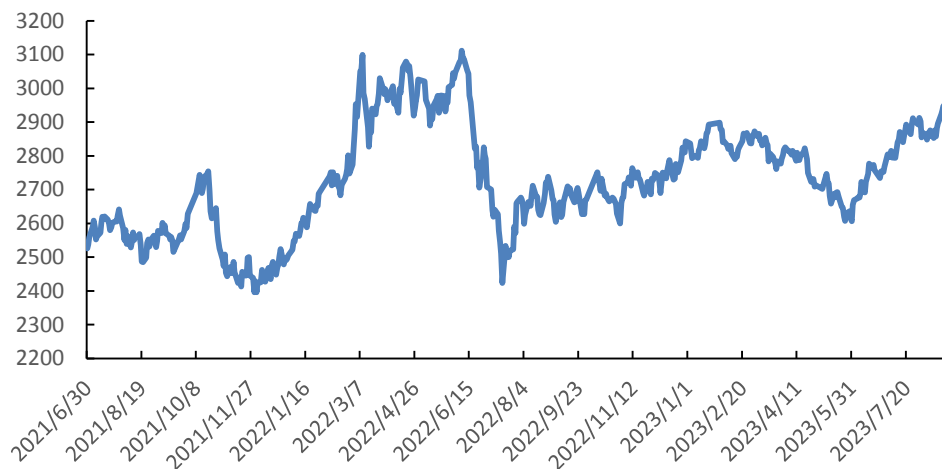
加息预期回落下资产表现优于外汇

2022年6月1日资产价格定为1

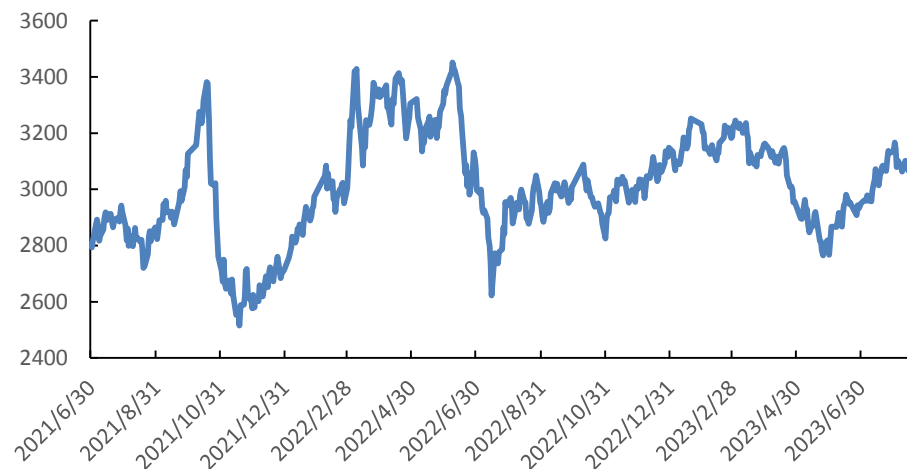


资产价格表现-各商品指数走势（1）

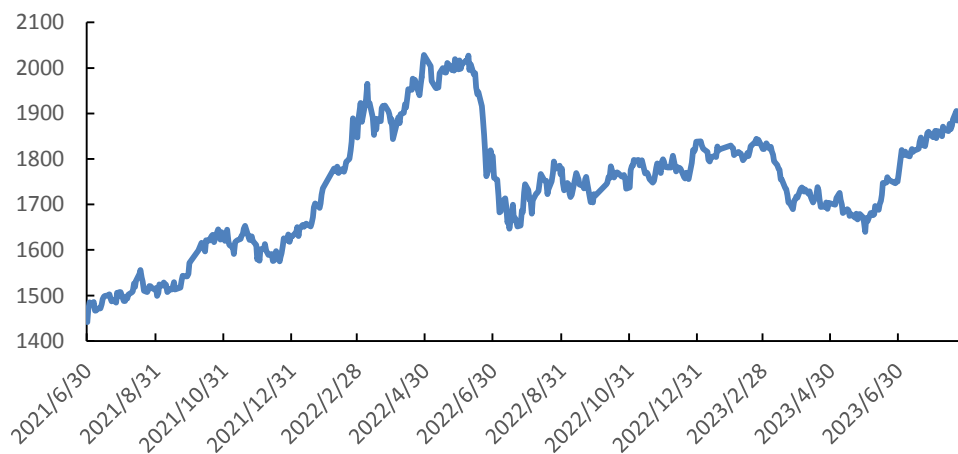
申万商品指数



申万工业品指数



申万农产品指数



从2021年7月至今，申万商品指数、申万工业品指数、申万农产品指数分别上涨了16.83%、13.82%、32.00%。

资产价格表现-各商品指数走势（2）

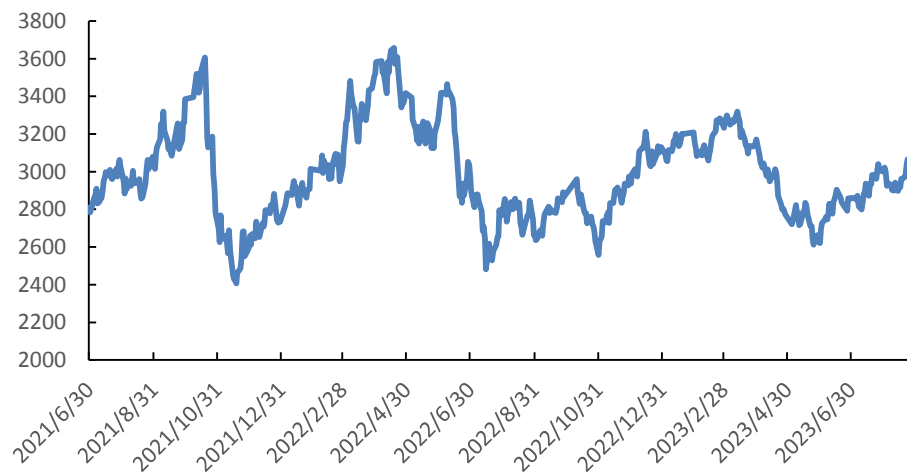
申万有色金属指数



申万能源化工指数



申万黑色产业指数



从2021年7月至今，申万有色指数、申万能源化工指数、申万黑色产业指数分别上涨了22.83%、18.76%、7.96%。

目 录

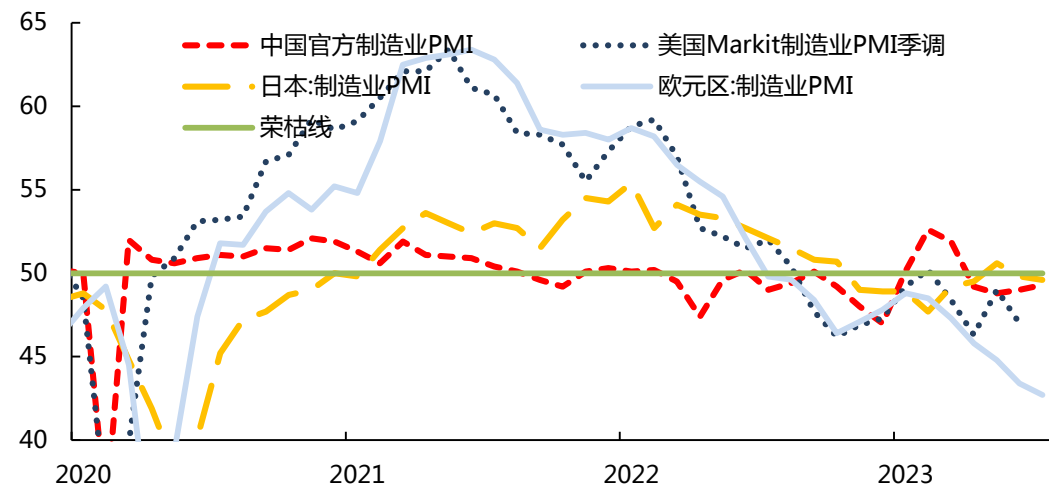
- 1 历次宽松资产回顾和分析
- 2 本轮国内宽松资产表现
- 3 本轮宽松商品表现和展望

本轮宽松周期以来商品持续走高

申万商品指数



宽松周期下中国制造业或已触底



- 本轮宽松周期（2021-），商品价格已经先自2020年开始上涨，2020-2021年在海外率先实行货币财政双宽松的刺激下，叠加疫情对供应端的冲击，阶段性供需失衡驱动商品价格单边上行，2021年中国接棒进入宽松周期，进一步支撑了相关需求。
- 2022年后尽管市场景气度有所下滑，但是俄乌冲突导致了部分商品供应端的约束，刺激商品价格整体冲高。
- 尽管2022年下半年受迫于通胀压力美联储加息提速，商品价格出现较大回调，但是加息周期下美国经济持续超预期的表现支撑了商品价格。

天胶和合成胶行情展望

利多

- 人民币贬值，出口形势较好
- 基建政策预期。

- 新胶产出稳定，供应预增。
- 国内库存累积。

利空

橡胶大概率底部区间波动，1月合约逢低做多。

风险点提示：

- 宏观政策变化。
- 气候变化。

宏观

- ❖ 宏观经济有改善预期，关注美联储退出加息进展，国内政策变化。

供需

- ❖ 供需或同步小幅增长，关注检修复产及终端变化。

成本

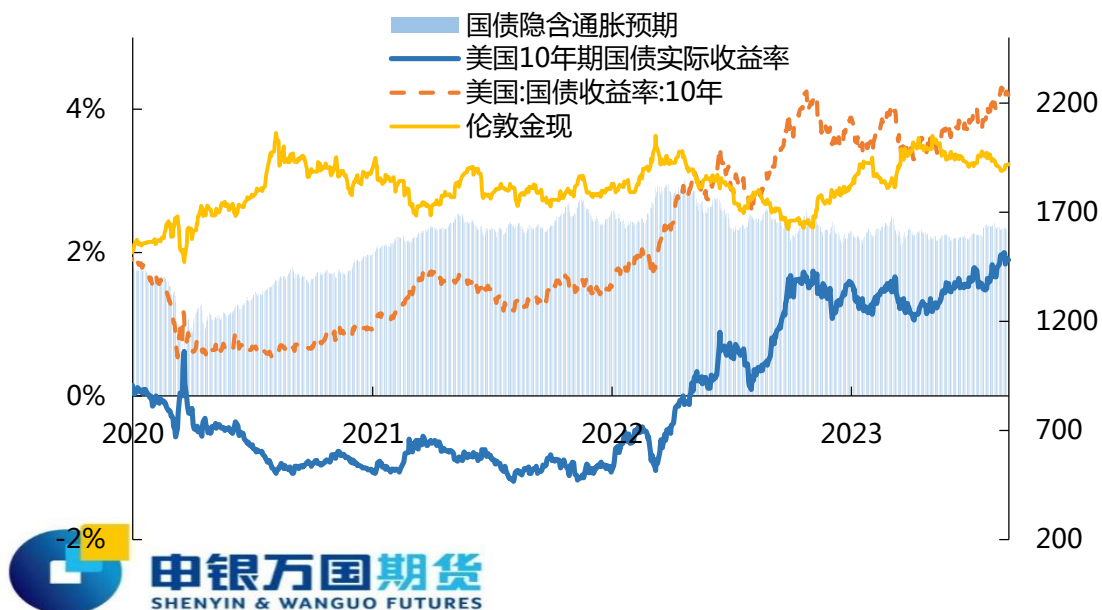
- ❖ 价格预计小幅抬升，关注四季度检修。

合成胶大概率区间波动，重心逐步抬升。

黄金后市展望

- 当前美国政策上紧货币宽财政，就业市场温和降温但整体维持韧性，通胀回落但距离美联储目标仍有一段距离，美国经济表现持续超预期。
- 此情景下，市场逻辑呈现“美国经济软着陆预期升温+加息周期尾声+维持高利率更长时间+再通胀担忧+等待更多就业市场降温信号”，美债利率走高并维持高位下，黄金短期内或仍然以宽幅震荡为主，或需看到就业市场更明显的降温信号以及金融市场流动性的压力才能进一步走高。

美债收益和黄金



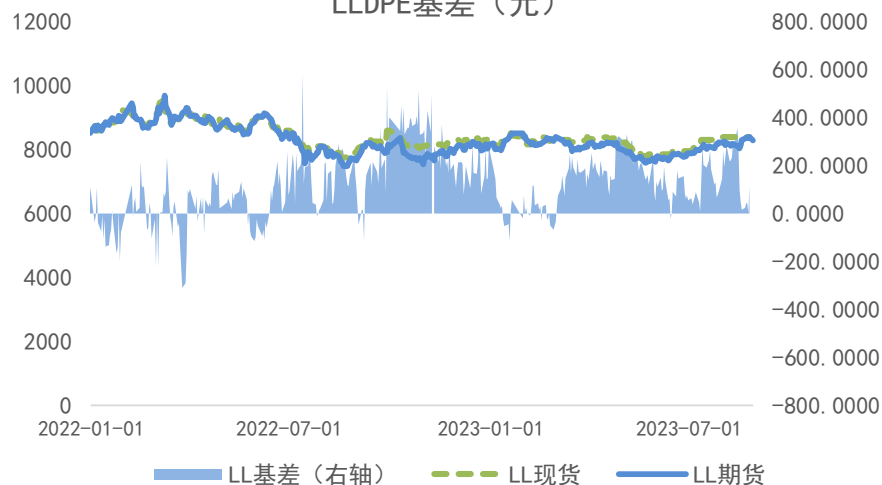
加息概率预期

MEETING PROBABILITIES											
MEETING DATE	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575	575-600
2023/9/20				0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	78.5%	21.5%	0.0%
2023/11/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	40.0%	49.5%	10.5%
2023/12/13	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.7%	40.6%	46.9%	9.8%
2024/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%	7.8%	41.5%	41.9%	8.5%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	3.1%	20.2%	41.6%	29.6%	5.4%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	1.3%	10.0%	28.8%	36.8%	19.8%	3.2%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.8%	6.5%	21.2%	33.6%	26.7%	9.9%	1.3%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%	4.6%	16.2%	29.4%	29.0%	15.6%	4.2%	0.4%
2024/9/18	0.0%	0.0%	0.4%	3.7%	13.7%	26.5%	29.1%	18.5%	6.7%	1.3%	0.1%
2024/11/7	0.0%	0.3%	2.7%	10.7%	22.7%	28.3%	21.7%	10.2%	2.9%	0.4%	0.0%
2024/12/18	0.2%	2.1%	8.7%	19.7%	26.9%	23.4%	13.1%	4.7%	1.1%	0.1%	0.0%

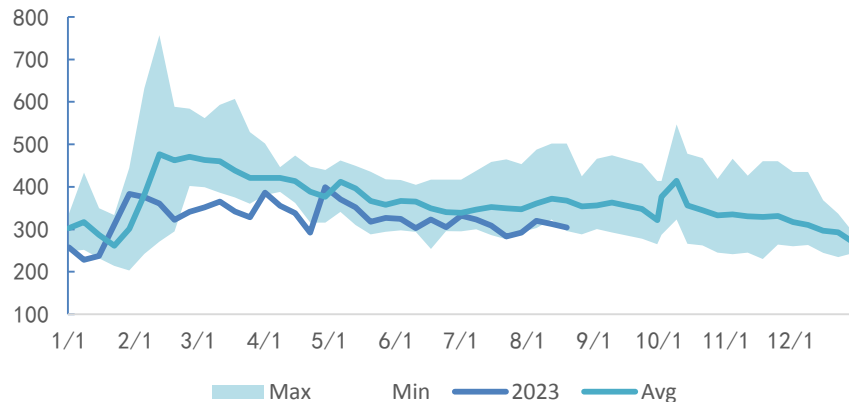
资料来源: Wind, 申万期货研究所

化工（烯烃、芳烃）后市展望

LLDPE基差（元）

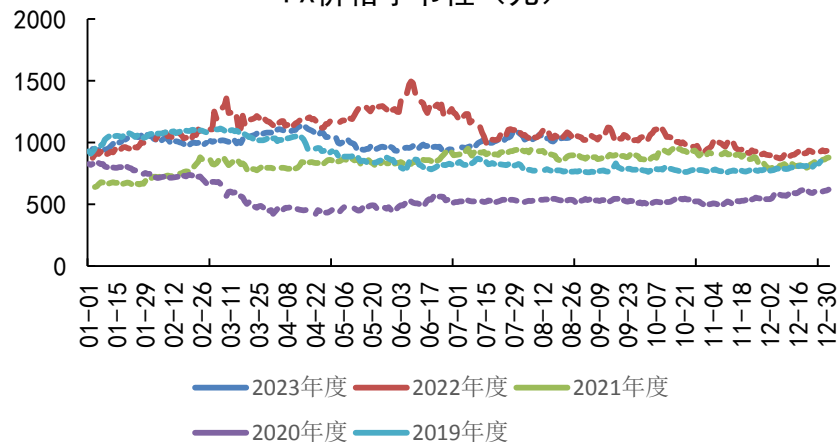


聚乙烯石化库存（千吨）

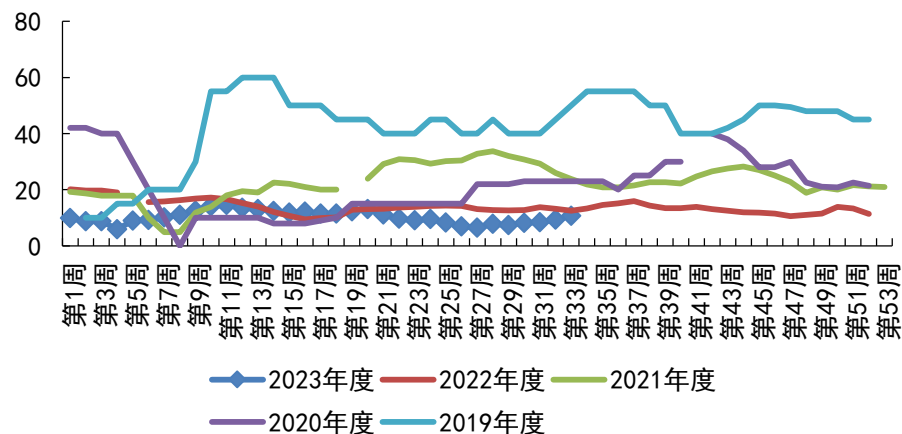


■ 展望后市，国内聚乙烯期货或延续目前重心震荡上移的格局。供给端，夏季检修已近尾声，检修数量下降的同时供给回升明显。需求端，下游农膜行业以及薄膜行业的开机率有明显上行（回升幅度超过15%），表明终端采购正在逐步展开。同时聚乙烯利润估值，聚乙烯仍然处于低位，未来存在在向上修复的需求。综合而言，金9行情聚乙烯价格重心上行的趋势仍可期待。

PX价格季节性（元）



织造企业订单季节性（天）

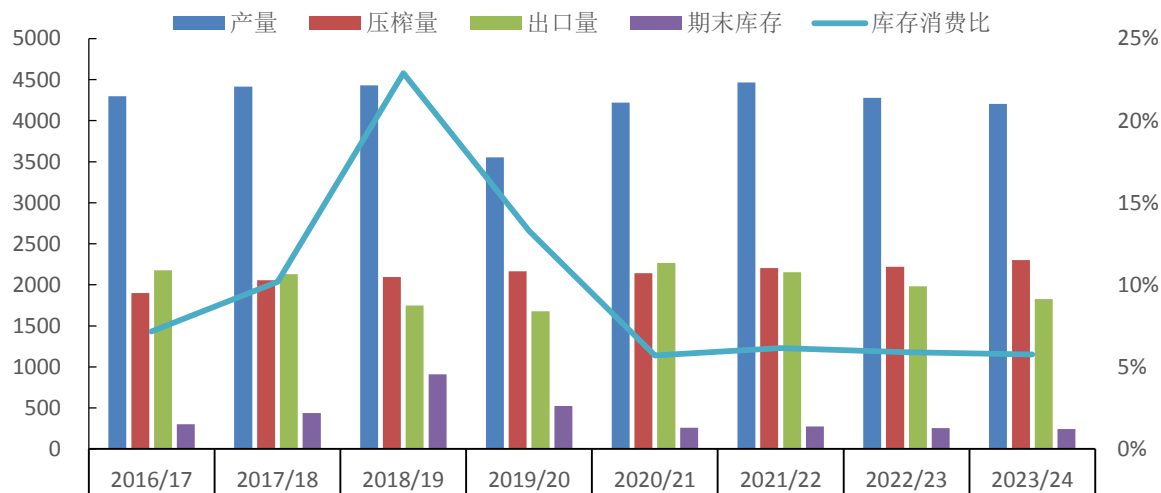


■ PTA时至8月，旺季下游订单仍未看到显著提振。随着北美汽油旺季逐渐结束，汽油裂解价差季节性回落的预期逐渐增强，调油利润的下降将带来芳烃原料的回流，PX的高估值预期将难以为继。调油逻辑难以成为炒作热点后，对芳烃估值或有所影响，目前PXN在400美金左右，TA加工费在200元左右，旺季临近，PTA价格随着加工费上涨而上涨修复，但空间有限，随着下游订单增加可持续性存疑，9月PTA价格或将回落，9月PTA价格运行区间在（5400-5900）元/吨。

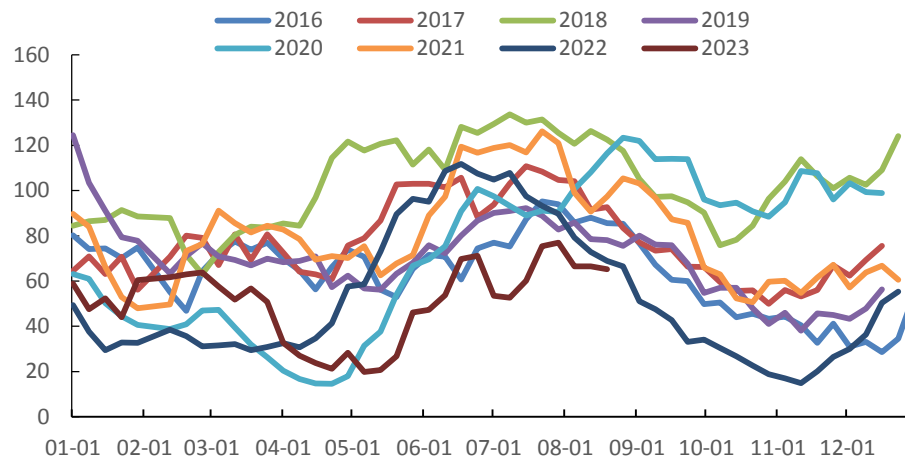
豆粕行情展望

- 新季美豆种植面积明显调减，即使后期天气炒作结束，但美豆消费强劲，美豆预计仍将维持较低结转库存，美豆高位有支撑
- 根据Mysteel数据预计9月份大豆到港为542.4万吨，10月份大豆到港量为565万吨，9-10月大豆到港量明显下降
- 现阶段国内豆粕库存持续下降，下游备货积极性较高，豆粕库存处于低位水平
- 在美豆供需偏紧及未来1到2个月进口大豆到港下降、豆粕库存偏低的支撑下豆粕不看空，预计高位震荡为主

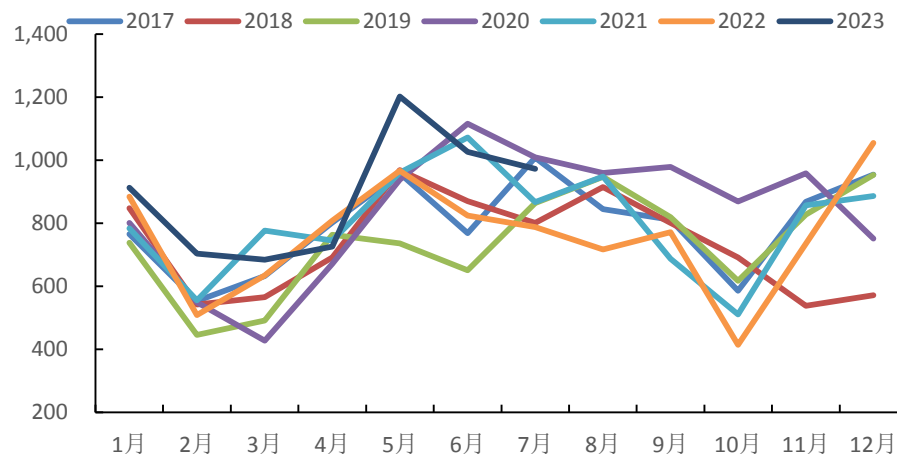
美国大豆供需平衡表



豆粕库存



大豆进口量



资料来源: USDA, Mysteel, 申万期货研究所

新能源历史变革阶段支持铜需求

■铜价处于新能源历史变革阶段，价格回落明显弱于前3次经济放缓。

■新能源电源（光电、风电）全球装机迅猛发展，中国今年前七个月光电装机同比增加158%，风电装机同比增加76%。

■新能源汽车渗透率持续提升，七月份已达36%。

■家电产量同比高增长，地产竣工面积同比增长。

■预计铜价延续上涨趋势。

国内新能源电源铜需求增量测算（万千瓦，万吨）

新增发电量（万千瓦）	水电	火电	核电	风电	光电	附注
2023年1-7月份	554	3,227	119	2,631	6,121	注：风电0.9万吨/GW；光电0.45万吨/GW
2022年1-7月份	1,067	1,835	228	1,493	2,371	
增速	-48.1%	75.9%	0.0%	76.2%	158.2%	
折合年铜需求增量（万吨）				17.6	45.8	

2023年铜供求估算（万吨）

下游行业	国内需求占比	2023年国内铜需求预计（全年）	对国内总铜需求贡献（全年）	境外需求与矿供应不同情况下	全球其它地区消费预计增速（占45%）	预计全球消费增速	2023年铜产量（万吨）	2022年新增矿供应（万吨）	供应增速	主观观点
电力	46.0%	12.0%	5.5%		1.0%	4.2%	2250	60	2.7%	供求差异1.5%，约为30万吨缺口
家电	14.6%	8.0%	1.2%							
交通运输	11.0%	-5.0%	-0.5%		1.2%	4.3%		68.5	3.0%	
建筑	9.4%	10.0%	0.9%							
电子设备	7.5%	0.0%	0.0%		1.5%	4.5%		80	3.6%	
其它	11.5%	-2.0%	-0.2%							
国内需求增速			6.9%		2.0%	4.7%		90	4.0%	37

股市多项利好政策落地

- 财政部8月27日发布消息称，为活跃资本市场、提振投资者信心，自2023年8月28日起，证券交易印花税实施减半征收。
- 证监会表示，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。
- 经中国证监会批准，上交所、深交所、北交所发布通知，修订《融资融券交易实施细则》，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%。
- 上市公司存在破发、破净情形，或者最近三年未进行现金分红、累计现金分红金额低于最近三年年均净利润30%的，控股股东、实际控制人不得通过二级市场减持本公司股份。

调整日期	调整前	调整后	当日沪指表现
1991/10/10	千分之六	千分之三	1.00%
1997/05/12	千分之三	千分之五	2.26%
1998/06/12	千分之五	千分之四	2.65%
2001/11/16	千分之四	千分之二	1.57%
2005/01/23	千分之二	千分之一	休市
2007/05/30	千分之一	千分之三	-6.50%
2008/04/24	千分之三	千分之一	9.29%
2008/09/19	双边征收	单边征收	9.45%

1、继7月中央政治局会议表示“要活跃资本市场，提振投资者信心”，此次证券交易印花税实施减半征收、阶段性收紧IPO、调降融资保证金一揽子组合政策出台是又一次体现，尤其是印花税减半征收对降低投资者交易成本最为直接。

2、从历次降低印花税表现来看，股指短期均出现了明显的上涨，结合促投融资的动态平衡等政策，对投资者信心提振作用将非常明显，从中长线来看，行情上涨持续性回归至业绩和政策。

3、从结构性角度来看，历次印花税下调后券商上涨最为明显，此轮政策组合拳对于券商利好较为明显，同时沪深300阶段性行情要好于中证500，周五提出的多IH空IM跨品种套利继续持有。

股指：政策提振信心，股指长线看多

■ 核心观点：看多

- **盈利端**：0724政治局会议后，随着各类稳增长政策的逐渐落地，“经济底”有望逐渐显现，盈利端对于指数的支撑将逐渐增强。
- **流动性端**：8月央行降息，银行间流动性充裕，宽货币仍是货币政策主要基调。
- **资金端**：短期高频资金，外资以及杠杆资金的多个指标显示阶段性见底信号。
- **估值端**：主要指数PE基本处于20%分位数附近，沪深300指数的股权风险溢价接近+2倍标准差，中长期做多性价比明显提升。
- **情绪端**：随着8月25日资本市场四支箭出台，投资者信心提振，情绪端已现拐点。

- **核心博弈点**：1) 宽货币向宽信用的传递，经济何时企稳；2) 十年期美债收益率对估值的压制情况。

本公司具有中国证监会核准的期货投资咨询业务资格
(核准文号 证监许可[2011]1284号)

研究局限性和风险提示

报告中依据和结论存在范围局限性，对未来预测存在不及预期，以及宏观环境和产业链影响因素存在不确定性变化等风险。

分析师声明

作者具有期货投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者及利益相关方不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的利益。

免责声明

本报告的信息均来源于第三方信息提供商或其他已公开信息，本公司对这些信息的准确性、完整性、时效性或可靠性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。市场有风险，投资需谨慎。我们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品种的买卖出价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司无关。

本报告所涵括的信息仅供交流研讨，投资者应合理合法使用本报告所提供的信息、建议，不得用于未经允许的其他任何用途。如因投资者将本报告所提供的信息、建议用于非法目的，所产生的一切经济、法律责任均与本公司无关。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利，未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为申银万国期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。