

# 研报精选

2023年10月21日第142期

## 宏观专栏

### 好于预期，但仍待进一步修复——2023年9月经济数据点评

三季度经济动能环比改善，但仍待进一步修复。最终消费支出对经济增长贡献率提升，达到94.8%，拉动GDP增长4.6个百分点。支撑消费高速增长的主要原因是居民消费倾向的提升。报告预计在政策支持下，出口、地产投资可能进一步改善，四季度GDP同比可能为5.2%左右。

### 中美库存周期的错位与共振

库存短期受供给和价格变化的影响，长期取决于需求。报告预计美国库存周期将持续到明年二季度，而中国的库存周期已接近去库尾声。结合当前宏观环境和政策路径，报告预计中国进行全局补库的可能性小。

## 专题聚焦

### 推动共建“一带一路”高质量发展

“一带一路”倡议的建设越来越注重投入效益、供给质量和可持续发展，并且在绿色基建、绿色金融等领域的合作进一步加深。中国新能源、数字经济、消费等产业有望成为“一带一路”建设的重点合作领域。

### 9月数据点评：旺季需求或成色不足

9月份，中国原油加工量创历史新高，但原油净进口和产量略有收缩，成品油消费上涨。天然气市场进入淡季，进口减少，澳大利亚供应风险仍存。煤炭产量回升，粗钢和生铁产量动能放缓。有色金属需求不及预期。

## 宏观专栏

### 好于预期，但仍待进一步修复——2023年9月经济数据点评

三季度经济动能环比改善，主要是暑期居民服务消费补偿性释放背景下，消费的拉动作用显著上升。但三季度GDP的四年复合增速仍低于一季度，且GDP平减指数仍然为负，显示经济仍待进一步修复，政策仍需加力。9月经济恢复主要受外需和消费的边际带动，而投资主要仍然受到房地产的负面拖累。展望未来，我们预计出口或进一步边际改善，内生性需求改善的趋势或将延续，而政策支持下，前期拖累较大的地产投资或也有边际改善。2023年1-3季度GDP累计同比5.2%，我们预计四季度同比也可能为5.2%左右，这样全年GDP增速或跟我们在2023年年度展望报告中所预计的基准情形5.2%相若。

三季度经济动能环比改善，但仍待进一步修复。三季度GDP同比+4.9%，好于市场预期，同比增速相比二季度的6.3%回落主要在于基数效应减弱。三季度GDP季调环比+1.3%，好于二季度的+0.5%；四年复合增速较二季度提升0.2ppt，其中第二、三产业皆较二季度提升0.3ppt。虽然经济整体处于恢复过程中，但三季度GDP的四年复合增速（4.7%）仍低于一季度（4.9%），且GDP平减指数同比-1.4%，仍然为负，而且仅较二季度的-1.5%小幅改善，这些都显示经济仍待进一步修复，政策仍需加力。

消费是三季度GDP的主要拉动项。统计局<sup>1</sup>表示：“最终消费支出对经济增长贡献率提升，达到94.8%，拉动GDP增长4.6个百分点；资本形成总额对经济增长的贡献率是22.3%，拉动GDP增长1.1个百分点；货物和服务净出口对经济增长的贡献率是-17.1%，向下拉动GDP0.8个百分点。”三季度全国居民人均消费支出同比增速达10.9%，对应的四年复合增速是7.2%，为2020年以来单季度的复合增速新高。同期居民可支配收入增速为5.9%，支撑消费高增长的主要原因是居民消费倾向的提升。三季度当季平均消费倾向69.8%，超过了2015-2022年同期。较高的消费倾向反映了暑期居民服务消费的补偿性扩张，消费增速超过收入增速也表明“超额储蓄”正在释放。从分项来看，交通和通信、生活用

<sup>1</sup> <http://www.scio.gov.cn/live/2023/32797/index.html>

品和服务、衣着等支出的复合增速改善较大。

**9月生产端较8月进一步恢复。**9月工业增加值和服务业生产指数分别同比+4.5%、+6.9%，基本与8月持平，但四年复合增速分别较8月提升0.3ppt、0.4ppt。工业增加值四年复合增速较8月上升较多的行业是交运设备（+3.0ppt）、食品（+1.6ppt）、饮料（+1.4ppt）。服务业中，9月住宿和餐饮业，信息传输、软件和信息技术服务业，交通运输、仓储和邮政业生产指数分别增长17.7%、11.3%、9.3%。这也大致对应了需求端消费的边际拉动。

**从9月需求的边际变化来看，9月经济恢复主要受外需和消费的边际带动。**社零、出口四年复合增速均较8月进一步改善，而固定资产投资复合增速下降主要仍然受到房地产的负面拖累。

9月，社会消费品零售总额同比增长5.5%，较上月增速改善0.9个百分点。对应的四年复合增速为3.9%，较上月改善0.7个百分点，在去年较高基数上实现了较好回升。其中，烟酒、饮料、粮油食品等必需品消费增速改善较大，此外文娱用品、服装鞋帽等也有一定改善。三季度社零总额同比增速为4.1%（四年复合增速3.4%），大幅低于同期的居民消费支出增速10.9%。从统计口径来看，社零总额不包含居民服务消费，且近两年受企业、政府等社会集团采购拖累较大。更能准确反映居民消费情况的季度消费支出增速较快、消费倾向回升，反映出居民消费意愿提振并拉动消费延续恢复。

**9月固定资产投资的四年复合增速较8月有所下降，主要继续受地产负面拖累。**9月房地产开发投资四年复合增速较8月下降0.5ppt，而基建和制造业投资四年复合增速均较8月上升0.4ppt。

房地产方面，认房认贷调整和降限购城市首付比下限政策实施后，二手房成交起色明显，15个重点城市二手房销售面积同比从-10.5%反弹至17.6%，但新房成交改善较缓，全国商品房销售面积和金额同比从-12.2%和-16.4%小幅收窄至-10.1%和-13.5%。拿地依然谨慎，300城土地成交建面与价款同比从-16%和29%进一步弱化至-47%和-49.6%。融资支持下，开发资金来源有所改善，同比降幅从-25.3%收窄至-18.0%，国内贷款、自筹、定金预收款均有改善。开工、

施工、竣工全线改善，分别从8月的-23.6%、-34.4%、10.6%上升至-14.6%、-7.1%和25.3%，但投资强度或仍偏弱，开发投资降幅从-10.9%小幅进一步走扩至-11.2%。

1-9月广义基建投资同比增长8.6%（1-8月为9.0%），其中9月同比6.8%（8月为6.2%）。从分项看，9月公用事业、交通运输、水利环境和公共设施管理增速分别为17.5%、13.4%和-3.1%，公用事业增速较前值放缓，传统基建投资则均提速。在去年高基数效应下，传统基建投资逆势回升，略超我们此前预期，原因或与专项债资金下达加快有关。但展望4季度，我们认为基建增速或仍大概率温和增长，全年基建投资或在7.5%左右。

制造业投资单月增速连续第二个月高于基建，成为支撑固定资产投资的主要力量。这背后既有出口、企业盈利、价格、预期等基本面因素的改善，也有政策的支持。分行业来看，9月四年复合增速较8月提升较多的行业包括金属制品（+7.7ppt）、有色（+5.5ppt）、食品（+4.7ppt）。

---

以上观点来自：2023年10月18日中金公司研究部已发布的《好于预期，但仍待进一步修复——2023年9月经济数据点评》

张文朗 分析员 SAC 执证编号：S0080520080009 SFC CE Ref: BFE988

黄文静 分析员 SAC 执证编号：S0080520080004 SFC CE Ref: BRG436

郑宇驰 分析员 SAC 执证编号：S0080520110001 SFC CE Ref: BRF442

邓巧锋 分析员 SAC 执证编号：S0080520070005 SFC CE Ref: BQN515

段玉柱 分析员 SAC 执证编号：S0080521080004

## 宏观专栏

### 中美库存周期的错位与共振

三季度以来，美国经济出现“再加速”迹象，制造业PMI筑底回升；中国7月后密集政策出台也推动基本面有边际改善，PPI和工业品库存环比修复。往前看，中美各自库存周期是否能重新补库甚至走向共振，作为对价格和需求更敏感指标，对判断未来周期走向和资产价格尤为关键。但在实际操作中，用什么衡量库存周期，如何判断库存是否合理以及走向，一直存在较大分歧甚至误解，尤其是本轮中美周期在各个环节存在明显的错位和时滞，更加大了判断的难度。本文中，我们提供分析中美库存周期相对全面的指标体系和分析框架，并系统回答周期走向和资产影响等关键问题。

**库存的分析框架：增速定位位置，需求划分四个阶段；短期受供给和价格影响，但最终仍为需求的结果**

中美库存周期的指标体系和结构不同，中国主要是与上游更密切的工业产成品库存（因此与PPI更相关），美国则有涵盖生产、渠道和消费各个环节的全社会库存，二者也都有进一步细分的行业层面数据。周期划分上，中美都可以用增速定位所处位置，但在向当前价格波动较大时，实际比名义库存更可靠，因此我们首选实际库存增速划分，辅以库销比和绝对水平来判断周期。在补库和去库周期，可以进一步叠加需求拆分主动和被动两个子阶段，其经济与资产含义明显不同。

美国一个“完整”的库存周期平均时长约为3年（主动补库、被动补库、主动去库、被动去库四个阶段）。本轮周期始于2020年8月主动补库，已经持续39个月，目前所处的去库阶段始自2022年9月，持续13个月，历史平均13个月。相比之下，中国库存周期受产业政策和结构影响并不完全按上述四个阶段演变，且持续时间更长（平均四年）。对比中美，美国的消费和渠道商库存与中国的工业品库存更多为互补关系，而制造商库存则与中国更多为同向甚至同质。

影响因素上，库存短期会受供给和价格变化驱动，但长期与最终还是需求

的结果，因此可以综合从库存本身（增速、库销比、绝对水平等）、价格变化（PPI及CPI）、需求（PMI新订单、销售）来判断库存未来走向，例如美国制造业PMI新订单低点平均领先美国制造业名义库存增速10个月，中国制造业PMI新订单领先中国工业产成品名义库存增速7个月。

**美国库存周期：去库或持续至明年二季度，但各环节差异很大，也存在“滚动”特征；零售较快，渠道仍高**

美国本轮库存周期始于2020年8月并于2022年9月进入当前的去库阶段，已持续13个月，历史平均13个月。但与历轮周期不同，本轮的一个典型特征是各环节错位很大，不同环节甚至不同品类（如汽车与其他消费品）存在“滚动”特征，可能完全不处于同一个阶段，要充分考虑这一差异。例如，消费与渠道在疫后强劲需求下一度缺货但很快补充并走向过剩，制造商库存因生产阻断一直偏低，严格意义上并没有明显补库，因此去年以来面临的去库压力也没有消费和渠道大。具体看，相对历史分位数：**1）制造商**中饮料烟草、印刷、皮革等已处历史低位，但机械、化学品等依然偏高；**2）批发商**中机械、石油、汽车库存增速依然较高，但家具、农产品、纸制品、电脑外设已处于低位。**3）零售商**，汽车之前消耗太多故目前还在补库，但地产周期相关的家具/家电/电子/家电、建筑材料/花园用品、百货商场都已偏低。

我们测算美国整体去库周期或持续到明年二季度中，剔除汽车后的零售商库存增速今年7月附近已经开始收窄，批发商预计到明年一季度末，制造商或到二季度末。但需求修复的顺序可能反过来，先回落的地产和投资后续可能会领先还未完全回落的消费率先修复。从资产含义看，主动去库阶段，黄金、纳斯达克及债券表现最好，工业金属和原油最差；向被动去库过渡，后原油和股票领先，避险资产落后。

**中国库存周期：或处于去库尾声但也可能持续低位徘徊，除非需求大举发力**

中国本轮库存周期始于2021年6月，2022年11月进入主动去库，已持续11个月（历史平均14个月）。近期，库存有一定见底迹象，体现为库存增速转正，

PPI也不再进一步下行。

目前可以得出的结论是，当前中国工业品库存处于底部，但能否就此开启一轮上行周期还需要观察，主要基于三个考虑：一是扣除价格后的实际库存并没有那么低，8月实际库存同比增速为5.4%，1996年以来28%分位数；二是库销比仍高于此前三轮主动去库阶段的平均水平，8月库销比0.54，仍高于2014/2016/2019年主动去库阶段0.52的均值；三是需求的来源对于后续补库持续更为重要，目前来看最重要的信用扩张抓手（财政和一线地产）力度有待提振，信贷等领先指标改善持续性也待观察（《[中美周期当前所处位置](#)》）。换言之，库存和价格可以不进一步下行，但也可能长期在低位徘徊，例如类似于2012~2016年PPI同比持续54个月为负。

当然，这其中不缺乏结构性机会。我们构建的库存景气度指标发现（兼顾库存与需求位置与方向），**交运设备、专用设备、化纤制造、医药制造、烟草制品、仪器仪表、家具制造**库存景气度较高，即库存低、需求强。

**中美库存周期的错位与共振：构建广义库存周期的四个阶段，美国消费vs. 中国制造**

从中美库存周期的宏观联系看，**1）美国消费需求强劲**，可以带动中国制造业补库，这也是疫情后美国地产和耐用消费品拉动中国家电、家具、电子产品库存的情形；**2）美国消费需求转弱**，这也是我们预计接下来可能的情形，那么中国库存改善则更多需要依赖内需；**3）美国制造业库存回升**，从本轮美国经济“滚动式”放缓特征看，也是未来更可能率先修复的部门（《[美国经济为何迟迟没“衰退”？](#)》），但这对中国库存拉动可能更多是局部的。

从这个角度，我们可以构建广义中美库存周期，即将美国的消费与渠道库存视作“需求”，将中国的制造库存视作“供给”，划分四个阶段：共振补库（中国内需和外需都强，如2008年金融危机后与疫情后）、共振去库（中国内需和外需都弱，如2008年金融危机、2014~2016年、去年四季度至今）、中国补库+美国去库（中国内需强、但外需弱，如2011年）、中国去库+美国补库（中国内需弱但外需强，如2012年）。复盘历史经验，中美共振补库时，中国利率上行，

股票和商品提前反弹；其他周期都多为结构行情，商品疲软。

前景展望与资产启示：中国或为“U”型路径，非全局性补库，关注结构性机会（库存极低或外需结构需求）

当前中国实际库存可能并不算低，来自美国补库存的外需拉动可能要到明年一二季度，因此中国库存的回补更多需要看内需发力的强度和时点，而这依然依赖“对症”政策的出台，主要观察财政发力程度和一线地产政策放松空间，作为信用周期开启的手段（最新的9月企业中长期贷款增速延续下行）。

结合目前宏观环境和政策路径，我们预计本轮中国库存和增长修复路径有可能更多是“U”型，这也就意味着全局的补库和价格上涨可能性不大，可以更多聚焦结构性较低库存带来的价格弹性，如化纤制造、通用设备、电子通信、纺织制造、皮革制鞋、家具制造等；或者美国结构性需求拉动，如芯片法案投资拉动的上游原材料和工程机械出口，以及一些美国极低库存下后续需求的修复，如家具/家电/电子/家电、建筑材料/花园用品、百货商场等。

---

以上观点来自：2023年10月17日中金公司研究部已发布的《中美库存周期的错位与共振》

刘刚 分析员 SAC 执证编号：S0080512030003 SFC CE Ref: AVH867

李赫民 分析员 SAC 执证编号：S0080522070008 SFC CE Ref: BQG067

## 专题聚焦

### 推动共建“一带一路”高质量发展

2023年10月17日至18日，第三届“一带一路”国际合作高峰论坛在北京举行，主题为“高质量共建‘一带一路’”，这是“一带一路”框架下最高规格的国际活动。据官方统计，截至2023年，“一带一路”共建国家152个，大多数为发展中国家，覆盖全球近一半的总人口和约1/4的GDP。2013年“一带一路”倡议首次提出，至今已有十年时间，“一带一路”建设经历了由“大写意”到“工笔画”的演变，越来越重视投入效益、供给质量、发展可持续，在绿色基建、绿色能源、绿色交通、绿色金融等领域的合作进一步深化。从“一带一路”的“五通”（政策沟通、设施联通、贸易畅通、资金融通、民心相通）合作模式来看：

**政策沟通：**沟通机制是政策协同的基础，“一带一路”国际合作高峰论坛也是各国进行政策沟通的长效机制。据官方统计截至2023年6月底，中国与五大洲的152个国家、32个国际组织签署了200多份共建“一带一路”合作文件。

**设施联通：**实现经济贸易互联互通需要基础设施投资先行，这是“一带一路”倡议的鲜明特点之一。2021年中国“一带一路”承包工程新签合同额1340.4亿美元，占全国对外承包工程新签合同总额的52%，2015年至2021年CAGR为6.4%。2021年中国对带路国家直接投资额为241.5亿美元，占全国对外投资流量总额14%，2013年至2021年CAGR为8.4%。区域方面，亚洲、非洲是主要区域。行业上，交通、建筑、电力为主要领域。今年设施联通继续加快推进，例如2023年前7个月，中欧班列累计开行1.02万列、发送货物110.4万标箱，同比分别增长13%、27%；2023年10月雅万高铁正式启用，是印尼和东南亚第一条高速铁路，也是中国高铁首次全系统、全要素、全产业链在海外落地。

**贸易畅通：**中国对带路国家整体存在贸易顺差。2013~2021年，中国对带路国家出口金额由0.79万亿美元上升至1.34万亿美元，占总体出口的比重由36%上升至40%；自带路国家进口金额由0.84万亿美元上升至1.21万亿美元，占总体进口的比重由43%上升至45%。进出口商品结构显示，中国与带路国家贸易

存在较强的互补性，带路国家经济发展很大程度上依赖能源，向中国出口原料和中间品，中国拥有完备的制造业产业链，向带路国家出口资本品、运输设备和消费品。中国资源品相对稀缺，在煤炭、石油石化、有色金属等领域对“一带一路”国家存在依赖，与带路国家合作有利于进一步巩固中国的能源安全。从2023年的情况看，部分发达国家需求整体有所放缓，制造业PMI连续位于荣枯线以下，对我国出口带来一定压力，上半年中国进出口金额累计同比下滑4.9%，但同期中国对“一带一路”沿线国家进出口同比增长9.8%，成为结构上的亮点。

**资金融通：**目前中国对带路国家的金融支持以政策性金融机构和国有银行为主要资金方、以银行贷款为主要融资形式，资金主要投向东南亚、中亚、非洲、拉丁美洲等地区的发展中国家，支持以资源、能源和基建类为主的项目。今年以来全球汇率波动较大，“一带一路”倡议有望为扩大人民币影响力提供契机，首先，从整体看，中国对带路国家具备贸易优势和互补性，有利于推进人民币的计价和结算功能；其次，中国资本账户已经实现一定程度的开放，有利于完善人民币的价值储藏功能。

对资本市场影响方面，中国此前曾举办两届“一带一路”国际合作高峰论坛，召开时间分别为2017年5月14日至15日、2019年4月25日至27日。从市场表现看，论坛召开之前约一个季度，“一带一路”主题通常会受到市场较高关注。行业层面，建筑材料、建筑装饰、国防军工等往往有相对表现。

从行业和主题层面看，三个方向有望受益于“一带一路”倡议：**第一，基础设施建设仍将是加强“一带一路”合作的基础。**带路国家有较多发展中国家，城镇化率有提升空间，推动基础设施建设有利于提升其经济增长潜力，为后续开展贸易等方面的合作打下基础。中国在带路国家的基建投资大多数集中于交通、能源电力及相关的工程建设领域，中国建筑、交通运输、机械、电力及公用事业、电力设备新能源、通信等行业内公司有望更多参与其中，基建投资有望提振钢铁、建材、基础化工等材料的需求。**第二，推动贸易畅通，中国公司借助“一带一路”倡议拓宽海外需求。**中国的纺织服装、家电、汽车等发展相对成熟的消费品有望借助“一带一路”倡议推动品牌和产品出海，进一步拓宽

外需。第三，从公司属性的角度看，目前参与“一带一路”的公司以国企为主，未来民企参与度有望提升。建设“一带一路”过程中，推动基础设施建设最为直接，参与传统基建的公司大多是国有企业。从中长期视角看，中国具备比较优势的新能源、数字经济等产业，也有望成为“一带一路”建设的重点合作领域，这些行业内民企数量较多，未来有望更多得参与。



---

以上观点来自：2023年10月17日中金公司研究部已发布的《推动共建“一带一路”高质量发展》

李瑾 分析员 SAC 执证编号：S0080520120005 SFC CE Ref: BTM851

李求索 分析员 SAC 执证编号：S0080513070004 SFC CE Ref: BDO991

## 专题聚焦

### 9月数据点评：旺季需求或成色不足

#### 能源：原油加工再提升，成品油表需扩张

据统计局数据，9月我国原油加工量录得1554.5万桶/天，续创历史新高，对应国内主营炼厂产能利用率在9月升至82.8%、独立炼厂产能利用率达到66.5%。供给侧来看，9月我国原油净进口及产量均呈环比小幅收缩，其中原油净进口1117.6万桶/天、环比-10.5%，原油产量412万桶/天、环比-0.2%，或显示原油库存有所去化。

需求方面，9月国内成品油表观消费达到1521万桶/天，同比增速受益于低基数而录得17%，环比小幅扩张3.6%。分油品来看，暑期结束后地区间人员流动降温，9月全国迁移指数环比-15.3%、国内航班执行量环比-9%，城市内部交通活跃度抬升，9月百城交通拥堵指数环比+4.7%。出行用油方面，我们预期航煤消费或将环比收缩，汽油消费相较有所支撑。9月我国规上工业增加值同比+4.5%、与上月持平，制造业PMI达到50.2%、重回景气区间，PMI生产分项延续超季节性改善，物流业景气指数达到53.5、新订单分项达到53.3，或对柴油需求形成支撑，沥青下游开工率也延续回收，隆众石化数据显示9月我国道路改性沥青开工率环比+6.79pct至33.8%。PX和乙烯产量延续扩张，或也对石脑油的需求形成提振。相较之下，油品出口需求有所回落，9月我国成品油净出口约33.4万桶/天、环比-45%。

国内天然气市场如期于9月步入需求淡季，表观消费录得320亿立方米左右，环比-3.5%；天然气进口录得141亿立方米左右，环比-6.6%。据路透船期数据，9月我国LNG进口约74.3亿立方米，环比-11.6%。环比减量中约半数源于澳大利亚LNG到港减少，8月末以来澳洲LNG工厂罢工扰动不断，9月澳大利亚LNG出口约86.4亿立方米，环比减少约4.9%。往前看，随着取暖旺季将至，我们提示澳洲LNG供应风险或仍是全球天然气市场的重要不确定性因素。

煤炭方面，9月原煤产量39298万吨，同比增长0.4%，日均原煤产量1309.9万吨，较8月回升了77.1万吨。3Q23原煤产量同比增长了3%。9月煤及褐煤进口4214万吨，同比增长了27.5%，3Q23进口同比增长了73.1%。8月底以来煤矿安监压力增大，不过从统计局的原煤产量来看，受到的影响较为有限，9月日均

原煤产量回升至1300万吨的水平，是今年的次高。9月煤及褐煤进口动能依然强劲，国内煤价带动印尼价格上涨，但从比价来看进口煤依然有性价比优势。需求方面，9月建材、化工等非电需求环比增长较快，用电量虽属季节性淡季但同比也有一定韧性。不过下半年以来水电发电量的恢复较快，9月水力发电量同比大涨了39.2%。火电侧总体承担的压力比较小，9月发电量同比增2.3%。展望今年4季度，考虑到电厂和港口的高库存，我们预计煤价继续上行的持续性或比较有限。

### 黑色金属：负反馈压力显现

2023年9月粗钢产量录得8211万吨，同比下降5.6%，较前月增速下滑8.8个百分点。日均产量274万吨，环比下降5.04万吨。前三季度粗钢产量7.95亿吨，同比增长1.7%。9月份生铁产量7154万吨，同比下降3.3%，较前月增速下滑8.1个百分点，3Q23同比增长了2.8%。9月份钢材出口806.3万吨，同比增长61.8%，3Q23同比增长了31.8%。我们测算的9月钢材表观消费量同比小幅下滑了10.9%。原材料方面，9月铁矿石进口1.01亿吨，同比增长1.5%，3Q23同比增长了6.7%。9月焦炭产量4144万吨，同比增长了3.6%，3Q23同比增长了2.6%。

9月粗钢和生铁产量动能均有所放缓，同环比皆走弱。主因在于黑色系的负反馈压力逐步增大(《[需求负反馈压力正在显现](#)》)。一是钢厂盈利继续承压，Mysteel统计的全国高炉盈利比率已下滑至24.24%，是今年1月以来新低。高炉热卷与螺纹的即期利润也持续下滑。二是成材库存压力也在累积。钢材的总库存偏低主要是由螺纹产量和库存低导致的，其中有电炉开工率低的因素。而主要由高炉生产的热卷、中厚板等品种的库存增长较快。同时，钢坯库存也大幅累积。利润和库存对产量造成不小的压力。

需求侧，9月下游需求出现了一定边际回暖的迹象。制造业PMI回升至扩张区间，环比看，9月份规模以上工业增加值比上月增长0.36%。地产供给侧也出现了一些较为积极的信号，据[中金地产组](#)，9月开工或因土拍节奏原因阶段性改善，施工面积降幅也有一定收窄。

### 有色金属：供给释放顺利，需求旺季不及预期

**铜：供应创下新高。**供给方面，根据SMM统计，9月电解铜产量为101.2万吨，环比增加2.3%，同比增加11.3%，创5年以来新高。步入10月，据SMM统

计将有3家冶炼厂开启检修，且多数冶炼厂由于国庆假期负荷有所降低，月内电解铜产量或有小幅回落，但仍将处于同期高位。海关总署数据显示，9月进口铜精矿及矿砂224.1万吨，同比下降1.4%；进口未锻轧铜及铜材48.0万吨，同比下降5.8%。矿端供应方面保持稳定，SMM月度进口铜精矿指数维持在93.40美元/吨的高位。下游需求步入旺季，整体有小幅上升，但内部分化明显。铜材行业整体开工率为75.02%，环比上升3.56个百分点，同比上升0.86个百分点。据SMM调研，受益于汽车行业订单增量，9月铜板带需求维持高位，开工率环比上升0.67个百分点至77.30%。而由于空调旺季告一段落，铜管开工率显著下滑2.86个百分点至66.50%。库存方面，截至10月17日，LME持续累库至18万吨，国内节后库存亦回升11.4万吨，抬头趋势明显。

**铝：金九银十氛围不彰，库存有所抬头。**根据SMM统计，9月国内电解铝运行产能受部分产能转换项目投产的带动，小幅上升至4294万吨，月内电解铝产量达352.3万吨，同比增长5.5%，均处于历史高位。下游需求来看，金九银十的旺季特征并不显著。月内铝下游加工龙头企业开工率小幅走弱至63.3%，主要受再生铝板块生产节奏放缓影响。海外需求仍未见起色，铝材出口进一步下降。根据海关总署数据，9月国内未锻轧铝及铝材出口47.1万吨，同比下降5.0%，环比下降3.8%。截至10月16日，国内社会库存回升至63.6万吨，双节的超预期累库使得节后市场承压。

**农产品：谷物板块修复程度或不及预期，生猪价格短期弱勢期待旺季到来**

**玉米：美玉米单产持续下调，但对基本面影响有限。**10月USDA供需平衡表发布，美国新季玉米单产预测环比继续下调，由上月的173.8蒲式耳/英亩下调至173.0英亩/蒲式耳，带动美玉米新季预测值环比下降0.46%。但受益于南美及欧盟的丰产预期，全球玉米产量由10月预测的12.143亿吨小幅上调至12.145亿吨，全球玉米消费预测出现小幅上调，由上月的11.998亿吨上调至12.002亿吨，期末库存环比或小幅下降0.51%至3.12亿吨。国内方面，10月农业农村部将2023/24年度玉米单产由上月的6495公斤/公顷上调至6570公斤/公顷。由于全国大部分主产区天气好于常年，东北地区初霜偏晚，热量条件较好，有利于玉米成熟、收获，因此单产超出此前预期，带动总产量预计上涨至28823万吨，较上年度增产1103万吨。

**大豆：供需平衡表较脆弱，维持谨慎看空。**USDA10月供需报告发布，继续下调新季美豆单产与产量预期，单产下降至49.6蒲式耳/英亩，低于9月预测的50.1蒲式耳/英亩；大豆产量预估调低至41.04亿蒲式耳，低于上月预测的41.46亿蒲式耳，同比上一年度减少近4%。需求方面，压榨量上调1000万蒲式耳至23亿蒲式耳，出口预期下调3500万蒲至17.55亿蒲式耳，从而抵消了本次产量的下调，新季美豆期末库存维持2.2亿蒲未变，这也限制了价格上行幅度。国内方面，农业农村部10月供需报告对2023/24年度的供需数据不作调整，国产大豆即将进入集中收获和上市高峰期，随着天气转好，新豆上市节奏或将有所加快。

**生猪：短期产能或去化加速，关注基本面变化。**9月外三元生猪出场均价为16.37元/千克，较上月均价下跌4.47%。各地生猪价格也出现了不同程度下跌，具体来看，辽宁、河南、四川、湖南、广东外三元生猪9月平均出场价分别为16.23/千克、16.4元/千克、16.35元/千克、16.51元/千克、17.15元/千克，环比分别变化-3.88%、-3.64%、-2.93%、-4.15%与-5.77%。

**棕榈油：短期库存仍在累积，价格弱势震荡。**据MPOB数据，马棕库存9月末增加9.6%至231.4万吨，但低于市场预期（路透预期为238万吨、彭博预期为241万吨），马棕9月产量182.94万吨，较前月增产4.33%，但同样低于186万吨的市场预估值。出口方面，9月数据环比减2.10%至119.61万吨，大幅低于市场预期的132万吨，由于产量和库存低于市场预期，报告总体影响中性偏多。

---

以上观点来自：2023年10月18日中金公司研究部已发布的《9月数据点评：旺季需求或成色不足》

郭朝辉 分析员 SAC 执证编号：S0080513070006 SFC CE Ref: BBU524

王灸鹿 分析员 SAC 执证编号：S0080523030003

董雾旋 分析员 SAC 执证编号：S0080523090001

陈雷 联系人 SAC 执证编号：S0080122030114

李林惠 联系人 SAC 执证编号：S0080122070072

庞雨辰 联系人 SAC 执证编号：S0080122080153

赵烜 联系人 SAC 执证编号：S0080123080030

## 附：一周主要研报回顾

### 宏观

- 2023.10.16 中国图说中国宏观周报：明年财政有望前置发力
- 2023.10.18 联合解读：9月月度数据与资产配置点评
- 2023.10.18 中国宏观热点速评：好于预期，但仍待进一步修复——2023年9月经济数据点评
- 2023.10.19 联合解读：9月月度数据与资产配置

### 策略及大宗商品

- 2023.10.17 主题策略：推动共建“一带一路”高质量发展
- 2023.10.17 海外策略：中美库存周期的错位与共振
- 2023.10.18 大宗商品：能源：动力煤：高库存抑制煤价上行动能
- 2023.10.18 大宗商品：9月数据点评：旺季需求或成色不足
- 2023.10.21 全球资金流向监测：北向流出扩大，南向流入趋缓

### 固定收益

- 2023.10.16 信用分析周报：中国信用债评级调整周报
- 2023.10.16 中资美元债周报：美债利率下行，投资级表现较好
- 2023.10.16 招投标备忘录：国开债23年第7、8、11期增发——利率债招标分析
- 2023.10.17 招投标备忘录：付息国债23年第19、20期续发，农发债23年第20期新发、第21期增发——利率债招标分析
- 2023.10.18 简评：补库存推动经济回升，地产仍是拖累因素——9月经济数据分析
- 2023.10.18 信用分析周报：中国短期融资券及中期票据信用分析周报
- 2023.10.18 招投标备忘录：国开债21年第18期增发，23年第6、14、15期增发——利率债招标分析
- 2023.10.19 信用分析周报：中国公司债及企业债信用分析周报
- 2023.10.19 招投标备忘录：贴现国债23年第64、65新发——利率债招标分析
- 2023.10.20 中国可转债策略周报：溢价耗散后机会的重现
- 2023.10.21 信用债收益率跟踪周报：9月托管数据：广义基金信用债减持规模创年内新高

### 行业

- 2023.10.16 保险：经营策略差异致停售后NBV增速分化，雨水灾害拖累财险承保盈利
- 2023.10.16 科技硬件：全球观察-大立光：手机产业链底部信号明确，静待光学创新拐点

- 2023.10.16 REITs: 公募REITs周报(10.9-10.13): 市场再次回落, 保险与银行入局公募REITs发行端
- 2023.10.16 传媒互联网: 数据月报: 9月内容热度环比回落, 传媒板块震荡下跌
- 2023.10.16 传媒互联网: 线上平台月报: 暑期后时长自然回落
- 2023.10.16 可选消费: 美妆医美月报: 9月淡季美妆大盘表现平稳, 品牌蓄水双十一大促
- 2023.10.17 银行: 理财公募基金配置2Q23追踪: 求同存异, 合作共赢
- 2023.10.17 汽车及零部件: 智驾先锋系列一: “重感知, 轻地图”城市NOA全面落地的助推器
- 2023.10.17 不动产与空间服务: 周评#361: 上周新房销售同比跌幅收窄
- 2023.10.17 传媒互联网: OTA和网约车月报: 出行需求季节性波动
- 2023.10.17 基础材料: 海外纸浆产业链跟踪: 下游需求回暖带动浆价上行, 但空间有限
- 2023.10.18 农业: 转基因品种初审名单落地, 科技升维、行业扩容、格局优化
- 2023.10.18 博彩及奢侈品: 基本面稳步复苏中
- 2023.10.18 房地产: 9月销售略改善、投资仍弱, 待政策再发力
- 2023.10.18 可选消费: 9月社零同比+5.5%, 看好消费持续回暖趋势
- 2023.10.18 基础材料: 9月: 水泥量价回升, 玻璃旺季需求未缺席
- 2023.10.18 半导体: 全球观察-ASML: 3Q23中国大陆占设备收入46%, 维持全年同比增长30%指引不变
- 2023.10.18 传媒互联网: 9月电商数据: 增速放缓, 渗透率稳中略降
- 2023.10.19 建筑与工程: 9月基建投资加速上行、中标降幅边际收窄
- 2023.10.19 传媒互联网: 全球观察-Netflix: 精细化经营及降本增效双轨并行, 推动经营效率持续改善
- 2023.10.19 汽车及零部件: 华为汽车#1: 产品周期全面开启, 掘金产业链价值
- 2023.10.19 化工: PPI逐步回升, 成本压力较大
- 2023.10.19 家电及相关: 空调出口支撑大盘, 前期零售影响内销出货
- 2023.10.19 钢铁: 9月数据点评: 旺季供需边际改善, 制造业强于建筑业
- 2023.10.19 传媒互联网: 小游戏: 浪潮迭起, 掘金增量空间
- 2023.10.19 半导体: 全球观察-台积电: 3Q233nm首季度量产, 高性能计算、智能手机驱动营收迎来拐点
- 2023.10.20 煤炭: 9月点评: 供给增速放缓, 需求拐点来临
- 2023.10.20 可选消费: 数说消费10月刊: 四季度消费仍可期
- 2023.10.20 博彩及奢侈品: 9月瑞士表全球出口额同比增长4%
- 2023.10.20 化工: AI新材料系列: 氟化液迎来发展机遇
- 2023.10.21 公用事业: 9月逆变器出口金额降幅收窄, 欧洲区域表现分化

## **法律声明**

本文章由中金研究院基于公开信息及/或中国国际金融股份有限公司已发布的研究报告（以下简称“研究报告”）制作而成。中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下合称“中金公司”）对这些信息及观点的真实性、准确性、时效性及完整性不作任何保证。

本文章仅摘编研究报告的部分观点，贵方如使用本文章所载观点，有可能会因缺乏对完整报告的了解或缺乏相关的解读而对其中的信息、观点、判断等内容产生理解上的歧义。贵方如使用本文章，须寻求专业顾问的指导及解读。

本文章中的信息、意见等均仅供贵方参考之用，其中的信息或观点不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见在任何时候均不构成对任何人的具有针对性的、指导具体投资的操作意见。贵方应当对本文章中的信息和意见进行评估，根据自身情况自主做出决策并自行承担风险。对依据或者使用本文章所造成的任何后果及风险，中金公司及/或其关联人员均不承担任何责任。

本文章所载意见、评估及预测为研究报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司研究部可能会发出与本文章所载意见、评估及预测不一致的研究报告。中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本文章意见不一致的市场评论和/或观点。

本文章不构成任何合同或承诺的基础，中金公司不因任何单纯接收、阅读本文章的行为而将接收人视为中金公司的客户。

本文章的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、转载、翻版、复制、刊登、发表、修改、仿制或引用。

---

**如有进一步需求，请联系：**

赵 扬 yang.zhao@cicc.com.cn

薛皓月 haoyue.xue@cicc.com.cn

伍曼玮 manwei.wu@cicc.com.cn