



官方微信



官方APP

2023年7月第1周核心策略推荐:

复苏节奏虽缓、但大势明确，低估值多头组合“胜率-赔率”特征仍最优

上海 2023.7.2

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:

□ 6月PMI指数边际改善, 5月库存周期指标指向国内库存已由主动去库转向被动去库, 经济下行斜率最陡峭的阶段或已经过去, 不过考虑到国内需求不足问题依然存在, 以及下半年高基数对于各经济指标的负面影响, 国内稳增长政策加码的大方向较为明确, 央行降息、6月两次重要国常会均给出较为积极的政策信号。

□ 微观盘面信号亦反映了市场对政策加码的期待和对“弱现实”的担忧, 本轮反弹以供给端驱动明确(如农产品)、或者前期深跌后估值偏低的品种为主(如黑色金属等), 且多以减仓为主。基于前文分析, 经济下行斜率最陡的阶段过去, 但需求不足问题依然存在, 政策加码方向明确, 但强度未知, 低估值多头组合“胜率-赔率”特征仍最优。

□ 中观面驱动因素要点:

期货策略:

(1) 国债(买入TS2309卖出T2309, 组合, 持有): 在降息后, 货币政策或进入空窗期, 资金面波动将有所放大。在政治局会议前, 市场对政策加码预期难以消退, 将加大利率走势的不确定性。而从估值和驱动的角度来看, 目前短端多头策略仍要优于长端多头策略, 因此跨品种价差仍有修复空间。

(2) 股指(买入IF2309, 单边, 持有): “强政策”将持续加码兑现, 叠加内生经济周期将逐步触及上行拐点, 盈利端乐观预期仍将强化; 相关负面因素消化、风险偏好将有抬升, 亦利于估值再度扩张; “资产荒”背景下, A股良好的“收益-风险”特征, 将维持和提升其大类资产配置价值; 虽有阶段性利空扰动、但持续性有限, 中长线资金大规模入场仍值得期待; 考虑不同阶段国内经济复苏的信号强弱, 成长、价值两大风格均有机会, 故仍宜选择均衡性、兼容性最高的沪深300指数作为多头标的。

核心摘要 (2) : 市场展望

□ 中观面驱动因素要点:

期货策略:

(3) 沪胶 (买入RU2309, 单边, 持有): 乘用车零售延续复苏势头, 政策施力有望继续加码, 终端市场相对积极, 需求传导效率亦偏向乐观, 而天胶原料生产受夏季厄尔尼诺事件影响存在减产预期, 供减需增推动价格中枢上移。

(4) 沪铝 (买入AL2308, 单边, 移仓): 云南地区电力管控放开, 但由于当地丰水期时间偏短, 且电解铝复产成本偏高, 因此企业复产意愿一般。在供给受限的情况下, 成本端传导效率不佳。而需求方面, 终端需求存潜在利多, 叠加库存仍处低位, 沪铝多头性价比较优。

(5) PVC (买入V2309, 单边, 持有): 生产利润极低, 主动减产助力上中游库存持续下降。下游开工率止跌回升, 8月需求旺季即将来临。看涨期权成交量达到看跌4倍, 极端看涨情绪出现。PVC反弹空间超过400元/吨, 多单继续持有。

(6) 铁矿 (买入I2309, 单边, 新增): 宏观政策加码方向明确, 铁水产量高位续增, 铁矿多单继续持有。

(7) 纯碱 (买入SA405, 单边, 持有): 淡季装置检修阶段性对冲新装置投产影响, 远月低位多单耐心持有。

(8) 棉花 (买入CF309, 单边, 持有): 面积、单产预期同时下降, 国内棉花供应端减产格局确定, 棉花前多持有。

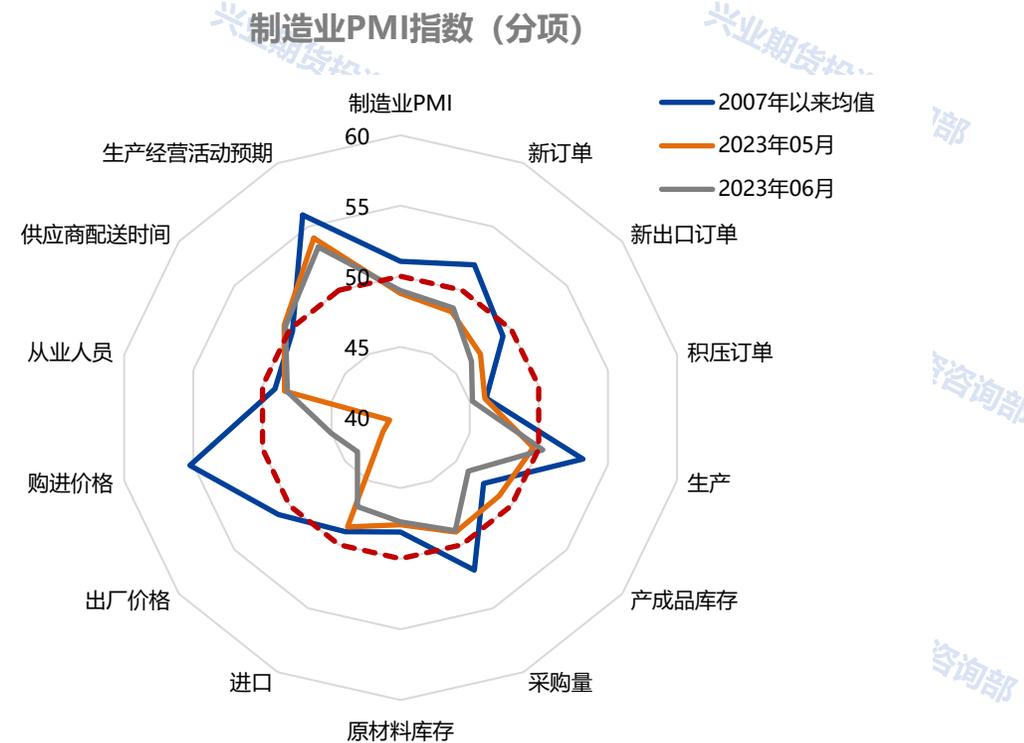
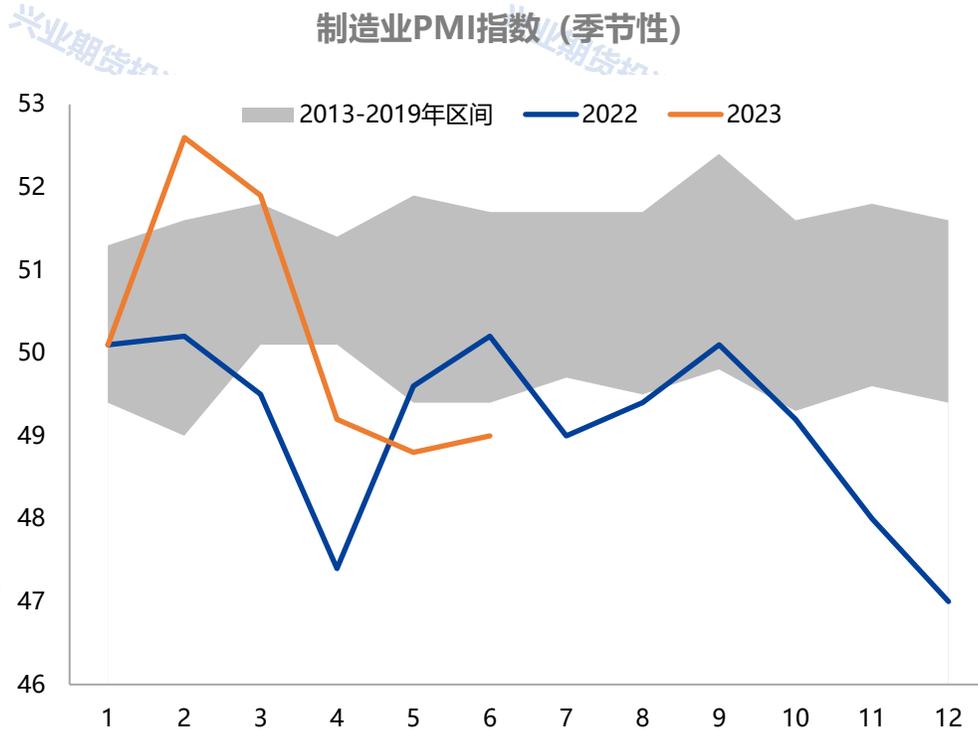
宏观

MACRO

01

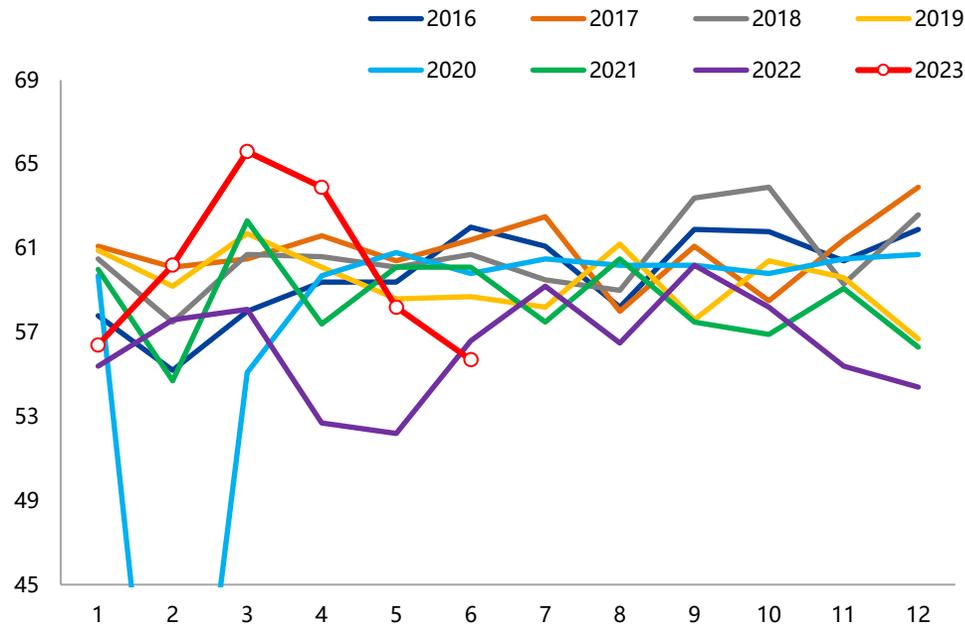
国内：经济下行斜率最陡阶段过去，政策聚焦恢复和扩大消费

6月制造业PMI指数录得49，环比上月提高0.2个百分点，但已连续3个月位于荣枯分界线以下，指向经济景气度仍低。分结构看，供需均改善，需求却仍处在收缩区间；进出口订单连续三个月加快收缩；价格指数反弹，库存加速去化，去库周期进行到中后阶段，预计三季度库存周期见底；大中企业景气回升，小企业景气、从业人员指数均回落。

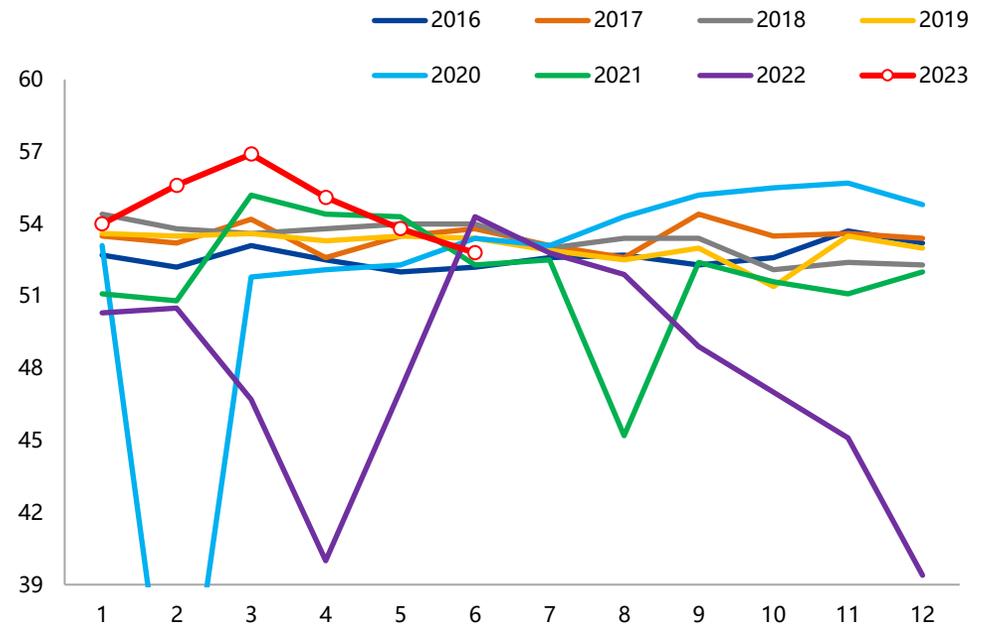


- 5月非制造业PMI指数录得53.2%，前值54.5%，其中建筑业PMI指数录得55.7%，前值58.2%，服务业PMI指数录得52.8%，前值53.8%。
- 分行业看，航空运输、邮政快递、电信广播电视及卫星传输服务、货币金融服务、保险等行业商务活动指数位于60.0%及以上高位景气区间；批发、房地产、居民服务等行业商务活动指数低于临界点，其中建筑业新订单指数继续回落，考虑到后续进入高温多雨季节，建筑业活动的开展可能会受影响，建筑施工大概率将进入传统淡季，后续建筑业景气度可能仍有下行压力。
- 本月PMI指数虽然仍处于收缩区间，但制造业及部分分项指标边际上有所回升，经济下行压力最大的时候可能在逐渐过去。但考虑到后续基数走高，6月经济数据同比可能延续回落趋势，下半年整体经济压力仍大，“一批政策”可能正在陆上。

建筑业PMI指数

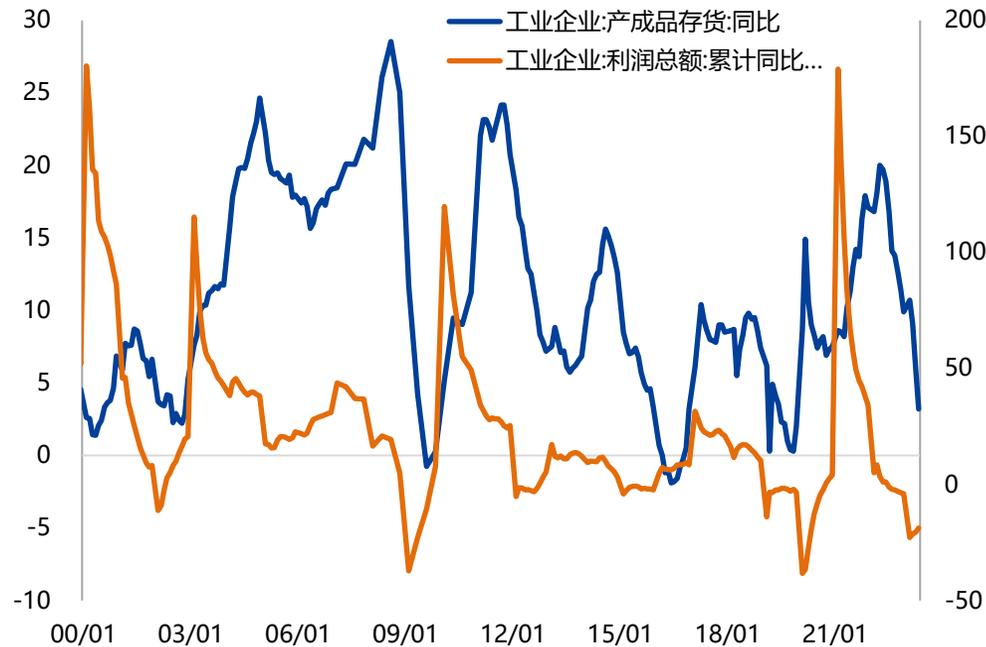


服务业PMI指数

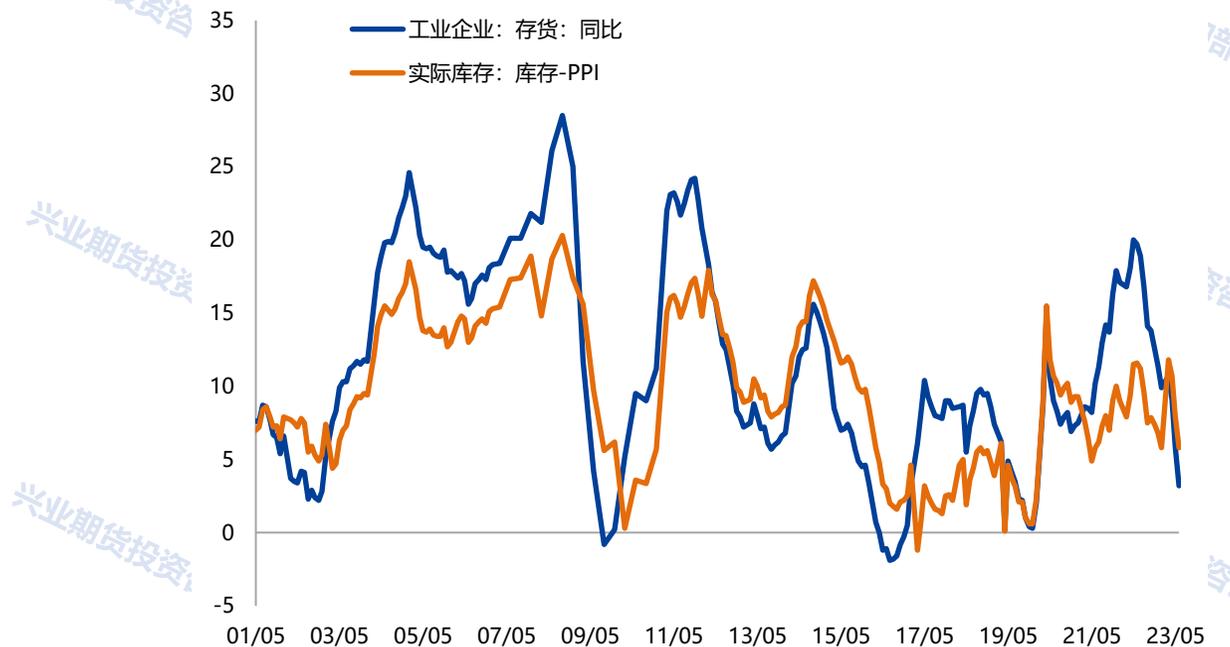


5月工业企业利润同比下跌18.9%，前值20.6%，连续第3个月跌幅收窄，工业企业产成品同比增长3.2%，增速持续放缓。从指标看国内工业企业库存周期已逐步由主动去库向被动去库过渡，不过考虑到去年低基数对于今年利润增速的影响，今年被动去库阶段的启动较为艰难，整个去库存周期已持续14个月。且从名义库存和实际库存来看，当前以降价为主，减产才刚刚启动。

库存周期由主动去库向被动去库过渡



工业企业产成品库存名义及实际增速



分环节看，上游的采矿行业及原材料加工制造业行业仍处于主动去库阶段，中游设备制造业、下游公共事业部门率先进入被动去库阶段，下游工业消费品制造业被动去库缓慢启动。分产业链看，地产链对库存周期依然形成拖累。

库存结构

日期	上游, 采矿业 剔除辅助业	上游 材料业	中游 设备制造	下游 消费品, 农业	下游 消费品, 工业	基建 电热燃气
占比	2.5%	25.6%	44.9%	11.4%	15.2%	0.4%
2023-05	8.2%	0.0%	4.2%	6.3%	3.0%	4.2%
2023-04	7.7%	3.8%	7.5%	7.2%	3.3%	7.0%
2023-03	12.7%	9.5%	9.9%	9.7%	4.7%	7.7%
2023-02	14.6%	14.2%	9.9%	11.8%	5.3%	19.4%
2022-12	18.1%	14.1%	9.2%	9.4%	4.9%	-0.1%
2022-11	15.8%	13.6%	11.4%	11.5%	7.1%	-0.6%
2022-10	14.6%	15.5%	13.0%	11.3%	7.8%	1.5%
2022-09	14.7%	19.5%	13.3%	10.8%	8.7%	-4.7%
2022-08	18.0%	18.8%	14.6%	9.0%	8.7%	4.9%
2022-07	17.9%	24.3%	16.1%	11.3%	10.8%	10.6%
2022-06	16.3%	26.6%	19.2%	10.4%	12.2%	15.2%
2022-05	12.9%	26.2%	21.1%	10.5%	13.0%	13.9%
2022-04	16.2%	27.6%	20.1%	10.5%	14.9%	16.3%
2022-03	8.8%	22.9%	19.7%	10.3%	13.1%	14.2%
2022-02	3.8%	18.0%	19.5%	11.9%	13.1%	10.1%
2021-12	7.2%	21.5%	19.2%	13.0%	9.4%	23.2%
2021-11	12.3%	22.4%	20.0%	12.6%	10.3%	22.5%
2021-10	7.4%	18.8%	18.7%	12.5%	9.8%	27.2%
2021-09	3.0%	14.0%	16.9%	12.2%	7.7%	24.4%
2021-08	-1.5%	14.2%	18.1%	13.8%	7.0%	16.8%
2021-07	-0.5%	11.7%	16.8%	13.2%	7.0%	19.7%
2021-06	0.0%	10.9%	14.4%	12.5%	5.2%	7.8%

利润结构

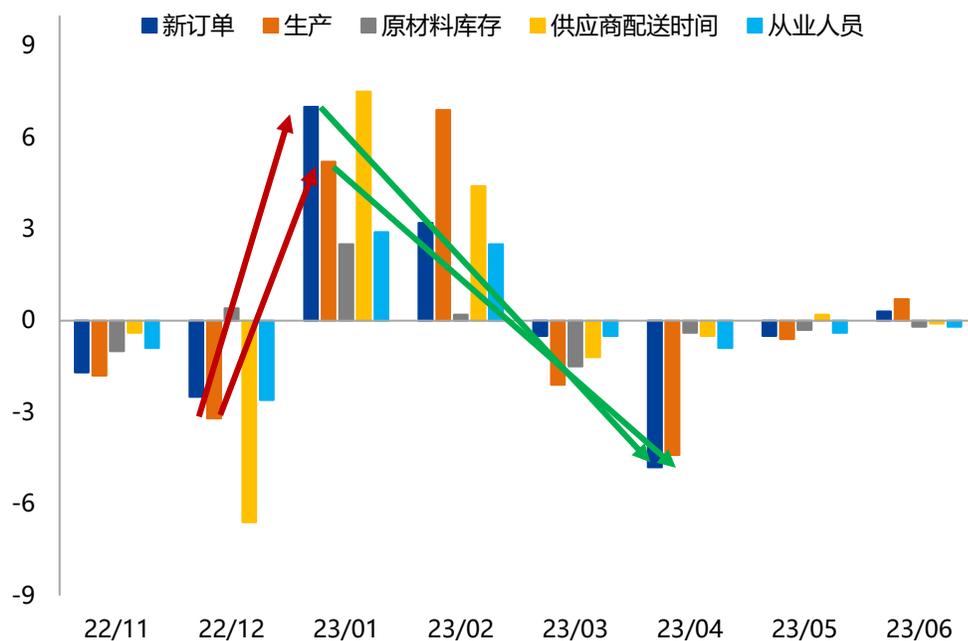
日期	上游, 采矿业 剔除辅助业	上游 材料业	中游 设备制造	下游 消费品, 农业	下游 消费品, 工业	基建 电热燃气
占比	18.5%	19.0%	34.3%	11.5%	11.5%	5.1%
2023-05	-16.1%	-56.9%	-1.6%	-4.7%	-16.2%	34.8%
2023-04	-12.3%	-59.1%	-7.3%	-4.0%	-19.2%	34.1%
2023-03	-5.8%	-61.0%	-17.6%	0.6%	-19.3%	33.2%
2023-02	-0.2%	-67.0%	-26.0%	-0.4%	-17.2%	38.6%
2022-12	48.0%	-34.8%	1.7%	5.9%	-19.8%	41.8%
2022-11	51.3%	-35.8%	3.3%	5.5%	-17.9%	26.1%
2022-10	60.3%	-34.9%	3.1%	5.9%	-18.6%	15.5%
2022-09	76.0%	-32.0%	0.6%	5.1%	-18.7%	4.9%
2022-08	88.1%	-28.5%	-2.1%	5.2%	-21.1%	-4.9%
2022-07	105.3%	-22.6%	-5.8%	3.6%	-20.6%	-12.5%
2022-06	119.7%	-14.8%	-7.9%	3.3%	-18.7%	-18.1%
2022-05	130.6%	-13.0%	-10.9%	1.1%	-15.6%	-24.7%
2022-04	145.1%	-7.2%	-11.5%	1.5%	-12.7%	-29.3%
2022-03	146.8%	-1.0%	-2.5%	1.6%	-8.0%	-30.3%
2022-02	129.4%	-0.5%	-5.8%	1.1%	-13.9%	-45.3%
2021-12	192.9%	71.7%	16.3%	5.4%	33.9%	-41.9%
2021-11	184.5%	90.9%	14.0%	6.1%	31.0%	-28.2%
2021-10	177.4%	105.9%	16.1%	6.4%	33.4%	-19.7%
2021-09	161.2%	115.3%	19.5%	8.8%	37.3%	-15.2%
2021-08	150.5%	131.1%	21.4%	12.3%	42.6%	-6.5%
2021-07	143.8%	153.3%	29.1%	15.9%	45.8%	5.4%
2021-06	133.1%	184.0%	39.5%	20.7%	48.7%	16.9%

上游普遍大幅降价减产，中游设备制造业、下游工业消费品制造业增产降价。总体看去库周期或将至少持续至3季度。

国民经济行业分类		工业增加值 (2年平均, 累计同比)			PPI (当月同比)			利润总额 (累计同比)			产成品库存 (累计同比)			库存周期	固定资产投资 完成额占比	库存增速分 位数	利润增速分 位数
		2023-04	2023-05	变化	2023-04	2023-05	变化	2023-04	2023-05	变化	2023-04	2023-05	变化				
上游采矿业	煤炭开采	7.8	6.8	-0.8	-9.3	-13.1	-3.8	-14.6	-18.7	-4.1	16.2	17.7	1.5	被动补库	0.7%	65.4%	26.9%
	油气开采	5.2	5.2	-0.1	-16.3	-19.1	-2.8	-6.0	-9.9	-3.9	-10.7	-12.0	-1.3	主动去库	0.6%	11.8%	29.0%
	黑色采矿	7.2	5.9	-1.6	-10.8	-14.5	-3.7	-42.8	-41.9	0.9	2.4	1.8	-0.6	被动去库	0.2%	29.4%	10.9%
	有色采矿	4.0	3.1	-1.4	2.7	1.2	-1.5	6.7	1.3	-5.4	-2.1	-3.3	-1.2	主动去库	0.2%	21.3%	38.4%
	非金属采矿	-1.6	-2.6	-1.1	3.0	2.1	-0.9	10.8	5.9	-4.9	2.1	2.6	0.5	被动补库	0.7%	15.6%	24.6%
上游原材料制造业	化学原料	5.5	5.3	-0.7	-9.9	-12.2	-2.3	-57.3	-52.4	4.9	8.2	6.1	-2.1	被动去库	3.9%	29.9%	2.8%
	化学纤维	1.7	2.3	1.2	-2.9	-4.3	-1.4	-65.0	-65.9	-0.9	-7.5	-10.3	-2.8	主动去库	0.3%	8.1%	4.3%
	建材	0.3	-0.7	-0.8	-5.6	-6.0	-0.4	-27.4	-25.9	1.5	9.5	8.0	-1.5	被动去库	3.9%	37.4%	4.7%
	钢铁	1.3	1.1	-0.5	-13.6	-16.8	-3.2	-99.4	-102.8	-3.4	-5.4	-11.2	-5.8	主动去库	1.5%	5.2%	1.9%
	有色金属	5.6	5.5	0.1	-8.6	-8.4	0.2	-55.1	-53.0	2.1	10.5	3.3	-7.2	被动去库	1.0%	24.6%	3.3%
	废旧资源	24.5	21.6	-3.8	-12.9	-14.9	-2.0	-62.5	-67.7	-5.2	37.9	27.9	-10.0	主动去库	0.6%	85.6%	0.8%
中游设备制造业	金属制品	1.7	1.0	-0.5	-3.9	-4.3	-0.4	-16.1	-13.9	2.2	-2.3	-4.0	-1.7	被动去库	2.1%	0.5%	3.8%
	通用设备	0.7	0.5	0.5	-0.1	-0.4	-0.3	20.7	23.4	2.7	3.5	2.1	-1.4	被动去库	2.8%	4.6%	63.3%
	专用设备	5.4	4.8	-0.5	-0.2	-0.4	-0.2	-7.4	-0.1	7.3	12.8	13.2	0.4	主动补库	3.6%	60.2%	17.5%
	汽车	3.2	4.3	2.4	-1.0	-1.1	-0.1	2.5	24.3	21.8	11.9	8.7	-3.2	被动去库	2.5%	53.6%	90.4%
	运输设备	4.8	4.6	-0.3	0.5	0.3	-0.2	47.2	35.5	-11.7	2.0	4.1	2.1	被动补库	0.6%	36.0%	88.8%
	电气机械	12.5	12.3	0.0	-0.5	-1.4	-0.9	30.1	29.2	-0.9	9.9	4.9	-5.0	主动去库	4.7%	20.9%	77.7%
	电子设备	5.2	4.8	0.1	-0.7	-1.7	-1.0	-53.2	-49.2	4.0	6.1	-0.4	-6.5	被动去库	5.3%	8.8%	4.0%
	仪器仪表	5.8	5.6	-0.6	2.0	1.7	-0.3	9.6	14.5	4.9	14.5	13.1	-1.4	被动去库	0.9%	59.2%	79.2%
	设备修理	15.8	14.6	-2.0	5.0	3.6	-1.4	235.7	238.8	3.1	20.9	24.7	3.8	主动补库	0.1%	79.2%	97.6%
下游消费品制造：农产品	农副食品	1.5	1.3	0.2	1.1	-0.5	-1.6	-36.3	-39.5	-3.2	7.8	6.2	-1.6	主动去库	2.3%	34.2%	0.5%
	食品制造	3.9	3.4	-0.7	-0.4	-0.9	-0.5	-2.6	-0.5	2.1	13.5	11.2	-2.3	被动去库	1.1%	57.3%	5.2%
	饮料	4.7	4.5	0.0	1.0	1.1	0.1	11.6	11.5	-0.1	3.3	7.4	4.1	被动补库	0.9%	40.0%	37.6%
	烟草	9.4	9.0	-0.8	0.5	0.5	0.0	6.7	5.9	-0.8	24.5	18.0	-6.5	主动去库	0.0%	73.5%	30.1%
	木制品	0.5	-0.5	-0.7	-0.9	-1.1	-0.2	-7.4	-5.4	2.0	9.5	7.8	-1.7	被动去库	0.9%	30.1%	9.2%
	家具	-5.5	-6.1	1.2	0.7	0.2	-0.5	-12.3	-7.4	4.9	-2.4	-1.7	0.7	主动补库	0.6%	1.9%	7.6%
下游消费品制造：工业品	造纸	-1.2	-1.1	0.1	-4.5	-5.6	-1.1	-51.6	-52.4	-0.8	3.4	0.2	-3.2	主动去库	0.6%	17.1%	0.9%
	纺织	-1.4	-1.7	0.2	-4.2	-4.3	-0.1	-30.2	-27.8	2.4	1.1	0.9	-0.2	被动去库	1.2%	11.4%	2.8%
	纺织服装	-1.5	-1.8	0.6	1.5	1.0	-0.5	-17.9	-8.2	9.7	-2.3	-3.6	-1.3	被动去库	0.7%	0.8%	12.8%
	皮毛制品	-4.1	-3.8	1.0	3.0	2.4	-0.6	-26.7	-10.6	16.1	3.1	3.4	0.3	主动补库	0.4%	24.8%	11.2%
	印刷	-0.5	-0.8	-0.2	-0.7	-0.3	0.4	-15.6	-16.8	-1.2	-5.6	-4.6	1.0	被动补库	0.3%	1.4%	2.8%
	文教体娱	-1.0	-2.1	-0.2	4.5	4.5	0.0	-6.7	-8.3	-1.6	8.0	4.9	-3.1	主动去库	0.4%	15.2%	11.2%
	橡塑制品	-0.8	-0.7	0.5	-3.8	-4.1	-0.3	1.4	3.3	1.9	0.9	0.1	-0.8	被动去库	1.5%	12.0%	26.4%
	医药制造	1.0	-1.2	0.3	-0.1	-0.2	-0.1	-23.8	-21.9	1.9	8.0	9.7	1.7	主动补库	1.6%	30.8%	4.3%

从PMI数据和库存周期相关指标看，经济下行斜率最陡的阶段已经过去，但需求不足的问题依然存在。无论是制造业PMI指数新订单分项数据连续3个月低于50，工业企业营收利润率大幅回落，还是工业企业产能利用率下行，均指向需求不足的现实。

PMI主要分项指标环比变化

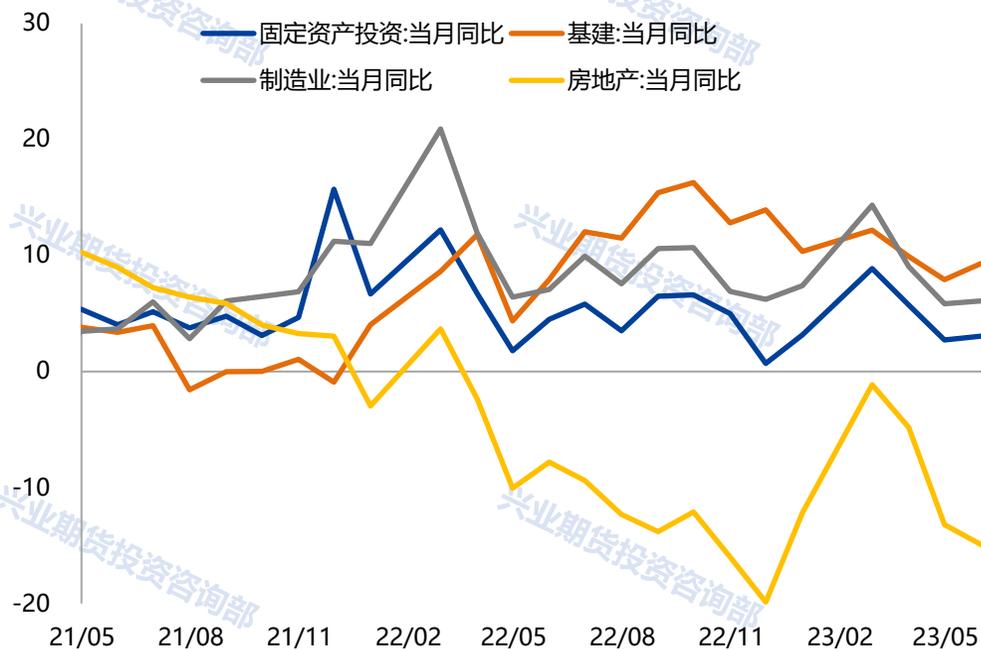


工业企业营收利润率和产能利用率

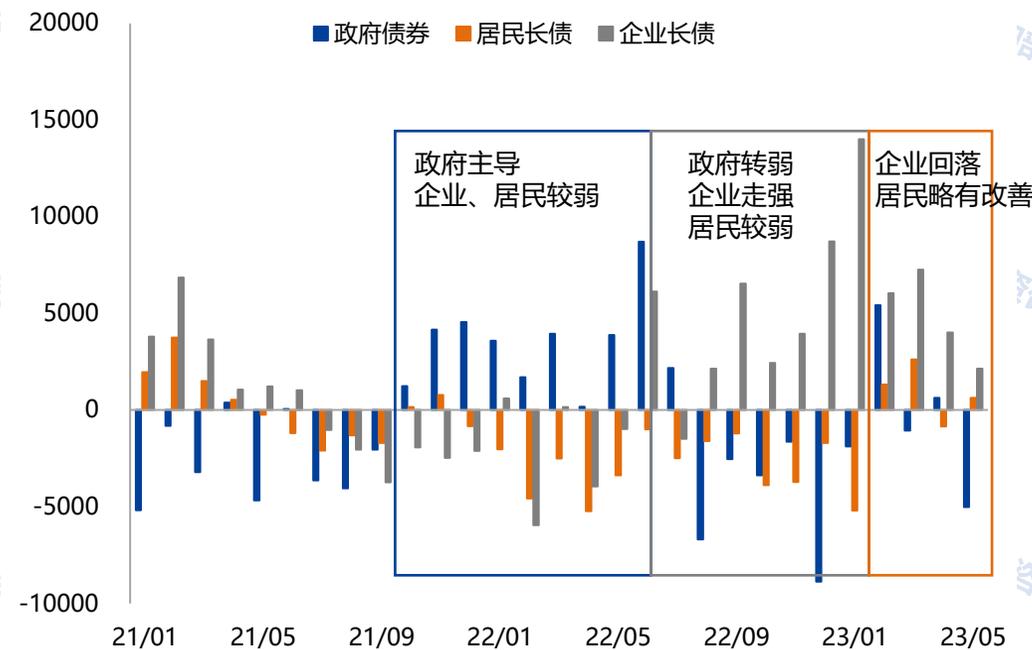


今年逆周期调节政策效果传导亦不顺畅。基建投资持续托底经济，但地产投资依然低迷，持续拖累经济增长。2021年三季度至2022年二季度政府债券融资连续高增，企业部门和居民部门跟进不足，尤其是今年以来，政府融资同比多增规模有限，企业部门长贷增量回落，居民部门仅略有改善，经济宽信用效果不及预期。同样也指向需求不足导致的经济内生修复动能的疲软。

固定资产投资当月同比（分类，2年复合增长）



主要社融分项同比变化



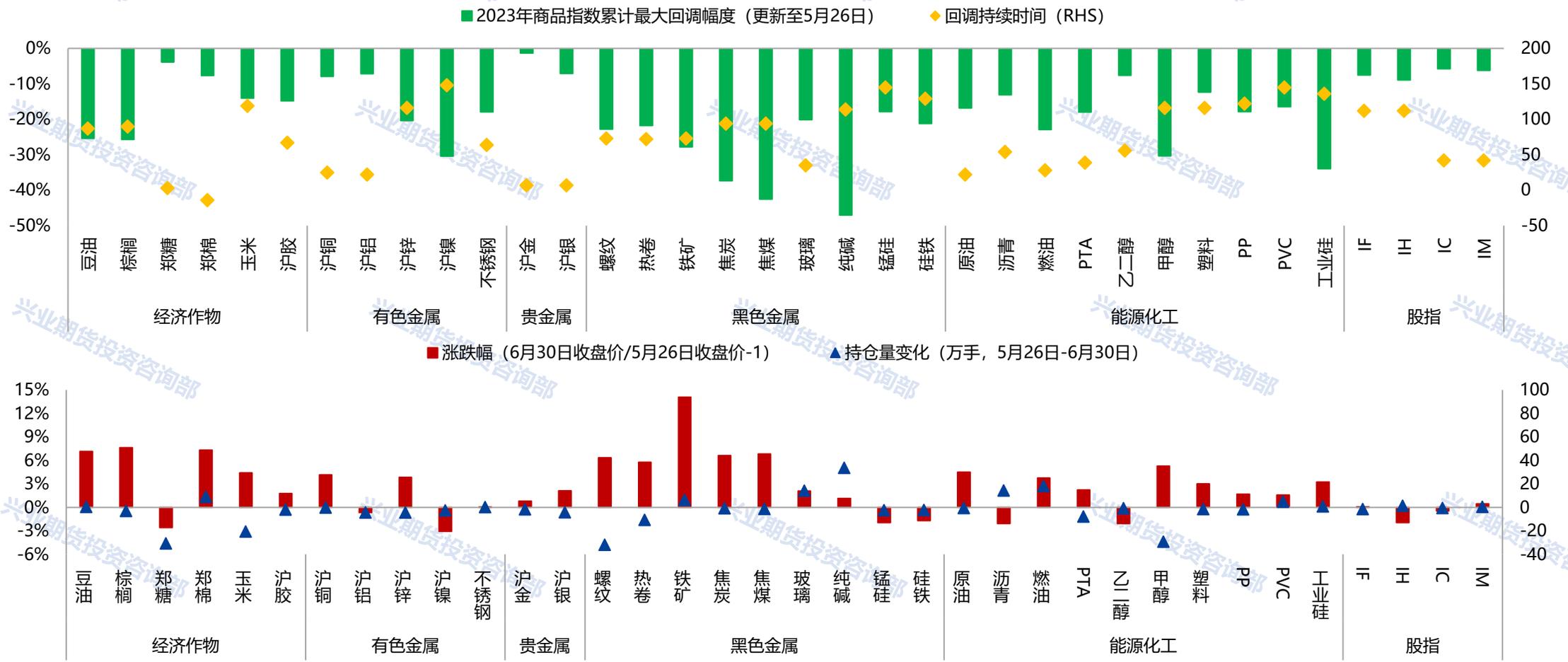
潜在政策空间		政策信号
传统逆周期调节政策	货币政策	6月13日，OMO利率下调10BPS，6月15日，MLF利率下调10BPS，6月20日LPR利率有望跟随下调。 本次降息超预期。 结构性货币政策工具 余额较充足，也将作为货币政策的必要补充。
	财政政策	政策性金融债 、地方政府专项债发行提速（结算限额等，或受地方债务约束）、PSL等。
消费刺激政策		6月16日，发改委，将从6个方面重点发力（消费、重大工程、产业体系、外贸外资、就业、粮食安全），抓紧制定出台恢复和扩大消费的政策。 6月16日，国常会，研究推动经济持续回升向好的一批政策措施。 6月26日，经济日报金观平《坚定不移扩内需促消费》。 6月30日，国常会，审议通过《 关于促进家居消费的若干措施 》。
	汽车（新能源）	4月28日政治局会议，巩固和扩大新能源汽车发展优势。 5月5日国常会，做好支持新能源汽车下乡和乡村振兴。 6月2日国常会，要延续和优化新能源汽车车辆购置税减免政策。 6月16日国常会， 稳定汽车消费，加快推进充电桩、储能等设施建设和配套电网改造，大力推动新能源汽车下乡。
	地产	继续“ 因城施策 ”， 核心一二线城市 放松，也不排除中央推出增量政策。 截至6月28日， 中国近20城放松住房限购 ，限制性购房政策有望进一步松动。
	就业	稳定（1）带动力强的行业，如汽车、家电、地产等；（2）服务业。
	其他	6月3日-7月16日，北京推出京彩绿色消费券。
	债务风险化解	地方债务



微观映射：经济下行斜率放缓政策加码方向明确，低估值多头组合“胜率-赔率”特征仍最优



□ 微观盘面信号亦反映了市场对政策加码的期待和对“弱现实”的担忧，本轮反弹以供给端驱动明确（如农产品）、或者前期深跌后估值偏低的品种为主（如黑色金属等），且多以减仓为主。基于前文分析，经济下行斜率最陡的阶段过去，但需求不足问题依然存在，政策加码方向明确，但强度未知，低估值多头组合“胜率-赔率”特征仍最优。



国债

T

01

货币政策或进入空窗期，资金波动加大

02

政策加码预期难消退，部分宏观指标显见底迹象

03

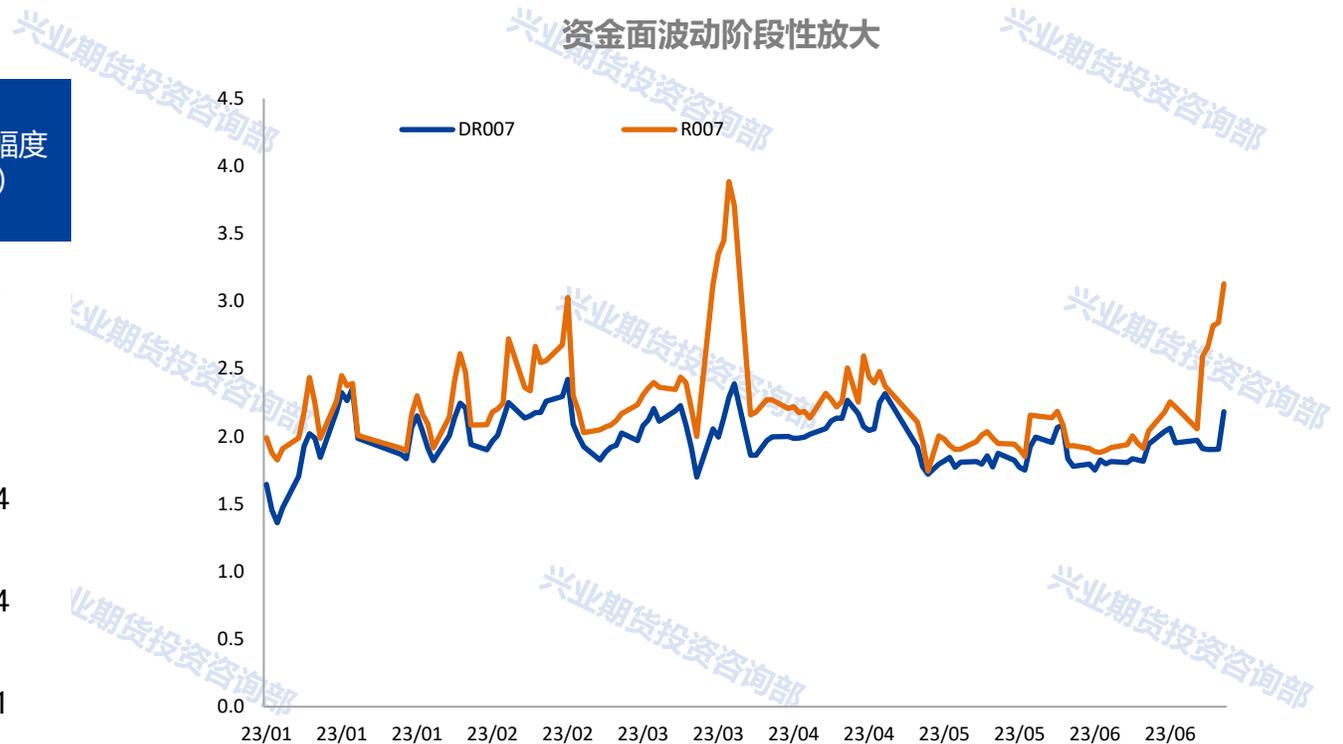
中短端价值确定性大于长端，跨品种价差仍有修复空间

从历史表现来看，通常在降息后利率将会出现进一步下行，但在下行1-2周后出现调整。但本轮降息后市场走势出现了明显差异，在6月13日7天逆回购下调后，债市于14日就出现了调整，而在MLF降息落地后并未出现利率下行。且长端的调整幅度更为明显。也再度验证了目前长端已对本次降息有了充分定价，债市后续调整压力增加。

二季度以来在信贷需求一般以及降息的共同作用下，资金利率持续向下，但本周受到跨季等因素的影响，资金面波动明显放大，后续不排除会出现阶段性的流动性缺口，造成资金波动加大。

历史降息后利率表现

MLF 降息时间	MLF降息幅度 (BPs)	10Y 下行天数	10Y下行幅度 (BPs)	1Y 下行天数	1Y下行幅度 (BPs)
2019-11-5	5	19	13.04	5	1.49
2020-2-17	10	16	34.26	8	7.5
2020-4-15	20	8	4.91	12	11.54
2022-1-17	10	8	11.84	14	28.74
2022-8-15	10	8	14.22	4	11.11

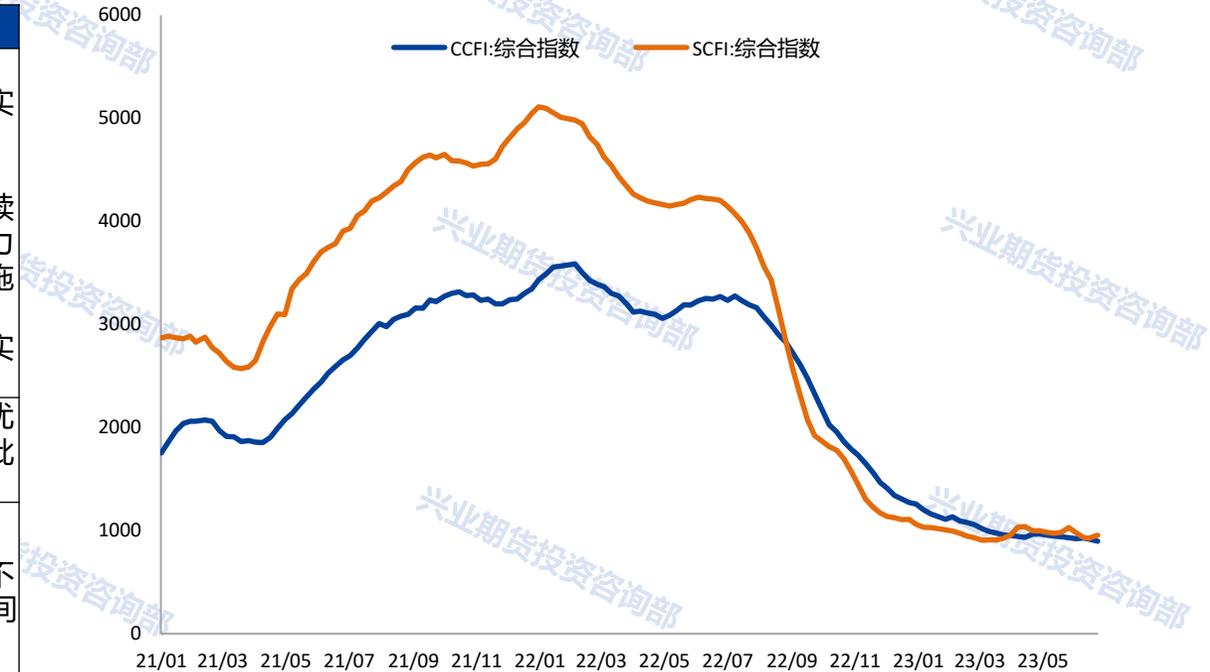


- 7月政治局会议临近，市场对政策面加码预期预期难以消退。6月13日降息落地后，发改委、国常会等先后推出政策加码相关通知，预计政策面对债券市场的扰动难以消退。
- 虽然目前高频数据整体表现偏弱，但随着更多的稳增长政策的落地，CPI、PPI、库存周期、出口等部分指标存在触底迹象，市场对经济内生动能逐步回升的预期不断改善，利率波动或有所放大。

稳增长政策不断推进

发布日期	文件/会议	相关内容
2023-6-13	《关于做好2023年降成本重点工作的通知》	通知明确，增强税费优惠政策的精准性、针对性。对科技创新、重点产业链等领域，出台针对性减税降费政策。在提升金融对实体经济服务质效方面，通知提出，持续发挥贷款市场报价利率(LPR)改革效能和存款利率市场化调整机制的重要作用，推动经营主体融资成本稳中有降。同时，引导金融资源精准滴灌，继续增加小微企业的首贷、续贷、信用贷。在缓解企业人工成本压力方面，延续实施阶段性降低失业保险、工伤保险费率政策，实施期限延长至2024年底。在降低企业用地原材料成本方面，通知提出，做好能源、重要原材料保供稳价工作，继续对煤炭进口实施零关税政策。
2023-6-16	国务院常务会议	会议围绕加大宏观政策调控力度、着力扩大有效需求、做强做优实体经济、防范化解重点领域风险等四个方面，研究提出了一批政策措施。
2023-6-21	《关于延续和优化新能源汽车车辆购置税减免政策的公告》	公告指出对购置日期在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，其中每辆新能源乘用车免税额不超过3万元;对购置日期在2026年1月1日至2027年12月31日期间的新能源汽车减半征收车辆购置税。罗说，其每辆新能源乘用车减税

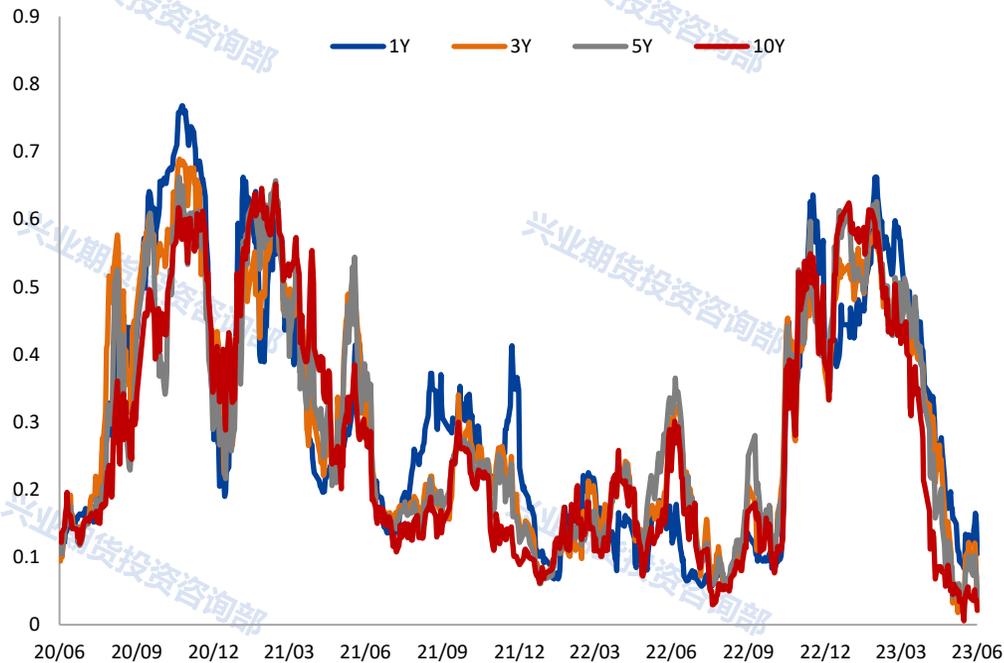
部分指标存见底迹象



中短端利率在本轮的下行过程中明显不及长端和超长端，短端利率当下历史三年滚动分位数相较于长端具备更高的安全边际。且从目前的驱动来看，稳增长预期对短端的拖累较低，且在目前的稳增长预期下，市场对于货币环境维持宽松的预期仍较为乐观，因此中短端多头不管在驱动还是估值上的确定性都要优于长端。

相较于现券，期货具有做空更为便捷、交易成本更低的优势。从走势上来看，跨品种价差在近期已经出现了向上修复的迹象，后续在中短端补涨的推动下，或存在进一步向上空间。

长端利率仍处于3年滚动分位数偏低值



跨品种价差策略仍可向上

	最新 (2023.6.30)	所处分位 (2020年至今)	2022年末	2022年 三季度末	2022年 二季度末
10Y-5Y	20.7	60.3%	19.6	18.6	15.1
10Y-3Y	41.2	68.0%	41.1	41.5	35.4
10Y-1Y	75.1	61.8%	70.0	87.0	83.6
5Y-3Y	20.5	79.1%	21.5	22.9	20.3
5Y-1Y	54.4	61.0%	50.4	68.4	68.5
30Y-10Y	37.3	7.1%	36.4	40.7	47.0
30Y-5Y	58.04	11.1%	55.96	59.28	62.14
2*TF-T	102.4	69.3%	101.7	102.2	102.3
4*TS-T	303.5	53.9%	303.3	303.6	303.8
2*TS-TF	100.5	20.0%	100.8	100.7	100.8
2*T-TL	105.9	-	-	-	-
4*TF-TL	310.6	-	-	-	-

股指

IF

01

从方向、节奏看，后市盈利端推涨动能将持续强化

02

流动性环境友好、风险偏好将抬升，估值端亦有较强提振

03

“资产荒” + 良好“收益-风险”特征，A股配置价值未减

04

利空消化、利多渐现，中长线资金大规模流入可期

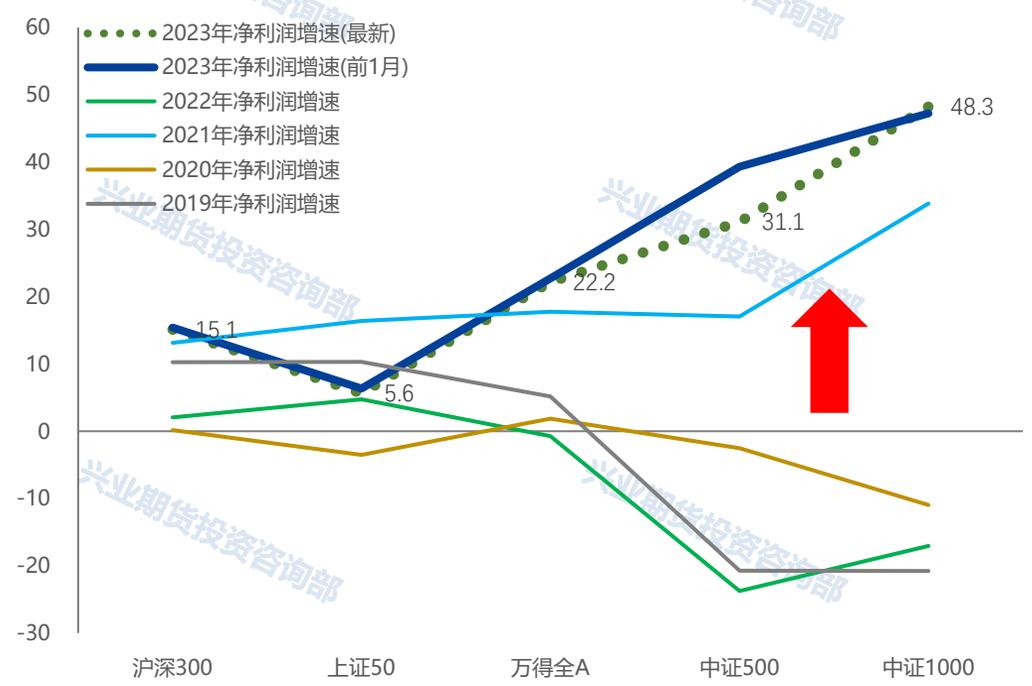
05

兼顾“确定”和“成长”，沪深300指数仍是最佳多头

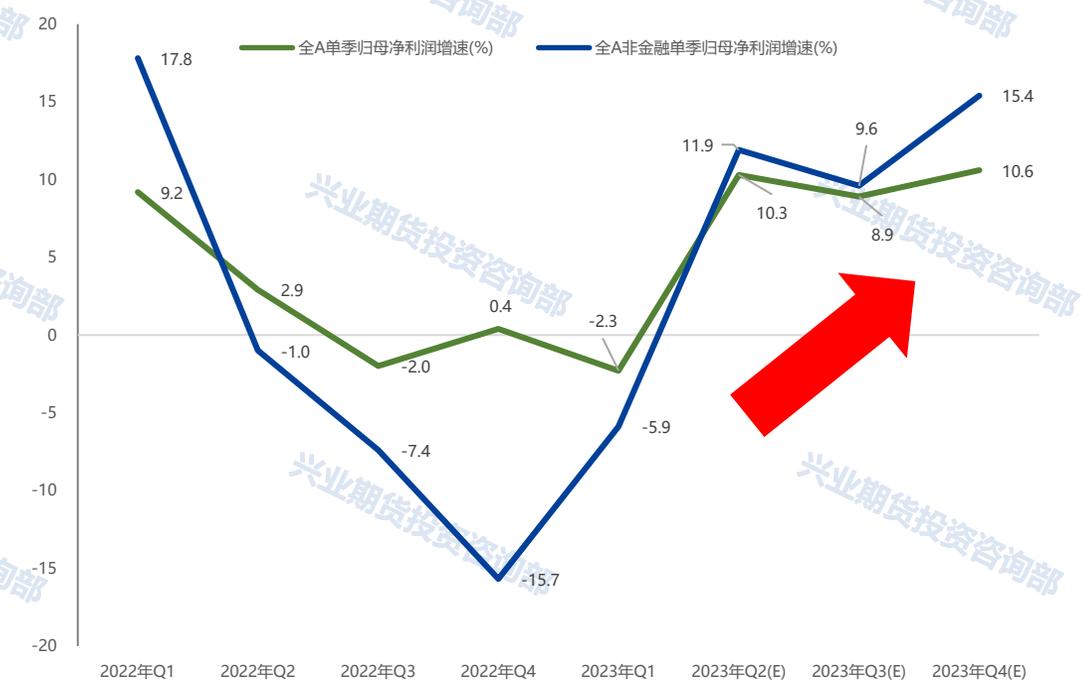
从国内主要经济指标看，“弱现实”在第2季度充分呈现，使得政策面加码必要性明显提升。对应而言，相关重磅刺激措施则逐步落地、且后续仍有充裕加力空间；另从信用周期、库存周期等主要内生周期看，参照过往规律，二者于Q3拐头向上概率最大（较原有Q2触底预期已有较大程度的滞后）。而考虑市场走势领先性，未来各月将再度进入乐观预期的兑现阶段。

从最新Wind一致性预期数据看，2023全年A股主要指数净利润增速总体显著高于过往多个年度；再从节奏看，Q2、Q3和Q4归母净利润增速显著高于Q1（参照国泰君安证券相关预测数据）。因此，从方向、节奏两大维度看，分子端盈利因素的推涨动能将持续强化。

历年A股主要指数净利润增速对比（截至2023.6.30）



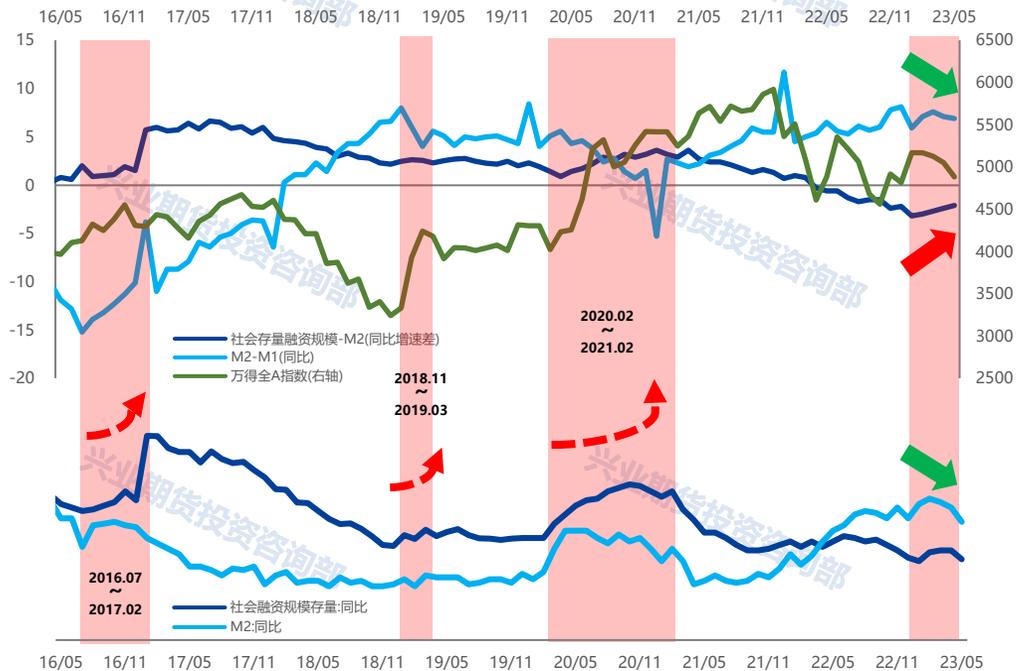
2023年A股归母净利润增速预测值（截至2023年6月末，国泰君安证券）



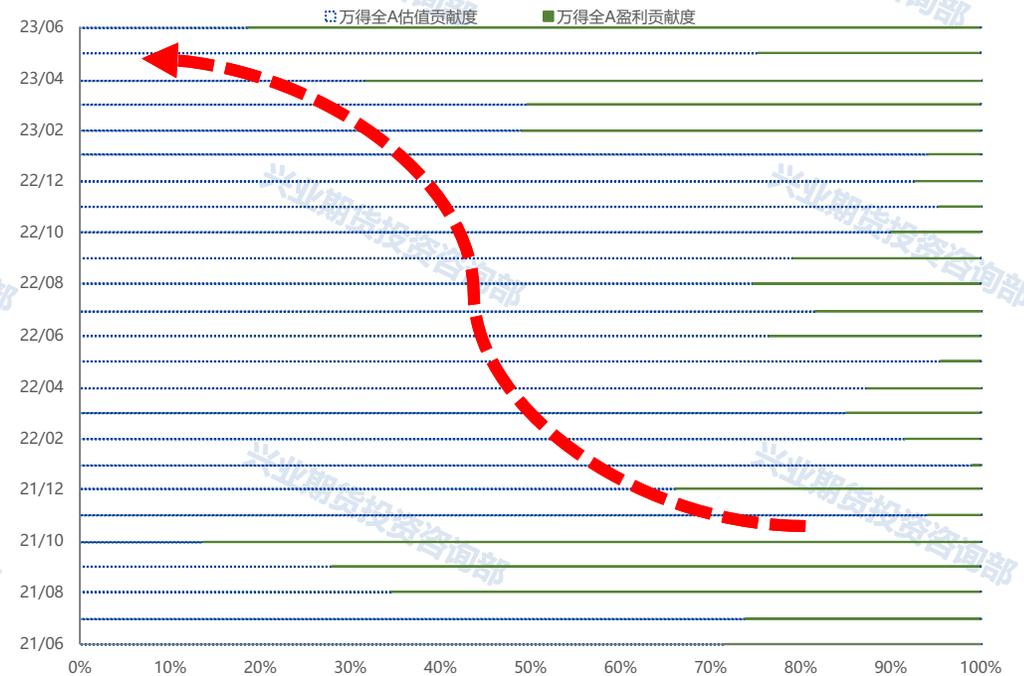
再从分母端看，同样属积极状态：（1）宏观流动性环境总体倾向积极稳健，总量、价格方面，均呈友好基调。以社融-M2增速差、M2-M1增速差维持高位，以及无风险利率趋势下行为代表；（2）股债风险溢价处高分位区间，其下行、带动市场风险偏好抬升亦是大概率事件；（3）全球及国内主要负面扰动因素影响基本消化（主要为美联储加息、国内基本面走弱等）。

结合前文、总体而言：虽然国内基本面复苏弹性大小尚待观察、但方向明朗，分子端定性利多；而分母端亦有诸多提振因素、利于估值扩张。以此看，二者均将对A股上行趋势形成持续、明确的贡献。

国内A股宏观流动性环境跟踪（截至2023年5月）



A股走势估值、业绩贡献归因分析（截至2023.6.30）



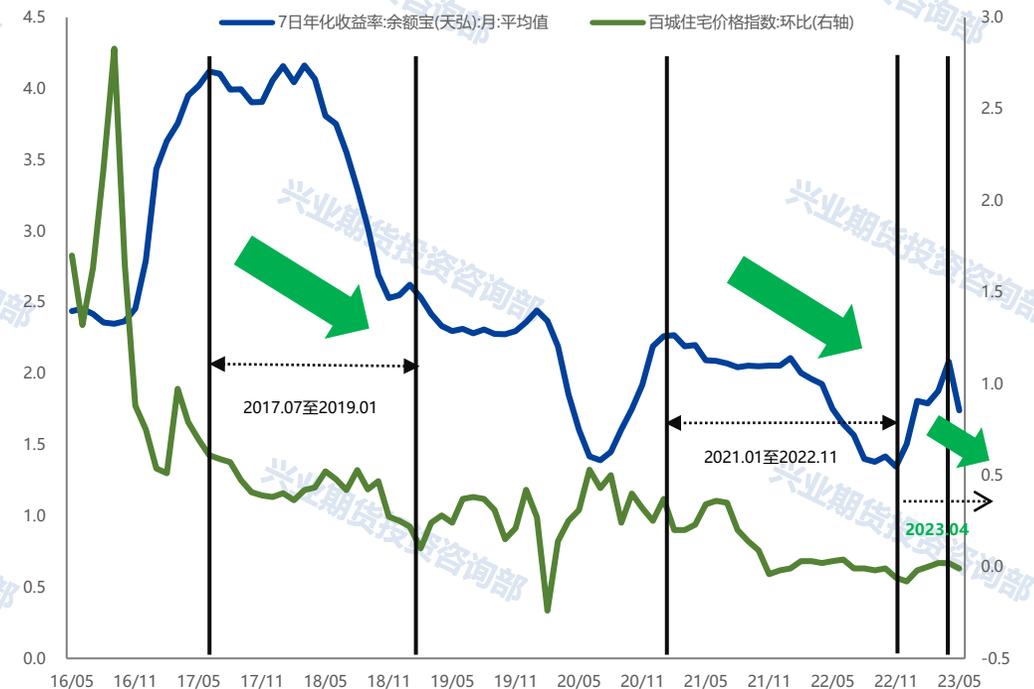
- 从纵向比较看，当前阶段A股整体估值处较低区间。一方面，其续跌空间有限，代表高安全边际；另一方面，其上行空间更大，代表高收益性。
- 从横向比较看，自2023年初以来：（1）避险情绪主导市场、利率持续下行，固收及类固收相关产品最受青睐。但从时间长度、空间高度看，主要利空因素已有充分定价，上述基础底层资产及相关产品的“赔率”亦将显著下降；（2）此外，国内居民依旧持有大量的“超额储蓄”。虽然预防性需求较过往有较大增强，即从相对占比看、其难以大幅转化为“投资性需求”，但从绝对量角度看、潜在可用于后者的规模依旧庞大；（3）基于“资产荒”、“地产弱复苏”的大背景、下半年A股将回暖的研判，其大类配置价值占优。而良好的“收益-风险”特征、则进一步强化其吸引力。

A股主要指数估值水平跟踪（市盈率及市净率，截至2023.6.30）

指数	PE(TTM, 绝对值)		PE(TTM, 分位值)		PB(LF, 绝对值)		PB(LF, 分位值)	
	2022/10/31	2023/6/30	2022/10/31	2023/6/30	2022/10/31	2023/6/30	2022/10/31	2023/6/30
上证指数	11.4	12.9	19.1%	43.8%	1.18	1.31	0.1%	18.9%
深证成指	24.0	23.4	46.2%	41.9%	2.35	2.51	1.3%	17.2%
沪深300	10.3	11.7	15.6%	36.8%	1.20	1.34	0.1%	8.2%
创业板指	37.4	32.5	15.4%	5.3%	4.76	4.54	16.0%	9.2%
上证50	8.3	9.7	11.7%	39.2%	1.06	1.22	2.7%	28.2%
万得全A	15.8	17.6	31.4%	49.5%	1.50	1.63	0.2%	19.5%
中证500	22.1	23.1	15.4%	19.2%	1.57	1.82	1.4%	42.3%
中证1000	28.6	36.7	7.2%	25.5%	2.27	2.34	23.2%	32.0%
红利指数	4.7	5.5	0.1%	13.7%	0.55	0.63	0.3%	27.8%

(**分位值起始时间点为2011/2/28)

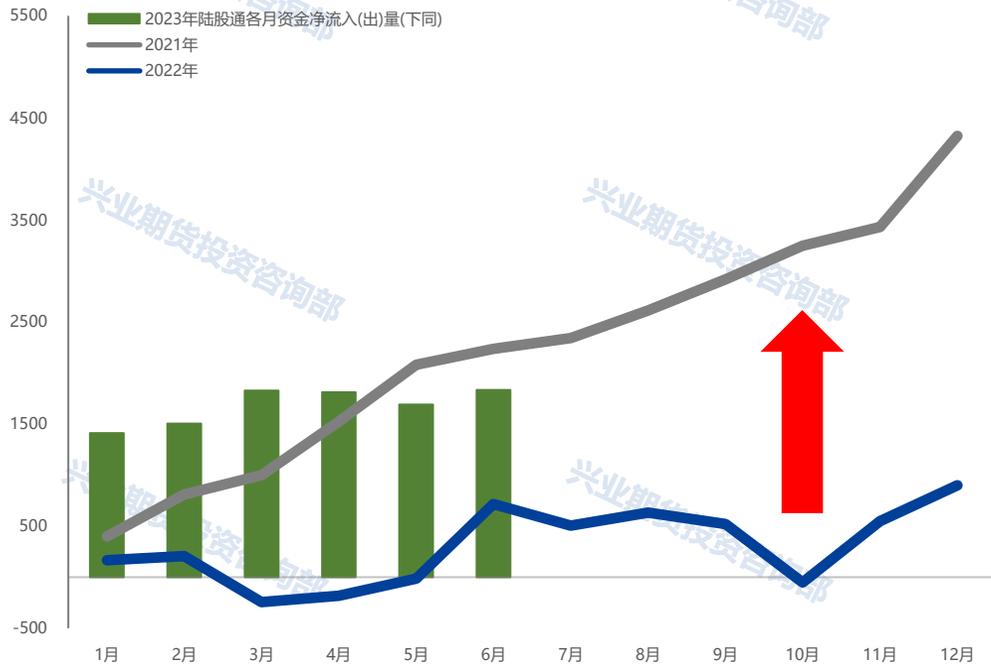
理财产品收益率、房价走势对比（截至2023年5月）



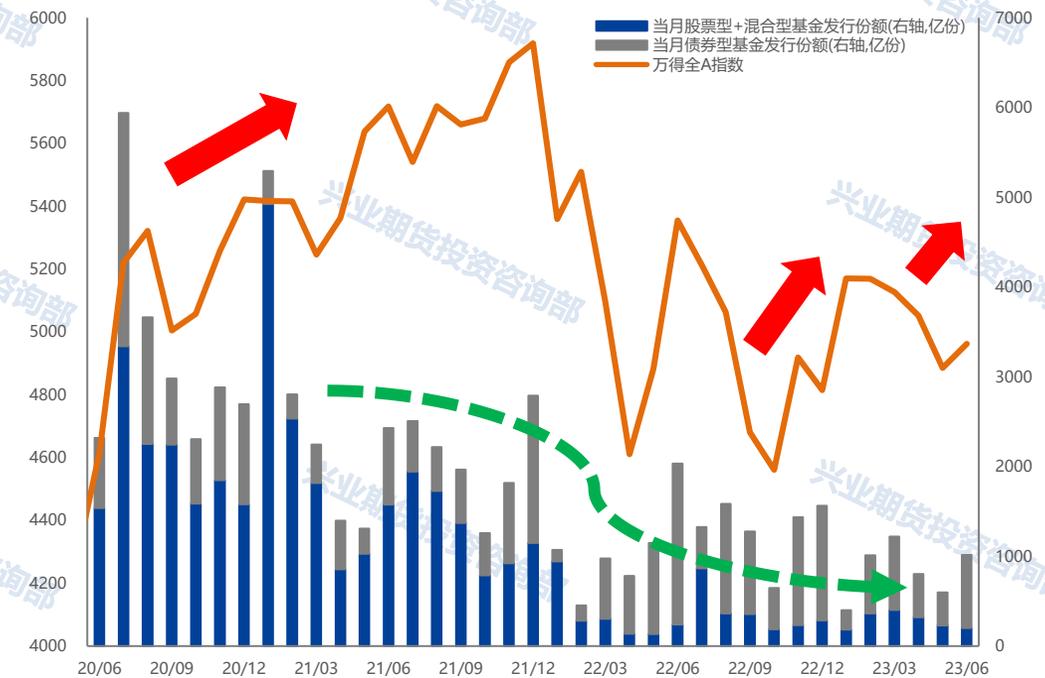
近阶段人民币兑美元汇率持续贬值、外资亦呈阶段性净流出状态，对A股亦有一定程度的负面影响。但考虑美联储加息趋势基本结束、且节奏显著放缓，以及我国经济内生动力增强，预计人民币资产依旧具备良好的前景，故仍宜维持2023年外资整体将回流的判断。此外，对比过往年度，其潜在回流规模有较大的空间，且下半年将呈显著的逐月抬升特征。

再从公募股基、债基新发募集份额情况看：自2022年8月以来，股基持续缩水、债基表现则相对尚可，与“赚钱效应”持续不佳有关。但随A股走强趋势兑现、再参照过往规模容量，预计相应股基将重新迎来足够量级的净流入资金。

近3年各月陆股通资金净流入额对比（截至2023.6.30）



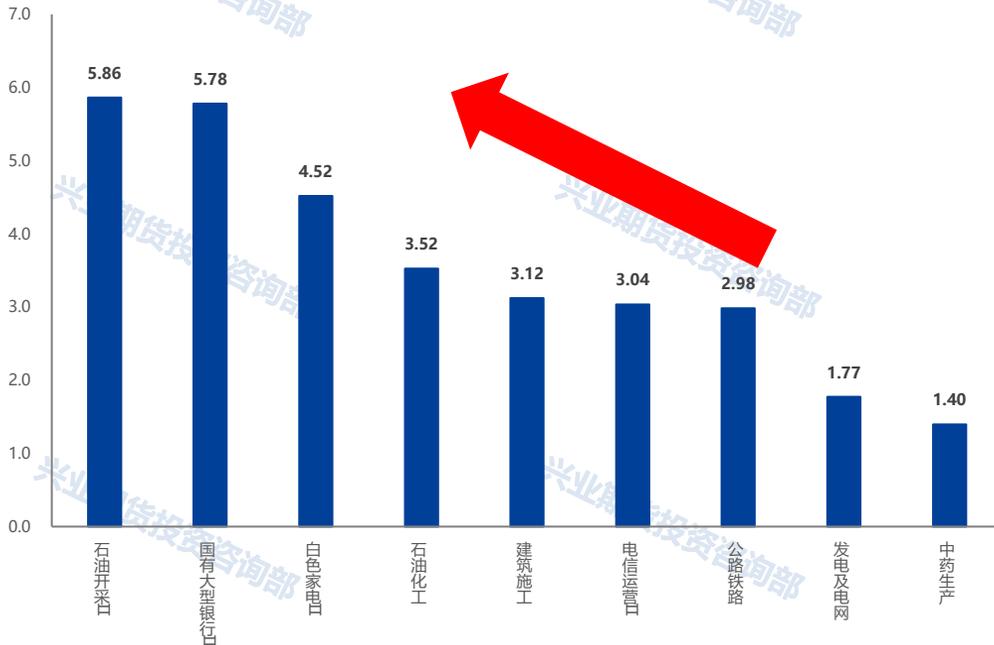
公募股基、债基新发募集份额情况对比（截至2023.6.30）



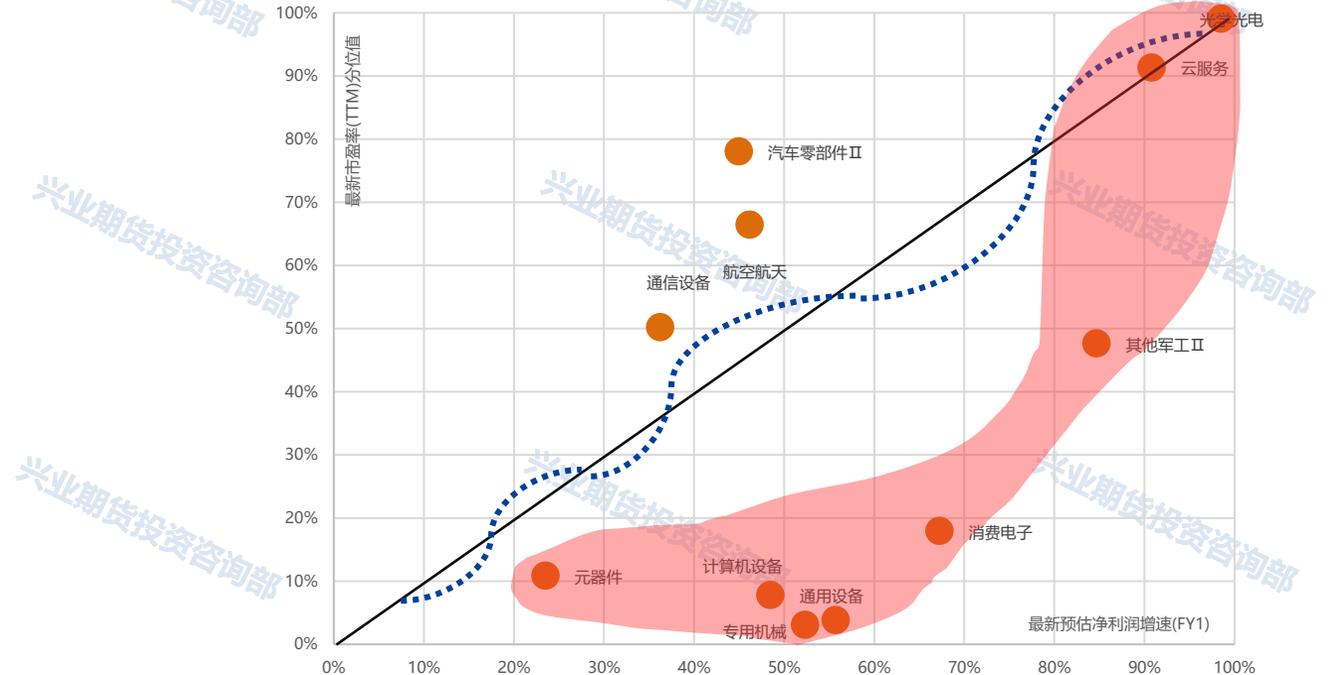
自2023年初以来，A股涨幅靠前行业具有明显的“高确定”或“成长性”特征：（1）提供高股息、高分红，以中特估主题板块为代表；（2）高成长性预期，从基本面、产业政策支持力度看，以数字经济主题板块为代表。具体看，获得显著超额收益（基准为万得全A）的中信二级行业为：金融、建筑、石油石化、电信、公用事业、TMT等，其高度契合（1）或（2）项标准。

另从政策导向看，下半年内需、基建和地产等大项均有较强的边际提振，相关映射行业（如家电、消费电子、食品饮料、医药等）存在一定程度的弹性。叠加其整体低估值水平，配置价值较前期亦显著提高。

相关超额收益最大中信二级行业股息率情况（截至2023.6.30）



相关超额收益最大中信二级行业估值、业绩增速情况（截至2023.6.30）



按照上述逻辑：（1）复苏信号显著转强之前，高股息率、高成长行业将持续占优；（2）“宽信用、主动补库”等强复苏信号兑现后，顺周期价值股将占优。因此，2023下半年价值、成长两大类风格均有较为明确的驱动映射，即均衡策略的性价比最高。

具体而言，按“业绩、估值、股息率”三大维度，筛选出对应的行业。相关入选行业在沪深300指数、上证50指数、中证500指数、中证1000指数中占比分别为51.2%，51.5%，42.4%和35.7%。再考虑风格兼容性强弱，继续选择沪深300指数作为最佳配置标的。

基于“业绩、估值、股息率”三大维度，相关行业四大股指占比统计（截至2023.6.30）

简称	最新总市值 (亿,2023.6.30)	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
区域性银行	10374	0.6%	0.9%	3.1%	11.2%	12.2	4.83	2.2	0.0	2.2	0.8	1.1
其他医药医疗	28538	1.2%	3.7%	4.3%	17.4%	12.1	1.14	2.9	1.9	4.5	4.3	3.1
化学制药	17682	4.0%	8.1%	2.7%	19.6%	9.3	1.04	1.8	3.8	3.2	3.7	1.9
证券II	30628	11.3%	17.1%	8.3%	10.7%	7.5	2.11	5.5	3.4	5.8	0.8	3.3
半导体	34369	11.6%	20.5%	6.5%	43.5%	7.8	0.33	4.3	3.0	5.4	3.6	3.7
新能源动力系统	17635	14.9%	10.4%	3.0%	34.4%	15.9	0.74	4.1	0.0	1.9	1.9	1.9
白色家电II	9090	15.1%	1.8%	3.2%	11.1%	19.1	4.52	2.9	1.4	0.0	0.2	1.0
保险II	24708	17.9%	23.2%	0.3%	16.1%	11.8	3.64	3.7	8.5	0.0	0.1	2.7
酒类	43200	19.5%	4.0%	1.7%	19.9%	24.1	2.95	9.7	17.5	0.9	1.0	4.7
工业金属	8677	20.0%	16.0%	0.0%	15.7%	12.3	2.08	0.4	0.0	2.7	2.1	0.9
消费电子	12422	25.1%	16.1%	7.3%	43.0%	9.8	0.85	1.6	0.0	2.4	1.9	1.3
航空航天	9484	30.8%	27.3%	6.2%	39.6%	6.9	0.43	0.8	0.9	2.9	1.0	1.0
专用机械	18051	34.9%	20.3%	2.4%	33.3%	10.5	0.92	0.6	0.0	2.6	2.8	2.0
电源设备	23575	42.1%	28.8%	7.8%	22.3%	16.4	1.48	4.6	4.8	1.8	2.1	2.6
建筑施工	17675	46.4%	50.7%	8.0%	21.6%	9.5	3.12	2.3	3.6	1.0	1.9	1.9
通用设备	12737	49.7%	24.2%	8.5%	32.3%	9.1	0.72	0.3	0.0	1.8	3.3	1.4
电气设备	17357	55.9%	42.2%	2.5%	19.7%	12.2	0.82	1.8	2.7	1.7	2.9	1.9
计算机设备	14088	57.8%	39.3%	5.7%	36.8%	9.2	0.96	1.6	0.0	1.7	1.2	1.5
初筛选行业四大股指权重占比合计								67.8	73.5	55.4	50.8	57.6
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、及ROE值过低行业)								51.2	51.5	42.4	35.7	38.0



橡胶

RU

01

政策引导加码提效，需求预期偏向乐观

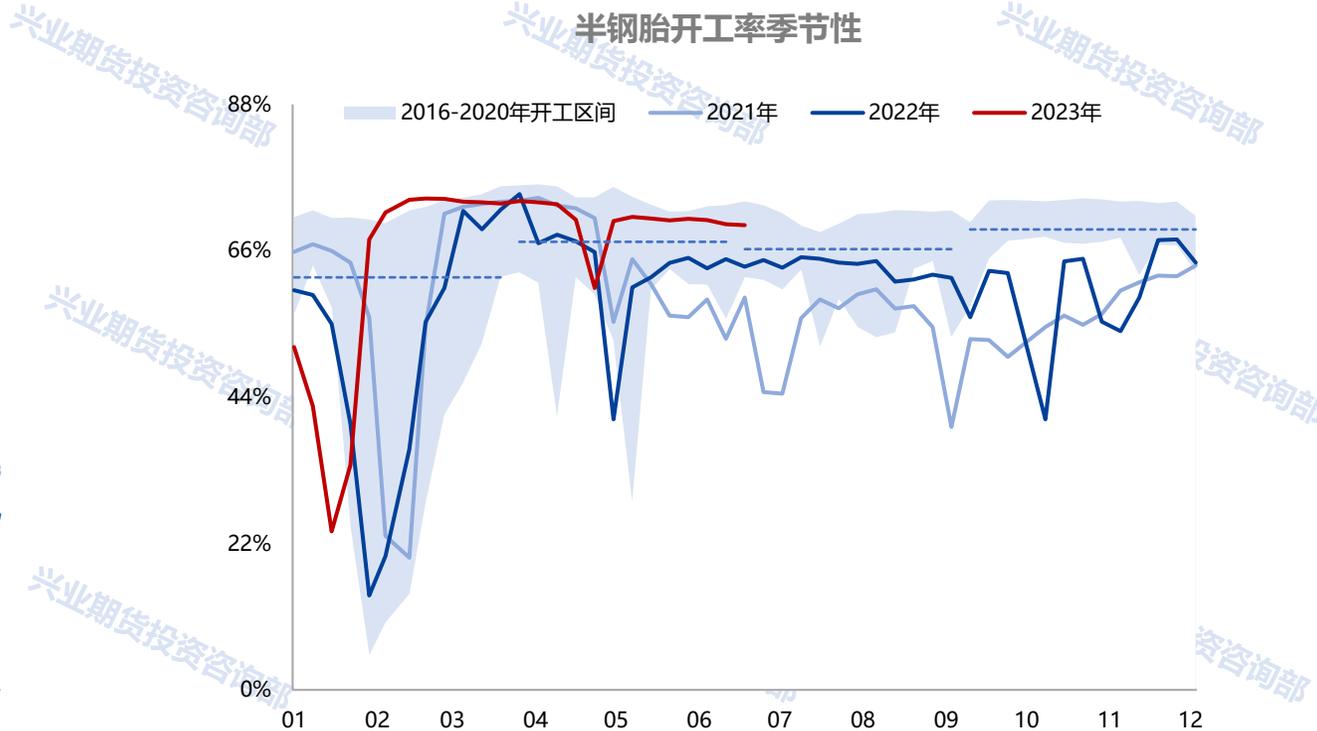
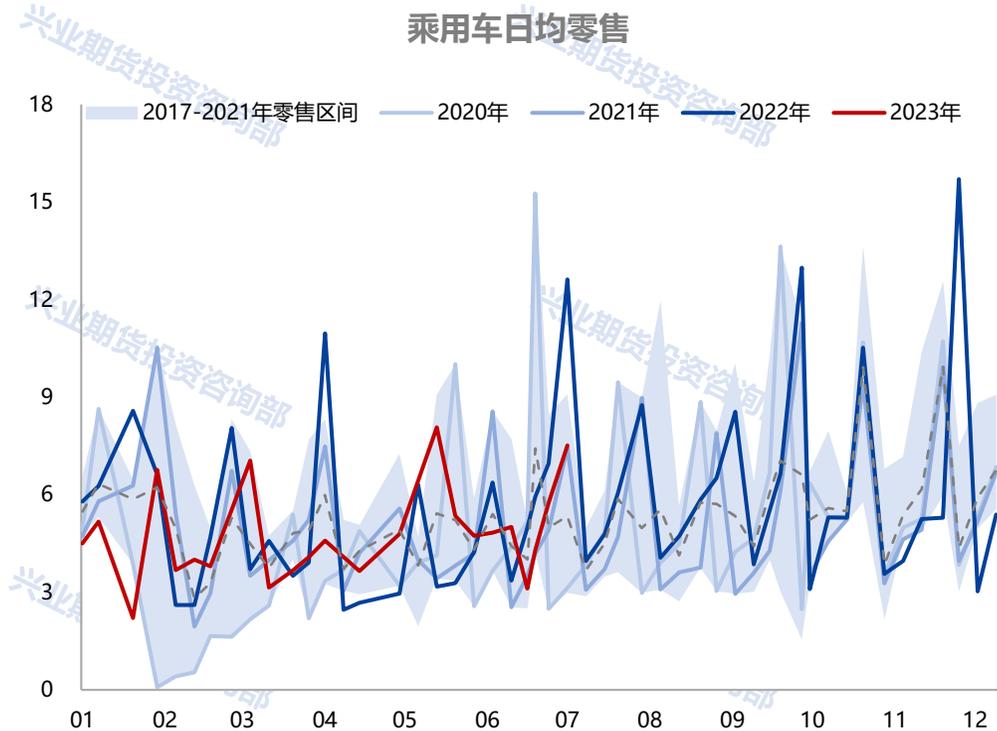
02

气候扰动或贯穿夏季，原料产出不时受阻

03

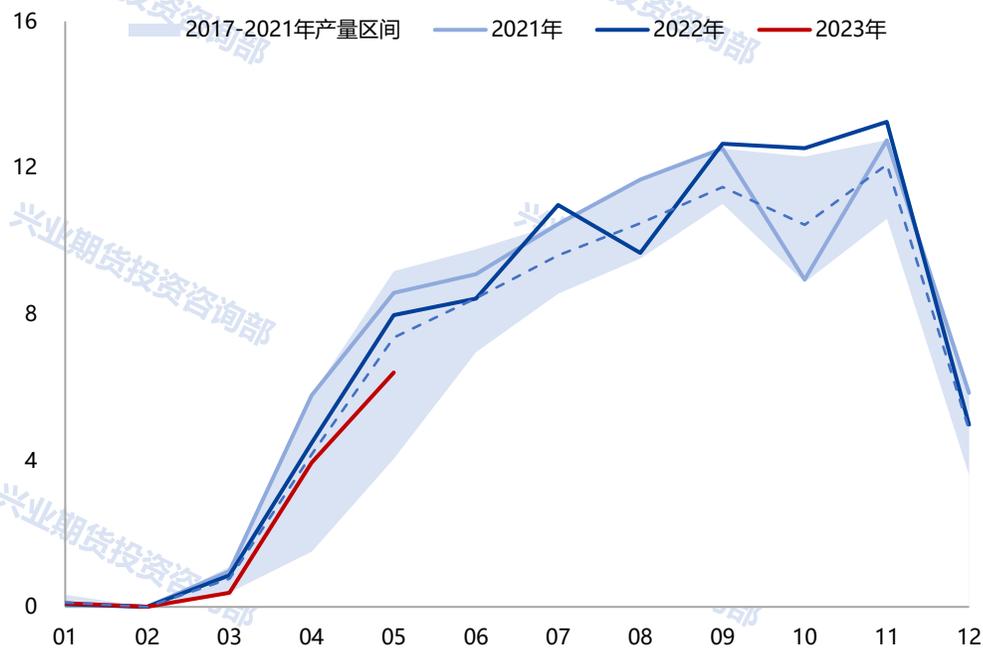
结构性库存压力仍存，但低估值凸显多头策略性价比

需求方面，乘联会预计6月狭义乘用车零售183万辆，同比增速受制于去年疫情解封高基数效应有所回落，但环比增长势头得到延续，且多部委陆续发文意欲推进汽车消费，新能源车购置税减免延长、汽车下乡、置换补贴等措施多管齐下，政策施力逐步增强；而轮胎企业开工意愿相对积极，半钢胎产线开工率维持在季度均值开工区间上沿，天然橡胶需求预期及需求传导偏向乐观。

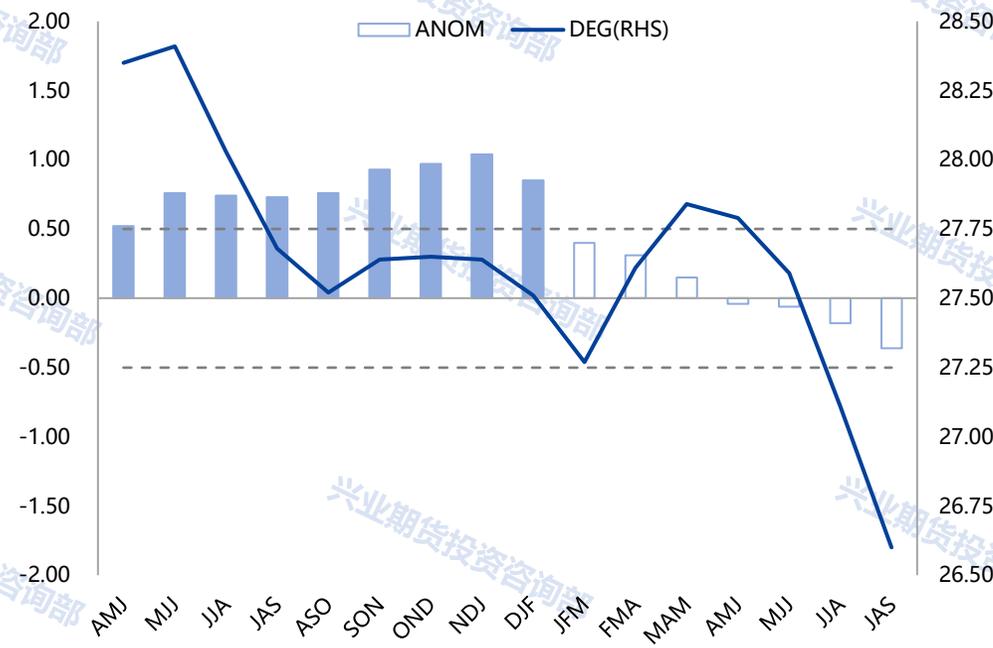


供应方面，国产胶生产加工受前期云南旱情影响同比下滑较为显著，而今夏气候波动将明显加剧，NOAA上调本轮厄尔尼诺现象预测数值，持续周期延长至9个月，事件强度明显高于2018年厄尔尼诺，极端天气发生频率或将增高，各产区原料放量料不时受到扰动，天然橡胶供应端不确定性增强。

中国天然橡胶月度产量季节性(万吨)



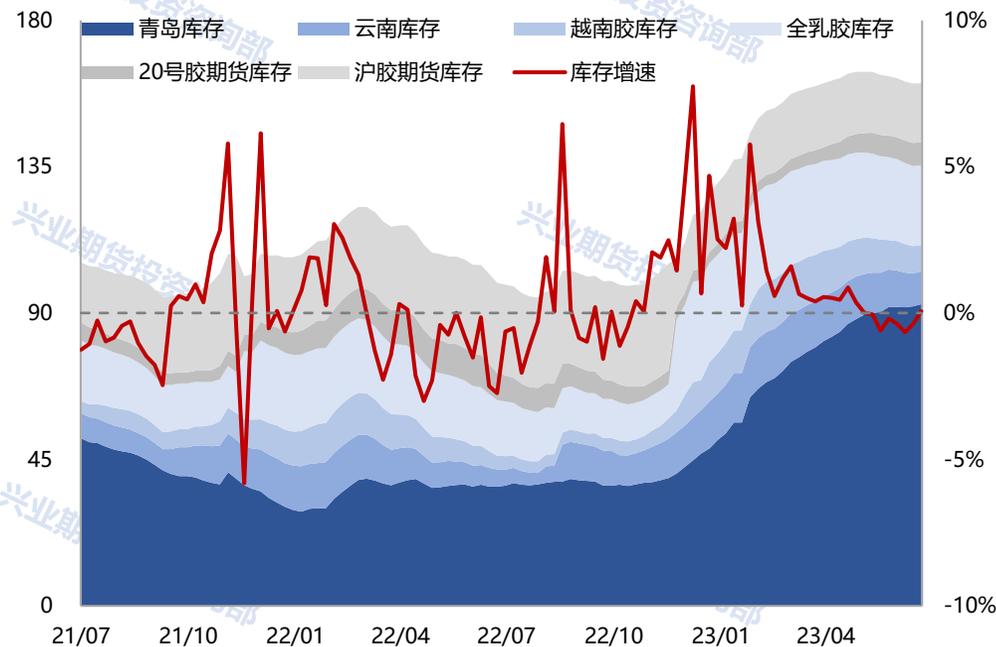
Nino3.4区海温变动情况预期



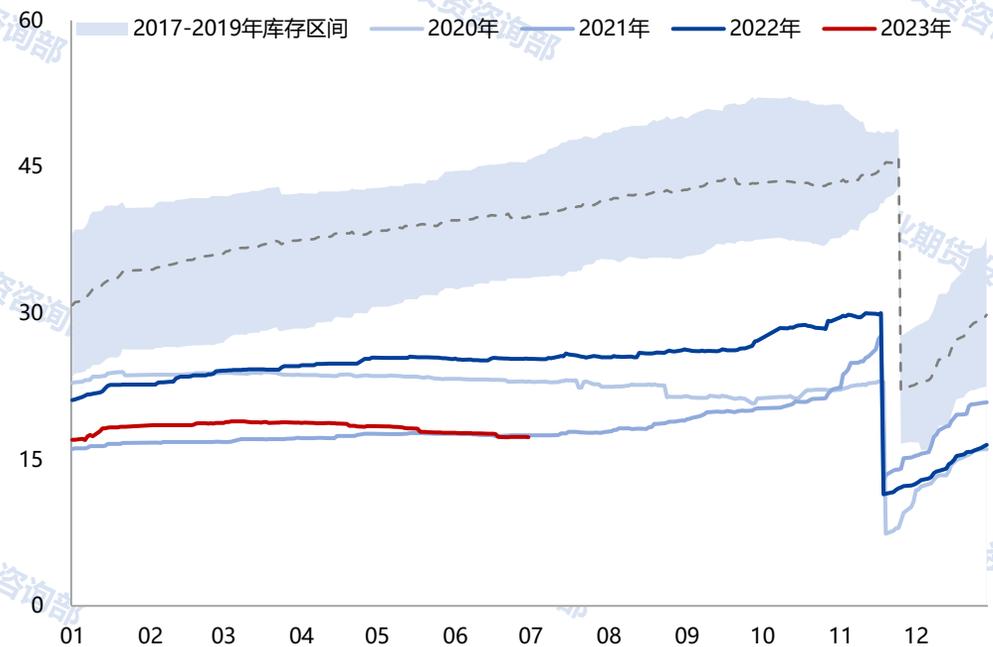
库存方面，橡胶结构性库存压力复现，青岛港口重回累库态势，一般贸易库存入库率高于出库率，但沪胶仓单注册数量持续创下近年同期新低，交割品不足现状难以改变。

综合来看，乘用车零售延续复苏势头，政策施力有望继续加码，终端市场相对积极，需求传导效率亦偏向乐观，而天胶原料生产受夏季厄尔尼诺事件影响存在减产预期，供减需增推动价格中枢上移，且当前沪胶指数仍处于长期价格分位的33.99%，低估值特征使得多头策略赔率占优。

天然橡胶库存结构



天然橡胶期货库存(万吨)





沪铝

AL

01

丰水期持续偏短，企业复产意愿较为谨慎

02

多数地区开工率处高位，成本传导效率不佳

03

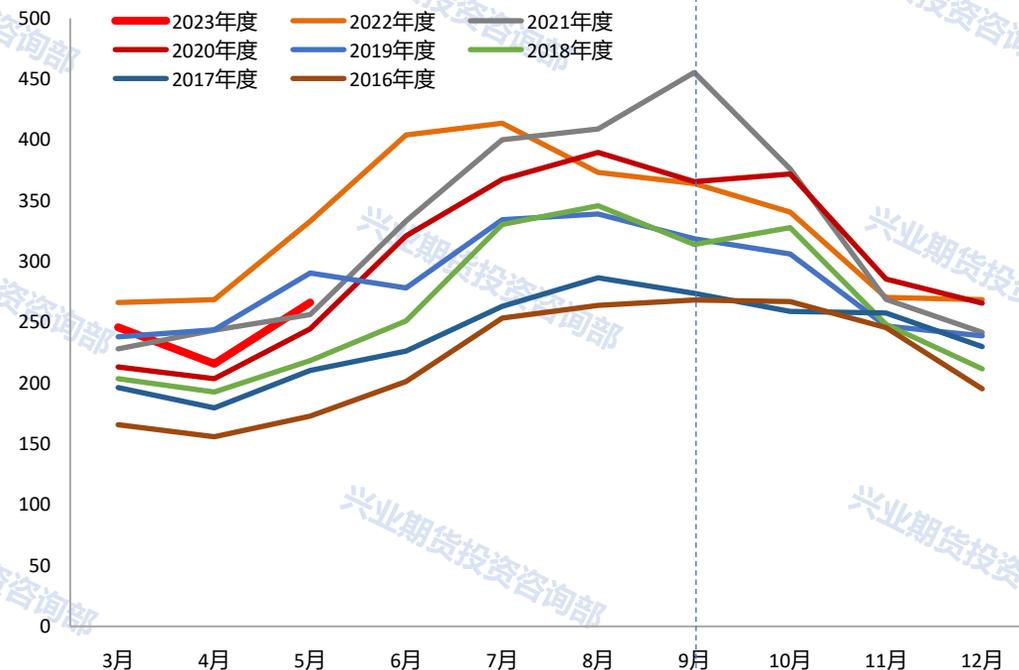
需求端仍有潜在利多，库存仍处偏低水平

- 云南地区的电力管控自6月下旬起放开，但根据SMM调研显示，目前云南企业复产意愿较为谨慎，至8月底能达到的总复产量预计为131万吨。
- 从云南电力供给的季节性特征来看，四季度当地可能再度面临水电短缺压力，叠加电解铝复产成本偏高，因此企业整体复产意愿偏弱。

云南电解铝复产调研情况（6月底）

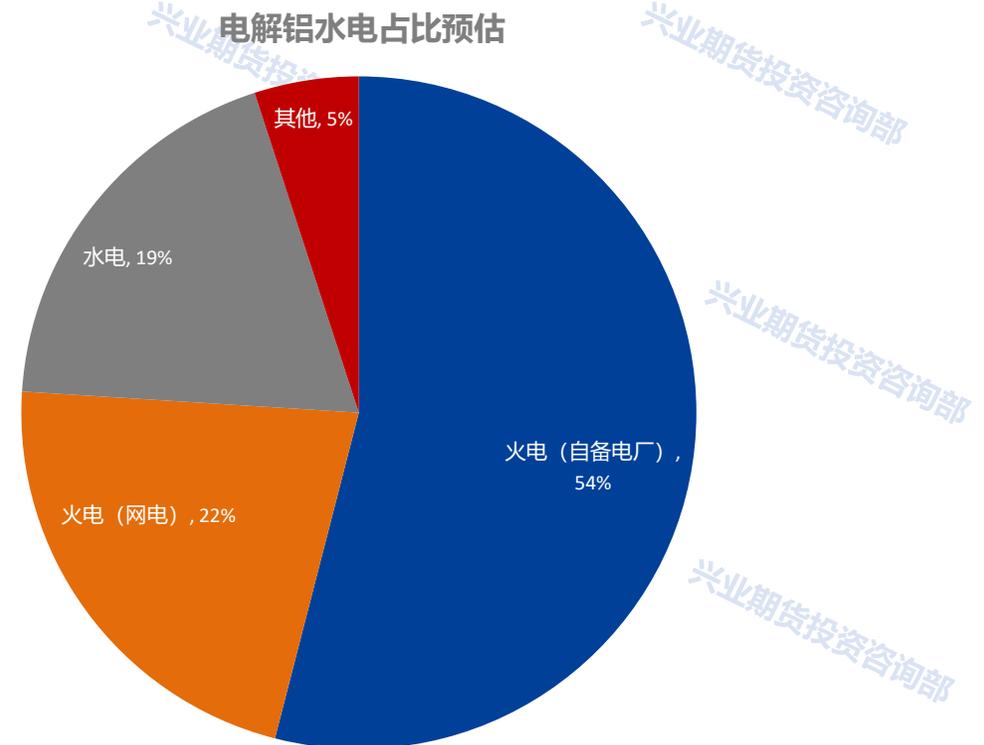
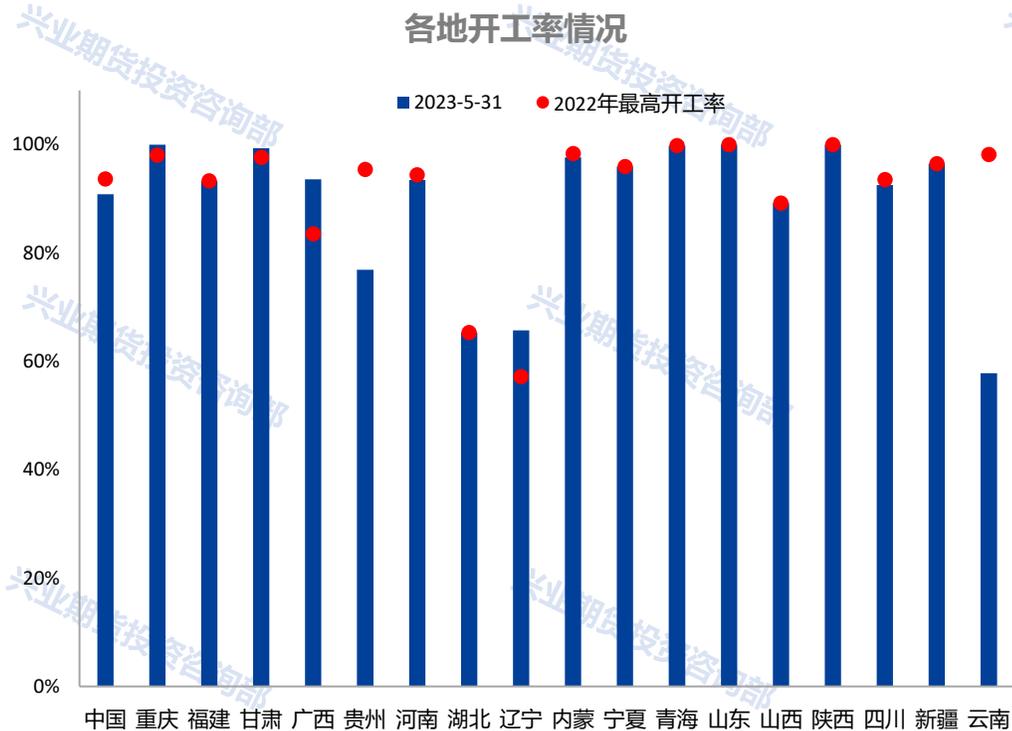
云南电解铝复产调研情况（SMM）				
万吨	建成产能	本轮(2次)减产合计比例	预计复产总量	备注
A	305	41.95%	82.25	企业暂时计划复产到企业建成产能的85%，企业目前部分产能正在做电解槽技改，受限于全石墨化阴极的供应及技改等方面进度，短期难以全面复产完成。
B	90	40.40%	21.4	丰水期较短，企业暂时启动部分产能，后续还需要等待更明确更长远电力方面的政策落地。
C	35	41.40%	7.5	丰水期较短，企业暂时启动部分产能，后续还需要等待更明确更长远电力方面的政策落地。
D	106	21.88%	20	丰水期较短，企业暂时准备复产前期停产产能，后续还需要等待更明确更长远电力方面的政策落地，若后续电力持续向好，则需要进一步完成山东向云南的产能转移工作。
合计	536	195	131	

云南四季度电力供应将再度下降



有色金属品种策略（沪铝）：多数地区开工率处高位，成本传导效率不佳

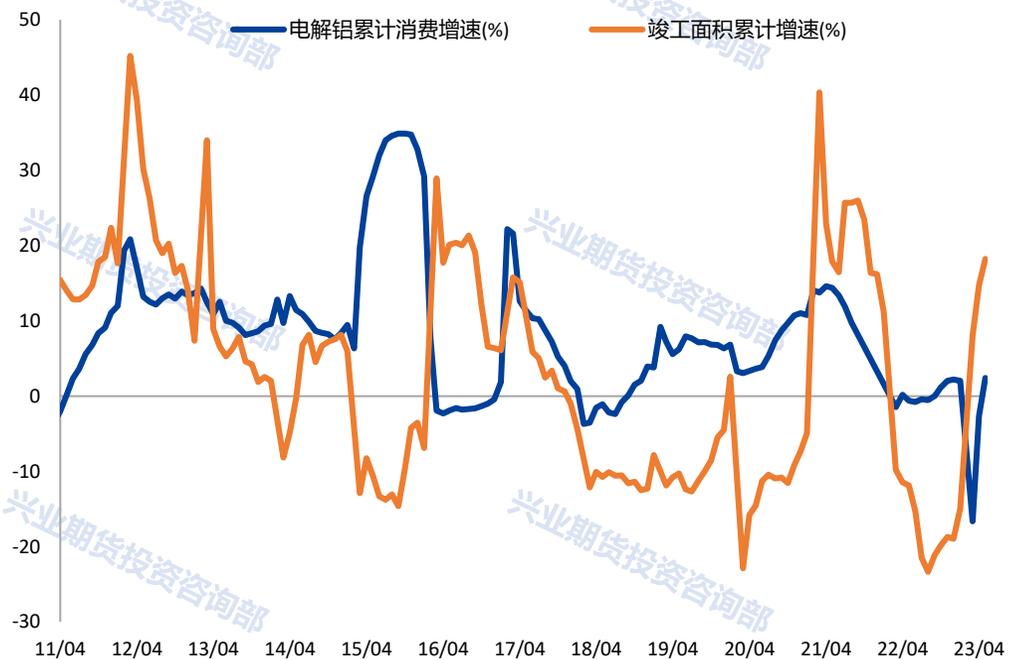
- 目前除了云贵地区外，多数电解铝产地的企业开工率已经处于历史高位，因此在水电制约无法完全消除的情况下，电解铝产量难以出现明显的增加。
- 根据安泰科数据预测，到十四五末，我国水电铝占比将达到19%。在水电铝复产受限的情况下，即使目前电解铝利润偏高，但仍难以刺激产量的抬升，影响成本虽出现下移，但对于价格的传导性偏弱。



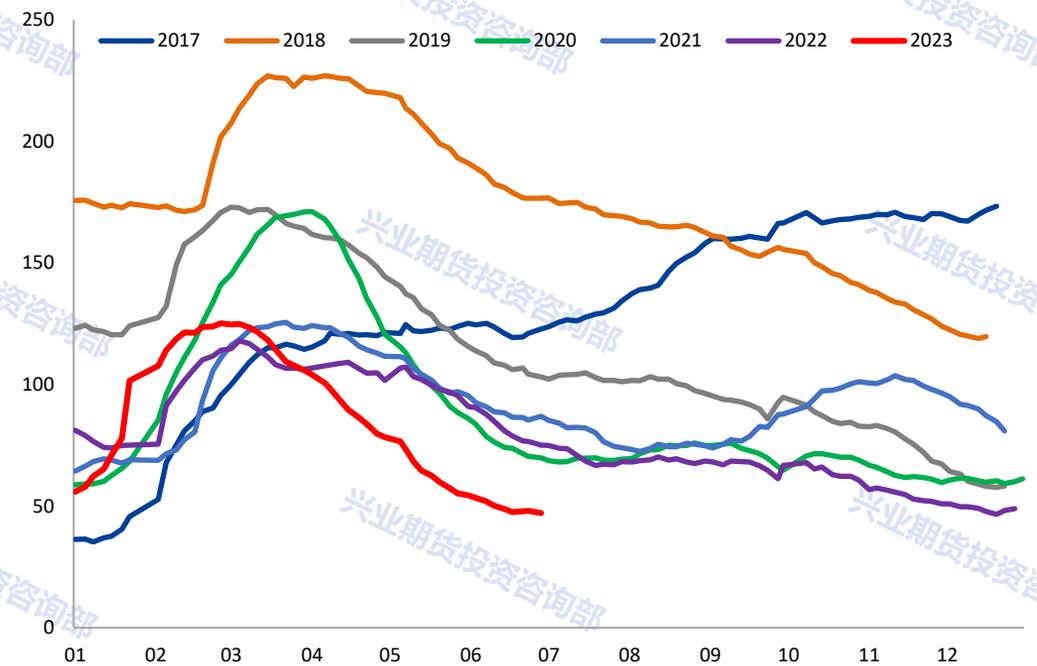
从下游开工情况来看，目前铝合金、铝型材和铝板带箔整体开工率均出现快速修复，且铝合金开工率处于近3年最高。而从历史表现来看，铝消费情况受地产竣工端的影响较为直接。目前竣工端修复的确定性仍较强，且地产投资或存在刺激政策，铝需求端仍存潜在利多。

库存方面，受到下游需求修复以及供给端的约束，社会库存库存仍处偏低水平。

地产竣工端持续向上



社会库存仍处偏低水平



聚氯乙烯

V

01

产量重新开始增长，生产利润维持低位

02

生产企业库存持续下降，社会库存暂时处于高位

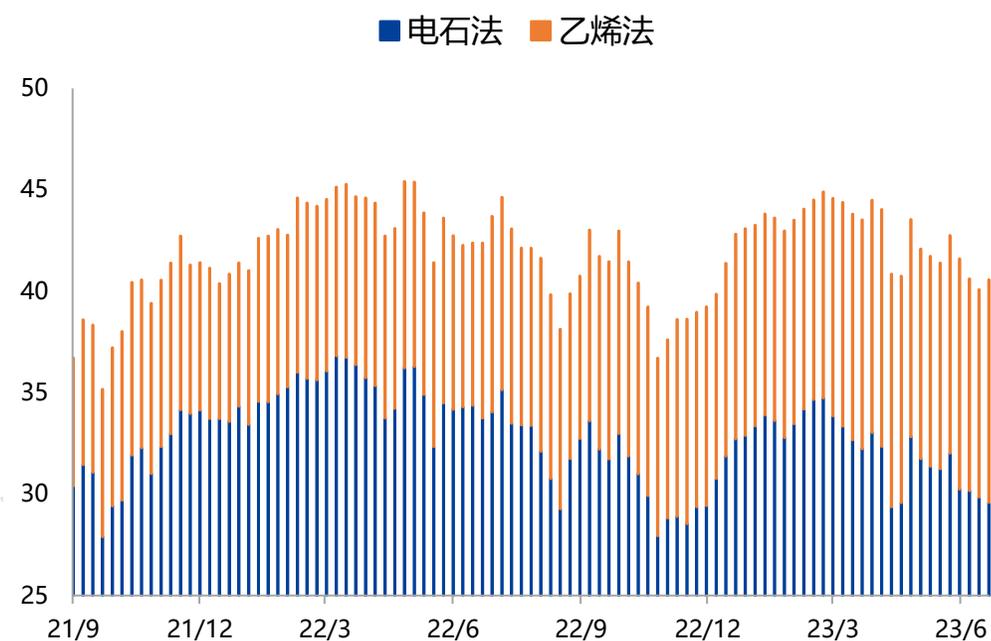
03

下游开工拐点将至，期权市场极端看涨

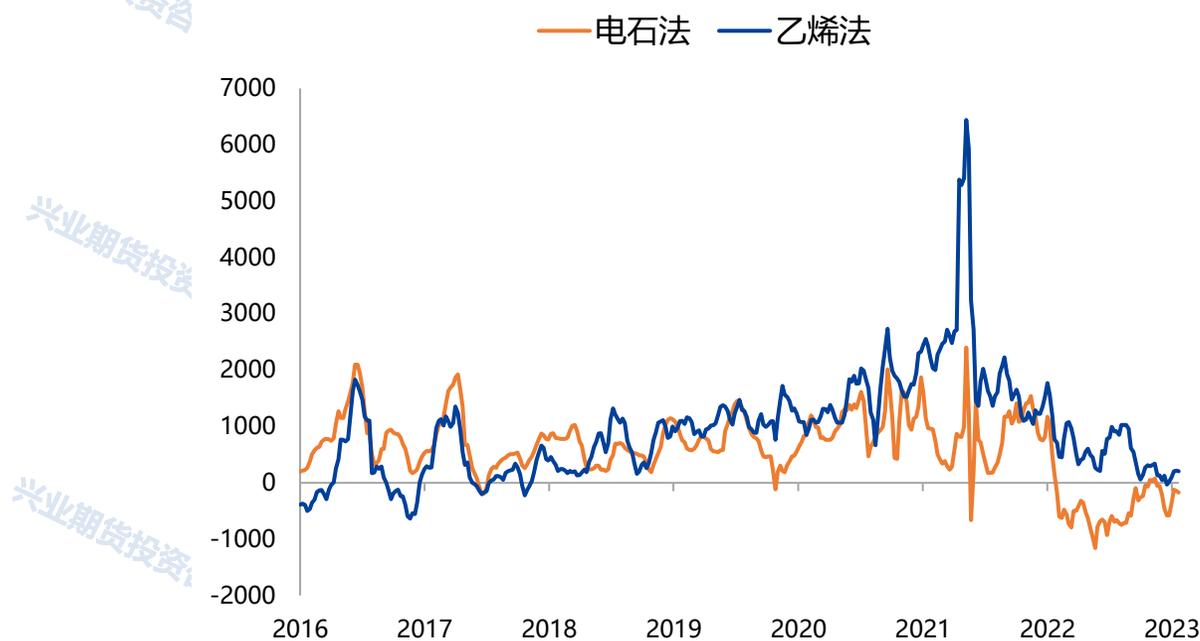
6月最后一周5套检修装置重启, 乙烯法装置开工率上升5%, 电石法保持稳定, PVC周度产量增加1.2%。7月第一周无新增装置检修, 3套检修装置重启, 产量预计增加1%。6月PVC产量为176万吨, 同比环比均明显减少, 7月检修装置偏少, 产量预计在下旬起开始大幅增加。

近一周电石价格为3260 (+60) 元/吨, 乙烯价格为6000 (+0) 元/吨, 电石法平均成本为5600 (+30) 元/吨, 乙烯法为5700 (+50) 元/吨。整个上半年PVC生产利润都处于历年极低水平, 导致累计产量同比减少8%, 而乙烯法只有在二季度利润才开始大幅下降, 累计产量同比增加25%。

产量重新开始增长 (截至2023.6.30)

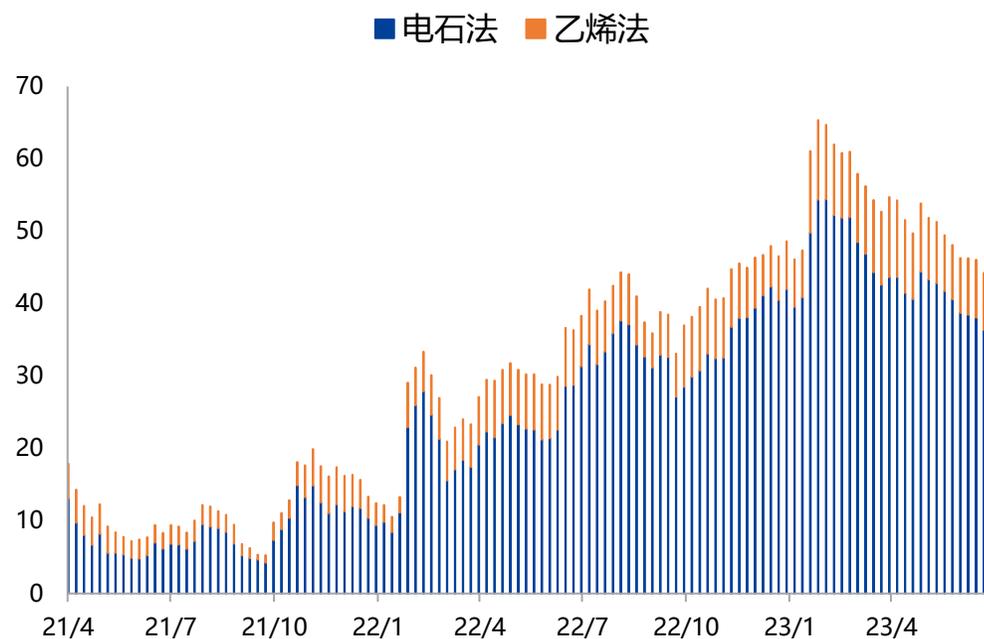


利润维持低位 (截至2023.6.30)

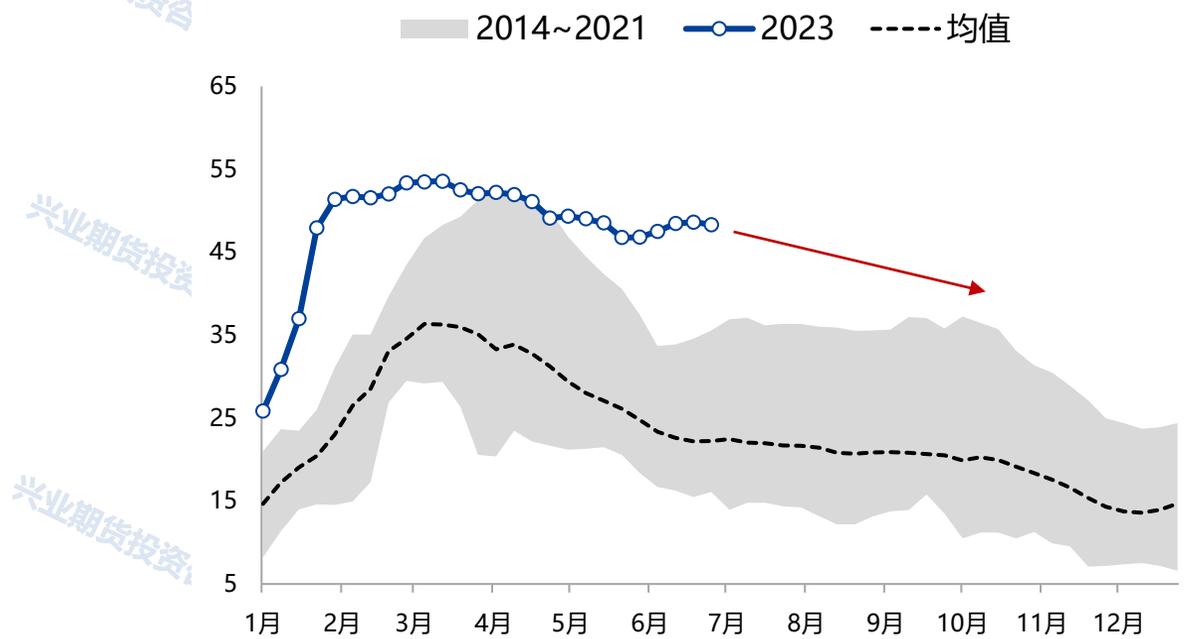


- 6月下旬随着PVC价格止跌企稳，现货成交情况明显改善，库存延续下降。目前电石法生产企业库存已经开始加速减少，但乙烯法生产企业由于产量处于高位，库存消化需要等待需求进一步好转。7月如果平均每周去库1.5万吨以上，说明供应过剩矛盾正在缓和。
- 3~5月长达12周时间社会库存仅减少7万吨，5月底至今又重新开始增长，目前高社会库存是阻碍PVC价格上涨的重要因素。7~9月社会库存预期持续下降，建议重点关注这一指标。

生产企业库存持续下降 (截至2023.6.30)



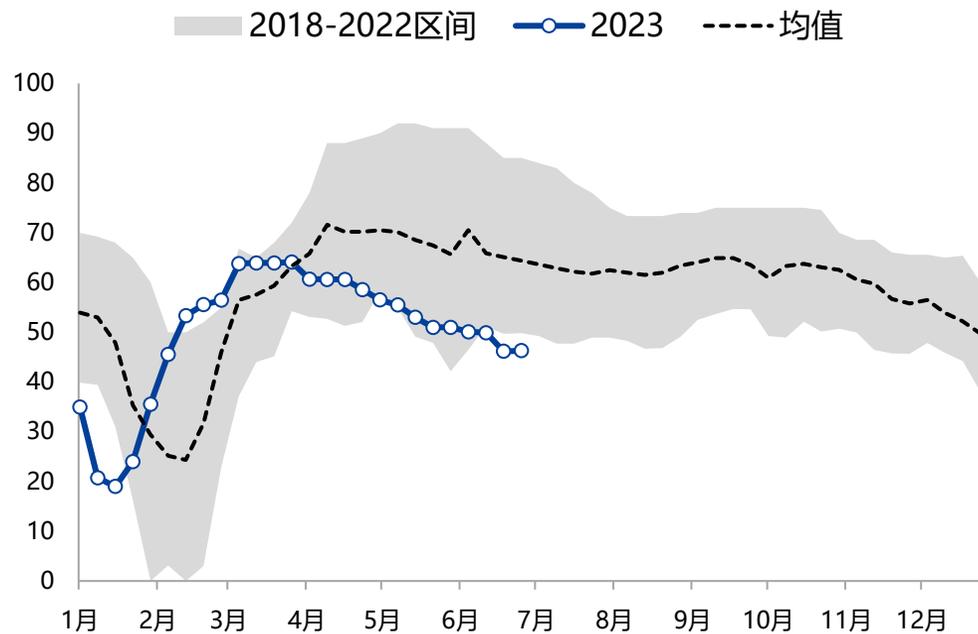
社会库存处于高位 (截至2023.6.30)



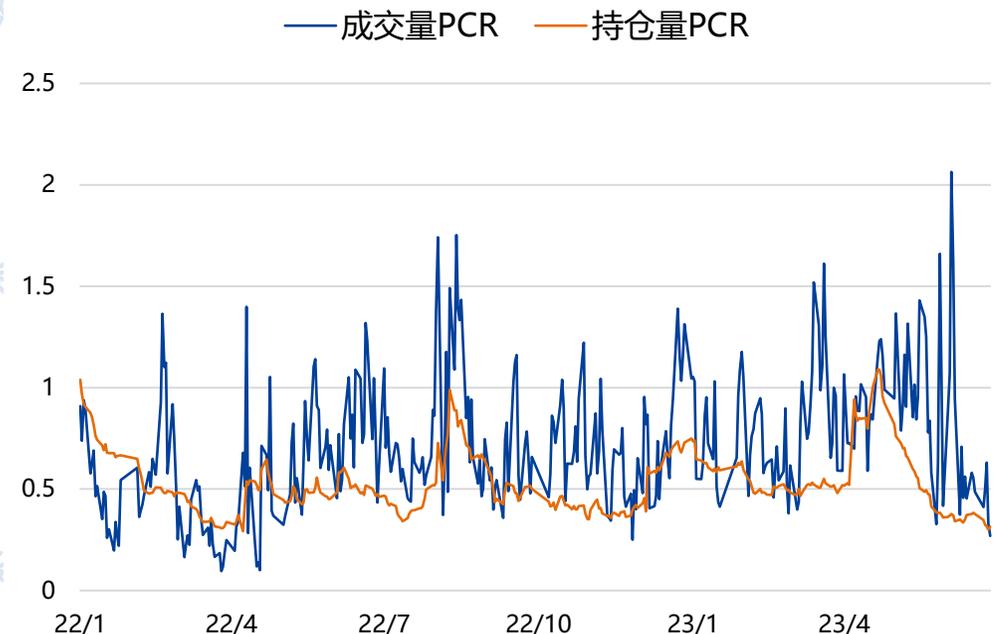
❑ PVC下游开工率为46.31% (+0.15%)，处于历史同期最低水平。通常8月需求开始进入旺季，7月下游开工率预计出现拐点，目前管材和型材开工率已经结束连续16周的下降，薄膜仍在降低。

❑ 近一周期货价格窄幅震荡，主力力合约前二十席位净空持仓量依然高达5万手。不过期权成交量PCR下降至0.27，持仓量PCR下降至0.31，即看涨期权成交量达到看跌期权的4倍，持仓量达到3.3倍，显示出期权市场极端的看涨情绪。此外现货市场销售量、预售量以及看涨比例都达到4月以来最高，7月期货价格反弹的可能性极高。

下游开工率拐点将至 (截至2023.6.30)



期权市场出现极端看涨情绪 (截至2023.6.16)



铁矿

01

海外铁矿发运稳步增长，国内进口矿库存低位运行

02

铁水产量高位运行，铁矿价格支撑较强

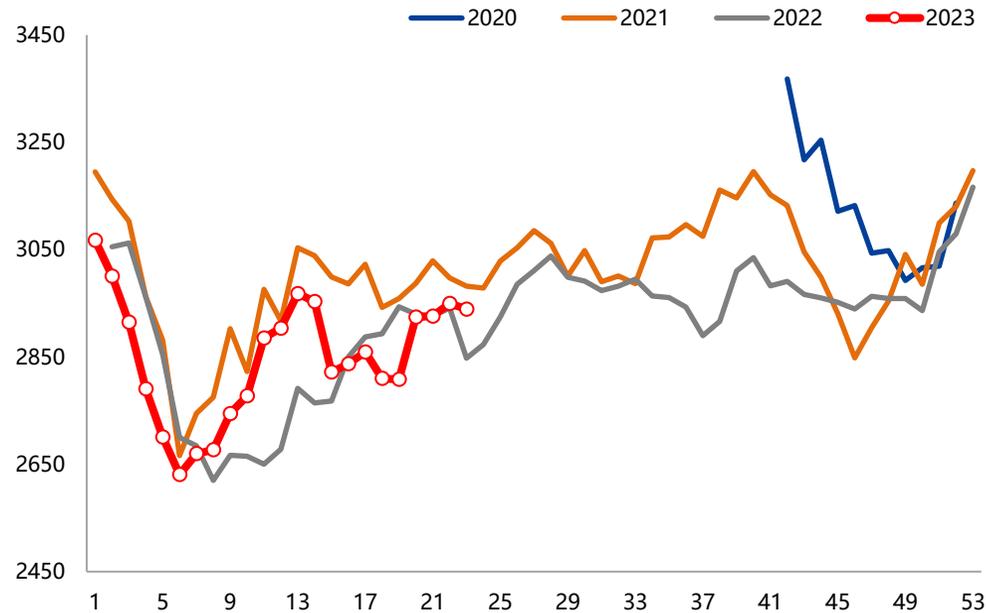
03

钢厂盈利及期货贴水，铁矿石多单安全边际较高

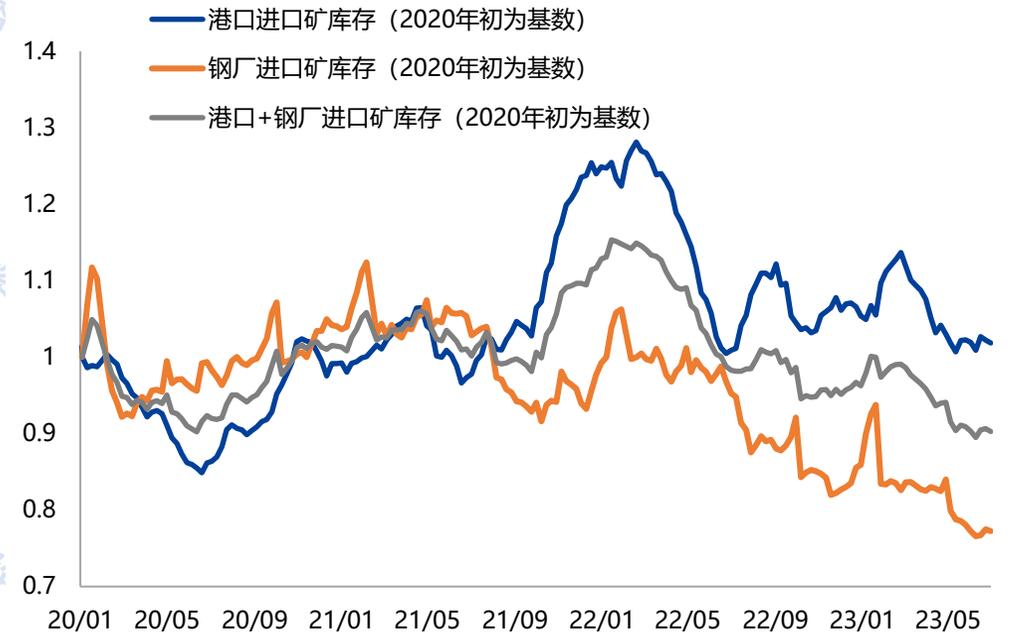
□ 全球矿山铁矿石发运量平稳增长。

□ 国内进口矿库存方面，由于年初以来国内铁水产量维持同比偏高的水平，且钢厂盈利不佳，主动压降进口矿库存，截至本周五，港口及钢厂进口矿库存整体仍处于2020年以来的低位。

全球铁矿石发运 (更新至6.23)



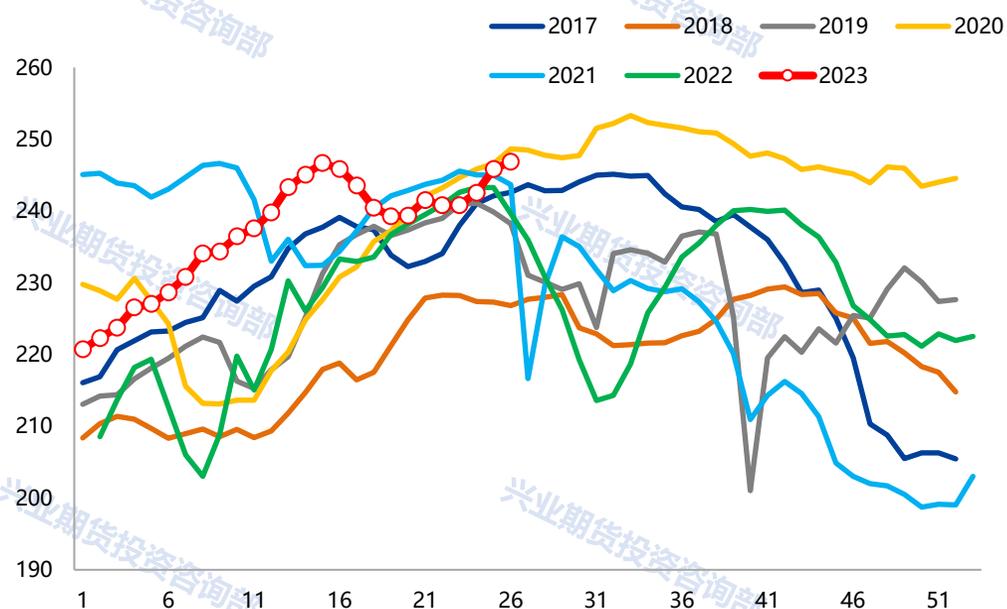
进口矿库存保持低位 (更新至6.30)



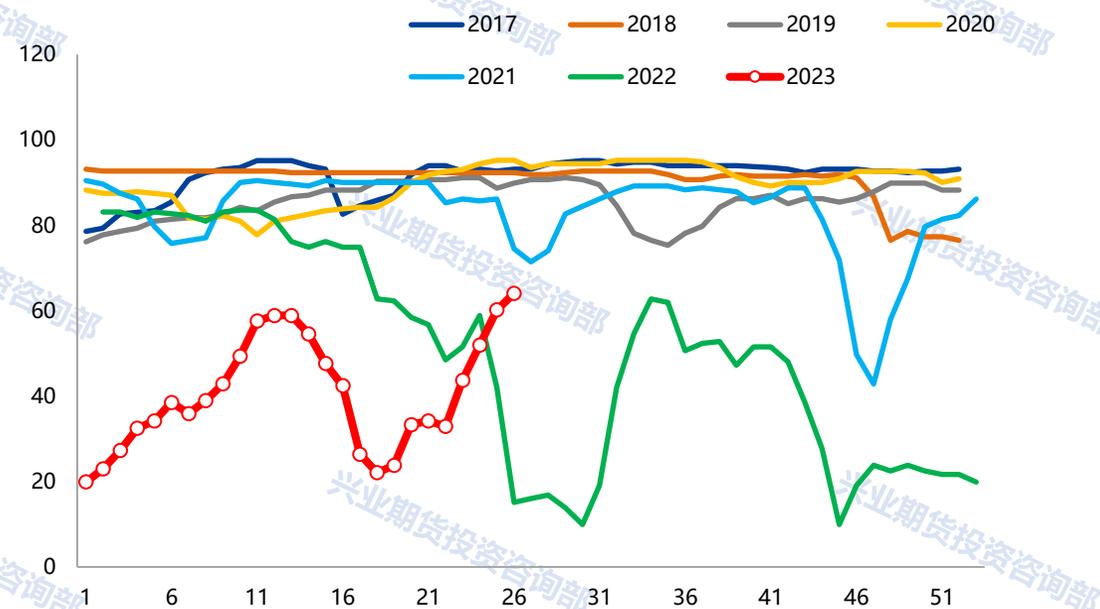
□ 近期宏观稳增长预期再度走强，钢价连续反弹，钢厂盈利能力和生产积极性环比回升。截至本周五，钢联247家样本钢厂盈利比例大幅回升至64.07%，高炉日均铁水产量续增至246.88万吨，仍位于年内高位，且同比多增。

□ 在市场预期稳增长政策将加码，钢价反弹，且进口矿库存低位运行的阶段，若钢厂保持盈利，则铁矿价格向上弹性往往偏强。

高炉铁水产量连续第2周回升（更新至6.30）



247家样本钢厂盈利比例（更新至6.30）

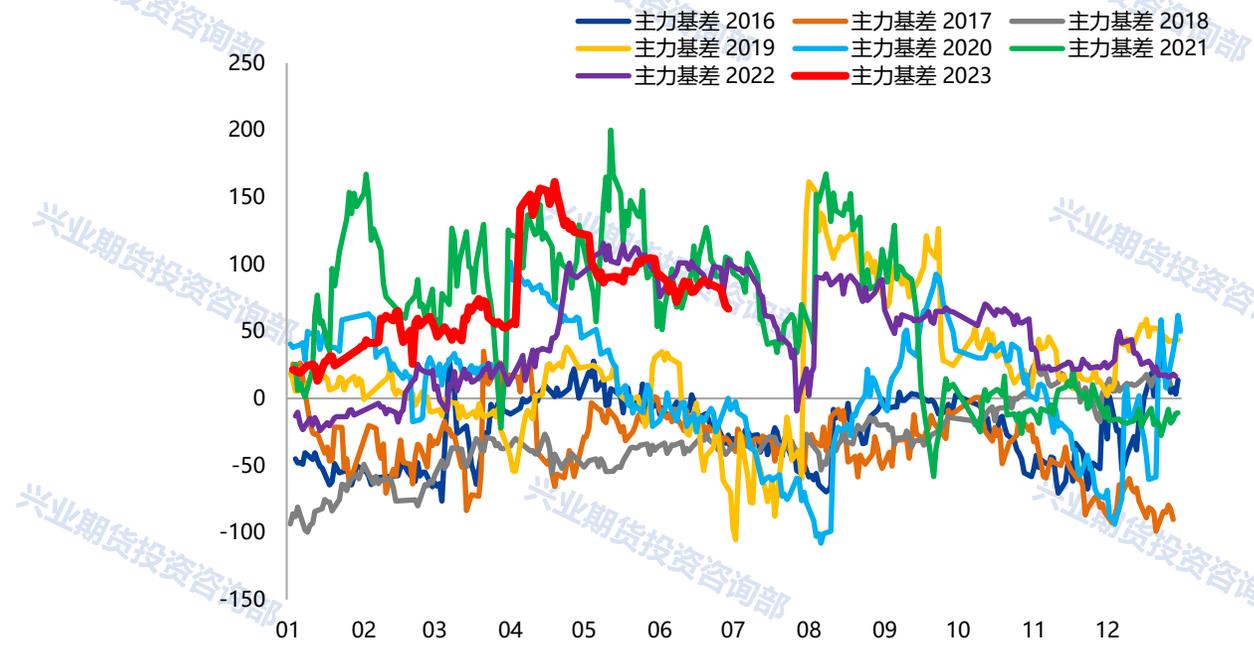


- 据我们估算，长流程钢厂螺纹、热卷即期利润约小幅扩张至100上下，钢厂盈利给与铁矿石现货价格以支撑。同时，期货主力合约价格仍贴水现货价格近80元/吨。钢厂盈利及期货贴水给与铁矿石多单较高的安全边际。建议政策预期行情结束前，铁矿期货仍持多头思路。
- 主要风险：铁矿石期货价格上破800后，发改委监管风险可能提高；钢材供给弹性回升，待政策预期兑现，淡季供强需弱风险或再度显现。

长流程钢厂即期利润 (更新至6.30)



247家样本钢厂盈利比例 (更新至6.30)





纯碱

SA

01

重碱需求稳步增加，轻碱消费稳中有增

02

纯碱开工维持高位，库存环比小幅下降

03

远兴装置顺利投产，供给增长趋势较明确

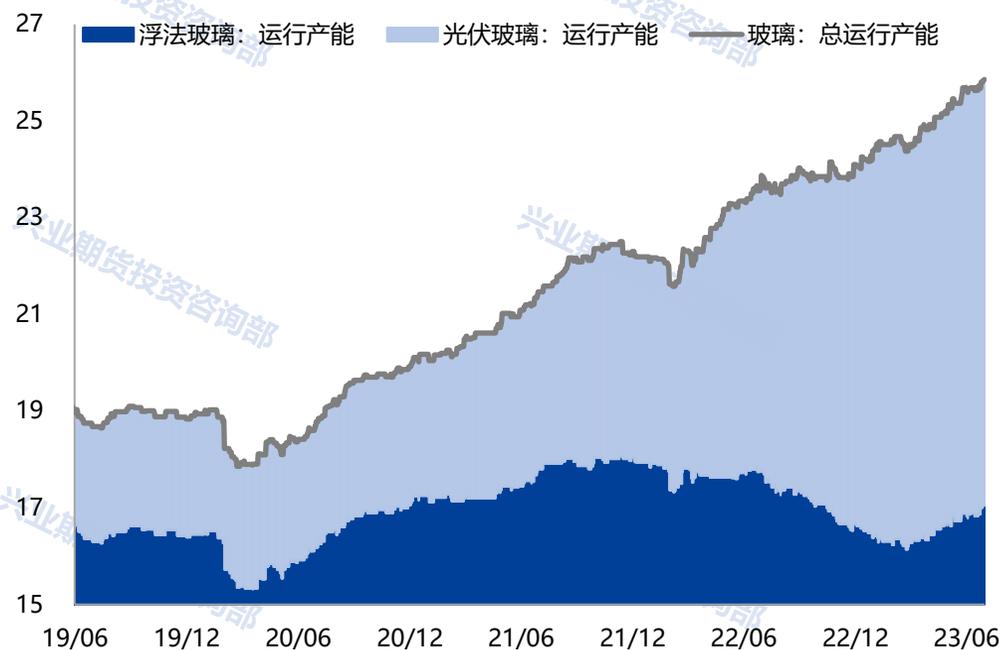
04

淡季装置集中检修，或阶段性对冲投产影响

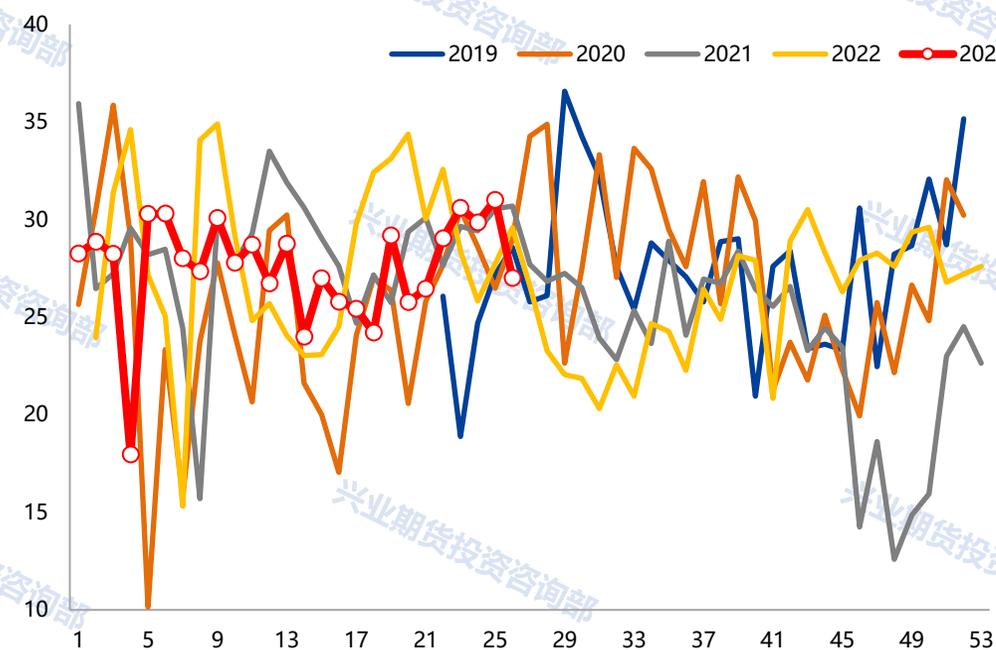
2023年以来，光伏玻璃产能稳中小增，截至本周五，光伏玻璃运行产能累计新增8050t/d日熔量；浮法玻璃随着全行业盈利改善，复产点火的产能也逐步增多，截至本周五，浮法运行产能已累计增加6680t/d，玻璃对重碱需求稳步增加。

轻碱消费传统旺季逐步临近，整体稳中有增。

光伏玻璃产能平稳，浮法玻璃产能逐步回升（更新至6.30）

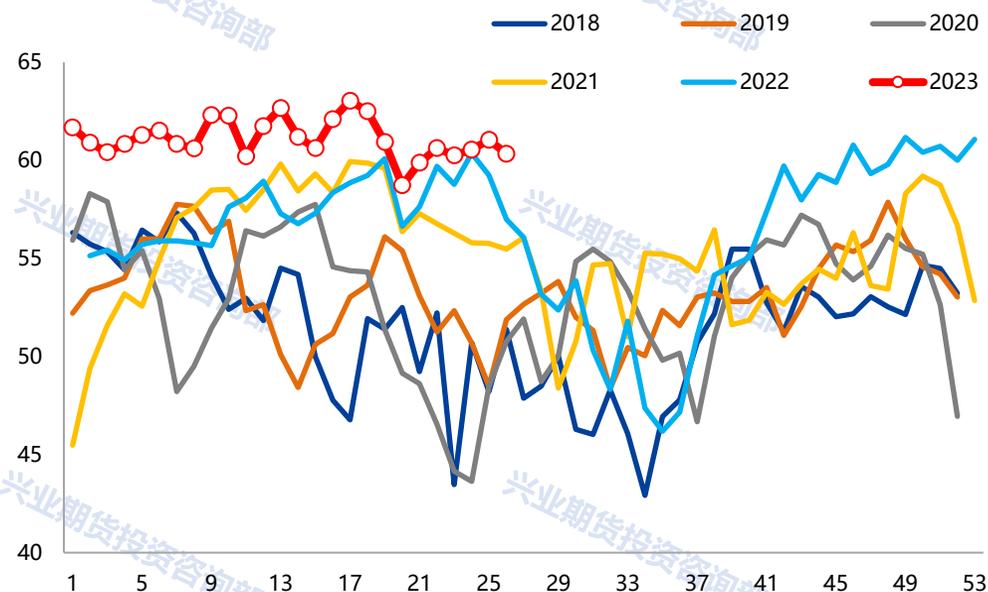


轻碱消费平稳（更新至6.30）

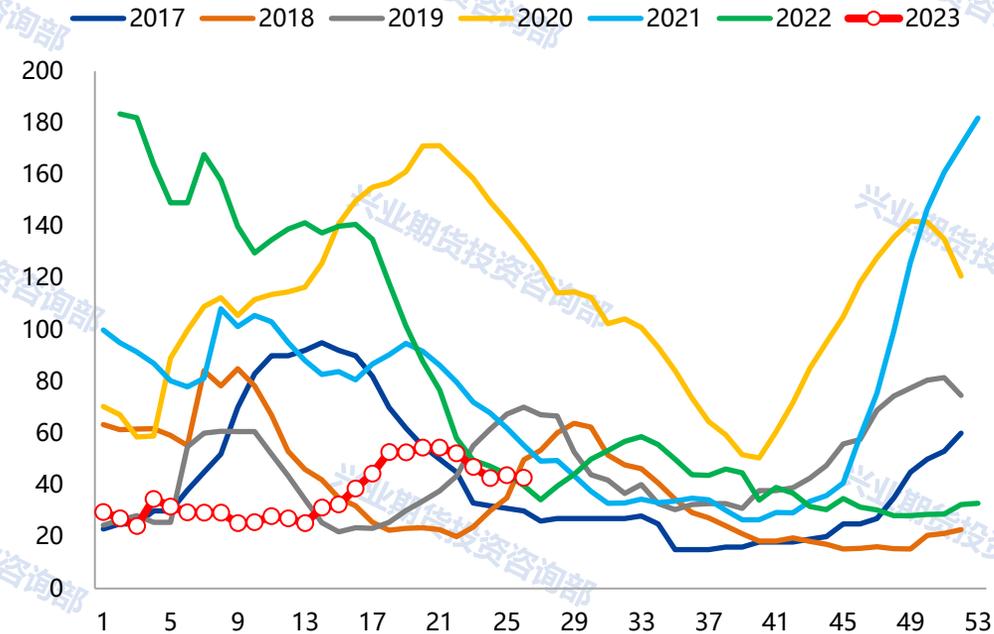


市场对远兴能源装置投产、四季度纯碱大幅累库的预期较充分，因此在1-6月期间，上游纯碱生产企业倾向于在远兴投产前尽量维持高产量以兑现利润，本周五纯碱周度开工率和产能利用率均保持90%以上的高位。7-8月纯碱供给的两大变量为远兴装置正式出产品，以及淡季装置检修计划。

纯碱周产量（更新至6.30）



纯碱企业库存（更新至6.30）



远兴能源一期项目1号产线已正式出产品，剩余装置将于7-9月分批投产，金山装置计划8月20日投料，9月出产品，较2季度初预期提前1个月左右。7月-9月间，远兴及金山共计700万吨产能将分批投产，供给增长节奏较为明确。

根据我们估算，7月-8月，远兴一期项目2个150万吨装置的陆续投产，若以1个月达到满产计算，7-8月将带来37-38万吨新增产量。

2023年纯碱装置投产计划（更新至6.29）

企业	新增产能 (万吨)	工艺	投产地区		预计投产时间 (Q2初更新)	预计投产时间 (Q3初更新)	备注
重庆湘渝盐化	20	联碱法	西南地区	重庆	2023年底	2023年底	装置扩产
安徽红四方	20	联碱法	华东地区	合肥	2023年2季度	2023年2季度	装置扩产
江苏德邦	60	联碱法	华东地区	江苏	2023年9月之后	2023年9月之后	产能置换 原60增60
远兴能源一期	500	天然碱法	华北地区	内蒙古 (小苏打40万吨)	2023年6月, 150万吨 2023年7月, 150万吨 2023年9月, 200万吨	2023年6月, 150万吨 2023年7月, 150万吨 2023年9月, 200万吨	6月28日, 一期一号装置已出产品, 预计10月达到满产, 全年贡献产量200万吨
金山化工	200	联碱法	华北地区	漯河 (小苏打100万吨)	2023年9月	2023年8月20日投料, 9月出产品	较2季度初消息提前1个月
连云港碱业	120	联碱法	华东地区	连云港	2024年上半年	2024年上半年	
远兴能源二期	280	天然碱法	华北地区	内蒙古 (小苏打40万吨)	2025年12月	2025年12月	

- 今年7-8月纯碱检修计划已陆续出来，根据隆众和卓创统计的各家检修计划，7-8月纯碱装置检修影响规模可能达到45万吨。
- 若上述装置检修落地，将有望阶段性对冲远兴装置投产的影响，并带动淡季纯碱库存环比继续下降，对现货价格及期货价格继续形成支撑。
- 策略上，建议纯碱远月多单继续持有。

7-8月份检修计划汇总（更新至6.30）

企业	产能 (万吨)	工艺	检修计划	检修天数	检修影响量 (万吨)		信息来源
					7月	8月	
山东海化（老线）	120	氨碱法	初步计划6月底检修12天	12	4.3		隆众、卓创
中盐青海碱业	120	氨碱法	初步计划7月份检修1个月	31	5.4	5.4	卓创
中盐昆山	80	联碱法	初步计划7月25日检修25天	25	1.7	4.3	隆众、卓创
甘肃金昌	20	联碱法	初步定于7月检修20天左右	20	0.6	0.6	隆众、卓创
江苏井神	60	氨碱法	7月1日降负荷运行	7	1.0		卓创
丰成盐化	60	联碱法	计划6月26日检修1个月	31	4.7		隆众、卓创
中盐昆仑碱业	150	氨碱法	初步计划7月份检修	7	3.2		卓创
山东海天	150	氨碱法	计划7-9月降负荷运行	7		3.2	隆众
河南骏化	80	联碱法	初步计划7月份检修	7			隆众、卓创
五彩碱业	110	氨碱法	初步计划8月底检修	10		3.3	卓创
中盐内蒙古化工	35	氨碱法	初步计划7月底检修7-10天	9		0.9	隆众、卓创
四川和邦二厂	30	联碱法	初步计划7月检修1个月	31	2.8		卓创
江西晶昊	60	氨碱法	初步计划8月检修	7		1.3	隆众、卓创
青海发投碱业	130	氨碱法	计划7-8月检修	7		2.7	隆众、卓创
合计	1205				23.6	21.7	

每年7-8月检修季纯碱装置开工率下降幅度统计

日期/纯碱开工率 (%)	7月	8月	7月较年内高点降	8月较年内高点
2022年	79.1	73.4	-9.3	-15.0
2021年	73.4	76.2	-10.8	-8.1
2020年	73.6	73.2	-4.6	-5.0
2019年	86.9	87.1	-2.9	-2.7
2018年	77.2	82.2	-9.6	-4.6
2017年	90.5	88.2	-3.3	-5.5
2016年	84.7	84.9	-4.9	-4.7
最大值	90.5	88.2	-2.9	-2.7
最小值	73.4	73.2	-10.8	-15.0
均值	80.8	80.8	-6.5	-6.5

棉花

CF

01

面积、单产预期同时下降，国内棉花供应端减产确定

02

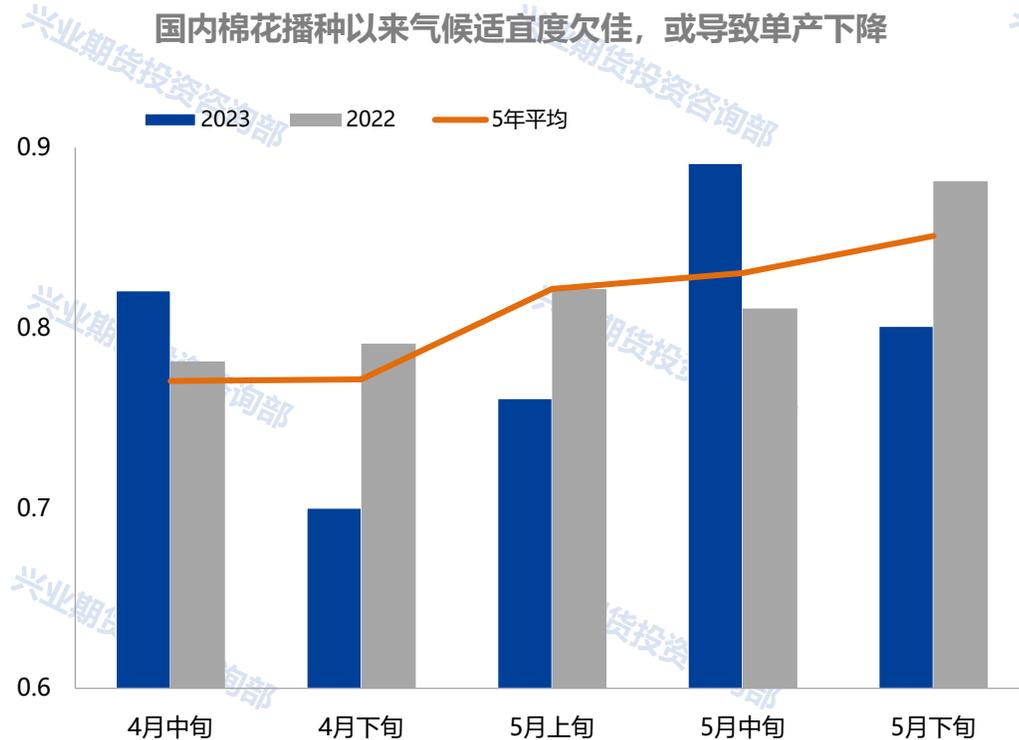
纺织行业景气总体仍处于扩张区间

03

经济复苏预期下中长期消费有望增长

□ 2023-24年度棉花总体气候适宜度为0.79，低于上年的0.82和近五年平均值0.81。其中，4月中旬至5月下旬气候适宜度在0.70~0.89之间，与上年和近五年平均相比，除了4月中旬、5月中旬相对偏高以外，其余3个旬度均处于偏低水平。

□ 由于新年度植棉面积减少、单产受到前期天气欠佳影响，2023年度国内棉花减产已成大概率事件，且减产幅度可能较大。据BCO调查数据，预计2023年新疆新棉总产559.5万吨，同比-10.6%；全国总产降至607.6万吨，同比-10.5%。总体来看面积减少叠加单产下降，预计今年国内棉花产量减少，为棉价偏强运行提供基础。

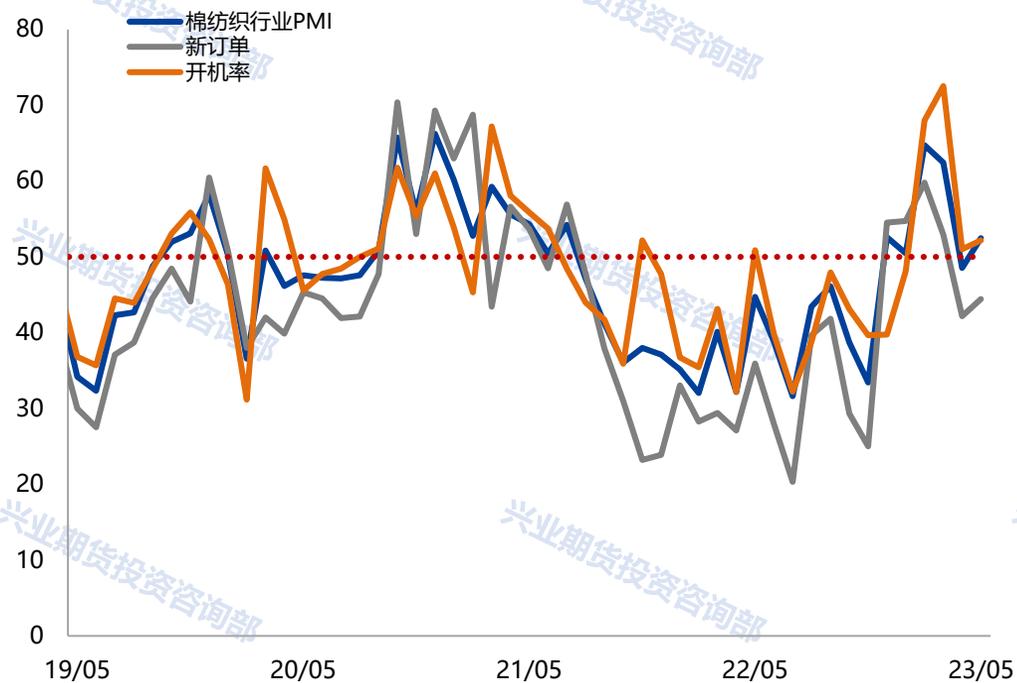


2023年度新棉总产减幅扩大概率增加

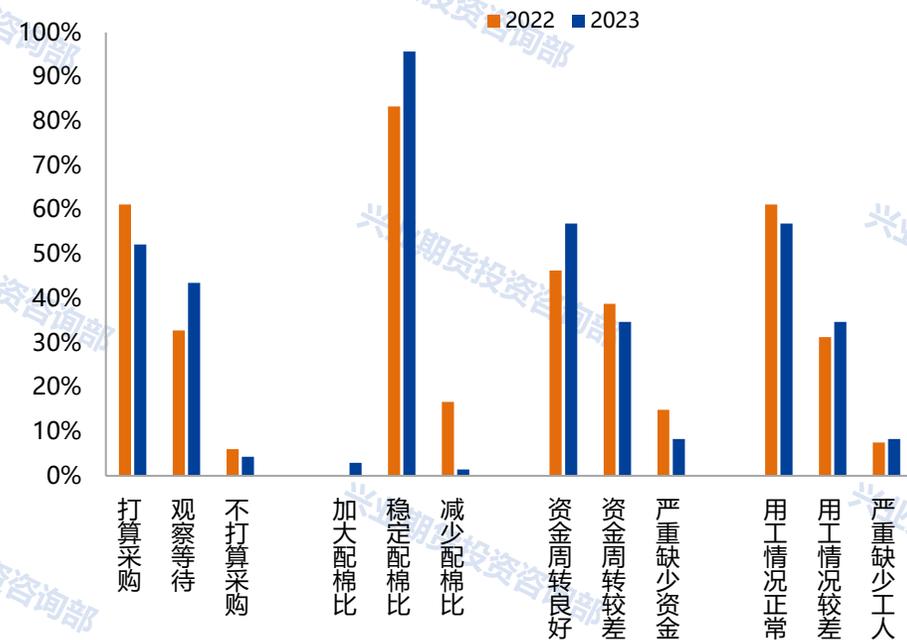
	2023年意向种植面积(万亩)	同比	2023年预期产量(万吨)	同比
新疆	3681	-7.1%	559.5	-10.6%
甘肃	34.5	0.0%	3.6	0.0%
山东	161.5	-4.4%	13.9	-4.8%
河北	170.5	-4.7%	15.3	-12.6%
河南	34.5	-4.4%	2.9	-3.3%
湖北	56.8	-10.0%	3.9	-11.4%
安徽	37.7	-8.4%	2.6	-10.3%
湖南	32.2	0.0%	2.4	0.0%
江苏	10.1	-16.5%	0.8	-11.1%
全国	4252	-6.9%	607.6	-10.5%

纺织厂开工率仍处于高位，总体行业景气仍处于扩张区间。2023年5月，中国棉纺织行业PMI升至52.46%，环比上升3.93个百分点，市场进入传统淡季，但纺企整体产销状况尚好，指数重回枯荣线以上。据国家棉花市场监测系统抽样调查显示，在采购棉花、配棉比情况、资金周转情况、用工情况的调查上，总体可以看到纺企选择有利情况的占比增多，同时选择不利情况的占比减少。纺织行业景气总体仍处于扩张区间。

行业景气总体仍处于扩张区间

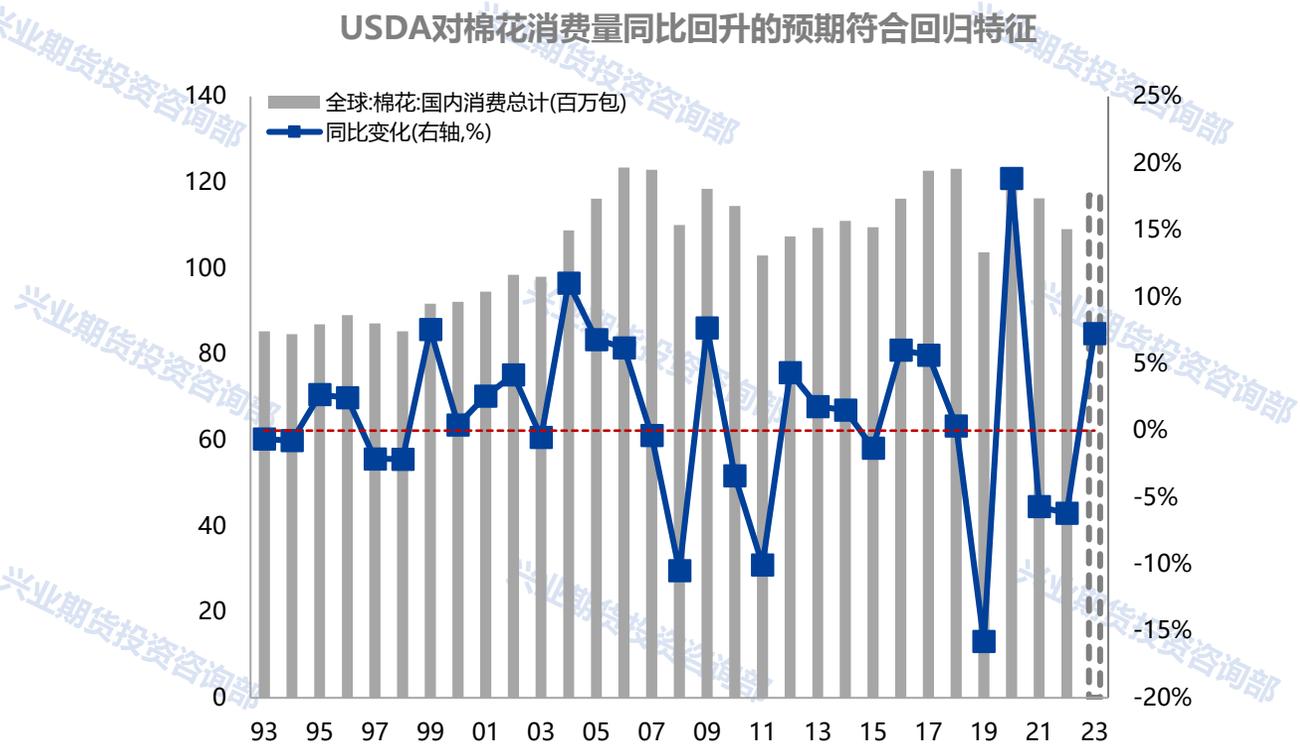
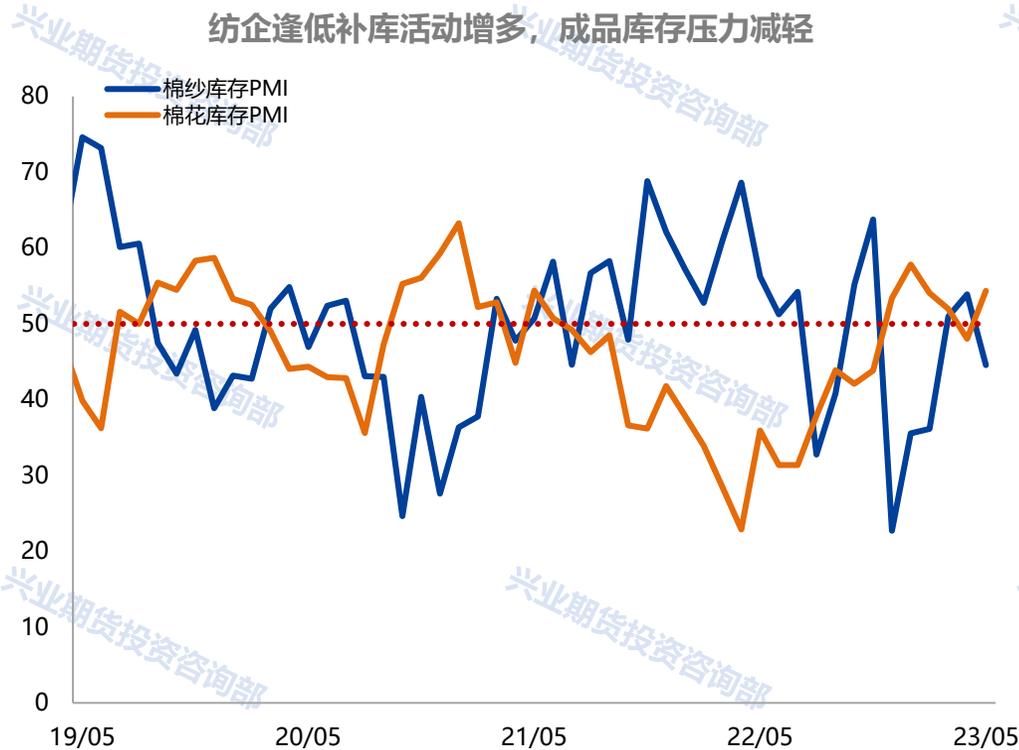


抽样调查显示纺企选择有利走向的占比增多



2023年5月的棉花库存指数有所上升，随着棉价波动加剧，纺企逢低补库活动明显增多；棉纱库存指数下滑到枯荣线以下，显示企业成品库存压力总体减轻。

微观方面，从USDA公布的历年全球棉花国内消费量同比变化的统计特征看，2023年棉花消费量同比回升且幅度较大的可能性较高。具体来看，2023年之前棉花消费量连续两年同比为负值，历史上出现的相似情况接下来一年棉花消费量都出现同比大幅回升的情况。从历史数据角度而言，USDA预期的2023棉花消费量同比回升且幅度较大的可能性较高，对棉价上行的支撑较强。



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