



官方微信



官方APP

2023年5月宏观经济形势展望及品种策略建议：

悲观预期已有足够兑现、而边际利多将增强，单边空头性价比将显著下降

上海 2023.5.14

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:

□ **国内经济:** (1) CPI环比符合季节性, 猪周期和油价影响较突出; (2) 供给压力超需求承接能力, PPI价格环比同比走弱; (3) 经济内生修复能力偏弱, 政策预期或将走强; (4) 主动去库周期延续, 二季度仍有望过渡至被动去库。

□ **国外经济:** (1) 美国债务上限问题显现, 两党再度博弈; (2) 美国债务上限危机大概率有惊无险; (3) 美国债务上限问题, 对市场形成短期扰动。

□ 中观面驱动因素要点:

期货策略:

(1) 国债 (买入TS2306卖出T2306, 组合, 持有): 社融数据虽然表现不及预期, 但并未出现进一步衰退的证据。目前长端利率已经对避险情绪有了较充分的定价, 进一步下行空间有限, 而短端利率仍存一定博弈空间。且目前曲线仍较为平坦, 跨品种价差存继续修复空间。

(2) 沪深300 (买入IF2306, 单边, 持有): 最新宏观经济指标依旧存在结构性亮点, “宽信用” 进程持续推进、“盈利改善” 仍有高置信度; 在海外主要国家衰退形势明确、国内“资产荒” 背景下, 基于自身的低估值水平、基本面驱动大势向上状态, A股在大类资产配置中依旧占优; 另从相对长期看, 外资和国内机构中长线资金均有足够的加仓空间、及资金容量; 当前阶段“估值、业绩” 二维选股模型依旧最有效, 再考虑风格切换的兼容性, 沪深300指数仍是最适宜多头标的。

(3) 沪胶 (买入RU2305, 单边, 持有): 结构性库存压力不时制约橡胶价格, 但汽车市场产销预期乐观, 终端需求或现边际增量, 而产区气候的不稳定影响国内原料释放, 供减需增支撑橡胶价格。

□ 中观面驱动因素要点:

期货策略:

(4) 沪铝 (买入AL2307, 单边, 新增): 供给方面, 水电短缺问题持续, 西南地区复产节奏较为缓慢, 叠加产能约束, 供给端预计短期仍将维持偏紧, 且海外复产节奏偏慢。需求方面, 下游开工持续改善, 且终端需求存潜在利多, 叠加库存仍在持续下降, 沪铝多头性价比较优。

(5) 甲醇 (卖出MA309, 单边, 持有): 虽然检修增多产量重新下降, 然而到港量创新高, 各环节库存持续积累, 供应压力并未减轻。下游开工率全面下降, 生产企业订单量创新低, 需求开始恶化。基本面利好匮乏, 衍生品市场看跌情绪加重, 甲醇跌势难止, 09合约空单持有。

(6) 螺纹-铁矿 (买入RB2310-卖出I2309*0.5, 组合, 持有): 短期高炉有复产可能, 但综合考虑淡季终端需求承接能力、粗钢限产政策落地, 未来高炉铁水产量环比/同比下行的方向依然不变, 叠加二季度后外矿发运季节性回升, 螺矿比仍有修复动能, 建议多螺空矿策略继续持有。

(7) 棉花 (买入CF309, 单边, 持有): 新年度植棉意向下降, 棉花消费未来随经济复苏反弹空间较大, 棉花前多持有。

(8) PTA (卖出TA309, 单边, 持有): PX实际产量预计减幅有限, 供需格局偏宽松, PTA新空入场。

宏观

MACRO

01

国内：经济内生修复动能偏弱，政策预期或再度走强

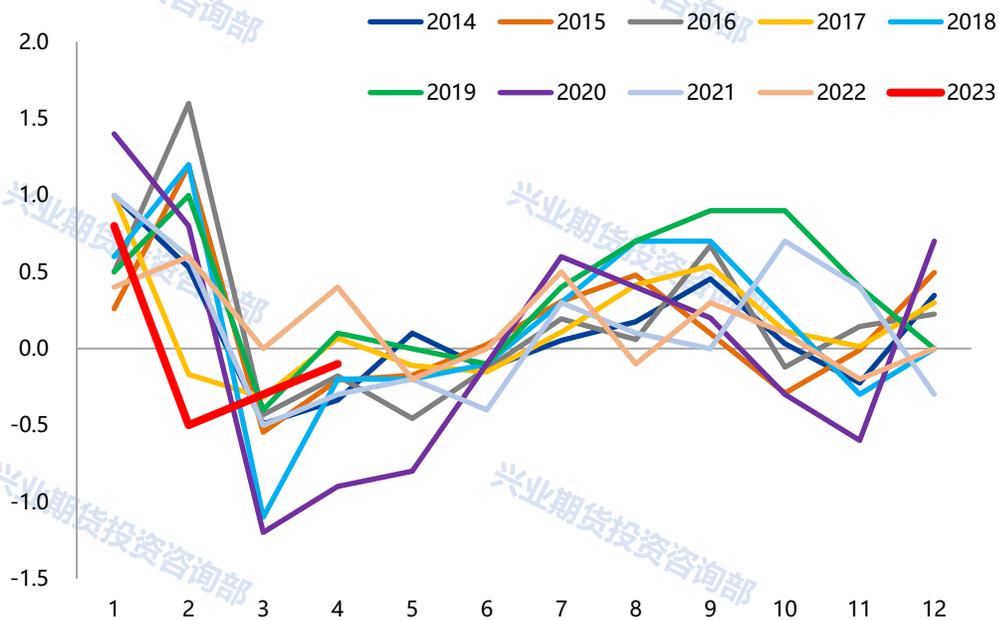
02

国外：美国债务上限问题显现，对市场形成短期扰动

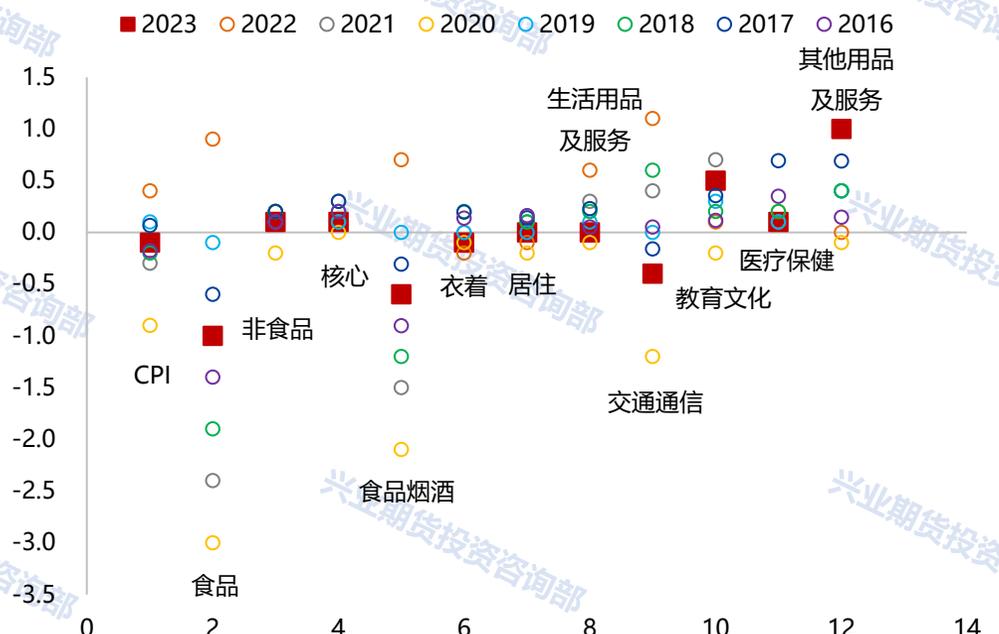
从环比角度看，4月CPI环比降0.1%（前值-0.3%），跌幅收窄0.2个百分点，剔除疫情三年，4月CPI环比变化与2012-2019年各年4月CPI环比波动平均基本一致，并无超季节性地走弱。

分项来看价格分化特征明显，食品价格环比降1%（前值-1.4%），非食品价格环比增0.1%（前值0%），均处于历史同期平均水平，其中衣着、交通通信表现相对偏弱，旅游、其他用品和服务相对偏强。

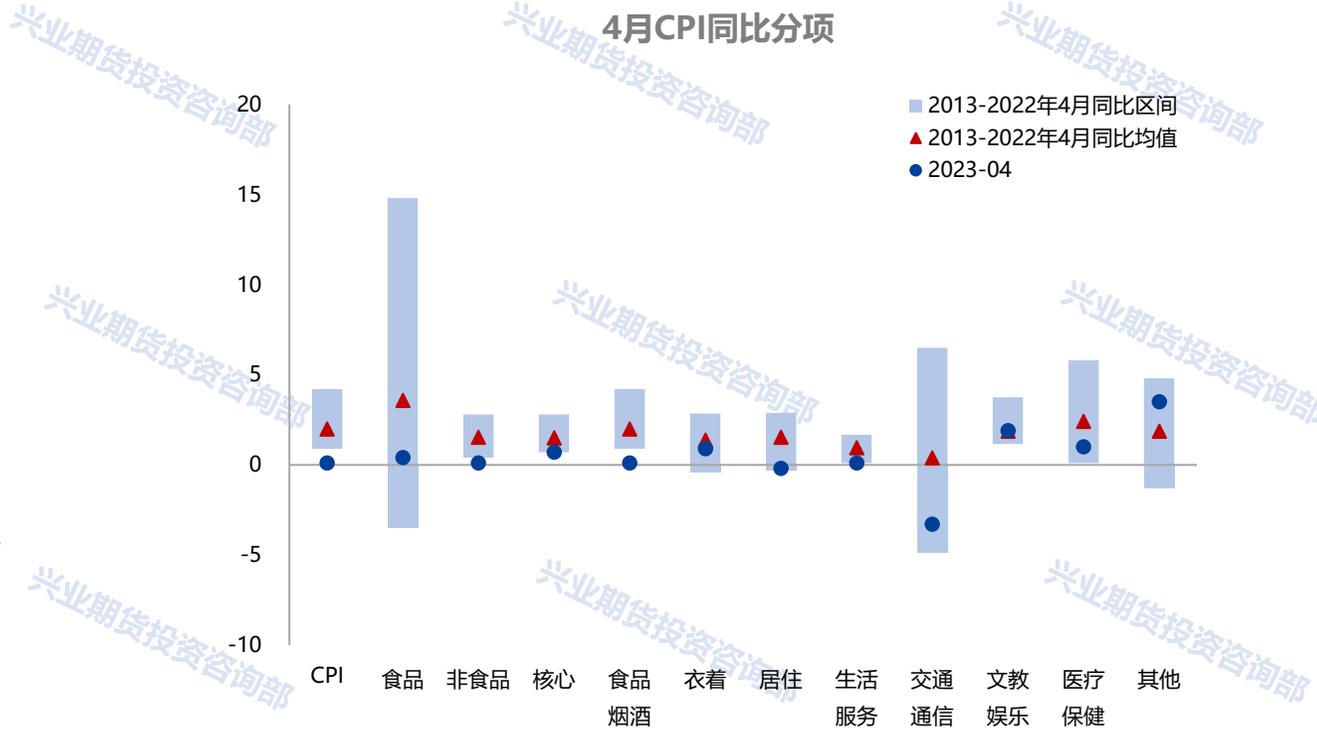
CPI环比走势符合季节性特征



CPI环比分项指标

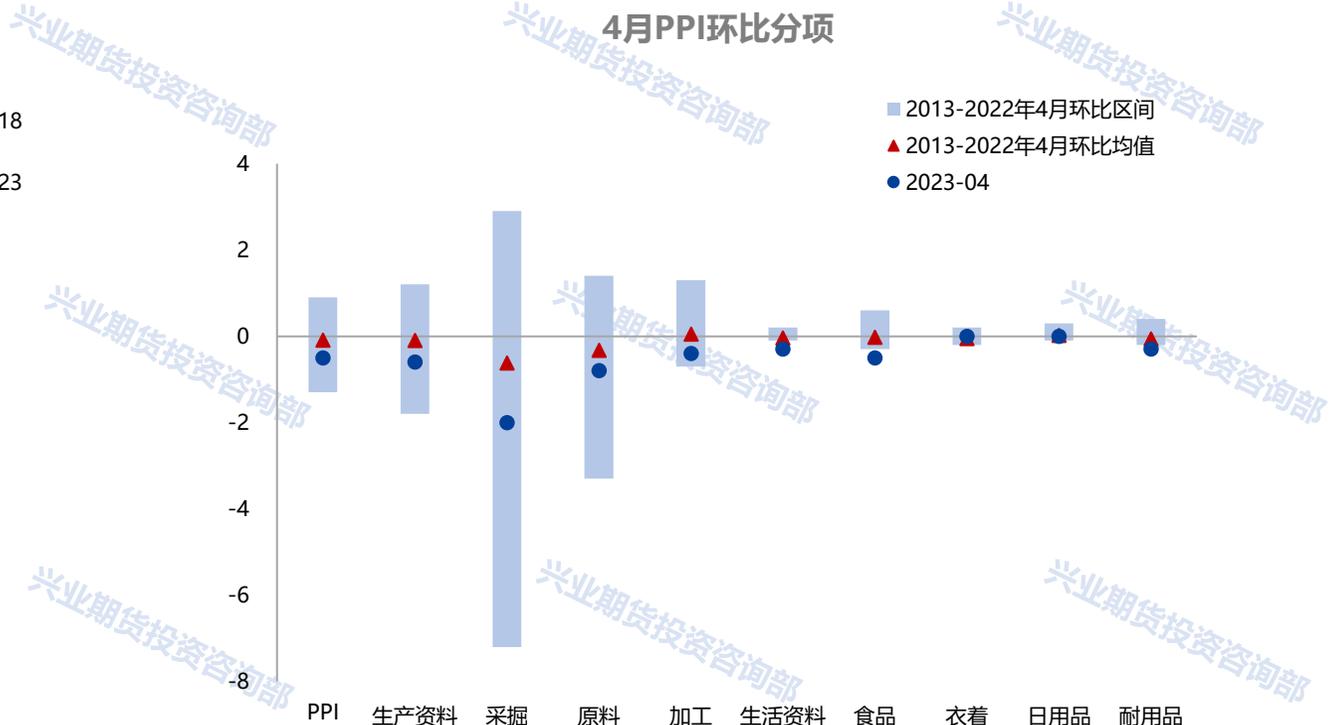
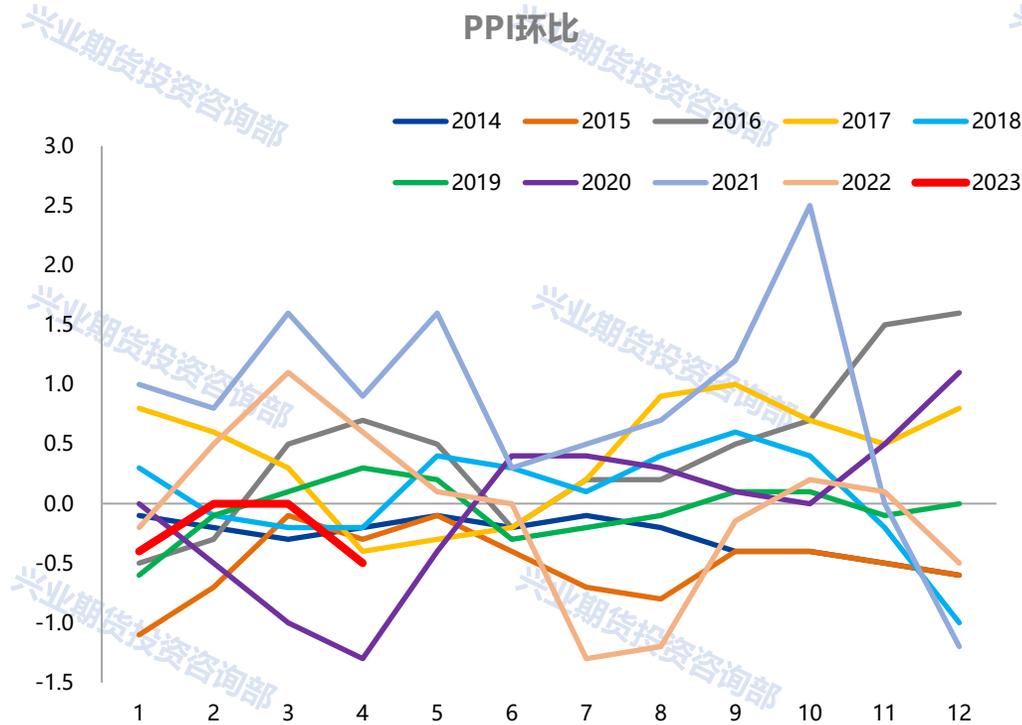


- 从同比角度看：4月CPI同比增0.1%，涨幅回落0.6个百分点，其中翘尾因素贡献回落0.4个百分点，新涨价因素贡献回落0.2个百分点，双双走低，翘尾因素拖累更大。
- 分项来看食品和交通通信4月CPI价格指数显著低于历史同期均值，主要受猪价、国际油价、汽车走弱的影响。
- 展望5月，CPI翘尾因素将回升，新涨价因素按季节性规律或继续向下，CPI同比增速或持平。下半年随着国内新一轮猪周期的启动，国内经济复苏的内生动能夯实，CPI同比有望回到上行通道中来。

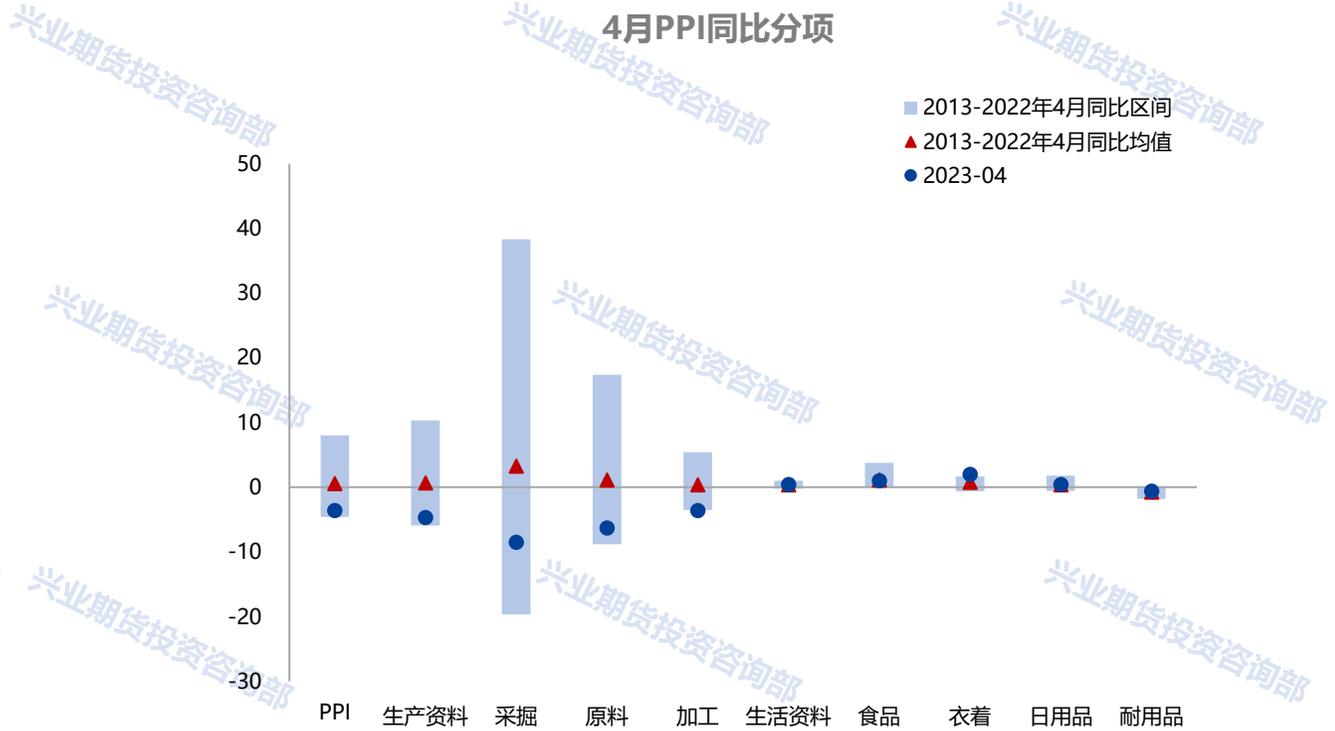
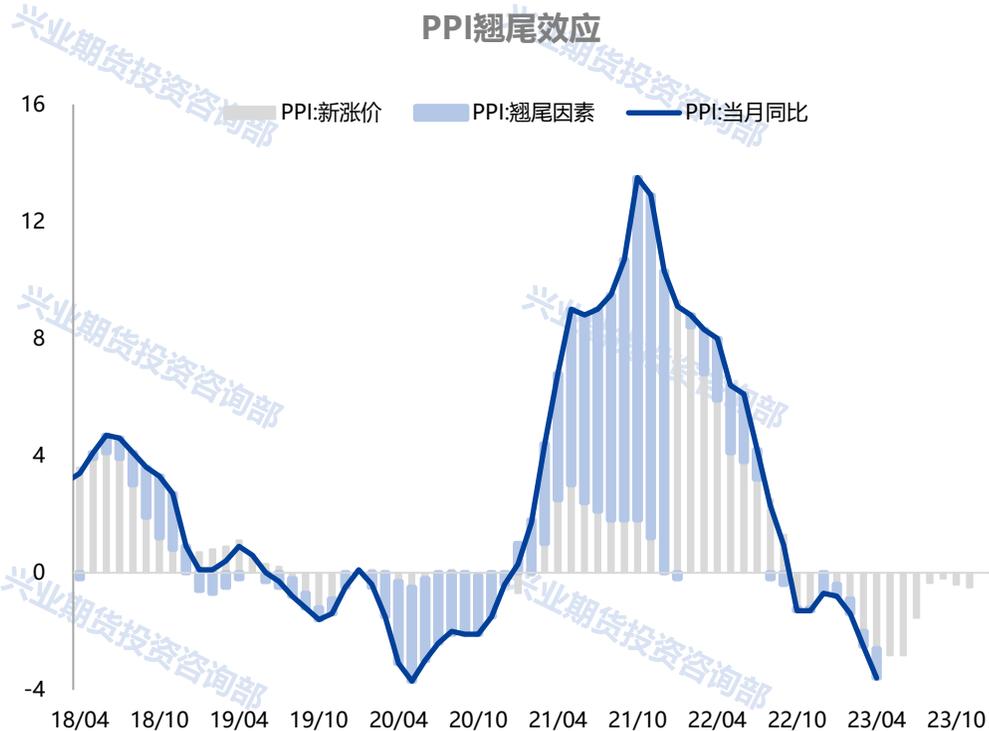


从环比角度看：4月PPI环比降0.5%，前值0%，其中，生产资料价格环比降0.6%，前值0%，明显转弱，说明国内外市场需求总体偏弱，生活资料价格环比降0.3%，前值0%，明显低于往年季节性水平，主要是食品、耐用品消费价格偏弱。

生活资料中原材料降幅更为显著，主要源于供给增长过快超过需求承接能力，产业链负反馈向上游发酵，其中煤炭开采、燃料加工、化学原料、黑色金属、水泥制造等细分行业环比降幅较突出。



- 从同比角度看：4月PPI同比下降3.6%，前值为-2.5%，价格环比转弱叠加基数走高，PPI单月同比降幅扩大，其中翘尾因素贡献-2.6个百分点，新涨价影响约为-1.0个百分点。
- 分项来看4月PPI上游原材料价格指数同比跌幅较为突出，也符合生产恢复过快导致盈利下降主动减产的事实。
- 展望5月，PPI翘尾因素将进一步小幅下行，传统工业生产淡季临近，PPI同比仍有下行可能，但经济温和复苏的大方向未被证伪，且不排除政策加码的可能，待上游供给收缩、供需再度平衡后，PPI有望逐步企稳。



国内经济：经济内生修复能力偏弱，政策预期或将走强

□ 4月金融数据低于预期，传递出几个重要信号：

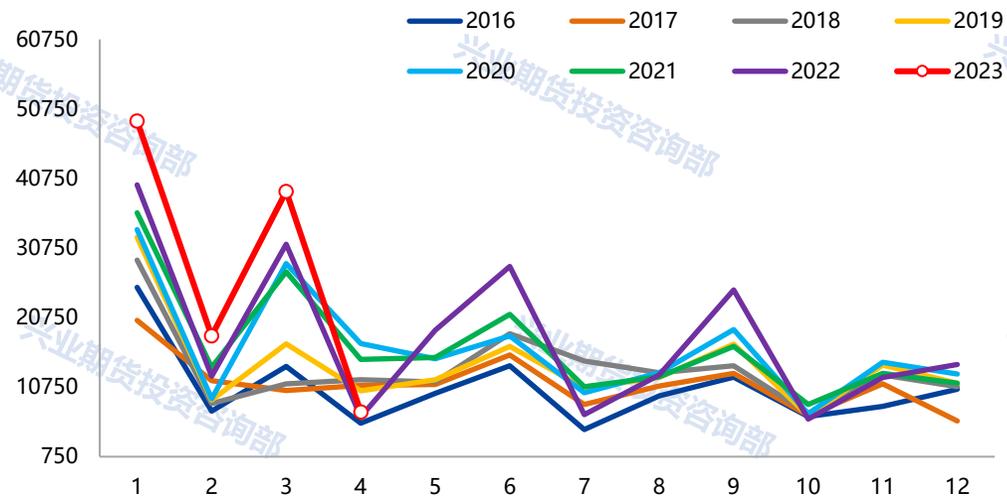
□ 第一，信贷投放强度明显回落，其中新增居民中长期贷款再度跌至负值区间，与商品房销售回落相互印证，且居民存款、贷款双降，居民对经济预期未充分扭转，超额储蓄释放缓慢、出现降杠杆倾向；企业中长期贷款回落至季节性偏强水平，企业融资需求上课，但边际回落也较为明显，企业融资需求持续性值得关注。

□ 第二，社融处在政府融资需求回落，但私人居民及企业部门需求尚未明显回升的阶段。4月新增政府专项债发行速度依然偏快，带动政府融资继续同比多增，但政府支出力度有所减弱，而居民和企业部门融资需求并未实质性回升，导致4月信贷社融双双不及预期。反映国内经济内生增长动能依然偏弱，若无政策加持，随着存量政策影响逐步消耗，不排除经济增速再度回落的风险。

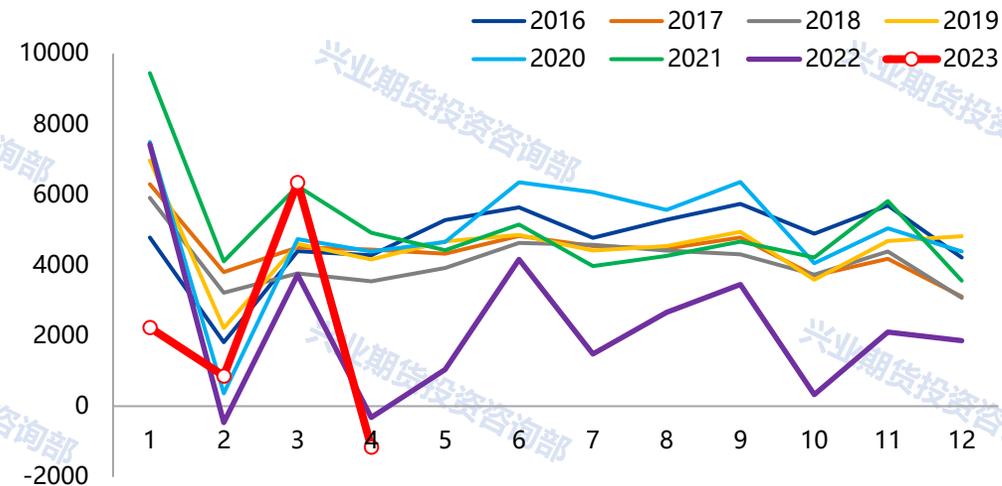
□ 第三，社融与M2、M2与M1剪刀差边际收窄、非银尹宽增幅缩小等，一定程度上反映金融空转、资产荒有边际缓解的可能，资金效率有所提高，但考虑到实体融资需求的情况，货币供给和政府支出力度的边际减少对剪刀差收敛的贡献可能仍相对偏高。

□ 偏弱的金融数据和偏低的PPI数据同期发布，反映国内经济复苏的内生动能偏弱，居民信心依然不足，市场或将下修对经济增长的预期，稳增长政策继续推进仍有必要，4月底政治局会议也明确了要“恢复和扩大需求是当前经济持续回升向好的关键所在”，针对性政策有，虽然考虑到海外加息周期尚未完全结束，总量型政策暂受掣肘，但政策性开发性金融工具等政策工具或已具备落地的条件，

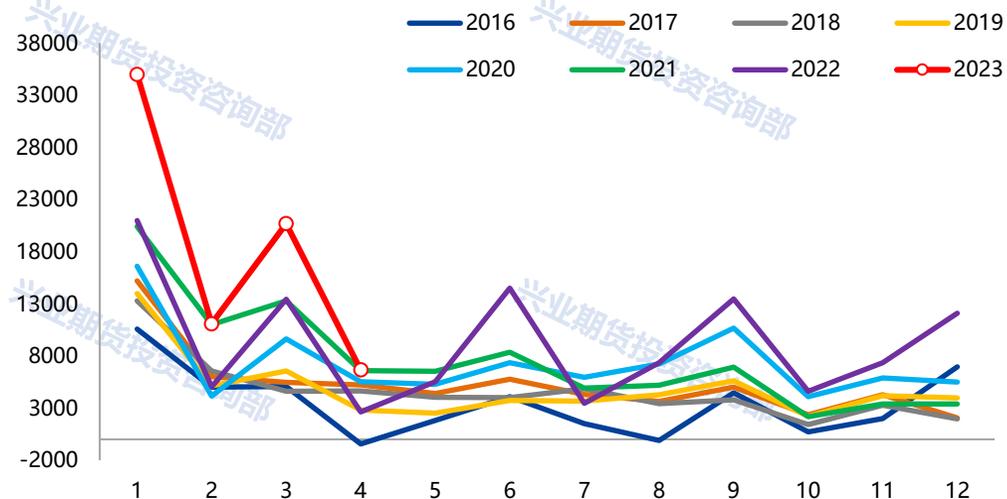
4月新增人民币贷款规模低于预期



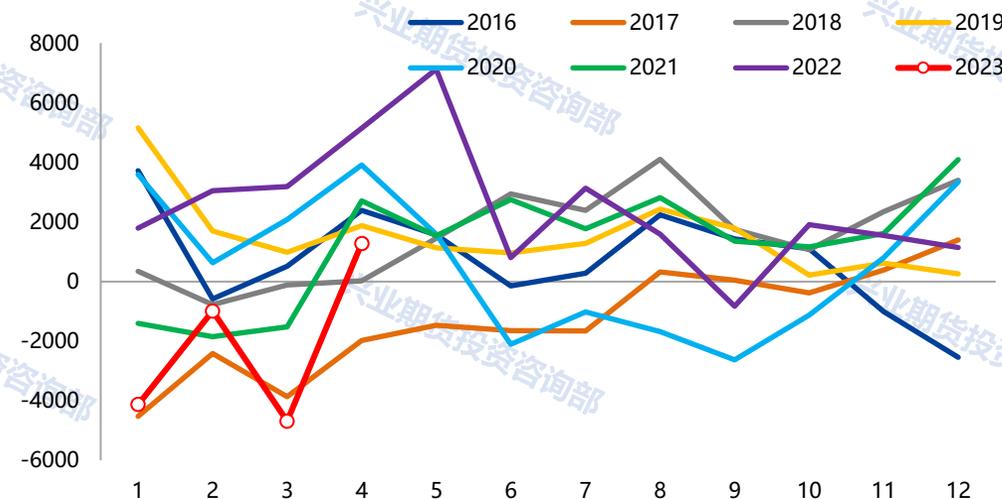
居民中长期贷款弱于积极性，且再度负增长



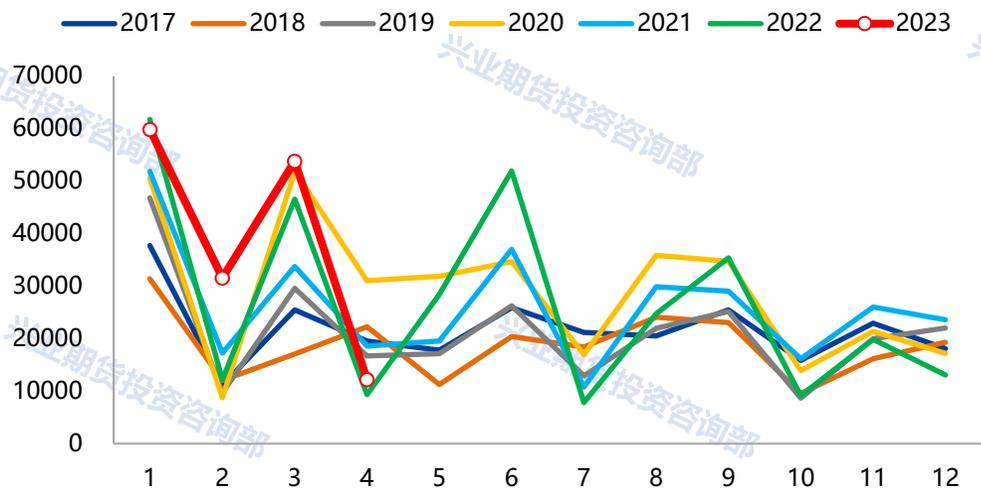
4月新增企业中长贷回落至季节性偏强水平



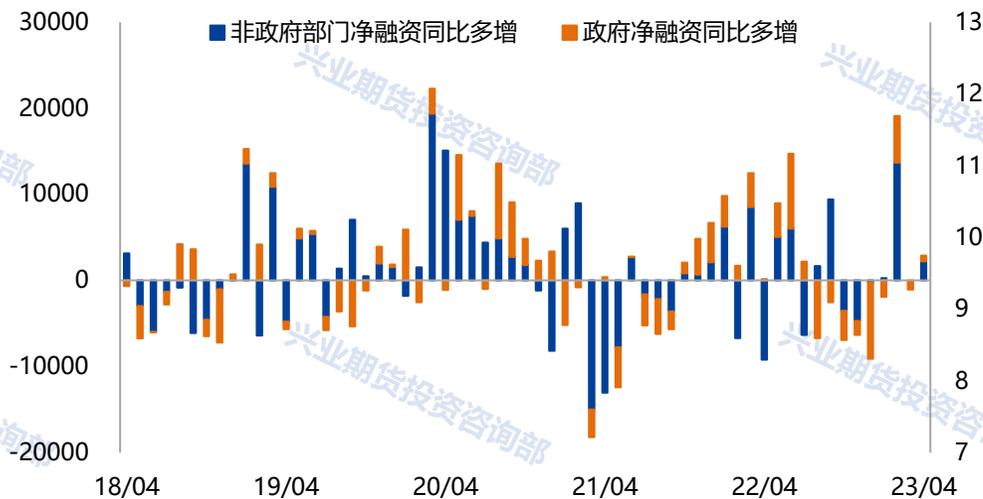
企业票据融资



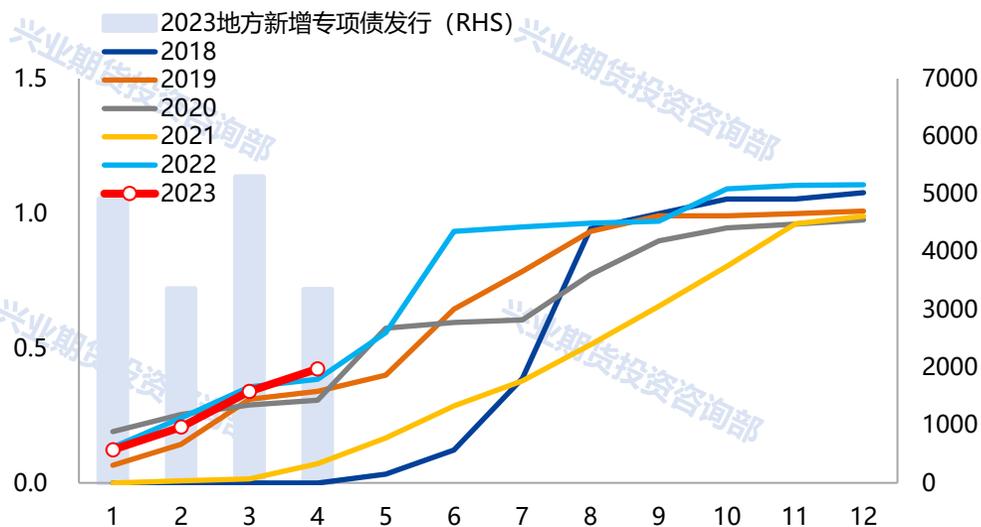
4月新增社融规模低于预期



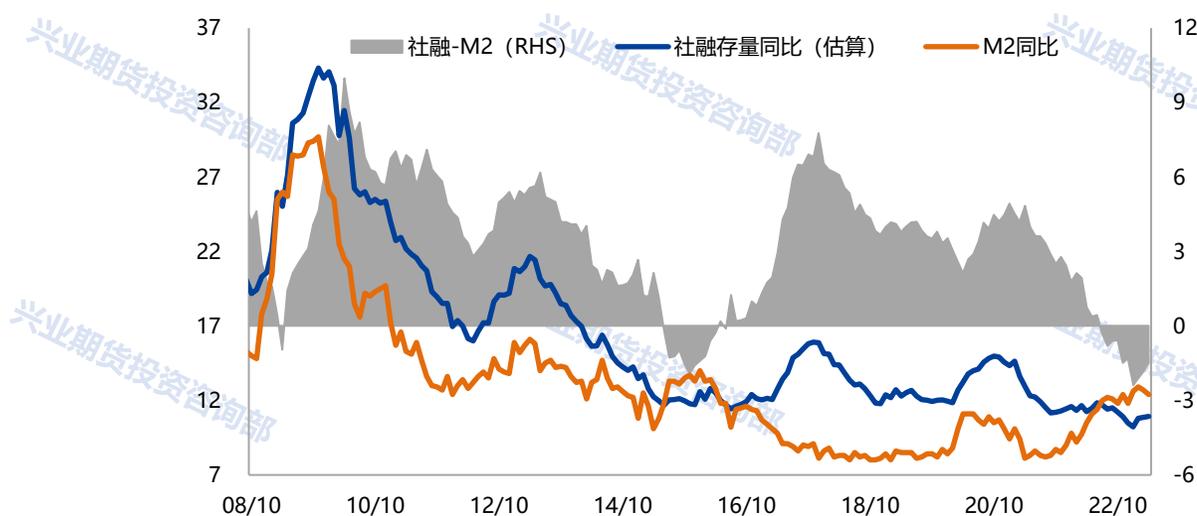
政府部门对融资的支撑仍在



地方政府债券靠前发行

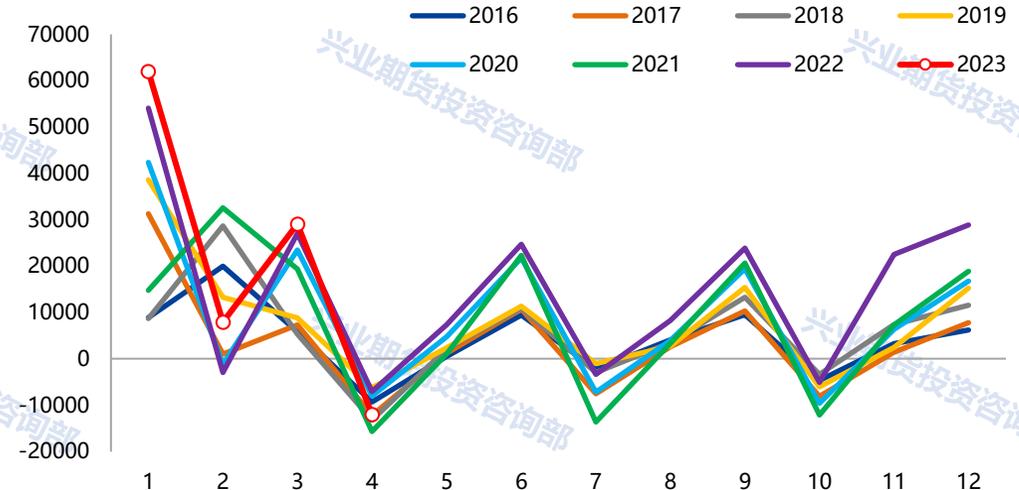
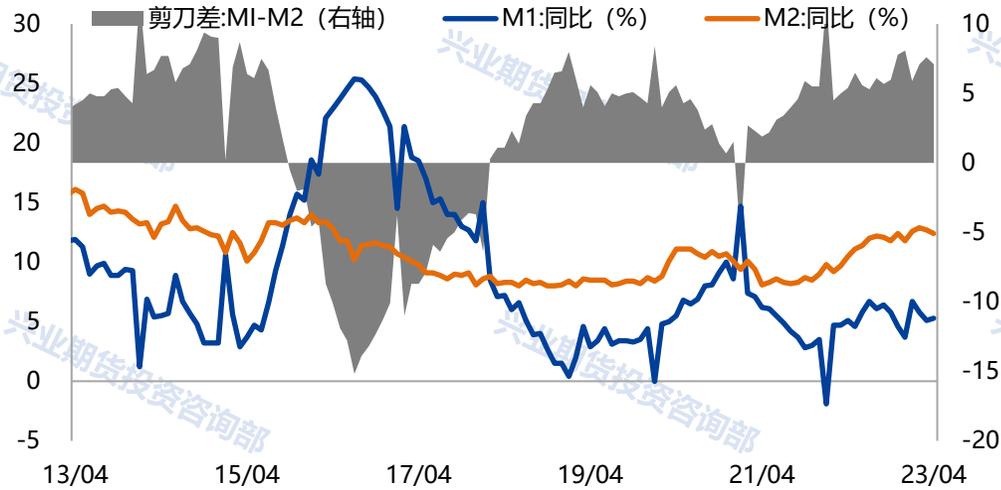


社融-M2增速差有所收敛



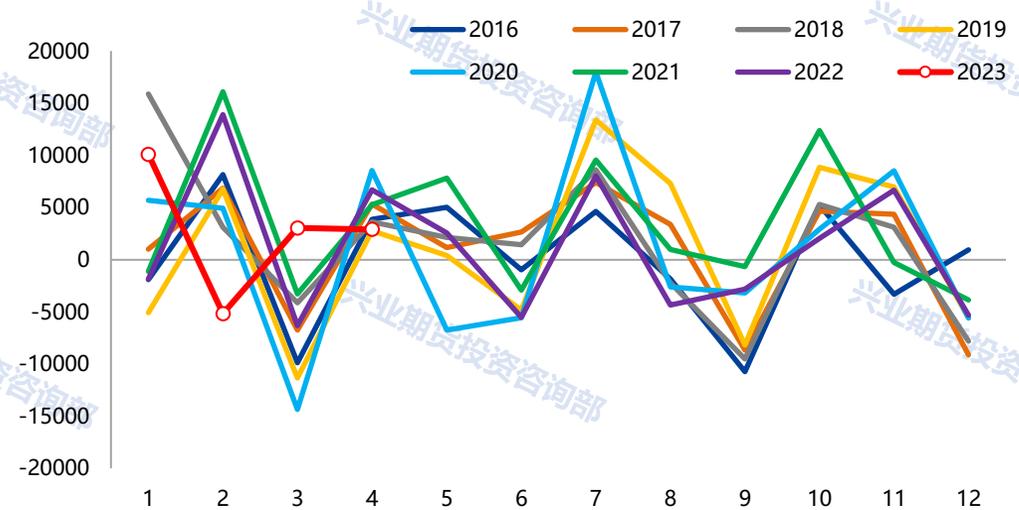
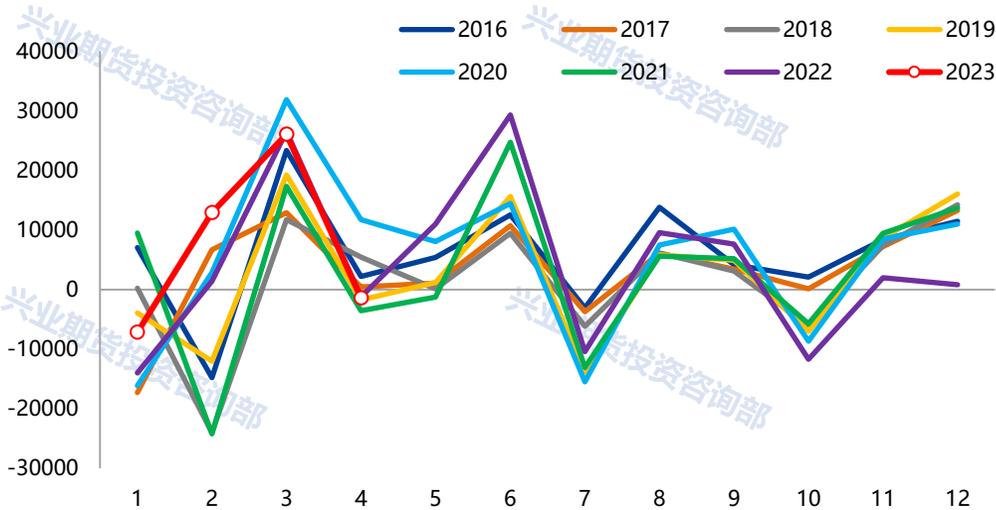
M2-M1增速差有所收敛

住户存款压降



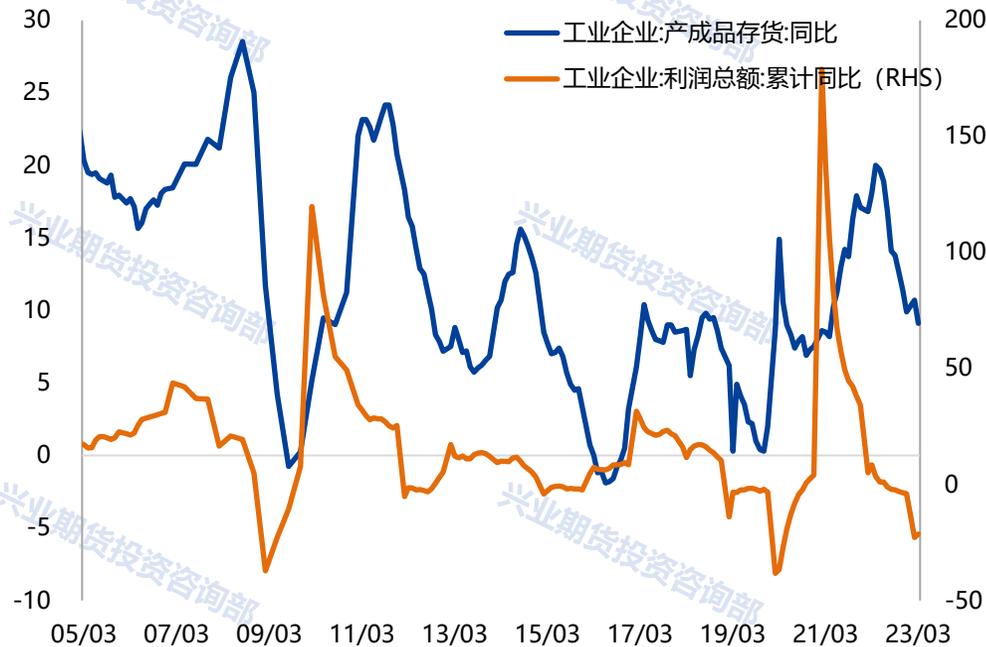
企业存款季节性下滑

新增非银机构存款小幅下降

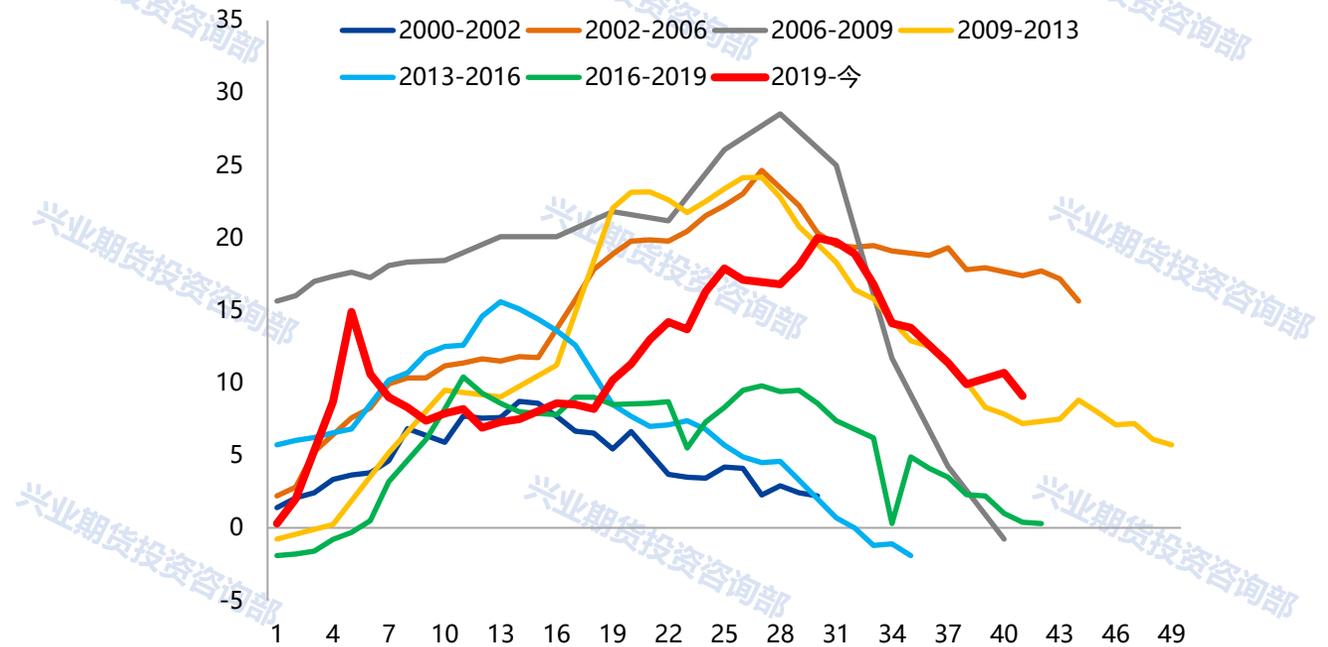


□ 由于国内经济内生增长动能不足，PPI走弱，企业面临存货减值风险较高，盈利修复困难，因而春节以来，企业依然处于主动去库阶段，且疫情期间，积累了较高的库存水平，因此本轮库存周期持续时间大概率偏长，也符合国内经济温和复苏的特征。本轮库存周期已持续39个月，被动去库尚未开启，已达到新世纪以来6轮完整库存周期的平均时长，其中主动去库阶段已从去年4月至今年3月（11个月），也与历次主动去库周期持续时长均值相等。未来库存周期何时过渡至被动去库，乃至开启新库存周期，需要看到企业营业利润的企稳回升，对应PPI也出现回升，预计二季度将是关键窗口期。

1季度国内库存周期仍处于主动去库阶段

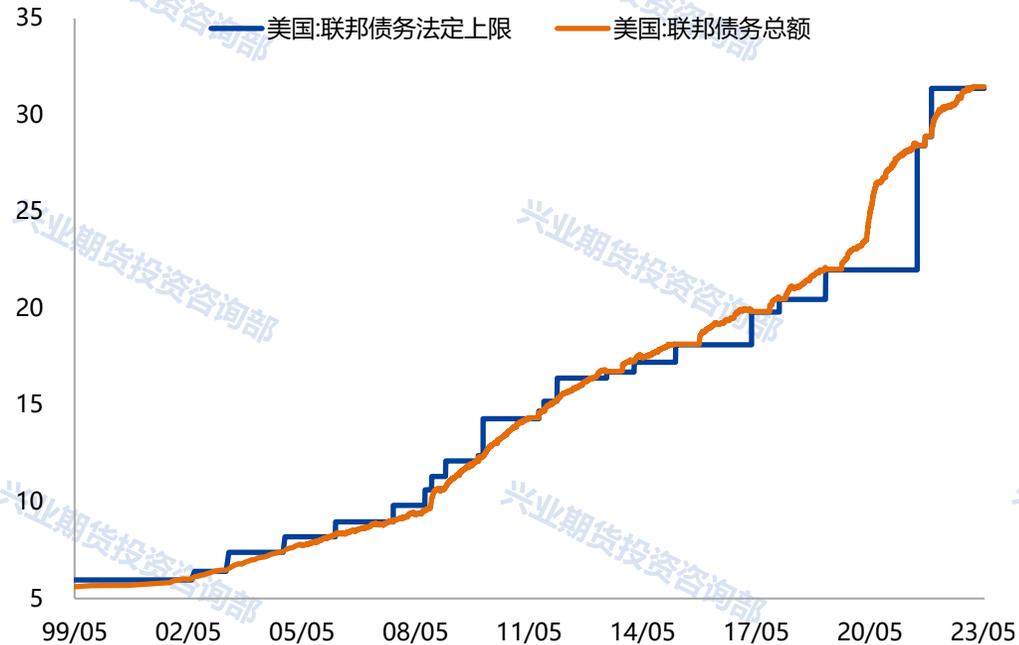


新世纪以来7轮库存周期时长：本轮已持续39个月



美联储加息临近尾声已基本确定，对5月市场影响较大的潜在风险因素可能是美国联邦债务上限问题。2023年1月，美国联邦债务余额已经触及到法定31.4万亿美元的债务上限，财政部已经采取多项措施来应对，包括赎回退休基金中的投资、暂停发放州和地方政府债券、动用TGA账户现金储备等。但由于税收规模不及预期、TGA账户余额快速消耗，此次债务上限的X date可能会提前至6月初。受此影响，美国主权CDS升至2008年后的高位，美国短端国债收益率显著上行。

美国联邦债务上限与总额持续提高



TGA账户余额已降至低点



回顾历次美国债务上限危机，虽然过程有波折，但最终都在违约前有惊无险地解决问题。

日期	新增规模 (万亿美元)	增加后上限 (万亿美元)	达成过程	相关法案	解决时间 (X date)
2010-02-12	1.9	14.3	共和党反对提高债务上限，民主党掌握国会两院得以通过	量入为出法案	-
2011-08-02	2.1	16.4	民主党和共和党在政府开支和债务上限达成共识	预算约束法案	前几个小时
2013-02-04	暂停	16.4	民主党和共和党在医疗改革和债务上限达成共识	无预算、无支出法案	前几天
2013-10-17	暂停	17.3	民主党和共和党在国防开支和养老金计划达成共识	2014财年持续决议案	前一天
2014-02-15	暂停	18.2	民主党和共和党在政府开支、暂停债务上限以及医疗保险达成共识	临时债务限额终止法	前一个月内
2015-11-02	暂停	19.9	民主党和共和党在预算支出和国防支出方面达成共识	2015年两党预算法	前几周
2017-09-08	暂停	20.5	民主党和共和党分别在政府支出和飓风救灾达成协议	2018财年持续决议案	前几周
2018-02-09	暂停	22.0	民主党和共和党在税收减免、医疗补助达成共识	2018年两党预算法	前一个月
2019-08-02	暂停	28.4	民主党和共和党在政府支出和财年预算达成共识	2019年两党预算法	前一个月
2021-10-14	0.48	28.9	总统拜登出面施压共和党，延长短期提高债务上限至12月	提高公共债务限额	前一周
2021-12-16	2.5	31.4	参议院经过审查，同意提高债务上限	提高公共债务限额的联合决议	前几天

比较债务危机解决日前1周和后1周的大类资产表现，危机前风险资产下跌、避险资产上涨的概率均相对更高，但危机解决后，风险资产上涨概率也明显提高。反映债务危机问题更多影响的是市场情绪和信心，对资产趋势影响有限。

日期	前1周						后1周					
	标普500	LME铜	布油	美债收益率	美元	VIX指数	标普500	LME铜	布油	美债收益率	美元	VIX指数
2010-02-12	0.87%	8.04%	3.93%	0.10%	-0.01%	-12.95%	3.13%	9.15%	7.38%	0.09%	0.36%	-11.92%
2011-08-02	-5.85%	-1.90%	-1.78%	-0.33%	1.44%	22.54%	-6.50%	-9.28%	-9.57%	-0.46%	-0.91%	41.43%
2013-02-04	-0.30%	2.95%	1.84%	0.00%	-0.28%	8.11%	1.42%	-1.04%	1.48%	-0.01%	0.99%	-11.79%
2013-10-17	2.40%	1.32%	-1.69%	-0.10%	-1.02%	-18.20%	1.09%	-0.60%	-1.84%	-0.08%	-0.59%	-2.08%
2014-02-15	2.32%	0.24%	0.22%	0.01%	-0.64%	-11.25%	-0.13%	0.00%	0.71%	0.04%	0.11%	8.18%
2015-11-02	1.59%	-1.31%	2.76%	0.13%	0.11%	-7.46%	-1.21%	-3.14%	-1.62%	0.16%	2.21%	16.75%
2017-09-08	-0.61%	-2.42%	2.01%	-0.10%	-1.65%	19.64%	1.58%	-2.88%	2.94%	0.14%	0.57%	-16.09%
2018-02-09	-5.16%	-4.65%	-8.09%	-0.01%	1.28%	67.88%	4.30%	6.43%	3.01%	0.04%	-1.33%	-33.04%
2019-08-02	-3.10%	-4.09%	-3.32%	-0.22%	0.09%	44.82%	-0.46%	0.78%	-4.50%	-0.12%	-0.52%	2.04%
2021-10-14	0.88%	7.46%	1.93%	-0.06%	-0.26%	-13.72%	2.51%	-2.14%	0.81%	0.16%	-0.24%	-10.97%
2021-12-16	0.03%	-0.76%	0.82%	-0.05%	-0.24%	-4.68%	1.22%	1.70%	2.53%	0.06%	0.07%	-12.69%
下跌概率	45.5%	54.5%	36.4%	63.6%	63.6%	54.5%	36.4%	54.5%	36.4%	36.4%	45.5%	63.6%
上涨概率	54.5%	45.5%	63.6%	36.4%	36.4%	45.5%	63.6%	45.5%	63.6%	63.6%	54.5%	36.4%

国债

T

01

社融数据未有衰退证据，居民存款或转回理财

02

债市杠杆率维持高位，潜在监管政策影响或将明显增强

03

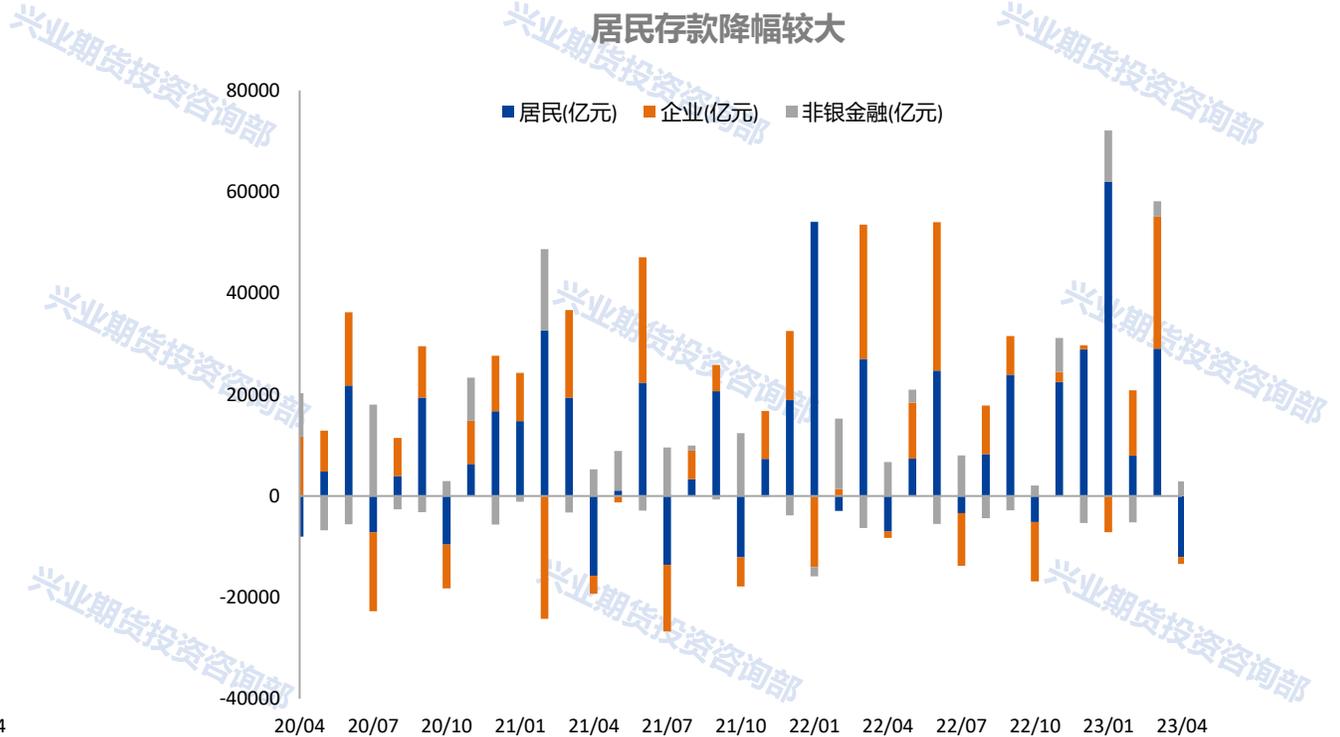
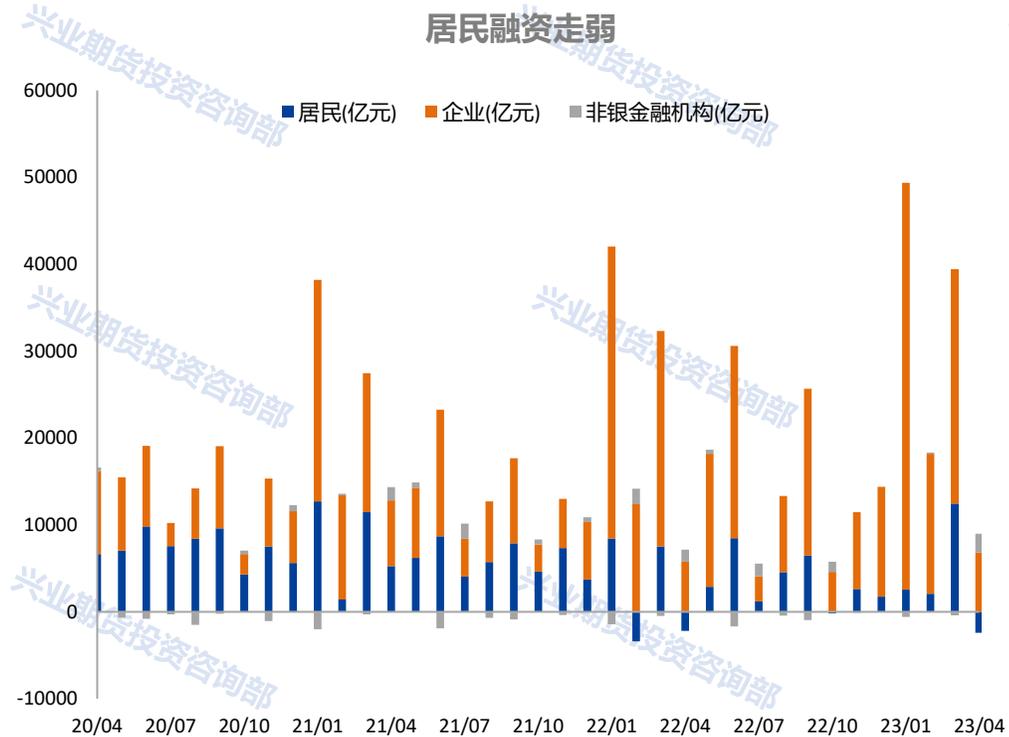
长端对避险定价已较充分，短端存在博弈空间

04

曲线修复仍有空间，跨品种策略性价比优

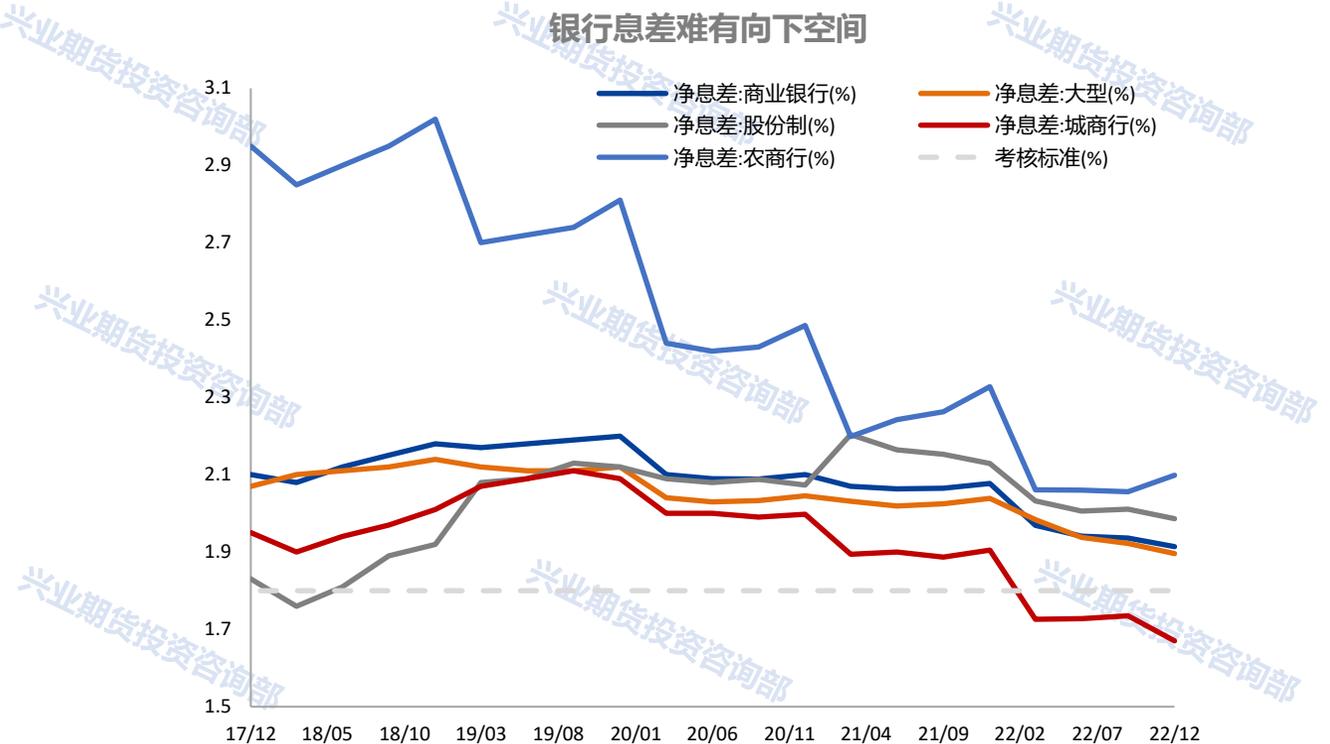
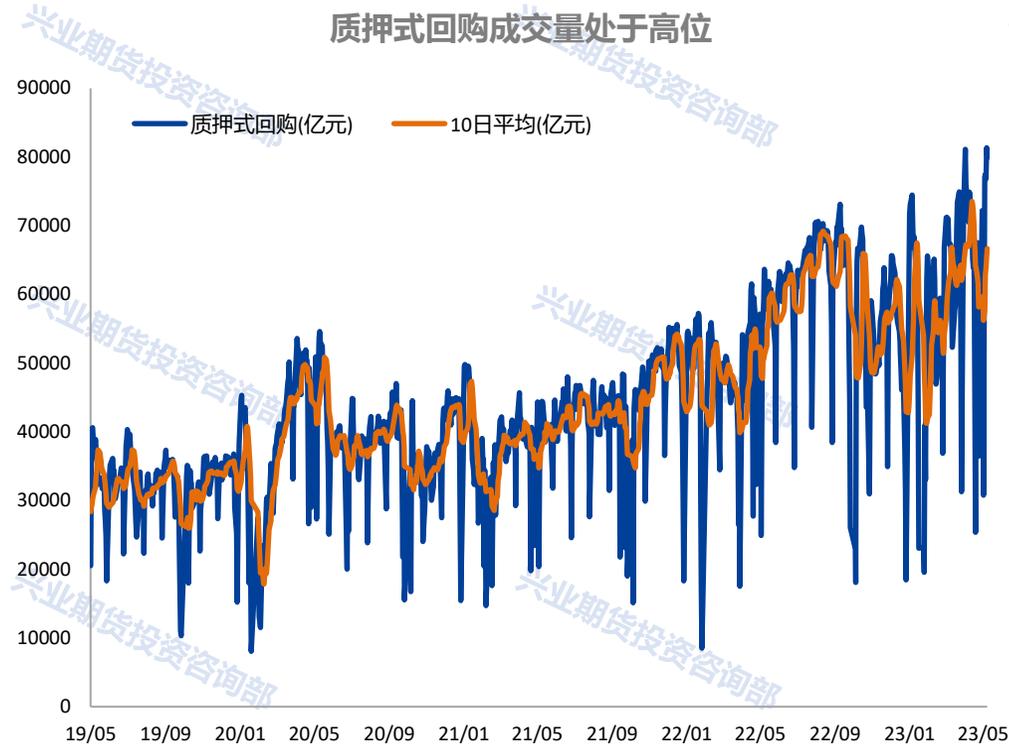
4月社融虽然整体表现不及预期，但企业存款活化程度有所改善，而居民中长期贷款回落。通常居民部门改善决定经济复苏的动能有多强，而企业部门的走弱则决定衰退风险有多大。因此从社融数据来看，目前复苏节奏或有所放缓，但并未有衰退迹象。

居民部门存款结束了连续13个月的增长，除了由于节假日因素的影响外，部分资金可能转回银行理财，4月居民存款下降1.20万亿元，而理财规模增加1.2万亿元。但居民的消费意愿改善仍有待观察。



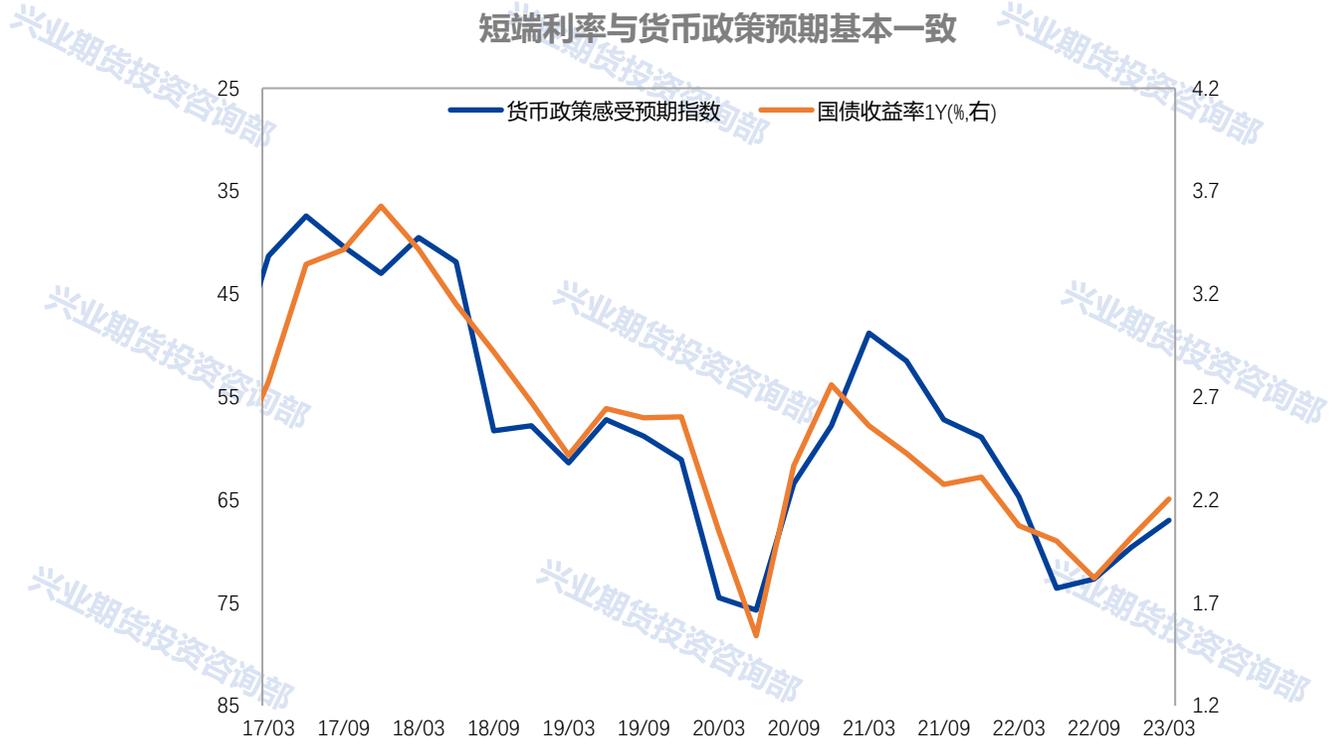
▣ 不管是从质押式回购成交量还是隔夜回购成交量占比来看，目前债市杠杆率均维持在高位。杠杆率持续处于高位意味着银行间资金空转的风险正在加大，后续监管风险逐步累积。

▣ 此外目前银行净息差不断下降，部分银行已经跌破1.8%的考核标准，后续息差继续压缩的空间极小。而根据政治局会议对于货币政策的基调已经目前流动性较为平稳的现状，总量宽松的概率较低。因此低息差问题的解决路径，要么依靠信用扩张最终带动经济好转，要么触发监管政策。



▣ 本轮的债市走强更多的体现在长端，长端利率的表现要明显强于短端。通常来说长端利率更多的反应对经济的定价，而短端利率则更多的反应对货币政策的定价。

▣ 目前长端利率已经下行至2.7%，已接近市场主流机构对于利率低点的判断，且与去年跌破2.7%关口的时段相比，目前经济数据预期仍优于当时，因此长端利率已经对“衰退”有较充分的定价，进一步下行空间有限。而短端利率目前与货币政策预期基本保持一致，短期内或仍存在博弈空间。



金融衍生品策略（国债）：曲线修复仍有空间，跨品种策略性价比优

- 长端利率债目前面临着向下空间不足，赔率较低的情况。且期货市场由于投机属性相对更强，在近期的上涨中涨幅明显高于现券，因此波动风险也进一步抬升。
- 目前国债现券利差及期货跨品种价差均处于历史偏低水平。相较于现券，期货做空更为便捷、交易成本更低，且目前TS-T的价差所处分为水平在10%下方，较现券价差更低，因此采用期货跨品种交易策略的性价比更优。



TS-T跨品种价差仍有修复空间

	最新 (2023.5.12)	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	18.0	36.3%	19.6	18.6	15.1
10Y-3Y	34.4	39.8%	41.1	41.5	35.4
10Y-1Y	66.6	42.1%	70.0	87.0	83.6
5Y-3Y	16.4	42.2%	21.5	22.9	20.3
5Y-1Y	48.6	47.7%	50.4	68.4	68.5
30Y-10Y	36.5	3.2%	36.4	40.7	47.0
30Y-5Y	54.52	4.1%	55.96	59.28	62.14
2*TF-T	102.0	43.4%	101.7	102.2	102.3
4*TS-T	302.9	12.9%	303.3	303.6	303.8
2*TS-TF	100.5	8.7%	100.8	100.7	100.8
2*T-TL	106.2	-	-	-	-
4*TF-TL	310.2	-	-	-	-

股指

IF

01

“盈利改善”仍是主要推涨因素，且高置信度未有弱化

02

从市场风险偏好看，A股依旧有充裕的提升空间

03

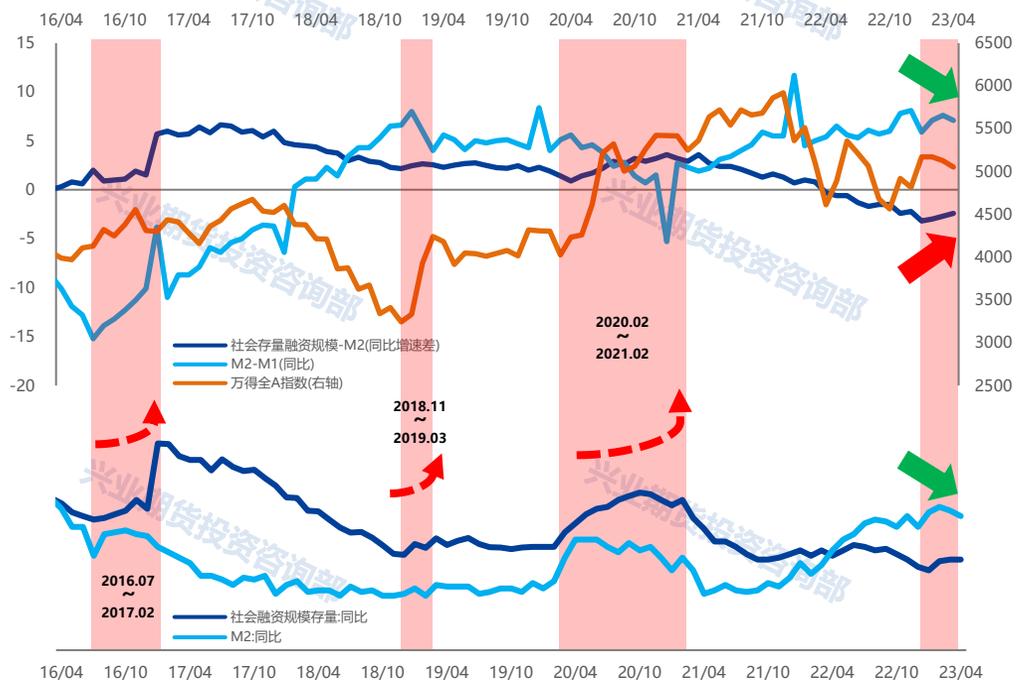
大类资产配置价值仍占优，中长线资金将趋势性流入

04

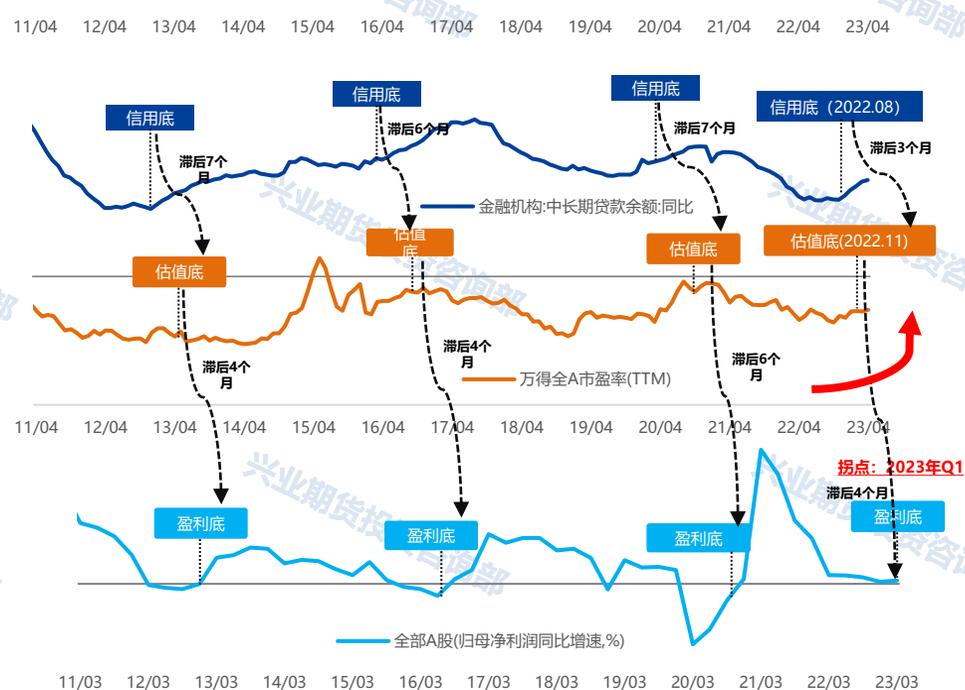
按估值、业绩二维选股模型，沪深300指数仍是最优标的

- 按最新国内社融及信贷数据，虽然总量指标不及预期、但结构依旧存在亮点：（1）社融与M2增速剪刀差、M2与M1增速差均有缩窄，且中长期企业贷款同比增速连续多月走高。意味着“宽信用”大趋势未改，且货币活化程度有提升迹象，利于盈利修复进程的维持和深化。
- 此外，本轮周期“信用底”已于2022年8月出现，“估值底”已于2022年11月出现。而按照A股最新的2023年第1季度净利润增速、以及相应过往规律时滞看，“盈利底”则基本确定。

“宽信用”进程及A股走势对比（截至2023年4月）



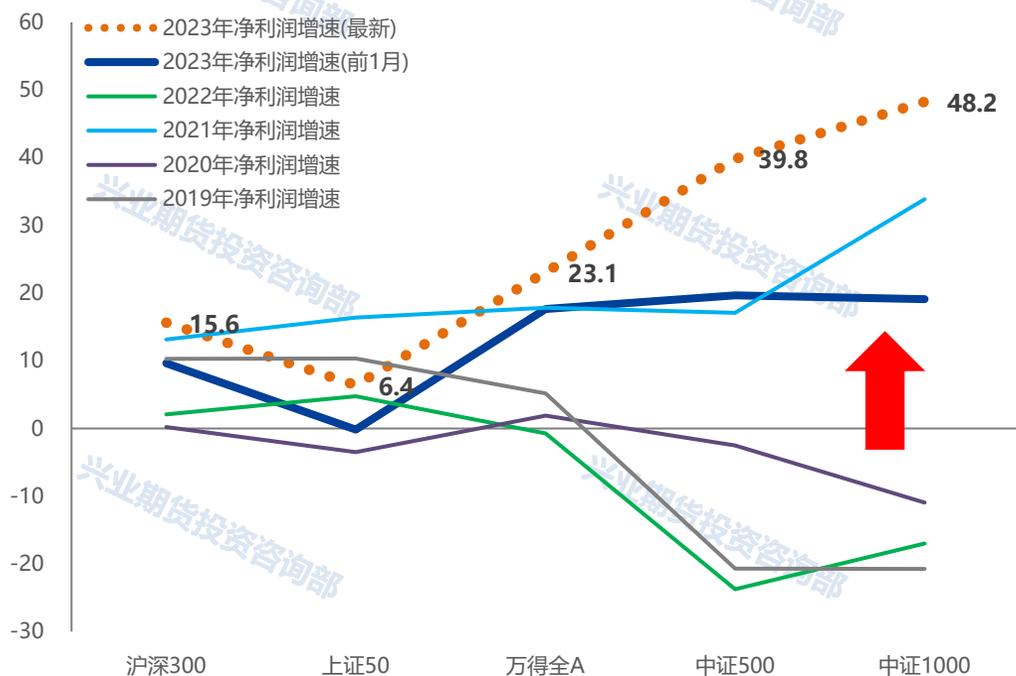
A股“信用底-估值底-盈利底”演化状态（截至2023年4月）



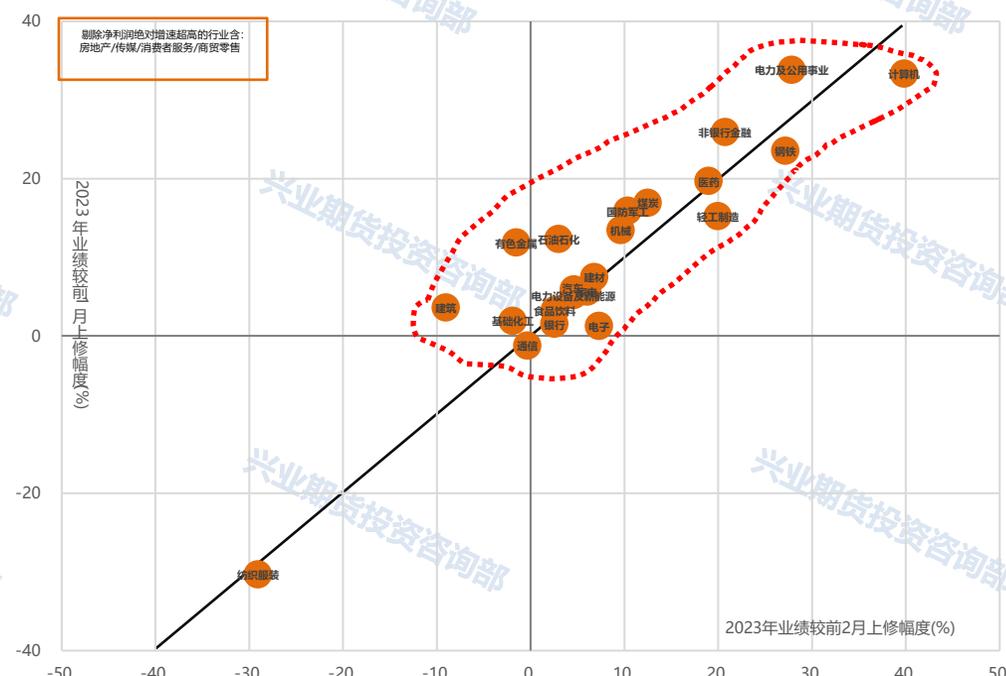
另从Wind一致性预期数据看，2023全年A股净利润增速总体高于过往多个年度、其各月间亦称持续上修状态。全A指数增速在23.1%，沪深300指数增速为15.6%，中证500、中证1000指数则分别为39.8%、48.2%。再从2023年中信一级行业净利润增速预期变化情况看，多数行业最新值较前2月、前1月亦有不同程度的上调。

故从现实数据和未来一致性预期看，“盈利改善”依旧是A股主要推涨因素，且高置信度未有弱化。

历年A股主要指数净利润增速对比（截至2023.5.12）



2023年中信一级行业净利润增速调整情况（截至2023.5.12）



金融衍生品策略（股指）：从市场风险偏好看，A股依旧有充裕的提升空间

- 当前A股的股债风险溢价值整体仍处高位。参照过往相应阶段的均值表现(即阶段1、阶段2和阶段3)，目前主要指数仍有20%~25%左右的补涨空间，风险溢价值则有40%~50%的下行空间（阶段4，自2022年10月底起至今）。
- 故从市场风险偏好提升空间看，A股依旧有充足的提升潜力。

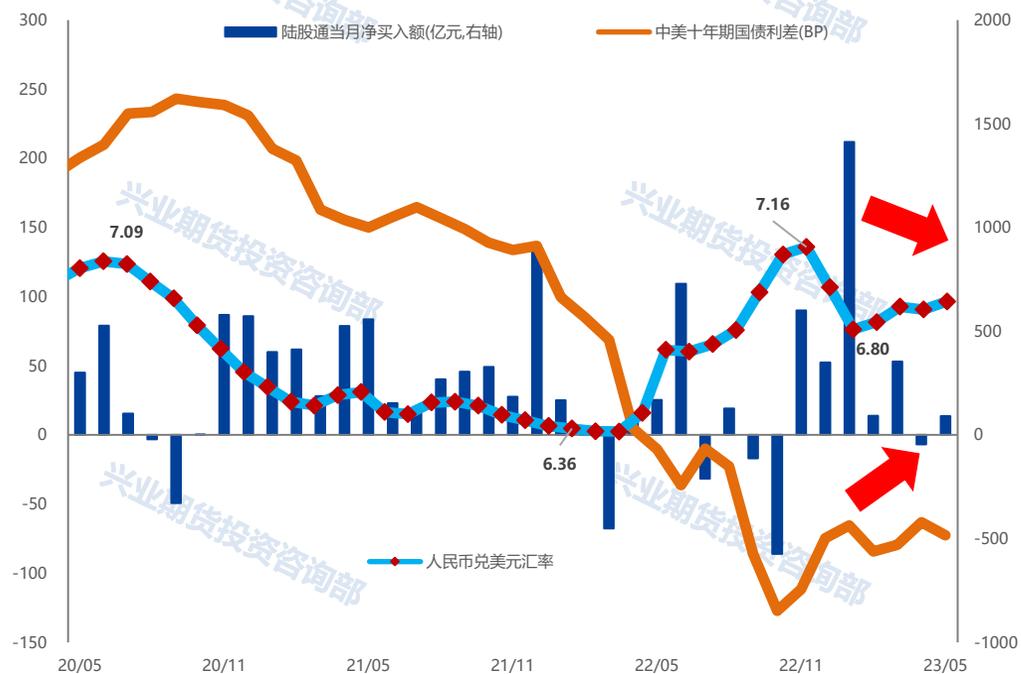
A股主要指数股债风险溢价值变动情况（截至2023.5.12）

时间		区间	持续天数	万得全A	万得全A风险	万得全A风险	沪深300	沪深300风险	沪深300风险	上证50	上证50风险	上证50风险	中证500	中证500风险	中证500风险	中证1000	中证1000风险	中证1000风险
起始日	截止日			涨跌幅	溢价分位值变化	溢价分位数	涨跌幅	溢价分位值变化	溢价分位数	涨跌幅	溢价分位值变化	溢价分位数	涨跌幅	溢价分位值变化	溢价分位数	涨跌幅	溢价分位值变化	溢价分位数
2016/1/29	2016/12/1	阶段1	307	27.8%	-50.4%	27.3%	21.0%	-58.9%	37.1%	23.2%	-58.5%	39.2%	21.1%	-16.9%	17.8%	22.6%	-12.0%	17.3%
2019/1/4	2019/4/19	阶段2	105	37.0%	-56.4%	43.5%	35.7%	-69.8%	29.5%	31.4%	-65.5%	31.1%	38.0%	-51.6%	47.7%	39.1%	-59.2%	40.0%
2020/4/2	2021/2/19	阶段3	323	40.8%	-92.2%	3.0%	54.7%	-96.3%	1.6%	47.6%	-98.7%	0.4%	30.2%	-33.8%	39.7%	17.9%	-31.5%	43.2%
2022/10/31	2023/5/12	阶段4	193	8.3%	-17.3%	78.6%	12.2%	-18.1%	81.9%	14.6%	-32.2%	67.8%	4.9%	-17.0%	66.9%	3.9%	-19.5%	74.7%
平均值			245	35.2%	-66.3%	24.6%	37.2%	-75.0%	22.8%	34.1%	-74.2%	23.5%	29.8%	-34.1%	35.1%	26.5%	-34.2%	33.5%

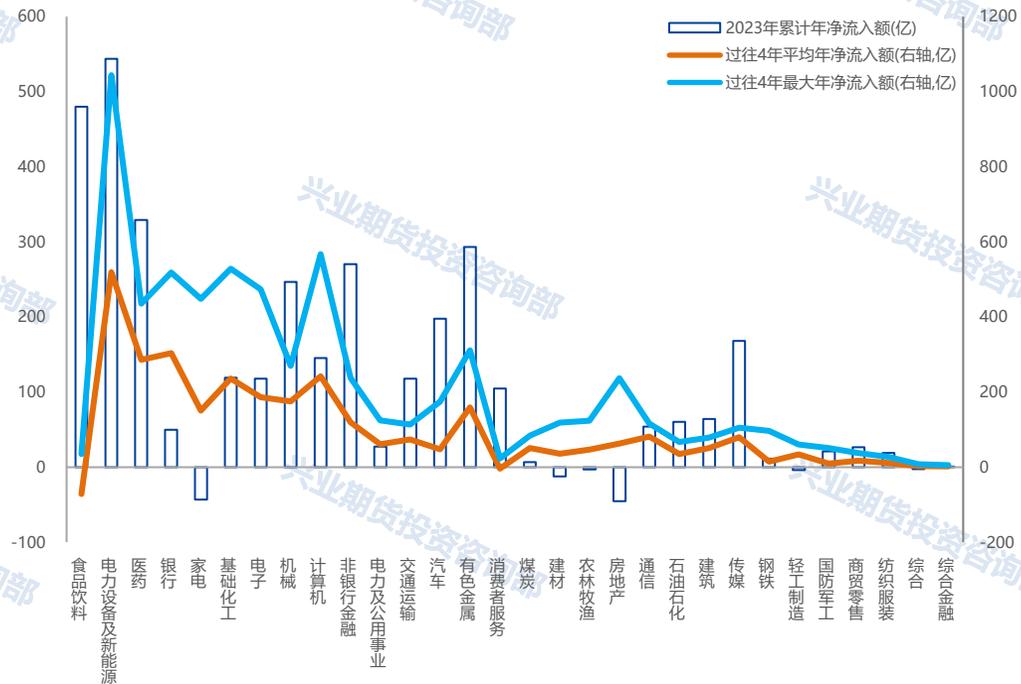
虽然自2023年4月以来，外资流入节奏放缓、规模亦有下降。但考虑全球宏观经济面“内强外弱”大势、政策面“内稳外紧”格局，预计人民币汇率整体将处相对强势地位、中美利差整体亦将呈收窄态势，利于凸显人民币资产及A股的配置价值，2023全年外资净流入趋势难改。

再从历年陆股通主要持仓行业（中信一级行业）资金净流入额看，以过往4年均值、最大值为统计指标，则分别有50%、80%的行业具备进一步增仓提升空间，后市可容纳足够规模的外资流入。

陆股通资金净流入额、人民币汇率及中美利差走势对比（截至2023.5.12）



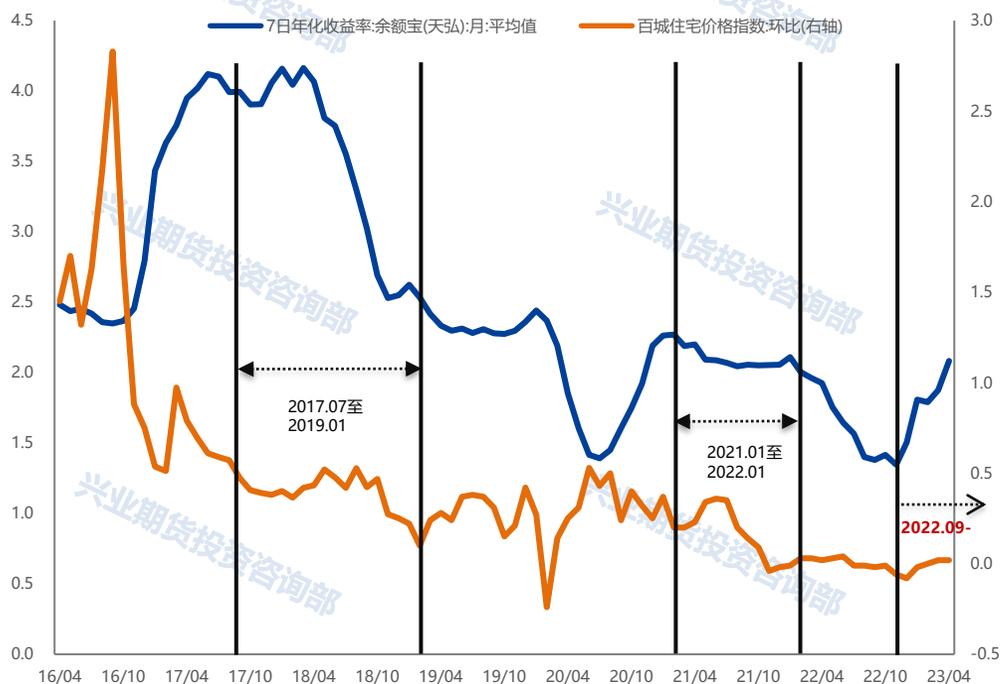
历年陆股通主要持仓行业资金净流入额对比（截至2023.5.12）



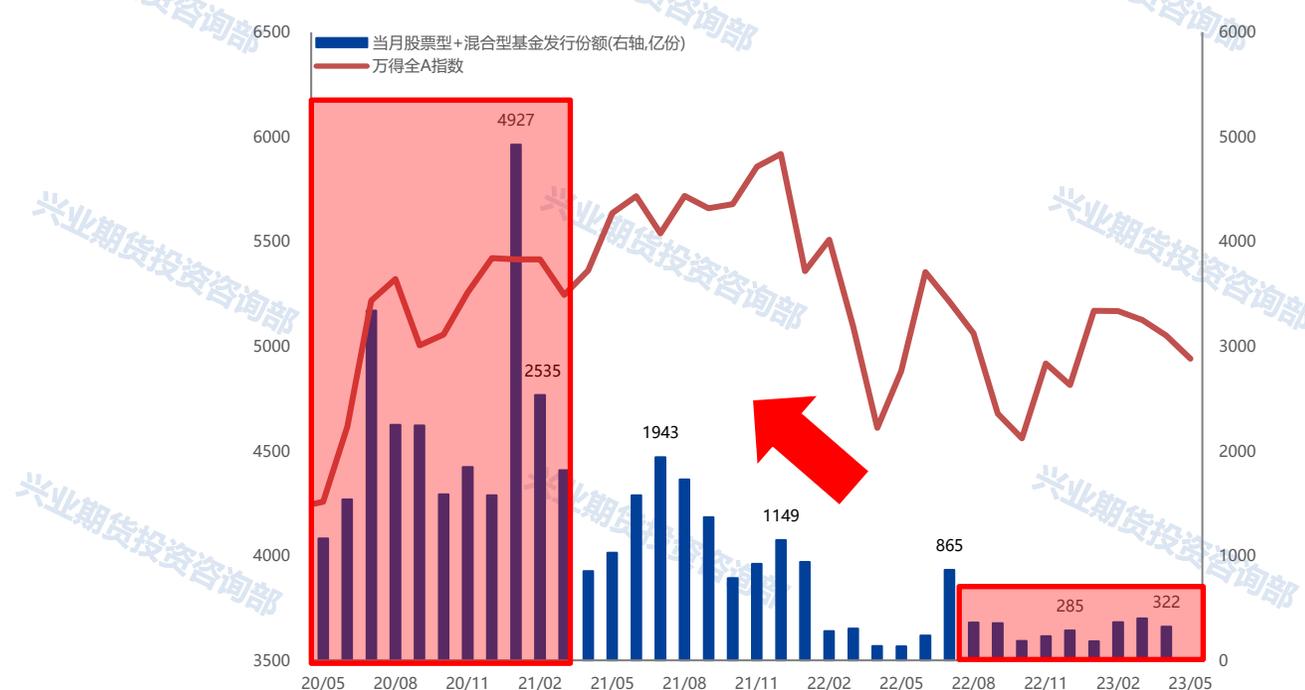
自2023年2月以来，“资产荒”现象逐步强化，从固收及类固收产品重新受青睐、利率债收益率持续下行为典型代表，但从相关前瞻指标看，其“拥挤度”已大幅增加，对应的潜在回撤风险将显著加大。而随第2、3季度国内经济复苏信号强化、基本面利多兑现，预计A股“赚钱效应”将再度显现。故从相对长时限看，一方面处于“低估值”状态、另一方面其驱涨动能明确，A股在大类资产中的配置价值依旧占优。

再从2023年公募股基募集情况看，已持续多月处于平淡状态。但参照过往看，一旦A股行情趋势性回暖，其募资情况将大大改善。且从统计数据看，以公募为代表的中长线资金将带来可观的增量资金。

主要大类资产收益率情况对比（截至2023年4月末）



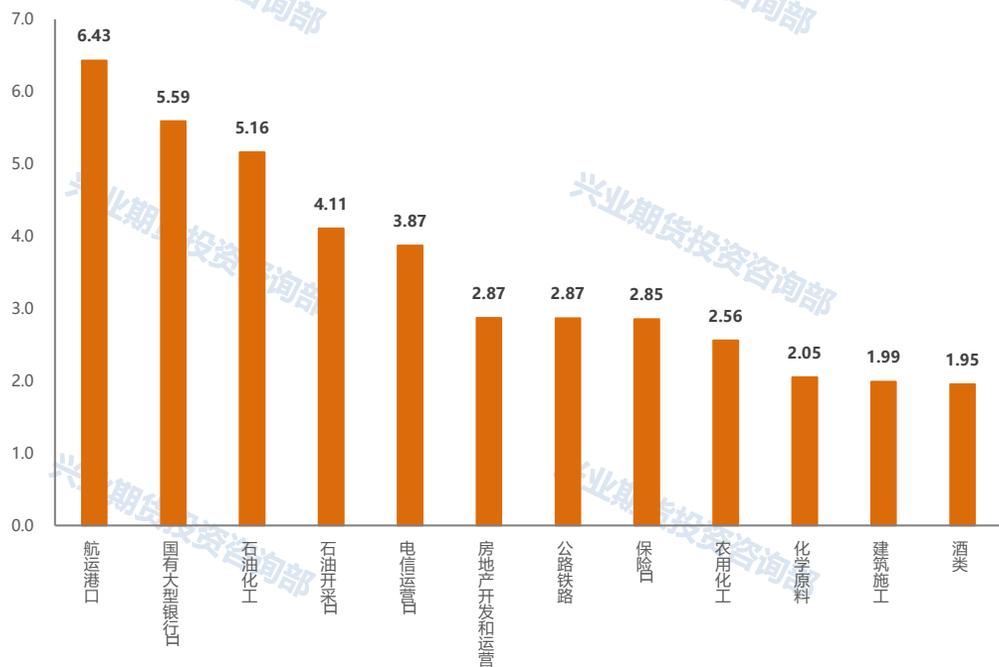
公募股基募集情况、万得全A指数走势对比（截至2023.5.12）



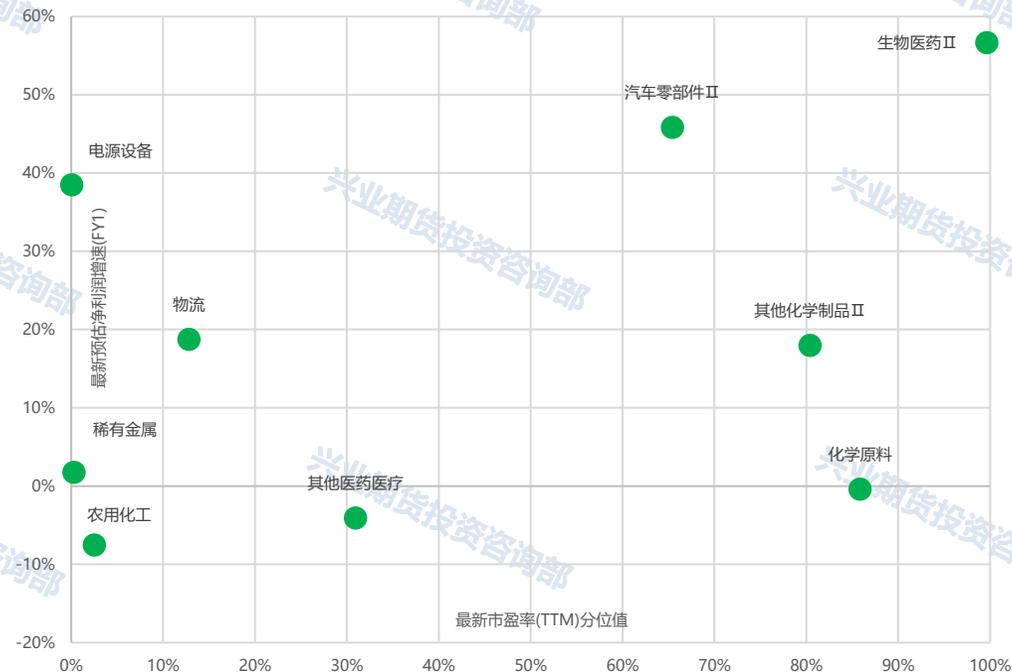


- 以2023年1月30日为基准日、中信二级行业为样本，获得显著超额收益（基准指数为万得全A指数）的行业主要为（1）：金融、建筑、石油石化、电信、公用事业及TMT等，而显著跑输基准指数的行业则主要为（2）：电源设备、医药医疗、农用化工、汽车零部件、稀有金属等。
- 上述行业显著分化的原因主要为：估值、业绩匹配度差异，以及弱复苏背景下、不同股息率水平体现的防御价值。对于（1），其或是高股息率、或是存在高成长性预期；对于（2），则或是高估值、或是业绩增速绝对值过低及下修幅度过大。

相关超额正收益最大中信二级行业股息率情况（截至2023.5.12）



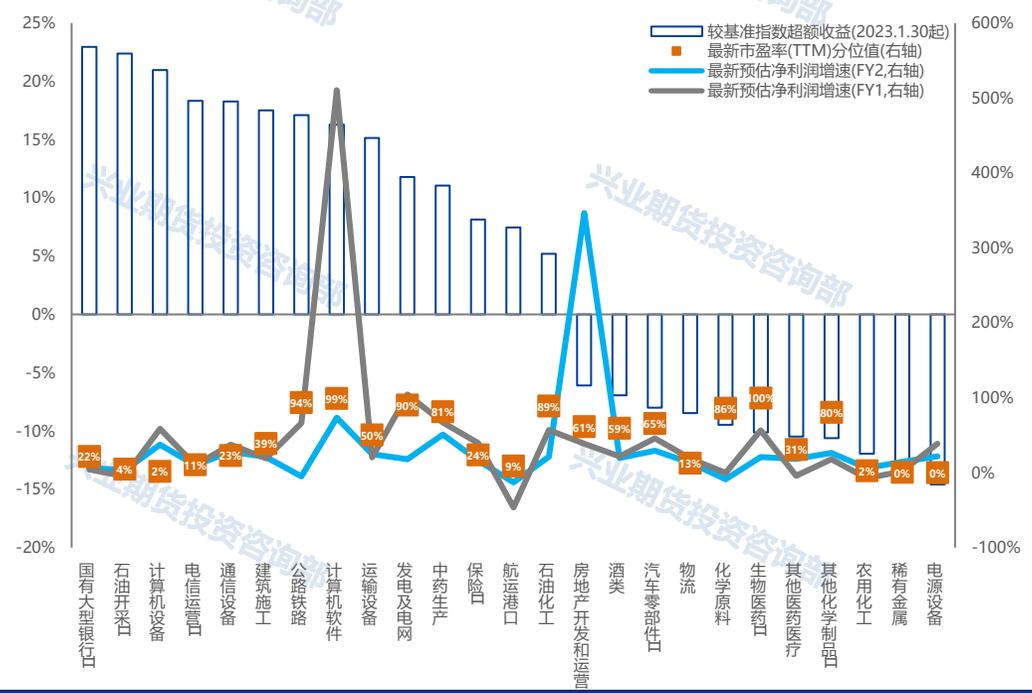
相关超额负收益最大中信二级行业估值、业绩情况（截至2023.5.12）



考虑上述现象，基于“业绩-估值”维度、按“PB-ROE”作行业配置，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49.1%，50.3%，31.5%和34.3%。以此看，沪深300指数、上证50的多头配置价值相对最高。

再考虑市场潜在的风格切换情景，未来价值股（对应经济复苏、中特估主线热点），成长股（对应数字经济主线热点）均有较好的表现机会。而沪深300指数对上述两大风格兼容性最高，仍宜作为最佳多头标的。

中信二级行业估值、业绩及超额收益对比情况（截至2023.5.12）



基于PB-ROE维度，相关行业四大股指占比统计（截至2023.5.12）

简称	最新总市值 (亿,2023.5.12)	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)	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
消费电子	10844	1.6%	20.5%	73.7%	42.1%	10.1	1.4	0.0	1.8	1.8	1.2
区域性银行	11335	3.4%	5.7%	13.4%	11.4%	12.3	2.3	0.0	2.3	0.8	1.2
白色家电II	8576	3.4%	10.2%	13.3%	11.1%	19.0	2.8	1.3	0.0	0.2	0.9
化学制药	18118	3.9%	22.4%	23.0%	20.0%	9.3	1.6	3.8	4.2	3.5	1.9
房地产开发和运营	14594	7.0%	6.7%	38.5%	346.6%	-2.7	1.6	1.5	1.8	1.6	1.6
半导体	33721	7.5%	30.8%	21.2%	41.4%	8.1	4.3	2.6	4.2	3.3	3.6
全国性股份制银行II	25718	8.6%	6.8%	1.2%	6.0%	11.4	5.7	9.8	0.0	0.0	2.8
酒类	44984	11.1%	28.6%	21.7%	19.8%	24.0	10.1	18.1	1.0	1.1	4.8
新能源动力系统	18127	13.4%	16.0%	57.0%	34.1%	16.4	4.1	0.0	1.6	2.0	1.9
专用机械	16454	17.8%	40.7%	48.4%	25.8%	11.1	0.6	0.0	2.0	3.1	1.8
通用设备	10914	18.7%	31.4%	52.2%	27.0%	9.3	0.5	0.0	1.1	2.9	1.2
航空航天	8892	22.3%	52.1%	46.0%	38.2%	6.9	0.8	0.9	2.8	0.9	1.0
计算机设备	11260	24.3%	46.8%	58.5%	37.3%	9.3	1.2	0.0	1.5	1.1	1.2
通信设备	9566	29.4%	56.1%	37.6%	28.1%	9.6	0.7	0.0	2.0	2.5	1.0
汽车零部件II	11678	29.5%	33.6%	45.9%	29.2%	8.7	0.8	0.0	1.0	2.4	1.3
电源设备	22750	29.7%	48.7%	38.5%	21.7%	16.5	4.2	5.5	1.4	2.9	2.4
国有大型银行II	68256	30.0%	18.3%	4.4%	6.5%	11.0	3.1	4.1	0.0	0.0	7.3
其他军工II	9482	37.8%	43.8%	59.7%	41.2%	7.6	0.8	0.0	2.0	2.7	1.0
建筑施工	19016	69.5%	87.0%	19.1%	20.8%	9.6	2.7	2.8	0.9	2.2	2.0
初筛备选行业四大股指权重占比合计							67.9	74.9	52.3	50.6	57.5
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大幅下修、及ROE值过低行业)							49.1	50.3	31.5	34.7	40.2

沪铝

AL

01

水电铝占比持续抬升，西南电力短缺风险仍未解除

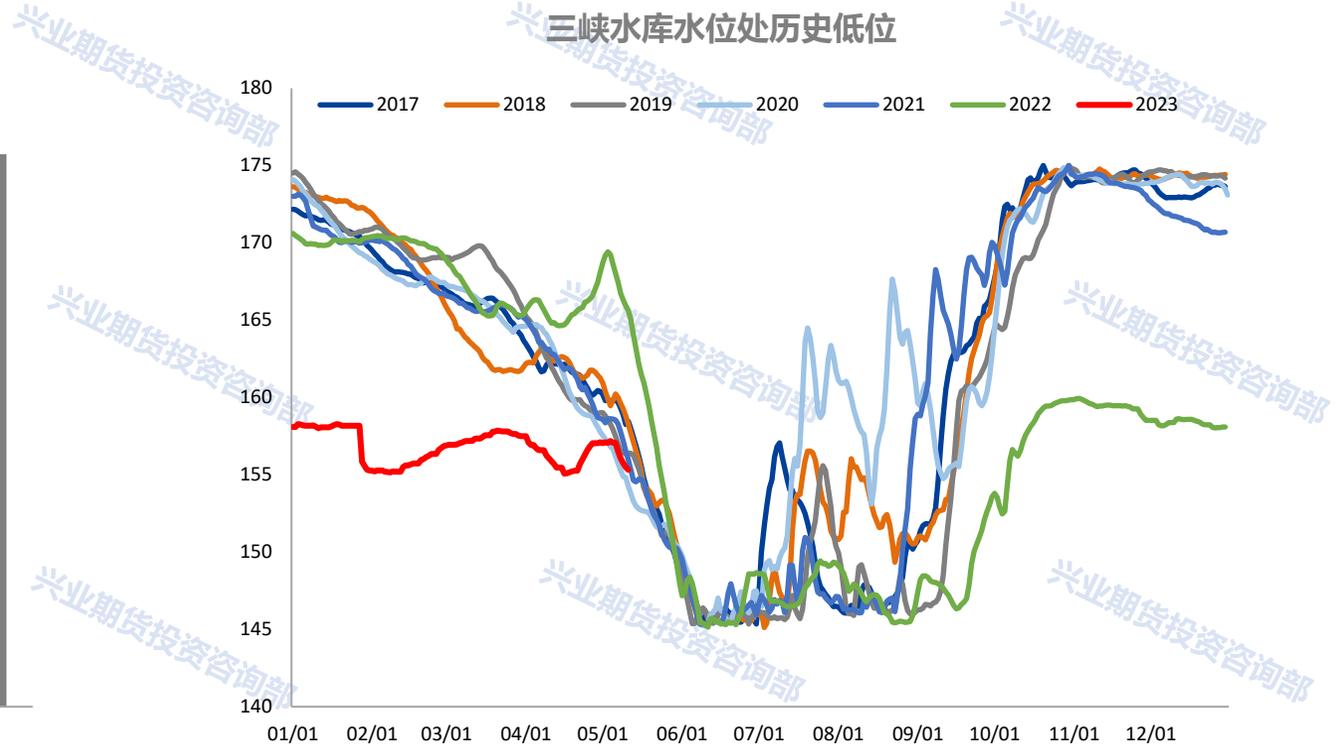
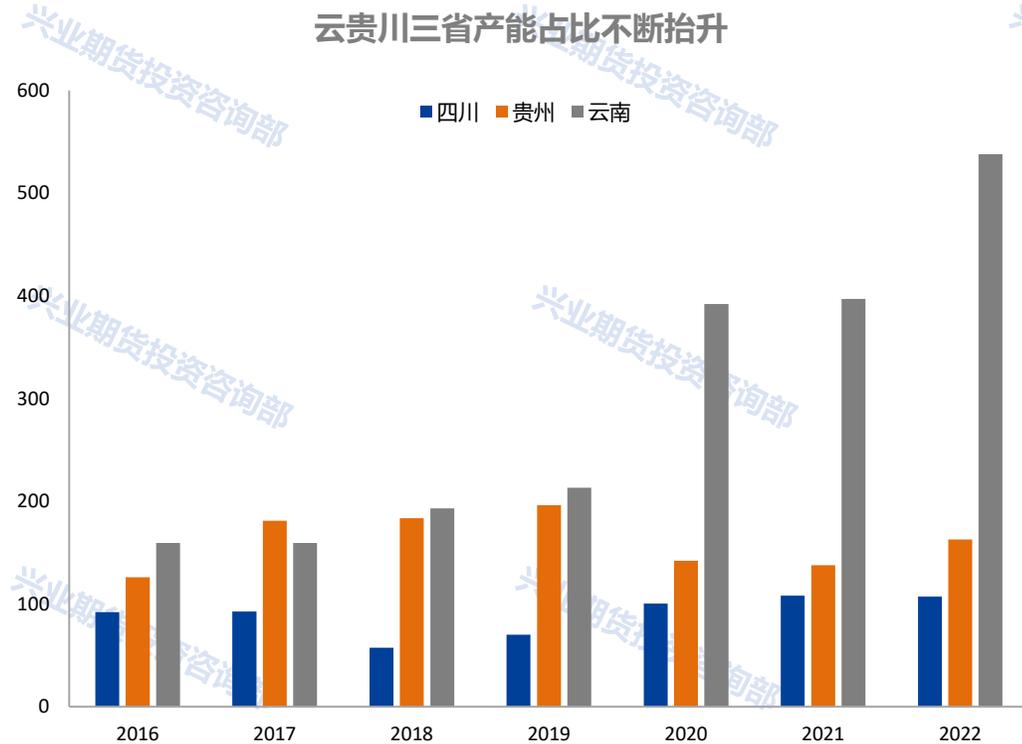
02

国内产量增长停缓，海外复产节奏较慢

03

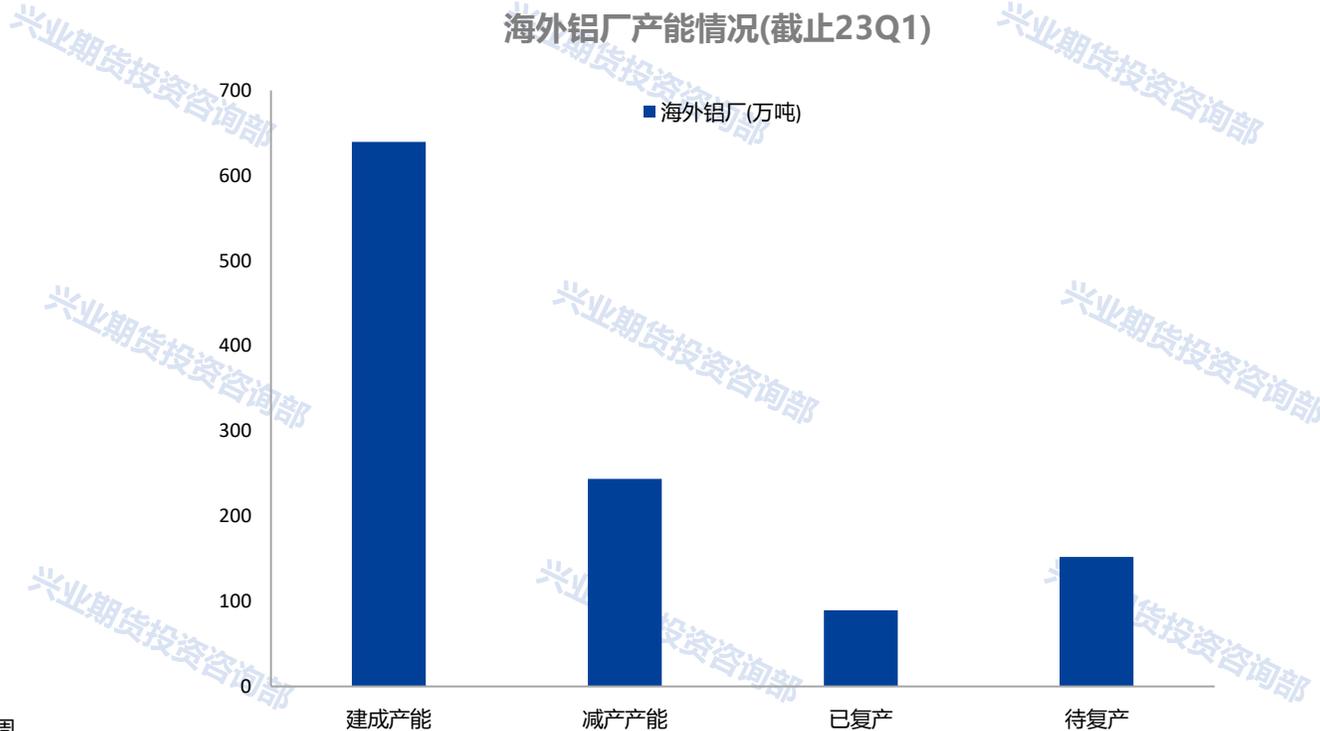
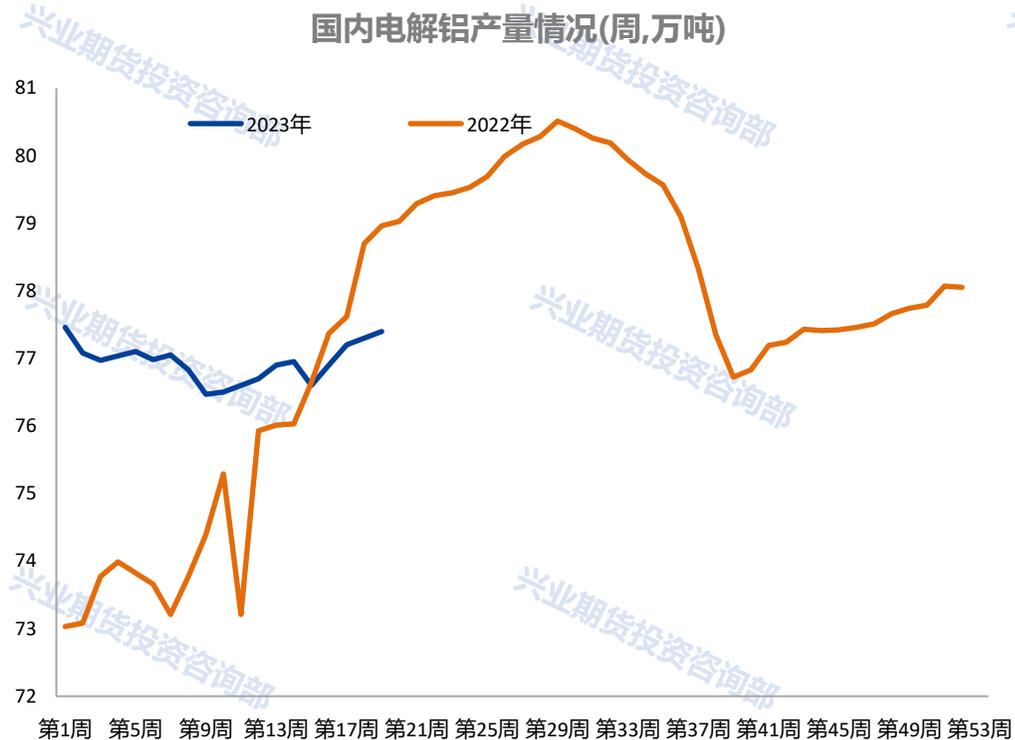
需求端仍有潜在利多，库存向下且处于历史同期低位

- 在电解铝产能不断向清洁能源推动的政策基调下，云贵川三地以水电铝为主的产能不断增加，尤其是云南地区自2020年以来建成产能不断抬升。目前云南地区限电政策仍未取消，对产能拖累作用持续增加。
- 从目前三峡水库以及云贵地区多个水库的水位情况来看，仍处于历史偏低水平，水电问题暂时难以缓解，且电解铝复产流程较长，预计后续电解铝供给仍相对紧张。



在产能天花板约束及水电短缺的共同作用下，国内近期电解铝产量的抬升速度出现明显放缓。根据MYSTELL数据，截止5月12日当周产量仅77.4万吨，低于去年同期78.96万吨。

在海外宏观经济整体表现较为疲弱，衰退预期较强的背景下，海外复产节奏较为缓慢。截止23年Q1，仍有151.95万吨的待复产产能，且其中较多产能复产时间仍存在不确定性。

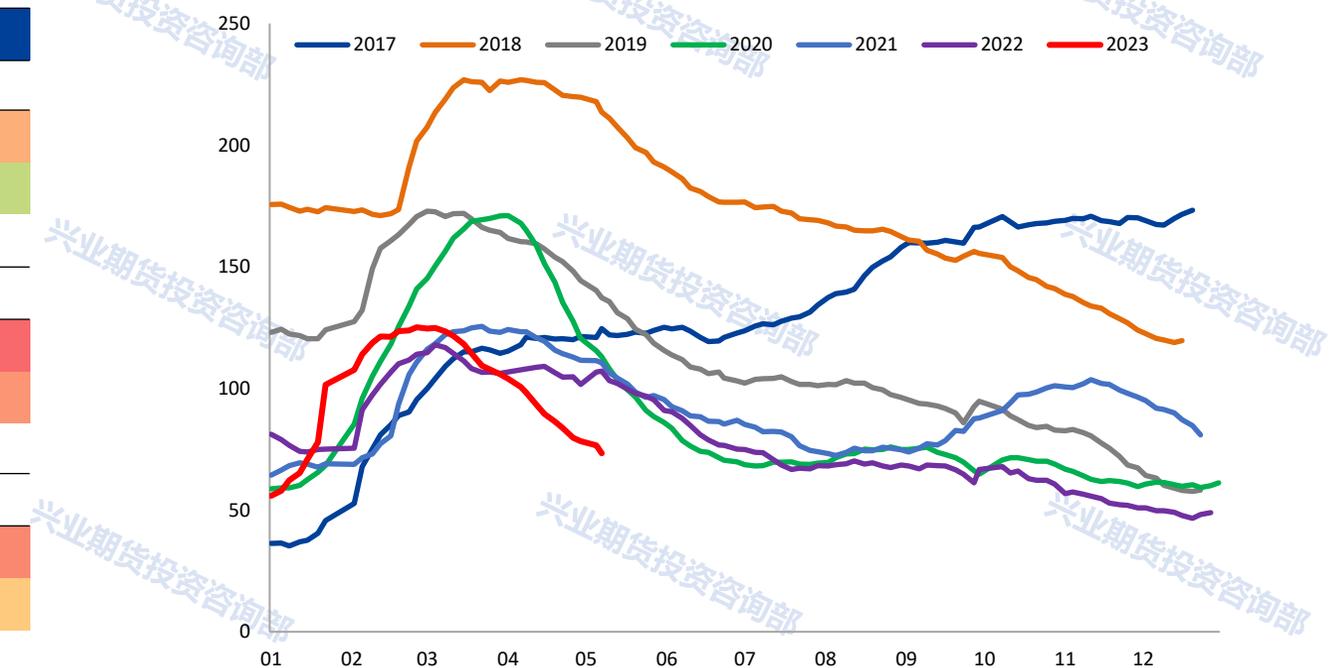


- 从下游开工情况来看，目前铝合金、铝型材和铝板带箔整体开工率均出现快速修复，且铝合金开工率处于近3年最高。而从历史表现来看，铝消费情况受地产竣工端的影响较为直接。目前竣工端修复的确定性仍较强，铝需求端仍存潜在利多。
- 库存方面，受到下游需求修复以及供给端的约束，社会库存正处于历史低位且仍在持续向下，预计库存下行仍将延续。

下游开工情况尚可

	1月	2月	3月	4月	5月
铝合金开工率(%)					
2021	55.80	31.98	50.55	53.44	49.98
2022	47.22	39.83	43.39	35.81	38.24
2023	29.16	44.10	57.20	56.26	
铝型材开工率(%)					
2021	50.83	38.32	50.92	57.72	57.99
2022	51.23	41.69	49.92	53.19	56.20
2023	34.63	50.67	55.02	54.52	
铝板带箔开工率(%)					
2021	68.38	54.67	72.42	78.23	76.68
2022	72.77	71.46	72.21	71.76	73.28
2023	53.24	64.91	69.31	67.59	

社会库存持续向下



橡胶

RU

01

乘用车零售边际回暖，驱动持续性依赖政策引导

02

低基数效应凸显重卡产销增速，市场底部回升趋势未改

03

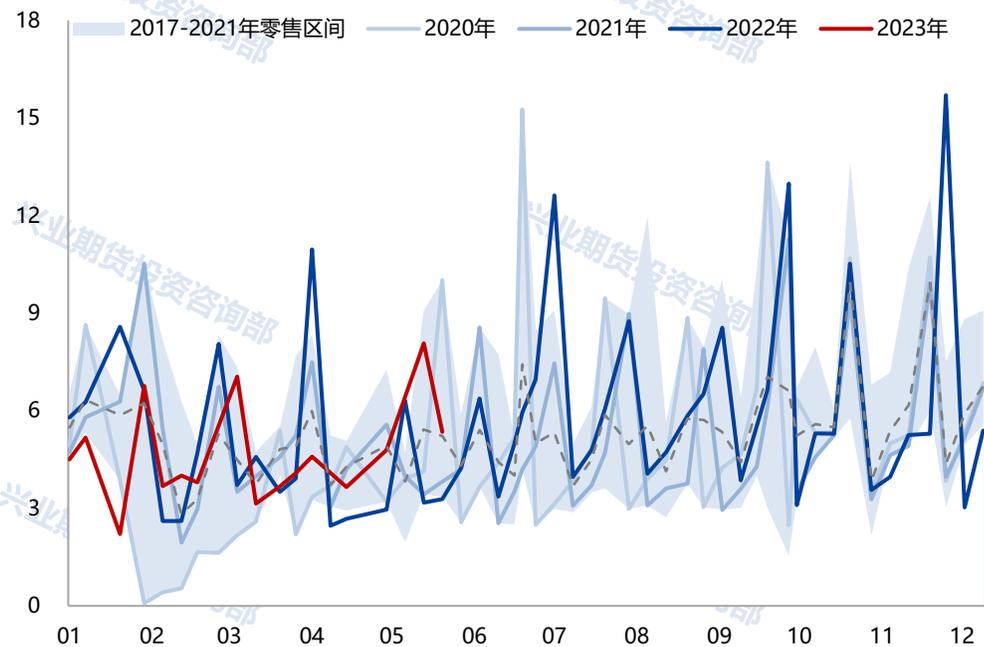
云南产区久逢甘霖，全乳交割品预计维持低位

04

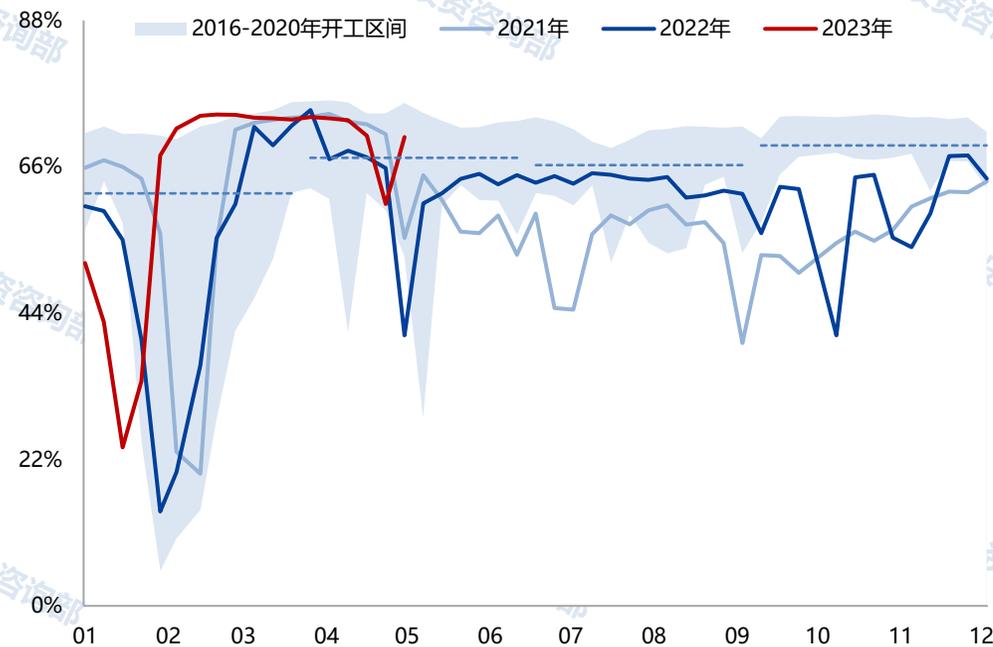
结构性库存压力仍存，但低估值沪胶赔率占优

■ 乘用车方面，4月乘用车零售163.1万辆，同比增长55.6%、环比上升2.5%，各地车展及刺激措施有效提升市场消费热情，后续政策施力有望加码提效，增速驱动持续性尚可期待；且五一过后，轮胎企业复产复工意愿相对积极，半钢胎产线开工率回升至近年季度开工均值区间上沿，需求传导并未受阻。

乘用车日均零售

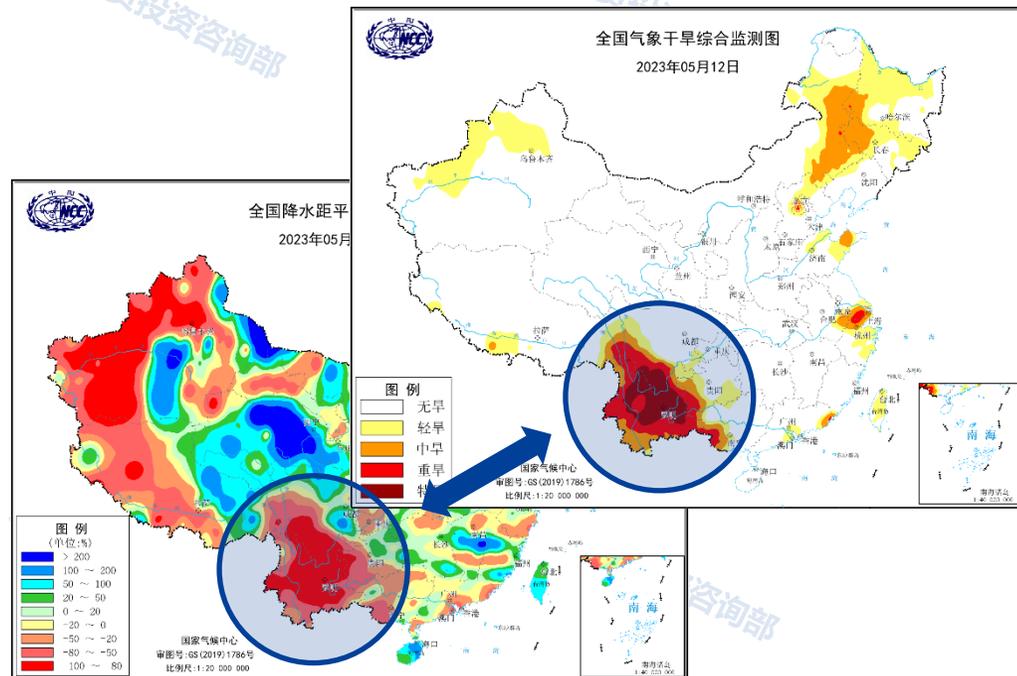


半钢胎开工率季节性

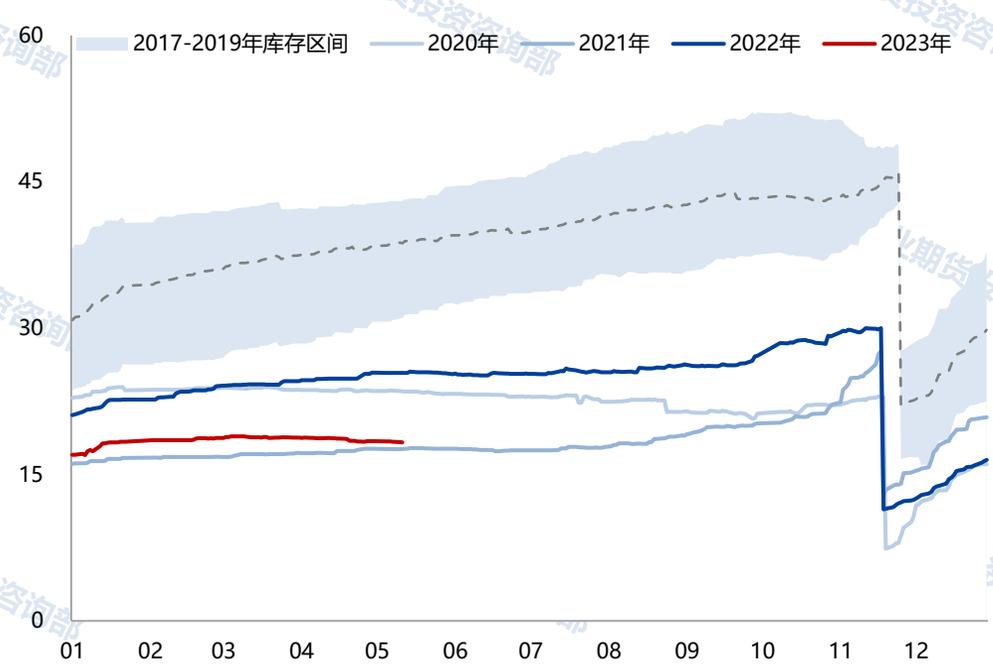


供应方面，5月中旬起，云南各地将陆续出现雨水天气，当地旱情稍有缓解，但降水稳定性有待验证，国内全面开割依然预计于5月下旬前后启动；而当前，版纳地区预报中到大雨、局部地区暴雨，云南省气象局随即发布山洪灾害气象蓝色预警、谨防旱涝急转，气候变动迅猛实则不利于割胶作业的开展进行，供应端不确定性因素仍存，尤其交割品全乳胶减产概率增强，沪胶期货库存料维持低位。

云南地区降水及干旱监测



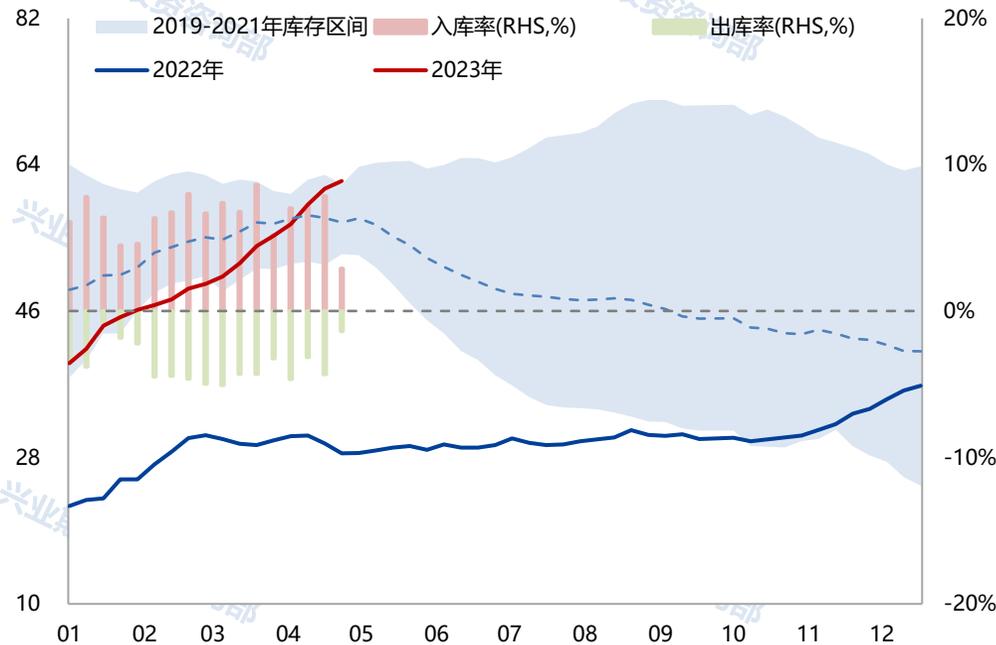
天然橡胶期货库存(万吨)



□ 库存方面，青岛港口现货延续累库态势，前期进口货源陆续到港；其中，一般贸易库存升至同期高位，入库率持续高于出库水平，季节性降库拐点尚未来临。

□ 综合来看，结构性库存压力不时制约橡胶价格，但汽车市场产销预期乐观，终端需求或现边际增量，而产区气候的不稳定影响国内原料释放，供减需增支撑橡胶价格，且考虑当前沪胶指数处于长期价格分位的25%附近，多头策略胜率及赔率占优。

天然橡胶港口一般贸易库存季节性(万吨)



沪胶指数走势及分位水平





甲醇

MA

01

检修增多产量再度下滑，各环节库存持续积累

02

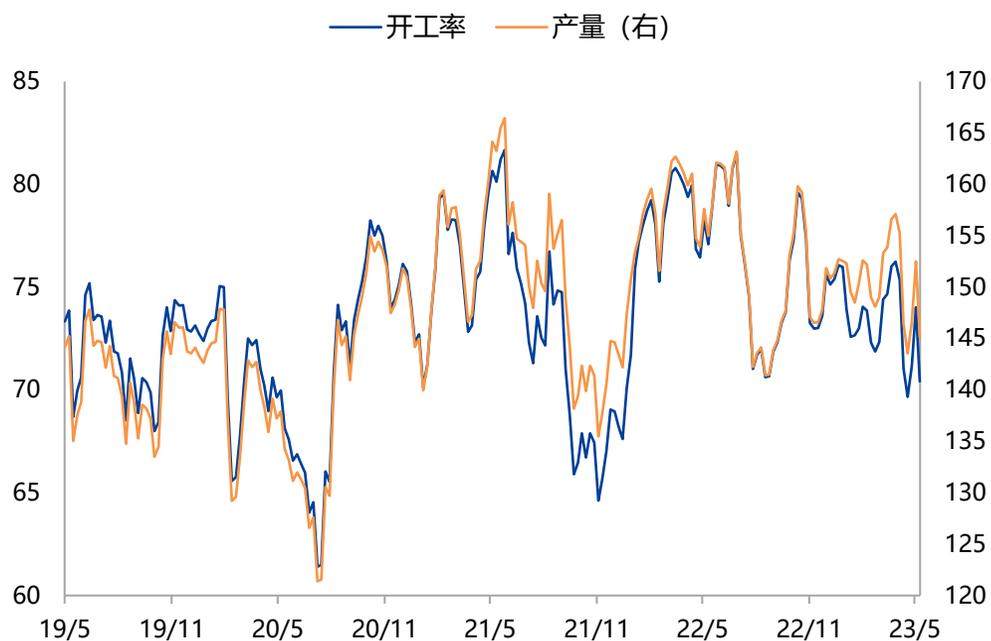
生产企业订单创新低，短期需求难以改善

03

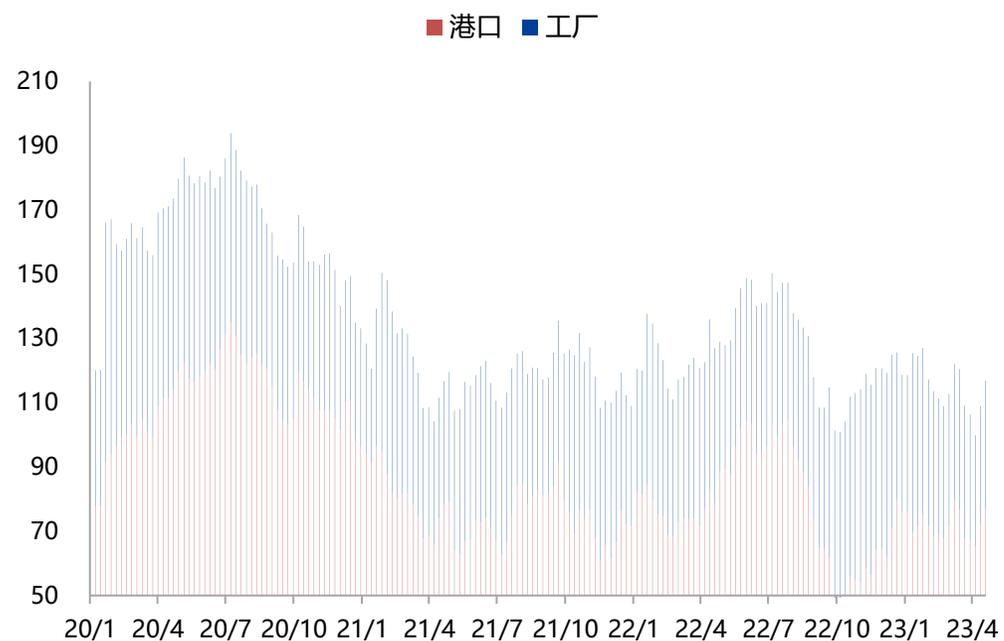
烯烃亏损或倒逼甲醇下跌，衍生品市场看空情绪强烈

- 5月第二周新增四套装置检修，一套检修装置恢复，检修涉及产能净增加245万吨，合计检修产能达到1360万吨，属于偏高水平。周度开工率为74.17% (-4.52%)，周度产量为154 (-9) 万吨，重新回到年内低位。由于检修装置普遍推迟至月底重启，导致供应增长的利空预期减弱。
- 4月下旬起甲醇进口船只集中抵港，导致5月到港量持续增长，5月第二周到港量更是达到两年新高的37万吨，直接引发进口量环比增加20%的担忧。港口库存已经从之前的低位积累至中等水平，同时生产企业库存和社会库存也开始被动积累。如果上中游库存持续增加，则是供应全面过剩的信号。

检修增多产量再度减少 (截至2023.5.12)



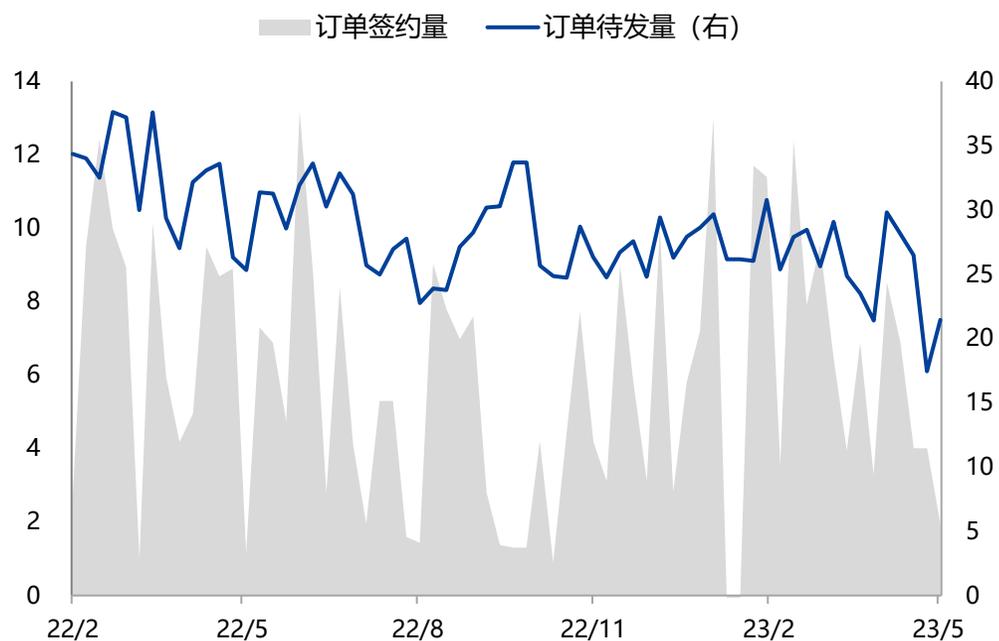
库存连续第二周积累 (截至2023.5.12)



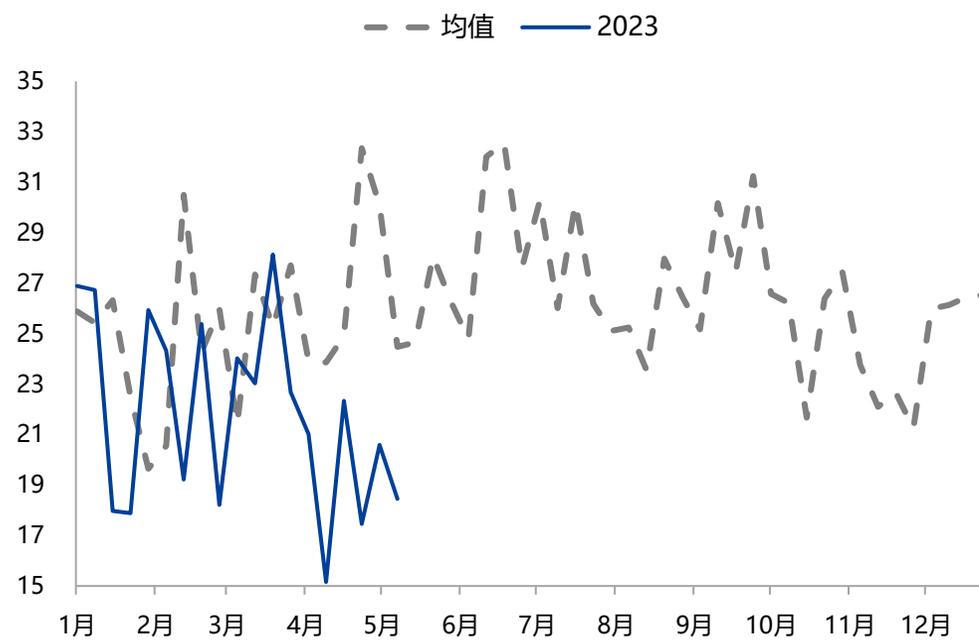
▣ 西北生产企业订单签约量连续第五周下降，达到年内最低水平。尽管订单待发量小幅增加，但主要来自五一期间积累的订单。下游开工率全面下降，其中低利润的甲醛和二甲醚开始主动降负，利润尚可的醋酸也迎来常规检修季。结合下游产销低迷的现状，可以确定短期内生产企业订单偏少的情况很难改善。

▣ 3月底至今MTO企业甲醇采购量远低于往年同期，除了华东生产企业更多购买低价进口货源外，聚烯烃需求下滑是根本原因。国内聚烯烃需求多涉及日用品和包装，并且这些产品出口欧美比例多达30%，在全球消费下滑的背景下，聚烯烃需求缺乏增长点，进而削减甲醇的消耗量。

生产企业订单数量创年内新低（截至2023.5.12）



MTO企业甲醇采购量维持低位（截至2023.5.12）



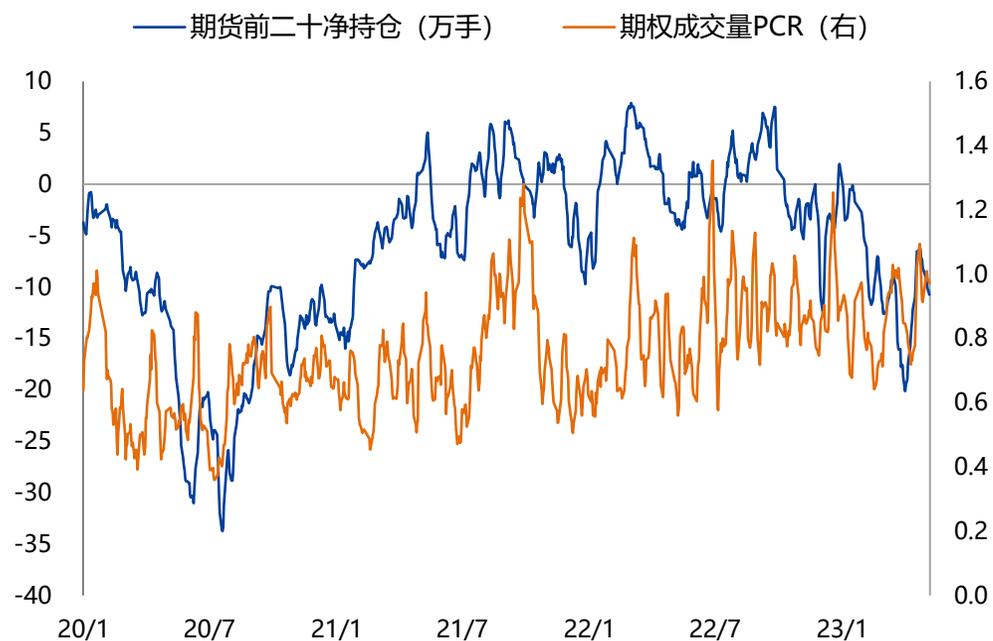
▣ 市场炒作蒙煤通关减少和部分煤矿减产消息，煤炭价格暂时止跌，不过甲醇价格下跌令煤制甲醇亏损快速扩大。相比之下，甲醇制烯烃亏损情况并未改善，聚烯烃跌幅不亚于甲醇，未来MTO/P装置存在降负或减产的可能，将倒逼原料甲醇价格下跌。

▣ 5月第二周期期货前二十席位净空持仓量最多达到12万手，处于2020年以来23%分位水平，4月底以来期货市场空单持续增仓。5月10日期权成交量PCR一度达到1.4，对应2020年以来99.5%分位水平，看跌期权不仅成交活跃，行权数量也不低，加剧了期货的下跌。目前看跌情绪仍在蔓延，未来出现进一步下跌行情的可能性较高。

MTO利润偏低或倒逼甲醇下跌（截至2023.5.12）



期货和期权市场强烈看空（截至2023.5.12）



螺纹/铁矿

RB/I

01

钢厂主动减产逐渐兑现，高炉铁水产量连续下降

02

产量明显收缩，螺纹去库加快

03

天气等短期因素扰动，铁矿发运阶段性下滑

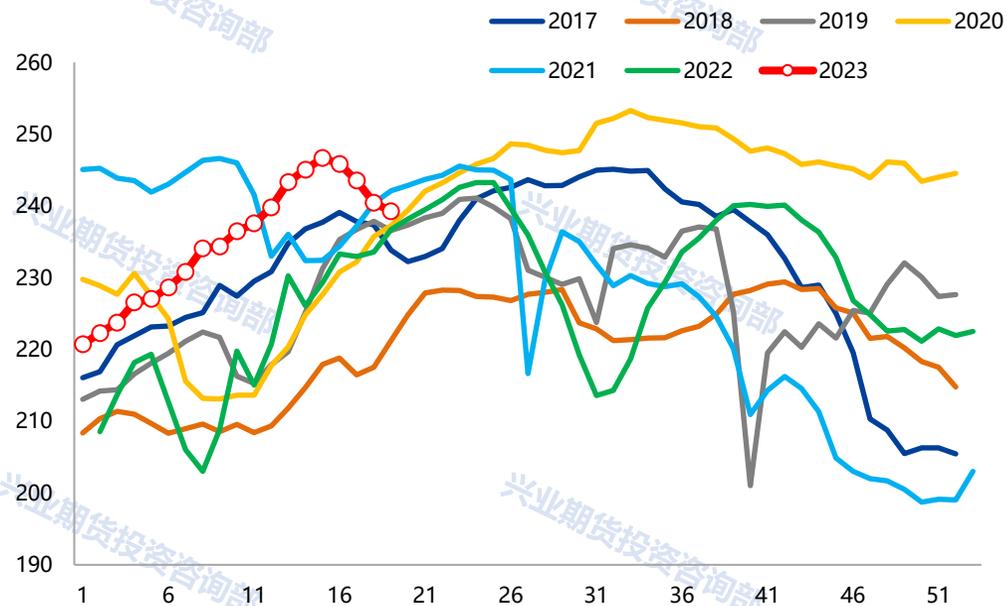
04

铁矿供需差收敛大方向不变，耐心持有多螺空铁矿策略

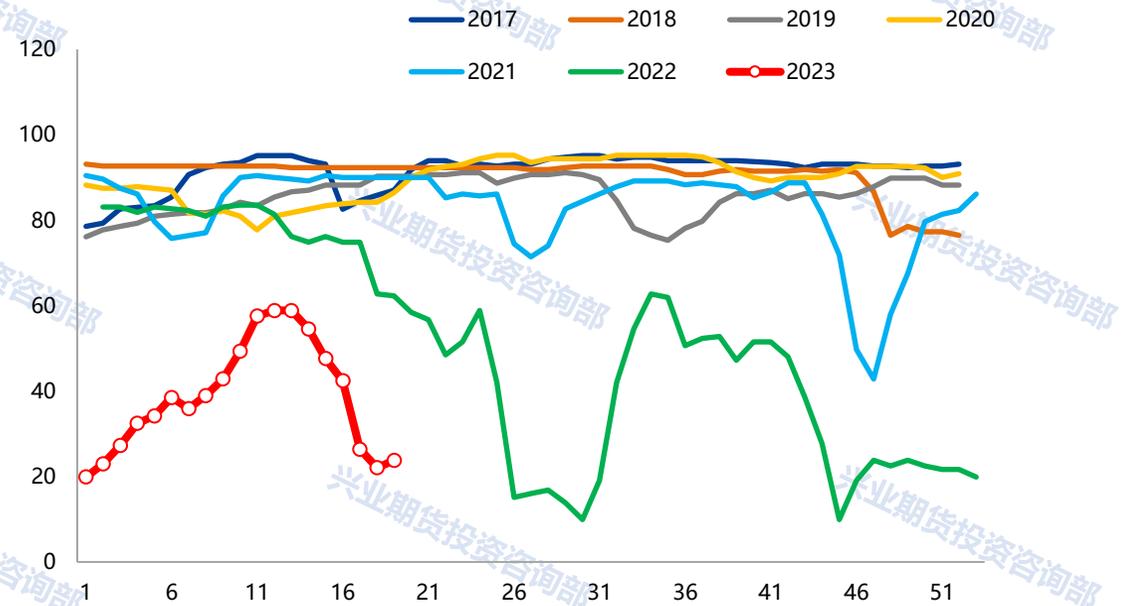
▣ 钢厂主动减产逐步兑现，短流程企业率先亏本减产，4月下旬起长流程企业检修减产也开始增多，截至本周五，钢联样本高炉日均铁水产量环比降至239.25万吨，根据钢联估算，5月高炉日均铁水产量有望降至238万吨，与2022年同期均值基本持平。但是随着原料持续让利，钢厂盈利有所改善，本周247家钢厂盈利比例环比小幅回升到23.81%，5月中旬部分检修高炉将迎来复产，将再度考验淡季期间终端需求的承接能力。

▣ 此外，今年粗钢产量平控的政策基本确定，考虑到年初至今长流程产量基本保持同比增长的态势，且去年二季度低基数的影响，预计今年三四季度高炉环比/同比减产的概率均较高。

高炉日均铁水产量下降（更新至5.12）



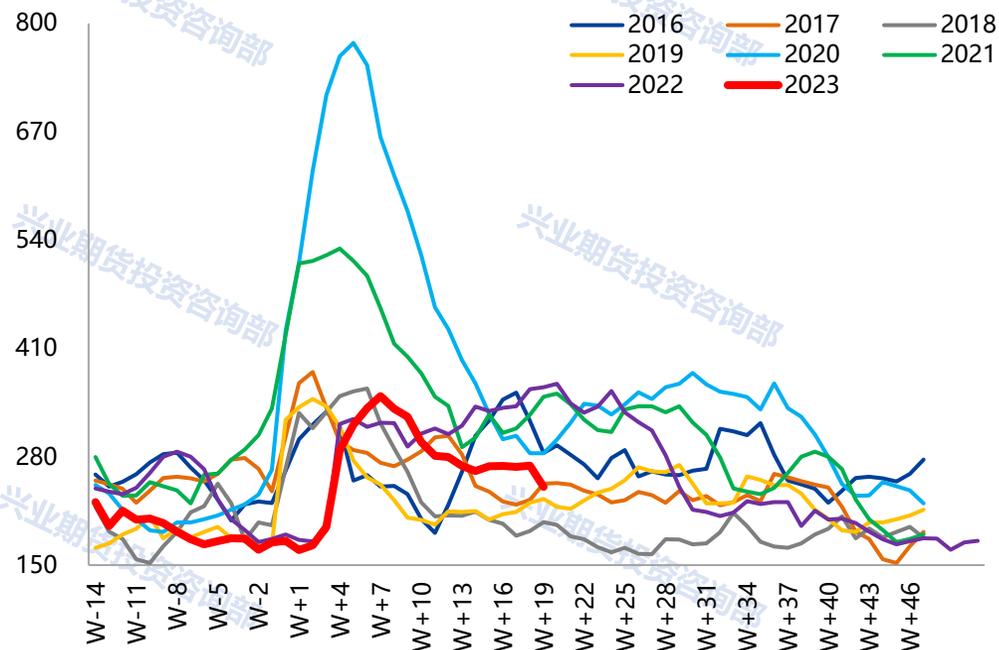
钢厂盈利继续走弱（更新至4.28）



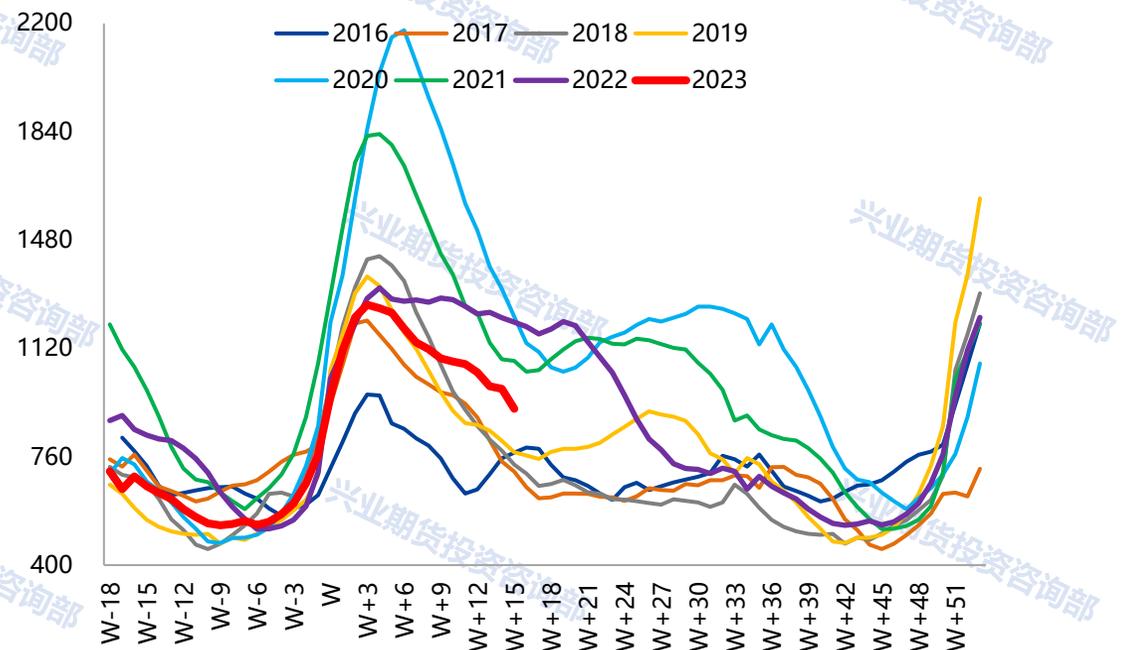
随着钢厂减产的兑现，螺纹钢周度产量已降至268.03万吨，也推动螺纹钢去库速度继续加快，本周螺纹钢钢厂库存续降至243.73万吨，同比降幅扩大至32.5%，社会库存降至675.66万吨，同比降幅扩大至21.54%，总库存降至919.39万吨，同比降幅扩大至24.78%。若以单周去库50万吨的速度估算，螺纹钢样本库存或将在6月中下旬下降至700万吨以下的正常水平。

但未来螺纹实际去库，还需要综合考虑钢厂未来复产的风险，及淡季终端需求强度来评估。

螺纹钢钢厂库存（农历，更新至5.12）

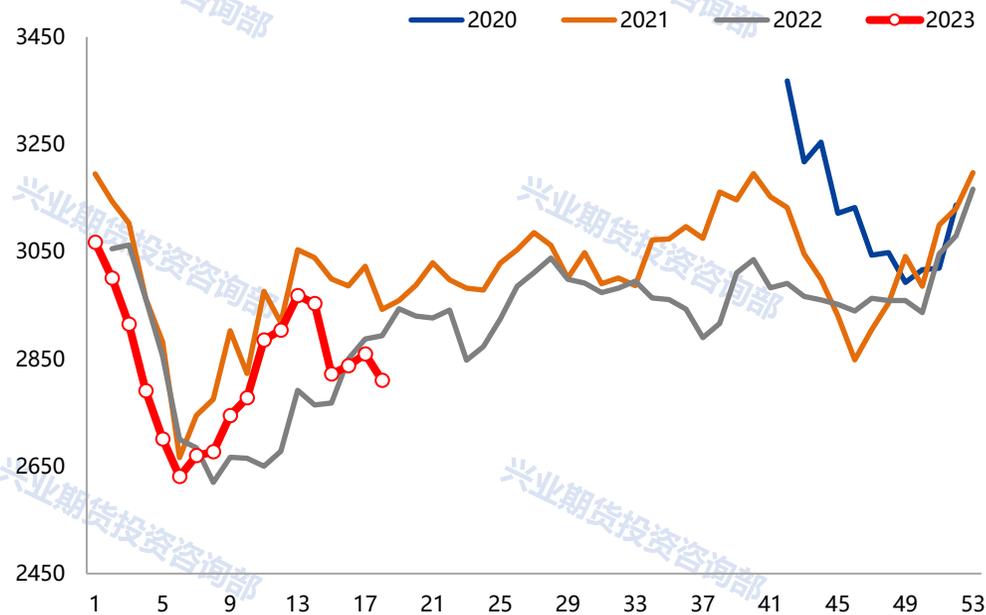


螺纹钢钢厂+社会库存（农历，更新至5.12）

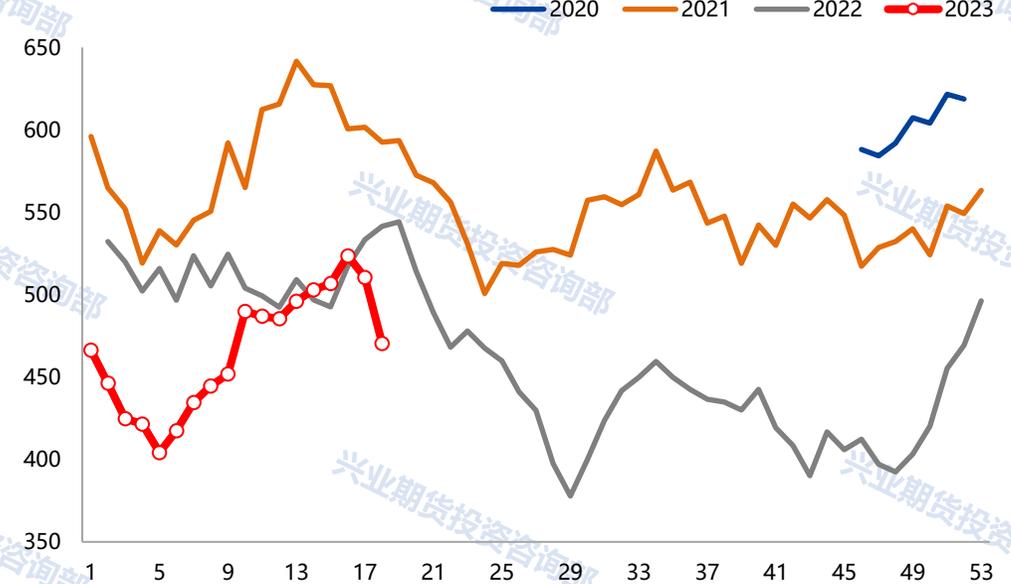


4月海外铁矿发运出现较明显的下滑。主流矿方面，澳洲天气扰动较大，发运回落幅度大于2019-2022年同期。非主流方面，近两周非澳巴铁矿发也出现较明显的回落，或为矿价下跌的影响。展望二季度，5月后，澳洲天气扰动将逐步减弱，同时FMG和必和必拓进入财年冲量阶段，后续发运再次回升是大概率事件，非主流矿发运回升仍将受到铁矿价格的引导，但考虑到去年的低基数，同比增量也将在6月开始显现。

全球铁矿发运量 (更新至5.12)



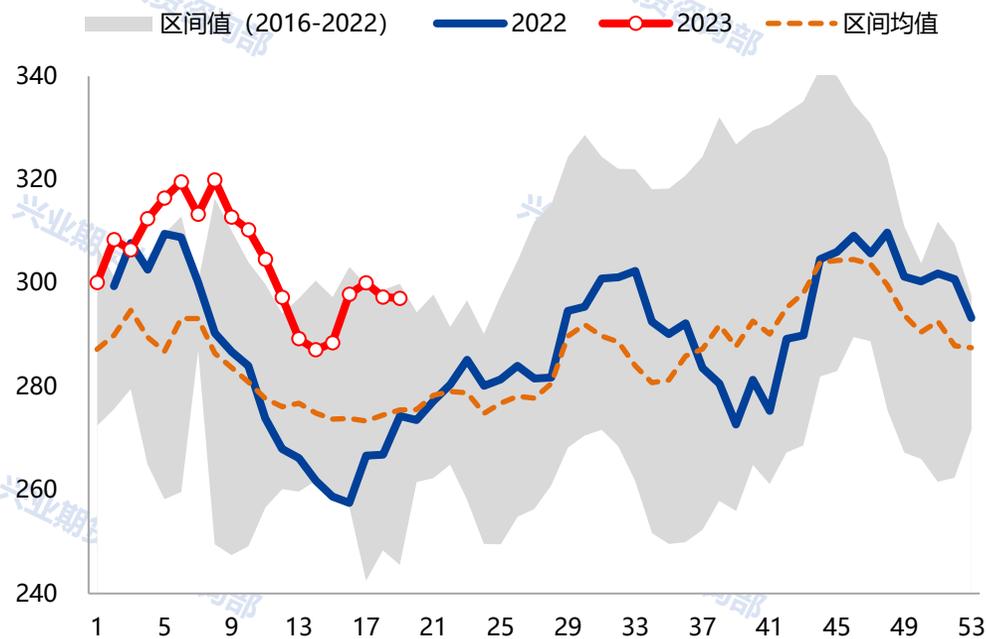
非澳巴铁矿发运量 (更新至5.12)



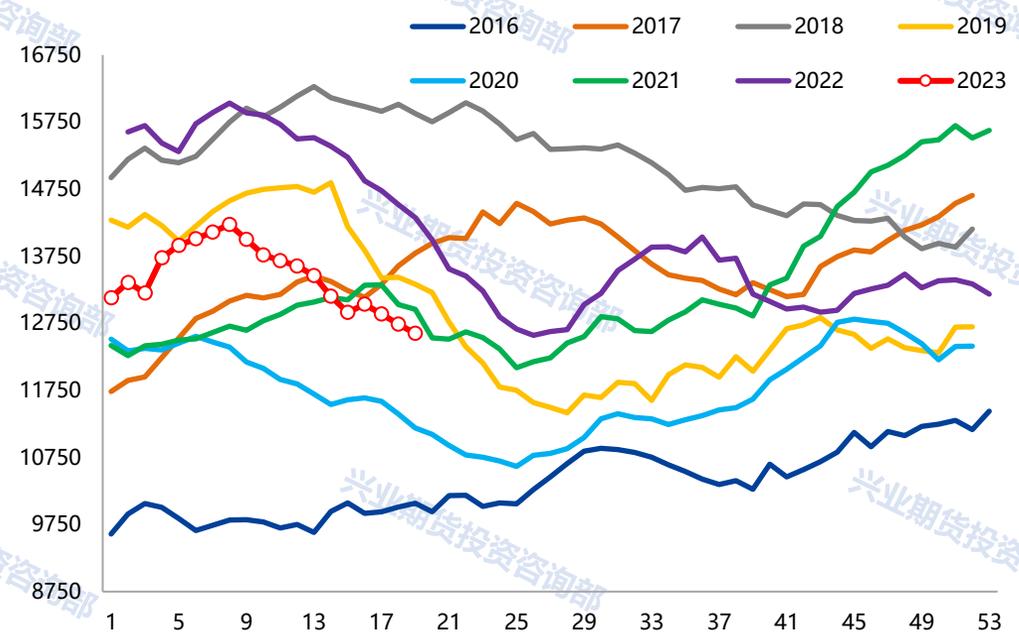
受海外经济增速放缓的影响，外矿发运至中国的量较为可观，年初以来国内45港铁矿到港量同比明显增加。虽然阶段性高炉复产以及外矿发运回落，对铁矿基本面形成利好支撑，但从长周期看，综合考虑粗钢产量平控、淡季终端需求承接能力、以及外矿发运季节性趋势，二季度铁矿供需节奏差仍将逐步弥合，下半年转向宽松。

综上所述，建议买螺纹RB2310-卖铁矿I2309的套利组合继续耐心持有。关注宏观政策的潜在利多对于黑色单边的影响。

45港铁矿到港量 (更新至5.12)



45港进口矿库存 (更新至5.12)



棉花-PTA

CF-TA

01

国内新年度棉花在多因素驱动下减产概率较大

02

美棉种植进度偏慢，得州旱情存在转差概率

03

供需趋于宽松，PTA建议持空头思路

- 2023年棉花目标价格政策实施措施发布：在18600元/亩的目标价格政策下，棉花背靠补贴使农户基本不会亏损，但额外收益也相对受限。随着植棉成本长期持续高位并不断上涨，即便有棉花补贴可能也很难维持棉农收益，农户本身植棉意愿的下降可能将持续。
- 国内目前正值新棉生长关键期，新疆地区天气因素变化成为了市场关注焦点。最新播种进度相比往年推迟，亩产存在减少的可能性。新疆不同区域植棉面积降幅各不同，多因素驱动下减产概率较大。

新年度棉花目标价格政策方向总体利多

	政策文件	目标价格	主要内容
2014.4.10	《关于发布2014年棉花目标价格的通知》发改电[2014]84号	19800	1.取消临时收储政策 2.依据目标价格决定是否补贴
2015.4.7	国家公布2015年新疆棉花目标价格	19100	1.继续实施棉花目标价格改革试点
2016.3.18	国家公布2016年新疆棉花目标价格	18600	1.继续实施棉花目标价格改革试点
2017.3.17	《国家发展改革委 财政部关于深化棉花目标价格改革的通知》发改价格[2017]516号	18600	1.棉花目标价格三年一定 2.调整优化补贴方法
2020.3.25	《国家发展改革委 财政部关于完善棉花目标价格改革的通知》发改价格[2020]474号	18600	1.构建目标价格长效机制 2.合理引导棉花生产 3.加快全疆统一市场建设 4.探索新型补贴方式
2023.4.14	《国家发展改革委 财政部关于完善棉花目标价格政策实施措施的通知》发改价格[2023]369号	18600	1.稳定目标价格水平： 18600元/吨 2.固定补贴产量： 510万吨 3.完善操作措施： 优质优补、次宜棉区退出、统一市场建设等

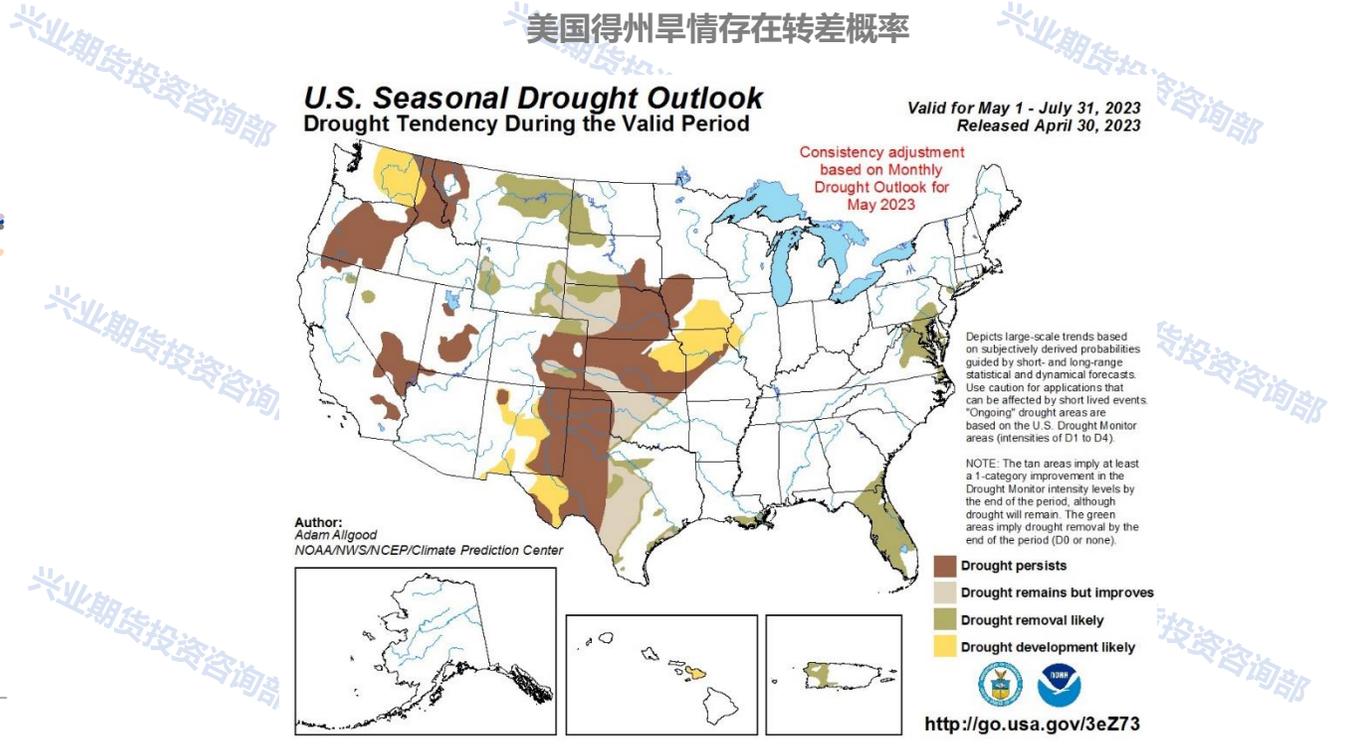
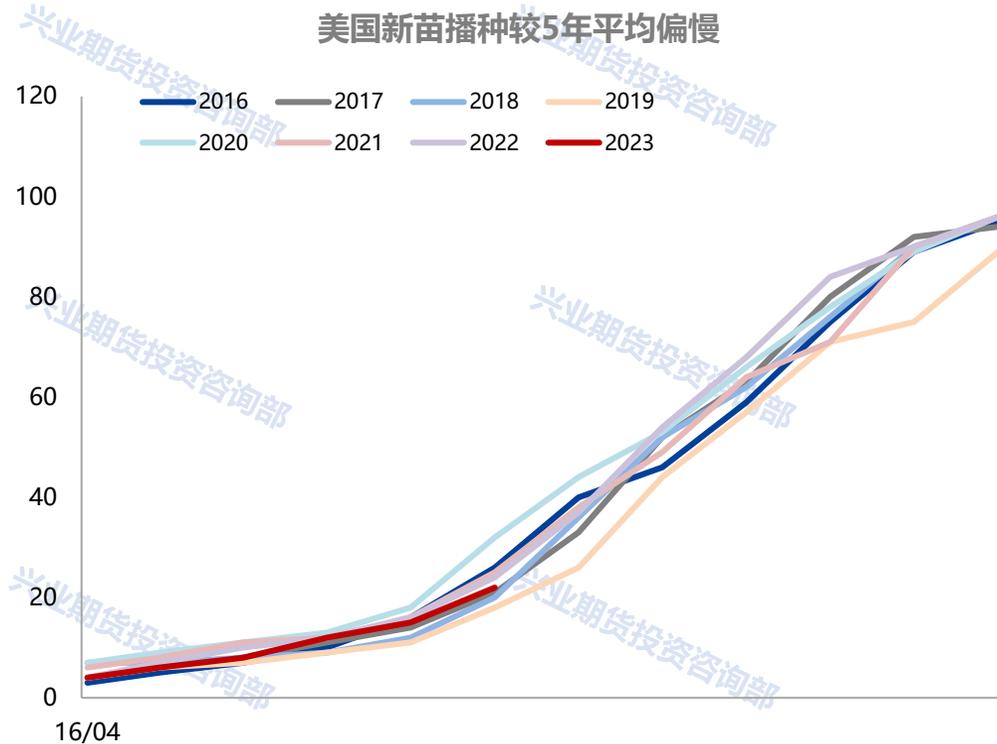
新年度播种期气温低于往年，天气影响放大



套利策略（棉花-PTA）：美棉种植进度偏慢，得州旱情存在转差概率

❑ 美棉方面，据USDA最新数据来看，新年度美棉播种进度同比有所落后，处于近五年偏慢水平。至5月7日全美棉花播种进度22%，较去年同期落后1个百分点，较近五年平均水平落后1个百分点。

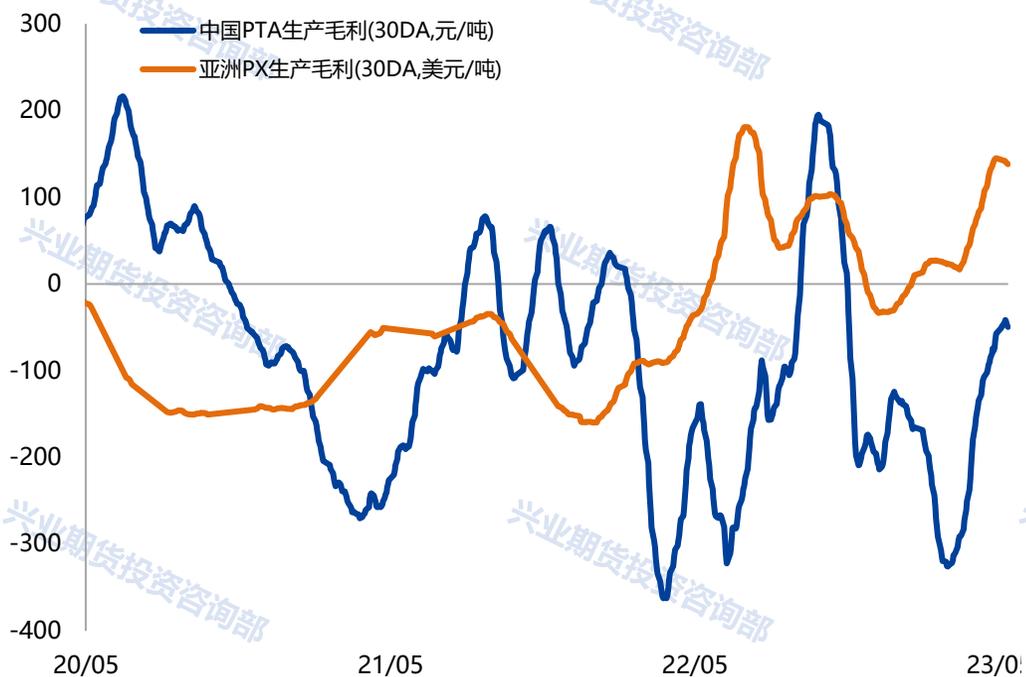
❑ 由于未来降雨量预期较少，西部棉区旱情或将持续，其中新墨西哥州或将受高温少雨天气的拖累，旱情存在较大恶化概率。美国南部平原地区有望持续干旱，其中得克萨斯州西部和南部地区旱情存在转差概率。多棉区降雨不合时宜，或不利于新棉播种。



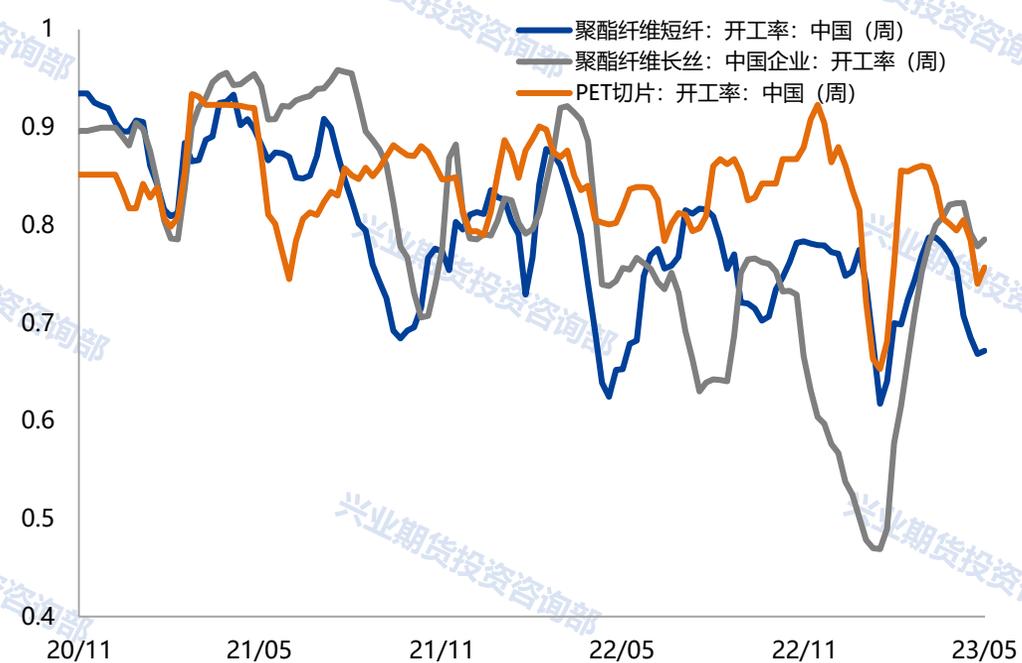
PTA方面，目前PTA开工率高位整体供应相对宽松，预计5月PTA产量小幅增加，PTA前期流通货源紧张的局面将逐渐缓解、供应持续增长。下游方面，聚酯开工在订单偏弱背景下逐步降负，各品种利润表现依旧低迷，对原料的备货意愿较低。总体需求端对原料支撑不佳。

总体而言，PTA开工高位供应趋于宽松、下游需求端聚酯企业减产降负，织造端备货旺季结束、订单下降，PTA短期易涨难跌，建议仍持空头思路。

供应端利润回升、开工或趋于稳定



下游需求端聚酯企业减产降负



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