



官方微信



官方APP

2023年5月第4周核心策略推荐：

情绪面将修复、政策面有望加码，低估值品种多头仍有良好配置价值

上海 2023.5.28

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

□ 宏观分析映射综述:

□ 从主要经济指标的绝对表现看,国内经济复苏的大势依旧未变。但近阶段3-4月其修复的斜率不及预期、且进程有所放缓,工业企业盈利继续承压、去库周期延续,2季度经济增速放缓的压力依然存在。在此背景下,政策面利多值得期待。具体而言,结构性货币政策、PSL、政策性金融债、汽车消费刺激政策、地产因城施策等方面的措施有望加码。另从盘面客观的量价信号看,在持续多日下跌、尤其是近期加速下挫后,空头交易拥挤度显著抬升,“止损离场->价格大涨”的负反馈大概率将现。同时,部分主要品种价格进入低位区间,已具备相当大的配置价值。

□ 故从基本面、政策面、情绪面和估值面看,多头策略整体性价比将继续提升。

□ 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):经济复苏趋势仍难以证伪,与去年利率低点相比,目前宏观数据仍好于当时,且市场资金水平高于当时,叠加曲线平坦特征显著,十债利率跌破2.7%的概率较低。而期限价差目前仍处于历史偏低水平,跨品种价差策略盈亏比较优。

(2) 股指(买入IF2306,单边,新增):国内宏观基本面短期虽有弱化,但从信用、库存周期等内生变量,以及政策面等外生变量看,积极上行因素仍占主导,盈利驱涨动能依旧有效;持续下挫后,较其它大类资产,A的潜在收益性、估值安全性进一步提高,多头配置价值更为良好;从基差结构、融资余额等微观面高灵敏度指标看,A股情绪整体并无趋势性转空;目前市场倾向于均衡风格,仍宜选择兼容性最高的沪深300指数作为多头。

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): 终端需求兑现缓慢及港口库存持续高位压制橡胶价格, 但乘用车市场延续复苏势头, 需求传导效率亦未受限, 而国产原料放量尚需时日, 供应端扰动不确定性增强, 供减需增预期支撑下方价格。

(4) 棉花 (买入CF309, 单边, 持有): 新年度棉花供应趋紧方向明确, 天气升水期扰动影响放大, 棉花前多持有。

(5) 沪铝 (买入AL2307, 单边, 新增): 供给约束短期仍难以明显改善, 四川、贵州等地复产较慢, 云南年内复产意愿不佳。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。

期权策略:

(1) 铁矿 (卖出I2309-P-650, 单边, 新增): 铁矿成本支撑明确, 市场看空情绪缓和, 推荐卖看跌期权入场。

(2) PVC (卖出V2309-P-5500, 单边, 新增): 未来一个月检修装置持续增多, 产量预计达到年内最低, 供应暂无新增利空。生产企业和社会库存缓慢下降, 现有库存端利空逐步消退。考虑到下方存在成本支撑, 同时市场看涨情绪出现, 推荐利用卖出看跌期权捕捉超跌修复行情。

宏观

MACRO

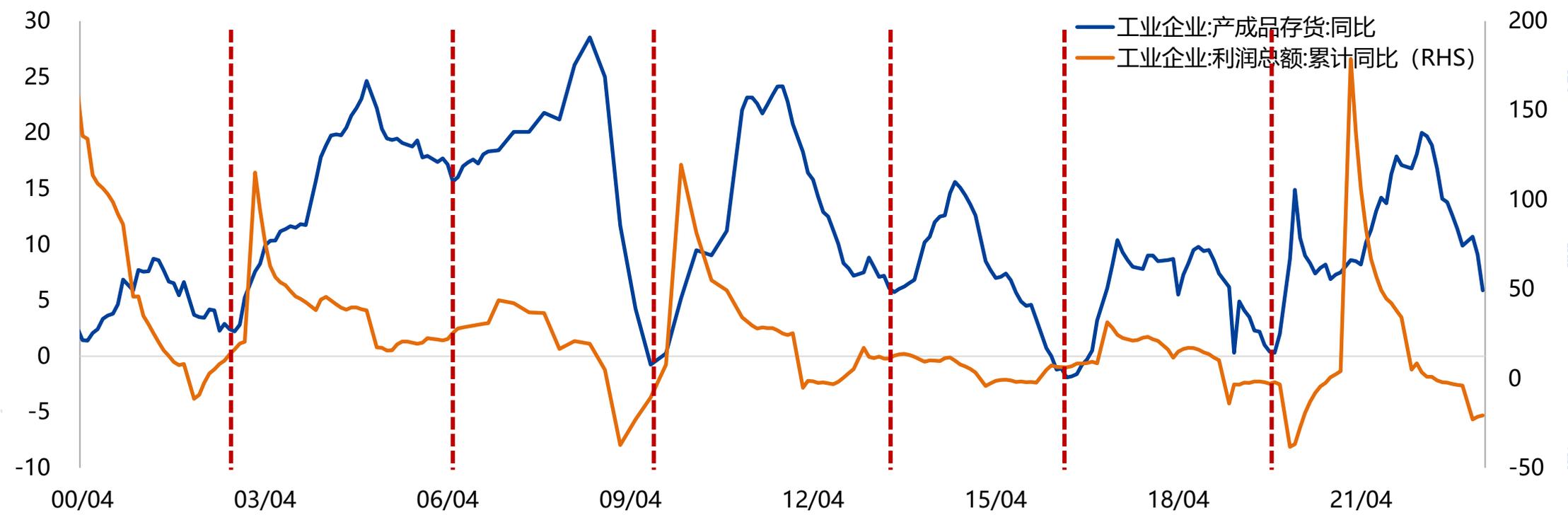
01

国内：经济复苏动能放缓，政策期待再度走强

从绝对数值看，国内经济复苏的大方向未变，但从环比角度，并对比市场预期，国内经济复苏动能有所放缓。

宏观经济指标		单位		统计局经济数据												环比上期	较预期	Wind一致预测	
				22/04	22/05	22/06	22/07	22/08	22/09	22/10	22/11	22/12	23/01	23/02	23/03			23/04	23/04
生产	PMI	单月	%	47.4	49.6	50.2	49.0	49.4	50.1	49.2	48.0	47.0	50.1	52.6	51.9	49.2	2.5		
	工业增加值	单月	%	-2.9	0.7	3.9	3.8	4.2	6.3	5.0	2.2	1.3	-9.8	18.8	3.9	5.6	1.7	-4.1	9.7
就业	城镇调查失业率	单月	%	6.1	5.9	5.5	5.4	5.3	5.5	5.5	5.7	5.5	5.5	5.6	5.3	5.2	-0.1		
	青年失业率(16-24岁)	单月	%	18.2	18.4	19.3	19.9	18.7	17.9	17.9	17.1	16.7	17.3	18.1	19.6	20.4	0.8		
投资	固定资产投资	单月	%	2.3	4.7	5.8	3.6	6.4	6.5	5.0	0.8	3.1		5.5	4.8	3.9	-0.8	-2.4	6.4
	房地产投资	单月	%	-10.1	-7.8	-9.4	-12.3	-13.8	-12.1	-16.0	-19.9	-12.2		-5.7	-7.2	-16.2	-9.0		
	基建投资	单月	%	4.3	7.9	12.0	11.5	15.4	16.3	12.8	13.9	10.4		12.2	9.9	7.9	-2.0		
	制造业投资	单月	%	6.4	7.1	9.9	7.5	10.6	10.7	6.9	6.2	7.4		8.1	6.2	5.3	-0.9		
消费	社会消费品零售总额	单月	%	-11.1	-6.7	3.1	2.7	5.4	2.5	-0.5	-5.9	-1.8		3.5	10.6	18.4	7.8	-1.8	20.2
进出口	出口金额	单月	%	3.5	16.4	17.0	18.1	7.4	5.5	-0.4	-9.1	-10.0	-10.4	-1.3	14.8	8.5	-6.3	2.1	6.4
	进口金额	单月	%	0.1	3.4	-0.1	1.4	-0.4	0.0	-0.8	-10.5	-7.2	-21.1	4.3	-1.4	-7.9	-6.5	-7.8	-0.1
物价	CPI	单月	%	2.1	2.1	2.5	2.7	2.5	2.8	2.1	1.6	1.8	2.1	1.0	0.7	0.1	-0.6	-0.3	0.4
	PPI	单月	%	8.0	6.4	6.1	4.2	2.3	0.9	-1.3	-1.3	-0.7	-0.8	-1.4	-2.5	-3.6	-1.1	-0.3	-3.3
	CPI-PPI	单月	%	-5.9	-4.3	-3.6	-1.5	0.2	1.9	3.4	2.9	2.5	2.9	2.4	3.2	3.7	0.5	0.0	3.7
流动性	社融	存量同比	%	10.2	10.5	10.8	10.7	10.5	10.6	10.3	10.0	9.6	9.4	9.9	10.0	10.0	0.0	-0.5	10.5
	信贷	同比	%	10.9	11.0	11.2	11.0	10.9	11.2	11.1	11.0	11.1	11.3	11.6	11.8	11.8	0.0	-0.2	12.0
	M1	单月	%	5.1	4.6	5.8	6.7	6.1	6.4	5.8	4.6	3.7	6.7	5.8	5.1	5.3	0.2	-0.2	5.5
	M2	单月	%	10.5	11.1	11.4	12.0	12.2	12.1	11.8	12.4	11.8	12.6	12.9	12.7	12.4	-0.3	-0.2	12.6
	M1-M2	单月	%	-5.4	-6.5	-5.6	-5.3	-6.1	-5.7	-6.0	-7.8	-8.1	-5.9	-7.1	-7.6	-7.1	0.5	0.0	-7.1

国内经济复苏动能放缓，工业企业利润数据仍处于2000年以来的极低位，企业在盈利压力下主动压低库存，工业企业整体延续去库，进一步加剧了市场对经济的悲观预期。回顾2000年以来的历史数据，若以每轮工业企业产成品存货的低点为分割统计，我国一共经历了7轮完整的库存周期，其中前6轮库存周期平均持续时间为39个月，平均去库时间为17个月（见下页），而第七轮库存周期，截至2023年4月，已持续41个月。2023年4月，工业企业利润总额同比下跌20.6%，较前值回升0.8个百分点，本轮库存周期有望从主动去库阶段进入到被动去库阶段，再下一阶段有望开启新一轮的补库周期。



虽然工业企业利润总额增速回升的持续性仍待观察，但是这一迹象，确实给与库存周期即将见底提供了重要线索。如果后续工业企业利润总额增速能继续提升，并且PPI、产成品价格等数据逐步企稳并回升，那么库存周期见底的确定性将进一步提高。结合历次库存周期（去库周期）持续时间、季节性因素、基数效应、PPI触底回升节奏等因素考虑，今年3季度，新一轮补库存周期有望启动。

库存周期	周期阶段	起始时间	终止时间	持续时间	库存周期	周期阶段	起始时间	终止时间	持续时间
第一轮	被动补库	2000/05/31	2001/06/30	29个月	第五轮	被动补库	2013/08/31	2014/08/31	34个月
	主动去库	2001/06/30	2002/02/28			主动去库	2014/08/31	2015/02/28	
	被动去库	2002/02/28	2002/10/31			被动去库	2015/02/28	2016/06/30	
第二轮	主动补库	2002/10/31	2003/02/28	43个月	第六轮	主动补库	2016/06/30	2017/02/28	39个月
	被动补库	2003/02/28	2004/12/31			被动补库	2017/02/28	2018/08/31	
	主动去库	2004/12/31	2005/04/30			主动去库	2018/08/31	2019/11/30	
	被动去库	2005/04/30	2006/05/31			被动补库	2019/11/30	2020/02/29	
第三轮	主动补库	2006/05/31	2007/02/28	39个月	第七轮	主动补库	2020/02/29	2020/03/31	已持续41个月
	被动补库	2007/02/28	2008/08/31			被动去库	2020/03/31	2020/10/31	
	主动去库	2008/08/31	2009/02/28			主动补库	2020/10/31	2021/02/28	
	被动去库	2009/02/28	2009/08/31			被动补库	2021/02/28	2022/04/30	
第四轮	主动补库	2009/08/31	2010/02/28	48个月	主动去库	2022/04/30	2023/03/31		
	被动补库	2010/02/28	2011/10/31		被动去库	2023/03/31			
	主动去库	2011/10/31	2012/02/29						
	被动去库	2012/02/29	2013/02/28						
	主动去库	2013/02/28	2013/08/31						

分行业观察工业企业库存结构，从上下游角度观察，上游行业刚刚经历库存周期的见顶，未来去库周期还将持续一段时间，中游装备制造业仍处于去库阶段，下游可选消费行业（工业消费品）去库较为充分，库存周期或已处于接近见底回升的位置，公用事业库存周期已见底；从产业链角度观察，化工链去库相对较快，地产链去库相对落后。

工业企业产成品库存结构

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%
2023-03	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%
2021-05	0.3%	10.0%	13.0%	10.5%	4.8%	4.0%
2021-04	-1.5%	4.4%	12.7%	9.2%	3.8%	2.3%

日期	地产链	装备制造	化工链	出口链
占比	29.5%	41.8%	21.3%	63.9%
2023-03	9.9%	9.6%	4.4%	8.8%
2023-02	11.1%	10.0%	7.6%	9.2%
2022-12	8.4%	7.7%	8.7%	8.8%
2022-11	10.3%	8.9%	12.0%	11.1%
2022-10	11.5%	11.2%	15.2%	12.7%
2022-09	13.0%	11.9%	16.5%	13.4%
2022-08	12.8%	12.2%	18.1%	14.7%
2022-07	14.7%	15.0%	22.7%	16.9%
2022-06	17.2%	18.0%	23.9%	19.2%
2022-05	17.6%	19.6%	23.4%	20.6%
2022-04	17.0%	18.9%	25.4%	20.5%
2022-03	13.2%	16.8%	24.6%	19.6%
2022-02	9.5%	14.8%	23.2%	19.3%
2021-12	11.6%	17.4%	22.4%	18.0%
2021-11	13.9%	19.2%	20.7%	18.6%
2021-10	13.2%	18.4%	16.2%	17.2%
2021-09	11.3%	17.3%	13.1%	14.7%
2021-08	11.4%	17.6%	11.8%	15.1%
2021-07	10.0%	16.0%	10.3%	13.9%
2021-06	9.4%	15.4%	8.2%	11.8%
2021-05	9.7%	15.2%	6.5%	10.6%
2021-04	8.3%	12.8%	4.0%	9.6%

□ 分行业观察工业企业利润结构，从上下游角度观察，上游采矿、原材料业以及下游消费品（工业品）制造业的利润总额增速延续下行趋势，得益于原料价格让利，中游设备制造业利润增速开始触底回升，电热燃气生产业利润延续高增速。

□ 综合看,中游设备制造、下游可选消费、以及公用事业行业的新一轮库存周期有望最先开始，而上游采矿及原材料行业，新一轮库存周期启动时间将相对滞后。

工业企业利润总额结构

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%
2023-03	-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%
2021-05	134.7%	255.0%	53.5%	26.3%	51.4%	29.1%
2021-04	101.8%	362.2%	90.9%	30.4%	61.4%	45.1%

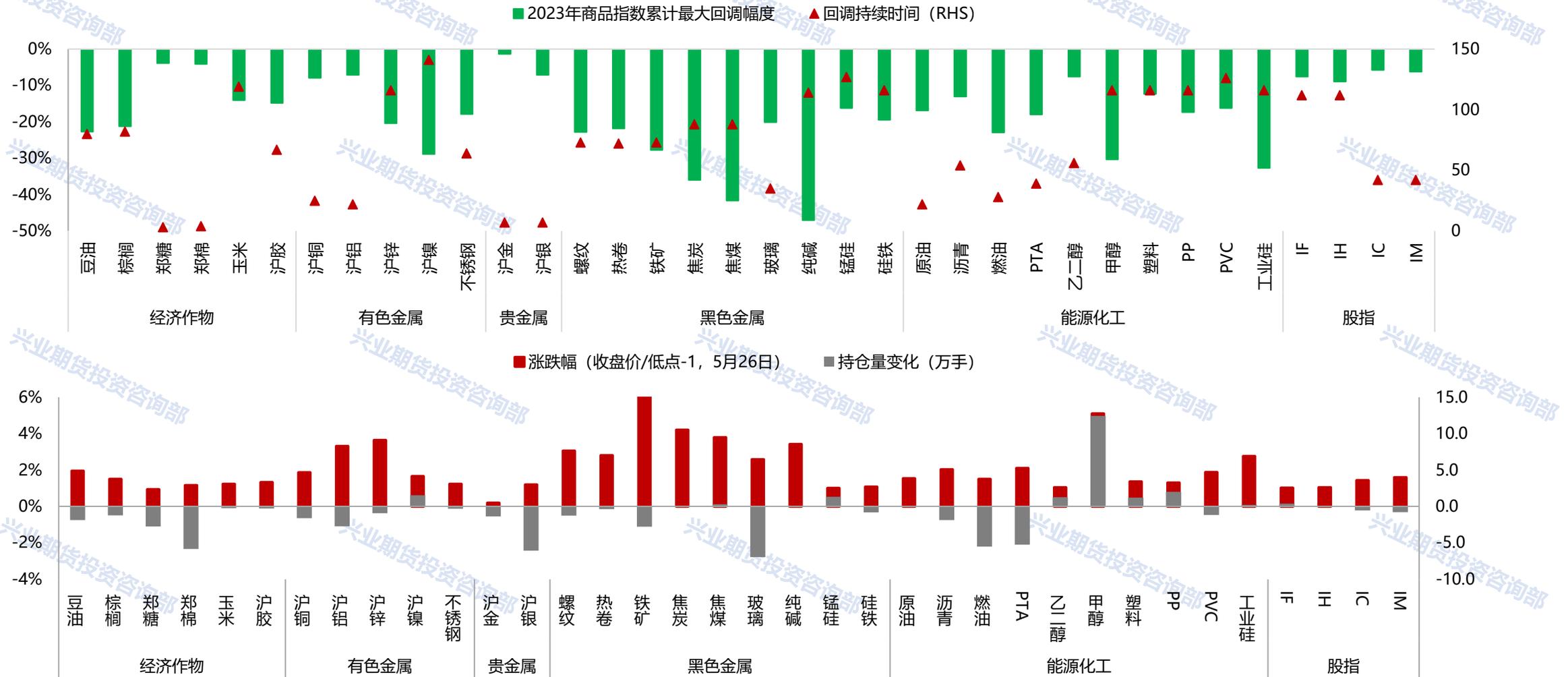
日期	地产链	装备制造	化工链	出口链
占比	32.8%	29.8%	19.8%	51.6%
2023-03	-20.2%	-19.5%	-43.1%	-27.3%
2023-02	-25.1%	-24.7%	-42.5%	-31.5%
2022-12	-5.6%	-9.2%	-10.9%	-6.2%
2022-11	-6.6%	-12.7%	-9.2%	-4.0%
2022-10	-5.3%	-14.3%	-7.7%	-3.7%
2022-09	-2.6%	-15.3%	-4.8%	-4.3%
2022-08	-0.9%	-16.7%	-3.0%	-5.8%
2022-07	1.2%	-16.7%	1.6%	-6.9%
2022-06	2.2%	-16.3%	7.2%	-6.5%
2022-05	1.0%	-19.2%	6.1%	-7.6%
2022-04	8.9%	-15.1%	5.9%	-6.8%
2022-03	19.4%	-4.2%	9.1%	0.3%
2022-02	17.7%	-5.2%	8.7%	-2.0%
2021-12	40.2%	23.6%	68.9%	30.3%
2021-11	43.2%	27.8%	83.0%	28.9%
2021-10	46.0%	32.5%	94.9%	32.4%
2021-09	45.5%	36.0%	106.7%	36.5%
2021-08	46.3%	41.2%	123.9%	40.6%
2021-07	52.8%	50.3%	143.9%	48.1%
2021-06	66.5%	68.1%	164.3%	57.1%
2021-05	86.4%	95.1%	220.8%	70.7%
2021-04	112.9%	135.0%	295.0%	104.3%

产业链环节	行业	利润总额增速					产成品库存增速					库存阶段	库存增速分位数	利润增速分位数
		23/03	23/02	22/12	22/11	22/10	23/03	23/02	22/12	22/11	22/10			
上游采矿	煤炭	-4.9	-2.3	44.3	47	62	20.6	22.4	23.3	19.4	14.9	主动去库	72.0%	33.7%
	石油天然气	-4.8	8.6	109.8	113.1	109.7	-0.3	-0.9	7.2	1.5	6.8	被动补库	37.0%	37.0%
	黑色金属采矿	-46.9	-41.5	-22	-27.6	-28.4	7.8	11.9	28.7	29.9	29.8	主动去库	42.2%	5.2%
	有色金属采矿	13.8	30.3	37.3	35.6	40.5	4.3	11.9	3.5	3.7	3.5	主动去库	44.1%	48.8%
	非金属采矿	4.1	1.2	6.2	6.9	8.6	4.9	3.8	6.2	4.3	9.4	主动补库	27.0%	14.7%
中游原材料	木材制品	-3.3	-2.2	7.1	2.9	-1.2	20.8	18.6	19	18.9	21.2	被动补库	80.9%	11.9%
	纺织	-34	-37.1	-17.8	-18.2	-16.4	3.8	5.8	7.1	9.9	11.5	被动去库	30.8%	1.9%
	造纸	-46	-52.3	-29.8	-38.6	-40.3	9.8	11	9.5	14.2	15	被动去库	58.8%	3.3%
	化学原料	-54.9	-56.6	-8.7	-6.9	-3.6	10.4	13.1	13	16.6	20.6	被动去库	53.1%	1.9%
	化学纤维	-70.4	-97.2	-62.2	-65	-65.5	-4.1	2.7	13.6	19.8	28.8	被动去库	15.2%	3.3%
	橡塑制品	-9.2	-15.3	-5.6	-7.6	-11.5	1.3	4.2	4	7.3	8.6	被动去库	16.3%	11.4%
	非金属制品	-30.6	-39.2	-15.5	-14.9	-13.3	13.4	17.4	15.6	18.2	16.4	被动去库	66.8%	3.8%
	黑色金属	-111.9	-151.1	-91.3	-94.5	-92.7	3.2	9.2	5.8	0.9	2.3	被动去库	27.0%	0.9%
	有色金属	-57.5	-57.2	-16.1	-20.5	-20	16.3	19.9	19.5	12	10.6	主动去库	62.6%	1.4%
	金属制品	-19.8	-23.7	-10.5	-10.4	-9.7	0.5	2.4	1.8	2.5	4.7	被动去库	2.8%	2.4%
下游制造	运输设备	39	64.8	44.5	8.2	13.7	5.3	4.2	-1.1	-2.9	-0.2	被动补库	45.5%	93.5%
	电气机械	27.1	41.5	31.2	29.7	29	13.3	11.5	11.9	14.7	19.2	被动补库	57.3%	72.5%
	通用设备	7.4	0.2	0.4	-2	-4.4	6.2	6.8	1.5	4.8	4.8	被动去库	20.6%	35.6%
	专用设备	-10.1	-8.9	3.4	3.2	0.3	12	9.5	7.3	7.5	13.4	被动补库	49.8%	3.3%
	电子设备	-57.5	-77.1	-13.1	-4.2	-2.9	9.6	12.5	16.5	16.2	13.4	被动去库	39.0%	2.4%
	仪器仪表	2	-4.5	4.3	3.3	3.4	18.1	18.1	13.6	16.7	17.1	主动补库	81.3%	13.8%
下游消费	纺织服装	-13.6	-13.5	-6.3	-7.4	-1.4	-0.8	1.3	0.9	3.3	3.2	主动去库	3.3%	9.8%
	皮毛制品	-25.7	-7.2	3.3	5.9	2.7	2.4	3.1	0.8	7.8	6.5	主动去库	13.8%	5.7%
	家具制造	-12.6	-23.5	7.9	2.2	3.8	-0.1	2	-3.5	-1.8	0.9	被动去库	1.9%	6.2%
	文教体娱	-15.9	-9.6	-2.2	5.9	8.5	10.4	9.2	12.1	7.4	9.4	被动补库	58.5%	7.3%
	印刷	-19.9	-24.3	-3.7	-5.9	-3.6	-1.6	1.4	-2	0.8	-0.1	被动去库	1.9%	2.4%
	农副食品加工	-18.4	-6.3	0.2	-0.5	-1	9.2	13.6	9.3	11.5	10.2	主动去库	45.4%	1.5%
	食品制造	-4.6	-7.3	7.6	8.4	11.5	14.7	17.2	10.9	14.3	14.7	被动去库	68.2%	2.4%
	饮料制造	13.5	2.4	17.6	21.5	21.5	5.7	5.4	10.5	9.4	9.3	主动补库	26.8%	43.9%
	烟草制品	9	9.6	11.9	8.6	8.4	9.2	6.5	2.6	12.9	7.1	被动补库	58.2%	40.2%
	汽车	-24.2	-41.7	0.6	0.3	0.8	12.9	11	8.1	15.8	18.1	主动补库	68.3%	11.4%
	医药制造	-19.9	-16.3	-31.8	-28.4	-29.3	8.9	6.6	3.8	6.9	6.8	被动补库	25.1%	4.3%
其他	其他制造业	-12.1	-25.7	2.9	4.8	7.8	2.1	3.2	4.7	9.9	12.4	被动去库	16.4%	5.7%
	废弃资源利用	-62.8	-61.5	-12.2	-17.4	-17.8	65.2	83.4	60.9	51.4	45.1	主动去库	98.4%	0.8%
	修理业	79.6	24.4	5	-10.2	-6.6	28.6	37.2	27.5	22	29.9	被动去库	85.4%	95.1%
	电热燃气水	33.2	38.6	41.8	26.1	15.5	7.8	19.4	0	-0.6	1.5	主动去库	47.4%	94.1%

□ 考虑到国内经济复苏动能有所放缓，且工业企业去库周期还未结束，2季度经济增速放缓的压力依然存在，在此阶段，政府推出增量政策巩固国内经济复苏的趋势，是有必要的。回顾过往稳增长政策手段和工具箱，并结合当前经济复苏存在的问题，我们认为未来结构性货币政策、PSL、政策性金融债、汽车消费刺激政策、地产因城施策等几类政策有望发力。时间上，关注美联储6月议息会议后，以及国内2季度政治局会议的信号。

潜在政策空间		内容
传统逆周期调节政策	货币政策	总量政策依然克制，观察美联储6月议息会议后，是否会有调整；继续运用结构性货币政策工具的概率更高。
	财政政策	PSL、政策性金融债
消费刺激政策	汽车	5月5日李强总理提出农村新能源汽车市场空间广阔。
	地产	继续因城施策。
	就业	稳定（1）带动力强的行业，如汽车、地产等；（2）服务业。
债务风险化解	地方债务	今年1-5月，监管部门对地方存量隐债规模、收益情况已展开两轮摸底排查。

□ 微观盘面也有出现了一些客观量价信号，在持续多日下跌、尤其是近期加速下挫后，空头交易拥挤度显著抬升，“止损离场->价格大涨”的负反馈大概率将现。故从基本面、政策面和估值面看，多头策略整体性价比将继续提升。后续可继续关注盘面主力资金动向，加以验证。





国债

T

01

弱复苏难以证伪，利率跌破前低存在难度

02

资金宽松不及去年，曲线平坦化特征显著

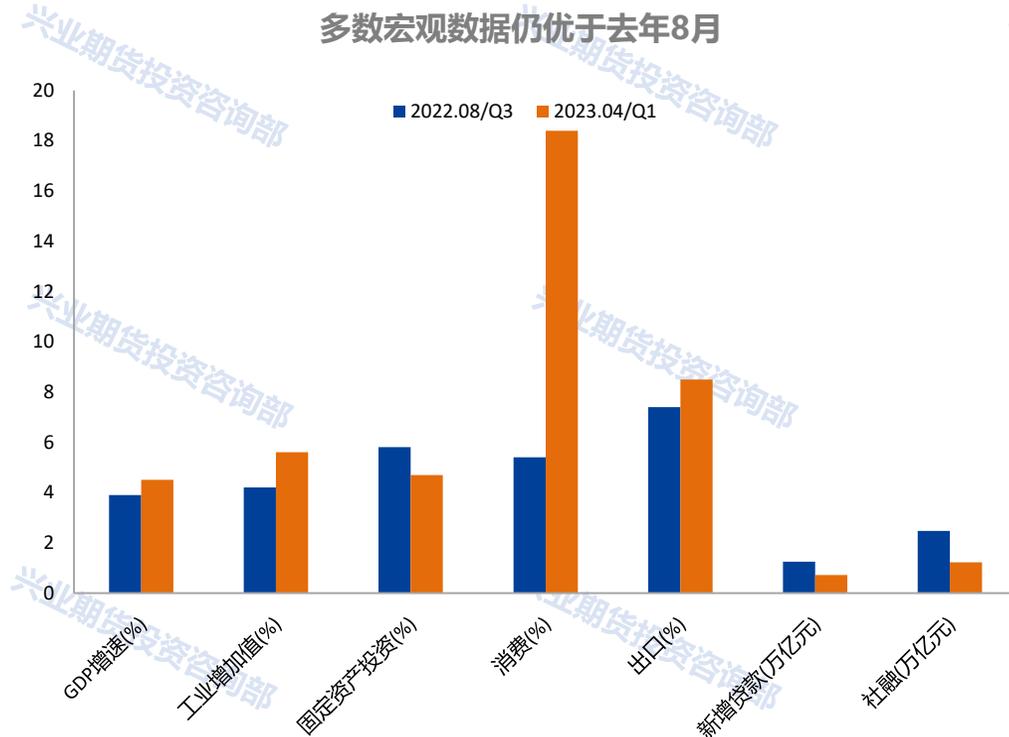
03

杠杆处偏高水平，监管加强概率抬升

04

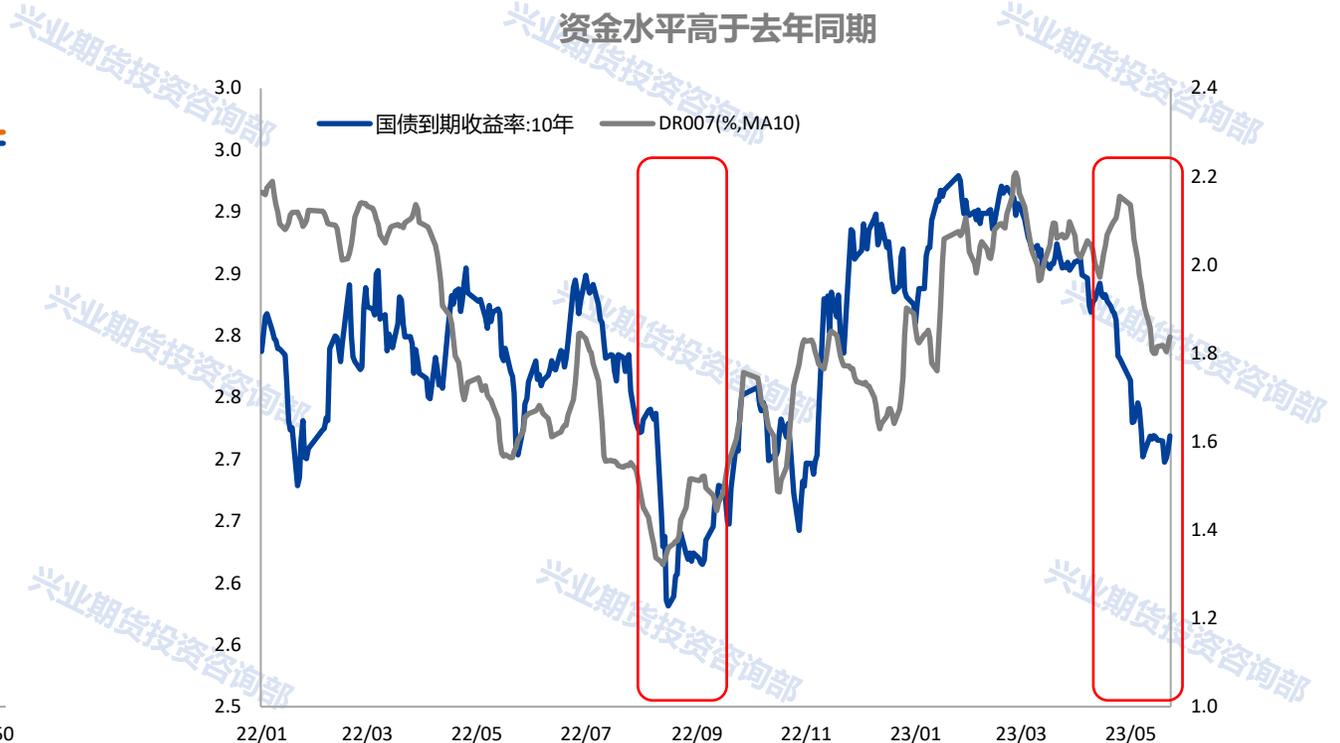
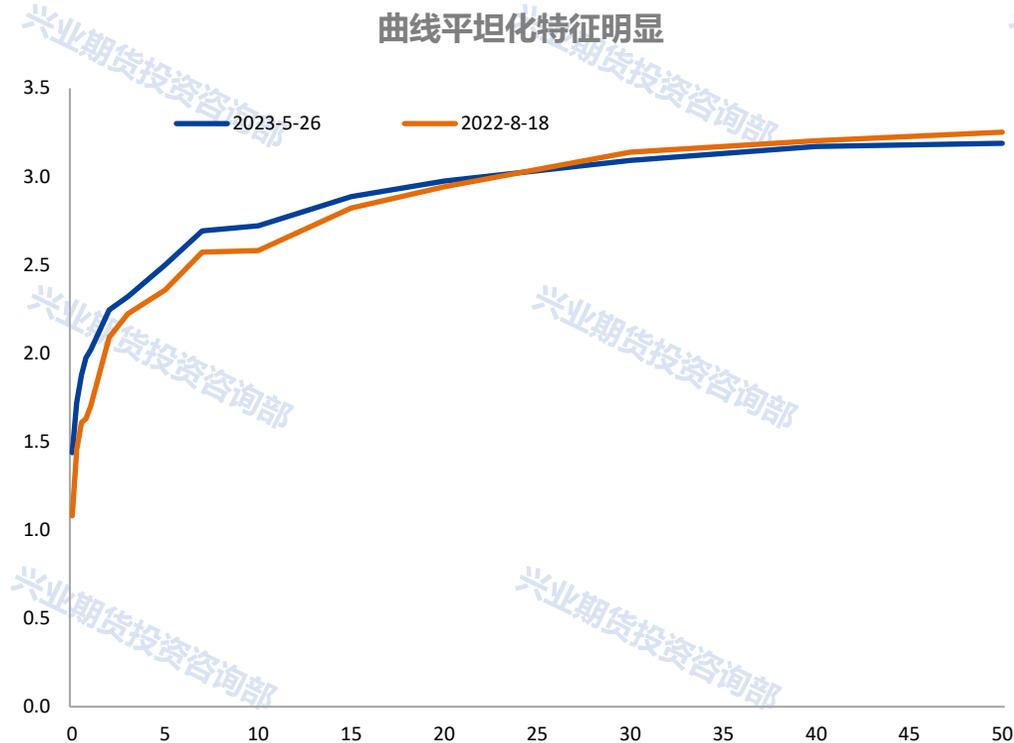
曲线修复仍有空间，跨品种策略性价比优

- 从近期的经济及金融数据表现来看，整体宏观面复苏趋势仍未打破。虽然近期经济数据环比出现走弱，但受低基数因素的影响，弱复苏仍难以证伪。而去年8月利率出现低点时，市场的现实和预期均表现疲弱，因此目前宏观基本面仍优于当时。
- 而从利率表现上来看，十债收益率已经触及2.7%关口，虽然目前仍未看到明确的转向驱动，但进一步向下的空间较为有限。

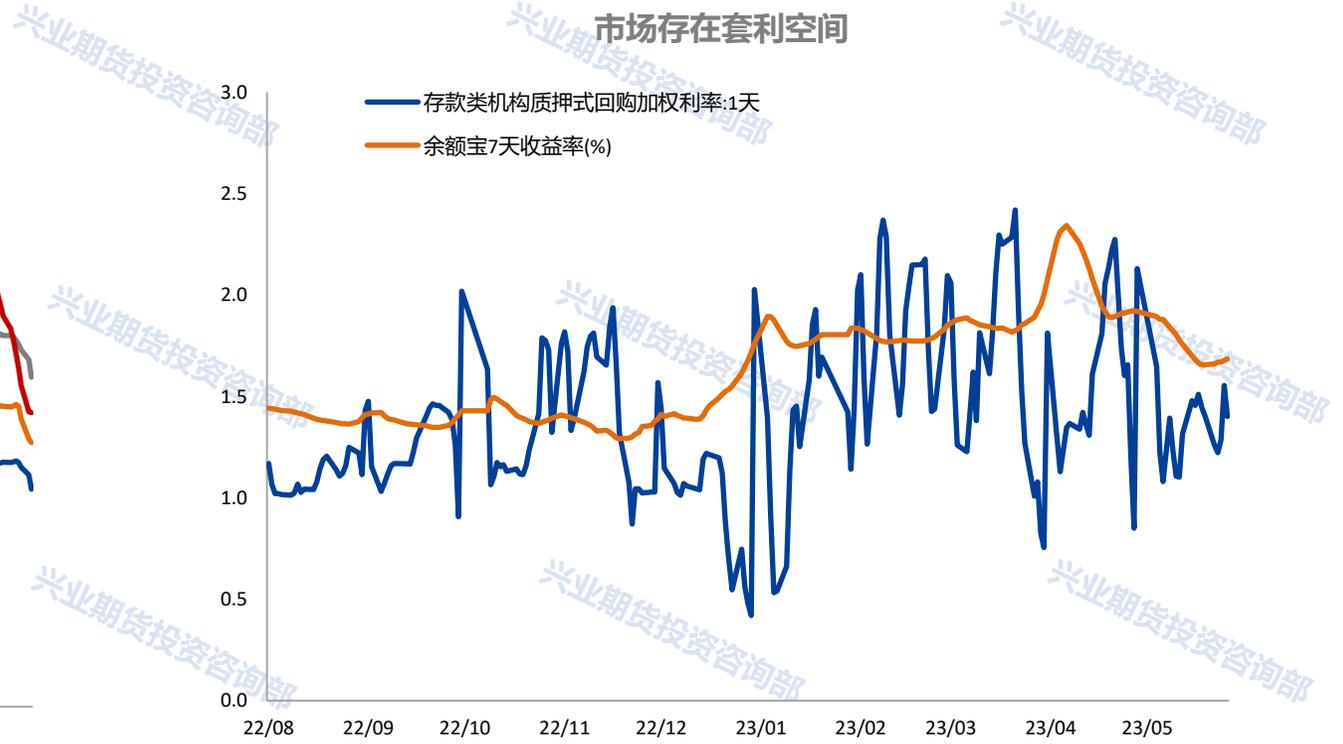
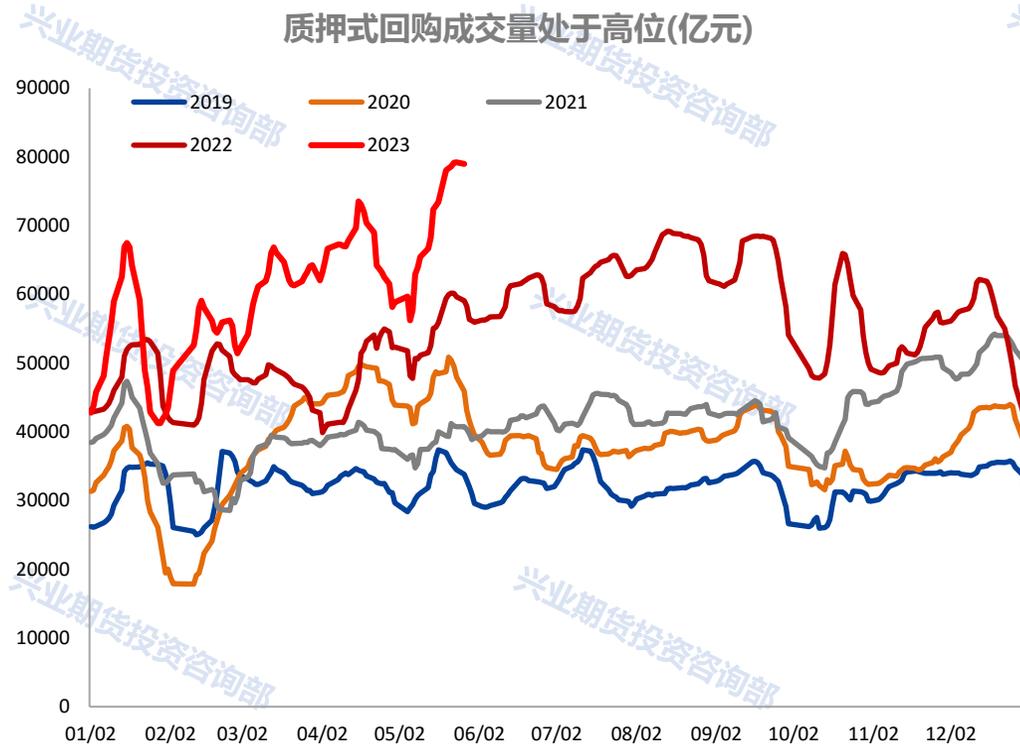


从资金的角度来看，目前仍处于复苏初期，资金短期内快速收紧的概率预计较低，但从Q1的货币政策报告来看，“保持利率水平合理适度”表示央行对总量宽松仍维持谨慎的态度。且从市场资金表现来看，目前资金水平仍略高于去年同期。

从曲线的角度来看，目前曲线平坦化结构仍较为明显，且较去年同期更为显著。在平坦曲线的结构下，预计收益率向下空间将受到制约。



从质押式回购等市场数据来看，目前债券市场的杠杆正处于偏高的水平。而目前市场对于“资金空转”的担忧正在不断抬升。且从市场结构来看，目前存在着一定的套利空间。后续不排除监管层将对于此出台一定的限制政策，若在去杠杆的政策下，债市将存在回调风险。



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。从近期来看，国债期货回调斜率明显高于现券。
- 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20%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 (2023.5.26)	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	22.4	72.8%	19.6	18.6	15.1
10Y-3Y	39.3	59.6%	41.1	41.5	35.4
10Y-1Y	74.4	60.2%	70.0	87.0	83.6
5Y-3Y	16.9	47.5%	21.5	22.9	20.3
5Y-1Y	52.0	55.7%	50.4	68.4	68.5
30Y-10Y	37.1	5.3%	36.4	40.7	47.0
30Y-5Y	59.52	14.4%	55.96	59.28	62.14
2*TF-T	102.2	53.5%	101.7	102.2	102.3
4*TS-T	303.0	14.4%	303.3	303.6	303.8
2*TS-TF	100.4	2.4%	100.8	100.7	100.8
2*T-TL	105.9	-	-	-	-
4*TF-TL	310.3	-	-	-	-

股指

IF

01

信用、库存周期大势向上，盈利端推涨作用仍值得期待

02

从收益性、安全性看，A股配置价值继续提升

03

从微观面看，A股整体情绪并未趋势性弱化

04

兼顾价值、成长风格，沪深300指数仍是最优多头

虽然4月主要指标总量表现不及预期、但依旧有结构性亮点。此外，随政策面加码预期显著增强，预计“宽信用”局面仍将逐步兑现。再以上市公司相关行业为观测指标（覆盖54个主要二级行业），从边际角度看，约有76%左右的行业已有改善（主动补库+被动补库+被动去库），即从库存周期看，积极信号亦较明显。

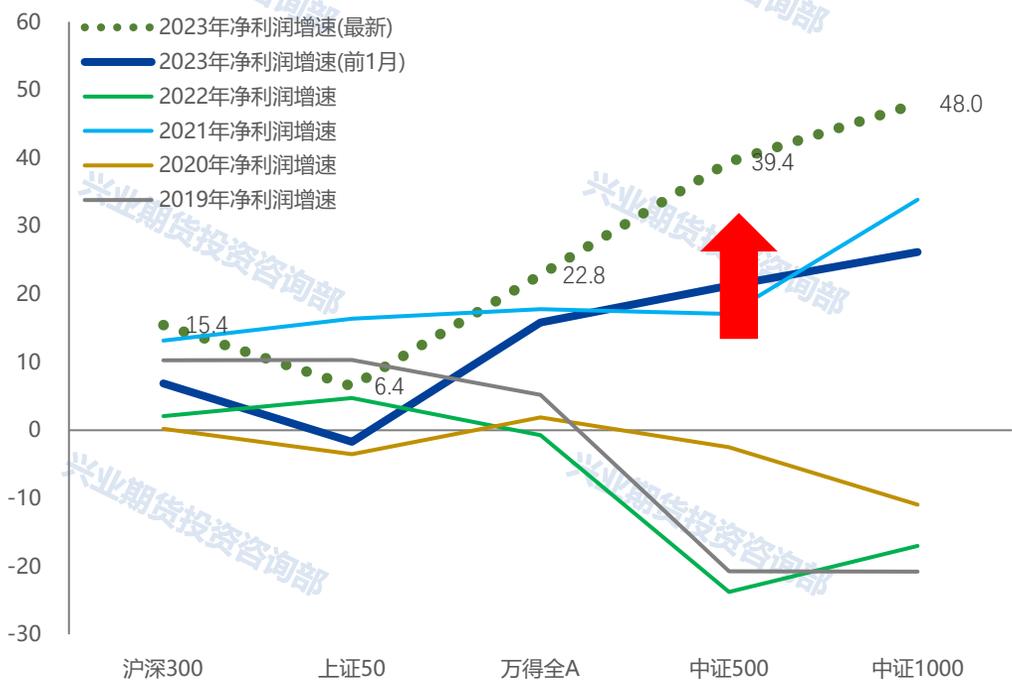
总体而言，从信用、库存周期看，二者均处上行大势，利于各行业盈利的修复和改善。

相关二级行业库存周期情况（截至2023年Q1）

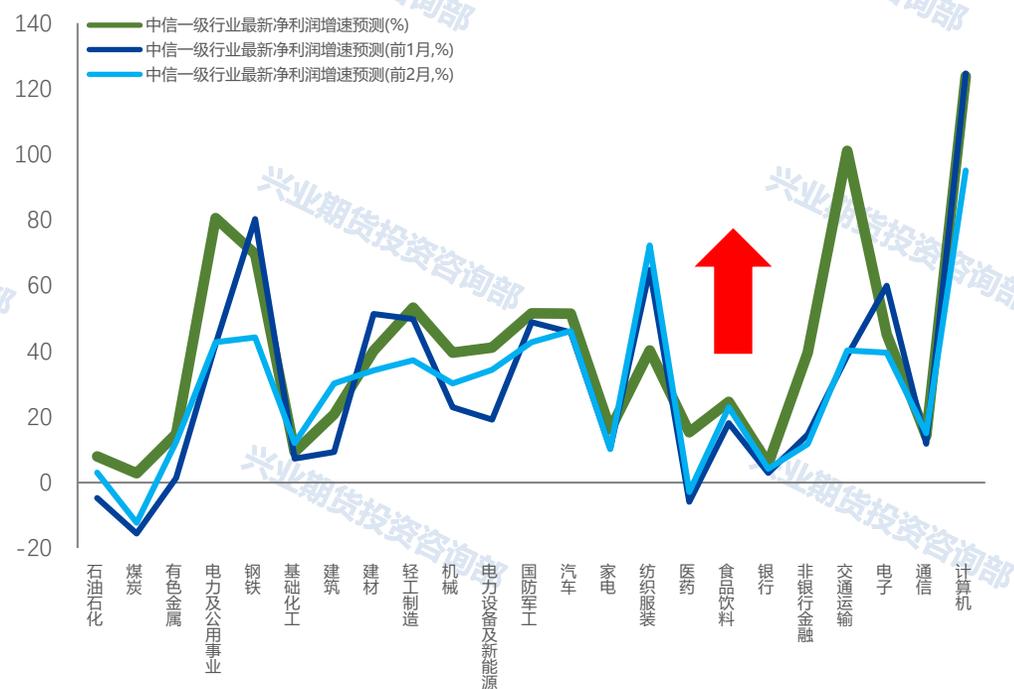
主动补库			被动补库			被动去库			主动去库						
细分行业	存货增速 (2023Q1)	收入增速 (2023Q1)	资本开支 (2023Q1)	细分行业	存货增速 (2023Q1)	收入增速 (2023Q1)	资本开支 (2023Q1)	细分行业	存货增速 (2023Q1)	收入增速 (2023Q1)	资本开支 (2023Q1)	细分行业	存货增速 (2023Q1)	收入增速 (2023Q1)	资本开支 (2023Q1)
乘用车	59.4%	4.7%	75.7%	半导体	33.8%	-9.5%	-8.6%	家用电器	-6.4%	3.5%	0.5%	钢铁	-3.0%	-5.1%	-17.7%
光伏设备	46.3%	39.0%	85.3%	造纸	18.5%	-7.9%	5.8%	装修建材	-7.3%	4.3%	-44.4%	石油石化	-6.2%	-0.1%	-2.0%
电池	18.2%	32.1%	4.8%	风电设备	21.9%	-17.4%	18.7%	房地产	-9.7%	2.8%	54.4%	化学纤维	-3.7%	-5.1%	-13.0%
电网设备	13.1%	16.2%	12.2%	小金属	4.1%	-2.0%	43.8%	通信服务	-9.8%	9.8%	-4.0%	化学原料	11.9%	-6.9%	23.2%
能源金属	54.6%	35.7%	93.9%	通用设备	5.9%	-1.6%	7.7%	通信设备	1.5%	3.1%	14.7%	化学制品	4.7%	-5.1%	25.6%
汽车零部件	9.2%	8.5%	7.1%	医疗器械	7.0%	-30.0%	-11.6%	消费电子	-5.6%	1.7%	-7.0%	农化制品	13.8%	-10.0%	29.4%
工业金属	11.7%	2.1%	0.1%	医疗服务	7.1%	-0.8%	-14.6%	传媒	-3.8%	0.3%	1.8%	水泥	-4.2%	-0.9%	-21.1%
煤炭	2.3%	0.6%	81.0%					其他物流	-1.2%	6.5%	-13.7%	航运港口	-8.8%	-30.0%	13.1%
专用设备	7.8%	7.9%	52.6%					商贸零售	-0.7%	5.9%	-20.4%	装修装饰II	7.4%	-1.2%	-4.8%
酒店餐饮	16.8%	31.5%	-2.2%					纺织服装	-0.2%	4.0%	0.4%	光学光电子	-12.8%	-16.4%	-28.8%
航空机场	0.6%	50.0%	5.6%									计算机设备	-6.7%	-9.6%	-7.3%
美容护理	2.8%	5.7%	0.2%									软件开发	6.8%	7.5%	2.8%
化学制药	15.0%	5.8%	-16.7%									家居用品	-15.8%	-9.5%	-15.5%
生物制品	12.3%	2.9%	-4.8%												
食品加工	12.7%	1.2%	16.9%												
白酒II	16.1%	15.5%	23.2%												
饮料乳品	24.6%	6.6%	-13.9%												
调味发酵品II	12.4%	5.1%	0.6%												
养殖业	14.3%	17.9%	28.4%												
航空装备II	15.7%	14.9%	9.4%												
军工电子II	5.3%	2.8%	-17.2%												
基础设施建设	3.3%	5.4%	9.4%												
工程机械	25.5%	5.5%	3.0%												
自动化设备	13.2%	5.7%	1.4%												
总计	24个			7个			10个			13个					

再从最新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。此外，中信一级行业中、多数在2023年的盈利预期亦持续上修。综合看，“盈利修复”既有较强的宏观周期环境、亦有良好的乐观预期，其对A股的推涨动能依旧存在，并大概率将持续强化。

历年A股主要指数净利润增速对比（截至2023.5.26）

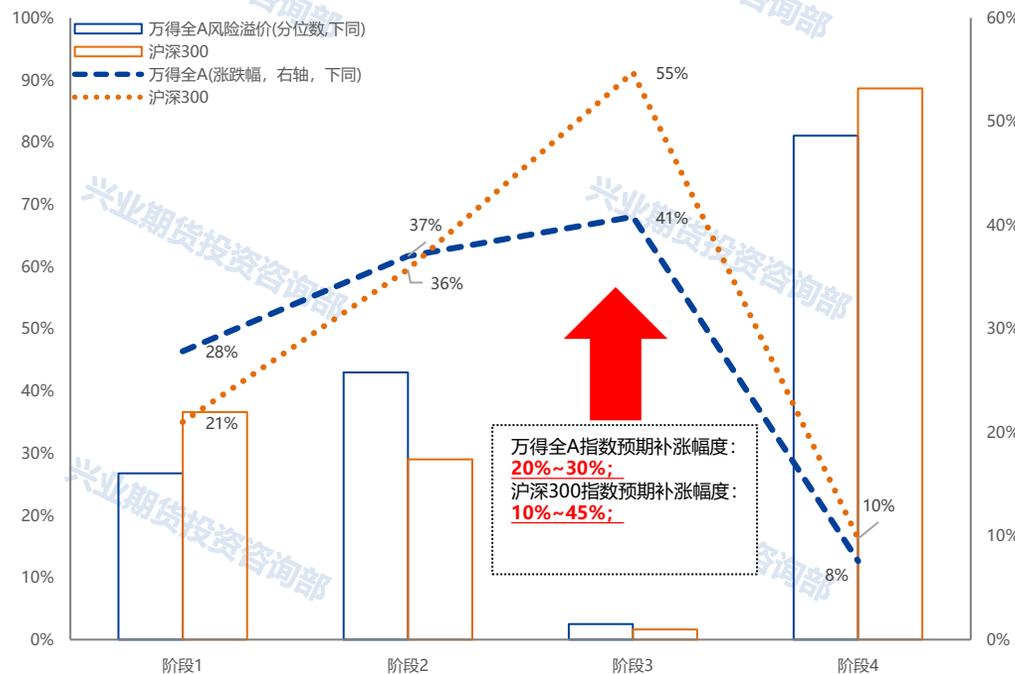


中信一级行业2023年净利润预期增速变化情况（截至2023.5.26）

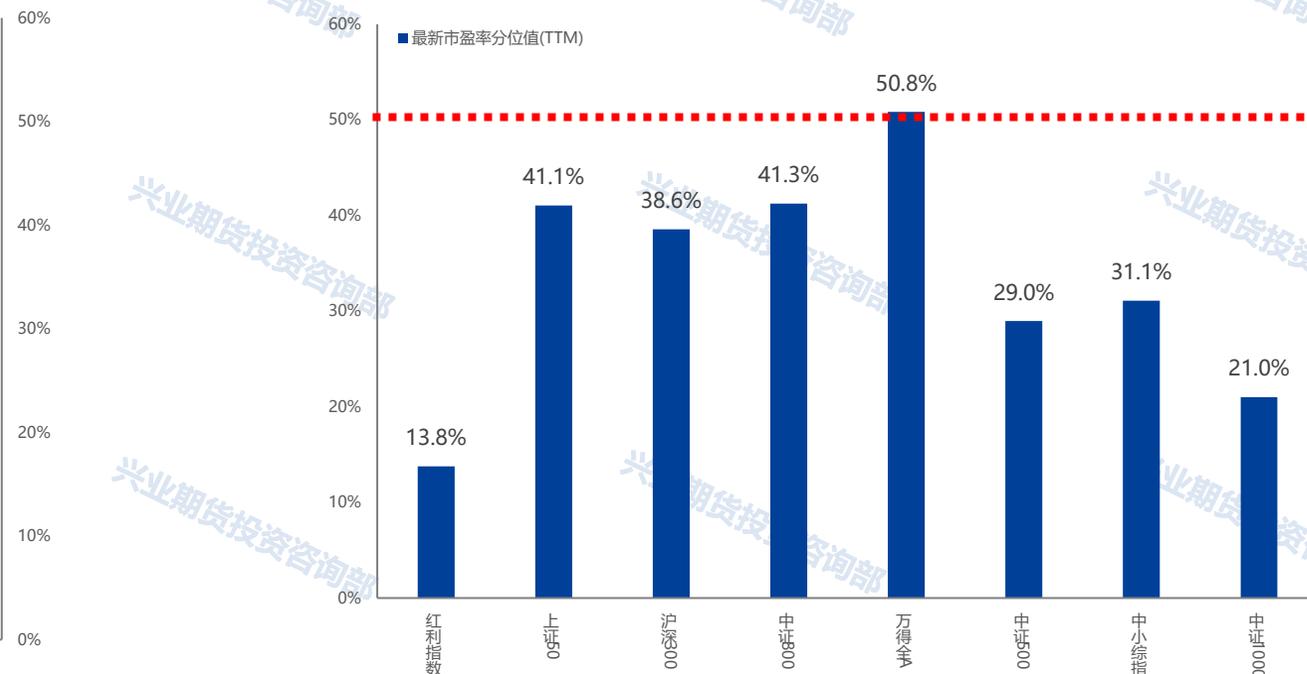


- 从相对视角看：随近期A股持续调整、而利率债则持续走高，目前A股的股债风险溢价再度回归至绝对高位区间。在国内经济大势向上、且无系统性风险的背景下，其大概率将回落、且潜在幅度较大。参照过往相应阶段的均值表现(即阶段1、阶段2和阶段3)，目前主要指数仍有10%~45%，20%~30%左右的补涨空间（对应阶段4，自2022年10月底起至今）。
- 从绝对视角看：目前A股主要指数市盈率亦处低位（多数分位值处于50%以下，最低处15%以下），估值足够“便宜”。
- 综合看，从潜在收益性、安全性看，A股的配置价值较前期继续提升。

A股相关阶段风险溢价情况、涨跌幅对比（截至2023.5.26）



A股主要指数市盈率水平（截至2023.5.26）



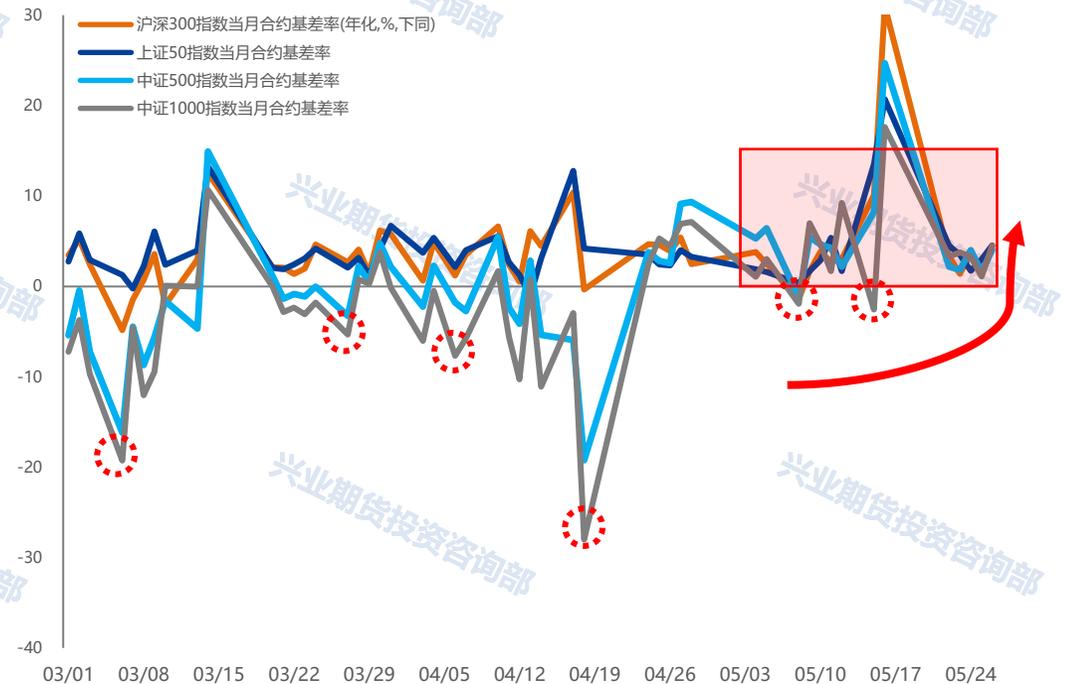
从情绪面看：（1）以陆股通资金、A股融资余额为例，其近期虽有波动，但总体水平仍呈净流入状态；（2）再从A股四大股指期货基差率看，总体维持升水状态，亦可呈现市场的乐观预期。

总体而言，以微观面核心指标看，A股整体交投情绪并无趋势性弱化信号。

陆股通资金净流入额、A股融资余额情况（截至2023.5.26）

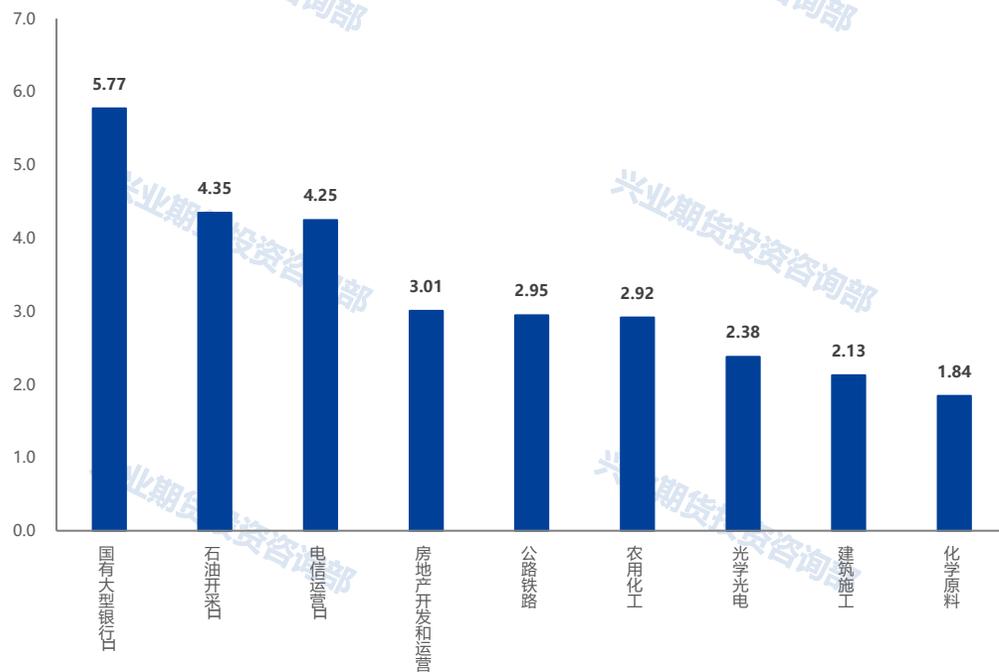


国内主要股指期货当月合约基差率走势（截至2023.5.26，剔除分红）

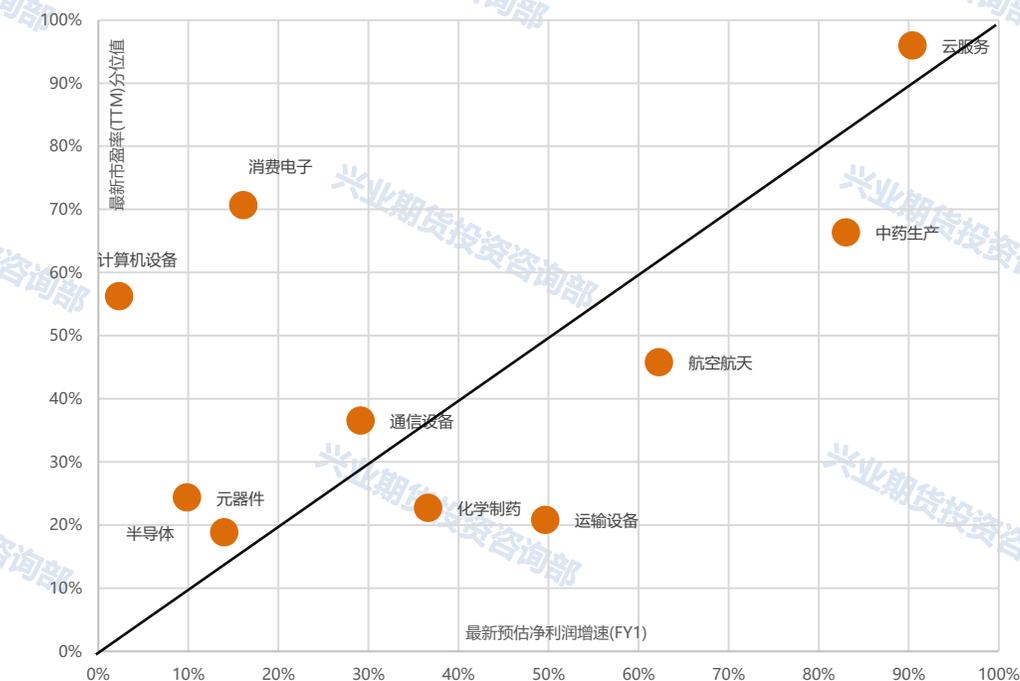


- 以2023年1月30日为基准日、中信二级行业为样本，获得显著超额收益（基准指数为万得全A指数）的行业主要为：金融、建筑、石油石化、电信、公用事业、中药生产及TMT等。
- 上述现象的核心原因如下：（1）部分行业属于高股息率、高分红类型，在“弱复苏”背景下，基于防御价值，其性价比凸显；（2）部分行业则是基于高成长性、高业绩增速及预期，且估值匹配度良好，亦具备较高的性价比。
- 总体而言，目前市场更偏向于均衡风格，即价值和成长均需兼顾。

相关超额收益最大中信二级行业股息率情况（截至2023.5.26）



相关超额收益最大中信二级行业估值、业绩增速情况（截至2023.5.26）



基于上述判断，从“业绩-估值”两大维度、按“PB-ROE”策略作行业配置标准，并增加股息率作为参考指标。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40.3%，36.4%，31.5%和34.7%。以此看，沪深300指数多头配置价值仍相对最高。

基于PB-ROE维度，相关行业四大股指占比统计（截至2023.5.26）

简称	最新总市值 (亿,2023.5.26)	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
区域性银行	10868	0.6%	4.6%	13.3%	11.3%	12.2	2.3	0.0	2.3	0.8	1.2
房地产开发和运营	13578	1.1%	1.9%	37.1%	340.6%	-2.8	1.6	1.5	1.8	1.6	1.5
白色家电II	8471	2.6%	15.6%	13.3%	11.1%	19.1	2.8	1.3	0.0	0.2	0.9
消费电子	11320	7.7%	3.4%	70.7%	44.4%	10.0	1.4	0.0	1.8	1.8	1.2
酒类	44303	8.3%	20.9%	21.7%	19.8%	24.0	10.1	18.1	1.0	1.1	4.8
新能源动力系统	17307	9.7%	12.7%	56.5%	34.1%	16.3	4.1	0.0	1.6	2.0	1.9
化学制药	18841	14.3%	15.7%	22.7%	19.8%	9.3	1.6	3.8	4.2	3.5	2.0
半导体	35727	16.8%	20.6%	13.9%	42.5%	8.0	4.3	2.6	4.2	3.3	3.9
专用机械	17314	21.8%	20.4%	43.3%	26.2%	11.1	0.6	0.0	2.0	3.1	1.9
通用设备	11662	25.1%	21.2%	54.2%	24.7%	9.4	0.5	0.0	1.1	2.9	1.3
航空航天	9095	26.2%	29.0%	45.8%	38.3%	6.9	0.8	0.9	2.8	0.9	1.0
计算机设备	12171	33.4%	31.6%	56.2%	37.1%	9.2	1.2	0.0	1.5	1.1	1.3
汽车零部件II	12228	34.6%	28.7%	45.9%	29.6%	8.7	0.8	0.0	1.0	2.4	1.3
建筑施工	17584	37.9%	90.4%	13.9%	20.8%	9.6	2.7	2.8	0.9	2.2	1.9
电源设备	23682	38.2%	40.1%	33.6%	22.1%	16.5	4.2	5.5	1.4	2.9	2.6
其他军工II	9840	47.1%	47.6%	59.2%	40.6%	7.5	0.8	0.0	2.0	2.7	1.1
通信设备	10248	48.5%	51.4%	36.6%	28.8%	9.6	0.7	0.0	2.0	2.5	1.1
初筛选行业四大股指权重占比合计							67.9	74.9	52.3	50.6	57.9
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)							40.3	36.4	31.5	34.7	30.9

沪铝

AL

01

电解铝复产节奏偏缓，云南企业复产意愿一般

02

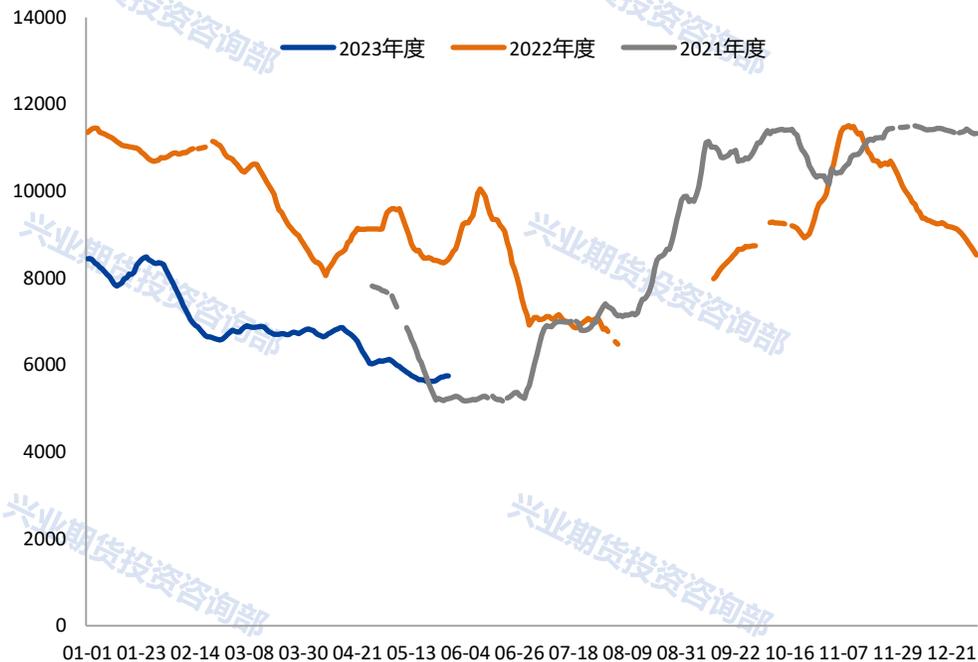
天气扰动仍存担忧，贵州、四川等地产能增量或不及预期

03

需求端仍有潜在利多，库存向下且处于历史同期低位

根据SMM数据，目前云南省内电解铝运行规模约为326万吨，较去年同期减少150万吨，而此前的两次减产合计共200万吨。通常来说6月云南将进入丰水期，而电解铝企业复产一般能达到一天通电2-4台电解槽，转化成年化产能0.2-0.4万吨/日，及产能完全恢复预计将在8月份。但云南四季度或将重新进入枯水期，且今年极端天气发生概率较高，因此企业复产意愿整体一般。

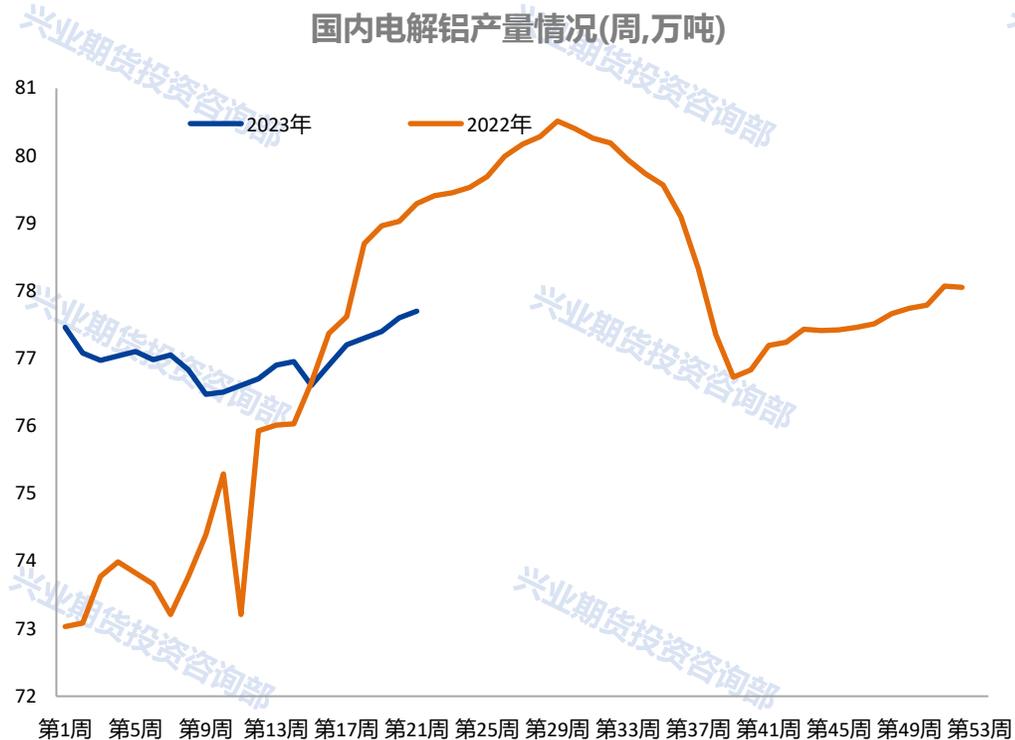
云南溪洛渡水库需水量(百万立方米)



云南产能分布情况

城市	建成产能 (万吨)	企业数量 (家)
大理	77	2
昆明	20	1
邵通	70	1
曲靖	68	2
文山	236	3
红河	5	2

从目前来看，今年的复产产能和新增产能主要来自于内蒙古和西南地区。目前贵州和四川整体复产的节奏偏缓，但由于去年的缺电已经今年极端天气的担忧，西南地区产能是否能如期投放仍存在不确定性。根据MYSTEEL数据，截止5月19日当周产量仅77.7万吨，低于去年同期79.29万吨，累计产能1540.29万吨，去年同期1512.98万吨，增速仅1.81%。



电解铝产能变动预期

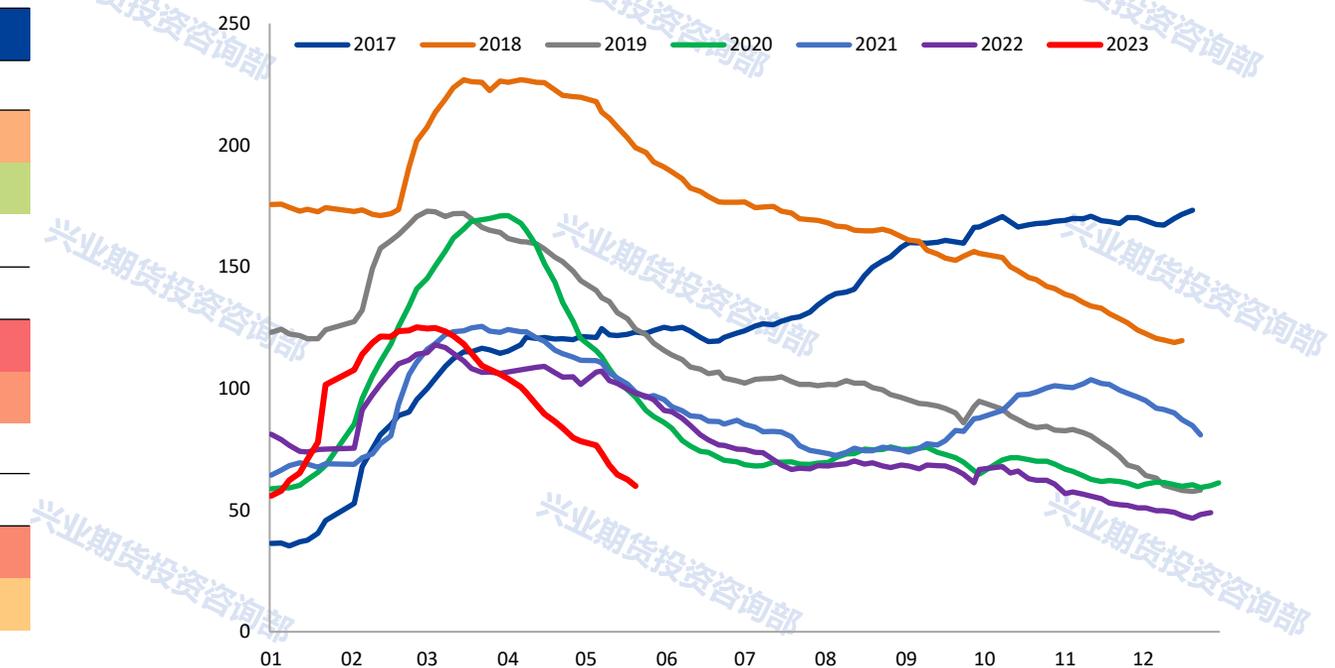
分类	省份	变动(万吨)	备注
待复产	贵州	39	贵州年初减产的产能预计在年中逐步复产
	四川	5	省内仅剩余少量产能待复产，预计年中完成
	广西	0	省内基本完成复产
	云南	0-200	按去年运行最大值测算
新增产能	内蒙古	20	白音华项目一期
	贵州	1	元豪剩余量
	四川	12	广元启明星二期
待转移	山东-贵州	22	增减并存
合计		77-277	

- 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





铁矿

01

矿山成本支撑较明确

02

高炉阶段性复产，铁矿价格支撑增强

03

极端看空情绪缓和，推荐卖出看跌期权

- 2023年铁矿石供应过剩，铁矿石矿山成本支撑落于70-75美金之间。
- 其中70美金矿山成本折算到期货盘面，落于600-650之间。

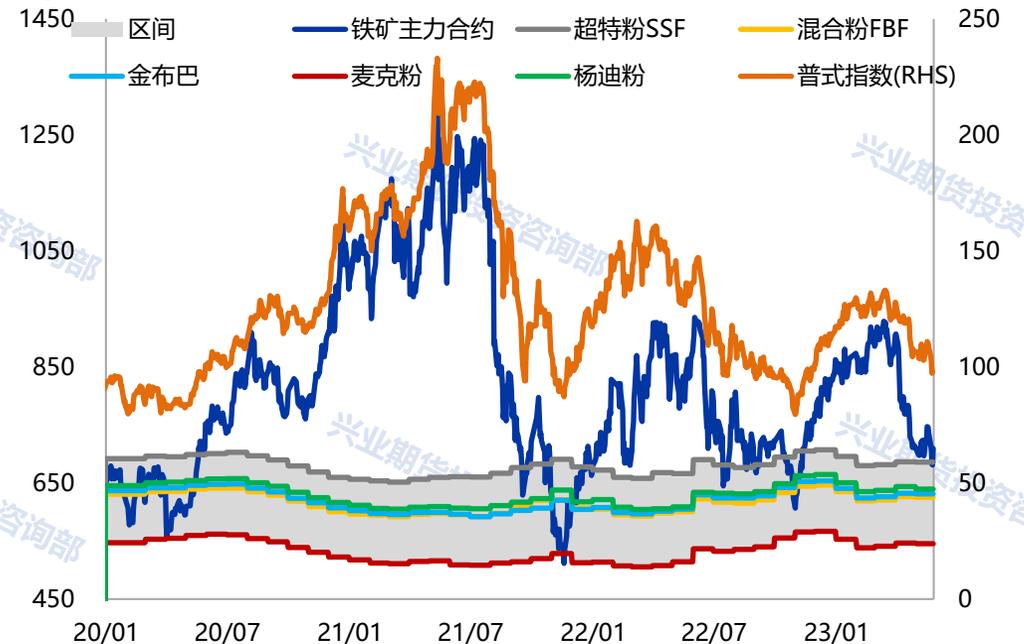
矿山边际成本折算盘面价格（元/吨）

普氏指数/矿种	超特粉SSF	混合粉FBF	金布巴粉JMBF	麦克粉MACF	杨迪粉YF
2023年2月折扣	9.25%	5.00%	3.00%	0.00%	1.25%
50	504	460	474	400	490
60	577	536	551	480	569
70	649	612	629	560	648
75	686	650	668	600	687
80	722	688	706	640	727
90	794	764	784	720	805
100	867	840	862	800	884
110	940	916	939	880	963
120	1012	992	1017	960	1042
130	1085	1068	1094	1039	1121

铁矿石供需平衡表

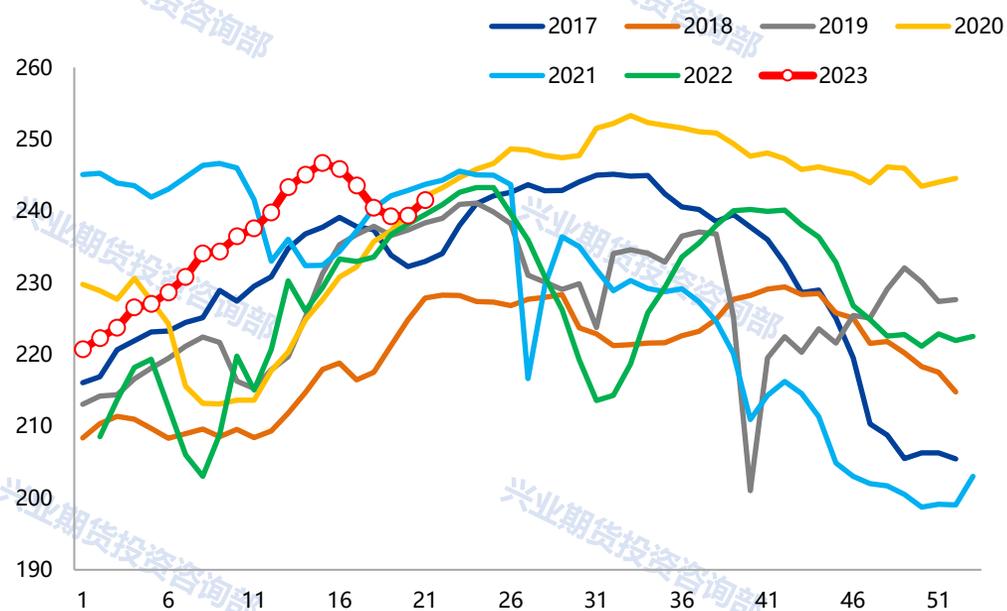
铁矿石供需平衡表	2019	2020	2021	2022	2023.E
力拓	3.38	3.41	3.31	3.32	3.39
BHP	2.72	2.88	2.88	2.89	2.91
FMG	1.74	1.80	1.85	1.93	2.00
VALE	3.44	3.30	3.47	3.41	3.51
四大矿山	11.27	11.40	11.51	11.55	11.81
中国	2.64	2.71	2.63	2.60	2.66
其他	8.64	8.84	9.22	8.62	8.82
全球铁矿供应	22.55	22.95	23.37	22.76	23.28
海外生铁+直接还原铁	5.45	5.06	5.62	5.25	5.17
中国生铁	8.43	9.01	8.65	8.59	8.59
全球生铁	13.88	14.07	14.26	13.84	13.76
全球铁矿需求	22.21	22.51	22.62	22.40	22.23
全球：供应-需求	0.34	0.44	0.75	0.36	1.05
中国铁矿进口	10.69	11.70	11.24	11.07	11.41
中国铁矿供给	13.33	14.41	13.88	13.66	14.06
中国需求	13.49	14.41	13.63	14.00	13.96
中国：供给-需求	(0.16)	0.00	0.24	(0.34)	0.10

铁矿石矿山成本80美金附近支撑较强

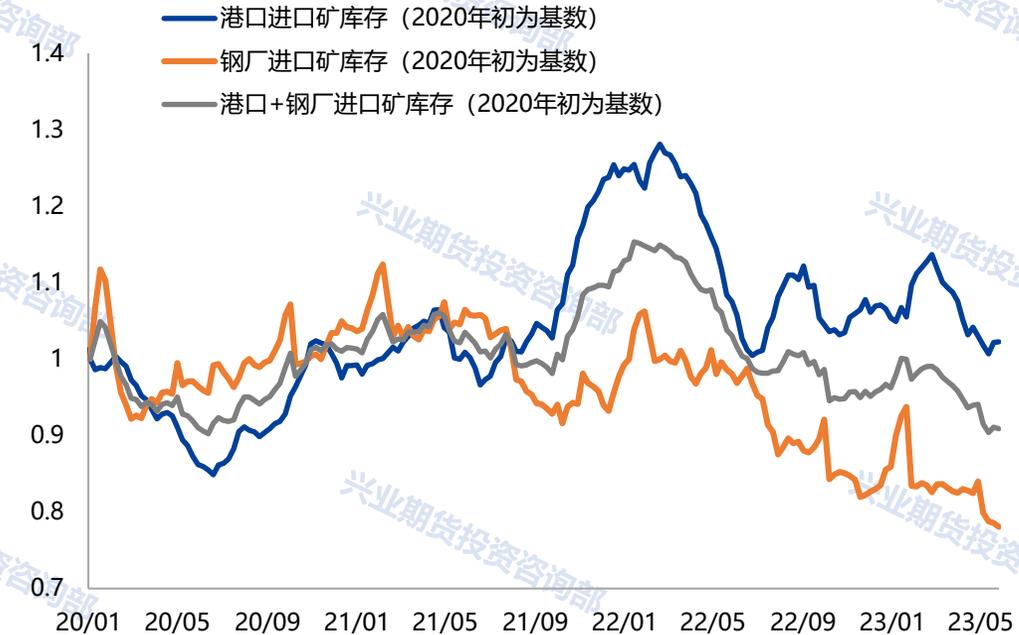


- 得益于原料持续向钢厂让利，长流程钢厂盈利改善，高炉铁水产量连续第2周回升。目前看，在无外部行政性限产政策约束的情况下，高炉铁水产量较难下降。
- 由于年初以来国内铁水产量维持同比偏高的水平，以及钢厂主动压降库存，港口及钢厂进口矿库存均不高。
- 一旦市场情绪回暖，钢价企稳，铁矿价格表现往往偏强。

高炉铁水产量连续第2周回升

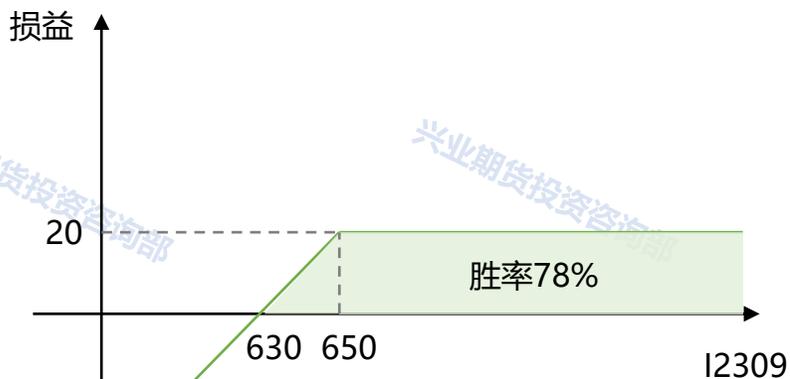


进口矿库存偏低



- 上周铁矿石期权平值隐含波动率的均值为32%，处于历史18%分位水平，20日历史波动率的均值为33%，处于历史40%分位水平。二者均从4月底的高位回落至合理水平，说明未来价格波动趋于平缓。另外看跌期权的成交量和持仓量自上周二快速减少，反映期权市场看空情绪减弱。
- 考虑到铁矿石下方存在较强支撑，同时上涨空间和节奏存在较大不确定性，建议卖出行权价为650的看跌期权。由于当前波动率偏低以及距离到期超过两个月，一旦期货价格再度下跌，卖出期权策略做好严格止损，此外也可以行权转化为期货多单并继续持有。

卖出I2309-P-650到期损益图 (截至2023.5.26)



策略交易要点 (截至2023.5.26)

项目	内容
期权策略	卖出I2309-P-650
初始资金流向	支出保证金9926.5元/手，收取权利金2000元/手
最大盈利	2000元/手
建议止损	2000元/手
预期收益	1120元/手（胜率78%，赔率1：1）
建议初始持仓	50%，即每2万元开仓一手
止盈止损	(1) 绝对价格：期权价格高于40止损，低于2止盈； (2) 时间：7月中旬之前



聚氯乙烯

V

01

产量持续下降，电石法亏损严重

02

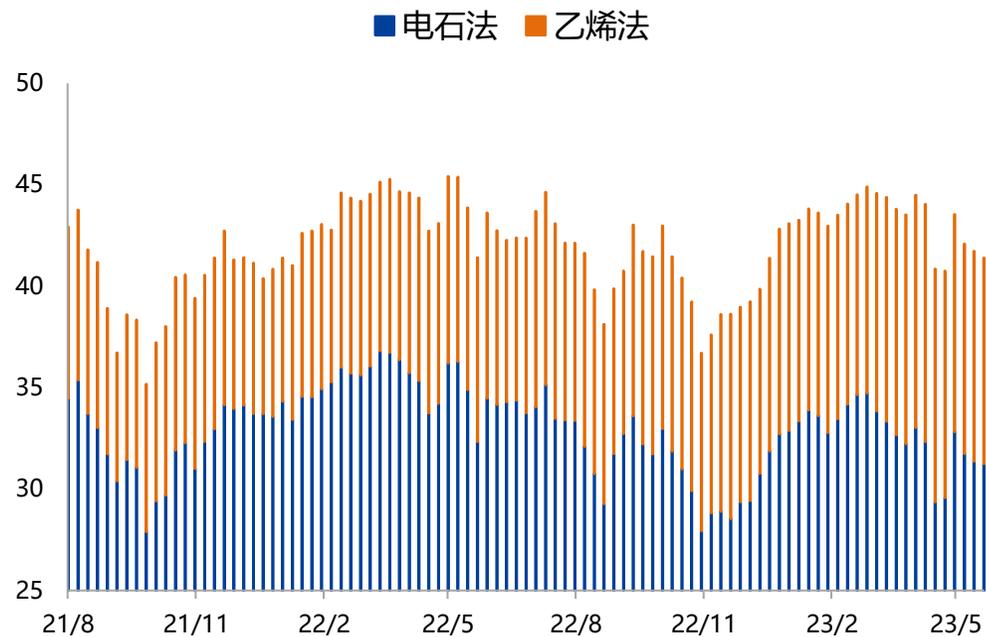
上中游库存缓慢下降，短期难以提供利好

03

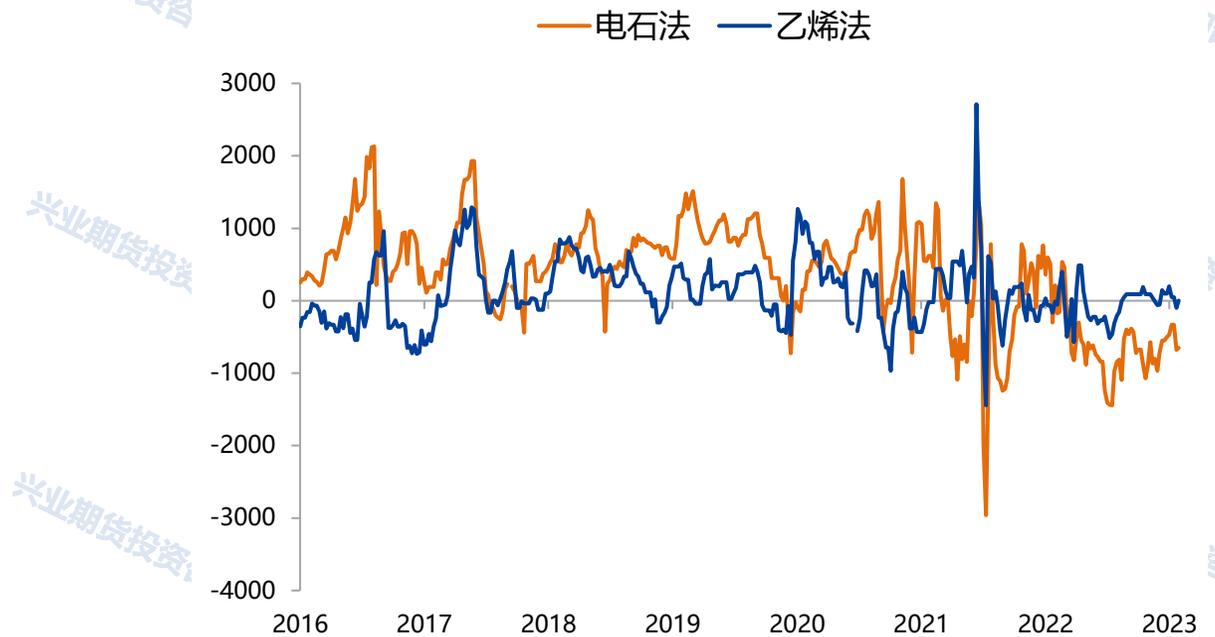
短期内需求偏差，市场看空情绪缓和

- 上周新增4套装置检修，导致开工率下降至71.58% (-0.49%)，产量减少至41.39 (-0.34) 万吨，属于年内偏低水平。未来三周检修装置不断增多，尤其是6月第二周超过5套装置计划停车，周度产量预计减少至39万吨，并达到年内最低。7月随着检修装置陆续恢复，产量重新开始增长。
- 在连续下跌4个月后，5月电石价格开始反弹，电石法成本维持在6000元/吨左右，对PVC价格形成较强支撑。当前PVC价格和生产利润都处于历史至今10%分位以下，未来电石、乙烯和液氯等原料价格相比煤炭进一步下跌空间有限，因此PVC相比甲醇和纯碱等煤化工品种具备更强成本支撑。

产量持续下滑 (截至2023.5.26)

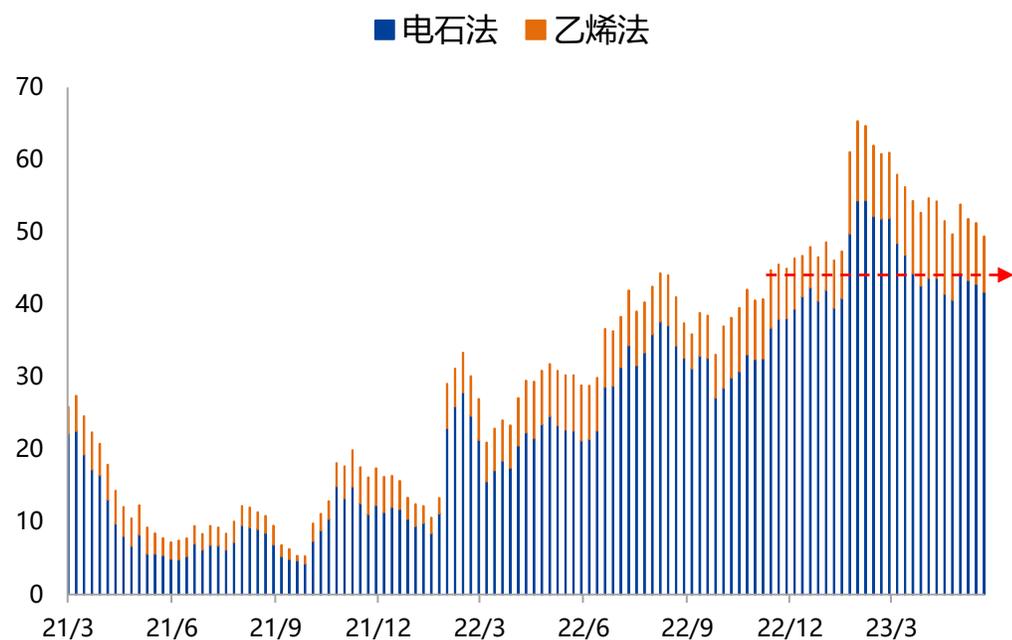


利润处于极低水平 (截至2023.5.26)

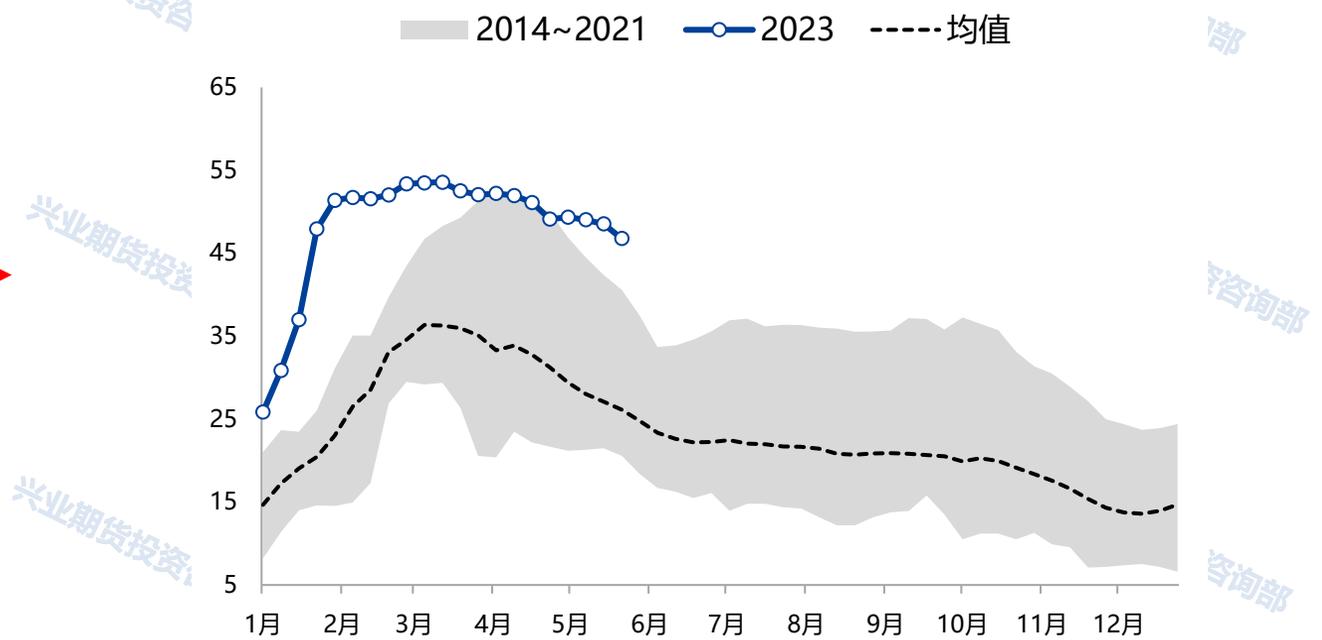


- 受产量下滑影响，生产企业库存被动减少，达到49.46万吨，较春节后最高65万吨下降25%。未来一个月产量进一步减少，按照当前偏慢的去库速度，6月底生产企业库存将达到45万吨左右，与2022年底水平接近，虽然无法提供利好，但也不再构成利空。
- 社会库存在3月达到历史新高后开始缓慢下降，11周时间仅减少7万吨，目前仍是阻碍PVC价格上涨的重要因素。参考历史情况，下半年社会库存将持续减少，理想情况下达到30万吨的中等水平需要10~15周时间，即8月之前社会库存都将维持高位。

生产企业库存延续下降 (截至2023.5.26)

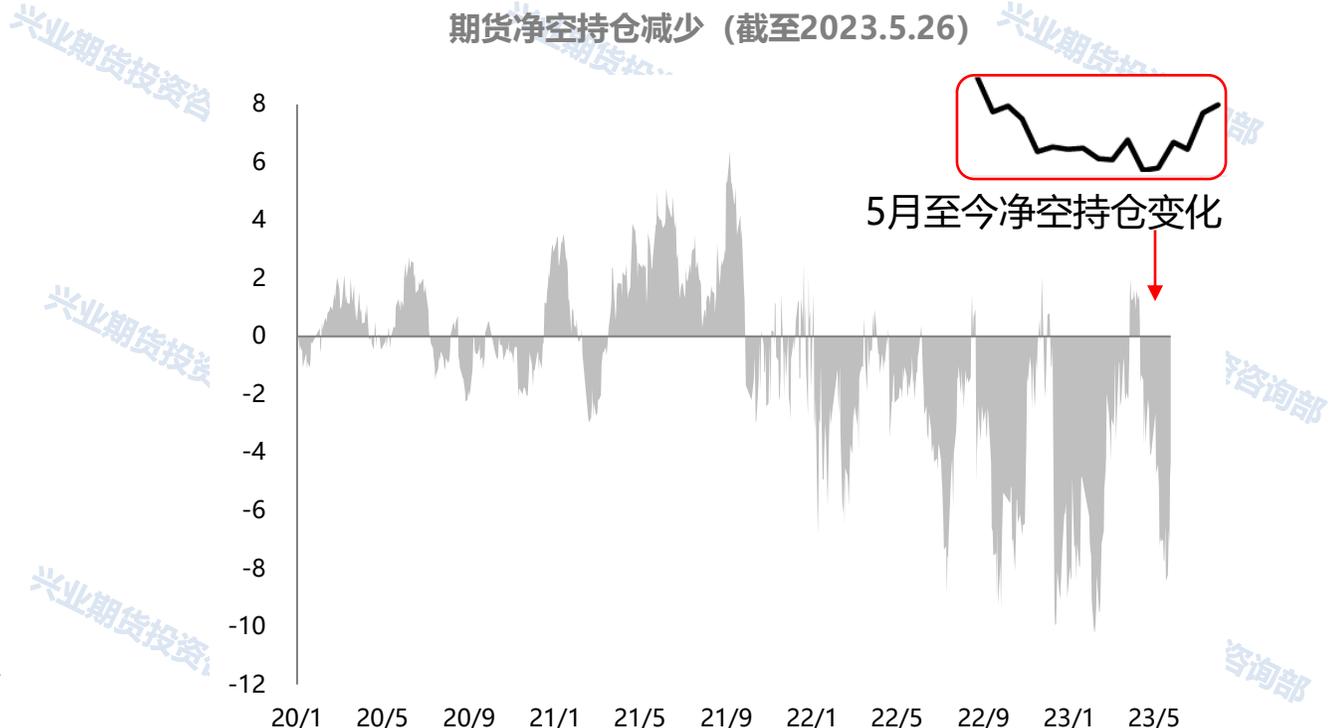
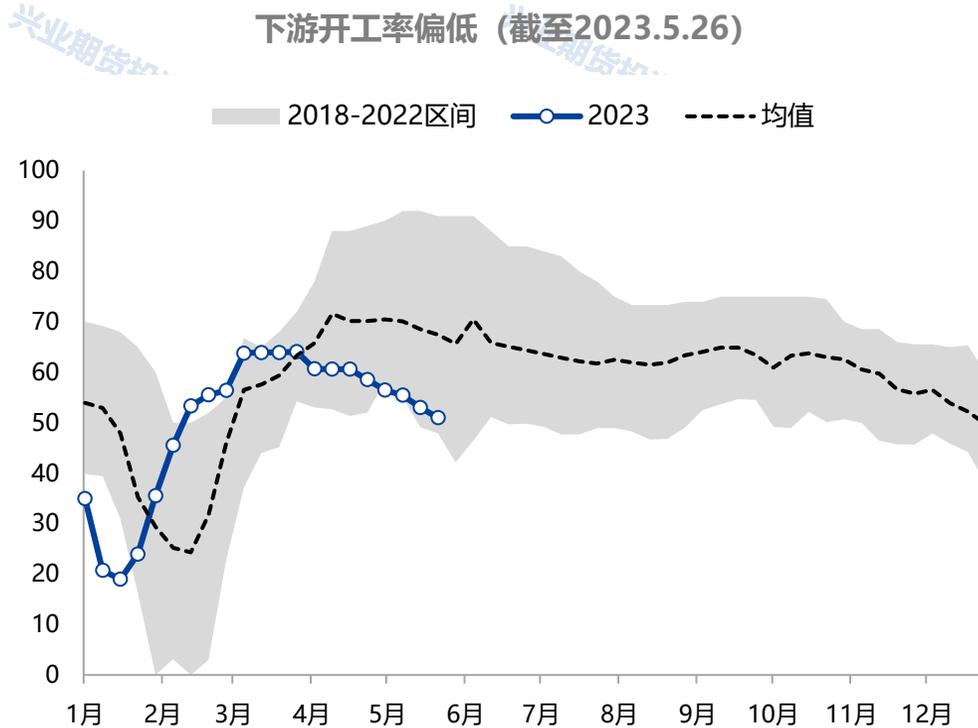


社会库存缓慢下降 (截至2023.5.26)



□ 当前下游开工率为51% (-2%)，远低于同期均值67%。订单减少叠加淡季来临，管材开工率将继续下降。基建与地产行业景气度缓慢恢复，型材开工率可能回升。薄膜消费偏刚性，开工维持稳定。8月之前PVC需求预计偏差，未来能否改善依赖地产，存在较大不确定性。

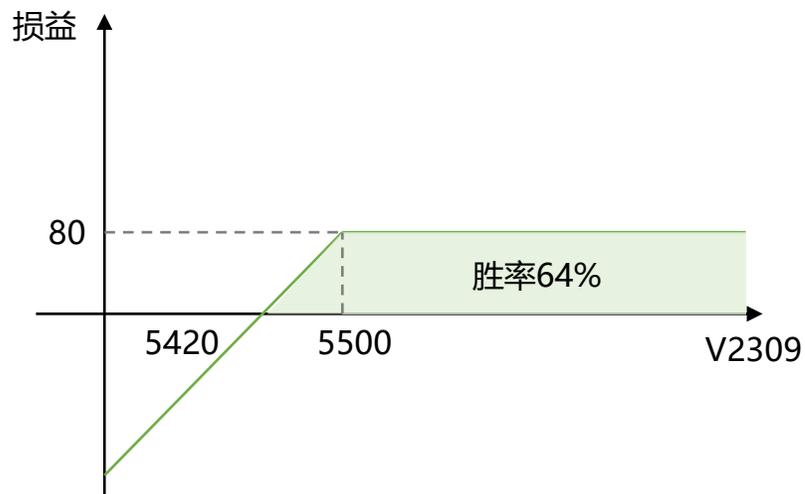
□ 5月22日期货主力合约前二十席位净空持仓量达到8万手，是今年2月以来最高，不过随着周五期货价格反弹，净空持仓减少至4万手，反映期货市场的极端看空情绪在消退。上周现货市场成交量、贸易商销售量和预售量三项数据均处于中等或更高水平，说明现货市场悲观情绪也有所缓和。



□ 上周PVC期权平值隐含波动率的均值为20.5%，处于历史61%分位水平，20日历史波动率的均值为14%，处于历史19%分位水平。二者不合理价差预计通过隐波下降完成修复，利于卖出期权策略。另外看涨期权的成交量和持仓量自上周起显著增加，说明期权市场看涨情绪出现。

□ 考虑到PVC存在较强成本支撑，同时市场极端看空情绪缓和，建议卖出行权价为5500的看跌期权。由于距离到期超过两个月，一旦V2309跌破前低，卖出期权策略立刻止损，此外也可以行权转化为期货多单并继续持有。

卖出V2309-P-5500到期损益图 (截至2023.5.26)



策略交易要点 (截至2023.5.26)

项目	内容
期权策略	卖出V2309-P-5500
初始资金流向	支出保证金2165元/手，收取权利金400元/手
最大盈利	400元/手
建议止损	400元/手
预期收益	112元/手 (胜率64%，赔率1: 1)
建议初始持仓	30%，即每2万元开仓三手
止盈止损	(1) 绝对价格：期权价格高于160止损，低于8止盈； (2) 时间：7月中旬之前

橡胶

RU

01

乘用车零售再现曙光，需求传导并未受阻

02

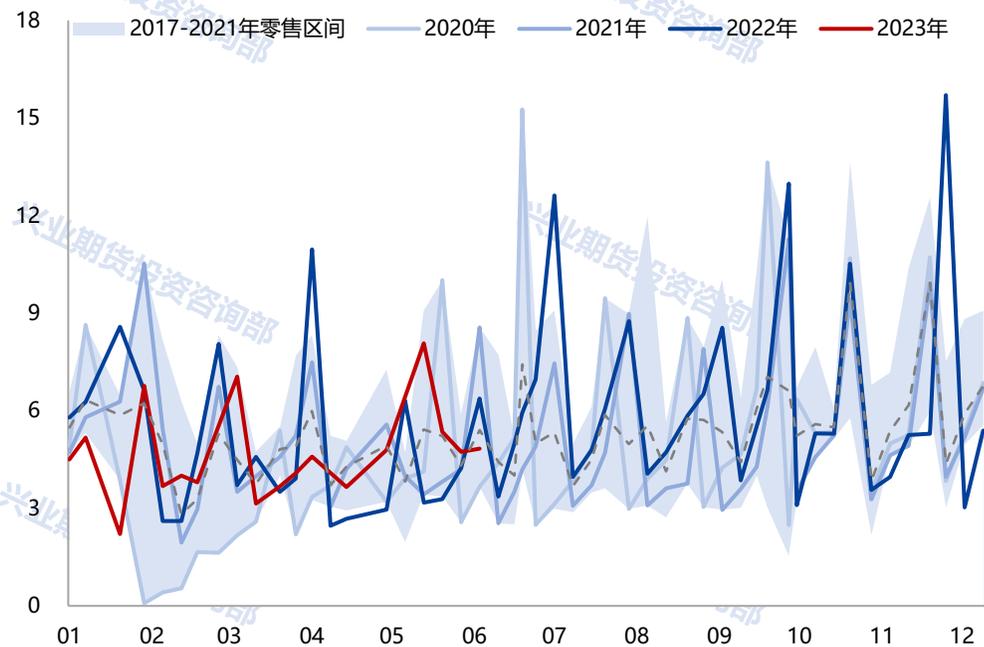
云南降雨助力产区复割，气候因素影响仍不可小觑

03

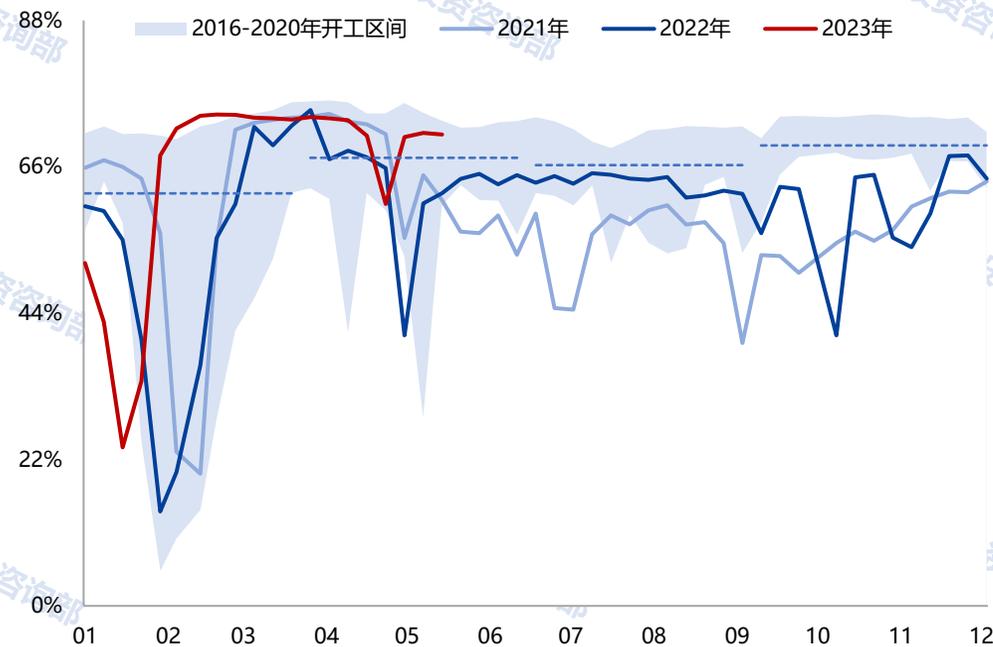
结构性库存压力尚存，但沪胶低估值特征显著

需求方面，5月上中旬乘用车零售数据延续同环比双增态势，乘联会预估5月销量173万辆，政策引导及国标升级激发市场热情，橡胶终端需求偏向乐观；而本周轮胎企业开工虽小幅回落，但开工意愿依然相对积极，半钢胎产线开工率维持在季度开工均值区间上沿，需求传导尚较通畅；关注后续消费刺激措施会否加码提效。

乘用车日均零售

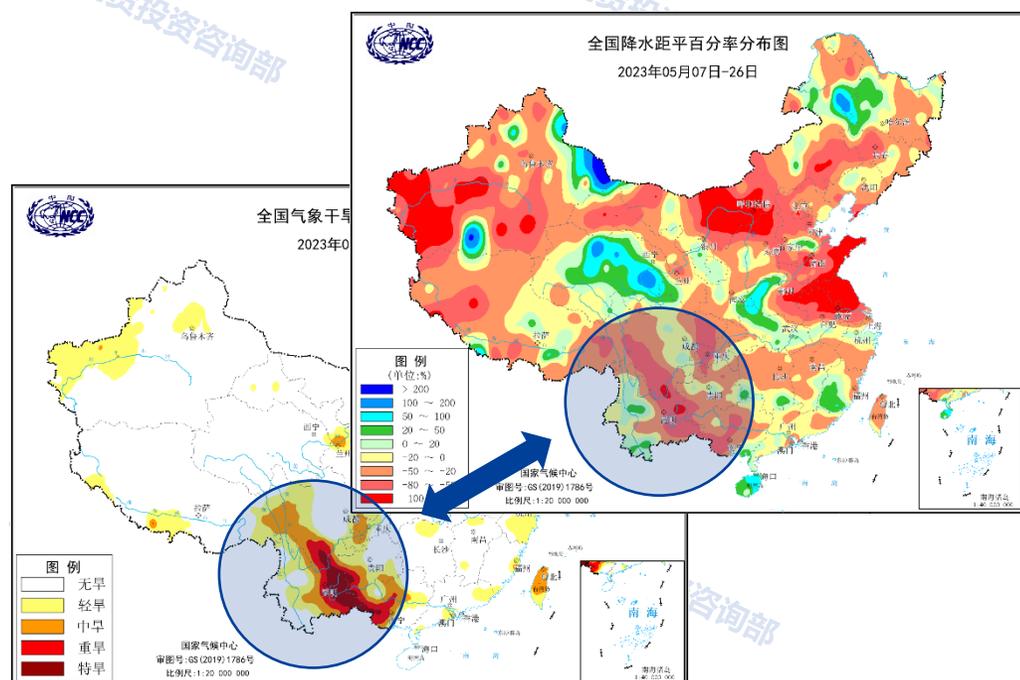


半钢胎开工率季节性

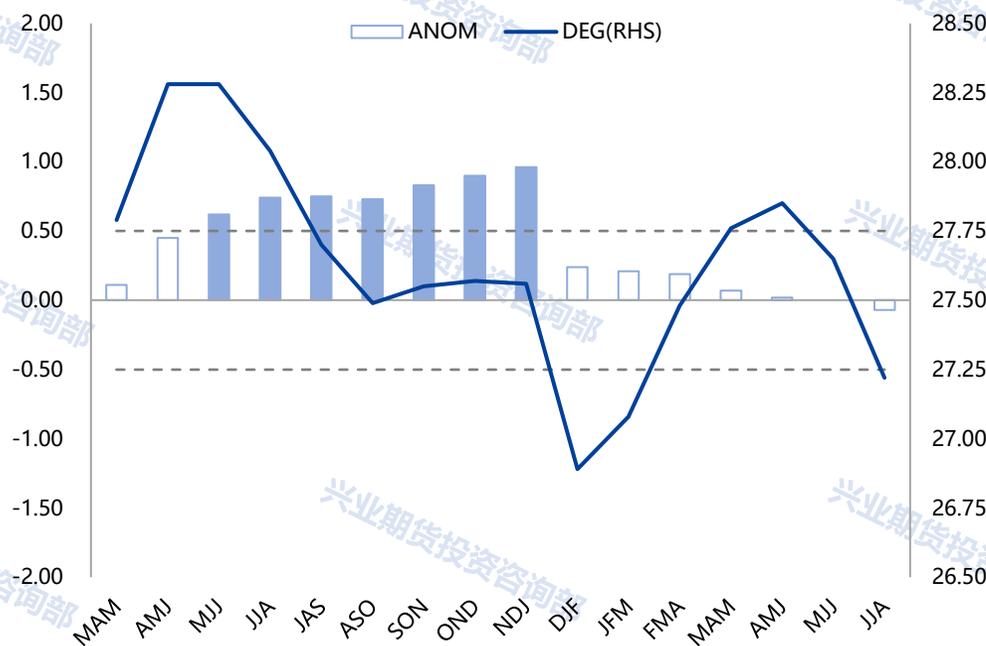


供应方面，版纳地区进入雨季，当地旱情显著缓解，产区复产将逐步助力国内原料放量，全面开割预计与月末展开；但今夏物候条件变动或将增强，NOAA气象报告及国家气候中心预测数据均显示新一轮厄尔尼诺事件已然发生，极端天气出现频率或将提升，气候因素对天然橡胶割胶生产的负面影响存不确定性。

气象干旱及降水距平监测

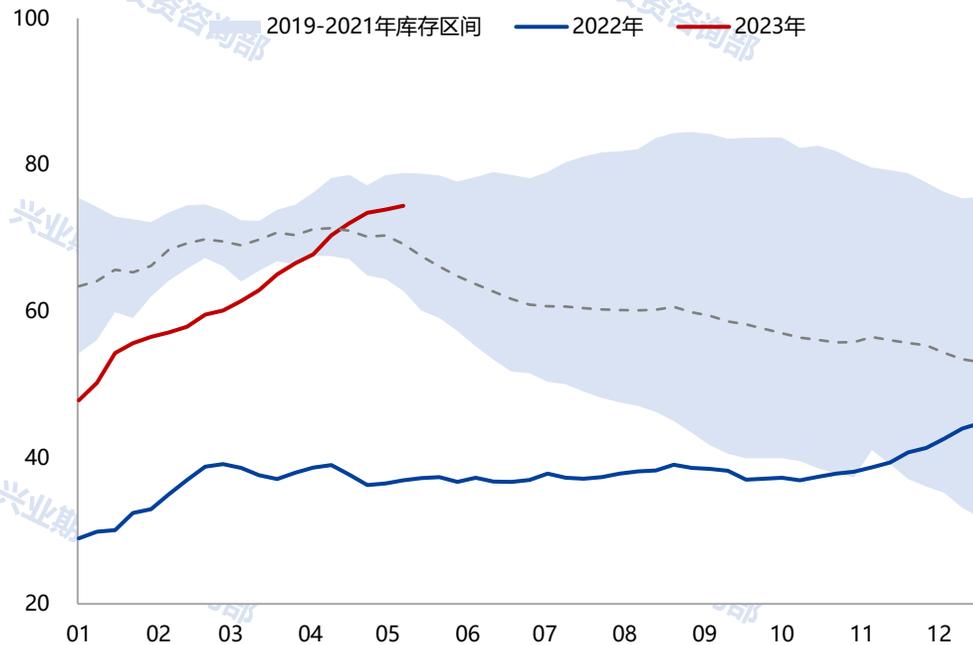


Nino3.4区海温变动情况预期



- 库存方面，沪胶仓单续创新低，交割品减产大势已定，而港口库存累库速度有所放缓，结构性库存压力仍存，但季节性降库拐点或临近。
- 综合来看，终端需求兑现缓慢及港口库存持续高位压制橡胶价格，但乘用车市场延续复苏势头，需求传导效率亦未受限，而国产原料放量尚需时日，供应端扰动不确定性增强，供减需增预期支撑下方价格；另外，当前沪胶指数处于长期价格分位的29.15%，低估值特征显著，多头策略赔率更优。

天然橡胶港口库存季节性(万吨)



沪胶指数走势及分位水平



棉花

CF

01

新棉总产减幅扩大概率增加，低库存对市场形成支撑

02

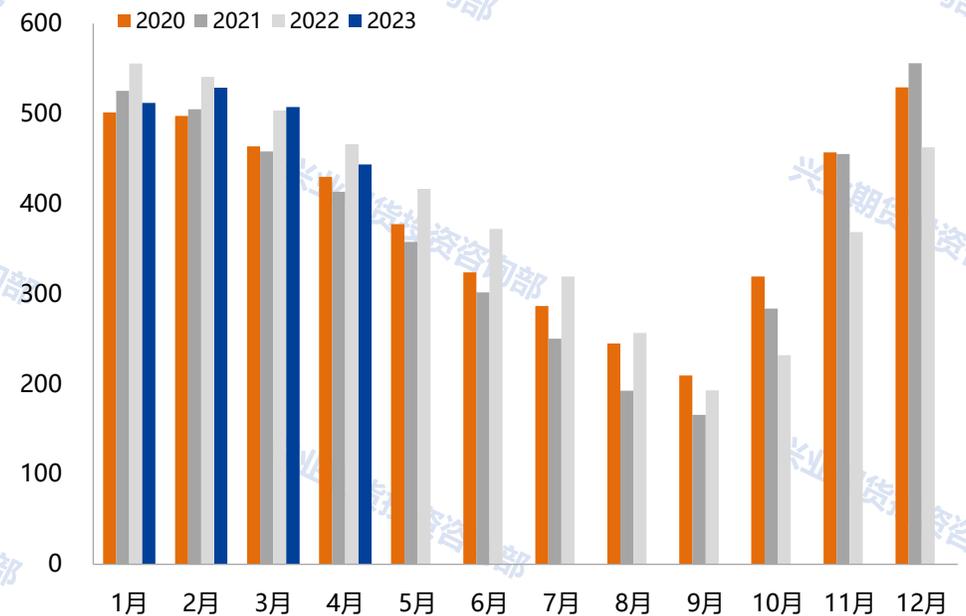
美棉种植进度偏慢，多地旱情持续带来支撑

- 据BCO调查数据，2023年新疆植棉面积环比下调281万亩至3681万亩，同比降幅7.1%；全国同比降幅6.9%。产量方面，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%。
- 天气方面，近期北疆石河子、南疆阿克苏等部分区域遭遇冰雹降雨天气，导致棉田损失严重，补种棉花时间已来不及。多因素下新棉减产降幅扩大概率增加。
- 目前棉花市场低库存+低仓单+天气扰动对市场形成支撑。

2023年度新棉总产减幅扩大概率增加

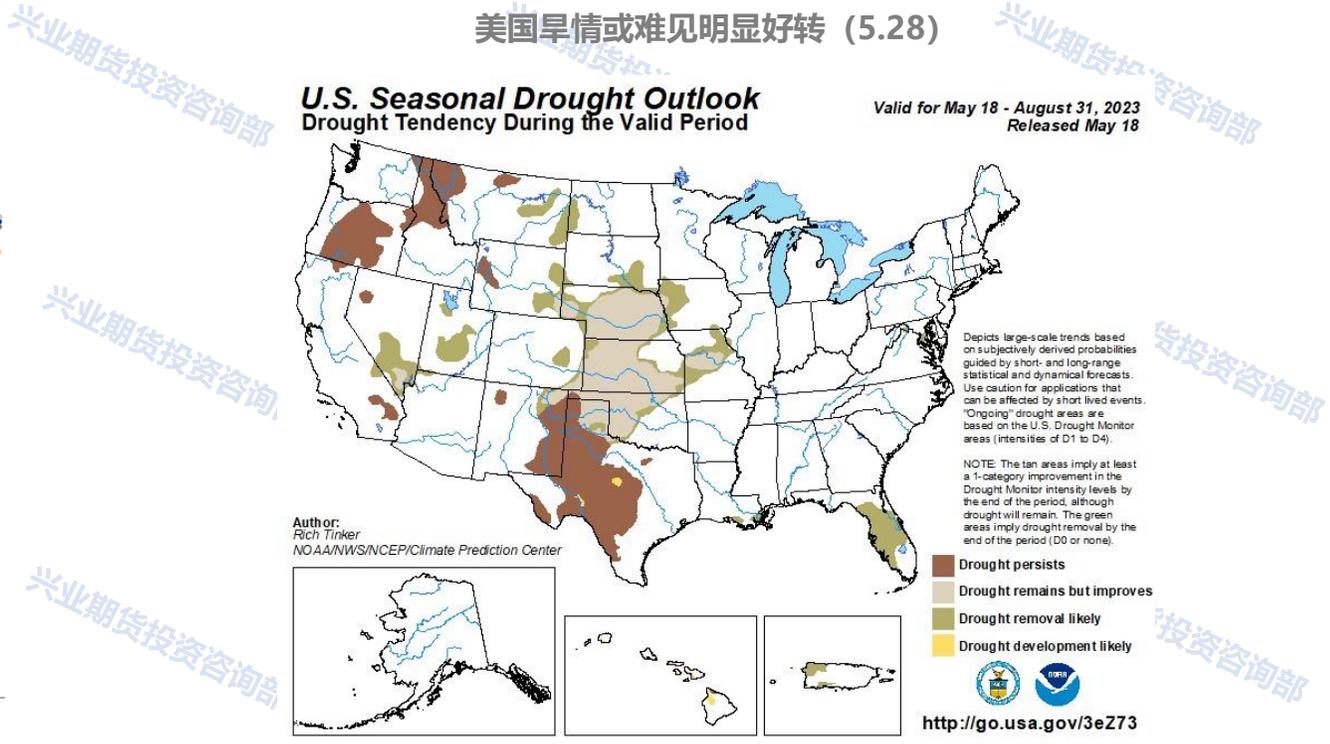
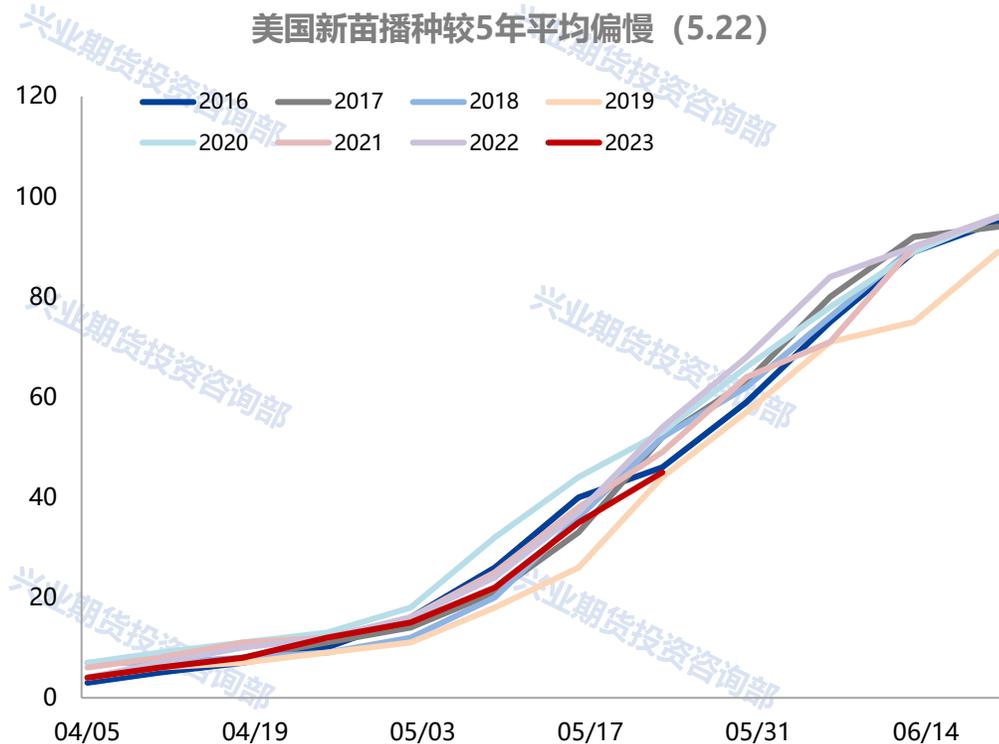
	2023年意向种植面积(万亩)	同比	2023年预期产量(万吨)	同比
新疆	3681	-7.1%	559.5	-10.6%
甘肃	34.5	0.0%	3.6	0.0%
山东	161.5	-4.4%	13.9	-4.8%
河北	170.5	-4.7%	15.3	-12.6%
河南	34.5	-4.4%	2.9	-3.3%
湖北	56.8	-10.0%	3.9	-11.4%
安徽	37.7	-8.4%	2.6	-10.3%
湖南	32.2	0.0%	2.4	0.0%
江苏	10.1	-16.5%	0.8	-11.1%
全国	4252	-6.9%	607.6	-10.5%

纺织用棉需求良好，棉花商业库存同比低位



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22日全美棉花播种进度45%，较去年同期落后9个百分点，较近五年平均水平落后5个百分点。

从6-8月旱情季度预测情况来看，美国西北部整体降水量低于往年正常水平。受天气影响，多地旱情或将持续存在。据最新旱情监测情况来看，至5月23日，全美约36%的植棉区受旱情困扰，其中重度干旱及以上区域面积占比在24%；得州约73%棉区受旱情困扰。



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