



官方微信



官方APP

2023年6月第1周核心策略推荐:

政策面有必要加码、情绪面有乐观信号，低估值多头继续持有

上海 2023.6.4

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:

□ 5月PMI指数延续跌势，其中制造业PMI指数连续2个月收缩，建筑业PMI指数下行幅度扩大，考虑到工业企业去库周期将延续至3月，总需求不足矛盾显性化，以及基数效应逐步消退，2季度经济增速放缓的压力依然存在。政府继续加码稳增长政策，巩固国内经济复苏趋势的必要性上升。并且，参照过往历史，每当国内制造业PMI指数连续处于收缩区间时候，政府也往往会积极推出货币政策和财政政策来应对经济增速下行的压力。回顾我国政府“稳增长”的政策手段和政策工具箱，我们认为未来结构性货币政策、政策性金融债、PSL、（新能源）汽车消费刺激政策、地产因城施策等措施有望加码，其中前两者落地的可能性较高。

□ 此外，微观盘面的积极信号有所增强，5月底，率先下跌且跌幅居前的品种，纷纷出现减仓止跌迹象，盘面悲观情绪缓和，上周部分品种甚至出现增仓反弹。从政策面和估值面看，多头策略整体性价比逐步提升，尤其是低估值品种。后续关注政策和盘面主力资金动向，以验证这一轮反弹的持续性。

□ 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): 债券市场对于“弱复苏”以及政策刺激乏力均已充分定价, 十年期国债期货在经历了7周连阳后, 短期内新增驱动有限。而中短端利率由于前期涨势偏缓, 仍存在补涨空间。目前TS-T跨品种价差已经出现修复, 后续仍有继续向上空间。

(2) 股指 (买入IF2306, 单边, 持有): 从相对乐观的盈利增长预期、偏谨慎的估值扩张预期看, 当前A股已过度悲观定价, 其潜在修复幅度亦较可观; 再从股债风险溢价、股息率及十债收益率对比看, 市场对A股风险偏好亦有充足的提升潜力; 考虑资产荒大背景, 基于A股回暖趋势, 其对各类大资金依旧有良好的吸引潜力; 当前均衡风格占优, 仍宜持有沪深300期指多头。

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): 乘用车零售数据延续复苏势头, 需求传导效率亦未受限, 而国内原料生产再度受到天气影响干扰, 原料产出放量不足, 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, 纺织企业订单、开机水平回升, 棉花前多持有。

(5) 纯碱 (买入SA405, 期货, 新增): 利空因素反映较充分, 宏观政策预期提振市场情绪, 纯碱多单性价比较优。

(6) 沪铝 (买入AL2307, 单边, 持有): 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-700, 单边, 新增): 铁矿成本支撑明确, 稳增长政策加码预期走强, 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, 持有): 6月检修装置偏多, 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以及看涨情绪出现, 卖出V2309-P-5500建议继续持有。

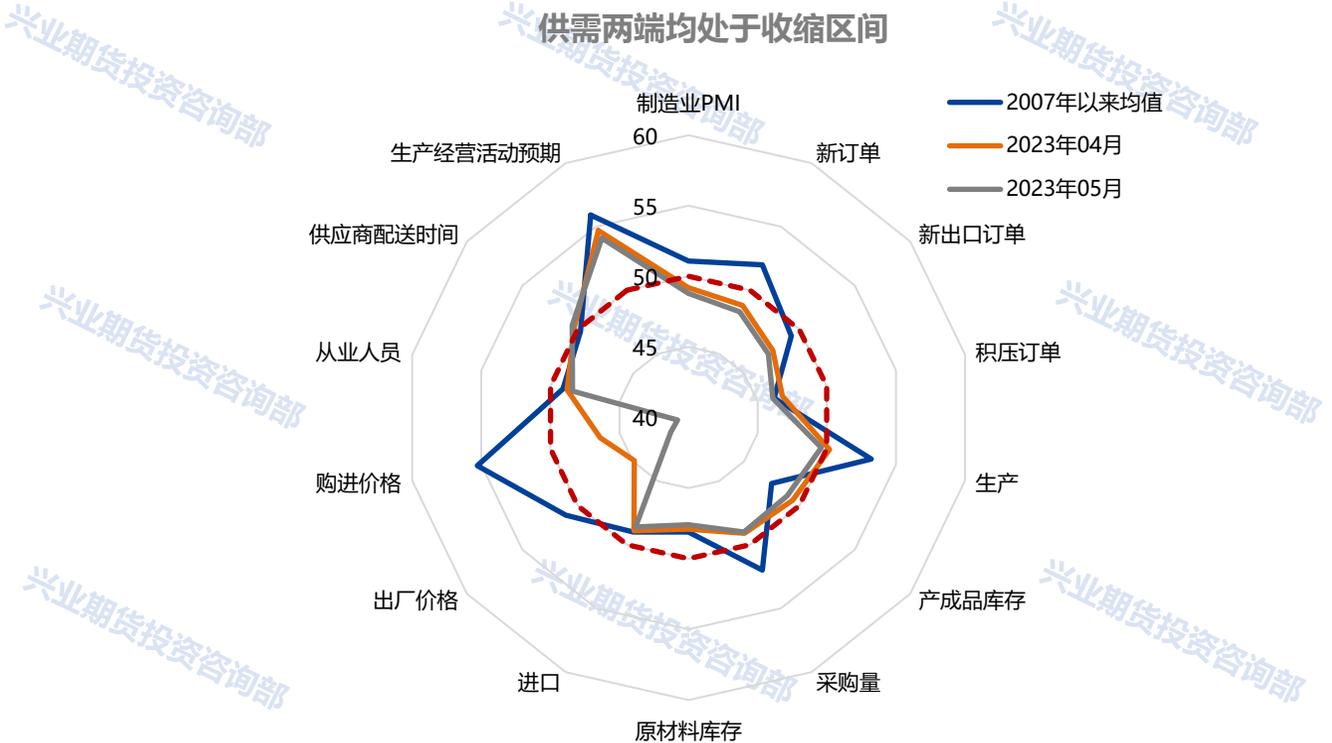
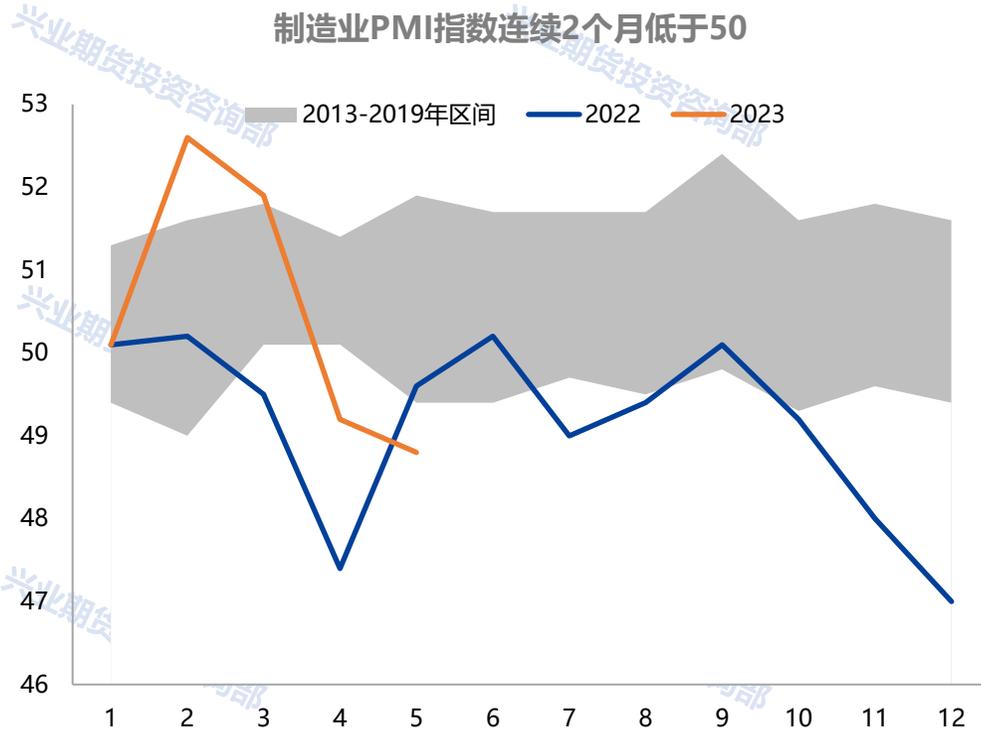
宏观

MACRO

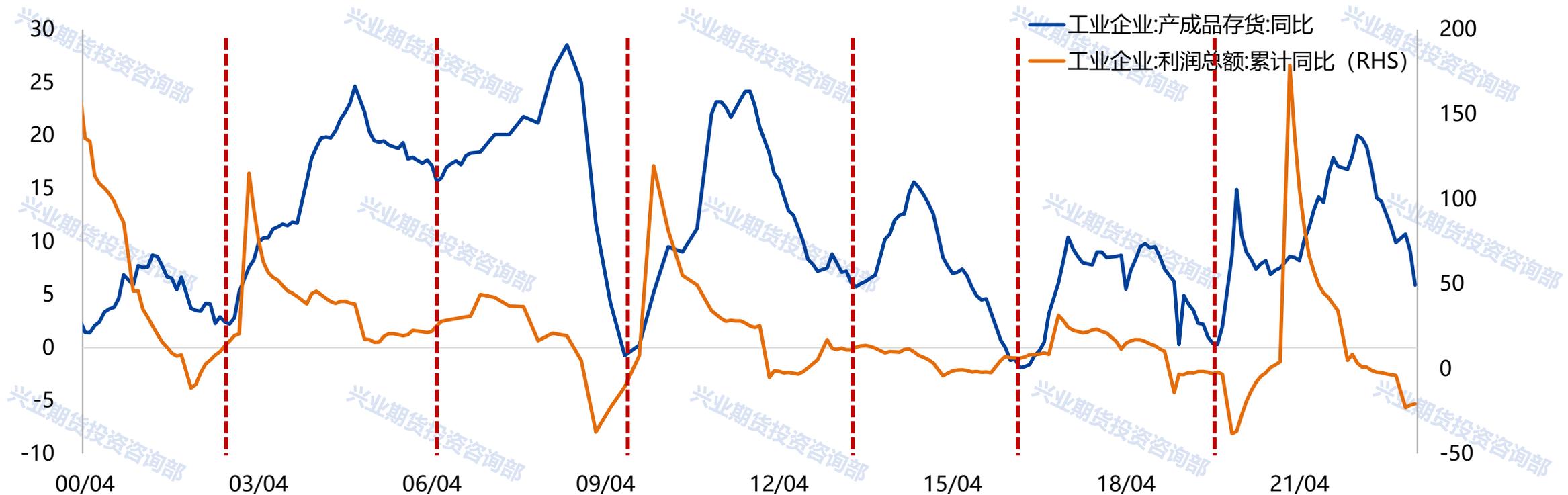
01

国内：经济复苏动能放缓，政策期待再度走强

- 5月制造业PMI指数录得48.8%，前值49.2%，低于预期，且连续第3个月回落，连续2个月低于荣枯分界线，指向工业修复持续放缓。
- 分项看，供需两端均降至收缩区间，进出口订单连续2个月收缩，价格指数连续3个月回落，原料及产成品继续主动去库；大企业景气度回升，中小企业景气度和从业人员指数均回落。

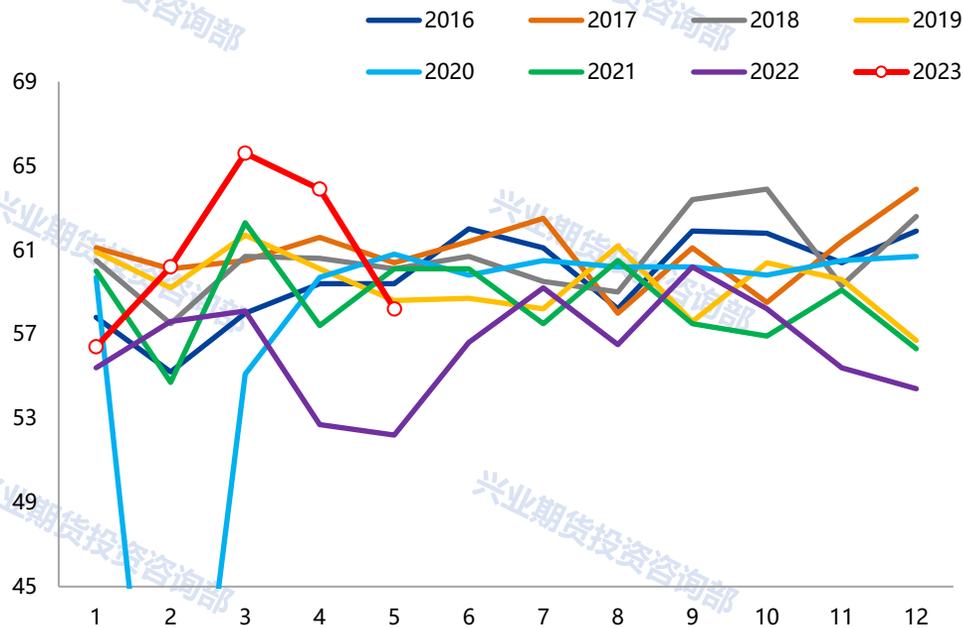


制造业PMI指数反映的库存周期与工业企业经营指数反映的库存周期基本一致。现阶段国内经济复苏动能放缓，工业企业利润数据仍处于2000年以来的极低水平，工业企业整体延续去库。回顾2000年以来的历史数据，若以每轮工业企业产成品存货的低点为分割统计，我国一共经历了7轮完整的库存周期，其中前6轮库存周期平均持续时间为39个月，平均去库时间为17个月，而第七轮库存周期，截至2023年4月，已持续41个月，去库周期已持续13个月。2023年4月，工业企业利润总额同比下跌20.6%，较前值回升0.8个百分点，工业企业盈利出现触底迹象，预计3季度本轮库存周期有望结束去库阶段，迎来新一轮弱补库周期。

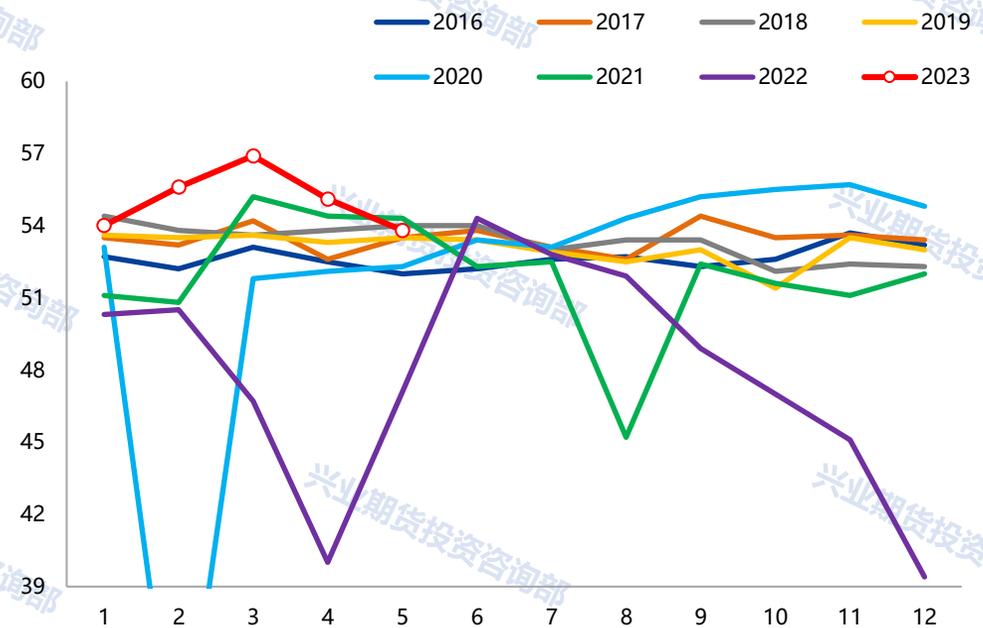


- 5月非制造业PMI指数录得54.5%，前值56.4%，其中建筑业PMI指数回落5.7个百分点至58.2%，服务业PMI指数下滑1.3个百分点至53.8%。
- 服务业仍处于高景气区间，旅游出行、线下消费相关行业景气度较高，资本市场服务、房地产服务业景气水平下降。
- 建筑业仍处于景气区间，但景气度回落幅度加大，与地产高频销售、拿地指标下滑有关。

建筑业PMI连续2个月回落

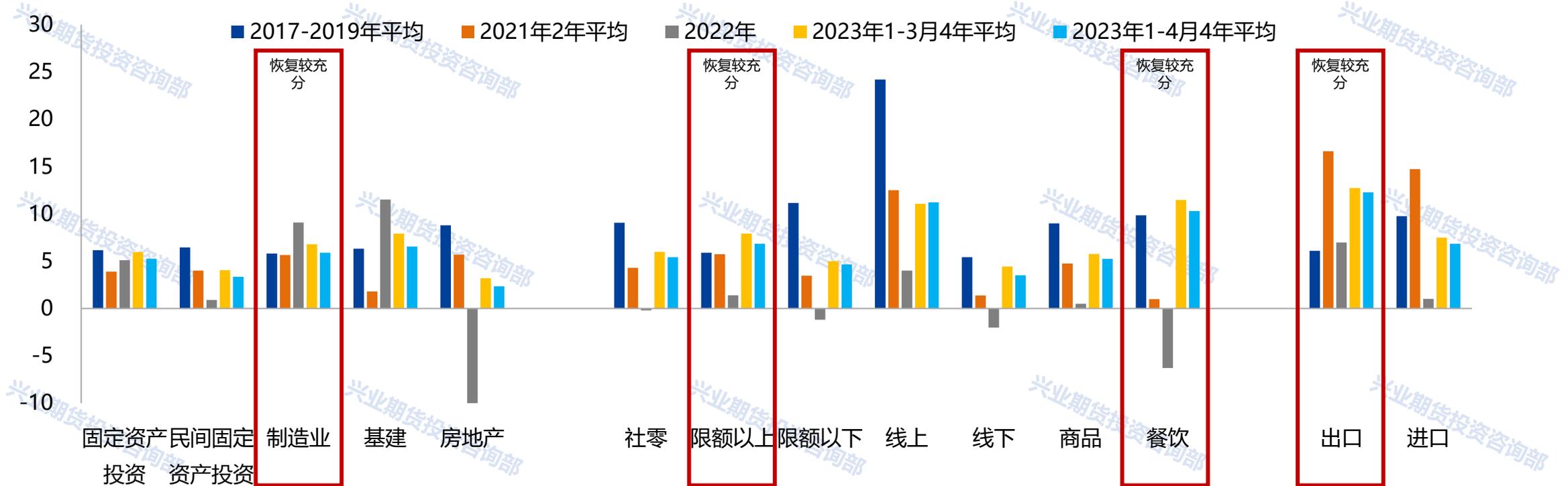


服务业PMI指数连续2个月下滑



总需求不足已是当前经济复苏动能放缓的核心原因。从已公布的总需求数据看，本轮经济复苏过程中，民间投资低迷；固定资产投资新开工项目增速显著下降；居民收入-居民部门主动加杠杆-房地产销售-房地产投资-建材消费-地产后周期消费品（耐用品）-企业盈利-居民收入的顺周期复苏链条失效；限额以下消费修复缓慢，线上消费增长显著放缓，消费复苏斜率下降；可能是总需求不足的关键。

经济三大需求板块修复不充分，且存在内部分化



□ 考虑到工业企业去库周期将延续至3月，总需求不足矛盾显性化，基数效应逐步消退，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。并且，回顾相应的历史情况，当国内制造业PMI指数连续处于收缩区间时候，政府也往往会积极推出货币政策和财政政策来应对经济增速下行的压力。

连续2个月制造业PMI < 50的时点	PMI连续小于50的持续时间	货币政策	财政政策
2008年11月	5个月	当月降准+当月降息	当月国常会，提出“四万亿”。
2012年9月	2个月	/	/
2015年2月	2个月	当月降准+次月降息	当月国常会，提出积极的财政政策“加力增效”，次月两会政府工作报告，上调当年赤字率。
2015年9月	7个月	当月降准+前一月降息	2015年首发地方政府专项债
2019年1月	3个月	当月降准	前一个月中央经济工作会议，积极的财政政策要大力提质增效，3月两会政府工作报告，上调财政赤字率。
2019年6月	6个月	当月降准+三个月后降息	/
2021年10月	2个月	两个月后降准+降息	2021年新增地方政府专项债额度要求在11月底前发行完成。
2022年4月	3个月	当月降准	当月政治局会议，要加快落实已经确定的政策。要抓紧谋划增量政策工具，加大相机调控力度，把握好目标导向下政策的提前量和冗余度。
2022年8月	2个月	当月降息	6月国常会调增政策性银行信贷额度8000亿元，下发第一批政策性金融工具额度3000亿元； 8月新增第二批政策性金融工具额度3000亿元以上，依法用专项债地方结存限额5000亿元，10月底前完成发行。
2022年11月	3个月	次月降准	当月国常会，部署抓实抓好稳经济一揽子政策和接续措施全面落地见效等。
2023年5月	2个月	?	?

回顾我国政府“稳增长”的政策手段和政策工具箱，并结合当前经济复苏存在的主要问题，我们认为未来结构性货币政策、政策性金融债、PSL、（新能源）汽车消费刺激政策、地产因城施策等措施有望加码。时间上，关注美联储6月议息会议后至国内2季度政治局会议期间的政策信号，尤其是国常会以及7月政治局会议的相关内容。

潜在政策空间		政策信号
传统逆周期调节政策	货币政策 财政政策	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。 政策性金融债 、PSL、地方政府专项债结存限额（受地方债务约束）、特别国债（概率相对较低）
消费刺激政策	汽车（重点） 地产 就业 其他	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。 继续 “因城施策” ，也不排除中央继续推出政策。 6月2日， 青岛 出台了放松购房首付比例等一篮子政策。 稳定（1）带动力强的行业，如汽车、地产等；（2）服务业。 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	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。

在可选政策工具中，政策性金融工具和结构性货币政策工具，较为值得关注。这两类广义政策工具在2022年托底经济增长中发挥了较为关键的作用，前者已成基建投资到位资金的重要补充和撬动支点，后者在货币总量型政策被掣肘的情况下，为经济薄弱环节输送了必要的资金支持，目前剩余额度较充足。考虑到今年传统财政货币政策工具的使用空间和使用约束较多，政府继续加大运用这两类广义政策工具力度的可能性较高。

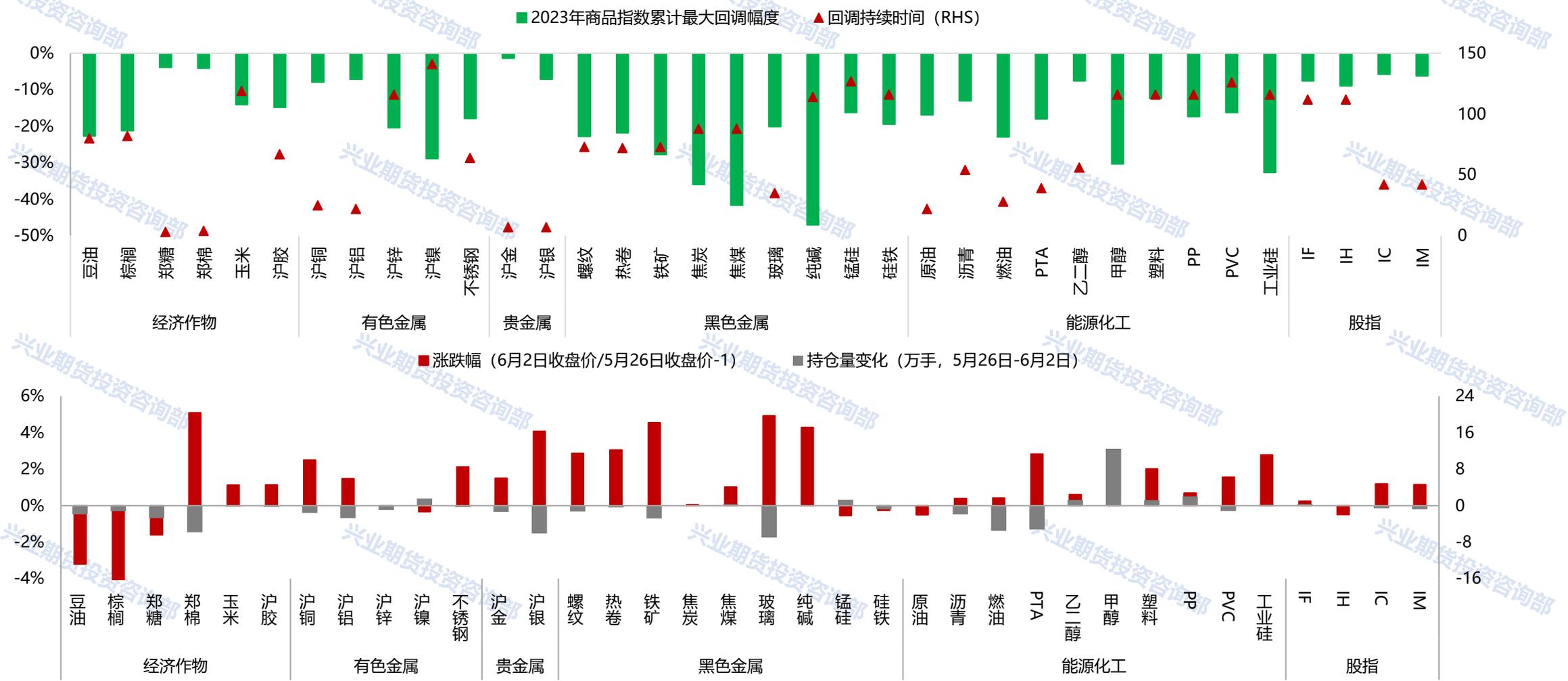
2022年政策性金融工具对基建投资撬动较大

政策性金融工具		投放完成时间	资金投放规模 (亿元)	项目数量 (个)	资金投向
国开行	第一期	8月26日	2100	936	
	第二期	三季度末	2156		
农发行	第一期	8月20日	900	1677	市政和产业园项目建设 (> 50%)，水利 (14%)、交通 (8%)、职业教育 (5%)
	第二期	10月12日	1559		
进出口行	第一期	-	-	114	交通基础设施建设 (68%)、能源基础设施建设 (10%)、物流基础设施建设 (5%)
	第二期	10月12日	684		
合计			7399	2727	

新设结构性工具额度充足

结构性工具名称	支持领域	发放对象	实施期	利率	额度 (亿元)	2022年余额 (亿元)	2023年Q1余额 (亿元)	2023年Q1使用进度	
长期性工具	支农再贷款	涉农领域	农商行、农合行、农信社、村镇银行	1999年至今	2%	7600	6004	5960	78%
	支小再贷款	小微企业、民营企业	城商行、农商行、农合行、村镇银行、民营银行	2014年至今	2%	16400	14171	14331	87%
	再贴现	涉农、小微和民营企业	具有再贴现资格的银行业金融机构	2008年至今	2% (6个月)	7000	5583	6061	87%
阶段性工具	普惠小微贷款支持工具	普惠小微企业	地方法人金融机构	2022年-2023年6月末	2% (激励)	400	213	275	69%
	抵押补充贷款 (PSL)	棚户区改造、地下廊管、重点水利工程、“走出去”	开发银行、农发行、进出口银行		2.40%	/	31528	31291	
	碳减排支持工具	节能能源、节能减排、碳减排技术	21家全国性金融机构	2021年-2024年末	1.75%	8000	3097	3994	50%
	支持煤炭清洁高效利用专项再贷款	煤炭清洁高效利用、煤炭开发利用和储备	工农中建交、开发银行、进出口银行	2021年-2023年末	1.75%	3000	811	1365	46%
	科技创新再贷款	科技创新企业	21家全国性金融机构	2022年4月起	1.75%	2000	2000	3200	160%
	普惠养老专项再贷款	浙江、江苏、河南、河北、降息试点、普惠养老项目	工农中建交、开发银行、进出口银行	2022年4月-2024年4月	1.75%	400	7	10	3%
	交通物流专项再贷款	道路货物运输经营者和中小微企业 (含快递) 企业	工农中建交、邮政、农发行	2022年5月-2023年6月	1.75%	1000	242	354	35%
	设备更新改造专项再贷款	制造业、社会服务领域和中小微企业、个体工商户等设备更新改造	21家全国性金融机构	2022年9月-2022年末	1.75%	2000	809	1105	55%
	普惠小微贷款减息支持工具	普惠小微企业	16家全国性金融机构、地方法人金融机构	2022年第四季度	1% (激励)	/	0	269	
	收费公路贷款支持工具	收费公路主体	21家全国性金融机构	2022年第四季度	0.5% (激励)	/	0	0	
民企债券融资支持工具	民营企业 (尤其民营房企)	专业机构	2022年11月-2025年10月末	1.75%	500	0	0	0%	
保交楼贷款支持计划	保交楼项目	工农中建交、邮储	2022年11月-2023年3月末	0%	2000	0	5	0%	

□ 微观盘面的积极信号有所增强，5月底，率先下跌且跌幅居前的品种，纷纷出现减仓止跌迹象，盘面悲观情绪缓和，上周部分品种甚至出现增仓反弹。从政策面和估值面看，多头策略整体性价比逐步提升。后续关注政策和盘面主力资金动向，以验证这一轮反弹的持续性。





国债

T

01

“弱复苏”已充分定价，短期新增驱动有限

02

PMI数据延续分化，政策及监管加码预期不断强化

03

中短端利率仍存补涨空间，跨品种价差趋势向上

- 债市自4月以来，持续表现强势，以10年期国债期货为例，连续上涨周数达到了7周。从目前的走势来看，债券市场对于基本面分化下的“弱复苏”以及政策刺激乏力均有了较充分的定价。
- 且从历史表现来看，在T合约经历了数周的连阳后，进一步上涨的概率极低，多数情况下将出现一定回调或震荡运行。

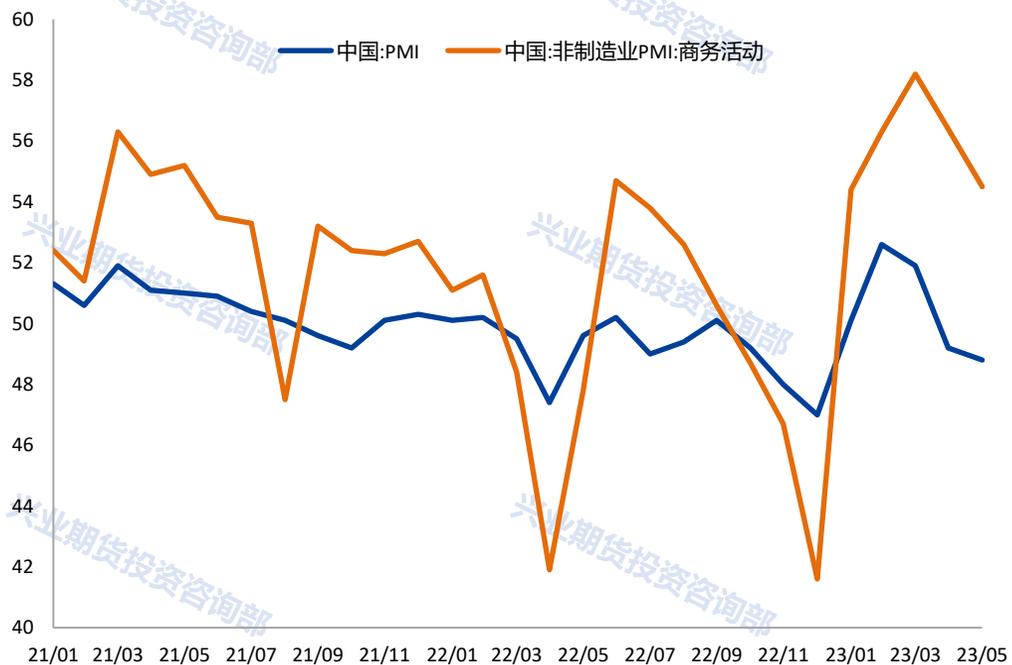


连阳后持续上涨动能减弱

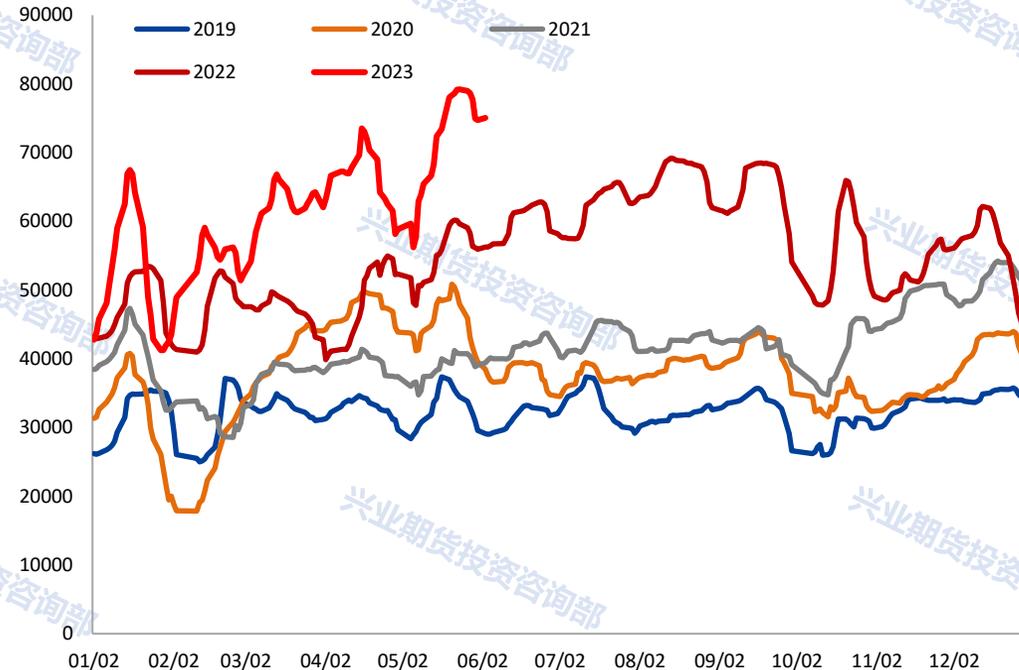
开始时间	结束时间	连续周阳线数	期间涨跌幅情况	随后四周涨跌幅情况	随后八周涨跌幅情况
2015-11-20	2015-12-25	6	2.43%	0.16%	-0.84%
2016-9-9	2016-10-21	6	1.20%	-2.47%	-6.11%
2019-4-12	2019-5-17	6	1.02%	0.15%	0.88%
2020-3-27	2020-4-24	5	2.47%	-1.54%	-3.02%
2021-6-18	2021-7-30	7	2.73%	-0.46%	-0.44%
2022-3-11	2022-4-8	5	0.99%	-0.28%	-0.39%
2022-7-8	2022-8-12	6	1.31%	0.04%	0.14%
2023-3-31	2023-5-12	7	1.52%		

- 5月制造业PMI继续回落，工业和服务业分化延续。从制造业分项数据来看，总需求仍较为疲弱，市场对稳定和扩大总需求的政策预期不断抬升。
- 而债市方面，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。监管加码预期也在不断增加。

PMI数据整体下行

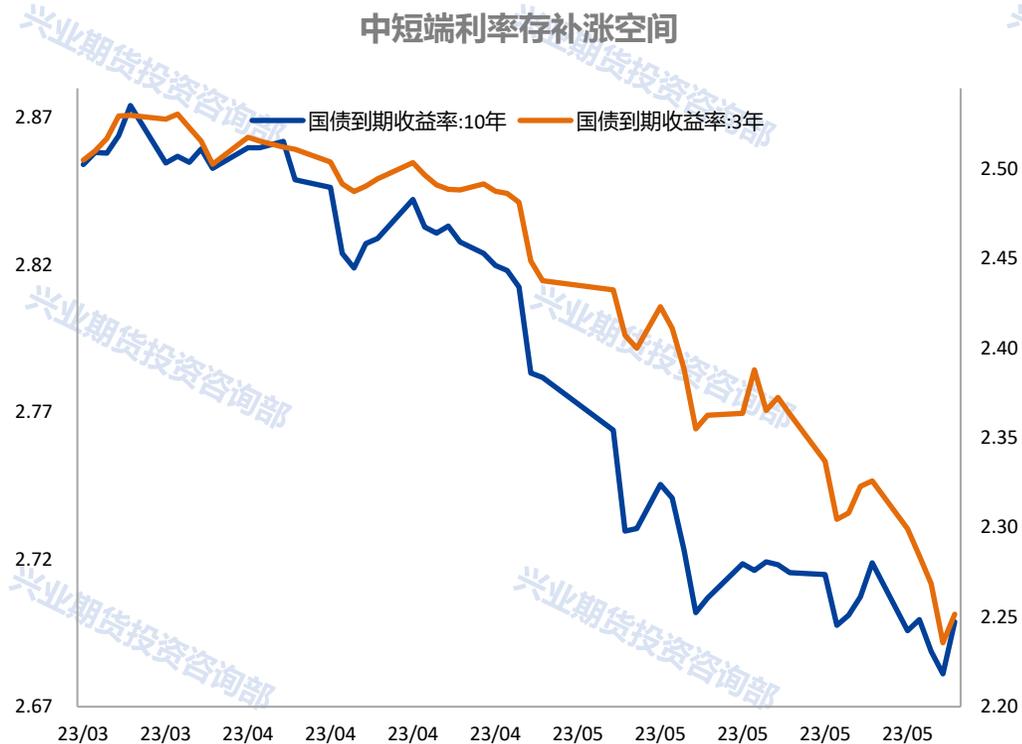


质押式回购成交量处于高位(亿元)



从目前的基本面驱动来看，利率进一步向下空间有限，但中短端利率在本轮的下行过程中明显不及长端和超长端，因此在基本面无有效驱动下，短端利率存在补涨空间。

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，跨品种价差在上周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。



跨品种价差策略仍可向上

	最新 (2023.6.2)	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	24.7	83.7%	19.6	18.6	15.1
10Y-3Y	44.7	84.4%	41.1	41.5	35.4
10Y-1Y	73.2	57.4%	70.0	87.0	83.6
5Y-3Y	20.1	75.9%	21.5	22.9	20.3
5Y-1Y	48.6	47.4%	50.4	68.4	68.5
30Y-10Y	38.4	9.7%	36.4	40.7	47.0
30Y-5Y	63.09	18.4%	55.96	59.28	62.14
2*TF-T	102.1	45.9%	101.7	102.2	102.3
4*TS-T	303.4	50.2%	303.3	303.6	303.8
2*TS-TF	100.7	46.1%	100.8	100.7	100.8
2*T-TL	105.9	-	-	-	-
4*TF-TL	310.0	-	-	-	-

股指

IF

01

基于盈利改善的高置信度判断，A股过度悲观定价将修复

02

股债风险溢价再回高分位区间，下行空间更加充裕

03

资产荒背景下，A股对各类大资金仍有良好吸引潜力

04

从微观面指标看，A股依旧有积极的情绪面信号

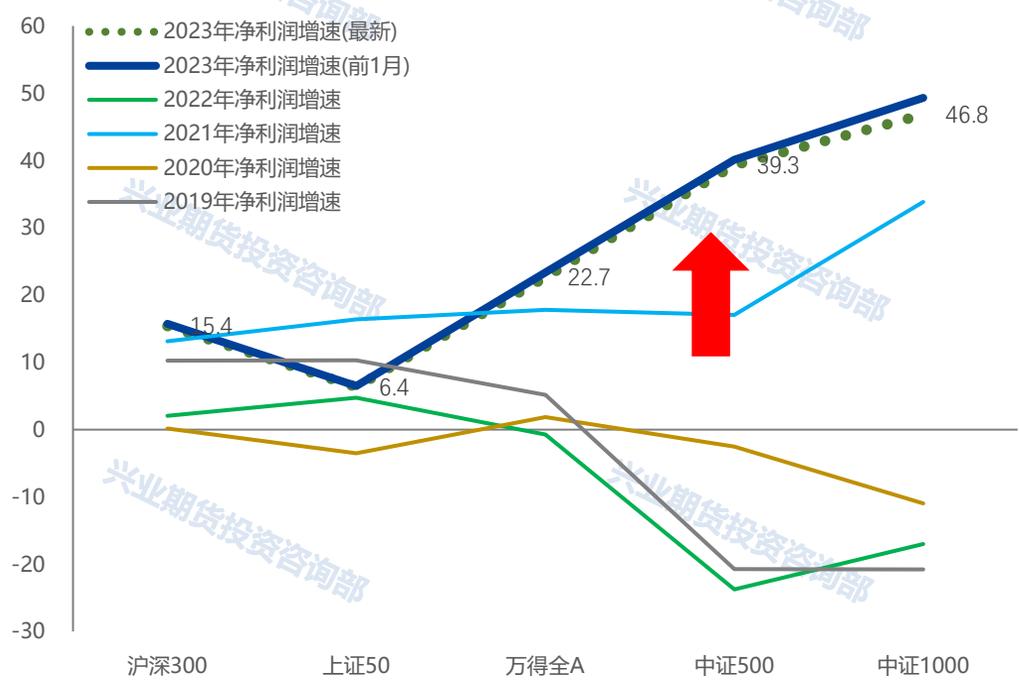
05

均衡风格依旧占优，仍宜持有沪深300期指多头

虽然近月来国内主要经济指标增速放缓或不及预期，但随政策面加码预期强化、“库存周期”及“信用周期”上行阶段逐步兑现，国内宏观和行业基本面大势将依旧向上，盈利修复及改善仍将是A股的核心推涨因素。从最新Wind一致性预期数据看，2023年A股主要指数净利润增速总体高于过往多个年度、作为印证。

再以2022年10月主要指数低点作为基准，结合相关指数盈利增速中枢值、以及对应的估值扩张幅度（5%~10%），较当前值看，万得全A、沪深300、上证50及中证500指数均有15%~30%的预期涨幅。以此看，当前阶段A股已处于过度悲观定价情形，且修复空间较大。

历年A股主要指数净利润增速对比（截至2023.6.2）



A股主要指数点位预测（截至2023.6.2）

以2022年10月最低点4525.37为底线假设（万得全A）

4525.37	0	5%	10%	20%	25%
0	4525	4752	4978	5430	5657
5%	4752	4989	5227	5702	5940
10%	4978	5227	5476	5973	6222
15%	5204	5464	5725	6245	6505
20%	5430	5702	5973	6517	6788

以2022年10月最低点2288.01为底线假设（上证50）

2288.01	0	2%	4%	6%	8%
0	2288	2334	2380	2425	2471
5%	2402	2450	2499	2547	2595
10%	2517	2567	2617	2668	2718
15%	2631	2684	2736	2789	2842
20%	2746	2801	2855	2910	2965

以2022年10月最低点3495.95为底线假设（沪深300）

3495.95	0	5%	10%	15%	20%
0	3496	3671	3846	4020	4195
5%	3671	3854	4038	4221	4405
10%	3846	4038	4230	4422	4615
15%	4020	4221	4422	4623	4824
20%	4195	4405	4615	4824	5034

以2022年10月最低点5594.3为底线假设（中证500）

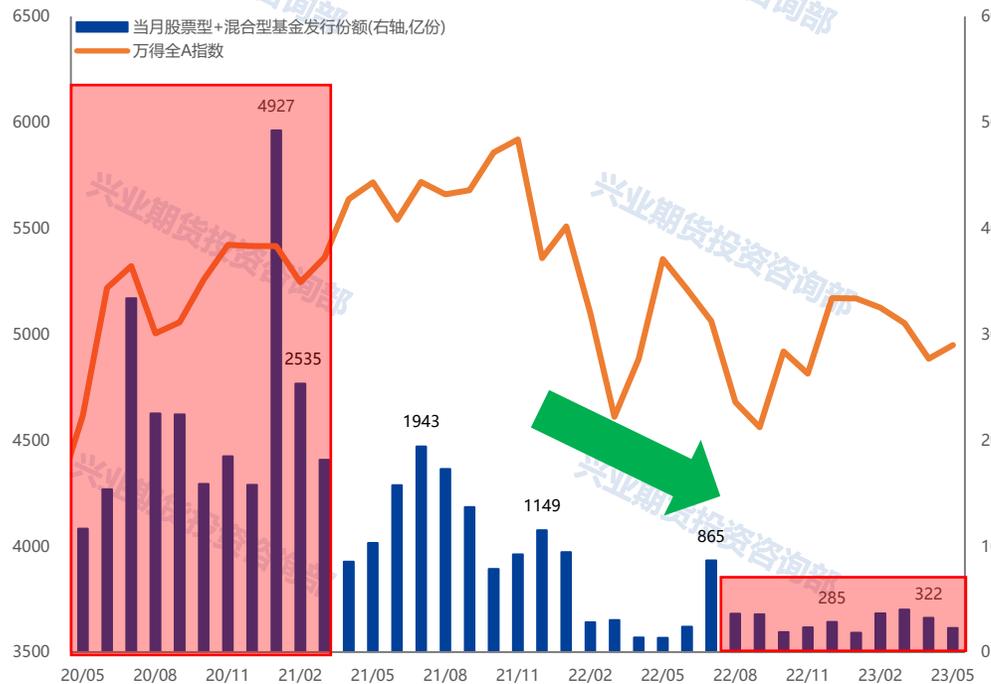
5594.3	0	10%	20%	30%	40%
0	5594	6154	6713	7273	7832
5%	5874	6461	7049	7636	8224
10%	6154	6769	7384	8000	8615
15%	6433	7077	7720	8363	9007
20%	6713	7384	8056	8727	9398

- 再从万得全A指数风险溢价（ERP），以及股息率、十年期国债收益率比值看，二者均处于高分位值区间，反映市场的“超跌”状态；
- 这也同样意味着，A股绝对估值偏低，未来其风险偏好存在充裕的提升空间。

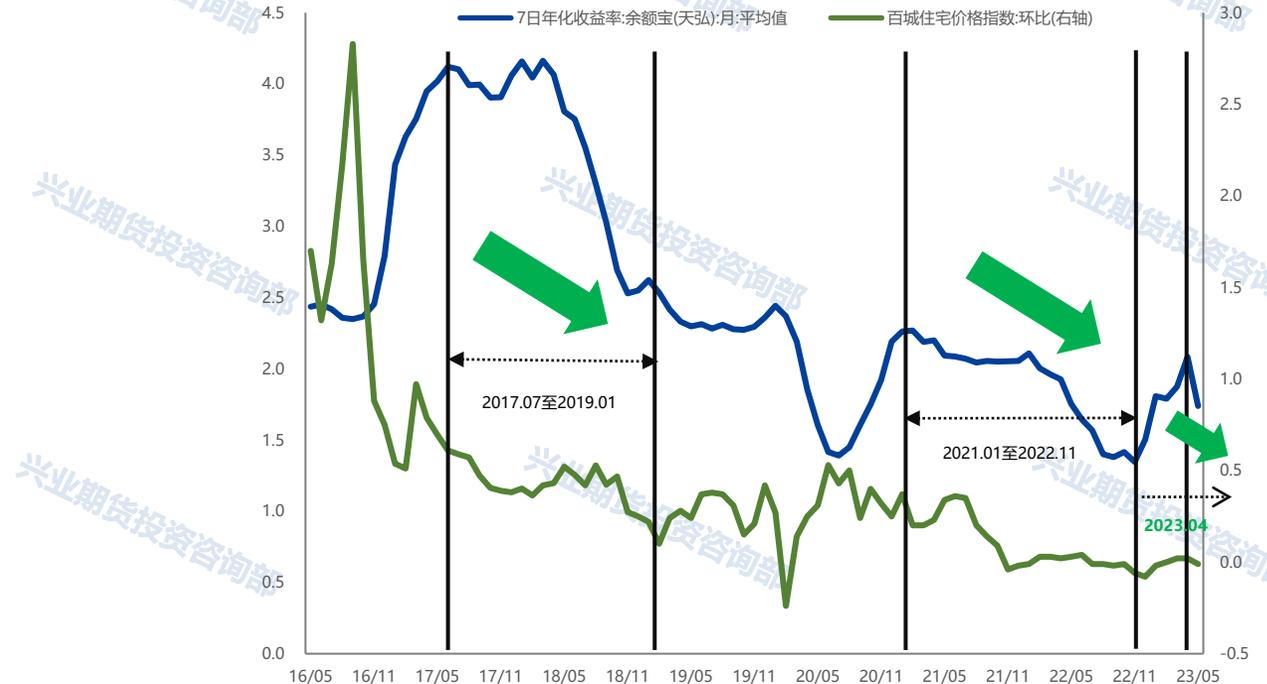


- 自2023年初以来，因基本面修复斜率下滑、海外市场负面扰动较多，导致A股缺乏持续的“赚钱效应”，中长线大资金流入情况不佳（以国内公募股基发行募集份额连续多月处低水平状态为代表）、亦难以形成资金面的正反馈格局。
- 但从典型理财产品、商品房等国内居民的主要大类资产配置标的收益率看，近月来其同样呈下滑趋势，预计其吸引力将下降。考虑近3年来，我国居民已累积大量超额储蓄，叠加“资产荒”的大背景，在下半年A股大概率回暖的预判下、其对各类大资金依旧具备良好的吸引潜力。

国内股票型及混合型基金发行募集情况（截至2023年5月底）



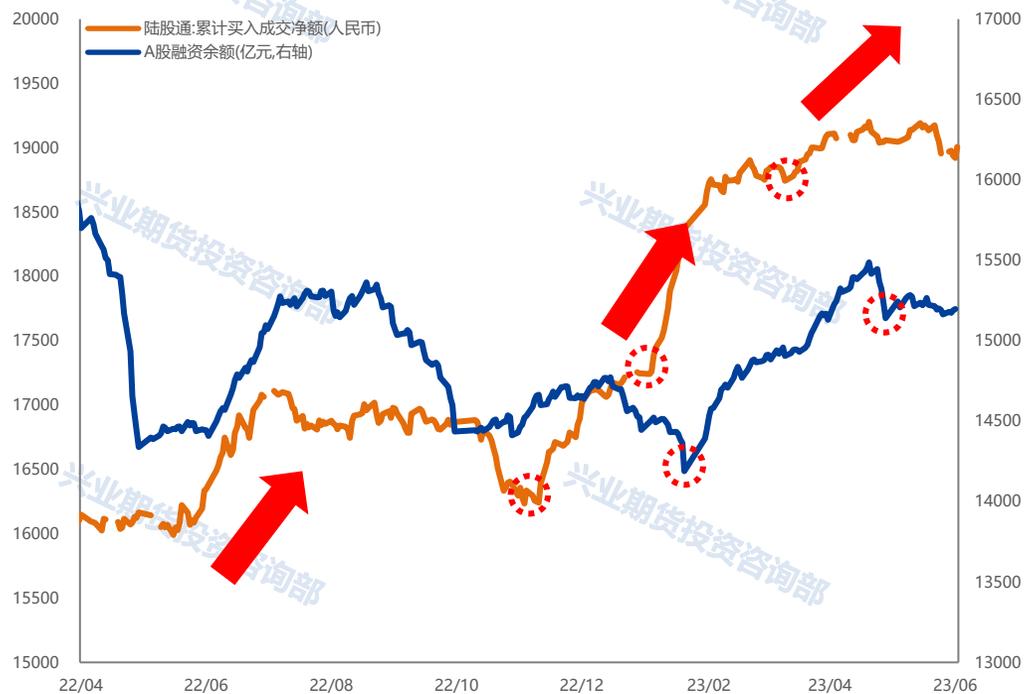
理财产品收益率、房价走势对比（截至2023年5月）



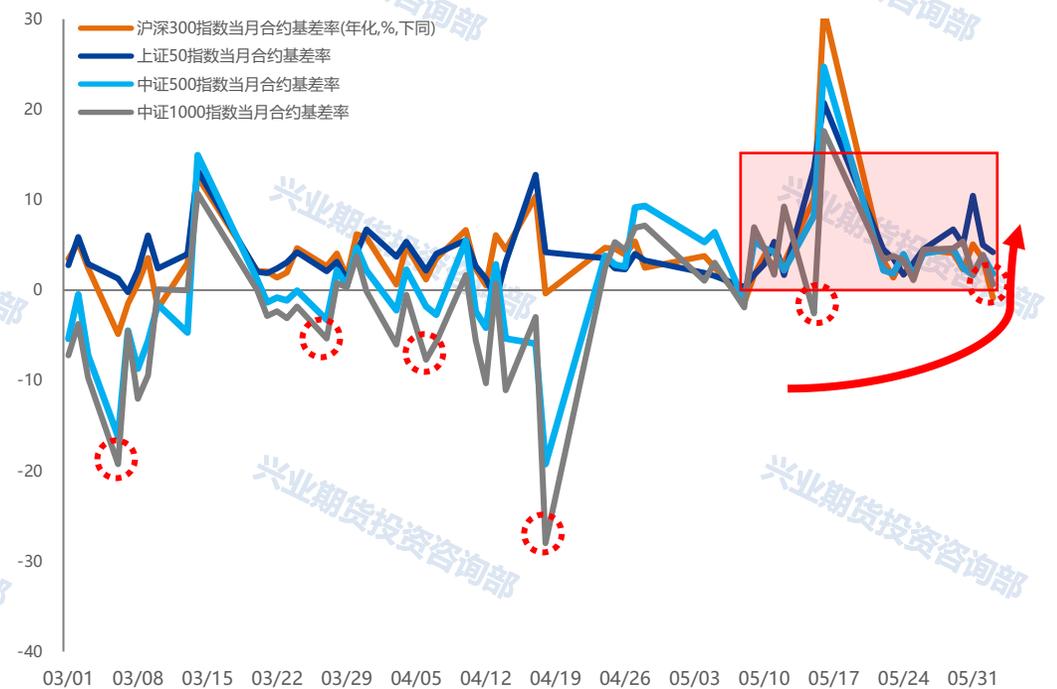
从情绪面看：（1）以陆股通资金、A股融资余额为例，其近期虽有波动，但总体水平仍呈净流入状态；（2）再从A股四大股指期货基差率看，总体维持升水状态，亦可呈现市场的乐观预期。

总体而言，以微观面核心指标看，A股依旧有积极的情绪面信号。

陆股通资金净流入额、A股融资余额情况（截至2023.6.2）

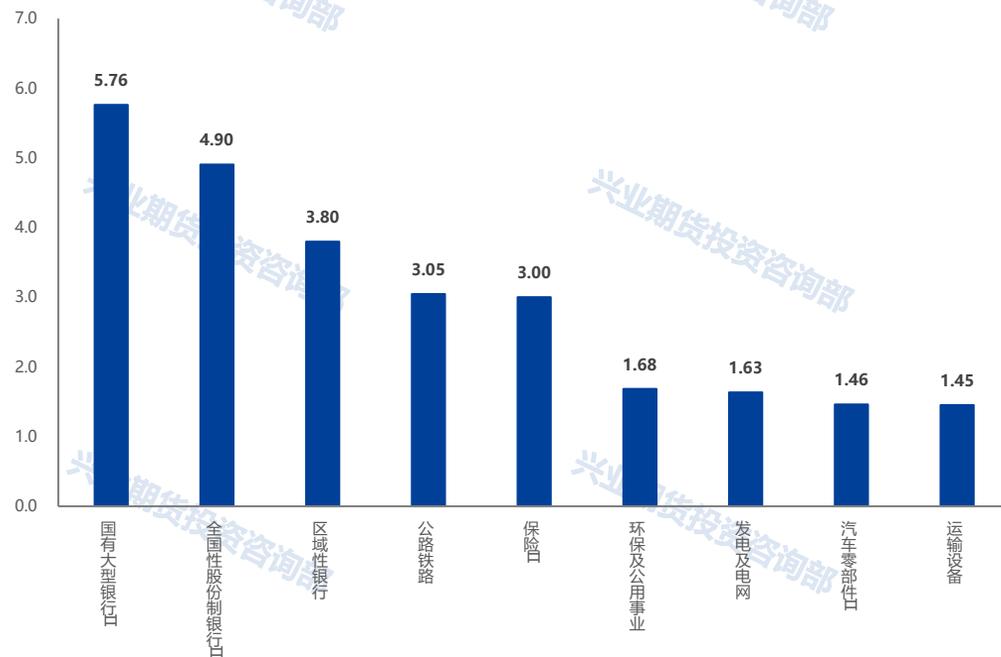


国内主要股指期货当月合约基差率走势（截至2023.6.2，剔除分红）

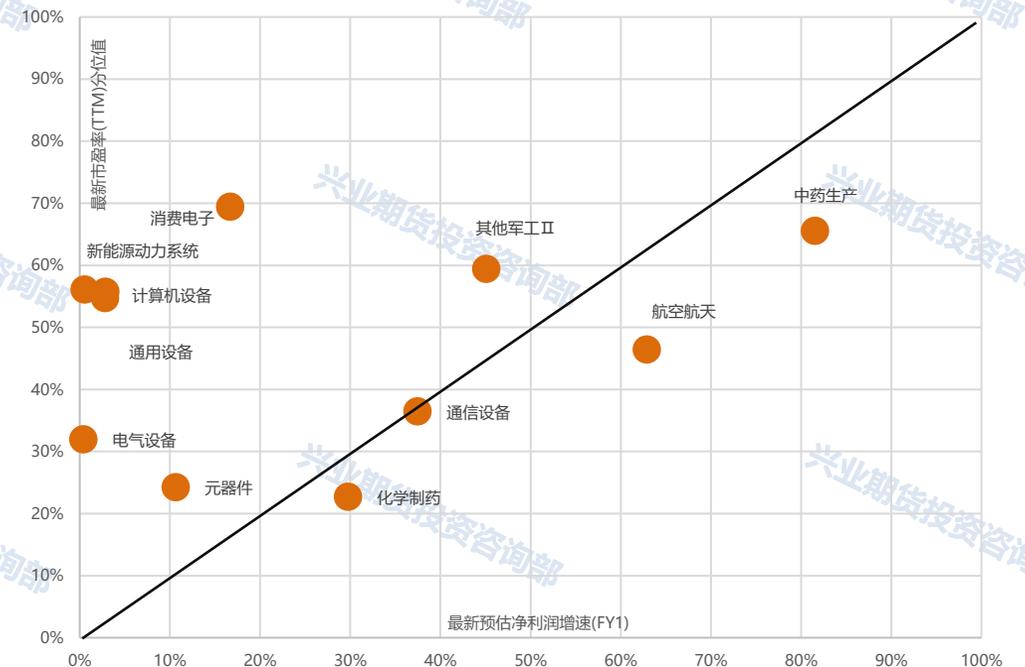


- 以2023年4月19日为基准日、中信二级行业为样本，获得显著超额收益（基准指数为万得全A指数）的行业主要为：金融、建筑、石油石化、电信、公用事业、中药生产及TMT等。
- 上述现象的核心原因如下：（1）部分行业属于高股息率、高分红类型，在“弱复苏”背景下，基于防御价值，其性价比凸显；（2）部分行业则是基于高成长性、高业绩增速及预期，且估值匹配度良好，亦具备较高的性价比。
- 总体而言，目前市场更偏向于均衡风格，即价值和成长均需兼顾。

相关超额收益最大中信二级行业股息率情况（截至2023.6.2）



相关超额收益最大中信二级行业估值、业绩增速情况（截至2023.6.2）



- 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44.7%，46.5%，34.9%和38.7%。以此看，沪深300、上证50指数多头配置价值最高。
- 再考虑二者对市场风格切换的兼容性，沪深300指数相对更佳，因此，仍宜选择其作为多头配置标的。

基于PB-ROE维度，相关行业四大股指占比统计（截至2023.6.2）

简称	最新总市值 (亿,2023.6.2)	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	10832	0.9%	6.8%	13.3%	11.3%	12.2	2.3	0.0	2.3	0.8	1.2
白色家电II	8344	5.4%	4.6%	13.3%	11.1%	19.1	2.7	1.3	0.0	0.2	0.9
化学制药	18249	6.3%	9.8%	22.7%	19.7%	9.3	1.6	3.9	4.2	3.6	2.0
酒类	43783	7.1%	17.1%	21.7%	19.9%	24.0	10.0	17.9	0.9	1.0	4.7
新能源动力系统	17607	12.7%	10.8%	55.1%	34.1%	16.3	4.2	0.0	1.6	1.9	1.9
消费电子	11872	18.1%	0.7%	69.4%	43.6%	9.9	1.6	0.0	2.0	1.9	1.3
半导体	36447	18.6%	15.9%	18.5%	43.0%	7.9	4.3	2.9	4.6	3.3	3.9
专用机械	17088	20.1%	18.4%	48.7%	26.4%	11.2	0.6	0.0	2.0	3.0	1.8
工业金属	8820	21.8%	34.5%	30.7%	15.1%	12.4	0.5	0.0	2.5	2.5	1.0
通用设备	11523	24.9%	19.6%	54.7%	24.7%	9.5	0.5	0.0	1.2	3.0	1.2
航空航天	9130	27.2%	25.0%	45.4%	39.6%	6.9	0.8	0.8	2.9	0.9	1.0
保险II	26605	29.2%	43.0%	40.3%	16.1%	11.8	4.0	10.6	0.0	0.1	2.9
电源设备	22456	30.1%	33.3%	38.4%	22.3%	16.5	3.8	4.9	1.4	2.8	2.4
汽车零部件II	12322	34.9%	28.1%	45.2%	29.2%	8.7	0.8	0.0	1.1	2.5	1.3
计算机设备	12765	38.8%	27.1%	55.7%	36.8%	9.2	1.4	0.0	1.5	1.2	1.4
电气设备	16613	43.9%	35.5%	31.9%	17.1%	12.2	1.8	1.5	2.0	2.6	1.8
其他军工II	9872	45.6%	43.7%	59.4%	40.7%	7.5	0.8	0.0	2.0	2.6	1.1
建筑施工	18049	48.5%	91.2%	19.1%	20.8%	9.6	2.4	2.7	0.9	2.1	1.9
通信设备	10928	59.0%	40.6%	36.4%	28.5%	9.5	0.7	0.0	2.2	2.8	1.2
初筛选行业四大股指权重占比合计							68.0	75.4	52.9	50.7	57.4
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)							44.7	46.5	34.9	38.7	34.8

国内A股主要指数近3月相关系数（截至2023.6.2）

指数	沪深300	上证50	中证500	中证1000	创业板指	科创50	国证成长	国证价值
沪深300	1.00	0.95	0.84	0.74	0.90	0.79	0.95	0.85
上证50	0.95	1.00	0.64	0.53	0.73	0.78	0.80	0.87
中证500	0.84	0.64	1.00	0.98	0.94	0.56	0.93	0.68
中证1000	0.74	0.53	0.98	1.00	0.88	0.44	0.86	0.59
创业板指	0.90	0.73	0.94	0.88	1.00	0.68	0.99	0.62
科创50	0.79	0.78	0.56	0.44	0.68	1.00	0.67	0.63
国证成长	0.95	0.80	0.93	0.86	0.99	0.67	1.00	0.71
国证价值	0.85	0.87	0.68	0.59	0.62	0.63	0.71	1.00
总计	3.49	3.19	3.12	2.77	/	/	/	/

周期:日线 2023/03/02 - 2023/06/02



橡胶

RU

01

乘用车零售可圈可点，需求传导尚未受阻

02

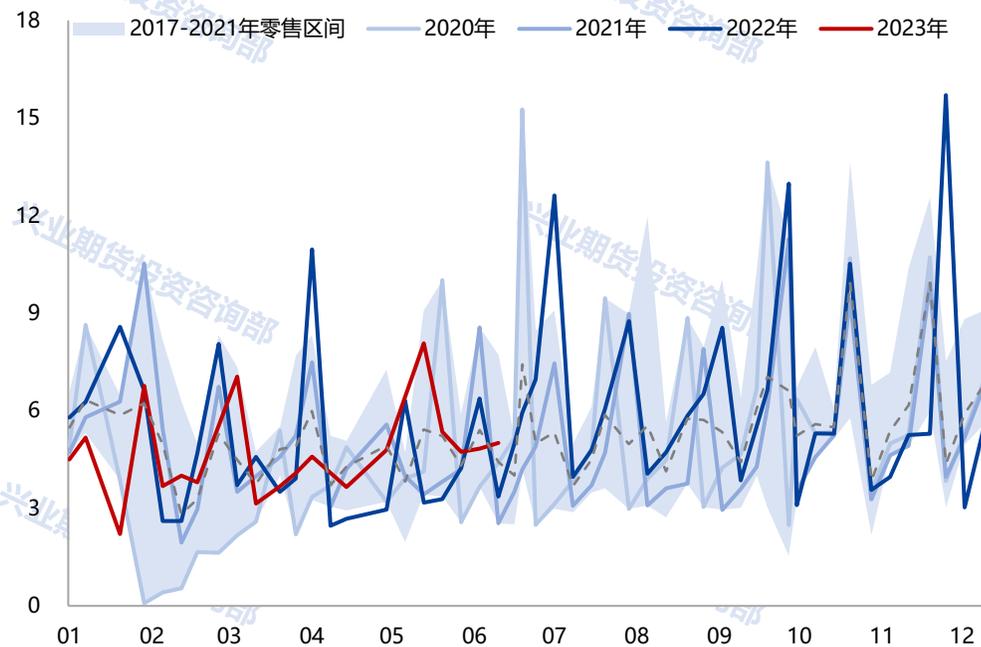
原料价格逐步攀升，气候影响依然不容小觑

03

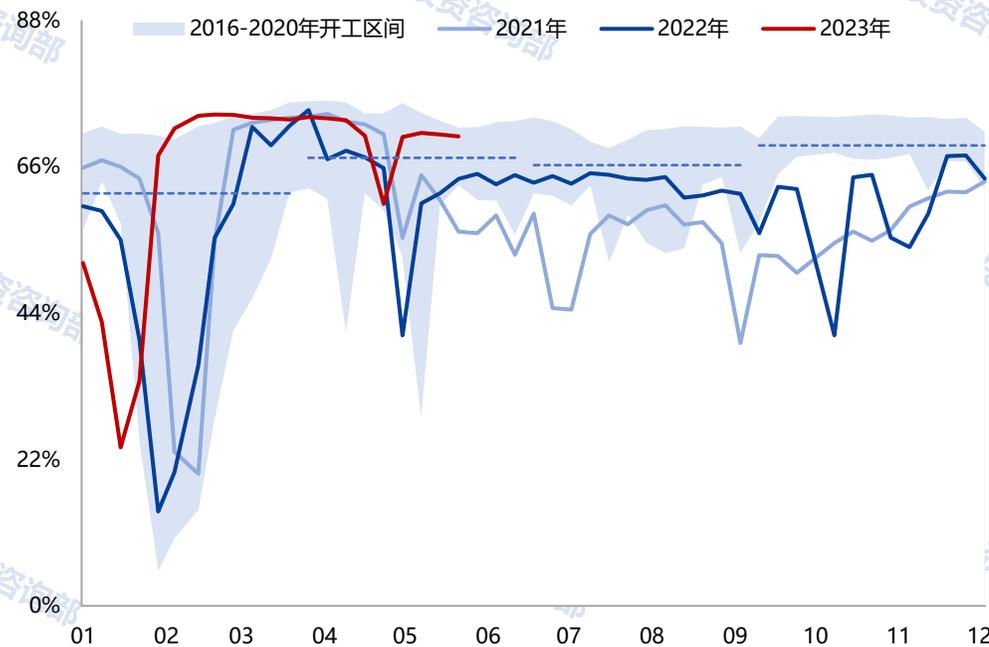
结构性库存压力仍存，但低估值多头性价比占优

需求方面，乘联会数据显示5月1-28号乘用车零售139.2万辆，环比降6%、同比增19%，同时行业协会呼吁继续出台行之有效的消费促进措施，政策引导有望增强，部分地市已开展购车补贴相关指引，橡胶终端需求偏向乐观；而本周轮胎企业开工表现尚可，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，需求传导并未受阻。

乘用车日均零售

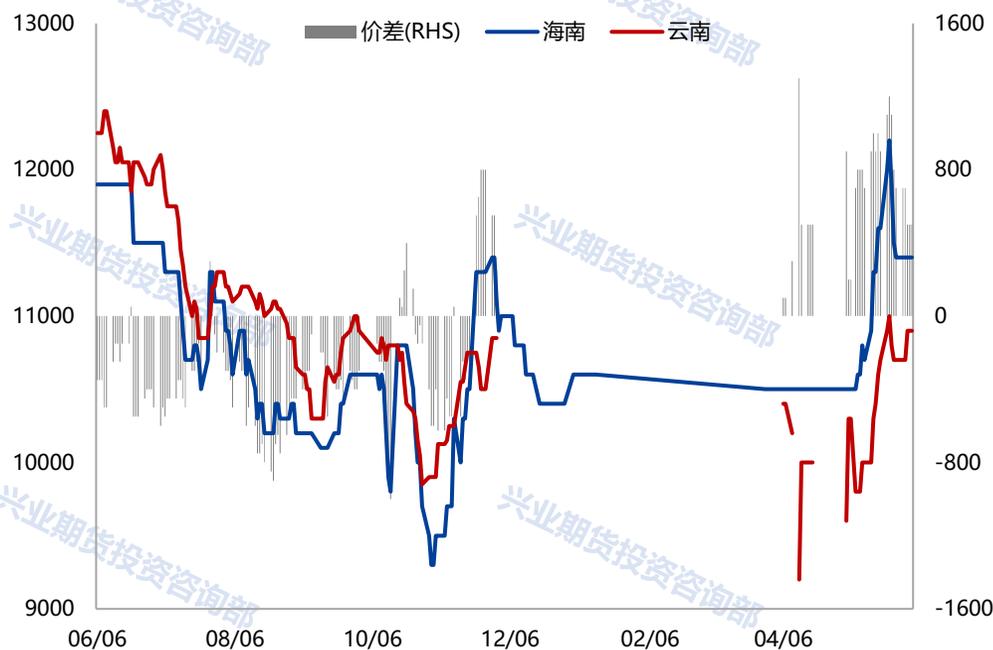


半钢胎开工率季节性

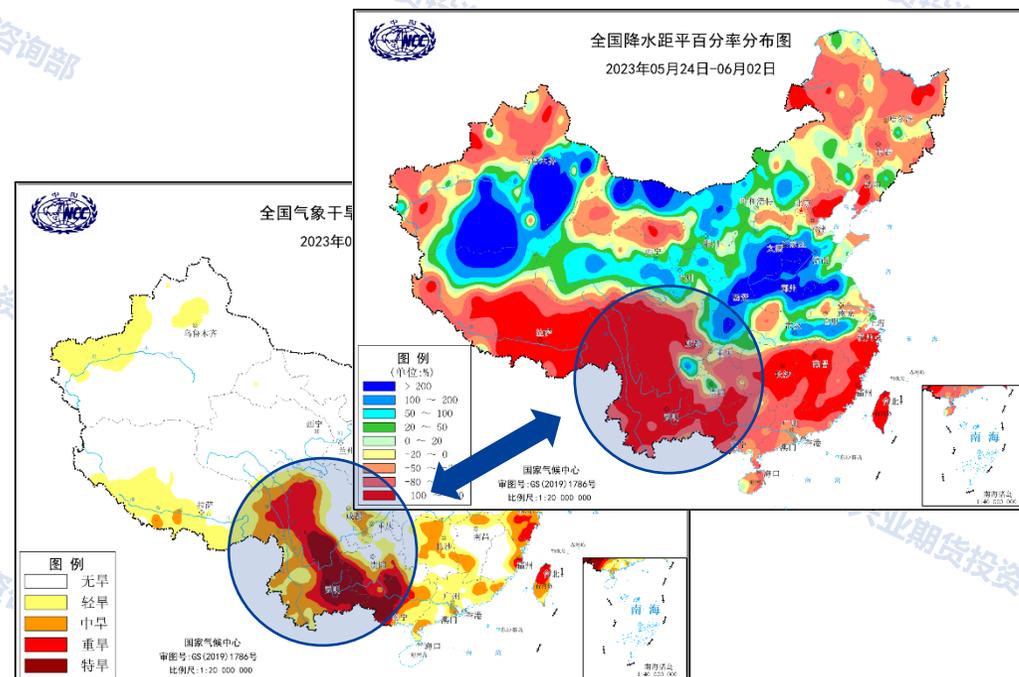


供应方面，版纳地区虽进入雨季，此前旱情稍有缓解，部分产区尝试复割，但今夏物候条件变动显著增强，NOAA气象报告及国家气候中心预测数据均显示新一轮厄尔尼诺事件已然发生，而5月下旬云南降雨再度缩减，全省平均降水量11.8mm、较常年同期偏少48.3mm，极端天气对割胶生产的负面影响进一步显现，当地原料价格逐步攀升，供应不足现状尚未实质性好转。

海南及云南原料价格

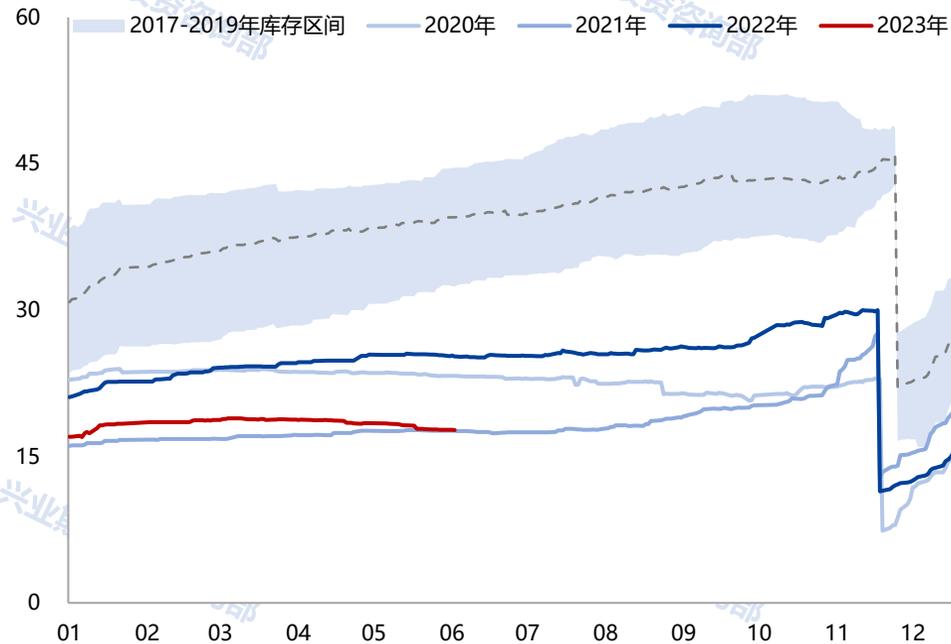


气象干旱及降水距平监测



- 库存方面，港口降库拐点尚未来临，结构性库存压力持续存在，但沪胶仓单逼近历史同期最低水平，交割品减产大势已定。
- 综合来看，乘用车零售数据延续复苏势头，需求传导效率亦未受限，而国内原料生产再度受到天气影响干扰，原料产出放量不足，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30%上下，低估值特征显著，沪胶多头策略赔率占优；近期可关注国内产区气候变动及汽车消费政策指引。

天然橡胶期货库存(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，供应端趋紧方向明确

02

美棉种植进度偏慢，多地旱情持续带来支撑

03

纺织企业订单、开机水平回升，需求复苏或加快

- 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，近期受阶段性连续低温、大风、冰雹等天气影响，棉花生育缓慢，部分棉田出现大小苗现象，长势偏慢的棉苗高度只有11cm左右，真叶3-4片。随着近日新疆多地气温回升，需持续关注后期天气对棉花生长的影响。
- 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

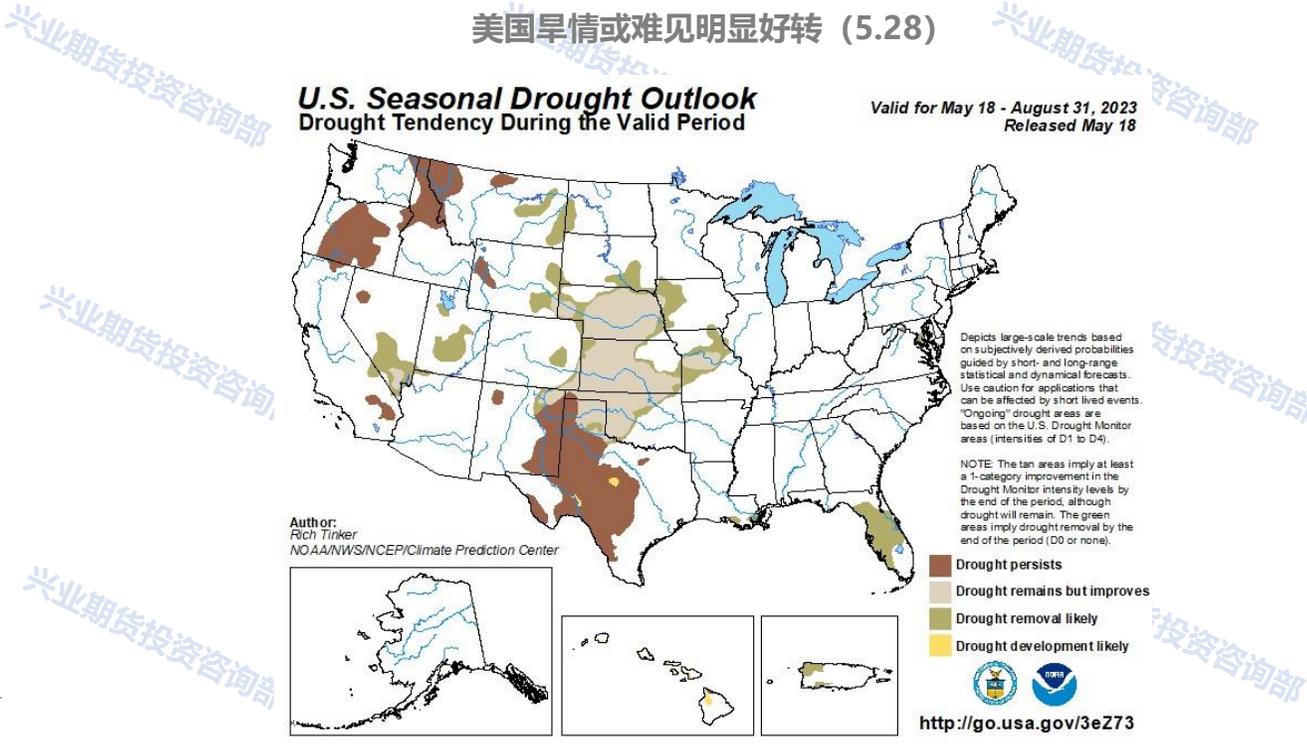
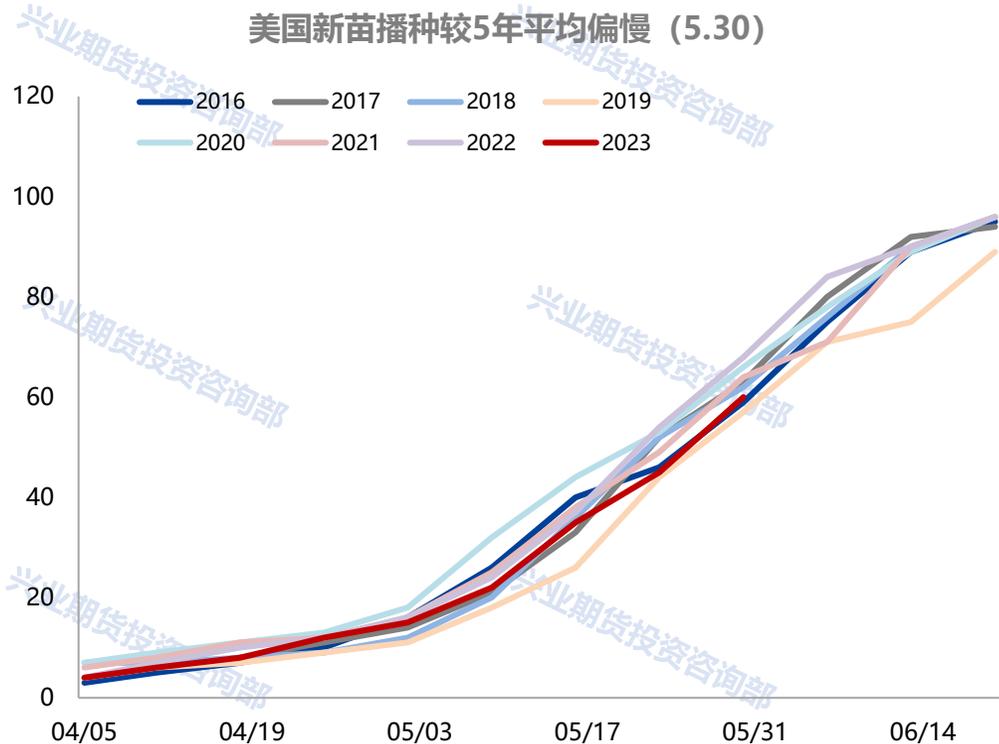
	2023年意向种植面积(万亩)	同比	2023年预期产量(万吨)	同比
新疆	3681	-7.1%	559.5	-10.6%
甘肃	34.5	0.0%	3.6	0.0%
山东	161.5	-4.4%	13.9	-4.8%
河北	170.5	-4.7%	15.3	-12.6%
河南	34.5	-4.4%	2.9	-3.3%
湖北	56.8	-10.0%	3.9	-11.4%
安徽	37.7	-8.4%	2.6	-10.3%
湖南	32.2	0.0%	2.4	0.0%
江苏	10.1	-16.5%	0.8	-11.1%
全国	4252	-6.9%	607.6	-10.5%

受天气影响新疆部分地区棉花长势偏慢



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。

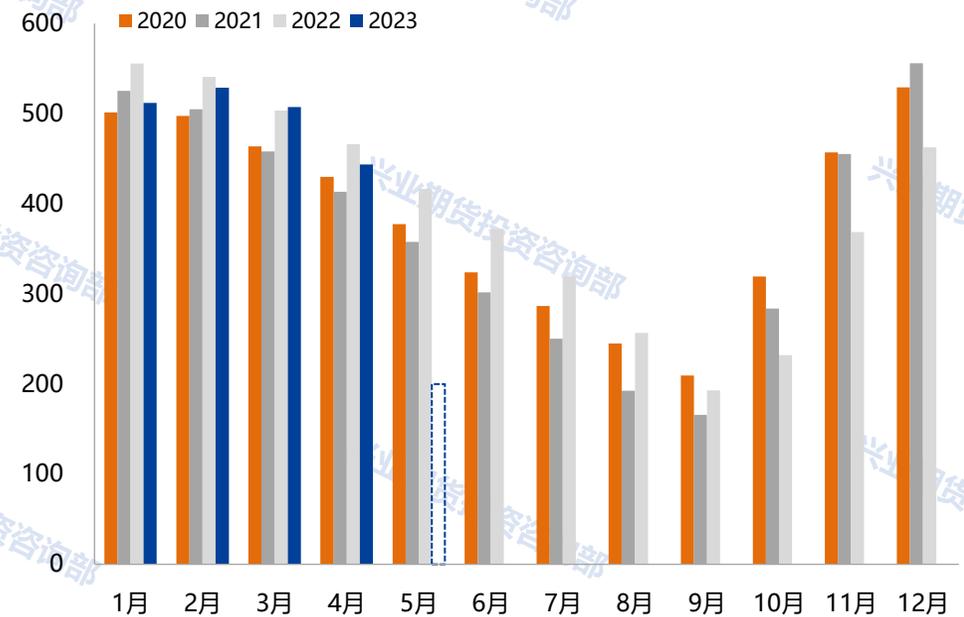


□ 纺企目前基本处于不留成品库存状态，接单生产，当前库存不高，高支纱订单可以接到7月，普梳也可接到6月底，总体订单水平有所回升。下游预计将呈现“淡季不淡，旺季不旺”状态。目前棉花商业库存同比处于低位，需求复苏或加快。

江浙织机开机率有所回升



商业库存同比低位、需求复苏或加快



纯碱

SA

01

重碱需求稳步增加，轻碱消费保持平稳

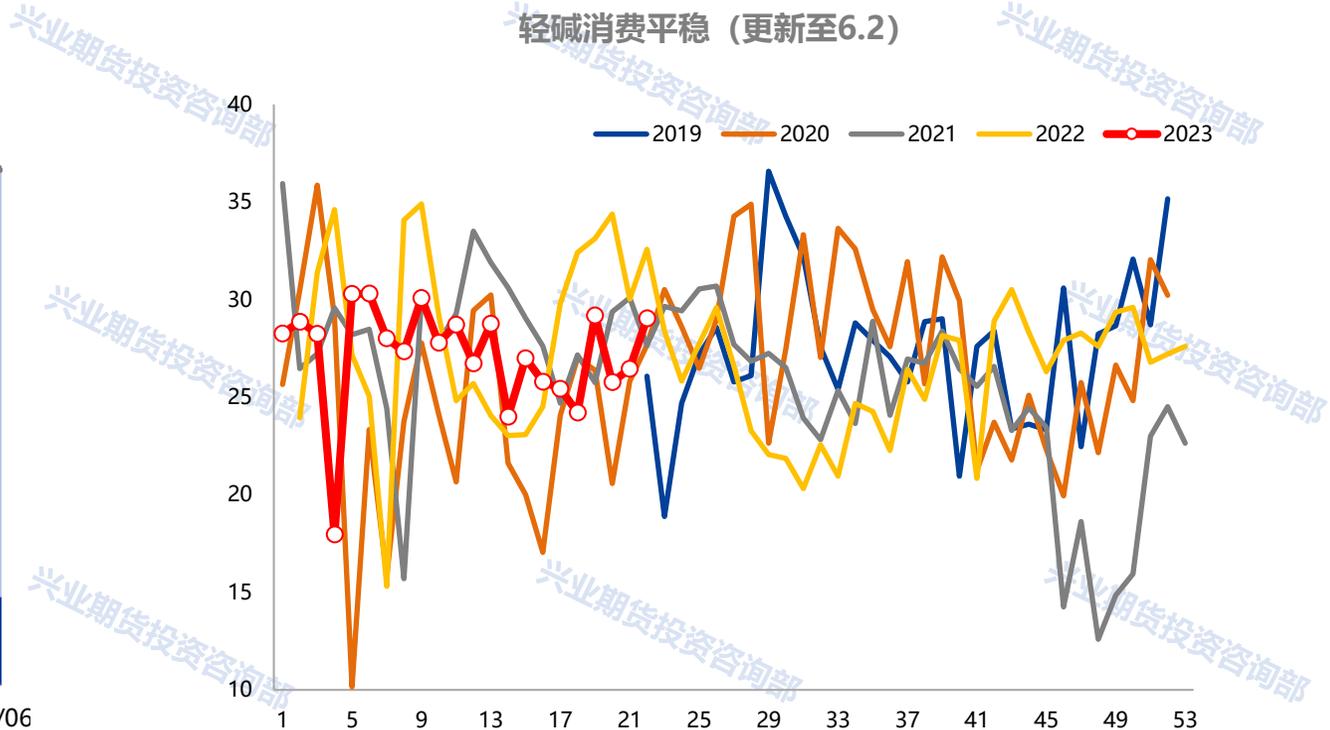
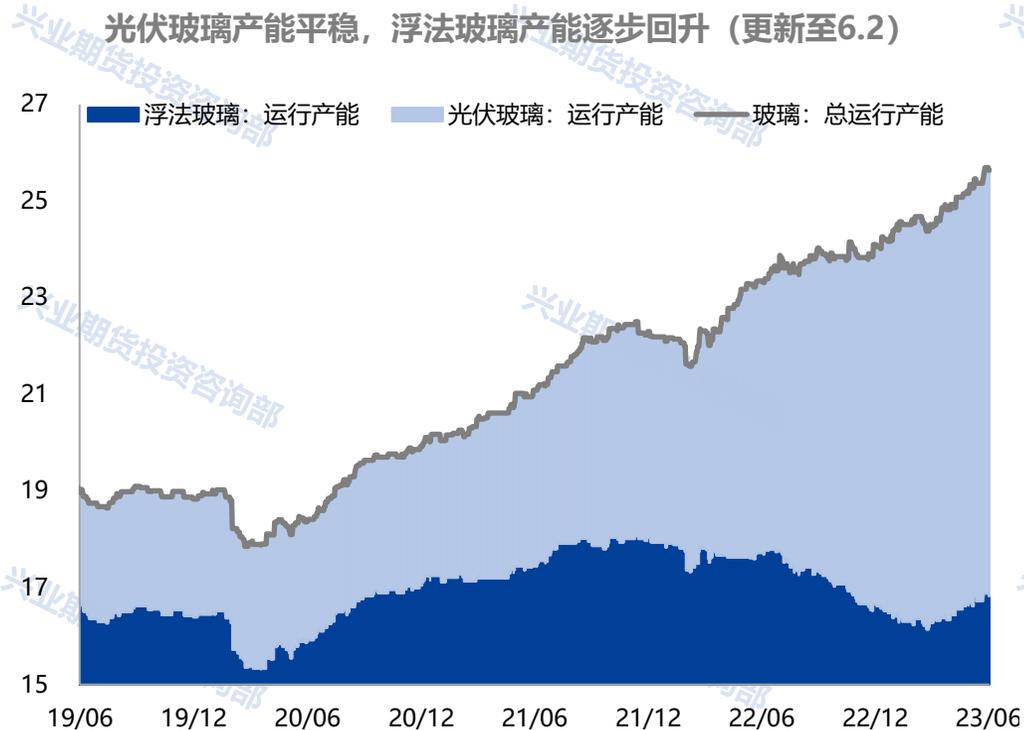
02

市场对供需结构恶化预期较充分，兑现尚需时间

03

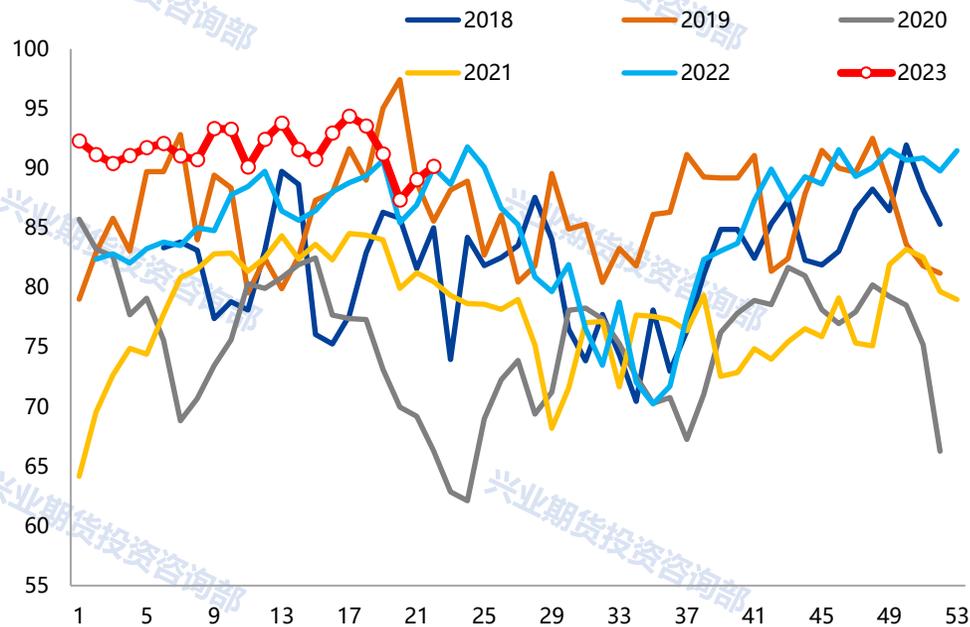
短期续跌动能减弱，且市场情绪回暖，轻仓试多远月

- 2023年以来，光伏玻璃产能稳中小增，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，玻璃对重碱需求稳步增加。
- 轻碱消费无亮眼表现，整体保持平稳。
- 4月纯碱净出口量回升至14.46万吨，前值11.75万吨，去年同期14.85万吨。

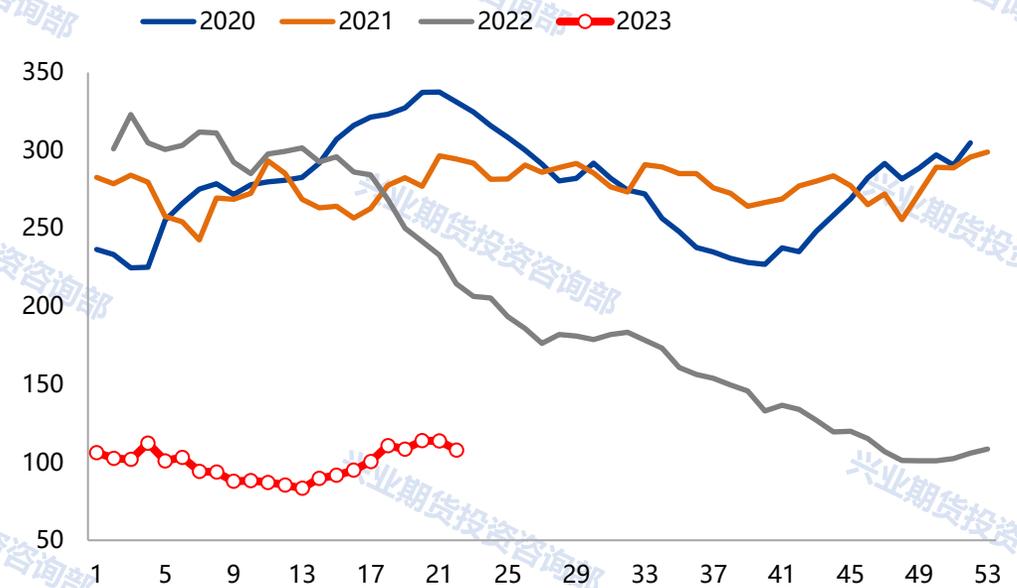


今年两大新增产能，市场预估远兴能源500万吨预计6月份开始陆续投产，9月实现满产，今年产量增量200万吨，金山200万吨产能计划8月开车，3个月内满产。按此投产节奏，纯碱四季度累库压力非常大，因此本轮跌价过程中，纯碱生产企业倾向于远兴投产前维持高产量以兑现利润，下游企业则尽力压低纯碱库存以降低风险，纯碱库存逐步向上游集中。截至6月初，纯碱开工率均保持在同期高位，纯碱企业库存由年初的20-30万吨增加至50万吨以上，下游玻璃企业纯碱库存可用天数则降至14天左右，纯碱总库存仍保持低位。目前看市场对于纯碱供需结构恶化程度的预期已较为充分，结合装置投产节奏和行业低库存现状分析，纯碱供需结构显著恶化兑现的时间窗口可能在淡季以后，在无增量利空的情况下，纯碱价格阶段性支撑增强。

纯碱开工率（更新至6.2）

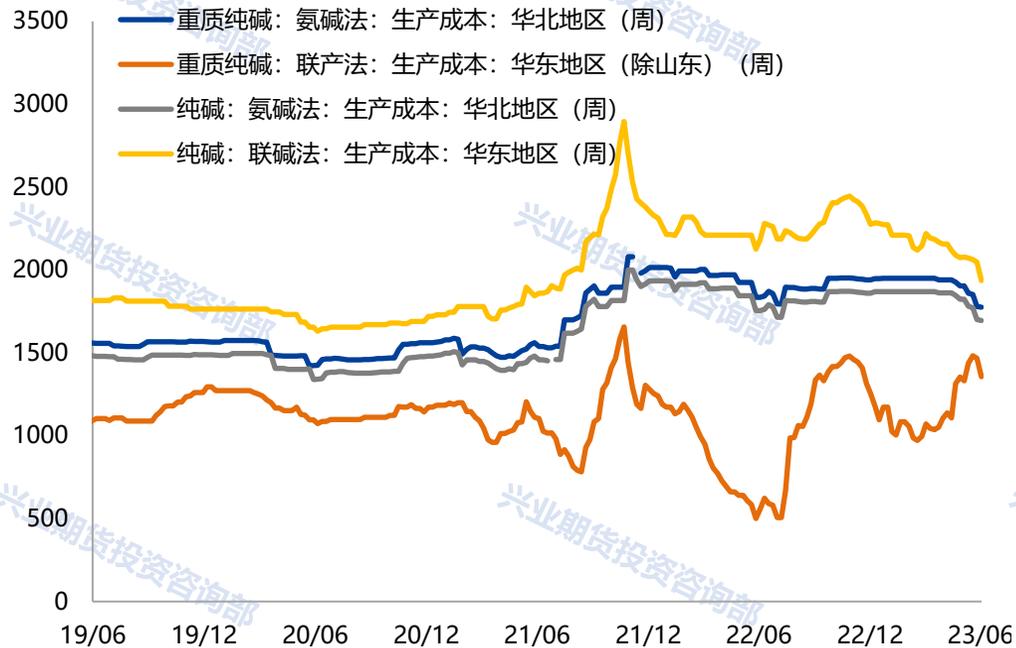


纯碱三环节库存（更新至6.2）



□ 天然碱产能扩张+煤价大跌，引发的成本坍塌，也是本轮纯碱价格下跌的核心驱动之一。按照钢联数据，华北地区氨碱法成本尚有1695元/吨，华东联碱法成本尚有1936元/吨。在煤价极端下跌至500-600元/吨时，纯碱氨碱法和联碱法成本可低至1300-1400元/吨。虽然纯碱行业分散度高，装置年份分布较散，成本曲线可能相对陡峭，但该成本对于纯碱远月合约的定价可能仍具备一定参考意义。从成本角度评估，纯碱远月合约对利空的反应也较为充分。鉴于当前宏观政策预期走强，又极大地提振了市场情绪，短期纯碱远月跟随市场情绪反弹动力可能相对增强，建议可轻仓试多。

纯碱成本（更新至6.2）



纯碱成本（更新至6.2）

地区	氨碱法				联碱法			
	产能	占比	成本	利润	产能	占比	成本	利润
华北	265	8.2%	1,695	465	80	2.5%	-	-
华东	570	17.6%	-	-	540	16.7%	1,936	594
总计	1405	43.4%	-	-	1670	51.6%	-	-
总产能	3235	100.0%						

沪铝

AL

01

电解铝复产节奏偏缓，云南企业复产意愿一般

02

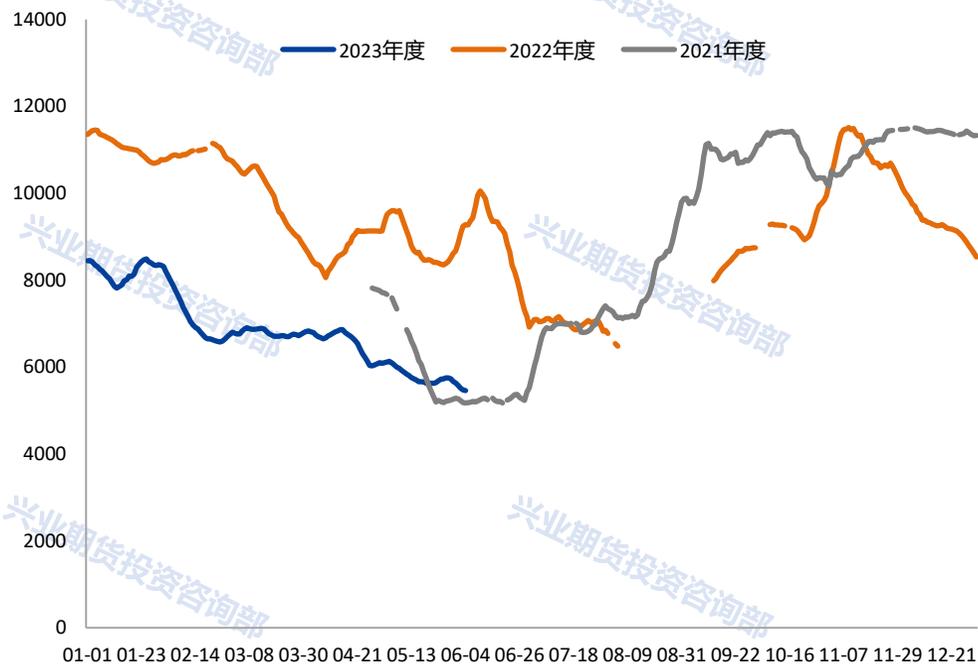
天气扰动仍存担忧，贵州、四川等地产能增量或不及预期

03

需求端仍有潜在利多，库存下行斜率未见放缓

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。

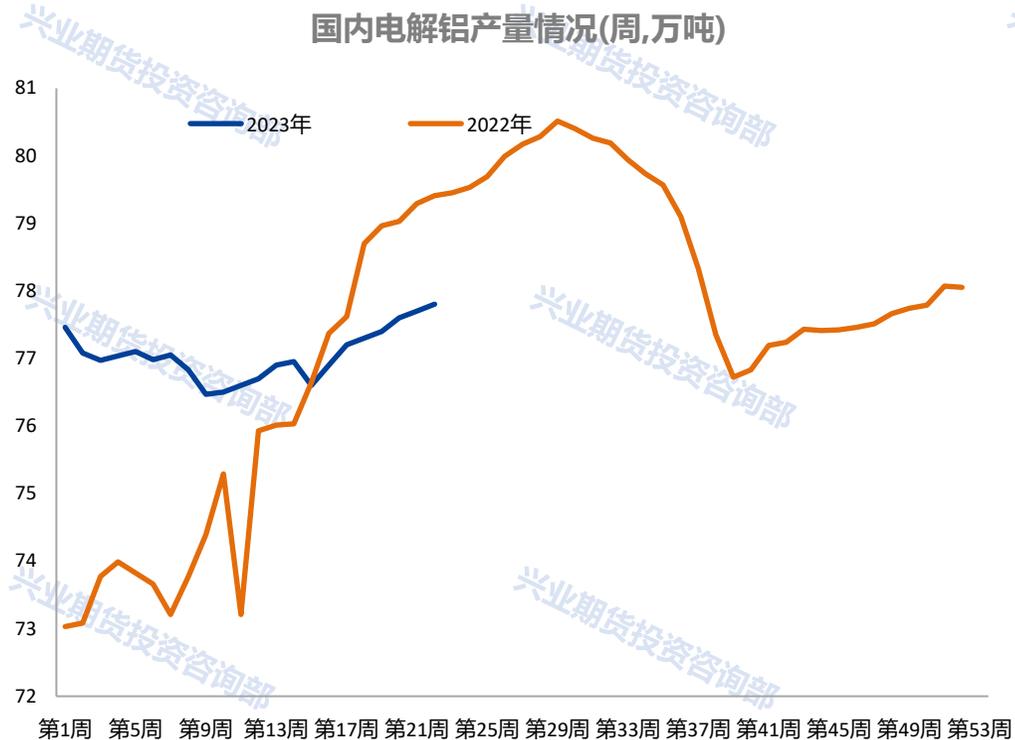
云南溪洛渡水库需水量(百万立方米)



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

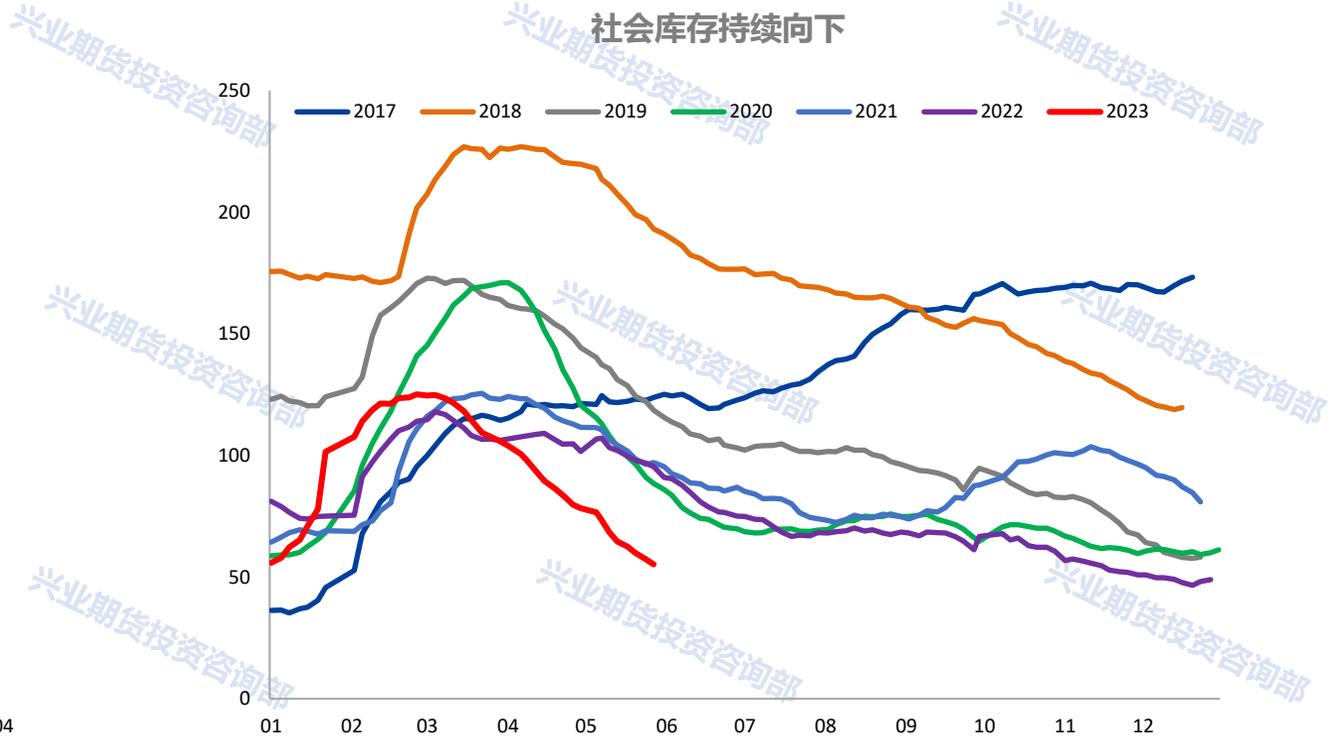
从目前来看，今年的复产产能和新增产能主要来自于内蒙古和西南地区。目前贵州和四川整体复产的节奏偏缓，但由于去年的缺电已经今年极端天气的担忧，西南地区产能是否能如期投放仍存在不确定性。根据MYSTEEL数据，截止6月3日当周产量仅77.8万吨，低于去年同期79.41万吨，累计产能1618.09万吨，去年同期1512.98万吨，增速仅1.61%。



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，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，社会库存正处于历史低位且仍在持续向下，下行斜率暂未出现放缓，预计库存下行仍将延续。





铁矿

01

矿山成本支撑较明确

02

铁水产量高位运行，铁矿价格支撑较强

03

唐山环保限产再起，对铁矿价格冲击较有限

04

极端看空情绪缓和，卖出看跌期权调整行权价

黑色金属品种策略（铁矿）：矿山成本支撑较明确

- 2023年铁矿石供应过剩，铁矿石矿山成本支撑基本落于70-75美金之间。
- 6月矿山折扣公布，超特、金布巴两类低品粉矿折扣较5月提高。
- 目前矿山成本70美金折算到期货盘面，落于600-650之间。

更新日期 2023-06-02
 西澳-青岛运费 7.55 美元兑人民币 7.0939
 美元/吨

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6月折扣	11.50%	5.00%	4.25%	0.00%	1.25%
50	497	461	470	401	491
60	568	537	547	481	570
70	639	613	624	561	649
75	674	651	662	601	688
80	710	689	701	641	728
90	781	765	777	721	807
100	852	842	854	802	886
110	923	918	931	882	966
120	993	994	1008	962	1045
130	1064	1070	1084	1042	1124

铁矿石供需平衡表

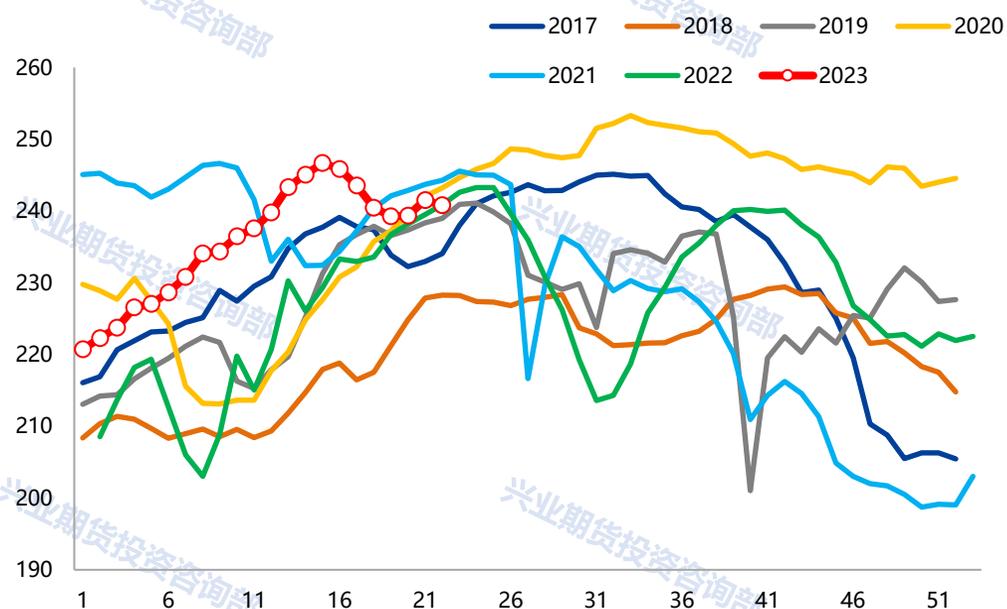
铁矿石供需平衡表	2019	2020	2021	2022	2023.E
力拓	3.38	3.41	3.31	3.32	3.39
BHP	2.72	2.88	2.88	2.89	2.91
FMG	1.74	1.80	1.85	1.93	2.00
VALE	3.44	3.30	3.47	3.41	3.51
四大矿山	11.27	11.40	11.51	11.55	11.81
中国	2.64	2.71	2.63	2.60	2.66
其他	8.64	8.84	9.22	8.62	8.82
全球铁矿供应	22.55	22.95	23.37	22.76	23.28
海外生铁+直接还原铁	5.45	5.06	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70美金附近支撑较强（更新至6.2）



- 煤焦现货价格继续下探，本周港口煤价跌破800，焦炭现货第十轮提降全面落地，原料端持续向钢厂让利，长流程钢厂即期利润尚可，高炉日均铁水产量保持240万吨以上水平，基本处于同期高位。
- 并且，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，在钢厂盈利的情况下，铁矿价格向上弹性往往增强。

高炉铁水产量连续第2周回升（更新至6.2）

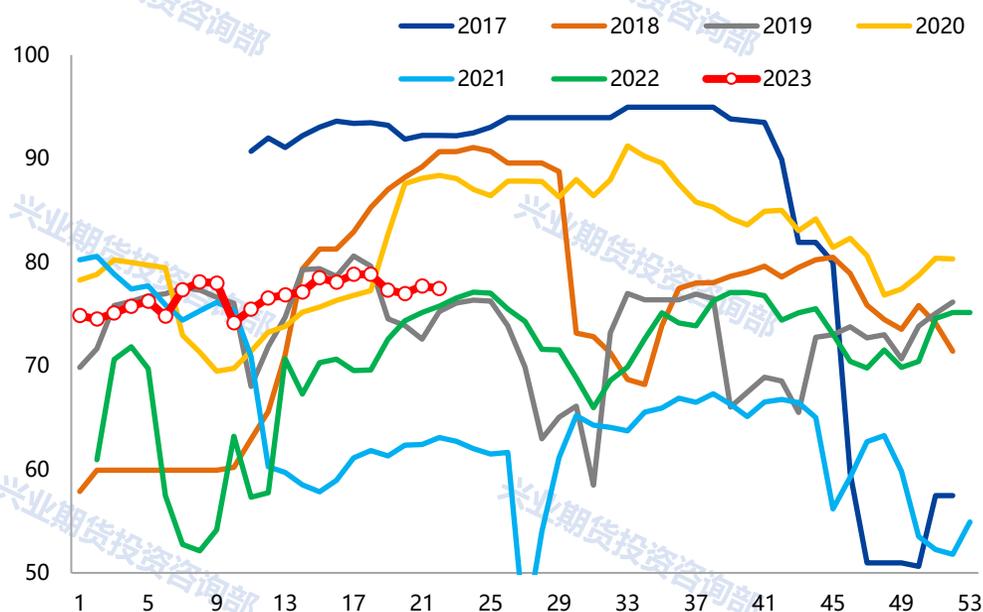


长流程钢厂即期利润尚可（更新至6.2）



□ 近期钢厂限产消息增多。上周，经钢联证实，唐山地区部分钢铁企业接到环保限产通知，要求6月底前，A级（13家）企业烧结现场0%，B级企业烧结限产50%。截至本周五，唐山地区高炉产能利用率为77.45%，高于2019年和2022年同期。从过往经验看，阶段性且地区性的烧结限产对铁矿价格的冲击较为有限，且容易因钢厂利润走扩+烧结复产预期，引发铁矿价格的上涨。需关注此次环保限产对于唐山地区高炉生产的实际影响规模。此外，今年国内继续执行粗钢产量平控政策的概率较高，基于2022年以及2023年1-4月粗钢产量估算，若落实平控，则5月-12月粗钢产量需同比下降2.7%。不过考虑到历次产量平控的实际执行时间均落于下半年，预计对2季度钢厂生产的实际影响也基本有限。

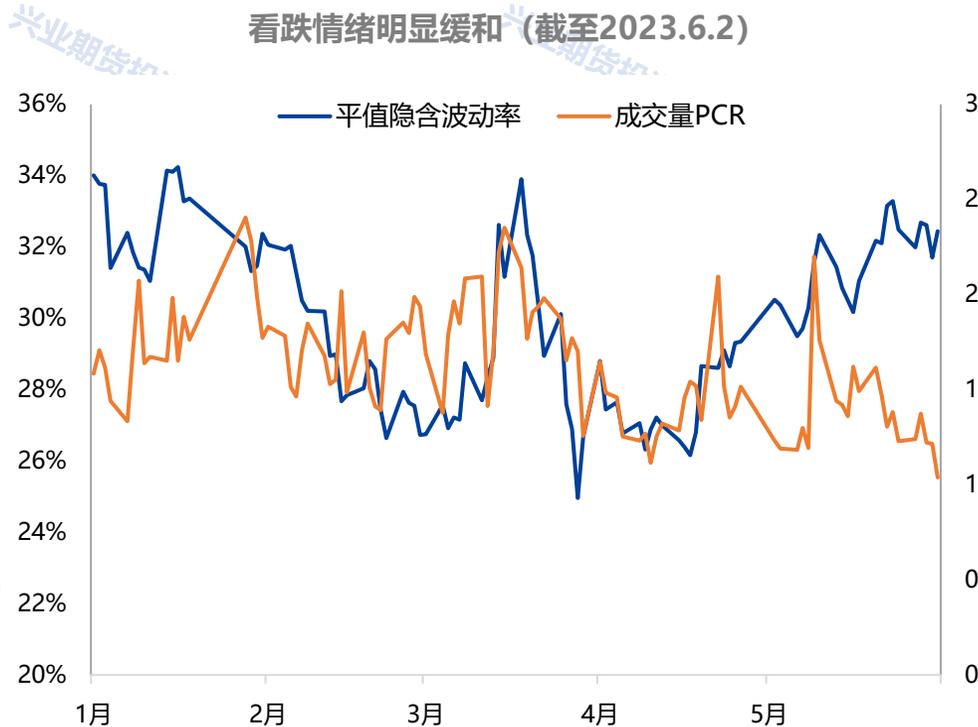
唐山高炉产能利用率（更新至6.2）



2023年粗钢产量平控目标影响

单位：万吨	粗钢产量			
	2022年	2023年	同比	
1-4月	33,615	35,439	1,824	5.4%
1-12月	101,300	101,300	0	0.0%
5-12月	67,686	65,862	-1,824	-2.7%

- ❑ 铁矿石期货价格波动剧烈，导致期货历史波动率和期权隐含波动率均增加，不利于卖出期权策略。不过期权市场情绪已经由之前的极端看空转为中性，上周看涨期权的日均成交量环比增加30%并达到年内最高，另外看涨期权持仓量也在稳步增长，情绪反转利于多头策略。
- ❑ 近一周卖出I2309-P-650权利金收入高达7元/吨，占开仓权利金的35%，建议止盈。未来期货价格企稳反弹，建议将卖出看跌行权价调整为700并适当提高持仓比例。



策略交易要点（截至2023.6.2）

项目	内容
期权策略	卖出I2309-P-700
初始资金流向	支出保证金10119元/手，收取权利金2610元/手
最大盈利	2610元/手
建议止损	2000元/手
预期收益	2190元/手（胜率80%，赔率1.3）
建议初始持仓	60%，即每2万元开仓一手
止盈止损	(1) 绝对价格：期权价格高于46止损，低于6止盈； (2) 时间：7月中旬之前

聚氯乙烯

V

01

6月上旬检修偏多，当前生产利润极低

02

生产企业库存持续下降，社会库存依旧处于高位

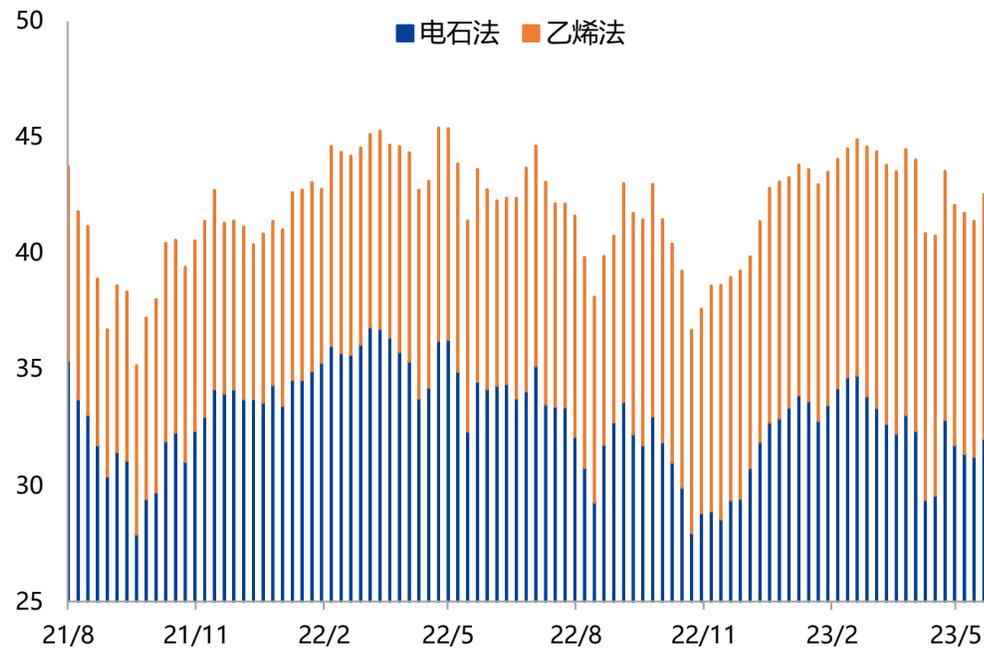
03

看涨成交达到看跌2.5倍，卖出看跌继续持有

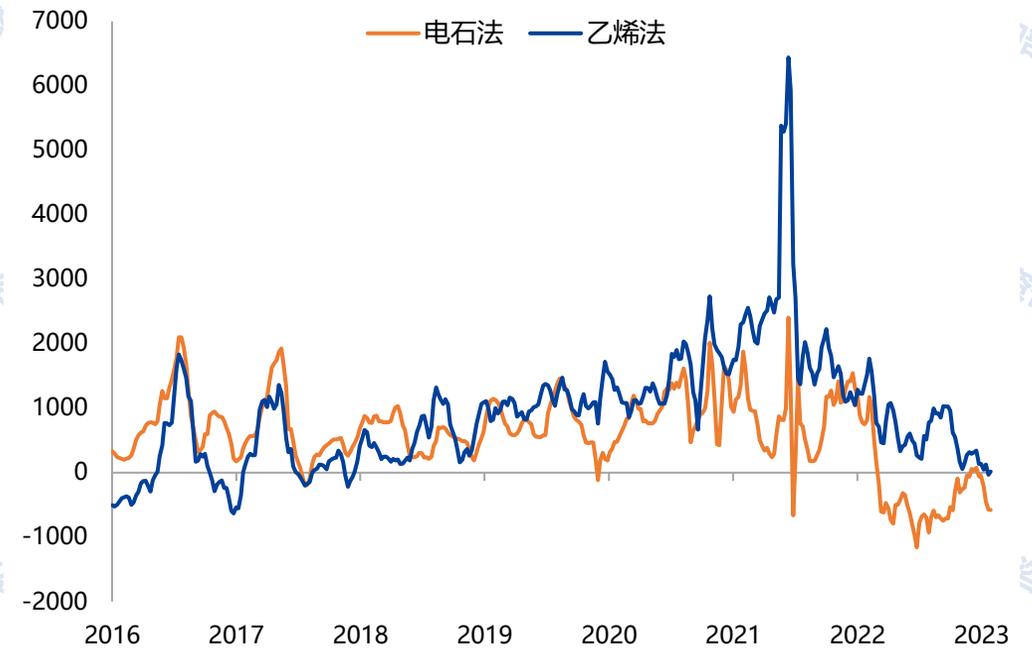
5月最后一周无新增检修装置, 开工率提升2%, 产量增加3%, 产量已经达到中等偏高水平。6月第一周5套装置合计183万吨产能计划检修, 产量预计下降5%。5月PVC产量为187万吨, 与今年4月和去年5月接近, 6月下旬新增检修装置减少同时之前检修装置陆续重启, 7月产量预期大幅增长。

近一周电石价格为3490 (-50) 元/吨, 乙烯价格为6200 (-300) 元/吨, 电石法平均成本为6000 (-50) 元/吨, 乙烯法为5830 (-5) 元/吨。PVC生产利润处于历年极低水平, 考虑到短期电石和乙烯价格进一步下跌空间有限, PVC存在较强成本支撑。

产量重新开始增长 (截至2023.6.2)



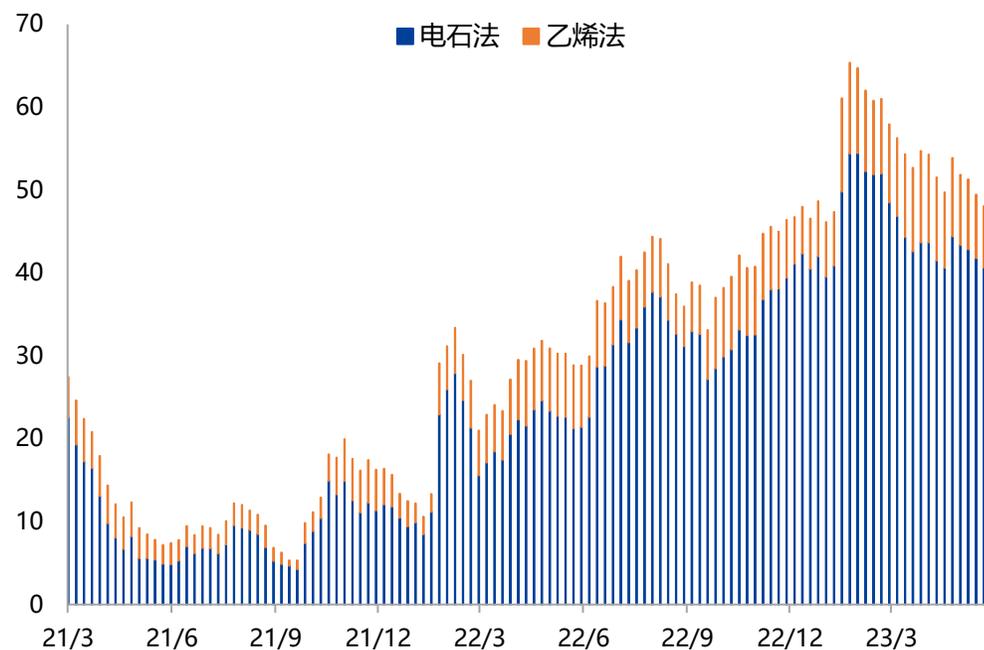
利润处于极低水平 (截至2023.6.2)



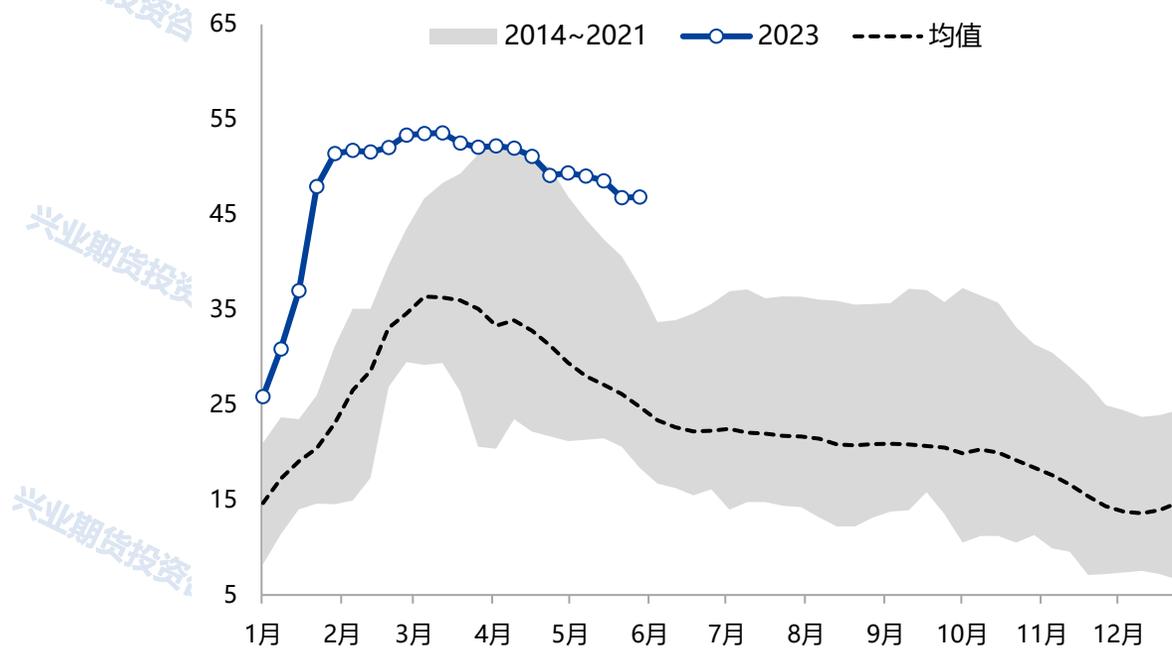
□ 生产企业库存连续第5周减少，达到48万吨，较年内最高65万吨下降26%。6月产量不会大幅增长，按照平均去库速度，6月底生产企业库存有望达到40万吨左右，与2022年三季度水平接近，虽然无法提供利好，但也不再构成利空。

□ 社会库存在3月达到历史新高后开始缓慢下降，12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。参考历年规律，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。

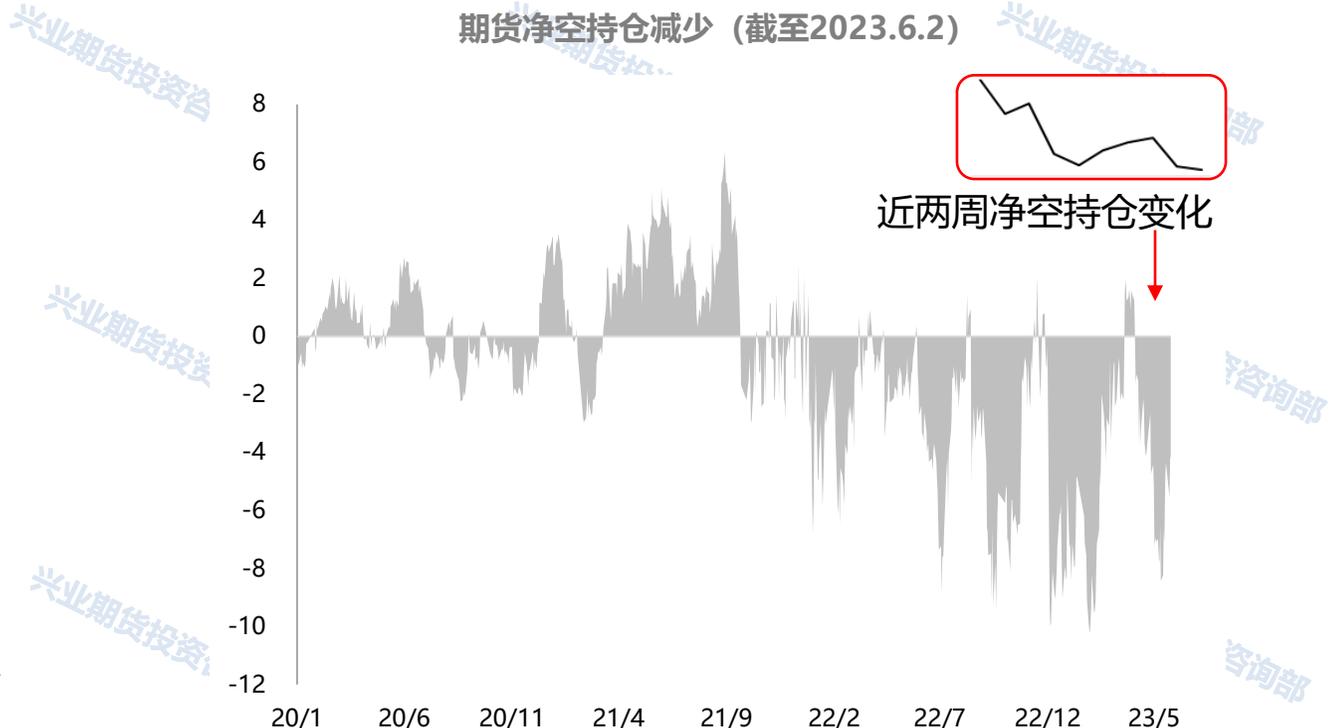
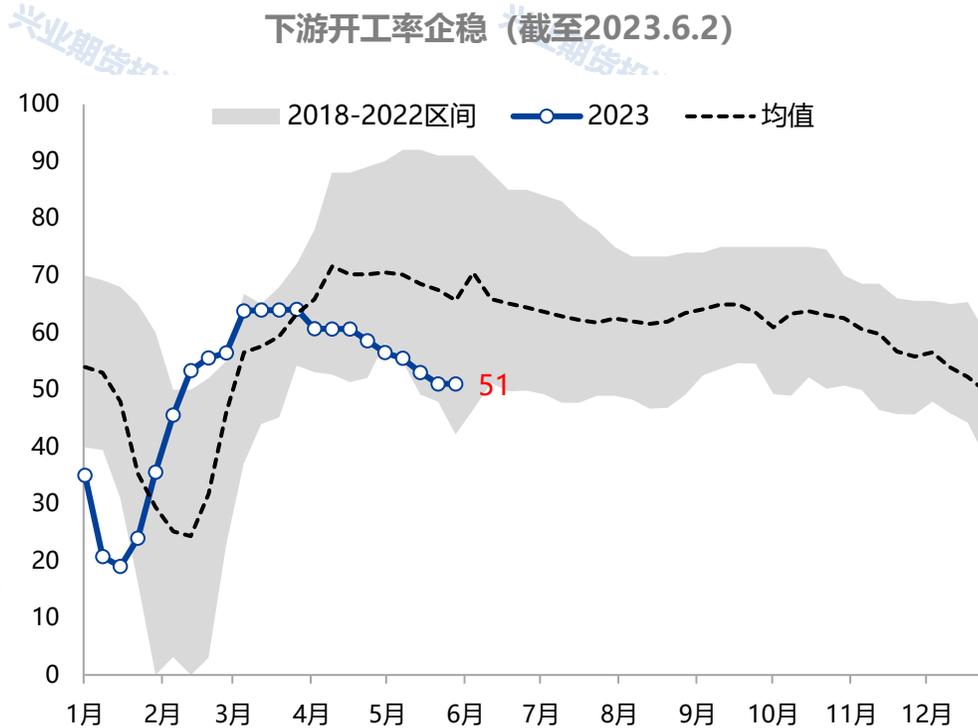
生产企业库存延续下降 (截至2023.6.2)



社会库存缓慢下降 (截至2023.6.2)



- ❑ 下游开工率在连降6周后暂时企稳，仅高于去年同期的42%。订单减少叠加淡季来临，管材开工率已经连降9周。基建与地产行业景气度缓慢恢复，型材开工率增加2%。薄膜消费偏刚性，开工有限下降。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。上周贸易商预售量达到年内偏高水平，说明现货市场悲观情绪也有所缓和。



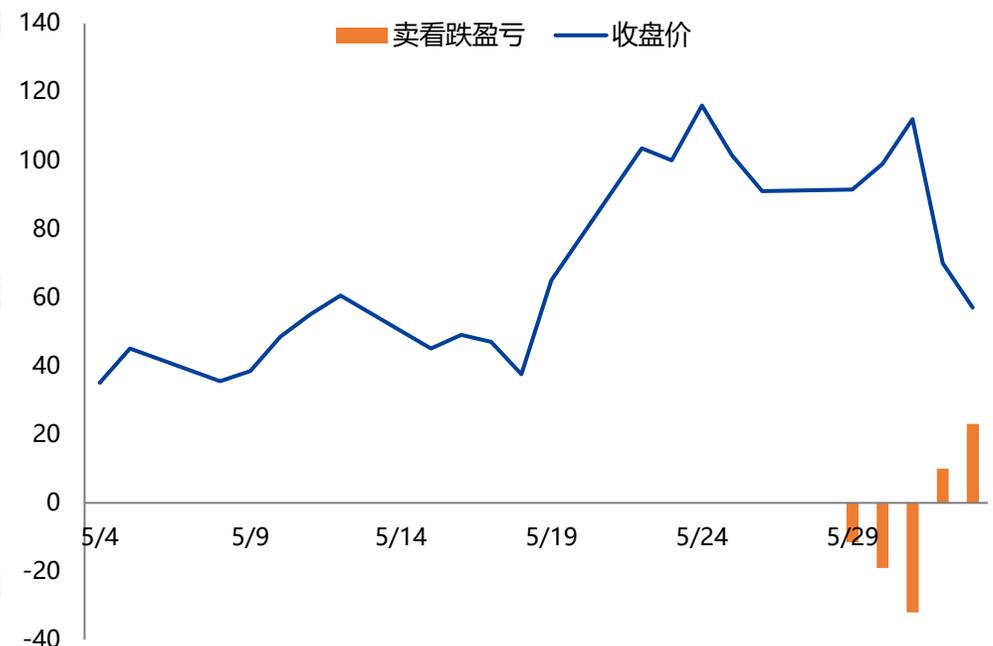
5月PVC期权平值隐含波动率由月初16%增加至月底19%，6月前两个交易日又回落至17%，20日历史波动率由13%增加至16.5%，目前两种波动率都处于中等水平。期权市场情绪已由之前极端看空转为看涨，6月2日看涨期权成交量更是达到看跌的2.5倍。

虽然PVC基本面偏空，不过考虑到下方存在成本支撑以及看涨情绪出现，卖出V2309-P-5500建议继续持有，近一周权利金收入高达23元/吨，占开仓权利金的30%。未来如果期货价格突破6100元/吨，建议止盈离场并买入期货。

PVC期权看涨情绪出现 (截至2023.6.2)



卖出V2309-P-5500损益跟踪 (截至2023.6.2)



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