



官方微信



官方APP

2023年6月第3周核心策略推荐：

弱现实已充分定价、政策面则显著强化，整体宜持多头思路

上海 2023.6.18

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：

□ 国内方面，5月经济数据整体低于预期，佐证国内经济复苏动能放缓，但工业增加值、固定资产投资、消费环比数据有所改善，显示依旧存在结构性的亮点、亦是总量边际改善的有利基础。同时，本周央行陆续调降政策利率，降息超我们预期，随后周五召开的国常会表示将“研究推动经济持续回升向好的一批政策措施”，新一轮稳增长政策的大幕拉开，预计未来结构性货币政策工具、地方政府专项债发行提速、新一批政策性金融债等措施有望推出，为拉基建、扩消费、稳地产等方面的政策提供必要的资金支持。

□ 海外方面，美联储6月议息会议暂停加息，同时上调2023年经济增速及通胀预测，强调未来有重启加息的可能。但考虑到美国就业市场已有降温迹象，工资增速持续回落，高利率环境下，美国金融业经营压力较高，加大经济的脆弱性，叠加高利率对经济的抑制作用存在滞后性，未来美联储将依赖核心通胀的表现，加息的态度将更为谨慎。总体看美联储加息节奏进一步放缓的趋势明确，对于风险资产的影响也将逐步减弱。

□ 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）：降息落地后，国债收益率尤其是长债收益率在短暂下行后出现大幅调整。由于此前市场对于“宽货币”已有了充分定价，因此本轮降息后市场的交易重心将逐步转向增量刺激政策。但目前市场对于短期和中长期利率走势仍存在较大分歧，因此组合策略仍相对稳健。

(2) 股指（买入IF2309，单边，持有）：从内生库存周期看、其拐点最迟于第3季度出现，利于国内经济复苏节奏的加快；从市场领先性看，目前已进入乐观定价预期阶段；从业绩、估值两端看，A股均有积极因素，经简单测算，主要指数目标价位较当前存在15%~40的涨幅空间；而下半年A股大概率企稳回暖，且人民币汇差、利差亦将走强，利于国内外中长线、大规模资金回流；从基本面、主题热点和兼容性考虑，沪深300指数依旧为最佳多头标的。

□ 中观面驱动因素要点:

期货策略:

(3) 沪胶 (买入RU2309, 单边, 持有): 政策引导下汽车产销维持复苏势头, 终端市场偏向乐观, 需求传导效率亦同步回升, 而厄尔尼诺事件背景下各产区原料生产势必不时受到扰动, 港口库存降库拐点来临, 供减需增推动价格中枢上移。

(4) 沪铝 (买入AL2307, 单边, 持有): 美联储暂停加息, 宏观拖累进一步减弱。基本面方面, 虽然云南降雨情况有所改善, 但由于电解铝复产时间较长、成本较高, 叠加今年极端天气预期仍存, 因此企业复产意愿一般。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) PVC (买入V2309, 单边, 新增): 生产企业集中检修, 产量达到年内最低。下半年经济运行持续整体好转, PVC需求预期得到改善。期货净空持仓大幅减少, 看涨期权成交量和持仓量达到看跌两倍, 市场看涨情绪出现。卖出看跌期权止盈, 转为单边做多期货。

(6) 铁矿 (买入I2309, 单边, 新增): 宏观政策预期走强, 高炉盈利, 铁水产量有望高位回升, 进口矿库存低位运行, 淡季铁矿或将继续向上修复贴水。

(7) 纯碱 (买入SA405, 单边, 持有): 淡季装置检修有利于库存消化, 叠加煤价反弹, 宏观政策预期走强, 市场情绪明显修复, 远月估值偏低, 多单性价比仍较好。

(8) 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。

宏观

MACRO

01

国内：将启动新一轮稳增长政策

02

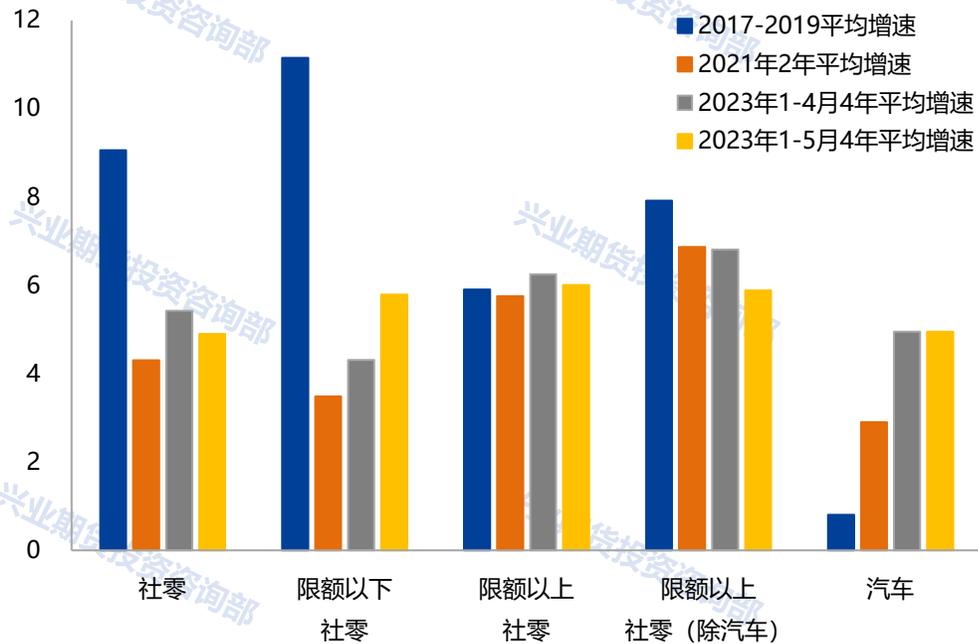
国外：美联储加息节奏进一步放缓

经济三大需求板块修复放缓，总需求不足矛盾较突出

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	点评
			22/05	22/06	22/07	22/08	22/09	22/10	22/11	22/12	23/01	23/02	23/03	23/04	23/05			23/05	
生产	工业增加值	单月 %	0.7	3.9	3.8	4.2	6.3	5.0	2.2	1.3	-9.8	18.8	3.9	5.6	3.5	-2.1	-3.3	6.8	当月同比增速继续回落，但考虑到基数差距较大，从环比和当月同比（2年复合增速）来看，5月数据出现改善
就业	城镇调查失业率	单月 %	5.9	5.5	5.4	5.3	5.5	5.5	5.7	5.5	5.5	5.6	5.3	5.2	5.2	0.0			主力就业群体及农民工就业继续改善，但结构性失业问题突出，青年失业率创有读数以来的新高，且未来2个月或继续攀升，整体就业质量相对偏弱
	青年失业率（16-24岁）	单月 %	18.4	19.3	19.9	18.7	17.9	17.9	17.1	16.7	17.3	18.1	19.6	20.4	20.8	0.4			
投资	固定资产投资	单月 %	4.5	5.8	3.5	6.5	6.6	5.0	0.7	3.1		5.5	4.7	3.6	1.6	-2.1	-4.0	5.6	固定资产投资当月同比增速连续第3个月下滑；季调环比在连续两个月负增之后实现转正，但显著低于季节性投资全环节增速回落，到位资金整体下行，是固定资产投资的主要拖累项 基建投资增速回升，广义财政政策支持力度有待提高 制造业投资保持一定韧性，中上游设备制造业表现相对较好
	房地产投资	单月 %	-7.8	-9.4	-12.3	-13.8	-12.1	-16.0	-19.9	-12.2		-1.1	-4.8	-13.2	-14.9	-1.7			
	基建投资	单月 %	7.9	12.0	11.5	15.4	16.3	12.8	13.9	10.4		12.2	9.9	7.9	10.7	2.8			
	制造业投资	单月 %	7.1	9.9	7.5	10.6	10.7	6.9	6.2	7.4		14.3	9.0	5.8	6.1	0.2			
消费	社会消费品零售总额	单月 %	-6.7	3.1	2.7	5.4	2.5	-0.5	-5.9	-1.8		3.5	10.6	18.4	12.7	-5.7	-4.6	17.3	消费季调环比转负，耐用品消费低迷，顺周期修复驱动不足
进出口	出口金额	单月 %	16.4	17.0	18.1	7.4	5.5	-0.4	-9.1	-10.0	-10.4	-1.3	14.8	8.5	-7.5	-16.0	-4.8	-2.8	新三大贸易伙伴是我国出口的主要支撑，对传统三大贸易伙伴明显走弱
	进口金额	单月 %	3.4	-0.1	1.4	-0.4	0.0	-0.8	-10.5	-7.2	-21.1	4.3	-1.4	-7.9	-4.5	3.4	-5.4	0.9	
物价	CPI	单月 %	2.1	2.5	2.7	2.5	2.8	2.1	1.6	1.8	2.1	1.0	0.7	0.1	0.2	0.1	-0.2	0.4	内外需双弱的格局下，低通胀环境或将延续
	PPI	单月 %	6.4	6.1	4.2	2.3	0.9	-1.3	-1.3	-0.7	-0.8	-1.4	-2.5	-3.6	-4.6	-1.0	-0.9	-3.7	
	CPI-PPI	单月 %	-4.3	-3.6	-1.5	0.2	1.9	3.4	2.9	2.5	2.9	2.4	3.2	3.7	4.8	1.1	0.7	4.1	
流动性	社融	存量同比 %	10.5	10.8	10.7	10.5	10.6	10.3	10.0	9.6	9.4	9.9	10.0	10.0	9.5	-0.5	-0.4	9.9	社融信贷增速下行，且低于预期 居民加杠杆意愿弱
	信贷	同比 %	11.0	11.2	11.0	10.9	11.2	11.1	11.0	11.1	11.3	11.6	11.8	11.8	11.4	-0.4	0.0	11.4	
	M1	单月 %	4.6	5.8	6.7	6.1	6.4	5.8	4.6	3.7	6.7	5.8	5.1	5.3	4.7	-0.6	-0.9	5.6	
	M2	单月 %	11.1	11.4	12.0	12.2	12.1	11.8	12.4	11.8	12.6	12.9	12.7	12.4	11.6	-0.8	-1.1	12.7	
	M1-M2	单月 %	-6.5	-5.6	-5.3	-6.1	-5.7	-6.0	-7.8	-8.1	-5.9	-7.1	-7.6	-7.1	-6.9	0.2	0.2	-7.1	

5月社零总额当月同比增长12.7%，四年平均增速为3.5%，略好于4月0.1个百分点，1-5月社零累计同比增长9.3%，四年平均增速为4.9%，低于前值0.5个百分点，消费走平，低于市场预期。分行业，可选消费品有所改善，金银珠宝、汽车、餐饮等行业前5个月四年平均增速已显著高于疫情前的增长中枢，但地产后周期消费品依然表现不佳，继续拖累消费修复。

限额以下消费环比逐步改善

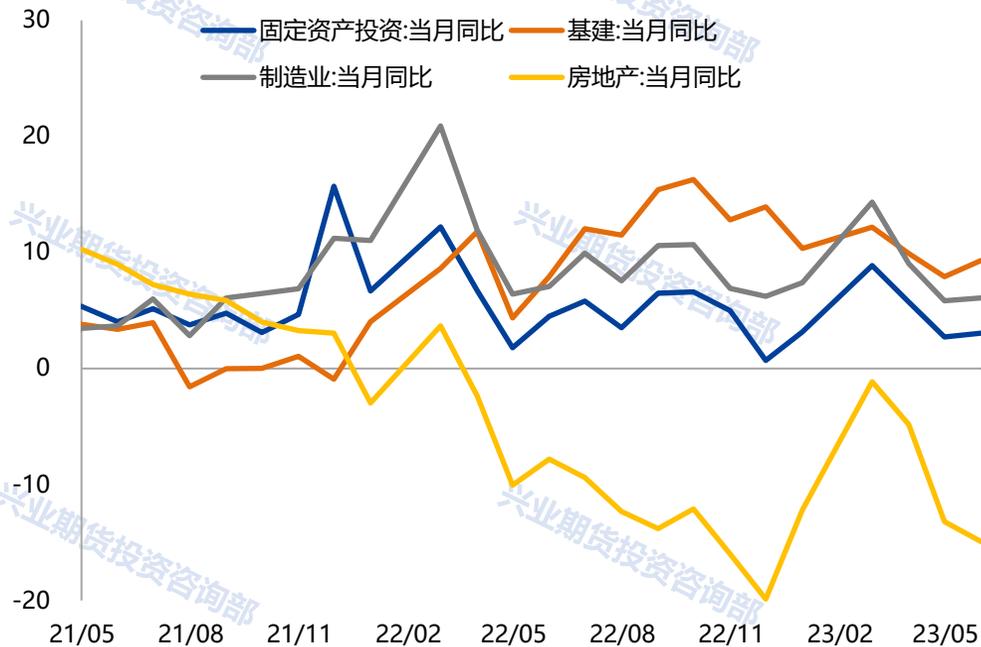


限额以上消费 (分行业)

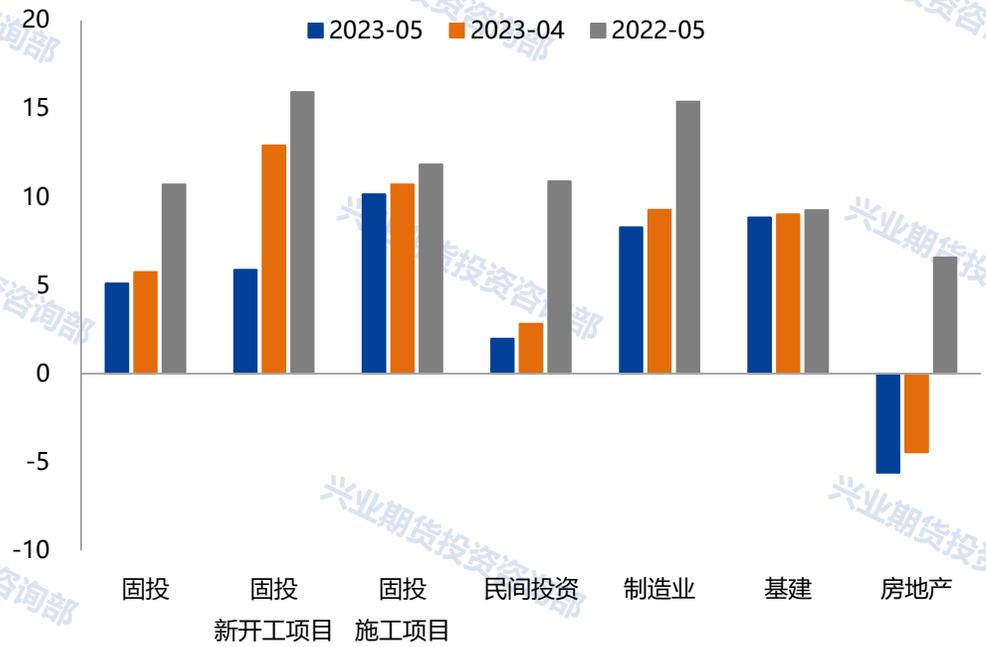
限额以上消费		权重	2017-2019 平均增速①	2021年2年 平均增速②	2023年1-4月4 年平均增速③	2023年1-5月4 年平均增速④	④-②	④-③	④-①	
必选消费	粮食	11.0	10.2	10.4	9.6	9.4	-1.0	-0.2	-0.8	
	饮料	1.7	9.9	17.2	12.4	12.0	-5.2	-0.4	2.1	
	烟酒	3.2	7.6	13.3	11.7	11.1	-2.2	-0.6	3.5	
	服装鞋帽	8.2	6.2	3.1	6.6	5.4	2.4	-1.2	-0.8	
	日用品	4.4	11.9	11.0	9.1	8.8	-2.2	-0.3	3.1	
	中西药品	4.0	10.3	8.9	9.9	9.5	0.7	-0.4	-0.8	
可选消费	化妆品	2.4	11.9	11.8	7.9	7.5	-4.3	-0.4	-4.4	
	金银珠宝	2.1	4.5	12.6	16.9	14.5	2.0	-2.4	10.0	
	体育娱乐	0.6	7.0	15.2	11.0	11.4	-3.8	0.4	4.4	
	书报杂志	0.9	10.1	5.3	8.5	8.3	3.0	-0.3	1.8	
	办公用品	2.1	5.4	12.3	7.1	6.1	-6.2	-1.0	0.7	
	通讯器材	3.6	9.1	13.8	8.0	8.1	-5.7	0.1	-1.1	
	石油制品	13.8	7.9	3.4	6.9	6.5	3.1	-0.5	1.4	
	汽车	26.0	0.8	2.9	5.9	5.0	2.1	-1.0	4.1	
	家用电器和音像器材	家电音像	4.6	7.9	3.1	2.1	1.0	-2.1	-1.1	-6.9
		建材	0.8	7.1	8.8	4.8	3.5	-5.4	-1.3	-3.6
家具		0.8	9.3	3.8	3.8	3.1	-0.6	-0.7	-6.2	
餐饮	7.4	7.0	4.8	13.1	11.7	6.9	-1.5	4.7		

5月固定资产相对偏弱。分环节看，新开工项目依然修复不足；分部门看，民间投资增速延续下行趋势；分行业看，基建投资增速回升，以医疗仪器设备、仪器仪表、电子及通信设备相制造业为代表的高技术产业投资延续高增，房地产投资回落，剔除地产、基建、制造业的固定资产投资也出现大幅下降。为扩大国内需求，未来拉基建、产业升级、以及稳地产可能是政策的主要方向。

固定资产投资当月同比（分类，2年复合增长）



固定资产投资累计同比（分类，2年复合增长）



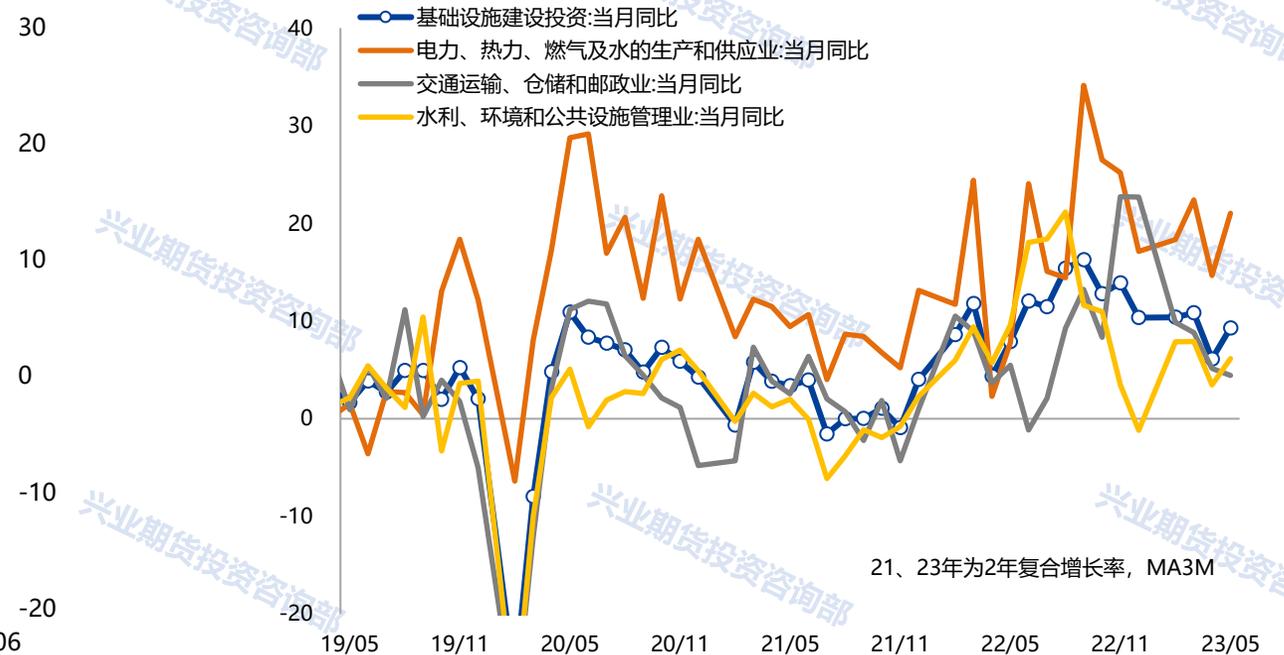
5月基建投资当月同比增长（2年复合增长）9.3%，前值6.11%，累计同比增长（2年复合增长）9.1%，前值9.03%，对5月份固定资产投资形成有效支撑。分行业看，电热燃水的生产供应业延续高增，且增速回升最为明显，水利环境与公共设施管理业增速也有所改善，但交通运输、仓储与邮政业增速却继续下滑，降幅略有收窄。对比部分高频指标，5月份基建投资实物工作量的落实仍有待改善。

基建作为对冲经济增速放缓的重要环节，专项债等资金端支持必不可少，基建项目审批也需跟进，促进项目与资金匹配，尽快落实为实物工作量。

基建投资与高频实物工作量（更新至6.16）



5月基建投资增速回升



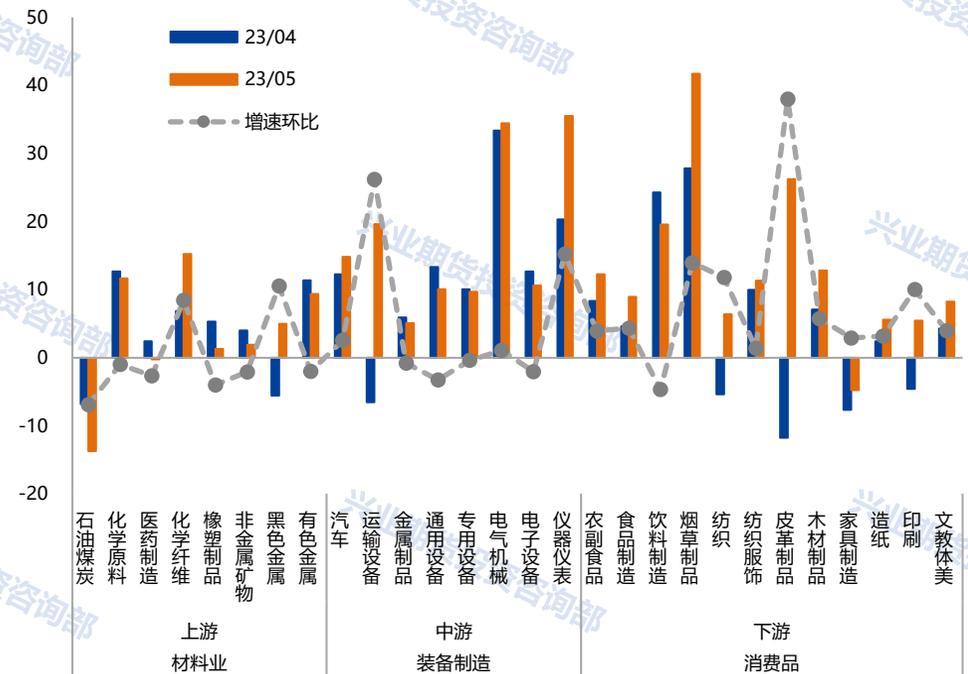
制造业投资保持韧性。分行业来看，上游原材料行业投资相对偏弱，除化纤行业外，多数行业投资增速环比回落；中游装备制造业增速较快，如汽车、运输设备、以及以电气机械、仪器仪表为代表的高技术产业等；下游消费品制造业增速改善较明显，如纺织、皮革制品、印刷等行业。值得关注的是电子设备行业，5月单月投资增速降至1.3%，前值为13.6%，2年复合增长为10.6%，前值为12.6%，可能受到外需走弱的拖累。

巩固和促进产业升级，发展高新制造行业，仍然是制造业发展的大方向。

制造业投资保持韧性

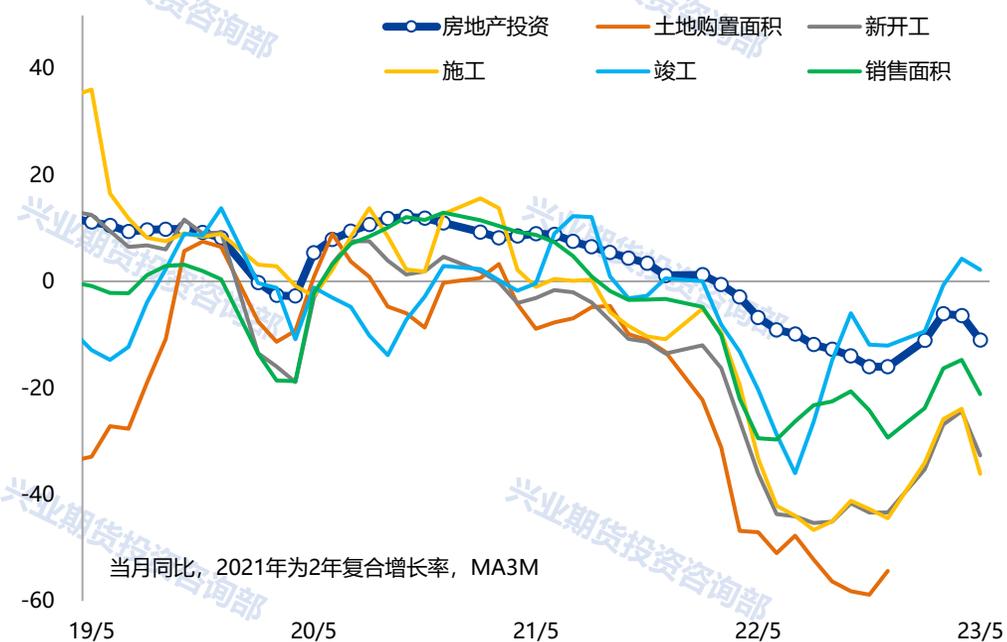


制造业投资 (分行业, 当月同比, 2年复合增长)

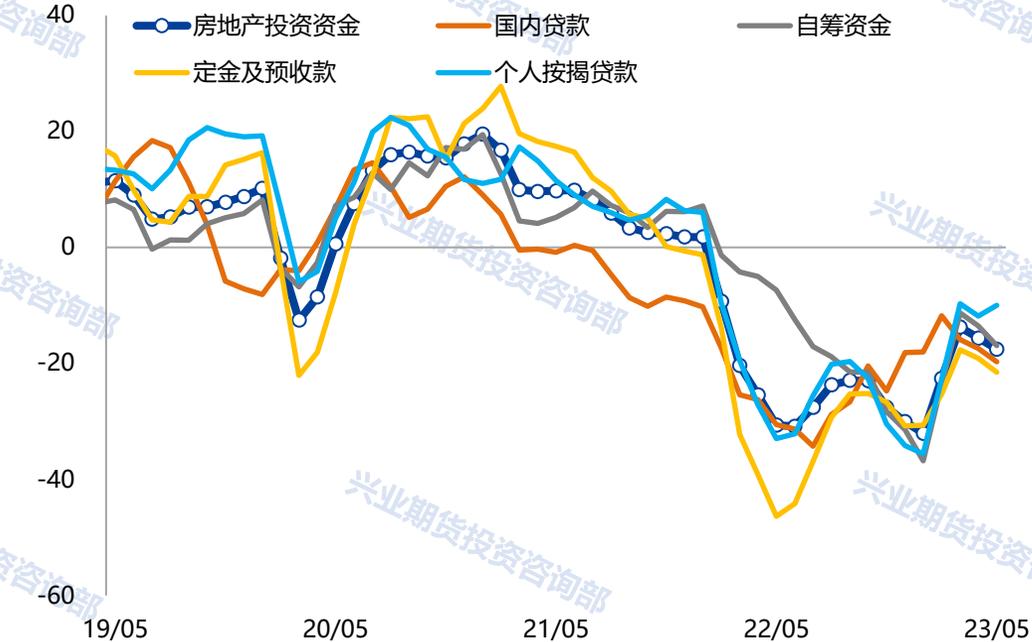


5月房地产对固定资产投资的拖累程度再度加深。国房景气指数在经历4个月的小幅回升后，5月转降，最终录得94.56（小于95为较低景气水平）。地产投资各个环节的当月同比增速（2年复合增长）均回落，竣工韧性相对偏强；房地产融资数据也再度恶化，除按揭贷款以外，房地产投资到位资金当月同比增速（2年复合增长）也纷纷回落。

房地产投资（分环节，当月同比，21/23年为2年复合增长，MA3）

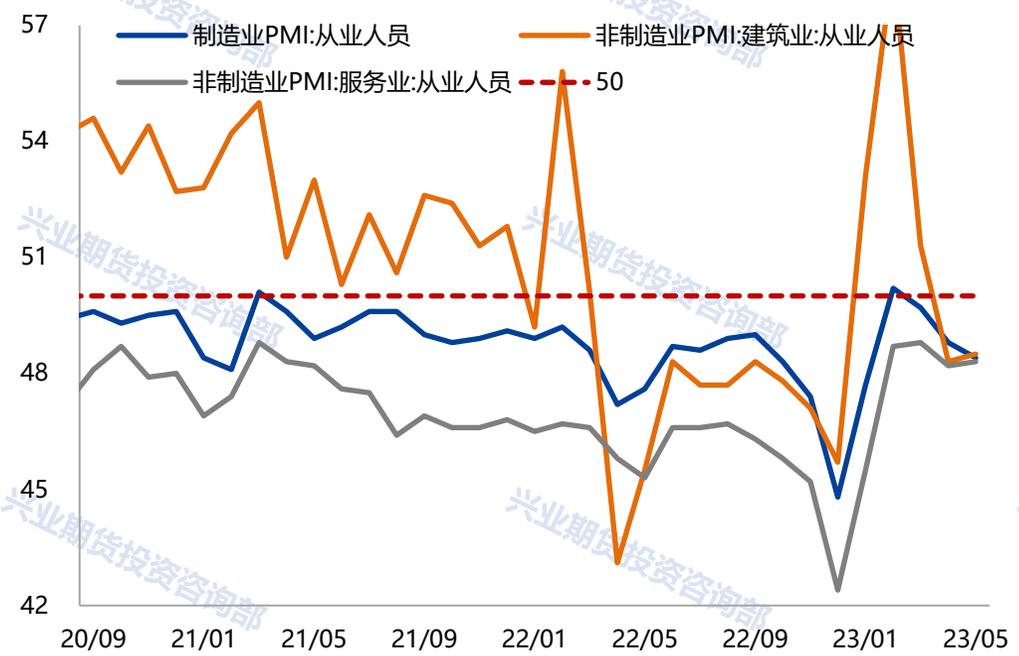


房地产到位资金（分环节，当月同比，21/23年为2年复合增长，MA3）

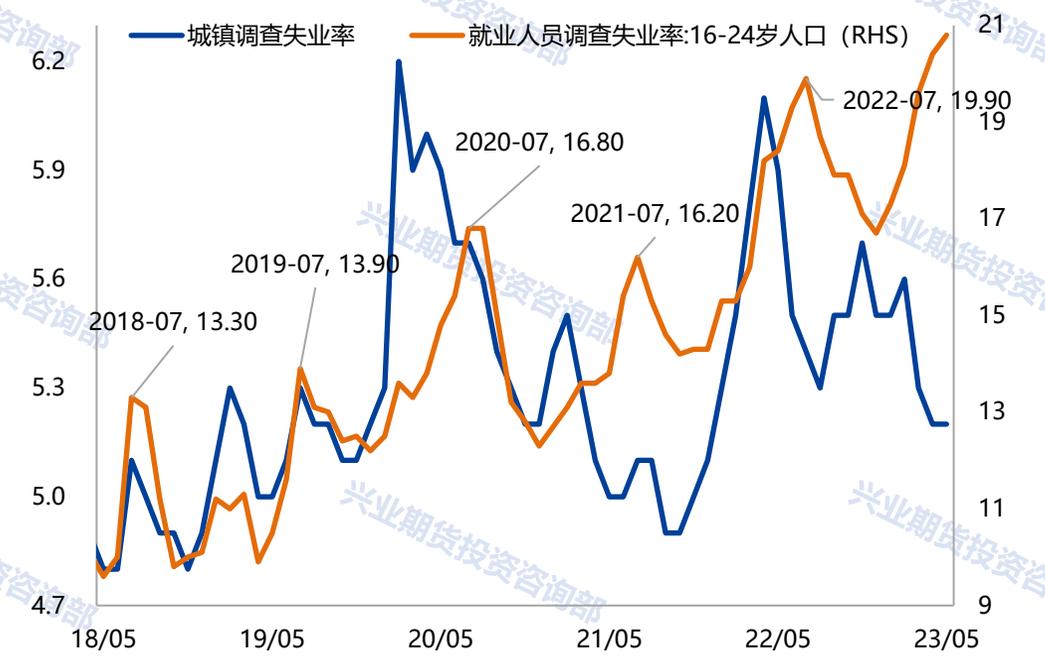


5月全国城镇调查失业率录得5.2%，与前值持平。分群体看，5月外来农业户籍劳动力失业率为4.9%，较前值下降0.2个百分点，连续3个月下降，农民工就业总体向好；5月25-59岁就业主体人群失业率为4.1%，较前值下降0.1个百分点，也连续3个月下降，就业基本盘总体稳定，但5月16-24岁青年是失业率升至20.8%，较前值进一步提高0.4个百分点，创有历史数据以来的新高，且根据历史经验，毕业季7月前该数据有望进一步上升。分行业看，PMI指数就业分项显示，制造业、建筑业及服务业就业指数均位于荣枯分界线以下，其中制造业从业人员指数继续下滑，服务业及建筑业从业人员指数环比回升。总体看，就业质量偏弱，且结构性失业问题依然严峻，政府保就业，保民生工作压力较大。

PMI从业人员指数



青年失业率或继续攀升

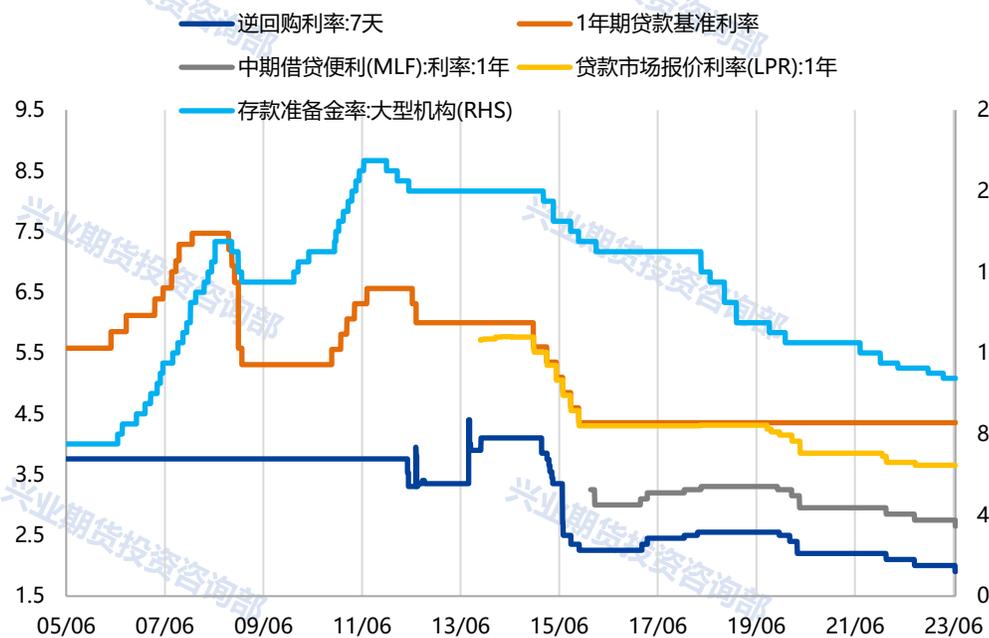


连续2个月制造业 PMI < 50的时点	PMI连续小于 50的持续时间	出口同比萎缩超过 5%	货币政策	财政政策	地产政策
2008年11月	5个月	2009年3月-10月	2008年11月降准+降息	当月国常会，提出“四万亿”	2008年12月降低房地产相关税费
2012年9月	2个月	-	-	2012年9月-12月，营改增试点加速扩大	-
2015年2月	2个月	2015年3月-4月	2015年2月降准 2015年3月月降息	当月国常会，积极的财政政策“加力增效” 2015年3月-4月，地方债发行管理办法，地方债全面启动	2015年3月房地产“330”新政
2015年9月	7个月	2015年7月-8月 2015年10月-11月	2015年8月降准 2015年10月降息	-	2015年“930”新政 2016年2月下调首付比
-	-	2016年9月、10月、12月	-	-	-
2019年1月	3个月	-	2019年1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 2019年1月专项债提前批首次发行	2019年1月放宽人才落户
2019年6月	6个月	-	当月降准+两次定向降准 LPR改革与降息 (MLF&LPR)	-	-
-	-	2020年3月	2020年4月降准+降息 (MLF&LPR)	2020年4月两次国常会部署稳增长	2020年4月中小城市取消落户限制，大城市放宽落户限制
2021年10月	2个月	-	2021年12月降准+降息 2022年1月降准+降息 (MLF&LPR)	2021年新增地方政府专项债额度要求在11月底前发行完成	政治局会议”支持商品房市场更好地满足购房者地合理住房需求”。
2022年4月	3个月	2022年3月	2022年4月降准 2022年5月降息 (LPR)	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。 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4月政治局、央行表态支持“因城施策”
2022年8月	2个月	-	2022年8月降息 (MLF&LPR)	8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9月商贷利率下限放宽
2022年11月	3个月	2022年11月-12月	2022年11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。	2022年11月-12月金融十六条+三只箭
2023年5月	2个月	2023年5月	2023年6月降息	?	?

6月13日，央行调降OMO利率10BPS，随后6月15日，央行调降MLF利率10BPS，拉开了本轮政策发力的序幕，预计6月20日，LPR报价也将同幅度下调。本次央行降息略超我们预期，在上周的月报中，我们估计央行可能采取非对称降息，以降低居民部门按揭压力，同时尽量规避全面降息带来的人民币贬值以及资金外流的压力。这次全面降息向市场传递了较为明确的稳增长政策意图，后续大概率将有一揽子政策配合跟进。

此外，随着“地产+基建”模式的投资回报率下降，国内宏观政策抓手逐步向“新基建+产业政策”转移，货币政策在传统降息降准工具之外，创设了较丰富的结构性政策工具，截至今年1季度末，这些工具剩余可用额度较充足，有望继续作为传统的总量型政策工具的重要补充。

央行连续调降政策利率

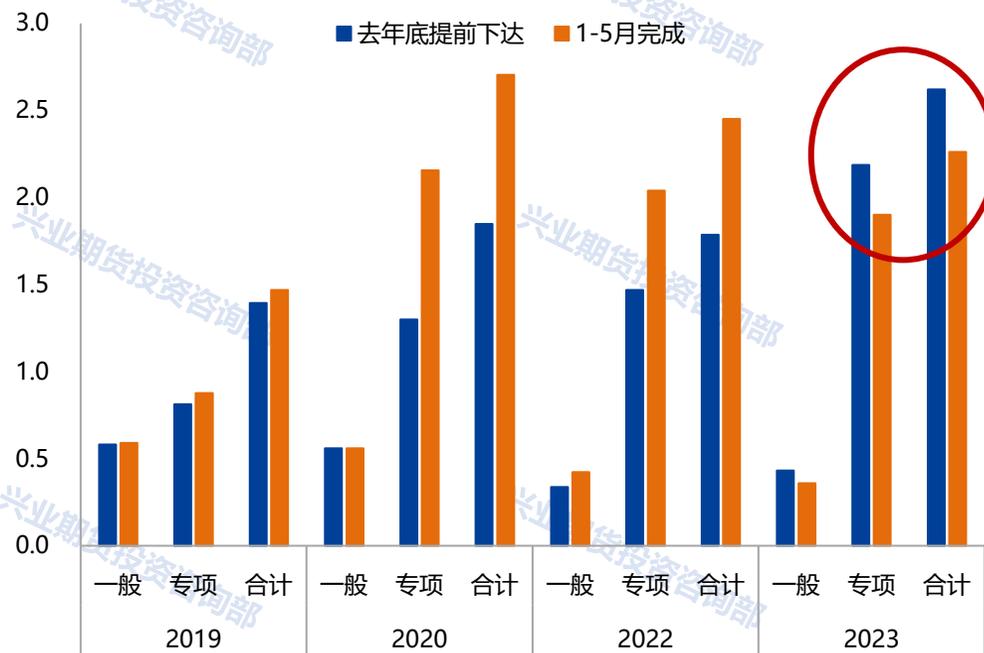


新设结构性货币政策工具余额较充足

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年末余额(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	清洁能源、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%	

国内经济增速放缓、地方土地出让收入下滑，5月财政延续走弱，预算内财政支出较难寻得增量资金补充。随着央行降息拉开新一轮稳增长大幕，“一批政策措施”正在路上。财政政策在资金端的作用不可或缺，可紧盯新一批政策性金融工具落地、专项债发行提速。

地方专项债发行节奏有望提速



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	

继央行降息之后，6月16日国常会表示要“研究推动经济持续回升向好的一批政策措施”，当天发改委新闻发布会也表示将要抓紧制定恢复和扩大消费的政策措施。可继续关注稳增长政策加码的情况。

潜在政策空间		政策信号
传统逆周期调节政策	货币政策	6月13日，OMO利率下调10BPS，6月15日，MLF利率下调10BPS，6月20日LPR利率有望跟随下调。 本次降息超预期。 结构性货币政策工具 余额较充足，也将作为必要补充。
	财政政策	政策性金融债 、地方政府专项债发行提速（结算限额等，或受地方债务约束）、PSL等。
消费刺激政策	6月16日，发改委，将从6个方面重点发力（消费、重大工程、产业体系、外贸外资、就业、粮食安全），抓紧制定出台恢复和扩大消费的政策。	
	汽车（新能源）	4月28日政治局会议，巩固和扩大新能源汽车发展优势。 5月5日国常会，做好支持新能源汽车下乡和乡村振兴。 6月2日国常会， 要延续和优化新能源汽车车辆购置税减免政策。
	地产	继续“ 因城施策 ”， 核心一二线城市 放松，也不排除中央推出增量政策。 6月2日， 青岛 出台了放松购房首付比例等一篮子政策。 6月16日，福建 福清 取消二手房权证限售，提供限期购房优惠。
	就业	稳定（1）带动力强的行业，如汽车、地产等；（2）服务业。
	其他	6月3日-7月16日，北京推出京彩绿色 消费券 。
债务风险化解	地方债务	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。

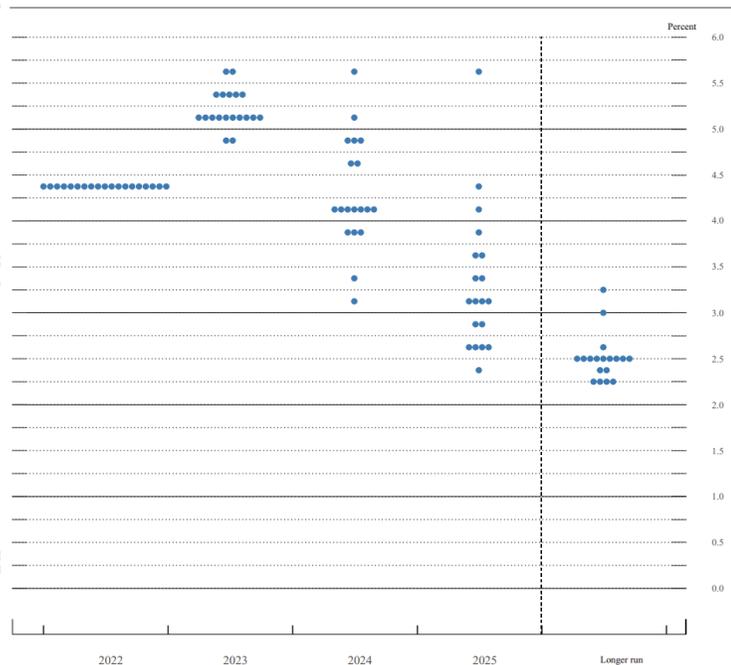
对于美国经济前景，美联储（1）上调2023年的经济增速预测，下调了2023年失业率预测，表明美联储对于实现软着陆的信心有所增强，但认为较低迷的经济增长可能会持续至2024年；（2）小幅下调2023年PCE通胀水平预测小幅下调，但2023年核心PCE通胀预测有所上调，显示出美联储对核心通胀黏性的担忧。基于此预测，美联储上调了2023年预期政策利率水平，反映在高通胀压力下，美联储认为存在未来重启加息、进一步提升政策利率的可能性。

Percent

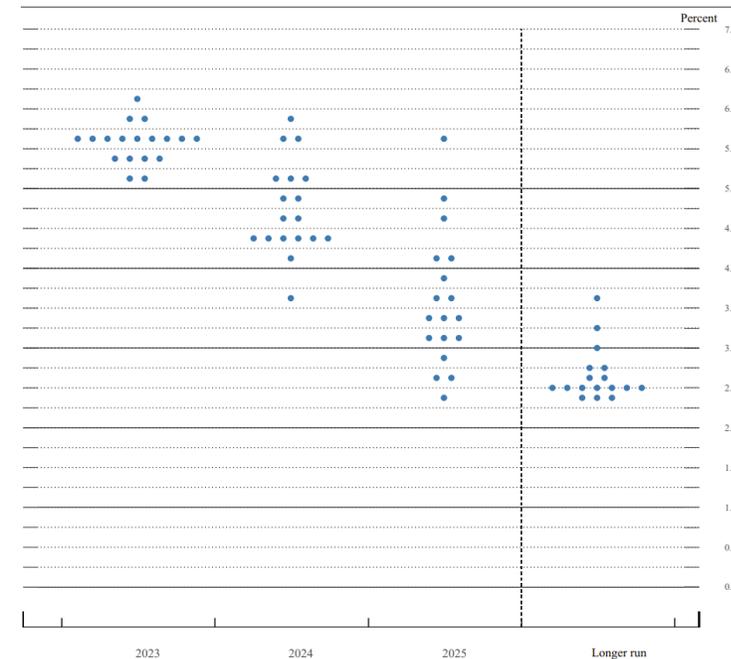
Variable	Median ¹				Central tendency ²				Range ³			
	2023	2024	2025	Longer run	2023	2024	2025	Longer run	2023	2024	2025	Longer run
Change in real GDP	1.0	1.1	1.8	1.8	0.7-1.2	0.9-1.5	1.6-2.0	1.7-2.0	0.5-2.0	0.5-2.2	1.5-2.2	1.6-2.5
March projection	0.4	1.2	1.9	1.8	0.0-0.8	1.0-1.5	1.7-2.1	1.7-2.0	-0.2-1.3	0.3-2.0	1.5-2.2	1.6-2.5
Unemployment rate	4.1	4.5	4.5	4.0	4.0-4.3	4.3-4.6	4.3-4.6	3.8-4.3	3.9-4.5	4.0-5.0	3.8-4.9	3.5-4.4
March projection	4.5	4.6	4.6	4.0	4.0-4.7	4.3-4.9	4.3-4.8	3.8-4.3	3.9-4.8	4.0-5.2	3.8-4.9	3.5-4.7
PCE inflation	3.2	2.5	2.1	2.0	3.0-3.5	2.3-2.8	2.0-2.4	2.0	2.9-4.1	2.1-3.5	2.0-3.0	2.0
March projection	3.3	2.5	2.1	2.0	3.0-3.8	2.2-2.8	2.0-2.2	2.0	2.8-4.1	2.0-3.5	2.0-3.0	2.0
Core PCE inflation ⁴	3.9	2.6	2.2		3.7-4.2	2.5-3.1	2.0-2.4		3.6-4.5	2.2-3.6	2.0-3.0	
March projection	3.6	2.6	2.1		3.5-3.9	2.3-2.8	2.0-2.2		3.5-4.1	2.1-3.1	2.0-3.0	
Memo: Projected appropriate policy path												
Federal funds rate	5.6	4.6	3.4	2.5	5.4-5.6	4.4-5.1	2.9-4.1	2.5-2.8	5.1-6.1	3.6-5.9	2.4-5.6	2.4-3.6
March projection	5.1	4.3	3.1	2.5	5.1-5.6	3.9-5.1	2.9-3.9	2.4-2.6	4.9-5.9	3.4-5.6	2.4-5.6	2.3-3.6

最新公布的加息点阵图显示美联储未来加息路径相较2023年3月的预测更为激进，即2023年美联储或将继续加息50BPS，加息终点水平（中位数）提升至5.5%-5.75%，18名委员中有16人认为6月后美联储会重启加息，且2024年年底政策利率水平高于5.25%；有17人认为2024年年底政策利率水平不低于4%，2025年年底政策利率水平（中位数）提升至3.25%-3.5%。点阵图显示，美联储降息将发生在2024年，降息幅度或为100BPS，降息幅度预测与2023年3月点阵图预测较为一致。

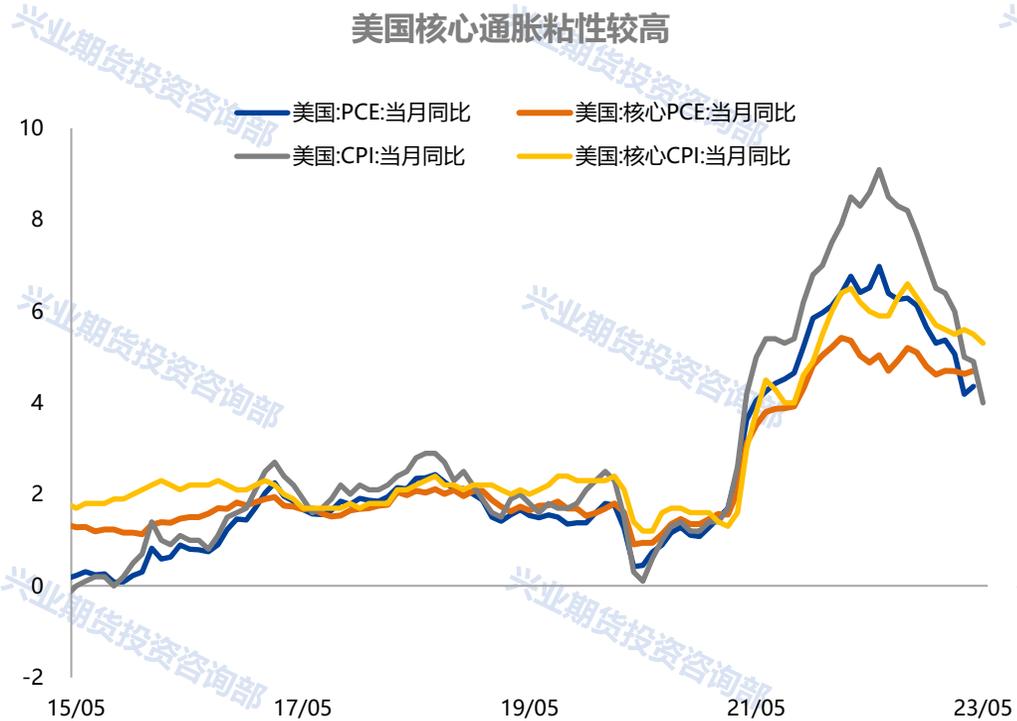
2023年3月加息点阵图



2023年6月美联储加息点阵图



根据上述信息，我们认为美联储6月后是否重启加息，会高度依赖于美国核心通胀的变化趋势。今年以来美国通胀持续符合预期地下行，而核心CPI显现出较高黏性。美国人口普查局数据显示较多行业企业对于未来劳动力的招聘需求明显放缓，薪资压力也在放缓，跳槽者薪资增速快速向留岗者薪资增速回归，平均时薪增速在持续回落，或有助于降低未来核心通胀的粘性。同时高利率环境下继续加息，美国金融业经营压力较高，美国前50家银行普遍面临存款流失问题以及证券未实现损失侵蚀资本的风险。同时，高利率对经济的压力也往往存在滞后性。因此综合这些因素考虑，未来美联储重启加息可能会更加谨慎。总体看，美联储紧缩政策已进一步放缓，且临近尾声，对风险资产的影响将逐步降低。





国债

T

01

“宽货币”、“弱复苏”均已充分定价

02

降息落地后，债市调整压力增加

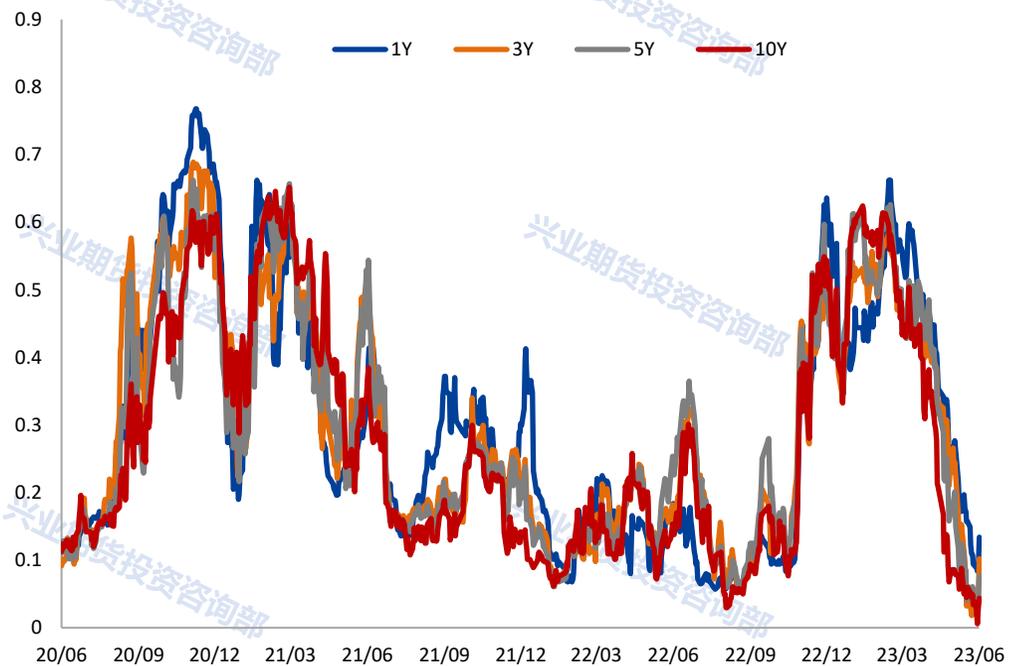
03

“宽信用”预期抬升，组合策略相对稳健

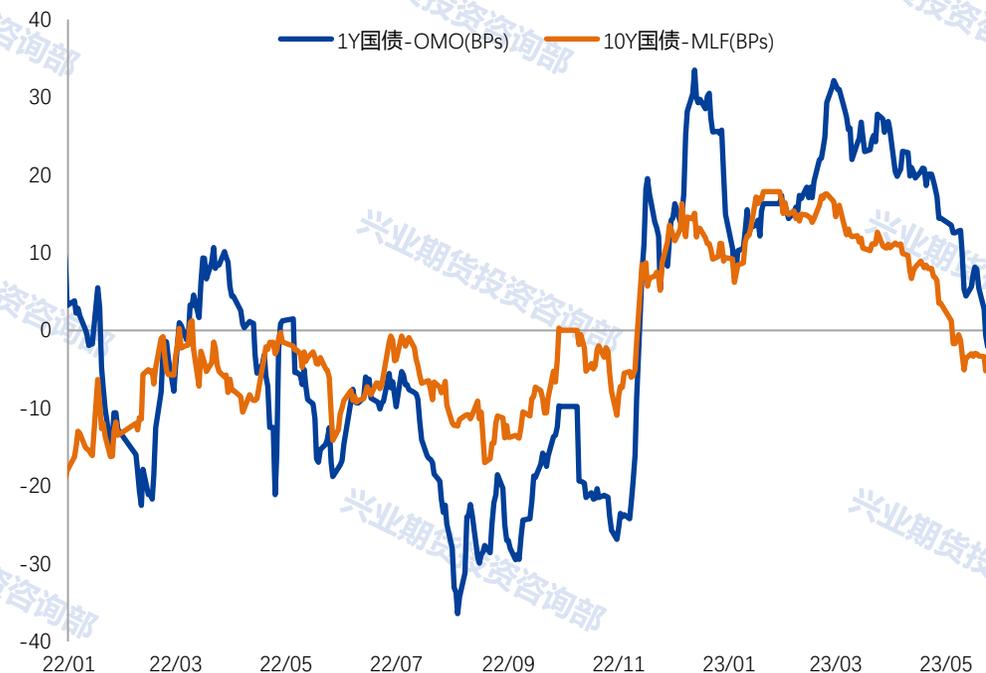
□ 本周10Y国债收益率一度下行至2.6%附近，从相对分位数来看，目前10Y国债收益率3年滚动分位数最低已经至0.6%，而1年国债收益率目前仍维持在8%以上。长端利率不管对于“宽货币”还是“弱复苏”预期均有了处分定价。

□ 从资金面角度来看，在降息前，10Y国债收益率和1YMLF利率的利差水平低于2022年水平，而在降息后目前利差已经运行至去年年中水平，当前资金面对于10Y国债利率定价已较为充分，因此利率进一步下行仍需要更多新增驱动。

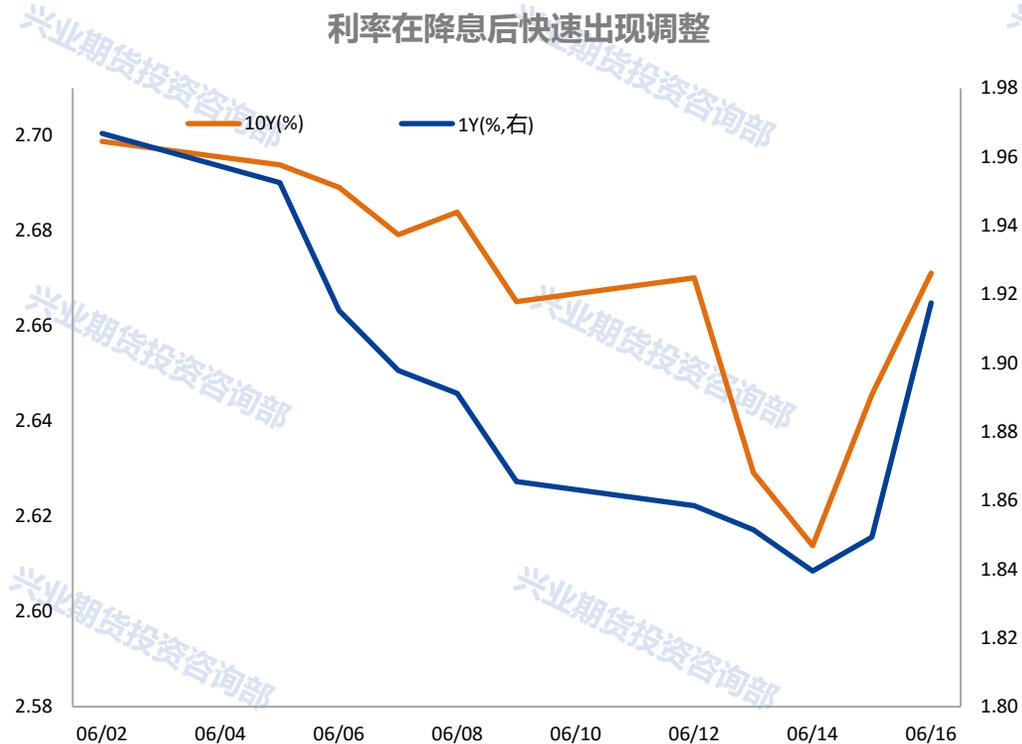
长端利率已下行至3年滚动分位数极低值



资金面对10Y国债收益率定价较为充分



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

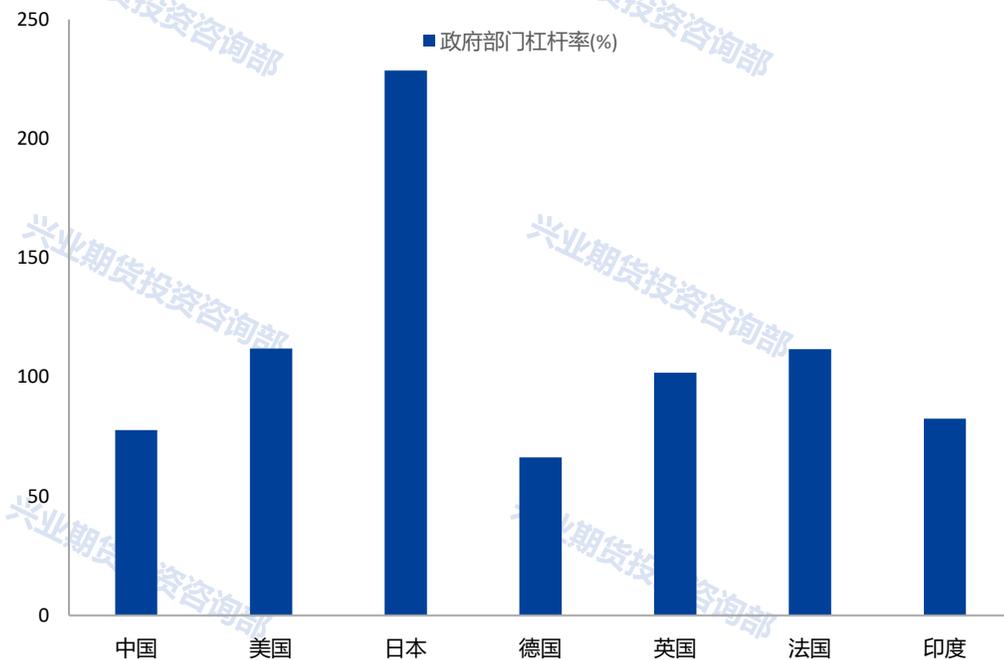


历史降息后利率表现

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

- 宽货币主要是在于向宽信用传导这一目的是毋庸置疑的，因此在本轮降息后市场对于后续刺激政策的预期正在不断抬升。而从财政的角度来看，目前我国政府部门的杠杆率仍显著低于多数发达经济体和新兴市场国家，因此未来财政仍存在进一步的发力空间。
- 因此在降息靴子落地后，当前市场的交易重心将从货币政策转向增量刺激政策。目前市场对于短期和中长期利率走势仍存在较大分歧，宽信用传导节奏仍存不确定性，因此从安全边际角度来看，组合策略仍是较优选择，目前跨品种价差仍处于均值以下，后续修复空间仍存。

我国政府杠杆率仍处偏低水平



跨品种价差策略仍可向上

	最新 (2023.6.16)	所处分位 (2020年至今)	2022年末	2022年 三季度末	2022年 二季度末
10Y-5Y	20.9	61.4%	19.6	18.6	15.1
10Y-3Y	38.6	56.3%	41.1	41.5	35.4
10Y-1Y	75.4	62.4%	70.0	87.0	83.6
5Y-3Y	17.6	54.5%	21.5	22.9	20.3
5Y-1Y	54.4	61.4%	50.4	68.4	68.5
30Y-10Y	37.4	6.2%	36.4	40.7	47.0
30Y-5Y	58.32	11.3%	55.96	59.28	62.14
2*TF-T	102.0	43.9%	101.7	102.2	102.3
4*TS-T	303.3	43.3%	303.3	303.6	303.8
2*TS-TF	100.7	42.3%	100.8	100.7	100.8
2*T-TL	105.8	-	-	-	-
4*TF-TL	309.9	-	-	-	-

股指

IF

01

从内生周期、宏观流动性环境看，均是A股积极利多因素

02

业绩、估值两端推涨动能将显著增强，潜在贡献可观

03

A股依旧足够“便宜”，仍将提供高安全边际

04

市场谨慎情绪消化、对中长线、大规模资金吸引力将再现

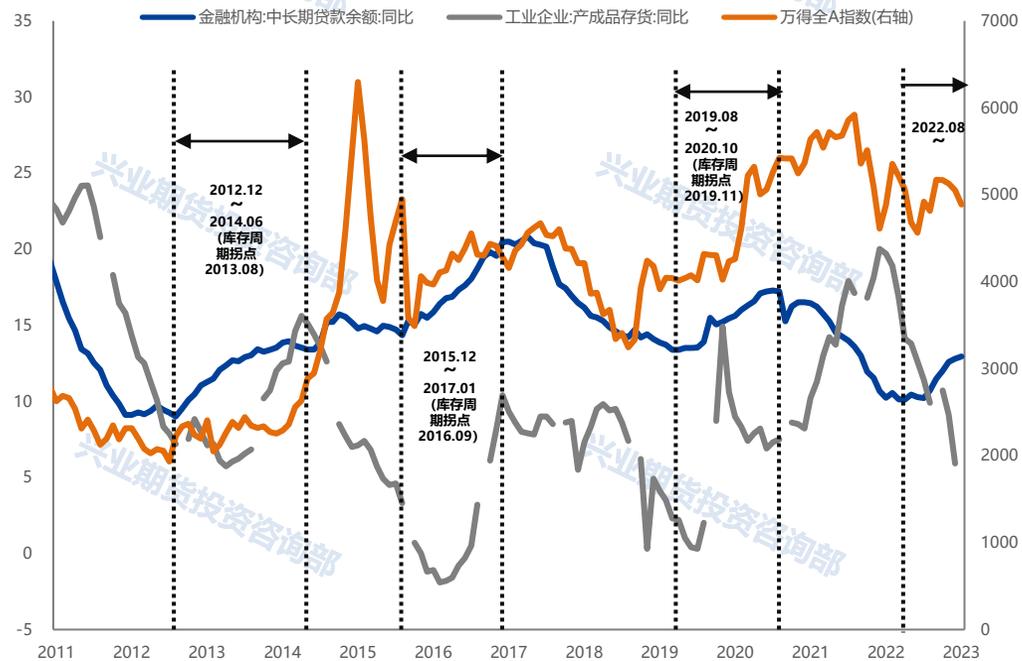
05

从基本面、主题热点、兼容性看，沪深300仍是最优多头

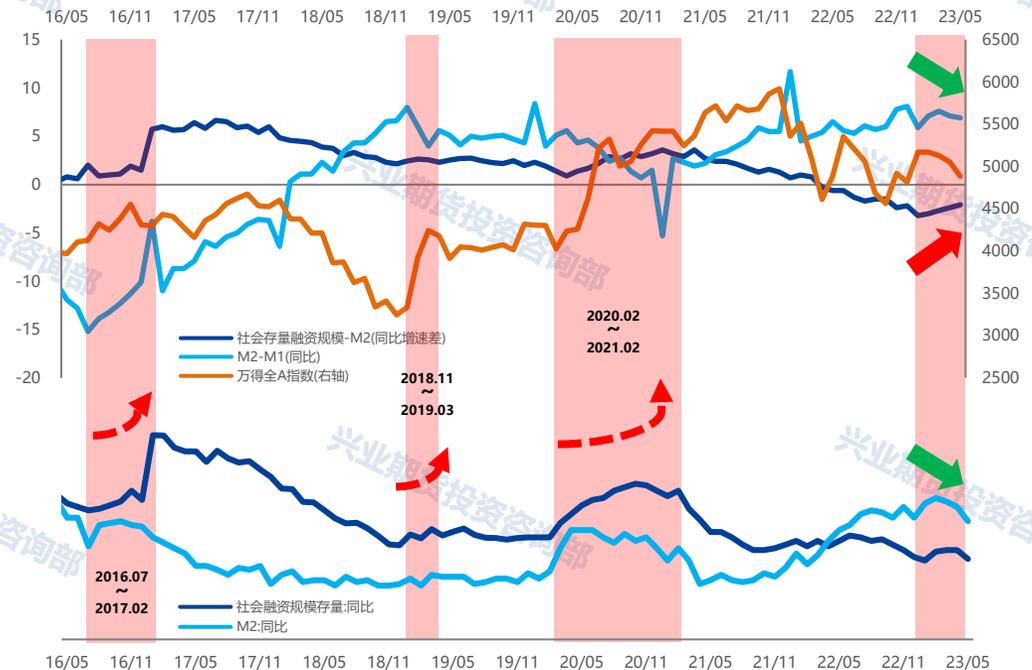
从基本面看、近月来国内主要宏观指标环比持续走弱。但从政策面看、相关重磅刺激措施则逐步落地，且后续仍有充裕加力空间。因此，国内经济复苏大势依旧明朗。自2022年8月起、信用周期已进入上行期，且大概率将持续强化；参照过往规律，库存周期上行拐点一般滞后8~9个月。考虑本轮库存周期起点位置较高，其拐点滞后期将有延长（假定为12个月）、最迟或于第3季度出现。而考虑市场走势领先性，当前已处上述乐观预期的兑现阶段。

再从宏观流动性环境看，则维持偏宽松格局（以社融-M2增速差、M2-M1增速差维持高位为表征）、亦利多各项大类资产及A股。

国内A股走势，信用、库存周期对比（截至2023年5月）

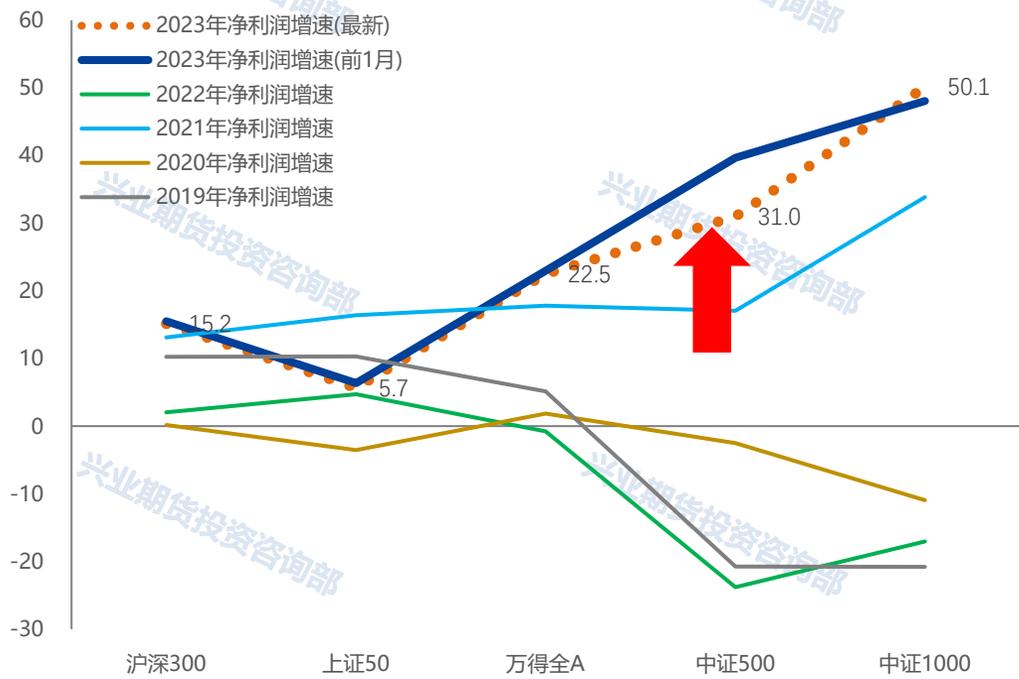


国内A股宏观流动性环境跟踪（截至2023年5月）

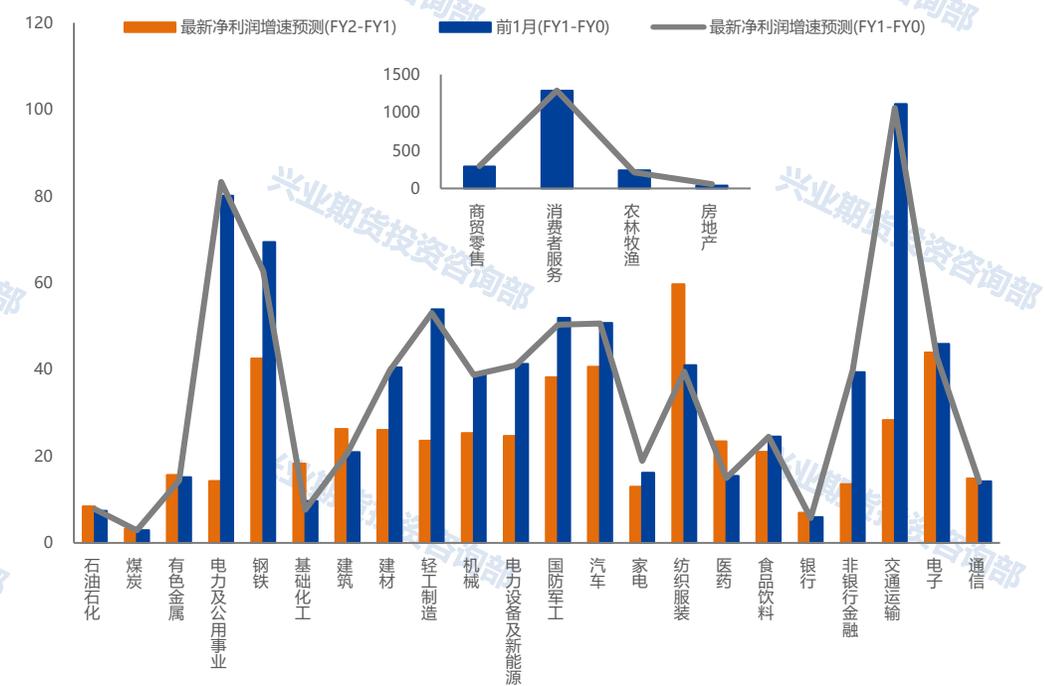


- 结合前文信用、库存周期上行判断，未来数月盈利端将有相应的改善。从最新Wind一致性预期数据看，2023全年A股主要指数净利润增速总体显著高于过往多个年度。再从中信一级行业指数看，净利润增速上修占比为63%（其中2023年业绩较上月上修占比为33%、即FY1较FY0；2024年业绩较2023年上修占比为40%，即FY2较FY1）。
- 基于业绩修复的基本面支持环境、及乐观预期，其对A股的积极推涨动能将显著增强。

历年A股主要指数净利润增速对比（截至2023.6.16）



中信一级行业2024、2023年净利润增速预测（截至2023.6.16）



从相关经典定价模型看，股价上涨基于业绩、估值两者，或者其一。自2021年第2季度到当年10月底，A股整体呈跌势，业绩下滑、估值收缩是主因；而从2022年11月到2023年初，A股则企稳回暖，估值扩张为主因。随国内政策面加码信号明确、经济内生增长力量再度显现，预计市场风险偏好将大幅提升、对应估值再度扩张。

结合前文业绩改善的判断：以A股主要指数2022年10月低点为基准，按照业绩增速为15%~30%、估值扩幅为15%简单测算，则年内万得全A沪深300、中证500、中证1000预期涨幅分别为23.6%、16.7%、36%、46.9%，即潜在涨幅相当可观。

A股走势估值、业绩贡献归因分析（截至2023.6.16）

日期	万得全A涨跌幅(右轴)	万得全A估值变动	万得全A盈利变动	万得全A估值贡献度	万得全A盈利贡献度
2023年6月	3.42%	2.06%	1.33%	60.32%	39.68%
2023年5月	-3.31%	-2.49%	-0.84%	75.26%	24.74%
2023年4月	-1.44%	1.25%	-2.67%	31.73%	68.27%
2023年3月	-0.83%	-0.41%	-0.42%	49.65%	50.35%
2023年2月	-0.02%	0.62%	-0.64%	49.07%	50.93%
2023年1月	7.38%	6.95%	0.40%	94.15%	5.85%
2022年12月	-2.12%	-1.96%	-0.16%	92.72%	7.28%
2022年11月	7.86%	8.26%	-0.37%	95.36%	4.64%
2022年10月	-2.55%	-2.86%	0.32%	90.11%	9.89%
2022年9月	-7.37%	-6.00%	-1.67%	79.21%	20.79%
2022年8月	-2.86%	-2.14%	-0.74%	74.76%	25.24%
2022年7月	-2.67%	-3.44%	0.80%	81.69%	18.31%
2022年6月	9.68%	7.41%	2.11%	76.54%	23.46%
2022年5月	5.90%	5.63%	0.25%	95.53%	4.47%
2022年4月	-9.51%	-8.32%	-1.30%	87.43%	12.57%
2022年3月	-7.52%	-6.40%	-1.20%	85.04%	14.96%
2022年2月	2.81%	3.10%	-0.28%	91.54%	8.46%
2022年1月	-9.46%	-9.56%	0.10%	99.04%	0.96%
2021年12月	1.04%	2.13%	-1.07%	66.12%	33.88%
2021年11月	3.14%	2.96%	0.18%	94.11%	5.89%
2021年10月	0.34%	0.05%	0.30%	13.68%	86.32%
2021年9月	-1.03%	-0.29%	-0.75%	27.93%	72.07%
2021年8月	3.22%	-3.59%	7.07%	34.52%	65.48%
2021年7月	-3.10%	-4.79%	1.78%	73.85%	26.15%
2021年6月	1.42%	1.01%	0.40%	71.47%	28.53%

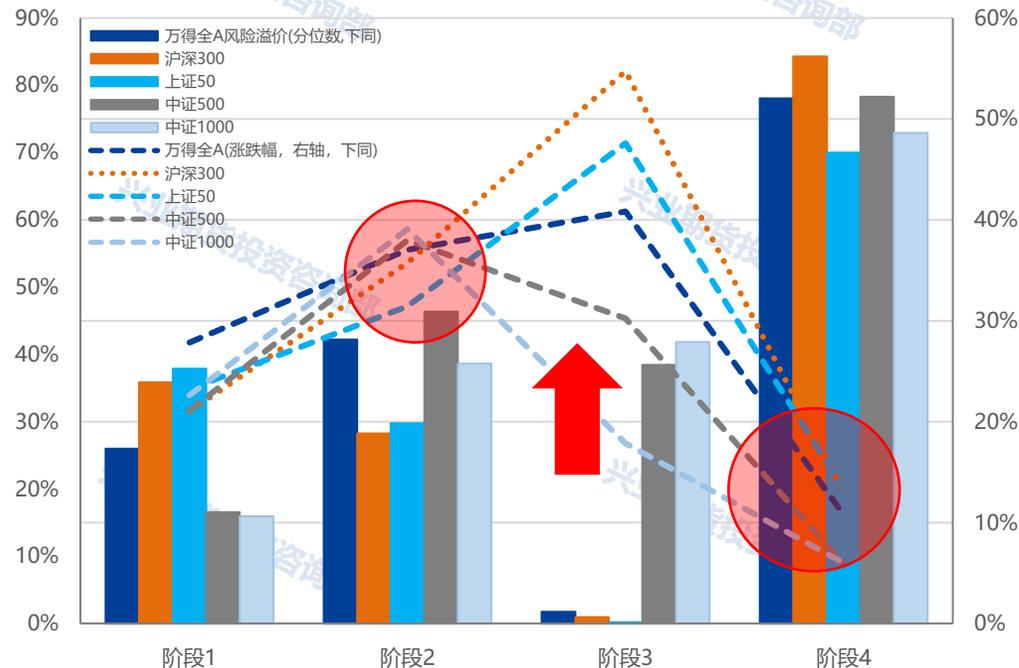
A股主要指数2023年涨幅预测（截至2023.6.16）

	以2022年10月最低点4525.37为底线假设（万得全A）						以2022年10月最低点2288.01为底线假设（中证1000）					
	2023年业绩增速预期						2023年业绩增速预期					
	4525.37	0	5%	10%	20%	25%	5939.07	0	10%	30%	50%	70%
2023年 估值 扩幅 预期	0	4525	4752	4978	5430	5657	0	5939	6533	7721	8909	10096
	5%	4752	4989	5227	5702	5940	5%	6236	6860	8107	9354	10601
	10%	4978	5227	5476	5973	6222	10%	6533	7186	8493	9799	11106
	15%	5204	5464	5725	6245	6505	15%	6830	7513	8879	10245	11611
	20%	5430	5702	5973	6517	6788	20%	7127	7840	9265	10690	12116

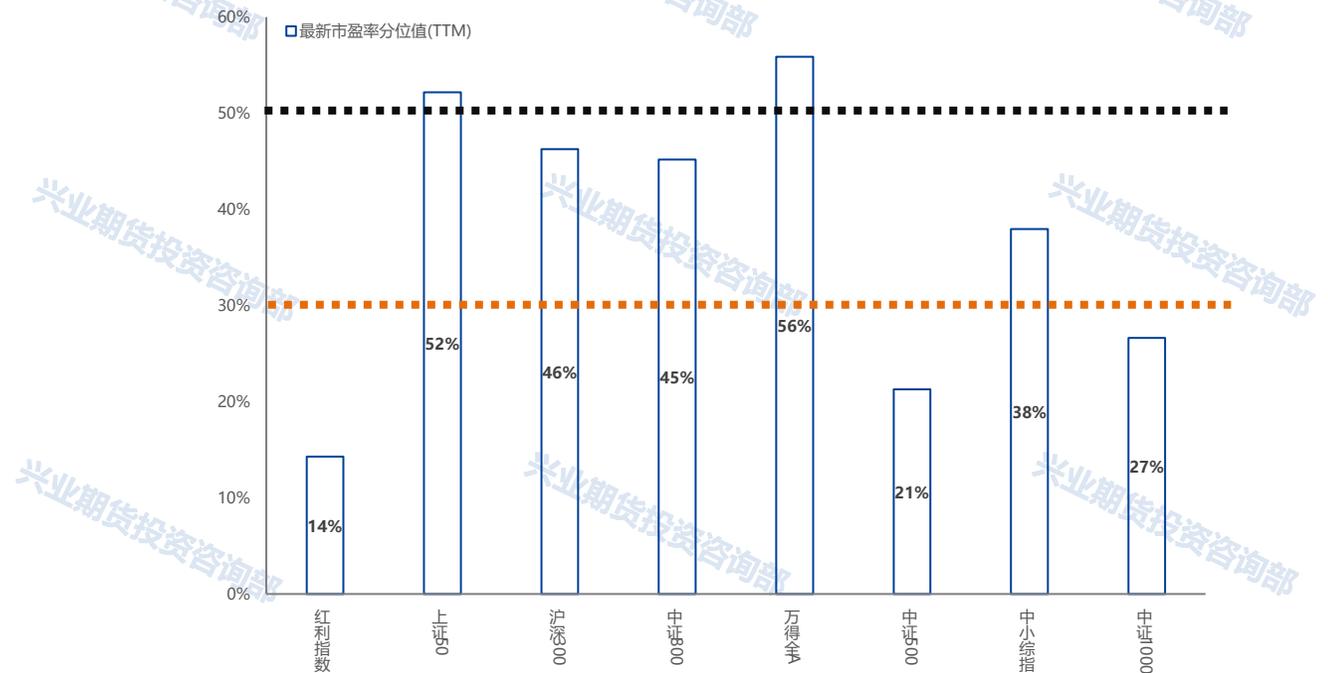
	以2022年10月最低点3495.95为底线假设（沪深300）						以2022年10月最低点5594.3为底线假设（中证500）					
	2023年业绩增速预期						2023年业绩增速预期					
	3495.95	0	5%	10%	15%	20%	5594.3	0	10%	20%	30%	40%
2023年 估值 扩幅 预期	0	3496	3671	3846	4020	4195	0	5594	6154	6713	7273	7832
	5%	3671	3854	4038	4221	4405	5%	5874	6461	7049	7636	8224
	10%	3846	4038	4230	4422	4615	10%	6154	6769	7384	8000	8615
	15%	4020	4221	4422	4623	4824	15%	6433	7077	7720	8363	9007
	20%	4195	4405	4615	4824	5034	20%	6713	7384	8056	8727	9398

- 当前A股的股债风险溢价（ERP）整体仍处高位。参照过往相应阶段的均值表现(即阶段1、对应2016.1.29~12.1；阶段2，对应2019.1.4~4.19；阶段3，对应2020.4.2~2021.2.19)，目前主要指数仍有20%~25%左右的补涨空间，风险溢价值则有30%~60%的下行空间（阶段4，自2022年10月底起至今）。
- 再从A股主要指数估值水平看，多数处于50%分位以下、部分甚至处30%分位以下，表明其绝对值亦偏低。
- 因此，无论从大类资产横向比较、自身纵向比较看，A股依旧是高安全边际多头配置标的。

相关阶段主要指数风险溢价、股价走势对比（截至2023.6.16）



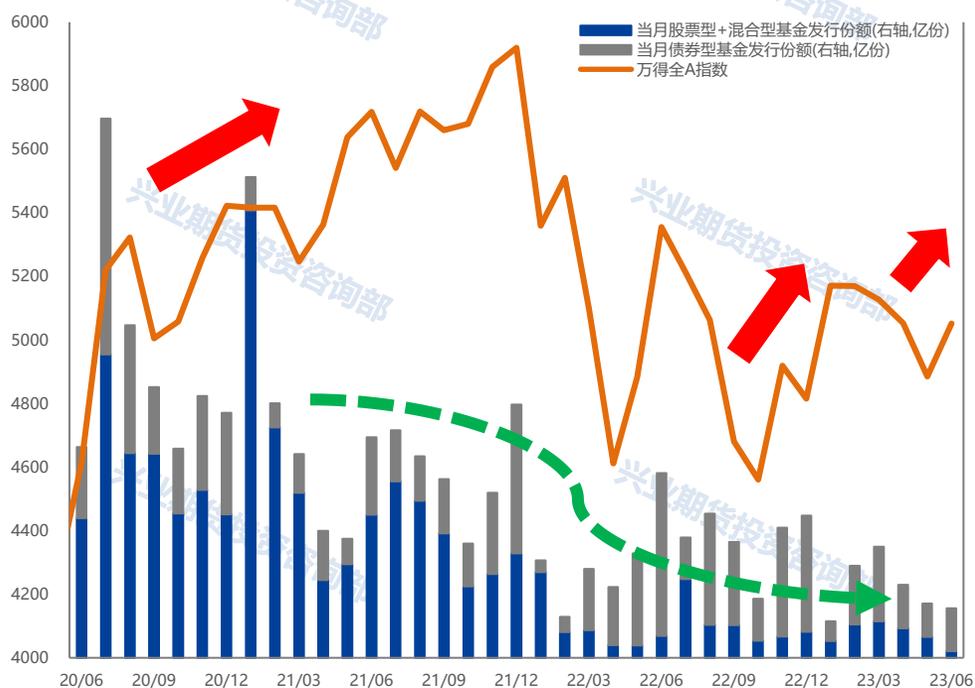
A股主要指数估值水平跟踪（市盈率、TTM，截至2023.6.16）



因2023年初以来，国内A股总体表现持续不佳、“赚钱效应”匮乏，以公募股基为代表的中长线资金流入相当有限，市场热度明显偏冷；而对兼顾流动性、收益性、安全性的固收债基、货基、理财等低风险型配置产品，其相对或绝对规模均有较明显增加。但当前债市“超买程度”已明显加大、交易盘“拥挤程度”较高，其量价形成“负反馈”概率大增；此外，其收益率亦大幅下滑。综合看，上述低风险产品的性价比将大幅下降。

在“资产荒”、“地产弱复苏”的背景下，以及国内居民持有大量“超额储蓄”的环境，考虑到A股下半年大概率回暖，其对潜在资金的吸引力、容纳空间均宜持乐观态度。

国内公募股基、债基发行份额跟踪（截至2023.6.16）



理财产品收益率、房价走势对比（截至2023年5月）

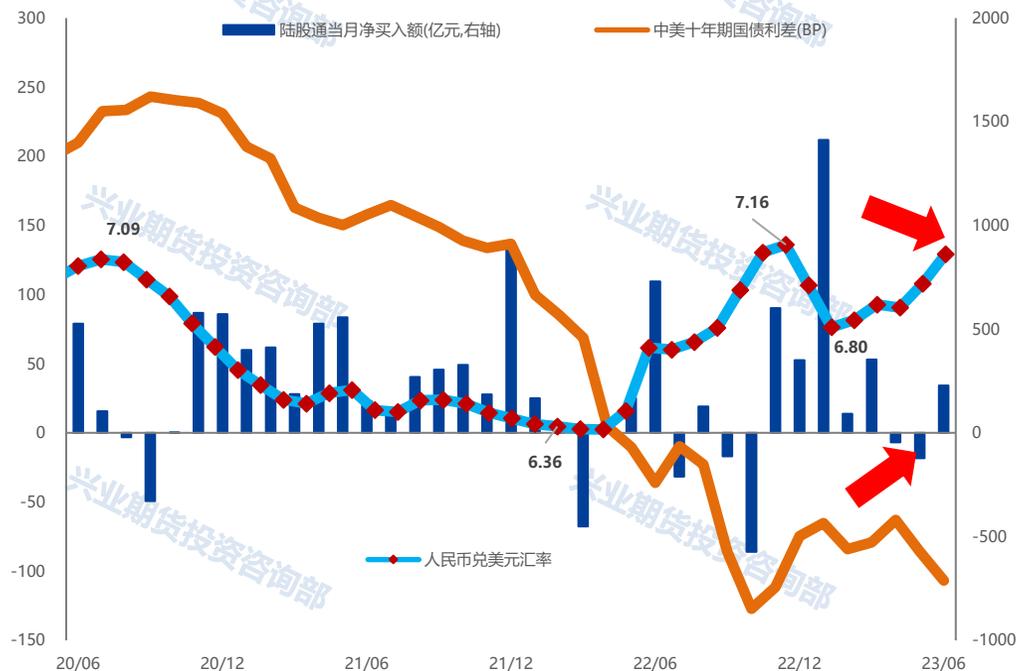




受人民币汇率贬值、中美国债利差缩窄等利空因素影响，过往2月陆股通资金呈净流出状态。但进入6月后，随美联储暂停加息、国内宽松政策加码等利多因素提振，其重回净流入局面。展望后市，美联储紧缩政策对美债收益率边际影响基本解除、其大概率持稳或下行；而国内基本面好转、则将利于人民币汇率持稳或升值。

基于此，中美汇差、利差将再度走强，相较全球其它主要资产，人民币资产及A股的避险价值、配置价值将再度凸显，并促进外资大规模回流。

中美十债利差、人民币汇率及陆股通净流入额对比（月度，截至2023.6.16）



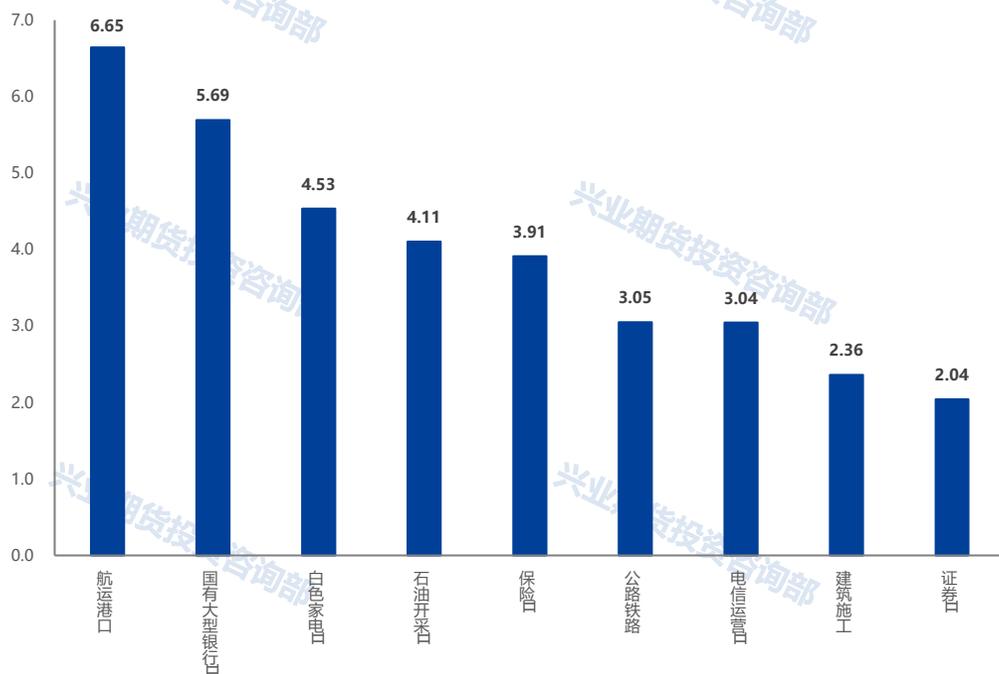
近三年各月陆股通资金净流入额对比（截至2023.6.16）



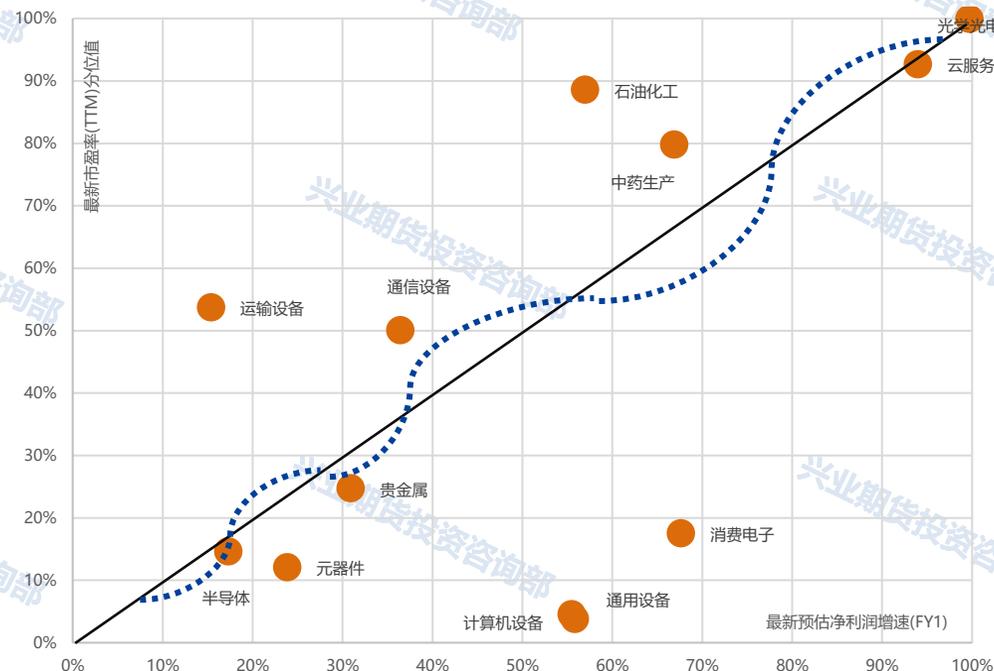
自2023年初以来，A股主要行业呈显著分化特征，原因如下：（1）部分提供高股息率、高分红，以中特估主题板块为代表；（2）部分则基于高成长性预期，从基本面、产业政策支持力度看，以数字经济主题板块为代表。具体看，获得显著超额收益（基准为万得全A）的中信二级行业为：金融、建筑、石油石化、电信、公用事业、TMT等，其高度契合（1）或（2）项标准，且业绩、估值匹配度良好。

另考虑国内经济复苏大势，内需、基建和地产等大项均有提振，其相关映射行业，如家电、消费电子、食品饮料、医药等存在边际改善弹性。叠加其整体低估值水平，配置价值较前期亦显著提高。

相关超额收益最大中信二级行业股息率情况（截至2023.6.16）



相关超额收益最大中信二级行业估值、业绩增速情况（截至2023.6.16）



- 按照上述逻辑，因价值、成长两大类风格均有相应的行业板块映射，故当前阶段仍宜持均衡思路、其性价比最高。具体而言，按“业绩、估值、股息率”三大维度，筛选出对应的行业。
- 相关入选行业在沪深300指数、上证50指数、中证500指数、中证1000指数中占比分别为43.8%，46.5%，35.2%和35.1%。以此看，沪深300、上证50指数多头配置价值相对最高。

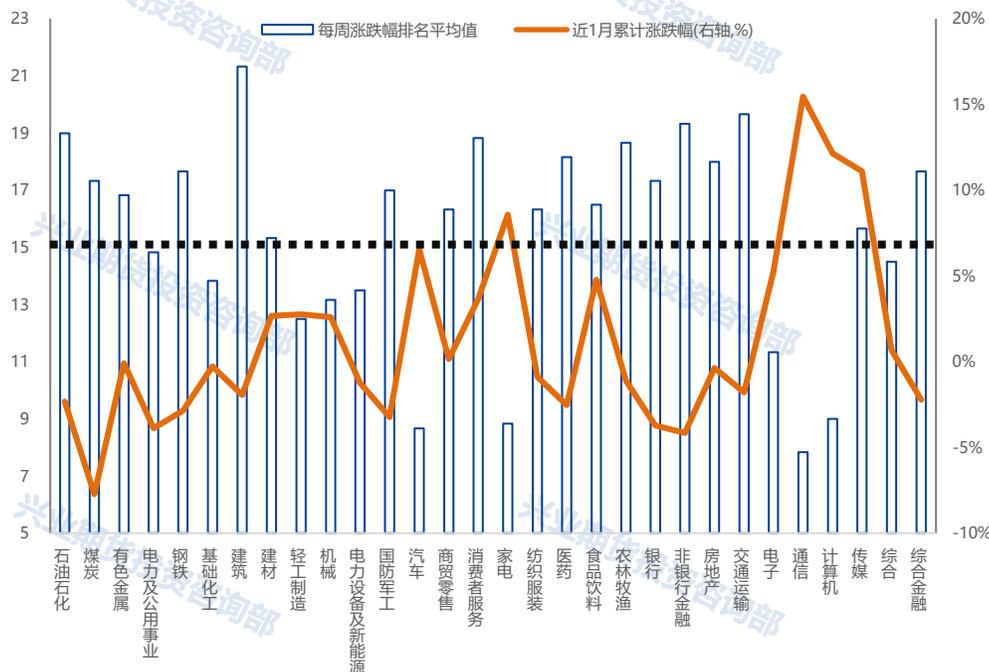
基于“业绩、估值、股息率”三大维度，相关行业四大股指占比统计（截至2023.6.16）

简称	最新总市值 (亿,2023.6.16)	最新市净率 (LF)分位值	前1月市净率 (LF)分位值	最新预估净利润 增速(FY1)	最新预估净利润 增速(FY2)	最新预估 ROE(FY1)	最新预估 股息率	沪深300指数 权重占比	上证50指数 权重占比	中证500指数 权重占比	中证1000指数 权重占比	对应A股 市值占比
区域性银行	10776	0.6%	5.9%	13.1%	11.2%	12.2	3.94	2.3	0.0	2.3	0.8	1.1
其他医药医疗	29568	4.7%	3.8%	-4.2%	17.4%	12.1	1.11	3.4	2.1	3.8	4.3	3.1
化学制药	17897	5.0%	8.7%	22.5%	19.7%	9.3	1.13	1.6	3.9	4.2	3.6	1.9
稀有金属	11419	8.4%	9.8%	0.7%	14.2%	19.9	0.97	1.7	1.8	2.5	1.9	1.2
新能源动力系统	17600	13.7%	15.3%	55.8%	34.3%	16.3	0.77	4.2	0.0	1.6	1.9	1.9
白色家电II	9077	14.5%	3.2%	13.2%	11.1%	19.1	4.53	2.6	1.3	0.0	0.2	1.0
酒类	46904	18.9%	9.4%	21.7%	19.9%	24.1	1.92	9.9	17.9	0.9	1.0	5.0
半导体	36443	19.3%	14.8%	17.3%	43.3%	7.9	0.29	4.4	2.9	4.6	3.3	3.9
消费电子	12136	23.1%	6.3%	67.6%	43.7%	9.8	0.99	1.6	0.0	2.0	1.9	1.3
专用机械	17356	23.4%	20.9%	48.0%	25.9%	11.1	1.00	0.6	0.0	2.0	3.0	1.8
航空航天	9019	25.2%	23.1%	46.1%	39.6%	6.9	0.50	0.8	0.8	2.9	0.9	1.0
保险II	26369	32.0%	44.4%	40.3%	16.1%	11.8	3.91	4.0	10.6	0.0	0.1	2.8
通用设备	11979	32.0%	23.8%	55.5%	26.3%	9.5	0.74	0.5	0.0	1.2	3.0	1.3
汽车零部件II	13250	50.4%	31.6%	45.3%	31.1%	8.7	1.19	0.8	0.0	1.1	2.5	1.4
建筑施工	18192	54.6%	63.0%	13.7%	20.9%	9.6	2.36	2.5	2.7	0.9	2.1	1.9
煤炭开采洗选	14341	63.2%	69.6%	2.7%	2.6%	19.7	8.05	1.1	2.5	1.8	0.7	1.5
计算机设备	14530	65.3%	30.6%	55.8%	36.8%	9.2	0.89	1.4	0.0	1.5	1.2	1.5
通信设备	12264	75.6%	48.4%	36.4%	28.5%	9.5	0.53	0.7	0.0	2.2	2.8	1.3
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)								43.8	46.5	35.2	35.1	35.0



- 而从近月来盘面实际情况看，主要行业轮动切换节奏较快、暂无持续领涨板块，故宜选择兼容性最高的指数作为配置标的。
- 相对而言，较上证50、中证500、中证1000指数，沪深300指数与各类风格的相关系数总和最高，故仍宜选择其作为多头配置标的。

中信一级行业近5周累计涨跌幅、及排名情况（截至2023.6.16）



国内A股主要指数近3月相关系数（截至2023.6.16）

指数	沪深300	上证50	中证500	中证1000	中特估指数	数字经济指数	国证价值	国证成长	红利指数	科创50
沪深300	1.00	0.94	0.94	0.87	0.07	0.74	0.46	0.90	0.03	0.76
上证50	0.94	1.00	0.80	0.68	0.22	0.48	0.61	0.77	0.27	0.54
中证500	0.94	0.80	1.00	0.98	-0.09	0.87	0.25	0.95	-0.20	0.84
中证1000	0.87	0.68	0.98	1.00	-0.23	0.90	0.08	0.95	-0.37	0.84
中特估指数	0.07	0.22	-0.09	-0.23	1.00	-0.16	0.89	-0.33	0.89	0.06
数字经济指数	0.74	0.48	0.87	0.90	-0.16	1.00	0.06	0.79	-0.39	0.92
国证价值	0.46	0.61	0.25	0.08	0.89	0.06	1.00	0.05	0.86	0.24
国证成长	0.90	0.77	0.95	0.95	-0.33	0.79	0.05	1.00	-0.36	0.73
红利指数	0.03	0.27	-0.20	-0.37	0.89	-0.39	0.86	-0.36	1.00	-0.18
科创50	0.76	0.54	0.84	0.84	0.06	0.92	0.24	0.73	-0.18	1.00
总计	2.96	2.89	2.62	2.17	/	/			/	/

周期:日线 2023/03/16 - 2023/06/16

沪铝

AL

01

云南复产仍存不确定性，企业意愿一般

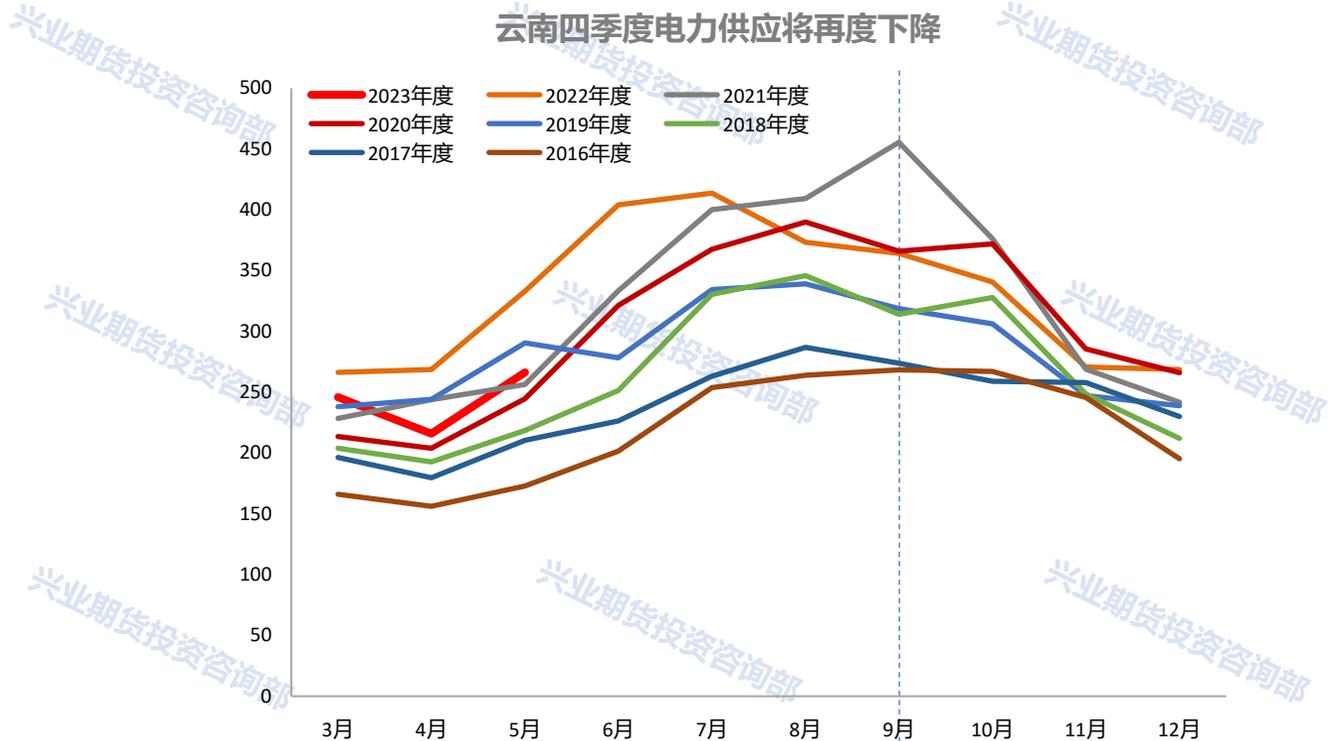
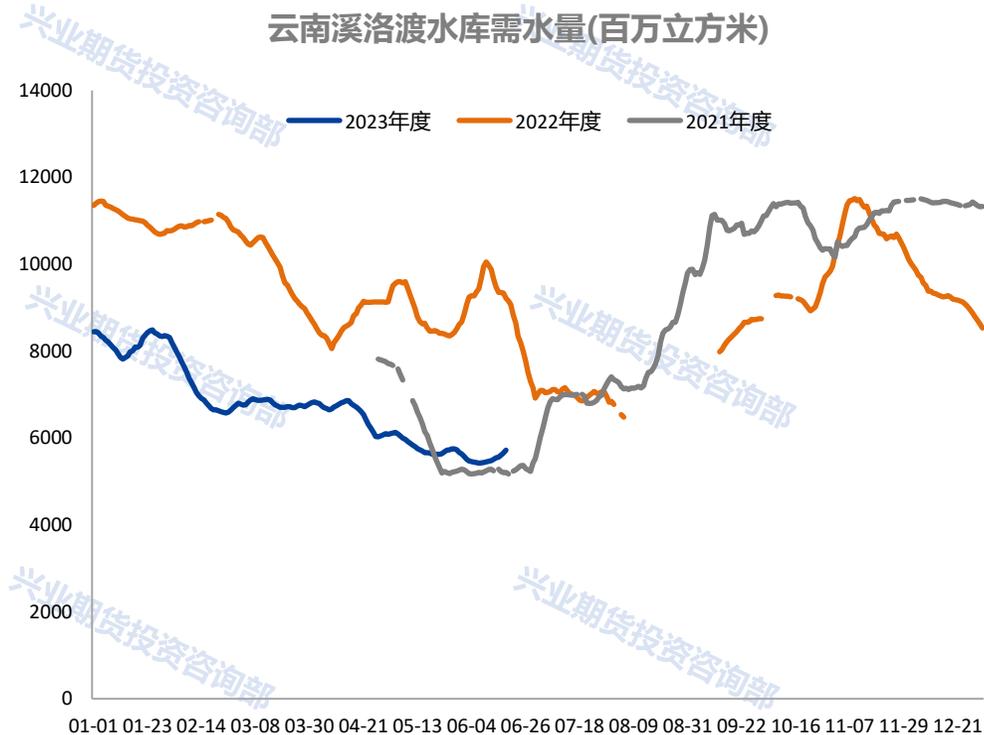
02

产能释放受阻，成本传导效率不佳

03

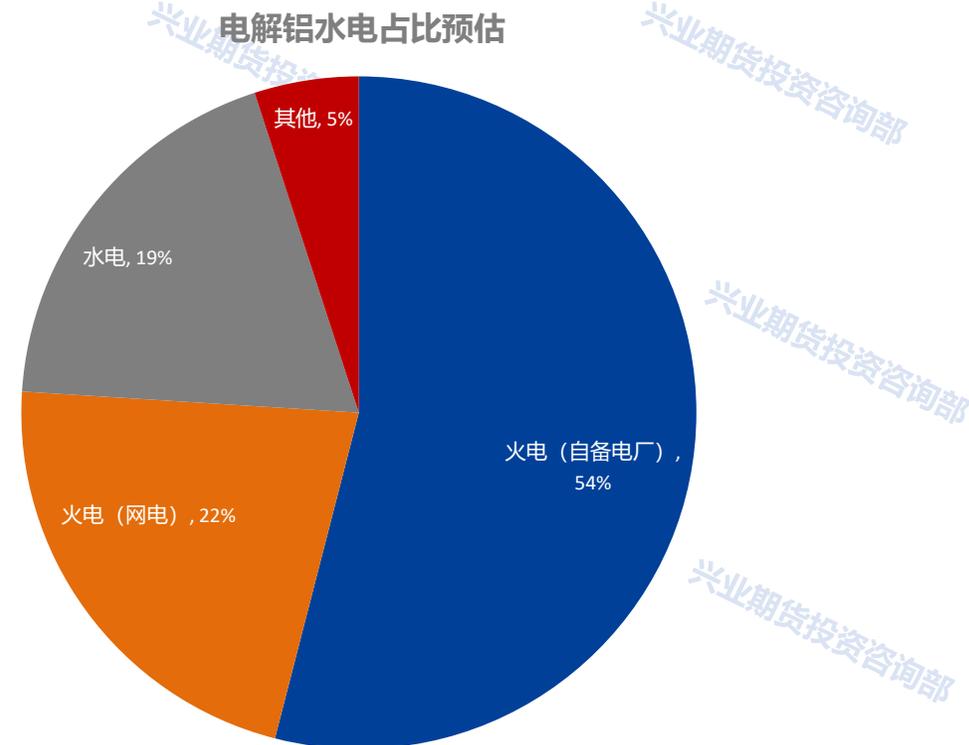
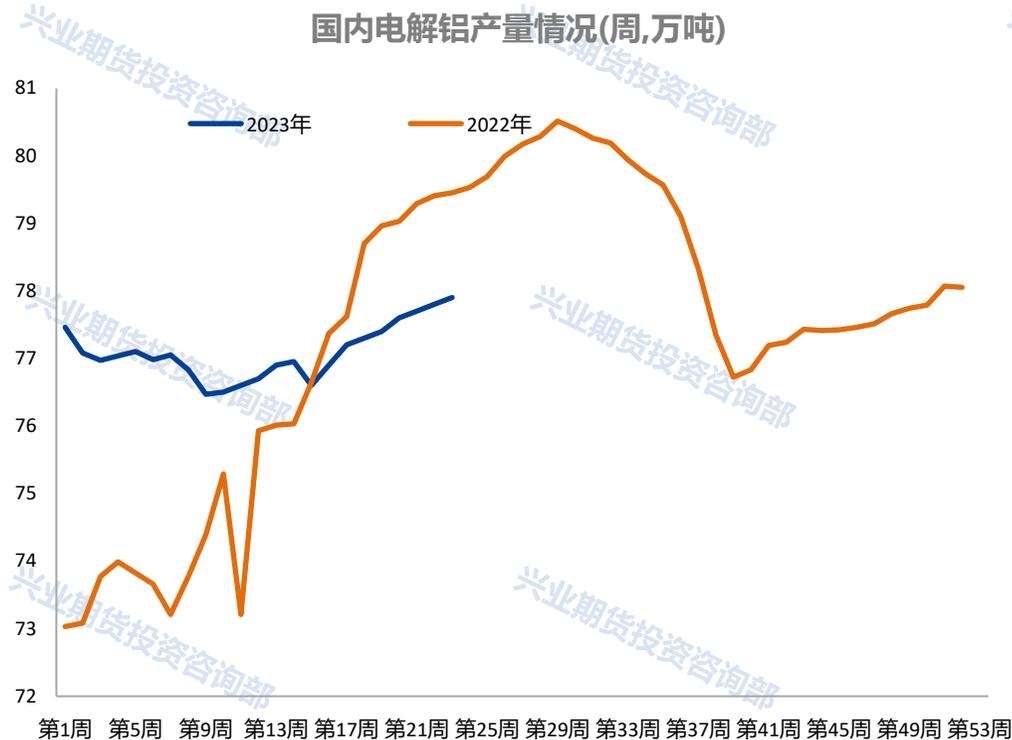
需求端仍有潜在利多，库存持续向下

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。



□ 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10日当周产量仅77.9万吨，低于去年同期79.45万吨，累计产能增速仅1.44%。

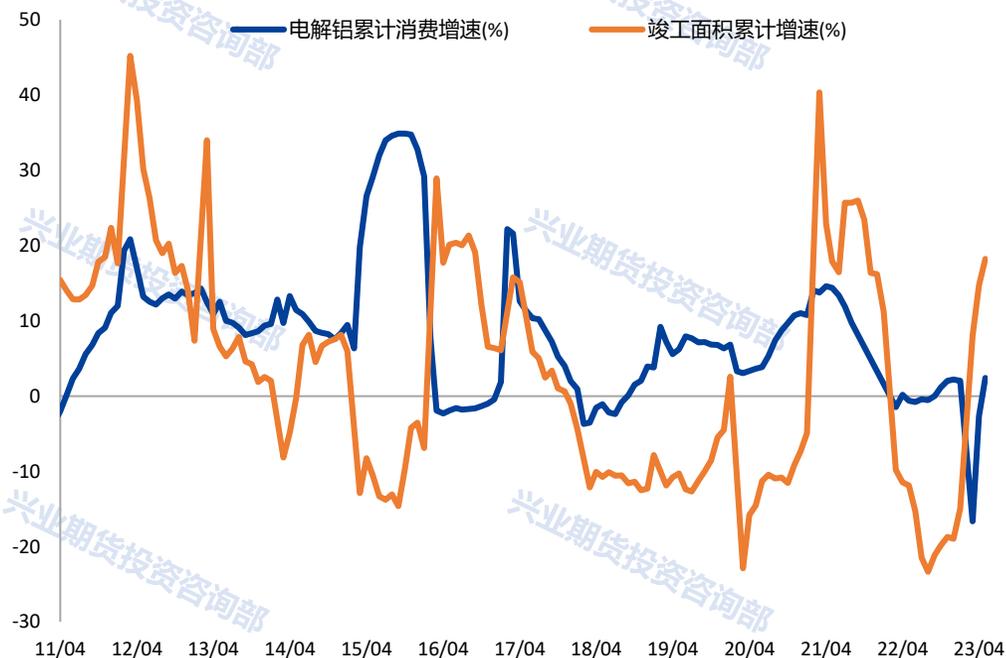
□ 根据安泰科数据预测，到十四五末，我国水电铝占比将达到19%。在水电铝复产受限的情况下，即使目前电解铝利润偏高，但仍难以刺激产量的抬升，影响成本虽出现下移，但对于价格的传导性偏弱。



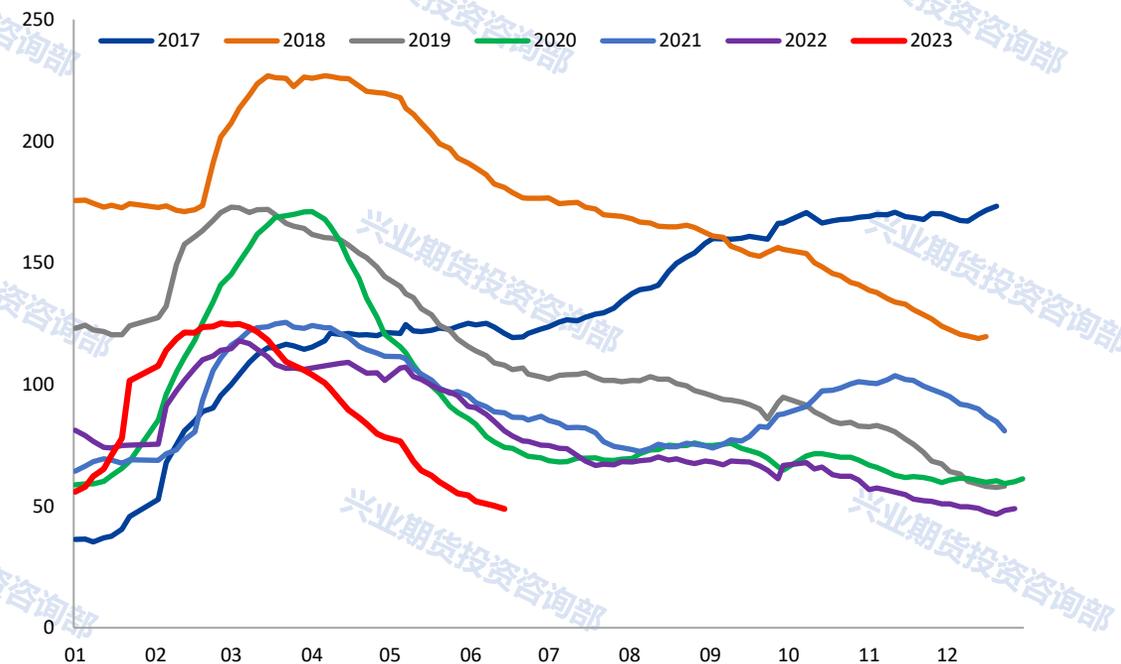
从下游开工情况来看，目前铝合金、铝型材和铝板带箔整体开工率均出现快速修复，且铝合金开工率处于近3年最高。而从历史表现来看，铝消费情况受地产竣工端的影响较为直接。目前竣工端修复的确定性仍较强，且地产投资或存在刺激政策，铝需求端仍存潜在利多。

库存方面，受到下游需求修复以及供给端的约束，社会库存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。

地产竣工端持续向上



社会库存持续向下



聚氯乙烯

V

01

产量达到年内最低，生产利润小幅改善

02

生产企业库存停止下降，社会库存重新开始增长

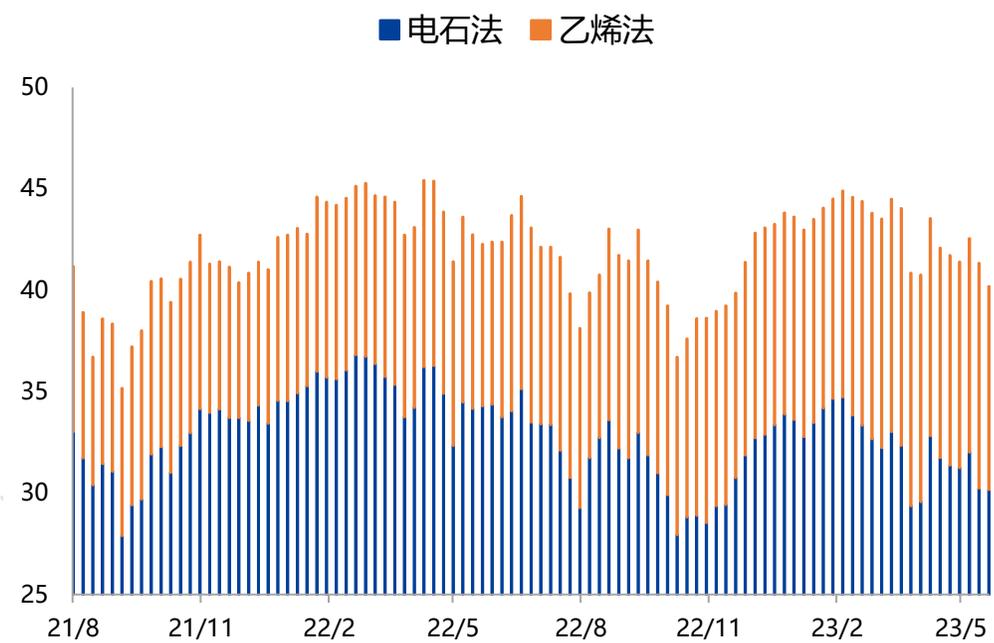
03

政策发力需求改善，市场看涨情绪出现

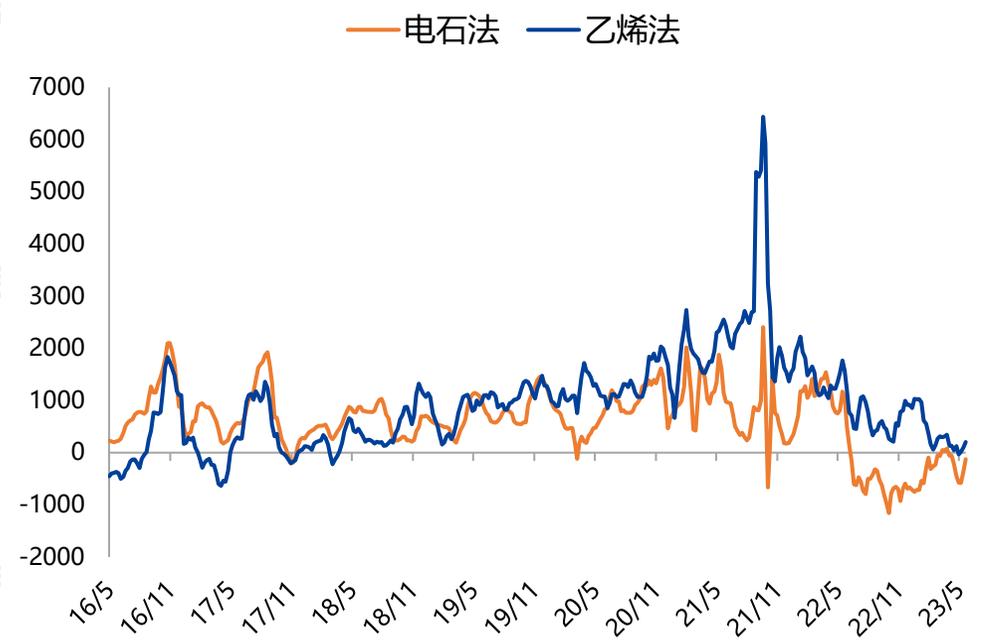
6月第二周新增3套装置检修，5套装置降低负荷，导致PVC装置开工率下降2%，产量下降3%，达到三年同期最低。6月第三周预计新增2套装置检修，4套检修装置重启，开工率预计回升2%。6月和7月检修装置偏多，预计产量处于中等偏低水平，有利于加速去库。

近一周电石价格为3206 (-140) 元/吨，乙烯价格为6000 (-200) 元/吨，电石法平均成本为5570 (-210) 元/吨，乙烯法为5650 (-50) 元/吨。PVC生产利润得到改善，但仍处于历年极低水平，电石生产装置检修增多，同时其上游兰炭价格止跌，未来PVC电石法成本下降空间有限。

产量达到年内最低 (截至2023.6.16)



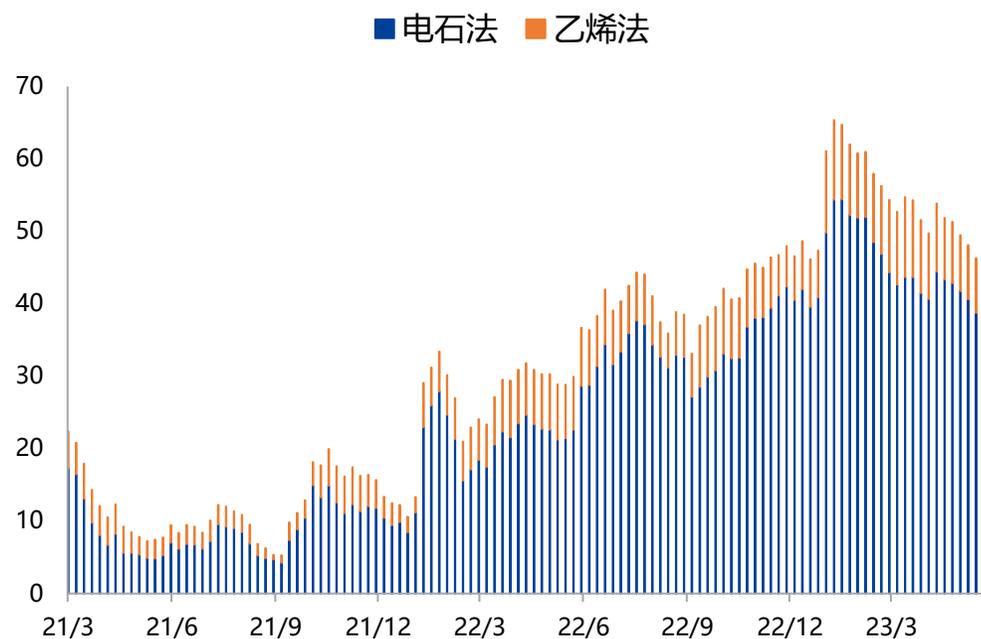
利润小幅改善 (截至2023.6.16)



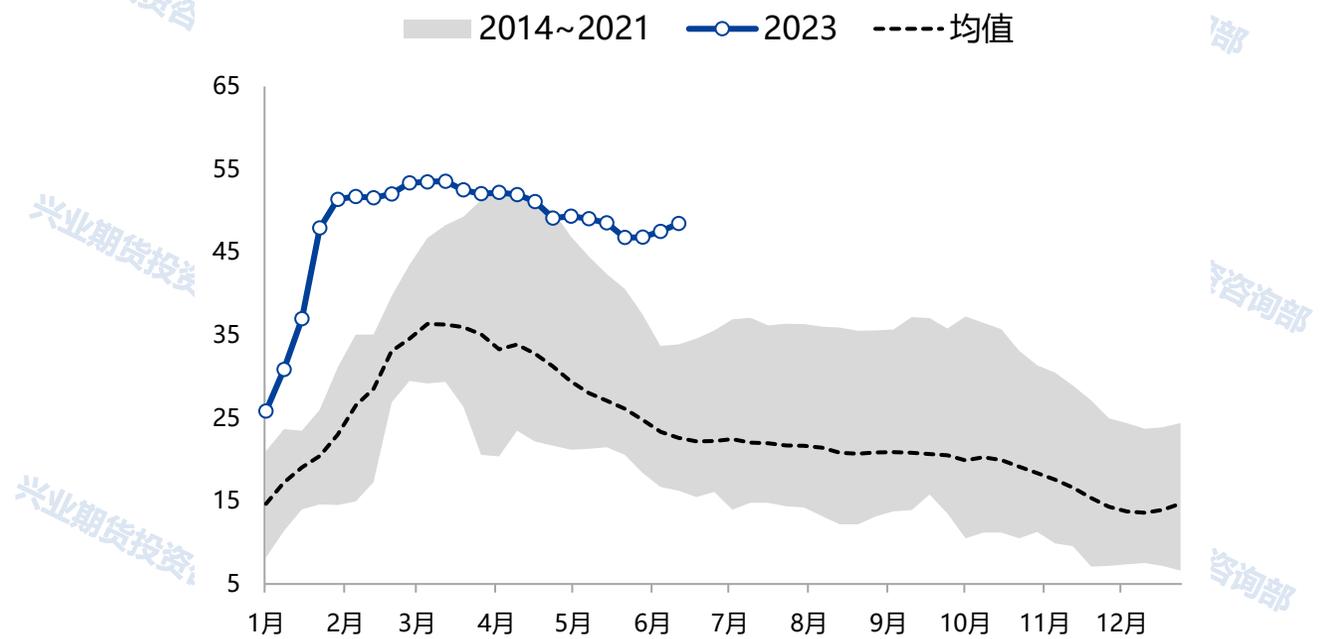
□ 生产企业库存较前一周持平，端午节当周预计小幅积累。因检修增多，6月PVC产量不断减少，7月产量预计不会大幅增加，生产企业库存有望持续下降。重点关注库存加速减少的时间点，再结合现货成交数据判断需求是否实质性回升。

□ 3~5月长达12周时间社会库存仅减少7万吨，5月底至今又重新开始增长，目前高社会库存是阻碍PVC价格上涨的重要因素，如果价格反弹后的一个月内库存仍然继续积累，建议期货多头减仓。

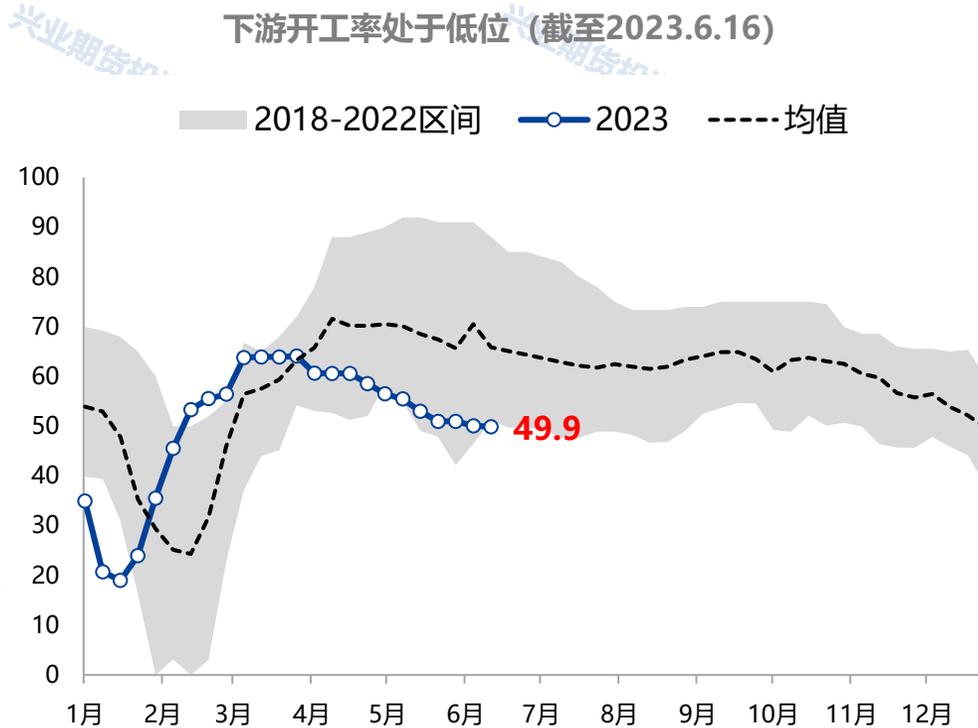
生产企业库存较前一周持平 (截至2023.6.16)



社会库存重新积累 (截至2023.6.16)



- ❑ PVC下游开工率与前一周持平，处于历史同期最低水平，不过未来开工率预期回升。首先按照历史规律，6月和7月是PVC传统需求淡季，9月旺季来临后需求会好转。此外上周五国常会提出适时出台政策，为经济复苏“再加把力”，下半年PVC需求大概率得到改善。
- ❑ 虽然期货价格止跌反弹，主力合约前二十席位净空持仓量由8万手减少至4万手，期货市场看空情绪减弱。此外看涨期权成交量和持仓量均达到看跌两倍以上，期权市场看涨情绪爆发。最后现货预售量、销售量等成交数据达到两个月新高，现货看涨情绪也出现。





橡胶

RU

01

车市消费刺激措施加码，轮企开工表现尚佳

02

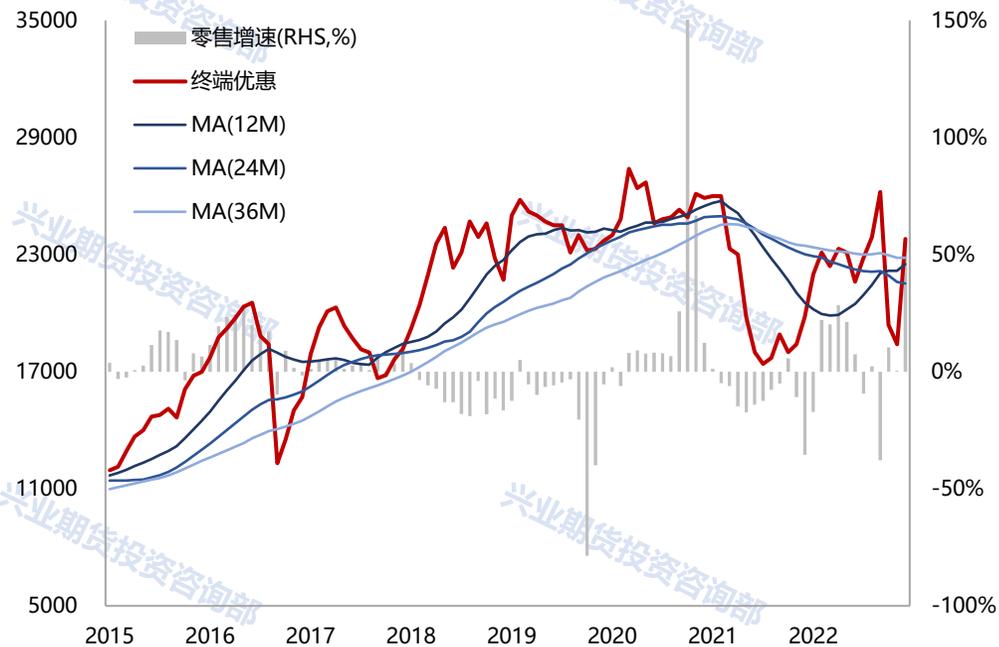
原料产出不时受到干扰，气候问题不容小觑

03

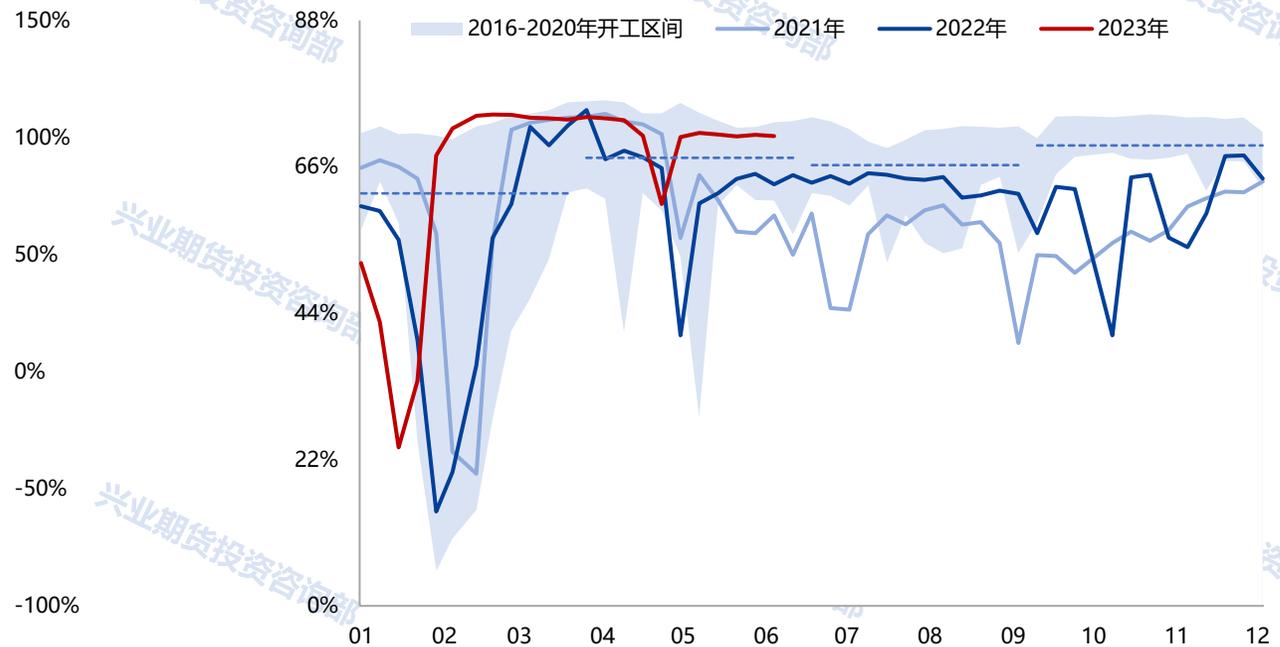
港口降库、仓单新低，供需结构好转支撑沪胶价格

需求方面，5月乘用车零售维持增长势头，商务部、工信部等多部门发文组织开展新一轮消费刺激，涵盖新能源车下乡、购置置换补贴等多种措施，政策引导逐步增强，而轮胎企业开工意愿维持相对积极态度，半钢胎产线开工率持续处于季度开工均值区间上沿水平，天然橡胶需求预期及需求传导偏向乐观。

乘用车终端优惠额度

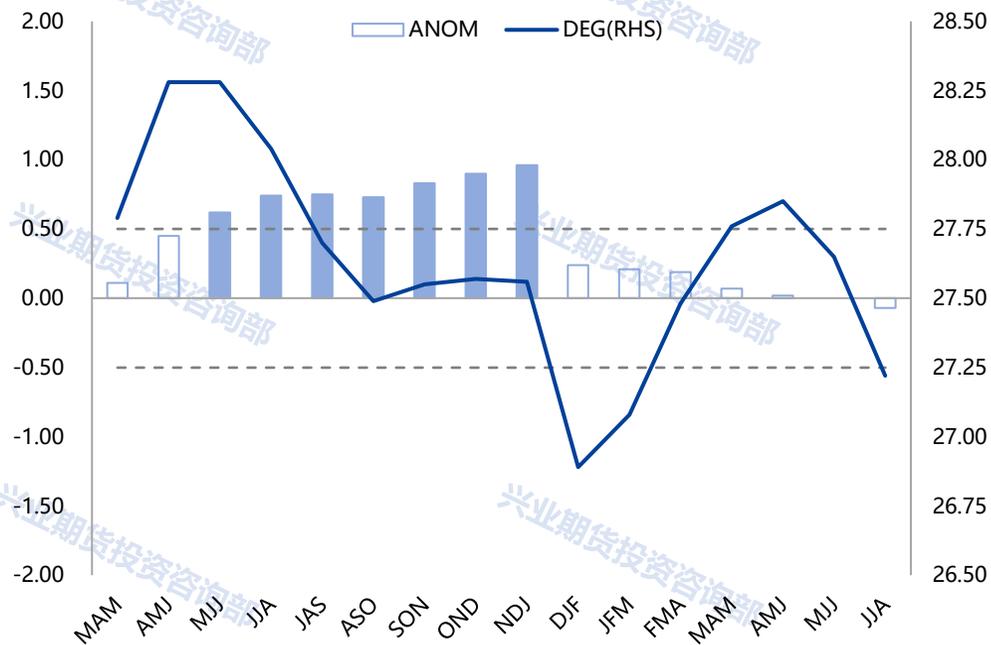


半钢胎开工率季节性

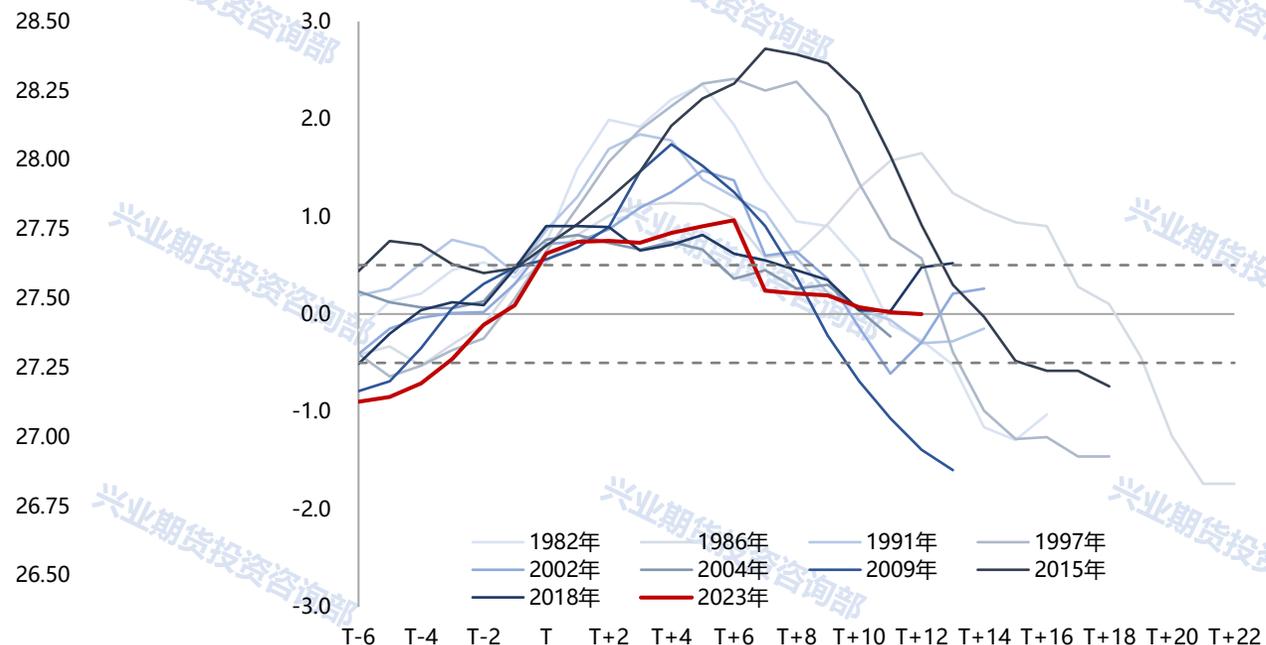


供应方面，云南雨季降水助力产区陆续复割，但今夏气候变动状况将明显加剧，极端天气发生频率及强度或显著增强，国家气候中心预测赤道中东太平洋进入厄尔尼诺状态，相较此前数据提前一至二个月；而回顾比较1908年以来历次厄尔尼诺事件，本轮强度虽不及2015年、但高于2018年，天气因素对产区物候条件的负面影响仍不容小觑，天然橡胶供应端料不时受到扰动。

Nino3.4区海温变动情况预期



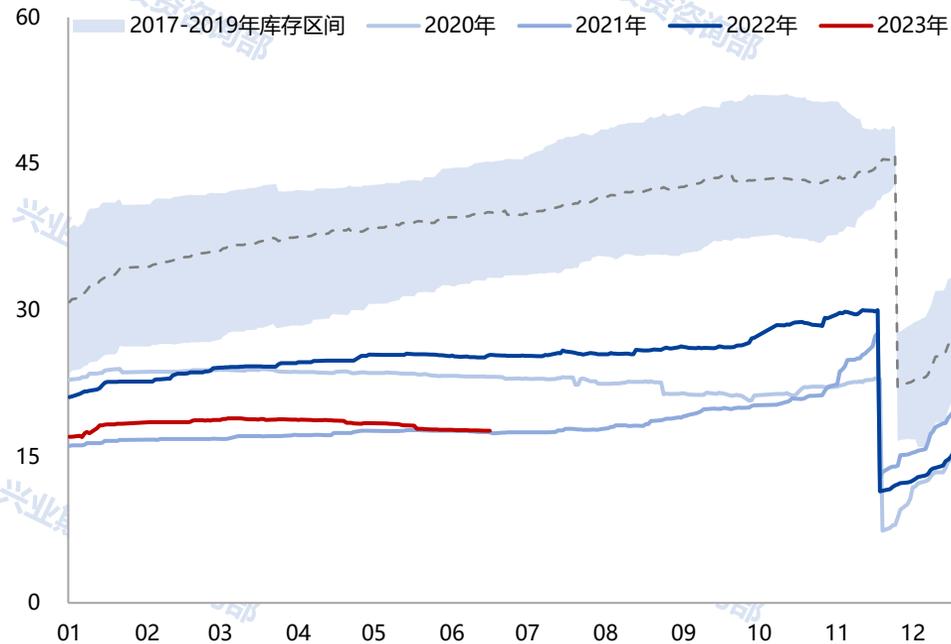
1980年以来厄尔尼诺事件回顾



□ 库存方面，一般贸易库存连续两周维持降库态势，带动港口库存拐点显现，而沪胶仓单受制于交割品不足现状持续走低，期货库存接近同期低位，结构性库存压力继续缓解。

□ 综合来看，政策引导下汽车产销维持复苏势头，终端市场偏向乐观，需求传导效率亦同步回升，而厄尔尼诺事件背景下各产区原料生产势必不时受到扰动，港口库存降库拐点来临，供减需增推动价格中枢上移，低估值沪胶多头策略赔率及胜率占优。

天然橡胶期货库存(万吨)



沪胶指数走势及分位水平





纯碱

SA

01

重碱需求稳步增加，轻碱消费稳中有增

02

淡季检修预期增强，纯碱库存或将下降

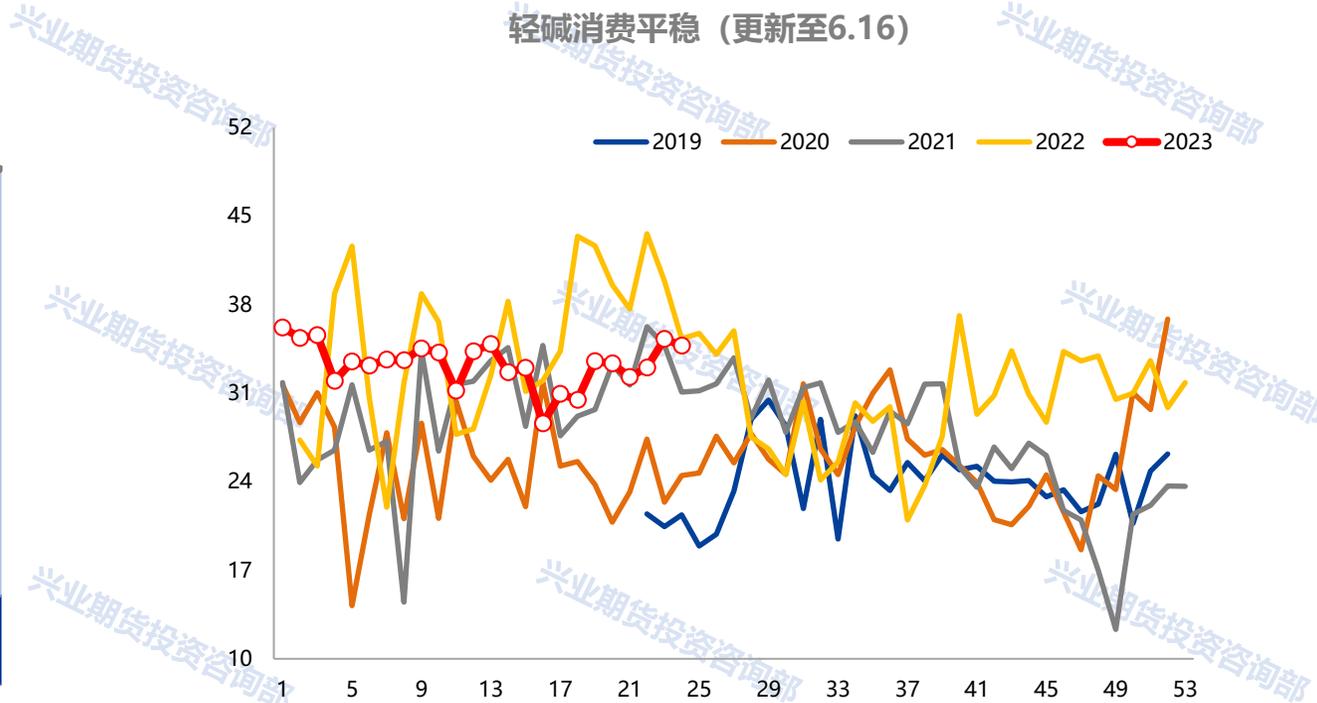
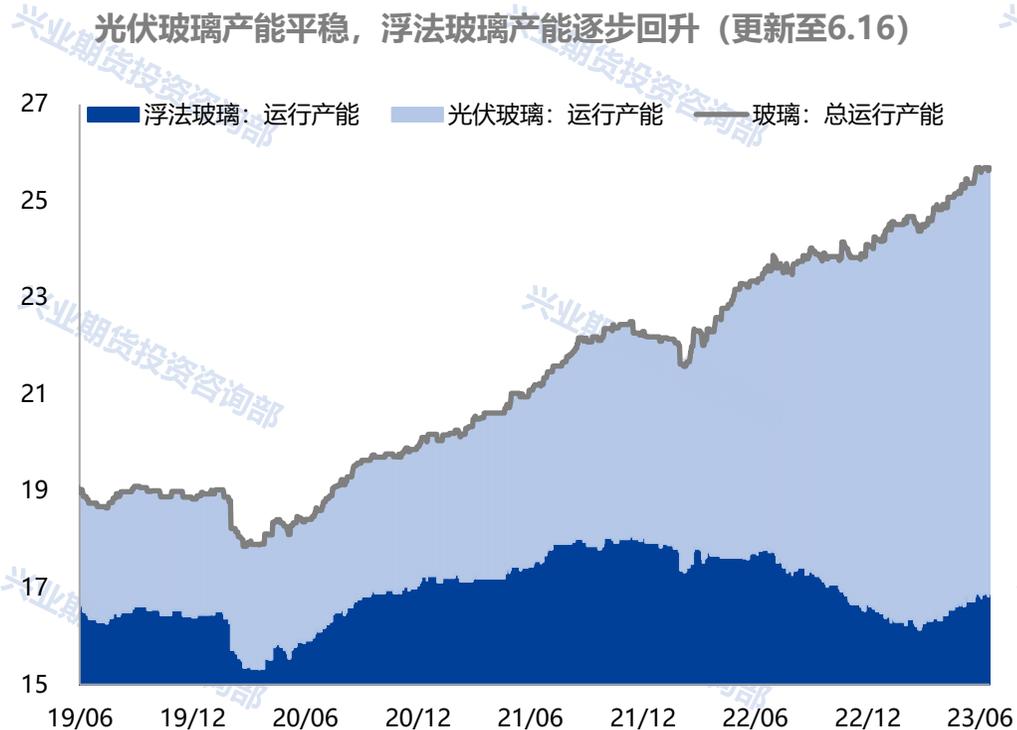
03

煤价反弹叠加宏观政策预期回暖，远月多单耐心持有



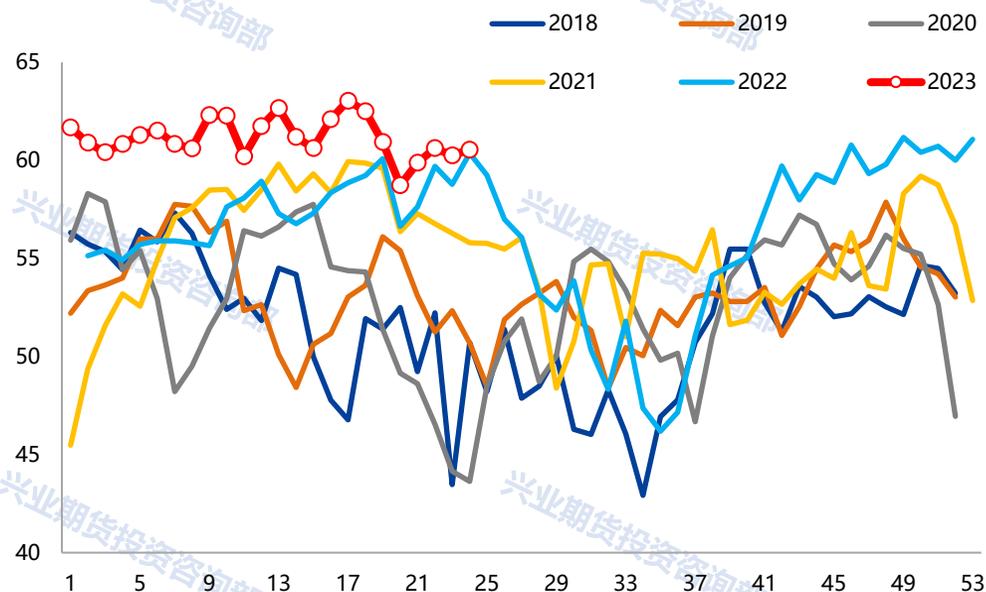
黑色金属品种策略（纯碱）：重碱需求稳步增加，轻碱消费稳中有增

- 2023年以来，光伏玻璃产能稳中小增，今年以来运行产能累计新增8000t/d以上；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，今年以来浮法运行产能已累计增加约6000t/d，玻璃对重碱需求稳步增加。
- 轻碱消费传统旺季逐步临近，整体稳中有增。
- 5月纯碱净出口量回升至18.92万吨，前值14.45万吨，与去年同期持平，好于市场预期。

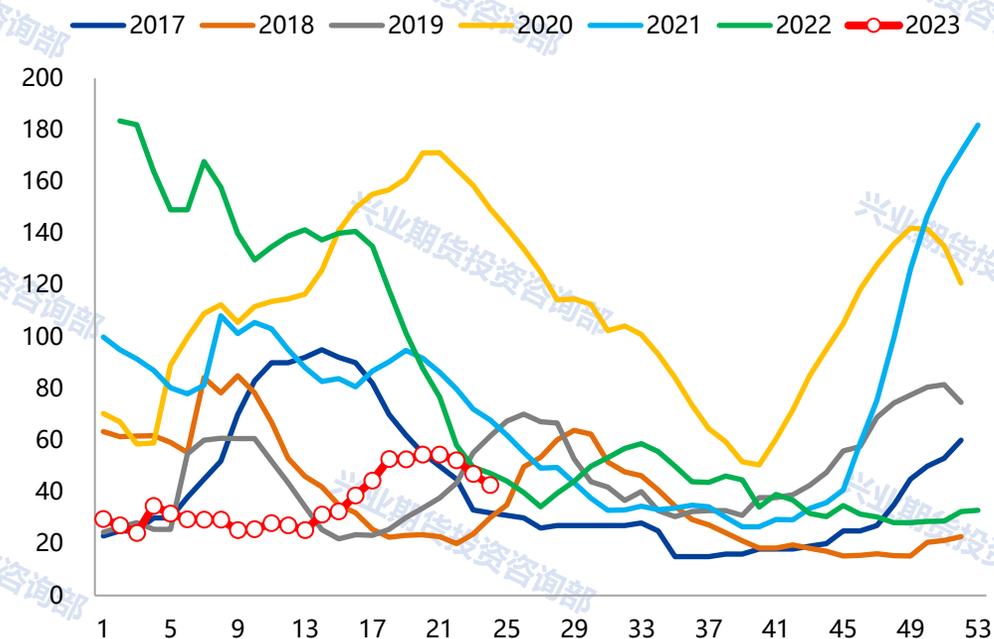


市场对远兴能源装置投产、四季度纯碱大幅累库的预期较充分，因此在1-5月期间，上游纯碱生产企业倾向于在远兴投产前尽量维持高产量以兑现利润，下游企业则尽力压低纯碱库存以降低风险，纯碱库存整体保持偏低水平，且逐步向上游集中。但随着纯碱价格阶段性企稳，以及纯碱装置开工率的小幅回落，下游玻璃企业纯碱库存可用天数开始缓慢回升，纯碱企业库存由高点累计下降约10万吨。考虑到远兴装置满产需要时间，7-8月又将迎来一年一度的纯碱装置大修，届时纯碱库存有望进一步消化。

纯碱周产量（更新至6.16）

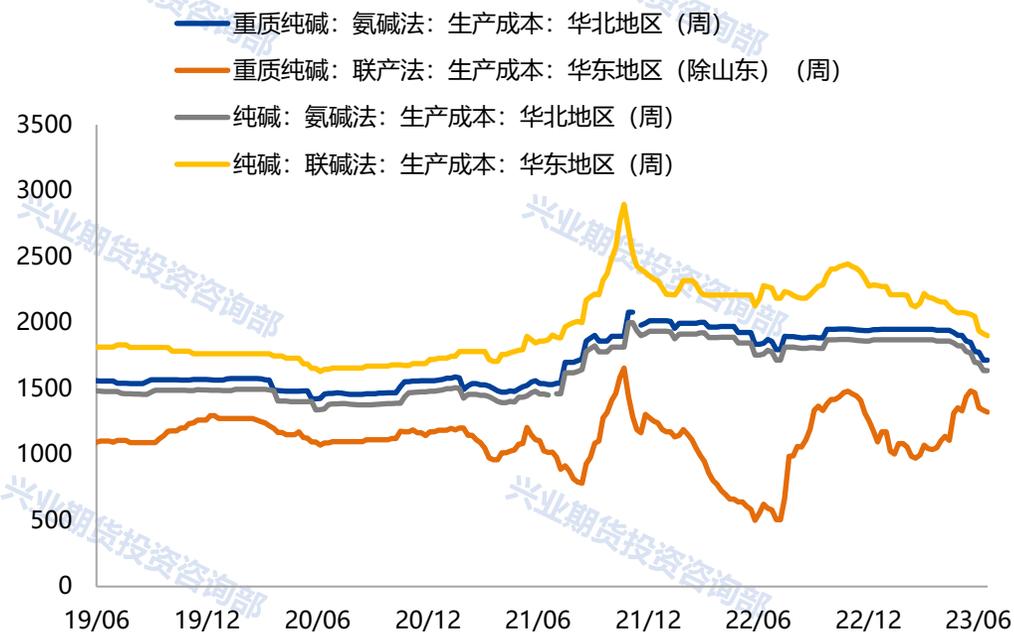


纯碱企业库存（更新至6.16）



□ 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。同时，随着国内用电高峰临近，以及海外能源价格回升，国内煤价出现止跌回涨的迹象，有利于增强纯碱价格的底部支撑。再加上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较强，建议多单可继续持有。

纯碱成本（更新至6.16）



纯碱成本（更新至6.16）

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	8.20%	1,636	474	80	2.50%	-	-
华东	570	17.60%	-	-	540	16.70%	1,902	778
总计	1405	43.40%	-	-	1670	51.60%	-	-
总产能	3235	100.00%						

铁矿

01

矿山成本支撑较明确

02

海外铁矿发运稳步增长，国内进口矿库存低位运行

03

铁水产量高位运行，铁矿价格支撑较强

04

钢厂盈利及期货贴水，铁矿石多单安全边际较高

- 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。

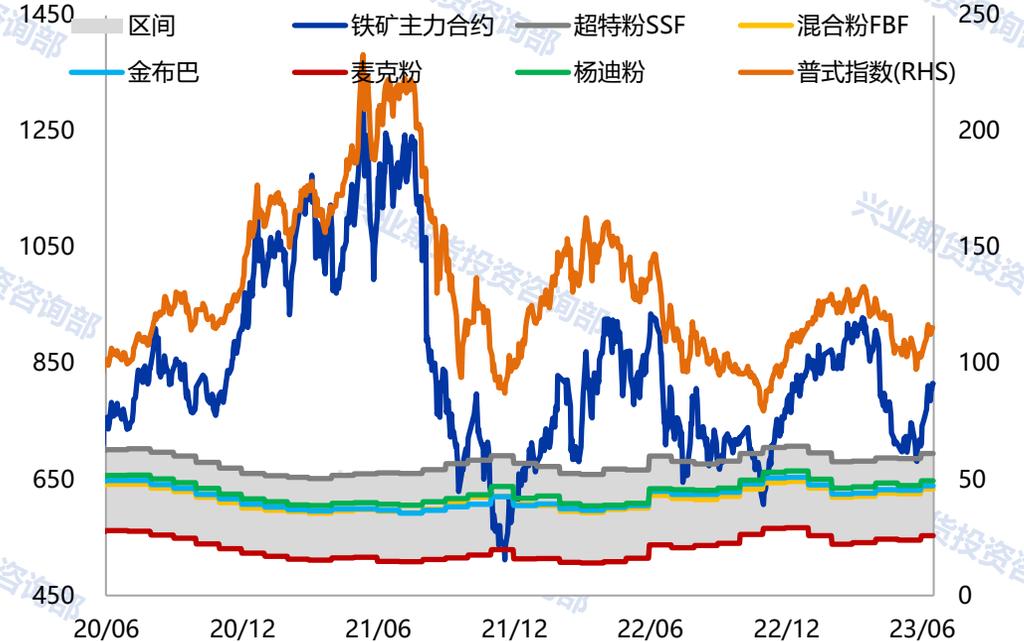
矿山边际成本折期货盘面价格（更新至6.16）

更新日期 2023-06-16
 西澳-青岛运费 8.38 美元兑人民币 7.1289 X=1.5
 美元/吨

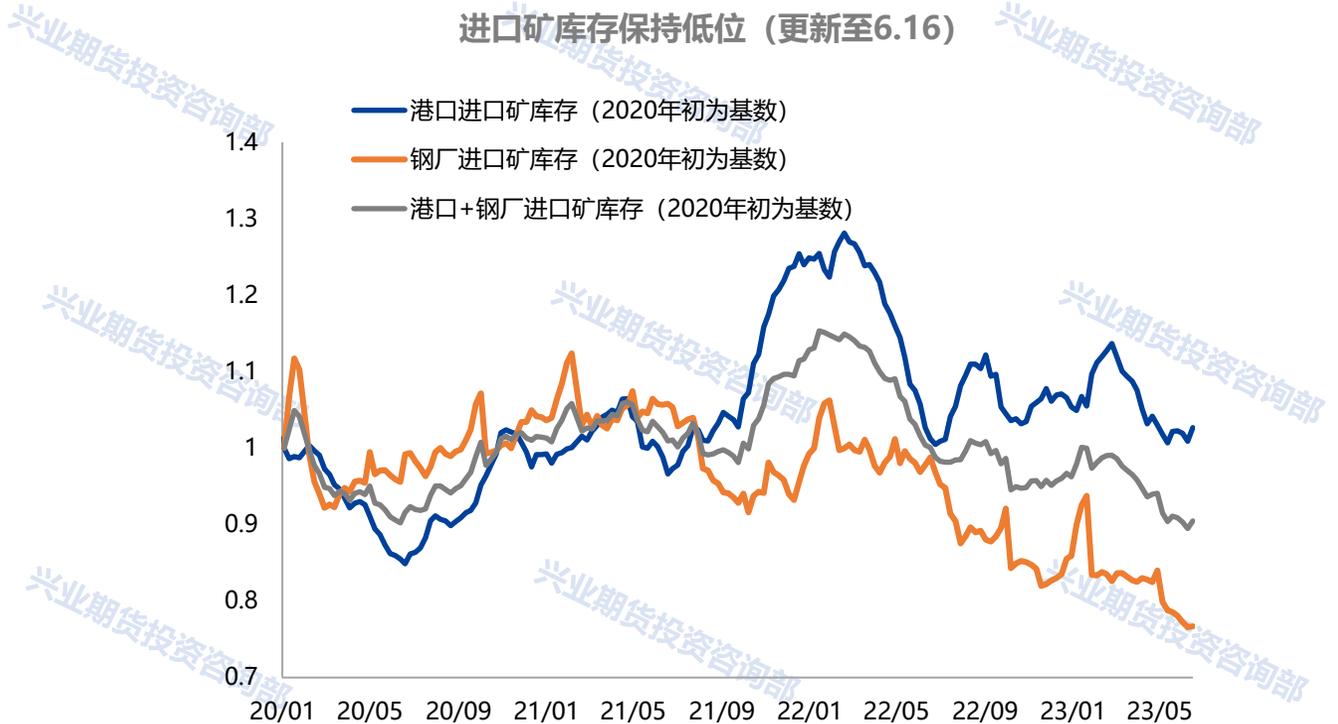
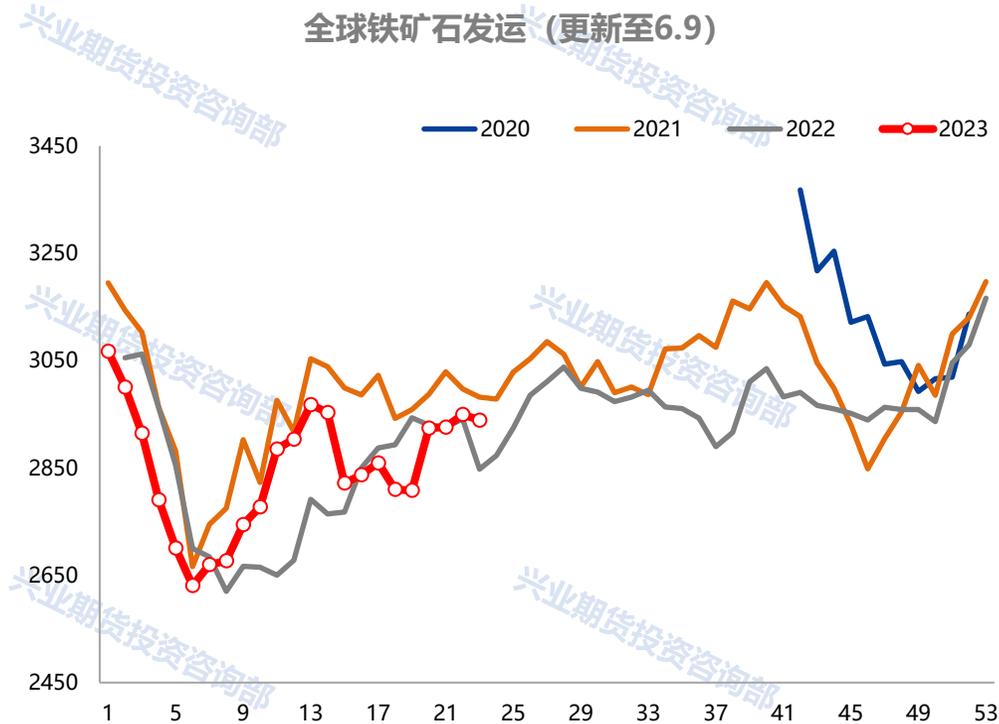
矿山边际成本折算盘面价格（元/吨）

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	499	463	473	403	493
60	571	540	550	483	572
70	642	616	627	564	652
75	678	654	665	604	691
80	713	693	704	644	731
90	785	769	781	725	811
100	856	846	858	806	890
110	927	922	935	886	970
120	998	999	1012	967	1049
130	1070	1075	1090	1047	1129

矿山边际成本折期货盘面价格（更新至6.16）

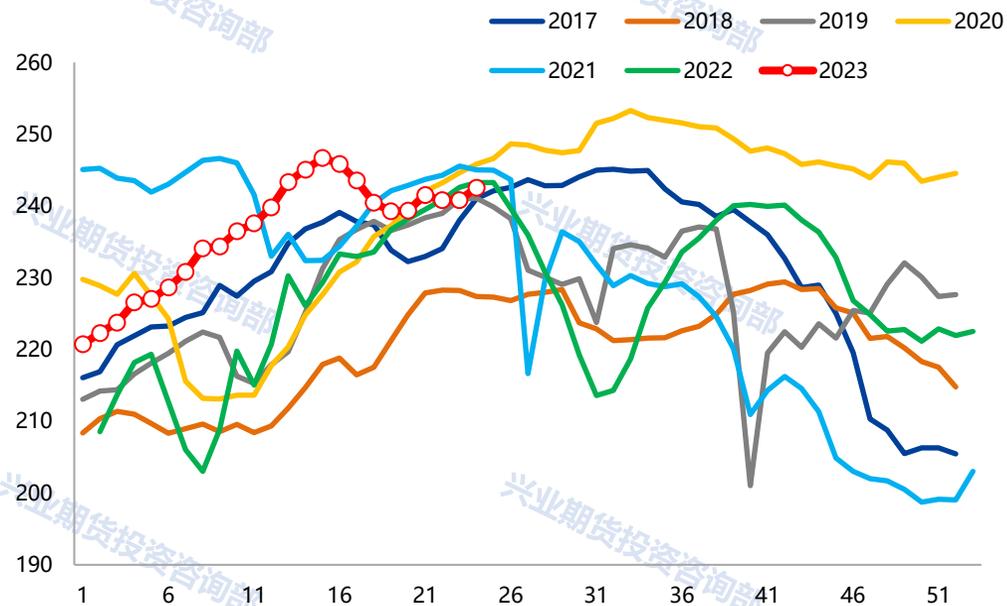


- 全球矿山铁矿石发运量平稳增长。
- 国内进口矿库存方面，由于年初以来国内铁水产量维持同比偏高的水平，且钢厂盈利不佳，主动压降进口矿库存，截至本周五，港口及钢厂进口矿库存整体仍处于2020年以来的低位。

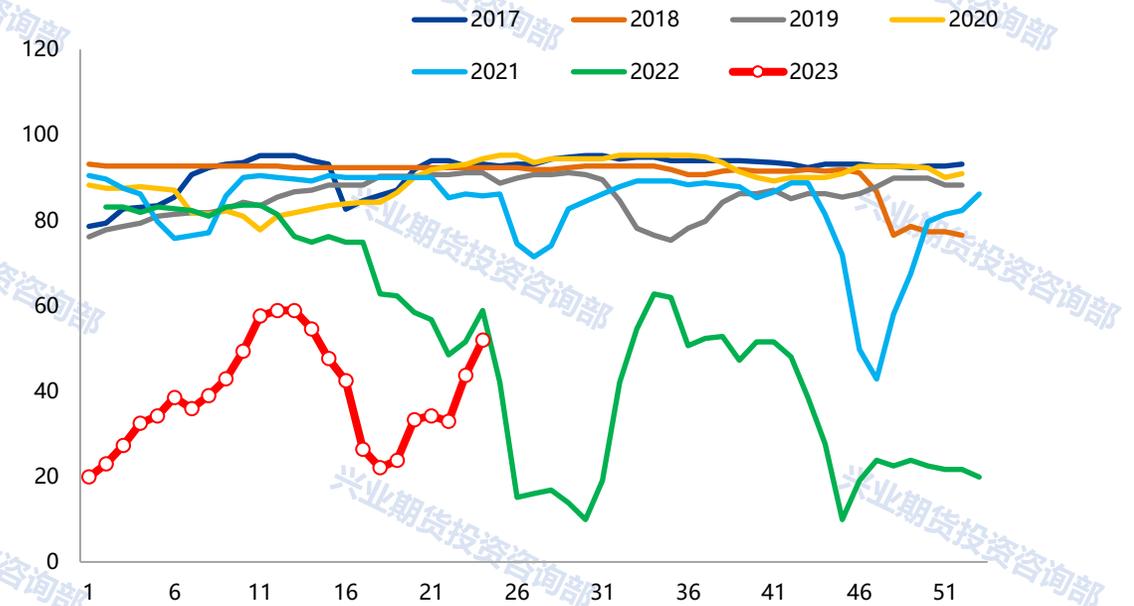


- 近期宏观稳增长预期再度走强，钢价连续反弹，钢厂盈利能力和生产积极性环比回升。截至本周五，钢联247家样本钢厂盈利比例大幅回升至51.95%，高炉日均铁水产量续增至242万吨以上，仍位于年内高位。
- 在市场预期转强，钢价反弹，且进口矿库存低位运行的阶段，若钢厂保持盈利，则铁矿价格向上弹性往往偏强。

高炉铁水产量连续第2周回升（更新至6.16）



247家样本钢厂盈利比例（更新至6.16）

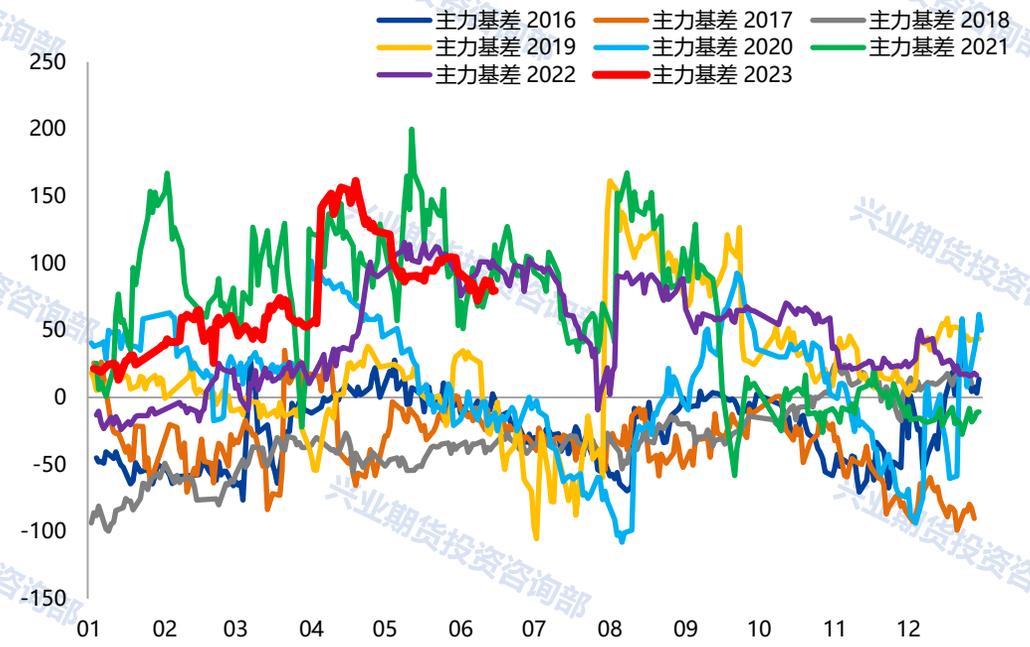


- 据我们估算，长流程钢厂螺纹、热卷即期利润约小幅扩张至100上下，钢厂盈利给与铁矿石现货价格以支撑。同时，期货主力合约价格仍贴水现货价格近80元/吨。钢厂盈利及期货贴水给与铁矿石多单较高的安全边际。建议政策预期行情结束前，铁矿期货仍持多头思路。
- 主要风险：铁矿石期货价格上破800后，发改委监管风险可能提高；钢材供给弹性回升，待政策预期兑现，淡季供强需弱风险或再度显现。

长流程钢厂即期利润（更新至6.16）



247家样本钢厂盈利比例（更新至6.16）



棉花

CF

01

供应端趋紧方向明确，USDA报告影响偏利多

02

纺织企业订单水平回升，商业库存降幅较快

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%。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。

据USDA 6月全球棉花供需预测，2023-24年度国内棉花产量调整为587.9万吨，环比继续下滑，同比降幅达12.04%。尽管进口同比大幅增加，但因消费预期较高，期末总库存同比仍然下降。数据总体对国内棉花相对偏利多。

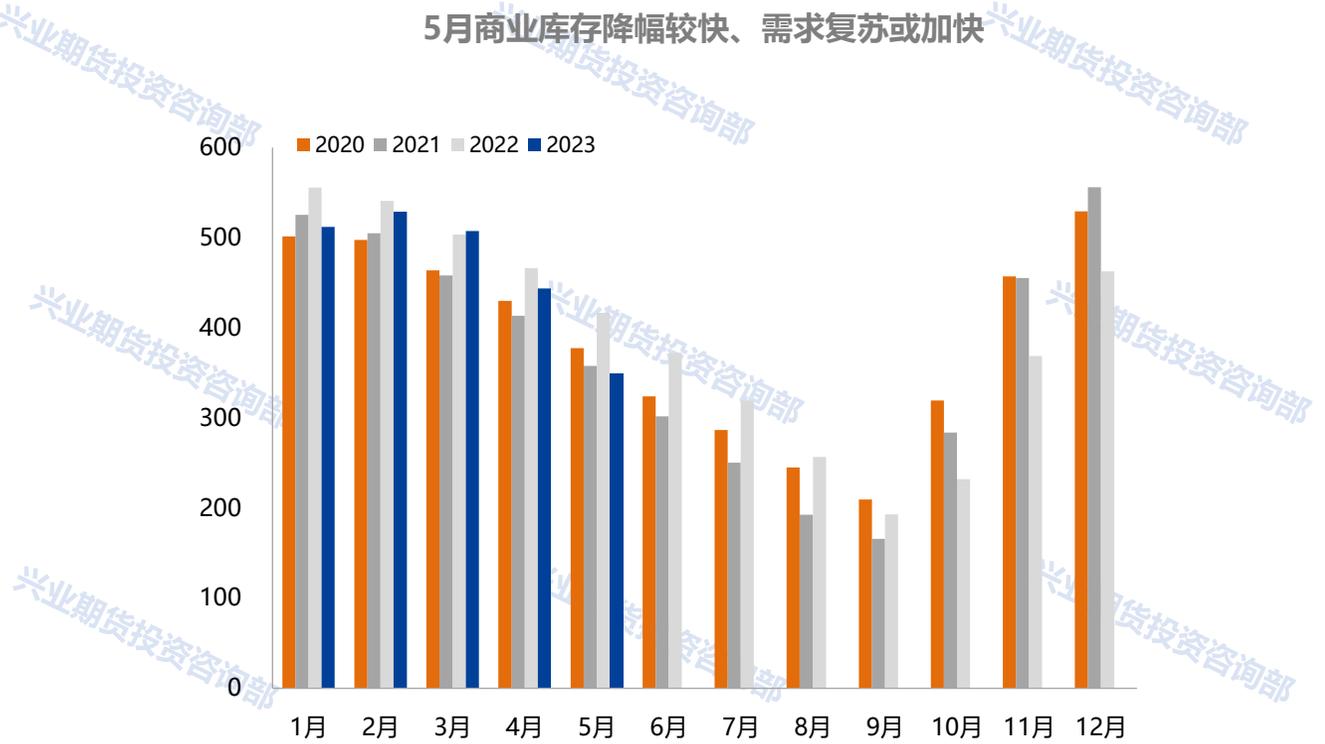
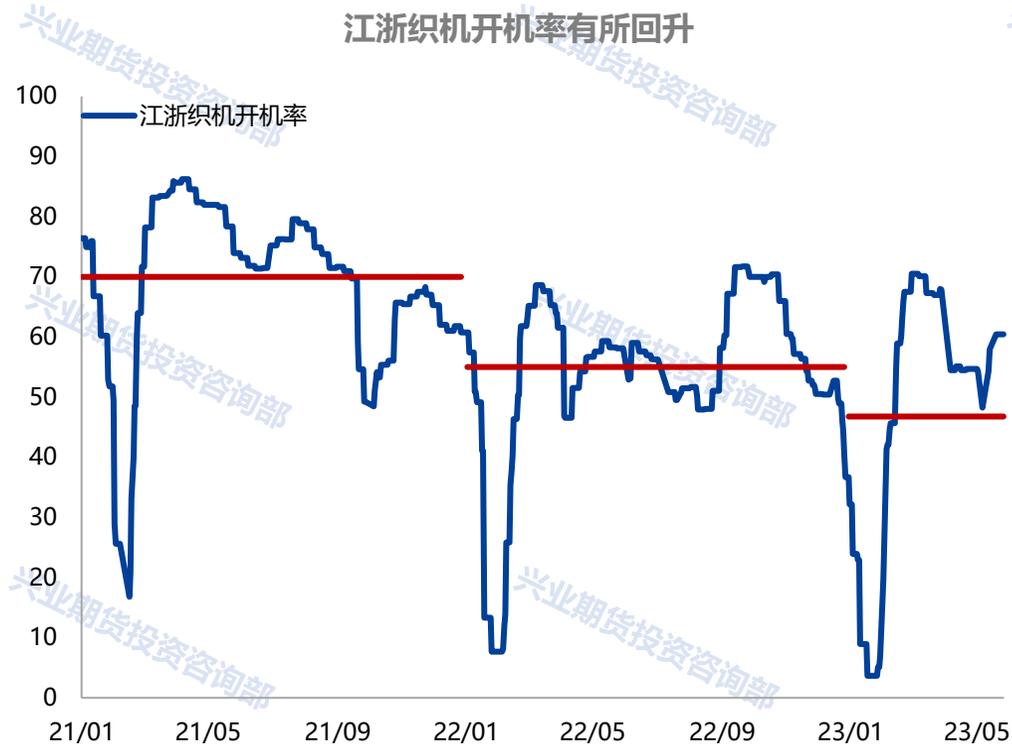
2023年度新棉总产减幅扩大概率增加

	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%

6月USDA报告对国内棉花预期偏利多

		2021-22	2033-23	2023-24			
				5月	6月	月度调整	同比
中国	产量	583.5	668.4	598.7	587.9	-10.8	-12.04%
	消费	734.8	794.7	816.5	816.5	0	2.74%
	进口	170.7	141.5	196	206.8	10.8	46.15%
	期末库存	839.6	852.2	834.7	828.2	-6.5	-2.82%
全球	产量	2520.8	2532.5	2518.9	2541.3	22.4	0.35%
	消费	2523.4	2375.2	2530.7	2547.4	16.7	7.25%
	进口	928	808.5	932.7	952.3	19.6	17.79%
	出口	936.2	822.6	932.8	952.6	19.8	15.80%
	期末库存	1875.9	2022.4	2009.1	2020.4	11.3	-0.10%

- ❑ 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。
- ❑ 5月底全国棉花商业库存349.28万吨，较上月减少94.2万吨，减幅21.24%，低于去年同期67万吨。纺企棉花原料补库积极，商业库存继续下降。
- ❑ 总体而言，库存预期偏紧、抢收预期及新年度产量下降对郑棉价格形成支撑，建议棉花CF2309前多持有。



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