



官方微信



官方APP

2023年7月第3周核心策略推荐：

政策面、基本面、情绪面有共振信号，风险资产“ β ”驱涨动能初现

上海 2023.7.16

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：

- 2季度PMI指数再度回落，通胀跌势未止，经济复苏动能环比1季度减弱。但从库存周期角度看，随着工业企业整体库存周期，以及多数行业的库存周期已切换至“被动去库”，部分行业库存已处于历史极低水平，新一轮库存周期有望于四季度至年末启动。考虑经济周期对库存周期的相对领先性，经济基本面或已出现企稳信号。
- 2季度企业、居民、政府部门均出现阶段性的信用收缩，但6月金融数据在结构上有所改善，居民部门信用企稳，财政支出开始发力，若宽信用政策加码，政府债券融资提速，3季度信用周期有望重回扩张。
- 但海外经济周期、库存周期、信用周期保持向下，外需退坡对我国出口乃至国内经济复苏的影响将持续。
- 基于此，我们认为2季度或许已基本确认了今年国内的政策底、经济底，3季度信用周期、经济周期、库存周期均有望环比改善。全市场风险偏好也随之出现回暖，政策面、基本面、情绪面出现共振的信号，风险资产系统性趋涨动能有望增强。部分前期预期极为悲观、主动去库较充分的品种，近期纷纷减仓反弹，也一定程度上印证了我们的推测。

□ 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）：从机构行为来看，市场止盈情绪正在不断抬升，债市杠杆率波动加大。从估值的角度来看，债市单边多头策略的赔率不断下降，而短端多头相较于长端多头仍有更高的安全边际，因此跨品种价差仍有修复空间。
- (2) 股指（买入IF2309，单边，持有）：积极政策面持续推进落地、基本面主要指标亦有改善印证，两大因素均利于盈利修复，并为A股续涨提供核心动能；利空因素被过度定价，利多因素将主导大势，低估值的A股涨势弹性可观；人民币资产、权益资产吸引力将再现，利于外资和基金等中长线资金大规模回流；考虑业绩、估值，以及稳健性，沪深300指数仍是最佳多头。

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): 港口累库削弱橡胶价格上行驱动, 但汽车市场复苏势头不改, 轮胎开工表现强劲, 而厄尔尼诺事件背景之下天胶原料生产大概率受阻, 供减需增预期推升价格中枢。

(4) PVC (买入V2309, 单边, 持有): 生产企业库存连降10周, 社会库存不再继续积累, 8月检修装置预计增多。需求逐步进入旺季, 下游开工开始回升, 市场成交明显改善。供应过剩矛盾缓和, PVC多单继续持有。

(5) 尿素 (买入UR309, 单边, 新增): 国内外生产企业产量下滑, 季节性和非季节性需求集中释放, 尿素价格大幅上涨。目前工厂和港口库存已经降低至5年最低水平, 国内追肥需求预计延续到8月上旬, 出口量增加预计持续到9月份, 结合基差和利润, 尿素上涨空间仍有200元/吨以上。

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

(7) 铁矿 (买入I2309, 单边, 新增): 废钢供应偏低, 粗钢产量平控背景下, 铁矿消费存在韧性, 年末港口累库幅度或低于预期, 建议铁矿新单逢低试多为主。

(8) 沪铝 (买入AL2308, 单边, 持有): 云南地区电力管控放开, 目前复产较为顺利, 但四川地区限电压力加大, 部分地区已出现限产。其他非水电地区开工率已处高位, 且新建项目偏少。在供给受限的情况下, 成本端传导效率不佳。而需求方面, 终端需求存潜在利多, 叠加库存仍处同期低位, 沪铝多头性价比较优。

(9) 棉花 (买入CF309, 单边, 持有): 面积、单产预期同时下降, 国内棉花供应端减产格局确定, 棉花CF2401前多持有。

宏观

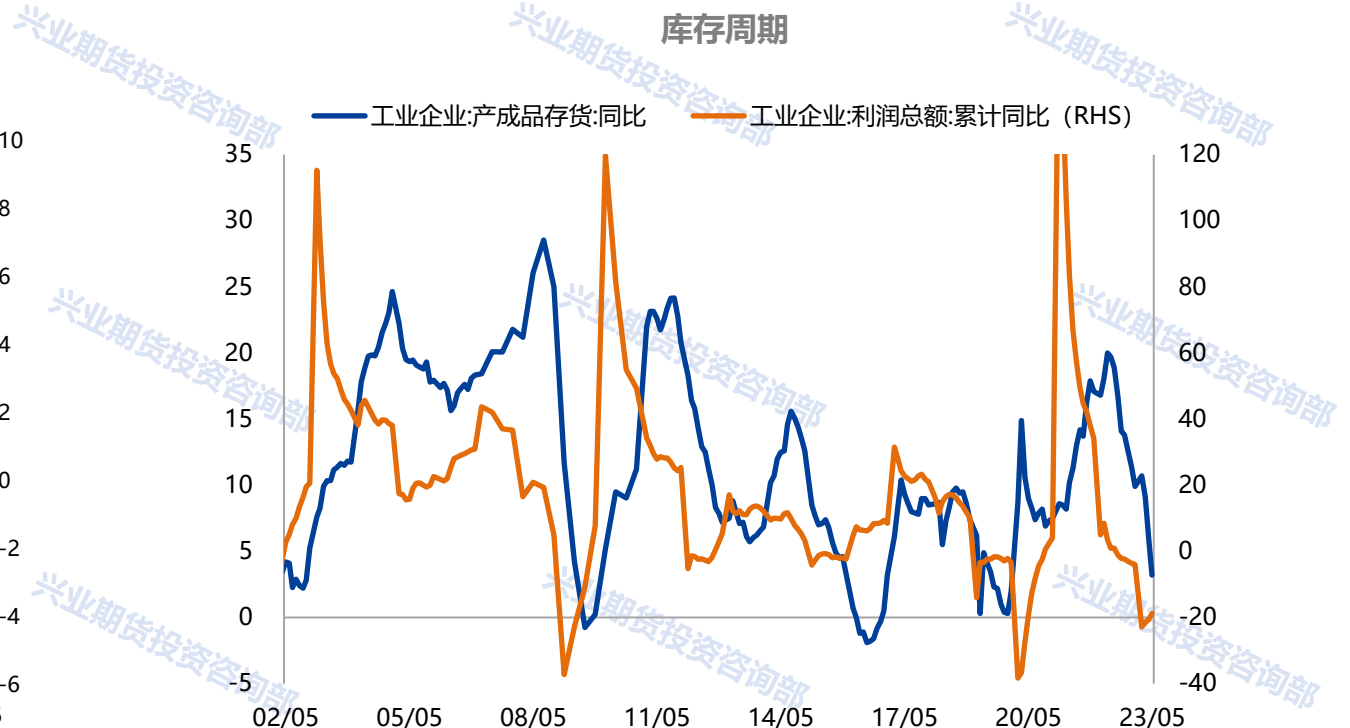
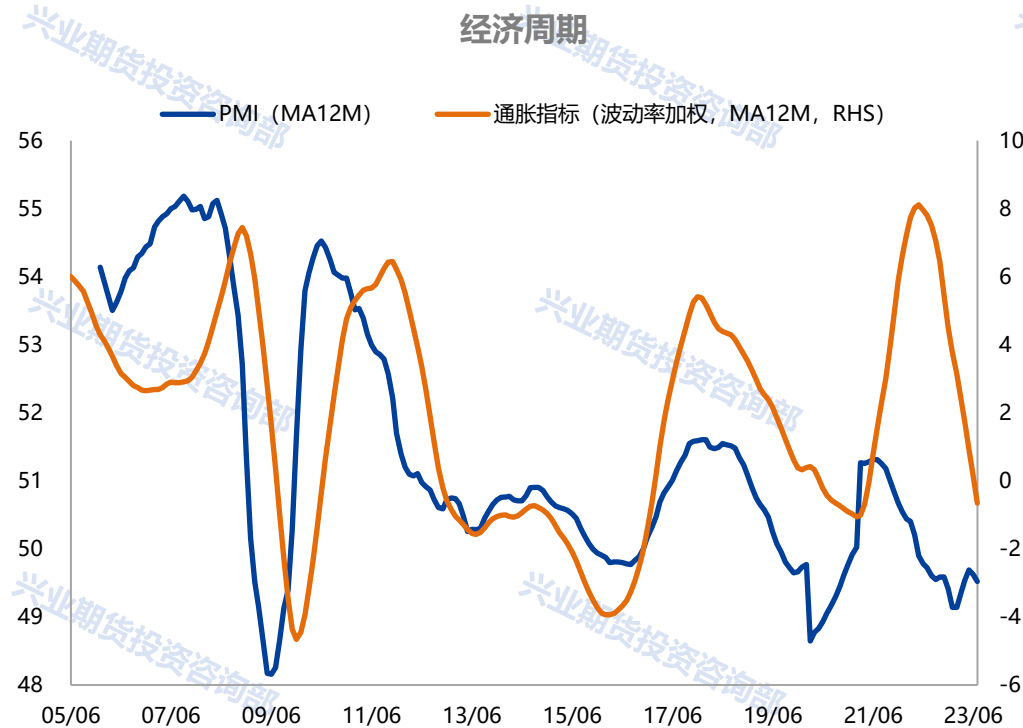
MACRO

01

国内：政策面、基本面及情绪面出现共振信号

□ 2季度PMI指数再度回落，通胀跌势未止，经济复苏动能环比1季度下行。但从库存周期角度看，随着工业企业整体库存周期，以及多数行业的库存周期已切换至“被动去库”，部分行业（见下一页）库存已处于历史极低水平，新一轮库存周期有望于四季度至年末启动。考虑经济周期对库存周期的相对领先性，经济基本面或已出现企稳信号。

□ 我们认为2季度或许已基本确认了2023年国内的政策底（6月明确稳增长政策加码的大方向）、经济底（经济周期/库存周期切换），3季度经济周期、库存周期有望环比改善。



被动补库 (行业/分位数)		工业增加值	PPI	库存增速	利润增速
下游消费制造	烟草	50.8%	47.7%	73.5%	30.1%
	医药制造	1.6%	9.1%	30.8%	4.3%
	饮料	11.2%	52.8%	40.0%	37.6%

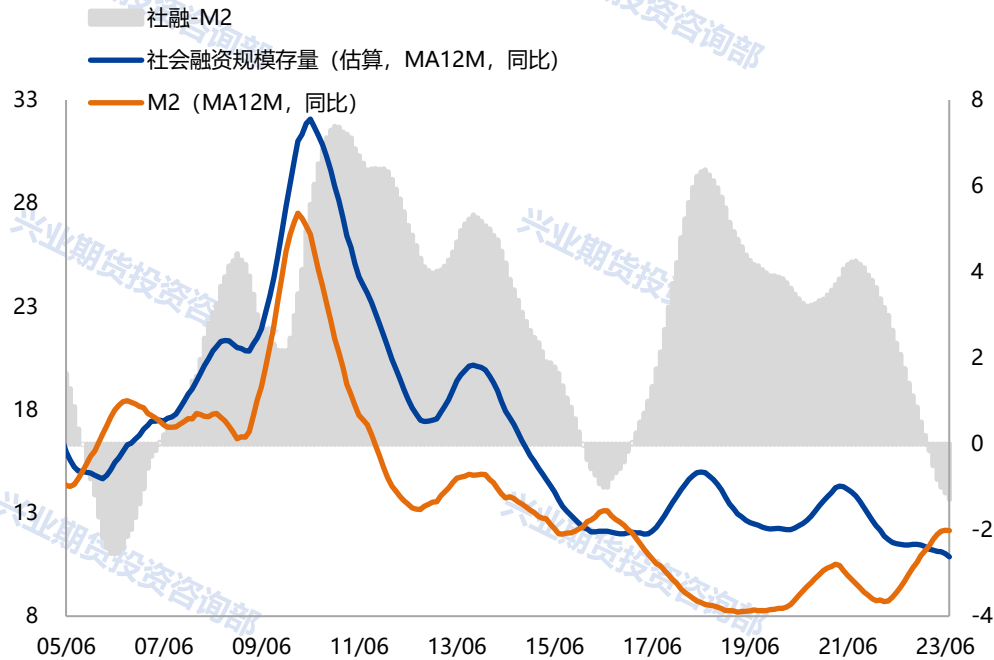
主动去库 (行业/分位数)		工业增加值	PPI	库存增速	利润增速
上游采矿	煤炭开采	21.5%	8.6%	65.4%	26.9%
	油气开采	61.8%	21.3%	11.8%	29.0%
	有色采矿	1.6%	37.6%	21.3%	38.4%
下游设备制造	运输设备	70.4%	42.4%	36.0%	88.8%
下游消费制造	农副食品	6.8%	18.3%	34.2%	0.5%
中游原材料	木制品	4.7%	5.6%	30.1%	9.2%
	造纸	4.7%	6.1%	17.1%	0.9%
其他	废旧资源	60.8%	1.8%	85.6%	0.8%

主动补库 (行业/分位数)		工业增加值	PPI	库存增速	利润增速
下游设备制造	专用设备	20.9%	16.8%	60.2%	17.5%
下游消费制造	皮毛制品	8.0%	77.2%	24.8%	11.2%

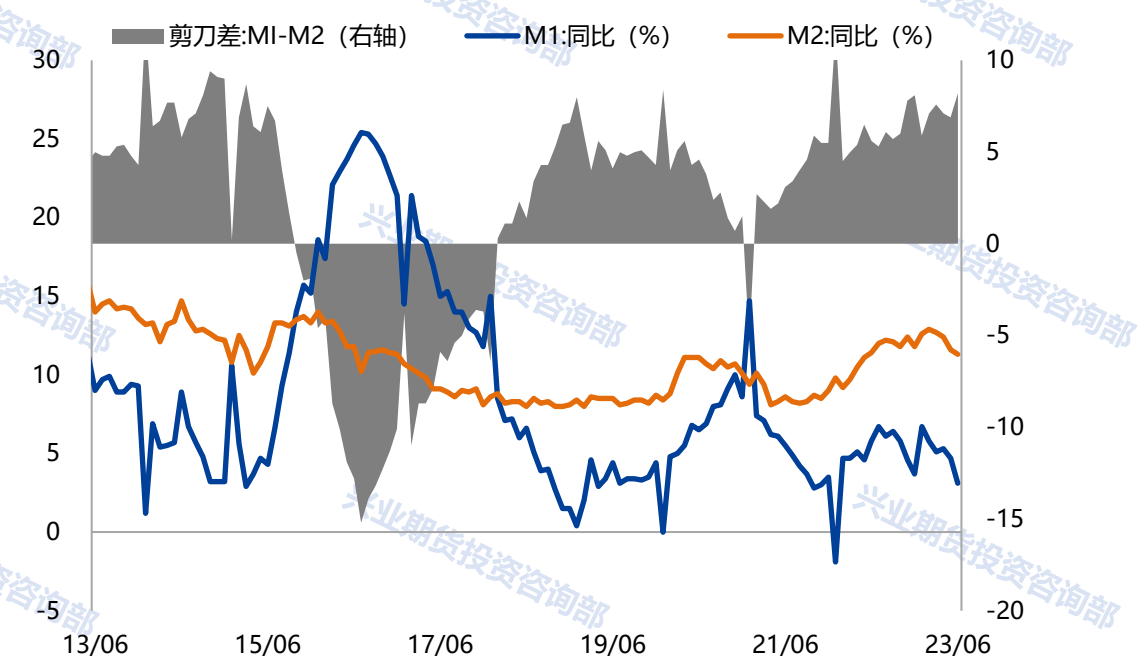
被动去库 (行业/分位数)		工业增加值	PPI	库存增速	利润增速
上游采矿	非金属采矿	2.1%	42.6%	15.6%	24.6%
	黑色采矿	24.1%	18.3%	29.4%	10.9%
下游设备制造	电气机械	67.5%	38.6%	20.9%	77.7%
	电子设备	5.8%	47.2%	8.8%	4.0%
	通用设备	22.5%	33.0%	4.6%	63.3%
	仪器仪表	30.9%	92.0%	59.2%	79.2%
下游消费制造	纺织服装	12.0%	52.8%	0.8%	12.8%
	家具	5.2%	15.7%	1.9%	7.6%
	汽车	88.0%	6.8%	53.6%	90.4%
	食品制造	6.8%	0.5%	57.3%	5.2%
	文教体娱	9.6%	93.8%	15.2%	11.2%
	印刷	7.2%	28.9%	1.4%	2.8%
中游原材料	纺织	5.2%	6.1%	11.4%	2.8%
	钢铁	30.9%	9.6%	5.2%	1.9%
	化学纤维	20.9%	40.1%	8.1%	4.3%
	化学原料	31.4%	4.1%	29.9%	2.8%
	建材	8.9%	3.0%	37.4%	4.7%
	金属制品	8.9%	3.6%	0.5%	3.8%
	橡塑制品	16.8%	0.8%	12.0%	26.4%
	有色金属	31.4%	13.7%	24.6%	3.3%

- 6月社融存量增速和M1增速仍在放缓，尚未扭转信用阶段性收缩、资金活化率下滑的趋势，与2季度经济周期表现的趋势一致。
- 但边际上，6月金融数据也出现了一些积极信号，包括（1）居民端融资数据环比明显改善；（2）新增政府存款大幅低于季节性，财政发力有加快的可能。

存量社融增速下滑

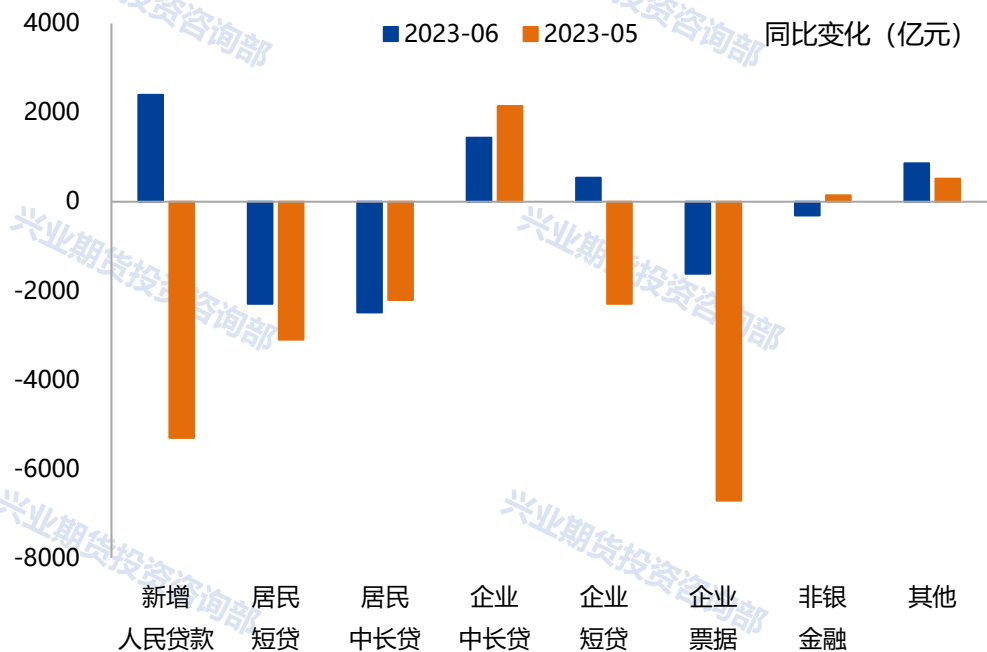


货币活化下降

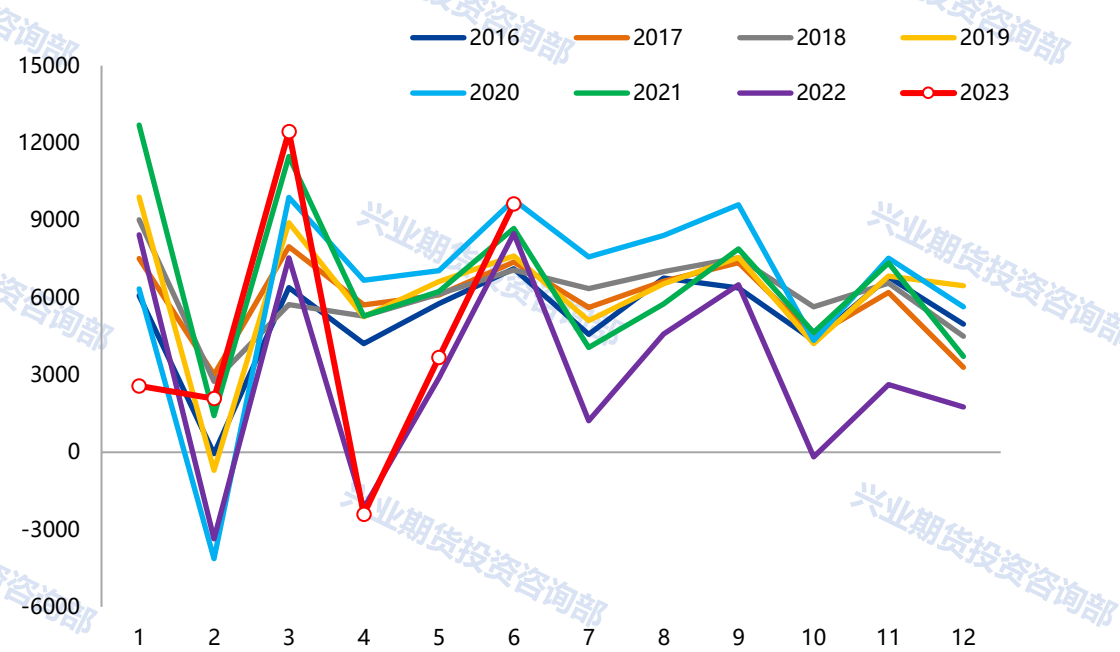


2季度居民部门信用收缩，进入3季度已有企稳的迹象。6月居民信贷同比多增1157亿元，其中短期和中长期贷款分别同比多增632亿元和463亿元。居民部门信贷好转，既有央行降息以及商业银行季节性冲量的影响，也有反映了居民行为的变化。6月下旬开始RMBS条件早偿率指数明显规模回落，居民提前还贷行为有所缓和。

新增贷款分项数据较5月均有所改善

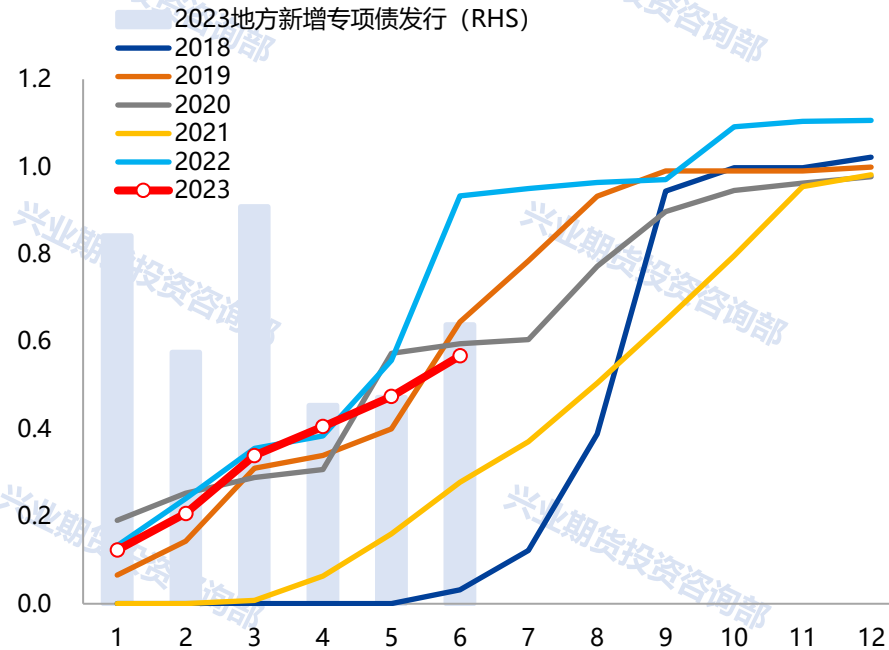


新增居民贷款处于同期最高水平

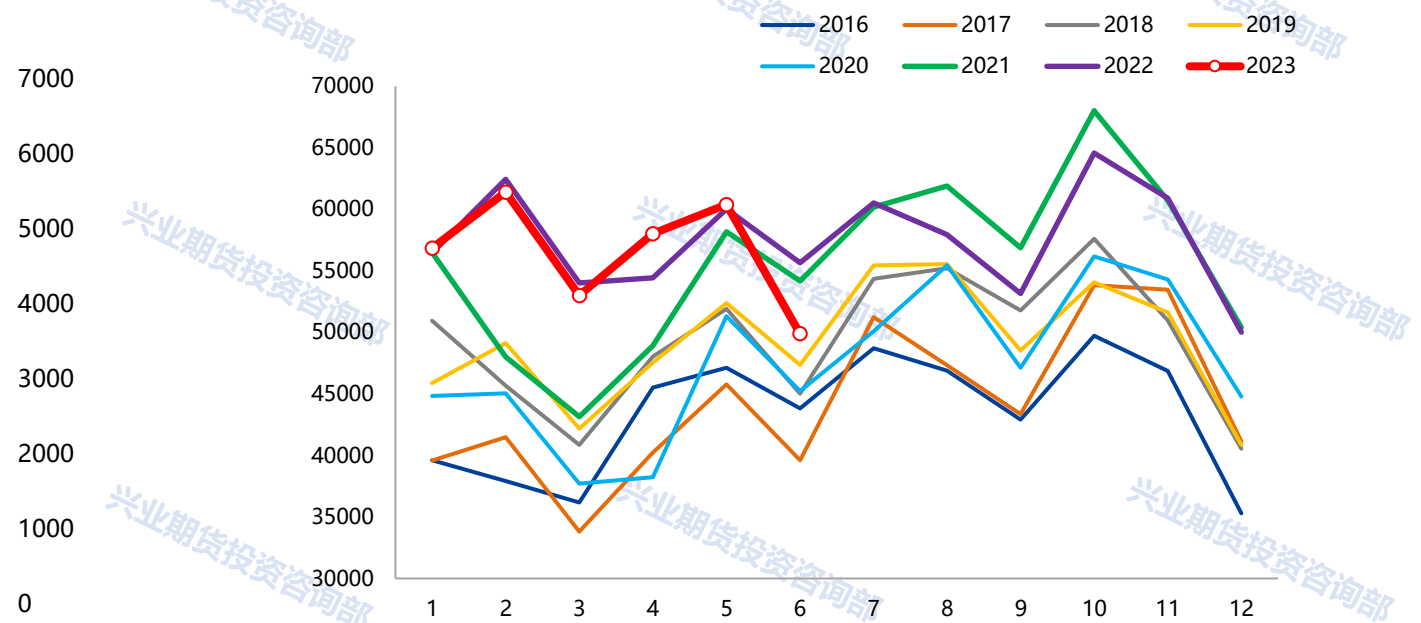


□ 2季度政府支出进度放缓，3季度大概率将加速，政府部门将由阶段性的信用收缩重回信用扩张。2023年政府债预计净融资规模为7.68万亿（3.88万亿财政赤字+3.8万亿新增地方政府专项债），社融口径前6个月政府债融资3.4万亿，占全年发行比重44%，去年同期社融口径政府债融资4.65万亿，占比高达62%，按社融口径统计，下半年政府债融资规模将达到3.9万亿，同比多1.4万亿。随着政府融资的提速，基建带来的配套融资需求也可能助力企业部门融资需求企稳。

3季度地方政府专项债发行有望加速



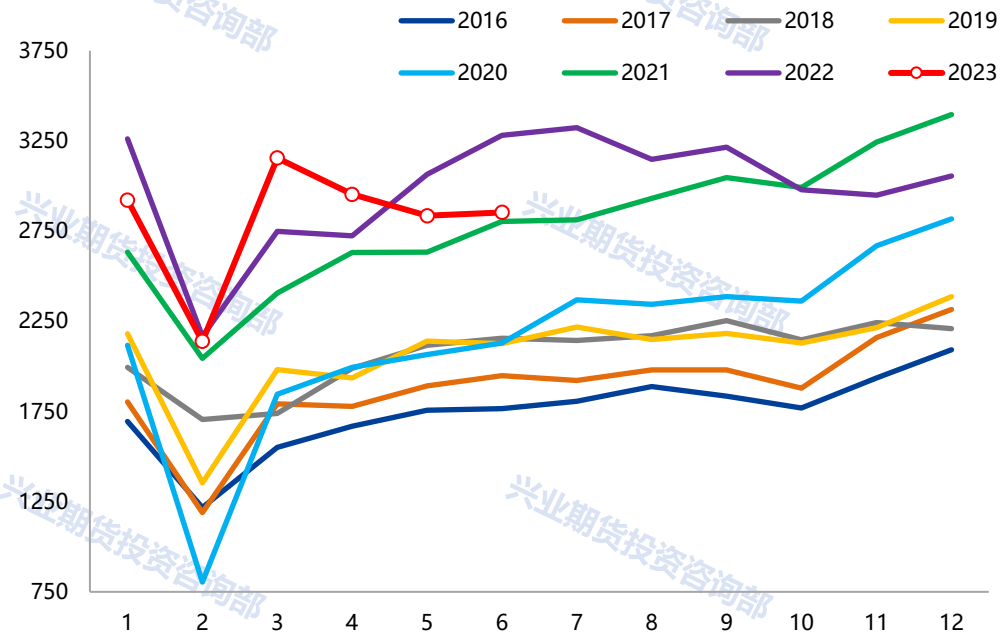
6月政府存款快速下降



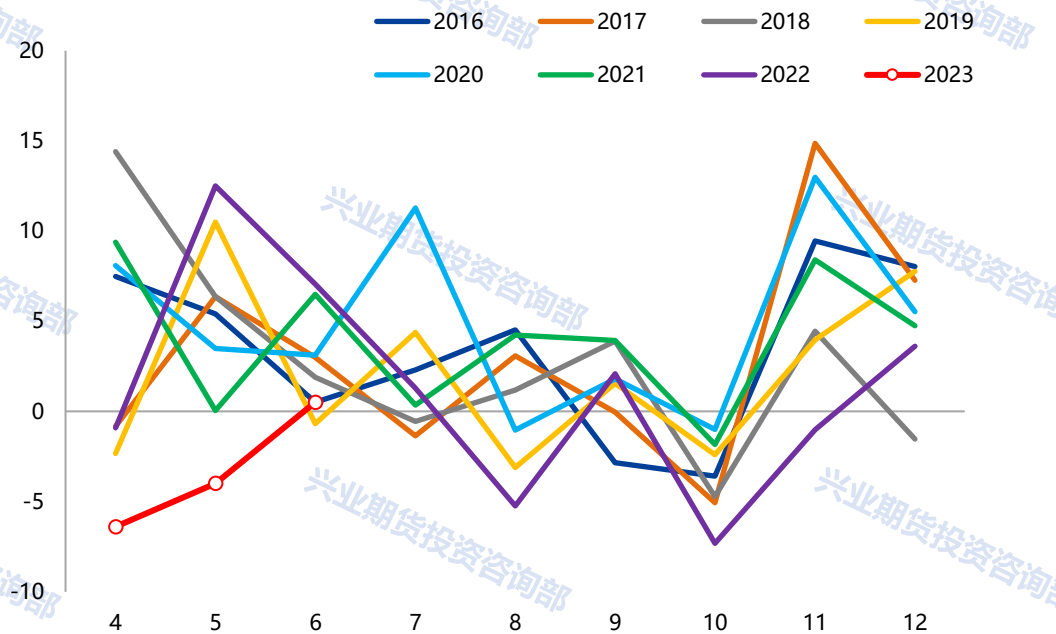
6月出口同比下降12.4%，低于预期的10.2%，6月出口环比0.65%，过去10年的6月环比季节性均值为1.3%。

出口的弱势源于以下几个方面：（1）全球经济放缓和制造业下行，欧美主要经济体仍处于经济增速放缓、货币紧缩、以及库存下降阶段，对我国外需的拖累深化；（2）PPI下行，名义价格对出口的拖累继续拉大。

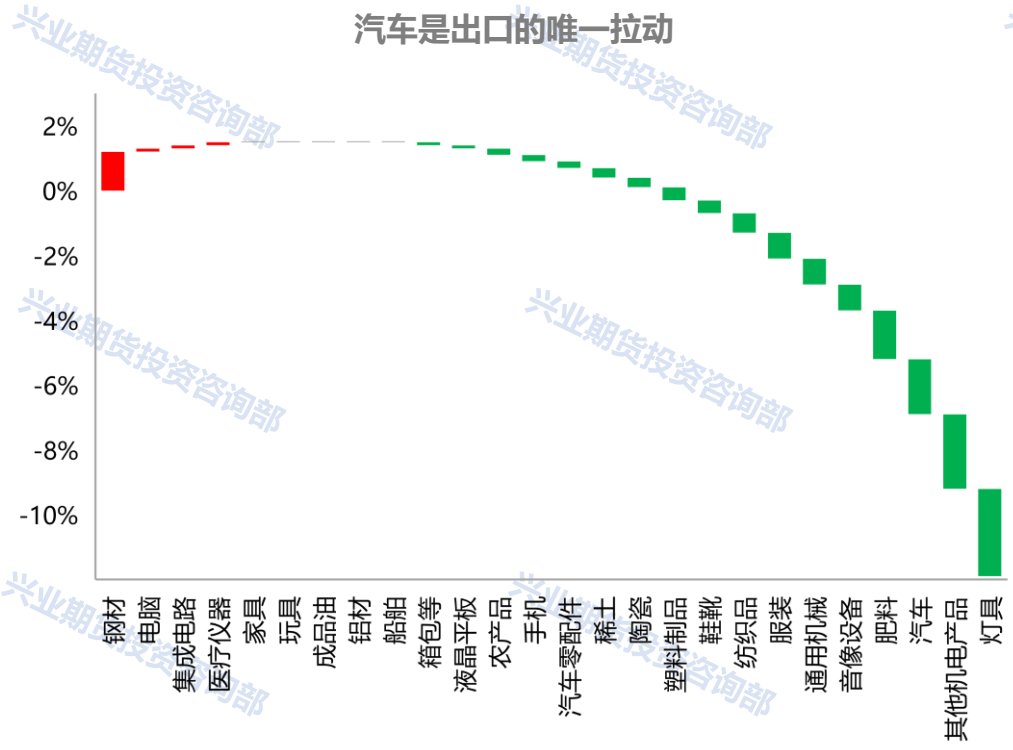
6月出口绝对值改善，但依旧明显弱于季节性



出口环比改善，但也弱于季节性



- 从出口结构上看，汽车成为6月少数实现出口正增长的行业，机电产品继续下滑带动总出口回落，消费电子等旧动能产品拖累加大。
- 从出口国别结构上看，对美欧东盟三大传统贸易伙伴的出口退坡延续，美欧拖累幅度扩大；对俄罗斯、非洲等新贸易伙伴的出口依然是主要支撑，但同比增幅也较6月缩小，对其他新兴经济体出口增速也在基数影响下转弱。

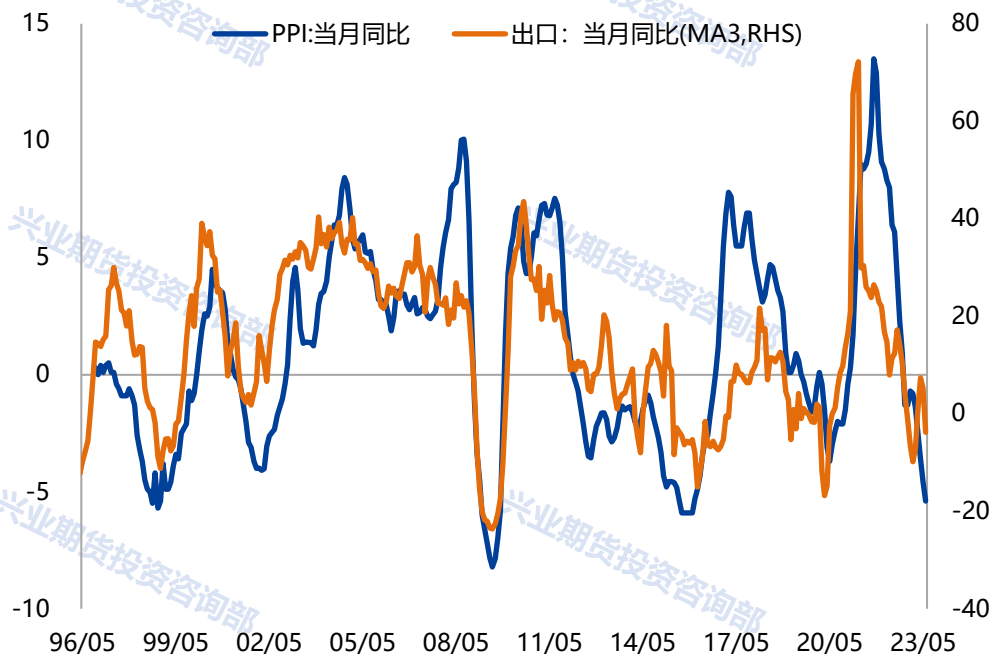


对主要贸易伙伴的出口增速均下滑

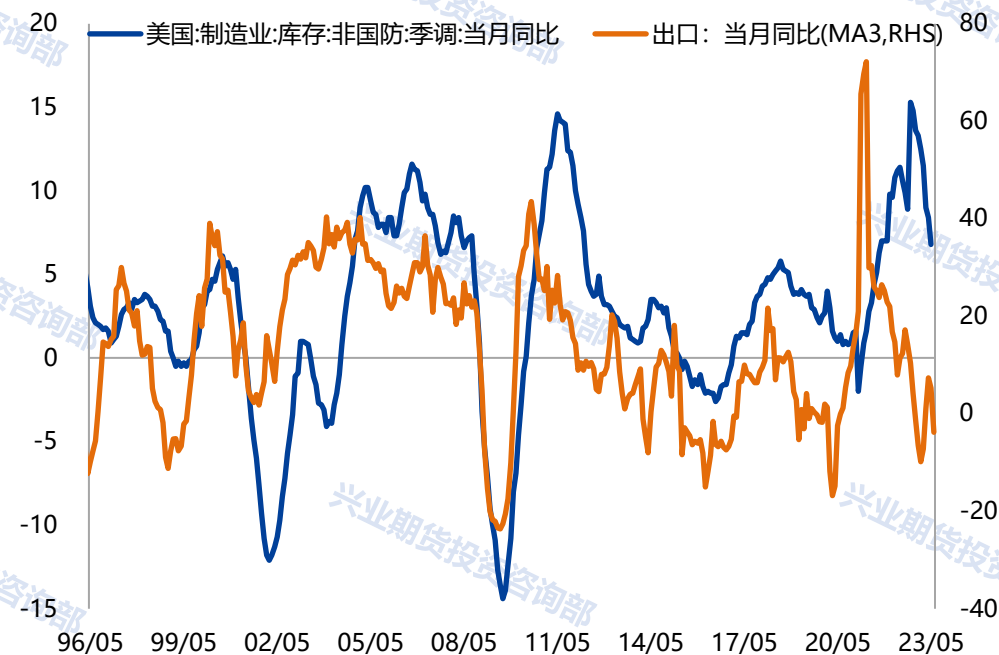
出口分类	同比增长			同比拉动			
	23/05	23/06	环比	23/05	23/06	环比	
传统三大贸易伙伴	美国	18.20%	23.70%	-5.50%	-3.10%	-4.00%	-0.90%
	欧盟	-7.00%	12.90%	-5.90%	-1.10%	-2.00%	-0.90%
	东盟	15.90%	16.90%	-1.00%	-2.60%	-2.70%	-0.10%
新三大贸易伙伴	俄罗斯	14.30%	90.90%	-23.40%	1.60%	1.40%	-0.20%
	非洲	12.90%	-6.90%	-19.80%	0.60%	-0.30%	-0.90%
	其他国家	14.90%	11.70%	-3.20%	1.30%	0.90%	-0.40%
其他区域	英国	3.70%	10.20%	-13.90%	0.10%	-0.20%	-0.30%
	加拿大	18.10%	27.10%	-9.00%	-0.30%	-0.40%	-0.10%
	澳洲	-5.80%	-9.50%	-3.70%	-0.10%	-0.20%	-0.10%
	新西兰	19.40%	19.90%	-0.50%	0.00%	0.00%	0.00%
	日本	13.30%	15.60%	-2.30%	-0.60%	-0.70%	-0.10%
	韩国	20.30%	19.80%	0.50%	-1.00%	-0.90%	0.10%
	中国台湾	33.60%	30.70%	2.90%	-0.90%	-0.70%	0.20%
	中国香港	14.90%	20.60%	-5.70%	-1.20%	-1.70%	-0.50%
	印度	-3.90%	13.60%	-9.70%	-0.10%	-0.50%	-0.40%
	拉美	-1.10%	10.80%	-9.70%	-0.10%	-0.80%	-0.70%

▣ 下半年来看，虽然美国年内衰退的概率降低，但基数影响较大，且海外主要经济体仍处于货币紧缩、库存下降的大周期内，国内物价尚处于探底过程中，三季度国内出口可能仍将阶段性承压，对国内经济复苏形成一定负面拖累。

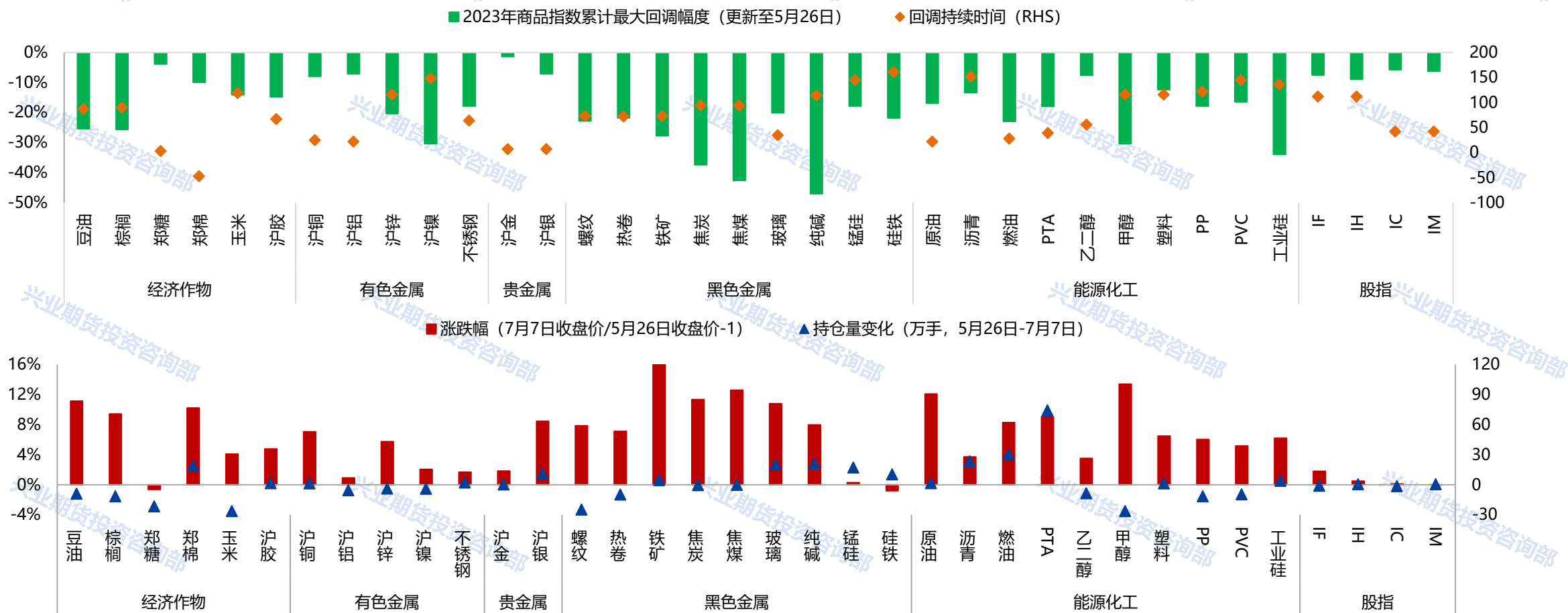
物价对出口的拖累影响尚存



美国库存周期与我国出口周期存在正相关关系



随着国内政策底的确认，库存周期切换，部分行业及品种库存已降至历史极低水平，信用周期现边际改善动能，以及美联储超预期加息预期降温，全市场风险偏好提升，政策面、基本面、情绪面出现共振的信号，风险资产系统性趋涨动能有望增强。部分前期预期极为悲观品种，近期纷纷减仓反弹信号，或可印证我们的推测。



品种	库存环节	单位	样本时间	2022年底值	最新值	品种	库存环节	单位	样本时间	2022年底值	最新值	
聚酯链	上游：PX	万吨	2019年以来	84.9%	90.6%	铁矿	钢厂	万吨	2020年至今	3.3%	20.4%	
	中游：PTA	万吨	2016年以来	75.2%	83.2%		港口	万吨	2016年至今	38.6%	55.1%	
	中游：乙二醇	万吨	2016年以来	66.2%	76.8%		总库存	万吨	2020年至今	1.1%	30.9%	
	下游：短纤+长丝+切片	天	2016年以来	74.9%	60.1%	螺纹	钢厂	万吨	2016年至今	15.7%	6.4%	
	终端：纱线	天	2016年以来	29.2%	48.3%		社会	万吨	2016年至今	50.6%	16.5%	
	终端：坯布	天	2016年以来	74.2%	93.3%		总库存	万吨	2016年至今	44.7%	10.5%	
棉花	工厂库存	万吨	2016年以来	11.2%	85.4%	热卷	钢厂	万吨	2016年至今	39.8%	7.5%	
	流通库存	万吨	2016年以来	80.9%	56.2%		社会	万吨	2016年至今	85.1%	22.4%	
工业硅	工厂库存	万吨	2020年以来	82.2%	100.0%	五大品种	总库存	万吨	2016年至今	78.1%	17.7%	
	行业库存	万吨	2020年以来	84.7%	100.0%		钢厂	万吨	2016年至今	15.2%	11.8%	
	多晶硅	万吨	2020年以来	83.3%	100.0%		社会	万吨	2016年至今	50.9%	13.9%	
原油	上游：美国原油	百万桶	2016年以来	15.1%	47.2%	玻璃	生产企业	万重箱	2015年至今	86.0%	83.1%	
	下游：美国汽油	百万桶	2016年以来	4.1%	12.0%	纯碱	生产企业	万吨	2017年至今	29.7%	39.1%	
	下游：美国半成品油	百万桶	2016年以来	12.0%	22.4%	铜铝	总库存	万吨	2016年至今	14.10%	16.20%	
	下游：美国煤油	百万桶	2016年以来	0.5%	59.2%		总库存	万吨	2016年至今	9.80%	10.10%	
PVC	生产企业	万吨	2018年至今	88.8%	84.6%	棕榈油	总库存	万吨	2016年至今	100%	54.40%	
	社会	万吨	2018年至今	42.8%	90.9%		豆油	总库存	万吨	2016年至今	0.80%	18%
	总库存	万吨	2018年至今	77.7%	88.5%		玉米	总库存	万吨	2016年至今	8.50%	7.20%
聚乙烯	生产企业	万吨	2018年至今	13.9%	70.8%	橡胶	青岛库存	万吨	2019年至今	42.6%	99.6%	
	社会	万吨	2018年至今	69.1%	73.0%		云南库存	万吨	2019年至今	94.7%	44.7%	
	总库存	万吨	2018年至今	62.2%	77.6%		越南胶库存	万吨	2019年至今	78.9%	45.5%	
PP	生产企业	万吨	2018年至今	76.9%	79.7%		全乳胶库存	万吨	2019年至今	86.6%	64.3%	
	社会	万吨	2018年至今	49.6%	65.9%		期货库存	万吨	2019年至今	5.7%	40.4%	
	总库存	万吨	2018年至今	61.7%	74.1%		总库存	万吨	2019年至今	52.6%	92.3%	
甲醇	生产企业	万吨	2018年至今	88.4%	43.1%	甲醇	社会	万吨	2018年至今	36.2%	55.4%	
	社会	万吨	2018年至今	36.2%	55.4%		港口（甲醇）	万吨	2018年至今	13.0%	56.1%	
	港口（甲醇）	万吨	2018年至今	13.0%	56.1%		总库存	万吨	2018年至今	36.2%	55.4%	
	总库存	万吨	2018年至今	36.2%	55.4%							



国债

T

01

资金面宽松不及去年8月，10Y国债估值偏贵

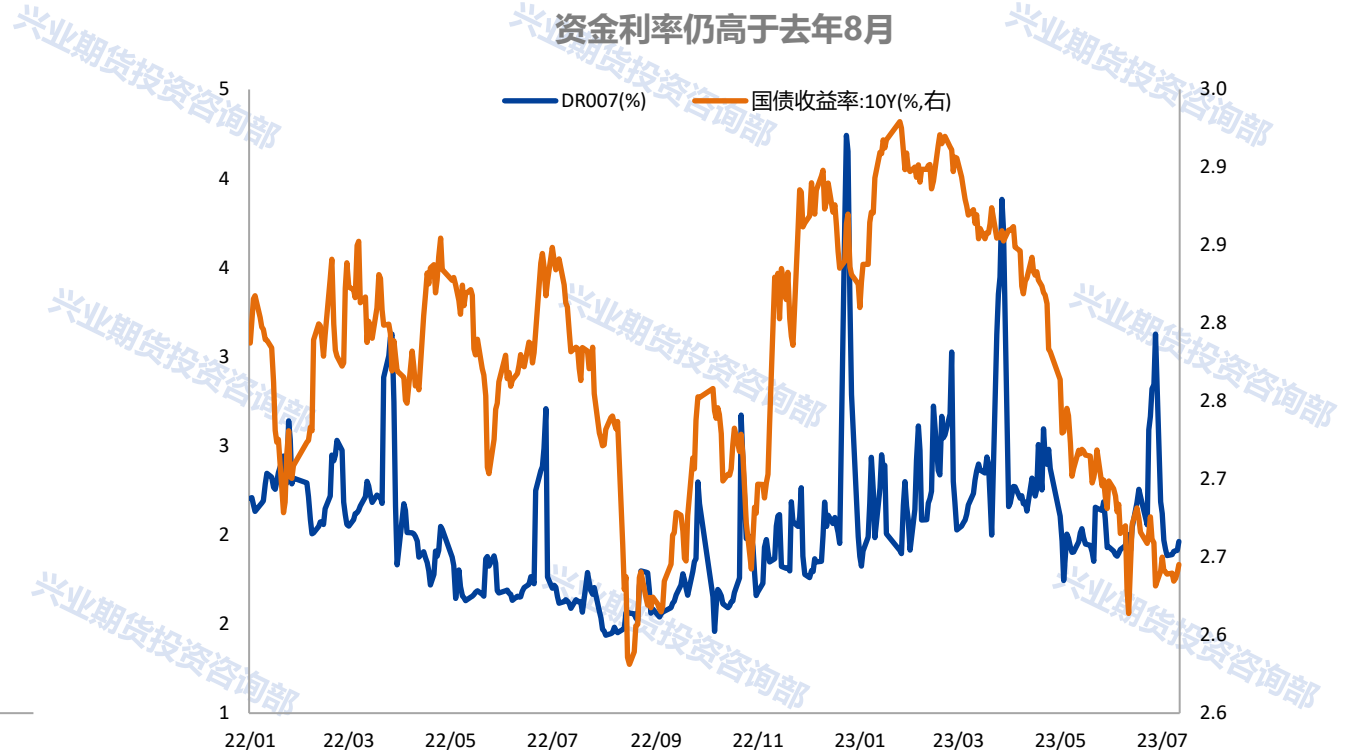
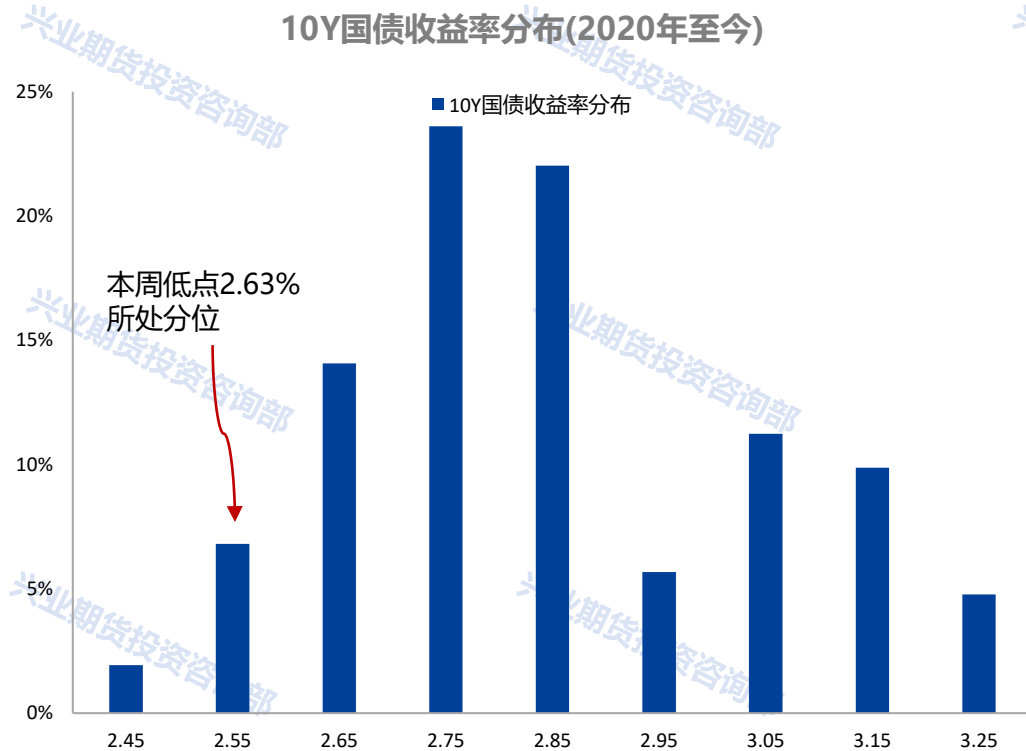
02

债市杠杆率波动加大，机构止盈情绪抬升

03

曲线仍有变陡空间，跨品种价差策略继续持有

- 从估值的角度来看，目前10Y国债收益率已经偏贵，本周国债收益率低点在2.63%，处于自2020年初以来的6.3%分位数。
- 上一轮利率低点发生在22年8月，一度跌破2.6%。从资金面的角度来看，去年8月DR007一度下行至1.43%附近，而目前DR007仍位于1.9%以上的水平，两者间仍存在40BP左右的差距，因此10Y国债收益率跌至前低的动能不足。

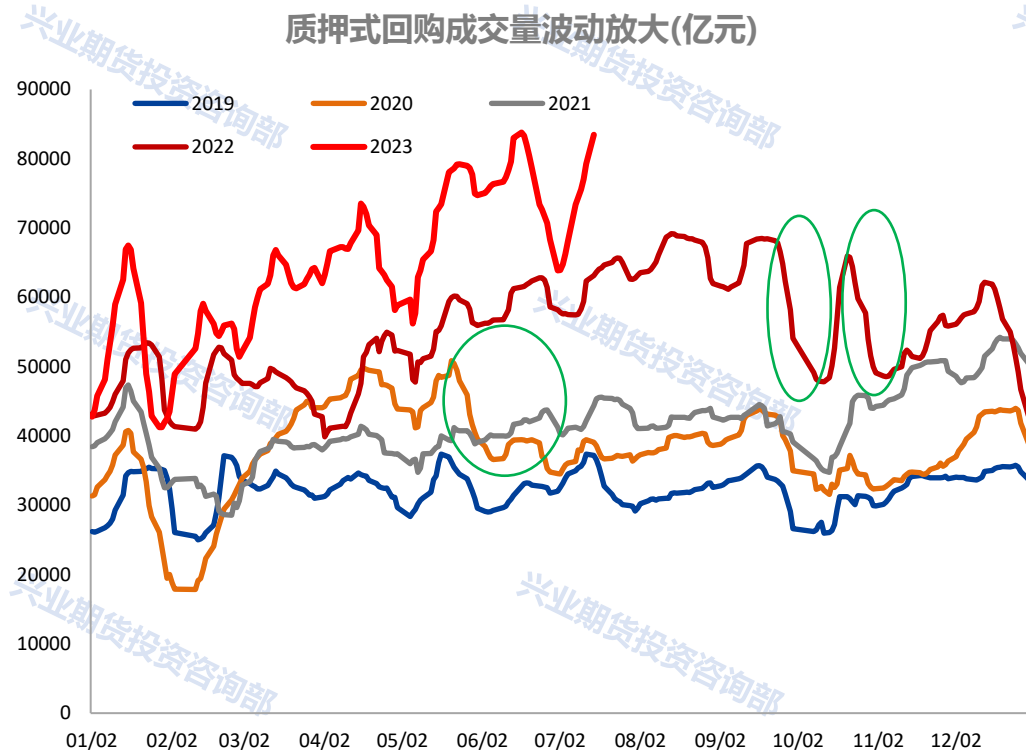


从质押式回购数据来看，目前债市杠杆率仍处于历史高位，但同时市场分歧正在加大，成交量数据的波动在不断放大。从历史表现来看，20年5-6月、22年9-10月、22年10-11月均出现了质押式回购成交量大幅回落的情况，对应10年期国债期货分别下跌了3.44%、1.44%和2.55%。

从机构行为来看，近两周股份行、城商行以及证券公司呈现出了较为明显的止盈情况，呈现出净卖出结构，而基金、外资行的买入节奏也明显出现放缓。

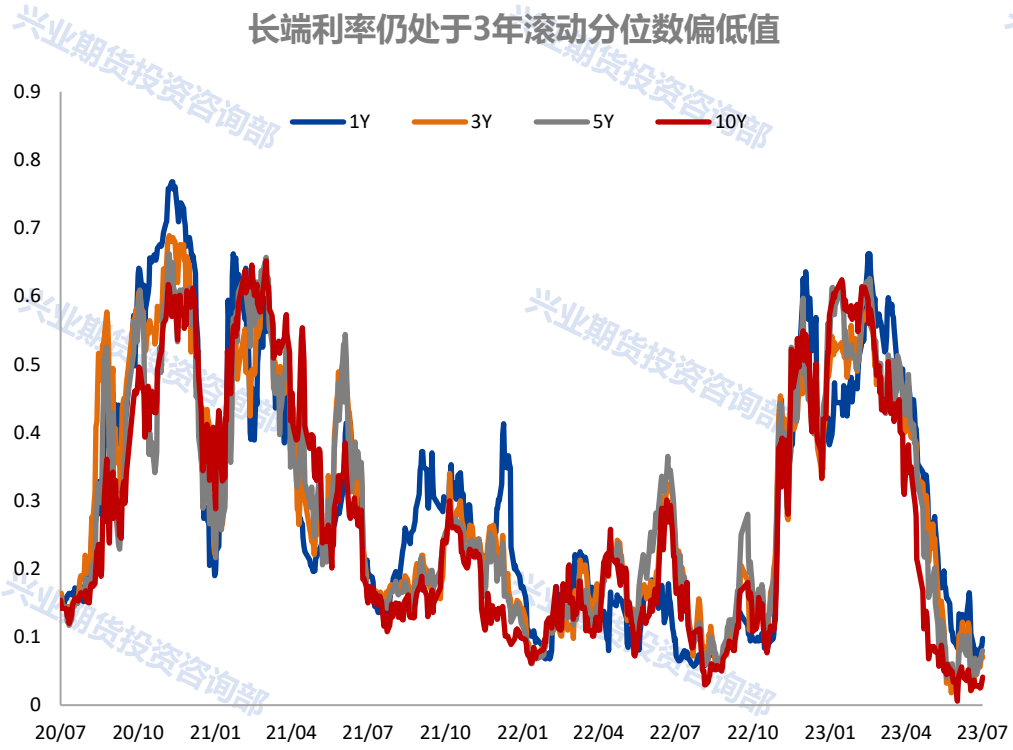
各机构二级市场净买入情况(亿元)

	日期	大型银行	股份行	城商行	外资行	农商行	证券公司	保险公司	基金	理财
国债	7.10-7.16	124	-136	-222	16	244	-259	-21	129	11
	7.3-7.9	114	-219	-186	46	487	-188	-188	220	10
	6.26-7.2	-119	-35	-152	151	-236	44	287	83	-11
政金债	7.10-7.16	87	-482	-353	5	345	-166	42	136	258
	7.3-7.9	34	-199	-400	-2	213	-448	-49	434	83
	6.26-7.2	127	-248	-283	67	-622	2	72	856	2
地方政府债	7.10-7.16	-285	-60	6	-5	160	-21	174	-2	7
	7.3-7.9	-236	-98	-22	-2	179	-30	184	5	3
	6.26-7.2	-129	-81	-42	28	-1	89	121	4	0
中票	7.10-7.16	100	-138	-51	0	-8	-91	20	115	54
	7.3-7.9	8	-106	-36	-1	12	-90	10	113	24
	6.26-7.2	12	-7	-42	-3	-14	-81	6	81	28
短融	7.10-7.16	-107	-286	-103	0	17	-54	24	148	168
	7.3-7.9	-245	-788	-222	-1	63	5	25	341	167
	6.26-7.2	-4	-314	-67	1	-7	11	26	124	90
企业债	7.10-7.16	7	-10	-6	0	1	-8	3	5	5
	7.3-7.9	-1	-5	-2	0	3	-6	0	17	-4
	6.26-7.2	-24	-1	-2	0	1	-11	2	3	5
同业存单	7.10-7.16	94	-269	-131	56	606	-317	90	-140	665
	7.3-7.9	-274	-247	-326	34	1111	-607	91	-200	567
	6.26-7.2	522	64	-300	64	51	-132	-70	151	-577
其他	7.10-7.16	20	-184	-97	-3	49	-167	61	135	29
	7.3-7.9	-80	-227	-36	-13	44	-156	16	286	58
	6.26-7.2	-53	-55	-79	-1	-22	88	40	46	10
合计	7.10-7.16	41	-1565	-957	59	1414	-1083	394	525	1197
	7.3-7.9	-679	-1888	-1231	61	2111	-1520	90	1216	909
	6.26-7.2	331	-678	-966	307	-849	9	484	1348	-454



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

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



跨品种价差策略仍可向上

	最新 (2023.7.14)	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	19.57	49.2%	19.6	18.6	15.1
10Y-3Y	39.13	57.8%	41.1	41.5	35.4
10Y-1Y	80.43	74.3%	70.0	87.0	83.6
5Y-3Y	19.56	71.8%	21.5	22.9	20.3
5Y-1Y	60.86	78.2%	50.4	68.4	68.5
30Y-10Y	36.85	5.4%	36.4	40.7	47.0
30Y-5Y	56.42	8.1%	55.96	59.28	62.14
2*TF-T	102.23	57.2%	101.7	102.2	102.3
4*TS-T	303.32	40.3%	303.3	303.6	303.8
2*TS-TF	100.55	21.1%	100.8	100.7	100.8
2*T-TL	105.56	-	-	-	-
4*TF-TL	310.01	-	-	-	-

股指

IF

01

政策面积极、基本面改善，盈利端将提供核心驱涨动能

02

悲观情绪将修正，低估值状态下、A股涨势弹性可观

03

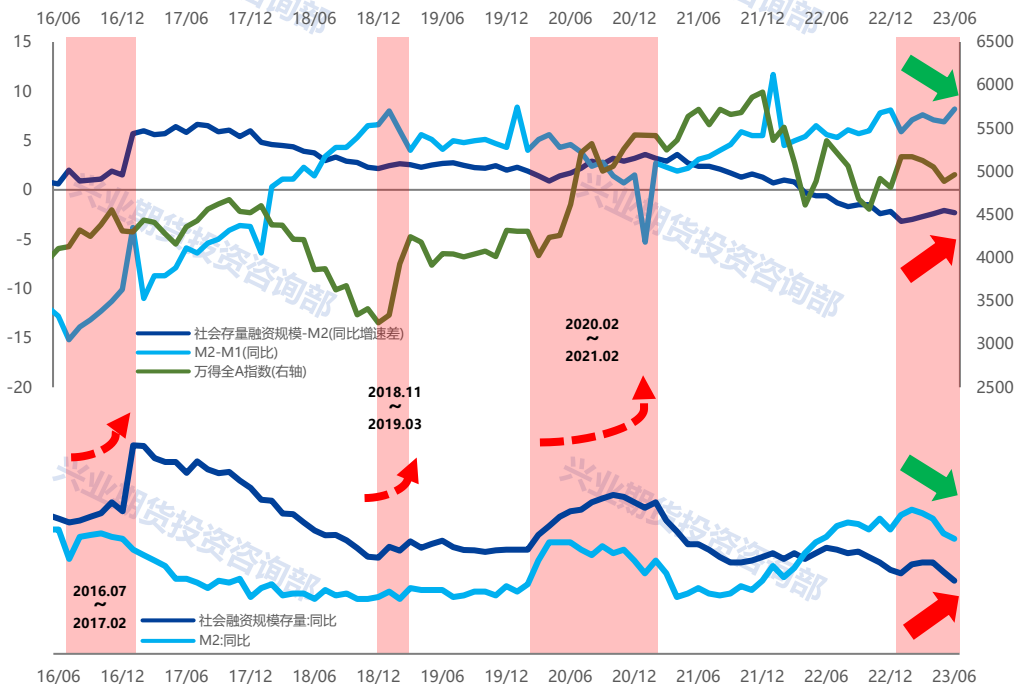
全球市场及大类资产配置价值重现，中长线资金将大规模回流

04

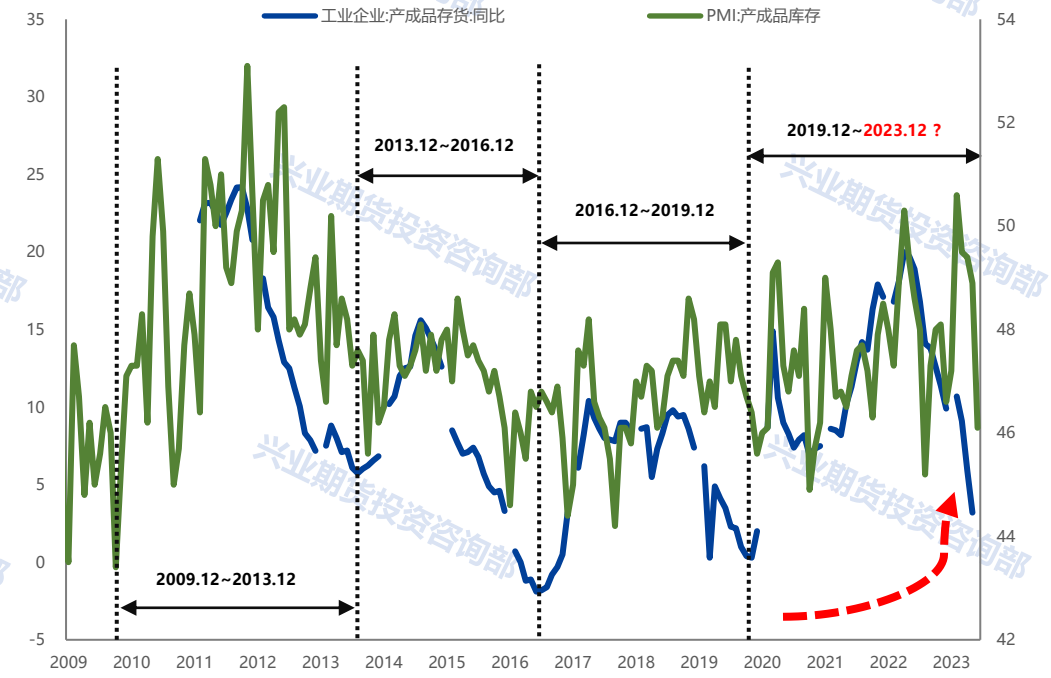
从业绩、估值及稳健性看，仍宜持有沪深300期指多头

- 从国内最新信贷指标、库存指标，以及政策加码导向看，预计：（1）下半年“宽信用”将持续深化，表现为社融规模增速企稳向上，以及“M2-M1”剪刀差缩窄、“社融增速-M2”剪刀差走阔；（2）库存周期将进入上行阶段。按过往规律，“主动补库-被动补库-主动去库-被动去库”的完整周期一般持续3年左右。本轮自2029年12月启动，预计2023年底结束，对应下半年“被动去库”及后续“主动补库”阶段的来临。
- 显然，随信用、库存两大周期进入“正向贡献”阶段，国内基本面复苏节奏、斜率均有望加快，进而为A股盈利改善及上修提供核心驱动。

国内信用周期跟踪（截至2023年6月）



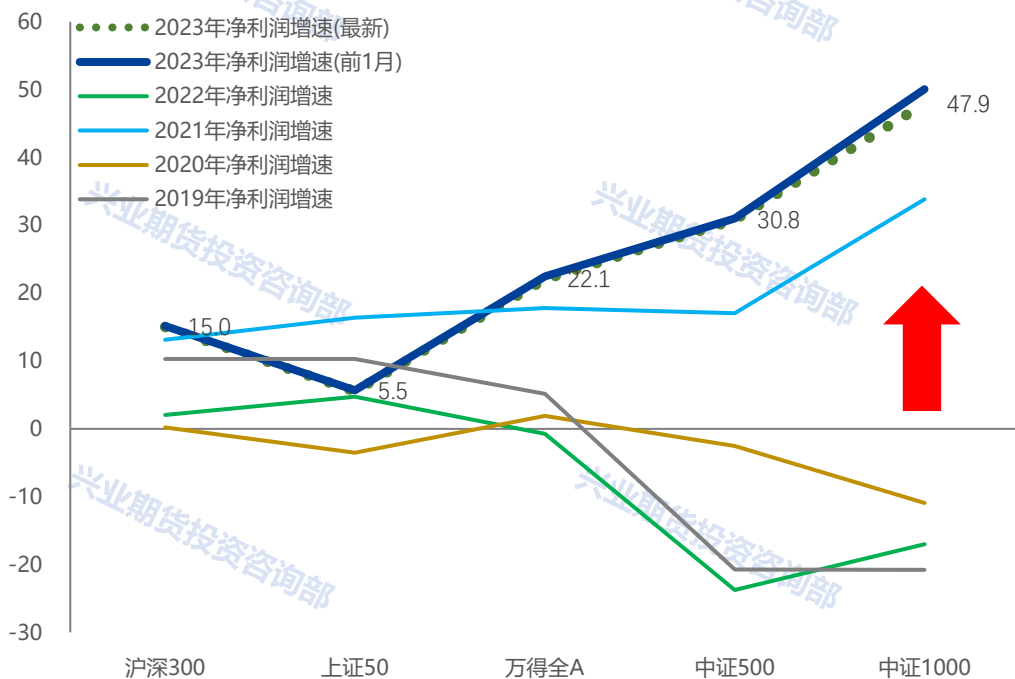
国内库存周期跟踪（截至2023年6月）



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，且整体保持稳定、未出现大幅的下修现象。另参考兴业证券相关数据，从已公布的相关上市公司中报业绩预告看（截至2023年7月14日），整体表现趋向积极。

综合看，“盈利修复”既有良好的乐观预期，亦有现实印证，其对A股的边际推涨动能将显著体现，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2023.7.14）



A股主要板块2023H1业绩预告增速情况（截至2023.7.14，兴业证券）

大类板块	2023H1-2023Q1	2023Q1-2022年	2023H1	2023Q1	2022年	预喜率	实际披露率
全部A股	27.40pct	3.19pct	30.19%	2.78%	-0.40%	44.75%	33.32%
全A非金融	31.91pct	-2.62pct	27.50%	-4.41%	-1.79%	43.99%	33.49%
主板	25.23pct	4.49pct	28.72%	3.49%	-1.00%	42.75%	47.40%
创业板	27.65pct	-5.81pct	34.39%	6.74%	12.55%	66.67%	8.89%
科创板	105.79pct	-52.00pct	56.91%	-48.88%	3.12%	87.50%	3.94%

从进一步实证数据看，基本面改善、业绩好转对行情的利多贡献较为明确：（1）A股在被动去库阶段、其整体涨幅较为可观（相应阶段最大涨幅高达36.2%，最小涨幅亦可达11%）；（2）按过往统计规律，中报对第3季度行情走势影响显著，高业绩增速的行业更易获得超额收益、如业绩增速最大的第1组胜率为84.6%，增速排名第2和3的组别胜率亦接近70%（区间为：2010年~2022年，参考光大证券相关结论）

历次被动去库存阶段，万得全A指数价格点位及区间涨跌幅表现

时间段	起始日	截至日	持续月份	起始日价格	截至日价格	区间累计涨跌幅	区间最大跌幅	区间最大涨幅
阶段1	2002/3/29	2002/10/31	7	1167.6	1089.3	-9.5	-18.1	24.0
阶段2	2006/2/28	2006/5/31	3	767.4	1041.3	36.2	-5.2	49.5
阶段3	2009/2/27	2009/8/31	6	1711.7	2290.4	29.2	-22.9	76.0
阶段4	2012/9/28	2013/8/30	11	2074.0	2263.4	10.9	-22.9	22.9
阶段5	2015/12/31	2016/6/30	6	4949.2	4105.9	-18.3	-31.8	23.0
阶段6	2020/3/31	2020/10/30	7	4023.3	5057.2	26.0	-8.6	35.8

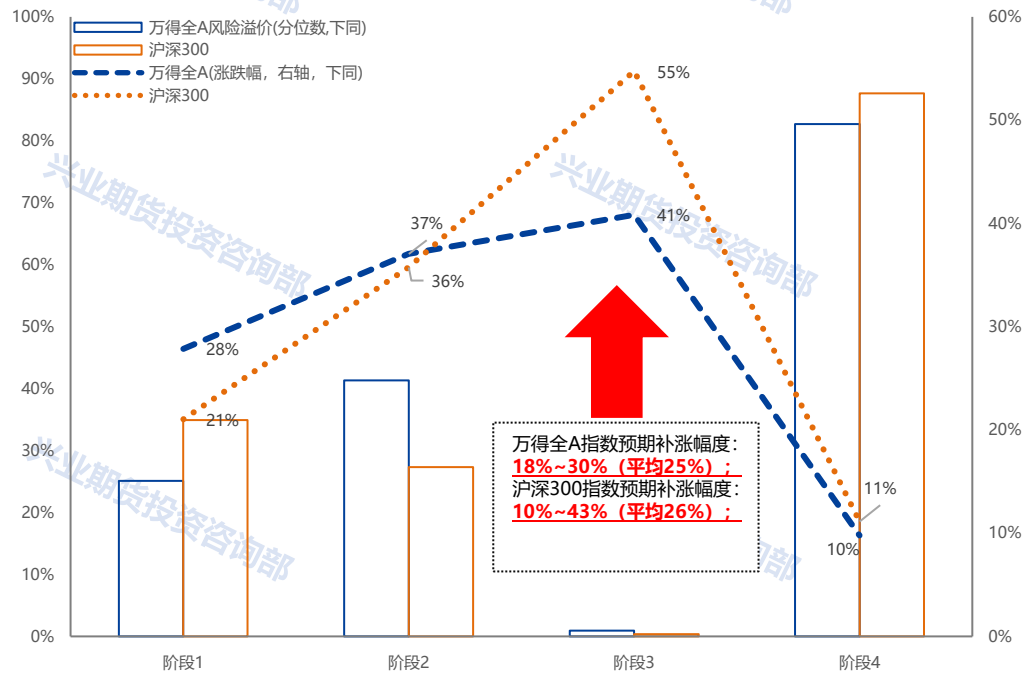
2023年A股归母净利润增速预测值（截至2023年6月末，光大证券）

序号	2022年	2021年	2020年	2019年	2018年	2017年	2016年	2015年	2014年	2013年	2012年	2011年	2010年	胜率
1	2.7%	14.0%	1.7%	2.8%	2.9%	12.1%	0.7%	31.4%	10.9%	8.7%	-4.5%	-7.0%	19.1%	84.6%
2	2.1%	11.0%	6.0%	0.2%	-4.5%	11.7%	1.2%	-5.3%	12.0%	8.7%	-0.7%	-4.9%	22.0%	69.2%
3	2.2%	9.2%	5.3%	1.8%	-5.8%	5.8%	1.6%	-2.4%	10.6%	8.9%	-3.1%	-3.6%	20.7%	69.2%
4	-0.1%	5.7%	3.2%	3.1%	-7.9%	6.8%	9.3%	-3.6%	9.0%	8.7%	-5.2%	-2.9%	19.4%	61.5%
5	-0.4%	5.7%	1.4%	-0.3%	-7.0%	8.8%	10.7%	-3.3%	11.0%	11.3%	-4.8%	-4.6%	19.4%	53.8%
6	-1.2%	4.3%	4.0%	-0.8%	-7.8%	4.0%	5.3%	-4.6%	9.0%	11.6%	-6.7%	-5.7%	16.7%	53.8%
7	-0.8%	1.4%	-0.9%	-0.7%	-7.4%	3.2%	1.4%	-4.0%	8.4%	9.5%	-7.2%	-7.7%	17.6%	46.2%
8	-0.5%	-2.6%	-2.6%	-2.9%	-8.6%	5.1%	1.3%	-5.0%	8.0%	11.7%	-7.6%	-8.1%	17.3%	38.5%
9	-0.4%	-2.0%	-1.3%	-4.2%	-8.4%	1.3%	-1.6%	-2.0%	10.0%	10.7%	-7.9%	-6.2%	16.7%	30.8%
10	-0.1%	-2.8%	-0.2%	-3.3%	-8.7%	1.2%	0.4%	-9.4%	12.5%	9.5%	-7.4%	-8.5%	17.9%	38.5%

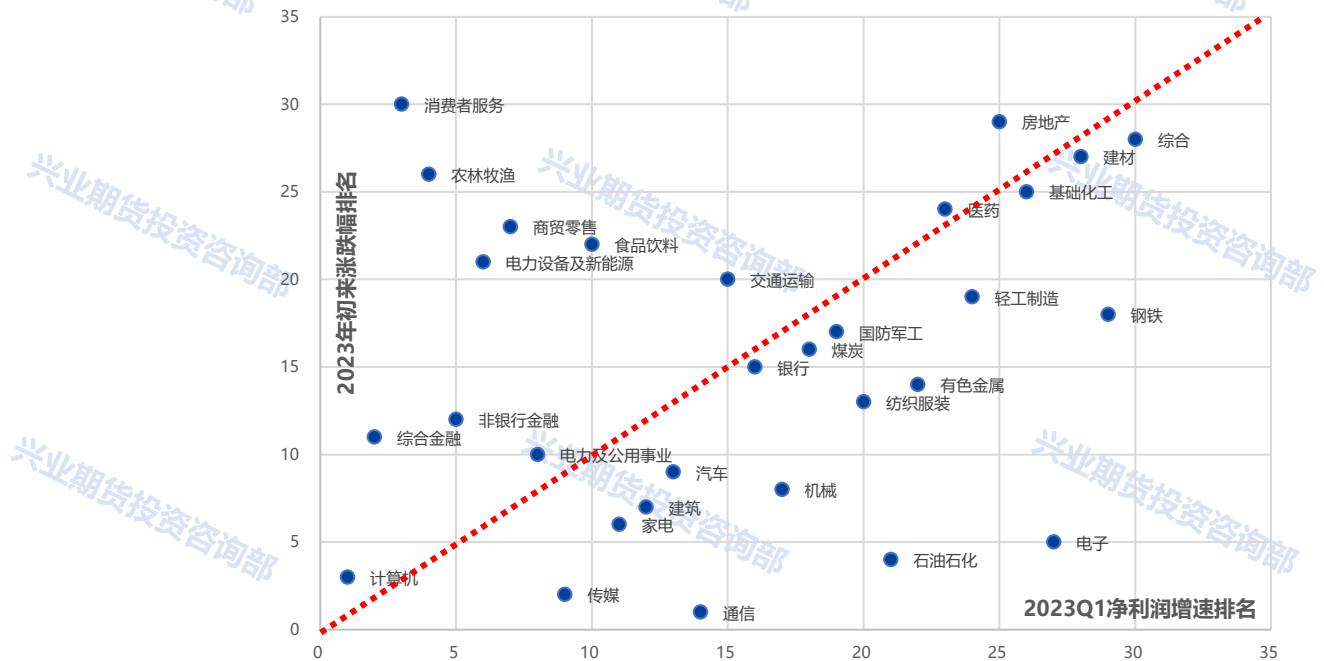
(**附注：按全部A股当年中报归母净利润累计同比增速分组，1-10依次表示从高到。表格中数字为对应各组股票在当年7.15~8.31平均涨跌幅)

- 2023上半年受各类利多预期落空影响，A股整体走势先扬后抑，业绩端、估值端均为负贡献，市场风险偏好亦持续回落，对应股债风险溢价值重回高位。此外，中信一级行业净利润增速排名（2023Q1）与对应涨跌幅排名对比看，可发现二者离散度较高、即业绩因素并未充分体现在股价表现中，亦印证市场的过度悲观及避险情绪。
- 而结合前文分析看，压制分子、分母两端的因素均将改善，权益在大类资产中的配置价值将显著提升，风险偏好将重新回升，对应A股上行。
- 参照过往走势(阶段1：2016.1.29-12.1；阶段2：2019.1.4-4.19；阶段3：2020.4.2-2021.2.19)，预计依旧有15%~40%的潜在上涨空间（阶段4，自2022年10月底起~至今）。

相关阶段A股主要指数股债风险溢价变动、涨跌幅对比（截至2023.7.14）



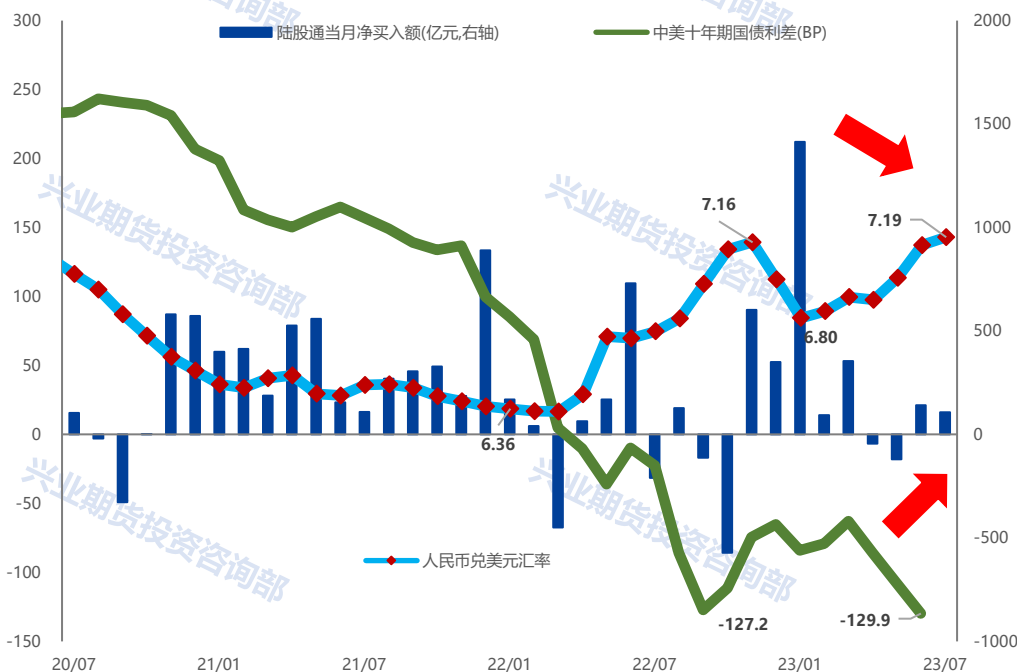
2023年初来A股利润增速、涨跌幅对比（中信一级行业，截至2023.7.14）



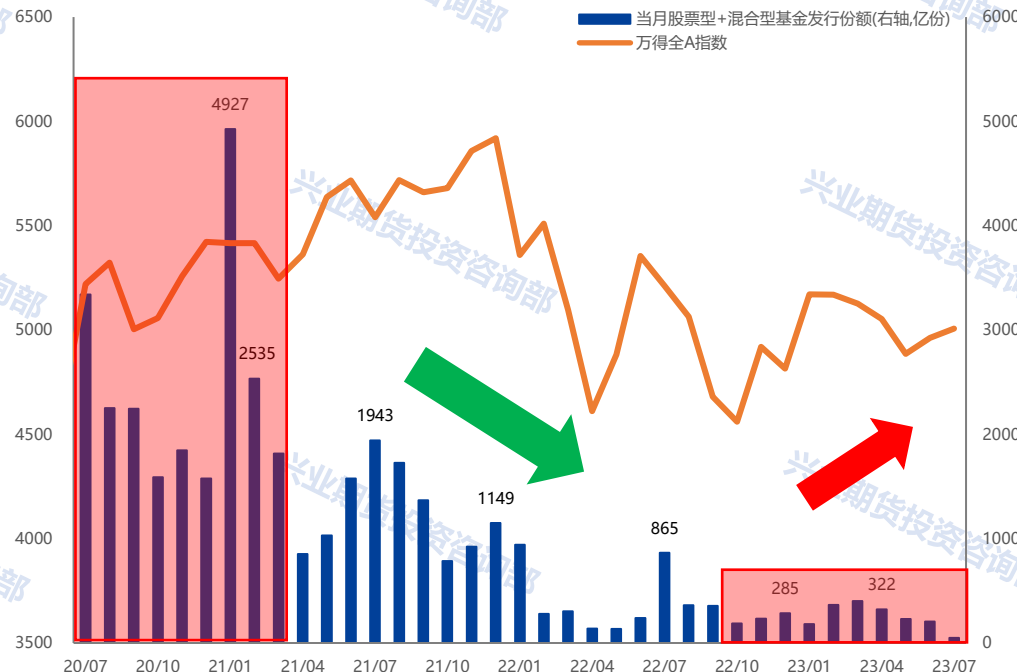
进入2023年第2季度后，因美国经济韧性强于预期、美联储紧缩力度弱化程度低于预期，中美利差、汇率均朝向不利方向运行，导致A股外资净流入规模大幅下滑。而随下半年国内经济复苏信号明朗并逐步增强、加息所致的衰退影响逐步显现，人民币资产及A股的吸引力将再度凸显，即以陆股通资金为代表的外资大概率将大规模入场。

此外，2023年初以来，因“赚钱效应”匮乏、且固收及理财等产品收益率相对可观，股基新发募集份额情况表现平淡（以股票型、混合型公募基金为代表）。但随A股重回上行大势，以及固收类产品性价比趋势性下降，预计投向权益资产的中长线资金规模将有大幅放量。

中美十债利差、人民币汇率及陆股通净流入额对比（截至2023.7.15）



公募股基募集情况、万得全A指数走势对比（截至2023.7.14）



从具体行业配置看，基于基本面、主题投资两大维度来进行选择：（1）从基本面看，则主要考虑业绩增速大小、估值匹配度，以及弱势环境下足够的安全垫。故受益于经济复苏的顺周期大消费、金融、基建等板块将有获益机会，且其整体低估值水平亦进一步提升其配置价值；（2）再从主题投资看，中特估、数字经济则依旧是年内高确定性的主线。前者能高股息和高分红、价值属性将强化，后者则有良好的高成长预期和政策支持力度，成长属性亦更凸显。

基于此，构建相关配置模型，相关入选行业在沪深300指数、上证50指数、中证500指数、中证1000指数中占比分别为51.4%，52%，39%和34.4%，即沪深300指数配置价值相对占优；再结合4大指数的风格兼容性、及稳健性看，其依旧最佳。综合看，沪深300指数仍是最佳多头标的。

基于“业绩、估值、股息率”三大维度，相关行业四大股指占比统计（截至2023.7.14）

简称	最新总市值 (亿,2023.7.14)	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	10540	2.2%	2.6%	3.2%	10.7%	12.2	4.61	2.2	0.0	2.2	0.8	1.1
化学制药	17585	3.2%	6.7%	8.9%	18.0%	9.1	1.05	1.7	3.8	3.2	3.7	1.9
全国性股份制银行II	23829	4.2%	6.4%	6.0%	6.0%	11.3	6.86	5.5	9.6	0.0	0.0	2.6
白色家电II	8921	13.1%	15.8%	3.3%	11.1%	19.0	4.58	2.9	1.4	0.0	0.2	1.0
新能源动力系统	17631	14.7%	14.5%	2.9%	34.6%	15.9	0.73	4.1	0.0	1.9	1.9	1.9
半导体	35157	16.5%	20.7%	5.9%	43.7%	7.8	0.30	4.3	3.0	5.4	3.6	3.8
证券II	31399	19.2%	21.4%	8.2%	10.6%	7.5	1.91	5.6	3.4	5.8	0.8	3.4
酒类	45012	24.7%	17.8%	21.9%	20.0%	24.1	2.26	9.8	17.5	0.9	1.0	4.8
消费电子	13600	24.9%	23.5%	4.7%	39.8%	9.0	0.91	1.7	0.0	3.0	1.9	1.5
航空航天	9288	28.7%	23.4%	6.0%	39.7%	6.9	0.43	0.8	0.9	2.9	1.0	1.0
专用机械	17830	31.1%	23.1%	1.7%	34.0%	10.5	0.95	0.6	0.0	2.6	2.8	1.9
电源设备	22812	35.2%	40.3%	7.6%	22.2%	16.3	1.64	4.5	4.8	1.8	2.1	2.4
通用设备	12342	42.6%	31.3%	8.4%	32.7%	9.1	0.77	0.3	0.0	1.8	3.3	1.3
其他军工II	9924	49.7%	39.1%	6.3%	34.9%	8.8	0.66	0.8	0.0	2.1	2.3	1.1
建筑施工	17886	51.2%	56.4%	7.8%	21.7%	9.5	2.40	2.3	3.6	1.0	1.9	1.9
电气设备	17555	57.5%	50.8%	2.4%	19.0%	12.2	0.88	1.8	2.7	1.7	2.9	1.9
中药生产	10950	58.6%	77.7%	9.0%	39.2%	8.9	1.62	1.0	1.3	1.2	2.9	1.2
计算机设备	14475	66.5%	65.6%	7.1%	36.1%	9.3	0.91	1.5	0.0	1.7	1.2	1.6
初筛备选行业四大股指权重占比合计								67.9	73.5	55.9	50.8	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)								51.4	52.0	39.0	34.4	36.2

A股主要指数相关系数情况（近3月，截至2023.7.14）

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	0.85	0.72	0.54	0.84	0.95	0.58	0.76
上证50	0.94	1.00	0.87	0.68	0.75	0.27	0.93	0.86	0.79	0.67
中证500	0.94	0.87	1.00	0.94	0.67	0.65	0.78	0.95	0.53	0.89
中证1000	0.85	0.68	0.94	1.00	0.51	0.82	0.56	0.91	0.25	0.89
中特估指数	0.72	0.75	0.67	0.51	1.00	0.22	0.90	0.52	0.78	0.46
数字经济指数	0.54	0.27	0.65	0.82	0.22	1.00	0.16	0.62	-0.22	0.72
国证价值	0.84	0.93	0.78	0.56	0.90	0.16	1.00	0.68	0.90	0.56
国证成长	0.95	0.86	0.95	0.91	0.52	0.62	0.68	1.00	0.42	0.84
红利指数	0.58	0.79	0.53	0.25	0.78	-0.22	0.90	0.42	1.00	0.34
科创50	0.76	0.67	0.89	0.89	0.46	0.72	0.56	0.84	0.34	1.00
总计	4.38	4.26	4.47	3.95	/	/			/	/

周期:日线 2023/04/14 - 2023/07/14

橡胶

RU

01

汽车产销延续复苏势头，车企开工意愿相对积极

02

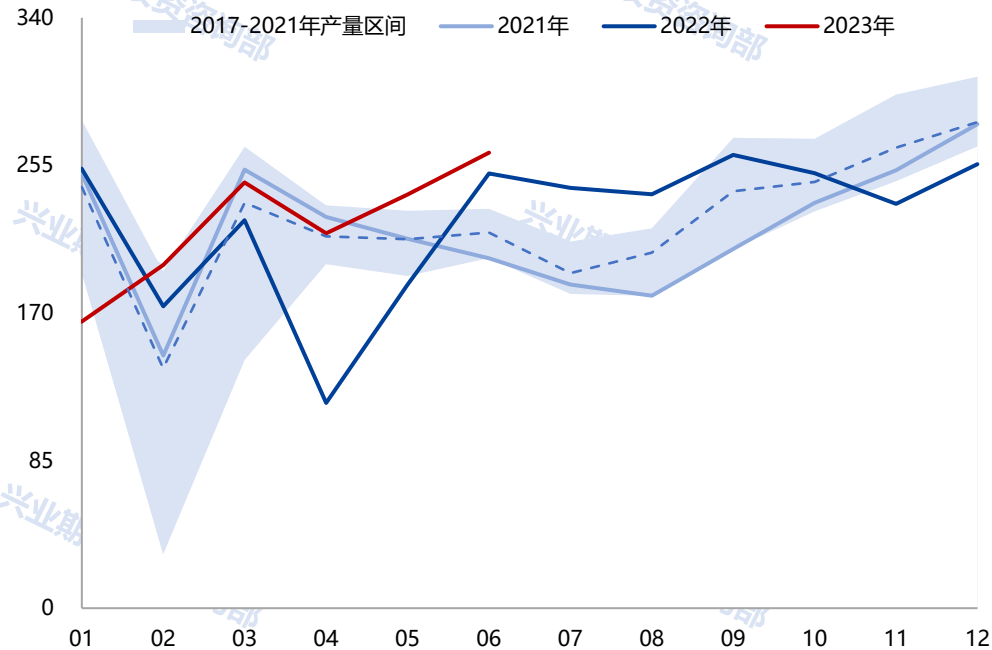
极端天气将扰动原料产出，天胶供应端不确定性增强

03

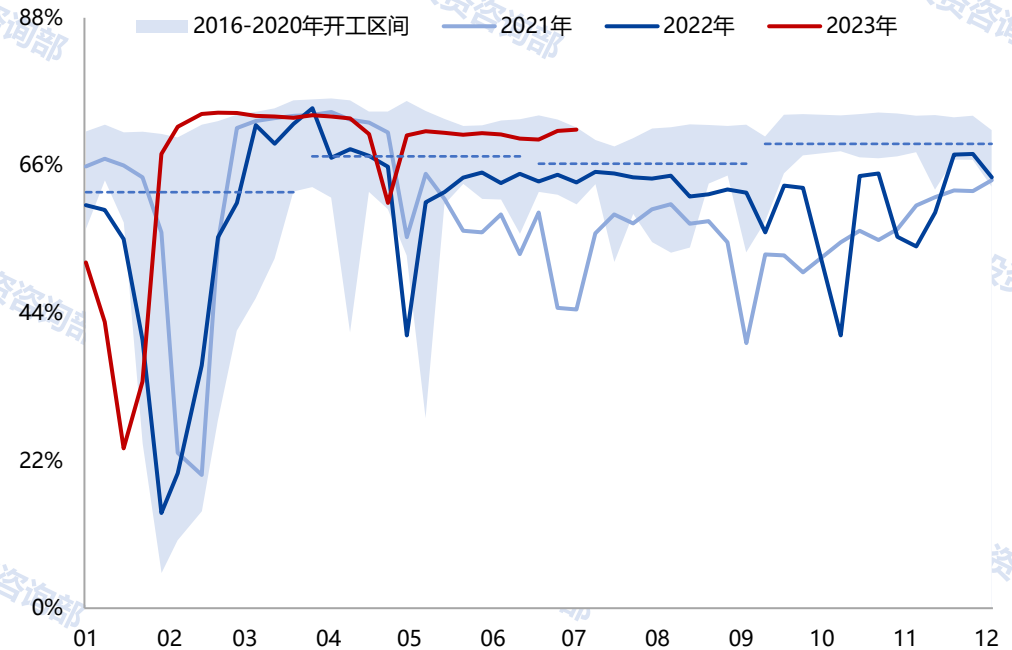
结构性库存压力复现，交割品减产使得仓单不断走低

需求方面，中汽协数据显示，6月汽车产销分别完成256.1万辆和262.2万辆，环比增长9.8%和10.1%、同比上升2.5%和4.8%，并带动2023H1汽车市场实现近10%增长，产业复苏形势凸显，加之当前阶段消费刺激政策依然存在加码推进可能，积极因素占据主导，天然橡胶需求预期偏向乐观；另外，本周轮胎企业开工意愿继续回升，半钢胎产线开工率接近历史同期峰值水平，全钢胎产线开工情况亦有回暖，需求传导效率表现尚佳。

汽车月度销量(万辆)

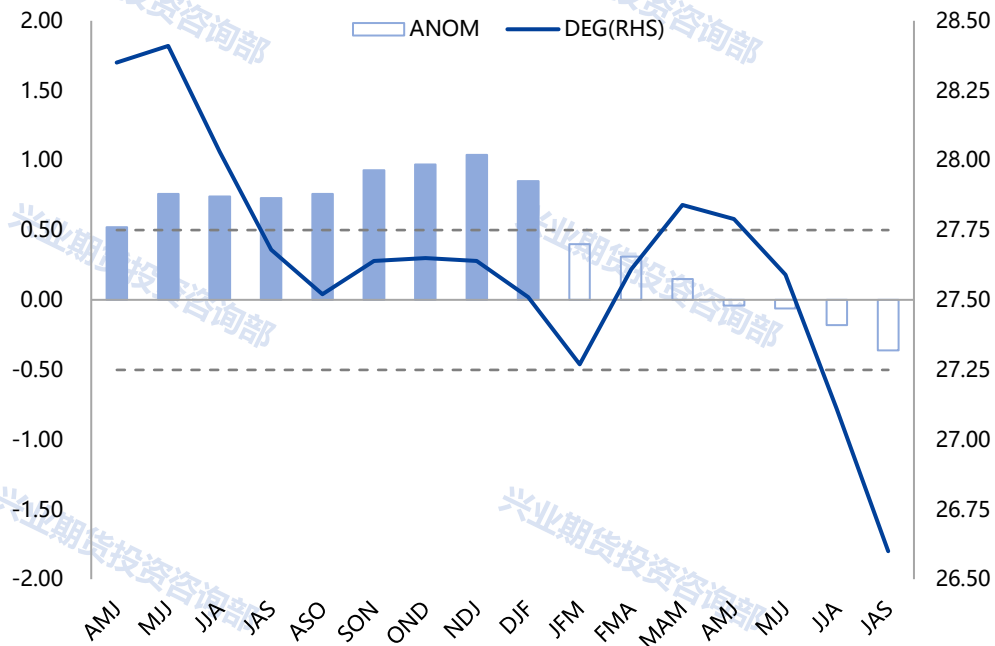


半钢胎开工率季节性

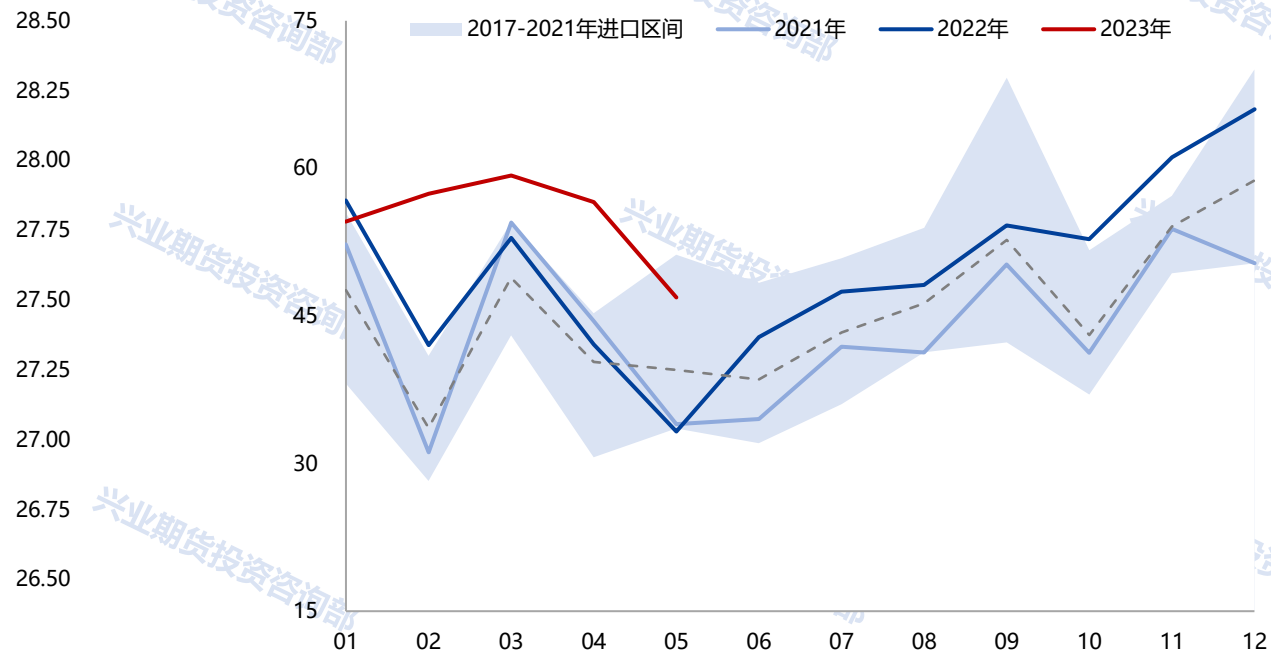


供应方面，WMO预警今夏极端高温天气，气候波动幅度及频率或将增大，且据NOAA海温指数跟踪预测模型，本轮厄尔尼诺现象强度也将超过此前预期，持续周期至今年年末，ANRPC各产区物候条件稳定性遭受严峻考验，天然橡胶割胶作业及原料生产势必不时受到扰动，供应端不确定性持续增强。

Nino3.4区海温变动情况预期

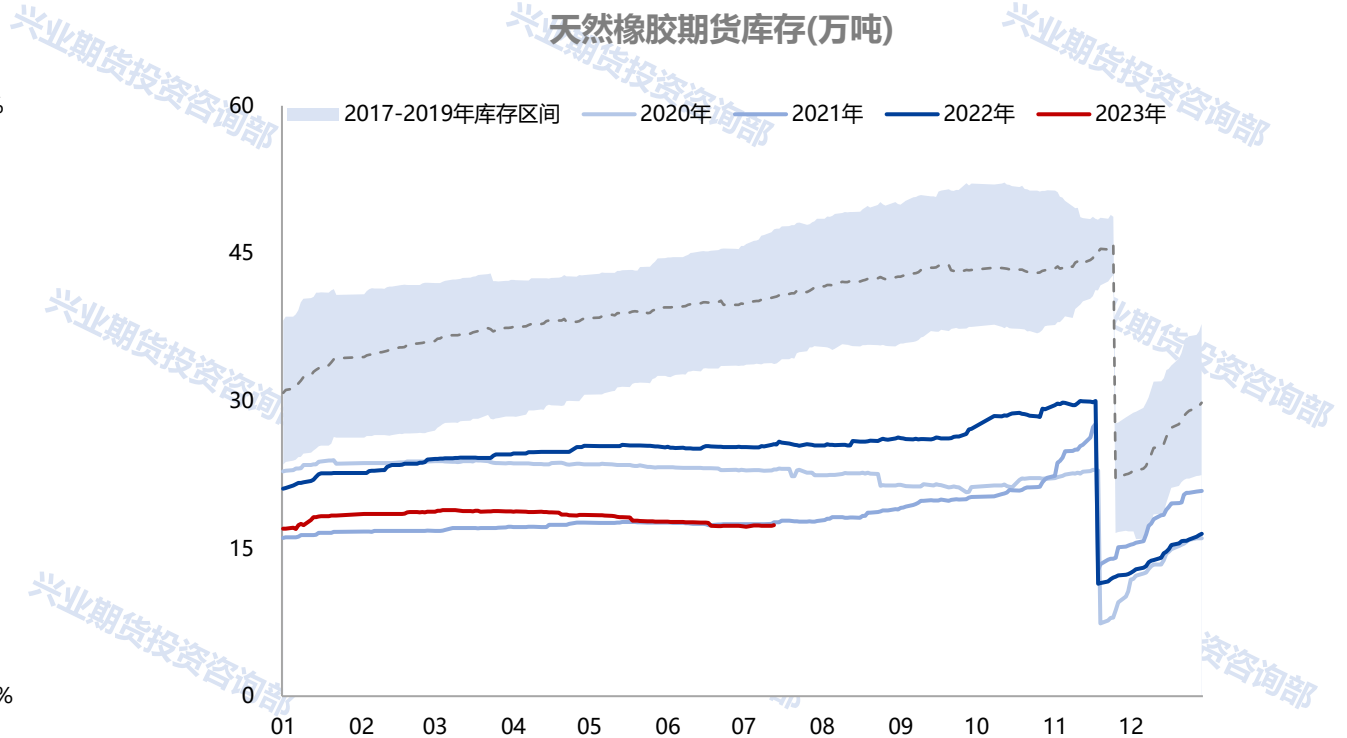
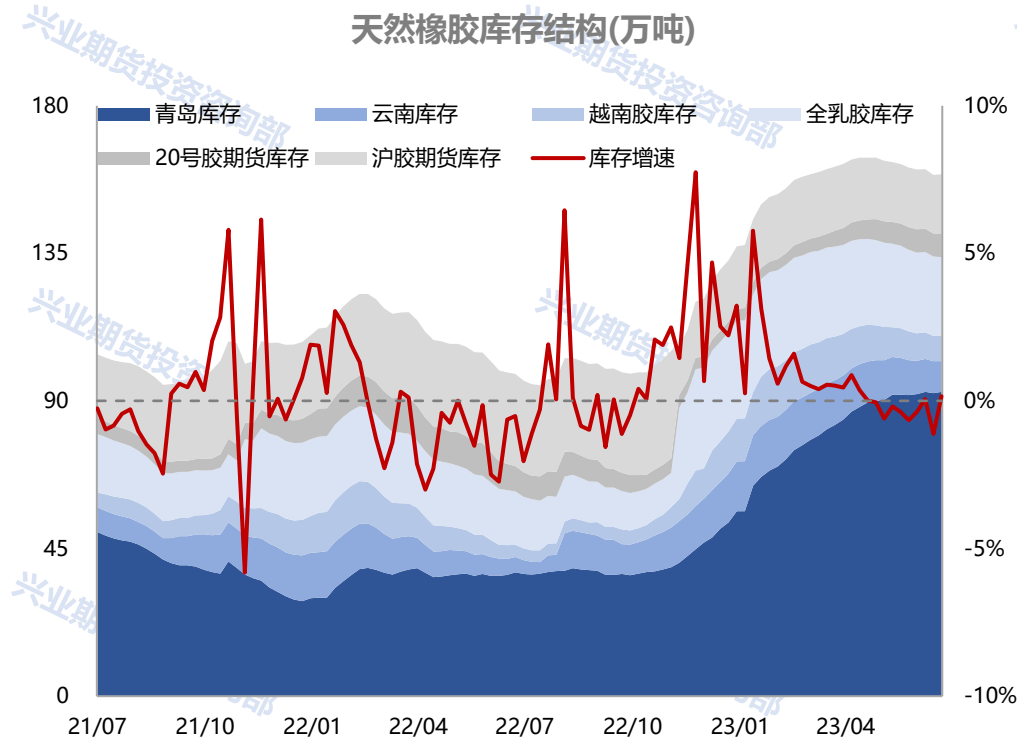


天然橡胶月度进口量(海关总署口径,万吨)



□ 库存方面，青岛港口库存再度增长，结构性库存压力复现，但气候不佳预期下橡胶进口难有显著增量，且国产胶减产大势已定，期货仓单创下近年同期最低水平，交割品不足支撑沪胶价格。

□ 综合来看，港口累库削弱橡胶价格上行驱动，但汽车市场复苏势头不改，轮胎开工表现强劲，而厄尔尼诺事件背景之下天胶原料生产大概率受阻，供减需增预期推升价格中枢，沪胶多头策略胜率及赔率依然占优。



聚氯乙烯

V

01

产量小幅下降，生产利润维持低位

02

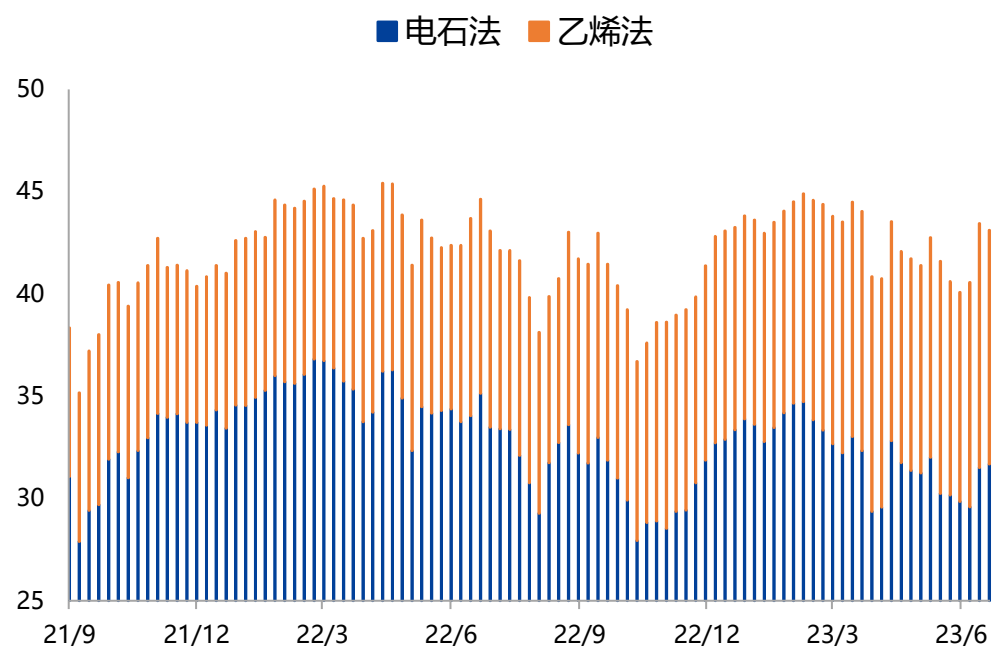
生产企业库存持续下降，社会库存暂时处于高位

03

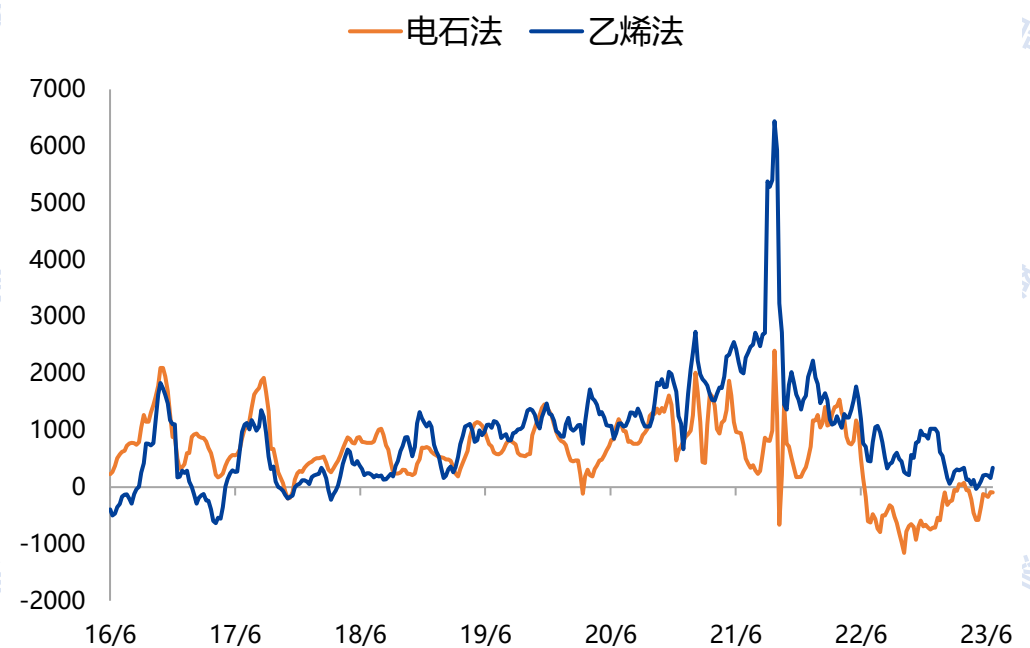
下游开工开始回升，市场成交明显改善

- 7月第二周无新增检修装置，6套装置降低负荷，生产企业开工率下降1%，周度产量减少0.8%。未来两周分别有一套和四套装置计划检修，7月整体检修装置偏少，产量预计较6月增加10-15万吨，达到年内次高，不过8月山东信发、中泰化学和台塑宁波等装置有大修计划，产量可能再度下降。
- 近一周电石价格为3200 (+0) 元/吨，乙烯价格为6400 (+0) 元/吨，电石法平均成本为5600 (+0) 元/吨，乙烯法为5700 (+0) 元/吨。由于煤炭和原油价格上涨，电石和乙烯价格不再进一步下跌。目前PVC生产利润极低，向上修复空间超过300元/吨。

产量小幅下降 (截至7.14)

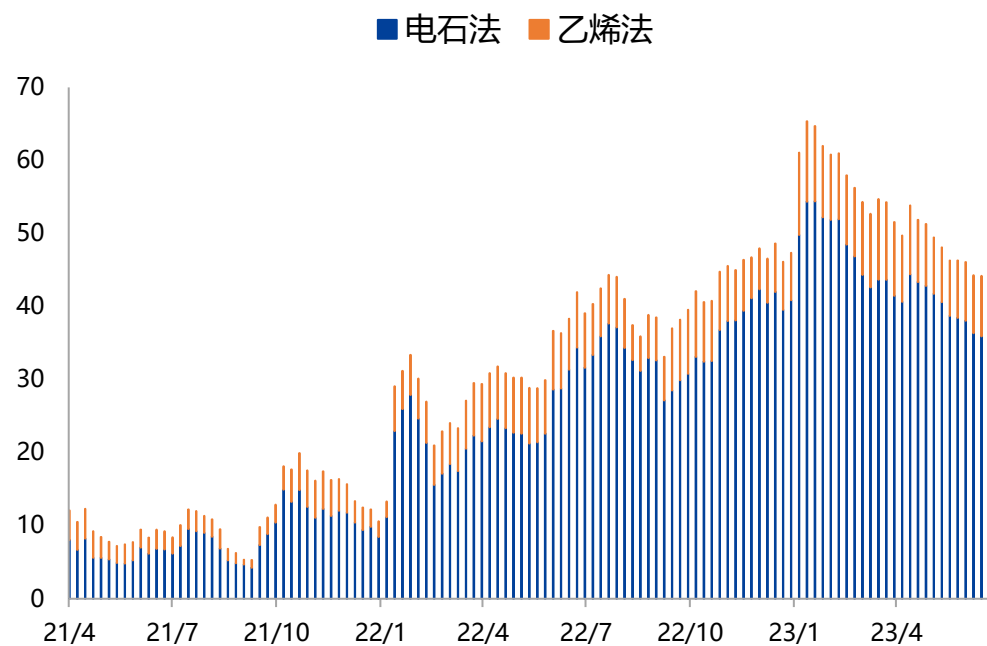


利润维持低位 (截至7.14)

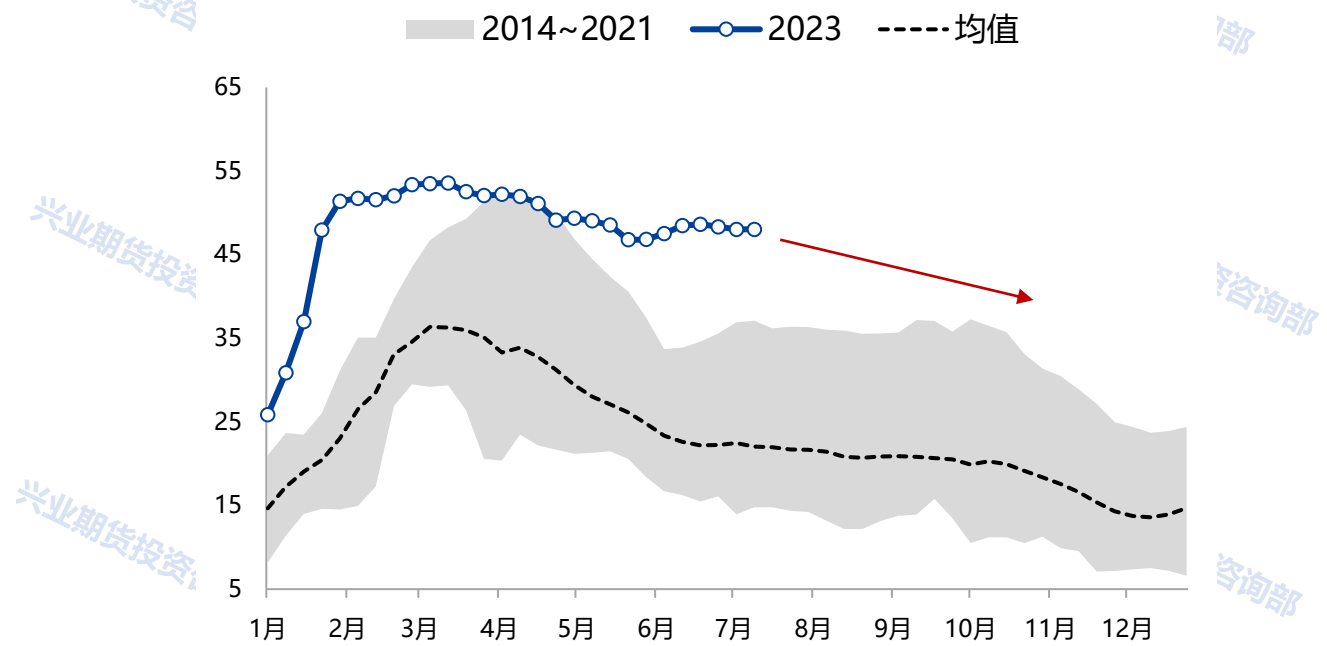


- 上周生产企业库存为42.31 (-1.89) 万吨, 减少主要来自电石法企业。目前库存已经连续第10周下降, 平均每周减少1.1万吨, 如果按照这个去库速度, 10周后也就是9月下旬库存将达到中等水平, 利于价格反弹。
- 社会库存为48.02万吨, 与前一周持平。随着需求好转, 社会库存预计和生产企业库存一样持续减少。

生产企业库存持续下降 (截至7.14)



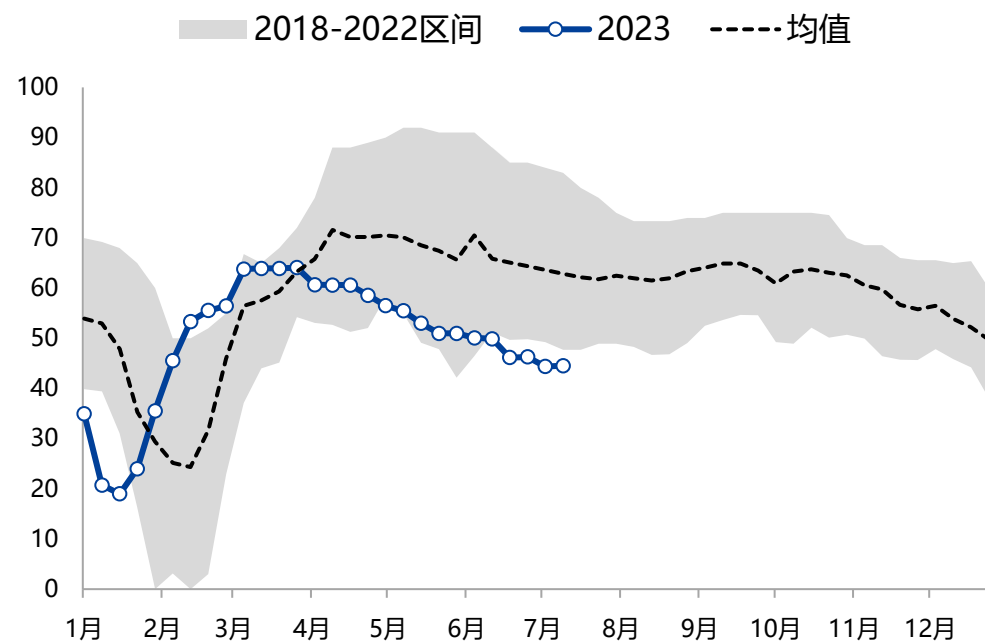
社会库存不再积累 (截至7.14)



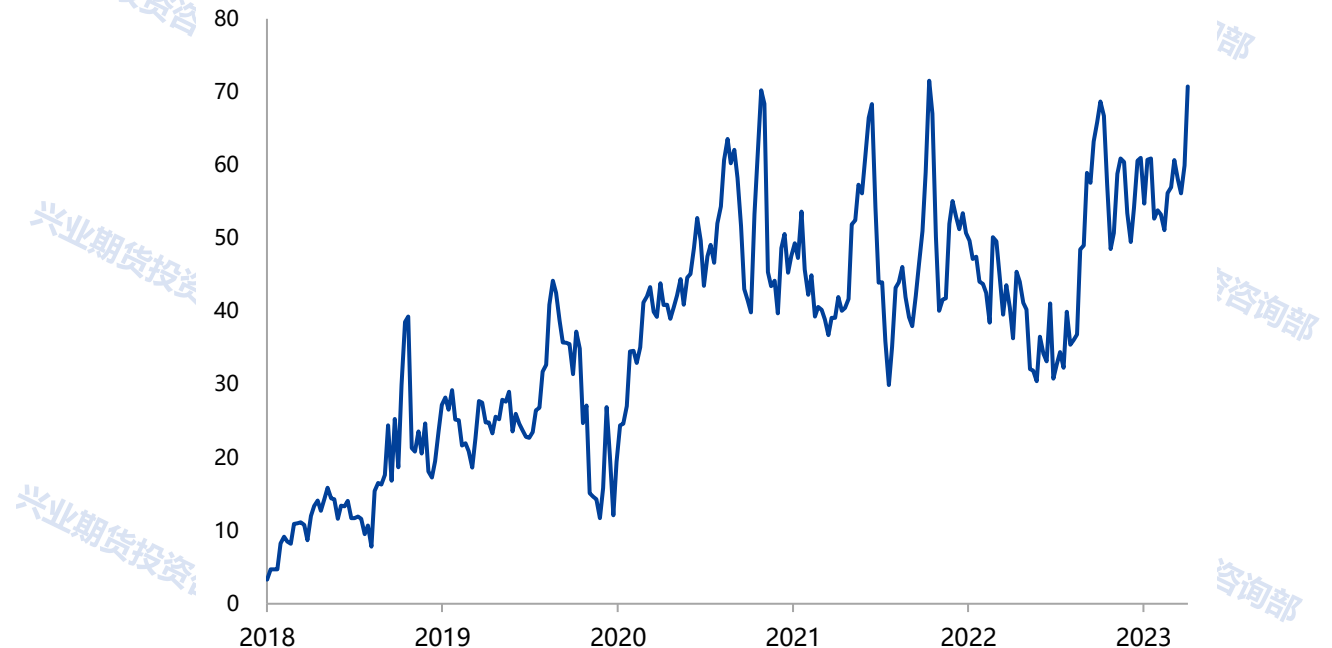
▣ PVC下游开工率为44.53% (+0.13%)，结束长达15周的连续下降，但仍处于历史同期最低水平。通常8月需求开始进入旺季，目前型材开工率已经开始回升，如果下周管材和薄膜开工率也上升，则说明拐点来临，未来需求逐步改善。

▣ 生产企业预售量为70.71万吨，达到2021年以来最高，价格止跌反弹后，现货成交量、预售量以及出口签单都显著增长，其中出口签单量环比增加2倍，达到年内最高。除了现货成交活跃外，期货和期权成交量也大幅增加，其中看涨期权的成交量和持仓量达到看跌的3倍以上。

下游开工率结束连续15周的下降 (截至7.14)



预售量接近历史最高 (截至7.14)





尿素

UR

01

检修增多产量下滑，库存减少至极低水平

02

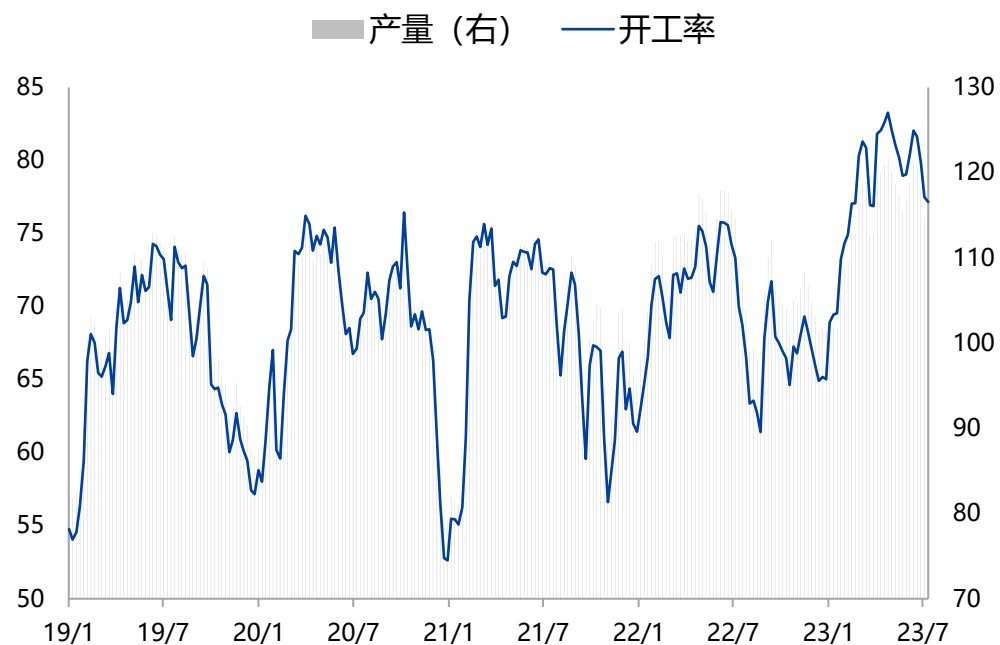
国内外需求释放，出口量预计大幅增加

03

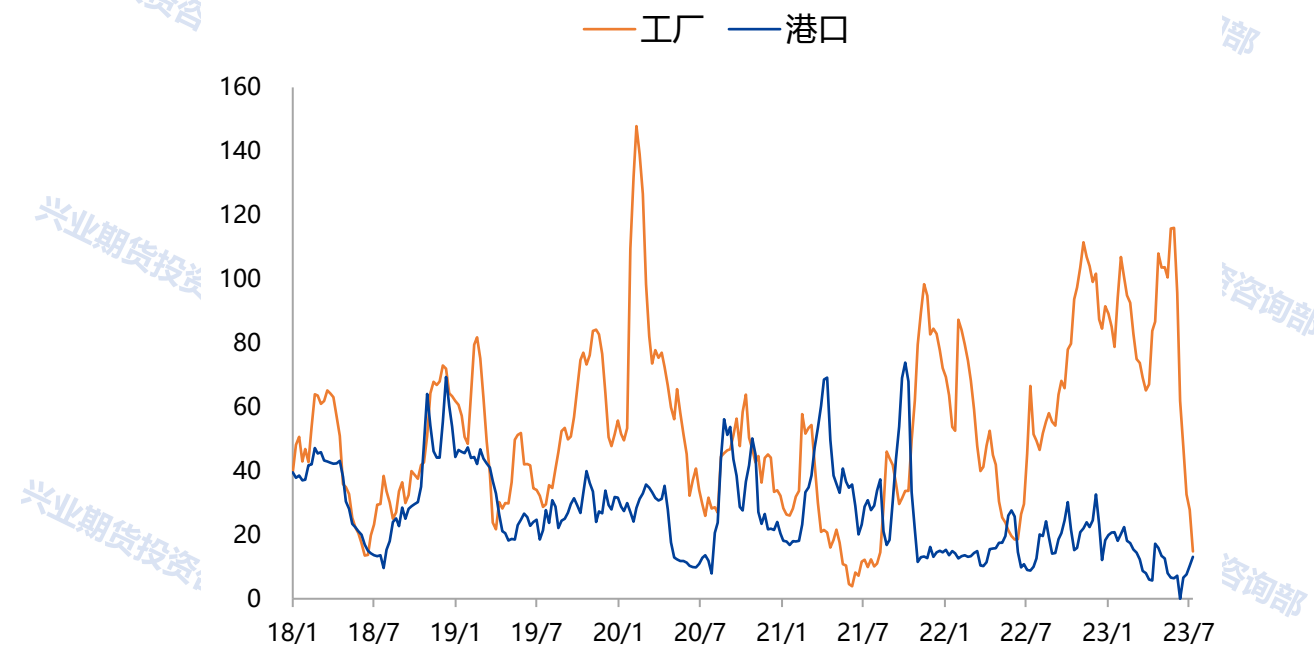
基差收窄和利润改善，上涨空间超过200元/吨

- 由于检修装置增多，国内尿素生产企业开工率达到2月以来最低，产量从年内最高位减少6%。整个7月检修装置都偏多，产量可能进一步下降。
- 6月至今生产企业库存由116万吨快速减少至15万吨，处于2018年以来的5%分位水平。港口库存先减少至6万吨再增加至13万吨，处于历史14%分位水平。过去历次生产企业和港口库存双双大幅减少都对应现货价格强势上涨，因此在库存重新积累之前，上涨趋势不会结束。

检修增多产量下滑（截至7.14）



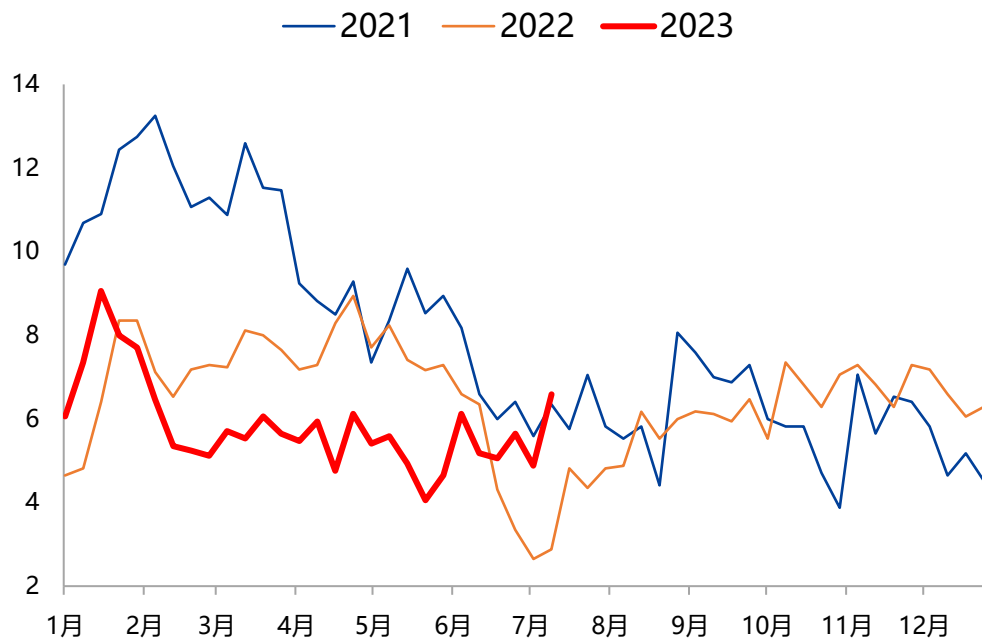
生产企业库存大幅减少（截至7.14）



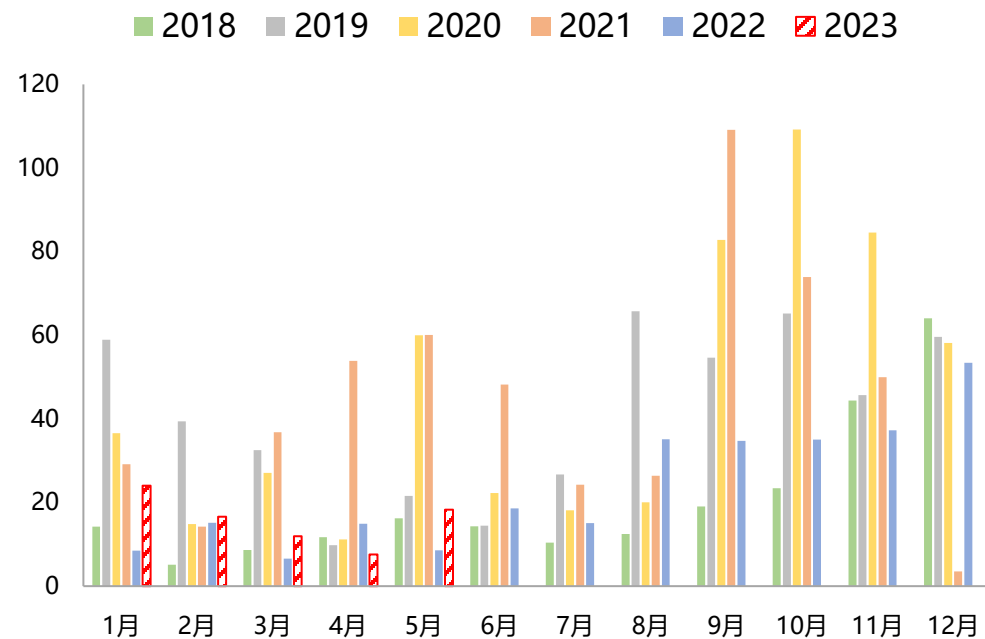
今年夏季用肥时间开始于5月底，7月中旬仅东北和内蒙部分区域结束追肥，预计需求旺季持续到8月上旬。尿素价格上涨导致除农业外的其他需求也开始好转，仅两周时间生产企业平均订单待发量天数就由5天增加至7天，部分企业订单待发量更是达到一个月之久。

5-6月海外尿素工厂因原料天然气价格大幅上涨而被迫减产，6月下旬至今巴西、澳大利亚和埃及等地的尿素价格已经上涨超过25%，中国尿素出口套利窗口时隔两年再度打开。欧洲和美国季节外购买尿素，以及印度近期计划招标100万吨，进一步加强了我国尿素出口量增长的预期。

生产企业订单待发量增加（截至7.14）



出口量预期增加（截至5月）



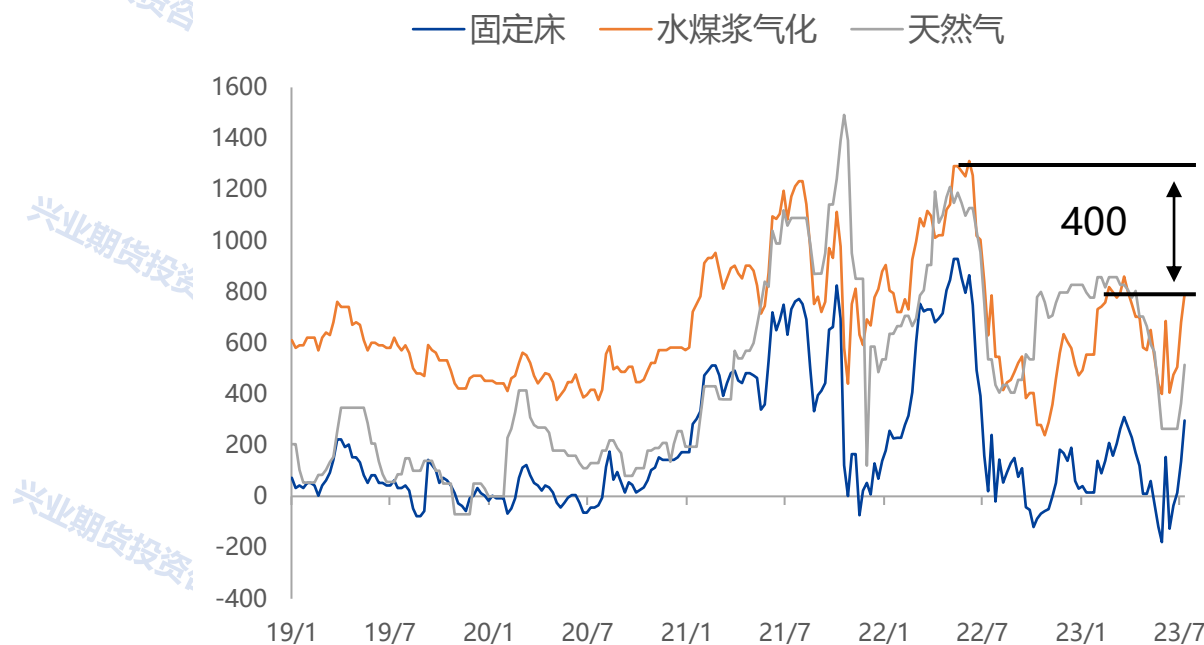
3-6月的下跌行情中，基差由200元/吨扩大至500元/吨，7月反弹令基差收窄至320元/吨，目前仍处于历史84%分位水平，未来基差收窄预计继续通过期货加速上涨完成。如果基差收窄至均值165元/吨，空间还有155元/吨，如果收窄至历年同期均值110元/吨，空间还有210元/吨。

6月初各工艺生产利润达到或接近过去四年最低，随着近期尿素价格的快速反弹，利润得到明显改善。煤头利润已经达到75%分位水平，气头利润也达到57%分位。参考2022年5月的最高水平，预计未来利润增长的空间不超过400元/吨。

基差处于历史高位（截至7.14）



生产利润增加空间不超过400（截至7.14）





纯碱

SA

01

重碱需求稳步增加，轻碱消费保持平稳

02

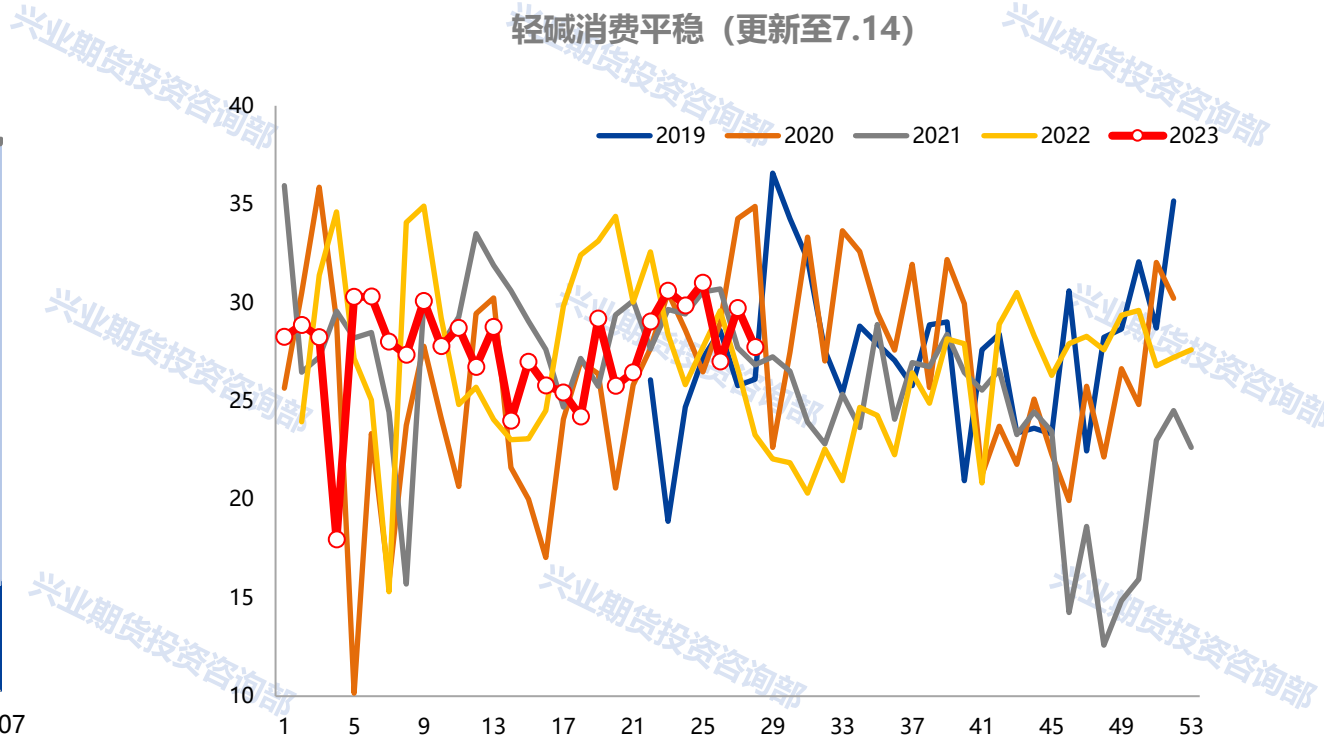
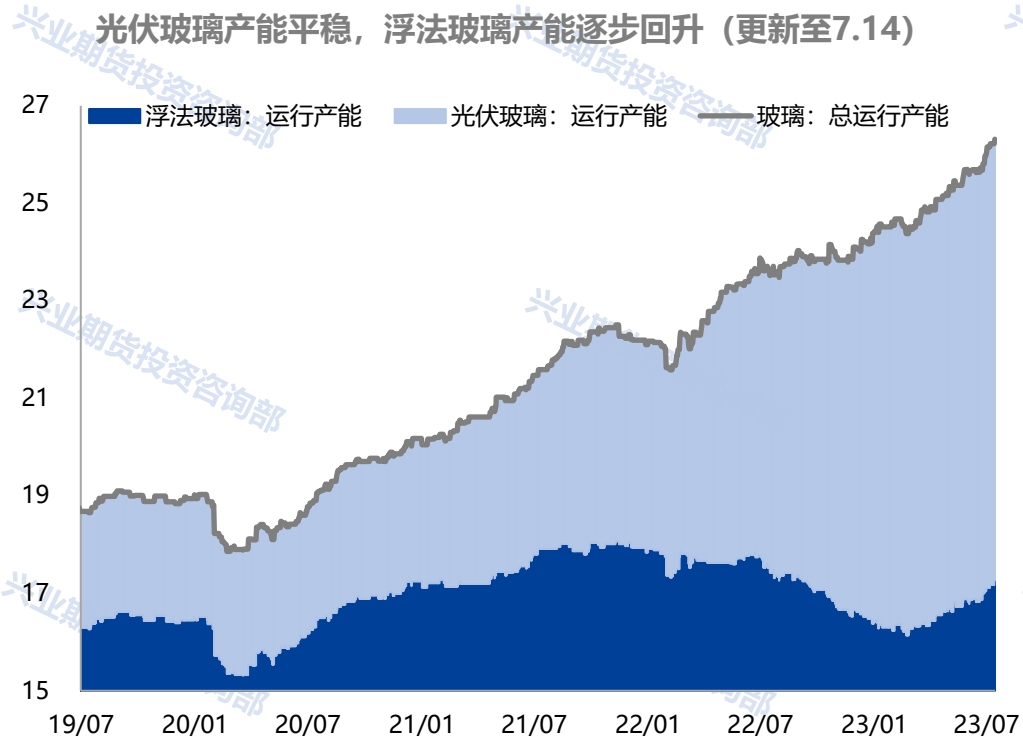
远兴产投进度略落后于市场预期

03

淡季装置集中检修，阶段性对冲投产影响

2023年以来，光伏玻璃产能稳中有增，截至本周五，光伏玻璃运行产能累计新增10450t/d日熔量；浮法玻璃随着全行业盈利改善，复产点火的产能也逐步增多，截至本周五，浮法运行产能已累计增加8830t/d，玻璃对重碱需求稳步增加。

轻碱消费尚无明显改善迹象，整体表现平稳。



远兴能源一期项目1号产线于6月28日出试制品，据了解试制品铁元素超标，产成品投放市场的时间尚不确定，2号线计划月底投料，实际投产进度略落后于市场预期。金山装置计划8月20日投料，9月出产品，较2季度初预期提前1个月左右。即使远兴和金山的700万吨装置按照市场预期的节奏投放市场，假设远兴各装置当月生产效率70%，次月满产，金山当月下旬投产，当月生产效率20%，次月生产效率70%，再次月满产，则7-8月间新产能带来的供给增量约为37.2万吨，9月增量才能大幅提高至52.2万吨。

2023年纯碱装置投产计划（更新至7.14）

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

新产能		7月	8月	9月	10月	11月	12月
远兴1线	产能	150	150	150	150	150	150
	开工率	70%	100%	100%	100%	100%	100%
	产量	9.8	14.0	13.5	14.0	13.5	14.0
远兴2线	产能		150	150	150	150	150
	开工率		70%	100%	100%	100%	100%
	产量		9.8	13.5	14.0	13.5	14.0
远兴3线	产能			100	100	100	100
	开工率			70%	100%	100%	100%
	产量			6.3	9.3	9.0	9.3
远兴4线	产能			100	100	100	100
	开工率			70%	100%	100%	100%
	产量			6.3	9.3	9.0	9.3
金山	产能		200	200	200	200	200
	开工率		20%	70%	100%	100%	100%
	产量		3.7	12.6	18.6	18.0	18.6
合计	产能	150	500	700	700	700	700
	产量	9.8	27.4	52.2	65.1	63.0	65.1

- 历年7-8月为纯碱在产装置的集中检修期，纯碱开工率往往大幅下降。
- 隆众及卓创已统计今年7-8月纯碱在产装置的初步检修计划，若未公布检修时长，出于谨慎考虑，按7天检修期估算，若检修其为区间，按最短天数估算。7-8月纯碱检修影响规模为39.8万吨。7-8月检修基本可以对冲同期远兴装置投产的影响。

7-8月份检修计划汇总（更新至6.30）

企业	产能 (万吨)	工艺	检修计划	检修天数	检修影响量 (万吨)		信息来源
					7月	8月	
金山获嘉	10	氨碱法	6月28日起检修20天	20	0.5		隆众
山东海化 (老线)	120	氨碱法	6月30日起检修12天	12	4.32		隆众、卓创
中盐青海	120	氨碱法	初步计划7月份检修1个月	31	5.4	5.4	卓创
中盐昆山	80	联碱法	初步计划7月25日检修25天	25	1.7	4.3	隆众、卓创
甘肃金昌	20	联碱法	初步定于7月中检修15-20天	15	0.9		隆众、卓创
江苏井神	60	氨碱法	7月1日降负荷运行	10	1.4		隆众、卓创
丰成盐化	60	联碱法	计划6月26日检修1个月	31	4.7		隆众、卓创
中盐昆仑	150	氨碱法	初步计划7月份检修	7	3.2		卓创
河南骏化	80	联碱法	初步计划7月份检修	7	1.7		隆众、卓创
五彩碱业	110	氨碱法	初步计划8月底检修	7		2.3	卓创
中盐内蒙	35	氨碱法	初步计划7月底检修7-10天	7		0.7	隆众、卓创
四川和邦	30	联碱法	初步计划6月28日起检修1个月	31	2.5		卓创
江西晶昊	60	氨碱法	初步计划8月检修	7		1.3	隆众、卓创
合计	925				25.8	14.0	

每年7-8月检修季纯碱装置开工率下降幅度统计

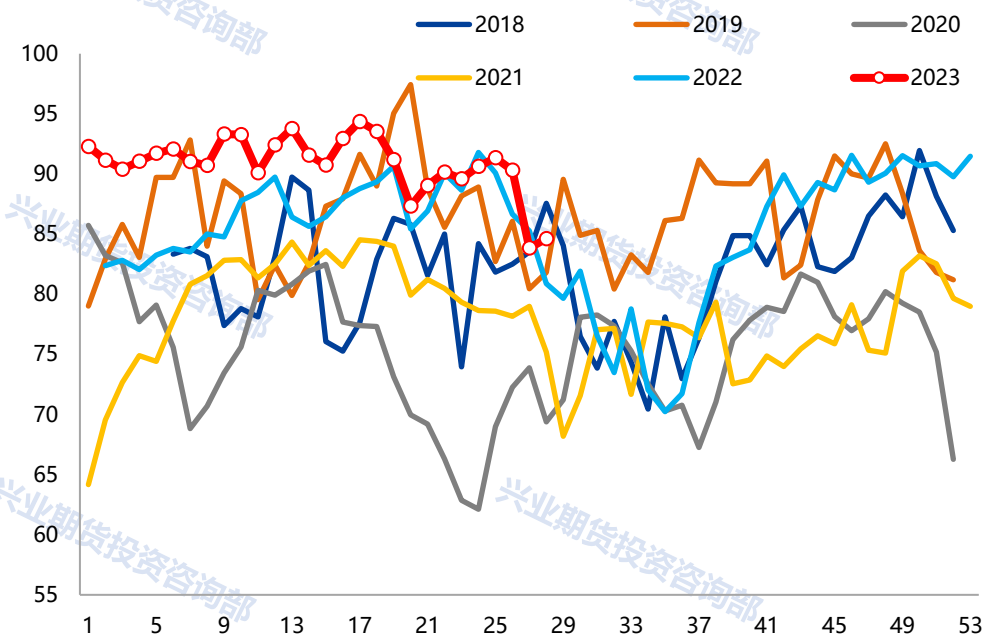
日期/纯碱开工率 (%)	7月	8月	7月较年内高点降	8月较年内高点
2022年	79.1	73.4	-9.3	-15.0
2021年	73.4	76.2	-10.8	-8.1
2020年	73.6	73.2	-4.6	-5.0
2019年	86.9	87.1	-2.9	-2.7
2018年	77.2	82.2	-9.6	-4.6
2017年	90.5	88.2	-3.3	-5.5
2016年	84.7	84.9	-4.9	-4.7
最大值	90.5	88.2	-2.9	-2.7
最小值	73.4	73.2	-10.8	-15.0
均值	80.8	80.8	-6.5	-6.5

截至本周五纯碱周度产能利用率84.62%，环比增0.77%，本周山获嘉面临恢复，山东海化和江苏井神检修结束，下周甘肃金昌计划检修，山东海天计划降负，淡季检修纯碱产能利用率将低位波动。受减产影响，纯碱企业库存环比下降3.05万吨至36.53万吨（-7.71%）。

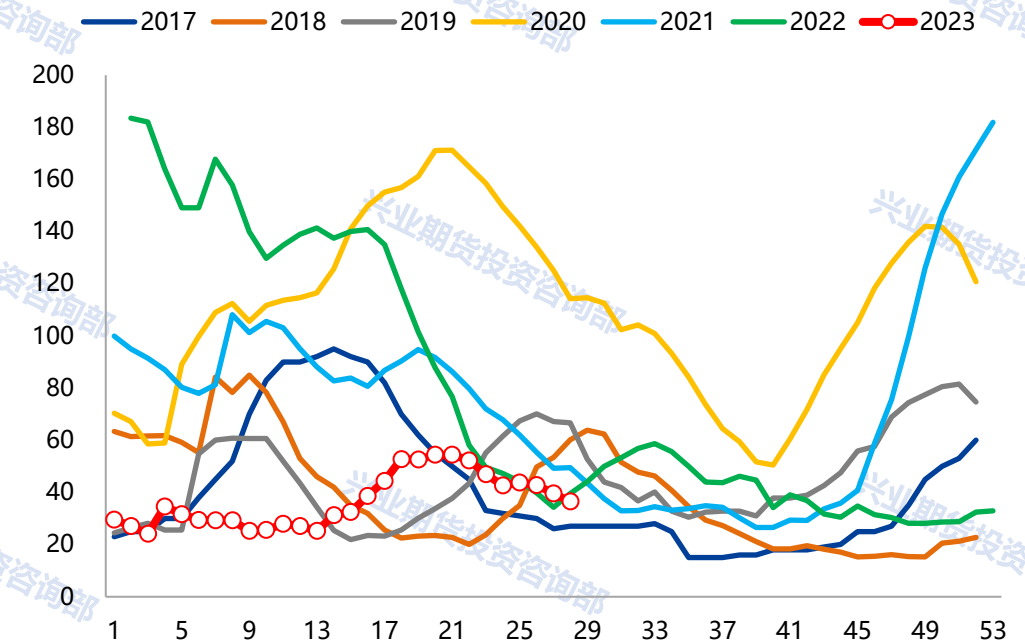
结合前文我们对7-8月淡季检修，以及新装置投产的估算，预计检修季纯碱供需依然呈现紧平衡格局，纯碱生产企业库存或继续小幅下降，对纯碱价格将形成阶段性支撑。

建议纯碱多单继续持有。

纯碱周度产能利用率（更新至7.14）



纯碱企业库存（更新至7.14）



铁矿

01

钢材出口韧性较强，钢材内需存底部支撑

02

废钢供应不及预期，铁矿替代需求偏强

03

粗钢限产政策影响有限，下半年铁水环比减量较少

04

铁矿累库或低于年初预期，建议期货逢低做多为主

- 2季度国内钢材消费表现疲弱，但钢材出口需求（含间接出口）表现强劲，其中前6个月钢材直接净出口累计同比多增1244万吨（+44.9%）。
- 目前买单出口有利润的情况下，3季度钢材直接出口需求可能将保持韧性。同时，国内2季度已确认政策底，库存周期切换，部分行业及品种库存已降至历史极低水平，信用周期现边际改善动能，3季度钢材内需也有底部支撑。

指标（单位：万吨）		23/01	23/02	23/03	23/04	23/05
粗钢产量	当月值（累计值倒推）	8,435	8,435	9,286	9,283	9,024
钢材出口	当月值	603	616	789	793	836
钢材进口	当月值	60	63	68	58	63
钢材净出口	当月值	543	552	721	735	772
钢坯出口	当月值	7	11	23	58	42
钢坯进口	当月值	10	42	15	24	11
钢坯净出口	当月值	-3	-31	8	33	31
钢厂库存	中钢协（未折算）	1,649	1,742	1,725	1,811	1,562
Δ钢厂库存		343	93	-17	86	-249
社会库存	钢联大口径（2020年，未折算）	2,149	2,626	2,327	2,111	1,894
Δ社会库存		724	477	-299	-216	-217
粗钢表需	当月值	7,368	7,865	9,601	9,414	9,490
YOY	当月值	1.2%	18.2%	12.0%	1.1%	-5.1%
	累计值	1.2%	9.3%	10.4%	7.6%	4.6%
粗钢表需	当月值，剔除直接出口	6,827	7,343	8,872	8,646	8,687
YOY	当月值	-3.1%	13.8%	7.4%	-3.2%	-6.7%
	累计值	-3.1%	5.0%	5.9%	3.2%	0.9%

在此背景下，3季度影响铁矿消费的关键是粗钢限产政策以及废钢供应。房地产低开工背景下，房屋拆旧废钢供应减量难有改善，钢材下游消费对钢材供应的承接能力也较为有限，因此我们认为下半年废钢供需也难以出现明显改善，对铁矿需求难以形成有效替代。

项目	单位	2018	2019	2020	2021	2022	2023E (年初估计)	2023E (年初估计)	废钢消耗-供给-库存	单位	2022年1-5月	2023年1-5月	同比
国内粗钢产量	万吨	92,826	99,634	106,477	103,279	101,300	101,300	101,300	粗钢产量	万吨	43,502	44,463	961 2.2%
粗钢表观消费量	万吨	98,510	104,924	108,458	108,152	106,504	106,504	107,569	生铁产量	万吨	36,087	37,474	1,388 3.8%
钢厂废钢收得率	%	4.80%	4.80%	4.70%	4.70%	4.60%	4.50%	4.50%	电炉废钢消耗量	万吨	7,415	6,989	-426 -5.7%
钢厂自产废钢	万吨	4,456	4,782	5,004	4,854	4,660	4,559	4,559	255家钢厂废钢日耗	万吨	5,112	4,608	-504 -9.9%
废钢加工收得率	%	4.80%	4.80%	4.80%	4.80%	4.80%	4.80%	4.80%	其中：长流程	万吨	2,601	2,361	-240 -9.2%
加工废钢	万吨	4,728	5,036	5,206	5,191	5,112	5,112	5,163	其中：短流程	万吨	1,444	1,322	-122 -8.4%
社会积蓄废钢	万吨	902,000	953,000	1,002,000	1,047,000	1,091,000	1,134,000	1,134,000	其中：其他	万吨	1,067	925	-142 -13.3%
折旧率	%	1.50%	1.50%	1.50%	1.50%	1.20%	1.40%	1.20%	87家独立电弧炉产能利用率	万吨	49	45	-4
社会折旧废钢	万吨	13530	14295	15030	15705	13092	15876	13608	255家钢厂废钢到货量	万吨	4,684	4,251	-432 -9.2%
废钢资源量	万吨	22,714	24,114	25,240	25,750	22,864	25,547	23,330	其中：长流程	万吨	2,317	2,161	-157 -6.8%
转炉钢	万吨	83,683	89,488	95,431	92,228	92,183	91,170	91,170	其中：短流程	万吨	1,400	1,257	-144 -10.3%
	%	90%	90%	90%	90%	91%	90%	90%	其中：其他	万吨	966	834	-132 -13.7%
转炉废钢单耗	KG	152	168	168	167	167	169	167	255家废钢库存变化	万吨	-236	-72	164
转炉炼钢废钢消耗量	万吨	12,720	15,034	16,032	15,393	15,395	15,408	15,225	其中：长流程	万吨	-124	-27	97
电炉钢	万吨	9,143	10,146	11,046	11,051	9,117	10,130	8,104	其中：短流程	万吨	-46	-23	23
	%	10%	10%	10%	10%	9%	10%	8%	其中：其他	万吨	-66	-22	44
电炉废钢单耗	KG	663	648	682	654	654	682	654	废钢社会库存	万吨	-21	-8	13
电炉炼钢废钢消耗量	万吨	6,062	6,575	7,533	7,227	5,963	6,909	5,300					
炼钢废钢消耗	万吨	18,782	21,609	23,566	22,620	21,357	22,316	20,525					
废钢总消耗 (含铸造)	万吨	21,343	24,010	26,779	25,705	23,997	25,360	23,324					
供给-消耗	万吨	1,371	104	-1,539	46	-1,133	187	5					

综合考虑钢材内外消费强度，市场主流观点认为今年执行粗钢产量平控的概率相对较高，但也不排除粗钢消费小幅正增长情况下，粗钢产量微增的情况。再结合废钢供需难有改善的预估，下半年铁水产量环比减量较为有限。

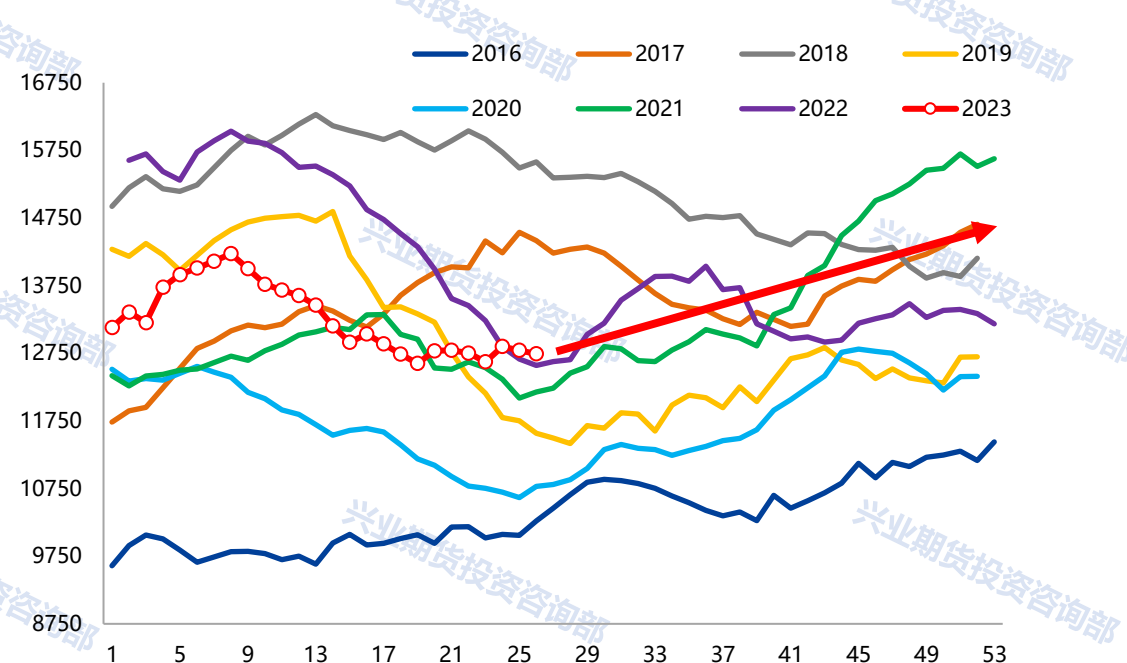
粗钢/生铁供给分析 单位：万吨		2022年	2023年								
			粗钢产量减1000万吨			粗钢产量平控			粗钢需求增1%		
			H2废钢消费减500	H2废钢消费平	H2废钢消费增500	H2废钢消费减500	H2废钢消费平	H2废钢消费增500	H2废钢消费减500	H2废钢消费平	H2废钢消费增500
1-5月	粗钢产量	43,502		44,463		44,463		44,463		44,463	
	生铁产量	36,087		37,474		37,474		37,474		37,474	
	生铁日均产量	239		248		248		248		248	
	电炉产量	7,415		6,989		6,989		6,989		6,989	
	废钢比	17.0%		15.7%		15.7%		15.7%		15.7%	
6月	粗钢产量	9,186		8,985		8,985		8,985		8,985	
	生铁产量	7,806		7,573		7,573		7,573		7,573	
	生铁日均产量	260		252		252		252		252	
	电炉产量	1,380		1,412		1,412		1,412		1,412	
	废钢比	15.0%		15.7%		15.7%		15.7%		15.7%	
7-12月	粗钢产量	48,613	46,852	46,852	46,852	47,852	47,852	47,852	48,865	48,865	
	生铁产量	42,490	41,229	40,729	40,229	42,229	41,729	41,229	42,742	42,242	
	生铁日均产量	231	224	221	219	230	227	224	232	230	
	电炉产量	6,122	5,622	6,122	6,622	5,622	6,122	6,622	6,122	6,622	
	废钢比	12.6%	12.0%	13.1%	14.1%	11.7%	12.8%	13.8%	12.5%	13.6%	14.6%
1-12月	粗钢产量	101,300	100,300	100,300	100,300	101,300	101,300	101,300	102,313	102,313	
	生铁产量	86,383	86,277	85,777	85,277	87,277	86,777	86,277	87,790	87,290	
	生铁日均产量	237	236	235	234	239	238	236	241	239	
	电炉产量	14,918	14,023	14,523	15,023	14,023	14,523	15,023	14,523	15,023	
	废钢比	14.7%	14.0%	14.5%	15.0%	13.8%	14.3%	14.8%	14.2%	14.7%	

- 基于上述分析，全年铁矿供需过剩幅度有限，年底港口进口矿库存或落于1.4-1.5亿吨之间，累库幅度有限，且低于年初市场的主流估计。
- 综上所述，今年铁矿石期货更适合逢低做多的策略思路。

铁矿石供需平衡表（更新至7.14）

铁矿石供需平衡表	2019	2020	2021	2022.H1	2022.H2	2022	2023.H1.E	2023.H2.E	2023.E
力拓	3.38	3.41	3.31	1.56	1.76	3.32	1.69	1.70	3.39
BHP	2.72	2.88	2.88	1.40	1.49	2.89	1.42	1.49	2.91
FMG	1.74	1.80	1.85	0.96	0.97	1.93	0.96	1.00	1.96
VALE	3.44	3.30	3.47	1.54	1.87	3.41	1.57	1.91	3.48
四大矿山	11.27	11.40	11.51	5.46	6.08	11.55	5.64	6.10	11.74
中国	2.69	2.71	2.63	1.31	1.28	2.60	1.33	1.33	2.66
其他	8.64	8.84	9.22	4.50	4.12	8.62	4.62	4.28	8.90
全球铁矿供应	22.60	22.95	23.37	11.28	11.48	22.76	11.59	11.71	23.30
海外生铁+直接还原铁	5.45	5.06	5.62	2.69	2.57	5.25	2.65	2.52	5.17
中国生铁	8.43	9.01	8.65	4.42	4.24	8.66	4.50	4.23	8.74
全球生铁	13.88	14.07	14.26	7.11	6.80	13.91	7.15	6.76	13.91
全球铁矿需求	22.30	22.69	22.63	11.28	11.15	22.43	11.49	10.85	22.34
全球：供应-需求	0.31	0.26	0.74	(0.00)	0.34	0.33	0.10	0.86	0.95
中国铁矿进口	10.69	11.70	11.24	5.36	5.71	11.07	5.75	5.76	11.51
中国铁矿供给	13.38	14.41	13.88	6.67	6.99	13.66	7.08	7.09	14.17
中国需求	13.57	14.59	13.64	6.98	7.04	14.02	7.25	6.81	14.07
中国：供给-需求	(0.19)	(0.18)	0.24	(0.31)	(0.05)	(0.36)	(0.18)	0.28	0.10

预计年底，港口进口矿库存将回升至1.4-1.5亿吨之间





沪铝

AL

01

云南逐步复产，四川限电压力加大

02

开工率提升空间有限，新增项目偏少

03

需求端仍有潜在利多，库存仍处偏低水平

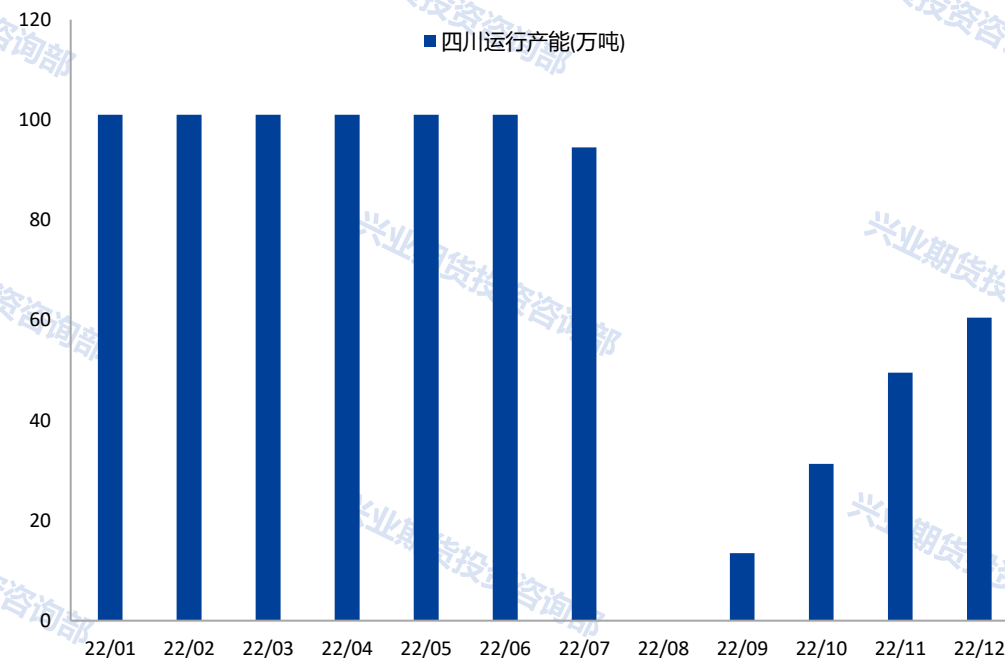
□ 云南地区的电力管控自6月下旬起放开，从目前市场调研情况来看，整体复产较为顺利，但也仍存在部分企业因为资金压力和电解槽反复开启降低使用寿命等因素，复产积极性不高。目前预计复产量能达到120-130万吨。

□ 近期四川地区再现限电方案，虽然目前四川处于丰水期，但由于高温等因素的影响，用电量明显增加。7月3日，发布《峨边电网临时限制供电负荷方案》，目前影响范围有限，但根据去年情况来看，去年8月四川基本进入全省停产状态。仍需关注后续降水及用电情况。

云南电解铝复产调研情况（6月底）

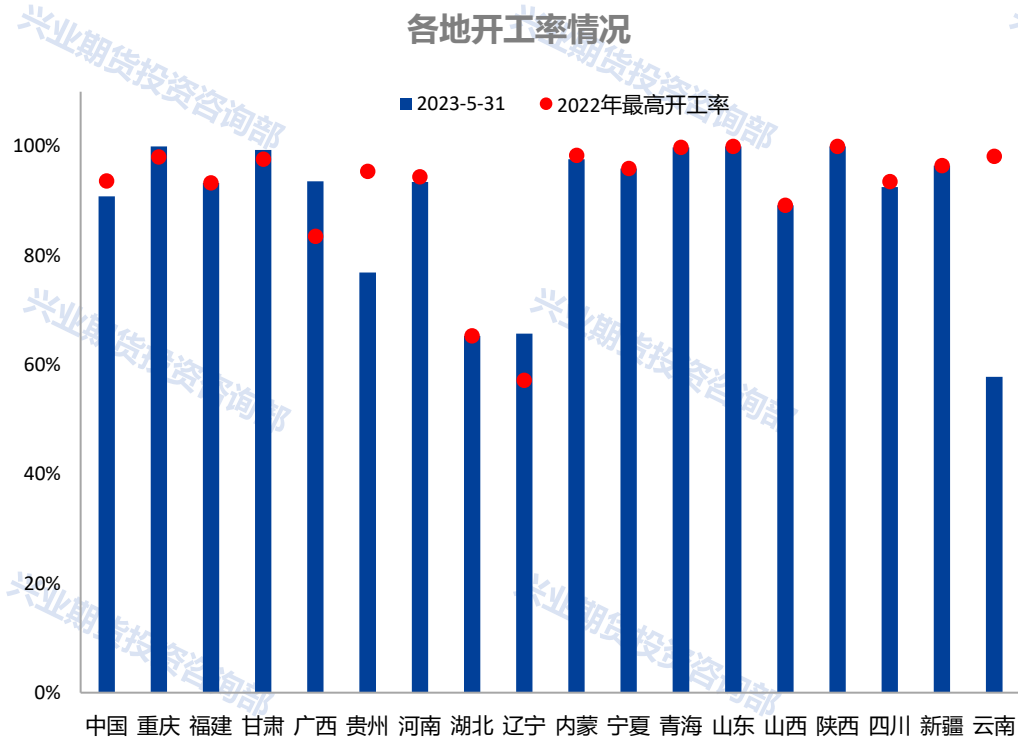
云南电解铝复产调研情况（SMM）				
万吨	建成产能	本轮(2次)减产合计比例	预计复产总量	备注
A	305	41.95%	82.25	企业暂时计划复产到企业建成产能的85%，企业目前部分产能正在做电解槽技改，受限于全石墨化阴极的供应及技改等方面进度，短期难以全面复产完成。
B	90	40.40%	21.4	丰水期较短，企业暂时启动部分产能，后续还需要等待更明确更长远电力方面的政策落地。
C	35	41.40%	7.5	丰水期较短，企业暂时启动部分产能，后续还需要等待更明确更长远电力方面的政策落地。
D	106	21.88%	20	丰水期较短，企业暂时准备复产前期停产产能，后续还需要等待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

四川或再度面临限电限产



目前除了云贵地区外，多数电解铝产地的企业开工率已经处于历史高位，因此在水电制约无法完全消除的情况下，电解铝产量难以出现明显的增加。因此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。

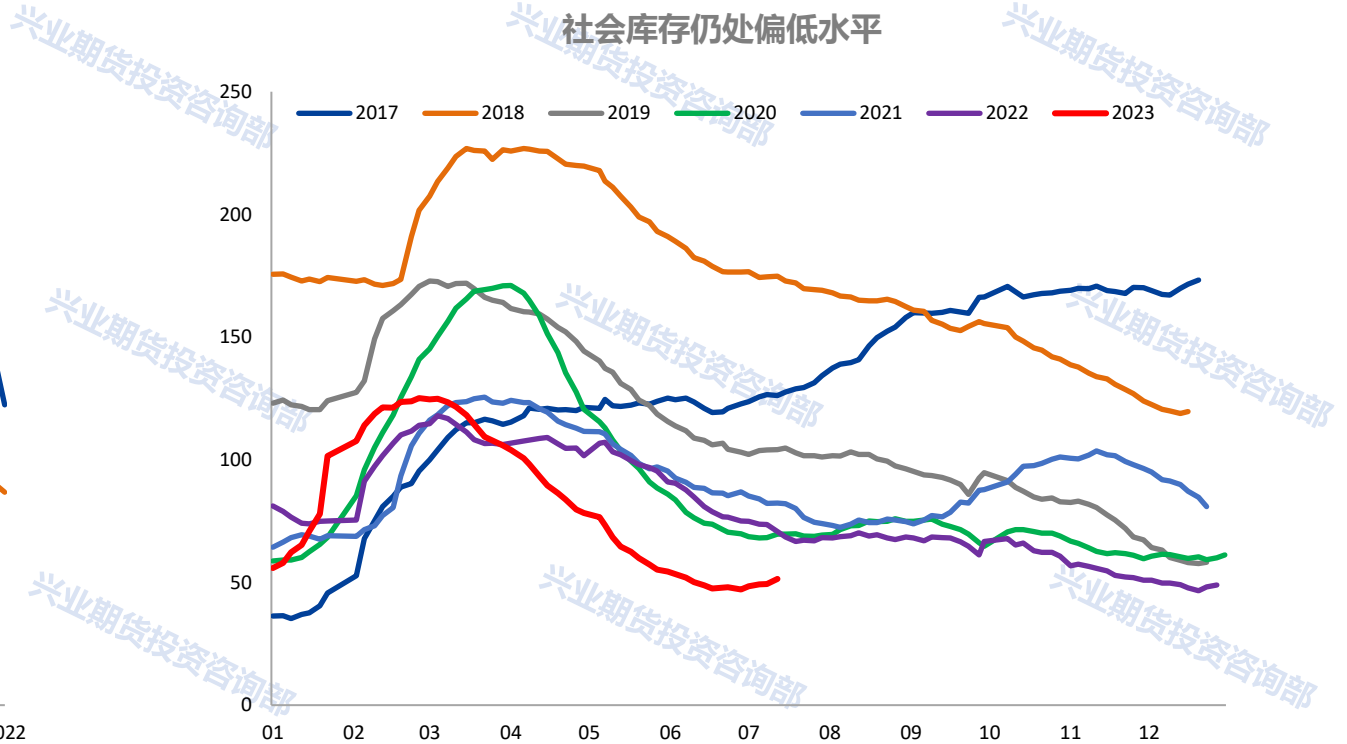
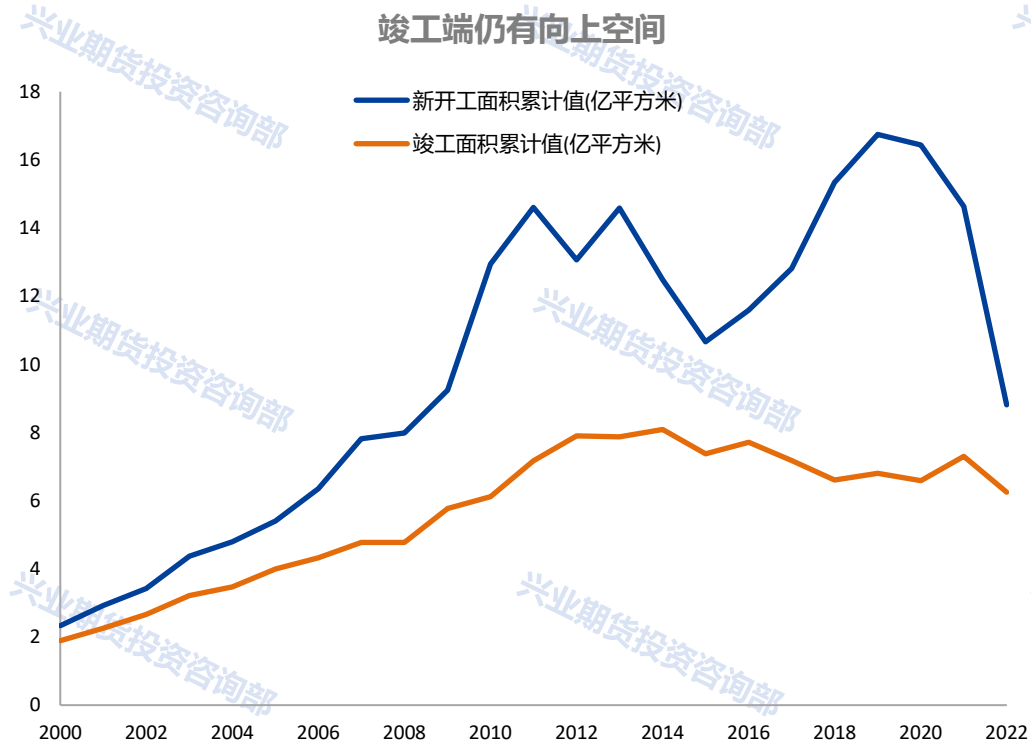
此外从下半年新建项目情况来看，仍以置换产能为主，新增产能偏少。



新增项目以置换为主

新建项目(万吨)	Q1	Q2	Q3	Q4	合计
云南宏泰(置换)		15	50	10	75
白音华	5		20		25
中瑞铝业	6				6
元豪铝业	1	5			6
兴仁登高(置换)		14			14
兴仁登高	10				10
合计	22	34	70	10	136

- 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，虽然目前将进入季节性累库阶段，但与历史同期相比，仍显著偏低。



棉花

CF

01

面积、单产预期同时下降，国内棉花供应端减产确定

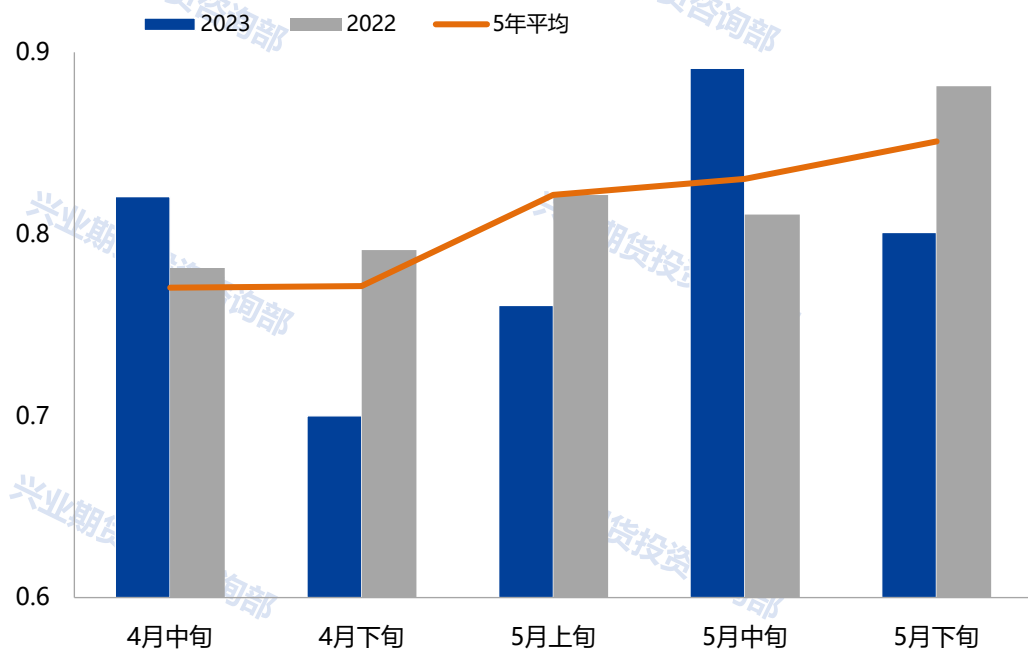
02

纺织行业景气总体仍处于扩张区间

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

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

国内棉花播种以来气候适宜度欠佳，或导致单产下降



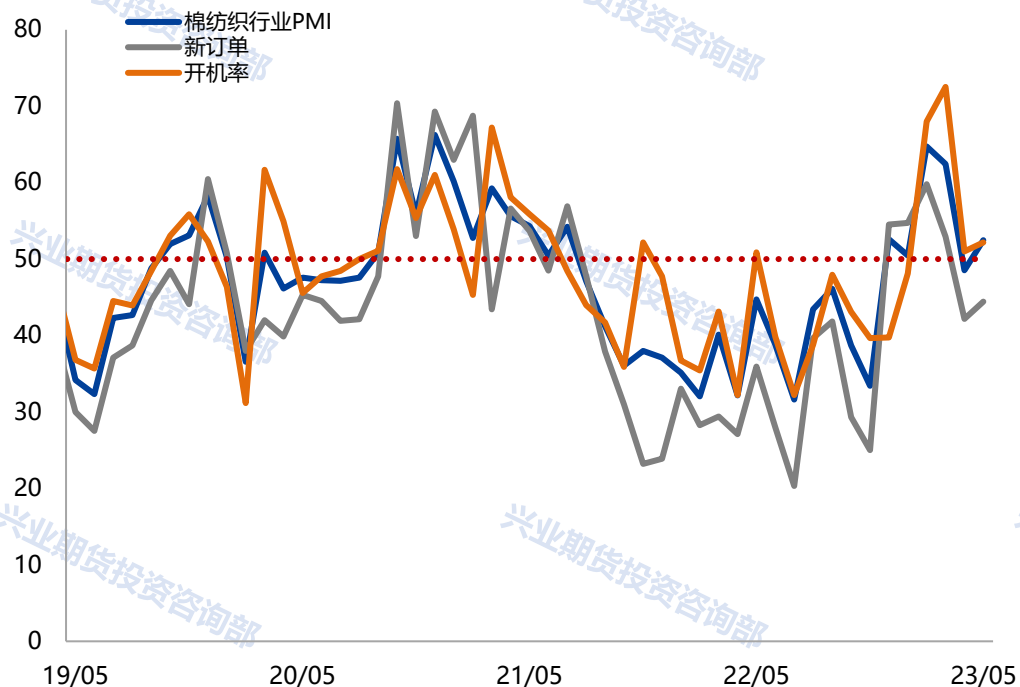
2023年度新棉总产减幅扩大概率增加

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

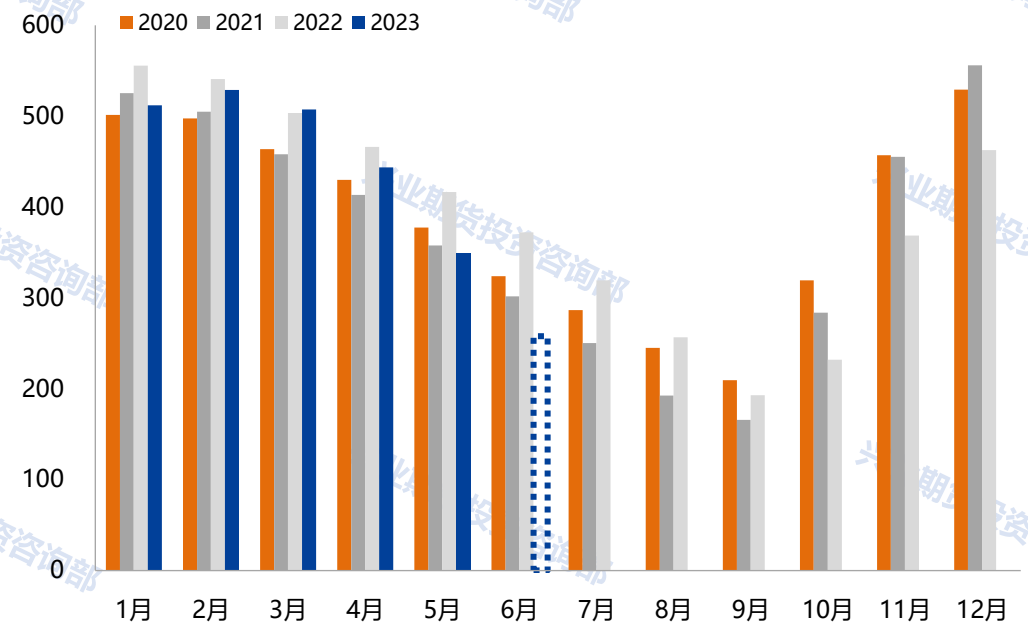
纺织厂开工率仍处于高位，总体行业景气仍处于扩张区间。2023年5月，中国棉纺织行业PMI升至52.46%，环比上升3.93个百分点，市场进入传统淡季，但纺企整体产销状况尚好，指数重回枯荣线以上。

二季度随着加工收尾，下游补库增多，棉花去库存进度加快。截至6月底，全国棉花商业库存降至257.77万吨，且降至近七年同期均值以下，库存快速下降利多6月棉花价格。

行业景气总体仍处于扩张区间



棉花商业库存降至低位利多价格运行



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