



官方微信



官方APP

## 2023年7月核心策略推荐：

基本面企稳、政策面积极，低估值风险资产宜持乐观思路

上海 2023.7.9

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:

□ 从时限特征看, 二季度国内库存周期已由“被动去库”切换为“主动去库”。从总量看, 虽然因价格下行以及需求不足的拖累, 库存周期改善节奏或偏缓, 但国内稳增长政策加码导向明确, 其利多贡献基调难改。再从结构看, 部分行业如下游设备制造业已进入正向的库存周期, 亦是亮点。总体而言, 随国内库存周期逐步进入被动去库或主动补库阶段, 企业盈利以及市场风险偏好均有望相应回升, 进而为风险资产提供关键的利多指引。

□ 美国新增非农数据略低于预期, 但工资薪金增速保持高位, 居民资产负债表健康, 美国经济韧性表现超预期, 预计美联储7月将再加息25bps, 但市场预期较充分, 美联储加息影响或较为有限。

□ 综合看, 从库存周期切换角度看, 经济基本面已现企稳信号、决策层稳增长信号亦属明朗, 整体宜持多头思路。但考虑国内政策加码强度尚需进一步确认, 从稳健角度出发, 当下低估值多头标的仍是最优选择。

### □ 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): 市场对稳增长加码预期难以消退, 债市虽然回调风险不高, 但多头策略的赔率不断下降。从目前估值和驱动的角度来看, 短端多头策略仍要优于长端多头策略, 因此跨品种价差仍有修复空间。

(2) 股指 (买入IF2309, 单边, 持有): 从方向看, 经济基本面企稳、宏观周期亦将进入上行阶段, 利于盈利修复及改善; 再从节奏看, 按过往规律、第3季度业绩将是主导变量。综合看, 后续各月分子端盈利因素的推涨作用将显著强化、且贡献效率较高; 市场风险偏好有充足提升空间、且宏观流动性环境友好, 分母端亦有积极因素; 从微观面主要指标看, 存量利空基本消化, 而增量利多的贡献弹性将显著加大; 考虑业绩、估值、风格切换兼容性, 仍宜选择沪深300期指作为最佳多头。

## 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): 政策引导下汽车产销数据呈现复苏态势, 且轮企开工意愿亦有回升, 而厄尔尼诺事件的发生使得产区物候条件稳定性有待考验, 原料释放节奏或将受阻, 供减需增推升橡胶价格中枢。

(4) 沪铝 (买入AL2308, 单边, 持有): 云南地区电力管控放开, 但企业复产意愿一般。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。

(5) PVC (买入V2309, 单边, 持有): 集中检修结束产量显著增长, 上中游库存难以去化。下游开工进一步下降, 需求尚处于淡季。当前做多主要基于需求好转预期和看涨情绪, 一旦预期被证伪, PVC将再度下跌, 建议多单谨慎持有。

(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) 棉花 (买入CF401, 单边, 移仓): 面积、单产预期同时下降, 国内棉花供应端减产格局确定, 棉花多单移仓至CF2401。

# 宏观

MACRO

01

国内：库存周期边际改善，政策加码大方向已明确

02

国外：美国经济保持韧性，7月美联储加息确定性高

# 国内经济：二季度国内库存周期已由“主动去库”切换为“被动去库”

国内国外均处于去库周期，新一轮库存周期尚未启动，但从指标看，是二季度国内去库阶段已由“主动去库”切换为“被动去库”。

库存周期	2004												2005												2006												2007												2008											
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
中国	被动补库						主动去库			被动去库						主动补库			被动补库						主动去库																																			
美国	被动去库	主动补库						主动去库						被动补库			被动去库			被动补库			主动去库																																					
库存周期	2009												2010												2011												2012												2013											
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
中国	主动去库	被动去库			主动补库			被动补库						主动去库			被动去库			主动去库			被动补库																																					
美国	主动去库		被动去库		主动补库			被动补库		主动补库			主动去库						被动去库			被动补库																																						
库存周期	2014												2015												2016												2017												2018											
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
中国	被动补库				主动去库				被动去库				主动补库				被动补库				主动去库																																							
美国	主动补库			主动去库						被动去库			主动补库						被动补库																																									
库存周期	2019												2020												2021												2022												2023											
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
中国	主动去库						被动补库	主动补库	被动去库			主动补库			被动补库						主动去库			被动去库			主动补库																																	
美国	被动补库		被动去库		主动去库			被动去库		主动补库			被动补库			主动去库																																												

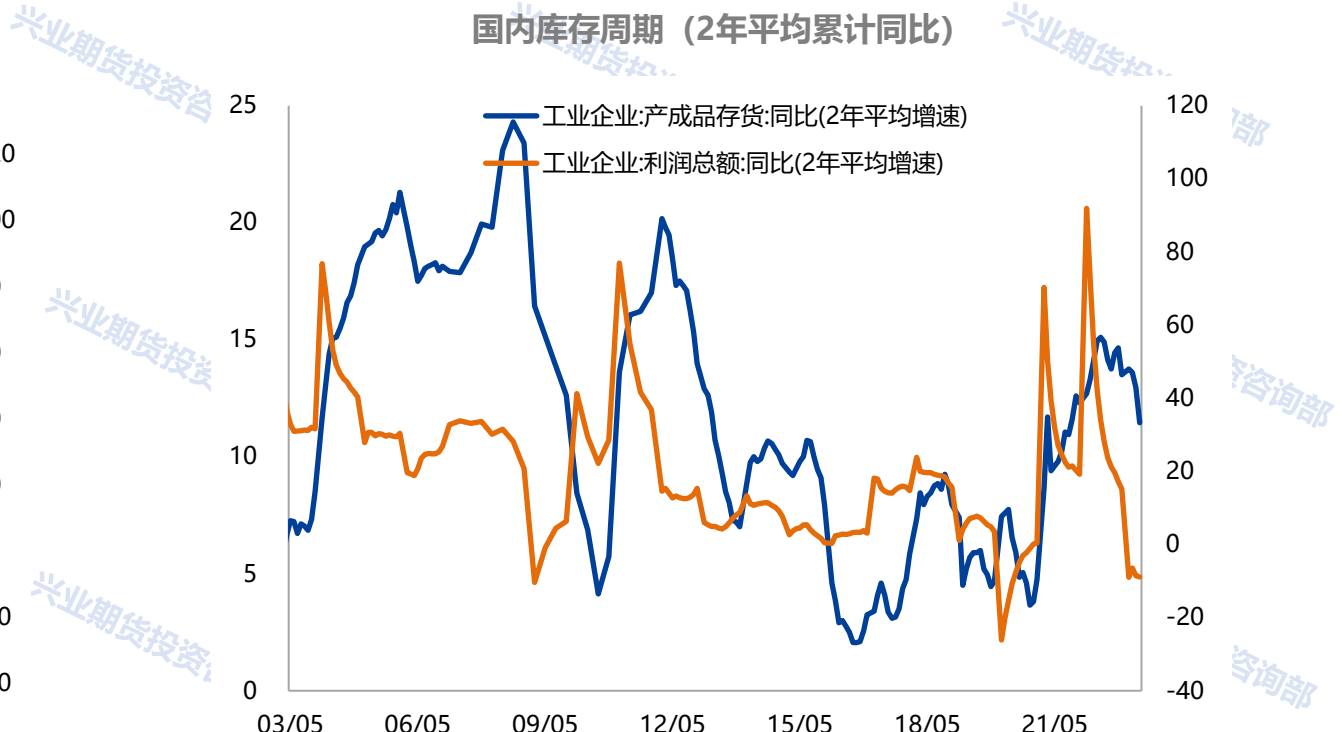
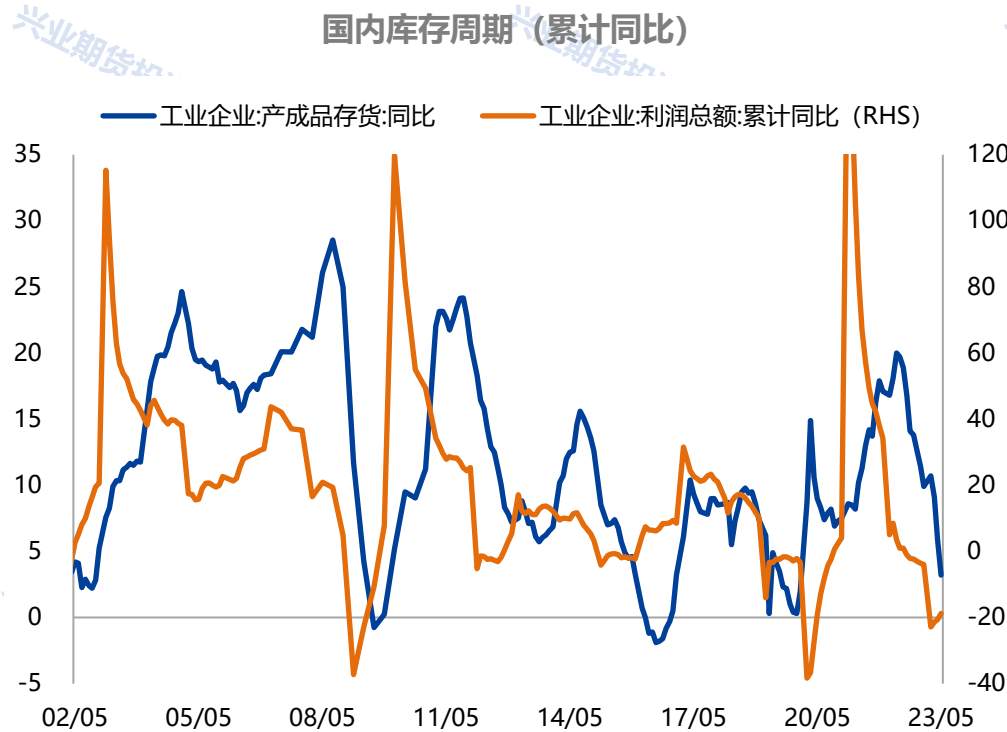
库存周期划分：国内采用工业企业产成品库存增速与工业企业利润增速来划分，美国采用商业库存增速与商业销售额增速划分，均未剔除价格因素。

(1) 被动去库：利润/销售增速上行，库存增速下行，(2) 主动补库：利润/销售增速上行，库存增速上行，(3) 被动补库，利润/销售增速下行，库存增速上行，(4) 主动去库：利润/销售增速下行，库存增速下行。

□ 本轮国内库存周期存在以下特征：

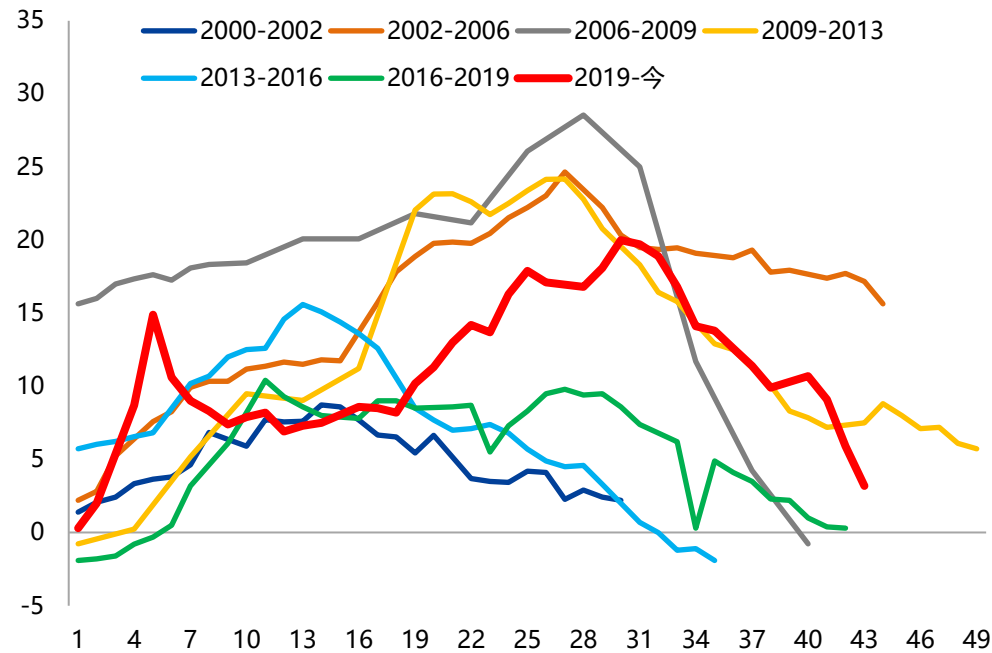
□ 第一，本轮库存周期持续时间拉长。

□ 若使用常规指标，工业企业产成品存货累计同比与工业企业利润总额累计同比，划分国内库存周期，2季度国内已进入利润增速回暖的被动去库存阶段。但是2季度利润增速的回升主要依赖于低基数的影响，若采用2年平均指标，当前工业企业暂处于在主动去库存向被动去库存过渡的阶段，被动去库启动仍略显艰难。

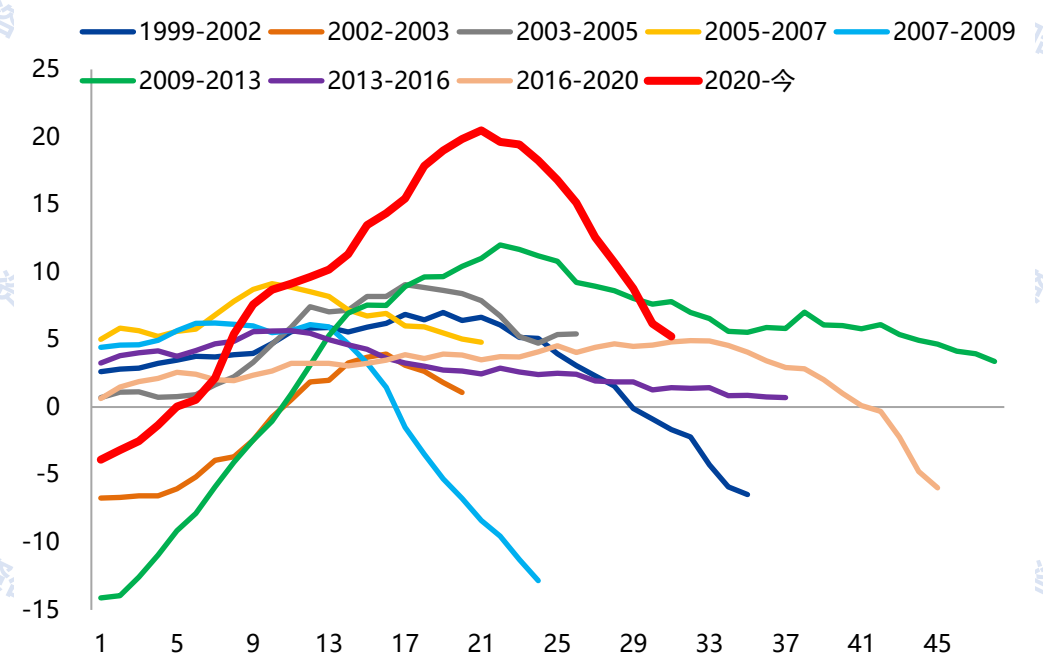


- 国内本轮库存周期实际上已走过42个月，按照以往的库存周期规律，基本已走完一个周期的时长，但是疫情造成的阶段性主动补库/被动去库拉长了本轮库存周期。
- 美国这一轮库存周期持续时间也偏长，一方面是因为补库阶段的持续时间较长，另一方面也是因为较为持续的高通胀同时推高了名义库存增速以及名义库存增长的持续时间。

### 中国历次库存周期回顾（更新至5.31）

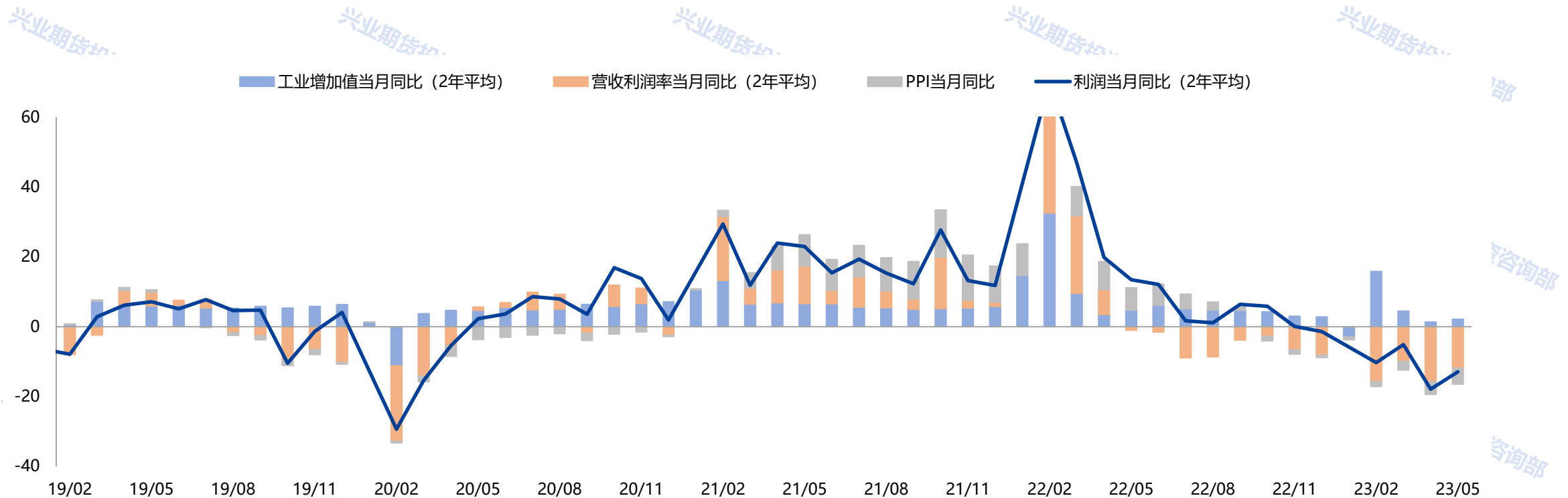


### 美国库存周期回顾（更新至5.31）



□ 本轮工业企业去库周期持续时间长，被动去库周期启动较缓，关键在于企业利润修复缓慢。2022年7月起至今，工业企业利润累计同比增速持续为负。将工业企业利润拆分为“量、价、利润率”三个环节可得，工业企业利润修复缓慢的主要拖累因素是利润率的同比下滑，一方面是内需不足的影响，另一方面也是价格转负的拖累。

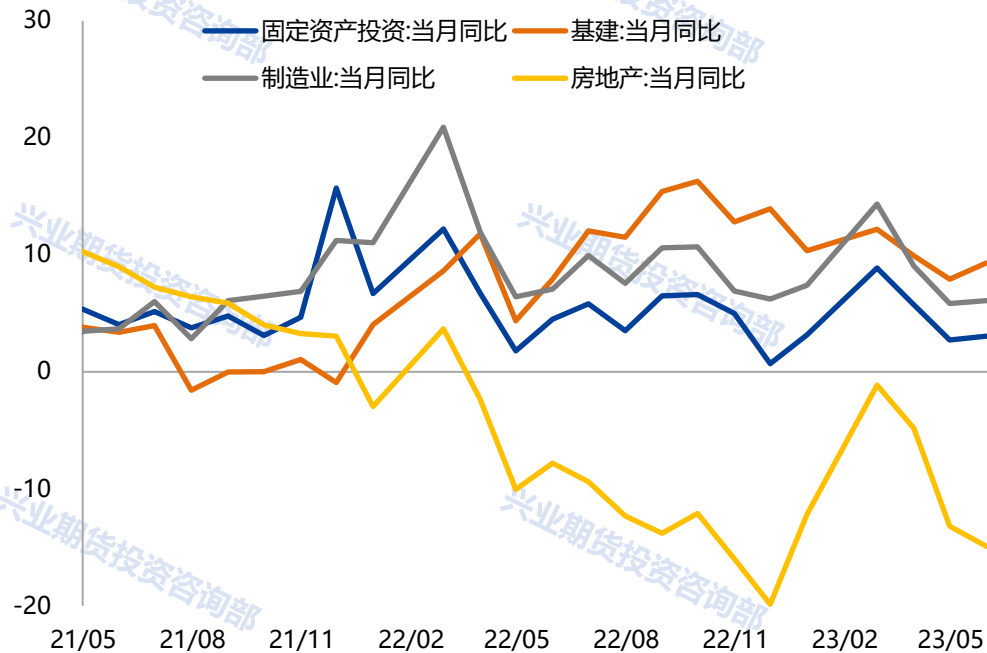
□ 现阶段，PPI下行阶段接近尾声，下半年有望在基数作用下，降幅逐步收窄，对利润率的拖累有望逐步减弱。



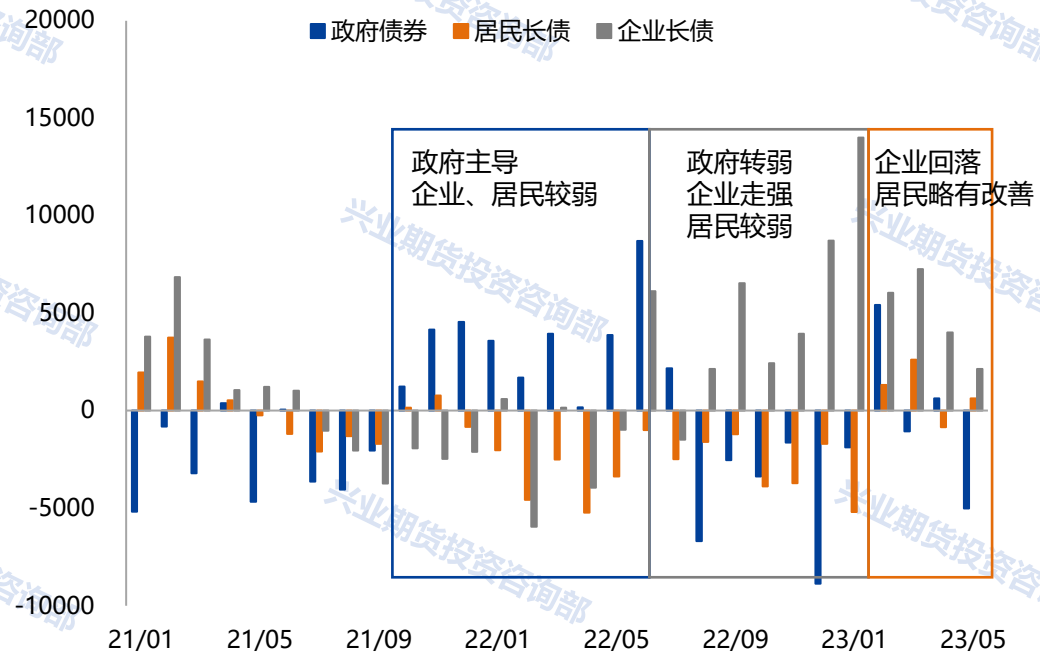


需求方面，今年逆周期调节政策效果传导亦不顺畅。基建投资持续托底经济，但地产投资依然低迷，持续拖累经济增长。2021年三季度至2022年二季度政府债券融资连续高增，企业部门和居民部门跟进不足，尤其是今年以来，政府融资同比多增规模有限，企业部门长贷增量回落，居民部门仅略有改善，经济宽信用效果不及预期。同样也指向需求不足导致的经济内生修复动能的疲软。不过6月份，国内稳增长政策加码的信号逐步增强，央行全面降息，中央也多次提及一批政策，待增量稳增长政策落地，有望推动需求边际回暖。

### 固定资产投资当月同比（分类，2年复合增长）



### 主要社融分项同比变化



复盘2000年以来的库存周期，推动库存周期由去库向补库过渡，一般有两大驱动，一是外需走强，一是宏观稳增长政策提振国内需求。若两大驱动能够产生共振，那么新一轮补库周期的力度将极为可观，但若两大驱动无法共振，且国内稳增长政策力度有限，则新一轮补库存周期力度则较为有限。7月份，国内稳增长政策加码的大方向较为确定，但需关注潜在政策空间，以及上周李强总理主持召开的座谈会发言中提及的“战略定力”。

库存周期		开始时间	结束时间	持续时间	背景及政策
第一轮	主动去库	2001/06/30	2002/02/28	9个月	改革开放，加入WTO，外需增速提升
	被动去库	2002/02/28	2002/10/31	8个月	
第二轮	主动去库	2004/12/31	2005/04/30	5个月	双顺差格局的强化
	被动去库	2005/04/30	2006/05/31	13个月	
第三轮	主动去库	2008/08/31	2009/02/28	7个月	金融危机时期，“四万亿”刺激方案
	被动去库	2009/02/28	2009/08/31	6个月	
第四轮	主动去库	2011/10/31	2012/02/29	5个月	欧债危机，国内逆周期调节
	被动去库	2012/02/29	2013/02/28	13个月	
	主动去库	2013/02/28	2013/08/31	6个月	
第五轮	主动去库	2014/08/31	2015/02/28	7个月	供给侧结构性改革促使过剩产业加速出清“三去一降一补”
	被动去库	2015/02/28	2016/06/30	16个月	
第六轮	主动去库	2018/08/31	2019/11/30	16个月	中美贸易摩擦，扩大内循环
第七轮	主动去库	2022/04/30	2023/03/31	12个月	疫情放松，经济恢复常态
	被动去库	2023/03/31	今	?	

政策		政策潜在空间和信号
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利率同步跟随下调。 3季度美联储可能仍有2次加息，国内总量政策或存在制约， <b>结构性货币政策工具</b> 额度上调，余额较充足，将作为货币政策的必要补充。
	财政政策	预算内支出加速（地方政府专项债发行提速，一般公共预算支出加速）、PSL、政策性金融债券（市场存分歧）。
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。 6月16日，国常会，研究推动经济持续回升向好的一批政策措施。 6月26日，经济日报金观平《坚定不移扩内需促消费》。 6月30日，国常会，审议通过《 <b>关于促进家居消费的若干措施</b> 》。
	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。 6月16日国常会， <b>稳定汽车消费，加快推进充电桩、储能等设施建设和配套电网改造，大力推动新能源汽车下乡。</b>
	地产	继续“ <b>因城施策</b> ”，截至6月28日， <b>中国近20城放松住房限购</b> ，限制性购房政策有望进一步松动。
	就业	稳定（1）带动力强的行业，如汽车、家电、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

第二，国内库存周期出现较为明显的内部结构分化，包括，上下游分化；投资端地产、基建、制造业分化；由于国内外库存周期错位，外需主导的设备及消费品制造业与内需主导的消费品制造业库存也存在显著分化。

库存结构

日期	上游, 采矿业 剔除辅助业	上游 材料业	中游 设备制造	下游 消费品, 农业	下游 消费品, 工业	基建 电热燃气
<b>占比</b>	<b>2.5%</b>	<b>25.6%</b>	<b>44.9%</b>	<b>11.4%</b>	<b>15.2%</b>	<b>0.4%</b>
2023-05	8.2%	0.0%	4.2%	6.3%	3.0%	4.2%
2023-04	7.7%	3.8%	7.5%	7.2%	3.3%	7.0%
2023-03	12.7%	9.5%	9.9%	9.7%	4.7%	7.7%
2023-02	14.6%	14.2%	9.9%	11.8%	5.3%	19.4%
2022-12	18.1%	14.1%	9.2%	9.4%	4.9%	-0.1%
2022-11	15.8%	13.6%	11.4%	11.5%	7.1%	-0.6%
2022-10	14.6%	15.5%	13.0%	11.3%	7.8%	1.5%
2022-09	14.7%	19.5%	13.3%	10.8%	8.7%	-4.7%
2022-08	18.0%	18.8%	14.6%	9.0%	8.7%	4.9%
2022-07	17.9%	24.3%	16.1%	11.3%	10.8%	10.6%
2022-06	16.3%	26.6%	19.2%	10.4%	12.2%	15.2%
2022-05	12.9%	26.2%	21.1%	10.5%	13.0%	13.9%
2022-04	16.2%	27.6%	20.1%	10.5%	14.9%	16.3%
2022-03	8.8%	22.9%	19.7%	10.3%	13.1%	14.2%
2022-02	3.8%	18.0%	19.5%	11.9%	13.1%	10.1%
2021-12	7.2%	21.5%	19.2%	13.0%	9.4%	23.2%
2021-11	12.3%	22.4%	20.0%	12.6%	10.3%	22.5%
2021-10	7.4%	18.8%	18.7%	12.5%	9.8%	27.2%
2021-09	3.0%	14.0%	16.9%	12.2%	7.7%	24.4%
2021-08	-1.5%	14.2%	18.1%	13.8%	7.0%	16.8%
2021-07	-0.5%	11.7%	16.8%	13.2%	7.0%	19.7%
2021-06	0.0%	10.9%	14.4%	12.5%	5.2%	7.8%

利润结构

日期	上游, 采矿业 剔除辅助业	上游 材料业	中游 设备制造	下游 消费品, 农业	下游 消费品, 工业	基建 电热燃气
<b>占比</b>	<b>18.5%</b>	<b>19.0%</b>	<b>34.3%</b>	<b>11.5%</b>	<b>11.5%</b>	<b>5.1%</b>
2023-05	-16.1%	-56.9%	-1.6%	-4.7%	-16.2%	34.8%
2023-04	-12.3%	-59.1%	-7.3%	-4.0%	-19.2%	34.1%
2023-03	-5.8%	-61.0%	-17.6%	0.6%	-19.3%	33.2%
2023-02	-0.2%	-67.0%	-26.0%	-0.4%	-17.2%	38.6%
2022-12	48.0%	-34.8%	1.7%	5.9%	-19.8%	41.8%
2022-11	51.3%	-35.8%	3.3%	5.5%	-17.9%	26.1%
2022-10	60.3%	-34.9%	3.1%	5.9%	-18.6%	15.5%
2022-09	76.0%	-32.0%	0.6%	5.1%	-18.7%	4.9%
2022-08	88.1%	-28.5%	-2.1%	5.2%	-21.1%	-4.9%
2022-07	105.3%	-22.6%	-5.8%	3.6%	-20.6%	-12.5%
2022-06	119.7%	-14.8%	-7.9%	3.3%	-18.7%	-18.1%
2022-05	130.6%	-13.0%	-10.9%	1.1%	-15.6%	-24.7%
2022-04	145.1%	-7.2%	-11.5%	1.5%	-12.7%	-29.3%
2022-03	146.8%	-1.0%	-2.5%	1.6%	-8.0%	-30.3%
2022-02	129.4%	-0.5%	-5.8%	1.1%	-13.9%	-45.3%
2021-12	192.9%	71.7%	16.3%	5.4%	33.9%	-41.9%
2021-11	184.5%	90.9%	14.0%	6.1%	31.0%	-28.2%
2021-10	177.4%	105.9%	16.1%	6.4%	33.4%	-19.7%
2021-09	161.2%	115.3%	19.5%	8.8%	37.3%	-15.2%
2021-08	150.5%	131.1%	21.4%	12.3%	42.6%	-6.5%
2021-07	143.8%	153.3%	29.1%	15.9%	45.8%	5.4%
2021-06	133.1%	184.0%	39.5%	20.7%	48.7%	16.9%

# 国内经济：库存周期内部分化，下游设备制造业率先改善 (2)

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%

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	行业库存	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		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%		铝	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%							
	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%							
	总库存	万吨	2018年至今	36.2%	55.4%							

□ 库存周期由“主动去库”切换为“被动去库”，并逐步向主动补库过渡：（1）对于企业盈利来说，代表企业盈利边际改善；（2）对于市场来说，则对应经济边际回暖的情况下，市场风险偏好有望提升。在此阶段，风险资产价格也往往出现较为积极的表现。

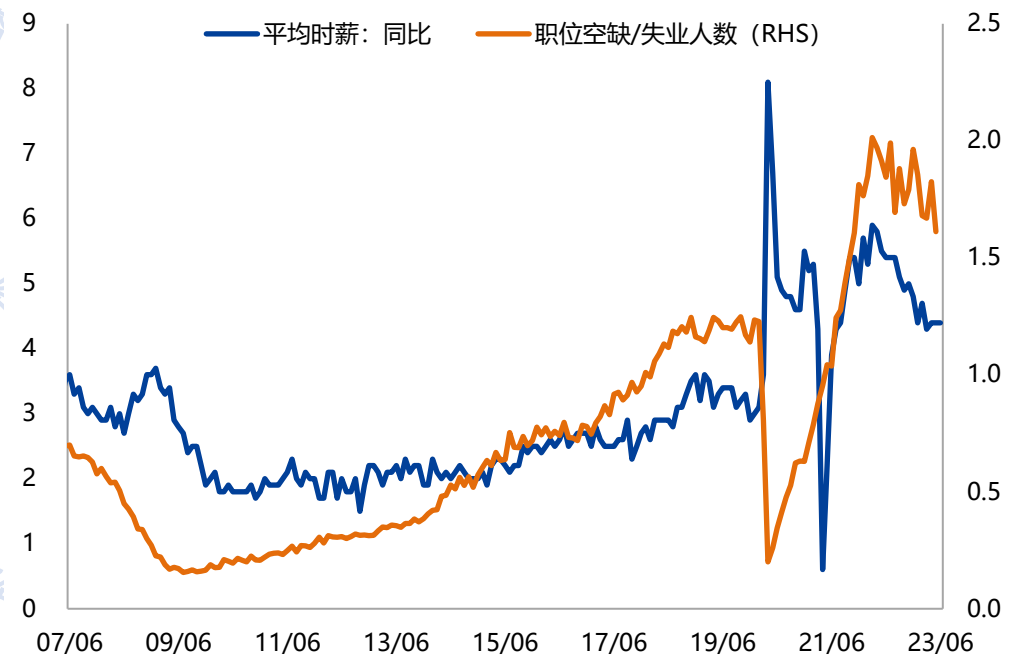
库存周期		开始时间	结束时间	持续时间	沪铜	WTI原油	COMEX黄金	螺纹	万德全A	十年期国债
第一轮	主动去库	2001/06/30	2002/02/28	9个月	-1.5%	17.2%	9.5%			-33.2%
	被动去库	2002/02/28	2002/10/31	8个月	-3.2%	25.2%	7.2%			-0.3%
第二轮	主动去库	2004/12/31	2005/04/30	5个月	7.1%	14.4%	-0.5%			-11.9%
	被动去库	2005/04/30	2006/05/31	13个月	128.9%	43.4%	47.3%			52.9%
第三轮	主动去库	2008/08/31	2009/02/28	7个月	-52.5%	61.2%	12.8%			-5.2%
	被动去库	2009/02/28	2009/08/31	6个月	77.1%	66.9%	1.6%	16.5%	33.8%	
第四轮	主动去库	2011/10/31	2012/02/29	5个月	4.9%	14.7%	-1.5%	4.3%		-2.6%
	被动去库	2012/02/29	2013/02/28	13个月	-5.6%	14.0%	-7.0%	-5.7%		0.7%
	主动去库	2013/02/28	2013/08/31	6个月	-9.9%	17.3%	-11.6%	-7.4%		-4.3%
第五轮	主动去库	2014/08/31	2015/02/28	7个月	-14.2%	48.3%	-5.8%	16.2%	47.1%	
	被动去库	2015/02/28	2016/06/30	16个月	-12.2%	-2.3%	9.1%	-5.2%	6.1%	-0.5%
第六轮	主动去库	2018/08/31	2019/11/30	16个月	-2.6%	20.7%	21.8%	11.4%	10.7%	-0.4%
第七轮	主动去库	2022/04/30	2023/03/31	12个月	-6.0%	27.3%	4.7%	15.3%	11.2%	0.1%
	被动去库	2023/03/31	?	?	-2.7%	-6.9%	-3.0%	10.6%	-3.2%	-0.2%

6月新增非农数据虽然低于预期，但是工资薪金增速仍保持较高水平。叠加美股强势、房地产再度走强，美国居民资产负债表健康，将继续支撑美国居民消费支出的韧性，进而支撑美国经济增长。现阶段，市场预期7月份美联储加息25BP的概率已突破90%，至于3季度美联储是否会再加息25BP，则取决于美国通胀与就业的韧性。若无超预期的情况发生，预计7月加息对于风险资产的影响有限。

美国居民资产负债表变化

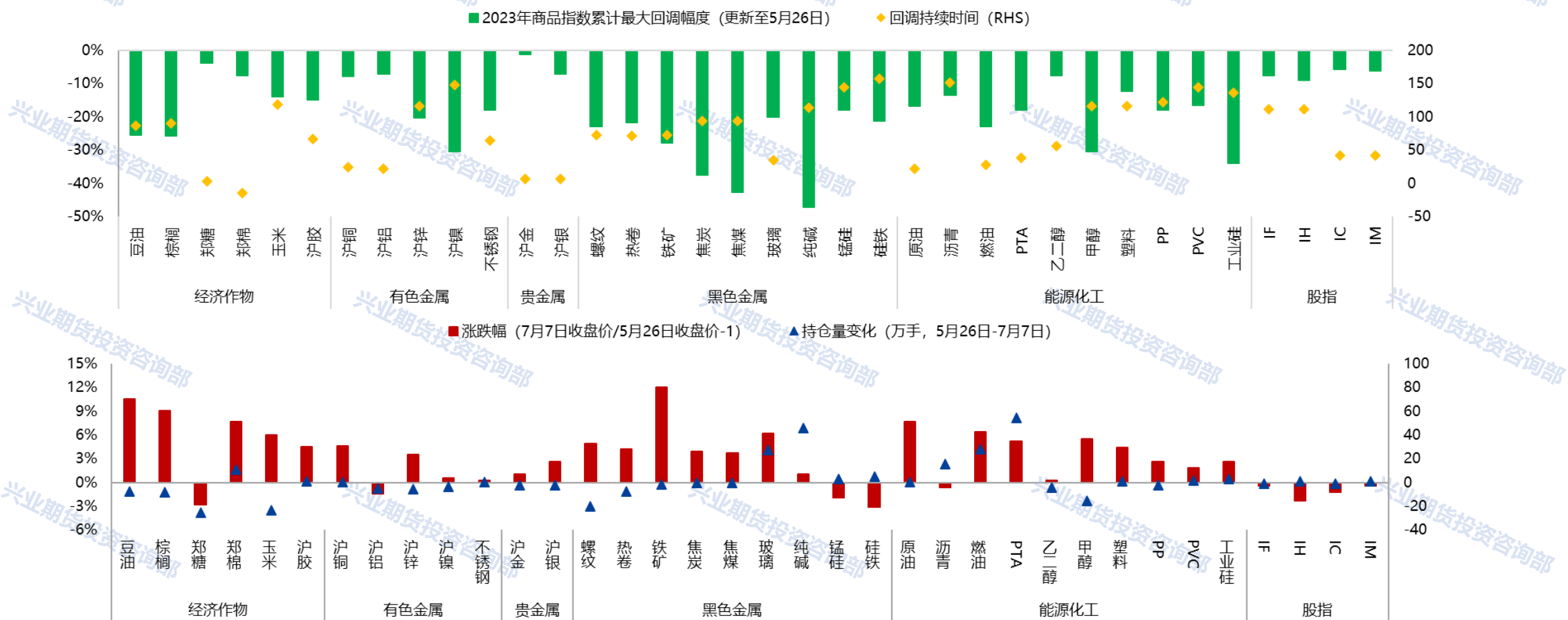
美国居民资产负债	2019Q4	2023Q1	变化
房地产	22.40%	24.40%	2.00%
耐用消费品	4.30%	4.60%	0.30%
其他非金融资产	3.10%	3.10%	0.00%
存款	10%	10.60%	0.60%
股票类投资	25.70%	25%	-0.70%
债券类投资	7.40%	6.30%	-1.10%
养老金	12.10%	10.30%	-1.80%
非公司股权投资	9.10%	10.10%	1.00%
其他金融资产	5.90%	5.60%	-0.30%

工资薪金增速保持韧性





综合看，从库存周期切换角度看，经济基本面已现企稳信号、决策层稳增长信号亦属明朗，整体宜持多头思路。但考虑国内政策加码强度尚需进一步确认，从稳健角度出发，当下低估值多头标的仍是最优选择。





# 国债

T

01

市场利率围绕政策利率，资金波动加大

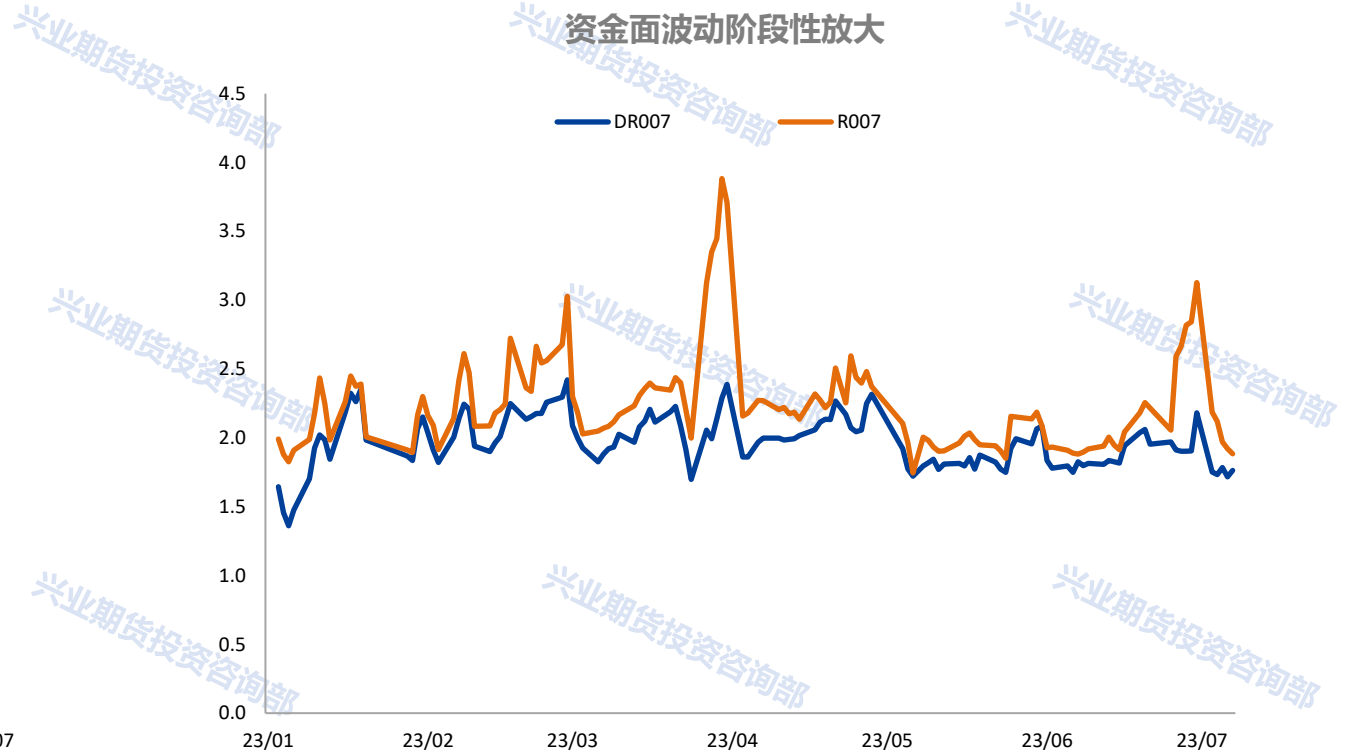
02

宏观刺激政策仍有期待，部分指标显见底迹象

03

曲线仍有变陡空间，跨品种价差策略继续持有

- 在上月央行进行降息后，短期内再度出现总量宽松货币政策的概率较低，在市场利率围绕政策利率核心原则不变的情况下，流动性进一步宽松空间有限。
- 二季度以来在信贷需求一般以及降息的共同作用下，资金利率持续向下，但在跨季等关键节点时，资金面波动明显放大，后续不排除会出现阶段性的流动性缺口，造成资金波动加大。

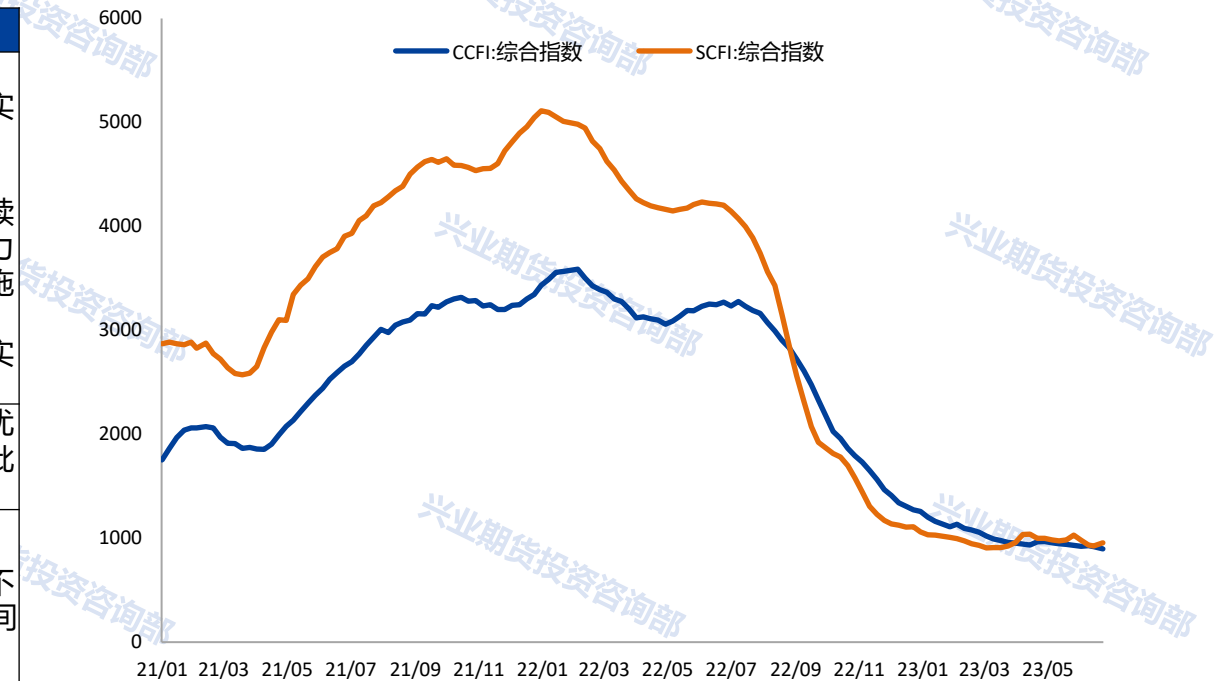


- 7月政治局会议临近，市场对政策面加码预期难以消退。6月13日降息落地后，发改委、国常会等先后推出政策加码相关通知，预计政策面对债券市场的扰动难以消退。
- 虽然目前高频数据整体表现偏弱，但随着更多的稳增长政策的落地，CPI、PPI、库存周期、出口等部分指标存在触底迹象，市场对经济内生动能逐步回升的预期不断改善，利率波动或有所放大。

### 稳增长政策不断推进

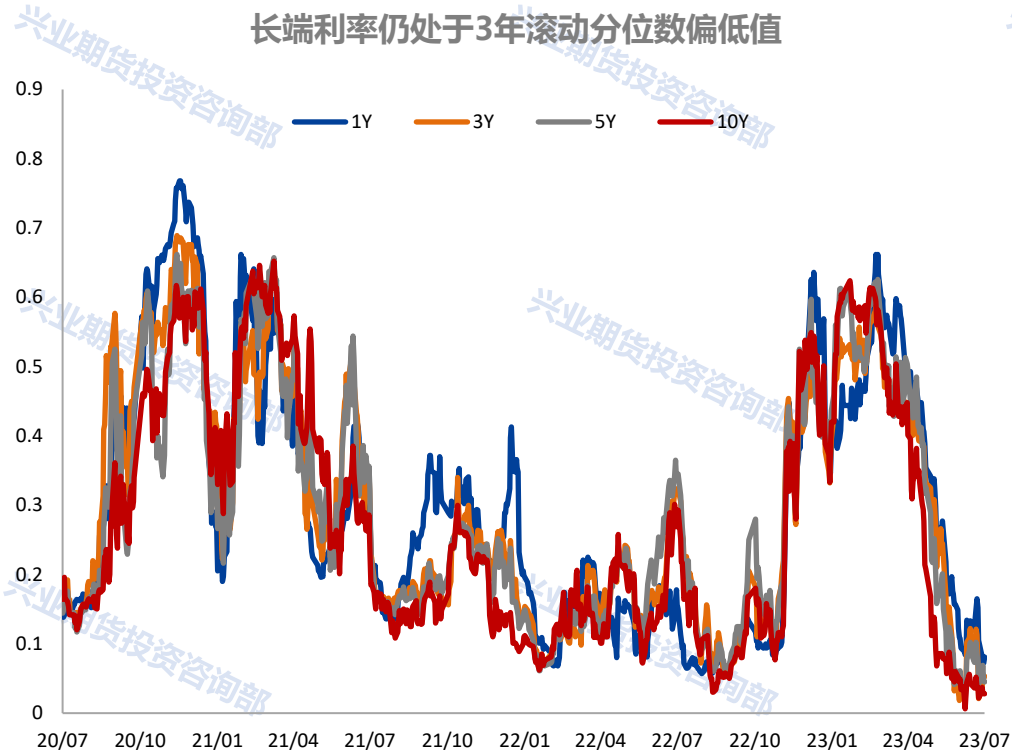
发布日期	文件/会议	相关内容
2023-6-13	《关于做好2023年降成本重点工作的通知》	通知明确，增强税费优惠政策的精准性、针对性。对科技创新、重点产业链等领域，出台针对性减税降费政策。在提升金融对实体经济服务质效方面，通知提出，持续发挥贷款市场报价利率(LPR)改革效能和存款利率市场化调整机制的重要作用，推动经营主体融资成本稳中有降。同时，引导金融资源精准滴灌，继续增加小微企业的首贷、续贷、信用贷。在缓解企业人工成本压力方面，延续实施阶段性降低失业保险、工伤保险费率政策，实施期限延长至2024年底。在降低企业用地原材料成本方面，通知提出，做好能源、重要原材料保供稳价工作，继续对煤炭进口实施零关税政策。
2023-6-16	国务院常务会议	会议围绕加大宏观政策调控力度、着力扩大有效需求、做强做优实体经济、防范化解重点领域风险等四个方面，研究提出了一批政策措施。
2023-6-21	《关于延续和优化新能源汽车车辆购置税减免政策的公告》	公告指出对购置日期在2024年1月1日至2025年12月31日期间的新能源汽车免征车辆购置税，其中每辆新能源乘用车免税额不超过3万元;对购置日期在2026年1月1日至2027年12月31日期间的新能源汽车减半征收车辆购置税。罗说，其每辆新能源乘用车减税

### 部分指标存见底迹象



▣ 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 (2023.7.7)	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	21.16	63.8%	19.6	18.6	15.1
10Y-3Y	39.73	61.1%	41.1	41.5	35.4
10Y-1Y	81.36	76.1%	70.0	87.0	83.6
5Y-3Y	18.57	62.0%	21.5	22.9	20.3
5Y-1Y	60.20	77.3%	50.4	68.4	68.5
30Y-10Y	37.21	6.8%	36.4	40.7	47.0
30Y-5Y	58.37	12.5%	55.96	59.28	62.14
2*TF-T	102.41	71.4%	101.7	102.2	102.3
4*TS-T	303.49	56.3%	303.3	303.6	303.8
2*TS-TF	100.54	20.4%	100.8	100.7	100.8
2*T-TL	105.76	-	-	-	-
4*TF-TL	310.57	-	-	-	-

# 股指

IF

01

宏观周期将上行，盈利端驱涨动能将强化

02

风险偏好将提升、流动性环境友好，分母端亦有积极贡献

03

从微观面看，利空已充分定价、利多因素贡献弹性更大

04

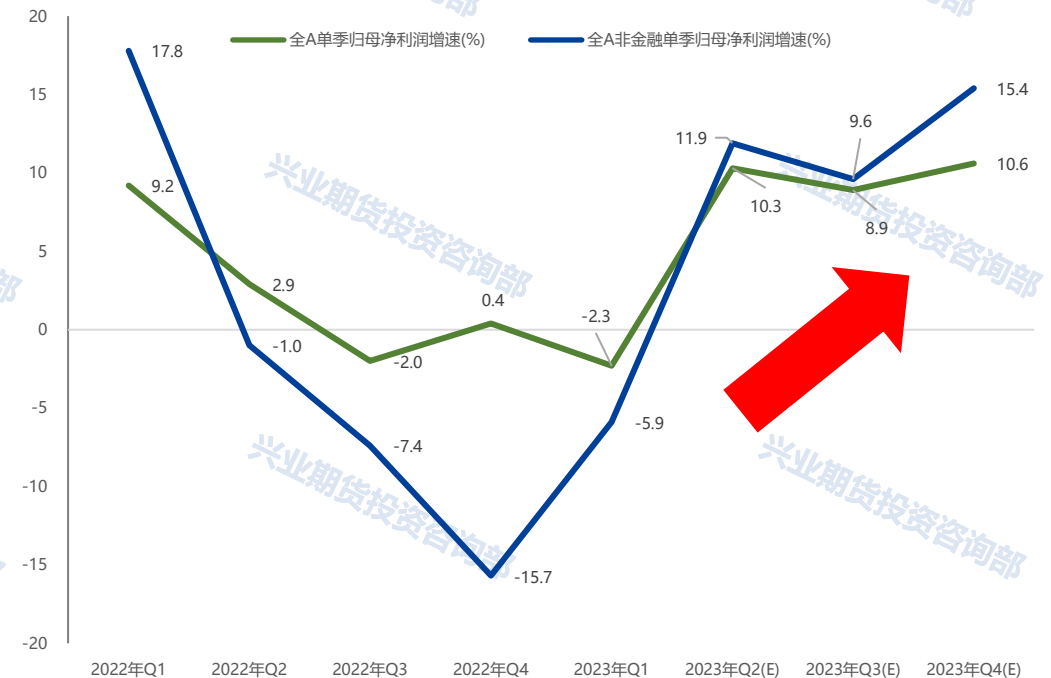
考虑业绩、估值、风格兼容性，仍宜持有沪深300期指多头

- 从国内主要经济指标看、其企稳信号逐步显现。再从信用周期、库存周期过往运行规律，以及各类政策持续加码导向看，二者于第3季度拐头向上的概率较前期各月亦显著增加，业绩端贡献将大幅提升。即使“弱复苏”持续时间或长于预期，仅从定性大势、边际视角看，基本面因素对A股将更多呈积极推涨作用。从历史走势看，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%）。
- 再从节奏看，Q2、Q3和Q4归母净利润增速显著高于Q1（参照国泰君安证券相关预测数据），即后续各月盈利因素的推涨效应将显著加强。

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，国泰君安证券）



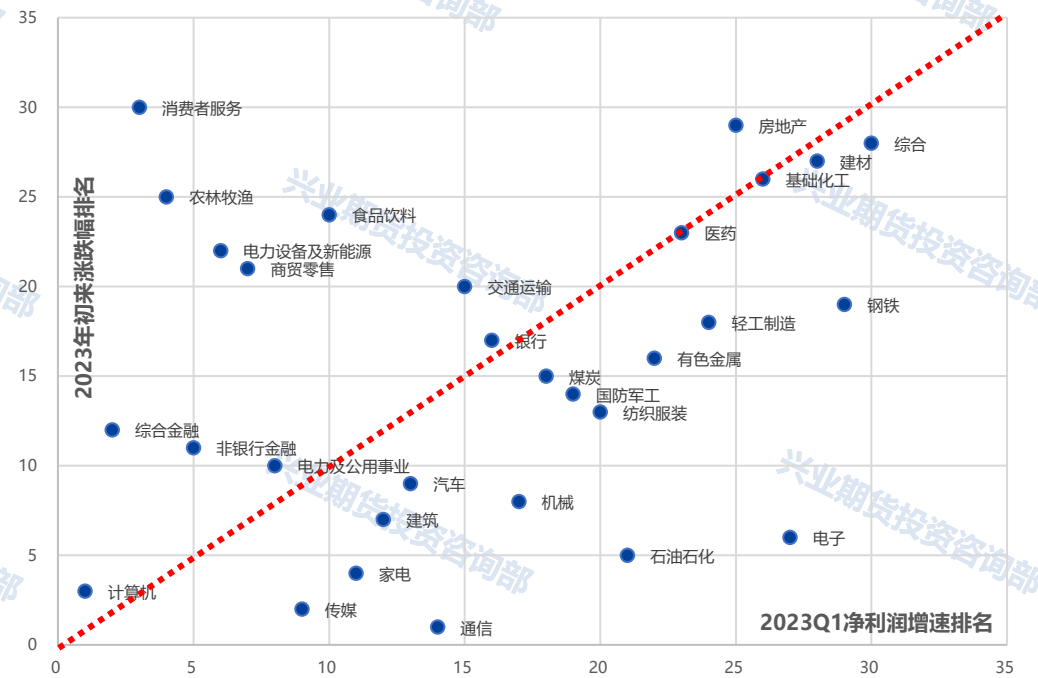
- 按过往统计规律，中报对第3季度行情走势影响显著，高业绩增速的行业更易获得超额收益、如业绩增速最大的第1组胜率为84.6%，增速排名第2和3的组别胜率亦接近70%（区间为：2010年~2022年，参考光大证券相关团队结论）。
- 再从2023年初以来，中信一级行业净利润增速排名（2023Q1）与对应涨跌幅排名对比看，可发现二者离散度较高、即业绩因素并未充分体现在股价表现中。这与上半年基本面乐观预期下修、各类负面扰动较多有关，而上述因素下半年将明显缓和或转变，利于业绩端因素影响权重的强化。
- 故从方向、节奏、权重等维度看，分子端盈利因素的利多提振将逐步兑现，且潜在弹性亦较大。

历年A股净利润增速与股价表现相关性（截至2022年，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%	-6.3%	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%	-12.4%	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%	-13.6%	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%	-13.3%	11.0%	11.3%	-4.8%	-4.6%	19.4%	53.8%
6	-1.2%	4.3%	4.0%	-0.6%	-7.8%	4.0%	5.3%	-14.6%	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%	-14.0%	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%	-12.0%	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 依次表示从高到低。表格中数字为对应各组股票在当年7.15~8.31平均涨跌幅)

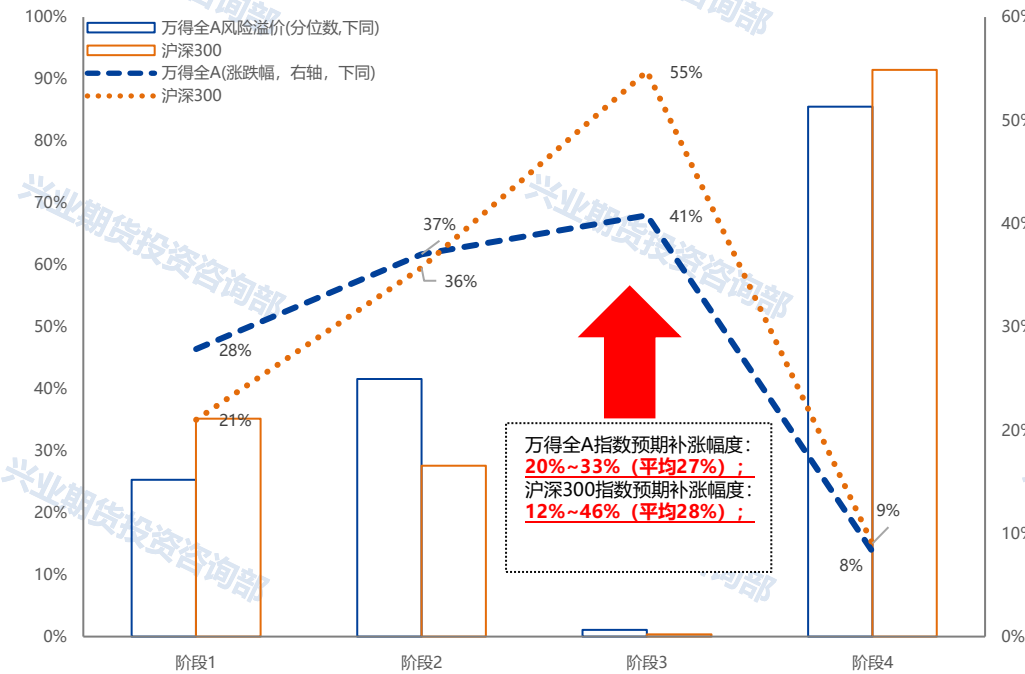
2023年初来A股利润增速、涨跌幅对比（中信一级行业，截至2023.7.7）



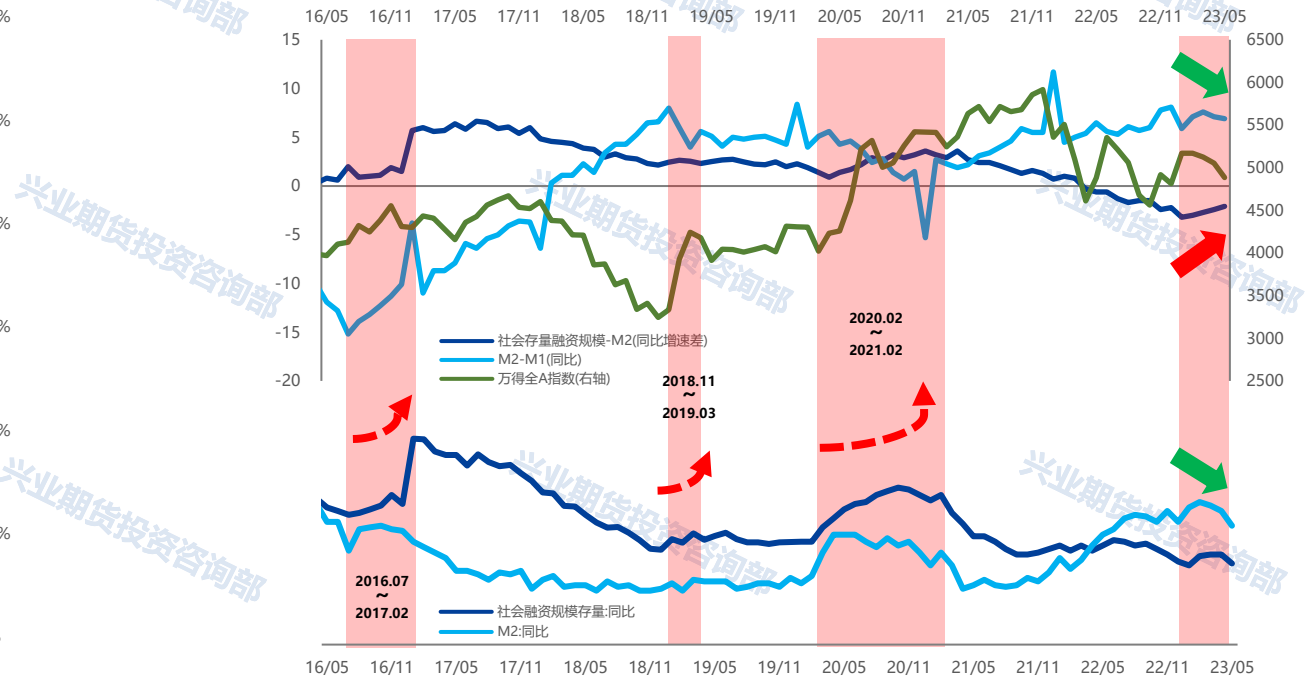


- 当前A股的股债风险溢价值整体依旧处高位，随市场风险偏好提升，其有充足的下行空间，对应股价上行。参照过往走势(阶段1：2016.1.29-12.1；阶段2：2019.1.4-4.19；阶段3：2020.4.2-2021.2.19)，预计依旧有15%~40%的潜在上涨空间（阶段4，自2022年10月底起~至今）。
- 此外，2023下半年货币政策导向偏向宽松，亦利于维持和提振市场信心，且提供良好的宏观流动性环境。
- 故从市场风险偏好提升空间、无风险利率等看，均有较为明确的利多指引，即分母端亦将提供积极的驱涨力量。

### 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2023.7.7）



### 国内A股宏观流动性环境跟踪（截至2023年5月）



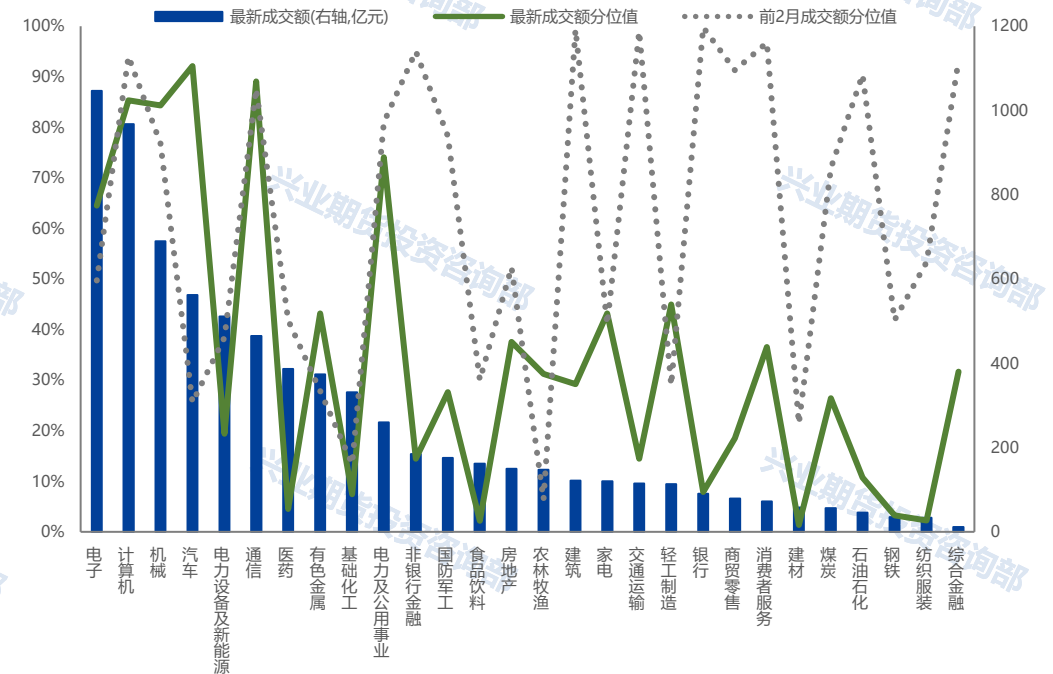
- 当前阶段A股整体估值处较低区间，已较充分的为各类存量利空因素定价。再从中信一级行业成交额情况看，最新分位值较前2月则大幅回落，可作为空头动能已显著释放的良好证明。
- 基于上述微观面指标特征看，可作如下判断：一方面，A股续跌空间有限，代表高安全边际；另一方面，其上行空间更大，代表高收益性。以此看，未来各类利多因素对A股的贡献弹性更大。

A股主要指数估值水平跟踪（市盈率及市净率，截至2023.7.7）

指数	PE(TTM, 绝对值)		PE(TTM, 分位值)		PB(LF, 绝对值)		PB(LF, 分位值)	
	2022/10/31	2023/7/7	2022/10/31	2023/7/7	2022/10/31	2023/7/7	2022/10/31	2023/7/7
上证指数	11.4	12.9	19.1%	44.0%	1.18	1.32	0.1%	19.6%
深证成指	24.0	23.1	46.2%	40.4%	2.35	2.48	1.1%	13.1%
沪深300	10.3	11.6	15.6%	36.2%	1.20	1.33	0.1%	7.9%
创业板指	37.4	31.9	15.6%	4.3%	4.76	4.45	16.0%	5.5%
上证50	8.3	9.7	11.7%	39.2%	1.06	1.22	2.7%	29.1%
万得全A	15.8	17.5	31.4%	48.6%	1.50	1.62	0.2%	18.0%
中证500	22.1	23.0	15.4%	18.6%	1.57	1.81	1.4%	38.8%
中证1000	28.6	36.3	7.2%	23.7%	2.27	2.31	22.7%	29.1%
红利指数	4.7	5.5	0.1%	12.9%	0.55	0.63	0.3%	26.7%

(\*\*分位值起始时间点为2011/3/7)

中信一级行业成交额情况（截至2023.7.7）



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45.7%，45%，38%和35.6%，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2023.7.7）

A股主要指数相关系数情况（近3月，截至2023.7.7）

简称	最新总市值 (亿,2023.7.7)	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
其他医药医疗	28113	0.3%	2.3%	4.1%	15.6%	12.3	1.17	2.9	1.9	4.5	4.3	3.1
区域性银行	10345	0.6%	4.5%	3.1%	10.7%	12.2	5.21	2.2	0.0	2.2	0.8	1.1
化学制药	17713	4.0%	5.3%	2.1%	19.0%	9.3	1.02	1.7	3.8	3.2	3.7	1.9
新能源动力系统	17242	11.2%	7.1%	3.0%	34.4%	15.9	0.76	4.1	0.0	1.9	1.9	1.9
半导体	34278	11.2%	16.7%	6.2%	43.6%	7.8	0.31	4.3	3.0	5.4	3.6	3.7
白色家电II	8917	12.8%	8.9%	3.3%	11.1%	19.0	4.60	2.9	1.4	0.0	0.2	1.0
酒类	43236	19.1%	3.9%	1.7%	19.9%	24.1	2.30	9.8	17.5	0.9	1.0	4.7
国有大型银行II	65291	20.5%	38.3%	4.2%	6.6%	11.0	5.83	3.3	4.3	0.0	0.0	7.1
消费电子	13431	22.8%	14.5%	4.7%	39.8%	9.0	1.00	1.7	0.0	3.0	1.9	1.5
专用机械	17714	26.4%	17.4%	2.0%	33.6%	10.5	0.94	0.6	0.0	2.6	2.8	1.9
航空航天	9243	26.6%	20.8%	6.0%	39.7%	6.9	0.45	0.8	0.9	2.9	1.0	1.0
电源设备	22524	32.4%	26.6%	7.6%	22.2%	16.3	1.60	4.5	4.8	1.8	2.1	2.4
工业金属	9007	32.9%	19.3%	9.3%	15.5%	12.3	2.00	0.4	0.0	2.7	2.1	1.0
通用设备	12411	43.4%	19.5%	8.3%	32.3%	9.1	0.77	0.3	0.0	1.8	3.3	1.3
建筑施工	17831	49.2%	52.9%	7.8%	21.7%	9.5	2.30	2.3	3.6	1.0	1.9	1.9
计算机设备	13546	52.0%	46.8%	7.8%	35.6%	9.3	0.99	1.5	0.0	1.7	1.2	1.5
中药生产	10970	58.4%	79.0%	8.4%	39.3%	8.8	1.54	1.0	1.3	1.2	2.9	1.2
煤炭开采洗选	14861	71.1%	60.4%	2.9%	1.4%	19.8	11.49	1.4	2.6	1.3	0.9	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)								45.7	45.0	38.0	35.6	39.9

指数	沪深300	上证50	中证500	中证1000	创业板指	科创50	中特估指数	数字经济指数	金融	周期	消费	成长	稳定
沪深300	1.00	0.94	0.95	0.87	0.93	0.82	0.46	0.66	0.55	0.82	0.96	0.69	0.46
上证50	0.94	1.00	0.85	0.69	0.82	0.67	0.57	0.38	0.75	0.62	0.89	0.42	0.64
中证500	0.95	0.85	1.00	0.96	0.94	0.92	0.34	0.77	0.41	0.80	0.94	0.80	0.36
中证1000	0.87	0.69	0.96	1.00	0.92	0.92	0.18	0.89	0.18	0.86	0.88	0.92	0.16
创业板指	0.93	0.82	0.94	0.92	1.00	0.86	0.18	0.72	0.29	0.82	0.93	0.79	0.23
科创50	0.82	0.67	0.92	0.92	0.86	1.00	0.18	0.83	0.15	0.67	0.84	0.82	0.14
中特估指数	0.46	0.57	0.34	0.18	0.18	0.18	1.00	-0.03	0.82	0.20	0.29	-0.04	0.89
数字经济指数	0.66	0.38	0.77	0.89	0.72	0.83	-0.03	1.00	-0.13	0.76	0.67	0.98	-0.18
金融	0.55	0.75	0.41	0.18	0.29	0.15	0.82	-0.13	1.00	0.19	0.42	-0.11	0.87
周期	0.82	0.62	0.80	0.86	0.82	0.67	0.20	0.76	0.19	1.00	0.77	0.82	0.19
消费	0.96	0.89	0.94	0.88	0.93	0.84	0.29	0.67	0.42	0.77	1.00	0.70	0.34
成长	0.69	0.42	0.80	0.92	0.79	0.82	-0.04	0.98	-0.11	0.82	0.70	1.00	-0.15
稳定	0.46	0.64	0.36	0.16	0.23	0.14	0.89	-0.18	0.87	0.19	0.34	-0.15	1.00
总计	6.34	5.77	6.28	5.92	/	/	/	/	/	/	/	/	/

周期:日线 2023/04/07 - 2023/07/07



# 橡胶

RU

01

政策引导效果显现，需求传导效率得到提振

02

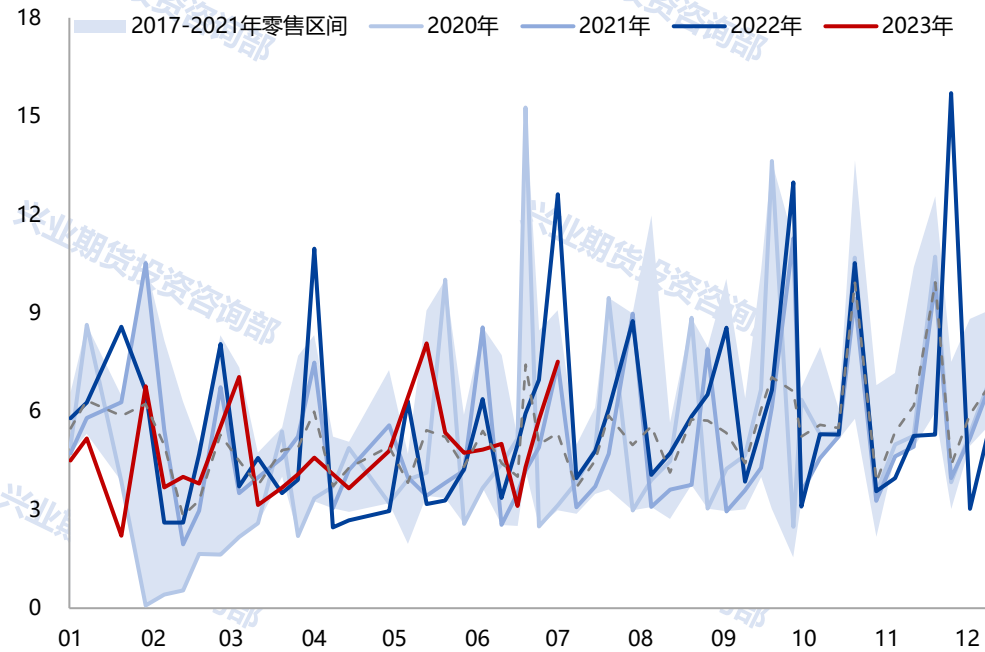
气候影响权重加深，极端天气发生频率增高

03

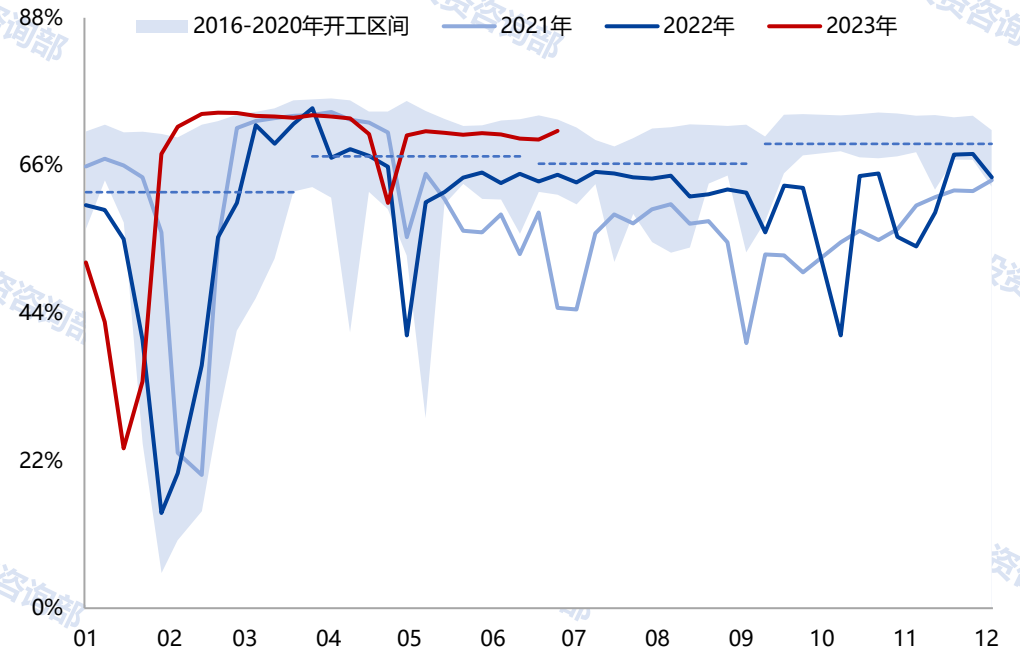
结构性库存压力缓解，沪胶多头策略胜率占优

- 汽车方面，6月乘用车零售189.6万辆，同比增速受制于去年高基数效应下滑2%，但环比复苏势头得到延续，相较5月销量增长9%；且国家部委多次发声推进汽车消费，政策指引不断增强，购置补贴及汽车下乡等措施多管齐下，天然橡胶终端需求预期乐观。
- 轮胎方面，企业开工意愿持续回升，全钢胎产线开工恢复显著，半钢胎产线开工率维持在季度均值开工区间上沿，需求传导效率亦同步提升。

### 乘用车日均零售

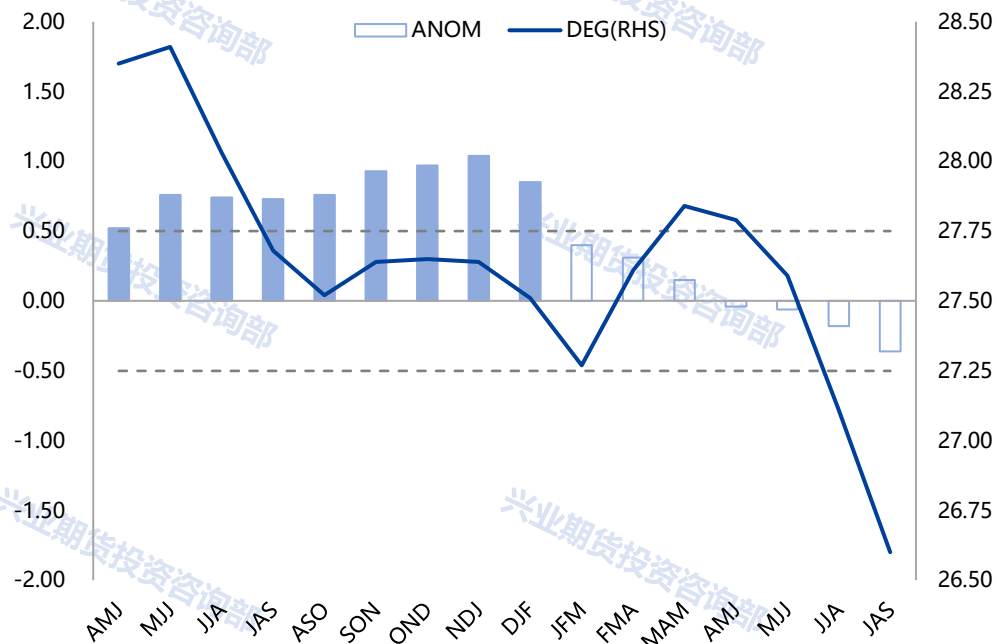


### 半钢胎开工率季节性

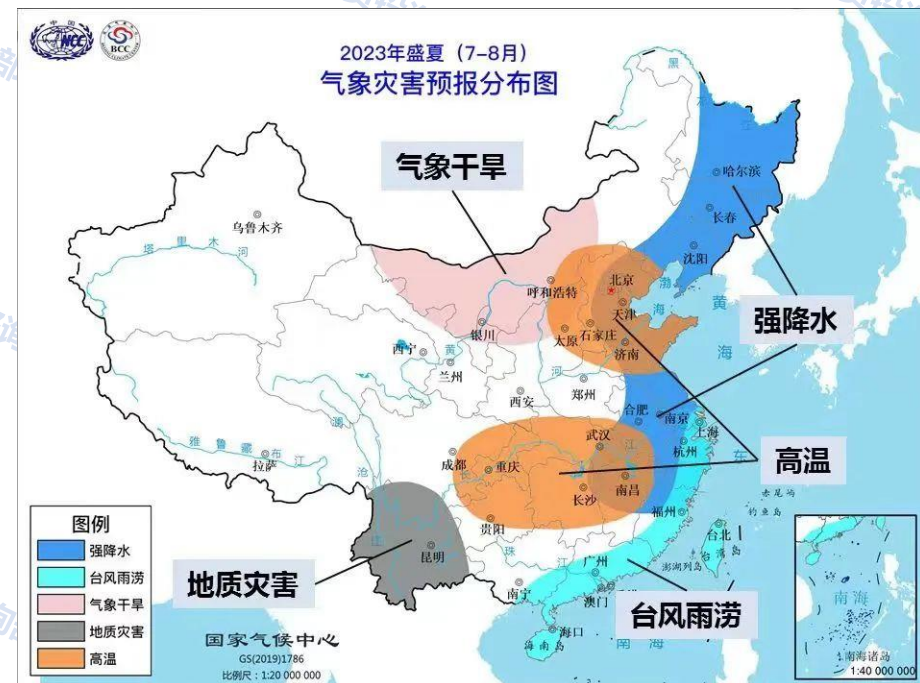


供应方面，国产胶生产受前期云南旱情影响减产显著，而世界气象组织预警今夏极端高温，国家气候中心及NOAA海温指数跟踪预测均显示本轮厄尔尼诺现象强度大概率超此前预期，持续周期至今年年末，预示着后续极端天气发生频率将明显增高，天胶原料产出势必受到扰动，气候因素对割胶作业的负面影响持续加深，供应端不确定性仍在增强。

Nino3.4区海温变动情况预期

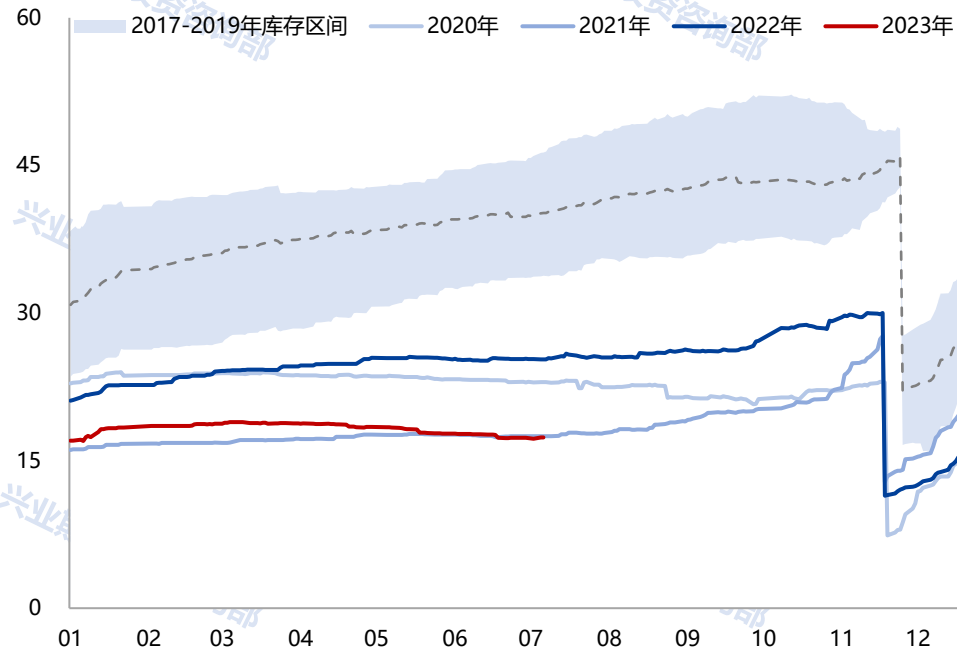


夏季气象灾害预报情况

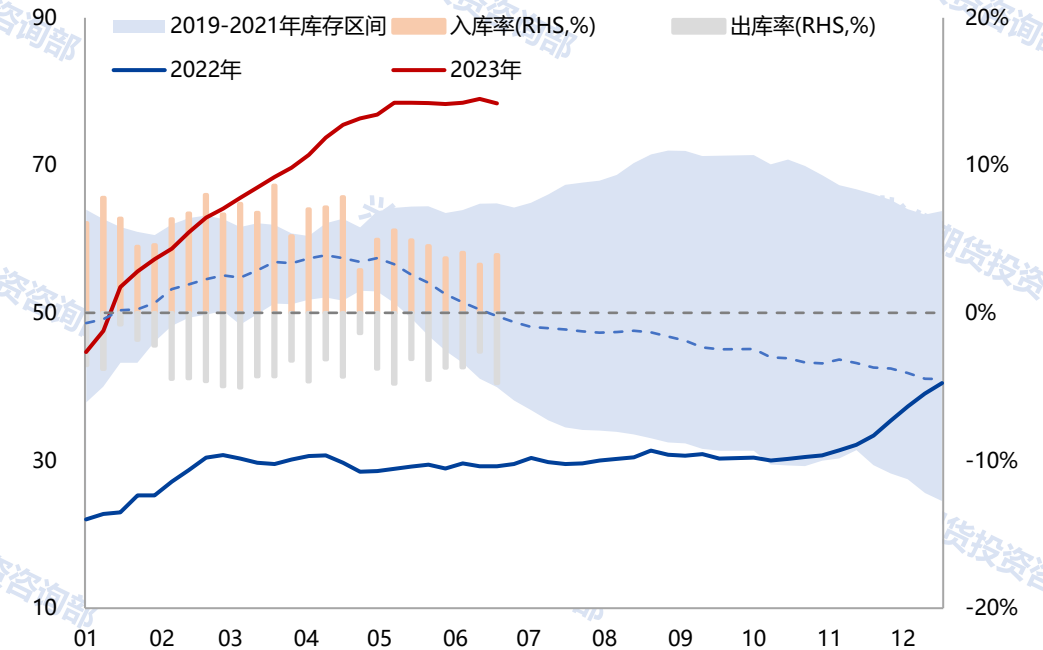


- ❑ 库存方面，交割品不足使得沪胶仓单创下同期新低，而青岛一般贸易库存出库率高于入库水平，港口降库拐点显现，天胶结构性库存压力缓解。
- ❑ 综合来看，政策引导下汽车产销数据呈现复苏态势，且车企开工意愿亦有回升，而厄尔尼诺事件的发生使得产区物候条件稳定性有待考验，原料释放节奏或将受阻，供减需增推升橡胶价格中枢，沪胶多头策略赔率及胜率占优。

### 天然橡胶期货库存(万吨)



### 天然橡胶港口一般贸易库存季节性(万吨)





# 沪铝

AL

01

丰水期持续偏短，企业复产意愿较为谨慎

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

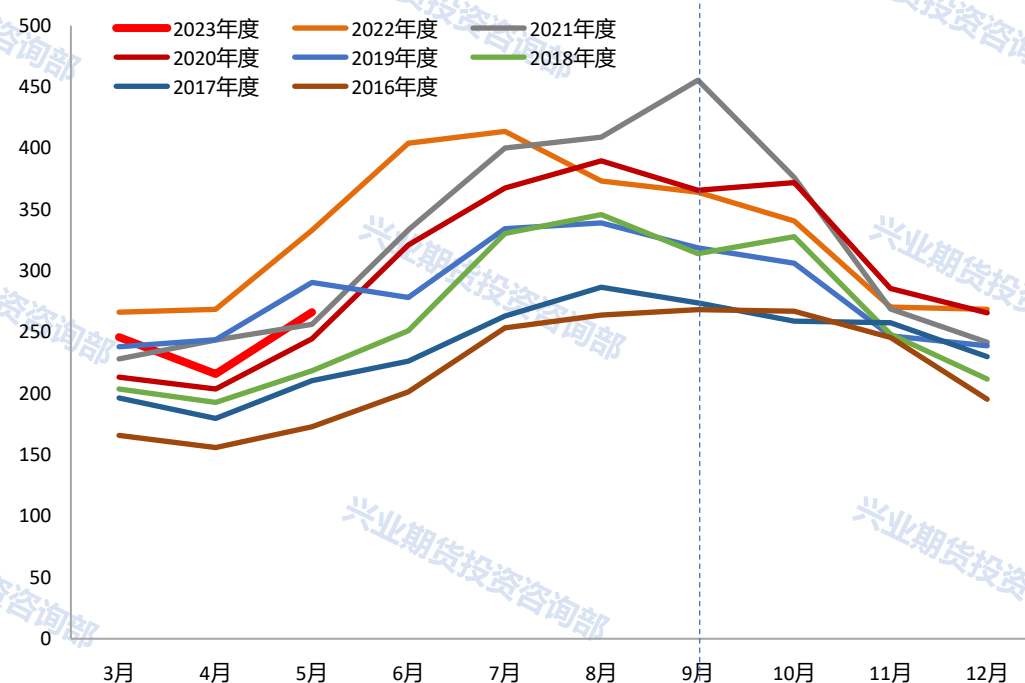


- 云南地区的电力管控自6月下旬起放开，但根据SMM调研显示，目前云南企业复产意愿较为谨慎，至8月底能达到的总复产量预计为131万吨。
- 从云南电力供给的季节性特征来看，四季度当地可能再度面临水电短缺压力，叠加电解铝复产成本偏高，因此企业整体复产意愿偏弱。

### 云南电解铝复产调研情况（6月底）

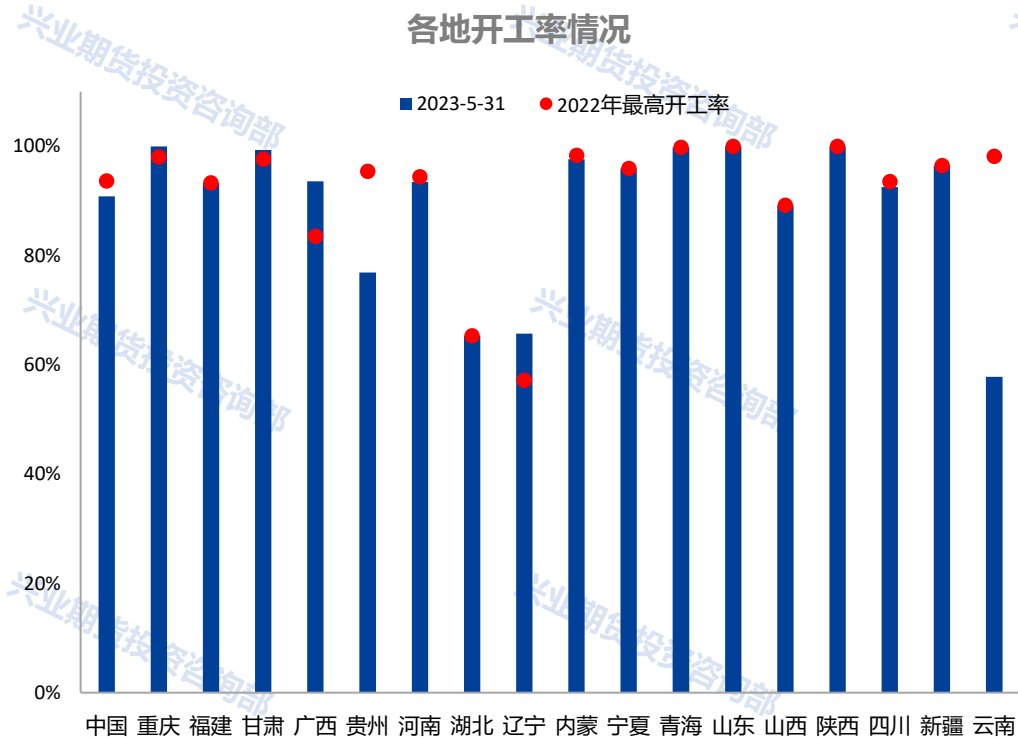
云南电解铝复产调研情况（SMM）				
万吨	建成产能	本轮(2次)减产合计比例	预计复产总量	备注
A	305	41.95%	82.25	企业暂时计划复产到企业建成产能的85%，企业目前部分产能正在做电解槽技改，受限于全石墨化阴极的供应及技改等方面进度，短期难以全面复产完成。
B	90	40.40%	21.4	丰水期较短，企业暂时启动部分产能，后续还需要等待更明确更长远电力方面的政策落地。
C	35	41.40%	7.5	丰水期较短，企业暂时启动部分产能，后续还需要等待更明确更长远电力方面的政策落地。
D	106	21.88%	20	丰水期较短，企业暂时准备复产前期停产产能，后续还需要等待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

### 云南四季度电力供应将再度下降



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。

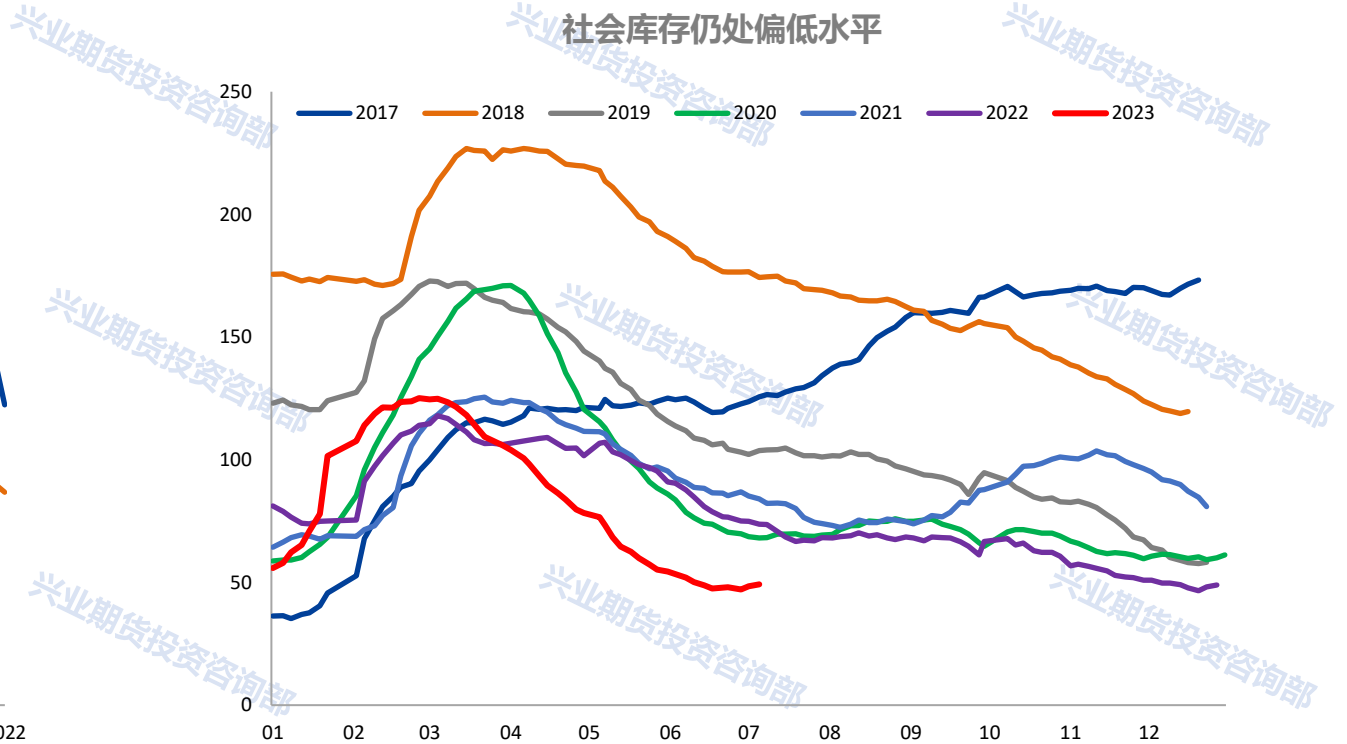
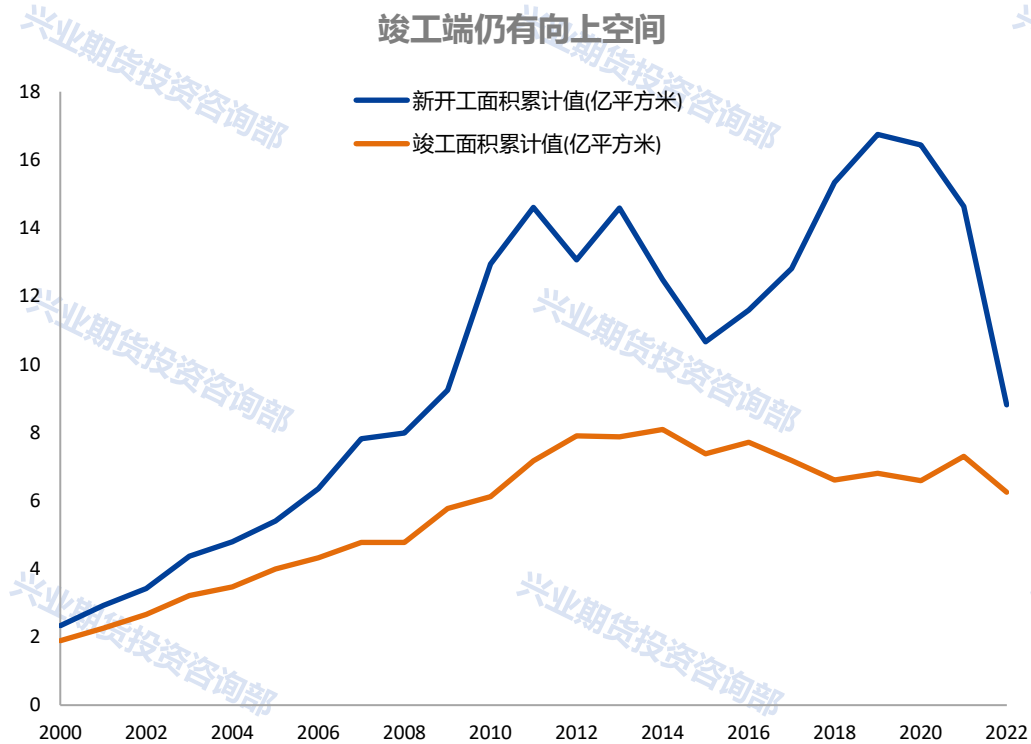
此外从下半年新建项目情况来看，仍以置换产能为主，新增产能偏少。



### 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。



# 聚氯乙烯

V

01

检修结束产量快速攀升，电石法成本达到三年最低

02

生产企业库存停止下降，社会库存维持于高位

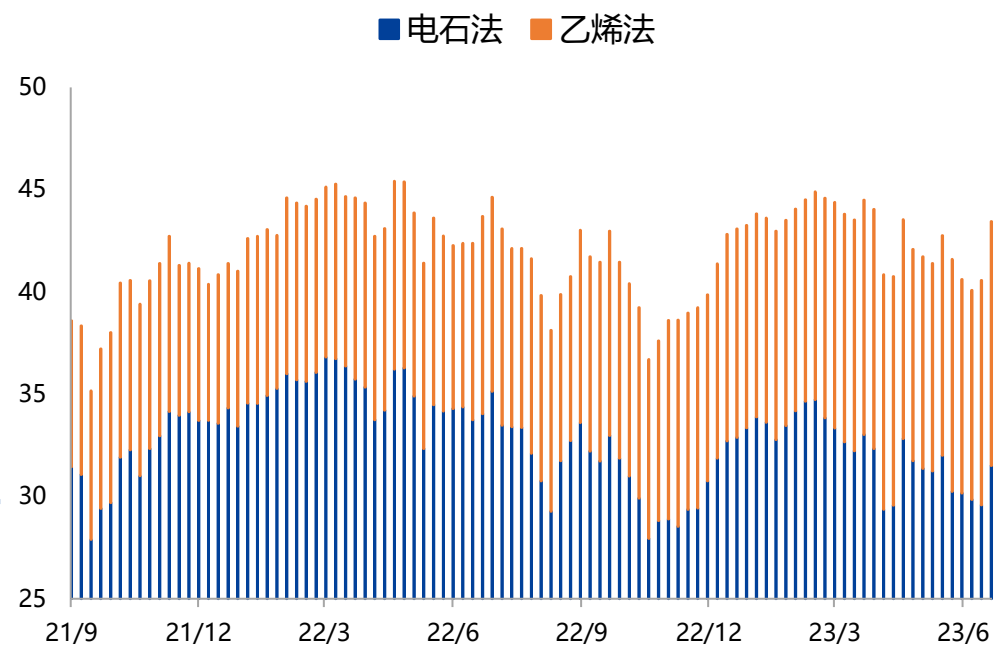
03

下游开工进一步降低，期权市场极端看涨

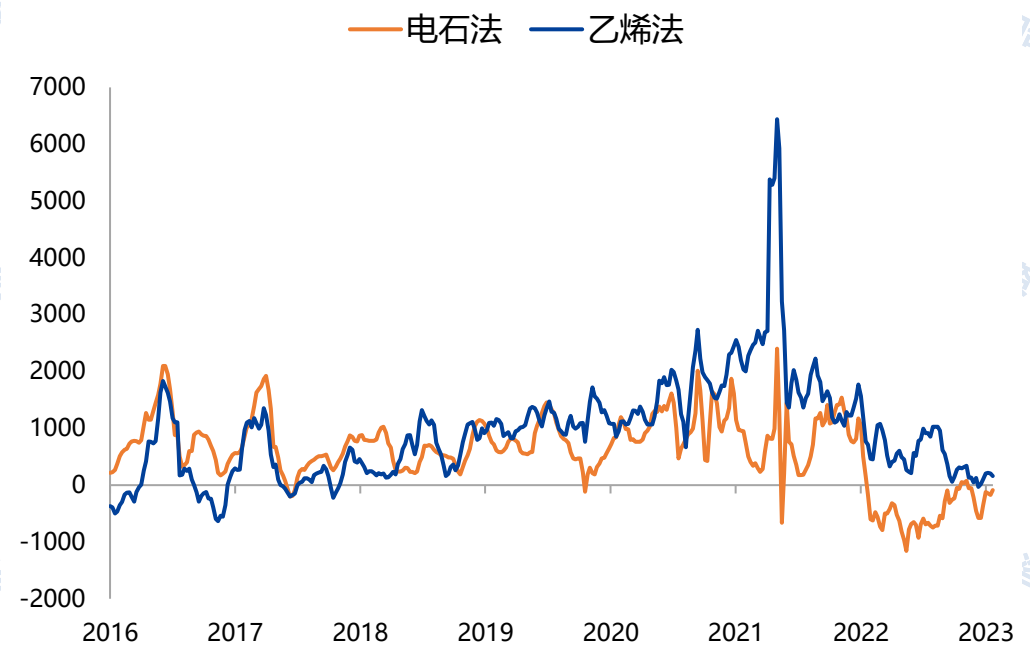
7月第一周新增1套装置检修，5套检修装置重启。周度开工率上升5%，从年内最低水平上升至中等水平，周度产量增加7%，接近年内最高水平。7月和8月新增检修装置明显减少，8月产量可能创历史新高，不利于PVC价格上涨。

近一周电石价格为3200 (-60) 元/吨，乙烯价格为6400 (+400) 元/吨，电石法平均成本为5530 (-70) 元/吨，乙烯法为5740 (+40) 元/吨。电石法成本达到2020年以来最低，随着近两周煤炭价格反弹，电石原料兰炭亏损加剧，减产和挺价企业增多，短期电石价格可能迎来反弹，建议重点关注。

### 产量显著增长 (更新至7.7)



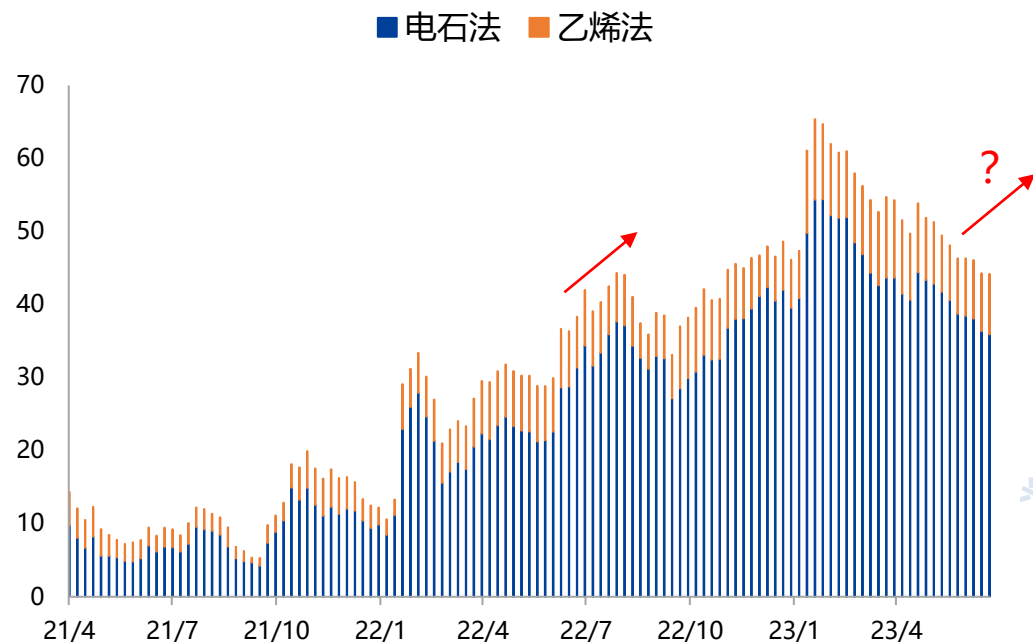
### 利润维持低位 (更新至7.7)



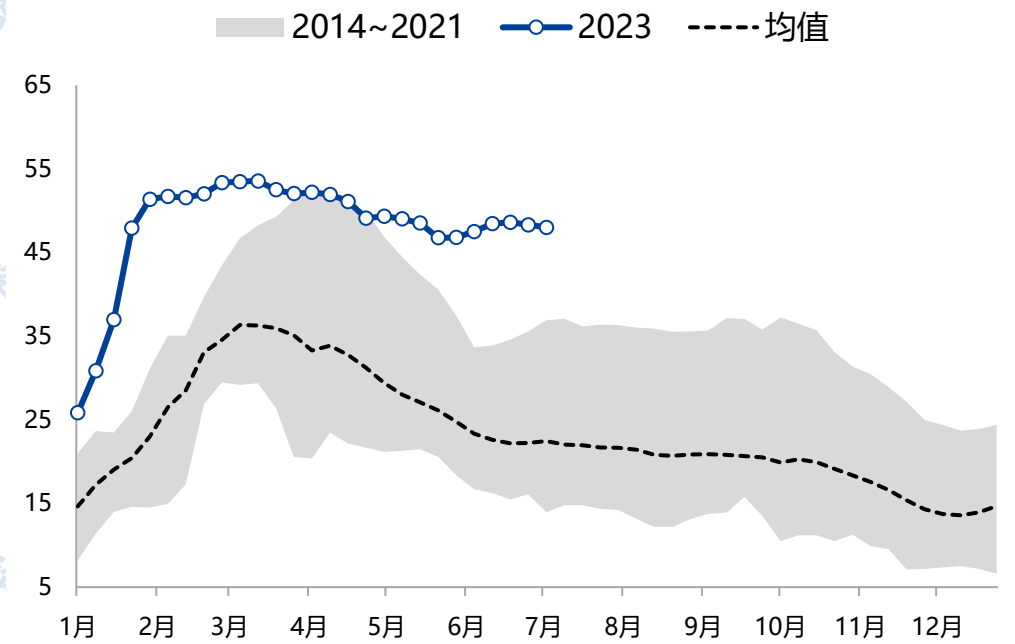
□ 生产企业库存较前一周减少0.1万吨, 其中电石法企业库存减少, 乙烯法企业库存增加。6月下旬以来生产企业产量持续提升, 导致库存下降速度放缓, 如果出现类似去年同期库存重新积累的情况, 则说明供应过剩。

□ 社会库存较前一周减少0.3万吨。贸易商销售量和预售量都处于中等水平。高库存限制极大限制PVC反弹空间并拖累上涨节奏, 在8月需求旺季来临之前, 预计社会库存都将维持高位。

### 生产企业库存可能再度积累 (更新至7.7)



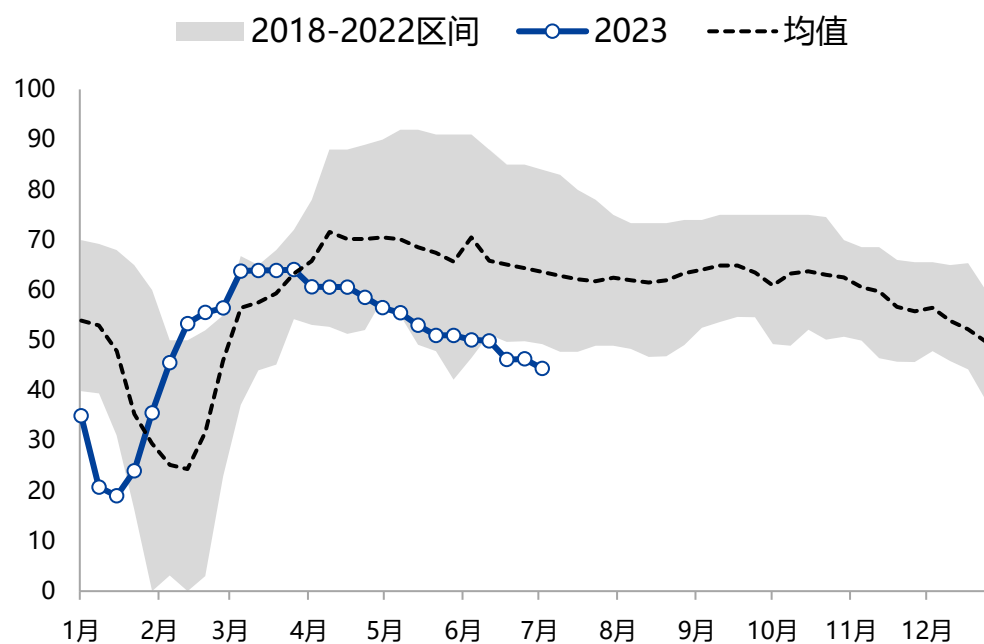
### 社会库存处于高位 (更新至7.7)



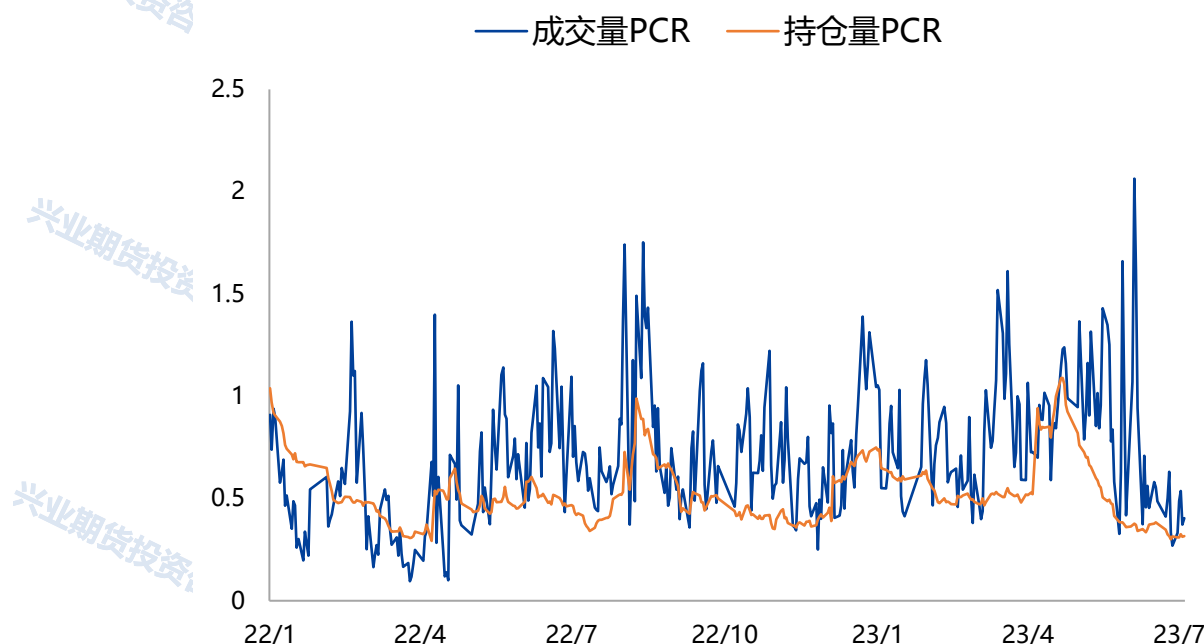
▣ PVC下游开工率为44.4% (-1.89%)，其中型材开工率下降4%，薄膜下降2%，管材下降0.6%。今年以来下游企业普遍面临订单少和利润低的困境，近期极端高温天气又导致型材和管材终端需求下滑，未来开工率可能进一步下降。另外部分地区电力供应紧张，警惕限电对需求的负面冲击。

▣ 过去两周期货价格窄幅震荡，主力合约前二十席位净空持仓量依然高达5万手。不过看涨期权成交量和持仓量始终是看跌的3倍以上，显示出期权市场极端的看涨情绪。此外历史波动率和隐含波动率都低于近三年10%分位水平，未来期货价格波动大概率加剧。

### 下游开工率进一步降低 (更新至7.7)



### 期权市场出现极端看涨情绪 (更新至7.7)





# 纯碱

SA

01

重碱需求稳步增加，轻碱消费稳中有增

02

远兴装置顺利投产，供给增长趋势较明确

03

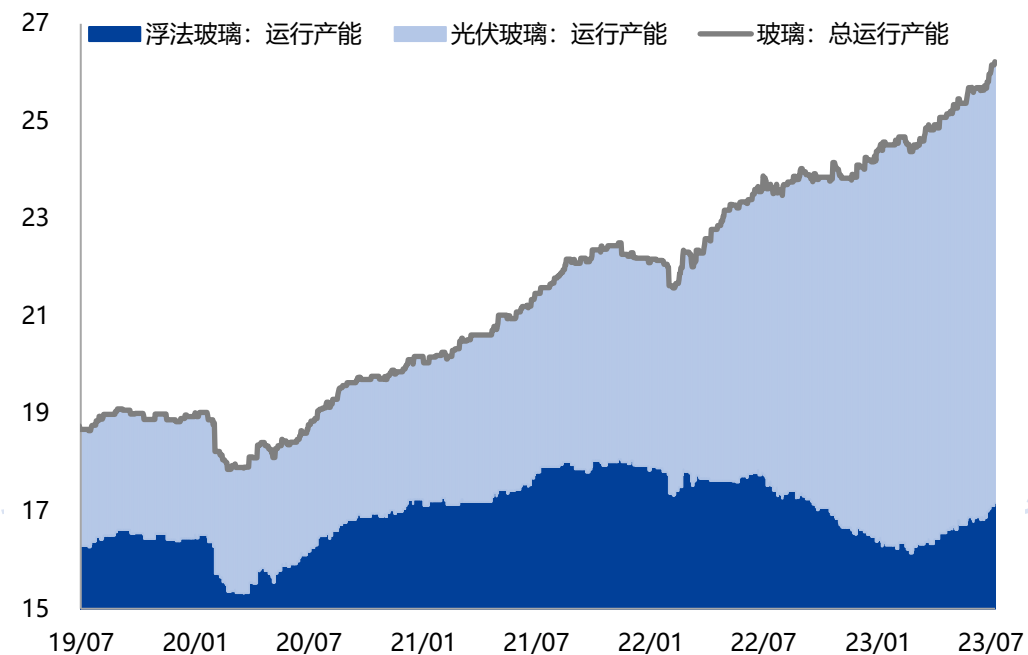
淡季装置集中检修，或阶段性对冲投产影响



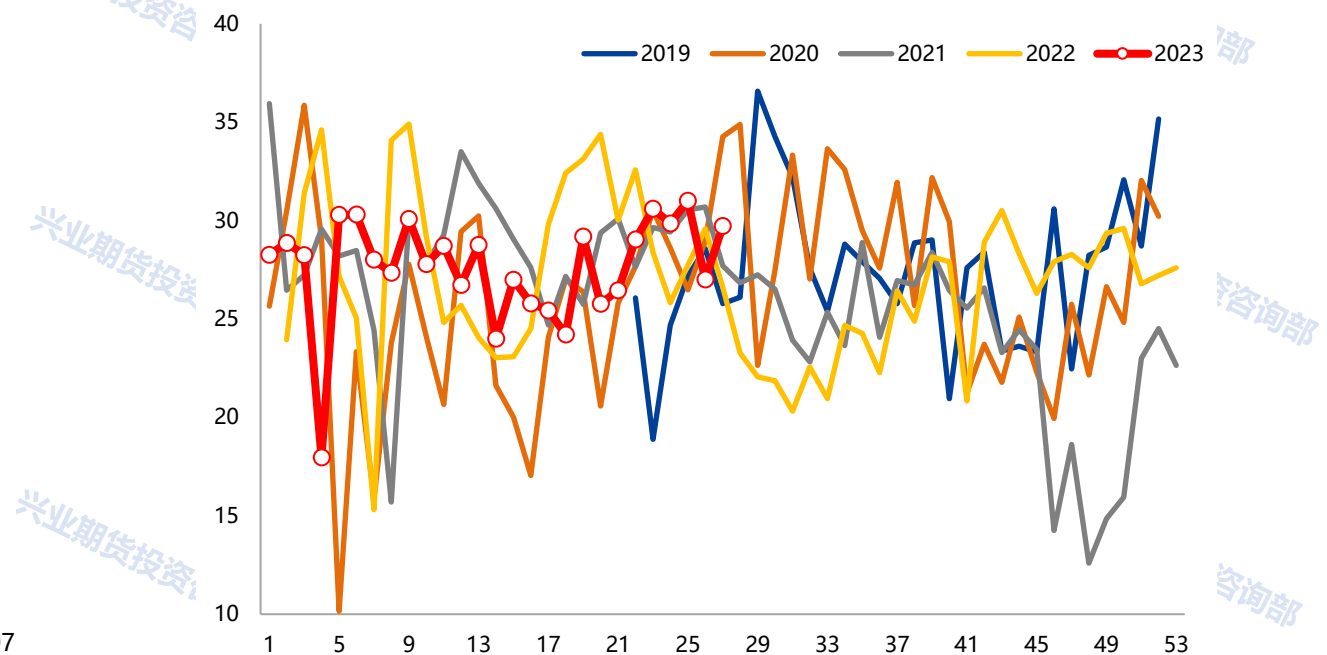
2023年以来，光伏玻璃产能稳中小增，截至本周五，光伏玻璃运行产能累计新增10450t/d日熔量；浮法玻璃随着全行业盈利改善，复产点火的产能也逐步增多，截至本周五，浮法运行产能已累计增加7930t/d，玻璃对重碱需求稳步增加。

轻碱消费传统旺季逐步临近，整体也将稳中有增。

### 光伏玻璃产能平稳，浮法玻璃产能逐步回升（更新至7.7）



### 轻碱消费平稳（更新至7.7）



# 黑色金属品种策略（纯碱）：远兴装置顺利投产，供给增长趋势已明确

远兴能源一期项目1号产线已正式出产品，剩余装置将于7-9月分批投产，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。7月-9月间，远兴及金山共计700万吨产能将分批投产，供给增长趋势明确。

若新装置投产顺利，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月增量将大幅增至52.2万吨。

2023年纯碱装置投产计划（更新至6.29）

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。

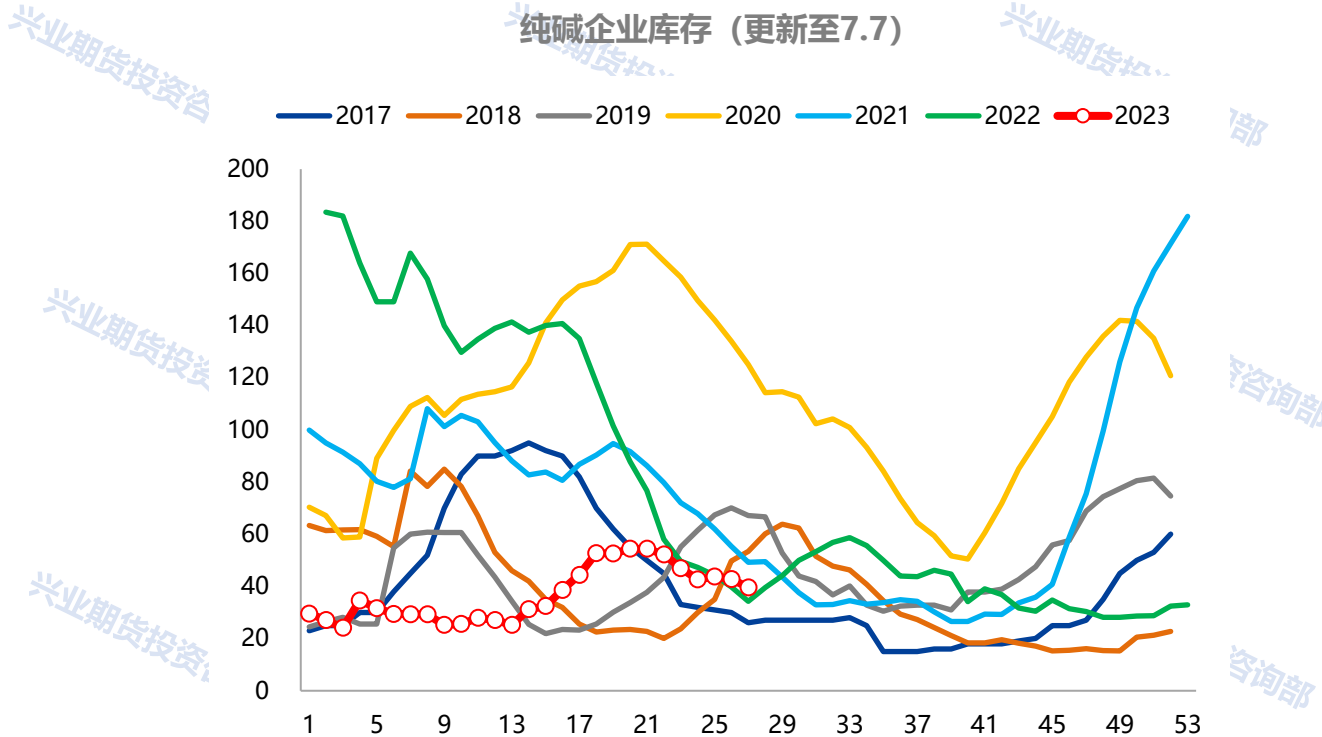
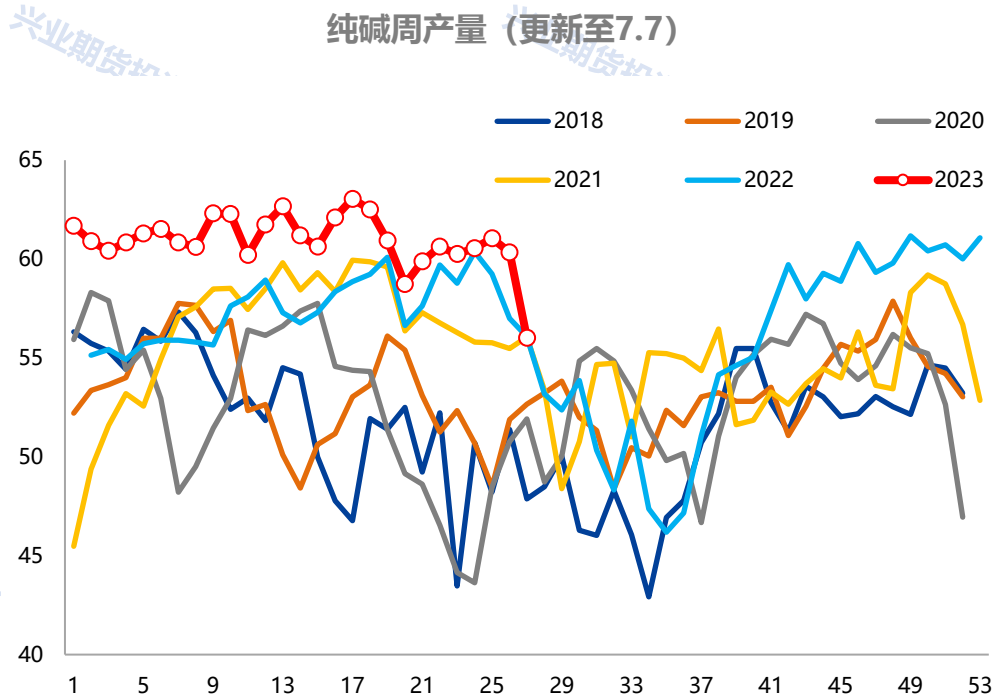
7-8月份检修计划汇总（更新至6.30）

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开工率和产能利用率已分别大幅降至83.84%和84.16%，淡季检修已经开启。纯碱生产企业库存续降。
- 总体看，7-8月淡季检修期间，检修影响量将对冲新装置投产影响，继续推动纯碱库存下降，对纯碱价格将形成阶段性支撑。
- 建议纯碱多单继续持有。



# 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

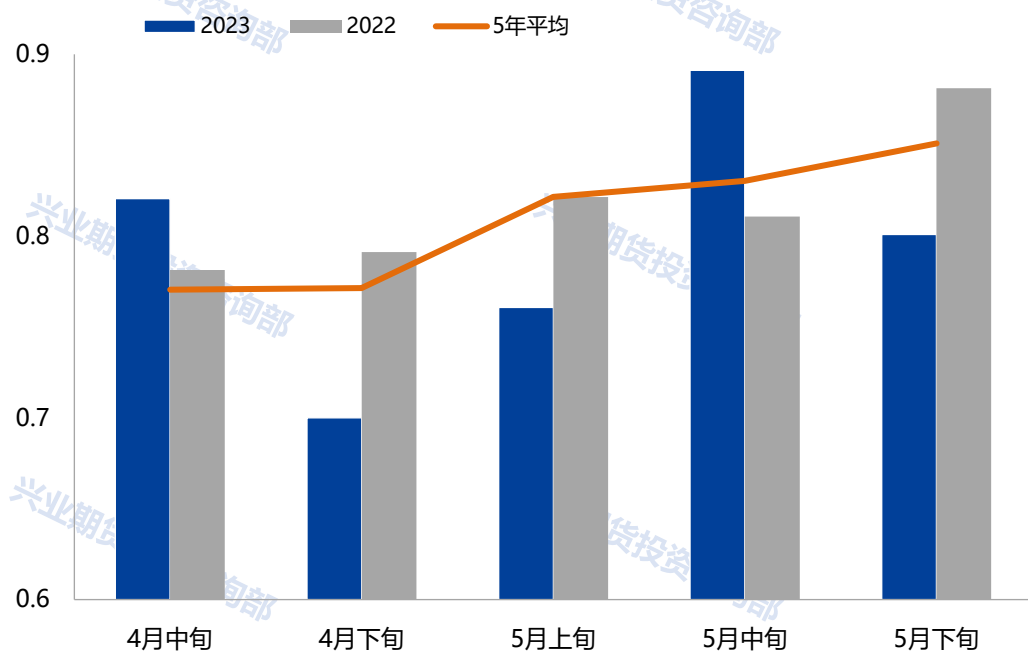
03

经济复苏预期下中长期消费有望增长

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

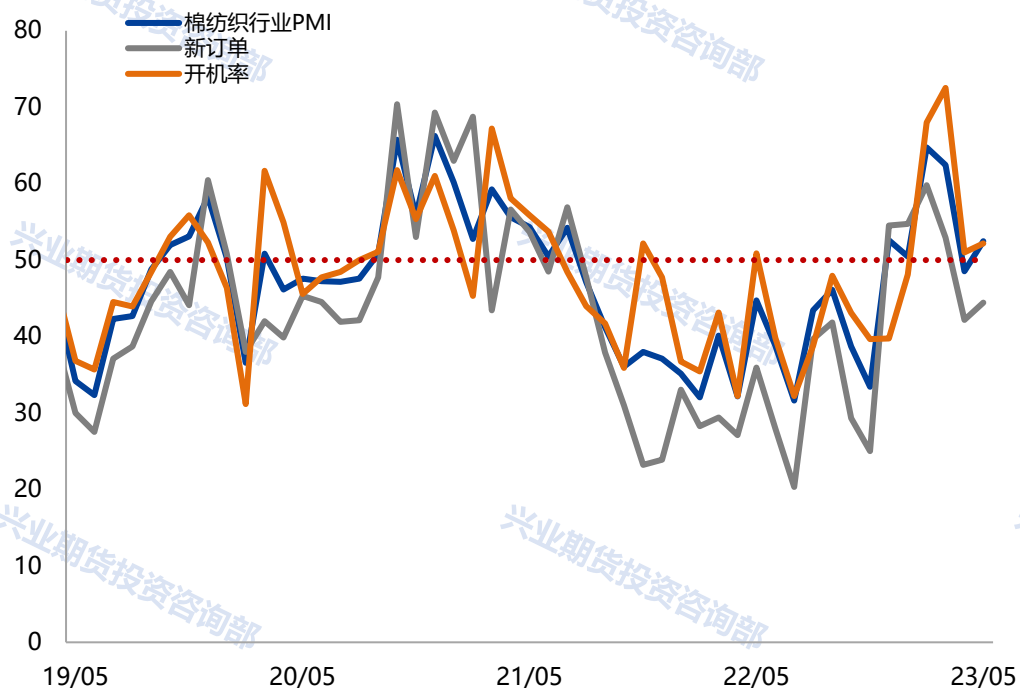


2023年度新棉总产减幅扩大概率增加

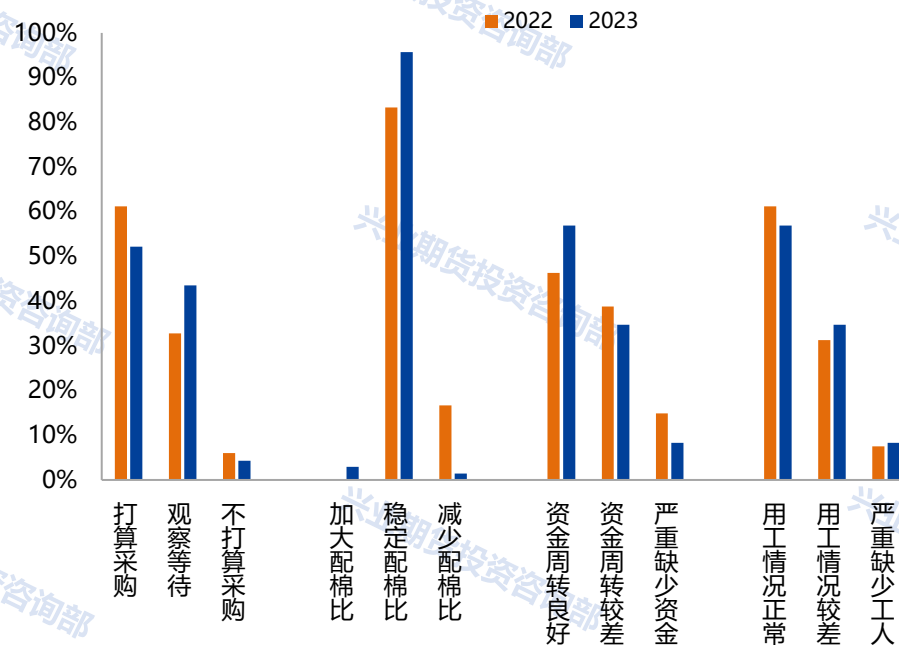
	2023年意向种植面积(万亩)	同比	2023年预期产量(万吨)	同比
新疆	3681	-7.1%	559.5	-10.6%
甘肃	34.5	0.0%	3.6	0.0%
山东	161.5	-4.4%	13.9	-4.8%
河北	170.5	-4.7%	15.3	-12.6%
河南	34.5	-4.4%	2.9	-3.3%
湖北	56.8	-10.0%	3.9	-11.4%
安徽	37.7	-8.4%	2.6	-10.3%
湖南	32.2	0.0%	2.4	0.0%
江苏	10.1	-16.5%	0.8	-11.1%
全国	4252	-6.9%	607.6	-10.5%

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。据国家棉花市场监测系统抽样调查显示，在采购棉花、配棉比情况、资金周转情况、用工情况的调查上，总体可以看到纺企选择有利情况的占比增多，同时选择不利情况的占比减少。纺织行业景气总体仍处于扩张区间。

行业景气总体仍处于扩张区间

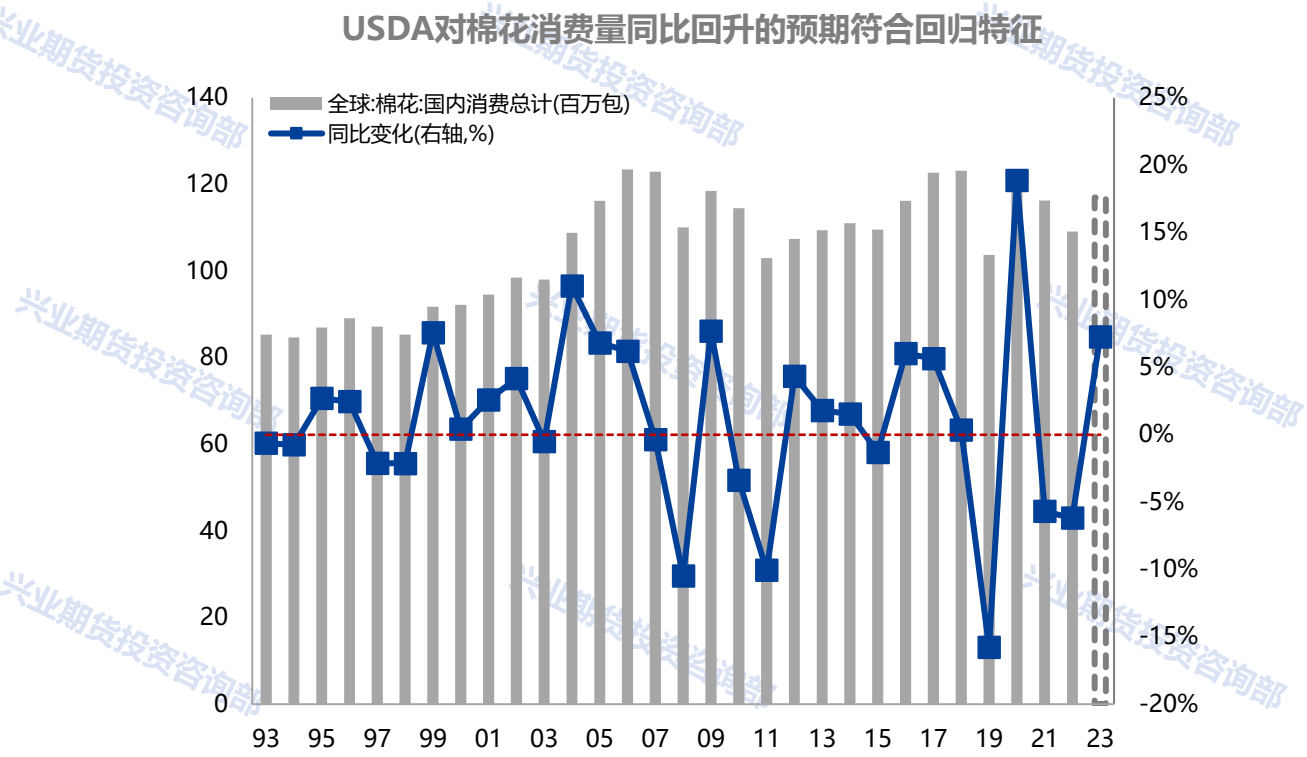
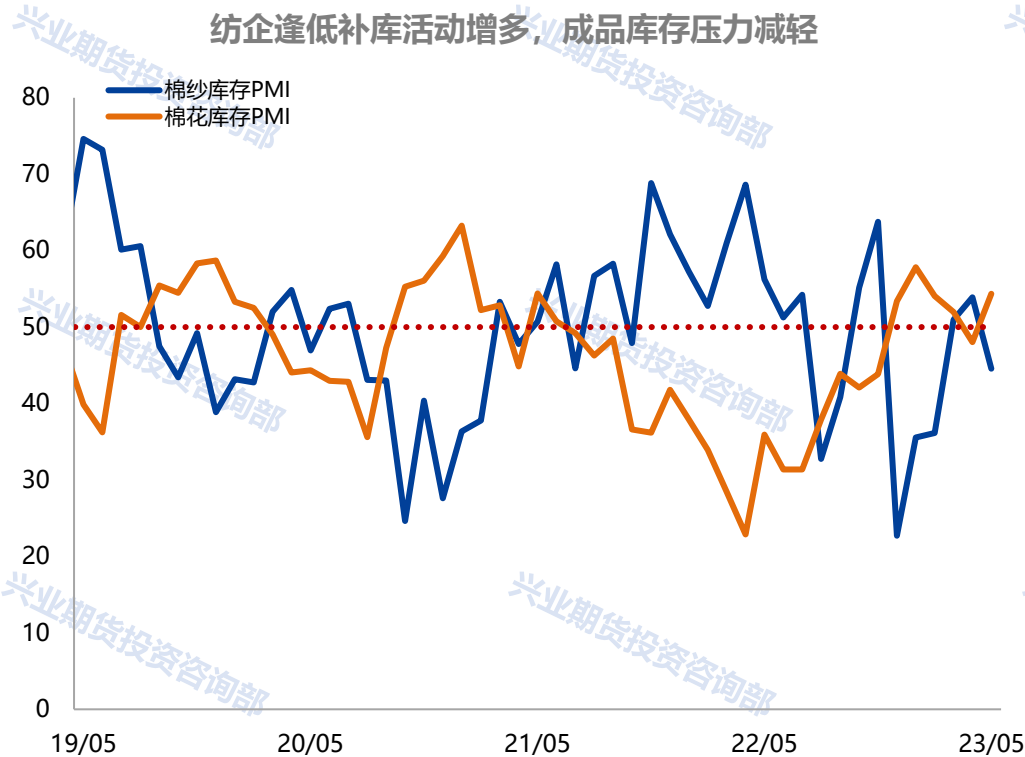


抽样调查显示纺企选择有利走向的占比增多



□ 2023年5月的棉花库存指数有所上升，随着棉价波动加剧，纺企逢低补库活动明显增多；棉纱库存指数下滑到枯荣线以下，显示企业成品库存压力总体减轻。

□ 微观方面，从USDA公布的历年全球棉花国内消费量同比变化的统计特征看，2023年棉花消费量同比回升且幅度较大的可能性较高。具体来看，2023年之前棉花消费量连续两年同比为负值，历史上出现的相似情况接下来一年棉花消费量都出现同比大幅回升的情况。从历史数据角度而言，USDA预期的2023棉花消费量同比回升且幅度较大的可能性较高，对棉价上行的支撑较强。





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](http://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