

2023年第3季度期货业务策略报告

风险资产多头配置价值提升， 能化链企业买入保值必要性显著提高

2023年7月

魏莹	宏观&工业金属品种联系人	联系方式: 17717062790
	期货投资咨询资格编号: Z0014895	期货从业资格编号: F3039424
张舒绮	金融衍生品品种联系人	联系方式: 13761696907
	期货投资咨询资格编号: Z0013114	期货从业资格编号: F3037345
杨帆	能源化工品种联系人	联系方式: 15919951825
	期货投资咨询资格编号: Z0014114	期货从业资格编号: F3027216
刘启跃	新能源金属联系人	联系方式: 15659917780
	期货投资咨询资格编号: Z0016224	期货从业资格编号: F3057626
葛子远	经济作物品种联系人	联系方式: 18951988326
	期货投资咨询资格编号: Z0019020	期货从业资格编号: F3062781



目录

摘要 综述

观点综述	P3-6		
宏观分析	P7-17		
品种分析			
金融衍生品	国债	P18-25	
	股指	P26-31	
有色金属	电解铝	P32-36	
	电解铜	P37-41	
	电解镍	P42-47	
	碳酸锂	P48-52	
新能源	工业硅	P53-57	
能源化工	原油	P58-63	
	PTA		
	PP	P64-70	
能源化工	L		
	MA		P64-70
	甲醇		
橡胶	橡胶		P71-75
	螺纹		
黑色金属	热卷		P76-88
	铁矿		
建筑材料	纯碱		P89-98
	玻璃		
经济作物	棉花		P99-103
			微观市场特征
			风险管理策略
			资产管理策略

宏观逻辑：

- **金融周期：**6月央行重启降息，“宽货币”政策加码，同期居民部门融资需求也出现积极信号，3季度财政债券融资将提速，若居民和企业部门信用企稳，国内信用周期有望重回扩张。“宽信用”效果依然取决于居民部门融资需求。
- **经济周期：**稳增长政策加码的方向已明确，名义库存周期边际逐步改善，经济底逐步确认。随着政策加码，若3季度信用周期重回扩张阶段，经济周期也有望边际改善。不过海外经济增速放缓，去库周期延续，将通过出口反作用于国内经济基本面。
- **库存周期：**2季度名义库存周期已切换至“被动去库”阶段，中下游多数制造行业名义库存增速已降至历史极低值区间，四季度至年末国内有望迎来新一轮的补库周期。不过实物库存增速相对高于名义库存增速，实际被动去库周期或偏长。
- **海外扰动因素减弱：**随着通胀数据的加速回落，三季度美联储超预期加息的概率大幅降低，美联储紧缩政策进一步放缓的方向较为明确，对风险资产价格的扰动将减弱。

大类资产趋势研判： 风险资产有底，避险资产性价比降低

- **权益：**政策面积极、基本面改善，盈利端将提供核心驱涨动能；悲观情绪将修正，低估值状态下、A股涨势弹性可观；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；从业绩、估值及稳健性看，仍宜持有沪深300期指多头。
- **债券：**信用扩张将温和修复，宏观复苏趋势确定；货币政策维持宽松，资金面波动加剧；机构拥挤度偏高，长端吸引力弱化；曲线仍有陡峭空间，期货买短卖长套利策略性价比优。
- **商品：**稳增长阶段，基本面与宏观大周期易形成共振的低估值商品，表现将偏强。

策略建议： 风险管理策略+资产管理策略，见P4-6。

品种	3季度运行方向	3季度价格区间	核心研判逻辑	风险管理策略		资产管理策略		页码	
				期货	期权	期货	期权		
金融衍生品	股指	上涨	[3600, 4350]	1.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; 2.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; 3.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; 4.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。	公募、私募等权益型多头机构投资者 买入保值	卖出浅虚值看涨期权 IO2308C4000	期货单边多头	-	P18-25
	国债	-	-	1.经济复苏趋势明确,但强度存不确定性; 2.货币政策收紧概率较低,但结构性政策仍是发力重点; 3.长端多头赔率不断下降,曲线策略性价比较优。	利率多头机构 卖出保值	-	期货套利: 买2年期国债+ 卖10年期国债	-	P26-31
有色金属	铜	震荡	[62000, 72000]	1.电力及地产竣工端投资向上支撑传统需求;新能源需求保持增长; 2.矿端供给宽松,冶炼企业检修较少,精铜供应平稳; 3.冶炼企业利润尚可,加工企业开工率持续向上,但仍处偏低水平。	下游加工企业(如铜箔制造企业) 买入保值	-	-	-	P32-36
	铝	震荡	[17500, 20000]	1.地产竣工端延续增长,光伏、汽车等新能源需求维持增长; 2.水电短缺问题抑制企业复产意愿,且新增产能较少; 3.库存仍处于绝对低位。	下游加工制造企业 买入保值	卖出跨式组合 卖出AL2308C17900 卖出AL2308P17900	期货单边多头	-	P37-41
	镍	震荡下行	[145000, 180000]	1.印尼镍铁产能持续扩张,中间品新增产能逐步兑现; 2.上期所电积镍品牌成功注册,二级镍过剩向交割镍的传导更加流畅; 3.需求提振幅度有限。	上游冶炼企业 卖出保值	-	期货单边空头	-	P42-47
	碳酸锂	震荡下行	-	1.终端电车市场进入成熟发展阶段,增量渗透率提升有限; 2.上游产能投放持续进行,供需格局转向宽松。	上游开采及锂盐冶炼企业 卖出保值	-	-	-	P48-52
新能源	工业硅	震荡	[13000, 14500]	1.三季度西南丰水期工业硅开工率抬升; 2.成本端对工业硅价格上行驱动不足。	-	-	-	-	P53-57

品种	3季度运行方向	3季度价格区间	核心研判逻辑	风险管理策略		资产管理策略			
				期货	期权	期货	期权		
能源化工	PTA	偏弱震荡	[5000, 6000]	1.三季度PTA扩产速度总体高于聚酯。	-	-	-	-	P58-63
	PP	震荡上行	[6800, 7800]	1. 低利润导致生产企业被动减产; 2. 建材需求逐步回暖, 8月需求全面回升后有望助力上涨; 3. 高库存继续限制上涨高度并拖累反弹节奏。	下游加工企业 买入保值	-	期货单边多头	-	P64-70
	L	上行	[7600, 8600]	1. 无新增产能投放, 8月集中检修结束, 产量显著增加; 2. 需求进入旺季, 煤炭和原油价格再度上涨。	下游加工企业 买入保值	-	期货单边多头	-	
	PVC	上行	[5600, 6400]	1. 新增产能持续投放, 7月集中检修结束, 产量达到历史新高; 2. 需求进入旺季, 煤炭和原油价格再度上涨。	下游加工企业 买入保值	卖出虚值看跌期权 V2309-P-5800	期货单边多头	-	
	甲醇	上行	[2000, 2500]	1. 低利润导致生产企业被动减产; 2. 煤价再度上涨, 同时缺气和限电炒作出现。	下游加工企业 买入保值	-	期货单边多头	-	
	橡胶	震荡上行	[12800, 15000]	1.消费刺激加码推动车市增长; 2.气候问题导致原料减产。	下游轮胎及制品企业 买入保值	买入虚值看涨期权 RU2309C13500	期货单边多头	-	
黑色金属	螺纹钢	震荡	[3200, 4000]	1.稳增长政策加码, 库存周期切换, 基建3季度发力, 制造业中下游或有弱补库需求; 2.粗钢产量管控政策, 粗钢供需总量矛盾不突出; 3.钢材消费结构大幅改变, 铁水分配机制下, 品种钢供需矛盾有限; 4.考虑到钢铁产能的生产弹性, 以及宏观周期力量强度有限, 3季度螺纹/热卷大概率区间运行。	下游买入保值	-	-	-	P76-88
	热卷	震荡	[3300, 4100]		下游买入保值	-	-	-	
	铁矿石	震荡	[650, 950]	铁矿对废钢替代需求或保持韧性, 下半年铁矿供需过剩幅度小于2季度预期, 港口进口矿累库偏慢, 且不排除主流矿下半年冲量不及预期的可能, 矿山成本线支撑依然有效, 下半年铁矿仍适合逢低试多。	钢厂买入保值	-	期货单边多头	-	

品种		3季度运行方向	3季度价格区间	核心研判逻辑	风险管理策略		资产管理策略		
					期货	期权	期货	期权	
黑色金属	纯碱	震荡	[1300, 1600]	1.2023年产能大投放，纯碱过剩趋势较为确定，但是淡季检修阶段性对冲新增产能影响，纯碱大幅累库将发生在9月及之后； 2.迎峰度夏期间，燃料价格存在阶段性支撑，成本支撑暂时有效。	上游纯碱厂 卖出保值	-	-	-	P89-98
	玻璃	震荡	[1400, 1900]	1.地产竣工周期继续拉动玻璃需求，但行业盈利较好，浮法玻璃复产超预期，下半年浮法玻璃供需增速差继续收窄； 2.产业链库存低位运行，或有阶段性补库需求待释放； 3.四季度燃料及纯碱过剩压力将显现，玻璃成本重心或有下移风险。	上游玻璃厂 卖出保值	-	-	-	
经济作物	棉花	震荡上行	[16000, 18000]	1.面积、单产预期同时下降，新年度国内棉花减产； 2.三季度天气关键期升水对价格扰动放大。	下游纺织企业 买入保值	买入看涨牛市价差 买入CF309C17200 卖出CF309P17800	期货单边多头	-	P99-103

宏观

周期与资产映射

经济周期：

- 稳增长政策加码
- 名义库存周期边际改善
- 海外经济增速放缓，外需退坡影响持续

库存周期：

- 名义库存周期边际改善
- 中下游多数行业名义库存增速已降至低位
- 工业企业盈利弱，实物库存去化相对偏慢
- 海外仍处于去库阶段

金融周期：

- 央行重启降息
- 财政发力提速
- 关键在于居民融资需求能否好转

- 国内经济增速于2季度再次探底，随着稳增长政策加码的大方向明确，以及库存周期切换，经济有望底部企稳，并再次进入复苏周期。
- 虽然美国房地产投资回暖，消费与就业保持韧性，市场对美国经济“软着陆”的预期升温，但3季度其经济增速放缓的方向仍未改变。

经济周期	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												衰退												复苏			过热						滞涨						衰退																					
美国	过热						滞涨						过热			衰退						滞涨						衰退																																
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	衰退			复苏			过热			滞涨			衰退						复苏						衰退		复苏	过热																																
美国	衰退			复苏			过热						滞涨			衰退						滞涨		过热																																				
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	过热			衰退						滞涨			过热						滞涨			衰退																																						
美国	过热						衰退						滞涨			过热			衰退																																									
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	衰退						复苏						过热	滞涨						衰退						复苏		衰退	复苏																															
美国	衰退						复苏			过热						滞涨			衰退																																									

周期划分：采用经济指标（PMI，12个月移动平均），通胀指标（CPI与PPI波动率加权，12个月移动平均）；

(1) 衰退：经济指标下行，通胀指标下行；(2) 复苏：经济指标上行，通胀指标下行；(3) 过热：经济指标上行，通胀指标上行；(4) 滞涨：经济指标下行，通胀指标上行。

可惜

库存周期：名义库存周期已逐步改善

- 从名义指标看，2季度中国库存周期已切换至被动去库阶段，有望于4季度逐步启动新一轮补库周期。
- 美国库存周期仍处于主动去库阶段，预计将于2024年1季度启动新一轮库存周期。

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				被动去库																																							

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。

库存周期：中下游多数行业名义库存增速已降至历史低位

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%

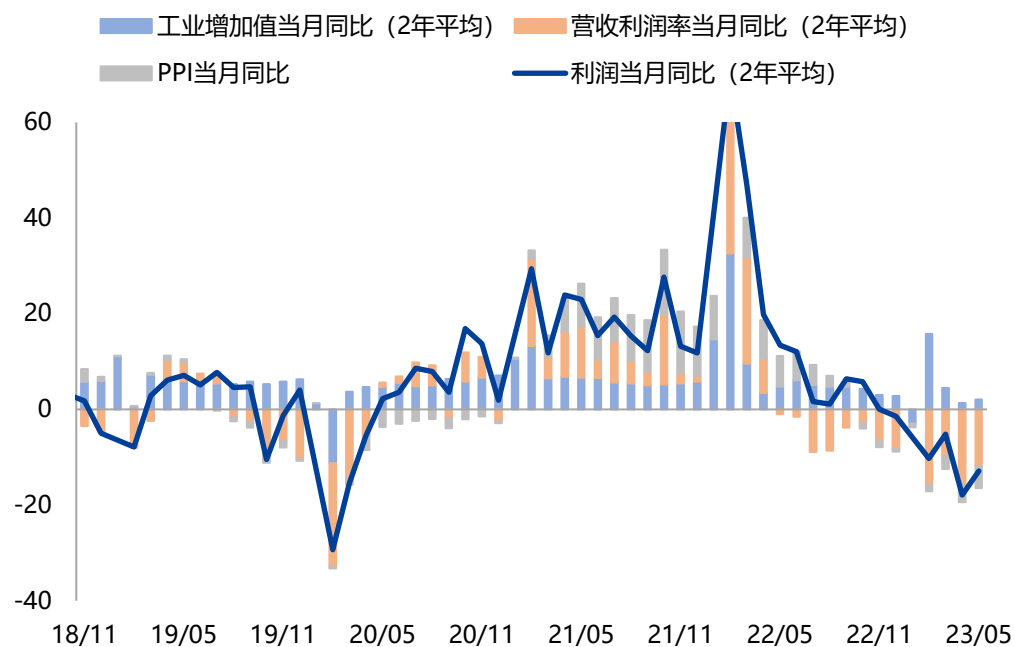
主动去库 (行业/分位数)		工业增加值	PPI	库存增速	利润增速
上游采矿	煤炭开采	21.5%	8.6%	65.4%	26.9%
	油气开采	61.8%	21.3%	11.8%	29.0%
	有色采矿	1.6%	37.6%	21.3%	38.4%
下游设备制造	运输设备	70.4%	42.4%	36.0%	88.8%
下游消费制造	农副食品	6.8%	18.3%	34.2%	0.5%
中游原材料	木制品	4.7%	5.6%	30.1%	9.2%
	造纸	4.7%	6.1%	17.1%	0.9%
其他	废旧资源	60.8%	1.8%	85.6%	0.8%

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%

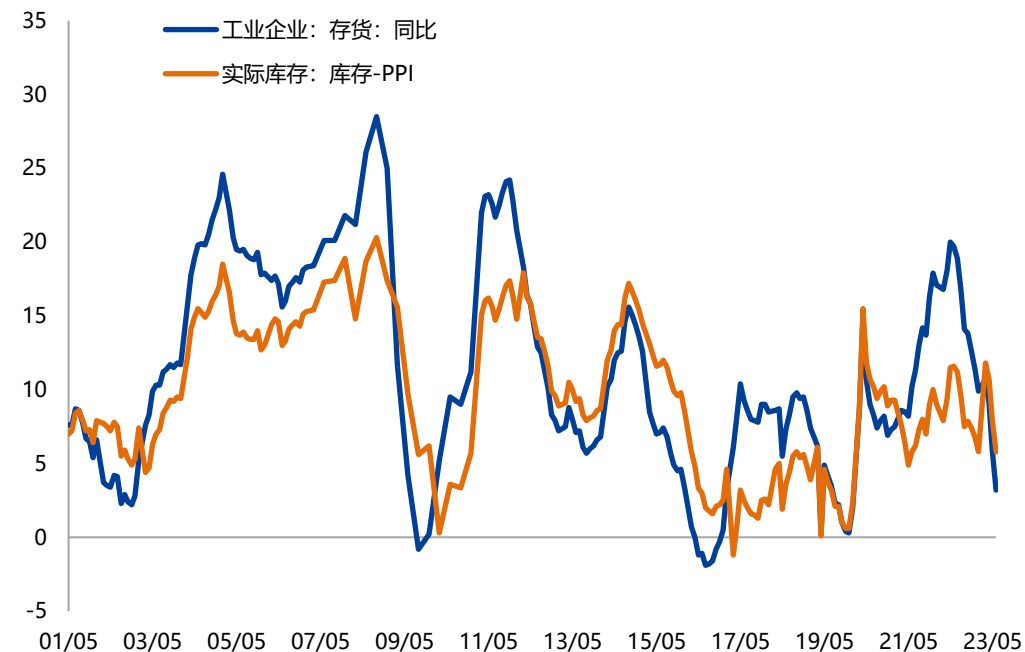
被动去库 (行业/分位数)		工业增加值	PPI	库存增速	利润增速
上游采矿	非金属采矿	2.1%	42.6%	15.6%	24.6%
	黑色采矿	24.1%	18.3%	29.4%	10.9%
下游设备制造	电气机械	67.5%	38.6%	20.9%	77.7%
	电子设备	5.8%	47.2%	8.8%	4.0%
	通用设备	22.5%	33.0%	4.6%	63.3%
	仪器仪表	30.9%	92.0%	59.2%	79.2%
下游消费制造	纺织服装	12.0%	52.8%	0.8%	12.8%
	家具	5.2%	15.7%	1.9%	7.6%
	汽车	88.0%	6.8%	53.6%	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%

□ 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，关键在于企业盈利修复缓慢。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，指向内需不足以及价格转负的拖累，低利率将制约工业企业启动补库周期的意愿。同时，剔除价格影响的实际库存增速仍高于名义库存增速，或导致库存周期整体切换节奏偏慢。因此，国内宏观政策端加码仍有其必要性，通过宽货币降低工业企业经营成本，通过宽财政和宽信用刺激需求启动。

工业企业利润的“量-价-利”拆分

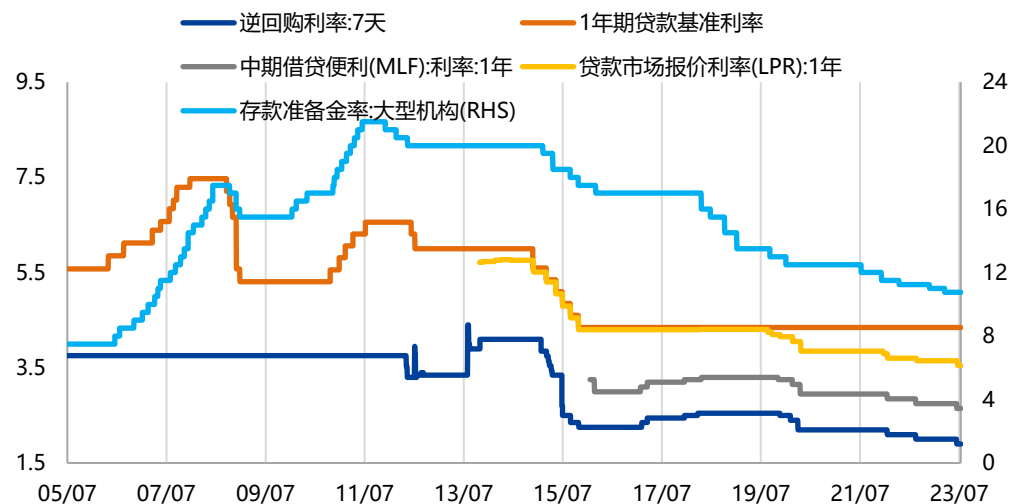


工业企业实际库存

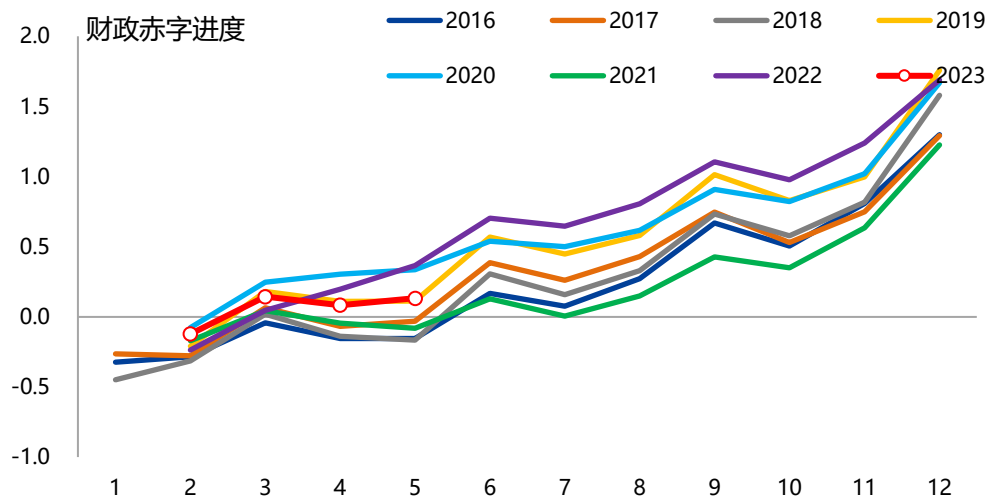


信用周期：央行启动降息，财政发力将提速

央行开启新一轮降息



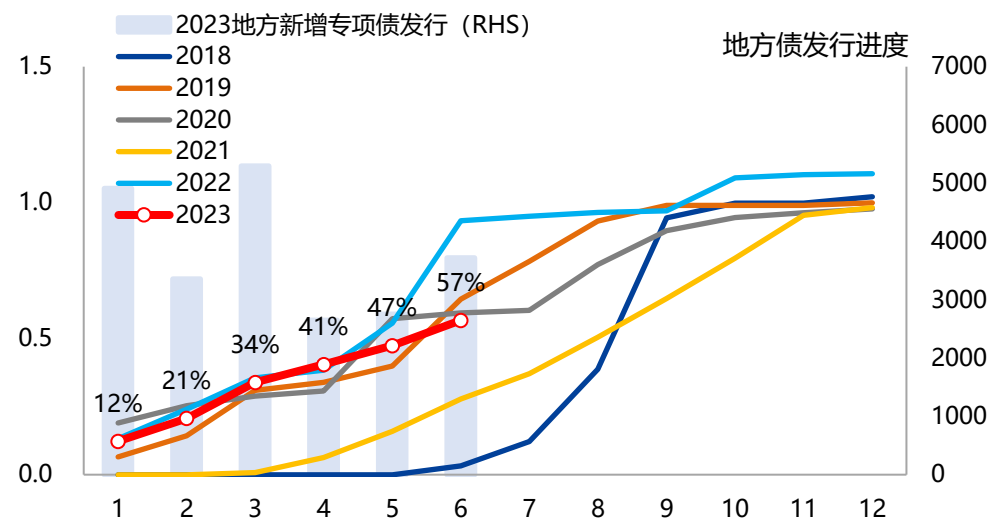
下半年政府公共预算支出有望提速



结构性货币政策加码

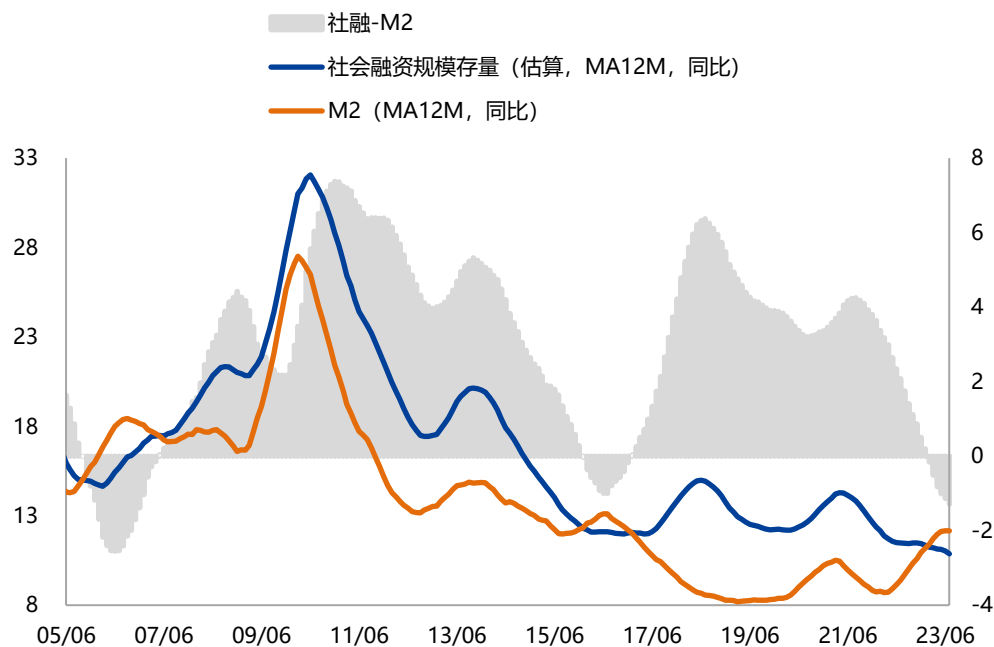
结构性工具名称	支持领域	发放对象	实施期	利率	额度 (亿元)	2023年Q1余额 (亿元)	2023年Q1使用进度
长期性工具	支农再贷款	涉农领域	农商行、农合行、农信社、村镇银行	2%	8000 (1)	5960	74.5%
	支小再贷款	小微企业、民营企业	城商行、农商行、农合行、村镇银行、民营银行	2%	17600 (1)	14331	81.4%
	再贴现	涉农、小微和民营企业	具有再贴现资格的银行业金融机构	2% (6个月)	7400 (1)	6061	81.9%
阶段性工具	普惠小微贷款支持工具	普惠小微企业	地方法人金融机构	2% (激励)	400	275	68.8%
	抵押补充贷款 (PSL)	棚户区改造、地下管网、重点水利工程、“走出去”	开发银行、农发行、进出口银行	2.40%	/	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	1.75%	8000	3994	49.9%
	支持煤炭清洁高效利用专项再贷款	煤炭清洁高效利用、煤炭开发和利用和储备	工农中建交、开发银行、进出口银行	1.75%	3000	1365	45.5%
	科技创新再贷款	科技创新企业	21家全国性金融机构	1.75%	4000	3200	80.0%
	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	1.75%	400	10	2.5%
	交通物流专项再贷款	道路货物运输经营者和中小微物流(含快递)企业	工农中建交、邮政、农发行	1.75%	1000	354	35.4%
	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	1.75%	2000	1105	55.3%
	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	1% (激励)	/	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	0.5% (激励)	/	0	
	民企债券融资支持工具	民营企业 (尤其民营企业)	专业机构	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	0%	2000	5	0.3%
	房企纾困专项再贷款	房企项目并购	5家全国性资产管理公司	1.75%	800	0	0.0%
	租赁住房贷款支持计划	试点城市收购存量住房	工农中建交、邮政、开发银行	1.75%	1000	0	0.0%
合计						68220	

三季度地方政府专项债发行将提速

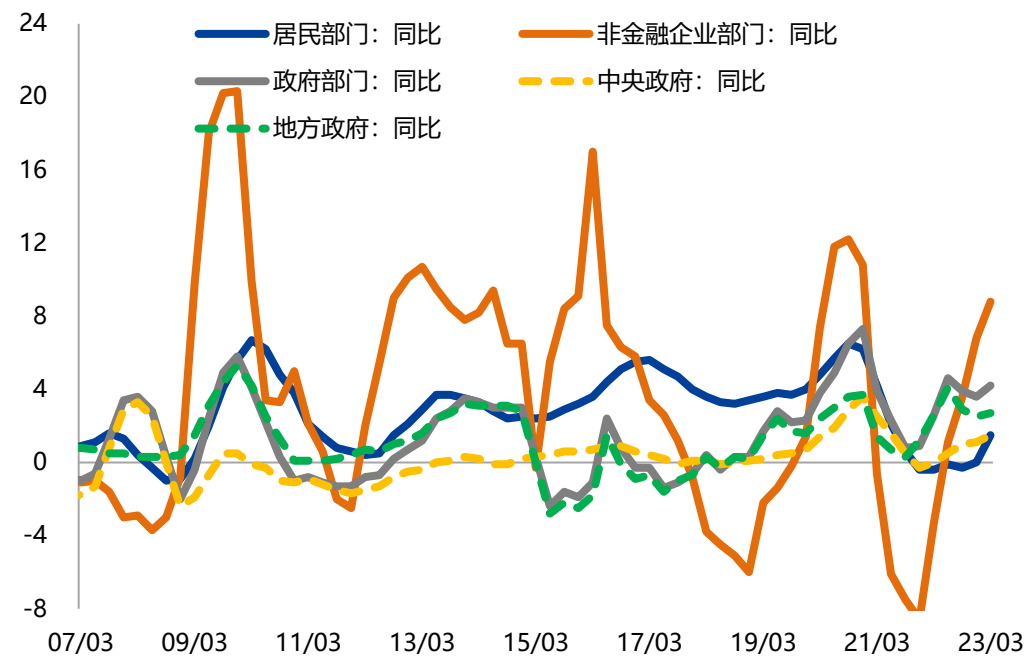


- 2季度居民、企业和地方政府部门都出现了阶段性的信用收缩。
- 进入3季度，我们认为随着宽货币政策推进，以及财政支出提速，政府部门有望重回扩张信用扩张阶段，如果居民和企业部门信用企稳，国内宽信用可期。
- 3季度宽信用效果，关键依然在居民部门融资需求能否出现持续性改善。

2季度信用阶段性收紧



三大部门杠杆率



- 2023年2季度国内经济复苏动能放缓，市场下调了对于我国2023年2季度至2024年的经济增长预期。
- 但我们认为2季度以来，随着国内稳增长政策加码大方向明确，经济出现底部企稳信号，信用周期出现重新扩张的可能性，3季度国内经济有望重回复苏阶段。

预测指标	实际值			2023年4月预测						2023年7月预测						
	23.Q1	23.Q1.E	较预期	23.Q2.E	23.Q3.E	23.Q4.E	24.Q1.E	24.Q2.E	24.Q3.E	23.Q2.E	23.Q3.E	23.Q4.E	24.Q1.E	24.Q2.E	24.Q3.E	24.Q4.E
经济活动																
实际GDP (季度环比%)	2.2	1.9	↑ 0.3	1.5	1.5	1.3	1.1	1.1	1.2	0.8	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
实际GDP (季度同比%)	4.5	3.4	↑ 1.1	7.3	4.9	5.8	5.2	5	4.9	7.4	5	5.4	4.4	4.8	4.9	4.8
固定资产投资 (同比%)	5.1	5.5	↓ -0.4	6.1	6	6.5	5.7	5.7	5.7	4	4.6	5.3	5	5.2	5	4.9
工业产值 (同比%)	3.9	2.7	↑ 1.2	7.1	5	6.2	5.5	4.6	4.4	4.6	4.5	5.1	4.3	4.5	4.5	4.5
零售销售额 (同比%)	4	3.6	↑ 0.4	12.2	6.8	11.3	5.8	5.6	5.5	11.3	6.3	10.5	6.5	6.8	5.6	5.4
价格指数																
CPI (同比%)	1.3	1.8	↓ -0.5	2	2.2	2.7	2.7	2.3	2	0.2	0.6	1.2	2	2.2	2	1.8
PPI (同比%)	-1.2	-1.1	↓ -0.1	-1.7	0.4	1.3	1.2	1	1.3	-4.1	-2.1	-1.4	-1	0.2	0.7	1.5
劳动力市场																
失业率 (%)		4.1		4.1	4.2	4.1	4.2	4.2	4.1	5.2	5.2	5.1	5.1	4.9	4.9	5
国际收支平衡																
经常账户 (占GDP%)	2.2	1	↑ 1.2	1.1	0.9	0.7	1	0.8	1.2	1.3	1.5	1.2	1	1	1.2	0.8
出口贸易 (同比%)	-6.1	-6.3	↑ 0.2	-5	-4	1.4	3	2.5	2.9	-2.9	-4.9	1	-2	2	2	2.3
进口贸易 (同比%)	-4.7	-6	↑ 1.3	-1.5	2	4	3.5	3	3.1	-5.2	-2.8	2	2	3	3	2.7
货币分类																
货币供应 (M2, 同比%)	11.7	11.7	→ 0	11.1	10.5	10.2	9.5	9.2	9.1	11.6	11.5	11	10.2	10	9.5	9.2
利率																
1年期最佳贷款 (%)	3.65	3.65	→ 0	4.3	4.3	4.3	4.25	4.25	4.25	3.55	4.3	4.3	4.25	4.25	4.25	
3个月利率 (%)	2.45	2.45	→ 0	2.61	2.66	2.5	2.25	2.22	2.27	2.17	3.45	3.45	3.45	3.45	3.45	3.45
2年期债券 (%)	2.38	2.38	→ 0	2.43	2.48	2.49	2.45	2.45	2.38	2.12	2.25	2.3	2.33	2.31	2.26	2.23
10年期债券 (%)	2.86	2.86	→ 0	2.99	3.04	3.06	3.05	3.07	3.07	2.64	2.81	2.83	2.88	2.87	2.91	2.88

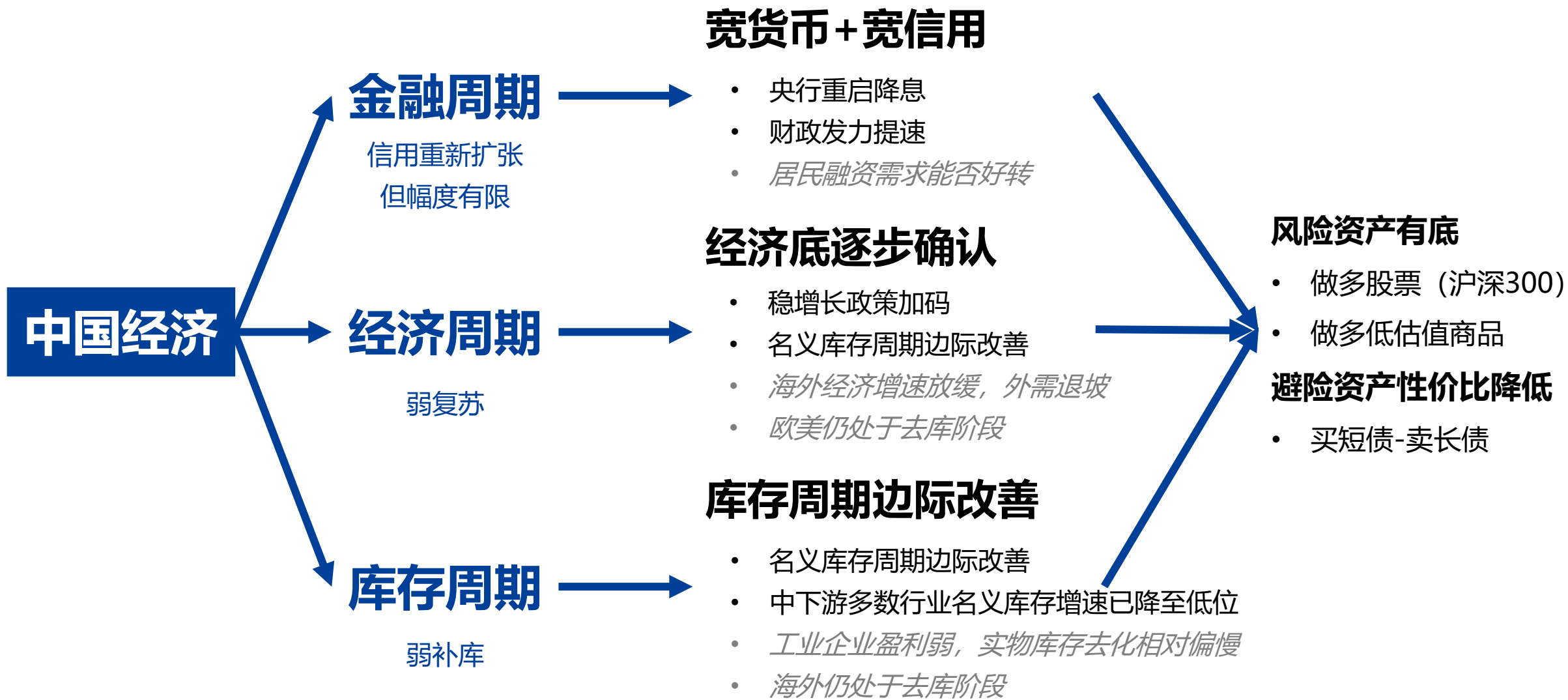
采用彭博一致性预测

- 2023年1季度美国经济韧性超预期，经济软着陆的概率上升，市场以及美联储纷纷上调了对于美国2023年2至4季度经济/就业数据的预测，下调了同期通胀数据预测，但对长期经济增长预期较悲观，相应下调对美国2024年经济数据的预测值。
- 在此情况下，2023年美联储降息的概率降低，年内或维持高利率。

预测指标	实际值					2023年4月预测						2023年7月预测						
	22.Q3	22.Q4	23.Q1	23.Q1.E	较预期	23.Q2.E	23.Q3.E	23.Q4.E	24.Q1.E	24.Q2.E	24.Q3.E	23.Q2.E	23.Q3.E	23.Q4.E	24.Q1.E	24.Q2.E	24.Q3.E	24.Q4.E
经济活动																		
实际GDP (同比%)	1.9	0.9	1.8	1.6	↑ 0.2	1.7	0.8	0.2	0.1	0.7	1.3	2	1.1	0.4	0.1	0.2	0.8	1.3
实际GDP (经季调季环比折年率)	3.2	2.6	2	1.3	↑ 0.7	0.2	-0.5	0.4	1	1.6	1.8	1.3	0	-0.5	0.7	1.3	1.7	1.9
消费支出 (经季调季环比折年率)	2.3	1	4.2	2.5	↑ 1.7	0.5	0	0.5	1	1.4	1.8	1.3	0.5	0.2	0.6	1.2	1.5	1.8
政府支出 (经季调季环比折年率)	3.7	3.8	5	2	↑ 3	1.1	1	1	1	0.9	1	1	1	0.8	0.9	0.9	0.9	1
私人投资 (经季调季环比折年率)	-9.6	4.5	-11.9	-2.6	↓ -9.3	-2.1	-2.3	-0.6	1.6	2.6	3.1	0.4	-1.6	-2	-0.5	2	2.7	3.1
出口 (经季调季环比折年率)	14.6	-3.7	7.8	3.7	↑ 4.1	-0.4	0.4	1.6	2	2.5	2.9	-3.4	0.1	0.7	2	2	2.6	3
进口 (经季调季环比折年率)	-7.3	-5.5	2	2	→ 0	-1.5	-0.6	0.1	1.8	2.5	3.4	1.3	-0.1	-0.5	1.5	2.1	2.3	3
工业产值 (同比%)	3.5	1.9	0.8	0.3	↑ 0.5	-1.1	-1.9	-1.6	-1	-0.3	0.6	0.1	-1	-0.8	-0.5	-0.5	0.7	1.2
价格指数																		
CPI (同比%)	8.3	7.1	5.8	5.9	↓ -0.1	4.3	3.7	3.3	3	2.7	2.5	4.1	3.5	3.2	2.8	2.7	2.6	2.4
PCE价指 (同比%)	6.3	5.7	4.9	5	↓ -0.1	3.9	3.6	3.4	2.8	2.5	2.3	3.8	3.5	3.3	2.9	2.7	2.5	2.3
核心PCE (同比%)	5	4.8	4.7	4.6	↑ 0.1	4.4	3.9	3.5	3	2.6	2.5	4.5	4.2	3.8	3.1	2.8	2.5	2.4
住房市场																		
新宅开工 (千, 经季调年率, 每月平均)			1350	1350	→ 0	1300	1267	1271	1286	1311	1356	1385	1342	1316	1332	1333	1395	1400
新宅销售(千, 经季调年率, 月均)			634	624	↑ 10	574	550	567	592	610	618	650	605	588	590	595	622	640
成屋销售(百万经季调年率, 月均)			4.2	4.2	→ 0	4.1	4	4.1	4.2	4.3	4.4	4.3	4.1	4.1	4.2	4.3	4.4	4.5
建筑许可(千, 经季调年率, 月均)			1440	1440	→ 0	1413	1393	1425	1448	1484	1488	1415	1405	1415	1438	1470	1488	1510
劳动力市场																		
失业率 (%)	3.6	3.6	3.5	3.5	→ 0	3.7	4	4.3	4.6	4.7	4.6	3.6	3.8	4.2	4.5	4.7	4.6	4.5
非农业就业人数 (千, 经季调, 每月变动)	423	284	333	328	↑ 5	79	-63	-85	4	75	100	251	50	-43	-14	21	60	100
平均时薪(同比%)	5.1	4.8	4.3	4.6	↓ -0.3	4.3	4.1	3.8	3.6	3.5	3.5	4.3	4	3.7	3.5	3.3	3.3	3.3
利率																		
央行利率 (%)	3.25	4.5	5	5	→ 0	5.25	5.2	5.05	4.65	4.15	3.75	5.25	5.45	5.35	5.1	4.7	4.25	3.9
2年期债券 (%)	4.28	4.43	4.03	4.03	→ 0	4.34	4.16	3.9	3.69	3.45	3.26	4.9	4.41	4.19	3.93	3.7	3.5	3.31
10年期债券 (%)	3.83	3.88	3.47	3.47	→ 0	3.65	3.58	3.47	3.4	3.33	3.27	3.84	3.63	3.53	3.46	3.42	3.38	3.31

- 通胀与经济同时保持韧性，导致本轮美联储加息退出面临进退两难的选择。
- 美联储最新议息会议纪要显示，3季度美联储还有1-2次加息，其中7月加息已成定局。随着美国6月通胀数据加速回落，市场对9月加息的预期明显降温。总体看，美国加息周期临近结束，紧缩节奏进一步放缓，但年内降息概率仍偏低。

序号	开始加息	最后一次加息	加息幅度	加息周期长度 (月)	退出加息	退出原因	降息间隔 (月)	降息时点	实际GDP环比折年率 (%)	CPI同比 (%)	季调失业率 (%)	工业生产同比 (%)	信贷市场未偿债务同比 (%)
1	1955/05/10	1957/09/10	200	28	1957/10/22	经济衰退	3	1957/11/12					
2	1958/09/09	1959/10/13	225	13	1960/04/12	经济衰退	9	1960/06/12					
3	1967/10/03	1969/05/27	200	20	1969/06/24	经济衰退信号 > 通胀担忧	18	1970/10/20					
4	1973/01/16	1974/05/21	350	16	1974/06/18	经济衰退信号 > 通胀担忧	7	1974/12/09					
5	1977/08/17	1981/06/17	875	47	1981/07/07	通胀回落, 失业率走高	6	1981/11/17					
6	1983/01/13	1984/08/21	300	20	1984/08/21	经济增长放缓	2	1984/10/02					
7	1987/02/11	1989/03/28	375	26	1989/05/16	通胀改善, 非农持续回落	3	1989/06/06					
8	1994/01/28	1995/02/01	300	12	1995/03/28	预防性因素	6	1995/07/06					
9	1999/05/18	2000/05/16	175	12	2000/06/27	经济衰退	8	2001/01/03					
10	2004/06/30	2006/06/29	425	24	2007/03/21	经济衰退	15	2007/09/18					
11	2015/12/16	2018/12/20	225	37	2019/01/30	预防性因素	8	2019/08/01					



金融衍生品

股指 IF

宏观面+中观面：

- 政策面积极、基本面改善，盈利端将提供核心驱涨动能

微观面：

- 悲观情绪将修正，低估值状态下、A股涨势弹性可观
- 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

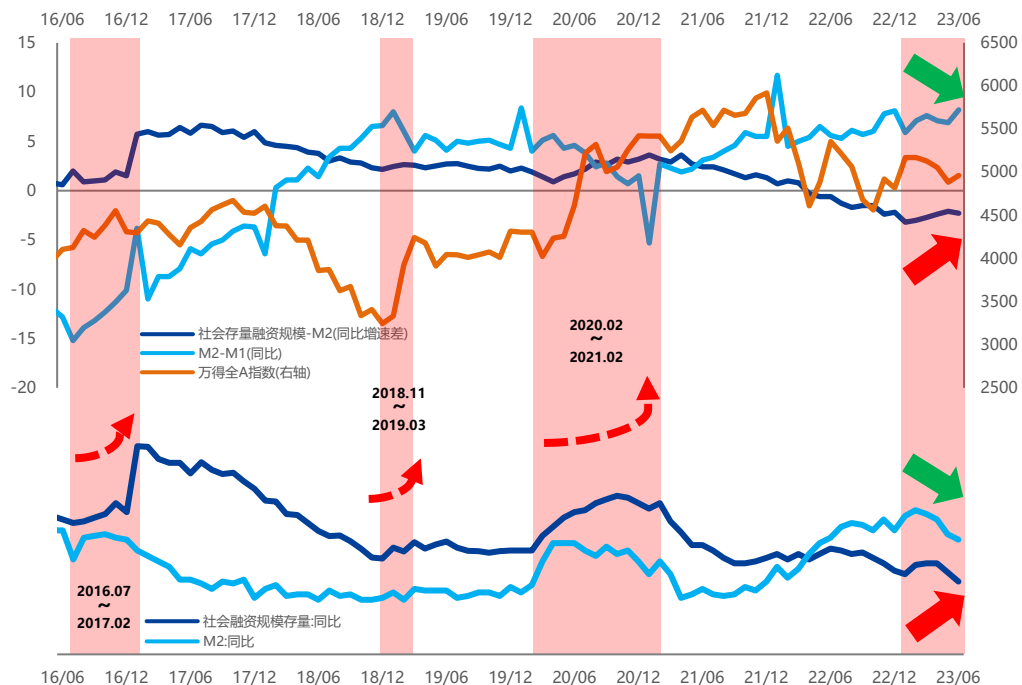
策略建议：

- 从业绩、估值及稳健性看，仍宜持有沪深300期指多头

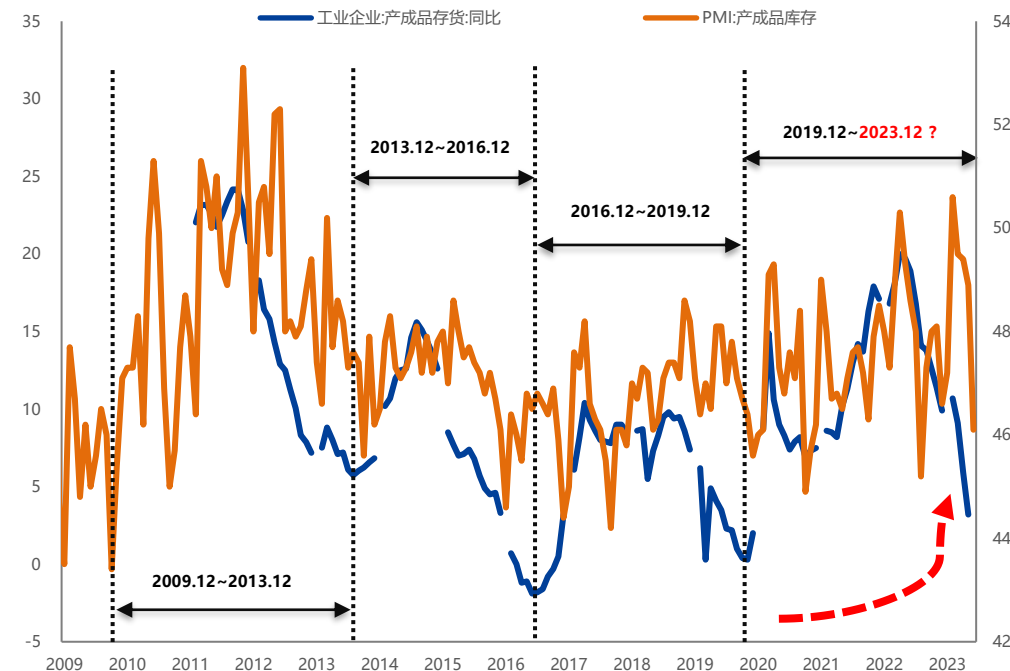
从国内最新信贷指标、库存指标，以及政策加码导向看，预计：（1）下半年“宽信用”将持续深化，表现为社融规模增速企稳向上，以及“M2-M1”剪刀差缩窄、“社融增速-M2”剪刀差走阔；（2）库存周期将进入上行阶段。按过往规律，“主动补库-被动补库-主动去库-被动去库”的完整周期一般持续3年左右。本轮自2019年12月启动，预计2023年底结束，对应下半年“被动去库”及“主动补库”阶段的来临。

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）

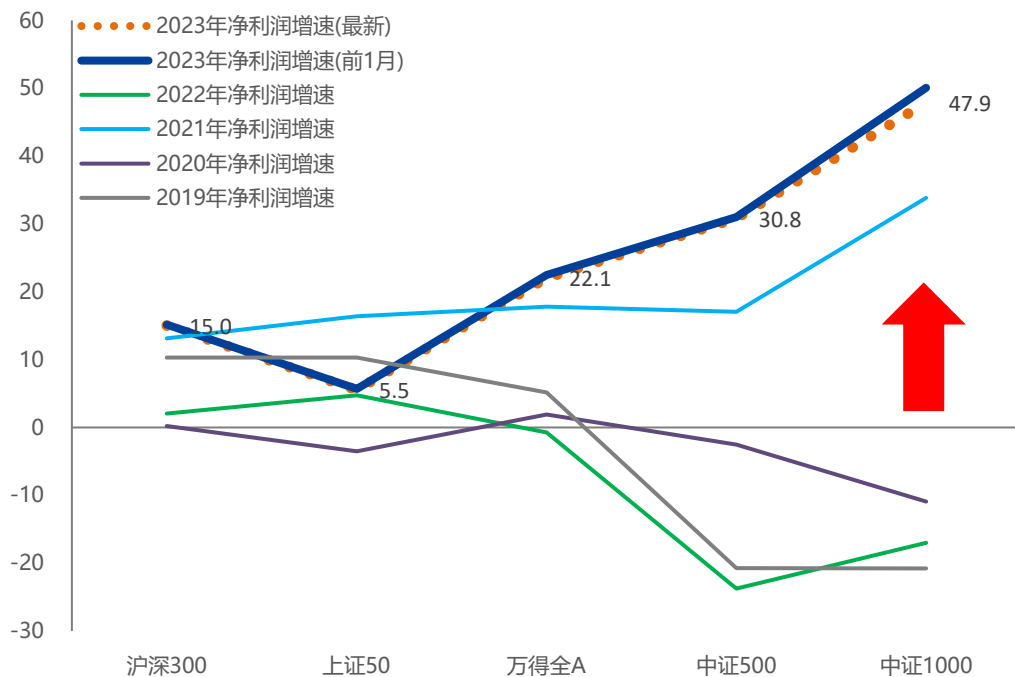


国内库存周期跟踪（截至2023年6月）



- 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，国泰君安证券）

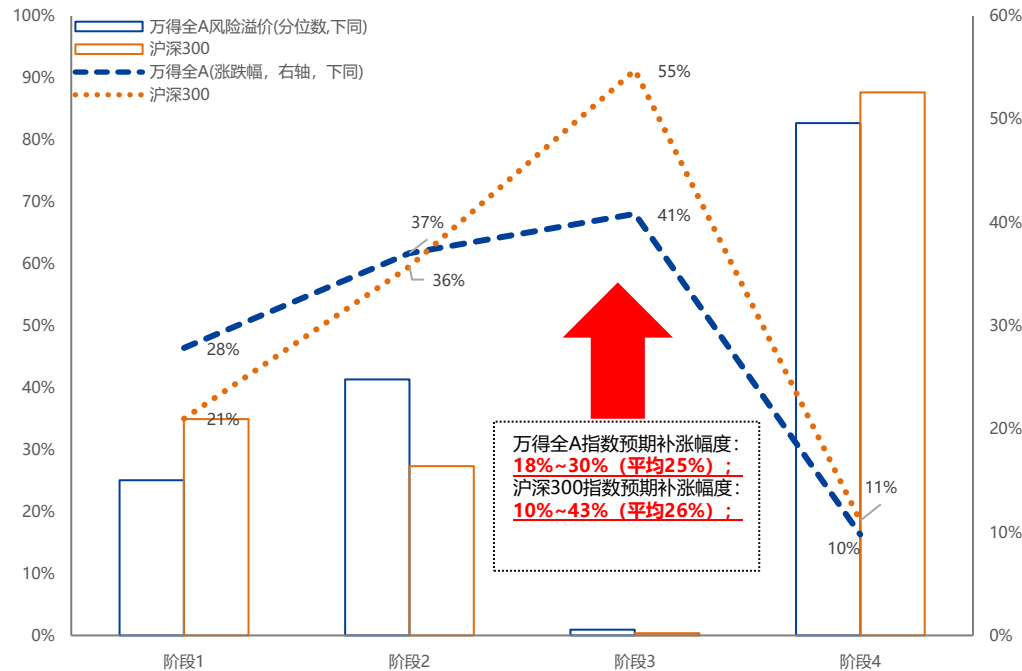
序号	2022年	2021年	2020年	2019年	2018年	2017年	2016年	2015年	2014年	2013年	2012年	2011年	2010年	胜率
1	2.7%	14.0%	1.7%	2.8%	2.9%	12.1%	0.7%	31.4%	10.9%	8.7%	-4.5%	-7.0%	19.1%	84.6%
2	2.1%	11.0%	6.0%	0.2%	-4.5%	11.7%	1.2%	-6.3%	12.0%	8.7%	-0.7%	-4.9%	22.0%	69.2%
3	2.2%	9.2%	5.3%	1.8%	-5.8%	5.8%	1.6%	-2.4%	10.6%	8.9%	-3.1%	-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%	-0.6%	-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)

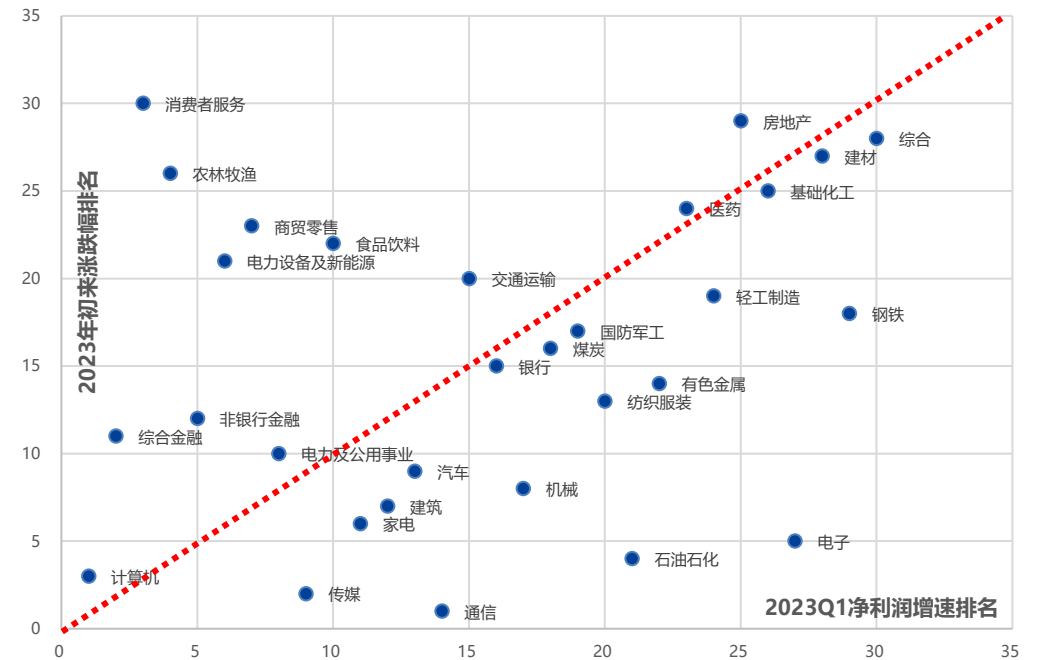
股指：悲观情绪将修正，低估值状态下、A股涨势弹性可观

- 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。

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）



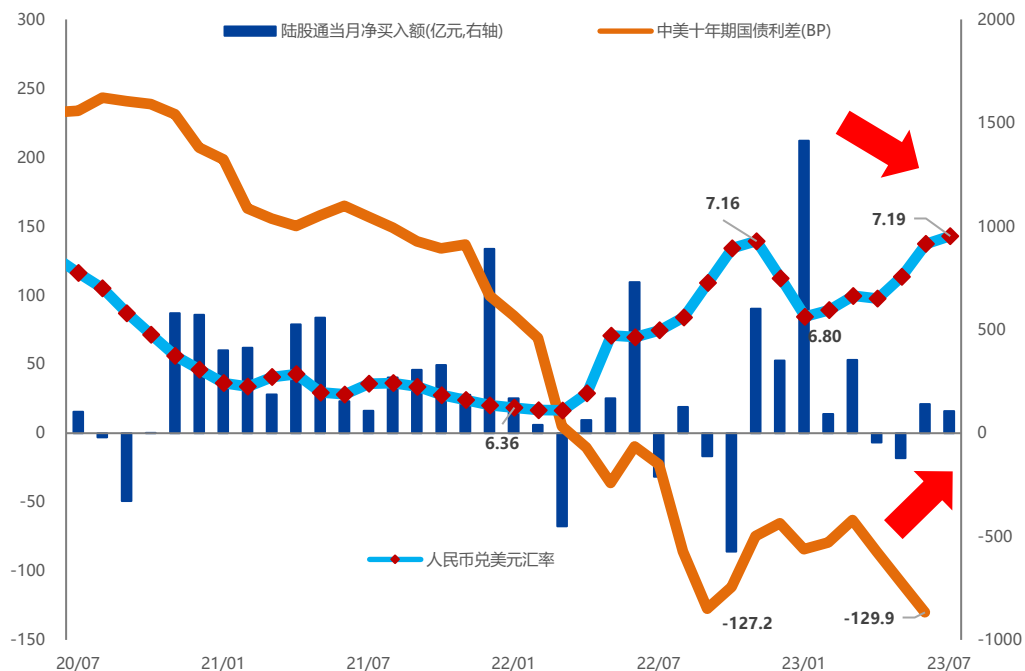
2023年初来A股利润增速、涨跌幅对比（中信一级行业，截至2023.7.14）



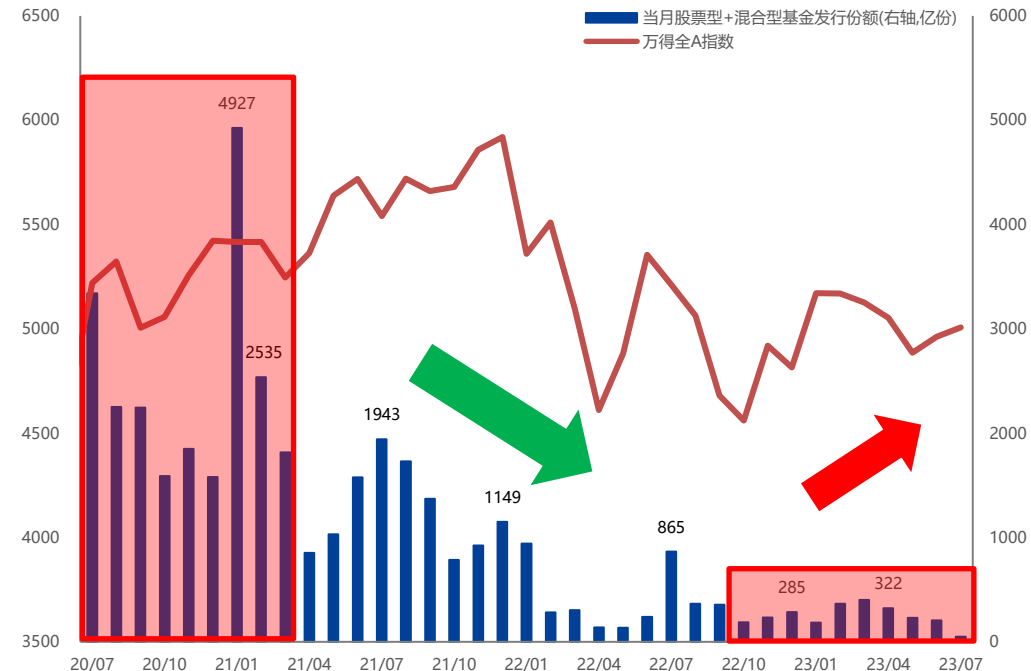
□ 随下半年国内经济复苏信号明朗并逐步增强、加息所致的衰退影响逐步显现，人民币资产及A股的吸引力将再度凸显，即以陆股通资金为代表的外资大概率将大规模入场。

□ 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2023.7.14)



公募股基募集情况、万得全A指数走势对比 (截至2023.7.14)



股指：从业绩、估值及稳健性看，仍宜持有沪深300期指多头

- 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。
- 按相关配置模型，沪深300指数配置价值相对占优；再结合风格兼容性、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%	13.2%	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%	18.9%	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%	13.3%	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%	32.9%	34.6%	15.9	0.73	4.1	0.0	1.9	1.9	1.9
半导体	35157	16.5%	20.7%	15.9%	43.7%	7.8	0.30	4.3	3.0	5.4	3.6	3.8
证券II	31399	19.2%	21.4%	38.2%	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%	34.7%	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%	16.0%	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%	31.7%	34.0%	10.5	0.95	0.6	0.0	2.6	2.8	1.9
电源设备	22812	35.2%	40.8%	37.6%	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%	38.4%	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%	36.3%	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%	17.8%	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%	32.5%	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%	39.0%	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%	37.1%	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

□ 综上所述，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。

金融衍生品

国债 T-TS

宏观面：

- 经济复苏趋势较为明确
- 但修复力度存在不确定性

货币政策：

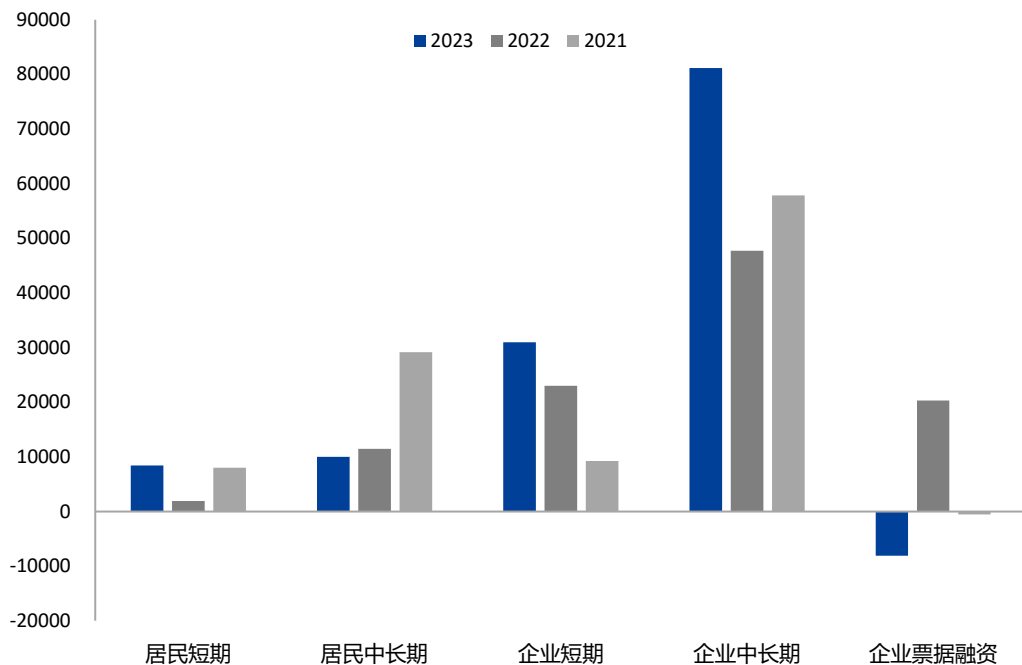
- 货币政策总量收紧概率极低
- 但发力重点仍将是结构性货币政策

市场结构：

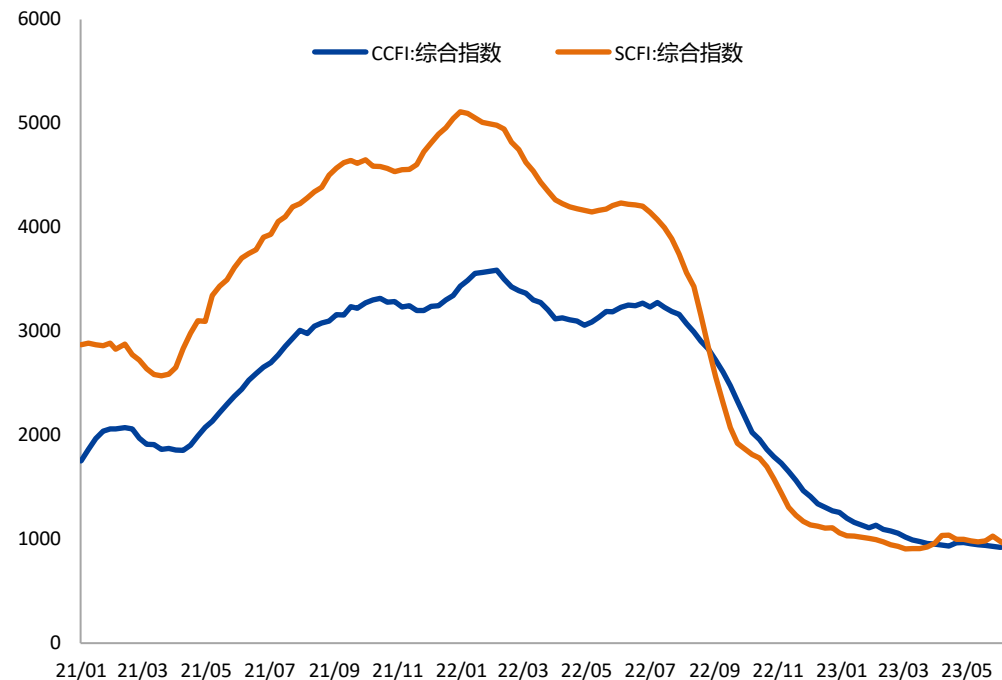
- 流动性总量充裕，但波动加大
- 长端利率对“弱复苏”已充分定价，机构交易拥挤度抬升
- 短端仍有博弈空间，做陡曲线安全边际较优

- 在政策鼓励下，上半年信贷持续保持高增长态势，实体部门融资需求抬升。在低利率的环境下，居民和企业的融资意愿仍有望继续修复。
- 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，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。

1-5月信贷投放保持增长态势

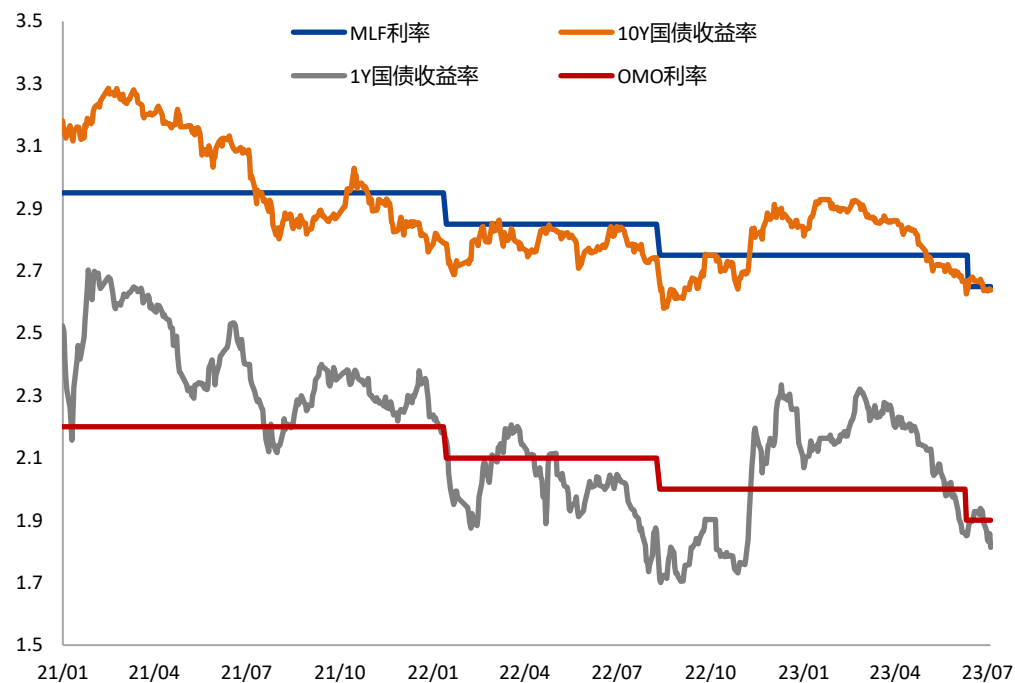


部分指标存见底迹象

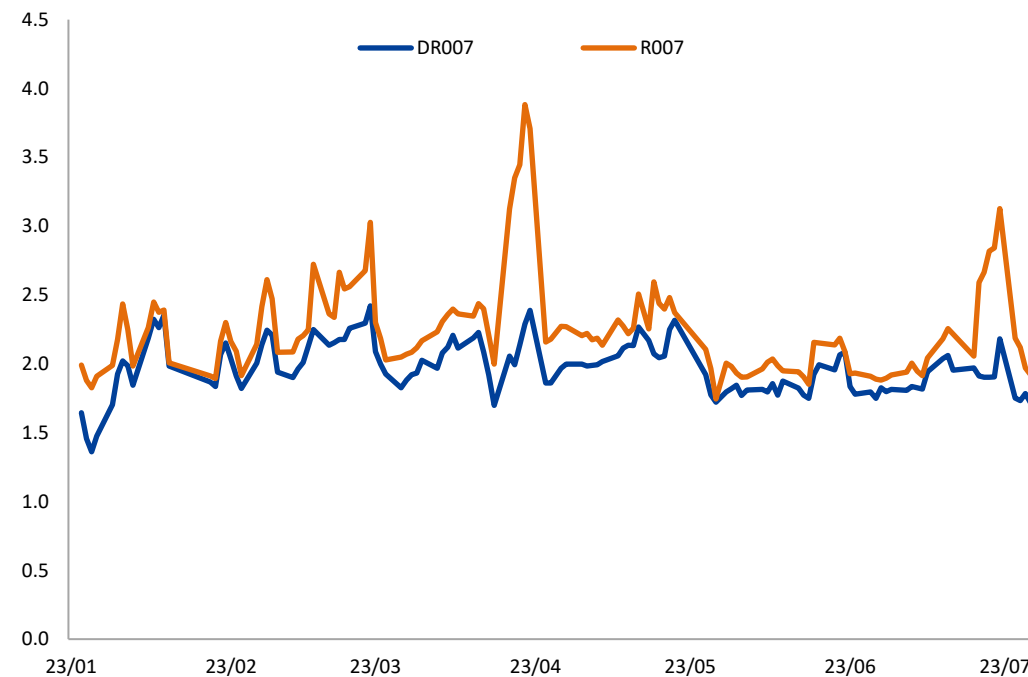


- 在经济修复过程中，流动性保持宽松存在必要性，但修复过程中结构性问题有所凸显，结构性货币政策工具的定向支持仍将是发力重点。
- 市场利率围绕政策利率波动仍将是核心原则，但在跨月跨季的节点下，资金面波动明显放大，下半年阶段性的流动性缺口仍会出现，造成资金波动加大。

市场利率仍将围绕政策利率



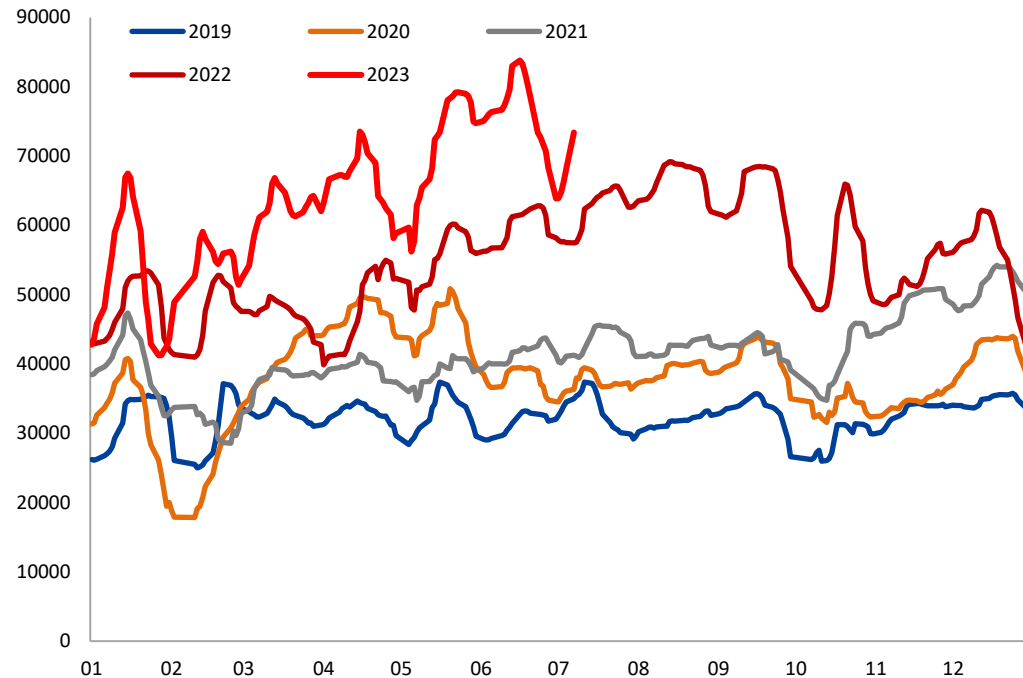
资金波动较大



国债：机构拥挤度偏高，长端吸引力弱化

- 从机构行为来看，目前从久期维度、信用下沉维度、杠杆维度和期限利差的维度来看，均处于拥挤或较拥挤状态，长端利率吸引力正在弱化。
- 从历史情况来看，震荡区间的突破主要依赖于两个路径：1.经济数据走向统一；2.超预期事件发生。在目前5%的经济目标下，超强度的政策发力概率或偏低，因此下半年利率大幅向下的动能偏低。

质押回购显示债市杠杆率处高位

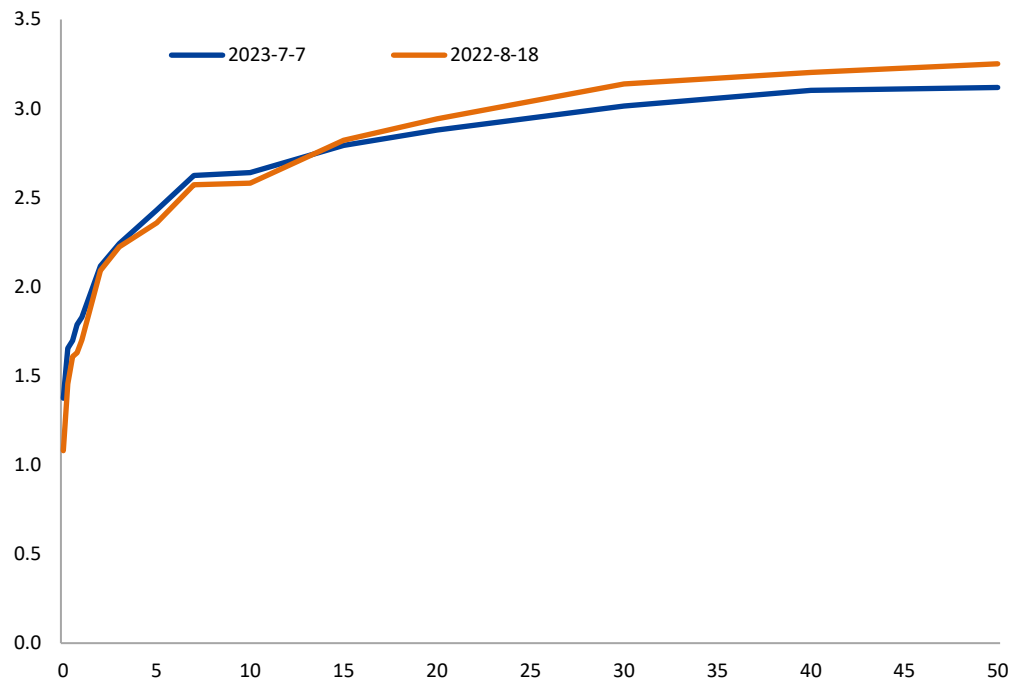


震荡区间突破及原因

窄幅震荡时间区间	震荡前趋势	震荡时10Y国债利率区间(%)	震荡突破原因	突破后10Y国债利率区间(%)	突破后趋势
15年3月-7月	下行	3.35-3.7	基本面数据走弱+股灾	2.8-3.7	下行
16年1月-6月	下行	2.64-3.02	金融严监管+紧货币预期	2.64-3.37	上行
17年6月-9月	上行	3.49-3.66	严监管政策、紧货币政策+基本面优于预期	3.49-3.99	上行
19年1月-3月	下行	3.06-3.21	金融、经济数据走向统一+中美贸易摩擦	3-3.43	上行
22年1月-6月	下行	2.68-2.85	地产断供事件+超预期降息	2.58-2.92	先下后上

- 从曲线结构来看，目前仍呈现偏平坦化的结构，与去年资金较为宽松的8月相比，曲线存在进一步陡峭空间。
- 期货做空具有更为便捷的优势，从估值的角度来看，TS-T和TS-TF合约跨品种策略所处分位仍偏低，存在向上空间。此外30Y超长期国债5Y和10Y的中长期国债利差偏低，T-TL和TF-TL策略也存在参与机会。

曲线结构仍呈现平坦化



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	-	-	-	-

- 综上所述，在复苏节奏存不确定性、货币政策中性偏宽松的基调下，利率三季度上行风险不大，但波动风险可能加大。
- 长端利率在上半年已经对“弱复苏”充分定价，单边多头性价比不高；而短端利率仍存在博弈空间，且从估值的角度来看曲线仍存变陡空间，可参与期货跨品种价差套利策略。

有色金属

电解铜

终端需求:

- 地产竣工延续乐观带动家电消费
- 电力需求保持增长
- 光伏、风电等新能源继续向上

电解铜供给:

- 全球铜矿产量保持增长，矿端供给宽松
- 冶炼企业计划检修较少，精铜产量稳定

产业利润:

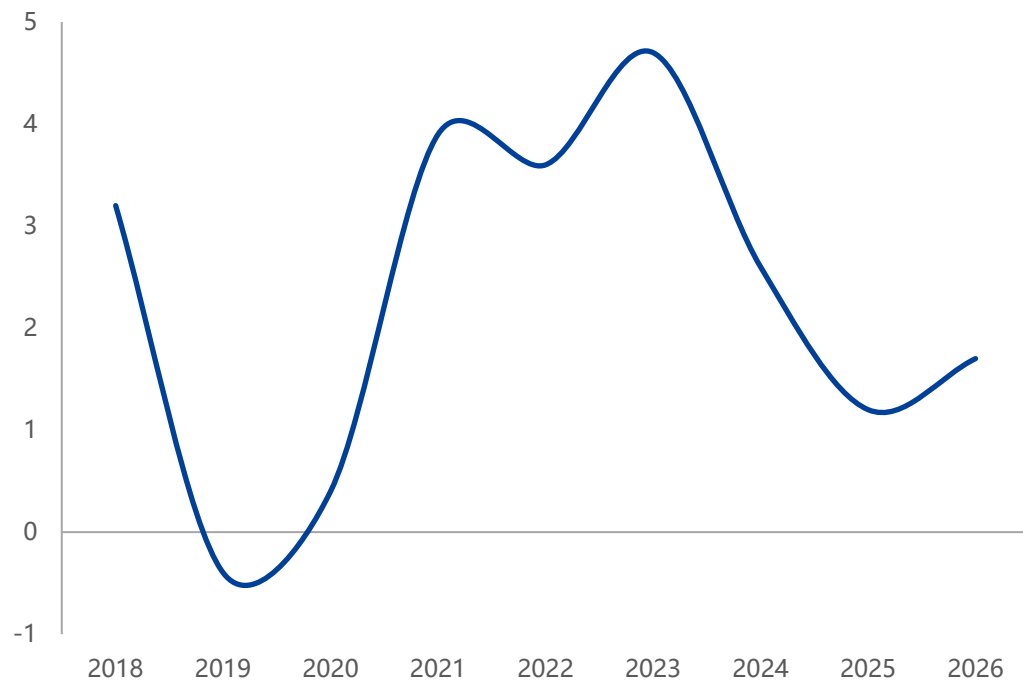
- 冶炼企业利润尚可，加工企业开工率持续向上，但仍处偏低水平

海外铜矿供给长期存在扰动，但短期供给仍较为充裕；国内下半年冶炼企业检修较少，叠加利润尚可，精铜供给整体稳定。需求方面，目前稳增长预期仍存，但强度存在不确定性，铜下游需求与基建、新能源相关度较高，因此仍存在增长空间。从国内产消来看，仍存在缺口，进口弥补存在必要性。

国内铜供需平衡表												
时间	2023-03	2023-04	2023-05	2023-06	2023-07	2023-08	2023-09	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2023
产量(万吨)	97	94	96	94	95	94	95	275	284	284	290	1133
抛储量	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
进口量(万吨)	24	24	28	28	28	28	28	75	80	84	85	324
出口量(万吨)	5	3	2	2	2	2	2	10	7	6	6	29
国内消费量(万吨)	127	112	125	122	114	124	128	328	359	366	372	1425
供需平衡(万吨)	-10.88	4.07	-3.37	-1.90	7.10	-4.18	-7.08	11.73	-1.21	-4.16	-2.75	3.61
产量同比变化	12.28%	7.61%	11.23%	6.75%	6.75%	6.75%	6.75%	4.92%	8.51%	6.75%	8.39%	7.15%
消费量同比变化	4.25%	-1.15%	10.57%	2.79%	3.19%	3.29%	3.29%	-2.47%	4.05%	3.26%	3.29%	2.08%

- 根据海外机构数据、铜矿企业资本开支以及定期报告来看，目前矿端供给增速仍将进一步抬升，今年下半年供给将较为充裕。
- 从冶炼端来看，今年下半年冶炼企业检修较少，且多集中在9月，对产量的影响预计在6万吨左右，因此下半年国内精铜供给预计较为稳定。

全球铜矿增速尚未见顶



下半年检修较少

2023年下半年检修计划							
公司名称	粗炼产能 (万吨)	精炼产能 (万吨)	开始时间	结束时间	检修环节	备注	预估影响精铜产量 (万吨)
赤峰富邦铜业有限责任公司	10	0	23年7月	23年8月	粗炼	20天左右	0
安徽友进冠华新材料科技股份有限公司	10	0	23年9月	23年9月	粗炼	30天	0
包头华鼎铜业发展有限公司	10	3	23年9月	23年9月	粗炼	15天	0
铜陵金冠(双闪)	48	40	23年9月	23年9月	粗炼	15天	0.5
金隆铜业有限公司	32	45	23年9月	23年10月	粗炼	28天	2
浙江江铜富冶和鼎铜业有限公司	15(老线)	15(老线)	23年9月	23年10月	粗炼	35天	1
赤峰金通铜业有限公司	30	25	23年9月	23年9月	粗炼	30天	2
豫光金铅	10	15	23年10月	23年10月	粗炼	25天	0.8
合计	165	143					6.3

沪铜：下游开工表现一般，终端需求乐观程度存分歧

从下游开工情况来看，多数板块开工率都在出现明显回升，但与历史同期相比，多数仍处于相对低位。目前市场对于终端需求改善存在预期，但乐观程度仍存在不确定性。

	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
铜管开工率(%)												
2019					89.74	85.45	74.61	73.71	77.68	76.55	79.36	80.77
2020	57.22	40.51	67.2	80.7	82.24	83.71	84.86	83.65	84.71	84.9	84.95	83.45
2021	82.15	80.1	81.2	82.3	83.35	86.7	84.3	81.87	75.87	81.2	85.03	80.7
2022	76.23	60	68.01	64	77.23	49.56	47.2	54.8	62.61	54.74	58.64	56.8
2023	49.29	55.73	62.76	60.82	64.31							
铜棒开工率(%)												
2018	62.2	54.5	63.5	68.7	66.23	74	71.9	71.15	71.93	69.79	67.84	67.84
2019	64.72	50.43	62.06	65.19	70.03	65.5	67.67	69.24	70.99	71.42	69.43	70.67
2020	52.37	27.56	60.35	57.94	60.87	60.33	58.98	58.29	59.29	60	60.02	59.72
2021	54.42	52.25	52.25	65.6	68.49	66.3	61	65.1	67.63	58.9	58.9	58.8
2022	44.8	50.43	69	66	71	60	57	56	57.72	53.89	55.38	51.54
2023	23.81	54.69	60.94	56.9	58.54							
铜板带开工率(%)												
2018	71.2	65.5	74.6	74	73.2	71.3	71	69.2	69.2	68.5	66.7	69
2019	67.5	47.9	78.7	74.3	71.2	69.4	71.07	72.78	74.11	75.29	75.85	75.43
2020	55.36	37.54	74.92	76.68	71.29	67.57	66.88	70.31	73.73	75.83	76.89	78.86
2021	74.31	55.7	79.64	79.79	77.52	76.58	75.22	76.26	78.1	73.68	79.32	77.75
2022	70.94	57.43	69.14	73	74.62	75.22	76.46	73.97	75.71	75.9	73.72	71.8
2023	52.01	72.33	73.08	71.85	73.72	72.5						
铜杆开工率(%)												
2020					57.34	63.89	73.18	69.08	70.3	69.42	71.43	68.17
2021	67.3	24.56	66.63	67.47	62.37	61.51	57.22	56.45	49.81	55.94	56.44	51.9
2022	41.24	32.03	46.17	50.03	48.79	45.52	36.65	37.26	37.25	38.75	40.79	37.36
2023	18.83	48.31	48.37	48.67	40.19							

□ 全球经济深度衰退概率较低，宏观拖累进一步减缓，而供需面预计将维持平衡，铜价预计将维持在62000-72000之间震荡运行，终端需求表现一般环节或加工利润偏低的企业，如铜箔企业对于原料采购价格存风险管理必要性。

有色金属

电解铝

终端需求:

- 竣工端将延续增加
- 光伏、汽车等新能源需求维持增长

电解铝供给:

- 下半年新增产能较少, 复产节奏偏慢
- 西南地区水电短缺四季度问题或再现

成本结构:

- 原料成本持续向下, 全行业盈利

库存结构:

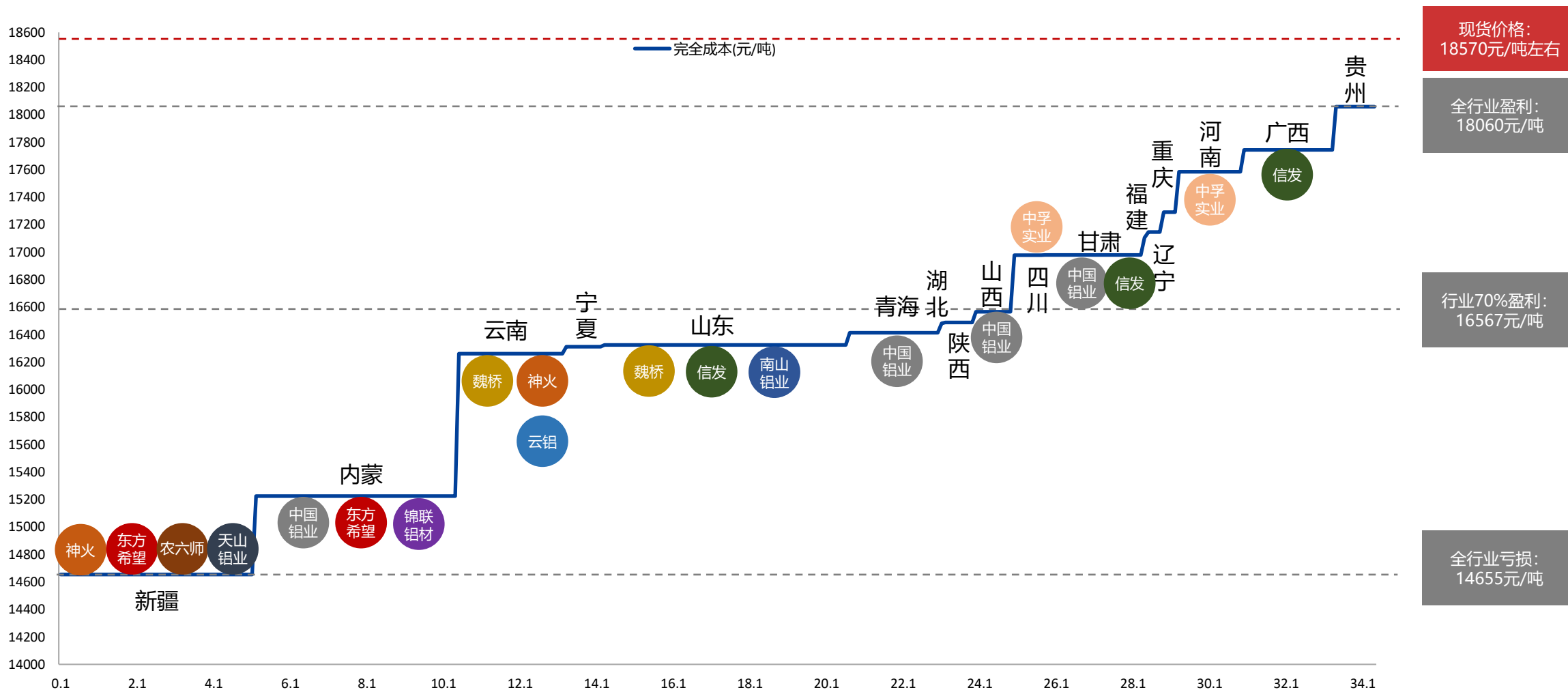
- 库存处偏低水平

□ 供给方面，水电短缺问题在三季度预计将有所缓和，但四季度云贵等以水电为主的地区将再度进入枯水期，水电问题可能再度体现进而对供给形成约束。此外在产能上限的约束下，下半年新投产产能较为有限，预计四季度供需缺口压力将高于三季度。

国内铝月度供需平衡表												
时间	2023-03	2023-04	2023-05	2023-06	2023-07	2023-08	2023-09	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2023
产量(万吨)	342	331	344	346	351	356	352	995	1022	1059	1020	4096
进口量(万吨)	7	10	7	7	7	7	7	22	25	20	20	87
出口量(万吨)	0.5	0.4	1.2	1.0	1.0	1.0	1.0	1	3	3	3	9
国内消费量(万吨)	386	361	375	362	366	359	362	966	1097	1087	1060	4209
供需平衡(万吨)	-37	-20	-24	-9	-8	3	-3	51	-53	-10	-23	-36
产量同比变化	2.15%	0.72%	-0.57%	2.08%	-0.11%	2.02%	6.98%	3.80%	0.73%	2.91%	-0.58%	1.69%
消费量同比变化	12.38%	8.25%	7.90%	2.58%	2.46%	2.65%	2.53%	3.13%	6.20%	2.55%	1.29%	3.28%

沪铝：成本持续走低，冶炼企业全行业盈利

预焙阳极、氧化铝等原材料价格持续走低，而电力成本方面，受到煤炭价格不断重心下移的影响，火电成本持续向下，新疆、内蒙等火电为主的低成本地区成本优势进一步扩大，而高成本地区的盈利也在不断改善，目前铝冶炼企业全行业基本均处于盈利状态。

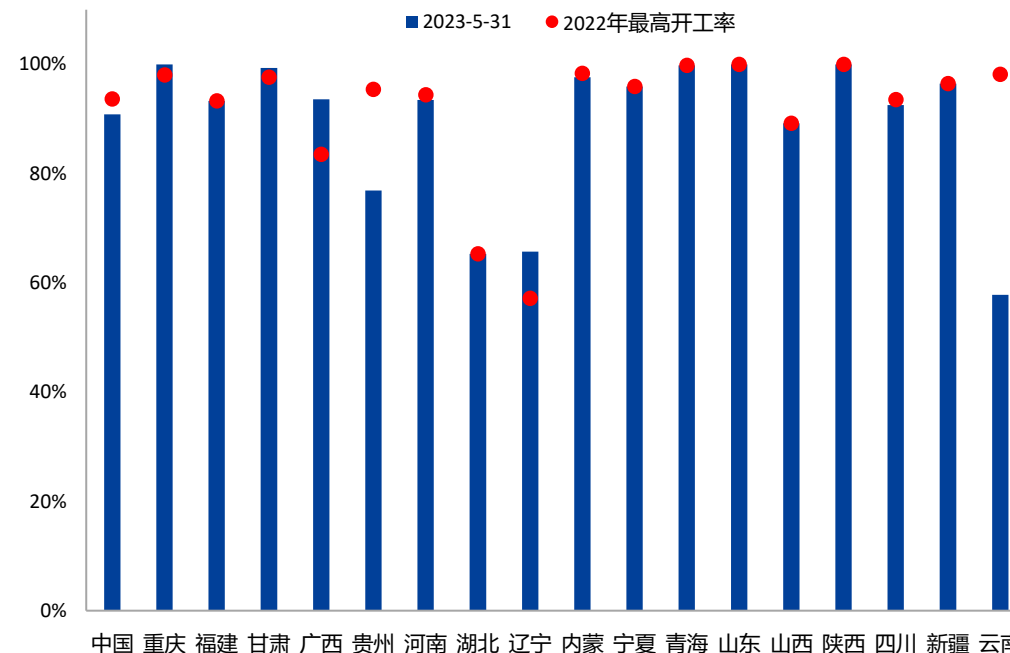


截止2023年5月底，全国电解铝企业开工率达到90.87%，且主要拖累来自以水电为主的云贵地区，其余地区开工率基本处于历史高位。目前贵州正在逐步复产，但节奏偏慢，而云南地区的电力管控自6月下旬起放开，但从目前调研情况来看，由于四季度当地可能再度面临水电短缺压力，因此企业复产意愿一般。

复产意愿调研 (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	

多数地区开工率处于高位



沪铝：四季度上涨概率较高，下半年价格区间【17500，20000】

□ 综上所述，电解铝需求端受预期影响而变动，而四季度或再度面临产能受限的问题进而造成阶段性供给紧张，铝价预计继续维持在17500-20000区间内运行，四季度上涨概率较高，下游加工企业，如铝箔生产企业存原料采购上行风险。

有色金属

电解镍

镍供给：

- 印尼镍铁产能延续扩张态势，低价镍铁持续回流
- 中间品产能释放，硫酸镍产量进一步提升
- 上期所电积镍品牌成功注册，二级镍过剩向交割镍的传导更加流畅

终端需求：

- 不锈钢即将进入淡季，对镍需求以维稳为主
- 新能源需求好转，但对整体需求提振相对有限

成本结构：

- 镍价重心下移，上游生产企业或存在卖保需求

- 印尼镍铁产能持续扩张，青山、力勤等重点企业在印尼均有镍铁新增投产项目，预计23年新增镍铁产能超过46万镍吨。在印尼本土不锈钢产能有限的情况下，低成本镍铁回流，国内镍铁供给充裕。
- 力勤二期、青美邦等中间品MHP、高冰镍新增项目逐步落地，硫酸镍产量进一步提升。

国内镍铁月度供需平衡表（万镍吨）

时间	2023年4月	2023年5月	2023年6月	2023年7月	2023年8月	2023年9月	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2023E
产量	2.19	2.37	2.41	2.51	2.51	2.71	7.89	6.97	7.73	7.83	30.42
进口量	8.42	7.9	8	7.9	7.9	7.9	19.06	24.32	23.7	24.2	91.28
需求量	9.11	10.17	9.84	9.66	9.41	9.62	24.64	29.12	28.69	28.95	111.4
供需平衡	1.5	0.1	0.57	0.75	1	0.99	2.31	2.17	2.74	3.08	10.3

国内硫酸镍月度供需平衡表（万实物吨）

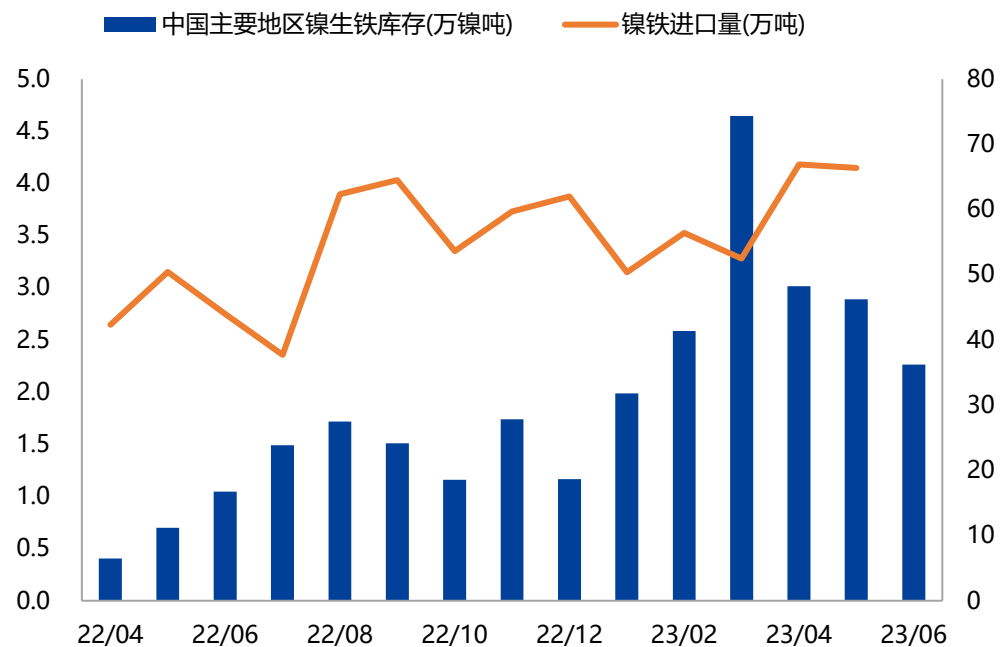
时间	2023年4月	2023年5月	2023年6月	2023年7月	2023年8月	2023年9月	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2023E
产量	13.71	14.19	15.39	18.09	21.45	22.27	45.15	43.29	61.82	69.00	219.26
进口量	1	1.23	1.50	1.59	1.68	1.77	1.68	3.73	5.05	5.86	16.32
需求量	13.10	14.36	15.93	18.32	21.91	22.09	42.54	43.39	62.32	66.31	214.56
供需平衡	1.62	1.06	0.96	1.36	1.22	1.95	4.28	3.63	4.54	8.56	21.01
供需平衡（万镍吨）	0.36	0.23	0.21	0.30	0.27	0.43	0.94	0.80	1.00	1.88	4.62

□ 华友镍钴电积镍注册成为上期所可交割品牌，二级镍向交割镍的转换更加顺畅，镍元素供应增量传导至镍全产业链，供给过剩预期逐步兑现。

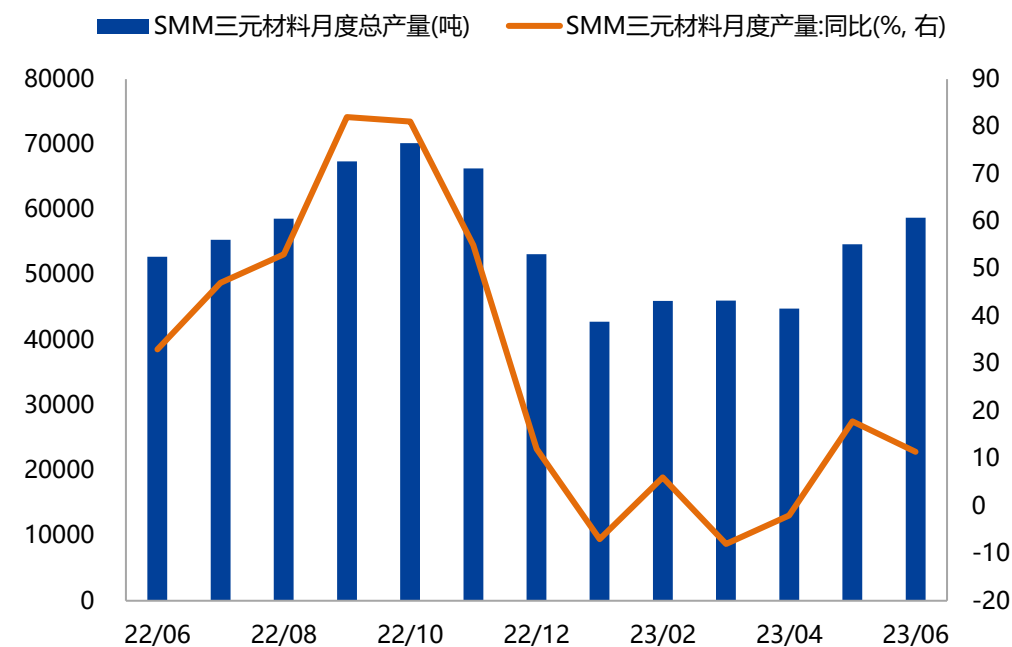
国内原生镍月度供需平衡表（万镍吨）														
时间	2023-01	2023-02	2023-03	2023-04	2023-05	2023-06	2023-07	2023-08	2023-09	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2023年
精炼镍产量	7.87	7.62	7.94	7.09	7.42	7.83	7.95	8.08	8.35	23.43	22.34	24.38	26.94	97.09
进口量	8.32	8.94	8.6	9.53	10.13	9.99	10.01	10.23	10.25	25.86	29.65	30.49	31.57	117.57
镍总供给量	16.19	16.56	16.54	16.62	17.55	17.82	17.96	18.31	18.6	49.29	51.99	54.87	58.51	214.66
不锈钢	9.75	11	9.9	10.3	11.51	11.96	11.14	10.72	11.35	30.65	33.77	33.21	34.01	131.64
电池	2.51	2.76	2.27	2.06	2.23	3.01	3.26	3.59	4.28	7.54	7.30	10.13	12.1	37.07
电镀	0.31	0.34	0.62	0.66	0.70	0.67	0.35	0.35	0.51	1.27	2.03	1.21	1.61	6.12
合金	0.91	0.89	0.98	1.05	0.85	0.84	1.1	1.15	1.25	2.78	2.74	3.50	3.12	12.14
其他	0.41	0.32	0.4	0.40	0.38	0.36	0.36	0.37	0.4	1.13	1.14	1.13	1.2	4.6
总需求	13.89	15.31	14.16	14.47	15.67	16.84	16.21	16.18	17.79	43.36	46.98	49.18	52.04	191.57
供需平衡	2.31	1.25	2.37	2.15	1.88	0.97	1.74	2.13	0.8	5.93	5.00	5.69	6.47	23.09

- ❑ 二季度不锈钢需求有所回暖，镍铁去库取得一定成效，下半年不锈钢需求情况或较去年同期略有提升，但不锈钢即将进入淡季，预计下半年整体需求仍以维稳为主。
- ❑ 新能源车产销情况在政策支持下得到改善，三元材料产量有所回升，然而需求持续性有待验证，从增量角度新能源对镍整体需求的提振效果或相对有限。

镍铁库存与进口量情况



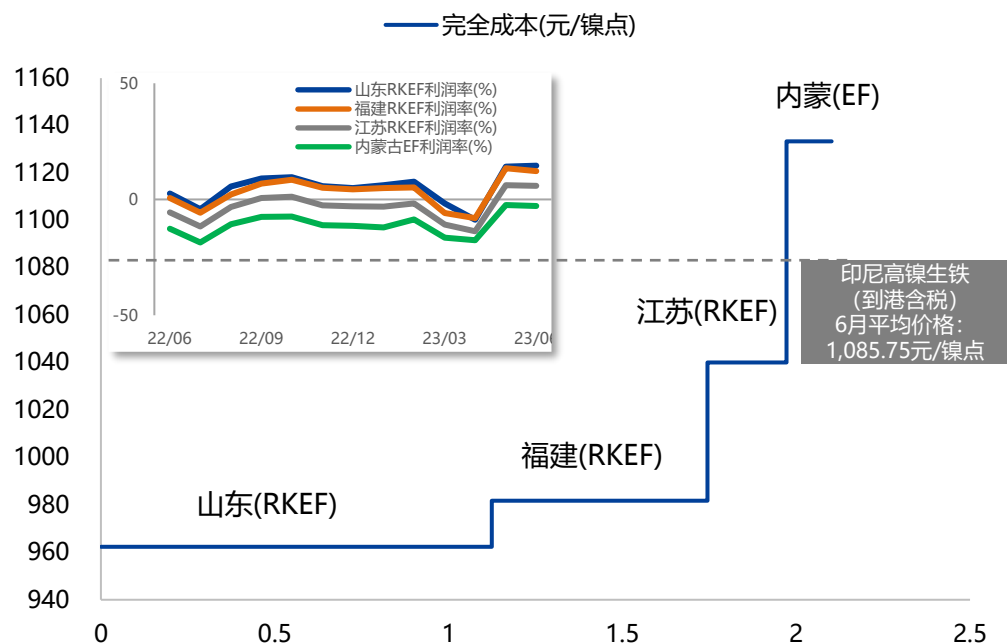
三元材料月度产量与同比变化



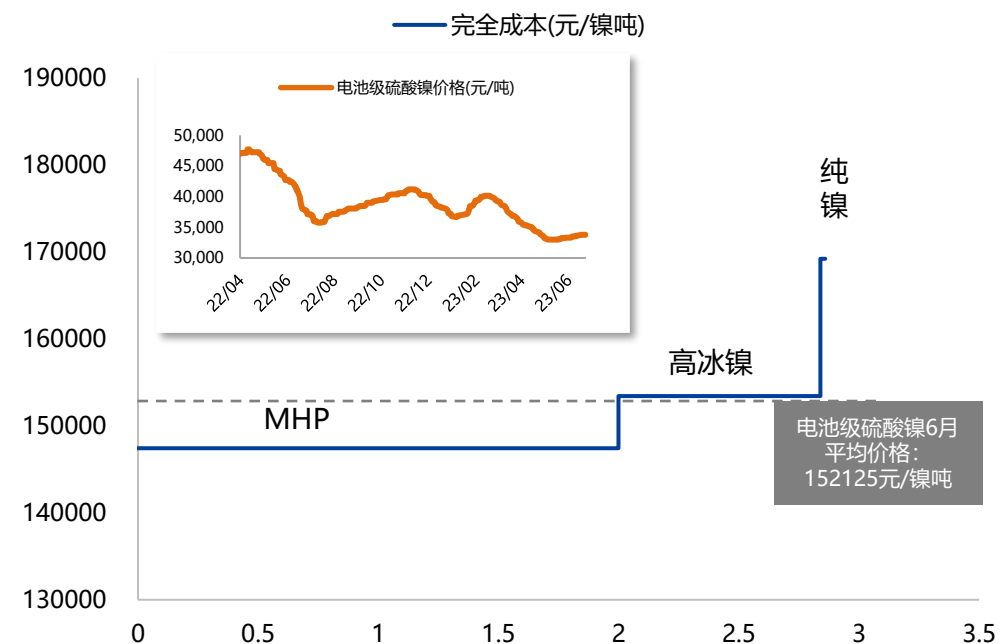
沪镍：上游转产意愿增强，镍价重心有望进一步下移

- 产业利润方面，镍铁产线印尼低价镍铁回流，国内镍铁厂商利润空间受到挤压；新能源需求提振下硫酸镍价格有望企稳，但湿法冶炼新增项目逐步落地，MHP生产硫酸镍利润占优，挤占以高冰镍、纯镍为原料的硫酸镍产线盈利空间。
- 当前价格下纯镍高利润对镍铁、硫酸镍向纯镍转产有较高吸引力，纯镍供给有望进一步提升，预计镍价重心将持续下移。

镍铁成本曲线 (2023年6月)



硫酸镍成本曲线 (2023年6月)



沪镍：预计三季度镍价偏弱运行，价格区间【145000，180000】

□ 综上所述，预计镍价将在145000-180000区间内震荡偏弱运行，上游镍铁、硫酸镍生产企业或存在卖出保值需求。

新能源

碳酸锂

产量释放：

- 资源端项目投产不断推进，产能投放仍在进行
- 企业盈利空间尚可，主动减产可能性较低

景气预期：

- 新能源车市进入成熟发展阶段，渗透率趋稳

供需结构：

- 供需宽松格局大势确立

- 回顾上半年，供需宽松预期迫使锂盐价格快速下挫，碳酸锂市场价最低触及18万元/吨，而后市场悲观情绪有所缓解，锂盐价格反弹至30万元/吨。
- 展望三季度，产业高景气度边际回落，新能源车渗透率趋于平稳，而产能投放箭在弦上，供过于求局面基本确立，电池级碳酸锂价格走势仍将维持偏弱预期，价格波动区间预计位于25-35万元/吨。

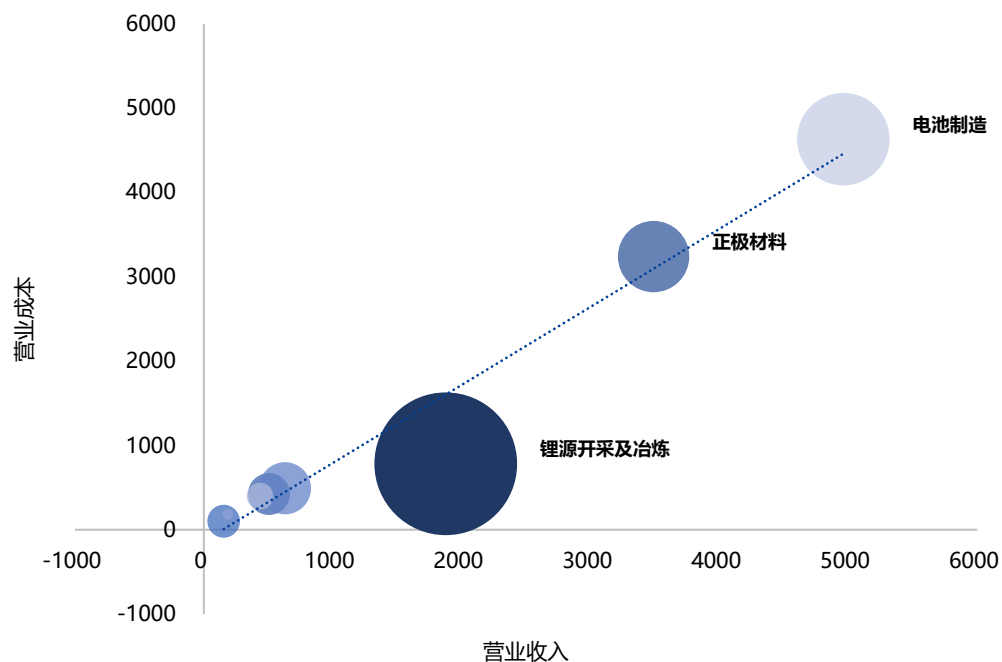
碳酸锂供需平衡表

单位：万吨	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
锂盐产量 (LCE)	25.24	46.51	55.89	77.13	105.00	135.89
锂盐进口量 (LCE)	5.06	8.42	13.88	18.74	24.36	30.45
锂盐总供应量 (LCE)	30.30	54.93	69.77	95.87	129.36	166.34
动力电池需求 (LCE)	5.25	14.13	33.40	44.92	59.50	76.27
消费电池需求 (LCE)	4.20	5.05	5.29	4.92	5.17	5.43
储能电池需求 (LCE)	0.84	2.50	7.62	11.84	17.11	23.09
锂电池总需求 (LCE)	13.46	36.44	57.18	72.15	95.64	122.56
传统工业需求 (LCE)	6.64	7.57	8.66	8.44	8.75	9.71
锂盐出口量 (LCE)	5.71	7.24	9.23	9.70	10.18	10.69
锂盐总需求量 (LCE)	25.81	51.25	75.07	90.28	114.58	142.96
锂盐供需平衡 (LCE)	4.49	3.68	-5.30	5.59	14.79	23.38

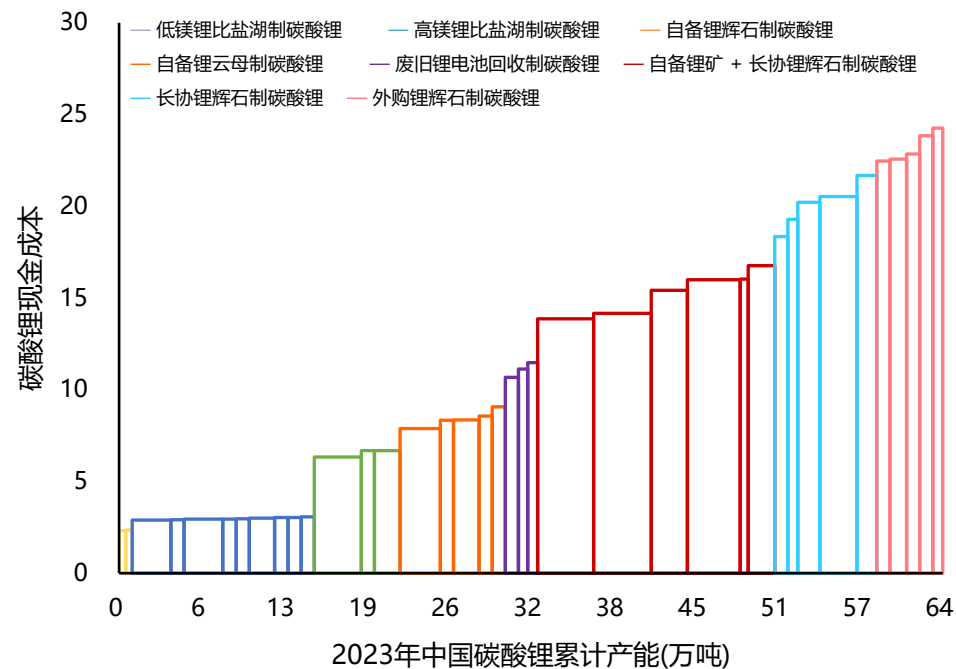
碳酸锂：上游积累丰厚盈利，产能投放仍在进行当中

从产业现状来看，本轮锂价上行周期以来，上游资源红利快速积累，锂源开采及冶炼企业盈利能力高增，大量新建及扩建产能项目陆续进入施工阶段，各环节资本投入均处高位，三季度产量释放仍将持续进行，供应过剩格局受此影响势必加深；且当前阶段，电池级碳酸锂价格回升至国内加工成本曲线上方，企业主动减产可能性较低。

2022年锂电产业链经营状况及净利润(亿元)

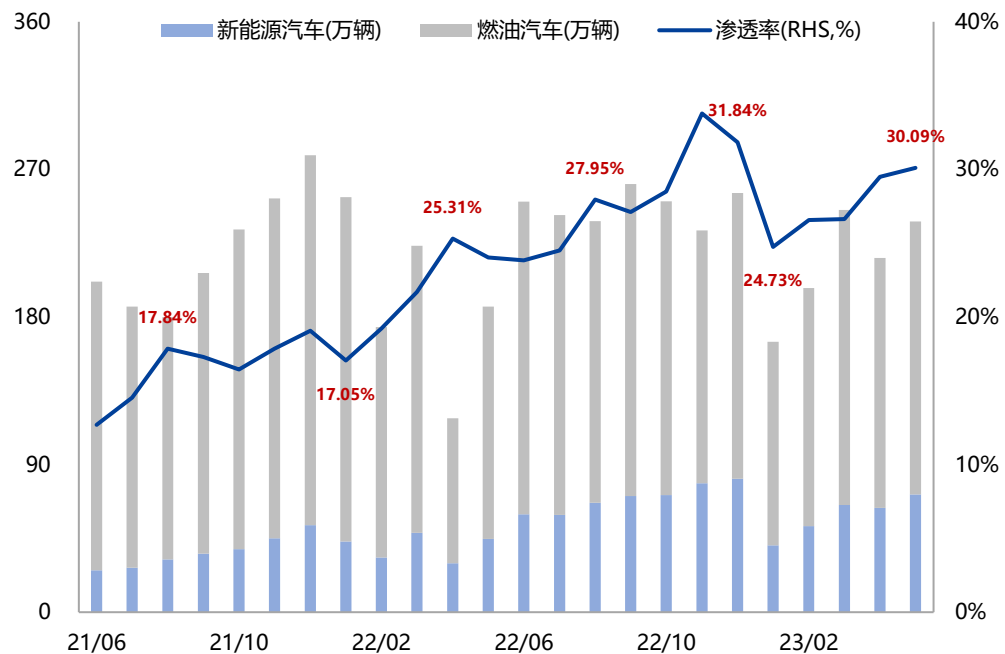


中国锂盐企业碳酸锂成本曲线(万元)

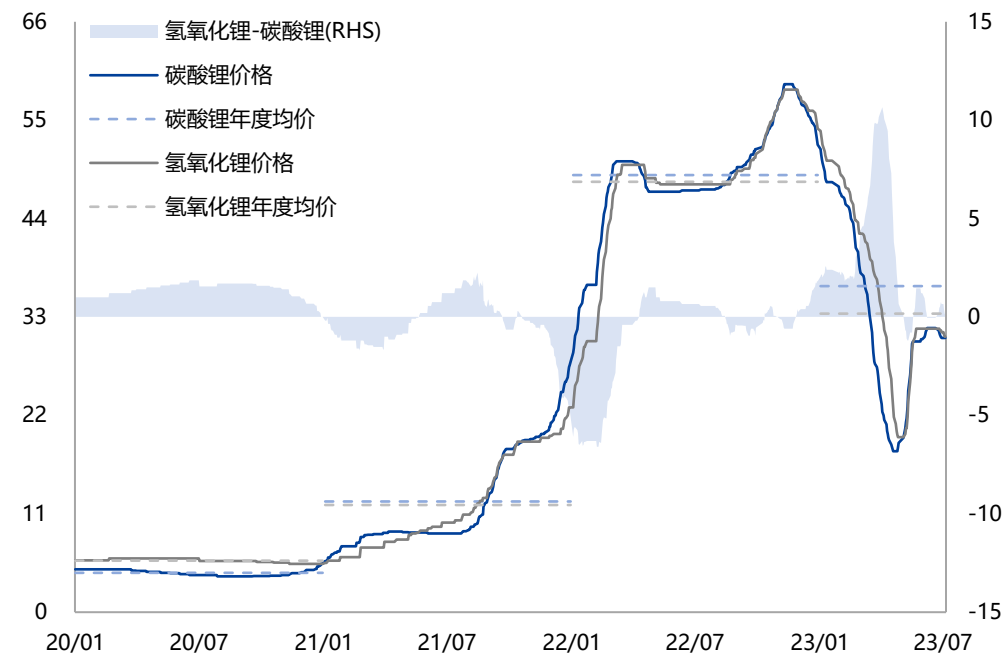


由行业景气分析，新能源车购置税减免政策虽继续延后，市场零售增速维持增长态势，但销量渗透率基本趋稳于30%上下，边际增量相对有限，行业进入成熟发展阶段；而预期不佳拖累三季度碳酸锂价格反弹，供应增速远高于需求增速将驱动价格再度向下。

新能源汽车销量渗透率



电池级锂盐价格走势及年度均价(万元/吨)



碳酸锂：锂盐价格弱势难改，三季度价格区间【250000，350000】

□ 综上所述，预计三季度电池级碳酸锂价格维持偏弱运行，价格波动区间大致位于250000-350000元/吨，上游开采冶炼企业存在卖出保值需求。

新能源

工业硅

供需格局：

- 西南丰水期工业硅开工率抬升
- 有机硅、铝合金消费淡季
- 多晶硅需求维持稳定
- 整体供需格局仍趋于宽松

成本结构：

- 石油焦供应充裕、硅煤未好转
- 成本端对工业硅价格上行驱动不足

利润结构：

- 多晶硅阶段性供大于求，利润占比下降

- 供应方面，西南正式进入丰水期，工业硅整体开工率将有抬高，尽管生产状况不及预期，但依旧是供应增加局面；西北地区开工目前有所缩减，大厂产量下降。
- 需求方面，三季度高温天气下有机硅、铝合金迎来消费淡季，生产积极性下降，对工业硅采买将维持刚需采购。多晶硅厂减产，但企业实际减产幅度不及预期，供应充足，根据多晶硅企业运行和排产计划统计，三季度投产企业规模大，对工业硅的需求将保持稳定增加。
- 三季度工业硅整体供需格局仍趋于宽松。

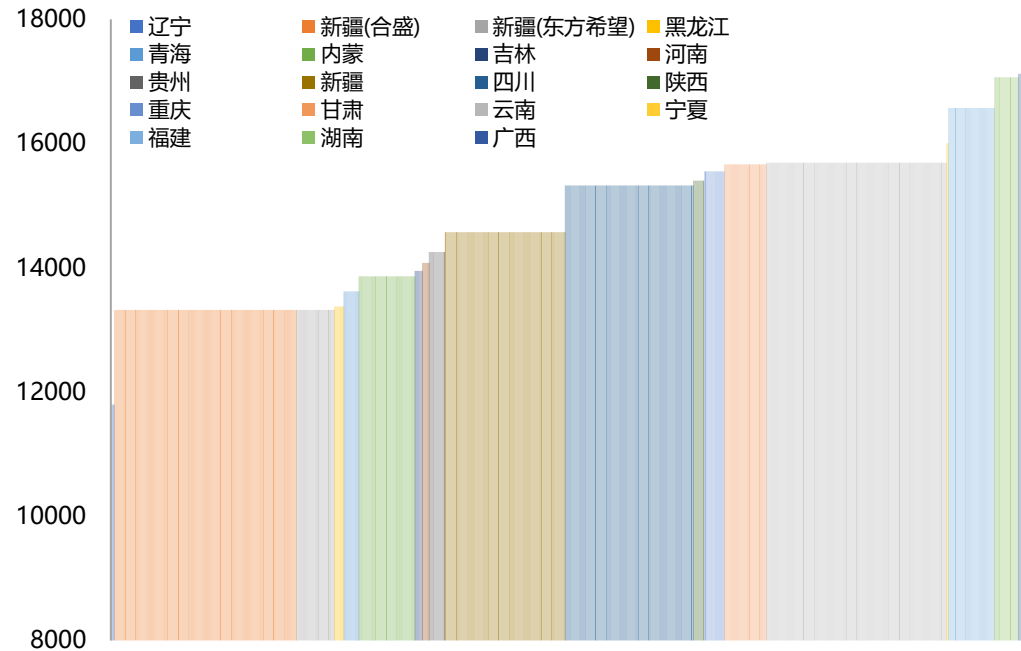
2023三季度工业硅整体供需格局仍趋于宽松

单位：万吨	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	2023
工业硅产量	26	27	26	28	32	35	38	40	43	46	46	48	436
进口	0.03	0.02	0.01	0.02	0.02	0.03	0.01	0.05	0.04	0.03	0.04	0.01	0.31
出口	5	5	6	5	6	6	5	6	6	5	5	6	65
硅供应量	21	22	20	23	27	29	33	34	38	41	42	42	371
多晶硅	12	11	12	12	13	14	15	16	18	20	21	23	187
有机硅	7	8	7	7	8	8	9	9	10	11	11	13	108
铝合金	4	2	4	5	5	5	5	5	6	5	6	6	58
其他	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	8
总耗硅量	24	22	24	25	27	28	30	31	35	37	39	42	361
供需平衡	↓-3	0	↓-4	↓-2	0	↑1	↑3	↑3	↑3	↑4	↑3	0	↑10

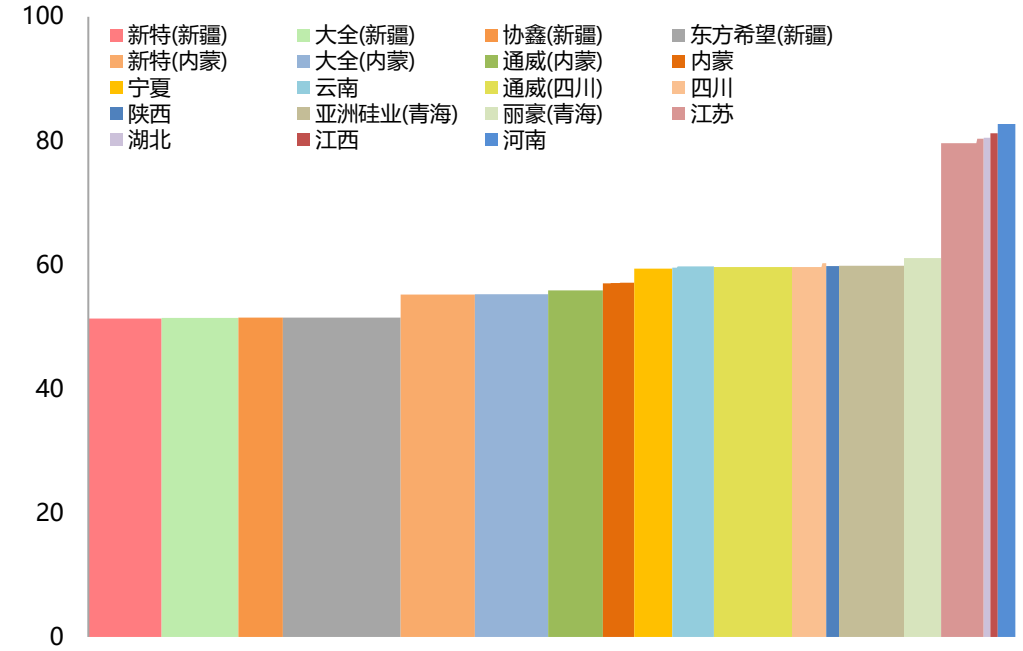
工业硅：成本端支撑工业硅价格上调的驱动力不足

- 成本端来看，部分石油焦停工检修炼厂陆续开工出焦，港口库存高位不减，且进口焦成本陆续降低，预计短期内石油焦市场整体供应仍显充裕，对工业硅支撑无力；煤炭市场目前尚未有明显好转迹象，且硅煤价格受工业硅行情影响较大。
- 目前整体成本端支撑工业硅价格上调的驱动力不足。

工业硅总成本曲线

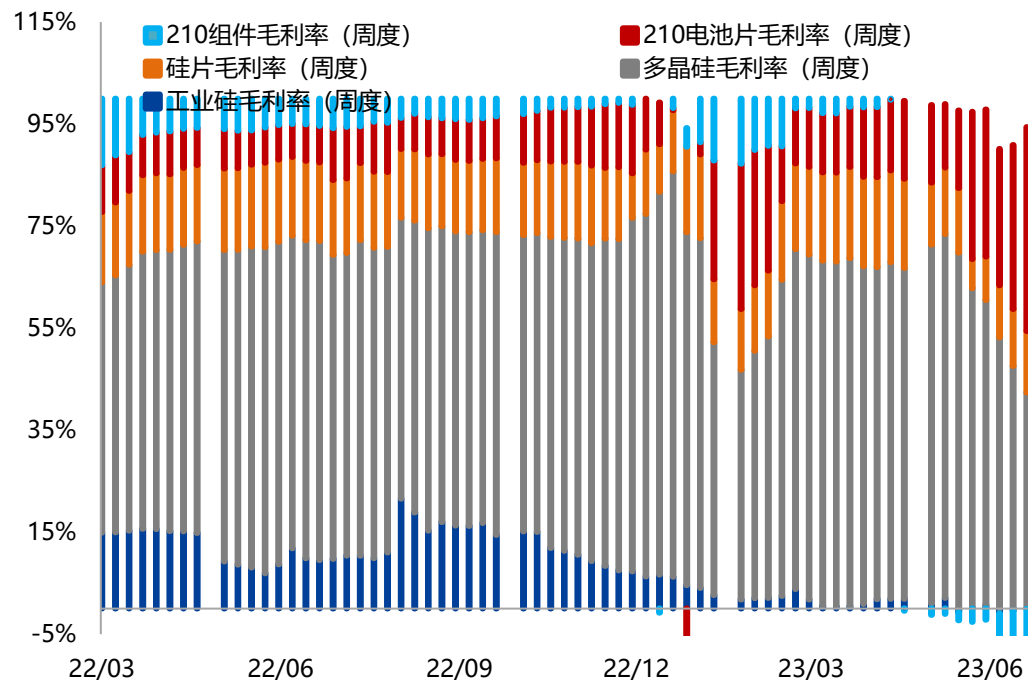


多晶硅总成本曲线

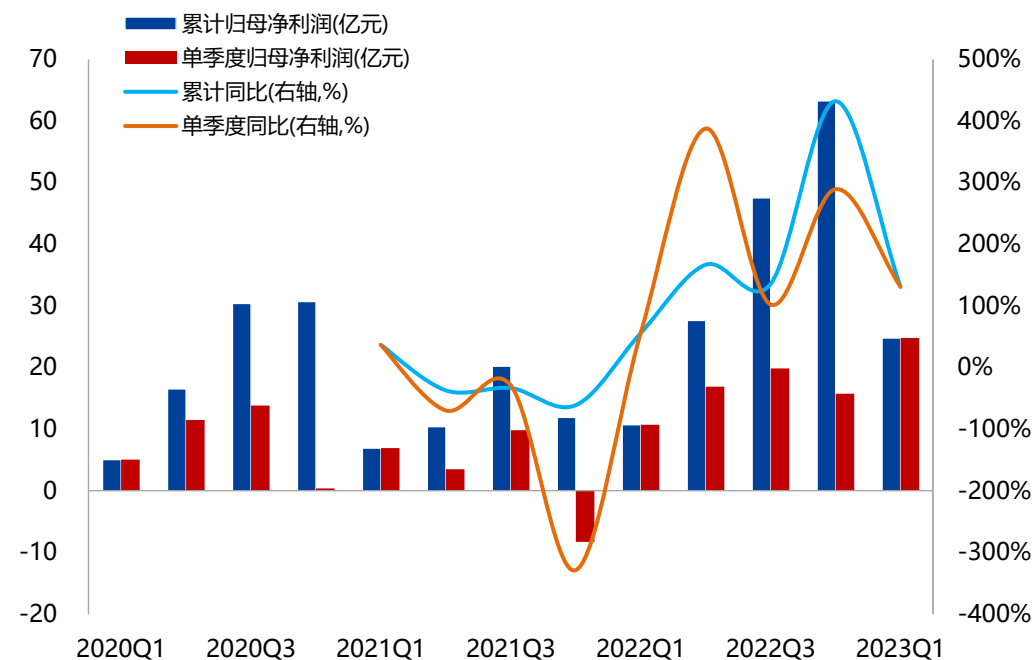


根据多晶硅企业运行和排产计划统计，三季度投产企业规模较大，多晶硅市场依旧保持阶段性供大于求的局面，因此多晶硅价格下降趋势仍未停止、利润占比继续下降。光伏产业链利润开始向电池片环节聚集。

产业链利润逐步向电池片环节转移



电池环节供应结构性紧缺，盈利能力改善



□ 综上所述，三季度西南地区复产预期较为确定，供应宽松格局暂难出现改善，但工业硅期价已经跌至较多工厂丰水期成本13000元/吨位置，价格继续下跌空间较小，预计三季度工业硅总体呈低位震荡局面，价格区间【13000，14500】

能源化工

原油 PTA

成本端：

- 全球原油供需维持紧平衡
- PX产量新高、开工仍有上升空间
- 成本端估值偏高对PTA驱动有限

PTA供给：

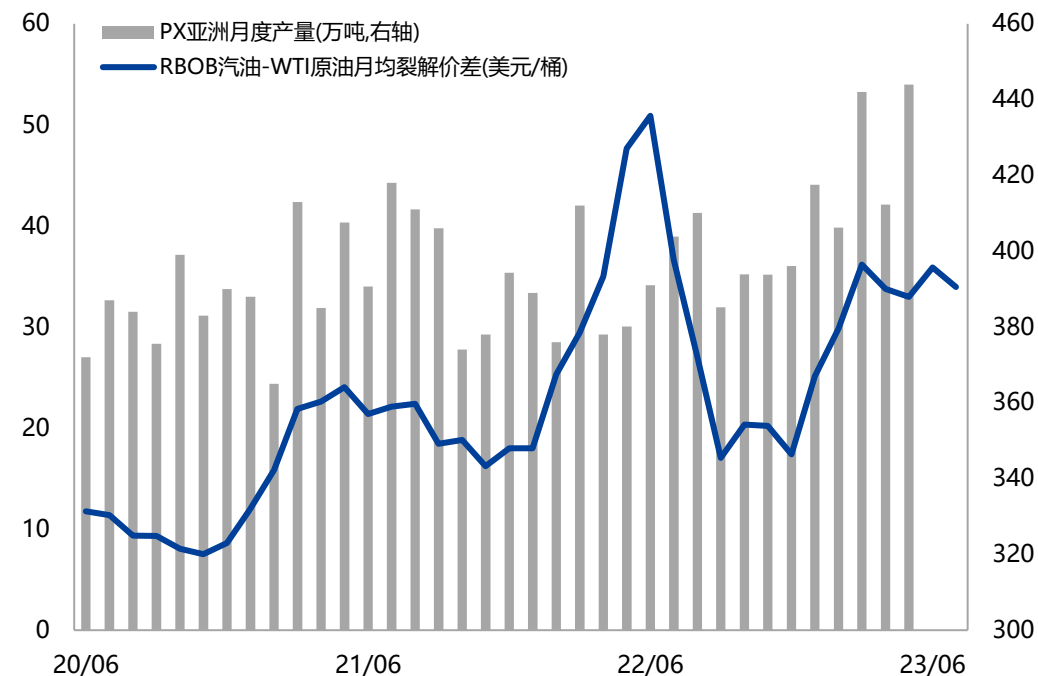
- PTA扩产速度总体高于聚酯，三季度或转向过剩
- 高供应使PTA环节加工费压缩、利润亏损
- 老旧装置面临成本压力，龙头供应商对货权掌控力度上升

- 原油方面，7-8月供应端沙特执行100万桶/日额外减产、俄罗斯实行削减出口的政策，供应端有收紧可能；需求方面国际机构一致看好亚洲需求复苏对全球原油需求的贡献，但国内成品油市场表现一般，三季度能否兑现强预期有待验证，整体原油维持紧平衡预期。
- PX方面，国内PX装置产能4217万吨，截至2022年5月产量仍创历史新高，而随着裂解价差回落、海外芳烃调油需求到8月可能大幅减弱，供应存在继续上升预期，因此PX的高估值可能面临下行风险，对PTA成本端支撑不足。

全球原油维持紧平衡预期

		22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	2022	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	2023
6月OPEC	全球原油总消费量	99.45	98.29	99.51	101	99.57	101.6	100.8	102.0	103.3	101.9
	非OPEC产量	70.9	70.18	71.24	72.29	71.15	73.2	72.5	72.2	72.7	72.6
	OPEC产量	28.33	28.58	29.4	29.1	28.86	28.82	-	-	-	-
	需求缺口	0.22	-0.46	-1.13	-0.39	-0.44	-0.3	-	-	-	-
6月EIA	全球原油总消费量	98.59	99.03	100.41	99.7	99.43	99.98	100.81	101.25	101.69	101.02
	全球原油总生产量	98.83	98.74	100.8	101.02	99.85	101.06	101.34	101.47	101.69	101.37
	需求缺口	-0.24	0.29	-0.39	-1.32	-0.42	-1.08	-0.52	-0.22	0	-0.35

PX产量创新高、开工亦有提升空间



- 2023年大量产能投放之下PTA整体供应量仍处于高位，随着三季度恒力惠州2#投产，表观供应量约为1500万吨。
- 从产业链来看，2023年PTA扩能速度明显高于聚酯，市场供应预期偏承压，三季度或转向过剩。

三季度PTA供需或逐步转向过剩

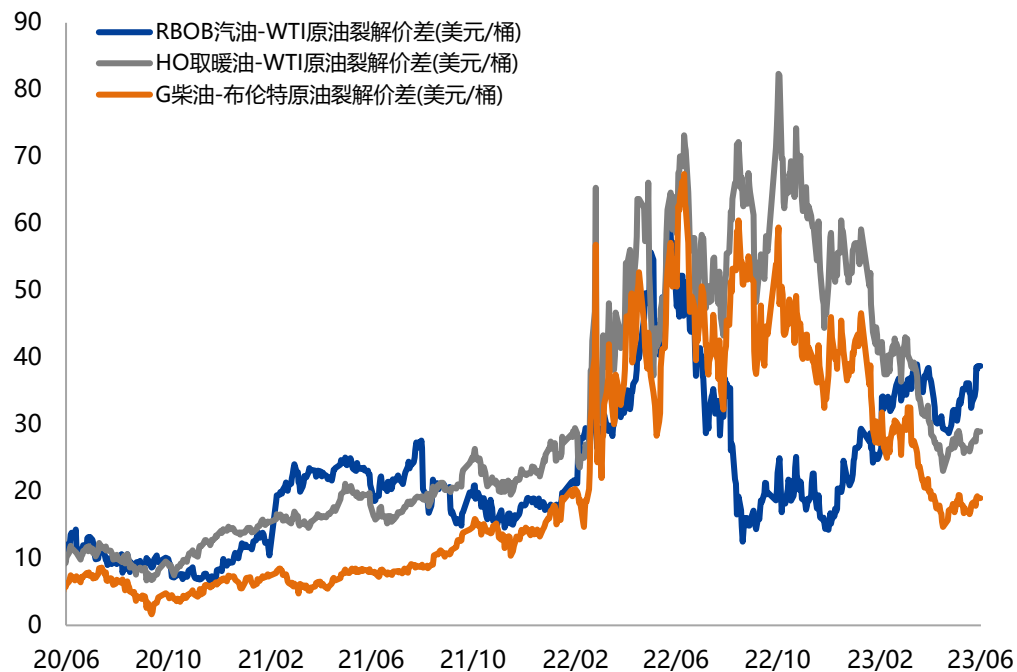
	23/01	23/02	23/03	23/04	23/05	23/06	23/07	23/08	23/09	23/10	23/11	23/12
总产量	473.3	461.5	479.1	473	477	455.8	484.5	493.2	496.8	509.8	492.7	521.7
进口	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
出口	33	35	33	30	25	25	25	30	33	33	35	35
总消费	401.1	405.7	453.8	458.2	470.5	453.3	463.1	456.2	455.5	463	446.2	449.8
过剩量	39.6	21.2	-7.3	-14.8	-18.1	-22.1	-3.2	7.4	8.7	14.2	11.9	37.3

PTA扩产速度总体高于聚酯

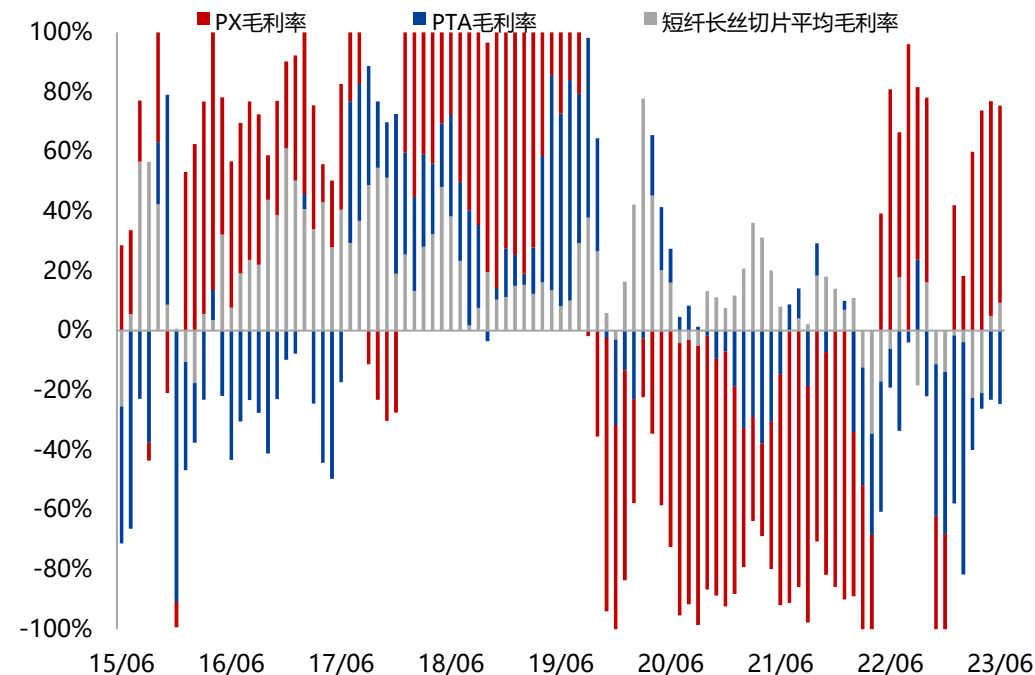
PTA	产能	投产时间	聚酯	产能	投产时间	
嘉通能源1#	125	1月初	短纤	四川吉兴	30	三季度
东营石化	125	2月中		仪征化纤	23	四季度
恒力惠州1#	250	3月中		四川能投	28	四季度
嘉通能源2#	250	4月底		中泰化学	25	四季度
恒力惠州2#	250	最快7月		扬州富威尔	10	四季度
逸盛海南2#	250	四季度	长丝	桐昆恒阳	60	三季度
台化兴业	150	四季度		国望高科	50	三、四季度
PTA合计	1400			柯桥恒鸣	50	三季度
PTA下半年合计	650			嘉通能源	60	三季度
				盛元化纤	50	三季度
				新凤鸣	30	三季度
				新疆宇欣	30	三季度
			切片	恒力石化	260	四季度
			聚酯合计	706		

- 原油方面，由于国内成品油市场表现一般，预计三季度汽油需求有所回落，汽油裂解价差也随之回落。
- 聚酯链看，2023年PTA预计新增产能1400万吨，产能增速为16.8%，依然处于产能扩张周期。上半年PTA维持高供应状态，单月产量最高超过540万吨，持续的高供应压缩PTA环节加工费、利润亏损。

汽油裂解价差随需求回落



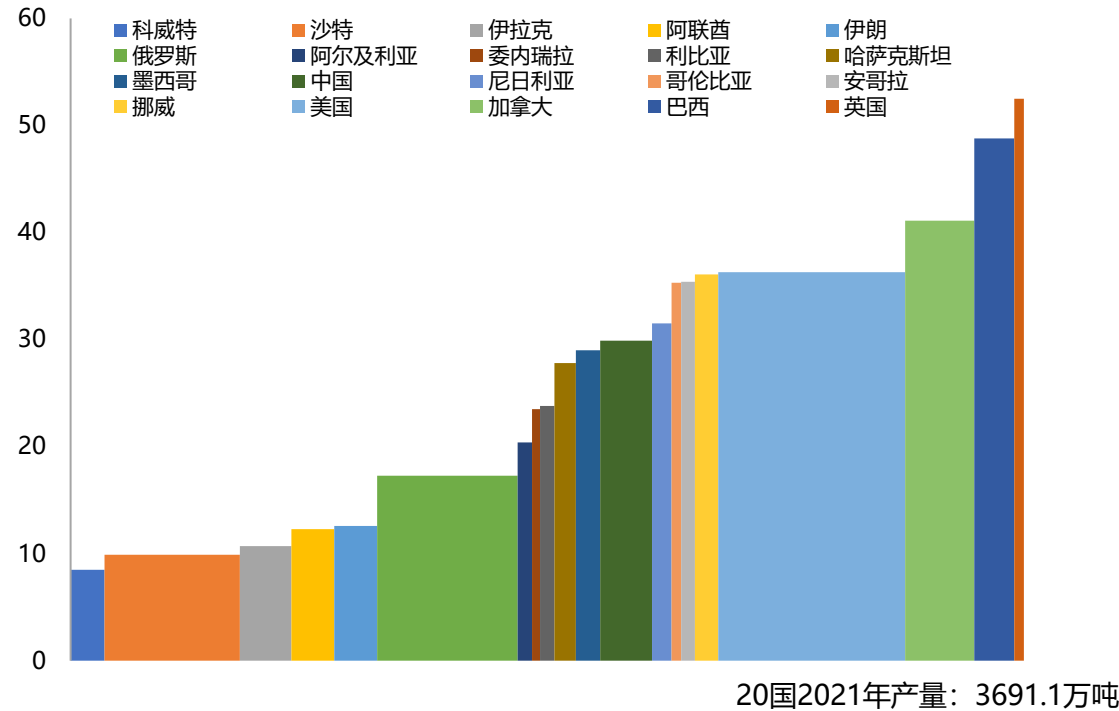
PTA扩产周期产业利润压缩



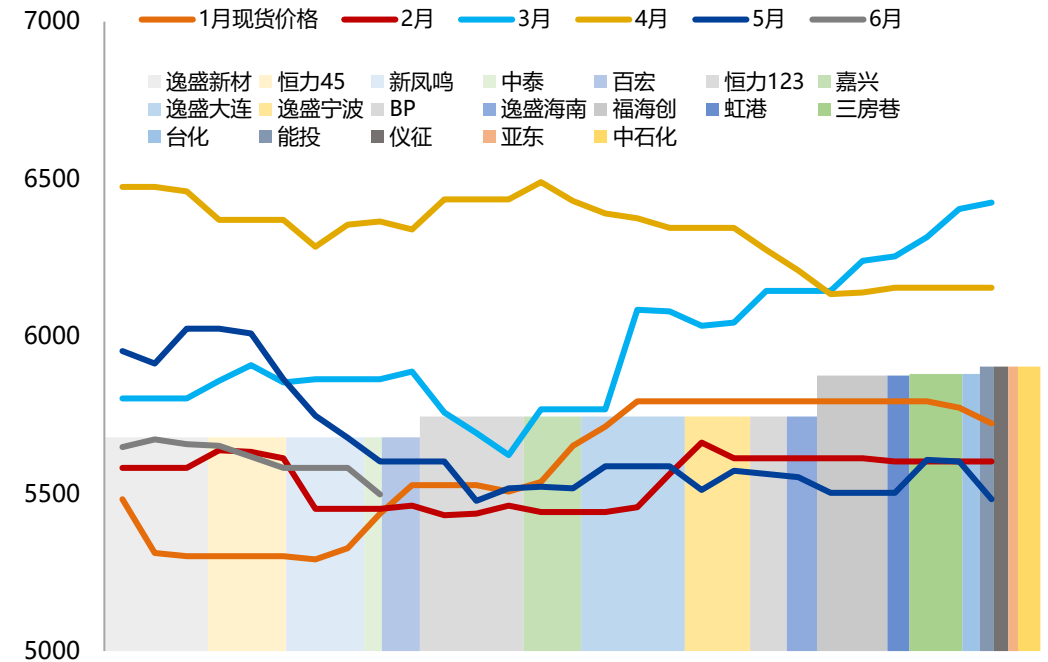
PTA：老旧装置面临成本压力，而龙头供应商对货权掌控力度上升

- PTA扩产周期下加工费以承压为主，持续低效益的老旧装置面临成本压力。
- 由于龙头PTA企业仍在不断扩产，拥有原材料及最新的技术优势，对亏损的忍受能力均要高于以前投产的非一体化的装置。同时PTA产能集中度越来越高，龙头供应商对货权掌控力度上升，在流动性紧张时加工费易出现脉冲式上涨。

主要产油国原油成本曲线（美元/桶）



PTA各企业完全生产成本对比现货价格（元/吨）



PTA：三季度PTA供需宽松，预计价格波动区间【5000，6000】

□ 综上所述，预计2023年3季度，PTA价格将在5000-6000元/吨区间偏弱运行。

煤化工

PVC 塑料 PP 甲醇

价格走势：

- 基于需求复苏和成本支撑，L、PP和PVC持续上涨
- 基于成本支撑甲醇平稳反弹，如果缺电和限气则涨幅扩大

供需矛盾：

- 长达4个月的集中检修结束，聚乙烯与PP产量显著增长
- PVC虽然产量增长有限，但上中游库存处于历史最高
- 甲醇进口量和需求存在较大不确定性，预计供需紧平衡

推荐策略：

- 单边：基于内需复苏，做多L2309和V2309
- 套利：基于产能增速差异扩大，做多L-PP

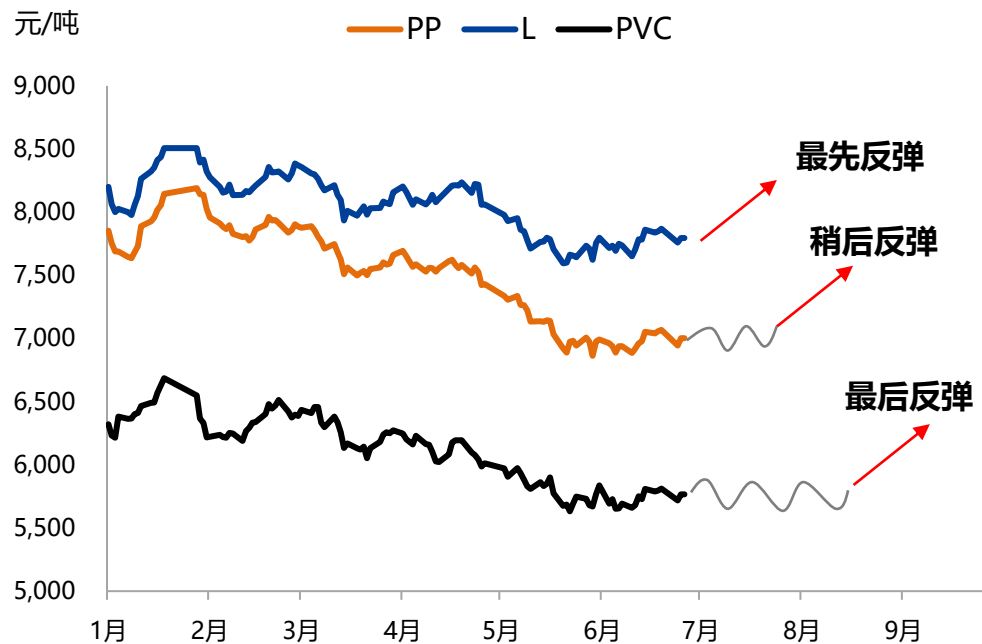
- 产量预期显著增长：三季度新增产能有限，然而集中检修即将结束，8月起产量预计显著增长并达到年内新高，PP和PE面临巨大供应压力。
- 进口量存在变数：上半年海外需求下滑，我国化工品进口量被动增长。下半年因缺气和限电，海外装置运行不稳定，甲醇和聚乙烯进口量可能减少。
- 表需增速差异分化：三季度表观需求同比增速从大到小依次为PP、聚乙烯、甲醇和PVC，PP和聚乙烯供应过剩，甲醇和PVC供需平衡。

表观需求及重点指标一览

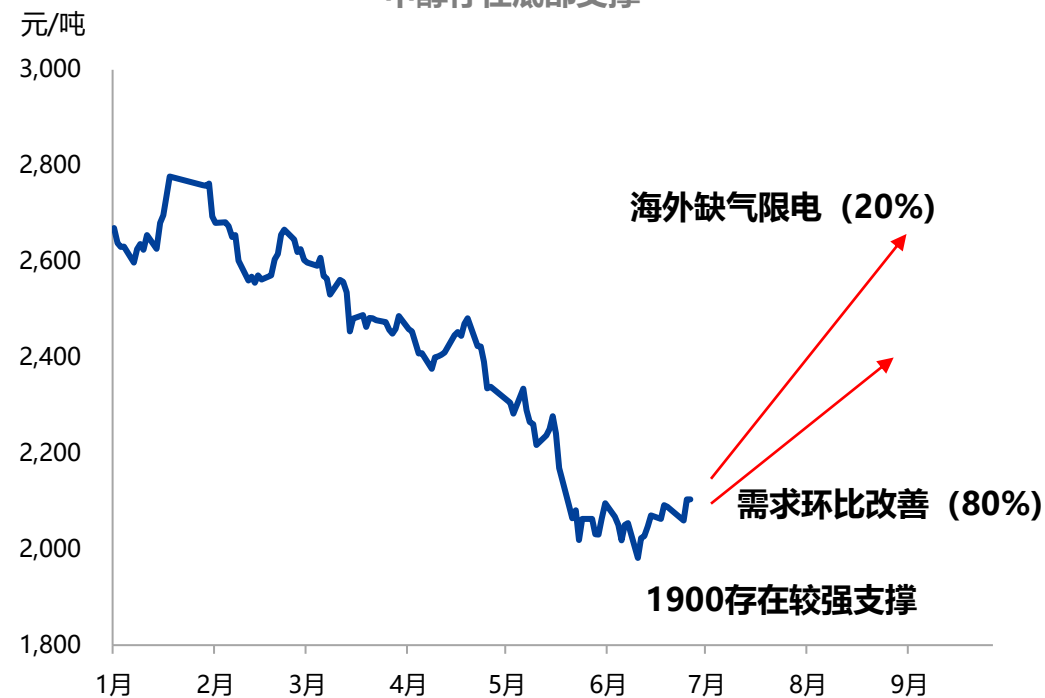
项目	指标	PVC		聚乙烯		PP		甲醇	
价格(元/吨)	三季度09合约区间	[5600, 6400]		[7600, 8600]		[6800, 7800]		[2000, 2500]	
供应(万吨)	新投放产能	60	占现有产能2.2%	0	占现有产能0	85	占现有产能2.3%	120	占现有产能1.1%
	产量	555	同比+1%	695	同比+14%	855	同比+20%	2025	同比+6%
			环比+2%		环比+1%		环比+12%		环比+1%
进口量	10	同比+17%	327	同比-4%	103	同比+35%	355	同比+8%	
		环比+11%		环比+7%		环比+18%		环比+9%	
需求(万吨)	出口量	53	同比+27%	24	同比+25%	33	同比+55%	3.9	同比-30%
			环比+25%		环比-9%		环比+18%		环比+5%
	表观需求	512	同比-1%	1005	同比+7%	925	同比+20%	2376	同比+6%
环比+0%			环比+3%		环比+12%		环比+2%		
总结	重点指标/预期变化	社会库存历史最高	加速去库	进口量	非中东进口量增加	生产企业开工率	大幅提升	煤制甲醇成本	增加200元/吨
	推荐策略	做多V2309, 做多9-1价差		做多L2309, 做多L-PP		做多PP2309, 做多PP-3MA		卖出看跌期权, 做空9-1价差	

- 塑料三兄弟稳步反弹：随着三季度需求进入旺季，PP、L和PVC价格有望迎来反弹，考虑到供应压力和库存水平，预计L最先反弹，PVC最后反弹。
- 甲醇或出现极端上涨：全球夏季电力供应紧张，如果出现国内煤价上涨、国外装置因缺电或缺气意外停产的情况，甲醇可能出现极端上涨行情。

塑料三兄弟反弹确定性高



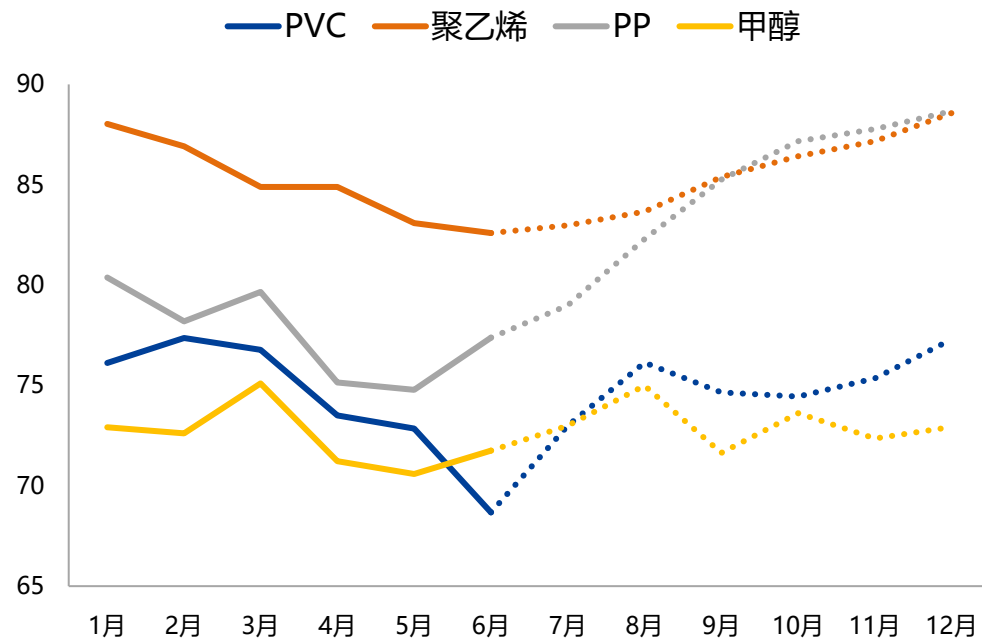
甲醇存在底部支撑



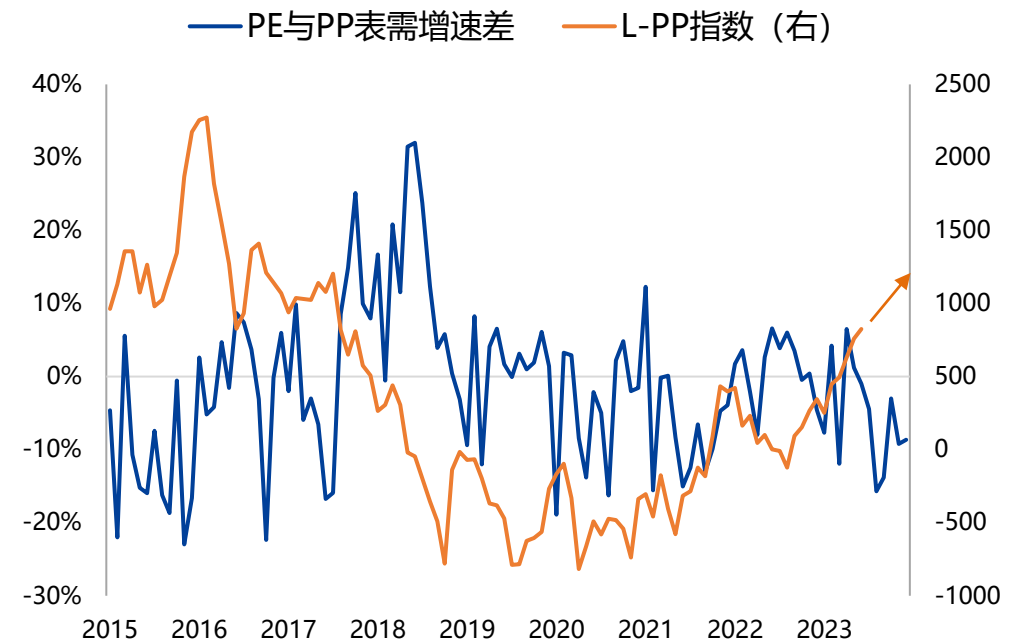
煤化工：三季度需求预期好转，供应分化推高L-PP价差

- ▣ **三季度需求预期好转：**上半年因订单减少和亏损扩大，生产企业或主动或被动降低开工率，PP开工率甚至达到过去五年最低。7月下旬起多数检修装置即将恢复运行，三季度开工率预计显著回升，并于四季度达到年内最高。另外由于冬季天然气装置惯例检修，四季度甲醇开工率将小幅下降。
- ▣ **供应分化推高L-PP价差：**上半年PP与PE的表观需求同比增速差值为5%，其中3月最高达到12%，直接导致L-PP价差扩大600元/吨。三季度PP与PE的表观需求同比增速差值为13%，L-PP价差预计突破1000元/吨。

下半年生产企业开工率逐步上升



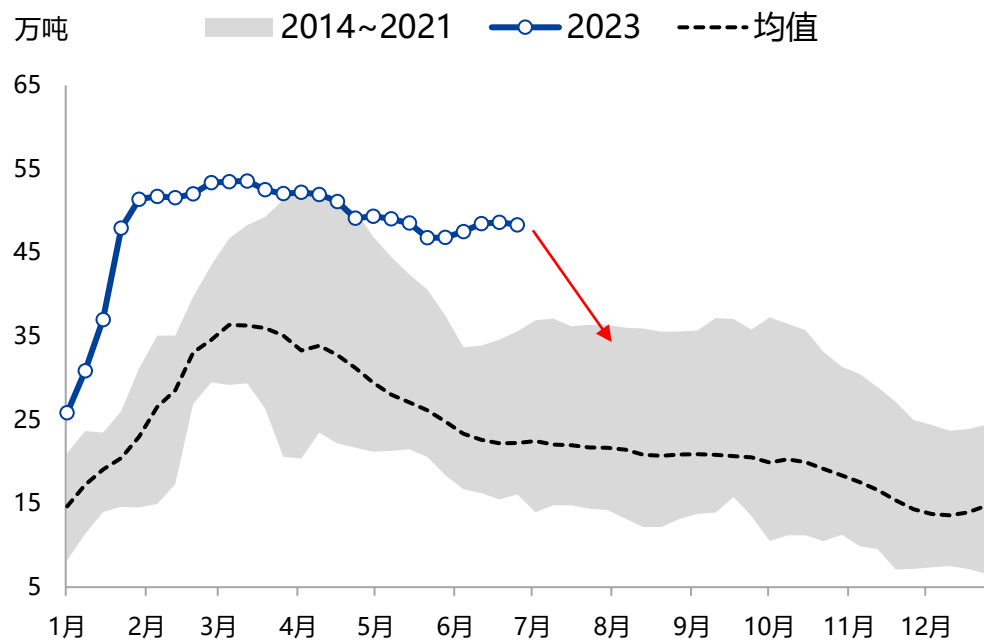
三季度表观需求同比增速PP最高



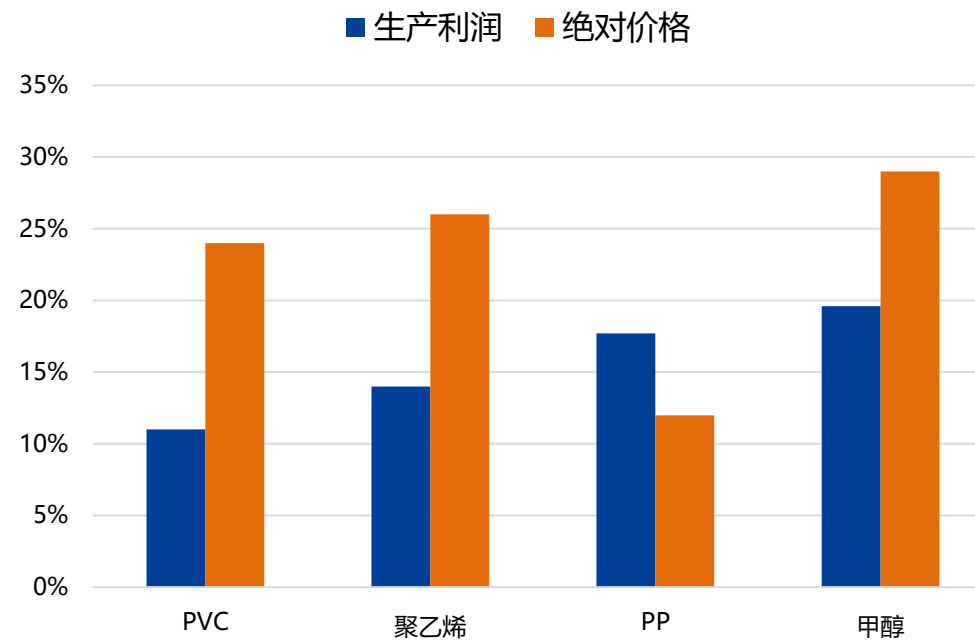
■ 高库存限制PVC反弹：整个上半年PVC社会库存都维持在历史最高位，极大限制了每一次反弹的高度和节奏。相比之下PP、聚乙烯和甲醇的上中游各环节库存均不高。6月PVC生产企业库存已经开始持续下降，三季度社会库存可能也会减少，建议等待库存压力缓解后再做多PVC期货。

■ 成本支撑或再度出现：上半年煤炭价格下跌40%，原油价格下跌11%，化工品利润得到明显改善。三季度煤炭和原油预计止跌反弹，成本抬升叠加估值偏低，化工品价格向上空间更大。

PVC高社会库存限制上涨



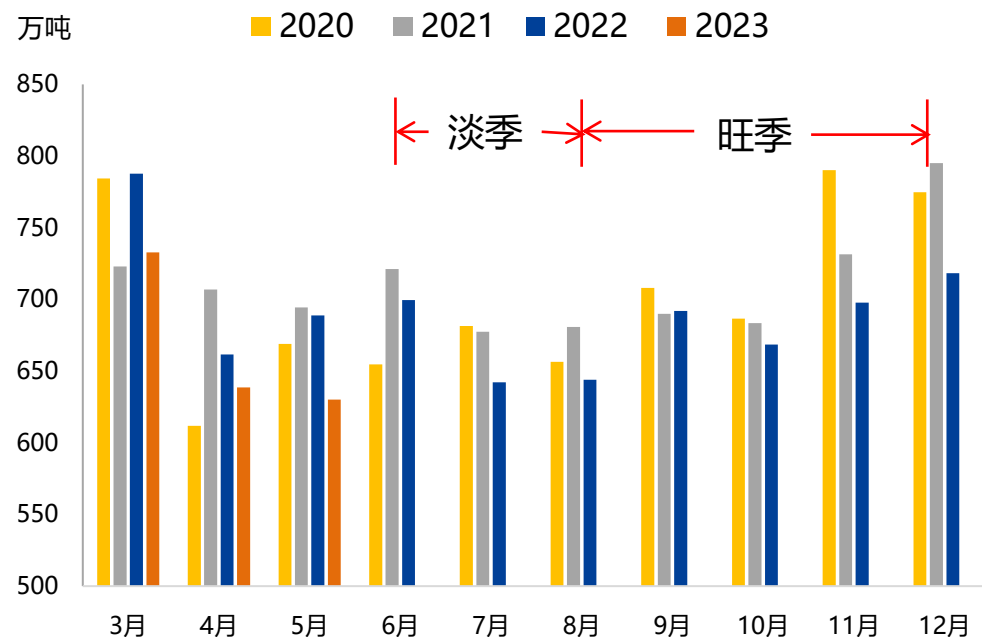
煤制甲醇和甲醇制烯烃利润偏低



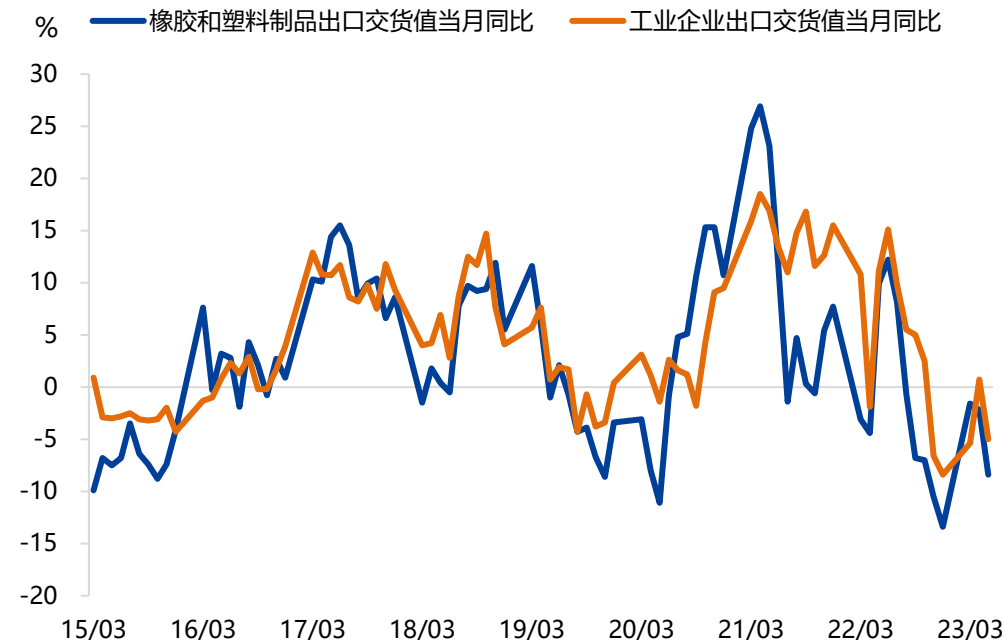
□ 内需预期好转：3月至今多数化工品下游开工率始终处于过去三年最低，主要原因是终端需求显著下滑，例如塑料制品产量达到过去四年最低。三季度国内需求传统旺季即将来临，内需预期环比好转，化工品原料价格也将顺利上涨，建议中下游企业利用期货开展买入保值。

□ 外需保持低迷：受全球经济增速放缓和制造业转向东南亚的双重冲击，上半年海外需求持续恶化，橡塑制品出口交货值已经连续10个月负增长，PVC地板出口增速不断创新低。下半年海外经济衰退风险可能加剧，外需预计保持低迷。

塑料制品即将迎来需求旺季



橡塑制品出口交货值连续十个月负增长



- 社会库存压力较大，需求环比改善，PVC或于5600-6400区间内温和上涨，下游加工企业存在买入保值需求。
- 油制成本上升，需求进入旺季，L或于7600-8600区间内强势上涨，下游加工企业存在买入保值需求。
- 新增产能较多，需求进入旺季，PP或于6800-7800区间内温和上涨，下游加工企业存在买入保值需求。
- 煤头和气头成本上升，甲醇或于2000-2500区间内强势上涨，下游加工企业存在买入保值需求。

能源化工

天然橡胶

终端需求:

- 消费刺激政策加码, 汽车消费温和复苏

气候预期:

- 厄尔尼诺对割胶生产的负面影响加深
- 原料减产概率增高

加工成本:

- 生产成本抬升, 价格支撑走强

- 回顾二季度，云南干旱迫使胶林休割，国内原料产出显著下滑，但经济复苏斜率平缓，终端需求兑现不及预期，沪胶走势整体呈现震荡格局。
- 展望三季度，政策引导加码推动汽车产销延续增长势头，轮企开工意愿亦相对积极，而厄尔尼诺事件或不时扰动原料产出，传统旺季生产节奏将被打断，供需结构逐步偏紧，价格上行驱动持续增强。

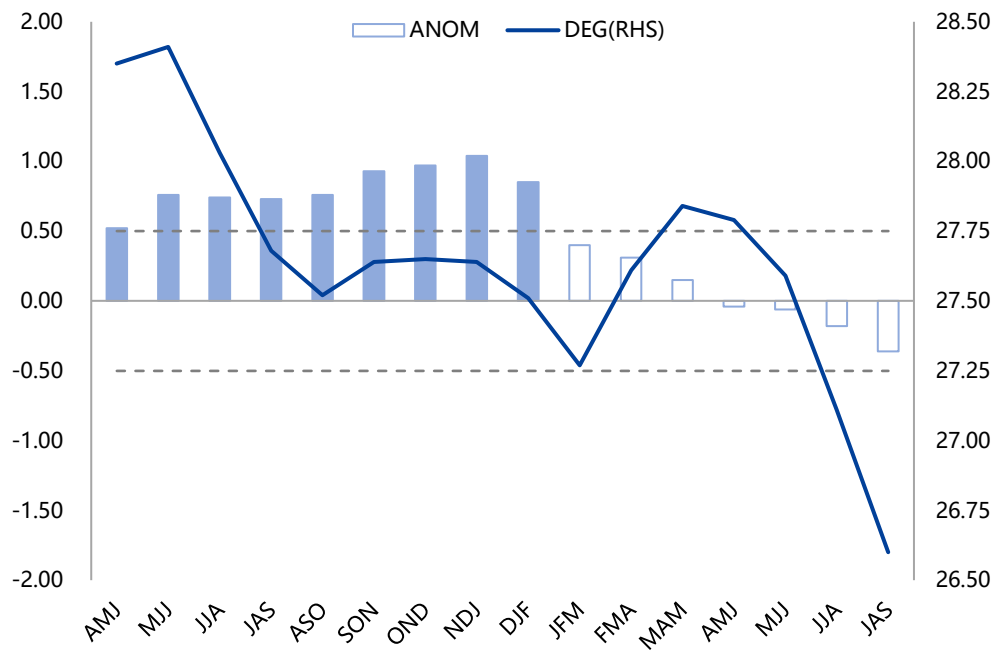
天然橡胶月度供需平衡表

单位：万吨	23年1月	23年2月	23年3月	23年4月	23年5月	23年6月E	23年7月E	23年8月E	23年9月E	23年10月E	23年11月E	23年12月E
产量	0.10	0.00	0.38	3.94	6.40	8.11	8.73	9.14	10.07	10.05	10.20	3.71
进口量	53.79	55.89	57.51	55.42	50.95	41.84	40.35	44.15	46.94	41.14	48.41	55.21
消费量	40.17	55.99	59.88	57.60	56.00	53.22	51.43	50.40	50.20	48.86	50.60	49.50
出口量	0.45	0.28	0.46	0.41	0.44	0.29	0.25	0.26	0.28	0.22	0.33	0.30
供需缺口	13.27	-0.38	-2.45	1.35	0.91	-3.56	-2.61	2.63	6.53	2.10	7.68	9.11
割胶季	停割季		过渡期				旺产季				过渡期	

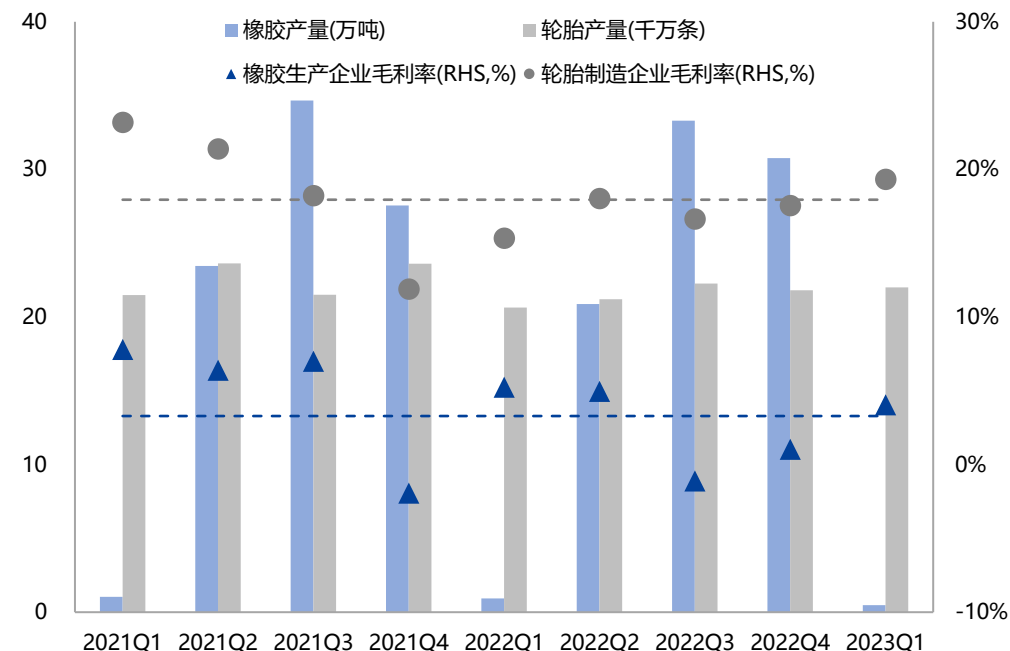
从供需层面分析，极端天气是三季度供需结构转变的最大变量，Nino3.4区海温指数预测显示本轮厄尔尼诺事件将持续九个月至今年年末，且峰值强度明显强于上一轮次，天然橡胶割胶生产将受到干扰，产区物候条件稳定性遭受严峻考验。

从产业利润来看，三季度终端需求延续边际复苏，各环节产业利润继续修复，下游制造端企业对原料价格上涨的容忍程度相对更高，且轮胎提价传导机制相对顺畅。

Nino3.4区海温指数异常预期



橡胶生产端及消费端企业经营状况对比



从成本的角度考虑，原料产出受阻推升天然橡胶生产成本，对比2018年气候影响造成的产量缩减及成本抬升，加之今年开割季云南旱情，当前云南全乳胶生产成本已升至12000元/吨附近，且随着后续减产预期的兑现，成本支撑料进一步增强。

SCRWF云南生产成本及历年均值(元/吨)



沪胶季度涨跌幅

沪胶	季度	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
指数	Q1	8.02%	-11.40%	-16.96%	1.80%	-24.35%	-0.23%	-6.95%
	Q2	5.92%	-16.01%	-5.57%	0.21%	7.02%	-6.71%	-5.38%
	Q3	9.13%	-1.66%	11.50%	-0.61%	17.78%	9.48%	-0.42%
	Q4	39.40%	4.88%	-8.02%	12.82%	12.50%	4.91%	-2.45%

橡胶：三季度胶价偏强运行，价格区间【12800，15000】

□ 综合而言，供需结构改善、产业利润修复及生产成本增高将共同驱动天然橡胶价格上行，三季度沪胶走势易涨难跌，RU2401合约波动区间预计位于12800-15000元/吨。

黑色金属

螺纹 热卷 铁矿 废钢

下游消费：

- 直接出口对内需形成有效补充
- 钢材消费结构发生明显改变
- 下半年直接出口或承压，关注稳增长阶段基建和地产用钢环比改善情况

钢材供给

- 若执行粗钢产量管控，粗钢供需总量矛盾不突出
- 铁水分流机制下，有利于缓和品种钢材供需矛盾

原料成本

- 边际成本定价暂时有效，关注高炉及电炉成本
- 进口矿供需过剩幅度小于2季度预估
- 废钢供给较难恢复
- 煤焦供应过剩确定性较高

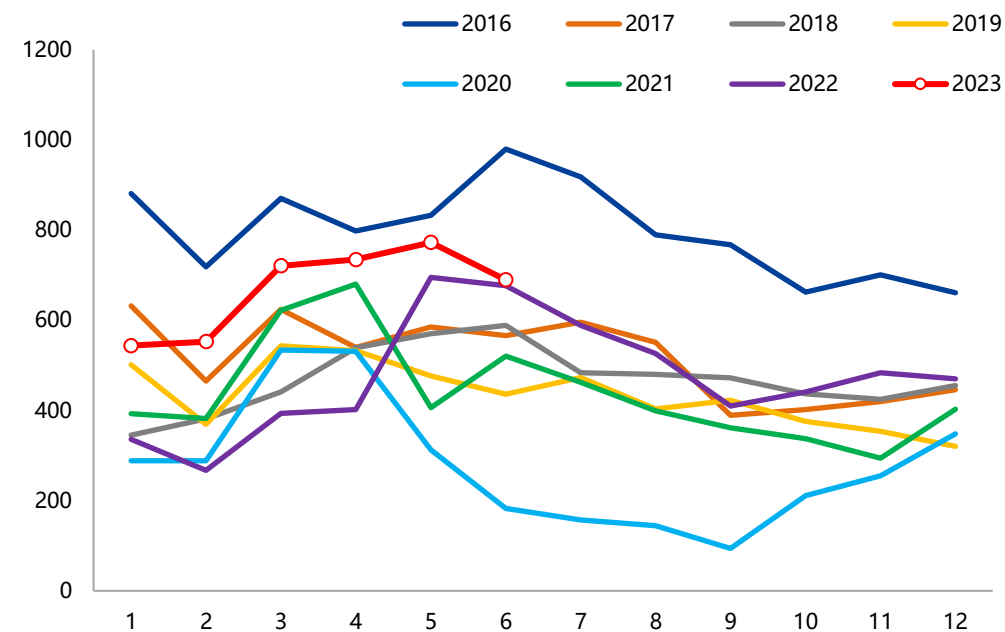
需求：钢材直接出口强劲，但下半年回落风险较高

- 2023年1-6月钢材直接出口累计同比多增1040万吨 (+31.3%)，净出口累计同比多增1244万吨 (+55.1%)。
- 直接出口强劲的原因包括：(1) 长期，受益于“一带一路”国家的发展建设需求、以及美国制造业回流带来的高投资、土耳其地震后重建工作；(2) 短期，受益于买单出口利润。
- 考虑到欧美经济增速仍将逐步放缓，外需退坡将逐渐压缩钢材出口利润，5-6月钢铁行业PMI新出口订单指数均处于荣枯分界线以下，以及国内钢材出口的季节性特征，下半年钢材直接出口可能承压。

上半年钢材直接出口需求强劲

指标 (单位: 万吨)		23/01	23/02	23/03	23/04	23/05	23/06
粗钢产量	当月值 (累计值倒推)	8,435	8,435	9,286	9,283	9,024	9,101
钢材出口	当月值	603	616	789	793	836	751
钢材进口	当月值	60	63	68	58	63	61
钢材净出口	当月值	543	552	721	735	772	690
钢坯出口	当月值	7	11	23	58	42	35
钢坯进口	当月值	10	42	15	24	11	14
钢坯净出口	当月值	-3	-31	8	33	31	21
钢厂库存	中钢协 (未折算)	1,649	1,742	1,725	1,811	1,562	1,478
Δ钢厂库存		343	93	-17	86	-249	-84
社会库存	钢联大口径 (2020年, 未折算)	2,149	2,626	2,327	2,111	1,894	1,771
Δ社会库存		724	477	-299	-216	-217	-123
粗钢表需	当月值	7,368	7,865	9,601	9,414	9,490	9,308
YOY	当月值	1.2%	18.2%	12.0%	1.1%	-5.1%	0.7%
	累计值	1.2%	9.3%	10.4%	7.6%	4.6%	3.9%
粗钢表需	当月值, 剔除直接出口	6,827	7,343	8,872	8,646	8,687	8,597
YOY	当月值	-3.1%	13.8%	7.4%	-3.2%	-6.7%	0.2%
	累计值	-3.1%	5.0%	5.9%	3.2%	0.9%	0.8%

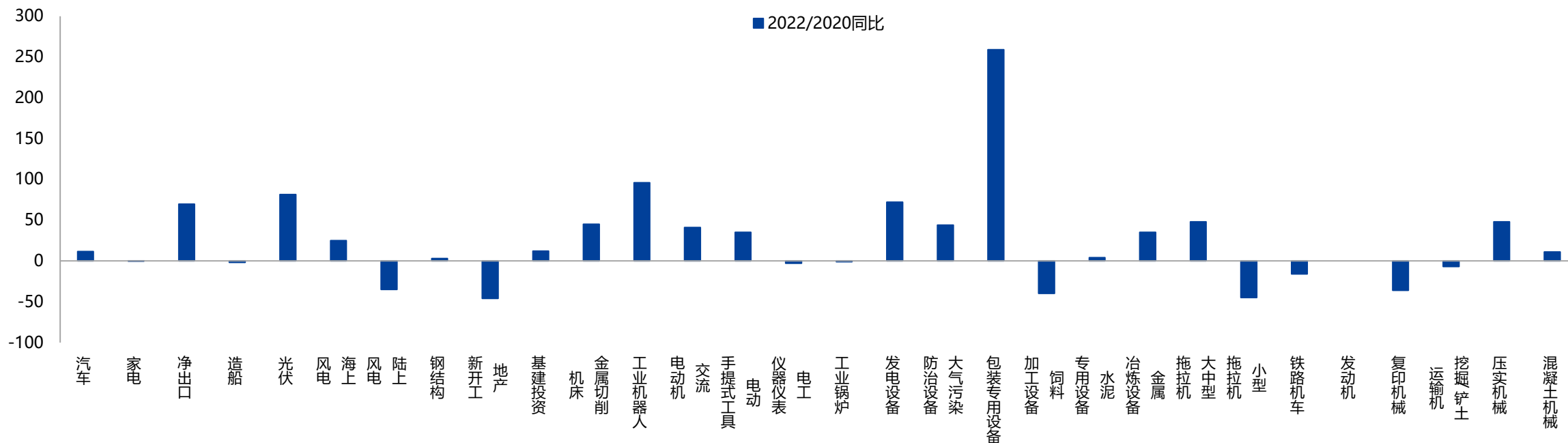
下半年钢材净出口面临季节性下滑风险



除了钢材直接出口外，近两年钢材消费结构也发生了较大变化：（1）地产行业成为钢材消费的显著拖累项；（2）基建用钢分化，传统铁公基项目增速放缓，新能源相关“新基建”贡献较高边际增长；（3）制造业转型升级，机械设备行业高速增长。对应螺纹钢消费下滑，型钢、中厚板、热轧薄板带等消费持续增加。这可能也是今年国内地产周期修复不及预期，钢材产量偏高，但钢材总库存却持续下降的重要原因。

基于上述分析，乐观情况下，我们认为今年粗钢消费量或将同比增长0%-1%。

2020-2022年钢材消费结构发生重大变化



□ 2023年1-6月粗钢表观消费量同比增长约3.9%，若全年粗钢消费持平，则7-12月粗钢消费同比下降约4%，日均粗钢表需261万吨，若全年粗钢消费同比增长1%，则7-12月粗钢消费同比下降约2%，日均粗钢表需266万吨。前者对应平控条件下，粗钢日均产量259万吨，后者对应粗钢日均产量264万吨。总体看，若粗钢产量管控政策落实，下半年粗钢总供需矛盾依然不突出。

粗钢产量平控政策影响估算

粗钢/生铁供给分析 单位：万吨		2021年	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	47,310	43,502	44,463			44,463			44,463		
	生铁产量	37,990	36,087	37,474			37,474			37,474		
	生铁日均产量	252	239	248			248			248		
	电炉产量	9,321	7,415	6,989			6,989			6,989		
	废钢比	19.7%	17.0%	15.7%			15.7%			15.7%		
6月	粗钢产量	12,831	9,186	9,101			9,101			9,101		
	生铁产量	7,648	7,806	7,573			7,573			7,573		
	生铁日均产量	255	260	252			252			252		
	电炉产量	5,183	1,380	1,528			1,528			1,528		
	废钢比	40.4%	15.0%	15.7%			15.7%			15.7%		
7-12月	粗钢产量	43,138	48,613	46,736	46,736 (-3.9%)	46,736	47,736	47,736(-1.8%)	47,736	48,749	48,749	48,749
	生铁产量	41,219	42,490	41,114	40,614	40,114	42,114	41,614	41,114	42,627	42,127	41,627
	生铁日均产量	224	231	223	221	218	229	226	223	232	229	226
	电炉产量	1,918	6,122	5,622	6,122	6,622	5,622	6,122	6,622	6,122	6,622	7,122
	废钢比	4.4%	12.6%	12.0%	13.1%	14.2%	11.8%	12.8%	13.9%	12.6%	13.6%	14.6%
1-12月	粗钢产量	103,279	101,300	100,300	100,300	100,300	101,300	101,300	101,300	102,313	102,313	102,313
	生铁产量	86,857	86,383	86,161	85,661	85,161	87,161	86,661	86,161	87,674	87,174	86,674
	生铁日均产量	238	237	236	235	233	239	237	236	240	239	237
	电炉产量	16,422	14,918	14,139	14,639	15,139	14,139	14,639	15,139	14,639	15,139	15,639
	废钢比	15.9%	14.7%	14.1%	14.6%	15.1%	14.0%	14.5%	14.9%	14.3%	14.8%	15.3%

随着钢材消费结构的变化，钢材供给（即铁水分配）也随之发生改变。2021年以来，IFind统计的主要品种钢材产量增速出现明显变化，地产消费占主导的钢筋、螺纹、线材产量连续下降，制造业相关板材及特种钢产量大幅提高，与钢材消费结构变化趋势较为一致。铁水分流机制，有效缓和了单一品种钢材，尤其是普钢品种螺纹和热卷，面临的供需矛盾。

钢材品种产量	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年1-5月
钢筋	4.8	19.1	6.7	-5.4	-5.7	-0.5
线材	11.4	8.5	6.2	-6.4	-9.3	-0.4
螺纹钢	-0.3	22.4	7.2	-6.1	-3.4	-2.1
中厚宽钢带	-0.1	9.7	20.6	5.4	6.9	6.0
厚板	8.1	12.8	10.8	1.6	2.1	10.3
中板	8.2	11.1	8.0	4.6	1.9	23.6
特厚板	4.0	6.5	33.1	-8.5	14.1	8.5
冷轧中板	-19.8	-6.1	-11.7	-14.6	5.9	49.6
热轧中板	8.3	11.2	8.0	4.6	1.9	-1.3
热轧薄板	5.5	-3.8	83.1	-20.0	32.2	7.3
热轧薄宽钢带	-9.5	-3.0	7.9	22.0	-3.3	6.2
热轧窄钢带	-14.4	6.7	44.8	-12.4	-20.4	-4.4
冷轧薄板	-12.2	-22.7	-6.8	-19.4	-2.3	32.7
冷轧薄宽钢带	-0.9	-3.6	3.6	15.6	-1.2	-1.9
冷轧窄钢带	-8.1	-28.7	-3.4	-7.9	-27.5	4.9
大型型钢	14.9	7.3	5.7	7.7	-6.2	-5.8
中小型型钢	3.0	3.6	17.7	-13.7	-3.4	7.6
铁道用钢材	2.8	6.0	-10.5	-13.5	14.3	1.3
镀层板(带)	-2.6	-4.9	3.2	12.6	4.2	4.5
焊接钢管	-21.8	-52.2	2.9	88.8	-14.6	-0.5
无缝钢管	3.3	3.0	-3.9	6.8	9.4	11.5
电工钢板带	4.2	5.5	4.1	16.5	-4.4	-1.3
其它钢材	17.5	86.6	-12.0	19.9	-8.0	0.6
钢材	5.5	9.0	10.0	0.9	0.3	1.4

- 若铁水分流，以及电炉停产影响持续，螺纹供给约束较为有效。
- 3季度财政加速发力，支撑基建投资保持韧性，继续对冲地产周期疲软的影响。
- 螺纹或维持弱平衡格局。

螺纹钢供需平衡表 (2023年7月14日更新)															
单位: 万吨		2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2E	2023Q3E	2023Q4E	2022E	2023E
产量	当季值	5,411	6,405	5,098	4,832	4,812	5,370	4,851	5,137	4,916	5,048	5,045	4,932	20,170	19,941
	YOY	11.1%	2.0%	-18.8%	-19.9%	-11.1%	-16.2%	-4.9%	6.3%	2.2%	-6.0%	4.0%	-4.0%	-7.2%	-1.1%
进口	当季值	32	43	29	53	37	6	0	2	1	2	1	1	46	5
	YOY	433.9%	18.9%	-26.6%	63.6%	14.8%	-85.1%	-98.6%	-96.7%	-97.7%	-74.6%	136.7%	-44.1%	-71.2%	-90.1%
出口	当季值	8	13	12	7	10	16	14	23	28	25	20	15	63	88
	YOY	-4.3%	17.2%	20.9%	-3.2%	23.8%	28.7%	15.5%	235.0%	186.3%	56.0%	47.9%	-35.1%	60.2%	40.6%
消费	当季值	3,718	7,283	5,461	5,470	3,592	5,514	5,620	5,370	3,564	5,271	5,407	5,257	20,059	19,499
	YOY	36.6%	-1.7%	-12.5%	-21.3%	-3.4%	-24.3%	2.9%	-1.8%	-0.8%	-4.4%	-3.8%	-1.4%	-8.5%	-2.8%
其中: 地产	当季值	2,512	4,743	3,534	3,305	2,292	2,733	3,297	2,890	2,109	2,323	2,967	2,717	11,212	10,116
	YOY	42.0%	-1.6%	-12.9%	-26.9%	-8.8%	-42.4%	-6.7%	-12.5%	-8.0%	-15.0%	-10.0%	-6.0%	-20.4%	-9.8%
其中: 基建	当季值	1,206	2,540	1,927	2,166	1,300	2,781	2,323	2,480	1,456	2,948	2,440	2,540	8,847	9,383
	YOY	26.6%	-2.1%	-11.8%	-11.0%	7.8%	9.5%	20.6%	14.5%	12.0%	6.0%	5.0%	4.0%	12.9%	6.1%
供给-消费	当季值	1,717	-848	-345	-592	1,247	-154	-783	-254	1,325	-247	-381	-339	94	358
钢厂库存	变化	355	-94	-249	-11	246	16	-176	-152	268	-	-	-	-	-
社会库存	变化	1,387	-745	-97	-582	1,004	-208	-610	-105	684	-	-	-	-	-

钢材（热卷）：供需双增，板材基本面矛盾有限

□ 粗钢供需总量矛盾有限，叠加铁水自主分配机制，3季度热卷供需矛盾暂不突出。

热卷供需平衡表 (2023年7月14日更新)															
单位: 万吨		2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2E	2023Q3E	2023Q4E	2022E	2023E
产量	当季值	7,166	7,705	7,177	6,827	7,060	8,208	7,236	7,442	7,912	8,208	7,344	7,517	29,946	30,981
	YOY	21.0%	19.7%	1.2%	-3.2%	-1.5%	6.5%	0.8%	9.0%	12.1%	0.0%	1.5%	1.0%	3.7%	3.5%
进口	当季值	61	62	61	57	54	54	58	33	19	11	10	10	199	50
	YOY	-20.4%	-49.0%	-83.6%	-65.7%	-10.9%	-11.9%	-5.2%	-43.1%	-65.6%	-79.1%	-82.8%	-69.3%	-17.4%	-74.9%
出口	当季值	376	348	211	107	174	474	235	249	359	300	250	200	1,133	1,109
	YOY	99.2%	75.9%	127.1%	-42.9%	-53.7%	36.1%	11.6%	132.9%	105.9%	-36.6%	6.3%	-19.7%	8.7%	-2.1%
内需	当季值	6,625	7,406	7,152	6,695	6,762	7,667	7,187	7,391	7,419	7,782	7,295	7,391	29,007	29,887
	YOY	28.3%	11.1%	-3.5%	-6.7%	2.1%	3.5%	0.5%	10.4%	9.7%	1.5%	1.5%	0.0%	4.1%	3.0%
其中: 汽车	当季值	819	797	679	923	777	654	850	836	745	733	850	836	3,118	3,165
	YOY	81.3%	-8.1%	-21.5%	-9.5%	-5.1%	-17.8%	25.3%	-9.4%	-4.0%	12.0%	0.0%	0.0%	-3.1%	1.5%
	占比	12%	11%	9%	14%	11%	9%	12%	11%	10%	9%	12%	11%	11%	11%
其中: 家电	当季值	544	617	467	541	529	602	538	522	592	626	548	522	2,191	2,289
	YOY	53.0%	0.9%	-16.8%	-5.9%	-2.7%	-2.4%	15.0%	-3.6%	11.9%	4.0%	2.0%	0.0%	1.0%	4.5%
	占比	8%	8%	7%	8%	8%	8%	7%	7%	8%	8%	8%	7%	8%	8%
其中: 机械	当季值	444	411	391	421	440	387	366	419	466	395	374	419	1,613	1,654
	YOY	59.7%	5.4%	8.0%	-7.1%	-0.9%	-5.7%	-6.4%	-0.4%	6.0%	2.0%	2.0%	0.0%	-3.3%	2.6%
	占比	7%	6%	5%	6%	7%	5%	5%	6%	6%	5%	5%	6%	6%	6%
供给-消费	当季值	227	11	-124	82	178	121	-128	-165	153	136	-190	-64	6	34
钢厂库存	变化	43	30	-84	178	111	88	-45	-122	82	-	-	-	-	-
社会库存	变化	183	-19	-40	-96	68	33	-83	-44	71	-	-	-	-	-

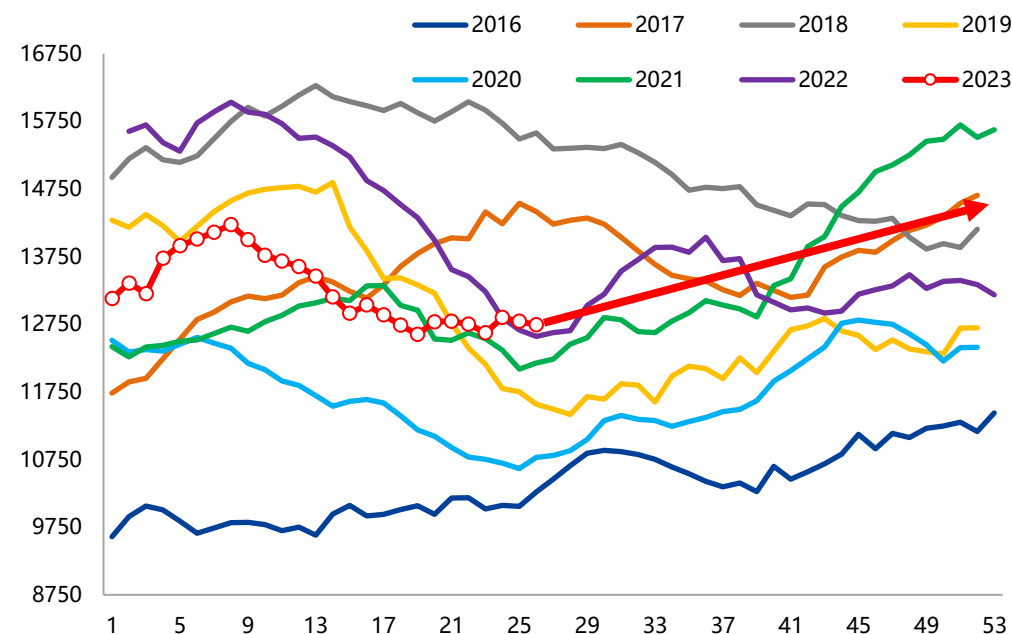
成本（铁矿）：供需预期上调，供给过剩幅度缩窄

- 2023年H1铁矿供需两端均存在超预期的地方：供给端，印度矿供应增长超预期；需求端，国内废钢供给大幅低于预期。
- 2023年H2铁矿供需双降，年末港口进口矿库存将增至1.4-1.5亿吨，钢厂进口矿库存将维持低位，均存在累库不及预期的风险。
- 2023年H2铁矿美金价格区间【80，120】，人民币价格区间【650，950】。

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

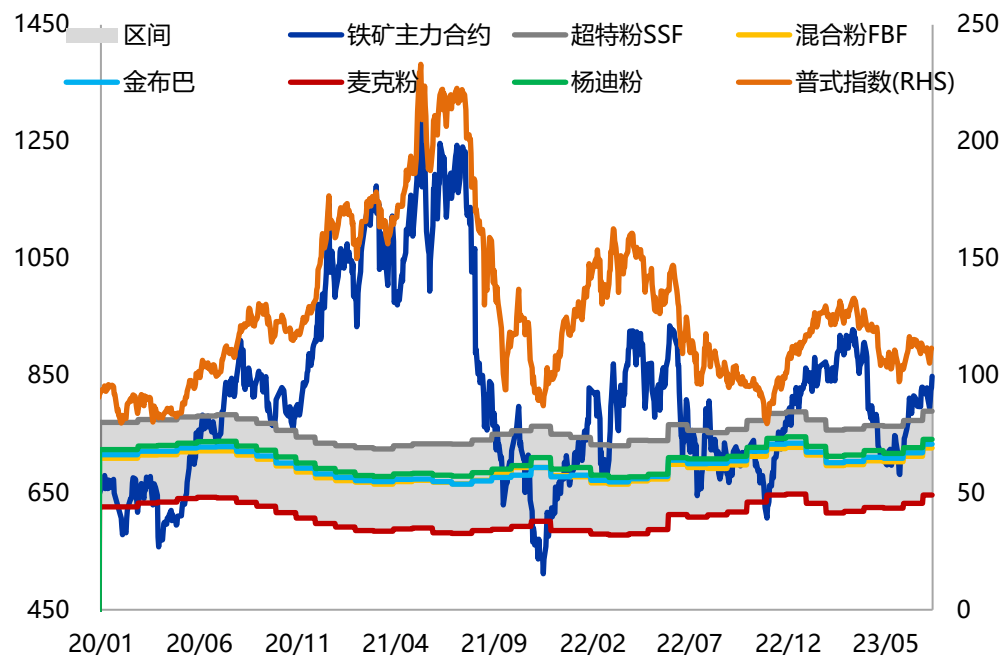
预计年底，港口进口矿库存将回升至1.4-1.5亿吨之间



成本（铁矿）：矿山边际成本线支撑依然有效

2023年矿山边际成本线位于75-80美金附近，折盘面集中落于650附近。

80美金成本线折盘价（更新至7.14）



矿山边际成本折盘面价格（更新至7.14）

更新日期 2023-07-14
 西澳-青岛运费 7.98 美元兑人民币 7.1318 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7月折扣	10.75%	7.00%	5.00%	2.75%	3.75%
50	502	456	470	394	484
60	574	531	547	472	562
70	646	606	623	550	639
75	682	644	661	590	678
80	718	681	700	629	717
90	789	756	776	707	795
100	861	831	853	785	872
110	933	906	929	864	950
120	1005	981	1006	942	1027

成本（废钢）：供需低于预期，铁矿对废钢替代性较强

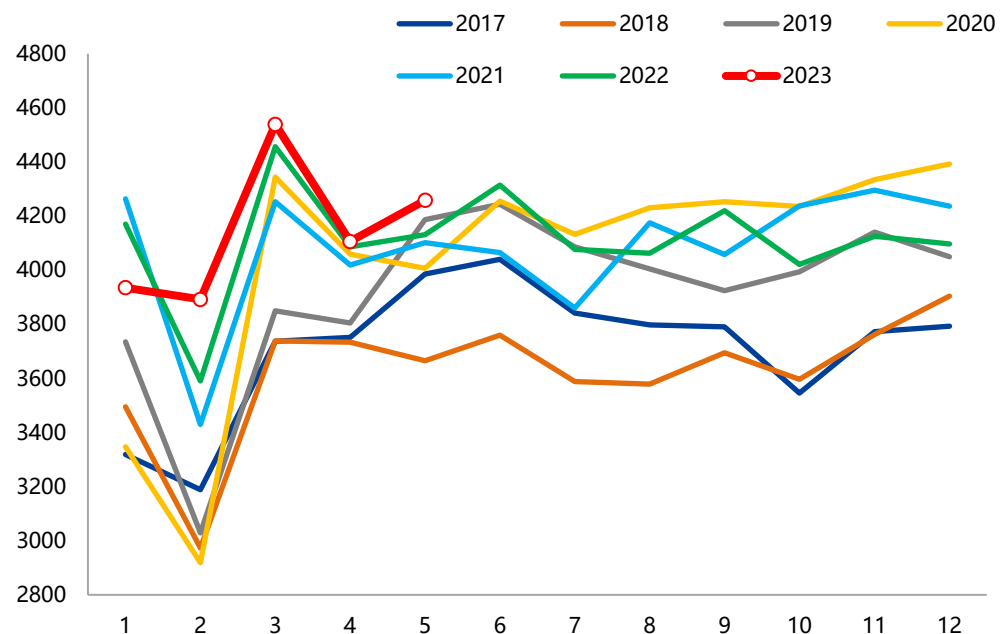
2023年H1，废钢供给远低于预期，主要源于社会积蓄废钢的减量，主要是拆迁类废钢大幅减少，加工废钢有增有减。2023年H2，拆迁类废钢以及加工废钢难有明显改善，全年废钢供给或继续同比下降，成为铁水生产的安全垫。

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					

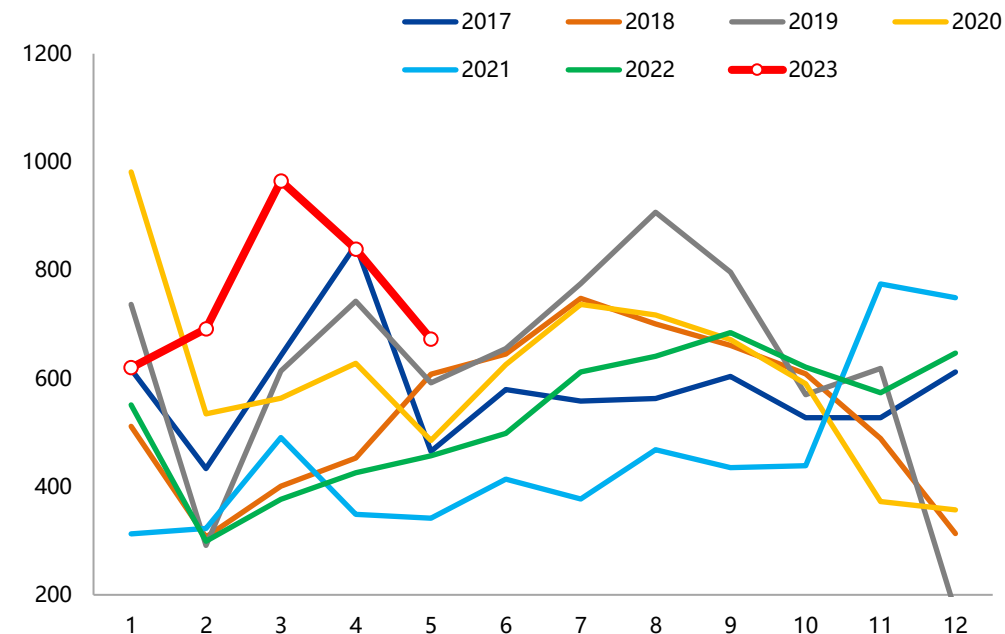
2023年进口焦煤大规模放量，1-5月进口焦煤总量大幅增加1679万吨（+79.6%），其中蒙古焦煤进口量同比增加1324万吨（+254.3%），俄罗斯煤进口量同比增加442万吨（+65.4%），澳洲焦煤进口量同比减少119万吨（-59.6%），主要受限于进口利润。2023年1-5月国内焦煤产量也小幅增加，1-5月同比增长297万吨（1.5%）

2023年H2，蒙煤、俄罗斯进口将保持增长，国内煤炭保供背景下，产量也将维持小幅增长，需求端面临粗钢产量平控、以及年底焦炭落后产能淘汰的影响，不过经过2季度焦煤价格的调整，下半年焦煤价格下方空间较上半年收敛。

1-5月国内炼焦煤产量同比增长



1-5月中国进口炼焦煤同比增加



成本：螺纹/热卷成本敏感性分析

热卷含税成本 对原料价格敏感性			焦煤价格变化									
			1,250	1,350	1,450	1,550	1,650	1,750	1,850	1,950	2,050	2,250
			-600	-500	-400	-300	-200	-100	0	100	200	300
铁矿价格 变化	600	-300	3,021	3,081	3,141	3,200	3,260	3,320	<i>3,380</i>	3,440	3,500	3,560
	650	-250	3,101	3,161	3,221	3,280	3,340	3,400	<i>3,460</i>	3,520	3,580	3,640
	700	-200	3,181	3,241	3,301	3,360	3,420	3,480	<i>3,540</i>	3,600	3,660	3,720
	750	-150	3,261	3,321	3,381	3,440	3,500	3,560	<i>3,620</i>	3,680	3,740	3,800
	800	-100	3,341	3,401	3,461	3,520	3,580	3,640	<i>3,700</i>	3,760	3,820	3,880
	850	-50	3,421	3,481	3,541	3,600	3,660	3,720	<i>3,780</i>	3,840	3,900	3,960
	900	0	<i>3,501</i>	<i>3,561</i>	<i>3,621</i>	<i>3,680</i>	<i>3,740</i>	<i>3,800</i>	3,860	<i>3,920</i>	<i>3,980</i>	<i>4,040</i>
	950	50	3,581	3,641	3,701	3,760	3,820	3,880	<i>3,940</i>	4,000	4,060	4,120
	1,000	100	3,661	3,721	3,781	3,840	3,900	3,960	<i>4,020</i>	4,080	4,140	4,200
	1,050	150	3,741	3,801	3,861	3,920	3,980	4,040	<i>4,100</i>	4,160	4,220	4,280
热卷含税成本+利润100 对原料价格敏感性			焦煤价格变化									
			1,250	1,350	1,450	1,550	1,650	1,750	1,850	1,950	2,050	2,250
			-600	-500	-400	-300	-200	-100	0	100	200	300
铁矿价格 变化	600	-300	3,121	3,181	3,241	3,300	3,360	3,420	<i>3,480</i>	3,540	3,600	3,660
	650	-250	3,201	3,261	3,321	3,380	3,440	3,500	<i>3,560</i>	3,620	3,680	3,740
	700	-200	3,281	3,341	3,401	3,460	3,520	3,580	<i>3,640</i>	3,700	3,760	3,820
	750	-150	3,361	3,421	3,481	3,540	3,600	3,660	<i>3,720</i>	3,780	3,840	3,900
	800	-100	3,441	3,501	3,561	3,620	3,680	3,740	<i>3,800</i>	3,860	3,920	3,980
	850	-50	3,521	3,581	3,641	3,700	3,760	3,820	<i>3,880</i>	3,940	4,000	4,060
	900	0	<i>3,601</i>	<i>3,661</i>	<i>3,721</i>	<i>3,780</i>	<i>3,840</i>	<i>3,900</i>	3,960	<i>4,020</i>	<i>4,080</i>	<i>4,140</i>
	950	50	3,681	3,741	3,801	3,860	3,920	3,980	<i>4,040</i>	4,100	4,160	4,220
	1,000	100	3,761	3,821	3,881	3,940	4,000	4,060	<i>4,120</i>	4,180	4,240	4,300
	1,050	150	3,841	3,901	3,961	4,020	4,080	4,140	<i>4,200</i>	4,260	4,320	4,380
热卷含税成本+利润200 对原料价格敏感性			焦煤价格变化									
			1,250	1,350	1,450	1,550	1,650	1,750	1,850	1,950	2,050	2,250
			-600	-500	-400	-300	-200	-100	0	100	200	300
铁矿价格 变化	600	-300	3,221	3,281	3,341	3,400	3,460	3,520	<i>3,580</i>	3,640	3,700	3,760
	650	-250	3,301	3,361	3,421	3,480	3,540	3,600	<i>3,660</i>	3,720	3,780	3,840
	700	-200	3,381	3,441	3,501	3,560	3,620	3,680	<i>3,740</i>	3,800	3,860	3,920
	750	-150	3,461	3,521	3,581	3,640	3,700	3,760	<i>3,820</i>	3,880	3,940	4,000
	800	-100	3,541	3,601	3,661	3,720	3,780	3,840	<i>3,900</i>	3,960	4,020	4,080
	850	-50	3,621	3,681	3,741	3,800	3,860	3,920	<i>3,980</i>	4,040	4,100	4,160
	900	0	<i>3,701</i>	<i>3,761</i>	<i>3,821</i>	<i>3,880</i>	<i>3,940</i>	<i>4,000</i>	4,060	<i>4,120</i>	<i>4,180</i>	<i>4,240</i>
	950	50	3,781	3,841	3,901	3,960	4,020	4,080	<i>4,140</i>	4,200	4,260	4,320
	1,000	100	3,861	3,921	3,981	4,040	4,100	4,160	<i>4,220</i>	4,280	4,340	4,400
	1,050	150	3,941	4,001	4,061	4,120	4,180	4,240	<i>4,300</i>	4,360	4,420	4,480

螺纹含税成本 对原料价格敏感性			焦煤价格变化									
			1,250	1,350	1,450	1,550	1,650	1,750	1,850	1,950	2,050	2,250
			-600	-500	-400	-300	-200	-100	0	100	200	300
铁矿价格 变化	600	-300	3,021	3,081	3,141	3,200	3,260	3,320	<i>3,380</i>	3,440	3,500	3,560
	650	-250	3,101	3,161	3,221	3,280	3,340	3,400	<i>3,460</i>	3,520	3,580	3,640
	700	-200	3,181	3,241	3,301	3,360	3,420	3,480	<i>3,540</i>	3,600	3,660	3,720
	750	-150	3,261	3,321	3,381	3,440	3,500	3,560	<i>3,620</i>	3,680	3,740	3,800
	800	-100	3,341	3,401	3,461	3,520	3,580	3,640	<i>3,700</i>	3,760	3,820	3,880
	850	-50	3,421	3,481	3,541	3,600	3,660	3,720	<i>3,780</i>	3,840	3,900	3,960
	900	0	<i>3,501</i>	<i>3,561</i>	<i>3,621</i>	<i>3,680</i>	<i>3,740</i>	<i>3,800</i>	3,810	<i>3,920</i>	<i>3,980</i>	<i>4,040</i>
	950	50	3,581	3,641	3,701	3,760	3,820	3,880	<i>3,940</i>	4,000	4,060	4,120
	1,000	100	3,661	3,721	3,781	3,840	3,900	3,960	<i>4,020</i>	4,080	4,140	4,200
	1,050	150	3,741	3,801	3,861	3,920	3,980	4,040	<i>4,100</i>	4,160	4,220	4,280
螺纹含税成本+利润100 对原料价格敏感性			焦煤价格变化									
			1,250	1,350	1,450	1,550	1,650	1,750	1,850	1,950	2,050	2,250
			-600	-500	-400	-300	-200	-100	0	100	200	300
铁矿价格 变化	600	-300	3,121	3,181	3,241	3,300	3,360	3,420	<i>3,480</i>	3,540	3,600	3,660
	650	-250	3,201	3,261	3,321	3,380	3,440	3,500	<i>3,560</i>	3,620	3,680	3,740
	700	-200	3,281	3,341	3,401	3,460	3,520	3,580	<i>3,640</i>	3,700	3,760	3,820
	750	-150	3,361	3,421	3,481	3,540	3,600	3,660	<i>3,720</i>	3,780	3,840	3,900
	800	-100	3,441	3,501	3,561	3,620	3,680	3,740	<i>3,800</i>	3,860	3,920	3,980
	850	-50	3,521	3,581	3,641	3,700	3,760	3,820	<i>3,880</i>	3,940	4,000	4,060
	900	0	<i>3,601</i>	<i>3,661</i>	<i>3,721</i>	<i>3,780</i>	<i>3,840</i>	<i>3,900</i>	3,910	<i>4,020</i>	<i>4,080</i>	<i>4,140</i>
	950	50	3,681	3,741	3,801	3,860	3,920	3,980	<i>4,040</i>	4,100	4,160	4,220
	1,000	100	3,761	3,821	3,881	3,940	4,000	4,060	<i>4,120</i>	4,180	4,240	4,300
	1,050	150	3,841	3,901	3,961	4,020	4,080	4,140	<i>4,200</i>	4,260	4,320	4,380
螺纹含税成本+利润200 对原料价格敏感性			焦煤价格变化									
			1,250	1,350	1,450	1,550	1,650	1,750	1,850	1,950	2,050	2,250
			-600	-500	-400	-300	-200	-100	0	100	200	300
铁矿价格 变化	600	-300	3,221	3,281	3,341	3,400	3,460	3,520	<i>3,580</i>	3,640	3,700	3,760
	650	-250	3,301	3,361	3,421	3,480	3,540	3,600	<i>3,660</i>	3,720	3,780	3,840
	700	-200	3,381	3,441	3,501	3,560	3,620	3,680	<i>3,740</i>	3,800	3,860	3,920
	750	-150	3,461	3,521	3,581	3,640	3,700	3,760	<i>3,820</i>	3,880	3,940	4,000
	800	-100	3,541	3,601	3,661	3,720	3,780	3,840	<i>3,900</i>	3,960	4,020	4,080
	850	-50	3,621	3,681	3,741	3,800	3,860	3,920	<i>3,980</i>	4,040	4,100	4,160
	900	0	<i>3,701</i>	<i>3,761</i>	<i>3,821</i>	<i>3,880</i>	<i>3,940</i>	<i>4,000</i>	4,010	<i>4,120</i>	<i>4,180</i>	<i>4,240</i>
	950	50	3,781	3,841	3,901	3,960	4,020	4,080	<i>4,140</i>	4,200	4,260	4,320
	1,000	100	3,861	3,921	3,981	4,040	4,100	4,160	<i>4,220</i>	4,280	4,340	4,400
	1,050	150	3,941	4,001	4,061	4,120	4,180	4,240	<i>4,300</i>	4,360	4,420	4,480

□ 螺纹/热卷

- 2季度国内政策底已确认，随着稳增长政策加码、以及工业企业名义库存周期改善，经济底也将得到确认，从周期角度看，风险资产将普遍得到支撑。但政策强刺激概率较低，库存及信用周期扩张程度可能较为有限。
- 上半年钢材直接出口对国内钢材消费形成有效补充，下半年钢材直接出口可能面临季节性回落风险，需要重点关注稳增长政策加码后，基建及地产用钢需求环比改善的情况。
- 若落实粗钢产量管控政策，将有利于降低粗钢总量过剩风险。
- 国内钢材消费结构发生重大改变，铁水分配机制下，单一品种钢材过剩压力降低。
- 3季度螺纹、热卷供需总量矛盾暂不突出，考虑到钢铁产能的生产弹性，以及宏观周期力量强度相对有限，预计螺纹/热卷将区间运行。
- 下方关注原料过剩格局下，高炉成本重心，上方则关注电炉峰电成本，预计螺纹价格运行区间可能在【3200，4000】，热卷价格运行区间可能在【3300，4100】。

□ 铁矿：

- 铁矿对废钢替代需求或保持韧性，下半年铁矿供需过剩幅度小于2季度预期，港口进口矿累库偏慢，且不排除主流矿山下半年冲量不及预期的可能，矿山成本线支撑依然有效，下半年铁矿仍适合逢低试多，价格运行区间【650，950】。
- 风险：（1）上行风险，稳增长政策加码幅度、粗钢限产力度超预期；（2）下行风险，经济复苏、库存/信用扩张落空。

建材

纯碱 玻璃

浮法玻璃：

- 地产竣工周期继续拉动需求
- 盈利较好，浮法玻璃潜在复产压力较大
- 迎峰度夏结束后，燃料及纯碱供应过剩压力将显现，玻璃成本支撑转弱

纯碱：

- 浮法玻璃超预期复产，光伏玻璃投产稳步推进
- 淡季检修对冲新装置投产影响
- 7-8月纯碱保持去库，9月转向大幅累库周期

浮法玻璃：地产竣工周期支撑需求，浮法玻璃潜在复产规模较大

□ 浮法玻璃80%以上需求来自地产，主要用于房屋施工尾部环节，领先于房屋竣工节点。根据历史数据测算，浮法玻璃表观需求量（滚动4个季度）与滞后9个季度的地产新开工数据具有较高的正相关性，并领先房地产竣工约2个季度。基于上述领先和滞后性，我们重新调整了玻璃测算悲观/中性/乐观情形下，2023年玻璃需求同比-1.9%/+2%/+5%。但是由于浮法玻璃潜在复产规模较大，下半年浮法玻璃累库风险依然存在。

2023年浮法玻璃内需同比有望大幅增长

相关性 样本周期：2018Q1-2023Q1	竣工（当季同比）										
	前置11期	前置4期	前置3期	前置2期	前置1期	同步	滞后1期	滞后2期	滞后3期	滞后4期	滞后5期
浮法玻璃出库量（当季同比）	/	-0.130	0.159	0.516	0.425	0.380	-0.230	-0.184	0.022	-0.175	0.200
浮法玻璃表需（当季同比）	/	-0.134	0.156	0.512	0.418	0.371	-0.236	-0.181	0.037	-0.151	0.224
新开工（当季同比）	0.477	-0.111	0.027	0.223	0.167	0.274	-0.041	-0.194	-0.278	-0.484	-0.443

玻璃地产需求	2018	2019	2020	2021	2022	2023 (悲观)	2023 (中性)	2023 (乐观)	2023H1 (中性)	2023H2 (中性)
玻璃需求，理论消费（隆众） （滚动4个季度，万吨） YOY	5796	5861	5862	6087	5906	5,792	6,024	6,201	2,968	3,055
		1.1%	0.0%	3.8%	-3.0%	-1.9%	2.0%	5.0%	5.8%	-1.5%
房屋新开工面积，当季值 （滚动4个季度，滞后9个季度） YOY	162,295	175,305	200,204	222,466	221,537	217,287	217,287	217,287	232,393	217,287
		8.0%	14.2%	11.1%	-0.4%	-1.9%	-1.9%	-1.9%	7.3%	-1.9%
玻璃滚动需求/房屋新开工面积 （滞后9个季度）	0.036	0.033	0.029	0.027	0.027	0.027	0.028	0.029	0.026	0.028
浮法玻璃产量 YOY	5,868	5,814	5,791	6,249	6,151	6,244	6,244	6,244	2,912	3,332
		-0.9%	-0.4%	7.9%	-1.6%	1.5%	1.5%	1.5%	-5.9%	10.4%
供给-需求	72	-46	-71	162	245	452	220	43	-56	276

浮法玻璃：浮法玻璃盈利较好，潜在复产压力较大

□ 经历过1-5月现货涨价去库后，浮法玻璃全行业保持高盈利能力，截至7月14日，浮法玻璃三大工艺毛利均超290元/吨，产线复产驱动较强。年初以来，浮法玻璃运行产能已累计增加6680t/d，运行产能已恢复至16.55wt/d。若按照企业计划复产及冷修，年底浮法玻璃日熔量或恢复到17.8wt/d，同比增加1.94wt/d，+12.24%。

□ 浮法玻璃行业总产能充裕，供给高低完全取决于行业利润和企业对后市的预期。

计划 (t/d)	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	总计
点火+复产	600	1,550	4,600	1,480	4,050	3,050	3,100		1,700			11,700	31,830
点火						2,450	1,200					7,150	10,800
点火						2,450	0					2,850	5,300
点火, 推迟							1,200					1,200	2,400
点火, 未定												3,100	3,100
复产						600	1,900		1,700			4,550	8,750
复产						600	1,900		1,700			4,450	8,650
复产, 推迟													0
复产, 未定												100	100
减产	1,600	1,450	1,600	400		1,600				1,200		3,100	10,950
冷修	1,600	1,450	1,600	400		1,600						3,100	9,750
搬迁										1,200			1,200
净变化	-1,000	100	3,000	1,080	4,050	1,450	3,100	0	1,700	-1,200	0	8,600	20,880

*背景/文字颜色：蓝色：已投产/冷修；红色，计划投产/冷修，更新至6月30日

玻璃：燃煤及纯碱供应过剩压力较明确，下半年玻璃成本仍有下行风险

□ 浮法玻璃盈利较好，6月底，全行业毛利超350元/吨，为2016年以来毛利历史分位数的77%以上。

□ 考虑到纯碱供给增长确定，若国内经济增速放缓导致能源价格重心继续下移，下半年浮法玻璃行业毛利或继续扩大，刺激浮法玻璃产能的恢复。

浮法玻璃盈利情况 (更新至7.14)

工艺		煤炭 (煤制气)	石油焦	天然气
产能占比		18%	17%	55%
毛利	2023年最大值	499	887	585
	2023年最小值	-215	-24	-238
	2023年均值	117	359	110
	2023年最新值	394	504	255
	分位数(2016年-今)	77%	70%	77%
成本	2023年最大值	1,753	1,606	1,999
	2023年最小值	1,310	1,279	1,674
	2023年均值	1,547	1,477	1,892
	2023年最新值	1,315	1,296	1,679

主要原料价格变动 对纯碱成本的影响		重碱 0.19吨/吨										
元/吨		-300	-250	-200	-150	-100	-50	0	50	100	150	200
天然气 200m ³ /吨	-2.0	1,222	1,232	1,241	1,251	1,260	1,270	1,279	1,289	1,298	1,308	1,317
	-1.5	1,322	1,332	1,341	1,351	1,360	1,370	1,379	1,389	1,398	1,408	1,417
	-1.0	1,422	1,432	1,441	1,451	1,460	1,470	1,479	1,489	1,498	1,508	1,517
	-0.5	1,522	1,532	1,541	1,551	1,560	1,570	1,579	1,589	1,598	1,608	1,617
	0.0	1,622	1,632	1,641	1,651	1,660	1,670	1,679	1,689	1,698	1,708	1,717
	0.5	1,722	1,732	1,741	1,751	1,760	1,770	1,779	1,789	1,798	1,808	1,817
	1.0	1,822	1,832	1,841	1,851	1,860	1,870	1,879	1,889	1,898	1,908	1,917
	1.5	1,922	1,932	1,941	1,951	1,960	1,970	1,979	1,989	1,998	2,008	2,017
	2.0	2,022	2,032	2,041	2,051	2,060	2,070	2,079	2,089	2,098	2,108	2,117
煤炭 0.276吨/吨	-200	1,206	1,215	1,225	1,234	1,244	1,253	1,263	1,272	1,282	1,291	1,301
	-150	1,220	1,229	1,239	1,248	1,258	1,267	1,277	1,286	1,296	1,305	1,315
	-100	1,233	1,243	1,252	1,262	1,271	1,281	1,290	1,300	1,309	1,319	1,328
	-50	1,247	1,257	1,266	1,276	1,285	1,295	1,304	1,314	1,323	1,333	1,342
	0	1,261	1,271	1,280	1,290	1,299	1,309	1,318	1,328	1,337	1,347	1,356
	50	1,275	1,284	1,294	1,303	1,313	1,322	1,332	1,341	1,351	1,360	1,370
	100	1,289	1,298	1,308	1,317	1,327	1,336	1,346	1,355	1,365	1,374	1,384
	150	1,302	1,312	1,321	1,331	1,340	1,350	1,359	1,369	1,378	1,388	1,397
	200	1,316	1,326	1,335	1,345	1,354	1,364	1,373	1,383	1,392	1,402	1,411
石油焦 0.212吨/吨	-200	1,197	1,206	1,216	1,225	1,235	1,244	1,254	1,263	1,273	1,282	1,292
	-150	1,207	1,217	1,226	1,236	1,245	1,255	1,264	1,274	1,283	1,293	1,302
	-100	1,218	1,227	1,237	1,246	1,256	1,265	1,275	1,284	1,294	1,303	1,313
	-50	1,228	1,238	1,247	1,257	1,266	1,276	1,285	1,295	1,304	1,314	1,323
	0	1,239	1,249	1,258	1,268	1,277	1,287	1,296	1,306	1,315	1,325	1,334
	50	1,250	1,259	1,269	1,278	1,288	1,297	1,307	1,316	1,326	1,335	1,345
	100	1,260	1,270	1,279	1,289	1,298	1,308	1,317	1,327	1,336	1,346	1,355
	150	1,271	1,280	1,290	1,299	1,309	1,318	1,328	1,337	1,347	1,356	1,366
	200	1,281	1,291	1,300	1,310	1,319	1,329	1,338	1,348	1,357	1,367	1,376

纯碱：光伏玻璃点火较慢，光伏重碱消耗量稳步增加

企业	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	总计
福莱特			1,200									2,400	3,600
信义			1,000	1,000			1,000		1,000	1,000		2,000	7,000
中建材					850							2,400	3,250
旗滨	1,200					1,200	1,200		1,200			2,400	7,200
南玻					1,200							-650	550
彩虹		-750			750				1,000				1,000
河北金信							1,000	1,000					2,000
德力集团												1,000	1,000
日盛达			-500					1,000					500
九洲												1,200	1,200
秦皇岛												1,200	1,200
安徽盛世												1,200	1,200
弘诺												1,100	1,100
江西透光										1,200			1,200
长利			1,200										1,200
新福兴												2,400	2,400
和友												900	900
合盛硅业									1,200				1,200
重庆武骏	900												900
宿迁中玻	1,000												1,000
福建台玻										550			550
江西康佳												400	400
河南裕鑫												250	250
沐阳鑫达				-650								2,000	1,350
思必得												120	120
合计 (实际+计划)	3,100	-750	2,900	350	2,800	1,200	3,200	2,000	4,400	2,750	0	20,320	42,270
合计 (高概率计划)	3,100	-750	2,900	350	1,200	1,000	1,000	2,000	2,000	2,000	0	4,000	18,800

*背景/文字颜色：蓝色：已投产；绿色：已冷修减产；红色，计划，更新至6月30日

纯碱：光伏玻璃玻璃点火较慢，光伏重碱消耗量稳步增加 (2)

□ 得益于上游加速跌价，以及国内外政策扶持，2023年新增光伏装机预期由年初350GW上调至370GW。

□ 再结合双玻渗透率上升的影响，若按照前文光伏玻璃投产节奏估算，则今年国内光伏玻璃供需过剩幅度略有收窄，且不排除阶段性紧张局面出现。

关键参数	单位	单玻组件	双玻组件	
光伏玻璃厚度	MM	3.2	2.5	2
单吨光伏玻璃对应面积	平方米	125	160	200
组件装配损耗率	%	2%	2%	2%
所需光伏玻璃面积 (M6/72片)	平方米	2.17	4.34	4.34
标称功率	W	430	473	473
输出功率	W	344	378	378
1GW组件对应光伏玻璃面积	万平方米	631	1148	1148
1GW组件对应光伏玻璃重量	万吨	5.15	7.32	5.86

分项	单位	2020	2021	2022	23Q1	23Q2E	23Q3E	23Q4E	2023E
全球光伏装机容量	GW	137	170	245	68	83	101	118	370
电站容配比		1.21	1.21	1.25	1.25	1.25	1.25	1.25	1.25
组件生产需求	GW	165	205	306	85	104	126	148	463
单玻渗透率	%	70%	63%	62%	55%	53%	52%	50%	52%
双玻渗透率	%	30%	37%	38%	45%	47%	48%	50%	48%
其中：2.5mm组件占比	%	60%	50%	40%	30%	30%	30%	30%	30%
其中：2mm组件占比	%	40%	50%	60%	70%	70%	70%	70%	70%
单玻组件装机容量	GW	116	129	190	47	55	66	74	241
双玻组件装机容量	GW	49	76	116	38	49	61	74	222
其中：2.5mm组件	GW	29	38	46	11	15	18	22	67
其中：2mm组件	GW	20	38	70	27	34	42	52	156
1GW组件对应光伏玻璃使用量：单玻	万吨	5.1	5.1	5.1	5.1	5.1	5.1	5.1	5.1
1GW组件对应光伏玻璃使用量：双玻	万吨	13.2	13.2	13.2	13.2	13.2	13.2	13.2	13.2
其中：2.5mm组件	万吨	7.3	7.3	7.3	7.3	7.3	7.3	7.3	7.3
其中：2mm组件	万吨	5.9	5.9	5.9	5.9	5.9	5.9	5.9	5.9
光伏玻璃消耗量：单玻	万吨	598	663	979	241	284	338	380	1,240
光伏玻璃消耗量：双玻	万吨	330	500	747	241	308	382	464	1,399
其中：2.5mm组件	万吨	216	278	340	84	108	133	162	488
其中：2mm组件	万吨	115	222	408	157	201	248	302	911
原片成品率：3mm	%	0.82	0.82	0.82	0.82	0.82	0.82	0.82	0.82
原片成品率：2.5mm	%	0.80	0.80	0.80	0.80	0.80	0.80	0.80	0.80
原片成品率：2mm	%	0.78	0.78	0.78	0.78	0.78	0.78	0.78	0.78
深加工成品率	%	0.95	0.95	0.95	0.95	0.95	0.95	0.95	0.95
光伏玻璃实际消耗量：单玻	万吨	768	851	1,256	309	365	434	488	1,592
光伏玻璃实际消耗量：双玻	万吨	418	621	910	288	367	455	554	1,669
其中：2.5mm组件	万吨	291	375	458	114	145	180	219	659
其中：2mm组件	万吨	127	246	452	174	222	275	335	1,010
全球光伏玻璃总消耗量	万吨/天	3.24	4.03	5.93	6.63	8.05	9.66	11.32	8.93
国内光伏玻璃市占率	%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%
国内光伏玻璃总消耗量	万吨/天	2.92	3.63	5.34	5.97	7.24	8.70	10.19	8.04
国内光伏玻璃总产能	万吨/天	2.93	4.26	8.01	8.50	8.81	9.31	9.91	9.91

- 远兴计划7月底1号线达产，8月底2号线达产，9月底3-4号线达产。金山则计划7月20日点火，8月中旬试车，8月底提负荷，9月达产。
- 随着新产能投放，7-8月纯碱新增产能带来供给增量34.41万吨。

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	新产能		7月	8月	9月	10月	11月	12月
								产能	开工率	产量	产能	开工率	产量	产能	开工率
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	产能	20	20	20	20	20	20
安徽红四方	20	联碱法	华东地区	合肥	2023年2季度	2023年6月	装置扩产，已投产	安徽红四方	开工率	100%	100%	100%	100%	100%	100%
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	安徽红四方	产量	1.9	1.9	1.8	1.9	1.8	1.9
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	7月底前2线点火, 8月初投料, 8月底达产 8月中旬3-4线点火, 9月初投料, 9月底达产	已向市场提供试制品, 小批量出厂1700	远兴能源1线	产能	150	150	150	150	150	150
金山化工	200	联碱法	华北地区	漯河 (小苏打100万吨)	2023年9月	7月20日点火, 8月中旬试车, 8月底负荷3-5成, 9月达产	较2季度初消息提前1个月	远兴能源1线	开工率	40%	100%	100%	100%	100%	100%
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1线	产量	5.6	14.0	13.5	14.0	13.5	14.0
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		远兴能源2线	产能		150	150	150	150	150
								远兴能源2线	开工率		40%	100%	100%	100%	100%
								远兴能源2线	产量		5.6	13.5	14.0	13.5	14.0
								远兴能源3线	产能		200	100	100	100	100
								远兴能源3线	开工率		10%	50%	100%	100%	100%
								远兴能源3线	产量		1.9	4.5	9.3	9.0	9.3
								金山化工	产能		200	200	200	200	200
								金山化工	开工率		20%	60%	90%	90%	90%
								金山化工	产量		3.7	10.8	16.7	16.2	16.7
								德邦项目	产能				60	60	60
								德邦项目	开工率				20%	60%	100%
								德邦项目	产量				1.1	3.2	5.6
								合计	产能	170	720	620	680	680	680
								合计	产量	7.4	27.0	44.1	56.9	57.2	61.4

纯碱：淡季检修阶段性对冲新产能投放的影响

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，见右表。

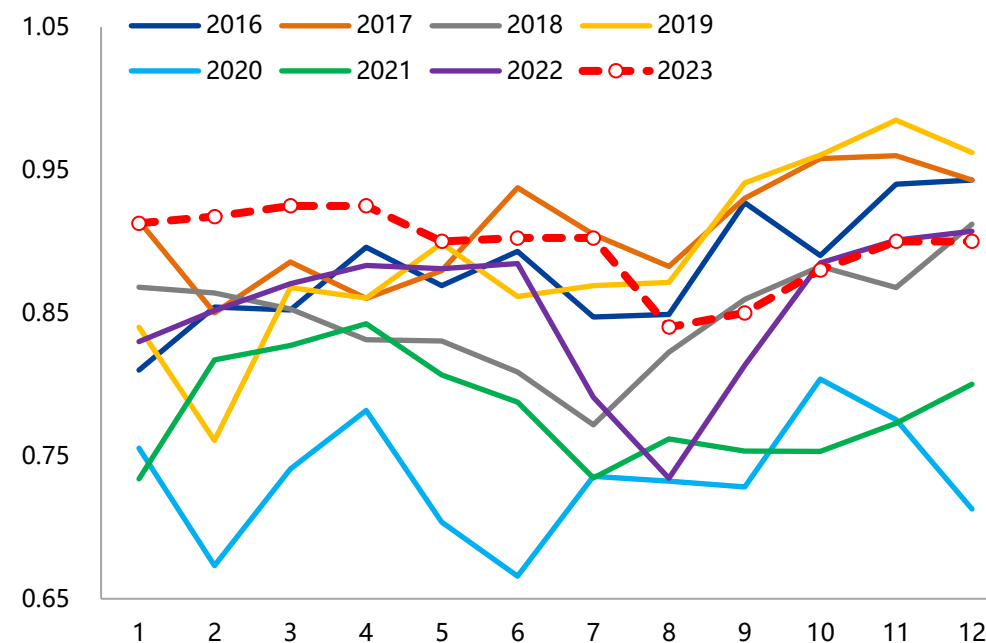
隆众及卓创已统计今年7-8月纯碱在产装置的初步检修计划，若未公布检修时长，出于谨慎考虑，按7天检修期估算，若检修其为区间，按最短天数估算。7-8月纯碱检修影响规模为39.8万吨。

7-8月份检修计划汇总 (更新至7.14)

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	

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

纯碱开工率



纯碱：检修季纯碱供需偏紧，大幅累库时间或在9月

□ 中性假设：（1）假设远兴、金山及德邦装置按计划投产；（2）光伏玻璃投产节奏整体持稳，年底运行产能增至9.9wt/d日熔量，每月投产1-2条线，12月投产相对增多；（3）浮法玻璃全行业盈利，点火复产计划增多，年底运行产能回升至18.5wt/d日熔量，大幅高于2022年底；（4）轻碱需求保持平稳，淡旺季不明显，整体保持平稳。

□ 结论：淡季检修季（7-8月）纯碱供应相对偏紧，库存环比去化，纯碱实质性大幅累库时间大概在9月及以后。

纯碱供需平衡表（更新至7.14）														
单位：wt, wt/d			23/01	23/02	23/03	23/04	23/05	23/06	23/07E	23/08E	23/09E	23/10E	23/11E	23/12E
产能		合计值	3,181	3,181	3,181	3,181	3,181	3,201	3,351	3,901	3,901	3,961	3,961	3,981
开工率	隆众（旧产能）	当月值	91%	92%	92%	92%	90%	90%	84%	85%	88%	90%	90%	90%
产量	隆众	当月值	270.0	245.2	273.7	264.9	267.4	258.8	256.4	278.9	301.0	333.0	324.4	339.3
纯碱总供给		当月值	270.0	245.2	273.7	264.9	267.4	258.8	256.4	278.9	301.0	333.0	324.4	339.3
光伏玻璃	运行产能	wt/d	8.3	8.2	8.5	8.5	8.8	8.8	8.9	9.1	9.3	9.5	9.5	9.9
	投产计划	wt/d							0.1	0.2	0.2	0.2	0.0	0.4
光伏纯碱消费量		当月值	48.1	44.0	49.3	48.5	51.1	50.2	52.2	53.1	52.5	55.4	54.2	57.2
浮法玻璃	运行产能	wt/d	15.7	15.8	15.8	16.1	16.4	16.4	16.7	16.7	16.9	16.7	16.7	17.6
	冷修	wt/d										-0.1		-0.3
	点火/复产	wt/d							0.3		0.2			1.2
浮法纯碱消费量		当月值	93.1	83.8	93.1	91.1	95.8	93.4	97.4	98.3	95.7	99.0	95.5	101.2
轻碱消费量		当月值	111.2	116.0	124.1	109.1	113.6	125.0	120.0	115.0	118.0	110.0	105.0	120.0
净出口	统计局	当月值	15.4	13.2	11.7	14.5	6.4	10.0	11.8	13.0	14.0	15.0	15.0	16.0
纯碱总消费		当月值	267.7	257.0	278.2	263.1	266.9	278.6	281.4	279.4	280.2	279.4	269.7	294.4
供需差		当月值	2.3	-11.9	-4.5	1.7	0.5	-19.8	-25.0	-0.5	20.9	53.6	54.7	44.9

□ 浮法玻璃：

地产竣工周期带动浮法玻璃需求实现正增长。但随着浮法玻璃全行业持续性盈利，浮法玻璃潜在复产压力较大，下半年供给将同比转正，玻璃供需差持续收敛。不过，经过2季度主动去库，玻璃产业链库存压力较小，中下游玻璃库存已降至低点，或有阶段性补库需求将释放。且成本端，迎峰度夏期间，燃料及纯碱价格表现坚挺，成本处对玻璃价格形成支撑，迎峰度夏结束后，燃料、纯碱等主要原料过剩压力将逐步显现，届时玻璃成本支撑将被削弱。预计二季度玻璃价格运行区间【1400，1900】。

□ 纯碱：

2023年纯碱新增产能约800万吨，纯碱供给过剩的趋势已明确。但是淡季检修期间，纯碱仍面临阶段性的供需偏紧格局，新增产能投放带来的大幅累库主要发生在9月及以后。而下游去库较充分，检修季期间补库难度提高，阶段性支撑价格。预计三季度，纯碱05合约价格运行区间【1300，1600】，纯碱现货价格运行区间【1400，2100】。

经济作物

棉花

棉花供应：

- 面积、单产预期同时下降，2023/24年度国内棉花供应端减产格局确定

天气扰动：

- 新年度播种以来天气欠佳
- 三季度天气关键期升水对价格扰动放大

纺服需求：

- 总体指标显示纺织行业仍处于景气扩张区间

供需格局：

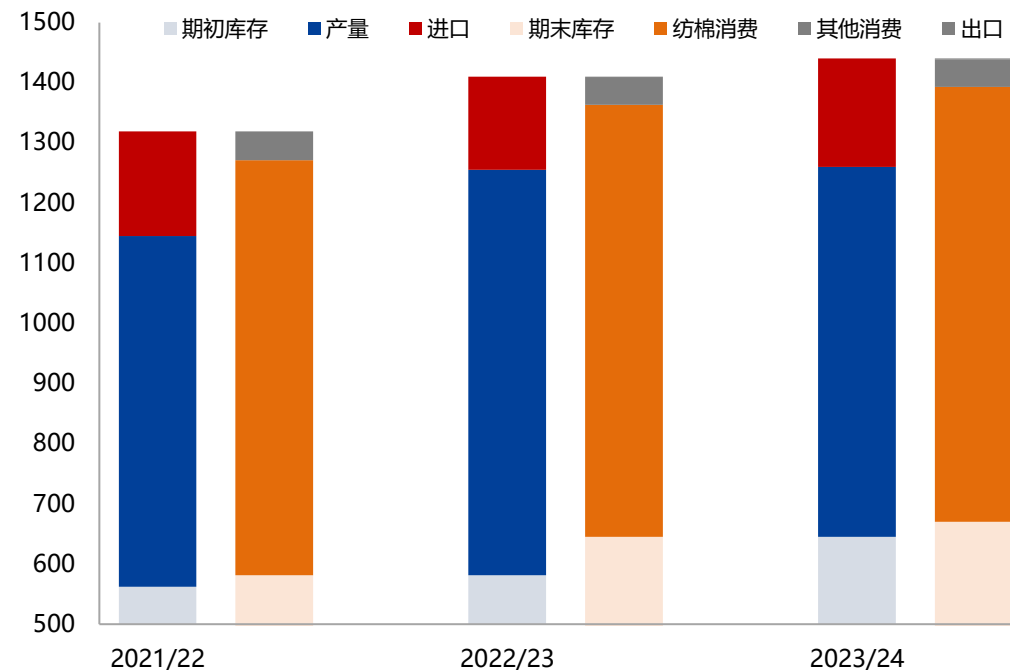
- 随着经济进一步复苏，预计棉花供需格局逐步偏紧

- 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%。
- 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%。
- 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。

USDA2022/23年度全球棉花供需

		2018/19年度	2019/20年度	2020/21年度	2021/22年度	2022/23年度
中国	产量	609.6	597.7	644.5	583.5	642.3
	消费	860	740.3	892.7	734.8	783.8
	进口	209.6	155.4	280	170.7	163.3
	期末库存	781.9	791.3	822.9	839.6	858.7
印度	产量	566.1	620.5	600.9	531.3	533.4
	消费	529.1	446.3	566.1	544.3	489.9
	出口	76.7	69.7	134.8	81.5	47.9
	期末库存	187.3	341.5	259.9	187.2	219.8
美国	产量	399.9	433.6	318.1	381.5	319.6
	出口	323	337.7	356	318.4	261.3
	期末库存	105.6	157.9	68.6	81.6	93.6
全球	产量	2479.8	2616.3	2427.5	2523.5	2505.8
	消费	2610.1	2269.2	2684.5	2531.5	2397.3
	进口	924.8	886.4	1059.8	929.5	861.7
	出口	903.2	893.9	1063.2	933.1	862.1
	期末库存	1796.3	2137.7	1878.6	1874.9	1984.5

BCO2023/24年度国内棉花供需



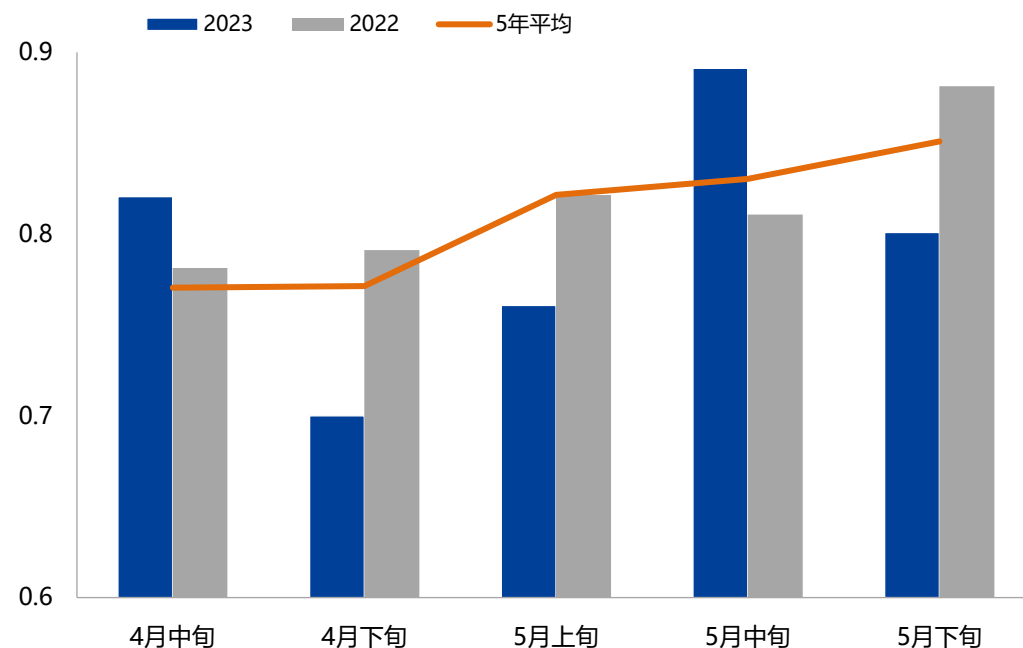
□ 2023-23年度棉花播种以来情况看，国内主要产区平均气温、降水、日照时数三项天气指标与往年历史平均数相差较大，局部地区极端天气导致棉花重播；总体气候适宜度为0.79，低于上年的0.82和近五年平均值0.81。天气欠佳情况可能导致单产下降，棉农为管理棉田的投入也会导致新棉成本的进一步提升。

□ 三季度进入棉花生长关键期，尤其8-9月气温对棉花产量影响放大，其天气升水对棉花价格波动的扰动也随之放大。

国内主要产区三项天气指标与往年历史平均数相差较大

	2023-2024年度棉花种植以来			2023年5月		
	平均气温和距平(°C)	降水和距平(毫米、%)	日照时数和距平(小时、%)	平均气温和距平(°C)	降水和距平(毫米、%)	日照时数和距平(小时、%)
新疆	15.5(-0.8)	26.1(-28.0%)	480.6(-7.8%)	18.1(-0.9)	12.4(-40.2%)	256.4(-8.4%)
西北	17(-0.5)	176.3(+76.1%)	289.2(-10.9%)	18.2(-0.8)	128.4(+83.7%)	162.4(-18.7%)
华北	17.8(-0.2)	109.6(+76.7%)	305.1(-25.2%)	19.9(+0.1)	67.2(+54.3%)	186.8(-25.7%)
黄淮	18.9(+0.5)	130(+39.6%)	308.6(-17.6%)	20.6(+0.4)	101.1(+51.8%)	182.8(-20.5%)
江淮	19.9(-0.3)	183.4(+26.1%)	203.1(-20.3%)	21.4(+0.4)	148.4(+33.5%)	155.5(-19.6%)
江汉	19.7(-1.0)	191.6(+29.1%)	175.7(-25.6%)	21.2(-0.3)	142.7(+20.8%)	123.2(-30.9%)
江南	20.8(0.0)	189.7(-15.7%)	172.2(-14.5%)	22.3(+0.8)	143.7(-17.5%)	134.2(-13.0%)

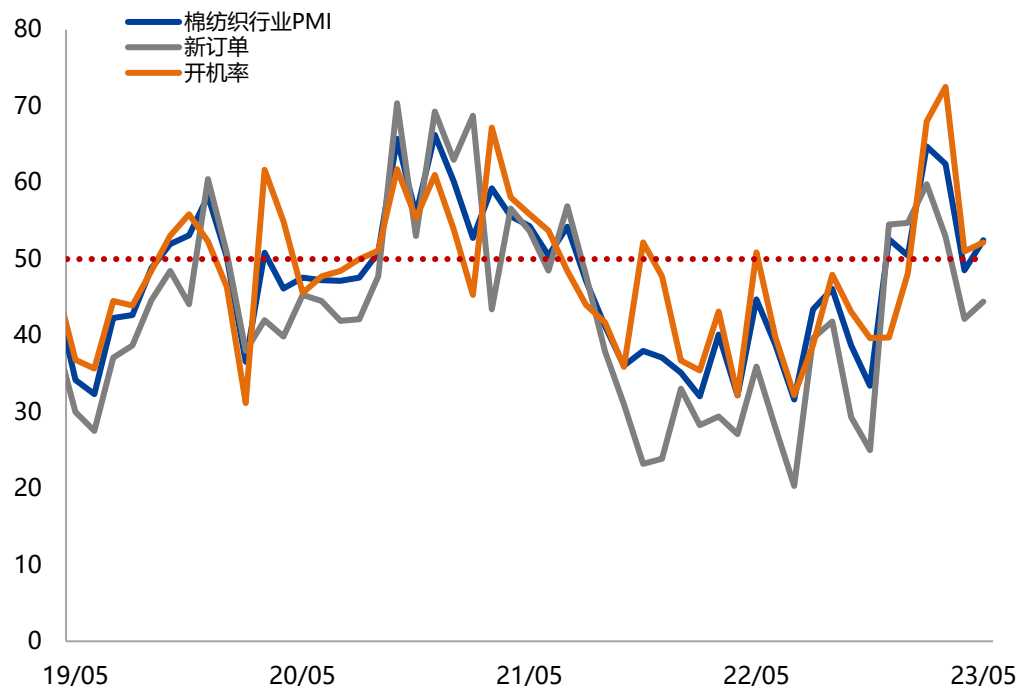
国内棉花播种以来气候适宜度欠佳



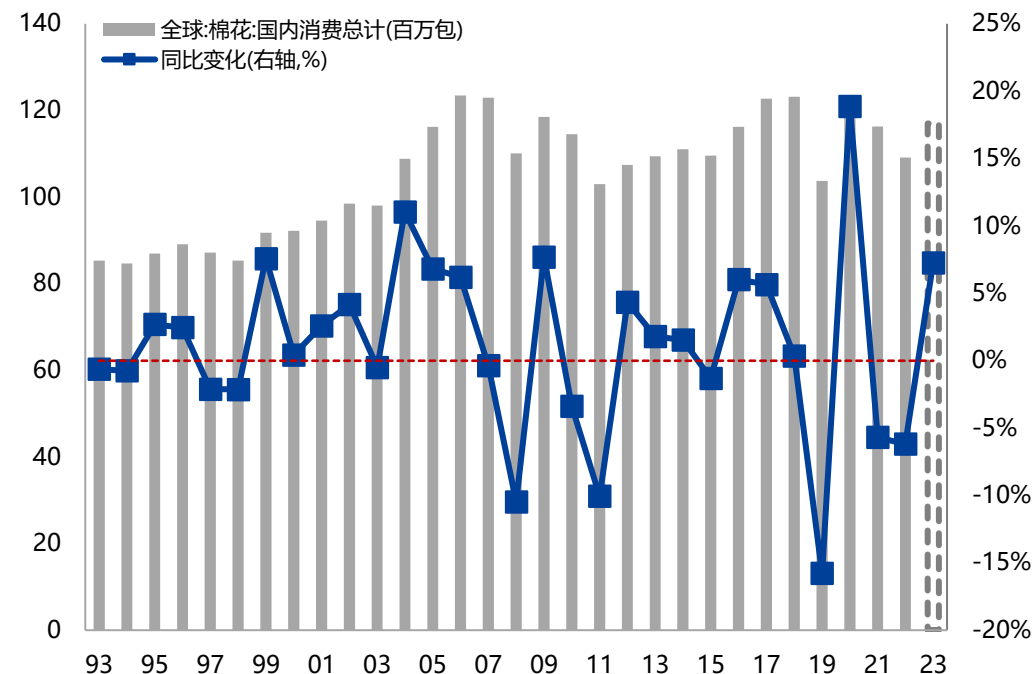
□ 6月纺织厂开工率仍处于高位，总体行业景气仍处于扩张区间，2023年5月中国棉纺织行业PMI升至52.46%，环比上升3.93个百分点，纺企整体产销状况尚好，指数重回枯荣线以上，新订单、生产量和开机率指数均小幅回升。

□ 微观层面看，2023年之前棉花消费量连续两年同比为负值，历史上相似的情况均出现回归，接下来的一年棉花消费量都出现同比大幅回升的情况。因此按均值回归规律、消费将回暖增加，将提振棉价上行。

行业景气总体仍处于扩张区间



按均值回归规律、消费将回暖增加



棉花：三季度棉花供需偏紧，预计价格波动区间【16000，18000】

□ 综上所述，预计2023年3季度，棉花价格将在16000-18000元/吨区间震荡上行。

市场特征

期货 期权

期货市场：

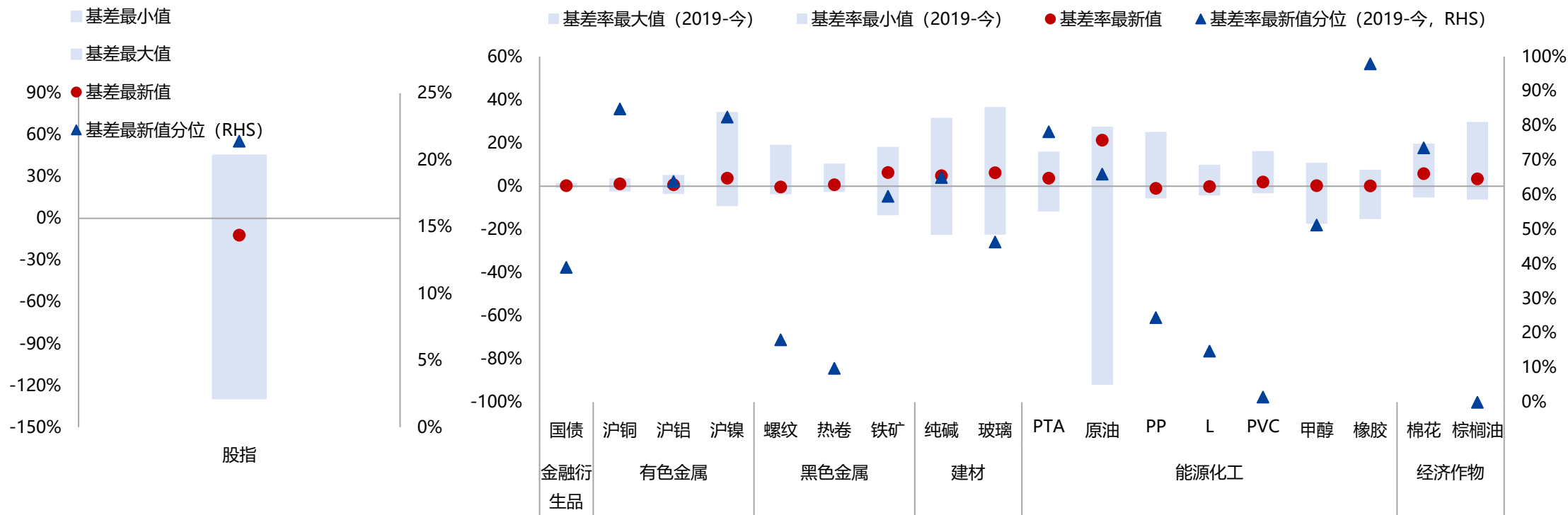
- 经济重回稳增长，3季度积极因素或将形成共振，风险资产“ β ”趋涨动能增强

期权市场：

- 乙二醇、黄金、聚丙烯和塑料的波动率偏低
- 乙二醇、PVC和橡胶看多，白糖和黄金看空

- 随着市场重回稳增长交易，市场预期再度走强，多数商品的基差较2季度明显收窄，部分品种基差已至历史低位，从侧面反映市场风险偏好的回暖。
- 展望三季度，经济基本面、政策面和情绪面有共振的可能，风险资产价格存在“β”趋涨动能。
- 基差率 = (现货-期货) / 现货

季报品种基差情况 (更新至7.17)

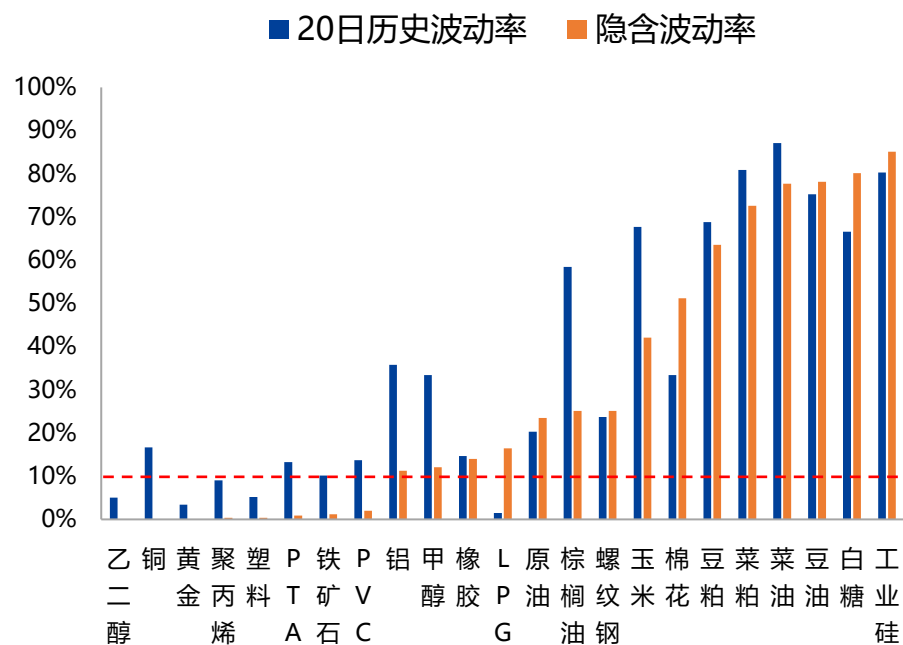


期货市场特征：部分商品库存已降至极低水平

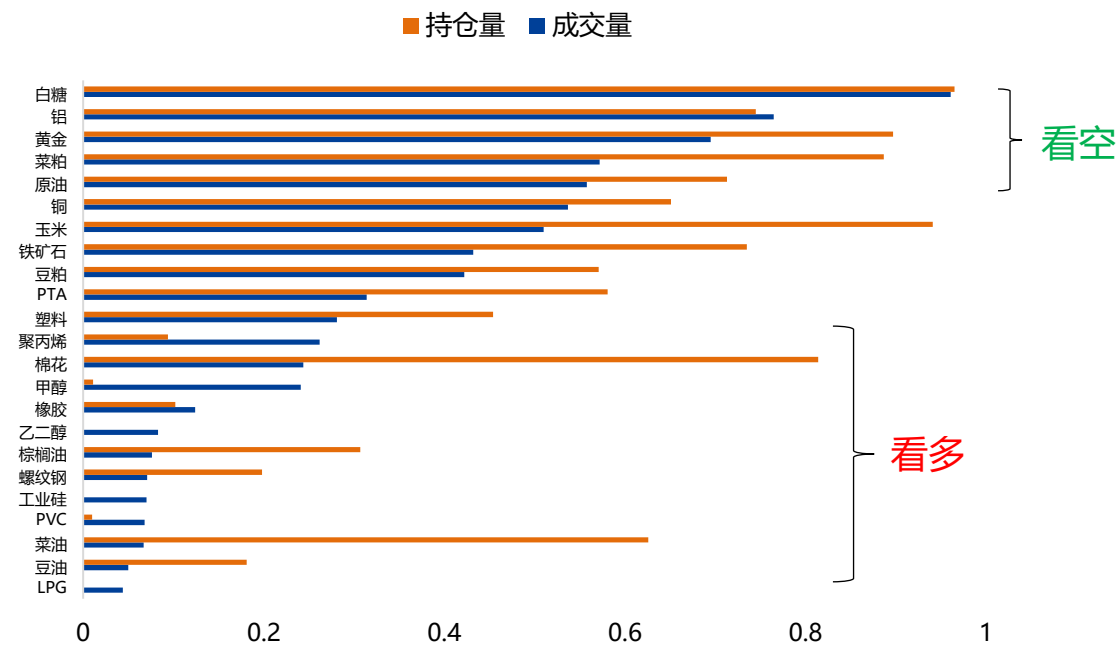
品种	库存环节	单位	样本时间	2022年底值	最新值	品种	库存环节	单位	样本时间	2022年底值	最新值
聚酯链	上游: PX	万吨	2019年以来	84.9%	90.6%	铁矿	钢厂	万吨	2020年至今	3.3%	20.4%
	中游: PTA	万吨	2016年以来	75.2%	83.2%		港口	万吨	2016年至今	38.6%	55.1%
	下游: 乙二醇	万吨	2016年以来	66.2%	76.8%		总库存	万吨	2020年至今	1.1%	30.9%
	下游: 短纤+长丝+切片	天	2016年以来	74.9%	60.1%	螺纹	钢厂	万吨	2016年至今	15.7%	6.4%
	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%						
	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%						

- 乙二醇、黄金、聚丙烯和塑料的期权隐含波动率和期货20日历史波动率均处于过去三年10%分位水平以下，预示未来期货价格波动加剧。
- 白糖、铝和黄金的期权成交量和持仓量PCR偏高，体现市场的看空情绪，LPG、豆油、工业硅、螺纹钢、乙二醇和橡胶的期权成交量和持仓量PCR偏低，体现市场的看多情绪。再结合期货基本面和波动率，三季度上涨确定性较高的品种是乙二醇、PVC和橡胶，下跌确定性较强的品种是白糖和黄金。

除农产品和工业硅外其他品种波动率偏低



PCR百分位显示工业品看多



策略建议

风险管理

期货策略：

- 股指、能化及经济作物买入保值机会增加
- 国债卖保参与价值提高

期权策略：

- 上涨：沪深300指数滚动卖出看跌期权，橡胶买入看涨期权，棉花买入牛市价差
- 震荡：沪铜卖出平值跨式，PVC卖出看涨期权

2023年第3季度核心品种风险管理策略建议

大类产业链	具体品种	趋势研判		波动率特征						核心研判逻辑 主要影响因素	微观市场结构			风险管理策略			
		方向	强度	过往单季最大连续涨幅	过往单季最大连续上涨天数	过往单季最大连续跌幅	过往单季最大连续下跌天数	预计未来1个季度最大涨幅	预计未来1个季度最大跌幅		基差分位值	价差分位值	综合评价	潜在避险主体	保值方向	保值比例	保值合约
金融衍生品	沪深300	上行	震荡向上	50.8%	47	-37.3%	41	13.0%	6.5%	1.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；2.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；3.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；4.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。	21%	14%	基差、价差将持稳或小幅走阔，多头存在潜在的移仓损失、宜尽早入场、并选择更远合约	公募、私募等权益型多头机构投资者	买入保值	60%	IF2309/IF2312
	国债	震荡	平缓	4.0%	57	-7.1%	41	2.0%	-2.0%	1.经济复苏趋势明确，但强度存不确定性；2.货币政策收紧概率较低，但结构性政策仍是发力重点；3.长端多头赔率不断下降；	52%	46%	远月合约贴水，不利于空头换月	利率多头机构投资者（如债券型基金、固收类理财产品）	卖出保值	20%	T2309/T2312
有色金属	铜	震荡	平缓	35.0%	57	-56.0%	60	8.0%	-8.0%	1.电力及地产竣工端投资向上支撑传统需求；新能源需求保持增长；2.矿端供给宽松，冶炼企业检修较少，精铜供应平稳；3.冶炼企业利润尚可，加工企业开工率持续向上，但仍处偏低水平；	81%	54%	高基差结构有利于买入保值	下游加工企业（如铜箔制造企业）	买入保值	20%	CU2308/CU2309
	铝	震荡	平缓	26.1%	52	-32.1%	47	9.0%	-9.0%	1.地产竣工端延续增长，光伏、汽车等新能源需求维持增长；2.水电短缺问题抑制企业复产意愿，且新增产能较少；3.库存仍处于绝对低位；	94%	92%	高基差结构和远月贴水结构，有利于买入保值和买保移仓	下游加工制造企业（如锂电铝箔制造企业、铝材加工企业）	买入保值	20%	AL2308/AL2309
	镍	震荡下行	相对陡峭	33.6%	15	-36.6%	37	/	20.0%	1.印尼镍铁产能持续扩张，中间品新增产能逐步兑现；2.上期所电积镍品牌成功注册，二级镍过剩向交割镍的传导更加流畅；3.需求提振幅度有限。	91%	86%	其基差、价差结构预计无重大变化，对保值入场策略呈中性影响	上游冶炼企业（如镍铁、纯镍生产企业）	卖出保值	30%	NI2309

2023年第3季度核心品种风险管理策略建议																	
大类产业链	具体品种	趋势研判		波动率特征						核心研判逻辑	微观市场结构			风险管理策略			
		方向	强度	过往单季最大连续涨幅	过往单季最大连续上涨天数	过往单季最大连续跌幅	过往单季最大连续下跌天数	预计未来1个季度最大涨幅	预计未来1个季度最大跌幅	主要影响因素	基差分位值	价差分位值	综合评价	潜在避险主体	保值方向	保值比例	保值合约
有色金属	碳酸锂	震荡下行	平稳	-	-	-	-	-	-	1.终端电车市场进入成熟发展阶段,增量渗透率提升有限; 2.上游产能投放持续进行,供需格局转向宽松。	-	-	-	上游开采及锂盐冶炼企业	卖出保值	0.75	-
新能源	工业硅	震荡	平缓	4.2%	4	-15.5%	11	3.8%	11.1%	1.三季度西南丰水期工业硅开工率抬升; 2.成本端对工业硅价格上行驱动不足。	35%	98%	其基差、价差结构预计无重大变化,对保值入场策略呈中性影响	-	-	-	-
能源化工	PTA	偏弱震荡	平缓	43.5%	8	-56.2%	10	9.0%	10.0%	1.三季度PTA扩产速度总体高于聚酯。	64%	28%	其基差、价差结构预计无重大变化,对保值入场策略呈中性影响	-	-	-	-
	PVC	震荡上行	平缓	42.0%	43	-28.6%	62	10.3%	3.0%	1.低利润导致生产企业被动减产; 2.建材需求逐步回暖,8月需求全面回升后有望助力上涨; 3.高库存继续限制上涨高度并拖累反弹节奏。	2%	22%	基差预计扩大,不利于多头买保策略	下游加工企业	买入保值	60%	V2309
	L	上行	稳步向上	29.4%	22	-19.9%	49	11.4%	4.0%	1.无新增产能投放,8月集中检修结束,产量显著增加; 2.需求进入旺季,煤炭和原油价格再度上涨。	15%	71%	基差预计扩大,不利于多头买保策略	下游加工企业	买入保值	80%	L2309
	PP	上行	稳步向上	31.1%	21	-26.5%	41	11.4%	3.0%	1.新增产能持续投放,7月集中检修结束,产量达到历史新高; 2.需求进入旺季,煤炭和原油价格再度上涨。	25%	58%	基差预计扩大,不利于多头买保策略	下游加工企业	买入保值	80%	PP2309
	甲醇	上行	相对陡峭	37.7%	41	-34.2%	26	19.0%	5.0%	1.低利润导致生产企业被动减产; 2.煤价再度上涨,同时缺气和限电炒作出现。	51%	38%	基差预计收窄,利于多头买保策略	下游加工企业	买入保值	80%	MA309
	天然橡胶	震荡上行	平稳	28.2%	14	-17.4%	10	13.9%	-	1.消费刺激加码推动车市增长; 2.气候问题导致原料减产。	78%	37%	基差及价差结构处于季节性正常水平	下游轮胎及制品企业	买入保值	75%	RU2401

2023年第3季度核心品种风险管理策略建议																	
大类产业链	具体品种	趋势研判		波动率特征					核心研判逻辑	微观市场结构			风险管理策略				
		方向	强度	过往单季最大连续涨幅	过往单季最大连续上涨天数	过往单季最大连续跌幅	过往单季最大连续下跌天数	预计未来1个季度最大涨幅		预计未来1个季度最大跌幅	基差分位值	价差分位值	综合评价	潜在避险主体	保值方向	保值比例	保值合约
黑色金属	螺纹钢	震荡	区间	27.3%	66	24.4%	67	8.1%	-13.5%	1.稳增长政策加码，库存周期切换，基建3季度发力，制造业中下游或有弱补库需求； 2.粗钢产量管控政策，粗钢供需总量矛盾不突出； 3. 钢材消费结构大幅改变，铁水分配机制下，品种钢供需矛盾有限； 4.考虑到钢铁产能的生产弹性，以及宏观周期力量强度有限，3季度螺纹/热卷大概率区间运行。 铁矿对废钢替代需求或保持韧性，下半年铁矿供需过剩幅度小于2季度预期，港口进口矿累库偏慢，且不排除主流矿下半年冲量不及预期的可能，矿山成本线支撑依然有效，下半年铁矿仍适合逢低试多。	18%	58%	在6月强预期逻辑引导下，基差大幅收敛，对空头策略相对有利	钢厂	卖出保值	70%	RB2310
	热卷	震荡	区间	30.1%	66	22.8%	67	7.9%	-13.2%		10%	68%	在6月强预期逻辑引导下，基差大幅收敛，对空头策略相对有利	钢厂	卖出保值	70%	HC2310
	铁矿石	震荡	区间	32.8%	66	-38.1%	67	25.0%	-17.1%		60%	34%	期货大幅贴水，对多头策略相对有利	钢厂	买入保值	70%	I2309/I2401
	纯碱	震荡	先涨后跌	57.4%	67	-37.8%	67	8.1%	-12.2%		65%	84%	远月大幅倒挂，不利于远月空头策略及空头移仓	纯碱生产企业	卖出保值	80%	SA309
	玻璃	震荡	先涨后跌	36.9%	42	-41.4%	65	9.8%	-14.3%		46%	98%	远月大幅倒挂，不利于远月空头策略及空头移仓	玻璃生产企业	卖出保值	60%	FG309
经济作物	棉花	震荡上行	稳步向上	13.2%	11	-15%	9	12.0%	-	1.面积、单产预期同时下降，新年度国内棉花减产； 2.三季度天气关键期升水对价格扰动放大。	64%	44%	其基差、价差结构预计无重大变化，对保值入场策略呈中性影响	下游纺织企业	买入保值	50%	CF401

根据上述期货基本面和期权指标，三季度我们推荐以下期权策略，主要目的在于帮助企业规避风险，以及降低现货或期货持仓成本。

品种	方向	价格区间	胜率	场内期权			
				期权策略	说明及注意事项	适用对象	到期损益图
沪深300指数	涨	[3700, 4000]	80%	卖出浅虚值看涨期权 IO2308C4000	沪深300指数温和上涨，卖出看涨期权以增强收益。	金融机构	
橡胶	涨	[12800, 15000]	75%	买入虚值看涨期权 RU2309C13500	随着需求好转，三季度沪胶有望加速上涨，低波动+看多情绪，推荐买入近月虚值看涨，并随标的上涨而上移行权价	下游消费企业	
PVC	涨	[5800, 6400]	80%	卖出虚值看跌期权 V2309-P-5800	PVC供应过剩矛盾缓和需要较长时间，反弹预计相对平缓，卖出看跌期权增加收入。	下游消费企业	
棉花	涨	[16000, 18000]	75%	买入看涨牛市价差 买入CF309C17200 卖出CF309P17800	棉花上涨确定性较强，布局牛市价差，随着上涨行情启动上移行权价或者直接转为买入浅虚值看涨。	中游贸易商或下游消费企业	
沪铝	震荡	[17500, 18500]	70%	卖出跨式组合 卖出AL2308C17900 卖出AL2308P17900	沪铝缺乏单边驱动，大概率区间震荡，卖出平值跨式以增强收益，降低持仓成本。	上游生产企业和中游贸易商	

策略建议

资产管理

期货策略：

- 股指及商品持乐观思路
- 债券上行驱动转弱，套利机会凸显

2023年第3季度核心品种投资策略建议

大类产业链	具体品种	趋势研判		波动率特征						核心研判逻辑	微观市场结构			投资策略						
		方向	强度	过往单季最大连续涨幅	过往单季最大连续上涨天数	过往单季最大连续跌幅	过往单季最大连续下跌天数	预计未来1个季度最大涨幅	预计未来1个季度最大跌幅	主要影响因素	基差分位值	价差分位值	综合评价	策略方向	胜率	赔率	资金占比	保证金率	止盈位	止损位
金融衍生品	沪深300	上行	震荡上行	50.8%	47	-37.3%	41	13.0%	6.5%	1.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；2.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；3.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；4.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。	0.214	0.14	基差、价差将持稳或小幅走阔，多头存在潜在的移仓损失、宜尽早入场、并选择更远合约	单边多头	0.8	2	8%	15%	3850	4350
	多2年期国债+空10年期国债	组合	-	0.9%	30	-1.0%	30	0.2%	-0.2%	1.经济复苏趋势明确，但强度存不确定性；2.货币政策收紧概率较低，但结构性政策仍是发力重点；3.长端多头赔率不断下降，曲线策略性价比较优。	-	-	-	跨品种套利	0.6	2	10%	1%/2.5%	303.2	304
有色金属	铜	震荡	平缓	35.0%	57	-56.0%	60	10.0%	-10.0%	1.电力及地产竣工端投资向上支撑传统需求；新能源需求保持增长；2.矿端供给宽松，冶炼企业检修较少，精铜供应平稳；3.冶炼企业利润尚可，加工企业开工率持续向上，但仍处偏低水平；	81%	54%	基差处于偏高水平，有利于多头策略	震荡	0.7	-	-	-	-	-
	铝	震荡	平缓	26.1%	52	-32.1%	47	8.0%	-8.0%	1.地产竣工端延续增长，光伏、汽车等新能源需求维持增长；2.水电短缺问题抑制企业复产意愿，且新增产能较少；3.库存仍处于绝对低位；	94%	92%	高基差及远月合约贴水，有利于多头策略及移仓	震荡	0.7	-	-	-	-	-
	镍	震荡下行	相对陡峭	33.6%	15	-36.6%	37	/	20.0%	1.印尼镍铁产能持续扩张，中间品新增产能逐步兑现；2.上期所电积镍品牌成功注册，二级镍过剩向交割镍的传导更加流畅；3.需求提振幅度有限。	91%	86%	其基差、价差结构预计无重大变化，对保值入场策略呈中性影响	单边空头	0.7	1.3	5%	12%	165000	145000

2023年第3季度核心品种投资策略建议																				
大类产业链	具体品种	趋势研判		波动率特征						核心研判逻辑	微观市场结构			投资策略						
		方向	强度	过往单季最大连续涨幅	过往单季最大连续上涨天数	过往单季最大连续跌幅	过往单季最大连续下跌天数	预计未来1个季度最大涨幅	预计未来1个季度最大跌幅	主要影响因素	基差分位值	价差分位值	综合评价	策略方向	胜率	赔率	资金占比	保证金率	止盈位	止损位
有色金属	碳酸锂	震荡下行	平稳	-	-	-	-	-	-	1.终端电车市场进入成熟发展阶段,增量渗透率提升有限; 2.上游产能投放持续进行,供需格局转向宽松。	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
新能源	工业硅	震荡	平缓	4.2%	4	-15.5%	11	3.8%	11.1%	1.三季度西南丰水期工业硅开工率抬升 2.成本端对工业硅价格上行驱动不足	35%	98%	其基差、价差结构预计无重大变化,对保值入场策略呈中性影响	-	-	-	-	-	-	-
能源化工	PTA	偏弱震荡	平缓	43.5%	8	-56.2%	10	9.0%	10.0%	1.三季度PTA扩产速度总体高于聚酯	64%	28%	其基差、价差结构预计无重大变化,对保值入场策略呈中性影响	-	-	-	-	-	-	-
	PVC	震荡上行	平缓	42.0%	43	-28.6%	62	10.3%	3.0%	1.低利润导致生产企业被动减产; 2.建材需求逐步回暖,8月需求全面回升后有希望助力上涨。 3.高库存继续限制上涨高度并拖累反弹节奏	2%	22%	基差预计扩大,不利于多头买保策略	单边多头	0.8	3	14%	11%	5900	6400
	L	上行	稳步向上	29.4%	22	-19.9%	49	11.4%	4.0%	1.无新增产能投放,8月集中检修结束,产量显著增加; 2.需求进入旺季,煤炭和原油价格再度上涨。	15%	71%	基差预计扩大,不利于多头买保策略	单边多头	0.9	3	13%	11%	8050	8800
	PP	上行	稳步向上	31.1%	21	-26.5%	41	11.4%	3.0%	1.新增产能持续投放,7月集中检修结束,产量达到历史新高; 2.需求进入旺季,煤炭和原油价格再度上涨。	25%	58%	基差预计扩大,不利于多头买保策略	单边多头	0.9	3	17%	11%	7250	7800
	甲醇	上行	相对陡峭	37.7%	41	-34.2%	26	19.0%	5.0%	1.低利润导致生产企业被动减产;; 2.煤价再度上涨,同时缺气和限电炒作出现。	51%	38%	基差预计收窄,利于多头买保策略	单边多头	0.9	4	6%	8%	2200	2500
	天然橡胶	震荡上行	平稳	28.2%	14	-17.4%	10	13.9%	-	1.消费刺激加码推动车市增长; 2.气候问题导致原料减产。	78%	37%	基差及价差结构处于季节性正常水平	单边多头	0.8	3	12%	15%	13350	15000

2023年第3季度核心品种投资策略建议																				
大类产业链	具体品种	趋势研判		波动率特征						核心研判逻辑 主要影响因素	微观市场结构			投资策略						
		方向	强度	过往单季最大连续涨幅	过往单季最大连续上涨天数	过往单季最大连续跌幅	过往单季最大连续下跌天数	预计未来1个季度最大涨幅	预计未来1个季度最大跌幅		基差分位值	价差分位值	综合评价	策略方向	胜率	赔率	资金占比	保证金率	止盈位	止损位
黑色金属	螺纹钢	震荡	区间	27.3%	66	24.4%	67	8.1%	-13.5%	1.稳增长政策加码，库存周期切换，基建3季度发力，制造业中下游或有弱补库需求； 2.粗钢产量管控政策，粗钢供需总量矛盾不突出； 3. 钢材消费结构大幅改变，铁水分配机制下，品种钢供需矛盾有限； 4.考虑到钢铁产能的生产弹性，以及宏观周期力量强度有限，3季度螺纹/热卷大概率区间运行。	18%	58%	在6月强预期逻辑引导下，基差大幅收敛，对空头策略相对有利	震荡	0.7	-	-	-	-	-
	热卷	震荡	区间	30.1%	66	22.8%	67	7.9%	-13.2%		10%	68%	在6月强预期逻辑引导下，基差大幅收敛，对空头策略相对有利	震荡	0.7	-	-	-	-	-
	铁矿石	震荡	区间	32.8%	66	-38.1%	67	25.0%	-17.1%	铁矿对废钢替代需求或保持韧性，下半年铁矿供需过剩幅度小于2季度预期，港口进口矿累库偏慢，且不排除主流矿山下半年冲量不及预期的可能，矿山成本线支撑依然有效，下半年铁矿仍适合逢低试多。	60%	34%	期货大幅贴水，对多头策略相对有利	逢低试多	0.8	2.1	5%	15%	750	900
	纯碱	震荡	先涨后跌	57.4%	67	-37.8%	67	8.1%	-12.2%	1.2023年产能大投放，纯碱过剩趋势较为确定，但是淡季检修阶段性对冲新增产能影响，纯碱大幅累库将发生在9月及之后； 2.迎峰度夏期间，燃料价格存在阶段性支撑，成本支撑暂时有效。	65%	84%	远月大幅倒挂，不利于远月空头策略及空头移仓	震荡	0.7	-	-	-	-	-
	玻璃	震荡	先涨后跌	36.9%	42	-41.4%	65	9.8%	-14.3%	1.地产竣工周期继续拉动玻璃需求，但行业盈利较好，浮法玻璃复产超预期，下半年浮法玻璃供需增速差继续收窄； 2.产业链库存低位运行，或有阶段性补库需求待释放； 3.四季度燃料及纯碱过剩压力将显现，玻璃成本重心或下移。	46%	98%	远月大幅倒挂，不利于远月空头策略及空头移仓	震荡	0.7	-	-	-	-	-
经济作物	棉花	震荡上行	稳步向上	13.2%	11	-15.0%	9	12.0%	-	1.面积、单产预期同时下降，新年度国内棉花减产； 2.三季度天气关键期升水对价格扰动放大。	64%	44%	其基差、价差结构预计无重大变化，对保值入场策略呈中性影响	单边多头	0.7	2.0	-	15%	16500	18000

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

网址：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