



官方微信



官方APP

2023年7月第4周核心策略推荐：

积极因素将逐步兑现，低估值品种涨势弹性放大

上海 2023.7.23

张舒绮 金融衍生品品种联系人
期货投资咨询从业证书编号：Z0013114
杨帆 能源化工品种联系人
期货投资咨询从业证书编号：Z0014114
魏莹 工业金属品种联系人
期货投资咨询从业证书编号：Z0014895
刘启跃 经济作物品种联系人
期货投资咨询从业证书编号：Z0016224

联系方式：13761696907
期货从业资格证书编号：F3037345
联系方式：15919951825
期货从业资格证书编号：F3027216
联系方式：17717062790
期货从业资格证书编号：F3039424
联系方式：15659917780
期货从业资格证书编号：F3057626

核心摘要（1）：市场展望

□ 宏观分析要点：

□ 国内2季度经济数据总量不及预期，但结构上存在亮点：（1）基建投资增速回升，3季度继续受益于政策加码和财政支出提速；（2）制造业投资增速企稳回升，库存周期逐渐靠近底部，多数行业库存增速降至低位，周期下行压力减轻；（3）主力消费群体就业较好，居民可支配收入增速回升，边际消费倾向环比连续回暖，汽车、出行消费、服务消费等表现较好，叠加政策刺激，有利于消费顺周期改善的启动。以上信息均显示2季度国内经济增速回落的斜率逐步放缓，筑底信号增强。从政策面和经济面看，对下半年经济展望宜持乐观态度。国内政策底确认、稳增长措施加码正逐步兑现，经济基本面出现企稳回暖信号，市场风险偏好提升，风险资产驱涨动能增强。

□ 从盘面印证看，上述积极因素已有共振现象，商品指数较前低已普遍有显著涨幅。尤其是，部分低估值、低库存品种（如纯碱、煤焦、棉花等），鉴于大势向好所带来的胜率提升、以及相对更为可观的赔率，其涨势弹性明显放大。

□ 中观面驱动因素要点：

期货策略：

（1）国债（买入TS2309卖出T2309，组合，持有）：下周基本面数据较少，且政治局会议召开在即，稳增长政策预期的博弈对市场的影响或将加大。从债基规模以及估值的角度来看，目前债市回调风险正在不断累积，但反转行情或仍需等待，单边策略性价比不高。目前短端多头安全边际高于长端，做陡曲线仍看继续参与。

（2）股指（买入IF2309，单边，持有）：国内积极政策措施持续落地、且量级加码，内生经济周期动能亦有显现及强化，均利于盈利端贡献的凸现；低估值状态仍有充足修复空间，既提供潜在高收益弹性、亦提供高安全边际；后市A股核心驱涨逻辑为“经济复苏+主题热点”，基于此的行业配置模型看，沪深300指数依旧为最佳多头标的。

□ 中观面驱动因素要点:

期货策略:

(3) 沪铝 (买入AL2308, 单边, 持有): 云南地区电力管控放开, 目前复产较为顺利, 但四川地区限电压力加大, 部分地区已出现限产。其他非水电地区开工率已处高位, 且新建项目偏少。在供给受限的情况下, 成本端传导效率不佳, 且向下空间有限。低估值叠加低库存, 沪铝多头性价比较优。

(4) 沪胶 (买入RU2309, 单边, 持有): 结构性库存压力仍存, 沪胶上行驱动受到限制, 但政策引导下汽车市场料延续复苏势头, 且轮胎开工表现尚佳显示需求传导并未受阻, 而厄尔尼诺现象逐步增强, 供减需增预期支撑沪胶价格。

(5) PVC (买入V2309, 单边, 持有): 生产企业库存和社会库存形成下降趋势, 反映供应过剩矛盾正在缓解。当前生产利润极低, 同时期货和期权市场看涨情绪达到4月以来最高, PVC多单继续持有。

(6) 尿素 (买入UR309, 单边, 持有): 国内工厂和港口库存已经降低至5年最低水平, 海外装置运行不稳定, 全球可流通货源紧张的情况下, 即便国内产量预期增长和农业需求预期下滑, 尿素仍具备上涨动力。结合基差和利润, 期货09合约预计上涨至2300元/吨以上。

(7) 纯碱 (买入SA405, 单边, 持有): 淡季装置检修阶段性对冲新装置投产影响, 现货供需偏紧影响持续发酵, 远月低位多单耐心持有。

(8) 铁矿 (买入I2309, 单边, 新增): 废钢供应偏低, 粗钢产量平控背景下, 铁矿消费存在韧性, 年末港口累库幅度或低于预期, 下方底部支撑明确, 上方顶部存面临较多不确定性, 下半年铁矿新单仍适合逢低做多思路。

(9) 棉花 (买入CF401, 单边, 持有): 抛储政策落地, 供给紧缺的利多信号确认, 叠加国内需求逐步复苏, 棉花CF2401前多持有。

宏观

MACRO

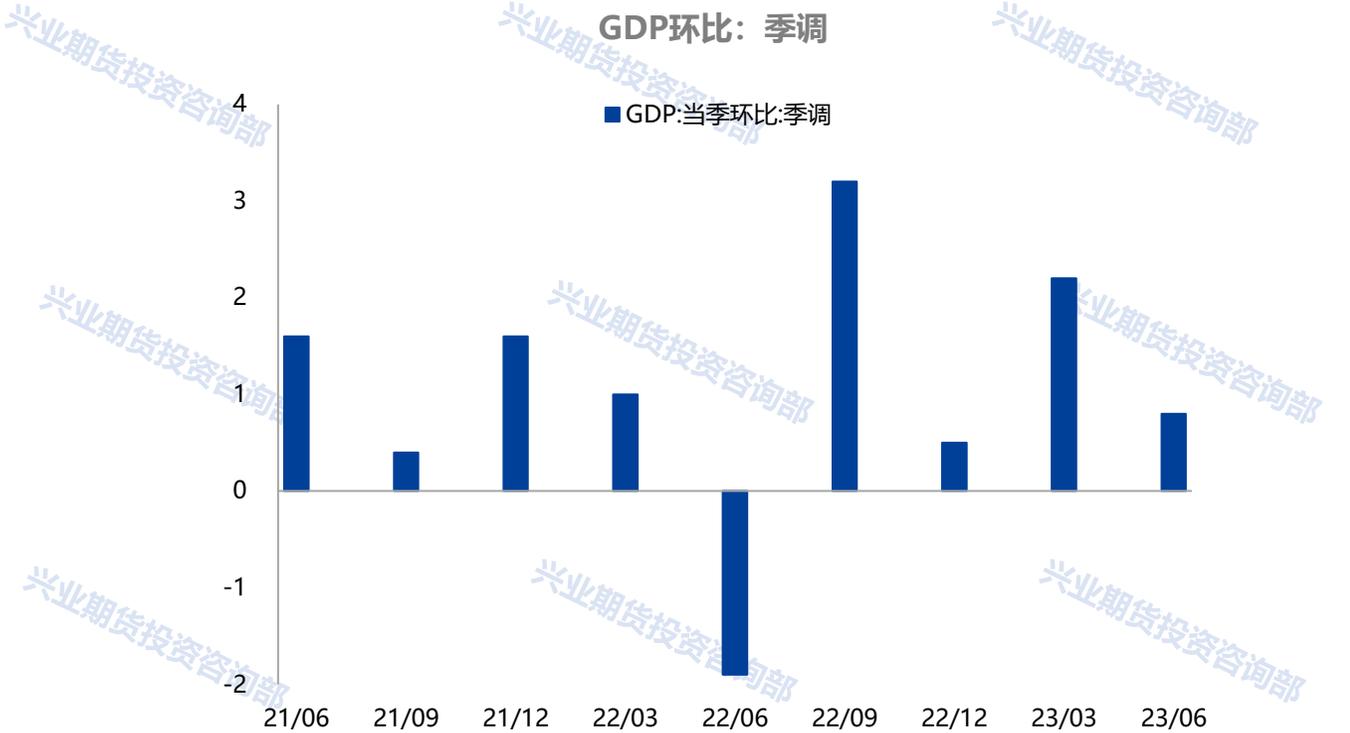
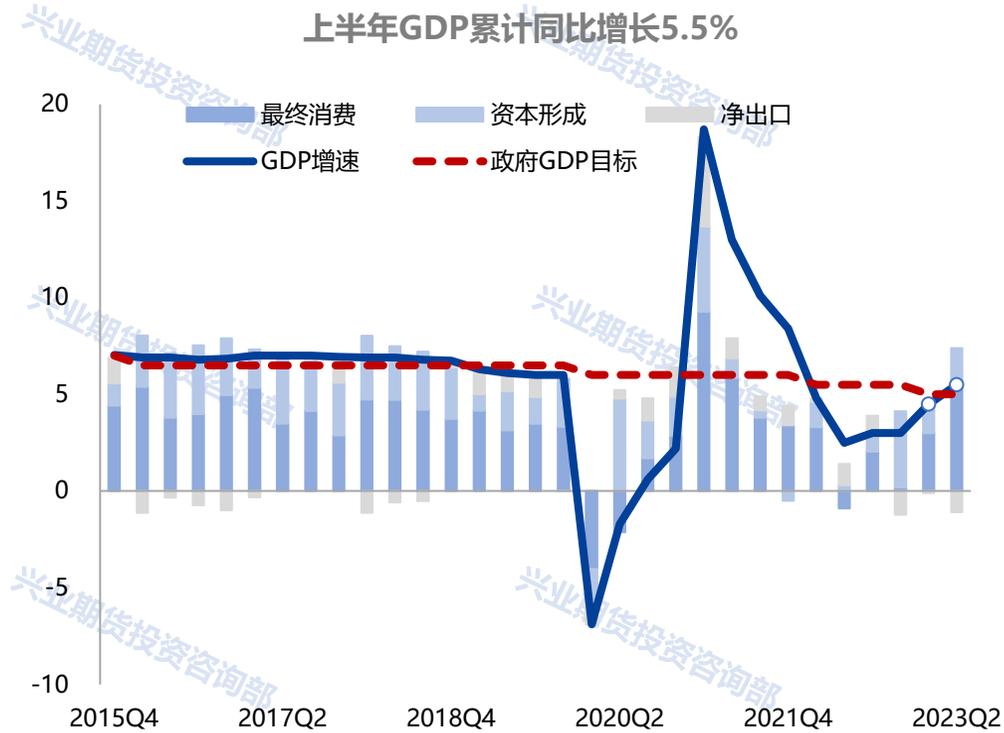
01

国内：积极因素将逐步兑现



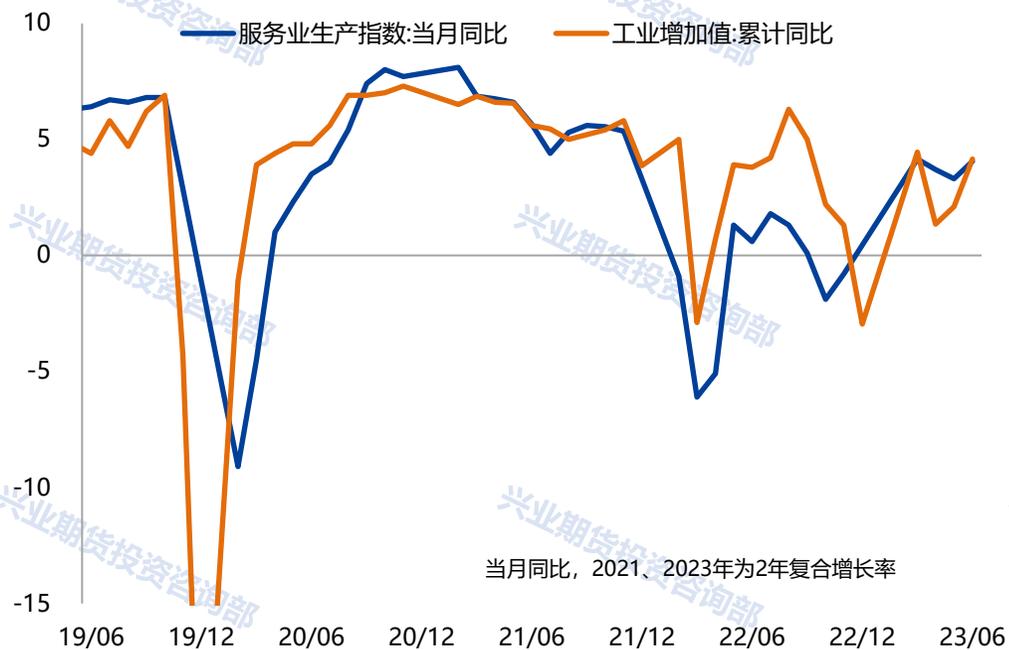
兴业期货投资咨询部

2023年2季度国内GDP单季同比增长6.3%，两年复合增速为3.3%，前2个季度累计同比增长5.5%，若要实现全年5%的增速目标，下半年国内GDP增速需达到4.6%，两年复合增速需达到4%。从总量上看，2季度多数经济指标表现低于预期，地产对经济的拖累程度再度扩大。但是我们也需看到经济积极的一些方面，例如基建和制造业投资的回升，消费的结构亮点，居民收入增速和边际消费倾向的回升，6月经济增速下行的斜率放缓，经济出现筑底的信号。若7月政治局会议对下半年的稳增长政策作出较为关键的加码安排，不妨对下半年经济展望偏乐观一些。

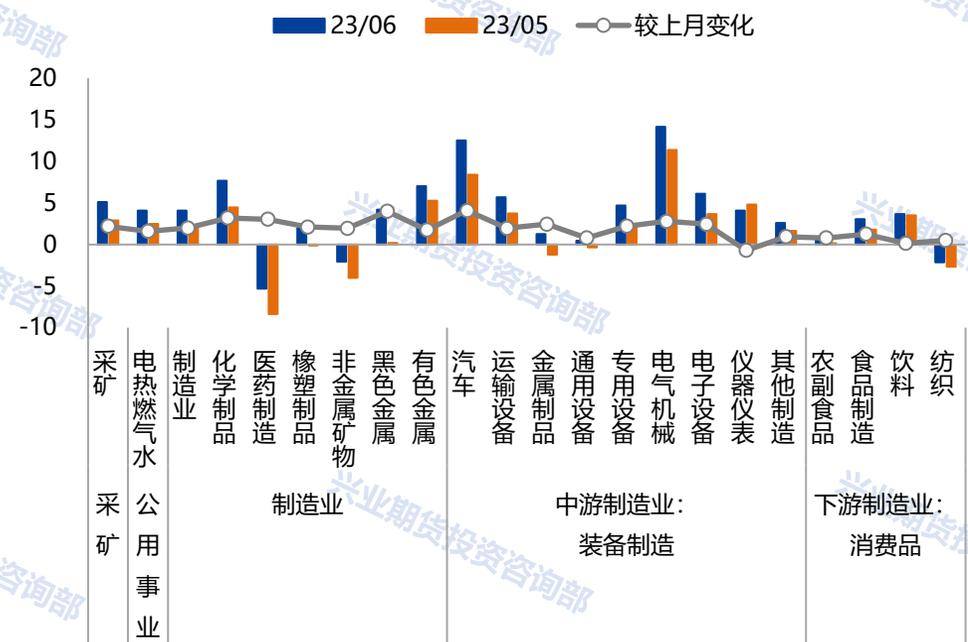


2023年6月工业增加值累计同比增长3.8%（2年复合增速3.6%），前值3.6%（2年复合增速3.45%）；当月同比增速回升至4.4%（2年复合增速4.1%），前值3.4%（2年复合增速2.1%）；服务业生产指数当月同比增速6.8%（2年复合增速4%），前值11.7%（2年复合增速3.3%）。分行业看，多数行业工业增加值两年复合增速均在回升。生产企稳回升的趋势明确。

工业增加值及服务生产指数同比增速

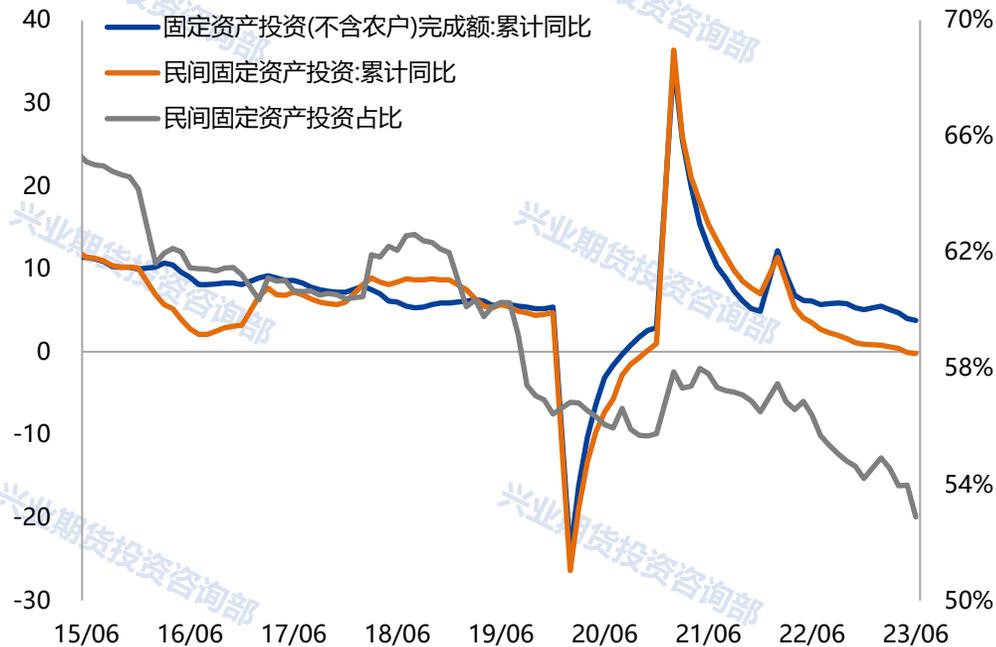


6月多数行业工业增加值增速（2年复合）回升

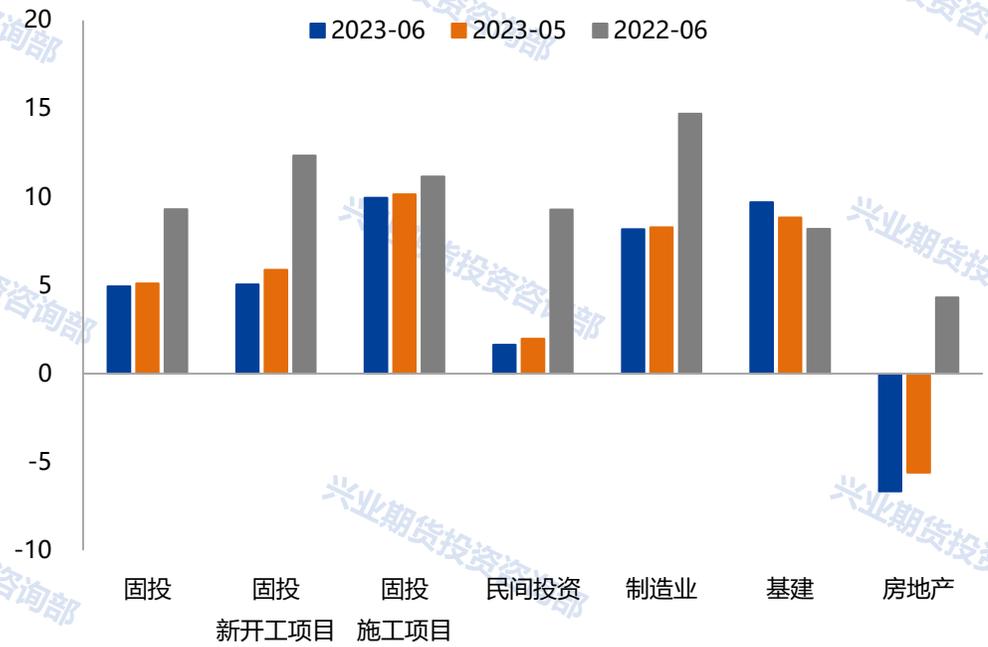


2023年6月固定资产投资累计同比增长3.8%（2年复合增速4.9%），前值4%（2年复合增速9.8%），其中民间投资2年复合增速仅为0.7%，整体仍偏弱。三大分项中，基建、制造边际改善，地产持续转弱，对固定资产投资的拖累程度加深。

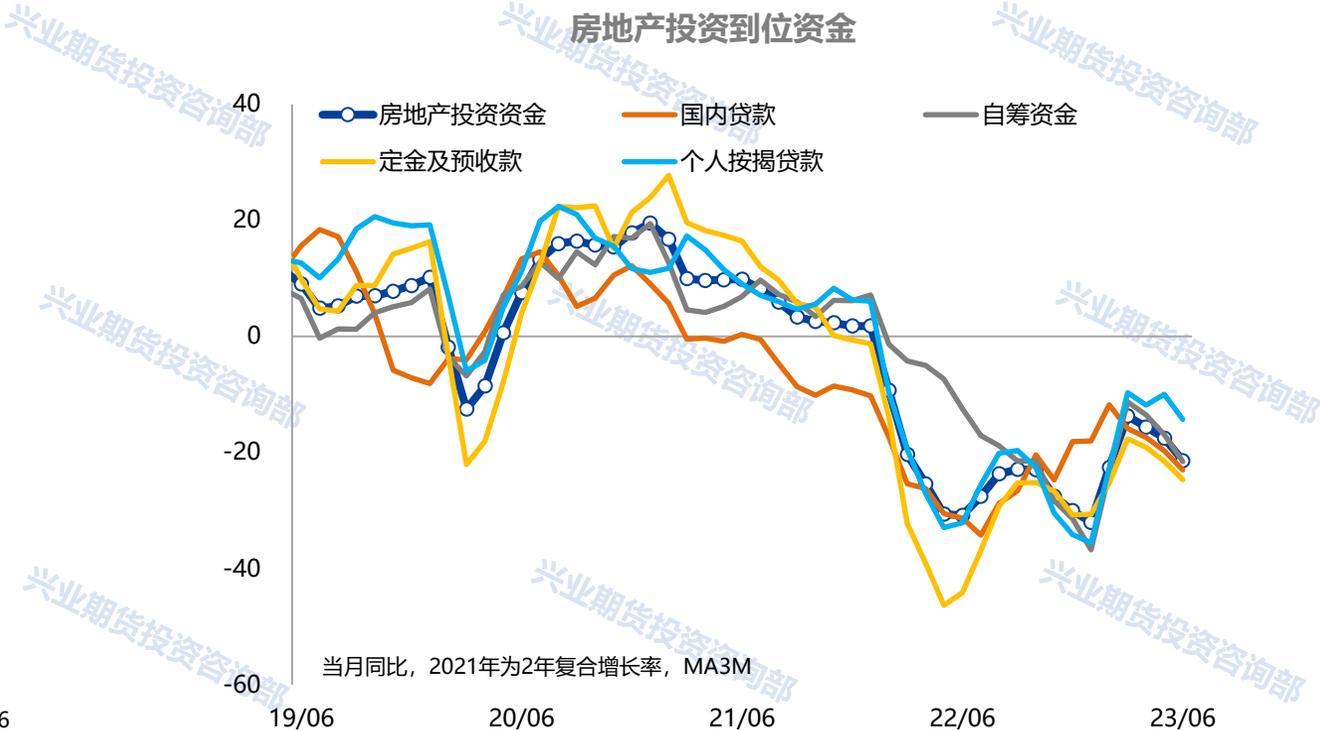
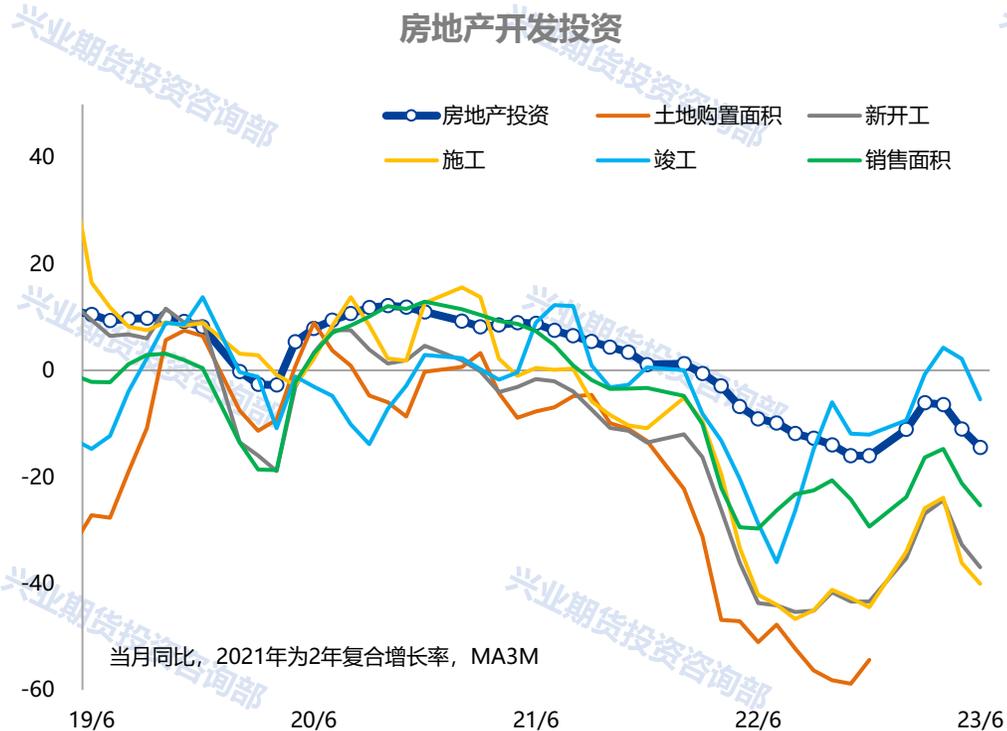
民间固投增速转负



固定资产投资分项



2023年6月商品房销售单月增速快速下探，其中三四线城市拖累程度最深；新开工和地产开发增速维持低位；房地产投资到位资金增速全面回落，房企流动性收缩小幅加速。高频数据看，7月销售面积同比增速大概率延续负增长。仍有必要延续政策宽松的基调，对地产形成托底。



2023年6月基础设施投资累计同比增长10.7%，前值10.1%，当月同比增长12.3%，前值10.8%。电力投资，尤其是以特高压、充电桩为代表的新型电力基础设施，受到国家政策的直接支持，正处于建设高峰，投资增速仍处于高位。此外，6月交运仓储邮政业投资增速大幅跳升，也是支撑基建投资增速回升的主要因素。

考虑到3季度预算内财政支出、地方政府专项债发行将提速，且不排除政策性金融工具加码，3季度基建有望继续发挥稳增长的重要作用。

基建投资当月同比

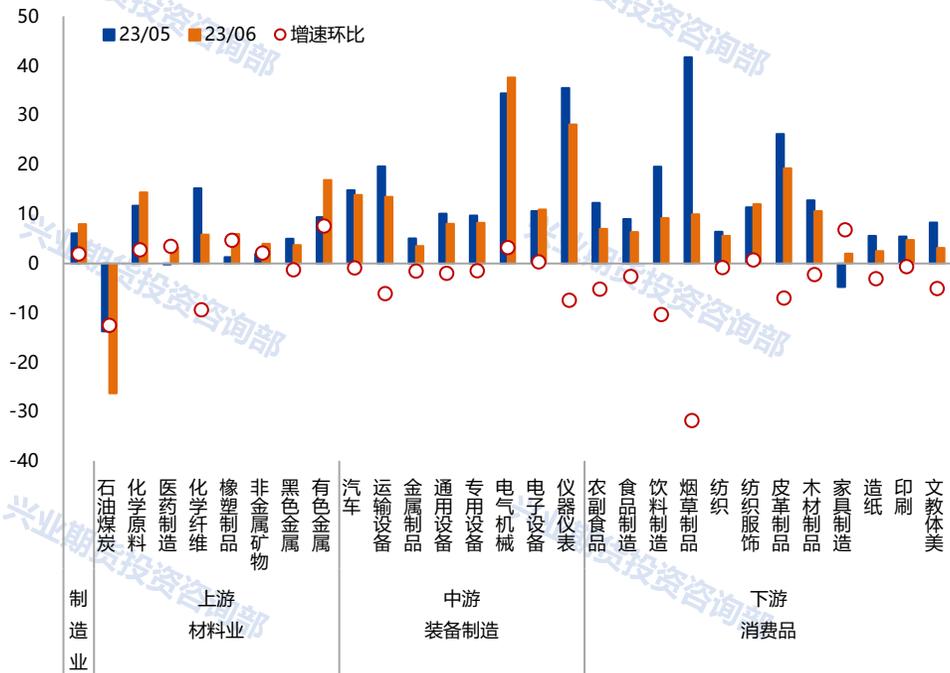


基建与高频数据 (更新至7.21)

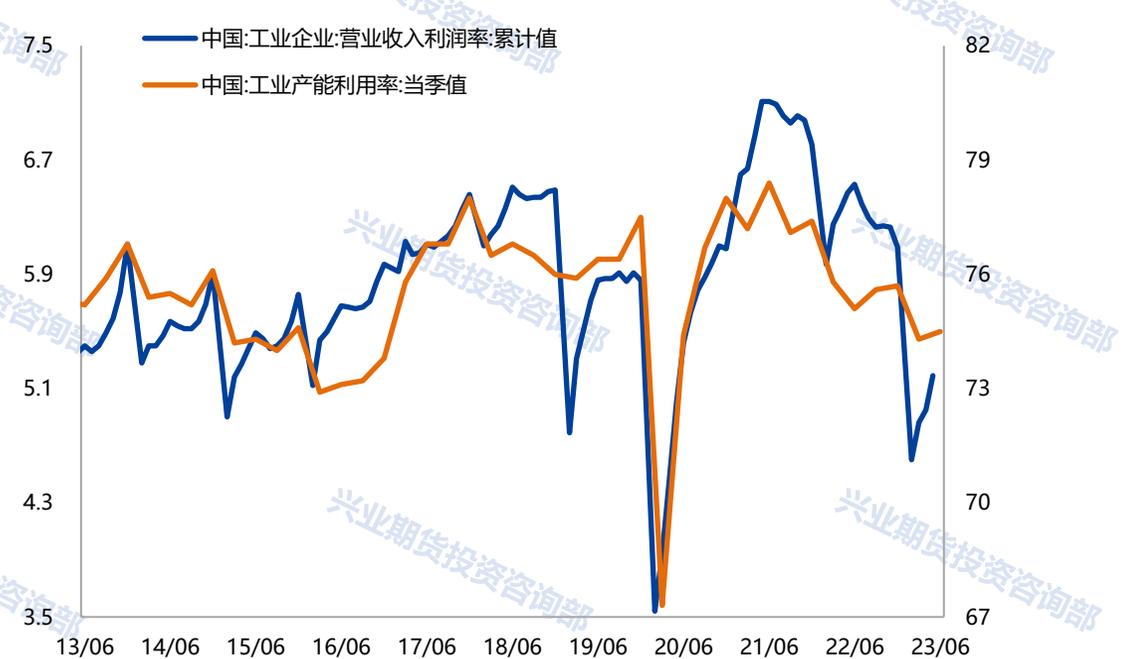


2023年6月制造业投资累计同比增长6%，与5月持平，结束了去年9月以来的下行趋势；当月同比增长6%，前值5.1%。分行业看，上游的化学原料制造、非金属矿物、有色金属、橡塑制品行业，中游的电气机械、电子仪器行业，下游的纺织、家具行业，投资增速均有所回升。制造业投资的企稳，一方面是经过2季度积极主动去库后，部分行业库存水平极低，制造业库存周期边际改善，另一方面则是因为一些行业下游需求并不如想象中那么弱。在库存水平降至低位后，一些行业如化纤制造、纺织服装、有色金属冶炼及压延加工等行业的产能利用率开始出现明显改善，进而驱动相关行业的投资回升。

制造业投资止跌回升



2季度工业产能利用率回升



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%

基建投资增速

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

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

数据更新至5月

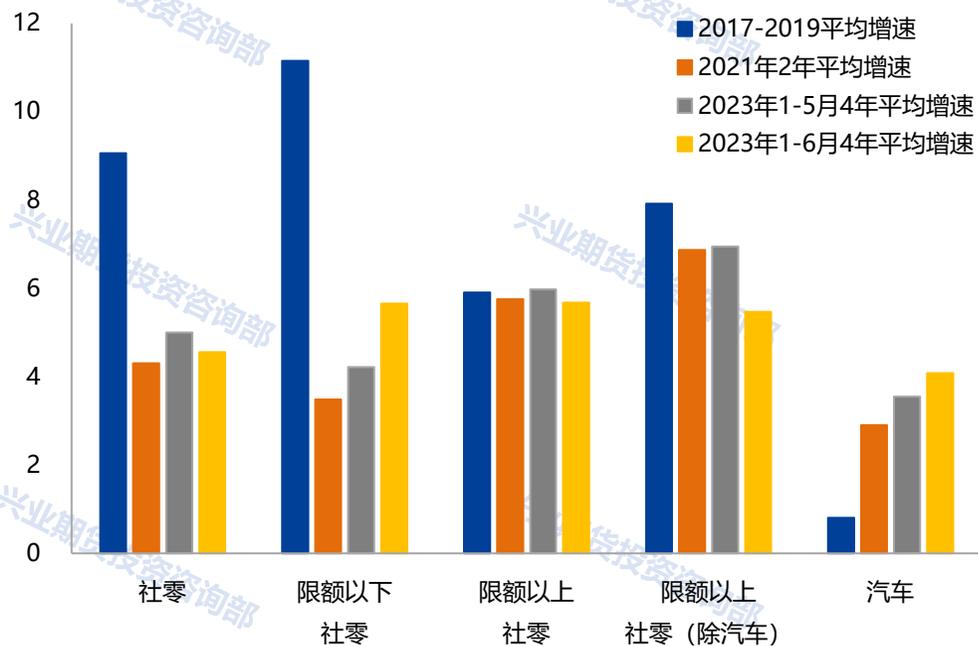
□ 2023年6月社零同比增长3.1%，2年平均增速为3.1%，高于5月的3%。虽然地产链消费，限额以下消费修复缓慢，但仍有以下几个亮点值得关注：

（1）限额以上消费中，汽车消费表现偏强，乘联会口径下狭义乘用车零售销量两年复合同比增速为9.3%，前值为3.4%，其中新能源车两年复合同比增速高达70.2%，主要受益于政府刺激政策。

（2）出行类消费持续修复，连续4个月国内旅客周转量已经超过了2020-2022年同期水平；随着暑期到来，6-7月国内航班执行架次明显上行也已经接近2021年同期水平，限额以上消费中与出行直接相关的餐饮也早已恢复至疫情前水平，化妆品消费也保持高增。

（3）数据显示，持有更多超额储蓄的高收入人群的消费预期改善也带动高端消费高速增长，如高端酒店出租率、豪车销量等。

限额以下消费增速恢复较慢

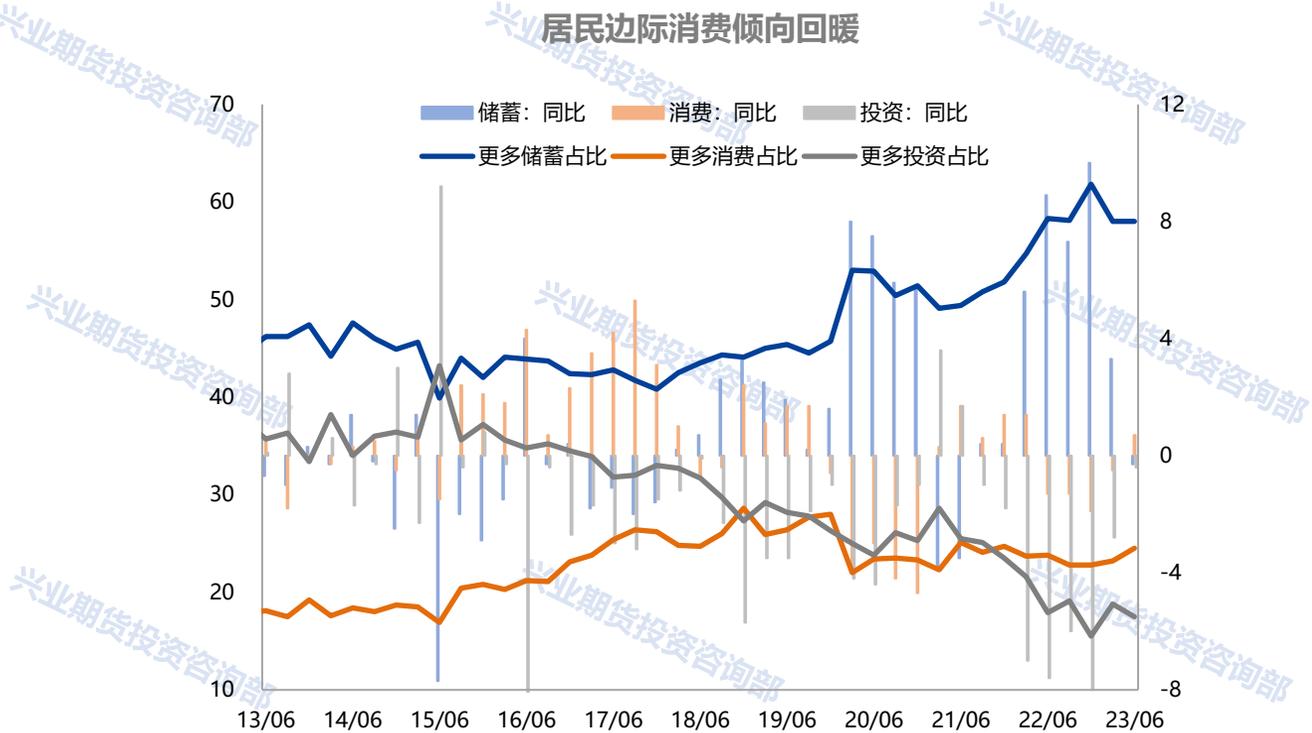
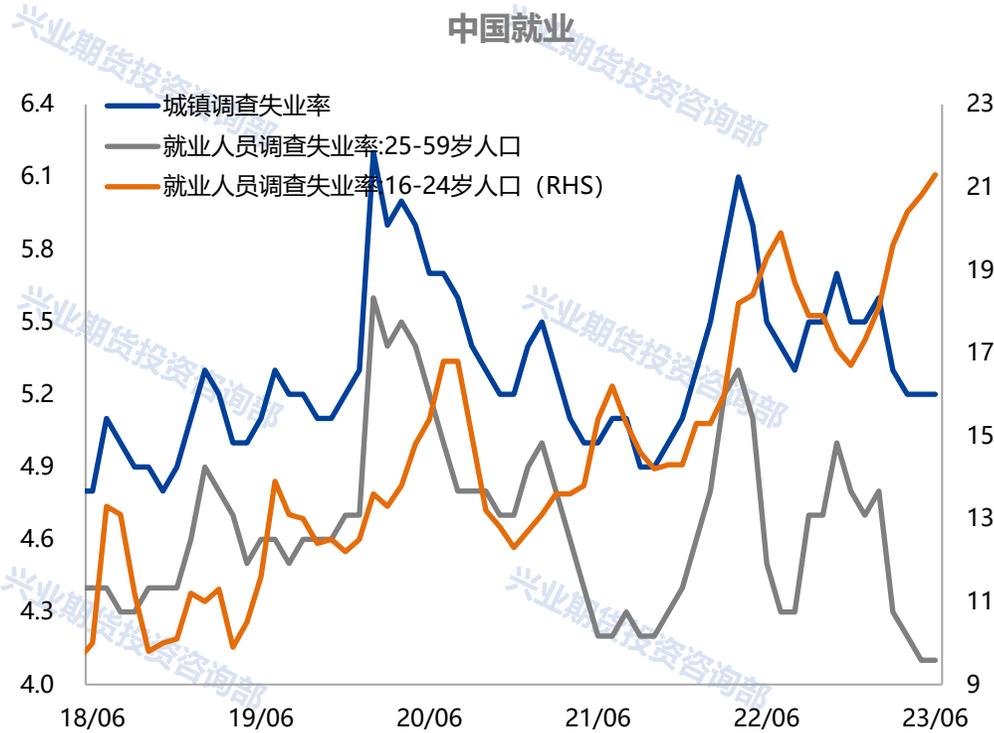


限额以上社零分项增速

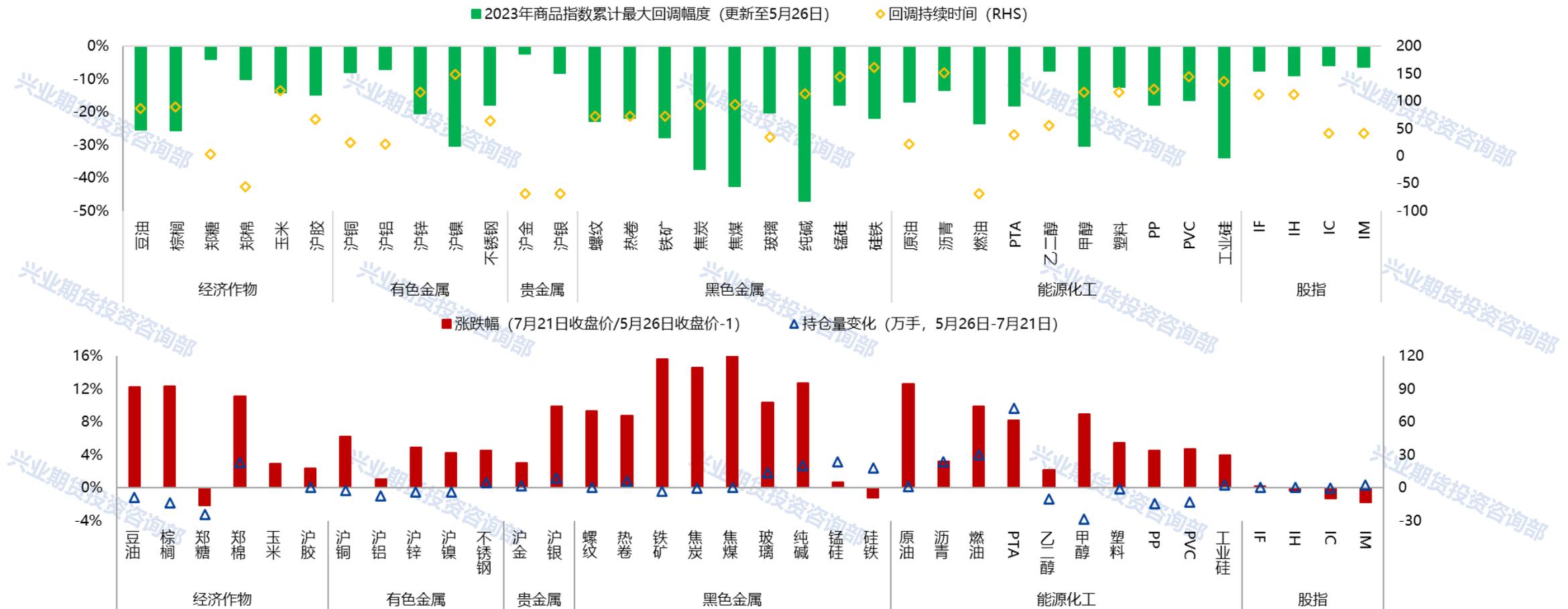
限额以上消费		权重	2017-2019平均增速①	2021年2年平均增速②	2023年1-5月4年平均增速③	2023年1-6月4年平均增速④	④-②	④-③	④-①
必选消费	粮食	10.7	10.2	10.4	9.4	9.5	-0.8	0.1	-0.7
	饮料	1.7	9.9	17.2	12.0	12.2	-5.0	0.3	2.3
	烟酒	3.1	7.6	13.3	11.1	11.1	-2.3	-0.1	3.5
	服装鞋帽	8.0	6.2	3.1	5.4	5.1	2.1	-0.3	-1.1
	日用品	4.4	11.9	11.0	8.8	8.6	-2.4	-0.2	-3.3
	中西药品	3.9	10.3	8.9	9.5	9.5	0.6	-0.1	-0.8
可选消费	化妆品	2.4	11.9	11.8	7.5	8.1	-3.6	0.7	-3.8
	金银珠宝	2.0	4.5	12.6	14.5	13.1	0.6	-1.4	8.6
	体育娱乐	0.7	7.0	15.2	11.4	12.4	-2.8	1.0	5.4
	书报杂志	1.0	10.1	5.3	8.3	7.5	2.2	-0.8	-2.6
	办公用品	2.2	5.4	12.3	6.1	6.6	-5.7	0.5	1.2
	通讯器材	3.8	9.1	13.8	8.1	8.9	-4.9	0.8	-0.3
	石油制品	13.4	7.9	3.4	6.5	6.3	-2.9	-0.2	-1.6
	汽车	26.3	0.8	2.9	5.0	4.1	1.2	-0.9	3.3
	家用电器和音像器材	5.0	7.9	3.1	1.0	2.1	-1.0	1.1	-5.8
建材家具	建材	0.9	7.1	8.8	3.5	3.1	-5.7	-0.4	-4.0
	家具	0.8	9.3	3.8	3.1	2.7	-1.1	-0.5	-6.7
餐饮	7.3	7.0	4.8	11.7	10.5	5.7	-1.2	3.5	

2023年6月青年失业率继续攀升，创有读数以来的新高，但城镇调查失业率为5.2%，与上月持平，而25-59岁人口失业率报4.1%，也为2018年以来的绝对低位。考虑到主力消费人群就业情况较好，且前2个季度城镇居民人均可支配收入名义累计同比增长5.4%，实际累计同比增长4.7%，有利于国内消费的恢复。

2023年2季度，央行调查居民部门更多消费占比，环比回升1.3个百分点至24.5%，同比也增加0.7个百分点，更多储蓄占比持平，更多投资占比回落1.3个百分点。



从盘面印证看，上述积极因素已有共振现象，商品指数较前低已普遍有显著涨幅。尤其是，部分低估值、低库存品种（如纯碱、煤焦、棉花等），鉴于大势向好所带来的胜率提升、以及相对更为可观的赔率，其涨势弹性明显放大。





国债

T

01

基本面主线缺位，政策预期影响力抬升

02

债基规模持续创新高，回调风险正在累积

03

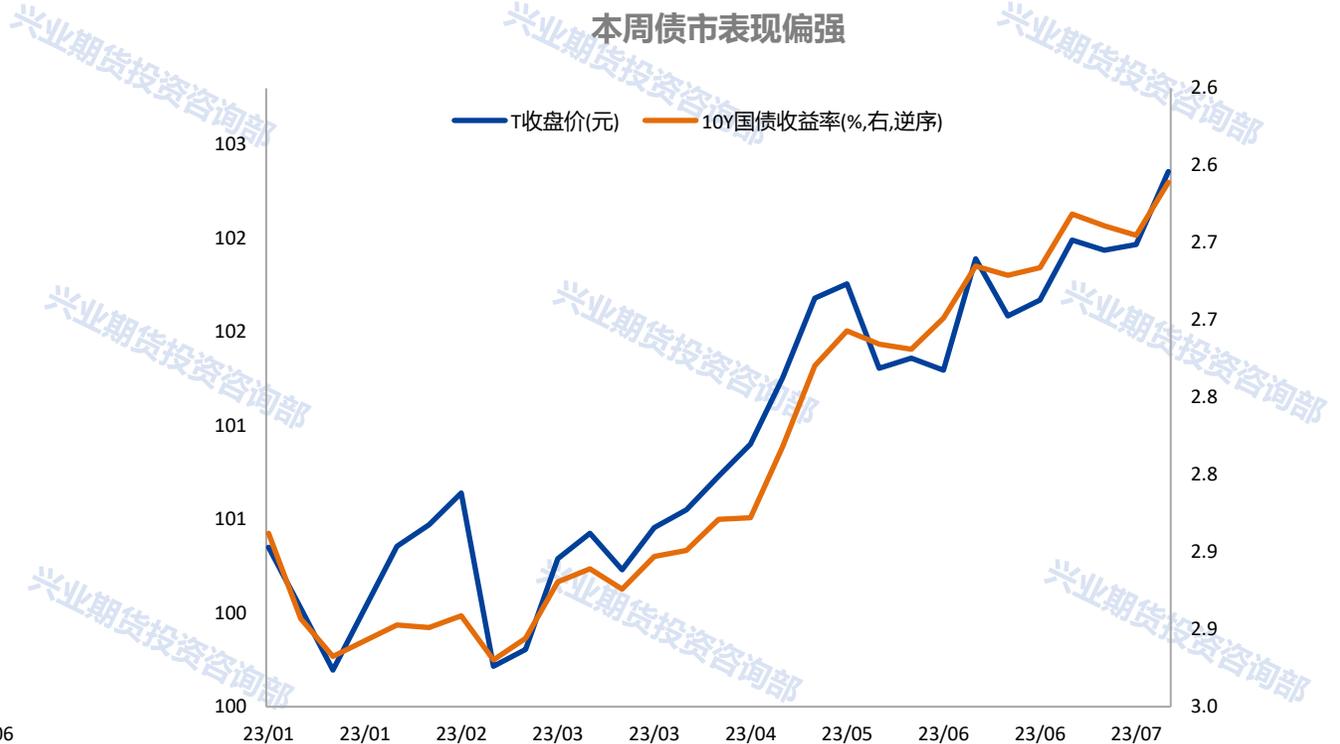
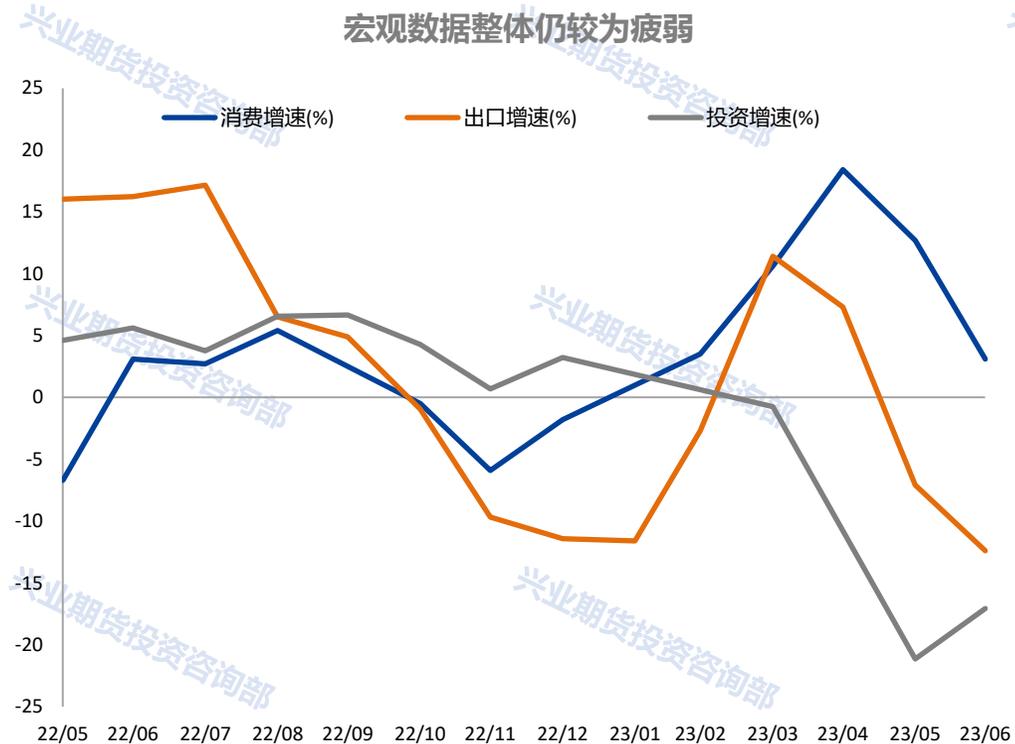
下方空间打开仍需资金面的进一步宽松

04

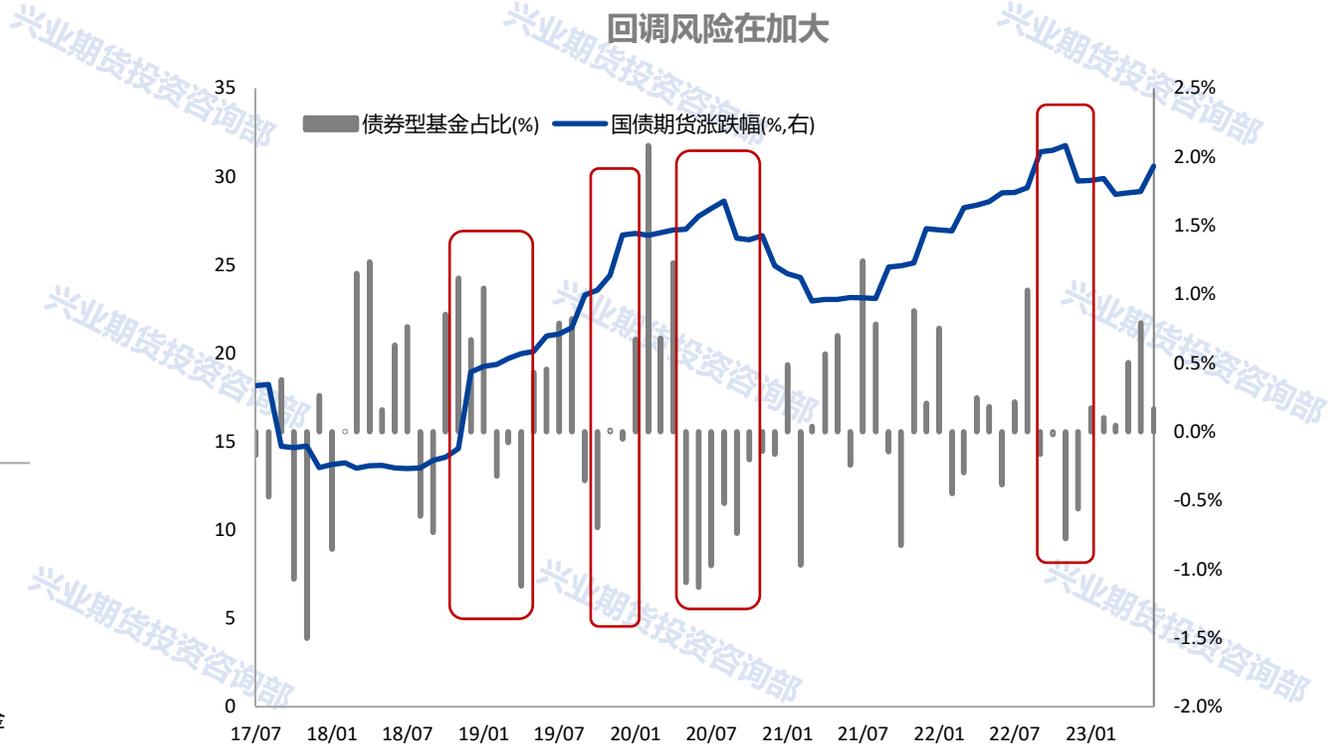
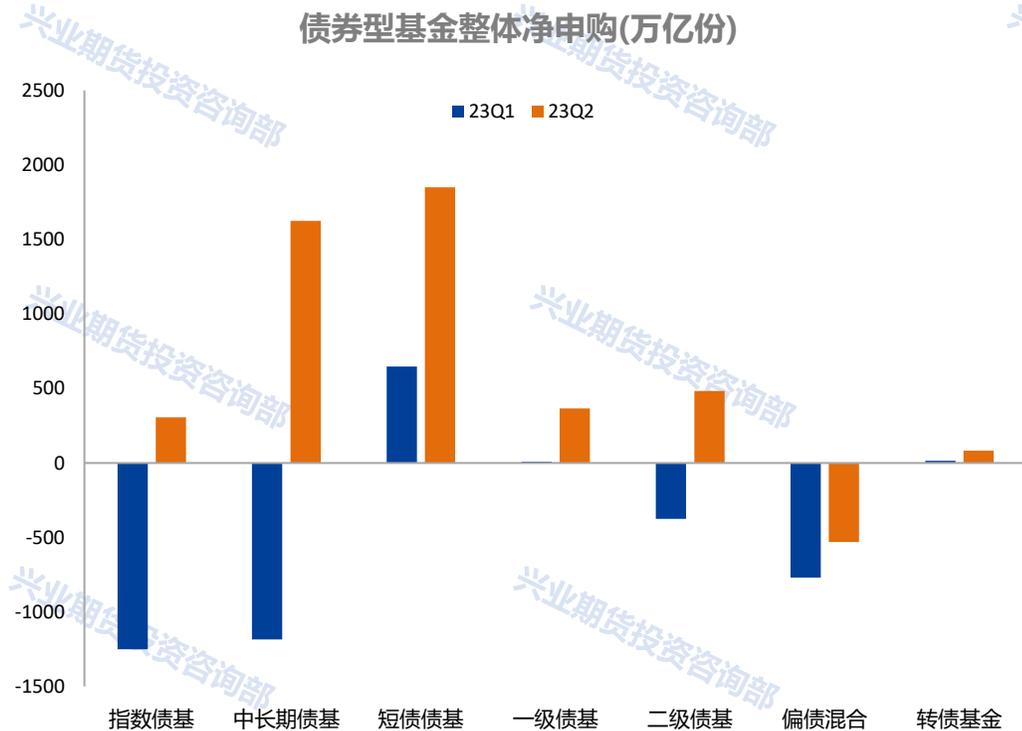
收益率反转仍需等待，曲线仍存变陡空间

□ 本周公布的宏观数据整体表现一般，受此影响国债期货和现券收益率均表现偏强。但下周将进入基本面数据较少，而政治局会议召开在即，市场对稳增长政策预期的博弈预计将成为市场行情的主导。

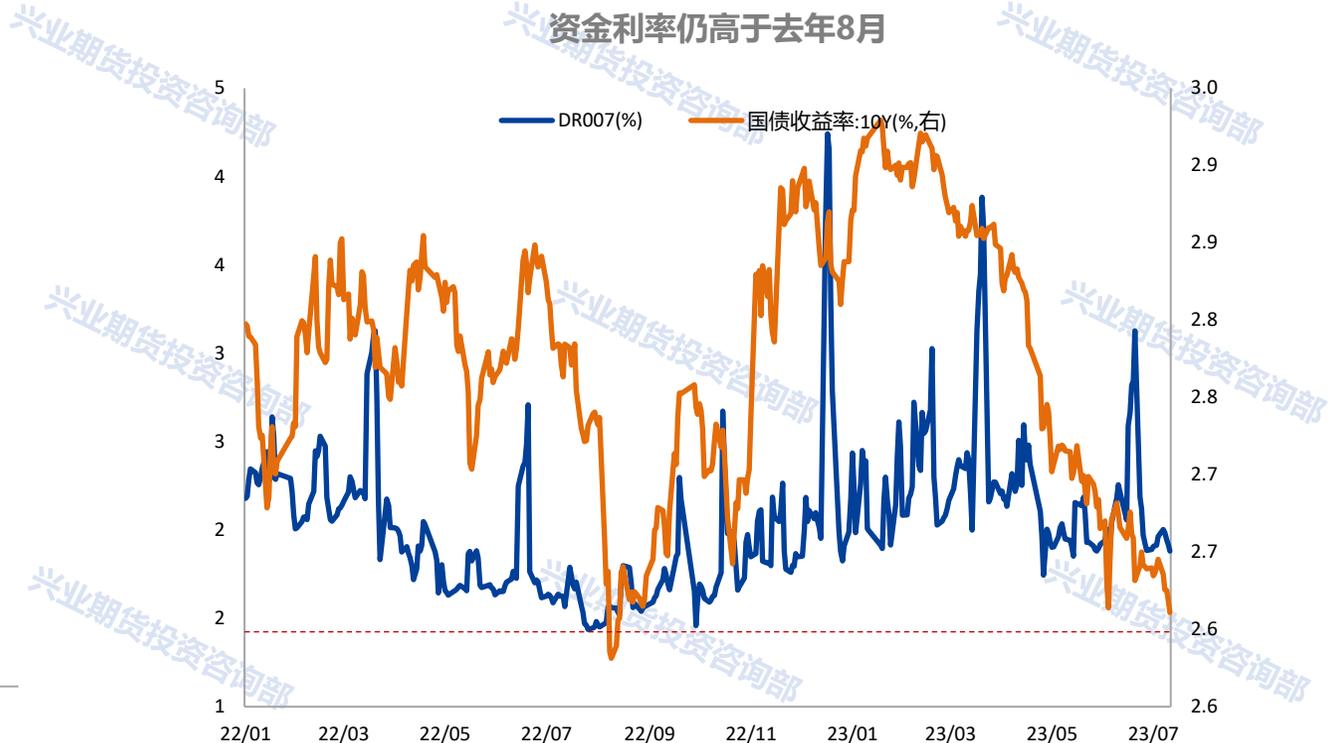
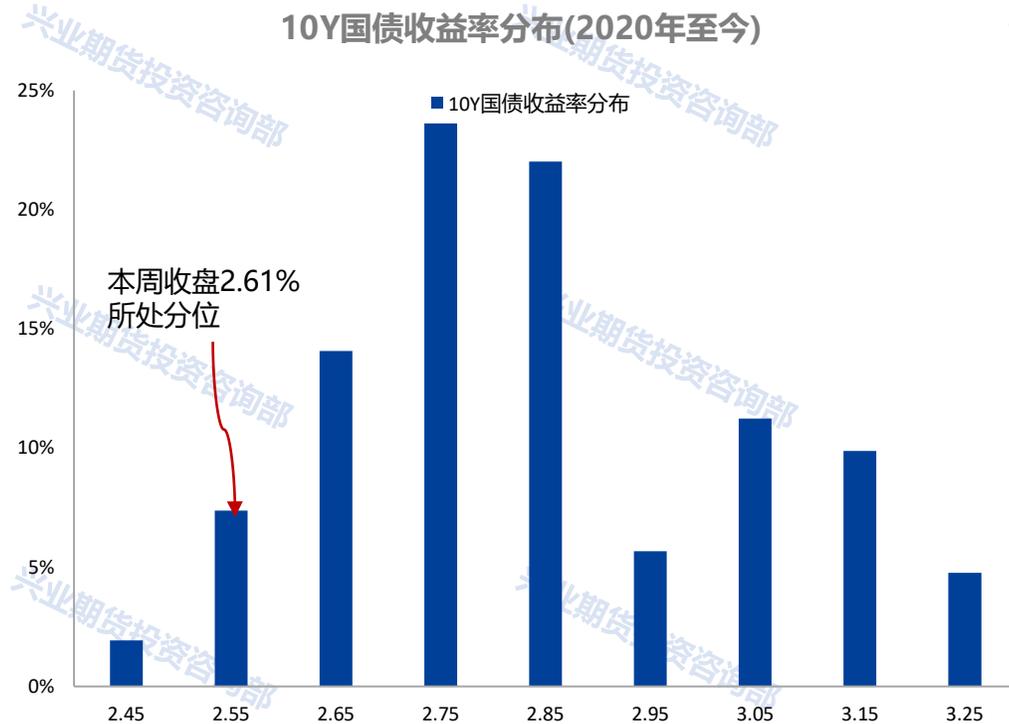
□ 本周发改委已经推出了促销费、扩内需等政策性工具，但目前仍以结构性支持工具为主，总量宽财政工具尚未发力。



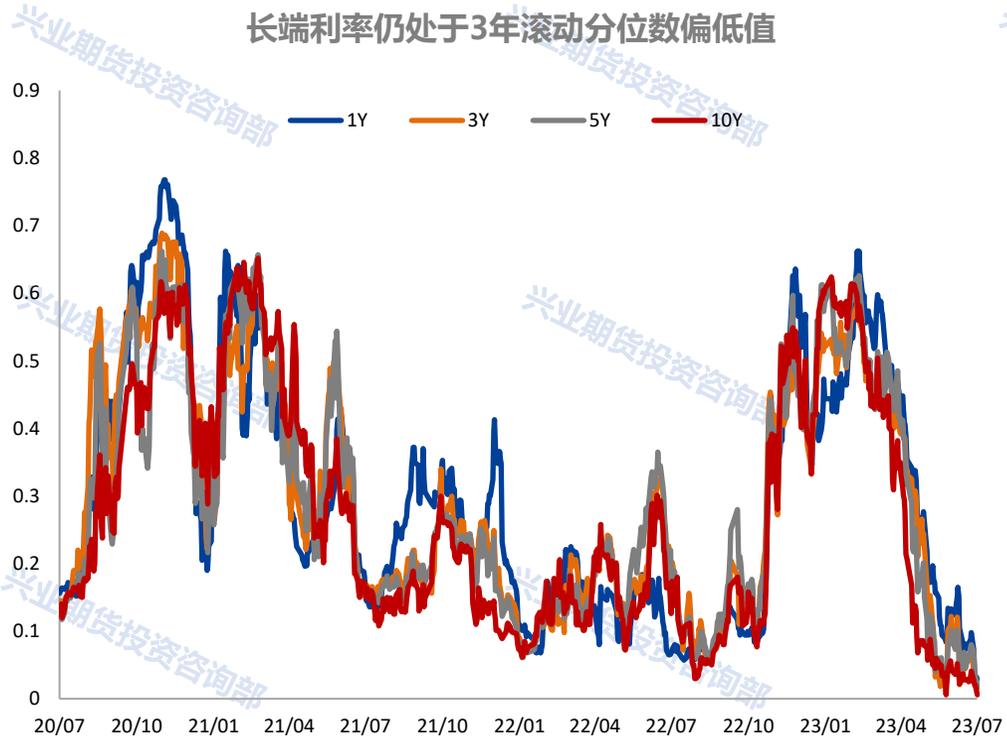
- 根据公募基金23Q2的公告来看，纯债型基金规模创新高，中长期纯债基金在管规模突破5万亿元，短债基金规模突破9200亿元。
- 但从历史表现来看，债券型基金规模占比出现快速抬升或达到了阶段性高点后，债券市场通常会出现一定程度的回调。



- 从估值的角度来看，目前10Y国债收益率已经偏贵，本周国债收益率低点在2.61%，处于自2020年初以来的6.1%分位数。
- 上一轮利率低点发生在22年8月，一度跌破2.6%。从资金面的角度来看，去年8月DR007一度下行至1.43%附近，而目前DR007仍位于1.9%附近的水平，两者间仍存在40BP左右的差距，因此10Y国债收益率如需继续下行，仍需等待货币政策的进一步宽松。



- 目前债市回调风险正在累积，但市场预期仍存反复，行情反转仍需等待，单边策略性价比不佳。目前资金利率是否触底仍存在分歧，因此短期内曲线仍存变陡空间。且从估值角度来看，短端多头安全边际高于长端。
- 相较于现券，期货具有做空更为便捷、交易成本更低的优势。从走势上来看，跨品种价差在近期已经出现了向上修复的迹象，但所处分位仍在均值下方，存在进一步向上空间。



跨品种价差策略仍可向上

	最新 (2023.7.21)	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	21.71	68.0%	19.6	18.6	15.1
10Y-3Y	40.45	64.7%	41.1	41.5	35.4
10Y-1Y	86.37	83.7%	70.0	87.0	83.6
5Y-3Y	18.74	63.1%	21.5	22.9	20.3
5Y-1Y	64.66	84.7%	50.4	68.4	68.5
30Y-10Y	36.86	5.5%	36.4	40.7	47.0
30Y-5Y	58.57	13.8%	55.96	59.28	62.14
2*TF-T	102.39	70.2%	101.7	102.2	102.3
4*TS-T	303.25	32.0%	303.3	303.6	303.8
2*TS-TF	100.43	5.4%	100.8	100.7	100.8
2*T-TL	105.44	-	-	-	-
4*TF-TL	310.21	-	-	-	-

股指

IF

01

业绩端驱动将持续强化，且已有良好印证

02

估值占优，提供潜在的高收益弹性、及高安全边际

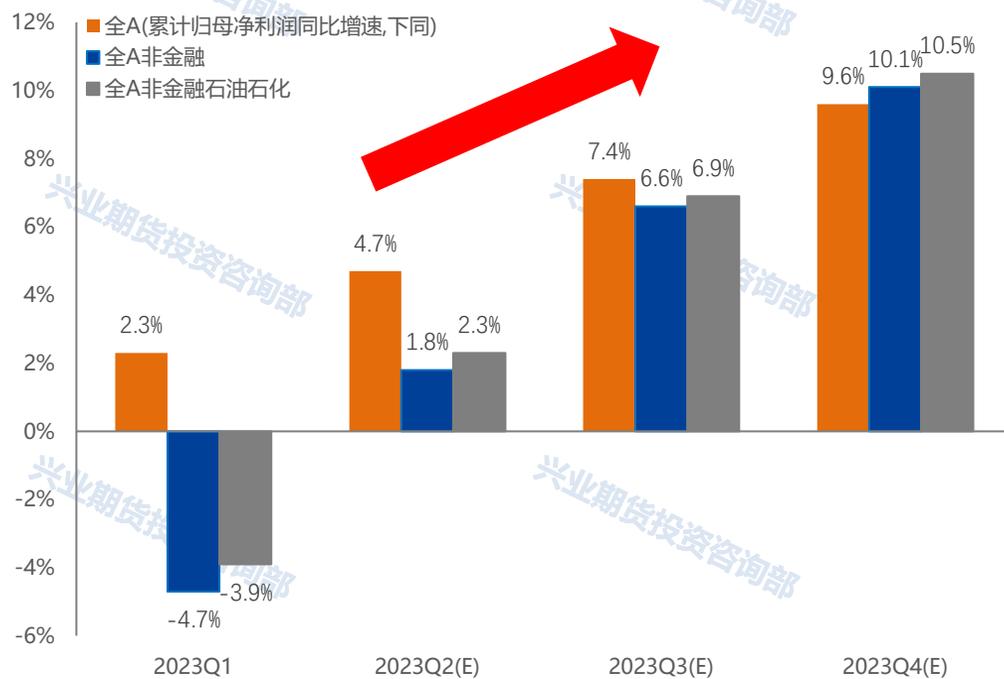
03

经济复苏+主题热点深化，沪深300指数仍是最佳多头

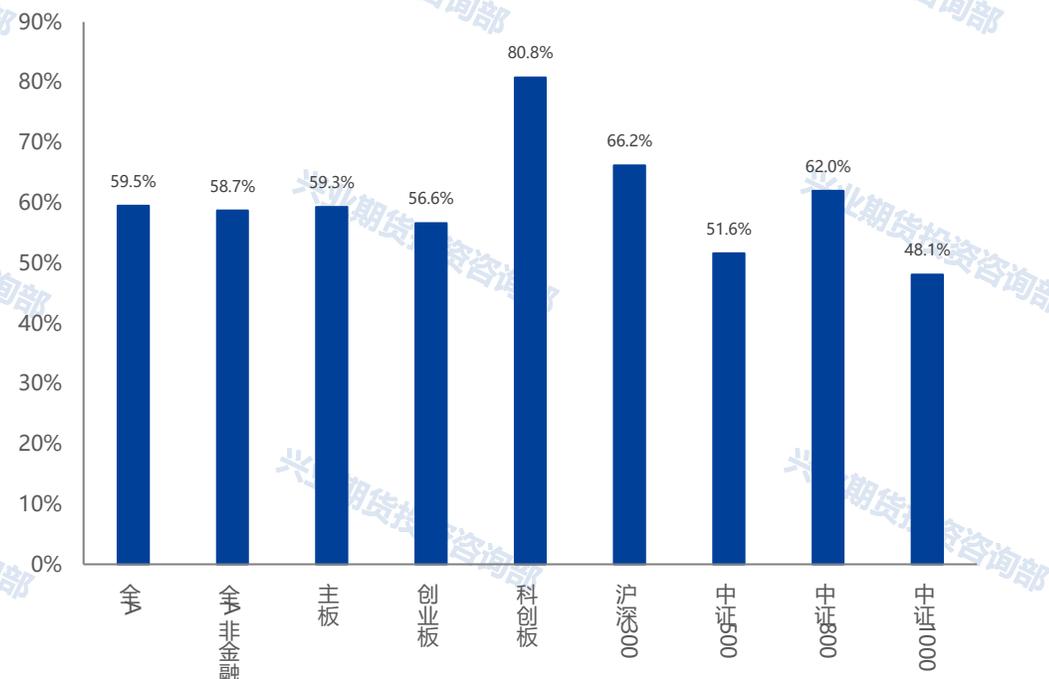
按过往周期规律看，2023下半年开始，信用、库存两大周期大势将进入上行阶段（力度或相对平缓、但正向贡献属性明朗）。叠加积极政策导向，国内经济基本面复苏节奏、斜率均有望提速，进而为A股盈利改善及上修提供核心驱动。参考光大证券相关数据，2023年Q3、Q4季度A股归母净利润增速将显著加快。

此外，从已公布的A股中报业绩预告情况看，主要指数和板块预喜率尚可、可作为上述乐观预期的良好印证。

A股2023年各季度累计归母净利润增速预测（光大证券）



A股2023年中报业绩预告情况跟踪（截至2023.7.15）



- 再从估值端看：无论从大类资产视角的股债风险溢价比值、还是自身绝对估值看（以PE、PB为代表），当前阶段A股整体估值均处于较低区间。
- 按最新数据，A股主要宽基指数PEG值均小于2。其中，上证50、上证380、沪深300、红利指数等小于或等于1；成长属性较高的中证500、中证1000、创业板指等则处于1~2区间。以此看，较业绩而言，A股估值匹配度良好、甚至偏低。
- 综合看，当前阶段A股具有良好的潜在收益、以及高安全边际，多头配置性价比相当有吸引力。

A股主要指数估值水平跟踪（市盈率及市净率，截至2023.7.21）

指数	PE(TTM, 绝对值)		PE(TTM, 分位值)		PB(LF, 绝对值)		PB(LF, 分位值)	
	2022/10/31	2023/7/21	2022/10/31	2023/7/21	2022/10/31	2023/7/21	2022/10/31	2023/7/21
上证指数	11.4	12.8	29.7%	41.5%	1.18	1.32	3.8%	21.7%
深证成指	24.0	23.0	55.1%	39.8%	2.35	2.47	17.4%	10.4%
沪深300	10.3	11.6	24.5%	34.2%	1.20	1.35	2.0%	12.7%
创业板指	37.4	31.8	21.5%	4.3%	4.76	4.45	24.5%	4.5%
上证50	8.3	9.6	19.1%	37.3%	1.06	1.24	12.7%	38.3%
万得全A	15.8	17.4	38.7%	46.0%	1.50	1.63	7.0%	18.4%
中证500	22.1	22.8	20.7%	18.3%	1.57	1.80	6.5%	36.4%
中证1000	28.6	35.6	10.0%	20.6%	2.27	2.28	37.7%	24.2%
红利指数	4.7	5.3	0.7%	9.1%	0.55	0.62	1.4%	23.9%

(**分位值起始时间点为2011/3/21)

A股主要指数业绩-股指匹配度跟踪（PEG，截至2023.7.21）



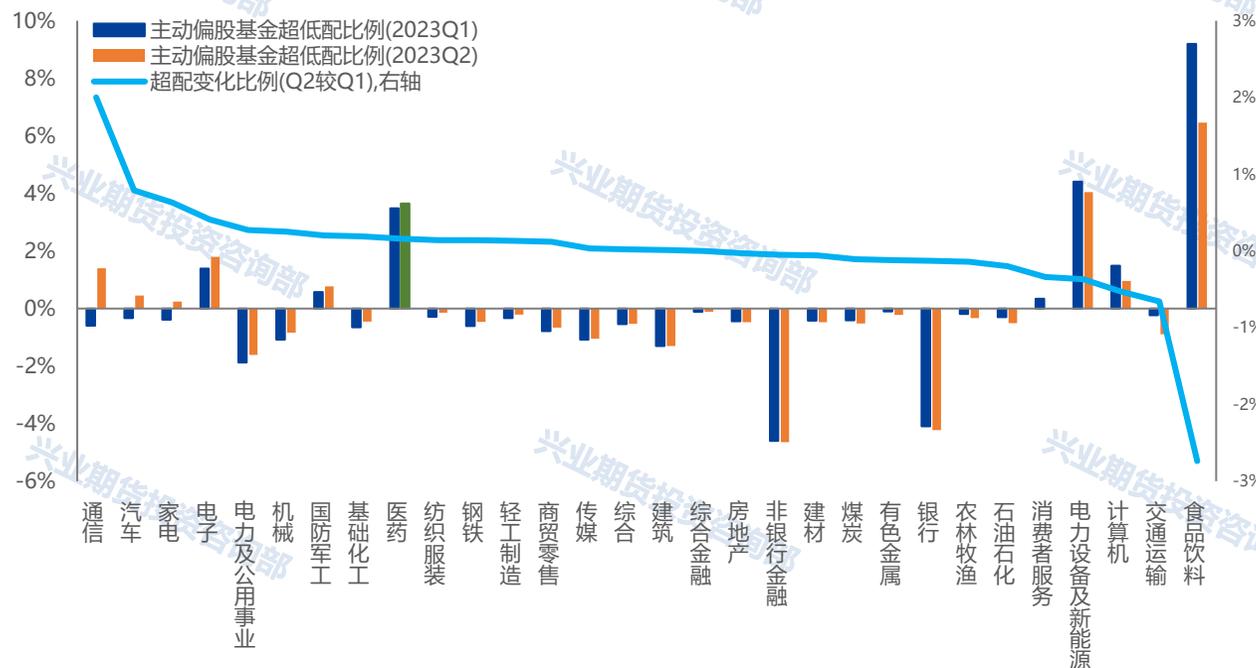
A股各行业中报业绩预告情况（申万一级行业，截至2023.7.15）

大类板块	申万一级行业	2023H1 净利润增速	2022H1 净利润增速	披露率
可选消费	社会服务	113.80%	-128.90%	63.00%
	美容护理	79.80%	-42.40%	41.40%
	汽车	60.80%	-47.40%	41.90%
	家用电器	51.10%	15.60%	40.70%
	轻工制造	7.50%	-62.90%	40.10%
必选消费	纺织服饰	72.80%	-73.30%	41.70%
	商贸零售	62.50%	-40.70%	59.80%
	食品饮料	53.90%	-27.60%	38.30%
	医药生物	38.40%	-17.40%	24.00%
	农林牧渔	21.50%	-105.00%	52.00%
中游制造	电力设备	56.40%	14.80%	32.60%
	机械设备	34.10%	-2.00%	27.40%
	国防军工	10.80%	-6.60%	27.50%
	建筑材料	-50.10%	-56.10%	46.70%
服务业	交通运输	64.50%	-48.10%	39.30%
	公用事业	63.80%	-28.30%	47.20%
	建筑装饰	37.40%	-81.40%	31.70%
TMT	环保	2.00%	-26.00%	21.30%
	传媒	45.70%	-55.40%	34.40%
	计算机	35.50%	-33.70%	26.90%
	通信	27.80%	25.00%	37.60%
大金融	电子	-62.00%	-10.40%	30.00%
	非银金融	98.70%	-48.00%	38.80%
上游原材料	房地产	6.10%	-83.70%	59.60%
	煤炭	-54.90%	51.90%	40.50%
	有色金属	-61.20%	44.30%	42.00%
	基础化工	-78.50%	14.40%	40.40%
	石油石化	-95.20%	-18.80%	58.70%
	钢铁	-98.60%	-68.70%	52.30%

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）受益于下半年国内经济修复的相关板块，以消费和服务等为主；（2）受益于数字经济、中特估两大主线的相关板块，以TMT、制造业和基建等为主。

而从中报业绩预告情况、偏股型基金的持仓配置变动看，上述思路的有效性亦得到良好体现。

主动偏股型基金持仓行业配置情况（截至2023Q2，中信一级行业）



- 基于此，以业绩增速、股息率等为主要指标、再以估值作为约束，构建相关配置模型。相关入选行业在沪深300指数、上证50指数、中证500指数、中证1000指数中占比分别为49.8%，48.2%，42.6%和38%，即沪深300指数配置价值相对占优。
- 再看四大指数的风格兼容性看，沪深300指数依旧最佳。综合看，沪深300指数仍是最佳多头标的。

基于“业绩、股息率、估值”三大维度，相关行业四大股指占比统计（截至2023.7.21）

简称	最新总市值 (亿,2023.7.21)	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
食品	9257	1.0%	4.3%	33.1%	28.0%	13.0	1.72	0.6	1.2	1.5	2.1	1.0
区域性银行	10449	2.6%	1.0%	3.2%	10.7%	12.2	4.98	2.2	0.0	2.2	0.8	1.1
半导体	33274	5.7%	16.3%	5.7%	44.3%	7.8	0.31	4.3	3.0	5.4	3.6	3.7
新能源动力系统	17110	10.0%	10.4%	33.0%	34.6%	15.9	0.78	4.1	0.0	1.9	1.9	1.9
白色家电II	8899	13.1%	14.3%	3.8%	11.1%	19.1	4.65	2.9	1.4	0.0	0.2	1.0
消费电子	12919	15.2%	24.3%	33.5%	40.1%	8.9	0.96	1.7	0.0	3.0	1.9	1.4
保险II	24012	16.6%	18.6%	30.5%	16.1%	11.8	3.14	3.8	8.5	0.0	0.1	2.6
证券II	31313	18.6%	11.2%	37.9%	11.9%	7.5	1.70	5.6	3.4	5.8	0.8	3.4
航空航天	9028	20.8%	26.7%	35.8%	39.7%	6.8	0.45	0.8	0.9	2.9	1.0	1.0
专用机械	17199	22.5%	23.0%	31.3%	33.8%	10.5	0.97	0.6	0.0	2.6	2.8	1.9
酒类	45160	25.0%	12.2%	21.8%	20.1%	24.1	2.22	9.8	17.5	0.9	1.0	5.0
电源设备	21901	27.5%	37.1%	37.5%	22.2%	16.3	1.70	4.5	4.8	1.8	2.1	2.4
通用设备	11930	31.1%	40.9%	38.5%	32.7%	9.1	0.78	0.3	0.0	1.8	3.3	1.3
工业金属	8965	33.0%	16.2%	29.1%	15.5%	12.2	2.04	0.4	0.0	2.7	2.1	1.0
其他军工II	9652	39.5%	46.3%	36.3%	34.9%	8.8	0.65	0.8	0.0	2.1	2.3	1.1
建筑施工	17521	42.6%	36.4%	37.8%	21.8%	9.5	2.64	2.3	3.6	1.0	1.9	1.9
计算机设备	13088	45.6%	67.5%	37.2%	36.2%	9.3	1.00	1.5	0.0	1.7	1.2	1.4
电气设备	17170	50.7%	50.4%	32.3%	18.9%	12.2	1.09	1.8	2.7	1.7	2.9	1.9
中药生产	10835	55.0%	69.7%	39.2%	39.1%	8.9	1.58	1.0	1.3	1.2	2.9	1.2
通信设备	11198	62.2%	76.0%	35.4%	29.6%	9.5	0.58	0.8	0.0	2.6	3.1	1.2
初筛备选行业四大股指权重占比合计								66.9	73.2	56.2	51.0	56.6
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、ROE值及股息率过低行业)								49.8	48.2	42.6	38.0	37.4

A股主要指数相关系数情况（近3月，截至2023.7.21）

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	0.91	0.74	0.79	0.15	0.87	0.94	0.72	0.57
上证50	0.94	1.00	0.87	0.58	0.77	-0.15	0.94	0.87	0.88	0.55
中证500	0.91	0.87	1.00	0.88	0.82	0.23	0.85	0.89	0.76	0.78
中证1000	0.74	0.58	0.88	1.00	0.66	0.55	0.56	0.76	0.44	0.79
中特估指数	0.79	0.77	0.82	0.66	1.00	0.11	0.90	0.61	0.80	0.51
数字经济指数	0.15	-0.15	0.23	0.55	0.11	1.00	-0.12	0.15	-0.34	0.37
国证价值	0.87	0.94	0.85	0.56	0.90	-0.12	1.00	0.72	0.94	0.53
国证成长	0.94	0.87	0.89	0.76	0.61	0.15	0.72	1.00	0.61	0.65
红利指数	0.72	0.88	0.76	0.44	0.80	-0.34	0.94	0.61	1.00	0.54
科创50	0.57	0.55	0.78	0.79	0.51	0.37	0.53	0.65	0.54	1.00
总计	4.03	3.87	4.32	3.77	/	/	/	/	/	/

周期:日线 2023/04/21 - 2023/07/21



沪铝

AL

01

云南逐步复产，四川限电压力加大

02

开工率提升空间有限，新增项目偏少

03

成本端进一步下行空间有限，且拖累较弱

04

低估值叠加低库存，沪铝易涨难跌

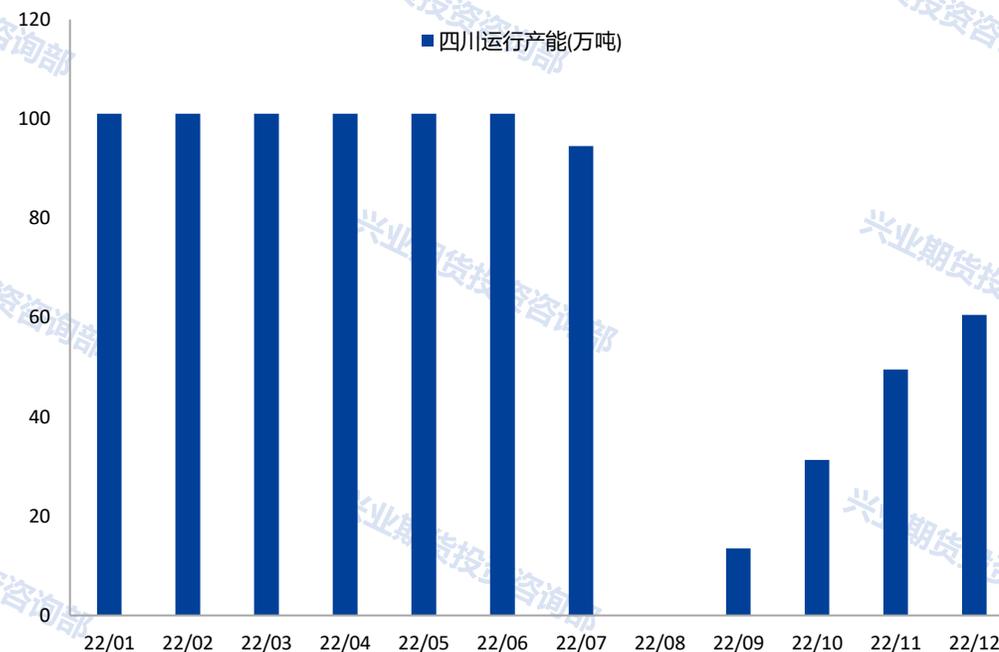
云南地区的电力管控自6月下旬起放开，从目前市场调研情况来看，整体复产较为顺利，但也仍存在部分企业因为资金压力和电解槽反复开启降低使用寿命等因素，复产积极性不高。目前预计复产量能达到120-130万吨。

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

云南电解铝复产调研情况（6月底）

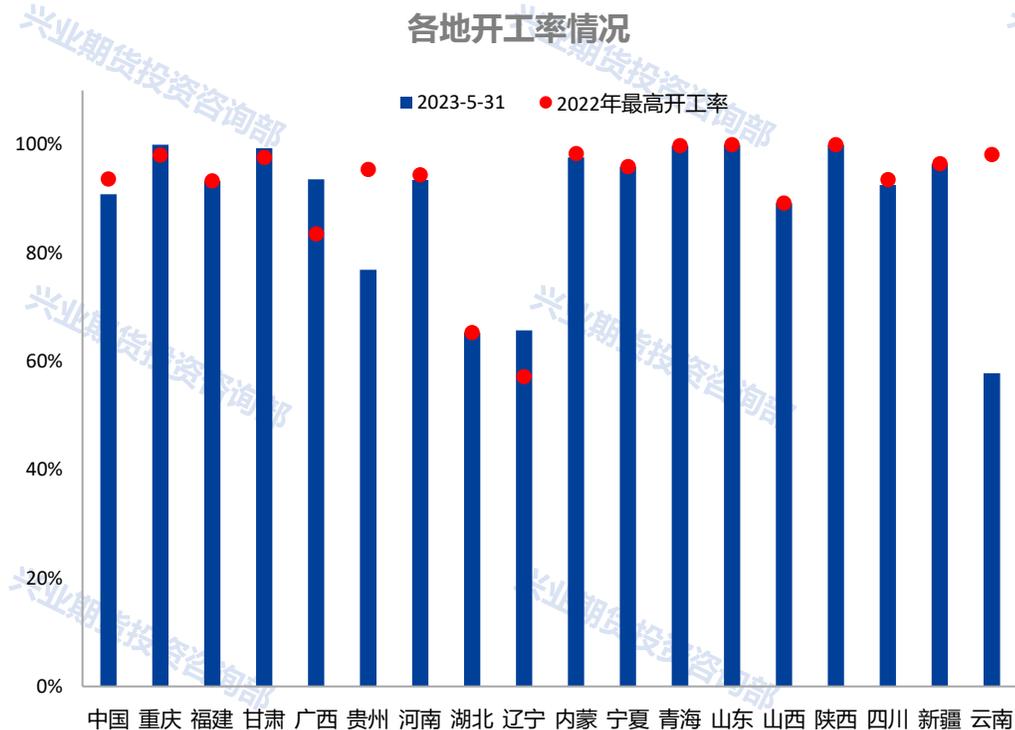
云南电解铝复产调研情况（SMM）				
万吨	建成产能	本轮(2次)减产合计比例	预计复产总量	备注
A	305	41.95%	82.25	企业暂时计划复产到企业建成产能的85%，企业目前部分产能正在做电解槽技改，受限于全石墨化阴极的供应及技改等方面进度，短期难以全面复产完成。
B	90	40.40%	21.4	丰水期较短，企业暂时启动部分产能，后续还需要等待更明确更长远电力方面的政策落地。
C	35	41.40%	7.5	丰水期较短，企业暂时启动部分产能，后续还需要等待更明确更长远电力方面的政策落地。
D	106	21.88%	20	丰水期较短，企业暂时准备复产前期停产产能，后续还需要等待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

四川或再度面临限电限产



目前除了云贵地区外，多数电解铝产地的企业开工率已经处于历史高位，因此在水电制约无法完全消除的情况下，电解铝产量难以出现明显的增加。因此即使目前电解铝利润偏高，但仍难以刺激产量的抬升，影响成本虽出现下移，但对于价格的传导性偏弱。

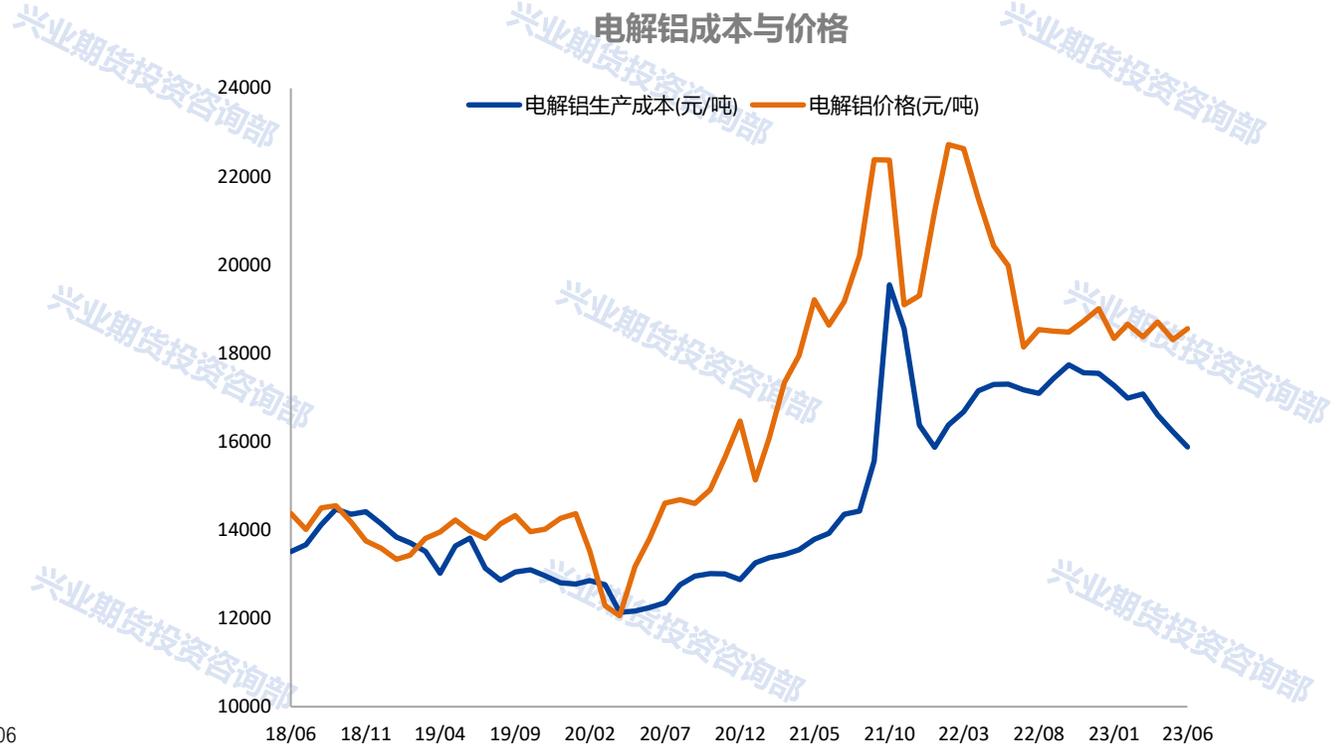
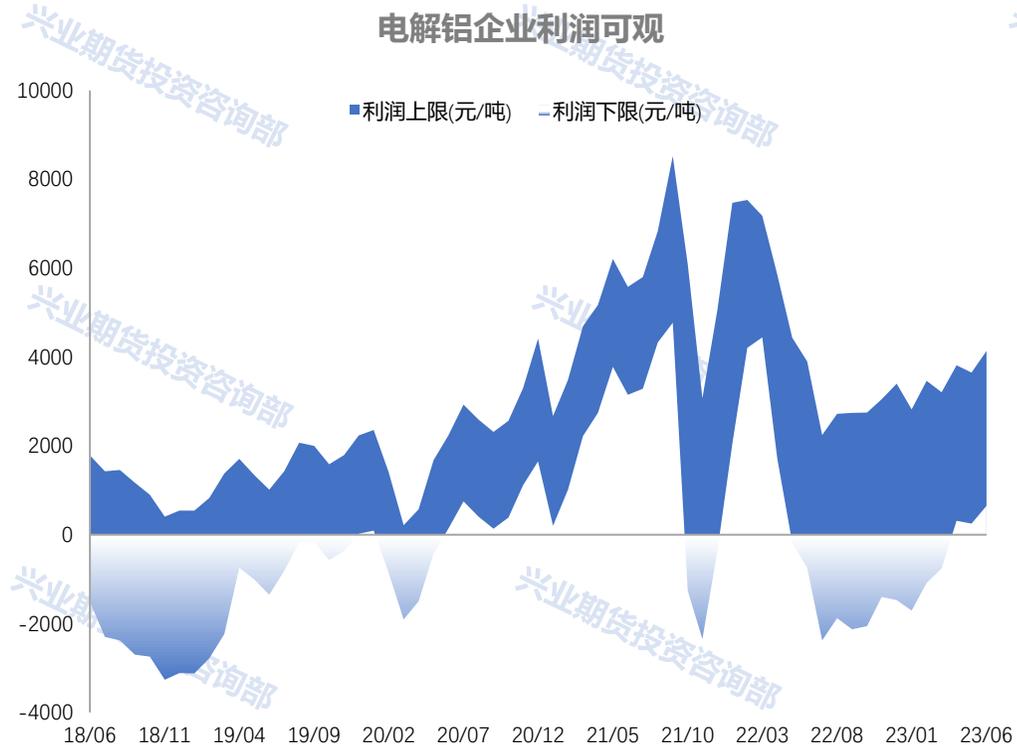
此外从下半年新建项目情况来看，仍以置换产能为主，新增产能偏少。



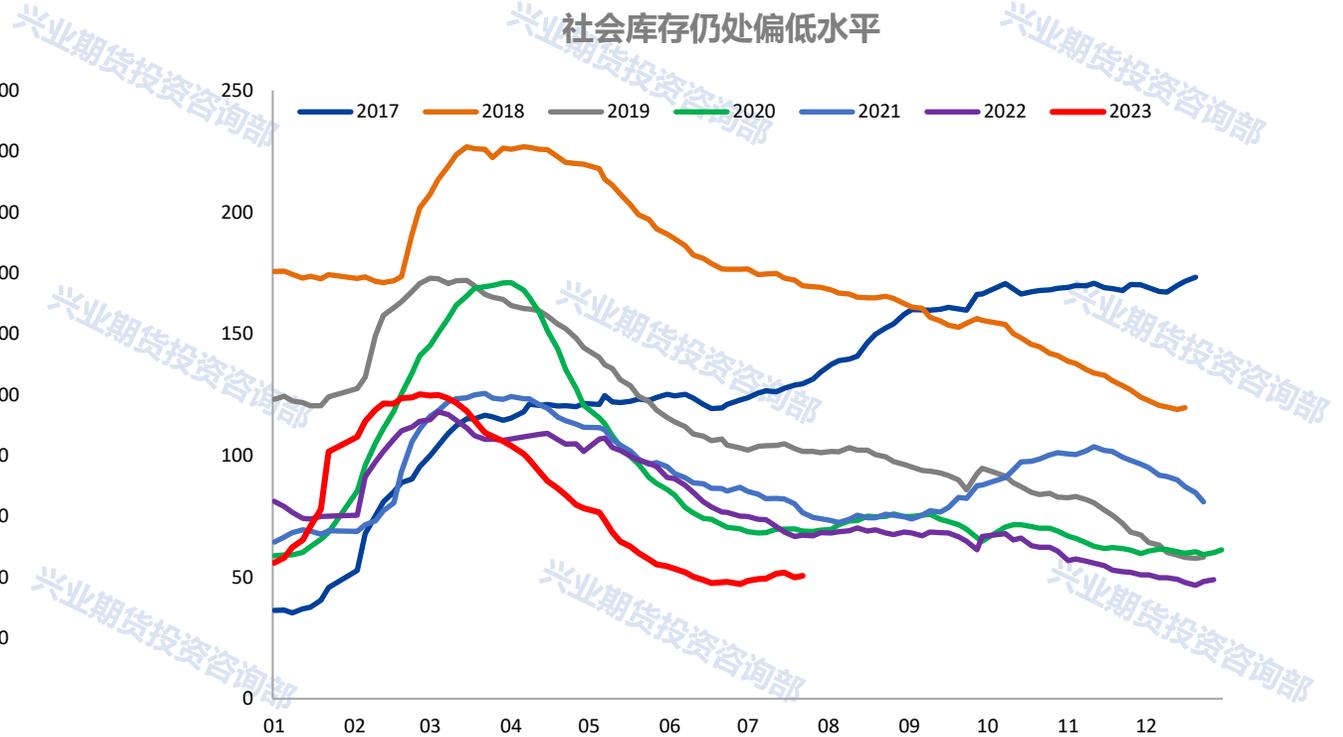
新增项目以置换为主

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

- 电解铝成本端各环节整体基本面均较为疲弱，但同时也都已经在上半年出现了明显的下跌，下半年供需面进一步恶化空间或相对有限，电解铝生产升本向下空间有限。
- 电解铝企业近年来利润较为可观，预计成本端难以对电解铝价格形成利空。



- 从估值的角度来看，22年下半年至今，有色金属板块价格重心略有抬升，但沪铝价格仍维持在震荡区间，估值显著低于有色金属板块。
- 库存方面，虽然目前将进入季节性累库阶段，但与历史同期相比，仍显著偏低。低库存结构下，价格或对利多因素更为敏感。



橡胶

RU

01

汽车消费政策存加码预期，半钢胎开工维持高稳

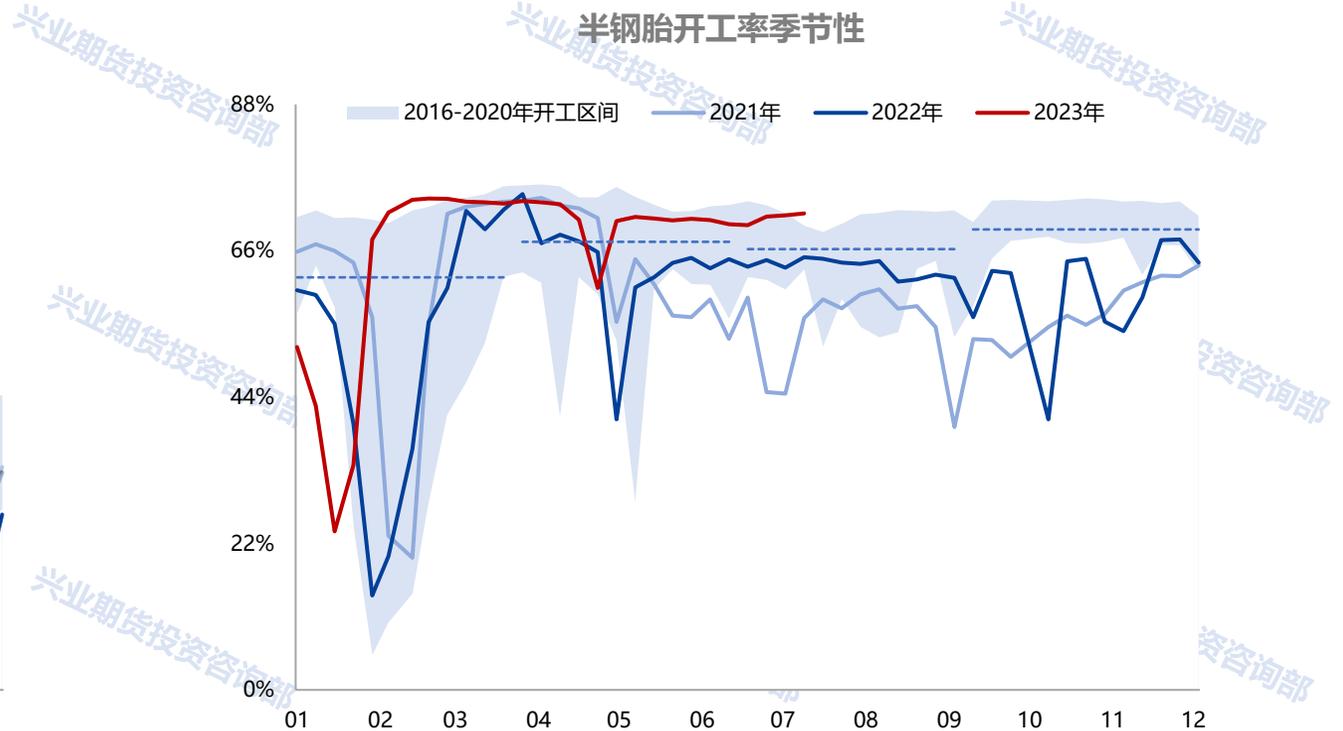
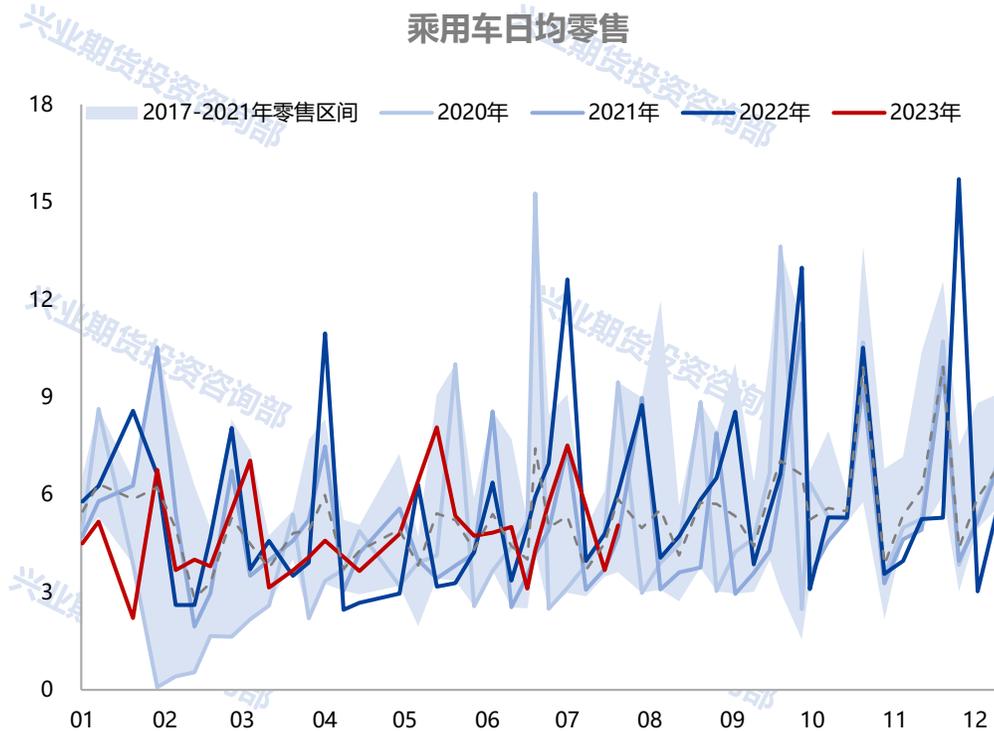
02

国内原料产出季节性恢复，但极端气候影响不容忽视

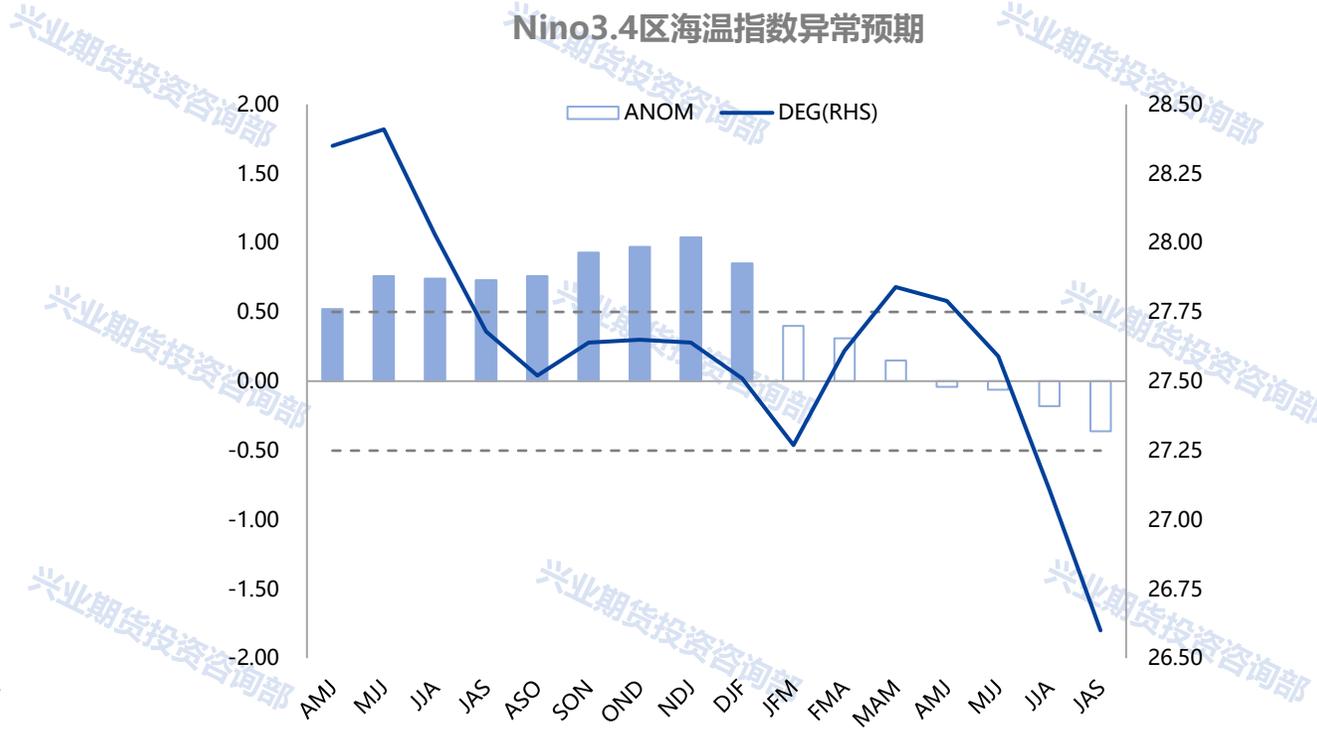
03

结构性库存压力制约上行驱动，低估值提供安全边际

需求方面，高基数影响下7月汽车产销负增长压力陡增，政策层面加码必要性凸显，财政部已明确延长新能源车购置税减免相关措施，工信部、商务部等国家部委亦多次表态继续推进乘用车消费刺激，终端车市预期尚不悲观；而本周轮胎企业开工意愿可圈可点，全钢胎产线开工率略有回落，半钢胎产线开工率续创近年同期新高，需求传导依然顺畅。



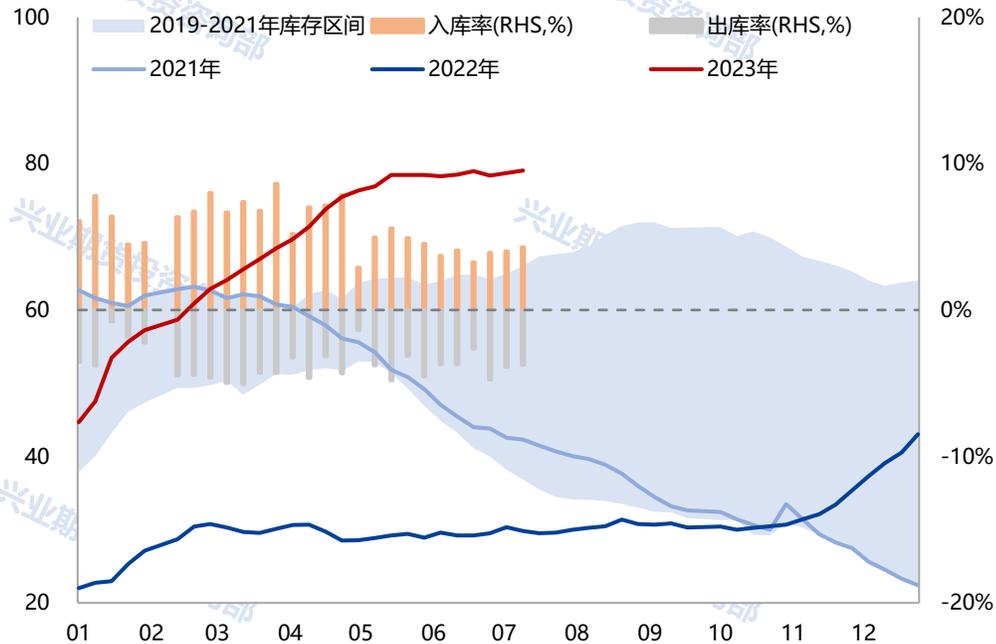
供应方面，国内产区进入旺产季，原料产出季节性增长，但今夏气候波动幅度及频率明显增强，云南地区本月降水距平再度走弱，厄尔尼诺事件背景下ANRPC各产区物候条件稳定性遭受严峻考验，胶林养护及割胶作业势必受阻，天气因素影响权重逐步升高。



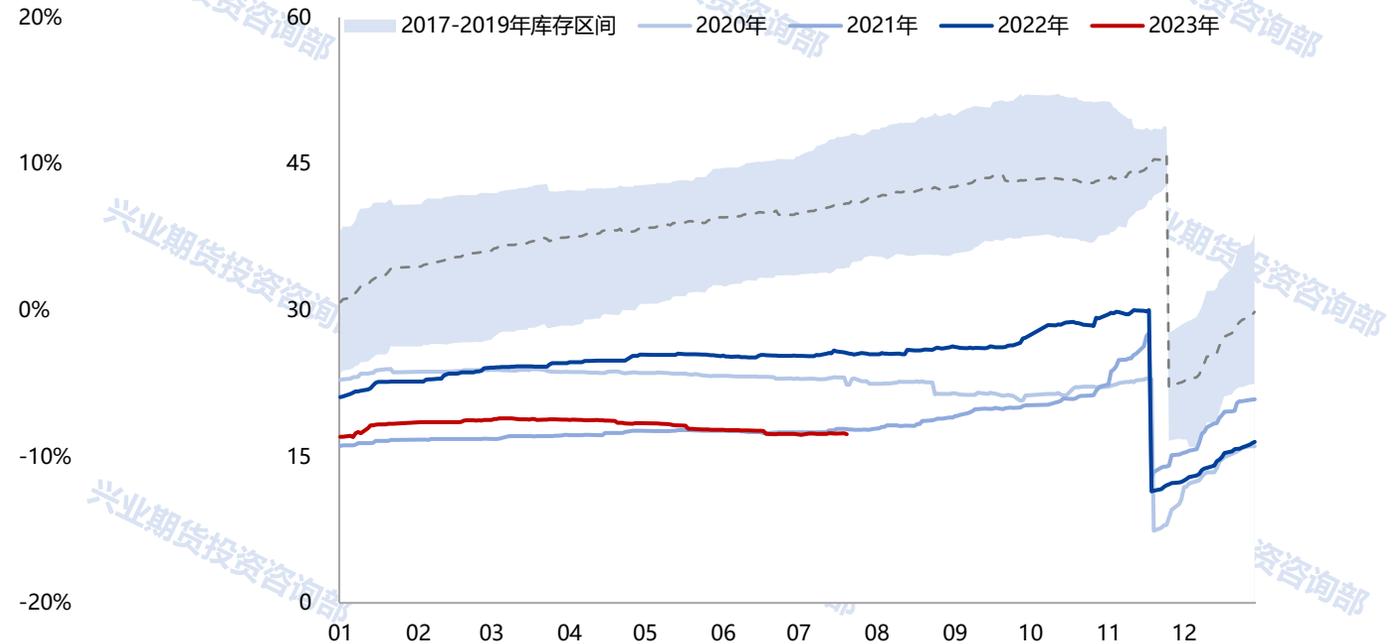
□ 库存方面，青岛一般贸易库存入库率仍高于出库水平，港口库存继续累库，但受制于极端天气扰动，云南橡胶库存及沪胶期货库存持续降低，国产胶减产大势已定。

□ 综合来看，结构性库存压力仍存，沪胶上行驱动受到限制，但政策引导下汽车市场料延续复苏势头，且轮企开工表现尚佳显示需求传导并未受阻，而厄尔尼诺现象逐步增强，供减需增预期支撑沪胶价格；另外，考虑当前沪胶指数偏低的历史分位水平，多头策略安全边际更优。

青岛一般贸易库存水平(万吨)



天然橡胶期货库存(万吨)





聚氯乙烯

V

01

产量处于高位，生产利润依旧偏低

02

生产企业库存顺利去化，社会库存缓慢下降

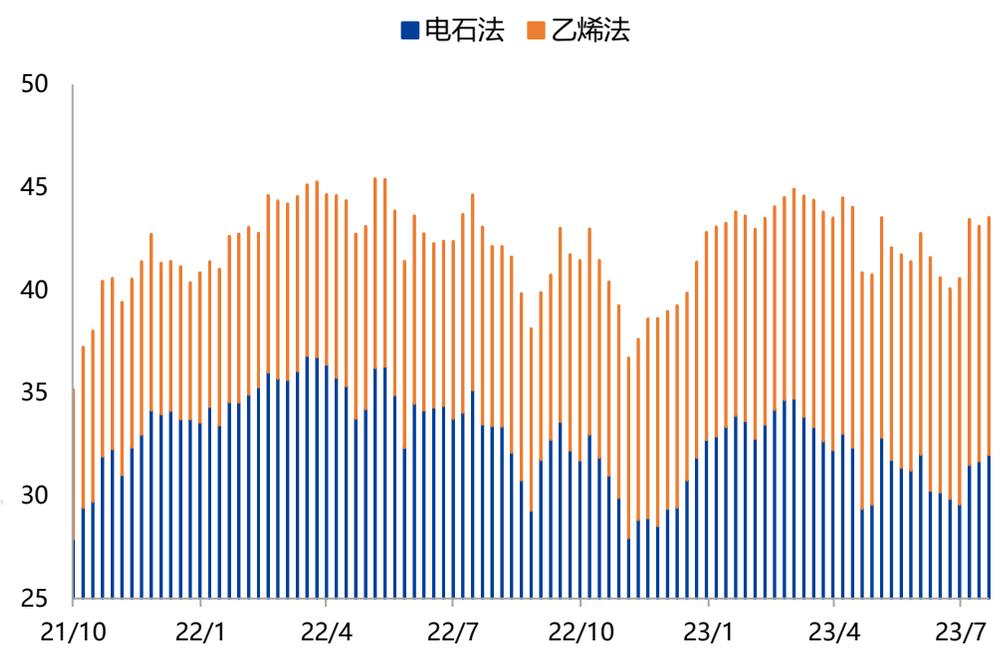
03

下游开工率维持低位，期货和期权市场看涨

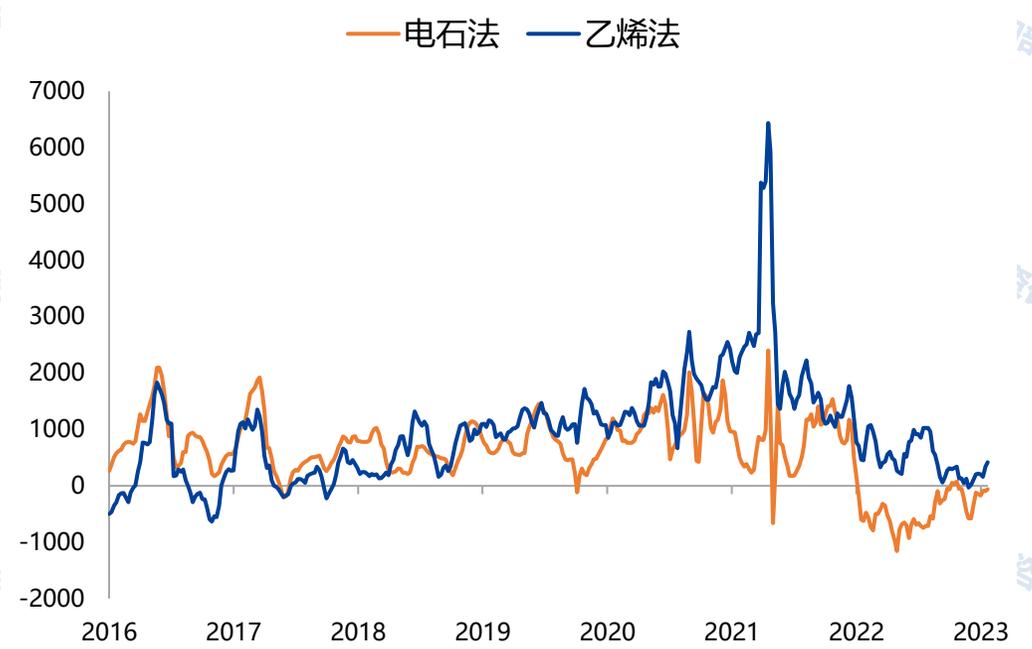
7月第三周新增盐湖镁业80万吨装置检修，5套检修装置合计101万吨产能重启，生产企业开工率上升1%，周度产量增加1%。7月第四周114万吨产能计划检修，50万吨检修产能即将恢复，开工率和产量预计下降1.5%。7月整体检修装置偏少，产量预计达到190万吨左右，仅次于历史最高的195万吨。不过8月山东信发、中泰化学和台塑宁波等装置有大修计划，产量预期下降至180万吨以下。

近一周电石价格为3265 (+65) 元/吨，乙烯价格为6400 (+0) 元/吨，电石法平均成本为5680 (+80) 元/吨，乙烯法为5830 (+130) 元/吨。由于煤炭和原油价格上涨，电石和氯乙烯价格也开始反弹。目前PVC生产利润依然偏低，向上修复空间超过300元/吨。

产量维持高位 (截至7.21)



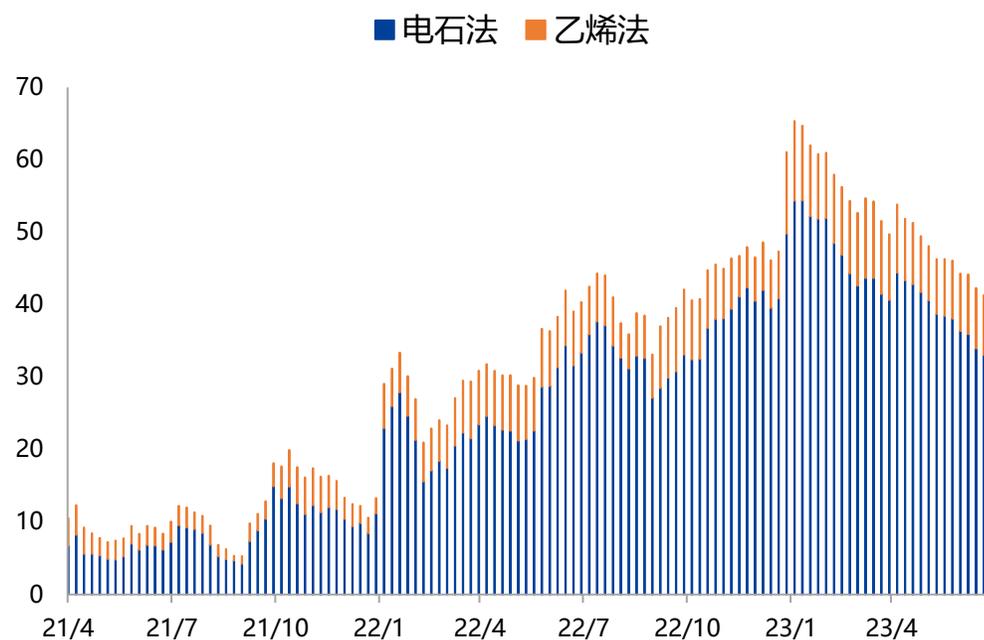
利润继续改善 (截至7.21)



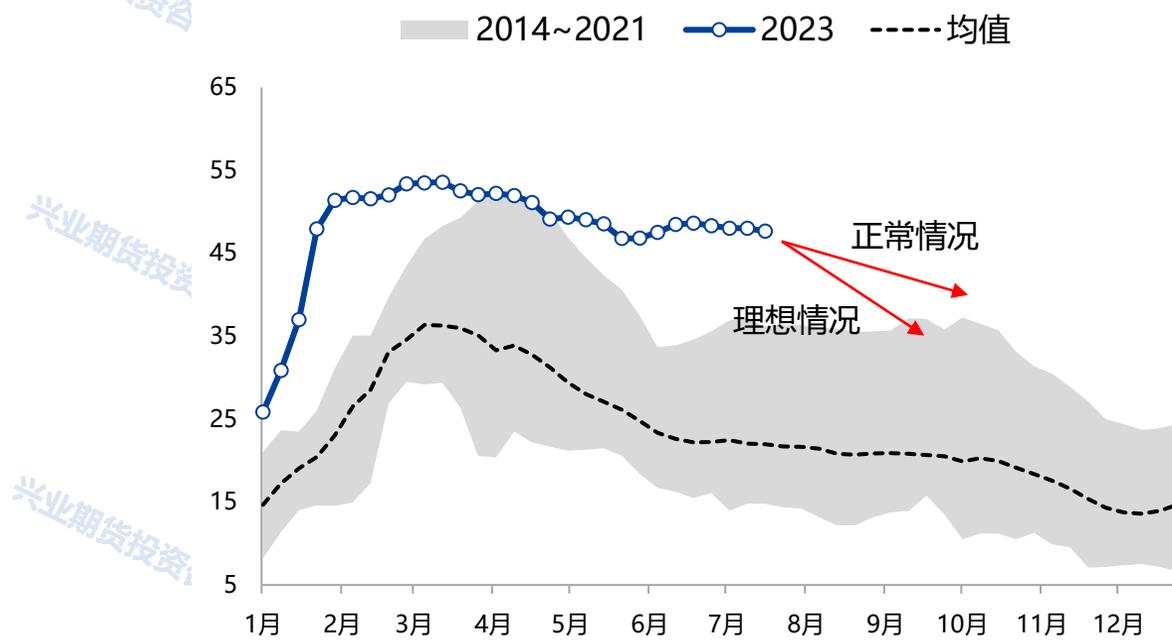
□ 生产企业库存为41.34 (-0.97) 万吨，减少主要来自电石法企业。库存已经连续11周下降，较最高减少24%。按照目前的去库速度，9周后也就是9月中旬库存将达到中等水平。生产企业库存下降，说明供需关系改善，有利于价格持续反弹。

□ 社会库存为47.66 (-0.36) 万吨，虽然减少幅度有限，但已经形成下降趋势，正常10月、最快9月预计库存会拜托历史最高水平。

生产企业库存顺利去化 (截至7.21)

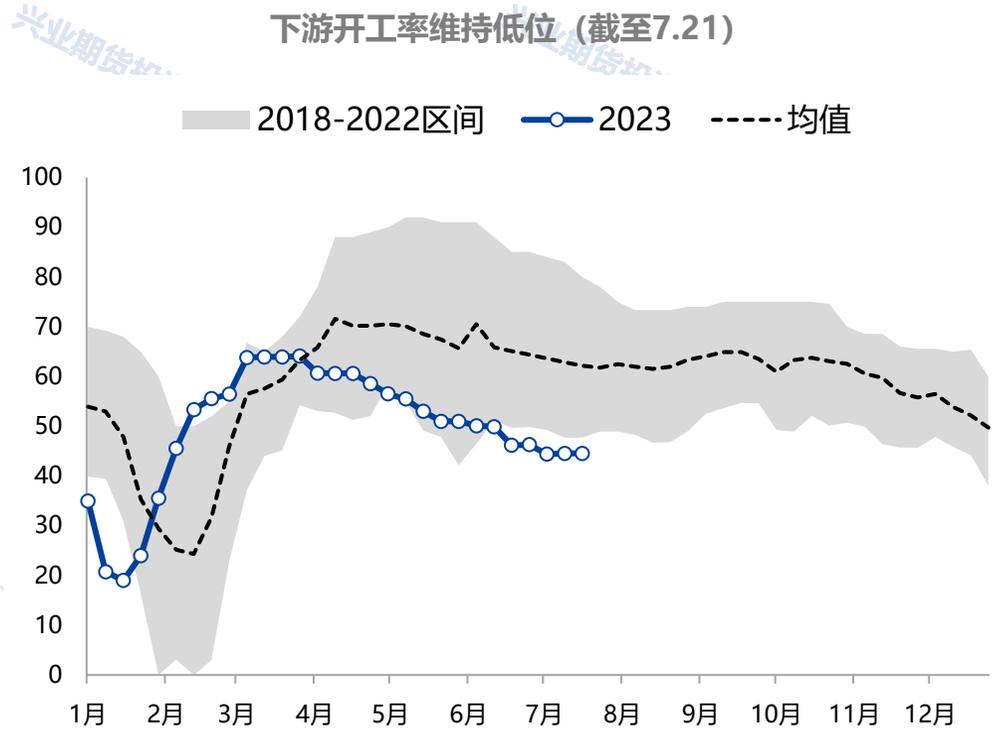


社会库存缓慢下降 (截至7.21)



▣ PVC下游开工率为44.53% (+0)，虽然结束长达15周的连续下降，但仍处于历史同期最低水平。通常8月需求开始进入旺季，目前型材开工率已经开始回升，关注管材和薄膜开工率的变化。

▣ 生产企业预售量为73.58 (+2.87) 万吨，达到2018年以来最高，价格止跌反弹后，现货成交量、预售量以及出口签单都显著增长，其中出口签单量环比增加2倍，达到年内最高。此外近一周期货前二十席位净空持仓量由8万手减少至2万手，近一个月看跌期权持仓量是看涨的3倍以上。





尿素

UR

01

未来产量预期增长，库存达到最低水平

02

国内外需求良好，出口量显著增加

03

基差收窄和利润改善，预计期货上涨至2300

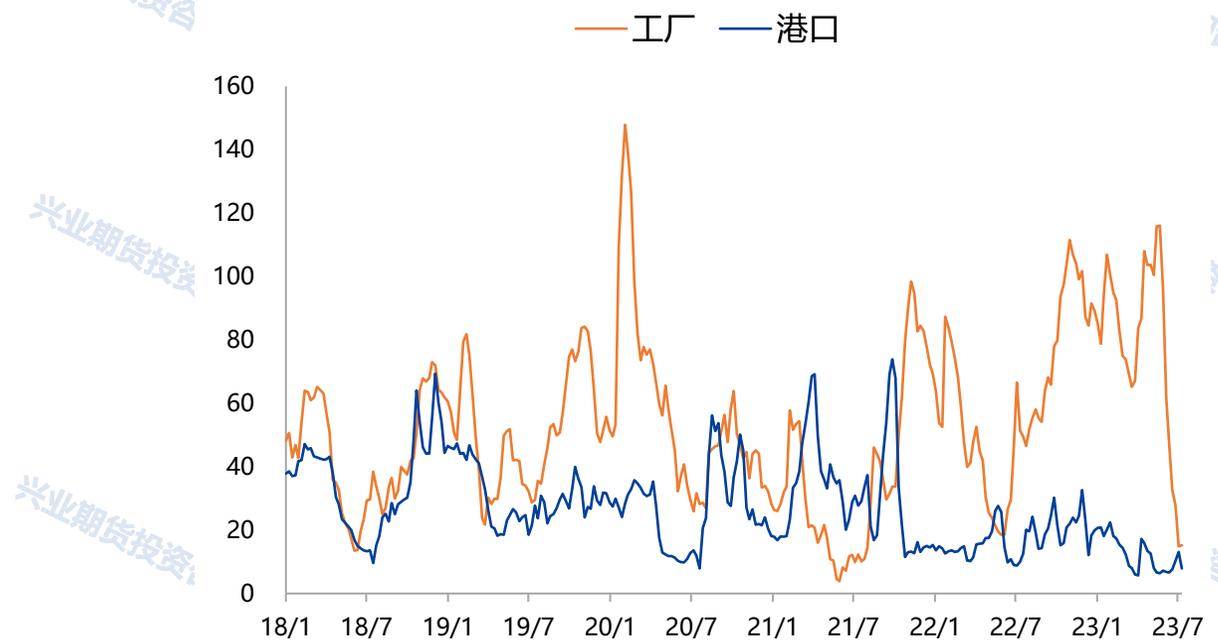
□ 由于大颗粒检修装置增多，国内尿素生产企业开工率自6月中旬起持续下降，产量达到3月以来最低水平。7月最后一周仅1套装置检修，3套检修装置计划重启，未来计划检修装置偏少，产量预计重新增长，不利于价格继续上涨。

□ 近一周生产企业库存增加0.46万吨，环比+3%，港口库存大幅减少5.2万吨，环比-40%，目前二者均处于2018年以来5%分位水平以下。过去历次生产企业和港口库存双双大幅减少都对现货价格强势上涨，本次也不例外。不过库存一旦同时开始积累，建议多单及时减仓。

检修增多产量下滑（截至7.21）

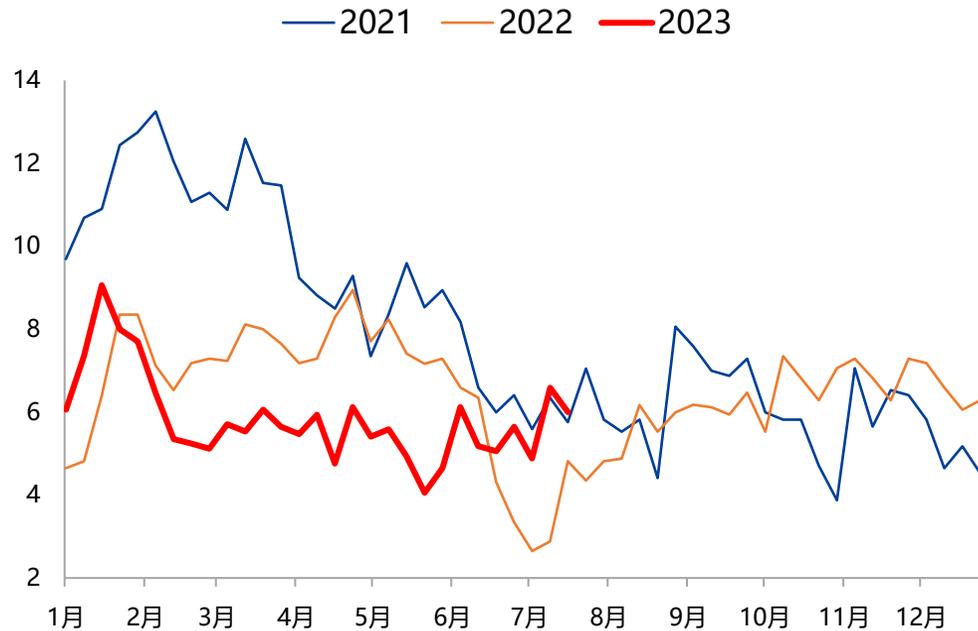


港口库存大幅减少（截至7.21）

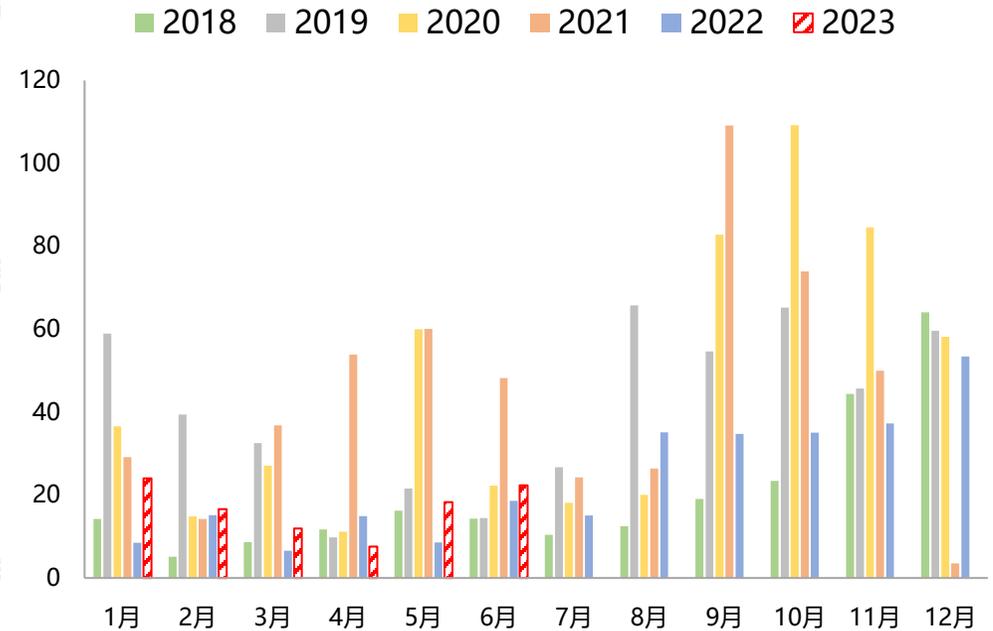


- 今年夏季用肥时间开始于5月底，7月中旬仅东北和内蒙部分区域结束追肥，预计国内农业需求旺季持续到8月上旬。尿素价格的大幅上涨导致除农业外的其他需求也开始好转，生产企业订单待发量达到2月以来最高。
- 除了巴西、澳大利亚和埃及的尿素产量下滑之外，近期东南亚和尼日利亚工厂也因意外减少产量，国际市场尿素可流通货源愈发趋紧，直接导致中国尿素出口需求激增，6月尿素出口量环比和同比增长都超过20%。上周俄罗斯通过黑海走廊阻止小麦出口，粮食危机间接带动尿素价格上涨。

生产企业订单待发量减少（截至7.21）



出口量预期增加（截至6月）

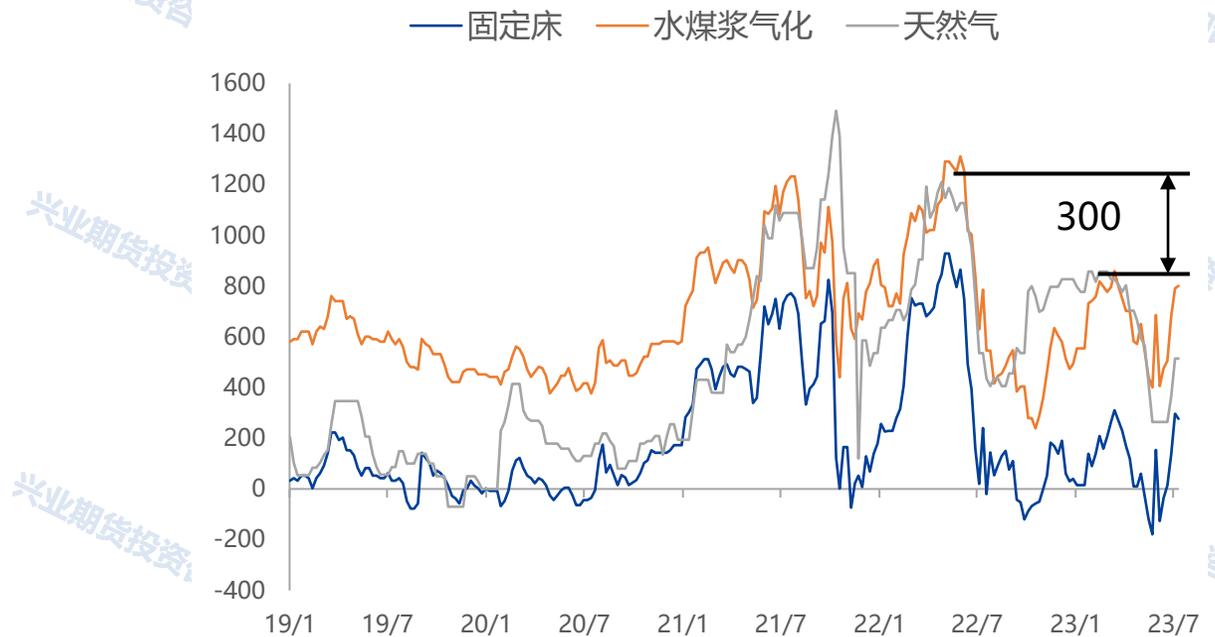


- 3-6月的下跌行情中，基差由200元/吨扩大至500元/吨，7月的上涨令基差收窄至300元/吨以内，目前仍处于历史79%分位水平，未来基差收窄预计继续通过期货加速上涨完成。预计基差最终收窄至150元/吨或更低，对应期货价格上涨至2270元/吨，与我们看涨目标2300元/吨接近。
- 6月初各工艺生产利润达到或接近过去四年最低，随着7月尿素价格的快速反弹，利润得到明显改善，煤头利润已经达到75%分位水平，气头利润也达到56%分位。目前中下游已经对尿素的高价开始抵触，未来利润进一步增长的空间不超过300元/吨。

基差逐步收窄 (截至7.21)



生产利润增加空间不超过300 (截至7.21)





纯碱

SA

01

重碱需求稳步增加，轻碱消费保持平稳

02

远兴产投进度略落后于市场预期

03

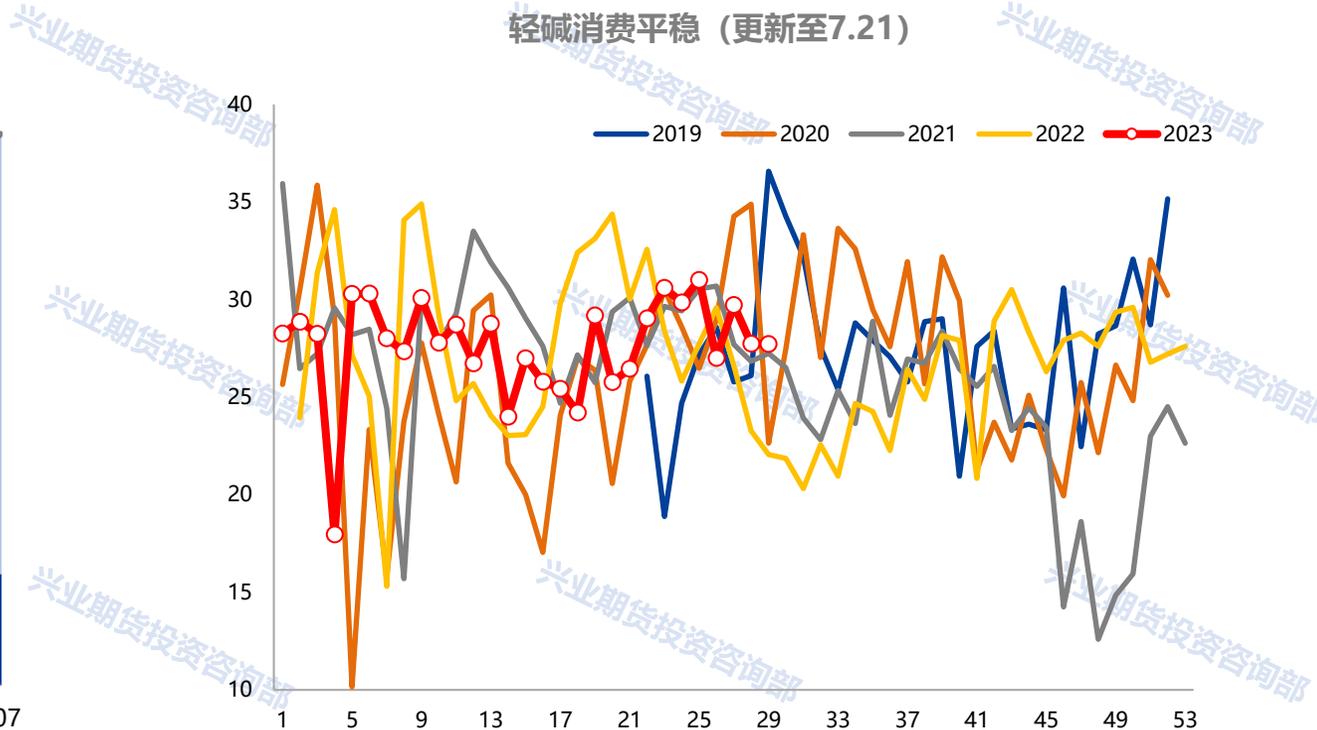
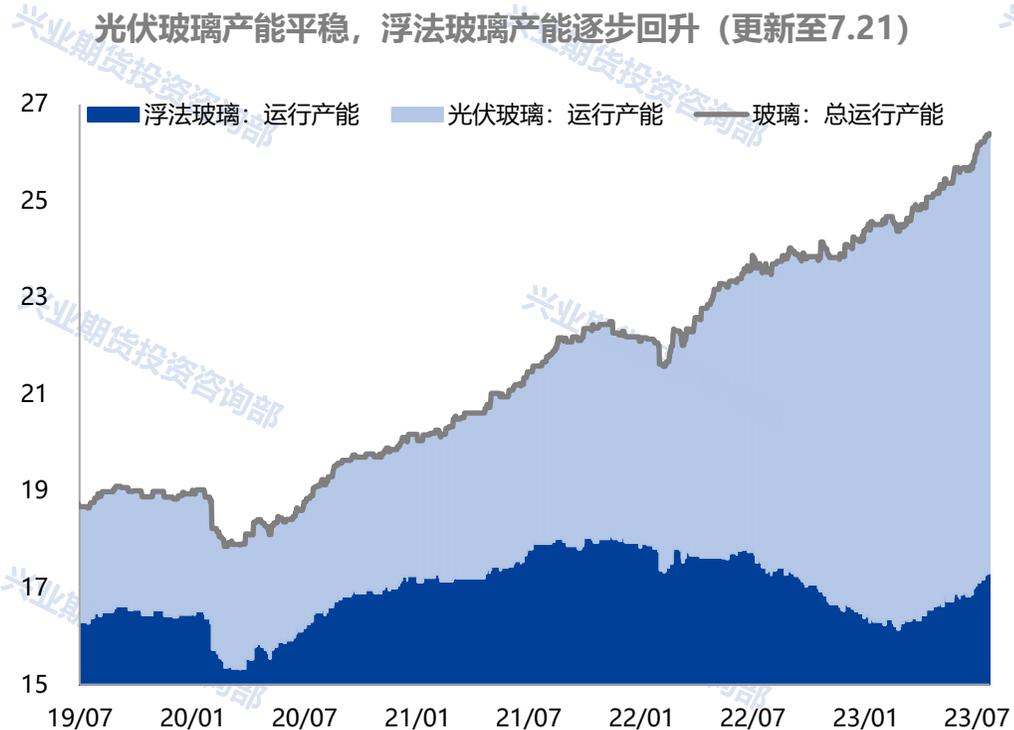
淡季装置集中检修，阶段性对冲投产影响

04

装置检修跌价下游刚需补库，纯碱阶段性供需偏紧

2023年以来，光伏玻璃产能稳中有增，截至本周五，光伏玻璃运行产能累计新增10950t/d日熔量；浮法玻璃随着全行业盈利改善，本周浮法玻璃毛利超275元/吨，复产点火的产能逐步增多，截至本周五，浮法运行产能已累计增加8790t/d，玻璃对重碱需求稳步增加。

轻碱消费尚无明显改善迹象，整体表现平稳。



远兴能源一期项目1号产线于6月28日出试制品，现在已出成品，但尚未对市场销售；远兴2号线计划8月初投料，实际投产进度略落后于此前的积极预期。金山装置计划8月中旬试车，8月底负荷提高至3-5成，较2季度初预期提前1个月左右。即使远兴和金山的700万吨装置按照市场预期的节奏投放市场，假设远兴各装置投产当月生产效率40%，次月达到70%（月底满产）；金山当月下旬投产，当月生产效率20%，次月生产效率60%（月底达到满产状态），则7-8月间新产能带来的供给增量约为34.4万吨，9月增量才能大幅提高至49万吨。

2023年纯碱装置投产计划（更新至7.21）

企业	新增产能 (万吨)	工艺	投产地区	预计投产时间 (Q2初)	预计投产时间 (最新)	备注
重庆湘渝	20	联碱法	西南地区 重庆	2023年底	2023年9月出产品	装置扩产
安徽红四方	20	联碱法	华东地区 合肥	2023年2季度	2023年6月	装置扩产，6月底已达产
江苏德邦	60	联碱法	华东地区 江苏	2023年9月之后	2023年第四季度	产能置换 原60增60
远兴能源一期	500	天然碱法	华北地区 内蒙古 (小苏打40万吨)	6月, 150万吨, 投产 7月, 150万吨, 投产 9月, 200万吨, 投产	1号线: 7月底达产; 2号线: 计划7月下旬点火, 8月初投料, 8月底达产; 3-4号线: 8月中旬点火, 9月初投料, 9月底达产。	6月28日出试制品, 7月19日出成品, 计划8月初开始市场销售轻碱和重碱。
金山化工	200	联碱法	华北地区 漯河 (小苏打100万吨)	2023年9月	计划7月20日点火, 下旬预售, 8月中旬试车, 8月底负荷提到3-5成, 9月达产	7月16日已试产, 投产时间较2季度预期提前约1个月
阜丰集团	30	联碱法	华北地区 内蒙古	-	2023年10月投产	公司自用纯碱2万吨, 投产后自用, 减少轻碱市场采购
连云港碱业	120	联碱法	华东地区 连云港	2024年上半年	2024年上半年	
远兴能源二期	280	天然碱法	华北地区 内蒙古 (小苏打40万吨)	2025年12月	2025年12月	

新装置投产影响估算（更新至7.21）

新产能		7月	8月	9月	10月	11月	12月	合计
安徽红四方	产能	20	20	20	20	20	20	20
	开工率	100%	100%	100%	100%	100%	100%	
	产量	1.9	1.9	1.8	1.9	1.8	1.9	11.0
远兴能源1号	产能	150	150	150	150	150	150	150
	开工率	40%	100%	100%	100%	100%	100%	
	产量	5.6	14.0	13.5	14.0	13.5	14.0	74.4
远兴能源2号	产能		150	150	150	150	150	150
	开工率		40%	100%	100%	100%	100%	
	产量		5.6	13.5	14.0	13.5	14.0	60.5
远兴能源3号-4号	产能		200	200	200	200	200	200
	开工率		10%	50%	100%	100%	100%	
	产量		1.9	9.0	18.6	18.0	18.6	66.1
金山化工	产能		200	200	200	200	200	200
	开工率		20%	60%	90%	90%	90%	
	产量		3.7	10.8	16.7	16.2	16.7	64.2
重庆湘渝	产能			20	20	20	20	20
	开工率			20%	60%	90%	90%	
	产量			0.4	1.1	1.6	1.7	4.8
德邦	产能				60	60	60	60
	开工率				20%	60%	90%	
	产量				1.1	3.2	5.0	9.4
阜丰	产能				30	30	30	30
	开工率				40%	80%		
	产量				1.1	2.2		3.3
合计	产能	170	720	740	800	830	830	830
	产量	7.4	27.0	49.0	67.3	68.9	74.0	293.7

- 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。
- 根据隆众及卓创已统计2023年7-8月各家纯碱装置检修计划，出于谨慎考虑，其中未公布具体检修时长的，按7天检修估算；公布的检修期为区间的，按最短天数估算。综合算下来，2023年7-8月纯碱检修影响规模为45.2万吨，即使远兴装置如期投产，检修影响也能对冲同期新产能投产的影响。

2023年7-8月份检修计划汇总（更新至7.21）

企业	产能 (万吨)	工艺	检修计划	检修天数	检修影响量 (万吨)		检修进度	信息来源
					7月	8月		
江苏井神	60	氨碱法	7月1日-9日降负荷运行	9	2.1		已检修	隆众、卓创
中原化学	60	天然碱法	7月7日-9日检修	3	0.48		已检修	隆众
金山获嘉	10	氨碱法	6月28日起检修20天	20	0.51		已检修	隆众
山东海化 (老线)	120	氨碱法	6月30日起检修12天	12	4.32		已检修	隆众、卓创
中盐青海	120	氨碱法	7月12日起检修1个月	31	7.2	4.0	已检修	卓创
四川和邦	30	联碱法	6月28日起检修1个月	31	2.5		已检修	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		已检修	隆众、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	计划	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		计划	隆众、卓创
中盐昆仑	150	氨碱法	初步计划8月份检修	7		3.2	计划	隆众、卓创
河南骏化	80	联碱法	初步计划7月份检修	7	1.7		计划	卓创
五彩碱业	110	氨碱法	初步计划8月底检修	7		2.3	计划	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	计划	隆众、卓创
江西晶昊	60	氨碱法	初步计划8月检修	7		1.3	计划	隆众、卓创
青海发投	130	氨碱法	检修待定	7		2.7	计划	隆众
山东海天	150	氨碱法	计划7-9月降负运行	7		0.6	计划	隆众
合计	1215				26.1	19.1		

每年7-8月检修季纯碱装置产能利用率下降幅度统计

日期/纯碱产能利用率 (%)	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

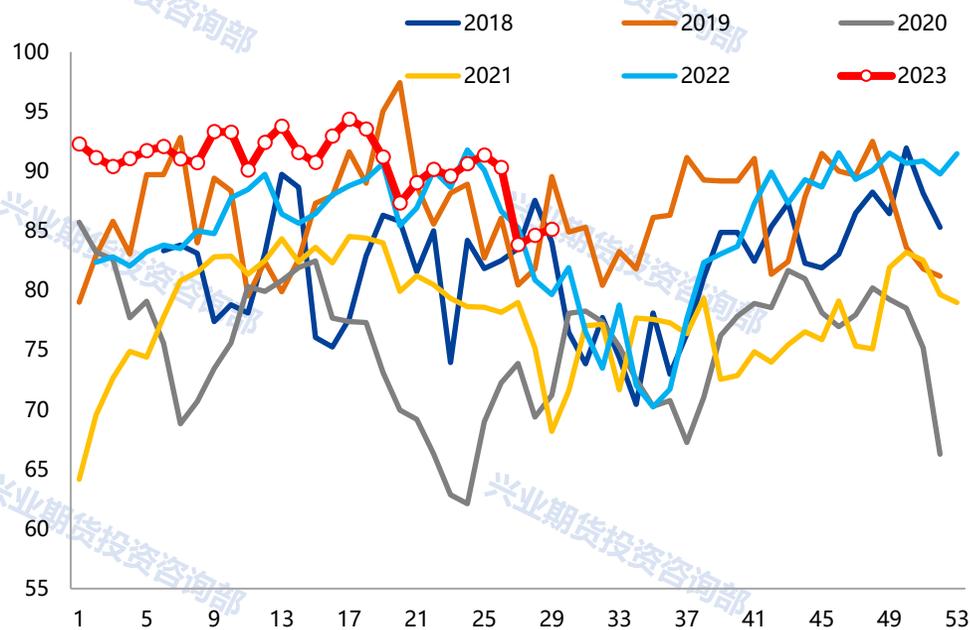
综合考虑今年纯碱新装置投产节奏、淡季装置检修计划、浮法玻璃复产计划、光伏玻璃投产计划、以及轻碱和出口的影响，淡季纯碱供需结构依旧偏紧，现货延续去库，大幅累库起点在9月。并且，经过2季度全产业链主动去库，库存已降至低位，如果淡季现货延续去库，一旦下游刚需补库，将加大现货涨价的弹性和风险。

2023年纯碱供需平衡表（更新至7.21）

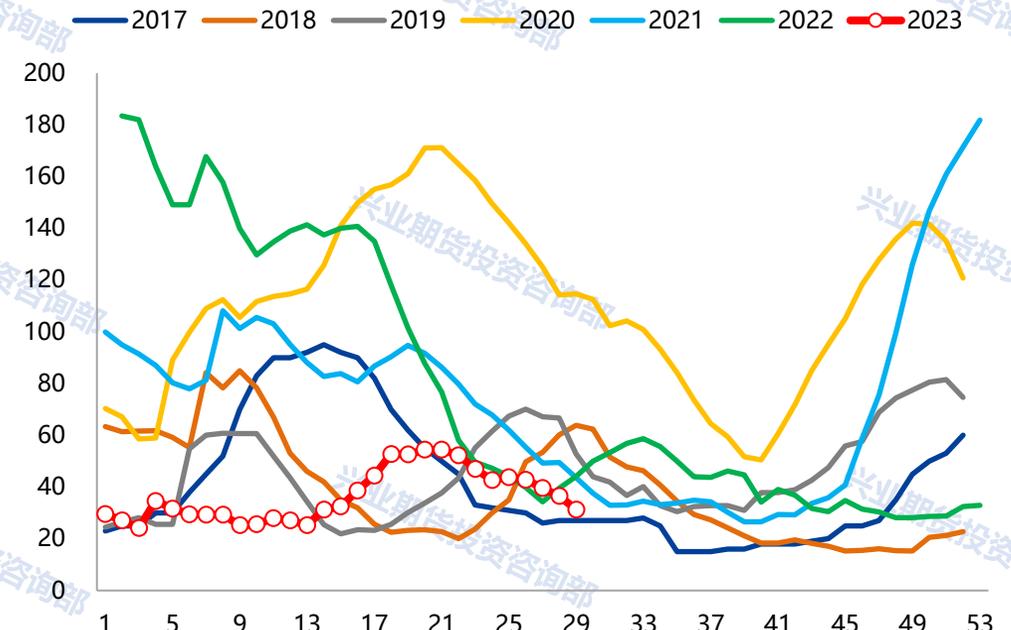
单位: wt, wt/d			23/01	23/02	23/03	23/04	23/05	23/06	23/07E	23/08E	23/09E	23/10E	23/11E	23/12E
产能	在产产能 (隆众倒算)		3,181	3,182	3,182	3,182	3,195	3,187	3,187	3,187	3,187	3,187	3,187	3,187
	新增产能							20	170	720	740	800	830	830
开工率	隆众 (旧产能)	当月值	91%	92%	92%	92%	90%	90%	84%	85%	88%	90%	90%	90%
产量	隆众	当月值	270.0	245.2	273.7	264.9	267.4	258.8	256.4	278.9	301.4	334.1	327.1	340.8
纯碱总供给		当月值	270.0	245.2	273.7	264.9	267.4	258.8	256.4	278.9	301.4	334.1	327.1	340.8
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		0.4
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	120.0	115.0	115.0	115.0	110.0	105.0	120.0
净出口	海关总署	当月值	15.4	13.2	11.7	14.5	6.4	14.2	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	277.9	276.4	279.4	277.2	279.4	269.7	294.4
供需差		当月值	2.3	-11.9	-4.5	1.7	0.5	-19.1	-20.0	-0.5	24.2	54.7	57.4	46.4

截至本周五纯碱周度产能利用率85.13%，环比增0.51%，本周山东海化结束检修，金山获嘉恢复运行，山东海天、甘肃金昌、南方碱业及河南骏化减量运行，开停并存下，供应小幅调整。受装置检修、下游刚需补库影响，本周纯碱企业库存加速下降，环比减少5.23万吨至31.3万吨（-14.32%），周内待发订单增加至13天以上；交割库存基本稳定，窄幅下降；下游玻璃企业库存可用天数在12-13天之间，环比增加不到1天，有些企业库存较低，近期买货表现紧张，现货采购价格有所提升。结合前文我们对7-8月淡季检修，以及新装置投产的估算，预计检修季纯碱供需依然呈现紧平衡格局，纯碱生产企业库存或继续小幅下降，对纯碱价格将形成阶段性支撑。建议纯碱低位多单耐心持有。

纯碱周度产能利用率（更新至7.21）



纯碱企业库存（更新至7.21）





铁矿

01

钢材出口韧性较强，钢材内需存底部支撑

02

废钢供应不及预期，铁矿替代需求偏强

03

中性情况下，下半年铁水日均产量环比降约23万吨

04

宏观偏多中观过剩幅度可控，铁矿仍适合逢低做多思路

- 我们认为下半年决定生铁产量的两大核心因素，一是粗钢消费，二是废钢供给。
- 2季度国内钢材消费表现疲弱，但钢材出口需求（含间接出口）表现强劲，其中前6个月钢材直接净出口累计同比多增1244万吨（+44.9%）。目前买单出口有利润的情况下，3季度钢材直接出口需求可能将保持韧性。同时，国内2季度已确认政策底，3季度信用周期现边际改善动能，库存周期切换，部分行业及品种库存已降至历史极低水平，经济基本面也逐步筑底，从宏观周期视角看，下半年钢材内需也存在底部支撑。

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%

□ 房地产低开工背景下，房屋拆旧废钢供应减量难有改善，废钢供给难有增量；钢材下游消费对钢材供应的承接能力有限，若铁水对废钢保持性价比，行业暂难接受电炉复产的影响，废钢需求也难有起色。因此，我们认为下半年铁矿依然可能对废钢形成一定规模的替代。

项目	单位	2018	2019	2020	2021	2022	2023E (年初估计)	2023E (年中估计)	废钢消耗-供给-库存	单位	2022年1-6月	2023年1-6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	52,688	53,564	876 1.7%
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	43,893	45,156	1,264 2.9%
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	8,795	8,408	-387 -4.4%
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	9,026	8,226	-800 -8.9%
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	4,665	4,244	-421 -9.0%
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	2,430	2,336	-94 -3.9%
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	1,931	1,646	-285 -14.8%
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	5,524	5,169	-354 -6.4%
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	2,732	2,646	-86 -3.2%
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	1,629	1,506	-123 -7.6%
	%	90%	90%	90%	90%	91%	90%	90%	其中：其他	万吨	1,162	1,017	-145 -12.5%
转炉废钢单耗	KG	152	168	168	167	167	169	167	255家废钢库存变化	万吨	-319	-85	235
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	-175	-23	152
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	-68	-39	29
	%	10%	10%	10%	10%	9%	10%	8%	其中：其他	万吨	-76	-22	54
电炉废钢单耗	KG	663	648	682	654	654	682	654	废钢社会库存	万吨	-20	-6	15
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					

考虑：（1）市场主流观点认为，今年执行粗钢产量平控的确定性相对最高，但也不排除若全年国内粗钢消费能够小幅正增长，粗钢产量管控政策与需求相匹配；（2）下半年废钢供需两端均难有改善。我们估算得到，中性情况下，即实粗钢产量平控，下半年废钢消费持平，下半年铁水日均产量将环比降至226万吨；乐观情况下，即全年粗钢消费小幅正增长，下半年废钢消费同比降400万吨，则下半年铁水日均产量仅环比降至234万吨；悲观情况下，即粗钢产量平控，且下半年废钢消费同比回升400万吨，则2023年H2日均铁水产量将环比降至224万吨。

2023年纯碱供需平衡表（更新至7.21）

粗钢/生铁供给分析 单位：万吨		2022年	2023年粗钢产量管控政策与废钢消费量					
			粗钢产量平控			粗钢需求增1%		
			H2废钢消费 减400	H2废钢消费 平	H2废钢消费 增400	H2废钢消费 减400	H2废钢消费 平	H2废钢消费 增400
1-6月	粗钢产量	52,688	53,564			53,564		
	生铁产量	43,893	45,156			45,156		
	生铁日均产量	291	249			249		
	电炉产量	8,795	8,408			8,408		
	废钢比	16.7%	15.7%			15.7%		
7-12月	粗钢产量	48,613	47,736	47,736	47,736	48,749	48,749	48,749
	生铁产量	42,490	42,014	41,614	41,214	43,027	42,627	42,227
	生铁日均产量	231	228	226	224	234	232	229
	电炉产量	6,122	5,722	6,122	6,522	5,722	6,122	6,522
	废钢比	12.6%	12.0%	12.8%	13.7%	11.7%	12.6%	13.4%
1-12月	粗钢产量	101,300	101,300	101,300	101,300	102,313	102,313	102,313
	生铁产量	86,383	87,170	86,770	86,370	88,183	87,783	87,383
	生铁日均产量	237	239	238	237	242	241	239
	电炉产量	14,918	14,130	14,530	14,930	14,130	14,530	14,930
	废钢比	14.7%	13.9%	14.3%	14.7%	13.8%	14.2%	14.6%

基于我们对下半年铁水产量和铁矿供给的估算，今年铁矿供需过剩幅度较可控：（1）中性情况下，国内铁矿供应过剩约2000万吨，年末港口库存增至1.56亿吨附近，（2）乐观情况下，国内铁矿供需较平衡，年末港口库存微增至1.33亿吨，（3）悲观情况下，国内铁矿供应过剩2600万吨，年末港口库存增至1.62亿吨。综合我们对下半年宏观周期的判断，以及铁矿石供需结构的分析，我们依然认为今年下半年铁矿石价格属于下有高置信度底部支撑，上方顶部不确定性较多，策略上可能更适合逢低做多的策略思路。

2023年铁矿供需平衡表（更新至7.21）

铁矿石供需平衡表	2021	2022.H1	2022.H2	2022	2023.H1	2023年中国粗钢平控						2023年中国粗钢消费同比增1%					
						H2废钢减400		H2废钢平		H2废钢增400		H2废钢减400		H2废钢平		H2废钢增400	
						2023.H2.E	2023.E	2023.H2.E	2023.E	2023.H2.E	2023.E	2023.H2.E	2023.E	2023.H2.E	2023.E	2023.H2.E	2023.E
力拓	3.31	1.56	1.76	3.32	1.69	1.70	3.39	1.70	3.39	1.70	3.39	1.70	3.39	1.70	3.39	1.70	3.39
BHP	2.88	1.40	1.49	2.89	1.42	1.49	2.91	1.49	2.91	1.49	2.91	1.49	2.91	1.49	2.91	1.49	2.91
FMG	1.85	0.96	0.97	1.93	0.96	1.00	1.96	1.00	1.96	1.00	1.96	1.00	1.96	1.00	1.96	1.00	1.96
VALE	3.47	1.54	1.87	3.41	1.57	1.91	3.48	1.91	3.48	1.91	3.48	1.91	3.48	1.91	3.48	1.91	3.48
四大矿山	11.51	5.46	6.08	11.55	5.64	6.10	11.74	6.10	11.74	6.10	11.74	6.10	11.74	6.10	11.74	6.10	11.74
中国	2.63	1.31	1.28	2.60	1.32	1.34	2.66	1.34	2.66	1.34	2.66	1.34	2.66	1.34	2.66	1.34	2.66
其他	9.22	4.50	4.12	8.62	4.62	4.28	8.90	4.28	8.90	4.28	8.90	4.28	8.90	4.28	8.90	4.28	8.90
全球铁矿供应	23.37	11.28	11.48	22.76	11.58	11.72	23.30	11.72	23.30	11.72	23.30	11.72	23.30	11.72	23.30	11.72	23.30
海外生铁+直接还原铁	5.62	2.69	2.57	5.25	2.65	2.52	5.17	2.52	5.17	2.52	5.17	2.52	5.17	2.52	5.17	2.52	5.17
中国生铁	8.69	4.39	4.25	8.64	4.52	4.20	8.72	4.16	8.68	4.12	8.64	4.30	8.82	4.26	8.78	4.22	8.74
全球生铁	14.30	7.07	6.82	13.89	7.16	6.73	13.89	6.69	13.85	6.65	13.81	6.83	13.99	6.79	13.95	6.75	13.91
全球铁矿需求	22.69	11.28	11.12	22.40	11.51	10.80	22.31	10.74	22.25	10.67	22.18	10.97	22.47	10.90	22.41	10.84	22.34
全球：供应-需求	0.67	0.00	0.36	0.36	0.07	0.91	0.98	0.98	1.05	1.04	1.11	0.75	0.82	0.81	0.89	0.88	0.95
中国铁矿进口	11.24	5.36	5.71	11.07	5.77	5.74	11.51	5.74	11.51	5.74	11.51	5.74	11.51	5.74	11.51	5.74	11.51
中国铁矿供给	13.88	6.67	6.99	13.66	7.08	7.08	14.17	7.08	14.17	7.08	14.17	7.08	14.17	7.08	14.17	7.08	14.17
中国需求	13.71	6.98	7.02	13.99	7.27	6.76	14.03	6.70	13.97	6.64	13.91	6.93	14.20	6.86	14.13	6.80	14.07
中国：供给-需求	0.17	(0.31)	(0.02)	(0.33)	(0.19)	0.32	0.13	0.38	0.20	0.45	0.26	0.15	(0.03)	0.22	0.03	0.28	0.10
45港库存	1.56	1.26	1.32	1.32	1.27	1.50	1.50	1.56	1.56	1.62	1.62	1.33	1.33	1.40	1.40	1.46	1.46
247家钢厂库存	1.10	1.07	0.95	0.95	0.85	0.95	0.95	0.95	0.95	0.95	0.95	0.95	0.95	0.95	0.95	0.95	0.95

棉花

CF

01

抛储政策落地，供给紧缺的利多信号确认

02

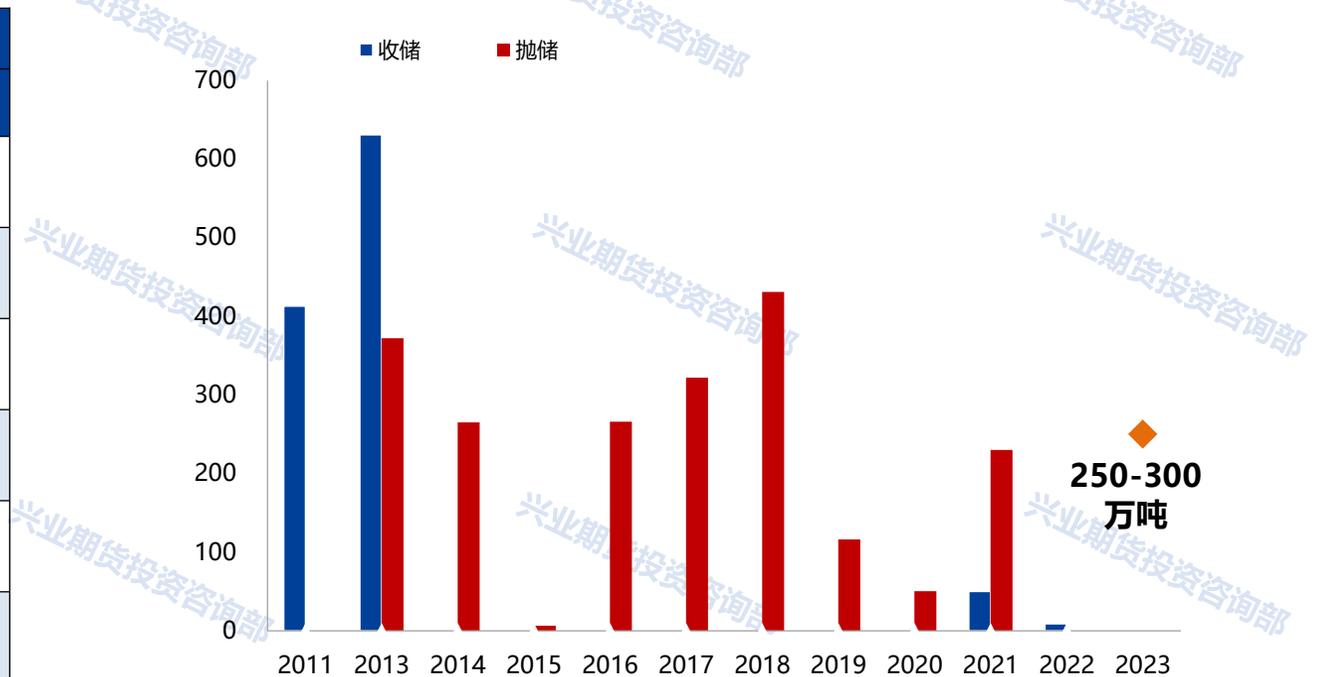
纺服零售额多月同比增长，国内需求逐步复苏

- 由于新年度植棉面积减少、单产受到前期天气欠佳影响，2023年度国内棉花减产已成大概率事件，且减产幅度可能较大。据BCO 7月初调查数据，预计2023年新疆新棉总产557.2万吨，同比-11%；全国总产降至596.2万吨，同比-12.1%。
- 国储收储进口棉数量不向市场公开，预估到2023年2季度末，国储库存水平可能在250-300万吨。本次储备棉销售对于轮出总量没有给出明确的数字，短期供应紧张情绪缓解，但中长期看抛储和进口增发配额一般是由于国内供给低于需求，更多体现为利多信号的确认。

BCO调查显示2023年国内棉花减产概率较大

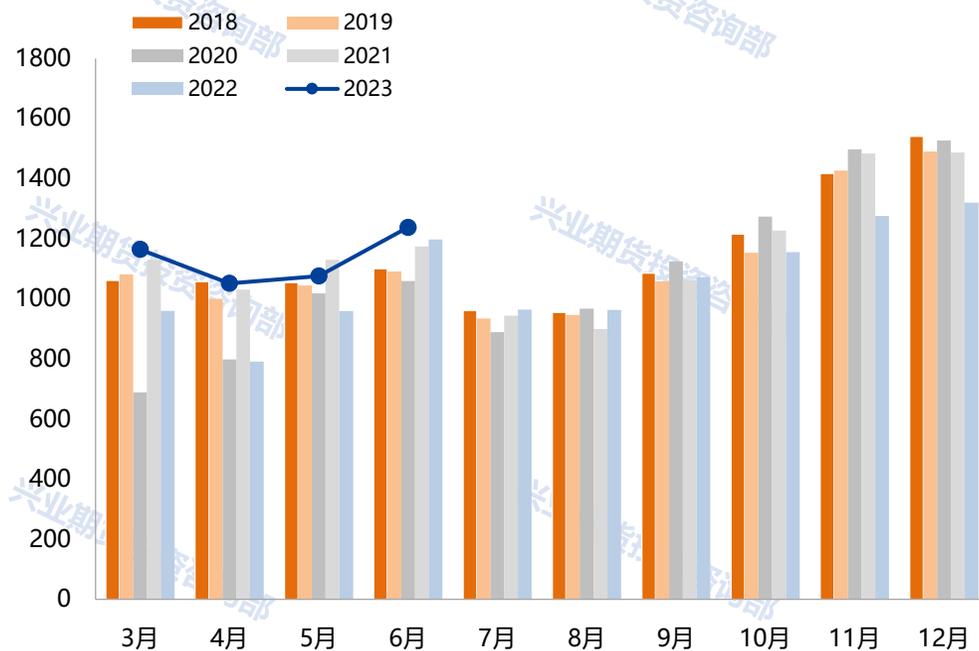
	种植面积调查		产量预期	
	全国	新疆	全国	新疆
2月	4207 (-2.2%)	3636 (-1.6%)	615.3 (-6.1)	567.2 (-5.8%)
3月	4181 (-2.8%)	3610 (-2.3%)	614.9 (-6.1%)	566.8 (-5.9%)
4月	4181 (-2.8%)	3610 (-2.3%)	614.9 (-6.1%)	566.8 (-5.9%)
5月	4252 (-6.9%)	3681 (-7.1%)	607.6 (-10.5%)	559.5 (-10.6%)
6月	4237 (-7.3%)	3666 (-7.5%)	605.3 (-10.8%)	557.2 (-11%)
7月	4140 (-9.4%)	3666 (-7.5%)	596.2 (-12.1%)	557.2 (-11%)

到2023年2季度末，国储库存水平可能在250-300万吨

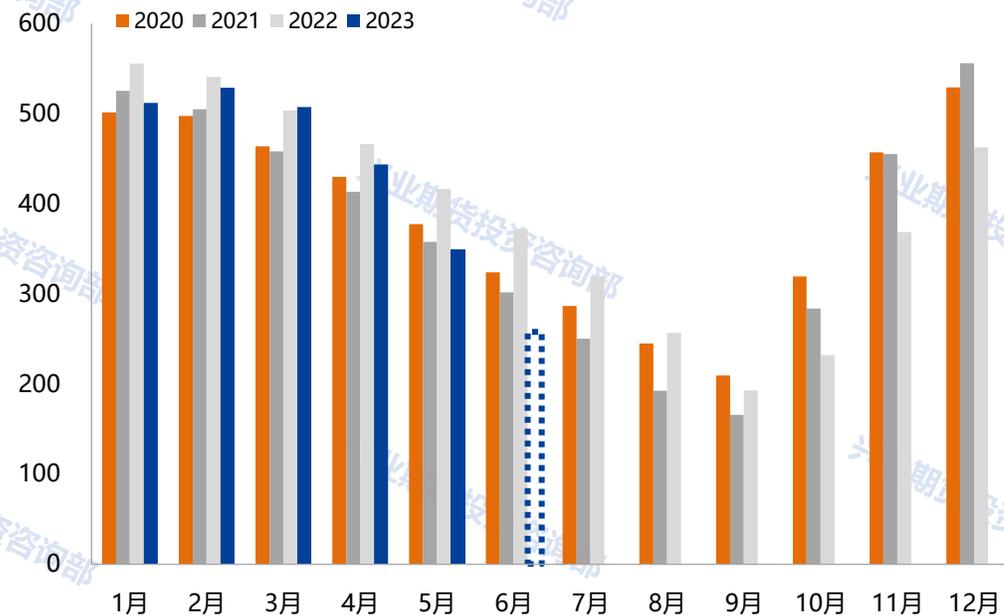


- 2023年以来国内纺服消费同比恢复较好，6月国内服装鞋帽、针、纺织品类零售额1238亿元，同比增长3.36%，并达到最近几年以来最高点。
- 二季度随着加工收尾，下游补库增多，棉花去库存进度加快。截至6月底，全国棉花商业库存降至257.77万吨，且降至近七年同期均值以下，库存快速下降利多6月棉花价格。

2023年以来纺服消费同比恢复较好



棉花商业库存降至低位利多价格运行



负责本研究报告内容的期货分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更，我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券或期货的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何形式的任何投资决策与本公司和作者无关。本报告版权仅为我公司所有，未经书面授权，任何机构和个人不得以任何形式翻版。复制发布。如引用、刊发，须注明出处为兴业期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

致
谢



兴业期货有限公司

CHINA INDUSTRIAL FUTURES LIMITED

地址：宁波市江东区中山东路796号东航大厦11楼 邮编：315040

上海市浦东新区银城路167号兴业银行大厦11楼 邮编：200120

网：www.cifutures.com.cn

Add: 11th Floor Eastern Airlines Building, No.796 Zhongshan East Road, Ningbo,
315040, China

Tel: 400-888-5515 Fax:021-80220211/0574-87717386