



官方微信



官方APP

2023年5月第3周核心策略推荐:

边际利多贡献将显著加大，整体偏向乐观基调、并持部分空头对冲尾部续跌风险

上海 2023.5.21

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:

□ **国内经济:** 4月经济数据弱于预期, 经济复苏动能环比减弱, 政策性金融工具、结构性货币政策工具、耐用品消费刺激政策、地产因城施策政策均有加码的必要性。

□ **宏观大势映射综述:** 考虑宏观面政策潜力、中观面需求绝对增速表现、微观面赔率空间等, 从整体大势看, 大类风险资产单边多头策略的性价比将逐步抬升、宜持积极乐观基调。但从结构看, 对于部分品种, 从基本面、情绪面看, 其仍有一定的尾部续跌风险, 故可持有其空头、以平滑组合的潜在回撤率。

□ 中观面驱动因素要点:

期货策略:

(1) 国债 (买入TS2309卖出T2309, 组合, 移仓): 目前对经济担忧以及“资产荒”引发的配置需求均已在长端利率上有了较为充分的体现, 虽然在资金面偏宽松的背景下, 利率短期反转概率较低, 但继续追多胜率和赔率均不佳。而目前曲线仍较为平坦, 跨品种价差存继续修复空间。

(2) 沪深300 (买入IF2306, 单边, 持有): 近阶段宏观面相关指标虽环比走弱, 但“基本面向好、宽信用持续推进”基调未变, 盈利修复作为A股的主要推涨动能, 将持续兑现及强化; 从全年看, A股在大类资产及全球资产中的配置价值仍占优、且全市场对权益资产的加仓空间充裕; 从微观面看, 市场交投情绪依旧维持乐观状态; 从业绩、估值、风格兼容性看, 沪深300指数仍是最优多头。

(3) 沪胶 (买入RU2309, 单边, 持有): 汽车消费回暖推升终端需求增量预期, 驱动持续性依赖政策加码, 而气候因素影响权重增强, 原料放量仍需时日, 供减需增或使得港口库存迎来拐点, 多头策略性价比占优。

(4) 甲醇 (卖出MA309, 单边, 持有): 虽然产量达到年内最低, 然而集中检修即将结束以及到港量屡创新高, 供应压力并未减轻。另外生产企业订单量连降六周, 下游开工率全面下降, 需求正在持续恶化。基本面利好匮乏, 期货市场出现极端看空情绪, 甲醇正在加速探底, 前空耐心持有。

□ 中观面驱动因素要点:

期货策略:

- (5) 纯碱 (卖出SA309, 单边, 新增): 供给增长明确, 需求增量低于预期, 库存压力在上中游环节逐步积累, 纯碱跌势未止。
- (6) 沪铝 (买入AL2307, 单边, 持有): 供给方面, 水电短缺问题持续, 西南地区复产节奏较为缓慢, 叠加产能约束, 供给端预计短期仍将维持偏紧, 且海外复产节奏偏慢。需求方面, 下游开工持续改善, 且终端需求存潜在利多, 叠加库存仍在持续下降, 沪铝多头性价比较优。
- (7) 棉花 (买入CF309, 单边, 持有): 新年度棉花供应趋紧方向明确, 天气升水期扰动影响放大, 棉花前多持有。
- (8) PTA (卖出TA309, 单边, 持有): 供应端新产能投放、需求端聚酯减产降负, 叠加成本端驱动减弱, PTA前空持有。

宏观

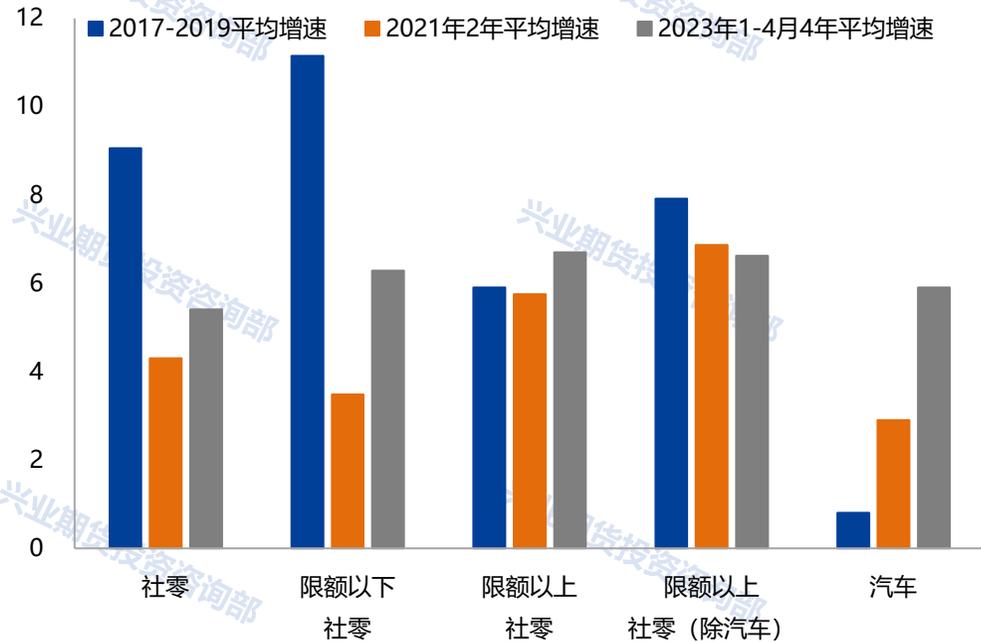
MACRO

01

国内：经济复苏动能放缓，政策期待再度走强

消费增速提升，但主因是低基数，实际表现偏弱：4月社零同比增长18.4%，较前值大幅提高7.8个百分点，但仍略低于预期，且如果以4年复合增速来看，4月消费景气度较3月仍环比回落。限额以上消费、汽车消费已恢复至正常水平，限额以下消费恢复仍偏慢。限额以上消费中，与疫情前消费相比，必选消费、可选消费中金银珠宝、汽车、以及线下接触型消费（如餐饮）已基本恢复至疫情前水平，地产链消费还远未恢复至正常水平，其余行业也在缓慢。但若以4年平均增速来衡量景气度，4月各领域消费的景气度环比均出现较明显的回落，尤其是地产链消费，表现弱于季节性。

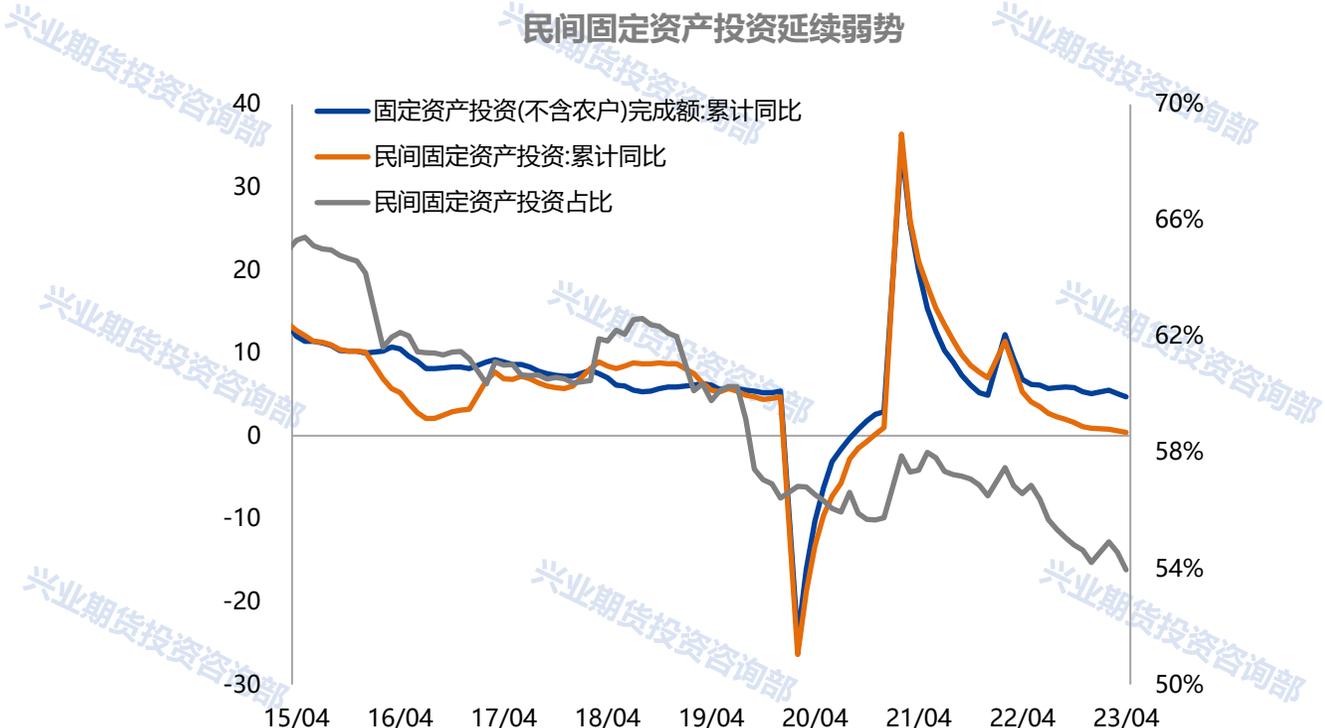
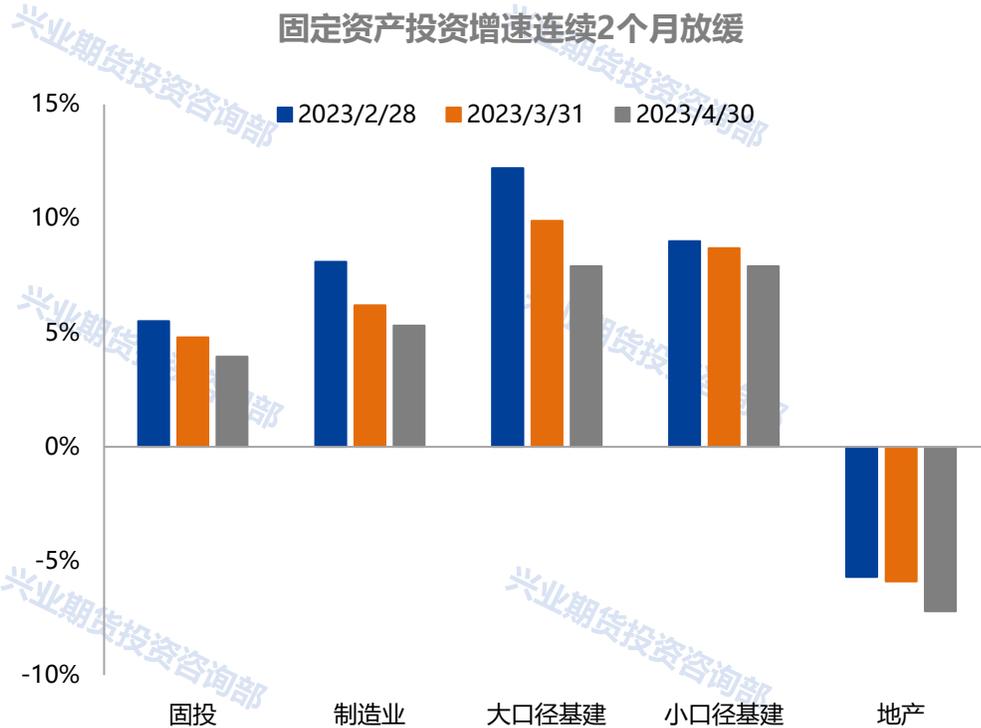
限额以下零售恢复偏慢



消费景气度环比下行

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1-3月4年平均增速③	2023年1-4月4年平均增速④	④-②	④-③	④-①
必选消费	粮食	11.3	10.2	10.4	9.9	9.6	-0.7	-0.2	0.6
	饮料	1.7	9.9	17.2	13.4	12.4	-4.8	-1.0	2.5
	烟酒	3.3	7.6	13.3	12.4	11.7	-1.6	-0.7	4.1
	服装鞋帽	8.4	6.2	3.1	7.5	6.6	3.6	-0.9	0.4
	日用品	4.4	11.9	11.0	10.2	9.1	-1.9	-1.1	2.8
	中西药品	4.0	10.3	8.9	10.8	9.9	1.0	-1.0	0.4
可选消费	化妆品	2.3	11.9	11.8	9.0	7.9	-3.9	-1.1	4.0
	金银珠宝	2.1	4.5	12.6	19.2	16.9	4.4	-2.3	2.4
	体育娱乐	0.6	7.0	15.2	11.0	11.0	-4.2	0.1	4.1
	书报杂志	0.9	10.1	5.3	8.6	8.5	3.3	-0.1	1.6
	办公用品	2.1	5.4	12.3	9.4	7.1	-5.3	-2.4	1.7
	通讯器材	3.5	9.1	13.8	9.5	8.0	-5.8	-1.6	1.2
	石油制品	13.8	7.9	3.4	7.5	6.9	3.6	-0.6	1.0
	汽车	25.4	0.8	2.9	8.2	5.9	3.0	-2.3	5.1
	家用电器和音像器材	4.6	7.9	3.1	3.9	2.1	-1.0	-1.8	5.9
	建材家具	0.9	7.1	8.8	6.6	4.8	-4.0	-1.8	2.3
家具	0.8	9.3	3.8	5.1	3.8	0.0	-1.3	5.5	
餐饮	7.2	7.0	4.8	13.8	13.1	8.4	-0.7	6.1	

- ❑ 固定投资增速放缓：2023年1-4月累计同比增长4.7%，较前值下降0.4个百分点，4月当月同比增长3.94%，较前值下降0.85个百分点，增速已连续第2个月放缓，其中制造业、基建、房地产单月投资增速均连续2个月放缓。
- ❑ 结构上民间固定资产投资增速延续跌势，1-4月民间固定资产投资仅录得0.4%的同比增长，前值0.6%，与同期固定资产投资增速之差为4.3%。

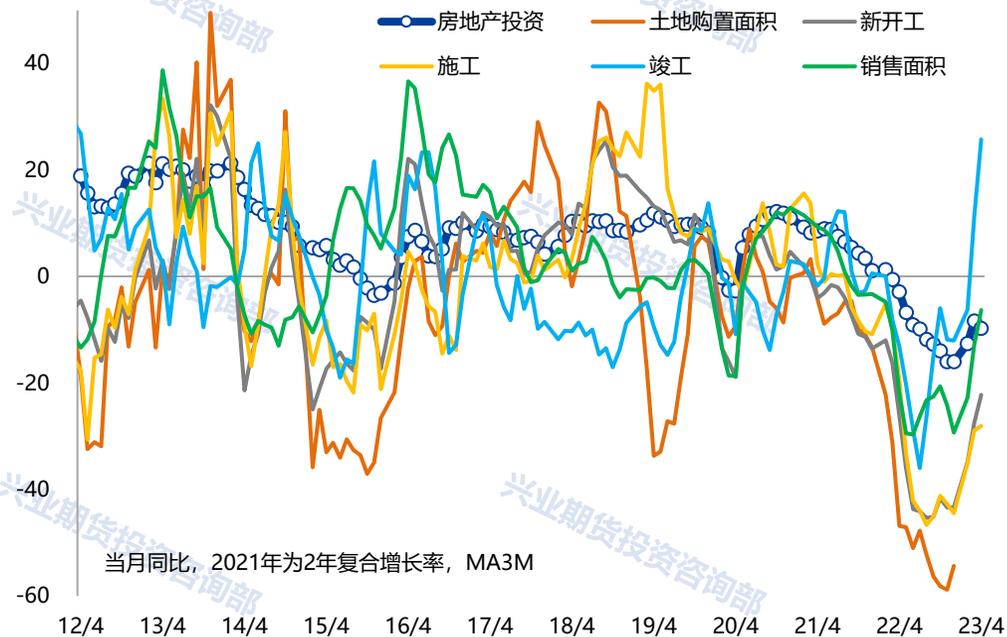


□ 房地产投资增速环比显著回落，其中拿地和新开工为主的前端投资表现低迷，竣工单月同比增速进一步提高至37.24%，低开工+高竣工，施工面积单月同比跌幅扩大，同时，地产销售面积同比跌幅扩大至11.83%，与4月地产高频销售数据下滑一致，一线城市表现优于二三线城市。

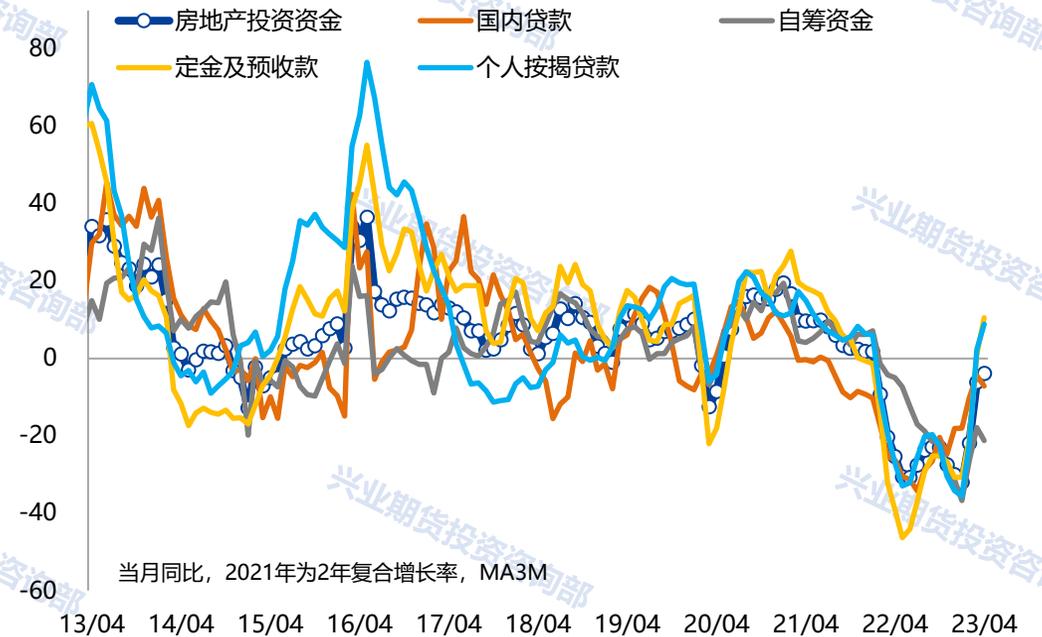
□ 房地产融资增速也环比回落，其中国内贷款、利用外资、自筹资金同比增速均显著放缓，主要源于施工端的收缩，行业信用条件的下行以及房企投资意愿的减弱，但得益于1季度地产销售的回暖，定金及预付款+个人按揭贷款同比增速继续惯性上行。

□ 展望未来，随着去年积压的需求逐步释放完毕，地产销售能否延续同比增长的态势仍待观察，且地产销售向施工/新开工/拿地的传导依然不顺畅，因城施策有必要继续加码。

房地产投资



房地产投资到位资金

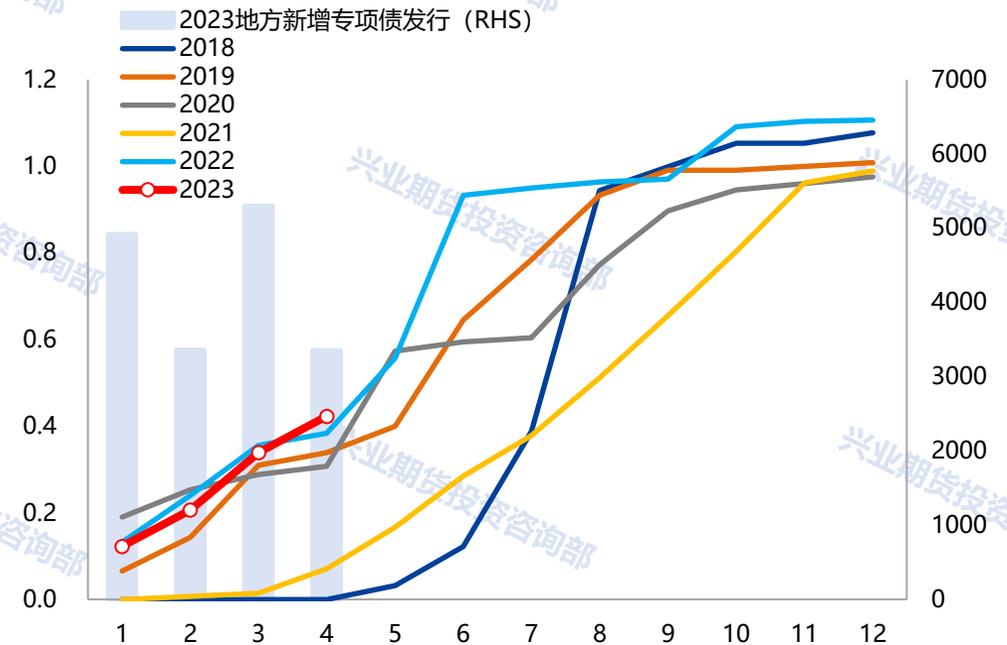


基建投资增速延续回落，基建投资（不含电力）同比增长7.9%，前值8.7%，广义基建投资同比增长7.9%，前值9.9%，水利投资增速回落对基建投资的拖累较为突出。基建投资增速放缓与基建投资到位资金增速回落基本一致。随着国内经济增长动能环比走弱，地产链条降温，广义财政收入同比增速下降至8.3%，低于2015-2020年均值99%），虽然财政支出节奏较快，但其中逆周期投资也显出疲态。1-4月财政支出中投向基建支出比例仅19%，为近10年最低值，更多资金被用于民生领域。1-4月，地方政府专项债发行进度已完成42%，但1-3月地方政府专项债资金投向基建项目比重下降至60%以下。考虑到财政收入疲软，后续预算内资金对基建投入有限，上年结转政策性金融工具资金在1季度基本使用完毕，地方债务约束，预计2季度或再度启用预算外融资工具对基建资金加以补充，如政策性金融工具、结构性货币工具等。

4月基建投资增速放缓

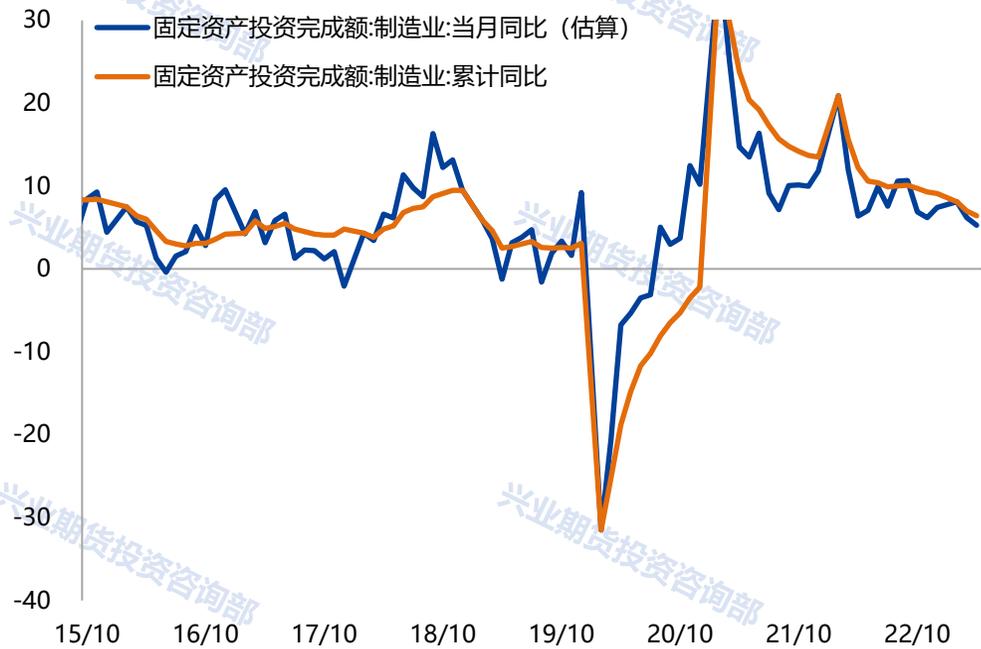
基建投资完成额（当月同比拉动）	2023年占比	增速环比	23/04	23/03	23/02	22/12	22/11
基建	100%	-2.0	7.9	9.9	12.2	10.4	13.9
基建（不含电热燃气水）	80%	-0.4	6.0	6.4	6.6	9.7	7.7
交通运输、仓储和邮政	36%	-0.5	2.3	2.8	3.1	6.4	6.4
铁路运输	4%	-0.5	0.0	0.6	0.7	0.0	1.1
道路运输	25%	-2.2	0.0	2.3	1.4	3.6	-0.9
水上运输	1%	0.2	0.3	0.1	0.5	-0.3	0.3
航空运输	1%	0.3	0.1	-0.1	0.2	0.4	0.1
水利、环境和公共设施管理	44%	-2.2	0.5	2.7	3.9	-0.5	1.5
水利管理	6%	-0.3	0.6	0.9	0.2	0.4	0.4
环境管理	3%	0.1	0.1	0.0	0.2	-0.3	0.0
公共设施管理	35%	-2.0	-0.3	1.7	3.5	-1.0	0.7
电力、热力、燃气及水的生产和供应	20%	1.0	4.5	3.5	3.8	3.5	4.3
电力、热力生产和供应	14%	0.8	3.7	2.9	2.9	3.2	4.0
燃气生产和供应	1%	0.2	0.3	0.1	0.2	-0.3	0.0
水的生产和供应	5%	-0.2	0.3	0.5	0.8	0.5	0.0

1-4月地方政府专项债发行进度完成42%

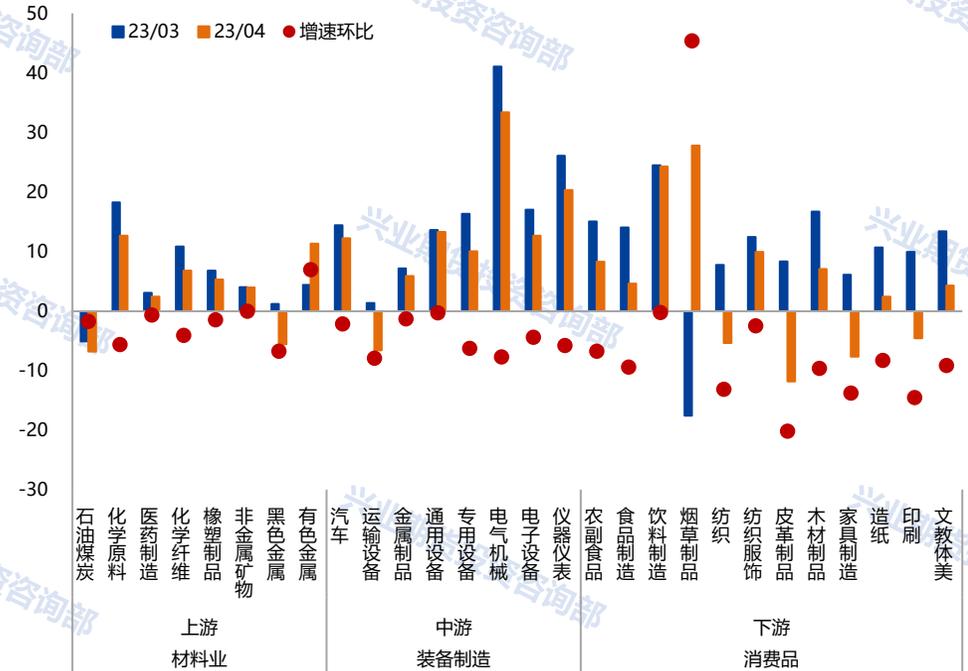


制造业投资增速回落：4月制造业投资当月同比增长5.3%，前值6.2%，增速环比回落0.9个百分点，制造业企业扩产动能持续回落，其背后是出口退坡、内需不振、以及工业盈利增速磨底的三大压力，不过中游设备制造业，电气机械、汽车、计算机通信等行业投资同比增速依然较高，且回落幅度有限，显示政策支持（融资利率下行、设备更新改造专项再贷款、央行财政贴息等）下的产业升级依然是制造业复苏的核心驱动。

制造业投资增速放缓



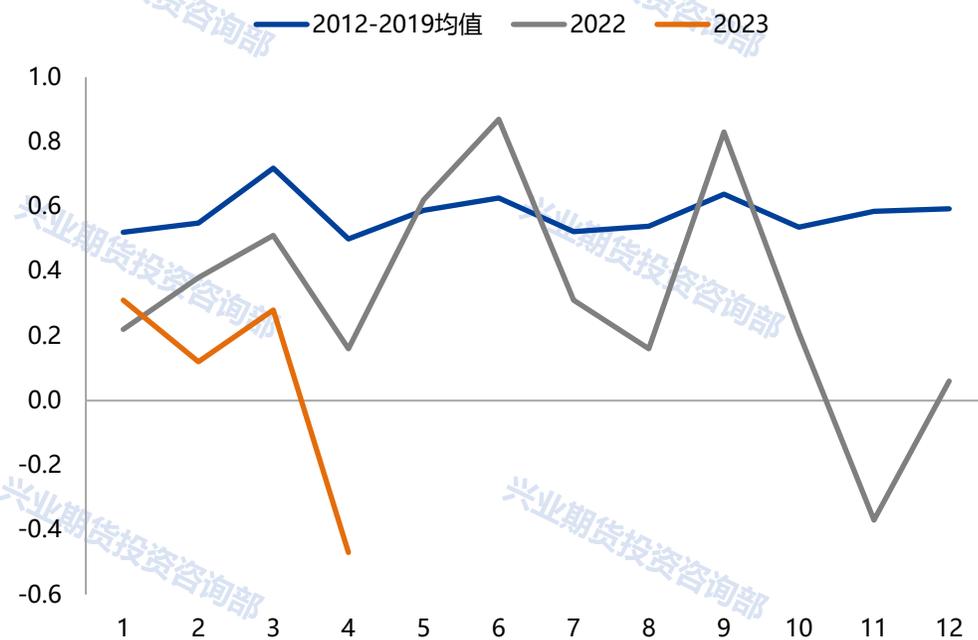
中游设备制造业投资增速依然较高



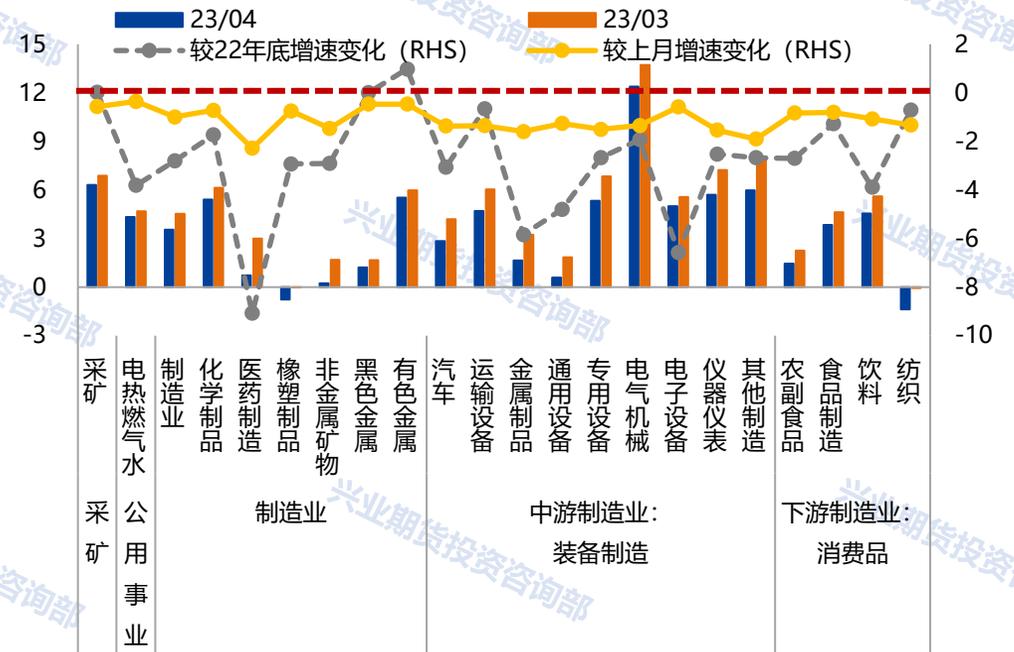
▣ 工业生产同比提高，但环比季调显著为负：4月工业增加值同比增长5.6%，较前值提高1.7个百分点，大幅低于市场预期的9.7%，季调环比-0.47%，为有数以来非疫情或生产受限期间首次转负，指向工业生产明显走弱，与4月PMI低于荣枯分界线的信号一致。分行业看，制造业相关行业对工业增加值的拖累较为明显。

▣ 服务业生产延续回升趋势：4月服务业生产指数同比回升4.3个百分点至13.5%，但剔除基数效应影响后，增速也环比有所回落。

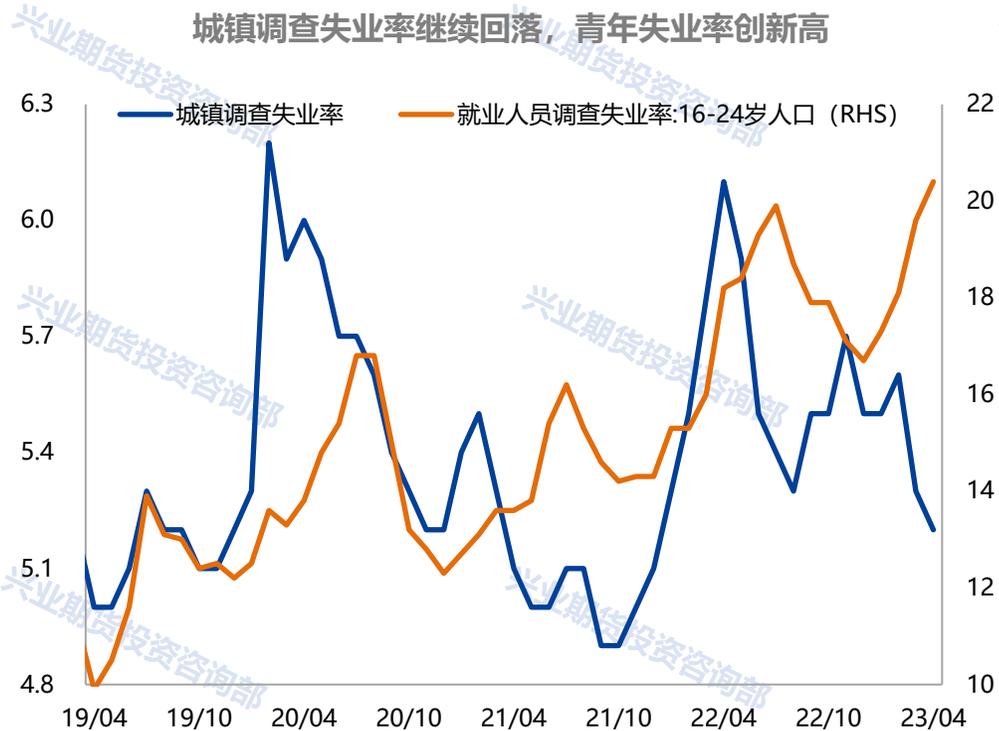
4月工业增加值环比季调为负



制造业对工增拖累较强

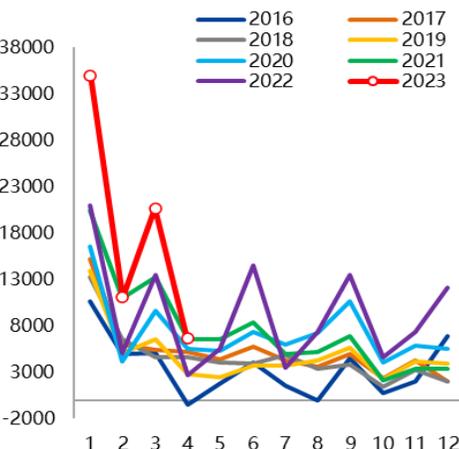
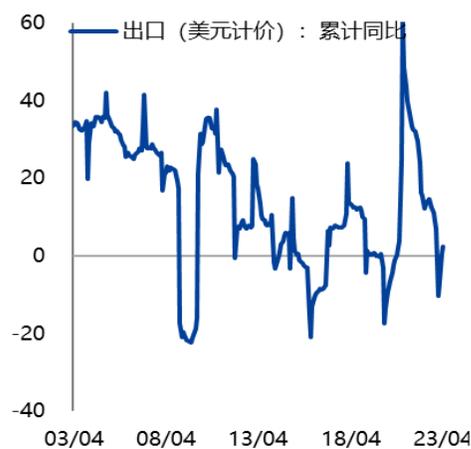
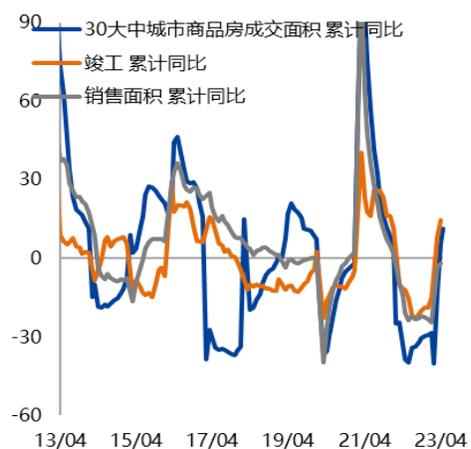
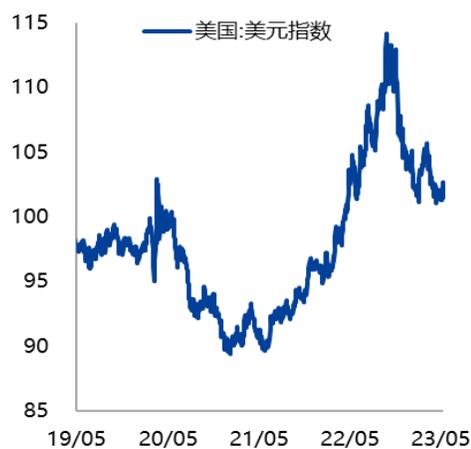
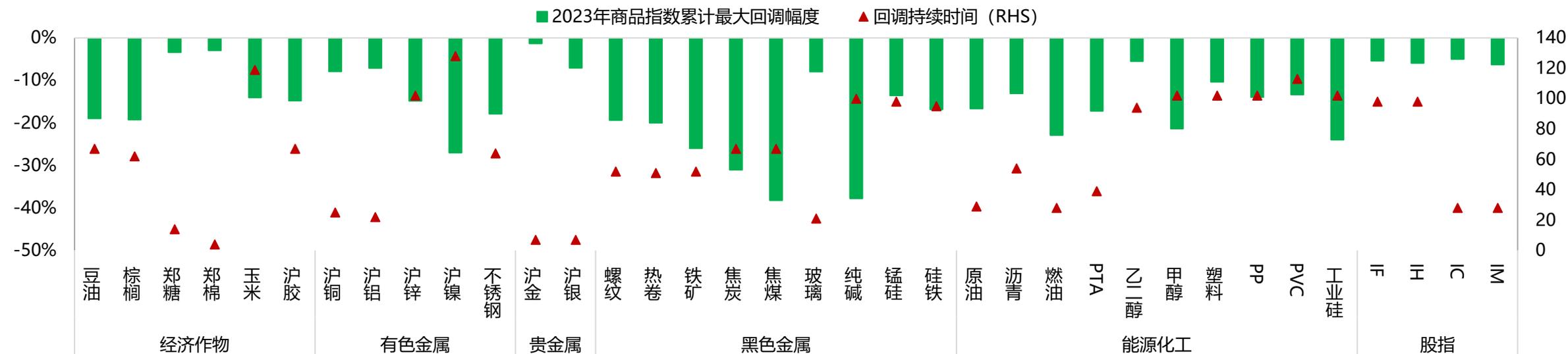


- ❑ 城镇调查失业率为进一步降至5.2%，前值5.3%，主要受益于服务业好转，可以印证的是外来户籍人口调查失业率的下行。
- ❑ 16-24岁青年群体调查失业率攀升至20.4%，2018年有数据统计以来的最高；由于青年人群调查失业率会存在毕业季的季节性，每年年内高点一般处于7月份，后续仍存上行压力。
- ❑ 结构性失业带来的问题是就业质量的降低，和居民收入改善程度低于就业整体改善幅度的结果。



宏观经济指标		单位		统计局经济数据		环比上期	较预期	Wind一致预测	点评	政策空间
				23/03	23/04			23/04		
生产	工业增加值	单月	%	3.9	5.6	1.7	-4.1	9.7	工业增加值罕见负增长	
就业	城镇调查失业率	单月	%	5.3	5.2	-0.1			主力人群及农民工就业改善 但就业质量偏低 结构性失业问题突出	就业完成难度降低
	青年失业率 (16-24岁)	单月	%	19.6	20.4	0.8				
投资	固定资产投资	单月	%	4.8	3.9	-0.8	-2.4	6.4	固定资产投资环比大幅走低	2季度政策性金融工具以及结构性货币政策工具有加码的可能 因城施策加码 预算外财政资金支持力度加码 加大对民企、中小企业的扶持力度
	房地产投资	单月	%	-7.2	-16.2	-9.0			销售走弱，前端投资未修复	
	基建投资	单月	%	9.9	7.9	-2.0			基建投资增速放缓，预算内资金支持力度下降	
	制造业投资	单月	%	6.2	5.3	-0.9			内需不足，企业盈利下行压力未修复，主动去库，扩张动能减弱	
消费	社会消费品零售总额	单月	%	10.6	18.4	7.8	-1.8	20.2	消费季调环比转负，耐用品消费低迷，顺周期修复驱动不足	耐用品消费支持政策
进出口	出口金额	单月	%	-6.8	-6.8	0.0	-13.2	6.4	新三大贸易伙伴对出口支撑超预期	
	进口金额	单月	%	-10.2	-10.2	0.0	-10.1	-0.1		
物价	CPI	单月	%	0.7	0.1	-0.6	-0.3	0.4	猪价、油价走低拖累物价 翘尾效应对物价负贡献将减弱 上游原料价格走弱拖累突出	
	PPI	单月	%	-2.5	-3.6	-1.1	-0.3	-3.3		
	CPI-PPI	单月	%	3.2	3.7	0.5	0.0	3.7		
流动性	社融	存量同比	%	10.0	10.0	0.0	-0.5	10.5	总量下行 居民加杠杆意愿弱 企业信贷表现强于季节性	总量政策存在掣肘 宽信用 结构性货币政策工具
	信贷	同比	%	11.8	11.8	0.0	-0.2	12.0		
	M1	单月	%	5.1	5.3	0.2	-0.2	5.5		
	M2	单月	%	12.7	12.4	-0.3	-0.2	12.6		
	M1-M2	单月	%	-7.6	-7.1	0.5	0.0	-7.1		

统计2023年期货品种指数最近两个高点间间隔时间以及对应回调幅度，我们发现，无论从持续时间，还是从调整幅度看，本轮期货调整已较为充分。且经济温和复苏的方向未变，市场预期变化更多聚焦斜率下修的风险。再加上潜在政策加码可能性，空头性价比已显著下降。





国债

T

01

利率水平保持合理，资金面维持稳定

02

杠杆处偏高水平，监管加强概率抬升

03

资产荒逻辑已被较充分定价，平坦曲线限制利率向下空间

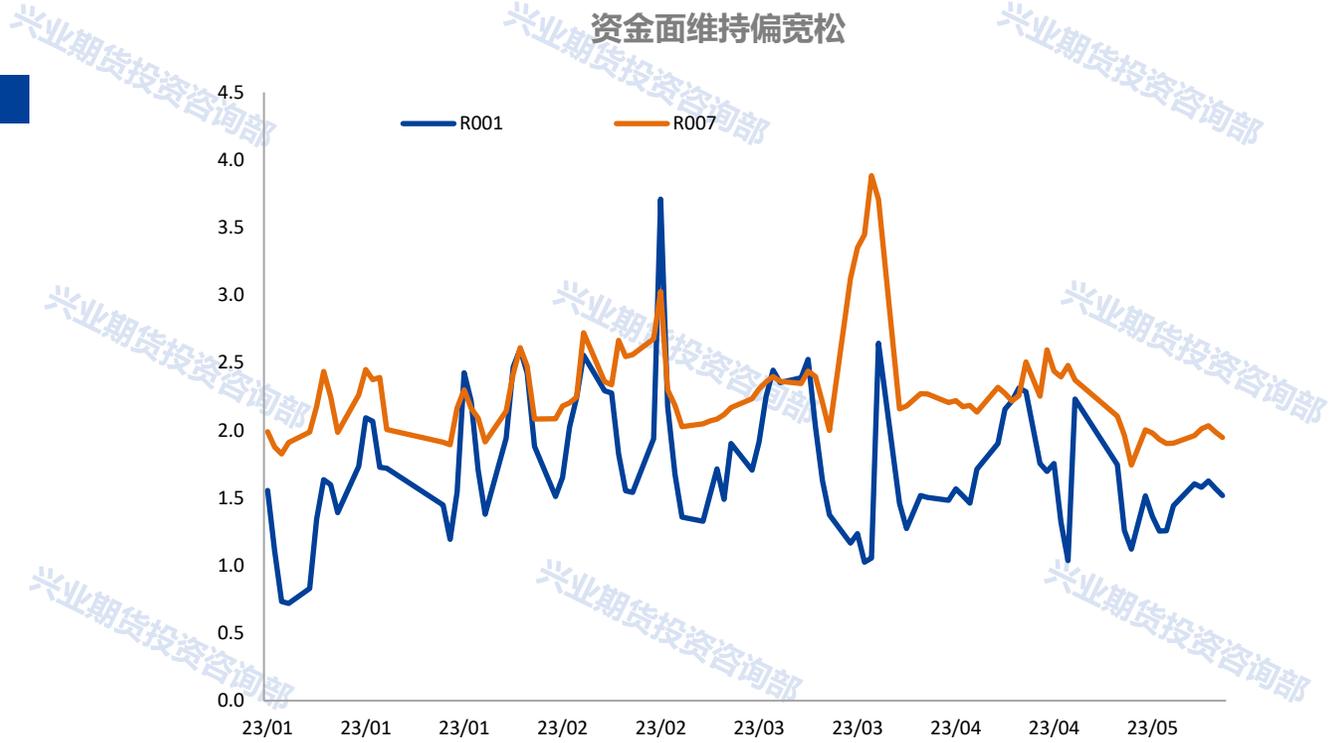
04

曲线修复仍有空间，跨品种策略性价比优

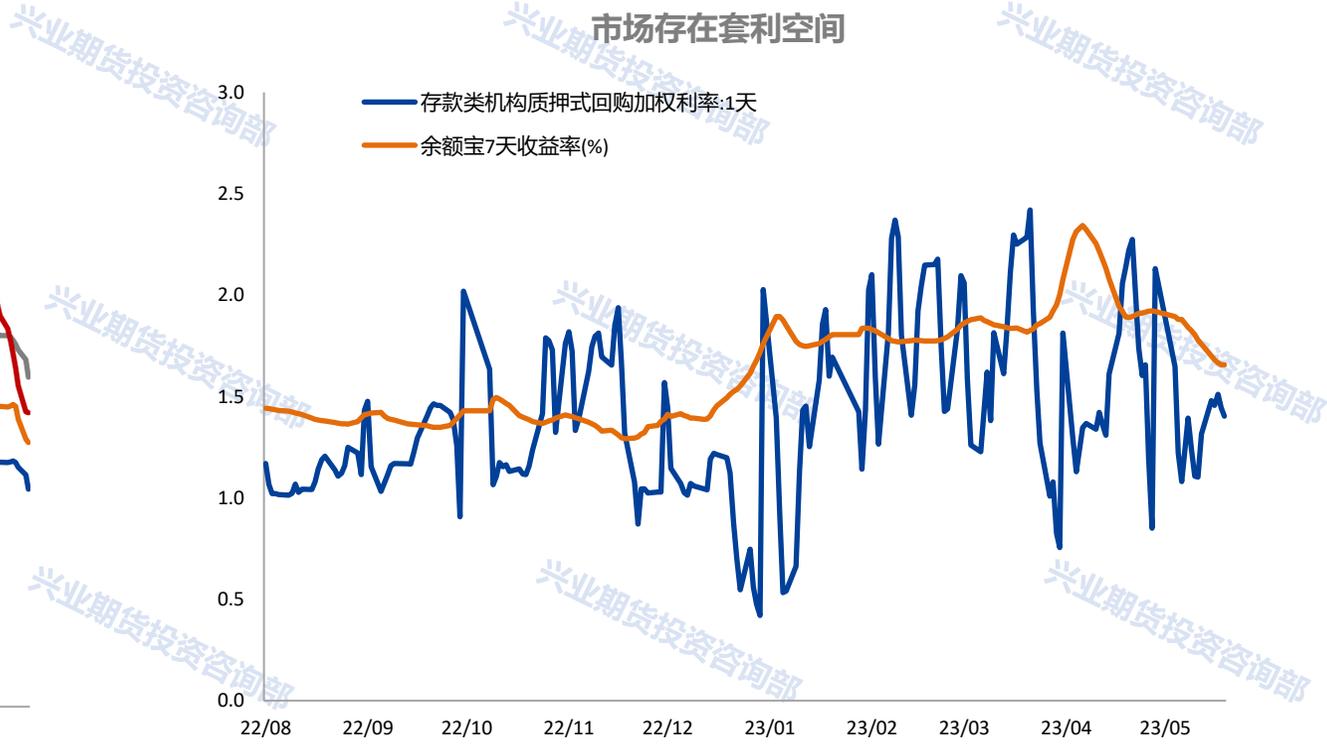
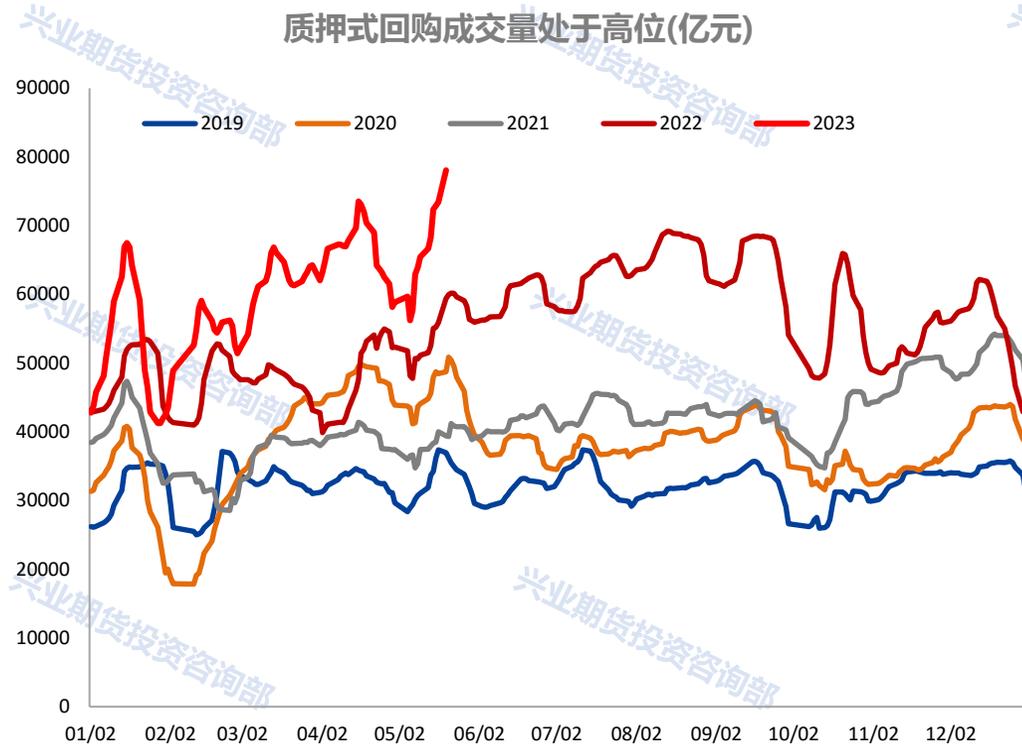
- 从近期的经济及金融数据表现来看，整体宏观面复苏趋势仍未打破，但复苏节奏较为缓慢。在此宏观基调下，资金面短期内快速收紧的概率预计较低。
- 从最新的货币政策报告来看，仍坚持“着力支持扩大内需”的基调，虽然对于总量的表述为“总量适度”、但低于利率水平新增了“保持利率水平合理适度”。从目前的利率水平及经济增长增速来看，利率调降的概率偏低，资金面或维持稳定，结构性货币工具仍将是发力重点。

结构性工具余额 (亿)

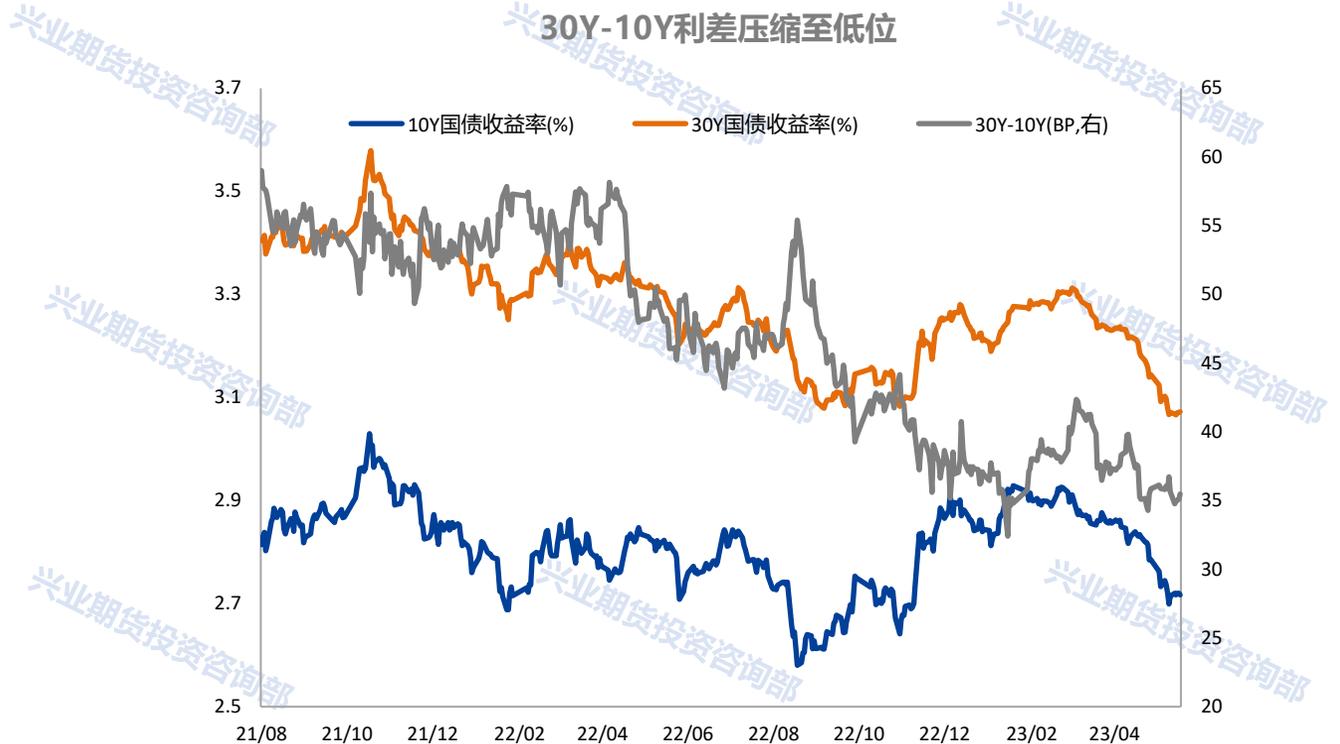
	23Q1	22Q4	变化
支农再贷款	5960	6004	-44
支小再贷款	14331	14171	160
再贴现	6061	5583	478
普惠小微贷款支持工具	275	213	62
抵押补充贷款	31291	31528	-237
碳减排支持工具	3994	3097	897
支持煤炭清洁专项再贷款	1365	811	554
科技创新再贷款	3200	2000	1200
普惠养老专项再贷款	10	7	3
交通物流专项再贷款	354	242	112
这杯更新改在专项再贷款	1105	809	296
普惠小微贷款减息支持工具	269	0	269
保交楼贷款支持计划	5	0	5



从质押式回购等市场数据来看，目前债券市场的杠杆正处于偏高的水平。而目前市场对于“资金空转”的担忧正在不断抬升。且从市场结构来看，目前存在着一定的套利空间。后续不排除监管层将对于此出台一定的限制政策，若在去杠杆的政策下，债市将存在回调风险。



- 目前不管是对于经济增长的悲观预期还是“资产荒”引发的配置需求均已经在市场上有了较为充分的反应。30Y-10Y的利差目前已经被压缩至历史低位，超长债成交占比也已达历史偏高水平，在曲线平坦下，利率整体向下空间有限。
- 目前长端利率已经下行至2.7%，已接近市场主流机构对于利率低点的判断，且与去年跌破2.7%关口的时段相比，目前经济数据预期仍优于当时，因此长端利率已经对“衰退”有较充分的定价，进一步下行空间有限。



- 长端利率债目前面临着向下空间不足，赔率较低的情况。且期货市场由于投机属性相对更强，在近期的上涨中涨幅明显高于现券，因此波动风险也进一步抬升。上周国债期货回调幅度明显高于现券表现。
- 目前国债现券利差及期货跨品种价差均处于历史偏低水平。相较于现券，期货做空更为便捷、交易成本更低，且目前TS-T的价差所处分为水平在20%下方，较现券价差更低，因此采用期货跨品种交易策略的性价比更优。



TS-T跨品种价差仍有修复空间

	最新 (2023.5.19)	所处分位 (2020年至今)	2022年末	2022年三季度末	2022年二季度末
10Y-5Y	19.7	51.6%	19.6	18.6	15.1
10Y-3Y	35.2	43.4%	41.1	41.5	35.4
10Y-1Y	65.7	40.3%	70.0	87.0	83.6
5Y-3Y	15.6	32.6%	21.5	22.9	20.3
5Y-1Y	46.1	38.5%	50.4	68.4	68.5
30Y-10Y	36.4	3.6%	36.4	40.7	47.0
30Y-5Y	56.1	7.6%	55.96	59.28	62.14
2*TF-T	102.0	42.3%	101.7	102.2	102.3
4*TS-T	303.0	15.3%	303.3	303.6	303.8
2*TS-TF	100.5	14.0%	100.8	100.7	100.8
2*T-TL	105.6	-	-	-	-
4*TF-TL	309.6	-	-	-	-

股指

IF

01

从现实、预期看，盈利端推涨作用将持续体现并强化

02

从供、需两端看，A股对大资金的潜在吸引力依旧良好

03

从微观面看，A股交投情绪持续为乐观基调

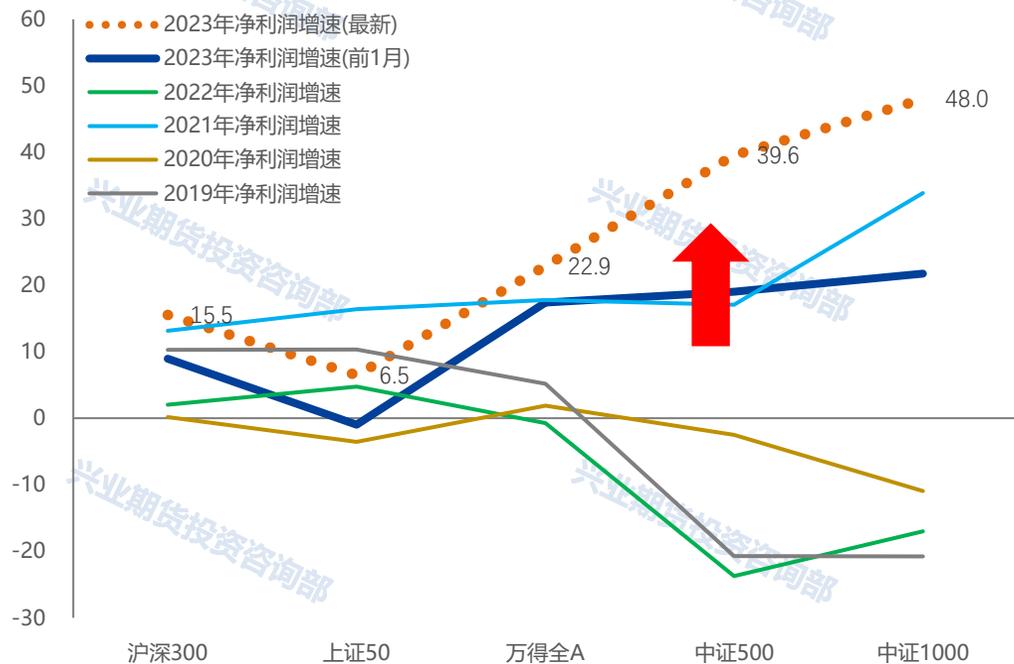
04

从业绩、估值、风格兼容看，沪深300指数仍是最优多头

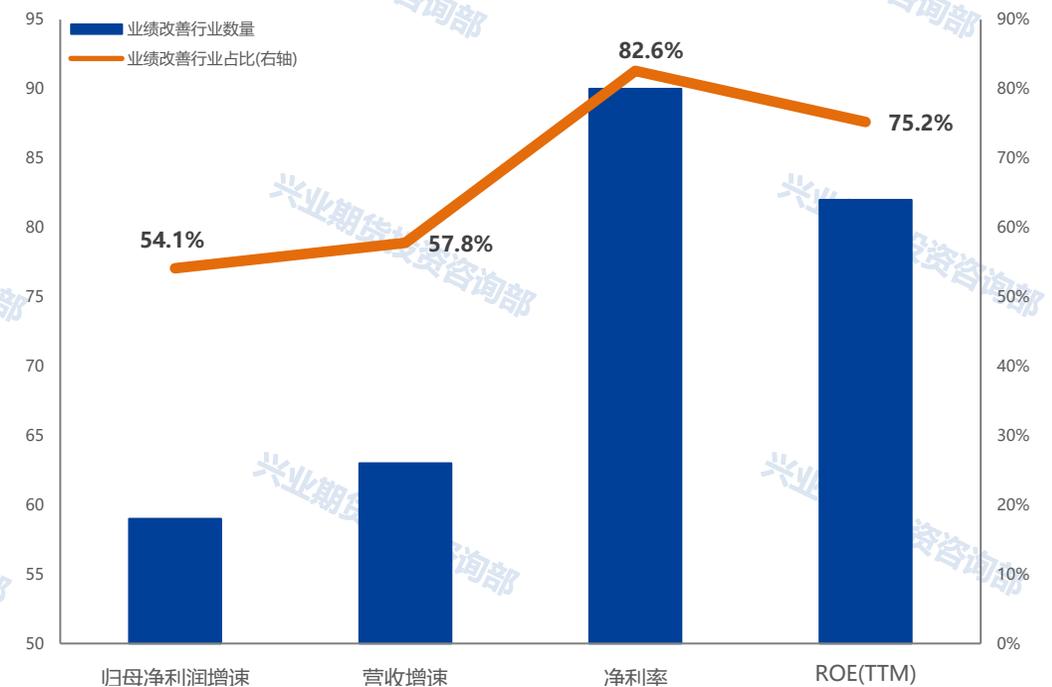
从宏观大势看：虽然进入4月后相关主要经济指标环比走弱，但结构上依旧存在亮点（如社融-M2增速、M2-M1增速剪刀差缩窄），且政策面潜在加码措施预期明显升温，利于前期“宽信用”预期的演化和加强。再从中观业绩端看：以2023年中信二级行业Q1季报作为观测指标，基于主要相关指标，多数行业均有改善。结合A股盈利周期波动规律看，2023年Q1应是触底拐点。

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。综合看，“盈利修复”既有现实印证、亦有良好的乐观预期，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2023.5.19）



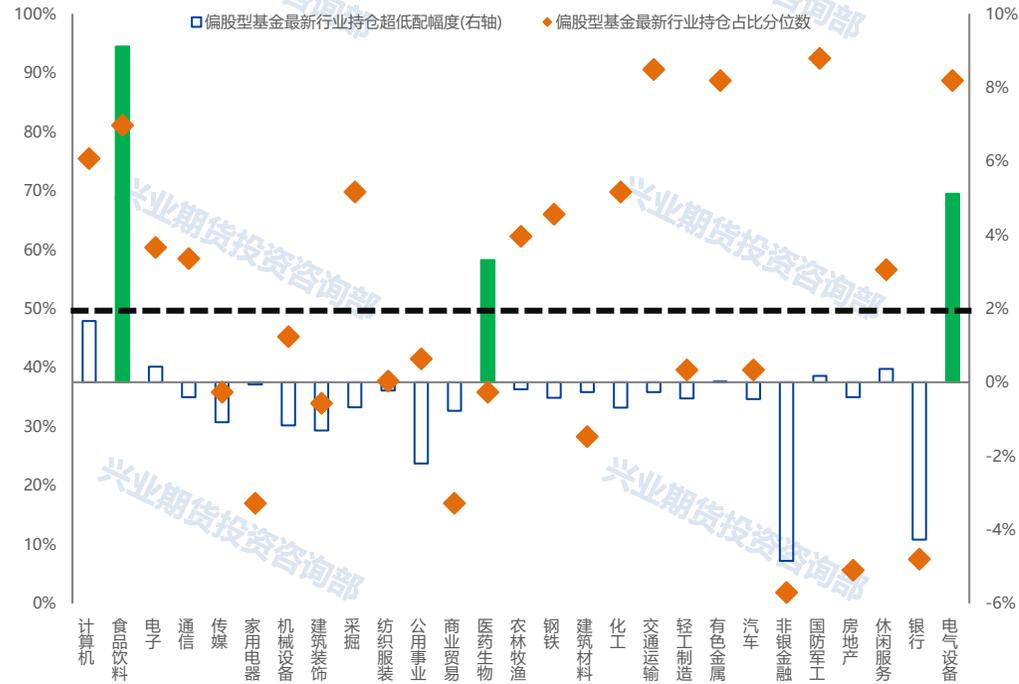
中信二级行业2023年Q1业绩改善情况跟踪



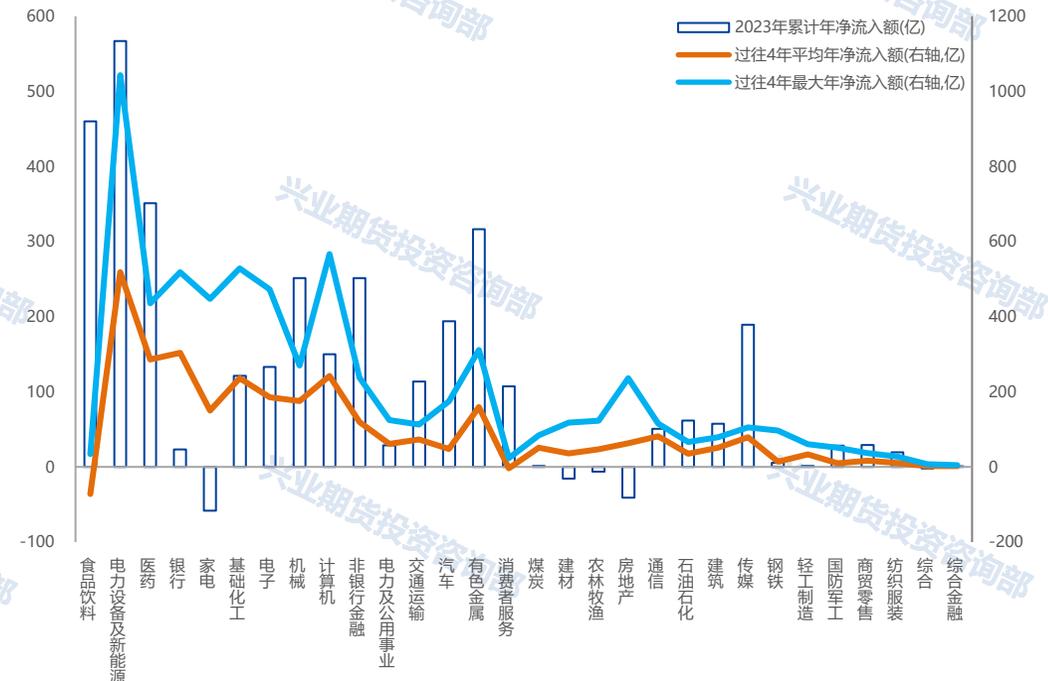
从资金配置需求端看：（1）对于国内中长线资金，以偏股型公募基金为代表，结合2023年第1季度报告，对多数行业而言、均处较为明显的低配状态，且绝对量亦处低分位区间，意味其仓位总体仍有较大提升潜力；（2）对于海外机构，从历年陆股通主要持仓行业（中信一级行业）资金净流入额看，以过往4年均值、最大值为统计指标，则分别有50%、80%的行业具备进一步增仓提升空间，即其潜在需求同样可观。

再从资金配置供给端看：考虑国内复苏、欧美衰退趋势明朗，从大类资产及全球资产配置价值看，2023年内A股整体占优格局未改。故从供需关系看，A股作为主要多头资产、其对大资金的潜在吸引力依旧良好。

偏股型基金持仓行业占比跟踪（截至2023年Q1，申万一级行业）



历年陆股通主要持仓行业资金净流入额对比（截至2023.5.19）



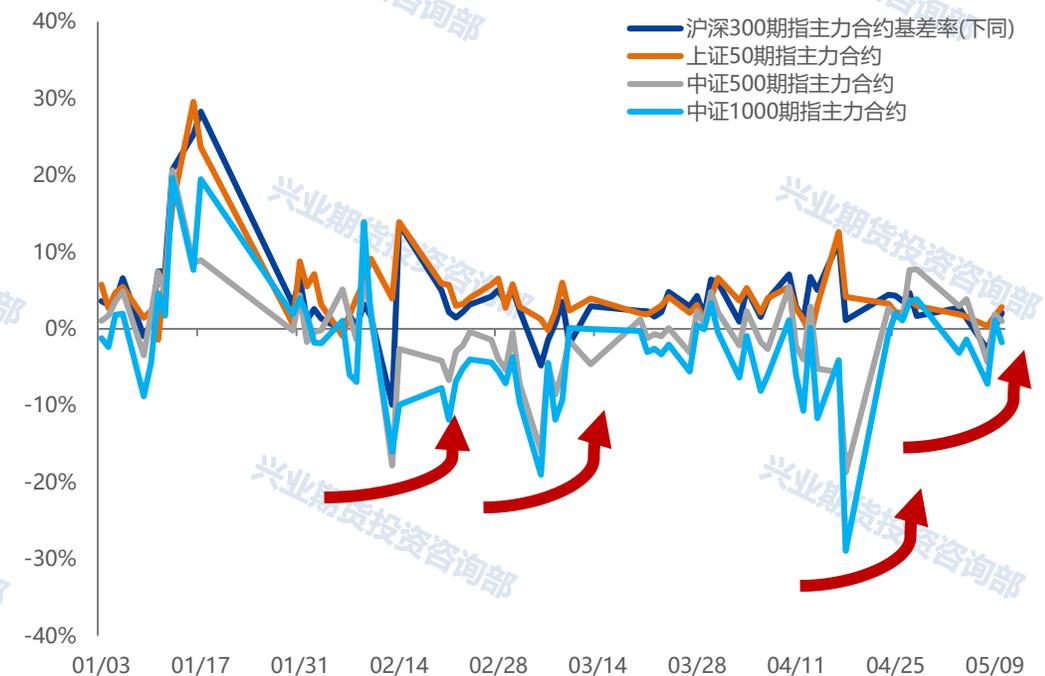
从情绪面看：（1）虽然近阶段A股涨势放缓、且回撤加大，但以陆股通资金净流入额、A股融资余额看，其整体维持向上态势；（2）再从A股四大股指期货基差率看，总体亦维持升水状态。此外，其短期虽有倒挂、但均能快速修复，显示市场的支撑力量。

总体而言，从微观面看，A股的交投情绪整体呈乐观基调，未有趋势性弱化信号。

陆股通资金净流入额、A股融资余额情况（截至2023.5.19）



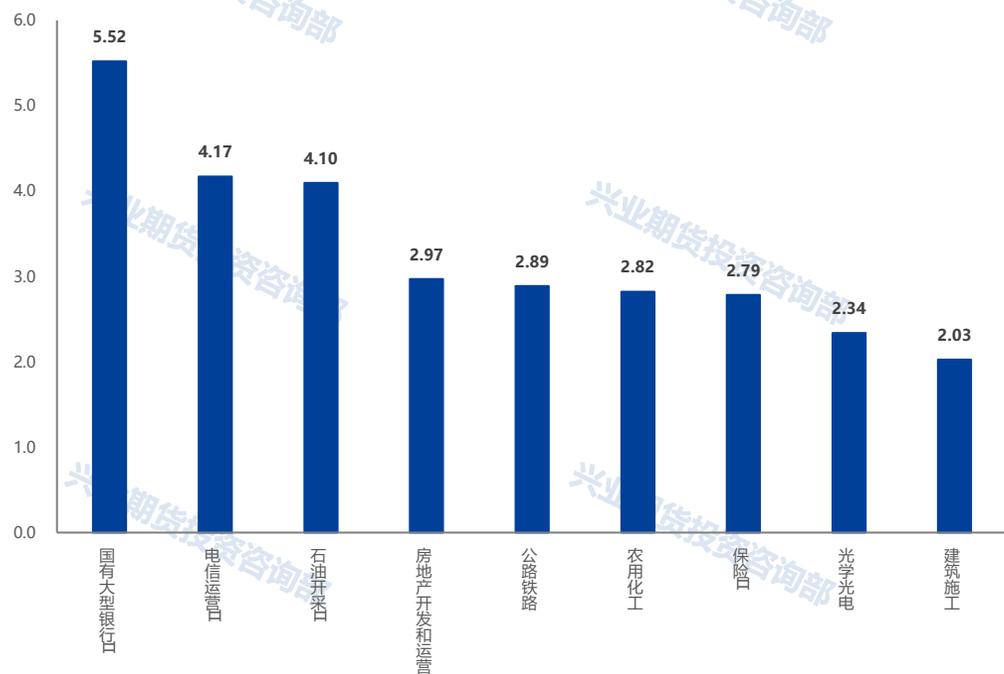
国内主要股指期货当月合约基差率走势（截至2023年5月中旬，剔除分红）



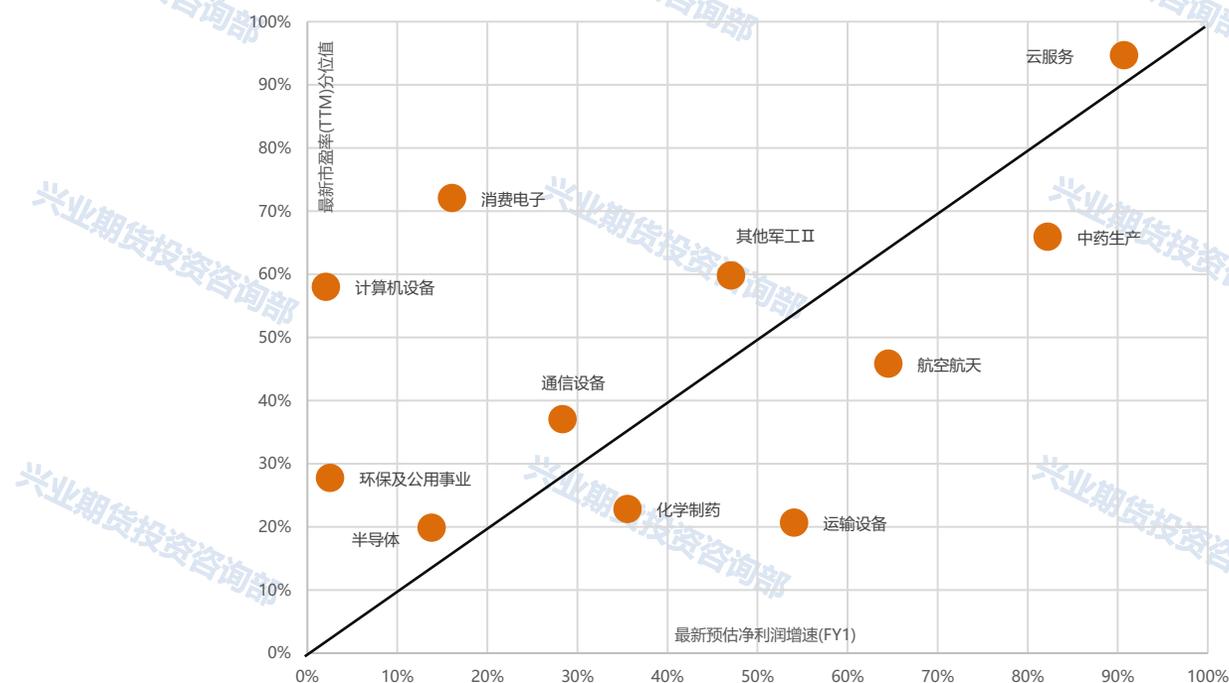
以2023年1月30日为基准日、中信二级行业为样本，获得显著超额收益（基准指数为万得全A指数）的行业主要为：金融、建筑、石油石化、电信、公用事业、中药生产及TMT等。

上述现象的核心原因如下：（1）部分行业属于高股息率、高分红类型，在“弱复苏”背景下，性价比凸显；（2）部分行业则是基于高成长性、高业绩增速及预期，且估值匹配度良好，亦具备较高的性价比。

相关超额收益最大中信二级行业股息率情况（截至2023.5.19）



相关超额收益最大中信二级行业估值、业绩增速情况（截至2023.5.19）





基于上述判断，从“业绩-估值”两大维度、按“PB-ROE”策略作行业配置标准，并增加股息率作为参考指标。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41.5%，43.1%，30.9%和31.6%。以此看，沪深300指数、上证50的多头配置价值相对最高。

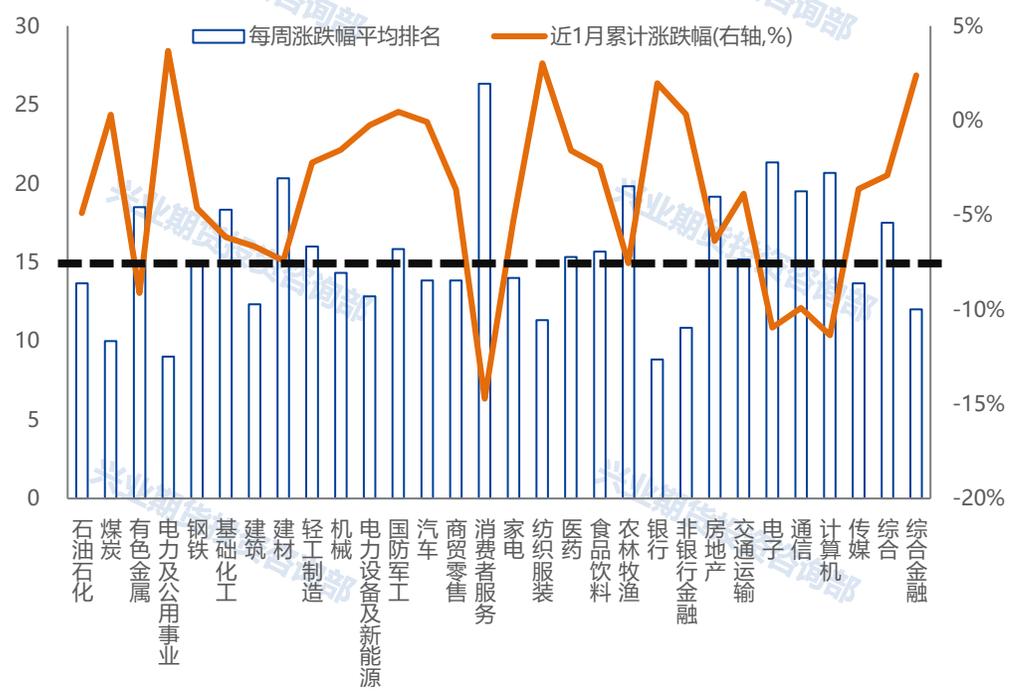
基于PB-ROE维度，相关行业四大股指占比统计（截至2023.5.19）

简称	最新总市值 (亿,2023.5.19)	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)	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	11212	1.4%	8.7%	13.3%	11.4%	12.3	2.3	0.0	2.3	0.8	1.2
房地产开发和运营	14012	2.5%	2.8%	37.5%	342.7%	-2.7	1.6	1.5	1.8	1.6	1.5
白色家电II	8627	4.0%	18.5%	13.3%	11.1%	19.1	2.8	1.3	0.0	0.2	0.9
酒类	44919	10.6%	28.9%	21.7%	19.8%	24.0	10.1	18.1	1.0	1.1	4.8
消费电子	11465	10.6%	19.6%	72.1%	44.2%	10.0	1.4	0.0	1.8	1.8	1.2
化学制药	18736	11.7%	17.0%	22.8%	19.9%	9.3	1.6	3.8	4.2	3.5	2.0
新能源动力系统	17898	12.9%	14.3%	56.7%	34.0%	16.3	4.1	0.0	1.6	2.0	1.9
半导体	35619	16.1%	31.7%	19.8%	42.3%	8.0	4.3	2.6	4.2	3.3	3.8
专用机械	17133	21.1%	31.2%	48.1%	26.2%	11.1	0.6	0.0	2.0	3.1	1.8
航空航天	9246	28.5%	31.2%	45.8%	38.3%	6.9	0.8	0.9	2.8	0.9	1.0
计算机设备	11860	30.6%	51.4%	58.0%	37.5%	9.3	1.2	0.0	1.5	1.1	1.3
汽车零部件II	11836	32.1%	32.3%	45.9%	29.5%	8.7	0.8	0.0	1.0	2.4	1.3
保险II	28326	41.6%	40.2%	39.7%	16.1%	11.8	4.0	10.8	0.0	0.1	3.0
通信设备	10169	47.1%	65.7%	37.0%	28.6%	9.6	0.7	0.0	2.0	2.5	1.1
电气设备	16942	48.3%	50.8%	31.9%	16.8%	12.1	1.8	1.3	1.9	2.6	1.8
其他军工II	10031	52.8%	40.7%	59.8%	41.0%	7.6	0.8	0.0	2.0	2.7	1.1
建筑施工	18392	54.4%	90.0%	18.9%	20.8%	9.6	2.7	2.8	0.9	2.2	2.0
初筛备选行业四大股指权重占比合计							67.9	74.9	52.3	50.6	58.0
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大幅下修、及ROE值过低行业)							41.5	43.1	30.9	31.6	31.7

而市场近阶段实际走势看，各板块切换轮动较快、暂无持续领涨行业。此外，再考虑未来风格切换的可能性，价值股（对应经济复苏、中特估主线热点），成长股（对应数字经济主线热点）均有较好的表现机会。

因此，均衡策略的盈亏比最佳，而沪深300指数兼容性最高、其依旧是最佳多头标的。

中信一级行业涨跌幅及相对排名情况（近1月，截至2023.5.19）



A股四大股指、与主要宽基指数相关性情况（近3月，截至2023.5.19）

指数	沪深300	上证50	中证500	中证1000	创业板指	科创50	国证成长	国证价值
沪深300	1.00	0.81	0.93	0.85	0.83	0.34	0.77	0.13
上证50	0.81	1.00	0.59	0.58	0.63	-0.21	0.62	0.14
中证500	0.93	0.59	1.00	0.96	0.88	0.43	0.85	-0.08
中证1000	0.85	0.58	0.96	1.00	0.94	0.25	0.95	-0.32
创业板指	0.83	0.63	0.88	0.94	1.00	0.14	0.97	-0.41
科创50	0.34	-0.21	0.43	0.25	0.14	1.00	0.02	0.36
国证成长	0.13	0.14	-0.08	-0.32	-0.41	0.36	1.00	-0.52
国证价值	0.77	0.62	0.85	0.95	0.97	0.02	1.00	-0.52
总计	2.07	1.18	2.08	1.81	/	/	/	/

周期:日线 2023/02/17 - 2023/05/19

橡胶

RU

01

车市消费延续回暖态势，轮企开工意愿尚可

02

降雨助力云南产区复割，气候变动因素依然不容小觑

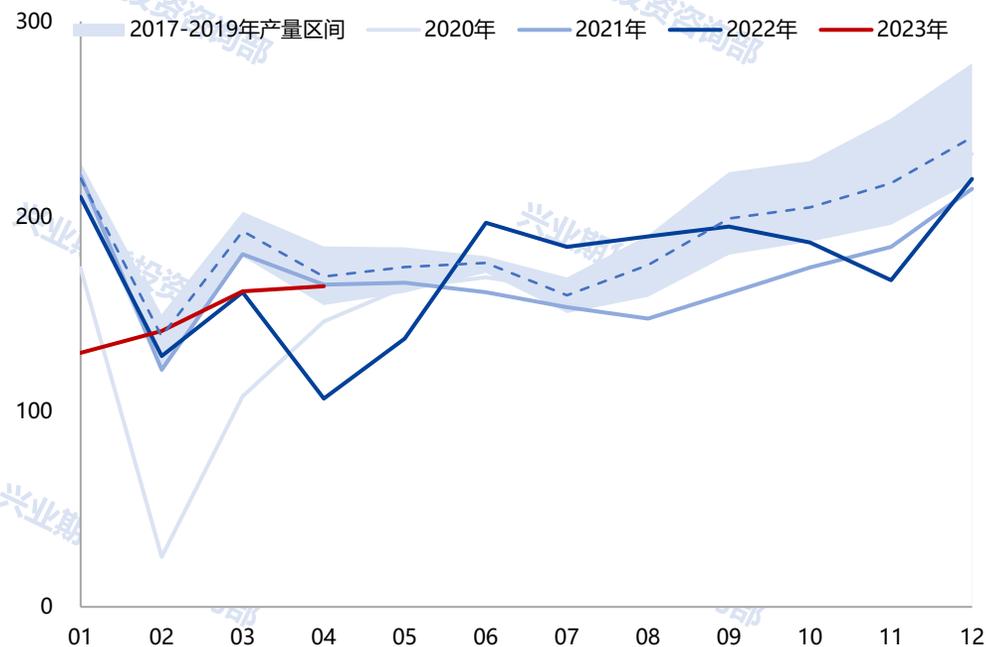
03

结构性库存压力仍存，但低估值多头策略赔率占优

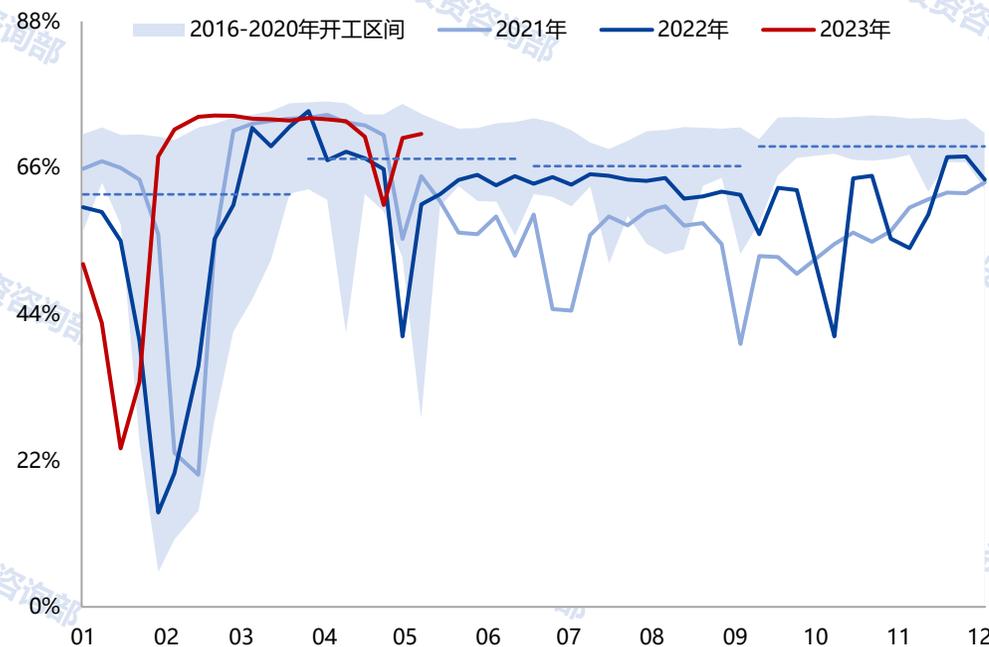
汽车方面，乘用车市场维持同环比双增态势，5月前2周零售同比增长55%、环比上升24%，累计销量已然转正，各地线下车展及消费刺激措施的作用逐步兑现，关注国标升级后政策引导会否加强；而重卡产销延续复苏，天然橡胶终端需求预期偏向乐观。

轮胎方面，本周轮企开工继续上行，半钢胎开工率升至近年均值区间上沿，产线开工意愿相对积极，需求传导尚未受阻。

广义乘用车月度零售及季节性(万辆)

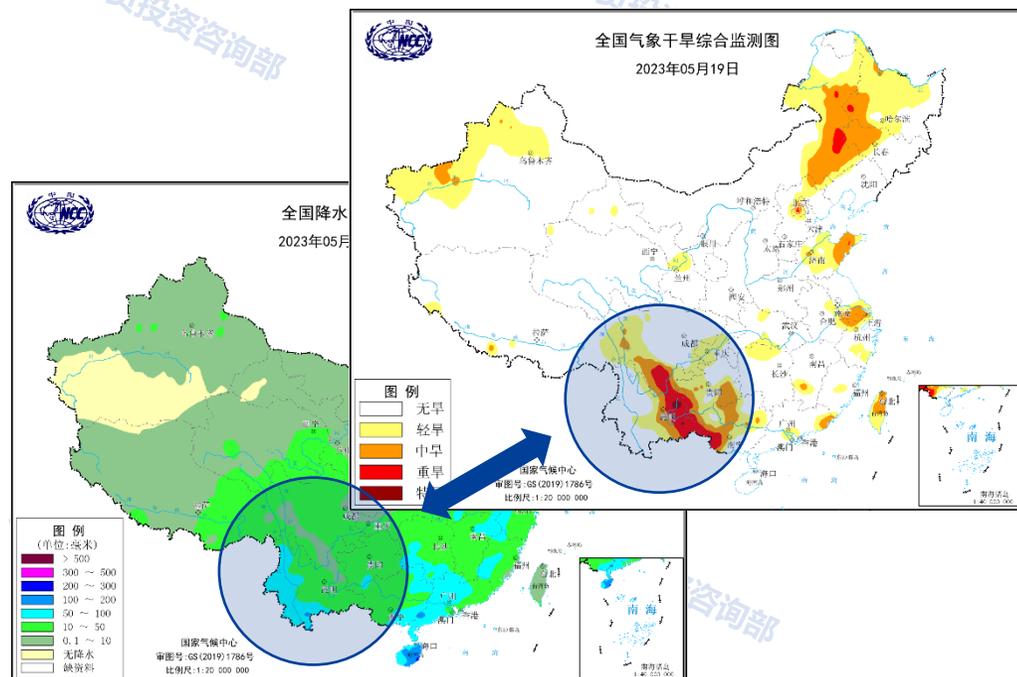


半钢胎开工率季节性

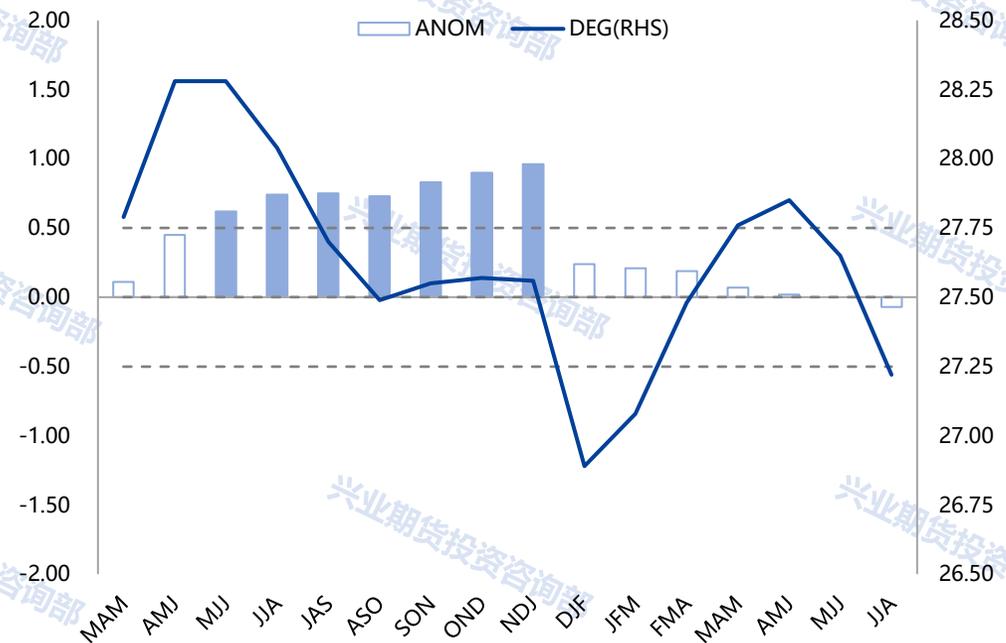


供应方面，5月上旬以来版纳地区进入雨季，降水增多缓解此前干旱状况，监测数据解除当地气象预警，但云南产区全面复割仍需物候条件趋于稳定，旱涝急转实则不利于割胶作业的进行，关注月末云南各地开割胶林占比；另外，根据NOAA气候展望，5月起新一轮厄尔尼诺事件即将发生，本轮周期预计持续至今年11月，极端天气对天胶供给端的影响依然不容小觑。

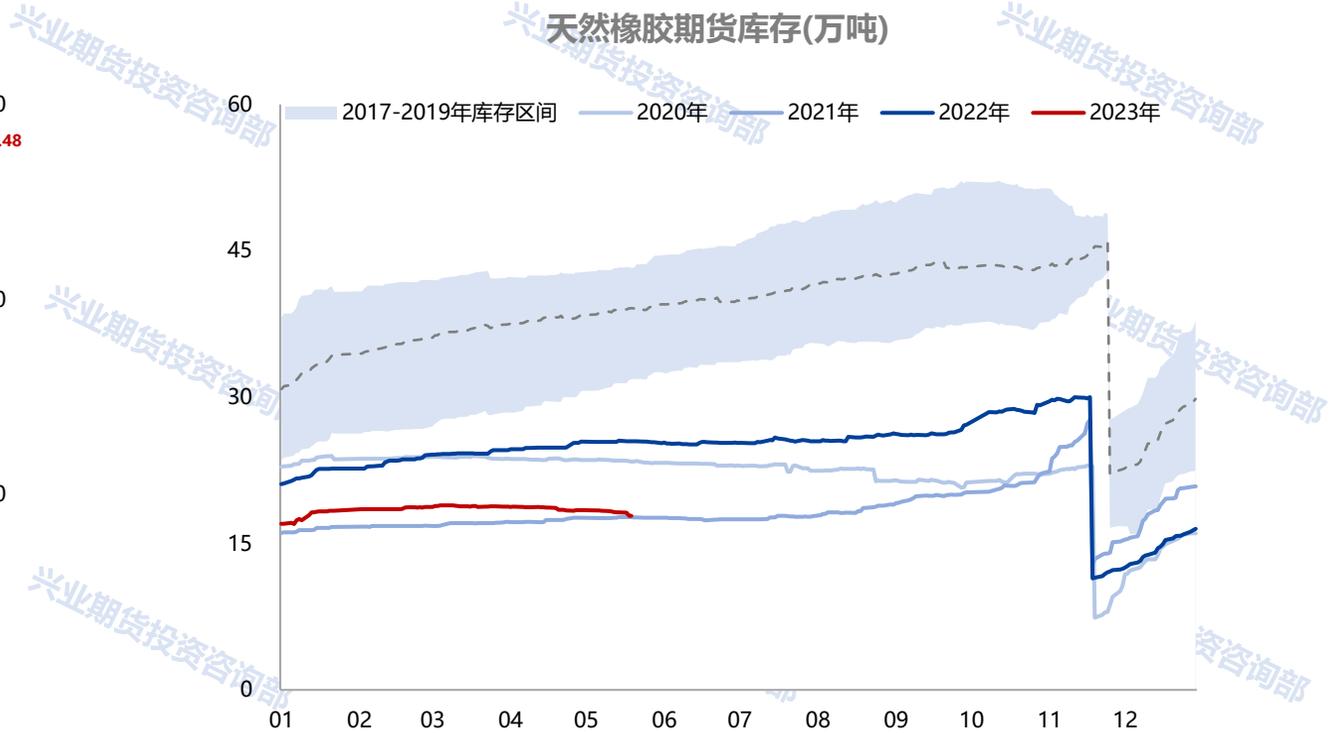
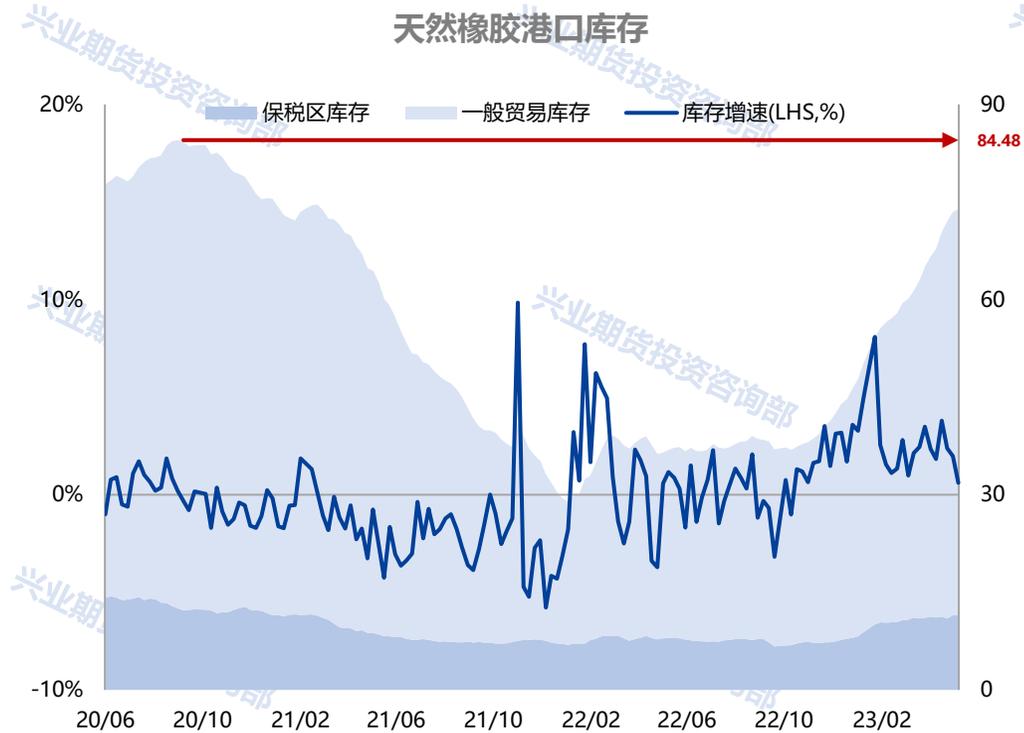
全国降水分布及干旱监测



Nino3.4区海温变动情况预期



- 库存方面，港口库存延续累库态势，但增库速率明显放缓，一般贸易库存出库率提升，而期货仓单逼近近年同期低位，结构性库存压力边际缓解。
- 综合来看，汽车消费回暖推升终端需求增量预期，驱动持续性依赖政策加码，而气候因素影响权重增强，原料放量仍需时日，供减需增或使得港口库存迎来拐点，加之当前沪胶指数仍处于长期价格分位25%之下，沪胶多头策略胜率及赔率占优。



甲醇

MA

01

产量达到年内最低，各环节库存延续积累

02

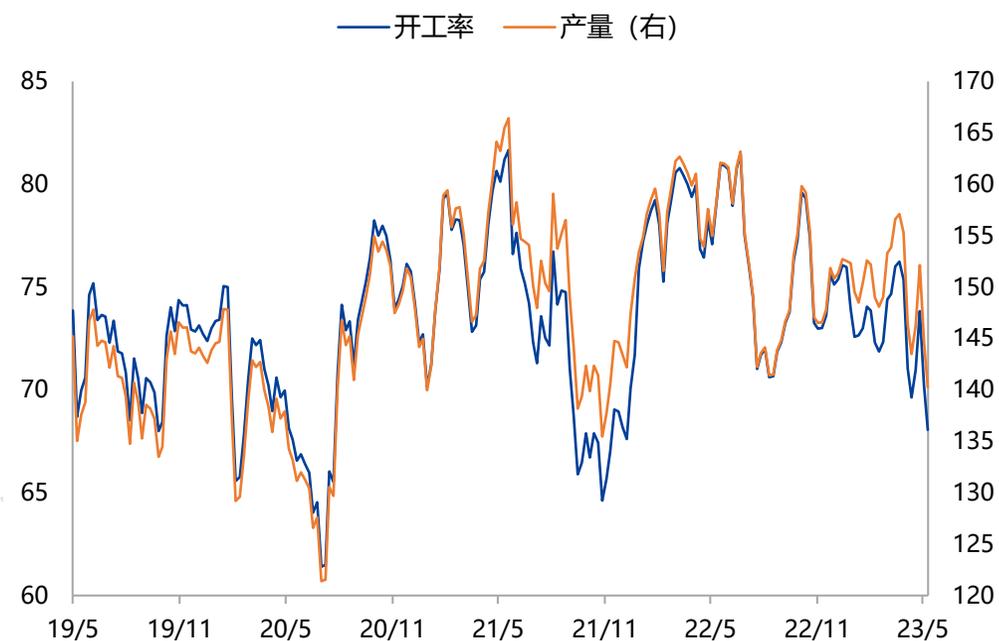
生产企业订单连降六周，下游产品开工率全面下降

03

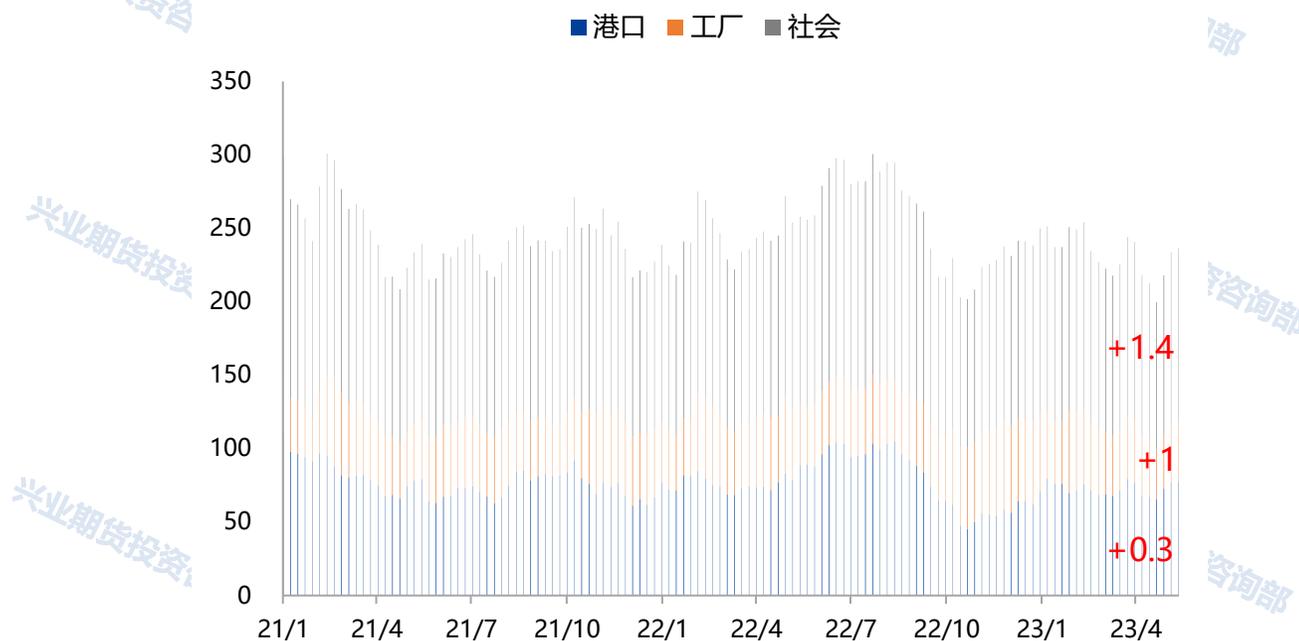
利润修复依赖煤价下跌，期货市场看空情绪强烈

- 5月第三周虽然神华宁煤330万吨检修装置重启，但不在统计周期内，导致开工率和产量达到年内最低，周度开工率为68% (-2%)，周度产量为140 (-4.5) 万吨，目前合计检修产能减少至1100万吨，属于偏高水平。由于多数检修装置于下周开始陆续重启，6月产量预期显著增长。
- 本周到港量为38万吨，达到过去三年最高，得益于华东提货量增多，港口库存才未明显增加。前半周甲醇价格企稳反弹并未改善现货市场成交，社会库存和工厂库存连续第三周增加。更糟的情况是，6月产量预计大幅增加，进口量保持极高水平，库存可能开始加速积累。

产量达到年内最低 (截至2023.5.19)



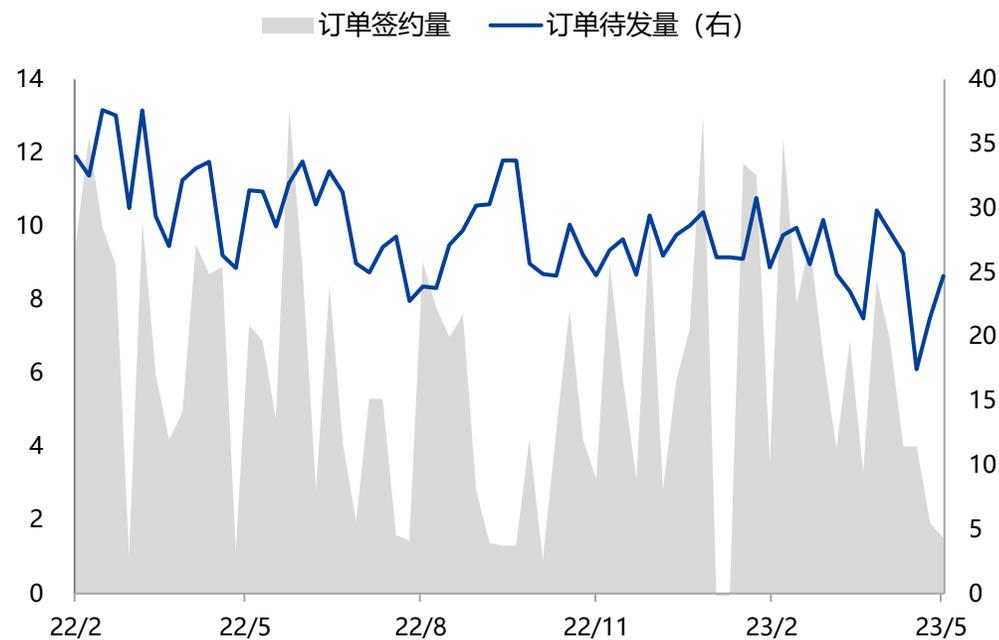
库存连续第三周积累 (截至2023.5.19)



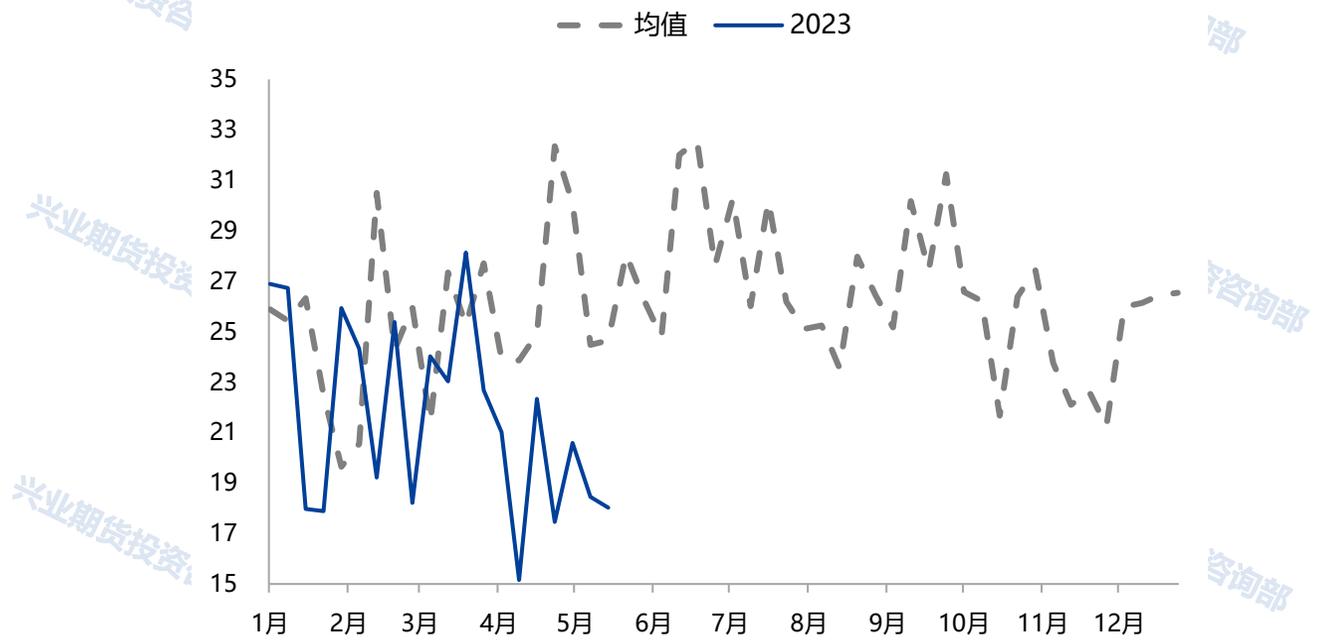
▣ 西北生产企业订单签约量连续第六周下降，达到过去一年最低水平。订单待发量小幅增加主要因为临时检修装置增多。下游除了甲醛外，其他产品开工率再度全面下降，并且其中因亏损主动降负的比例不低。5~6月是化工品常规消费淡季，短期内需求整体都将保持低迷。

▣ 3月底至今MTO企业甲醇采购量远低于往年同期，除了华东生产企业更多购买低价进口货源外，聚烯烃需求下滑是根本原因。国内聚烯烃需求多涉及日用品和包装，并且这些产品出口欧美比例多达30%，在全球消费下滑的背景下，聚烯烃需求缺乏增长点，进而削减甲醇的消耗量。

生产企业订单数量进一步减少（截至2023.5.19）



MTO企业甲醇采购量维持低位（截至2023.5.19）



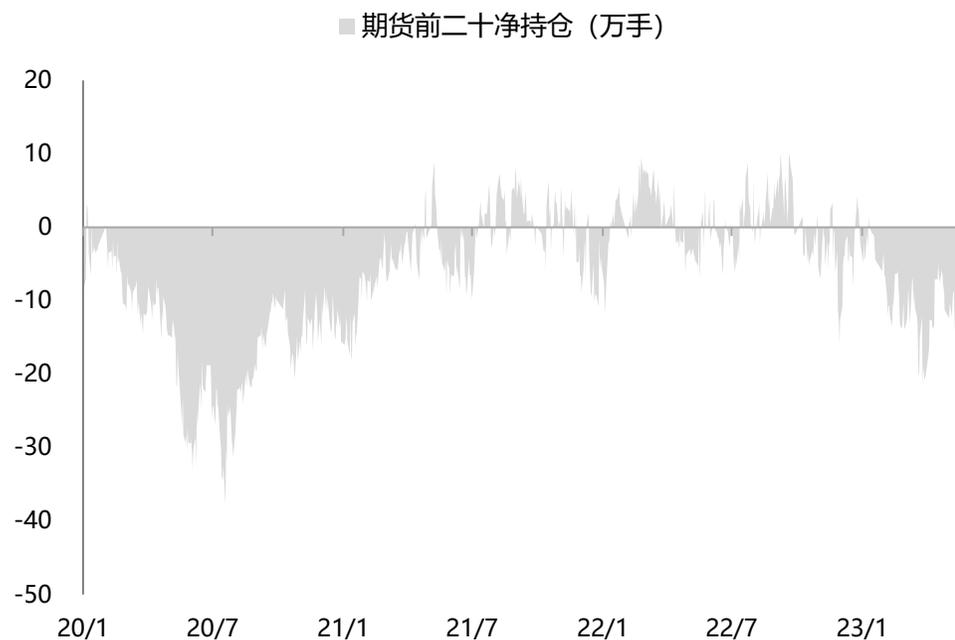
□ 今年夏季高温天气预计导致用电量同比增加6%，煤炭需求预期改善价格暂时止跌。随着近期甲醇价格下跌，煤制甲醇利润收窄，而甲醇制烯烃盈利扩大，产业链利润分配不均的矛盾有所缓和，然而整体利润依旧偏低，最直接的利润修复方式依然是通过煤炭价格下跌完成。

□ 5月19日期货前二十席位净空持仓量达到16万手，较上周增加4万手，处于2020年疫情发生后的最高水平，反映出期货市场极端看空情绪。期权市场成交量虽然多空均衡，但看涨期权持仓量增加33%，持仓量PCR为0.5，是去年11月以来最低，反映出期权市场极端看涨情绪。按照历史规律，期货和期权市场情绪出现严重分化是趋势行情即将结束的迹象，反转时间通常发生在一个月内。

MTO利润小幅扩大 (截至2023.5.19)



期货净空持仓增加 (截至2023.5.19)



纯碱

SA

01

重碱需求增量低于预期，轻碱消费表现疲软

02

远兴成功点火，纯碱供给增长明确

03

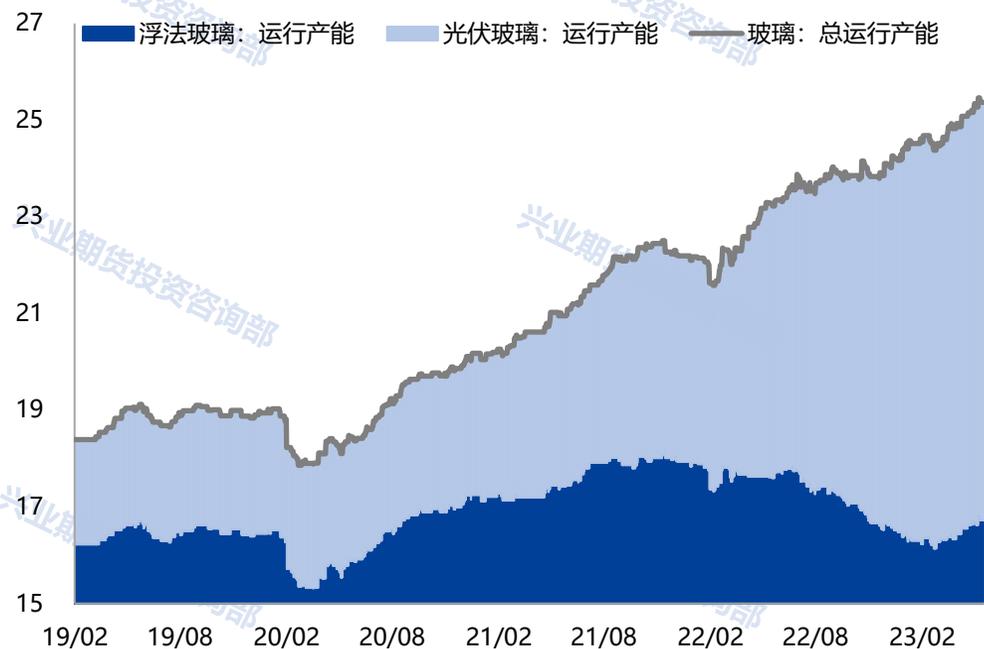
上游维持高产下游压缩库存，纯碱库存在上中游环节逐步积累

04

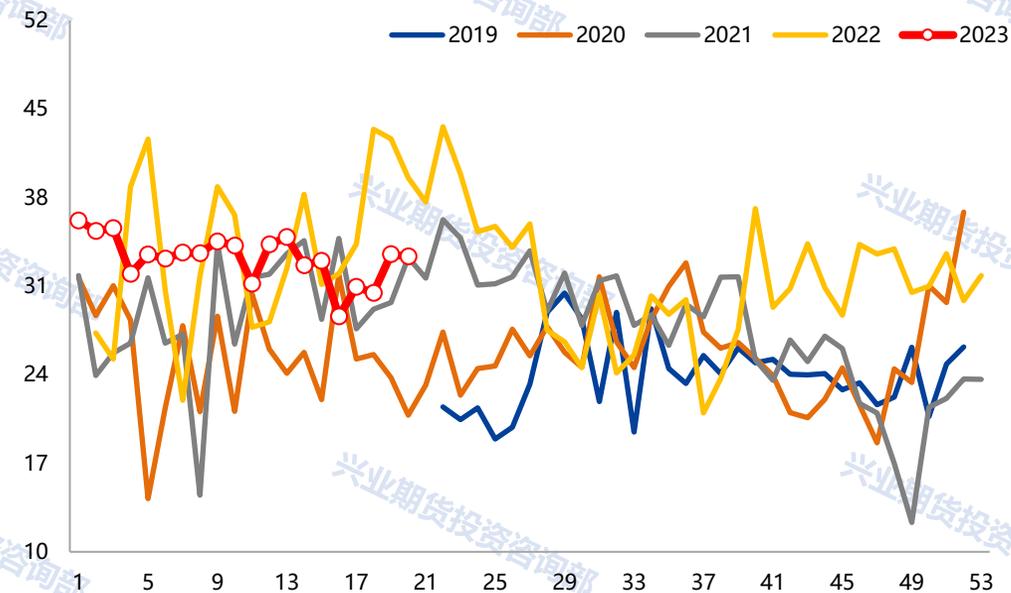
市场跌势未止，新单仍持空头思路

年初以来浮法玻璃运行产能保持平稳，但光伏玻璃投产速度远低于年初预估，基本保持每月新增1-2条产线的速度投产，今年以来仅净新增产能6450t/d，导致重碱需求增量低预期，也低于去年同期。截至本周五，重碱周度表观消费量录得33.34万吨，较上周小幅下降0.19万吨。

玻璃运行产能（更新至5.19）



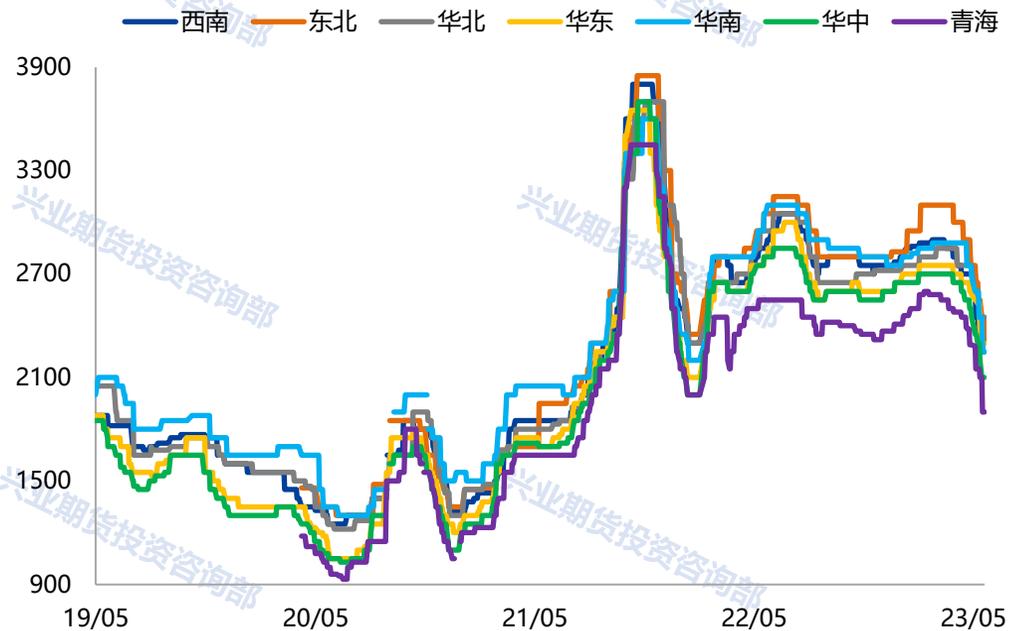
重碱表观消费量（更新至5.19）



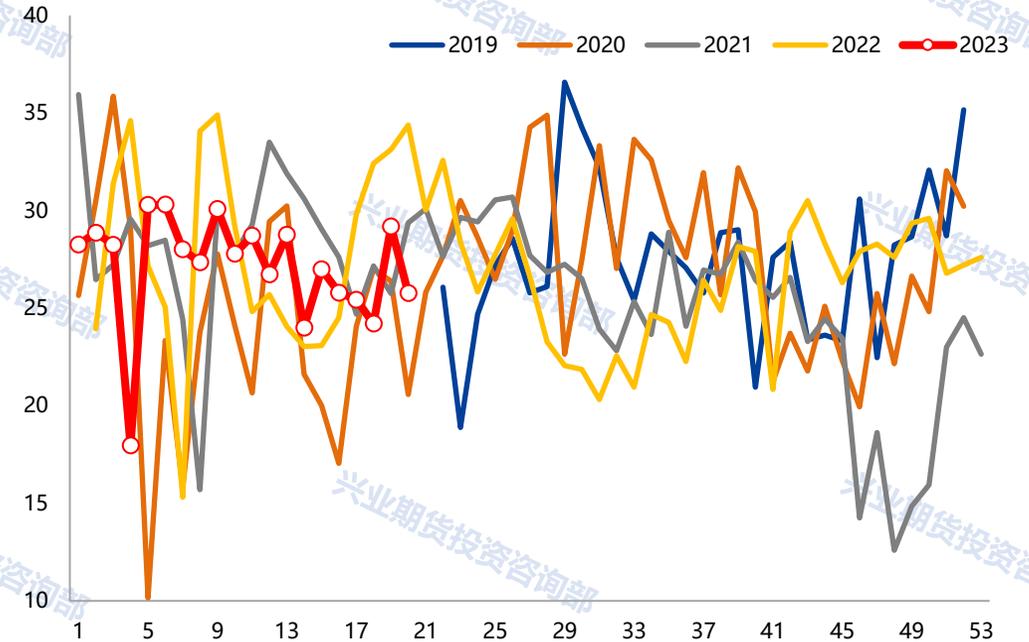
□ 轻碱下游消费表现疲软，其中泡花碱开工率小幅提升，但仅仅与2020年疫情期间水平接近，三聚磷酸钠开工率环比自高位开始回落，味精开工率也环比下行，小苏打开工率自3月底开始逐渐攀升，但仍低于去年同期。本周轻碱表观消费量录得25.76万吨，前值29.18万吨。4月起，轻碱现货价格开始加速下跌，市场情绪悲观。

□ 此外，随着海外能源价格回落，纯碱生产逐渐恢复，纯碱净出口量也有逐步下行的预期。

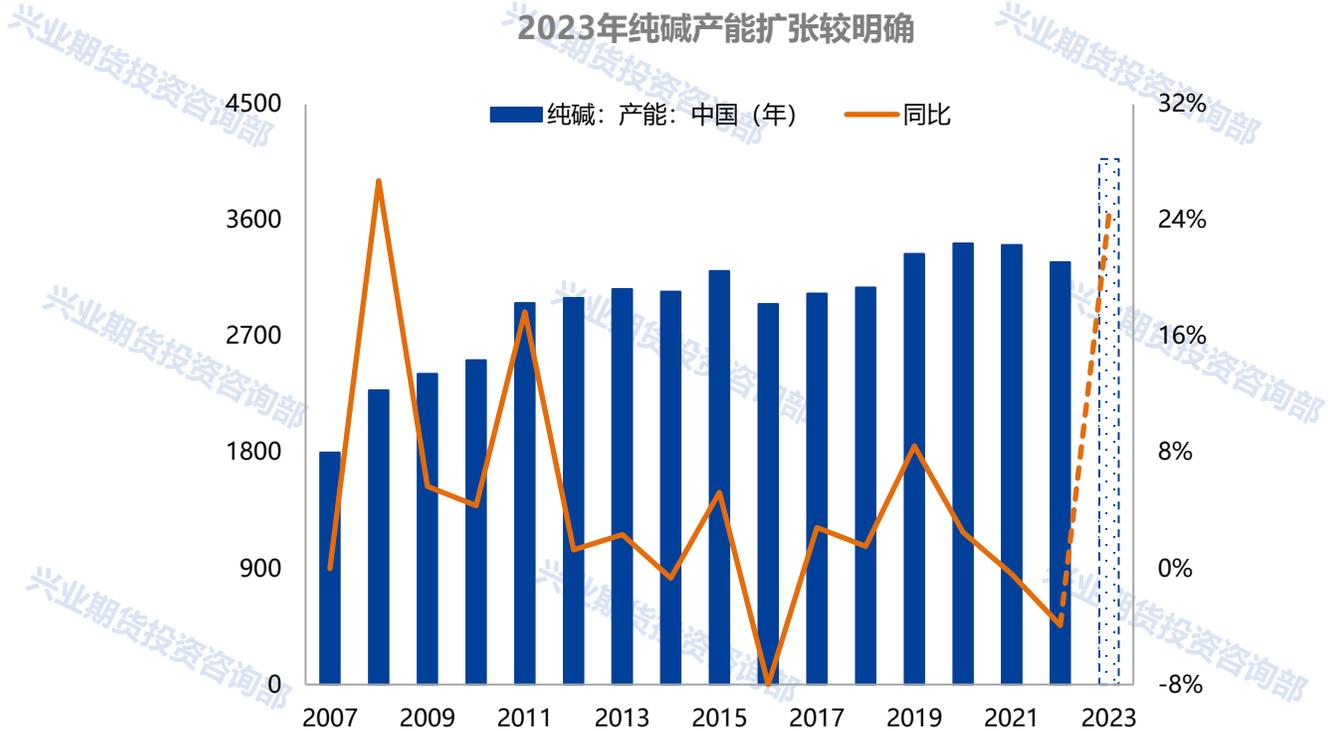
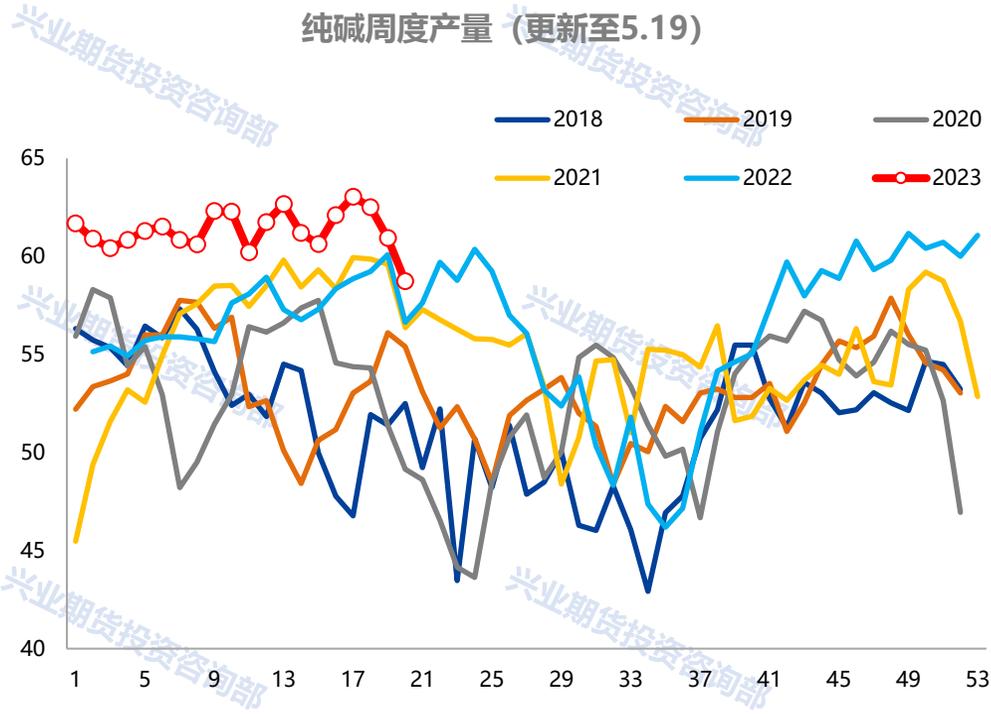
各地轻碱现货价格加速下跌（更新至5.19）



轻碱表观消费量（更新至5.19）



- 远兴能源新产能推进较为顺利，最新消息，5月20日远兴能源1期第一台锅炉成功点火，已开始进煤加温，第二台锅炉预计十年后进行点火。
- 2023年是纯碱产能扩张大年，计划净新增产能约800万吨（同比+24.4%），其中远兴能源新增产能500万吨，且大概率按计划投产。
- 由于远兴能源投产计划较明确，纯碱供给增长趋势明确，年初以来纯碱生产企业均尽量保持高位生产，以提前兑现纯碱盈利。
- 近两周虽然有部分装置检修，但现已陆续开始恢复生产。若纯碱企业无主动减产计划，未来不排除纯碱价格续跌倒逼碱厂亏损减产的可能。

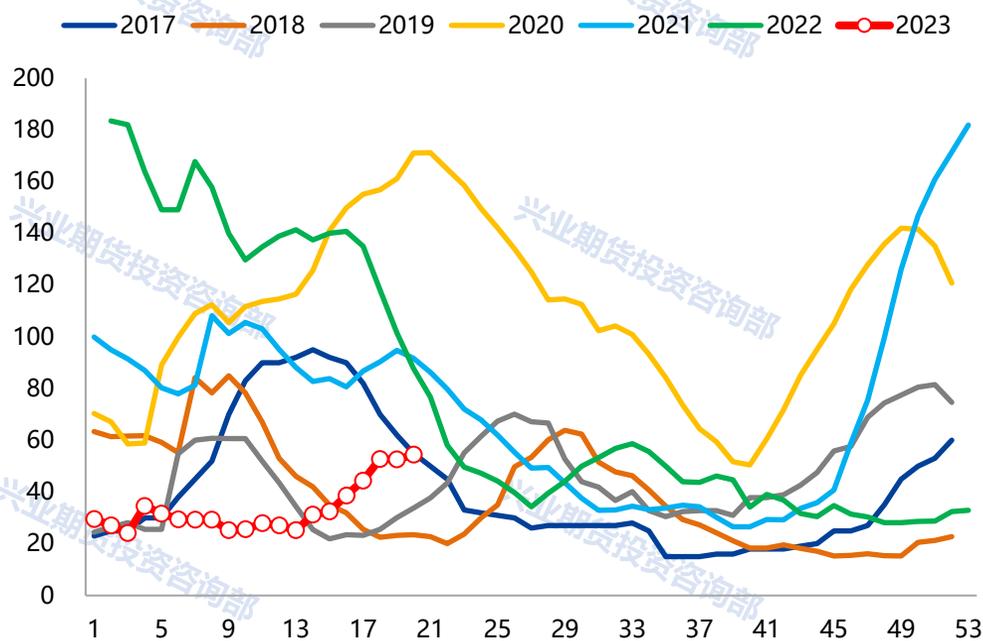




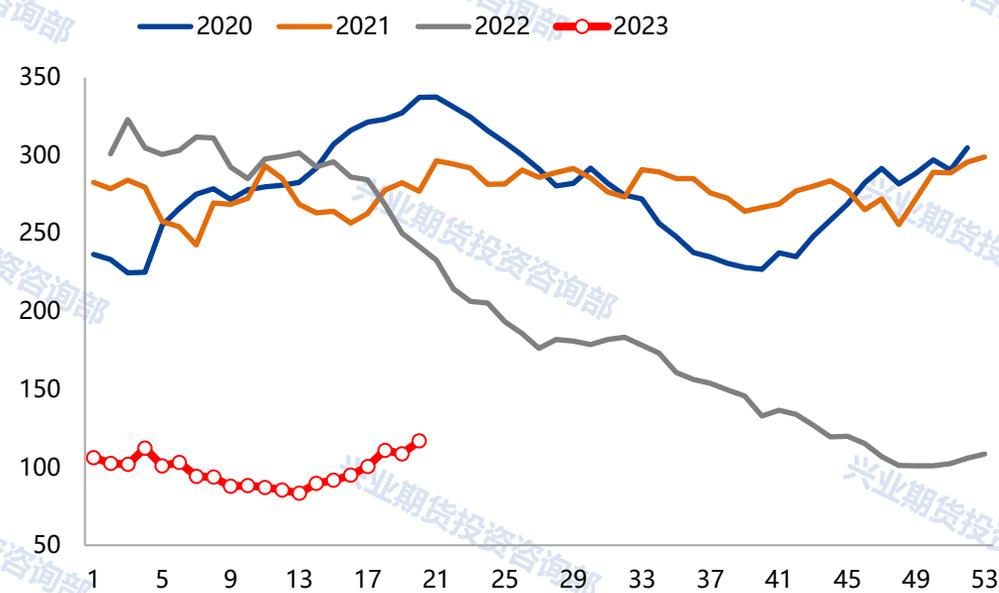
为应对远兴产能投产后带来的供给增长压力，纯碱生产企业倾向于维持高产提前兑现利润，而纯碱下游企业则倾向于压缩库存，降低库存贬值风险，叠加重点需求增量不及预期，轻碱消费疲软，纯碱库存逐步积累，且更多向上游纯碱生产环节积累。

本周纯碱（1）企业库存为54.42万吨，环比增加1.86万吨（+3.5%），待发订单小幅下降1天左右至9天，（2）社会库存增加，（3）玻璃企业纯碱库存可用天数降至14-15天左右，已压缩至低位。

纯碱企业库存（更新至5.19）



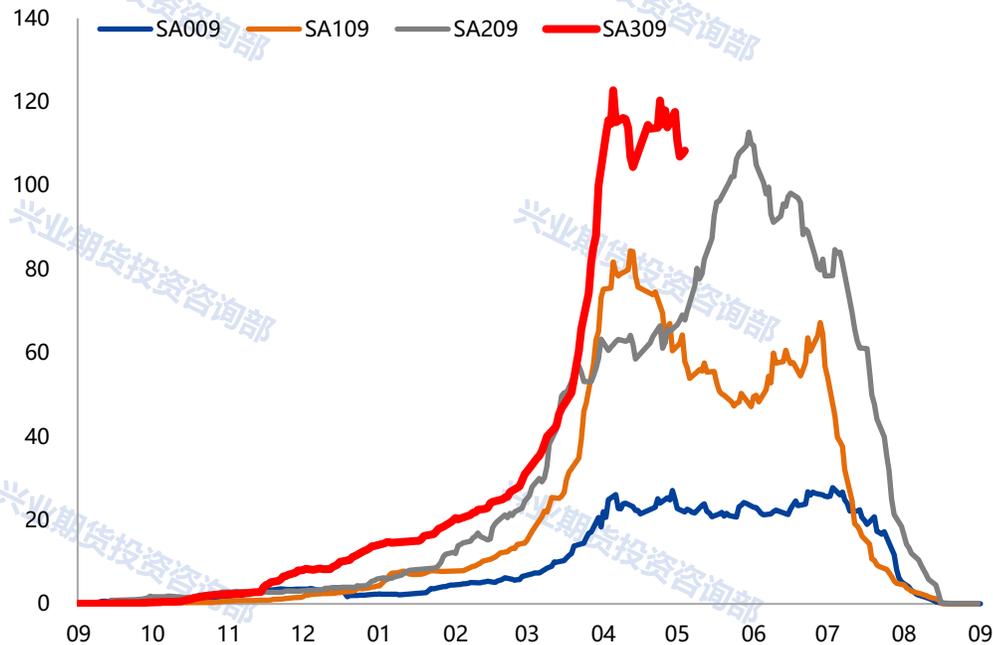
纯碱三环节库存（更新至5.19）



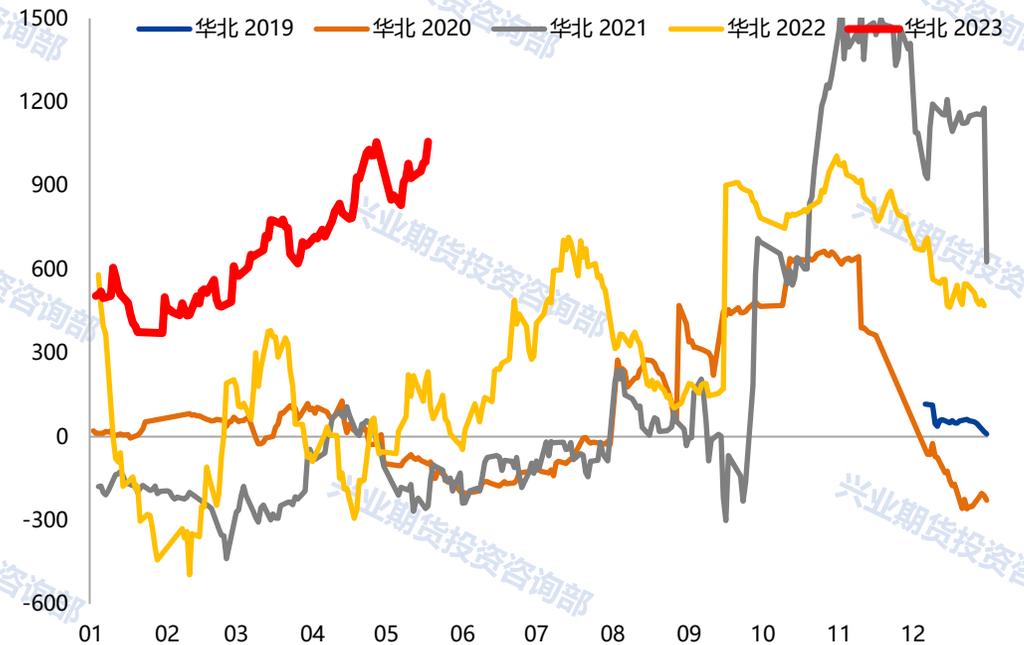
□ 市场悲观情绪较浓，期现货价格共振下跌，纯碱主力合约持仓量仍高达100万手以上，纯碱指数持仓量则继续创新高，显示市场多空依然存在分歧，多头尚未认输出局，伴随基本面利空的发酵，预计纯碱价格或继续向下试探成本底。目前氨碱法成本在1600元/吨附近，联碱法成本约为1300元/吨，天然碱法成本更低。

□ 建议纯碱维持空头思路，空单关注盘面持仓变化，鉴于供给端利空逐步落地，主力基差扩张至高位，若资金出现较大规模减仓离场的情况，空单有必要及时止盈离场。

纯碱05合约持仓量 (更新至5.19)



纯碱09合约基差 (更新至5.19)



沪铝

AL

01

水电铝占比持续抬升，西南电力短缺风险仍未解除

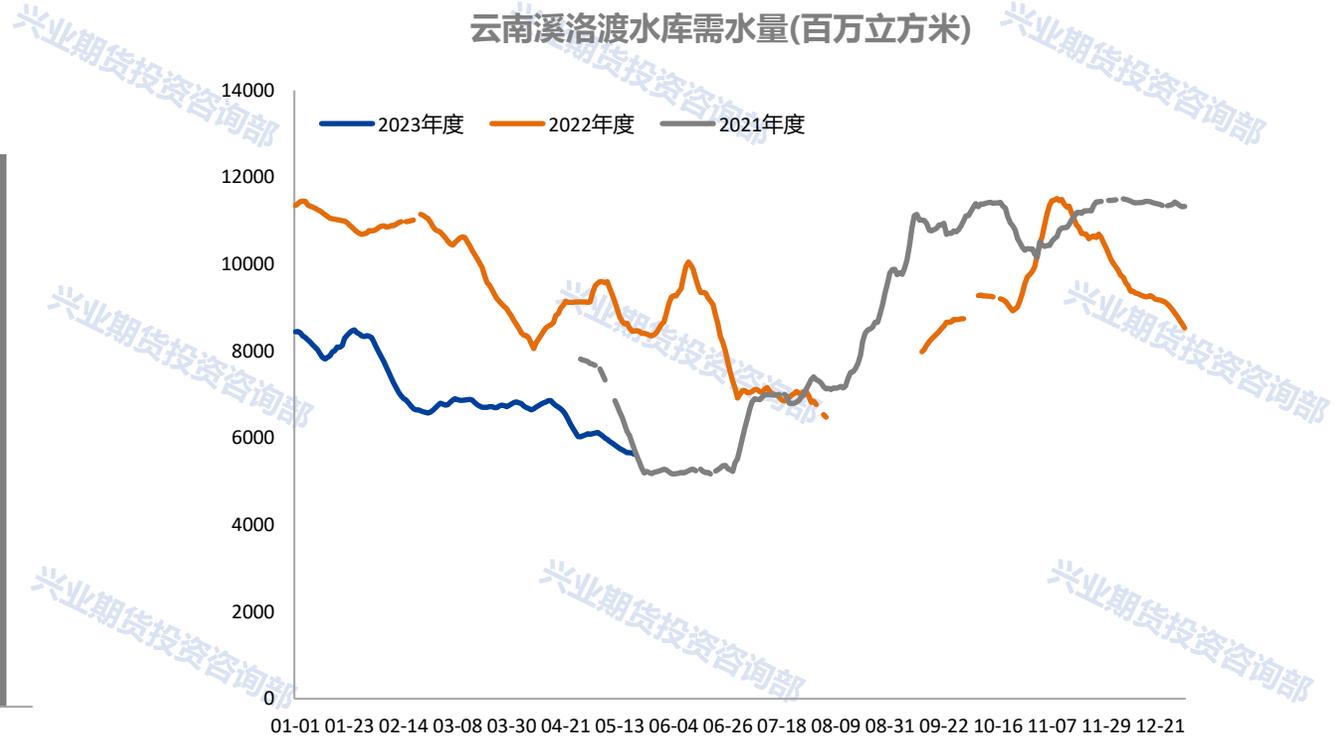
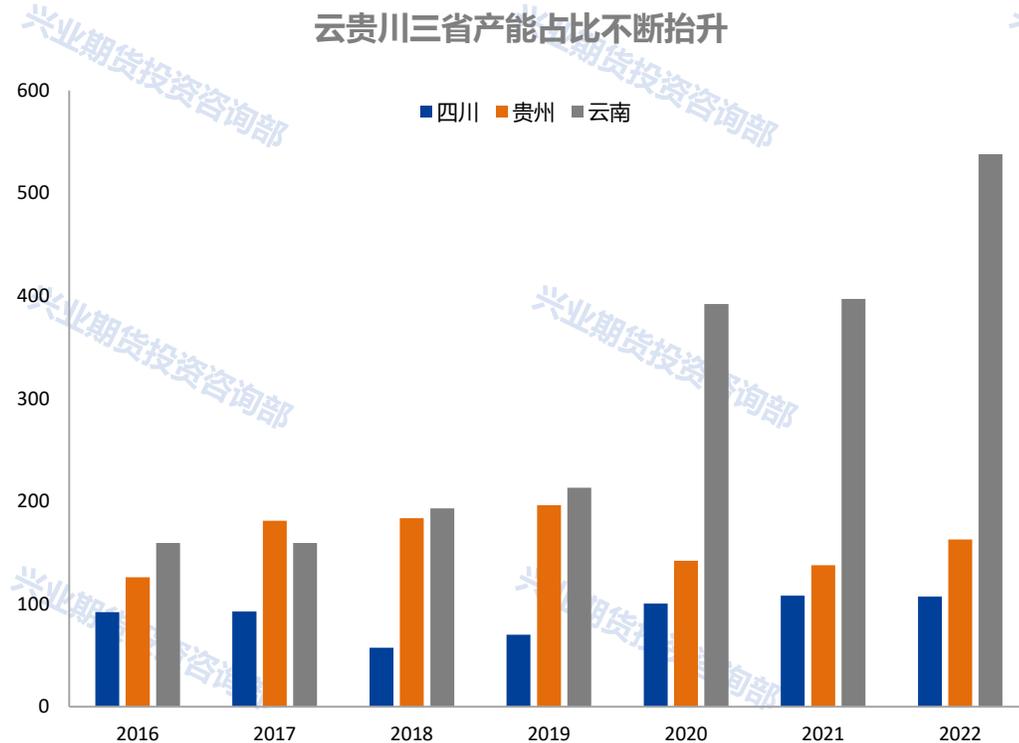
02

国内产量增长停缓，海外复产节奏较慢

03

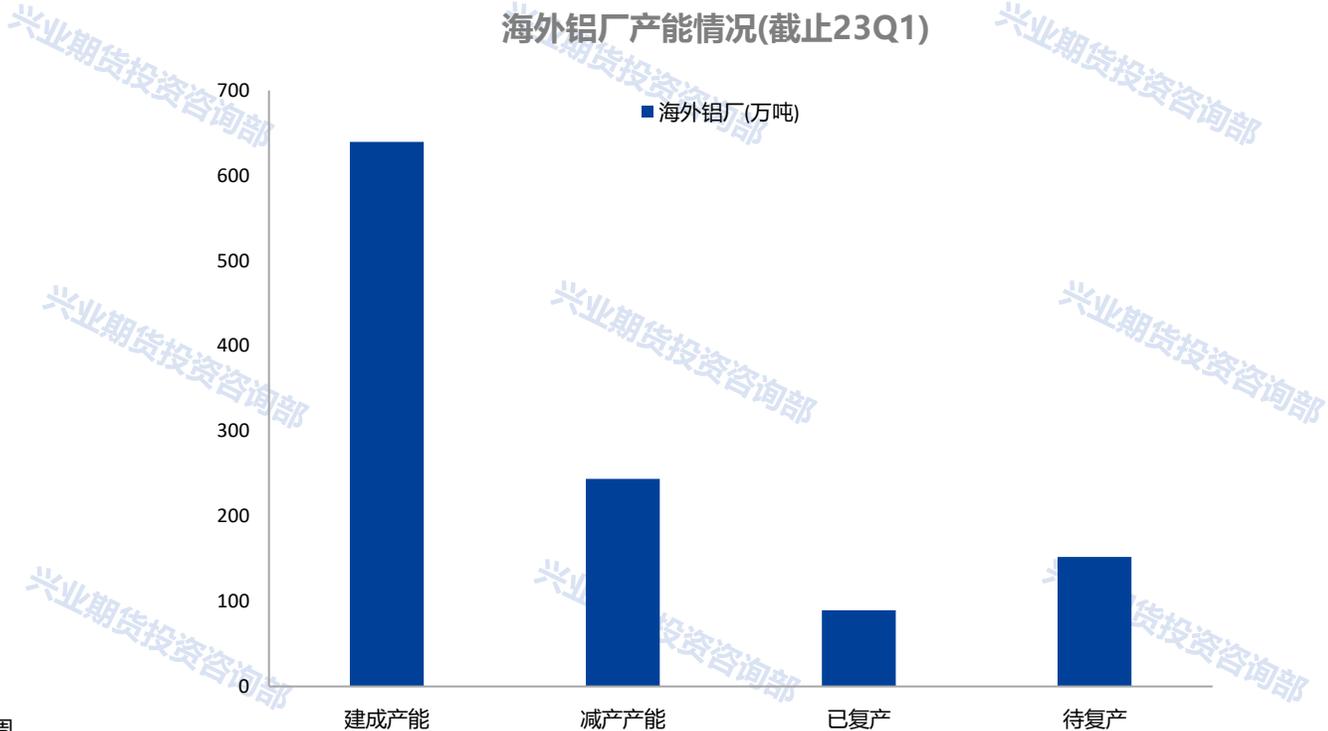
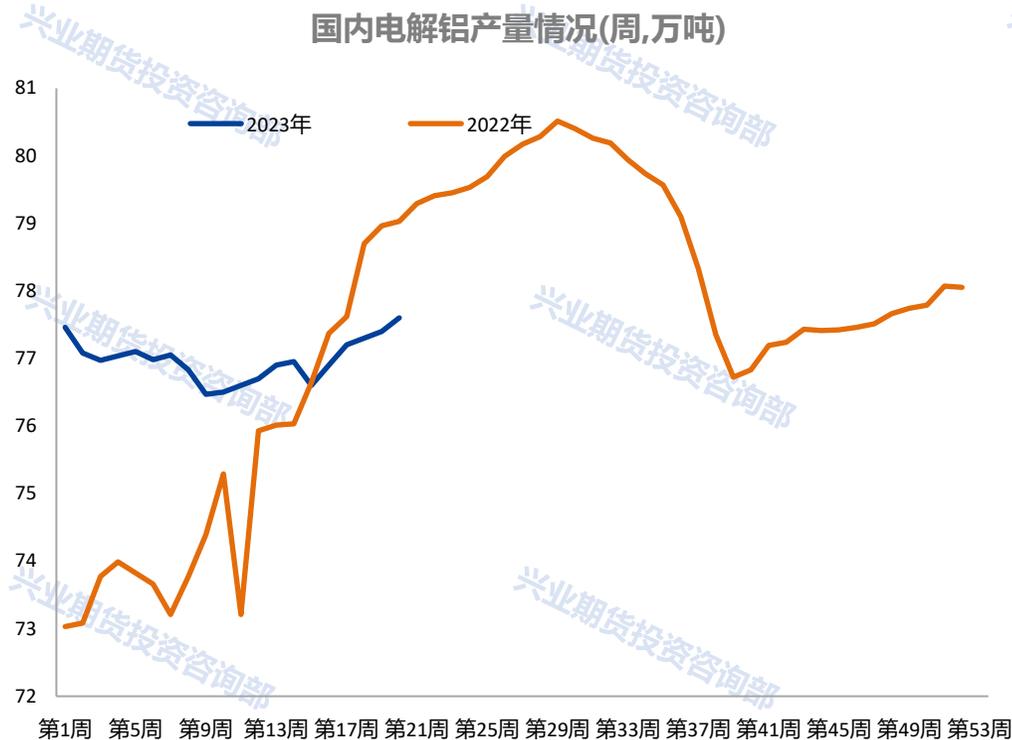
需求端仍有潜在利多，库存向下且处于历史同期低位

- 在电解铝产能不断向清洁能源推动的政策基调下，云贵川三地以水电铝为主的产能不断增加，尤其是云南地区自2020年以来建成产能不断抬升。目前云南地区限电政策仍未取消，对产能拖累作用持续增加。
- 从目前三峡水库以及云贵地区多个水库的水位情况来看，仍处于历史偏低水平，水电问题暂时难以缓解，且电解铝复产流程较长，预计后续电解铝供给仍相对紧张。



在产能天花板约束及水电短缺的共同作用下，国内近期电解铝产量的抬升速度出现明显放缓。根据MYSTELL数据，截止5月19日当周产量仅77.6万吨，低于去年同期79.03万吨。

在海外宏观经济整体表现较为疲弱，衰退预期较强的背景下，海外复产节奏较为缓慢。截止23年Q1，仍有151.95万吨的待复产产能，且其中较多产能复产时间仍存在不确定性。

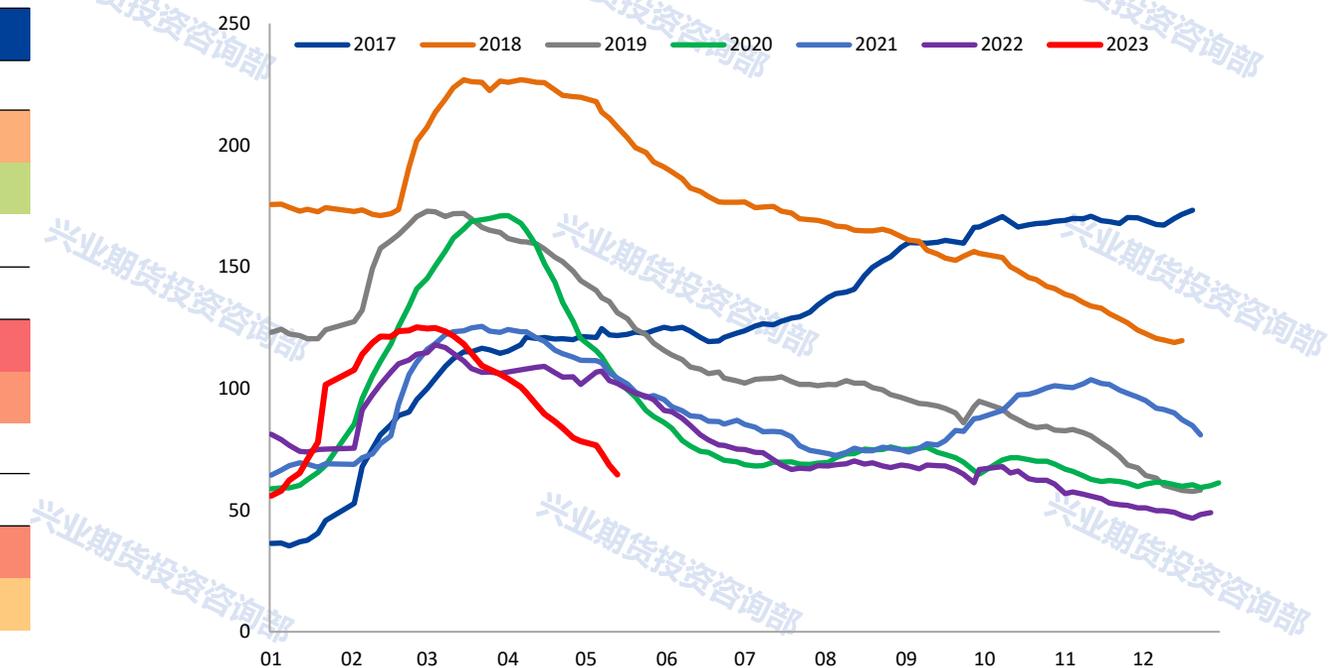


- 从下游开工情况来看，目前铝合金、铝型材和铝板带箔整体开工率均出现快速修复，且铝合金开工率处于近3年最高。而从历史表现来看，铝消费情况受地产竣工端的影响较为直接。目前竣工端修复的确定性仍较强，铝需求端仍存潜在利多。
- 库存方面，受到下游需求修复以及供给端的约束，社会库存正处于历史低位且仍在持续向下，预计库存下行仍将延续。

下游开工情况尚可

	1月	2月	3月	4月	5月
铝合金开工率(%)					
2021	55.80	31.98	50.55	53.44	49.98
2022	47.22	39.83	43.39	35.81	38.24
2023	29.16	44.10	57.20	56.26	
铝型材开工率(%)					
2021	50.83	38.32	50.92	57.72	57.99
2022	51.23	41.69	49.92	53.19	56.20
2023	34.63	50.67	55.02	54.52	
铝板带箔开工率(%)					
2021	68.38	54.67	72.42	78.23	76.68
2022	72.77	71.46	72.21	71.76	73.28
2023	53.24	64.91	69.31	67.59	

社会库存持续向下



棉花-PTA

CF-TA

01

多因素驱动下棉花减产概率大，低库存对市场形成支撑

02

美棉种植进度偏慢，得州旱情存在转差概率

03

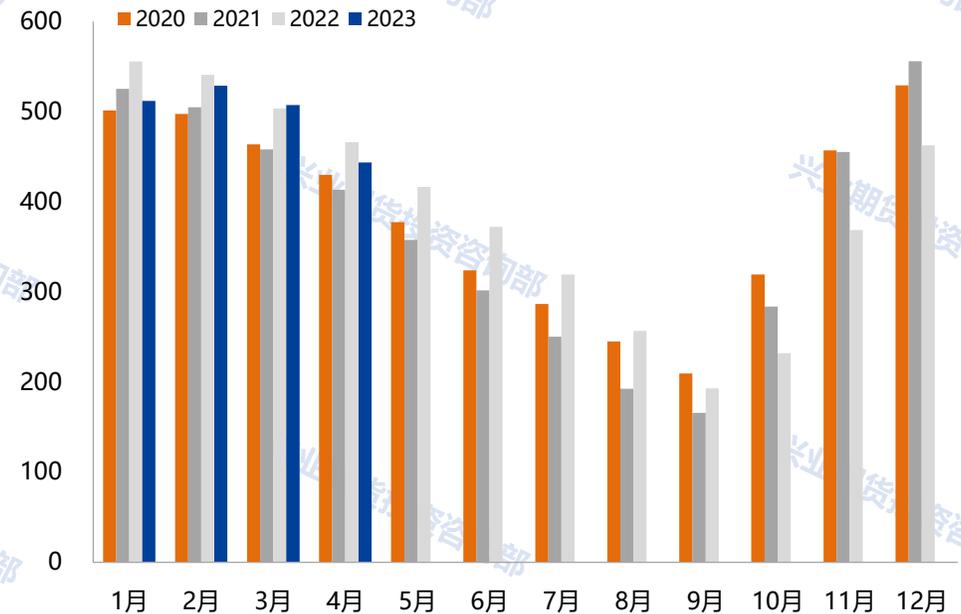
供需趋于宽松，PTA建议持空头思路

- 2023年棉花目标价格政策实施措施发布：在18600元/亩的目标价格政策下，棉花背靠补贴使农户基本不会亏损，但额外收益也相对受限。随着植棉成本长期持续高位并不断上涨，即便有棉花补贴可能也很难维持棉农收益，农户本身植棉意愿的下降可能将持续。
- 国内目前正值新棉生长关键期，新疆地区天气因素变化成为了市场关注焦点。最新播种进度相比往年推迟，亩产存在减少的可能性。目前棉花市场低库存+低仓单+天气扰动对市场形成支撑。

新年度棉花目标价格政策方向总体利多

	政策文件	目标价格	主要内容
2014.4.10	《关于发布2014年棉花目标价格的通知》发改电[2014]84号	19800	1.取消临时收储政策 2.依据目标价格决定是否补贴
2015.4.7	国家公布2015年新疆棉花目标价格	19100	1.继续实施棉花目标价格改革试点
2016.3.18	国家公布2016年新疆棉花目标价格	18600	1.继续实施棉花目标价格改革试点
2017.3.17	《国家发展改革委 财政部关于深化棉花目标价格改革的通知》发改价格[2017]516号	18600	1.棉花目标价格三年一定 2.调整优化补贴方法
2020.3.25	《国家发展改革委 财政部关于完善棉花目标价格改革的通知》发改价格[2020]474号	18600	1.构建目标价格长效机制 2.合理引导棉花生产 3.加快全疆统一市场建设 4.探索新型补贴方式
2023.4.14	《国家发展改革委 财政部关于完善棉花目标价格政策实施措施的通知》发改价格[2023]369号	18600	1.稳定目标价格水平： 18600元/吨 2.固定补贴产量： 510万吨 3.完善操作措施： 优质优补、次宜棉区退出 、统一市场建设等

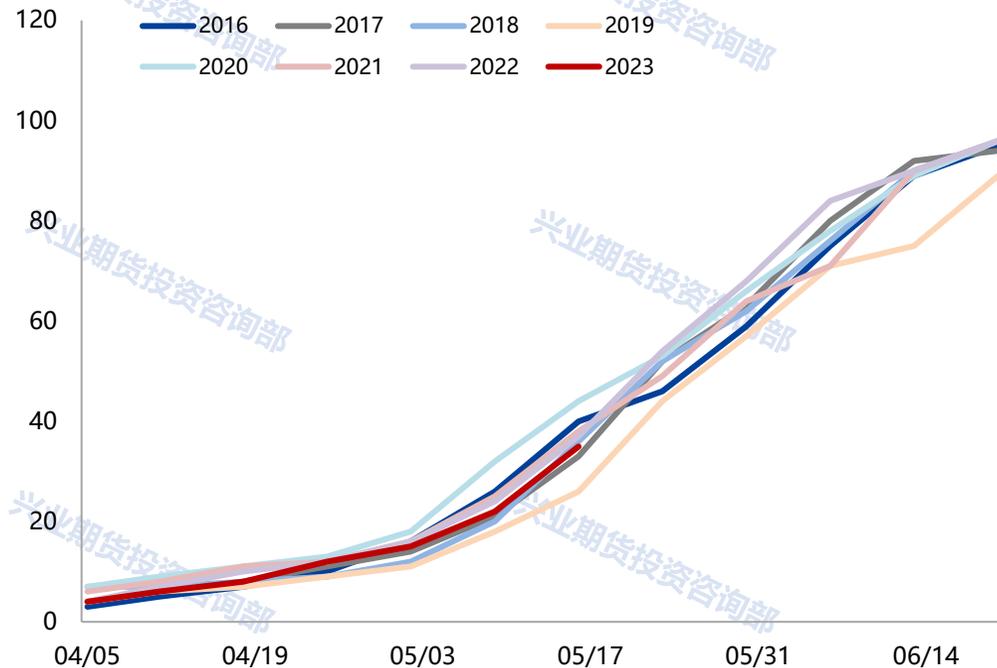
纺织用棉需求良好，棉花商业库存同比低位



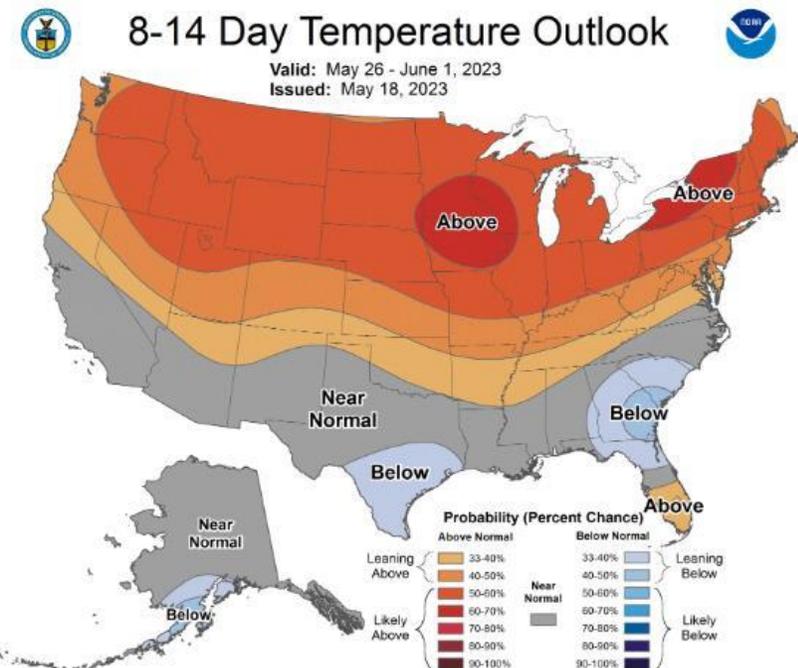
套利策略（棉花-PTA）：美棉种植进度偏慢，得州旱情存在转差概率

- 美棉方面，据USDA最新数据来看，新年度美棉播种进度同比有所落后，处于近五年偏慢水平。至5月15日全美棉花播种进度35%，较去年同期落后2个百分点，较近五年平均水平落后1个百分点。
- 由于未来降雨量预期较少，得州中部及中北部地区仍有中度干旱。多棉区降雨不合时宜，或不利于新棉播种。

美国新苗播种较5年平均偏慢 (5.15)

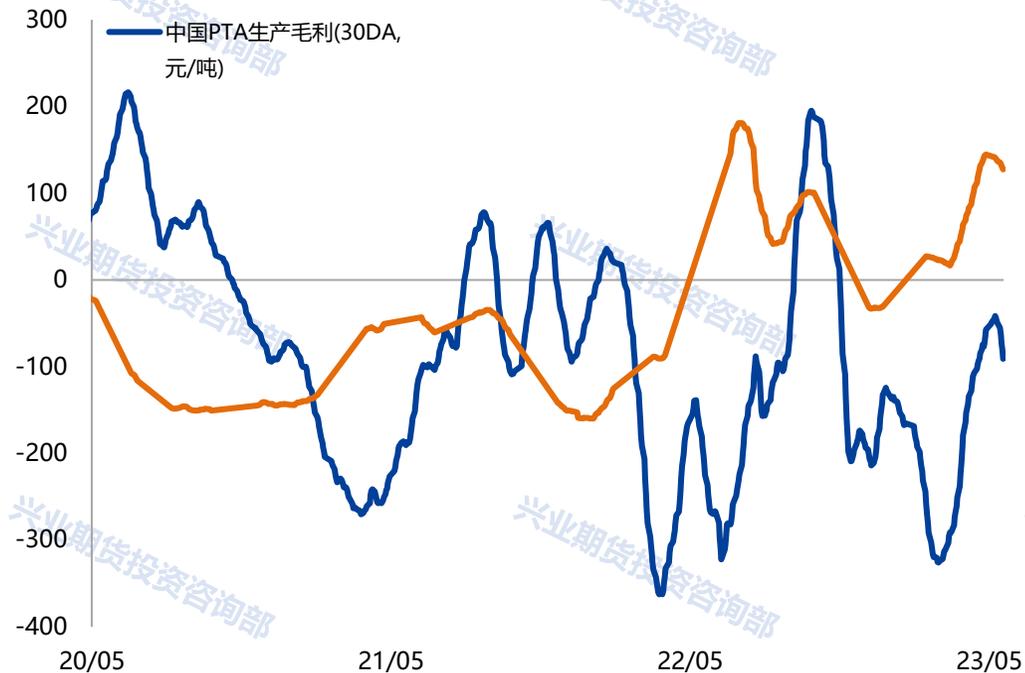


美国近期各棉区近期气温偏低 (5.18)



- PTA方面，目前PTA开工率高位整体供应相对宽松，预计5月PTA产量小幅增加，PTA前期流通货源紧张的局面将逐渐缓解、供应持续增长。下游方面，聚酯开工在订单偏弱背景下逐步降负，各品种利润表现依旧低迷，对原料的备货意愿较低。总体需求端对原料支撑不佳。
- 总体而言，PTA开工高位供应趋于宽松、下游需求端聚酯企业开工不高，织造端进入淡季、订单下降，PTA短期易涨难跌，建议仍持空头思路。

供应端利润回升、开工或趋于稳定 (5.21)



下游需求端聚酯企业减产降负 (5.21)



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