

防守反击：2H23 的潜在风险



报告日期：2023 年 7 月 7 日

★美国：通胀降速不及预期，市场提前交易货币政策预期：
尽管通胀压力已经降至 2021 年 3 月以来的最低水平，但我们认为后续降速可能不及预期，甚至存在二次抬升后“双峰通胀”的风险，这也可能致使美联储重启加息以降低“双峰通胀”的可能性。需要警惕市场提前交易的风险，无论是重启加息还是遥不可及的降息。短期来看，7 月重启加息的概率较大，我们认为美元指数将阶段性走强，而大宗商品价格则存在承压运行的可能；长期来看，由于利率即将见顶，重启加息后市场可能在 2H23 提前交易降息的预期，届时美元指数有回调风险，且大宗商品价格预计相应反弹。

★中国：经济复苏面临多重困扰，需求侧恢复缓于供给侧：
当前我国青年失业率高企，居民消费信心不足，房地产行业短期内难有改善势头，同时经济发展受到美国恶意打压，市场存在过度悲观的情绪。基于我们预测的“疤痕效应”合理时长与实际消费者信心回暖情况来看，我们认为在 1H24 整体消费者信心有望恢复至疫前水平，但 2H23 仍然会受到消费避险情绪的影响，需求侧整体恢复缓于供给侧，市场氛围预计保持悲观，但需要警惕的是一旦部分经济数据或外部新闻存在利好，大宗商品市场可能会受到“加倍”刺激而引起剧烈波动，建议及时对商品价格加以锁定。

★1H23 上市公司风险管理回顾：
已有约 927 家上市公司在 1H23 发布了约 2151 条风险管理的相关公告，其中包括套期保值业务公告 951 条、衍生品业务可行性分析报告 473 条、衍生品交易核查意见公告 382 条、衍生品业务相关制度与办法 242 条、衍生品交易情况报告 49 条、衍生品交易额公告 44 条、交割库相关业务公告 8 条、衍生品交易核查意见与交易情况联合公告 1 条、衍生品交易额与可行性分析联合公告 1 条。

★大宗商品风险管理指数：
具体指数与策略详参本报告第二部分。

★风险提示：
美国通胀降速较快，7 月未重启加息；
中国经济复苏较快，需求侧加速恢复。

曹洋 首席分析师（有色金属）
从业资格号：F3012297
投资咨询号：Z0013048
Tel：8621-63325888-3904
Email：yang.cao@orientfutures.com

联系人 吴奇翀
从业资格号：F03103978
Tel：8621-63325888
Email：qichong.wu@orientfutures.com

相关研报
2022.12.28 《为之于未有，治之于未乱》
2023.1.20 《双重博弈视角下的大宗商品》
2023.2.13《多一点真诚，少一点套路——“托克镍”事件的浅研》
2023.2.21 《通胀回落不及预期下的避险》
2023.4.11 《汽车企业大宗商品风险管理》
2023.5.15 《宏观风起，大宗价摇。多舛之际，风险何在？》

目录

1、2H23 的潜在风险主要集中于中美两国.....	5
1.1、美国：通胀降速不及预期，市场提前交易货币政策预期.....	5
1.2、中国：经济复苏面临多重困扰，需求侧恢复缓于供给侧.....	11
2、大宗商品风险管理指数.....	14
2.1、1H23 上市公司风险管理回顾.....	14
2.2、有色产业风险管理.....	16
2.3、黑色产业风险管理.....	18
2.4、化工产业风险管理.....	21

图表目录

图表 1：美国 CPI 分项权重、同比及环比变动.....	5
图表 2：EIA 美国炼厂原油加工量.....	6
图表 3：EIA DPR 页岩油钻井、完井、DUC 数（个）.....	6
图表 4：美国房价和房贷利率.....	7
图表 5：美国平均时薪增速.....	7
图表 6：美国农产品种植面积与库存同比存在明显下降.....	8
图表 7：CPI 同比——警惕“双峰通胀”风险.....	8
图表 8：2023 年 3 月 FOMC 会议点阵图.....	9
图表 9：2023 年 6 月 FOMC 会议点阵图.....	9
图表 10：截至 2023 年 6 月 30 日市场预测的利率区间概率（%）.....	9
图表 11：美联储大幅上调 2023 年美国经济增长的预期（%）.....	10
图表 12：当前我国居民消费信心不足.....	11
图表 13：当前我国青年失业率高企.....	11
图表 14：新增人民币贷款.....	12
图表 15：新增人民币存款.....	12
图表 16：中国居民对房价及收入的预期.....	12
图表 17：中国居民未来资产配置决策.....	12
图表 18：全球商品贸易额再次创纪录.....	13
图表 19：中美商品贸易额创历史新高.....	13
图表 20：上市公司风险管理公告数量.....	14
图表 21：套期保值公告内容.....	14
图表 22：发布套期保值公告的上市公司数量.....	14
图表 23：1H23 发布风险管理相关公告上市公司的行业分布（中信一级）与参与率.....	15
图表 24：大宗商品风险管理指数_有色.....	16
图表 25：中国新能源车销量.....	17
图表 26：电解铝生产成本.....	17
图表 27：国内锌锭社会库存.....	18
图表 28：镍库存情况.....	18
图表 29：大宗商品风险管理指数_黑色.....	18
图表 30：房屋新开工面积累计同比.....	19

图表 31 : 澳大利亚+巴西发货量.....	19
图表 32 : 247 钢厂焦化厂炼焦煤库存.....	20
图表 33 : 247 钢厂焦化厂开工率.....	20
图表 34 : 大宗商品风险管理指数_化工产业.....	21
图表 35 : PTA 社会库存.....	22
图表 36 : 甲醇中国主要企业周度开工率.....	22
图表 37 : PVC 行业平均开工率周统计.....	23
图表 38 : 中国港口木浆库存.....	23

1、2H23 的潜在风险主要集中于中美两国

2H23 的潜在风险主要集中于中美两国之间。美国通胀降速不及预期，甚至存在二次抬升的风险，可能致使美联储重启加息以降低“双峰通胀”的可能性，而更需要警惕的是市场提前的交易，无论是提前交易重启加息或是遥不可及的降息。对于中国而言，青年失业率高企，居民消费信心不足，疫后消费避险情绪保持至今，叠加房地产行业短期内难有改善势头，以及经济发展受到美国恶意打压，最终导致经济复苏面临多重困扰，需求侧恢复缓于供给侧，以至于市场存在过度悲观的负面情绪。

1.1、美国：通胀降速不及预期，市场提前交易货币政策预期

尽管通胀压力已经降至 2021 年 3 月以来的最低水平，但我们认为后续降速可能不及预期，甚至存在二次抬升后“双峰通胀”的风险。根据美国劳工部公布的 5 月 CPI 数据，CPI 同比增 4.0%，增幅连续十一个月下滑，较去年 6 月的 9.1% 回落明显，季调 CPI 环比增 0.1%；核心 CPI 同比增 5.3%，较去年 9 月的 6.6% 回落明显，环比稳定增 0.4%。从细分项同比来看，食品、能源、核心服务分别较上月下降 1、6.6、0.2 个百分点，而核心商品与上月持平。能源为通胀的主要下拉项，但其下拉力量预计减弱；核心服务为通胀的主要支撑项，且粘性较强，其中房租和薪资逐渐成为“顽疾”，而食品则预计降速放缓。

图表 1：美国 CPI 分项权重、同比及环比变动

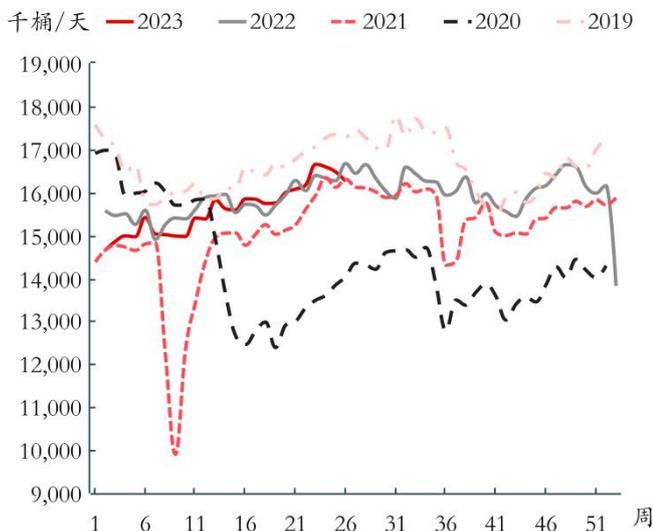
CPI 分项	权重 (%)	2023 年 5 月未经调整 (%)		2023 年季调环比 (%)		
		同比	环比	3 月	4 月	5 月
所有项目	100	4.0	0.3	0.1	0.4	0.1
食品	13.436	6.7	0.2	0.0	0.0	0.2
家庭食品	8.632	5.8	0.1	-0.3	-0.2	0.1
谷物烘焙	1.168	10.7	0.1	0.6	0.2	0.0
肉禽鱼蛋	1.799	0.3	-0.9	-1.4	-0.3	-1.2
乳制品	0.799	4.6	-0.6	-0.1	-0.7	-1.1
水果蔬菜	1.467	2.7	1.4	-1.3	-0.5	1.3
非酒精饮料	1.043	8.7	0.3	0.2	-0.1	0.7
其他食物	2.354	9.2	0.1	0.4	0.2	0.4
非家用食品	4.804	8.3	0.5	0.6	0.4	0.5
能源	6.978	-11.7	-1.2	-3.5	0.6	-3.6
能源商品	3.732	-20.4	-1.7	-4.6	2.7	-5.6
燃油	0.123	-37.0	-7.7	-4.0	-4.5	-7.7
发动机燃料	3.547	-20.0	-1.4	-4.7	2.8	-5.6
汽油	3.459	-19.7	-1.4	-4.6	3.0	-5.6
能源服务	3.247	1.6	-0.8	-2.3	-1.7	-1.4
电力	2.511	5.9	-0.4	-0.7	-0.7	-1.0
燃气服务	0.735	-11.0	-2.0	-7.1	-4.9	-2.6
核心项目	79.586	5.3	0.4	0.4	0.4	0.4
核心商品	21.347	2.0	0.4	0.2	0.6	0.6
服装	2.565	3.5	-0.3	0.3	0.3	0.3

新车	4.278	4.7	0.2	0.4	-0.2	-0.1
二手车	2.673	-4.2	3.2	-0.9	4.4	4.4
医疗保健品	1.456	4.4	0.6	0.6	0.5	0.6
酒精饮料	0.836	4.8	0.5	0.1	0.5	0.5
烟草	0.496	6.3	0.6	0.8	0.1	0.6
核心服务	58.238	6.6	0.4	0.4	0.4	0.4
住宅	34.564	8.0	0.6	0.6	0.4	0.6
主要房租	7.542	8.7	0.5	0.5	0.6	0.5
其他租金	25.432	8.0	0.5	0.5	0.5	0.5
医疗服务	6.423	-0.1	-0.1	-0.5	-0.1	-0.1
医生服务	1.799	-0.1	-0.5	-0.2	0.0	-0.5
医院服务	1.909	3.7	1.0	-0.4	0.5	1.0
运输服务	5.884	10.2	0.8	1.4	-0.2	0.8
车辆保养修理	1.106	13.5	0.6	0.3	0.5	0.6
车辆保险	2.591	17.1	1.7	1.2	1.4	2.0
机票	0.630	-13.4	1.3	4.0	-2.6	-3.0

资料来源：BLS，东证衍生品研究院

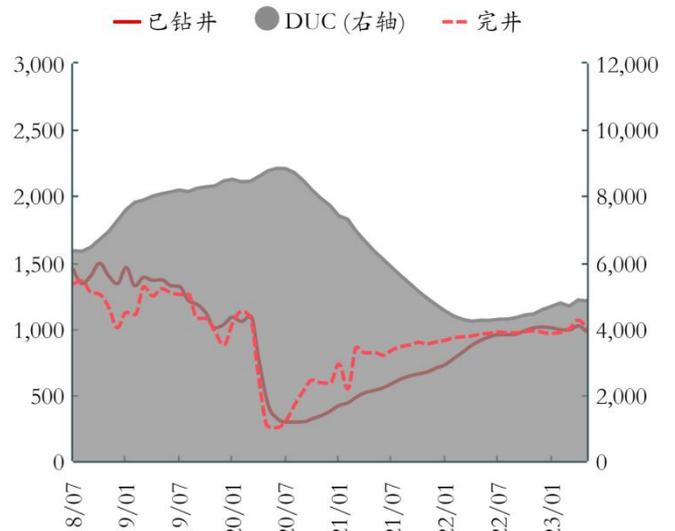
当前能源是美国通胀降温的主要贡献项，但其下拉力量预计将逐步减弱。受益于能源价格回落与去年同期高基数的影响，能源项同比跌幅达到 11.7%，为近 3 年以来的新低。从 2H23 的需求侧来看，受到海外央行持续加息的影响较弱，整体消费状态保持复苏；而从供给侧来看，OPEC+ 成员国减产计划延长至 2024 年底，此外沙特 7 月额外自愿减产 100 万桶/日，同时从美国已钻但未完工油井（DUC）变化量和新井增加数等数据来看，目前产量主要依靠旧井，页岩油增产节奏不及预期。因此，我们认为 3Q23 油价有望震荡筑底，阶段性去库存使 3Q23 油价中枢逐步上移，整体 2H23 能源价格存在上行动力，可能助推能源项通胀的抬升。

图表 2：EIA 美国炼厂原油加工量



资料来源：Bloomberg，东证衍生品研究院

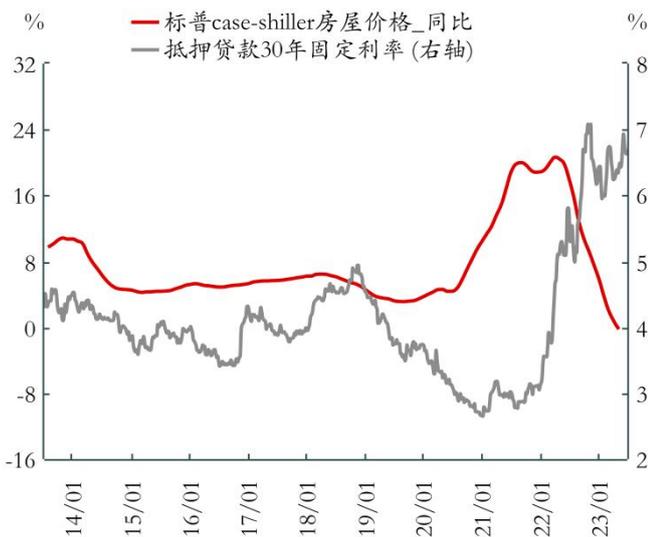
图表 3：EIA DPR 页岩油钻井、完井、DUC 数 (个)



资料来源：Bloomberg，东证衍生品研究院

房租和薪资通胀仍是导致当前 2H23 核心通胀压力较大的“顽疾”。5 月核心服务同比微降至 6.6%，保持在上世纪 80 年代以来的历史高位，仍是核心通胀难降最主要的推手。根据我们在 5 月 15 日报告《宏观风起，大宗价摇。多舛之际，风险何在？》中得出的结论，彼时住宅项保持高速增长，房租通胀未有见顶的迹象，叠加薪资增速的强韧性导致了核心服务通胀的强粘性，成为整体通胀下行的重要阻力，只有在劳动力市场降温之时，核心服务通胀方能有缓和之机。鉴于当前美国房价增速已从高点逐步回落至负增长，根据房租滞后房价的原理，房租通胀或在 4Q23 左右出现缓解。同时，由于美国劳动力市场降温的信号在增强，我们认为薪资通胀也有望保持降速。因此，2H23 美国核心服务通胀或依托于房租和薪资通胀两大“顽疾”的解决而有所缓解，但整体进度会受到就业市场强韧性的拖累。5 月核心商品通胀同比持平 2.0%，但当前美国汽车库存偏低，导致二手车价格跌幅收窄，叠加超额储蓄支撑下居民需求整体平稳，二手车通胀降速预计持续减弱，核心商品通胀可能在 2H23 有所反弹。

图表 4：美国房价和房贷利率



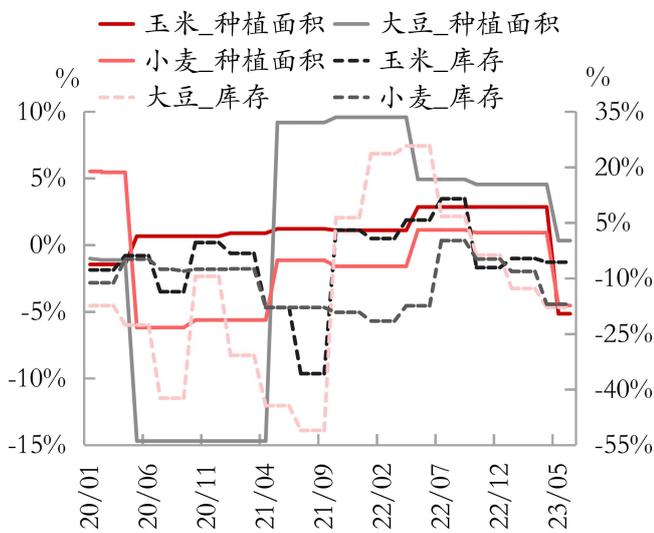
资料来源：Bloomberg，东证衍生品研究院

图表 5：美国平均时薪增速

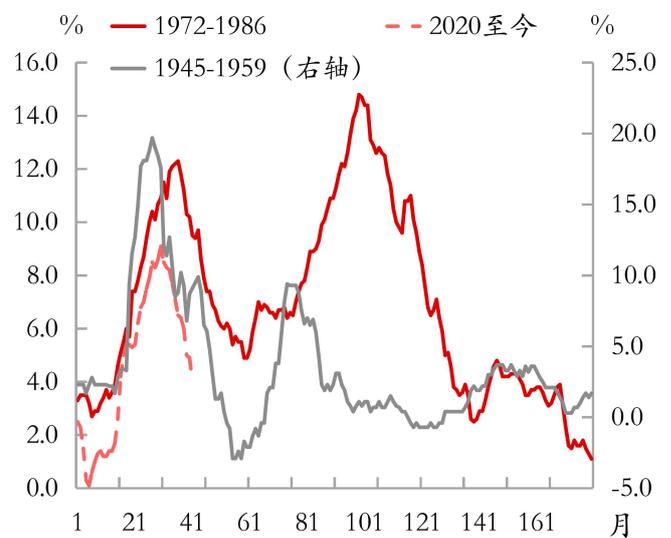


资料来源：Bloomberg，东证衍生品研究院

食品通胀今年以来始终保持回落，但目前水平依然较高。根据 6 月 30 日美国农业部种植面积报告，当前美国玉米库存为 41.06 亿蒲式耳，同比下降 5.6%，达到 2014 年以来最低值；大豆种植面积为 8350.5 万英亩，较 2022 年的 8745 万英亩减少 4.5%，库存为 7.96 亿蒲式耳，同比下降 17.7%；小麦种植面积为 4962.8 万英亩，亦低于市场预估，库存为 5.8 亿蒲式耳，同比下降 17.0%，达到 2008 年以来最低值。因此，在种植面积下降与季度库存偏低的情况下，我们认为 2H23 美国农产品价格较为坚挺，食品通胀降速预计放缓，且将拖累整体通胀下行的进度。

图表 6: 美国农产品种植面积与库存同比存在明显下降


资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 7: CPI 同比——警惕“双峰通胀”风险


资料来源: Bloomberg, 东证衍生品研究院

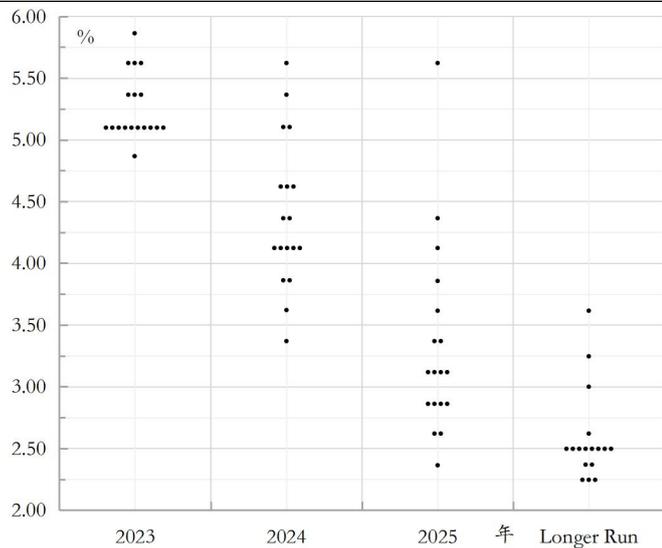
通胀的带来风险不仅是降速不及预期，还有可能是二次抬升后的“双峰通胀”。在2月21日的报告《通胀回落不及预期下的避险》中，我们提出过“双峰通胀”在彼时的情况下难以迅速发生，但鉴于前述能源项通胀的抬升、核心服务通胀降温受到就业市场强韧性的拖累、核心商品通胀存在反弹可能，叠加整体的低基数效应，我们认为后续美国通胀存在二次抬升的风险，这也可能致使美联储重启加息以降低“双峰通胀”的可能性，尽管目前6月FOMC会议已暂停了加息。

美联储6月暂停加息符合市场的预期，在《宏观风起，大宗价摇。多舛之际，风险何在？》中，我们研究了今年3次FOMC会议里鲍威尔的发言，发现其对于暂停加息的表态呈现渐进式特征，同时后续操作基本与市场观点一致——

- 2月第一次会议：“今年不宜降息”（“it will not be appropriate to cut rates this year”）、“我们需要在更长时间内保持较高的利率”（“we’ll need to keep rates higher for longer”）、“在一段时间内保持紧缩”（“maintaining a restrictive stance for some time”）、“反通胀进程首次启动”（“for the first time that the disinflationary process has started”）；
- 3月第二次会议：“今年不会看到降息”（“don’t see rate cuts this year”）、“判断货币政策应对为时过早”（“too soon to tell how monetary policy should respond”）、“如果我们需要加息，我们会的”（“if we need to raise rates higher, we will”），同时提出“我们看到了信贷紧缩的可能性”（“we see the likelihood of credit tightening”），从结果来看符合市场彼时的观点——即将暂停加息；
- 5月第三次会议：“降息是不合适的”（“it would not be appropriate to cut rates”）、“货币政策是紧缩的”（“policy is tight”）、“实际利率远超中性利率”（“meaningfully above … the neutral rate”），同时提出暂停加息“可能离我们不远了”（“we may not be far off for”）、“未来的政策行动将取决于事态的发展”（“future policy actions will depend on how events unfold”），结果再次印证了市场6月暂停加息的观点。

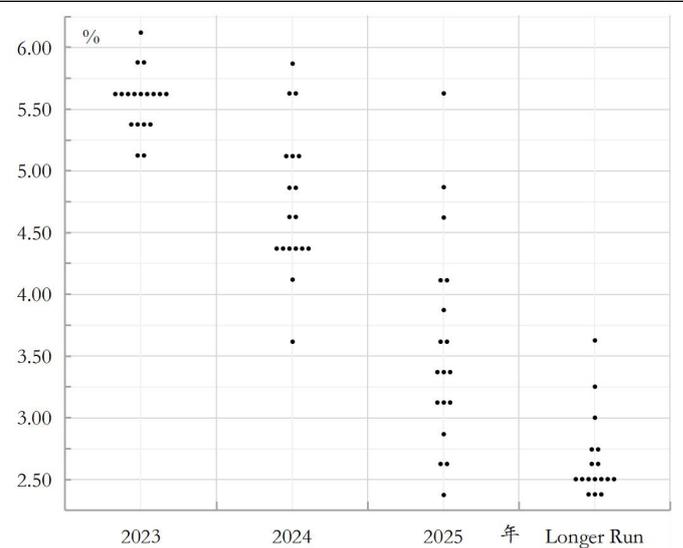
而在6月第四次会议上，鲍威尔提出：“通胀压力居高不下，还有很长的路要走才能回落到2%”（“inflation pressures continue to run high and the process of getting inflation back down to 2 percent has a long way to go”）、“加息可能是有道理的，但要温和”（“it may make sense for rates to move higher but at a more moderate pace”）、“通胀风险仍在上升”（“the risks to inflation are to the upside still”）、“在未来几年通胀大幅下降时降息是合适的”（“it will be appropriate to cut rates at such time as inflation is coming down really significantly ... a couple of years out”）、“委员会中没有人认为今年会降息，我亦然”（“not a single person on the Committee wrote down a rate cut this year, nor do I think it is at all likely to be appropriate”）。

图表 8：2023 年 3 月 FOMC 会议点阵图



资料来源：Bloomberg，东证衍生品研究院

图表 9：2023 年 6 月 FOMC 会议点阵图



资料来源：Bloomberg，东证衍生品研究院

从3月和6月FOMC会议点阵图的区别来看,2023年利率终点中位数在3月时为5.125%，而6月则上调为5.625%，即对应着2022年美联储可能还有1次50bp或2次25bp的加息。根据芝加哥商品交易所“美联储观察”（CME Fed Watch Tool），市场预测的利率区间目前普遍更倾向于7月加息25bp，以今年前3次FOMC会议后市场观点印证的情况来看，这是极可能发生的事件。

图表 10：截至 2023 年 6 月 30 日市场预测的利率区间概率 (%)

区间 (bp)	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575	575-600
2023/7/26				0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	13.2	86.8	0.0	0.0
2023/9/20	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	10.0	69.1	20.8	0.0
2023/11/1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	7.5	54.0	33.2	5.3
2023/12/13	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.9	13.2	51.4	29.7	4.7
2024/1/31	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.3	5.5	27.4	43.4	20.4	2.9

2024/3/20	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.2	2.9	16.5	35.4	31.9	11.7	1.5
2024/5/1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	2.5	14.3	32.3	32.5	15.0	3.1	0.2
2024/6/19	0.0	0.0	0.0	0.1	1.2	7.9	22.5	32.4	24.5	9.6	1.8	0.1
2024/7/31	0.0	0.0	0.1	1.0	6.4	19.4	30.3	26.2	12.8	3.5	0.5	0.0
2024/9/25	0.0	0.0	0.8	5.6	17.3	28.5	26.8	14.9	5.0	1.0	0.1	0.0
2024/11/6	0.0	0.7	4.9	15.5	26.8	27.1	16.7	6.5	1.6	0.2	0.0	0.0
2024/12/18	0.4	2.8	10.3	21.3	27.0	21.8	11.5	4.0	0.9	0.1	0.0	0.0

资料来源：CME，东证衍生品研究院

在经济数据方面，美联储大幅上调2023年美国经济增长的预期，GDP增速上调至1%、失业率下调至4.1%。1Q23、2Q23 GDP增速为0.3%、低于0.3%，按全年1%的增速推算，3Q23、4Q23平均增速在0.1%至0.2%之间。由此不难看出美联储认为今年出现衰退可能性极小，同时对就业市场强韧性的判断也与我们前述的观点吻合。

图表 11：美联储大幅上调2023年美国经济增长的预期（%）

		2023年	2024年	2025年	长期
实际 GDP 同比	3月预测	0.4	1.2	1.9	1.8
	6月预测	1.0	1.1	1.8	1.8
失业率	3月预测	4.5	4.6	4.6	4.0
	6月预测	4.1	4.5	4.5	4.0
PCE 通胀	3月预测	3.3	2.5	2.1	2.0
	6月预测	3.2	2.5	2.1	2.0
核心 PCE 通胀	3月预测	3.6	2.6	2.1	-
	6月预测	3.9	2.6	2.2	-

资料来源：FED，东证衍生品研究院

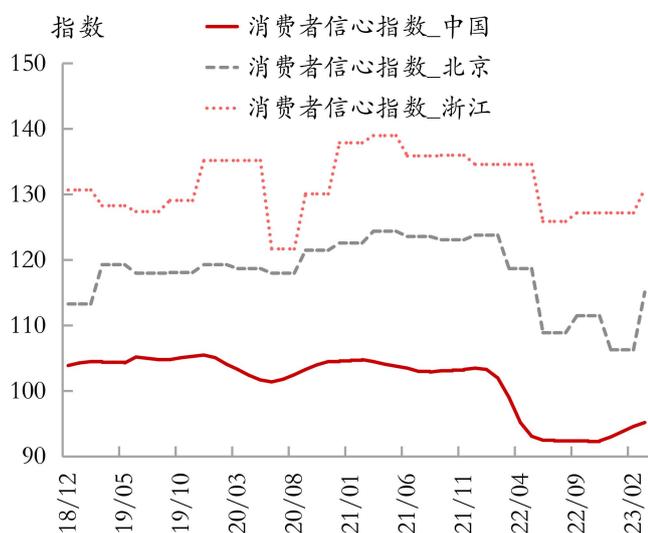
姿态偏“鹰”式的暂停加息，意味着今年7、9、11、12月四个时间点的FOMC会议均有可能重启加息，年内降息的概率几乎不存在。从今年海外央行的情况来看，由于通胀压力过大，澳大利亚联储仅在暂停一次加息后，于6月6日加息25bp，并且暗示后续可能会继续收紧政策；由于对货币政策难以使供需恢复平衡的担忧，货币政策方向调整的“领头羊”加拿大央行也在暂停两次加息后，于6月7日加息25bp。这与我们关于美联储在年内可能重启加息的观点基本一致。而根据我们在《宏观风起，大宗价摇。多舛之际，风险何在？》中的统计，过去三个降息周期，自最后一次加息到随后降息之间时长在半年至一年以上，因此我们认为年内降息的概率几乎不存在。

鲍威尔所言的“Higher For Longer”是大概率发生的事，而市场也会在通胀黏性与经济韧性中逐步接受利率高位横盘的现实，但需要警惕的往往是市场提前交易的风险，无论是重启加息还是遥不可及的降息。短期来看，7月重启加息的概率较大，大宗商品价格则存在承压运行的可能；中期来看，由于利率即将见顶，重启加息后市场可能在2H23提前交易降息的预期，中期美元指数看跌，大宗商品价格预计相应反弹，建议做好宏观风险的规避。

1.2、中国：经济复苏面临多重困扰，需求侧恢复缓于供给侧

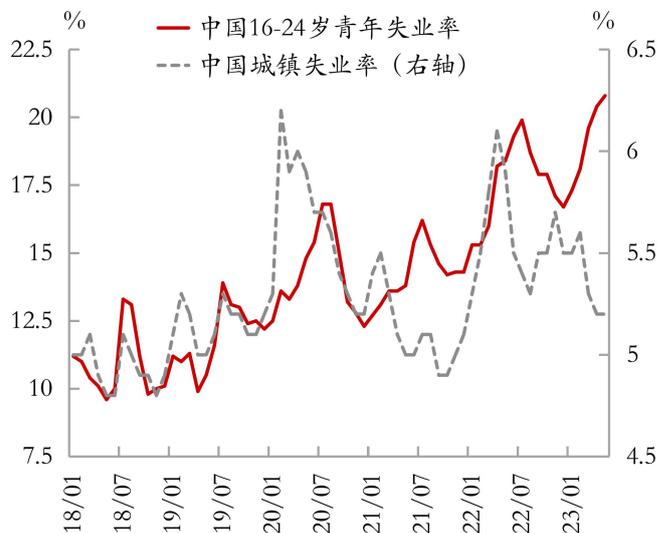
当前我国居民消费信心固然不足，疫情期间的消费避险情绪延续至今，但市场存在过度悲观的负面情绪。根据我们在2023年2月21日的报告《通胀回落不及预期下的避险》中的预测，基于疫情后“疤痕效应”的合理时长，我国消费者信心恢复至疫情前50%至75%的水平需要一年左右。国家统计局公布的消费者信心指数在今年3月回升至94.90，尽管远低于2019年3月的124.10，但已恢复至其75%左右的水平，因此在疫情防控政策优化后，消费者信心复苏的实质已然优于我们前期预期的负面情况，而目前市场则更多地存在过度悲观的负面情绪。

图表 12：当前我国居民消费信心不足



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

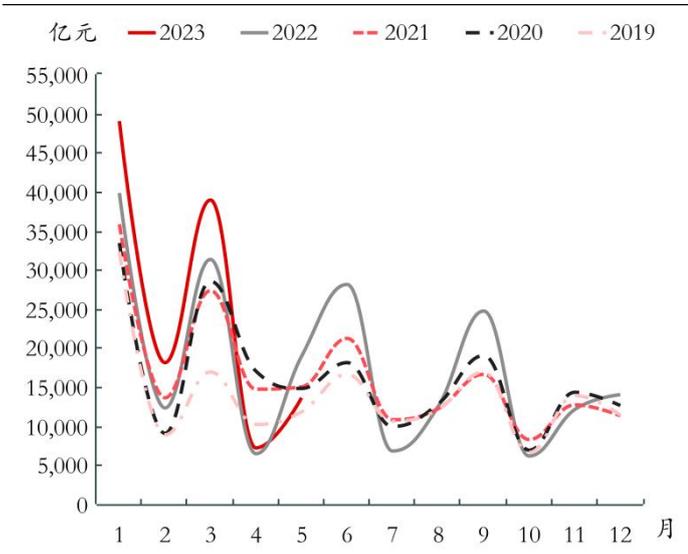
图表 13：当前我国青年失业率高企



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

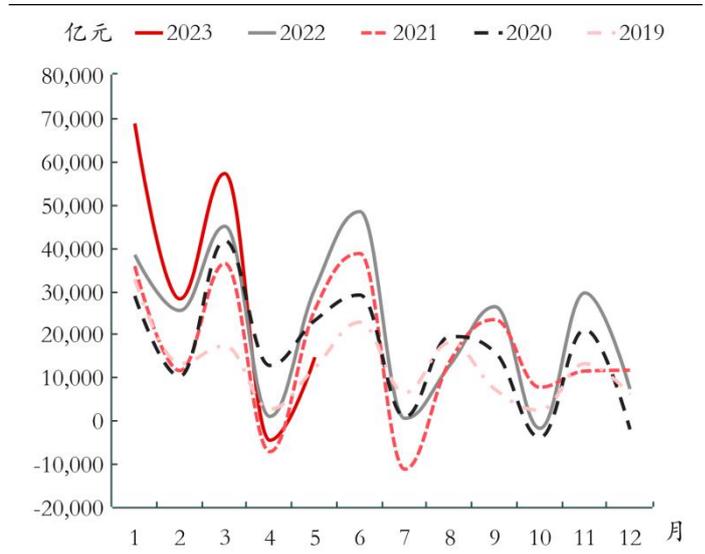
我国青年失业率高企，作为消费主力的年轻人亦开始缩减消费，这也是需求侧复苏整体缓于供给侧复苏的原因之一。从劳动力供给侧的角度来看，根据人力资源社会保障部就业促进司的数据，2022年末我国劳动年龄人口总量约8.8亿人，总量呈现下降趋势，但青年劳动力数量稳中有增；从需求侧的角度来看，由于就业需求与GDP的增速变化存在正相关性，因此在预计GDP增速下滑的同时，劳动力需求亦随之下滑。与此同时，我国面临产业链“多元化”的趋势，而主要向海外转移的制造业基本为我国青年就业集中的行业。根据国家统计局数据，5月全国16-24岁劳动力调查失业率高达20.8%，这很大程度上是结构性就业问题，即以往就业率较高的高校专业会向市场投放大量青年劳动力，但该专业当前的就业需求却在下滑。这种专业人才需求前后落差带来的结构性就业问题，也是导致青年失业率较高的重要因素。失业率高企会导致居民对未来收入存在担忧，降低消费者信心，居民部门去杠杆现象明显，储蓄下降速度渐缓，这也有印证了我们关于消费避险情绪延续至今的观点。

图表 14: 新增人民币贷款



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 15: 新增人民币存款



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

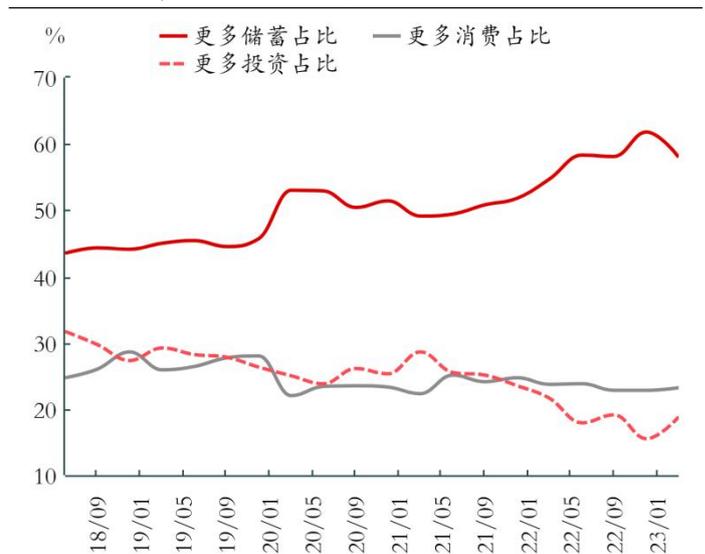
我国房地产行业自 2021 年以来进入调整周期，短期内难有复苏势头。此轮地产下行周期出现了严重的信心不足，我们认为主要有三个原因：一是居民对未来收入的预期并不理想，而对未来收入的预期基本与居民对房价的预期保持同向，进而产生“收入-房价”螺旋下跌的思维；二是担心近期政策松绑只是暂时性救市的动作，长期来看政策有再次收紧的可能；三是对房产税问题的担忧，尽管房产税尚未开始试点，但其负面效应已十分明显。根据我们在 1 月 20 日报告《双重博弈视角下的大宗商品》中得出的结论，居民对房价的预期与边际消费倾向的关联程度很高。因此，目前房地产的低迷周期也对消费复苏造成了负面影响，并且短期内难有改善势头。

图表 16: 中国居民对房价及收入的预期



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

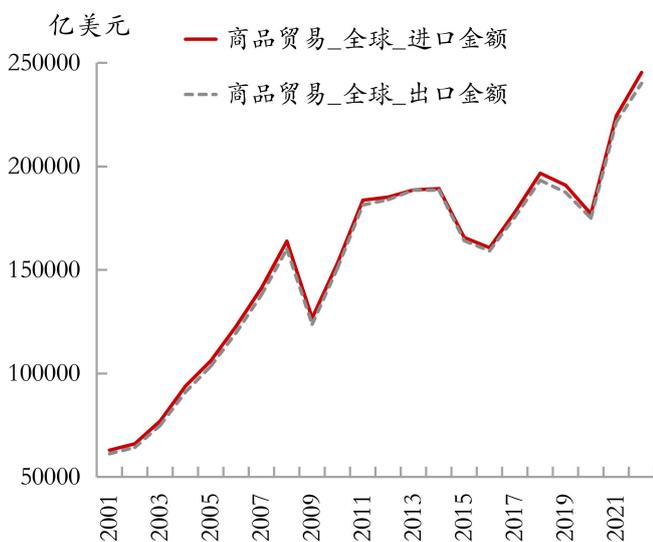
图表 17: 中国居民未来资产配置决策



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

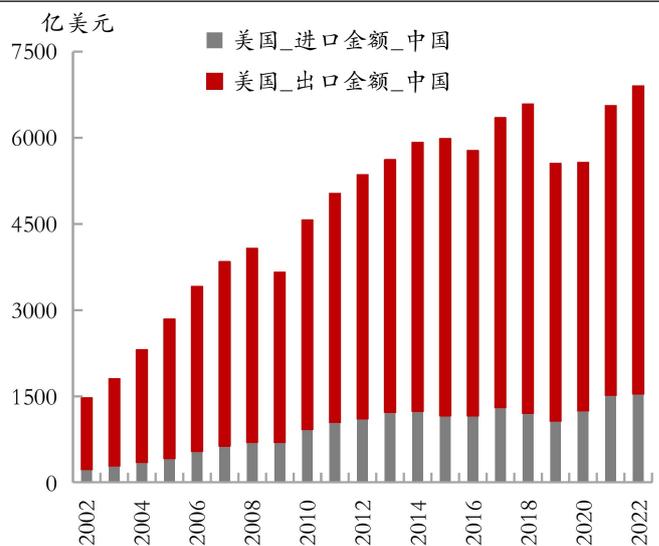
我国贸易发展受到大国博弈的阻碍，经济发展受到美国的打压遏制。由于新自由主义和全球化带来的贫富差距扩大，部分欧美国家民粹主义兴起，尽管 2022 年全球商品贸易额再次创纪录，但贸易保护主义正在抬头。特朗普政府时期，美国通过“关税”对华发动贸易战，以阻碍我国经贸发展；拜登政府通过“供应链韧性”战略强行改变全球产业布局，以“友岸外包”的方式割裂世界经济联系。尽管 2022 年中美商品贸易额创历史新高，对我国经济恢复能带来一些助推作用，但长期来看世界经济或被割裂为两个“互不相干”的体系，这不利于我国经济的复苏与长远发展。

图表 18: 全球商品贸易额再次创纪录



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 19: 中美商品贸易额创历史新高



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

当前我国青年失业率高企，居民消费信心不足，房地产行业短期内难有改善势头，同时经济发展受到美国恶意打压，市场存在过度悲观的情绪。基于我们预测的“疤痕效应”合理时长与实际消费者信心回暖情况来看，我们认为在 1H24 整体消费者信心有望恢复至疫前水平，但 2H23 仍然会受到消费避险情绪的影响，需求侧整体恢复缓于供给侧，市场氛围预计保持悲观，但需要警惕的是一旦部分经济数据或外部新闻存在利好，大宗商品市场可能会受到“加倍”刺激而引起剧烈波动，建议及时对商品价格加以锁定。

2、大宗商品风险管理指数

2.1、1H23 上市公司风险管理回顾

已有约 927 家上市公司（A 股 926 家，B 股 1 家）在 1H23 发布了约 2151 条风险管理的相关公告，其中包括套期保值业务公告 951 条、衍生品业务可行性分析报告 473 条、衍生品交易核查意见公告 382 条、衍生品业务相关制度与办法 242 条、衍生品交易情况报告 49 条、衍生品交易额度公告 44 条、交割库相关业务公告 8 条、衍生品交易核查意见与交易情况联合公告 1 条、衍生品交易额度与可行性分析联合公告 1 条。

图表 20：上市公司风险管理公告数量

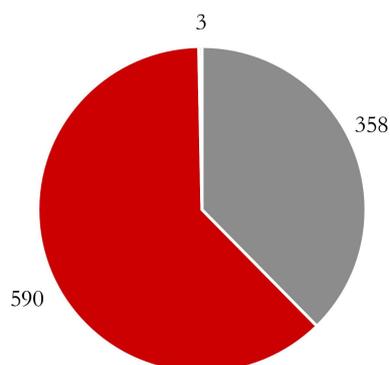


资料来源：上市公司公告，东证衍生品研究院

在所有风险管理公告中，套期保值业务公告占据了 44.21%。包含与交易额度联合发布的公告在内，**总共有 826 家上市公司布了 951 条套期保值业务公告**，其中商品套期保值业务公告 358 条，外汇套期保值业务公告 590 条，商品与外汇联合套期保值业务公告 3 条。细分公司数量来看，发布商品套期保值业务公告的有 248 家，发布外汇套期保值业务公告的有 494 家，发布商品与外汇联合套期保值业务公告的有 84 家。

图表 21：套期保值公告内容

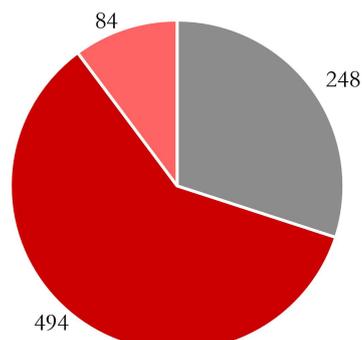
- 商品套期保值业务公告（条）
- 外汇套期保值业务公告（条）
- 商品与外汇联合套期保值业务公告（条）



资料来源：上市公司公告，东证衍生品研究院

图表 22：发布套期保值公告的上市公司数量

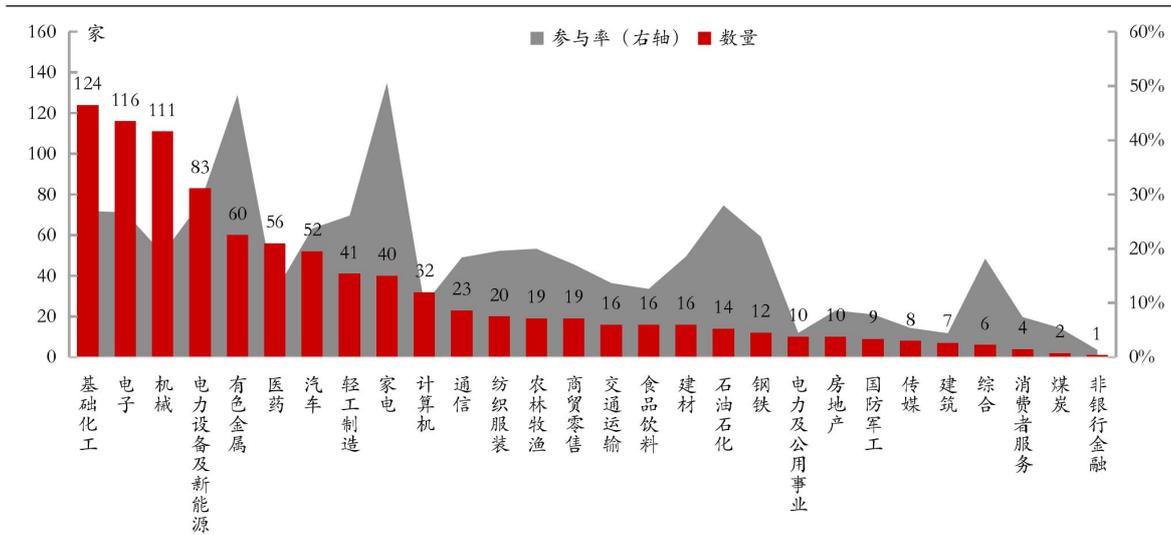
- 发布商品套期保值业务公告的公司（家）
- 发布外汇套期保值业务公告的公司（家）
- 发布商品与外汇套期保值业务公告的公司（家）



资料来源：上市公司公告，东证衍生品研究院

在今年发布风险管理相关公告的 927 家上市公司中，总共涉及 28 个中信一级行业，超过 30 家公司的行业总共有 10 个，分别为基础化工 (124 家)、电子 (116 家)、机械 (111 家)、电力设备及新能源 (83 家)、有色金属 (60 家)、医药 (56 家)、汽车 (52 家)、轻工制造 (41 家)、家电 (40 家) 和计算机 (32 家)。从不同行业上市公司的参与度来看，有 10 个行业的参与率达到了 20%，分别为家电 (50.63%)、有色金属 (48.39%)、电力设备及新能源 (28.42%)、石油石化 (28%)、基础化工 (26.96%)、电子 (26.73%)、轻工制造 (26.11%)、汽车 (23.74%)、钢铁 (22.22%) 和农林牧渔 (20%)。

图表 23: 1H23 发布风险管理相关公告上市公司的行业分布 (中信一级) 与参与率



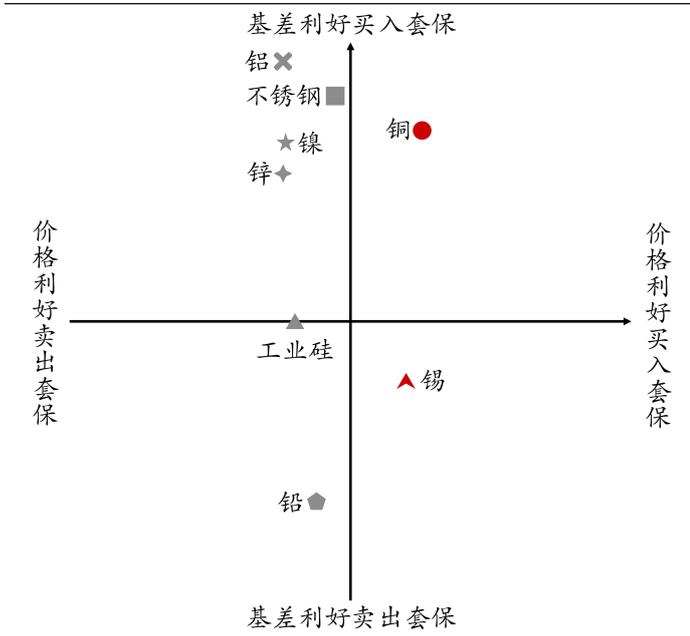
资料来源：上市公司公告，东证衍生品研究院

相比于 2022 年同期数据来看，在发布公告公司的总数量上同比增加了 13.05%，我们认为主要原因有两个：一是在供给侧方面，伴随着金融衍生品行业的快速发展，衍生品市场已经成为金融投资和风险管理关注的重点领域，其功能不仅体现在价格发现，也体现在投资配置、风险管理等，使用金融衍生品套期保值已经成为产业企业关注的热点并得到推广；二是在需求侧方面，大宗商品价格由于外部环境的影响，比如美联储加息、俄乌冲突等原因，存在剧烈波动，同时中美货币政策分化加深，叠加国内近期经济增长承压等因素，人民币汇率双向波动加剧，使用金融工具对冲相应风险成为众多产业企业共同选择的方式方法。

展望 2H23 及 2024 年，我们认为在所述中美双重风险的影响下，上市公司存在更多金融衍生品风险管理的具体需求。在汇率方面，由于中期美元指数看跌，在汇率弹性进一步增强的背景下，进出口企业应当深入贯彻汇率风险中性理念，逐步建立汇率风险管理机制，建议基于内部控制机制坚持套期保值，保持利润稳定，实现生产经营目标；在大宗商品方面，由于不同品种所受宏观因素影响的程度不同，叠加各自基本面差异，因此择时进行套期保值是恰如其分的选择，我们在下述报告中，针对有色、黑色和化工产业所涉及部分期货品种，提供了一些风险管理的思路。

2.2、有色产业风险管理

图表 24：大宗商品风险管理指数_有色



资料来源：东证衍生品研究院

1、铜：宏观方面，美国通胀降速可能不及预期，市场存在提前交易加息或降息的风险，国内预期经济复苏偏温和，需求侧恢复缓于供给侧；原料方面，预期较为宽松，需注意市场提前交易 2024 年增速放缓的风险；需求方面，传统需求增长预计提升，新能源相关需求则预计大幅提升。

风险管理策略：2H23 铜价预计震荡上移，叠加当前基差位于 250 个交易日的前 22.8%、500 个交易日的前 17.8% 的因素，3Q23 前期可针对预期的采购逢低买入套保，在沪铜价格 73000 元/吨左右时根据现货情况，逐步平仓套保单。若面对较为明显的价格分歧，亦可选择买入看涨期权对预期采购进行保值（必要时采用领口策略降低权利金）。

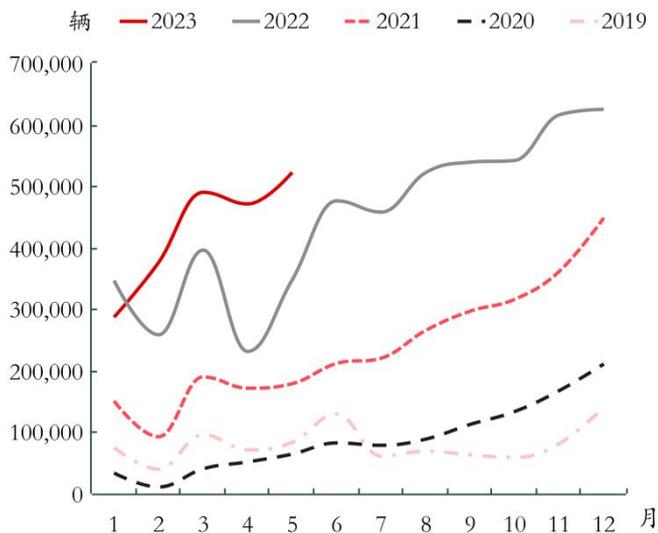
相关企业：白色家电、黑色家电、小家电、建筑装修、专用机械、通用设备、仪器仪表、金属制品、电气设备、电源设备、航空航天、兵器兵装、半导体、元器件、消费电子、计算机设备等。

2、铝：成本方面，预计 2H23 电解铝成本下行；供给方面，供应压力预计变大；需求方面，内需尚可，外需预计继续承压甚至恶化；库存方面，预计 5 月国内库存将保持去化状态，但去库速度或有所放缓。

风险管理策略：预计 2H23 铝价重心或有下行，需要关注去库速度，9 月份左右可能出现阶段性累库。针对库存或预期的销售可以逢高卖出套保，但由于当前基差位于 250 个交易日的前 2%、500 个交易日的前 1%，不利于空头套保，因此需要择时操作以提高套期有效性，或可选择买入看跌期权对库存或预期销售进行保值。沪铝深度 Back 结构下，可在当前选择期现反套策略增厚收益，基差有所回归后平仓期货。

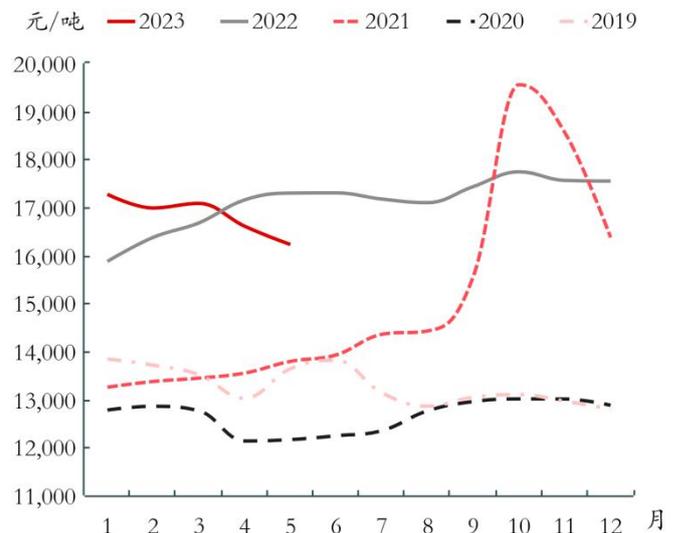
相关企业： 建筑装饰、白色家电、家居、仪器仪表、金属制品、电气设备、航空航天、兵器兵装、乘用车、商用车、汽车零部件、公路铁路、通信设备、计算机设备等。

图表 25：中国新能源车销量



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 26：电解铝生产成本



资料来源：上海钢联，东证衍生品研究院

3、铅： 供给方面，2H23 供应预计增长；需求方面，内需相对淡季增量有限，外需预计有一定增量；库存方面，当前库存较低，预计往后有累库可能。

风险管理策略： 预计 2H23 铅价中枢下移，整体偏弱，着重注意铅库存出现累库情况。当前基差较小，可针对库存或预期销售，逢高卖出套保。同时，为警惕临近交割价格的冲高，或可选择买入看跌期权进行保值。

相关企业： 工业金属、电源设备、乘用车、商用车、汽车零部件、通信设备等。

4、锌： 供给方面，锌矿供应预计上升，整体趋向宽松；需求方面，受制于国内消费者信心不足，预计增量有限；库存方面，当前库存较低，但往后有向上恢复的可能。

风险管理策略： 预计 2H23 锌价将以震荡偏弱走势为主，震荡中枢或有下移。可以针对库存或预期的销售，逢高卖出套保，结合现货情况在沪锌主力合约跌至 17000 元/吨至 18000 元/吨左右平仓。同时，由于锌价下方空间不大，或可选择买入看跌期权进行保值。

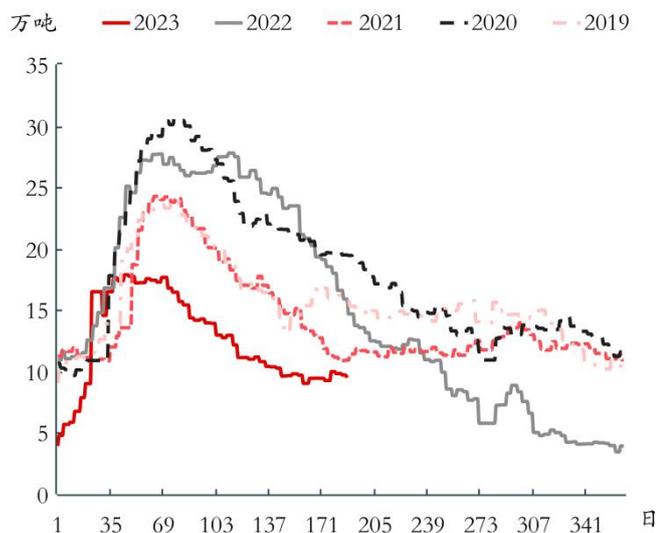
相关企业： 工业金属、专用材料、乘用车、商用车、汽车零部件、公路铁路等。

5、镍： 供给方面，前期新增产能投产较强，2H23 预计产能过剩；需求方面，不锈钢价格下行可能对镍需求存在负面影响；库存方面，受产能过剩影响，库存预计逐步累积，加大镍价下行压力。

风险管理策略：关注产能增长及累库情况。镍价整体偏空对待，但当前基差位于 250 个交易日的前 19.2%、500 个交易日的前 13.6%，预计缩小，故不适合卖出套保。长期持有库存或未来预期销售的企业，可根据基差择时逢高卖出套保。当前市场波动率较大，不建议使用期权。

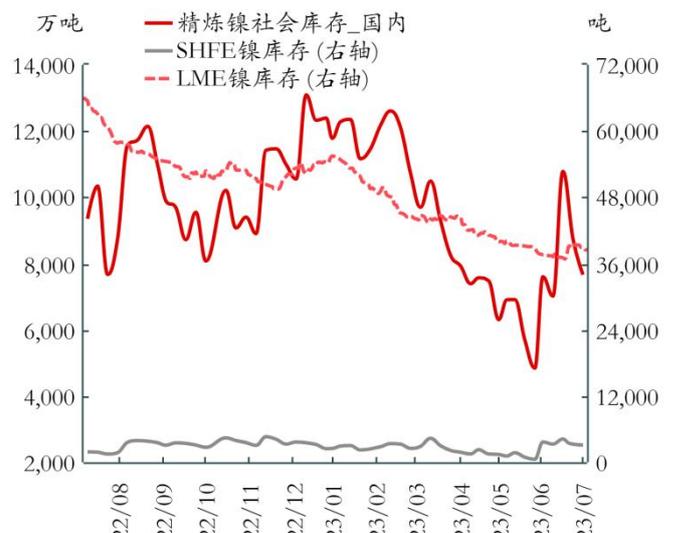
相关企业：稀有金属、普钢、电源设备、新能源动力系统、航空航天兵器兵装等。

图表 27：国内锌锭社会库存



资料来源：我的有色网，东证衍生品研究院

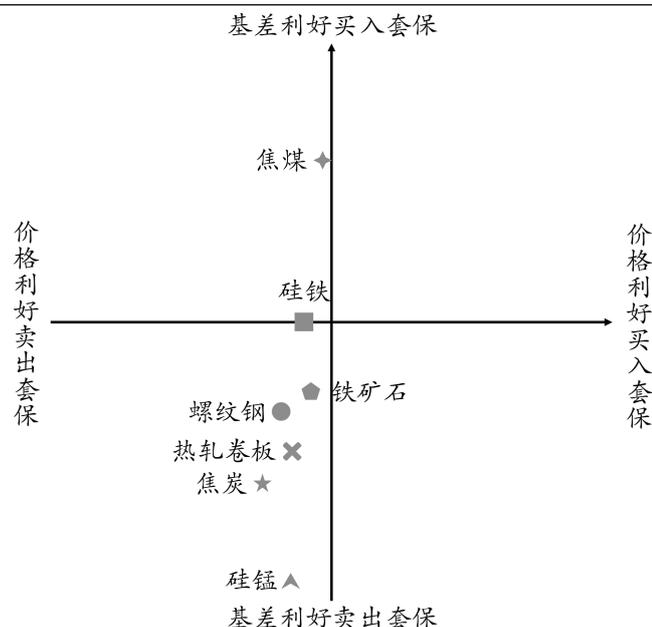
图表 28：镍库存情况



资料来源：Wind，上海钢联，东证衍生品研究院

2.3、黑色产业风险管理

图表 29：大宗商品风险管理指数_黑色



资料来源：东证衍生品研究院

1、钢材：供给方面，3Q23 钢厂有减产可能，4Q23 相关政策原因，预计供应略微偏紧；需求方面，房地产难有起色，基建投资受财政支出不足缘故预计一般，居民消费信心不足叠加海外需求下滑，整体需求预计偏弱。

风险管理策略：预计钢价将从趋势性下行转至区间震荡的格局，建议反弹偏空的思路对待。3Q23 针对库存或预期的销售可选择主力合约逢高沽空套保，针对预期的采购建议观望，或在年末逐步尝试买入套保为 2024 年采购开始锁价。但值得注意的是当前基差预计将扩大，适合卖出套保，而年末尝试买入套保则需对届时基差进行重新评估。此外，短期内螺纹钢基差在-40 元/吨左右可逐步建立期现正套策略增厚收益，基差有所回归后平仓期货，继续持有或抛现货。

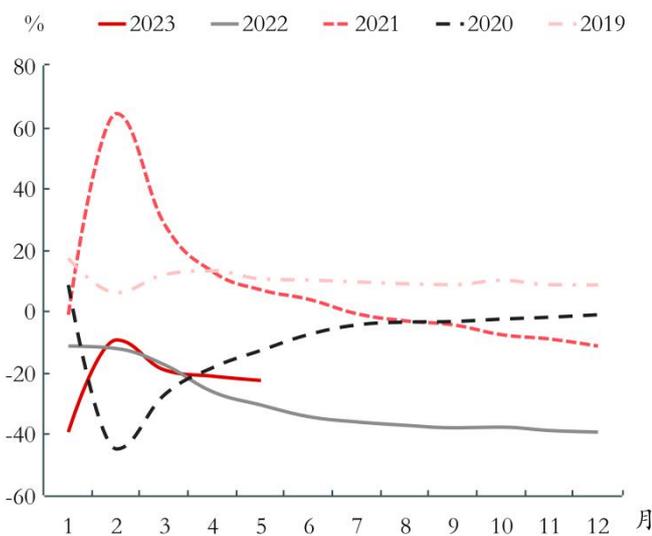
相关企业：建筑施工、环保及公用事业、普钢、结构材料、工程机械、专用机械、通用设备、运输设备、航空航天、兵器兵装、乘用车、商用车等。

2、铁矿石：供给方面，供给预计整体偏多，供需较为宽松；需求方面，房地产难有起色，整体需求预计偏弱。

风险管理策略：在近期铁矿石价格冲高后，整体重心开启下行通道，但幅度预计有限，或区间震荡运行。当前基差较小，持有库存或未来预期销售的企业，建议采用卖出期货套保的方式，或可选择买入执行价在 800 元/吨至 810 元/吨的看跌期权。此外，短期内可选择 15 正套策略，价差在 30 元/吨左右时多 i2401 空 i2405，待价差扩大后平仓获利增厚收益。

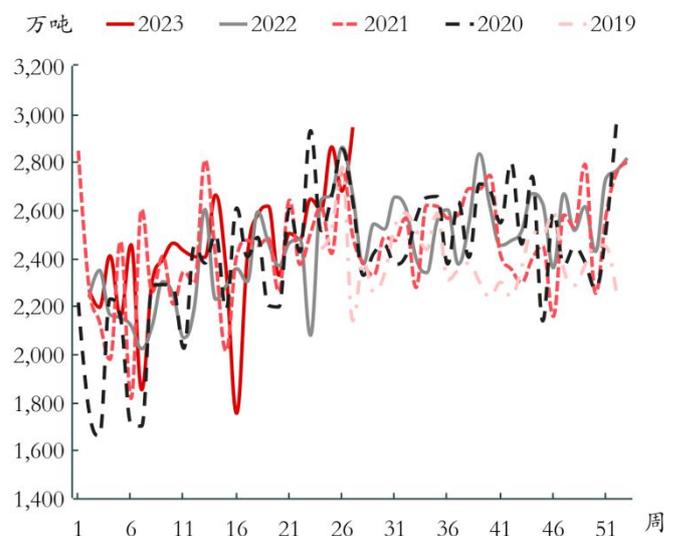
相关企业：普钢、其他钢铁等。

图表 30：房屋新开工面积累计同比



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 31：澳大利亚+巴西发货量



资料来源：上海钢联，东证衍生品研究院

3、焦煤：供给方面，供应整体保持宽松；需求方面，下游市场预计较为疲软，整体供需较为宽松；库存方面，当前下游低库存，后期不排除出现累库情况。

风险管理策略：价格下行趋势较为明确，但当前基差位于250个交易日的前34%、500个交易日的前41%，未触及平均，不适合卖出套保。当基差合适时，盘面价格可选在1450元/吨左右，根据现货情况卖出jm2309套保。同时，受低库存影响，焦煤价格存在短期剧烈震荡的可能，建议选用期权工具。

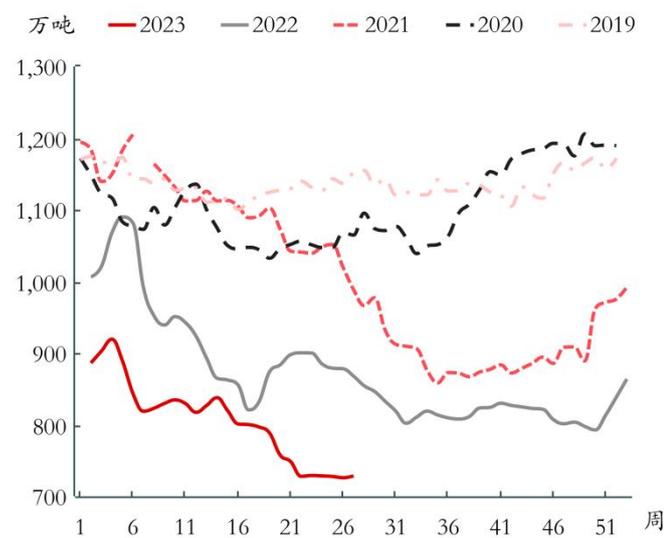
相关企业：煤炭开采洗选、煤炭化工、普钢、其他钢铁等。

4、焦炭：供给方面，产能过剩；需求方面，下游市场预计较为疲软。

风险管理策略：价格下行趋势较为明确，且当前基差小于平均，适合选择逢高卖出套保。

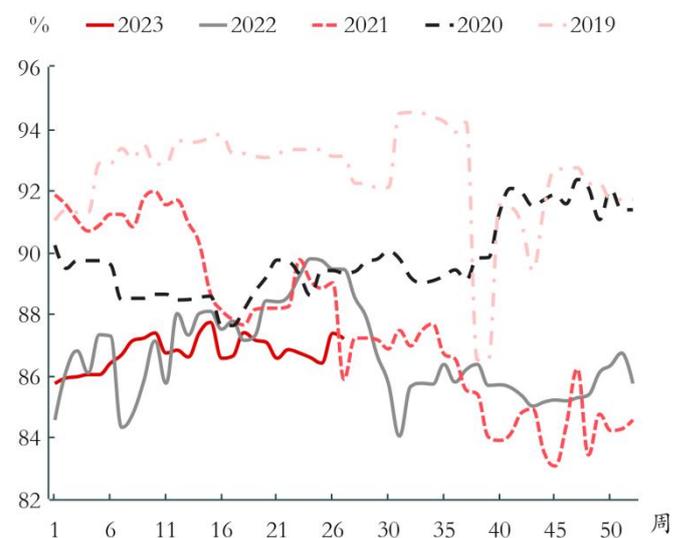
相关企业：煤炭开采洗选、煤炭化工、普钢、其他钢铁等。

图表 32: 247 钢厂焦化厂炼焦煤库存



资料来源：上海钢联，东证衍生品研究院

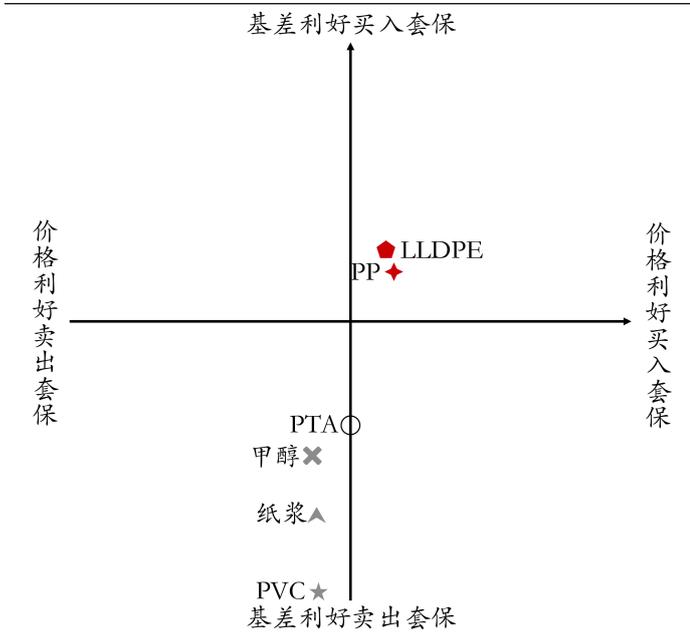
图表 33: 247 钢厂焦化厂开工率



资料来源：上海钢联，东证衍生品研究院

2.4、化工产业风险管理

图表 34：大宗商品风险管理指数_化工产业



资料来源：东证衍生品研究院

1、PTA：供给方面，2H23 有新装置待投，产供给端弹性较大；需求方面，终端纺服消费整体呈温和复苏的态势，聚酯新增产能如期投放、中间产品出口超预期；库存方面，存在累库可能，但阶段性去库可能性亦存。

风险管理策略：PTA 价格整体取决于成本线变动，故以区间震荡对待。建议根据现货采购与库存消耗情况，区间操作，或可采用期权等创新型工具规避市场风险。

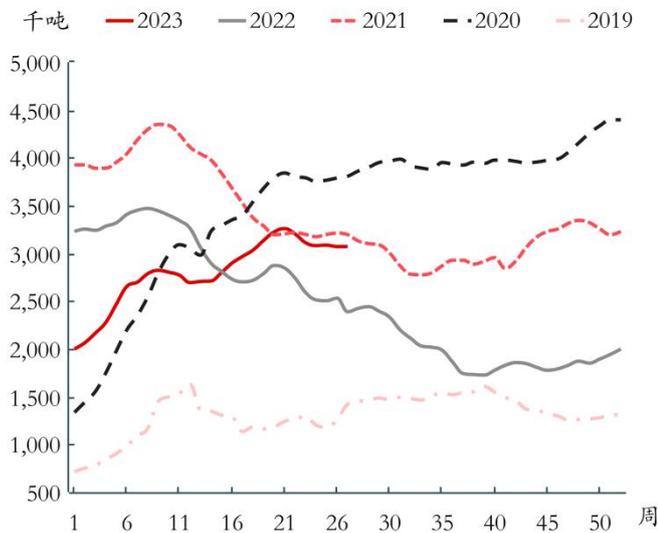
相关企业：化学纤维、纺织制造、品牌服饰、饮料等。

2、甲醇：供给方面，煤制甲醇开工率或伴随煤价季节性走强而下行，整体供应先松后紧；需求方面，国内增量有限，海外需求预计下滑。

风险管理策略：需求稳定的前提下，库存与供给决定价格走势。预期价格随先松后紧的供给而先降后升。2H23 前期可针对库存或预期的销售，选择主力合约逢高沽空套保，当前基差位于 250 个交易日的前 64.8%、500 个交易日的前 80.8%，适合卖出套保，当主力合约价格在 1600 元/吨左右可匹配现货平仓。2H23 后期或可根据行情反向针对预期采购买入套保。

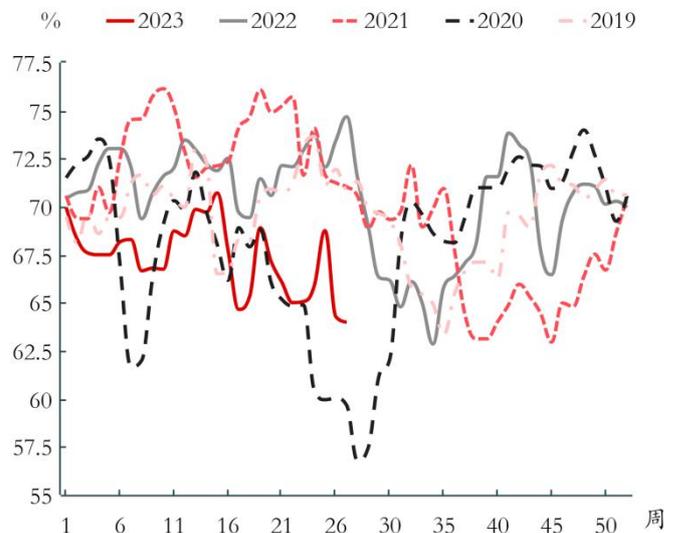
相关企业：农用化工、房地产开发和运营等。

图表 35: PTA 社会库存



资料来源: 卓创资讯, 东证衍生品研究院

图表 36: 甲醇中国主要企业周度开工率



资料来源: 卓创资讯, 东证衍生品研究院

3、聚烯烃: 供应方面, 2H23PE 投产减量, PP 产能压力大; 需求方面, 需求边际走弱, 恢复水平依旧较差; 进口方面, 预计有更多中东 PE 进口; 库存方面, 存在累库压力。

风险管理策略: 震荡行情, 建议区间操作。针对预期的采购, LLDPE 可在主力合约 7300 元/吨左右时买入保值, PP 可在主力合约 6450 元/吨左右时买入保值, 反弹后择机止盈。针对库存或预期的销售, 可在反弹后逢高沽空套保, 但要注意当前基差较大, 需待基差回归后更适合卖出套保。

相关企业: 化学纤维、塑料及制品、建筑装饰、装饰材料、包装印刷、家居、通用设备、白色家电、黑色家电、种植业、元器件、光学光电、消费电子、其他电子零部件、计算机设备等。

4、PVC: 供应方面, 预计产能过剩; 需求方面, 需求难有起色, 出口预计较差; 库存方面, 保持高库存。

风险管理策略: PVC 价格下行趋势明显, 针对库存的现货或预期的销售, 建议卖出期货进行保值, 且当前基差极小, 预期套期效果较好。

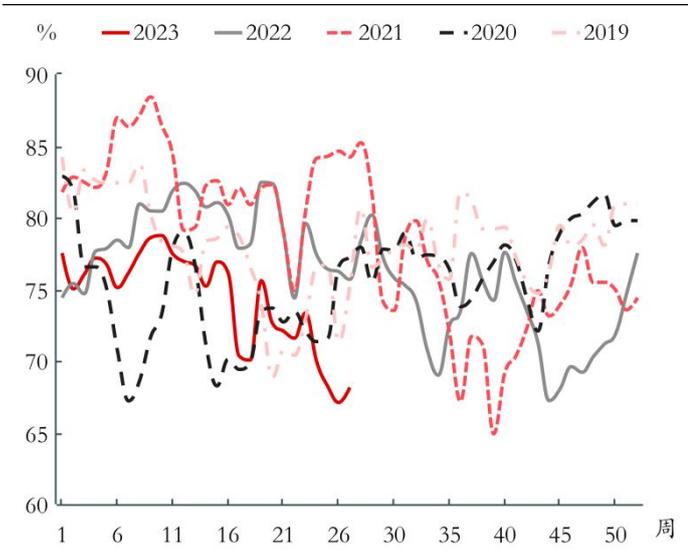
相关企业: 化学纤维、化学原料、塑料及制品、种植业、计算机设备等。

5、纸浆: 供应方面, 中国漂针浆的进口或持续处于相对高位; 需求方面, 预计消费品需求较好。

风险管理策略: 预计纸浆价格震荡偏空, 但下方空间有限, 短期或围绕 5200 元/吨至 5450 元/吨附近震荡运行。当前基差位于 250 个交易日的前 61.6%、500 个交易日的前 91.2%, 持有库存或未来预期销售的企业, 可采用卖出期货套保的方式, 或选择买入看跌期权锁定成本。

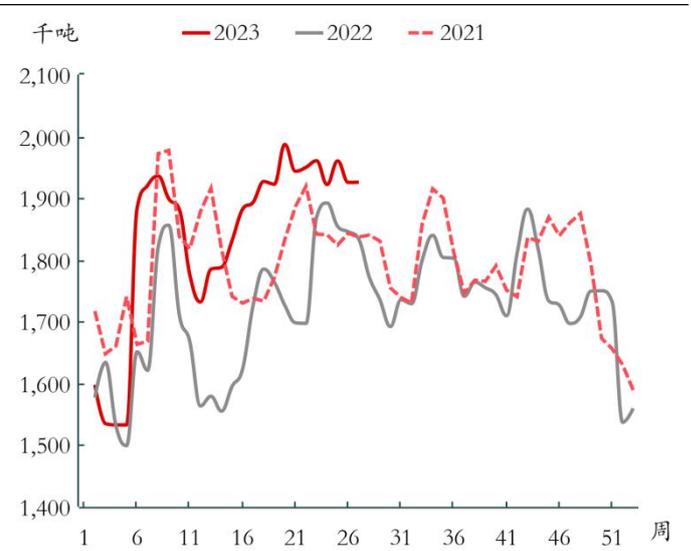
相关企业: 造纸、包装印刷等。

图表 37: PVC 行业平均开工率周统计



资料来源: 隆众资讯, 东证衍生品研究院

图表 38: 中国港口木浆库存



资料来源: 卓创资讯, 东证衍生品研究院

期货走势评级体系（以收盘价的变动幅度为判断标准）

走势评级	短期（1-3个月）	中期（3-6个月）	长期（6-12个月）
强烈看涨	上涨 15%以上	上涨 15%以上	上涨 15%以上
看涨	上涨 5-15%	上涨 5-15%	上涨 5-15%
震荡	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%
看跌	下跌 5-15%	下跌 5-15%	下跌 5-15%
强烈看跌	下跌 15%以上	下跌 15%以上	下跌 15%以上

上海东证期货有限公司

上海东证期货有限公司成立于 2008 年，是一家经中国证券监督管理委员会批准的经营期货业务的综合性公司。东证期货是东方证券股份有限公司全资子公司。公司主要从事商品期货经纪、金融期货经纪、期货交易咨询、资产管理、基金销售等业务，拥有上海期货交易所、大连商品交易所、郑州商品交易所、上海国际能源交易中心和广州期货交易所会员资格，是中国金融期货交易所全面结算会员。公司拥有东证润和资本管理有限公司，上海东祺投资管理有限公司和东证期货国际（新加坡）私人有限公司三家全资子公司。

自成立以来，东证期货秉承稳健经营、创新发展的宗旨，坚持以金融科技助力衍生品发展为主线，通过大数据、云计算、人工智能、区块链等金融科技手段打造研究和技术两大核心竞争力，坚持市场化、国际化、集团化发展方向，朝着建设一流衍生品服务商的目标继续前行。

免责声明

本报告由上海东证期货有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本公司已取得期货投资咨询业务资格，投资咨询业务资格：证监许可【2011】1454号。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买投资标的的邀请或向人作出邀请。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东证衍生品研究院，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东证衍生品研究院

地址：上海市中山南路318号东方国际金融广场2号楼21楼

联系人：梁爽

电话：8621-63325888-1592

传真：8621-33315862

网址：www.orientfutures.com

Email：research@orientfutures.com