



官方微信



官方APP

2023年2月宏观经济形势展望及品种策略建议：

关键位支撑确认、积极因素仍占主导，耐心持有股指及相关商品多头

上海 2023.2.12

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

□ 宏观分析要点:

□ **国内经济:** (1) 一月社融总量超预期, 宽信用政策待加码; (2) 国内经济底部已确认, 复苏程度仍需政策扶持; (3) 过去三年居民消费增速显著放缓; (4) 可选消费场景受疫情冲击更严重, 消费下滑幅度更高; (5) 消费及投资性支出下降, 居民部门已积累超额储蓄13.7万亿; (6) 如若超储释放, 对消费及地产销售拉动作用明显; (7) 被动储蓄释放阻碍较小, 其余超额储蓄受预期居民预期引导; (8) 商品房消费存在长期支撑, 政策支持下地产消费或将企稳回升; (9) 高频数据显示, 地产消费已有改善迹象。

□ **国外经济:** (1) 回顾美国历次经济衰退, 私人投资对经济的拖累远大于消费; (2) 美国劳动力供应偏紧, 工资正增长消费将保持韧性; (3) 住宅投资下行压力较大, 私人投资衰退程度中性。

□ **微观分析:** 国内疫情管控放松, 消费场景快速修复, 确认经济底部, 这条主线已基本交易完毕, 对于国内消费复苏斜率、以及美国经济衰退, 两大宏观主线, 市场仍存在分歧, 且乐观预期一定程度上已反映在大类资产价格中, 2月以来国内商品指数滞涨的原因。策略上需要兼顾头寸的胜率和赔率, 以降低市场波动带来的潜在损失。

□ 中观面驱动因素要点:

期货策略:

(1) 沪深300 (买入IF2303, 单边, 移仓): 最新信贷数据总体表现良好, “宽信用、补库存”的利多局面大概率将兑现, 盈利因素的推涨作用将强化; 从股债大类资产、及全球市场比较看, A股潜在上行空间依旧可观、多头配置仍占优; 从资金面看, 2023年外资净流入趋势难改、且国内资金有望接力入场; 当前阶段价值风格整体胜率、赔率均更高, 仍宜耐心持有沪深300期指多单。

(2) 沪胶 (买入RU2305, 单边, 新增): 消费刺激料提力加码, 轮胎开工进入上行区间, 天胶需求传导有望打通, 而国内产区仍处停割阶段, 仓单注册意愿不足使得期货库存位于近年同期极低水平, 沪胶多头策略性价比逐步提升。

□ 中观面驱动因素要点:

期货策略:

(3) PVC (买入V2305, 单边, 增仓): 春节后下游积极复工以及建材需求预期向好, 给予PVC期货较大上涨空间。另外当前生产利润极低, 做多安全边际较高。不过生产企业库存和社会库存均接近历史最高, 令上涨节奏不流畅, 建议PVC多单耐心持有。

(4) 纯碱 (买入SA305, 单边, 持有): 供需保持紧平衡, 5月前, 行业低库存有望继续下降, 纯碱05合约多单耐心持有。

(5) 螺纹 (买入RB2305, 单边, 新增): 需求恢复较慢, 但不会缺席, 库存压力可控, 成本支撑尚存, 螺纹依托成本线逢低试多。

(6) 玻璃 (买入FG305, 单边, 持有): 地产竣工周期有望修复, 供给同比收缩, 玻璃基本面将逐步改善, 玻璃05合约前多耐心持有。

(7) 棕榈油 (买入P2305, 单边, 持有): 主产国目前仍处于减产季, 产量与库存难有增量, 印尼生柴消费、国内食用消费复苏以及印度季节性消费旺季均对需求存在提振, 且目前棕榈油绝对价格与相对价格均处于历史偏低水平, 存在反弹空间。

(8) 棉花 (买入CF305, 单边, 持有): 新年度植棉意向下降, 棉花消费未来随经济复苏反弹空间较大, 棉花前多持有。

宏观

MACRO

01

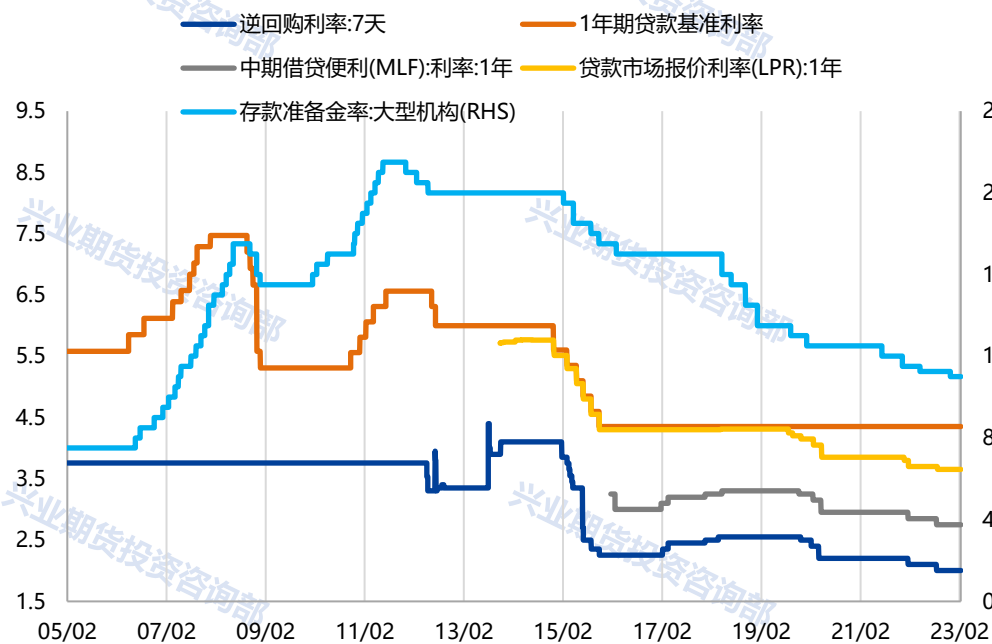
国内：经济底部已明确，复苏斜率待验证

02

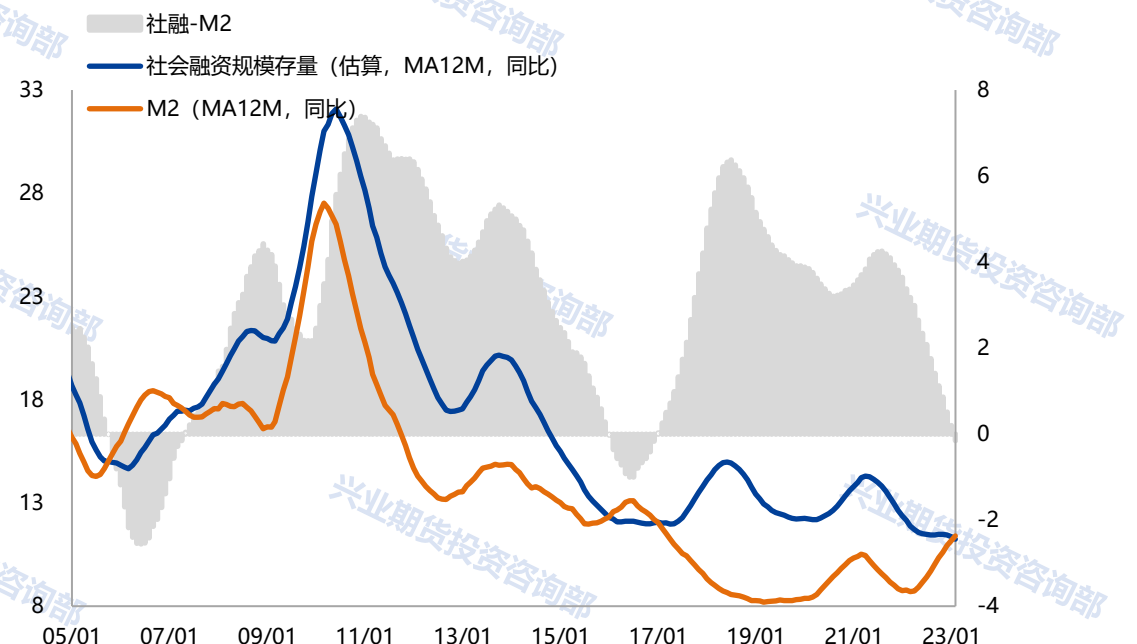
国外：美国衰退程度与美联储政策节奏存分歧

2023年1月新增人民币贷款4.9万亿，预期4.08万亿，2022年同期3.98万亿；新增社融5.98万亿，预期5.68万亿，2022年同期6.18万亿；社融增速9.4%，前值9.6%；M2同比12.6%，预期11.5%，前值11.8%；M1同比6.7%，前值3.7%。总量上看，1月新增信贷为单月历史最高、新增社融为历史次高，均大超预期、也大超季节性。结构上看，居民短贷延续少增、按揭贷款进一步走弱、企业短贷冲量特征明显，反映当前经济仍处于弱修复阶段，地产和消费尚未出现显著改善迹象。2023年政府稳增长决心较强，但受限于总量政策剩余空间有限，以及美联储继续紧缩的影响，国内货币政策重心依然在宽信用，结构性政策将占据主动地位。

国内货币政策总量政策持稳

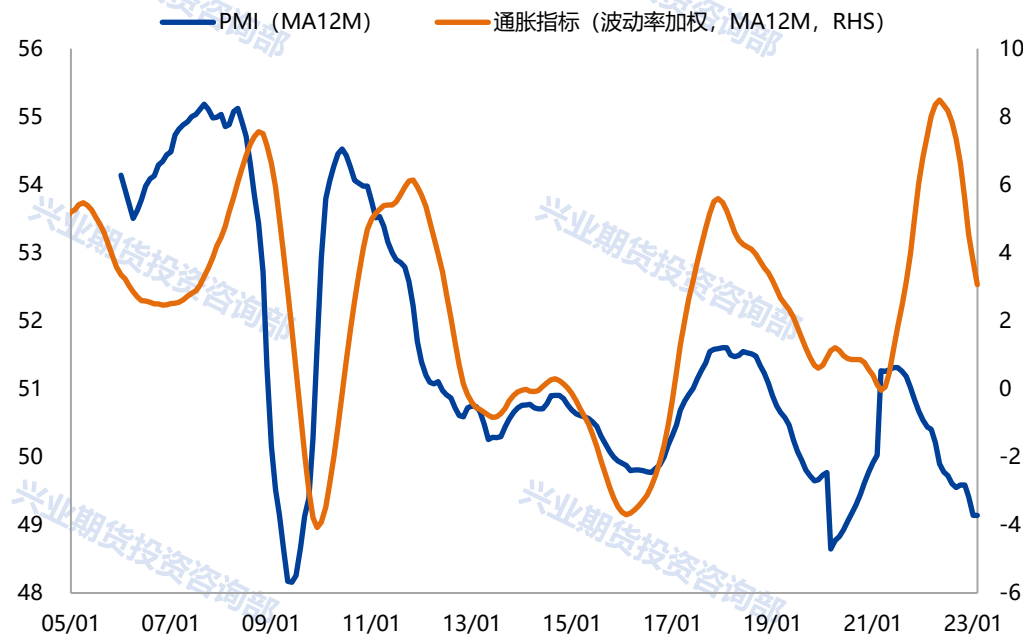


国内宽信用政策待加码

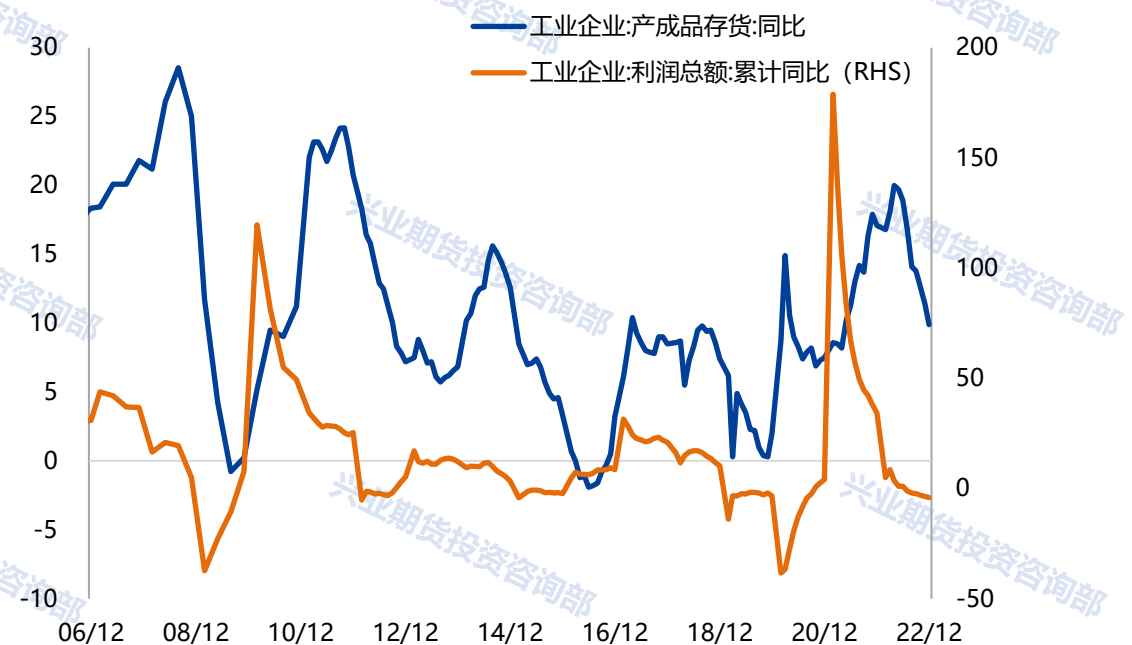


- 2023年1月国内制造业、服务业PMI指数均重回扩张区间，并创下2020年3月以来单月最大增幅；CPI同比2.1%，预期2.3%，前值1.8%，核心CPI环比同比连续2个月回升；PPI同比-0.8%，预期-0.5%，前值-0.7%，生产资料仍是PPI下行的主要拖累。
- 从数据上看，国内经济的底部基本得到确认，中防疫优化之后，消费不足状况有所缓解，但工业产成品需求改善幅度仍偏弱，工业企业利润与产成品库存指标代表的国内工业企业库存周期仍处于去库阶段，经济复苏的趋势待强化，仍需国内各类稳增长政策的扶持。

经济周期底部略有企稳迹象

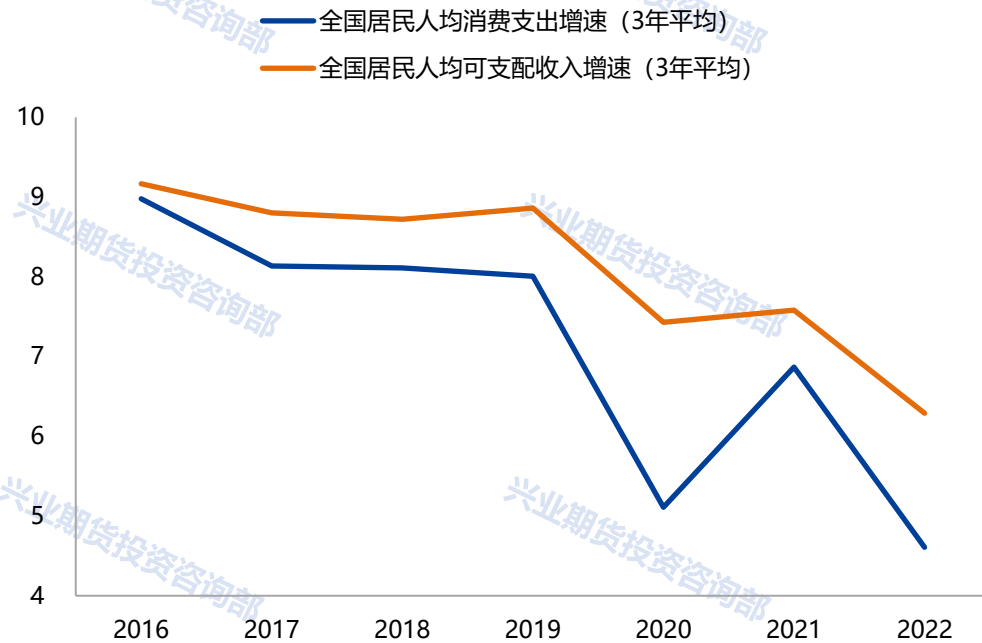


国内工业企业仍处于去库存阶段

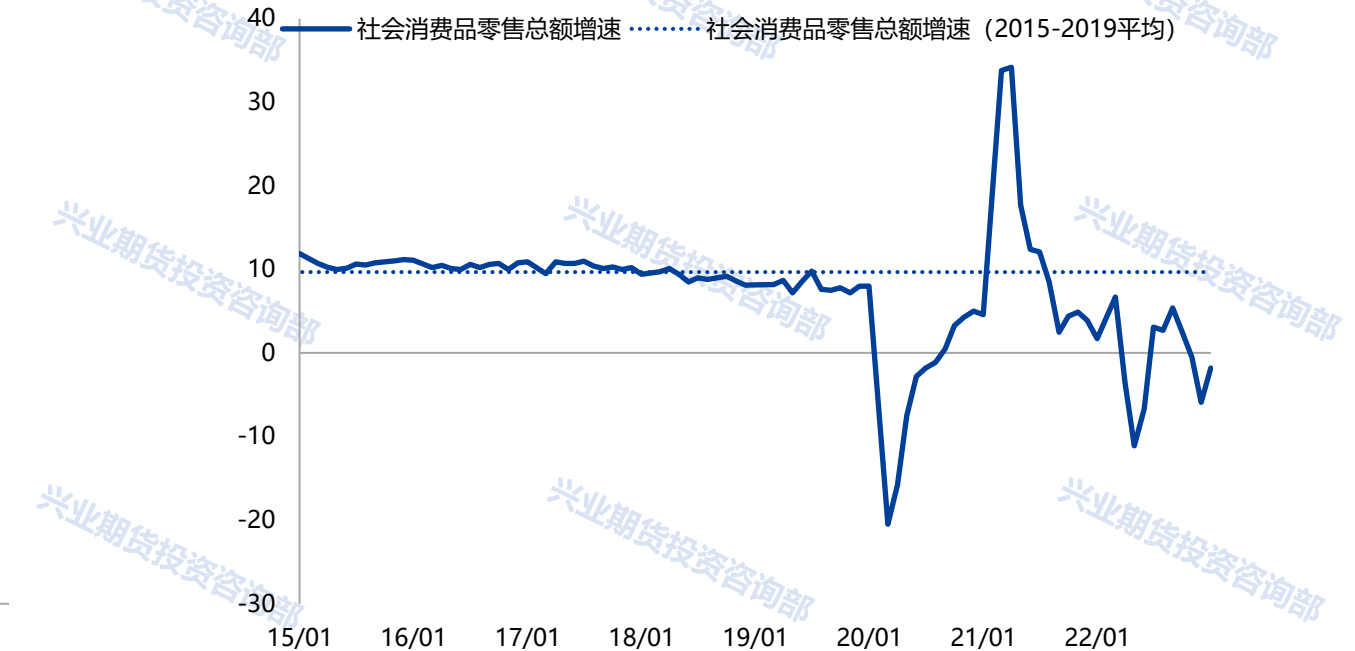


2020年新冠爆发以来，国内消费增速显著放缓。2020-2022年国内居民人均消费支出三年平均增速仅4.4%，较疫情以前2017-2019年三年平均增速下滑3.6%，疫情期间社会消费品零售总额增速下滑更加明显。这三年居民消费支出下滑有多重因素；（1）疫情导致失业率上升，居民收入增速明显下滑，预期转弱；（2）疫情以来居民储蓄率大幅上升，居民消费增速下滑快于收入下滑幅度；（3）居民投资性支出下降，一方面受地产周期大幅下行影响，住房相关消费下滑，居民主动减配房地产资产，另一方面，银行理财净值化致收益率下滑，波动加大，居民减配理财产品。

居民收入大幅下滑拖累居民消费增速



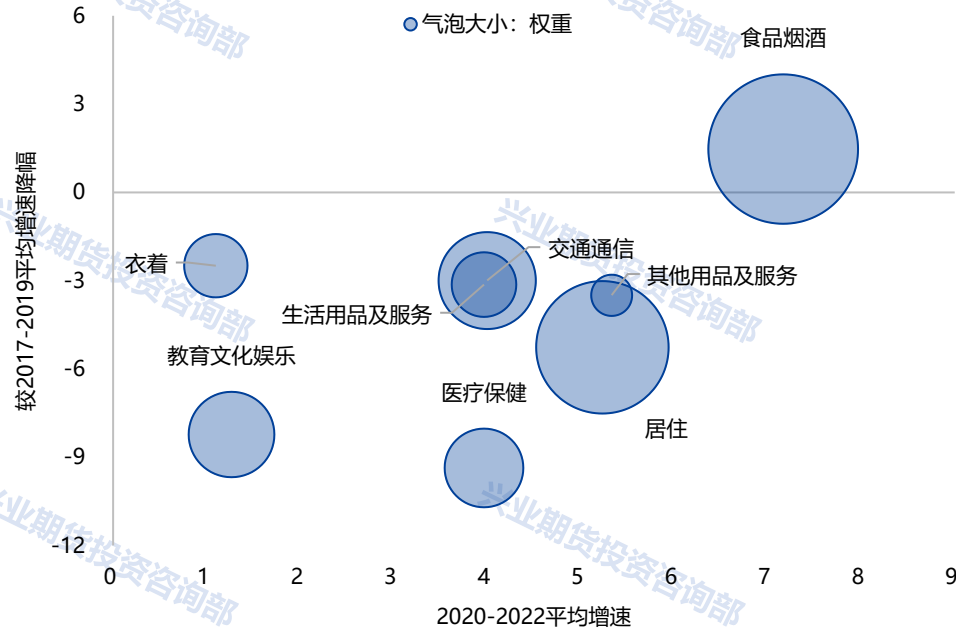
疫情以来零售增长明显低于疫情前趋势



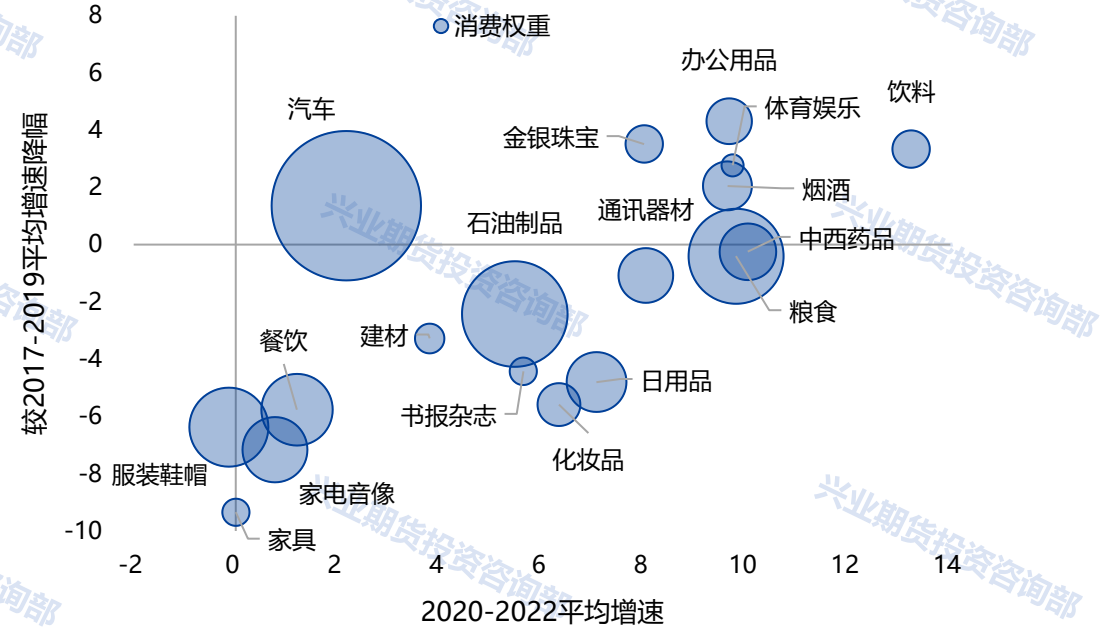
国内经济：可选消费场景受疫情冲击更严重，消费下滑幅度更高

- 从居民消费支出结构看，2020-2022年期间，居民消费支出下滑最严重的是衣着、生活用品及服务、交通、居住、教育文娱、医疗保健；从消费结构看，2020-2022年期间，规模以上社会消费品零售总额中服装、化妆品、家具、家电、餐饮、建材、石油制品增速下滑最为明显。
- 这些严重下滑的消费行业所处的消费场景，大多数受疫情冲击更加剧烈。

2020-2022年教育、文化和娱乐等支出增速跌幅较大



消费品零售数据中，餐饮、家具、服装、家电等增速跌幅较大



市场较为关注超额储蓄能否释放，助力消费修复加速。按照来源，疫情三年期间居民部门积累的超额储蓄，分为消费下滑大于收入下滑贡献的超储（含主动储蓄，即居民收入和预期下滑，增加的预防性储蓄；以及被动储蓄，即社交隔离造成消费场景受限，导致的消费下滑），以及投资性支出下滑贡献的超储。根据中性情景假设估计，2019-2022年期间，居民部门累计增加超储13.7万亿。其中消费下滑贡献的超储约为6.25万亿；另外投资性支出下滑贡献的超储规模为7.45万亿。前者对应可选消费的走弱，后者则对应地产销售下滑和理财资产的减配。

单位：万亿	居民新增存款	5%增速		8%增速		10%增速	
		合理存款增速	超额存款	合理存款增速	超额存款	合理存款增速	超额存款
2018	7.20	7.20	0.00	7.20	0.00	7.20	0.00
2019	9.70	7.56	2.14	7.78	1.92	7.92	1.78
2020	11.30	7.94	3.36	8.40	2.90	8.71	2.59
2021	9.90	8.33	1.57	9.07	0.83	9.58	0.32
2022	17.84	8.75	9.09	9.80	8.04	10.54	7.30
2019-2022年超储规模			16.16		13.70		11.98

单位：万亿	社零	趋势增速	社零-趋势	低于趋势	居民可支配收入	趋势增速	居民可支配收入-趋势	低于趋势	消费下滑贡献的超额储蓄
2019	41.16	8%	41.16	0.00	43.34	9.2%	43.34	0.00	0.00
2020	39.20	7%	44.05	4.85	45.45	9.0%	47.24	1.78	3.07
2021	44.08	6%	46.69	2.61	49.62	8.5%	51.25	1.63	0.98
2022	43.82	5%	49.02	5.21	52.35	8.0%	55.35	3.00	2.21
2019-2022年消费下滑贡献超储				12.66				6.41	6.25

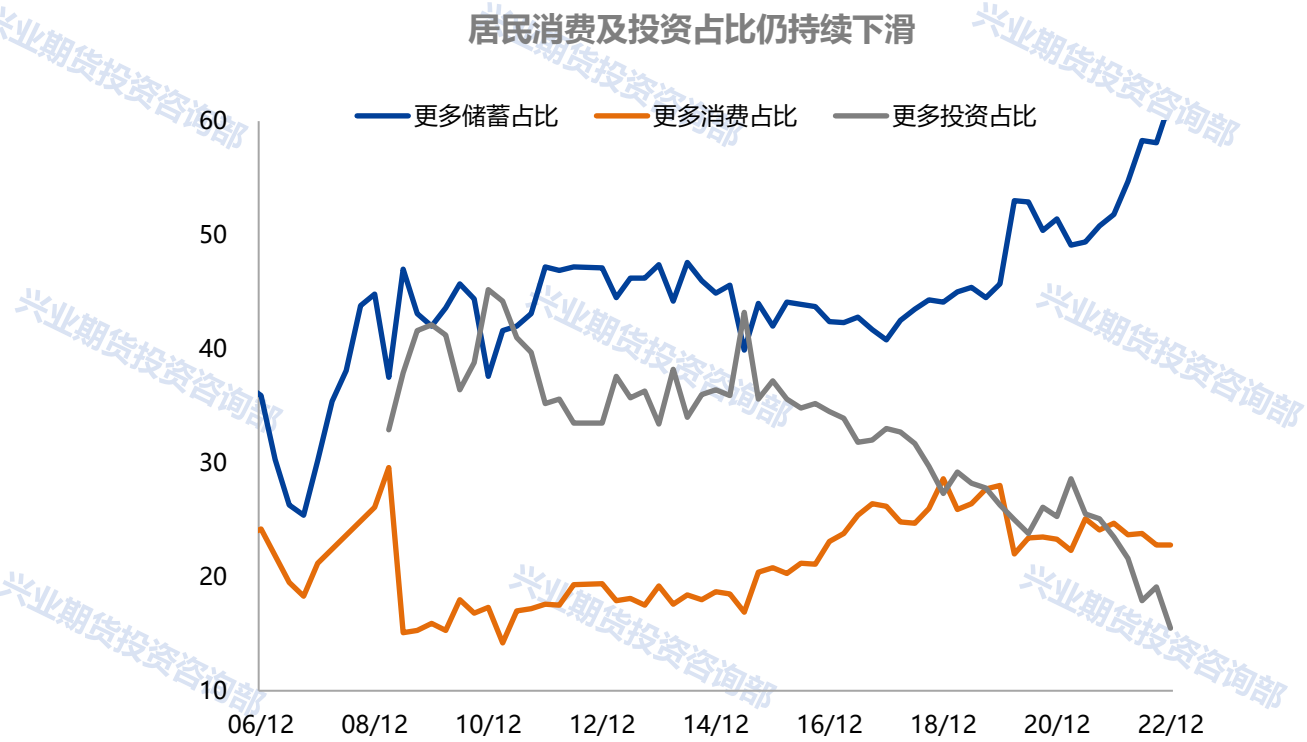
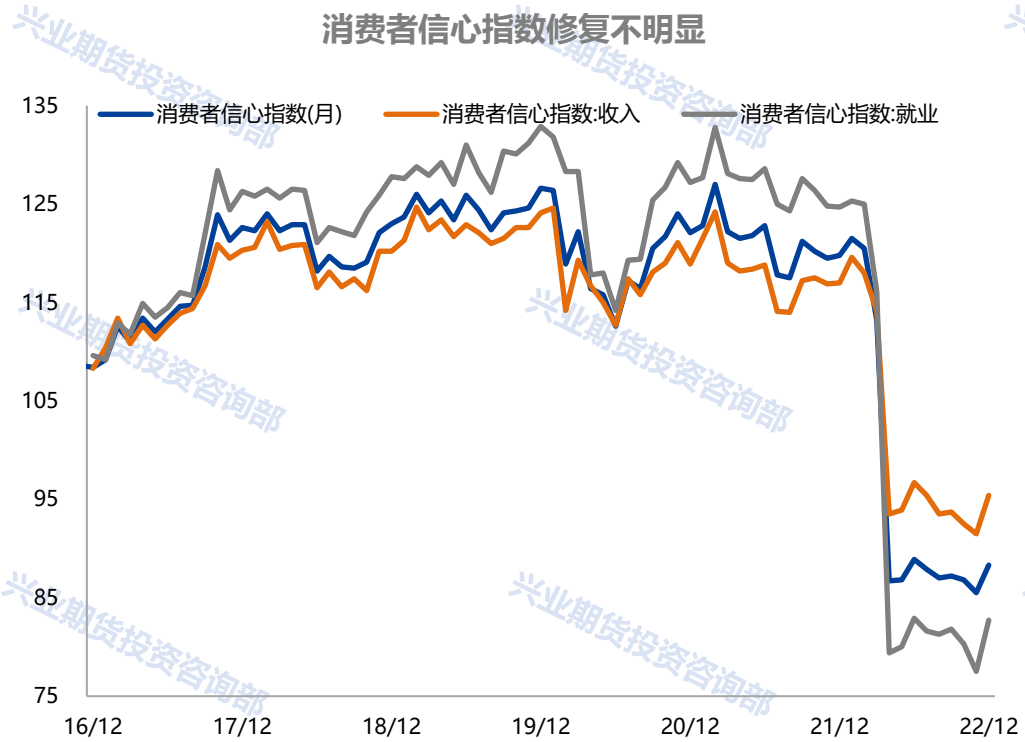
2019-2022年超储规模 (万亿)	16.16	13.70	11.98
2019-2022年投资性支出下滑贡献超储 (万亿)	9.91	7.45	5.73
2019-2022年消费下滑贡献超储 (万亿)	/	6.25	/

- 消费下降贡献的超额储蓄释放，一般将用于可选消费。投资性支出下降贡献的超储，一般更多用于地产及权益等其他资产的配置；
- 基于此，我们简单假设，如果2023年居民超储释放10%或20%，则可同时拉动社零增长1.4%或2.9%，商品房销售增长3.3%或6.7%，对总需求的修复作用较大。

情景1：居民超储释放，居民投资性支出中地产及权益等其他资产配置1：1							
分项	分配系数		10%	20%	30%	40%	50%
社零	100%		0.62	1.25	1.87	2.50	3.12
商品房销售	50%		0.37	0.75	1.12	1.49	1.86
权益等	50%		0.37	0.75	1.12	1.49	1.86
情景1：超储释放对消费及地产销售的拉动作用 (%)							
分项	2022年基数	2023年预测增长*	10%	20%	30%	40%	50%
社零	43.82	6.96%	1.4%	2.9%	4.3%	5.7%	7.1%
商品房销售	13.35	0%	2.8%	5.6%	8.4%	11.2%	13.9%
情景2：居民超储释放，居民投资性支出中地产及权益等其他资产配置3：2							
分项	分配系数		10%	20%	30%	40%	50%
社零	100%		0.62	1.25	1.87	2.50	3.12
商品房销售	60%		0.45	0.89	1.34	1.79	2.24
权益等	40%		0.30	0.60	0.89	1.19	1.49
情景2：超储释放对消费及地产销售的拉动作用 (%)							
分项	2022年基数	2023年预测增长*	10%	20%	30%	40%	50%
社零	43.82	6.96%	1.4%	2.9%	4.3%	5.7%	7.1%
商品房销售	13.35	0%	3.3%	6.7%	10.0%	13.4%	16.7%

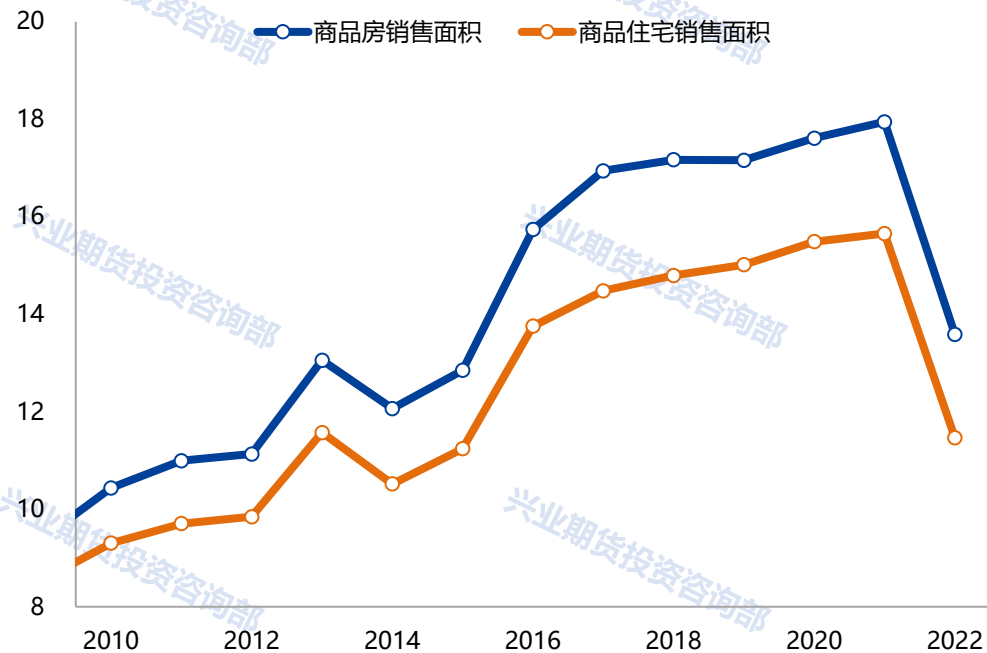
2023年预测增长：市场一致性预测

但是居民部门超额储蓄的来源较为复杂，能否释放也受不同条件制约。对于消费下滑贡献的超储，其中被动储蓄释放阻碍较小，一旦国内防疫政策优化，消费场景快速修复，即可带来相关可选消费的反弹，春节期间旅游、电影、餐饮数据的大幅复苏，也可以侧面印证这一推测。但对于消费下滑贡献的超储中预防性储蓄部分，以及居民投资性支出下滑贡献的超储部分，其能否释放更多受到居民预期的影响，如居民对未来经济增长、居民收入增长、就业、房地产等方面的信心。从数据上看，居民信心和预期尚未出现明显修复，预防性储蓄能否释放，以及投资性支出下降带来的超额储蓄能否释放，还有待验证，并影响后续消费，包括地产消费，的复苏斜率。



2022年我国房地产行业面临多重压力，地产消费下滑程度创历史记录，2022年我国商品住宅销售面积仅11.4亿平方米，同比下降26.8%，基本回到2015年水平附近。考虑到中国城镇化率仅65%，还有较大提升空间，人均住房面积38.8，也存在进一步提升空间，叠加中国商品住宅老化带来的更新需求，根据中性情景假设，2023年-2030年中国商品住宅销售面积中枢为12亿平方米，2022年地产销售已跌破长期需求的中枢，不排除已形成阶段性的底部。在各类房地产宽松政策的扶持下，2023年地产消费企稳甚至回暖的可能性较高。

商品住宅销售面积不到12亿平方米



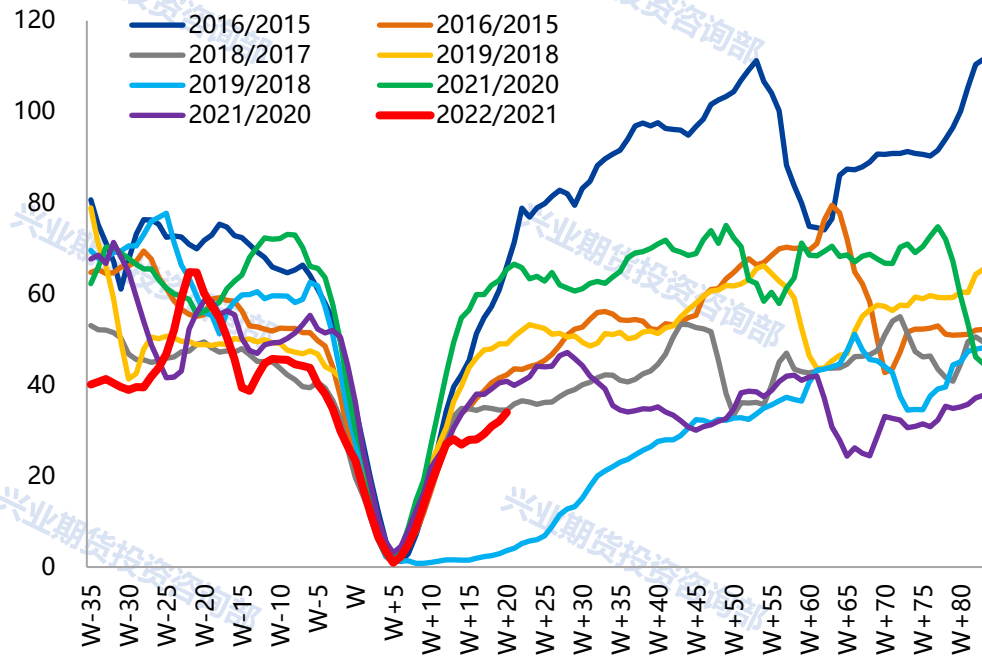
2023-2030年中国商品住宅长期中枢约为12亿平方米/年

年度	城镇住宅存量 (亿平方米)	总人口 (亿人)	城镇化率 (%)	城镇人口 (亿人)	常住人口人均住房面积 (平米)
2000年	44.1	12.7	36.2	4.6	9.6
2005年	108.7	13.1	43.0	5.6	19.3
2010年	190.7	13.4	50.0	6.7	28.5
2015年	227.9	13.8	57.3	7.9	28.7
2020年	321.3	14.1	63.9	9.0	35.6
2021年	339.4	14.1	64.7	9.1	37.1
2022年	357.3	14.1	65.2	9.2	38.8
2030年-乐观	439.4	14.0	74.2	10.4	42.3
2030年-中性	420.5	13.9	72.9	10.1	41.5
2030年-悲观	403.4	13.8	71.3	9.8	41.0

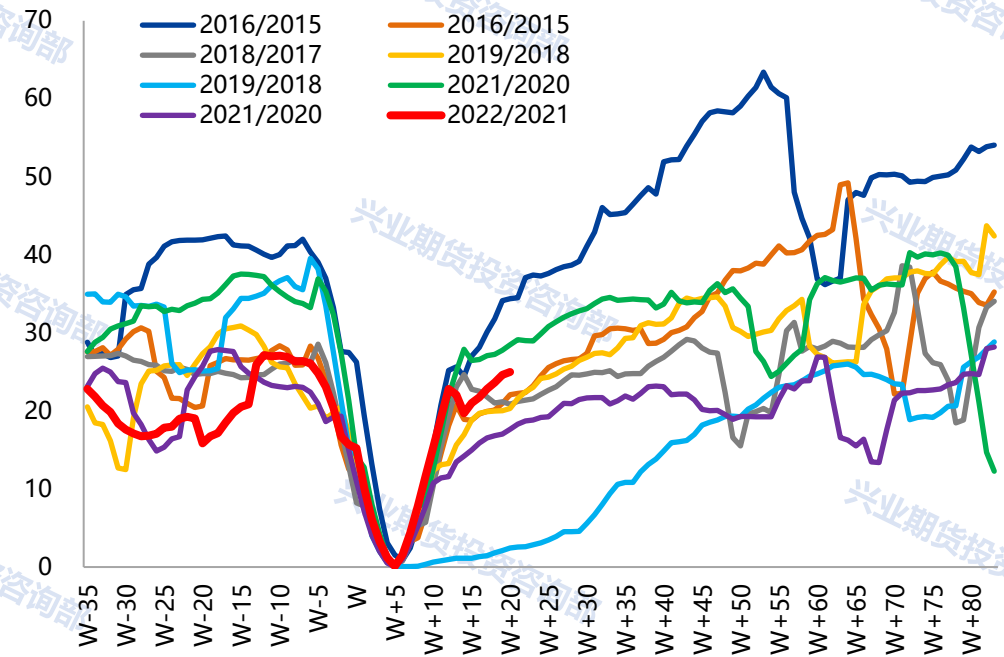
单位：亿平方米	刚性需求	改善需求	更新需求	住宅需求总量	住宅需求年均值
	城镇化率提高带来的新增需求	人均居住面积提高带来的需求	老旧城镇住宅拆除带来的需求		
2022-2030：乐观	46.2	53.8	27.1	127.1	14.1
2022-2030：中性	36.8	44.3	27.1	108.3	12.0
2022-2030：悲观	25.9	38.1	27.1	91.1	10.1

从高频数据上看，2023年春节后30城商品房成交面积降幅逐步收窄，18城二手房成交面积同比增速呈现改善迹象，贝壳研究院的二手房市场景气指数及经纪人预期指数也都环比回升，其中二手房景气指数创2021年8月以来新高，二手房折价指数小幅收窄，显示市场已经步入平稳区间。不过房地产消费整体改善力度较为有限，有待后续密切追踪。

30城商品房销售面积（5日移动平均，更新至2.10）

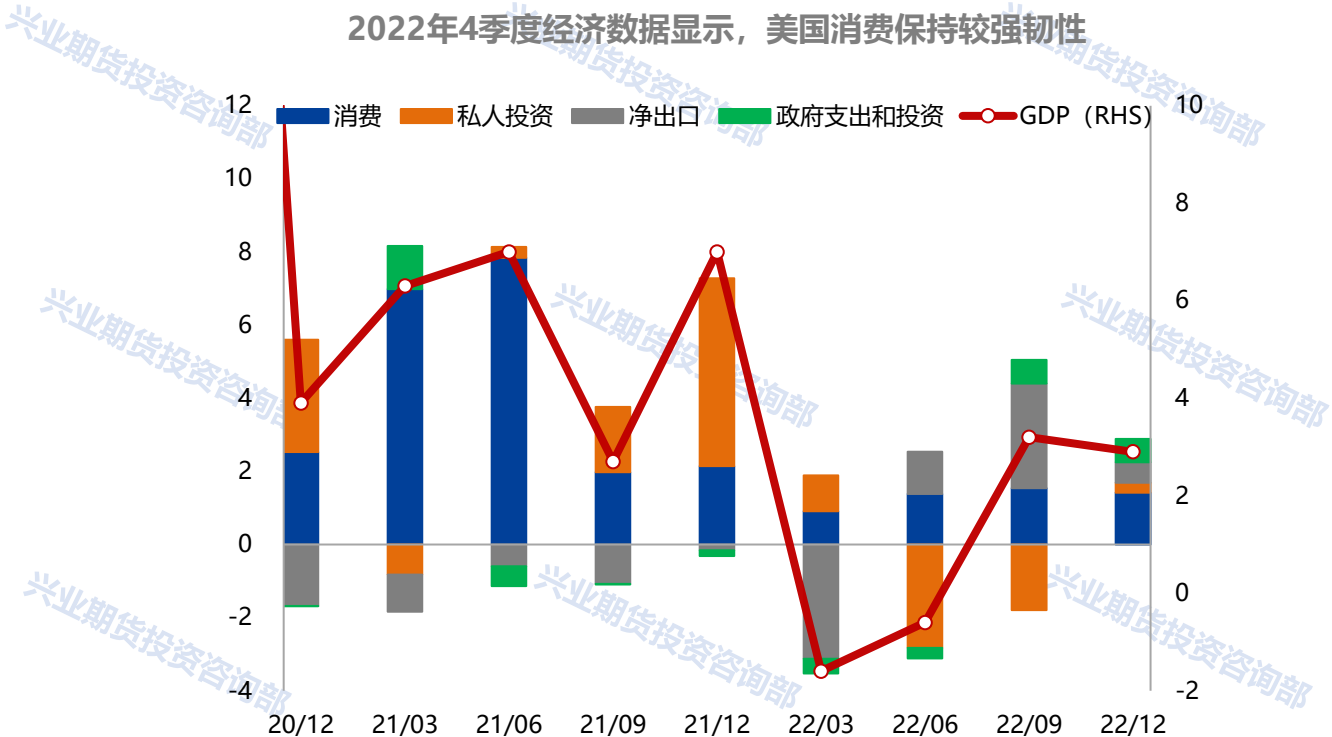
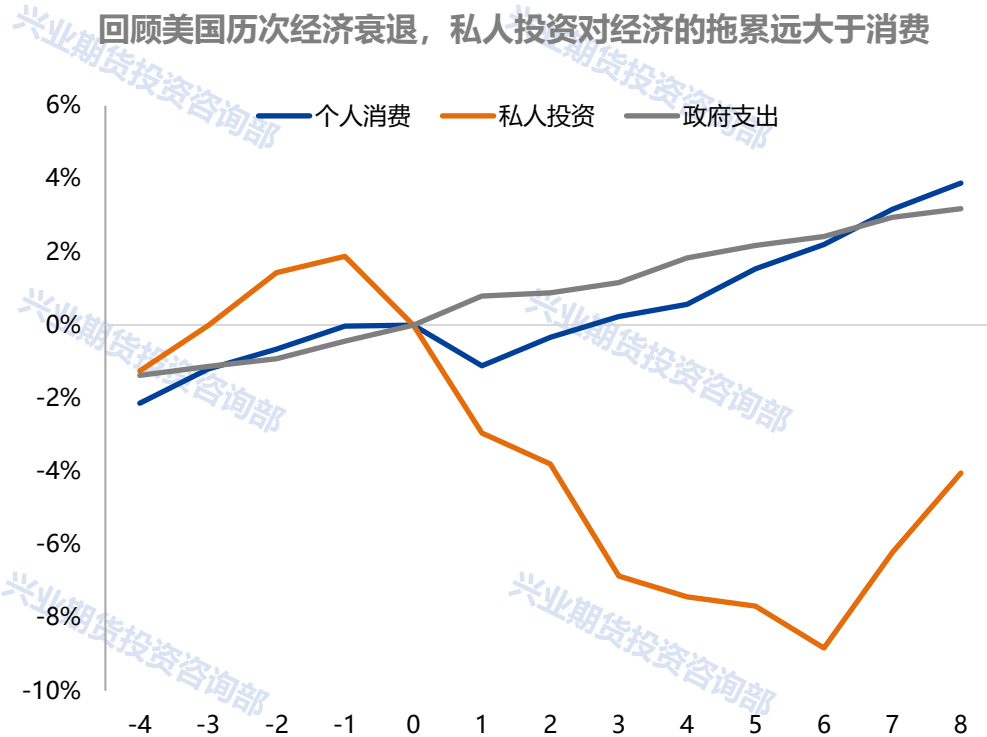


18城二手房成交面积（5日移动平均，更新至2.10）



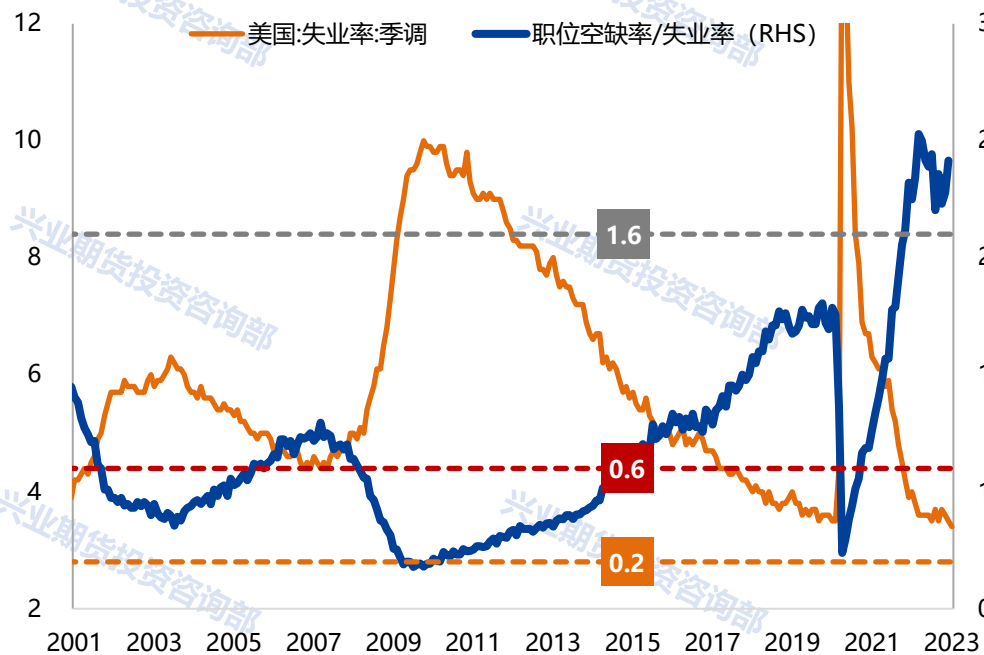
□ 海外核心交易主线是美国衰退。从2022年2季度开始，市场对美国经济衰退的预期在逐步发生变化。四季度美国GDP数据显示美国个人消费保持较强韧性，再加上劳动力市场供不应求的现状，市场对美国经济软着陆的预期开始走强。

□ 为了更好地分析美国经济地走向，我们首先回顾美国历次经济衰退。从成因上看，美国历次衰退的成本有货币紧缩、私人债务过度发展、股市崩盘、财政紧缩、外生冲击，每轮衰退的成因几乎都有货币紧缩，并且可能包含不止1种的成因。从萎缩时间顺序看，私人投资一般提前下行，且复苏缓慢，消费与衰退同步，但复苏较快。从程度看，私人投资对经济的拖累远大于消费，政府支出和净出口影响较小。

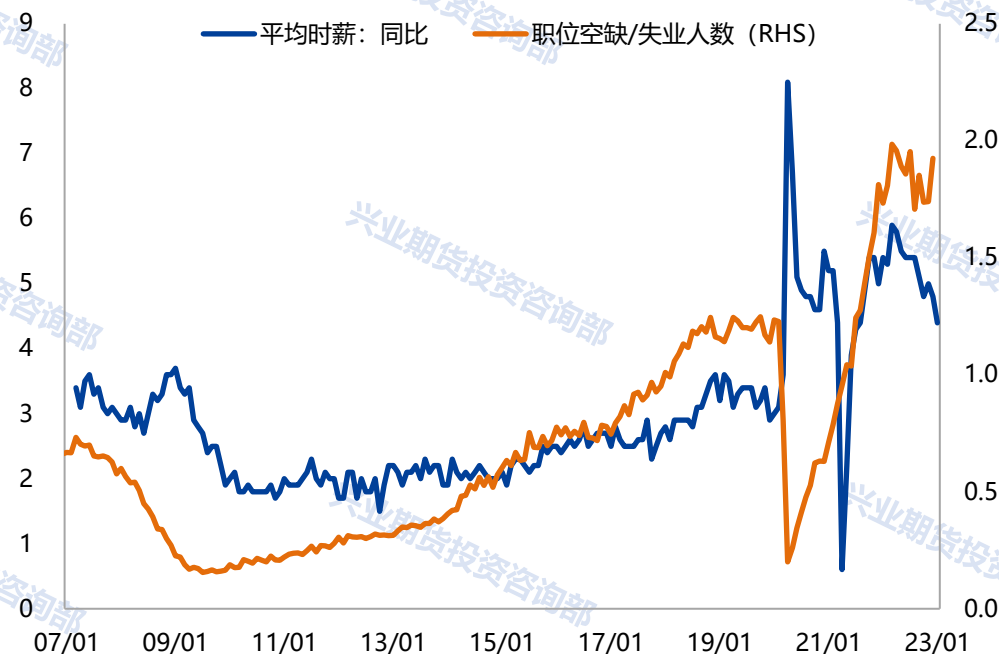


再回过头看美国本轮衰退。对于个人消费来说，美国劳动力市场依然整体处于供不应求的状态，职位空缺数居高不下，失业率不断创新低，薪资增速保持较高的正增长，预计美国消费韧性将较好，本次衰退程度将相对较浅。

美国失业率继续创新低，职位空缺率居高不下

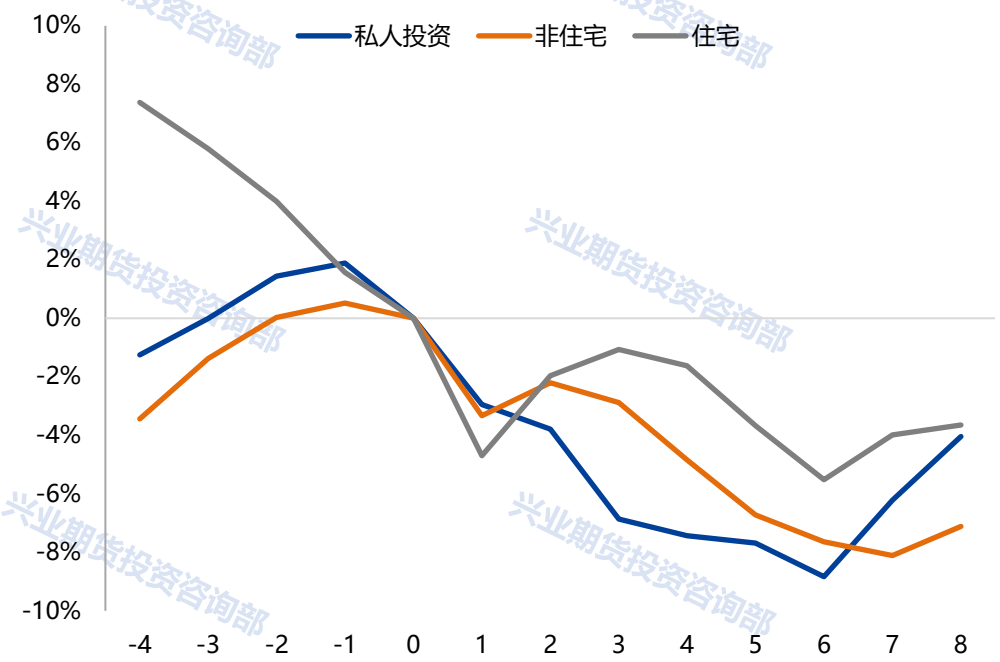


美国平均时薪仍保持较高正增长

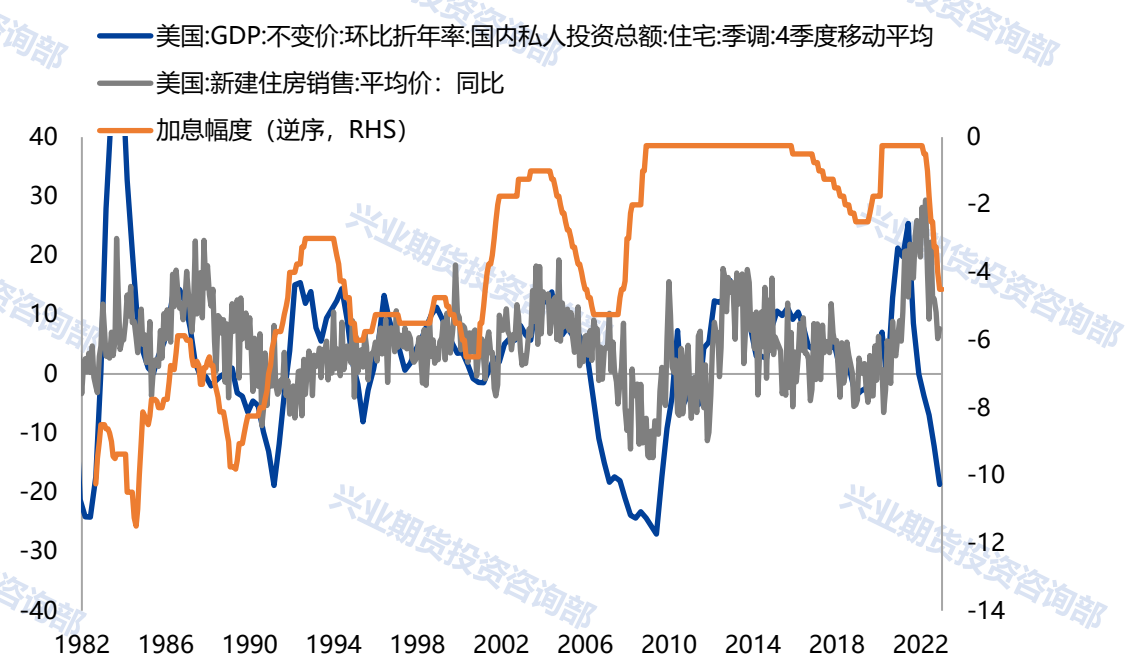


私人投资作为美国历次经济衰退的最大拖累项，住宅衰退时间最早，且衰退程度最深，非住宅投资与衰退几乎同步，且一般在衰退中后期大幅下行。私人部门高杠杆压力、以及加息幅度决定住宅投资衰退程度。本轮美国私人部门负债压力小于2007-2009年，但本轮美联储加息幅度较大，且美联储通胀距离政策目标仍有距离，加息尚未结束，预计住宅投资衰退程度相对较深。一般住宅投资见底回暖或需等待经济开始衰退后2个季度或以上。此外，美国金融资产泡沫偏低，非住宅投资和私人存货投资将主要受通胀、货币紧缩、需求走弱以及住宅投资增速下滑的影响，衰退程度中性，但需关注持续时间。综合目前信息，市场普遍认为本轮美国衰退程度较浅，对美联储货币政策节奏以及大类资产的影响需要继续观察。

历次衰退中，私人投资中住宅投资下滑程度最深



房价下跌+连续加息，加大住宅投资下行压力



□ 2022年11月以来交易的几条宏观主线分别有：（1）国内疫情放开，消费场景快速修复，确认经济底部；（2）超储潜在释放空间和可能性，汽车、地产等传统大额消费的修复力度，对应消费修复的斜率，即经济复苏程度；（3）美国紧缩节奏放缓，经济衰退与降息时点。目前，第一条主线已基本得到验证，市场对后两条主线依然存在分歧，且乐观预期一定程度上已反映在大类资产价格中，这也可能是2月以来国内商品指数滞涨的原因。因此在本月的策略中，我们建议仍以低估值，赔率高的多头策略为主，以降低市场波动带来的损失。

周度涨跌	11/04	11/11	11/18	11/25	12/02	12/09	12/16	12/23	12/30	01/06	01/13	01/20	02/03	02/10
豆油指数	5%	-3%	-2%	1%	0%	0%	-4%	-3%	7%	-2%	-2%	3%	-2%	0%
棕榈指数	8%	0%	-7%	5%	0%	-3%	-3%	-3%	10%	-2%	-5%	2%	-1%	1%
郑糖指数	2%	2%	-1%	-1%	-1%	2%	1%	1%	0%	-2%	-1%	2%	4%	0%
郑棉指数	2%	1%	1%	-1%	1%	3%	2%	-2%	2%	1%	0%	3%	1%	-4%
玉米指数	0%	1%	-2%	3%	-2%	-1%	0%	-2%	2%	2%	0%	-1%	0%	-1%
沪铜指数	2%	6%	-3%	0%	2%	1%	-3%	0%	1%	-2%	5%	3%	-2%	-1%
沪铝指数	1%	2%	2%	-1%	2%	0%	-3%	-1%	0%	-4%	4%	5%	-2%	-2%
沪镍指数	5%	7%	-3%	0%	2%	9%	-3%	2%	6%	-10%	-2%	7%	1%	-2%
沪金指数	-1%	4%	0%	0%	1%	-2%	0%	1%	1%	0%	1%	2%	-1%	-2%
沪银指数	1%	8%	-3%	2%	5%	1%	-1%	2%	1%	-4%	1%	2%	-2%	-5%
螺纹钢指数	2%	2%	2%	0%	3%	4%	3%	-1%	2%	0%	2%	0%	-3%	0%
热卷指数	3%	2%	2%	0%	3%	4%	2%	-1%	2%	0%	1%	0%	-3%	1%
铁矿指数	5%	7%	6%	0%	5%	5%	0%	0%	4%	-1%	3%	-2%	-2%	1%
焦炭指数	4%	4%	3%	0%	1%	4%	0%	-6%	-1%	0%	6%	2%	-5%	-1%
焦煤指数	7%	2%	2%	-1%	-1%	-1%	3%	-7%	-2%	-2%	3%	0%	-4%	1%
原油指数	3%	-4%	-8%	-7%	0%	-12%	6%	2%	4%	-7%	2%	4%	-6%	3%
TA指数	6%	1%	-1%	-5%	2%	-3%	6%	1%	2%	-4%	5%	5%	-4%	-3%
乙二醇指数	3%	0%	-1%	1%	1%	3%	1%	-4%	4%	-2%	6%	3%	-6%	-2%
甲醇指数	2%	-1%	1%	1%	1%	-3%	3%	-4%	6%	-1%	1%	5%	-3%	-3%
塑料指数	1%	0%	2%	0%	2%	0%	2%	-3%	2%	-2%	3%	3%	-3%	-2%
PP指数	1%	1%	0%	-1%	2%	-1%	2%	-4%	2%	-2%	3%	3%	-2%	-2%
PVC指数	4%	0%	-1%	3%	1%	2%	2%	-3%	1%	2%	1%	3%	-7%	0%
沪胶指数	4%	2%	1%	0%	2%	2%	-1%	-4%	1%	1%	1%	2%	-5%	-1%
玻璃指数	0%	1%	-2%	4%	-1%	6%	3%	-1%	7%	2%	0%	4%	-9%	-3%
纯碱指数	0%	4%	4%	3%	1%	2%	3%	-4%	3%	3%	3%	2%	-1%	-4%
IF指数	7%	0%	0%	-1%	3%	3%	-1%	-3%	1%	3%	3%	2%	-1%	-1%
IH指数	6%	2%	1%	0%	3%	3%	0%	-3%	1%	3%	3%	2%	-2%	-1%
IC指数	7%	0%	1%	-2%	1%	0%	-2%	-5%	1%	3%	1%	3%	1%	0%
IM指数	8%	-1%	0%	-3%	3%	0%	-2%	-5%	2%	3%	1%	4%	2%	1%

股指

IF

01

基本面核心指标持续改善，盈利端推涨作用将强化

02

从大类资产对比看，A股配置价值依旧良好

03

A股兼顾避险、收益属性，外资持续流入趋势难改

04

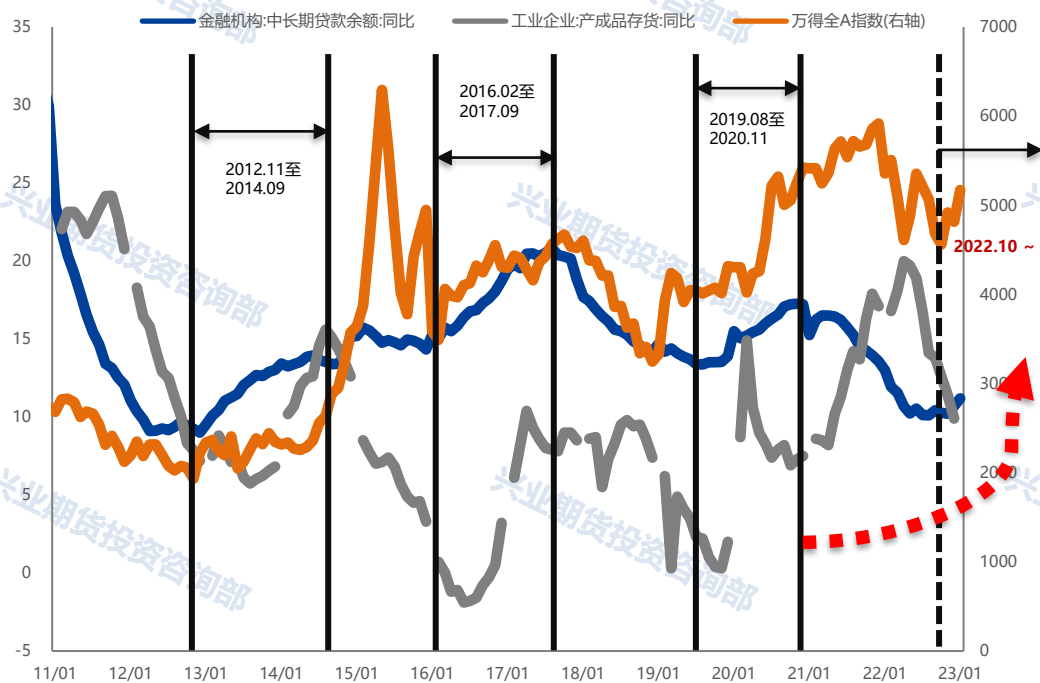
市场“赚钱效应”将提升，国内资金将接力入场

05

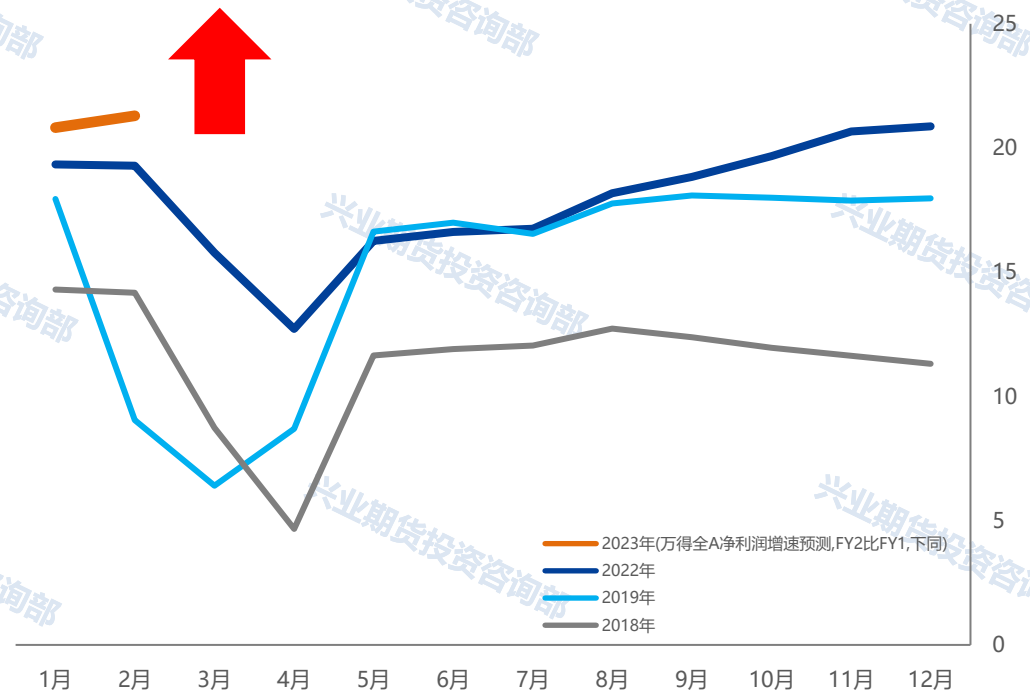
价值股预期表现更强，仍宜持有沪深300期指多单

- 从最新信贷数据看，已稳步改善。再从工业企业产成品存货数据看，在连续多月主动去化后，按周期规律、亦临近补库存拐点。总体而言，“宽信用、再库存”的经济显著复苏格局大概率将于2023年上半年兑现，为中观盈利面改善提供坚实基础；
- 而从Wind一致性预期数据看，以万得全A指数代表A股，较疫前的2018、2019两年，市场对2023年A股净利润增速预期显著上修；
- 故从基本面看，分子端盈利因素的积极驱涨动能将强化。

国内贷款增速、工业品存货增速及万得全A走势对比（截至2023年1月）

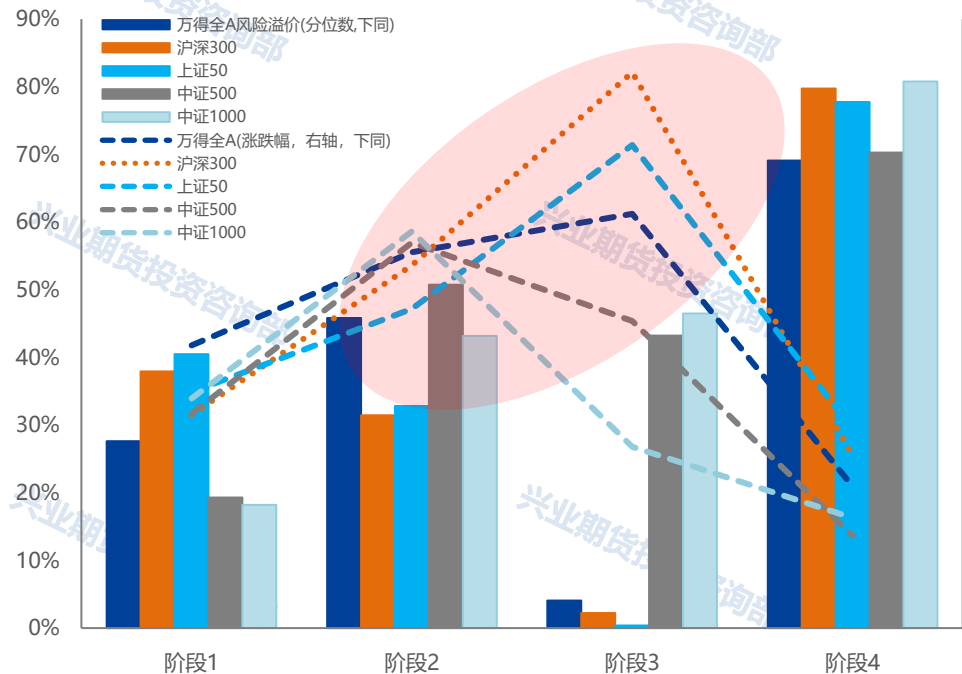


万得全A历年各月净利润增速预期值对比（截至2023.2.10）

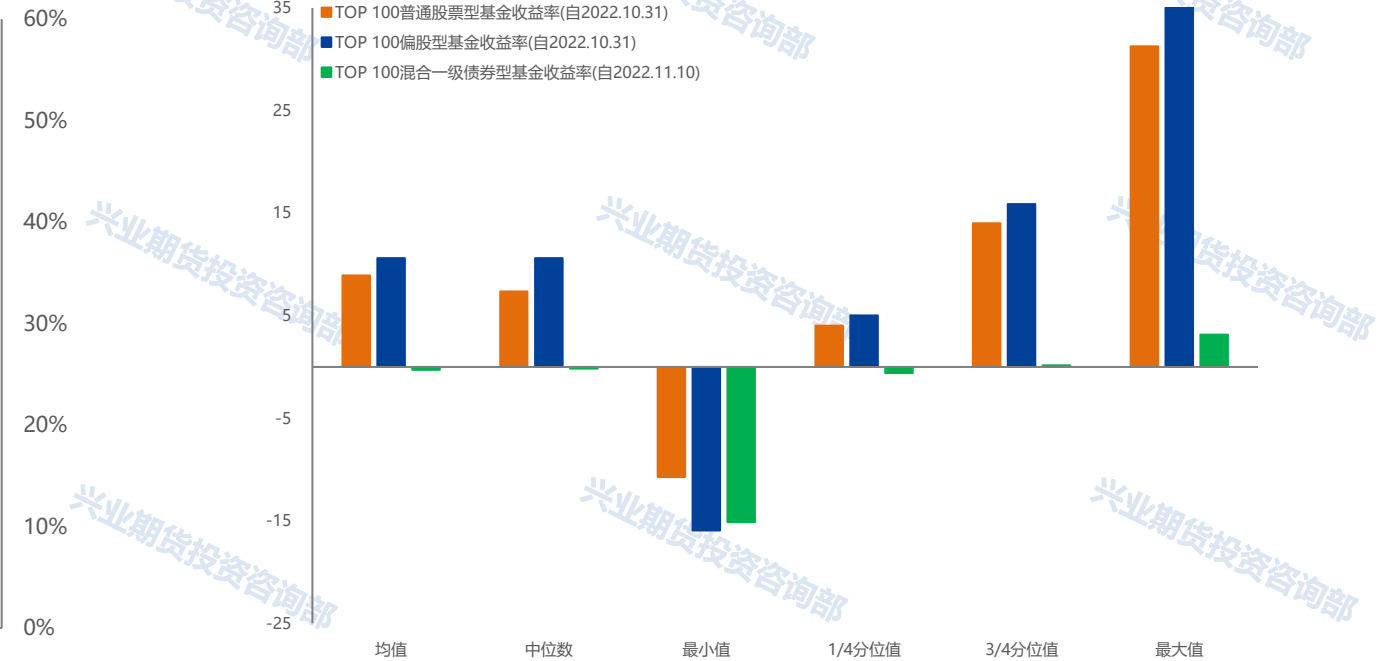


- 当前A股股债风险溢价值整体仍处高位，参照过往走势(阶段1：2016.1.29-12.1；阶段2：2019.1.4-4.19；阶段3：2020.4.2-2021.2.19)，预计依旧有15%~30%的潜在上涨空间（对应阶段4，自2022年10月底起）；
- 另随权益市场回暖，其较固收、理财类产品的超额收益将显著放大，亦提升其吸引力；
- 故从大类资产横向对比看，当前阶段A股配置价值良好。

A股主要指数股债风险溢价值变动情况（截至2023.2.10）

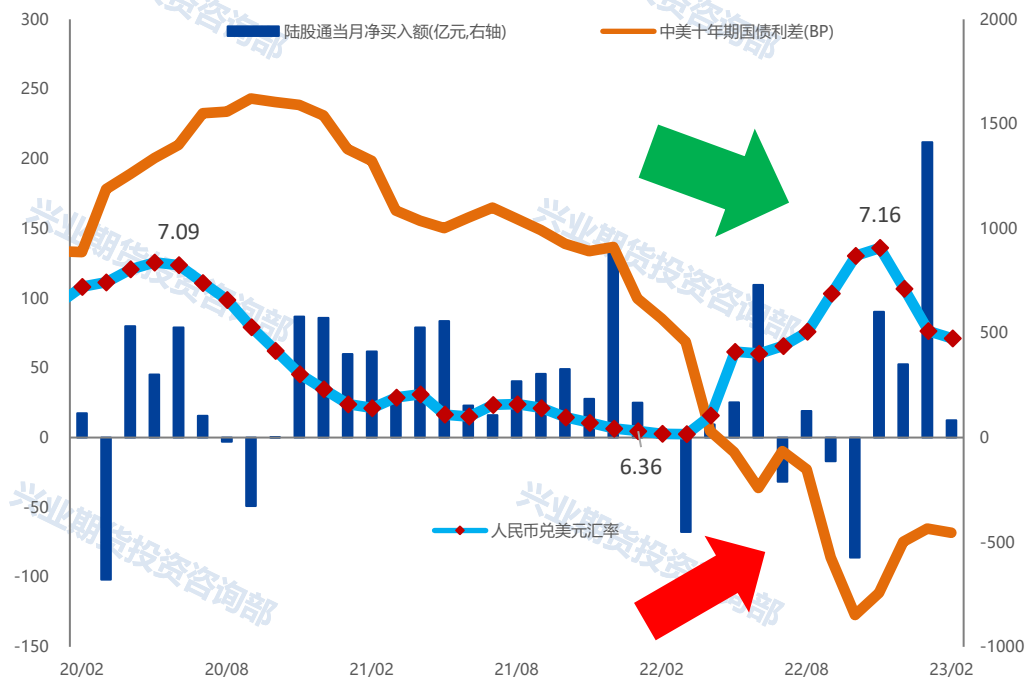


Top 100公募股基、债基收益率对比（截至2023.2.10）

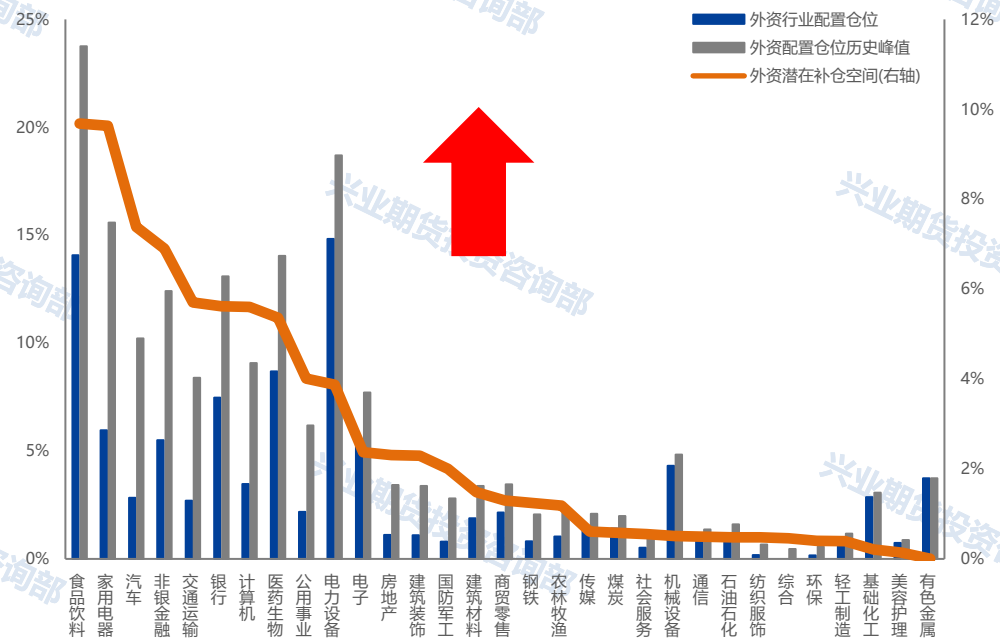


- 随2023年海外主要国家经济衰退、通胀趋势下行的信号逐步验证，我国较全球主要国家利差将大幅缩窄、汇率则将被动升值，利于提升A股资产在全球市场的避险和配置价值，外资入场规模预期乐观；
- 再从实际印证数据看，自2023年初以来、陆股通资金流入总额远超过往2年同期水平。此外，参照过往统计数据，陆股通主要持仓行业的市值占比较峰值仍有较大提升幅度，本年持续净流入的趋势难改。

中美利差、人民币汇率及陆股通资金净流入量对比（截至2023年2月上旬）

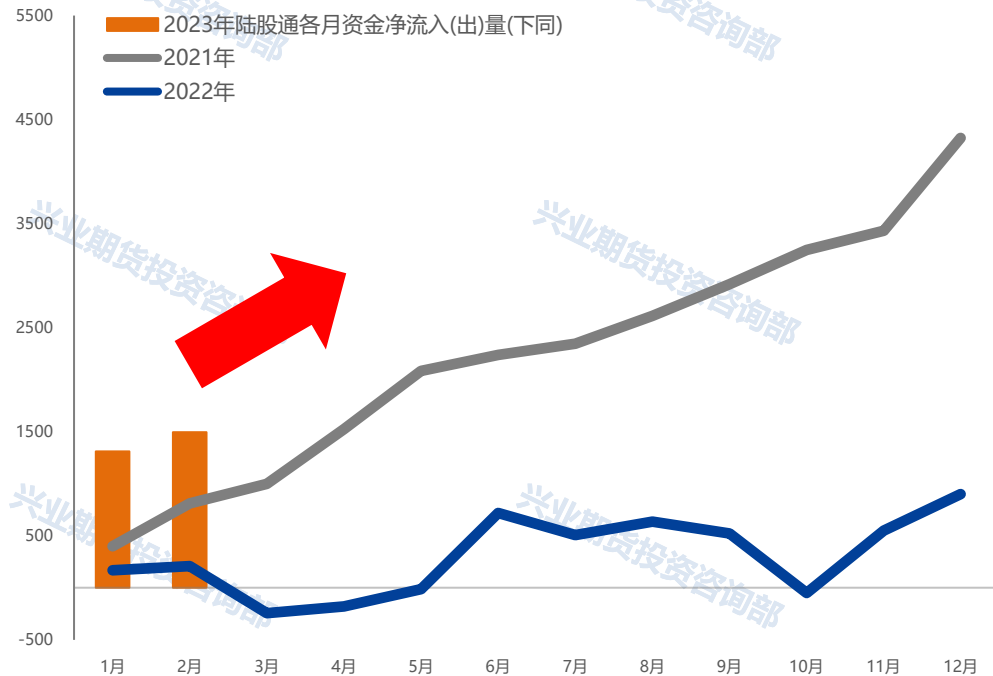


陆股通主要持仓行业仓位占比情况（截至2023年1月）

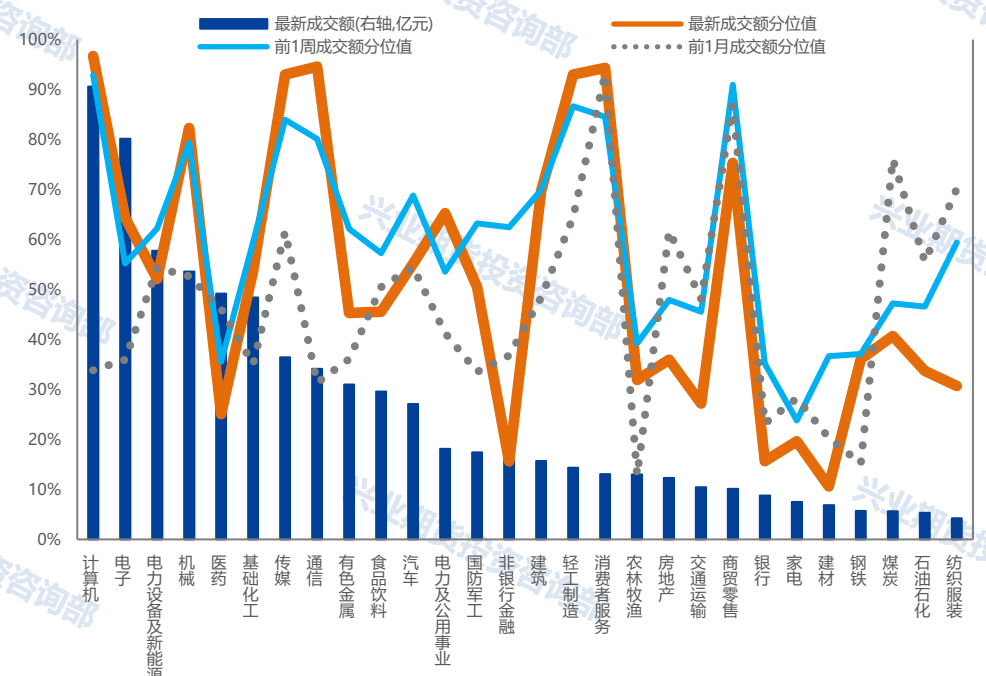


- 近月来海外资金大幅净流入，对A股市场整体交投情绪贡献明显。而随国内长假因素消失，基本面积极验证信号确认，预计国内资金将接力入场。近两周A股成交总量重回万亿水平，多数中信一级行业成交情况较节前显著回暖；
- 考虑A股大概率将进入基本面、资金面互为推涨的良性循环局面，进而提升市场“赚钱效应”。而过往3年国内居民已累积巨额超储、且投资属性较强，国内资金接力入场的局面值得期待。

陆股通各月净流入情况对比（截至2023.2.10）

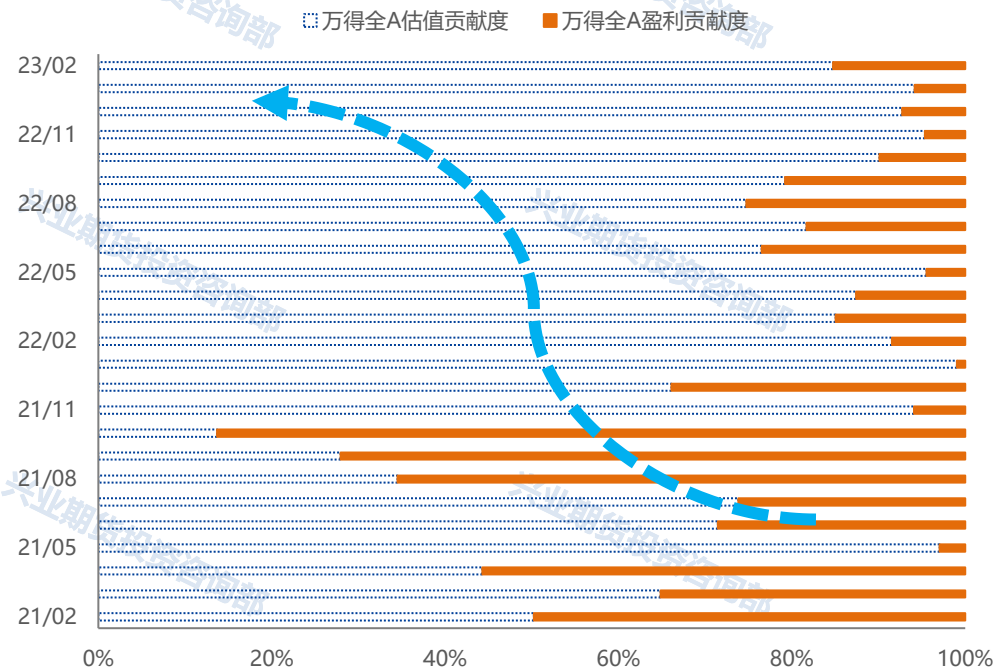


中信一级行业成交额变化情况（截至2023.2.10）

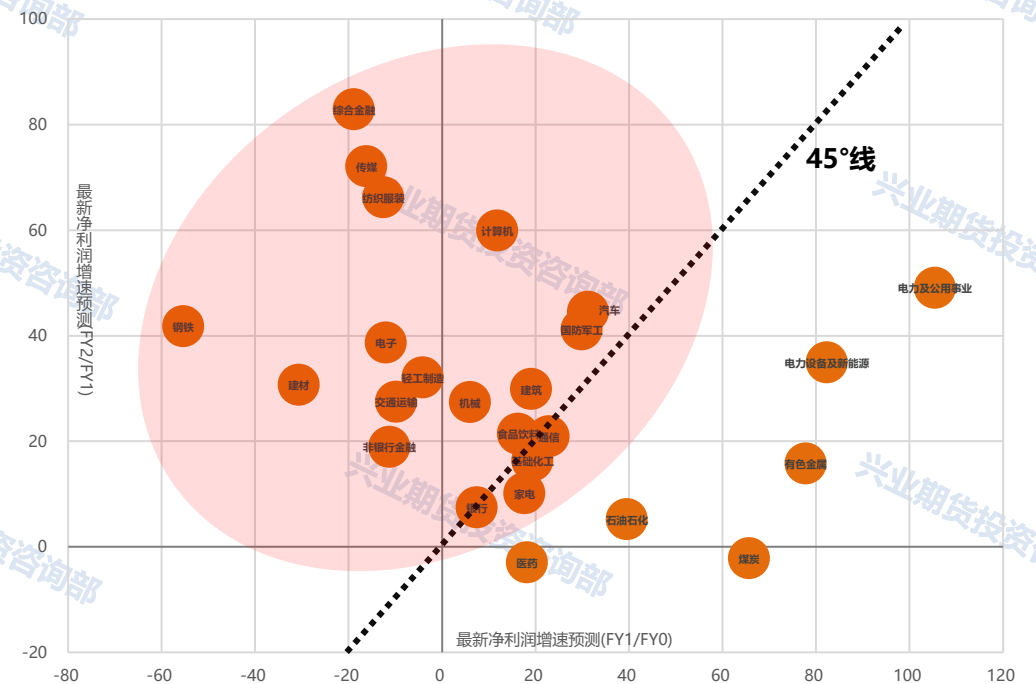


- 自2021年10月以来，A股主导驱动因素为估值、盈利因素影响大幅减弱。而随国内宏观基本面修复大方向逐步明朗，预计业绩端的贡献将再度大幅强化。从Wind一致性预期数据看，23年较22年（即FY2和FY1），以中信一级行业为样本，金融、地产、交运等价值板块净利润预期增速大幅提升，而以电新能源及设备为代表的成长板块则显著下滑；
- 因此，较成长风格、价值风格与此映射关联度更高，其预期表现更强。

万得全A涨跌幅，及盈利、估值贡献度分解（月度，截至2023.2.10）



中信一级行业2022年及2023年业绩增速预期对比（截至2023.2.10）



基于“业绩为先”的逻辑，再加上“估值约束”以提高安全性，行业轮动模型选定“PB-ROE”模式。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40.2%，39.3%，34%和30.3%。以此看，沪深300指数的多头配置价值依旧最高。

基于PB-ROE维度，相关行业四大股指占比统计（截至2023.2.10）

简称	最新总市值 (亿,2023.2.10)	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(FY2)	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	11334	4.9%	10.2%	14.6%	8.5%	12.85	2.3	0.0	2.3	0.8	1.21
国有大型银行II	57029	5.7%	8.1%	5.8%	7.4%	11.27	2.7	3.4	0.0	0.0	6.1
全国性股份制银行II	25026	9.1%	13.4%	9.0%	7.2%	11.91	5.8	10.8	0.0	0.0	2.7
半导体	32425	9.9%	0.9%	4.9%	27.9%	11.59	4.0	2.6	3.4	3.2	3.5
计算机设备	9723	11.9%	1.4%	11.2%	51.8%	12.70	0.8	0.0	1.4	0.8	1.0
消费电子	11958	15.0%	2.7%	31.0%	44.1%	14.96	1.6	0.0	1.6	1.9	1.3
石油化工	11461	19.3%	9.3%	-21.9%	28.9%	10.69	0.8	1.4	1.1	0.2	1.2
化学制药	18832	20.2%	17.0%	15.2%	23.5%	12.62	1.5	3.3	4.3	3.3	2.0
证券II	31481	22.3%	18.8%	-20.5%	23.8%	8.96	5.9	4.9	5.9	0.7	3.4
光学光电	12188	24.0%	11.1%	-60.8%	106.3%	10.66	2.0	0.0	1.0	1.1	1.3
保险II	24598	28.0%	37.0%	-5.9%	23.2%	11.51	3.7	9.8	0.0	0.1	2.6
新能源动力系统	19806	32.9%	30.5%	70.9%	56.3%	20.14	4.6	0.0	1.8	2.4	2.1
环保及公用事业	9529	36.5%	7.4%	10.3%	13.6%	12.81	0.1	0.0	0.9	2.0	1.0
建筑施工	16617	36.7%	12.5%	14.1%	20.6%	11.14	2.0	2.3	0.8	2.0	1.8
计算机软件	17408	48.1%	18.7%	-0.7%	84.7%	10.18	0.9	0.0	3.1	4.6	1.9
通用设备	12782	49.9%	28.2%	6.2%	43.8%	15.57	0.5	0.0	1.2	3.3	1.4
航空航天	9365	52.6%	41.2%	31.3%	37.1%	9.95	0.7	0.9	2.5	0.9	1.0
工业金属	9587	58.5%	42.8%	28.3%	10.6%	14.23	0.5	0.0	2.7	2.8	1.0
相关筛选行业三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)							40.2	39.3	34.0	30.3	36.5

橡胶

RU

01

乘用车零售度过至暗时刻，重卡产销存边际增量

02

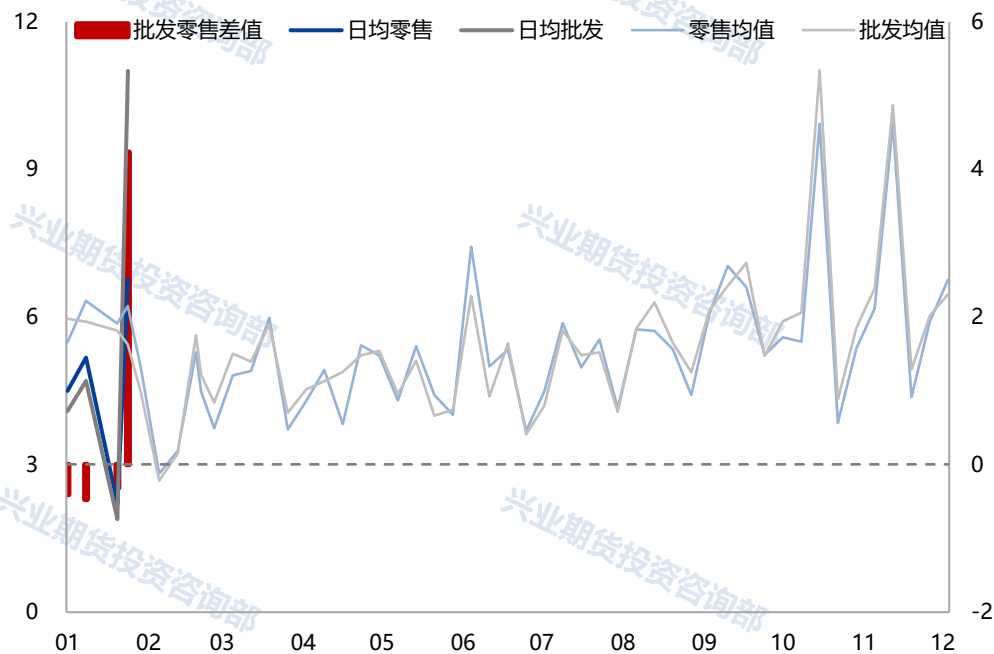
轮企开工季节性回暖，需求传导效率有望提升

03

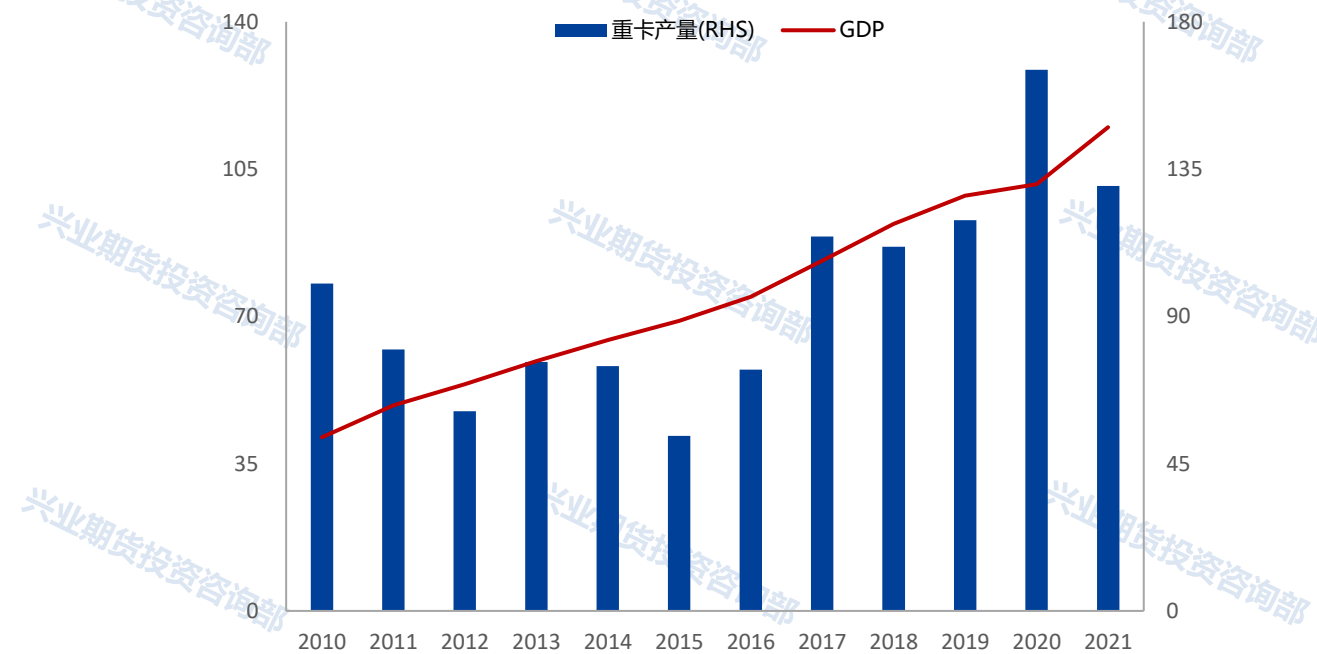
海外产区低产季临近，国内停割支撑沪胶价格

汽车方面，乘联会数据显示1月乘用车零售同比下降38%、环比下滑40%，同环比数据纷纷创下本世纪以来同期最低纪录，但市场已基本消化税收政策退出及春节假期因素带来的需求不佳预期，而上周日均批发率先回升，厂商主动降库意图显著，为后续零售发力提供基础；另外，国内经济复苏预期尚难证伪，重卡市场历经一年筑底或将受益于此而存在边际增量，2月汽车市场整体改善概率较高。

乘用车日均零售及日均批发



重卡产量与经济增长的关系



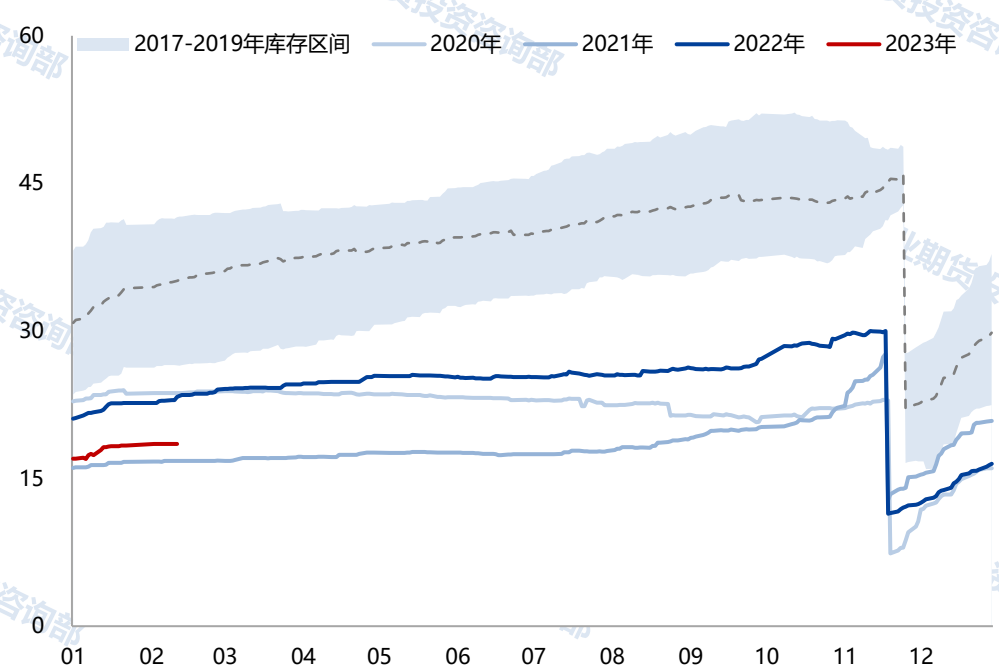
□ 供应方面，我国主要橡胶来源国将于本月末陆续进入低产季，进口市场或高位下行，港口现货累库速率有望显著降低，国内产区开割季来临前天然橡胶供应端暂无增量。

□ 综合来看，乘用车市场表现萎靡，沪胶价格因此承压，但消费刺激料提力加码，轮胎开工进入上行区间，天胶需求传导有望打通，而国内产区仍处停割阶段，仓单注册意愿不足使得期货库存位于近年同期极低水平，沪胶下行空间实则有限，多头策略性价比逐步提升，可待RU2305回落至12300元/吨附近介入。

天然橡胶主要生产国割胶季

国家	年份	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
中国	历史	停割季		过渡期			旺产季				过渡期		
	2021年	停割季		过渡期			旺产季		极端天气 低产		旺产季		过渡期
	2022年	停割季		过渡期			旺产季				过渡期		
印度尼西亚	历史	全年割胶											
	2021年	全年割胶											
	2022年	全年割胶											
马来西亚	历史	旺产季		低产季			过渡期				旺产季		
	2021年	旺产季		低产季			过渡期				极端天气 低产		过渡期
	2022年	旺产季		低产季			过渡期				旺产季		
泰国	历史	旺产季		低产季			过渡期				旺产季		
	2021年	旺产季		低产季			过渡期				旺产季		
	2022年	旺产季		低产季			过渡期				旺产季		
越南	历史	过渡期		低产季			过渡期		旺产季			过渡期	
	2021年	旺产季		低产季			过渡期		旺产季			过渡期	
	2022年	过渡期		低产季			过渡期		旺产季			过渡期	

天然橡胶期货库存(万吨)



聚氯乙烯

PVC

01

电石法产量进一步增长，生产企业库存处于高位

02

下游开工加速回升，社会库存增长趋缓

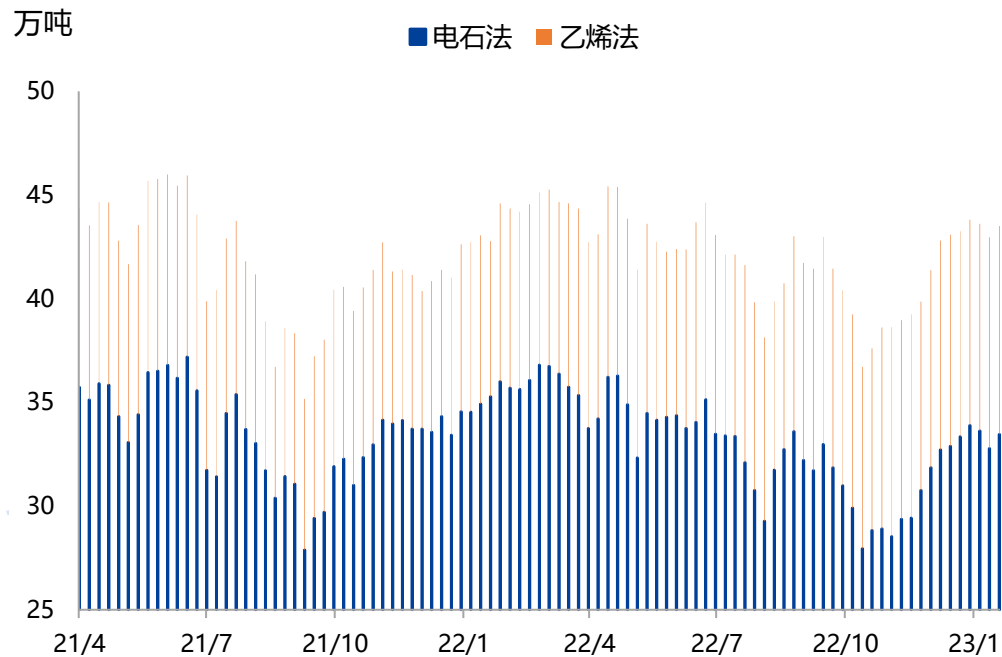
03

低利润限制下跌空间，现货市场看涨情绪出现

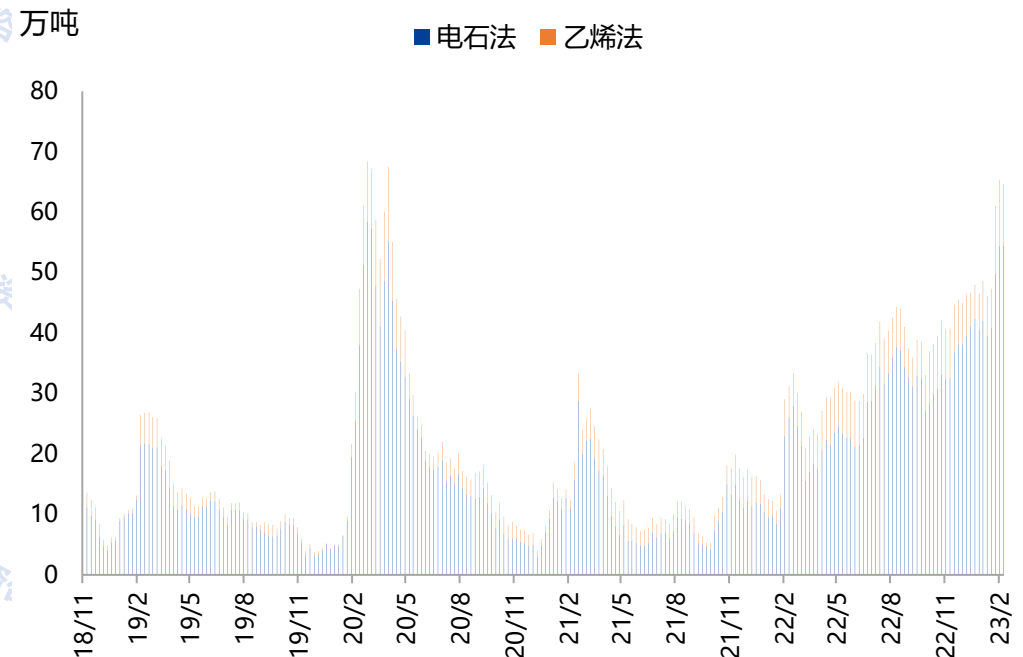
□ **电石法产量进一步增长**：PVC周度产量为43.51 (+0.54) 万吨，新疆中泰负荷提升，下周齐鲁石化临时停车10天。一月至今周度产量都维持在历史极高水平，同时由于去年8月至10月刚经历过一轮集中检修，今年一季度出现大面积检修的可能性不高，因此供应宽松是限制上涨的主要因素。

□ **生产企业库存处于高位**：生产企业库存为64.73 (-0.62) 万吨，其中乙烯法企业库存开始下降，然而电石法企业库存反而继续积累。目前生产企业库存较均值高出30万吨，即便需求好转，库存最快也需要两个月以上才能完成去化，这也是我们认为05合约反弹高度不足的原因。

产量维持高位 (截至2023.2.10)

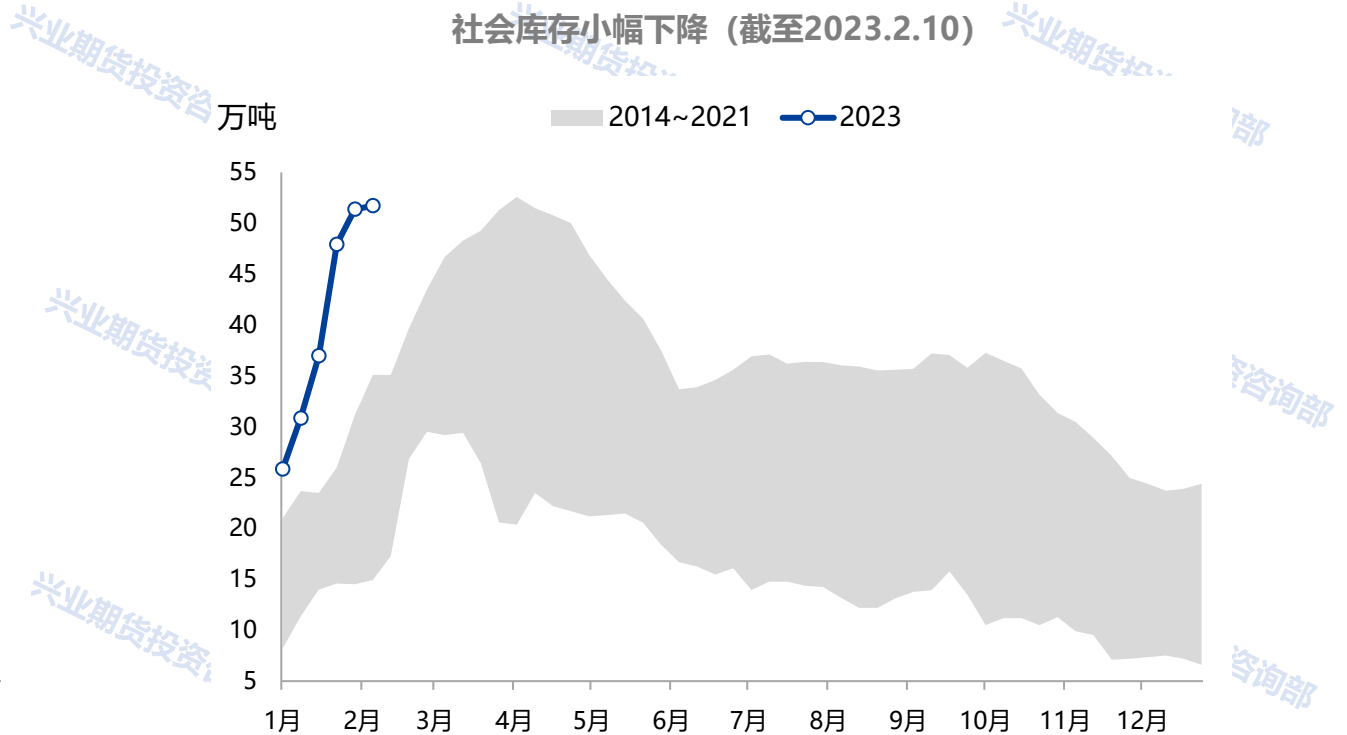
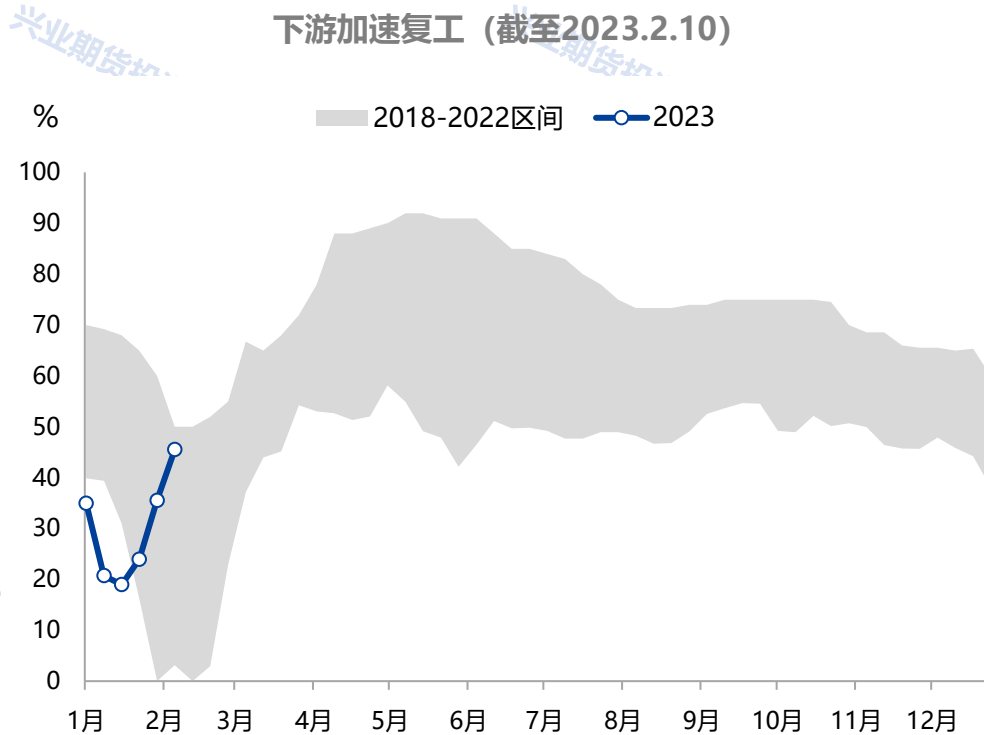


生产企业库存接近新高 (截至2023.2.10)



▣ **下游开工加速回升**：下游开工率为45.57%，较前一周增加10.02%。管材、薄膜和型材开工率均达到去年11月以来最高，下周有望超过去年同期水平。今年的需求增量主要来自型材，建议重点关注地产新开工数据和型材开工率变化。

▣ **社会库存增长趋缓**：2022年社会库存自高点50万吨降至低点25万吨耗时8个月，而今年仅3周就实现社会库存从25万吨翻倍至50万吨。随着下游全面复工，上周社会库存仅增加0.34万吨，本周起库存大概率开始减少。

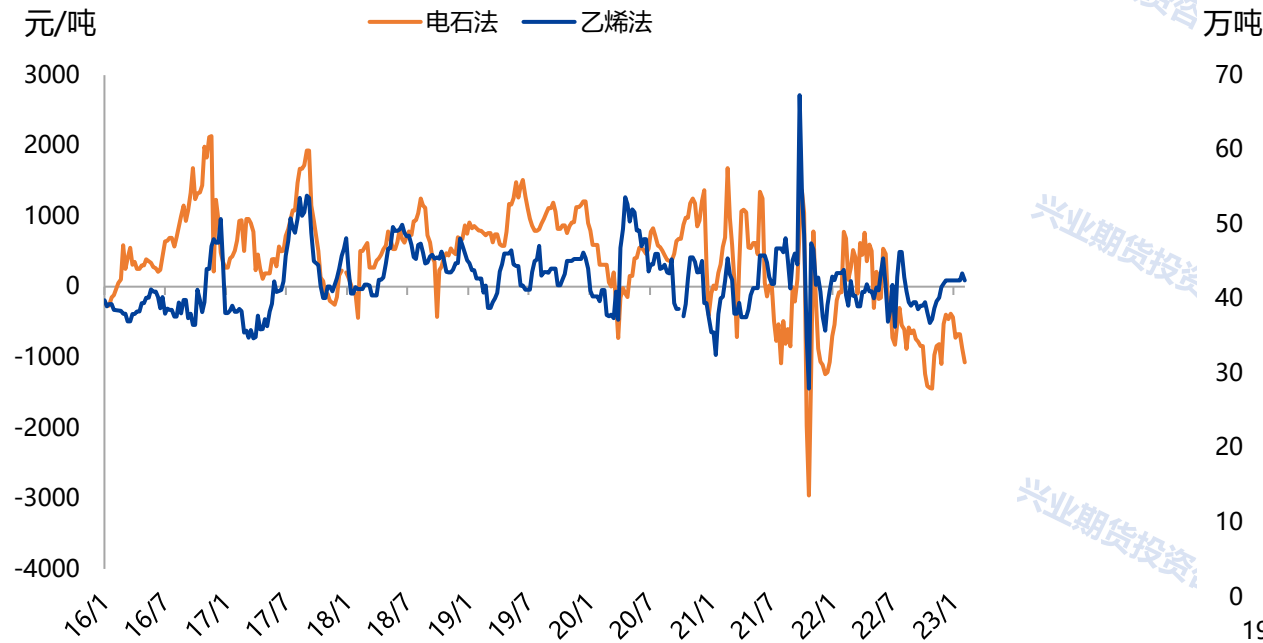


能源化工品种策略 (PVC)：低利润限制下跌空间，现货市场看涨情绪出现

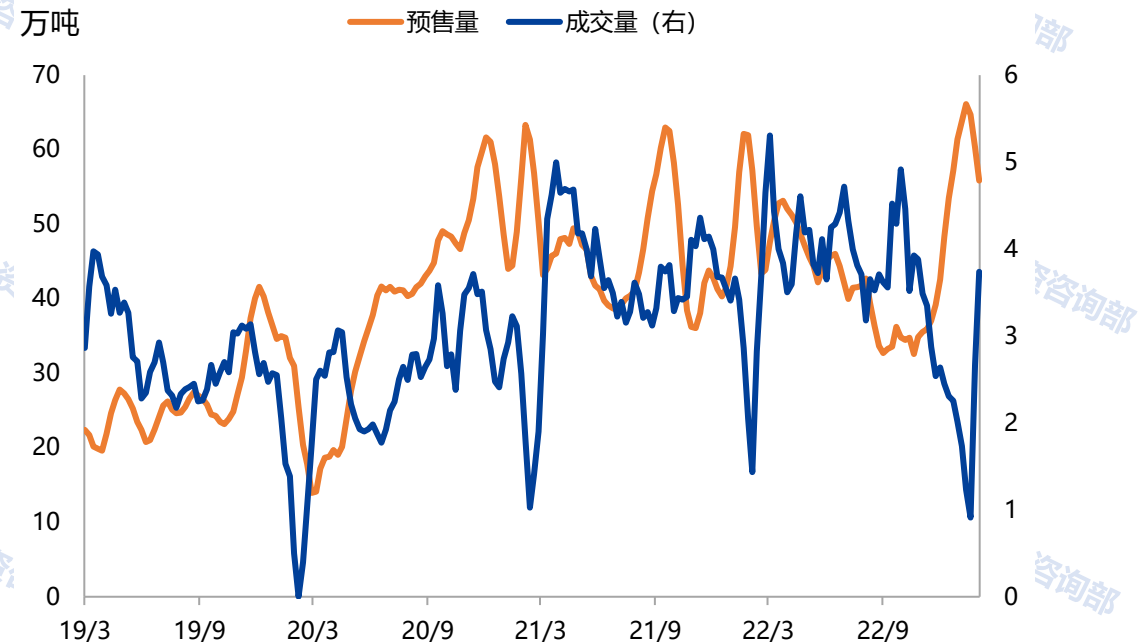
❑ **低利润限制下跌空间**：当前电石法制PVC利润为-1070元/吨，乙烯法为90元/吨，二者均处于历史偏低水平，亏损进一步扩大的可能性较低，PVC存在坚实成本支撑。未来利润扩大的空间预计超过500元/吨，支持PVC价格上涨至近7000元/吨。

❑ **现货市场看涨情绪出现**：随着多数下游消耗完毕春节前采购的PVC原料，刚需释放下现货市场成交情况明显好转，成交量回升至去年11月份水平，需求成功摆脱疫情影响。预售量自去年12月以来保持在历史最高水平，反映市场看涨预期，另外隆众石化统计的现货市场看涨比例达到33%，是过去半年最高。

电石法生产利润极低 (截至2023.2.10)



现货成交好转 (截至2023.2.10)



螺纹

RB

01

高炉盈利不佳，铁水增产缓慢

02

节后电炉迎来复产，但废钢供应偏紧电炉盈利转弱

03

螺纹被动累库接近尾声，库存压力相对可控

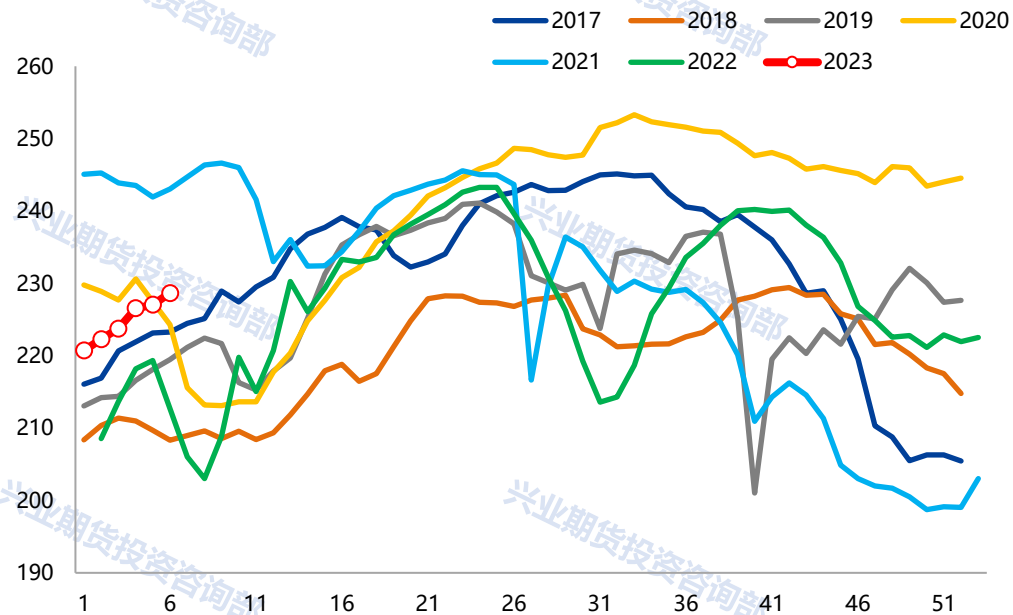
04

房地产将迎来小周期修复，财政发力前置基建投资支撑较强

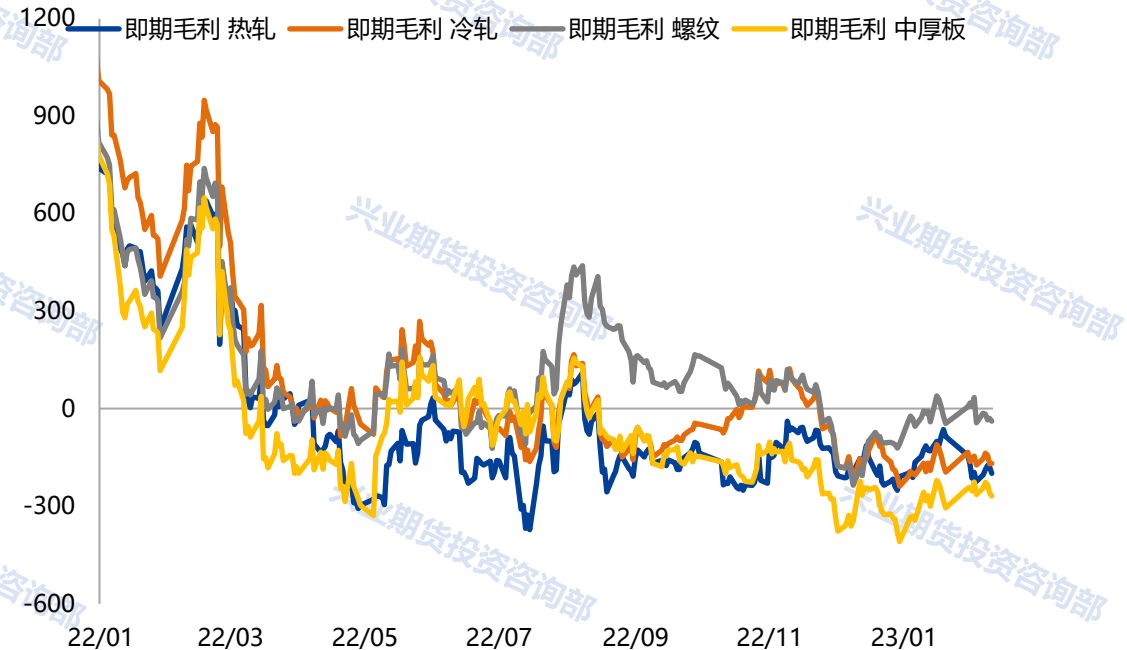
❑ **高炉盈利不佳**：春节后建筑用钢需求恢复慢于预期，全国建筑工地开工/复工率仅38.4%，低于2021年和2022年同期，螺纹库存继续被动增加，钢厂盈利修复受阻，调研了解，河北地区钢厂利润已由节前的盈利100-150转为亏损30-50。

❑ **高炉生产积极性有限，铁水产量增长缓慢**：春节后第二周，国内高炉日均铁水产量已接近229万吨，受下游需求恢复缓慢，低利润的影响，2-3月高炉复产计划有限，铁水增产缓慢。根据调研了解，预计2月日均铁水产量顶部在230-231万吨附近，3月日均铁水产量顶部在233万吨附近。

日均铁水产量（更新至2.10）



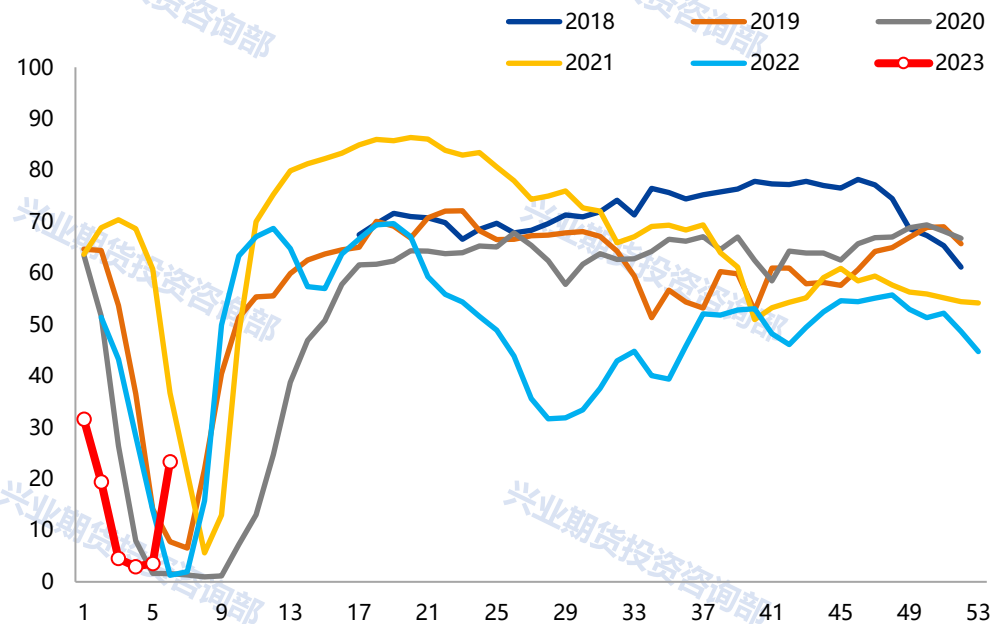
高炉即期利润（更新至2.10）



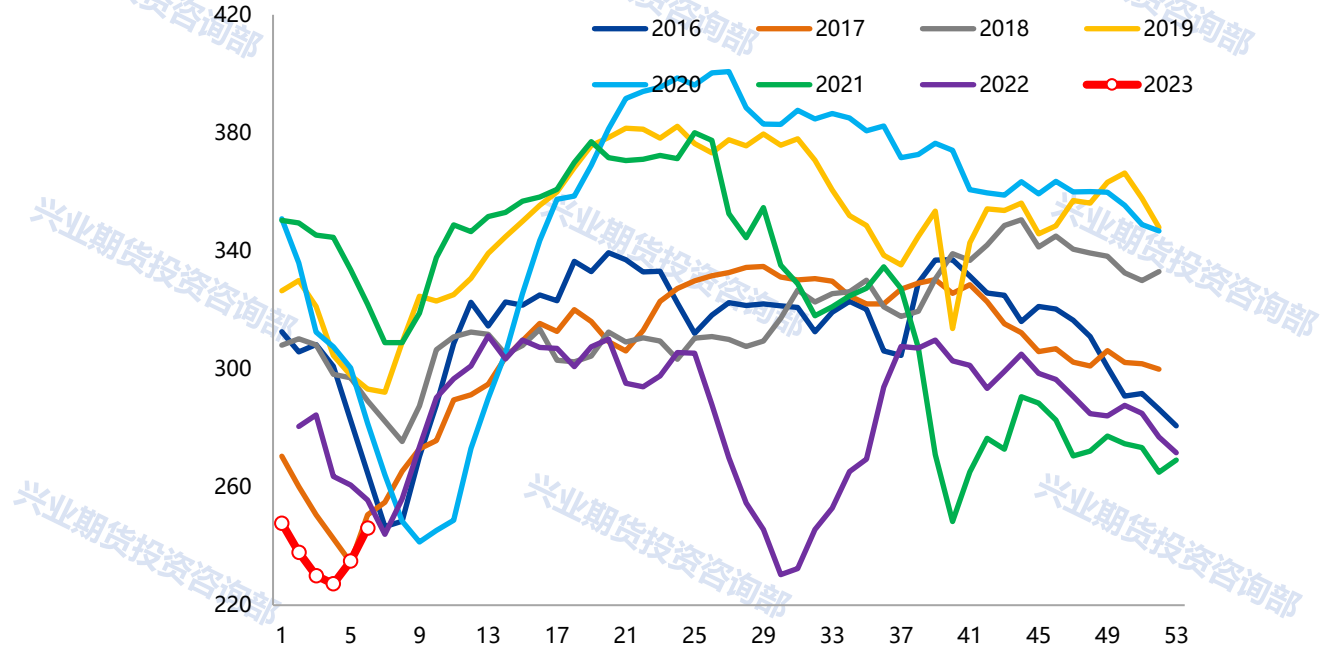
节后电炉迎来复产：元宵节后，电弧炉企业迎来季节性复产，富宝统计49家独立电弧炉企业废钢日耗环比增3.11万吨至4.38万吨，电炉产能利用率回升的斜率与往年并无太大差异。不过富宝调研显示全国各个区域废钢供给依然偏紧，开工后的首周，147家钢厂废钢库存以及社会废钢库存均出现不同程度下滑，废钢价格抬升，电炉盈利再度被压缩，截至周五，富宝调研各区域电炉平电再度全部亏损。预计2-3月电炉复产趋势不变，但废钢供应偏紧，电炉盈利不佳，可能将制约后续电炉复产斜率和复产高度。

螺纹产量连续回升：钢厂盈利不佳，高炉复产较慢，电炉复产还受废钢供给偏紧的影响，预计螺纹钢产量增长速度或相对可控。

87家独立电弧炉企业产能利用率（更新至2.10）

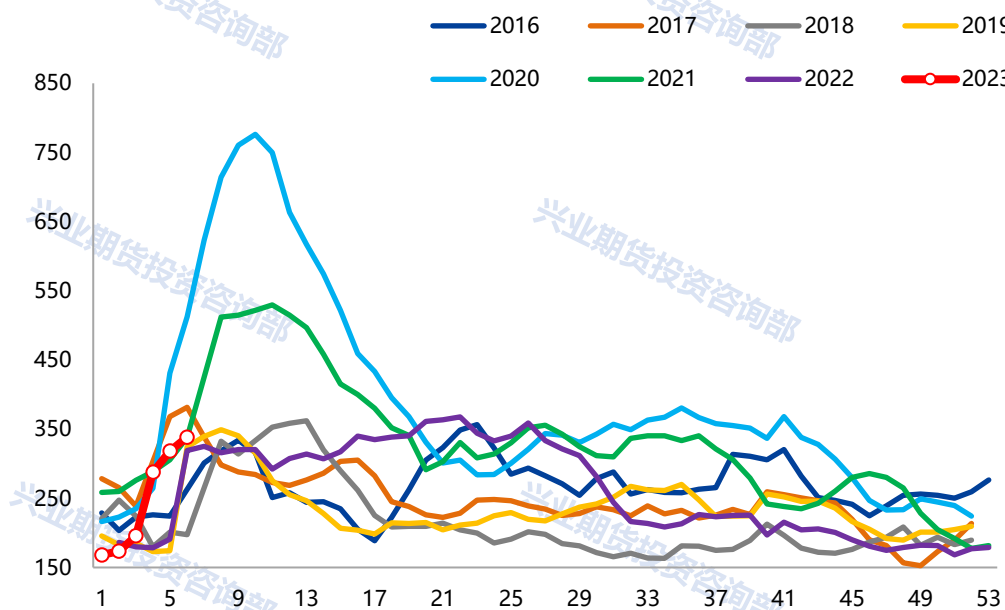


螺纹钢周度产量（更新至2.10）

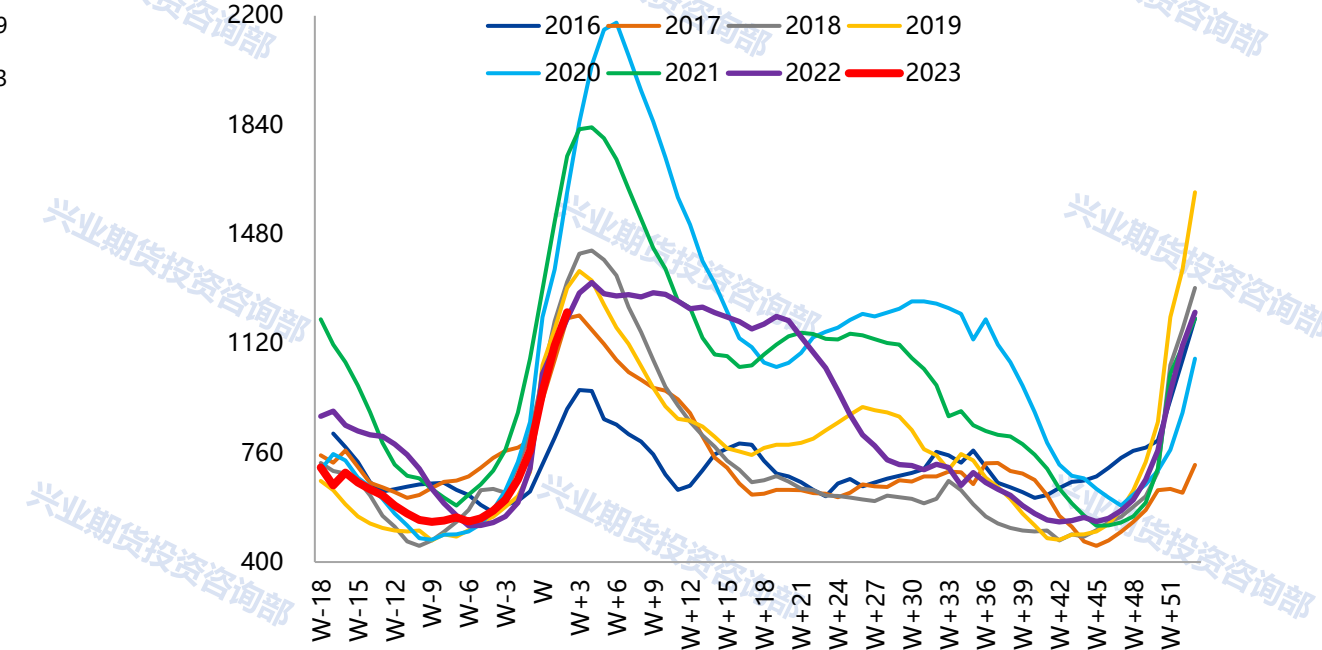


得益于淡季的低产量，螺纹钢被动累库阶段，库存增长较为可控。截至2月10日，螺纹钢生产+社会库存为1223.17万吨，同比增加10.19%，其中钢厂库存338.35万吨，同比增4.01%。按农历日期，2023年春节后螺纹库存水平接近2017年同期，仅高于2016和2022年同期。除2020年因全国性封控，2016年以来每年库存高点基本都出现在节后第3周或者第4周，按季节性累库速度估算，今年库存高点大约在1300-1350万吨之间，库存压力相对可控。并且，2022/2023年冬储期间，钢厂自储比例相对提高，有利于降低节后踩踏风险发生的概率，一定程度上增强了冬储成本对价格的支撑力度。

螺纹钢钢厂库存 (更新至2.10)



螺纹钢钢厂+社会库存 (更新至2.10)



虽然因为房企资金、节后南方降雨等因素影响，春节后建筑工地开工/复工进度慢于预期、以及2021年和2022年同期，但市场普遍认为需求大概率仅是回归慢，而非不回归。首先，地产作为国民经济的支柱产业，各类宽松政策加码的确定性高，且国内商品住宅需求长期中枢仍有支撑，2023年地产小周期修复的概率较高，且2016年以来积累的大量已开工（或已销售期房）未竣工项目将支撑房地产建设用钢需求。其次，经济实现复苏以前，基建托底作用难以退出，财政发力延续前置，各地1季度专项债发行力度同比增强，预计1季度基建投资有望迎来开门红，支撑基建用钢需求。综合以上分析，我们认为螺纹存在较强支撑，建议螺纹05合约可依托冬储成本线/电炉谷电成本线（3900-4000）逢低试多。

2023-2030年中国商品住宅长期中枢约为12亿平方米/年

年度	城镇住宅存量 (亿平方米)	总人口 (亿人)	城镇化率 (%)	城镇人口 (亿人)	常住人口人均住房面积 (平米)
2000年	44.1	12.7	36.2	4.6	9.6
2005年	108.7	13.1	43.0	5.6	19.3
2010年	190.7	13.4	50.0	6.7	28.5
2015年	227.9	13.8	57.3	7.9	28.7
2020年	321.3	14.1	63.9	9.0	35.6
2021年	339.4	14.1	64.7	9.1	37.1
2022年	357.3	14.1	65.2	9.2	38.8
2030年-乐观	439.4	14.0	74.2	10.4	42.3
2030年-中性	420.5	13.9	72.9	10.1	41.5
2030年-悲观	403.4	13.8	71.3	9.8	41.0

单位：亿平方米	刚性需求	改善需求	更新需求	住宅需求总量	住宅需求年均值
	城镇化率提高带来的新增需求	人均居住面积提高带来的需求	老旧城镇住宅拆除带来的需求		
2022-2030：乐观	46.2	53.8	27.1	127.1	14.1
2022-2030：中性	36.8	44.3	27.1	108.3	12.0
2022-2030：悲观	25.9	38.1	27.1	91.1	10.1

2023年财政前置延续发力

计划发行额 亿元	2023年1季度计划发行				2022年1季度实际发行			
	新增		再融资		新增		再融资	
	一般	专项	一般	专项	一般	专项	一般	专项
合计	2142	9655	1398	1390	1646	7804	485	552
同比	30%	24%	188%	152%				
河北	287	1286	90	117	223	628	95	23
山西	80	350	49	0	109	186	17	30
吉林	126	60	85	28	101	80	0	130
黑龙江	134	77	0	0	0	37	0	0
江苏	152	1085	429	308	126	494	127	182
浙江	198	824	0	0	158	954	0	0
安徽	61	176	0	0	70	497	48	75
福建	87	755	0	0	67	555	0	0
山东	0	900	311	113	60	1203	135	108
湖北	240	964	224	142	184	625	0	0
湖南	191	500	0	0	149	460	0	0
海南	64	150	6	0	53	59	0	0
重庆	0	700	51	415	0	328	0	0
贵州	88	265	0	0	72	249	0	0
云南	119	472	153	155	100	576	63	4
陕西	150	400	0	112	68	272	0	0
甘肃	105	416	0	0	78	315	0	0
大连	12	0	0	0	10	6	0	0
宁波	7	103	0	0	6	142	0	0
厦门	41	172	0	0	12	138	0	0

玻璃

FG

01

2月浮法玻璃3条产线复产，在产产能相对平稳

02

下游需求恢复较慢，浮法玻璃“弱现实”压力较强

03

房地产竣工周期有望修复，浮法玻璃需求预期回暖

04

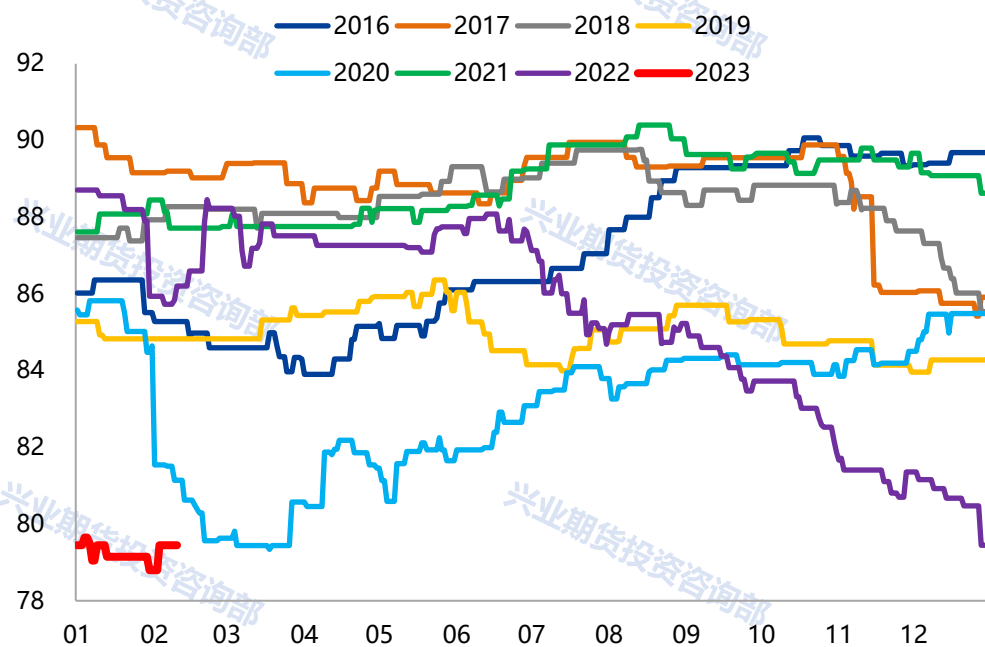
高库存及复产潜力压制涨价空间，逢低试多5月合约

05

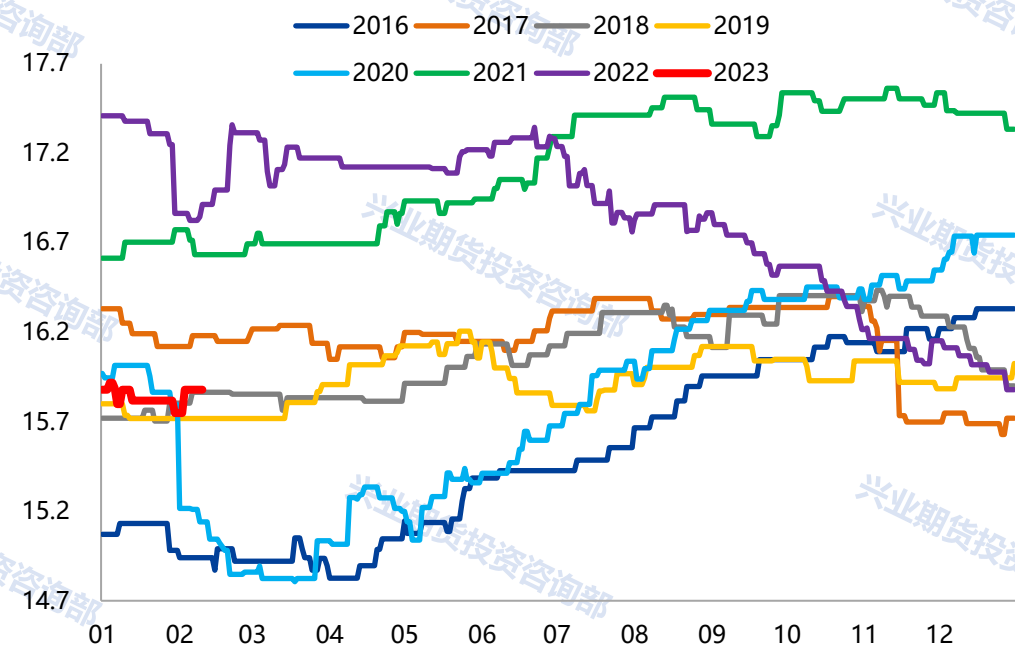
基本面最弱阶段已过去，浮法玻璃多单耐心持有

- 截至2月10日，浮法玻璃产能利用率79.45%，同比下降6.75个百分点，运行产能稳定在15.88万吨/天附近，同比收缩6.1%。
- 据隆众调研了解，2月浮法玻璃共有3条产线计划复产，2月3日，内蒙古玉晶一线1300吨产能投产；2月5日，威海中玻镀膜玻璃股份有限公司450吨浮法二线点火；2月6日，湖北三峡新型建材股份有限公司二线600吨复产点火。

浮法玻璃产能利用率（日，更新至2.10）

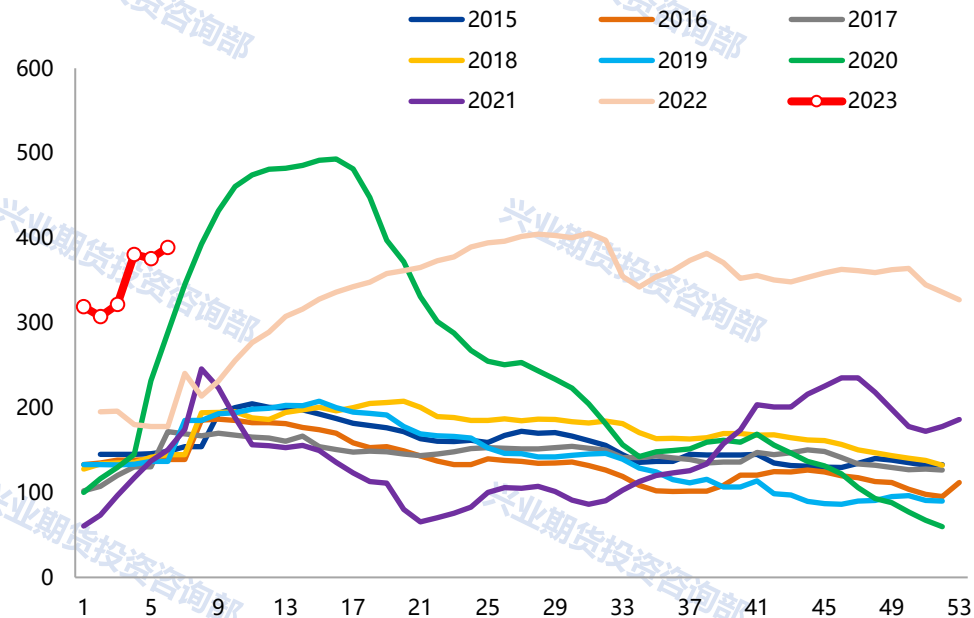


浮法玻璃运行产能（日，更新至2.10）

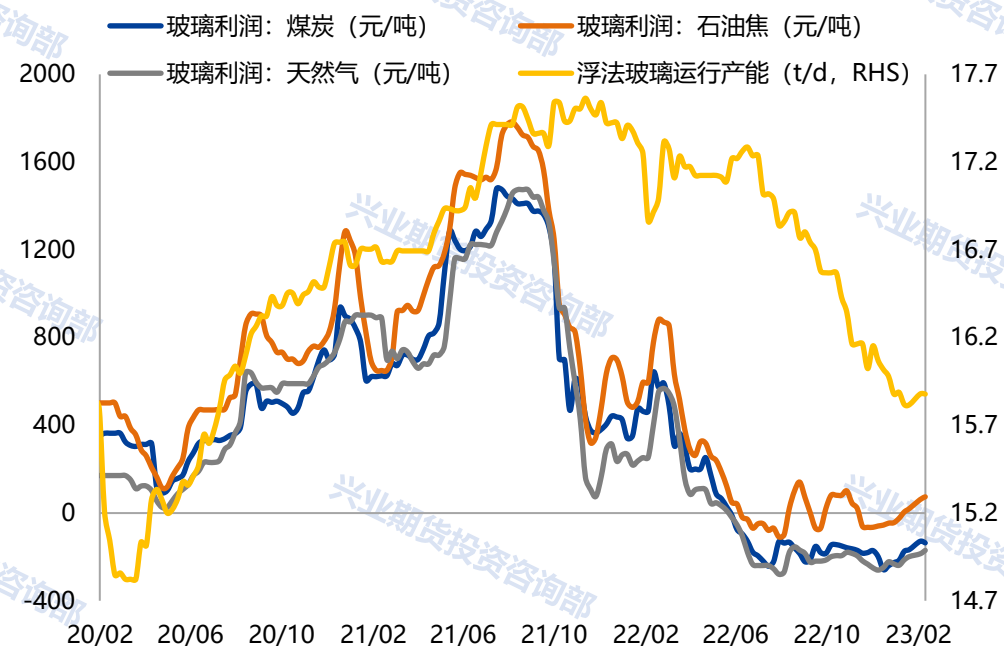


不过春节以来，建筑工地复工进度慢于预期，房企回款压力尚未解除，浮法玻璃需求短期仍无起色，浮法玻璃“弱现实”的局面依然未得到扭转，浮法玻璃库存再度增加，行业大范围持续亏损。

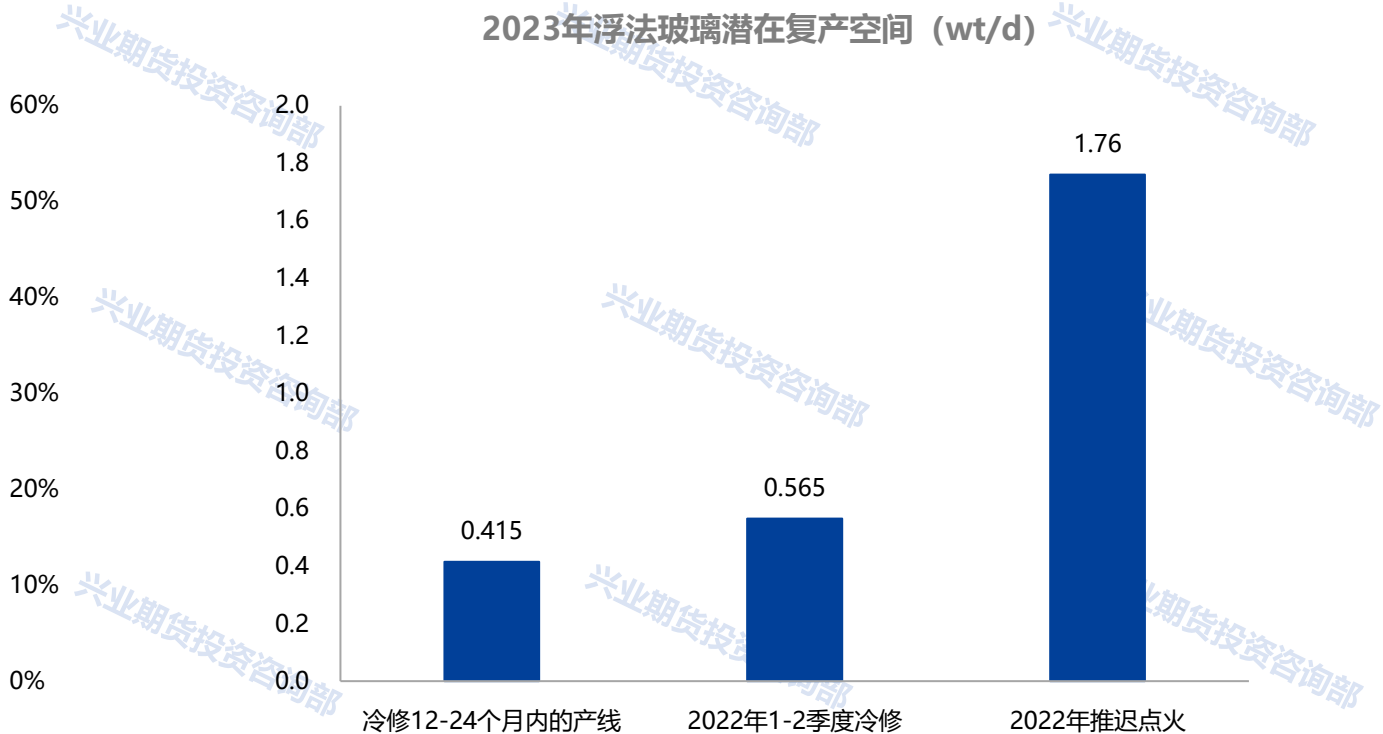
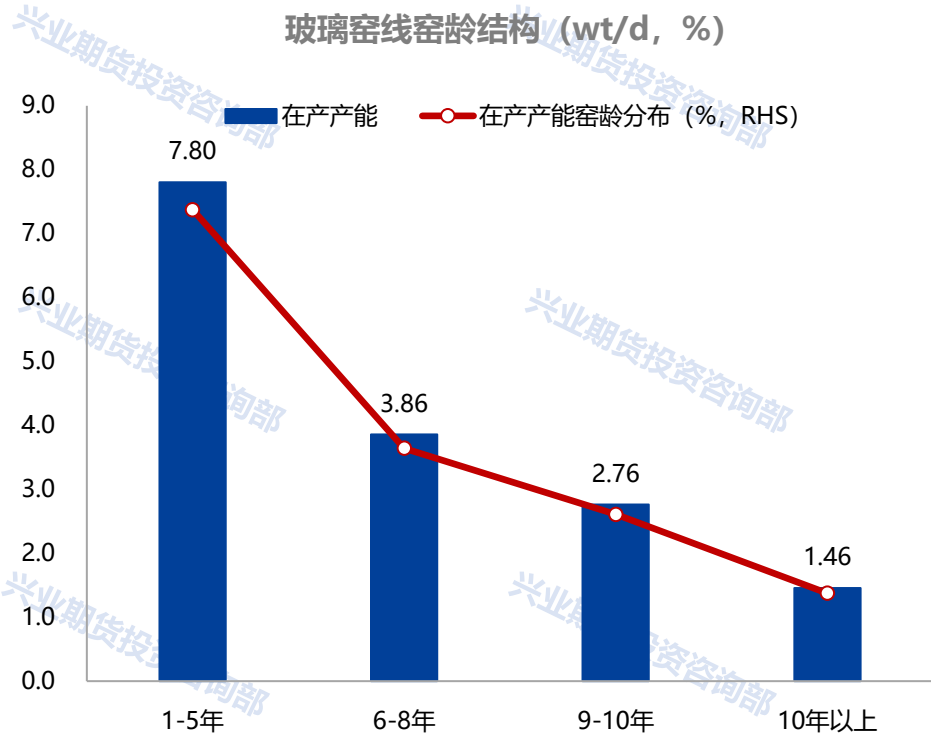
浮法玻璃企业库存 (更新至2.10)



浮法玻璃利润 (更新至2.10)

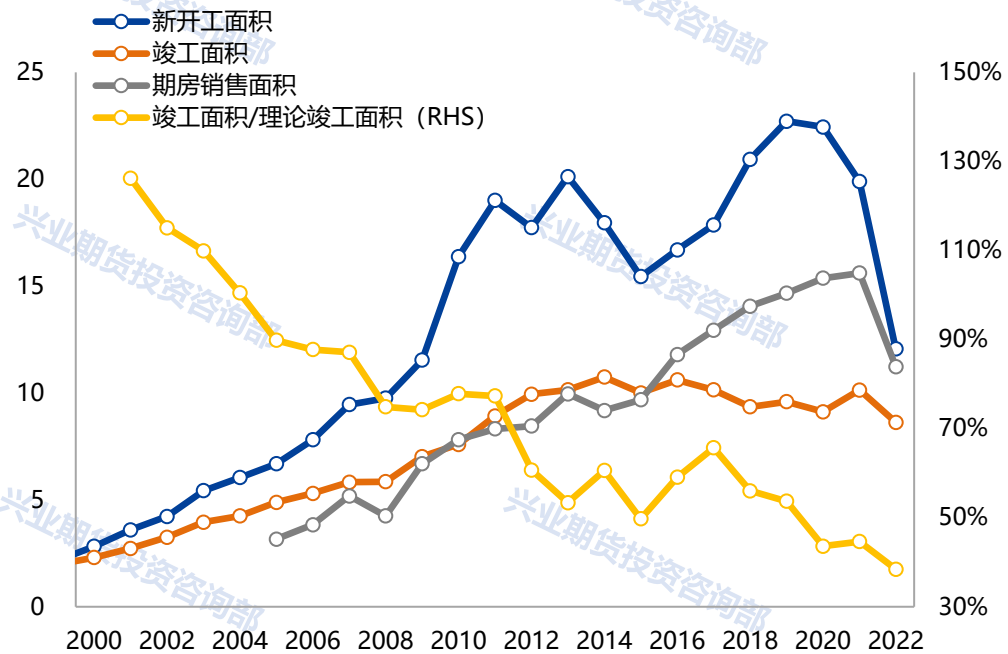


▣ 展望2023年，浮法玻璃产能依然存在收缩驱动：（1）高龄在产窑线占比较多，据卓创统计，在产产能中约有9.17%的窑线是10年以上的年，17.4%的窑线是9-10年前投产的，高龄窑线冷修风险尚未完全解除；（2）浮法玻璃盈利依然较弱，截至2月10日，浮法玻璃仅石油焦工艺存在微薄的正利润，其余工艺均处于亏损状态，亏损范围约占行业85%，鉴于下游房地产需求改善可能尚需时间，在盈利承压的情况下，上半年浮法玻璃冷修的概率依然相对较高。下半年，如果浮法玻璃需求复苏，利润修复至合理书评，冷修接近2年、以及2022年推迟点火的浮法玻璃产线也存在复产的可能。预计全年浮法玻璃产能小幅下降，且呈现先降后升的走势。



▣ 展望2023年，浮法玻璃需求改善预期较强：房地产贡献浮法玻璃75%的消费量。2023年国家稳增长决心较强，全年经济增长目标可能在5%-5.5%，地产作为国民经济的支柱产业，各类宽松政策将继续加码，其中竣工周期修复的确定性较高。即使仅简单假设竣工为2年前新开工的部分，不考虑积累的存量待竣工房屋，中性情况下，2023年商品房竣工面积将同比增长1.7%，若考虑竣工周期拉长、存量已开工待竣工房屋，中性情况下，2023年商品房竣工面积将同比增长5%。有望带动浮法玻璃需求回暖。

2023-2030年中国商品住宅长期中枢约为12万亿平方米



2023年地产竣工周期修复确定性较高

年份	理论竣工面积 亿平方米	实际竣工面积			竣工比例			浮法玻璃产能 (年均值)			比例 wt/d·万平米
		乐观	中性	悲观	乐观	中性	悲观	乐观	中性	悲观	
		亿平方米			%			wt/d			
2015	20.1	10.0			49.7%			15.4			1.53
2016	18.0	10.6			59.1%			15.5			1.46
2017	15.4	10.1			65.7%			16.2			1.59
2018	16.7	9.4			56.0%			16.1			1.72
2019	17.9	9.6			53.7%			15.9			1.66
2020	20.9	9.1			43.6%			15.8			1.74
2021	22.7	10.1			44.6%			17.1			1.69
2022	22.4	8.6			38.4%			16.9			1.95
2023	19.9	9.4	8.8	7.6	47.3%	44.1%	38.4%	16.2	15.1	13.1	1.72
YOY		9.1%	1.7%	-11.4%	19-21 年均值	20-21 年均值	等于 2022年	15.9			
当前											

■ 黑色金属品种策略（玻璃）：基本面最弱阶段已过去，浮法玻璃多单耐心持有

□ 综上所述，由于需求恢复慢于预期，高库存背景下，玻璃“弱现实”压力较大。但展望全年，浮法玻璃产能可能将继续小幅收缩，而地产竣工周期修复确定性较高，预计全年竣工面积将同比增长5%，浮法玻璃需求复苏预期尚存，下半年修复节奏或相对更快。浮法玻璃基本面最弱的阶段已经过去，底部相对明确，建议浮法玻璃多单耐心持有。

兴业期货投资咨询部

兴业期货投资咨询部

兴业期货投资咨询部

兴业期货投资咨询部

兴业期货投资咨询部

兴业期货投资咨询部

兴业期货投资咨询部

兴业期货投资咨询部

兴业期货投资咨询部

兴业期货投资咨询部

兴业期货投资咨询部

兴业期货投资咨询部

兴业期货投资咨询部

兴业期货投资咨询部

兴业期货投资咨询部

棕榈油

P

01

CBOT大豆价格存支撑，国内油脂下方空间有限

02

印度季节性消费旺季将至，马棕库存仍有望向下

03

印尼生柴混比进一步抬升，国内库存现向下迹象

04

与原油比值处于低位，低价棕油易涨难跌

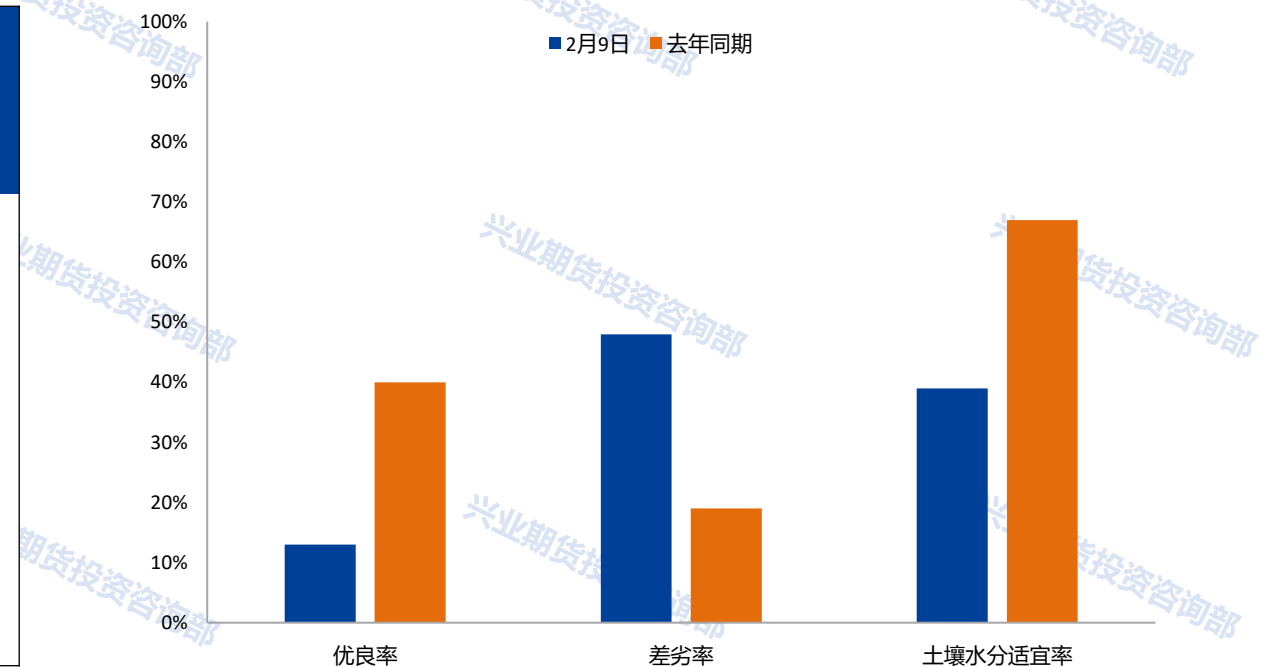
▣ USDA下调全球大豆产量、压榨量和期末库存。产量下调主要因为高温干旱等天气因素，阿根廷大豆产量环比下调450万吨至4100万吨，布交所也同样下调了阿根廷产量300万吨至3800万吨。

▣ 截至2月9日，阿根廷大豆优良率13%，去年同期40%；差劣率48%，去年同期19%；土壤水分适宜率39%，去年同期67%。因此从种植数据来看，全面低于去年同期，不排除其产量存进一步下调空间，CBOT大豆价格支撑较强，因此国内油脂板块向下破位的概率偏低。

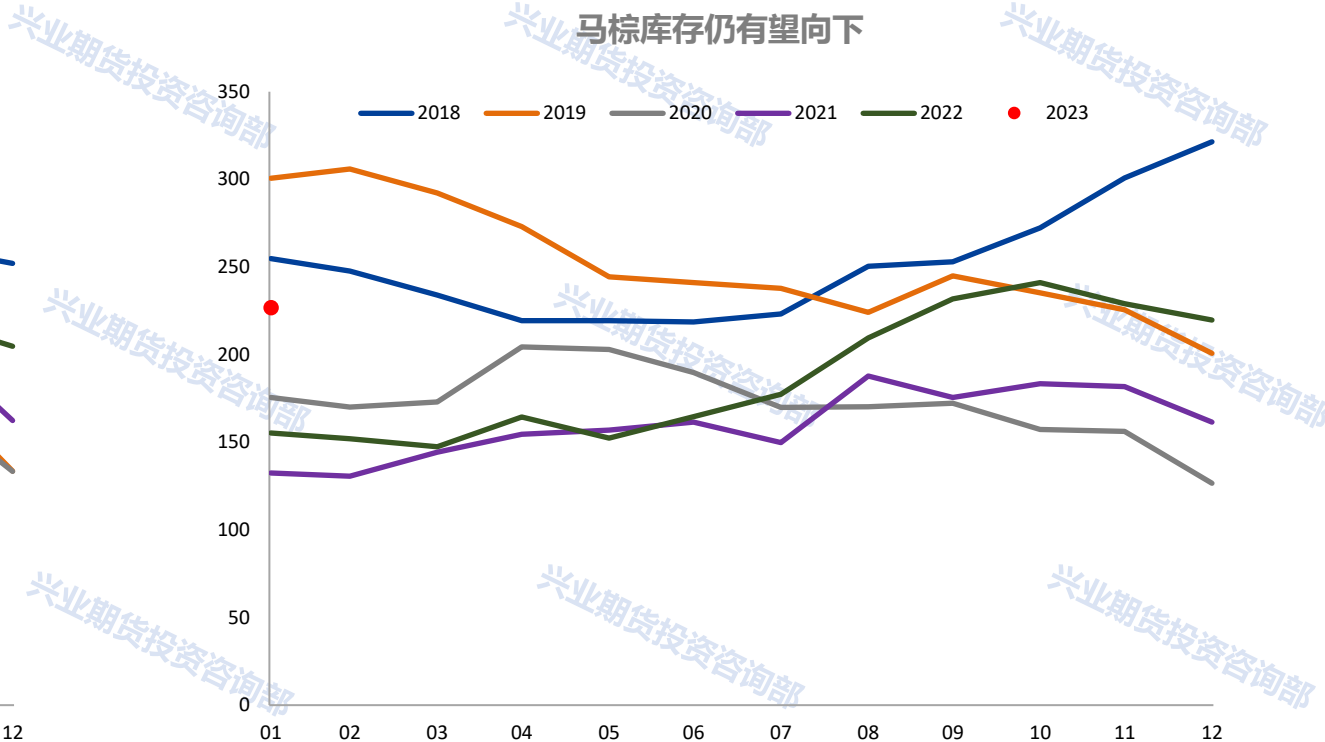
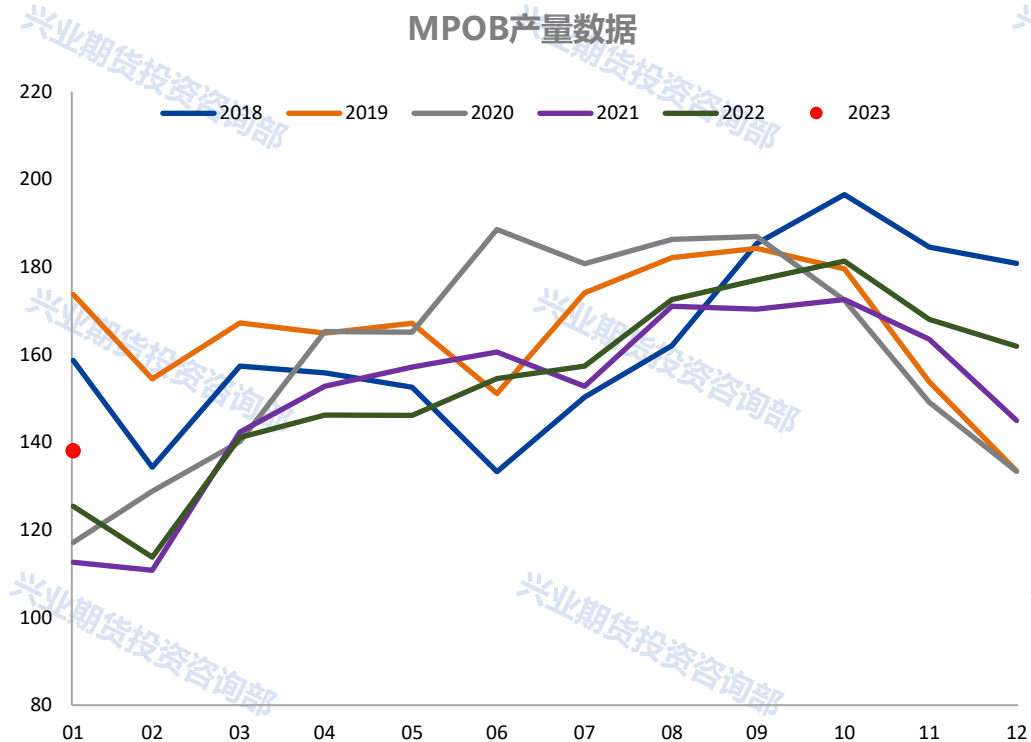
USDA大豆数据

	全球大豆期末库存 (亿蒲式耳)	美国大豆期末库存 (亿蒲式耳)	阿根廷大豆产量 (万吨)	巴西大豆产量 (亿吨)
USDA2月数据	1.0203	2.25	4100	1.53
预估均值	1.0203	2.11	4234	1.5301
预估最高值	1.055	2.3	4500	1.542
预估最低值	1	1.76	3800	1.52
USDA1月数据	1.0352	2.1	4550	1.53

阿根廷大豆种植情况



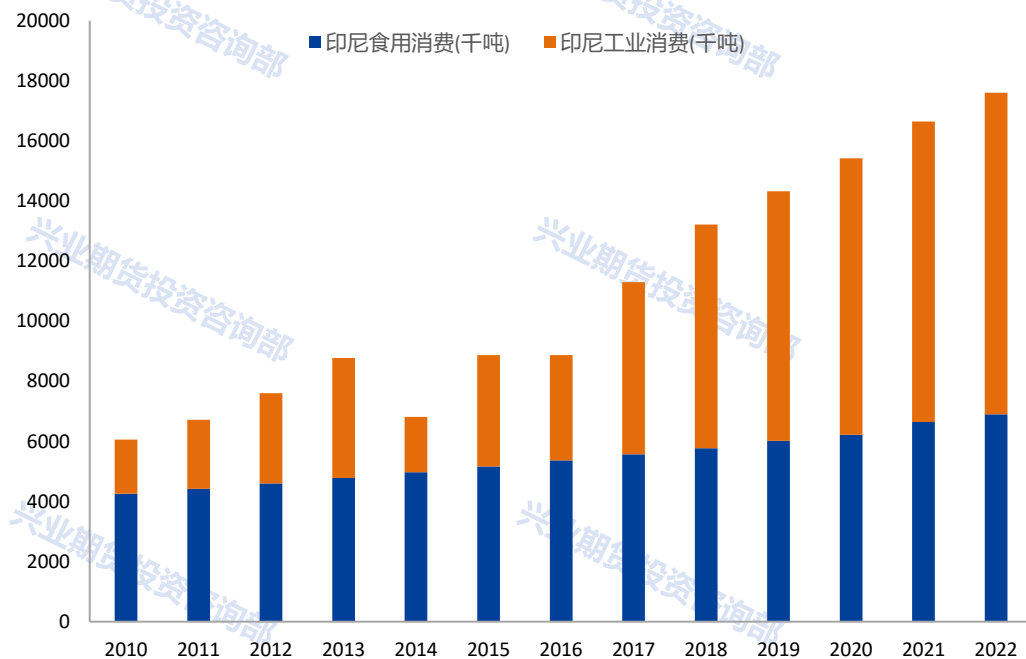
□ 马来西亚方面，最新MPOB数据显示，1月棕榈油产量较上月继续下滑，但出口量下滑幅度更为明显，库存较上月增加3.26%。整体库存数据中信偏空。但目前产量仍处于历史平均水平，且印度斋月节将至，出口需求或将有所修复，马棕库存仍有望向下。



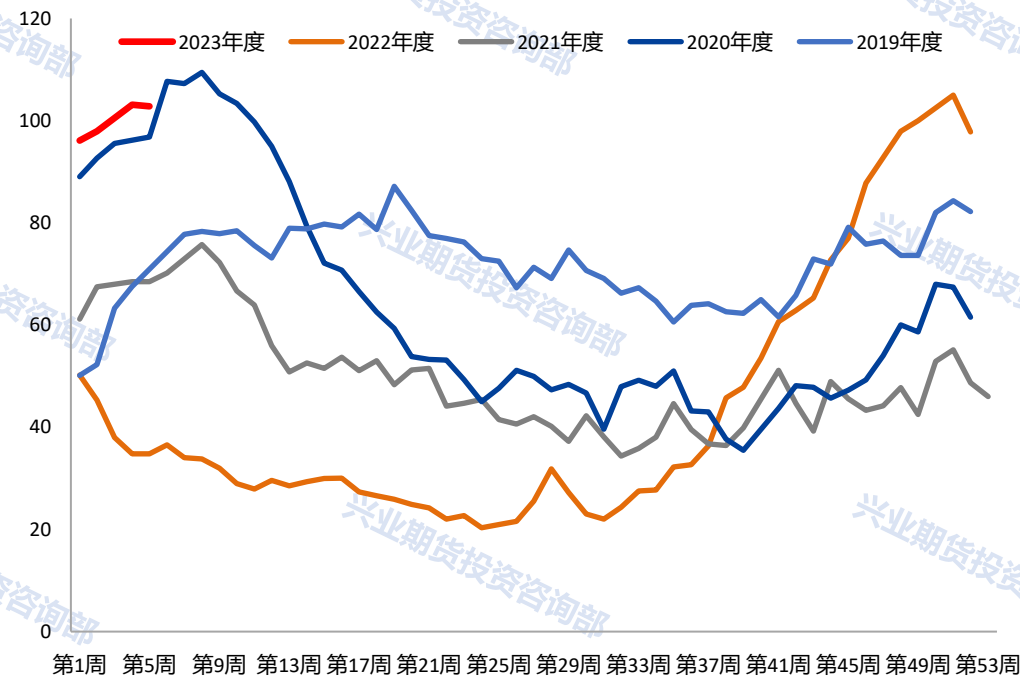
□ 2022年印尼食用消费与工业消费均保持增长。印尼从2月1日开始强制执行B35生物柴油计划，即将生物柴油中棕榈油的掺混率由目前的30%上调至35%。根据GAPKI口径数据，印尼22年生柴消费增长了150万吨，B35的实行将额外带来超过200万吨的需求增量

□ 国内方面，虽然目前库存仍处于相对高位，但从周度数据来看，目前已经出现回落迹象，后续随着餐饮消费的不断复苏，库存或进一步向下。

印尼消费保持增长

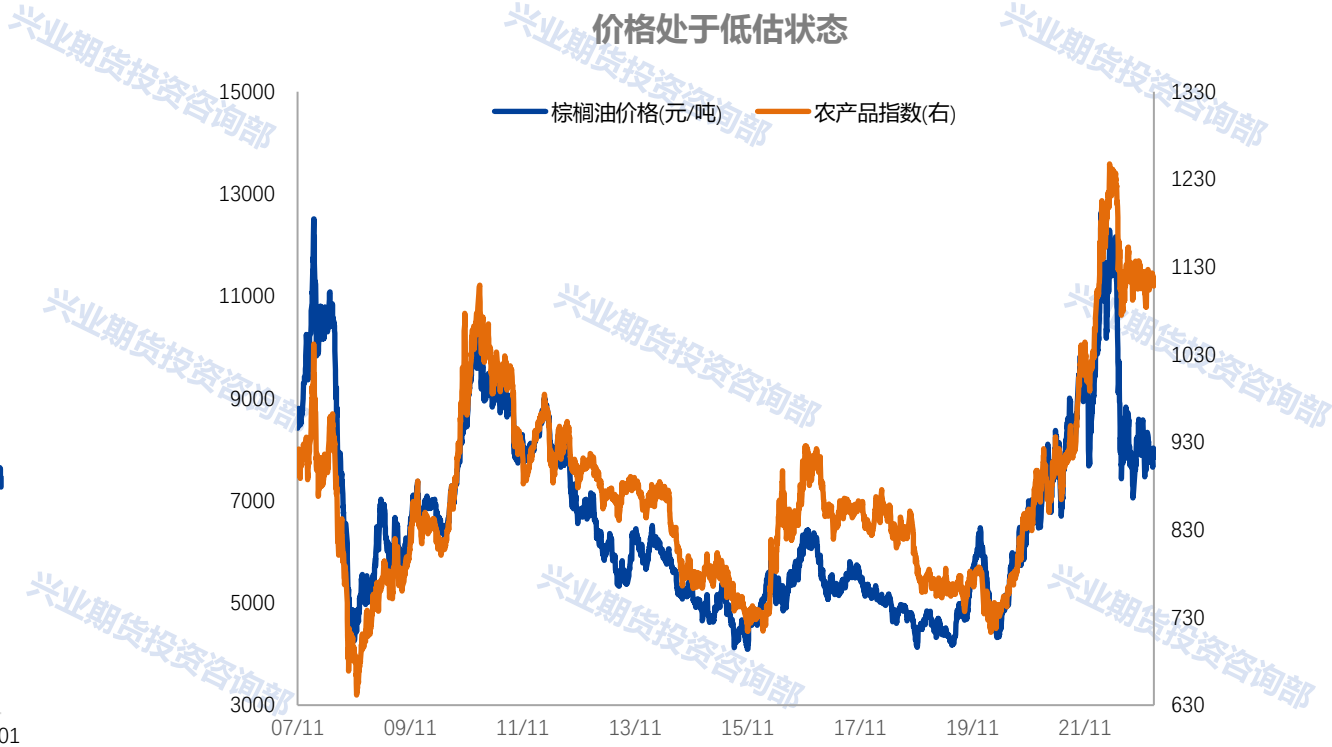


国内库存现回落迹象



□ 由于生柴的不断推进，棕榈油与原油的相关性不断抬升。目前棕榈油与原油的比值正处于趋势线下方，从相对价格的角度来看，棕榈油价格仍有抬升空间。

□ 从绝对价格来看，目前棕榈油价格正处于近一年半以来低位，且从棕榈油和其他农产品走势来看，目前棕榈油价格处于明显低估状态。在供需端边际修复的驱动下，棕榈油价格易涨难跌。



棉花

CF

01

新年度植棉意向下降、产量预计减少

02

经济活动逐渐恢复正常，纺服开工维持高位

03

需求端反弹空间较大，棉花多头策略耐心持有

据棉花信息网调研数据显示，48%的农户植棉意向面积较去年持平，34%的农户表示2023年降减少植棉面积。主要原因在于土地承包费较高、上一年度籽棉收购价较低，整体植棉成本居高不下；全国总体而言，预计新年度国内棉花产量同比下降6.1%至615万吨左右。

预计新年度供应有所减少，而需求端随着市场复苏预期推动下游补库，近期纺企新接订单略有增加，产销均有所提速，整体棉花需求将逐步增长。

2023国内植棉意向下降明显

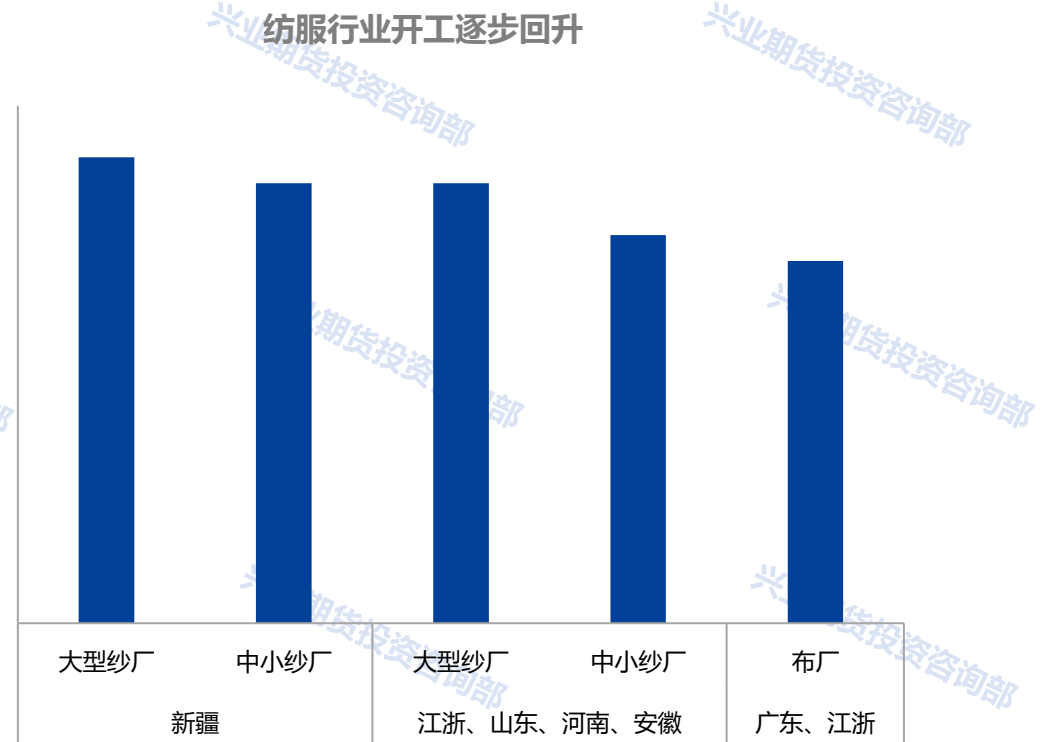
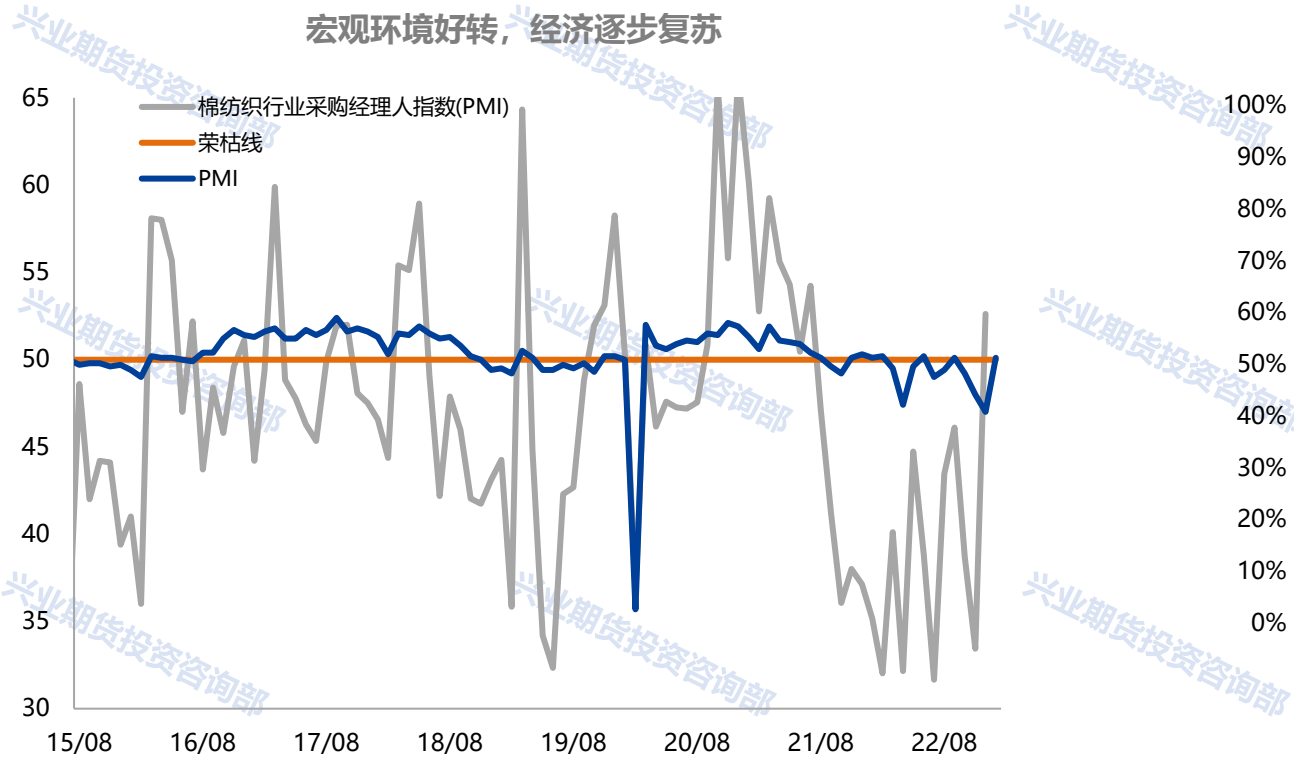
	2023面积 (万亩)	较上年变化	2023产量 (万吨)	较上年变化
新疆	3636	-1.6%	567.2	-5.8%
甘肃	34.5	0.0%	3.6	0.0%
山东	161.5	-4.4%	13.9	-4.8%
河北	170.5	-4.7%	15.3	-12.6%
河南	34.5	-4.4%	2.9	-3.3%
湖北	56.8	-10.0%	3.9	-11.4%
安徽	37.7	-8.3%	2.6	-10.3%
湖南	32.2	0.0%	2.4	0.0%
江苏	10.1	-16.5%	0.8	-11.1%
内地合计	571	-5.2%	48.1	-7.9%
全国合计	4207	-2.2%	615.3	-6.1%

本年度产量预计减少、需求存复苏预期

	2021/22	2022/23	2023/24
总供应	1319	1406	1436
期初库存	562	581	641
产量	583	655	615
进口	174	170	180
总需求	738	765	770
纺棉消费	690	718	723
其他消费	45	45	45
出口	3	2	2
期末库存	581	641	666

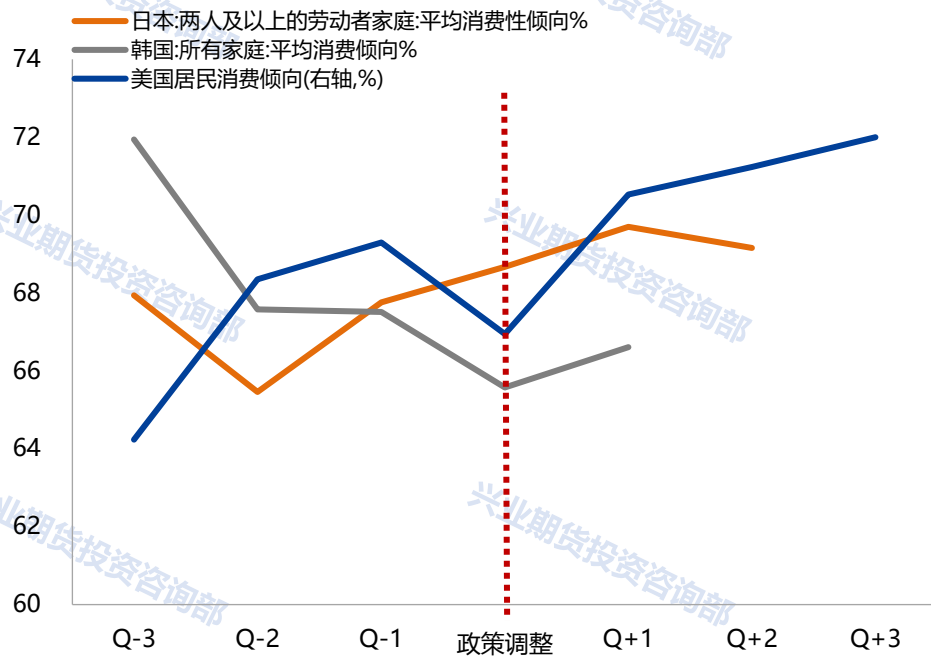
国内1月制造业与非制造业PMI均回升至临界点以上，去年九月以来首次上升。随着疫情过峰，经济活动逐渐恢复正常，市场对于经济复苏的预期趋于一致。

纺服行业来看，各地区纱厂的开机率维持高位，基本全面复工复产，新疆地区的大型纱厂平均开机在90%左右，江浙等地大型纱厂平均开机在85%左右，广州佛山地区的布厂平均开机率在70%左右。随着金三银四临近，海外抢单仍在持续，纺织产业链逐步复苏，且市场整体信心仍然相对充足。

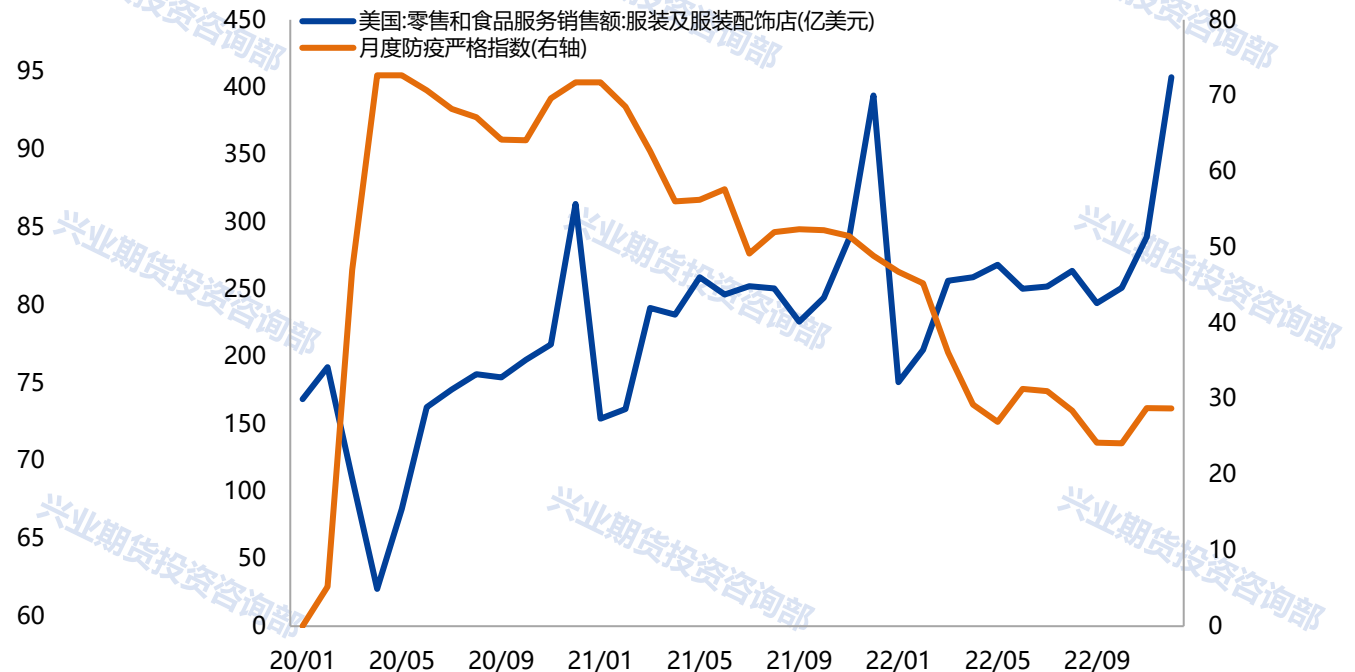


随着疫情逐步放开，参照海外主要消费国家看，（1）在复苏节奏上，防疫政策优化后，经济通常需要一个季度左右的调整期；（2）在复苏力度上，如美国防疫全面放开后，消费已逐步修复，服装及服装配饰店零售服务额达到新高。因此随着我国全境放开、经济逐步复苏，预计纺织服装行业在传统金三银四旺季行情的反弹空间较大，建议棉花多头策略耐心持有。

海外主要消费国自疫情放开后月一季开始消费修复



美国防疫全面放开后，消费已逐步修复



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