



官方微信



官方APP

2023年2月第3周核心策略推荐:

短期扰动加大, 耐心持有低估值多头品种

上海 2023.2.19

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：**（1）一月社融总量超预期，宽信用政策待加码；（2）疫情以来政府主动加杠杆，稳定信用及经济增长；（3）专项债提前批规模创记录，财政支出将延续发力前置的节奏；（4）准财政工具支持延续，基建投资有望保持高增；（5）居民部门加杠杆意愿弱，拖累国内“宽信用”效果；（6）居民地产消费面临两大约束，房价增速大幅下行以及房贷成本偏高；（7）国内商品房需求存在长期支撑，政策扶持下地产消费或将企稳回升；（8）地产消费改善较慢，政府有必要继续引导购房成本下行；（9）消费场景持续修复，居民消费逐步回暖；（10）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；（11）如若超储释放，对消费及地产销售拉动作用明显。

□ **国外经济：**（1）1月美国CPI数据不及预期，主要受能源和住宅拉动；（2）住宅价格将迎来拐点，美国通胀下行趋势不变；（3）美国经济及通胀韧性存分歧，不宜低估美联储政策节奏的扰动。

□ **微观分析：**宏观主线上，中国经济复苏的大方向较为明确，基建发力前置、地产需求有望逐步企稳，居民消费回暖，复苏斜率受超储释放程度影响，美国经济及通胀韧性略超市场预期，尽管美联储紧缩节奏边际放缓的趋势已明确，但剩余加息次数，最终利率高度仍存在不确定性，短期或放大风险资产价格波动。因此我们在选在资产组合时，一方面选择直接受益于国内经济复苏的品种，另一方面，尽量选择过去1个季度累计涨幅较小，潜在回撤波动较小的品种。

□ 中观面驱动因素要点：

期货策略：

（1）沪深300（买入IF2303，单边，持有）：剩余流动性充裕、盈利上行周期临近，内外资增量资金大规模入场可期，而短线虽有调整，但市场做多热情依旧明显，沪深300期指仍是最佳多头。

核心摘要 (2) : 市场展望

□ 中观面驱动因素要点:

期货策略:

(2) 沪胶 (买出RU2305, 单边, 新增): 汽车市场存边际增量, 消费刺激相关政策或将加码, 轮胎开工进入季节性上行区间, 而海外天胶主产国减产临近, 国内产区停割制约沪胶仓单注册意愿, 沪胶多头策略性价比提升。

(3) PVC (买入V2305, 单边, 持有): 出口量增长和低利润抵消部分高产量及高库存利空, 下游需求稳步回升给予上涨驱动。随着基本面改善和看涨情绪释放, 未来两个月PVC有望持续上涨, 建议多单继续持有至6900元/吨或以上。

(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, 持有): 需求逐步恢复, 供给、库存压力可控, 成本支撑尚存, 螺纹前多持有。

(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, 多头安全边际较高。

(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, 棉花前多耐心持有。

宏观

MACRO

01

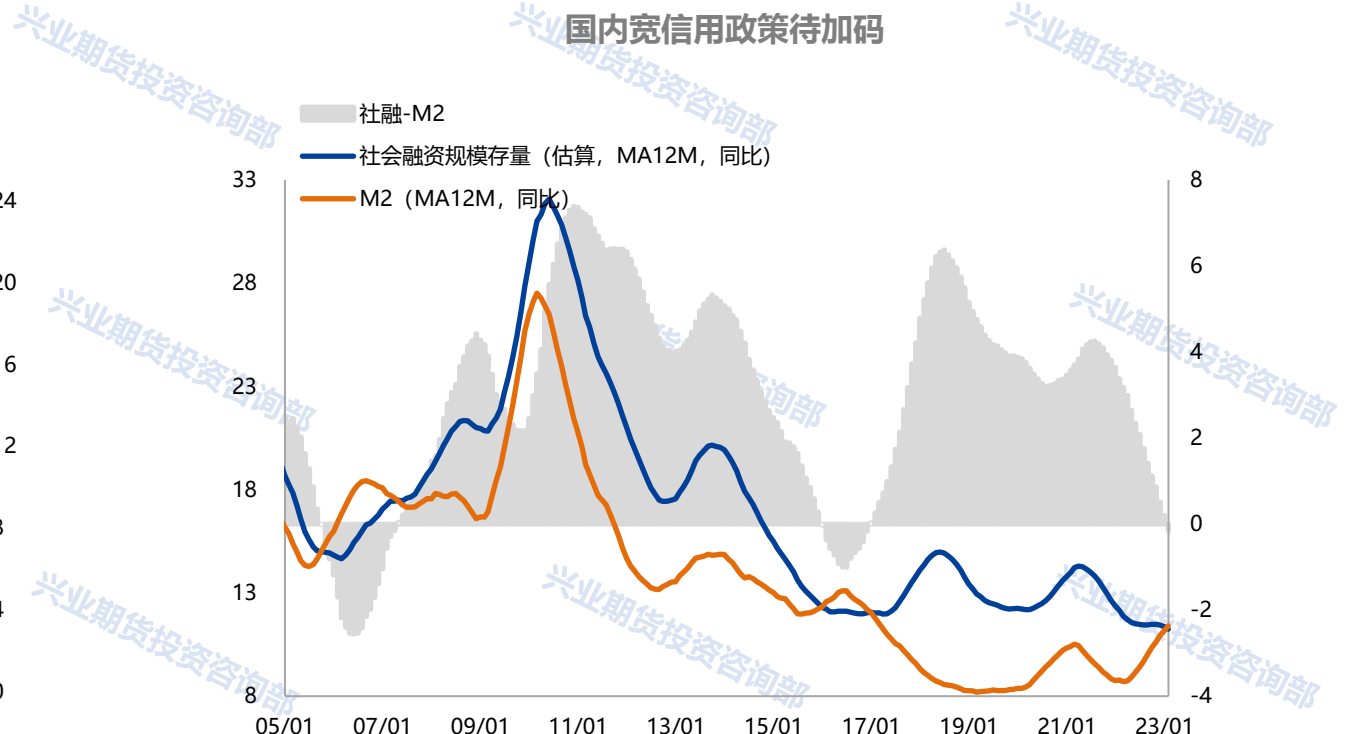
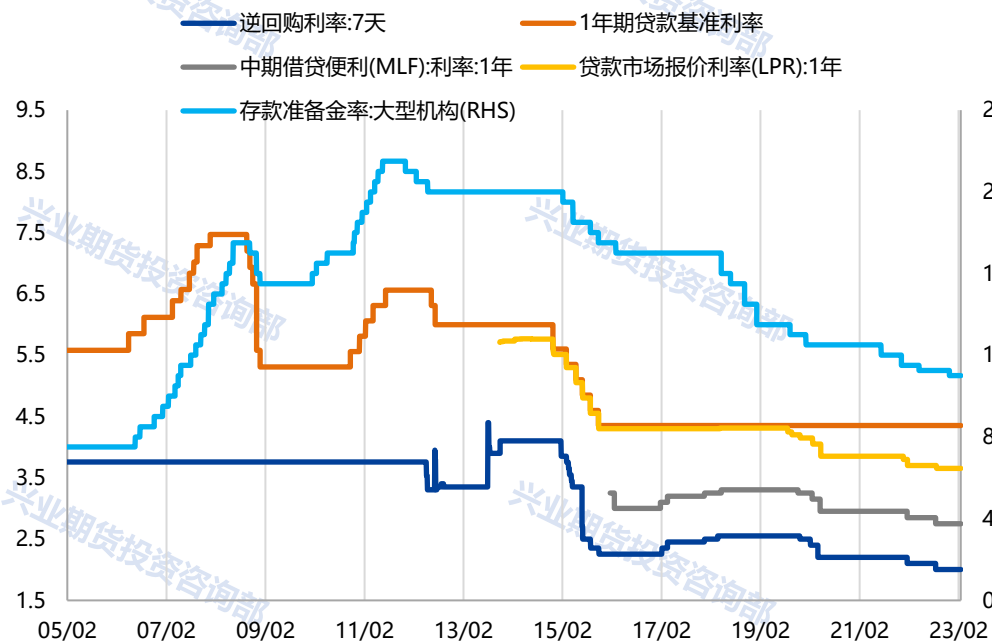
国内：经济底部已明确，复苏斜率待验证

02

国外：美国衰退程度与美联储政策节奏存分歧

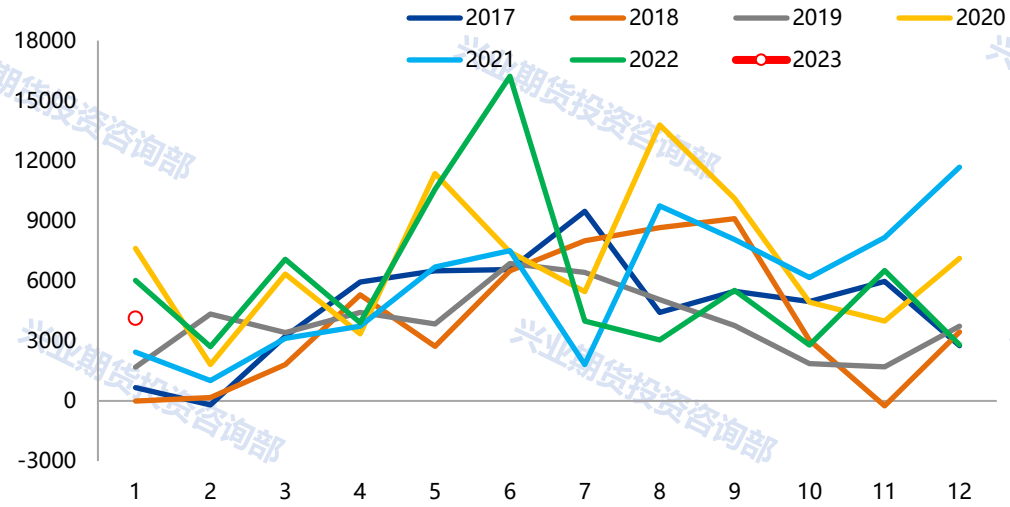
2023年1月新增人民币贷款4.9万亿，预期4.08万亿，2022年同期3.98万亿；新增社融5.98万亿，预期5.68万亿，2022年同期6.18万亿；社融增速9.4%，前值9.6%；M2同比12.6%，预期11.5%，前值11.8%；M1同比6.7%，前值3.7%。总量上看，1月新增信贷为单月历史最高、新增社融为历史次高，均大超预期、也大超季节性。结构上看，居民短贷延续少增、按揭贷款进一步走弱、企业短贷冲量特征明显，反映当前经济仍处于弱修复阶段，地产和消费尚未出现显著改善迹象。2023年政府稳增长决心较强，为更好地助力国内经济的复苏，宽信用意义大于宽货币，其中，针对房贷成本的基准利率仍有调降的可能，助力基建投资增长的各项广义财政工具仍将继续发挥重要作用，此外居民部门超储释也将是影响国内经济复苏斜率的关键因素。

国内货币政策总量政策暂时持稳

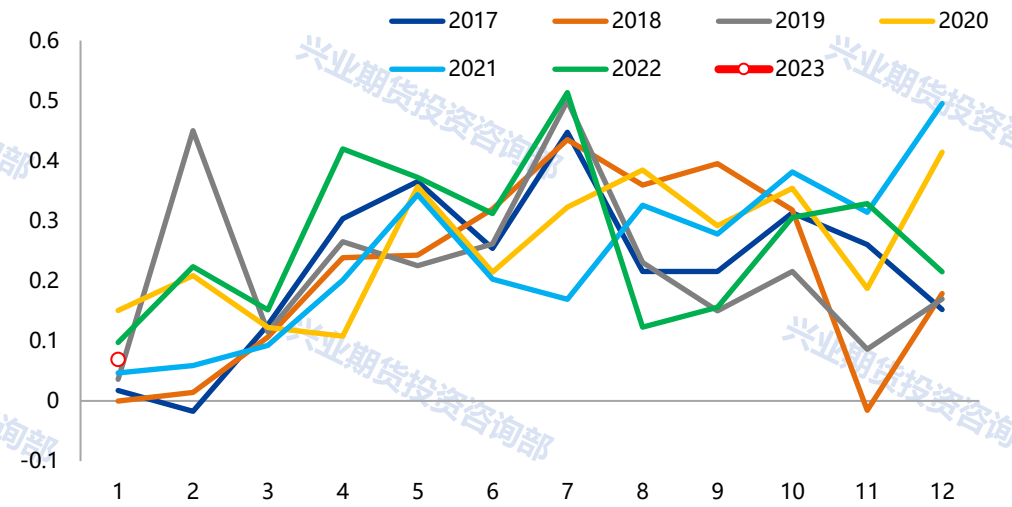


国内经济：疫情以来政府主动加杠杆，稳定信用及经济增长

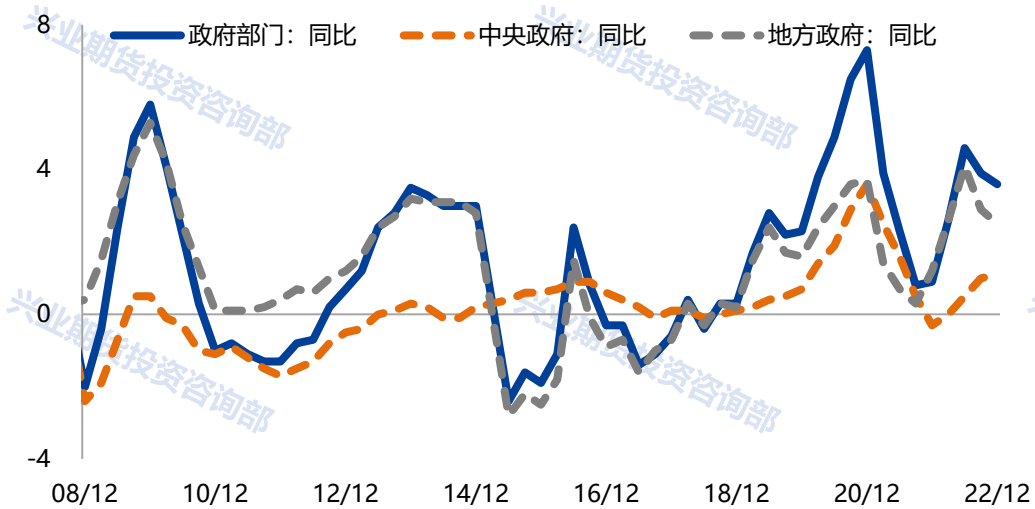
社融：政府债券：当月值



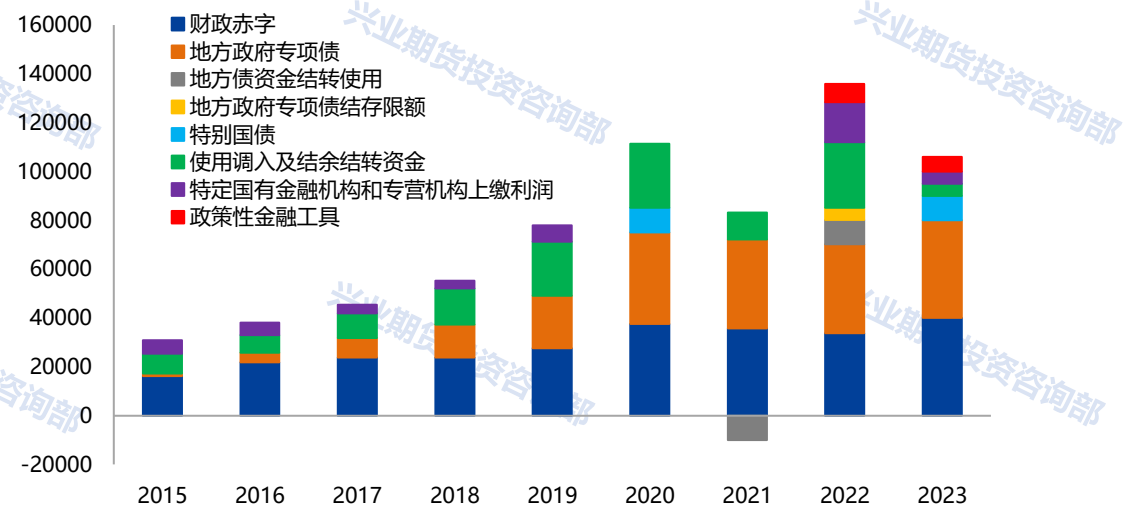
政府融资/社融



疫情三年来，政府加杠杆明显



中国广义财政支出 (2015-2023)

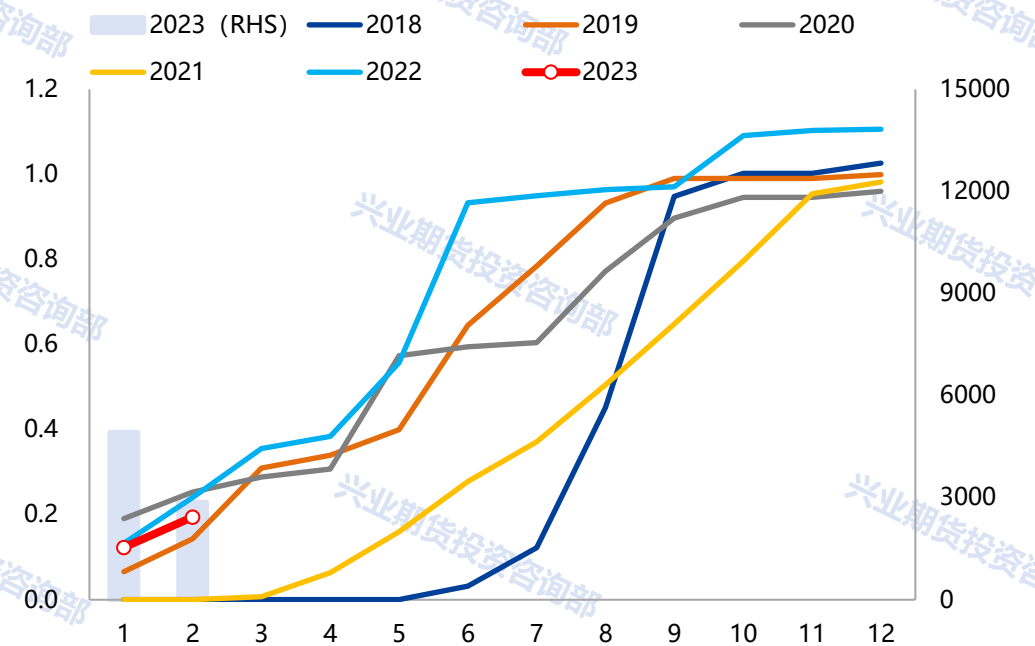


- 2022年上半年基建的高增就得益于专项债的大规模发行，2023年各地公开预算报告中，也已披露了监管部门下达的专项债提前批额度，目前提前批总额度已达到2.19万亿，占2022年新增专项债规模的60%，同比大幅增长50%，创下历史新高，触及人大授权范围的上线。从节奏上看，今年政府财政支出节奏仍以前置为主，预计基建投资的托底作用在上半年仍相对更强。
- 2023年1月，各省发行新增专项债规模4192亿元，受春节影响，与2022年同期持平，预计后续发行或将提速。

地方政府专项债提前批情况

年度	提前批额度 (万亿)	占上年总额比例 (%)	全年额度 (万亿)	完成提前批额度月份
2019	0.81	60.0%	2.15	5月
2020	1.00	46.5%	3.75	3月
2021	1.77	47.2%	3.65	8月
2022	1.46	40.0%	3.65	5月 (95%)
2023	2.19	60.0%	4 (E)	5月 (E)

新增地方政府专项债发行节奏 (更新至2.17)



2022年预算内财政收入压力较大，但政策性金融工具、各类结构性政策工具的应用，较为有效地推动基建投资逆势上行，实现全年基建投资同比增长11.5%。2023年基建投资依然是国家稳增长的关键抓手，虽然地方政府进一步加杠杆的空间受限，但在中央主动加杠杆、准财政工具延续使用，将继续为基建投资保驾护航，发挥基建队经济的拉动作用，预计2023年全年基建投资仍有望实现10%左右的增长。

政策性金融工具对基建投资撬动较大

政策性金融工具		投放完成时间	资金投放规模 (亿元)	项目数量 (个)	资金投向
国开行	第一期	8月26日	2100	936	
	第二期	三季度末	2156		
农发行	第一期	8月20日	900	1677	市政和产业园项目建设 (> 50%)，水利 (14%)、交通 (8%)、职业教育 (5%)
	第二期	10月12日	1559		
进出口行	第一期	-	-	114	交通基础设施建设 (68%)、能源基础设施建设 (10%)、物流基础设施建设 (5%)
	第二期	10月12日	684		
合计			7399	2727	

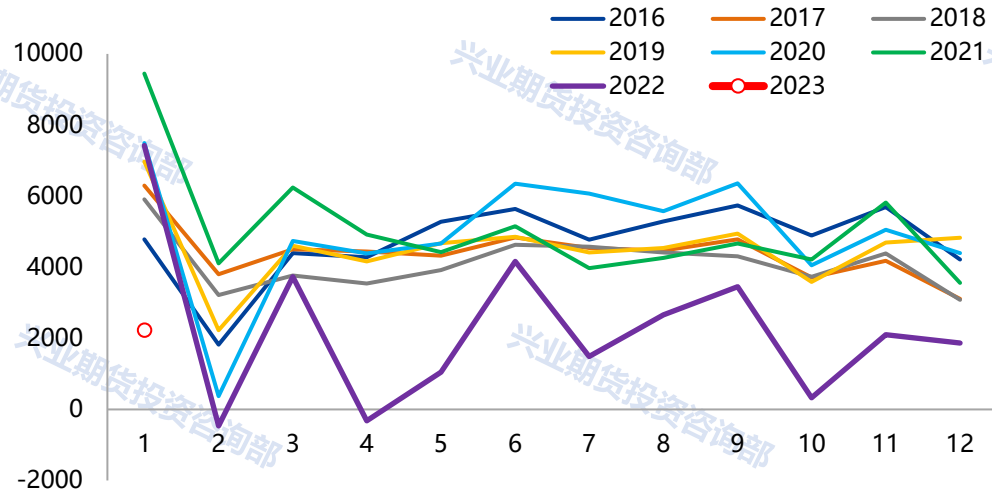
假设条件	政策性金融工具 (万元, %)		实物工作量规模 合计 (万元)
	第一批3000亿元	第二批3000亿元	
项目资本金	10%	10%	
用做项目资本金比例	100%	100%	
可撬动资金规模	30,000	43,990	73,990
2022年剩余时间撬动规模			
假设施工项目分3年	5,000	2,444	7,444
若年内落实80%	4,000	1,955	5,955
2023年剩余时间撬动规模			
假设施工项目分3年	10,000	14,663	24,663

新设结构性工具额度充足

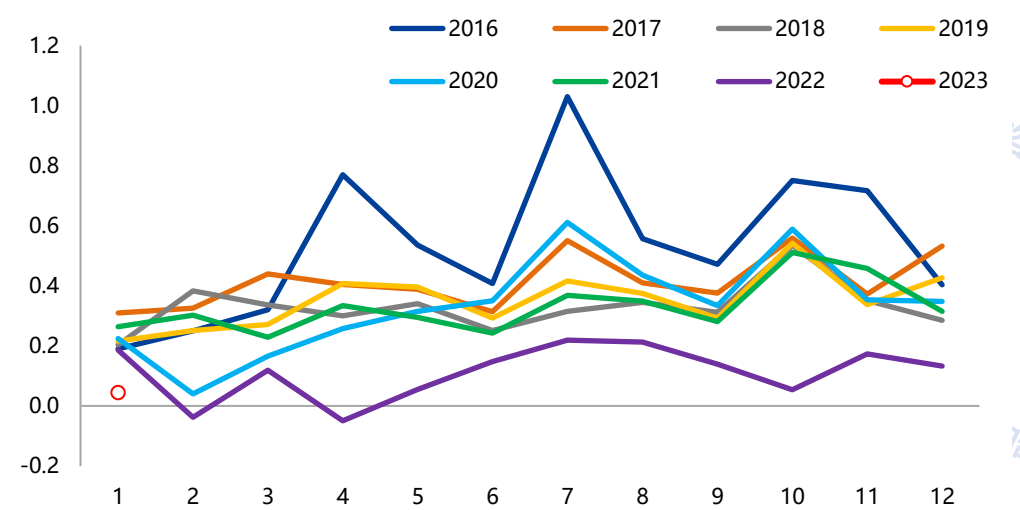
结构性工具名称		支持领域	发放对象	实施期	利率	额度 (亿元)	余额 (亿元)	2022年使用进度
长期性工具	支农再贷款	涉农领域	农商行、农合行、农信社、村镇银行	1999年至今	2%	7600	6004	79%
	支小再贷款	小微企业、民营企业	城商行、农商行、农合行、村镇银行、民营银行	2014年至今	2%	16400	14171	86%
	再贴现	涉农、小微和民营企业	具有再贴现资格的银行业金融机构	2008年至今	2% (6个月)	7000	5583	80%
阶段性工具	普惠小微贷款支持工具	普惠小微企业	地方法人金融机构	2022年-2023年6月末	2% (激励)	400	213	53%
	抵押补充贷款 (PSL)	棚户区改造、地下廊管、重点水利工程、“走出去”	开发银行、农发行、进出口银行		2.40%	/	31528	
	碳减排支持工具	清洁能源、节能减排、碳减排技术	21家全国性金融机构	2021年-2024年末	1.75%	8000	3097	39%
	支持煤炭清洁高效利用专项再贷款	煤炭清洁高效利用、煤炭开发利用和储备	工农中建交、开发银行、进出口银行	2021年-2023年末	1.75%	3000	811	27%
	科技创新再贷款	科技创新企业	21家全国性金融机构	2022年4月起	1.75%	2000	2000	100%
	普惠养老专项再贷款	浙江、江苏、河南、河北、降息试点、普惠养老项目	工农中建交、开发银行、进出口银行	2022年4月-2024年4月	1.75%	400	7	2%
	交通物流专项再贷款	道路货物运输经营者和中小微物流 (含快递) 企业	工农中建交、邮政、农发行	2022年5月-2023年6月	1.75%	1000	242	24%
	设备更新改造专项再贷款	制造业、社会服务领域和中小微企业、个体工商户等设备更新改造	21家全国性金融机构	2022年9月-2022年末	1.75%	2000	809	40%
	普惠小微贷款减息支持工具	普惠小微企业	16家全国性金融机构、地方法人金融机构	2022年第四季度	1% (激励)	/	0	
	收费公路贷款支持工具	收费公路主体	21家全国性金融机构	2022年第四季度	0.5% (激励)	/	0	
民企债券融资支持工具	民营企业 (尤其民营房企)	专业机构	2022年11月-2025年10月末	1.75%	500	0	0%	
保交楼贷款支持计划	保交楼项目	工农中建交、邮储	2022年11月-2023年3月末	0%	2000	0	0%	

国内经济：居民部门加杠杆意愿弱，拖累国内“宽信用”效果

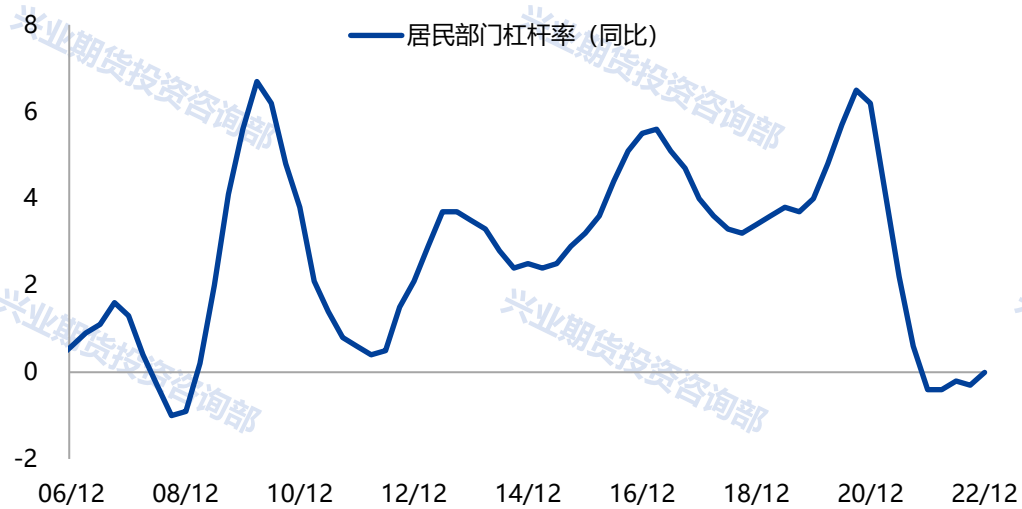
1月新增居民部门中长期贷款规模创同期新低



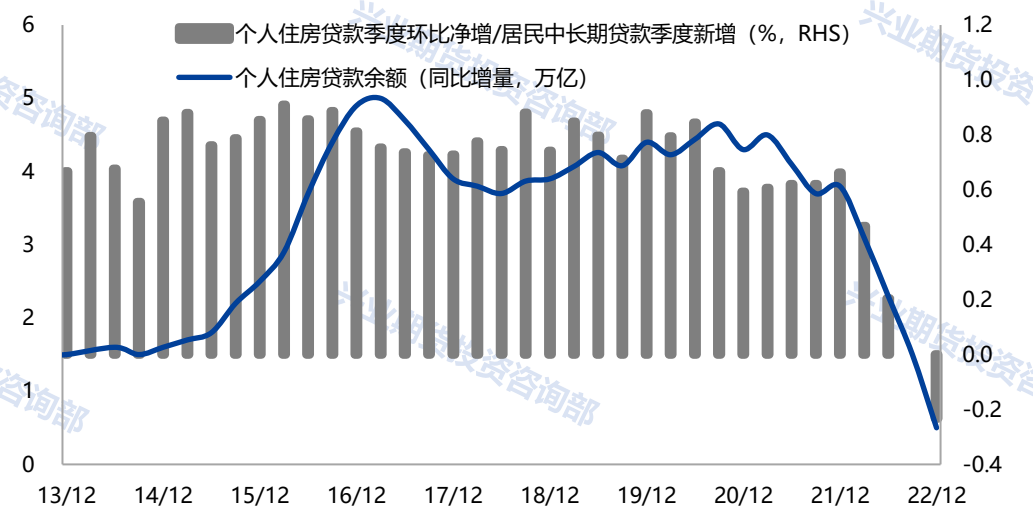
居民中长期贷款/人民币贷款



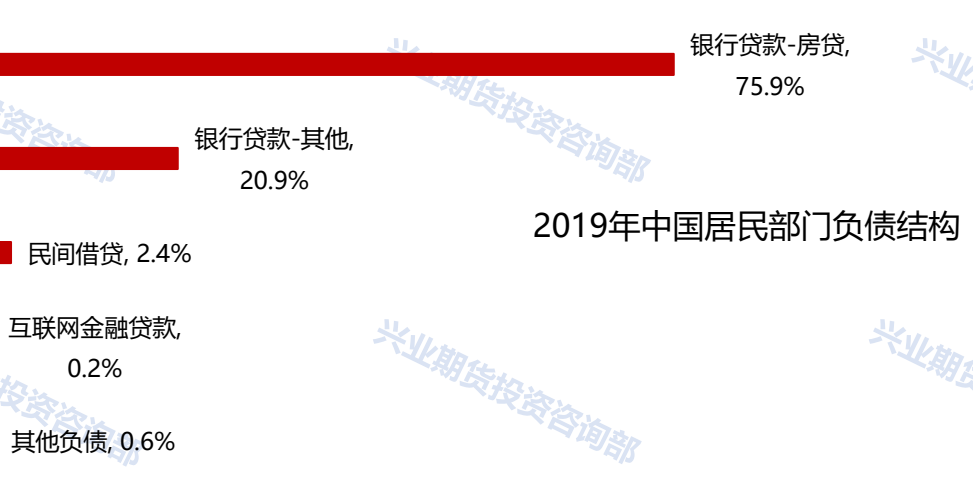
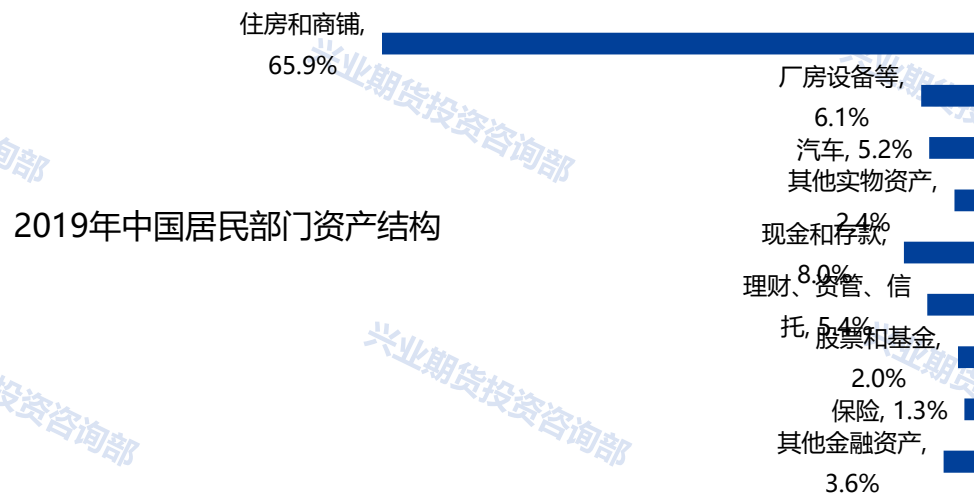
居民部门杠杆率（同比）



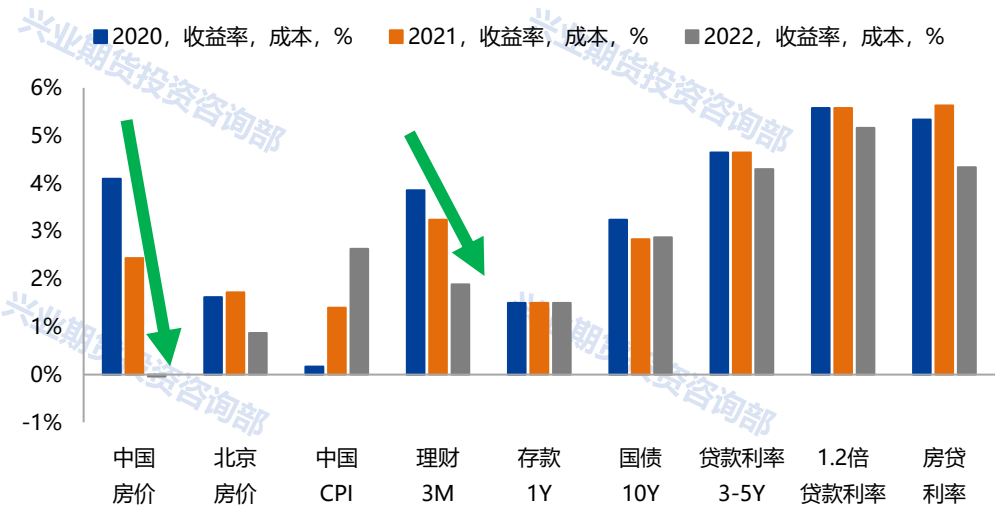
个人住房贷款余额环比下降



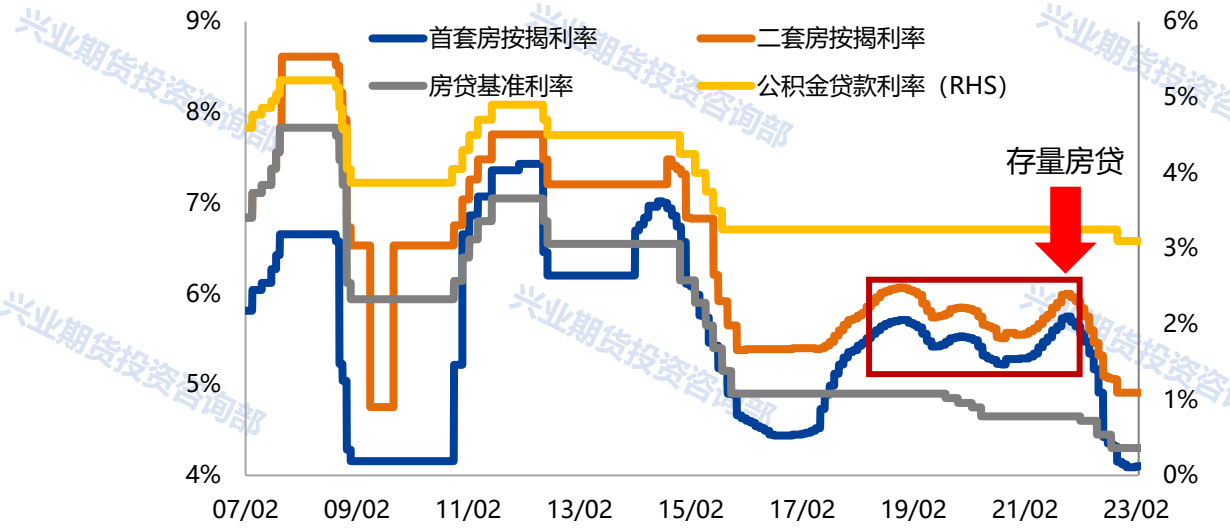
中国居民资产负债表结构 (2019)



2020-2022年房地产投资收益率大幅下行

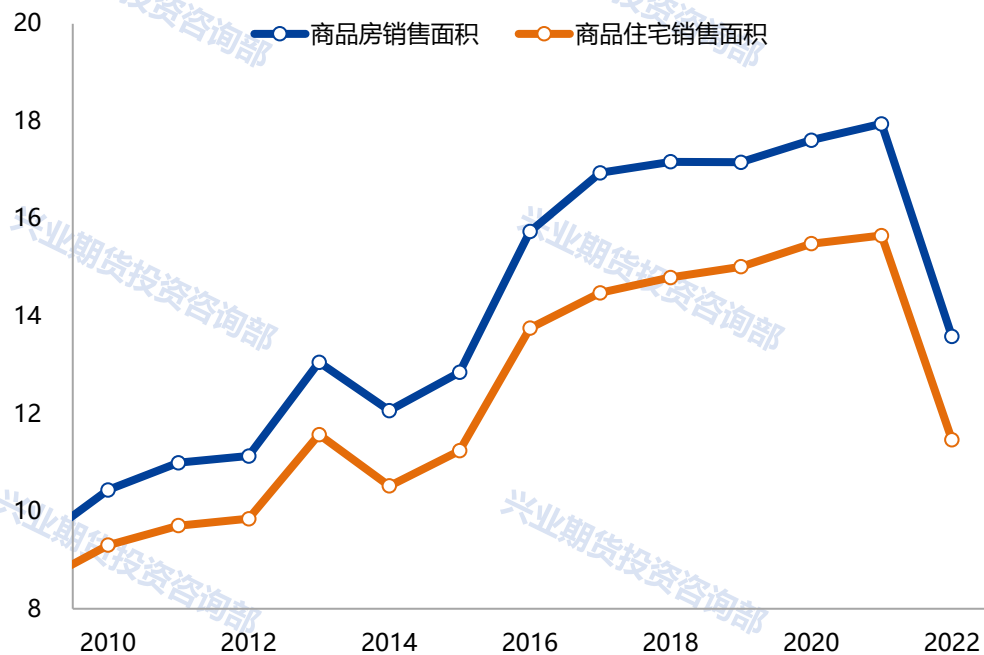


存量房贷成本依然偏高



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录得11.4亿平方米，同比下降26.8%，跌至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，较国外也存在优化空间，叠加中国商品住宅老化带来的城市建设更新需求，根据中性情景假设，2023年-2030年中国商品住宅销售面积中枢大约为12亿平方米，2022年地产销售已跌破长期需求的中枢，不排除地产消费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。

2022年商品住宅销售面积降至12亿平方米以下

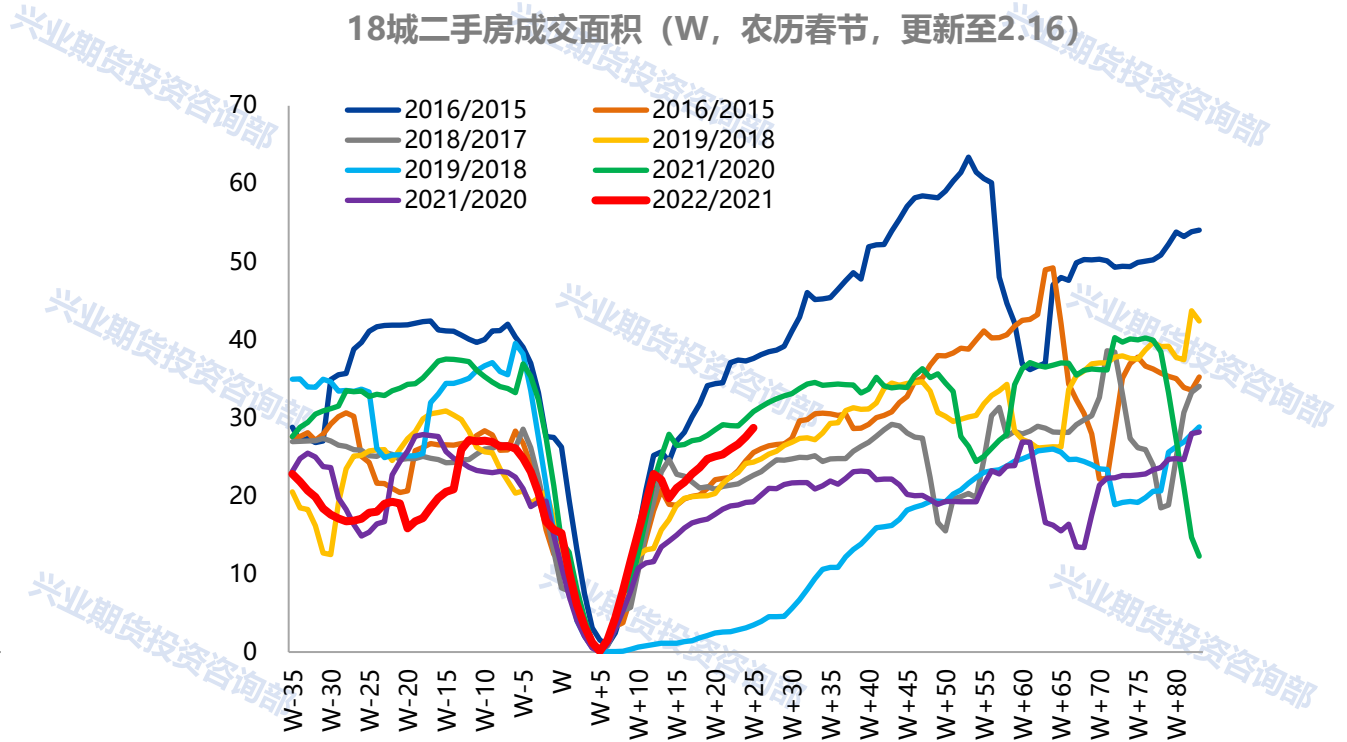
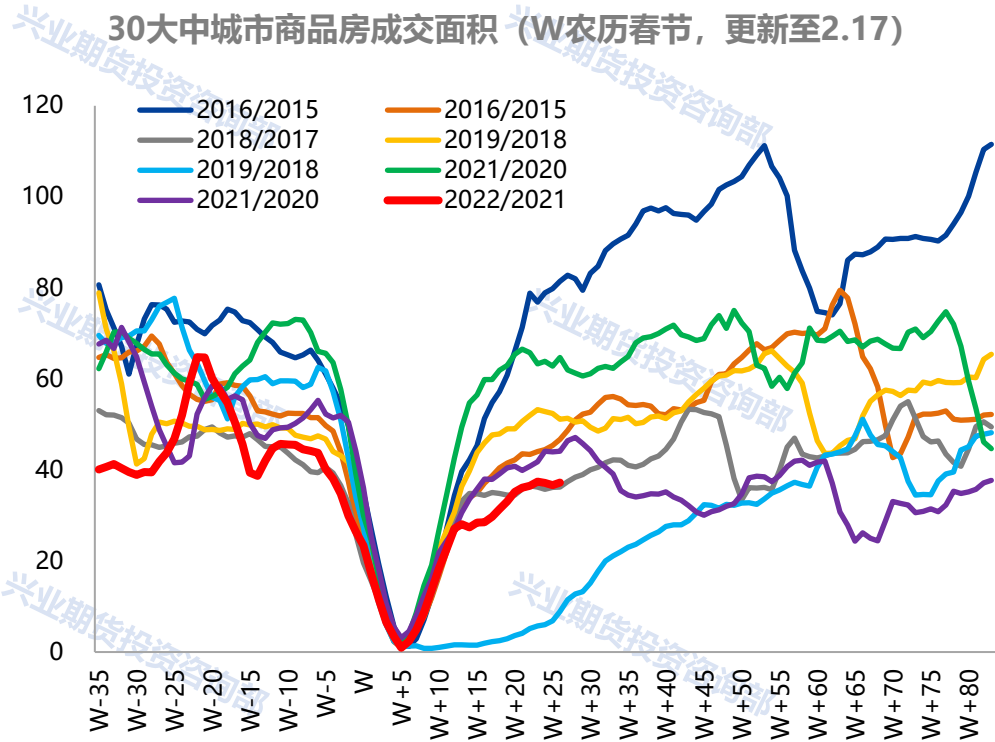


2023-2030年中国商品住宅长期中枢约为12亿平方米/年

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

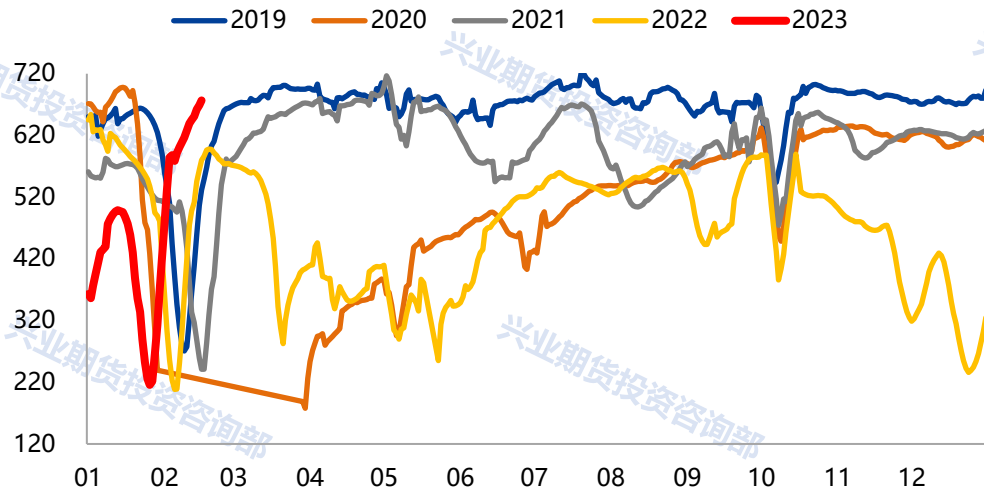
单位：亿平方米	刚性需求	改善需求	更新需求	住宅需求总量	住宅需求年均值
	城镇化率提高带来的新增需求	人均居住面积提高带来的需求	老旧城镇住宅拆除带来的需求		
2022-2030：乐观	46.2	53.8	27.1	127.1	14.1
2022-2030：中性	36.8	44.3	27.1	108.3	12.0
2022-2030：悲观	25.9	38.1	27.1	91.1	10.1

从高频数据上看，2023年春节以来，30城商品房成交面积仍持续低于去年同期，18城二手房成交面积同比增速呈现改善迹象。随着地产融资政策大幅放松，因城施策持续优化，房地产消费整体改善力度仍较为有限，可见房价下行预期、购房成本偏高等因素对居民地产消费依然存在制约。鉴于扭转居民收入、房价等预期因素仍需一段时间，我们认为，在后续地产宽松政策方面，引导居民购房成本下行，尤其是降低存量房贷利率，对于提振居民购房需求，推动居民部门融资扩张的仍有必要，不排除今年央行调降房贷基准利率的可能。

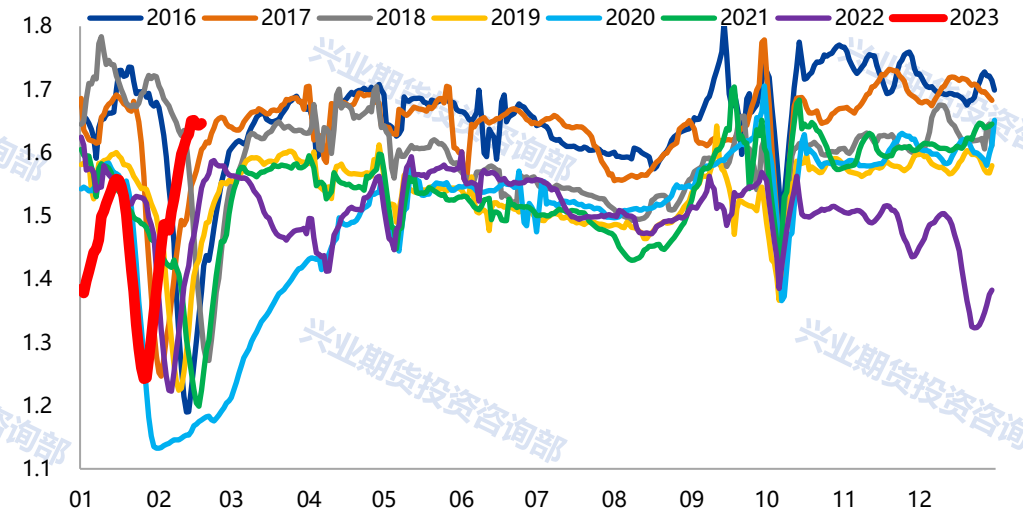


国内经济：消费场景持续修复，居民消费逐步回暖

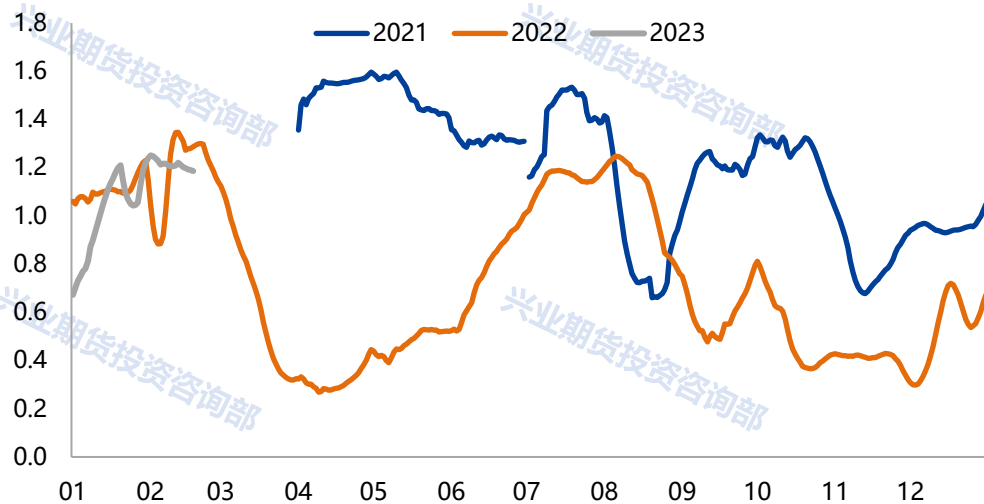
主要城市地铁客运量 (MA7D, 更新至2.15)



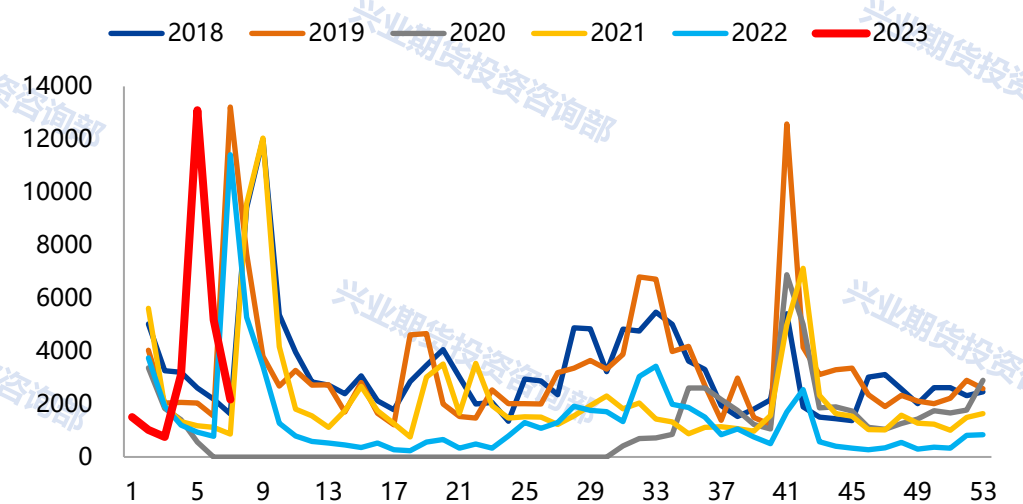
百城拥堵指数 (更新至2.18)



国内航班执飞数 (MA7D, 更新至2.18)



全国影院周度观影人次 (更新至2.12)



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	/

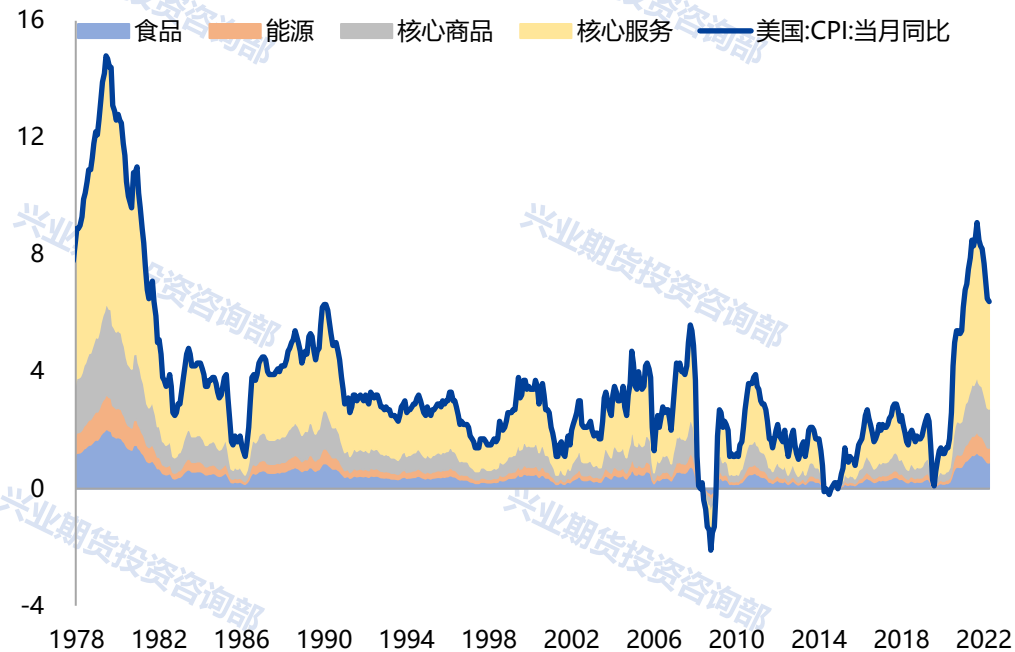
- 消费下降贡献的超额储蓄释放，一般将用于可选消费。投资性支出下降贡献的超储，一般更多用于地产及权益等其他资产的配置；
- 基于此，我们简单假设，如果2023年居民超储释放10%或20%，则可同时拉动社零增长1.4%或2.9%，商品房销售增长3.3%或6.7%，对总需求的修复作用较大。

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

1月美国CPI同比增长6.4%，连续7个月回落，但降幅不及预期。从结构看，环比涨幅中，燃气、汽油、医疗保健商品、交通运输、服装、住宅、外出就餐等分项涨幅大于均值；同比涨幅中，能源和住宅涨幅有明显提升，其他分项大多有所回落，其中核心商品同比已降至1.4%的极低水平，而食品、能源、核心服务同比仍高于整体CPI。如果剔除能源和住宅两大分项后的美国CPI环比将将为0.1%，与过去两个月持平，仍可认为美国通胀压力并未扩散。

1月美国CPI数据下行幅度不及预期

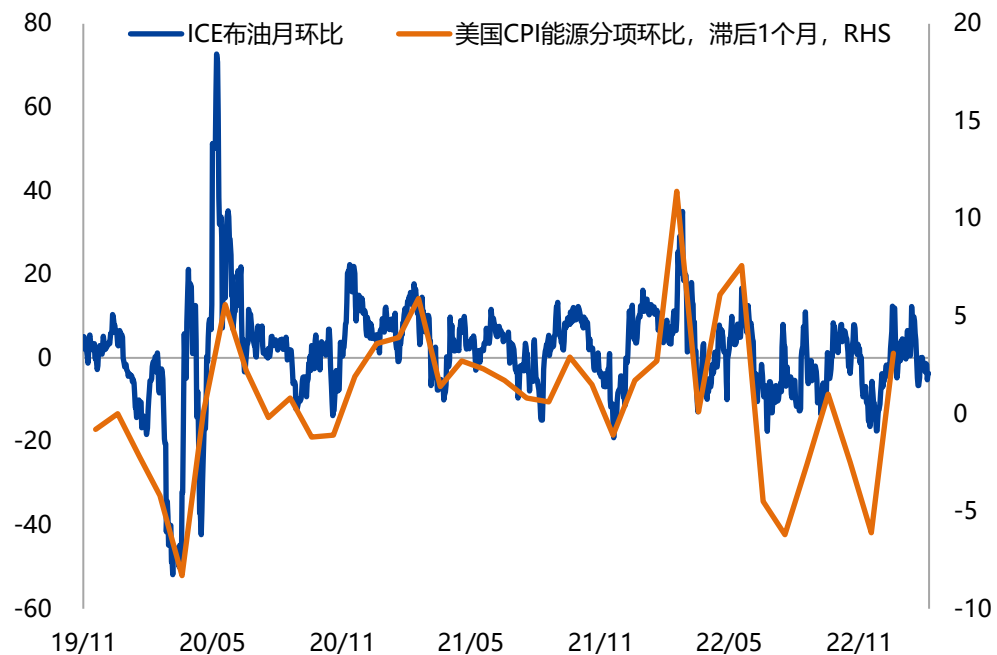


美国CPI分项数据

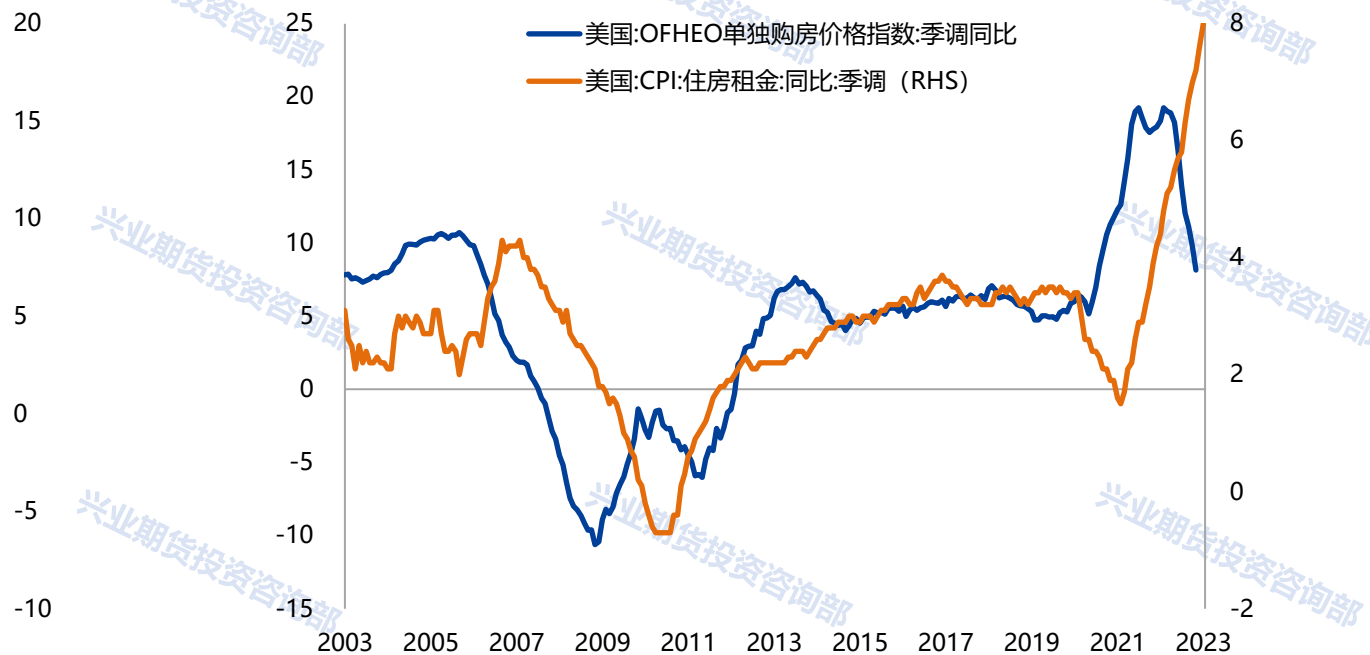
美国CPI	权重	环比, 季调				同比, 未季调			
		22/11	22/12	23/01	12M均值	22/11	22/12	23/01	12M均值
CPI	100.0	0.2	0.1	0.5	0.5	7.1	6.5	6.4	7.9
食品	13.8	0.6	0.4	0.5	0.8	10.6	10.4	10.1	10.2
家庭食品	8.5	0.6	0.5	0.4	0.9	12.0	11.8	11.3	11.7
外出就餐	5.3	0.5	0.4	0.6	0.7	8.5	8.3	8.2	7.8
能源	7.9	-1.4	-3.1	2.0	0.8	13.1	7.3	8.7	23.9
能源商品	4.3	-2.1	-7.2	1.9	0.4	12.2	0.4	2.8	30.7
燃油	0.2	1.7	-16.6	-1.2	2.7	65.7	41.5	27.7	67.1
汽油	4.0	-2.3	-7.0	2.4	0.3	10.1	-1.5	1.5	29.5
能源服务	3.6	-0.6	1.9	2.1	1.2	14.2	15.6	15.6	16.2
电力	2.6	0.5	1.3	0.5	0.9	13.7	14.3	11.9	13.1
燃气	0.9	-3.4	3.5	6.7	2.1	15.5	19.3	26.7	26.2
核心CPI	78.4	0.3	0.4	0.4	0.5	6.0	5.7	5.6	6.1
核心商品	20.9	-0.2	-0.1	0.1	0.1	3.7	2.1	1.4	6.9
衣着	2.4	0.1	0.2	0.8	0.2	3.6	2.9	3.1	4.8
新车	4.1	0.5	0.6	0.2	0.5	7.2	5.9	5.8	9.9
二手车	3.6	-2.0	-2.0	-1.9	-1.0	-3.3	-8.8	-11.6	10.2
医疗保健商品	1.5	0.2	0.1	1.1	0.3	3.1	3.2	3.4	3.1
核心服务	57.5	0.5	0.6	0.5	0.6	6.8	7.0	7.2	5.9
住宅	32.9	0.6	0.8	0.7	0.6	7.1	7.5	7.9	6.2
医疗保健服务	6.8	-0.5	0.3	-0.7	0.2	4.4	4.1	3.0	4.3
交通运输	6.0	0.3	0.6	0.9	1.1	14.2	14.6	14.6	11.1

随着全球经济增速逐步放缓，欧美经济体步入衰退阶段，上半年能源价格难以继续上涨；与此同时，美国房价同比从2022年初开始持续大幅下行，对应CPI住宅分项同比将在2023Q2迎来拐点；再考虑到基数的抬升，后续美国通胀仍将持续回落。

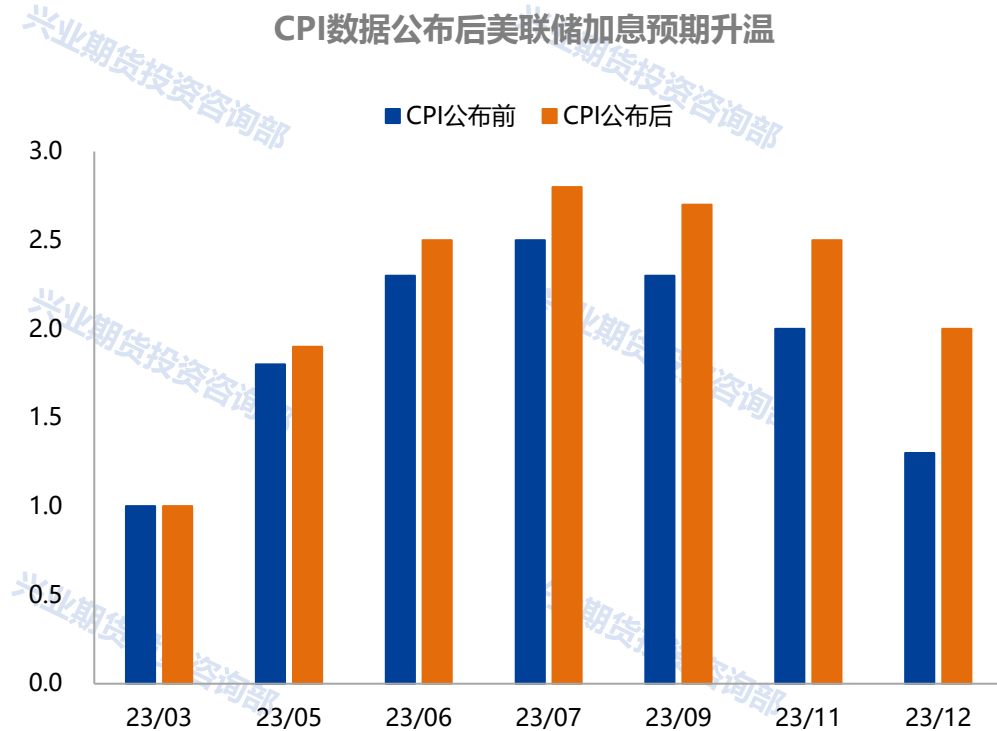
上半年能源价格难以继续上涨



2季度美国住宅价格将迎来拐点



- 美国通胀数据公布后，美联储加息预期小幅升温，美债收益率上行，美股下跌，美元指数反弹。
- 随着美国近期经济数据、就业数据、及通胀数据的公布，市场对美国经济及通胀韧性的认识有所增强，预计2023年美联储可能将加息至5月，且最终利率高点也将高于5%，达到5.25%或者以上。在当下，市场依然对，美国通胀下行的斜率，以及美国经济衰退的程度，存在分歧。上述存在分歧的点将决定今年美联储货币政策的节奏，对应今年剩余加息次数和最终利率高点，以及年内是否能迎来降息，可能将导致风险资产价格的波动放大。



宏观主线上，中国经济复苏的大方向较为明确，基建发力前置、地产需求有望逐步企稳，居民消费回暖，复苏斜率受超储释放程度影响，美国经济及通胀韧性略超市场预期，尽管美联储紧缩节奏边际放缓的趋势已明确，但剩余加息次数，最终利率高度仍存在不确定性，短期或放大风险资产价格波动。因此我们在选在资产组合时，一方面选择直接受益于国内经济复苏的品种，另一方面，尽量选择过去1个季度累计涨幅较小，潜在回撤波动较小的品种。

主要风险资产较历史季度低点累计涨幅 (2015-2023)

2015-2022年季度 最小值	大宗商品指数															
	能源化工								经济作物			黑色金属				
	塑料	聚丙烯	PVC	甲醇	PTA	乙二醇	短纤	原油	郑棉	橡胶	棕榈油	铁矿	螺纹	热卷	纯碱	玻璃
均值①	7,961	7,569	6,178	2,219	4,698	4,226	6,668	406	13,925	11,895	5,549	539	3,231	3,330	1,924	1,331
中位数②	8,037	7,779	6,190	2,317	4,747	4,327	6,713	407	14,209	11,738	4,961	513	3,361	3,401	2,024	1,308
最小③	5,414	5,459	4,454	1,600	3,135	3,029	5,400	231	10,114	9,555	4,133	284	1,624	1,685	1,321	812
25分位④	7,486	7,311	5,504	1,931	4,421	3,810	6,496	358	12,261	10,772	4,580	417	2,833	2,840	1,409	1,199
50分位⑤	8,037	7,779	6,190	2,317	4,747	4,327	6,713	407	14,209	11,738	4,961	513	3,361	3,401	2,024	1,308
75分位⑥	8,592	8,206	6,512	2,484	5,112	4,696	6,883	479	14,859	12,864	6,454	628	3,620	3,761	2,251	1,486
最大⑦	9,359	9,095	8,651	2,841	5,880	5,122	7,570	625	20,551	16,028	9,102	945	5,022	5,404	2,754	2,209
当前值⑧	7,978	7,636	6,190	2,556	5,287	4,084	6,912	520	14,209	12,507	7,651	822	3,983	4,051	2,754	1,542
当前值分位值	48%	45%	52%	85%	82%	39%	80%	90%	52%	64%	91%	94%	85%	82%	100%	79%
均值+标准差⑨	8,916	8,492	7,236	2,562	5,411	4,831	7,222	517	16,290	13,366	6,972	708	4,071	4,203	2,428	1,666
均值-标准差⑩	7,007	6,647	5,121	1,876	3,984	3,621	6,113	296	11,559	10,424	4,125	370	2,391	2,456	1,420	996
最新值/距低点涨幅	8,212	7,864	6,339	2,563	5,435	4,204	7,088	563	14,209	12,507	8,167	880	4,152	4,230	2,802	1,547
距③涨幅	52%	44%	42%	60%	73%	39%	31%	144%	40%	31%	98%	209%	156%	151%	112%	91%
距④涨幅	10%	8%	15%	33%	23%	10%	9%	57%	16%	16%	78%	111%	47%	49%	99%	29%
距⑤涨幅	2%	1%	2%	11%	14%	-3%	6%	38%	0%	7%	65%	72%	24%	24%	38%	18%
距⑥涨幅	-4%	-4%	-3%	3%	6%	-10%	3%	18%	-4%	-3%	27%	40%	15%	12%	24%	4%
距⑦涨幅	-12%	-14%	-27%	-10%	-8%	-18%	-6%	-10%	-31%	-22%	-10%	-7%	-17%	-22%	2%	-30%
距⑧涨幅	3%	3%	2%	0%	3%	3%	3%	8%	0%	0%	7%	7%	4%	4%	2%	0%

股指

IF

01

剩余流动性较充裕，利于A股价值的重估和提升

02

盈利上行周期将至，驱涨贡献度将显著提升

03

A股价格安全边际良好，赔率依旧较高

04

利差缩窄、汇率升值大势下，外资净流入规模预期乐观

05

“赚钱效应”大概率将现，国内中长线资金大量入场可期

06

短期波动、回调虽有加大，但市场整体情绪仍未弱化

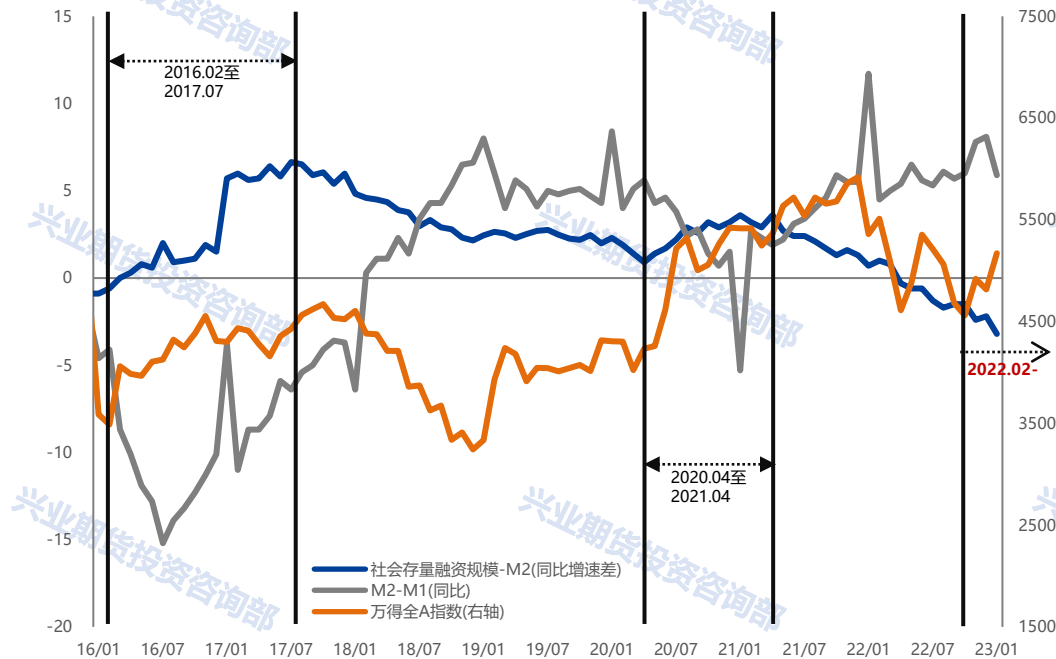
07

从业绩弹性、风格兼容性看，沪深300指数仍是最佳多头

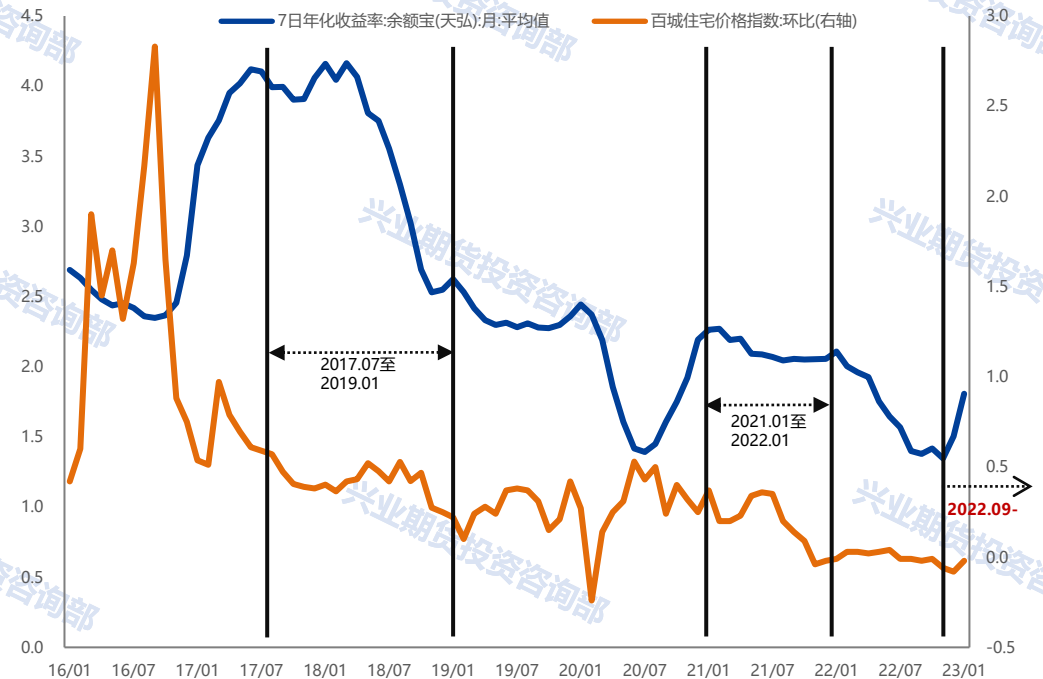
从过往情况看，若国内信用环境、剩余流动性环境二者之一或均有改善，均将对A股形成提振推涨作用，前者为基本面复苏、盈利改善逻辑，后者则为资产价值系统性的重估逻辑。近月来，虽然社融及信贷数据总量走高、但结构表现不佳，这对市场前期的业绩上修预期造成一定程度拖累；但从剩余流动性看，其整体较为充裕，宜视为利多因素。故在“宽信用”政策导向下，即使流动性注入实体进度不及预期、盈利端驱涨动能尚无体现，但从资产定价角度，其仍可从估值端提振股价；

再从大类资产配置结构看，自2022年11月以来，无风险资产吸引力下降（余额宝收益率走高）、房价则弱势回暖，更利于A股的价值重估和提升。

国内信用、剩余流动性环境及A股走势对比（截至2023年1月）

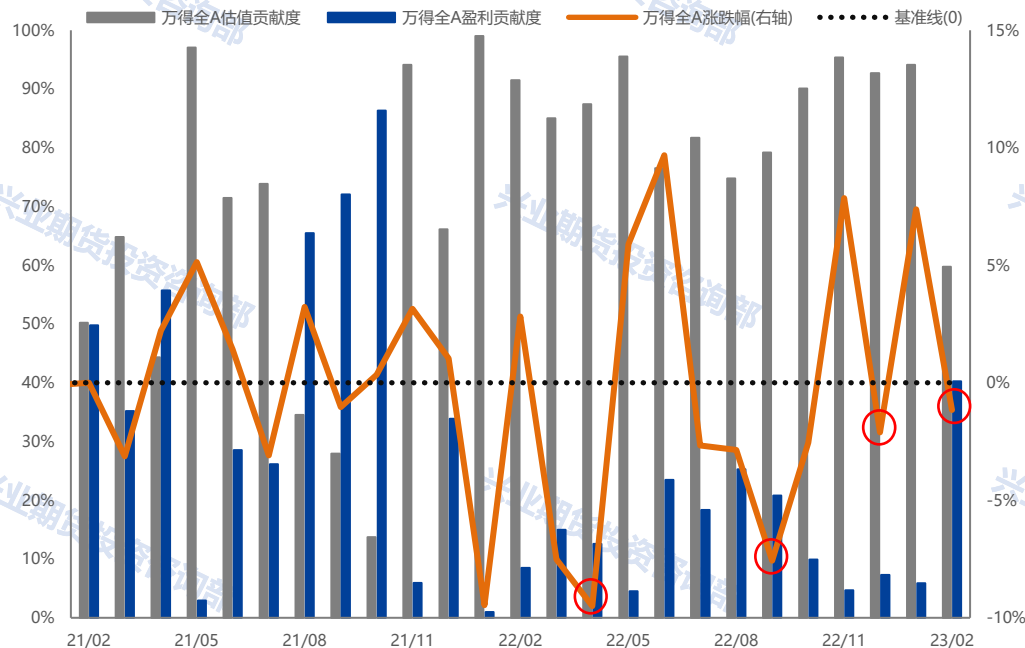


国内房价、流动性管理产品收益率走势（截至2023年1月）

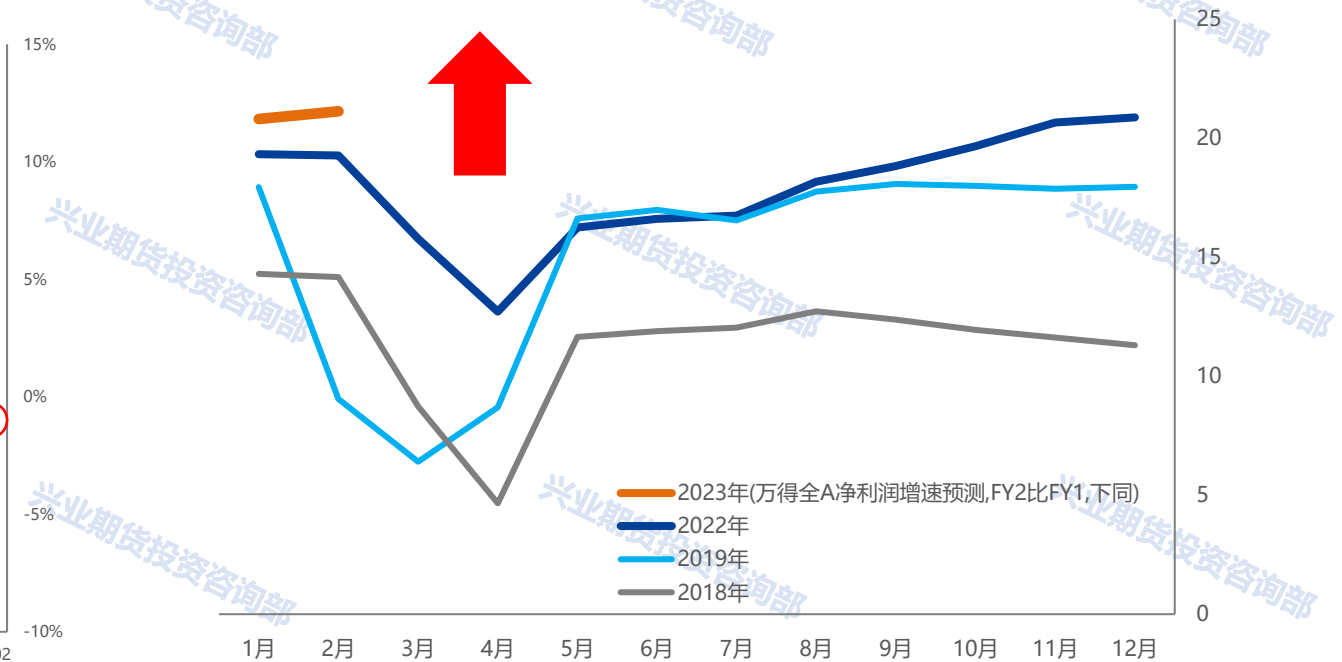


- 虽然当前国内主要经济指标处真空期、验证期，但考虑国内经济复苏大方向明朗，进入“宽信用、再库存”周期仅为节奏问题，且大概率于2023上半年兑现，即盈利端的贡献将明显增强。从估值、盈利两大因素对A股涨跌幅的贡献分解看，后者影响确实在大幅提升、且正贡献亦愈发显著（体现为万得全A指数回撤率下滑）；
- 再从Wind一致性预期数据看，以万得全A指数代表A股，较疫前的2018、2019两年，市场对2023年A股净利润增速预期显著上修；
- 故从基本面看，分子端盈利因素的积极驱涨动能将强化。

万得全A历年各月盈利、估值因素影响贡献分解（截至2023.2.17）

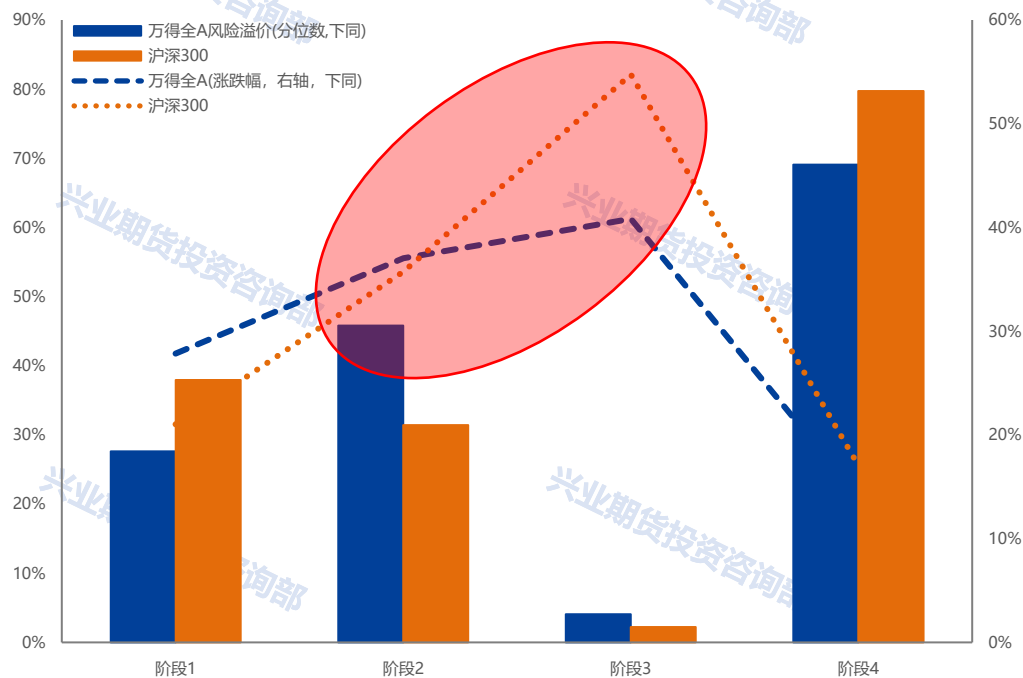


万得全A历年各月净利润增速预期值对比（截至2023.2.17）



- 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)；
- 故从大类资产横向对比看，A股价格安全边际良好，潜在赔率依旧较高。

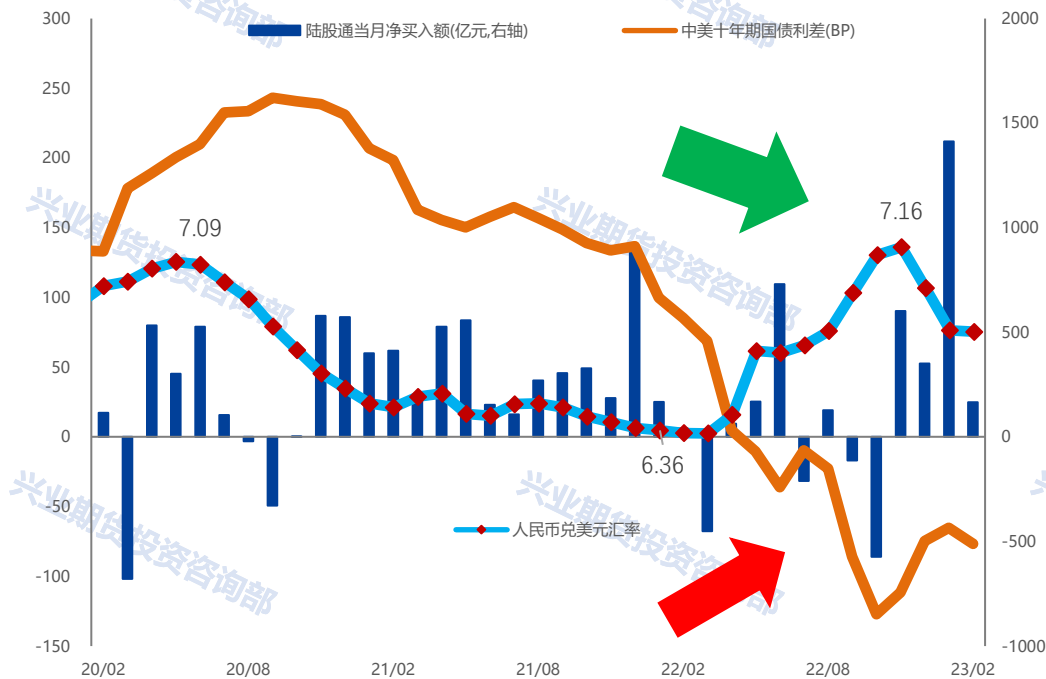
A股主要指数股债风险溢价值变动情况（截至2023.2.17）



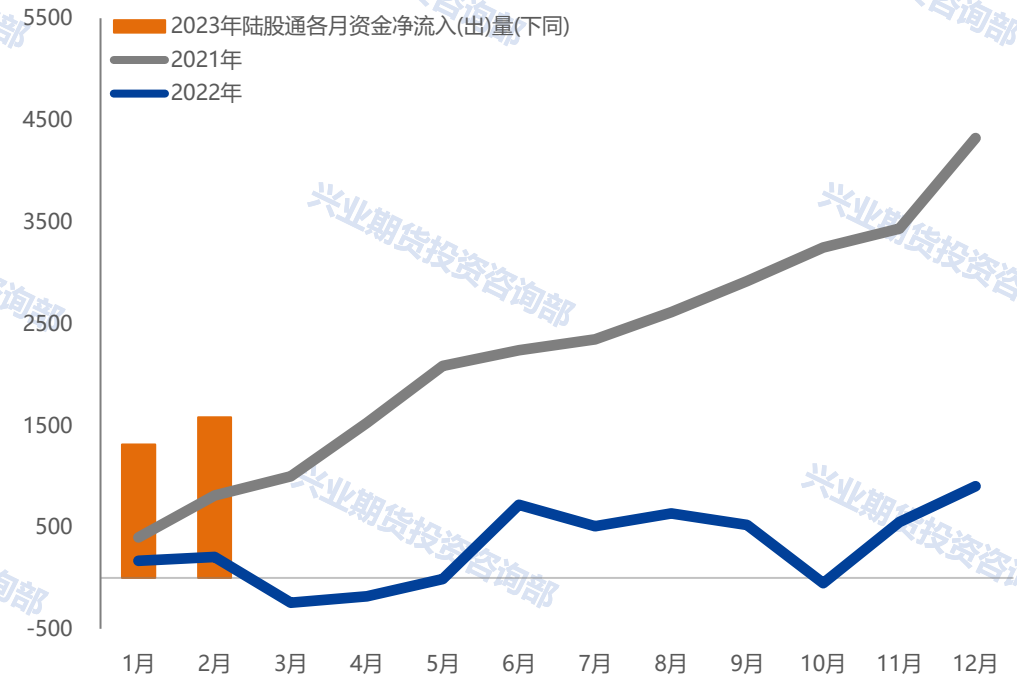
■ 随2023年海外主要国家经济衰退、通胀趋势下行的信号逐步验证，我国较全球主要国家利差缩窄、汇率升值将是大势，进而提升A股资产在全球市场的避险和配置价值；

■ 再从实际情况看，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，年内外资入场规模预期乐观。

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月中旬）

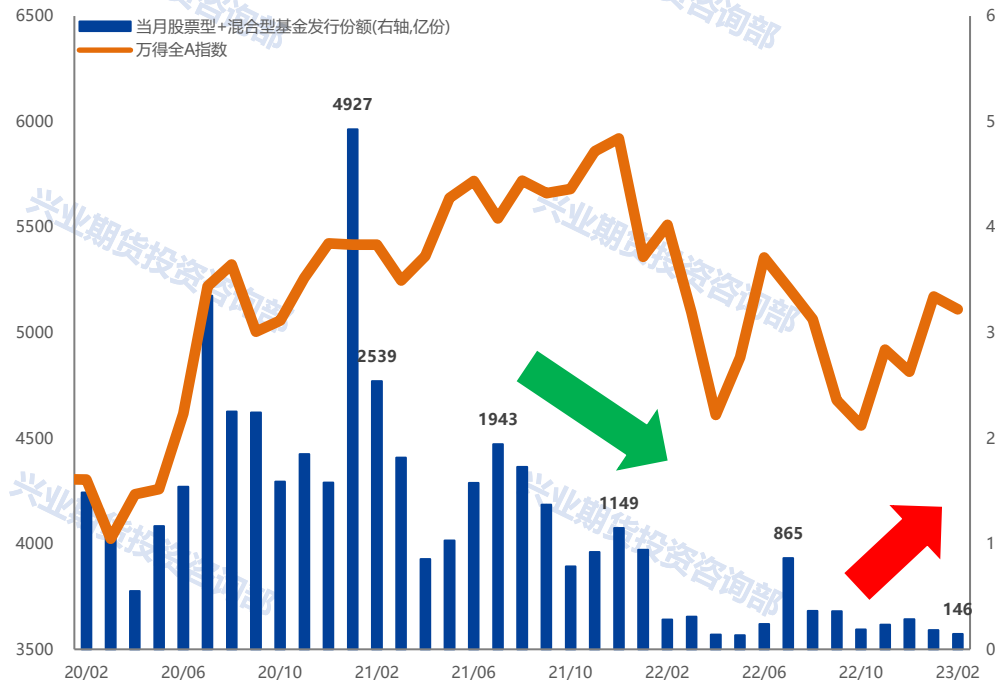


陆股通各月资金净流入（出）情况对比（截至2023.2.17）

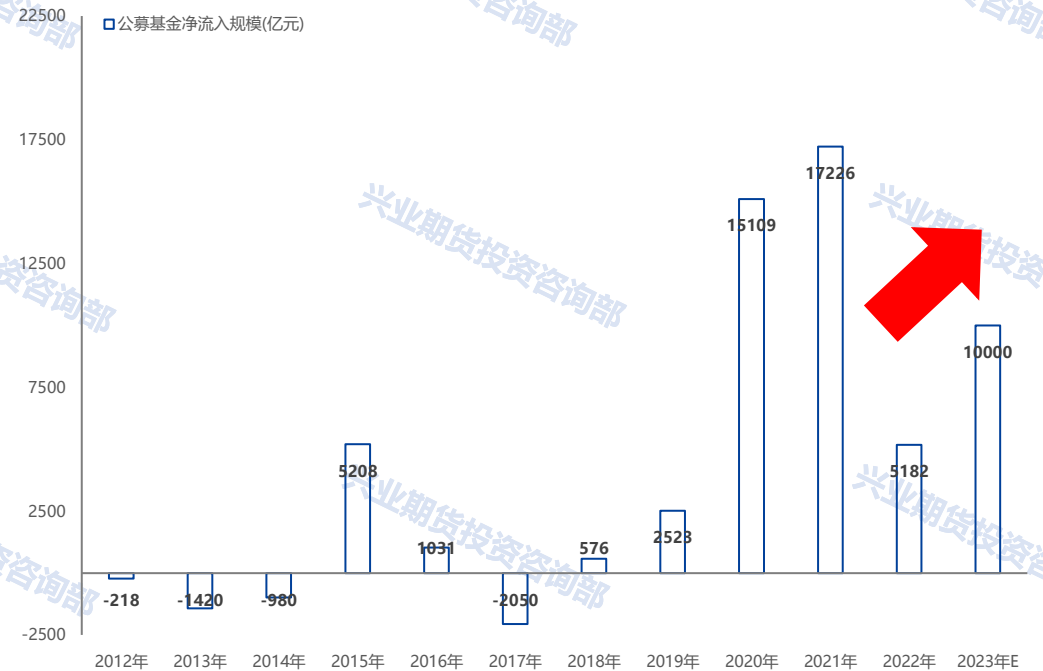


- 考虑上半年A股大概率进入“盈利、估值”双轮驱涨的状态，对应权益市场回暖，其较固收、理财类产品的超额收益将进一步放大；
- 此外，虽然近月来国内公募股基新发募集总体表现一般，但参照过往峰值数据、其潜力巨大。参考海通证券相关测算结果，预计2023年公募股基将吸引近万亿的增量资金，较2022年增幅近50%；
- 综合看，在“赚钱效应”背景下，年内中长线资金大规模入场A股的局面大概率将现。

公募股基新发募集情况（截至2023年2月中旬）

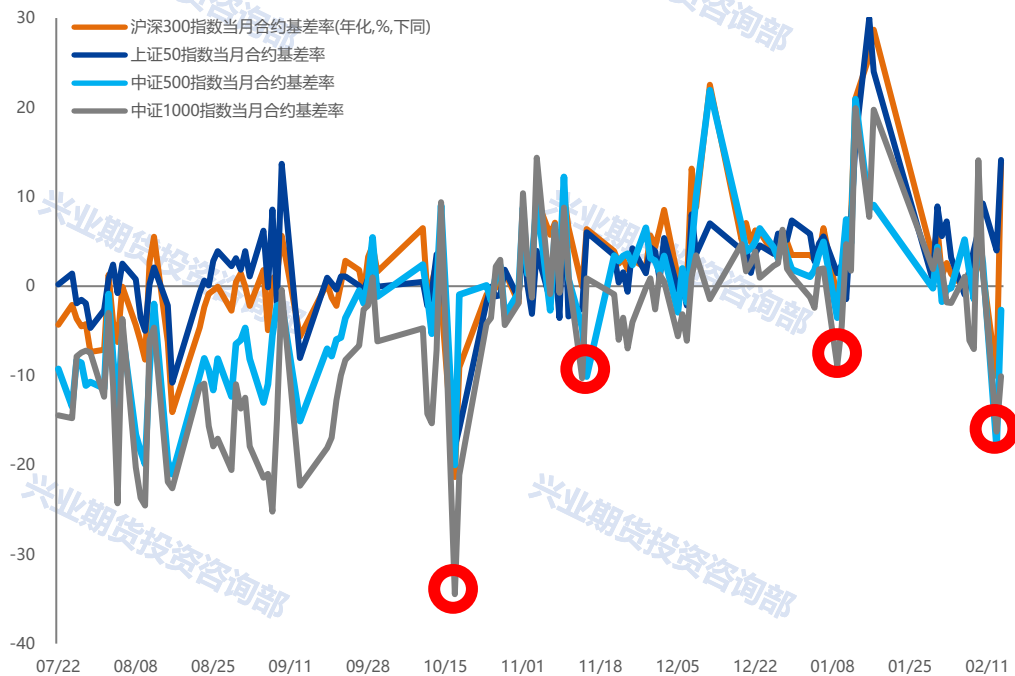


公募股基增量资金入场测算（来源于海通证券）

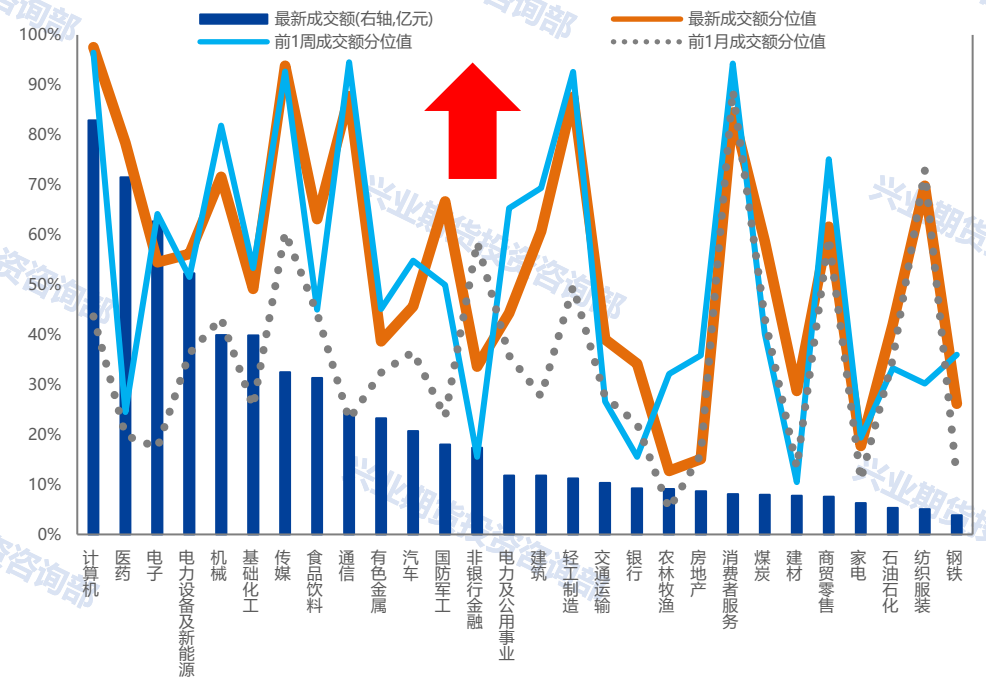


- 从主要期指基差率走势看，虽然2月初以来、其升水大幅收敛甚至部分时间转为贴水结构，但其回归正向结构的速度较快，显示市场的多头热情；
- 另从中信一级行业成交额分位值看，虽然近阶段股价波动、回调幅度明显加大，但整体交投量能稳步走高，亦表明市场并无一致性悲观预期。

A股主要股指期货基差率走势（截至2023.2.17，未剔除分红）

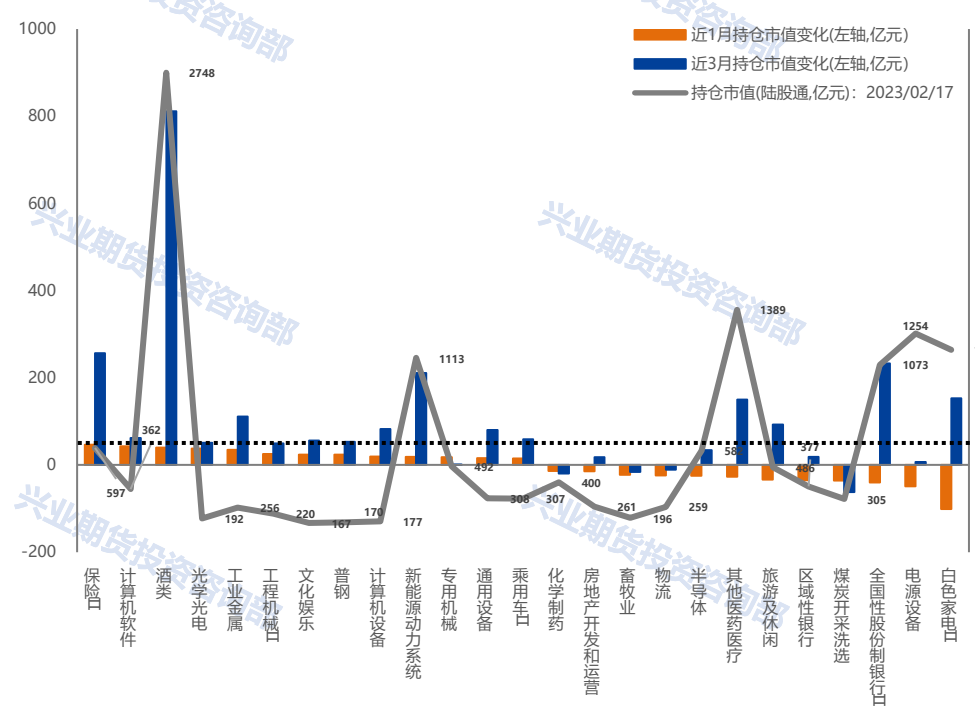


中信一级行业成交额分位值（截至2023.2.17）

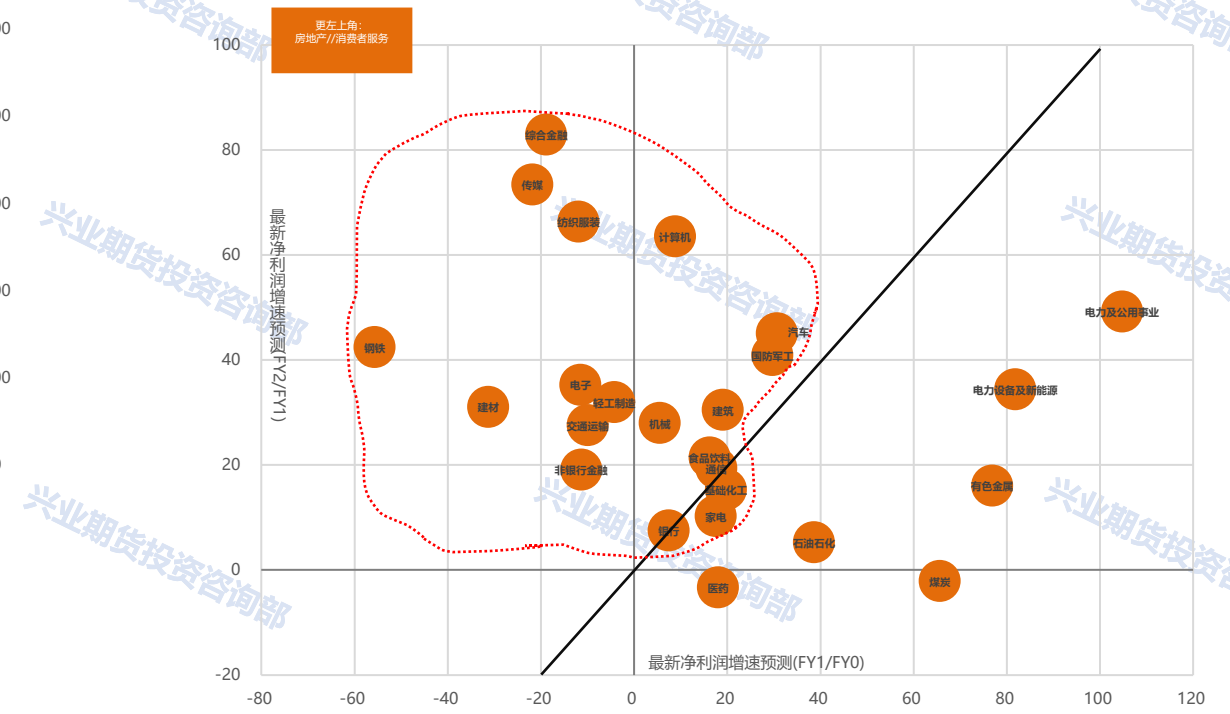


- 以近月来灵敏度更高、主动性更强的陆股通资金持仓兴趣看，其明显更青睐 Δg （即业绩预期增速的边际变化），对过去3年受疫情等因素影响最严重的金融、白酒、白电、消费电子和消费者服务等行业，其整体增仓幅度显著高于其它行业；
- 再从Wind一致性预期数据看，23年较22年（即FY2和FY1），以中信一级行业为样本、多数行业盈利增速均有上修，再次强化A股续涨的预期。

陆股通主要持仓行业资金净流入变动情况（截至2023.2.17）



中信一级行业2022年及2023年业绩增速预期对比（截至2023.2.17）





金融衍生品策略（股指）：从业绩弹性、风格兼容性看，沪深300指数仍是最佳多头（2）

- 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40.8%，37.6%，31%和29.2%。以此看，沪深300指数的多头配置价值依旧最高；
- 此外，近阶段主要板块轮涨、切换节奏明显加快，故亦需考虑各主要指数对短期风格轮动的兼容性。而沪深300指数，与其它三大指数，以及价值、风格的相关性系数整体最高，故以此角度看，其依旧是最佳多头标的。

基于PB-ROE维度，相关行业四大股指占比统计（截至2023.2.17）

简称	最新总市值 (亿, 2023.2.17)	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	11053	2.4%	9.4%	14.0%	8.8%	12.83	2.3	0.0	2.3	0.8	1.20
半导体	31034	4.4%	7.4%	8.8%	19.1%	11.14	4.0	2.6	3.4	3.2	3.4
全国性股份制银行II	24330	4.8%	14.4%	9.0%	7.2%	11.92	5.8	10.8	0.0	0.0	2.6
国有大型银行II	56668	4.9%	7.8%	5.8%	7.4%	11.27	2.7	3.4	0.0	0.0	6.1
房地产开发和运营	15550	5.1%	12.7%	-109.9%	0.4%	9.60	1.8	1.6	1.9	1.8	1.7
消费电子	11607	11.0%	7.8%	30.2%	44.5%	14.92	1.6	0.0	1.6	1.9	1.3
计算机设备	9700	11.4%	6.3%	10.6%	52.2%	12.74	0.8	0.0	1.4	0.8	1.1
证券II	30560	17.0%	25.3%	-20.7%	23.9%	8.96	5.9	4.9	5.9	0.7	3.3
光学光电	11997	21.7%	19.4%	62.2%	110.0%	10.51	2.0	0.0	1.0	1.1	1.3
石油化工	11620	23.6%	17.2%	-23.9%	30.5%	10.57	0.8	1.4	1.1	0.2	1.3
新能源动力系统	18847	25.8%	33.1%	69.3%	58.5%	20.17	4.6	0.0	1.8	2.4	2.0
保险II	24623	28.4%	36.0%	-5.9%	23.4%	11.56	3.7	9.8	0.0	0.1	2.7
环保及公用事业	9369	28.6%	17.7%	10.0%	13.8%	12.86	0.1	0.0	0.9	2.0	1.0
建筑施工	16512	30.9%	25.7%	14.1%	20.6%	11.15	2.0	2.3	0.8	2.0	1.8
计算机软件	16900	38.1%	30.0%	-3.3%	88.7%	10.10	0.9	0.0	3.1	4.6	1.8
通用设备	12415	43.4%	36.6%	4.8%	44.4%	15.43	0.5	0.0	1.2	3.3	1.3
航空航天	9164	48.4%	45.2%	31.2%	37.1%	9.95	0.7	0.9	2.5	0.9	1.0
专用机械	17445	51.1%	49.8%	40.4%	38.2%	17.39	0.7	0.0	2.1	3.3	1.9
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)							40.8	37.6	31.0	29.2	36.8

A股主要指数兼容性测算（截至2023.2.17）

A股主要指数相关性系数测算（日线 2022/01/03 - 2023/02/17）						
指数	沪深300	上证50	中证500	中证1000	国证价值	国证成长
沪深300	/	0.98	0.88	0.76	0.91	0.97
上证50	0.98	/	0.78	0.63	0.95	0.91
中证500	0.88	0.78	/	0.95	0.75	0.92
中证1000	0.76	0.63	0.95	/	0.55	0.86
国证价值	0.91	0.95	0.75	0.55	/	0.81
国证成长	0.97	0.91	0.92	0.86	0.81	/

橡胶

RU

01

汽车产销表现羸弱，市场静待政策指引

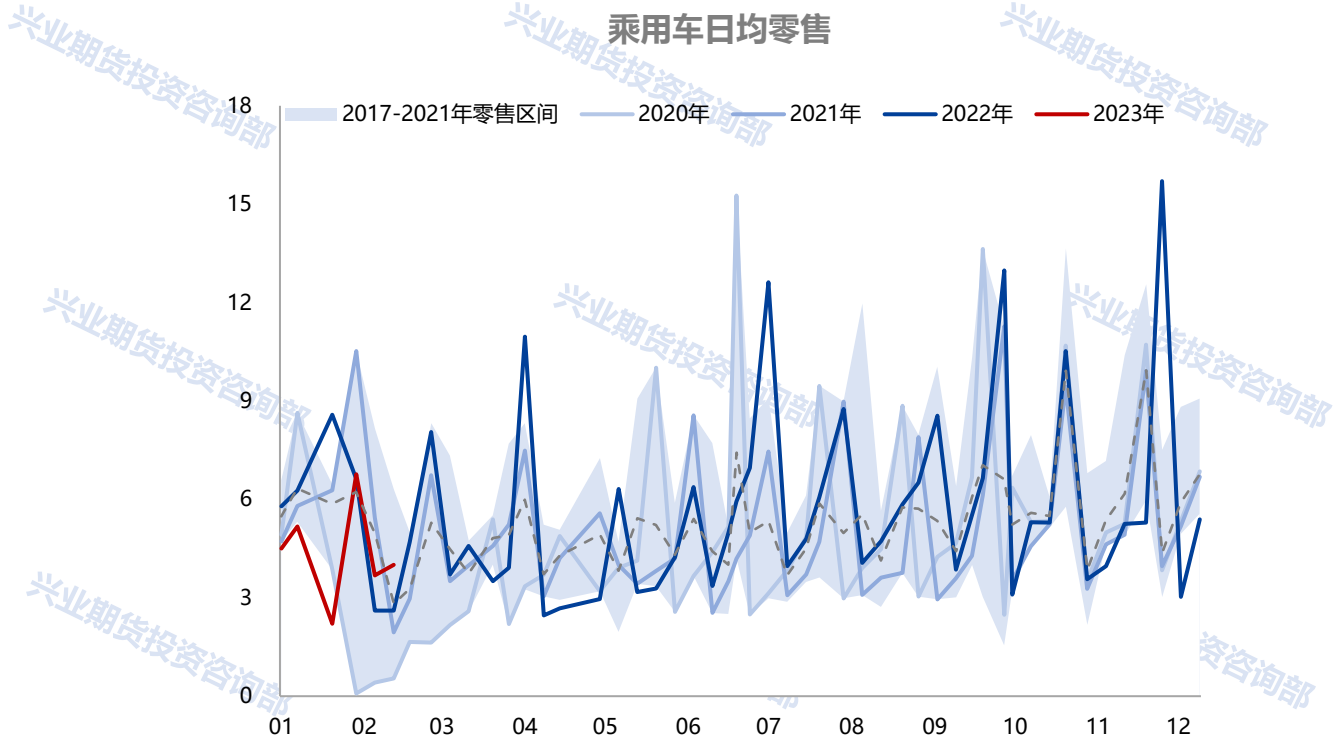
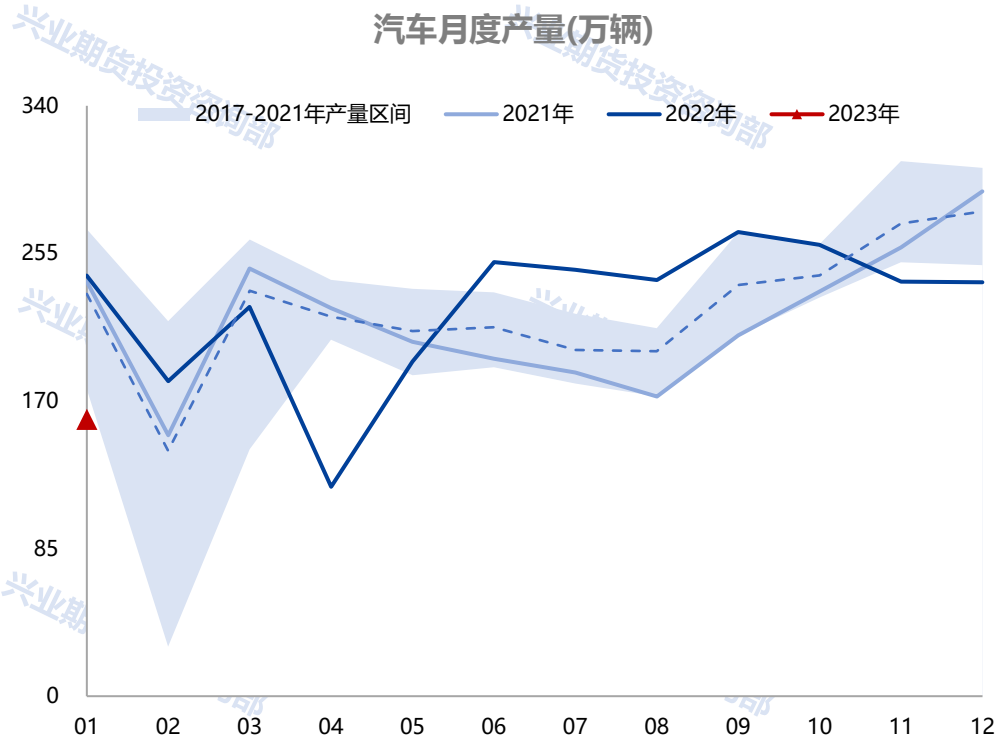
02

轮企开工延续季节性回暖，需求传导效率有望提升

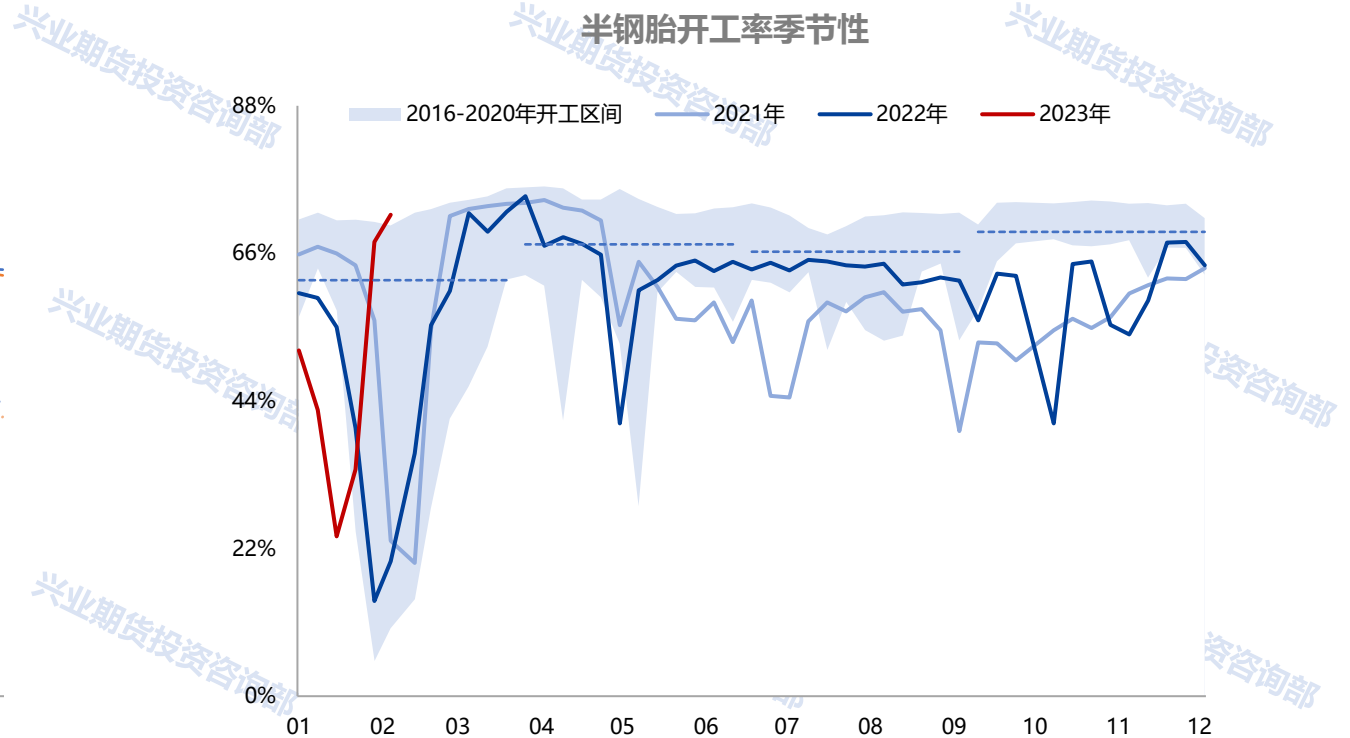
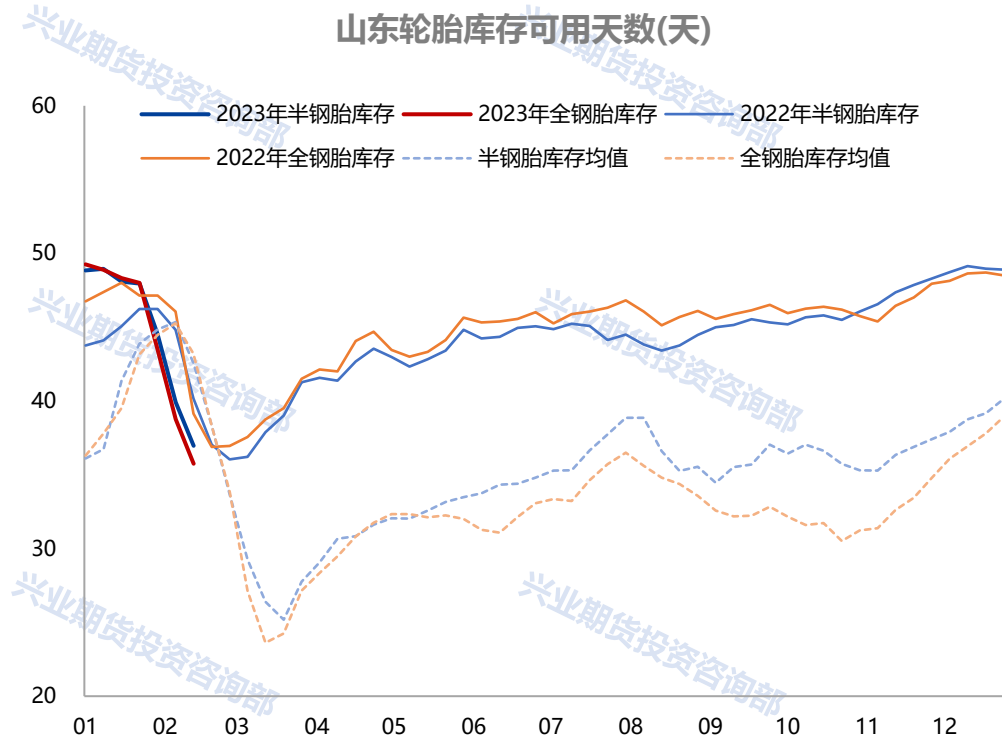
03

库存压力处于低位，沪胶多头策略性价比较佳

汽车方面，乘联会数据显示2月1-12日销量46.4万辆，同比增长46%，环比下降18%，同比增速上行系去年春节因素造成的低基数所致，2月上旬汽车市场表现依然疲软，但本周乘用车日均批发率先回升、日均零售亦回归均值区间，生产端信心有所恢复，且后续汽车产业稳增长促销费政策值得期待，消费复苏预期仍难证伪，天然橡胶终端需求存边际增量。



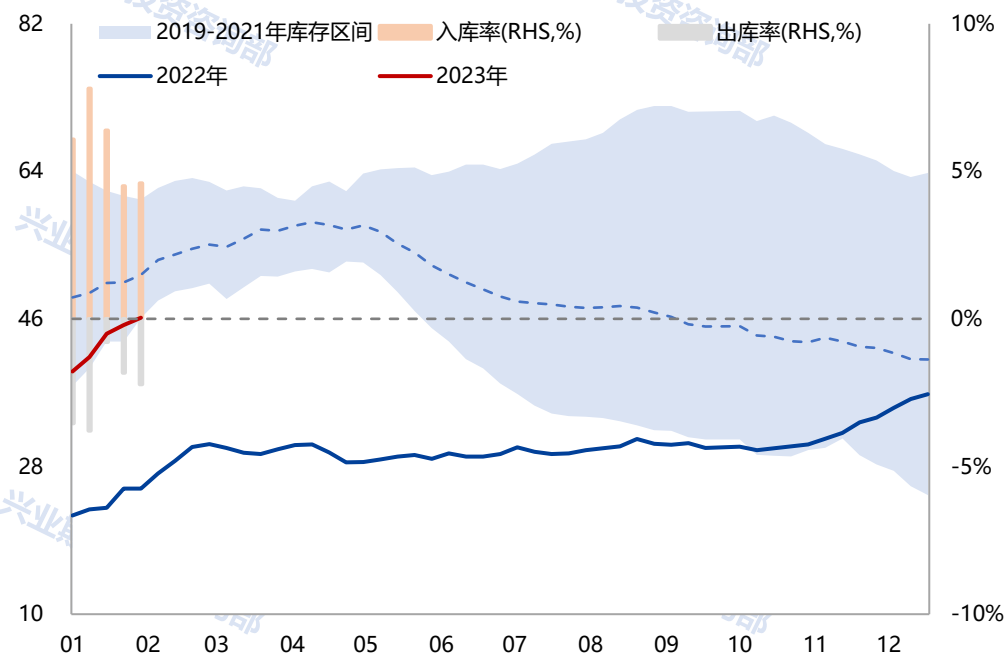
▣ 轮胎方面，山东轮胎库存处于季节性降库状态，去库力度明显强于2022年春节之后，产成品库存高企及出口回落的负面影响逐步弱化，而本周轮企开工意愿延续回升态势，半钢胎产线开工率升至近年同期高位水平，全钢胎产线开工率也位于一季度高分位区间，天然橡胶需求传导效率有望提效。



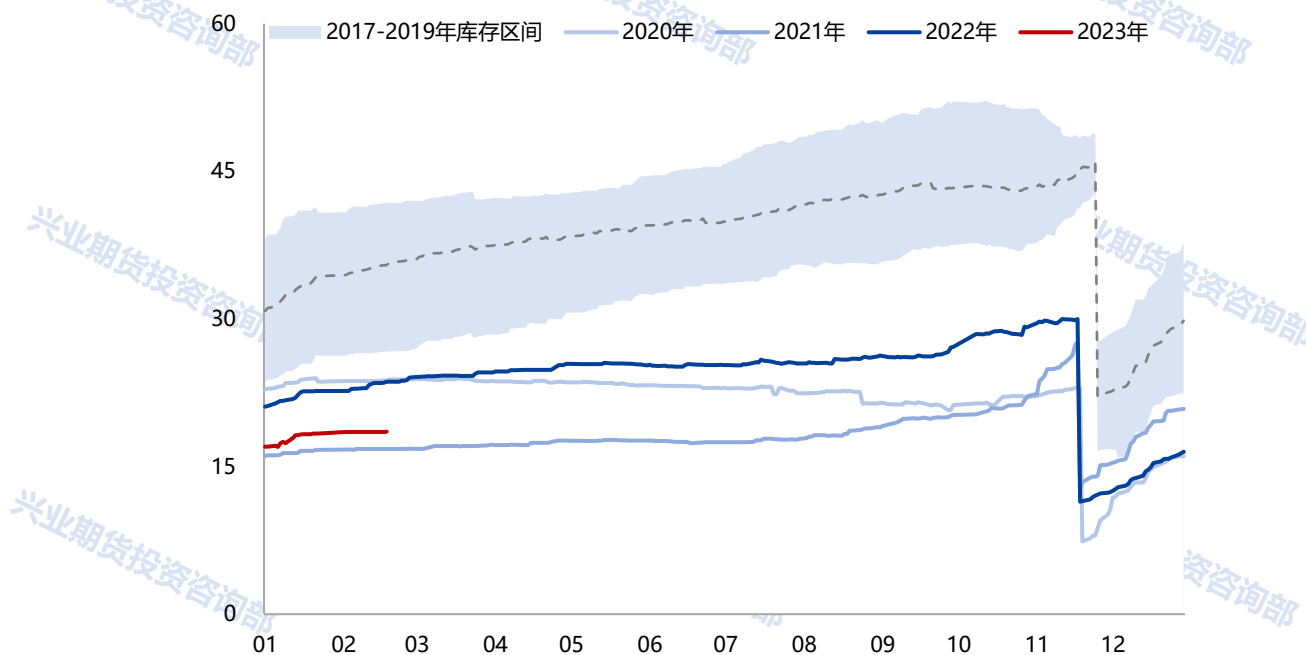
□ 供应方面，我国主要橡胶来源国将于本月末陆续进入低产季，天胶到港将有回落，港口一般贸易库存入库率持续走低，整体库存水平依然位于季节性低位，国内产区开割前天然橡胶供给端难有显著增量。

□ 综合来看，需求复苏不及乐观预期拖累沪胶价格走势，但汽车市场存边际增量，消费刺激相关政策或将加码，轮企开工进入季节性上行区间，而海外天胶主产国减产临近，国内产区停割制约沪胶仓单注册意愿，橡胶价格下行空间有限，沪胶多头策略性价比提升。

天然橡胶港口一般贸易库存(万吨)



天然橡胶期货库存(万吨)



聚氯乙烯

PVC

01

产量和出口量双双增长，低利润形成价格支撑

02

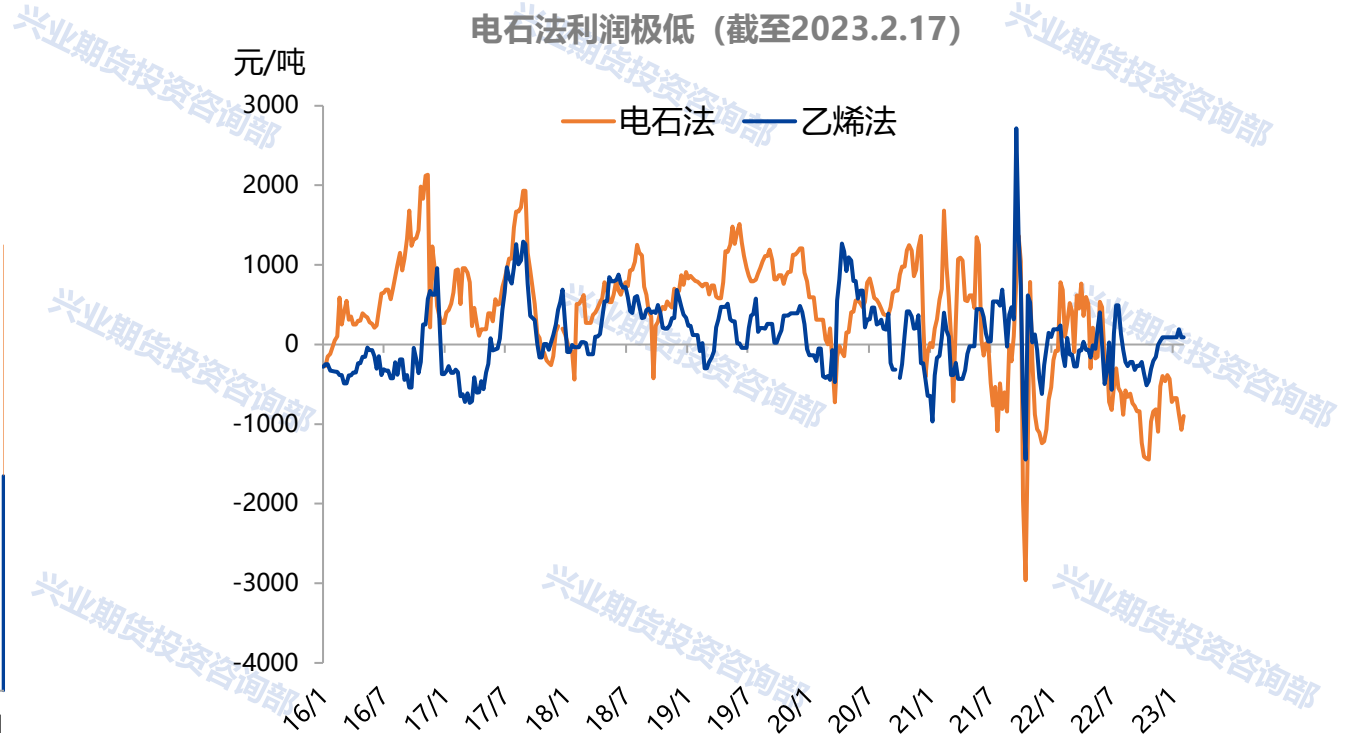
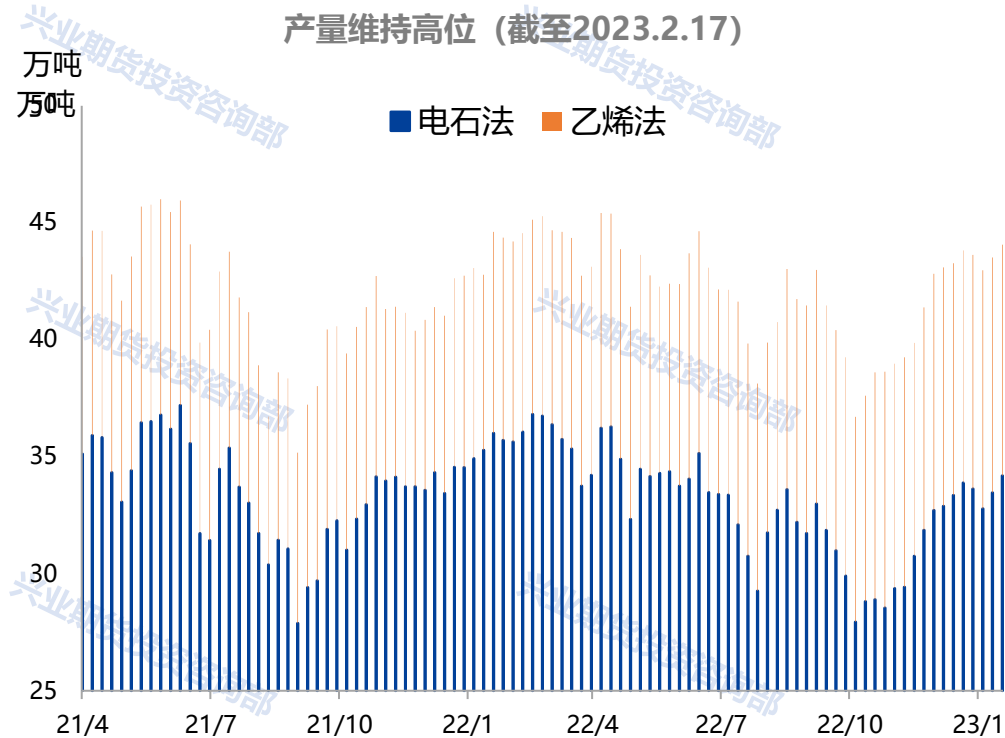
生产企业库存下降，社会库存增长趋缓

03

下游开工持续回升，现货市场成交好转

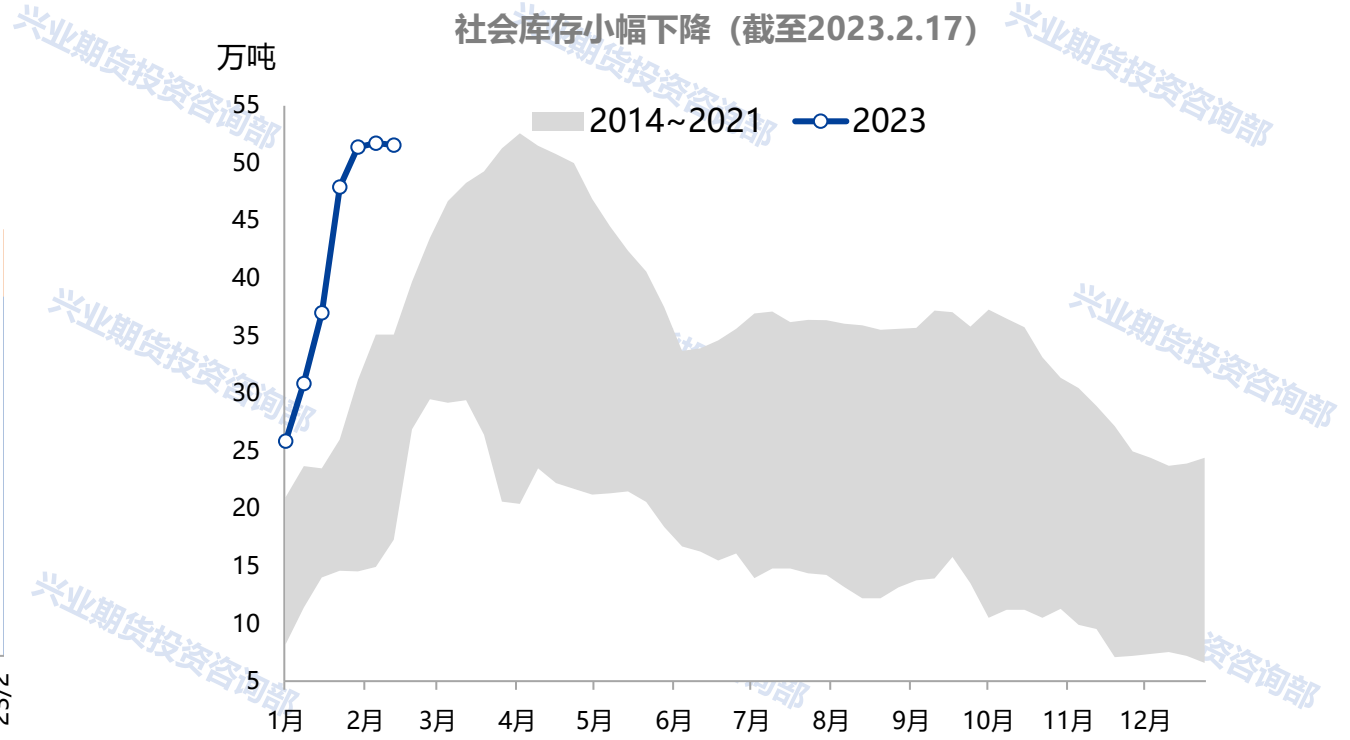
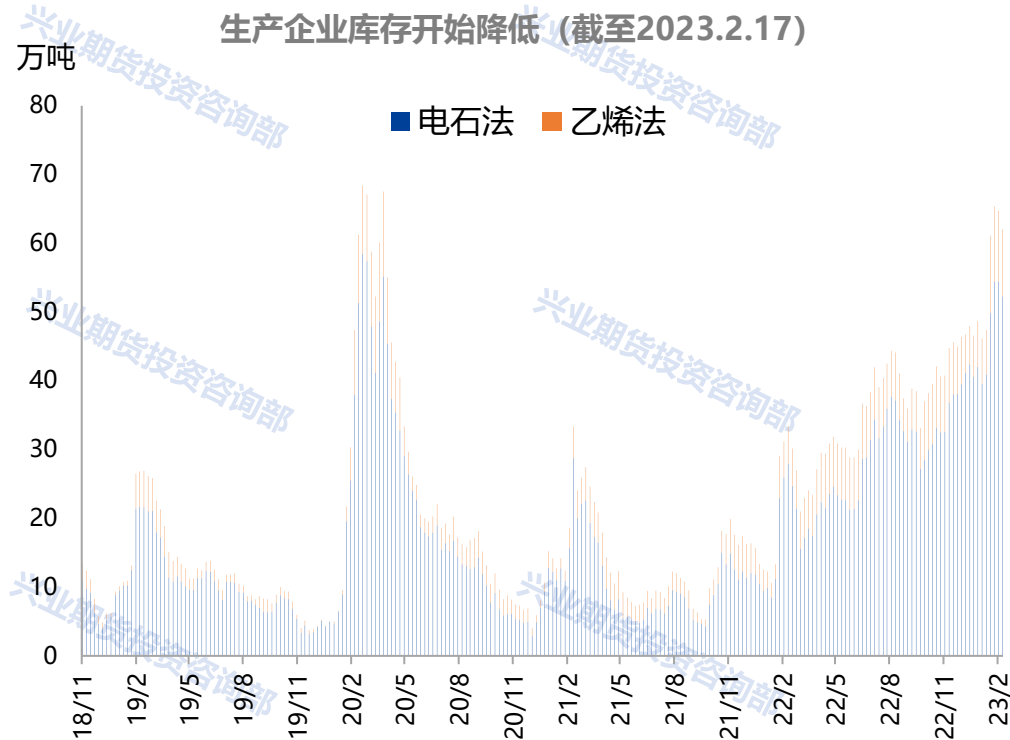
▣ **产量和出口量双双增长**：PVC周度产量为44.06 (+0.55) 万吨，齐鲁石化临时检修，广州东曹重启，产量达到去年7月以来最高。产量虽然处于高位，但2月以来出口量持续增加，部分抵消高产量利空。

▣ **低利润形成价格支撑**：上周电石和兰炭价格受煤炭影响均下跌200元/吨，不过液氯和乙烯价格上涨导致PVC生产利润并未扩大。电石法亏损-900元/吨，乙烯法盈利90元/吨，都处于历史低位，对PVC价格形成较强支撑。



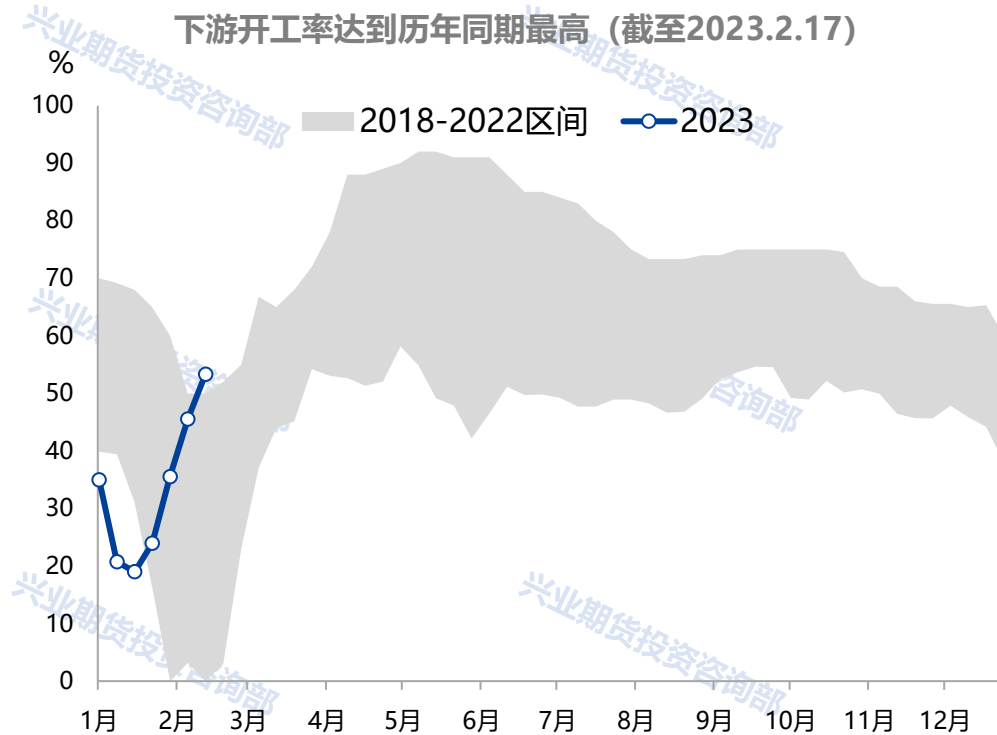
□ **生产企业库存下降**: 生产企业库存为62 (-2.7) 万吨, 电石法生产企业库存结束连续15周的增长, 乙烯法生产企业库存自春节后持续减少。按照目前的去库速度, 预计两个月后库存降低至合理水平。

□ **社会库存增长趋缓**: 上周社会库存虽然仅仅减少0.17万吨, 但是过去10周首次减少。随着需求增长, 社会库存有望加速下降 (每周超过2万吨), 建议重点关注。



▣ **下游开工持续回升**：下游开工率为53.34%，较前一周增加7.77%，同时达到历年同期最高。其中管材和薄膜开工率均达到去年旺季时水平，型材开工略有不足，主要因地产施工未全面恢复。疫情影响消退后，PVC需求预计回归正常，5月之前下游开工率将持续增长。

▣ **现货市场成交好转**：随着PVC期货价格止跌企稳，PVC现货市场成交好转，PVC周度预售量突破65万吨，仅次于春节前的水平。另外当前期权隐含波动率处于1%分位数，看涨期权持仓量是看跌的两倍，预示未来大涨行情可能出现。





螺纹

RB

01

高炉盈利不佳，后续铁水增产空间有限

02

节后电炉持续复产，但盈利偏弱制约复产空间

03

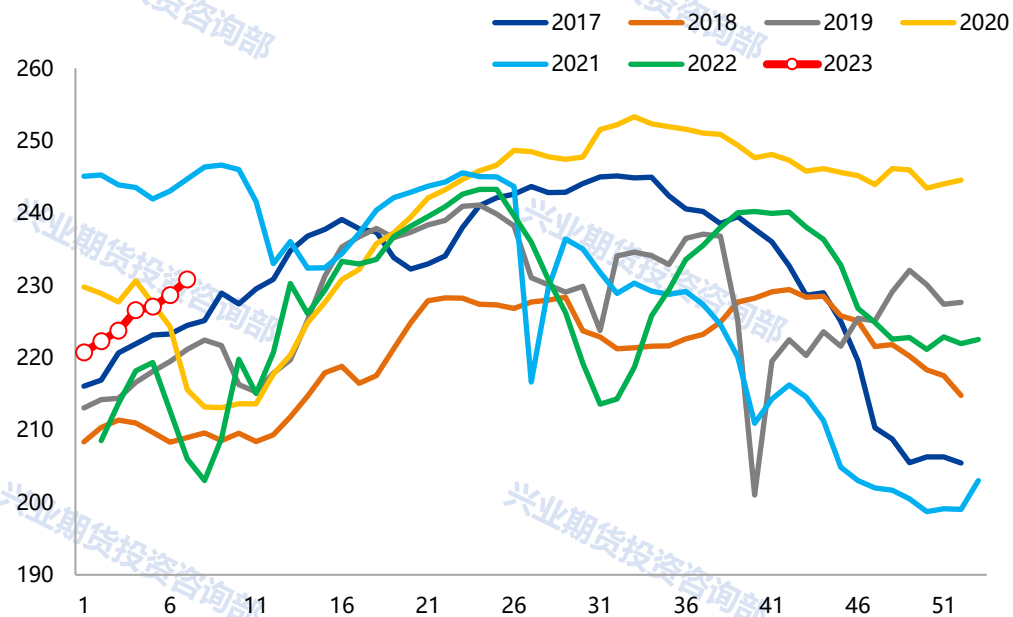
螺纹被动累库接近尾声，库存压力相对可控

04

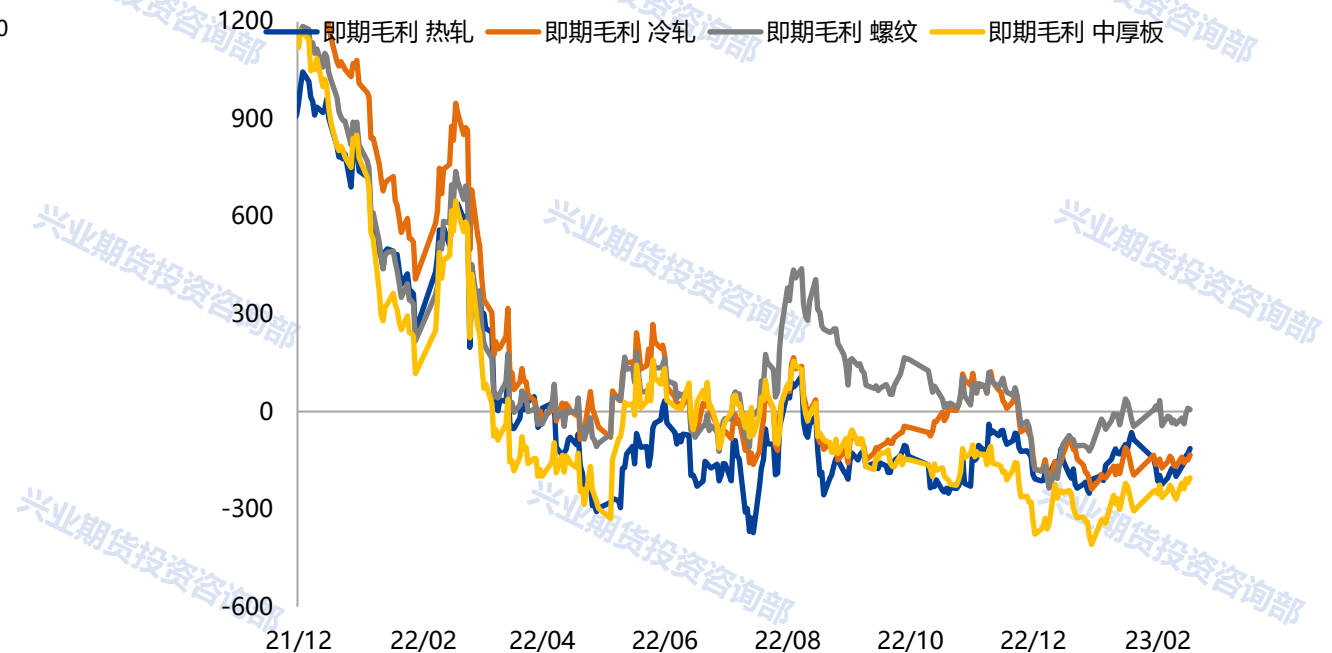
需求环比加速回升，螺纹多单耐心持有

- ❑ **高炉盈利不佳**：螺纹仍处于被动累库阶段，长流程钢厂盈利修复不佳，春节后高炉即期利润持续为负。
- ❑ **高炉生产积极性较低，后续复产空间有限**：春节后第三周，国内高炉日均铁水产量增至230.81万吨，受钢厂低利润的影响，2-3月高炉复产计划驱动不强。根据钢联统计高炉复产检修计划，预计2月高炉日均铁水产量约为231.5万吨，整体复产空间有限。

日均铁水产量（更新至2.17）



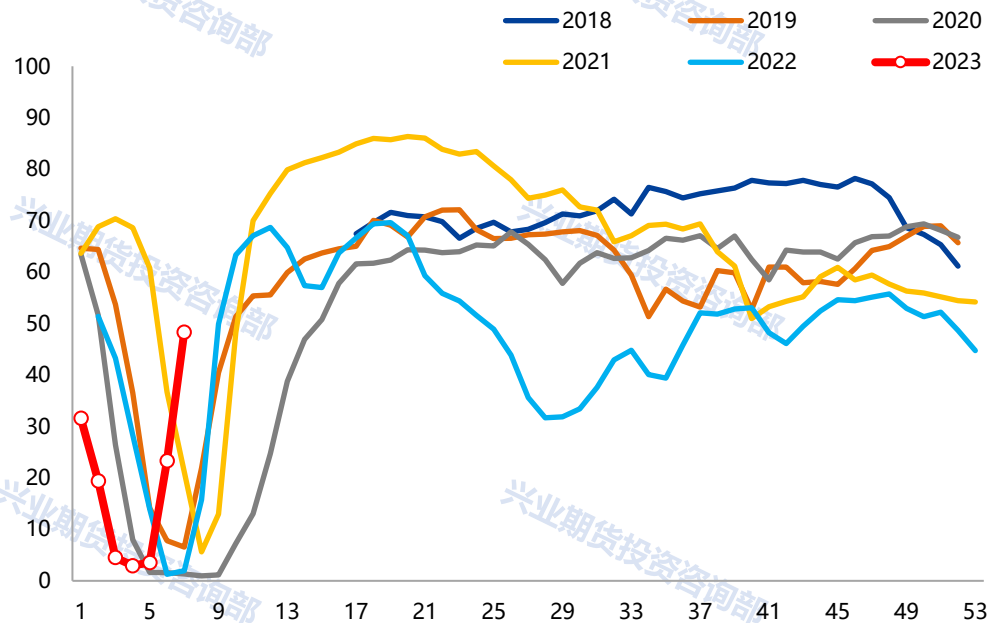
高炉即期利润（更新至2.17）



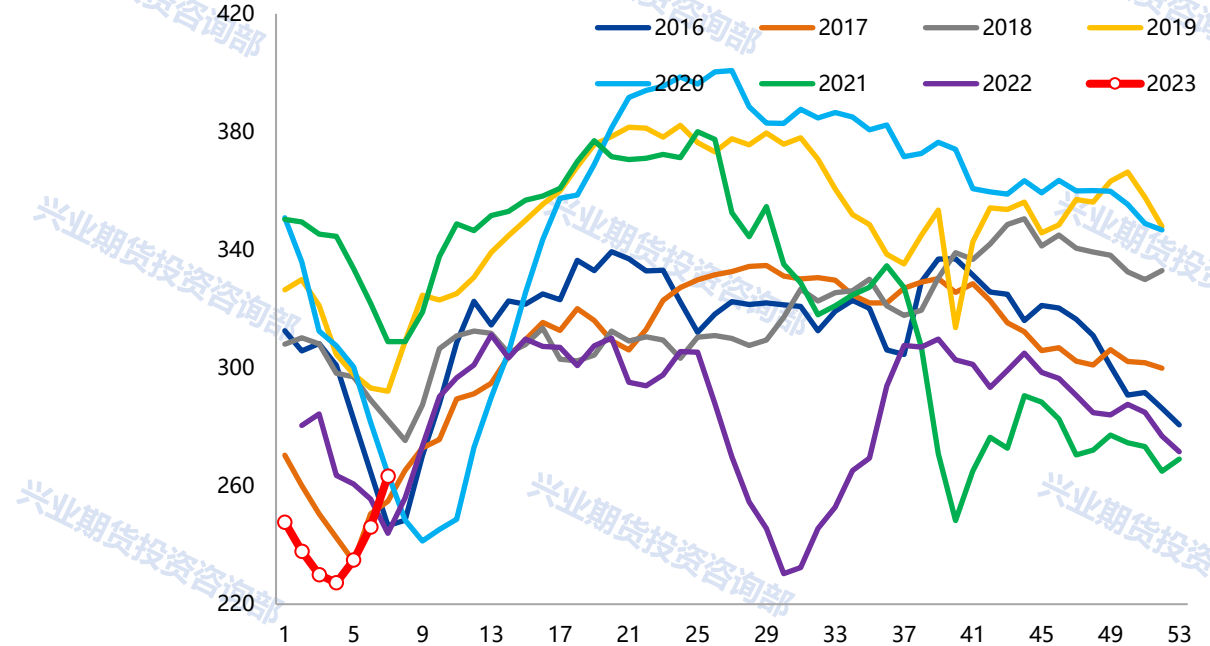
▣ **废钢到货增加，电弧炉延续复产趋势：**富宝统计49家独立电弧炉企业废钢日耗环比增1.9万吨至6.33万吨，70家长流程钢厂（高+转）废钢日耗环比增0.64万吨值12.28万吨，钢联87家独立电弧炉企业产能利用率由23.33%回升至48.34%。本周废钢价格下跌，废钢基地密集出货，钢厂废钢到货已超过日耗。不过目前各区域（除华东-福建）电炉平电生产均亏损，大部分钢厂仍处于错峰生产状态，谷电成本支撑（4000）依然有效。

▣ **螺纹产量连续回升：**伴随高炉、电炉逐步复产，螺纹产量连续回升，但受限于钢厂盈利不佳，以及前期低基数，螺纹供给压力相对可控。

87家独立电弧炉企业产能利用率（更新至2.17）

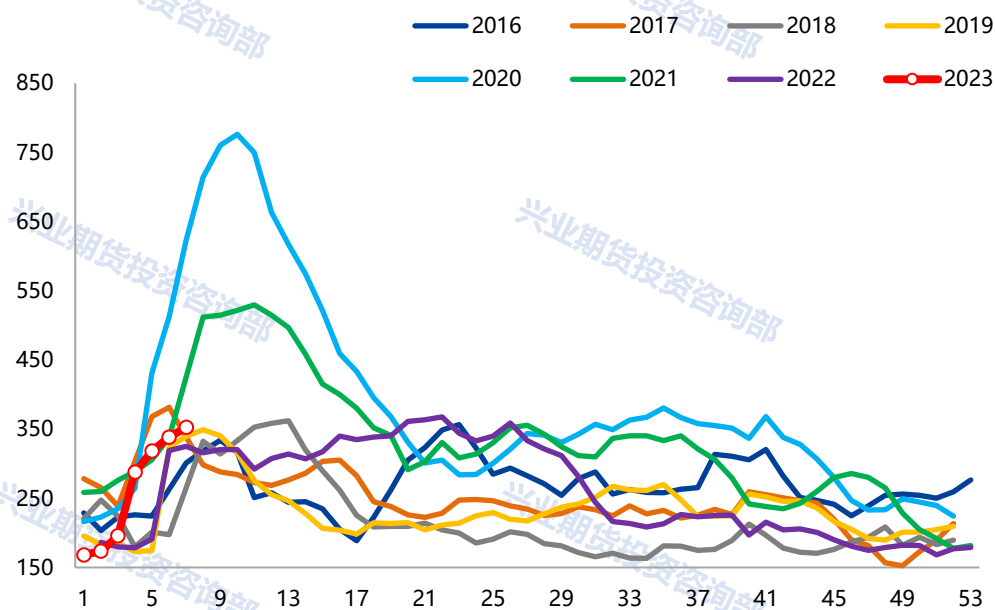


螺纹钢周度产量（更新至2.17）

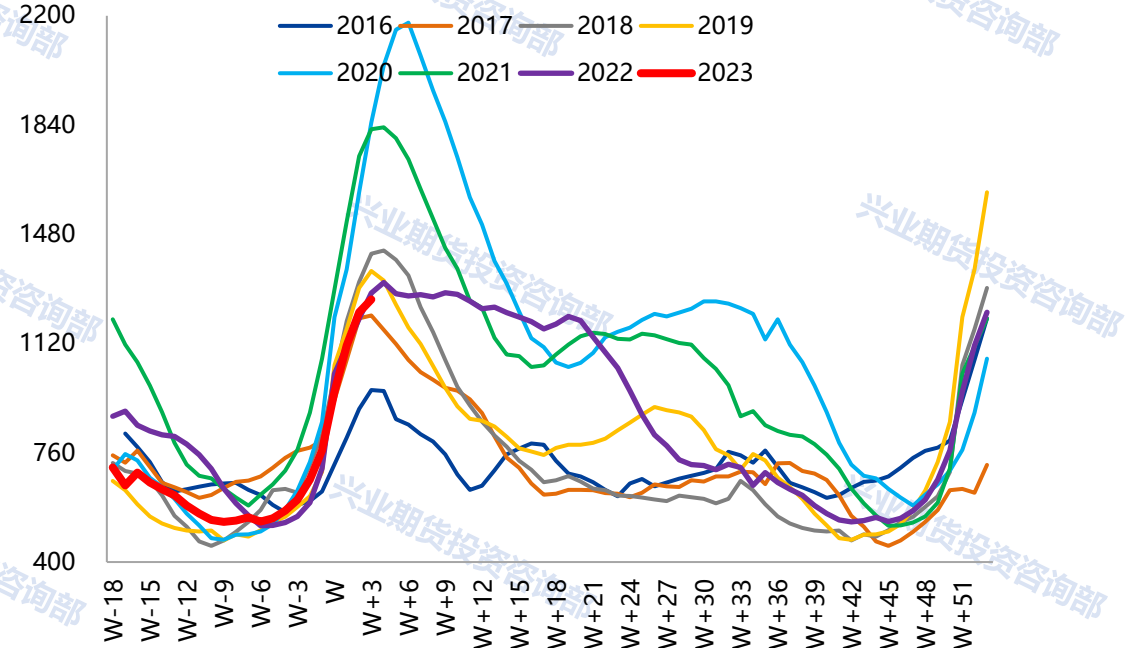


得益于淡季的低产量，螺纹钢被动累库阶段，库存增长较为可控。截至2月17日，螺纹钢生产+社会库存周环比增3.4%值1264.75万吨，同比增幅收敛至5.27%。按农历日期，当前螺纹库存水平仅显著高于2016年春节后高点、略高于2017年春节后高点。考虑到，除2020年因全国性封控，2016年以来每年春节后库存高点基本都出现在节后第3-4周，再结合今年节后供需释放节奏，预计今年库存高点大约在1300-1350万吨之间，库存压力相对可控。并且，2022/2023年冬储期间，钢厂自储比例相对提高，有利于降低节后踩踏风险发生的概率，冬储库存成本（3900-4000）对价格的支撑也较为有效。

螺纹钢钢厂库存（更新至2.17）

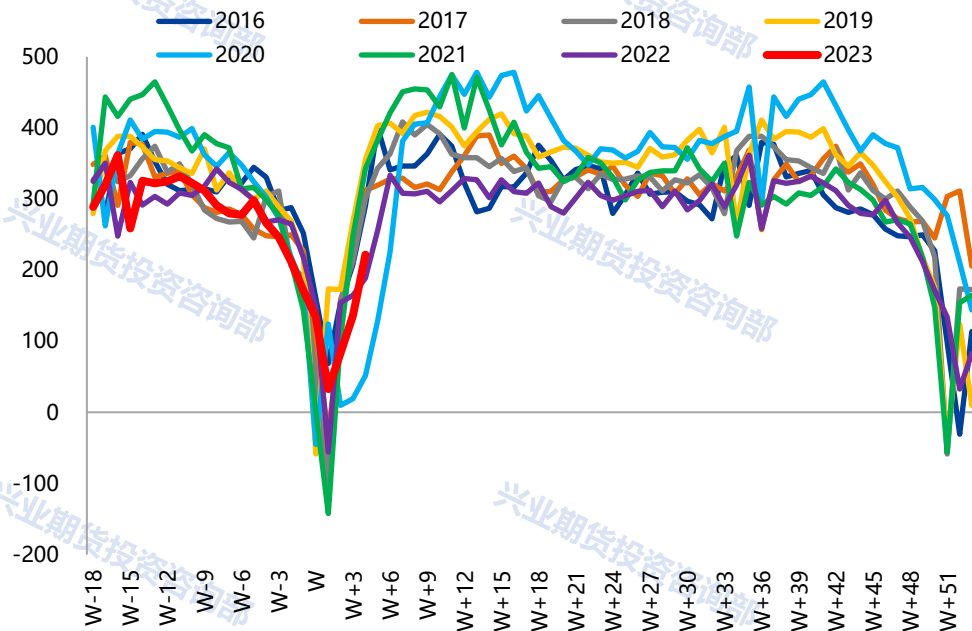


螺纹钢钢厂+社会库存（农历，更新至2.17）



□ 本周，百年建筑公布第三轮施工项目复工调研，截至2月14日，全国施工企业开复工率为76.5%，环比提升38.1个百分点，农历同比提升6.9个百分点；劳务到位率68.2%，环比提升24.9个百分点，农历同比下降2.5个百分点。无论是开复工调研数据，还是螺纹钢周度表观消费量数据，均出现较明显的加速回升迹象。综上所述，在国内经济复苏的大背景下，螺纹需求环比回暖的预期依然较强，且供给、库存压力较为可控，螺纹维持会托成本线试多的思路，前多耐心持有。

螺纹钢周度表观消费量 (更新至2.17)



全国施工企业复工进度 (更新至2.14)

区域	本轮项目开复工率	环比	农历同比
华东	82.48%	45.15%	11.17%
华南	76.15%	36.08%	-2.17%
华中	83.58%	27.29%	9.21%
西南	71.03%	22.62%	8.66%
西北	50.67%	29.49%	-4.74%
华北	53.46%	28.46%	23.87%
东北	14.29%	0.00%	-26.62%
全国	76.51%	38.09%	6.93%

玻璃

FG

01

浮法玻璃运行产能稳中有降，上半年供应压力逐步减轻

02

下游需求恢复较慢，浮法玻璃“弱现实”压力较强

03

窑线老化及行业亏损，上半年浮法玻璃供给有望继续收缩

04

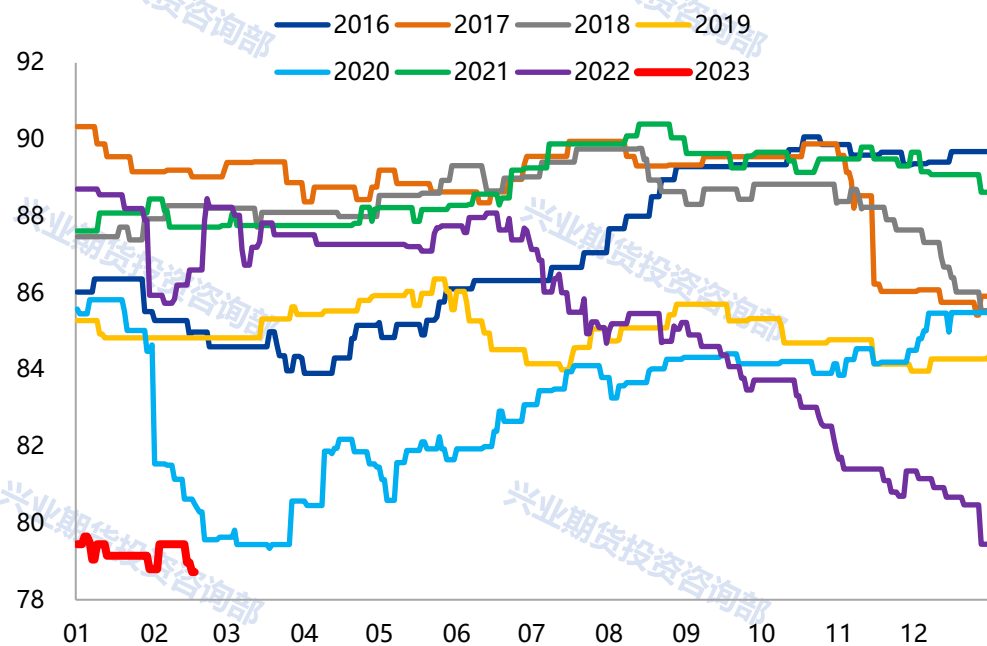
房地产竣工周期有望修复，浮法玻璃需求预期回暖

05

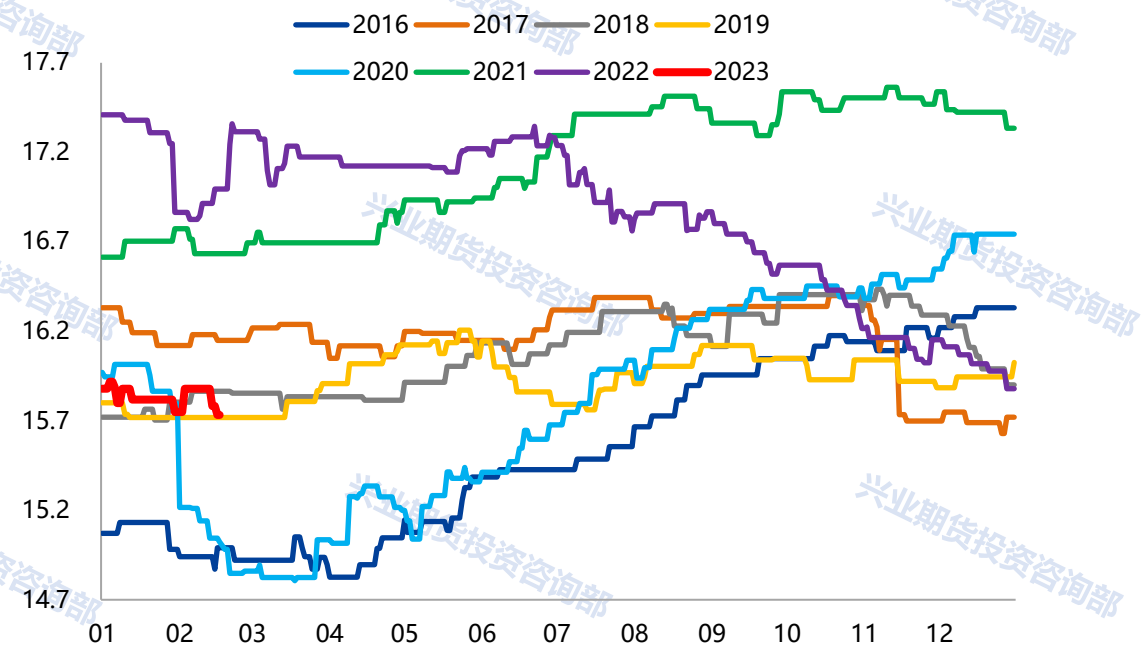
基本面最弱阶段已过去，浮法玻璃多单耐心持有

- 2月17日当周，浮法玻璃行业开工率为77.81%（周环比-1%）；浮法玻璃行业产能利用率为78.72%（周环比-0.73%），本周2条产线放水，一条前期点火产线停止烤窑，整体供应量下滑，截至周五浮法玻璃运行产能15.73万吨/天，周环比减少1450t/d，同比下降7.4%。
- 下周暂无新增产线冷修计划，预计浮法玻璃周产量先降后稳。

浮法玻璃产能利用率（日，更新至2.17）



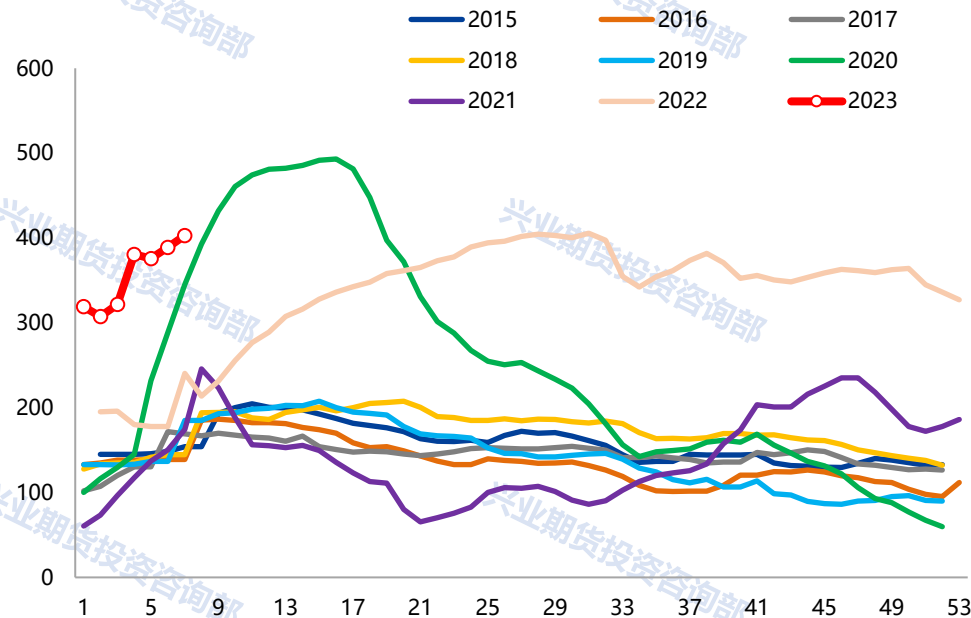
浮法玻璃运行产能（日，更新至2.17）



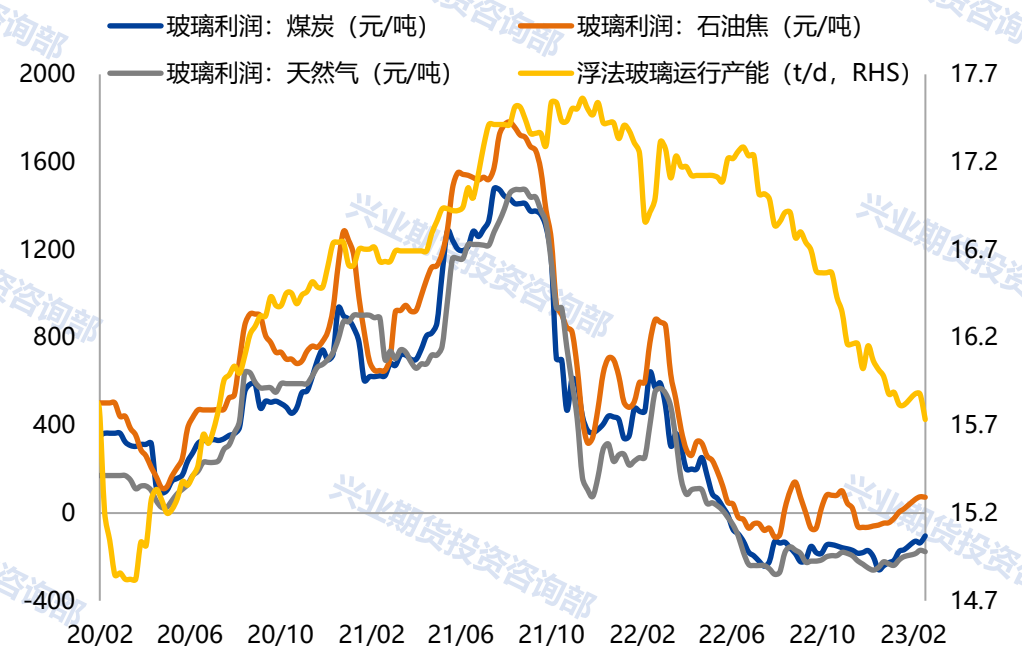
□ 浮法玻璃下游需求恢复较慢，本周浮法玻璃企业综合产销率约为72%，环比上周微降1%，截至2月中旬，下游深加工企业订单天数11.4天，较上期增加0.7天。

□ 导致浮法玻璃生产环节库存继续积累，截至周五浮法玻璃企业库存8058.3万重箱，环比+3.57%，同比增幅扩大至88.48%，“弱现实”的局面依然未得到扭转。

浮法玻璃企业库存 (更新至2.17)

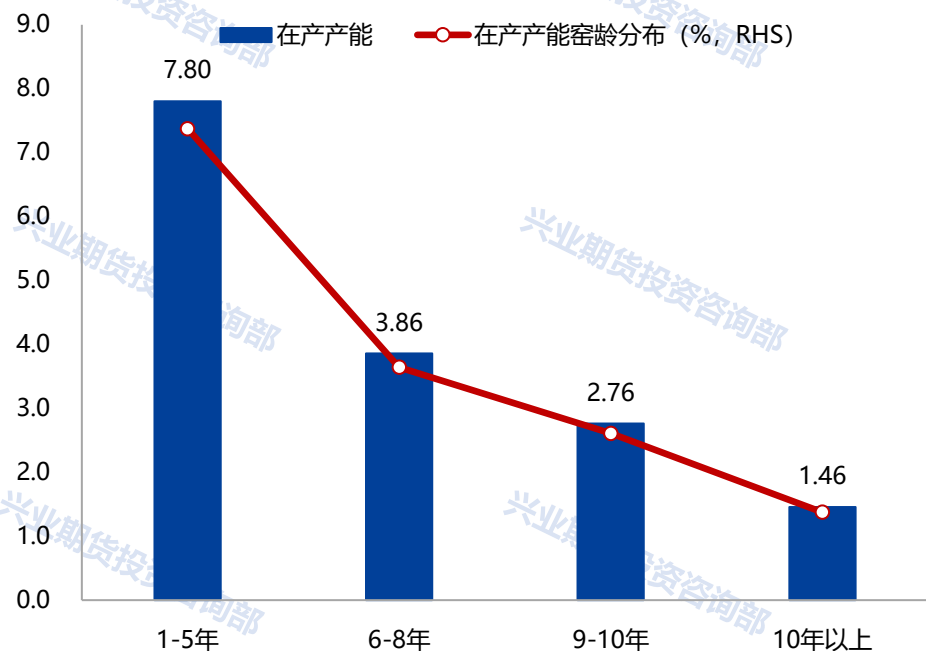


浮法玻璃利润 (更新至2.17)

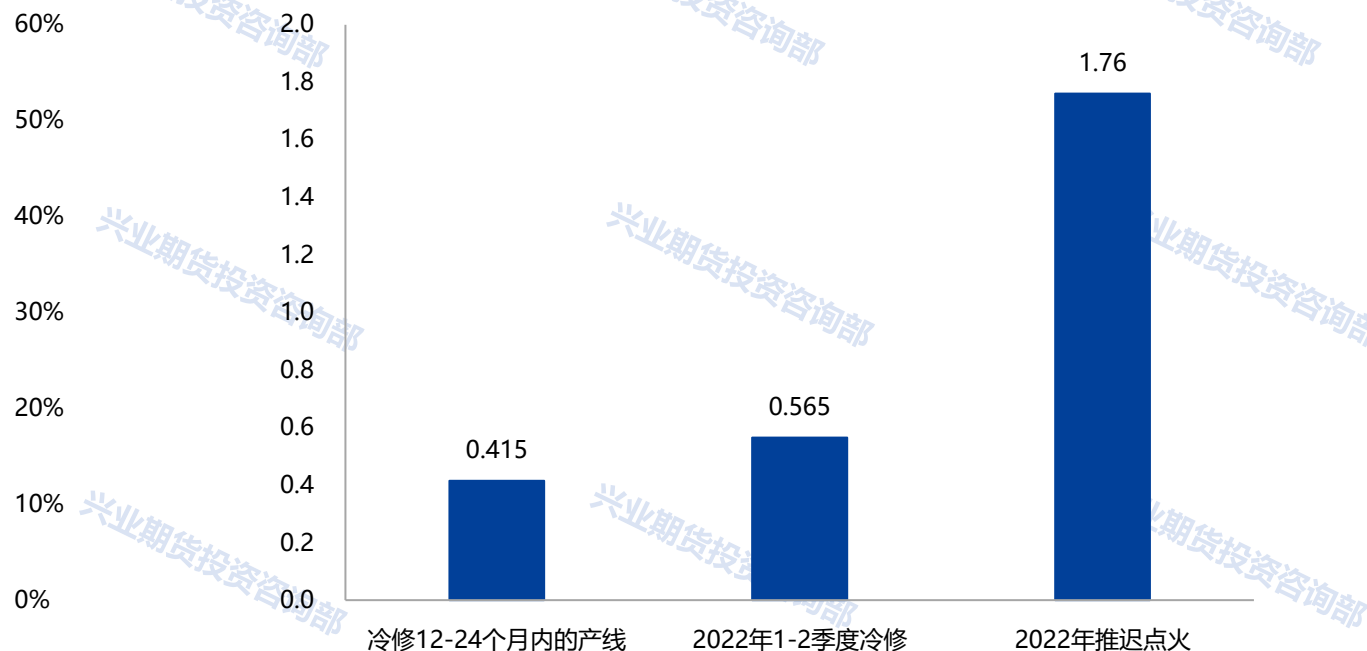


□ 展望2023年，浮法玻璃产能依然存在收缩驱动：（1）高龄在产窑线占比较多，据卓创统计，在产产能中约有9.17%的窑线是10年以上的年，17.4%的窑线是9-10年前投产的，高龄窑线冷修风险尚未完全解除；（2）浮法玻璃盈利依然较弱，截至2月17日，浮法玻璃仅石油焦工艺存在正利润，其余工艺均处于亏损状态，亏损范围约占行业产能的85%。鉴于下游房地产需求改善可能尚需时间，在盈利承压的情况下，上半年浮法玻璃冷修的概率依然相对较高。但进入下半年，如果地产周期逐步修复带动浮法玻璃需求复苏，玻璃企业利润修复至合理水平，冷修接近2年、以及2022年推迟点火的浮法玻璃产线也有复产的可能。因此，预计2023年浮法玻璃总产能小幅下降，节奏上呈现先降后升的趋势。

玻璃窑线窑龄结构 (wt/d, %)

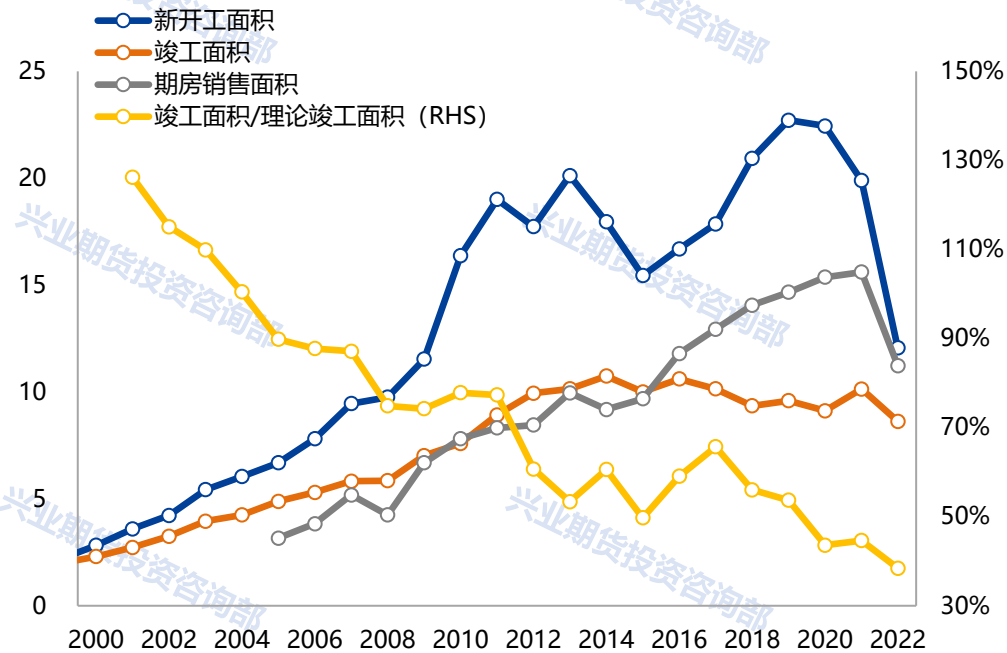


2023年浮法玻璃潜在复产空间 (wt/d)



■ 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。本周全国工地复工有所加速。截至2月14日，百年建筑调研全国施工企业开复工率为76.5%，环比提升38.1个百分点，农历同比提升6.9个百分点；劳务到位率68.2%，环比提升24.9个百分点，农历同比下降2.5个百分点。

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，现阶段浮法玻璃下游需求恢复慢，高库存继续被动增加的“弱现实”压力依然存在，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，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，建议浮法玻璃维持逢低试多的思路，前多耐心持有。

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

纯碱

SA

01

1季度纯碱新增产能有限，预计开工将维持高位

02

光伏投产对冲浮法冷修影响，纯碱需求支撑较强

03

5月以前纯碱将保持紧平衡，行业低库存格局将延续

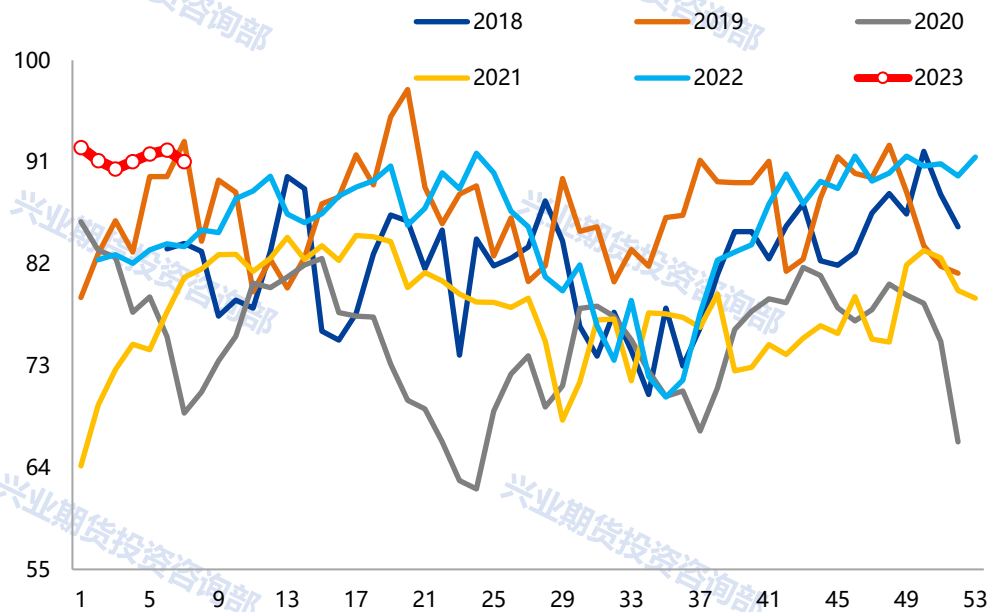
04

纯碱05合约缺乏大幅调整的基础，前多仍可耐心持有

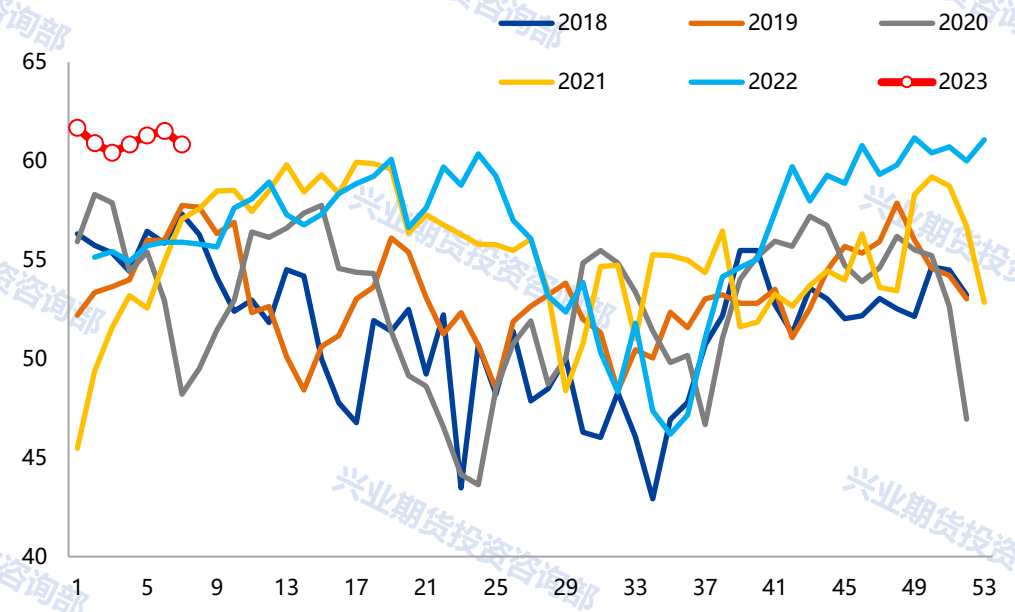
❑ **开工率偏高，新增产能投产前供给偏刚性：**2月17日当周纯碱企业周度开工率为91.04%，环比降1.03%，周度产量60.83万吨，环比下降0.69万吨。下周金山装置将恢复，纯碱开工重心呈现上移趋势，预期周度开工维持再91-92%，产量61-62万吨左右。

❑ **5月前，新增产能投产有限：**2023年1季度计划投产的纯碱产能仅重庆湘渝、安徽红四方各20万吨；德邦60万吨新增产能5月投放；远兴能源500万吨天然碱产能计划于6月全部投产；金山化工200万吨产能安排在9月投产。2023年虽然是纯碱投产大年，供需结构转折点主要取决于远兴产能投产时间，本周消息，远兴阿拉善项目继续稳步推进，黄河供水工程管线充水工作顺利完成。

纯碱装置开工率（更新至2.17）



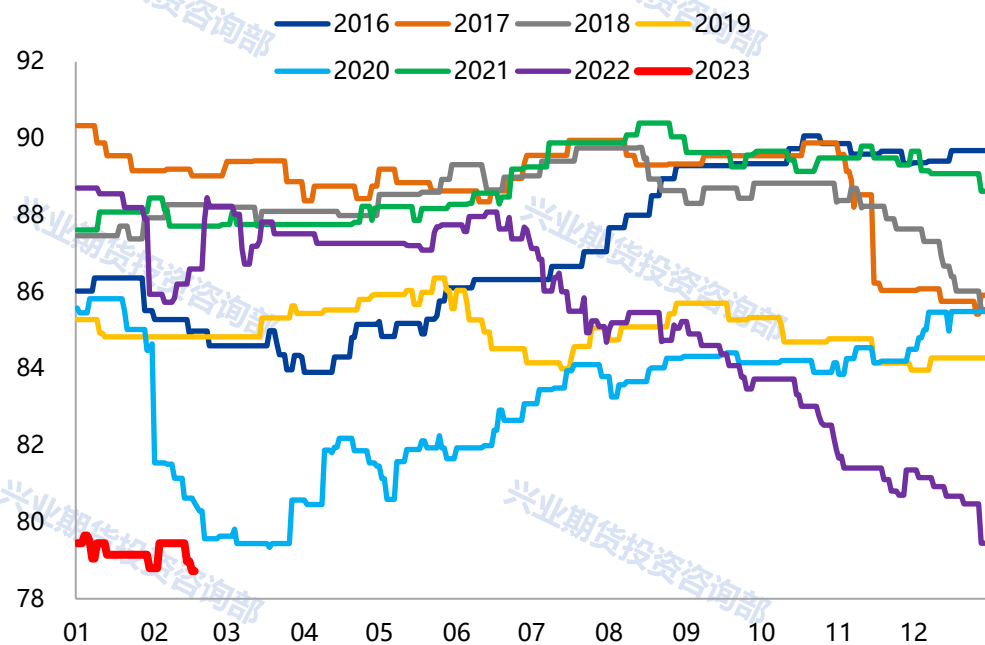
纯碱周度产量（隆众，更新至2.17）



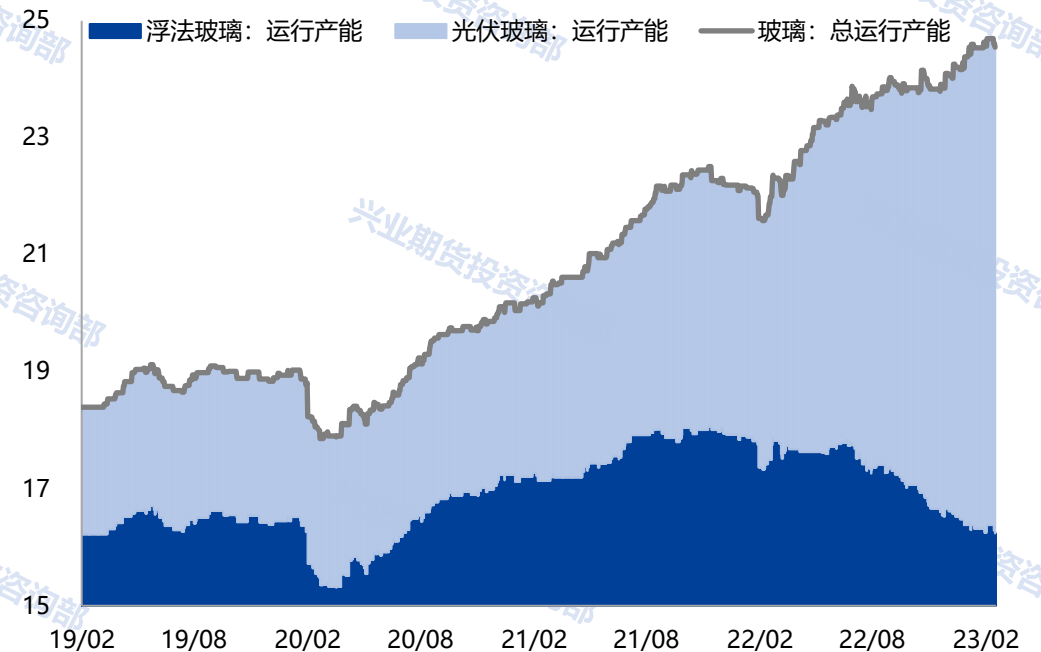
□ **地产销售、竣工修复预期较强，全年浮法玻璃冷修规模有限**：2023年政府稳增长决心较强，全年经济增长目标在5%-5.5%，地产作为国民经济支柱产业，宽松政策将继续加码，地产销售、竣工周期修复预期较强，且浮法玻璃运行产能已较2022年高点累计下降9.6%，浮法玻璃供需结构改善预期尚存，行业尚未亏损现金流，因此2023年浮法玻璃新增冷修计划的总规模较2022年较为有限。

□ **光伏玻璃产能继续投产，对冲浮法冷修影响**：2023年依然是光伏玻璃投产大年，仅在建产线2023年投产计划就高达4.9万吨/天，我们预计光伏玻璃产能实际投产规模将达到3.6万吨/天，新增产能与2022年接近，远高于浮法玻璃冷修计划量。

浮法玻璃产能利用率（日，更新至2.17）



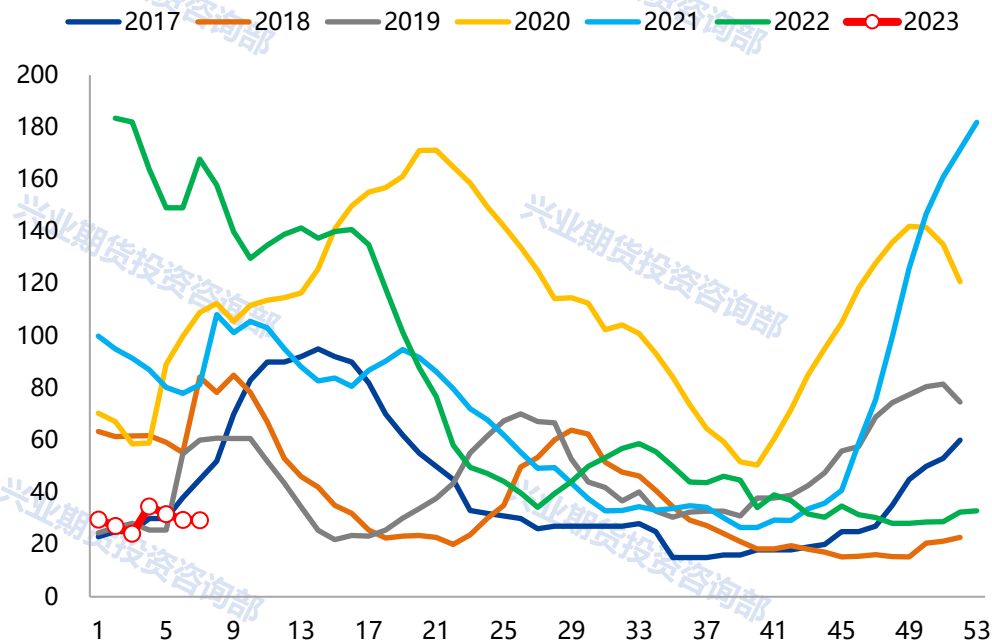
光伏玻璃产能投产对冲浮法冷修影响（更新至2.17）



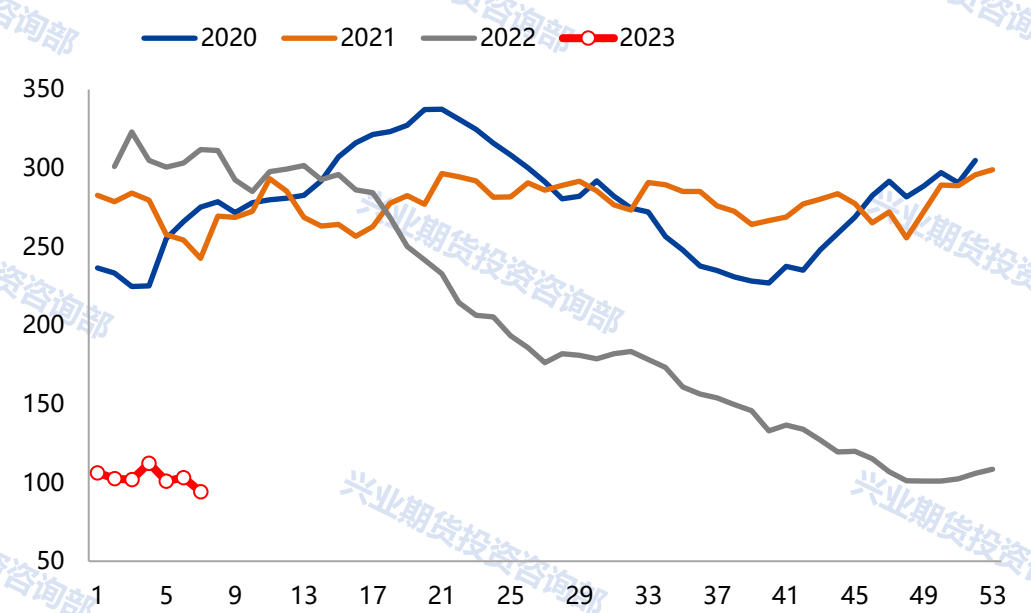
□ 纯碱各环节库存均偏低，低库存有望延续至5月：（1）生产环节库存：2月17日，29.35万吨，环比下降0.13万吨（-0.44%）；（2）社会库存：小幅度增加，环比基本持平；（3）玻璃企业纯碱库存：37%的玻璃样本统计厂区库存17.49天，降2.86天；45%的样本16.84天，降2.46天；50%的样本接近16.64天，降2.54天；（4）总社库：2月17日，纯碱总库存94.33万吨，前值103.27万吨，依然显著低于2020-2022年同期。

□ 预计远兴产能投产前，纯碱供需结构仍将维持紧平衡结构，低库存有望延续至5月。

纯碱企业库存（更新至2.17）



纯碱总库存（更新至2.17）



从微观市场情绪看，春节后纯碱期现价格出现滞涨迹象，近远月价差震荡运行，持仓量向远月转移，5月合约资金推涨力度有所减弱。原因有多重，包括春节后浮法玻璃弱现实的压制、远兴能源装置投产进度的不确定性、以及周五山东海化宣布拟用不超过6亿元的自有资金，参与纯碱期货品种套期保值业务。但上述原因难以实质性扭转5月以前纯碱供需紧平衡，以及行业库存偏低的格局，05合约缺乏大幅调整的基础，因此我们仍建议耐心持有纯碱05合约多单。

纯碱量价指标变化 (2022.11.4-2023.2.17)

项目		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	02/17
现货	华中主流价	2800	2700	2700	2700	2730	2730	2730	2730	2830	2850	2850	2850	3000	3000	3000
SA303	收盘价	2,242	2,356	2,469	2,591	2,698	2,766	2,872	2,784	2,899	2,999	3,123	3,130	3,100	3,002	3,029
	持仓量变化	2.74	1.34	1.34	2.28	0.16	1.44	0.74	-0.09	-0.20	1.13	-1.56	-3.55	-4.08	-2.71	-0.92
	基差	558	344	231	109	32	-36	-142	-54	-69	-149	-273	-280	-100	-2	-29
SA305	收盘价	2,097	2,219	2,353	2,428	2,580	2,640	2,754	2,652	2,740	2,819	2,956	3,022	2,994	2,899	2,928
	持仓量变化	0.99	4.57	5.35	9.66	20.04	13.52	11.98	-7.41	-3.79	19.82	5.33	-15.98	7.28	-8.23	-1.70
	基差	703	481	347	272	150	90	-24	78	90	31	-106	-172	6	101	72
	3-5价差	145	137	116	163	118	126	118	132	159	180	167	108	106	103	101
SA309	收盘价	1,861	1,940	2,008	2,003	2,175	2,285	2,387	2,304	2,381	2,404	2,390	2,525	2,554	2,564	2,486
	持仓量变化	0.38	0.69	1.36	2.18	2.30	0.45	1.40	-0.27	0.05	1.95	5.12	-0.66	4.06	5.62	3.65
	基差	939	760	692	697	555	445	343	426	449	446	460	325	446	436	514
	5-9价差	236	279	345	425	405	355	367	348	359	415	566	497	440	335	442

棕榈油

P

01

阿根廷减产预期较强，国内油脂下方存支撑

02

主产国季节性减产延续，国内库存现向下迹象

03

绝对与相对价格均处低位，棕榈油多头安全边际较高

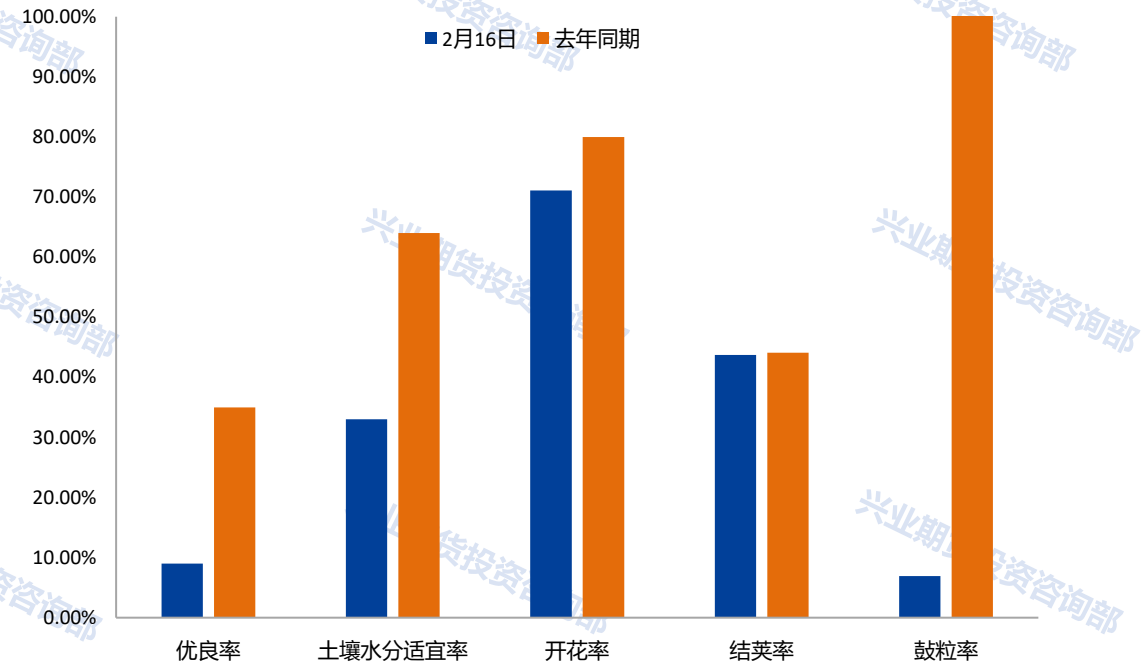
▣ USDA下调全球大豆产量、压榨量和期末库存。产量下调主要因为高温干旱等天气因素，阿根廷大豆产量环比下调450万吨至4100万吨，布交所也同样下调了阿根廷产量300万吨至3800万吨。

▣ 截至2月16日，阿根廷布宜诺斯艾利斯谷物交易所2022/23年度大豆报告汇总：阿根廷大豆作物状况评级优良为9%（上周13%，去年35%）；土壤水分33%处于有益到适宜（上周39%，去年64%）；大豆开花率为71.1%，去年同期为80%；结荚率为43.7%，去年同期为44.1%；鼓粒率为6.9%，去年同期为10.4%。目前阿根廷天气仍处于偏干旱，不排除产量预估会有进一步下调，对美豆及国内油脂均存在支撑。

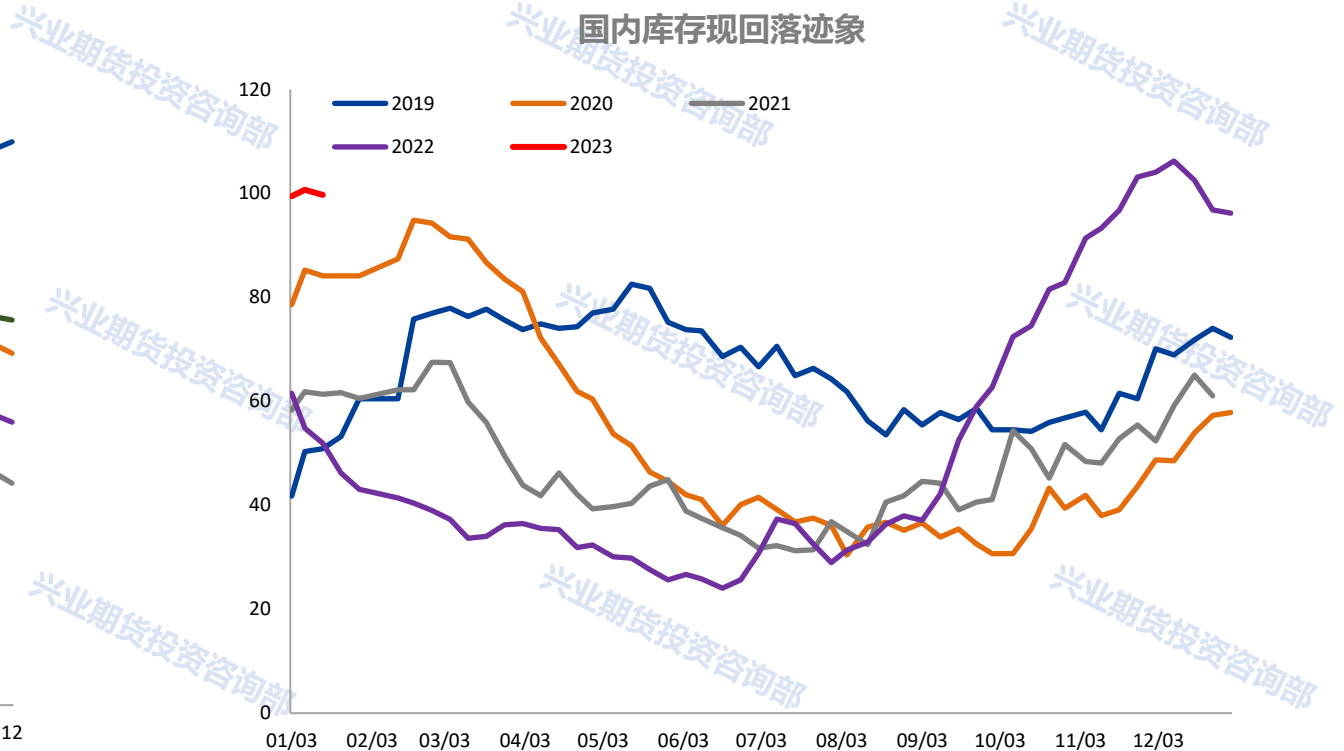
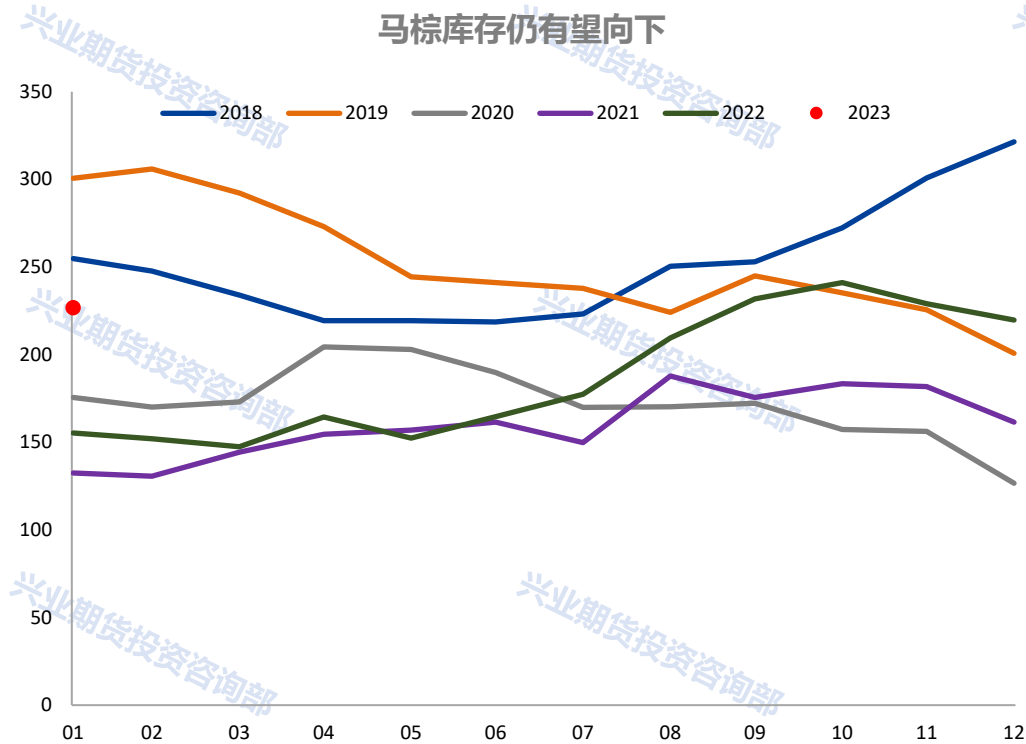
USDA大豆数据

	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

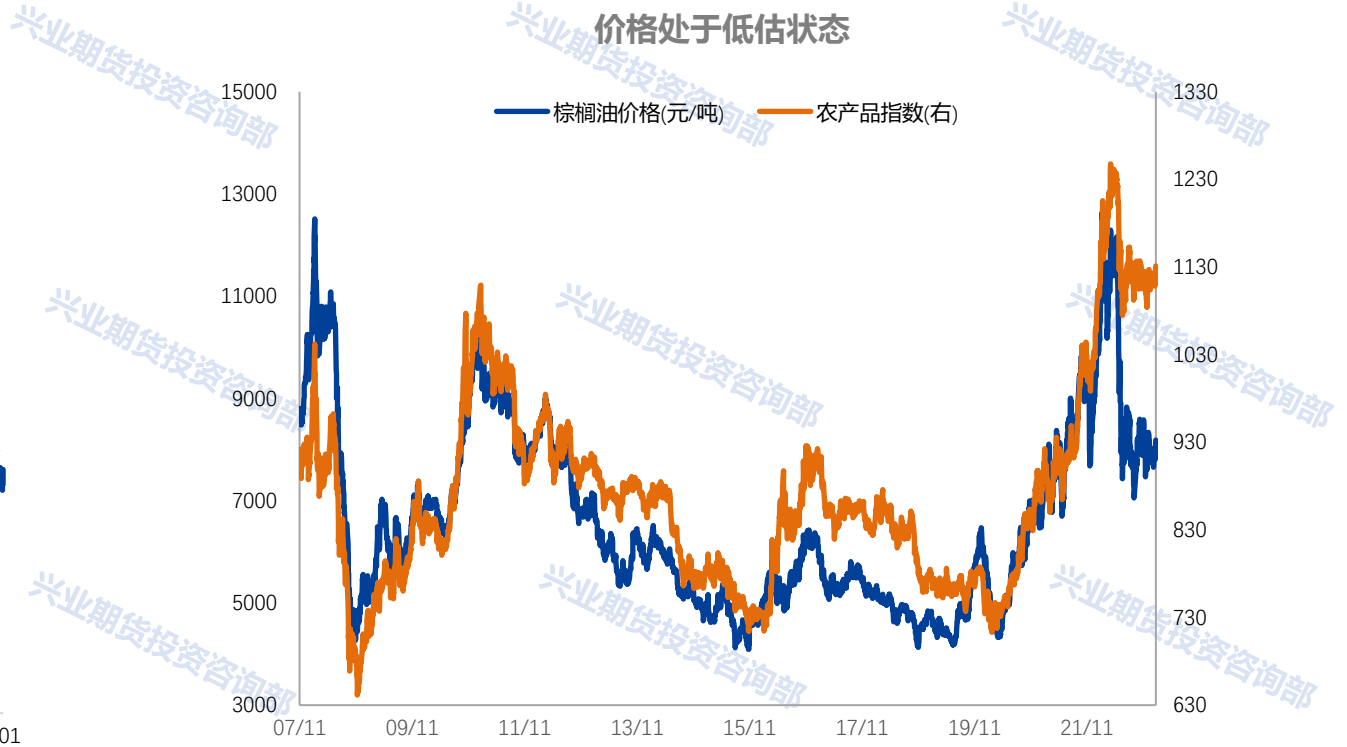


- ❑ 马来西亚方面，最新MPOB数据显示，1月棕榈油产量较上月继续下滑，但出口量下滑幅度更为明显，库存较上月增加3.26%。整体数据中性偏空。但目前产量仍处于历史平均水平，且印度斋月节将至，叠加印尼B35生物柴油计划，将进一步刺激马来西亚出口需求修复，马棕库存仍有望向下。
- ❑ 国内方面，虽然目前库存仍处于相对高位，但从周度数据来看，目前已经出现回落迹象，后续随着餐饮消费的不断复苏，库存或进一步向下。



□ 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

棉市需求逐步复苏，纺服开工维持高位稳定

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年将减少植棉面积。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。

2023国内植棉意向下降明显

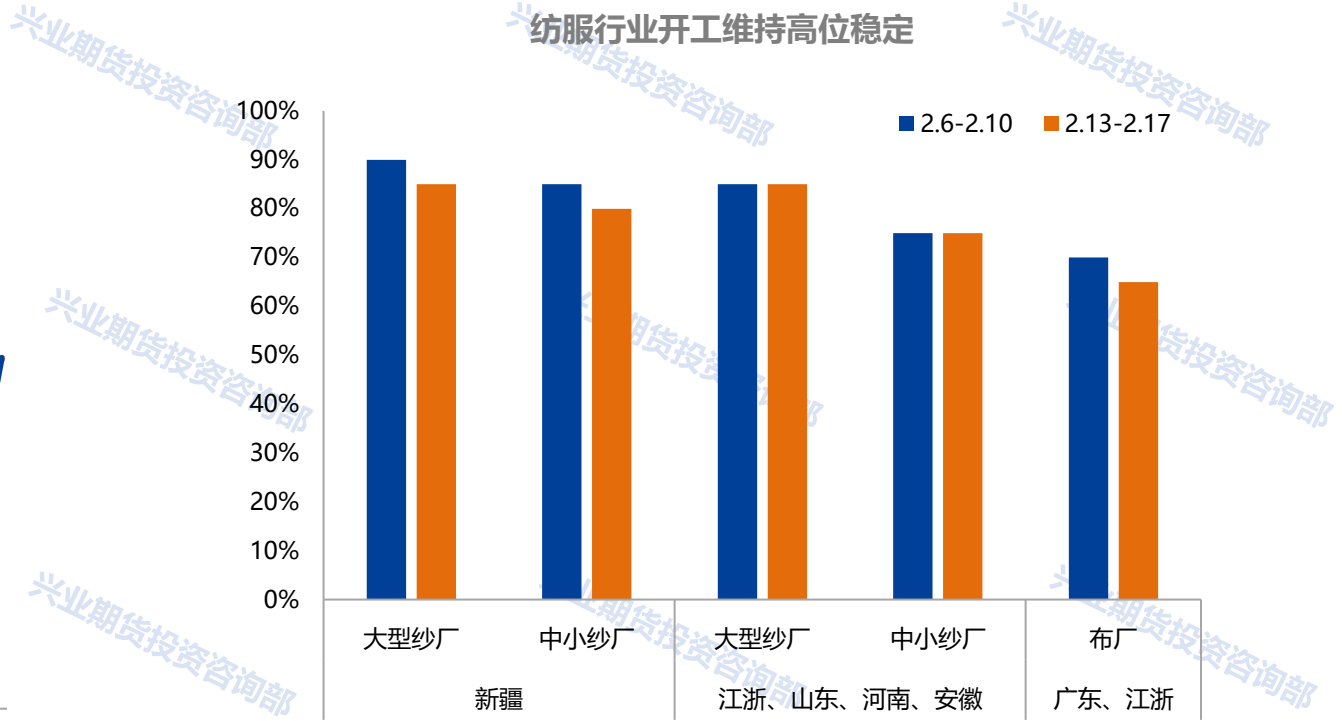
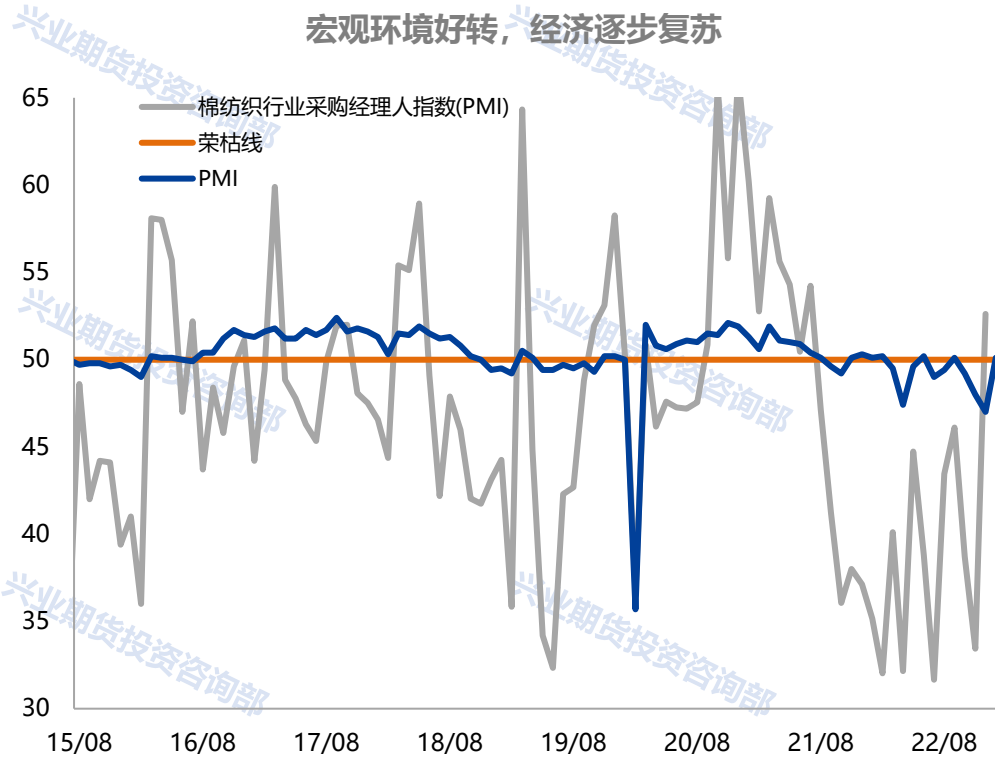
	2023面积 (万亩)	较上年变化	2023产量 (万吨)	较上年变化
新疆	3636	-1.6%	567.2	-5.8%
甘肃	34.5	0.0%	3.6	0.0%
山东	161.5	-4.4%	13.9	-4.8%
河北	170.5	-4.7%	15.3	-12.6%
河南	34.5	-4.4%	2.9	-3.3%
湖北	56.8	-10.0%	3.9	-11.4%
安徽	37.7	-8.3%	2.6	-10.3%
湖南	32.2	0.0%	2.4	0.0%
江苏	10.1	-16.5%	0.8	-11.1%
内地合计	571	-5.2%	48.1	-7.9%
全国合计	4207	-2.2%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

本年度产量预计减少

	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。2023年防疫政策优化后，扩大内需政策逐步推开、服装家纺消费持续升温，纺企补库意愿进一步恢复，棉市需求逐步复苏。

纺服行业来看，各地区纱厂的开机率基本稳定，新疆及河南地区的大型纱厂平均开机在85%左右，中小型纱厂在80%左右。内地大型纱厂平均开机在85%以上。调研显示企业认为3月份会有夏季订单到来，对于下游的需求长期向好给予肯定，中短期有待验证，市场整体信心仍然相对充足。



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