



官方微信



官方APP

2023年4月第3周核心策略推荐：

大势复苏基调不变、但结构将有分化，股指多头策略盈亏比仍最佳

上海 2023.4.16

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：

□ **周期分析：**（1）经济周期：国内温和复苏，相对强于海外主要国家；（2）库存周期：内外库存周期错位，美国延续主动去库拖累出口；（3）中国稳货币+宽信用，美国紧货币接近尾声，紧信用持续。

□ **国内经济：**（1）房地产周期缓慢修复，后端投资修复快于前端投资；（2）基建投资托底作用延续，节奏上前高后低；（3）二季度出口订单预期有限，制造业表现强弱分化；（4）3月出口增长超预期，但未来出口或难延续强势；（5）一季度消费修复结构分化，未来修复节奏取决于就业和信心；（6）春节以来生产加速修复，供需增速差有所收窄；（7）通胀继续寻底，经济冷热不均；（8）二季度经济复苏持续性，服务业 > 建筑业 > 制造业 > 出口。

□ **国外经济：**（1）美联储加息周期已至尾声，关注点转向美联储何时降息；（2）美国经济增速持续放缓，未来“浅衰退”风险提高；（3）美国通胀持续回落，就业数据有所走弱；

□ **具体资产配置策略建议：**国内经济处于复苏初期，全球“东升西落”，可能与2019年下半年类似，大类资产中，A股资产占优，债券长端利率承压，商品震荡分化。

□ 中观面驱动因素要点：

□ 期货策略：

（1）国债（买入TS2306卖出T2306，组合，持有）：机构配置需求对债市存阶段性支撑，后续预计将逐步走弱。在信贷扩张接节奏不变的情况下，政策利率下调概率较低。债券走势预计较为纠结，且长端利率目前赔率较差，而曲线策略目前仍处于历史偏低水平，向上修复空间较大。

□ 中观面驱动因素要点:

期货策略:

(2) 沪深300 (买入IF2306, 单边, IF2306, 持有): 按国内最新信贷数据, 宽信用效果将进一步强化, 利于盈利增速上修、以及拐点窗口期的前移; 从业绩、估值看, A股匹配度良好, 其潜在涨势将更显稳健; 从避险、配置价值看, A股能满足外资、国内中长线资金的需求, 二者将带来充裕的潜在资金; 成长、价值股将均有表现, 沪深300指数映射关联度最高。

(3) 沪胶 (买入RU2305, 单边, 持有): 政策刺激未能如期拉动乘用车零售增长, 但经济复苏背景下重卡产销增速显著, 天然橡胶终端需求驱动切换亦将提升需求传导效率, 而国内产区开割或将延后, 供应端不确定性凸显, 供减需增预期支撑橡胶价格。

(4) 甲醇 (卖出MA309, 单边, 等待入场): 国内检修装置增多, 产量下降至年内最低, 甲醇价格迎来反弹, 同时需求也有所跟进, 生产企业订单量久违增长。不过考虑到海外产量增长和煤价下跌, 甲醇趋势性下跌行情暂未结束, 逢高布局09合约空单。

(5) 螺纹/铁矿 (买入RB2310-卖I2309*0.5, 套利, 新增): 螺纹供给增长压力渐显, 旺季需求强度不及预期, 供需差收敛致二季度去库压力积累, 钢厂主动/被动限产概率提高, 全年铁矿供应仍相对过剩, 且二季度铁矿供需差将随铁水产量见顶而逐步收敛, 远月螺矿将迎来修复, 建议介入远月买螺纹-卖铁矿的套利机会。

(6) 玻璃 (买入FG305, 单边, 持有): 地产竣工周期迎来修复, 浮法玻璃实际产能已同比大幅收缩, 浮法玻璃供需结构有望得到改善, 企业库存连续快速下降, 玻璃05合约前多耐心持有。

(7) 沪铝 (买入AL2305, 单边, 持有): 宏观对有色金属拖累基本消退, 而供给方面, 水电短缺问题持续, 西南地区复产节奏较为缓慢, 叠加产能约束, 供给端预计短期仍将维持偏紧, 且随着下游需求的边际改善, 库存近期持续下降, 沪铝多头性价比较优。

(8) 棉花 (买入CF309, 单边, 持有): 种植成本叠加政策影响, 新年度棉花供应趋紧方向明确, 棉花前多持有。

(9) PTA (卖出TA309, 单边, 等待入场): PX实际产量预计减幅有限, 供需格局偏宽松, PTA新空入场。

宏观

MACRO

01

国内：经济复苏初期，复苏斜率较温和

02

国外：经济衰退风险增加，美联储紧缩接近尾声

□ 2023年2季度，国内经济周期延续复苏趋势，美国经济增速将继续放缓，并大概率迎来NBER定义的“衰退周期”。

经济周期	2004												2005												2006												2007												2008											
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
中国												衰退												复苏			过热						滞涨						衰退																					
美国	过热						滞涨						过热			衰退						滞涨						衰退																																
库存周期	2009												2010												2011												2012												2013											
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
中国	衰退			复苏			过热			滞涨			衰退						复苏						衰退		复苏	过热																																
美国	衰退			复苏			过热						滞涨			衰退						滞涨		过热																																				
库存周期	2014												2015												2016												2017												2018											
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
中国	过热			衰退						滞涨			过热						滞涨			衰退																																						
美国	过热						衰退						滞涨			过热			衰退																																									
库存周期	2019												2020												2021												2022												2023											
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
中国	衰退						复苏						过热	滞涨						衰退						复苏																																		
美国	衰退						复苏			过热						滞涨			衰退																																									

周期划分：采用经济指标（PMI，12个月移动平均），通胀指标（CPI与PPI波动率加权，12个月移动平均）；

(1) 衰退：经济指标下行，通胀指标下行；(2) 复苏：经济指标上行，通胀指标下行；(3) 过热：经济指标上行，通胀指标上行；(4) 滞涨：经济指标下行，通胀指标上行。

库存周期：内外库存周期错位，美国延续主动去库拖累出口

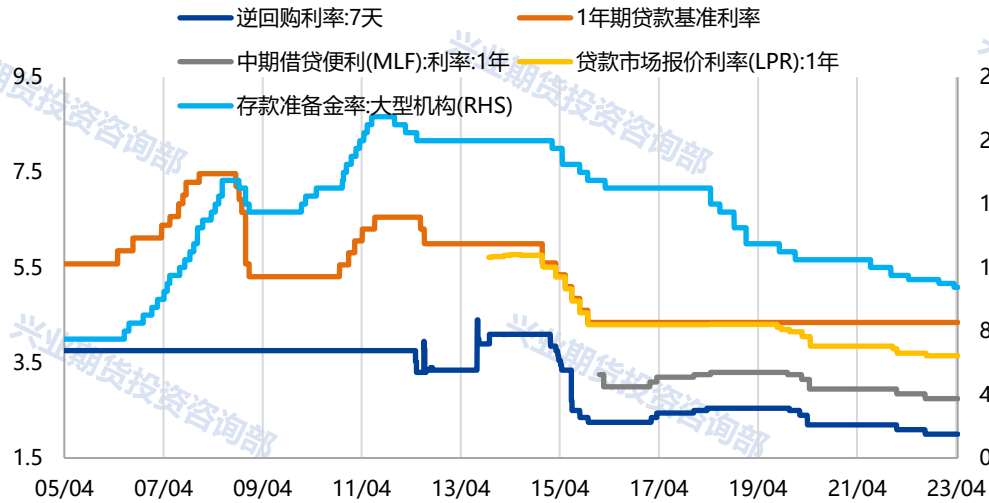
□ 2023年2季度，国内库存周期整体有望从主动去库转向被动去库，海外库存周期大概率将延续主动去库趋势。

库存周期	2004												2005												2006												2007												2008											
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
中国	被动补库						主动去库			被动去库						主动补库			被动补库						主动去库																																			
美国	被动去库	主动补库						主动去库						被动补库			被动去库			被动补库			主动去库																																					
库存周期	2009												2010												2011												2012												2013											
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
中国	主动去库	被动去库			主动补库			被动补库						主动去库			被动去库			主动去库			被动补库																																					
美国	主动去库		被动去库		主动补库			被动补库		主动补库			主动去库						被动去库			被动补库																																						
库存周期	2014												2015												2016												2017												2018											
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
中国	被动补库				主动去库				被动去库				主动补库				被动补库				主动去库																																							
美国	主动补库			主动去库						被动去库			主动补库						被动补库																																									
库存周期	2019												2020												2021												2022												2023											
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
中国	主动去库						被动补库		主动补库	被动去库			主动补库		被动补库						主动去库			被动去库		主动补库																																		
美国	被动补库		被动去库		主动去库			被动去库		主动补库			被动补库			主动去库																																												

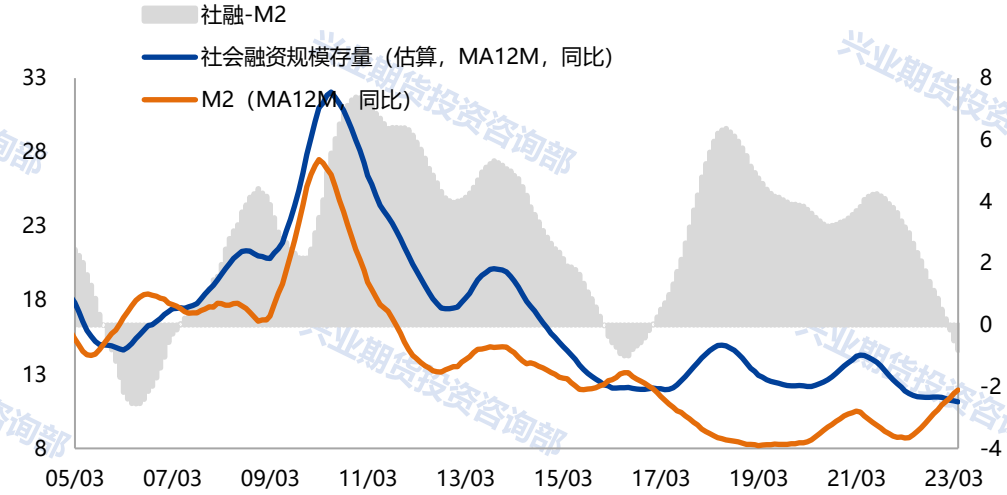
库存周期划分：国内采用工业企业产成品库存增速与工业企业利润增速来划分，美国采用商业库存增速与商业销售额增速划分，均未剔除价格因素。

(1) 被动去库：利润/销售增速上行，库存增速下行， (2) 主动补库：利润/销售增速上行，库存增速上行， (3) 被动补库，利润/销售增速下行，库存增速上行， (4) 主动去库：利润/销售增速下行，库存增速下行。

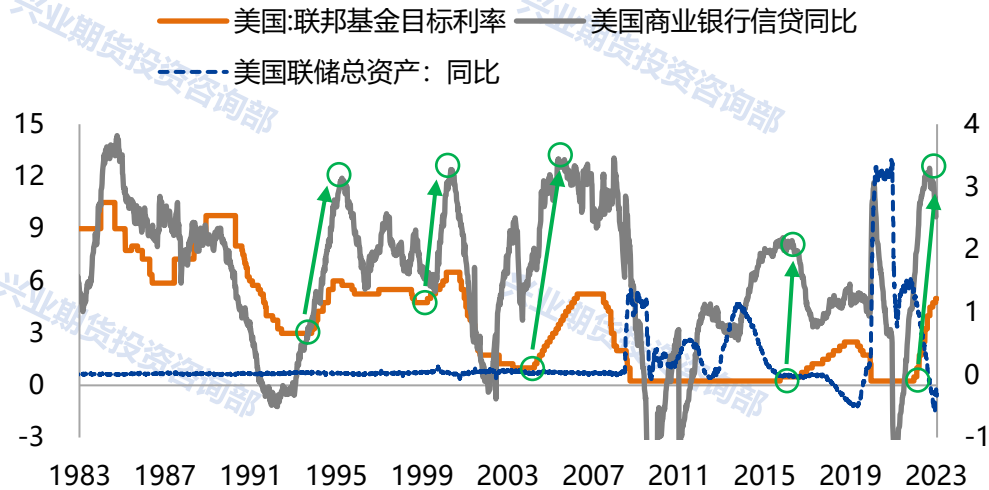
中国货币总量政策保持克制



中国宽信用逐步推进



美国信用紧缩滞后于加息

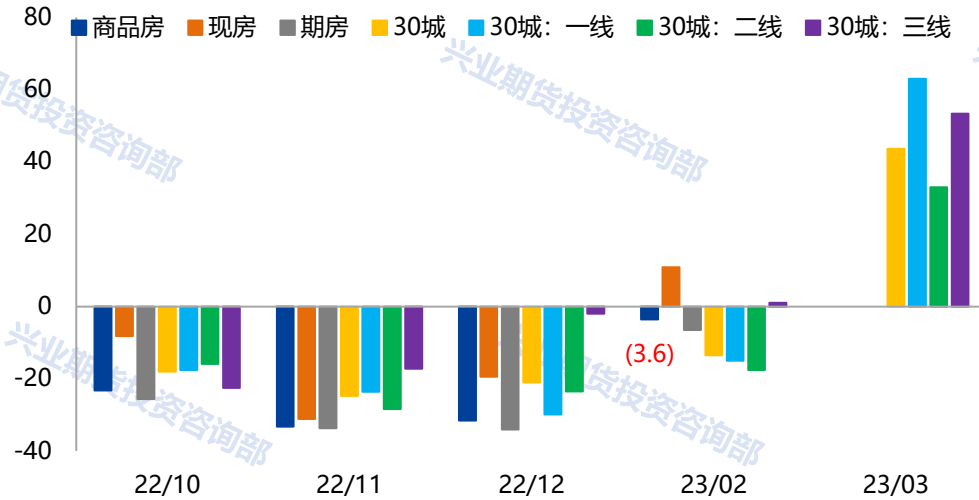


美国M2同比增速已转负，但商业银行贷款同比增速仍处于高位



房地产销售修复超预期

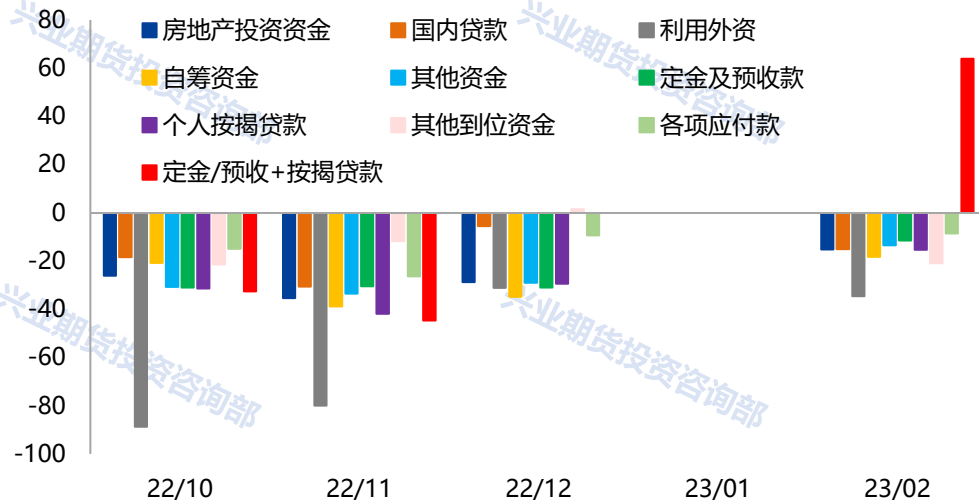
房地产库存压力较大



定义	狭义库存	广义库存
	待售面积/现房销售面积 (12个月移动平均)	Σ (当月新开工*0.9-当月销售) / 当月销售 (12个月移动平均)
库存对象	住宅	住宅
单位	月	月
2023年2月	19.8	44.7
2015年峰值	20.3	41.3

房地产投资到位资金 (分项)

2023年房地产投资对经济拖累减弱



单位: %	投资	购地面积	新开工	施工	竣工	销售面积
2010	33.2	28.4	40.7	26.6	4.5	10.1
2011	27.9	2.6	16.2	25.3	13.3	4.9
2012	16.2	-19.5	-7.3	13.2	7.3	1.8
2013	19.8	8.8	13.5	16.1	2	17.3
2014	10.5	-14	-10.7	9.2	5.9	-7.6
2015	1	-31.7	-14	1.3	-6.9	6.5
2016	6.9	-3.4	8.1	3.2	6.1	22.5
2017	7	15.8	7	3	-4.4	7.7
2018	9.5	14.2	17.2	5.2	-7.8	1.3
2019	9.9	-11.4	8.5	8.7	2.6	-0.1
2020	7	-1.1	-1.2	3.7	-4.9	2.6
2021	4.4	-15.5	-11.4	5.2	11.2	1.9
2022	-10	-53.4	-39.4	-7.2	-15	-24.3
2023E	-3.3	-10	-5	-5	9	1

- 国内经济温和复苏，基建投资托底作用暂难退出。
- 根据政府财政支出计划，预计2023年基建投资增速将达到9.4%左右，较2022年基建投资增速小幅回落，并延续发力前置的特征，其中1季度基建投资增速将达到12%以上，未来三个季度基建投资增速将随经济复苏而趋于回落。

2023年财政收支预算

预算：亿元	2022年	2023年	收支平衡来源	2022年	2023年
公共预算赤字	33,700	38,800	国债	26,500	31,600
			地方政府一般债	7,200	7,200
其他公共预算赤字 (结转结余及调入资金)	23,285	19,030	地方财政调入及使用结转 结余资金	10,620	11,780
			中央预算稳定调节基金调 入	2,765	1,500
			中央政府性基金和国有资 本经营预算调入资金	9,900	5,750
政府性基金赤字	40,355	39,793	地方政府债	36,500	38,000
			结转结余/其余资金补充	12,000	6,793
			调入一般公共预算	-8,000	-5,000
国有资本经营预算盈余	1,608	1,890	调入一般公共预算	1,608	2,165
社保基金盈余	7,861	11,348	使用财政体系内资金 (不 含调入)	35,285	25,823
四本账预算总赤字	87,871	84,385	发行政府债券融资	70,200	76,800

2023年基建投资将同比增长9.4%

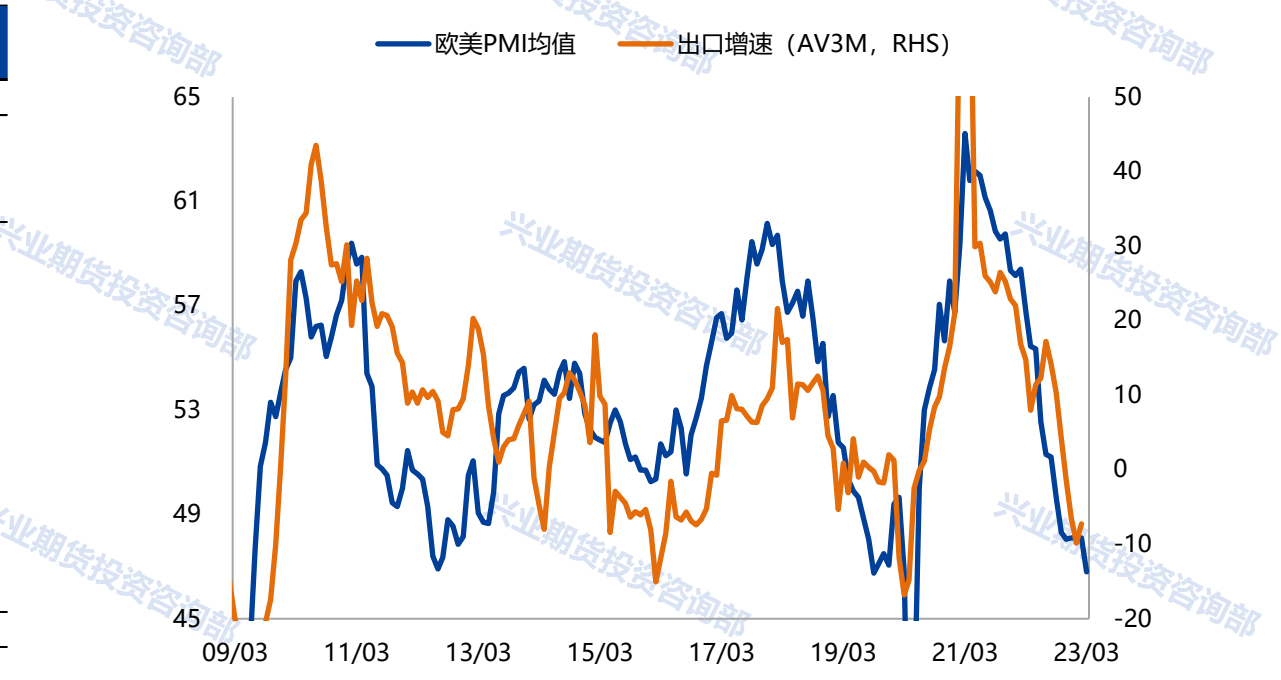
资金来源	2022年	基建增量资金	2023年	基建增量资金
一般公共预算资金	• 一般公共预算支出规模26.06万 亿，同比增长5.8% • 年初预算数未26.71万亿，同比 增长8.4%。 • 公共财政支出中12.5%投向基建	1,786	• 一般公共预算支出规模27.51万 亿，同比增长5.6% • 公共财政支出中12.5%投向基建， 与2022年保持一致	1,815
土地出让金	• 土地出让金收入6.68万亿，同比 下降20.6% • 土地出让金支出中12%投向基建	-2,424	• 土地出让金收入6.02万亿，同比 下降10% • 土地出让金支出中12%投向基建 与2022年保持一致	-802
地方政府 专项债	• 3.65万亿+0.5万亿 (结余限额) +1万亿 (2021年后置) • 62%投向基建	15,500	• 3.8万亿 • 62%投向基建	-8,370
增量政策 工具	• 新增政策性金融工具7400亿元 • 用作项目资本金比例100%，资 本金比例10%	7,444	• 2022年政策性金融工具撬动资 金规模影响延续 • 新增政策性金融工具3000亿元 • 用作项目资本金比例100%，资 本金比例10%	17,219 10,000
增量资金合计		22,306	19,862	
上年基建投资规模		188,654	210,387	
基建投资同比		11.8%	9.4%	

- 中美经济周期错位，内强外弱下，国内需求的复苏有利于对冲外需退坡的影响，制造业终端表现分化。
- 2022年政策退坡，叠加库存压力较大，1-2月汽车产量明显下滑。
- 地产前端投资延续负增长，工程机械销量也多数负增长，但地产销售已同比转为正增长，家电内销表现强劲。
- 出口依赖度高的船舶，手持订单延续高增，装箱生产与出口已大幅下降。

警惕外需走弱对出口依赖度高的板块形成拖累

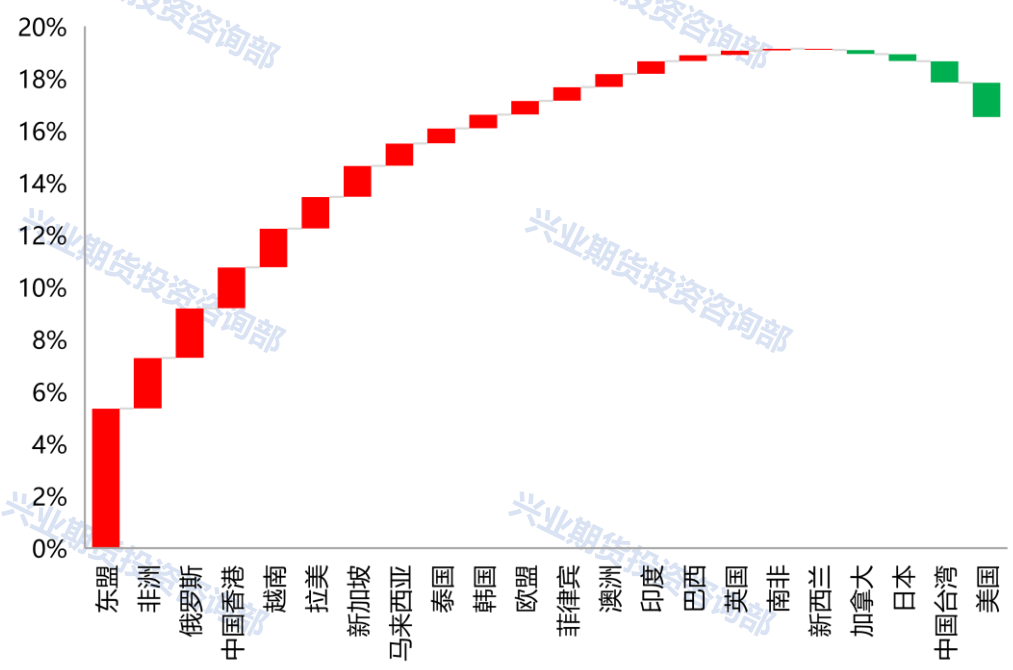
制造业		2020年 出口/产量 (销量)	2023年1-2月 产量 (销量) 同比	2023年1-2月 出口量同比	备注
汽车	汽车整车	3.8%	-14.4%	52.9%	产量
家电	空调	22.4%	13.8%	-6.5%	产量
	洗衣机	26.8%	2.0%	15.1%	产量
	冰箱	77.1%	10.6%	17.8%	产量
工程机械	挖掘机	10.6%	-20.4%	4.9%	销量
	叉车	22.7%	4.6%	14.4%	销量
	推土机	28.4%	/	/	销量
	装载机	18.8%	-5.3%	13.7%	销量
	起重机	4.6%	-10.3%	88.2%	销量
	平地机	61.9%	-9.5%	-9.2%	销量
	压路机	16.2%	6.5%	18.1%	销量
	摊铺机	3.6%	11.3%	63.6%	销量
	升降工作平台	17.6%	75.2%	41.1%	销量
	高空作业车	0.6%	-28.9%	14.3%	销量
	工程机械	18.3%	4.5%	17.4%	销量
船舶	造船	91.7%	16.1%	18.4%	手持订单
集装箱	集装箱	56.2%	-63.5%	65.9%	产量

海外衰退将拖累制造业出口需求

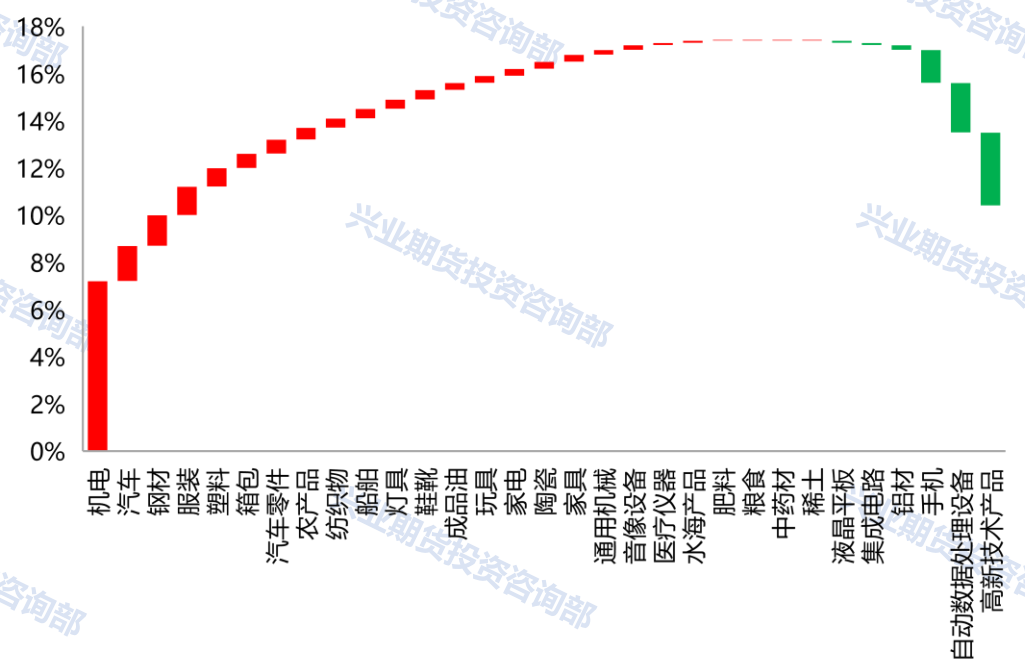


3月出口增长超预期，主要源于：（1）订单集中补发的脉冲效应，（2）“西边不亮东边亮”，RCEP等多双边和区域经济合作对我国出口的支撑作用开始显现，法国、沙特、巴西等国家领导人近期密集访华也反映未来我国有望加快推进包括CPTPP在内的与其他国家和经济体的贸易投资合作，有助于增强我国出口韧性。展望未来，我们认为出口没有那么差，但也难以延续3月如此强劲的增长。首先，海外发达经济体衰退压力加大，欧美制造业PMI指标持续回落，企业订单不足的微观现象将逐步反映在未来数据中；其次，基数抬升也将导致出口增速难以持续好转。另外，值得注意的是，随着出口增长的超预期，1季度经济增速也有超预期的可能，全年完成5%增长的难度不大，后续强刺激的预期概率相对走低。

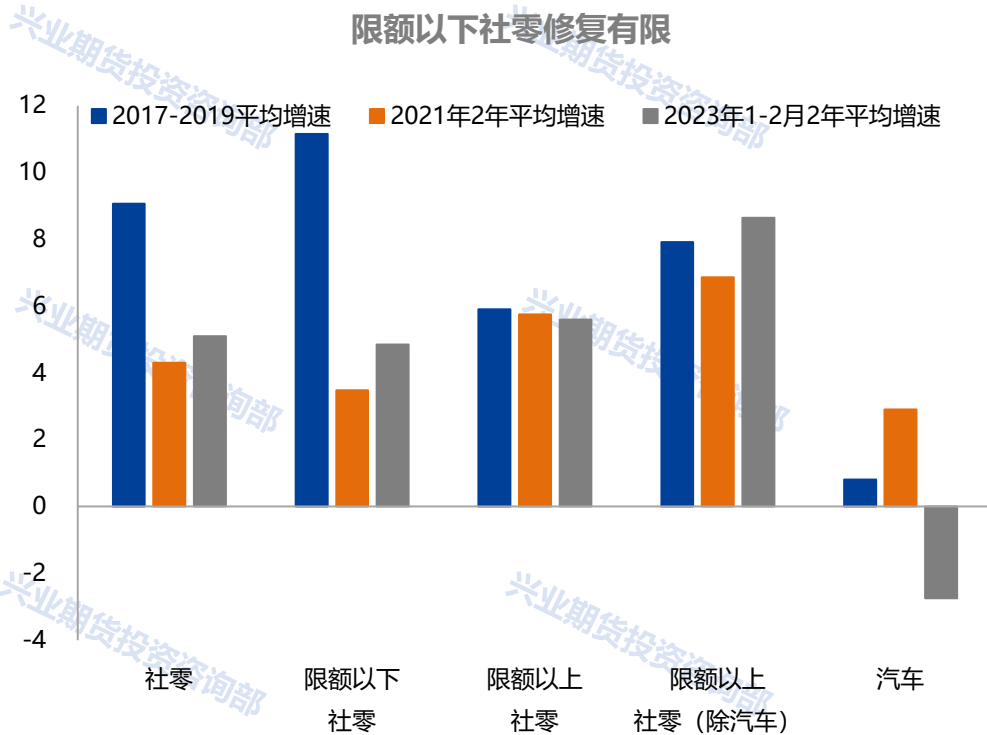
3月出口增长拉动分项（按国别）



3月出口增长拉动分项（按品种）



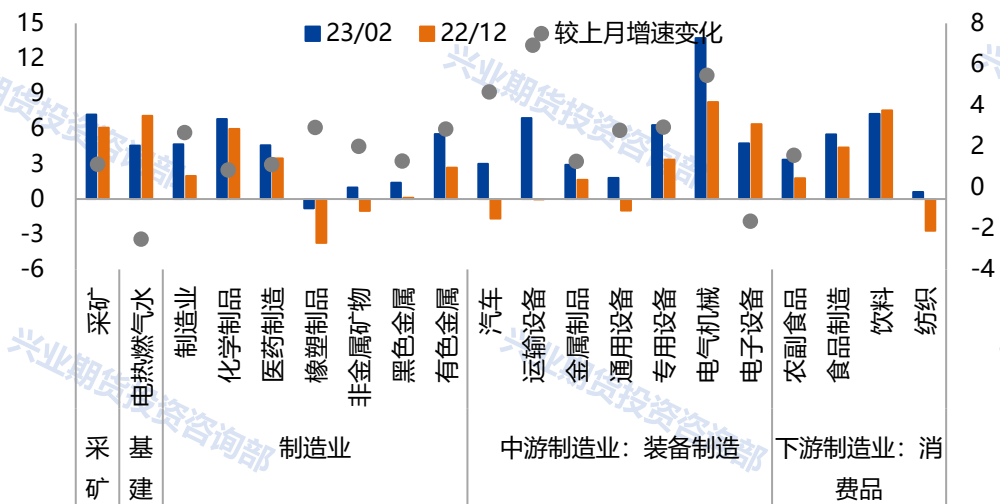
□ 一季度消费修复也存在结构性分化：（1）高端消费弹性大，但权重占比仅37%，对社零增速拉动作用有限；（2）与线下消费场景直接相关的餐饮等消费复苏更为明显；（3）刚需商品消费表现相对平稳；（4）中低端消费（家电音像、服装鞋帽、日用品等）复苏幅度不大，与限额以下零售增速恢复缓慢相互印证；（5）建材链条相关消费恢复较慢。展望全年，低基数下社零实现8%左右的增长不算困难，但在限额以上消费已大幅修复的情况下，未来消费复苏更主要的驱动在于限额以下消费的修复，而这更加更依赖就业、收入和信心的恢复，需要的时间也更长，因此消费修复最快的阶段已过去，修复的速度将有所放缓。



限额以上消费修复情况

限额以上消费		权重	2017-2019平均增速①	2021年2年平均增速②	2023年1-2月2年平均增速③	③-②	③-①
必选消费	粮食	12.3	10.2	10.4	8.5	-1.9	-1.8
	饮料	1.8	9.9	17.2	8.3	-8.9	-1.6
	烟酒	3.9	7.6	13.3	9.9	-3.5	2.3
	服装鞋帽	8.9	6.2	3.1	5.1	2.1	-1.1
	日用品	4.6	11.9	11.0	7.3	-3.7	-4.6
	中西药品	4.0	10.3	8.9	13.4	4.6	3.1
可选消费	化妆品	2.3	11.9	11.8	5.4	-6.4	-6.5
	金银珠宝	2.4	4.5	12.6	12.7	0.1	8.2
	体育娱乐	0.6	7.0	15.2	1.3	-13.9	-5.7
	书报杂志	0.6	10.1	5.3	18.1	12.8	8.0
	办公用品	2.1	5.4	12.3	5.0	-7.3	-0.4
	通讯器材	3.6	9.1	13.8	-1.7	-15.5	-10.8
	石油制品	13.6	7.9	3.4	18.3	14.9	10.4
	汽车	23.4	0.8	2.9	-2.8	-5.7	-3.6
	家用电器和音像器材	4.5	7.9	3.1	5.4	2.3	-2.5
家用电器和音像器材	建材	0.9	7.1	8.8	2.7	-6.2	-4.4
	家具	0.8	9.3	3.8	-0.4	-4.2	-9.7
	餐饮	7.0	7.0	4.8	10.2	5.4	3.2

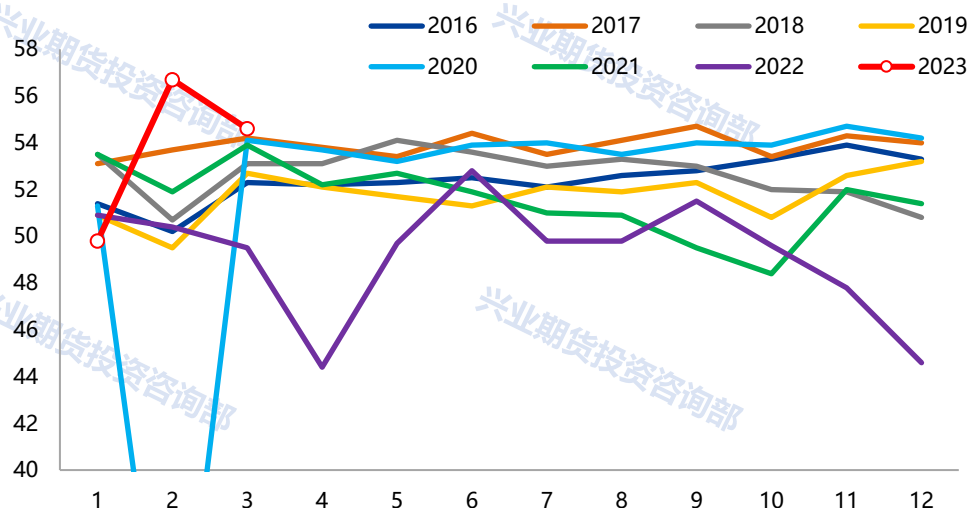
1-2月上中游生产恢复较快



一季度高频生产指标

高频生产指标				2022年Q1	2023年Q1	同比	
工业	高炉产能利用率	钢联	周均值, %	80.2	85.9	5.7	
	六大发电集团煤炭日耗	Ifind	日均值, 万吨	76.6	76.2	-0.6	
建筑	基建	水泥出库量	钢联	周均值, 万吨	407.2	384.1	-5.7
		重交沥青开工率	钢联	周均值, %	28.2	30.0	1.8
	房建	玻璃出库量	隆众	周均值, 万吨	75.9	79.5	4.8
		水泥出库量	钢联	周均值, 万吨	407.2	384.1	-5.7
		混凝土发运量	钢联	周均值, 万m³	191.6	143.4	-25.2
		螺纹钢周度表观消费量	钢联	周均值, 万吨	222.6	235.1	5.6
主流贸易商建筑钢材成交量		钢联	日均值, 万吨	13.4	13.9	4.0	
制造业	汽车	全钢胎开工率	Ifind	周均值, %	43.9	55.5	11.5
		半钢胎开工率	Ifind	周均值, %	53.5	61.0	7.5
	服装	涤纶长丝开工率	Ifind	周均值, %	86.0	73.5	-12.5
		PTA开工率	Ifind	周均值, %	70.2	66.5	-3.7
		江浙织机开工率	Ifind	周均值, %	52.3	42.2	-10.1
	热卷周度表观消费量		钢联	周均值, 万吨	307.3	304.9	-0.8
	中厚板周度表观消费量		钢联	周均值, 万吨	128.7	142.1	10.5

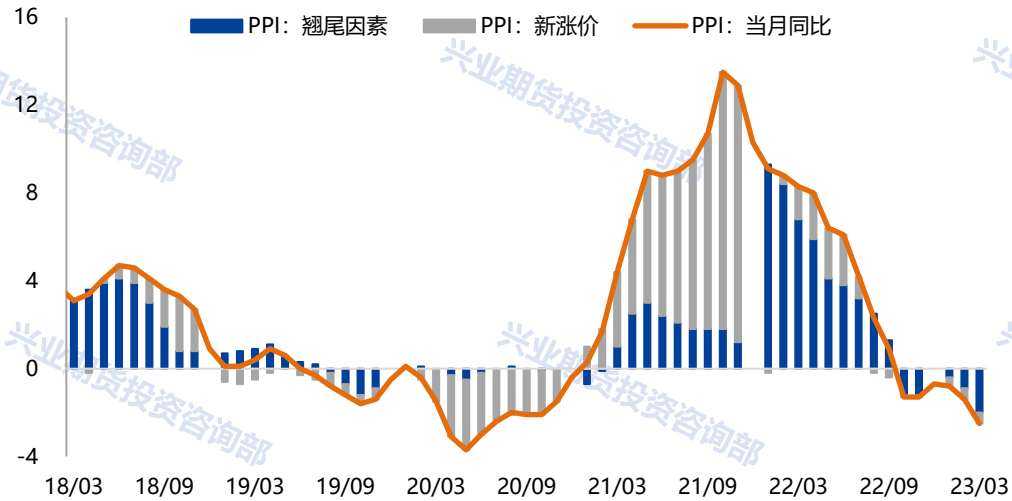
春节以来生产恢复有所加速 (制造业PMI: 生产)



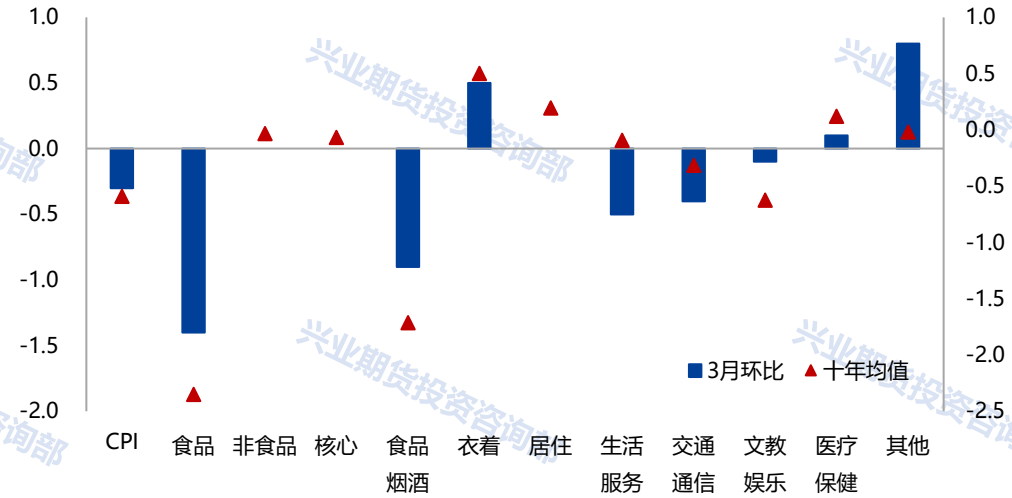
供需增速差有所收敛 (制造业PMI生产-新订单)



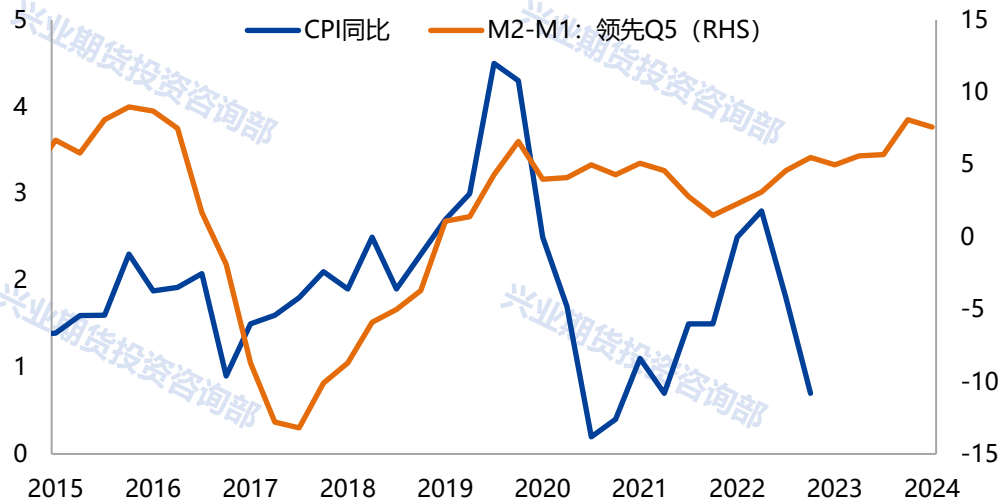
PPI同比降幅走阔主要由翘尾因素贡献



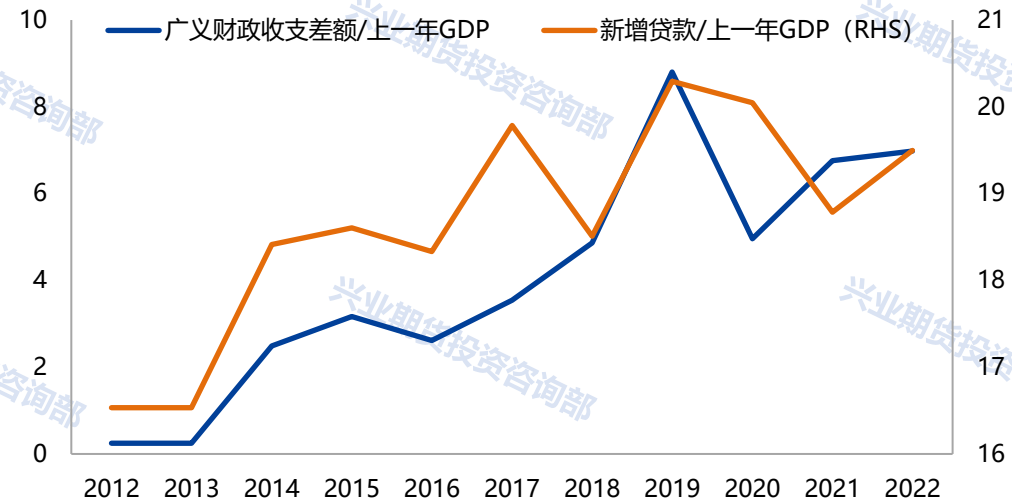
CPI多数分项环比数据好于季节性



货币供应充足，通胀中枢仍有抬升动力



2023年财政政策力度依然较大



□ 二季度经济复苏可能延续分化特征：（1）复苏较为充分的“领域”，如建筑业、线下消费，空间较小，斜率逐步走缓；（2）复苏尚不充分的“领域”，如制造业，斜率也并不陡峭，4月高频相关指标也暂未出现斜率“陡峭化”的迹象；（3）服务业复苏斜率依然向上，如文旅等。

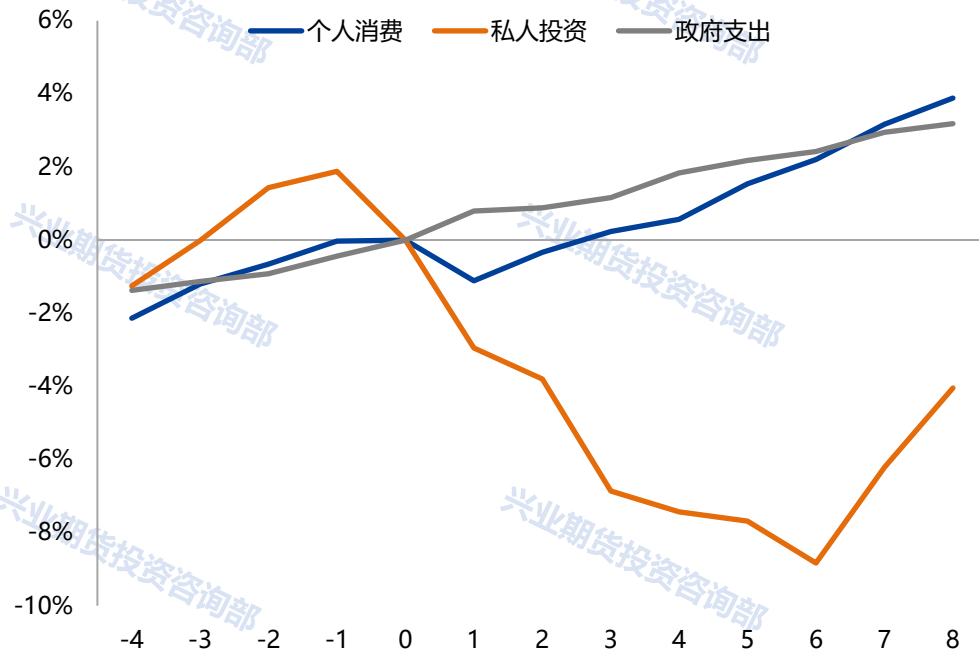
经济指标		2023年1-2月①/ *2023年1-3月①	2023年1-2月两 年平均②	2021年两年 平均③	2017-2019年 平均④	②-③	②-④	复苏进度	未来景气
社零	社零	3.5	5.1	4.3	9.1	0.8	-4.0	***	修复节奏放缓，结构分化
	限额以上	2.1	5.6	5.8	5.9	-0.2	-0.3	*****	限额以上消费修复较充分
	限额以下	4.3	4.9	3.5	11.1	1.4	-6.3	**	视就业改善情况而修复
	餐饮	10.2	10.2	4.8	7.0	5.4	3.2	*****	线下消费修复较充分
房地产	投资	-5.7	-1.0	5.7	8.8	-6.7	-9.8	**	前端投资修复较慢，后端投资高位持稳
	销售	-3.6	-6.6	2.3	3.0	-8.9	-9.6	*****	高位企稳
	30城商品房销售*	5.9	-13.5	1.8	-8.6	15.3	-4.9	*****	高位企稳
	18城二手房销售*	84.9	24.9	-14.6	6.3	39.5	18.6	*****	高位企稳
	百城土地成交规划建面*	16.5	-10.0	-6.6	12.4	-3.5	-22.5	*	受限于资金问题，2季度仍缓慢修复
	新开工	-9.4	-10.8	-6.3	10.9	-4.5	-21.7	*	受限于资金问题，2季度仍缓慢修复
	施工	-4.4	-1.3	4.5	5.6	-5.8	-6.9	**	受限于资金问题，修复进度慢于竣工，快于开工
	竣工	8.0	-0.9	3.2	-3.2	-4.1	2.3	*****	保交楼政策效果逐步显现
	到位资金	-15.2	-16.5	6.2	7.4	-22.6	-23.9	*	资金压力依然存在，下半年有望迎来明显改善
基建	投资	12.2	10.4	1.8	2.8	8.6	7.6	*****	基建继续发挥托底作用，高位企稳
制造业	投资	8.1	14.5	5.7	3.5	8.9	11.0	*	工业企业盈利不佳，出口拖累，未来缓慢修复，且结构分化
出口		-6.8	4.7	16.6	4.7	12.0	0.0	*	海外衰退，未来修复缓慢
工业增加值		2.4	5.0	6.2	4.9	-1.3	0.1	***	2-3月份加速回升，但工业企业盈利不佳，后续抬升将趋缓

国外经济：美联储加息周期已至尾声，关注点转向美联储何时降息

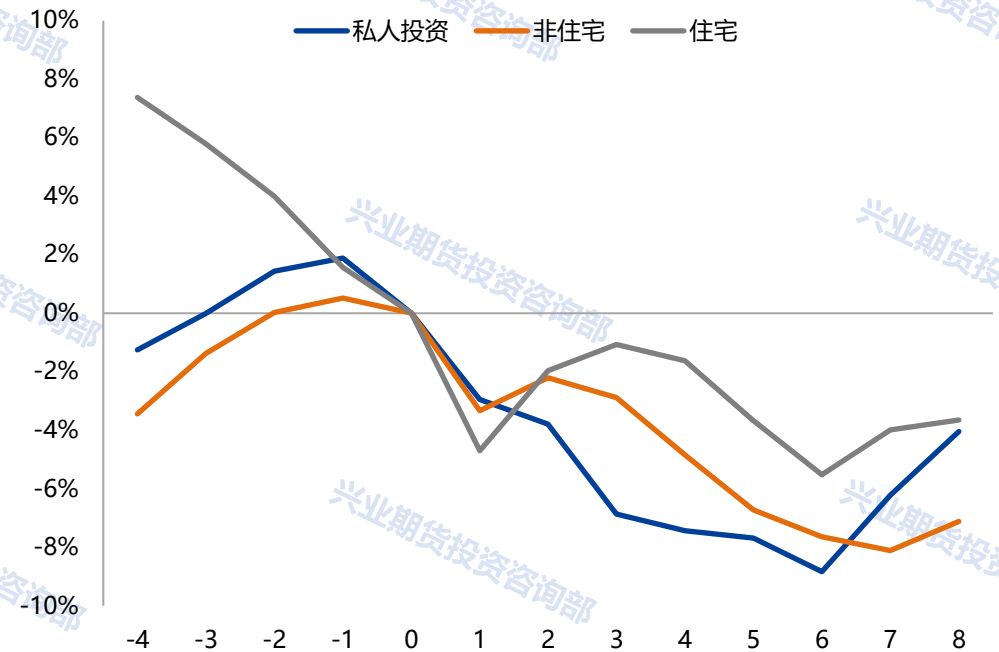
	鹰派情形	中性情形	鸽派情形	当前信号
加息终点	5-5.25%以上 (区间)	5-5.25% (区间)	4.75-5% (区间)	3月加息25BP，联邦基金利率提高至4.75-5%
降息起点	2024年年中及以后	2023年底或2024年初	2023年4季度超常规降息	根据历史经验，1974年以来历次降息与末次加息之间平均间隔 5个月 ，其中大通胀时期，降息与末次加息之间间隔 仅1-2个月
经济条件	失业率保持低位 通胀保持粘性	失业率小幅上升 通胀率稳步下行	进入衰退阶段 GDP等指标快速恶化	经济先行指标： <ul style="list-style-type: none"> OECD综合领先指标自2021年5月见顶后连续回落，已连续11个月低于100 PMI已连续5个月低于50，3月数据创新低 10Y-2Y国债收益率差，自2022年7月开始倒挂至今，目前倒挂超50BP 经济同步指标： <ul style="list-style-type: none"> 2月新增非农31.1万，预期22.5万，前值50.4 2月失业率3.6%，预期3.4%，前值3.4% 通胀指标： <ul style="list-style-type: none"> 美国房屋价格指标于2022年1季度见顶，该指标领先房屋租金12-15个月，预计房屋租金将于2023年2季度见顶，房租在美国通胀中权重占比1/3 油价回升，但在通胀中占比只有7%左右 PCE、核心PCE等通胀指标已逐步回落
金融条件	金融系统危机 得到缓和或解决	金融系统危机 保持平稳	金融系统危机恶化 并向实体传导 加速紧信用周期到来	金融系统危机更多是利率风险，而非信用风险 ，更过是流动性危机而非资产负债表危机；且大银行基本面好于小银行 美联储已重回“ 缩表 ” 美国M2增速与商业银行信贷增速出现较大剪刀差，信贷已见顶回落， 未来关注商业银行紧信用影响的发酵
美债	震荡上行后回落	缓慢回落 四季度加快下行	快速下行	
美股	三大指数逐步回升	美股回升 年底纳指触底回升	美股熊市风险大增 衰退交易阶段性成为主流	
商品	市场定价较为充分		市场尚未充分定价	
A股	对资本市场的风险偏好影响较小		衰退程度存在分歧 商品、A股可能先跌后张	

回顾过去8轮美国经济衰退周期，平均而言，投资部门的衰退是拖累经济的核心因素，且住宅投资往往率先走弱，而深度衰退多与。目前美国经济诸多领先指标已开始提前反映美国经济陷入衰退的前景，同步指标就业数据有所走弱，通胀等数据也在持续回落。考虑到本轮美联储紧缩周期启动时间晚，紧缩幅度超预期，美国经济实现软着陆的概率低，大概率仍将迎来衰退。考虑到现阶段美国居民部门资产负债相对健康，而企业杠杆较高，预计未来消费萎缩幅度或较小，私人投资衰退幅度较大且持续时间较长，经济“浅衰退”风险较高。

美国过去8轮衰退期间，经济各部门表现（均值）

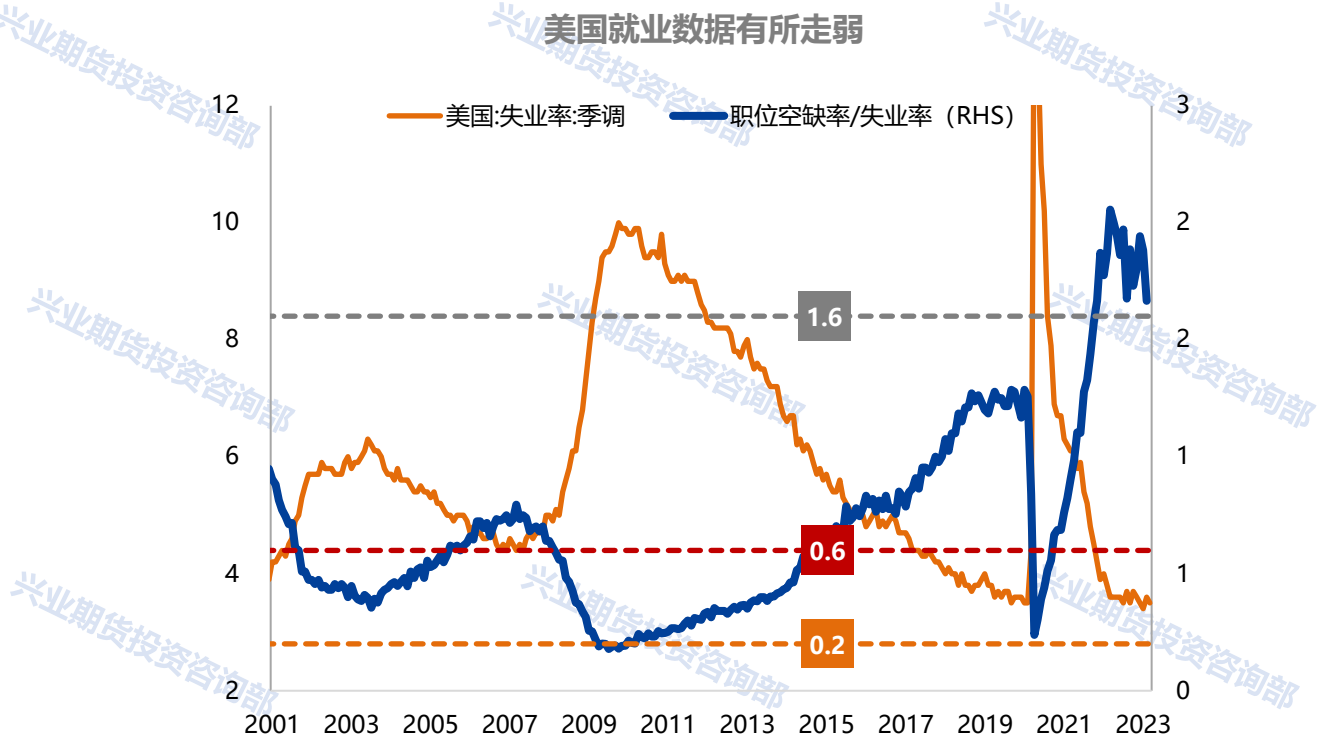
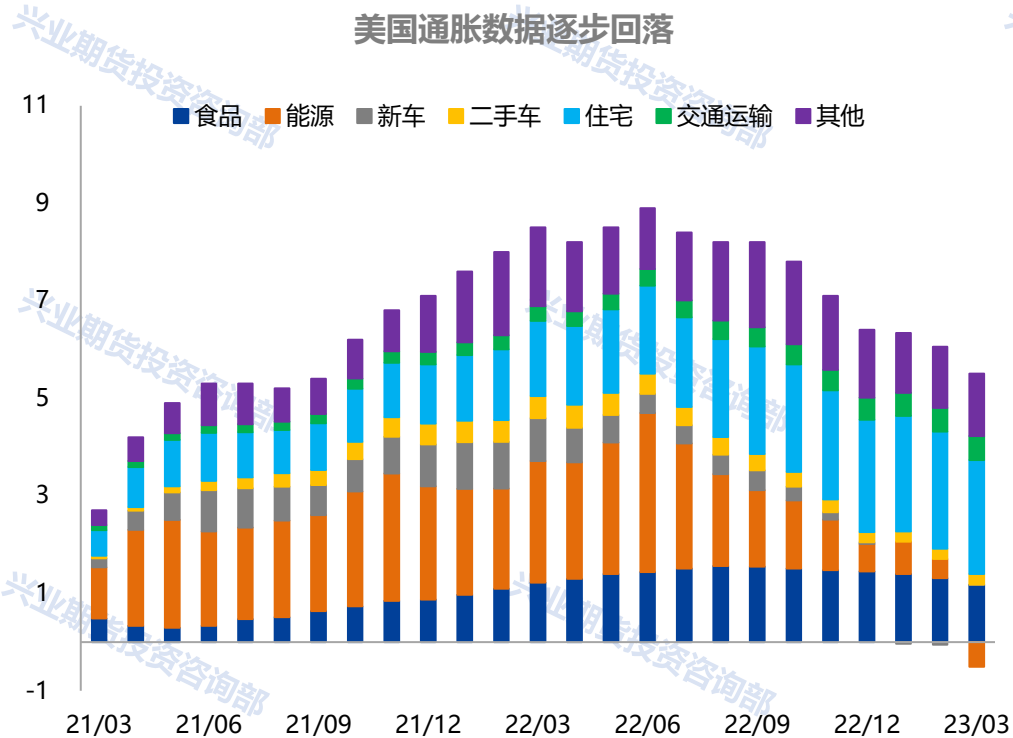


美国过去8轮衰退期间，投资环比表现（均值）



□ 通胀：美国3月末季调CPI同比5.0%，预期5.2%，前值6.0%，连续第9个月回落，是过去23个月最低；核心CPI同比5.6%，预期5.6%，前值5.5%，是过去16个月第二低。季调后的CPI环比0.1%，预期0.2%，前值0.4%；核心CPI环比0.4%，预期0.4%，前值0.5%。其中，核心CPI同比小幅回升主因低基数。其中通胀最大拉动项的住宅，环比增速为11个月最低，这预示着住宅分项同比拐点可能不远，Q2或将迎来房租增速的拐点。

□ 就业：银行危机向信用紧缩的传导开始显现，二美国非金融企业债务压力处在历史高位，一旦信贷大幅收缩，很可能引爆新一轮企业债务危机，将导致经济陷入衰退并迫使美联储重新降息，目前看，这一传导逻辑正在逐步兑现。3月的就业数据反映美国劳动力市场已开始降温。



二季度资产配置：国内经济处于复苏初期，东升西落，A股资产占优，商品震荡分化



美林时钟	衰退	复苏初期	复苏后期	过热初期	过热后期	滞涨
普林格时钟	阶段1	阶段2	阶段3	阶段4	阶段5	阶段6
景气指标	PMI下行 主动去库	PMI逐步筑底回升 主动去库→被动去库	PMI上行 被动去库→主动补库	PMI上行 主动补库	PMI逐步见顶回落 主动补库	PMI下行 被动补库
通胀指标	通胀下行	通胀下行	通胀逐步筑底	通胀上行	通胀上行	通胀逐步见顶
货币指标	宽货币	宽/稳货币	稳货币	紧货币	紧货币	紧货币
信用指标	紧信用	宽信用	宽信用	稳信用	紧信用	紧信用
债券	牛市，最优资产	延续牛市	延续牛市	进入熊市	延续熊市	延续熊市
股票	熊市	进入牛市，最优资产	延续牛市，最优资产	延续牛市	进入熊市	延续熊市
商品	熊市	延续熊市 (震荡、分化)	进入牛市	延续牛市，最优资产	延续牛市，最优资产	进入熊市

□ 情景一（二季度更类似）：中国温和复苏+美国不进一步紧缩

类似2019年，中国经济L型复苏，地产投资可能缺席此轮经济修复，美联储2019年初停止加息并与7~9月三次预防式降息的内外环境类似。

□ 情景二：中国强劲增长+美国货币紧缩

类似2017年，地产支撑下（供给侧结构性改革+“棚改”），中国经济修复迎来比预期更强的修复，甚至带动全球资本开支周期。

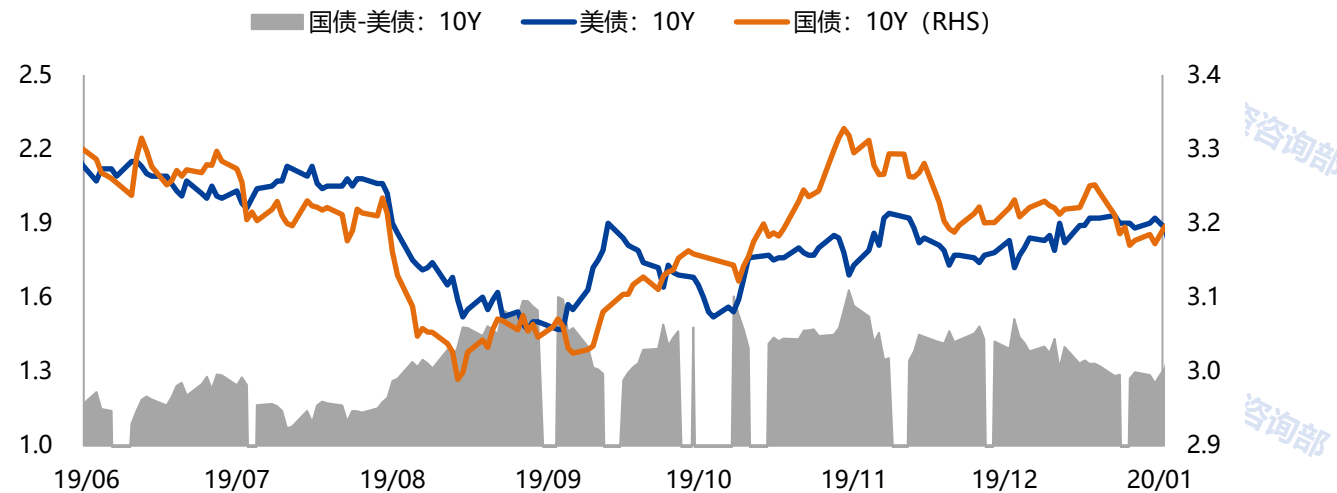
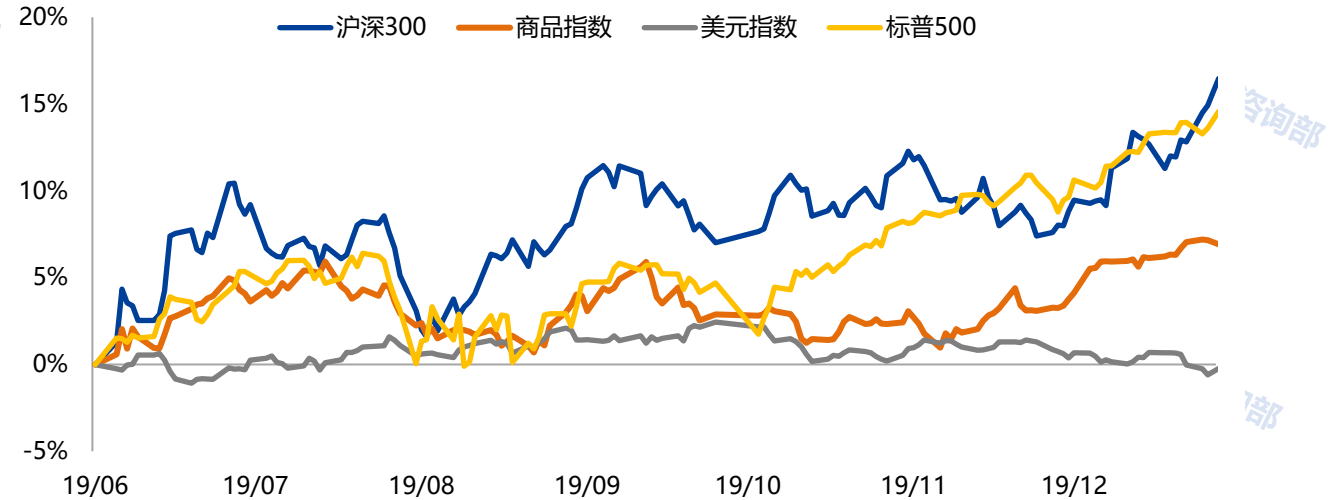
□ 情景三：中国增长强劲+美国货币松

类似2020年疫情后。

□ 情景四：中国增长弱+美国货币紧

类似2022年，美元走强。

资产表现（2019年6月至2019年12月）



国债

T

01

票息诉求阶段性支撑债市，后续配置需求逐步放缓

02

宽货币服务宽信用基调不变，降息概率偏低

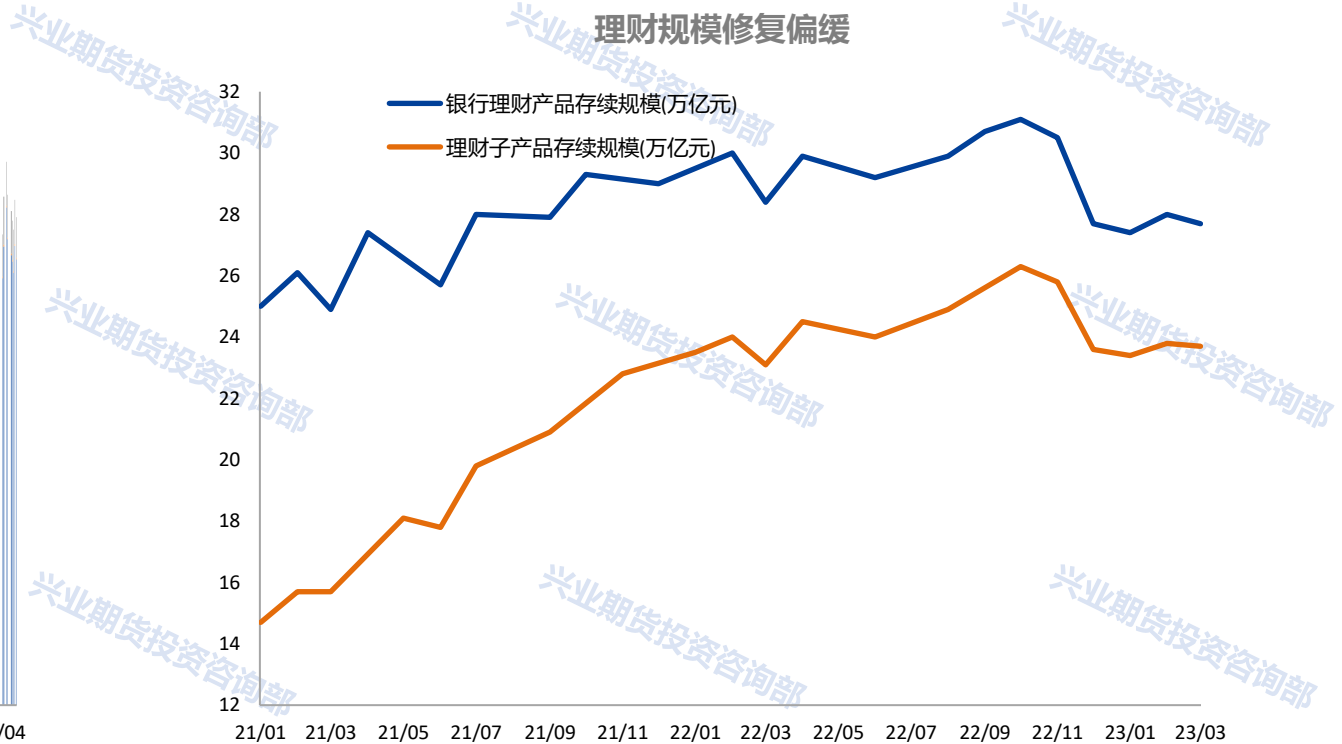
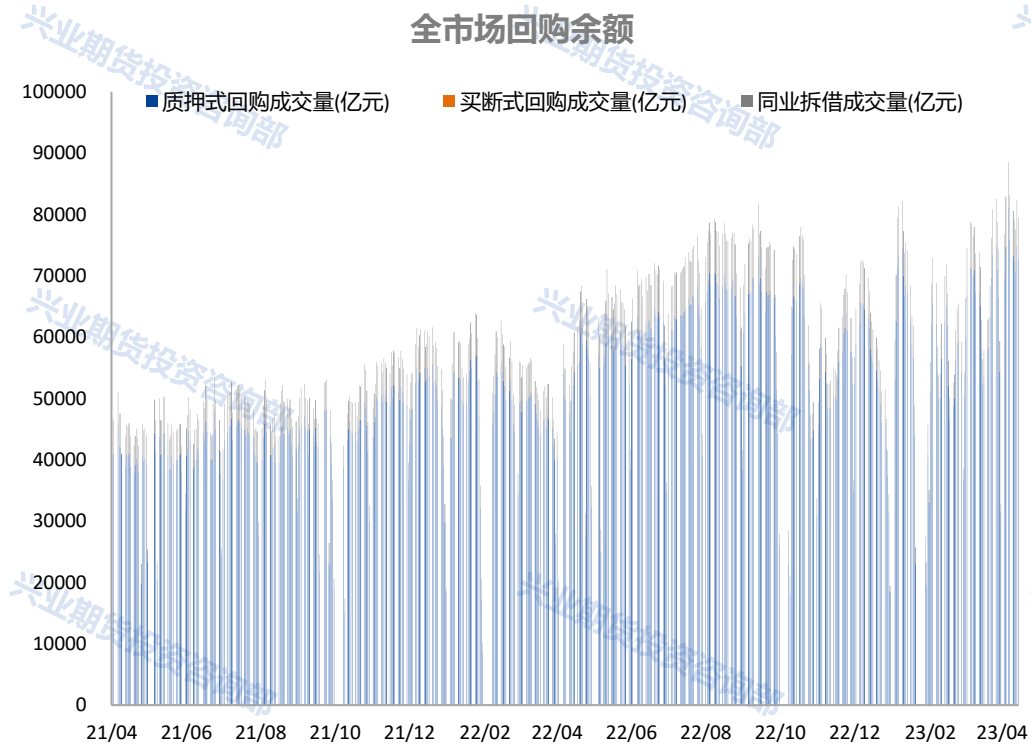
03

资金压力明显缓解，流动性预计平稳

04

单边策略赔率不佳，跨品种价差向上修复确定性偏高

- 由于债券的主要投资者是以票息诉求为主，且在年初保险机构和中小行配置压力较大，叠加3月以来资金面总体宽裕，杠杆行为逐步增加。从全市场回购余额显著提升可以看到，曾一度突破8万亿元。
- 目前来看，机构的欠配情况已经出现了一定程度的缓解，后续对债市的利多将逐步减弱。且从银行理财资金来看，前期“赎回潮”造成的负面拖累仍未完全消退，虽然发行数量有所提升，但规模持续向下。



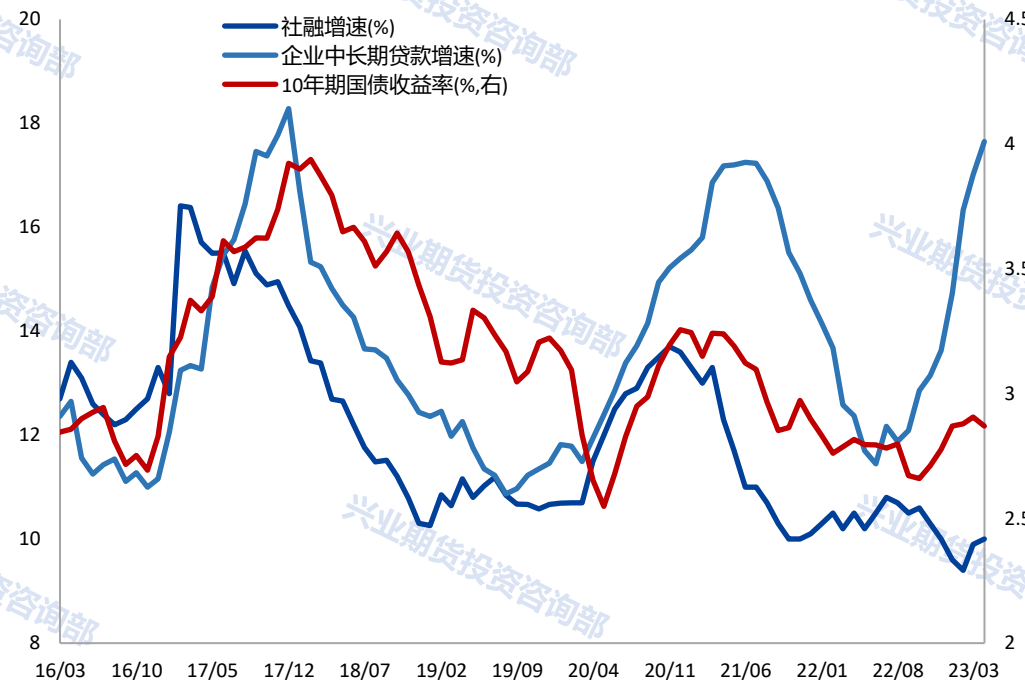
- 从2022年的两次降息可以看到，在降息前均出现了票据利率大幅走低的情况。但目前票据利率仍维持在高位，信贷保持扩张节奏暂未发生改变。
- 基于稳增长和稳就业，且宽货币仍是以服务宽信用为目的的基调不变，关键政策利率出现调降的概率整体偏低。

票据利率维持高位

转贴（国股贴）半年



信贷扩张下利率易上难下

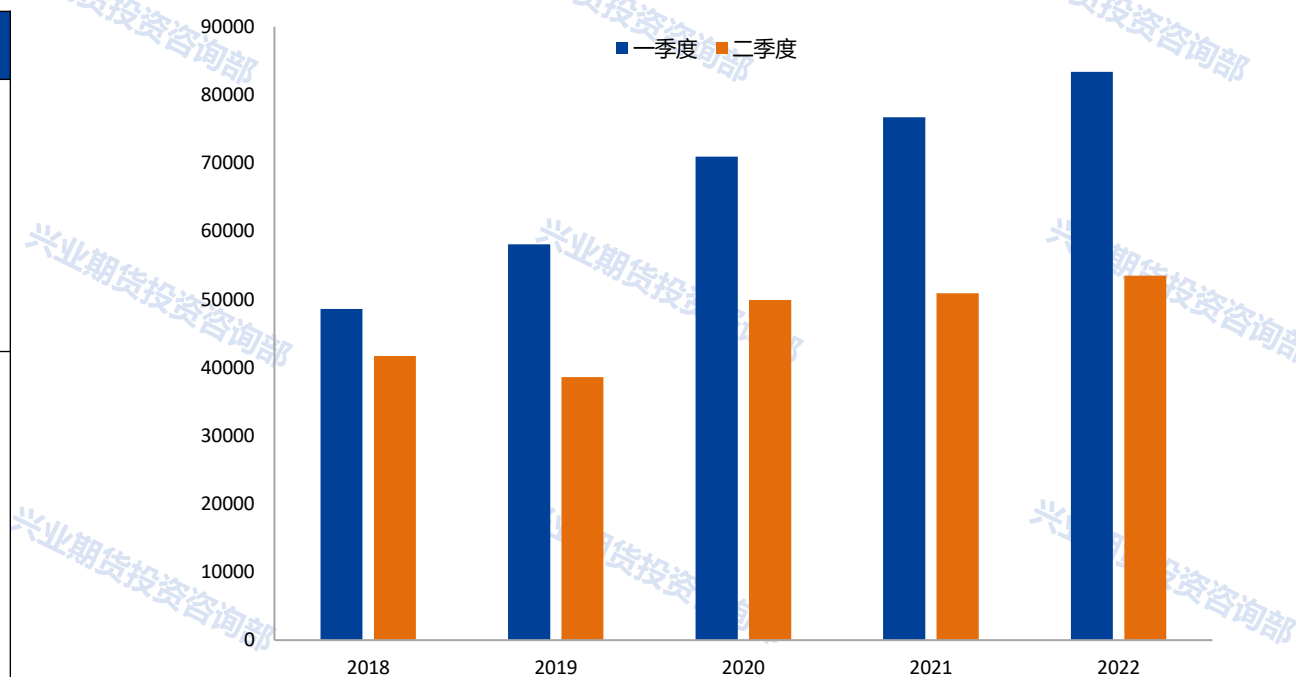


□ 一季度由于地方债发行前置、信贷投放超预期等因素的影响，资金面出现阶段性紧张。目前银行间负债结构已经修复到合理状态，银行外负债也回归常态。且从历史贷款投放情况来看，二季度投放新增贷款规模通常要小于一季度，后续央行进一步提供总量宽松的必要性有所下降。

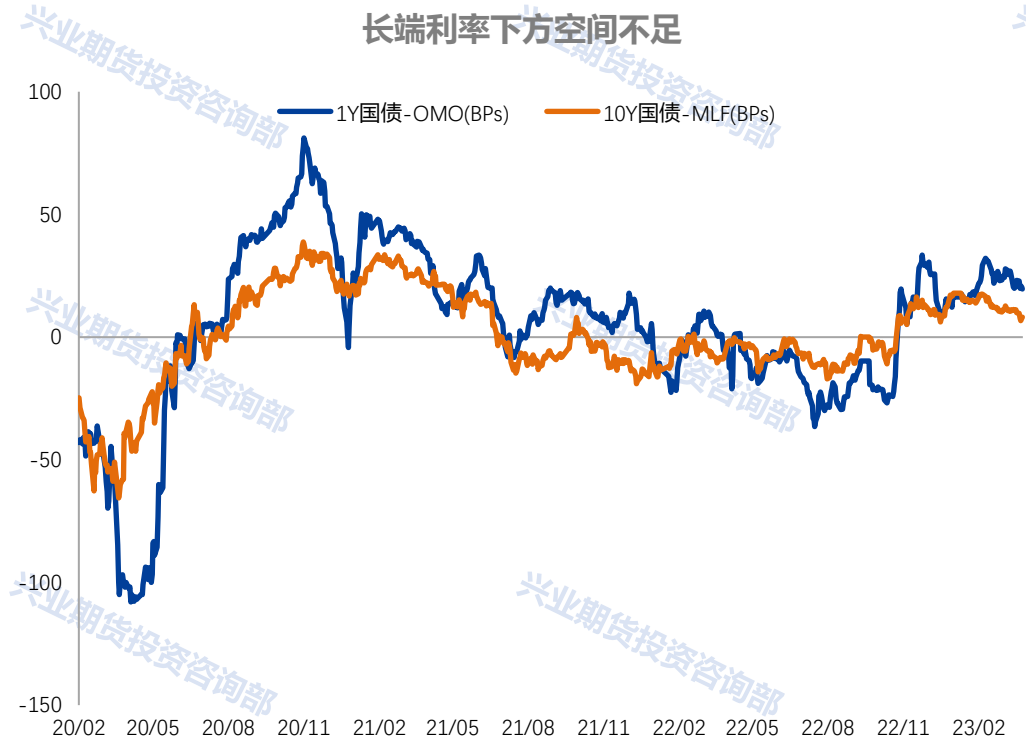
银行间负债结构已逐步修复至合理状态

时间范围	OMO平均存量(亿元)	DR007运行情况
21Q2-21Q3	932	低于7天OMO利率
21Q4-22Q1	3685	围绕7天OMO利率上下波动
22Q2-22Q3	790	大幅低于7天OMO利率
22Q4-23Q1	7014	高于7天OMO利率
2023-4-10	450	低于7天OMO利率
2023-4-11	500	低于7天OMO利率
2023-4-12	590	低于7天OMO利率
2023-4-13	580	低于7天OMO利率
2023-4-14	620	高于7天OMO利率

新增人民币贷款(亿元)



- 长端利率债目前面临着向下空间不足，赔率较低的情况。若分别以逆回购利率和MLF利率作为长短端利率的基准，长端利率债的下行空间显著偏小。
- 目前国债现券利差及期货跨品种价差均处于历史偏低水平。相较于现券，期货做空更为便捷、交易成本更低，且目前TF-T和TS-T的价差所处分为水平都在15%下方，较现券价差更低，因此采用期货跨品种交易策略的性价比更优。



跨品种价差策略修复空间较大

	最新 (2023.4.6)	所处分位 (2020年至今)	2022年末	2022年三季度末	2022年二季度末
10Y-5Y	14.3	9.7%	19.6	18.6	15.1
10Y-3Y	33.5	32.1%	41.1	41.5	35.4
10Y-1Y	61.3	29.1%	70.0	87.0	83.6
5Y-3Y	19.1	67.1%	21.5	22.9	20.3
5Y-1Y	47.0	41.1%	50.4	68.4	68.5
2*TF-T	101.5	9.6%	101.7	102.2	102.3
4*TS-T	302.9	9.3%	303.3	303.6	303.8
2*TS-TF	100.7	47.9%	100.8	100.7	100.8

股指

IF

01

宽信用效果将显著增强，盈利筑底上行的置信度继续提高

02

2023年各板块业绩普遍上修，且估值匹配度良好

03

风险溢价仍有充足下行空间，A股依旧“便宜”

04

A股稳居全球优势资产地位，外资大规模净流入态势难改

05

国内中长线资金进场意愿增强，且潜在仓位提升比例大

06

从灵敏型资金动向看，市场整体乐观基调未变

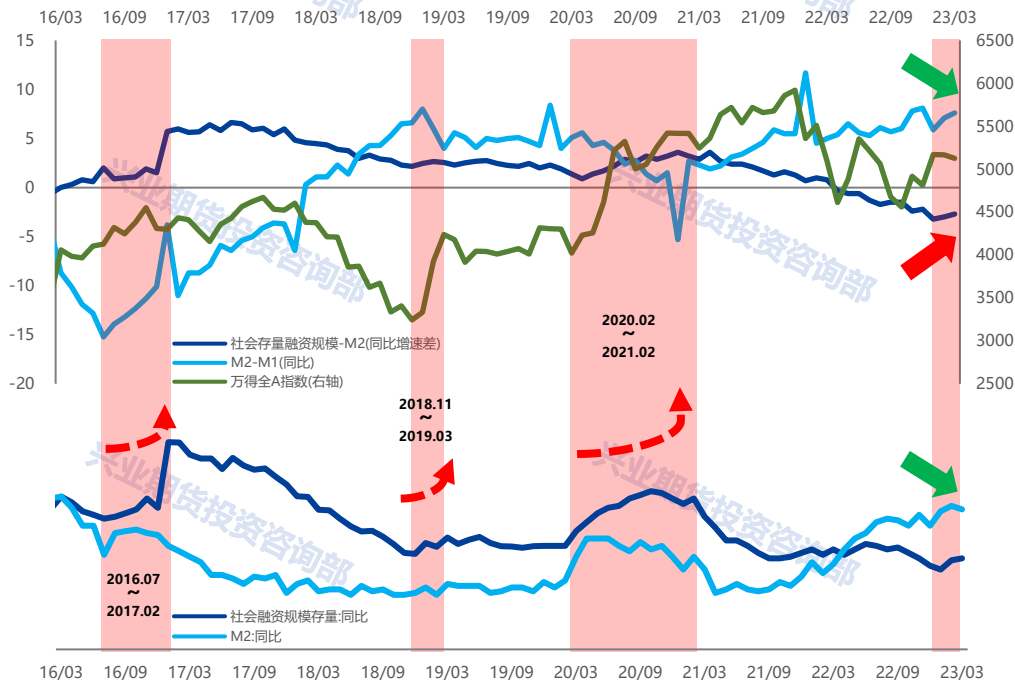
07

成长、价值股将均有表现，沪深300指数映射关联度最佳

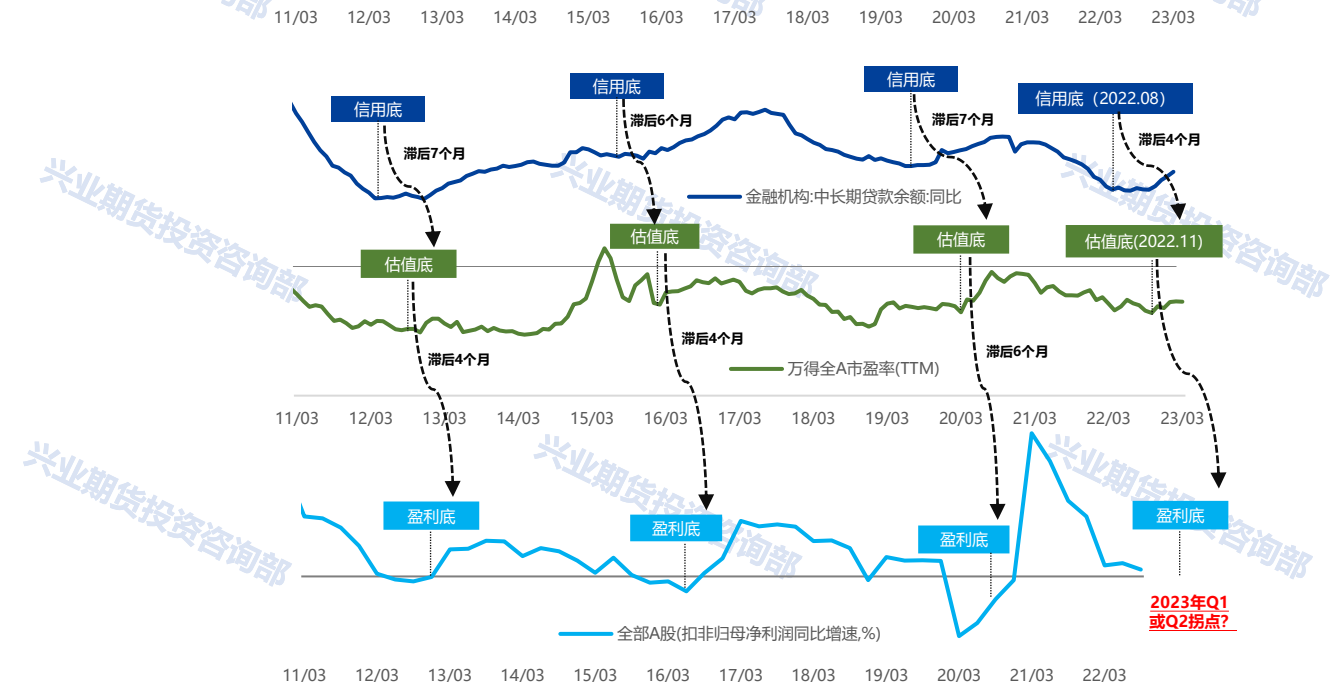
按最新的3月国内社融及信贷数据，其总量指标持续改善、但结构表现则不及预期，主要体现为M2-M1剪刀差仍处走阔态势、社融存量融资规模-M2增速则较为平缓，意味“宽信用”的效果有待进一步增强、实体经济需求端信心亦待继续提高。但从过往相关阶段看，预计上述两大相关指标差值将朝积极方向演化：一是基于复苏大势、相关托底刺激政策的确定性；二是基于统计特征的均值回归特征。

再从“信用底”、“估值底”、“盈利底”的时滞规律看，本轮其大概率将于2023年Q1或者Q2显现。而随着“宽信用”对实体经济的有效提振作用落地并深化，分子端业绩因素的驱涨动能亦将相应增强。

国内“货币-信用”周期及万得全A走势对比（截至2023年3月）



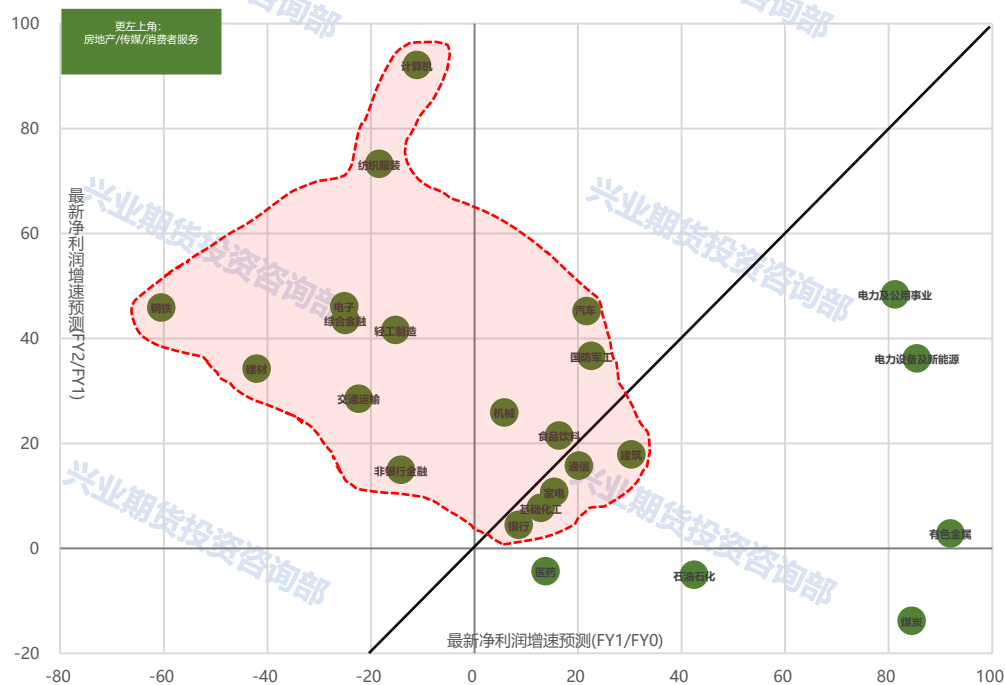
国内A股“信用底”、“估值底”及“盈利底”周期（截至2023年3月）



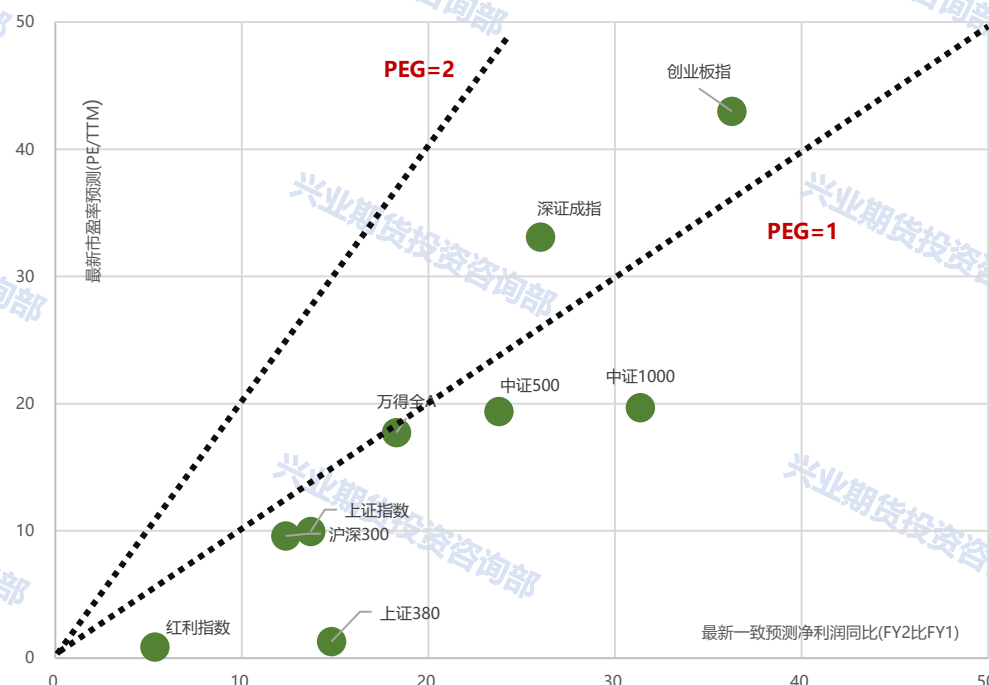
而结合最新的Wind一致性净利润增速预测数据，以中信一级行业为例，其业绩上修行业占比近73%，即业绩改善具有相当大的普遍性，亦是乐观预期的良好印证。（包括2023年业绩较2022年上修、2023年业绩较前1月上修，FY2对应2023年，FY1对应2022年。

再从A股主要指数最新PEG值看，多数 ≤ 1 ，亦表明其整体的盈利、估值匹配度良好，A股潜在的涨势节奏亦较为稳健。

中信一级行业近2个年度盈利增速预期变动情况（截至2023.4.14）



A股主要指数最新PEG值（截至2023.4.14）



- 当前A股的股债风险溢价值整体仍处高位。参照过往相应阶段的均值表现(即阶段1、阶段2和阶段3)，目前主要指数仍有20%左右的补涨空间，风险溢价值则有20%~50%的下行空间（阶段4，自2022年10月底起至今）。
- 故从大类资产配置性价比看，A股依旧“便宜”，潜在收益非常可观。

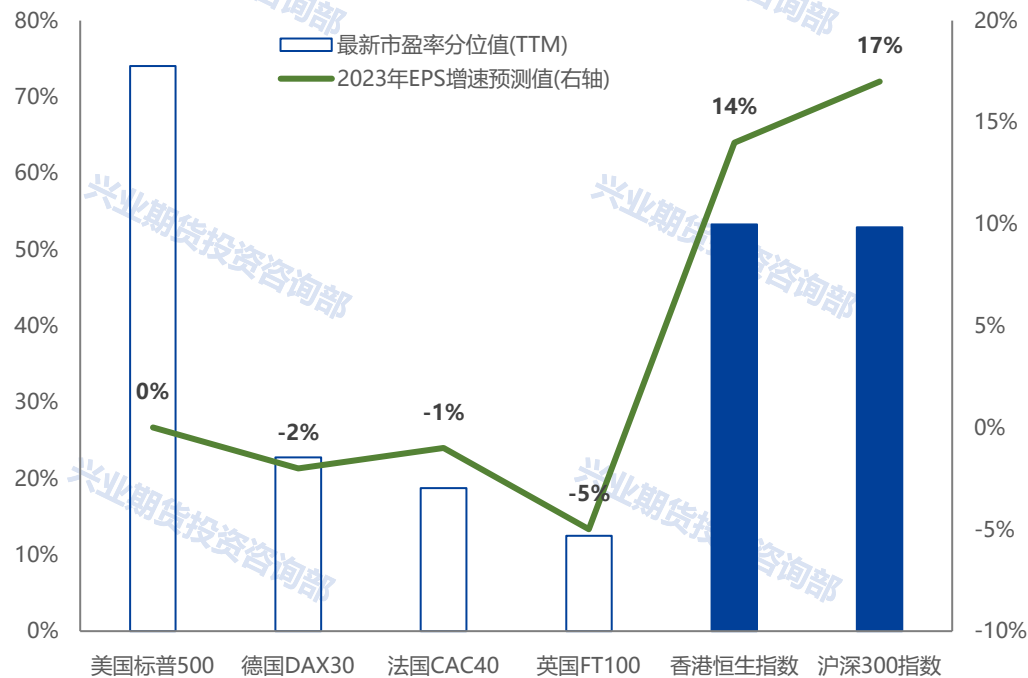
A股主要指数股债风险溢价值变动情况（截至2023.4.14）

时间		区间	持续天数	万得全A 涨跌幅	万得全A风险 溢价分位值变化	万得全A风险 溢价分位数	沪深300 涨跌幅	沪深300风险 溢价分位值变化	沪深300风险 溢价分位数	上证50 涨跌幅	上证50风险 溢价分位值变化	上证50风险 溢价分位数	中证500 涨跌幅	中证500风险 溢价分位值变化	中证500风险 溢价分位数	中证1000 涨跌幅	中证1000风险 溢价分位值变化	中证1000风险 溢价分位数
起始日	截止日																	
2016/1/29	2016/12/1	阶段1	307	27.8%	-50.8%	26.8%	21.0%	-59.3%	36.9%	23.2%	-58.6%	39.2%	21.1%	-18.6%	17.0%	22.6%	-12.7%	15.9%
2019/1/4	2019/4/19	阶段2	105	37.0%	-55.5%	44.4%	35.7%	-68.8%	30.4%	31.4%	-64.6%	31.8%	38.0%	-50.6%	48.5%	39.1%	-58.2%	40.8%
2020/4/2	2021/2/19	阶段3	323	40.8%	-91.0%	3.8%	54.7%	-95.3%	2.2%	47.6%	-98.6%	0.4%	30.2%	-31.7%	41.0%	17.9%	-30.9%	44.2%
2022/10/31	2023/4/14	阶段4	165	13.8%	-29.5%	66.3%	16.6%	-31.8%	68.2%	16.7%	-29.0%	71.0%	10.7%	-10.5%	73.0%	11.6%	-14.3%	79.8%
平均值			245	35.2%	-65.7%	25.0%	37.2%	-74.5%	23.2%	34.1%	-73.9%	23.8%	29.8%	-33.6%	35.5%	26.5%	-33.9%	33.6%

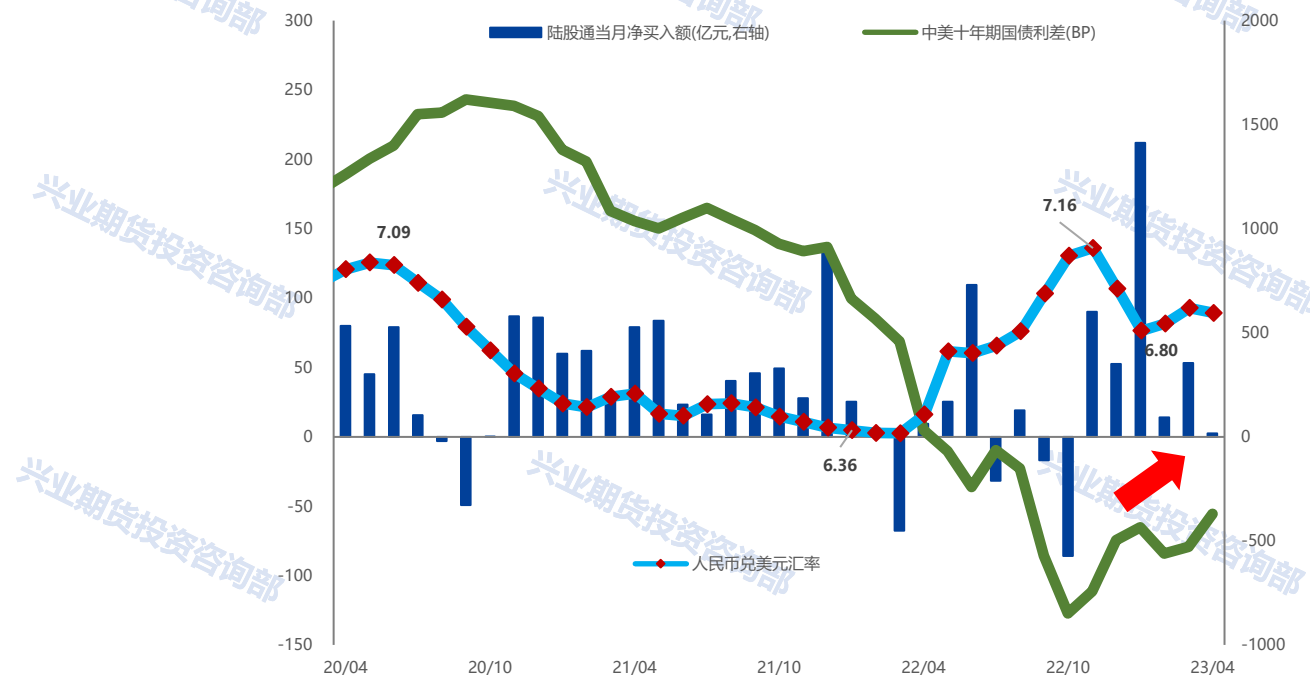
基于经典的股票定价模型： $\Delta P = \Delta EPS * \Delta PE$ ，其由盈利、估值两大因素所驱动，前者与基本面相关，后者则与情绪、无风险利率等相关。考虑“内强外弱”大势，以及国内稳健的经济、政策环境，中美国债利差缩窄、人民币汇率升值将是大概率事件，即人民币资产的配置和避险价值将进一步凸显。基于此：（1）从盈利看，2023年A股预期增速显著高于海外主要市场；（2）从估值看，A股亦有较大的提升空间，尤其当前处较合理水平、亦提供更佳的安全边际。

鉴于A股优势资产特征明确，预计2023年外资大规模净流入趋势难改，其依旧是重要的资金贡献者。

全球主要股指市盈率、EPS预测值比较（截至2023年4月上旬）

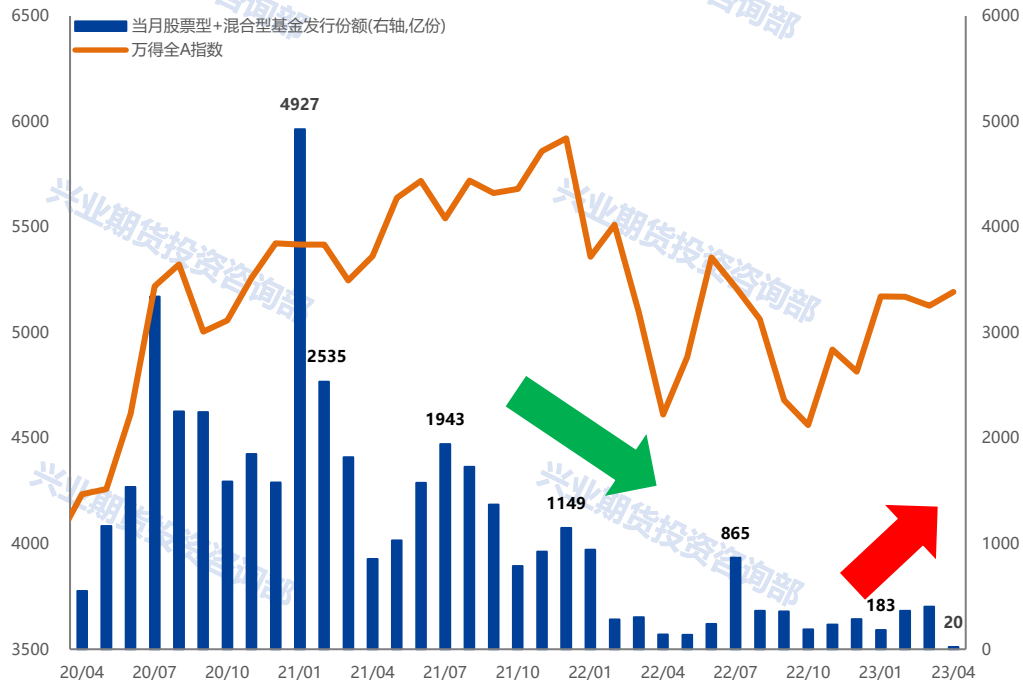


中美十债利差、人民币汇率及陆股通净流入额对比（截至2023年4月）

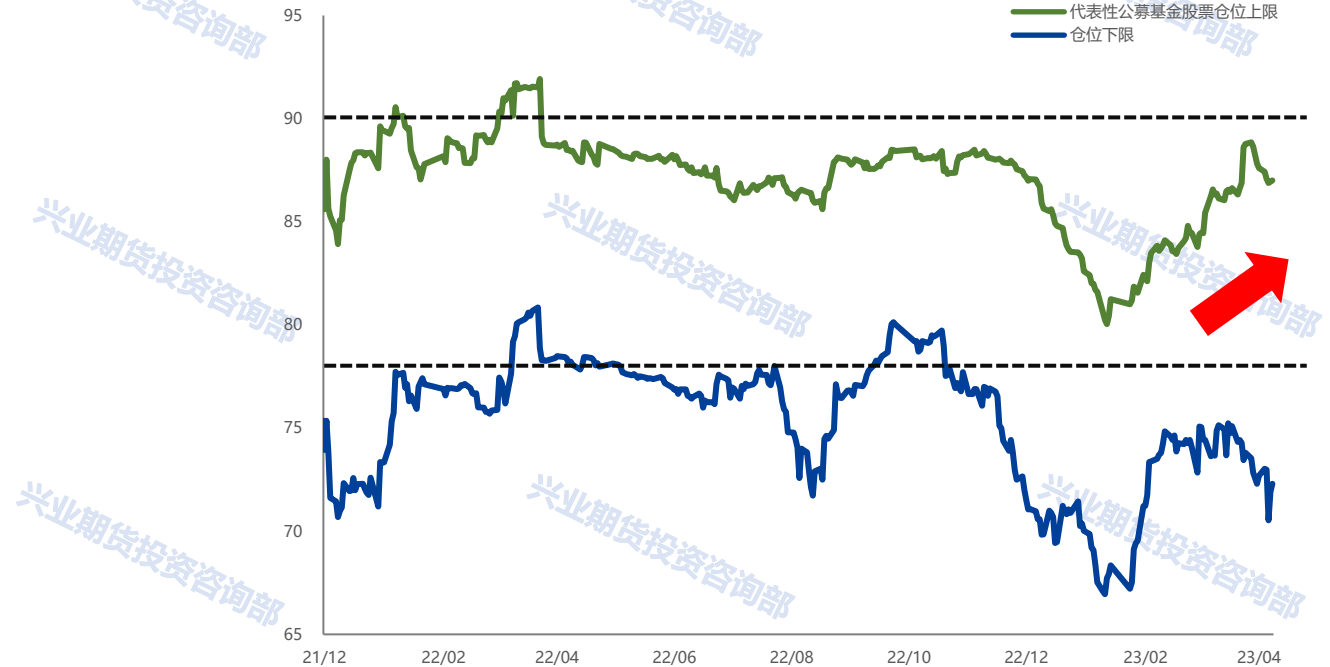


- 从2023年初以来的公募股基新发募集情况看、其呈较明显的边际改善状态，意味部分中长线机构资金已开始再度入场。而进入第2季度后，随相关利多因素验证，A股上行的胜率、赔率均将优于第1季度，其“赚钱效用”将显著增强，利于形成“股价上涨-资金进场”的正循环格局。
- 另从最新的公募偏股型基金总体仓位情况看、仍有较大的提升潜力，也表明A股亦存在充裕的资金容量空间。

公募股基募集情况、万得全A指数走势对比（截至2023.4.14）



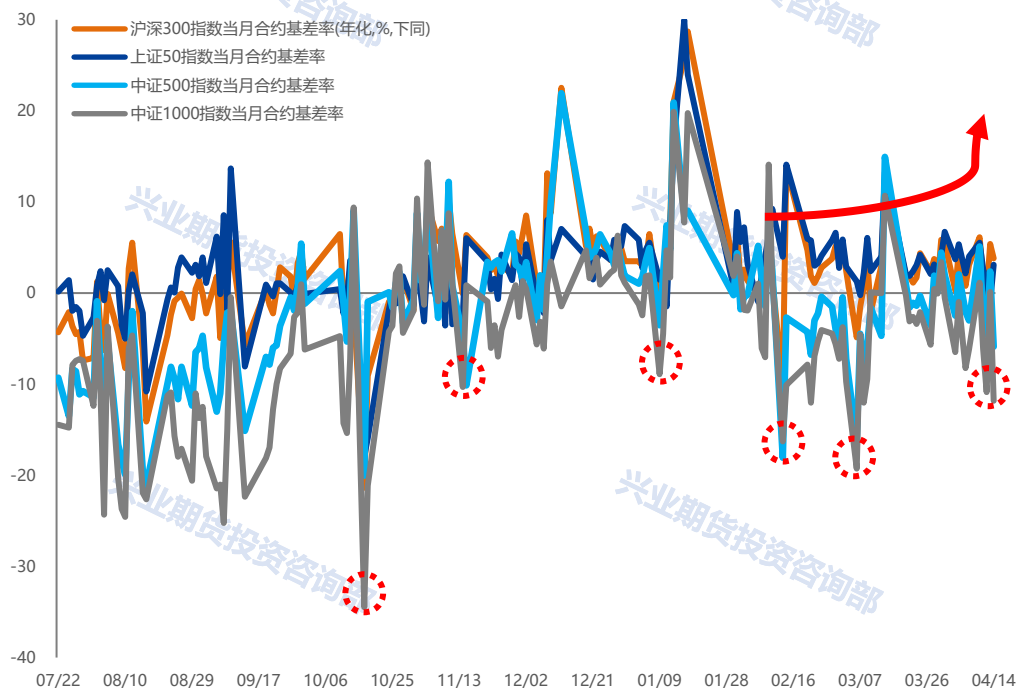
代表性基金公司公募股基仓位测算预估值（截至2023.4.14）



从A股主要股指期货基差走势看，自2023年初来总体维持正向结构，亦意味着市场情绪长期维持乐观状态。

再从A股融资余额情况看，亦呈持续走高态势，也表明市场交投热情逐步在增强。

A股主要股指期货基差率走势（当月合约，截至2023.4.14）



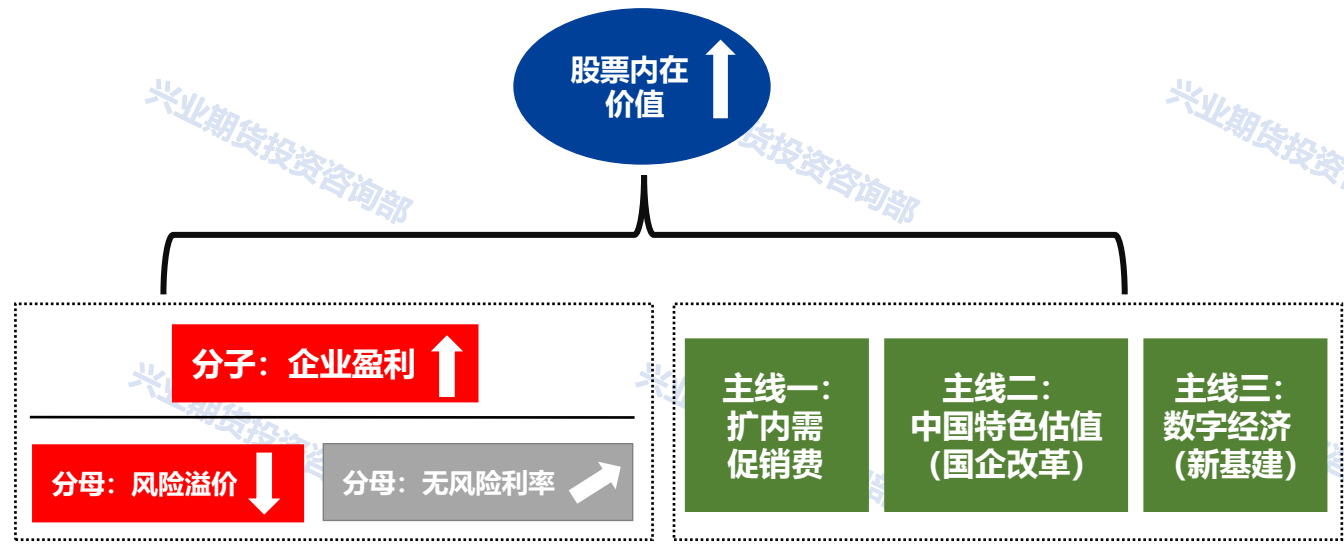
A股融资余额，及万得全A指数走势对比（2023.4.16）



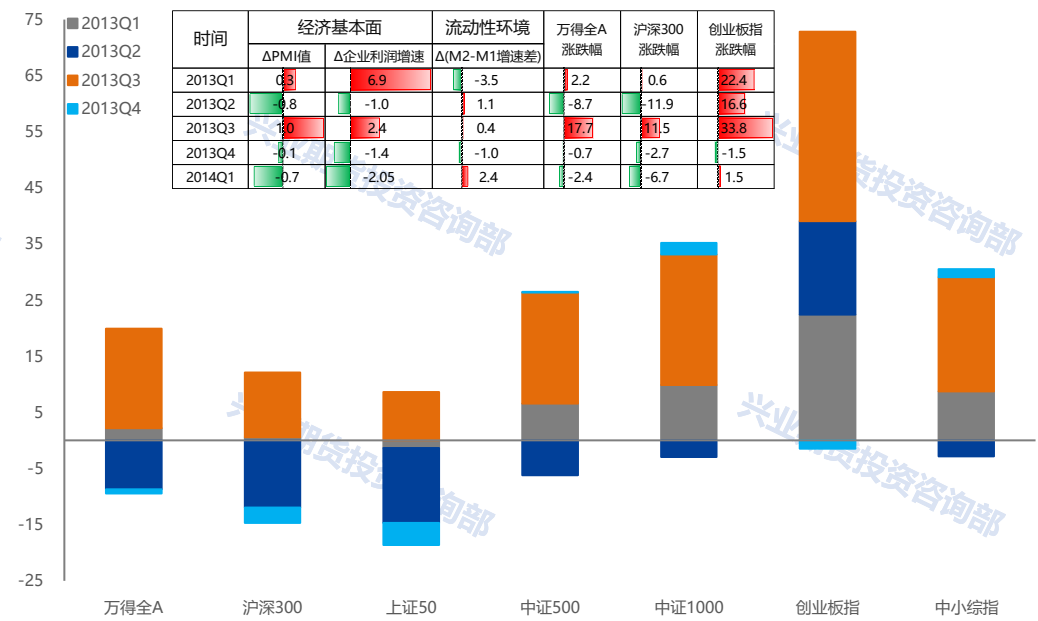
结合前文分析，分子端盈利因素正向影响将增强，分母端风险溢价则有充足下行空间、对应估值扩展。另无风险利率走向与基本面复苏强度高度相关、其走强所致的负面影响能为后者所消化。未来数月的大环境利多A股，而涨势主线则为：（1）内需回暖的相关顺周期板块；（2）中国特色估值体系深化的相关板块；（3）数字经济大举推进的相关板块。综合看，价值、成长风格均有机会。但需注意，当前阶段“数字经济”相关板块的泡沫化程度已大幅抬升、阶段性回撤压力显著加大，配置价值有所下降。

分析2023年各相关情况，其余2013年较为类似，即经济面弱势或温和修复（以PMI值、工业企业利润增速为代表）、流动性属中性或稳健状态（以M2-M1增速差为代表）。此环境下，以创业板指为代表的成长股全年表现占优，但在经济复苏程度最强的阶段（2013年Q3）、价值股亦有较佳表现。

2023年A股上行的核心驱涨因素、及映射板块



2013年A股主要指数表现归因分析

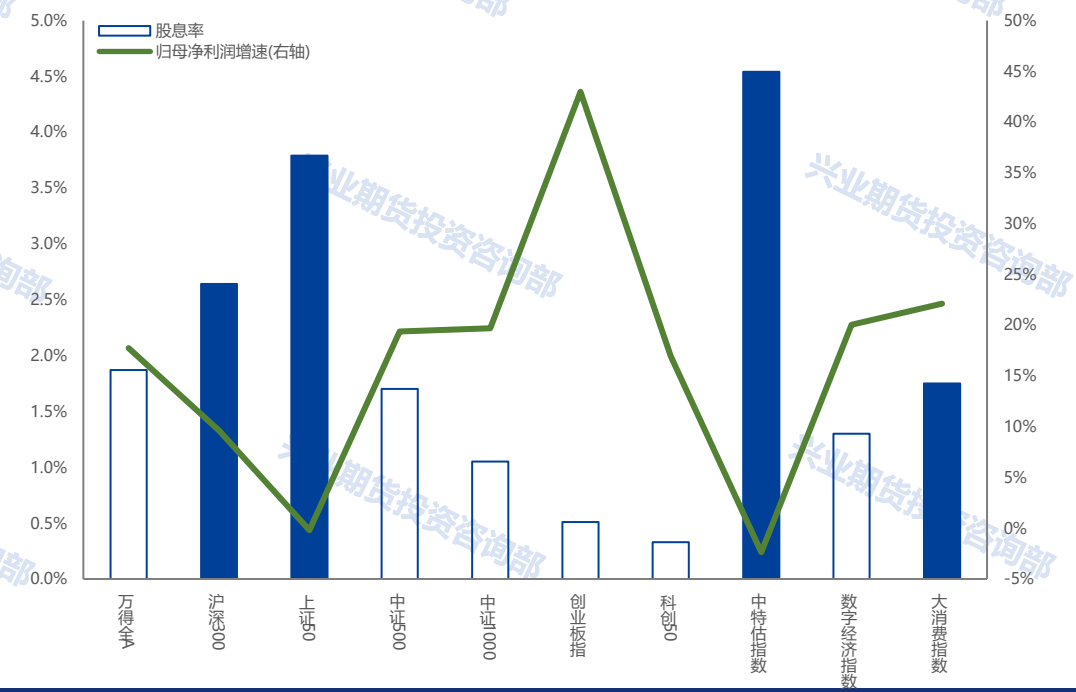


- 此外，中国特色估值体系（以下简称中特估）主线热点亦不容忽视。虽然其业绩增速相对有限、但相关成分股的高分红利于提升其股息率、以及ROE水平。按天风证券相关测算数据及结论，对于长期经营或投资，提高分红比率可降低对业绩增速的要求，即高分红水平下、较低的增速即可维持稳定的ROE。显然，上述中特估成分股多属于价值股（集中分布于建筑、军工、电信、电力及石化等行业），这也将提升价值股的配置需求。
- 综合看，考虑2023年Q2~Q3季度国内经济复苏斜率大概率将加大、对应顺周期的地产链、消费链行业更受益，且中特估主线关注度将持续提升，这均将提升价值股的性价比。

给定ROE水平下，不同分红比例、业绩增速的对应关系

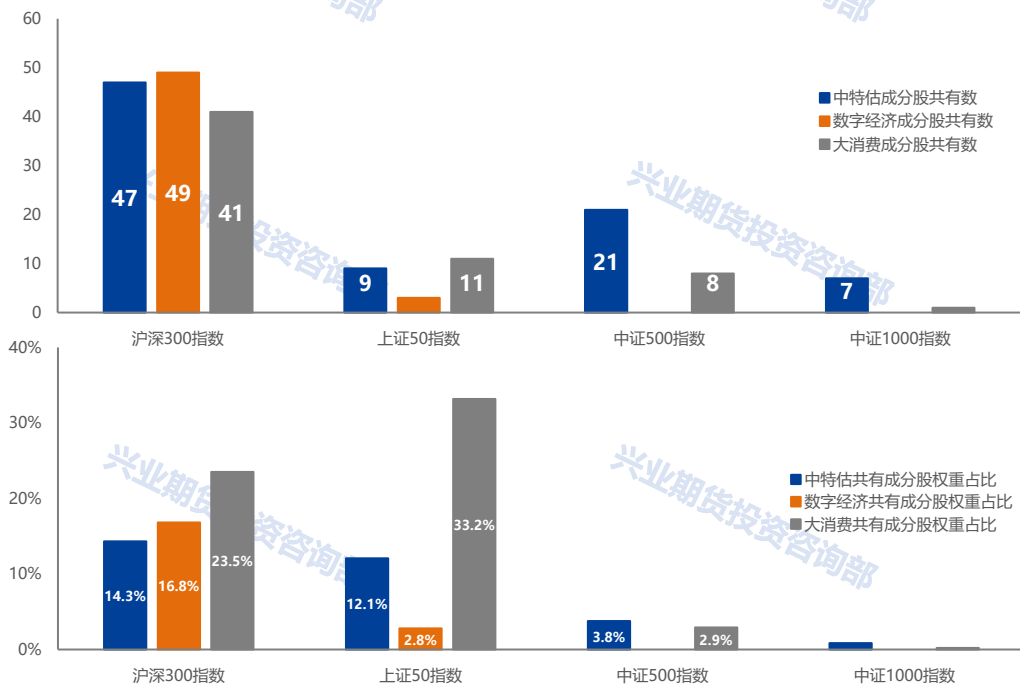
分红比率	ROE (=10%)	ROE (=15%)	ROE (=20%)	ROE (=25%)	ROE (=30%)
80%	1.0%	1.5%	2.0%	2.6%	3.1%
60%	4.2%	6.4%	8.7%	11.1%	13.6%
40%	6.4%	9.9%	13.6%	17.6%	22.0%
20%	8.7%	13.6%	19.0%	25.0%	31.6%
0%	11.1%	17.6%	25.0%	33.3%	42.9%

A股主要股指净利润预期增速、股息率（截至2023.4.14）



- 结合前文分析，大消费链、数字经济、中特估等板块驱涨动能最强。再从具体指数映射看，沪深300与上述板块的成分股共有数、权重占比均最高，即此二者的配置价值最高。
- 再考虑后市潜在的风格轮动情况，以近3个月为周期、可发现沪深300指数对各主要风格的映射关联度亦是最佳。
- 综合而言，无论从经济基本面、还是主题热点，以及量化统计特征看，在A股大势向上的预期下，沪深300指数依旧是最优的多头标的。

国内主要指数，与中特估、数字经济、大消费指数成分股重合度情况（截至2023.4.14）



A股主要指数相关系数情况（近3月，截至2023.4.14）

指数	沪深300	上证50	中证500	中证1000	创业板指	科创50	国证成长	国证价值
沪深300	1.00	0.88	0.45	0.30	0.89	0.08	0.93	0.16
上证50	0.88	1.00	0.06	0.00	0.86	-0.38	0.89	-0.11
中证500	0.45	0.06	1.00	0.93	0.19	0.52	0.35	0.61
中证1000	0.30	0.00	0.93	1.00	0.13	0.32	0.31	0.43
创业板指	0.89	0.86	0.19	0.13	1.00	-0.07	0.96	-0.27
科创50	0.08	-0.38	0.52	0.32	-0.07	1.00	-0.13	0.46
国证成长	0.16	-0.11	0.61	0.43	-0.27	0.46	1.00	-0.14
国证价值	0.93	0.89	0.35	0.31	0.96	-0.13	-0.14	1.00
总计	2.06	1.27	1.67	1.18	/	/	/	/

周期:日线 2023/01/16 - 2023/04/16



螺纹/铁矿

RB/I

01

钢厂复产超预期，供应增长压力逐步显现

02

终端需求持续性不佳，旺季剩余时间有限

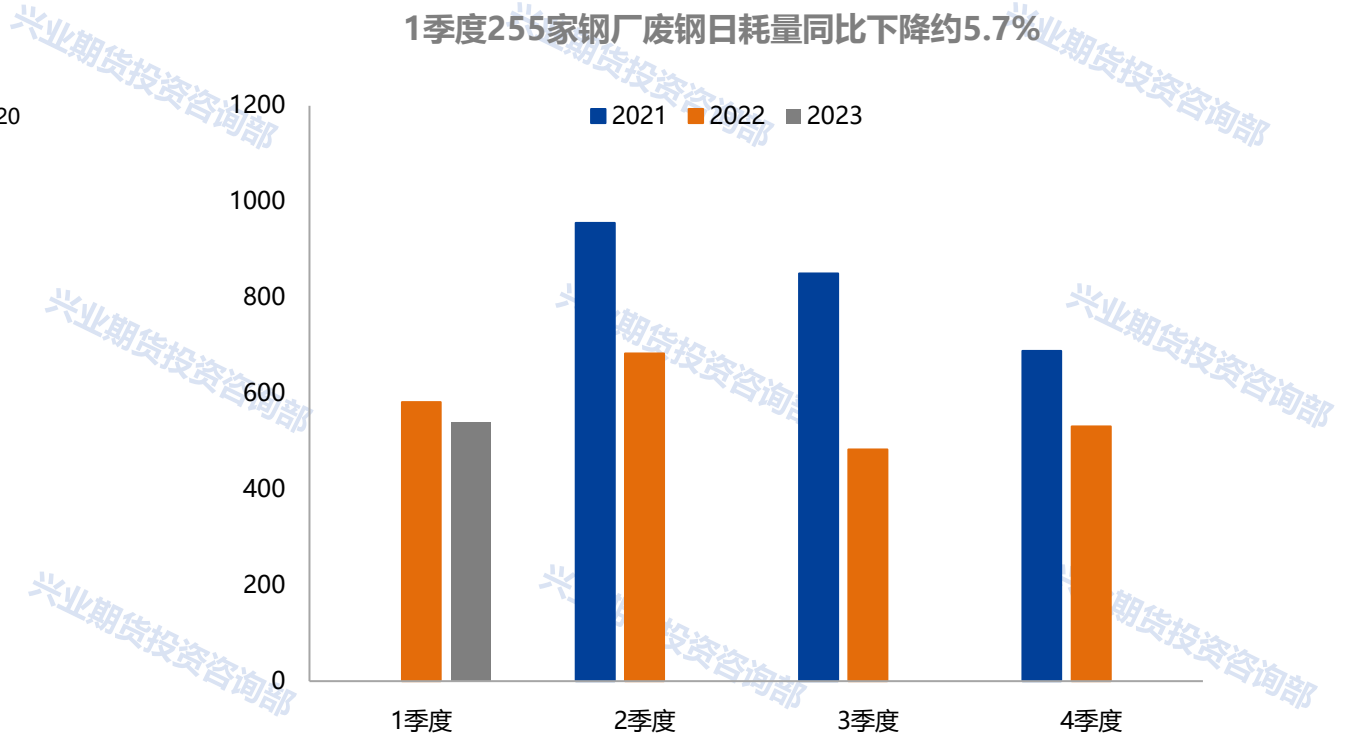
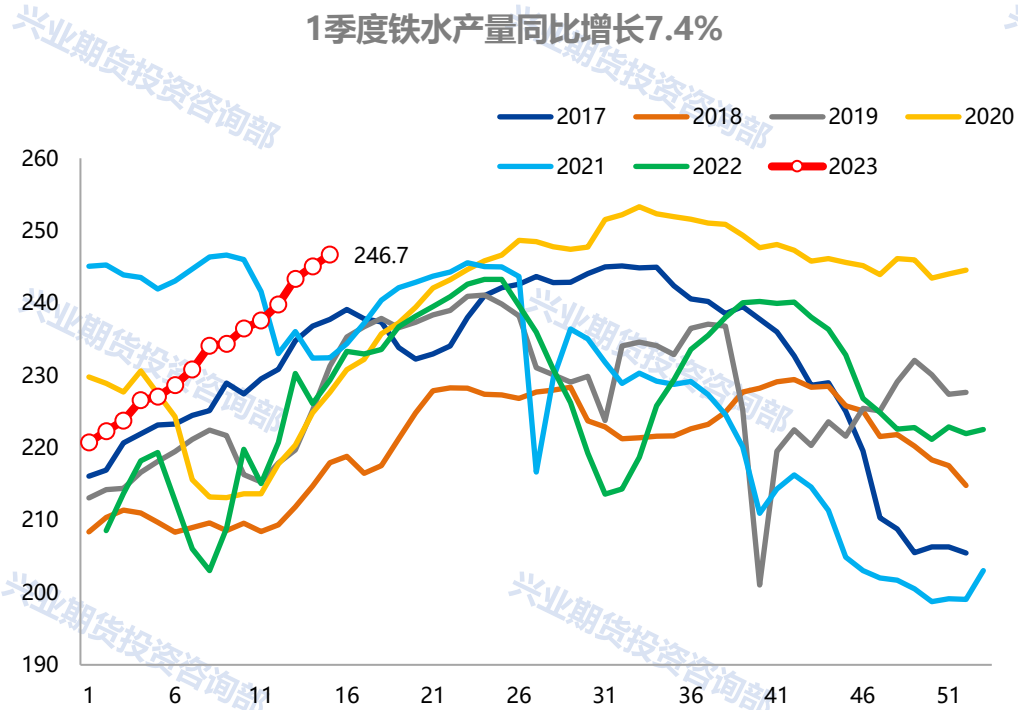
03

螺纹去库压力逐步显现，二季度减产预期增强

04

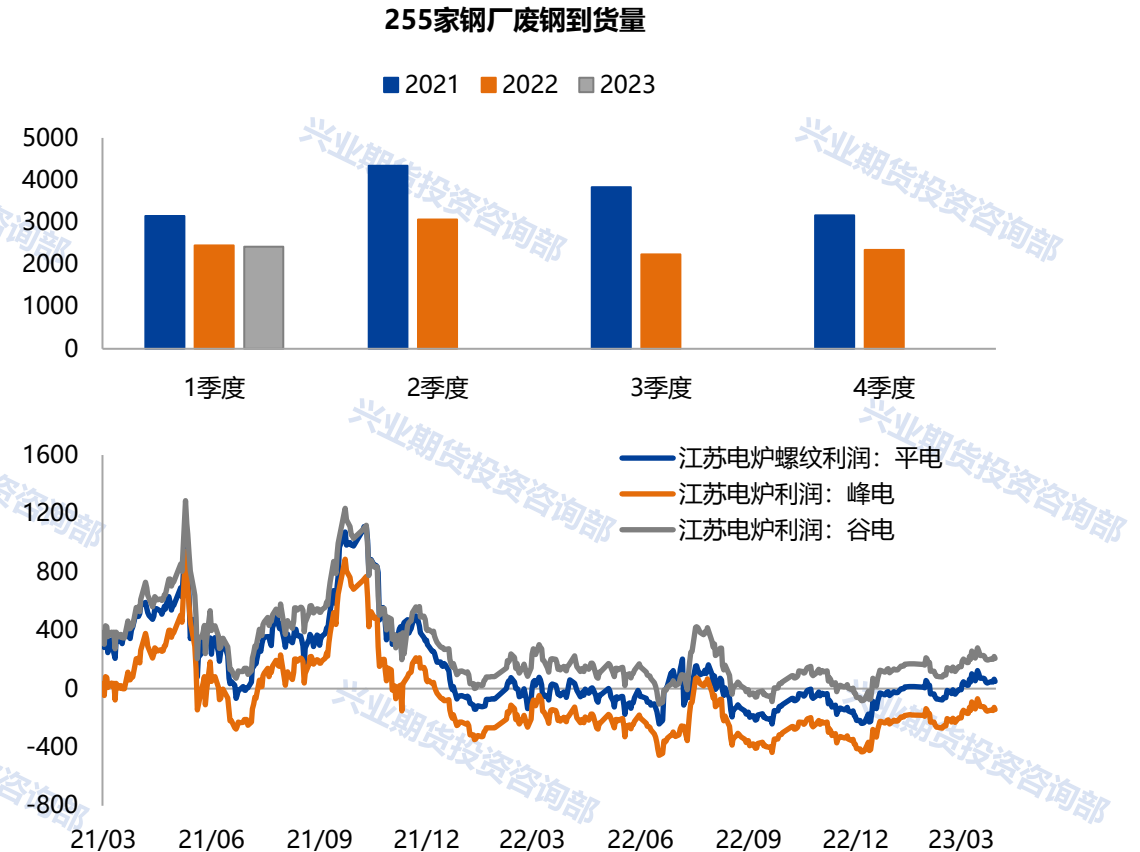
铁矿远月供应过剩压力较大，螺矿比有望走扩

1季度钢厂复产超预期，按照钢联和富宝样本口径统计的铁水和废钢消耗量看，1季度铁水产量同比增长约7.4%，255家钢厂废钢日耗量则同比下降7.2%，高炉增产完全对冲电炉复产影响，钢材供给同比实现正增长。若无外部限产约束，在当前钢厂盈利水平下，按照最新日均铁水产量线性外推计算，二季度铁水产量将同比再增3%，上半年仅高炉环节就会增产2000万吨左右。



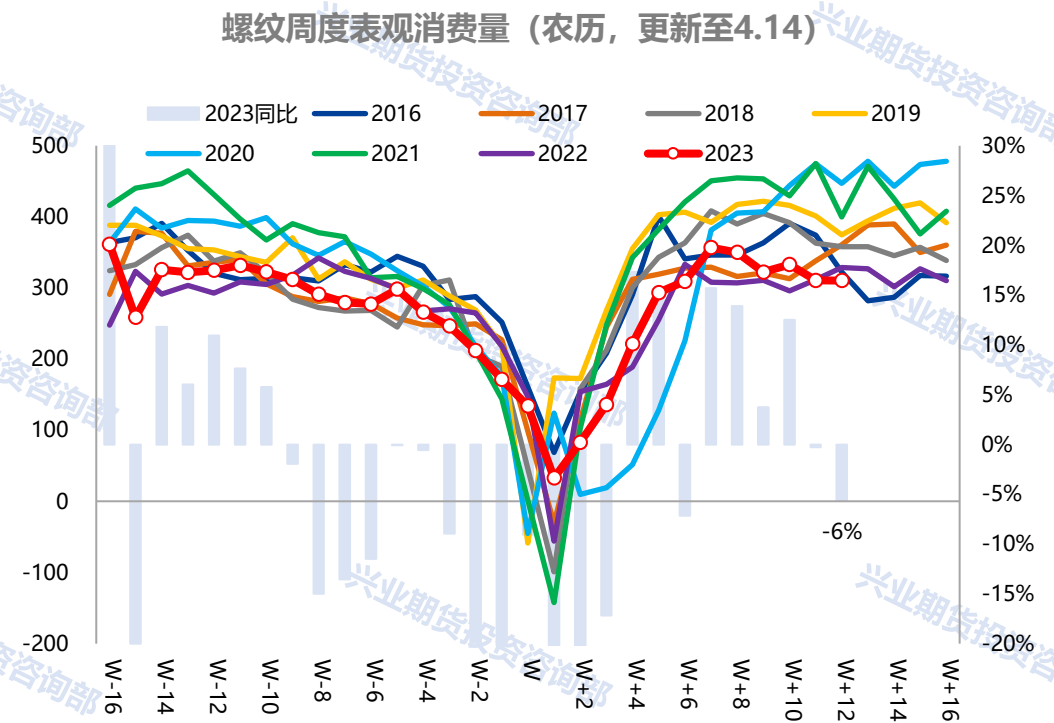
□ 并且，2023年国内废钢供给瓶颈松动，全年废钢供应有望回补1000万吨左右。虽然一季度电炉盈利整体较弱，叠加春节影响，钢厂废钢日耗量同比下滑，但富宝统计的255家钢厂废钢到货量降幅明显低于日耗，且钢厂及社会废钢库存总量较年初增加近120万吨。若无产量约束，供给增长的压力将继续积累。

项目	单位	2018	2019	2020	2021	2022	2023
国内粗钢产量	万吨	92,826	99,634	106,477	103,279	101,300	101,300
粗钢表观消费量	万吨	98,510	104,924	108,458	108,152	106,504	106,504
钢厂废钢收得率	%	4.80%	4.80%	4.70%	4.70%	4.60%	4.50%
钢厂自产废钢	万吨	4,456	4,782	5,004	4,854	4,660	4,559
废钢加工收得率	%	4.80%	4.80%	4.80%	4.80%	4.80%	4.80%
加工废钢	万吨	4,728	5,036	5,206	5,191	5,112	5,112
社会积蓄废钢	万吨	902,000	953,000	1,002,000	1,047,000	1,091,000	1,134,000
折旧率	%	1.50%	1.50%	1.50%	1.50%	1.20%	1.40%
社会折旧废钢	万吨	13530	14295	15030	15705	13092	15876
废钢资源量	万吨	22,714	24,114	25,240	25,750	22,864	25,547
转炉钢	万吨	83,683	89,488	95,431	92,228	92,183	91,170
	%	90%	90%	90%	90%	91%	90%
转炉废钢单耗	KG	152	168	168	167	167	169
转炉炼钢废钢消耗量	万吨	12,720	15,034	16,032	15,393	15,395	15,408
电炉钢	万吨	9,143	10,146	11,046	11,051	9,117	10,130
	%	10%	10%	10%	10%	9%	10%
电炉废钢单耗	KG	663	648	682	654	654	682
电炉炼钢废钢消耗量	万吨	6,062	6,575	7,533	7,227	5,963	6,909
炼钢废钢消耗	万吨	18,782	21,609	23,566	22,620	21,357	22,316
废钢总消耗（含铸造）	万吨	21,343	24,010	26,779	25,705	23,997	25,360
供给-消耗	万吨	1,371	104	-1,539	46	-1,133	187



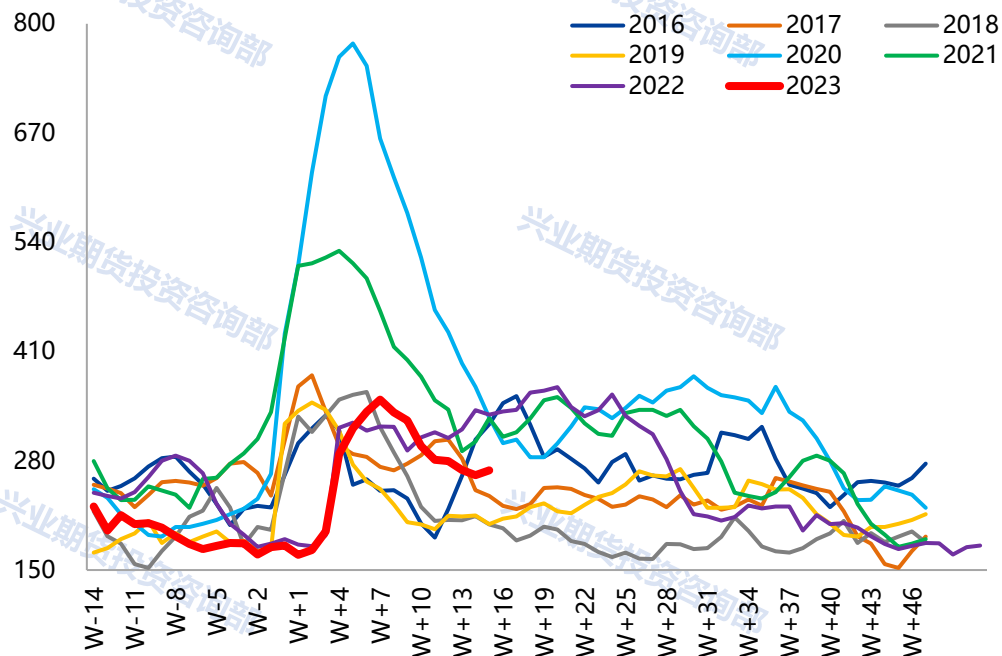
□ 与此同时，终端需求强度有限。全年基建投资增速前高后低，后续三个季度基建投资增速将有所回落，而2季度地产依然以存量项目为主，且受低拿地、低开工和高竣工的影响，今年施工增速也较难转正，对应上半年旺季需求强度受限。另外，从需求的季节性角度判断，2016年以来，除了疫情影响较为严重的2022年，其余年份螺纹钢周度表观消费量高点基本出现在4月或者5月初，剩余旺季需求爬坡的时间窗口也不多。

月	周	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
1月	1	345	247	269	300	303	314		212
	2	331	250	245	312	273	316	271	171
	3	284	227	304	289	218	299	265	134
	4	288		311	269	176	277	218	33
2月	5	252	-31	206	218	-45	211	148	83
	6		114	190	-59	124	144	-56	136
	7	69	245	173	10	154	222		
3月	8	154	312	-99	173	19	-142	165	294
	9	208	320	158	269	52	103	189	309
	10	291	328	213	356	128	248	256	357
	11	401	330	301	403	226	343	333	350
	12	341	316	343	407	381	382	308	322
4月	13	346	321	363	393	405	421	307	333
	14	347	313	409	418	407	451	311	311
	15	364	339	390	422	444	455	296	
	16	391	361	405	416	475	454	312	
5月	17	374	389	392	402	447	430	329	
	18	323	390	363	375	478	475	327	
	19	282	350	358	395	443	400	302	
	20	287	360	358	412	474	471	327	
	21	317	343	346	420	478	425	311	
	22	317	310	357	392	424	376	308	
6月	23	336	311	339	389	446	408	322	
	24	376	327	344	359	414	366	289	
	25	354	331	304	366	383	344	281	
	26	327	341	297	373	368	345	301	

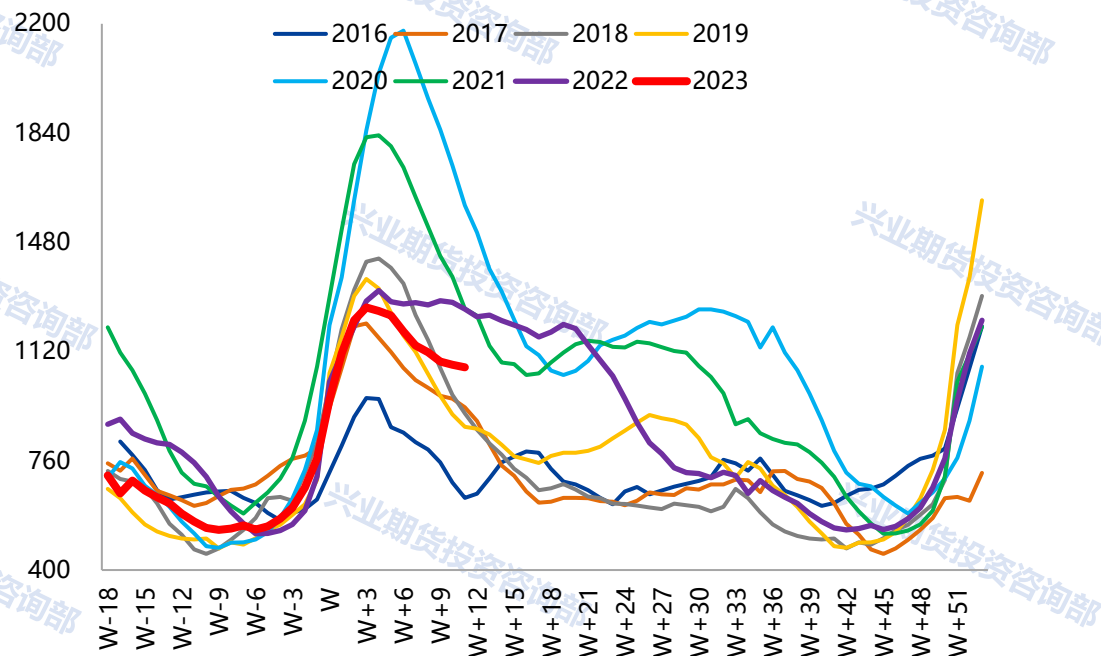


□ 由于供给的持续增长，而需求持续性的不佳，螺纹钢供需差逐步收敛，去库速度显著放缓，本周钢厂库存已开始转增。如若供给端再无约束，不排除淡季螺纹再度累库。基于此，我们认为二季度，钢厂要么会因亏损而主动减产，要么政府继续推出粗钢限产政策来约束钢厂生产。上周市场消息再传今年国内将继续落实粗钢产量平控的措施，以年初至今铁水产量同比增加的现实，以及废钢供给约束放松的预期推算，二季度铁水产量见顶后环比/同比逐步下滑的可能性较高。

螺纹钢钢厂库存（农历，更新至4.14）



螺纹钢钢厂+社会库存（农历，更新至4.14）

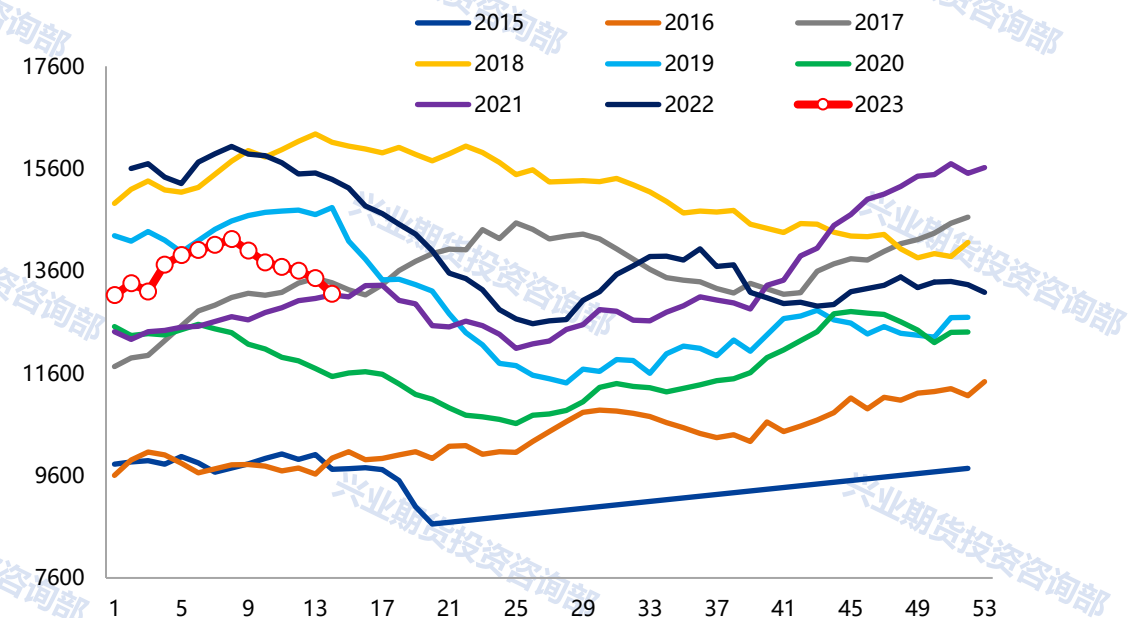


今年国内铁矿供需结构依然小幅过剩，若无钢厂限产，全年国内铁矿供应过剩1000万吨，若落实粗钢产量平控，国内铁矿供需过剩规模可能将达到2600万吨。春节后至二季度，铁矿供需节奏整体错位，港口处于去库阶段，初步估计二季度港口库存还将下降1000万吨至1.21亿吨附近。但是二季度铁水产量大概率将见顶后环比/同比逐步下降，外矿发运已逐渐抬升，二季度铁矿供需差将逐步收敛，及至三季度国内港口进口矿库存将重回累库。在此阶段，远月螺纹/铁矿比值有望得到修复，可介入买RB2310-卖I2309的套利组合。

铁矿石供需平衡表（更新至4.14）

铁矿石供需平衡表	2019	2020	2021	2022	2023.E
力拓	3.38	3.41	3.31	3.32	3.39
BHP	2.72	2.88	2.88	2.89	2.91
FMG	1.74	1.80	1.85	1.93	2.00
VALE	3.44	3.30	3.47	3.41	3.51
四大矿山	11.27	11.40	11.51	11.55	11.81
中国	2.64	2.71	2.63	2.60	2.66
其他	8.64	8.84	9.22	8.62	8.82
全球铁矿供应	22.55	22.95	23.37	22.76	23.28
海外生铁+直接还原铁	5.45	5.06	5.62	5.25	5.17
中国生铁	8.43	9.01	8.65	8.59	8.59
全球生铁	13.88	14.07	14.26	13.84	13.76
全球铁矿需求	22.21	22.51	22.62	22.40	22.23
全球：供应-需求	0.34	0.44	0.75	0.36	1.05
中国铁矿进口	10.69	11.70	11.24	11.07	11.41
中国铁矿供给	13.33	14.41	13.88	13.66	14.06
中国需求	13.49	14.41	13.63	14.00	13.96
中国：供给-需求	(0.16)	0.00	0.24	(0.34)	0.10

港口进口矿库存（更新至4.14）



玻璃

FG

01

地产竣工周期修复，将大幅提振浮法玻璃需求

02

浮法玻璃运行产能同比已下降超7%，产能收缩节奏有所放缓

03

浮法玻璃基本面改善，企业库存连续6周下降

04

浮法玻璃预期乐观，前多耐心轻仓持有

□ 浮法玻璃80%以上需求来自地产，主要用于房屋施工尾部环节，领先于房屋竣工节点。根据历史数据测算，浮法玻璃表观需求量（滚动4个季度）与滞后9个季度的地产新开工数据具有较高的拟合度，其中2022年出现了一定背离，主要源于房企资金链恶化后施工交付周期延迟的影响。2023年地产保交楼政策逐步落实到位，延期交付的需求回补，叠加前5年高开工积累的大量未交付项目，玻璃预期乐观。我们简单测算悲观/中性/乐观情形下，2023年玻璃需求同比-1.9%/+9.6%/+19.8%。

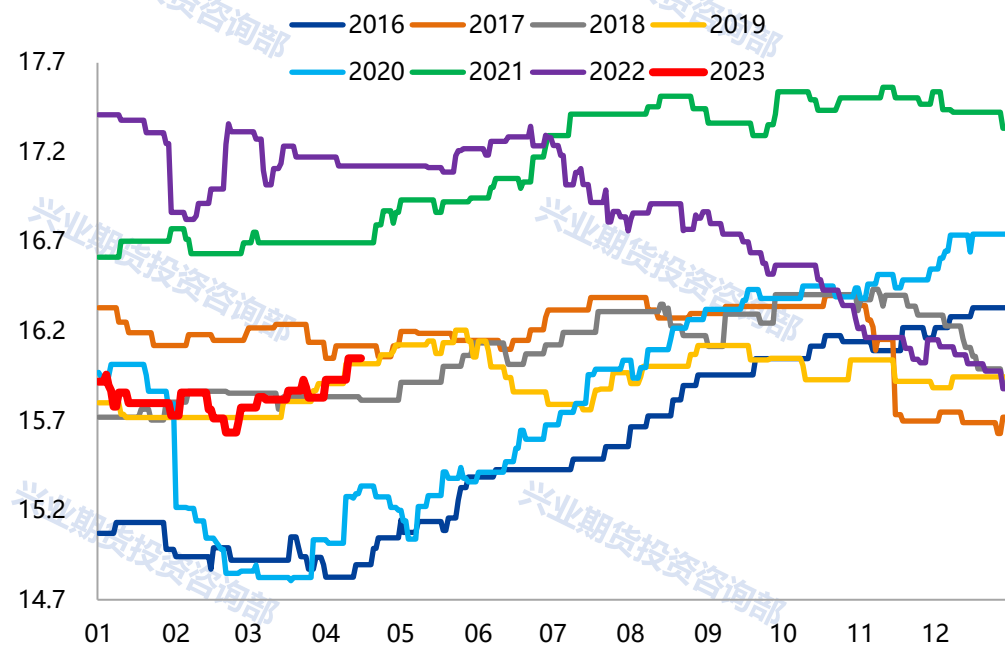
2023年浮法玻璃内需同比有望大幅增长

供需结构	2018	2019	2020	2021	2022	2023 (悲观)	2023 (中性)	2023 (乐观)
玻璃需求，内销量（估计） （滚动4个季度，万吨）	3,988	4,389	4,579	4,792	4,542	4,454	4,977	5,440
YOY		10.0%	4.3%	4.6%	-5.2%	-1.9%	9.6%	19.8%
房屋新开工面积，当季值 （滚动4个季度，滞后9个季度）	162,295	175,305	200,204	222,466	221,537	217,287	217,287	217,287
YOY		8.0%	14.2%	11.1%	-0.4%	-1.9%	-1.9%	-1.9%
玻璃滚动需求/房屋新开工面积 （滞后9个季度）	0.025	0.025	0.023	0.022	0.020	0.020	0.023	0.025

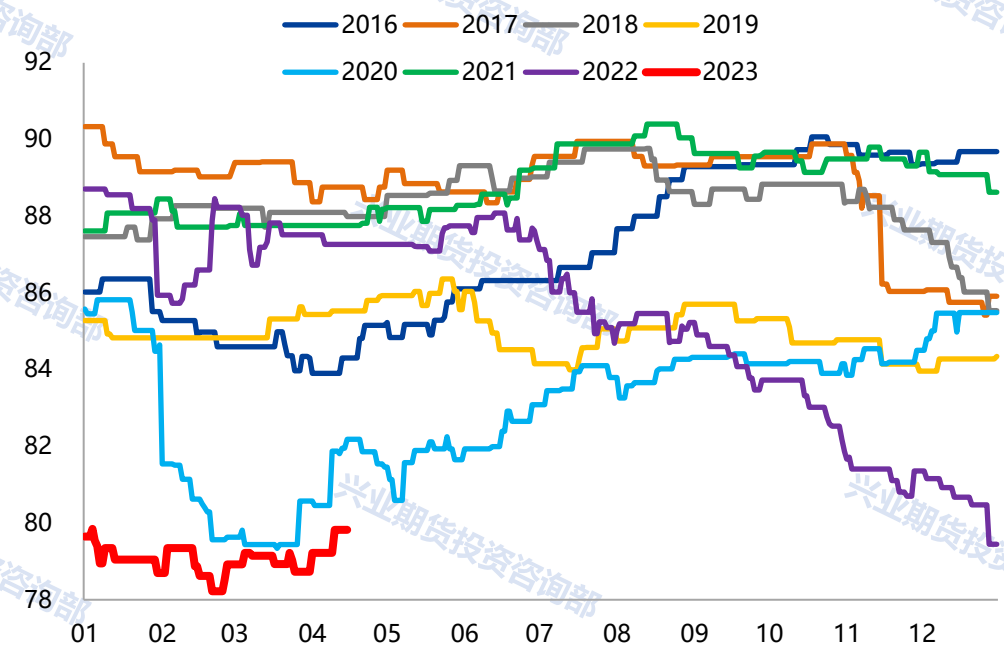


- 经过2022年下半年浮法玻璃大规模冷修，浮法玻璃运行产能已同比收缩7%，基本回到2018-2019年同期水平，且部分浮法玻璃运行产能已改产其他品种玻璃，浮法玻璃实际供给收缩幅度更大。因此伴随着地产竣工的改善，浮法玻璃需求将逐步回暖，有望推动生产企业保持去库。
- 今年浮法玻璃产能收缩节奏明显放缓。年初以来，浮法玻璃冷修产能合计5750t/d，复产及新建产能投产合计7200t/d，运行产能净增加1450t/d。主要原因在于煤炭等能源价格重心下移，以及3月以来下游补库需求释放，浮法玻璃价格及盈利环比逐步提高，导致前期部分冷修产线逐步复产，新增冷修产线数量明显减少。

浮法玻璃运行产能（日，更新至4.14）



浮法玻璃产能利用率（日，更新至4.14）





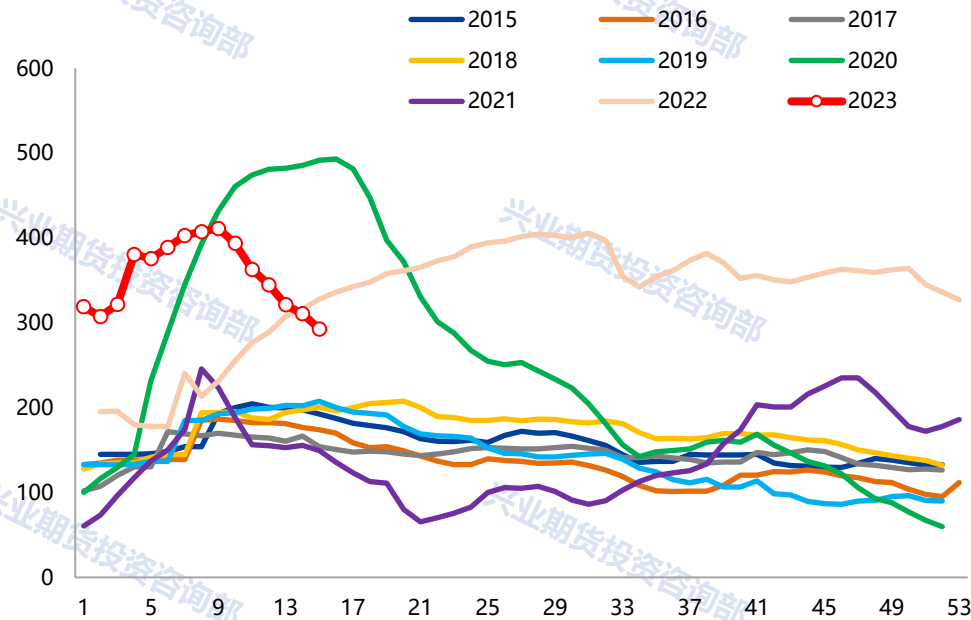
□ 根据我们统计的今年浮法玻璃冷修及复产/点火计划，二季度虽有少量产线将复产，但即使全部落实，浮法玻璃供给同比收缩的格局也并未改变，有利于帮助浮法玻璃库存进一步下降至正常水平。主要担心的是，随着浮法玻璃基本面的进一步改善，下半年浮法玻璃产线复产/点火是否会进一步增加，叠加基数的下降，浮法玻璃供给同比降幅将逐渐收敛，不排除四季度同比转正的可能。

计划	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	总计
点火+复产	600	1,800	2,200	2,200	2,600	2,250	500					10,450	19,200
点火			600	2,200	1,800	950						5,700	11,250
点火				2,200	1,800	950						3,300	8,250
点火：推迟			600										600
点火，未定												2,400	2,400
复产			600		800	1,300	500					4,750	7,950
复产					800	1,300	500					4,650	7,250
复产，推迟			600										600
复产，未定												100	100
减产	2,500	2,250	1,600	1,500	1,000					1,200	1,000	1,500	6,200
冷修				1,500	1,000						1,000	1,500	5,000
搬迁										1,200			1,200
净变化	-1,900	-450	600	700	1,600	2,250	500	0	0	-1,200	-1,000	8,950	13,000

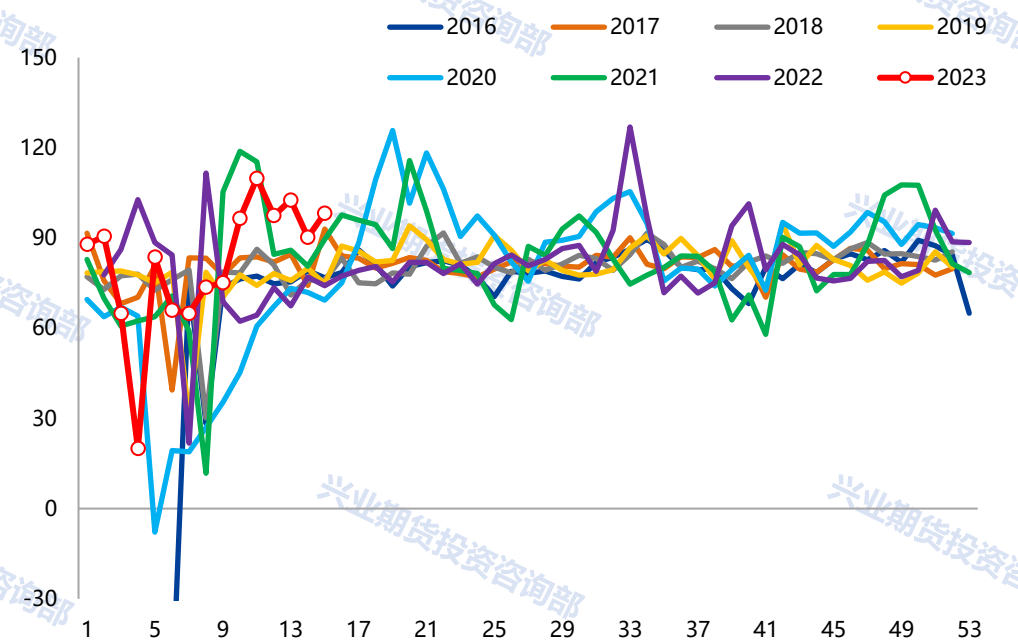
□ 3月以来，浮法玻璃供减续增，库存连续6周下降。截至本周五，浮法玻璃企业库存较高点累计下降28.8%，同比由增转降13%。

□ 展望二季度，短期，我们可以继续关注浮法玻璃深加工企业的订单恢复情况，这决定下游补库需求、以及浮法玻璃企业去库的持续性；长期，则持续追踪房地产竣工周期的修复力度，关注下周将公布一季度经济数据。

浮法玻璃企业库存 (更新至4.14)

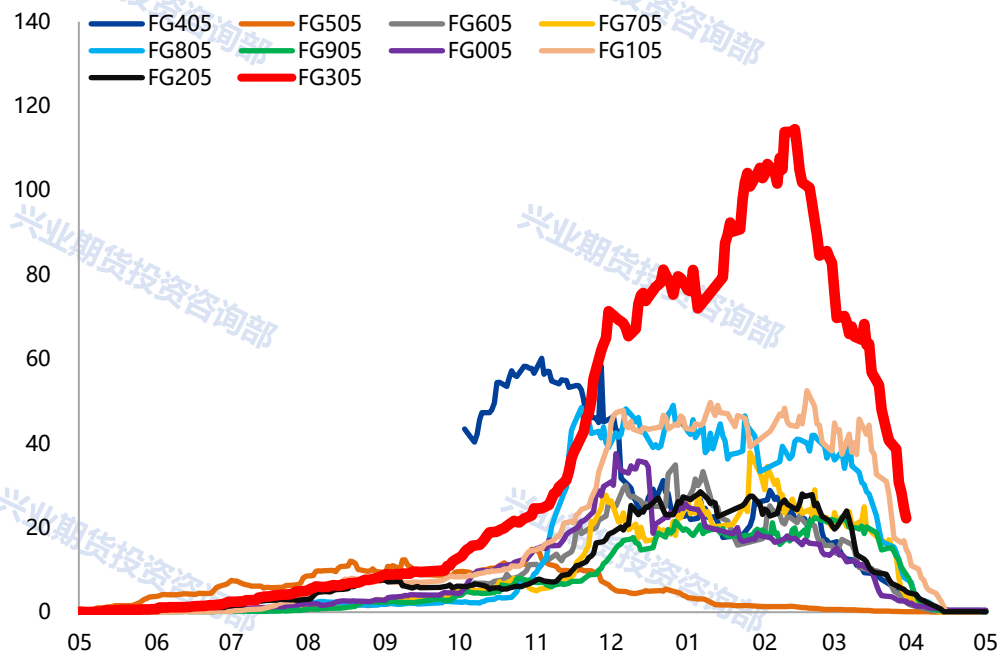


浮法玻璃出库量 (更新至4.14)

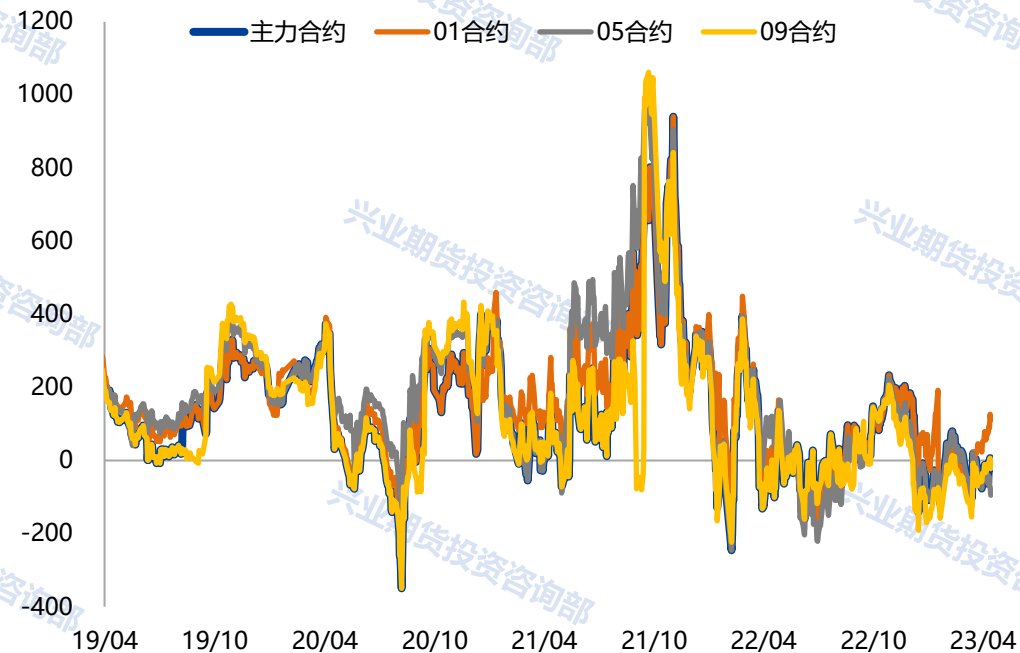


综合前文分析，浮法玻璃供给收缩速度虽已放缓，但同比显著下降，地产小周期有望筑底回升，竣工周期修复预期最强，全年浮法玻璃供需结构改善的驱动较为明确，去库有望持续至二季度末。建议玻璃前多耐心持有，并上调平仓线以保护盈利，谨慎者可择机将多单移仓至09合约。未来继续关注浮法玻璃深加工企业订单恢复情况，以及地产竣工周期修复强度。

玻璃05合约持仓量（更新至4.14）



玻璃基差（沙河最低交割品，更新至4.14）





甲醇

MA

01

检修增多产量锐减，各环节库存处于低位

02

海外产量增加至高位，煤价下跌形成利空

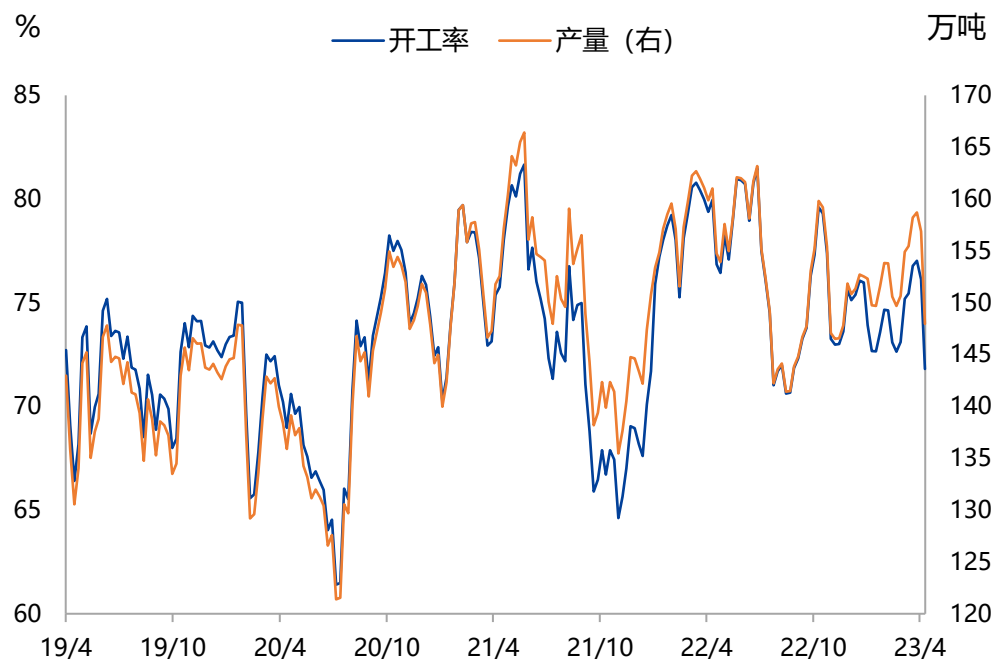
03

生产企业订单大幅回升，烯烃甲醇采购量减少

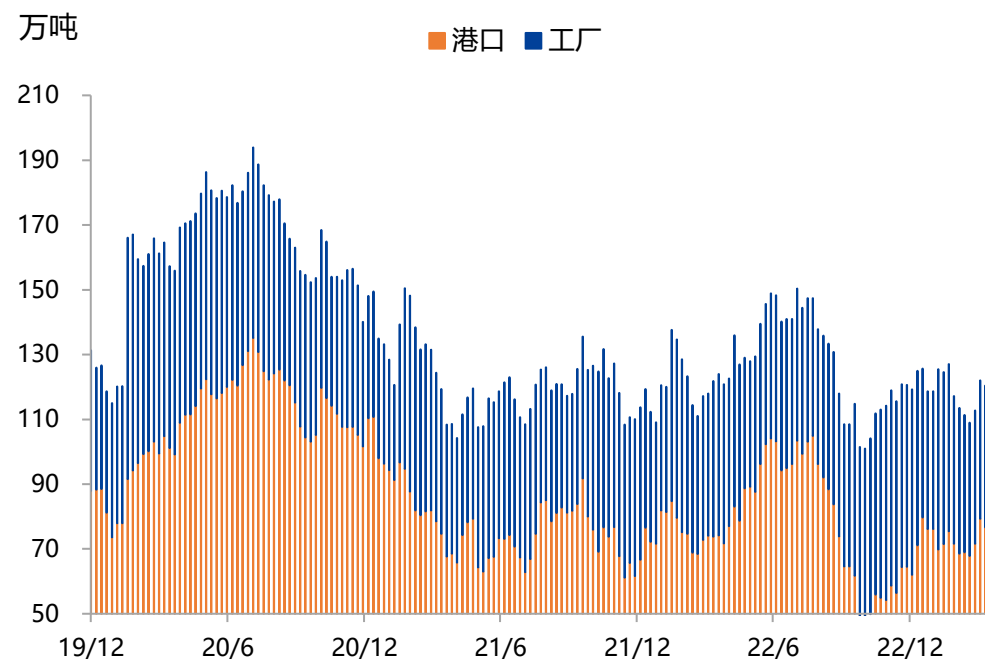
上周新增6套装置合计452万吨产能检修，开工率下降4.3%，产量下降万吨8.9万吨，二者均达到年内最低。下周预计新增340万吨检修产能，395万吨检修产能恢复，合计检修产能约为1200万吨，属于偏高水平，不过本月底半数检修装置将重启，5月检修力度大小的不确定性较高。

华东封航华南到港减少，上周港口库存减少9万吨，处于2019年至今15%分位。低价令出货好转，生产企业库存减少2.3万吨，处于29%分位。另外社会库存也下降至低位，甲醇上中游库存都处于偏低水平，虽无法提供利好作用，但也不会形成利空。

检修增多国内产量下滑 (截至2023.4.14)

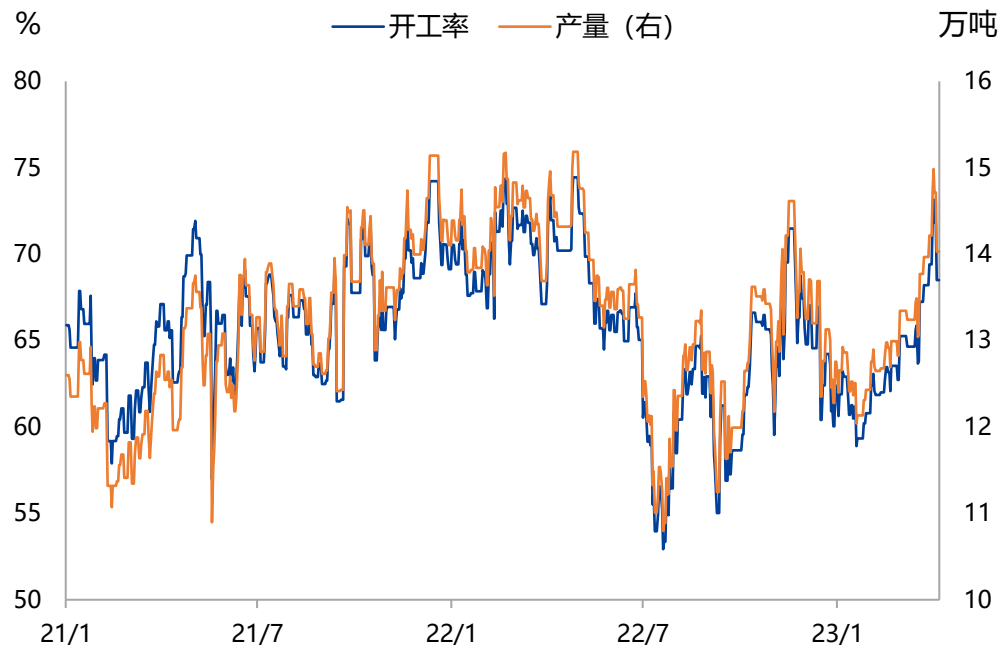


港口库存大幅减少 (截至2023.4.14)



- 上周尽管伊朗Marjan和马石油两套装置临时停车，海外甲醇产量进一步增长至102 (+2.7) 万吨，装置开工率提升至77.53% (+2.05%)，目前已经达到过去三年绝对高位。二季度海外甲醇装置预计稳定运行，我国甲醇进口量保持在105万吨以上，不利于沿海甲醇现货价格上涨。
- 3月我国煤炭进口量同比增加151%，环比增加41%，煤炭供应充足叠加需求下滑，未来煤价仍有下跌空间，甲醇价格也受拖累。另外煤制甲醇利润扩大会直接引发甲醇装置开工率上升，供应增长也将形成利空。

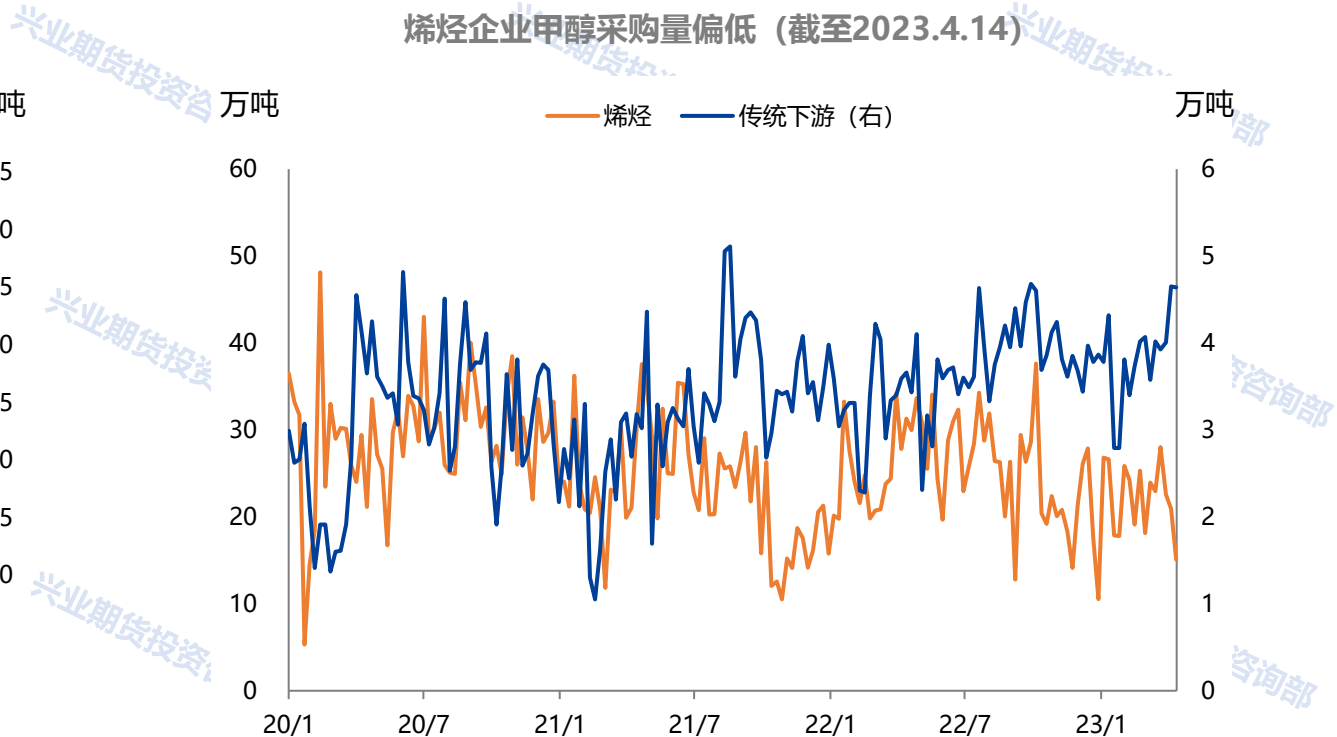
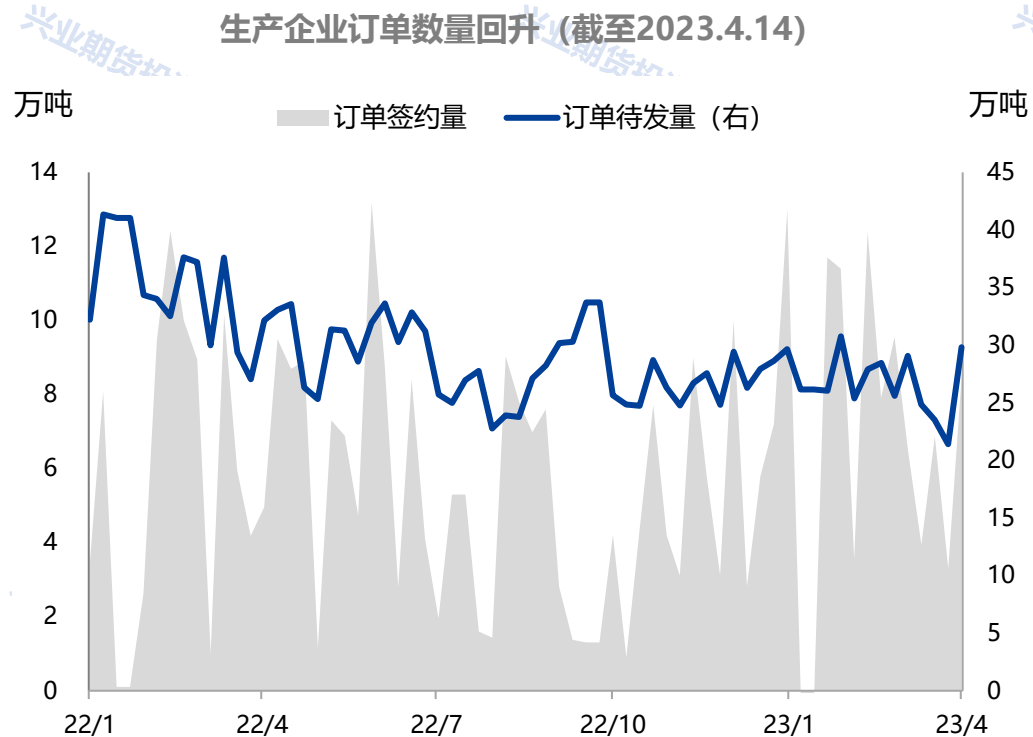
海外产量加速增长 (截至2023.4.14)



煤制甲醇利润回升 (截至2023.4.14)



- 上周西北生产企业订单签约量和订单待发量显著增长，反映出需求回暖的现象，目前看主要原因是甲醇价格下跌引发的集中采购，属于阶段性需求爆发，需求暂时不存在实质性利好，甲醛、二甲醚等传统下游装置面临集中检修。
- 由于亏损问题，甲醇制烯烃装置开工率始终维持在中等水平，对原料甲醇的采购量逐步减少。其他传统下游的甲醇采购量虽然提升至去年7月以来最高，不过由于绝对量不足5万吨，单周的数据不具备说明作用，关注下周的情况。



棉花-PTA

CF-TA

01

种植成本叠加政策影响，新年度棉花供应趋紧方向明确

02

PX实际产量减幅或不及预期，成本端利多驱动有限

03

PTA开工回升至较高水平，总供应预计宽松

04

纺织需求预期偏强，而实际需求恢复仍待确认

- 据统计新疆棉花种植成本较过去五年均值大幅提升约50%，因此受到棉花种植成本大幅上升、种植结构调整等多因素影响之下，2023/24年度新疆植棉意向面积同比下降。此外因北半球进入新年度棉花种植生长期，天气扰动因素影响逐步加大。
- 政策方面，4月14日国家发改委深夜发布新年度棉花目标价格政策实施措施，政策强调次宜棉区退出从引导到积极推进等措施。政策的明确进一步降低天气的容错率，放大棉花种植期生长期供应端影响的权重。新年度棉花供应趋紧方向明确。

国内棉花种植成本全方位大幅提升

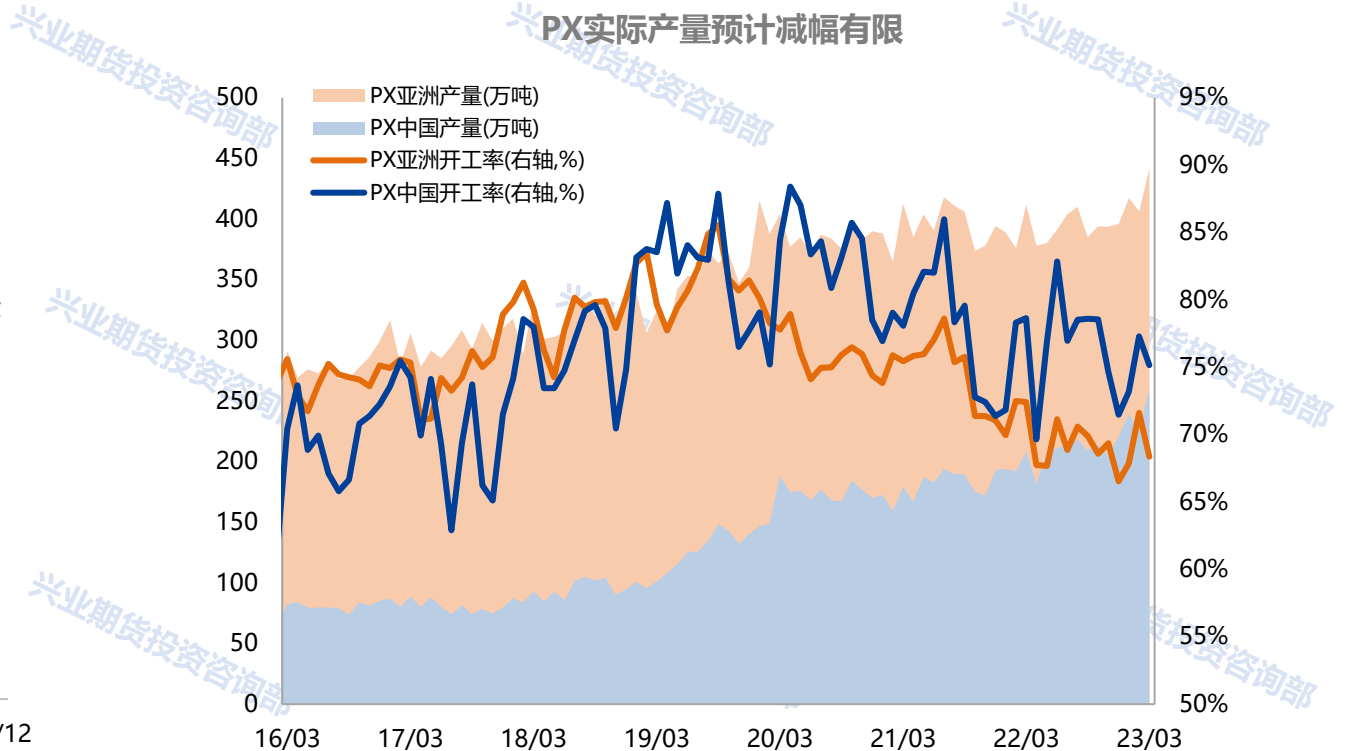
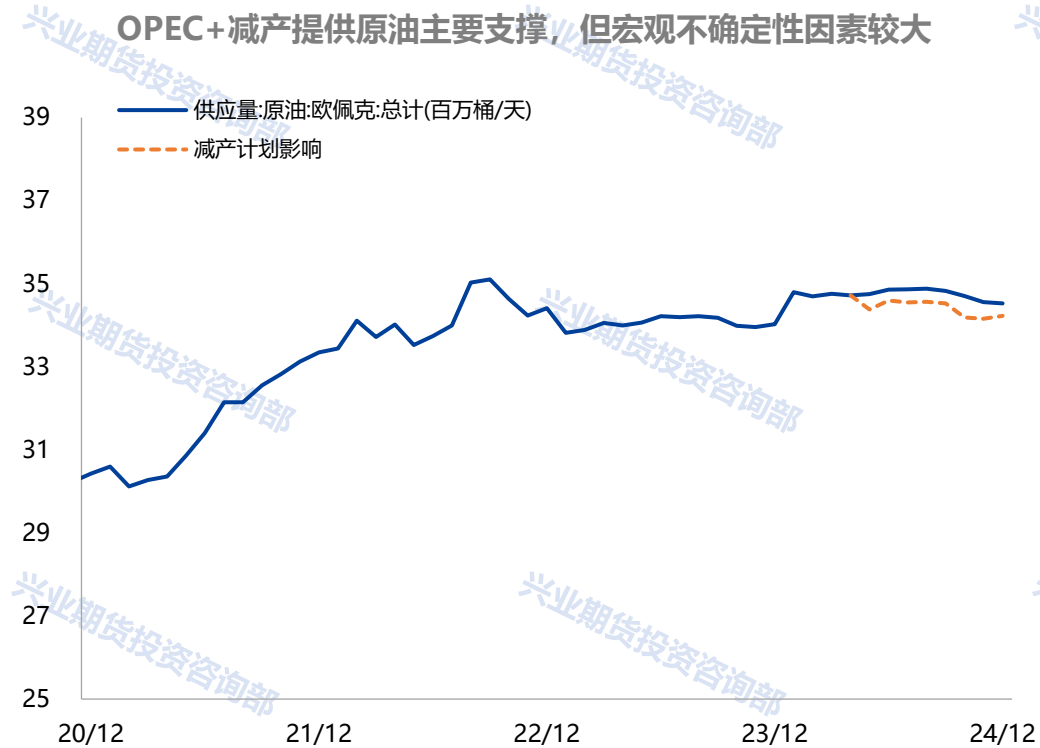
新年度棉花目标价格政策方向总体利多

元/亩	内地		新疆地方				新疆兵团	
	手摘棉	相比5年均值	手摘棉	相比5年均值	机采棉	相比5年均值	机采棉	相比5年均值
租地植棉总成本	1622	+24.81%	3496	+42.93%	2755	+56.29%	2981	+48.28%
自有土地植棉总成本	1041	+27.23%	2336	+20.94%	1595	+27.78%	1781	+19.05%
土地成本(租地费用)	571	+18.56%	1160	+125.51%	1160	+125.42%	1200	+133.28%
生产总成本	648	+29.03%	926	+33.47%	926	+33.47%	1048	+24.52%
其中：棉种	71	+25.44%	64	+11.11%	64	+11.11%	56	+14.75%
地膜	47	+23.04%	65	+11.30%	65	+11.30%	121	+4.13%
农药	129	+19.00%	126	+31.25%	126	+31.25%	149	+95.54%
化肥	308	+40.90%	448	+55.77%	448	+55.77%	464	+27.54%
水电费	93	+14.81%	223	+14.83%	223	+14.83%	257	+8.35%
人工总成本	217	+26.60%	1149	+12.01%	169	+17.36%	155	+30.47%
其中：田间管理费	151	+23.77%	169	+17.04%	169	+17.36%	155	+30.47%
灌溉/滴灌人工费	66	+33.60%	98	+53.13%	-	-	-	-
拾花用工费	-	-	882	+7.96%	-	-	-	-
机械作业总成本	86	+18.78%	181	+10.10%	420	+17.32%	457	+7.68%
其中：机械拾花费	-	-	-	-	239	+23.83%	242	+21.61%
其他成本	90	+24.31%	80	+67.36%	80	+52.67%	121	+8.62%

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

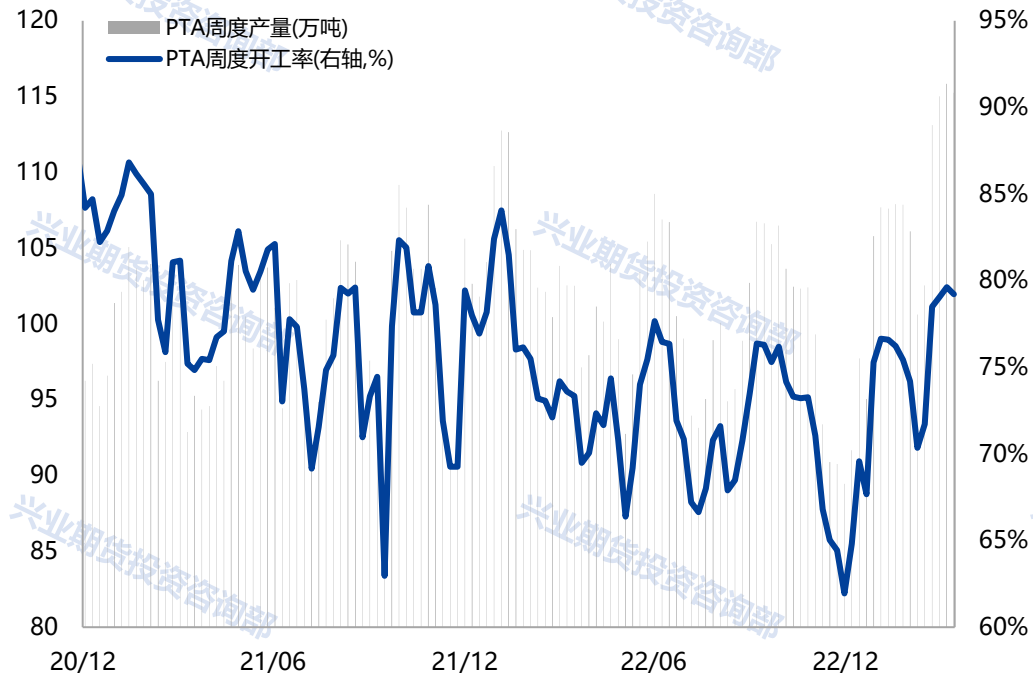
□ PTA成本端，原油方面，受OPEC+减产影响，原油价格低位反弹至一季度价格区间上沿，但目前宏观不确定性因素扰动市场情绪，预计成本端对下游能化品驱动有限。

□ PX方面，4-5月亚洲PX检修规模扩张，国内PX开工率也处于5年同期最低，供应量并不宽松。但据实际产量看，因过去三年国内产能大幅扩张，PX月度产量仍创新高，因此即使4-5月检修规模扩大，PX实际产量减幅或也有限，对PTA价格利多驱动有限。



3月以来，PTA周度开工率从70%回升至约80%，截至4月14日，周度产量115.26万吨创数年历史新高；新增产能方面，预计二季度出现较多新增产能，包括恒力石化惠州及嘉通能源共计500万吨。预计PTA总体供需格局趋于宽松。

3月以来PTA供应回升至较高水平



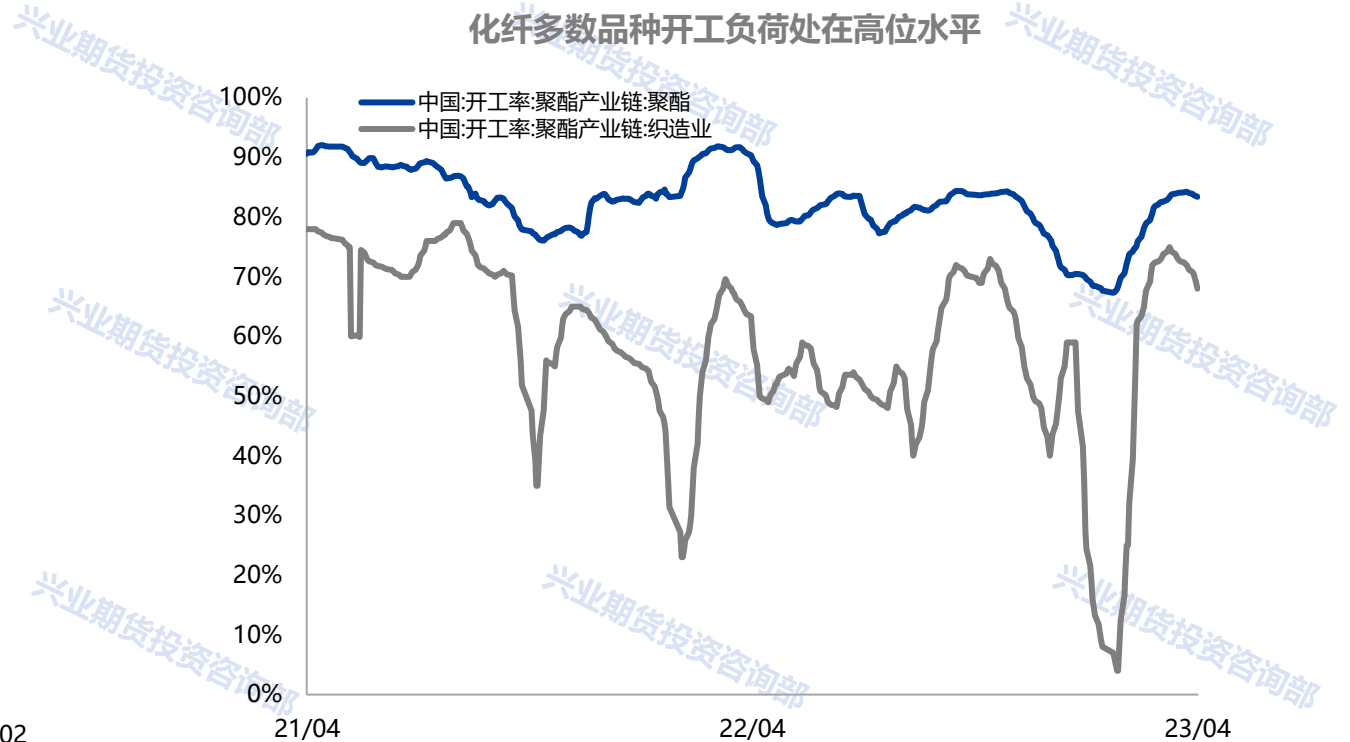
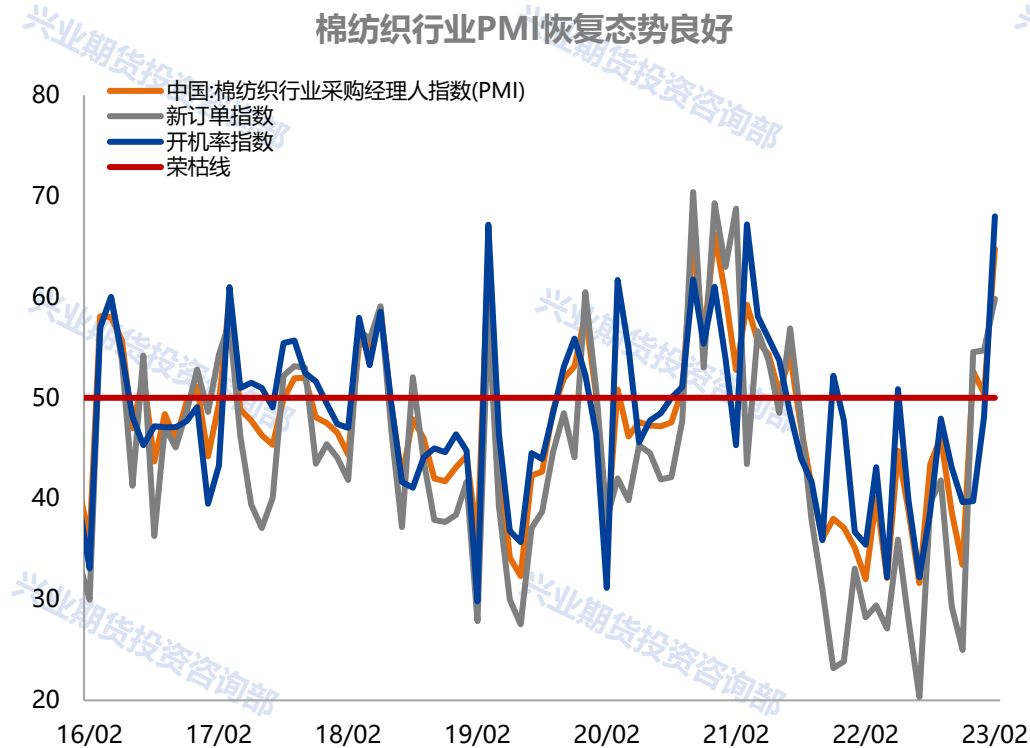
PTA二季度将出现较多投产

年份	总产能	PTA企业	产能	投产时间
2022	860	逸盛新材料2#	360	2022年1月
		威联化学	250	2022年12月
		桐昆嘉通能源	250	2022年12月
2023	1450	恒力石化 (惠州)	500	2023年3-5月
		嘉通能源2#	250	2023年4月
		逸盛海南	250	2023年Q4
		台化	150	2023年Q4
		中石化仪征3#	300	2023年Q4
2024	550	独山能源3#	300	2024年
		虹港3	250	2024年

套利策略（棉花-PTA）：纺织需求预期偏强，而实际需求恢复仍待确认

□ 棉纺行业PMI数据显示棉花纺织需求恢复预期偏强。化纤多数品种开工负荷处在高位水平，但因成本上涨，后续终端需求亦可能出现亏损，实际需求恢复仍待确认。

□ 总体而言，PTA和棉花下游纺织领域实际需求恢复仍待确认，而供应端出现分化，中期看，棉花新年度植棉意向下滑、供应趋紧，而PTA二季度仍有较多投产；中短期看，棉花天气扰动窗口逐步打开，而PX实际产量减幅有限对PTA支撑不足。供需格局棉花强而PTA偏弱，建议介入PTA空头。



橡胶

RU

01

乘用车市场仍存拖累，关注政策引导增强力度

02

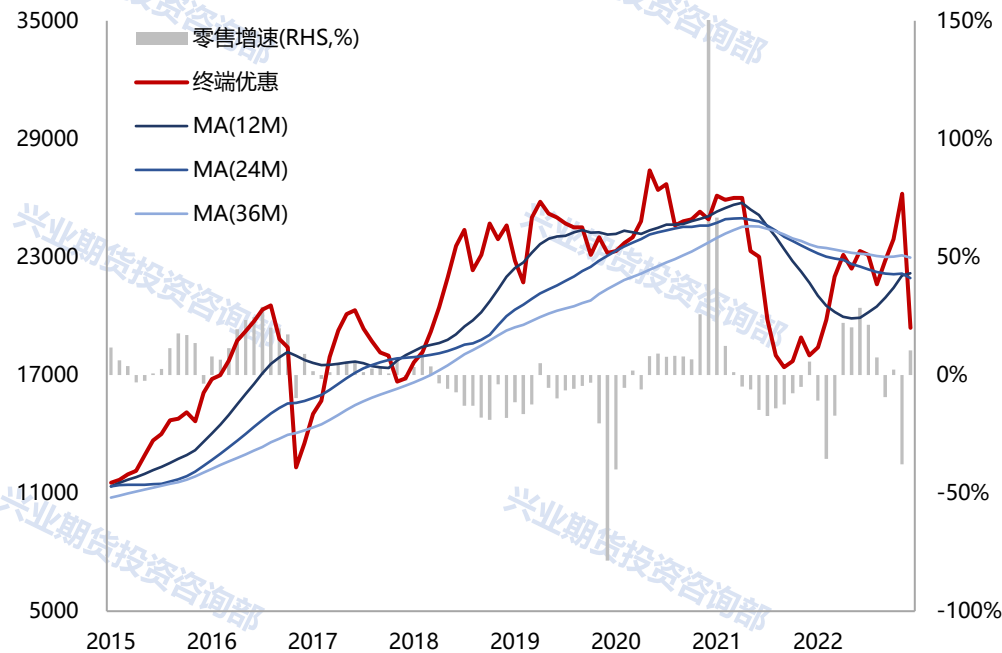
重卡产销维持增长，需求边际增量预计逐步兑现

03

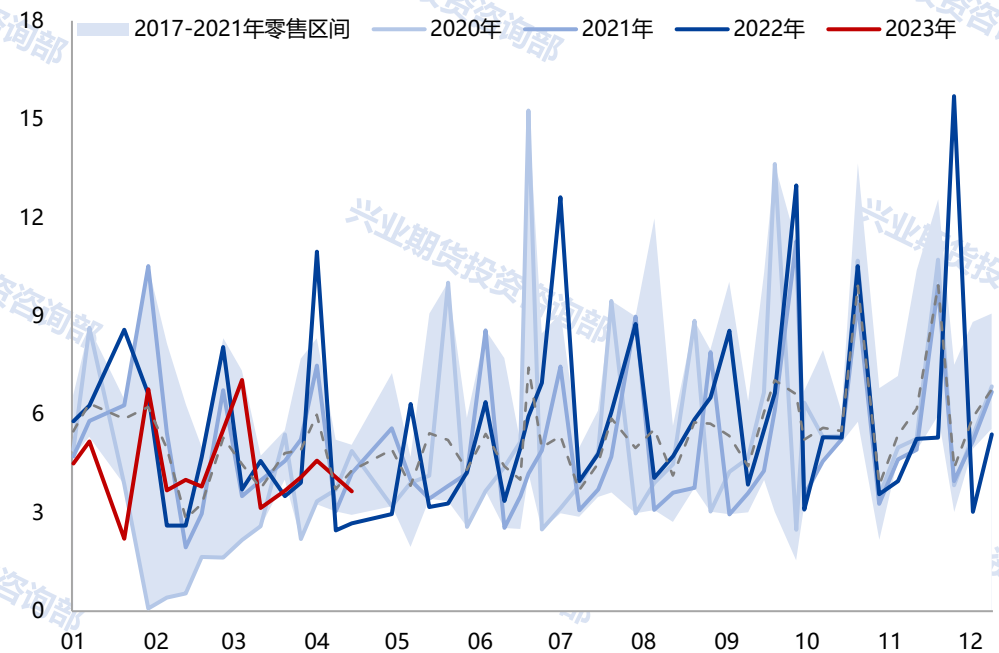
全球天胶产出进入低产季，沪胶指数处于长期低分位水平

■ 乘用车方面，日均零售数据表现平平，政策施效未及预期，市场整体表现羸弱，厂商及经销商清库压力仍存，拖累橡胶终端需求，但相关行业协会发声意欲推进汽车消费，中汽协呼吁进一步出台行之有效的消费刺激措施、激发市场活力，政策加码值得期待；另外，轮胎企业开工意愿尚可，半钢胎产线开工率维持在季度开工均值区间上沿，需求传导并未受阻。

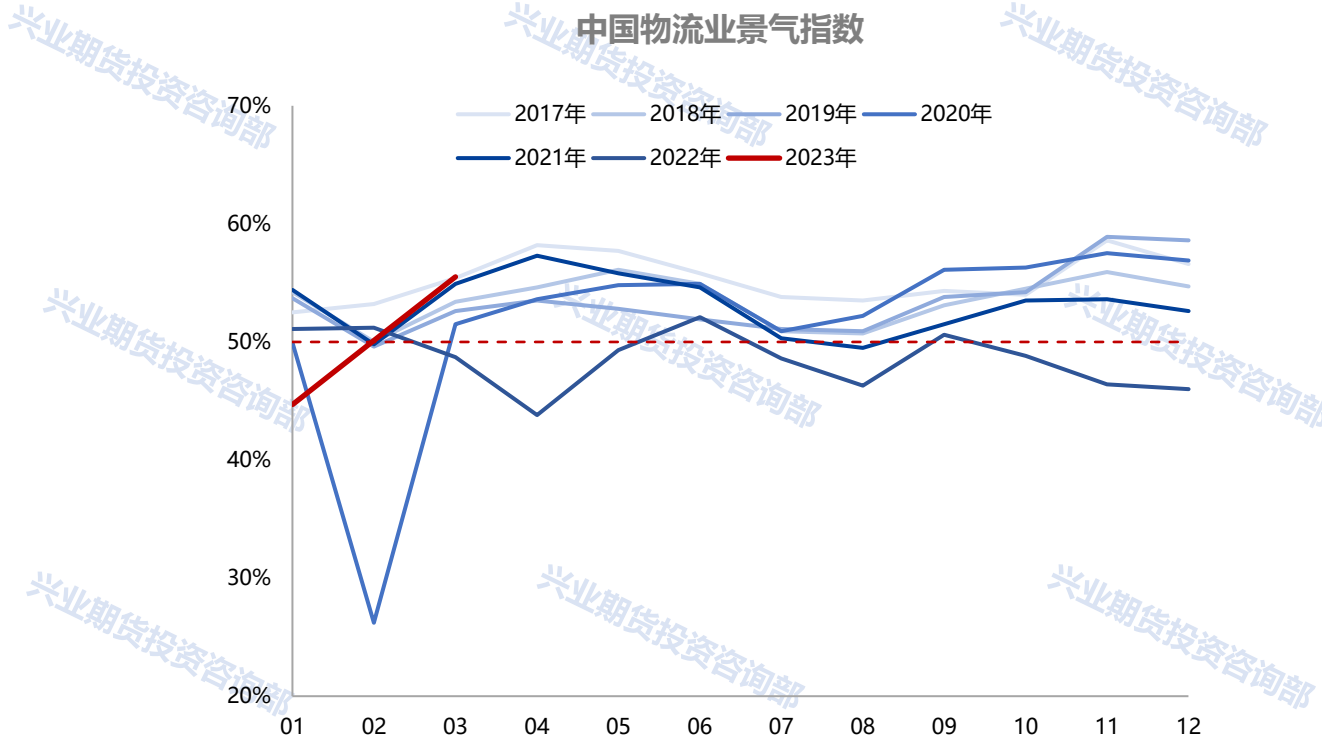
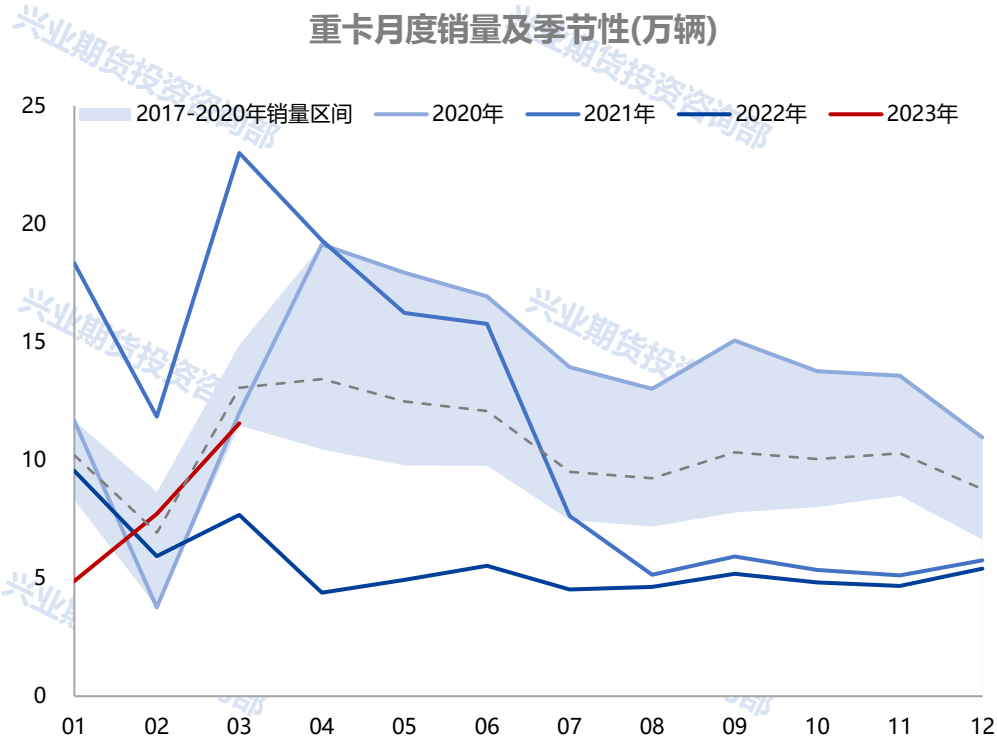
乘用车终端优惠额度



乘用车日均零售



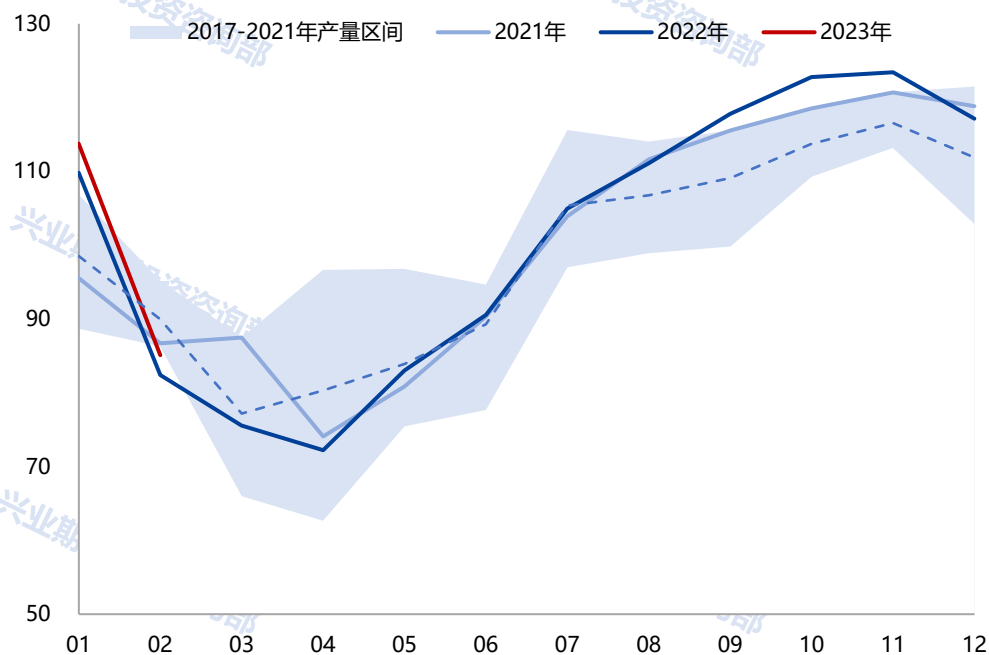
商用车方面，3月重卡销量11.54万辆，同比增长50.4%、环比增长49.6%，底部回升势头强劲，而国内经济温和复苏方向确立，物流业景气指数录得近年单月历史峰值水平，后续增长动能充足有保障，重卡市场有望贡献天然橡胶终端需求边际增量。



供应方面，ANRPC天然橡胶产出进入季节性低产阶段，而国家气候中心预测数据显示今夏厄尔尼诺事件发生概率陡增，气候问题对天然橡胶生产贸易的负面影响料将增加，供应端不确定性增强，关注国内产区割胶季开割预期及物候条件。

综合来看，政策刺激未能如期拉动乘用车零售增长，但经济复苏背景下重卡产销增速显著，天然橡胶终端需求驱动切换亦将提升需求传导效率，而国内产区开割或将延后，供应端不确定性凸显，供减需增预期支撑橡胶价格；另外，考虑到当前沪胶指数仍处长期25%分位之下，多头策略安全性及盈亏比占优。

ANRPC天然橡胶月度产量季节性(万吨)



沪胶指数走势及分位水平





沪铝

AL

01

美元指数易跌难涨，宏观拖累消退

02

水电短缺问题暂难缓解，供给端约束持续

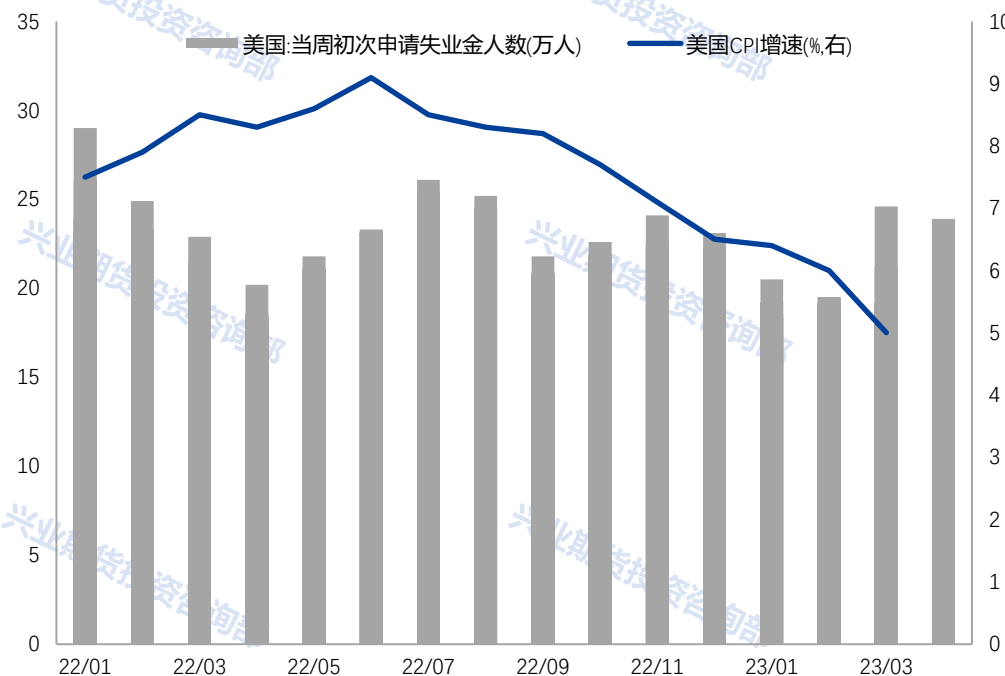
03

需求持续好转，库存接近历史同期低位

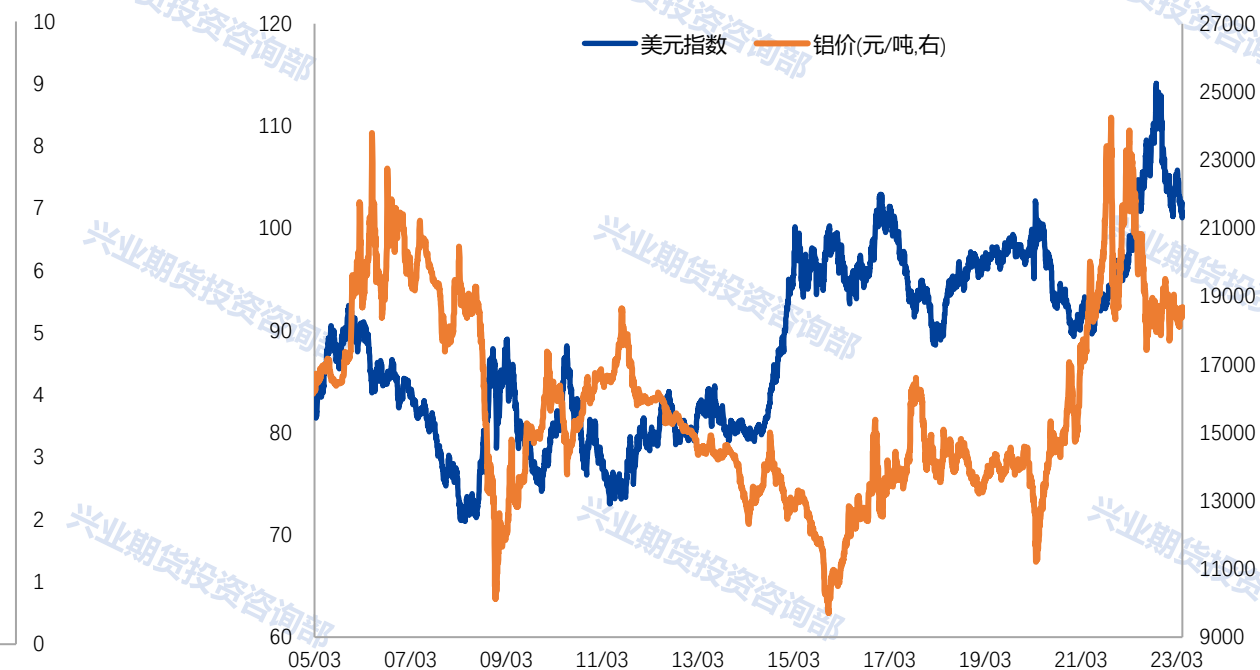
□ 本周美国通胀数据增速大幅放缓，且近期就业数据整体表现一般，市场普遍预期5月将会有本轮加息的最后一次，幅度在25BP。虽然目前市场对于降息时点仍存较大分歧，但加息放缓确定性高，美元易跌难涨。

□ 从历史表现来看，铝价与美元指数多数情况下为负相关，金融属性拖累减弱将大概率发生。

通胀压力减弱，就业数据一般

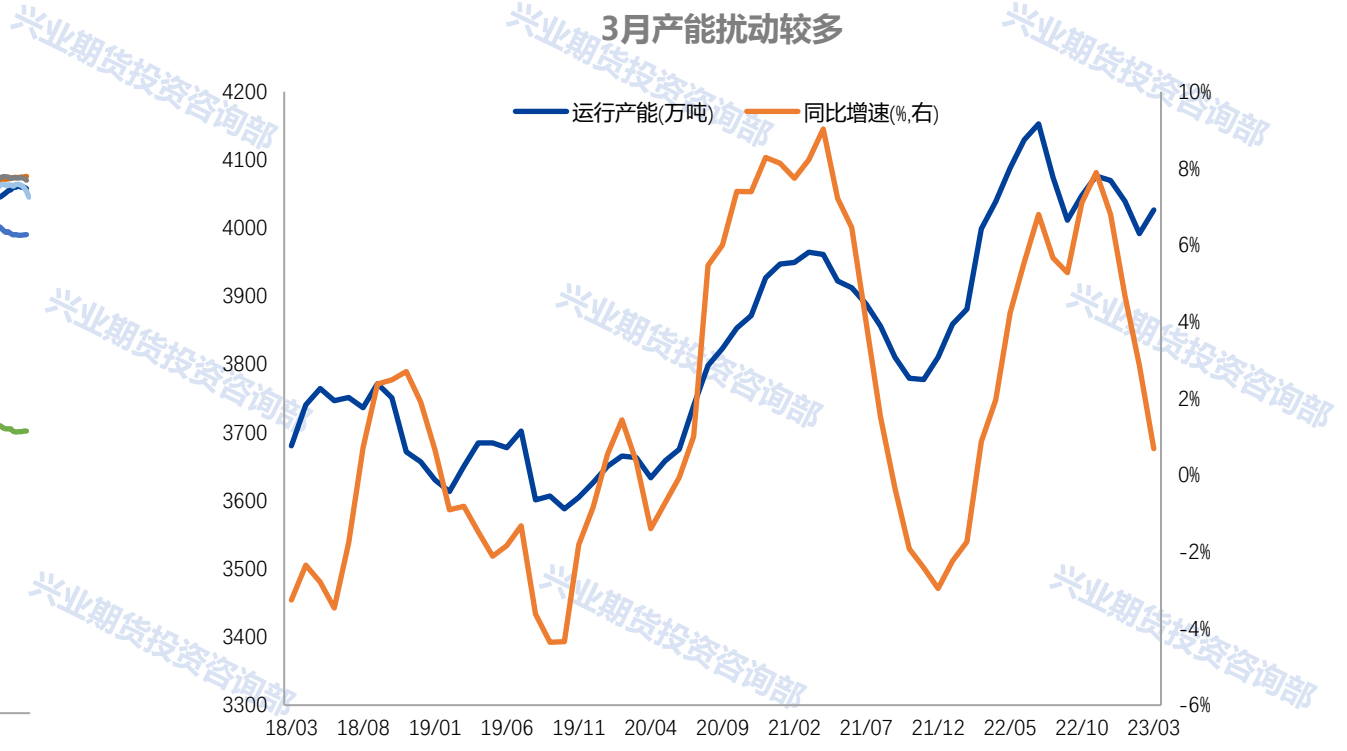
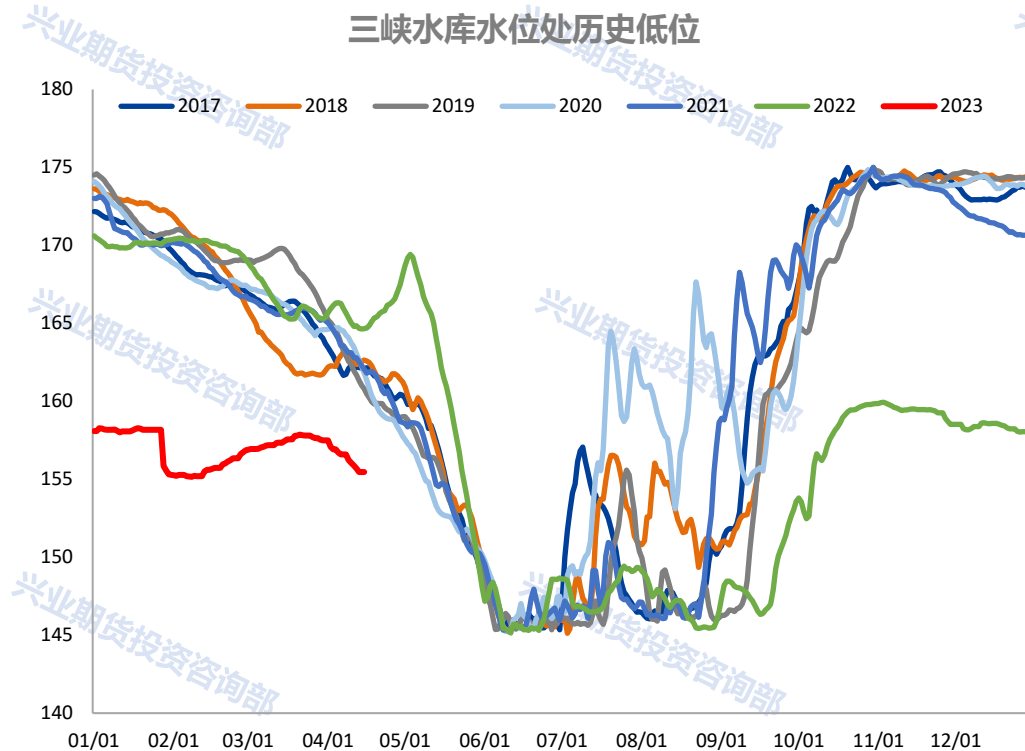


美元指数对铝价拖累减弱



□ 3月电解铝产能仍存在较多扰动，云南再度减产；四川、广西、贵州地区复产进度缓慢，根据Mysteel数据，3月份全国电解铝运行产能4026.5万吨，于去年同期基本持平，运行产能增速明显回落。

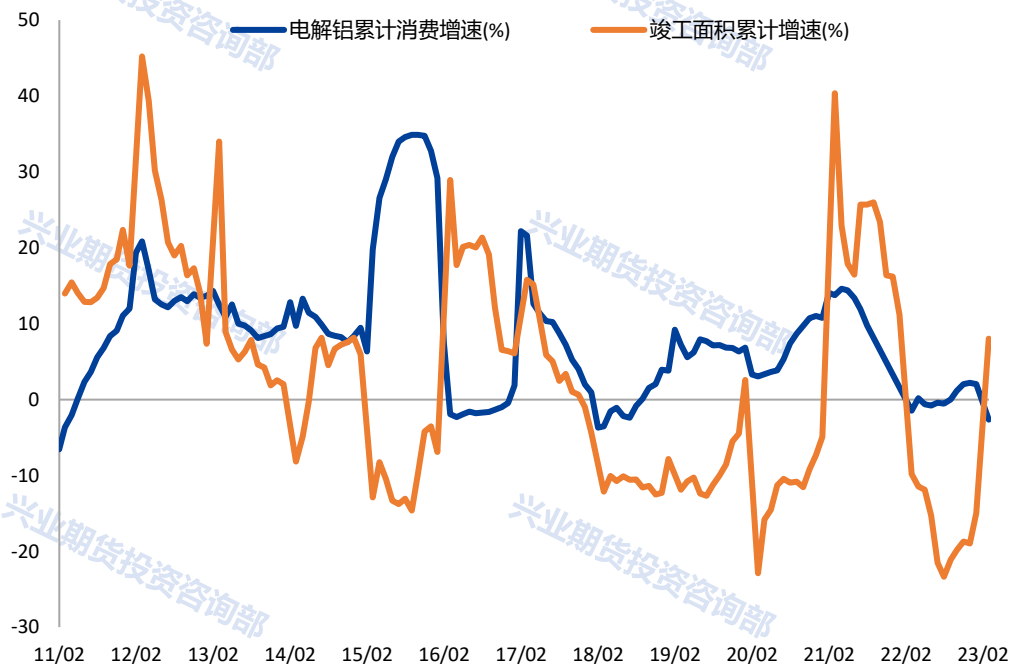
□ 从目前三峡水库以及云贵地区多个水库的水位情况来看，仍处于历史偏低水平，水电问题暂时难以缓解，且电解铝复产流程较长，预计后续电解铝供给仍相对紧张。



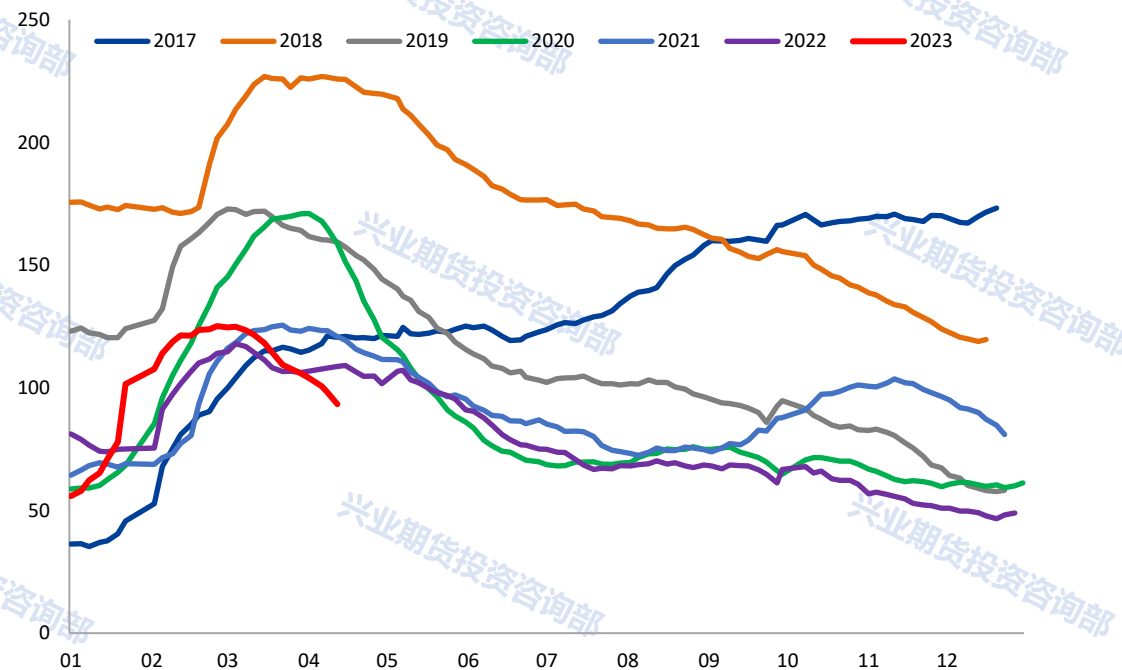
从下游开工情况来看，目前铝合金、铝型材和铝板带箔整体开工率均出现快速修复，且从历史表现来看，铝消费情况受地产竣工端的影响较为直接。目前竣工端修复的确定性仍较强，随着终端消费的不断好转，预期需求将持续好转。

库存方面，受到下游需求修复以及供给端的约束，社会库存已经进入去库阶段，且向下速度较快，目前社会库已接近历史同期最低水平。

铝消费受地产竣工端影响较大



社会库存进入去库阶段



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