



官方微信



官方APP

## 2024年3月第4周核心策略推荐：

基本面有亮点、政策效应可期待，超跌品种将修复

上海 2024.03.24

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：

- 国内方面：1.最新基本面指标已有结构性的好转亮点，体现为：生产、出口、社零、制造业投资增速较前值回升，基建投资增速保持韧性；2.此外，存量“稳增长”政策将逐步落实，对其边际贡献不妨持乐观态度，具体包括：（1）政府有意推动“耐用消费品以旧换新”，将与服务消费改善形成互补；（2）大规模设备更新、产业升级以及“出海”将继续支撑制造业投资增长；（3）新增专项债、超长期特别国债等发行有提速空间，广义财政发力看点较多；（4）“三大工程”持续推进，对地产投资回暖亦是积极促进因素。
- 国外方面：美联储3月利率会议信号偏鸽、且降息大方向基本明确，市场担忧阶段性解除，其对大类风险资产扰动将弱化。
- 综合看，国内宏观基本面改善的现实印证信号增多、且政策面仍有较多潜在加力措施，另美联储宽松导向则再度明确，以上均利于提振市场风险偏好。特别是，前期跌幅较大、利空因素已有较大程度反馈的品种，则有较大概率迎来较为可观的涨幅。具体而言：（1）估值偏低、驱动向上的品种，如股指、碳酸锂、前阶段领跌的黑色金属及建材链品种存在多配机会；（2）估值偏高、且实质性利多因素有限的国债仍为空配标的。

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

### □ 中观面驱动因素要点:

#### 期货策略:

(1) 国债 (买入T2406+卖出TL2406, 组合, 持有): 财政仍将有发力空间, 叠加目前专项债发行节奏偏慢、特别国债的有待发行等, 而货币政策进一步宽松存制约, 供需面存利空。但债券配置需求仍存, 价格波动或偏大。从估值的角度来看, 超长端收益率显著偏低, 可继续持有多T+空TL组合。

(2) 股指 (买入IF2406, 单边, 持有): 基本面持续有亮点呈现, 且各项积极政策效应值得期待, 盈利修复的基准判断不变; 从股债风险溢价溢价、自身估值分位看, A股的配置性价比依旧良好; 各类重磅措施持续加码落地, 亦利于与资金面形成正反馈; 当前阶段仍宜持均衡思路, 沪深300指数依旧为最佳多头。

(3) 沪铝 (买入AL2405, 单边, 持有): 云南复产节奏偏缓, 产量短期难以出现明显增长。下游汽车、家电等将直接受益于“以旧换新”政策发力, 供给刚性、需求乐观结构维持。且成本支撑阶段性偏强, 库存压力逐步减弱, 铝多头仍可继续持有。

(4) 碳酸锂 (买入LC2407, 单边, 持有): 供应端产量恢复速率缓慢, 终端需求延续高增态势, 行业库存开始逐步回落。政策扶持力度有望增强, 建议继续持有多头头寸。

(5) 沪胶 (买入RU2405, 单边, 持有): 云南产区试割扰动供应收紧预期, 橡胶价格小幅回调, 但价差结构低位意味着市场对全面开割依然存疑, 而政策层面加码汽车消费, 需求端增量或将逐步兑现, 中长期供需结构延续改善局面, 沪胶价格企稳后上行驱动仍存。

(6) 乙二醇 (买入EG2405, 单边, 持有) 3-4月乙二醇检修量偏高, 供需偏紧趋势加深, 预计价格仍维持偏强震荡, 建议持多头思路。

## 核心摘要 (3) : 市场展望

### □ 中观面驱动因素要点:

#### 期货策略:

- (7) 玻璃 (卖出FG405, 单边, 持有): 地产竣工下行风险较高, 供给绝对规模位于同期高位, 玻璃05空单继续持有, 并下调止盈/平仓线。
- (8) 螺纹 (买入RB2410, 单边, 新增): 需求积极信号增多, 库存转降, 存在产业链正反馈的可能, 可轻仓试多10合约。
- (9) 纯碱 (买入SA409, 单边, 新增): 供给端利空明牌, 成本支撑有效, 未来基本面有潜在利多待发酵, 纯碱09合约依托成本线轻仓试多。

#### 期权策略:

- (1) 聚氯乙烯 (卖出V2405-P-5800, 单边, 持有): 4-5月集中检修, 供应预计显著下降。虽然电石法亏损因煤价下跌而减少, 但乙烯法亏损达到六年新高, 成本支撑作用较强, PVC2405不会跌破5700元/吨, 卖出看跌耐心持有至到期。





# 宏观

MACRO

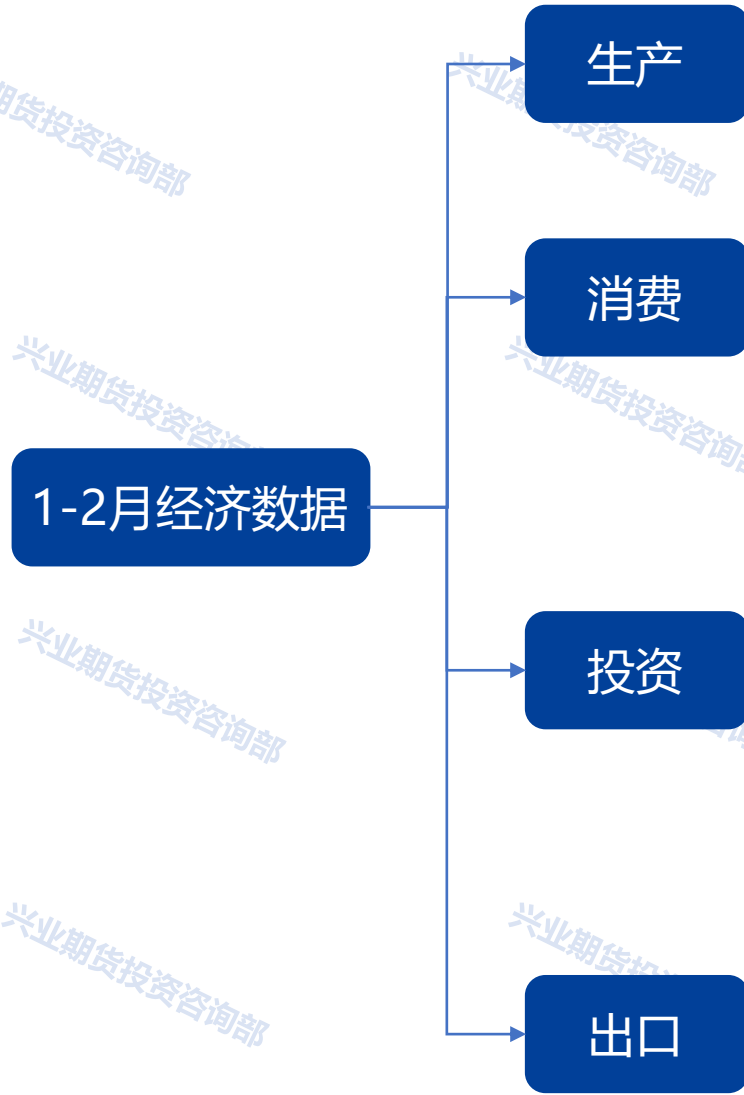
01

国内：经济基本面存在边际改善的可能

02

国外：美联储再度明确降息大方向

宏观经济指标		单位	2023年经济数据回顾												
			23/01	23/02	23/03	23/04	23/06	23/07	23/08	23/09	23/10	23/11	23/12	24/01	24/02
经济 增长	GDP	单季 %			4.5		6.3			4.9			5.2		
	PMI	单月 %	50.1	52.6	51.9	49.2	49.0	49.3	49.7	50.2	49.5	49.4	49.0	49.2	49.1
生产	工业增加值	单月 %	-9.8	18.8	3.9	5.6	4.4	3.7	4.5	4.5	4.6	6.6	6.8	26.3	-12.7
就业	城镇调查失业率	单月 %	5.5	5.6	5.3	5.2	5.2	5.3	5.2	5.0	5.0	5.0	5.1	5.2	5.3
投资	固定资产投资	单月 %		5.5	4.7	3.6	3.1	1.2	1.8	2.4	1.2	2.9	4.1		4.2
	房地产投资	单月 %		-5.7	-5.9	-7.3	-10.3	-12.2	-11.0	-11.3	-11.3	-10.6	-12.5		-9.0
	基建投资	单月 %		12.2	9.9	7.9	11.7	5.3	6.2	6.8	5.6	5.4	10.7		9.0
	基建投资 (不含电力)	单月 %		9.0	8.7	7.9	6.4	4.6	3.9	5.0	3.7	5.0	6.8		6.3
	制造业投资	单月 %		8.1	6.2	5.3	6.0	4.3	7.1	7.9	6.2	7.1	8.2		9.4
消费	社会消费品 零售总额	单月 %		3.5	10.6	18.4	3.1	2.5	4.6	5.5	7.6	10.1	7.4		5.5
进出口	出口金额	单月 %	-11.6	-2.7	11.4	7.3	-12.4	-14.2	-8.5	-6.8	-6.6	0.7	2.2	8.2	5.6
	进口金额	单月 %	-20.8	4.5	-1.7	-8.1	-6.9	-12.4	-7.2	-6.3	3.0	-0.7	0.1	15.4	-8.2
物价	CPI	单月 %	2.1	1.0	0.7	0.1	0.0	-0.3	0.1	0.0	-0.2	-0.5	-0.3	-0.8	0.7
	PPI	单月 %	-0.8	-1.4	-2.5	-3.6	-5.4	-4.4	-3.0	-2.5	-2.6	-3.0	-2.7	-2.5	-2.7
	CPI-PPI	单月 %	2.9	2.4	3.2	3.7	5.4	4.1	3.1	2.5	2.4	2.5	2.4	1.7	3.4
流动性	社融	存量同比 %	9.4	9.9	10.0	10.0	9.0	8.9	9.0	9.0	9.3	9.4	9.5	9.5	9.0
	信贷	同比 %	11.3	11.6	11.8	11.8	11.3	11.1	11.1	10.9	10.9	10.8	10.6	10.4	10.1
	M1	单月 %	6.7	5.8	5.1	5.3	3.1	2.3	2.2	2.1	1.9	1.3	1.3	5.9	1.2
	M2	单月 %	12.6	12.9	12.7	12.4	11.3	10.7	10.6	10.3	10.3	10.0	9.7	8.7	8.7
	M1-M2	单月 %	-5.9	-7.1	-7.6	-7.1	-8.2	-8.4	-8.4	-8.2	-8.4	-8.7	-8.4	-2.8	-7.5



两年复合增长4.7%（前值4%）。上游材矿业增加值降速，下游消费品制造业增加值增速加快较明显。主要工业品产量增速分化，手机等消费品增速较快，地产链水泥产量继续负增长。

春节期间居民生活半径扩张，服务类消费增速表现尚可，但消费两年复合增速只是温和回升，其中耐用消费品支撑不够，耐用消费品以旧换新推进仍有必要。

**制造业** 1-2月同比增长9.4%，12月单月同比增长8.2%。增速较高。政府有意推动大规模“设备更新”。

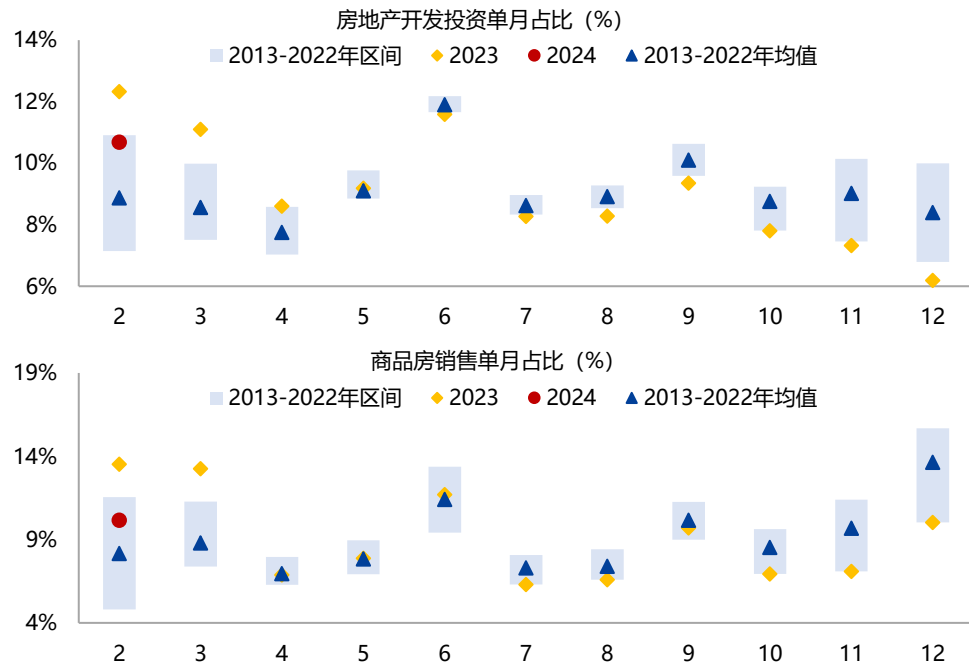
**基建** 1-2月同比增长9%，12月单月同比增长10.8%。未来广义财政扩张环比有望改善。

**房地产** 1-2月同比下跌9%，是主要拖累，但基数前高后低，有利于稳定环比，“三大工程”影响有望逐步显现。

**出口** 1-2月同比增长7.1%，12月单月同比增长2.23%。美国经济“软着陆”+美联储降息预期+美国制造业补库预期。

虽然1-2月房地产开发投资同比下跌9%，但2023年房地产开发投资前高后低，且“三大工程”对投资的影响也将逐步显现，两者将助力地产投资环比企稳甚至改善，以及同比跌幅收窄，减轻房地产投资对于经济增长的拖累。

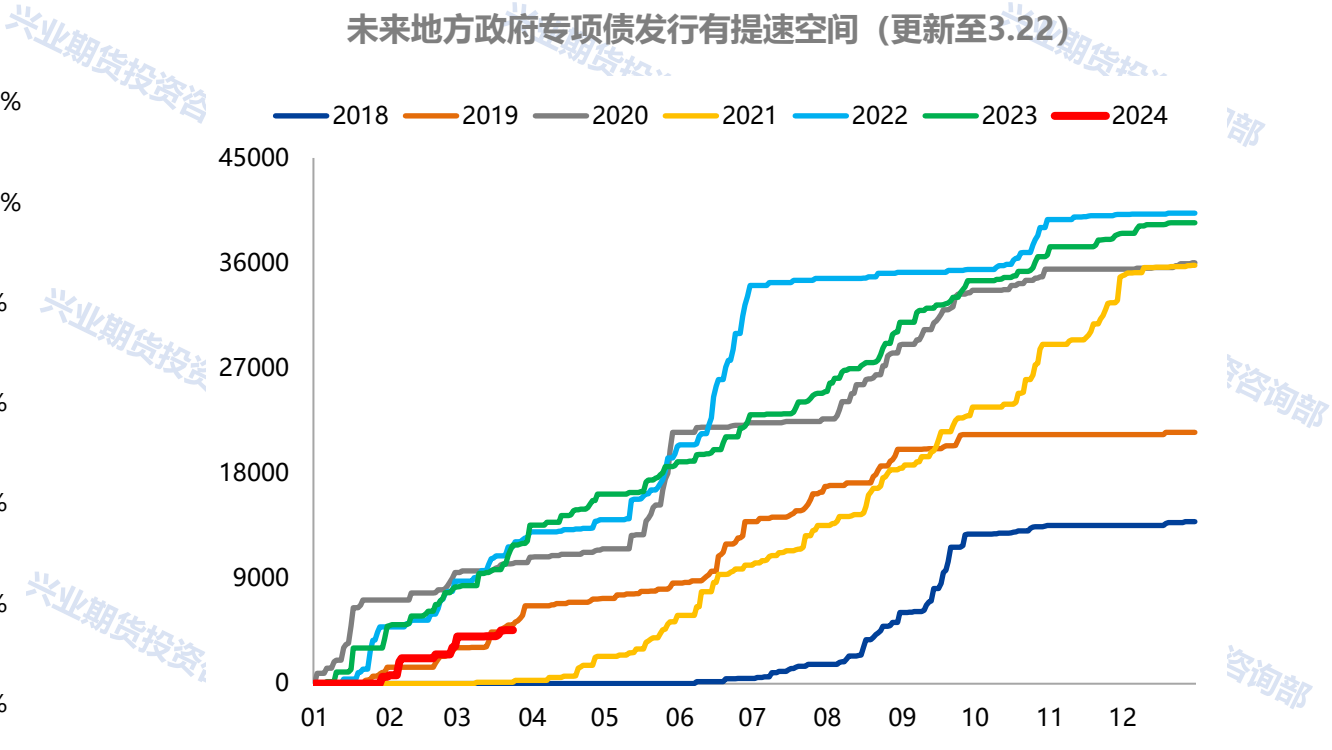
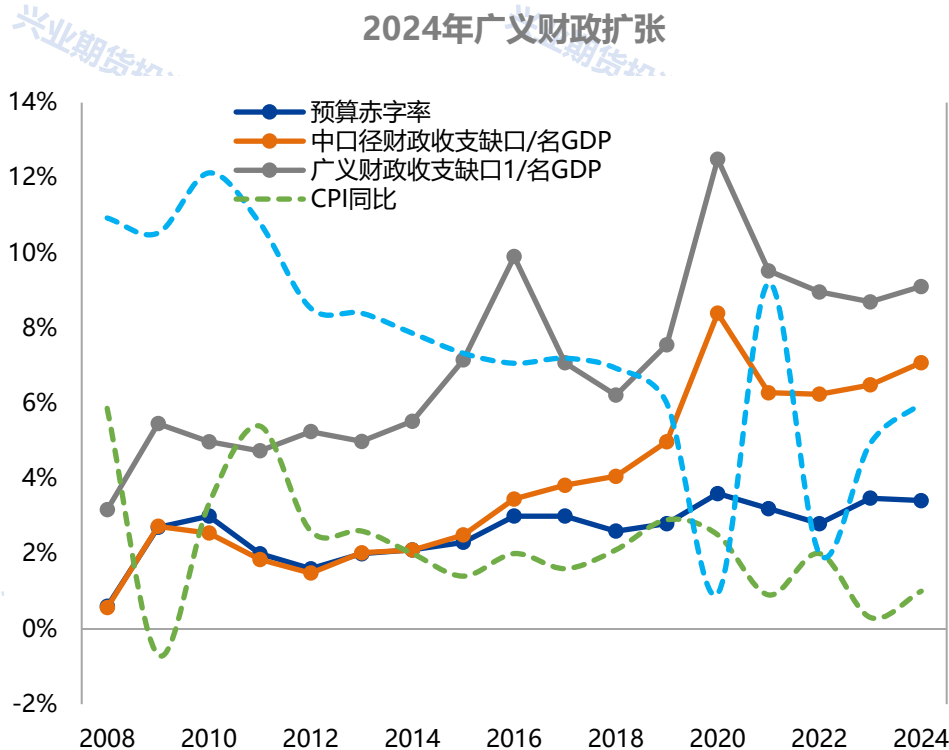
### 房地产开发投资与地产销售季节性



### 2024年保守估计三大工程拉动投资规模

三大工程拉动投资规模	保障房	平急两用	城中村
单位	亿元	亿元	亿元
国盛证券	2400-5600	1500-3200	5000-10000
国海证券	3689-5608	3000	5500-13000
广发证券	1560-2340-3120	2000	5000-7000-10000
国金证券	2000	2500	5000 (21城)
中债资信	-	-	8238 (21城)

1-2月基建投资增速较12月小幅回落，高负债省份融资约束对基建投资的影响暂不明确。同期，一般预算内支出进度达到近五年最快，两类基建类支出高增（城乡社区和农林水利），23年增发国债落地形成支出，实现开年广义财政赤字，但财政收入偏低与地方专项债发行偏慢，依然拖累广义财政支出增速低于全年预期。不过，根据今年的财政安排，广义财政赤字有望在连续3年收缩后首次实现扩张，后续地方政府专项债、超长期特别国债将接续发力，且不排除地方化债、城投融资负增长的压力下，准财政给与增量补充。基建投资边际仍存支撑。



## 大规模设备更新

### 5-6万亿市场规模

- 2023年固定资产投资中设备购置投资额（调整后）规模为7.1万亿；
- 重点领域（农业、采矿、制造业、电力、水利、交运仓储邮政、建筑业、教育、卫生、文化体育）设备投资约6.2万亿，占比884.%。

### 年均拉动固投增长0.7%

- 目标是2027年较2023年增长25%以上，年化增长5.74%；
- 重点领域设备购置投资占比不变，保持88.4%，对应年化投资增长5.74%；
- 较疫情2020-2023年间重点领域设备购置投资年化增长率0.05%，提高出约5.7%，对应年多增投资0.33万亿；
- 经济乘数效应。

### 潜在红利行业

- 2020-2023年间年华增长率与目标增长率偏差较大的行业 (>10%)：农业、水利、教育、文化体育)。
- 根据投入产出表，固定资本形成总额行业（剔除建筑业）后，通用设备、专用设备、汽车、计算机、电气机械、交运设备、金属制品、信息技术服务、科研和技术服务占比最高。

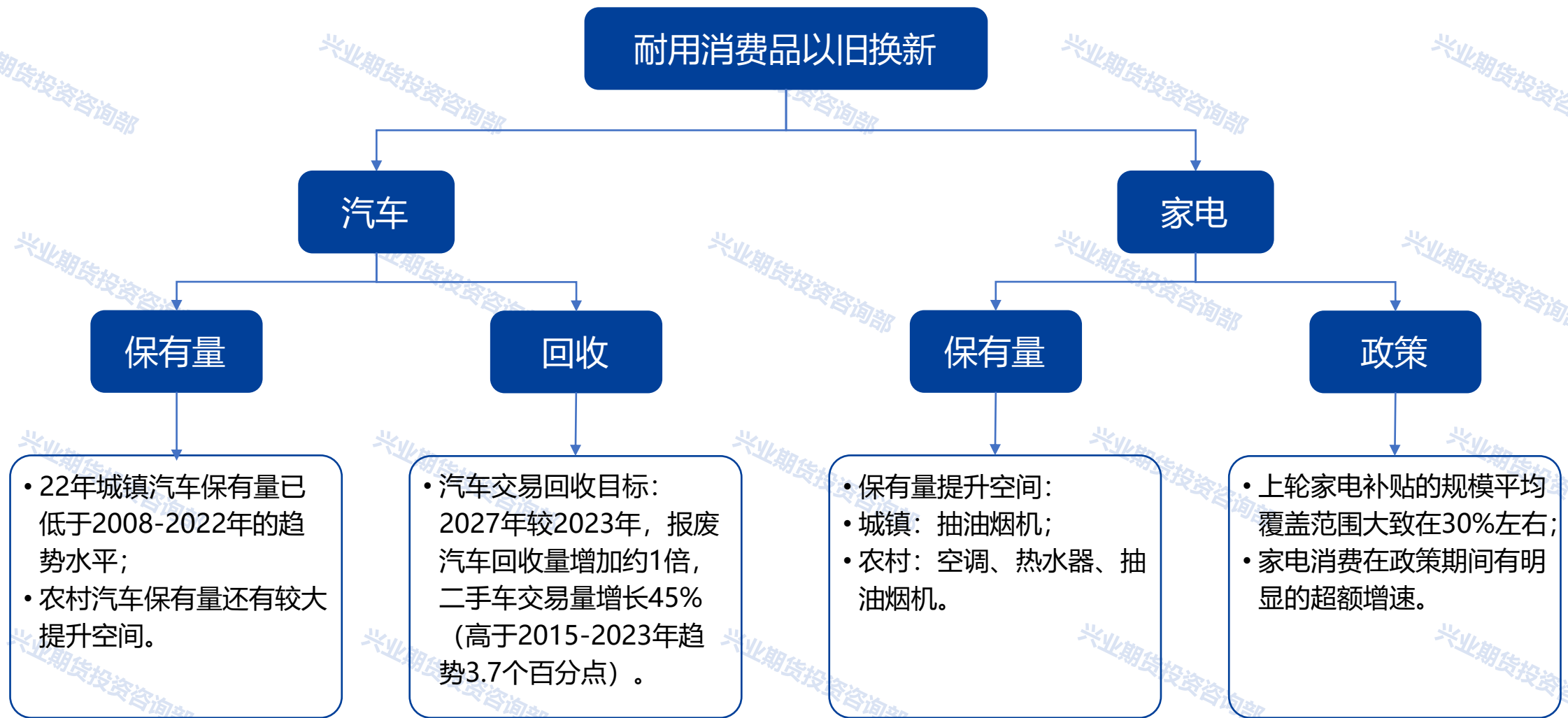
### 环保减排

- 目标是到2027年“重点行业主要用能设备能效基本达到节能水平”和“环保绩效达到A级水平的产能比例大幅提升”；
- 2023年单位GDP能耗目标下降2.5%左右；
- 我国目前在运主要用能产品设备保有量超过50亿台。



# 国内经济：设备更新或拉动固定资产投资年复合增长0.7%

年	单位	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2023 (调整后)	2019-2023复合增速	2024-2027年复合增速	增速差	年投资增量
固定资产投资	万亿	63.2	66.9	70.5	72.6	76.1	80.0	82.4	50.3				
YOY	%		5.9%	5.4%	2.9%	4.9%	5.1%	3.0%		4.0%			
设备购置	万亿	11.4	11.7	11.6	10.8	10.5	10.9	11.6	7.1				0.41
YOY	%		2.6%	-0.9%	-7.1%	-2.6%	3.5%	6.6%		0.0%	5.7%	5.8%	
农业	万亿	0.1	0.2	0.1	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1				0.01
YOY	%		12.9%	-7.5%	2.3%	-25.7%	-11.5%	6.6%		-8.0%	5.7%	13.7%	
采矿业	万亿	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3	0.2				0.01
YOY	%		4.2%	16.5%	-16.9%	0.2%	17.2%	6.6%		1.0%	5.7%	4.7%	
制造业	万亿	7.3	7.8	7.9	7.3	7.4	7.8	8.3	5.1				0.23
YOY	%		6.6%	1.0%	-8.0%	1.9%	5.3%	6.6%		1.3%	5.7%	4.5%	
公用事业	万亿	0.9	0.8	0.8	0.9	0.9	0.7	0.7	0.4				0.03
YOY	%		-13.7%	-3.4%	23.3%	-5.3%	-26.6%	6.6%		-2.2%	5.7%	8.0%	
水利工程	万亿	0.4	0.4	0.4	0.3	0.2	0.2	0.2	0.1				0.02
YOY	%		0.7%	-5.4%	-25.1%	-45.4%	-0.6%	6.6%		-18.9%	5.7%	24.6%	
建筑业	万亿	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0				0.00
YOY	%		-7.8%	-67.2%	-28.7%	15.1%	58.3%	6.6%		8.5%	5.7%	-2.7%	
交运仓储邮政	万亿	0.6	0.7	0.6	0.4	0.4	0.4	0.4	0.3				0.03
YOY	%		9.4%	-17.7%	-25.9%	0.3%	-5.5%	6.6%		-7.0%	5.7%	12.7%	
教育	万亿	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1				0.00
YOY	%		-2.0%	-0.7%	-16.4%	16.8%	-0.8%	6.6%		0.8%	5.7%	4.9%	
卫生	万亿	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	0.1				-0.01
YOY	%		8.3%	9.1%	33.1%	9.8%	9.6%	6.6%		14.3%	5.7%	-8.6%	
文化体育	万亿	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0				0.00
YOY	%		-19.2%	-27.3%	-23.0%	-35.8%	-4.7%	6.6%		-15.8%	5.7%	21.6%	
重点领域合计	万亿	9.9	10.3	10.2	9.5	9.4	9.6	10.2	6.2				0.33
YOY	%		4.3%	-1.0%	-7.1%	-0.7%	1.8%	6.6%		0.1%	5.7%	5.7%	
占比	%	86.7%					88.4%	88.4%	88.4%				



□ 2024年3月，美联储议息会议如期维持利率不变，上调经济和通胀预测，点阵图维持年内降息75BPS。会后，鲍威尔讲话偏鸽，释放出即将开始放慢缩表的信号。

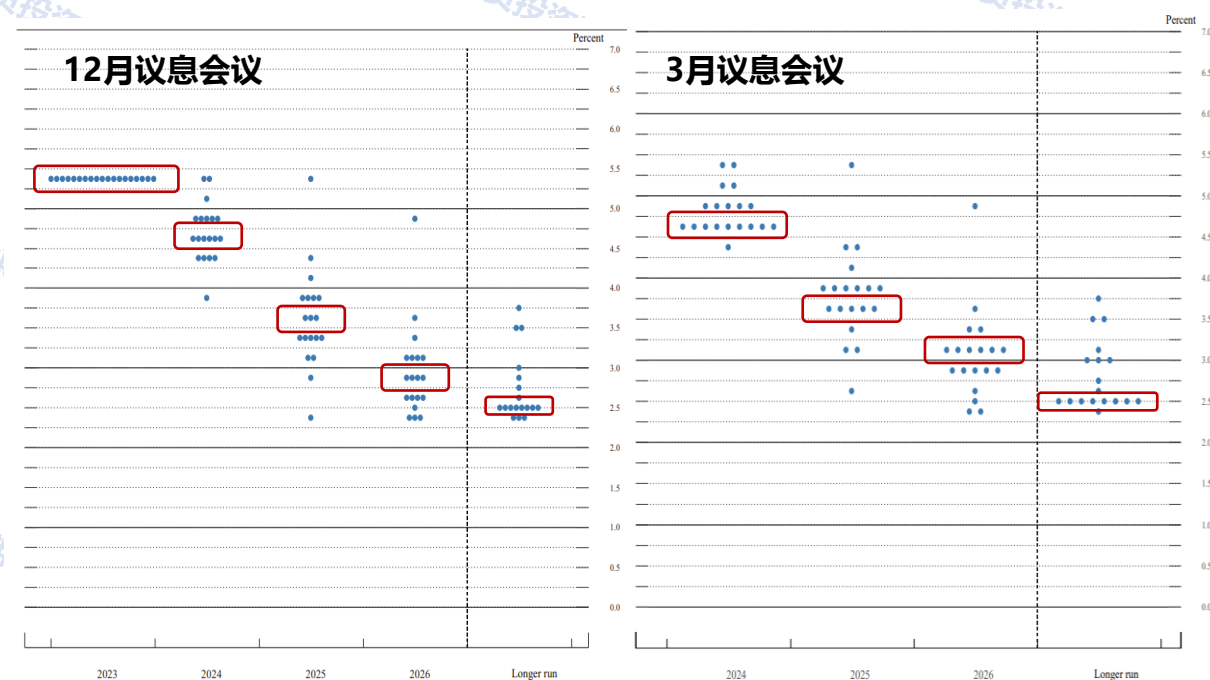
美联储议息会议核心内容	2023年11月	2023年12月	2024年1月	2024年3月
利率	维持利率 5.25-5.5%不变。将密切关注即将到来的信息并评估其对货币政策的影响。在确定可能适合的使通货膨胀回到 2%的额外紧缩幅度时，将考虑累积收紧幅度、货币政策对经济和通胀影响的滞后性，以及经济和金融发展。	维持利率 5.25-5.5%不变。将密切关注即将到来的信息并评估其对货币政策的影响。在确定可能适合的使通货膨胀回到 2%的任何 <b>(新增了“any”)</b> 额外紧缩幅度时，将考虑累积收紧幅度、货币政策对经济和通胀影响的滞后性，以及经济和金融发展。	维持利率5.25-5.5%不变。将密切关注即将到来的信息并评估其对货币政策的影响。 <b>在确定利率区间的任何调整时（删除了“额外紧缩幅度”），将考虑最新数据、前景变化、风险平衡。预计在更有信心实现2%的通胀目标之前，不适合降低利率。</b>	维持利率5.25-5.5%不变。将密切关注即将到来的信息并评估其对货币政策的影响。在确定利率区间的任何调整时，将考虑最新数据、前景变化、风险平衡。预计在更有信心实现 2%的通胀目标之前，不适合降低利率。
缩表	根据此前确定的缩表计划，继续减少国债和MBS持有量。	根据此前确定的缩表计划，继续减少国债和MBS持有量。	根据此前确定的缩表计划，继续减少国债和MBS持有量。	根据此前确定的缩表计划，继续减少国债和MBS持有量。
经济	<b>三季度经济活动强劲 (strong) 增长，自今年早些时候以来，</b> 就业增长有所放缓但依然强劲，失业率保持低位。美国银行体系健康且有韧性，家庭和企业的 <b>金融</b> 和信贷条件收紧可能会对经济、就业和通胀造成压力，这些影响的程度仍然不确定。	<b>近期经济增速较第三季度的强劲增长有所放缓，</b> 自今年早些时候以来，就业增长有所放缓但依然强劲，失业率保持低位。美国银行体系健康且有韧性，家庭和企业的 <b>金融</b> 和信贷条件收紧可能会对经济、就业和通胀造成压力，这些影响的程度仍然不确定。	<b>近期经济活动稳步 (solid) 扩张，</b> 自去年初以来，就业增长有所放缓但依然强劲，失业率保持低位。 <b>委员会判断，实现就业和通胀目标的风险正在趋向更好的平衡。经济前景不明朗（删除了银行危机和信贷紧缩的相关表述）。</b>	近期经济活动稳步 (solid) 扩张，就业增长 <b>保持强劲</b> ，失业率保持低位。委员会判断，实现就业和通胀目标的风险正在趋向更好的平衡。经济前景不明朗。
通胀	通胀依然高企。委员会仍然高度关注通胀风险。坚定致力于让通胀回到2%的目标。	<b>过去一年通胀有所放缓，</b> 但仍处于高位。委员会仍然高度关注通胀风险。坚定致力于让通胀回到2%的目标。	过去一年通胀有所放缓，但仍处于高位。委员会仍然高度关注通胀风险。坚定致力于让通胀回到 2%的目标。	过去一年通胀有所放缓，但仍处于高位。委员会仍然高度关注通胀风险。坚定致力于让通胀回到 2%的目标。

□ 本次会议极大缓解了市场对降息延后的担忧，短期风险偏好修复，美股和黄金上涨、美元指数下跌。目前市场预期，6月降息概率超过80%、全年降息75BPS概率达到100%。目前美国宏观环境面临“软着陆+通胀韧性+新技术革命”，类似1995和1998年，美联储均采用预防式降息，每年降息75BPS，降息结束于经济企稳反弹。未来关注美国经济与通胀变化，对本轮降息幅度的影响，不排除2025年美联储即结束降息的可能。

美联储上调美国经济预测

美联储议息会议经济预测 (中位数)		9月预测	12月预测	3月预测	较上期
实际GDP同比	2024	1.5	1.4	2.1	0.7
	2025	1.8	1.8	2.0	0.2
	2026	1.8	1.9	2.0	0.1
	长期	1.8	1.8	1.8	0.0
失业率	2024	4.1	4.1	4.1	0.0
	2025	4.1	4.1	4.1	0.0
	2026	4.0	4.1	4.1	0.0
	长期	4.0	4.1	4.1	0.0
PCE通胀	2024	2.5	2.4	2.4	0.0
	2025	2.2	2.1	2.1	0.0
	2026	2.0	2.0	2.0	0.0
	长期	2.0	2.0	2.0	0.0
核心PCE通胀	2024	2.6	2.4	2.4	0.0
	2025	2.3	2.2	2.2	0.0
	2026	2.0	2.0	2.0	0.0

2024年降息幅度集中在3次，超预期降息概率下降



# 国债

T

01

地方债发行节奏有待加快，超长债供给压力加大

02

“防空转”反复被提及，票据融资大幅缩水

03

汇率出现快速下行，收益率空间受限

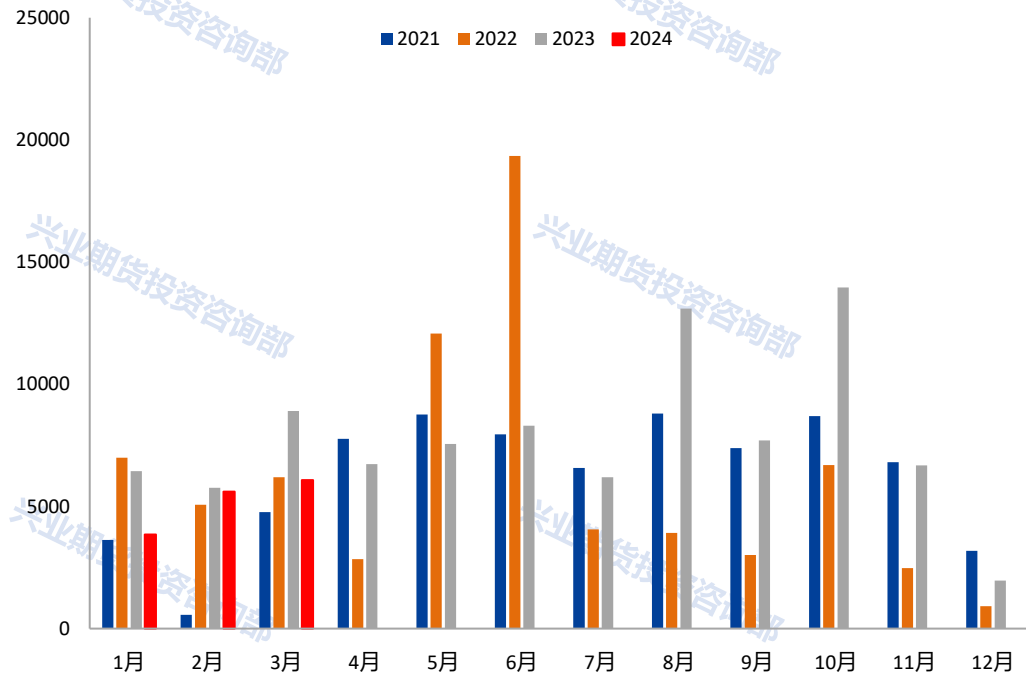
04

债市吸引力下降，超长端回调风险更为显著

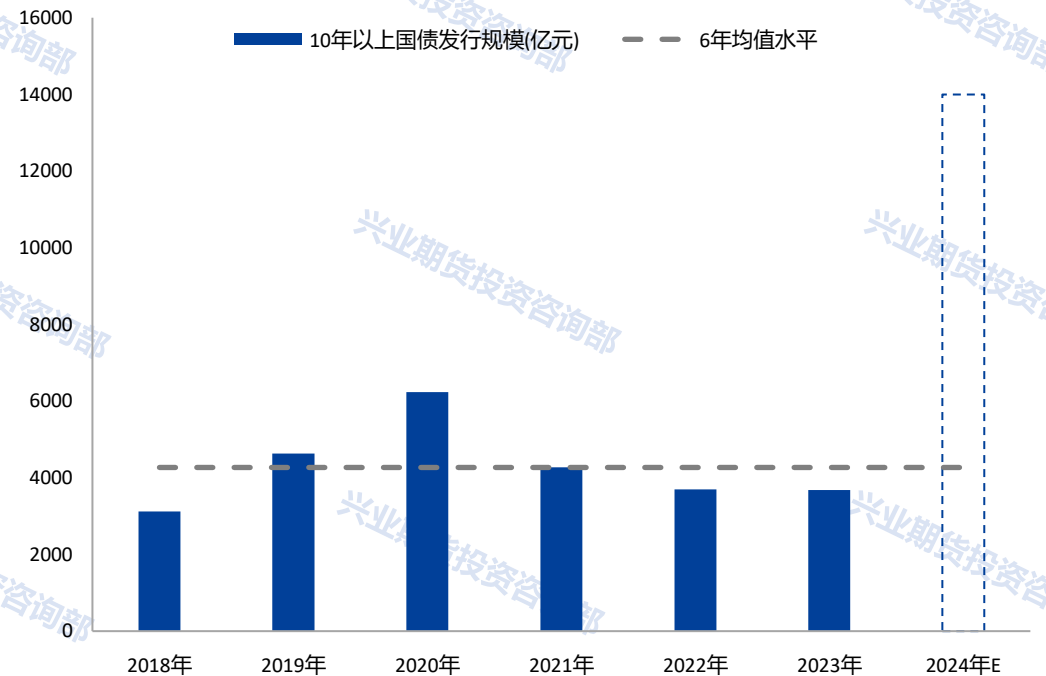
截止3月22日，2024年地方政府债累计发行规模15517.86亿元，1-2月累计发行规模9444.11亿元，较去年同期减少2752.2亿元。各地专项债发行节奏偏慢，后续发行压力将有所加大。

国债发行节奏偏快，24年1、2月份的国债发行规模为15000亿。但后续仍有万亿超长期特别国债有待发行，关注特别国债发行时间，上半年供给压力将偏大。

### 地方政府债发行偏缓（截止3月22日）

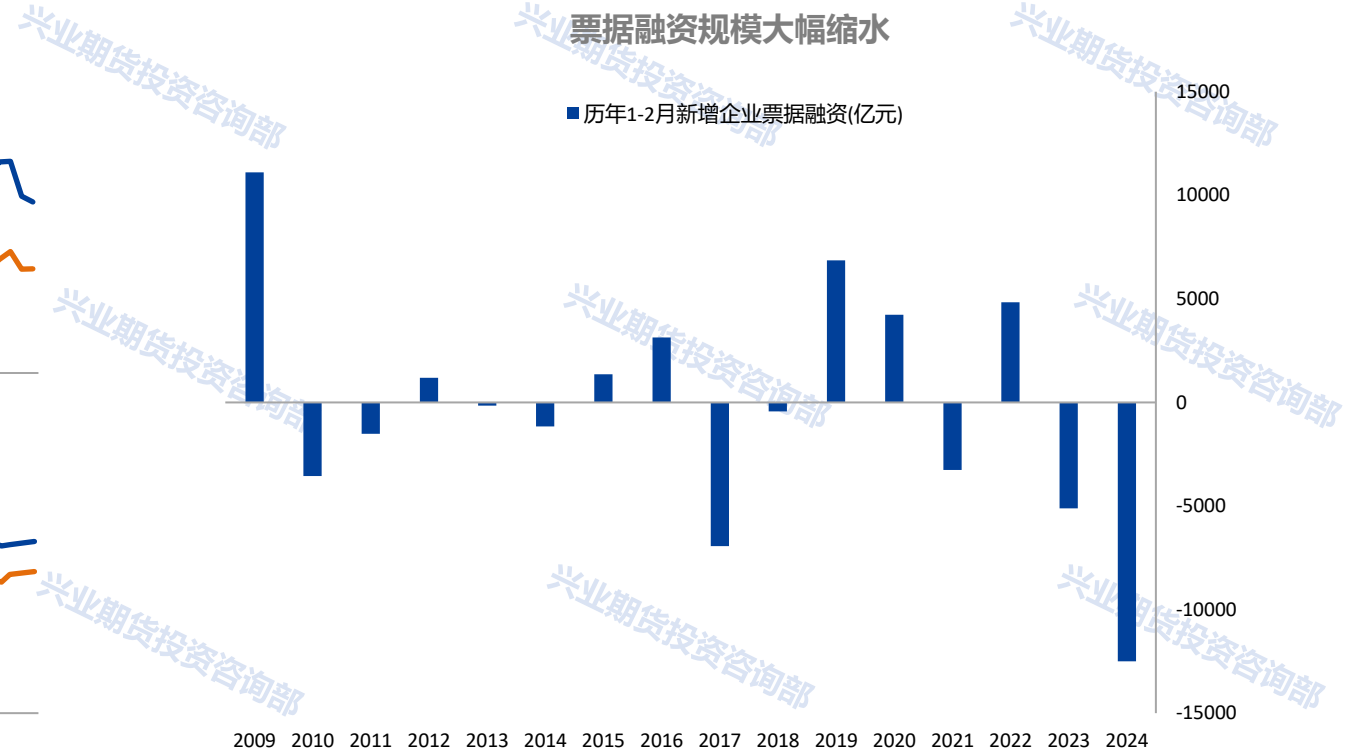
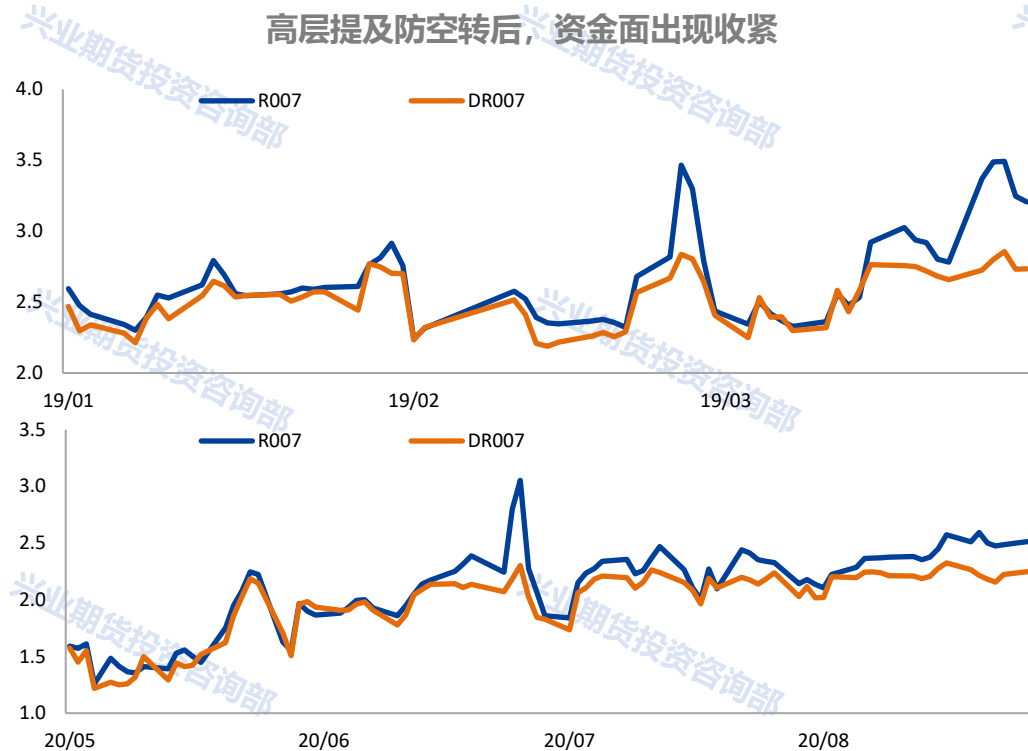


### 超长期发行规模



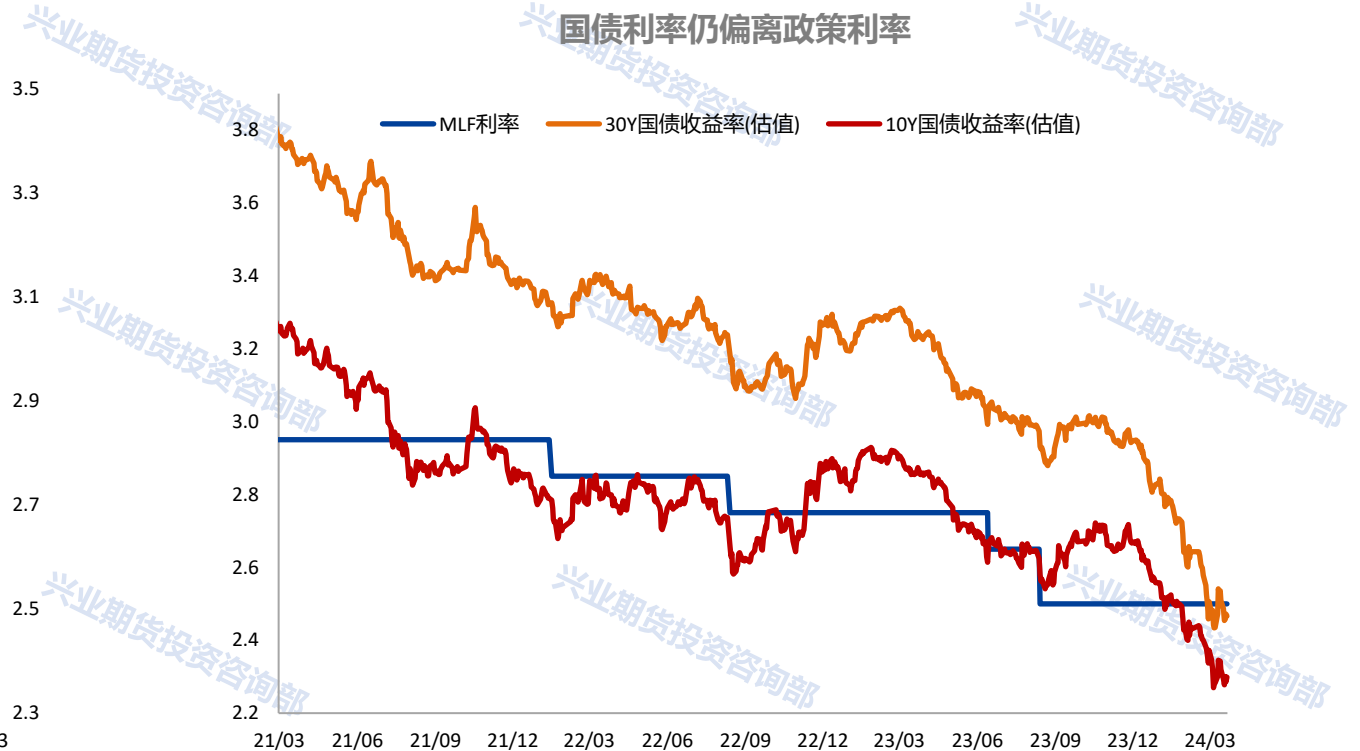
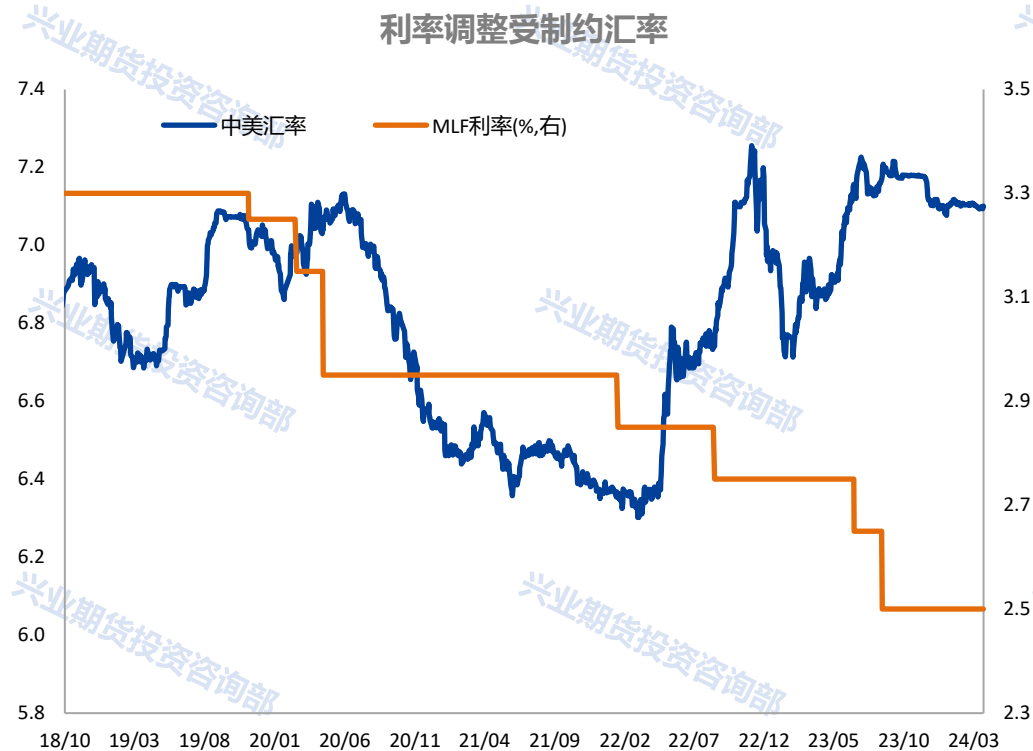


- 在两会期间“避免资金沉淀空转”被提及后，在3月21日央行再度表示：正加强监测资金空转问题。从2019年2月、3月和2020年5月高层会议提及“防空转”后资金均出现一定上行的情况来看，未来货币政策大概率将以稳健为主，预计难以出现大水漫灌。
- 此外，最新社融数据也显示，1-2月票据融资累计缩水1.25万亿，创历史同期新高，或是“防空转”政策的落地产生的结果。

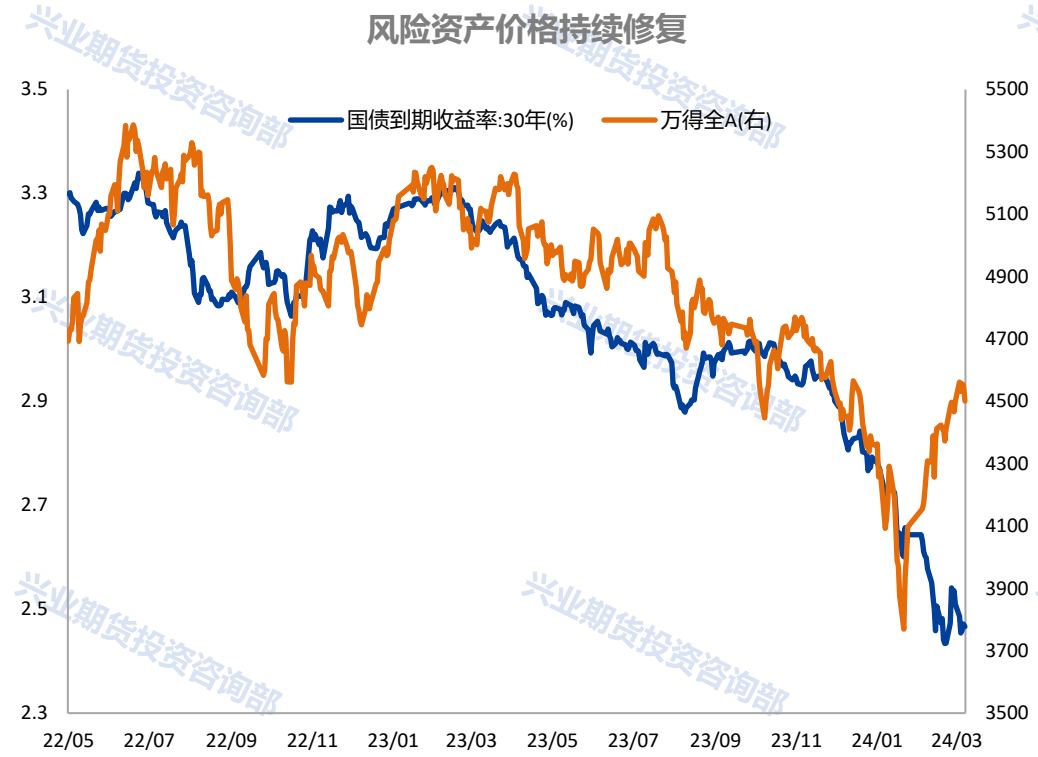


□ 3月22日，人民币汇率出现快速回落，离岸人民币一度突破7.27关口。从历史来看，外围环境仍对国内货币政策存在一定的制约，大幅宽松空间受限。

□ 目前30年期国债收益率在MLF利率附近，而10年期国债收益率仍大幅低于MLF利率。MLF利率作为中期市场利率运行的中枢，若政策利率暂无调降空间，则长期和超长期收益率进一步下行风险受限。



- 自2月初起，随着政策的不断加码以及市场信心的恢复，股票等风险资产出现持续反弹，但债市收益率仍持续向下，表现背离。但在进入3月后，债市收益率向下动能明显受阻，目前风险资产仍估值偏低，后续仍有向上修复动能，债市吸引力则将逐步减弱。
- 但在宏观修复过程中，市场预期仍存在反复，债市波动将加大。结合估值的角度，目前30Y-10Y的利差仍处于历史极低水平，且超长端利多驱动更为明确，可继续持有多2手T+空1手TL的组合，在保留一定空头敞口的同时，降低策略波动风险。



### 30年债收益率估值显著偏低

	30Y-DR007	10Y-DR007	1Y-DR007
90%分位	168.15	115.2	54.93
70%分位	145.52	93.68	30.87
50%分位	130.77	78.28	13.77
30%分位	115.42	65.29	-1.49
10%分位	90.6	42.6	-21.47
当前利差水平	60.24	43.51	-9.42
当前分位值	3.40%	10.80%	20.00%

# 股指

IF

01

基本面改善信号持续体现，且大概率将迎来底部拐点

02

从大类资产比较、业绩匹配度看，其潜在涨势仍较健康

03

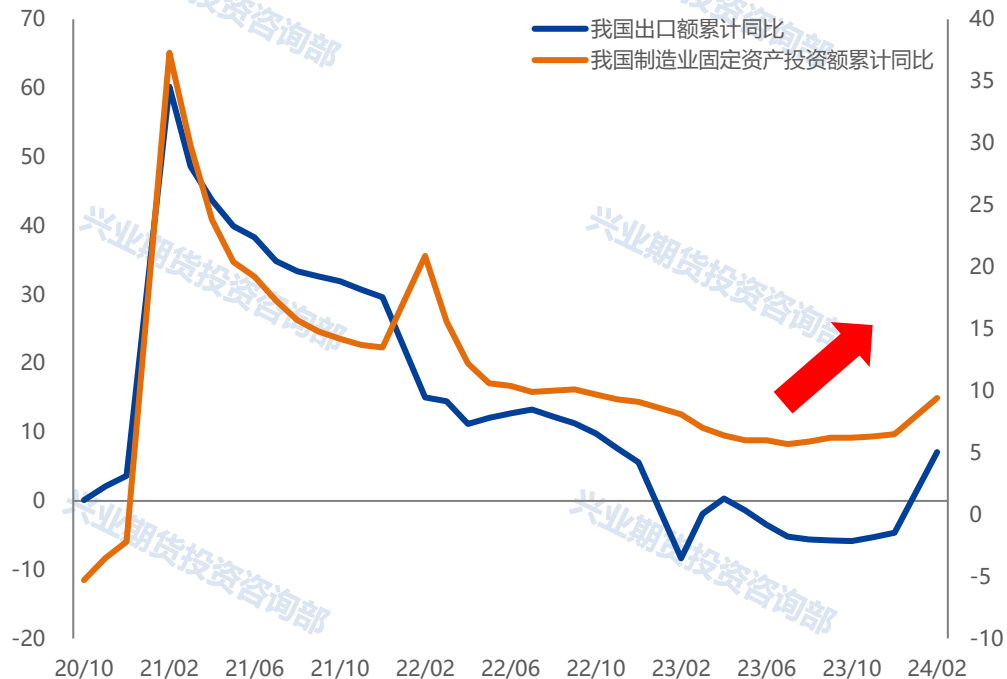
积极正反馈效应可期，资金面依旧乐观

04

均衡思路为宜，沪深300指数仍为最佳多头标的

- 从近月来相关主要指标看（如出口额、制造业固定资产投资额增速），基本面边际改善大势依旧明确。此外，积极政策主导作用未改、且逐步深化，将对宏观经济面持续修复形成提振。
- 再从历轮牛市行情中政策底、市场底和盈利底三者时限特征看：一般前者领先两者约3~6个月，其中政策底最长领先盈利底约1年。因此，在政策落地兑现、基本面走强背景下，A股最迟在24年Q2季度、大概率将迎来多重底部向上拐点，整体乐观预期不变。

我国出口额、制造业固定资产投资额增速（截至2024年2月）



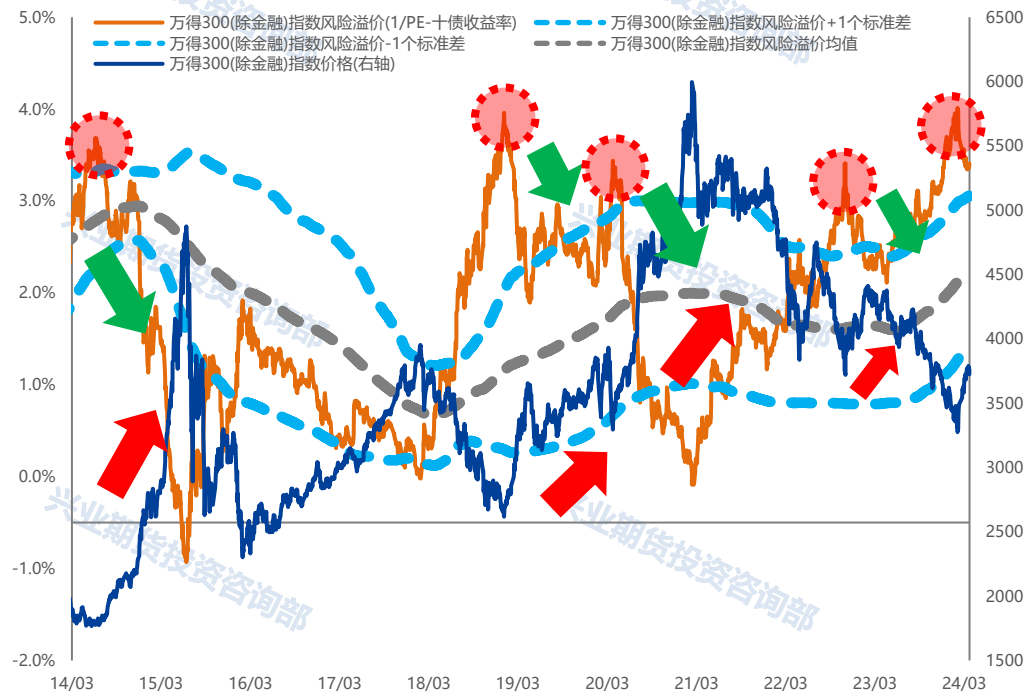
A股历轮牛市政策底、市场底和盈利底时限特征（截至2024年2月）

阶段	政策底	市场底	盈利底
2005.02~2006.03	2005年2月	2005年6月	2006年3月
2008.09~2009.03	2008年9月	2008年10月	2009年3月
2012.05~2012.12	2012年5月	2012年12月	2012年9月
2018.07~2019.01	2018年7月	2018年12月	2019年1月
2022.03~2023.03	2022年3月	2022年4月	2023年3月
2023.07~	2023年7月	2024年2月	?

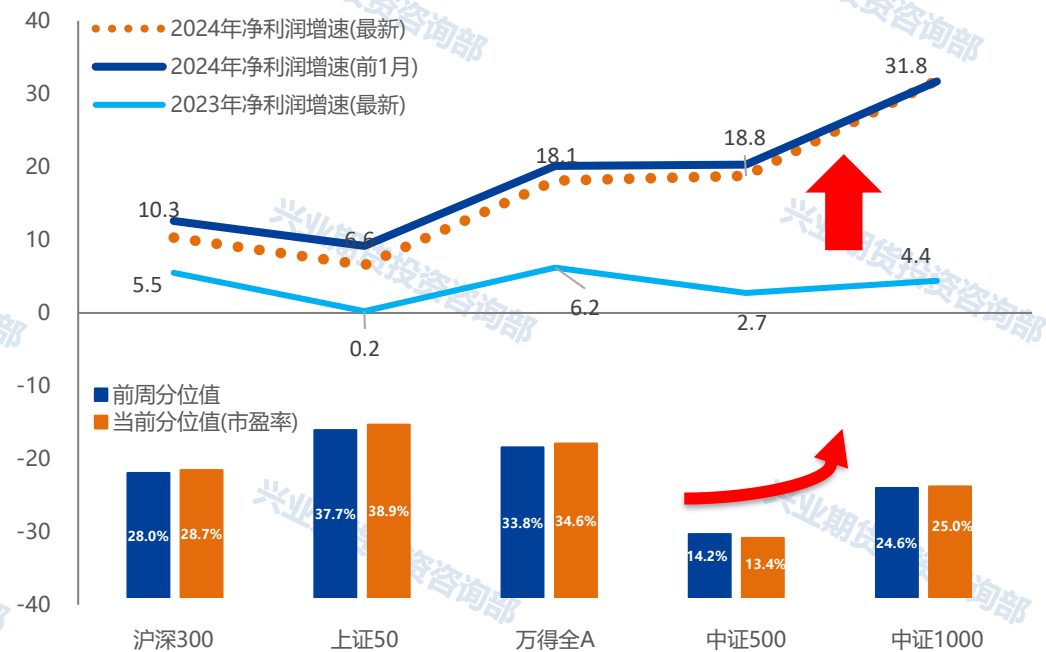
附注1：以上上证指数历次底部作为市场底；  
 附注2：以A股扣非累计净利润增速（非金融和“三桶油”）历次底部作为盈利底；  
 附注3：A股通常“政策底”先于“市场底”和“盈利底”2-6个月；

- 从大类资产横向比较看：当前 A 股的股债收益比仍远高于均值+1 倍标准差（3 年滚动），意味其回落空间大，对应A股可观的涨幅。
- 再从A股最新一致性盈利增速预期看，整体维持稳步上修状态。此外，主要指数估值分位数仍处相对或绝对低估区间，即盈利、估值整体匹配度依旧良好。
- 故从当前大类资产横向比较、及自身业绩情况看，A股潜在涨势的持续性、弹性均较强。

万得300（除金融）指数股债收益比、及价格走势对比（截至2024.3.22）



A股主要指数23/24年盈利增速预测、估值对比（截至2024.3.22）

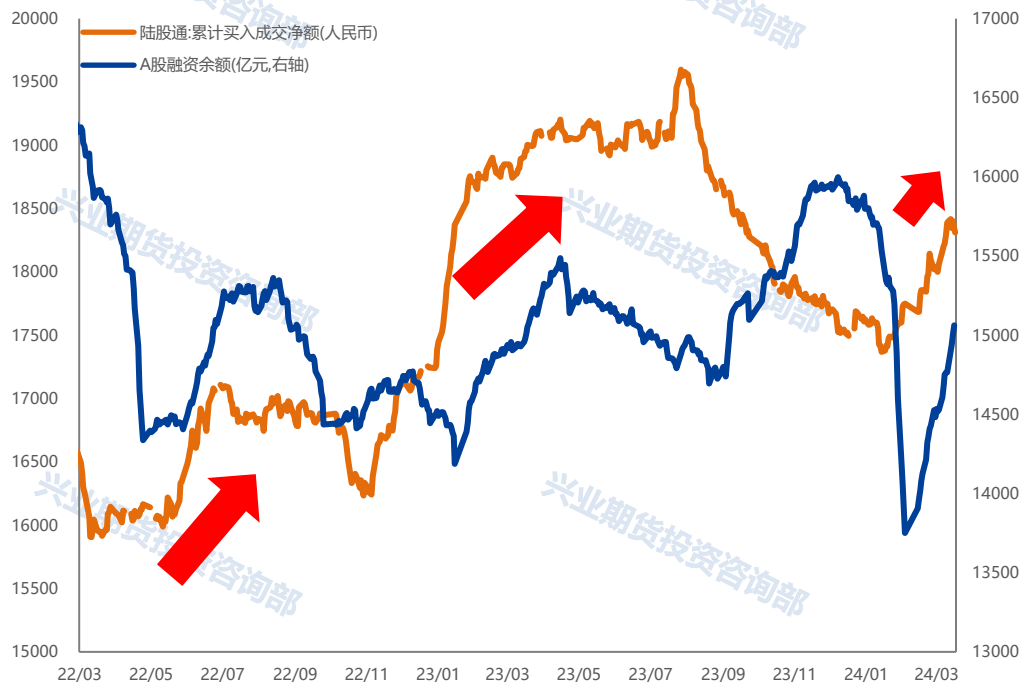




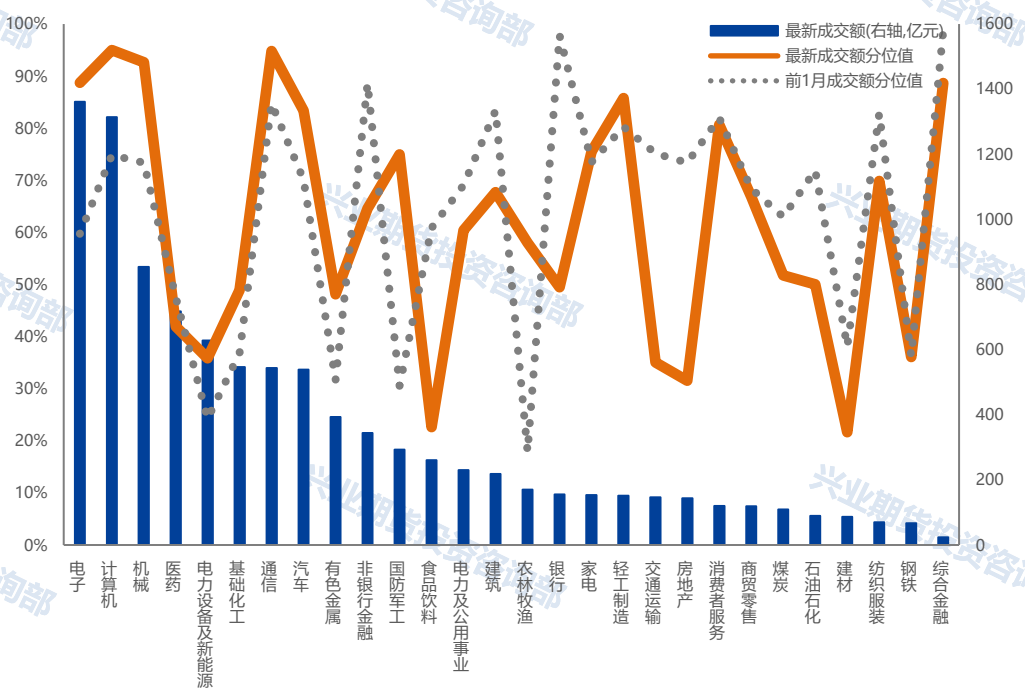


- 再从A股融资余额，陆股通净买入额、成交额情况看，近阶段整体均呈显著的改善态势，可视为市场交投情绪转向积极的良好证明。
- 而随基本面修复信号的强化、预计其与资金面的正反馈效应将出现，增量资金入场的节奏、规模仍值得期待。

### A股融资余额、陆股通累计买入净额情况（截至2024.3.21）



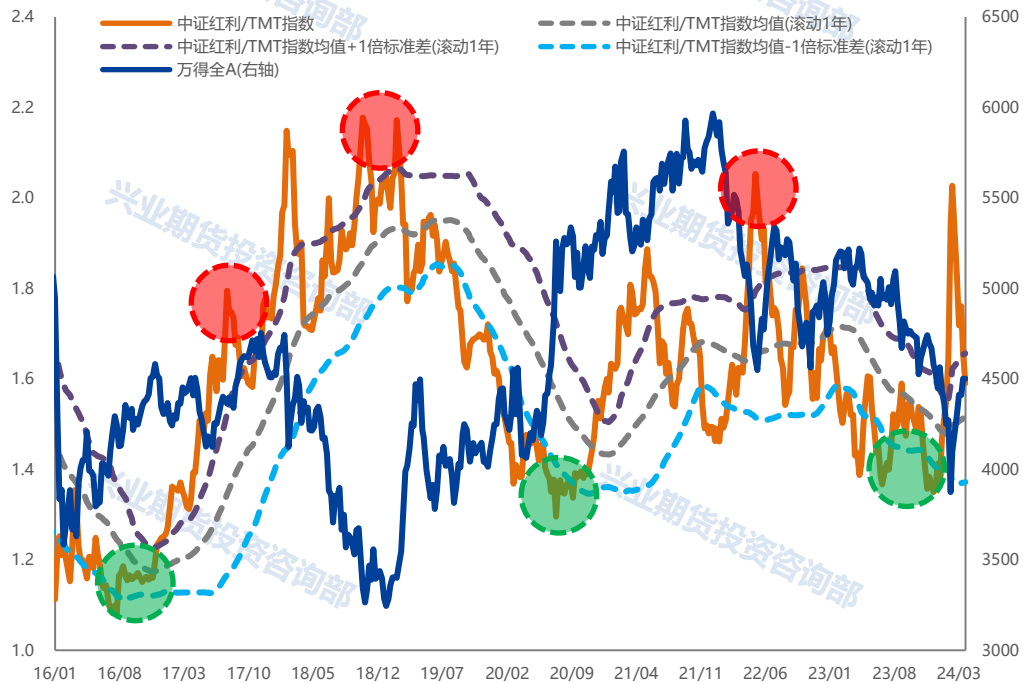
### 中信一级行业成交额情况（截至2024.3.22）



从具体行业选择看：考虑宏观经济温和复苏、结构性产业政策持续深化的现状，仍宜采取均衡配置策略，即兼顾“防御”和“进攻”，前者对应高红利、低估值板块，后者则对应高景气度成长板块。从对应指数看，二者确实呈现交替轮涨格局、且有明显的均值回归特征，作为印证。

按上述思路，以股息率、净利润增速作为标准，并加以估值约束：相关入选行业在沪深300、上证50和中证500指数中占比最高，分别为53.3%、53.9%和52.8%。而沪深300指数与其它两大指数相关性均较高，故综合看，其依旧为最佳多头标的。

### 中证红利、TMT指数及万得全A指数走势对比（截至2024.3.22）



### 基于“业绩、估值、股息率”三大维度，相关行业四大股指占比统计（截至2024.3.22）

简称	最新总市值 (亿, 2024.3.22)	最新市净率 (LF)分位值	最新市盈率 (TTM)分位值	最新预估净利润 增速(FY1)	最新预估净利润 增速(FY2)	最新预估 ROE(FY1)	最新预估 股息率	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
保险II	21391	1.4%	21.0%	11.4%	23.8%	9.9	3.61	3.6	9.0	0.0	0.1	2.4
建筑施工	15165	1.7%	7.1%	8.6%	22.7%	8.9	2.85	2.1	3.3	1.0	1.7	1.7
食品	7941	2.8%	3.9%	9.2%	29.6%	11.3	2.09	0.5	1.0	1.2	1.5	0.9
半导体	31409	3.7%	63.5%	-35.2%	78.3%	4.3	0.33	4.7	4.4	4.7	4.0	3.6
农用化工	6376	4.8%	13.5%	-48.1%	33.4%	9.8	2.67	0.9	0.0	1.3	2.0	0.7
其他化学制品II	20227	5.1%	38.9%	-30.6%	38.6%	8.3	1.46	1.4	2.3	3.9	3.7	2.3
稀有金属	10039	6.2%	24.3%	-47.8%	25.5%	11.5	1.95	1.3	1.3	2.7	2.2	1.1
新能源动力系统	13576	6.7%	7.4%	20.9%	16.5%	13.4	0.82	2.9	0.0	1.7	1.6	1.5
证券II	31194	6.8%	38.6%	17.4%	10.5%	6.3	1.43	6.1	3.1	6.6	1.2	3.5
专用机械	15707	7.6%	3.5%	22.2%	34.0%	8.7	1.09	0.4	0.0	2.1	2.7	1.8
其他医药医疗	24246	7.8%	23.6%	-23.7%	22.7%	9.7	1.55	2.9	1.7	4.4	4.1	2.8
航空航天	8005	8.8%	14.8%	31.5%	35.8%	5.9	0.55	0.8	0.7	1.9	0.8	0.9
白色家电II	9598	10.4%	16.5%	17.6%	9.2%	20.3	3.23	3.3	1.4	0.0	0.3	1.1
消费电子	12942	10.7%	31.2%	14.7%	64.2%	8.1	1.10	1.5	0.0	2.5	1.8	1.5
电源设备	17701	12.0%	8.4%	9.7%	10.4%	13.5	2.18	3.1	3.4	2.2	1.9	2.0
中药生产	10151	13.3%	28.3%	36.0%	35.1%	8.2	1.64	1.1	1.0	1.6	2.7	1.2
通用设备	11289	14.4%	3.6%	18.0%	48.4%	7.4	0.92	0.2	0.0	1.9	2.8	1.3
云服务	7244	14.4%	41.3%	57.0%	45.0%	7.1	0.60	0.9	0.9	1.1	1.3	0.8
工业金属	9456	19.0%	15.8%	10.7%	15.4%	10.6	1.78	0.5	0.0	3.0	2.1	1.1
电气设备	15875	19.8%	8.7%	8.7%	15.5%	10.1	1.21	1.9	2.5	2.2	2.9	1.8
通信设备	10733	35.2%	34.1%	4.0%	56.7%	7.4	0.68	1.2	0.0	2.1	2.0	1.2
计算机设备	12327	37.4%	18.2%	23.1%	41.1%	8.1	1.09	1.4	0.0	1.6	1.2	1.4
其他军工II	8519	40.2%	25.7%	19.4%	76.0%	5.9	0.64	0.7	0.0	2.6	2.0	1.0
酒类	41843	47.3%	43.0%	20.6%	19.5%	24.6	2.39	9.8	17.7	0.6	0.9	4.8
相关筛选行业四大股指权重占比合计(剔除净利润增速过低或下年度大幅下修、ROE值及股息率过低行业)								53.3	53.9	52.8	47.4	42.4



# 沪铝

AL

01

产量无明显增量，原料价格支撑延续

02

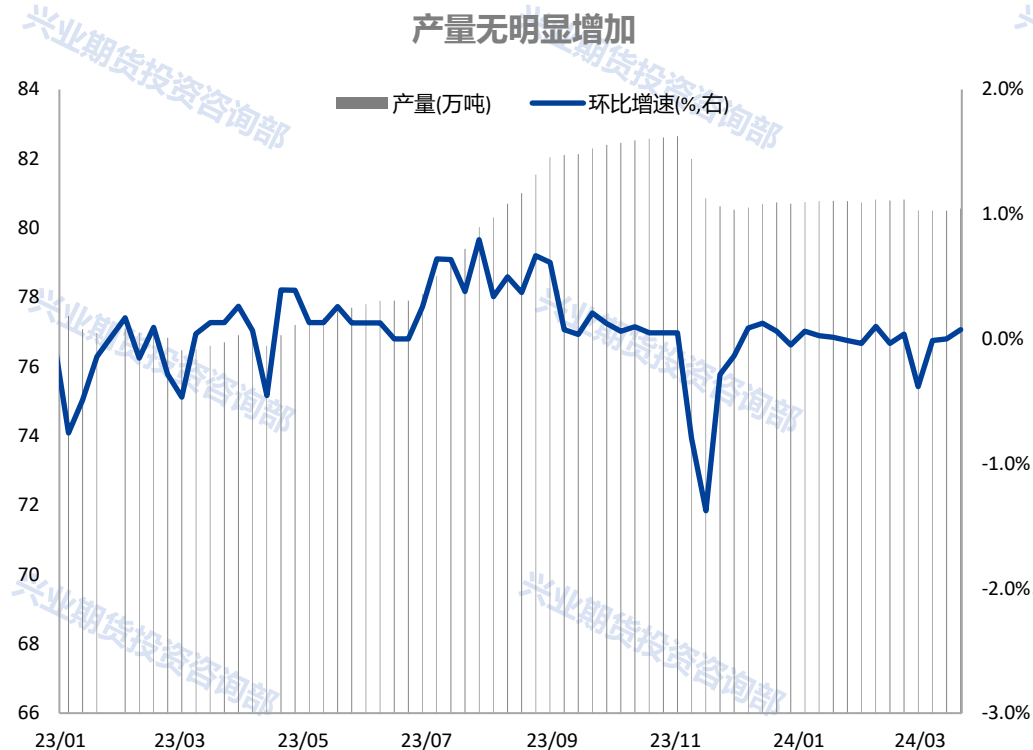
“以旧换新”对需求存支撑

03

下游开工表现尚可，库存压力不断减弱

□ 供给方面，虽然云南开始尝试性复产，但根据市场消息，复产开始时间计划在3月中下旬，产能落地将在4月或更晚。此外仍有部分企业态度较为谨慎，复产意愿不强，全面复产或在5-6月。从高频数据来看，本周产量80.56万吨，并无明显增量。

□ 从成本来看，近期氧化铝价格仍受到铝土矿供给紧张的影响表现较为强势。虽然从中期来看氧化铝向下概率较高，但短期内或维持高位，对电解铝价格形成支撑。

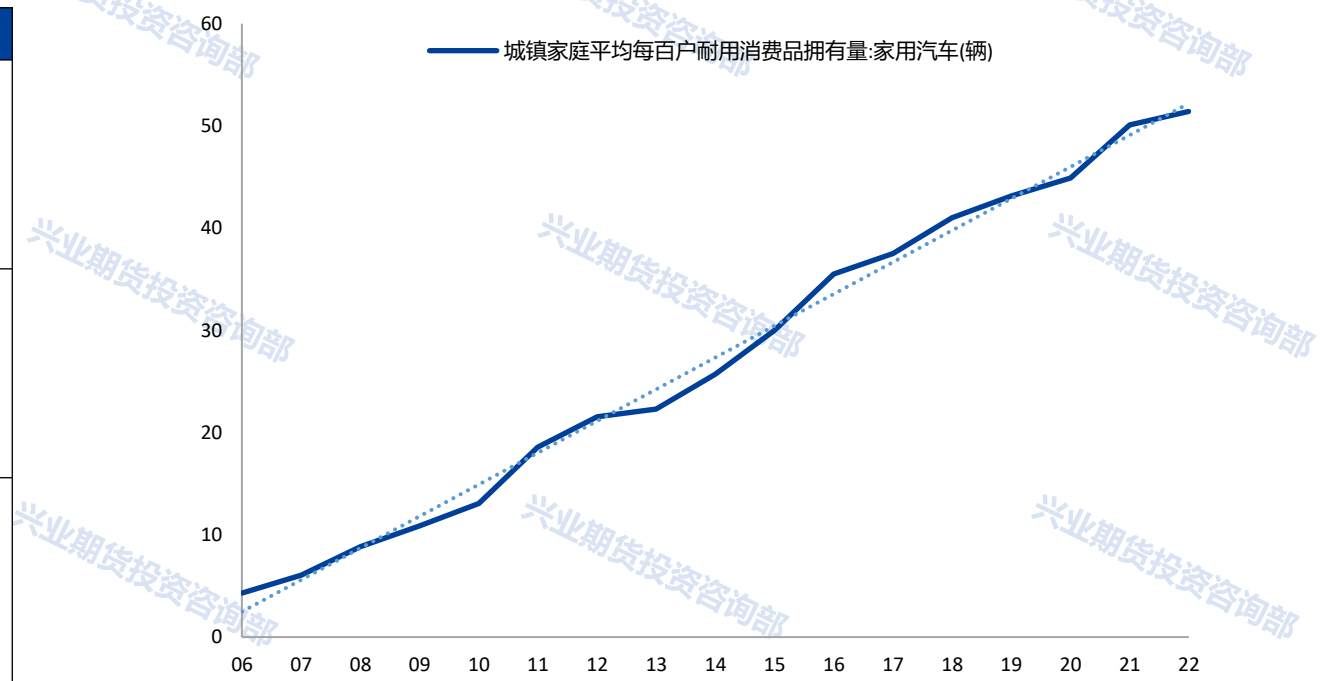


- 历史来看，家电产品换新主要集中在冰箱、彩电、洗衣机、空调和热水器等五大家电，其中空调、冰箱、洗衣机均对铝存在一定程度的需求，且从上一轮的表现来看冰箱、洗衣机的拉动作用能达到30%-45%之间。
- 从汽车潜在销售空间来看，当前中国居民汽车存量仍未达到饱和水平。同时现阶段城镇汽车保有量已低于其趋势水平，同时农村汽车消费也有较大提升空间。

2010-2012年“家电下乡”对相关产品的拉动

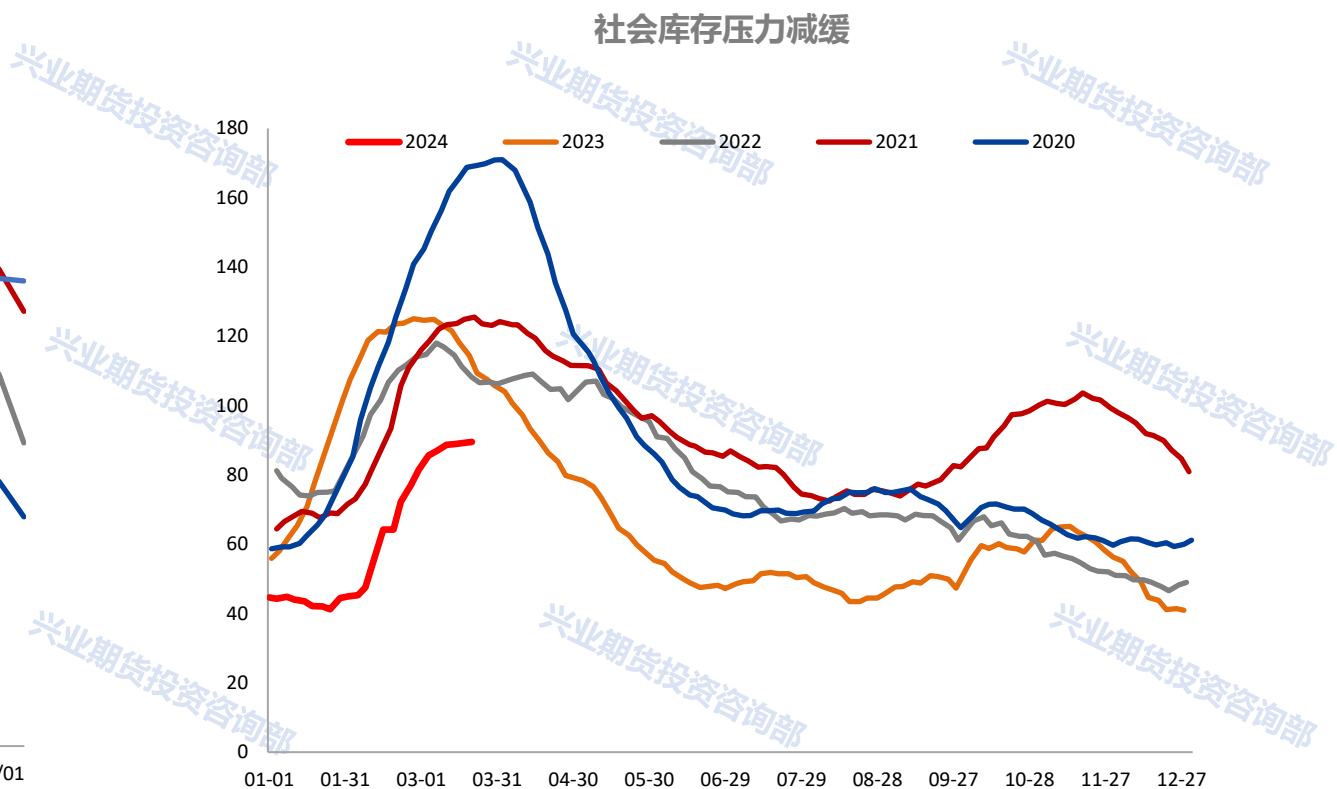
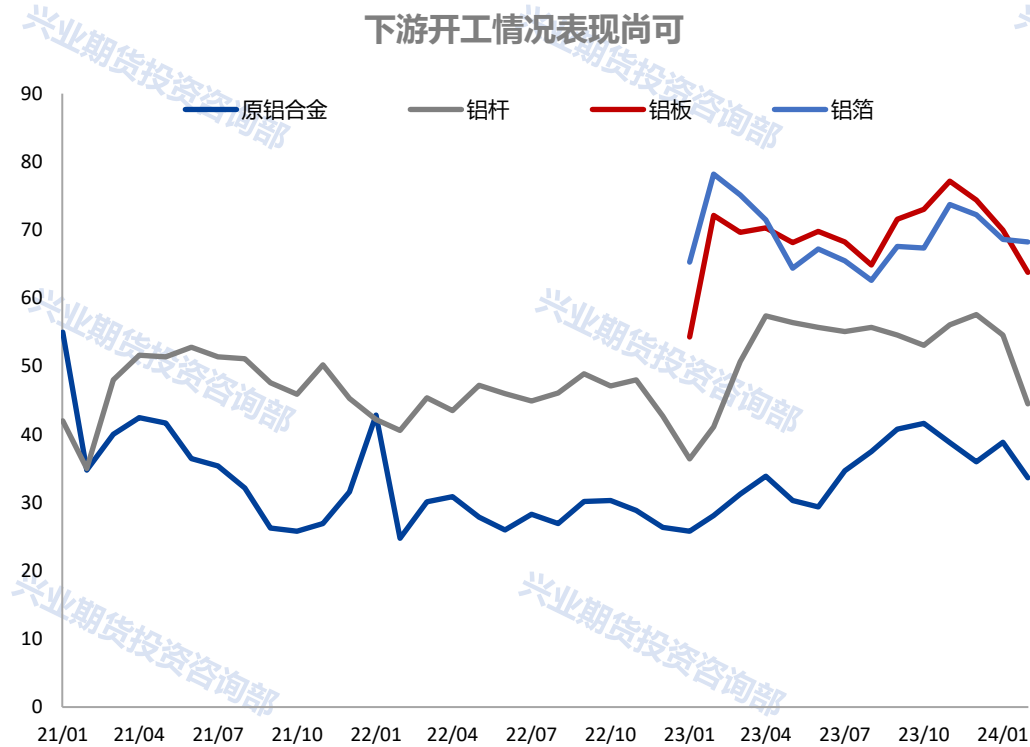
	万台	冰箱	洗衣机	空调
家电下乡数量	2010	4870.76	2616.82	1098.46
	2011	4542.08	2326.26	1827.18
	2012	1926.17	854.31	962.48
	3年累计	11339.01	5797.39	3888.12
全国家电产量	2010	7576.85	6210.01	11577.75
	2011	8639.99	6681.9	14625.45
	2012	8810.39	6707.08	13385.94
	3年累计	25027.23	19598.99	39589.14
家电下乡拉动	2010	64.28%	42.14%	9.49%
	2011	52.57%	34.81%	12.49%
	2012	21.86%	12.74%	7.19%
	3年累计	45.31%	29.58%	9.82%

城镇汽车保有量略低于趋势





- 从下游加工开工情况来看，目前整体表现尚可，铝合金、铝杆、铝板、铝箔等均表现略优于历史水平。
- 库存方面，虽然电解铝库存出现季节性累库，自上周起累库节奏明显放缓，且从历史季节性表现来看，库存或即将见顶。



# 碳酸锂

LC

01

企业生产开工缓慢上行，年度供应恐进一步收缩

02

正极库存处极低位置，电池产量略超市场预期

03

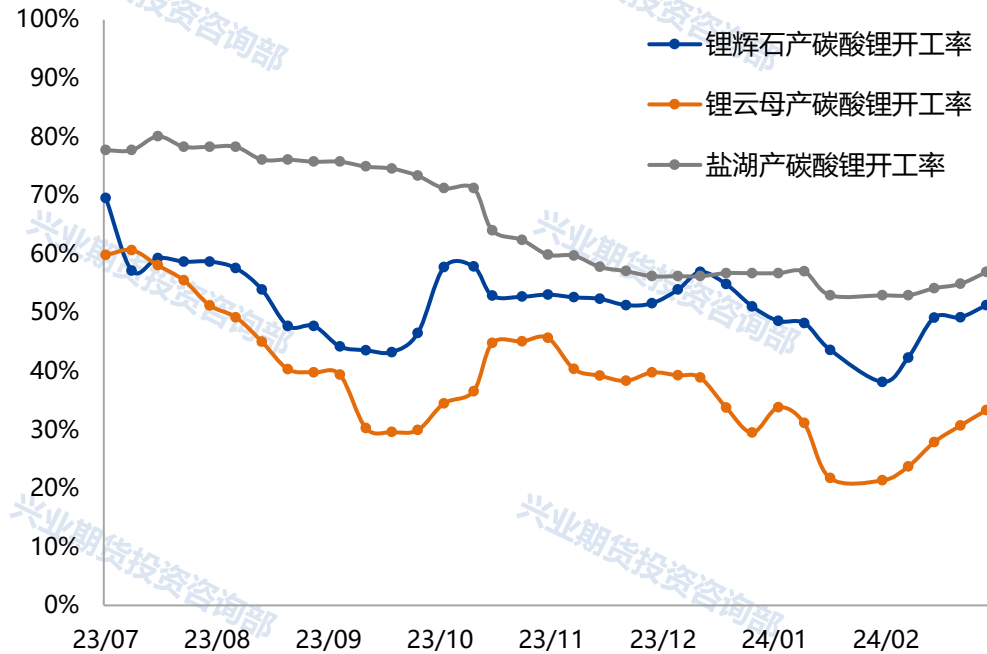
行业库存结构持续变动，产业链利润分化加剧

## 有色金属品种策略（碳酸锂）：企业生产开工缓慢上行，年度供应恐进一步收缩

□ 近期开工方面，随着下游需求增长信号明确，企业开工情况呈现好转趋势。具体来看，云母提锂环保检查结果出炉，生产环节受到进严格管控；盐湖提锂地区气温逐步回暖带领开工回升；辉石提锂将参照框架决定利润空间指引生产。

□ 全球供应方面，随着海外企业调低年度产量，供应缩减预期已落地。前期预判年度锂盐产量有可能从下图分析的情景二转向情景三，由于远期需求增长更为明确，部分企业已采取缩减资本开支以度过低景气度阶段而非加速产能出清。

碳酸锂周度开工率汇总 (%)



2024年全球锂资源供应总量情景假设

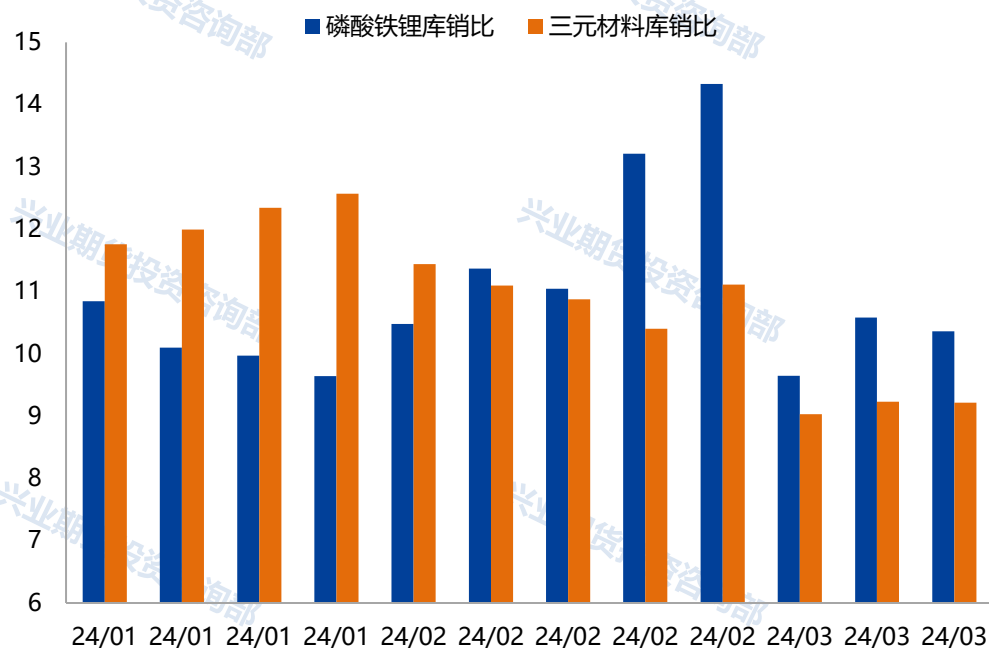
2024年供给总量分析	情景一	情景二	情景三
海外锂矿	70.2	60.0	53.3
海外盐湖	38.6	33.0	31.7
国内锂辉石矿	4.5	3.9	2.9
国内云母矿	16.5	14.6	12.8
国内盐湖	15.7	12.4	10.5
电池回收	8.7	6.3	5.2
供给总计	154.2	131.2	116.4

## 有色金属品种策略（碳酸锂）：正极库存处极低位置，电池产量略超市场预期

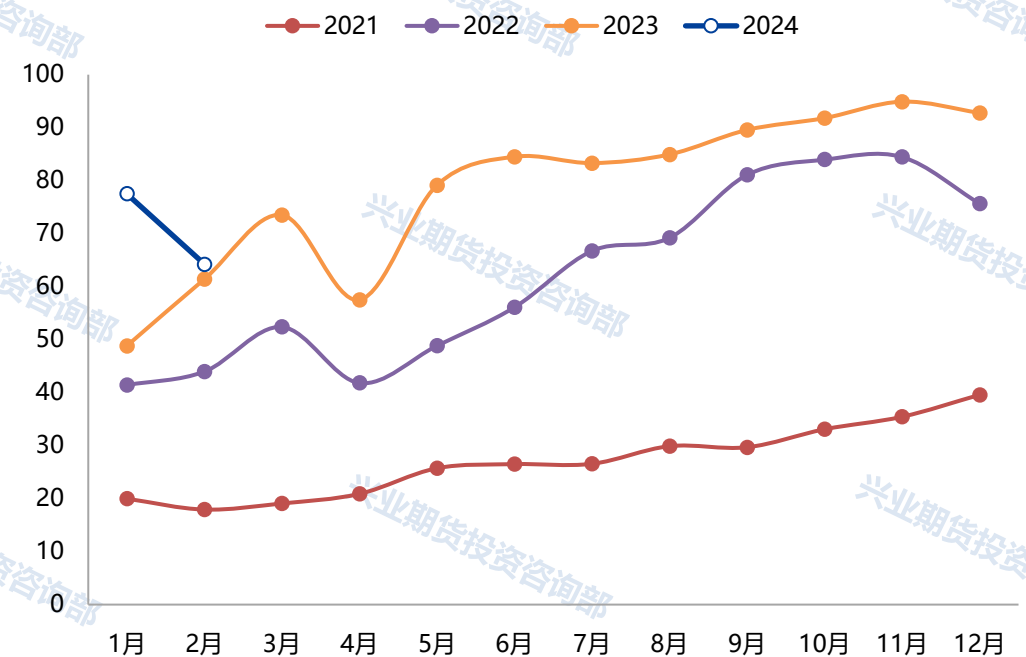
□ 正极材料方面，该环节库销比处于极低水平，可能面临库存不足现象。由于前期产品售价处于持续下行阶段，各企业纷纷降低存货数量以避免大幅贬值风险。但当前需求有超预期概率，材料厂维持较低库存可能无法满足下游采购订单。

□ 锂电池方面，24年前两月电池产量延续增长势头。跟踪月度产量数据可得，今年累计电池产量已略超市场预期，一方面是由于企业库存去化进展偏快使库存回落至正常水平，另一方面是终端车企价格战也将进一步瓜分燃油车销售市场。

### 正极材料分类别库销比情况（天）

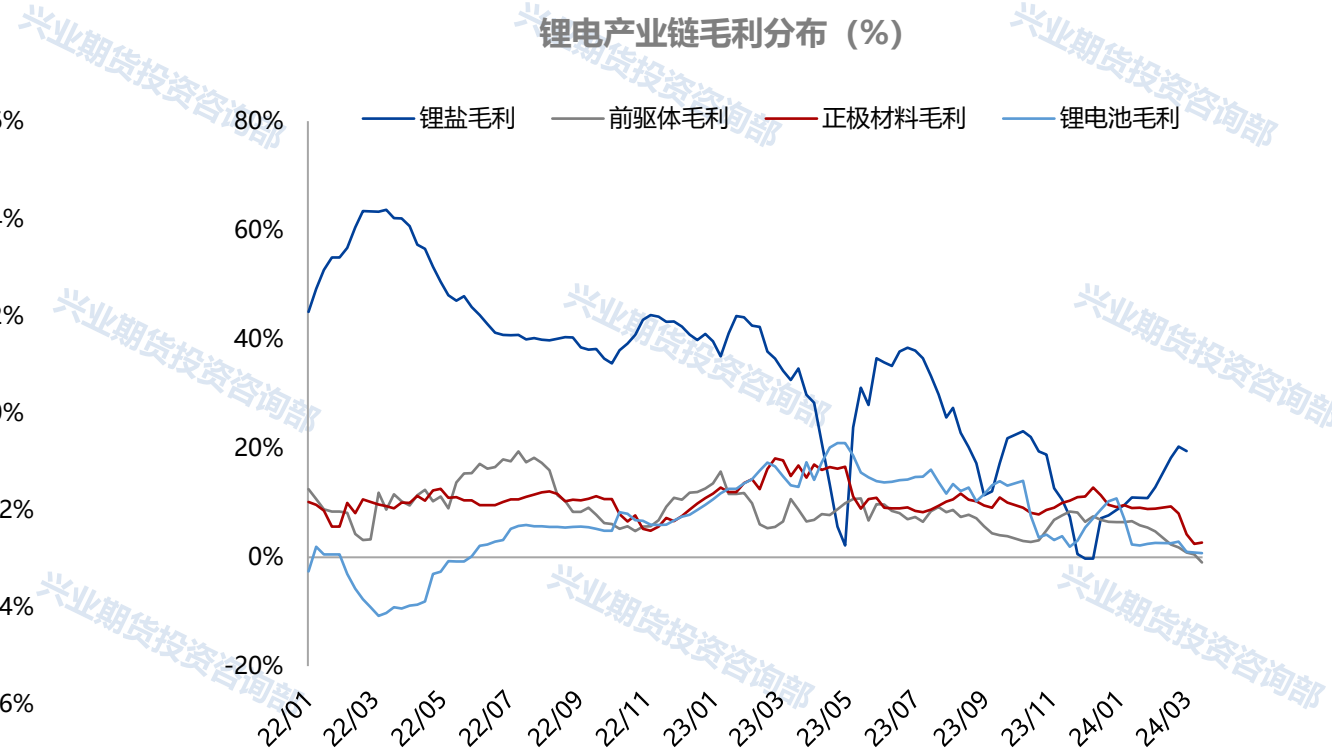
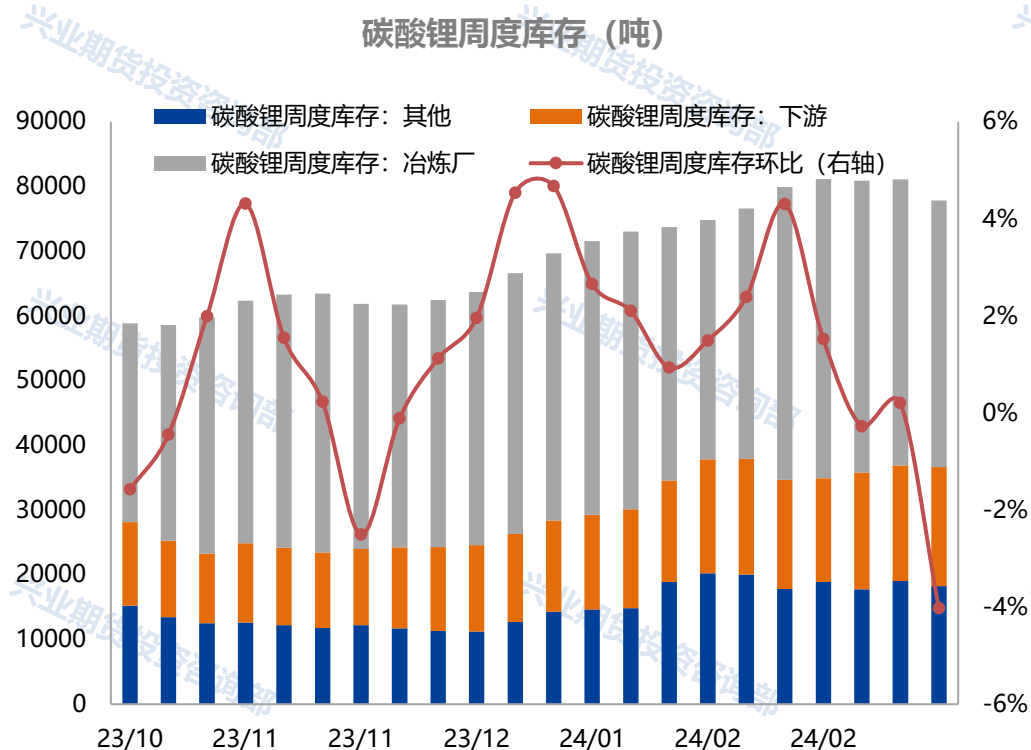


### 中国锂电池月度生产情况（GWh）



□ 库存水平方面，行业库存有进一步转移趋势，下游补库行为维持。由于产量增长相对缓慢，短期内需求增长助推冶炼厂持续去库，而下游也相应提高原料库存水平。库存变动情况依据终端需求放量有所好转，整体趋势有望持续向好。

□ 产业利润方面，产业链毛利分布开始分化加剧，下游利润被持续压缩。随着资源端开始压缩产量，矿山企业利润已逐步回暖；而中下游的过剩产能进入产能出清阶段，行业竞争达到白热化程度，且预估后续分化程度将维持一段时间。



# 橡胶

RU

01

政策施力有望增强，推动需求传导积极顺畅

02

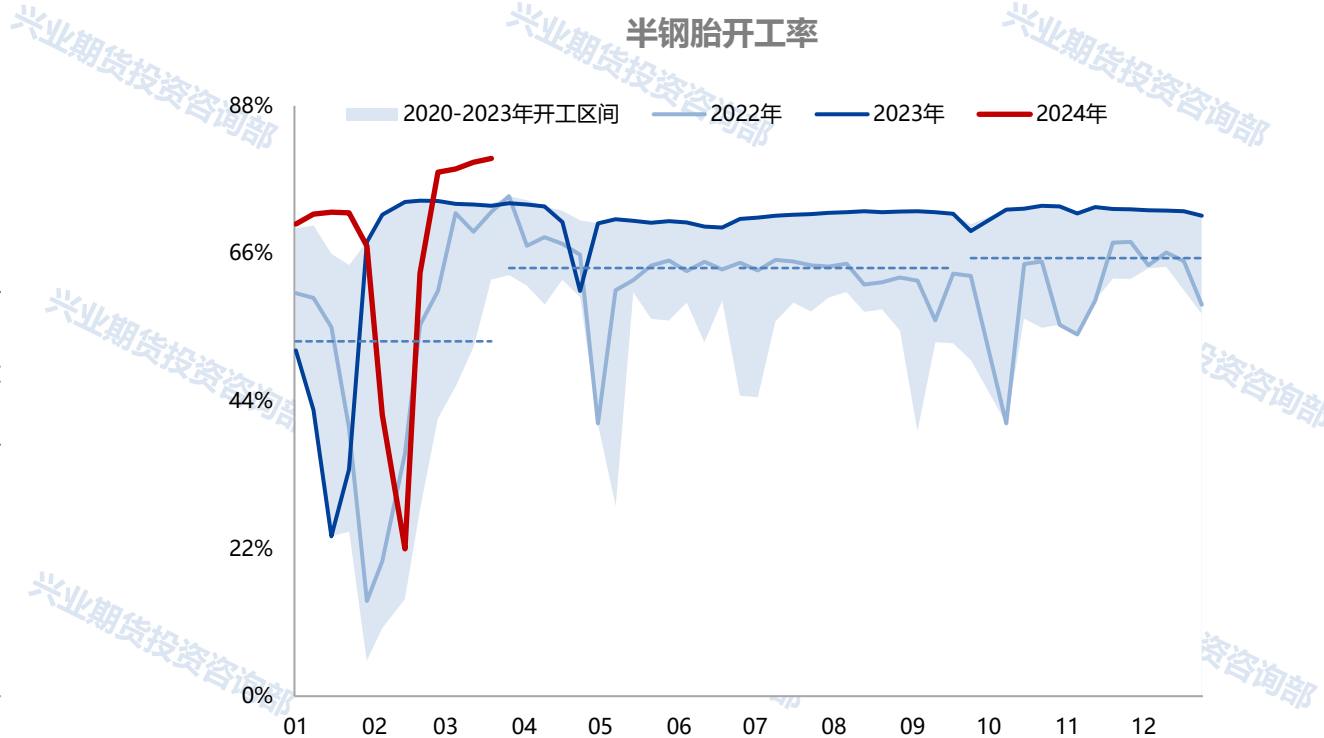
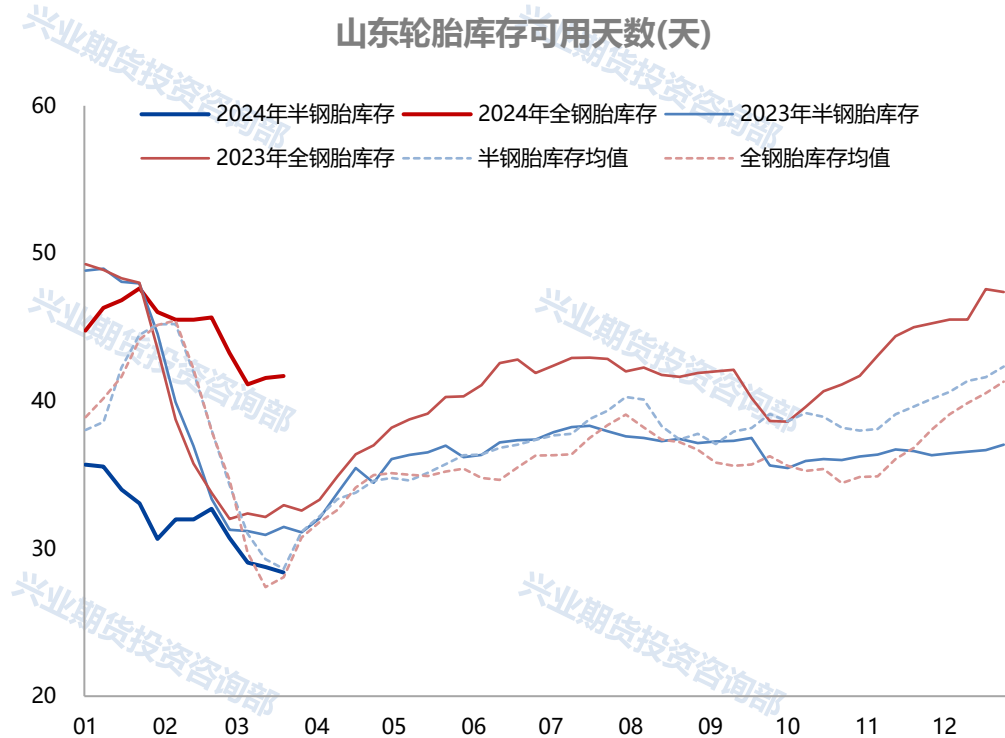
国内产区物候条件边际改善，但供应收紧预期仍存

03

短期乐观情绪回落，中长期供需改善格局不变

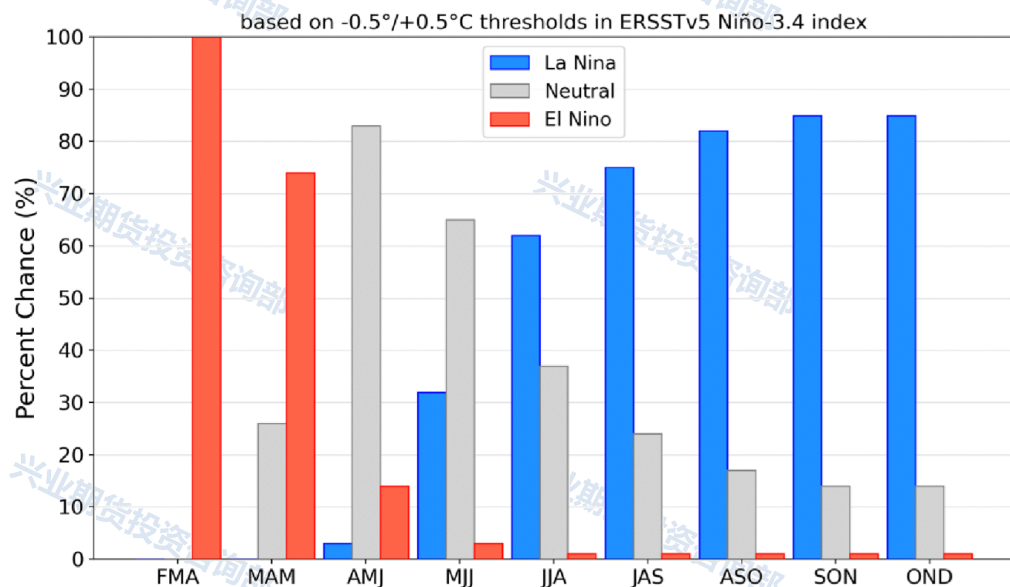


需求方面，海关总署数据显示2月汽车出口同比大增21.7%，出口市场依然保持强劲驱动，而乘联会预估3月乘用车零售同比上升3.7%，同期商务部表态将推动政策支持力度、深入开展汽车消费以旧换新，内需复苏方向明确，橡胶终端需求存在增量预期；受此影响，轮胎企业生产积极，尤以半钢胎产线为例，产成品降库至近年低位、开工率则维持在峰值水平，需求传导效率顺畅。

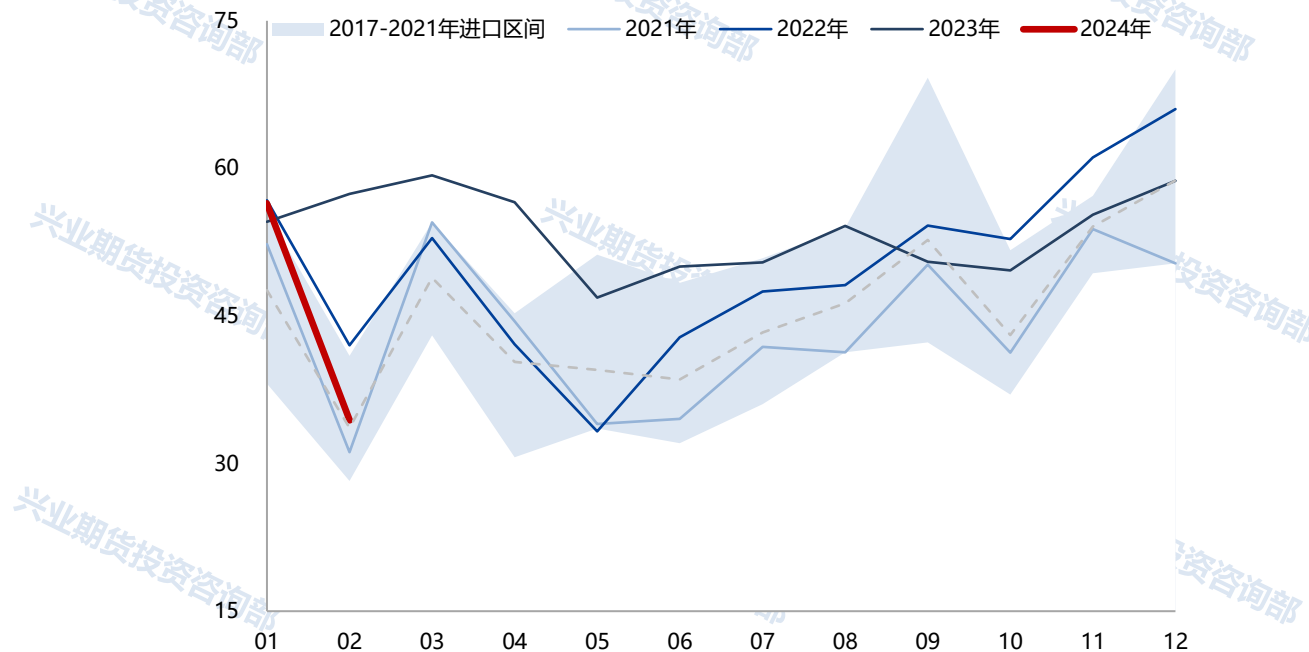


供应方面，水利部消息指出去年冬季以来云南省部分地区遭遇旱情侵袭，本周版纳降雨虽缓解产区物候不佳状况，胶树试割进行当中，但气候系统的不稳定性对全面开割的评估仍较负面，且今夏接续发生拉尼娜事件的概率超过六成，原料供给收紧预期未改；而1-2月国内天然橡胶进口累计增幅同比大降，低产季海外资源进口亦将延续较低水平。

### 厄尔尼诺-南方涛动事件概率预测

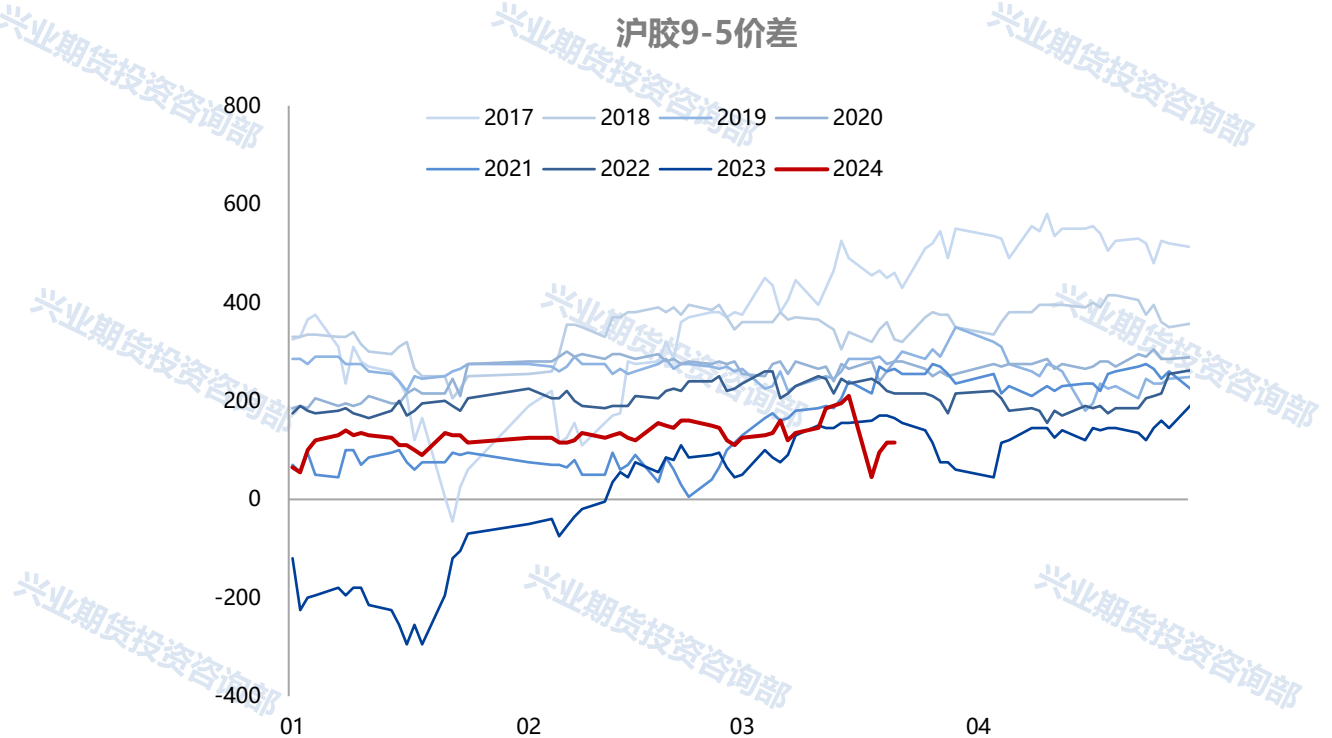
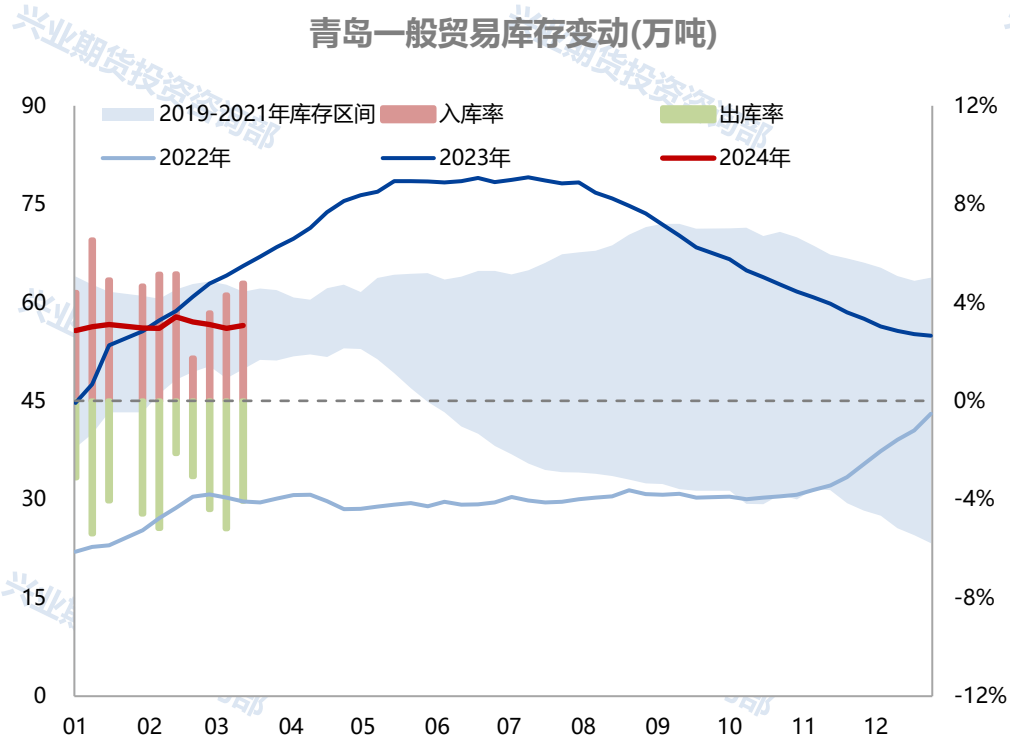


### 天然橡胶月度进口量(海关总署口径,万吨)



□ 库存方面，资源到港推升港口入库率增加，而一般贸易库存出库情况减弱，使得青岛干胶呈现小幅累库态势，但产区库存降幅明显，库存结构优化带动橡胶总库存维持去库之势。

□ 综合来看，云南产区试割扰动供应收紧预期，橡胶价格小幅回调，但价差结构低位意味着市场对全面开割依然存疑，而政策层面加码汽车消费，需求端增量或将逐步兑现，中长期供需结构延续改善局面，沪胶价格企稳后上行驱动仍存。



# 乙二醇

EG

01

3-4月煤制检修偏高开工下降，供需偏紧趋势加深

02

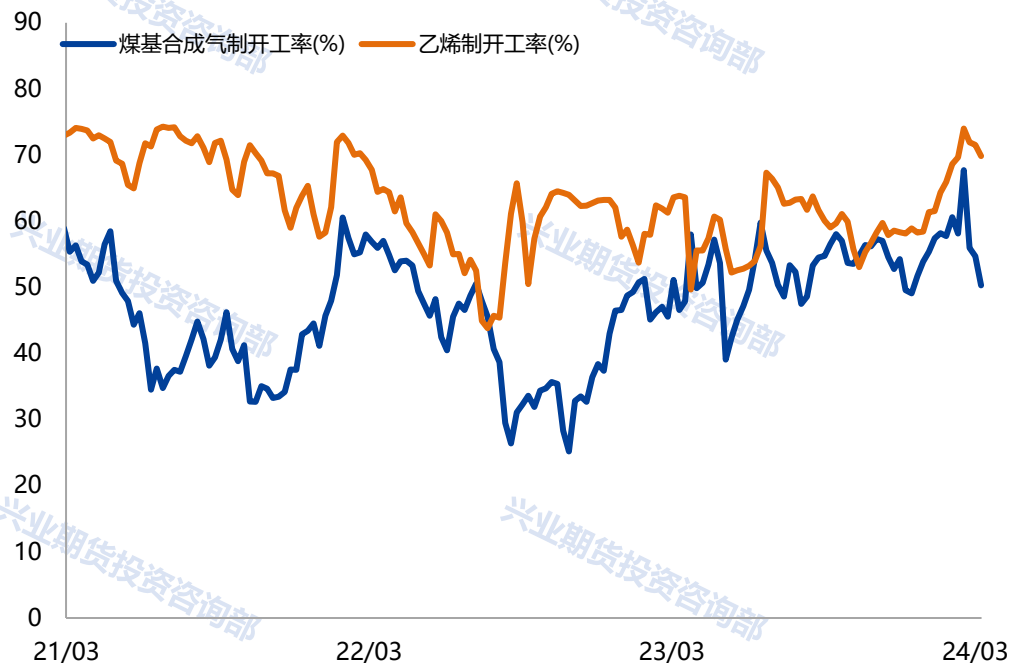
相比往年，今年旺季实际消费情况明显改善

03

夏普比相对居前，多头策略回报率预期较好

- 截至3月22日当周乙二醇总开工61.39%，乙烯制和煤制装置开工均出现下降。
- 装置方面，安徽一套30万吨/年的装置停车检修中，预计检修持续至4月初；江苏一套180万吨乙二醇计划自本月底/4月初一条产线开始停车检修。乙二醇装置3-4月检修量偏高，共计210万吨煤制装置存检修计划，预计将导致3-4月供需偏紧趋势加深。

### 3-4月煤制乙二醇检修偏高，开工预计大幅下降



### 3-4月乙二醇供需偏紧趋势加深

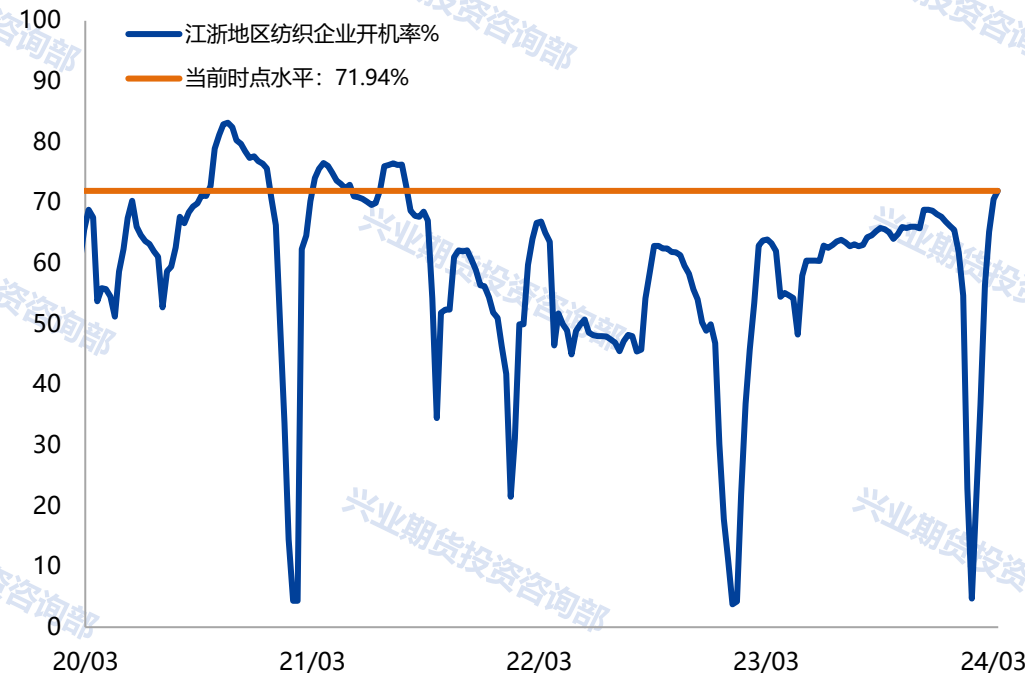
	1月	2月	3月	4月	5月	6月
<b>总产量</b>	<b>158</b>	<b>160</b>	<b>163</b>	<b>151</b>	<b>165</b>	<b>163.7</b>
进口	50	38	50	55	59.6	55.6
出口	0	0	0	0	0	0
<b>总消费</b>	<b>214.9</b>	<b>188.1</b>	<b>222.3</b>	<b>219.1</b>	<b>225.5</b>	<b>215</b>
聚酯消费	199.9	175	206.7	203.7	209.7	199.9
其他消费	15	13.2	15.6	15.3	15.8	15
<b>过剩量</b>	<b>-6.9</b>	<b>9.9</b>	<b>-9.3</b>	<b>-13.1</b>	<b>-0.8</b>	<b>4.4</b>

从终端实际消费表现情况看，截至3月22日，纺织企业单周订单天数平均回升至17.44天，达到2022年春季旺季水平；江浙地区纺织企业开机率回升至71.94%，达到2021年秋季旺季水平。总体数据表现明显改善，或将有效提振上游原料价格运行。

### 纺织订单天数回升至22年春季旺季水平



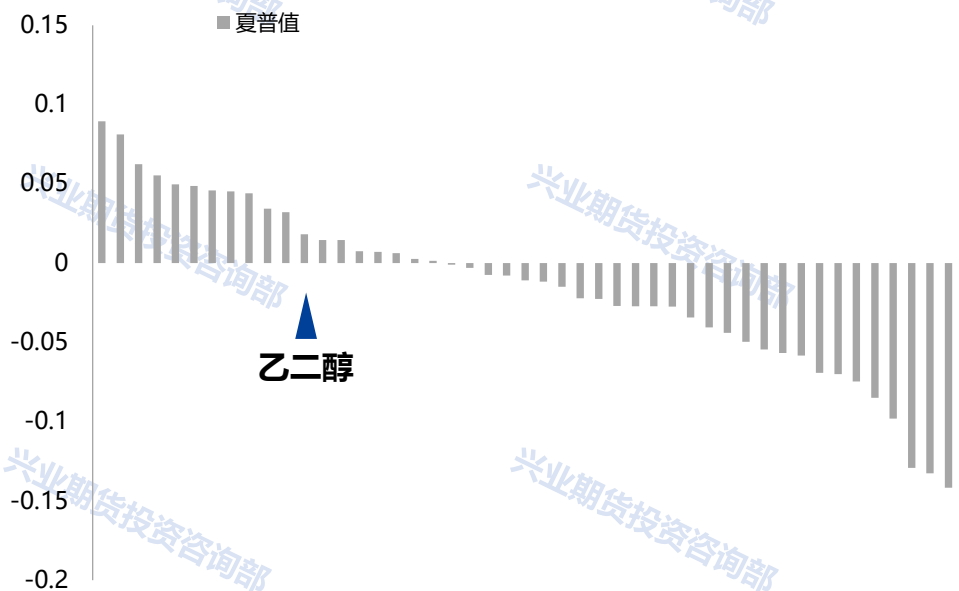
### 织机开工率回升至21年秋季旺季水平



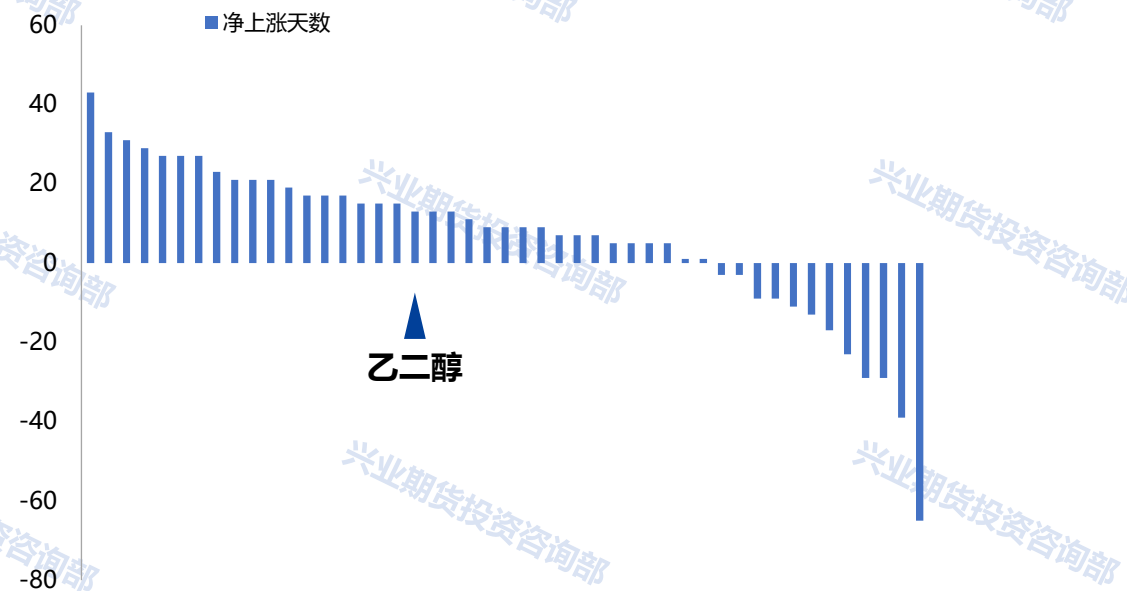


从近一年主要商品品种的夏普值和净上涨天数情况看，乙二醇处于相对居前的位置，相同市场风险水平下多头策略回报预期较好。

### 主要商品近一年夏普值，乙二醇处于相对前位



### 主要商品近一年净上涨天数，乙二醇处于相对前位





# 聚氯乙烯

V

01

4月产量预计显著下降，生产企业加速去库

02

部分需求表现良好，前两个月出口量下降

03

电石法亏损减少，乙烯法亏损严重

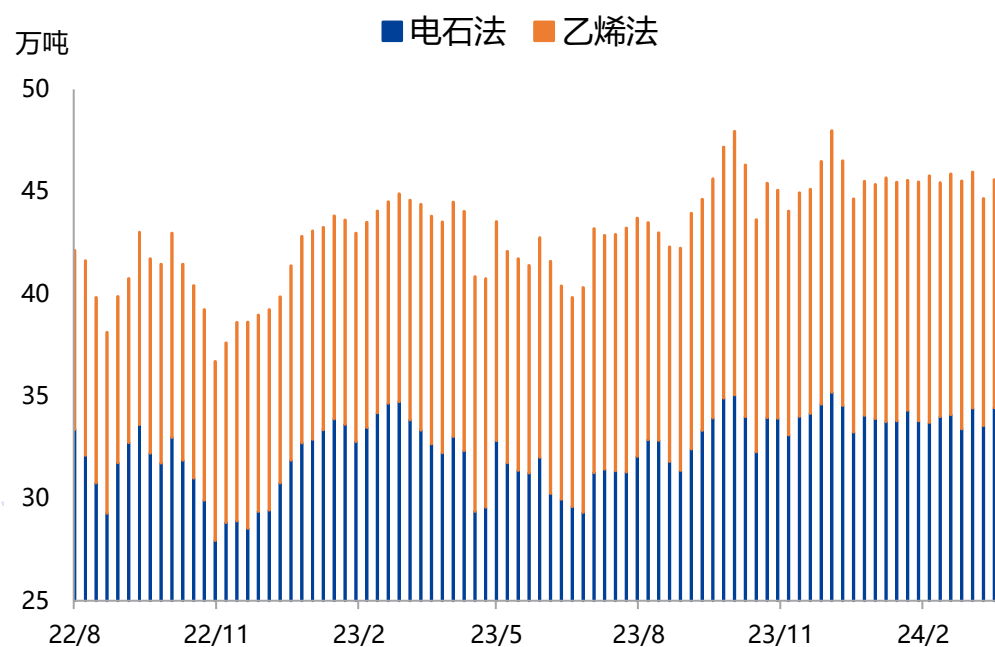
04

看多情绪加重，卖出看跌继续持有

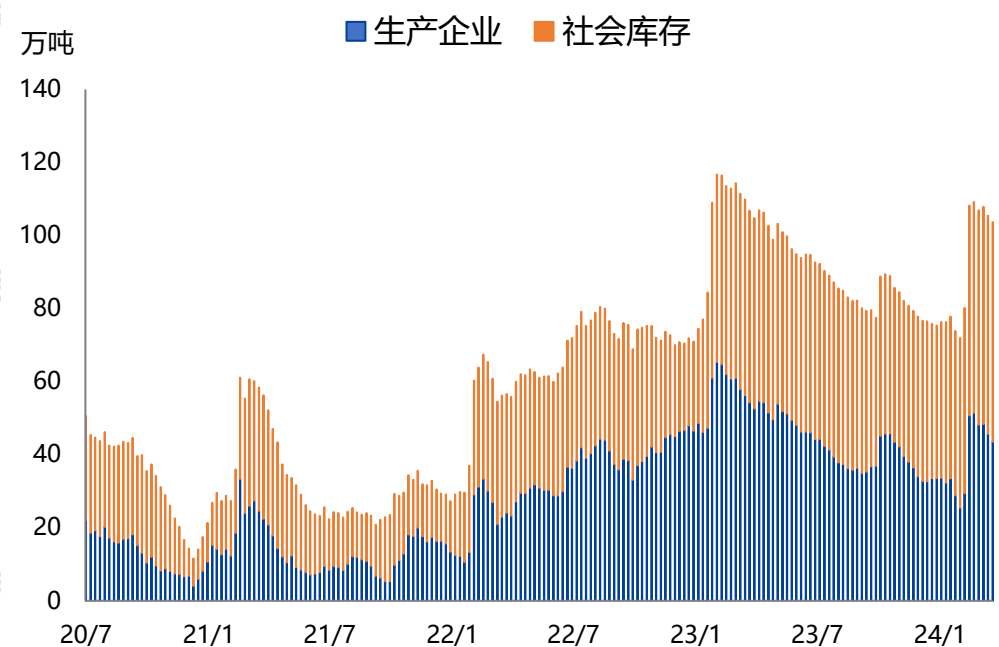
□ 上周无新增检修装置, 湖北宜化检修结束, PVC装置开工率上升1.63%, 周度产量重新回到45万吨以上。短期一体化企业综合利润良好, 开工预计维持高位。4月8套装置计划检修, 5月西北电石法装置计划大修, 供应逐步收紧。

□ 社会库存延续增长, 突破60万吨。生产企业库存加速下降, 结合未来产量下降预期, 4月生产企业库存可能下降至春节前水平。目前社会库存持续积累, 反映出终端需求偏弱的现实, 是制约PVC价格上涨的主要因素。

### 产量小幅增加 (截至3.22)



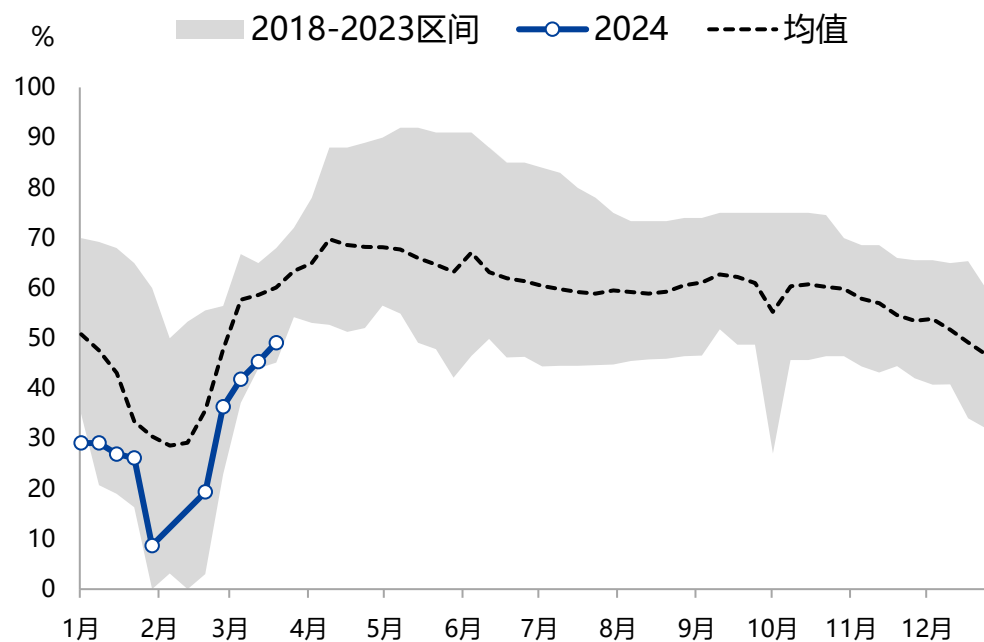
### 生产企业库存加速下降 (截至3.22)



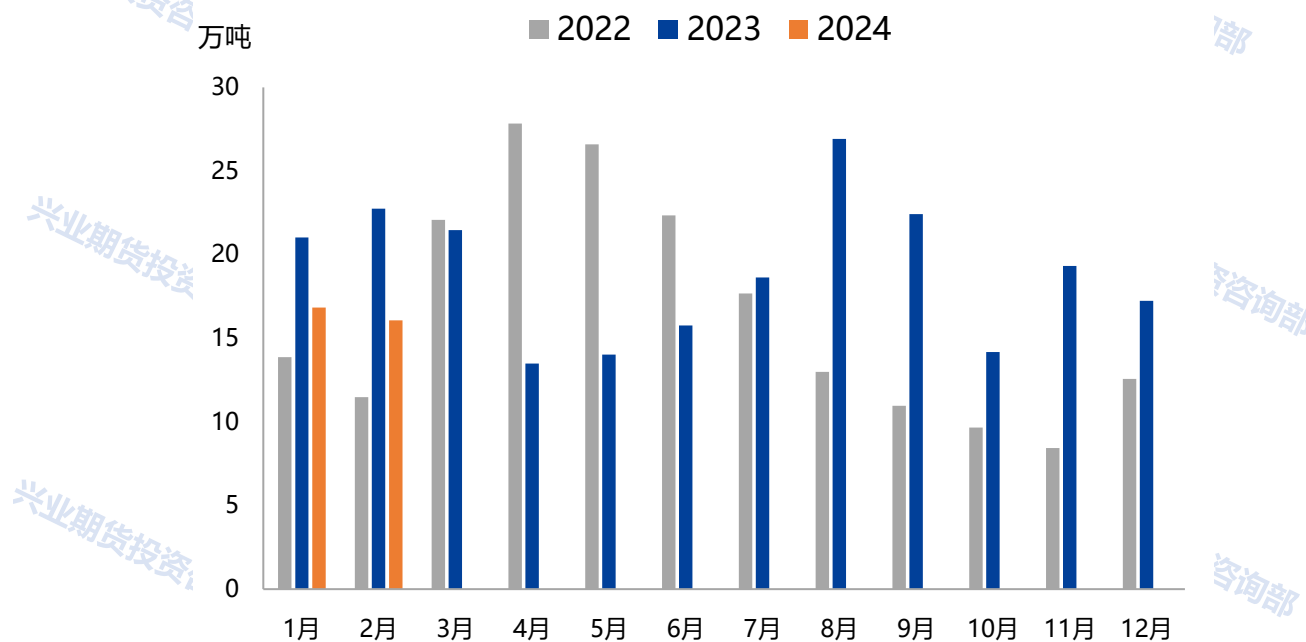
▣ PVC下游开工率上升4%，其中薄膜开工率提升至77%，达到过去三年新高。管材开工率提升至53%，型材开工率提升至44%，二者均达到正常水平。地产景气度不足，PVC硬制品消费偏弱，国内外居民消费逐步摆脱疫情影响，软制品消费良好。另外1-2月PVC地板出口量为76.69万吨，同比增长38%，也印证了部分PVC需求良好。

▣ 最近一周PVC现货预售量和贸易商销量无明显变化。台塑上调4月亚洲市场报价10美元/吨后，PVC周度出口量由1.47万吨提升至3.3万吨，由于前三周出口量极少，3月出口量预计仅为12万吨。1-2月PVC累计出口量达到32.91万吨，同比减少24%，关注出口量变化情况。

### 下游开工率稳步回升 (截至3.22)

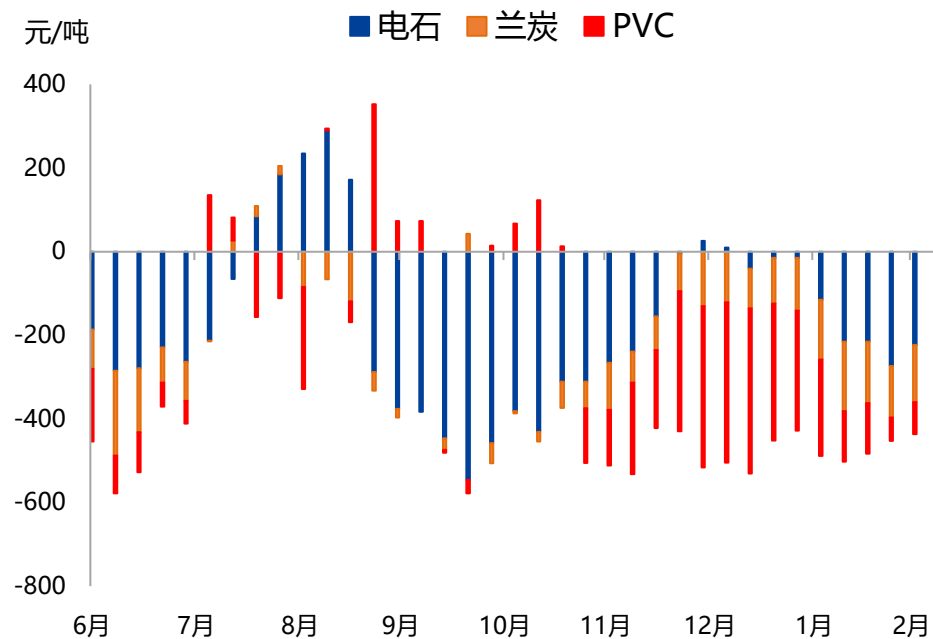


### 1-2出口量显著减少 (截至3.22)



3月至今煤炭价格下跌超过100元/吨，电石扭亏为盈，兰炭和PVC亏损也不同程度下降，目前电石法成本为5790元/吨，乙烯法成本为6130元/吨，电石法亏损虽然减少，但乙烯法亏损达到过去6年最低，高成本对PVC价格形成较强支撑作用。

### 电石法产业链亏损减少 (截至3.22)



### 乙烯法利润达到6年最低 (截至3.22)

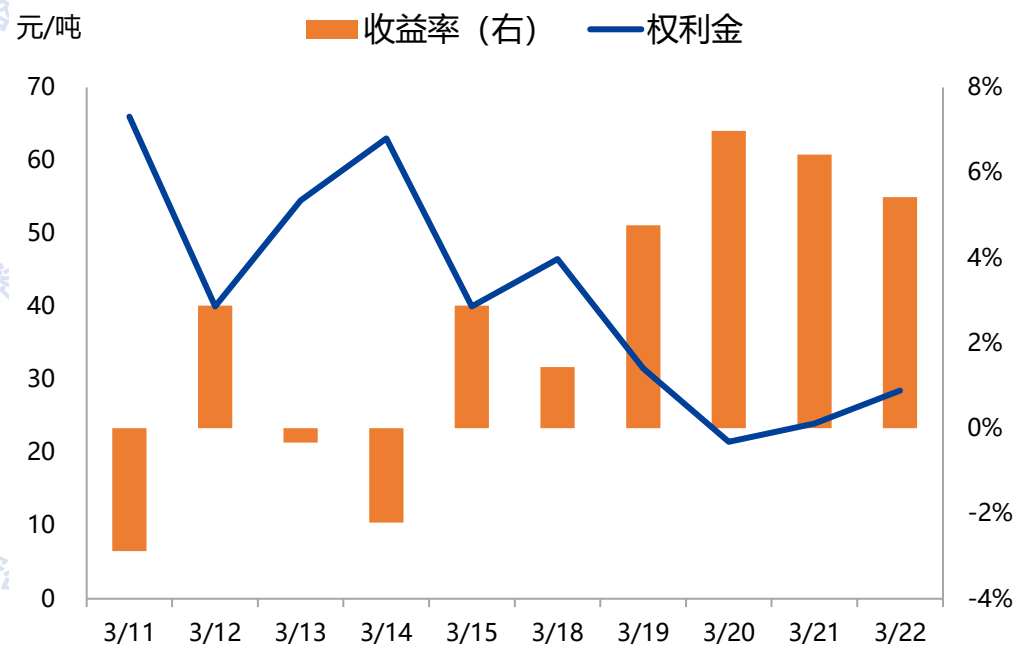


- 看漲期权的成交量达到看跌的5倍, 看漲期权的持仓量达到看跌的4倍以上, 期权市场情绪处于极端看多状态中。历史波动率仍处于极低水平, 隐含波动率已经开始上升, 二季度期货价格波动大概率加剧。
- 尽管4月PVC集中检修, 但与建材相关的需求表现低迷, PVC冲高回落。5700是前低且是成本支撑线, 05合约大概率不会跌破这一关键价位。建议卖出看跌期权耐心持有至最后一周。

期权主要指标 (截至3.22)

	成交量PCR	持仓量PCR	历史波动率	隐含波动率
数值	0.19 (-0.08)	0.25 (-0.05)	11.8% (+0.1%)	16.7% (+2.1%)
百分位	0.5%	0.3%	5%	17.2%
说明	极端看多	极端看多	极低	偏低

卖出看跌盈亏追踪 (截至3.22)





# 玻璃

FG

01

2023年产能大规模复产，绝对供应规模位于同期高位

02

地产竣工下增速行压力增加，浮法玻璃需求难言乐观

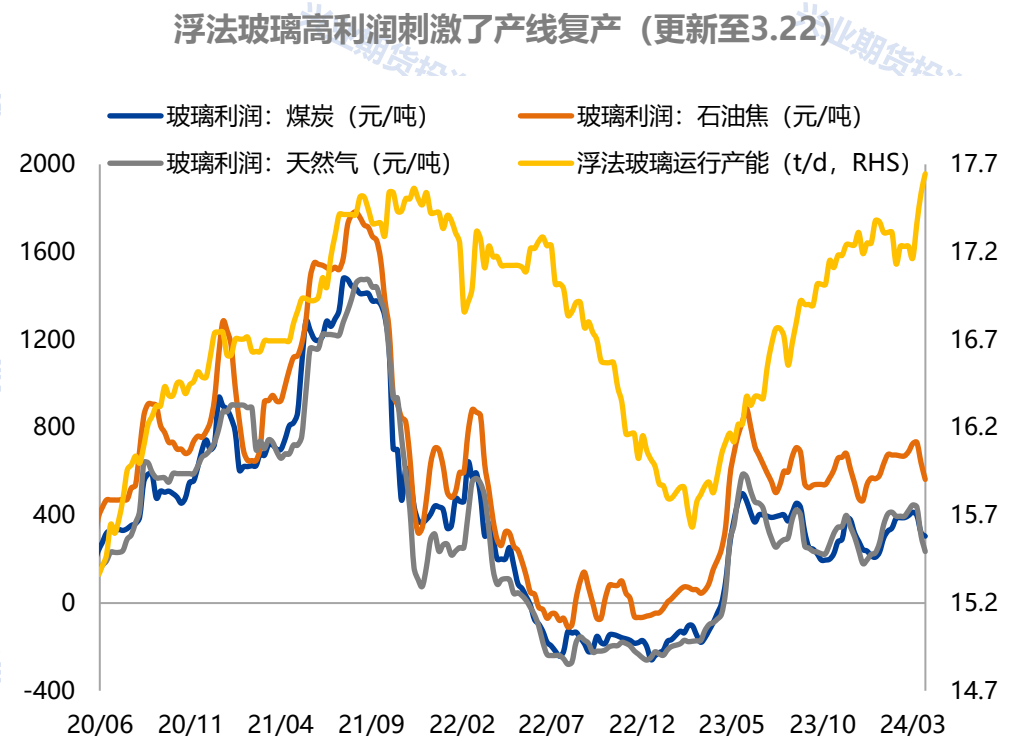
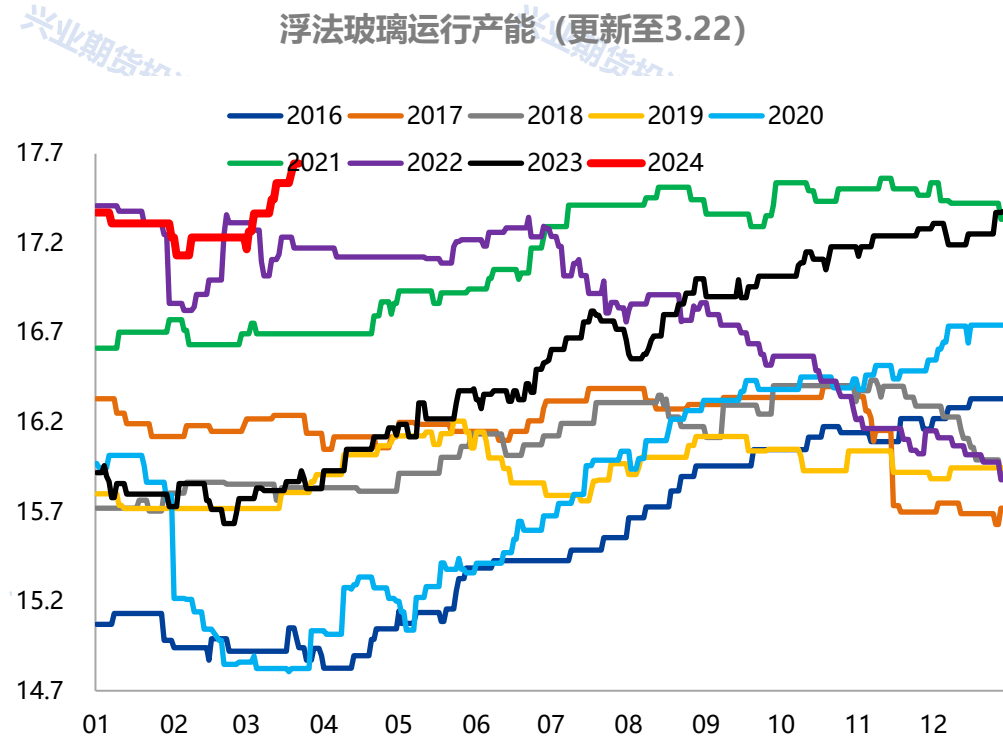
03

深加工企业订单有限，产能利用率低位运行

04

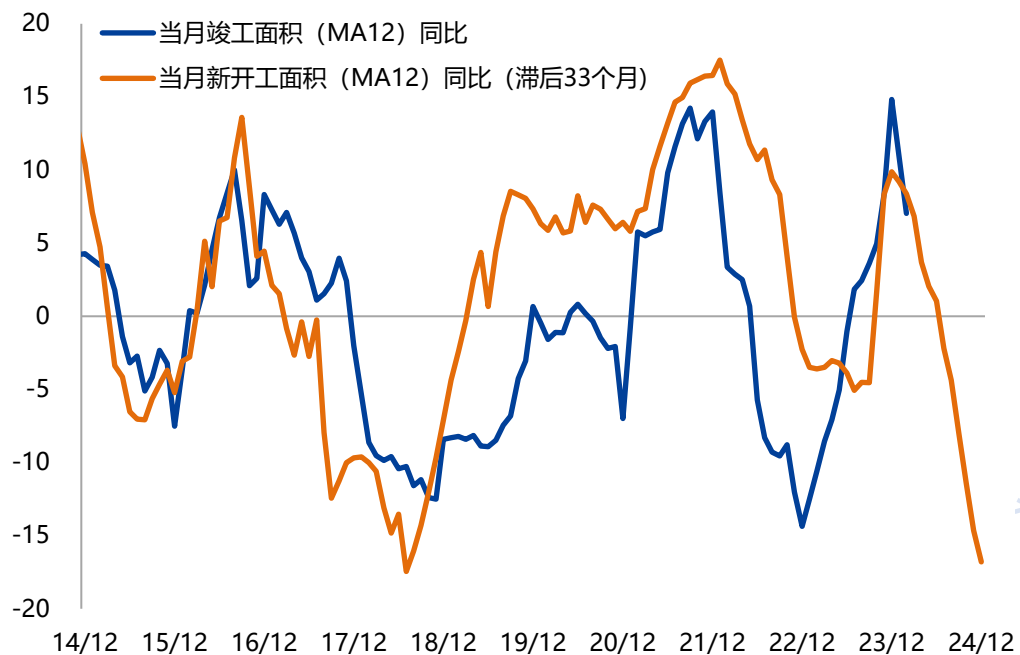
基本面预期偏弱，玻璃05合约空单持有

2023年以来浮法玻璃行业持续稳定盈利，冷修产线大规模复产。截至2024年3月22日，浮法玻璃行业盈利仍整体维持在200以上，玻璃厂生产意愿较高，浮法玻璃日度运行产能已达到17.65万吨，创下历史新高。据我们不完全统计，2024年浮法玻璃仍有少量产线计划复产、点火、冷修，若落实，浮法玻璃运行产能还将净增约0.16wt/d。今年玻璃供应压力较2023年，将显著提升。

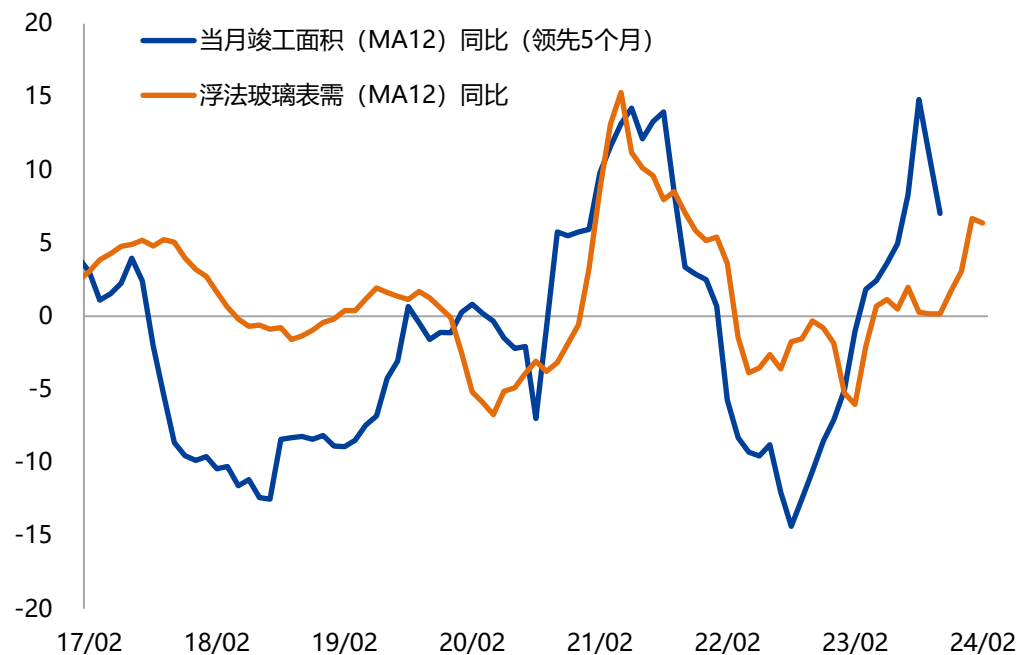


根据经验数据，2025年以来，地产新开工增速大约领先竣工增速约33个月。年初以来商业地产销售萎靡不振，房企资金压力仍未得到有效解决，万科等房企频现经营问题，且保交楼资金对停工项目的撬动不足，三大工程对2024年地产竣工端的补充作用较为有限，预计今年地产竣工增速下行的风险较高。

### 2024年地产竣工周期下行压力明确

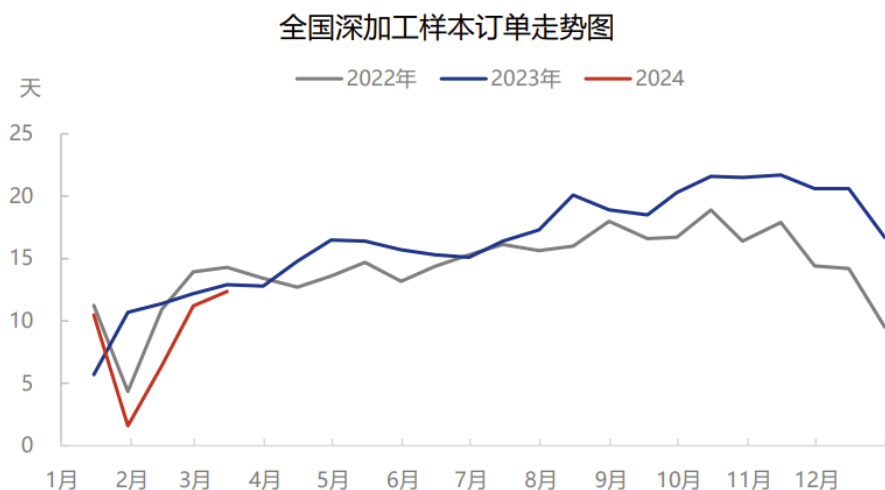


### 浮法玻璃表需与地产竣工关系



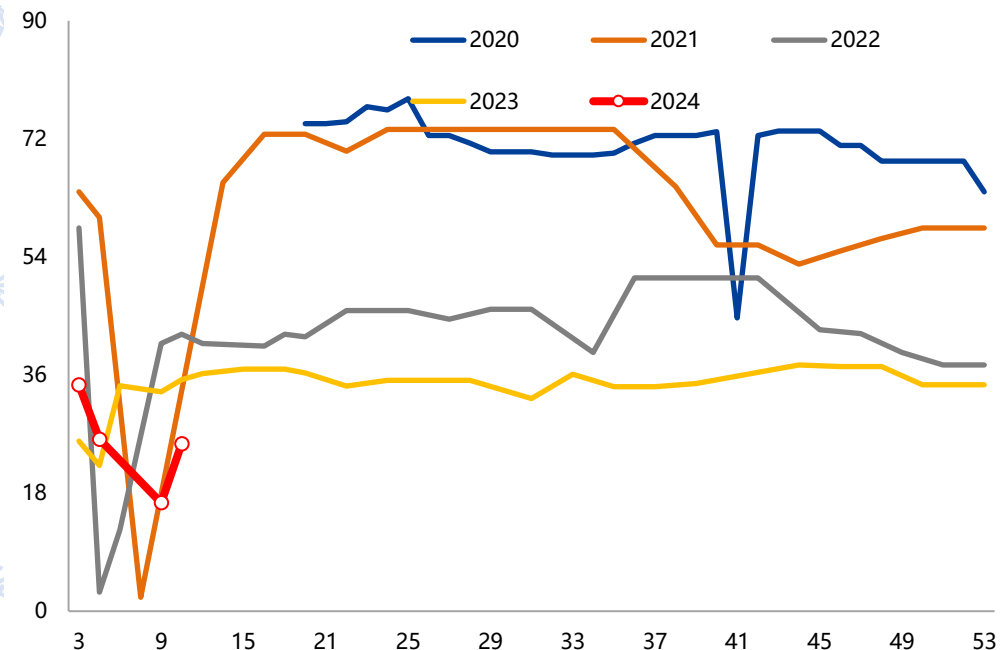
- ❑ 浮法玻璃直接下游深加工企业订单及开工数据较弱。截至2024年3月中旬，新订单回升至12.4天，环比2月底增加1.2天，但依然为近3年同期最低水平；深加工企业产能利用率环比小幅回升，斜率偏慢。
- ❑ 考虑到今年地产竣工周期下行风险较高，且春节以来，房建项目开复工进度已落后于去年同期，二手房成交同比降幅扩大，下游回款以及订单状况并不乐观，浮法玻璃供应偏高的压力逐步显现。

### 玻璃深加工企业订单（更新至3.15）



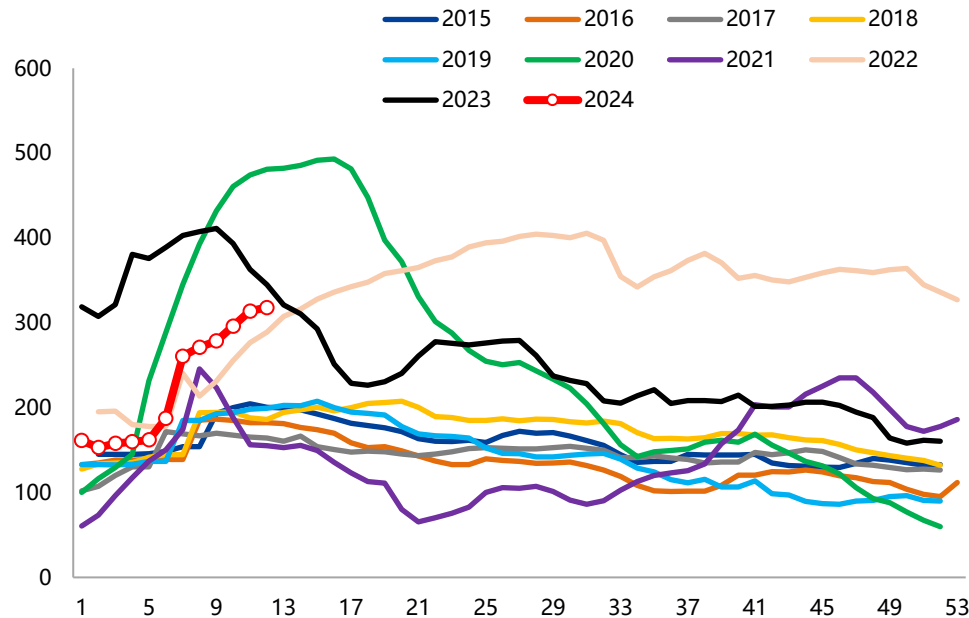
截至20240315，深加工企业订单天数12.4天，较2024年2月底+1.2天。当前深加工订单以及处于分化状态，其中中华中、华东区域深加工样本企业持有平均天数仍旧处于偏低水平，西南华北部分大型工程订单尚可，山东区域滕州淄博临朐青岛等深加工订单略低于往年同期，个别可排单1-2个月。

### 玻璃深加工企业产能利用率（更新至3.15）

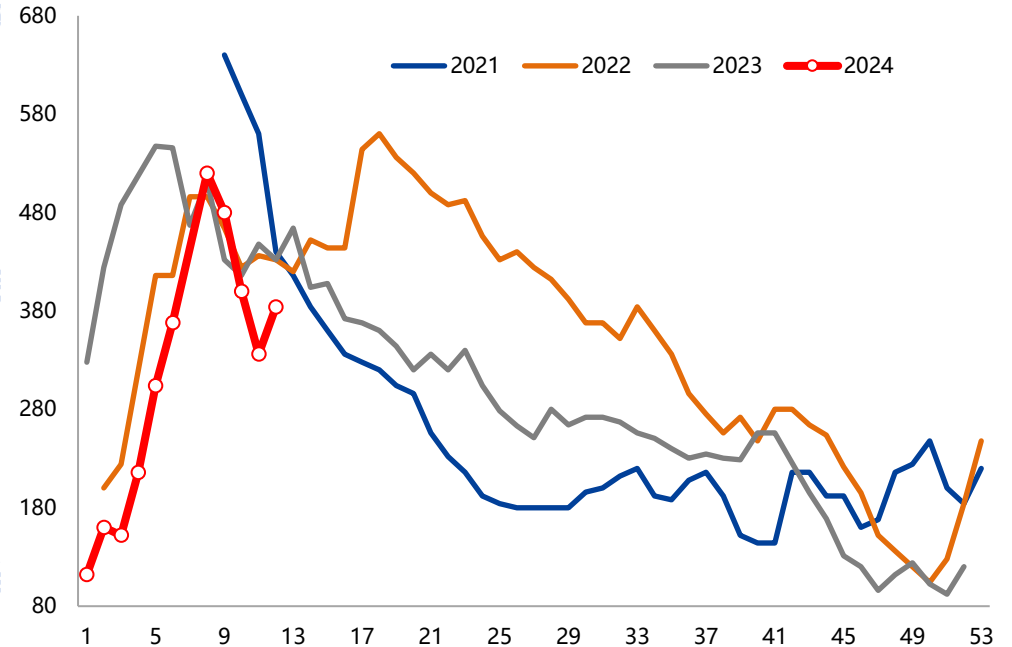


□ 本周玻璃厂出库并未好转，多数时间浮法玻璃主产地产销率明显低于9-10成，玻璃由上游生产企业向下游转移并不顺畅，导致浮法玻璃厂原片库存继续被动增加，沙河社库环比再度回升。现货市场报价延续跌势，且跌速较快。策略上，建议浮法玻璃05合约空单继续持有，并下调止盈线。未来关注三大工程推进对地产投资的影响。

### 玻璃企业库存（更新至3.22）



### 玻璃沙河社会库存（更新至3.22）



# 螺纹

RB

01

需求改善积极信号增多，宏观政策利好影响待生效

02

螺纹库存转降，现实最差阶段可能逐步结束

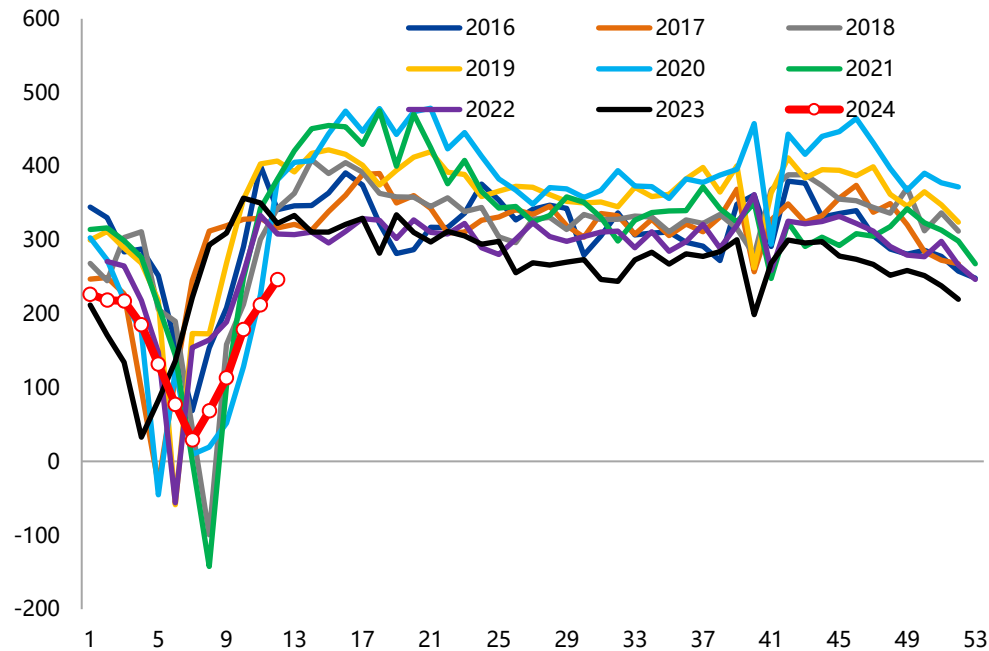
03

产业链存在正反馈可能，螺纹可轻仓试多10合约

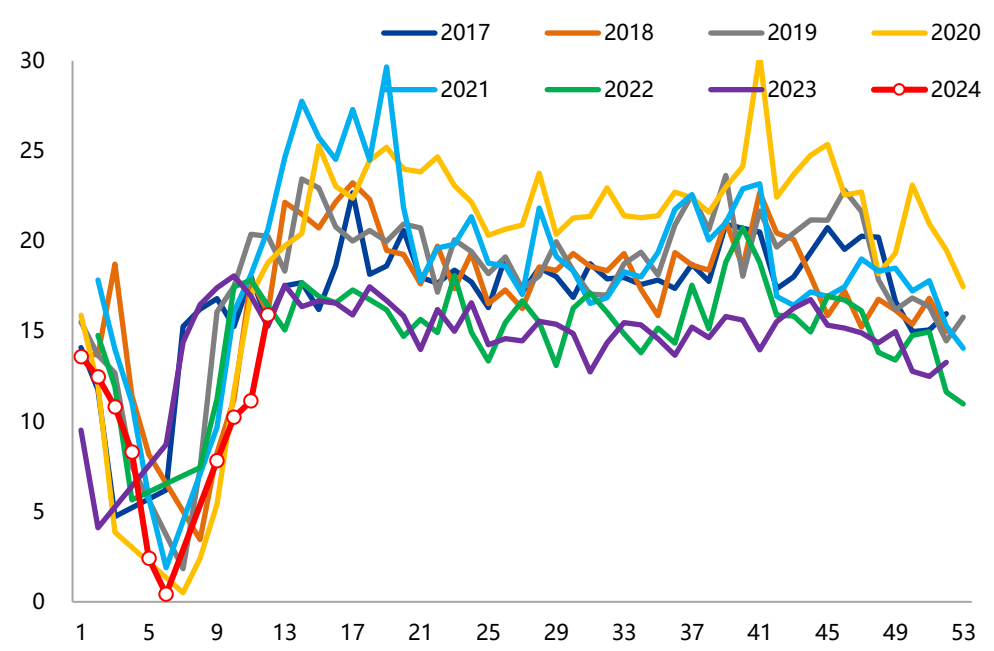


近期下游需求环比改善的积极信号增多，螺纹周度表需逐步回升至246万吨，建筑钢材周度日均成交量提高至15.9万吨，接近2022-2023年正常水平。并且，随着存量“稳增长”政策将逐步落实，对下游需求的边际贡献也可以持相对积极的态度。例如，（1）大规模设备更新、产业升级以及“出海”将继续支撑制造业投资增长，（2）新增专项债、超长期特别国债等发行有提速空间，广义财政发力看点较多，有助于稳定基建投资环比；（3）“三大工程”持续推进，后续也将对商业地产投资起到积极补充作用。

### 螺纹周度表需（更新至3.22）

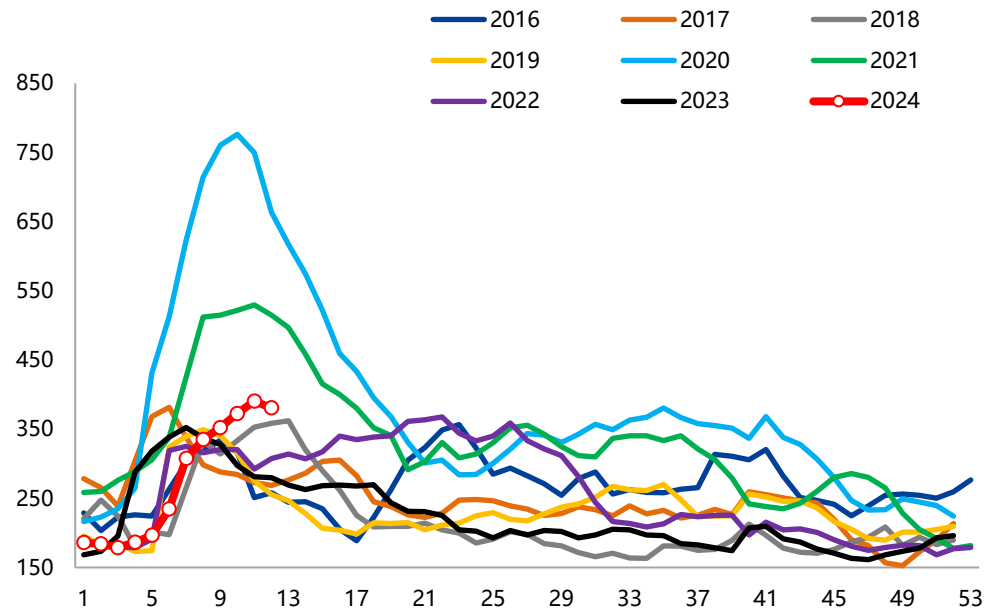


### 建筑钢材周度日均成交量（更新至3.22）

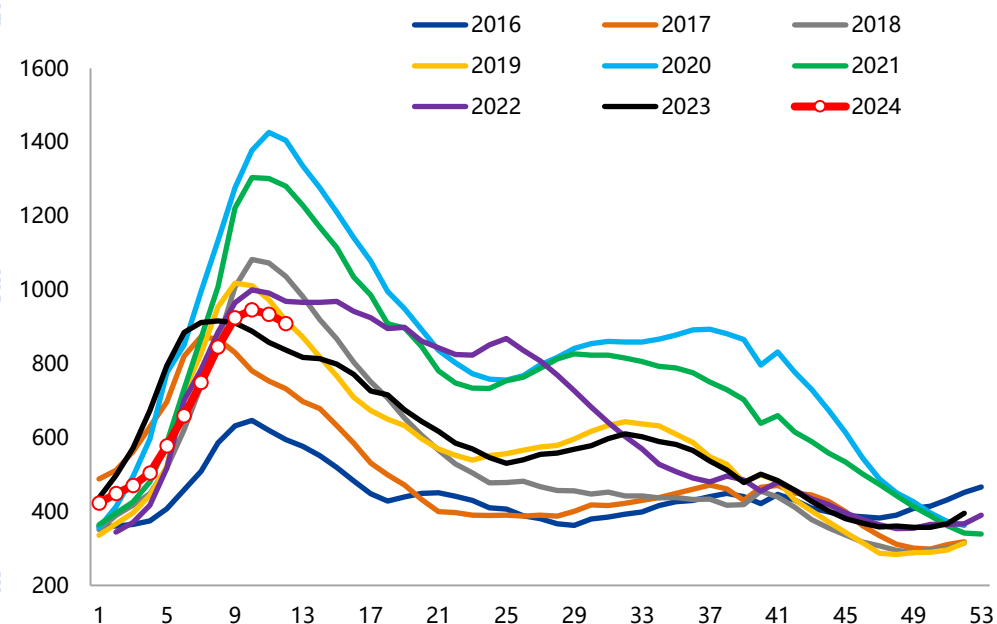


随着下游需求逐步改善，本周螺纹钢总库存拐点正式确认，钢厂与社会库存同步下降。如果宏观政策利好逐步生效，螺纹保持较正常去库节奏，现实最差的阶段或已结束，市场预期有望随之改善。

### 螺纹钢钢厂库存（更新至3.22）

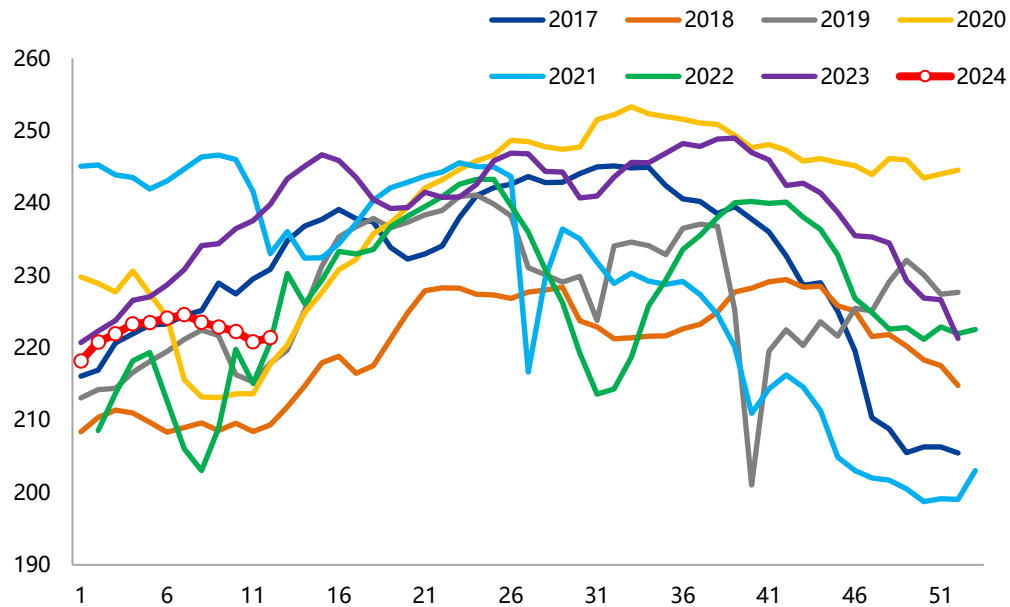


### 螺纹钢社会库存（更新至3.22）

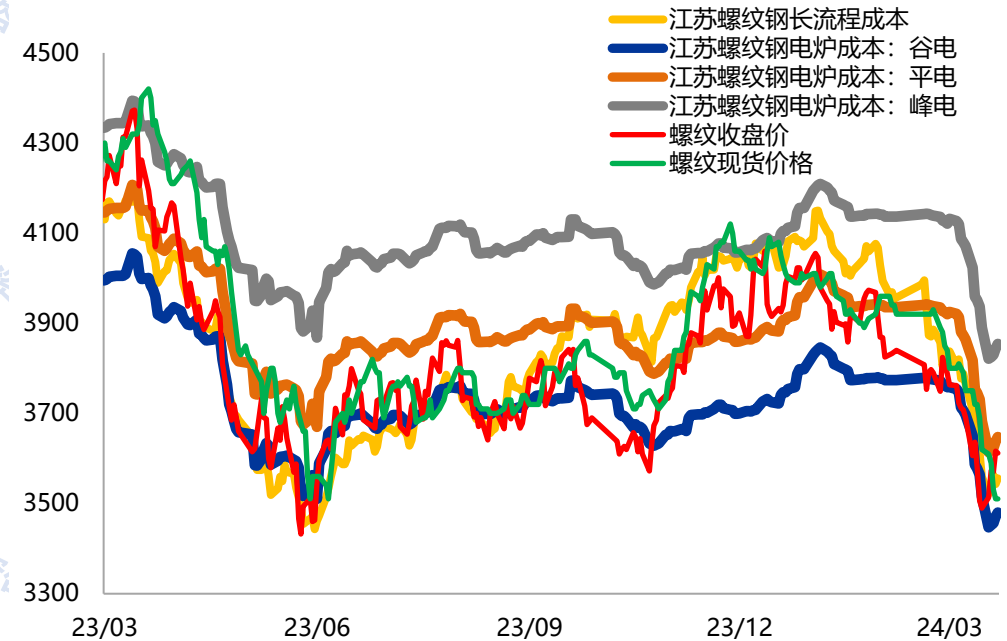


□ 螺纹能否保持正常去库，一方面取决于下游需求环比改善的斜率，另一方面，也取决于未来钢厂复产节奏。本周高炉铁水日产已开始环比由降转增，电炉还处于峰电、平电普亏状态。考虑到终端需求环比已逐步回暖，钢厂复产预期增强，钢铁产业链具备发生原料与成材共振上涨的正反馈的可能性。鉴于终端需求续增节奏和空间、钢厂复产相对需求改善的快慢难以准确评估，单边弹性较小的螺纹或许是相对稳健的多配标的，可依托长流程钢厂成本线，轻仓试多10合约，同时关注行业正反馈发酵的情况（即钢厂生产成本变动情况）。

### 247家钢厂高炉铁水日均产量（更新至3.22）



### 钢厂成本（更新至3.22）





# 纯碱

SA

01

国内投产进口到港，纯碱供给利空基本明牌

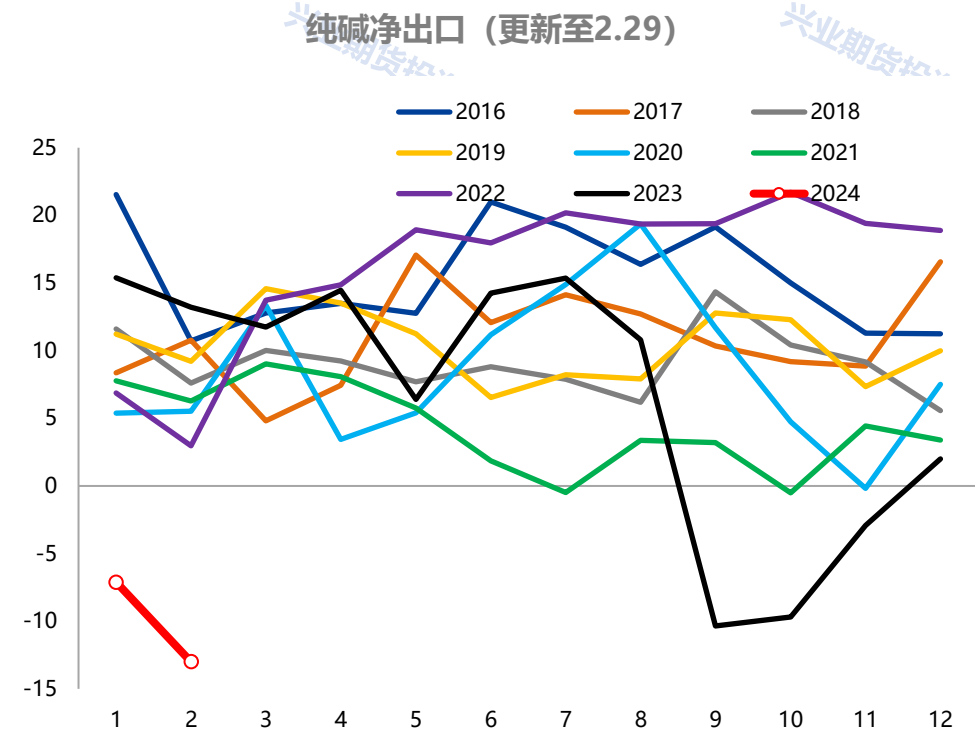
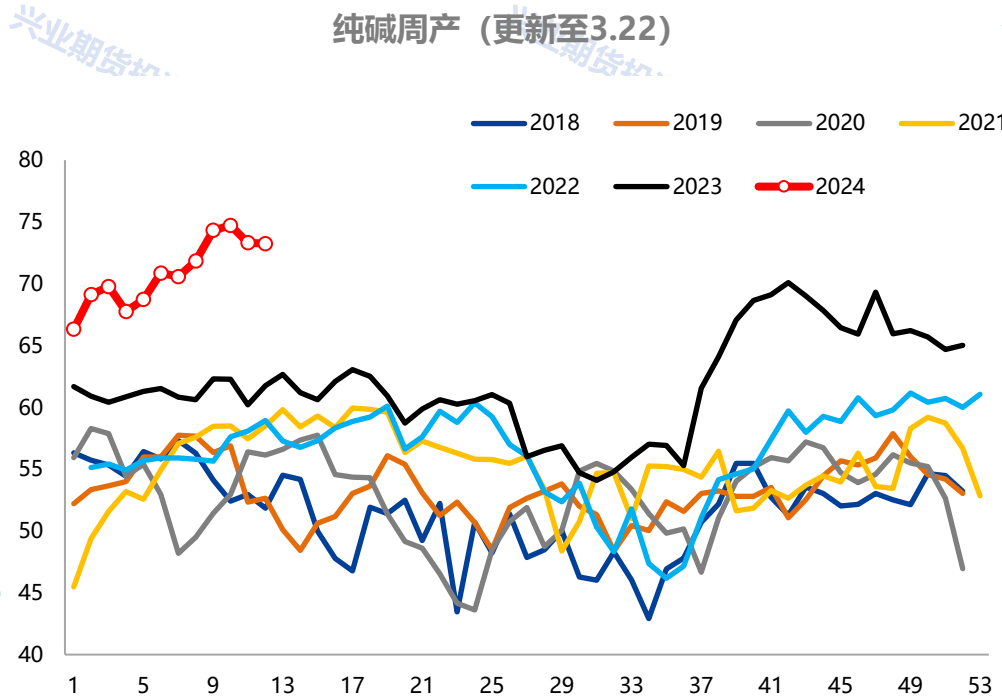
02

需求稳中有增，碱厂累库未超预期

03

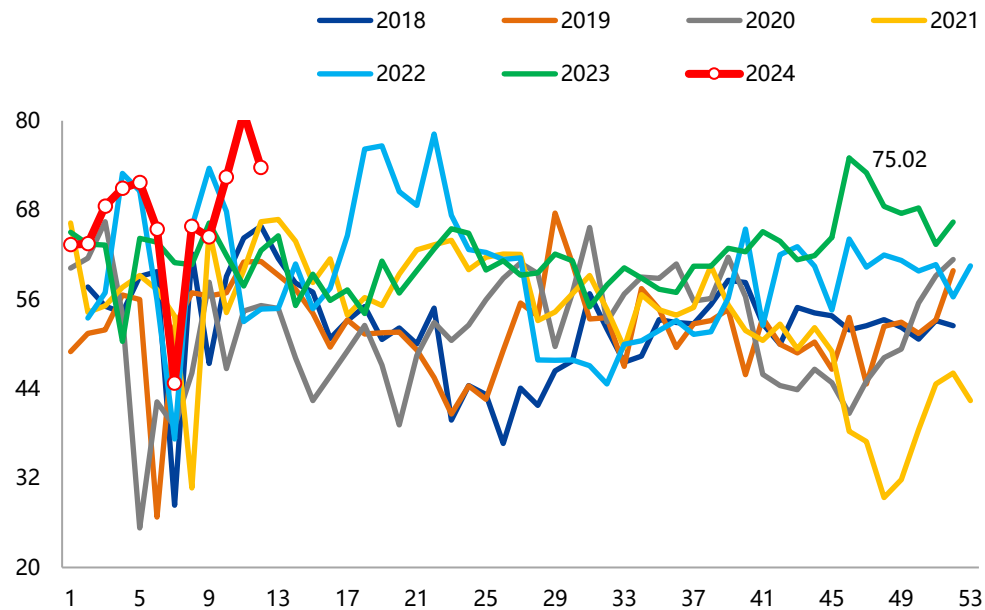
远月存在潜在积极因素，纯碱09合约依托成本轻仓试多

供给利空基本明牌：（1）在产装置周产上限74-75万吨，青海两大碱厂产量已开始回升；（2）远兴4线100万吨装置待投产；（3）进口纯碱到港增多，1-2月合计净进口纯碱20万吨，3月大约还有近15万吨进口碱到港。

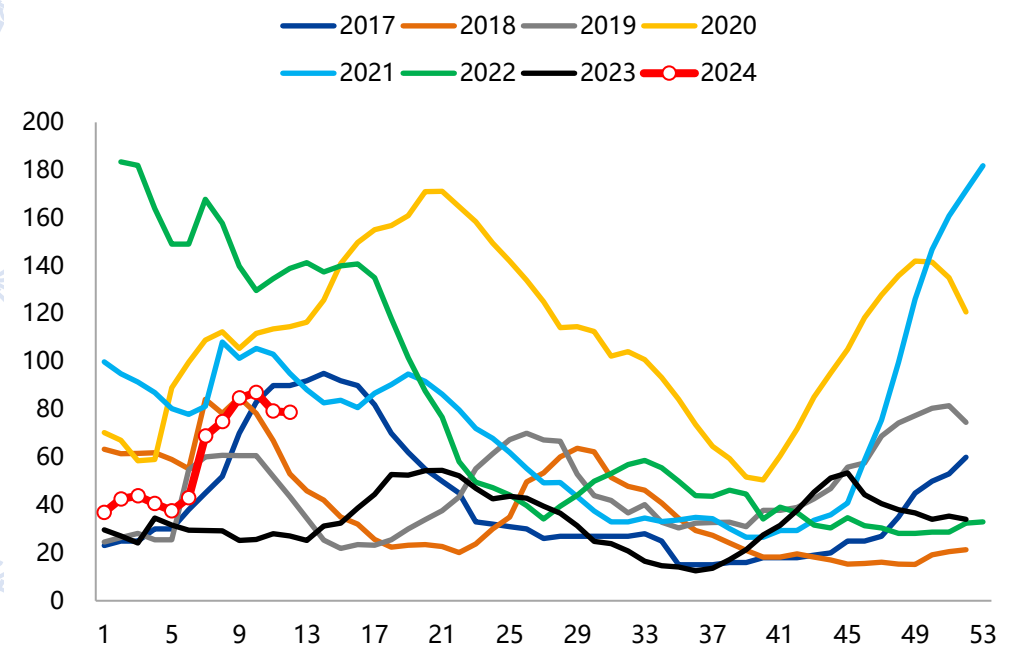


需求稳中有增：（1）浮法玻璃运行产能已创历史新高，还有少量产线将复产，光伏玻璃运行产能还在以每月1-2条产线的节奏点火，玻璃对纯碱周度消耗量有望从当前每周36.85万吨提高至38.13万吨；（2）轻碱消费偏刚性，中枢基本在27万吨以上；（3）下游行业库存不高，存在阶段性补库的情况，例如当前阶段。受此影响，近两周碱厂库存连续下降，累库速度未超预期。

### 纯碱出库量（更新至3.22）

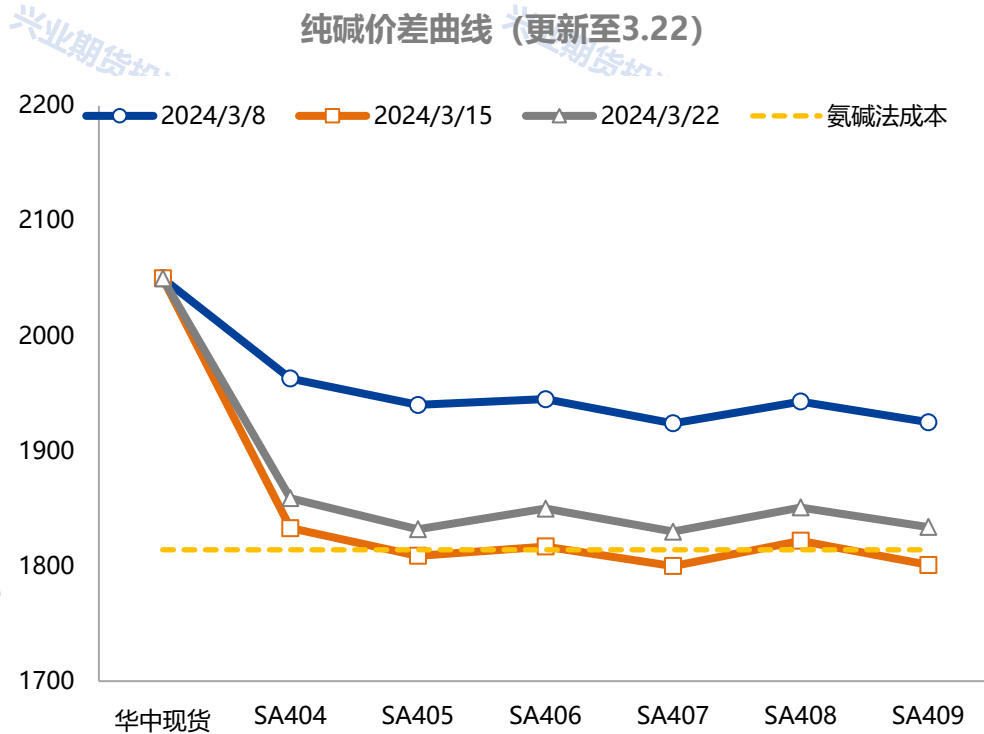


### 碱厂纯碱库存（更新至3.22）





□ 纯碱期货价格对供给利空计价较为充分，今年以来，盘面已连续3次下探氨碱成本线（1800），但并未成功，价差曲线在此往往走平，显示纯碱成本支撑依然有效。纯碱成本大幅下移需要看到煤炭价格大跌，但目前暂无此条件。同时，当时间足够，供给端可能会出现一些积极因素，如高成本装置被迫检修减产，以及淡季装置集中检修。因此，我们认为在成本线附近，可以尝试轻仓布局一些纯碱09合约的中期多单，等待基本面潜在利好的发酵。



淡季集中检修较确定

生产指标		2018	2019	2020	2021	2022	2023	平均
开工率	最大值	85.0	88.9	72.3	79.3	91.8	91.3	84.8
	最小值	70.5	80.4	69.4	68.2	70.2	78.3	72.8
	降幅	-14.6	-8.5	-2.9	-11.1	-21.6	-13.0	-11.9
周产	最大值	52.2	52.3	50.8	56.3	60.4	61.0	55.5
	最小值	43.5	48.5	43.6	48.4	50.3	56.0	48.4
	降幅	-8.8	-3.8	-7.1	-7.9	-10.0	-5.0	-7.1
单位产能利用率	0.6	0.5	2.5	0.7	0.5	0.4	0.6	
降幅对应周产								



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](http://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