



官方微信



官方APP

2023年2月第4周核心策略推荐：

国内复苏大势明朗、且未充分定价，低估值品种多头性价比依旧较高

上海 2023.2.26

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) 2021年可以作为疫后消费复苏的良好参照; (2) 高端消费行修复且斜率高, 低端消费后修复且斜率缓; (3) 本轮消费修复关注结构和节奏; (4) 消费场景快速修复, 线下消费明显回暖; (5) 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; (6) 房地产宽松政策仍有优化空间; (7) 商品房成交现改善迹象, 但地产前端投资修复制约较多; (8) 基建投资托底作用较强, 全年有望延续较高增长。

□ **国外经济:** (1) 1月美国通胀下行不及预期, 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超预期, 不宜低估美联储政策节奏的扰动。

□ 中观面驱动因素要点:

期货策略:

(1) 沪深300 (买入IF2303, 单边, 持有): 业绩修复趋势逐步明朗, 且A股仍具有便宜、配置价值较高的优势, 沪深300指数仍是最优多头标的。

(2) 沪胶 (买出RU2305, 单边, 持有): 汽车市场底部特征凸显, 车企开工季节性回暖, 天然橡胶需求传导效率提升, 而海外产区低产季临近叠加国内产区仍处停割阶段, 沪胶价格下行空间有限, 多头策略性价比较佳。

(3) PVC (买入V2305, 单边, 持有): 虽然高产量和高库存令上涨节奏不流畅, 然而极低生产利润和需求持续回升增加了上涨的确定性。同时本周期货和期权市场看涨情绪明显升温, PVC上涨有望加速, 建议前多耐心持有。

(4) 纯碱 (买入SA305, 单边, 持有): 供需紧平衡、行业低库存格局有望持续, 但光伏玻璃投产节奏有所放缓, 浮法玻璃弱现实尚未改善, 纯碱短期续涨空间受限, 多单配合止盈线持有。

核心摘要 (2) : 市场展望

□ 中观面驱动因素要点:

期货策略:

(5) 螺纹 (买入RB2305, 单边, 持有): 需求逐步恢复, 库存拐点已现, 整体压力可控, 成本支撑尚存, 但刚需恢复速度以及恢复高度仍然存疑, 供给释放阶段仍难以赋予钢厂盈利空间, 压制螺纹续涨动能, 螺纹前多轻仓持有。

(6) 玻璃 (买入FG305, 单边, 持有): 冷修节奏放缓, 库存持续积累, 浮法玻璃弱现实仍未改善, 市场多空分歧加剧, 05合约持仓创新高, 但经济复苏、地产竣工及销售修复的预期依然存在, 浮法玻璃底部仍有支撑, 玻璃05合约前多配合止损轻仓持有。

(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

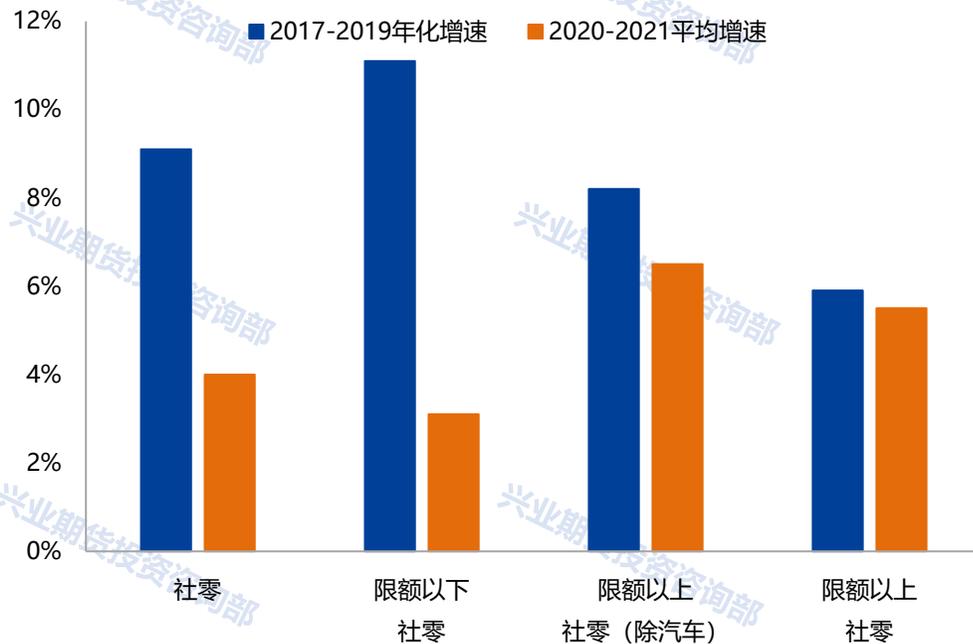
02

国外：美国衰退程度与美联储政策节奏存分歧

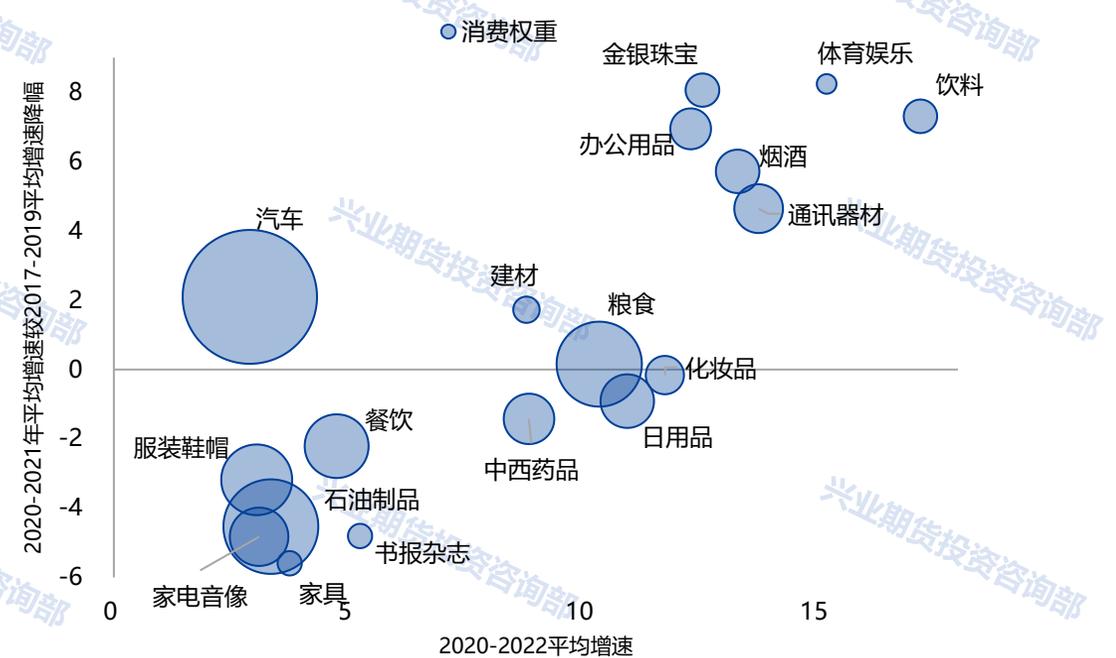
研究消费复苏，2020年3月后至2021年是一个较好的对照案例。

从结构上分析，2021年疫后复苏过程中：（1）占社零总额61%以上的限额以下社零增速，对社零总体增速形成拖累，对应中低端商品销售在复苏期间销售依然不畅；（2）消费升级相关的商品在复苏期间弹性较大，但由于占比低，对消费增长整体贡献有限；（3）需求刚性的必选消费，如粮油、日用品、中西药等，增速与疫情前基本相当；（4）地产链条相关的建材、家电、家具消费主要受地产周期影响，其复苏与其他商品消费复苏呈现不同路径依赖。

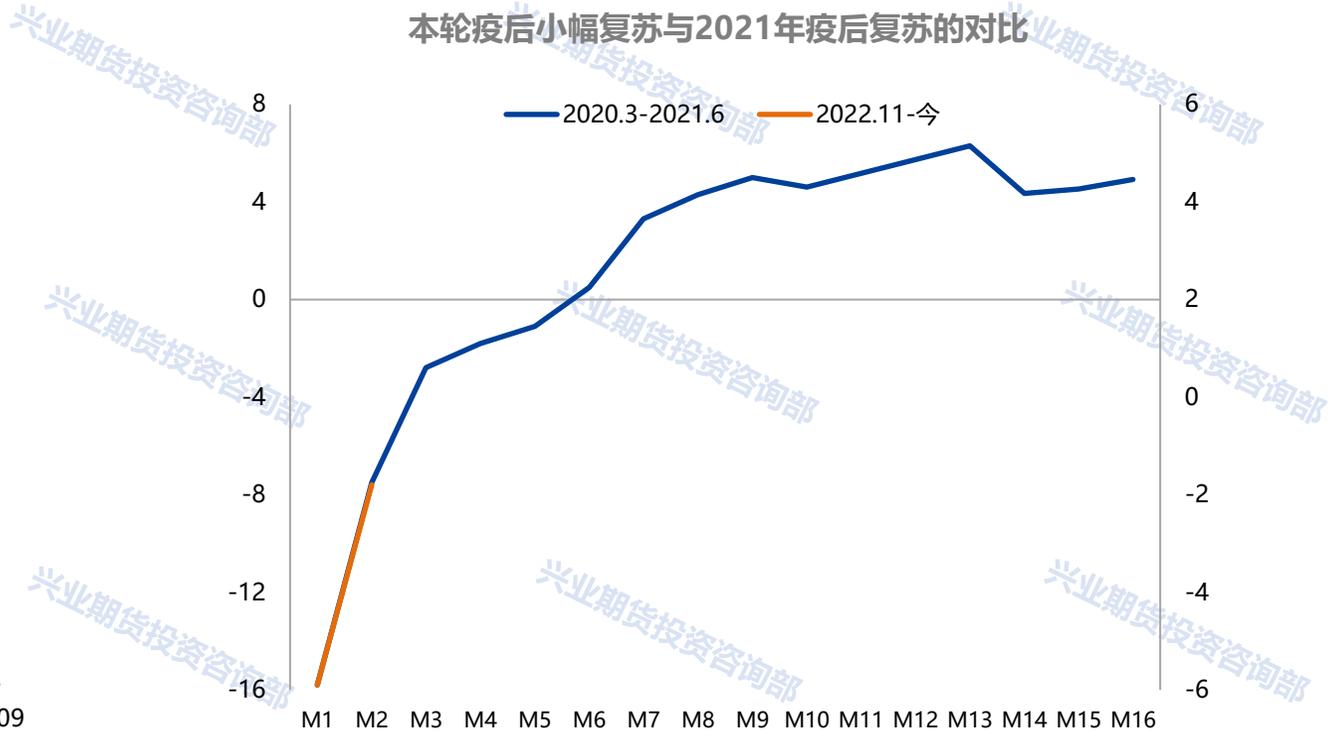
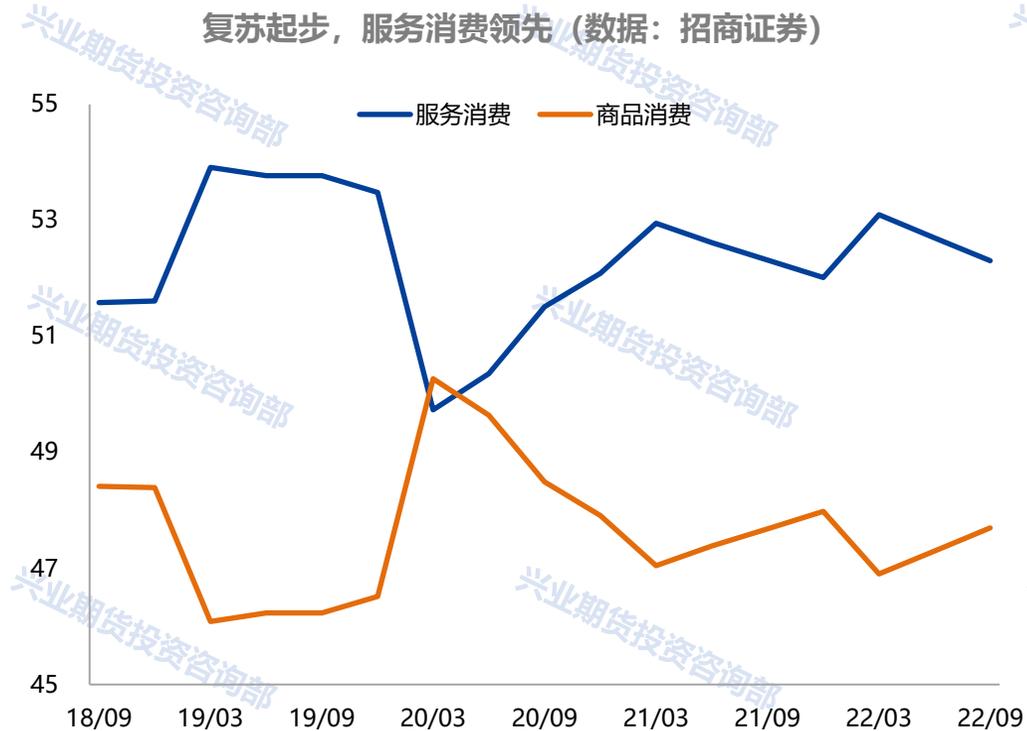
2021年限额以下消费恢复较差



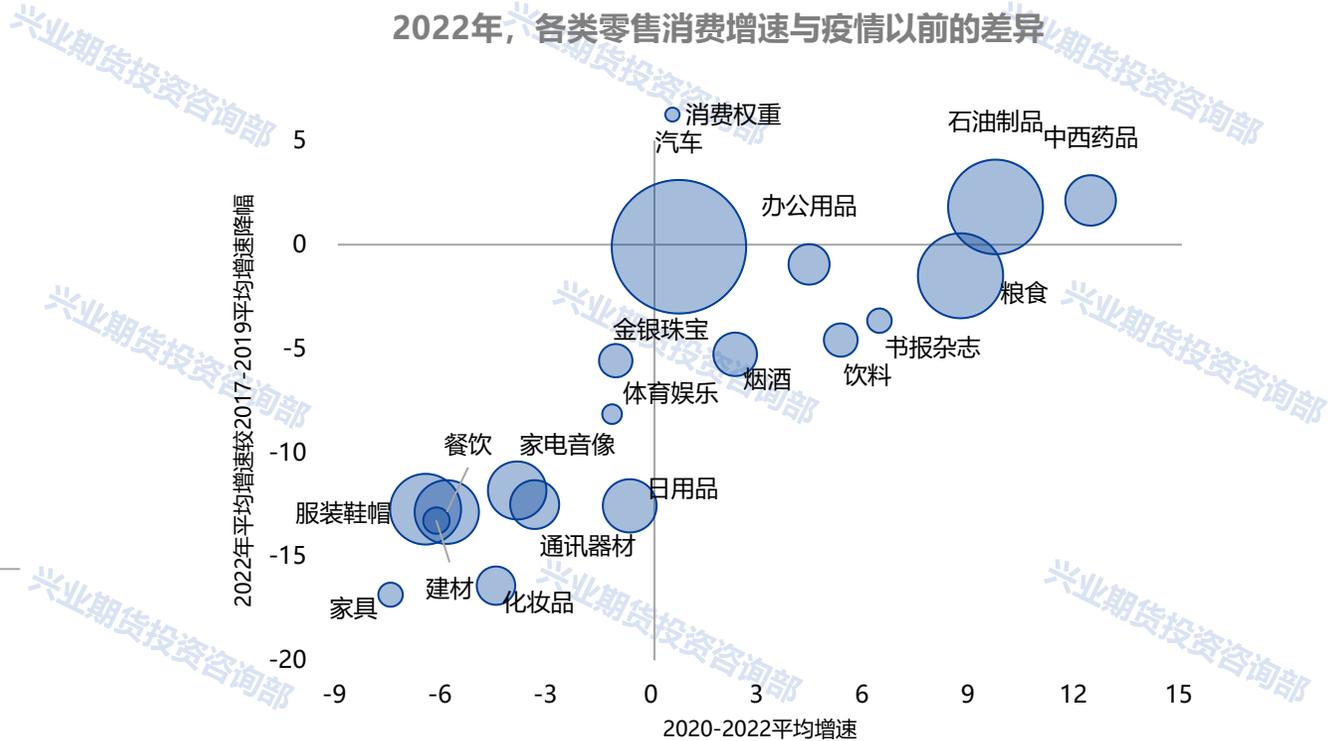
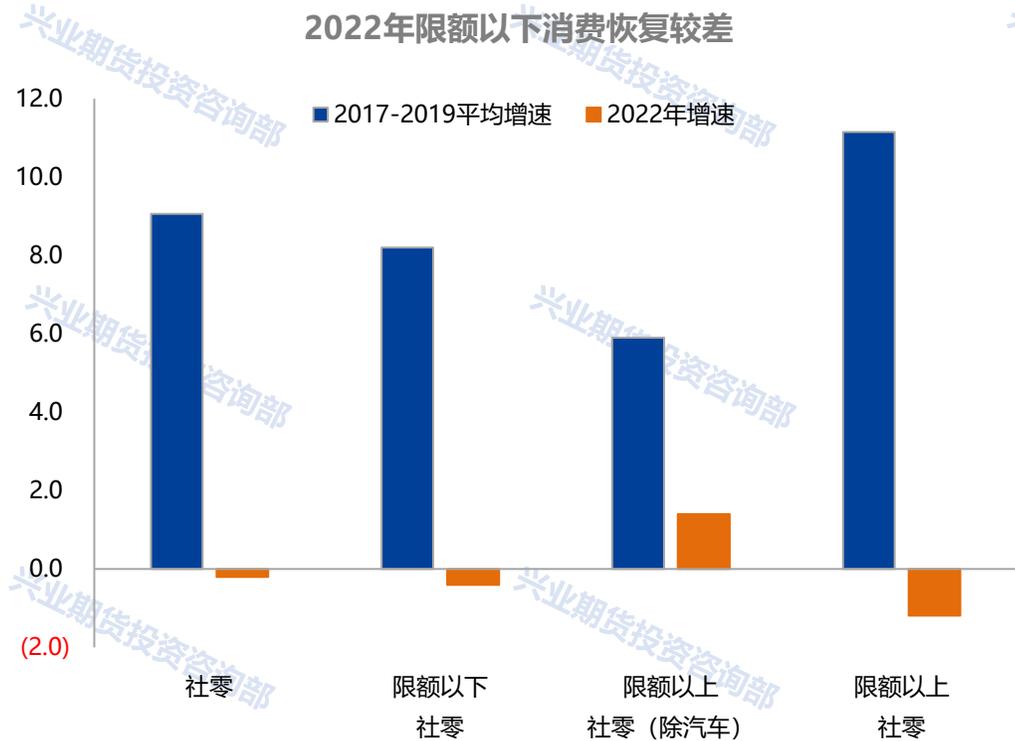
2021年，各类零售消费恢复差异



从节奏上分析，2021年疫后复苏过程中：（1）第一阶段，服务消费和高端可选消费率先复苏，前者受益于消费场景的快速修复，后者同时受益于社交隔离的放松和高收入群体（疫情对收入影响相对更小）消费倾向的回暖，特点是修复斜率高，但由于群体基数小，且服务消费对商品消费还存在一定挤出效应，因而消费距离疫情以前水平依然较大。（2）第二阶段，随着经济环境改善，中低收入群体收入有所回升，消费倾向逐步改善，商品消费复苏取代服务消费成为社零修复的主导。这一阶段的特点是，修复斜率放缓，但持续时间更长，推动社零增速逐步接近疫情以前水平。



□ 基于上述分析，我们重新审视2023年消费修复的潜在路径。（1）首先，受益于消费场景修复，高端收入群体消费倾向快速回升的，高端消费，包括服务消费（餐饮、线下出行消费），依然会率先修复，持续时间大概1个季度。但考虑到高端服务消费对商品消费、境外高端消费对境内消费可能存在挤出效应，并且国内分配政策对共同富裕、贫富分化的关注度明显提高，本轮高端消费的持续性未来有待观察。（2）其次，随着就业市场的回暖，中低收入群体经过1-2个季度的修养生息，会接替高端收入群体，成为消费修复的主力军，消费进入稳定扩张阶段。在这一阶段必选消费的修复可能更值得关注。

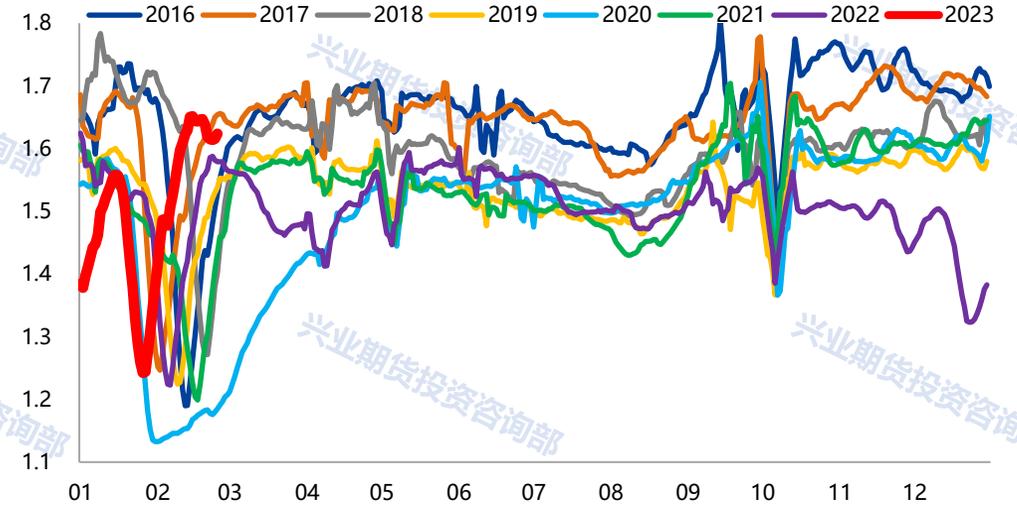


国内经济：消费场景快速修复，线下消费明显回暖

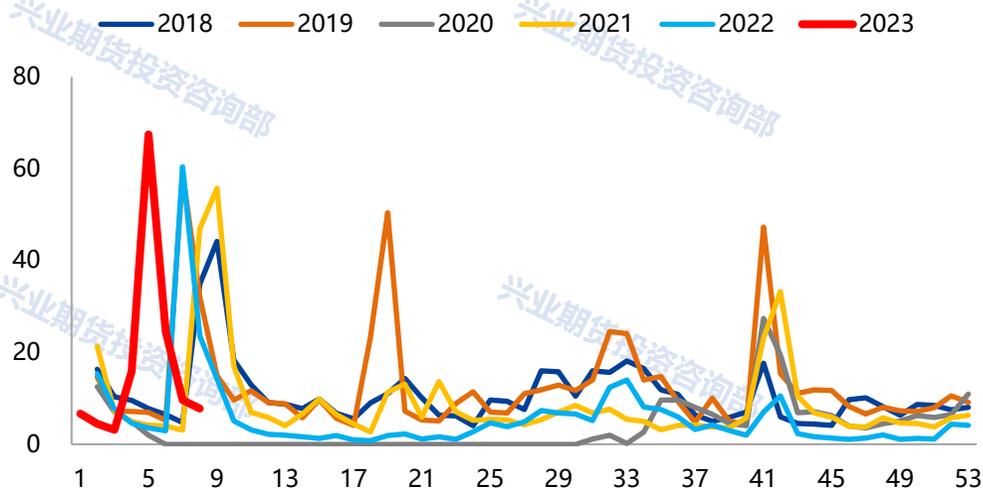
7个主要城市地铁客流量 (7日移动平均, 更新至2.24)



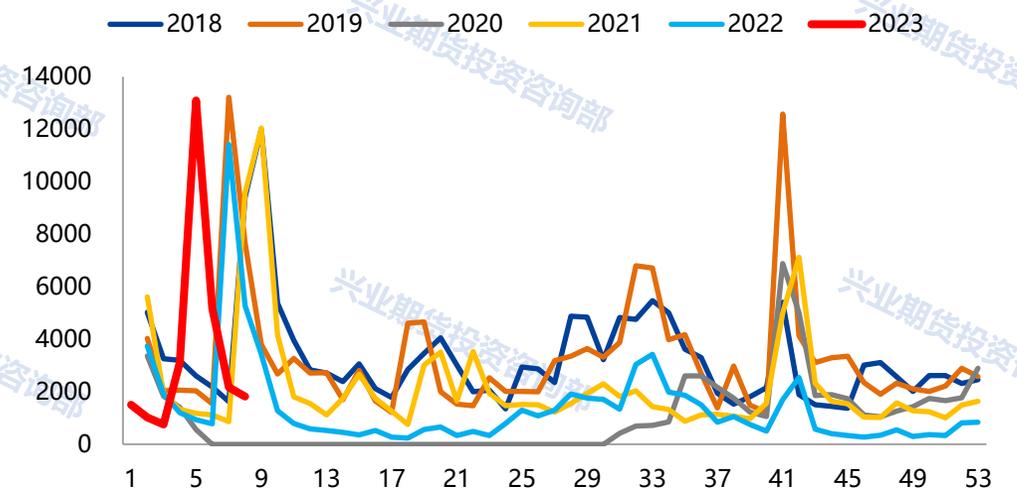
百城拥堵指数 (更新至2.25)



电影票房 (周, 更新至2.19)

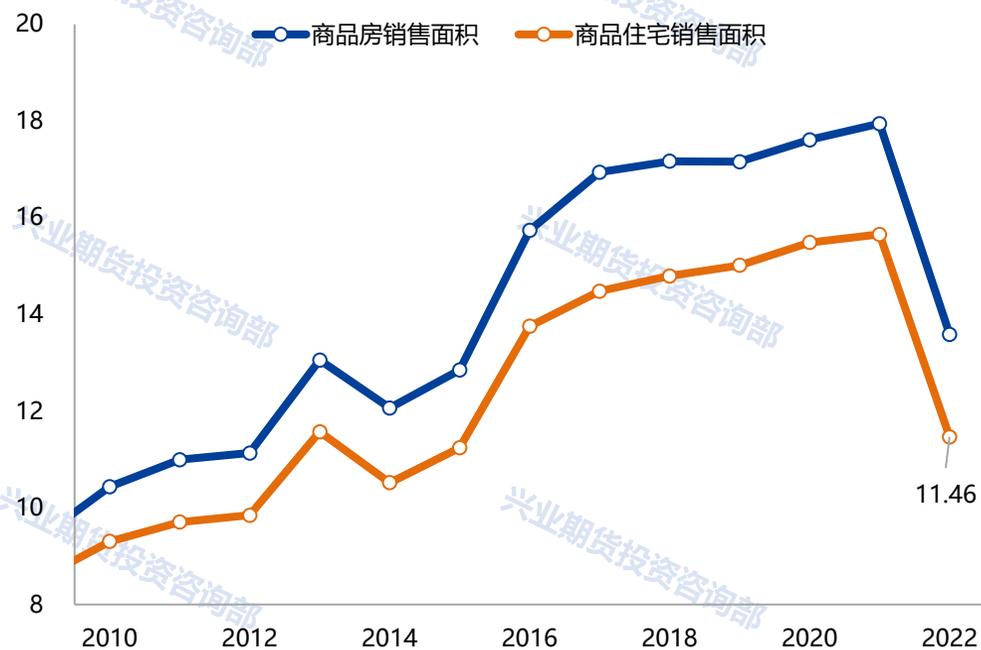


观影人次 (周, 更新至2.19)



□ 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。如果考虑到（1）2022年中国城镇化率65%，仍有较大提升空间；（2）人均住房面积38.8，较国外也存在优化空间；（3）中国商品住宅老化，城市建设更新需求逐年增长，那么在中性假设下，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

央行、银保监会、证监会等金融体系	
<ul style="list-style-type: none"> · 三道红线、贷款两集中 	并购贷不计入， 其余未放松
<ul style="list-style-type: none"> · 企业融资 <ul style="list-style-type: none"> · 银行贷款：境内（开发贷、并购贷额度，保函-预售资金相关）、境外（美元贷款）、 · 债券融资：境内/境外、CDS、债券发行、债券增信 · 股权融资：IPO、增发、配股、可转债、并购、国资/央资入股民企等、AMC · 非标债权融资：信托、委外等 	放松， 规模逐步扩大
<ul style="list-style-type: none"> · 按揭贷款：利率、额度、首套房认定标准、首付比例等 	放松， 规模可扩大
	部分放松

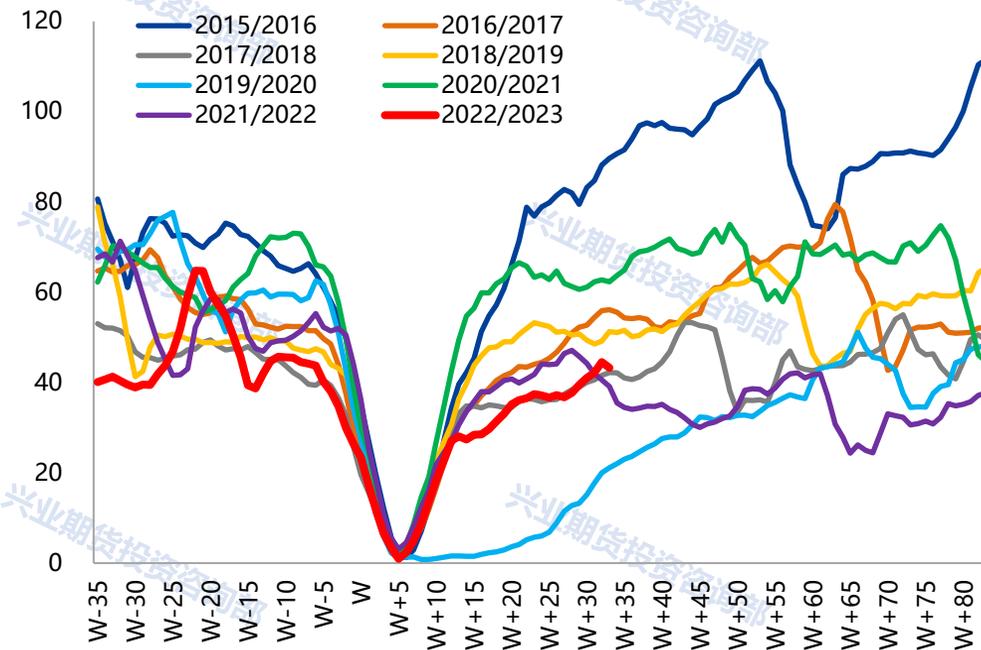
住建部等	
<ul style="list-style-type: none"> · 预售资金监管 	部分放松
<ul style="list-style-type: none"> · 住房保障举措 <ul style="list-style-type: none"> · 棚改、货币化安置 · 保障性租赁住房 	PSL重启，规模不确定
<ul style="list-style-type: none"> · 限购、限售、限价（新房和二手房） 	部分放松
<ul style="list-style-type: none"> · 商品房建设、交易等流程的监管和规范 	

国土部等	
<ul style="list-style-type: none"> · 土地出让计划、节奏等 <ul style="list-style-type: none"> · 集中供地政策 	
<ul style="list-style-type: none"> · 土地出让规则 <ul style="list-style-type: none"> · 限房价、竞地价、竞配建、竞高标准、竞自持 · 保证金比例 · 土地顶价和底价、溢价率上限控制 	

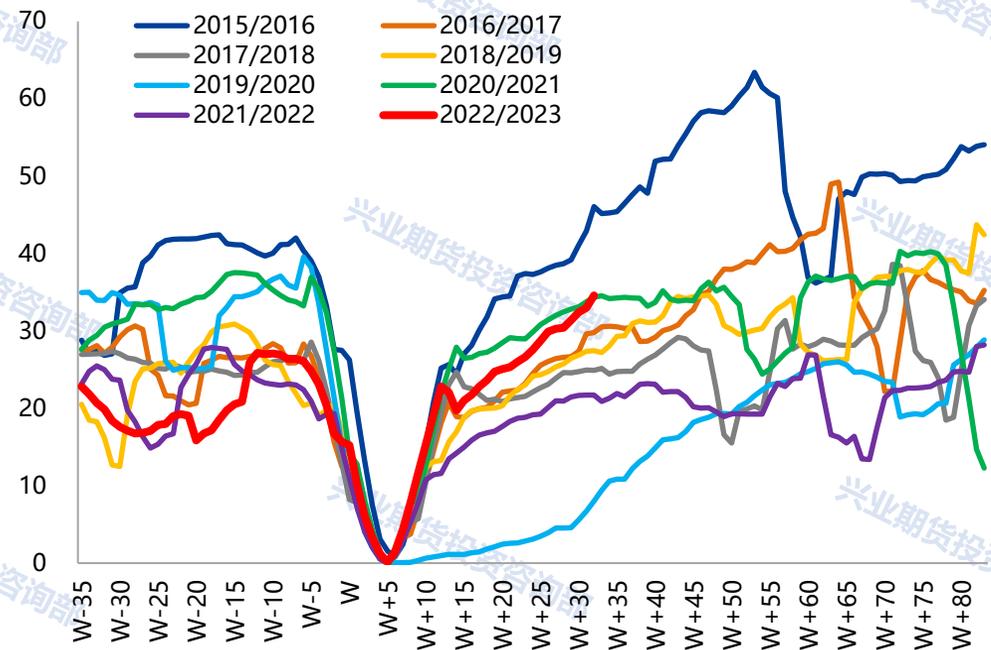
财政体系等	
<ul style="list-style-type: none"> · 财政部 <ul style="list-style-type: none"> · 房地产税 · 其他房地产相关税费 	无 放松，已较低
<ul style="list-style-type: none"> · 其他部门 <ul style="list-style-type: none"> · 人口政策 · 公积金政策 · 购房补贴等 	部分放松 部分放松

- 2023年以来，商品房销售已出现改善迹象，其中30大中城市商品房销售面积同比由降转增，较2019年同期降幅逐步收敛，18个主要城市二手房成交面积同比增幅不断扩大，已基本回到2021年同期水平，仅低于2016年同期。
- 本轮房地产小周期修复面临的问题依然是，房企资金压力尚未缓和，房企/居民主动加杠杆意愿下降，房地产前端投资修复困难。考虑到人口增长、城镇化等影响地产长周期的关键因素的增长已放缓，国内地产大周期已见顶，不宜高估本轮地产小周期修复的高度和斜率，尤其是地产前端投资的修复。

30大中城市商品房成交面积（7日移动平均，农历，更新至2.24）

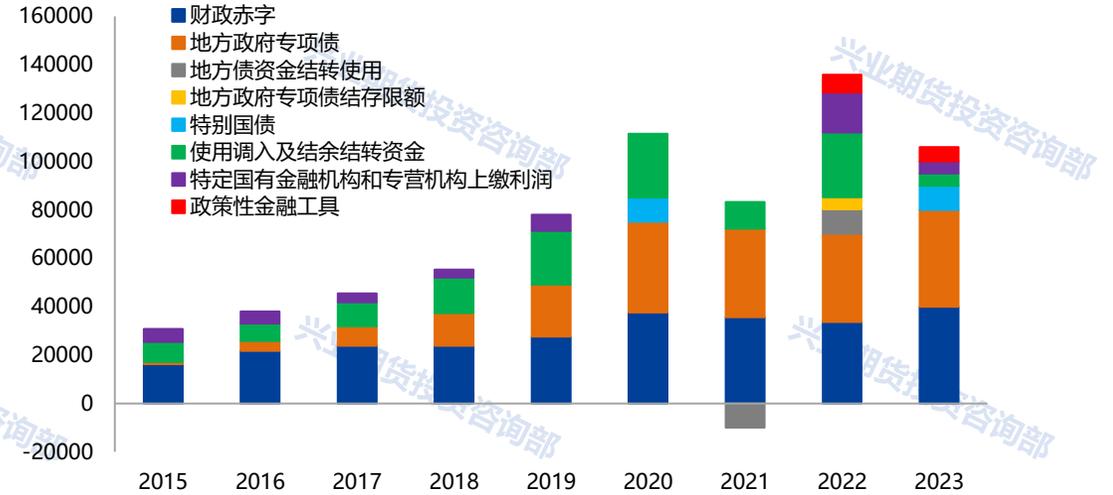
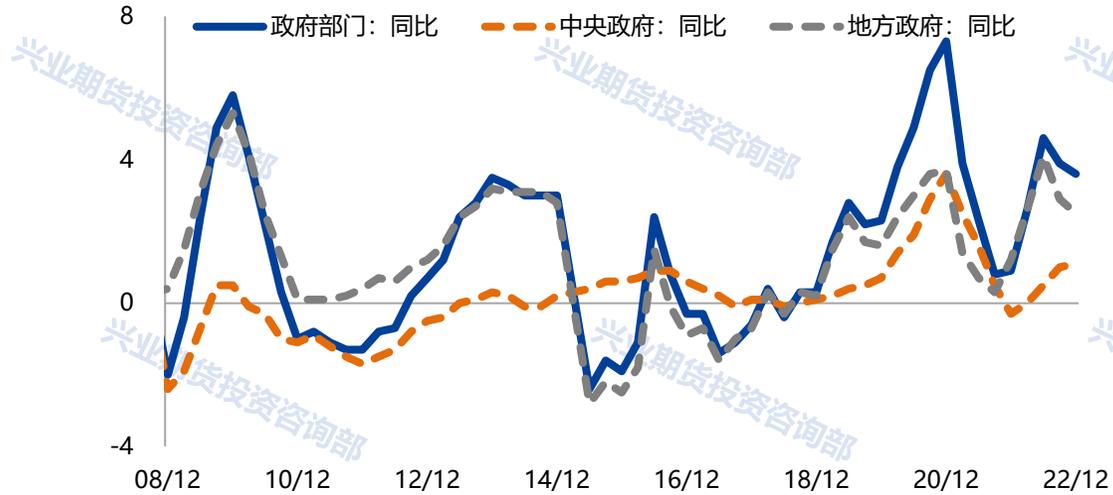


18个主要城市二手房成交面积（7日移动平均，农历，更新至2.25）



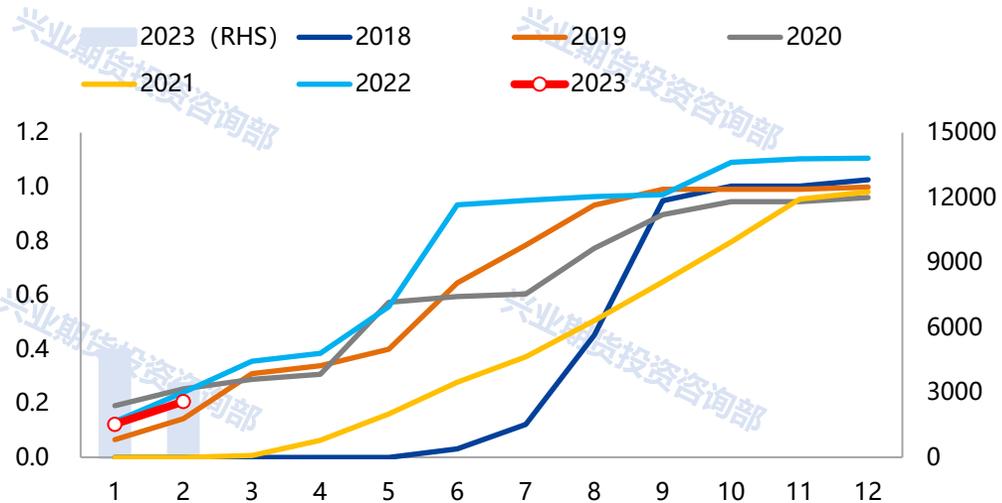
政府主动加杠杆

中国广义财政支出 (2015-2023)



新增地方政府专项债 (更新至2.25)

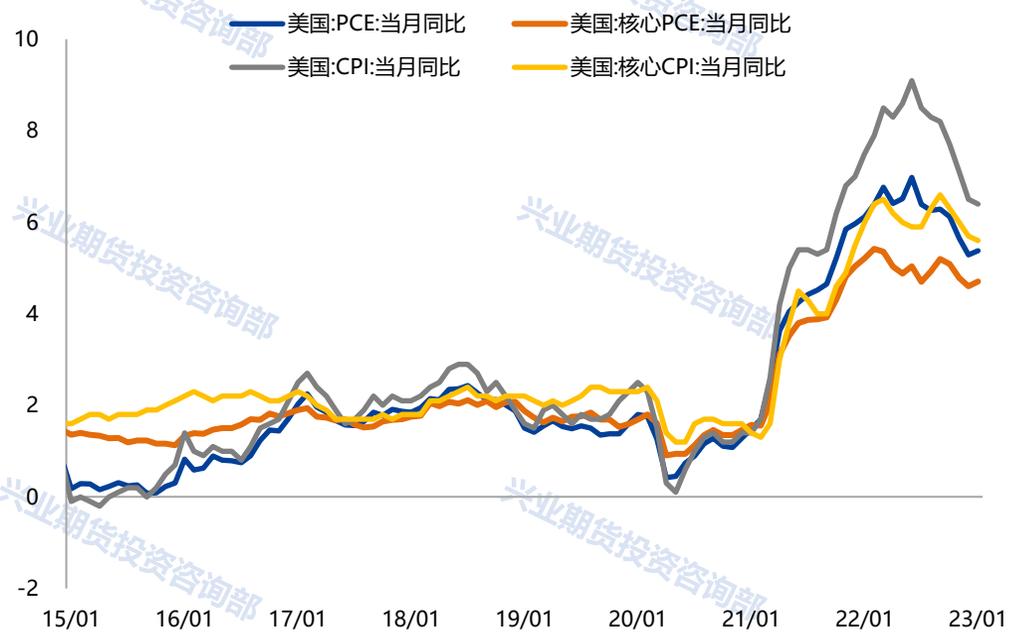
2023年基建投资增速支撑较强



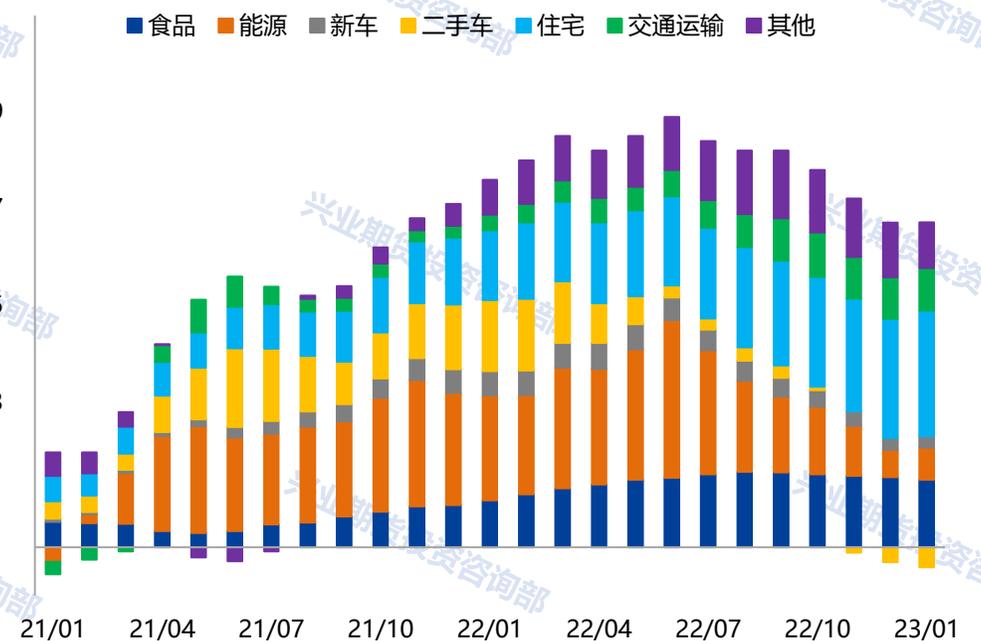
资金来源	2022年	基建增量资金	2023年	基建增量资金
一般公共预算资金	<ul style="list-style-type: none"> 一般公共预算支出规模26.06万亿，同比增长5.8% 年初预算数未26.71万亿，同比增长8.4%。 公共财政支出中12.5%投向基建 	1,786	<ul style="list-style-type: none"> 一般公共预算支出规模26.06万亿，同比增长6% 公共财政支出中12.5%投向基建，与2022年保持一致 	1,955
土地出让金	<ul style="list-style-type: none"> 土地出让金收入6.68万亿，同比下降20.6% 土地出让金支出中12%投向基建 	-2,424	<ul style="list-style-type: none"> 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	<ul style="list-style-type: none"> 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	<ul style="list-style-type: none"> 4万亿 62%投向基建 	-7,130
增量政策工具	<ul style="list-style-type: none"> 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	<ul style="list-style-type: none"> 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% 	10,000
	增量资金合计	22,306		21,242
	上年基建投资规模	188,654		210,387
	基建投资同比	11.8%		10.1%

美国1月CPI同比6.4%，高于预期的6.2%，前值6.5%；1月CPI季调环比0.5%，持平于预期，前值0.1%（终值）。1月核心CPI同比5.6%，高于预期的5.5%，前值5.7%；1月核心CPI季调环比0.4%，持平于预期，前值0.4%（终值）。从结构上看，1月份能源与住宅相关分项同比增速提高幅度居前，是通胀数据超预期是关键。

1月美国CPI数据下行幅度不及预期

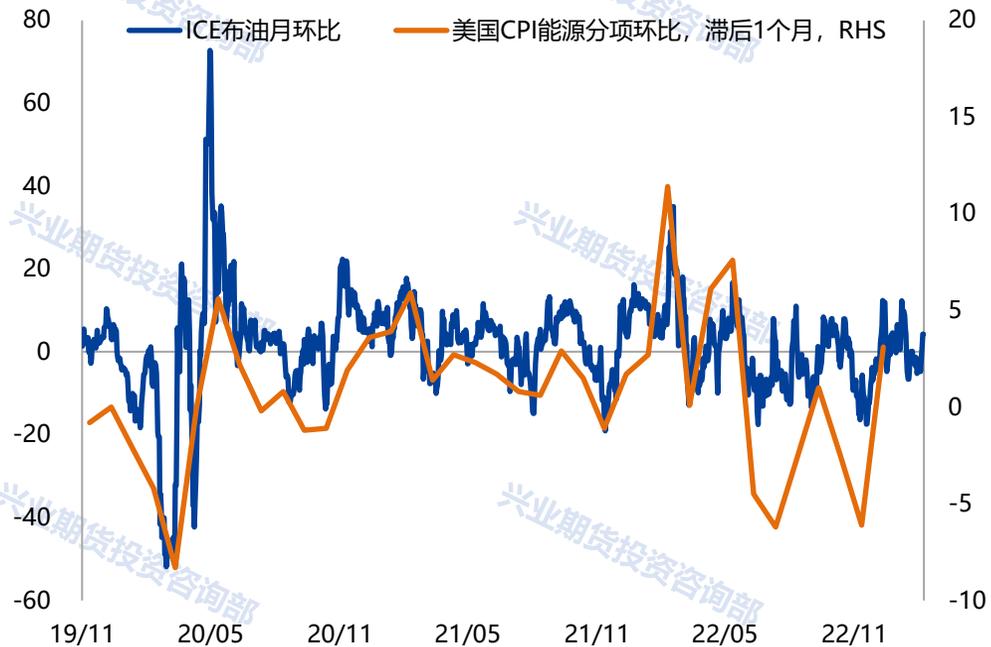


住宅、服务依然是拉动美国通胀的主要因素

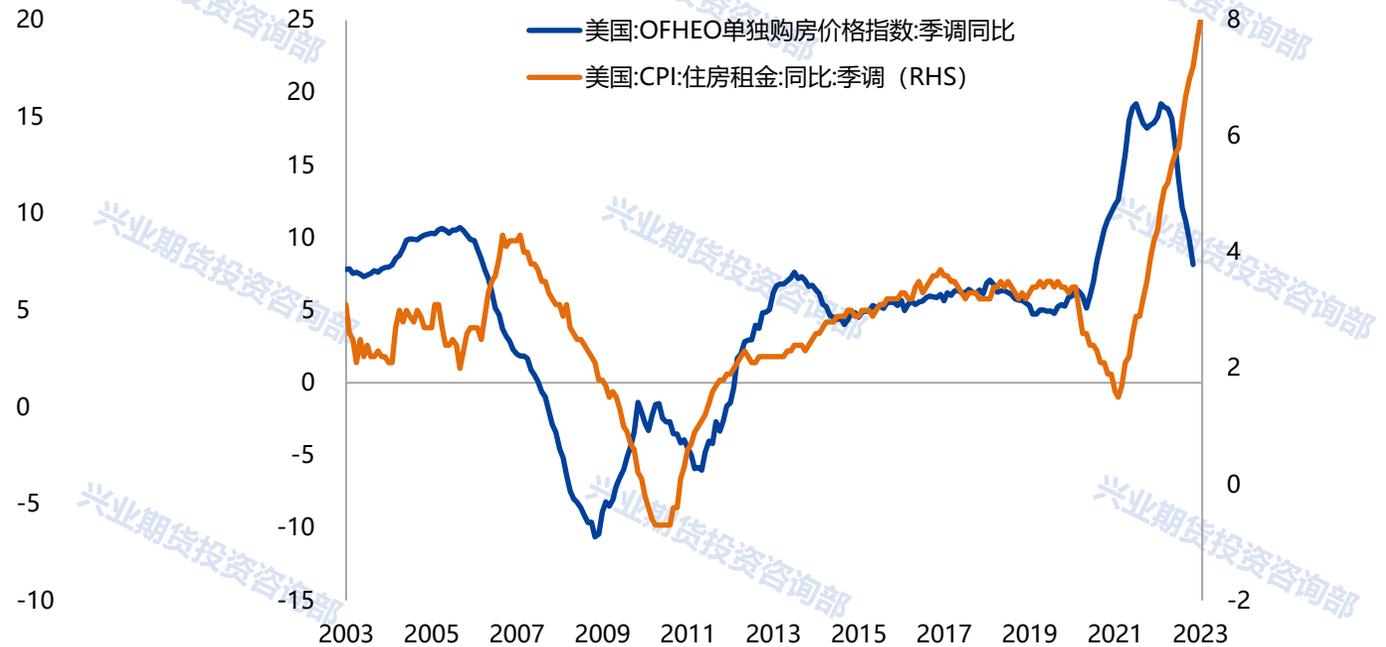


- 随着全球经济增速逐步放缓，欧美经济体买入衰退阶段，上半年能源价格难以继续上涨。
- 与此同时，美国房价同比从2022年初开始持续大幅下行，对应CPI住宅分项同比将在2023Q2迎来拐点；再考虑到基数的抬升，后续美国通胀仍将持续回落。

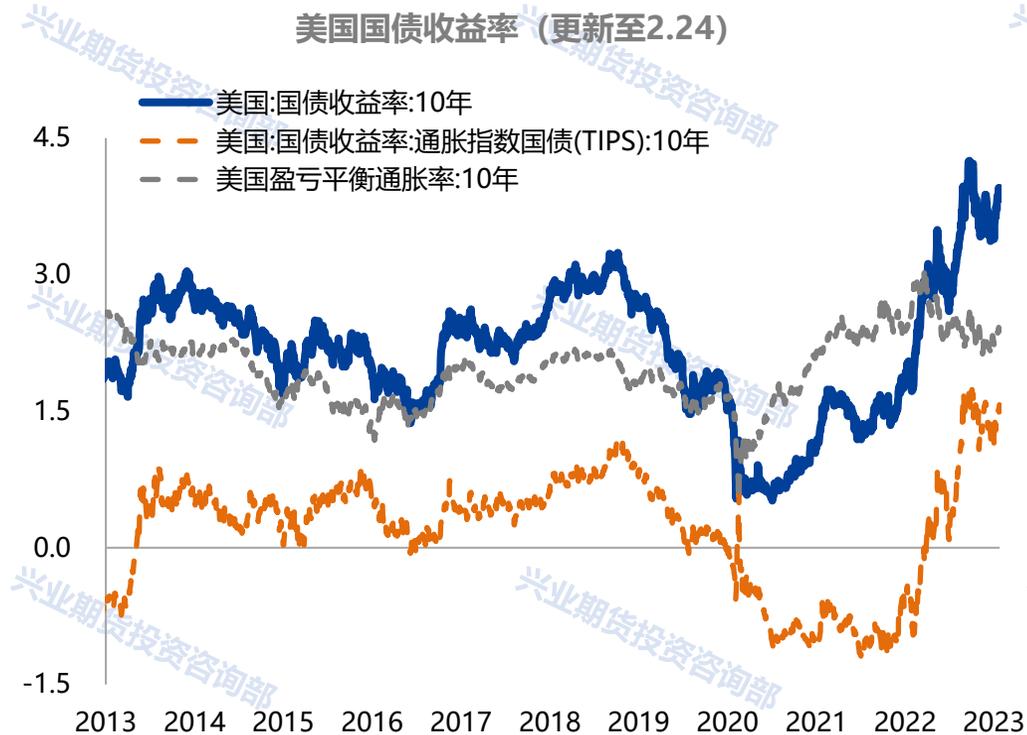
上半年能源价格难以继续上涨（更新至2.24）



2季度美国住宅价格将迎来拐点



- 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，市场对2023年美联储加息节奏（此前预期3月最后一次加息，年内可能迎来降息）和最终加息高度（此前预期5%）的预期出现修正。
- 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，海外宏观不确定性增加，对风险资产价格的扰动也有所放大。



股指

IF

01

业绩修复大势明朗，推涨动能将逐步兑现、强化

02

较其它大类资产，A股依旧便宜、配置价值较高

03

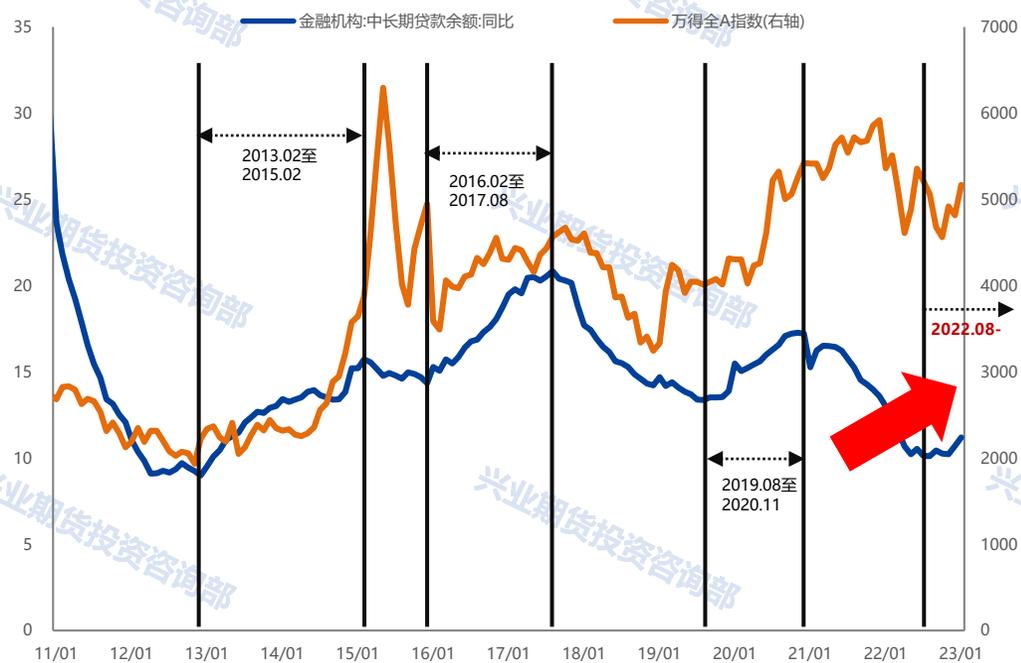
短期资金净流入规模放缓，但潜力依旧乐观

04

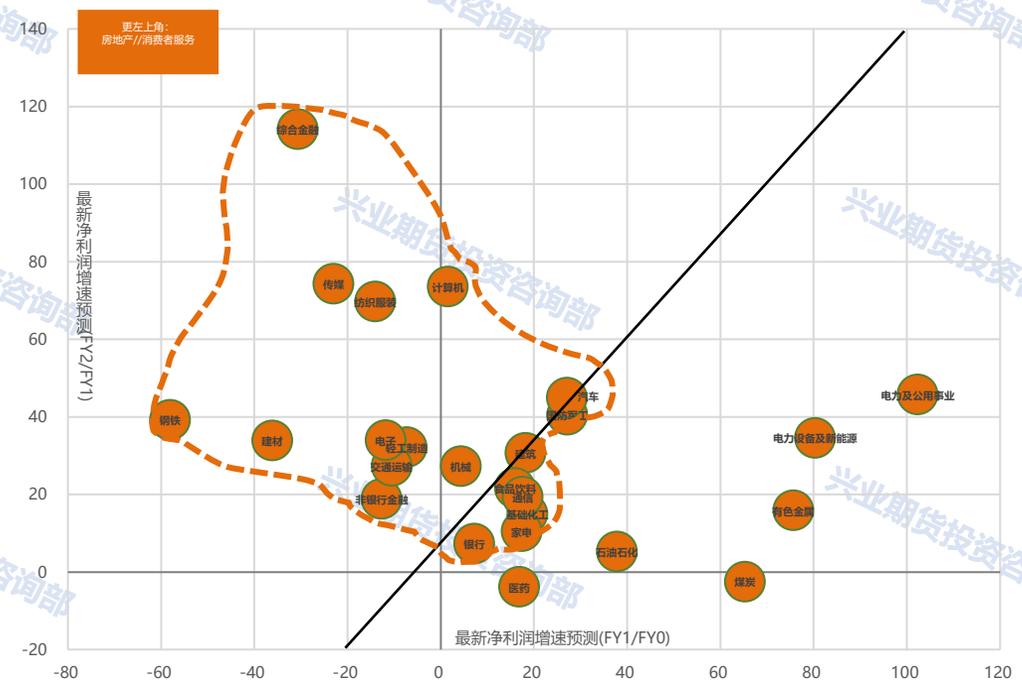
风格并未转向成长，沪深300指数仍是最优多头标的

- 从国内中长期信贷增速指标看，其自2022年8月以来持续走高，为重要的积极验证信号。而其它主要指标虽仍处真空期或观察期，但国内经济复苏大方向明朗，进入“宽信用”周期仅为节奏问题，且大概率于2023上半年兑现，即分子端业绩大项的推涨动能将逐步兑现、强化；
- 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（其中房地产开发、消费者服务等权重行业的增幅更大），可印证市场对业绩修复的乐观预期。

国内中长期贷款增速、万得全A走势对比（截至2023年1月）

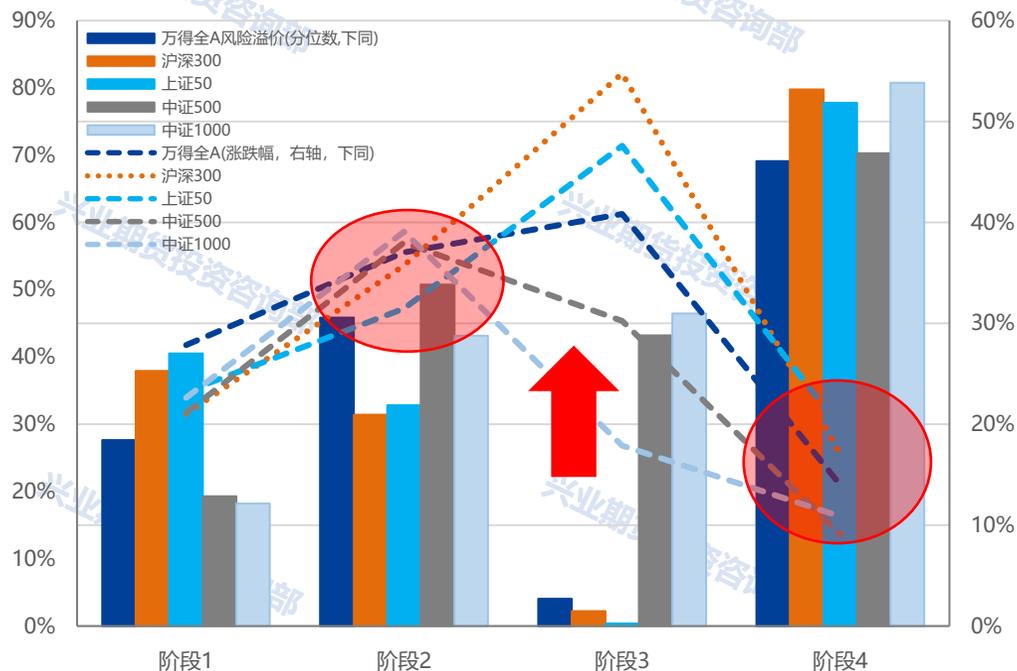


中信一级行业2022年及2023年业绩增速预期对比（截至2023.2.24）

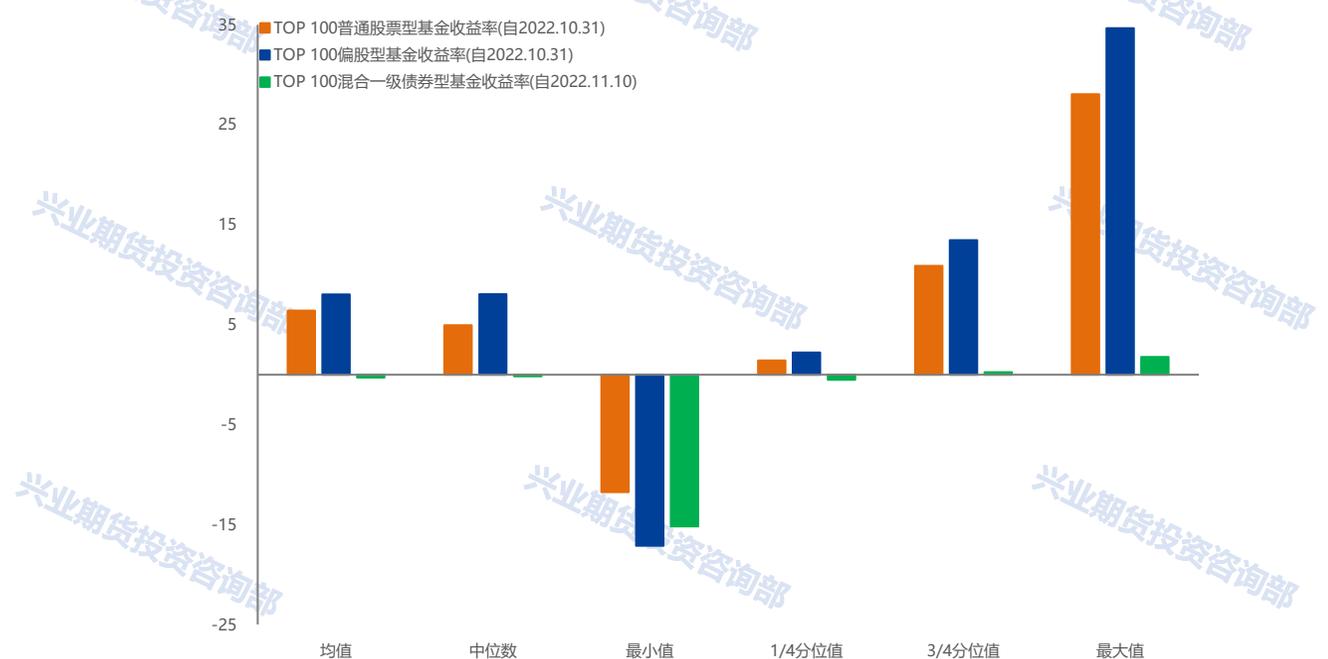


- 当前A股股债风险溢价值整体仍处高位，参照过往走势(阶段1：2016.1.29-12.1；阶段2：2019.1.4-4.19；阶段3：2020.4.2-2021.2.19)，预计依旧有15%~30%的潜在上涨空间(对应阶段4，自2022年10月底起~至今)，其整体估值优势较大；
- 再从对应阶段以来，国内主要公募股基、债基收益率对比看，权益类产品绩效显著优于固收类，亦利于强化A股的吸引力；
- 故从大类资产横向对比看，A股性价比良好、多头配置价值依旧较高。

A股主要指数股债风险溢价值变动情况（截至2023.2.24）

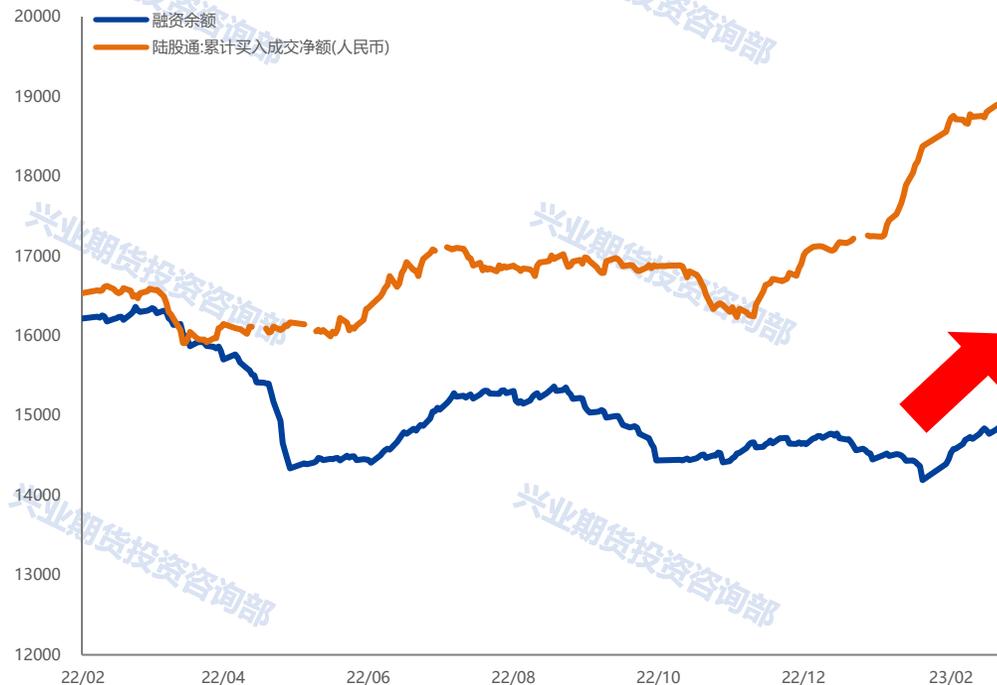


国内规模Top 100 公募股基、债基收益率对比（截至2023.2.24）

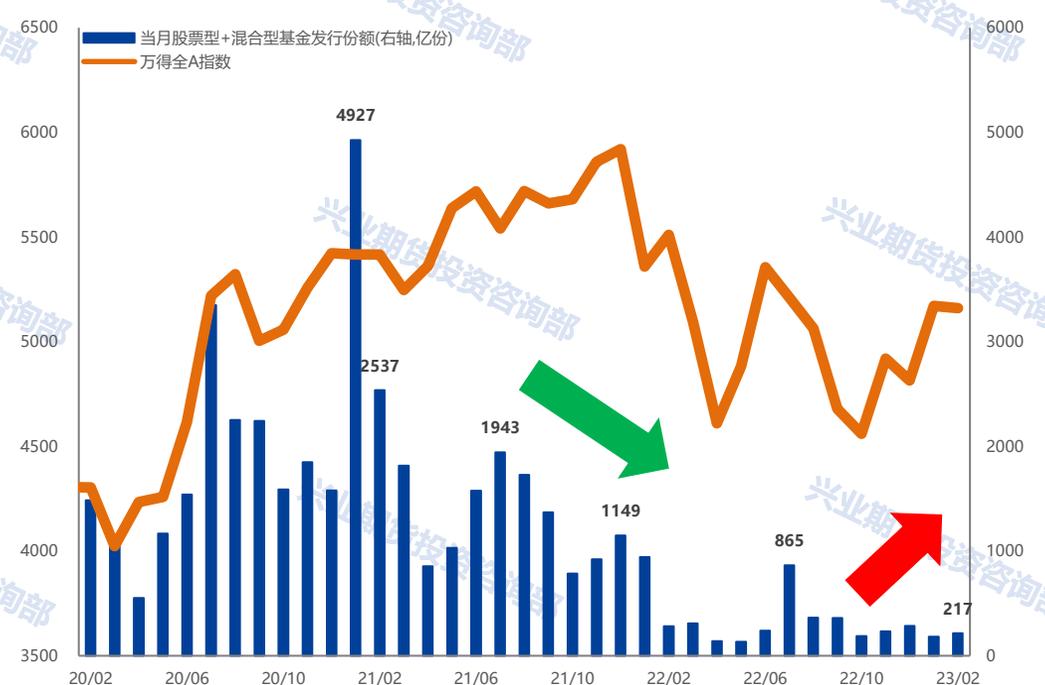


- 受美联储紧缩节奏预期调整扰动，近2周来外资流入规模放缓，对市场交投情绪形成一定抑制。但考虑海外主要国家经济衰退格局明确，A股在全球市场依旧是优势资产，外资大规模净流入的趋势难改；
- 此外，近阶段来国内融资余额则稳步增加，利于支撑和提振“人气”。且在国内权益市场趋势性回暖的高置信度共识下，A股的“赚钱效应”也将随之体现，利于吸引公募股基为代表的中长线资金回流，潜力可期。近期部分代表性公募股基新发募集情况已有较明显改善，可作为印证。

A股融券余额、陆股通资金净流入量对比（截至2023.2.24）



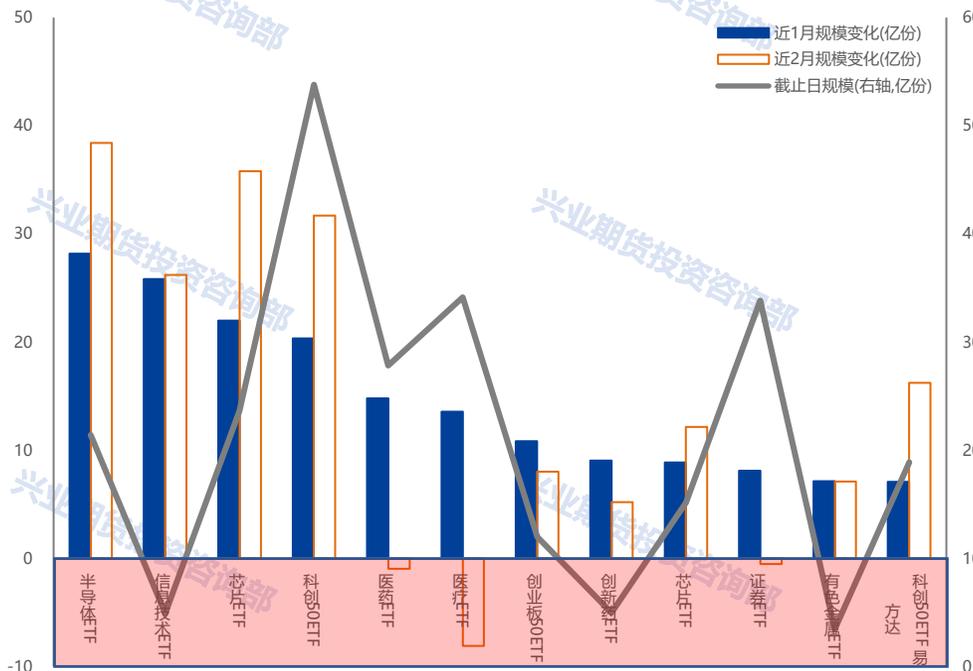
公募基金新发募集情况（截至2023年2月下旬）



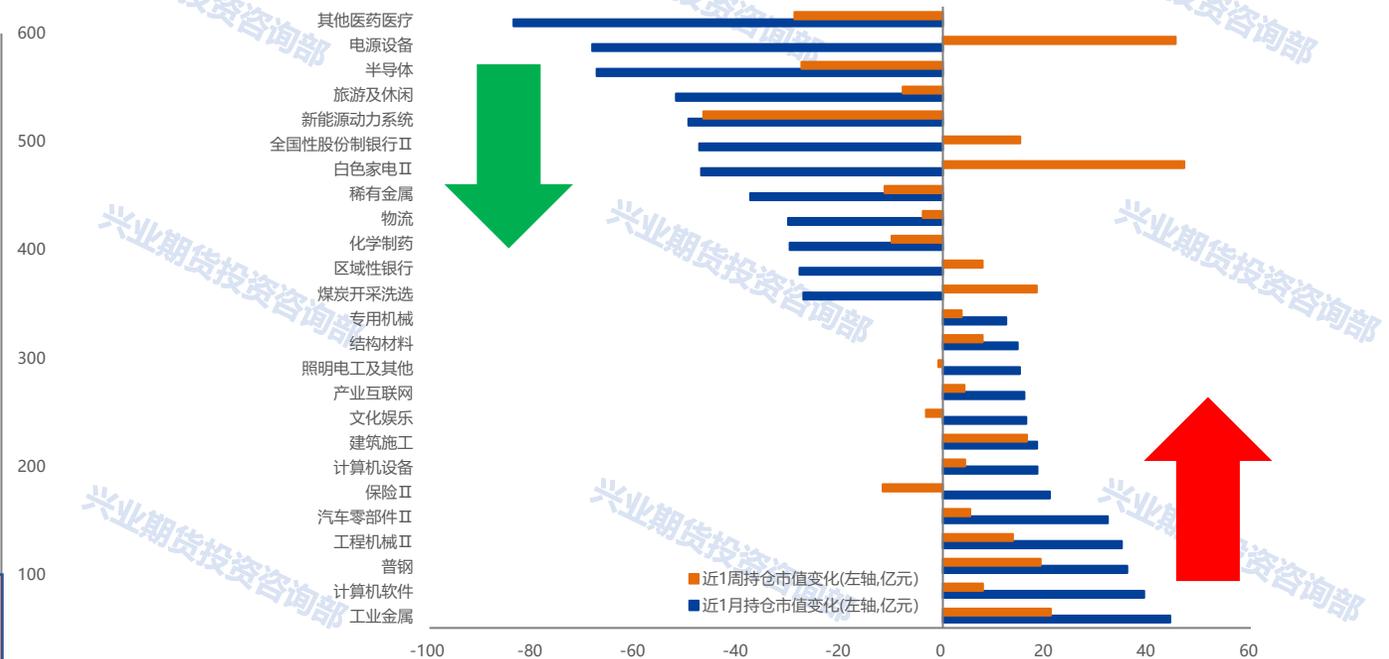
自2022年11月初以来，受益于经济复苏预期的价值、顺周期等相关板块超额收益明显。但自本年1月初以来，表面看，市场切换至偏成长风格、期相关行业表现相对更优，具体表现为：（1）半导体、芯片、医药等宽基行业主题ETF基金规模大幅增加；（2）陆股通对上述相关行业亦有较大规模的净流入。这应与基本面缺乏增量数据指引、资金面获利了结等有直接关系；

但更深入分析，可发现近期上述获得超额收益的行业，基本符合两大特征：（1）未来业绩增速弹性大（即 Δg 更大）；（2）整体估值水平较低，提供更高的安全边际。

国内主要ETF基金净流入情况

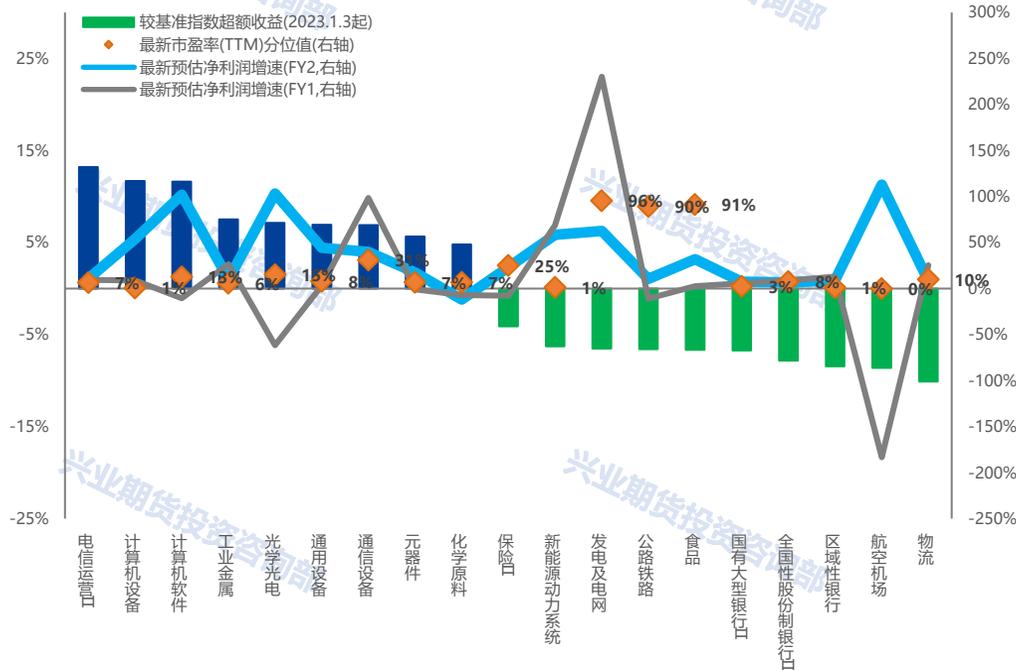


陆股通主要持仓行业资金净流入情况（截至2023.2.24）



- 按上述思路，以中信二级行业为样本，总体而言，对FY2业绩增速差更大、市盈率更低的行业，其超额收益的确更高；
- 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42.2%，39.8%，30.2%和28.6%。以此看，沪深300指数的多头配置价值依旧最优。

中信相关二级行业业绩增速预期、市盈率及超额收益对比（截至2023.2.24）



基于PB-ROE维度，相关筛选行业四大股指占比统计（截至2023.2.24）

简称	最新总市值(亿, 2023.2.24)	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	11236	4.3%	9.9%	13.1%	8.8%	12.81	2.3	0.0	2.3	0.8	1.21
半导体	31196	4.6%	8.0%	7.9%	17.5%	10.63	4.0	2.6	3.4	3.2	3.3
国有大型银行II	56807	5.5%	8.3%	5.7%	7.4%	11.25	2.7	3.4	0.0	0.0	6.1
全国性股份制银行II	24702	6.2%	14.9%	9.0%	6.8%	11.95	5.8	10.8	0.0	0.0	2.7
白色家电II	8797	7.8%	9.8%	13.3%	10.6%	19.48	2.6	1.4	0.0	0.1	0.9
消费电子	11574	10.7%	7.8%	29.5%	45.2%	14.89	1.6	0.0	1.6	1.9	1.2
计算机设备	9819	12.9%	6.3%	8.9%	54.0%	12.69	0.8	0.0	1.4	0.8	1.1
化学制药	18720	18.0%	20.7%	13.4%	21.3%	12.61	1.5	3.3	4.3	3.3	2.0
证券II	31488	21.7%	25.3%	-21.6%	23.4%	9.28	5.9	4.9	5.9	0.7	3.4
新能源动力系统	18295	22.1%	33.5%	68.7%	58.4%	20.19	4.6	0.0	1.8	2.4	2.0
光学光电	12236	24.6%	19.3%	61.5%	103.2%	10.43	2.0	0.0	1.0	1.1	1.3
通信设备	9215	29.5%	21.1%	98.4%	39.7%	13.47	0.5	0.0	1.4	2.0	1.0
石油化工	11797	30.3%	17.2%	-25.8%	31.4%	10.40	0.8	1.4	1.1	0.2	1.3
保险II	24932	31.0%	36.5%	-7.8%	23.4%	11.34	3.7	9.8	0.0	0.1	2.7
环保及公用事业	9466	32.5%	17.3%	7.9%	7.7%	12.91	0.1	0.0	0.9	2.0	1.0
建筑施工	16947	41.5%	26.7%	13.8%	20.3%	11.14	2.0	2.3	0.8	2.0	1.8
计算机软件	17142	41.8%	29.8%	-10.5%	102.1%	10.01	0.9	0.0	3.1	4.6	1.8
通用设备	12617	46.6%	36.4%	3.5%	44.4%	15.51	0.5	0.0	1.2	3.3	1.4
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)							42.2	39.8	30.2	28.6	36.2



聚氯乙烯

PVC

01

新增供应压力有限，低利润形成价格支撑

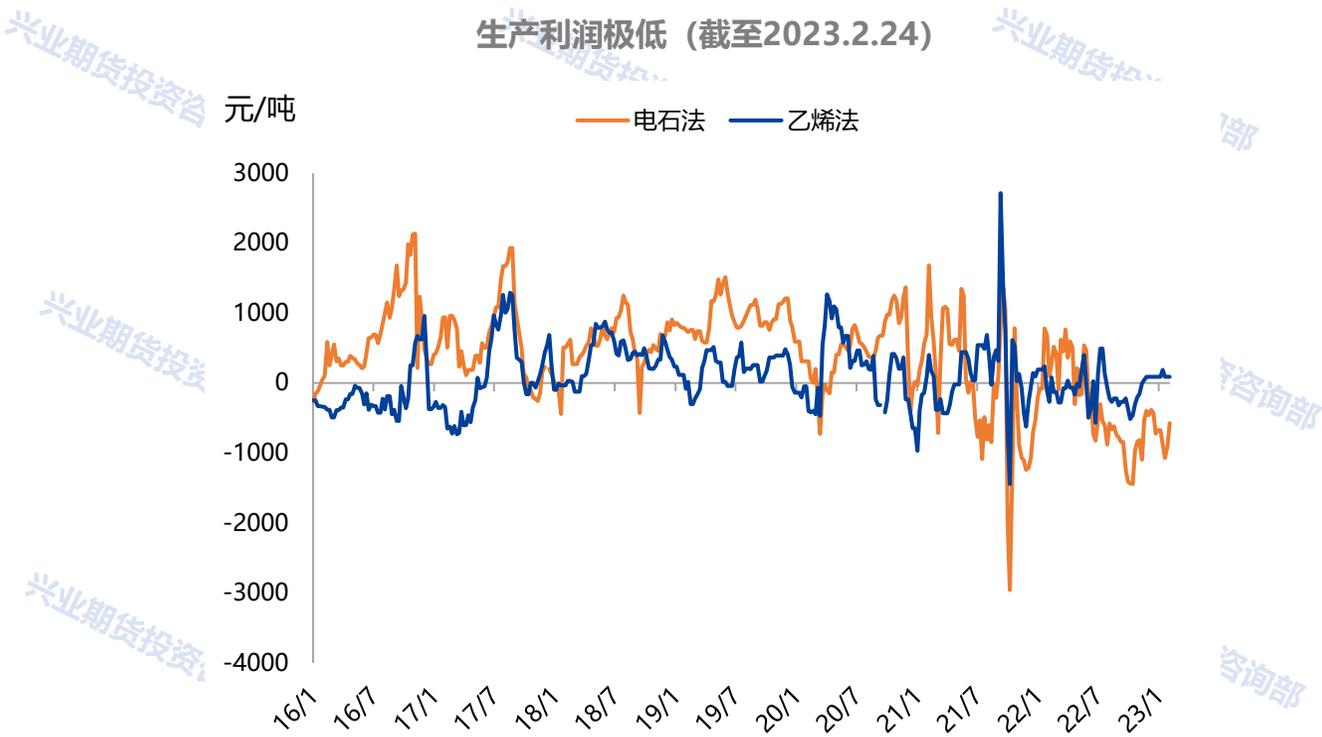
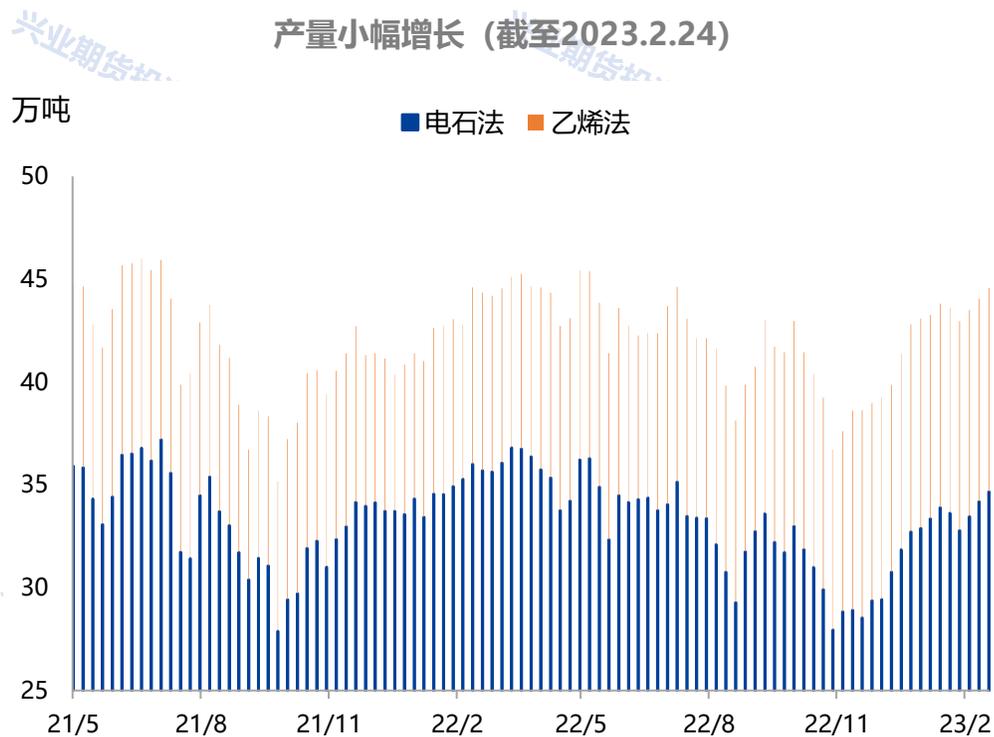
02

生产企业库存下降，社会库存增长趋缓

03

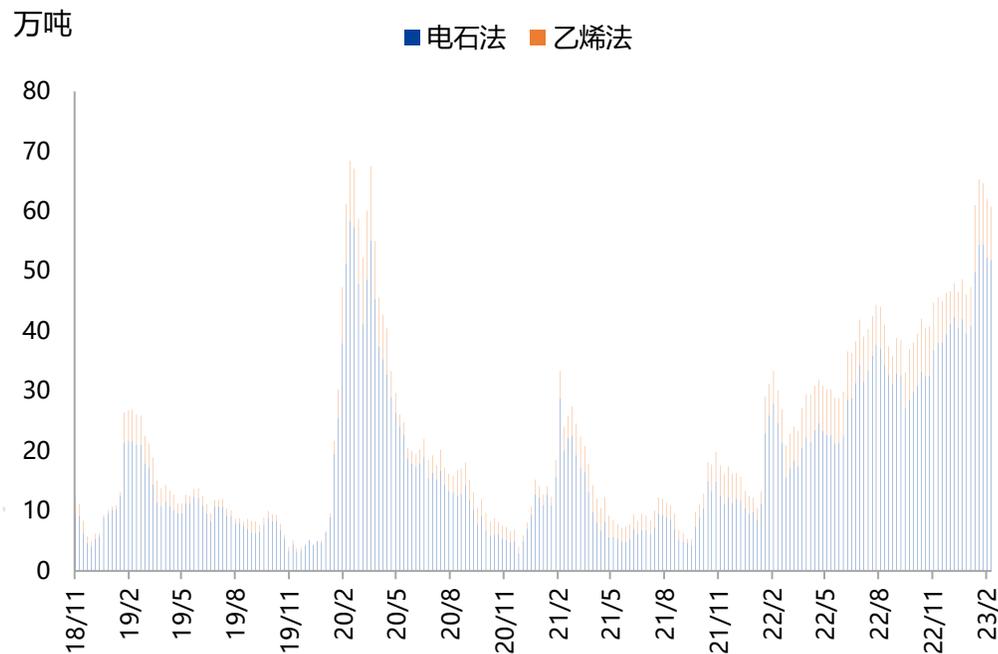
下游开工持续增长，市场看涨情绪升温

- **新增供应压力有限**：上周PVC无新增检修装置，开工率为78.59% (+1.05%)，周度产量小幅增长至44.58 (+0.52) 万吨，3月检修装置增多产量预期下滑。新装置广西华谊和沧州聚隆正在试车，万华化学计划3月投产，120万吨新产能带来的供应压力最快于4月释放，对05合约影响有限。
- **低利润形成价格支撑**：煤炭价格反弹，带动电石和兰炭价格止跌，不过液氯价格下跌令PVC生产成本降低，目前电石法亏损600元/吨，乙烯法盈利90元/吨，二者仍处于历史低位，对PVC价格形成较强支撑。

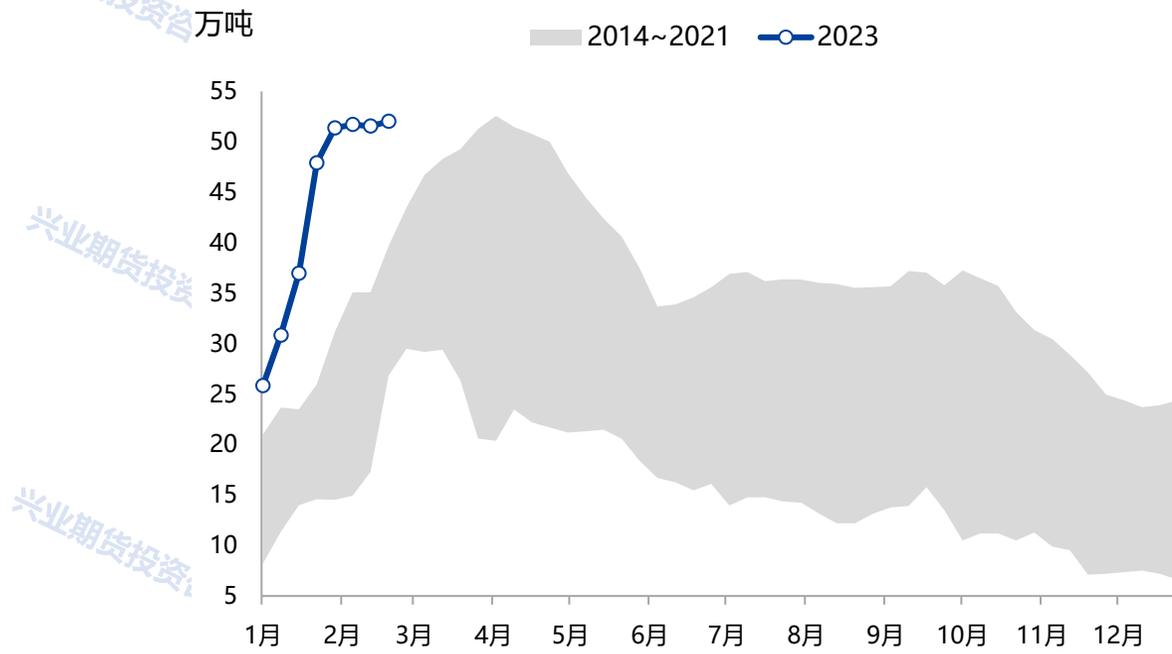


- **生产企业库存下降**: 生产企业库存为60.8 (-1.2) 万吨, 实现连续第三周下降。按照目前的去库速度, 预计两个月后库存降低至合理水平30万吨。
- **社会库存增长趋缓**: 社会库存为52.05 (+0.52) 万吨, 仍处于极高水平。随着需求增长, 社会库存下降拐点即将到来。

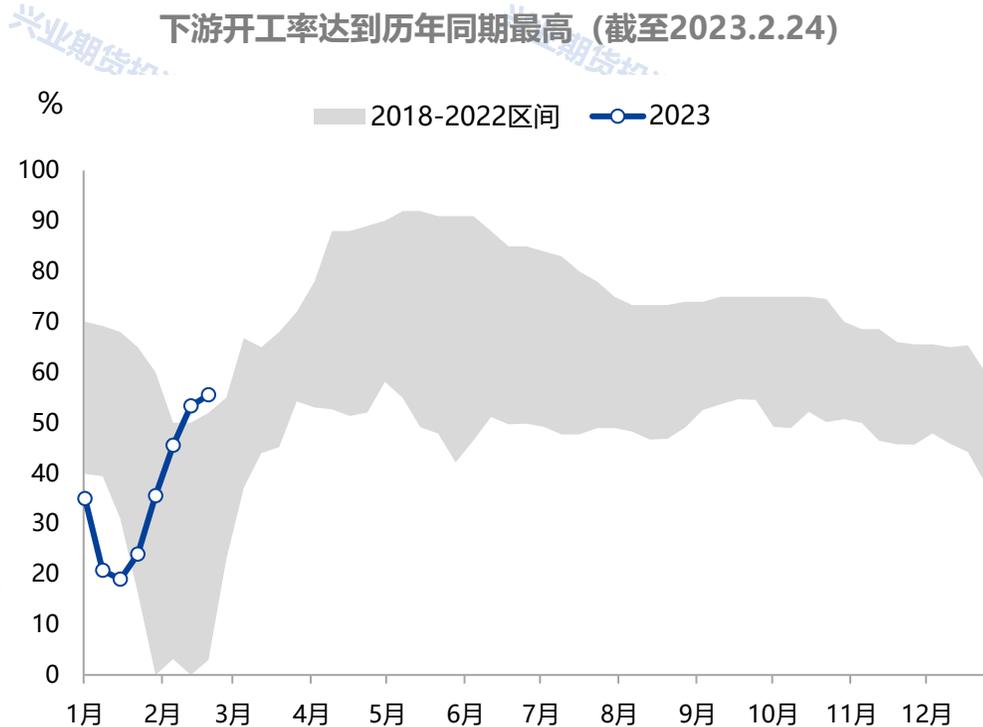
生产企业库存持续降低 (截至2023.2.24)



社会库存增长趋缓 (截至2023.2.24)



- ▣ **下游开工持续增长**：下游开工率为55.56%，较前一周增加2.22%，虽然增速放缓，但处于历年同期最高。其中管材开工率提升至过去一年最高，薄膜和型材开工率保持稳定。参考历史规律，3~5月如无意外下游开工率将持续增长。
- ▣ **市场看涨情绪升温**：随着PVC期货价格持续反弹，PVC现货市场成交好转，成交量和预售量均达到历史高位。另外值得关注的是，上周期货前二十席位净空持仓减少至2万手，是去年12月以来最少，同时期权和现货市场看涨情绪也大幅升温。





橡胶

RU

01

车市存边际增量，轮企开工延续季节性回暖

02

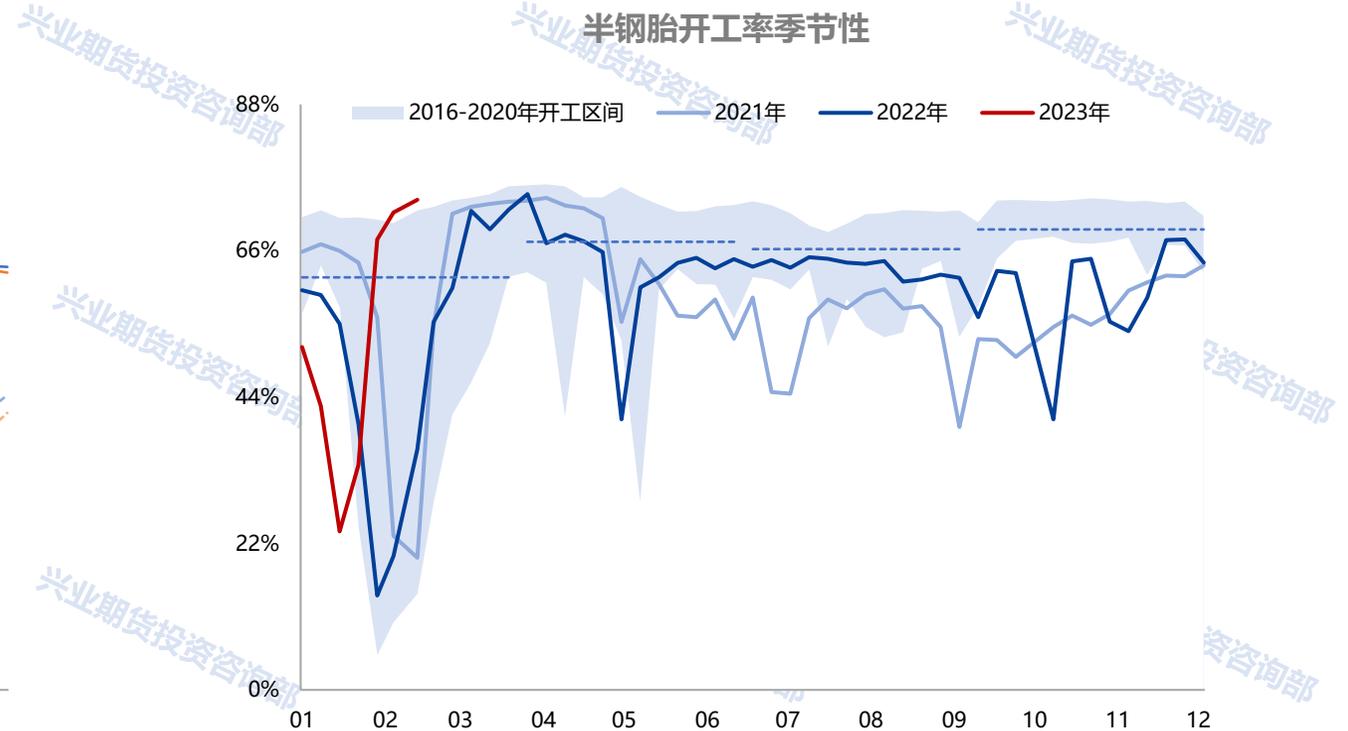
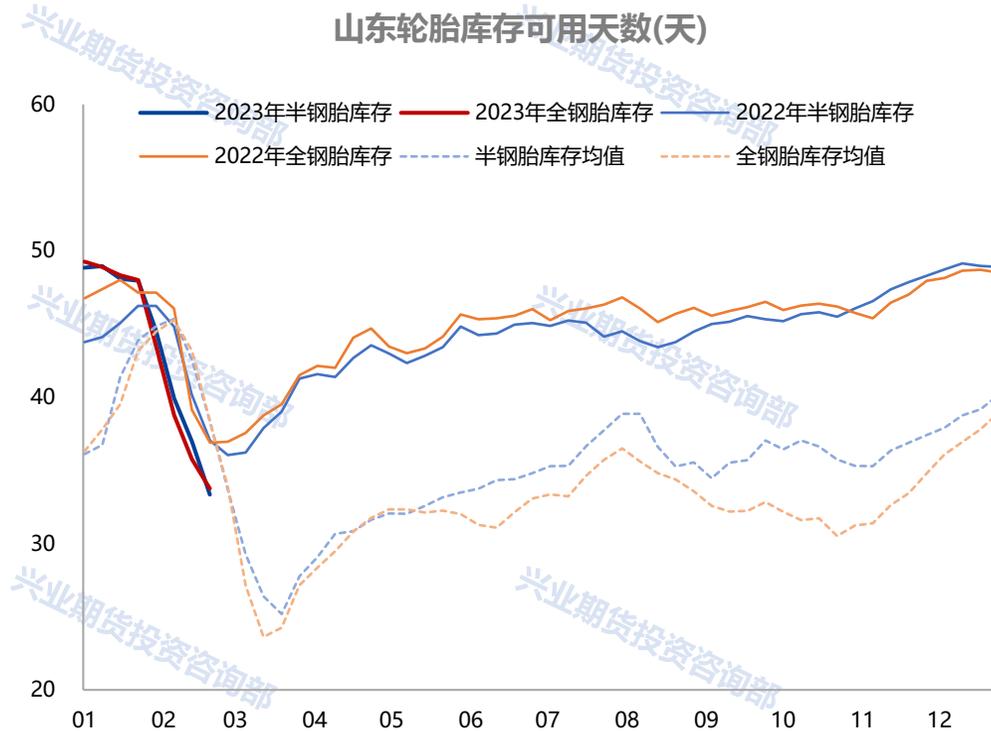
海外产区低产季临近，关注国内开割预期

03

需求传导效率回升减缓库存压力，沪胶多头性价比更优

汽车方面，乘联会预计2月狭义乘用车零售料复现同环比双增态势，后续稳增长促销费措施值得期待，政策影响大概率提力加码，且当前经济复苏预期难以证伪，基建发力将带动工程机械及重卡产销重回上升之势，汽车市场长期底部相对明确，天然橡胶终端需求边际增量或将显现。

轮胎方面，山东轮胎库存延续快速去库状态，去库力度明显强于2022年农历春节后续一月，而本周轮企开工意愿继续回升，半钢胎产线开工率升至近年一季度开工区间峰值上沿，天然橡胶需求传导效率有望增强。



供应方面，我国主要橡胶来源国泰国、越南、马来西亚等国将于本月末陆续进入低产阶段，天胶到港将有回落；而国内产区仍处停割季，云南省农业农村厅预报数据显示2023年当地割胶开始时间或难早于往年，近期需继续跟踪关注产区物候条件变动状况，国内开割来临前天然橡胶供给端难有显著增量。

天然橡胶主要生产国割胶季

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

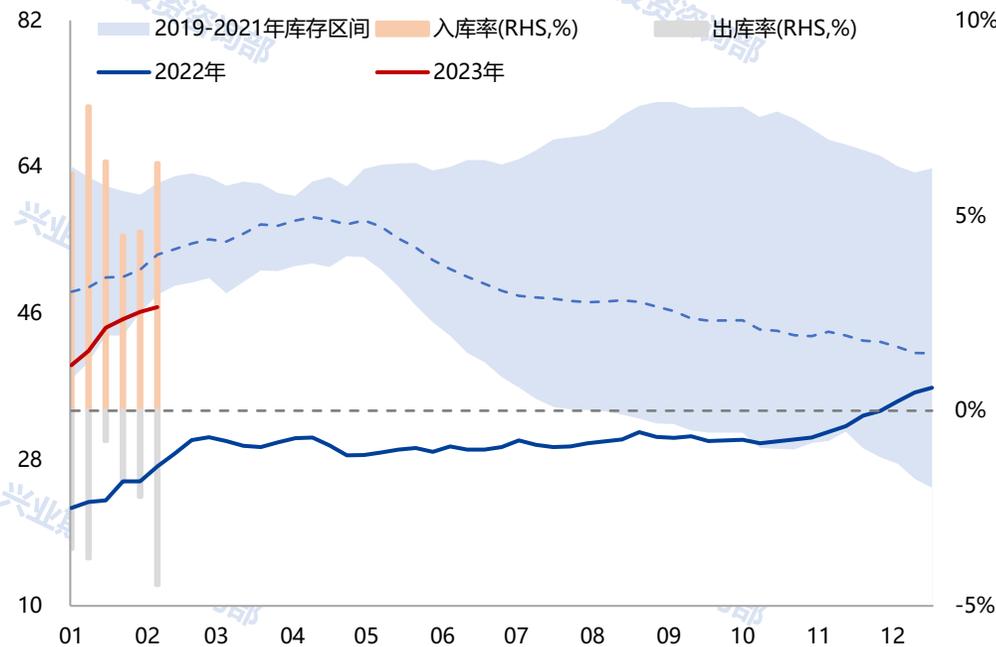
泰国胶水价格走势及原料价差(泰铢/公斤)



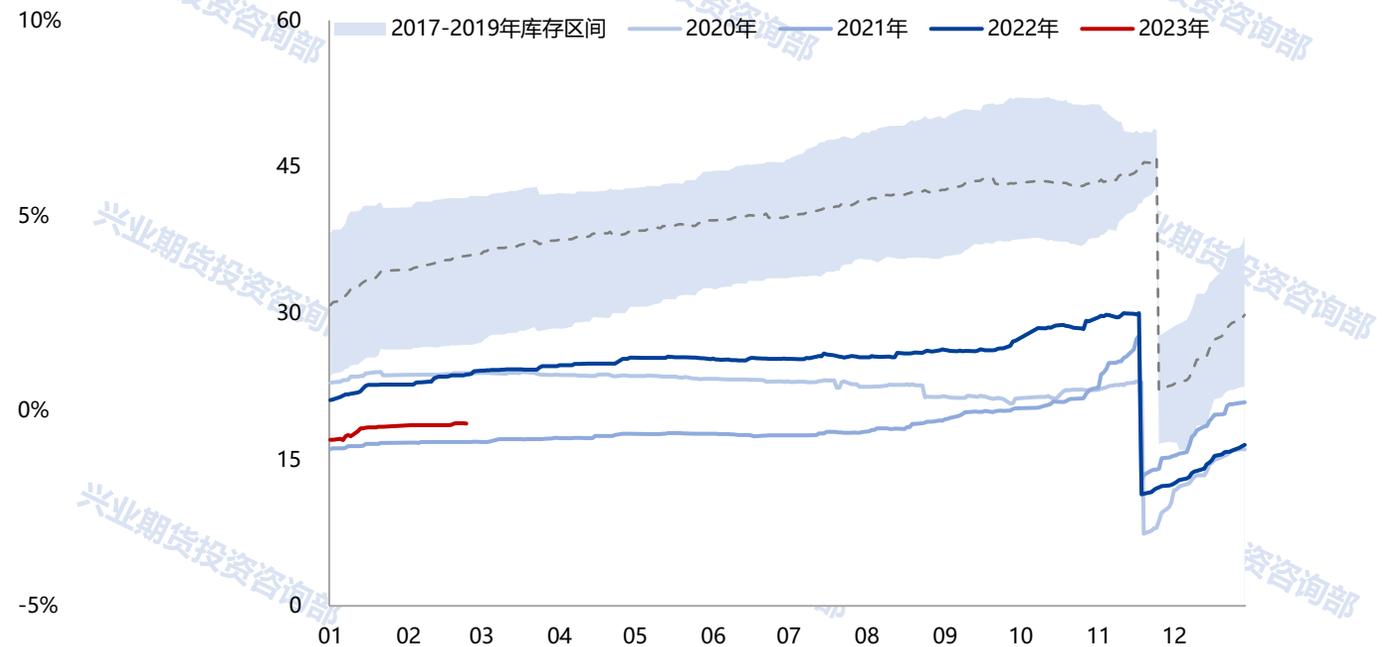
□ 库存方面，本周青岛港港口库存增速进一步放缓，一般贸易库存出库率延续增长态势，而国内停割制约沪胶仓单注册意愿，天胶期货库存处于历年同期低位区间，橡胶库存端暂无明显压力。

□ 综合来看，汽车市场底部特征凸显，车企开工季节性回暖，天然橡胶需求传导效率提升，而海外产区低产季临近叠加国内产区仍处停割阶段，沪胶价格下行空间有限，多头策略性价比比较佳，RU2305前多继续持有。

天然橡胶港口一般贸易库存季节性(万吨)



天然橡胶期货库存(万吨)





螺纹

RB

01

高炉盈利改善，铁水产量提升较快

02

电弧炉持续复产，螺纹产量快速增加

03

螺纹库存由增转降，库存压力整体可控

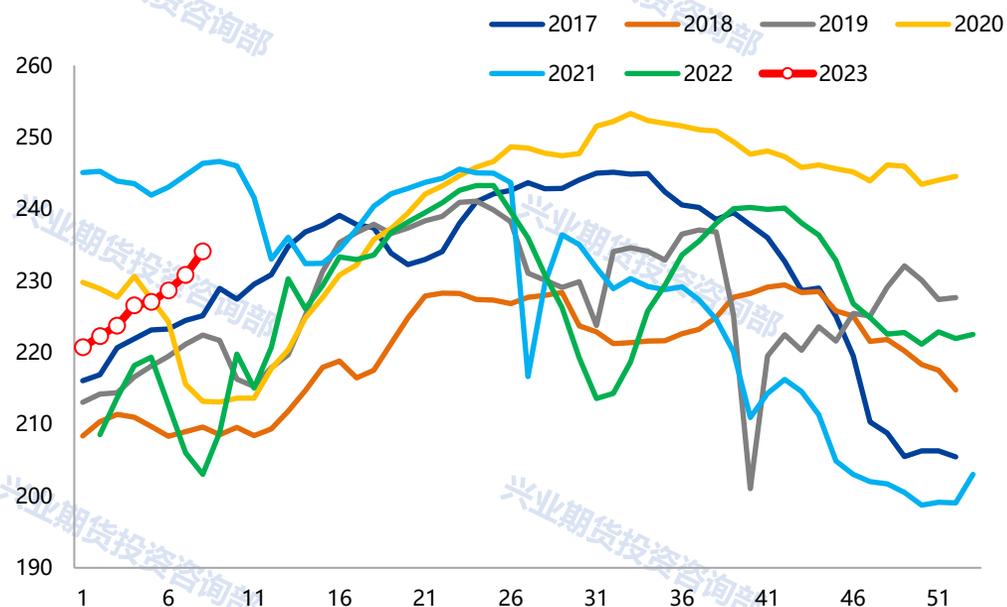
04

需求环比加速回升，螺纹多单耐心持有

▣ **高炉盈利环比改善**：本周市场情绪好转，投机需求释放，长流程钢厂盈利环比有所改善，本周我们追踪的螺纹钢长流程模拟即期利润转正，市场调研信息，河北部分钢厂还处于盈亏平衡附近，但山东、江苏钢厂即期利润几十，钢厂利润普遍恢复至80左右。

▣ **高炉铁水产量加速回升**：本周国内高炉日均铁水产量环比增3.29万吨至234.10万吨，同比增幅25.25万吨，提产速度略有加快。钢厂利润改善的情况下，后续高炉仍有复产空间。

日均铁水产量（更新至2.24）



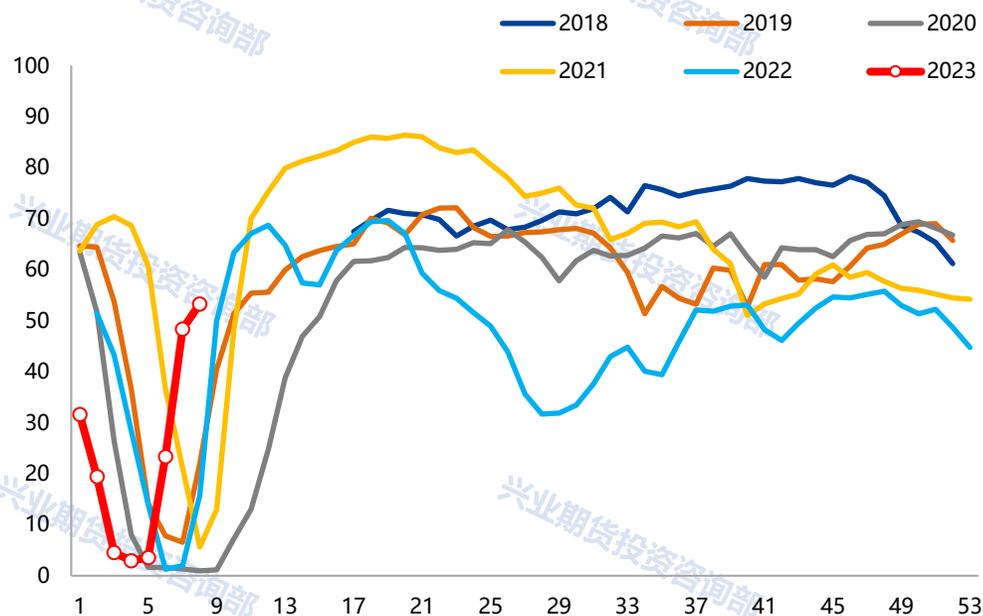
建筑钢材即期利润改善，高炉复产加速（更新至2.23）



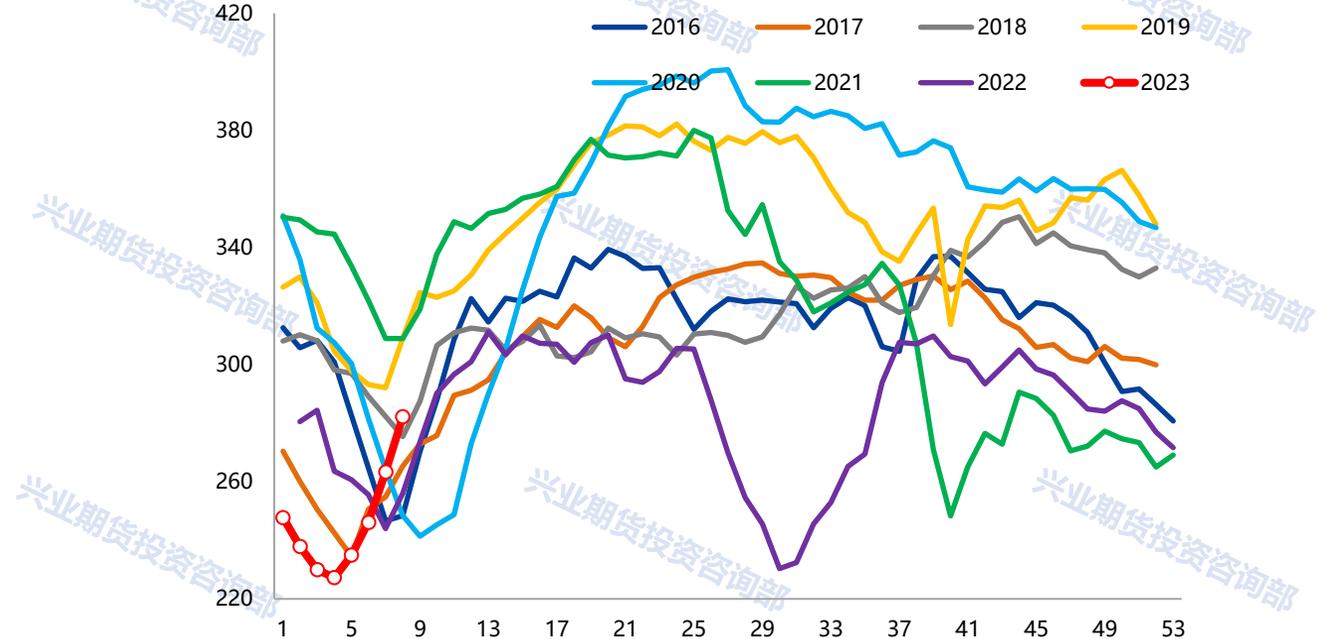
▣ **电弧炉延续复产趋势：**钢联87家独立电弧炉企业产能利用率由4.9%回升至53.24%。目前国内各区域电炉谷电生产均有利润，但平电生产还处在盈亏平衡附近，电炉产能利用率以及电炉废钢日耗量的回升速度均有所放缓。

▣ **螺纹产量连续回升：**本周螺纹产量环比回升7.15%至282.17万吨，短流程产量环比增25.6%，长流程产量环比增4.9%。如果钢价继续上涨，可能将刺激产量进一步释放，可能会影响后续去库的斜率，未来刚需恢复节奏依然是关键。

87家独立电弧炉企业产能利用率（更新至2.24）



螺纹钢周度产量快速回升（更新至2.24）

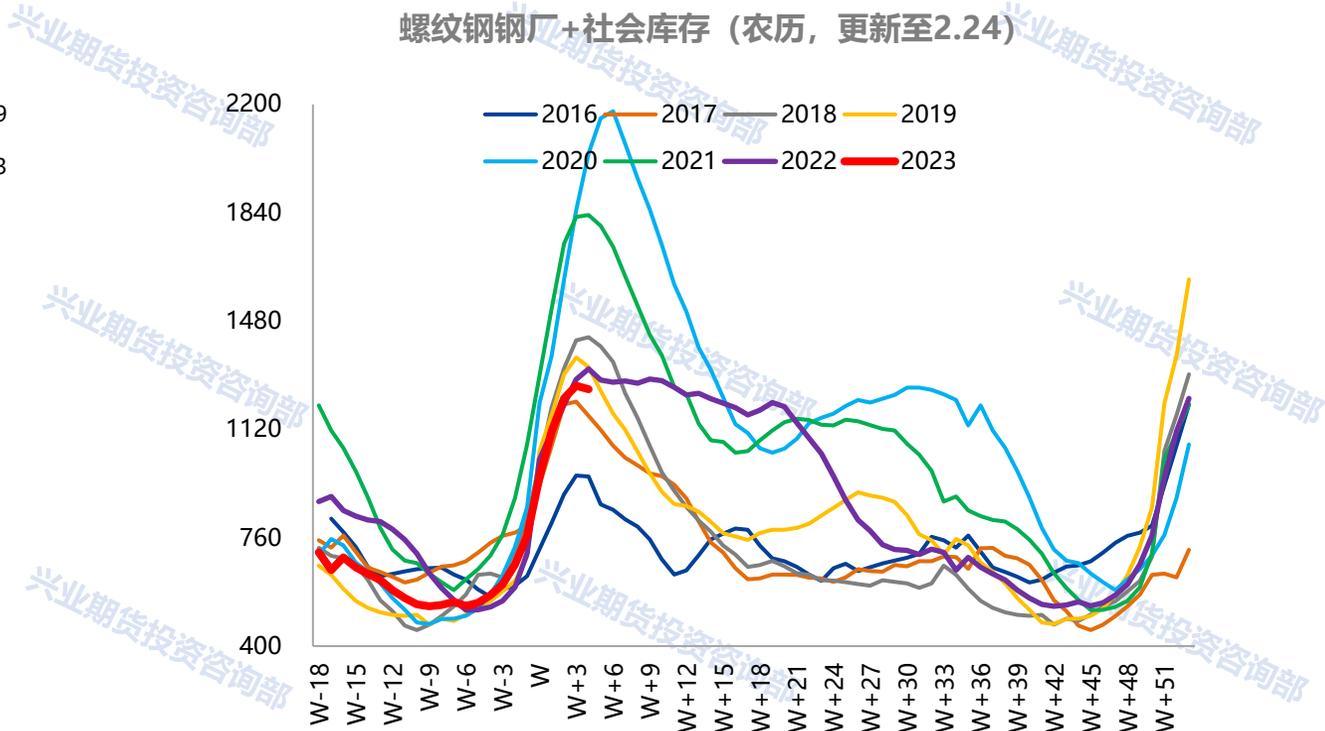
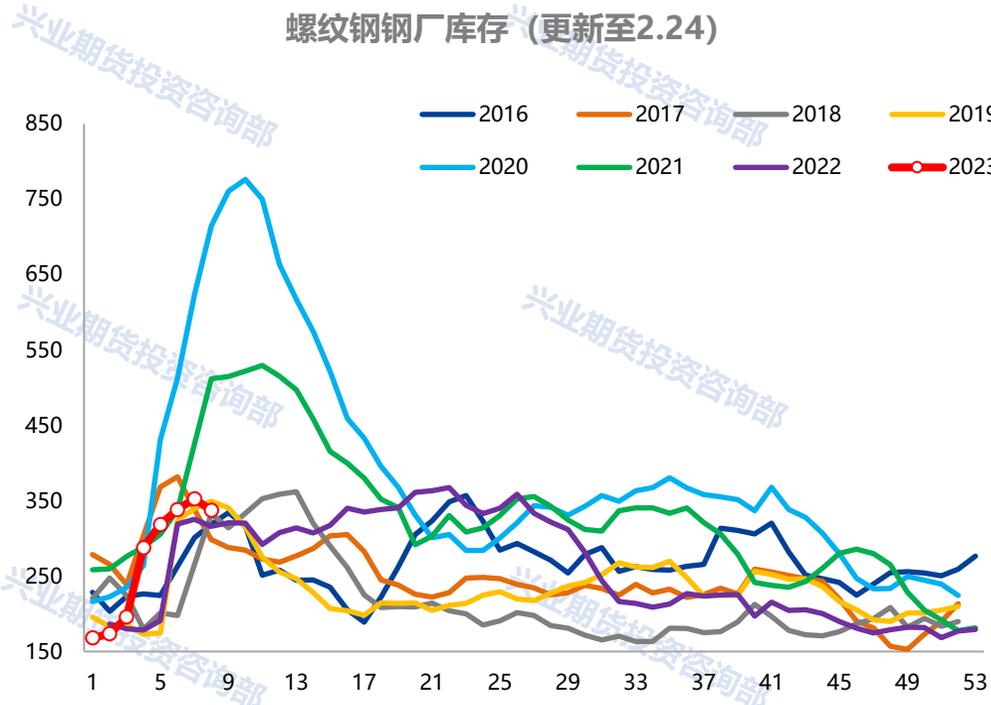




黑色金属品种策略（螺纹）：螺纹库存由增转降，库存压力整体可控

▣ 螺纹转向去库：截至2月24日，螺纹钢总库存（钢厂+社会库存）周环比降0.91%至1253.24万吨，同比转降2.55%，其中钢厂库存环比下降4.35%，社会库存环比微增0.42%。今年节后库存高点出现在春节后第3周，库存最高1264.75万吨，仅高于2016年和2017年的节后高点，库存压力整体可控。同时，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，等待需求的复苏。

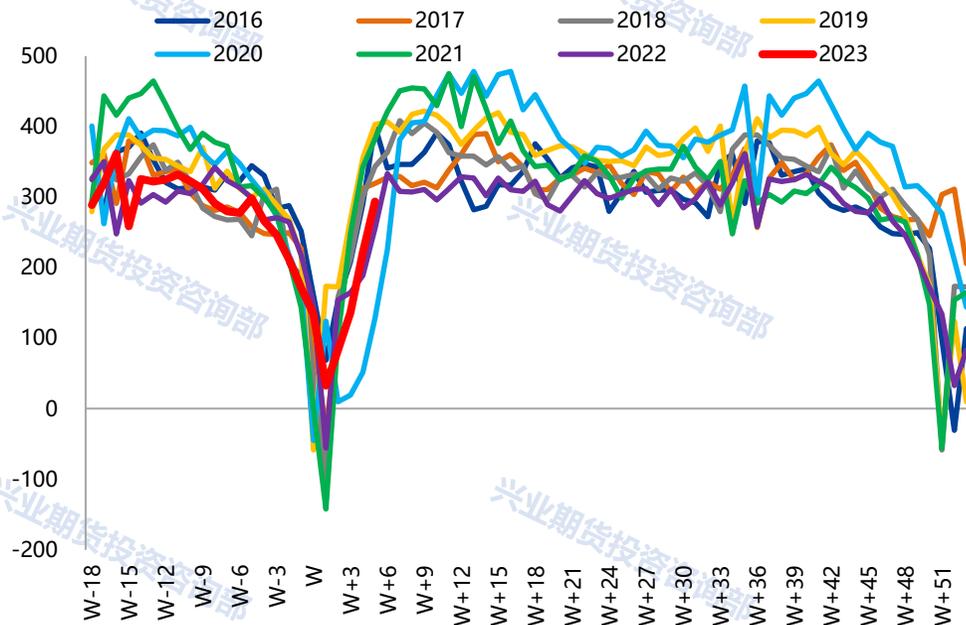
▣ 不过需要关注的是，需求复苏程度呈现明显的南北分化，北方地区因需求启动较慢，库存压力高于南方地区，需关注后续该区域需求改善以及库存消化的情况。



□ 本周，百年建筑公布第四轮施工项目复工调研，截至2月21日，全国施工企业开复工率提高至86.1%，环比提升9.6个百分点，农历同比提升5.7个百分点；劳务到位率83.9%，环比提升15.7个百分点，农历同比提高2.8个百分点。无论是开复工调研数据，还是本周螺纹钢周度表观消费量数据，均明显回升，且高于去年同期。市场主要担忧在于剔除投机需求后，实际刚需，尤其是地产相关刚需恢复仍相对较慢。

□ 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，且库存压力较为可控，钢厂复产阶段，螺纹成本支撑较为有效，但价格进一步上涨可能将刺激潜在供给释放，而北方区域库存压力相对较高，刚需改善高度和持续性仍待验证，预计螺纹价格走势震荡偏强，前多轻仓持有。

螺纹钢周度表观消费量 (更新至2.24)



全国施工企业复工进度 (更新至2.24)

区域	工地开复工率				人员到岗率			
	2月14日	2月21日	环比	农历同比	2月14日	2月21日	环比	农历同比
华东	82.5%	92.9%	10.4%	7.5%	72.9%	89.3%	16.4%	4.6%
华南	76.2%	83.0%	6.9%	-3.4%	70.7%	84.6%	13.9%	-0.3%
华中	83.6%	90.8%	7.2%	11.8%	76.7%	86.6%	9.9%	6.3%
西南	71.0%	85.1%	14.1%	12.1%	55.8%	84.2%	28.4%	4.0%
西北	50.7%	58.7%	8.0%	-3.4%	37.6%	51.5%	13.9%	-6.7%
华北	53.5%	63.6%	10.1%	14.9%	59.5%	66.3%	6.8%	9.5%
东北	14.3%	21.4%	7.1%	-19.5%	12.9%	31.4%	18.5%	-17.7%
基建	76.6%	87.3%	10.7%	4.1%	74.0%	86.5%	12.5%	7.2%
房建	77.1%	84.1%	7.0%	3.1%	61.5%	81.1%	19.6%	18.1%
市政	75.4%	88.2%	12.8%	4.1%	72.9%	85.9%	13.0%	4.2%
全国	76.5%	86.1%	9.6%	5.7%	68.2%	83.9%	15.7%	2.8%



玻璃

FG

01

下游需求恢复较慢，浮法玻璃继续累库

02

浮法玻璃减产意愿较弱，产能收缩节奏放缓

03

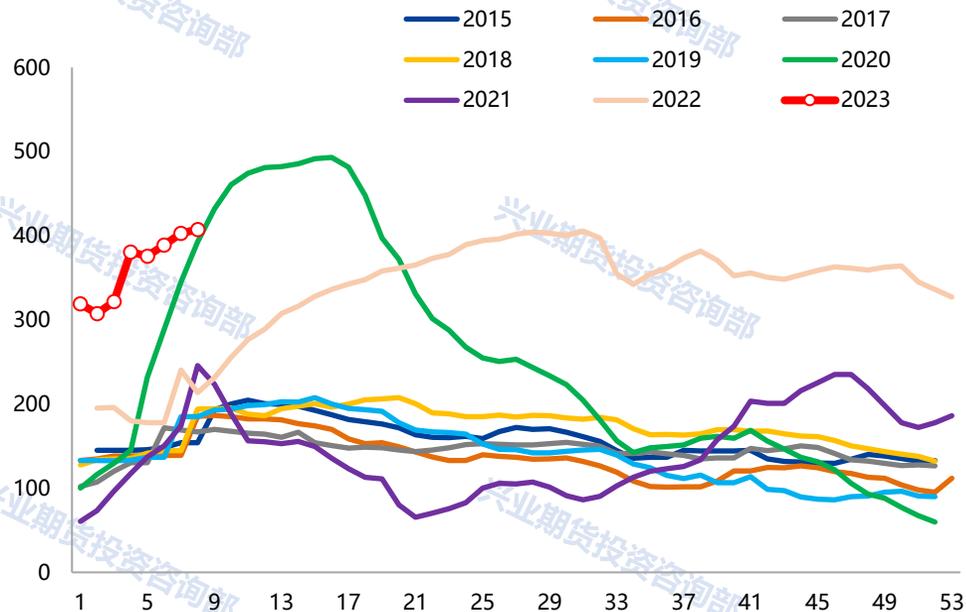
浮法玻璃多空分歧加大，前多谨慎轻仓持有



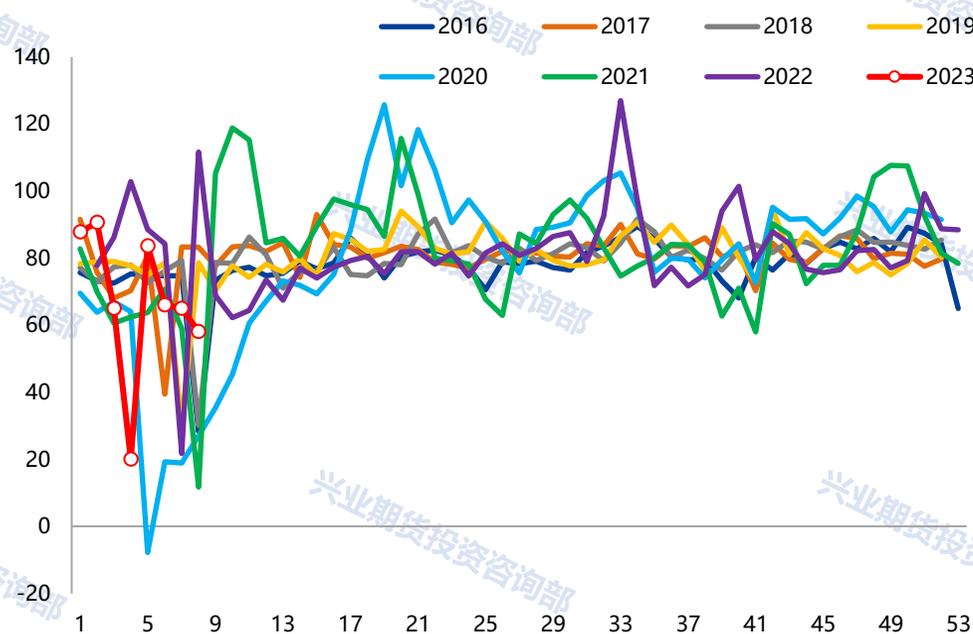
黑色金属品种策略（玻璃）：下游需求恢复较慢，浮法玻璃继续累库

□ 本周浮法玻璃需求恢复依然较慢。本周，隆众样本，浮法玻璃出库量（产量- Δ 库存）环比降至58.15万吨，综合产销率78%，较上周略增加6个百分点；2月中旬，深加工企业订单天数11.4天，较上周增加0.7天。隆众调研施工项目复工情况，市政>基建>房建，地产项目依然受到资金制约。目前好转的迹象在于，商品房成交回暖，30大中城市成交面积环比回暖，同比由降转增，18个主要城市二手房同比增幅逐步扩大。在各类地产宽松政策的扶持下，国内房地产小周期环比修复的预期依然存在。

浮法玻璃企业库存（更新至2.24）



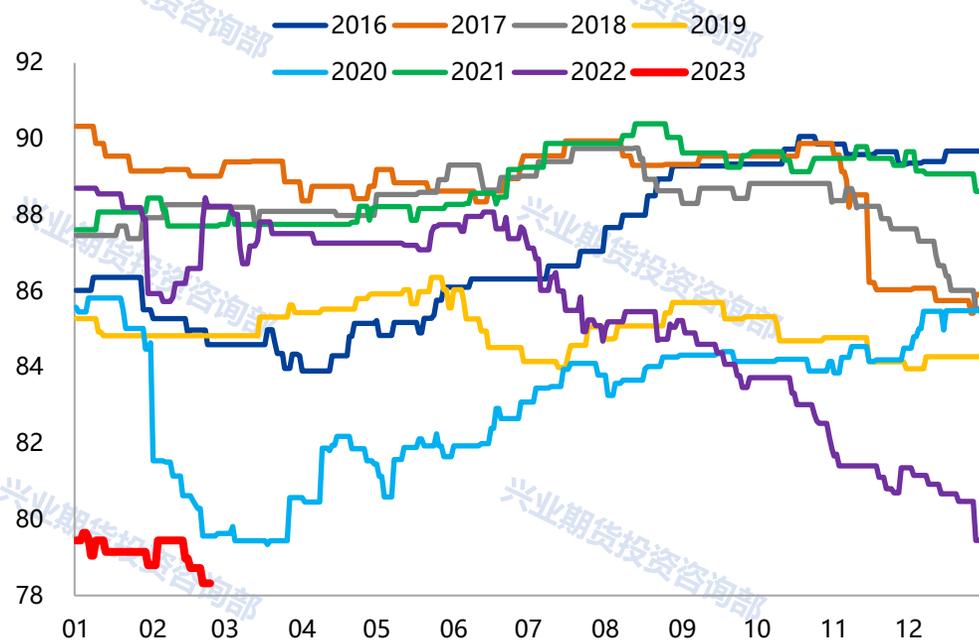
浮法玻璃出库量（更新至2.24）



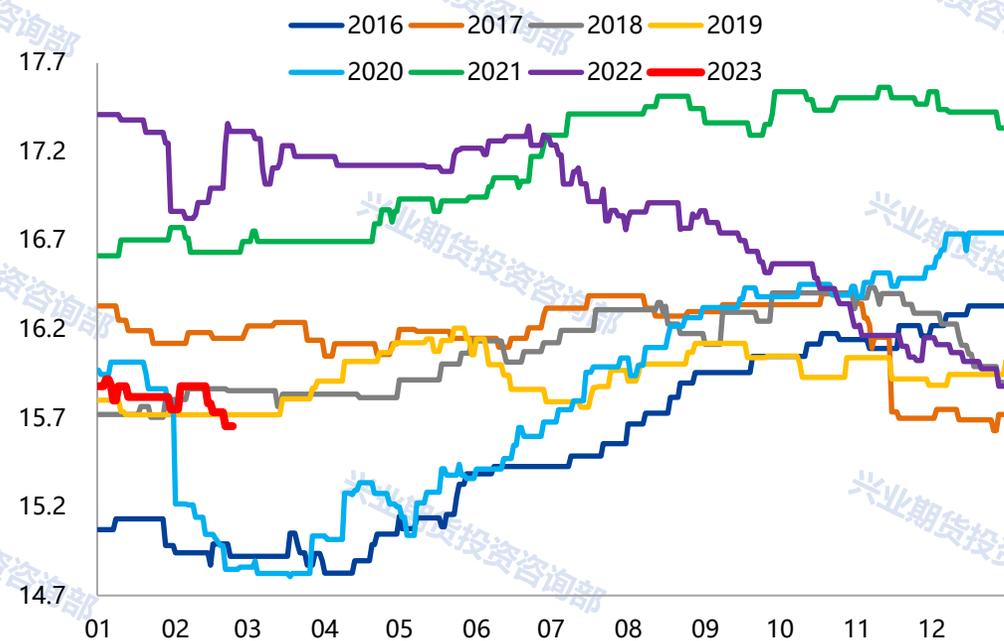
截至2月24日，浮法玻璃行业开工率为78.15%（周环比+0.34%）；浮法玻璃行业产能利用率为78.32%（周环比-0.4%），本周1条产线热修，一条产线点火复产，整体供应量小幅下滑，运行产能降800t/d至1.565wt/d。

据隆众消息，下周两条产线计划点火，热修产线面临恢复，且前期点火产线或产出玻璃，短期供应面临增量。

浮法玻璃产能利用率（日，更新至2.24）



浮法玻璃运行产能（日，更新至2.24）

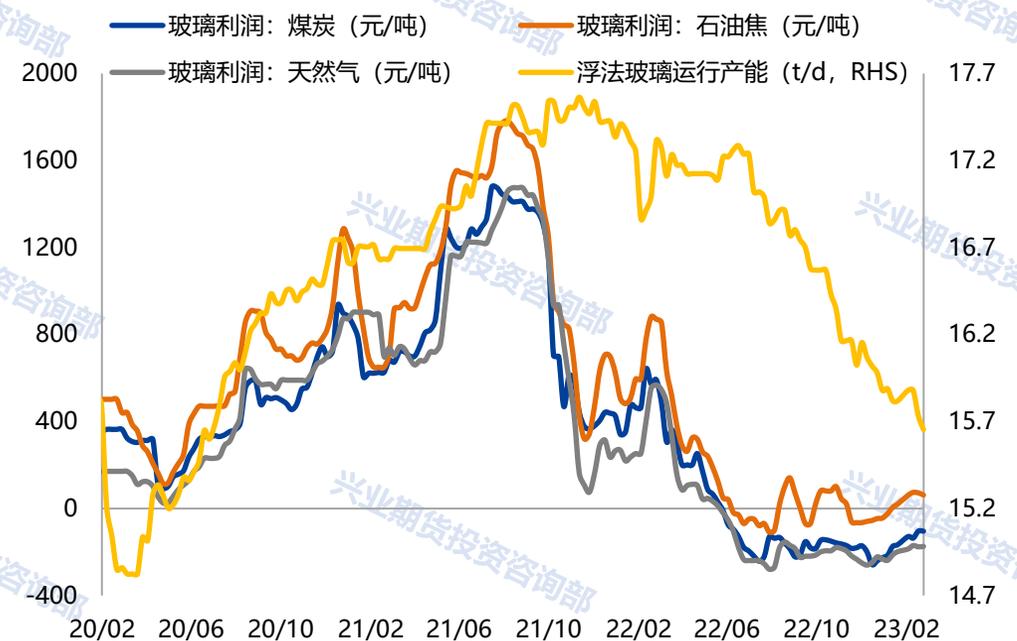


□ 今年以来，浮法玻璃冷修产能合计4750t/d，但复产及新建产能投产合计2700t/d，运行产能净减少2050t/d，产能收缩速度较2022年下半年有所放缓。主要原因在于今年煤炭等能源价格有所回落，浮法玻璃企业利润环比略有改善。截至本周五，隆众数据，煤制浮法玻璃利润环比回升122，石油焦制玻璃利润环比回升106，天然气制浮法玻璃利润环比回升58，多数浮法玻璃企业尚未亏损至现金流，叠加需求复苏预期，玻璃企业主动减产意愿减弱。可能增加需求回归前的累库压力。

2023年浮法玻璃冷修/复产统计（灰色-未落实）

复产生产线	地址	日熔量, 吨	时间	冷修	地址	日熔量, 吨	时间
东台中玻二线	江苏	600	1月31日	渝荣玻璃	重庆	300	1月6日
三峡新型建材	湖北	600	2月6日	/	/	900	1月7日
信义玻璃	安徽	500	2月19日	云腾建材	云南	600	1月12日
				南玻玻璃	湖北	700	1月30日
合计		600		信义江门	广东	950	2月14日
新建产线	地址	日熔量, 吨	时间	鑫利玻璃	河北	500	2月16日
旗滨玻璃	福建	800	1月9日	/	/	800	2月21日
东台中玻	江苏	600	1月31日				
玉晶科技	内蒙古	1300	2月3日				
中玻镀膜玻璃	山东	450	2月5日				
				合计		4750	
合计		2100		净增		-2050	

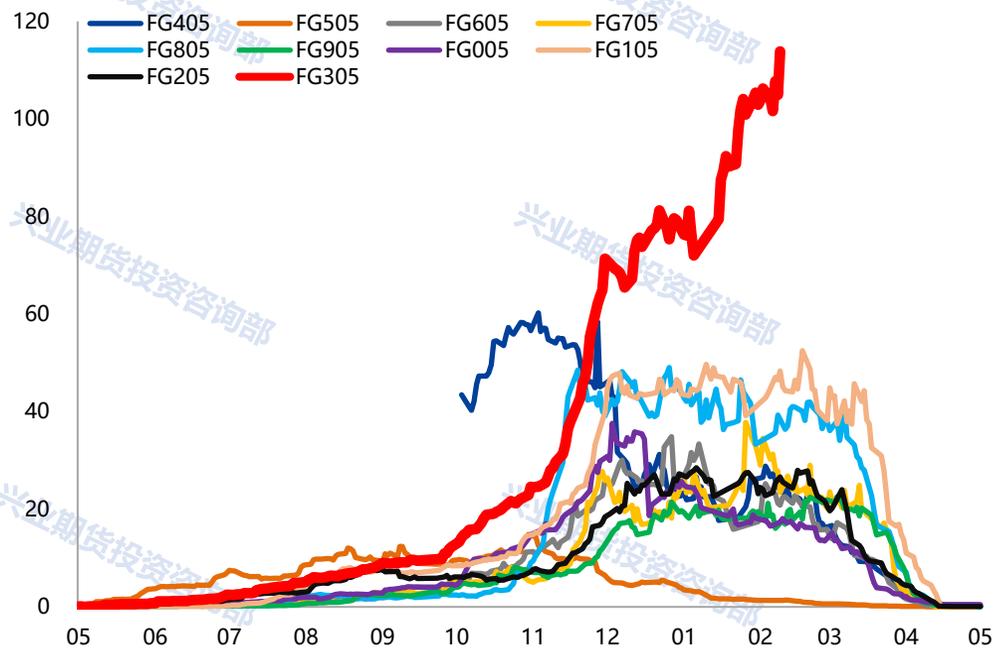
浮法玻璃利润（更新至2.24）



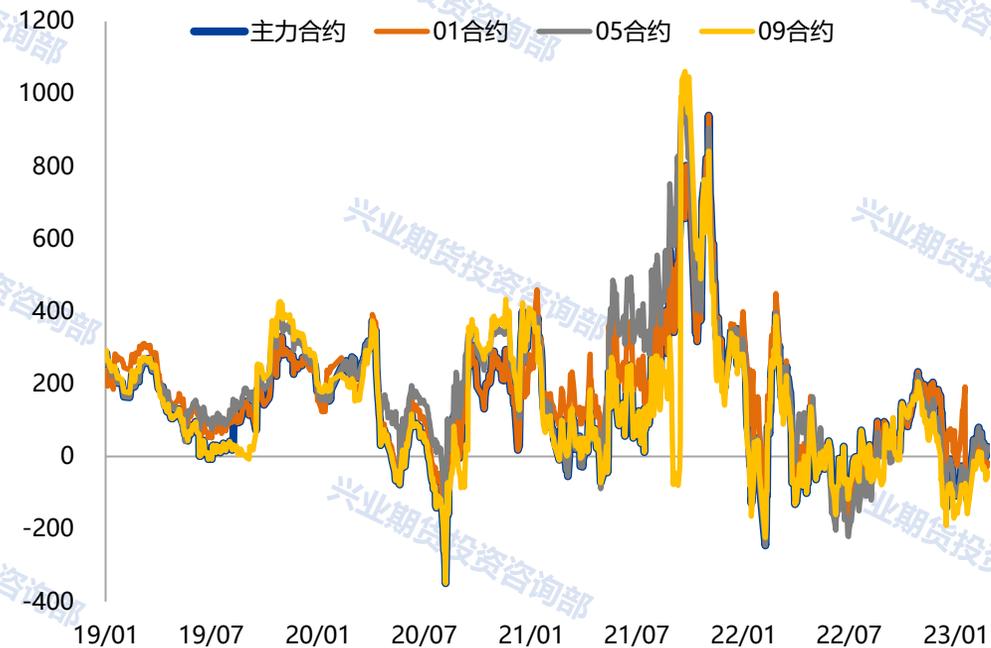
从微观指标看，浮法玻璃05合约持仓继续创新高，多空分歧进一步加大。一方面，基本面尚未出现明显改善迹象，主力合约收盘价较沙河地区交割品基差又处于低位，另一方面，国内经济复苏，地产小周期环比改善的预期又尚未被证伪。

在此情况下，建议玻璃前多谨慎轻仓持有，控制好止损，并持续密切关注下游需求，尤其是地产，改善的节奏和高度。

玻璃05合约持仓量 (更新至2.24)



玻璃基差 (沙河最低交割品, 更新至2.24)



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

玻璃总产能保持平稳，光伏玻璃投产节奏放缓

03

5月以前纯碱将保持紧平衡，行业低库存格局将延续

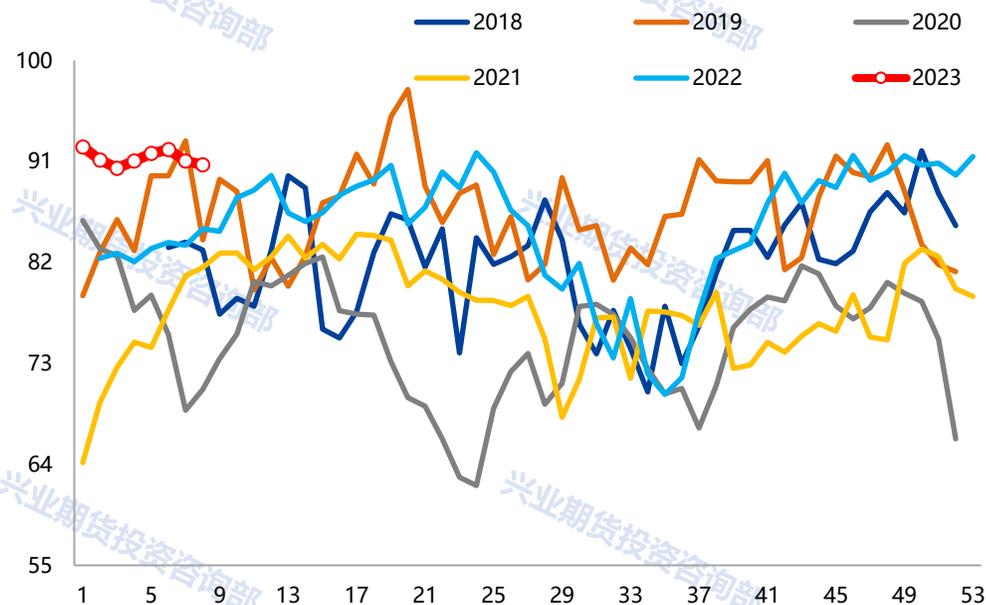
04

纯碱05合约缺乏大幅调整的基础，前多仍可耐心持有

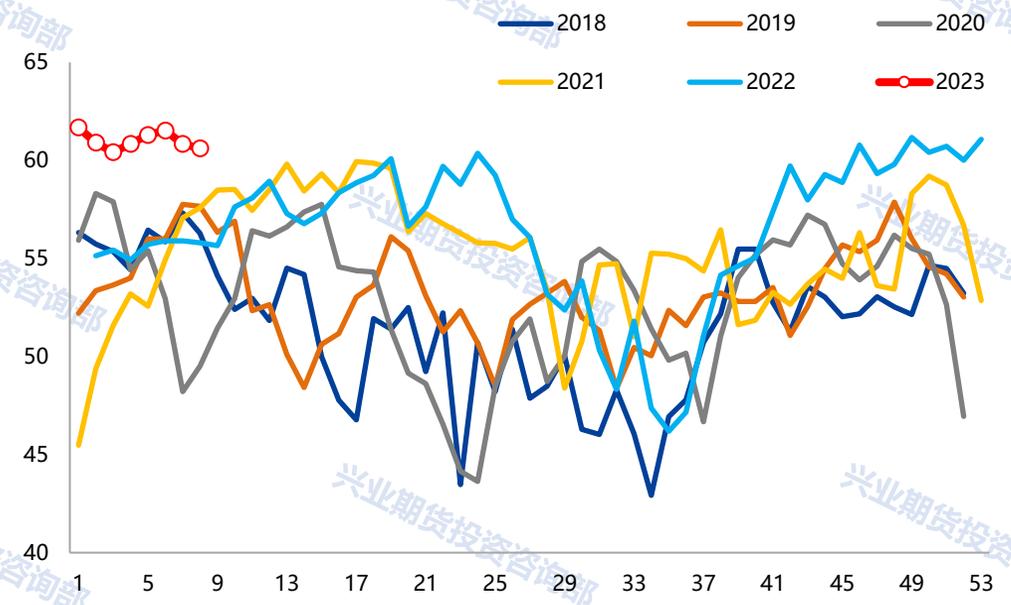
❑ **开工率偏高，新增产能投产前供给偏刚性：**2月24日当周纯碱企业周度开工率为90.71%，环比降0.33%，周度产量60.61万吨，环比下降0.22万吨。隆众，下周纯碱暂无明显减停产计划，部分临时降负设备生产可能恢复，预期纯碱产量将小幅回升到61-62万吨附近。

❑ **5月前新增产能投产有限，关注远兴装置进度：**目前，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，后续继续关注远兴项目投产的进度。

纯碱装置开工率（更新至2.24）

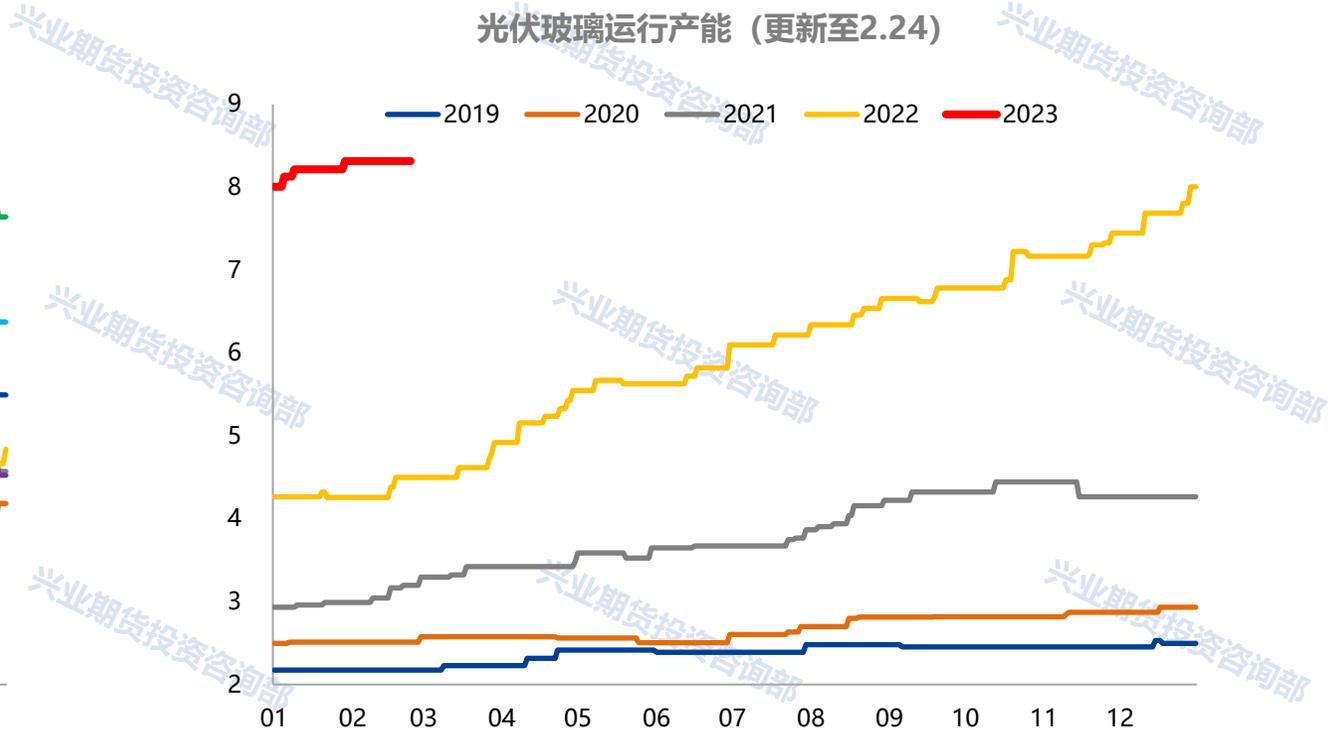
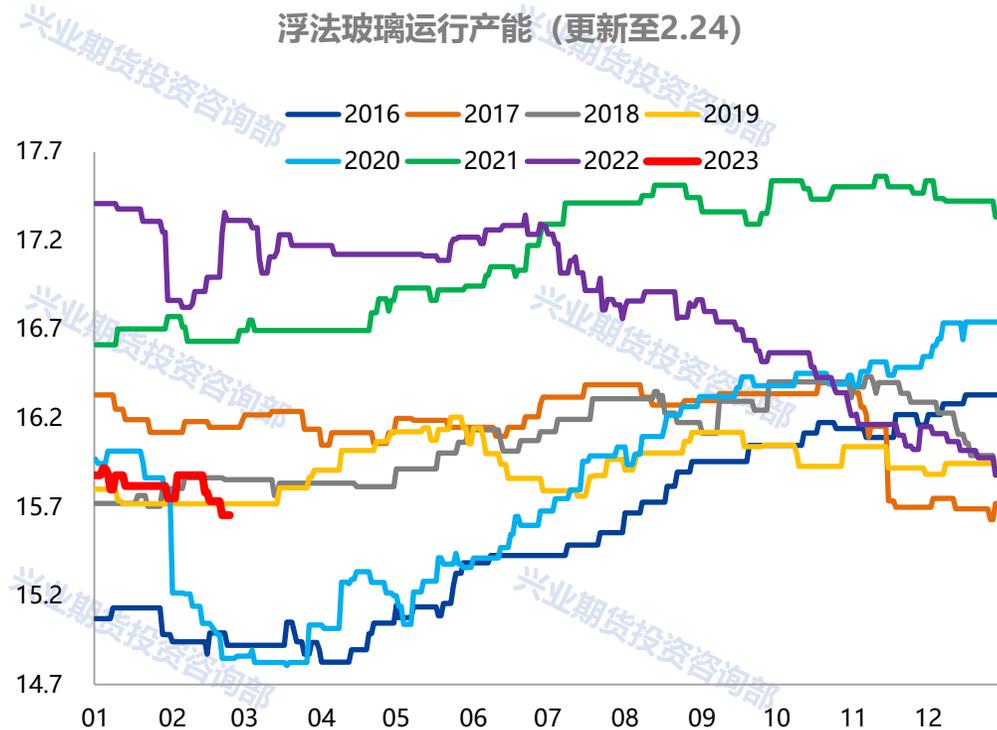


纯碱周度产量（隆众，更新至2.24）



□ **2023年浮法玻璃冷修节奏放缓**：一方面国内经济复苏、地产小周期修复的预期依然存在，另一方面，煤炭等能源价格下跌，浮法玻璃企业盈利环比2022年底有所好转，行业尚未大范围亏损至现金流，2023年浮法玻璃冷修节奏有所放缓。

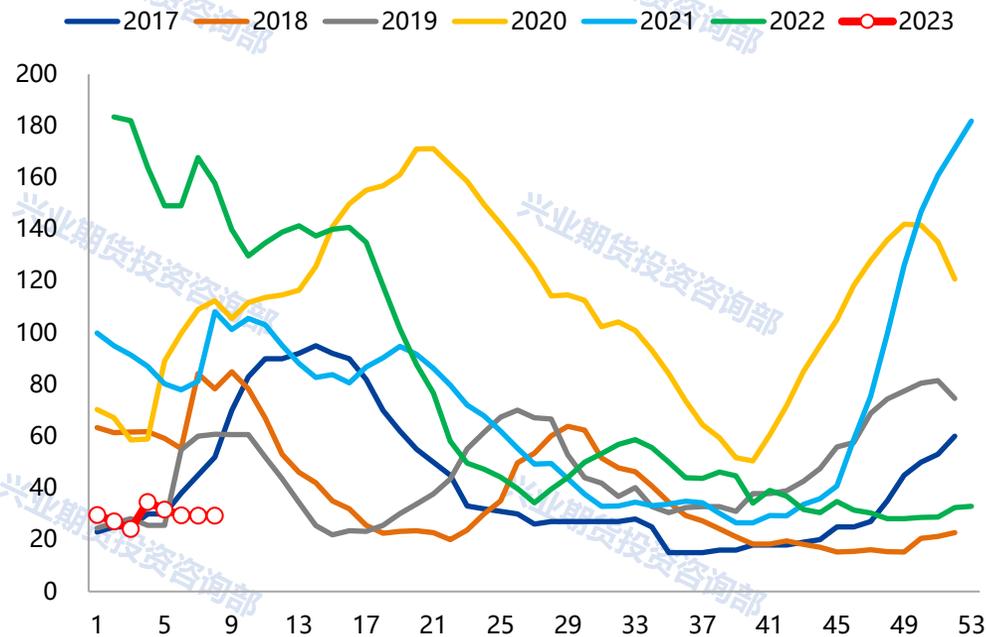
□ **光伏玻璃盈利转弱，投产略有延后迹象**：2022年光伏玻璃运行产能快速提高至至8wt/d，2023年光伏玻璃计划投产规模依然庞大，但行业产能过剩的问题有所显现，2022年12月起光伏玻璃盈利能力已转弱，上周四光伏玻璃企业库存可用天数也增至28.82天，同比增长24.8%。在此情况下，今年光伏玻璃产能实际扩张速度有所放缓，2月份甚至没有新增产线投产。



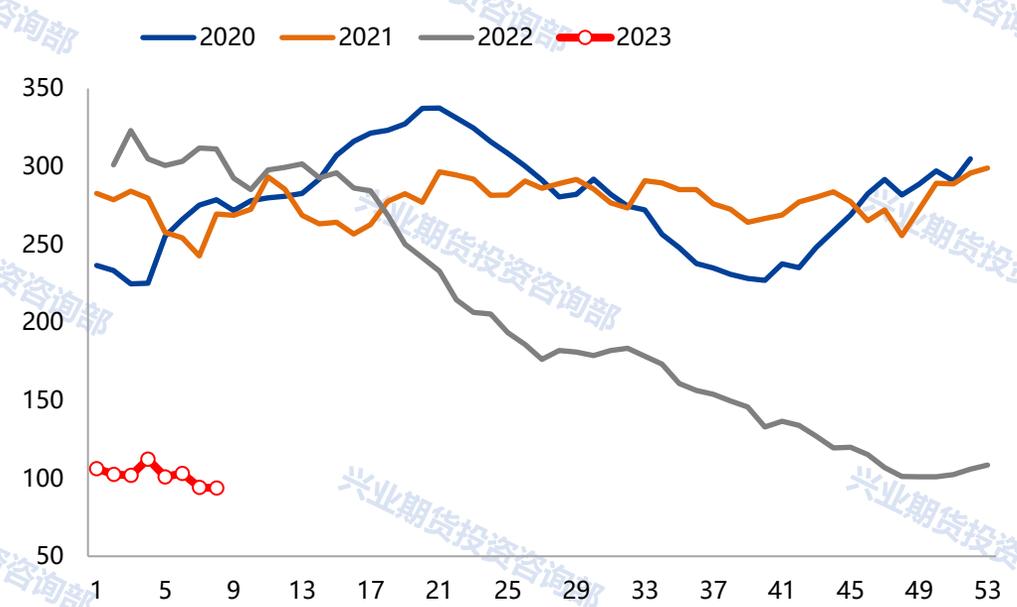
□ 纯碱各环节库存偏低：（1）生产环节库存：2月24日，29.25万吨，环比下降0.1万吨（-0.34%），库存缓慢下降，其中轻质小幅去库，重质略有增长；碱厂待发订单下降；（2）社会库存：隆众调研，本周继续小幅度增加；（3）总社库：2月24日，纯碱总库存93.77万吨，前值94.33万吨，依然显著低于2020-2022年同期。

□ 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2.24）



纯碱总库存（更新至2.24）



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持续减弱。原因有多重，包括春节后浮法玻璃弱现实的压制、光伏玻璃投产节奏有所放缓，导致现货高度承压，进而压制盘面上涨空间。但5月以前纯碱供需紧平衡、行业低库存的格局仍难以被打破。综合看，05合约暂时缺乏大幅调整的基础，但续涨空间受限，资金推涨动能减弱，建议纯碱05合约轻仓前多，并控制好止盈线，若回调触及止盈线则离场。

纯碱量价指标变化 (2022.11.4-2023.2.24)

项目		22/11	22/11	22/11	22/11	22/12	22/12	22/12	22/12	22/12	23/01	23/01	23/01	23/02	23/02	23/02	23/02
现货	华中主流价	2800	2700	2700	2700	2730	2730	2730	2730	2830	2850	2850	2850	3000	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	3,009
	持仓量	5.98	7.32	8.65	10.94	11.09	12.54	13.28	13.19	12.99	14.12	12.56	9.00	4.92	2.21	1.29	0.73
	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	-0.57
	基差	558	344	231	109	32	-36	-142	-54	-69	-149	-273	-280	-100	-2	-29	-9
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	2,918
	持仓量	14.01	18.57	23.92	33.58	53.62	67.14	79.12	71.71	67.92	87.74	93.07	77.09	84.37	76.14	74.44	65.07
	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	-9.37
	基差	703	481	347	272	150	90	-24	78	90	31	-106	-172	6	101	72	82
	3-5价差	145	137	116	163	118	126	118	132	159	180	167	108	106	103	101	91
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	2,530
	持仓量	2.69	3.38	4.74	6.92	9.22	9.67	11.07	10.79	10.85	12.80	17.91	17.25	21.31	26.93	30.58	34.73
	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	4.15
	基差	939	760	692	697	555	445	343	426	449	446	460	325	446	436	514	470
	5-9价差	236	279	345	425	405	355	367	348	359	415	566	497	440	335	442	388

棕榈油

P

01

大豆减产支撑油脂板块，天气影响仍需警惕

02

马棕产量向下出口向上，国内库存回落迹象明显

03

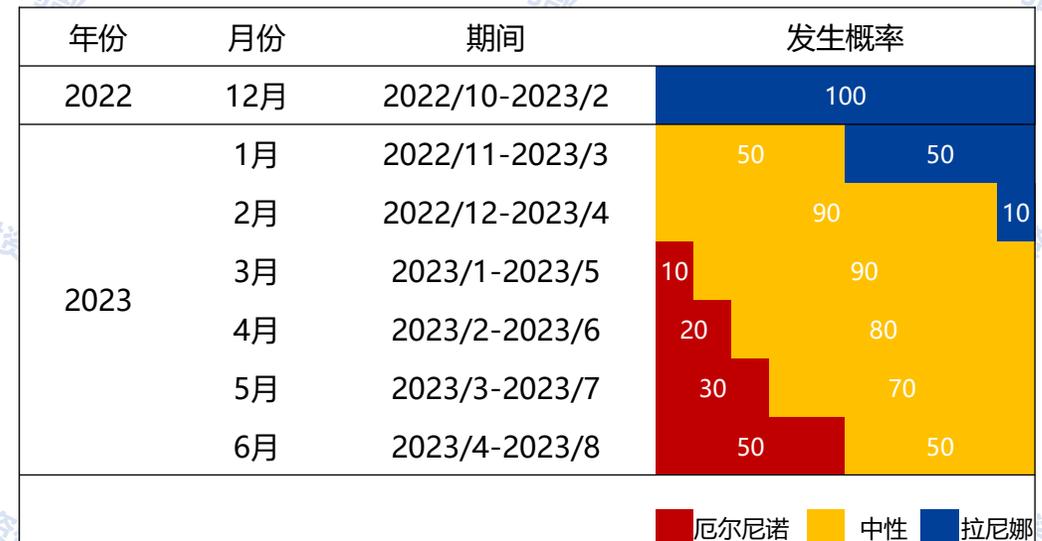
绝对与相对价格均处低位，棕榈油多头安全边际较高

- ▣ 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，布交所也同时下调了阿根廷产量300万吨至3800万吨。
- ▣ 近期主产国降水较多，洪涝灾害天气对产量仍存在负面拖累。此外根据气象机构数据显示，在NOAA中性预测模型下，从6月开始将于50%-60%的概率出现厄尔尼诺，日本的气象机构也同样给出了6月厄尔尼诺概率将有50%，厄尔尼诺天气对棕榈油产量或导致近1年的拖累。

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

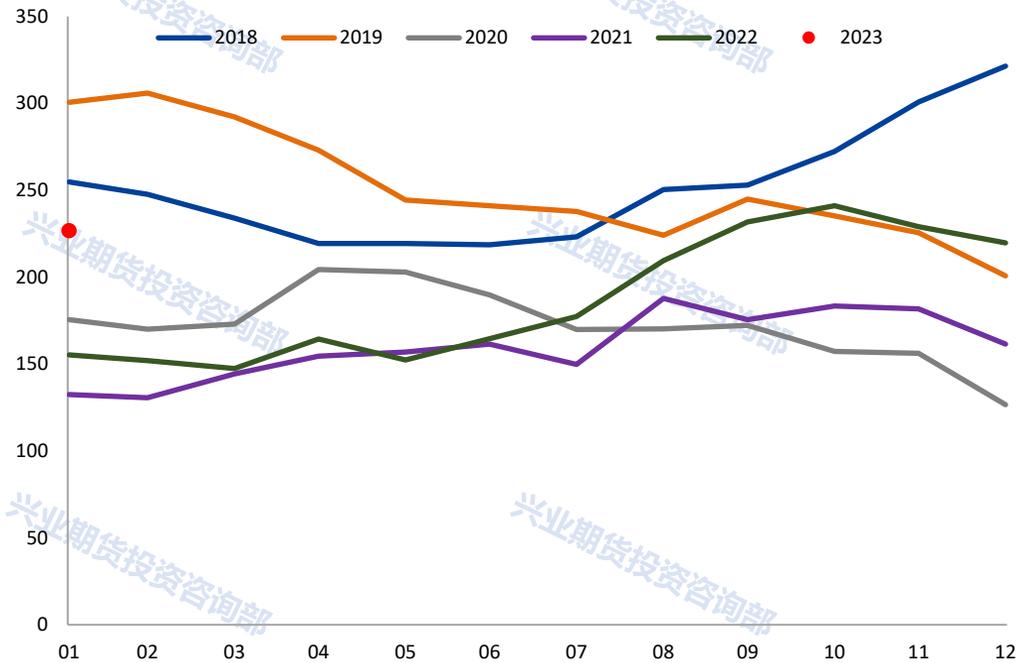
厄尔尼诺发生概率提高



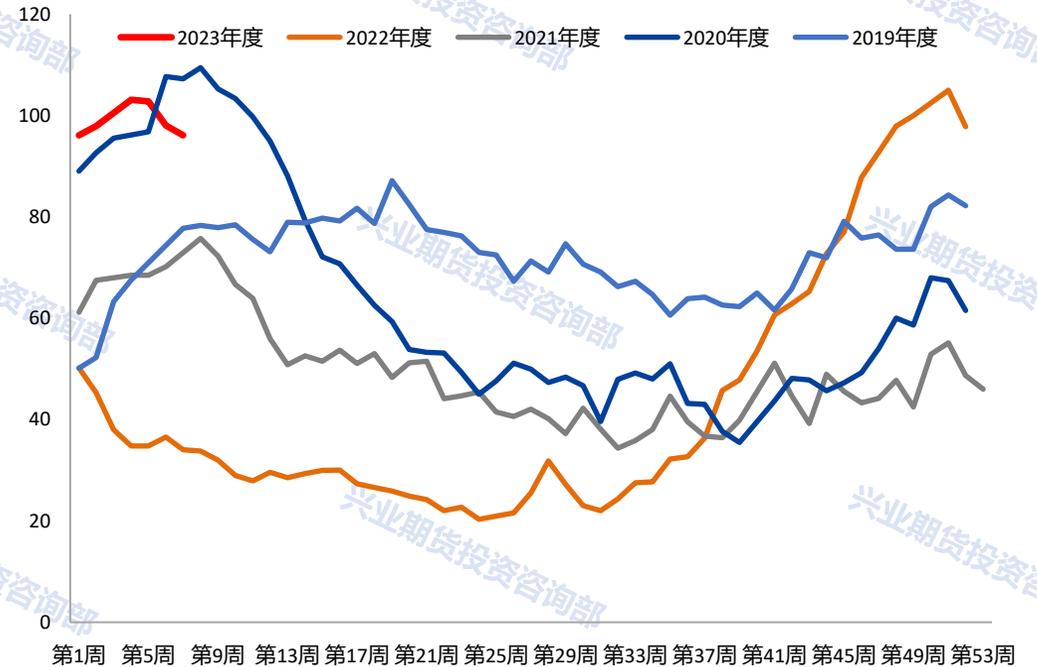
□ 马来西亚方面，最新MPOB数据显示，1月棕榈油产量较上月继续下滑，但出口量下滑幅度更为明显，库存较上月增加3.26%。整体数据中性偏空。但目前产量仍处于历史平均水平，且印度斋月节将至，叠加印尼B35生物柴油计划，将进一步刺激马来西亚出口需求修复，马棕库存仍有望向下。高频数据也给出了一定的支持，其中MPOA数据显示2023年2月1-20日马来西亚棕榈油产量预计比1月份同期减少6.71%，ITS数据显示，马来西亚2月1-25日棕榈油出口量为1033905吨，增长25%。

□ 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，目前已经出现明显回落迹象，后续随着餐饮消费的不断复苏，库存或进一步向下。

马棕库存仍有望向下



国内库存现回落迹象



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

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





棉花

CF

01

新年度植棉意向下降、产量预计减少

02

全球需求仍具韧性，国内棉市预期向好

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

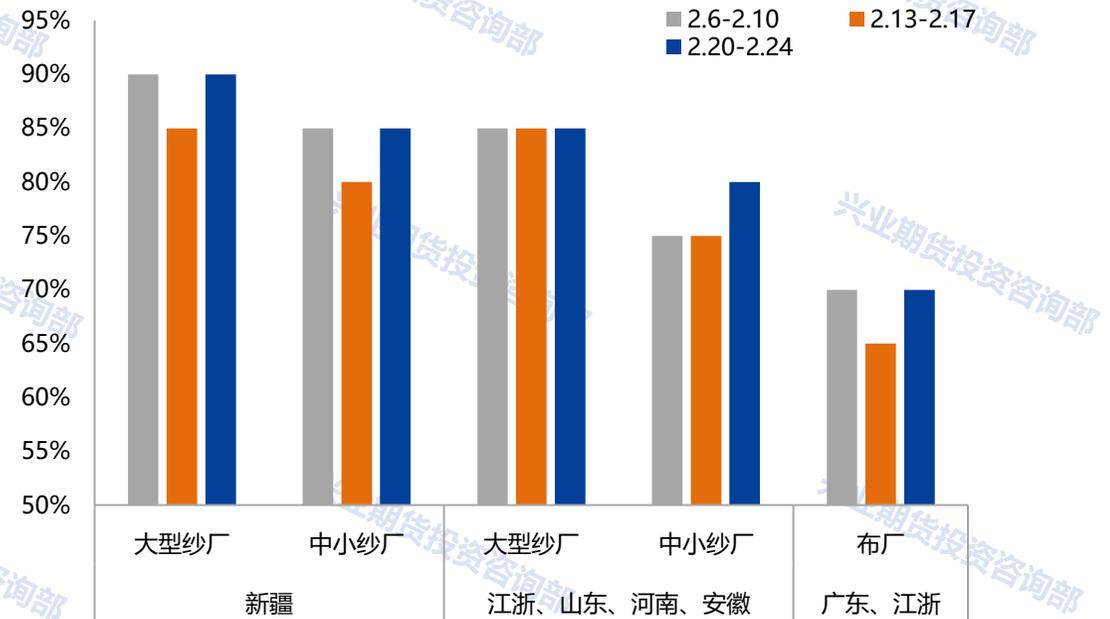
□ 外需方面，USDA数据显示2.10-2.16日一周美国2022/23年度陆地棉净签约较前一周增加96%，较近四周平均增加97%。美棉出口销售创下市场年度新高，强劲的周度出口销售报告提振市场对全球棉花需求信心。

□ 内需方面，截至2月24日，主流地区纺企开机负荷为80.2%，月环比增加33.5%，由于纺企新接订单不足，开机率同比出现小幅下滑。据棉花信息网调研结果显示，尽管目前纺企原料以及成品库存均在较低位置且新增订单不如预期，但市场对即将到来的“金三银四”仍有所期待，对下半年行情普遍基本看好。

美棉签约再创年内新高，装运量维持强劲 (2.10-2.16)

国家和地区	2022-23年陆地棉		2022-23年皮马棉		2023-24年度	
	净签约量	装运量	净签约量	装运量	净签约量	装运量
中国	10501	9979	0	499	0	0
印度	3198	1701	0	91	0	0
孟加拉	3379	0	0	45	0	0
印尼	4377	1905	45	0	0	0
马来西亚	1882	386	23	0	0	0
巴基斯坦	21704	12315	159	91	0	0
泰国	45	1225	91	0	907	0
越南	29756	6396	0	159	0	0
全球合计	96457	43908	318	885	2699	0

市场对即将到来的“金三银四”仍有所期待 (2.20-2.24)



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