



官方微信



官方APP

2023年3月第1周核心策略推荐:

一致性乐观预期重新弥合，风险资产多头策略整体占优

上海 2023.3.5

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）经济复苏信号增强，市场分歧或将逐步弥合；（2）基建修复快于地产，地产投资修复节奏相对偏缓；（3）出行消费修复领先，就业压力有望得到缓解；（4）消费场景快速修复，线下消费明显回暖；（5）经济复苏进入观察阶段，增量政策推出节奏将放缓；（6）2023年政府工作报告基本延续前期政策定调。

□ **国外经济：**美国经济及通胀韧性超预期，关注美联储加息节奏的短期扰动。

□ 中观面驱动因素要点：

期货策略：

（1）十年期国债（卖出T2306，单边，新增）：货币政策总量宽松有限，未来预计仍以结构性货币政策支持“宽信用”为主，宏观经济向上修复确定性较高。叠加目前国债期货回调幅度明显不及现券及其他利率衍生品，因此国债期货空头安全边际较高。

（2）沪深300（买入IF2303，单边，持有）：信用底、市场底和盈利底为上涨提供坚实基础，同时低估值为多头提供高安全边际。风格轮换节奏加快，宜持有兼容性最佳的沪深300期指多头。

（2）沪胶（买出RU2305，单边，持有）：政策刺激将推动汽车市场重回增长，轮企开工受益维持高位，天胶需求预期及传导效率提升，而海外产区步入低产叠加国内开割预期不足，供应端支撑尚较显著，沪胶价格下方空间有限，多头策略盈亏比更佳。

（4）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，然而低利润和刚需给予了充足的做多安全边际。同时期货和期权市场看涨情绪不减，预计PVC涨势延续，建议前多耐心持有。

核心摘要 (2) : 市场展望

□ 中观面驱动因素要点:

期货策略:

(5) 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。

(6) 螺纹 (买入RB2305, 单边, 持有): 经济复苏信号逐步增多, 螺纹自身供需结构边际改善, 库存连续2周下降, 成本支撑较强, 但上行斜率受供给压力制约, 螺纹震荡偏强, 前多轻仓持有。

(7) 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, 但经济复苏信号逐步增多, 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。

(8) 棕榈油 (买入P2305, 单边, 持有): 主产国目前仍处于减产季, 产量难有增量。需求方面, 印度取消豆油和毛葵花籽油免税进口配额, 叠加消费旺季有利于库存去化。且目前棕榈油价格仍处于偏低水平, 仍有进一步向上空间。

(9) 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

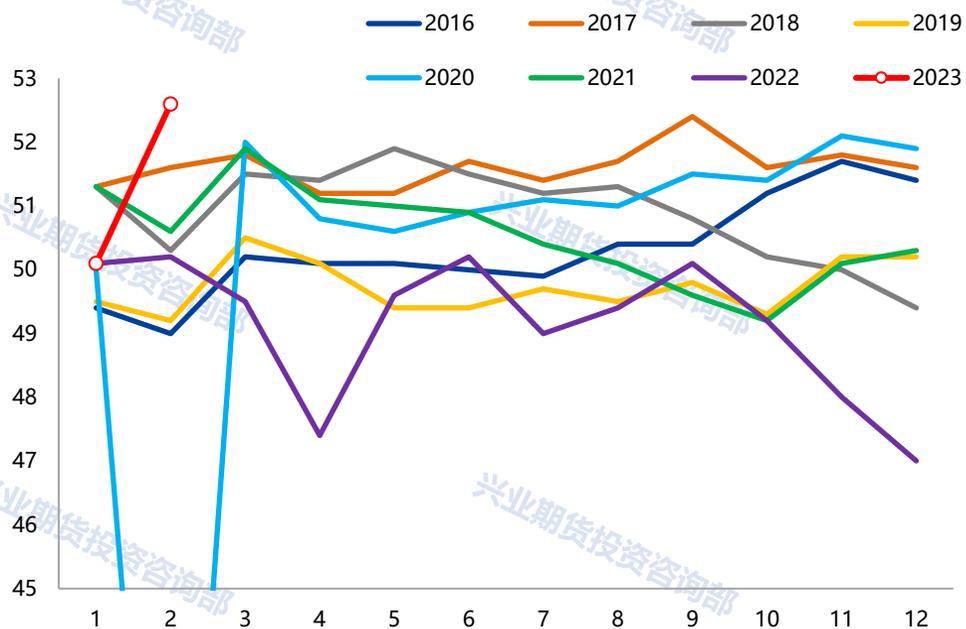
国内：经济复苏进入观察期，增量政策推出节奏放缓

02

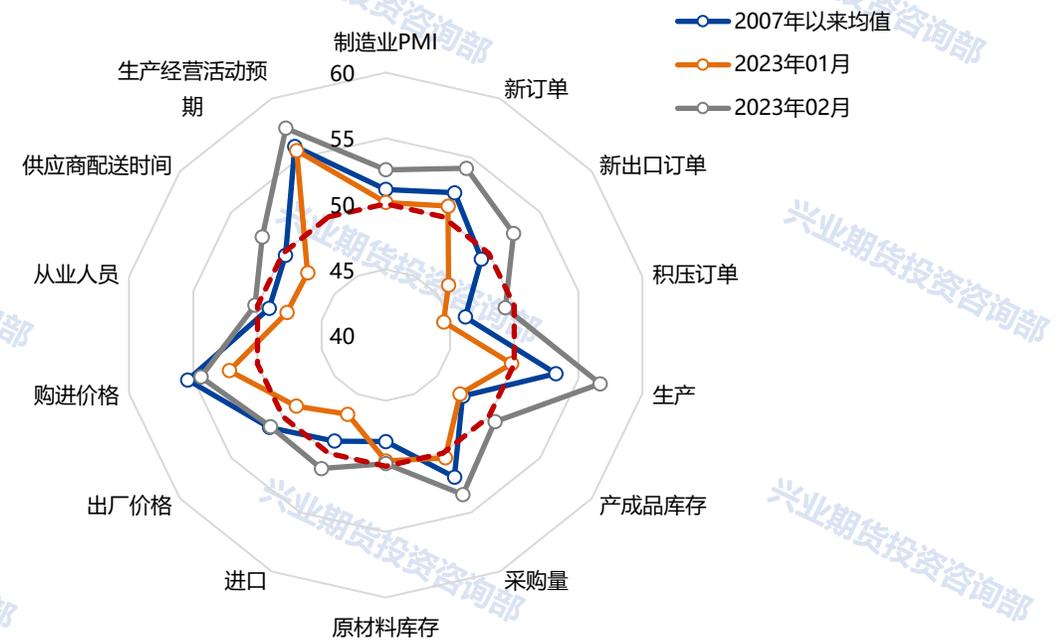
国外：美国经济及通胀韧性超预期，关注美联储政策节奏

2023年2月国内制造业PMI读数52.6%，不仅延续了1月份回暖的趋势，更创下了2012年4月以来的新高，并且分项指标全面回暖，结构上补齐了1月部分短板。新订单分项继续回升，需求延续边际改善，新出口订单重回扩张区间；疫情影响基本消除，假期结束，人员返岗，复工率快速回升，生产修复再度快于需求；供应商配送时间指数也显著回升，交货加快；企业主动补库意愿有所增强，产成品库存重回扩张区间，原料库存环比回升。

2月制造业PMI超预期

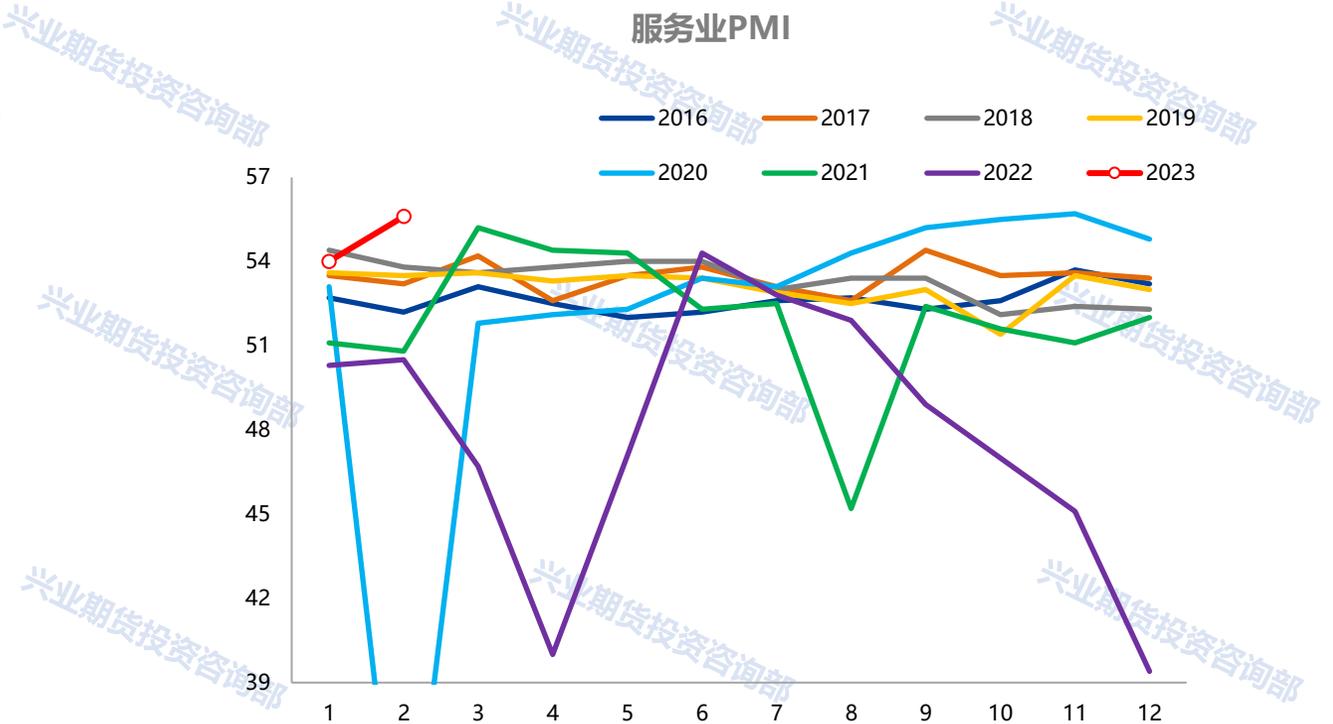
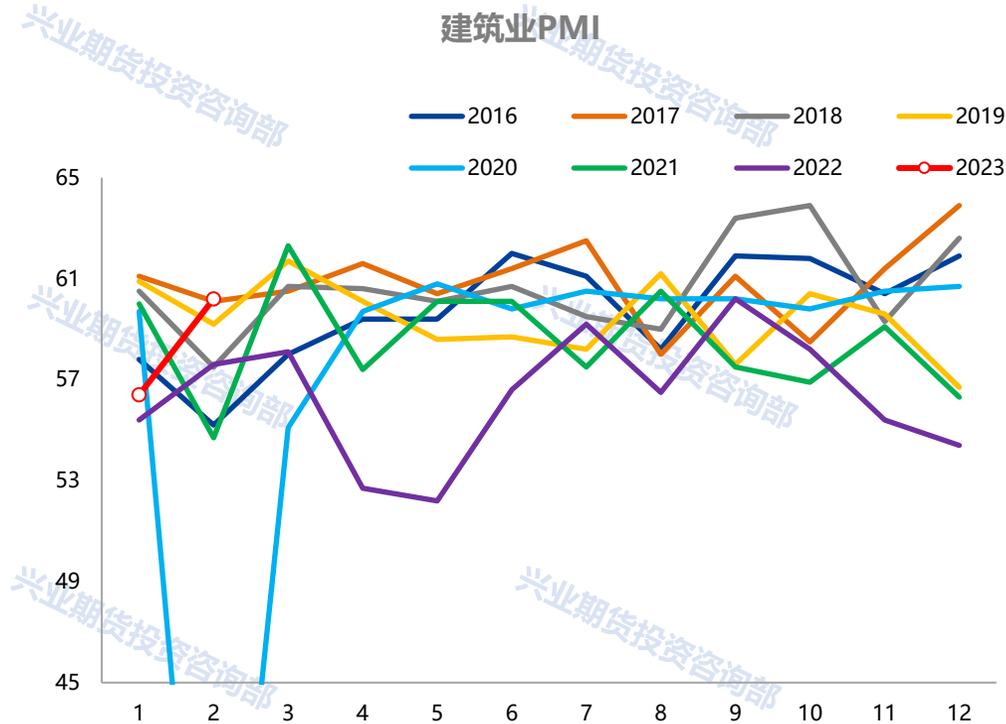


分项全面回暖，生产、新订单改善显著

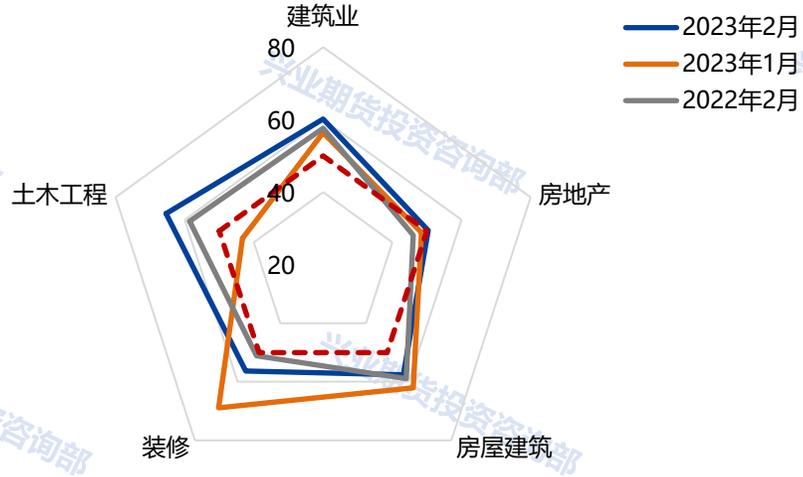


□ 2月服务业PMI指数上升1.6个百分点至55.6%。分项看，受益于疫情影响消除，基建和制造业快速复工，节后人员返程，生产性服务业景气度较高，推动道路运输及商务租赁景气度大幅攀升；消费保持韧性，餐饮保持在扩张区间，住宿维持在70%的以上的高景气区间，与高频的市内出行数据和线下观影数据较为匹配。

□ 2月建筑业PMI读数回升3.8个百分点至60.2%，其中土木工程指数大幅回升22.1个百分点至65.4%，房屋建筑业回落4.5个百分点至57.6%，房建建筑安装回落12.6个百分点至56.3%，整体基建项目好于房地产项目，与百年建筑网调研的建筑项目复工情况相匹配。



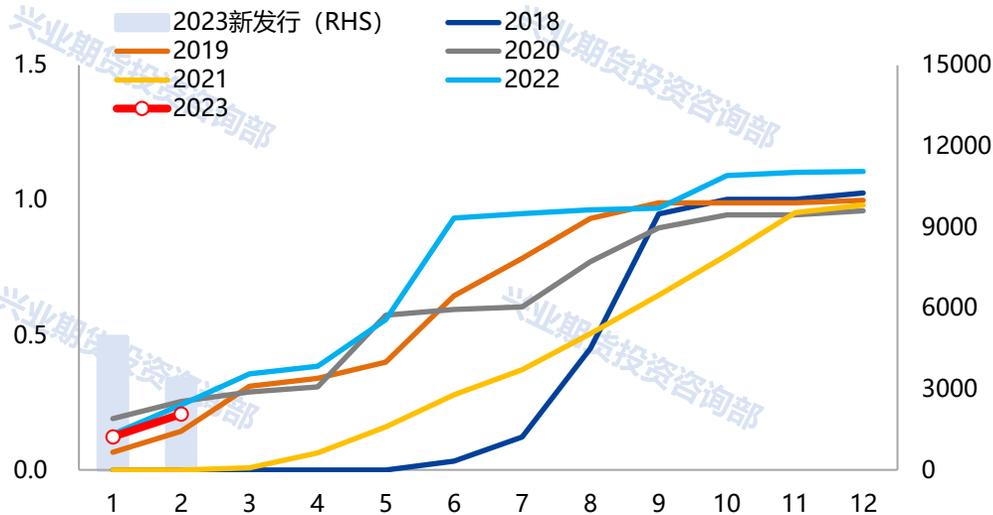
基建好于房建



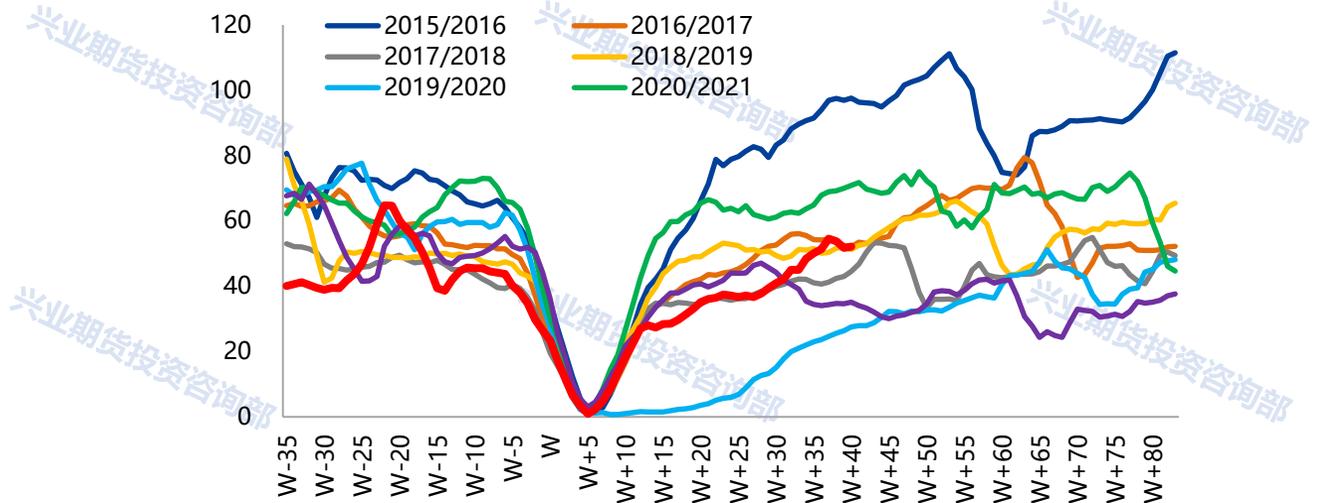
基建项目复工好于房建项目

区域	工地复工率					人员到岗率				
	1月31日	2月7日	2月14日	2月21日	农历同比	1月31日	2月7日	2月14日	2月21日	农历同比
华东	6.2%	37.3%	82.5%	92.9%	7.5%	10.5%	43.5%	72.9%	89.3%	4.6%
华南	12.7%	40.1%	76.2%	83.0%	-3.4%	18.1%	45.3%	70.7%	84.6%	-0.3%
华中	23.2%	56.3%	83.6%	90.8%	11.8%	23.5%	54.8%	76.7%	86.6%	6.3%
西南	20.6%	48.4%	71.0%	85.1%	12.1%	22.1%	39.9%	55.8%	84.2%	4.0%
西北	11.4%	21.2%	50.7%	58.7%	-3.4%	15.7%	28.3%	37.6%	51.5%	-6.7%
华北	10.5%	25.0%	53.5%	63.6%	14.9%	17.9%	41.8%	59.5%	66.3%	9.5%
东北	0.0%	14.3%	14.3%	21.4%	-19.5%	0.0%	12.9%	12.9%	31.4%	-17.7%
基建	13.3%	42.1%	76.6%	87.3%	4.1%	16.3%	47.9%	74.0%	86.5%	7.2%
房建	8.2%	39.2%	77.1%	84.1%	3.1%	13.6%	40.6%	61.5%	81.1%	18.1%
市政	11.2%	32.2%	75.4%	88.2%	4.1%	14.5%	42.3%	72.9%	85.9%	4.2%
全国	10.5%	38.4%	76.5%	86.1%	5.7%	14.7%	43.3%	68.2%	83.9%	2.8%

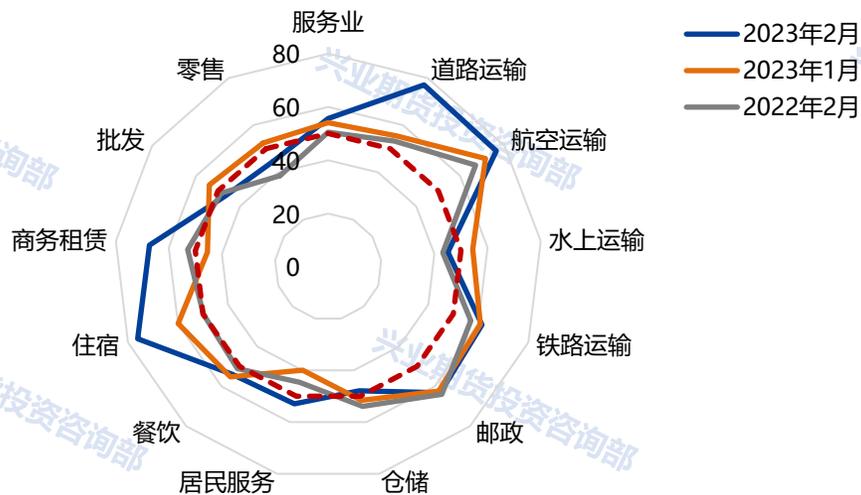
1-2月累计新发行地方政府专项债8269亿元



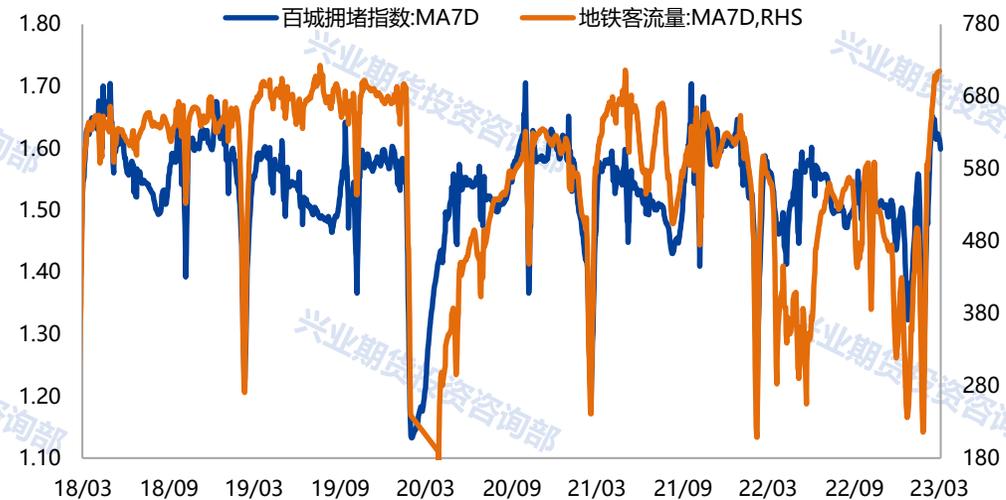
30大中城市商品房成交面积 (更新至3.4)



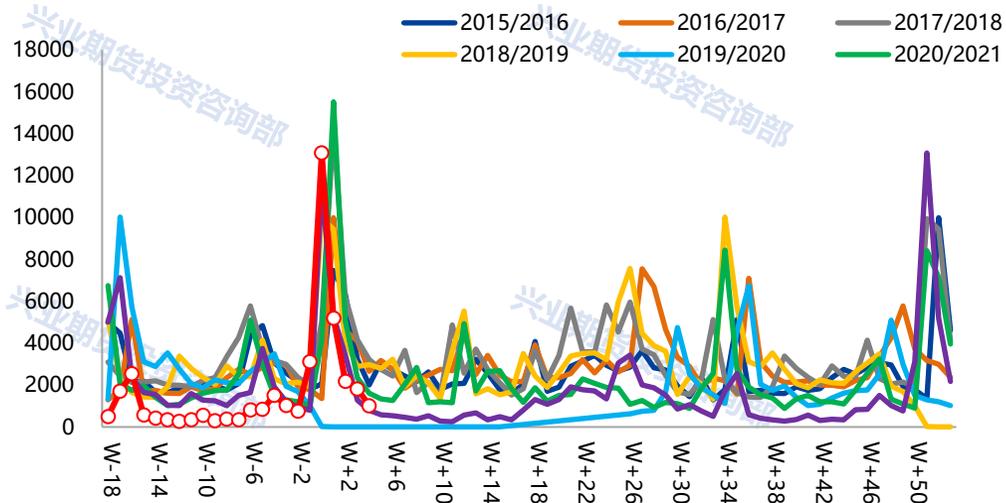
服务业延续回暖趋势



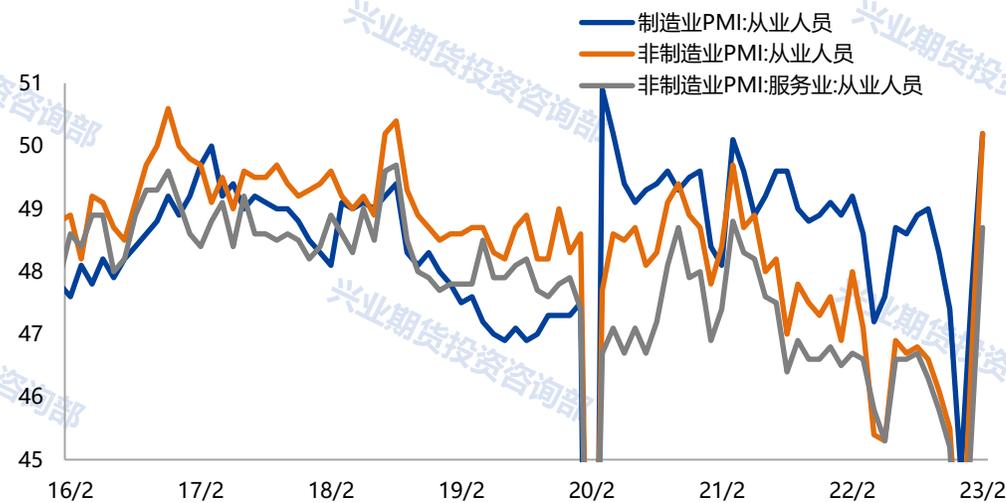
市内交通已恢复至疫情前水平



当周观影人次 (更新至2.26)

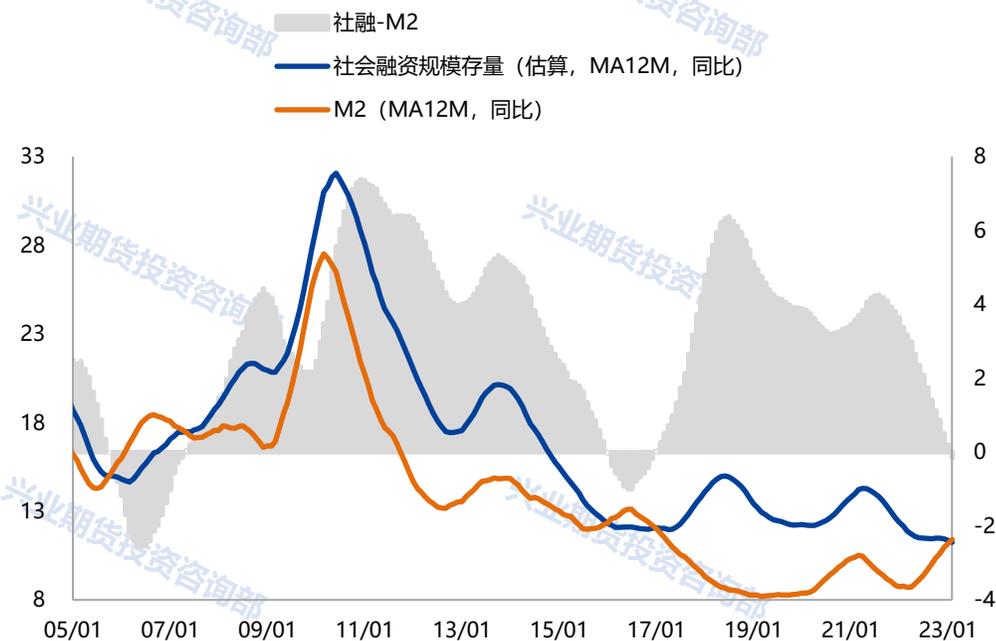


PMI就业指标大幅回升



经济复苏的利好信号逐渐变多，市场对经济复苏预期的分歧也有望弥合。基建方面，今年地方专项债提前批额度达到2.19万亿，创历史新高，且达到授权区间上沿，较去年提前批规模同比增长50%，财政发力前置，叠加去年新建基建项目续建，基建投资增速或将保持高位。消费方面，政府工作报告延续中央经济工作会议的基调，将“恢复和扩大消费摆在优先位置”，消费重要性有所上升，随着出行活动的恢复，以及就业逐步改善，居民消费回暖的确定性提高。房地产方面，地产销售已出现回暖迹象，2022年房地产政策宽松力度较强，存量政策进入验证期，推出增量政策的节奏放缓，房企拿地和新开工亿元仍旧偏弱，保主体的资金也待落地，房地产投资，尤其是前端投资，修复节奏可能将慢于经济及消费等领域的修复节奏，中期将逐渐筑底并温和复苏。受此影响，存量宏观政策也将进入效果检验期，增量政策可能需等待经济进一步复苏程度的验证，再相机抉择。

货币政策重心在“宽信用”



经济端利好信号逐渐增多



国内经济：经济复苏进入观察阶段，增量政策推出节奏将放缓（2）

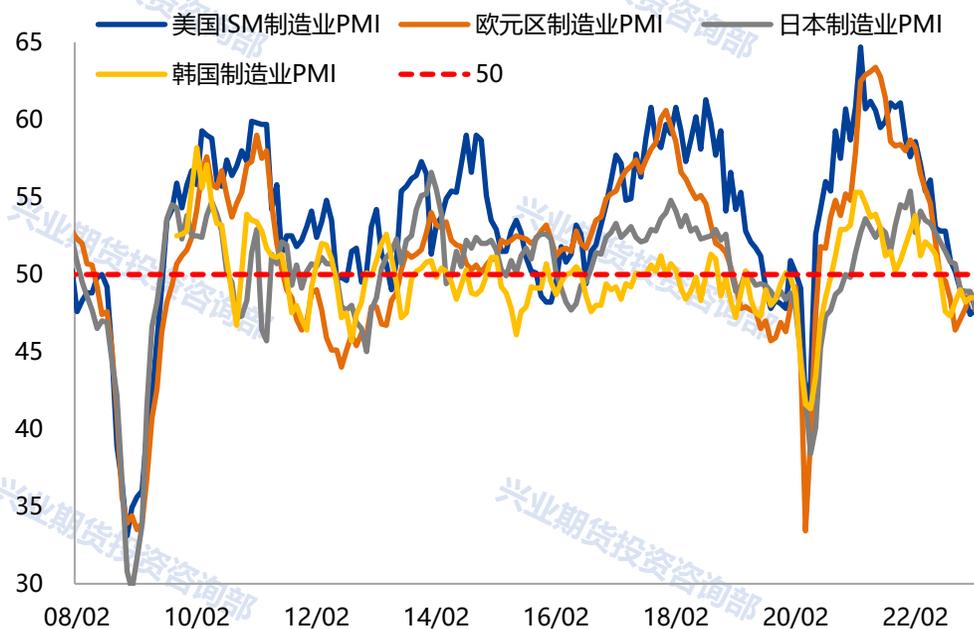
- 对于货币政策，维持“稳货币+宽信用”的组合思路不变。海外美欧加息节奏和加息周期可能超年初预期，国内剩余降准降息空间较为有限，且经济已出现初步复苏的迹象，预计短期内总量型工具落地概率不大。央行四季度货币政策报告删去了“加大稳健货币政策实施力度”的表述，转而强调精准有力，《2023年政府工作报告》重对货币政策的表述也是“稳健”和“精准有力”，要求“保持广义货币供应量同经济增速基本匹配”，货币政策的基调向“稳健偏松”转向。在这一基调引导下，央行政策重心大概率转向“宽信用”，即通过结构性工具引导货币资金流向实体领域，推动内需和信用的共同扩张，支持经济复苏。考虑到政府已将消费摆在更加优先的位置，不排除央行可能会推出新的促进消费的结构性工具。
- 对于财政政策，继续保持必要的财政支出强度，保证经济复苏的斜率，结构上以中央加杠杆为主。这一点在《2023年政府工作报告》中表现较明显，一方面要求积极的财政政策“加力体效”，另一方面，也要“防范化解地方债务风险”。财政赤字率目标安排在3%，赤字规模将增加5100亿元，且新增赤字全部是中央赤字和国债，地方上要防范和化解债务风险；新增地方政府专项债额度3.8万亿，低于2022年实际新增专项债规模（3.65万亿新增+0.55万亿结余限额+1万亿后置），但专项债使用范围和用作资本金比例均有望扩大，专项债与政策性金融工具的协调配合在今年将继续发挥积极作用。
- 综上所述，随着经济端利好信号的逐渐增多，市场对经济复苏的分歧将逐渐弥合，迎来观察国内经济复苏斜率，验证存量宏观政策效果的阶段，增量政策的推出节奏可能将放缓。货币政策维持“稳货币+宽信用”组合，总量宽松概率下降，以结构性工具推动内需和信用的共同扩张；财政政策继续保持必要的支出强度，节奏上发力前置，结构上以中央加杠杆为主，为经济复苏保驾护航。在这一阶段，风险资产和避险资产价格可能再度逐渐分化。

国内经济：2023年政府工作报告基本延续前期政策定调

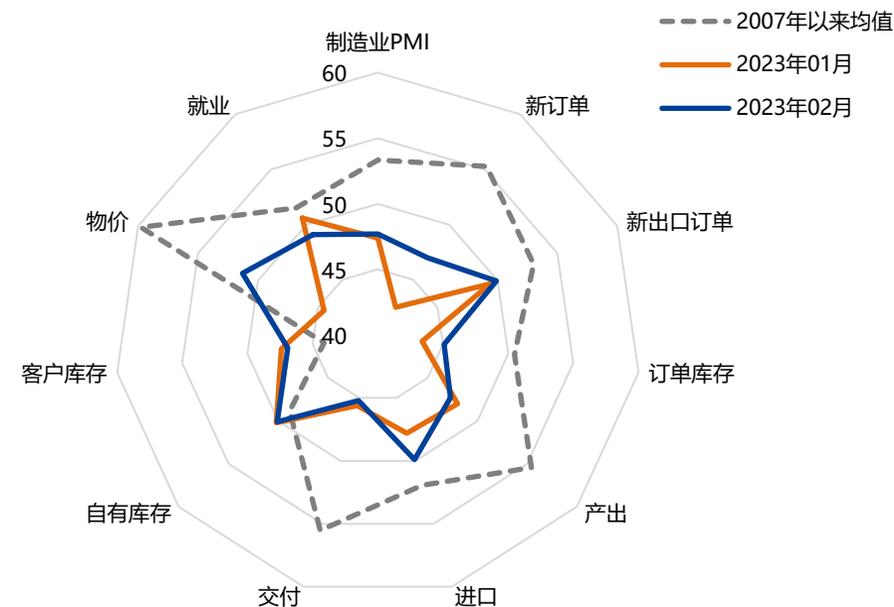
	指标	单位	2023年	2022年	2021年	2020年
经济目标	总基调		推动经济运行整体好转,实现质的有效提升和量的合理增长	着力稳定宏观经济大盘,保持经济运行在合理区间	连续性稳定性可持续性,促进经济运行在合理区间	加大宏观政策力度,稳企业保就业
	实际GDP增速	%	5%左右	5.5%左右(实际值3%)	6%以上	不设具体目标
	CPI同比	%	3%左右	3%左右	3%左右	3.5
	城镇新增就业	万人	1200万人左右	1100万以上	1100万以上	900
	城镇调查失业率	%	5.5%左右	5.5%以内	5.5%左右	6
	城镇登记失业率	%	-	-	-	5.5
	居民收入		与经济增长基本同步	与经济增长基本同步	稳步增长	与经济增长基本同步
	国际收支		基本平衡	基本平衡	基本平衡	基本平衡
	进出口		促稳提质	促稳提质	量稳质升	促稳提质
粮食产量	万亿斤	1.3以上	1.3	1.3	-	
货币	政策表述		稳健的货币政策要精准有力	加大稳健的货币政策实施力度	稳健的货币政策要灵活精准、合理适度	稳健的货币政策要更加灵活适度
	M2同比	%	保持广义货币供应量与社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配,支持实体经济发展。	扩大新增贷款规模,保持货币供应量和社 会融资规模增速与名义经济增速基本匹配	与GDP名义增速基本匹配	规模增速明显高于去年
	社融余额同比	%	保持广义货币供应量与社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配,支持实体经济发展。	扩大新增贷款规模,保持货币供应量和社 会融资规模增速与名义经济增速基本匹配	与GDP名义增速基本匹配	规模增速明显高于去年
	宏观杠杆率		-	基本稳定	基本稳定	-
	支持实体经济		-	为实体经济提供更有力的支持;引导资金更多流向重点领域和薄弱环节,扩大普惠金融覆盖面	把服务实体经济放到更加突出的位置	稳住上亿市场主体,帮助小微企业、个体工商户渡过难关
	国有大型商业银行小微企业贷款增长	%	-	> 50	> 30	40
	汇率		保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定	保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定	保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定	保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定
	利率		-	推动金融机构降低实际贷款利率;综合融资成本实实在在下降	推动实际贷款利率进一步降低;综合融资成本稳中有降	推动利率继续下行
财政	政策表述		积极的财政政策要加力提效	提升积极的财政政策效能	积极的财政政策要提质增效、更可持续	积极的财政政策要更加积极有为
	赤字率	%	3%	2.8%左右	3.2%	3.6%
	财政赤字	万亿	-	-	3.57	3.76
	财政支出	万亿	-	支出规模比去年扩大2万亿元以上,一般公共预算支出增速安排在8.4%,比经济增速目标高2.9%	财政支出总规模去去年增加	优化财政支出结构,基本民生支出只增不减,重点领域支出要切实保障
	新增地方专项债	万亿	3.8	3.65	3.65	3.75
	抗疫特别国债	万亿	-	-	-	1
	中央预算内投资	亿元	-	6400	6100	6000
	铁路投资	亿元	-	开工一批具备条件的重大工程、新兴基础设施、老旧公用设施改造等建设项目。	实施一批交通、能源、水利等重大工程项目	增加国家铁路建设资本金1000亿元
	公路投资	亿元	-	-	-	-
	水利投资	亿元	-	-	-	-
税负(减少)	亿元	该延续的延续,该优化的优化(未说明具体目标)	全年退税减税约2.5万亿,其中2021年递延1万亿	-	-	> 25000
非税负担(减少)	亿元	-	-	-	-	-

2月份，美国ISM制造业PMI读数47.7%，环比回升0.3个百分点，其中，新订单、新出口订单、进口指数分别回升4.5、0.5和2.1个百分点，产出、自有库存和客户库存分别回落0.7、0.1和0.5个百分点，显示其经济的韧性依然存在；物价指数大幅反弹6.8个百分点至51.1，时隔4个月重回扩张区间。

2月美国ISM制造业PMI数据环比回升

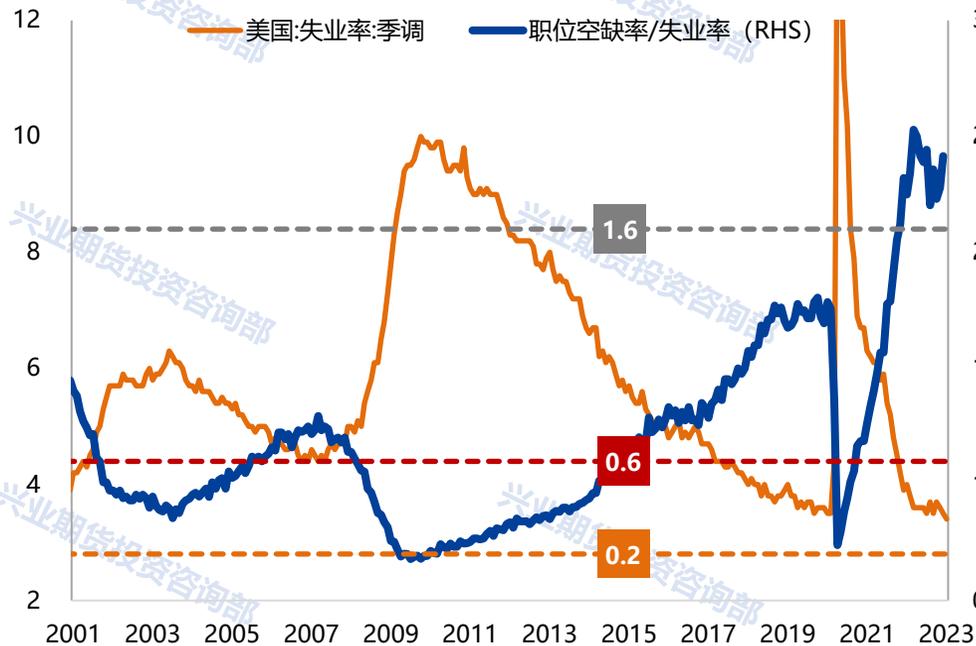


美国ISM制造业PMI分项指标

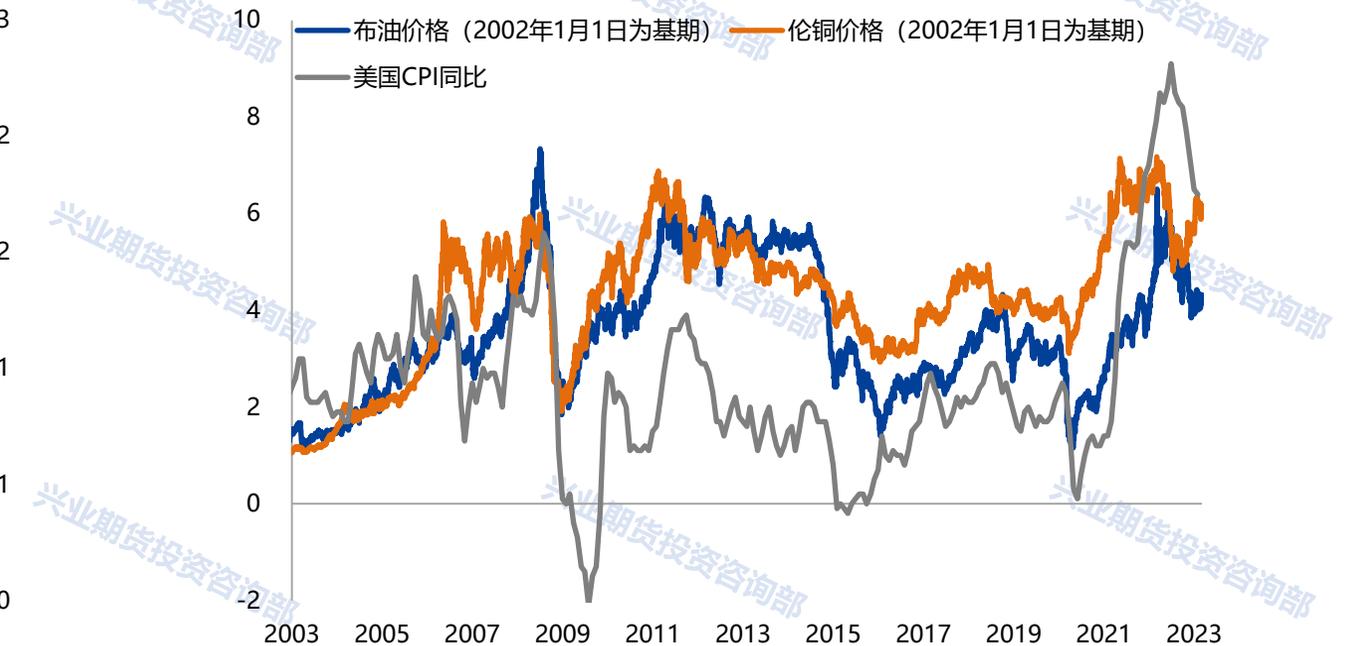


- ❑ 美国劳动力市场依然保持高景气度，非农就业数据多次超预期，1月失业率创1970年以来新低，职位空缺数连续1年半高于1000万人，非农时薪环比延续正增长，高景气的就业市场有望支撑美国消费，乃至美国经济的韧性。
- ❑ 美国经济短期陷入衰退的概率降低，同时通胀下行的斜率也较预期偏缓，2月ISM制造业PMI指数中物价分项指标环比回升6.8个百分点至51.3%。美国通胀的韧性来源于以下三个方面：（1）受中国复苏预期等因素的刺激，大宗商品价格、二手车价格出现反弹；（2）工资时薪增速虽然放缓，但依然保持环比正增长，房租以外服务通胀可能将保持韧性；（3）房租价格增速拐点出现可能要到2季度，短期对通胀依然有拉动作用。

美国劳动力市场仍保持高景气度

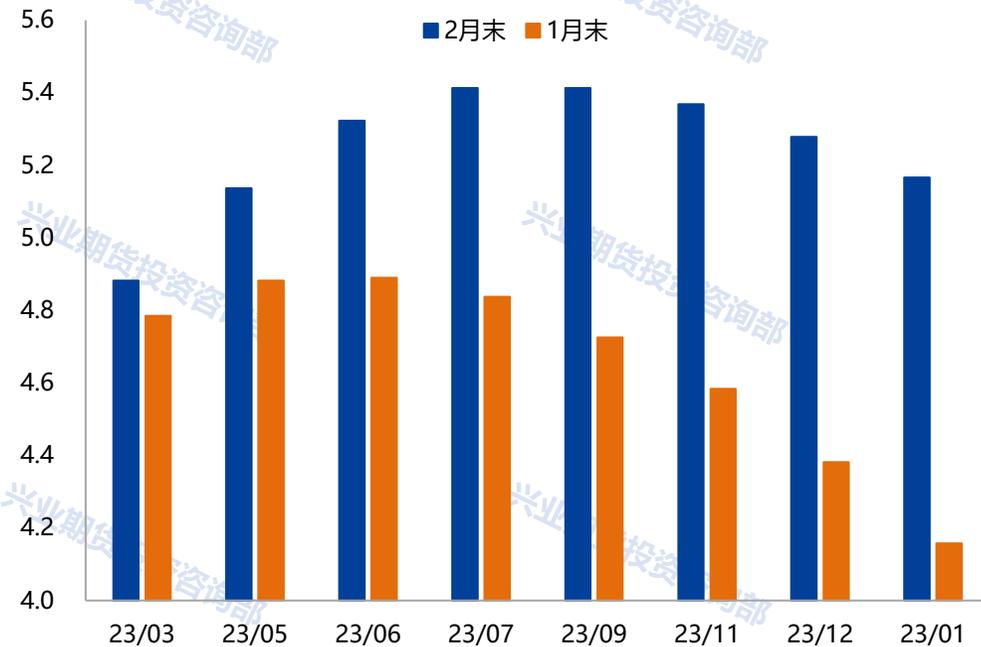


铜、油价格与美国CPI相关性较高

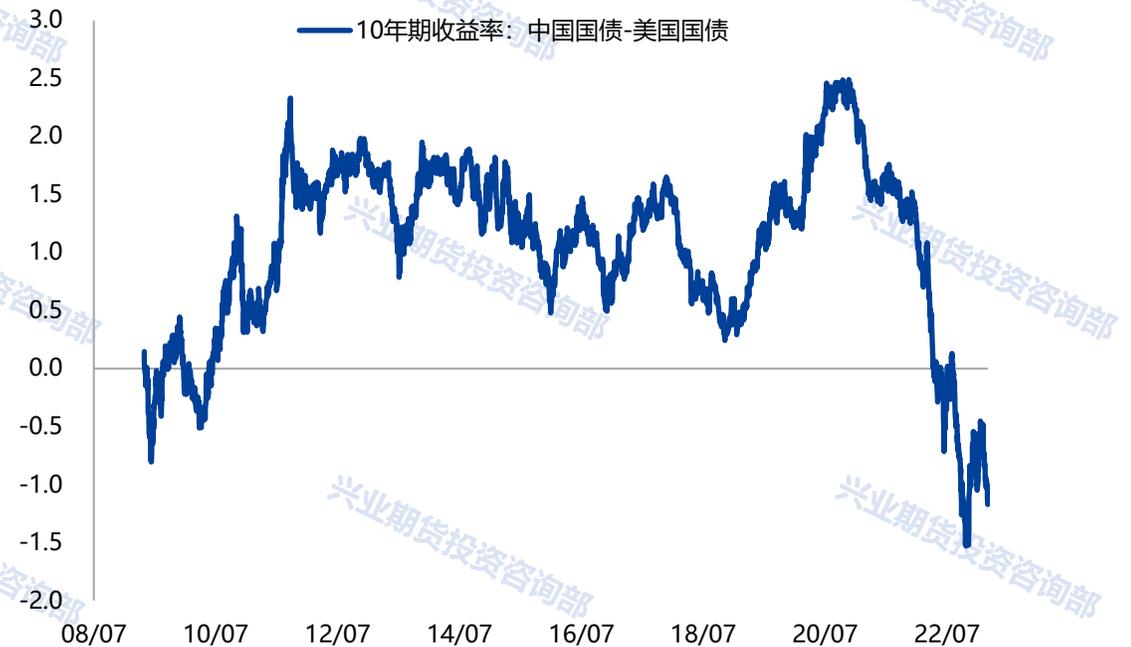


虽然长期看，美联储结束加息，以及美国通胀下行的大方向仍未发生改变，但市场逐步修正对美国经济及通胀韧性的认识，普遍预期美联储加息持续时间可能将延长，最终加息高点也将超过5%-5.25%达到5.25%-5.5%，甚至5.5%-5.75%。如果2月美国CPI数据（3月14日晚公布）再度超预期，美联储下一次加息幅度可能会高于25BPS，达到50BPS，近期美联储官员对50BPS加息幅度持开放态度。这将是风险资产短期面临的扰动。

CME 利率期货反映市场对于美联储加息终点的预期上修



中美国债收益率利差再度走扩（更新至3.3）





国债

T

01

总量宽松偏中性，结构性货币政策是发力重心

02

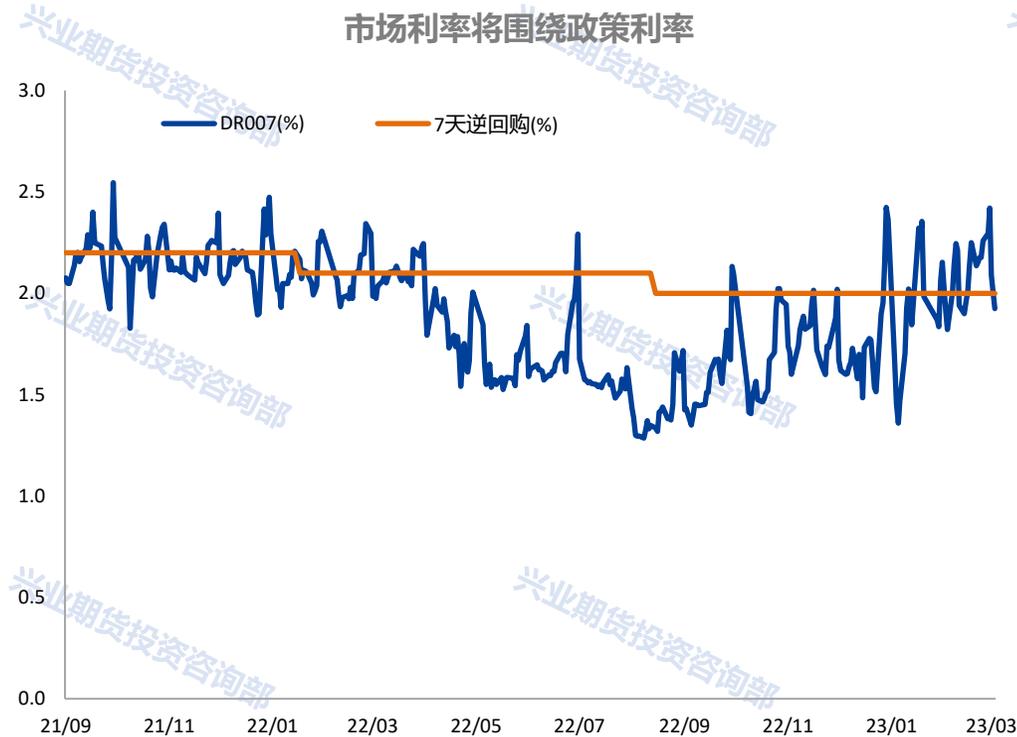
宏观经济验证期，债市对利空影响出现钝化

03

期债定价最高，空头安全边际优

□ 宽货币：货币政策报告中对下一阶段的表述，明确提到“引导市场利率围绕政策利率波动”，在22Q2和Q3的货币政策报告中并未提及，上次提及是在22Q1。在22Q1阶段DR007围绕7天逆回购利率运行，近期DR007也明显出现向政策利率收敛的特征，预计后续将继续围绕7天逆回购利率运行。此外对下阶段基调由“加大稳健货币政策实施力度”调整为“稳健的货币政策要精准有力”，基调出现边际转向。上周人民银行副行长刘国强也表示：国内经济好转是肯定的，坚持正常的货币政策不大收大放。

□ 宽信用：报告中仍强调了“发挥政策工具的激励引导作用”，在总量宽松整体偏中性的情况下，结构性货币政策预计仍将是发力重点。

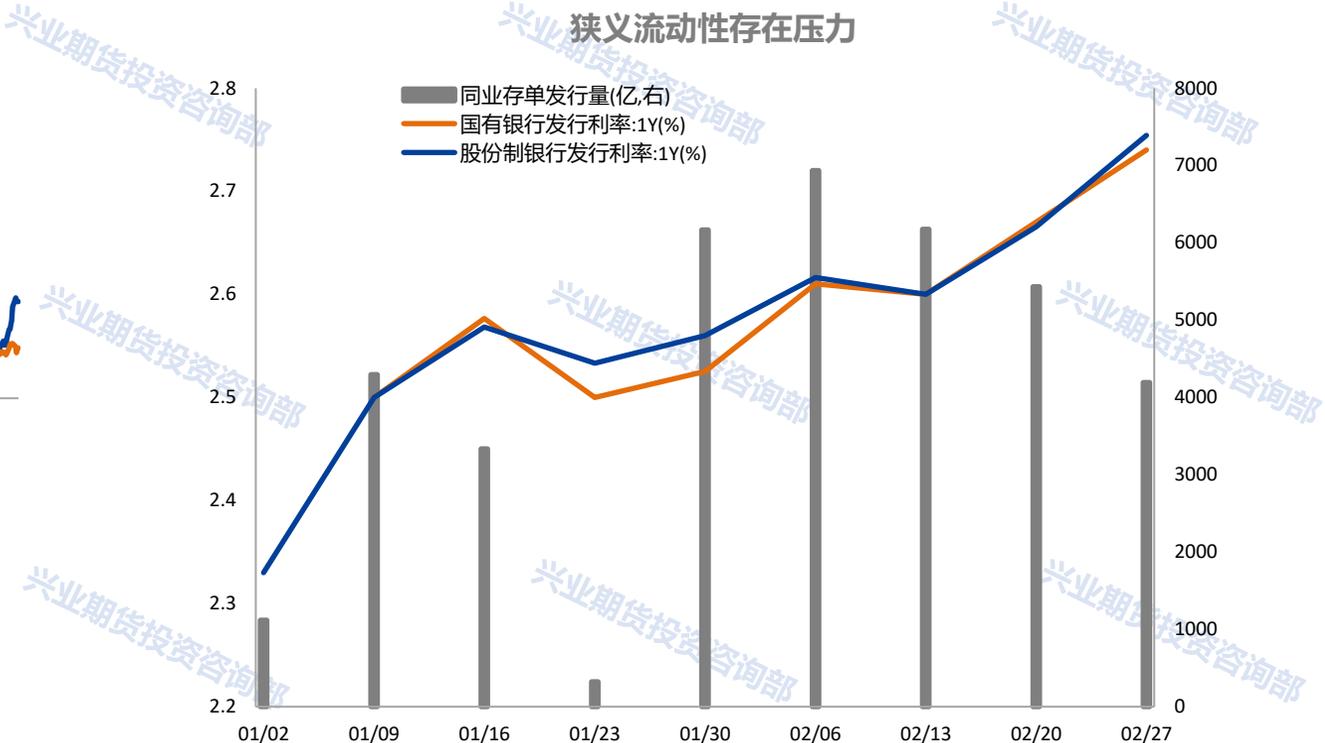


结构性货币政策仍将是发力重点

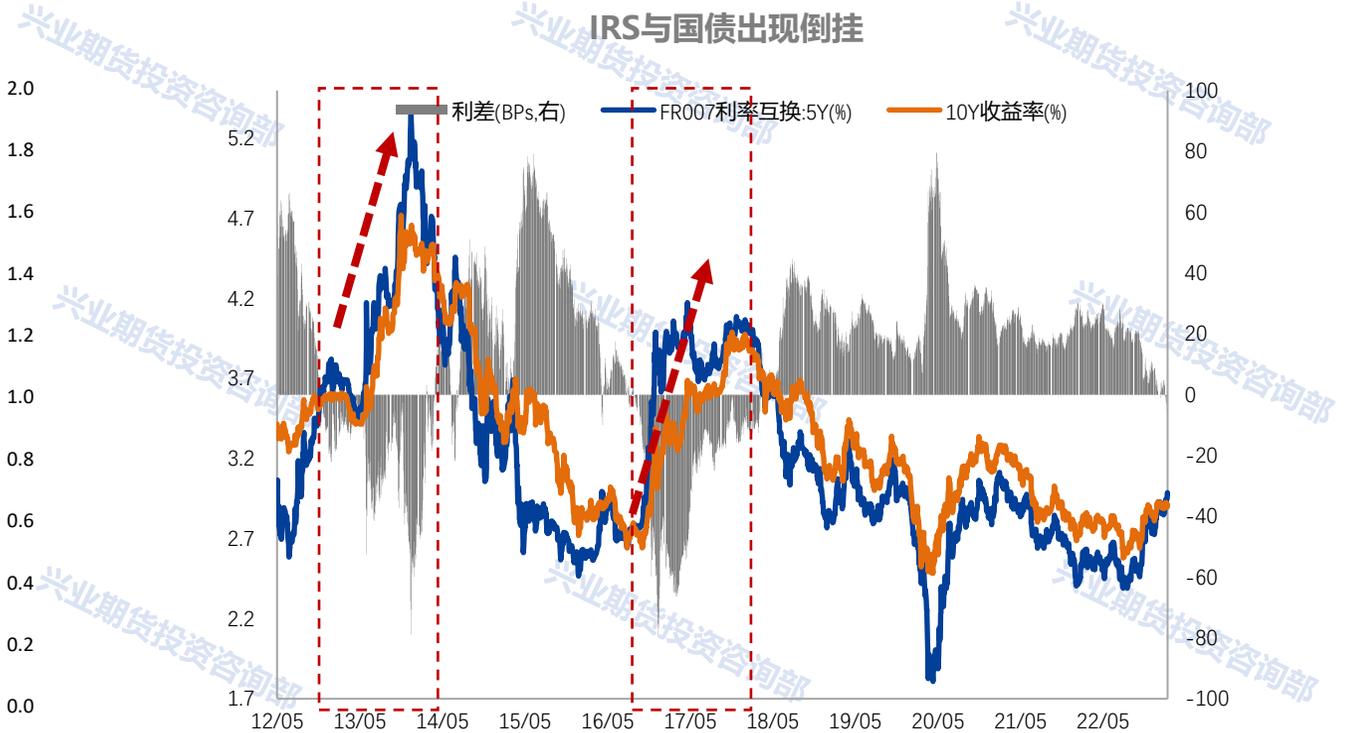
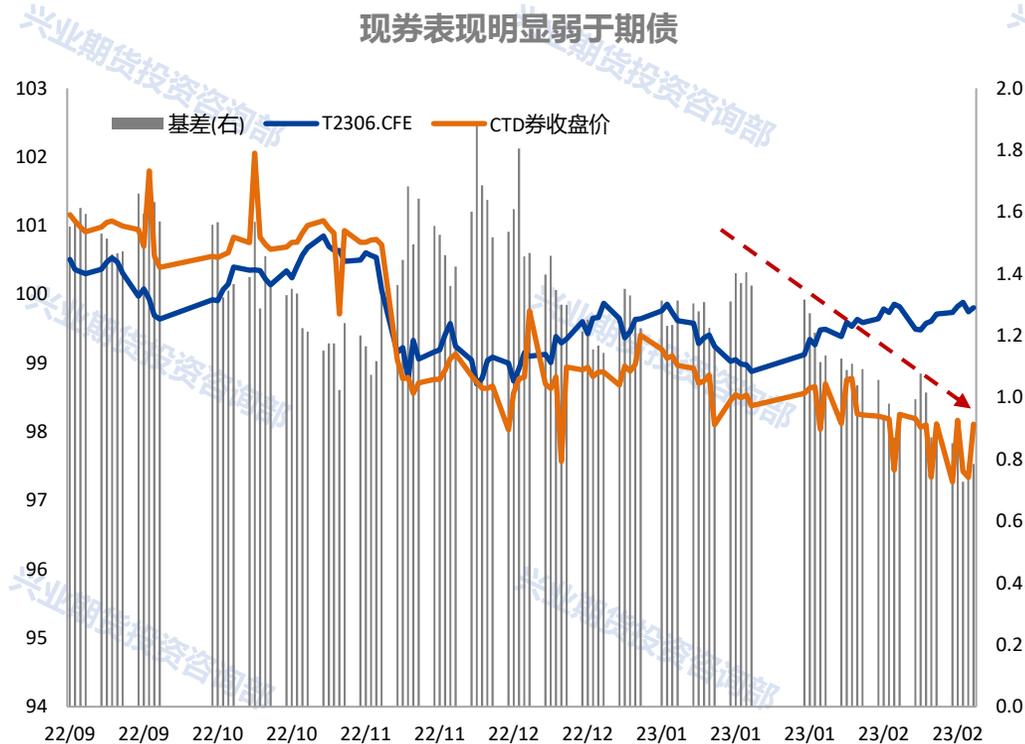
具体名称	额度	22年6月末余额	22年9月末余额	22年12月末余额	22年Q3增量	22年Q4增量
长期工具	支农再贷款	7600	5404	5587	6004	183
	支小再贷款	16400	13997	13863	14171	-134
	再贴现	7050	6145	5449	5583	-696
阶段性工具	普惠小微贷款支持工具	400	44	127	213	83
	抵押补充贷款(PSL)	/	26203	26481	31528	278
	碳减排支持工具	8000	1827	2469	3097	642
	支持煤炭清洁高效利用专项再贷款	3000	357	578	811	221
	科技创新再贷款	2000	0	800	2000	800
	普惠养老专项再贷款	400		4	7	4
	交通物流专项再贷款	1000		103	242	103
	设备更新改造专项再贷款	2000		0	809	0
	普惠小微贷款减息支持工具	/			0	
	收费公路贷款支持工具	/				
	民企债券融资支持工具(II)	500				
保交楼贷款支持计划	2000					
合计		53977	55461	64465	1484	9004

从目前的利差角度来看，10Y国债收益率与MLF之间的利差和1Y国债收益率与OMO之间的利差均已经修复至2021年水平，较为符合目前的经济基本面现状。但由于目前仍处于宏观经济验证期，债市短期对后续经济修复带来的利空出现钝化。

目前不管是从社融、信贷等经济指标来看，还是PMI的超预期表现均强化了对经济复苏的验证，叠加货币政策在总量层面上难有明显宽松，且近期存单发行压力加大、银行间杠杆率呈现回落，狭义流动性压力较大。



- 国债期货市场目前对经济复苏的谨慎态度更为明显，进入23年之后国债收益率在年初出现了快速抬升，价格明显回落，但国债期货价格则呈现出较强走势，基差持续向下。因此基于期现价差终将收敛的特性，国债期货空头安全边际较优。
- 而另外一利率衍生品IRS对债市则呈现出更悲观预期，5年IRS与10年国债收益率出现倒挂。而从历史表现来看IRS对债券收益率的领先性要高于国债期货，且每次出现倒挂时国债收益率都出现的趋势性向上。



股指

IF

01

盈利底将现、且为主导因素，为A股续涨提供坚实基础

02

A股估值优势依旧明显，多头配置安全性高

03

A股资产优上加优，外资大规模流入趋势难改

04

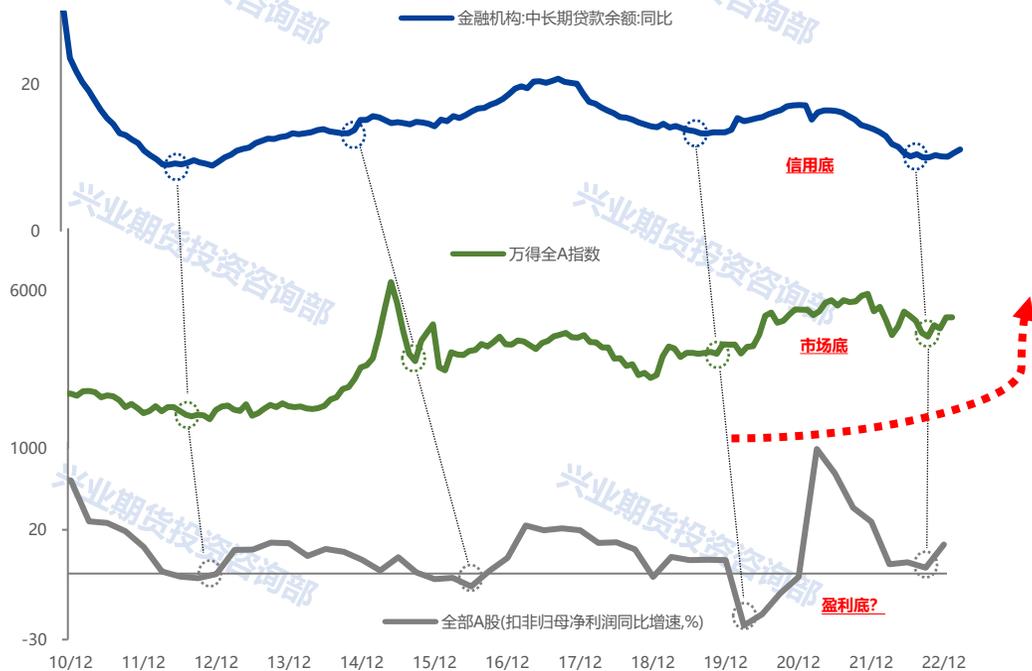
短期情绪钝化，但整体预期仍属积极

05

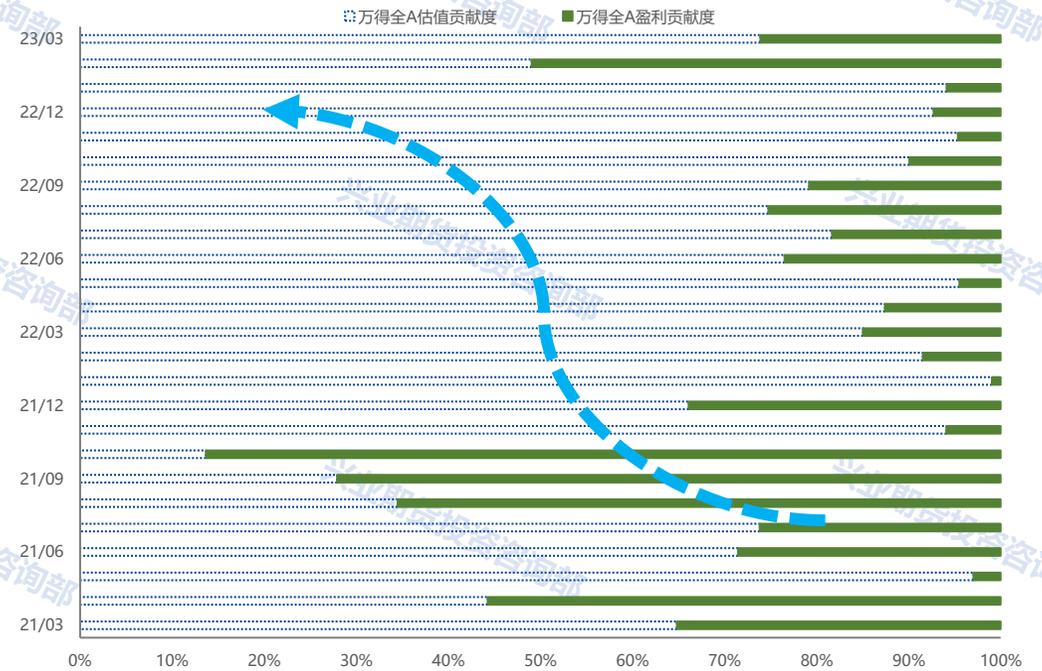
风格轮换节奏加快，宜持有兼容性最佳的沪深300期指多头

- 从过往A股走势看，一般遵循“信用底->市场底->盈利底”的拐点顺序。本轮过程中，信用底先于2022年8月出现，市场底则于2022年11月出现，盈利底大概率于2023年第1或第2季度出现；
- 同时，因国内经济基本面修复大方向逐步明朗，而宏观流动性环境难有总量宽松、分母端影响将弱化，而业绩因素大概率将重获定价主导权。

国内A股“信用底、市场底、盈利底”走势对比（截至2023年1月）

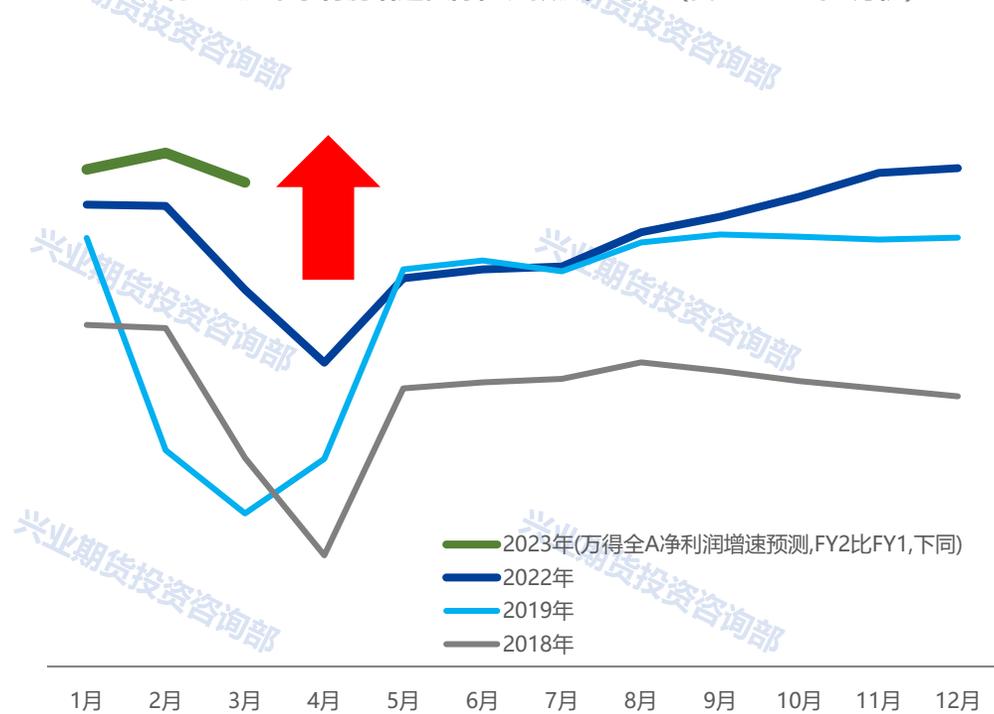


万得全A指数估值、业绩贡献拆解（截至2023.3.3）

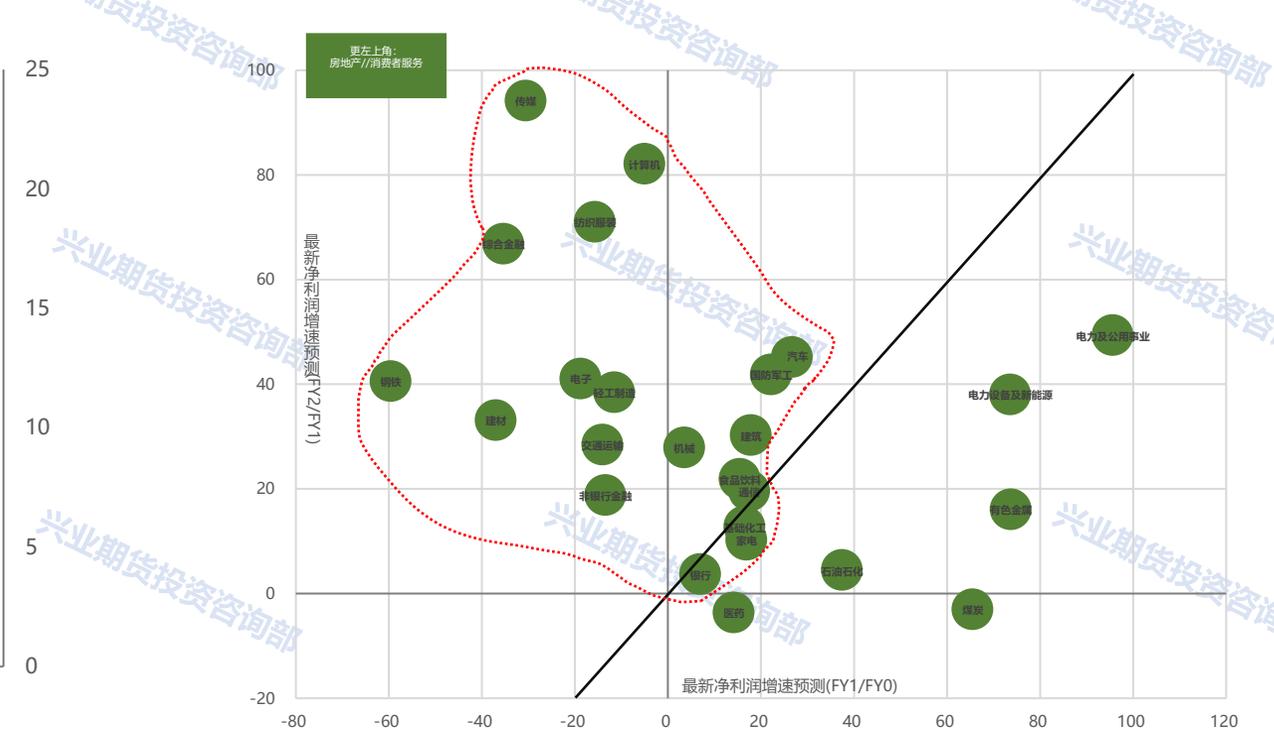


- 从Wind一致性预期数据看，以万得全A指数为代表，较疫前的2018、2019两年，其2023年A股净利润增速预期显著上修。另以中信一级行业为样本，2023年较2022年（即FY2和FY1），多达80%的行业盈利增速均有上修（其中房地产开发、消费者服务等权重行业的增幅更大）；
- 故从基本面看、市场对业绩修复预期乐观，分子端盈利的积极作用将持续强化、为A股续涨提供坚实基础。

万得全A历年净利润增速实际值、预测值对比（截至2023年3月初）

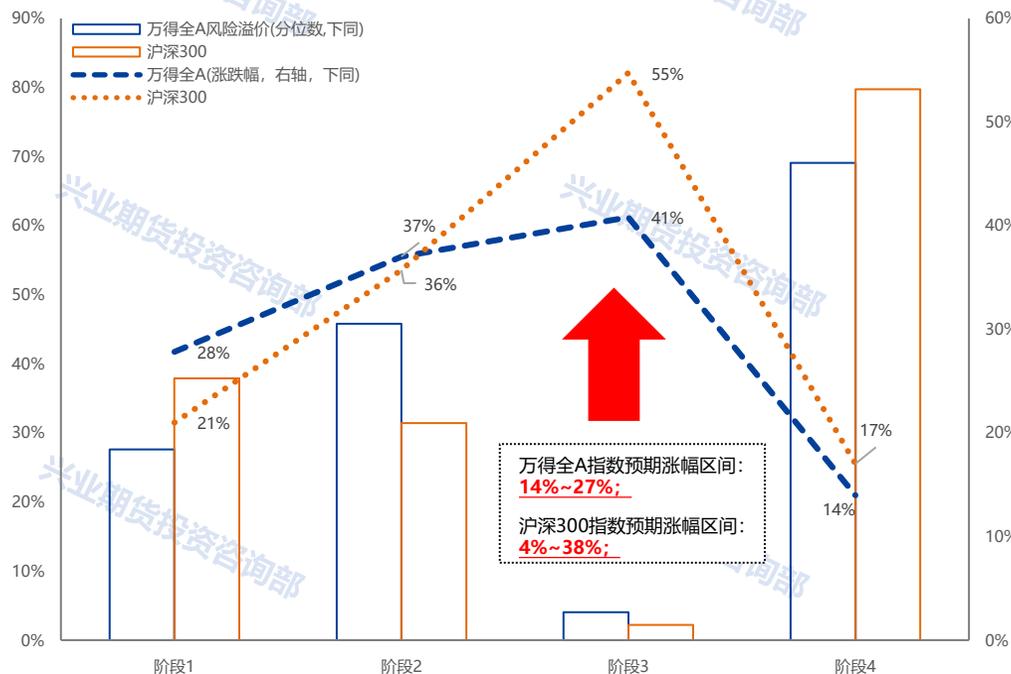


中信一级行业2022年及2023年业绩增速预期对比（截至2023.3.3）

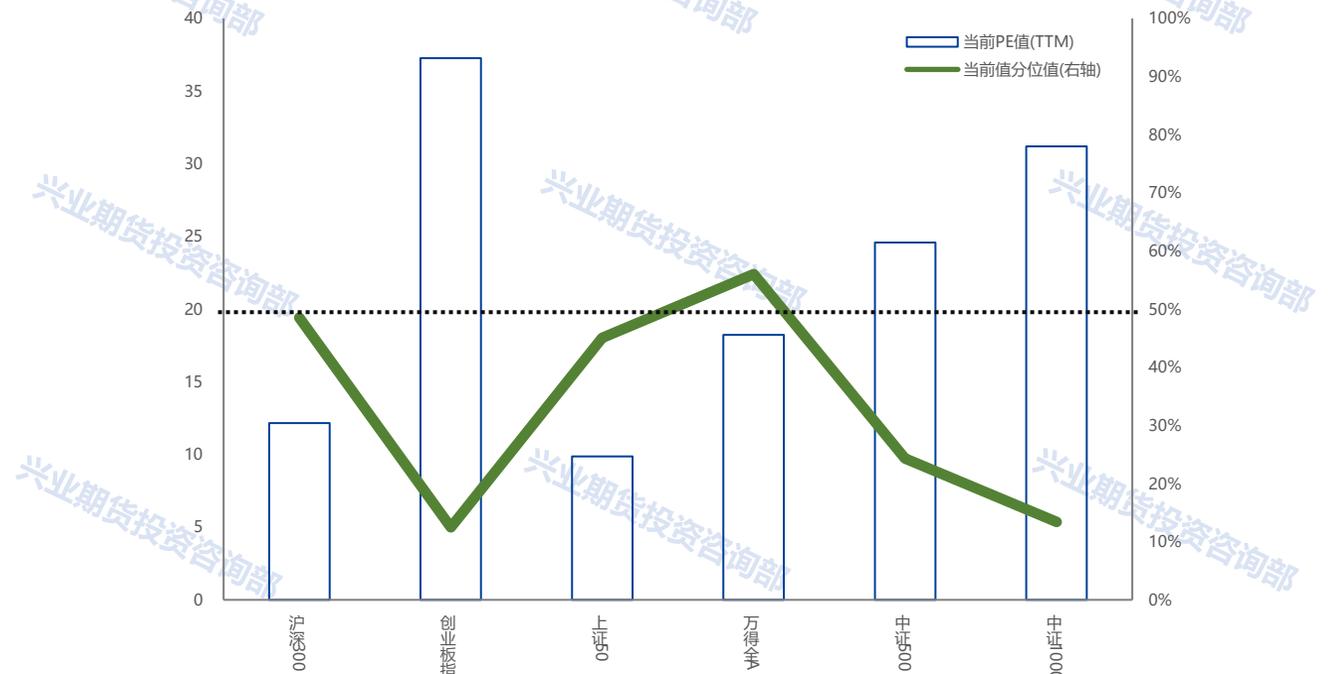


- 当前A股股债风险溢价整体仍处高位，参照过往走势(阶段1：2016.1.29-12.1；阶段2：2019.1.4-4.19；阶段3：2020.4.2-2021.2.19)，预计依旧有10%~30%的潜在上涨空间（对应阶段4，自2022年10月底起~至今），其相对估值优势仍较大；
- 此外，A股主要指数的市盈率整体处50%或以下分位值，其绝对估值亦属低水平；
- 故从大类资产横向、过往价格特征纵向对比看，A股性价比良好、多头配置安全性高。

A股主要指数股债风险溢价变动情况（截至2023.3.3）



国内A股主要指数市盈率水平跟踪（截至2023.2.24）

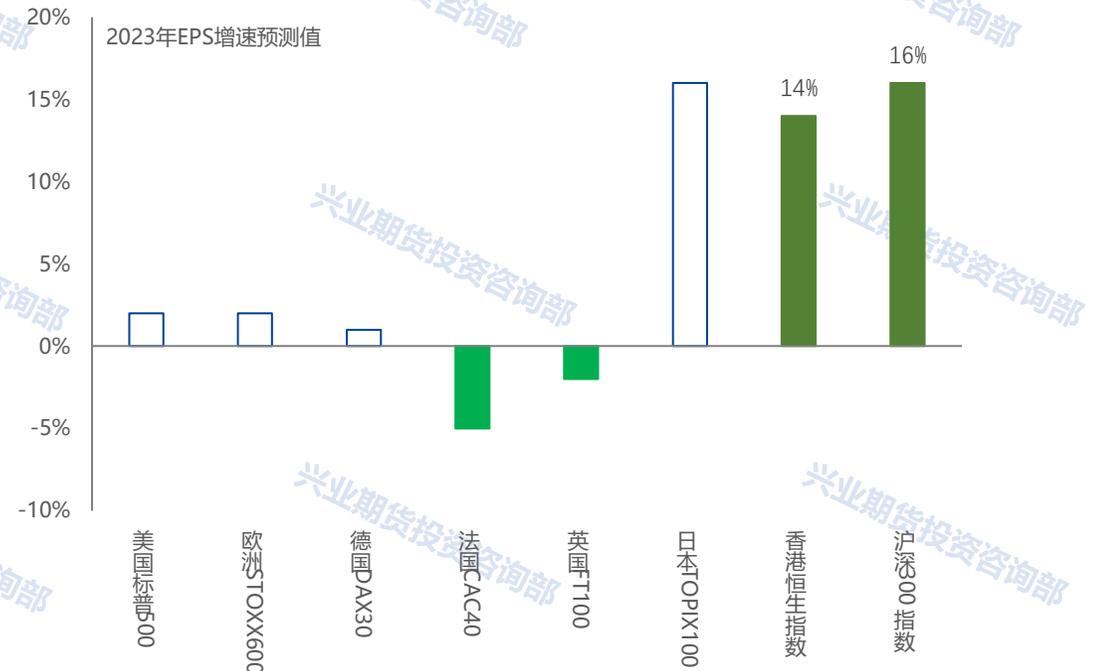


- 受海外主要国家经济“韧性”表现、美联储紧缩节奏预期调整等因素扰动，近3周来外资流入规模放缓，对市场交投情绪形成一定抑制；
- 但考虑上述经济体衰退大势难改，人民币升值、中美利差缩窄等核心判断仍具有高置信度。此外，A股盈利增速预期亦显著高于全球主要股指。故从人民币资产的配置价值（类似于 β ）、及A股自身的配置价值（类似于 α ），预计2023全年其在全球市场将是优势资产，外资大规模净流入趋势难改。

中美利差、人民币汇率及陆股通资金净变化额对比（截至2023年2月）

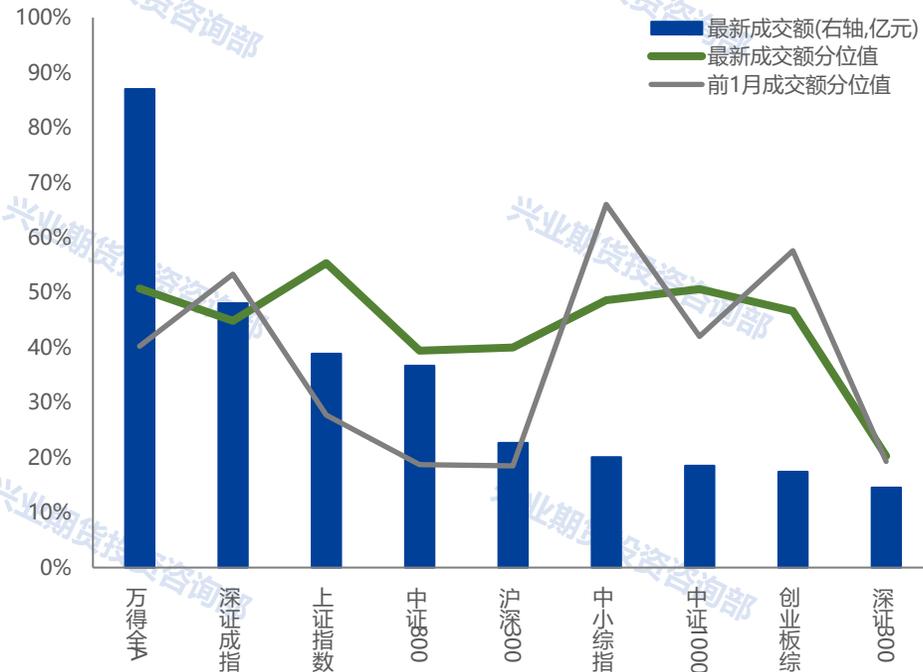


全球主要股指2023年预期盈利增速对比（截至2023年2月末）

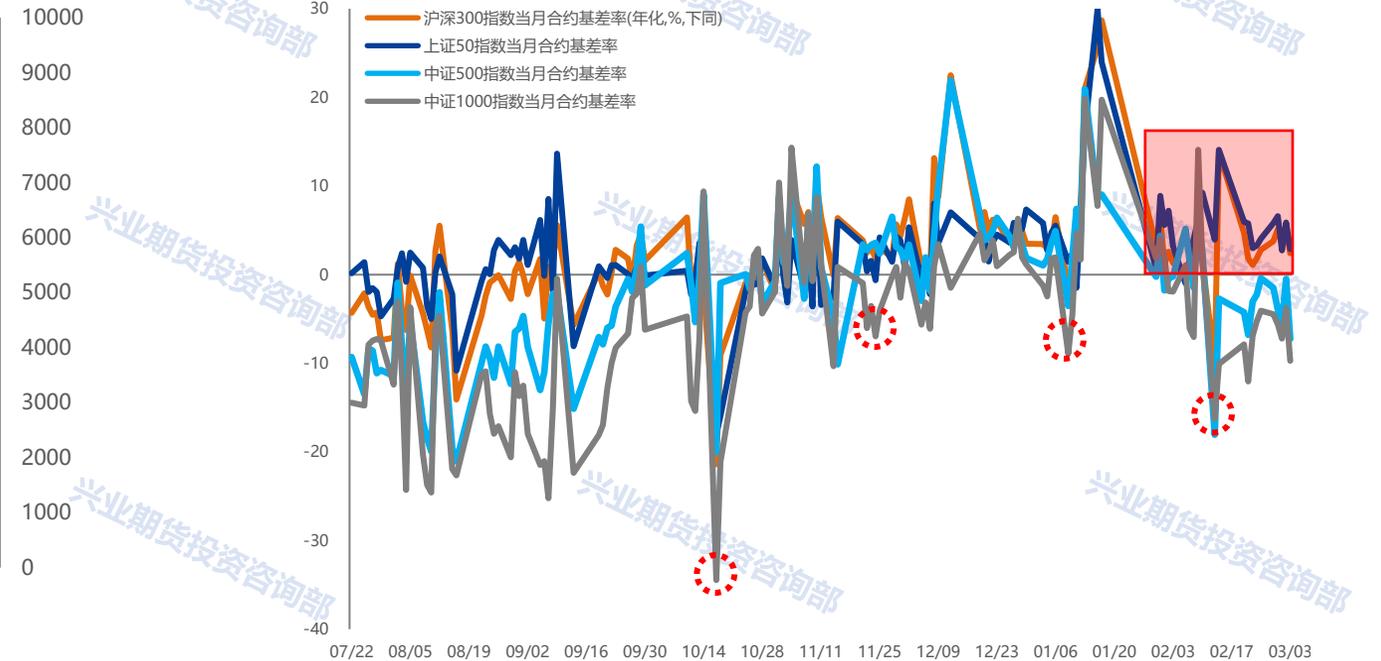


- 从A股主要指数成交额水平看，短期表现虽不愠不火，但绝对水平仍处较高区间；
- 此外，从A股主要股指期货基差结构看，近月来整体维持升水结构，亦印证市场的积极心态。

A股主要指数成交额水平情况（截至2023.3.3）



A股主要股指期货基差走势（截至2023.3.3）



- 从近月中信一级行业指数涨跌幅表现看，其轮涨节奏切换较快。此与海外市场扰动加大、国内宏观及行业基本面复苏节奏平缓、前期获利盘离场及持仓变化等有关；
- 故从稳健性考虑，在A股上行大势明朗、但阶段性风格漂移较大的情况下，宜持有兼容性最高的标的。而沪深300指数与中信各类风格指数的整体相关性最高，其可作为最优的多头标的。

中信一级行业近7周涨跌幅情况（截至2023.3.3）

中信一级行业名称	本周	前1周	前2周	前3周	前4周	前5周	前6周
石油石化	8	15	2	20	18	5	18
煤炭	20	1	9	29	26	13	3
有色金属	28	13	26	30	8	3	4
电力及公用事业	9	23	23	2	19	16	29
钢铁	17	2	5	17	14	7	24
基础化工	22	26	14	18	9	11	20
建筑	2	10	16	6	17	12	25
建材	10	11	4	25	21	23	9
轻工制造	27	4	6	5	13	29	16
机械	21	12	18	9	5	9	22
电力设备及新能源	30	21	30	24	20	10	19
国防军工	12	6	17	26	3	4	30
汽车	29	17	20	28	1	28	8
商贸零售	15	20	15	14	15	20	23
消费者服务	14	27	11	19	30	18	13
家电	11	3	10	16	27	19	5
纺织服装	16	9	3	13	16	22	11
医药	25	29	7	23	24	14	6
食品饮料	13	30	1	15	22	30	2
农林牧渔	23	8	27	21	12	26	7
银行	7	18	22	22	29	27	12
非银行金融	6	16	21	27	28	8	1
房地产	18	22	28	8	23	24	27
交通运输	5	25	19	11	25	17	15
电子	19	24	29	10	10	2	17
通信	1	7	13	3	11	6	21
计算机	4	14	24	12	2	1	26
传媒	3	28	8	1	4	21	10

A股主要指数相关系数情况（近6月，截至2023.3.3）

指数	沪深300	上证50	中证500	中证1000	金融	周期	消费	成长
沪深300	1.00	0.97	0.86	0.83	0.90	0.84	0.94	0.91
上证50	0.97	1.00	0.74	0.69	0.94	0.71	0.91	0.78
中证500	0.86	0.74	1.00	0.99	0.69	0.99	0.84	0.97
中证1000	0.83	0.69	0.99	1.00	0.62	0.99	0.83	0.97
金融	0.90	0.94	0.69	0.62	1.00	0.64	0.77	0.70
周期	0.84	0.71	0.99	0.99	0.64	1.00	0.83	0.95
消费	0.94	0.91	0.84	0.83	0.77	0.83	1.00	0.85
成长	0.91	0.78	0.97	0.97	0.70	0.95	0.85	1.00
总计	6.25	5.74	6.08	5.92	/	/	/	/

周期:日线 2022/12/05 - 2023/03/05

橡胶

RU

01

消费刺激政策有望加码，轮胎生产意愿升至高位

02

海外各国陆续步入低产，关注产区物候条件变动

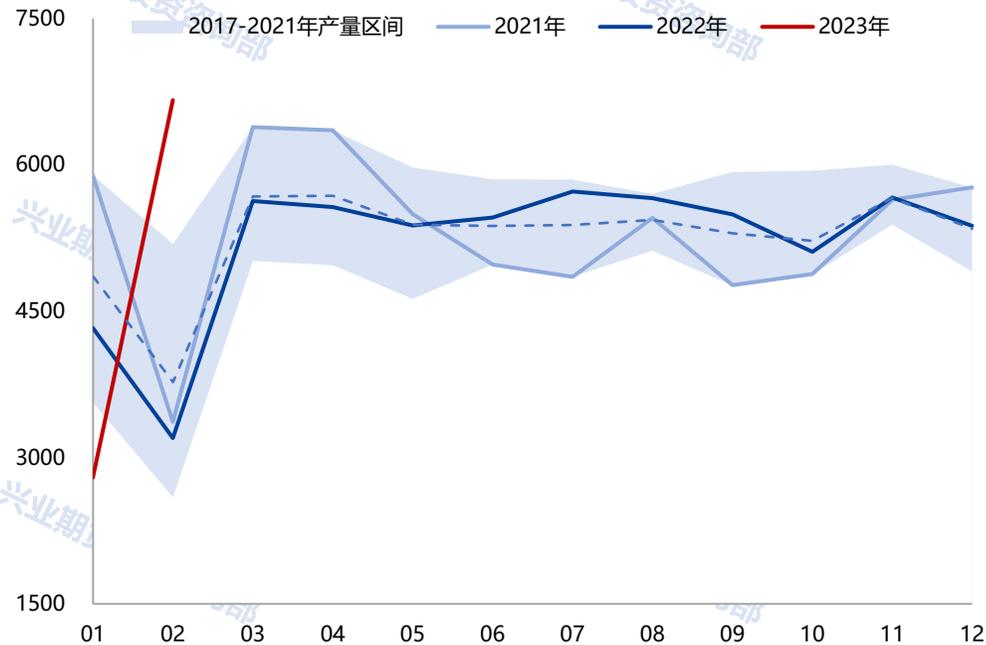
03

各环节库存均处低位，沪胶多头盈亏比更佳

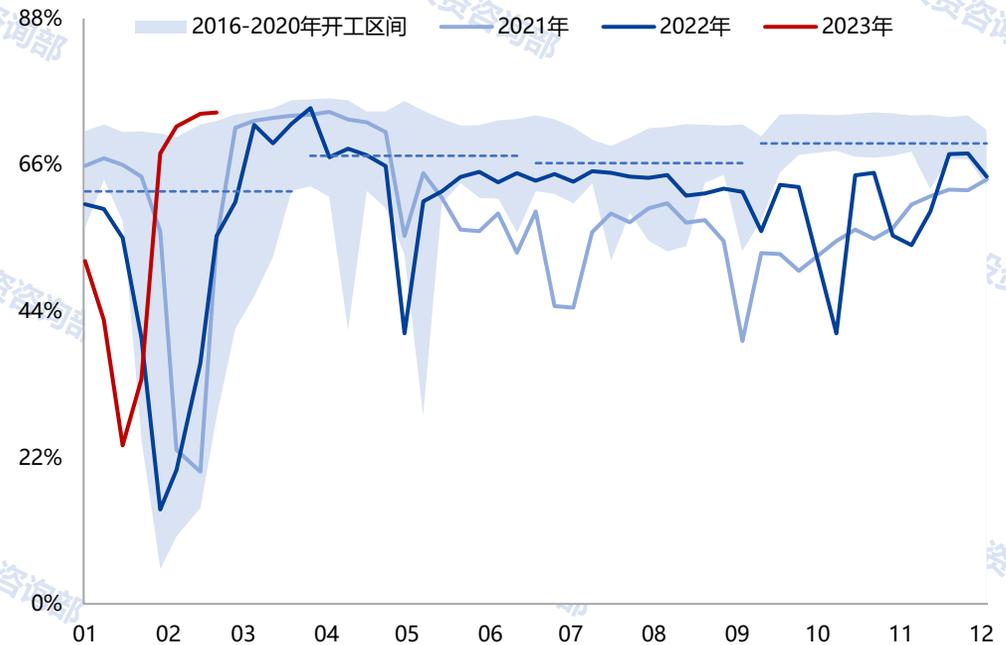
□ 汽车方面，商务部表态组织好“2023消费提振年”系列活动，汽车市场系重要抓手，政策引导有望加码提效，且2月重卡产销数据已现抬头，经济复苏预期利好增长驱动，天然橡胶终端需求存在边际增量。

□ 轮胎方面，2月汽车轮胎产量创下近年当月峰值纪录，且山东轮胎库存延续快速去库态势，而本周轮企开工意愿继续增长，半钢胎产线开工率维持在一季度同期高位区间上沿，轮胎生产端乐观情绪积聚，天然橡胶直接需求表现良好。

汽车轮胎月度产量季节性(万条)



半钢胎开工率季节性



供应方面，马来西亚及越南已处低产季，泰国旺产季亦接近尾声，当地原料价格表现强势，天胶到港将有回落；而国内产区仍处停割阶段，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，WMO发布2023年极端气候发生概率增高相关报告，气候问题影响因素或重新升高，本月需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				过渡期
	2021年	旺产季		低产季			过渡期		旺产季			旺产季	
	2022年	过渡期		低产季			过渡期		旺产季				旺产季

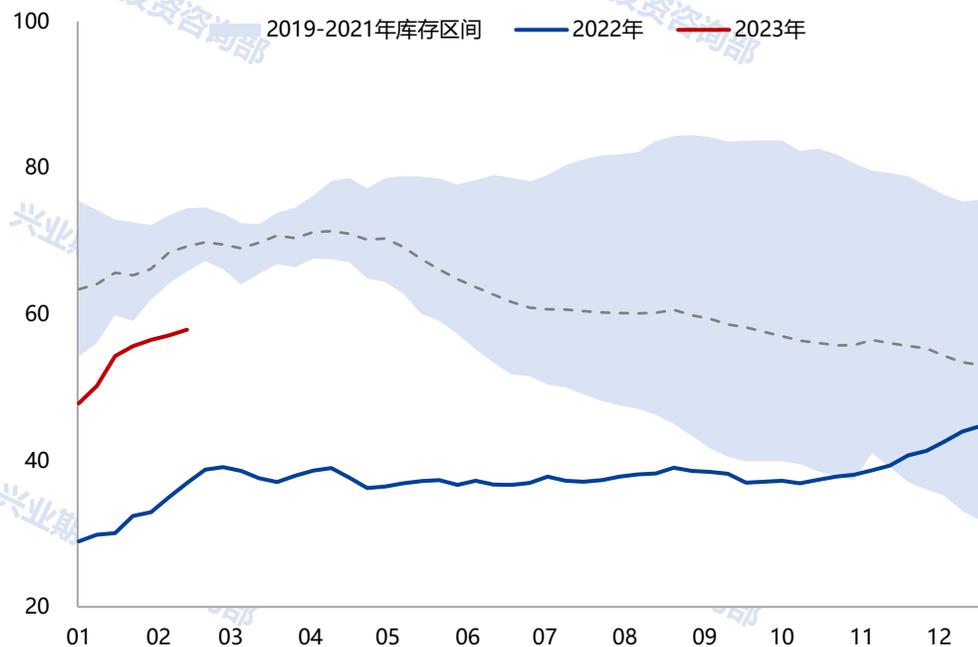
泰国胶水价格走势及原料价差(泰铢/公斤)



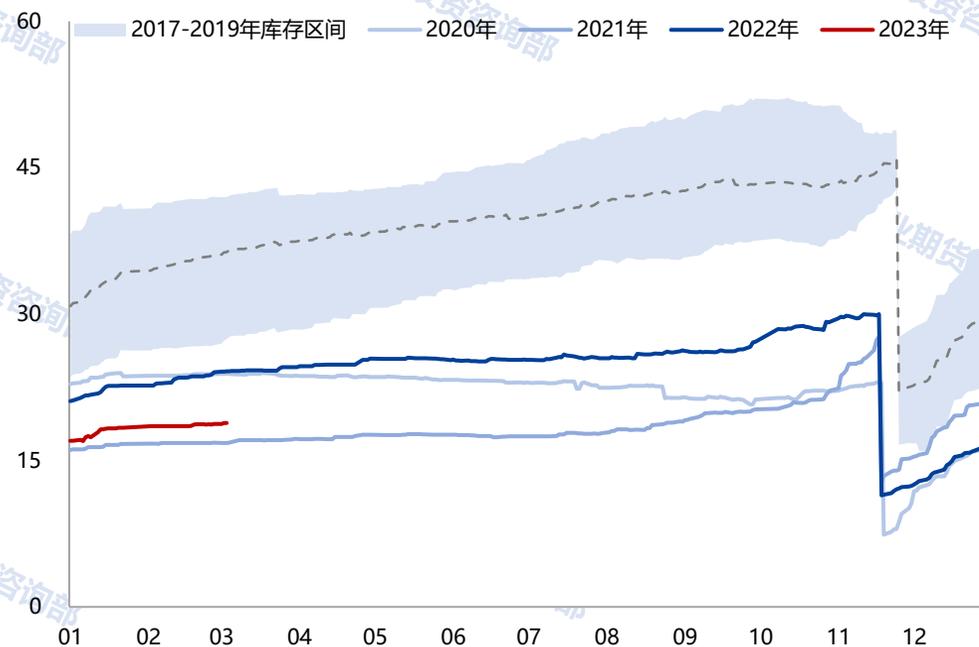
□ 库存方面，港口现货库存延续小幅增库态势，但整体库存水平尚处同期偏低位置，而停割季制约仓单注册意愿，沪胶库存期货延续低位，结构性库存压力暂无。

□ 综合来看，政策刺激将推动汽车市场重回增长，轮胎开工受益维持高位，天胶需求预期及传导效率提升，而海外产区步入低产叠加国内开割预期不足，供应端支撑尚较显著，沪胶价格下方空间有限，多头策略盈亏比更佳，RU2305前多继续持有。

天然橡胶港口库存季节性(万吨)



天然橡胶期货库存(万吨)





聚氯乙烯

PVC

01

检修偏少产量增长，原料反弹亏损扩大

02

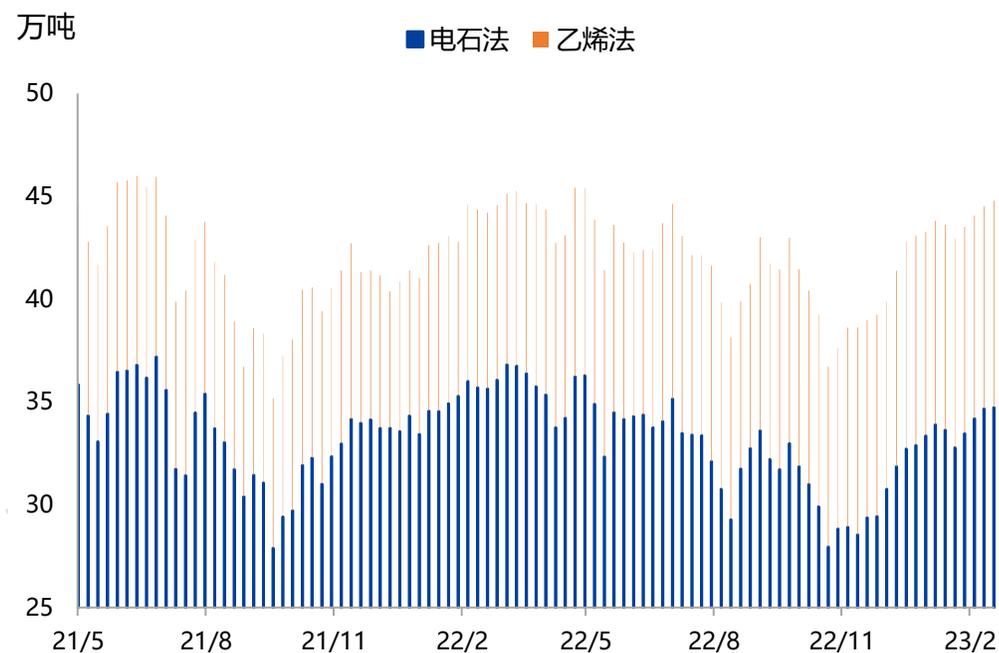
生产企业库存重新积累，社会库存创历史新高

03

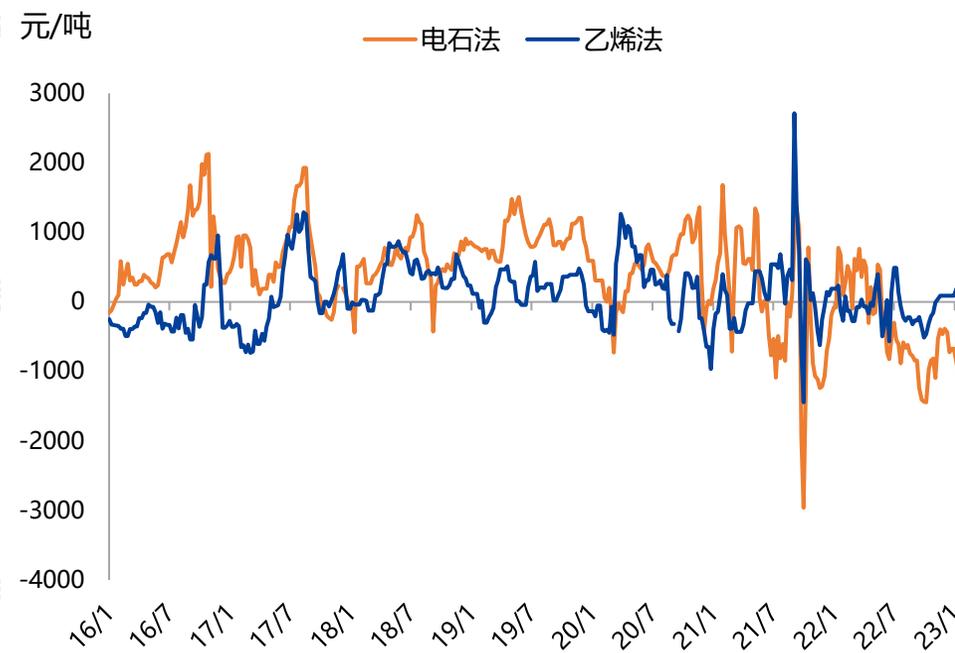
下游开工持续增长，市场看涨情绪仍在

- ▣ **检修偏少产量增长**：上周PVC无新增检修装置，开工率提升至78.74% (+0.15%)，周度产量小幅增长至44.79 (+0.28) 万吨。3月暂无集中检修计划，下周苏州华苏重启，产量或达到近一年新高。4月陕西北元 (125) 和新疆天业 (130) 两套大装置计划检修，能够缓解部分供应利空。
- ▣ **原料反弹亏损扩大**：近期煤炭价格反弹，带动电石、兰炭价格上涨，同时液氯价格也开始反弹，电石法亏损860元/吨，乙烯法盈利40元/吨，二者长期处于历史低位，对PVC价格形成较强支撑。

产量延续增长 (截至2023.3.3)



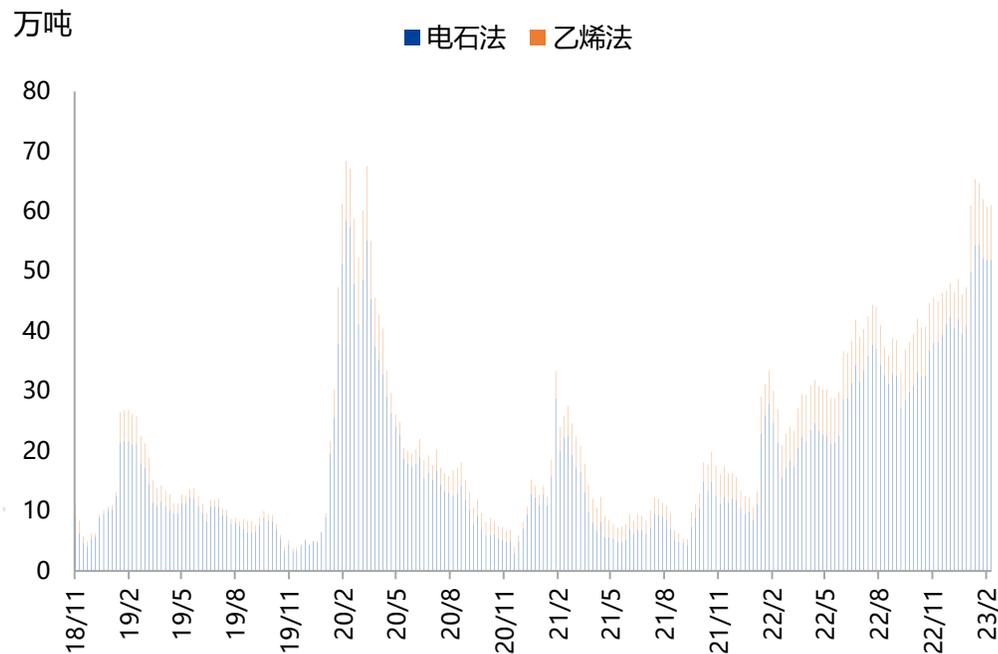
生产利润极低 (截至2023.3.3)



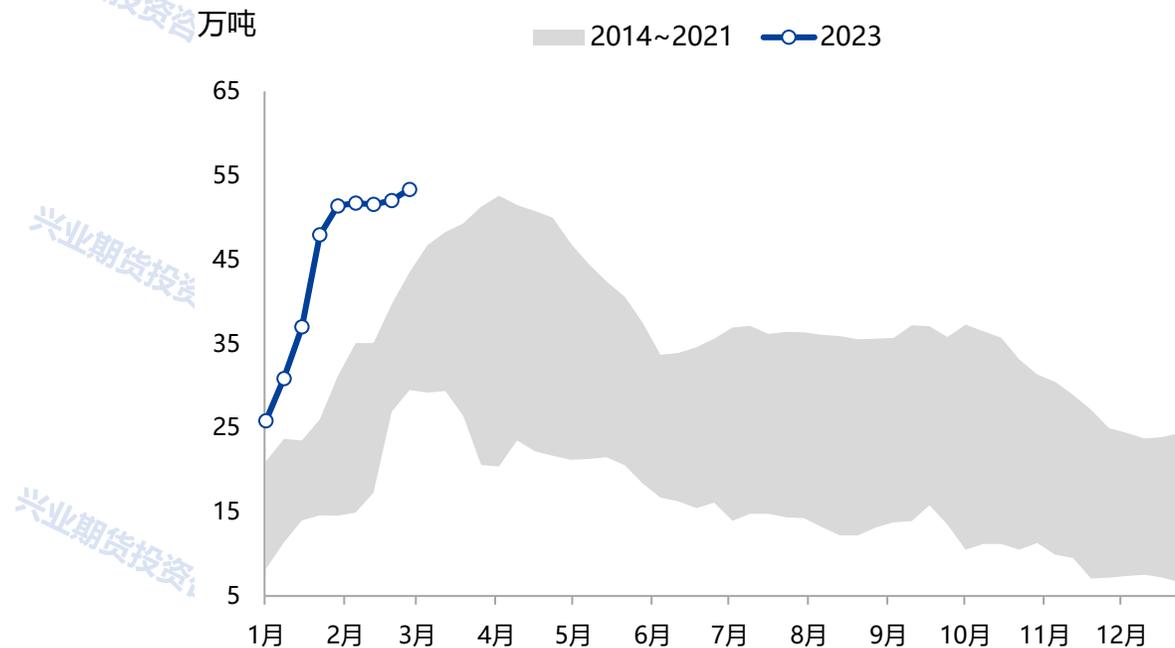
□ **生产企业库存重新积累**：生产企业库存为61 (+0.2) 万吨，期货价格回调后，生产企业去库速度趋缓。

□ **社会库存创历史新高**：社会库存为53.36 (+1.3) 万吨，达到历史最高。目前高库存是限制PVC价格上涨的主要因素，类似去年二三季度情况。如果进入4月社会库存仍未开始下降，建议PVC多单及时止盈。

生产企业库存重新积累 (截至2023.3.3)



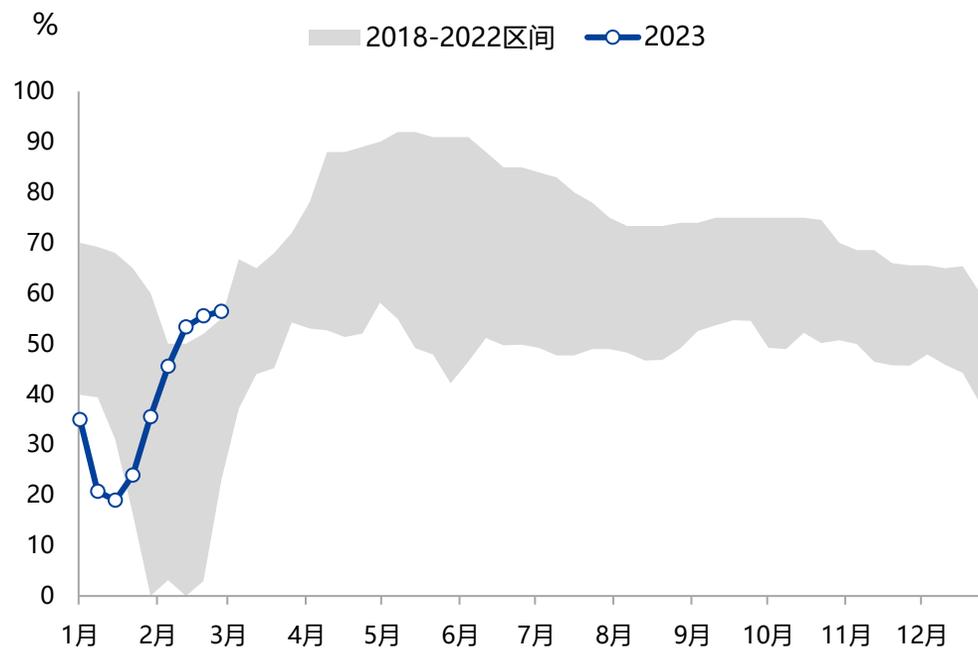
社会库存创历史新高 (截至2023.3.3)



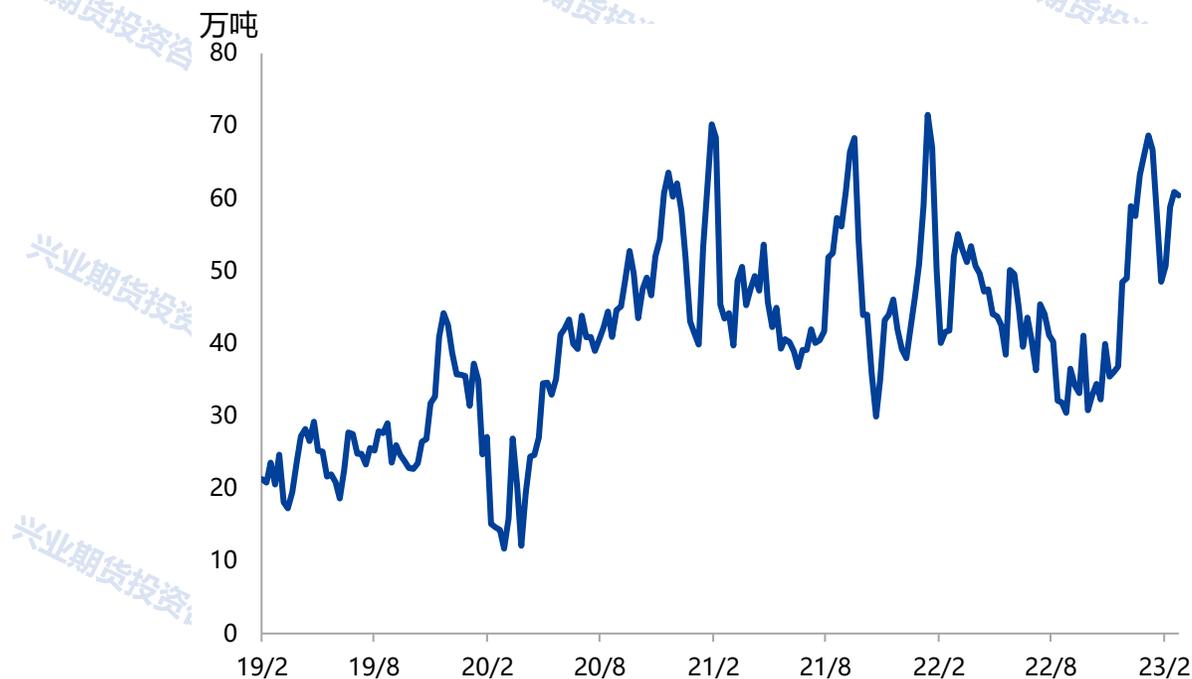


- ▣ **下游开工持续增长**：下游开工率为56.43%，较前一周增加0.87%，增速放缓，已经持平往年同期。管材和型材开工率小幅提升，薄膜开工率已经连续三周保持稳定。参考历史规律，3~5月下游开工率将持续增长。
- ▣ **市场看涨情绪仍在**：PVC期货价格短暂回调后再度上涨，现货市场成交活跃，成交量和预售量均处于历史高位。另外值得关注的是，期货前二十席位净空持仓持续减少，同时期权市场看涨情绪也不断升温。

下游开工率达到历年同期最高 (截至2023.3.3)



现货预售量保持高位 (截至2023.3.3)





纯碱

SA

01

1季度新增产能有限，纯碱供给维持刚性

02

玻璃总产能保持平稳，光伏玻璃投产节奏放缓

03

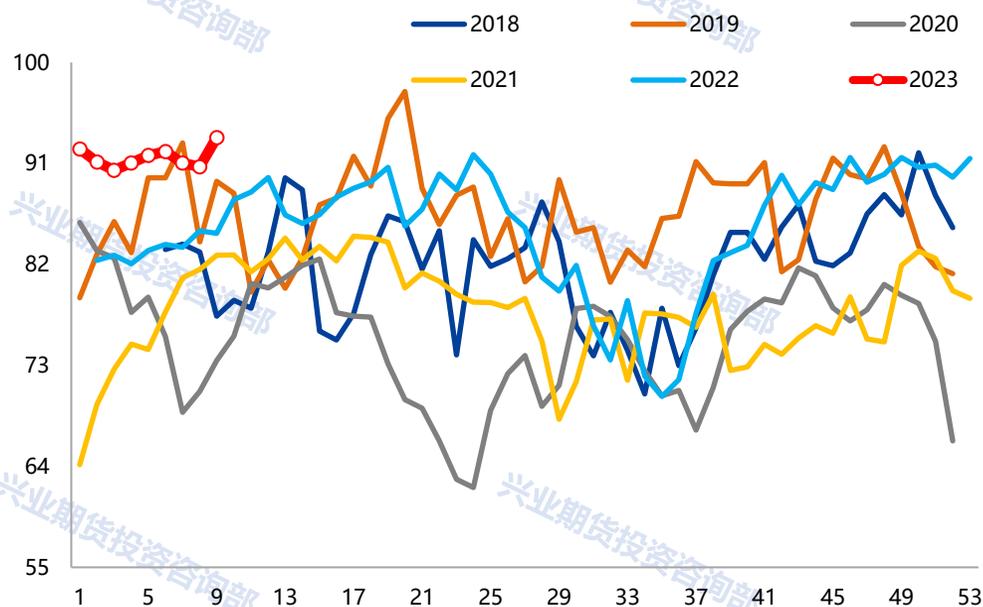
纯碱将保持紧平衡，行业低库存格局将延续

04

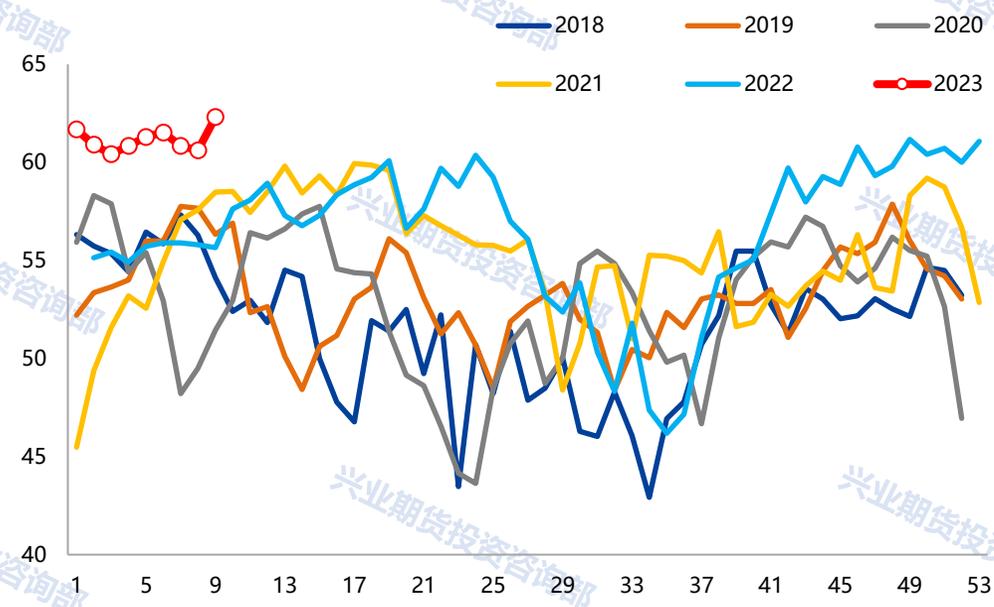
短期压力不改基本面强势，纯碱前多耐心持有

3月3日当周纯碱企业周度开工率为93.32%，环比大幅回升2.62%，周度产量提高至62.36万吨，环比增加2.88%。据隆众调研，3月8日南方碱业有检修计划，其余大部分企业开工正常，预期下周纯碱装置开工将延续高位，整体开工或继续高于93%，产量62万吨左右，与本周基本持平。

纯碱装置开工率 (更新至3.3)



纯碱周度产量 (隆众, 更新至3.3)

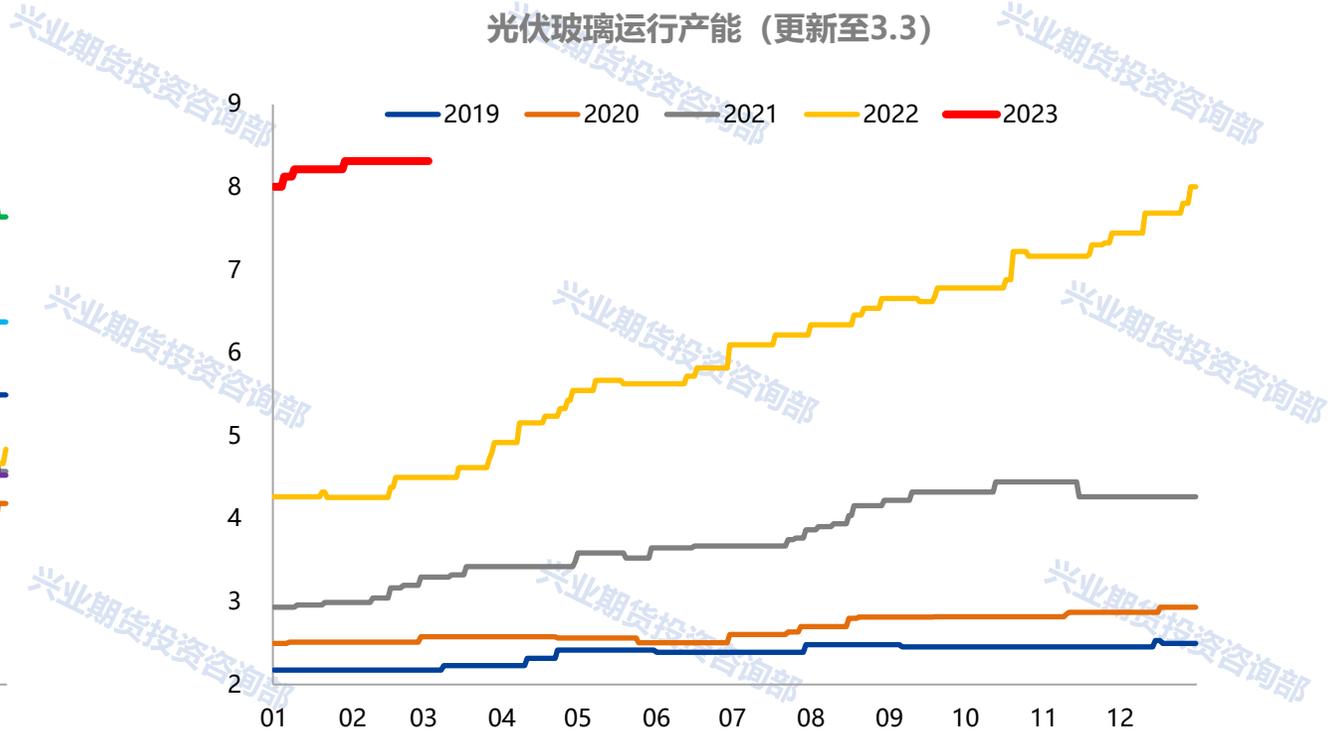
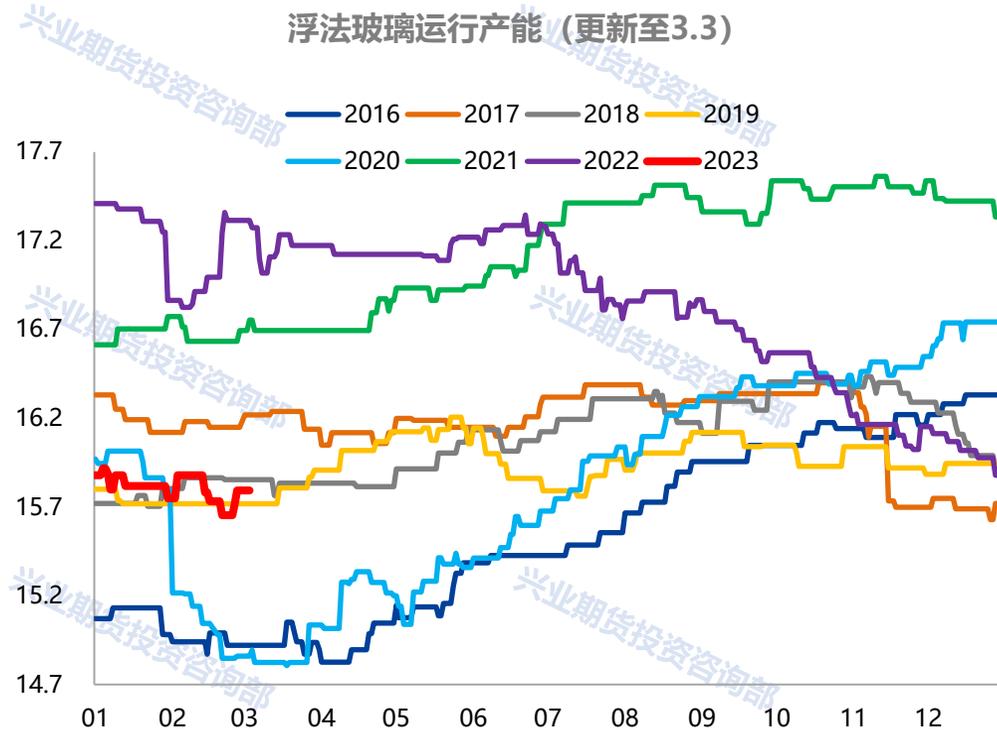


年初市场信息，重庆湘渝20万吨装置计划1-2月投产，安徽红四方20万吨装置扩产计划3月投产；德邦60万吨新增产能计划5月投放；远兴能源500万吨天然碱产能计划于6月全部投产；金山化工200万吨产能安排在9月投产。但追踪市场上各纯碱装置的投产进度，重庆湘渝装置仍未投产，德邦装置投产时间可能延后，远兴能源3个装置可能依然分三批投产。按照2023年纯碱新增产能投产节奏，年内纯碱供给释放相对靠后。

2023年新增纯碱产能投产计划

年初预计投产时间	企业	新增产能 (万吨)	工艺	投产地区		备注	实际情况
2023年1月-2月	重庆湘渝盐化	20	联碱法	西南地区	重庆	装置扩产	尚未投产
2023年3月	安徽红四方	20	联碱法	华东地区	合肥	装置扩产	/
2023年5月	江苏德邦	60	联碱法	华东地区	江苏	产能置换，原60增60	市场消息，有推迟的可能
2023年5月	远兴能源一期	500	天然碱法	华北地区	内蒙古 (小苏打40万吨)	1月9日，6月底一期项目工程总体投入运行	可能分三次投产，150万吨（5月）、150万吨（6月）和200万吨（9月）
2023年9月	金山化工	200	联碱法	华北地区	漯河 (小苏打100万吨)		/
2024年上半年	连云港碱业	120	联碱法	华东地区	连云港		/
2025年12月	远兴能源二期	280	天然碱法	华北地区	内蒙古 (小苏打40万吨)		/

2023年浮法玻璃冷修节奏放缓：本周江苏东台中玻特种玻璃有限公司600吨产线投产，上周热修产线恢复，浮法玻璃运行产能环比增加1400t/d，年初至今浮法玻璃运行产能仅净减少850t/d，冷修节奏较2022年下半年明显放缓，主要得益于需求复苏的预期以及浮法玻璃企业盈利环比2022年底有所好转。**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8wt/d，2023年光伏玻璃计划投产规模依然庞大，但行业供应压力有所显现，2022年12月起光伏玻璃盈利能力已转弱，2月光伏玻璃样本企业成品库存环比1月上涨42.12%。今年以来光伏玻璃新产能投放节奏有所放缓，2月尚无新增产线投产。据隆众消息，光伏玻璃仍有多条产线具备点火条件，关注3月实际投产情况。



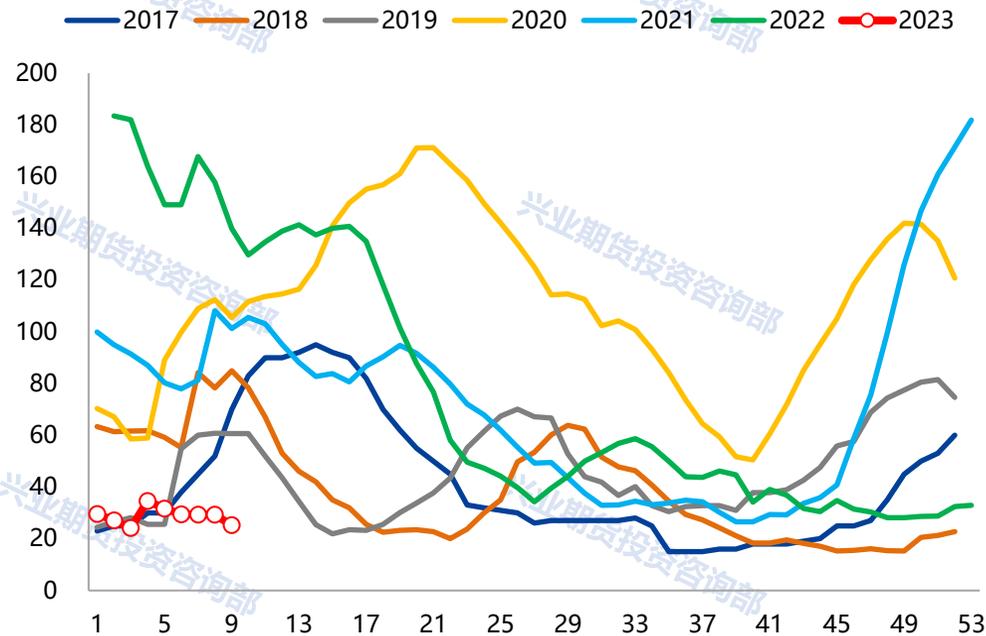
2023年浮法玻璃运行产能变化

复产生产线	地址	日熔量, 吨	时间	新建生产线	地址	日熔量, 吨	时间	冷修	地址	日熔量, 吨	时间	点火时间
东台中玻二线	江苏	600	1月31日	旗滨玻璃	福建漳州	800	1月9日	渝荣玻璃	重庆	300	1月6日	2020年
三峡新型建材	湖北	600	2月6日	玉晶科技	内蒙古	1300	2月3日	/	/	900	1月7日	/
信义玻璃	安徽	500	2月19日	中玻镀膜玻璃	山东	450	2月5日	云腾建材	云南	600	1月12日	2016年12月
信义玻璃	天津	600	2月27日	东台中玻	江苏	600	2月24日	南玻玻璃	湖北咸宁	700	1月30日	2013年6月
								信义江门	广东	950	2月14日	2022年8月
								鑫利玻璃	河北	500	2月16日	2009年5月
								/	/	800	2月21日	/
合计		1200				2700				4750		
净增		-850										

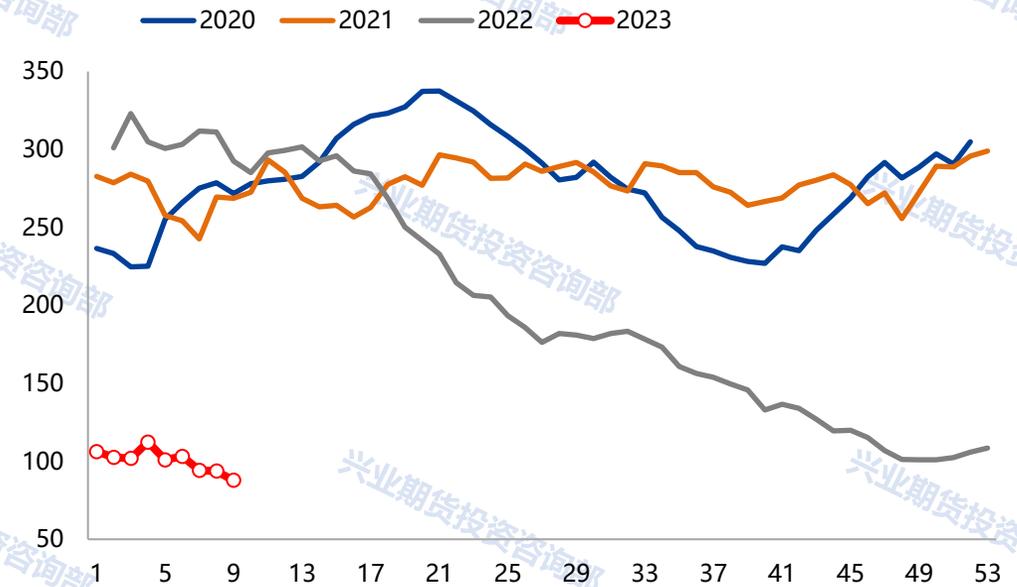
灰色：尚未落实

□ 纯碱各环节库存偏低：（1）生产环节库存：3月3日，纯碱企业库存25.25万吨，环比下降4万吨（-13.68%），轻重同步下降，西北地区去库明显，纯碱企业待发订单小幅增加1天至21天；（2）社会库存：隆众调研，社会库存与上周基本持平；（3）下游库存：浮法玻璃企业纯碱库存在15-16天左右，环比下降约1天；（4）总社库：3月3日，纯碱三环节库存87.86万吨，前值93.77万吨，环比继续下降，且依然显著低于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，低库存格局也将延续。

纯碱企业库存（更新至3.3）



纯碱总库存（更新至3.3）



从微观市场情绪看，2月以来纯碱现货价格涨幅趋缓，主力合约期货价格高位震荡，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，导致现货涨价节奏放缓，压制期货主力合约上行空间。但纯碱装置实际投产仍有不确定，重碱需求稳定，轻碱消费尚未进入旺季，远兴装置全部投产前，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合约短期续涨空间受限，资金推涨动能减弱，但纯碱基本面坚挺，建议纯碱05合约前多配合止盈线继续持有。

纯碱量价指标变化 (2022.11.4-2023.3.3)

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	23/03
现货	华中主流价	2800	2700	2700	2700	2730	2730	2730	2730	2830	2850	2850	2850	3000	3000	3000	3000	3080
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	3,060
	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	0.16
	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	-0.57
	基差	558	344	231	109	32	-36	-142	-54	-69	-149	-273	-280	-100	-2	-29	-9	20
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	2,986
	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	69.87
	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	4.81
	基差	703	481	347	272	150	90	-24	78	90	31	-106	-172	6	101	72	82	94
	3-5价差	145	137	116	163	118	126	118	132	159	180	167	108	106	103	101	91	74
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	2,574
	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	38.69
	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	3.96
	基差	939	760	692	697	555	445	343	426	449	446	460	325	446	436	514	470	506
	5-9价差	236	279	345	425	405	355	367	348	359	415	566	497	440	335	442	388	412



螺纹

RB

01

河北环保限产，短期高炉复产节奏略有放缓

02

电弧炉持续复产，螺纹产量快速增加

03

螺纹已进入去库周期，关注后续去库速度

04

需求季节性回暖，上行高度及速度有待观察

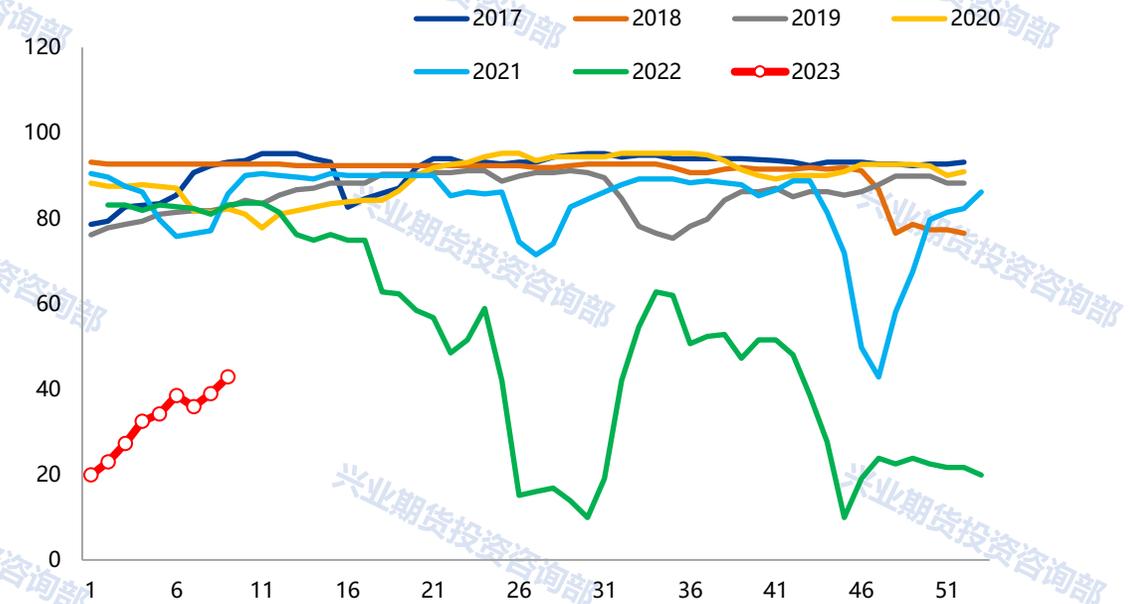
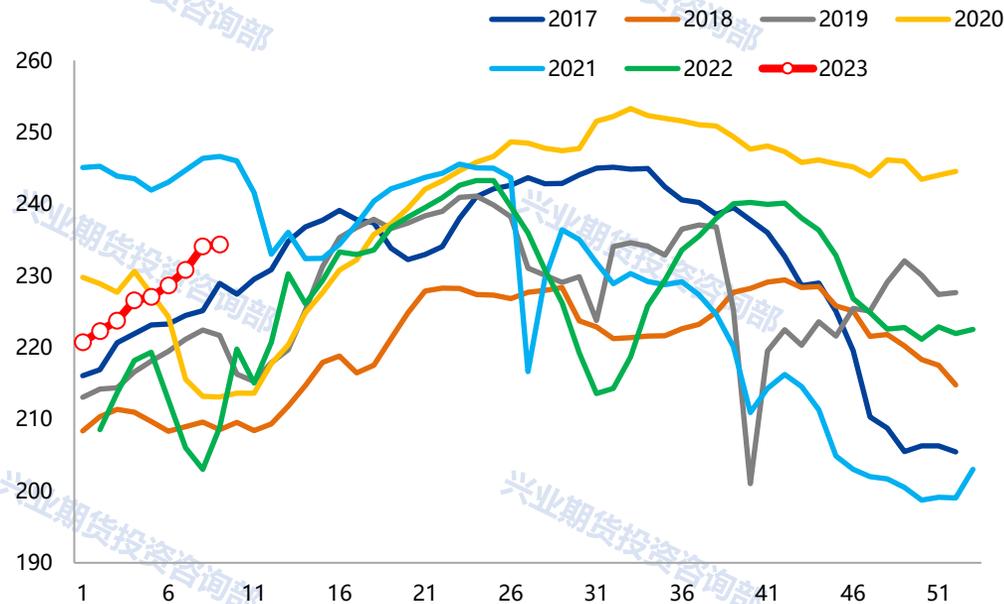
05

预期向好成本有支撑，但上行斜率受供给压力制约

- ❑ **高炉盈利环比改善：**需求环比继续改善，长流程钢厂盈利随之扩大，螺纹钢长流程即期利润50左右，247家样本钢厂盈利比例回升至42.86%。
- ❑ **高炉复产略有放缓：**随着国内钢厂盈利的改善，高炉日均铁水产量继续攀升，本周环比小幅增加0.26万吨至234.36万吨，同比增加14.6万吨/天。钢联统计，3月份共有12座高炉计划复产，涉及产能4.1万吨/天，3座高炉计划停检修，涉及产能1万吨/天，预计3月日均铁水产量将环比提高6.4万吨/天至238.5万吨/天。不过，本周两会召开，唐山邯郸重启环保限产，回顾过去两会期间，2019年唐山限产日均影响6.4万吨（-1.4%），2021年日均影响4.5万吨（-3.7%），2022年日均影响4.7万吨（-3.7%），综合考虑铁水产量基数、和限产强度，预计将影响日均铁水产量2万吨左右，影响短期高炉复产的节奏。从品种上来看，唐山邯郸限产影响多体现在板带材上，对建筑钢材影响相对有限。

247家样本钢厂日均铁水产量（更新至3.3）

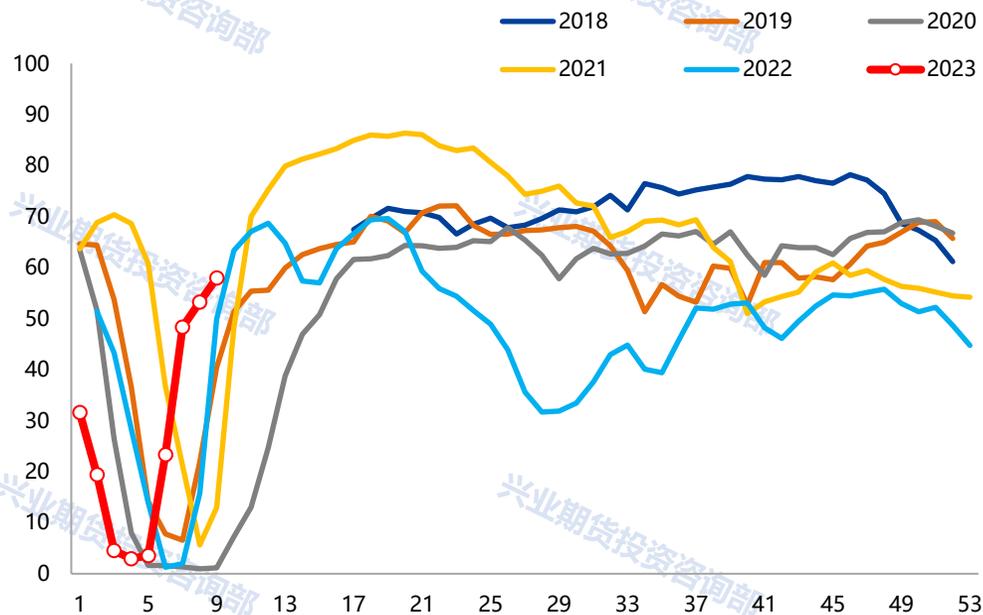
247家样本钢厂盈利比例（更新至3.3）



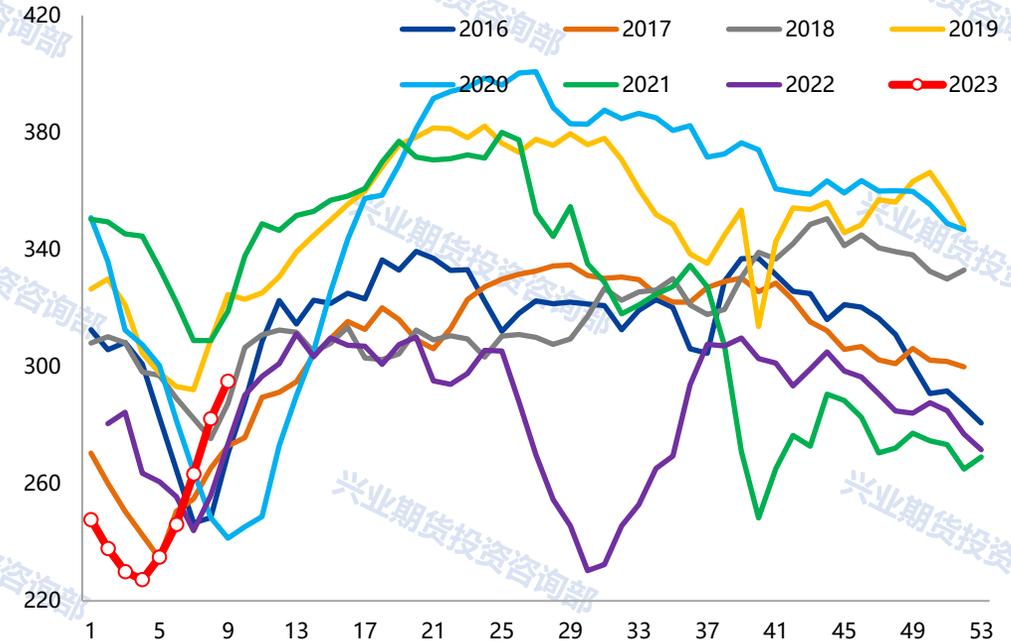
电弧炉延续复产趋势：随着下游需求的好转，钢厂盈利的改善，以及市场对需求复苏的期待，钢厂生产积极性尚可。据富宝估算，本周电炉平电利润开始逐步转正，截至周四，华东（江苏）平电即期利润32元/吨，华东（福建）平电即期利润65元/吨。本周，富宝49家独立电炉企业废钢日耗量环比增1.87万吨至8.9万吨，钢联87家独立电弧炉企业产能利用率进一步提升4.7个百分点至57.94%。后续关注废钢到货与日耗回升节奏的匹配。

螺纹产量快速回升：螺纹产量环比回升4.56%至295.03万吨，其中，短流程产量环比增11.9%，长流程产量环比增3.5%。如果短期钢价继续大幅上涨，可能将刺激产量进一步释放，进而影响后续去库斜率，并考验下游刚需恢复速度和高度。

87家独立电弧炉企业产能利用率（更新至3.3）

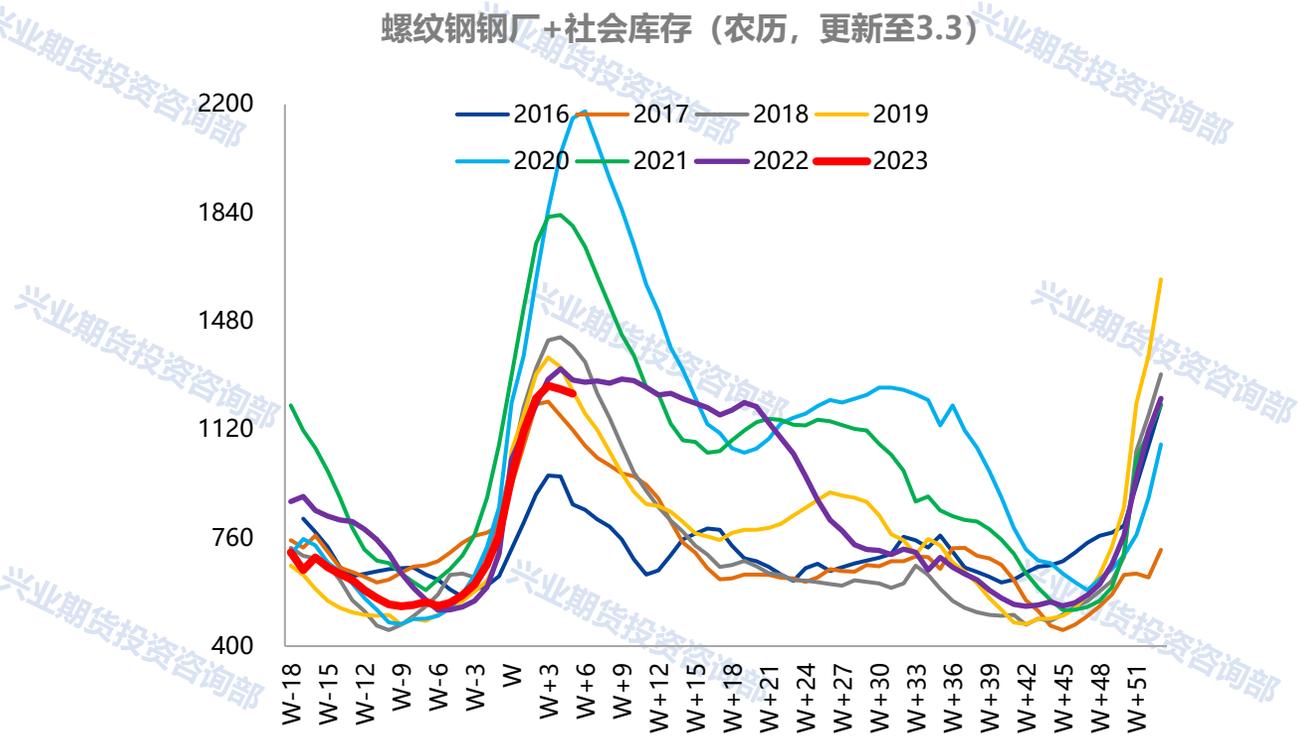
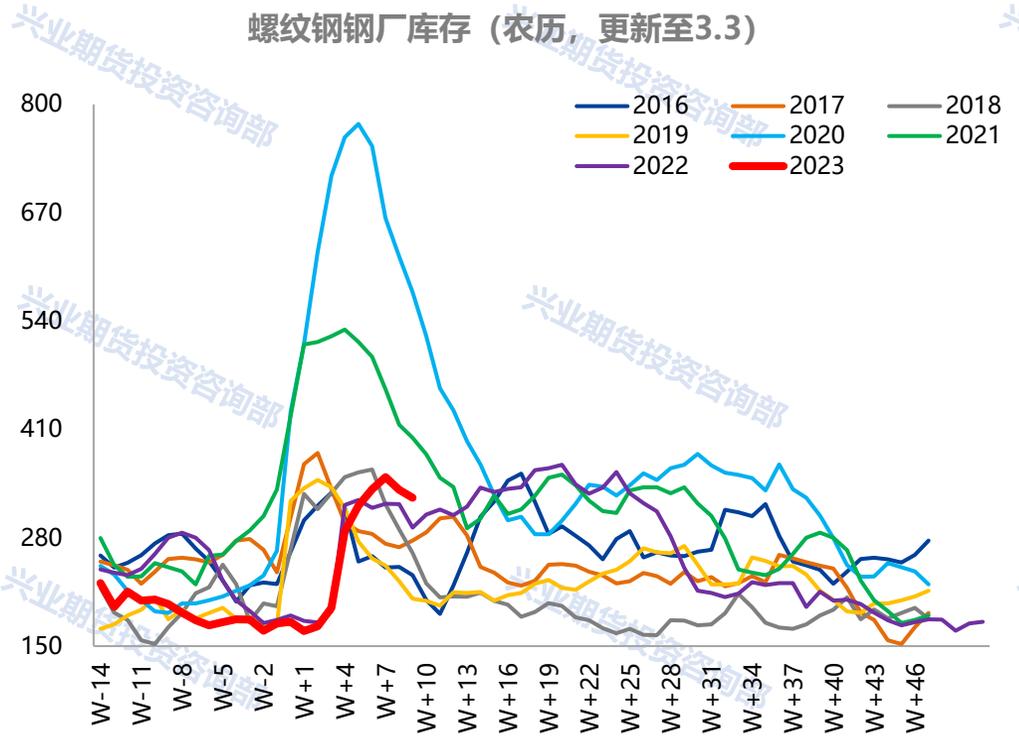


螺纹钢周度产量快速回升（更新至3.3）



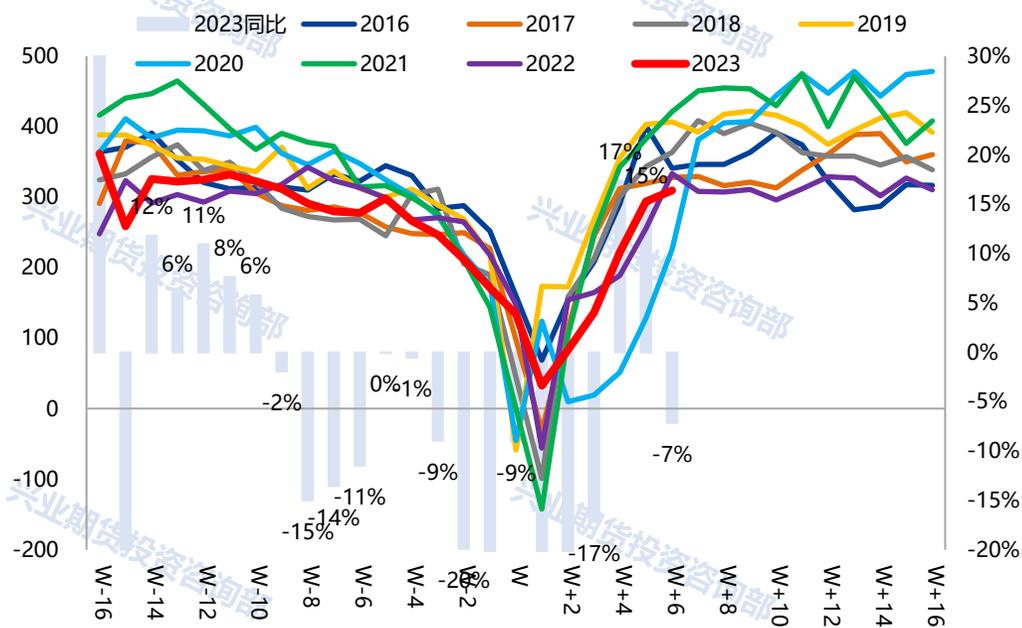
▣ 螺纹已进入去库阶段：截至3月3日，螺纹钢总库存（钢厂+社会库存）周环比降1.15%至1238.88万吨，同比下降6.2%，其中钢厂库存环比下降2.78%，社会库存环比转降0.54%，钢厂及社会库存双降，且整体库存压力较为可控。

▣ 不过，由于产量增长较快，螺纹去库速度相对偏缓，且北方地区因需求启动较慢，库存压力高于南方地区。后续仍需关注螺纹供给释放、需求恢复的速度，以及去库的斜率。

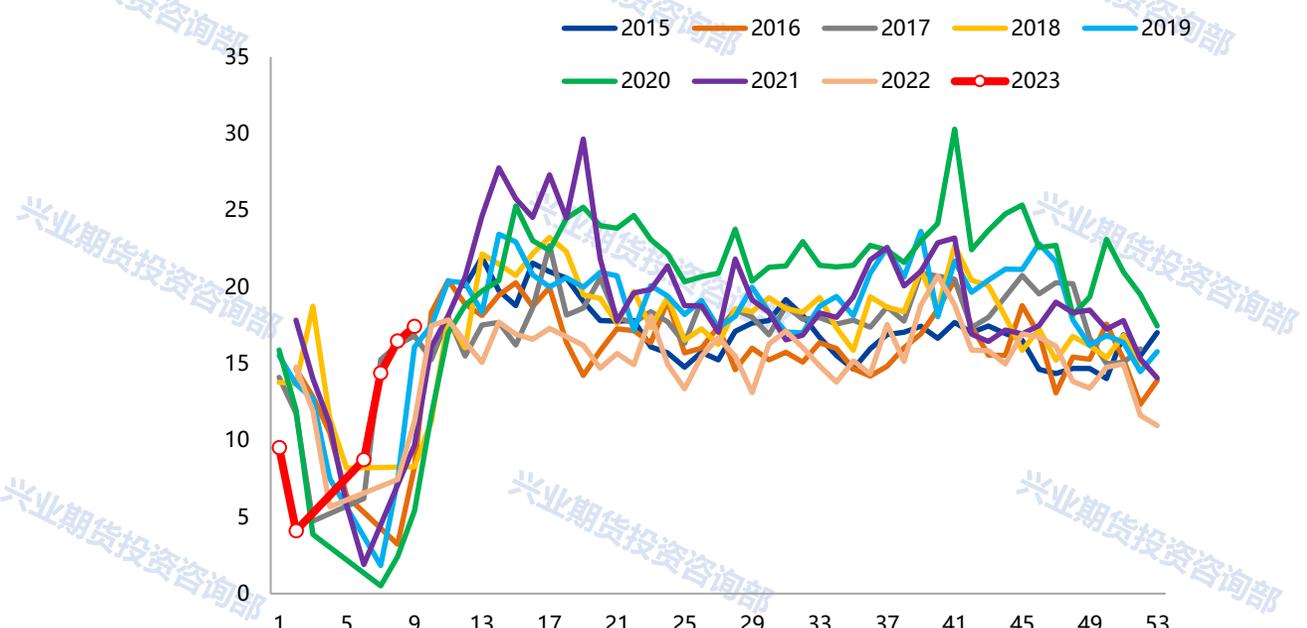


- 本周钢联样本，主流贸易商建筑钢材成交周均值约17.42万吨，环比增加5.8%，仅略低于2022年农历同期2.4%，但高于其余年份农历同期；螺纹钢周度表观消费量小幅增至303.39万吨，环比增5.35%，农历同比下降约7%。
- 从近期现货成交数据看，投机需求较为活跃，终端刚需释放的程度以及持续还有待验证。

螺纹钢周度表观消费量（农历，W春节，更新至3.3）

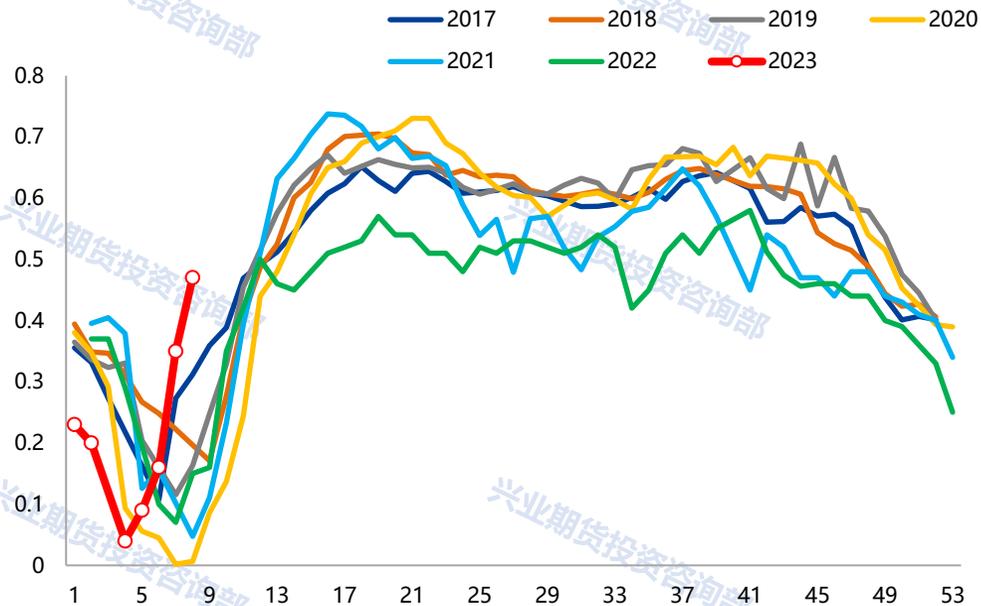


主流贸易商建筑钢材成交周均值（更新至3.3）



- 目前地产销售端回暖较为明显，但房企资金问题尚未完全解决，房企主动加杠杆意愿和能力均受限，地产前端拿地和开工依然存在约束。节后水泥磨机开工率及出货率呈现季节性回升趋势，但后续上升高度及速度，仍有待观察。
- 基建投资作为稳增长的重要手段，今年有望延续高增，考虑各地新增地方政府专项债提前批已下达，1-2月累计新增地方政府专项债8269.37亿元，小幅低于2022年同期506亿元，基建投资可能将延续前置发力的节奏，有望对冲地产前端投资改善节奏相对缓慢的影响。

水泥磨机开工率（更新至2.24）



重交沥青开工率（更新至3.3）



■ 黑色金属品种策略（螺纹）：预期向好成本有支撑，但上行斜率受供给压力制约

■ 综上所述，今年国内经济复苏的趋势已基本明确，经济端利多信号逐步显现。地产销售已现复苏迹象，但受限于房企加杠杆的能力和意愿，地产前端投资回暖可能仍需一段时间，存量项目施工可能是上半年地产用钢的主体，基建投资发力前置，各省市提前批专项债已陆续下达，有利于支撑上半年基建用钢需求。节后螺纹价格陆续上涨，钢厂盈利环比改善，生产积极性尚可，导致螺纹周产量回升较快。虽然钢厂复产阶段，原料价格普遍坚挺，对螺纹价格存在成本推涨的作用。但如果螺纹价格短期过快上涨，也极易引发供给压力快速积累，拖累螺纹库存。本周螺纹钢产量回升较快，对比农历同期，螺纹去库速度相对较慢。因此，3月份，螺纹处于供需双增的阶段，成本支持有效，需求复苏预期尚存，价格上行动能依然存在，但上行斜率可能会受制于供给释放的潜在压力。建议前多继续耐心持有，继续密切关注两会释放的宏观政策信号，以及终端需求回升的节奏。



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

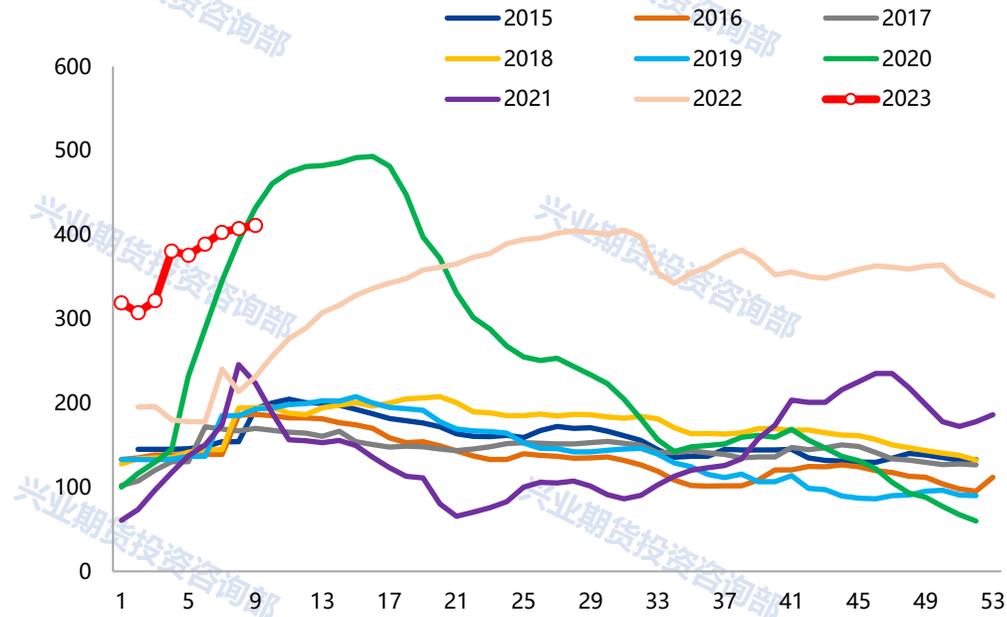
03

浮法玻璃多空分歧加大，前多谨慎轻仓持有

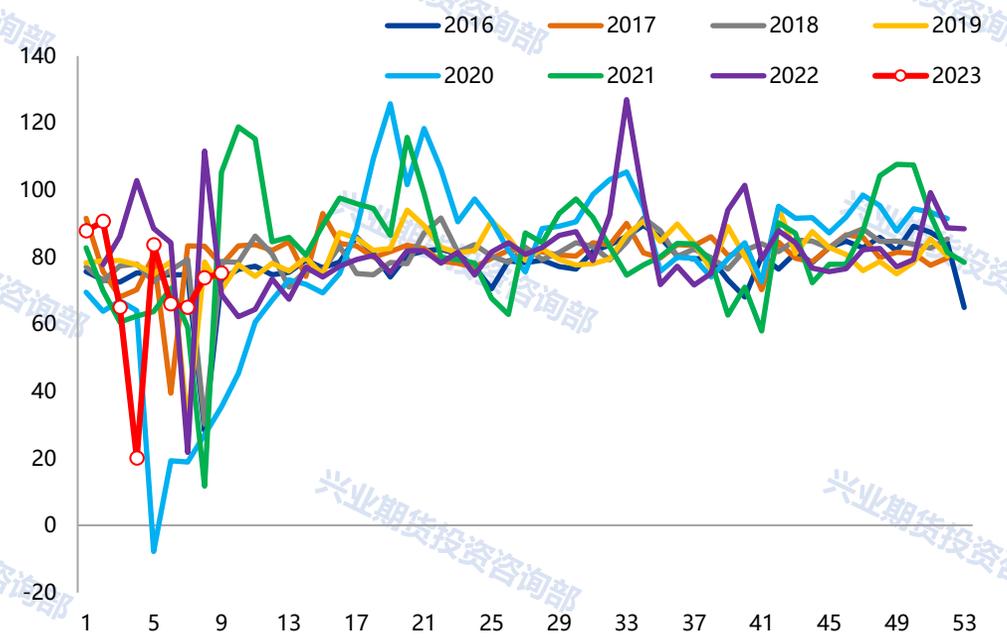
▣ 浮法玻璃下游需求陆续恢复：隆众样本，浮法玻璃出库量（产量-Δ库存）环比小幅增75.24万吨，环比增1.43万吨，综合产销率86%，较上周略增加8个百分点。截至2月底，深加工企业订单天数12.2天，较上周增加0.8天。终端房地产方面，房贷利率继续下行，商品房成交延续回升趋势，30大中城市成交面积同比增长，已回到2016和2018年同期水平，18个主要城市二手房同比增幅继续扩大，仅低于2015年同期。在各类地产宽松政策的扶持下，国内房地产小周期环比修复的预期依然存在。

▣ 高库存压力依然存在：本周浮法玻璃企业库存增至8223.7万重箱，环比+0.92%，同比+60.8%，按照当前出库水平，即使不不再入库，也需要1.5个月消化。

浮法玻璃企业库存 (更新至3.3)

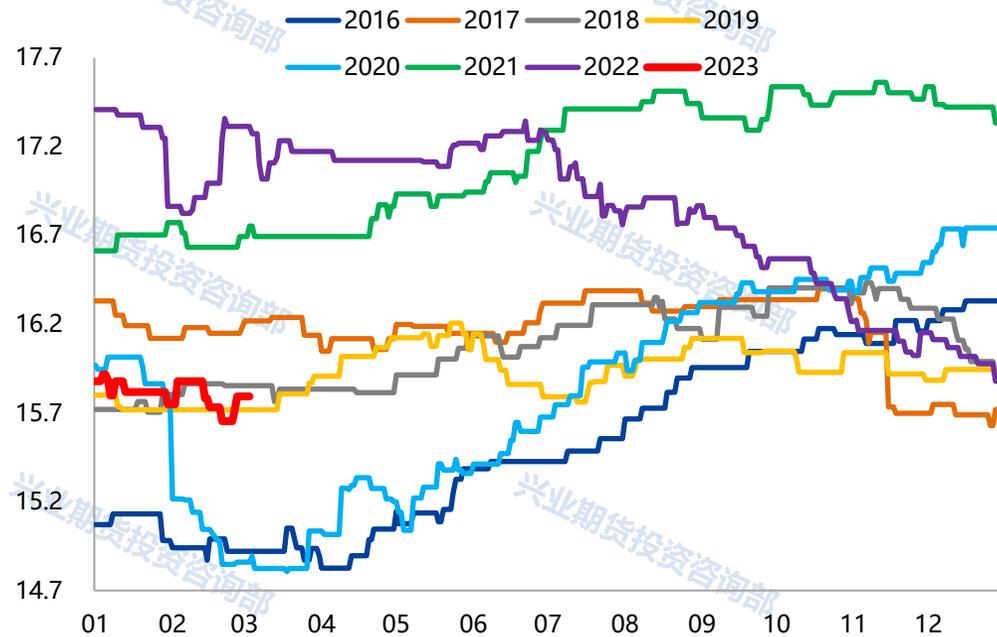


浮法玻璃出库量 (更新至3.3)

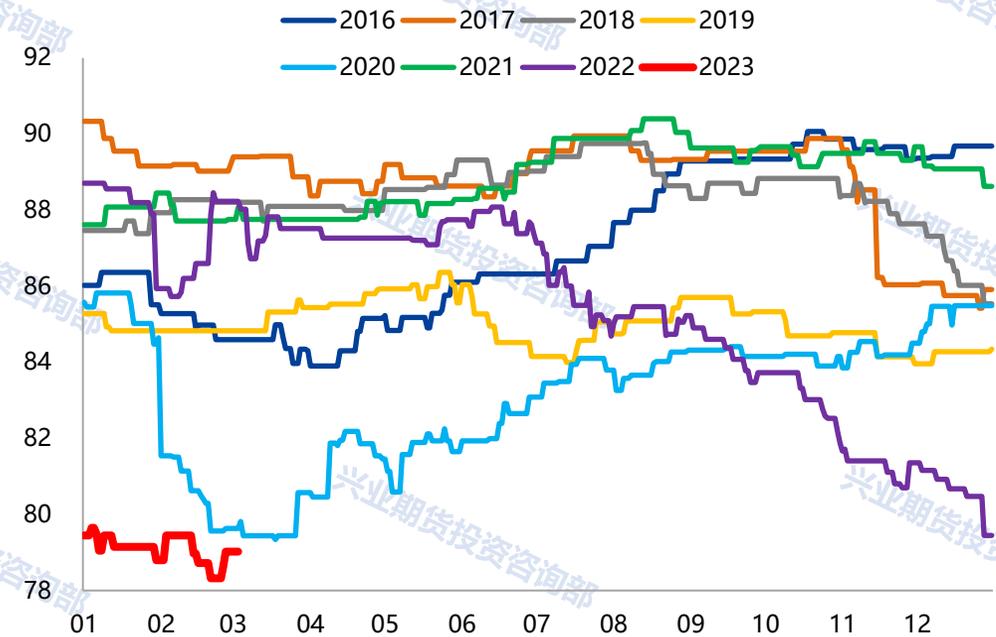


- 截至3月3日，浮法玻璃行业开工率为78.48%（周环比+0.33%）；浮法玻璃行业产能利用率为79.02%（周环比+0.7%），本周1条产线复产，前期热修产线恢复正常生产，运行产能增加1400t/d至1.579wt/d。
- 据隆众消息，下周1条浮法玻璃产线计划复产，日熔量1000t/d，1条浮法产线计划放水冷修，日熔量600t/d，供给先升后降。

浮法玻璃运行产能（日，更新至3.3）



浮法玻璃产能利用率（日，更新至3.3）

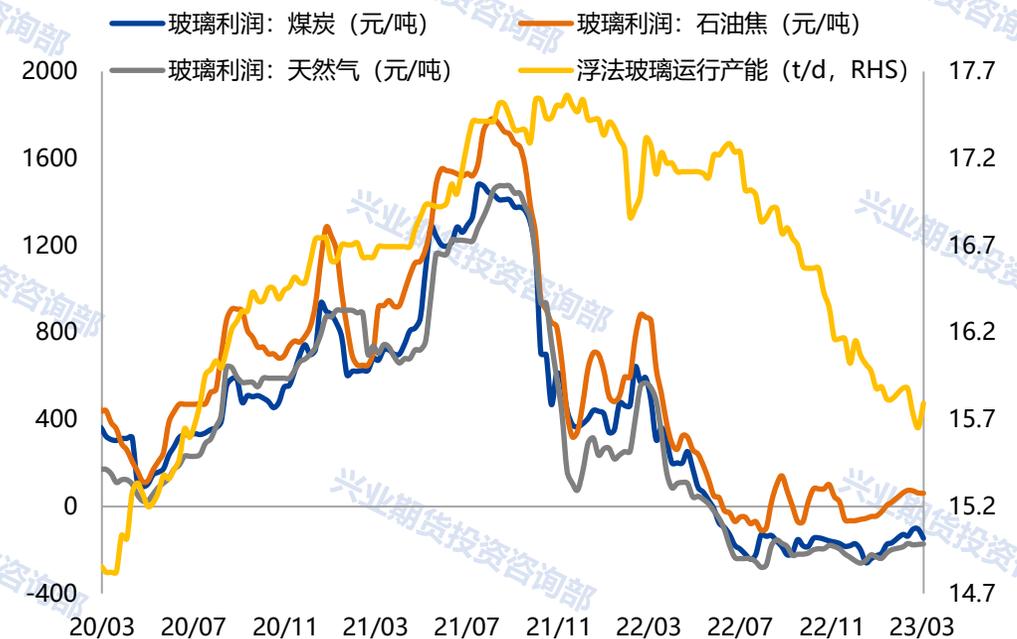


□ 今年以来，浮法玻璃冷修产能合计4750t/d，但复产及新建产能投产合计3900t/d，运行产能净减少仅850t/d，产能收缩速度较2022年下半年有明显的放缓。主要原因在于今年煤炭等能源价格重心有所下移，浮法玻璃企业利润较去年底有所改善。截至本周五，隆众数据，煤制浮法玻璃亏损146，环比回落42，石油焦制玻璃盈利61，环比微降1，天然气制浮法玻璃亏损172，环比收窄2，多数浮法玻璃企业尚未亏损至现金流，叠加需求复苏预期，玻璃企业主动减产意愿减弱。可能增加需求回归前的累库压力和回归后的去库压力。

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
信义玻璃	天津	600	2月27日	南玻玻璃	湖北	700	1月30日
合计		1200		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	2月24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		3900		净增		-850	

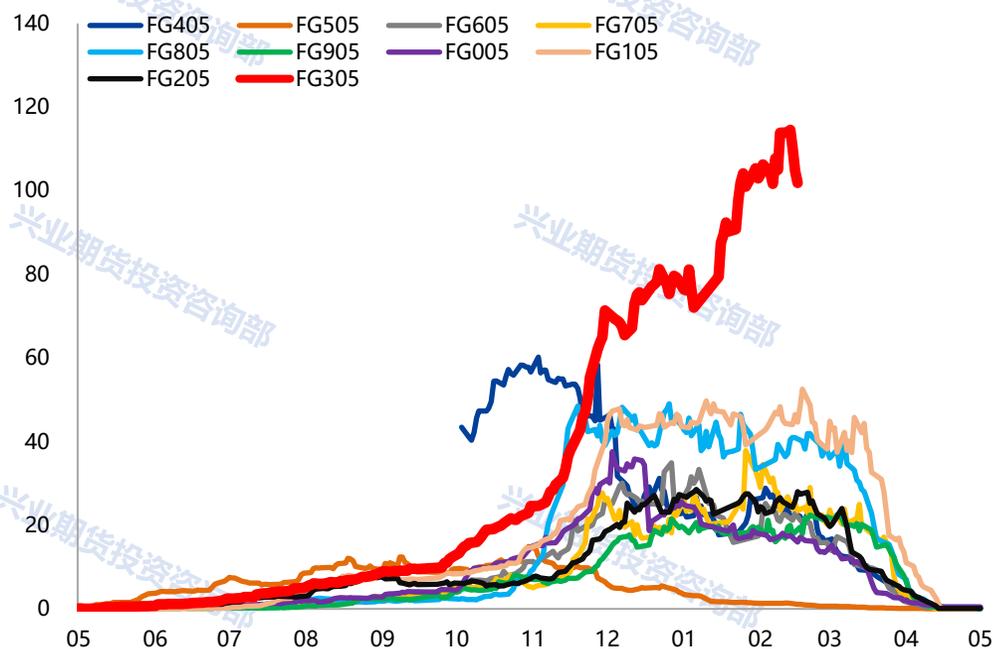
浮法玻璃利润（更新至3.3）



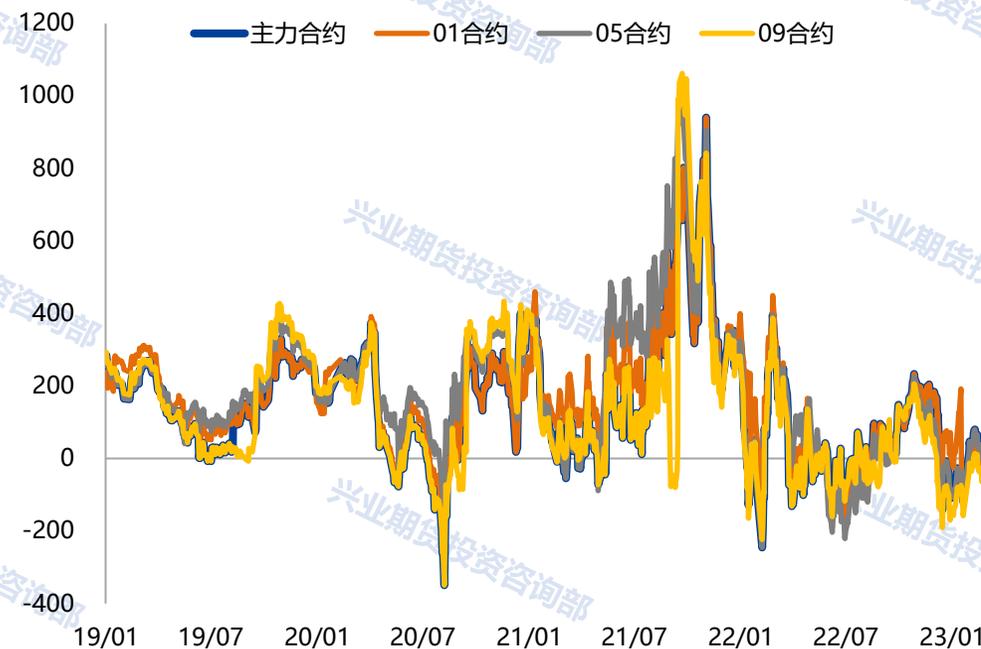
从微观指标看，浮法玻璃05合约持仓大幅下降，但持仓绝对值依然处于高位，市场多空分歧较强。一方面，基本面尚未出现明显改善迹象，主力合约收盘价较沙河地区交割品基差又处于低位，另一方面，国内经济复苏，地产小周期环比改善的预期又尚未被证伪。

在此情况下，建议玻璃前多配合止损谨慎持有，继续密切关注下游需求，尤其是地产，周期复苏的节奏和高度。

玻璃05合约持仓量 (更新至3.3)



玻璃基差 (沙河最低交割品, 更新至3.3)





棕榈油

P

01

大豆减产支撑油脂板块，天气影响仍需警惕

02

印度取消毛葵花籽油免税进口，需求存增量

03

国内库存回落迹象明显，去库预期强化

04

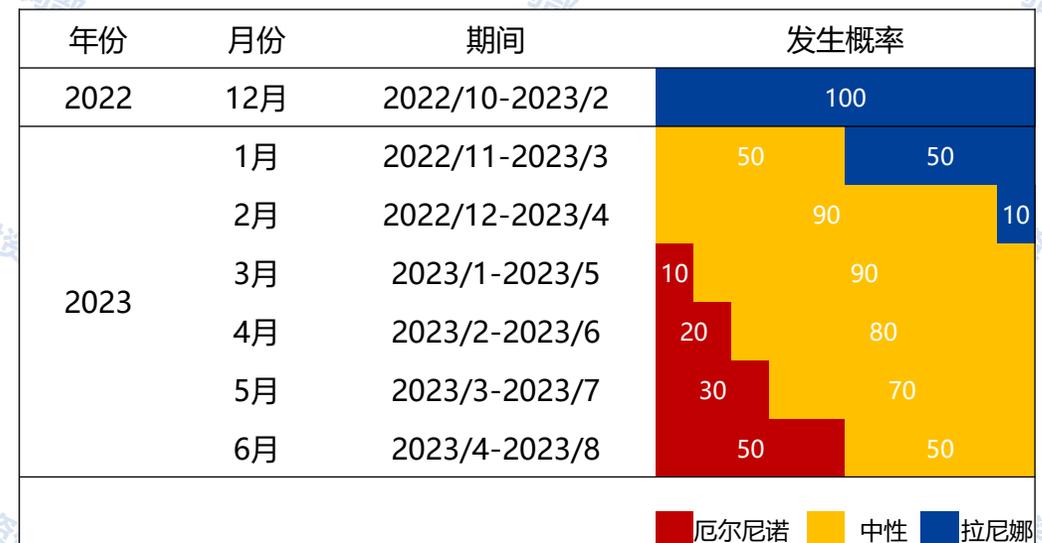
绝对与相对价格均处低位，棕榈油多头安全边际较高

- ▣ 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。

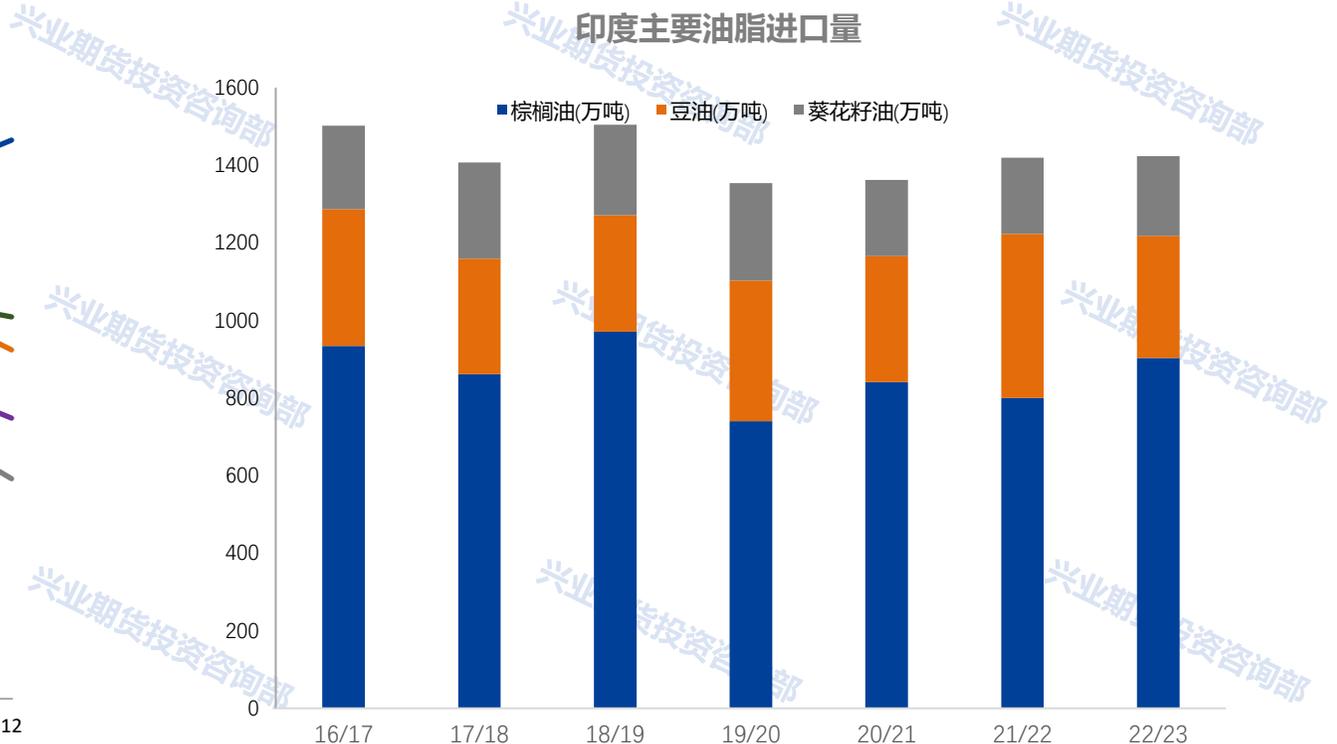
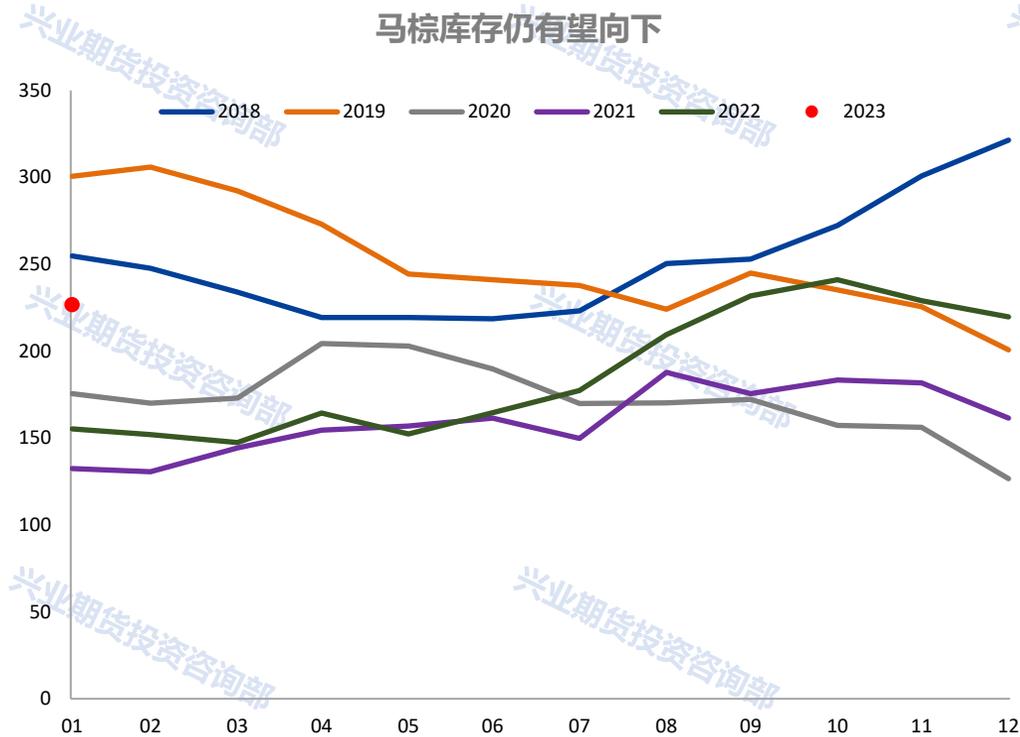
USDA大豆数据

	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

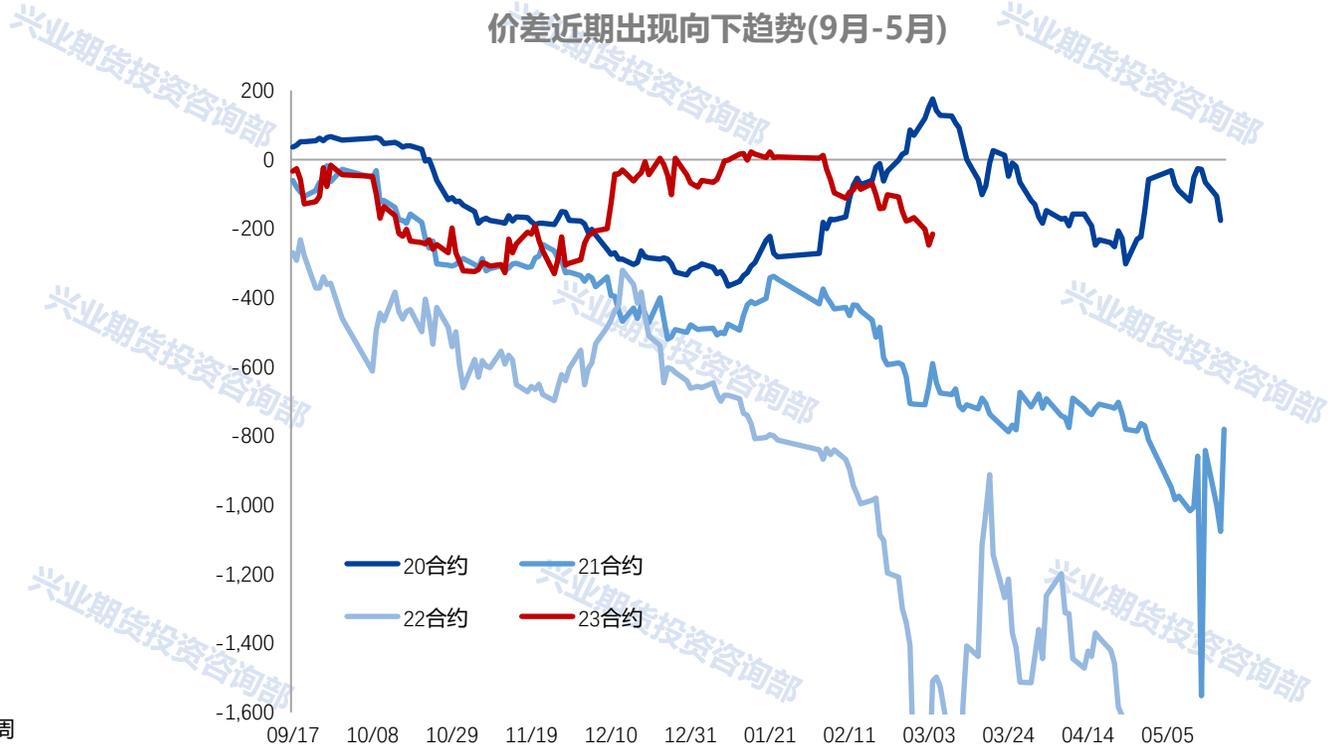
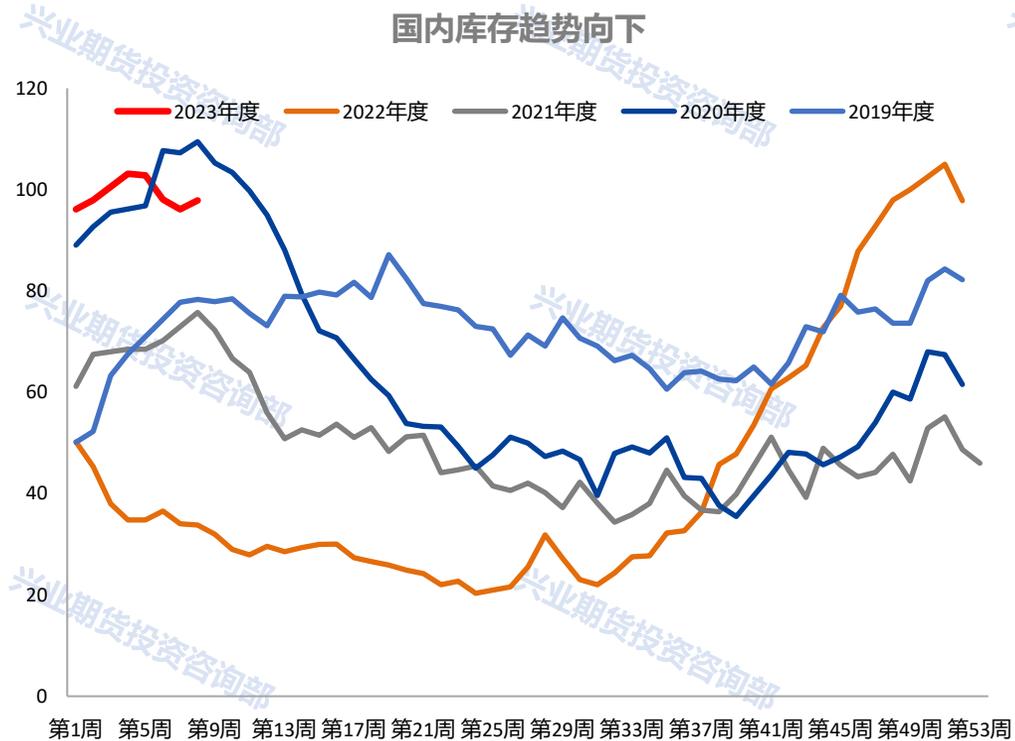
厄尔尼诺发生概率提高



- ❑ 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，且从季节性特征来看，1季度库存大概率出现回落。
- ❑ 印度政府宣布将从4月1日起取消毛葵花籽油的免税进口配额，此前对毛豆油的免税配额也已经取消。两者共取消了400万吨免税配额，或刺激印度进口转向棕榈油，此外印度斋月节将至，也将有利于国际市场棕榈油去库。



- 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。
- 从价差结构来看，目前国内5-9合约价差和马棕5-9盘面价差均出现向下趋势，市场对未来去库预期不断在强化。



□ 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

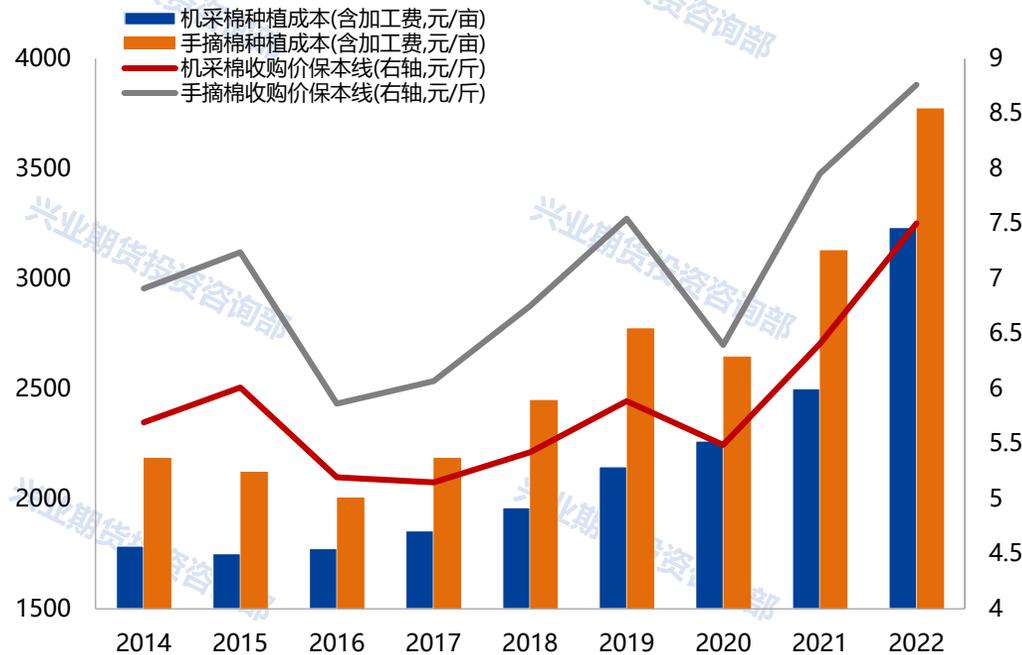
农户种植成本高企，市场普遍预期新年度植棉面积下降

02

市场情绪明显改善，各地区纱厂开机率均高位维持

- 2014年以来新疆植棉总成本呈现逐年上涨趋势，2022年接近4000元/亩；因此农户植棉收购价保本线也直线上升。对于农户而言，目前的棉花补贴可能很难维持收益，投入与产出总不成正比或导致改种其他品种。
- 据棉花信息网调研数据显示，新年度48%的农户植棉意向面积较去年持平，34%的农户表示将减少植棉面积。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。

2014年以来疆棉种植成本逐年走高

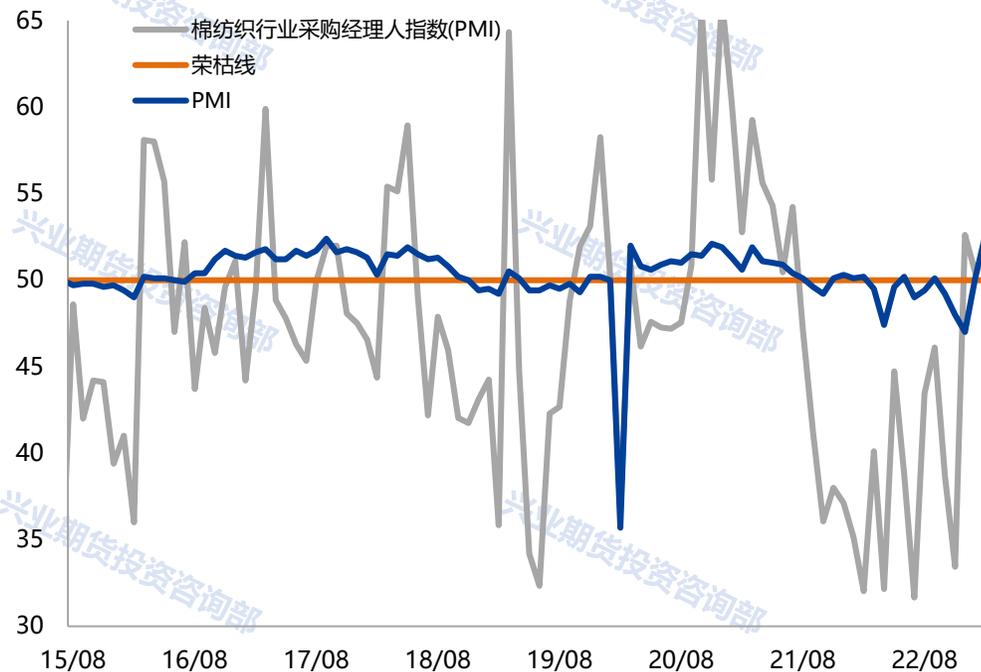


2023年新疆植棉面积将下降

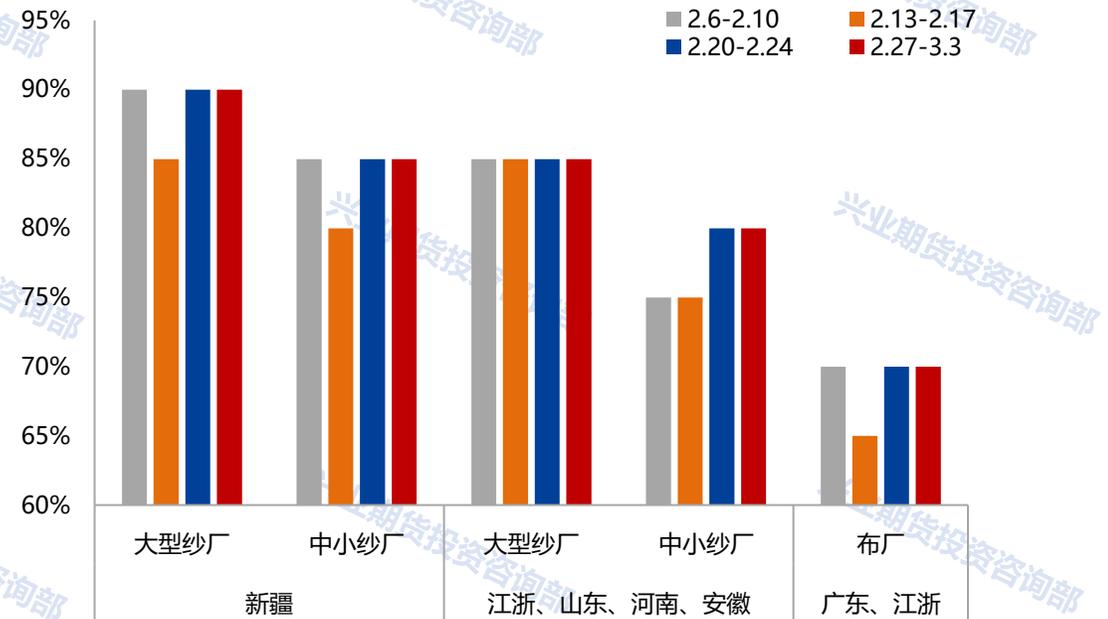
	2023面积 (万亩)	较上年变化	2023产量 (万吨)	较上年变化
新疆	3636	-1.6%	567.2	-5.8%
甘肃	34.5	0.0%	3.6	0.0%
山东	161.5	-4.4%	13.9	-4.8%
河北	170.5	-4.7%	15.3	-12.6%
河南	34.5	-4.4%	2.9	-3.3%
湖北	56.8	-10.0%	3.9	-11.4%
安徽	37.7	-8.3%	2.6	-10.3%
湖南	32.2	0.0%	2.4	0.0%
江苏	10.1	-16.5%	0.8	-11.1%
内地合计	571	-5.2%	48.1	-7.9%
全国合计	4207	-2.2%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

- 国内2月制造业PMI全面好转，较1月上升2.5个百分点至52.6%，新订单、生产、从业人员、经营预期等均超过50%荣枯线，可见国内经济有力复苏，市场情绪明显改善。
- 目前纺织市场内销订单恢复强于外销，家纺订单火爆，企业多对内销持乐观盼望；新疆及河南地区的大型纱厂平均开机在90%左右，各地区纱厂的开机率均高位维持。
- 总体而言，棉花需求端反弹空间较大，建议多头策略耐心持有。

2月PMI超预期恢复，市场情绪乐观



各地区纱厂开机率均高位维持 (2.27-3.3)



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