



官方微信



官方APP

2023年3月宏观经济形势展望及品种策略建议：

基本面核心驱涨因素未转向，持有低估值品种多头、应对情绪面扰动

上海 2023.3.12

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) 政策力度保持克制, 经济目标完成难度不大; (2) 财政支出维持积极取向, 全年基建投资增速可达到9.4%; (3) 经济复苏信号逐渐增多, 不宜低估国内经济修复动能; (4) 宽信用与经济复苏有望共振, 利多国内定价风险资产。

□ **国外经济:** (1) 美国加息预期上修, 市场短期扰动增多; (2) 本轮加息周期结束后, 美国经济实现软着陆的概率低; (3) 短期扰动不改美国衰退以及结束加息的大方向。

□ **微观映射:** 高估值品种明显滞涨, 建议以低估值多头为主, 新增少量空头头寸对冲, 降低组合收益率波动风险。

□ 中观面驱动因素要点:

期货策略:

(1) 十年期国债 (卖出T2306, 单边, 持有): 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, 经济基本面存自发修复可能。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IF2304, 单边, 移仓): 国内主要经济指标持续改善, 宽信用进程逐步明朗, 利于业绩端推涨预期的强化; 美联储紧缩加码预期的负面扰动加重, 但从基本面看, 内强外弱的大趋势难改, A股整体将延续独立上行格局, 对外资依旧具备潜在的吸引力; 考虑盈利、估值、及风格兼容性, 当前阶段沪深300期指仍是最佳多头标的。

(3) 沪镍 (卖出NI2305, 单边, 新增): 精炼镍产能增量逐渐明晰, 需求复苏不及预期, 供需过剩幅度或将明显扩大, 中线供需偏空。从金融属性看, 短期美元走强对镍价存负面拖累。叠加目前沪镍悲观情绪较重, 在显性库存处于低位的情况下, 镍相比其他有色金属跌幅依旧显著, 仍存续跌空间。

□ 中观面驱动因素要点:

期货策略:

(4) 沪胶 (买出RU2305, 单边, 持有): 乘用车消费刺激力度加码兑现, 重卡市场有望接棒贡献天胶需求增量, 而国内产区停割叠加海外进口回落, 供应收紧支撑橡胶下方价格, 低估值沪胶多头策略盈亏比更优。

(5) PVC (买入V2305, 单边, 持有): 检修装置逐步增多, 生产企业库存率先下降, 供应利空有望缓解。PVC下游开工率稳步回升, 基建投资高速增长背景下, 建材需求预期良好。供应过剩矛盾趋于缓和, 回调不改上涨趋势, 建议多单耐心持有。

(6) 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, 浮法玻璃产能平稳运行, 轻碱需求尚处于淡季, 纯碱短期续涨空间受限, 多单配合止盈线持有。

(7) 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, 库存加速下降, 成本支撑较强, 但上行斜率受潜在供给压力制约, 螺纹震荡偏强, 前多轻仓持有。

(8) 玻璃 (买入FG305, 单边, 持有): 虽然冷修节奏放缓, 但浮法玻璃实际产能较2022年同期已大幅收缩, 需求改善预期依然存在, 浮法玻璃库存开始转降, 市场多空分歧减弱, 05合约持仓连续下降, 玻璃05合约前多配合止损线轻仓耐心持有。

(9) 棕榈油 (买入P2305, 单边, 止损后新增): 最新马来西亚产量与库存双降, 减产季下供给难有增量。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。

(10) 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

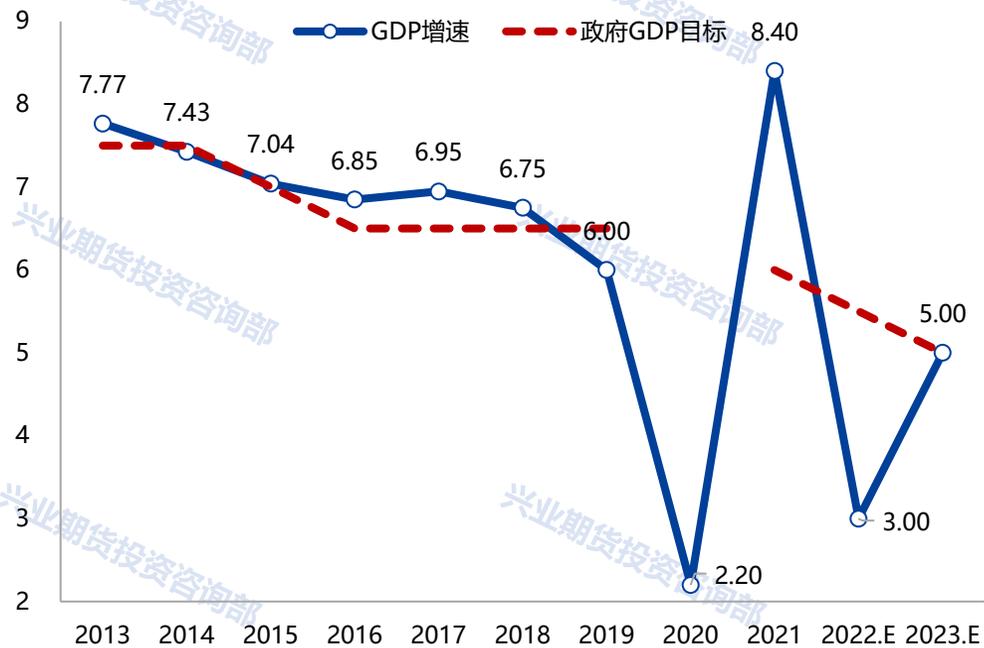
国内：政策力度保持克制，经济复苏信号增多

02

国外：美国衰退和加息结束不可避免，但短期扰动增多

2023年，疫情影响消退，政府工作重心回归稳增长、保就业，根据两会《政府工作报告》，今年的经济社会发展核心目标安排如下：实现经济增长5%左右，新增城镇就业1200万人左右，城镇失业率5.5%左右，CPI涨幅3%左右。经济增长目标并未超过地方两会目标加权之和，就业目标提升，力争缓和高校毕业生、农民工等关键群体就业压力。虽然外需退坡，但国内消费有望修复，地产拖累减弱，基建继续发挥托底，实现上述目标的概率较大。因此政府工作报告中宏观政策力度总体保持克制，货币政策延续“精准有力”的定调，财政政策保持积极，继续为经济复苏保驾护航，但也未超出市场预期。

2023年经济增长目标安排在5%



2023年政府工作报告目标及政策力度均保持克制

分类	明细	2019	2020	2021	2022	2023
经济社会发展主要预期目标	GDP增速	6%-6.5%	未设置具体目标	6%以上	5.5%左右	5%左右
	CPI增速	3%左右	3.5%左右	3%左右	3%左右	3%左右
	城镇新增就业	1100万人以上	900万人以上	1100万人以上	1100万人以上	1200万人左右
	城镇调查失业率	5.5%左右	6%左右	5.5%左右	5.5%左右	5.5%左右
财政政策	定调	积极的财政政策要 加力提效	积极的财政政策要 更加积极有为	积极的财政政策要 提质增效、更可持续	提升 积极的财政政策 效能	积极的财政政策要 加力提效
	财政赤字	2.76万亿	3.76万亿 1万亿特别国债	3.57万亿	3.37万亿	3.88万亿
	赤字率	2.80%	3.6%以上	3.2%左右	2.8%左右	3%
	地方政府专项债	2.15万亿	3.75万亿	3.65万亿	3.65万亿+0.5万亿结余额	3.8万亿
货币政策	减税降费	全年减轻企业税收和社保缴费负担 近2万亿	新增减税降费约 5000亿元 ，预计全年为企业新增减负 超过2.5万亿	继续执行制度性减税政策 ，实施新的结构性减税举措，对冲部分政策调整带来的影响	减税降费力度只增不减 ，预计全年退税减税约 2.5万亿	完善税费优惠政策，对现行减税降费、退税缓税等措施， 该延续的延续，该优化的优化
	定调	稳健的货币政策要 松紧适度	稳健的货币政策要 更加灵活适度	稳健的货币政策要 灵活精准、合理适度	加大 稳健的货币政策 实施力度	稳健的货币政策要 精准有力
	M2和社融	广义货币M2和社会融资规模增速要与 国内生产总值名义增速相匹配	引导广义货币供应量和社会融资规模增速 明显高于去年	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	扩大新增贷款规模 ，保持货币供应量和社会融资规模与 名义经济增速基本匹配	广义货币供应量和 社会融资规模增速与名义经济增速基本匹配

国内经济：财政支出维持积极取向，全年基建投资增速可达到9.4%

□ 稳增长诉求下，2023年广义财政预算支出强度有所提升，预算报告草案安排同比增长5.9%，较2022年提高2.8个百分点，其中一般公共预算支出安排同比增长5.6%，政府性基金支出安排同比增长6.7%。财政收入改善预期、中央主动加杠杆、以及财政“余粮”对财政支出形成支撑，使得预算案的广义财政赤字率小幅扩张至6.6%，较2022年实际广义财政赤字率还提高0.2个百分点。考虑到疫情期间财政存量资金消耗较多，政策性金融债等财政补充工具仍将继续发挥协同作用。结构上，财政支出政策对基建的扶持力度依然较强，其中一般公共预算支出中，基建类支出同比增长3.6%，较2022年提高近2个百分点，政府性基金支出也加大对基建投资类项目支持，1-2月新增地方政府专项债超7成投向基建类项目，专项债用作资本金重点投向交通建设类项目。节奏上，财政支出将保持前置发力，并加快实物工作量落地。调整后，预计全年基建投资增速可达到9.4%。

财政收支平衡资金来源

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

根据政府工作报告调整后，基建投资增速预估

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

国内经济：财政支出维持积极取向，全年基建投资增速可达到9.4% (2)

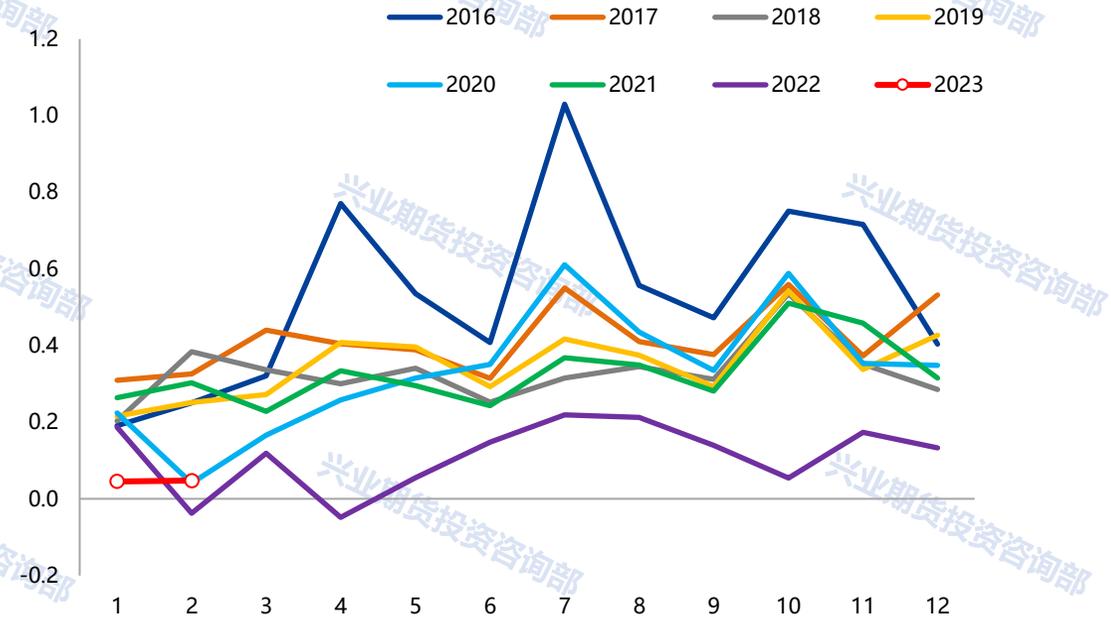
四本账	预算/决算	收支	单位	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
公共财政	预算数	收入	亿元	157,200	168,630	183,177	192,500	180,270	197,650	210,140	217,300
		支出	亿元	180,715	194,863	209,830	235,244	247,850	250,120	267,125	275,130
	决算数	收入	亿元	159,552	172,567	183,352	190,382	182,895	202,539	203,703	
		支出	亿元	187,841	203,330	220,906	238,874	245,588	246,322	260,609	
政府性基金	预算数	收入	万亿	37,174	47,175	64,165	77,948	81,446	94,527	98,637	78,170
		支出	万亿	41,422	55,473	78,049	99,802	126,124	131,266	138,991	117,963
		收支差额	万亿	4,248	8,299	13,884	21,854	44,678	36,739	40,355	39,793
	决算数	收入	万亿	46,643	61,480	75,479	84,518	93,491	98,024	77,879	
		支出	万亿	46,878	60,969	80,562	91,648	118,058	113,390	110,583	
		收支差额	万亿	235	-511	5,083	7,130	24,567	15,366	32,704	
国有资本经营	预算数	收入	万亿	2294.7	2338.3	2837.66	3365.84	3638.26	3877.05	5128.08	5358.4
		支出	万亿	2259.05	1961.33	2273.58	2400.85	2614.92	2647.85	3520.19	3468.81
		收支差额	万亿	-36	-377	-564	-965	-1,023	-1,229	-1,608	-1,890
	决算数	收入	万亿	2,609	2,581	2,906	3,972	4,775	5,170	5,689	
		支出	万亿	2,155	2,015	2,153	2,295	2,556	2,625	3,395	
		收支差额	万亿	-453	-566	-753	-1,676	-2,218	-2,546	-2,293	
社会保险基金	预算数	收入	万亿	47,144	51,787	68,093	79,678	77,287	89,181	100,274	109,357
		支出	万亿	43,547	48,451	64,542	74,252	82,284	86,413	92,413	98,008
		收支差额	万亿	-3,598	-3,336	-3,551	-5,425	4,997	-2,768	-7,861	-11,348
	决算数	收入	万亿	50,112	58,438	79,003	83,152	75,864	96,877	101,523	
		支出	万亿	43,605	48,653	67,381	74,741	78,372	86,694	91,453	
		收支差额	万亿	-6,508	-9,785	-11,622	-8,411	2,509	-10,183	-10,070	
赤字	预算数	公共收支赤字	亿元	23,515	26,233	26,653	42,744	67,580	52,470	56,985	57,830
		公共收支赤字率	%	3.2	3.2	2.9	4.3	6.7	4.6	4.7	4.6
		广义财政赤字	亿元	24,130	30,818	36,422	58,208	116,231	85,212	87,871	84,385
		广义财政赤字率	%	3.2	3.7	4.0	5.9	11.5	7.4	7.3	6.6
	决算数	公共收支赤字	亿元	28,289	30,763	37,554	48,492	62,693	43,783	56,906	
		公共收支赤字率	%	3.8	3.7	4.1	4.9	6.2	3.8	4.7	
		广义财政赤字	亿元	21,563	19,902	30,263	45,534	87,550	46,420	77,247	
		广义财政赤字率	%	2.9	2.4	3.3	4.6	8.6	4.0	6.4	
GDP: 现价			亿元	746,395	832,036	919,281	986,515	1,013,567	1,149,237	1,210,207	1,270,718

同时，国内经济复苏的利好信号逐渐增多。（1）基建方面，财政支持力度仍较大，且支出节奏靠前。2023年地方专项债提前批额度达到2.19万亿，创历史新高，并触及授权区间的上沿，较2022年提前批规模增长50%，其中1-2月已新增地方政府专项债8270亿元，发行进度达到21.8%。伴随着专项债资金加速发行落地，稳增长相关的工程项目节后开工近九成，水泥、沥青等类高频指标亦映射基建落地加快。（2）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”，消费重要性提高。并且，随着疫情造成的社交隔离快速解除，出行相关线下消费恢复较快，若国内经济复苏持续，就业市场逐步回暖，居民消费有望延续复苏趋势。

2月社融及信贷数据超预期

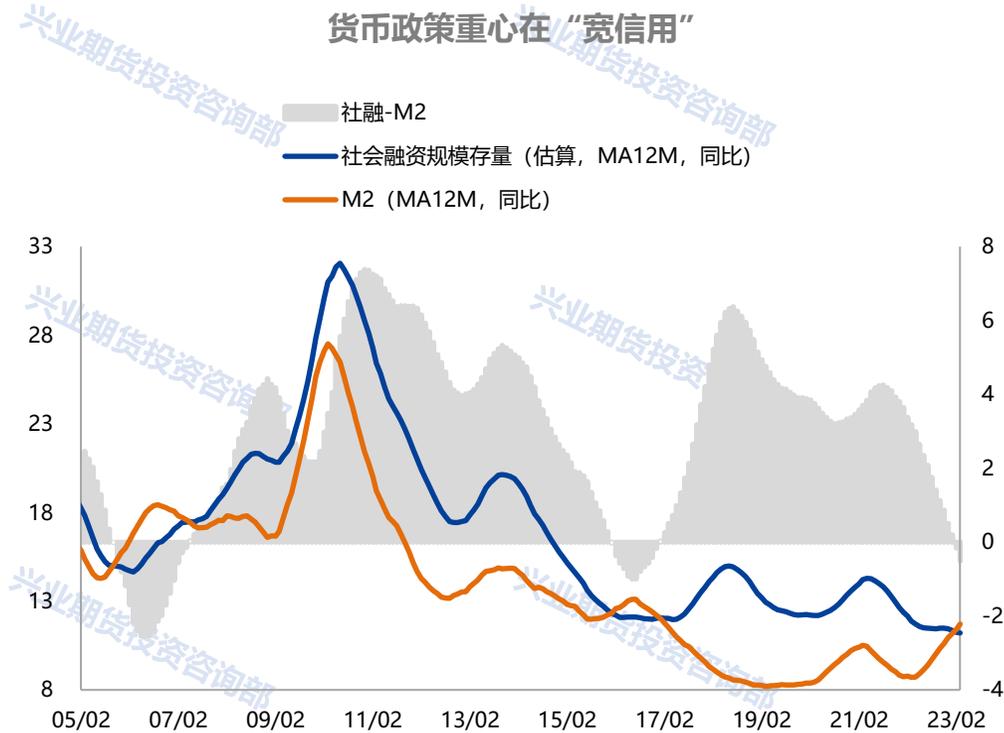
单位: 亿元	同比	环比	23/02	23/01	22/12	22/11	22/10	22/09
表内融资	8,946	-30,673	18,510	49,183	12,736	10,800	3,707	24,973
人民币贷款	9,116	-31,114	18,200	49,314	14,401	11,448	4,431	25,686
外币贷款	-170	441	310	-131	-1,665	-648	-724	-713
表外融资	4,972	-3,566	-81	3,485	-1,419	-262	-1,747	1,449
委托贷款	-3	-661	-77	584	-101	-88	470	1,508
信托贷款	817	128	66	-62	-764	-365	-61	-191
未贴现票据	4,158	-3,033	-70	2,963	-554	191	-2,156	132
社融	5,436	5,763	12,353	6,590	-635	7,912	5,992	6,900
直接融资	34	2,158	3,644	1,486	-4,887	604	2,413	345
企业债券	-14	-393	571	964	1,443	788	788	1,022
股票	5,416	3,998	8,138	4,140	2,809	6,520	2,791	5,533
其他融资	-	-	-	-7	1,232	392	194	1,320
ABS	-	-	-	-333	-152	-233	-132	-192
贷款核销	-	-	-	326	1,384	625	326	1,512
社融增量	19,430	-28,240	31,600	59,840	13,058	19,837	9,134	35,411
单位: 亿元	同比	环比	23/02	23/01	22/12	22/11	22/10	22/09
企业	3,700	-30,700	16,100	46,800	12,637	8,837	4,626	19,173
票据融资	-4,041	3,138	-989	-4,127	1,146	1,549	1,905	-827
短期	1,674	-9,315	5,785	15,100	-416	-241	-1,843	6,567
中长期	6,048	-23,900	11,100	35,000	12,110	7,367	4,623	13,488
居民	5,450	-491	2,081	2,572	1,753	2,627	-180	6,503
短期	4,129	877	1,218	341	-113	525	-512	3,038
中长期	1,322	-1,368	863	2,231	1,865	2,103	332	3,456
非银	-1,617	758	173	-585	-11	-99	1,140	-930
人民币贷款增量	5,800	-30,900	18,100	49,000	14,000	12,100	6,152	24,700

新增居民中长期信贷/新增人民币贷款

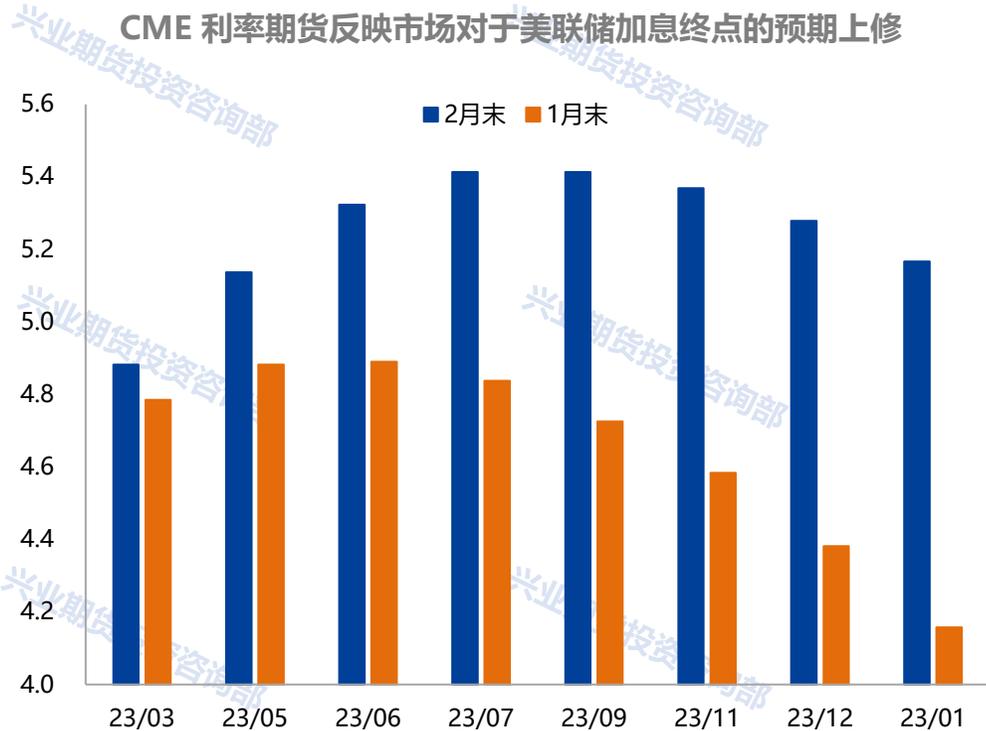


□（3）房地产方面，春节以来地产销售回暖迹象较明显。鉴于2022年房地产宽松政策的力度较强，覆盖保需求、保项目（保交楼）和保主体等各个方面，2023年地方性宽松政策还在陆续推出，2022年商品房销售面积或已低于2023-2030年国内商品房需求中枢，存在部分刚需延迟释放的可能，预计2023年房地产销售有望得到修复。考虑到房企资金问题尚未完全解决，保主体的资金也待陆续落地，居民预期扭转所需时间较长，预计房地产小周期修复节奏相对偏慢，复苏程度偏温和，销售、竣工及施工表现将好于拿地和新开工。3月公布的主要经济数据，包括PMI、进出口、CPI、社融信贷、以及相关高频数据，大多不同程度印证了国内经济已步入复苏初期，国内经济向好的信号增多。具体可等待下一周统计局公布1-2月经济数据，加以验证。

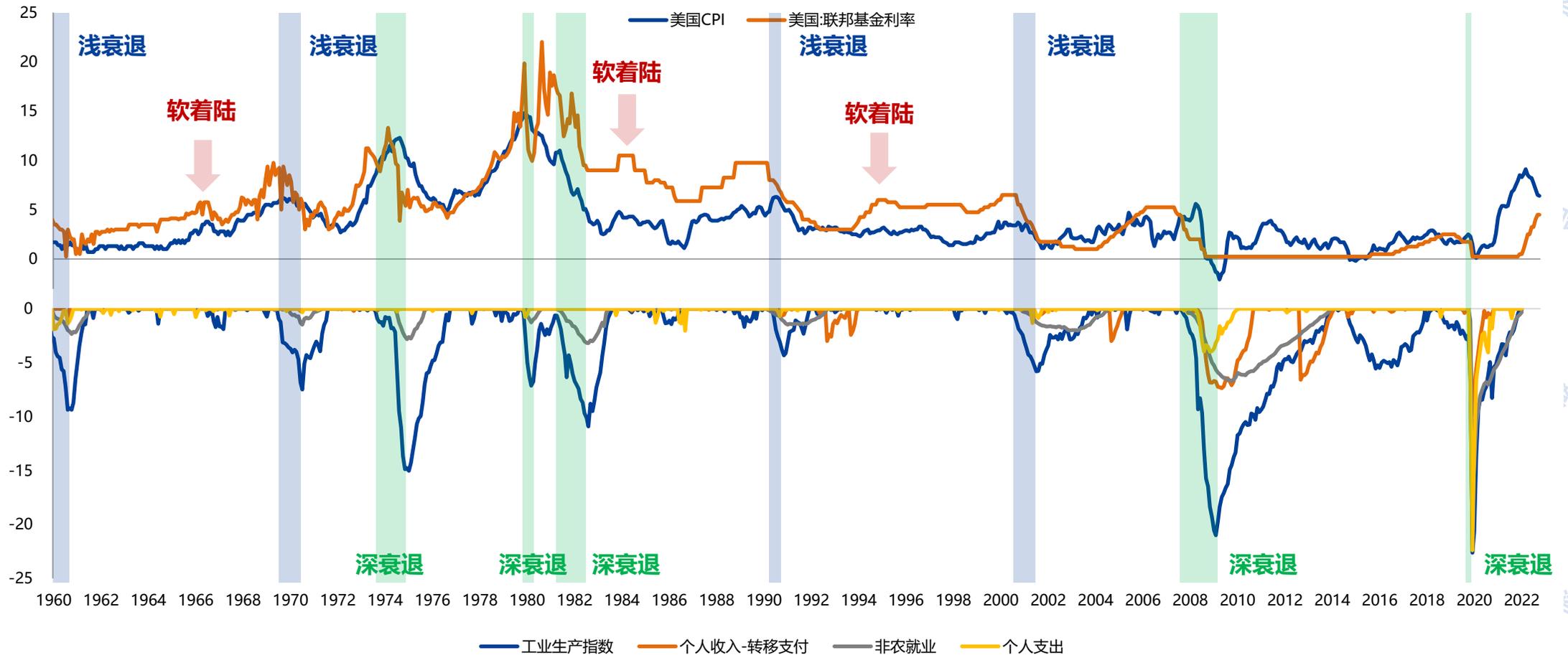
从周期视角看，（1）金融周期，国内货币供应增量维持高增，2月M2同比增长12.9%，存量社融（估算）增速出现企稳回升，录得10.8%，居民和企业部门中长期贷款同比多增，考虑到海外加息还未结束，国内剩余降准降息空间有限，政府工作报告定调货币政策精准有力，广义货币供应量和社融与名义经济增速相匹配，货币政策总量宽松可能性下降，结构性政策工具为主的宽信用将是工作的重心，未来货币政策组合将是“稳货币+宽信用”。（2）经济周期，受高基数、供给回升、以及内需扩张幅度有限影响，2月通胀低于预期，而经济复苏信号逐步增多，反映我国经济尚处于复苏初期。伴随稳增长存量政策效果逐步显现，经济向好的趋势较明确，库存周期也有望进入被动去库甚至主动补库的阶段。



□ 由于1-2月，美国各项经济、通胀数据均表现好于预期，市场逐步上修对美国经济和通胀韧性的预期，导致2月份美联储加息预期再度升温，美联储3月份加息50BP的预期逐渐成为主流，美元指数也由低点快速反弹，导致各项风险资产价格出现不利变动。但是我们认为，这一轮市场预期修正中，可能再度低估了美国通胀的韧性以及美国经济衰退的风险。美国2月通胀数据不及预期，以及本周发生的硅谷银行流动性危机，均可作为某个侧面的信号。为了更好论证美国这一轮加息周期结束后是否会发生衰退，我们将结合美国1960年以来的12次加息周期的历史经验来分析。



1960年-2019年，美国共经历了12轮加息周期，其中只有3次加息伴随软着陆的发生，其余9次均伴随美国经济的衰退（NBER定义的严格经济衰退周期，含4次浅衰退和5次深衰退），仅从概率上讲，加息后实现软着陆的概率也只有25%，即使修正新冠引发的衰退，软着陆概率也只有1/3。





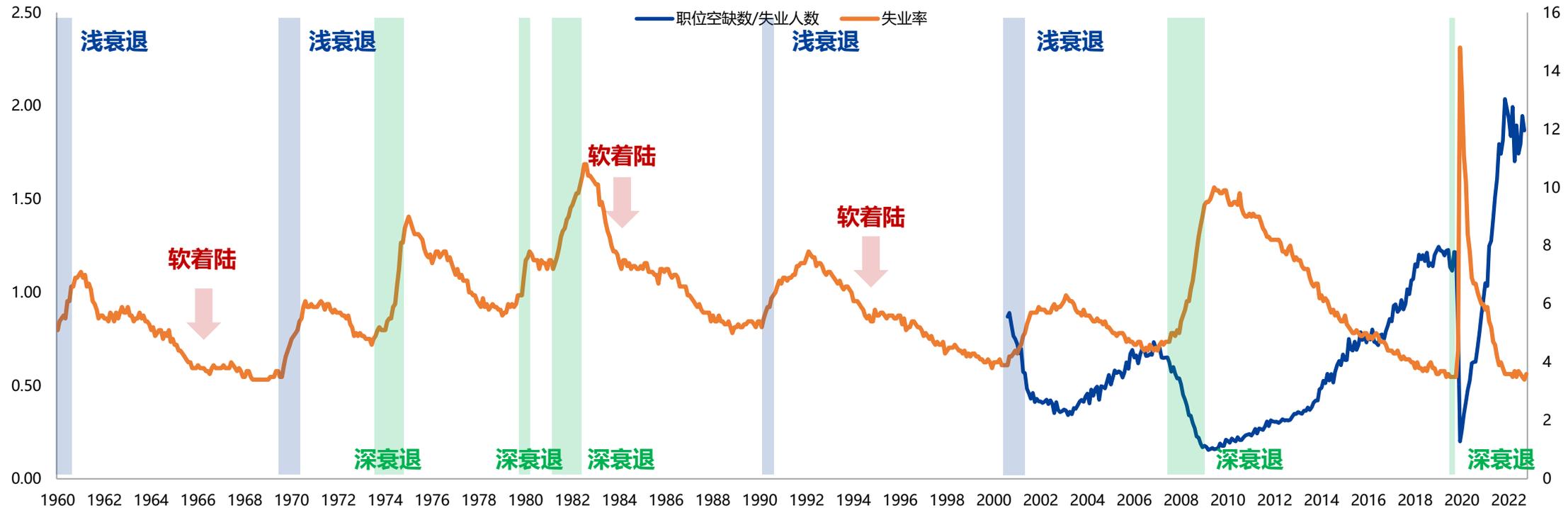
国外经济：本轮加息周期结束后，美国经济实现软着陆的概率低（2）

分析上述4轮软着陆的经验，可以发现：（1）美联储遵循“逆风而行”规则，即在通胀压力兑现前开始执行加息，以尽早遏制通胀，进而压缩加息周期的长度、降低加息的幅度，避免对经济造成过度伤害，助力经济实现软着陆；（2）美联储能够在经济增速放缓后果断开启降息，即利率维持高位时间较短，也是帮助实现软着陆的重要条件。

次数	加息周期	加息长度 (月)	起点利率 (%)	终点利率 (%)	加息幅度 (BP)	联邦有效基金利率 上升幅度 (BP)	是否引起 衰退	衰退周期	衰退长度 (月)	加息起点到 衰退 (月)	降息起点到 衰退 (月)	实际GDP 降幅 (%)	GDP负增长 (季)
1	1958/09/30 1960/08/31	24	1.50	3.00	150	150	浅衰退	1960/05/31 1961/02/28	10	24	3	-1.34	2/3
2	1965/12/31 1967/01/31	14	4.63	4.00	-63	150	软着陆	-	-	-	-	-	-
3	1967/11/30 1970/03/31	29	4.50	7.50	300	300	浅衰退	1970/01/31 1970/11/30	11	29	2	-0.66	3/5
4	1972/04/30 1973/10/31	19	4.31	10.61	630	525	深衰退	1973/12/31 1975/03/31	16	22	-2	-3.14	4/5
5	1977/05/31 1980/04/30	36	5.47	14.64	917	1375	深衰退	1980/02/28 1980/07/31	6	34	2	-2.18	2/2
6	1980/08/31 1980/12/31	5	10.74	22.00	1126	1050	深衰退	1981/08/31 1982/11/30	16	12	-8	-2.63	3/5
7	1983/08/31 1984/09/30	14	9.00	10.50	150	250	软着陆	-	-	-	-	-	-
8	1988/05/31 1989/06/30	14	7.25	9.75	250	300	浅衰退	1990/08/31 1991/03/31	8	19	-14	-1.37	2/2
9	1994/03/31 1995/07/31	17	3.50	5.75	225	300	软着陆	-	-	-	-	-	-
10	1999/07/31 2000/12/31	17	5.00	6.50	150	175	浅衰退	2001/04/30 2001/11/30	8	27	-4	-0.33	2/3
11	2004/07/31 2007/09/30	39	1.25	4.75	350	425	深衰退	2008/01/31 2009/06/30	18	43	-4	-4.00	5/6
12	2015/12/31 2019/07/31	44	0.50	2.25	175	225	深衰退	2020/03/31 2020/04/30	2	51	-8	-9.56	2/2
13	2022/03/31 -	-	0.50	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
均值 (前12次)		23	4.80	8.44	363	435			11	29	-4	-2.80	
中位数 (前12次)		18	4.57	7.00	238	300			10	27	-4	-2.18	
软着陆		15	5.71	6.75	104	233							
浅衰退		21	4.56	6.69	213	231			9	25	-3	-0.93	
深衰退		29	4.45	10.85	640	720			12	32	-4	-4.30	

□ 国际货币基金组织对19个发达经济体和6个新兴经济体的70次加息周期比较研究，也发现了，在其他条件相同的情况下，加息幅度越小、实际利率越低、持续时间越短和节奏前置，都有助于实现经济软着陆，而加息前如果面临的经济环境是高经济增速、高职位空缺率、高期限利差、以及低通胀和低通胀斜率也有利于加息后实现软着陆。

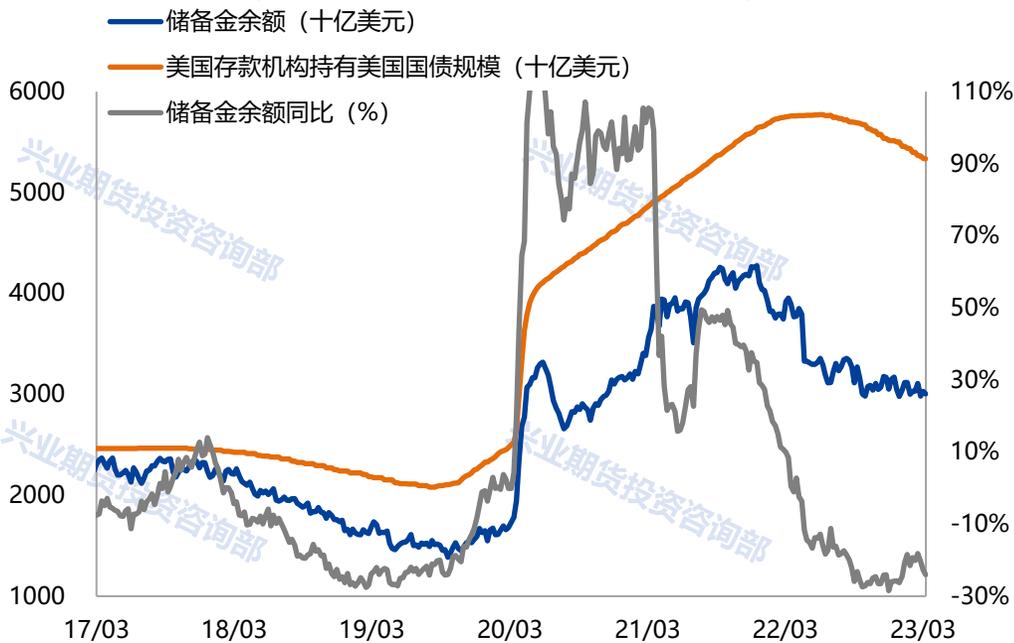
□ 另外，美国就业市场的繁荣，虽然会增加美国消费的韧性，但并不指向美国经济软着陆的结果。从历史经验看，低失业率对于加息后实现软着陆，既非充分条件，也非必要条件，在失业率极低的时候，美国经济也会经历衰退，失业率也会随之快速攀升。



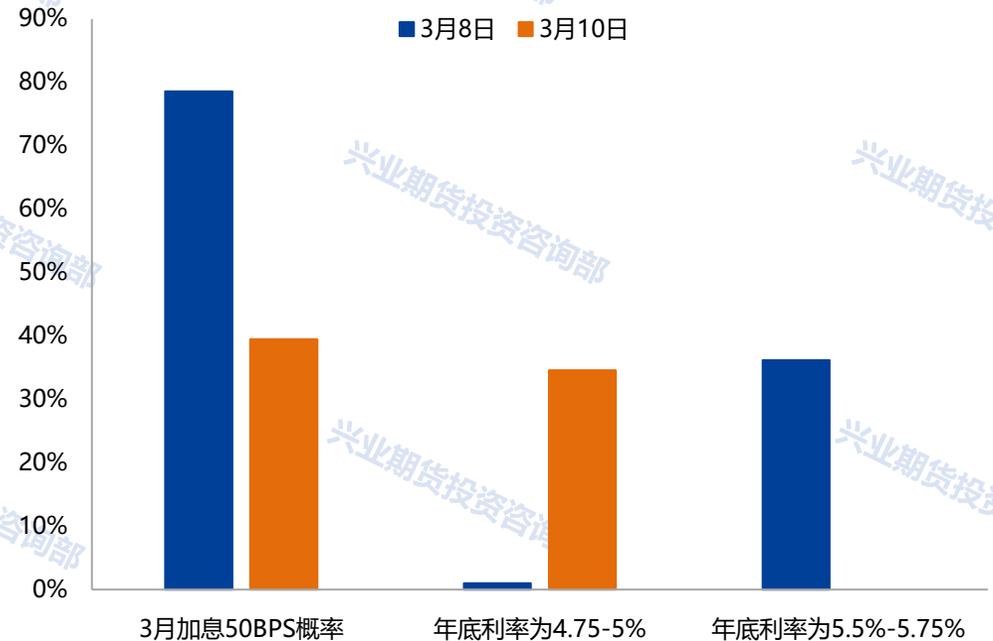
综合以上对美国历次加息周期后经济表现的分析，以及本轮美国加息周期的特征分析（加息启动晚、加息节奏创纪录、高通胀且通胀粘性高、加息放缓过早），我们认为本轮加息结束后美国实现软着陆的概率较低。且多个较为准确的衰退领先指标已指向美国经济正逐步走向衰退。

经济衰退开始同步指标	频率	触发条件	信号时点距离衰退开始时间间隔平均（月）	同步性评价	指示经济衰退开始的准确性	预示的经济衰退风险
实际GDP	季度	环比折年率 < 0, 且同比增速 < 0.5%	0	同步性较稳定, NBER定义衰退使用指标	需结合其他同步指标共同判断	尚未出现明确信号。
个人实际消费支出	月度	同比较年内高点降幅超过3%并持续回落数月, 终点低于1%	0	同步性较稳定, NBER定义衰退使用指标	需结合其他同步指标共同判断	尚未出现明确信号。
个人实际收入-转移支付	月度	3个月平滑同比连续超过3个月 < 1%	-3	同步性较稳定, NBER定义衰退使用指标	需结合其他同步指标共同判断	尚未出现明确信号。
制造业和贸易产业实际销售额	月度	3个月平滑同比连续超过3个月 < 0	-3	同步性较稳定, NBER定义衰退使用指标	需结合其他同步指标共同判断	尚未出现明确信号。
工业总体产出指数	月度	见顶回落（回溯），3个月平滑同比连续超过6个月 < 0	-3	同步性较稳定, 偶尔表现为大幅领先（2001年/2020年）	不太清晰, 存在较多伪信号, 需结合其他同步指标共同判断	目前已经出现局部见顶回落迹象, 若劳动力市场两个指标中一个出现衰退信号, 则说明经济衰退来临。
非农就业人数	月度	局部见顶回落, 回落持续2个月	2	同步性较稳定, 偶尔较大幅滞后（1969年/1973年）	十分准确, 没有伪信号	目前增速逐步回落至疫情前平均水平, 距离见顶回落还存在一定距离, 但存在快速恶化的风险。
失业率	月度	较此前12个月低点上升幅度 ≥ 0.5%	1	同步性十分稳定	十分准确	仍在0水平震荡, 表明短期经济衰退风险低较低。但预计今年失业率指标或触发衰退信号, 今年美国经济步入衰退风险较高。
费城联储同步经济活动指数	月度	出现见顶回落	3	略滞后, 滞后性十分稳定	十分准确, 信号十分清晰	仍在上行, 已见顶概率较小, 短期衰退风险较低。
PMI	月度	领先衰退大概3个季度	-9	大幅领先	较为准确	2月环比小幅反弹, 但已连续5个月处于收缩区间。
10Y-2Y美债收益率利差	日度	利率曲线倒挂平均领先美国经济衰退大约18个月	-18（1980年以来数据统计）	大幅领先	较为准确, 但也存在伪信号	2022年7月6日开始倒挂, 已持续约8个月。
10Y-3M美债收益率利差	日度	利率曲线倒挂平均领先美国经济衰退大约19个月	-19（1980年以来数据统计）	大幅领先	较为准确, 但也存在伪信号	2022年10月25日开始倒挂, 已持续近5个月。

另外值得关注的是本周发生的硅谷银行流动性危机。3月9日，硅谷银行流动性危机爆发，股价单日暴跌超60%，3月10日，正式被FDIC接管。尽管市场担忧SVB事件可能会在美国银行体系内扩散，但是美国存款机构准备金余额3万亿，较2020年低点已增加1.6万亿，处于历史较为健康水平，且近三个季度美国四大银行的一级资本充足率也持续反弹，摩根大通、花旗、美国银行、富国分别为13.2%、13%、11.2%和10.6%，具备较好的偿债能力，事发当日，四大行CDS表现平稳，也整体仍显著低于2020年新冠疫情爆发初期和2008年金融危机时期。总体看美国金融系统较为稳定。当然美联储加息、以及加速缩表周期尚未结束，若美债上限再度上调，不排除未来确实引发金融系统流动性危机的可能，也有助于美联储重新权衡未来的紧缩路径。目前美联储紧缩路径的关键决定因素，仍然是通胀以及美国经济衰退的前景，预计年内美联储大概率将结束加息，其余多为节奏上的短期扰动。美国存款机构准备金余额处于较为健康状态



市场降息预期快速大幅降温



从全年这个维度看，国内经济复苏，海外结束加息甚至降息的大方向依然没有发生变化，但不确定性因素增多，包括地缘政治、中美关系、美国金融系统稳定性等等，导致市场预期常发生阶段性的调整（美联储紧缩路径、衰退交易等）。2月以来，行情的确定性明显下降，部分高估值品种高位滞涨，一旦发生系统性波动回撤压力也较大，为了弥补不确定性带来的潜在回撤压力，我们依然强烈建议寻找赔率较好的低估值品种作为主要多配头寸，并新增少量确定性较高的空头头寸做对冲，以降低组合的收益波动。

周度涨跌	11/04	11/11	11/18	11/25	12/02	12/09	12/16	12/23	12/30	01/06	01/13	01/20	02/03	02/10	02/17	02/24	03/03	03/10	累计涨跌
铁矿指数	5%	7%	6%	0%	5%	5%	0%	0%	4%	-1%	3%	-2%	-2%	1%	3%	2%	1%	-1%	45%
热卷指数	3%	2%	2%	0%	3%	4%	2%	-1%	2%	0%	1%	0%	-3%	1%	2%	1%	2%	0%	25%
螺纹指数	2%	2%	2%	0%	3%	4%	3%	-1%	2%	0%	2%	0%	-3%	0%	2%	1%	1%	1%	24%
纯碱指数	0%	4%	4%	3%	1%	2%	3%	-4%	3%	3%	3%	2%	-1%	-4%	-1%	-1%	2%	-4%	18%
焦炭指数	4%	4%	3%	0%	1%	4%	0%	-6%	-1%	0%	6%	2%	-5%	-1%	3%	4%	0%	-3%	16%
玻璃指数	0%	1%	-2%	4%	-1%	6%	3%	-1%	7%	2%	0%	4%	-9%	-3%	-1%	0%	2%	3%	15%
郑糖指数	2%	2%	-1%	-1%	-1%	2%	1%	1%	0%	-2%	-1%	2%	4%	0%	-1%	1%	1%	4%	14%
TA指数	6%	1%	-1%	-5%	2%	-3%	6%	1%	2%	-4%	5%	5%	-4%	-3%	0%	4%	2%	-1%	13%
郑棉指数	2%	1%	1%	-1%	1%	3%	2%	-2%	2%	1%	0%	3%	1%	-4%	-2%	1%	3%	-3%	12%
PVC指数	4%	0%	-1%	3%	1%	2%	2%	-3%	1%	2%	1%	3%	-7%	0%	1%	3%	-1%	-2%	11%
沪铜指数	2%	6%	-3%	0%	2%	1%	-3%	0%	1%	-2%	5%	3%	-2%	-1%	1%	1%	0%	-1%	10%
乙二醇指数	3%	0%	-1%	1%	1%	3%	1%	-4%	4%	-2%	6%	3%	-6%	-2%	1%	4%	0%	-5%	8%
沪金指数	-1%	4%	0%	0%	1%	-2%	0%	1%	1%	0%	1%	2%	-1%	-2%	0%	1%	1%	0%	6%
塑料指数	1%	0%	2%	0%	2%	0%	2%	-3%	2%	-2%	3%	3%	-3%	-2%	1%	1%	0%	-2%	6%
焦煤指数	7%	2%	2%	-1%	-1%	-1%	3%	-7%	-2%	-2%	3%	0%	-4%	1%	3%	8%	-2%	-2%	4%
沪银指数	1%	8%	-3%	2%	5%	1%	-1%	2%	1%	-4%	1%	2%	-2%	-5%	-1%	1%	0%	-3%	4%
PP指数	1%	1%	0%	-1%	2%	-1%	2%	-4%	2%	-2%	3%	3%	-2%	-2%	0%	1%	0%	-2%	2%
沪胶指数	4%	2%	1%	0%	2%	2%	-1%	-4%	1%	1%	1%	2%	-5%	-1%	0%	1%	0%	-5%	2%
甲醇指数	2%	-1%	1%	1%	1%	-3%	3%	-4%	6%	-1%	1%	5%	-3%	-3%	-2%	4%	-3%	-3%	1%
沪铝指数	1%	2%	2%	-1%	2%	0%	-3%	-1%	0%	-4%	4%	5%	-2%	-2%	-1%	1%	1%	-3%	1%
沪铅指数	1%	3%	0%	0%	1%	0%	-2%	2%	0%	-2%	-3%	0%	1%	1%	-1%	1%	0%	-1%	1%
棕榈指数	8%	0%	-7%	5%	0%	-3%	-3%	-3%	10%	-2%	-5%	2%	-1%	1%	4%	2%	1%	-6%	-1%
沪镍指数	5%	7%	-3%	0%	2%	9%	-3%	2%	6%	-10%	-2%	7%	1%	-2%	-7%	0%	-7%	-4%	-1%
玉米指数	0%	1%	-2%	3%	-2%	-1%	0%	-2%	2%	2%	0%	-1%	0%	-1%	2%	0%	-1%	0%	-2%
豆油指数	5%	-3%	-2%	1%	0%	0%	-4%	-3%	7%	-2%	-2%	3%	-2%	0%	3%	1%	1%	-5%	-5%
原油指数	3%	-4%	-8%	-7%	0%	-12%	6%	2%	4%	-7%	2%	4%	-6%	3%	2%	-2%	3%	-4%	-19%
标普500	-3%	6%	-1%	2%	1%	-3%	-2%	0%	0%	1%	3%	-1%	4%	-1%	0%	-3%	2%	-5%	-1%
沪深300	6%	1%	0%	-1%	3%	3%	-1%	-3%	1%	3%	2%	3%	-1%	-1%	-2%	1%	2%	-4%	12%

国债

T

01

金融数据总量与结构共振上行，信用扩张信号明确

02

经济存自发恢复动能，收益率上行风险仍存

03

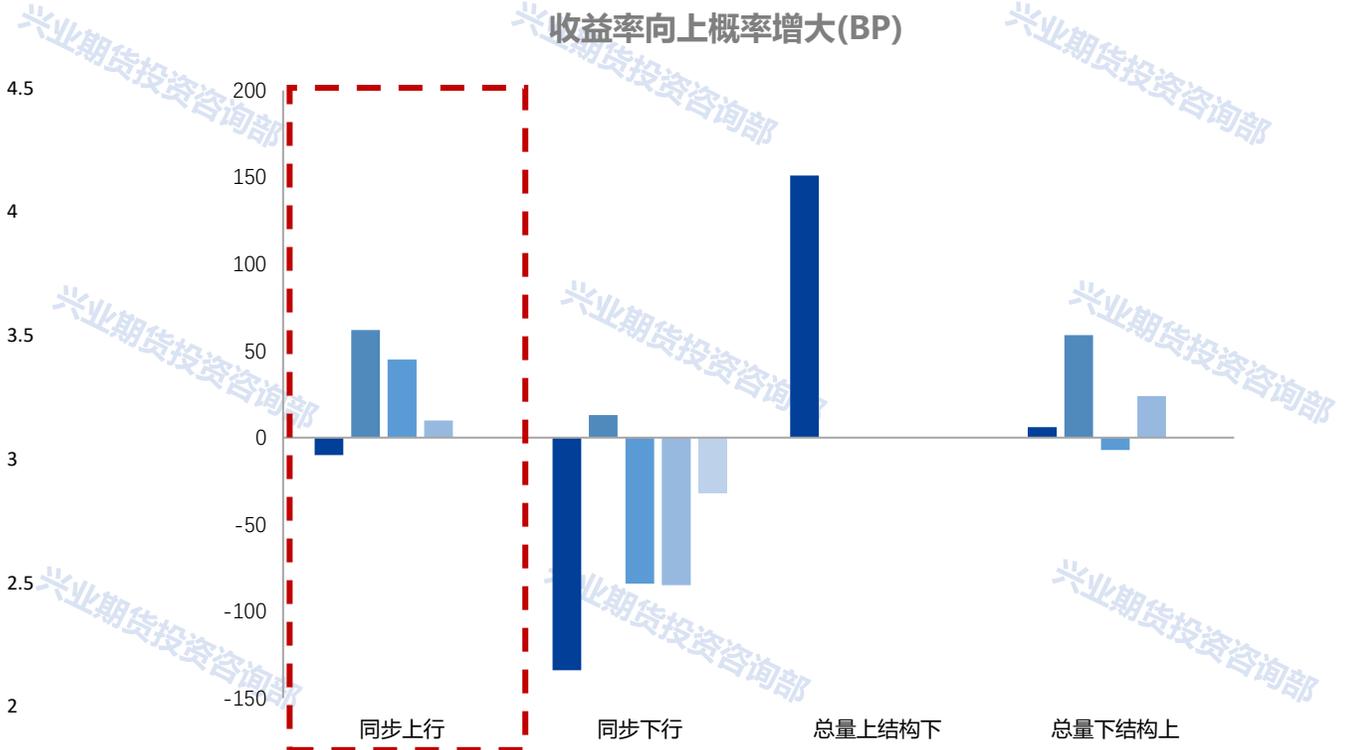
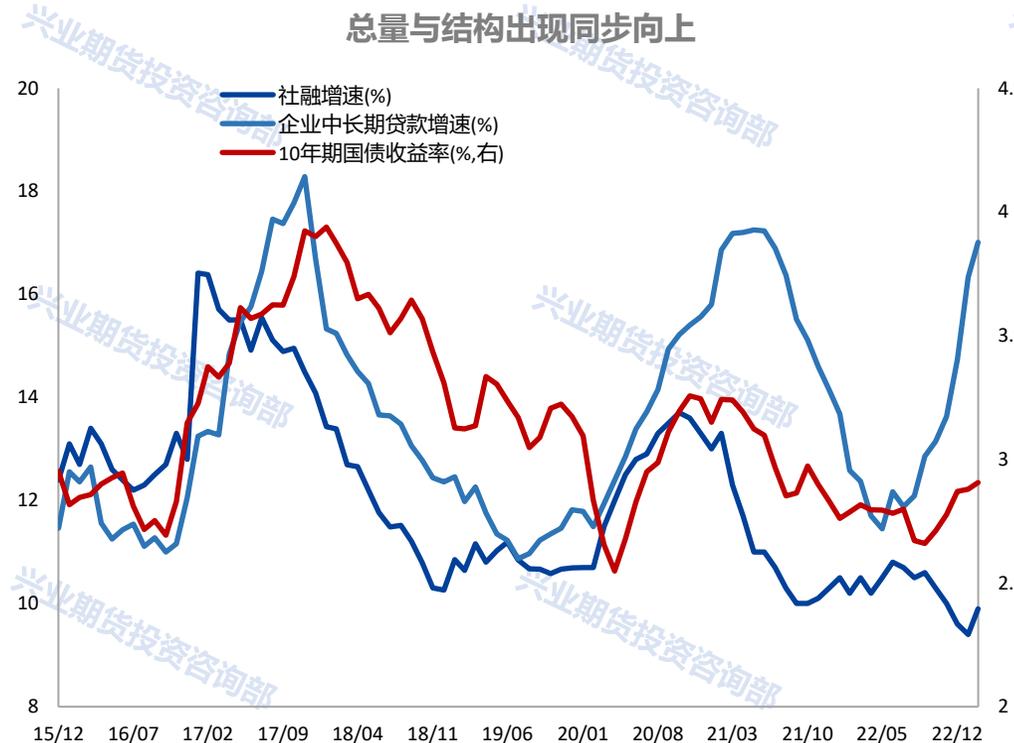
货币总量以稳为主，LPR调降必要性有限

04

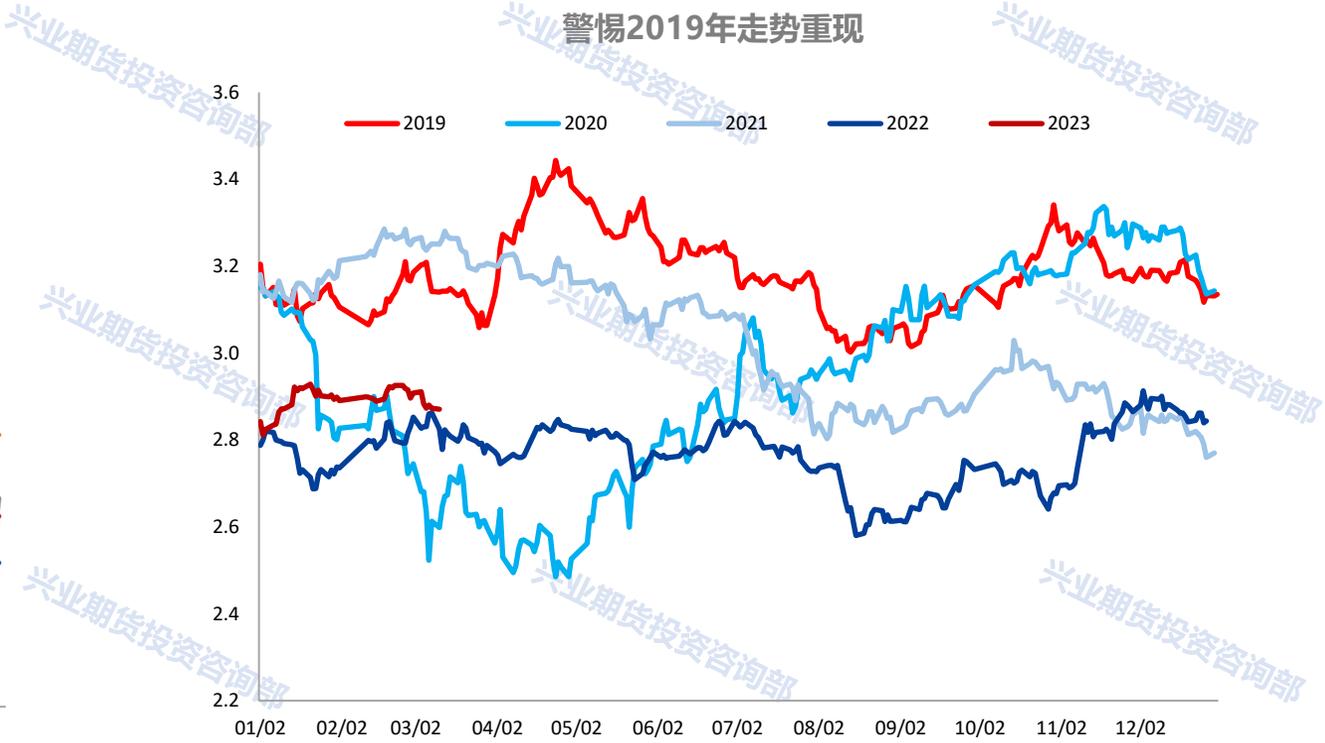
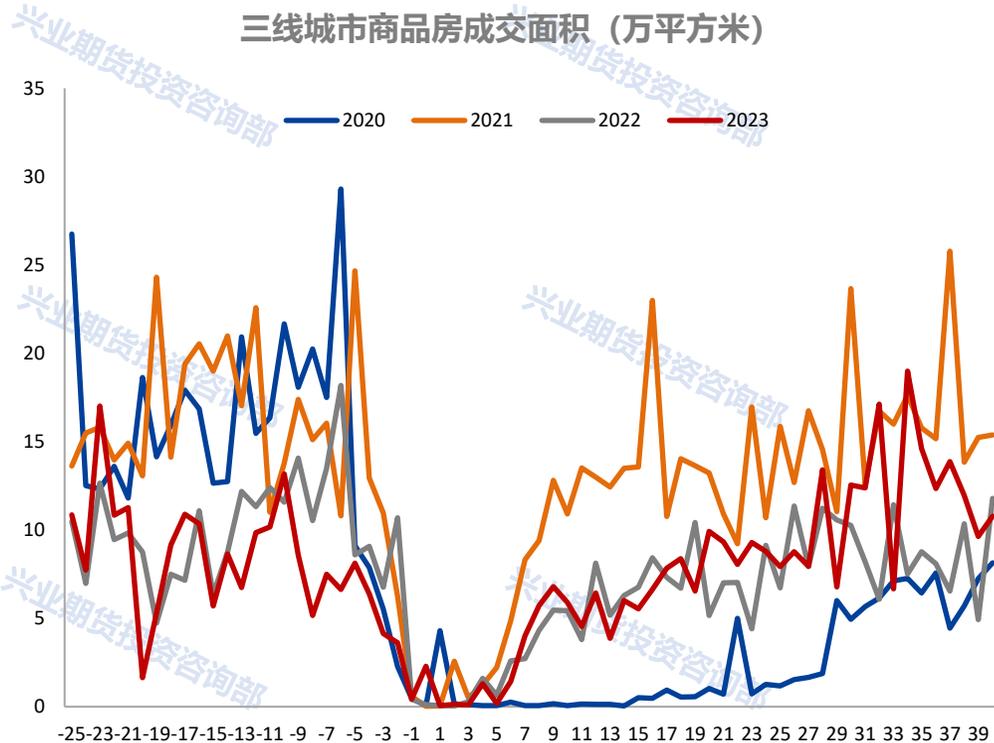
期债定价最高，空头安全边际优

去年下半年以来，金融数据整体呈现“总量弱，结构强”的分化特征，但2月企业中长期贷款和社融总量均出现了上行。从历史表现来看，当总量和结构出现共振上行的背景下，信用扩张信号较为明确。

而债市表现来看，两者共振上行共出现4次，在此期间国债收益率分别变动为-10BP，+62BP，+54BP和+10BP，平均上行29BP。



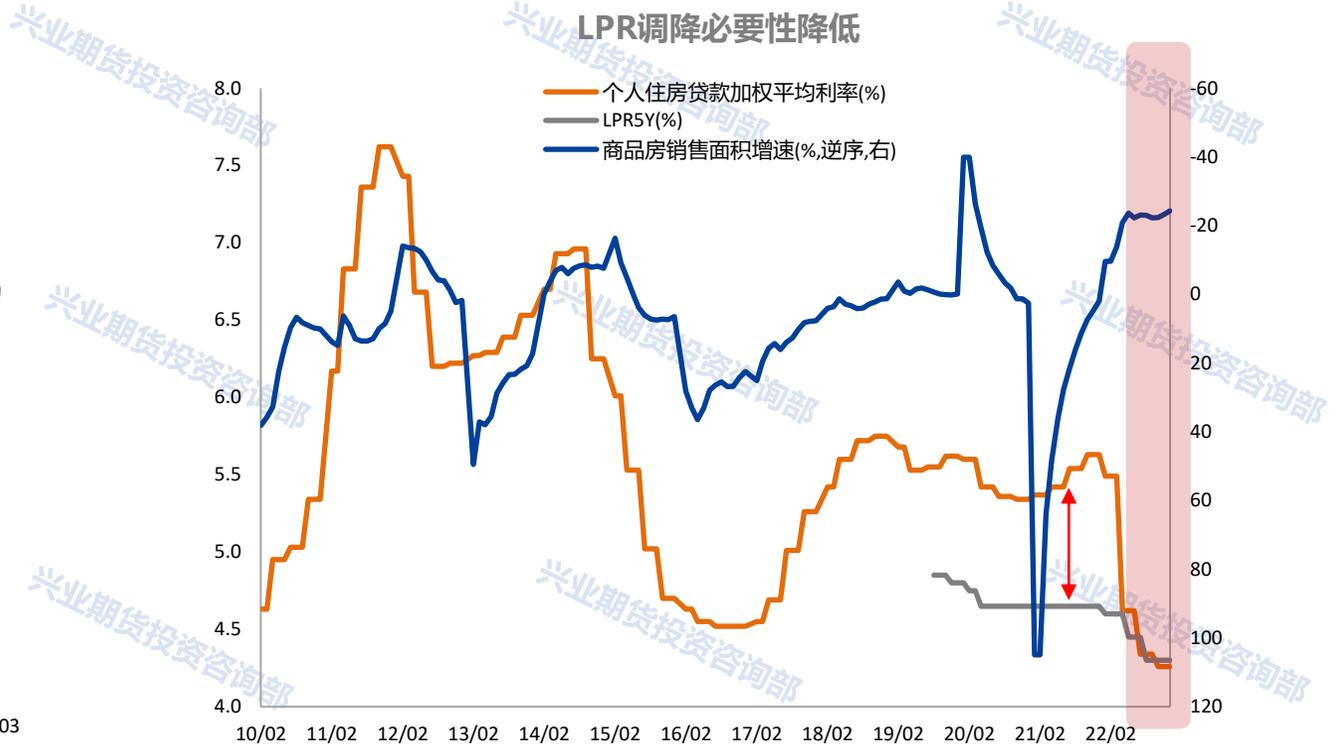
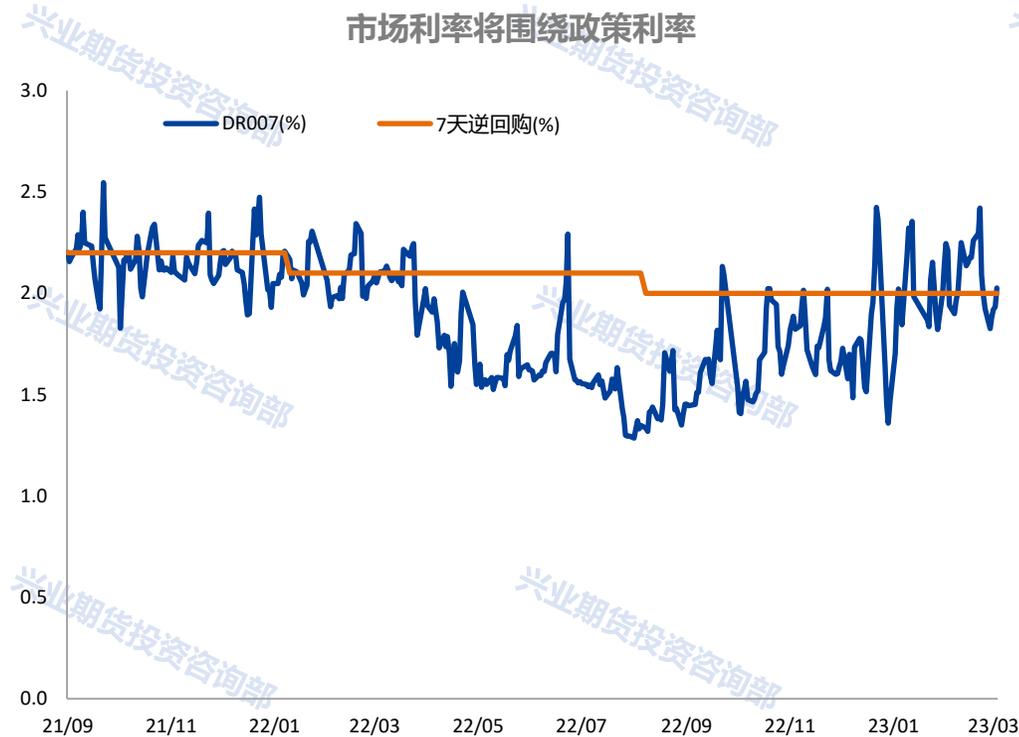
- 根据市场测算，2023年2月，政府、非金融企业和居民部门杠杆率均出现环比上行，经济复苏仍难以“证伪”。且从地产销售、工业生产等高频数据已经PMI数据来看，虽然目前市场对政策刺激预期有所放缓，但经济基本面自发恢复的概率较高。
- 由于春节后的经济复苏情况需要等待至4月才能有宏观数据验证，因此不排除今年会出现2019年的情形，即3-4月期间利率出现快速拉涨。



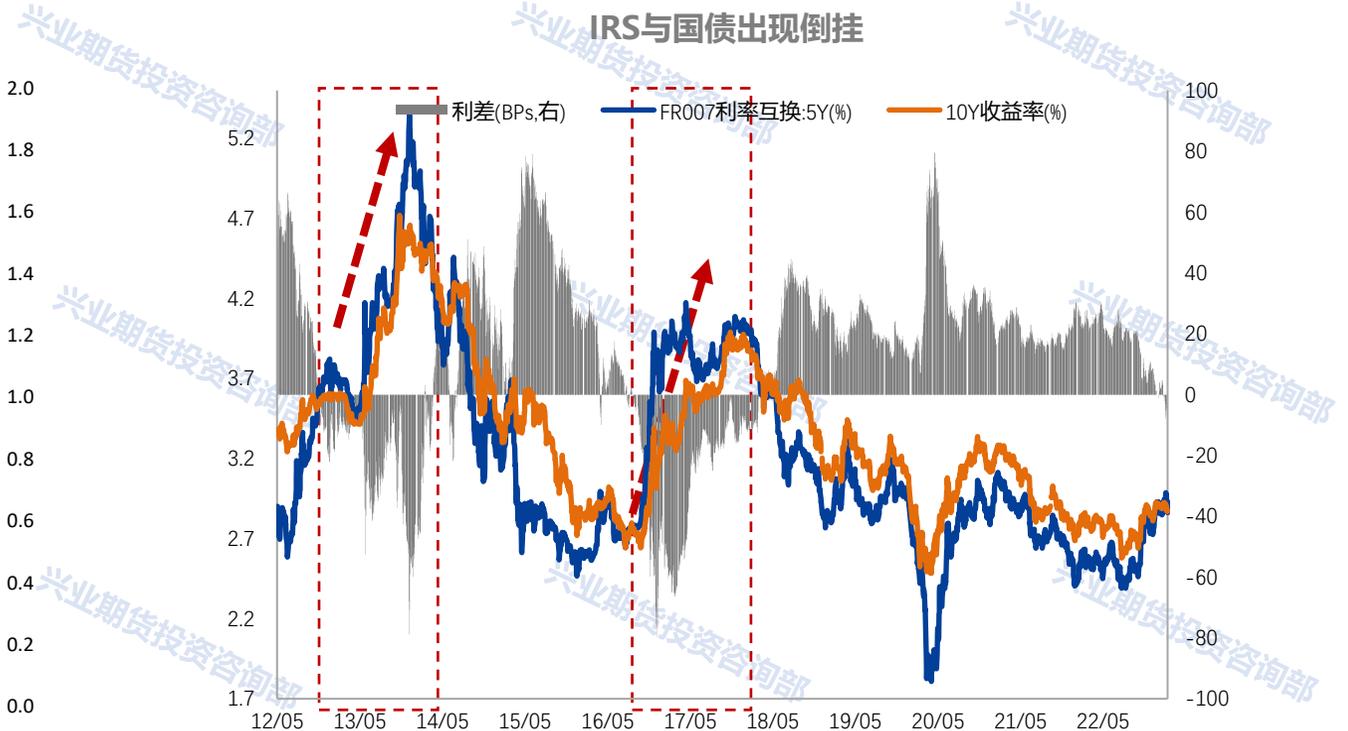
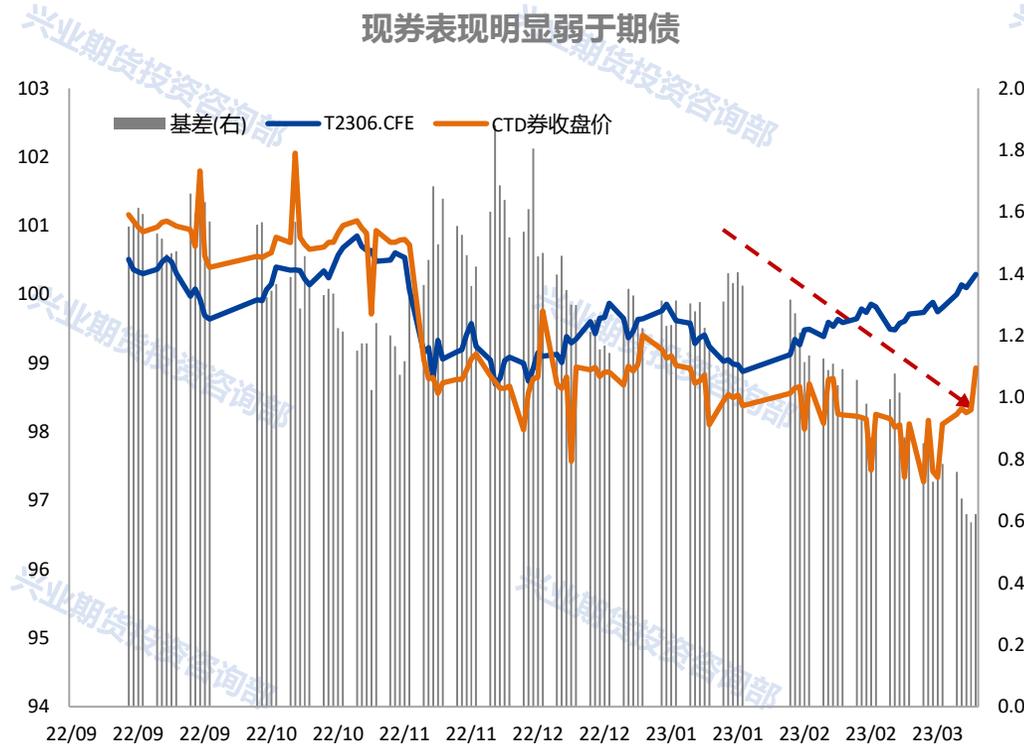
注：0表示春节

□ 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”，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。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。

□ 贷款利率的下降通常能对商品房销售起到一定的刺激作用，但本轮的贷款利率快速下调并未对商品房销售起到提振作用。此外2022年下半年以来个人住房贷款和LPR之间的利差不断缩小，通过调整LPR引导贷款利率的效果明显削弱。



- 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

盈利底临近上行拐点，将驱动A股再度进入涨势

02

其它主要大类资产、A股配置价值依旧占优

03

扰动难改A股独立上行大势，外资大规模流入依旧可期

04

从微观指标看，市场情绪并未趋势性转空

05

从业绩、估值、风格兼容性看，沪深300期指性价比最高

□ 回溯A股表现：（1）2022年11月初~2023年1月末，其处于交易“国内经济复苏预期”的阶段，在相关主要经济指标无证伪数据指引的情况下，对应万得全A指区间涨幅为14%；（2）2023年2月初~至今，因相关预期消化、且海外市场扰动显著加大，其进入震荡或偏弱格局，对应万得全A指区间跌幅为4.3%。从过往A股走势看，一般遵循“信用底->估值底->盈利底”顺序。本轮信用底（2022年8月）、估值底（2022年12月）已先后出现，从周期看、盈利底大概率于2023年第1或第2季度出现；

□ 因国内基本面修复大势明朗，市场观察期结束后、主要经济指标大概率将进入验证强化段，对应宽信用兑现（十年期国债收益率走高）、业绩因素将驱动A股再度进入涨势。

国内A股走势归因分析：预期段、观察段、验证强化段（截至2023年3月中旬）

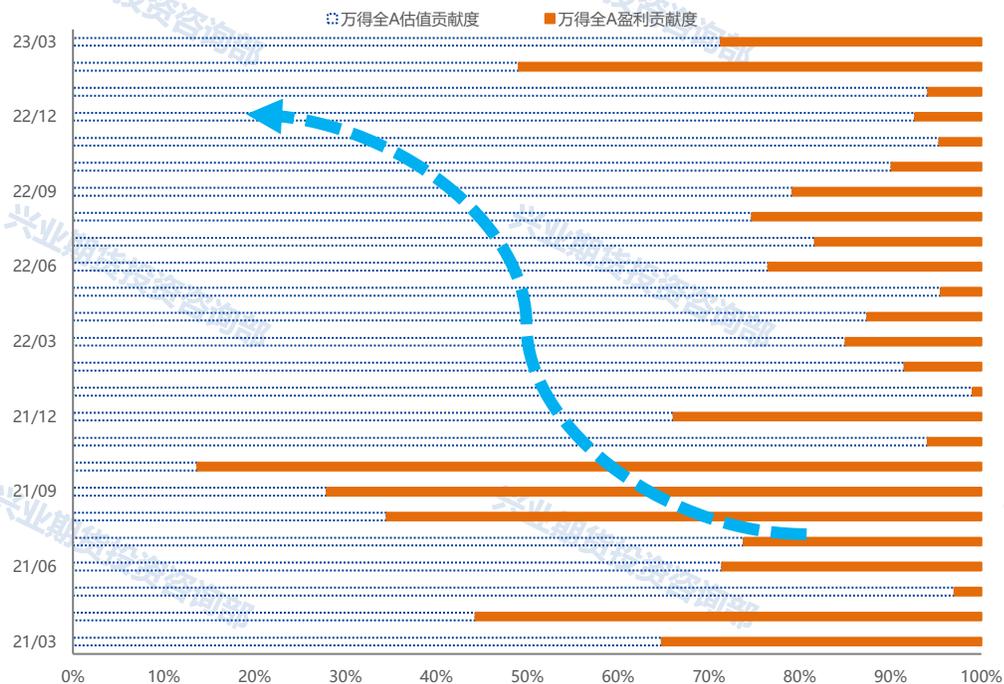


国内A股“信用底、估值底、盈利底”走势对比（截至2023年2月）

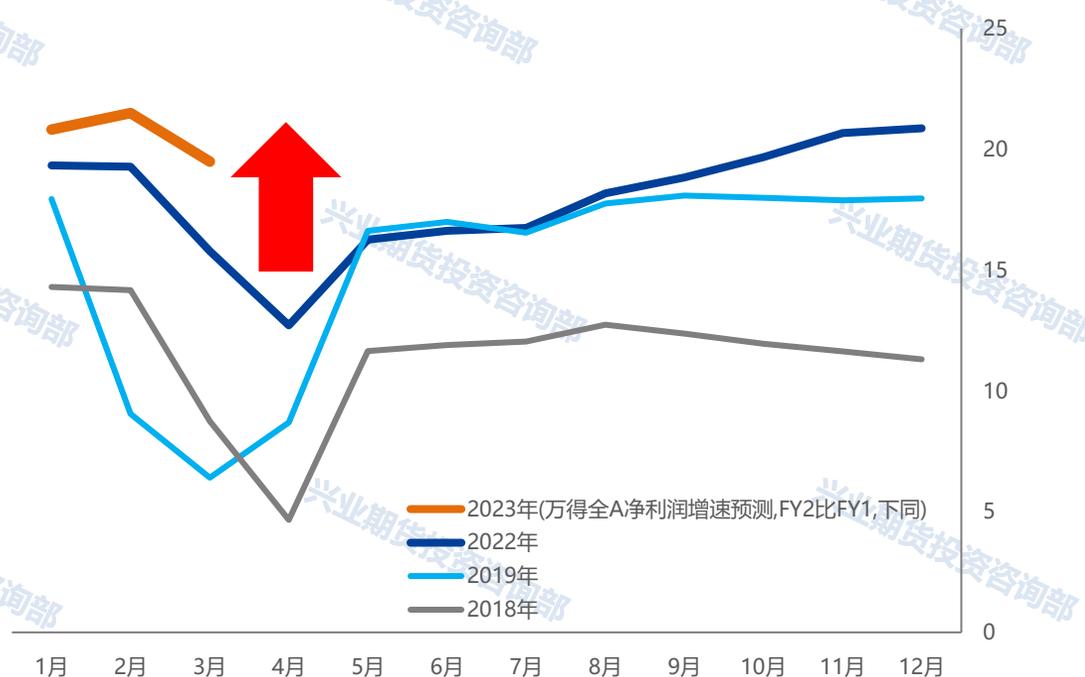


- 按央行最新政策导向、两会相关报告表述看，预计2023年国内宏观流动性环境难有总量宽松、无风险利率整体难以下行，即分母端影响将弱化，而分子端业绩因素影响则将显著增强、大概率将重获定价主导权。这也从万得全A指数表现因素的拆解分析中得到印证；
- 再从最新的Wind一致性预期数据看，以万得全A指数为代表，较疫前的2018、2019两年，2023年其净利润增速预期显著上修；
- 综合看，随盈利底已临近上行拐点，预计A股将结束盘整期、大概率再度进入涨势。

万得全A指数估值、业绩贡献拆解（截至2023.3.10）

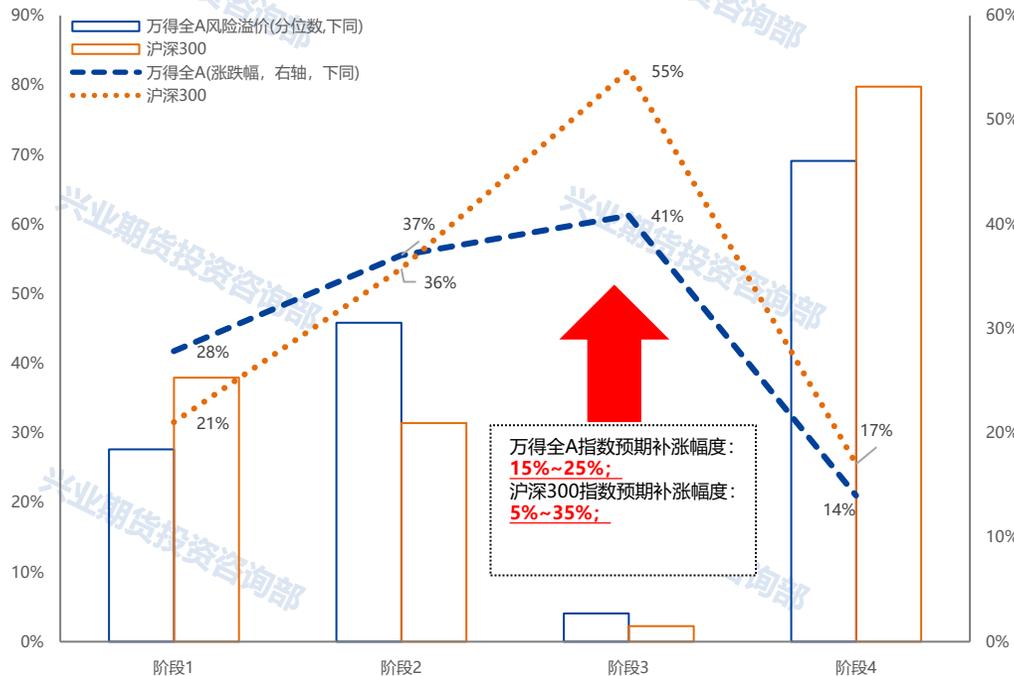


万得全A历年净利润增速实际值、预测值对比（截至2023年3月中旬）

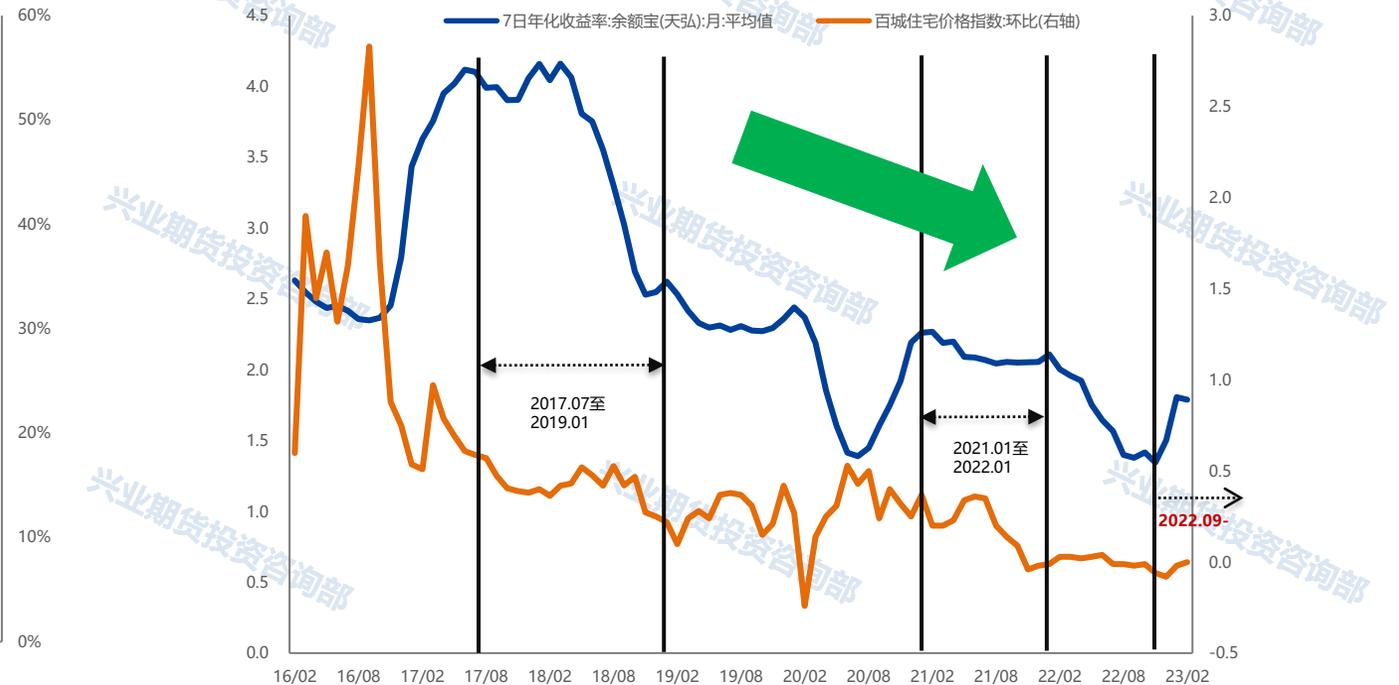


- 当前A股股债风险溢价整体仍处高位，参照过往走势(阶段1：2016.1.29-12.1；阶段2：2019.1.4-4.19；阶段3：2020.4.2-2021.2.19)，预计依旧有10%~30%的潜在上涨空间（对应阶段4，自2022年10月底起~至今，吸引力可观；
- 再从主要大类资产收益率趋势对比看，以余额宝、百城住宅价格指数为代表，结合基本面因素看、预计二者暂难以形成明显的上行趋势。而随A股赚钱效应的潜力兑现，其超额收益将显著增强；
- 总体看，较其它主要大类资产、预计年内A股的配置价值依旧占优。

A股主要指数股债风险溢价变动情况（截至2023.3.10）

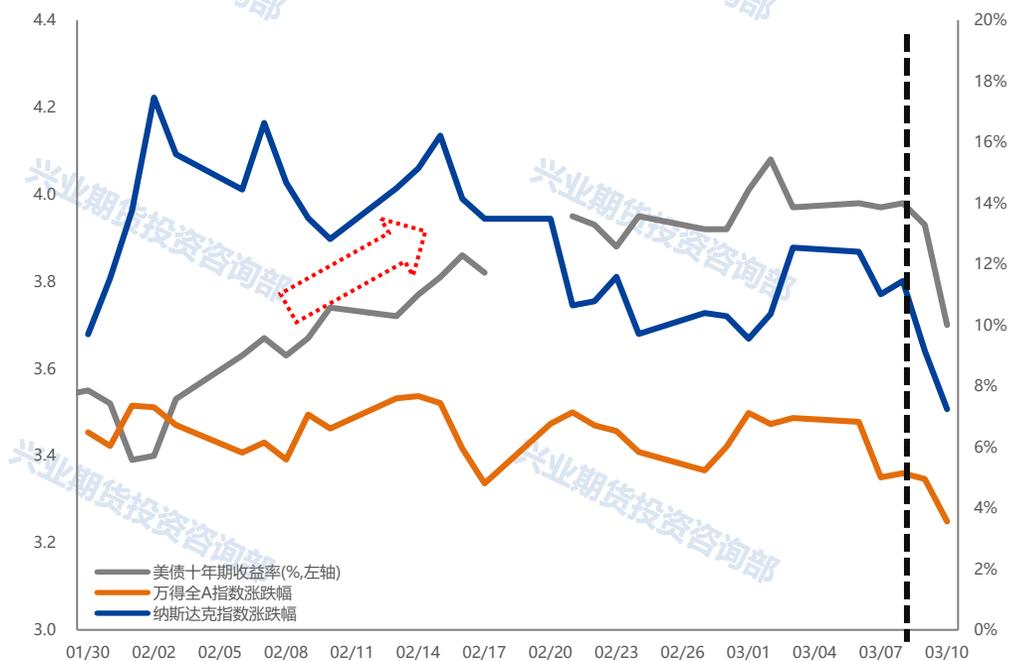


主要大类资产收益率趋势对比（截至2023年2月）

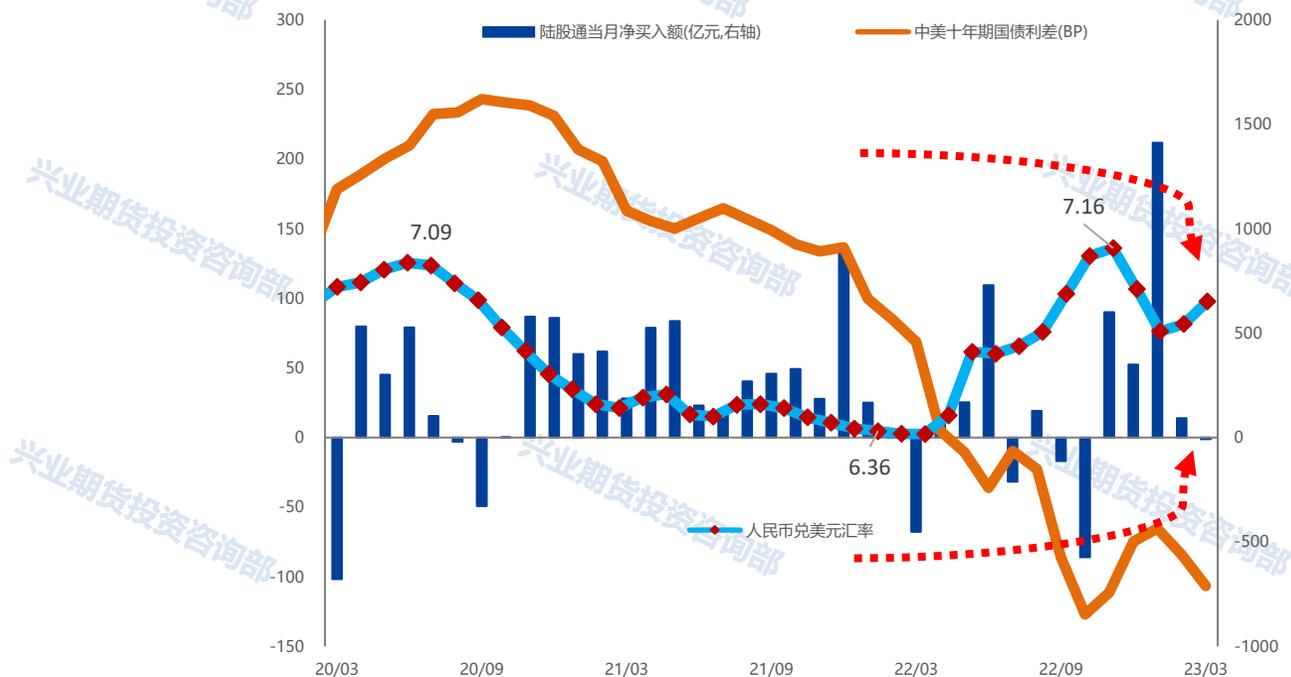


- 受美联储紧缩预期强化、美债收益率走高，以及美股持续下挫等因素扰动，近阶段外资整体呈净流出状态，并从情绪面、资金面对A股形成较为明显的负面冲击。但考虑美国衰退大势难改，人民币升值、中美利差缩窄等核心判断仍具有高置信度，利于A股整体上维持独立上行走势；
- 而近日以“硅谷银行倒闭”为代表的金融市场波动或对美联储下一步决策有所影响，进而弱化市场对紧缩加码的预期、缓和恐慌情绪。（实际上，从3月9日美债收益率回落中已有体现）。

美股、A股及美国十年期国债收益率走势对比（截至2023.3.10）



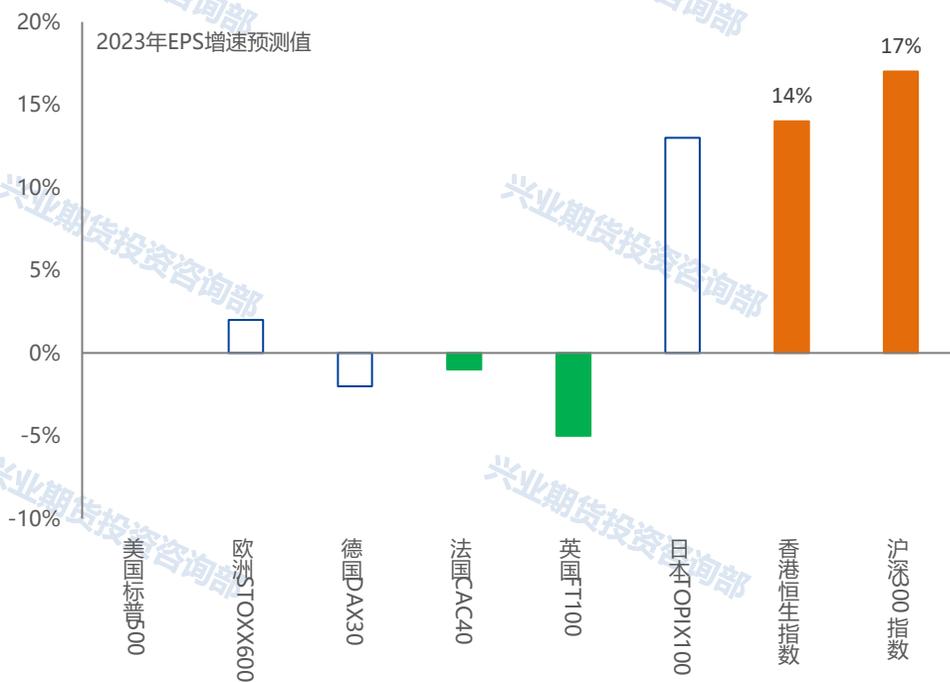
中美利差、人民币汇率及陆股通资金净变化额对比（截至2023年3月）



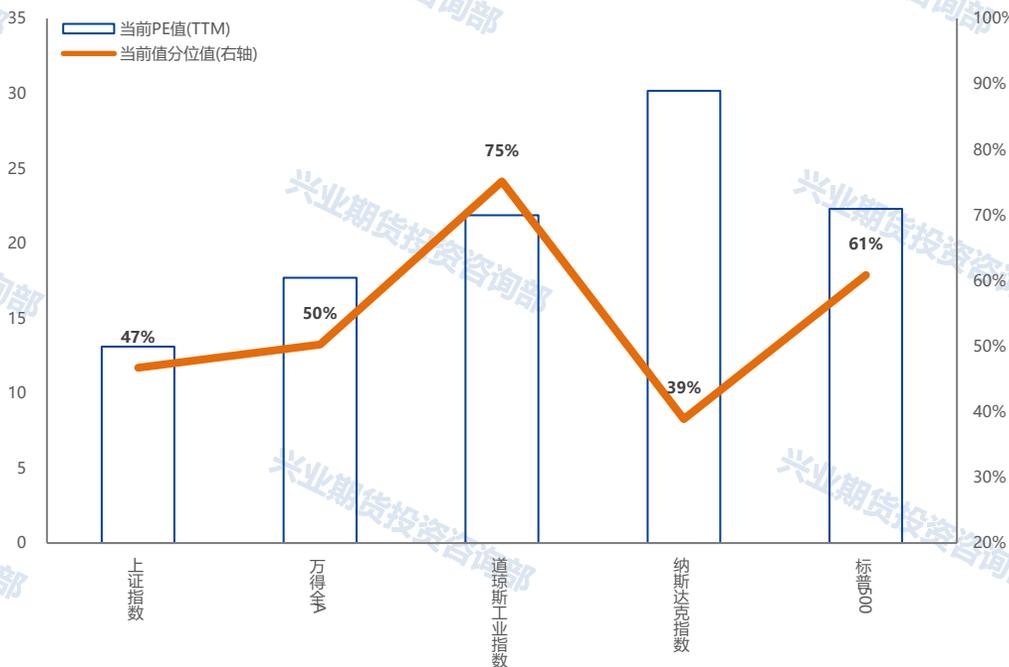


- 此外，A股盈利增速预期亦显著高于全球主要股指（参考中信证券相关数据）、即基本面占优。且估值水平亦低于后者、提供更好安全边际；
- 故从人民币的资产配置价值（类似于 β ）、及A股的自身配置价值（类似于 α ），预计2023年其在全球市场将是优势资产，外资大规模净流入趋势难改。

全球主要股指2023年预期盈利增速对比（截至2023年3月初）



全球主要股指估值水平对比（截至2023.3.10）

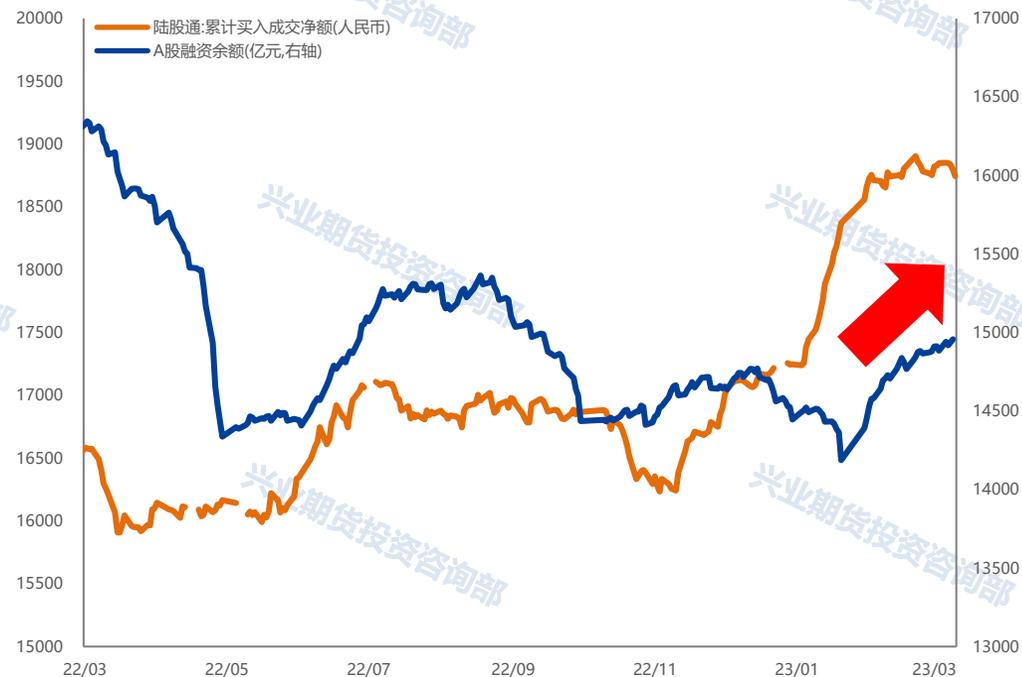


- 从A股主要股指期货基差结构看，虽然近阶段A股整体表现较弱，但期指则整体维持升水结构、且倒挂情形亦快速收敛，显示市场预期并未趋势性转空。这与2022年7月~10月期间，A股“长期贴水、市场悲观”形成鲜明对比；
- 另从A股融资余额数据看，近期则维持稳步抬升状态，表明“高灵敏度”的投机资金入场兴趣较高，亦再次印证市场预期依旧偏向乐观。

A股主要股指期货基差走势（截至2023.3.10）



A股融资余额、陆股通持仓余额对比（截至2023.3.10）





- 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2023.3.10）

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

A股主要指数相关系数情况（近3月，截至2023.3.10）

指数	沪深300	上证50	中证500	中证1000	创业板指	科创50	国证成长	国证价值
沪深300	1.00	0.96	0.88	0.83	0.90	0.87	0.98	0.86
上证50	0.96	1.00	0.72	0.65	0.89	0.76	0.91	0.76
中证500	0.88	0.72	1.00	0.99	0.67	0.82	0.88	0.92
中证1000	0.83	0.65	0.99	1.00	0.63	0.79	0.85	0.88
创业板指	0.90	0.89	0.67	0.63	1.00	0.88	0.93	0.57
科创50	0.87	0.76	0.82	0.79	0.88	1.00	0.90	0.69
国证成长	0.98	0.91	0.88	0.85	0.93	0.90	1.00	0.80
国证价值	0.86	0.76	0.92	0.88	0.57	0.69	0.80	1.00
总计	6.27	5.64	5.88	5.63	/	/	/	/

周期:日线 2022/12/12 - 2023/03/10

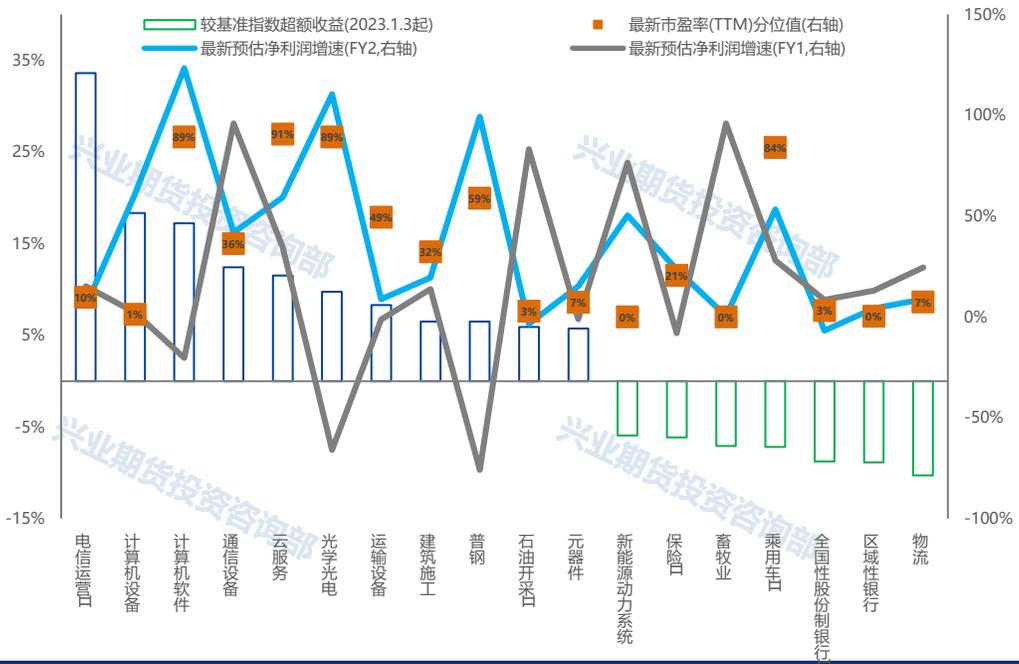


金融衍生品策略（股指）：从业绩、估值、风格兼容性看，沪深300期指性价比最高（2）



- ▣ 从中信相关二级行业指数的超额收益表现看，当前市场：（1）最看重盈利，具体2023年业绩增速的变化幅度、及确定性；（2）对估值安全性有重要考虑。故基于业绩、估值选择行业：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41.3%，46.9%，25.7%和21.8%。以此看，上证50指数的多头配置价值依旧最高、其次为沪深300指数；
- ▣ 再结合前文的风格兼容性特征，综合看，沪深300指数仍是最佳多头标的。

中信二级行业估值、预期净利润增速及超额收益率对比（截至2023.3.10）



基于PB-ROE维度，相关行业四大股指占比统计（截至2023.3.10）

简称	最新总市值 (亿, 2023.3.10)	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
房地产开发和运营	15146	2.2%	12.8%	-147.7%	870.6%	9.44	1.8	1.6	1.9	1.7	1.6
消费电子	11189	5.0%	17.8%	-2.6%	88.5%	14.82	1.5	0.0	1.6	1.8	1.2
半导体	31525	5.2%	13.4%	5.7%	13.9%	10.31	3.9	2.5	3.6	3.1	3.4
白色家电II	8293	5.2%	6.2%	12.9%	10.3%	19.28	2.7	1.4	0.0	0.1	0.9
国有大型银行II	58070	11.5%	6.2%	5.6%	7.1%	11.21	2.7	3.5	0.0	0.0	6.3
化学制药	18289	11.5%	20.6%	13.2%	18.7%	12.44	1.5	3.4	4.3	3.4	2.0
新能源动力系统	17965	14.2%	36.0%	76.4%	50.3%	20.13	4.0	0.0	1.7	2.3	1.9
证券II	30355	16.0%	22.5%	-23.9%	23.1%	9.73	5.7	4.9	5.8	0.7	3.3
计算机设备	10263	18.9%	12.5%	2.3%	60.9%	12.51	1.0	0.0	1.4	0.9	1.1
保险II	24105	22.4%	38.5%	-8.1%	23.6%	11.33	3.8	9.8	0.0	0.1	2.6
通用设备	11990	32.2%	52.0%	0.1%	45.9%	15.44	0.5	0.0	1.2	3.2	1.3
石油化工	12086	40.7%	19.5%	-27.9%	29.3%	10.11	0.9	1.4	1.1	0.2	1.3
酒类	48275	46.3%	53.2%	21.1%	19.5%	23.67	10.8	18.4	1.0	1.2	5.2
专用机械	17539	47.1%	67.3%	35.3%	40.3%	16.83	0.6	0.0	2.1	3.1	1.9
建筑施工	17686	57.5%	34.9%	13.9%	19.6%	11.13	2.1	2.4	0.8	2.0	1.9
其他军工II	10246	59.0%	63.8%	20.6%	44.4%	15.74	0.7	0.0	2.1	2.8	1.1
航空航天	9757	59.2%	53.5%	20.9%	38.3%	9.14	0.8	0.9	2.5	0.9	1.1
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)							41.3	46.9	25.7	21.8	34.2



沪镍

NI

01

供需过剩幅度扩大，偏强美元存拖累

02

沪镍悲观情绪较重，仍存续跌空间

有色金属品种策略（镍）：“商品、金融”两类属性均有利空，下行驱动较强

- 从商品属性看，随精炼镍产能增量逐渐明晰，需求复苏不及预期，其供需过剩幅度或将明显扩大。此外，俄镍参考SHFE价格以人民币计价销售，LME宣称后期开放亚盘交易时间、华友钴业注册交割品牌，预计将进一步加剧国内镍供给宽松形势，为镍价趋势下行的主要因素；
- 再从金融属性看，镍价与美元指数走势的负相关性显著，而其近阶段表现强势、亦是镍价下行的重要增量因素。

国内镍月度供需平衡表

时间	2022/10	2022/11	2022/12	2023/01	2023/02	2023/03	2023Q1	2023Q2	2023
精炼镍产量(万镍吨)	8.44	8.54	7.65	7.98	8.12	8.44	24.53	26.46	106.08
进口量(万镍吨)	9.73	10.34	9.58	8.66	8.78	9.96	27.40	30.38	120.57
镍总供给量(万镍吨)	18.17	18.88	17.23	16.64	16.90	18.40	51.93	56.84	226.66
原生不锈钢耗镍(万镍吨)	12.09	11.44	11.43	9.06	11.82	11.90	32.78	35.63	136.94
原生电池材料(万镍吨)	3.79	3.61	3.60	3.62	3.66	3.79	11.06	11.47	47.42
电镀(万镍吨)	0.51	0.51	0.51	0.52	0.44	0.51	1.47	1.55	6.12
合金(万镍吨)	0.95	0.97	0.90	0.86	0.78	0.88	2.52	3.05	12.17
其他(万镍吨)	0.41	0.41	0.41	0.41	0.32	0.40	1.13	1.14	4.60
总需求(万镍吨)	17.75	16.94	16.85	14.47	17.02	17.48	48.96	52.84	207.24
供需平衡(万镍吨)	0.42	1.94	0.38	2.17	-0.12	0.92	2.97	4.00	19.42

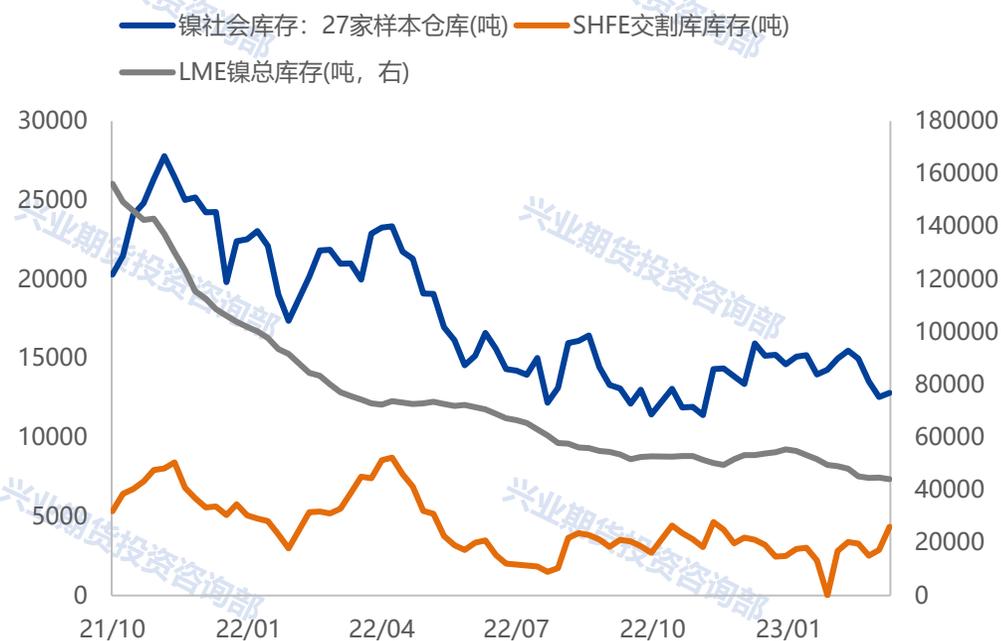
镍价走势与美元指数负相关性显著



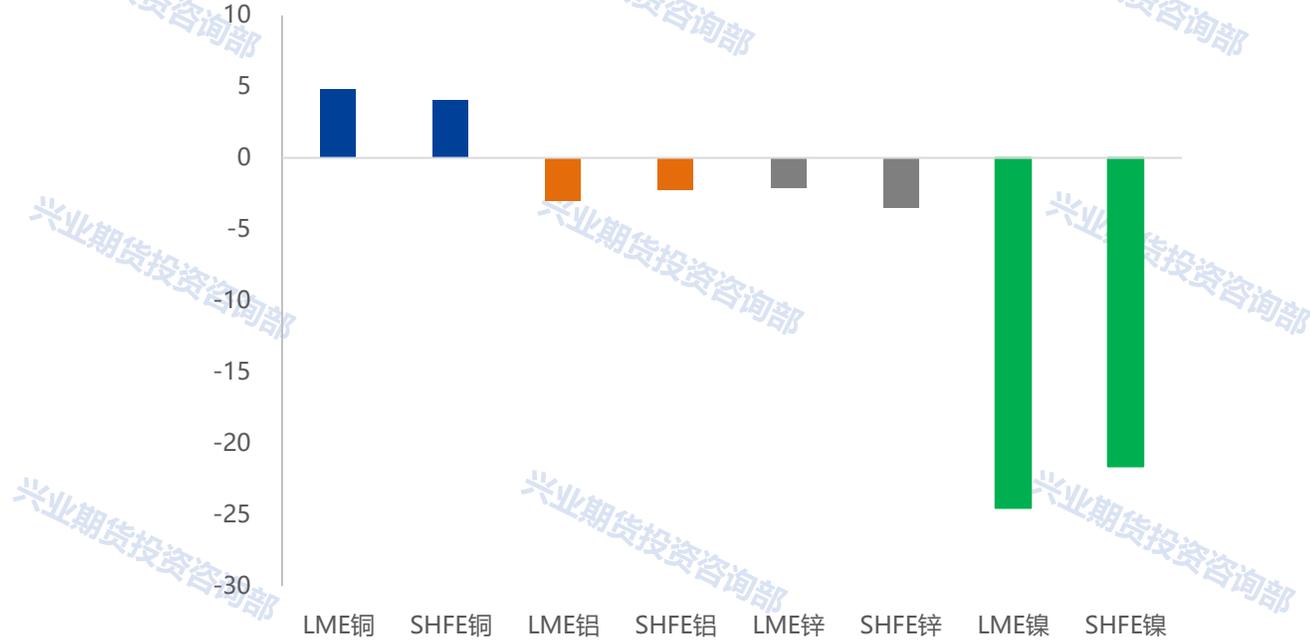
从相关印证现象看，虽然自2021年10月以来、全球镍市显性库存持续维持低位，但较其它主要有色金属品种而言、且跌幅明显，反映市场的悲观情绪。究其原因，应与全球精镍资源供给将大幅过剩有直接关系；

故基于基本面、情绪面看，若未来整体市场负面因素持续发酵、强化，预计沪镍仍有较大的潜在跌幅。

全球精镍显性库存处于低位



主要有色金属品类涨跌幅对比 (2023.1.3~3.10)



橡胶

RU

01

消费刺激加码兑现，政策引导推动车市回暖

02

经济复苏确定性较高，重卡产销有望底部回升

03

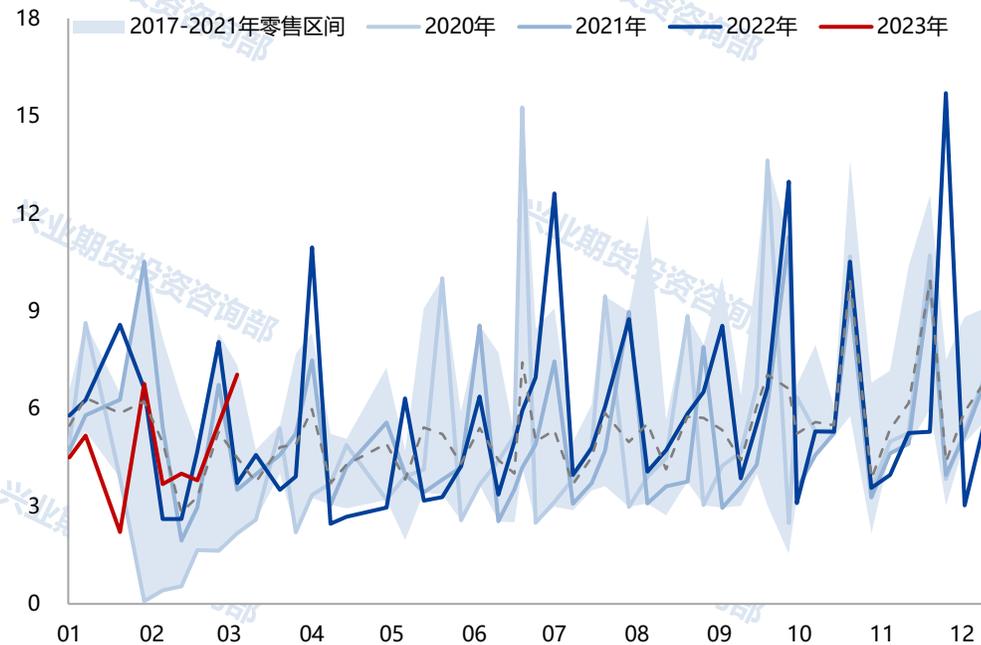
海外产区进入减产季，气候因素影响权重或升高

04

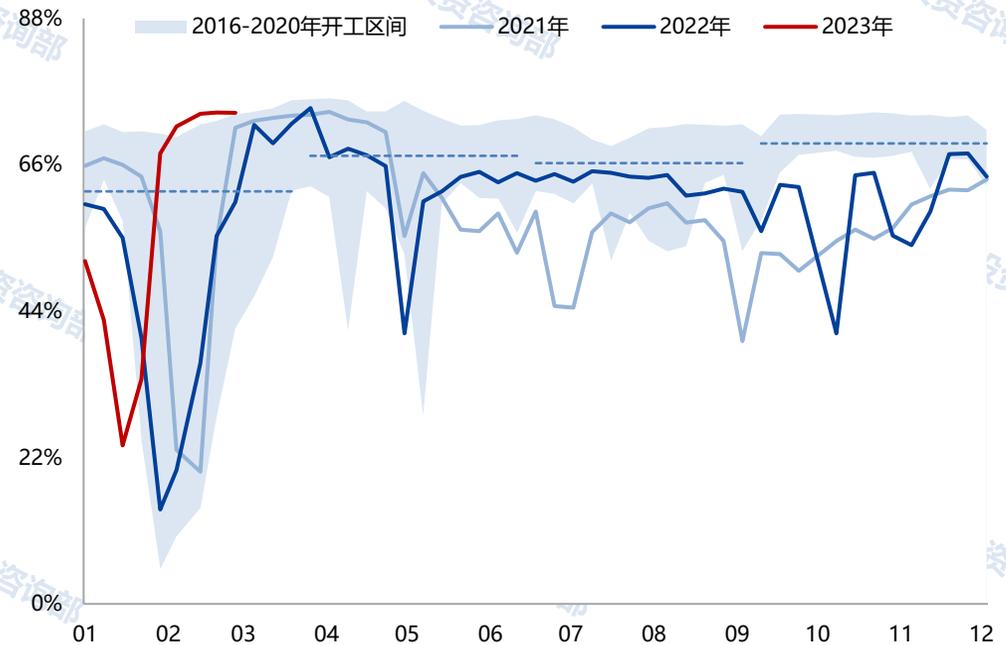
整体库存尚处低位，低估值沪胶多头策略盈亏比更优

需求方面，2月乘用车销量实现同、环比双增，车市回暖信号显现，且湖北燃油车消费刺激方案落地实施，吉林、上海等多个大型车企所在地纷纷跟进，汽车产业系当前稳增长促销费重要抓手，政企联合补贴力度超市场预期，3月零售增速料进入黄金期；而本周轮企开工虽有小幅下降，但半钢胎开工率仍处于近年一季度开工峰值区间，天然橡胶终端需求及需求传导偏向乐观。

乘用车日均零售



半钢胎开工率季节性

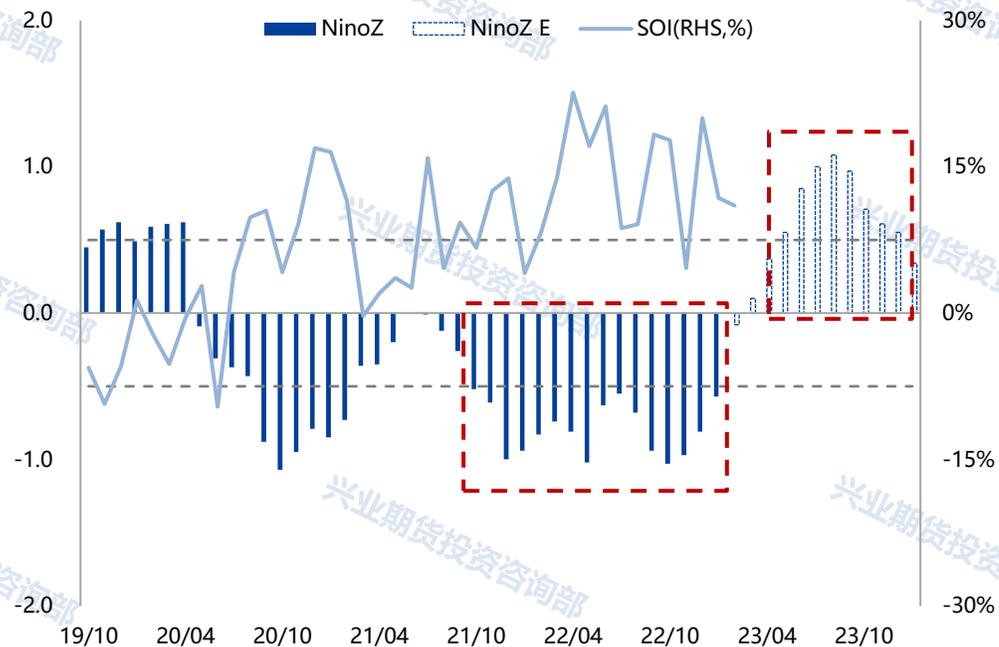


供应方面，泰国、马来西亚及越南等我国主要橡胶来源国纷纷进入低产季，天胶到港将有回落，进口市场补充作用逐步降低；而国内产区仍处停割阶段，WMO发布2023年极端天气发生概率增高报告，海温指数预测值显示今夏将发生新一轮厄尔尼诺事件，气候问题影响权重逐步升高，或对天然橡胶割胶生产造成不利后果，关注国内外产区物候条件变动情况。

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				过渡期
	2022年	过渡期		低产季			过渡期		旺产季				过渡期

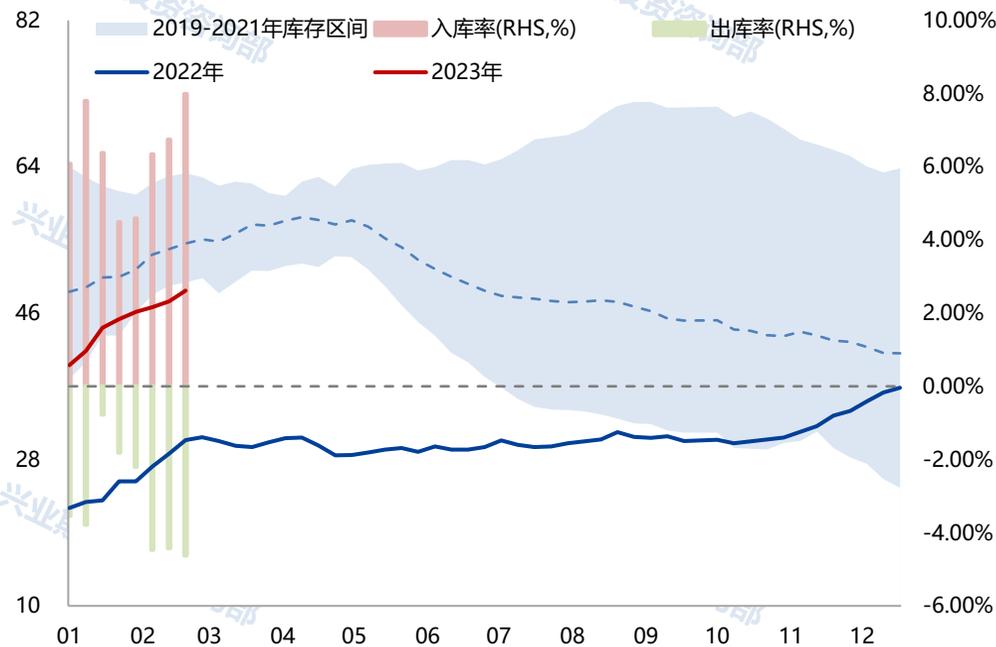
NinoZ区海温指数与SOI



□ 库存方面，青岛现货库存小增1.6万吨至59.5万吨，但整体库存水平仍处于同期低位，且后续到港减少将使得入库率逐步降低，橡胶库存端结构性库存压力暂无。

□ 综合来看，乘用车消费刺激力度加码兑现，重卡市场有望接棒贡献天胶需求增量，而国内产区停割叠加海外进口回落，供应收紧支撑橡胶下方价格；再从沪胶指数所处分位来看，当前价格处于近十年25%分位，估值水平偏低提供较强安全边际，沪胶多头策略盈亏比更优。

天然橡胶港口一般贸易库存季节性(万吨)



沪胶指数走势及分位水平





聚氯乙烯

PVC

01

检修增多产量下滑，高成本提供支撑

02

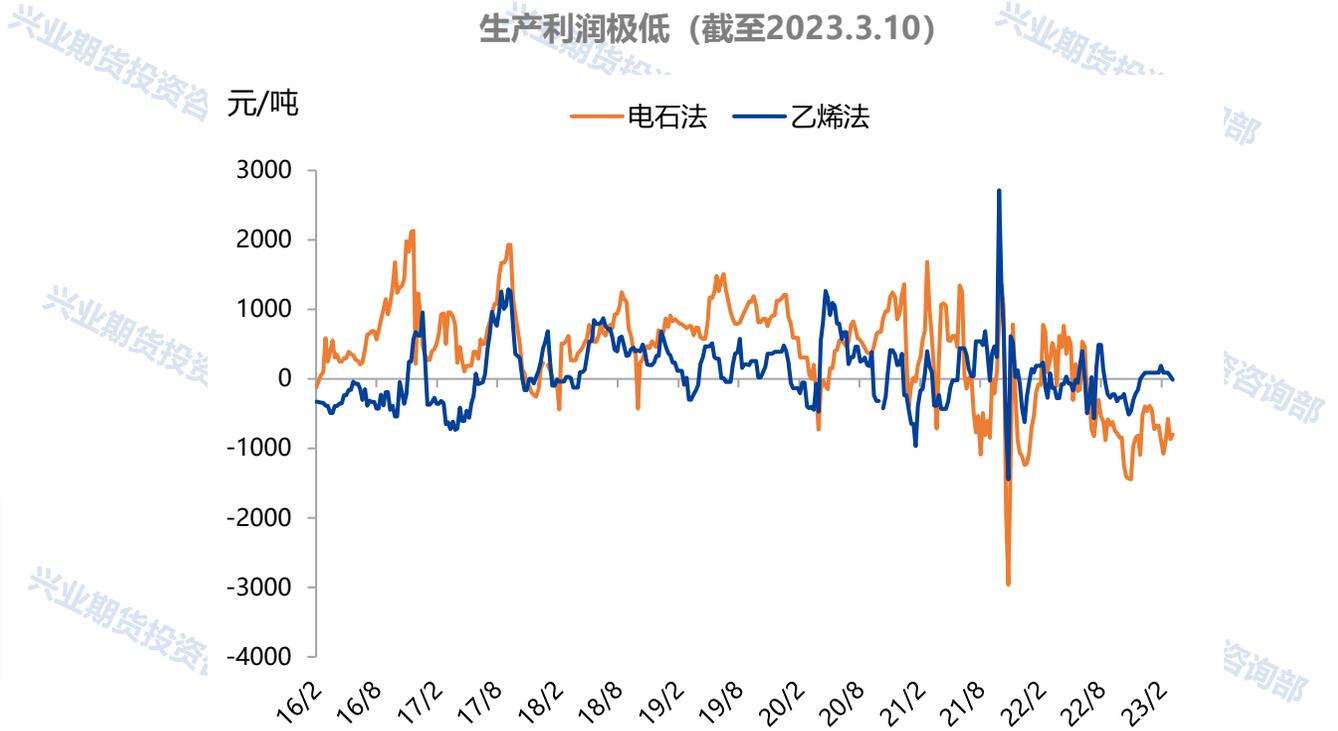
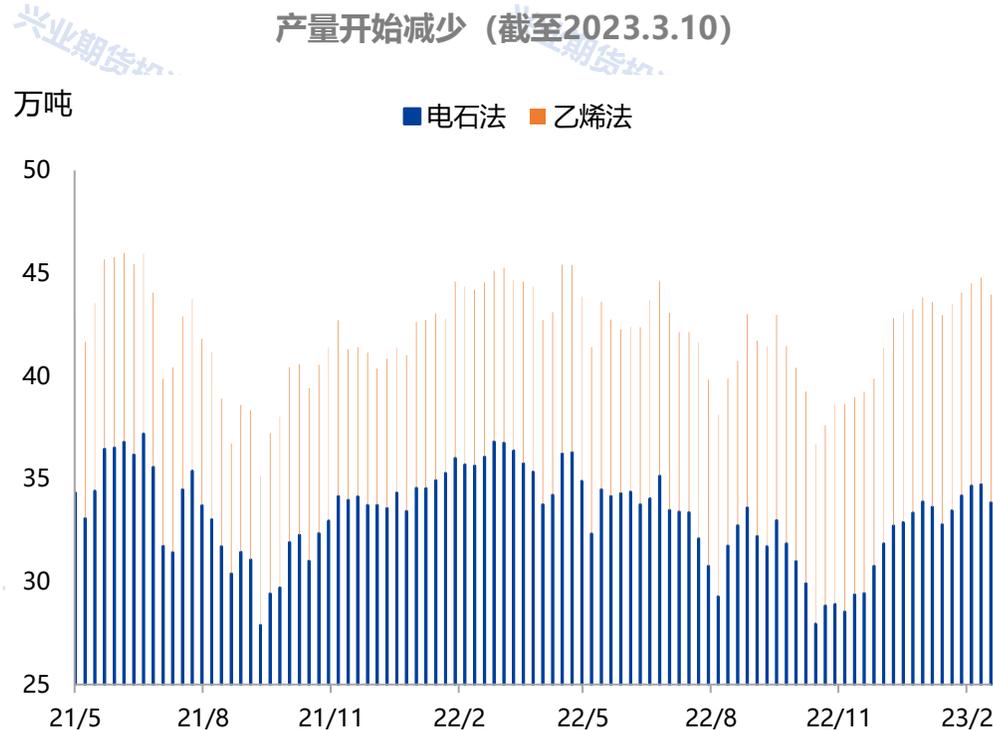
生产企业库存下降，社会库存维持高位

03

下游开工加速增长，市场看涨情绪降温

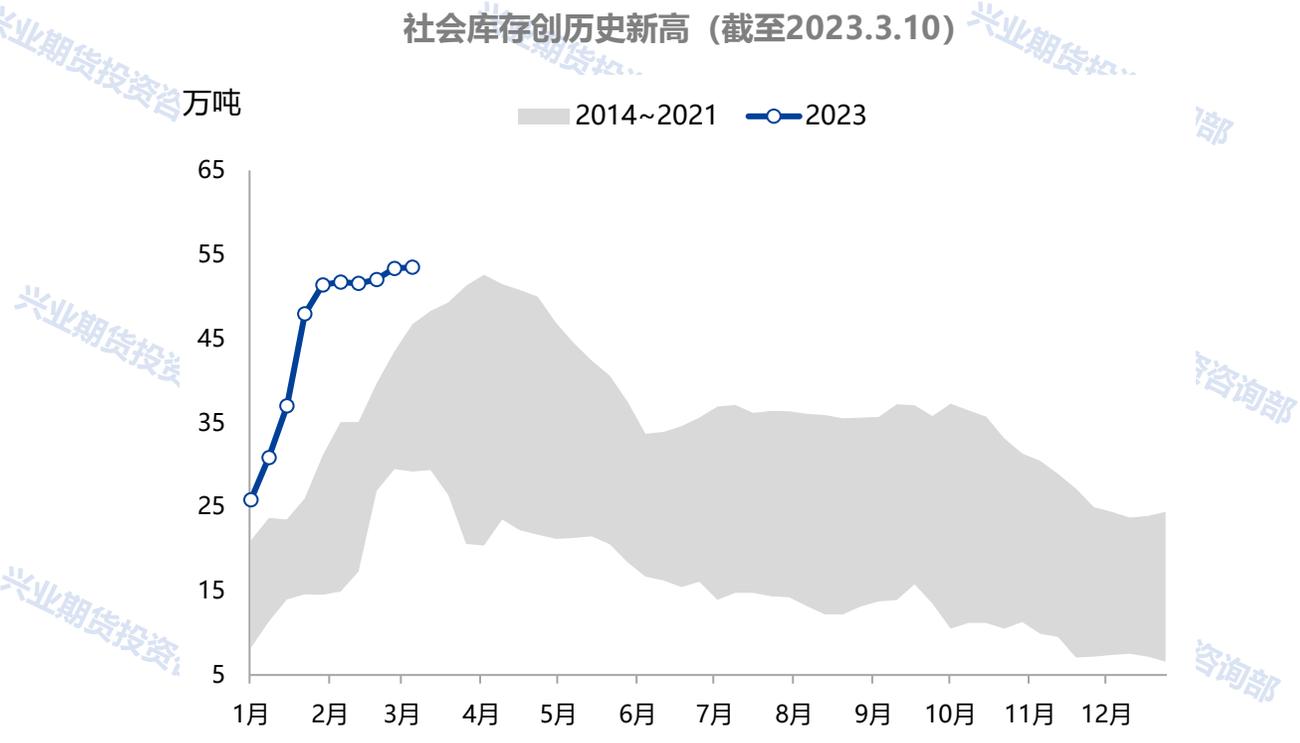
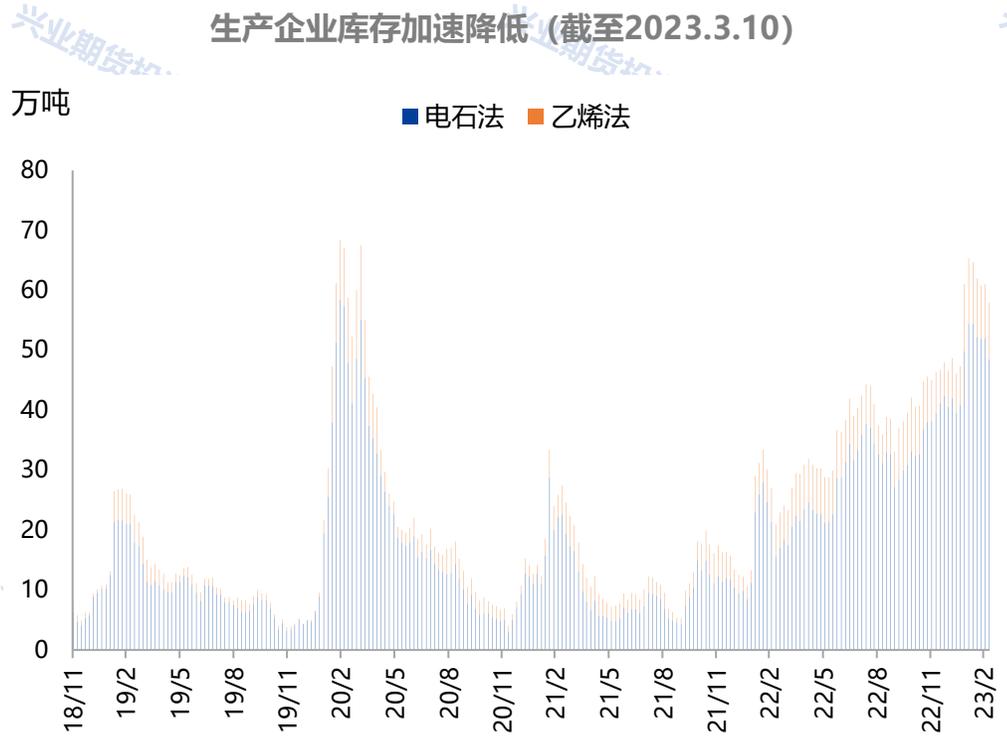
▣ **检修增多产量下滑**：上周四川金路临时停车3天，宜宾天原降低负荷，导致开工率自春节后首次降低，达到77.46% (-1.28%)，而周度产量减少至43.96 (-0.83) 万吨。3月底湖北宜化和山东东岳计划检修，4月陕西北元 and 新疆天业两套大装置停车一个月，检修增多能够缓解部分供应利空。

▣ **高成本提供支撑**：煤炭价格短暂反弹后再度下跌，目前已经回落至安全事故发生之前的水平，电石和兰炭价格也跟随下跌，不过液氯价格延续上涨，PVC生产成本依然居高不下，目前电石法亏损800元/吨，乙烯法亏损10元/吨，高成本继续提供有效支撑。



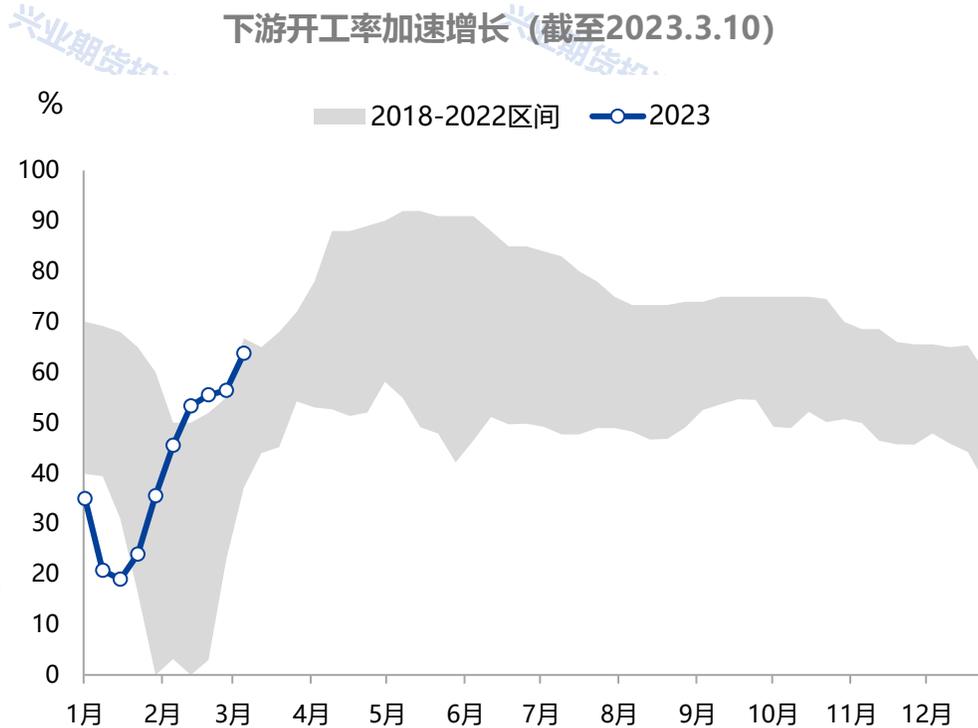
□ **生产企业库存下降**：生产企业库存为57.94 (-3) 万吨，现货价格下调100元/吨后，电石法企业出货情况明显改善。如果按照每周去化3万吨的理想速度，生产企业库存降低至30万吨的合理水平仍然需要10周。

□ **社会库存维持高位**：社会库存为53.50 (+0.14) 万吨，维持历史高位。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。



▣ **下游开工加速增长**：下游开工率为63.81%，较前一周增加7.38%，仅次于去年同期。今年前两个月基建投资增速接近10%，建材需求表现良好，上周管材开工率更是增加10%，达到疫情后新高。型材和薄膜开工率也不落后，上周增加6%。参考历史规律，3~5月下游开工率将持续增长。

▣ **市场看涨情绪降温**：上周PVC期货价格下跌136元/吨，技术指标出现下跌趋势。现货成交量和预售量均降低，市场看涨情绪降温。期权市场看跌成交量显著增加，而看涨持仓量依然占多数，反映多空分歧出现。另外当前期货历史波动率和期权隐含波动率均极低，未来大行情发生概率较高。





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

重碱需求稳中有增，轻碱需求表现一般

04

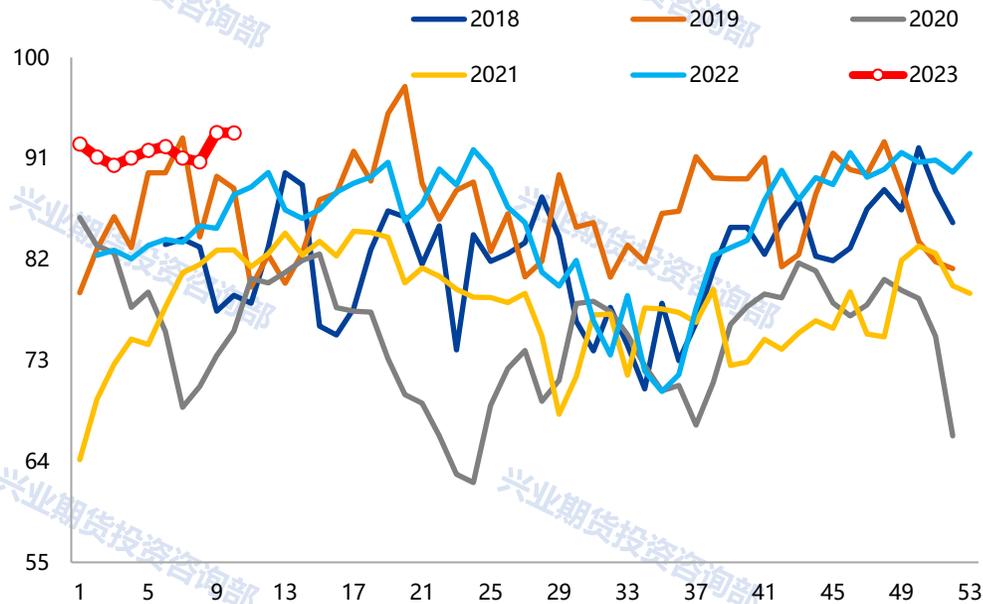
纯碱将保持紧平衡，行业低库存格局将延续

05

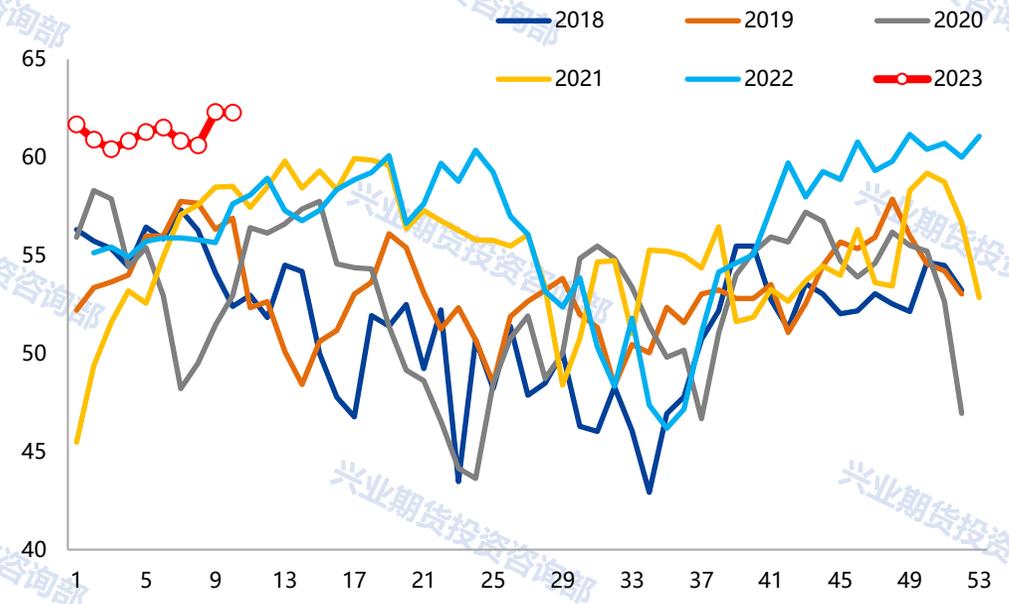
短期压力不改基本面偏强，纯碱前多耐心持有

年初以来纯碱装置检修少，现有产能一直保持92%上下的高开工，基本满负荷运行。据隆众了解，3月份，仅南方碱业有检修计划（3月8日），以及山东有纯碱设备存在锅炉检修需要，其余装置暂无明确检修计划，预计大部分企业保持正常开工，单月纯碱产量将提高至273万吨附近，同比增加17万吨上下。

纯碱装置开工率（更新至3.10）



纯碱周度产量（隆众，更新至3.10）

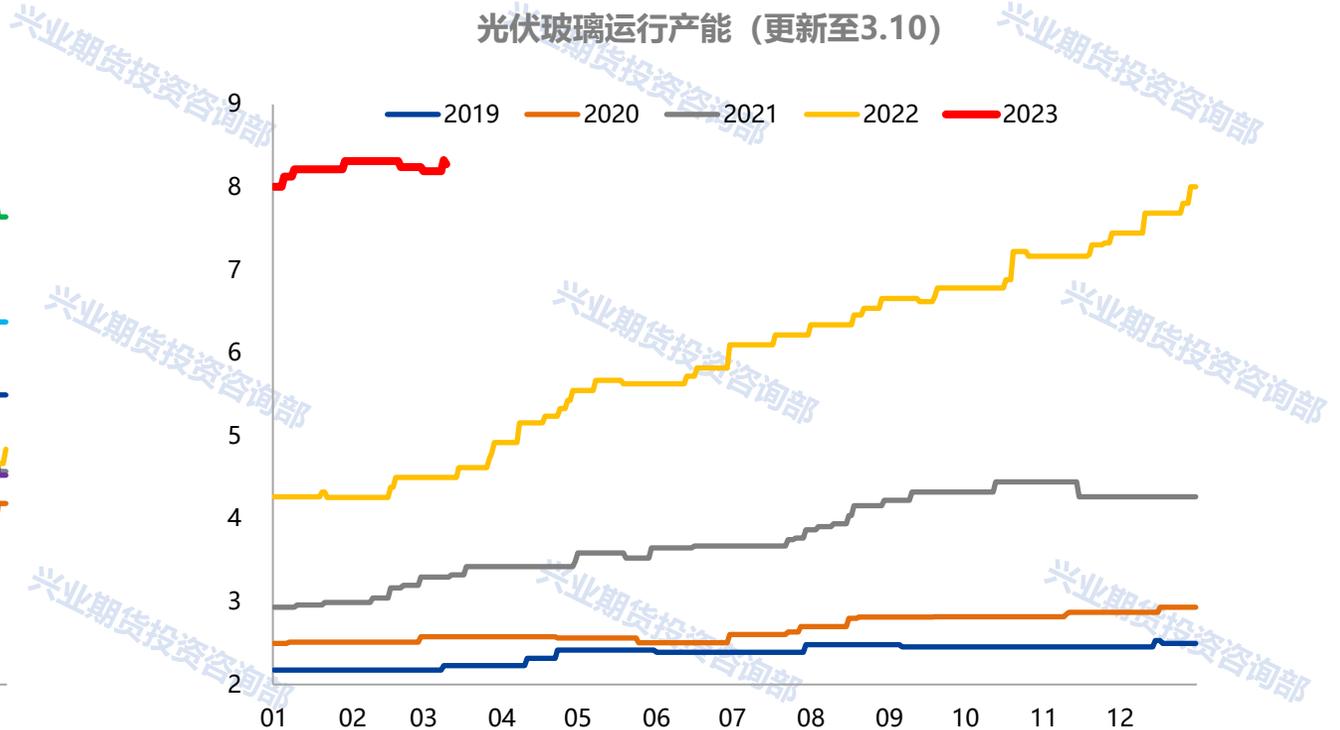
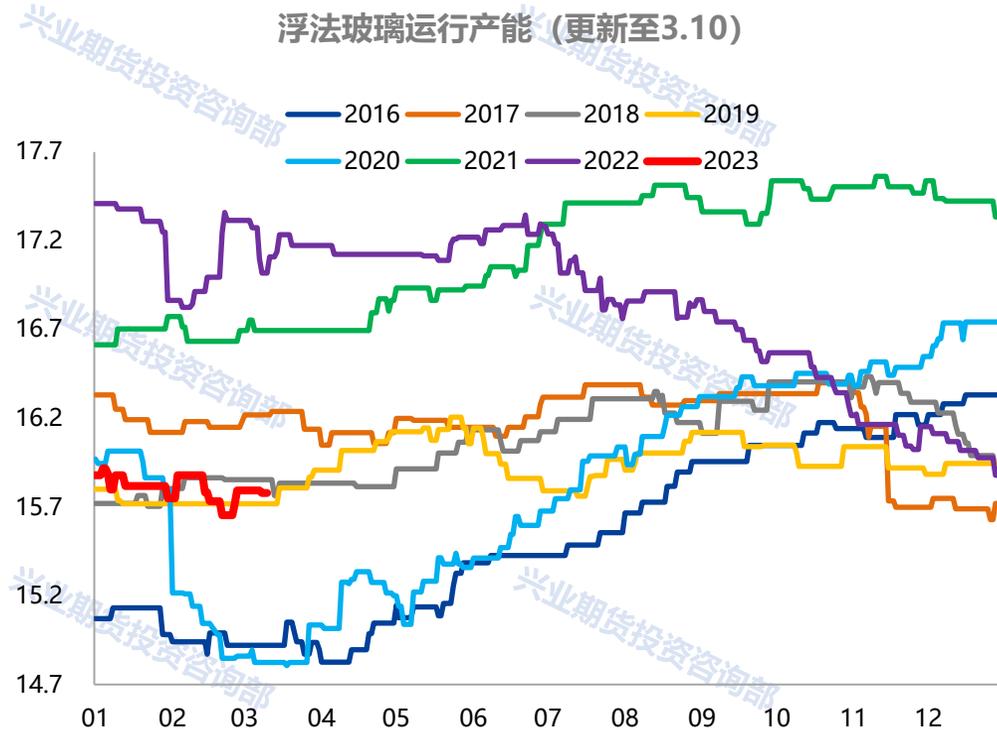


根据最新市场信息，今年纯碱装置投产计划靠后，且部分装置出现延迟。据我们了解，重庆湘渝20万吨装置原计划1-2月投产，现可能延迟至8-9月；安徽红四方20万吨装置扩产原计划3月投产，现可能于4月投产；德邦60万吨新增产能原计划5月投放，现可能推迟至9月；远兴能源500万吨天然碱产能乐观计划于6月全部投产，现官方宣布第一条产线将于6月投料试车，其余装置建设投产进度尚不确定；金山化工200万吨产能将安排在10月投产。

2023年新增纯碱产能投产计划（更新至3.10）

年初预计投产时间	企业	新增产能 (万吨)	工艺	投产地区		备注	最新情况
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	2023年8-9月
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4月 (?)
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	2023年9月
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 (6月投料试车)、150万吨 (6月) 和200万吨 (9月)
2023年9月	金大地	200	联碱法	华北地区	漯河 (小苏打100万吨)		2023年10月
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**：年初至今浮法玻璃运行产能仅净减少1000t/d，产能收缩节奏较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，投产出现延迟迹象**：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，行业盈利转薄，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月无新增产线投产，少量老旧产线冷修。根据年初统计，3月份光伏玻璃有4-5条产能可能具备投产条件，关注3月份光伏组件产量增长对光伏玻璃需求拉动的幅度，以及光伏玻璃实际投产节奏。



2023年浮法玻璃运行产能变化（更新至3.10）

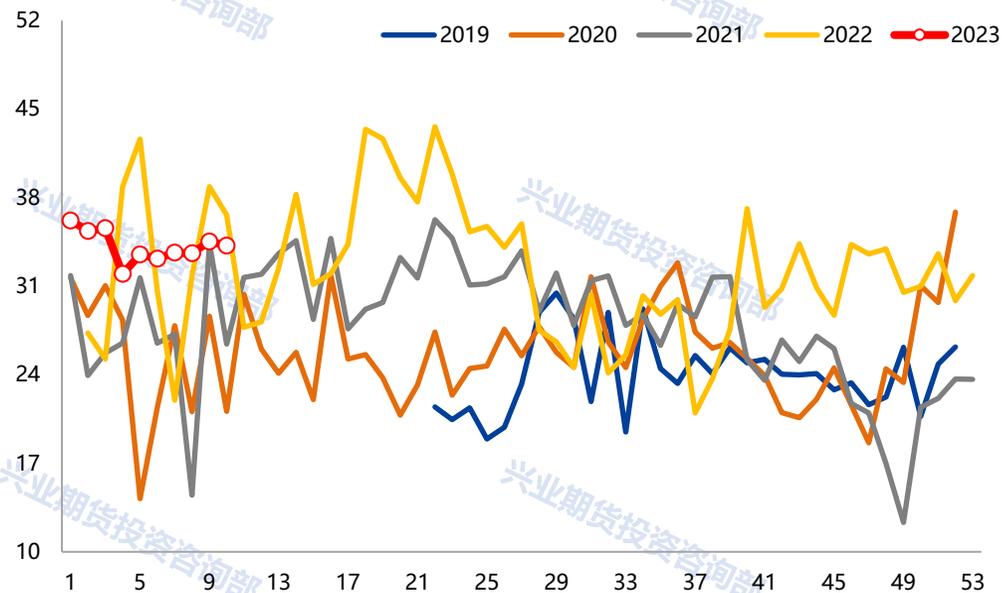
复产生产线	地址	日熔量, 吨	时间	新建生产线	地址	日熔量, 吨	时间	冷修	地址	日熔量, 吨	时间	点火时间
东台中玻二线	江苏	600	1月31日	旗滨玻璃	福建漳州	800	1月9日	渝荣玻璃	重庆	300	1月6日	2020年
三峡新型建材	湖北	600	2月6日	玉晶科技	内蒙古	1300	2月3日	/	/	900	1月7日	/
信义玻璃	安徽	500	2月19日	中玻镀膜玻璃	山东	450	2月5日	云腾建材	云南	600	1月12日	2016年12月
信义玻璃	天津	600	2月27日	东台中玻	江苏	600	2月24日	南玻玻璃	湖北咸宁	700	1月30日	2013年6月
明弘玻璃	湖北	1000	3月8日					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	/
								河源旗滨	广东	600	3月8日	/
合计		2200				2700				5350		
净增		-450										

灰色：尚未落实

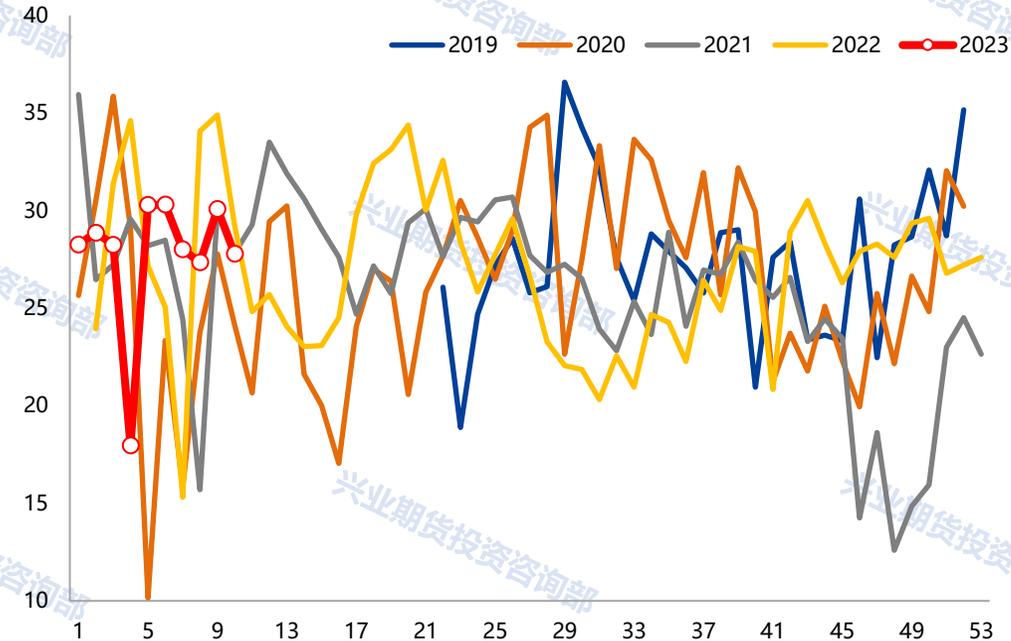
□ 总体来说，浮法玻璃冷修节奏放缓，光伏玻璃运行产能高位运行，重碱需求稳中有增。不过远兴投产逐步临近，下游玻璃厂不愿囤货，维持刚需采购，若光伏玻璃投产节奏仍偏慢，3月重碱需求增量可能也较为有限。

□ 轻碱需求处于淡季，未来有望跟随消费复苏而逐步回暖。另外，国内碳酸锂扩产将成为轻碱需求增长的重要来源。根据我们年初估算，2023-2025年，国内碳酸锂拉动纯碱消费量将提高至百万吨级别，分别达到101、125和169万吨，CAGR达30%，其中2023年碳酸锂消耗纯碱带来的增量约为24万吨，占2022年纯碱消费量的0.8%，占当年轻碱消费量的1.8%。

重碱出库量 (更新至3.10)

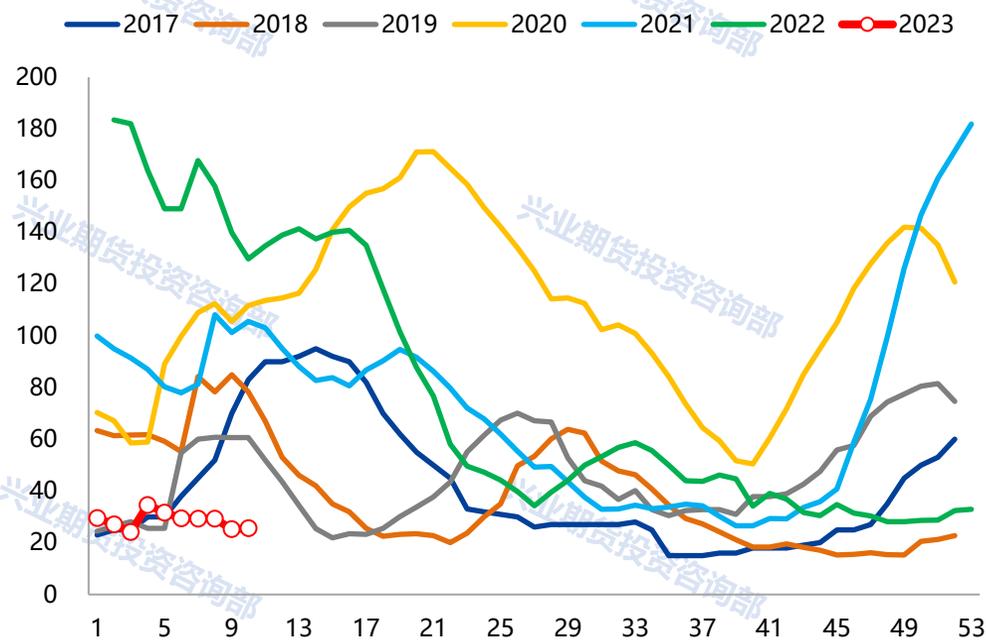


轻碱出库量 (更新至3.10)

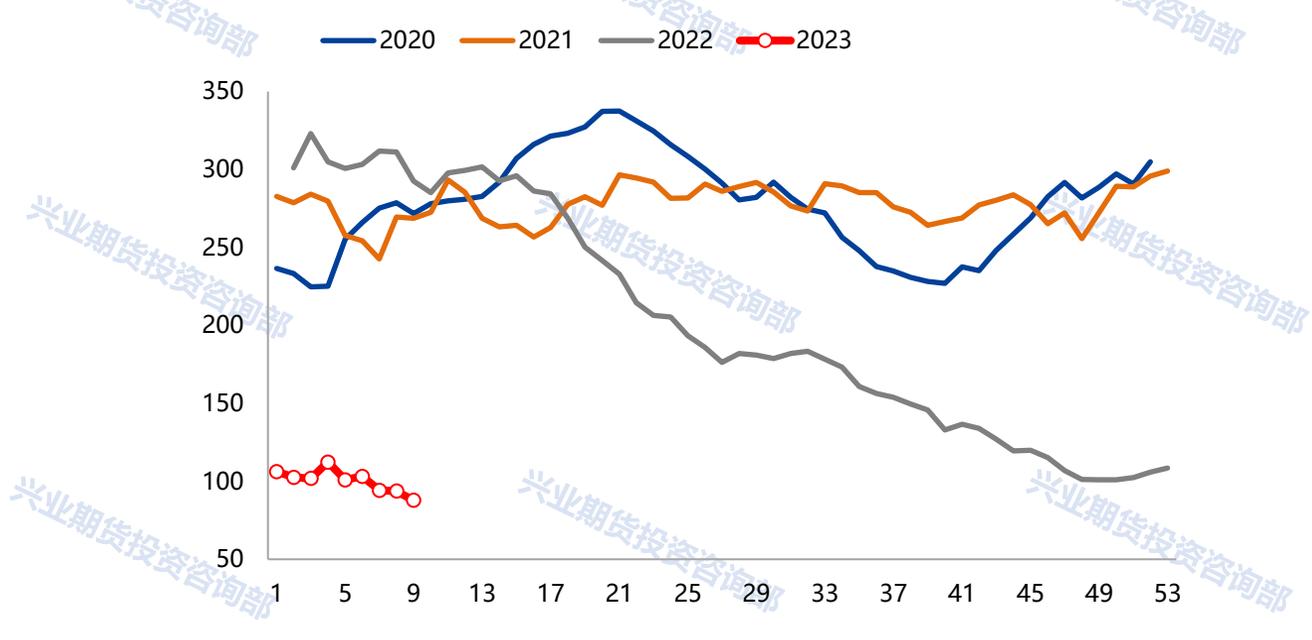


□ 纯碱各环节库存偏低：（1）生产环节库存：3月10日，纯碱企业库存25.57万吨，环比微增0.3万吨，轻碱小幅累库；（2）社会库存：隆众调研，社会库存与上周基本持平；（3）总社库：3月3日，纯碱三环节库存87.86万吨，前值93.77万吨，环比继续下降，且依然显著低于2020-2022年同期。预计远兴产能投产前，纯碱供需结构仍将维持紧平衡结构，低库存格局也将延续。

纯碱企业库存（更新至3.10）



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、以及近远月价差震荡运行，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、光伏玻璃投产节奏放缓，导致纯碱现货续涨节奏放慢，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 (2022.11.4-2023.3.10)

项目		11/04	11/11	11/18	11/25	12/02	12/09	12/16	12/23	12/30	01/06	01/13	01/20	02/03	02/10	02/17	02/24	03/03	03/10
现货	华中主流价	2800	2700	2700	2700	2730	2730	2730	2730	2830	2850	2850	2850	3000	3000	3000	3000	3080	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	2,962
	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	0.11
	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	-0.04
	基差	558	344	231	109	32	-36	-142	-54	-69	-149	-273	-280	-100	-2	-29	-9	20	118
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	2,893
	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	58.85
	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	-11.02
	基差	703	481	347	272	150	90	-24	78	90	31	-106	-172	6	101	72	82	94	187
	3-5价差	145	137	116	163	118	126	118	132	159	180	167	108	106	103	101	91	74	69
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	2,498
	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	39.11
	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	0.41
	基差	939	760	692	697	555	445	343	426	449	446	460	325	446	436	514	470	506	582
	5-9价差	236	279	345	425	405	355	367	348	359	415	566	497	440	335	442	388	412	395

玻璃

FG

01

下游需求逐步恢复，浮法玻璃库存转降

02

浮法玻璃运行产能同比下降7.3%，产能收缩节奏有所放缓

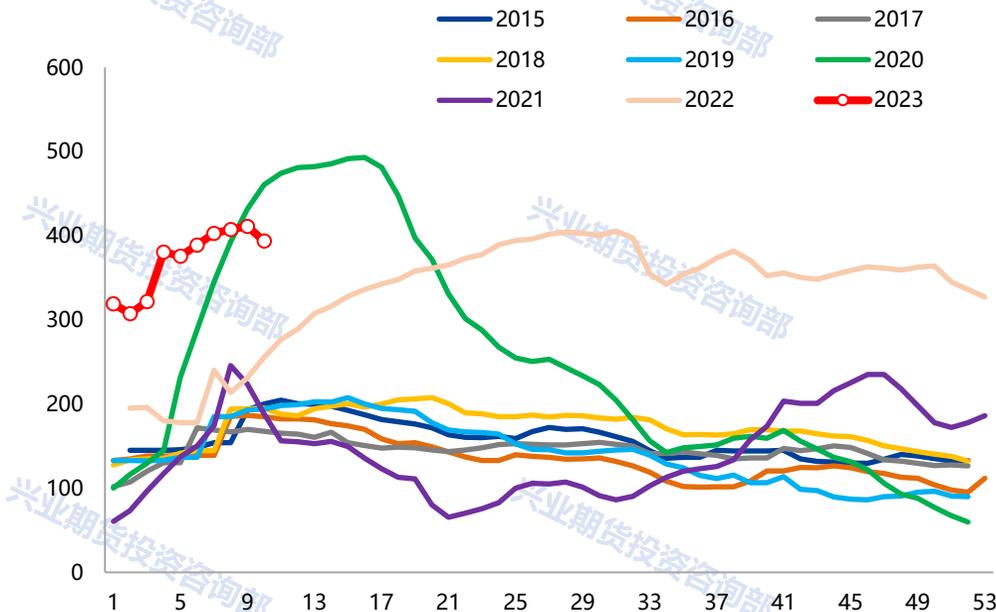
03

浮法玻璃预期有所改善，前多耐心轻仓持有

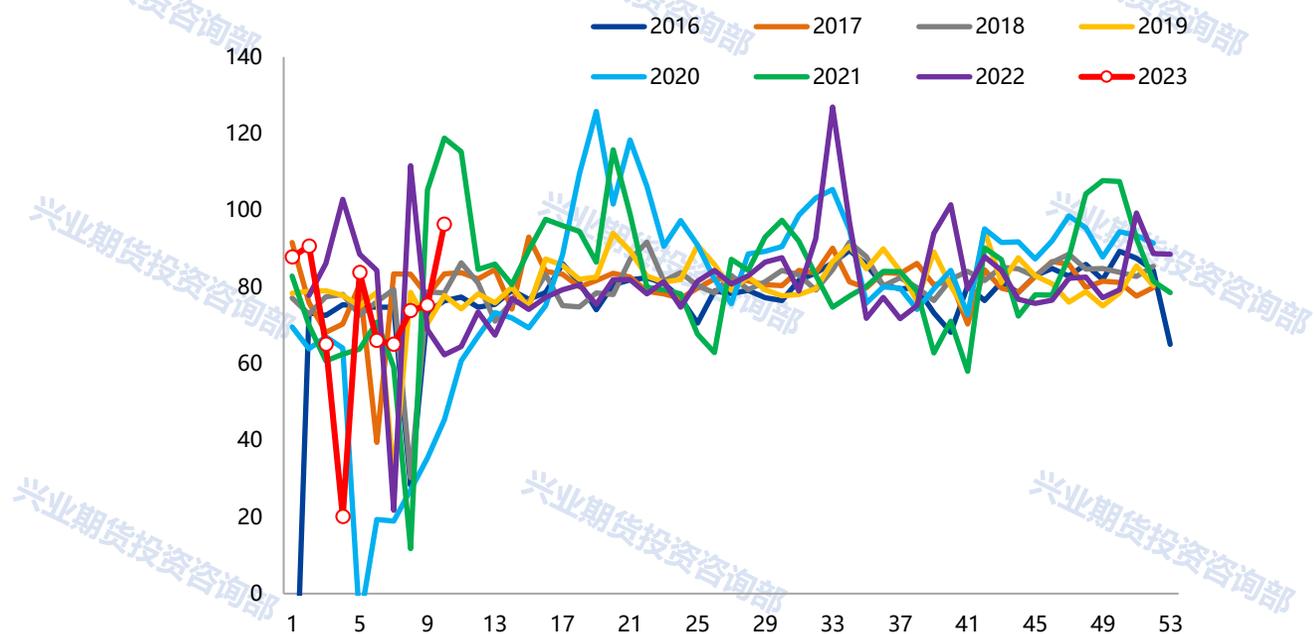
进入3月，浮法玻璃下游补库，需求有所释放。隆众样本，本周浮法玻璃出库量（产量- Δ 库存）回升至96.36万吨，综合产销率提高至114%，沙河地区周均产销率达到160%。浮法玻璃企业库存也首次由增转降，环比下降4.2%至7875万重箱，同比增幅收窄至42.37%。

浮法玻璃90%左右用于建筑领域，春节以来地产销售回暖迹象明显，但施工、竣工短期仍受制于房企资金。截至2月底，浮法玻璃深加工企业订单12.2天，较上月增加0.8天，低于同期。不过考虑到2023-2030年国内商品房需求中枢大约在12万亿平方米，叠加各类宽松政策支持，房地产销售复苏的预期较强，中期房地产小周期有望逐步筑底回升，拉动浮法玻璃需求一同改善。

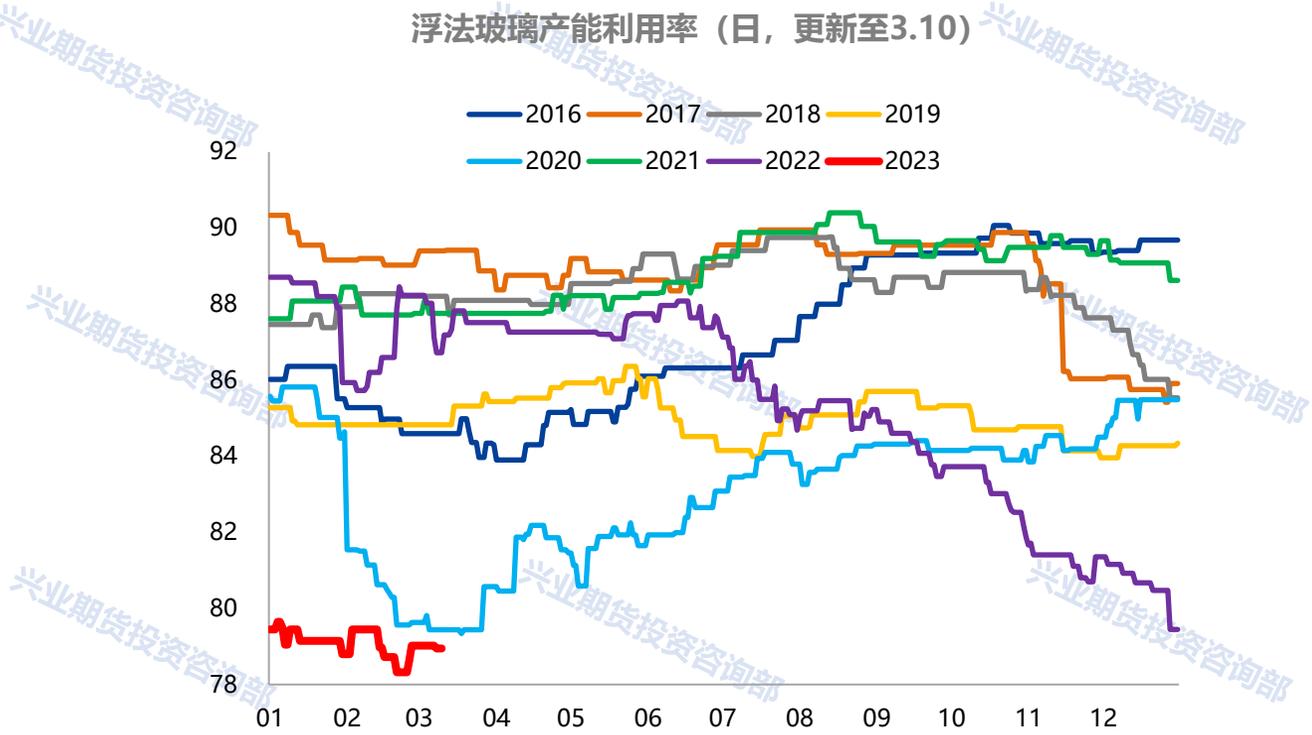
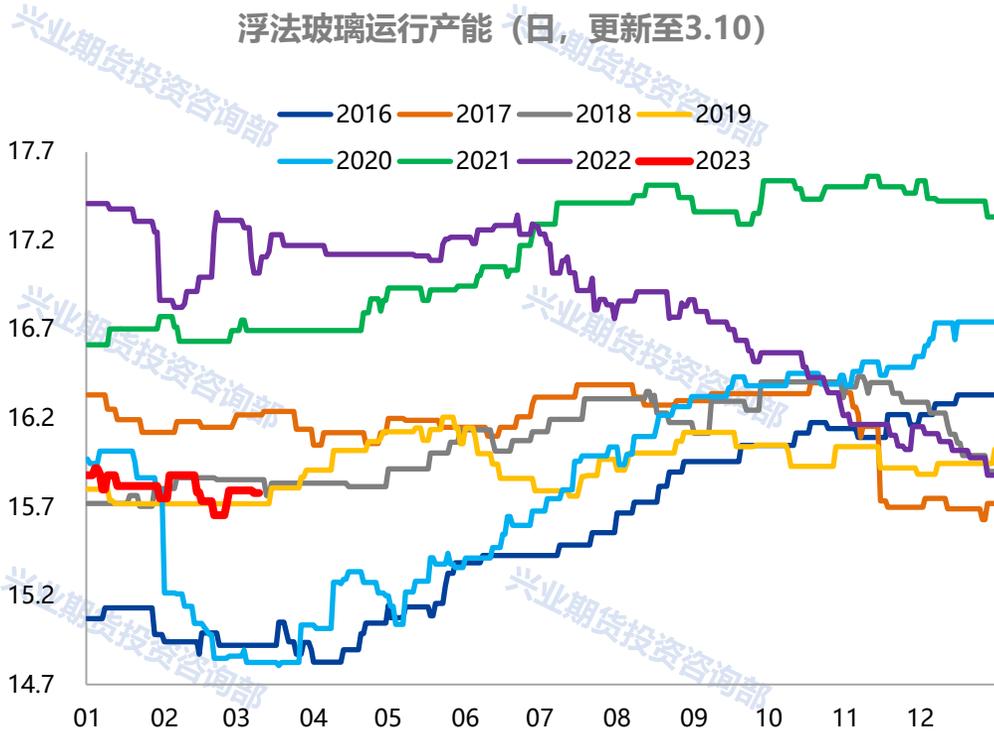
浮法玻璃企业库存（更新至3.10）



浮法玻璃出库量（更新至3.10）



截至3月3日，浮法玻璃运行产能157780吨/天，同比下降7.3%，行业开工率为78.48%，同比下降8.39个百分点，产能利用率为78.95%，同比减少7.77个百分点。据隆众统计，3月份共有3条产线计划点火，2条产线计划放水冷修，1-2月点火的产线也将陆续出玻璃，浮法玻璃供应面或将环比小幅增加。





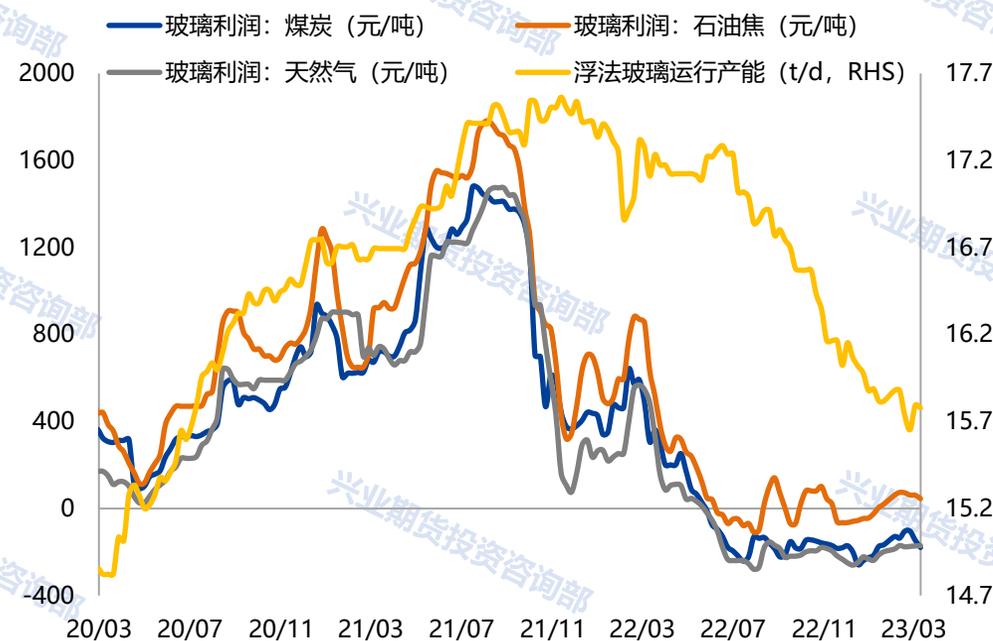
□ 今年以来，浮法玻璃产能收缩节奏有所放缓。年初以来，浮法玻璃冷修产能合计5350t/d，复产及新建产能投产合计4900t/d，运行产能净减少仅450t/d。主要原因在于今年煤炭等能源价格重心有所下移，浮法玻璃企业利润较去年底有所改善。

□ 不过经过2022年下半年浮法玻璃大规模冷修，浮法玻璃运行产能已同比收缩7.3%，基本回到2019年水平，且部分浮法玻璃运行产能已改产其他品种玻璃，实际供给收缩幅度更大，一旦需求改善，将有利于库存的快速消化。

2023年浮法玻璃冷修/复产统计（灰色-未落实，红色-最新，更新至3.10）

复产生产线	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	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	/	/	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	2016年12月
信义玻璃	天津	600	2月27日	南玻玻璃	湖北	700	1月30日	2013年6月
明弘玻璃	湖北	1000	3月8日	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	/
复产合计		2200		河源旗滨	广东	600	3月8日	/
净增								
新建生产线	地址	日熔量, 吨	时间					
旗滨玻璃	福建	800	1月9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					
东台中玻	江苏	600	2月24日					
新建合计		2700		冷修合计		5350		
				运行产能净增		-450		

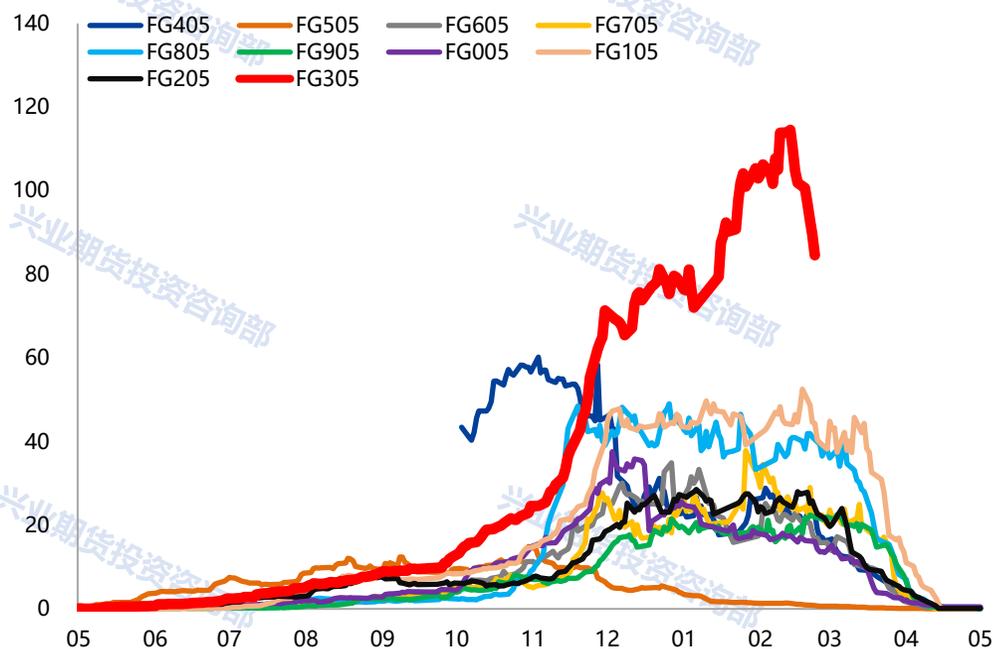
浮法玻璃利润（更新至3.10）



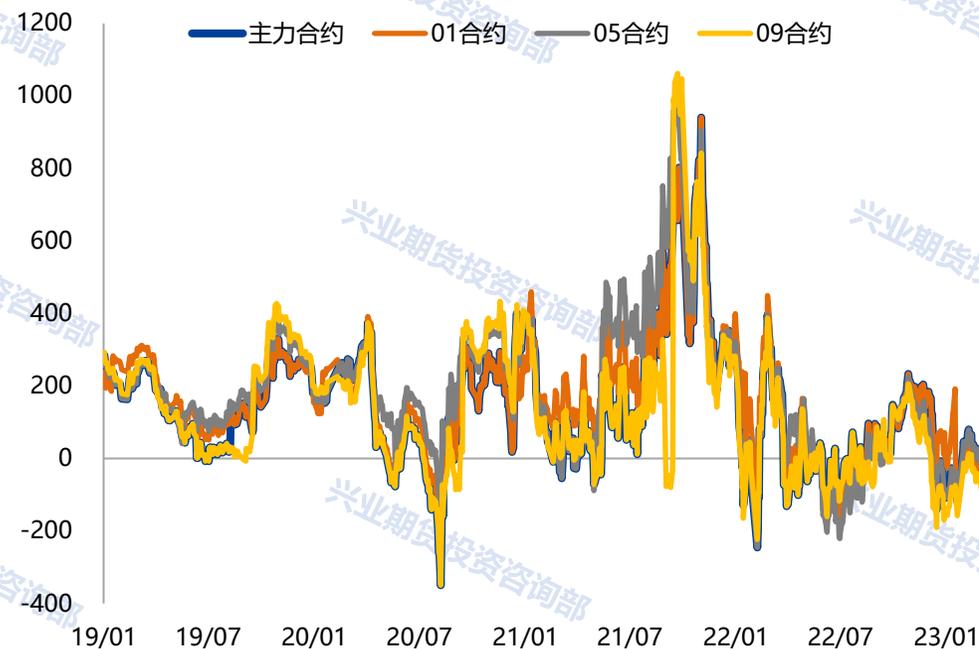
从微观指标看，3月以来，浮法玻璃05合约持仓规模依然处于高位，但已连续大幅下降，反映经济复苏迹象逐步增多后，需求回暖预期增强，市场多空分歧有所减弱。

综上所述，浮法玻璃供给收缩速度虽已放缓，但同比已明显下降，地产小周期筑底回升的预期依然存在，全年浮法玻璃供需结构改善的驱动相对较强，当前需关注浮法玻璃下游需求释放的持续性和刚需改善的节奏。建议玻璃前多配合止损耐心持有。

玻璃05合约持仓量 (更新至3.10)



玻璃基差 (沙河最低交割品, 更新至3.10)





螺纹

RB

01

高炉仍处于复产阶段，废钢日耗逐步回升

02

电弧炉持续复产，螺纹产量快速增加

03

螺纹库存加速下降，关注后续去库斜率

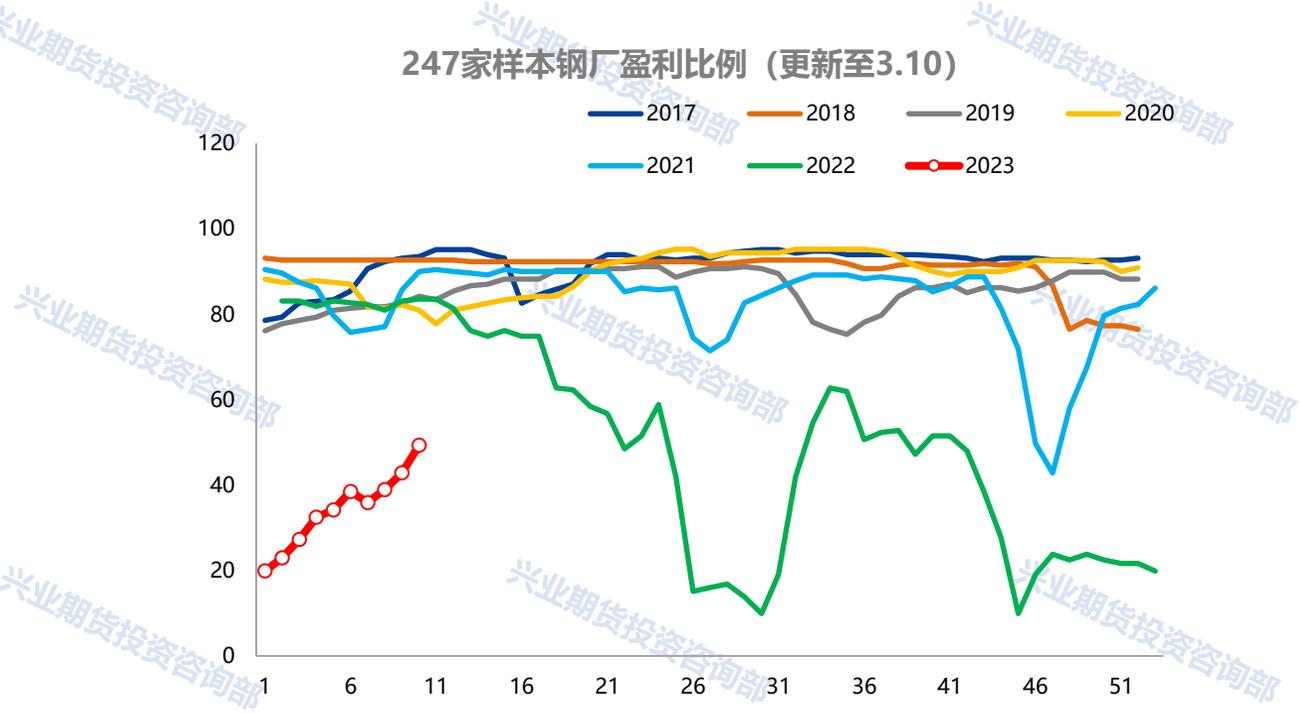
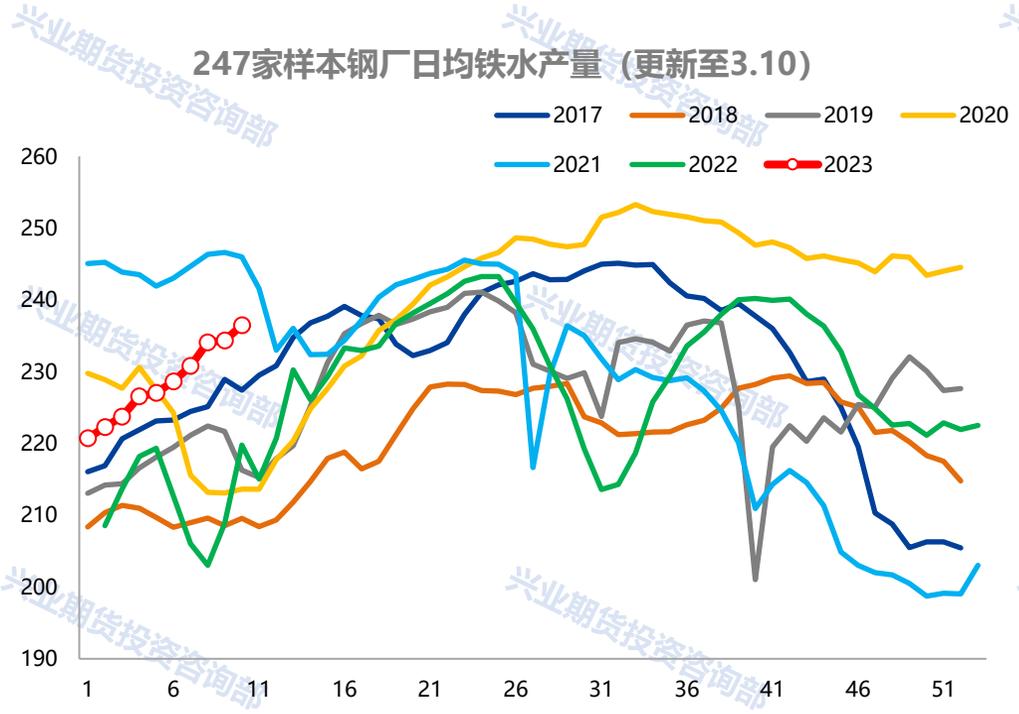
04

周度表需超预期，观察需求释放的持续性

05

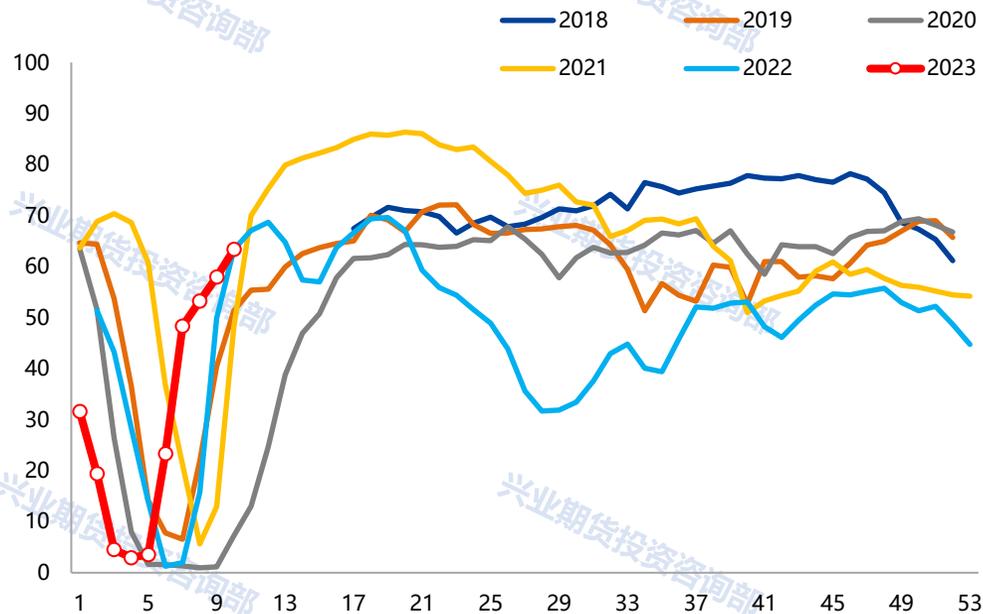
预期向好成本有支撑，但上行斜率受供给压力制约

- ❑ **高炉盈利环比改善**：随着需求继续爬坡，长流程钢厂利润扩大至50-100，247家样本钢厂盈利比例进一步回升至49.35%。
- ❑ **高炉仍处于复产阶段**：本周钢联样本高炉日均铁水产量环比增加2.11万吨至236.47万吨，同比增加21.41万吨/天。考虑两会即将胜利闭幕，河北高炉面临的阶段性行政限产约束将随之放松，预计3月日均铁水产量可能将提高至238-240万吨，全年日均铁水产量高点大约245万吨上下。
- ❑ **高炉废钢日耗回升**：截至周五，富宝统计70家长流程钢厂废钢日耗13.33万吨，环比增加1.29万吨，与2022年同期基本持平。如若螺纹价格上行钢厂盈利继续好转，废钢添加也可能成为高炉产量的潜在增长来源。

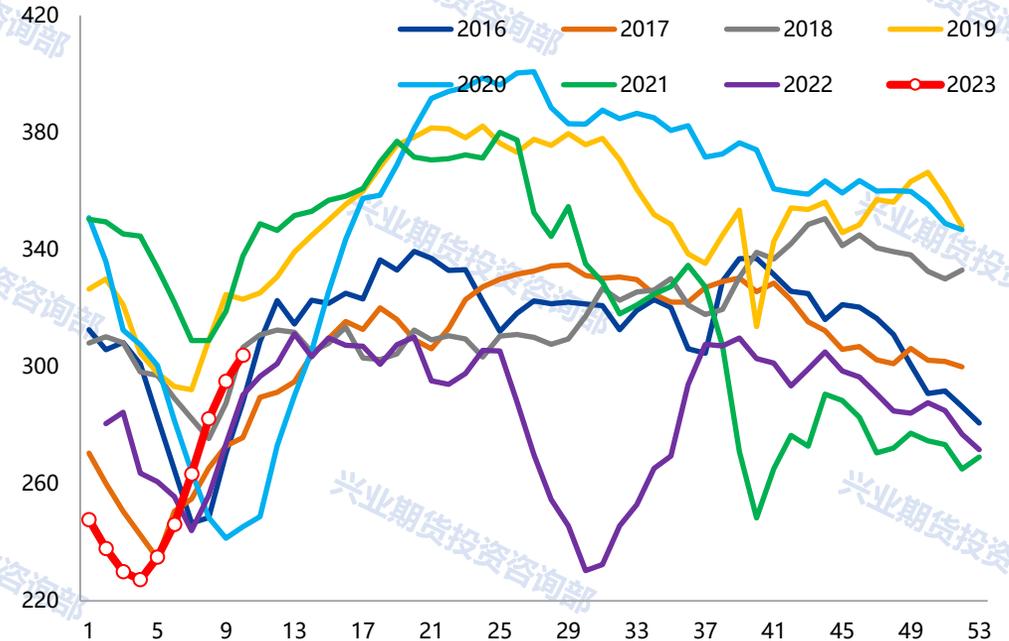


电炉炉延续复产趋势：电炉盈利也逐步改善，截至周五，除西南、华南区域电炉平电即期利润微亏外，其余区域电炉平电即期已扩大至50-100，较上月同期普遍增加100以上。富宝49家独立电炉企业废钢日耗量提高至10.17万吨，钢联87家独立电弧炉企业产能利用率进一步提升至63.35%，电炉生产已基本回到高位。废钢供给和钢厂盈利是后期电炉增产的关键。富宝追踪，2月以来，基地废钢到货量先增后降，增速放缓，而255家钢厂废钢当货量持续攀升，废钢社会库存逐步增加。**螺纹产量快速回升：**截至本周五，螺纹产量环比提高至303.85万吨，其中，短流程产量增长较快。如果短期钢价继续大幅上涨，或者废钢供应进一步放松，或将刺激产量持续快速释放，增加旺季去库压力。

87家独立电弧炉企业产能利用率（更新至3.10）



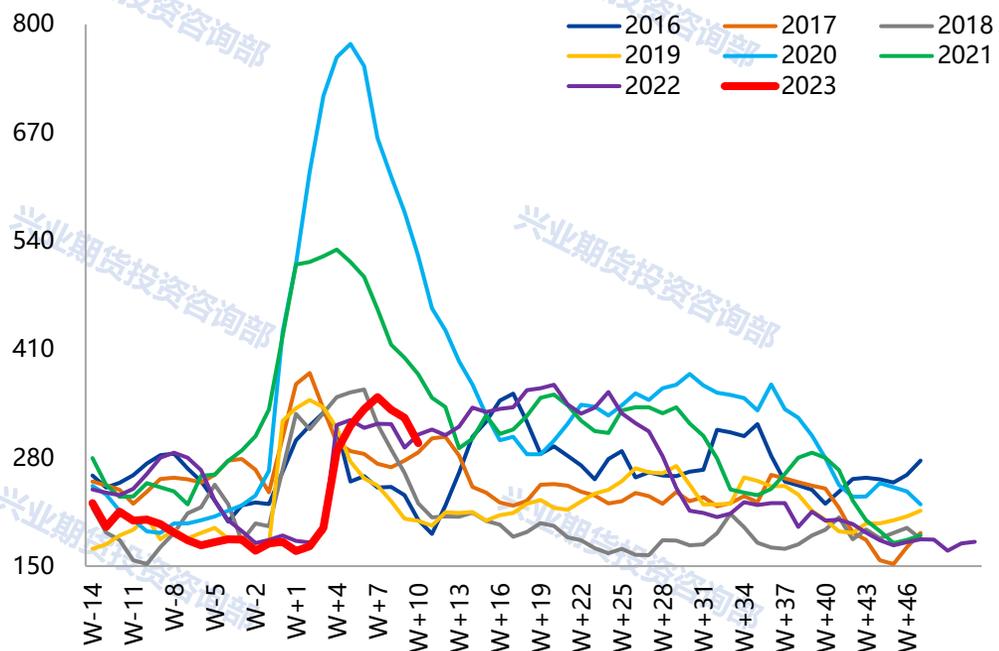
螺纹钢周度产量快速回升（更新至3.10）



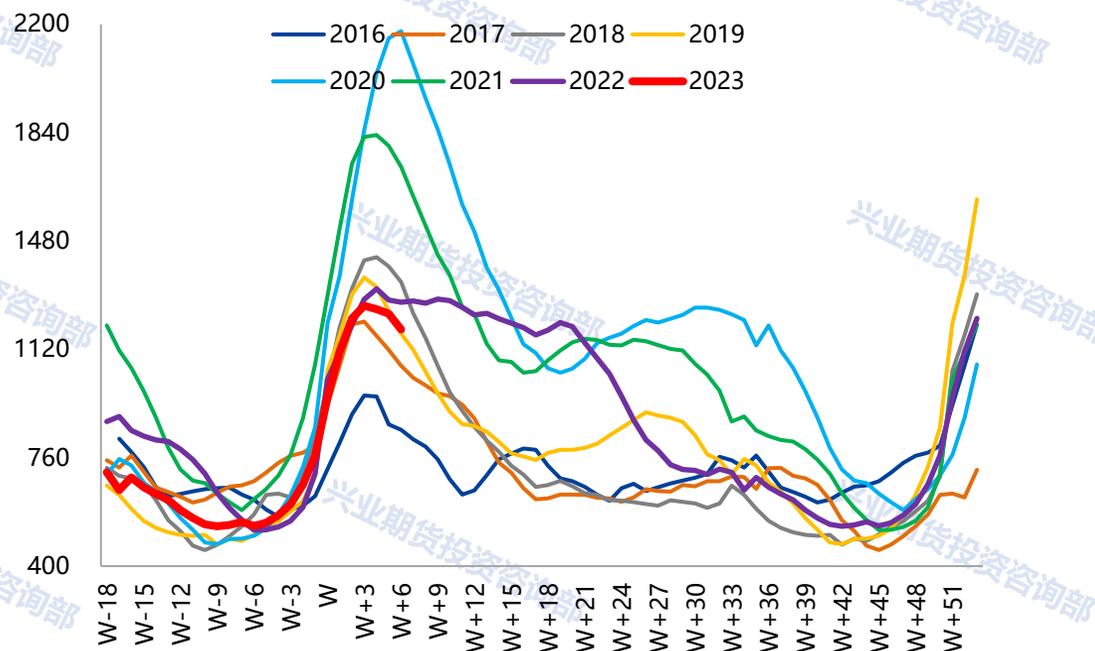
▣ 螺纹处于需求爬坡的去库阶段：截至3月10日，螺纹钢总库存（钢厂+社会库存）降至11185.88万吨，同比下降7.66%，连续3周去库，且去库速度加快，库存压力可控。

▣ 不过，由于产量增长较快且潜在增长空间依然存在，且需求尚处于爬坡阶段，未来需求增长的斜率以及旺季需求的高度仍不确定，因此需要持续追踪螺纹供给释放和需求恢复、或者去库的速度。

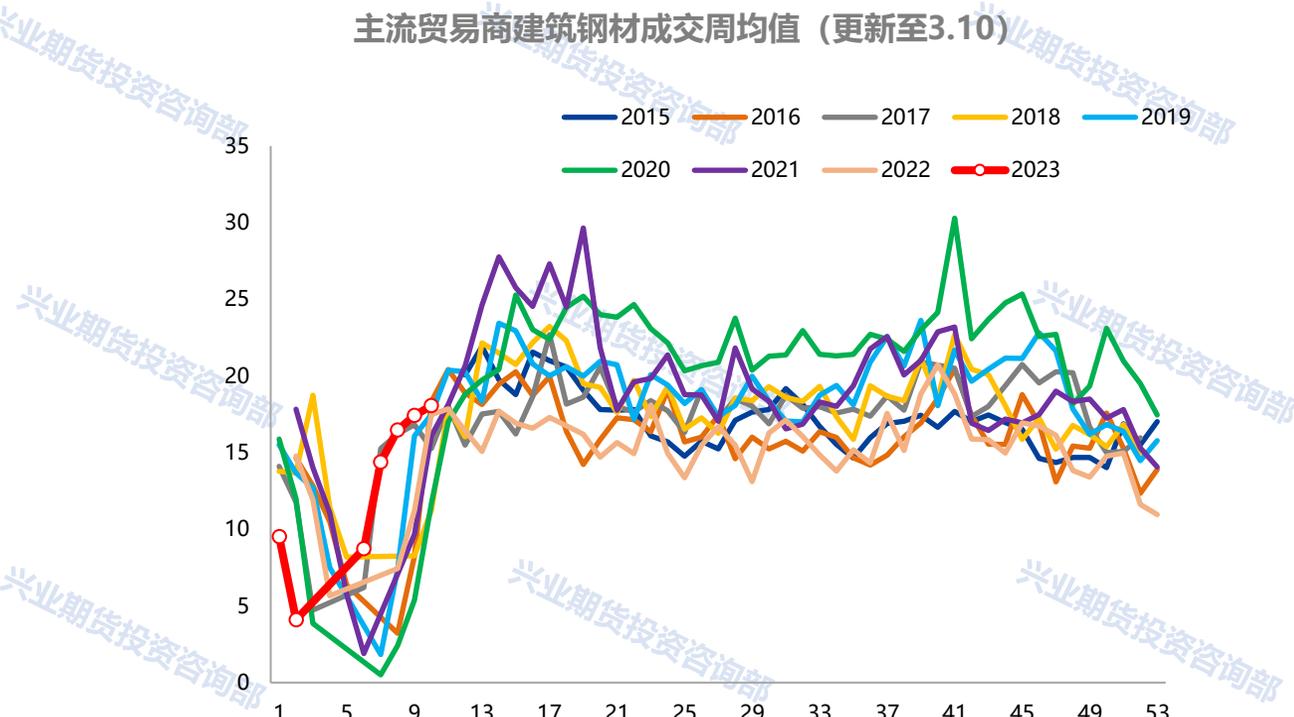
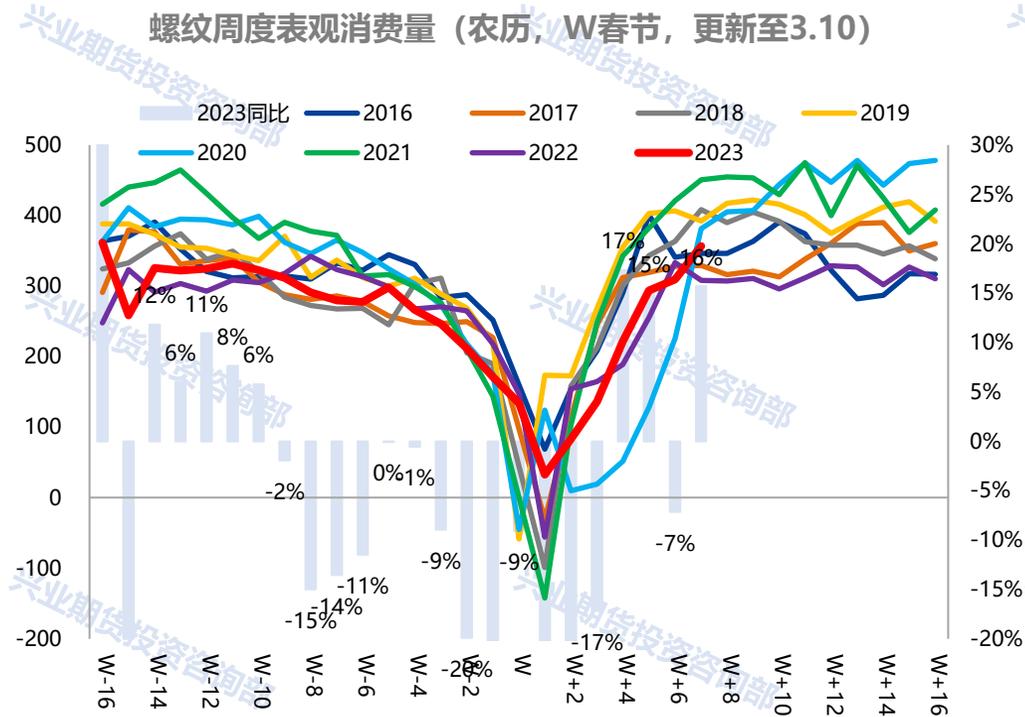
螺纹钢钢厂库存（农历，更新至3.10）



螺纹钢钢厂+社会库存（农历，更新至3.10）



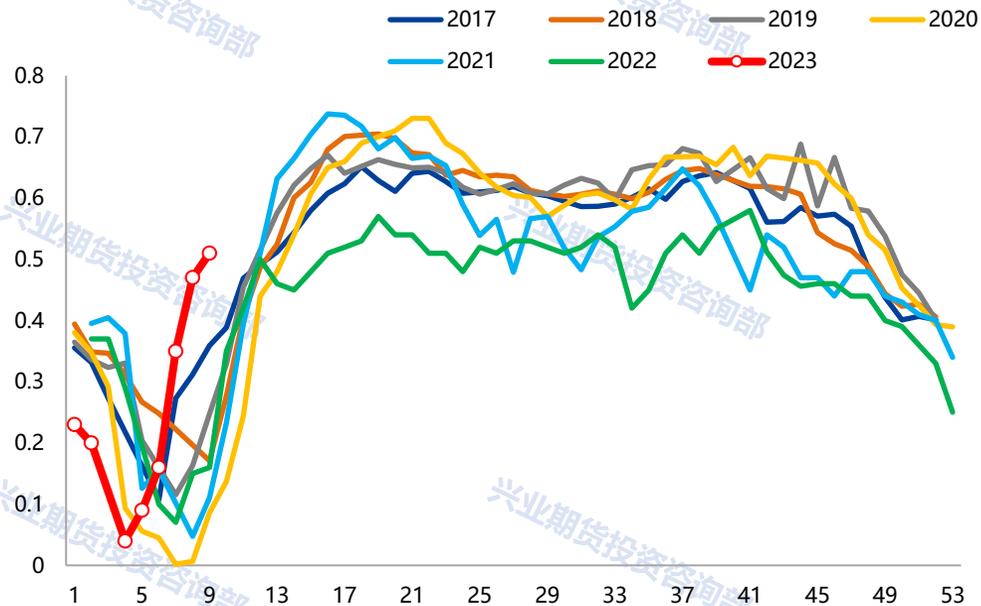
■ 本周钢联样本，主流贸易商建筑钢材成交周均值提高至18.06万吨，较农历去年同期增加10%；螺纹钢周度表观消费量大幅增至356.85万吨，高于农历同期16%，表现远超市场预期，以及其他钢材消费指标。



目前地产销售端回暖迹象较为明显，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，但后续上升高度及斜率，仍有待观察。

基建投资作为稳增长的重要手段，今年有望延续较高增速，考虑各地新增地方政府专项债提前批规模达到2.19万亿，1-2月新增地方政府专项债发行与2022年基本持平，预计基建投资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3.10）



重交沥青开工率（更新至3.10）



■ 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利多信号逐步增多。地产销售回暖迹象明显，但部分房企资金问题尚未完全结束，制约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，存量项目施工或将是上半年地产用钢的主体。财政支持力度尚可，全年基建投资有望延续较高增速，发力节奏前置，有利于支撑上半年基建用钢需求。节后螺纹价格重心逐步上移，钢厂盈利改善，生产积极性较好，螺纹周产量上升速度较快。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。但螺纹价格短期过快上涨，也极易引发供给的快速增长，加重旺季去库压力。3月份，螺纹处于供需双增的阶段，成本支持有效，需求复苏趋势较明确，价格上行驱动依然存在，但供给潜在释放压力较大，且旺季需求高度不确定，将制约价格上行斜率和高度。建议前多继续耐心持有，继续密切追踪终端需求复苏、供给释放的速度。



棕榈油

P

01

天气影响仍需警惕，树龄老化约束产量增量

02

马来西亚产量与库存双降，印度进口政策刺激需求改善

03

微观面存潜在利多，棕榈油多头安全边际较高

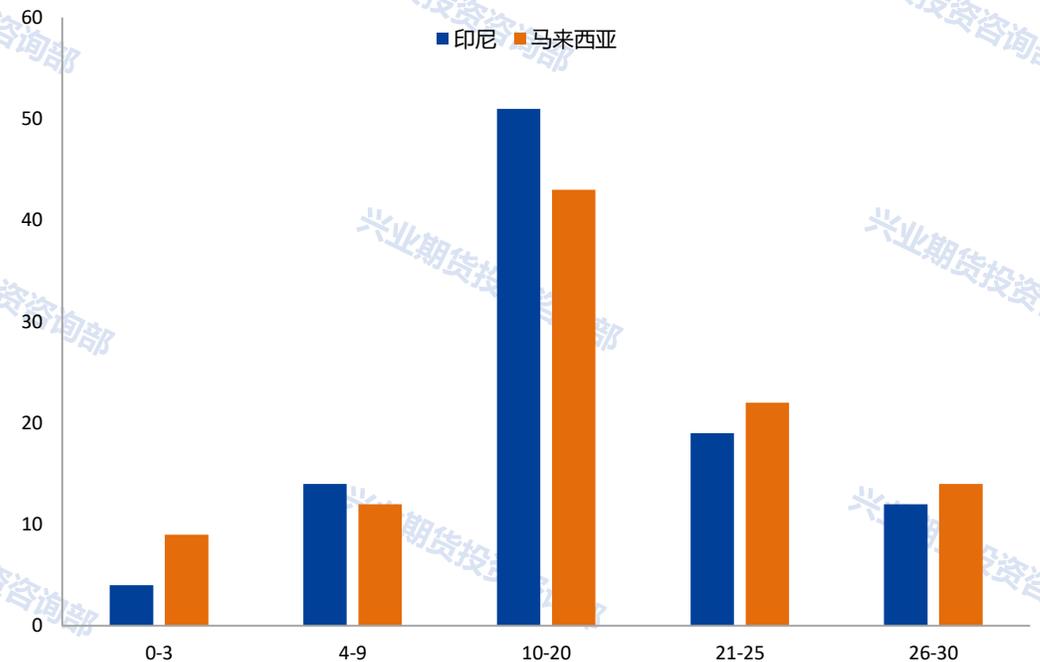
- 近期主产国降水较多，洪涝灾害天气对产量仍存在负面拖累。此外根据气象机构数据显示，在NOAA中性预测模型下，从6月开始将于50%-60%的概率出现厄尔尼诺，日本的气象机构也同样给出了6月厄尔尼诺概率将有50%，厄尔尼诺天气对棕榈油产量或导致近1年的拖累。
- 此外主产国树龄老化问题正在逐步凸显，且出口占比较高的马来西亚树龄结构更老，对全球供给约束较为明显。

厄尔尼诺发生概率提高

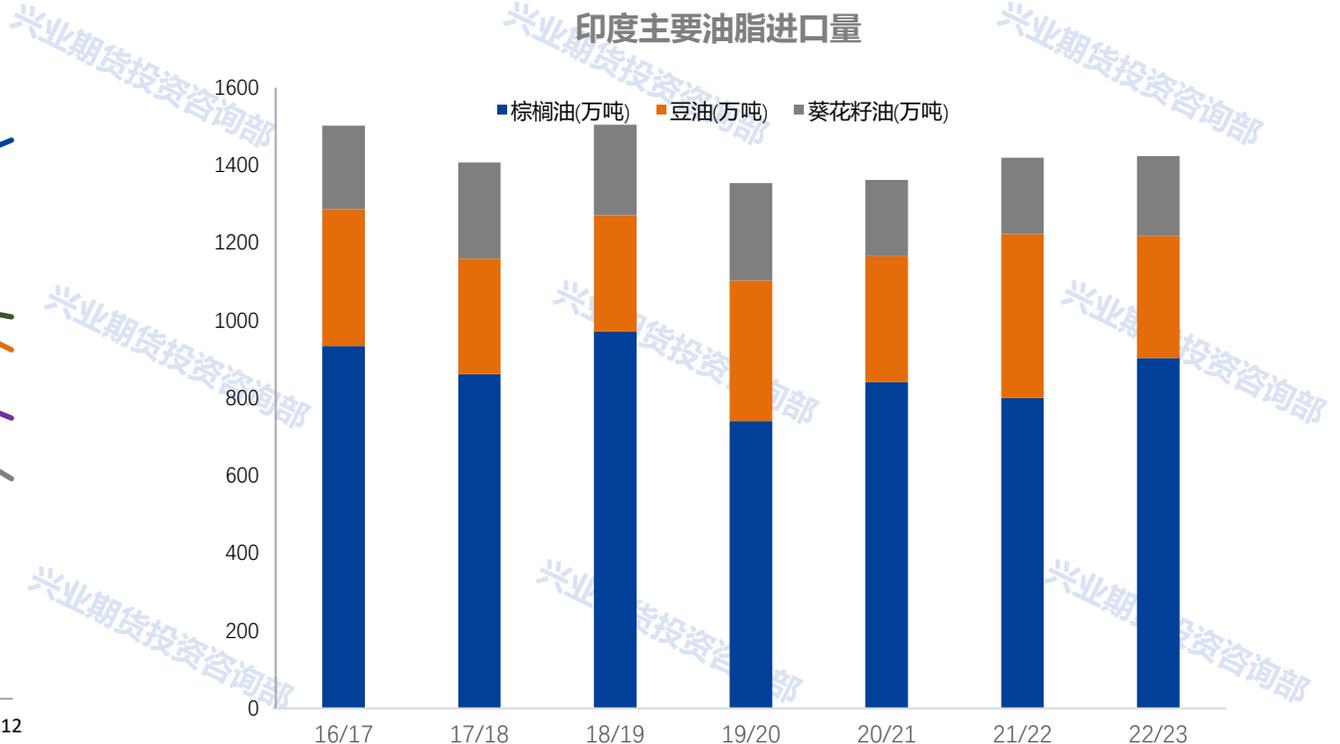
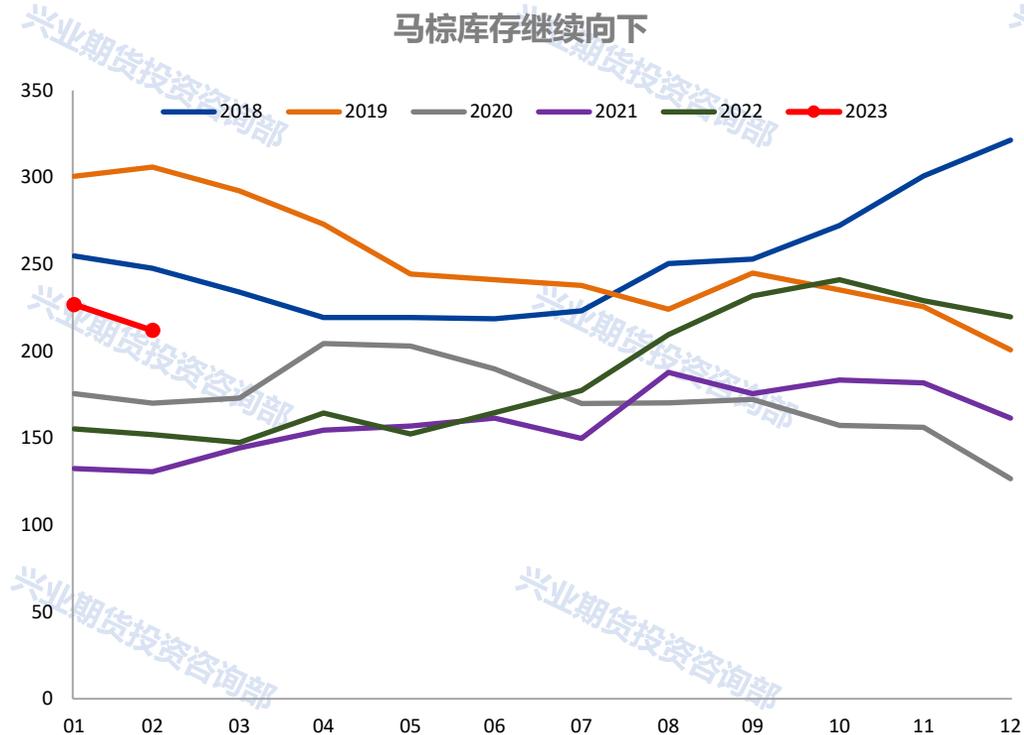
年份	月份	期间	发生概率		
2022	12月	2022/10-2023/2	100		
2023	1月	2022/11-2023/3	50	50	
	2月	2022/12-2023/4	90	10	
	3月	2023/1-2023/5	10	90	
	4月	2023/2-2023/6	20	80	
	5月	2023/3-2023/7	30	70	
	6月	2023/4-2023/8	50	50	

厄尔尼诺 中性 拉尼娜

马来西亚树龄老化问题更为显著



- ❑ 马来西亚方面，最新MPOB数据显示，2月棕榈油产量和库存均出现下滑，产量环比减少9.35%，库存环比减少6.56%，均低于此前市场预期。
- ❑ 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。



- 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。
- 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

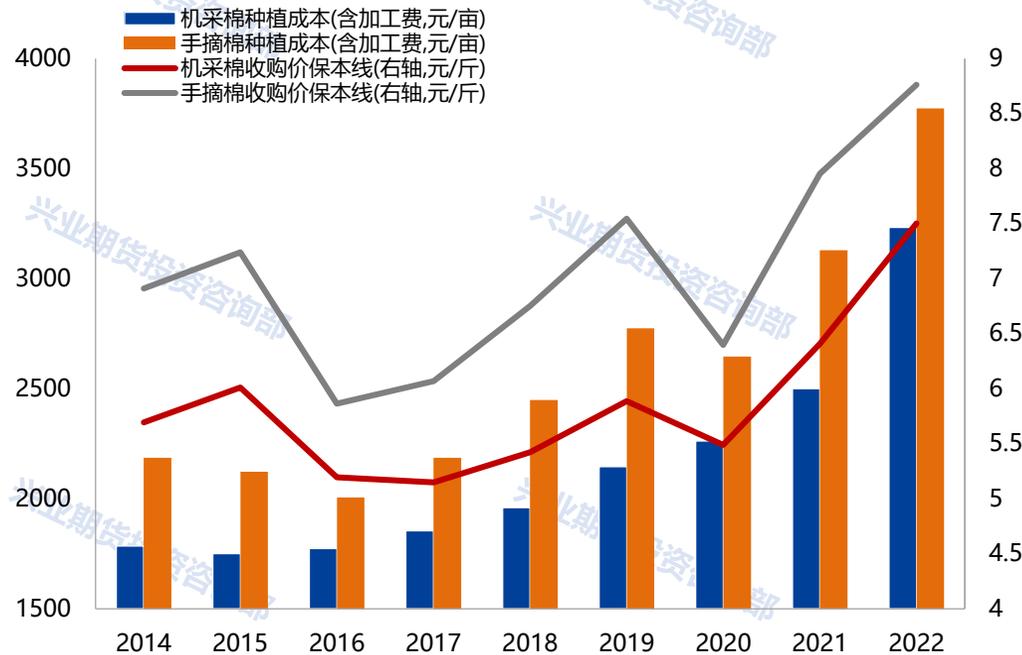
03

东南亚纺织出口同比增长，海外需求仍具韧性

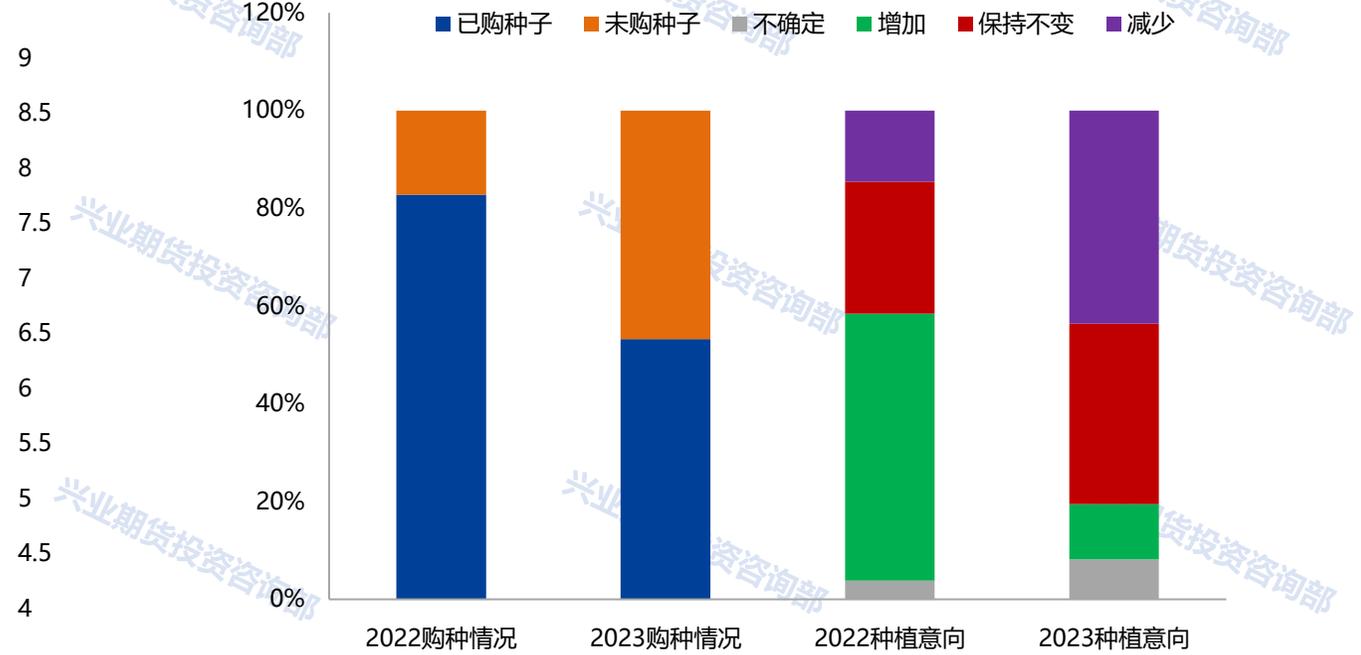
2014年以来新疆植棉总成本呈现逐年上涨趋势，2022年接近4000元/亩；因此农户植棉收购价保本线也直线上升。对于农户而言，目前的棉花补贴可能很难维持收益，投入与产出总不成正比或导致改种其他品种。

据2-3月某调研结果显示，2023年有43.55%的棉农计划减少棉花耕种面积；目前未购置棉种的农户达46.77%，相比2022年同期此项数据翻倍增长。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

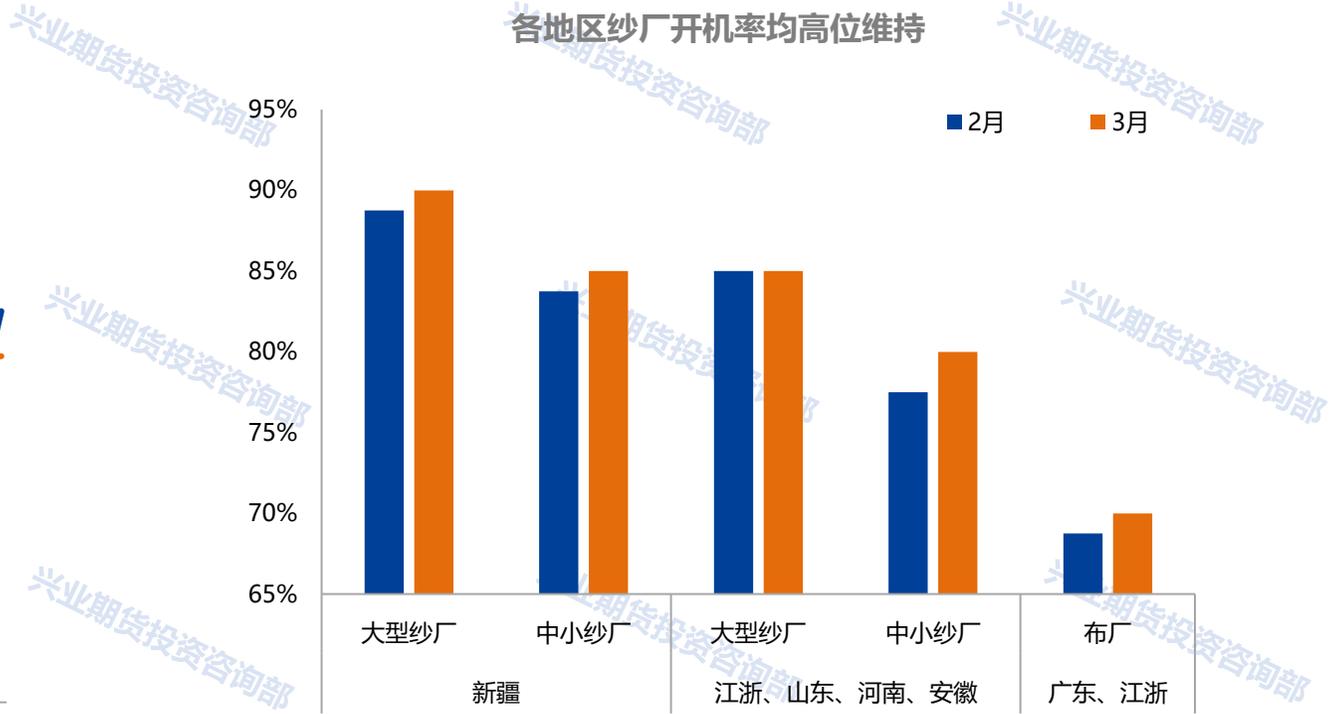
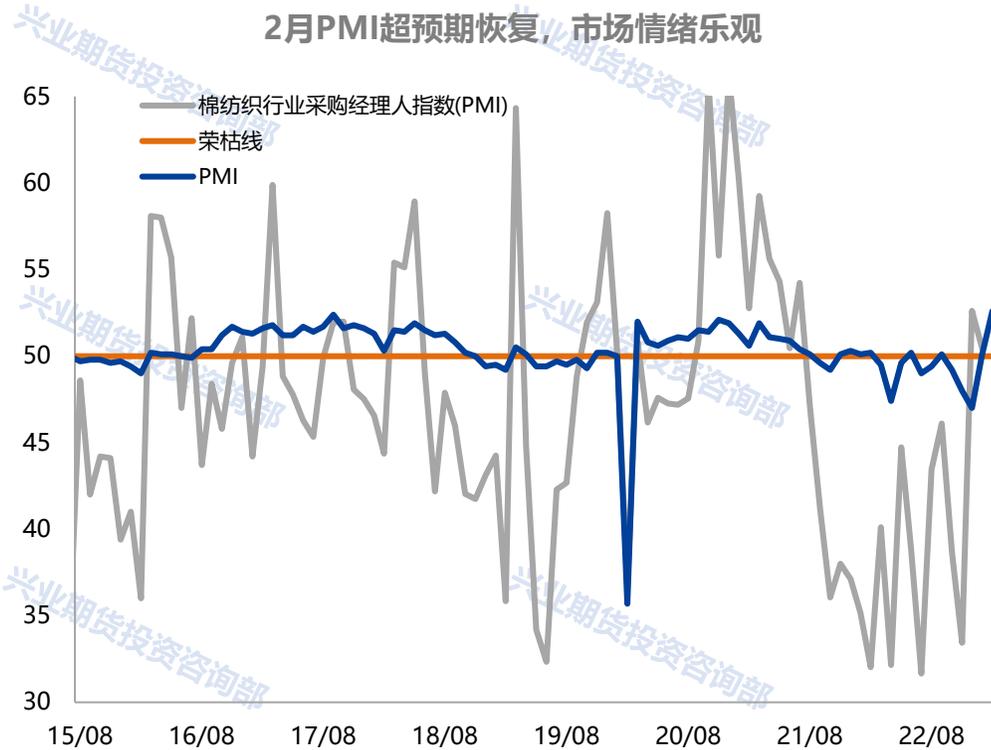


2022-2023同期新疆购种情况和种植意向对比



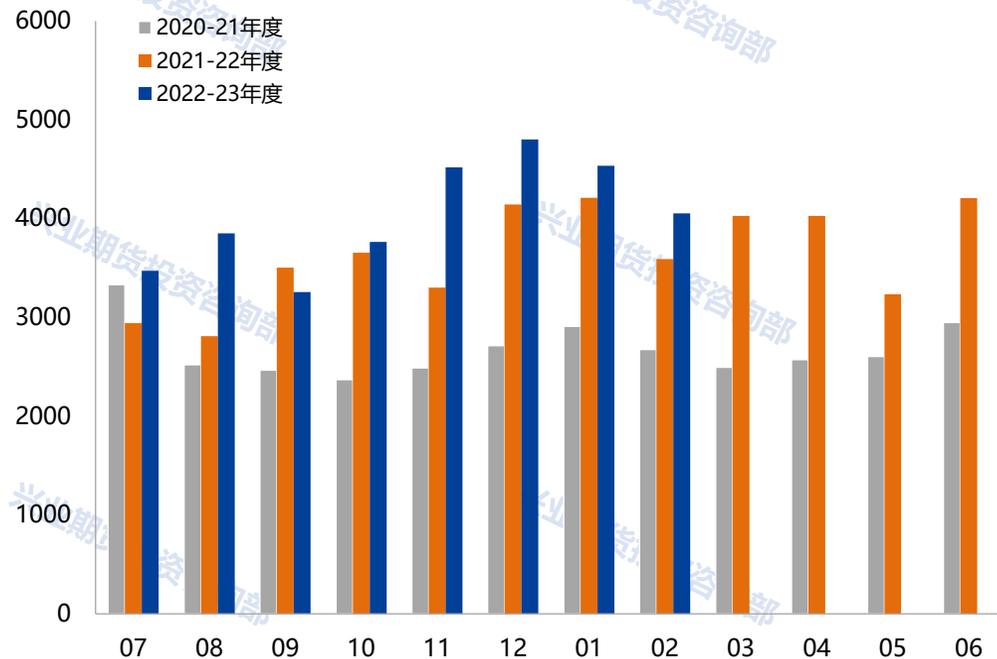
国内2月制造业PMI全面好转，较1月上升2.5个百分点至52.6%，新订单、生产、从业人员、经营预期等均超过50%荣枯线，可见国内经济有力复苏，市场情绪明显改善。

3月以来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。

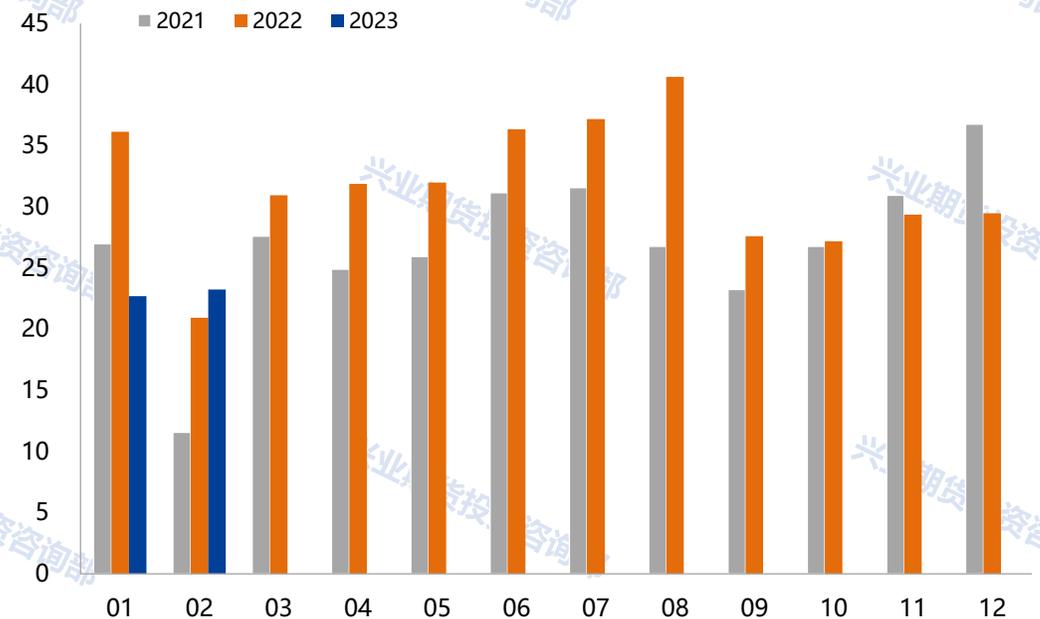


- 最新统计数据显示孟加拉2月服装出口额为39.44亿美元，同比增长12.31%；越南纺织服装出口额达22.94亿美元，同比增长11.48%。各主要经济体的需求端正在逐步恢复，东南亚国家的纺服及纱线的进出口流动性增强，海外需求仍具韧性。
- 总体而言，棉花供应端存量压力影响已基本被市场预期消化，而新年度受效益不佳影响，植棉意向下降，预计新年度总产量下滑。需求端国内PMI回升，总体经济预期向好，同时海外消费仍具韧性。建议棉花CF305仍持多头思路。

最近数月孟加拉机织+针织服装出口金额同比处于高位(百万美元)



越南纺织品出口金额同比增长(亿美元)



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