



官方微信



官方APP

2023年3月第3周核心策略推荐：

基本面温和复苏、政策面宽信用导向明确，风险资产上行大势未改

上海 2023.3.19

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

□ 宏观分析要点:

□ **国内经济:** (1) 消费复苏结构性特征明显, 未来修复斜率取决于就业、收入和信心的恢复; (2) 城镇调查失业率高位震荡, 高校毕业生就业压力突出; (3) 生产恢复慢于预期, 服务业大幅反弹; (4) 房地产修复超预期, 但复苏的持续性和斜率存疑; (5) 基建投资延续高增长, 制造业投资保持韧性; (6) 经济复苏趋势明确, 但修复斜率或逐步收敛; (7) 本周央行降准补充流动性, 未来货币政策继续“稳货币+宽信用”。

□ **国外经济:** (1) 美国通胀数据继续回落, 主要分项均明显回落; (2) 本轮加息周期结束后, 美国经济实现软着陆的概率低; (3) 美国非金融企业债务压力较大, 美联储或需要重新权衡未来紧缩路径。

□ 中观面驱动因素要点:

期货策略:

(1) 国债 (买入TS2306卖出T2306, 组合, 新增): 周五央行宣布降准, 但主要目的在于缓解银行负债压力, 后续再度出现总量宽松空间预计有限, 仍将以结构性货币政策推动“宽信用”为主。本次降准预计对短端存在一定利多, 而对长端影响有限, 叠加目前跨品种价差正处于历史低位, 向上修复空间较大。

(2) 沪深300 (买入IF2304, 单边, 持有): 宽信用政策信号明确, 盈利端乐观预期进一步强化, 且海外市场短期扰动将弱化, 沪深300指数仍是最优多头标的。

(3) PVC (买入V2305, 单边, 增仓): 检修装置逐步增多, 生产企业库存持续下降, 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, 宏观利空不改变上涨趋势, 建议多单增仓。

(4) 螺纹 (买入RB2305, 单边, 持有): 螺纹仍处于去库阶段, 产业矛盾尚未积累, 但市场对需求释放的持续性和高度存在担忧, 去库速度并不快, 且原料端利空增多, 螺纹上行斜率受限, 建议螺纹前多耐心持有, 等待需求验证方向。

核心摘要 (2) : 市场展望

□ 中观面驱动因素要点:

期货策略:

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

(6) 镍 (卖出NI2304, 单边, 持有): 当前阶段, 沪镍走势更多由硫酸镍决定。而硫酸镍供给放量逐渐明确, 下游新能源汽车需求略显疲软, 供过于求格局明朗, 为镍价下行主导因素。短期镍价回升难以形成反弹趋势, 叠加市场整体悲观情绪, 中线镍价不改偏空运行趋势。

(7) 棕榈油 (买入P2305, 单边, 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。

(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

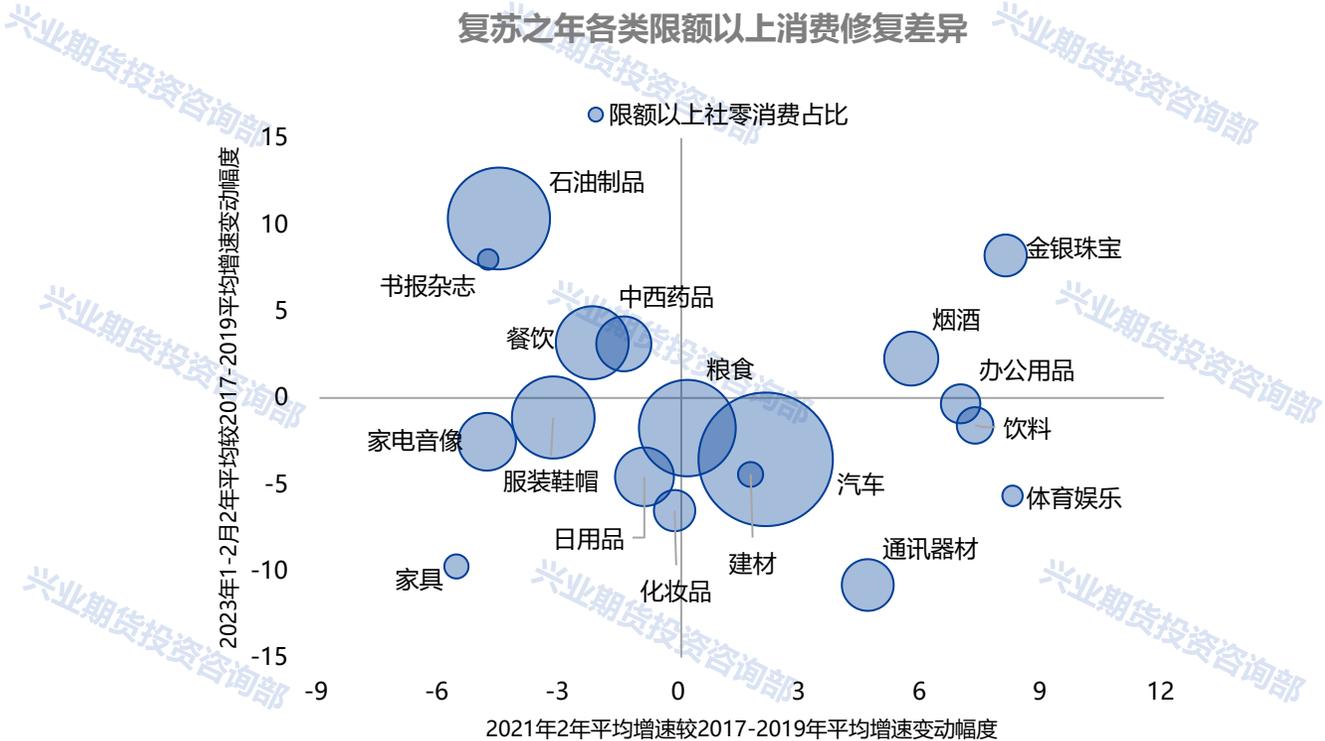
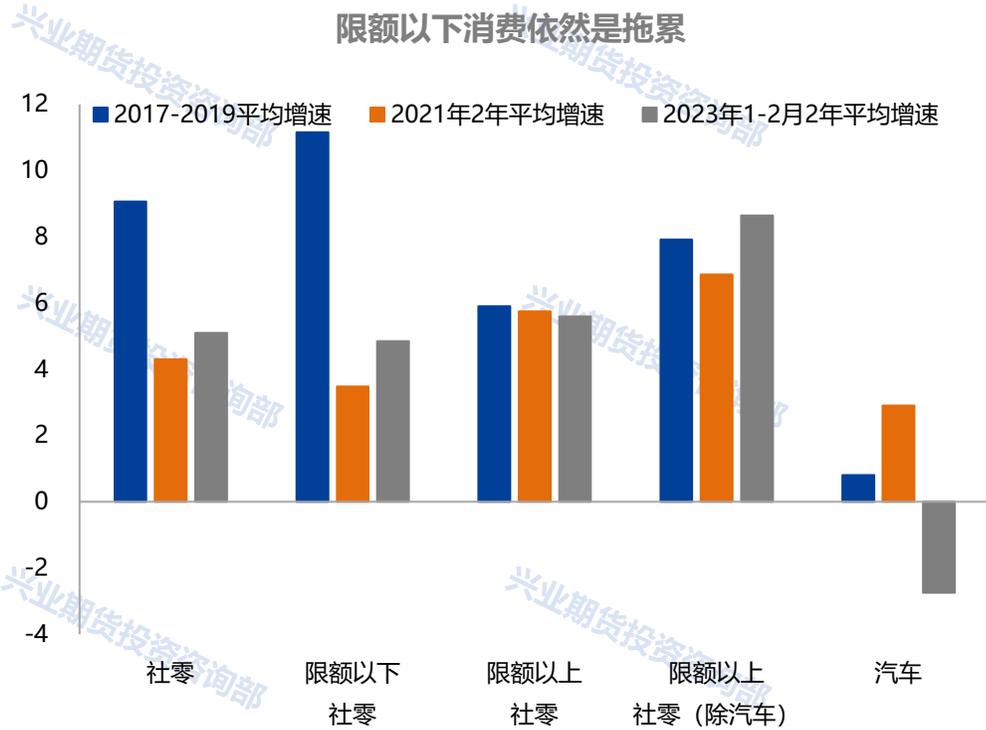
01

国内：政策力度保持克制，经济复苏信号增多

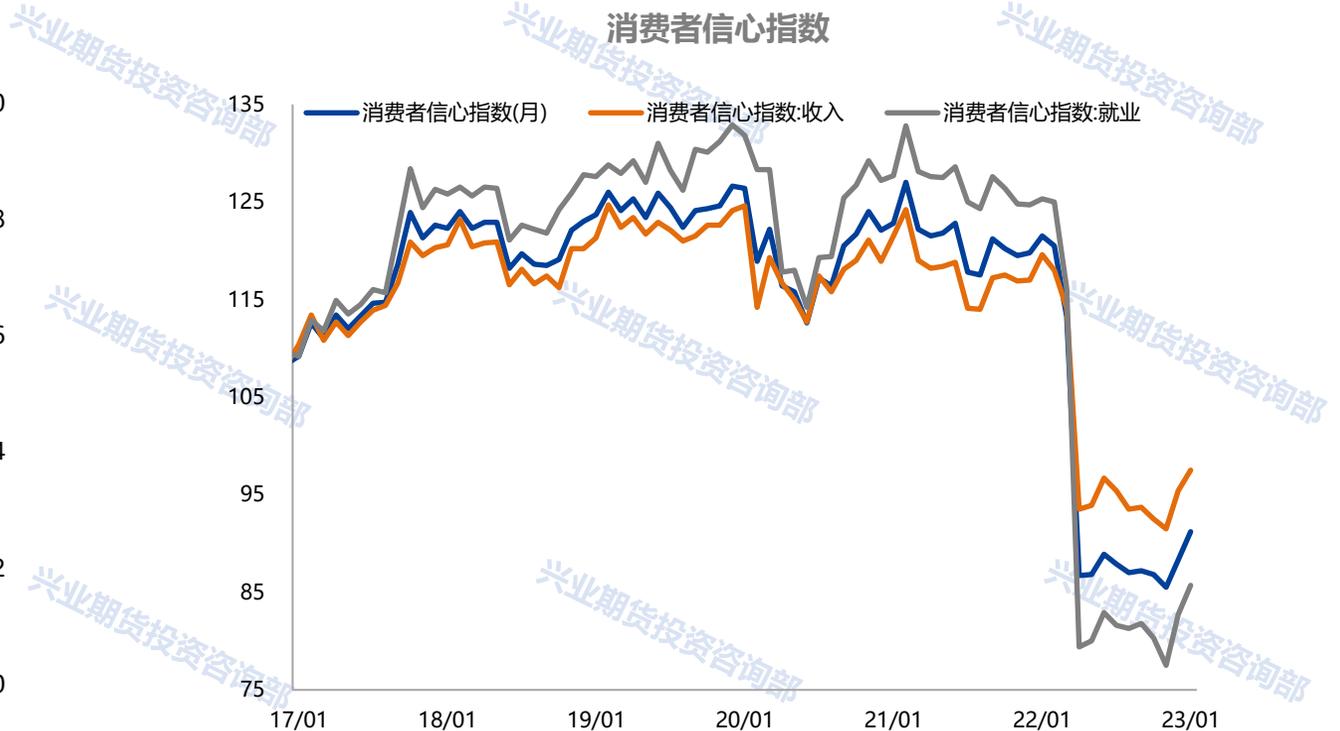
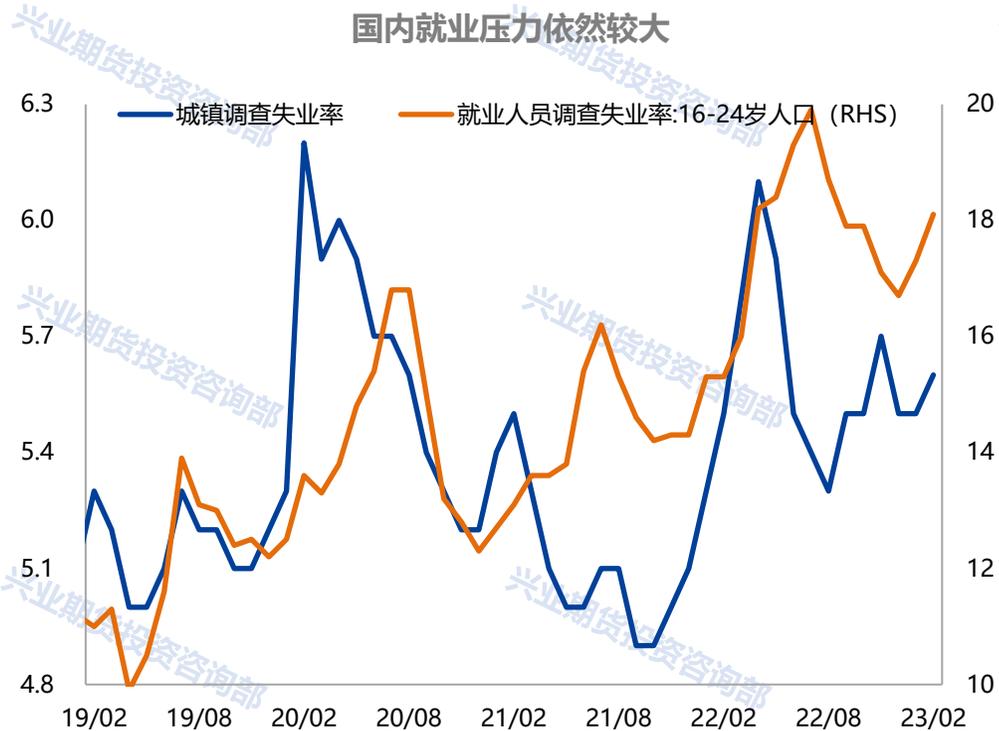
02

国外：美国衰退和加息结束不可避免，但短期扰动增多

□ 2023年1-2月社零增长3.5%，两年平均增速 5.1%。消费复苏呈现结构分化的特征：（1）高端消费弹性大，但规模小对社零增速拉动作用有限；（2）与线下消费场景直接相关的餐饮复苏明显；（3）刚需商品消费相对平稳；（4）中低端消费（家电音像、服装鞋帽、日用品等）复苏幅度不大，与限额以下零售增速恢复缓慢相互印证；（5）建材链条相关消费恢复较慢。展望全年，低基数下社零实现 8%左右（WIND一致预测）的增长不算困难，但在限额以上消费已大幅修复的情况下，未来消费复苏更主要的驱动在于限额以下消费的修复，而这更加更依赖就业、收入和信心的恢复，需要的时间也更长，预计消费修复最快的阶段已过去，修复的速度将有所放缓。

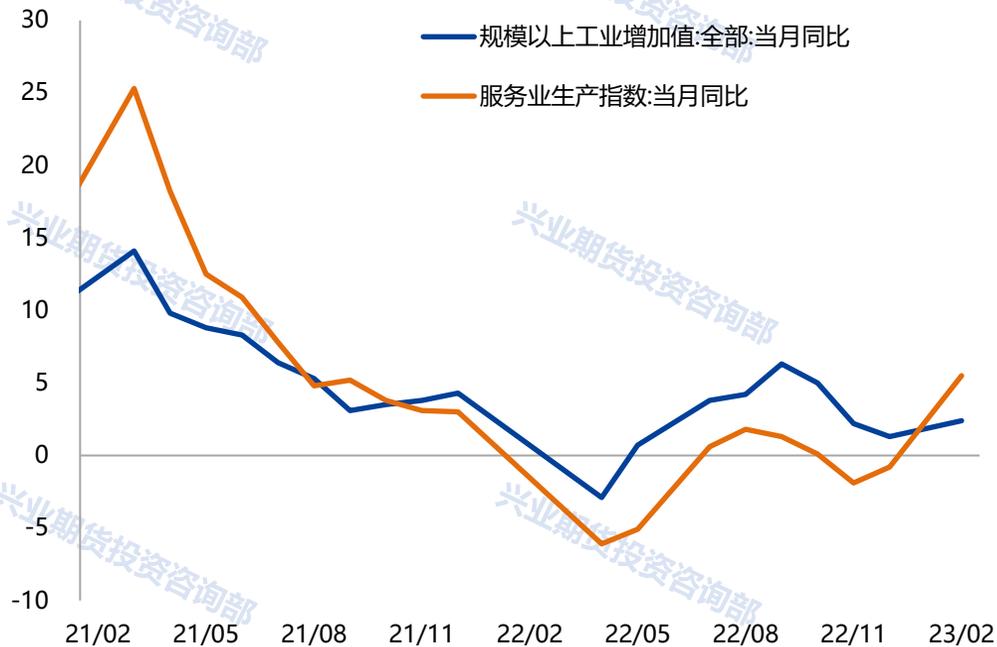


国内就业压力依然存在，消费者对收入、就业的信心也远未修复至疫情以前水平。2023年1-2月，城镇调查失业率5.6%，环比回升1个百分点。结构上：（1）青年失业率依旧维持在高位。2022和2023年高校毕业生人数分别达到1076万和1158万，同比增长18.4%和7.6%，为近10年最高增速，保就业压力不减；（2）区域间就业压力不平衡，大城市就业改善程度好于中小城市。今年政府目标新增就业1200万人次，较往年提高100万人次，未来政府保就业的工作任务依然较重。

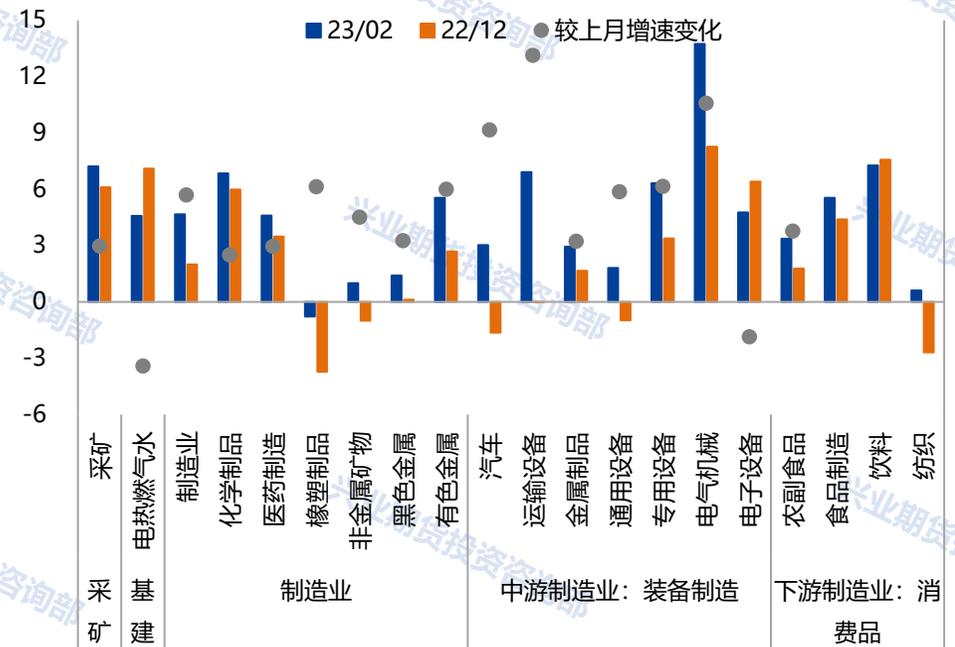


- 2023年1-2月，规模以上工业增加值同比增长2.4%，较去年12月增速提高1.1个百分点，较Wind一致预期3.0%偏低。主要原因可能有，今年返乡意愿高涨致春节后劳动力到岗受限，外需走弱内需顺周期修复偏慢，以及高基数。分行业，汽车等中游装备制造业工业增加值回升幅度较大。
- 2023年1-2月服务业生产指数同比回升6.3个百分点至5.5%，回升幅度较大。

服务业生产指数修复快于工业增加值



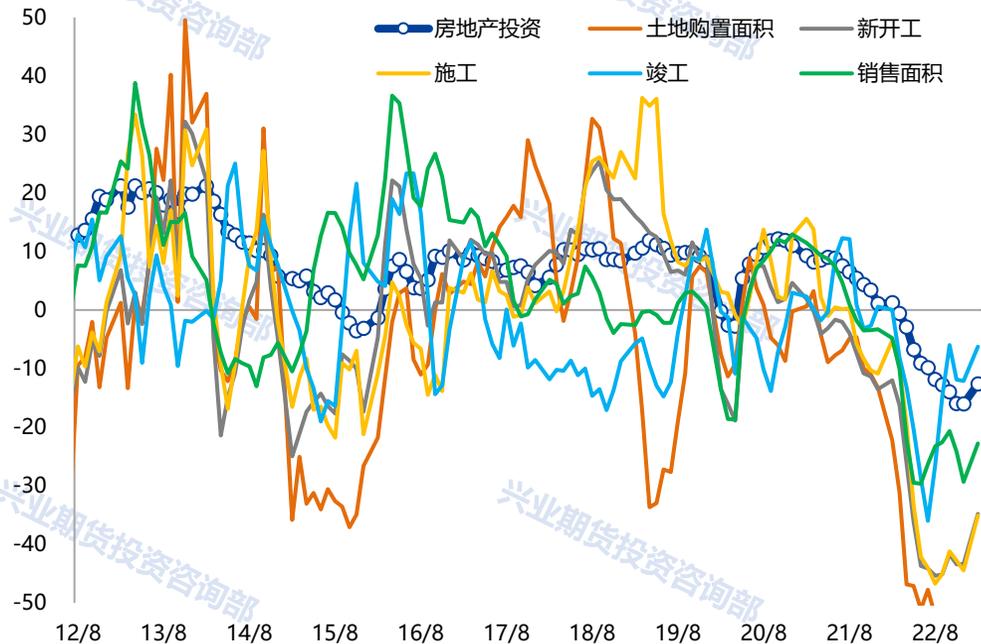
工业增加值分行业增速



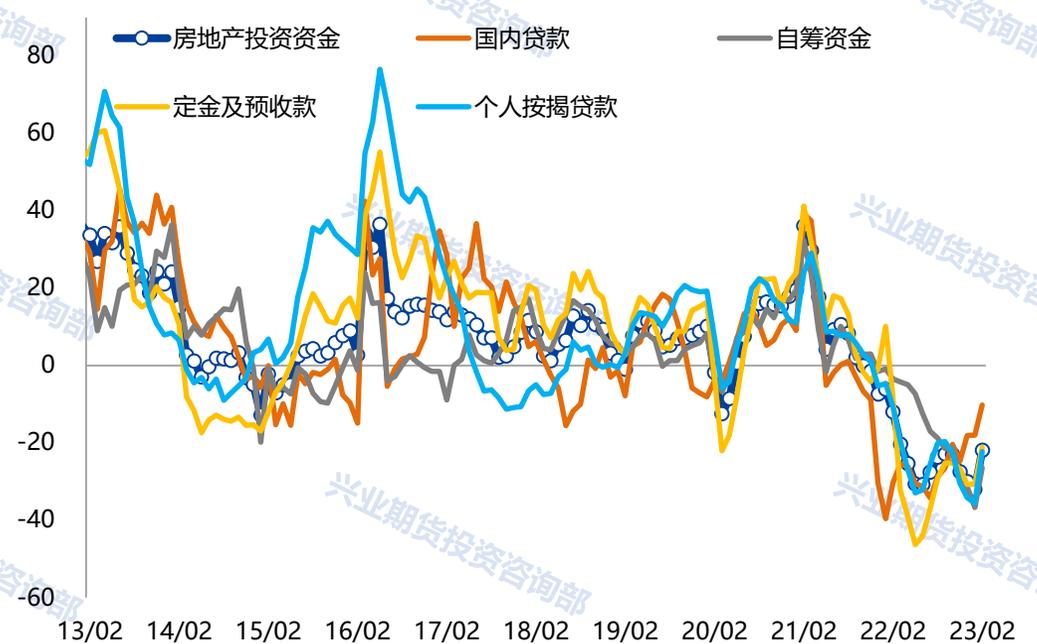
2023年1-2月房地产投资及资金数据全面修复，其中销售超预期，销售面积同比降幅收窄27.9个百分点至3.63%，竣工面积同比增长8%，为2022年以来首次转正，施工面积同比降幅收窄43.88个百分点至4.36%，房地产企业到位资金同比降幅也缩窄13.56个百分点至15.16%。

我们认为后续地产修复难以呈现线性向上的走势，一是因为需求超预期存在积压需求释放的影响，3月以来新房二手房销售均出现回落迹象；二是房地产企业资金修复幅度弱于投资，拿地和新开工持续修复的难度较大，2022年以来的弱拿地弱开工对于施工的拖累可能将逐步显现，地产前端投资修复大概率呈现渐进式特征，后续修复驱动主要看保主体资金落地后复工情况以及销售回暖对新开工的拉动程度，前者待落实，后者也需要时间传导。

房地产投资 (21年为2年复合增长率, MA3M)



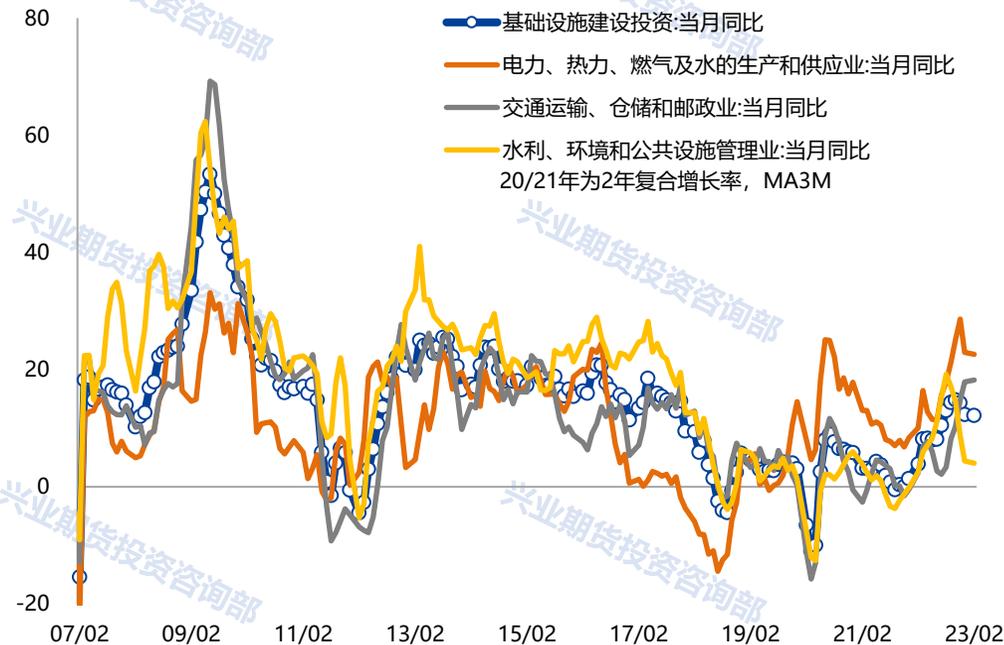
房地产开发企业到位资金 (21年为2年复合增长率, MA3M)



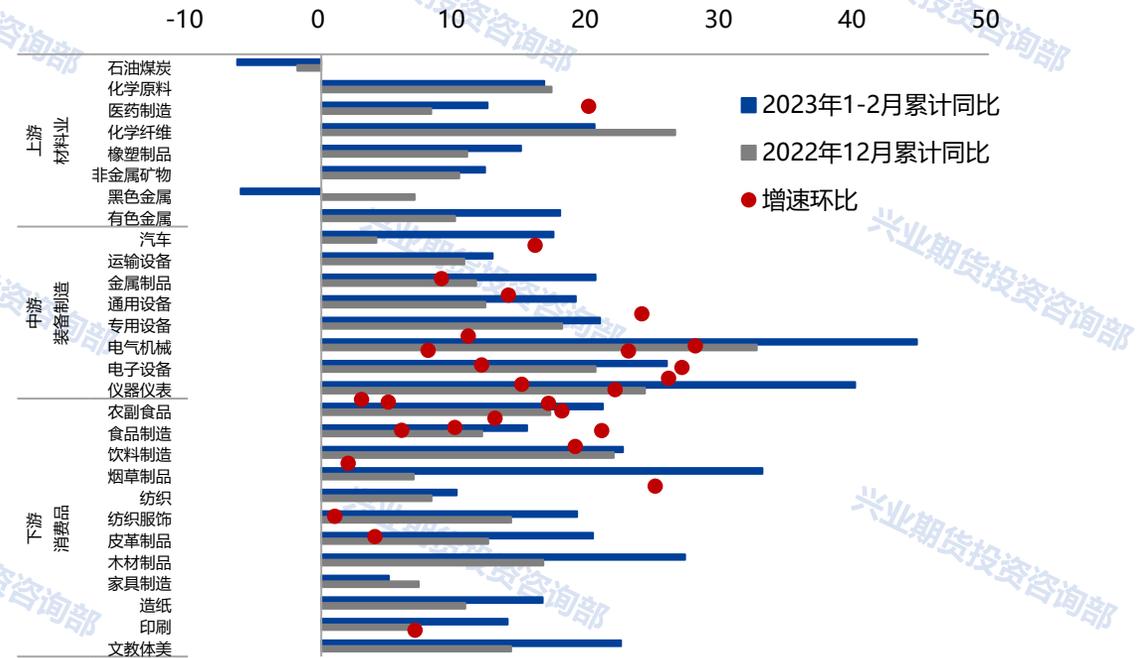
■ **基建**：2023年1-2月建投资同比增长12.2%，增速较去年12月回升1.8个百分点，基本符合市场预期，与1-2月建筑PMI指数、社融以及专项债数据基本能互相印证。稳增长诉求下，基建托底作用短期难以退出，结合政府工作报告和财政预算草案分析，2023年基建投资仍有望实现9.4%的增长，节奏上前高后低，上半年基建投资实物工作量增长更加可观。

■ **制造业**：2023年1-2月制造业投资同比增长8.1%，增速较去年12月小幅回升0.7个百分点。结构上，电气机械、汽车、通信电子、化学原料、有色、专用设备、通用设备投资维持较高增速，符合产业升级、或者新能源汽车相关投资需求。

基建投资 (21年为2年复合增长率, MA3M)

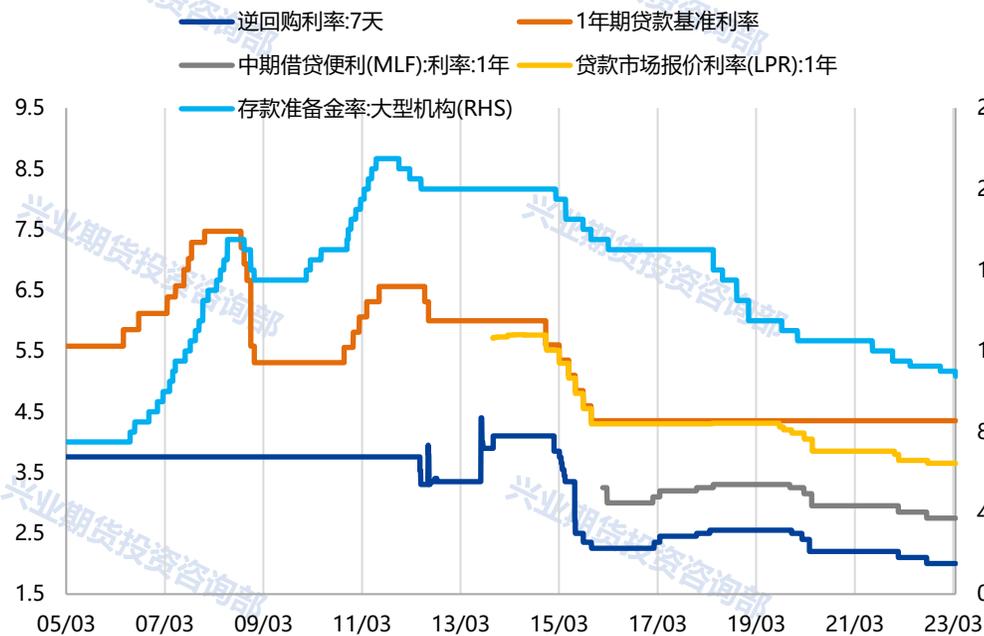


制造业投资保持韧性

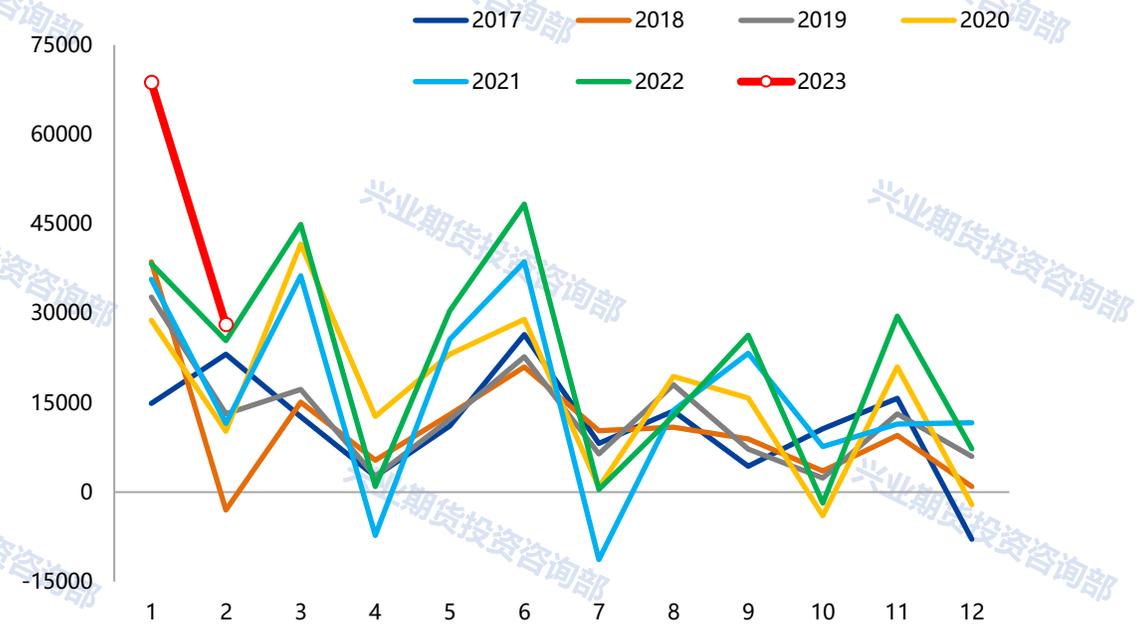


2023年3月17日，央行突然宣布降准25BPS，大约释放长期资金5000亿元，降准后金融机构加权平均存款准备金率为7.6%，此次降准落地超出市场预期。本次降准，央行（1）是为了降低人民币存款大增后金融机构的缴存准备金的压力；（2）缓和银行间市场流动性紧张，维护流动性和利率中枢平稳，降低市场紧缩预期。从降准释放的长期资金规模看，大体满足金融机构新增流动性需求，为经济复苏继续保驾护航，降准力度比较克制。本次降准后，国内货币政策总量空间所剩不多，欧美加息周期尚未结束，国内降息必要性进一步下降，降准可能虽不排除，但结构性政策工具已逐步成为货币政策有效补充，经济内生修复动能有效启动前，维持货币政策“稳货币+宽信用”组合的判断。

央行宣布降准25BPS

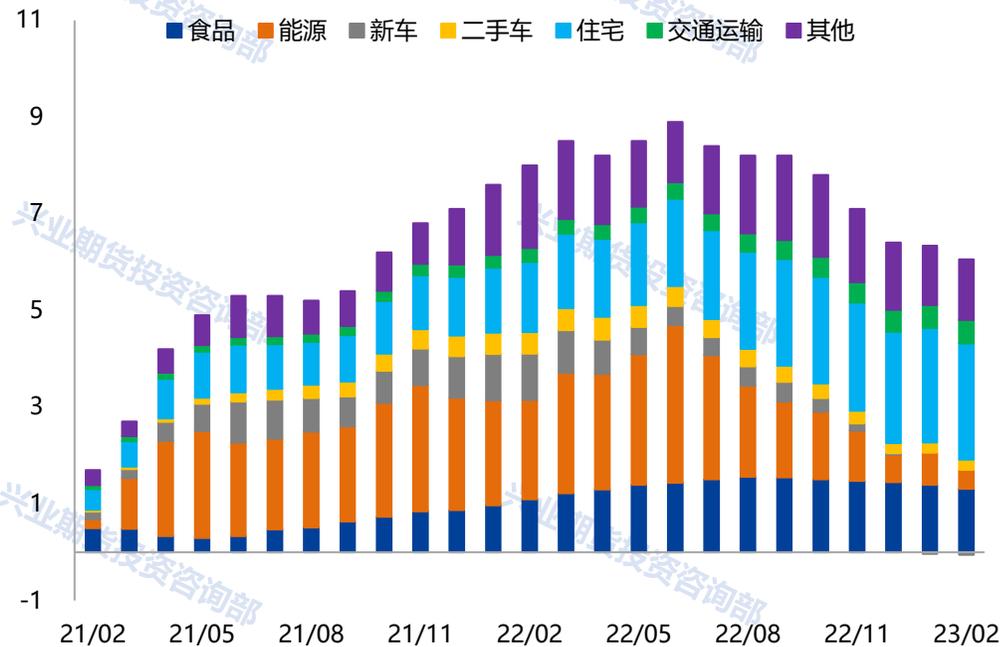


1-2月新增人民币存款规模超季节性



2月份，美国CPI同比上升6.0%，核心CPI同比上升5.5%，通胀增速继续下行，除了房租（核心服务）、外出就餐、电力等少数分项出现同比或者环比上升以外，多数通胀分项数据均明显回落，美国通胀压力仍表现为广泛缓解。同时考虑到美国房价于2022年初见顶，美国房租价格有望于今年二季度迎来拐点。总体看美国通胀下行的大方向未发生变化，如若房租开始见顶回落，二季度通胀下行速度或有所加快。

2月美国CPI数据下行



美国CPI分项数据

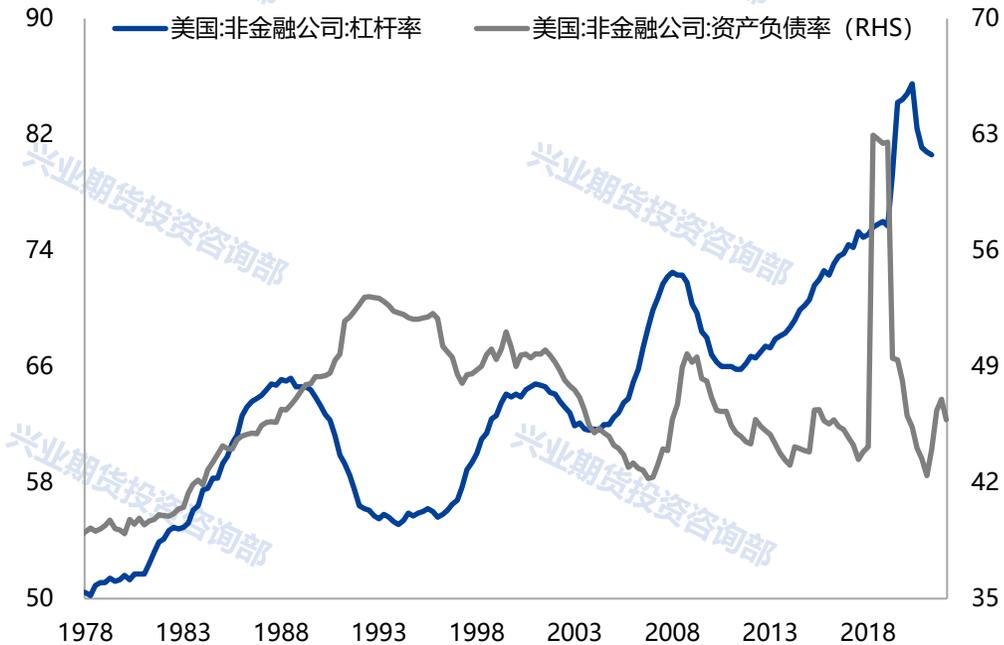
美国CPI	权重	环比, 季调				同比, 未季调			
		22/12	23/01	23/02	12M均值	22/12	23/01	23/02	12M均值
CPI	100.0	0.1	0.5	0.4	0.5	6.5	6.4	6.0	7.8
食品	13.5	0.4	0.5	0.4	0.8	10.4	10.1	9.5	10.3
家庭食品	8.7	0.5	0.4	0.3	0.8	11.8	11.3	10.2	11.9
外出就餐	4.8	0.4	0.6	0.6	0.7	8.3	8.2	8.4	7.9
能源	7.0	-3.1	2.0	-0.6	0.5	7.3	8.7	5.2	22.2
能源商品	3.6	-7.2	1.9	0.5	0.1	0.4	2.8	-1.4	27.4
汽油	0.1	-7.0	2.4	-7.9	1.4	-1.5	1.5	9.2	64.2
燃油	3.3	-16.6	-1.2	1.0	0.0	41.5	27.7	-2.0	26.1
能源服务	3.4	1.9	2.1	-1.7	1.1	15.6	15.6	13.3	16.3
电力	2.6	1.3	0.5	0.5	1.0	14.3	11.9	12.9	13.4
燃气	0.8	3.5	6.7	-8.0	1.2	19.3	26.7	14.3	25.4
核心CPI	79.5	0.4	0.4	0.5	0.4	5.7	5.6	5.5	6.0
核心商品	21.3	-0.1	0.1	0.0	0.1	2.1	1.4	1.0	5.9
新车	2.6	0.6	0.2	0.8	0.3	5.9	5.8	3.3	4.6
二手车	4.3	-2.0	-1.9	0.2	0.5	-8.8	-11.6	5.8	9.4
衣着	2.6	0.2	0.8	-2.8	-1.2	2.9	3.1	-13.6	5.6
医疗用品	1.5	0.1	1.1	0.1	0.3	3.2	3.4	3.2	3.2
核心服务	58.2	0.6	0.5	0.6	0.6	7.0	7.2	7.3	6.1
住宅	34.5	0.8	0.7	0.8	0.7	7.5	7.9	8.1	6.4
医疗保健服务	6.5	0.3	-0.7	-0.7	0.2	4.1	3.0	2.1	4.3
交通运输	5.8	0.6	0.9	1.1	1.1	14.6	14.6	14.6	11.8

同时，综合分析1960年以来，美国历次加息周期后经济表现，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经济大概率将迎来衰退周期。目前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这一阶段。

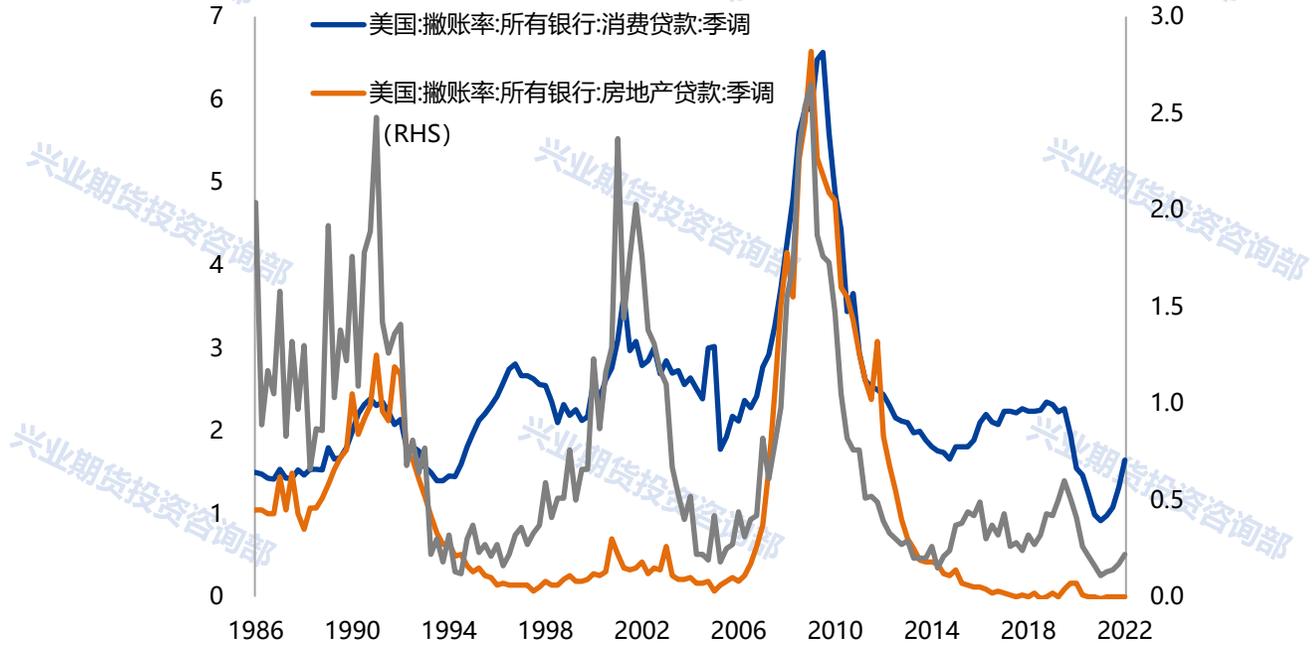
经济衰退开始同步指标	频率	触发条件	信号时点距离衰退开始时间间隔平均（月）	同步性评价	指示经济衰退开始的准确性	预示的经济衰退风险
实际GDP	季度	环比折年率 < 0, 且同比增速 < 0.5%	0	同步性较稳定, NBER定义衰退使用指标	需结合其他同步指标共同判断	尚未出现明确信号。
个人实际消费支出	月度	同比较年内高点降幅超过3%并持续回落数月, 终点低于1%	0	同步性较稳定, NBER定义衰退使用指标	需结合其他同步指标共同判断	尚未出现明确信号。
个人实际收入-转移支付	月度	3个月平滑同比连续超过3个月 < 1%	-3	同步性较稳定, NBER定义衰退使用指标	需结合其他同步指标共同判断	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。

欧美激进加息的另一后果也已有所显现，美国硅谷银行流动性危机爆发后，美国一周内连续3家小银行爆雷，随后欧洲瑞士信贷也爆出同样问题。从表层看，硅谷银行流动性危机是严重资产负债错配的投资策略失误，但更多还是在大幅加息背景下，欧美企业面临的融资困境。有研究显示，在过去两年美国实行超常规宽松的财政货币政策阶段，美国非金融企业并未去杠杆，当前各项债务指标均处在历史高位，大幅加息势必导致企业债务压力急剧上升。从数据上，已经可以看到2022年美国企业债违约规模明显增加，贷款坏账率也开始回升，目前银行对公信贷已开始收缩，后续企业债违约风险仍将持续显现，最终可能成为美国经济陷入衰退的导火索。综合上述分析，美联储大概率需要重新权衡其未来的紧缩路径，市场对3月加息预期又回到25BPS的水平，预计美联储在年内结束加息的大方向依然较为明确，短期事件冲击和避险情绪变化可能是我们需要承受的波动。

美国非金融企业负债水平仍处于高位



美国银行贷款坏账率已开始回升





国债

TS-T

01

公开市场大额净投放，资金压力有所缓解

02

央行全面降准，助力融资需求

03

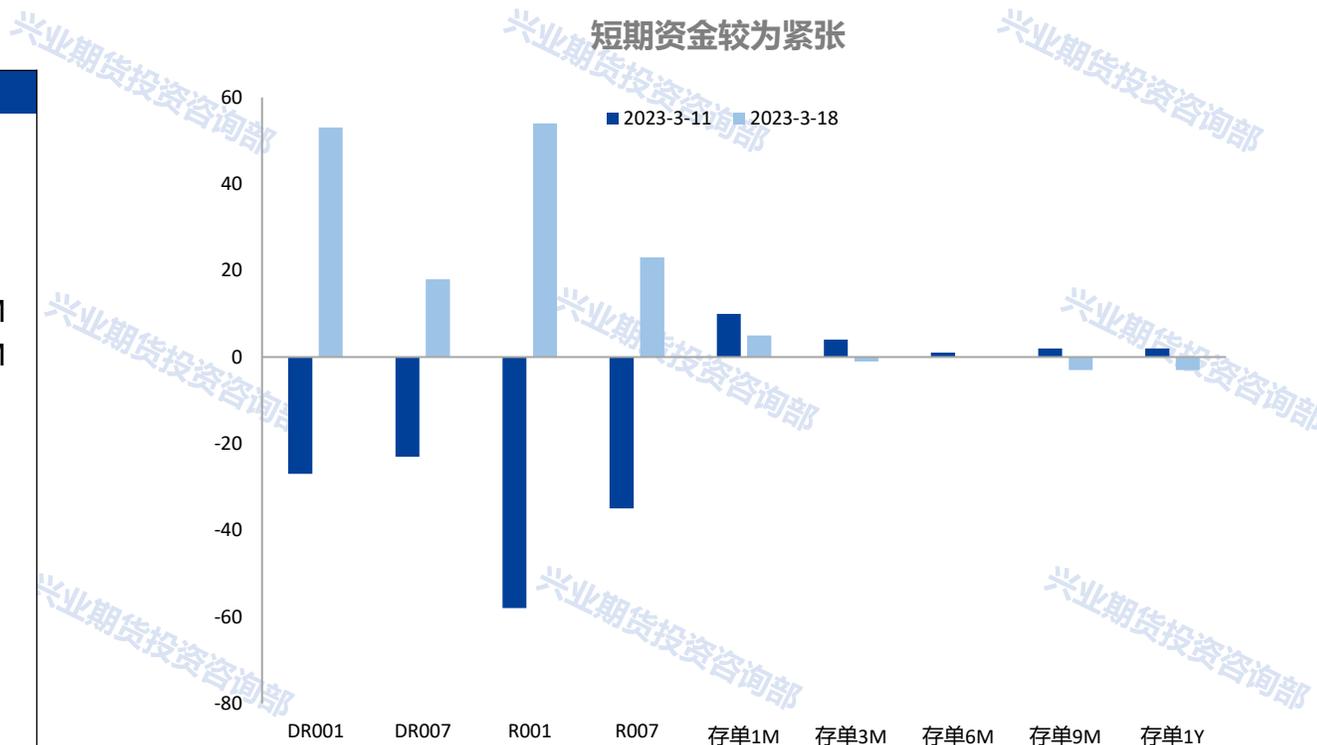
短端利率受益较为明确，跨品种价差存修复空间

□ 本周（3月13日至3月17日）央行在公开市场共进行了4630亿元的逆回购操作，并进行了4810亿MLF续作。当周有320亿逆回购及2000亿MLF到期，因此净投放7120亿元。下周将有4630亿元逆回购和500亿元国库现金定存到期。

□ 受到跨季等因素的影响，上周资金面略显紧张，隔夜和7天利率出现上行，但中长期资金较为稳定，9M及以上存单利率下行。在公开市场净投放支持下，预计资金压力有限。

央行公开市场操作

操作与到期	逆回购	MLF	国库现金定存	期限
3月13日 投放	410			7D
到期	70			7D
3月14日 投放	290			7D
到期	30			7D
3月15日 投放	1040	4810		7D,12M
到期	40	2000		7D,12M
3月16日 投放	1090			7D
到期	30			7D
3月17日 投放	1800			7D
到期	150			7D
3月20日 到期	410			7D
3月21日 到期	290			7D
3月22日 到期	1040			7D
3月23日 到期	1090		500	7D,1M
3月24日 到期	1800			7D



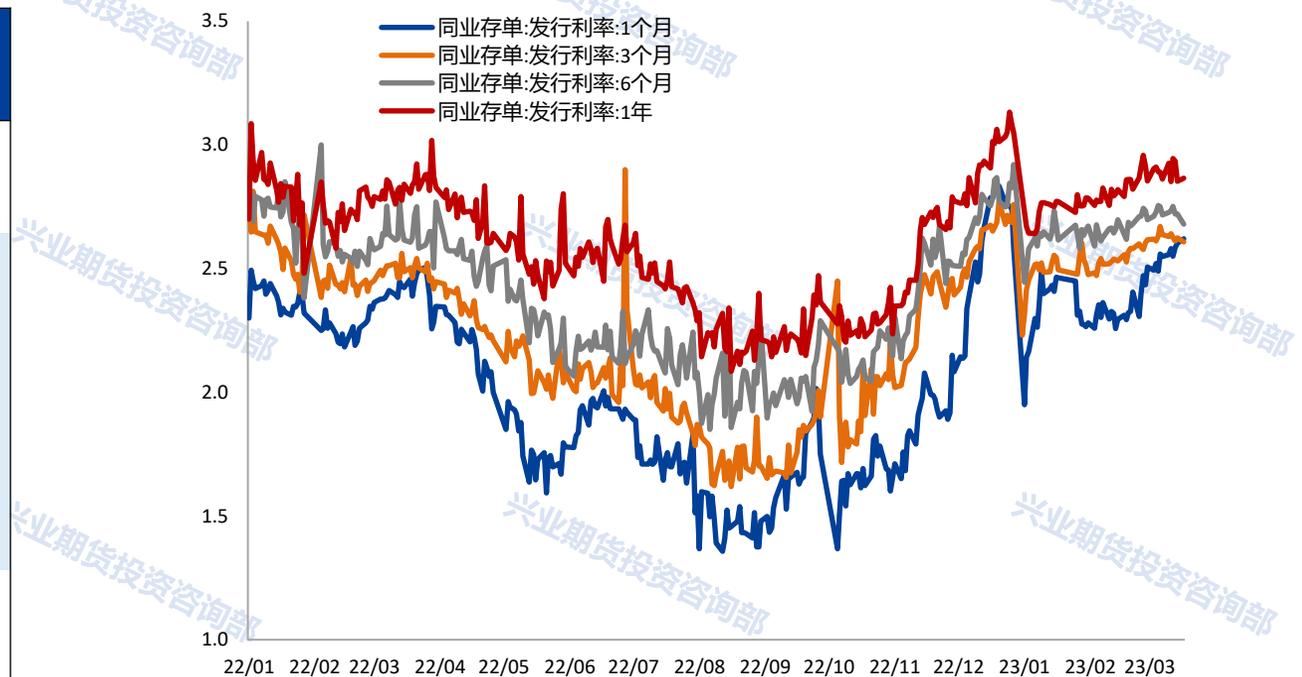
央行决定于2023年3月27日降低金融机构存款准备金率0.25个百分点（不含已执行5%存款准备金率的金融机构）。本次下调后，金融机构加权平均存款准备金率约为7.6%。根据2月末存款余额测算，本次对应降准释放资金约5900亿元，但由于部分中小银行已经触及了5%的利率下限，因此本次降准实际规模约5000亿元。

本来降准略超市场预期，从目前来看主要目的在于缓解银行中长期负债压力。年初以来信贷增长较强，银行存单发行量及利率大幅上行。从今年“两会”的政策目标来看，后续总量操作预计概率较低

三档两优

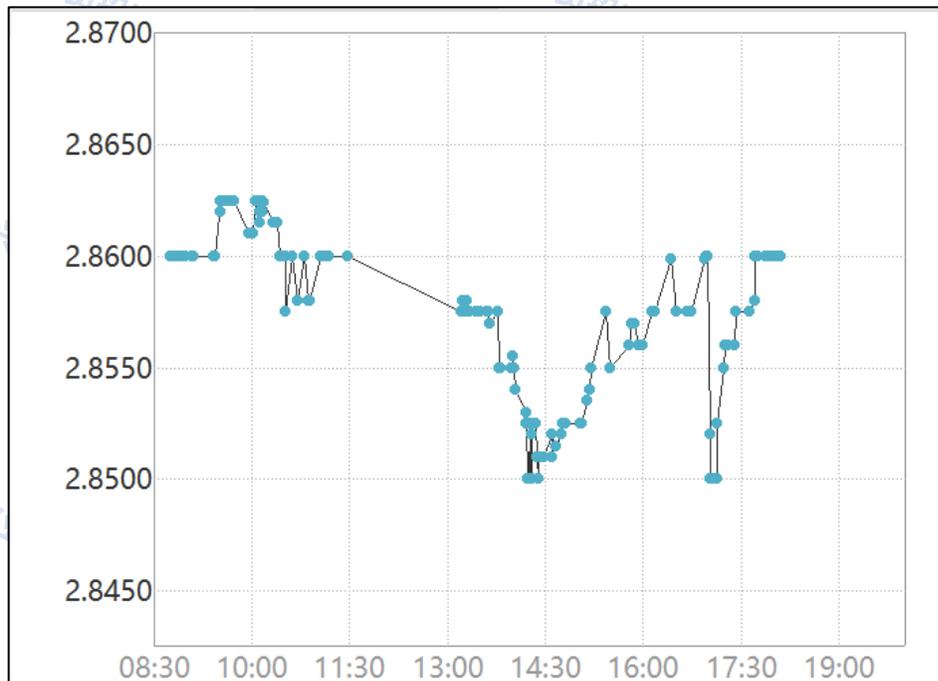
	银行类型	法定准备金率	优惠0.5%	优惠1.5%
第一档	大型银行	10.75	10.25	9.25
	普通中型银行	7.75	7.25	6.25
第二档	服务省内城商行	6.25	5.75	5
	非县城农商行	6.25	5.75	5
第三档	小型银行	5	-	-

同业存单发行利率不断抬升

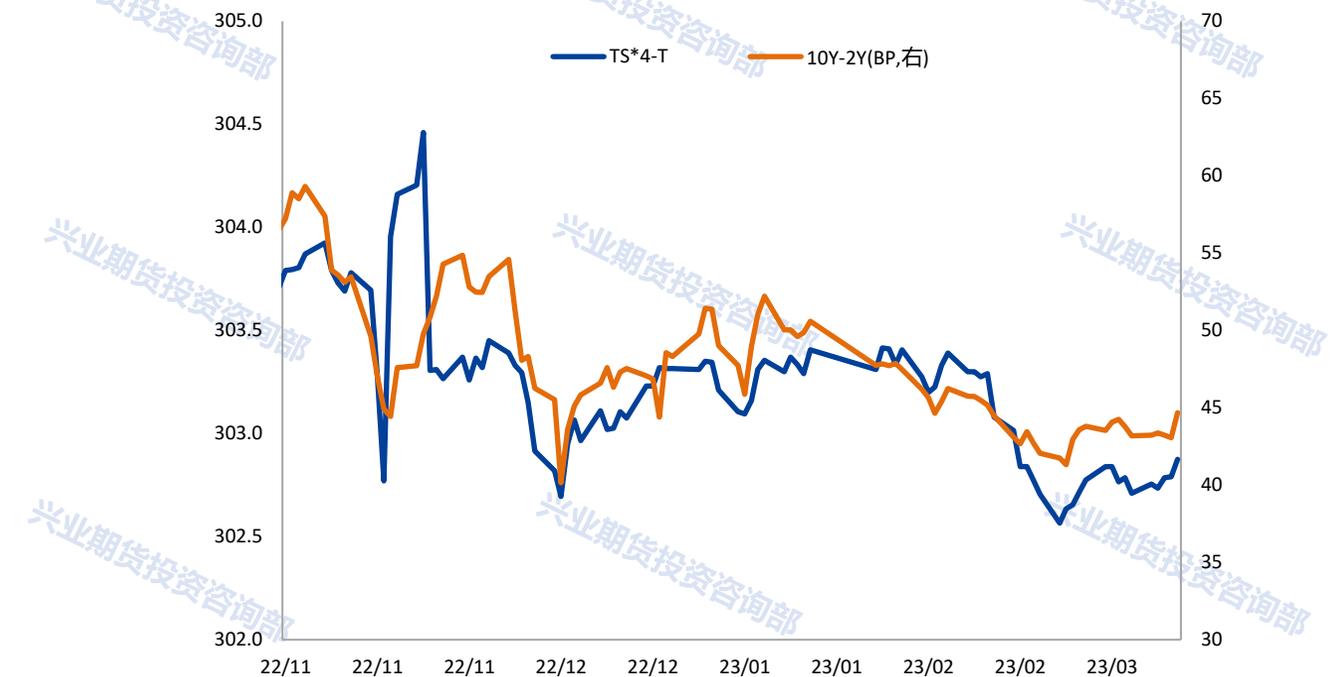


- 由于本轮降准的主要目的在于补充银行间中长期流动性，因存单收益最为显著，进而或带动短端利率下行。但对于长端利率而言，在目前的政策导向及经济数据表现下，修复趋势仍较为明确，预计难存实质性利多。周五在降准消息公布后市场也呈现出“利多出尽”的走势。
- 目前长短端利差正处于历史偏低水平，在40%下方，而国债期货前期对资金面紧张担忧的反应更为明显，TS与T合约之间的价差曾出现快速下行，因此跨品种价差策略修复空间较大。

活跃券日内走势 (3.17)



跨品种价差存修复空间



股指

IF

01

“宽信用”导向持续明确、盈利端推涨动能将强化

02

从风险溢价、PEG值看，A股配置价值依旧占优

03

A股独立走强大势难改，外资净流入趋势未变

04

乐观预期下，国内中长线资金亦将大规模入场

05

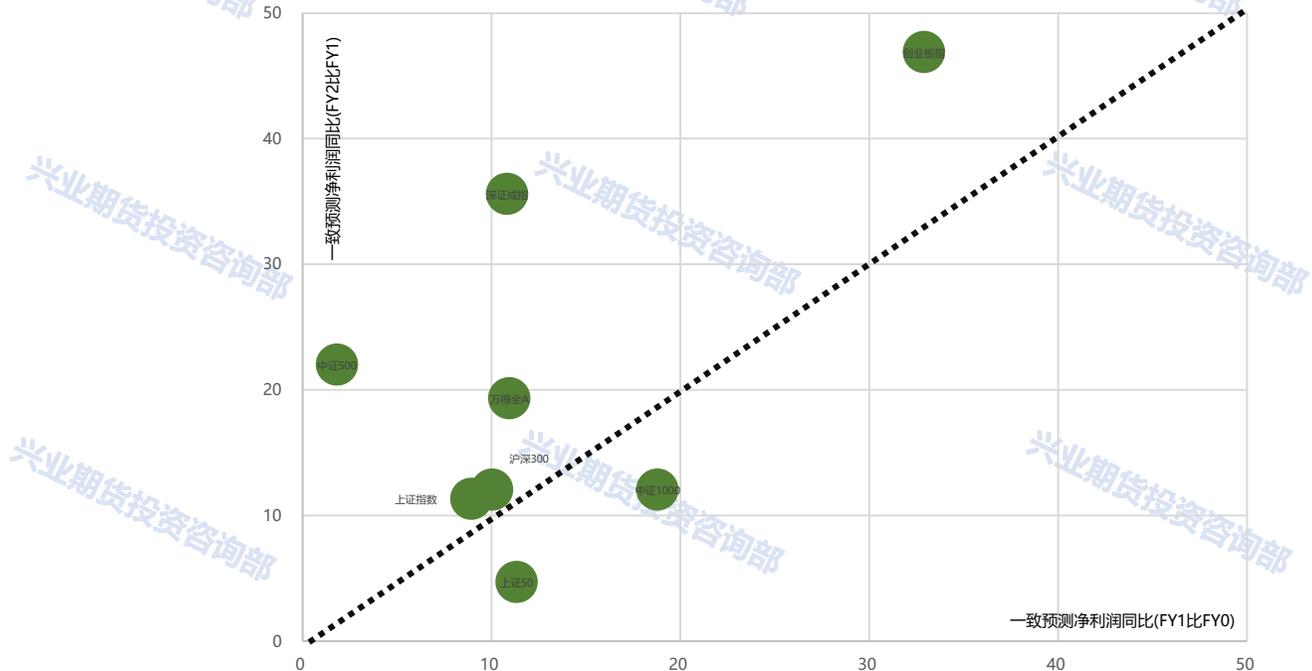
基于稳健性考虑，沪深300指数仍是最适宜多头

- 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。而央行最新公布的将于3月27日降准0.25%，则显示“宽信用”导向依旧明确，利于强化此判断；
- 再从最新的Wind一致性预期数据看，A股主要指数2023年较2022年的预期净利润增速则显著上修，印证市场乐观态度；
- 后续各月主要经济指标大概率将进入验证强化段、叠加盈利底拐点临近，预计业绩因素将驱动A股再度进入涨势。

国内A股“信用底、估值底、盈利底”走势对比（截至2023年2月）

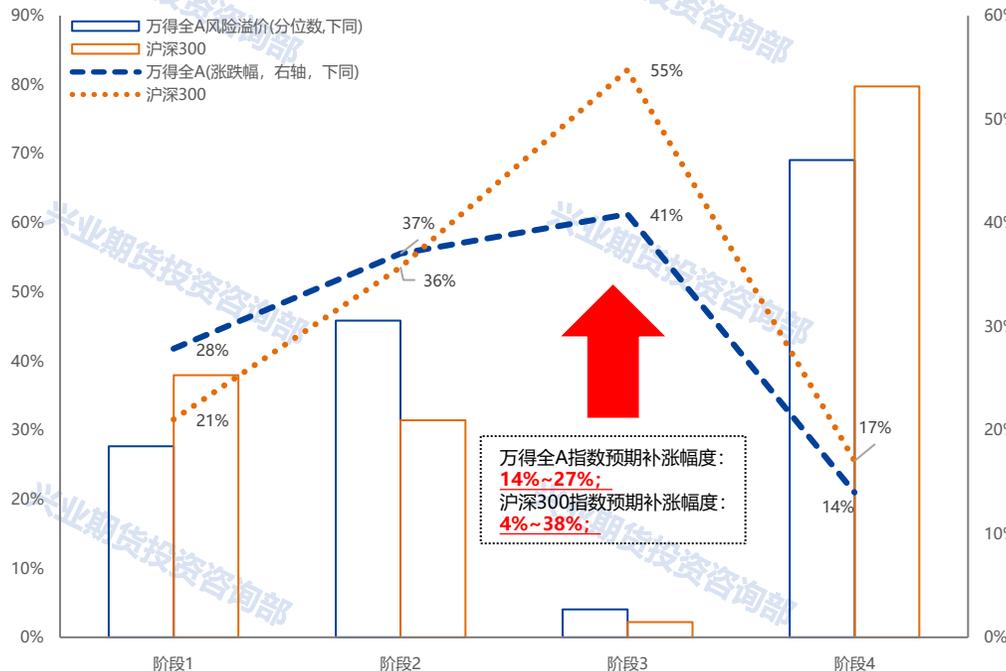


A股主要指数2022年、2023年预期净利润增速对比（截至2023.3.17）

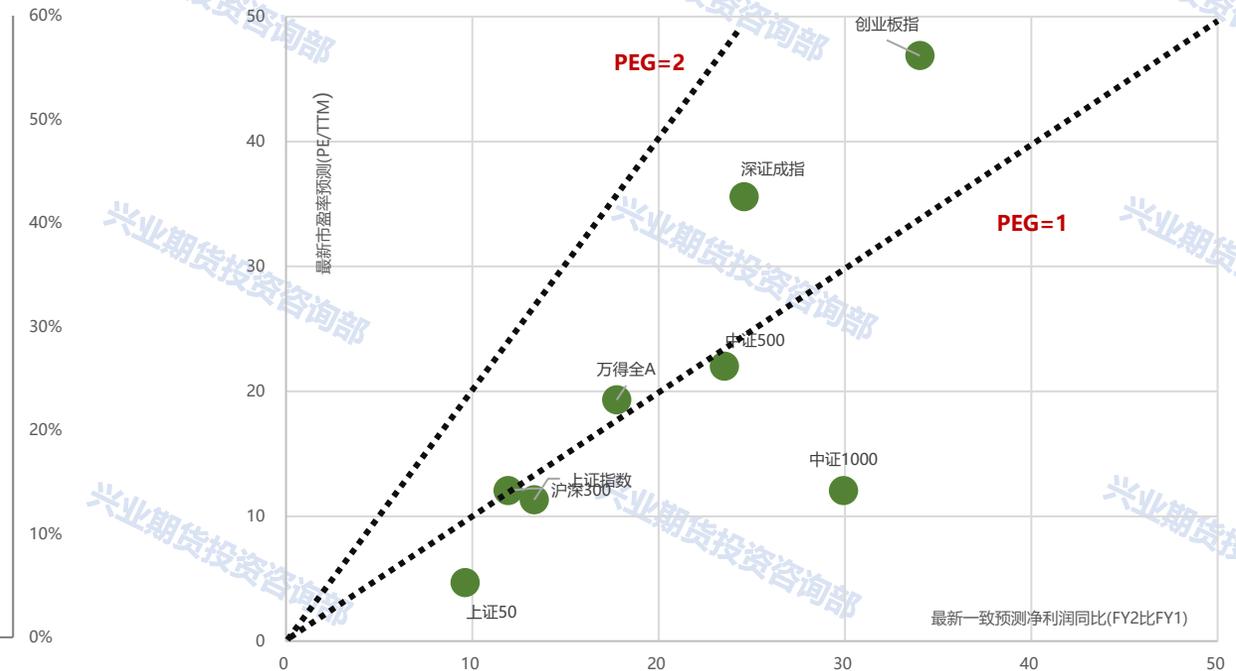


- 当前A股股债风险溢价值整体仍处高位，参照过往走势(阶段1：2016.1.29-12.1；阶段2：2019.1.4-4.19；阶段3：2020.4.2-2021.2.19)，预计依旧有5%~35%的潜在上涨空间（对应阶段4，自2022年10月底起~至今），吸引力可观；
- 再从A股主要指数PEG值看，多数 ≤ 1 、整体处于2以下，意味较其净利润增速而言，其绝对估值较低、提供相对更高的安全边际；
- 总体看，较其它主要大类资产横向对比、以及自身业绩特征看，预计年内A股的配置价值依旧占优。

A股主要指数股债风险溢价值变动情况（截至2023.3.17）

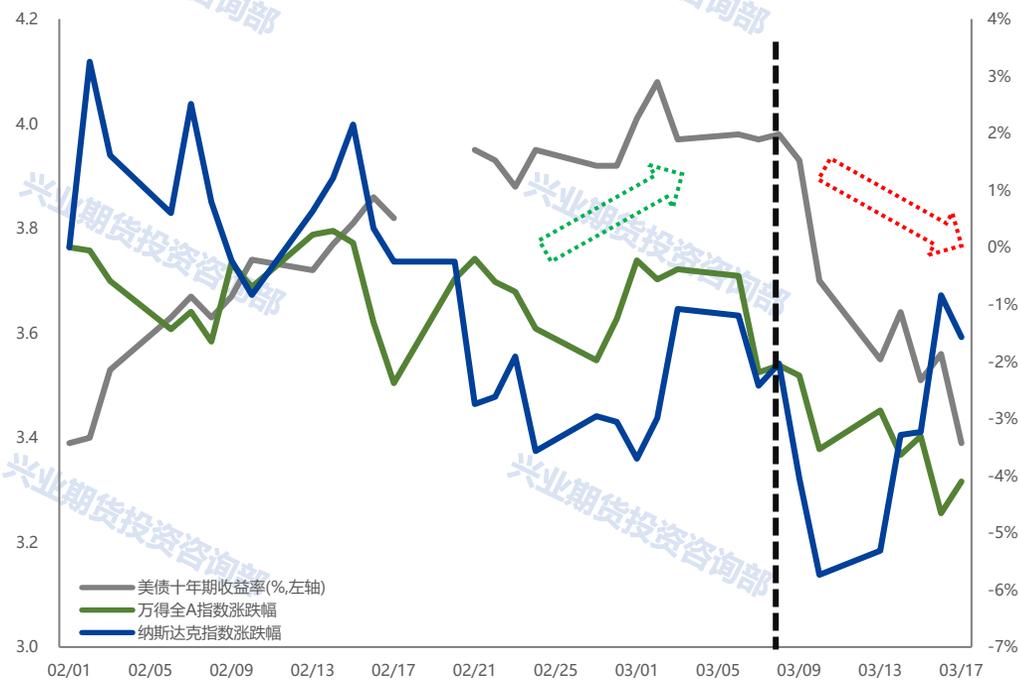


A股主要指数PEG值（截至2023.3.17）

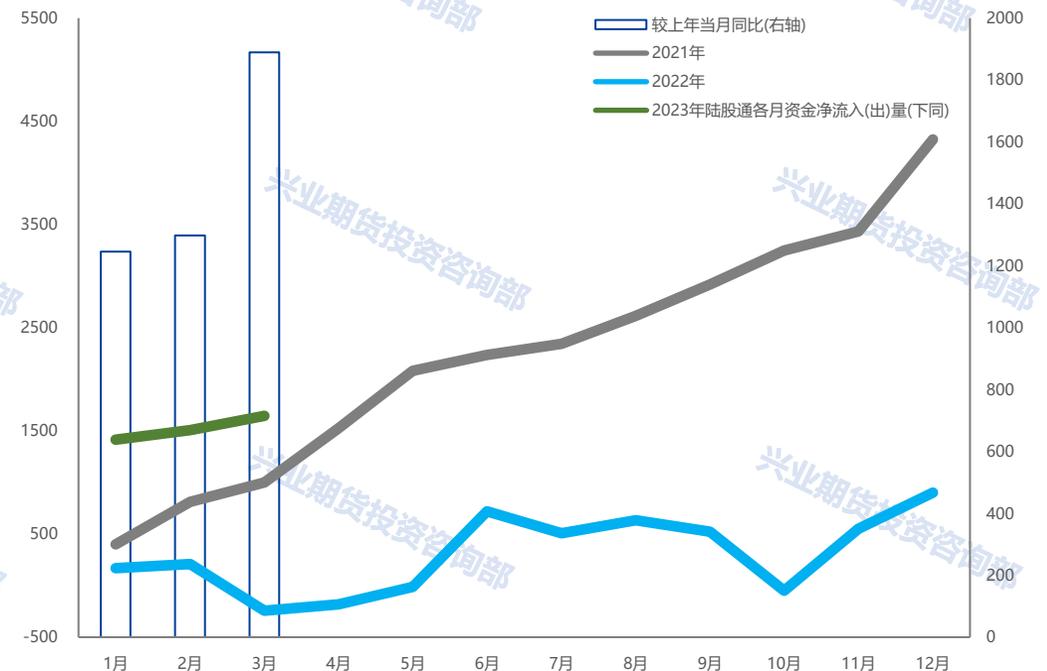


- 近日以“硅谷银行倒闭”为代表的相关中小银行破产或经营业绩大幅恶化，对海外市场造成较大的负面冲击，并对A股造成一定的外溢影响。但随之美联储发表对应的稳定市场言论，以及市场恐慌情绪消化（以十年期美债收益率快速回落为信号），预计上述一系列事件的扰动将大幅弱化，对A股难以成为持续时间长、影响范围大的系统性风险，其整体将延续独立走强态势；
- 而考虑“内强外弱”的基本面大势、以及A股较全球主要股市更低的估值水平，2023年其优势资产特征明确，外资大规模净流入趋势难改。

美股、A股及美国十年期国债收益率走势对比（截至2023.3.17）

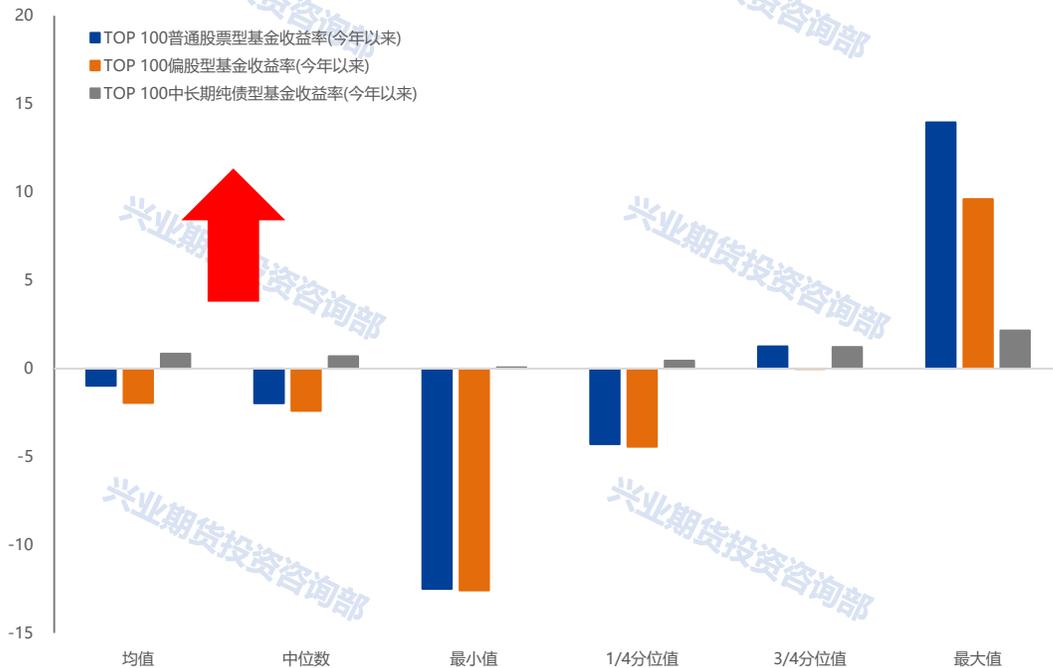


陆股通历年各月资金净流入情况对比（截至2023.3.17）

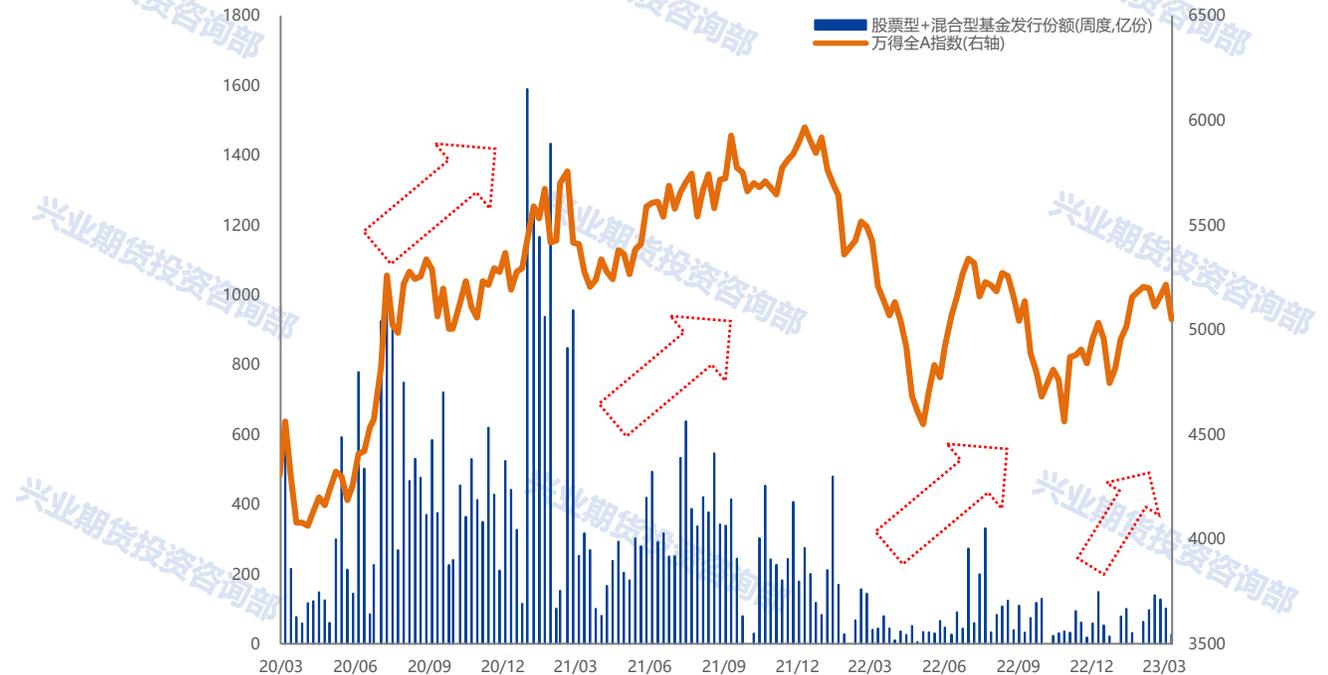


- 进入2023年以来，随A股整体企稳回涨、“赚钱效应”略有体现，公募股基新发募集份额亦有所回暖。而部分阶段，受相关短期负面因素扰动，A股出现回撤调整，较债基而言、其累计超额收益率暂未明显体现。但从相对长周期看，在盈利修复、估值亦有较大提升空间的情况下，未来数月A股将有乐观表现；
- 从过往情形看，增量资金入场规模、与A股表现有明显的正相关性。这也意味着，从国内市场看，中长线资金大规模入场也值得期待。

公募股基、债基收益率对比（周度，截至2023.3.17）



公募股基新发募集份额、万得全A指数走势对比（周度，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、板块热点较多等有关；
- 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，其可作为最适宜多头标的。

中信一级行业近7周涨跌幅情况（截至2023.3.17）

中信一级行业名称	当周	前1周	前2周	前3周	前4周	前5周	前6周	近7周累计涨跌幅
石油石化	14	14	8	15	2	20	18	2.4%
煤炭	27	22	20	1	9	29	26	-4.7%
有色金属	23	15	28	13	26	30	8	-7.1%
电力及公用事业	11	8	9	23	23	2	19	1.6%
钢铁	17	21	17	2	5	17	14	2.5%
基础化工	28	16	22	26	14	18	9	-5.1%
建筑	2	12	2	10	16	6	17	12.5%
建材	18	30	10	11	4	25	21	-4.9%
轻工制造	21	23	27	4	6	5	13	-0.1%
机械	25	10	21	12	18	9	5	-0.9%
电力设备及新能源	30	4	30	21	30	24	20	-11.3%
国防军工	26	6	12	6	17	26	3	1.7%
汽车	29	29	29	17	20	28	1	-7.2%
商贸零售	8	13	15	20	15	14	15	-0.1%
消费者服务	16	26	14	27	11	19	30	-10.8%
家电	9	28	11	3	10	16	27	-3.4%
纺织服装	19	20	16	9	3	13	16	0.5%
医药	24	3	25	29	7	23	24	-6.7%
食品饮料	20	24	13	30	1	15	22	-5.7%
农林牧渔	13	17	23	8	27	21	12	-2.2%
银行	12	19	7	18	22	22	29	-5.4%
非银行金融	7	27	6	16	21	27	28	-6.9%
房地产	15	25	18	22	28	8	23	-6.4%
交通运输	10	9	5	25	19	11	25	-0.9%
电子	5	7	19	24	29	10	10	1.2%
通信	4	1	1	7	13	3	11	17.4%
计算机	3	2	4	14	24	12	2	12.9%
传媒	1	11	3	28	8	1	4	13.1%
综合	22	5	24	19	12	7	7	0.3%
综合金融	6	18	26	5	25	4	6	2.8%

A股主要指数相关系数情况（近3月，截至2023.3.17）

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	0.94	0.86	0.81	0.88	0.84	0.98	0.81
上证50	0.94	1.00	0.66	0.58	0.90	0.67	0.91	0.64
中证500	0.86	0.66	1.00	0.99	0.61	0.82	0.85	0.91
中证1000	0.81	0.58	0.99	1.00	0.56	0.79	0.81	0.88
创业板指	0.88	0.90	0.61	0.56	1.00	0.77	0.93	0.44
科创50	0.84	0.67	0.82	0.79	0.77	1.00	0.84	0.70
国证成长	0.98	0.91	0.85	0.81	0.93	0.84	1.00	0.71
国证价值	0.81	0.64	0.91	0.88	0.44	0.70	0.71	1.00
总计	6.11	5.30	5.70	5.41	/	/	/	/

周期:日线 2022/12/19 - 2023/03/19



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

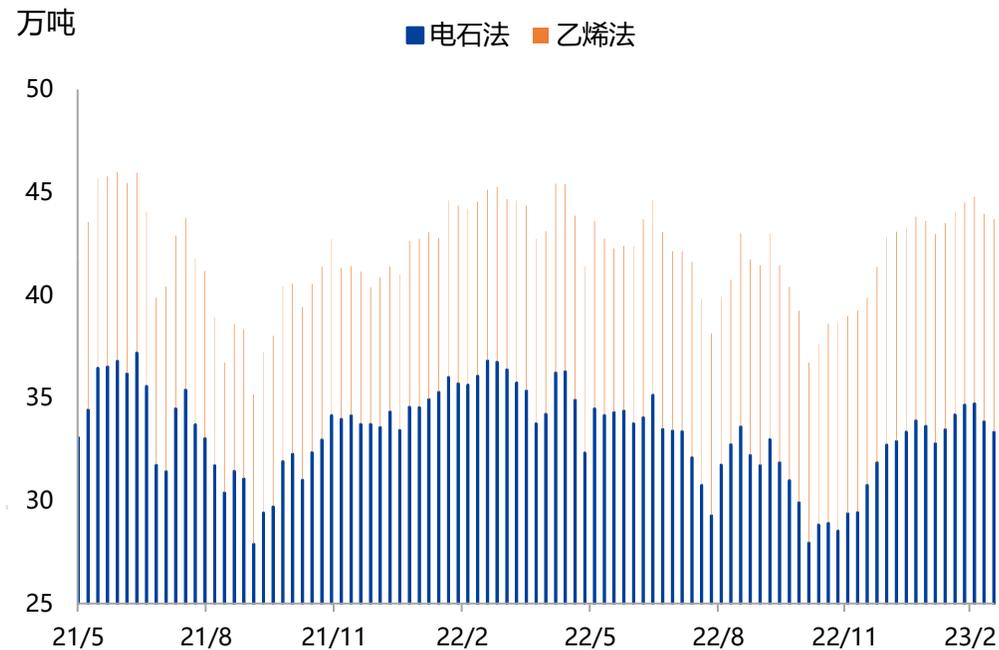
03

下游开工增长趋缓，波动率处于极低水平

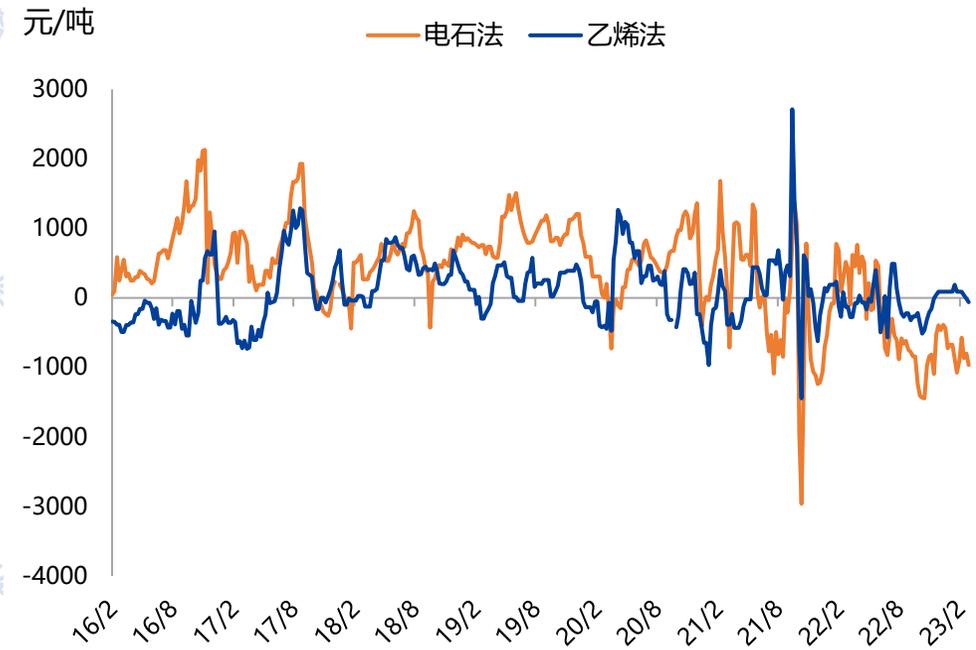
▣ **检修增多产量下滑**: 上周苏州华苏重启, 但英力特临时停车, 导致整体开工率继续下降, 达到76.93% (-0.53%), 而周度产量减少至43.69 (-0.27) 万吨。3月底湖北宜化、山东东岳和安徽华塑计划检修, 4月陕西北元 and 新疆天业两套大装置停车一个月, 产量预计进一步下降。

▣ **高成本提供支撑**: 电石供应过剩, 近一个月价格下跌200元/吨至3800元/吨, 尽管电石法成本下降, 但华北电石法企业毛利仅为-760元/吨, 是5年同期最低, 乙烯法利润同样偏低。高成本目前是PVC价格的重要支撑, 但仍需防范煤炭价格大跌所带来的利空。

产量开始减少 (截至2023.3.17)

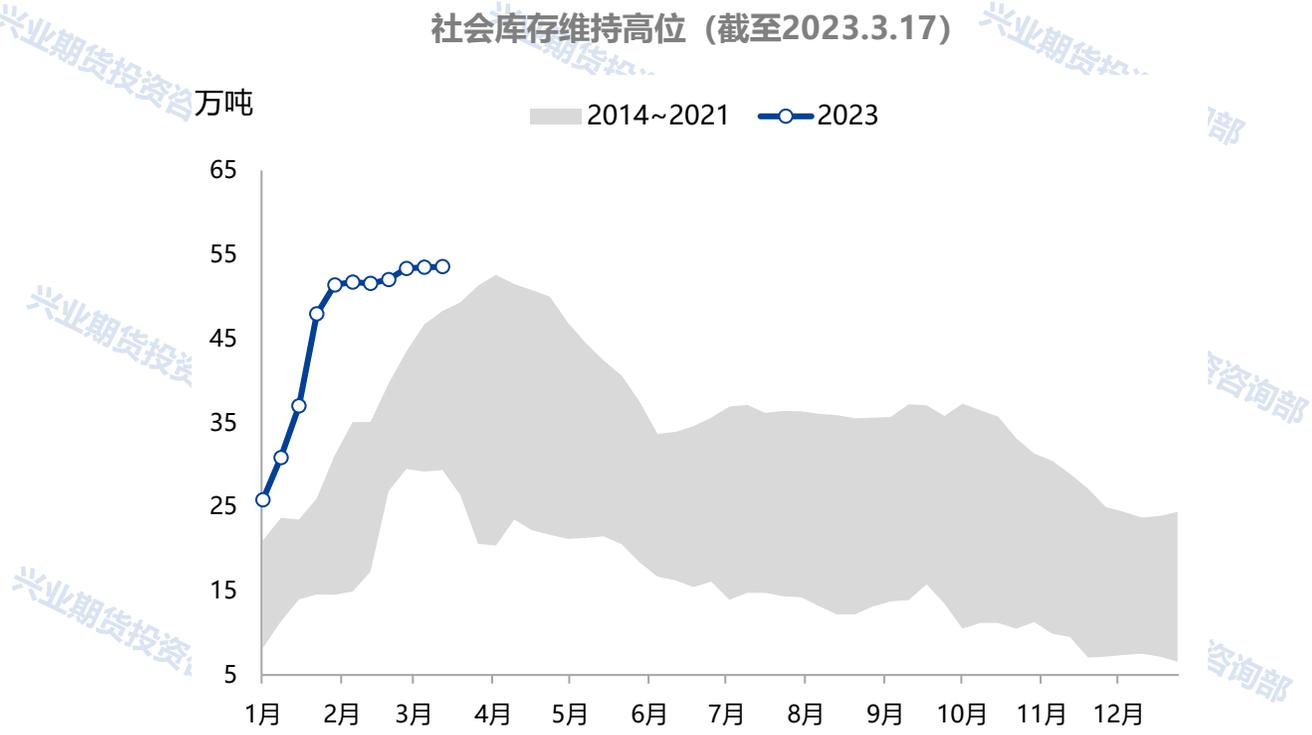
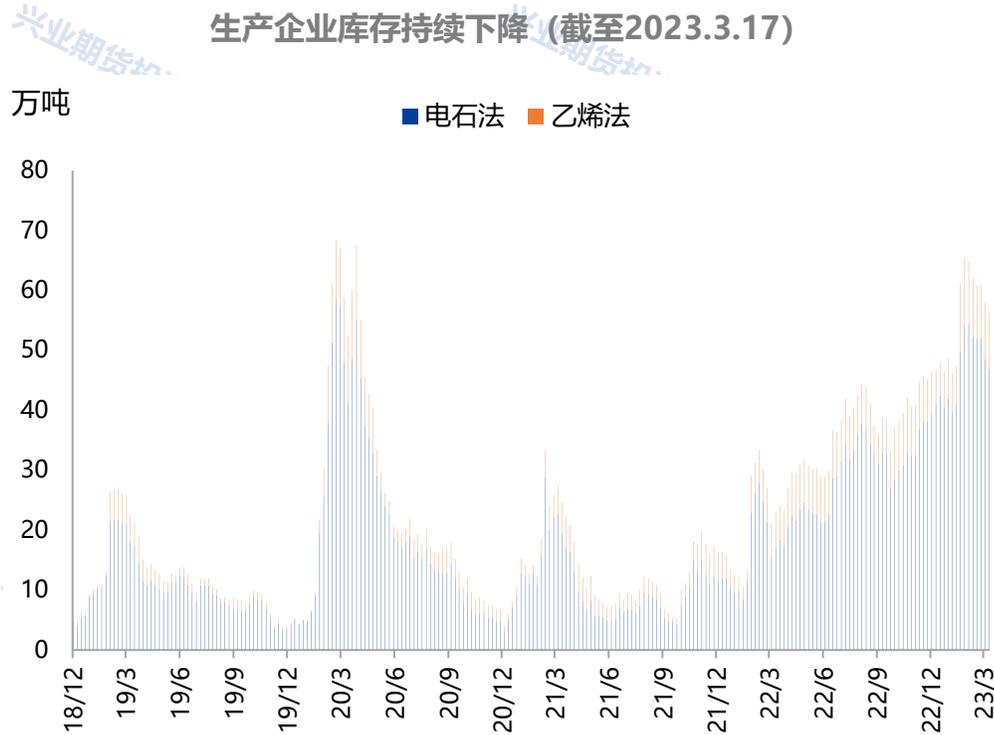


生产利润极低 (截至2023.3.17)



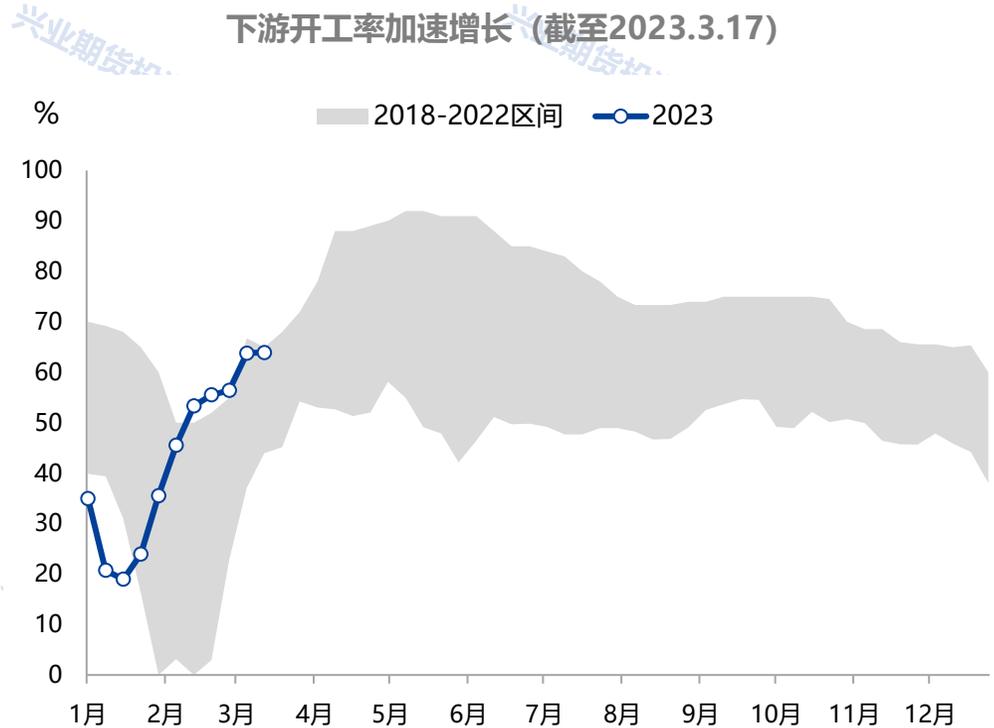
□ **生产企业库存下降**: 生产企业库存为56.27 (-1.67) 万吨, 自春节高点已经减少9万吨。合理库存应该在30万吨左右, 如果按照当前每周减少1.5万吨的速度, 需要4个月时间, 如果按照3万吨的速度, 也至少需要2个月时间, 因此05合约存续期内库存都将是利空因素。

□ **社会库存维持高位**: 社会库存为53.58 (+0.08) 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。



▣ **下游开工增长趋缓**：下游开工率为63.94%，较前一周仅增加0.13%，其中型材开工率提升0.63%，薄膜和管材开工率保持稳定。目前下游开工率仍处于历年最高水平，随着国内需求好转，未来有望稳步增长。

▣ **波动率处于极低水平**：上周PVC期货价格下跌140元/吨，周三夜盘遭遇海外宏观利空冲击，跌至春节后新低，不过技术指标显示超跌。现货成交量和预售量均降低，市场看涨情绪降温。看跌期权成交量增加50%，但持仓量并未增长，同时期货净空单也仅增加1万手，期权和期货市场暂未出现看空情绪。最后，尽管本周意外事件发生，但PVC历史波动率仅增加3%，仍处于极低水平，未来还会出现更大级别行情。



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

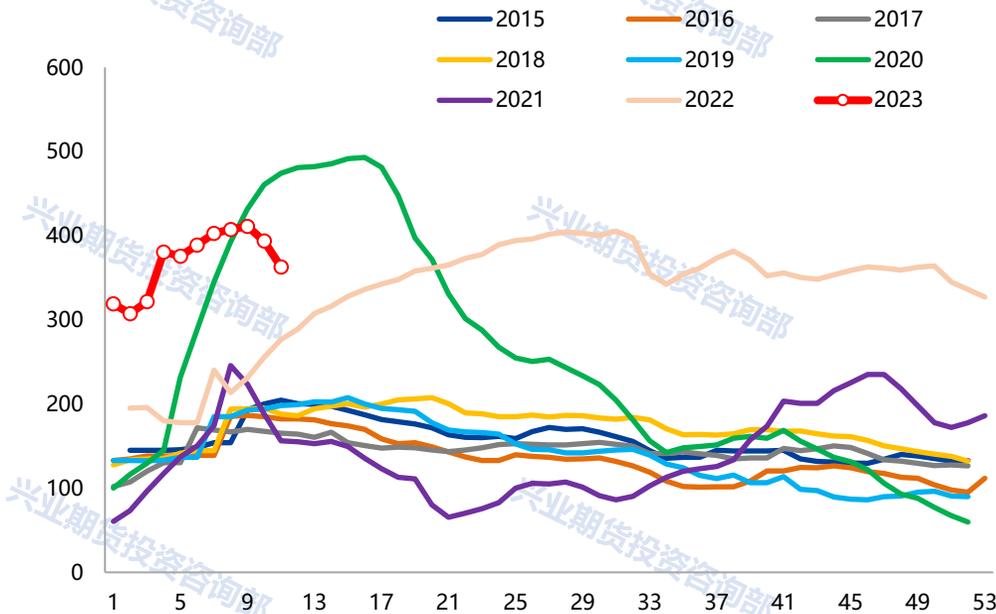
03

浮法玻璃预期有所改善，前多耐心轻仓持有

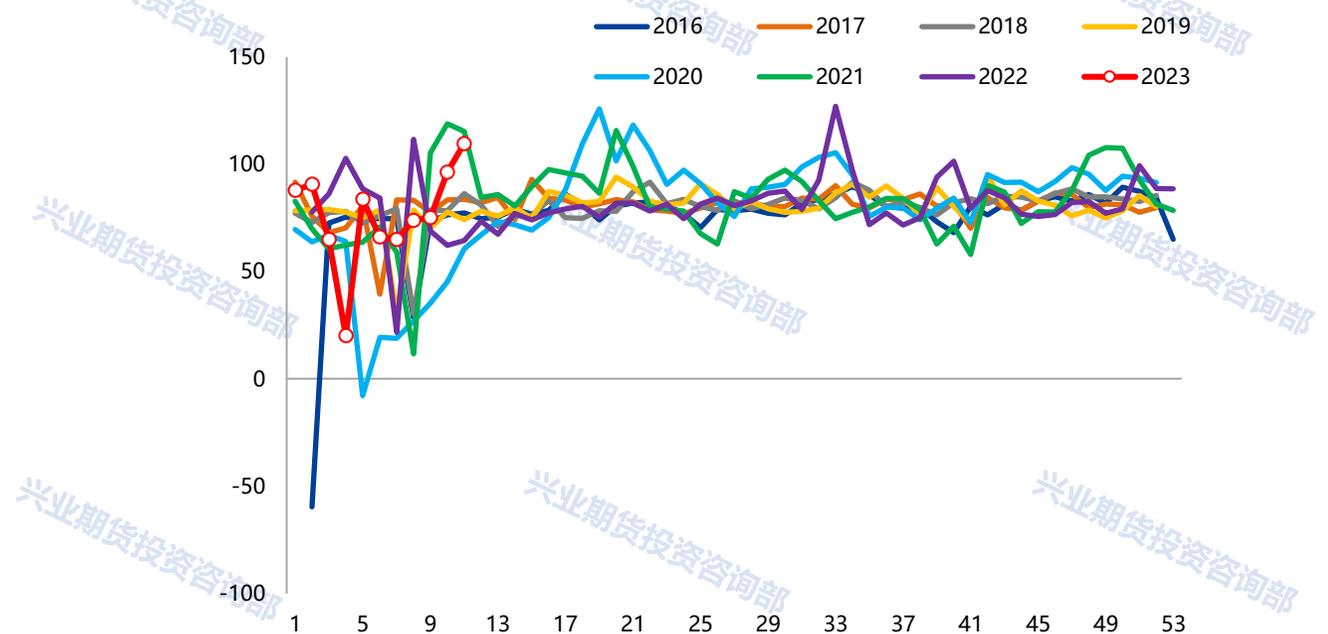
进入3月，浮法玻璃下游补库，需求有所释放。隆众样本，本周浮法玻璃出库量（产量- Δ 库存）进一步上升至109.69万吨，主地产产销率均维持在100%以上。浮法玻璃企业库存连续第2周下降，且下降幅度有所扩大，环比下降7.81%至7260.1万重箱，同比增幅进一步收窄至25.55%。

浮法玻璃90%左右用于建筑领域，今年地产小周期有望迎来底部反转，1-2月房地产竣工同比增长8%，增速有负转正，修复程度超预期，但后续的增长斜率仍需要取决于保主体资金到位后的复工情况，以及销售回暖的持续性及其对房地产新开工和施工的拉动作用。截至3月中旬，浮法玻璃深加工企业订单12.9天，2月底增加0.7天。

浮法玻璃企业库存（更新至3.17）



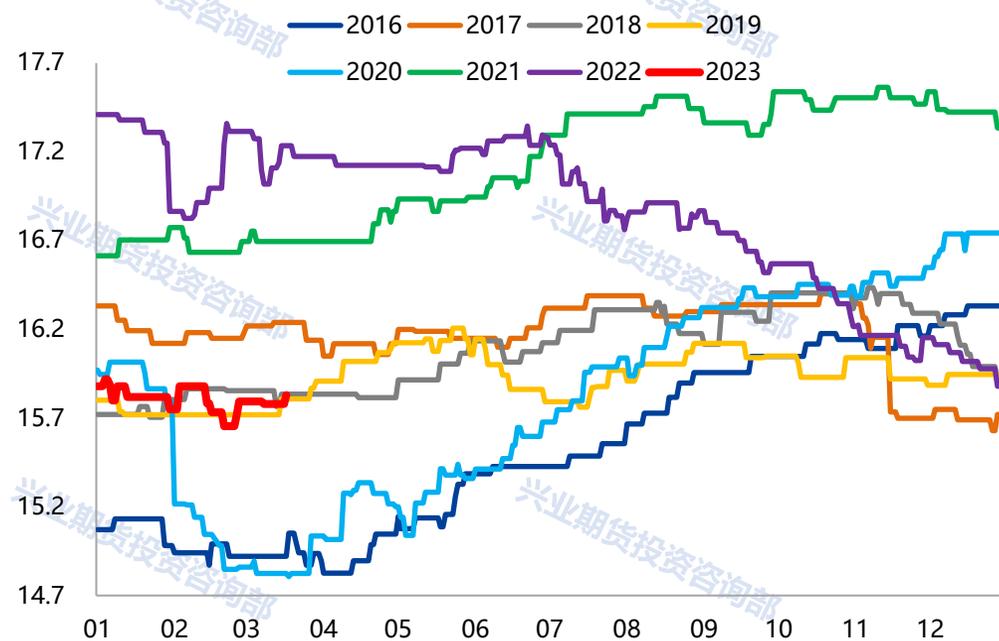
浮法玻璃出库量（更新至3.17）



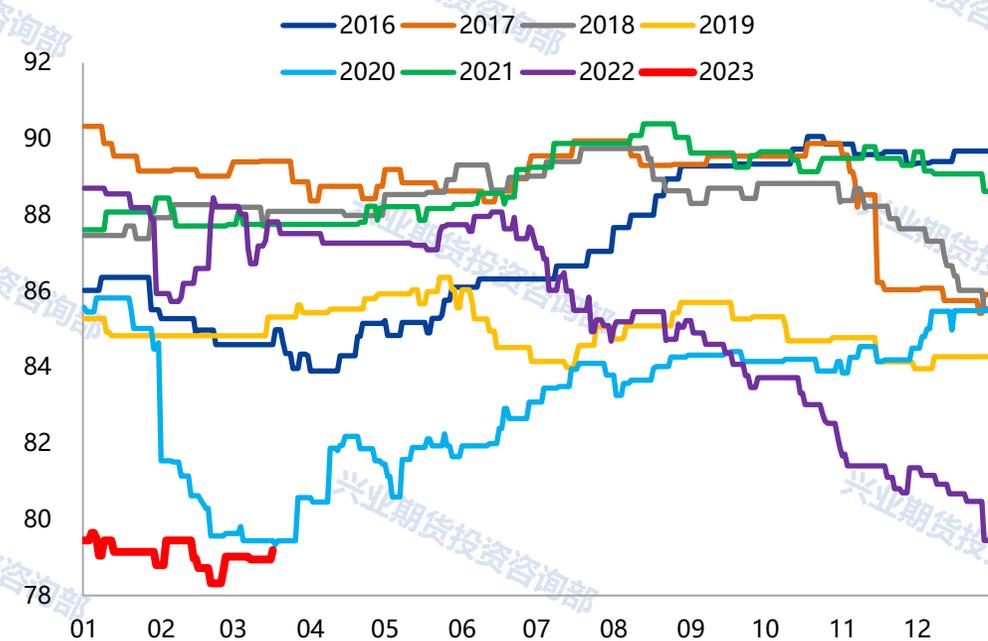
截至3月17日，浮法玻璃运行产能158280吨/天，同比下降8.2%，行业开工率为78.48%，与上周持平，同比下降8.39个百分点，产能利用率为79.20%，环比回升0.25个百分点，同比减少8.62个百分点。

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。

浮法玻璃运行产能（日，更新至3.17）



浮法玻璃产能利用率（日，更新至3.17）

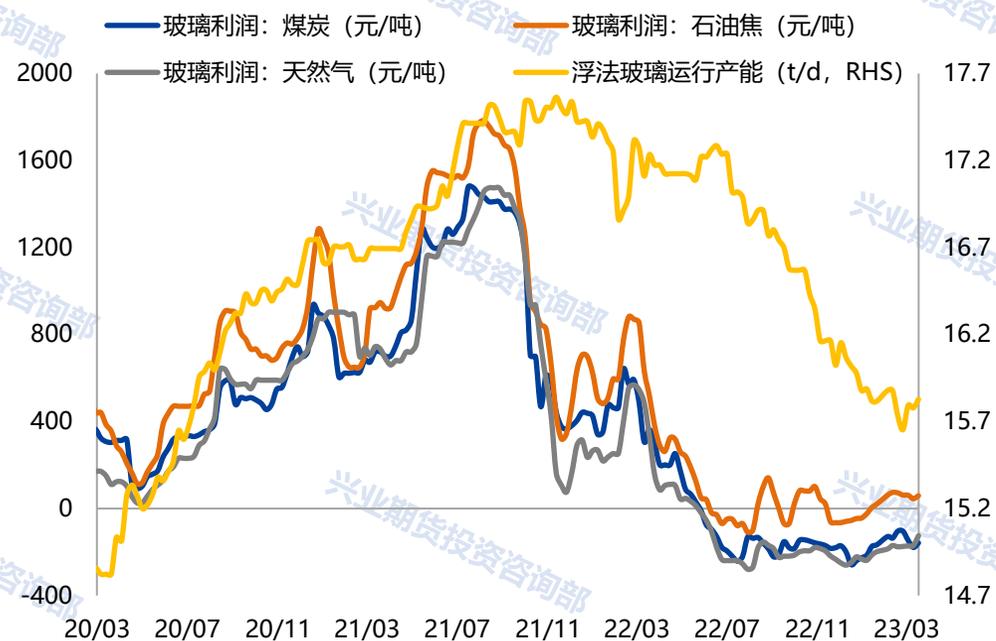


- 今年以来，浮法玻璃产能收缩节奏有所放缓。年初以来，浮法玻璃冷修产能合计5350t/d，复产及新建产能投产合计4900t/d，运行产能净减少仅450t/d。主要原因在于今年煤炭等能源价格重心有所下移，以及近期浮法玻璃价格的上涨，浮法玻璃企业利润较去年底环比逐步改善。
- 不过经过2022年下半年浮法玻璃大规模冷修，浮法玻璃运行产能已同比收缩8.2%，基本回到2019年水平，且部分浮法玻璃运行产能已改产其他品种玻璃，浮法玻璃实际供给收缩幅度更大，一旦下游需求改善，将有利于库存的较快速度消化。

2023年浮法玻璃冷修/复产统计 (灰色-未落实, 红色-最新, 更新至3.17)

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		

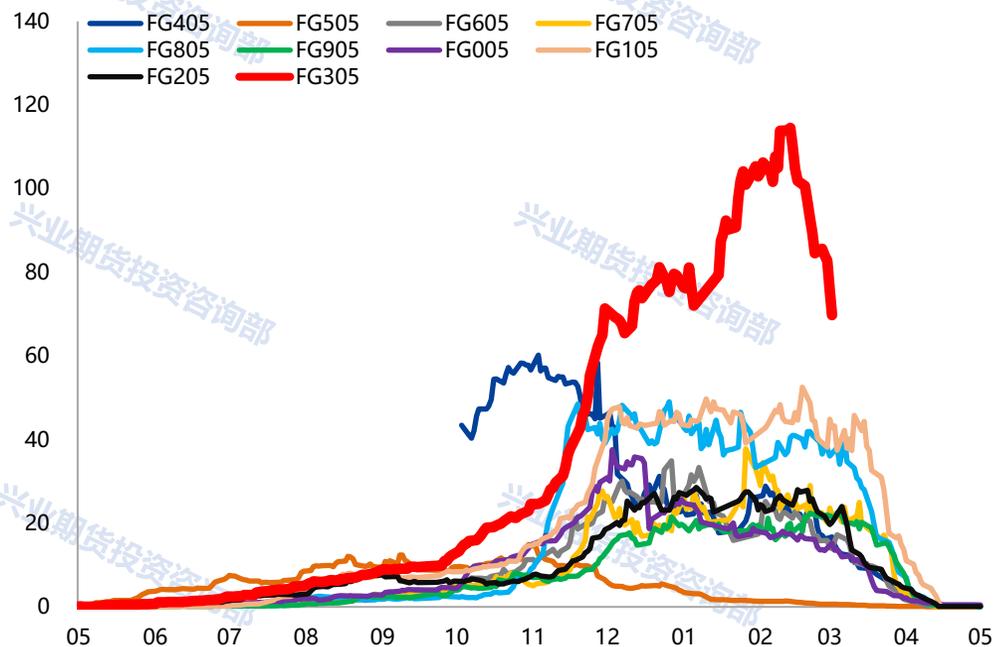
浮法玻璃利润 (更新至3.17)



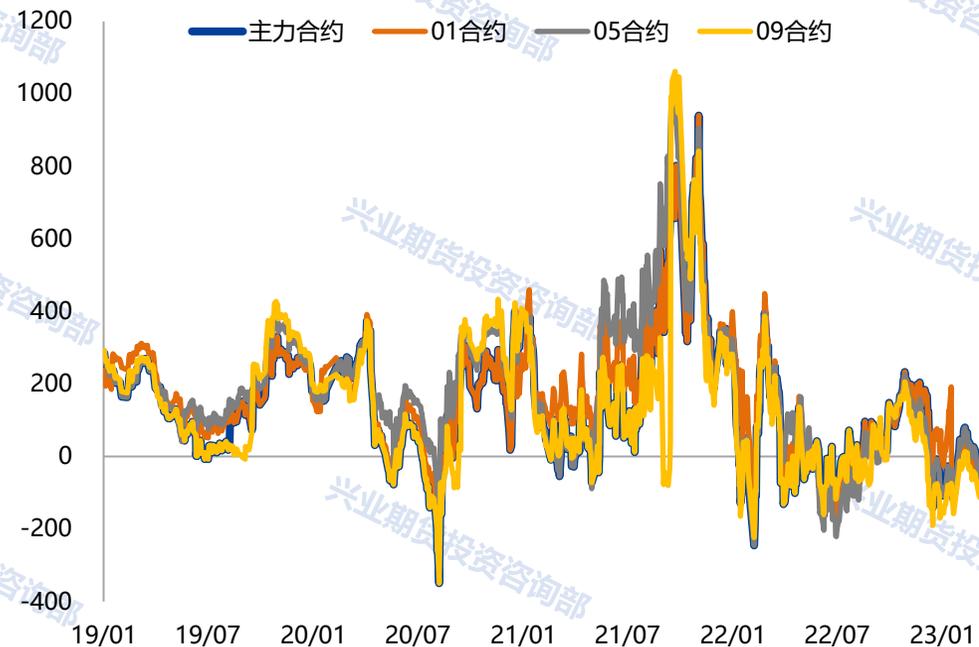
从微观指标看，3月以来，浮法玻璃05合约出现较明显的减仓上行行情，反映经济复苏迹象逐步增多后，需求回暖预期增强，市场多空分歧有所减弱。

综合前文分析，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3.17)



玻璃基差 (沙河最低交割品, 更新至3.17)





螺纹

RB

01

高炉仍处于复产阶段，铁水产量缓慢爬升

02

电弧炉复产放缓，螺纹产量增速下降

03

螺纹库存连续下降，关注后续去库斜率

04

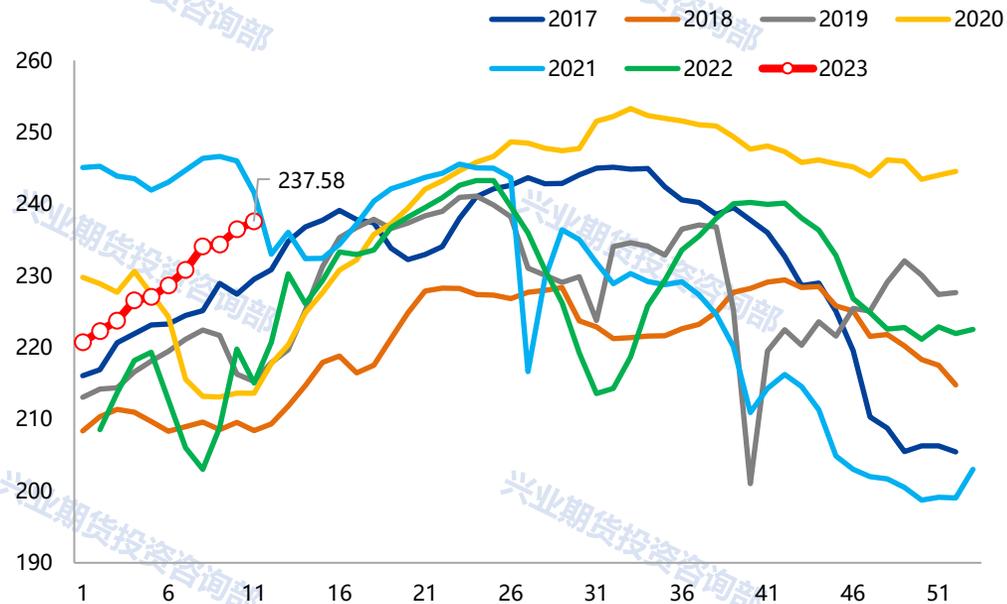
周度表需保持韧性，需求持续性仍待验证

05

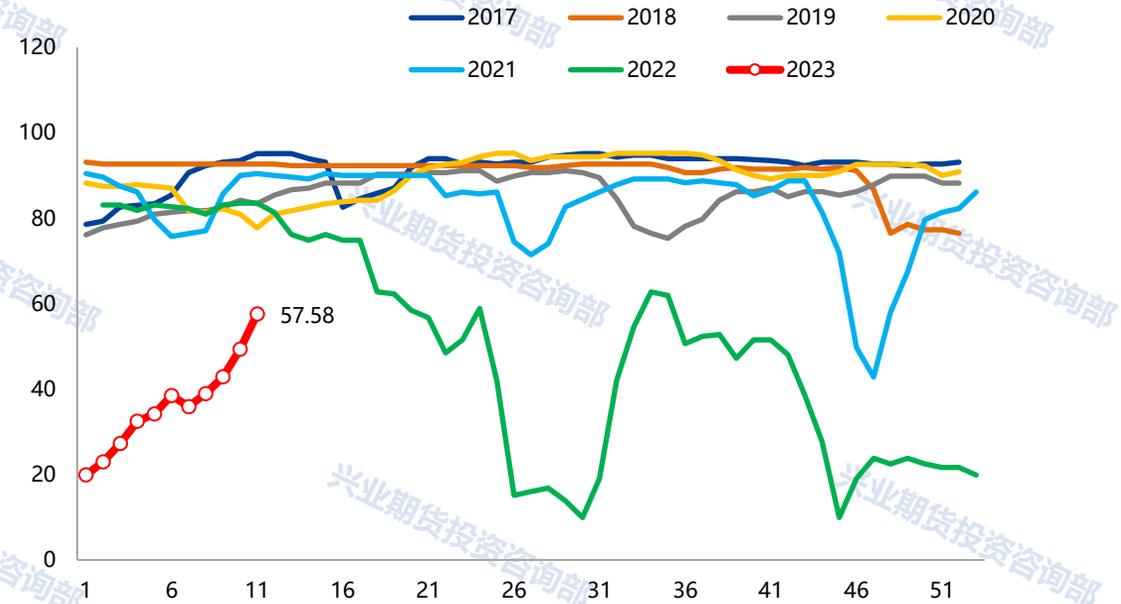
矛盾不显，螺纹高位震荡概率提高

- ❑ **高炉盈利改善**：随着需求继续爬坡，长流程螺纹钢生产企业利润扩大至100左右，247家样本钢厂盈利比例继续上升至57.58%。
- ❑ **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1.11万吨至237.58万吨，同比增加16万吨以上。两会结束，钢厂再度回到复产周期。不过本周市场消息，今年国内钢铁企业大概率还要实施产量管控政策，或基于粗钢产量，或基于能耗。鉴于今年上半年高炉产量同比增长规模较多，如若废钢供给逐步恢复，下半年高炉减产的压力可能将有所显现。

247家样本钢厂日均铁水产量（更新至3.17）

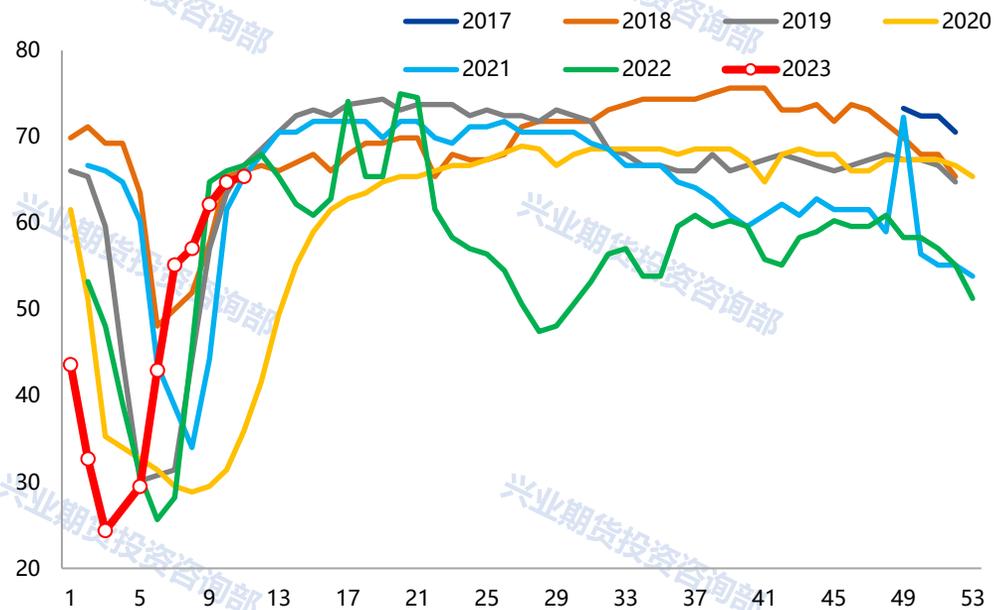


247家样本钢厂盈利比例（更新至3.17）

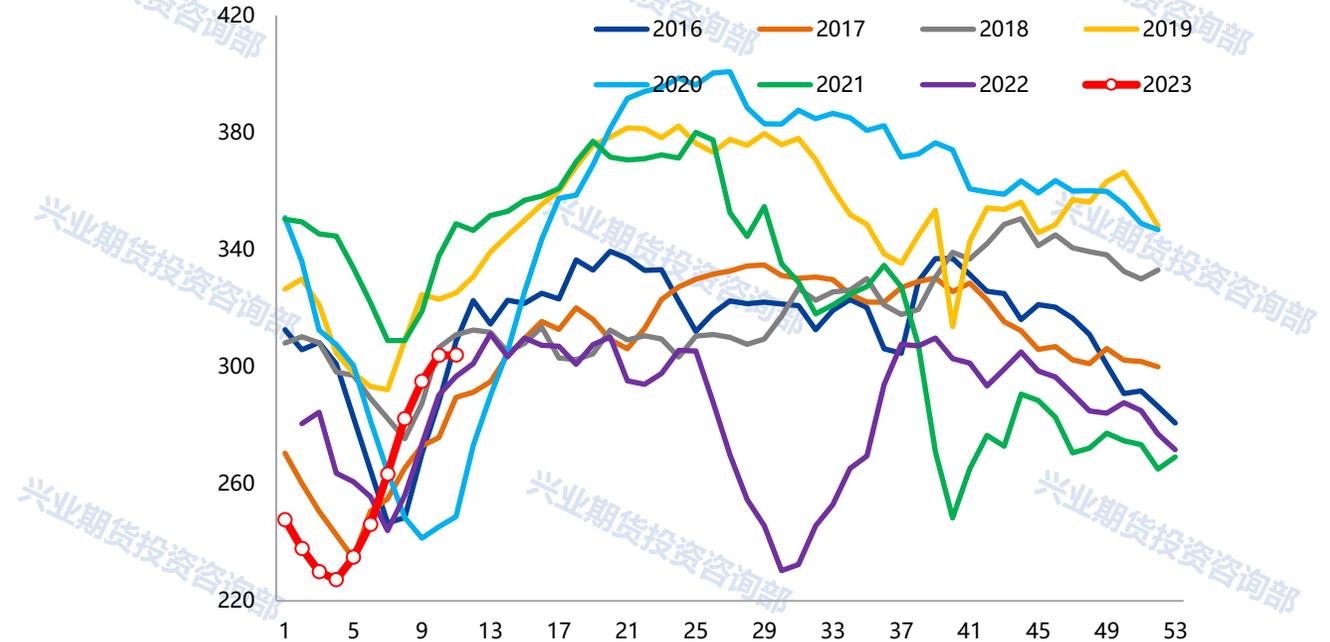


根据富宝估算，全年电炉平电生产均已具备盈利空间，且本周废钢到货量明显增加，废钢供给增长超预期。但螺纹增产速度却明显放缓，主要是由于钢价上涨后钢材销售有所放缓，长短流程钢厂都未进一步提升产量，前者废钢日耗量较上一周微降，后者产能利用率提升速度大幅放缓。目前看产量的进一步释放仍需要利润扩大来刺激。预计短期供给增长速度将逐步收敛。

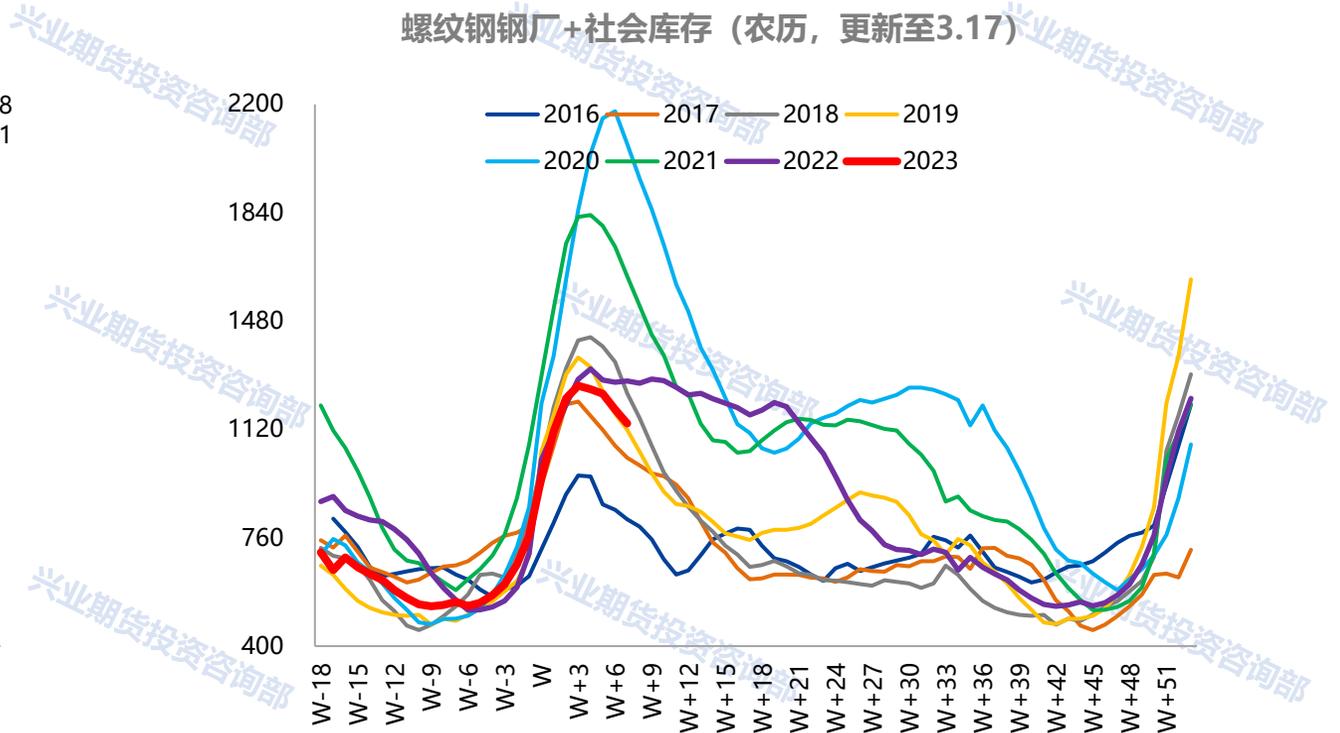
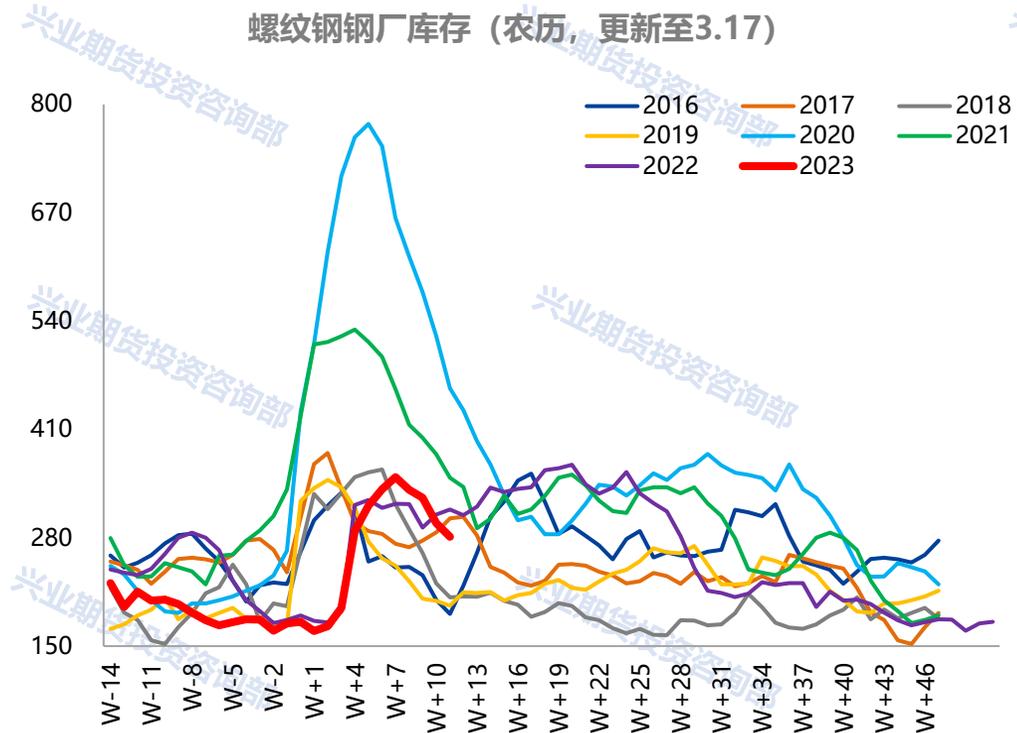
87家独立电弧炉企业产能利用率（更新至3.17）



螺纹钢周度产量快速回升（更新至3.17）

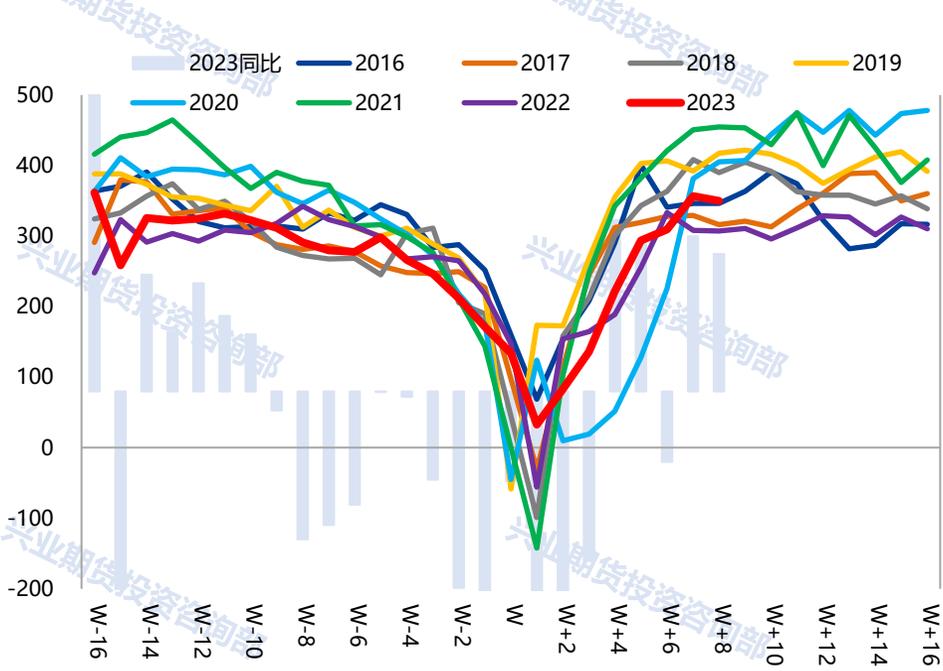


- 截至3月17日，螺纹钢总库存（钢厂+社会库存）降至1139.68万吨，同比降幅扩大至10.74%，螺纹库存连续4周下降。
- 虽然本周产量增长速度有所放缓，但需求也出现了回落迹象，一方面是海外宏观波动引发风险资产普跌，投机需求出现降温，另一方面，1-2月房地产前端投资同比依然负增长，商品房成交也出现了回落迹象，后续下游需求增长的斜率可能放缓。螺纹去库速度略有放缓，3月以来整体去库速度也并不快。

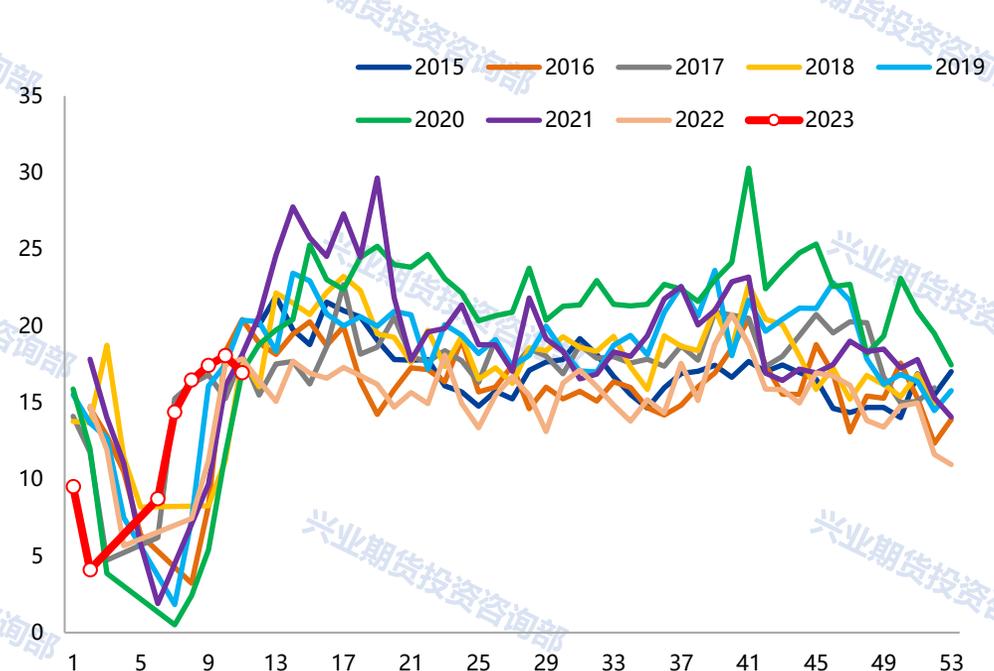


基建投资延续高增长，但结合水泥、沥青等高频数据分析，1-2月基建实物工作量增长相慢于投资，3月及之后实物工作量增速将有提升，有利于支撑旺季螺纹钢需求。而螺纹的主要应用领域，房地产，今年小周期修复大概率将遵循“销售→竣工→施工→拿地/新开工”的顺序依次修复，因此上半年地产用钢可能主要受存量项目支撑，用钢强度相对弱于新开工项目。本后钢联样本现货成交/需求数据有所转弱，主流贸易商建筑钢材成交周均值回落至16.96万吨，较农历去年同期增加12.5%；螺纹钢周度表观消费量小幅降350.13万吨（前值356.85万吨），高于农历同期14%（前值+15%）。如若需求继续回落，后续去库可能不及预期，市场心态逐步谨慎。

螺纹周度表观消费量（农历，W春节，更新至3.17）



主流贸易商建筑钢材成交周均值（更新至3.17）



镍

NI

01

当前阶段，沪镍走势更多由硫酸镍决定

02

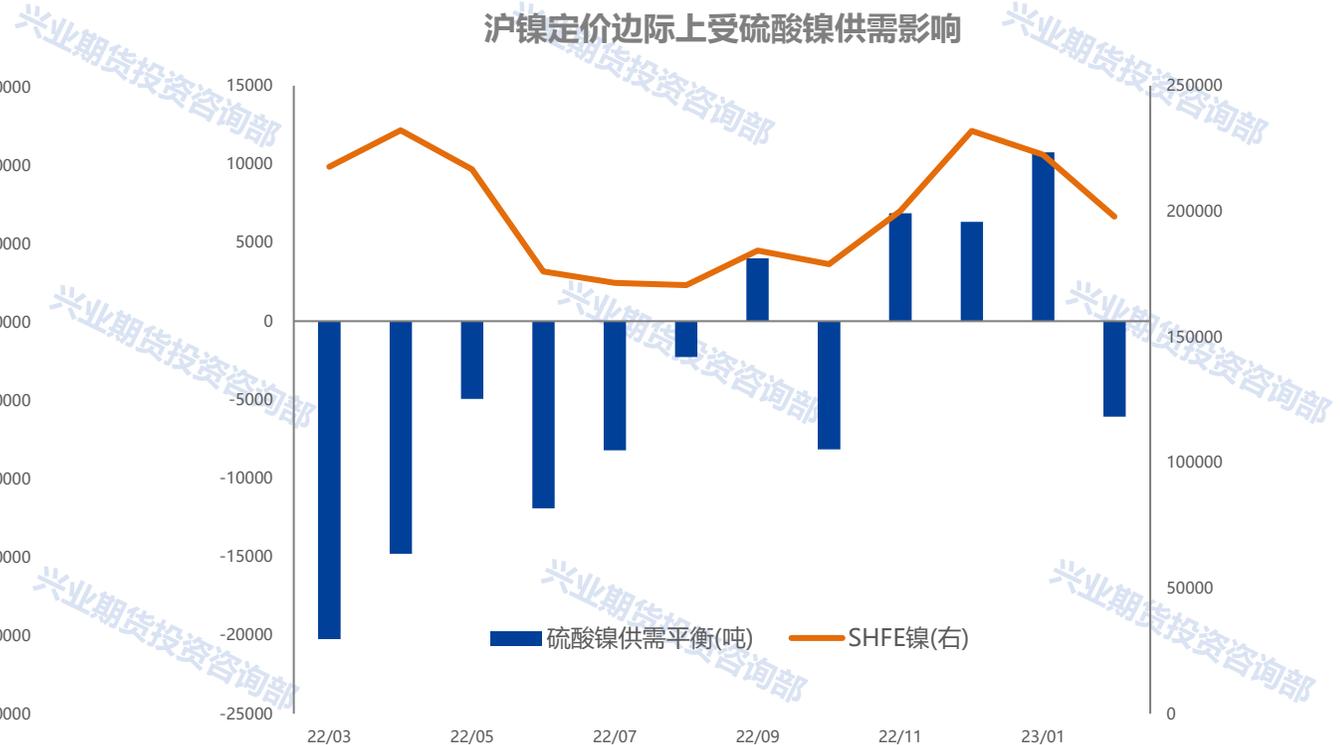
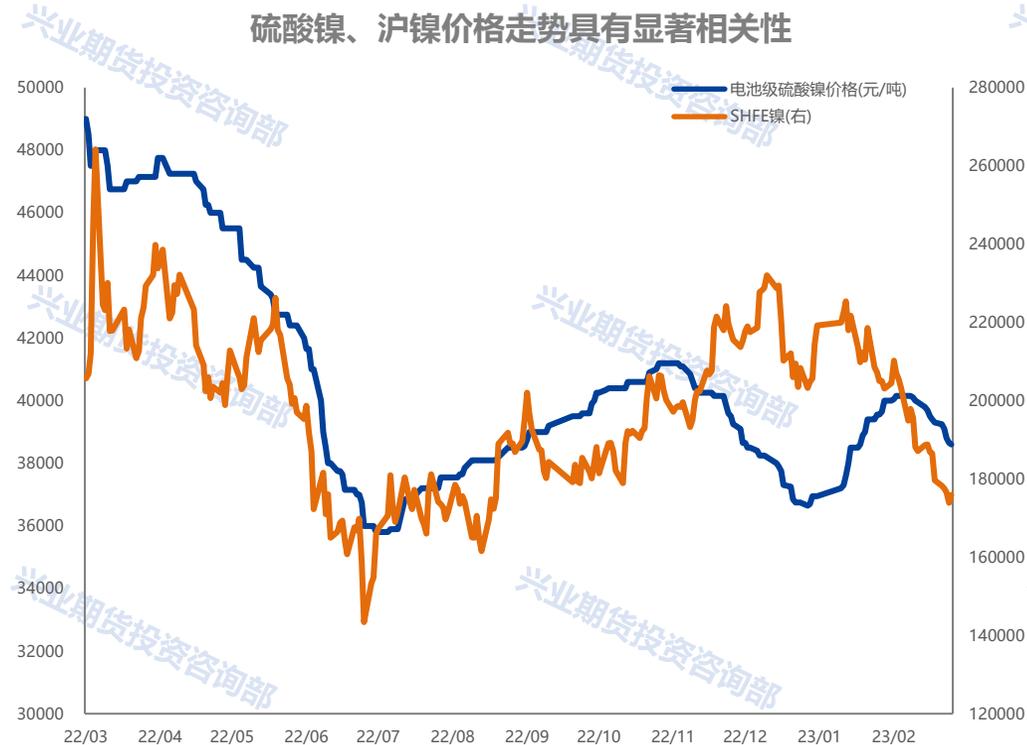
硫酸镍供过于求格局明朗，为镍价下行主导因素

03

悲观情绪依旧明显，镍价对负面扰动反馈更大

有色金属品种策略（镍）：当前阶段，沪镍走势更多由硫酸镍决定

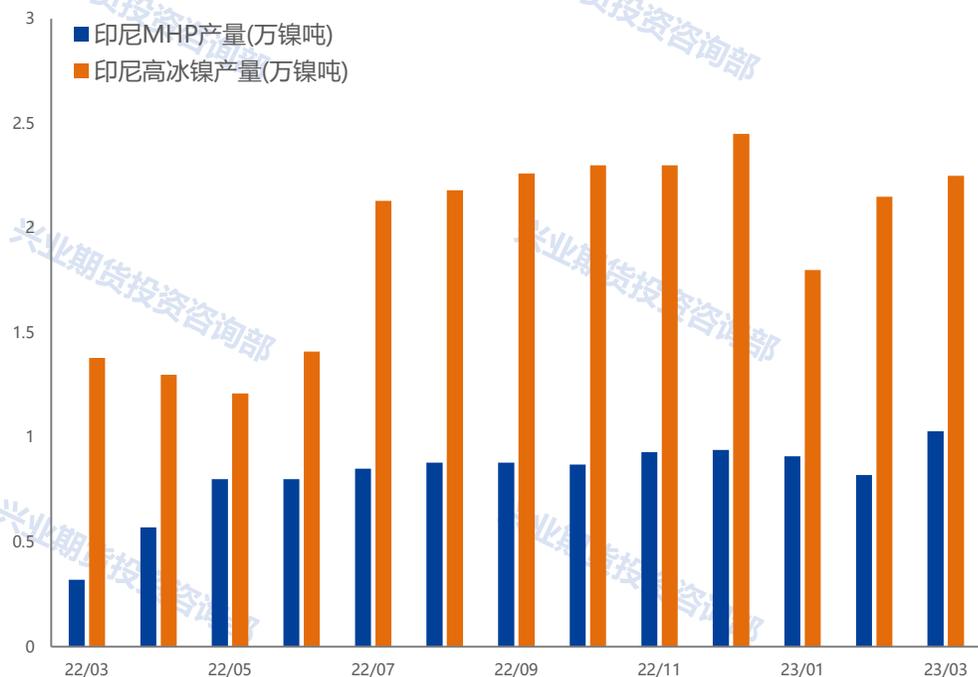
- 从统计数据看：近1年以来，硫酸镍、沪镍价格呈现较为显著的相关性。从基本面看：在硫酸镍供给过剩阶段，沪镍价格往往呈现下跌趋势；反之，其供给紧缺阶段，沪镍则处涨势；
- 考虑新能源行业需求为主要增量部分，当前阶段沪镍走势更多由硫酸镍的供需对比关系所决定。



从供给端来看，自2022年下半年以来，随着力勤OBI项目、格林美青美邦、华友镍业华飞华山项目等镍中间品项目逐步落地，MHP与高冰镍产量得到显著提升。根据SMM数据，2023年3月MPH、高冰镍同比增长分别为221.9%和63.0%，硫酸镍供给放量明确；

同时，纯镍的大幅溢价带动相关冶炼企业加速电积工艺，有望疏通红土镍矿-纯镍产线，新增项目产能逾20万吨，这也将加大精炼镍的供应，为沪镍下行增加进一步的驱动。

镍中间品产量自22年下半年后显著提升

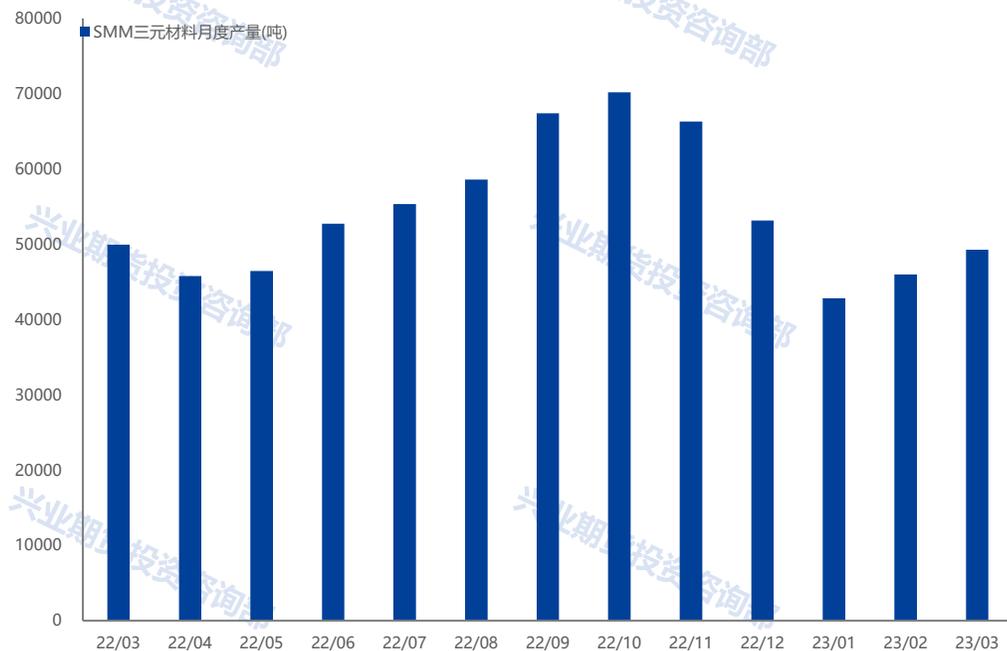


电积镍规划产能

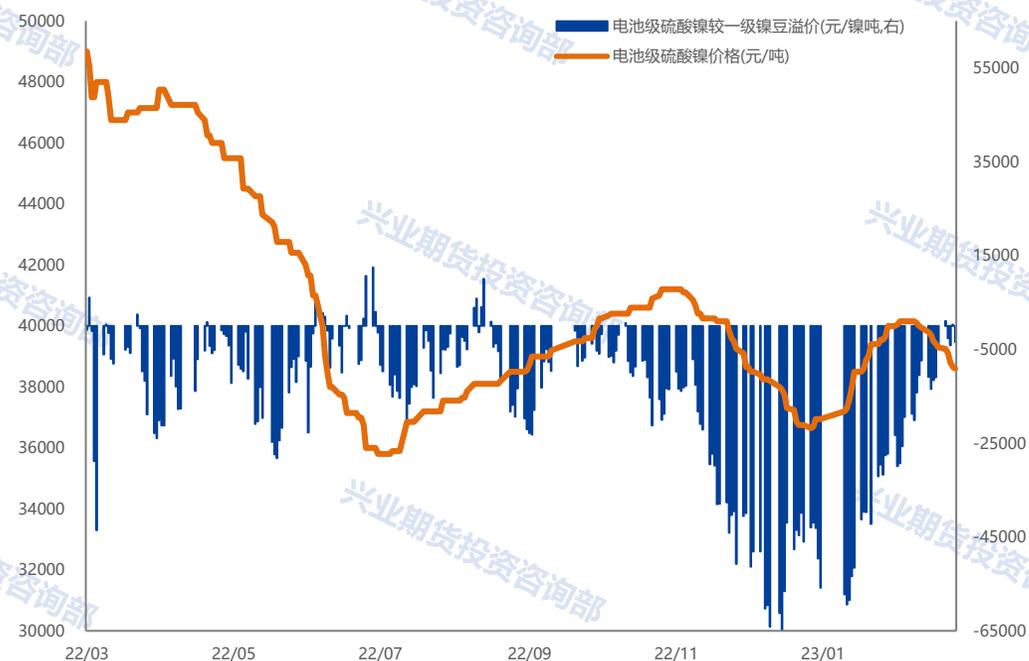
地区	项目	产线类型	原料	产能(万吨)	进度
浙江	二期扩建	电积	MHP	2	预计23Q2投产
广西	一期	电积	MHP	3	预计23Q3投产
广西	二期	电积	MHP	2	预计23Q4投产
广西	一期	电积	待定	1	预计23Q2投产
广西	二期	电积	待定	3	待定
陕西	一期	电积	MHP	1	预计23Q2投产
浙江	二期	电积	MHP	1.4	预计24Q1投产
印尼	一期	电积	高冰镍	5	预计23-07投产
湖北	一期	电积 (电铜改线)	高冰镍	2	23-01放量
合计				20.25	

- 从需求端看，近月来在补贴退坡、燃油车降价等利空因素影响下，新能源汽车产销量增速下降、亦使得对应的锂电三元正极材料产量增速放缓。据SMM数据，2023年3月三元材料月度产量同比-1.4%；
- 而自2022年初以来，硫酸镍现货价格已进入明显的下行通道，可作为供需结构恶化的印证。

锂电正极三元材料产量增速放缓

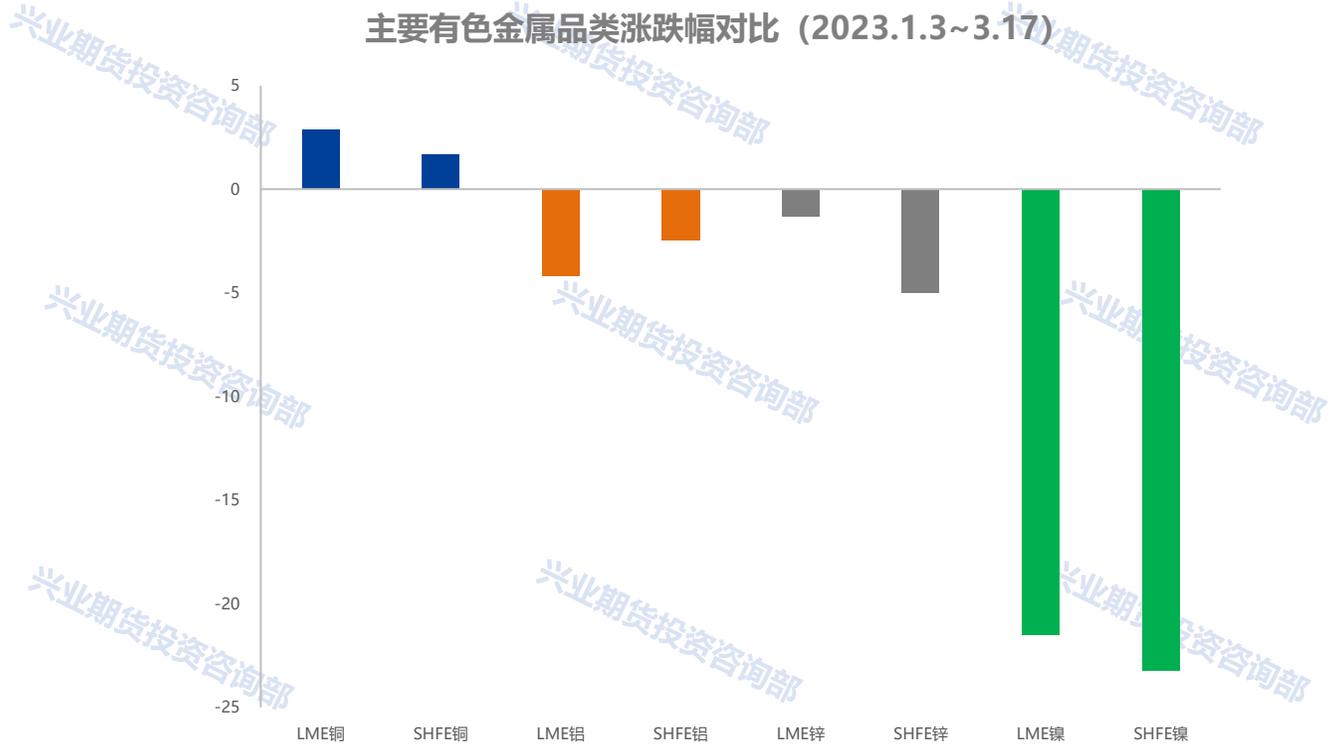
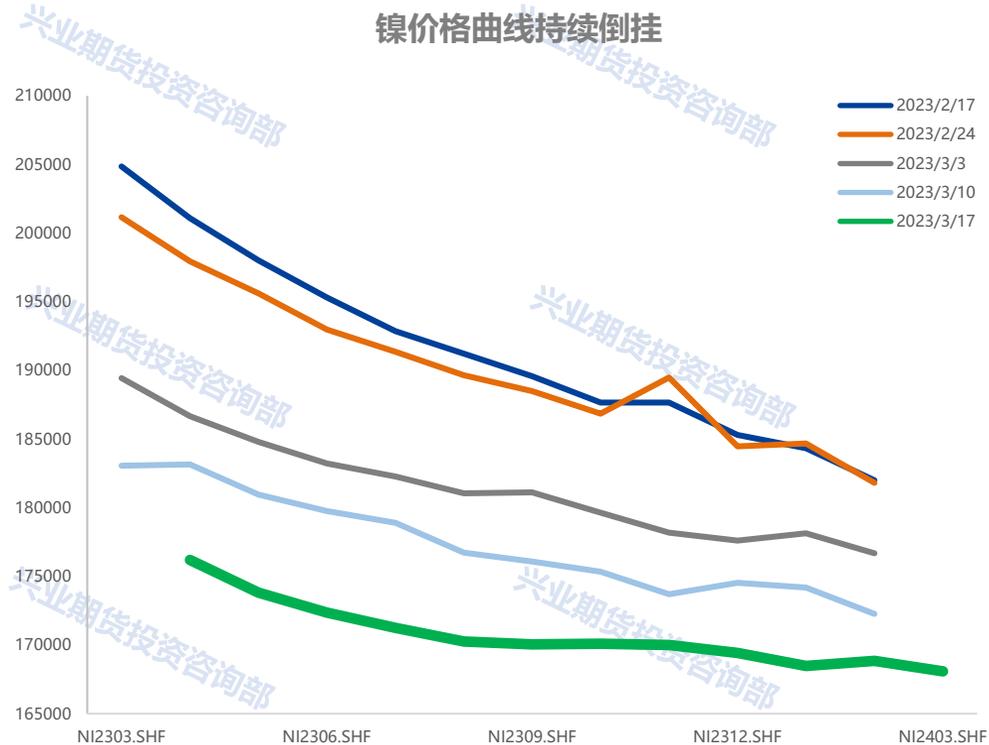


硫酸镍价格持续回调



从相关印证现象看，镍价格曲线呈现持续倒挂状态，且贴水程度持续加深。同时从年初至今，镍相较其它主要有色金属品种而言跌幅明显。总体看，目前镍市悲观预期依旧较强，预计其对抗动的负面反馈依旧较大。

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。





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

宏观扰动消退，棕榈油多头安全边际较高

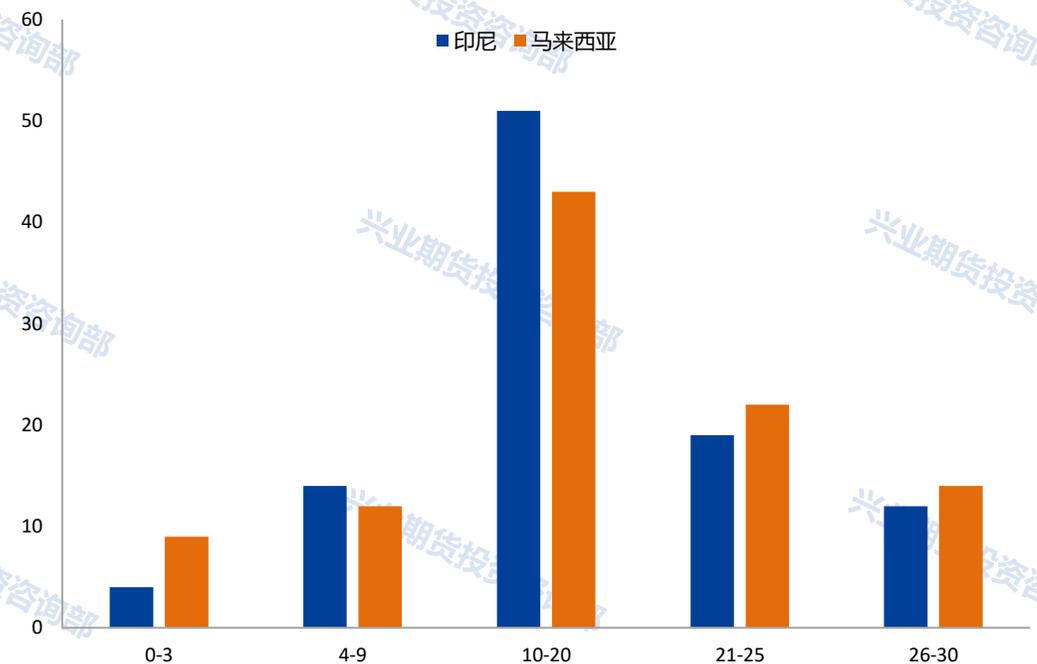
- 近期主产国降水较多，洪涝灾害天气对产量仍存在负面拖累。此外根据气象机构数据显示，在NOAA中性预测模型下，从6月开始将于50%-60%的概率出现厄尔尼诺，日本的气象机构也同样给出了6月厄尔尼诺概率将有50%，厄尔尼诺天气对棕榈油产量或导致近1年的拖累。
- 此外主产国树龄老化问题正在逐步凸显，且出口占比较高的马来西亚树龄结构更老，对全球供给约束较为明显。

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	

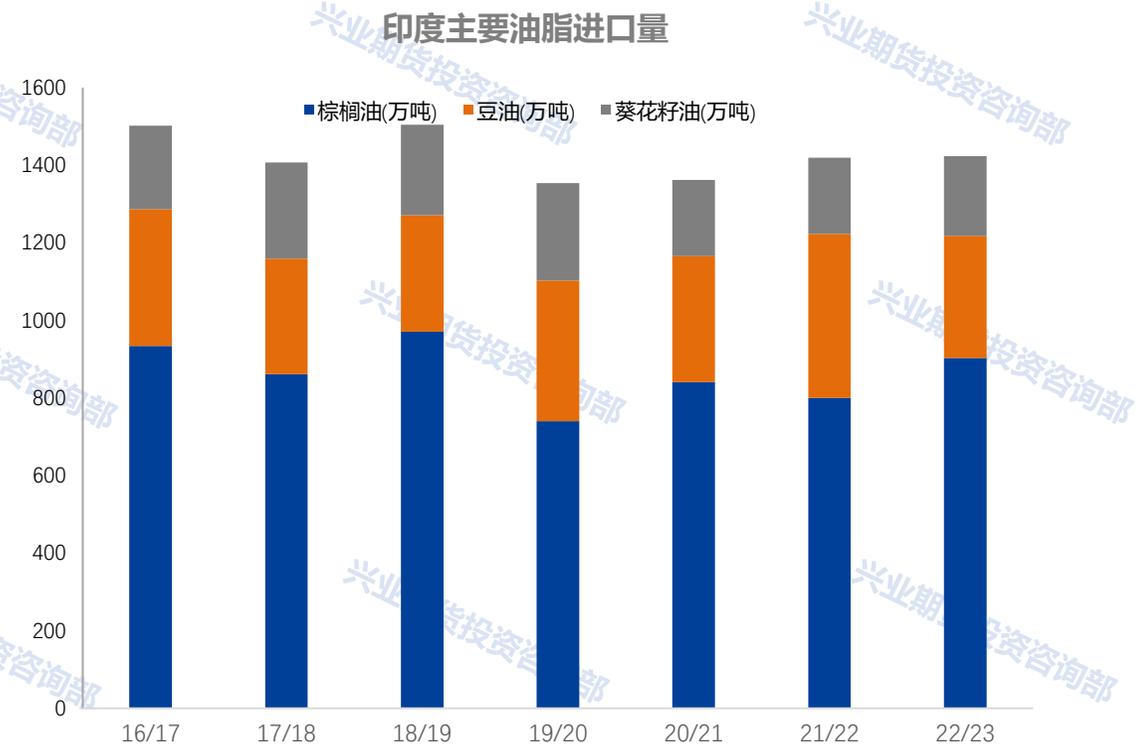
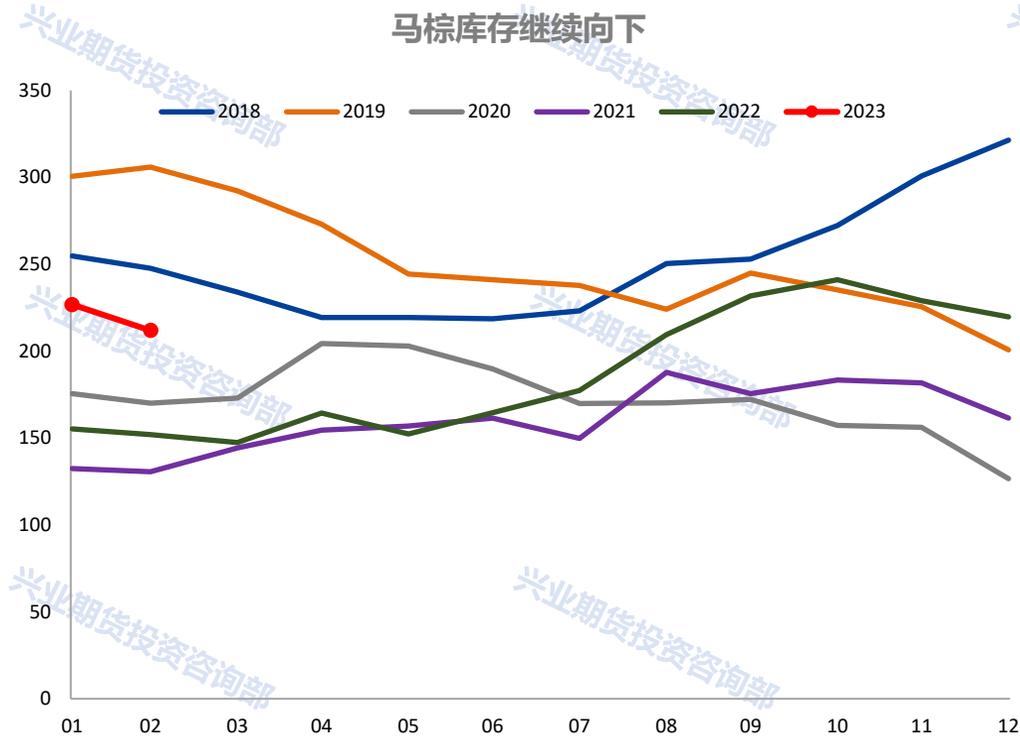
厄尔尼诺 中性 拉尼娜

马来西亚树龄老化问题更为显著



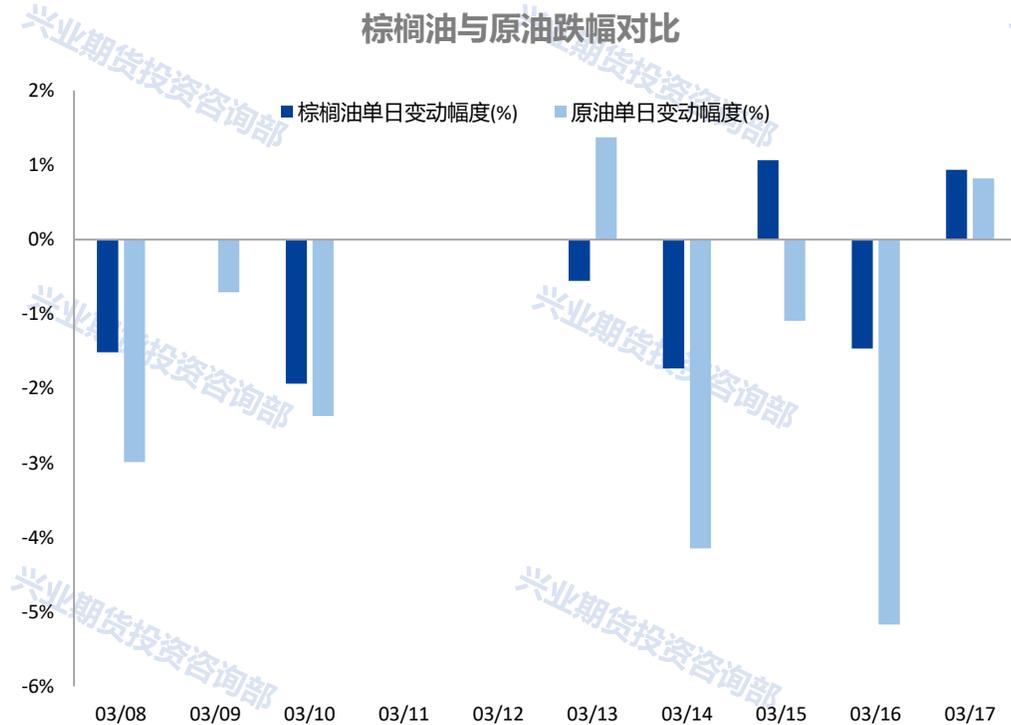
□ 马来西亚方面，最新MPOB数据显示，2月棕榈油产量和库存均出现下滑，产量环比减少9.35%，库存环比减少6.56%，均低于此前市场预期。目前高频数据显示马来西亚产量仍在下滑，而出口持续改善。

□ 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。



□ 本周棕榈油受宏观及原油的扰动周一出现较明显回落，但其跌幅明显小于原油，底部支撑较为明显，预计后续宏观面对其负面拖累难有进一步驱动。

□ 从绝对价格来看，经历了近期的下跌，棕榈油价格再度回落至区间下沿，下方支撑不断增强。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

棉纺行业PMI明显改善，纺织企业补库需求增加

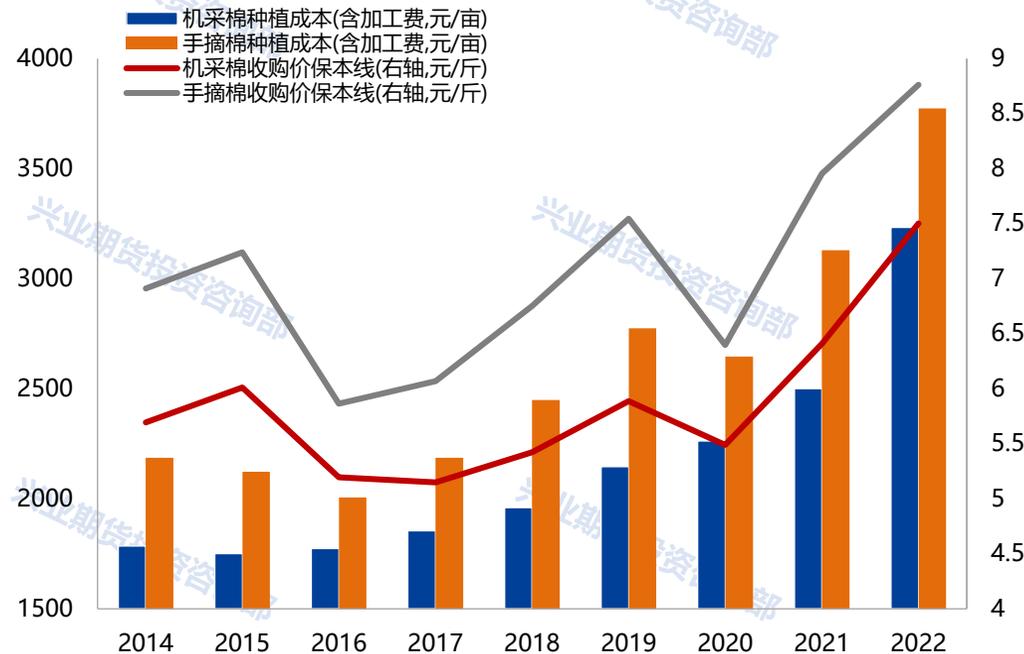
03

东南亚纺织出口同比增长，海外需求仍具韧性

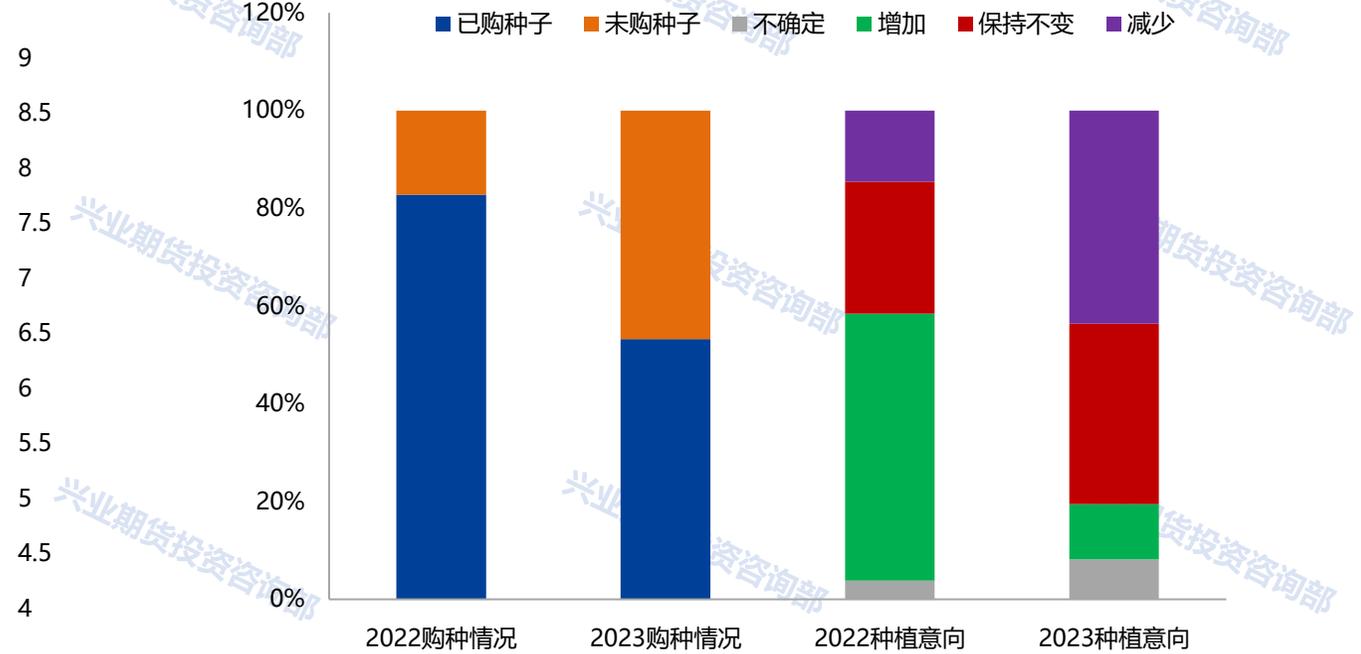
2014年以来新疆植棉总成本呈现逐年上涨趋势，2022年接近4000元/亩；因此农户植棉收购价保本线也直线上升。对于农户而言，目前的棉花补贴可能很难维持收益，投入与产出总不成正比或导致改种其他品种。

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

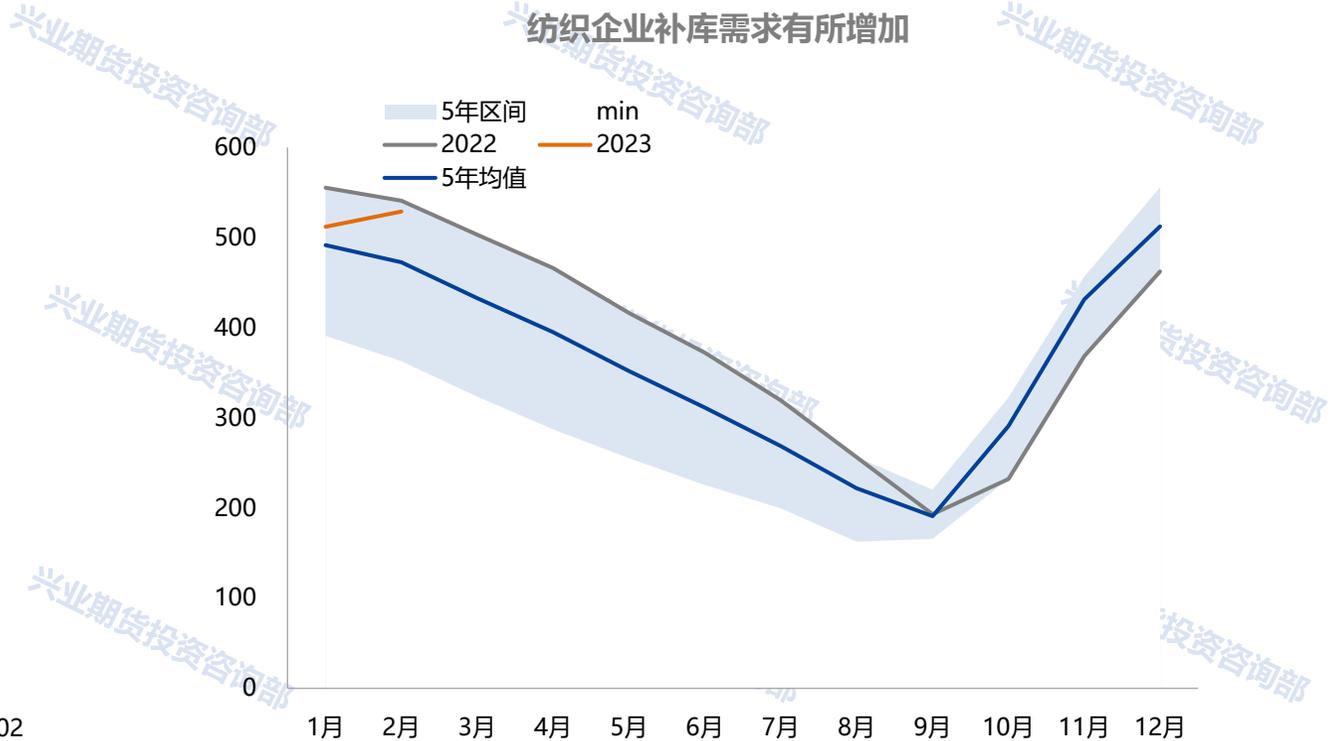
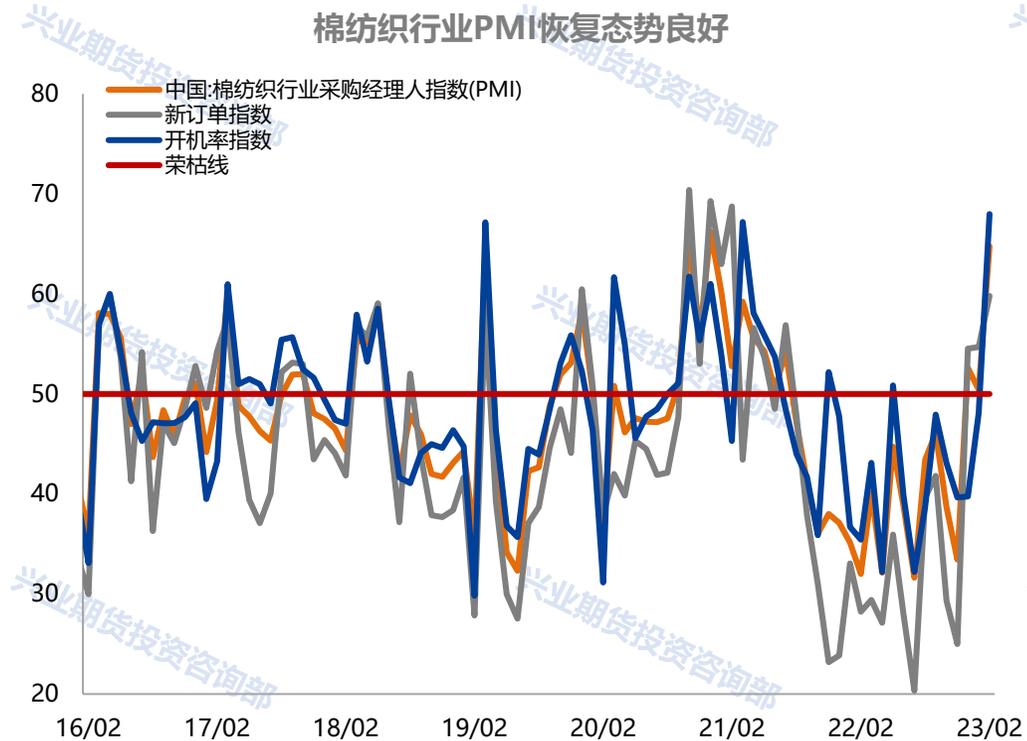


2022-2023同期新疆购种情况和种植意向对比



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。从棉纺行业PMI数据看，中国棉纺织行业采购经理人指数(PMI)为64.75%，环比上升14.30个百分点，连续第三个月位于枯荣线以上，其中新订单和开机率指数大幅攀升，纺织需求恢复预期偏强。

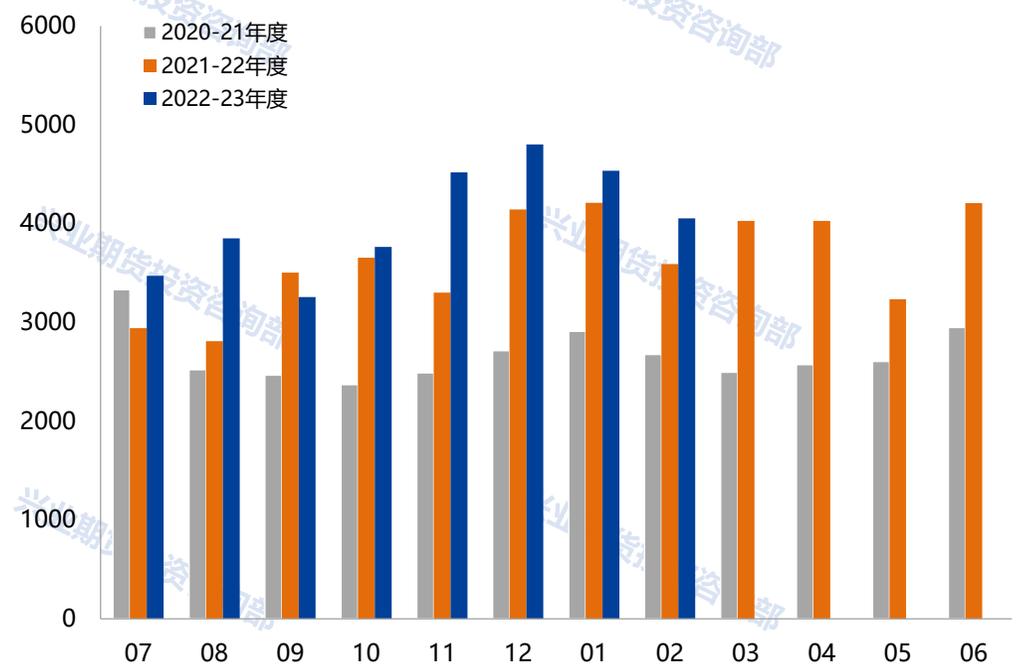
2月底全国棉花商业库存528.91万吨，较上月增加17.04万吨，低于去年同期11.93万吨。随着近期棉花价格震荡回调，纺织企业适量补库，需求相对也有所增加。



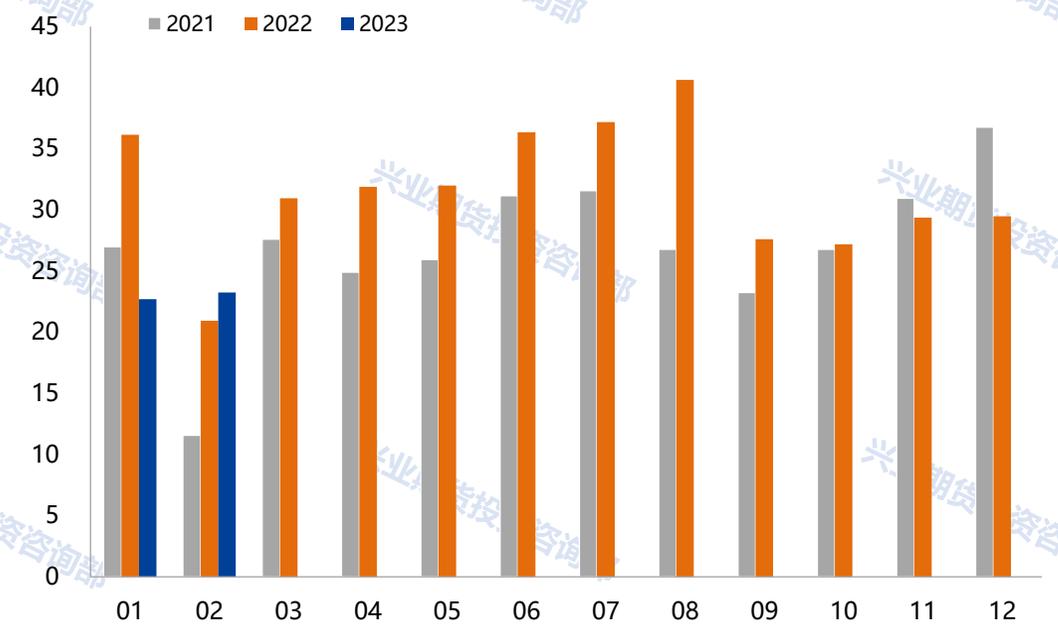
最新统计数据显示孟加拉2月服装出口额为39.44亿美元，同比增长12.31%；越南纺织服装出口额达22.94亿美元，同比增长11.48%。各主要经济体的需求端正在逐步恢复，东南亚国家的纺服及纱线的进出口流动性增强，海外需求仍具韧性。

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。需求端国内棉纺PMI回升，同时海外消费仍具韧性。建议棉花CF309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