



官方微信



官方APP

## 2023年3月第4周核心策略推荐：

国内经济复苏大势未改、海外扰动钝化，持有股指、建材及必需消费链商品

上海 2023.3.26

张舒绮 金融衍生品品种联系人  
期货投资咨询从业证书编号：Z0013114  
杨帆 能源化工品种联系人  
期货投资咨询从业证书编号：Z0014114  
魏莹 工业金属品种联系人  
期货投资咨询从业证书编号：Z0014895  
刘启跃 经济作物品种联系人  
期货投资咨询从业证书编号：Z0016224

联系方式：13761696907  
期货从业资格证书编号：F3037345  
联系方式：15919951825  
期货从业资格证书编号：F3027216  
联系方式：17717062790  
期货从业资格证书编号：F3039424  
联系方式：15659917780  
期货从业资格证书编号：F3057626

## 核心摘要 (1) : 市场展望

### □ 宏观分析要点:

□ **国内经济:** 经济温和复苏的特征明显, 关注3月订单和就业恢复情况。

□ **国外经济:** (1) 美联储议息会议信号偏鸽, 市场对年内降息的预期有所升温; (2) 美国当前经济金融体系脆弱性仍高, 美联储紧缩政策接近尾声; (3) 美国经济衰退的风险逐步加强, 对美联储政策的影响将增强; (4) 虽然美联储政策转向面临一定约束, 但年内降息可能性正逐步提高。

□ **微观映射:** 海外宏观不确定性影响减弱, 风险资产价格现企稳回升迹象。

### □ 中观面驱动因素要点:

#### 期货策略:

(1) 国债 (买入TS2306卖出T2306, 组合, 持有): 下周央行降准将落地, 随着税缴扰动的减弱, 资金面预计将进一步宽松, 对短端利多更为明确。而在“宽信用”不变的政策基调下, 国内宏观修复确定性高, 目前跨品种价差正处于偏低水平, 存继续修复空间。

(2) 沪深300 (买入IF2304, 单边, 持有): 海外市场扰动钝化, 国内宽信用兑现、经济复苏大势确立, 高风险偏好资金增仓对市场情绪形成支撑, 考虑业绩弹性、估值安全性以及交易拥挤度, 沪深300指数仍是最佳多头标的。

(3) PVC (买入V2305, 单边, 持有): 生产企业库存和社会库存开始下降, 供应利空虽然得到缓解, 然而原料电石下跌引发成本下移, 上周PVC价格达到年内新低。考虑到海外宏观利空消退以及国内需求向好, V2305前多建议继续持有, 同时关注煤炭和电石潜在下跌风险, 严格止损。

(4) 沪胶 (买入RU2305, 单边, 新增): 汽车产业稳增长促销费政策加码提效, 国内经济复苏预期难证伪, 天胶终端需求及需求传导受益偏向乐观, 而海外产区减产叠加国内停割, 橡胶价格下方支撑走强。

## 核心摘要 (2) : 市场展望

### □ 中观面驱动因素要点:

#### 期货策略:

- (5) 螺纹 (买入RB2305, 单边, 持有): 螺纹产业矛盾尚未积累, 且需求环比回升预期依然存在, 建议螺纹前多耐心持有。
- (6) 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, 企业库存连续快速下降, 玻璃05合约前多耐心持有。
- (7) 纯碱 (买入SA305, 单边, 新增): 纯碱产业利空有限, 4月后, 低库存和强现实有望支撑纯碱05合约向上修复基差, 建议新多择机逢低进场。
- (8) 沪铝 (买入AL2305, 单边, 新增): 美联储加息节奏放缓高度确定, 宏观对有色金属拖累减弱。而供给方面, 水电扰动仍存, 叠加产能约束, 供给端预计短期仍将维持偏紧, 且随着下游需求的边际改善, 库存将进一步下降, 沪铝多头性价比较优。
- (9) 棕榈油 (买入P2305, 单边, 增仓): 棕榈油受宏观面影响较大, 原油出现止跌迹象, 对棕榈油拖累减弱。且近期棕榈油相较于其他油脂品种呈现出明显的抗跌属性。主产国在减产季下供给难有增量, 需求方面存边际利多。棕榈油存向上修复空间。
- (10) 棉花 (买入CF309, 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：经济延续温和复苏

02

国外：美联储偏鸽，避险情绪减弱



## 国内经济：经济温和复苏的特征明显，关注3月订单和就业恢复情况（2）

- 结合1-3月份的高频经济指标分析，从修复的高度方面，二手房销售与线下消费的复苏全面领先；其次是新房销售和文旅消费；建筑开工中高增速基建项目与偏慢的房建增速相对冲，整体表现强于2022年同期；耐用品消费（尤其是汽车、工程机械）及相关制造业修复偏慢；外需退坡导致出口表现最弱。从3月份修复的斜率方面看，复苏较为充分的环节，除二手房以外，多数出现复苏斜率走平的现象，复苏尚不充分的环节，复苏的斜率也并未提速，总体看经济温和复苏的特征日益明朗。
- 在此一季度即将结束，二季度即将开始的时点，为更好判断未来经济复苏的关键，可观察即将公布的3月PMI订单的改善程度，以及居民就业的复苏程度，前者决定生产复苏的高度，后者决定消费复苏的持续性。

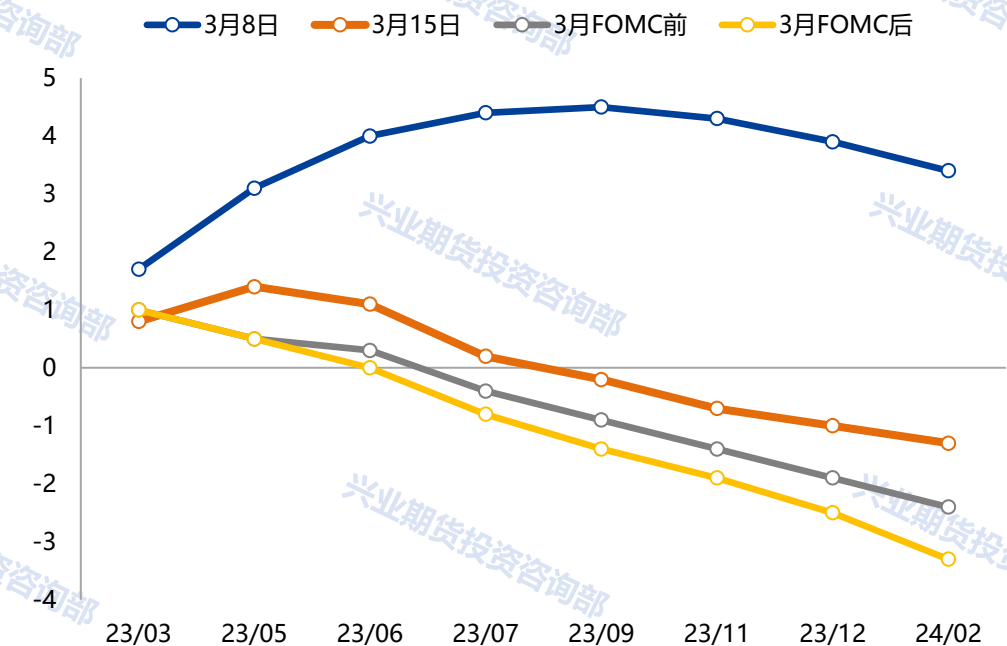
经济环节		高频指标		具体表现	
物流	货运	百城拥堵 地铁客运		<b>慢复苏</b>	3月初，货运流量较去年农历同期恢复率在80%-85%区间，近期受低基数等因素影响，同比环比均有所改善，但仍低于2021年同期。交通部高速货车通车数量（不含国道省道）也印证了货运流量恢复斜率偏慢。
	客运			<b>恢复并稳定在疫情前水平</b>	城市内人员流动水平已恢复并稳定在疫情以前的水平。其中GDP加权的百城拥堵指数已接近2018年同期水平。社零加权的一线21城市地铁日均客流量也接近2019年同期。
需求	服务消费	电影 餐饮 10城商圈人流指数 航班执飞 百度迁移指数		与经济活跃度相关性高， <b>修复较好，线下消费高位企稳</b> ，文旅消费稳步抬升	电影票房和观影人次较3月初环比明显回升，但仍低于正常水平。火锅龙头企业周末排队叫号热度高于今年元旦假期，增长斜率转平，稳定在高位。较2022年农历同期增长50%以上，较2019年农历同期增长40%以上。目前增长斜率转平，稳定在高位。春节后返乡人潮消退后，城际人流保持一定韧性，百度迁移指数和航班执飞数量、海口美兰机场客流量的下行斜率慢于季节性。文旅消费重启是支撑城际人员流动的重要因素。
			消费	汽车 家电 商品房销售 二手房销售	与居民收入相关性更高， <b>修复相对偏慢</b>
	商品消费 耐用品消费	新房销售 二手房销售		与居民收入相关性更高， <b>二手房销售延续高增，新房销售逐步改善，整体稳步抬升</b>	二手房成交延续高增，虽然3月上旬增速有所放缓，但下旬增速再度回升，已经与2017年的同期高位基本持平。年初至3月24日，18个主要城市二手房累计成交面积已同比增长34%以上；30大中城市商品房累计成交面积同比微降2.6%。分线城市看，二三线城市销售脉冲更强。政策环境依旧偏宽，全国首套房贷款平均利率仍在下行，“一城一策”仍在边际优化。地产销售的“金三银四”值得期待。
			出口	重点港口货物吞吐量 集装箱吞吐量 集装箱运价指数	<b>景气度低，外需退坡</b>
供给	电力			<b>慢复苏</b>	受三产快复苏的影响，春节后发电量表现亮眼，但近期增速趋于收敛，同比增速由2月的10%左右降至5%左右水电遭遇枯水。
	工业生产	基建 建筑 房建		<b>快复苏，持续发挥托底作用</b> <b>慢复苏</b>	水泥直供量环比、同比均连续上升，其中3月23日当周，直供量环比增加4.57%，同比提升34.55%，反映多地重大工程进度较好，基建投资继续发力托底内需。 保交楼政策支持下，烂尾楼区域性复工，存量项目施工，但资金问题制约下，房企拿地和新开项目少。3月以来，水泥出库量较去年同期提高，但恢复速度偏慢，且同比增幅逐渐收敛。玻璃出库明显改善，竣工端可能持续发力。

- ▣ 2023年3月美联储议息会议释放信号整体偏鸽：（1）宣布加息25BP至4.75-5%，基本符合市场预期，加息点阵图显示未来还有一次加息，以及基准情形下年内不会降息；（2）不再提“持续加息”，而是改成了“一些额外的政策收紧”，并且措辞从will be改成了may be；（3）删除了通胀“有所缓和”的表述；（4）滞涨预期升温，美联储下调了今明两年的经济增长预测和今年的失业率预期，上调了今明两年的核心通胀预测；（5）提到了近期的银行风险事件，表示其影响尚不确定；（6）删除关于俄乌冲突的表述。FOMC会议内容见左下图及下一页表格。
- ▣ 市场对此次会议的解读则更加积极，年内降息预期继续升温，美债收益率下行。

美联储预测

美联储议息会议经济预测（中位数）		9月议息会议	12月议息会议	3月议息会议	较上期
实际GDP同比	2023	1.2	0.5	0.4	-0.1
	2024	1.7	1.6	1.2	-0.4
	2025	1.8	1.8	1.9	0.1
	长期	1.8	1.8	1.8	0.0
	2023	4.4	4.6	4.5	-0.1
失业率	2024	4.4	4.6	4.6	0.0
	2025	4.3	4.5	4.6	0.1
	长期	4.0	4.0	4.0	0.0
	2023	2.8	3.1	3.3	0.2
	2024	2.3	2.5	2.5	0.0
PCE通胀	2025	2.0	2.1	2.1	0.0
	长期	2.0	2.0	2.0	0.0
	2023	3.1	3.5	3.6	0.1
	2024	2.3	2.5	2.6	0.1
	2025	2.1	2.1	2.1	0.0
核心PCE通胀	2023	4.6	5.1	5.1	0.0
	2024	3.9	4.1	4.3	0.2
	2025	2.9	3.1	3.1	0.0
	长期	2.5	2.5	2.5	0.0
	2023	4.6	5.1	5.1	0.0

市场对美联储年内降息的预期有所升温



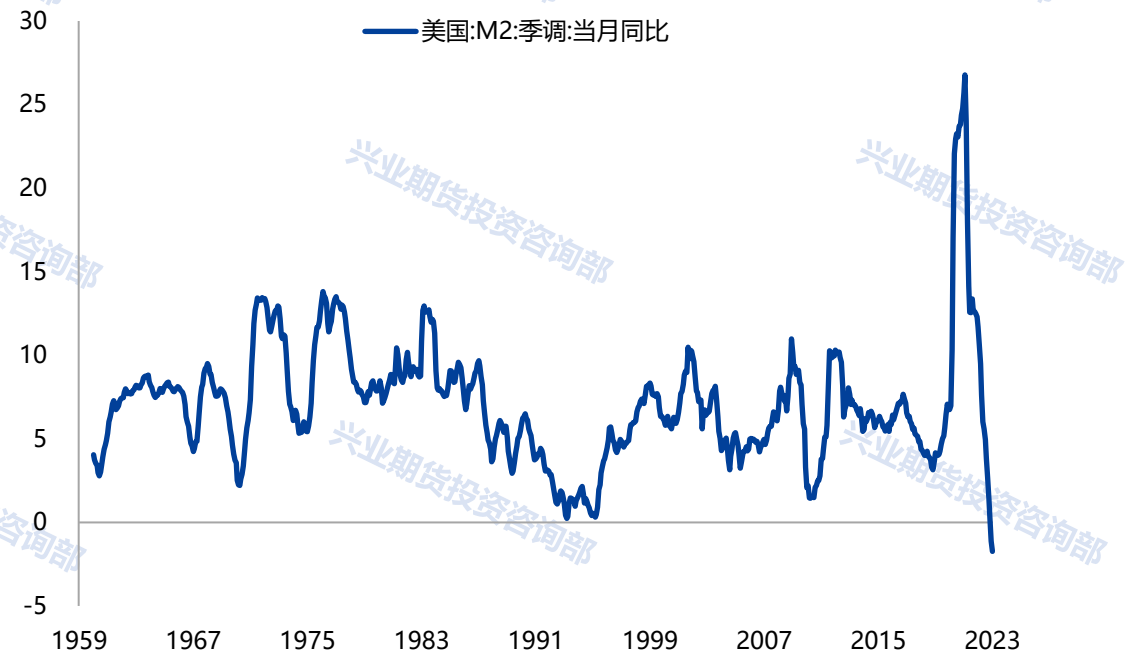
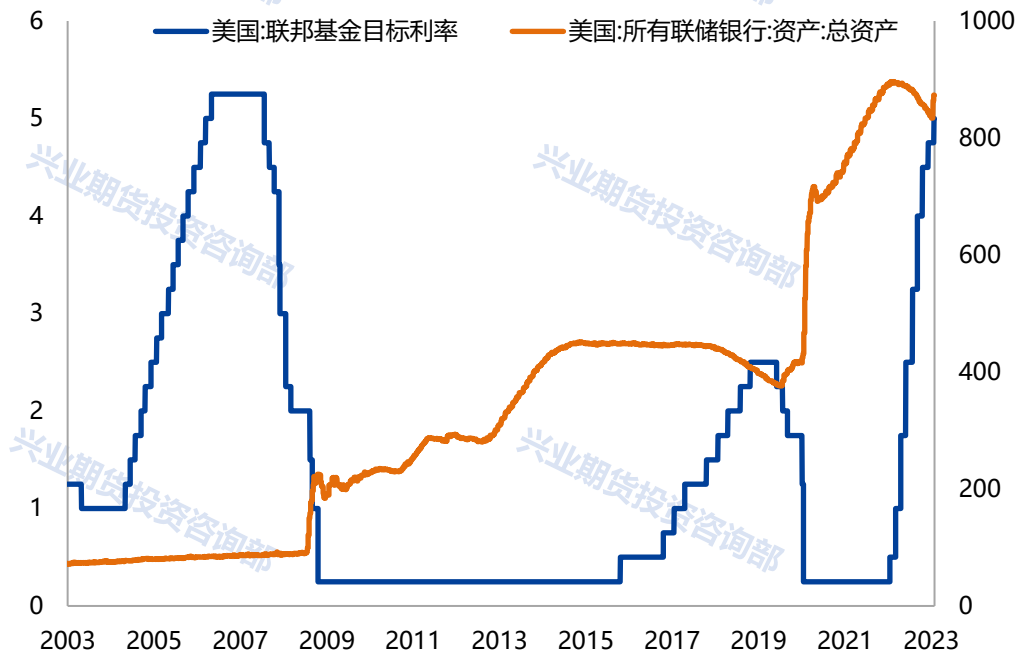


美联储议息会议核心内容	2022年12月	2023年2月	2023年3月
长期目标	寻求在长期内实现最大就业和2%通胀目标。	寻求在长期内实现最大就业和2%通胀目标。	寻求在长期内实现最大就业和2%通胀目标。
利率	<b>加息50BP至4.25-4.5%</b> 。预计持续加息是合适的，以实现足够限制性的政策立场。在确定未来加息速度时，将考虑累积收缩幅度，货币政策对经济和通胀影响的滞后性，以及经济和金融的发展。	<b>加息25BP至4.5-4.75%</b> 。预计持续加息将是合适的，以实现足够限制性的政策立场。在确定未来加息幅度（ <b>从 pace 改为 extent</b> ）时，将考虑累积收紧幅度、货币政策对经济和通胀影响的滞后性，以及经济和金融发展。	<b>加息25BP至4.75-5.0%</b> 。将密切关注即将到来的信息并评估其对货币政策的影响， <b>预计一些额外的政策收紧可能（从will be改为maybe）</b> 是合适的，以实现足够限制性的政策立场。在确定未来加息幅度时，将考虑累积收紧幅度、货币政策对经济和通胀影响的滞后性，以及经济和金融发展。
缩表	根据此前确定的缩表计划，继续减少国债和MBS持有量。	根据此前确定的缩表计划，继续减少国债和MBS持有量。	根据此前确定的缩表计划，继续减少国债和MBS持有量。
经济	近期支出和生产温和增长，就业增长强劲，失业率保持低位。俄乌冲突正在造成巨大的人力和经济困难，相关事件正在加剧通胀压力，并对全球经济活动造成压力。	近期支出和生产温和增长，就业增长强劲，失业率保持低位。俄乌冲突正在造成巨大的人力和经济困难， <b>相关事件正在加剧全球不确定性（删去了“加剧通胀和经济压力”）</b> 。	近期支出和生产温和增长，就业增长有所回升并保持强劲，失业率保持低位。 <b>美国银行体系健康且有韧性，最近的事态发展可能导致家庭和企业的信贷条件收紧，并对经济、就业和通胀造成压力，这些影响的程度尚不确定。（删去了俄乌冲突相关表述）</b>
通胀	通胀依然高企，反映了疫情导致的供需失衡、能源与食品价格上涨和更广泛的物价压力。委员会高度关注通胀风险。坚定致力于让通胀回到2%的目标。	<b>通胀有所缓和，但依然高企（删去了“反映了...”）</b> 。委员会高度关注通胀风险。坚定致力于让通胀回到2%的目标。	通胀依然高企（ <b>删去了“有所缓和”</b> ）。委员会 <b>仍然</b> 高度关注通胀风险。坚定致力于让通胀回到2%的目标。

目前美联储坚持不降息与市场预期的利率路径差异较大，显示美联储在面对美国通胀韧性、经济增速下滑以及金融系统不稳的情况下，依然以抗通胀为第一目标。但是无论5月是否还会再加息，美联储加息已经较为确定的接近尾声，且年内降息的必要性升温。首先，美国银行系统的脆弱性。已有研究显示硅谷银行可能并非个例，美国银行业债券投资，可供出售AFS+持有至到期HTM，未实现损失规模超过6000亿美元，美国地方银行所面临的挤兑风险并没有完全消除。美联储当前选择以定向扩表和新增工具BTFP来应对。但美国银行体系的存款搬家引起银行去杠杆、收紧贷款条件，货币流通速度将会大幅降低，这种紧信用的后果已类似加息。并且，最近的事态发展可能导致家庭和企业信贷条件收紧，美国非金融企业部门杠杆率已超过80%（超过08金融危机），企业再融资成本大幅上升，将增加实体的信用风险。因此我们认为美联储对加息节奏的态度也将趋于谨慎。

### 近期美联储定向扩表+加息

### 今年1月，美国M2增速落入负值区间

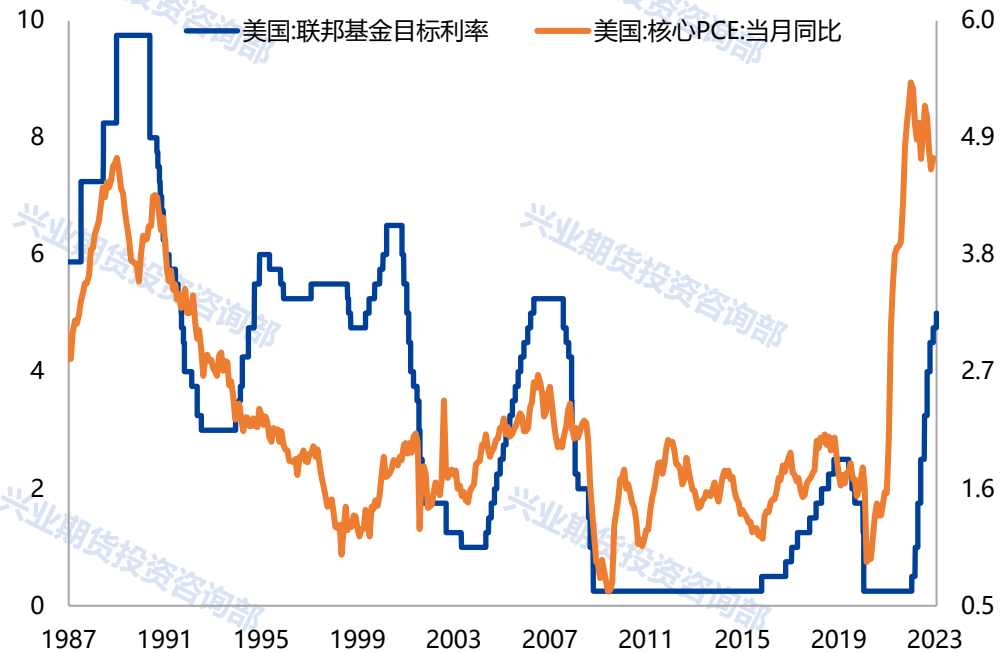


其次，美国基准利率在1年内大幅抬升，加息启动慢、节奏过快、放缓又偏早，利率曲线倒挂也已近一年，加息和利率倒挂对实体经济的累计效应或在下半年达到最大。目前多个较为准确的衰退领先指标已指向美国经济正逐步走向衰退。美联储也连续下修其对明年两年的经济增长和就业的预测。

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。

目前看，美联储结束加息是必然选择，因此市场更多关注点在于年内美联储是否会选择降息。而降息面临两大约束，内部约束在于通胀的粘性以及货币政策效果的滞后性，美联储担忧陷入滞涨-通胀循环的困境；外部约束在于核心通胀错位导致欧日紧缩压力大于美国，美联储与欧日央行“逆行”可能引发资金外流。但是回顾1970s-1980s大通胀期间，美联储4次降息基本都紧随加息结束，前后间隔时间均小于2个月。再结合前文对美联储面临的经济衰退压力和信用紧缩风险逐步提高的分析，今年内降息的可能性依然存在，且不排除降息早于市场预期的可能。

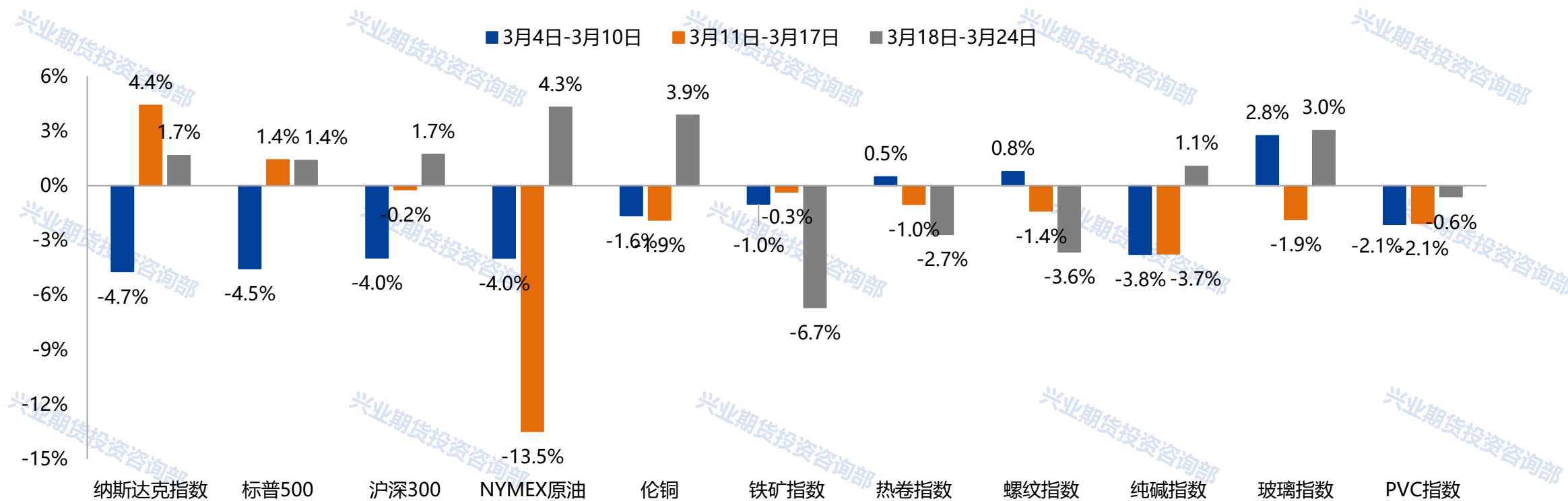
美联储历次降息与核心通胀



高通胀背景下，降息与末次加息时间间隔较短

末次加息	首次降息	间隔时间 (月)
2018年12月	2019年7月	7.5
2006年6月	2007年9月	14.9
2000年5月	2001年1月	7.7
1995年2月	1995年7月	5.2
1989年2月	1989年6月	3.4
<b>1984年8月</b>	<b>1984年10月</b>	<b>1.4</b>
<b>1981年5月</b>	<b>1981年6月</b>	<b>0.8</b>
<b>1980年3月</b>	<b>1980年4月</b>	<b>1.0</b>
<b>1974年5月</b>	<b>1974年7月</b>	<b>2.0</b>
9轮平均		<b>4.9</b>

从微观市场看，主要风险资产已连续3周调整，部分风险资产，尤其是对美债收益率较为敏感的权益资产，已开始率先反弹；大宗商品中，调整幅度比较大的原油，以及金融属性强的伦铜也已于本周开始触底回升；大宗商品中，主要受国内市场影响，且调整较慢的品种，企稳节奏也相对偏慢，但也逐步筑底的迹象。以上反映，海外宏观短期的不确定性对资本定价的影响有所减弱，预计风险资产可能重新回到经济基本面等较长周期的定价逻辑中来，如国内经济复苏，海外降息预期等。



# 股指

IF

01

业绩改善将主导行情，A股涨势将更稳定、更持续

02

从风险溢价处高位、PEG值处低位，A股依旧便宜

03

负面扰动消化，A股优势地位仍将吸引外资大量流入

04

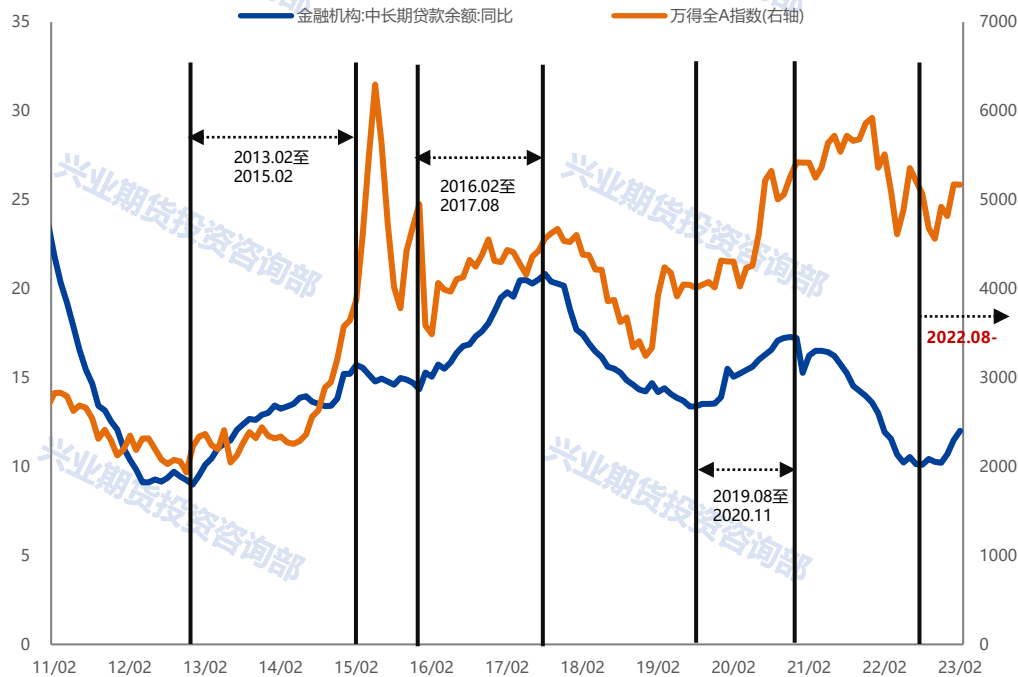
从潜在供需关系看，国内中长线资金大规模入市可期

05

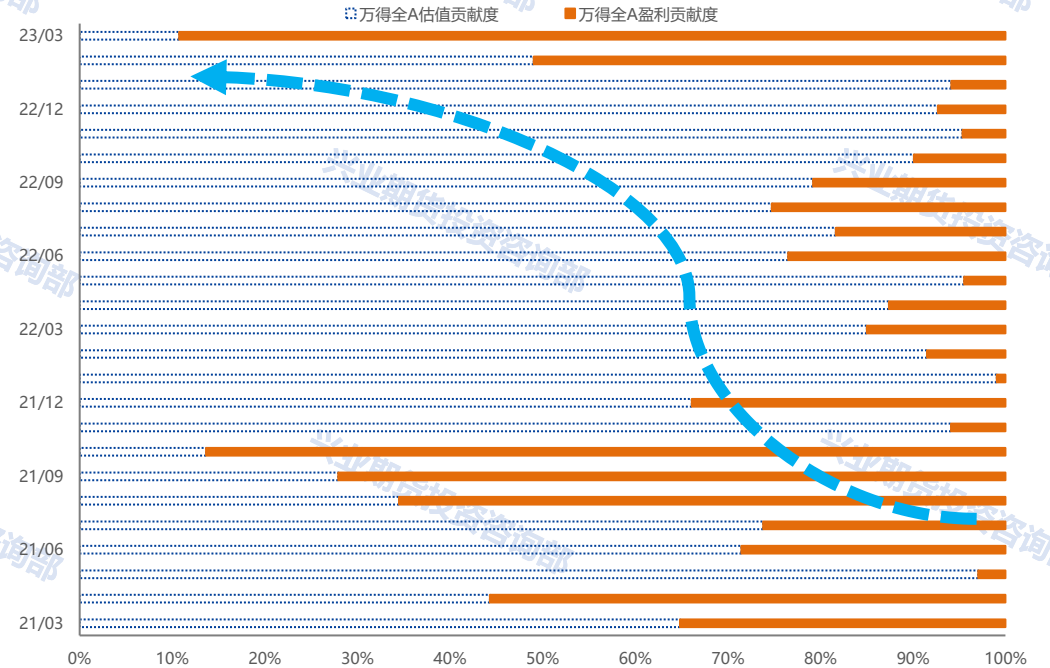
从业绩、估值、拥挤度看，沪深300指数仍是最佳多头

- 以国内中长期信贷增速作为“宽信用”进程的主要监测指标，其自2022年8月以来持续走高，意味对应积极政策措施已逐步起效。从过往表现看，其可作为A股上涨的领先或同步指标。其背后逻辑在于宽信用推动经济复苏、盈利改善，进而从分子端业绩提供推涨动能。按相关的周期规律，预计本轮A股将于2023年Q1或者Q2迎来业绩上行拐点，且将持续1~2年，即盈利因素的正向贡献将强化、并维持较长时限；
- 再从A股表现归因分析看，基于“估值-盈利”两大维度，过往2年、其主要由估值因素决定，而展望未来，则将切换为盈利主导。显然，较前者相对更大的波动特征，在后者将持续强化的预期下，A股亦将呈更稳定、更持续的涨势。

### 国内企业中长期贷款余额增速、A股走势对比（截至2023年2月）

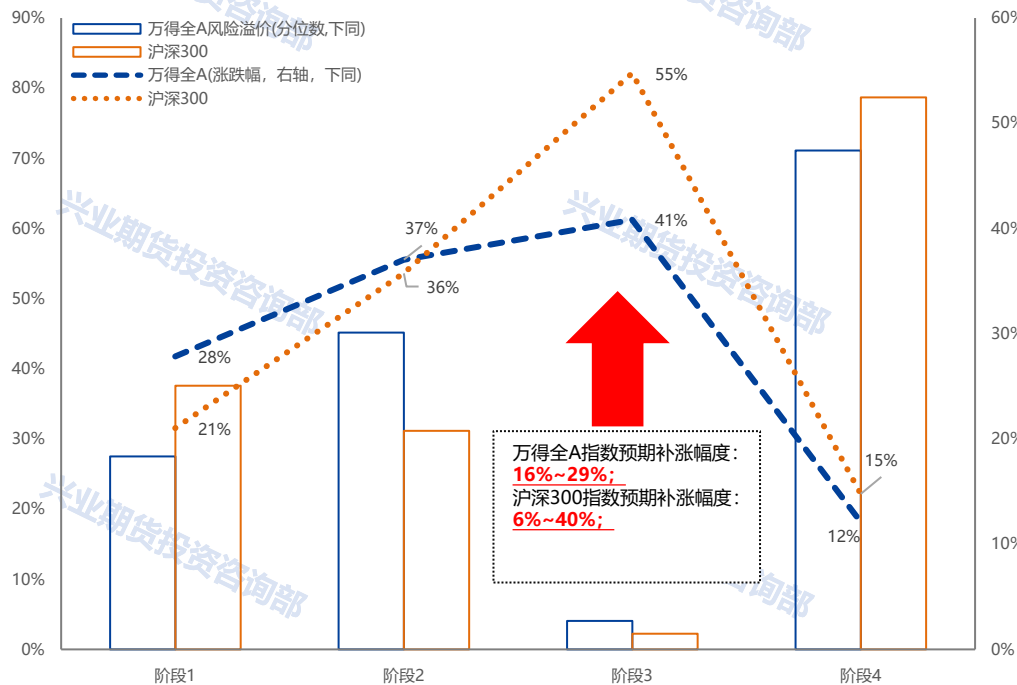


### A股涨跌幅表现归因分析：估值、盈利二维视角（截至2023.3.24）

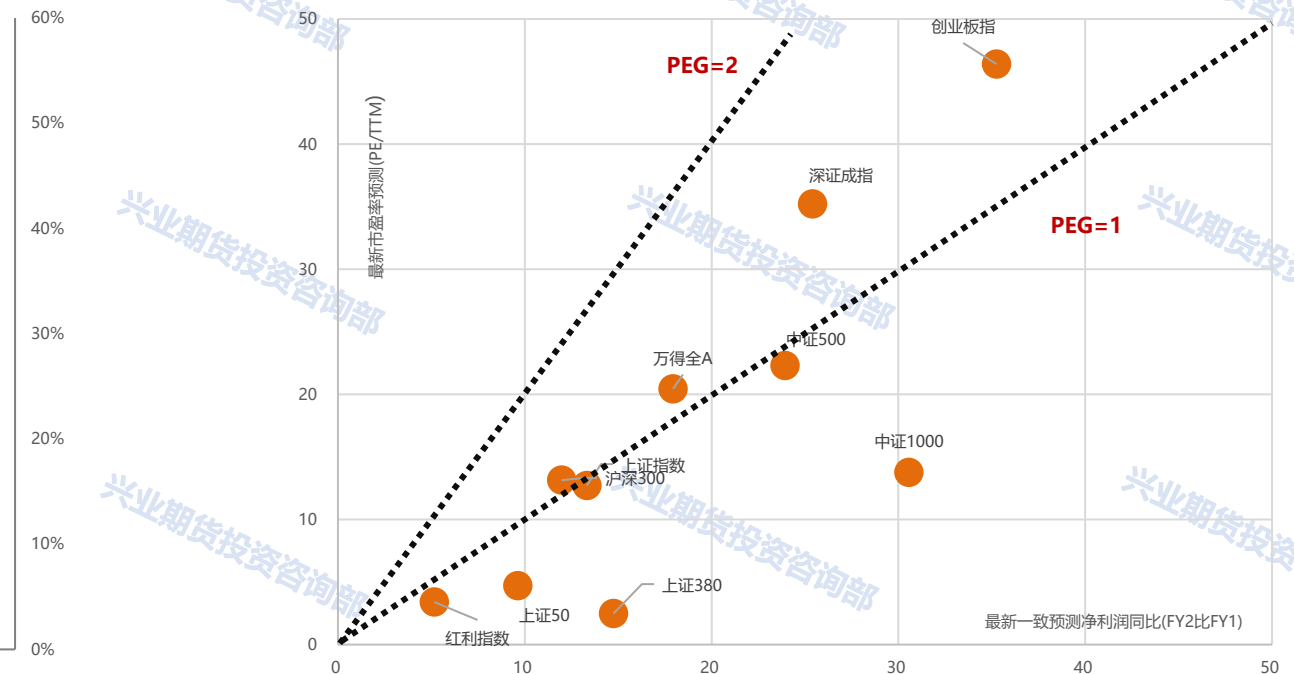


- 当前A股股债风险溢价值整体仍处高位，参照过往走势(阶段1：2016.1.29-12.1；阶段2：2019.1.4-4.19；阶段3：2020.4.2-2021.2.19)，预计依旧有15%~30%的潜在上涨空间（对应阶段4，自2022年10月底起~至今），吸引力可观；
- 再从A股主要指数PEG值看，多数 $\leq 1$ 、整体处于2以下，意味较其净利润增速而言，其绝对估值较低、提供相对更高的安全边际；
- 总体看，较其它主要大类资产横向对比、以及自身业绩特征看，A股依旧便宜，其大类资产配置价值依旧占优。

### A股主要指数股债风险溢价值变动情况（截至2023.3.24）



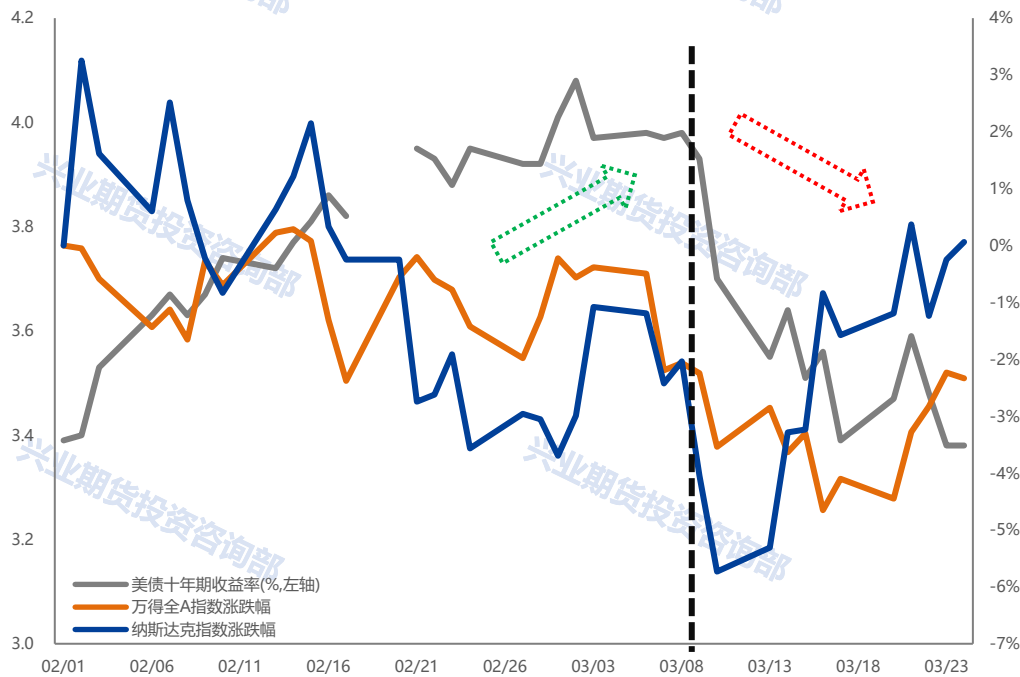
### A股主要指数PEG值（截至2023.3.24）



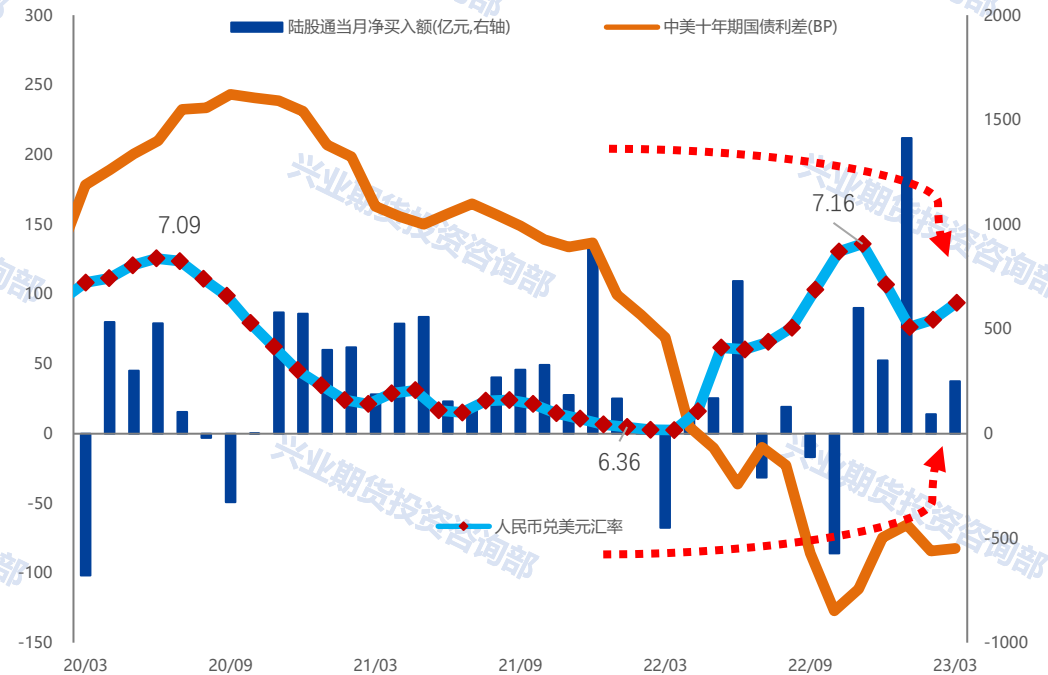


- 虽然近2周海外主要国家银行业破产或经营困境事件持续发酵，但随相关稳定市场政策出台、以及主要银行未受波及，其对市场造成的负面冲击显著消化或钝化。这从近日美债收益率大幅回落、美股和A股企稳回涨，得到良好印证；
- 另考虑“内强外弱”的宏观经济面大势、以及A股在全球市场的相对低估值水平，故从基本面、安全边际看，其优势资产特征明确，预计2023年外资大规模净流入趋势难改。

### 美股、A股及美国十年期国债收益率走势对比（截至2023.3.24）



### 中美十债利差、人民币汇率及陆股通净流入额对比（月度，截至2023.3.24）

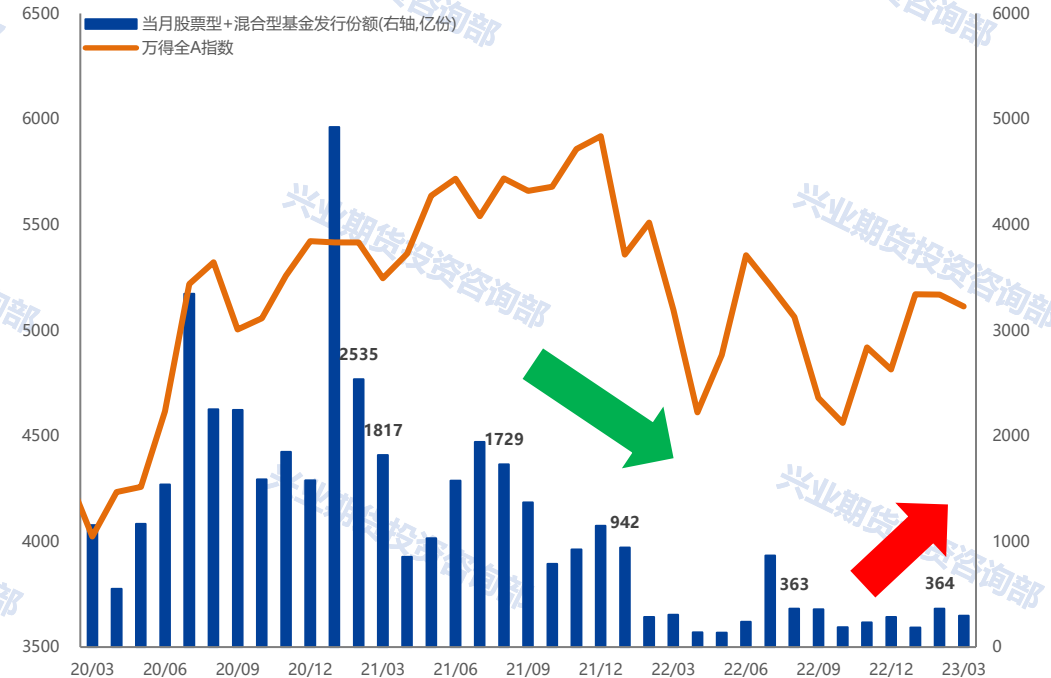


- 自2023年初以来，A股融资余额稳步增加，作为情绪面的高灵敏度监测指标，在一定程度上意味市场整体预期持续偏向乐观。另近多月来，A股主要股指期货整体同样维持正向结构，亦可作为积极信号的印证。随A股后市整体企稳回涨、“赚钱效应”逐步凸显，预计看涨的投资者类型将由高风险偏好者扩展至中低风险偏好者，即潜在入市需求较大；
- 而过往2~3年国内居民累积大量超额储蓄、且公募股基募集份额总量有限，意味潜在的中长线入市资金供给相当充裕；
- 故从供需关系看，国内资金流入A股的规模亦值得期待。

### A股融资余额、万得全A指数走势对比（截至2023.3.24）

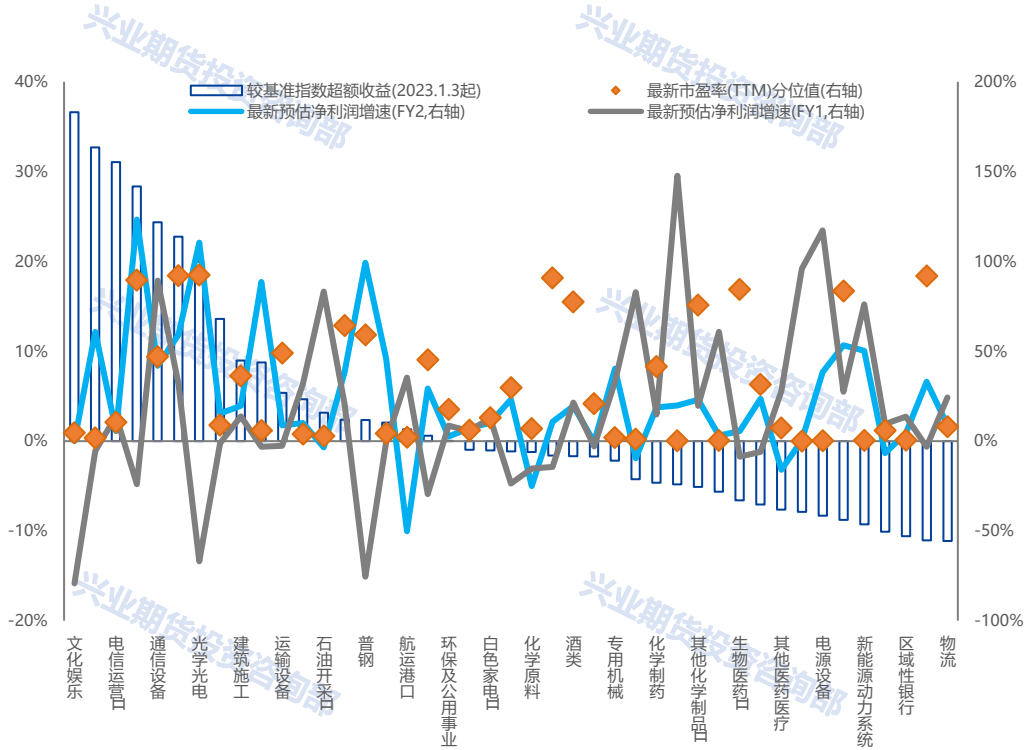


### 公募股基募集情况、万得全A指数走势对比（月度，截至2023.3.24）



- 从近月来各板块表现看，以中信二级行业为样本，总体而言，对未来业绩增速更大（即FY2较FY1的净利润增速更大）、市盈率更低的行业，其超额收益更高；
- 从具体行业看，以TMT为代表的数字经济主题，以基建、地产链为代表的稳增长、投资主题，以及商贸零售、纺织服装为代表的必选消费主题等，存在明显的超额收益。而这与2023年度中央经济工作会议的政策导向信号高度吻合。

中信相关二级行业业绩增速预期、市盈率及超额收益对比（截至2023.3.24）



中信一级行业近7周涨跌幅情况（截至2023.3.24）

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	28	14	14	8	15	2	20	0.5%
煤炭	18	27	22	20	1	9	29	2.9%
有色金属	5	23	15	28	13	26	30	7.1%
电力及公用事业	26	11	8	9	23	23	2	0.6%
钢铁	30	17	21	17	2	5	17	2.6%
基础化工	20	28	16	22	26	14	18	7.2%
建筑	29	2	12	2	10	16	6	8.5%
建材	15	18	30	10	11	4	25	4.0%
轻工制造	10	21	23	27	4	6	5	0.0%
机械	17	25	10	21	12	18	9	3.6%
电力设备及新能源	4	30	4	30	21	30	24	9.0%
国防军工	13	26	6	12	6	17	26	0.9%
汽车	8	29	29	29	17	20	28	10.2%
商贸零售	9	8	13	15	20	15	14	0.4%
消费者服务	7	16	26	14	27	11	19	4.4%
家电	12	9	28	11	3	10	16	0.5%
纺织服装	14	19	20	16	9	3	13	0.2%
医药	24	24	3	25	29	7	23	6.2%
食品饮料	11	20	24	13	30	1	15	3.1%
农林牧渔	25	13	17	23	8	27	21	4.9%
银行	22	12	19	7	18	22	22	2.8%
非银行金融	21	7	27	6	16	21	27	4.3%
房地产	19	15	25	18	22	28	8	5.0%
交通运输	27	10	9	5	25	19	11	1.3%
电子	3	5	7	19	24	29	10	4.4%
通信	6	4	1	1	7	13	3	17.6%
计算机	2	3	2	4	14	24	12	15.0%
传媒	1	1	11	3	28	8	1	20.1%
综合	23	22	5	24	19	12	7	3.0%
综合金融	16	6	18	26	5	25	4	0.1%

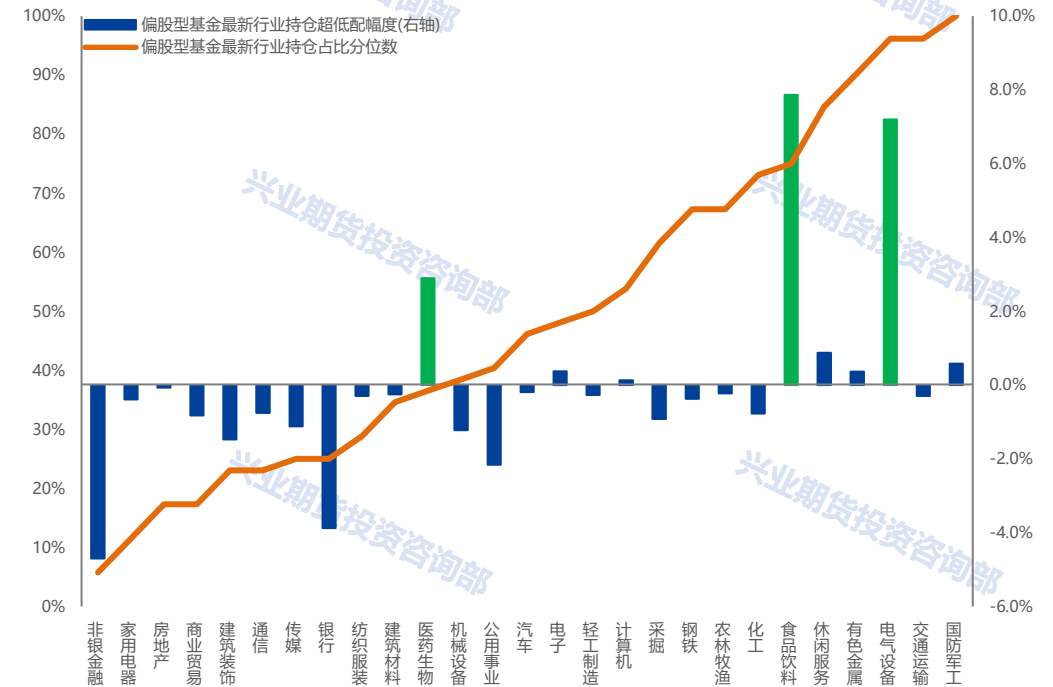
基于上述逻辑，按估值、业绩两大维度选择配置行业。相关入选行业在沪深300指数、上证50指数、中证500指数、中证1000指数中占比分别为37.3%，37.3%，30.2%和26.8%。以此看，沪深300、上证50指数的多头配置价值依旧最优。而考虑近阶段行业轮动较快，而前者对此兼容性更高，故仍宜选择沪深300指数作为多头标的；

再从偏股型公募基金最新持仓数据看，上述入选行业整体处低配状态，即交易拥挤度、泡沫化程度更低，意味着其潜在涨势弹性更大，盈亏比更佳。

基于“估值、盈利”维度，相关行业四大股指占比统计（截至2023.3.24）

简称	最新总市值 (亿,2023.3.24)	最新市净率 (LF)分位值	前1月市净率 (LF)分位值	最新预估净利润 增速(FY1)	最新预估净利润 增速(FY2)	最新预估 ROE(FY2)	沪深300指数 权重占比	上证50指数 权重占比	中证500指数 权重占比	中证1000指数 权重占比	对应A股 市值占比
区域性银行	10863	2.1%	6.3%	13.6%	4.2%	12.87	2.3	0.0	2.3	0.8	1.16
房地产开发和运营	15224	3.5%	8.3%	-145.5%	870.6%	9.28	1.8	1.6	1.9	1.7	1.6
全国性股份制银行II	24336	5.0%	7.7%	9.5%	5.7%	11.87	5.7	10.2	0.0	0.0	2.6
化学制药	17893	6.8%	17.7%	14.8%	18.7%	12.57	1.5	3.4	4.3	3.4	1.9
新能源动力系统	17582	14.3%	23.9%	76.1%	50.3%	19.24	4.0	0.0	1.7	2.3	1.9
国有大型银行II	59745	15.5%	5.6%	5.6%	7.1%	11.20	2.7	3.5	0.0	0.0	6.4
半导体	34772	17.0%	5.3%	5.0%	13.9%	10.24	3.9	2.5	3.6	3.1	3.7
保险II	23964	18.2%	32.5%	-6.1%	23.6%	11.23	3.8	9.8	0.0	0.1	2.6
证券II	30909	18.6%	21.7%	-23.6%	23.1%	9.87	5.7	4.9	5.8	0.7	3.3
消费电子	12235	18.9%	12.7%	-3.2%	88.5%	14.69	1.5	0.0	1.6	1.8	1.3
专用机械	17077	32.2%	59.6%	32.9%	40.3%	16.64	0.6	0.0	2.1	3.1	1.8
通用设备	11988	32.6%	47.9%	-0.6%	45.9%	15.43	0.5	0.0	1.2	3.2	1.3
计算机设备	12243	37.7%	12.7%	-5.5%	60.9%	12.37	1.0	0.0	1.4	0.9	1.3
汽车零部件II	12531	40.2%	70.5%	32.0%	28.8%	14.06	0.9	0.0	1.2	2.7	1.3
石油化工	12266	47.6%	30.5%	-29.5%	29.3%	10.28	0.9	1.4	1.1	0.2	1.3
其他军工II	10056	52.3%	63.3%	17.6%	44.4%	15.58	0.7	0.0	2.1	2.8	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)							37.3	37.3	30.2	26.8	34.6

偏股型基金持仓行业占比跟踪（截至2022年Q4，申万一级行业）



# 国债

T

01

同存发行及到期量价同步向下

02

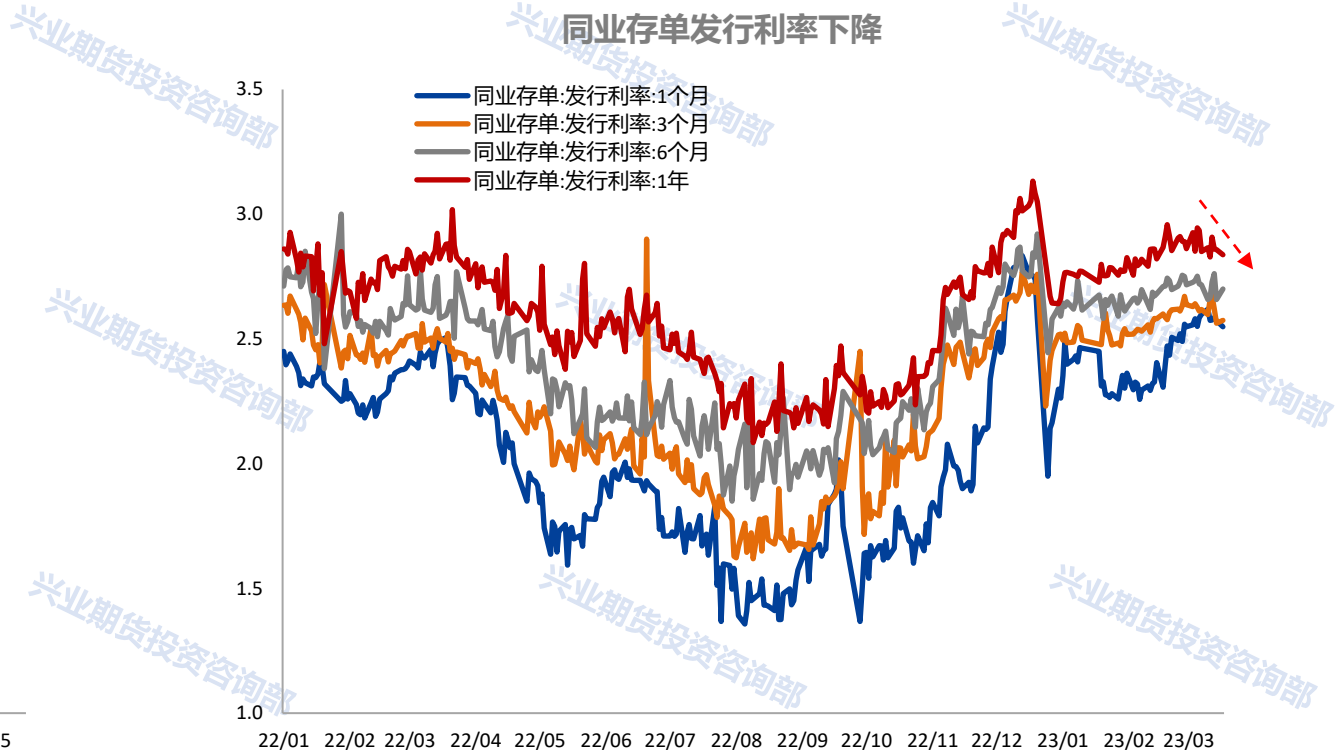
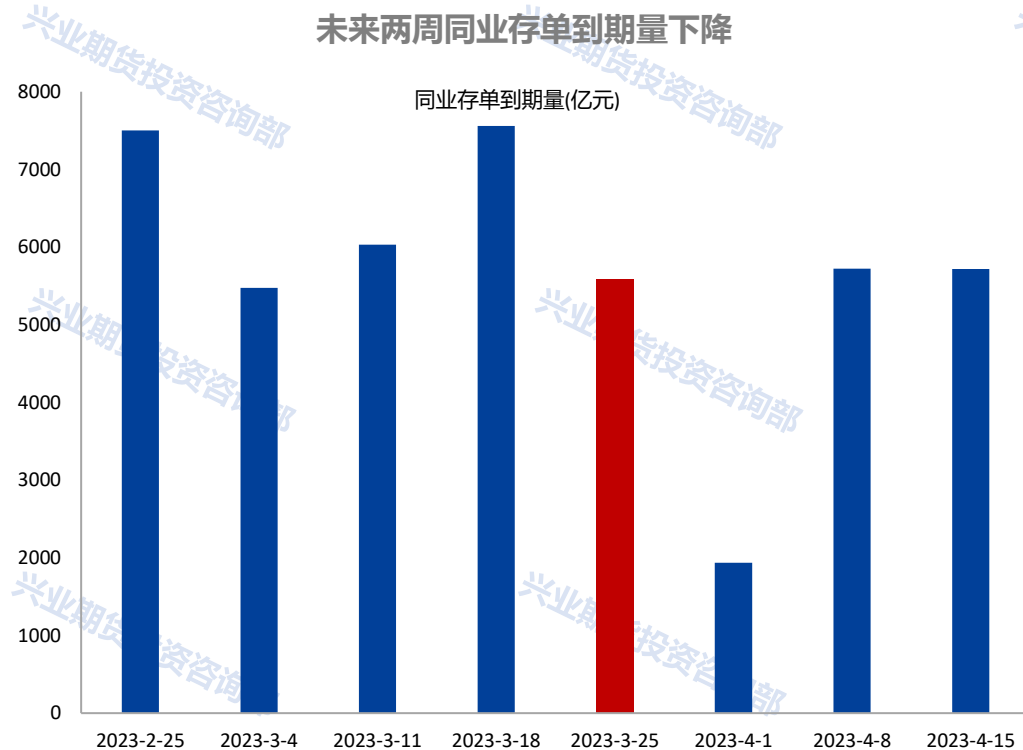
下周一降准落地，跨季后流动性预计偏松

03

短端利率受资金面影响较大，跨品种价差仍有修复空间

□ 3月20日-3月24日，同业存单一级发行量合计4100亿元，较上周减少3088亿元，净融资转负至-3459亿元。下周（3月27-31日）同业存单到期量5588亿元，在下周进一步回落至1934亿。

□ 利率方面，国股行和中小行发行利率全面下跌，同时6M及以上的存单利率也出现下行。

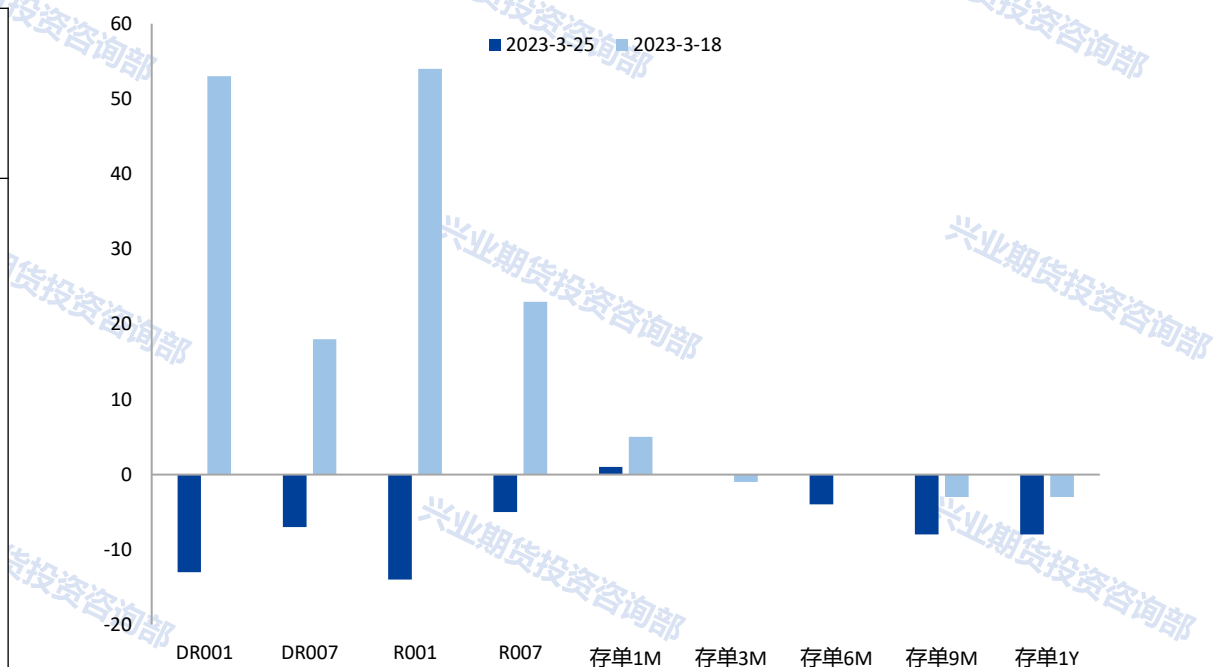


- 3月20日-3月24日，央行在公开市场进行了3500亿元逆回购操作，共有4630亿元逆回购到期，净回笼1130亿元。下周有3500亿元逆回购到期。此前公布的降准将于下周一落地，释放资金约5000亿。
- 上周可跨季的14D利率震荡运行，隔夜和7天利率均出现下行。下周起7D资金可用于跨季，关注降准对资金面的呵护作用。

### 央行公开市场操作

	央行投放到期	发行			发行缴款			净缴款			存单到期
	逆回购	国债	地方债	国债+地方债	国债	地方债	国债+地方债	国债	地方债	国债+地方债	存单
3月27日	300	0	245.7	245.7	1510	687	2197	406.6	399	805.6	1460.6
3月28日	1820	0	51	51	0	245.7	245.7	0	118.7	118.7	1628.8
3月29日	670	0	238.3	238.3	0	51	51	0	-472.4	-472.4	1378.8
3月30日	640	0	200	200	0	238.3	238.3	0	128.3	128.3	969
3月31日	70	0	1750.5	1750.5	0	200	200	0	74.2	74.2	150.5
合计	3500	0	2486	2486	1510	1422	2932	407	248	654	5588

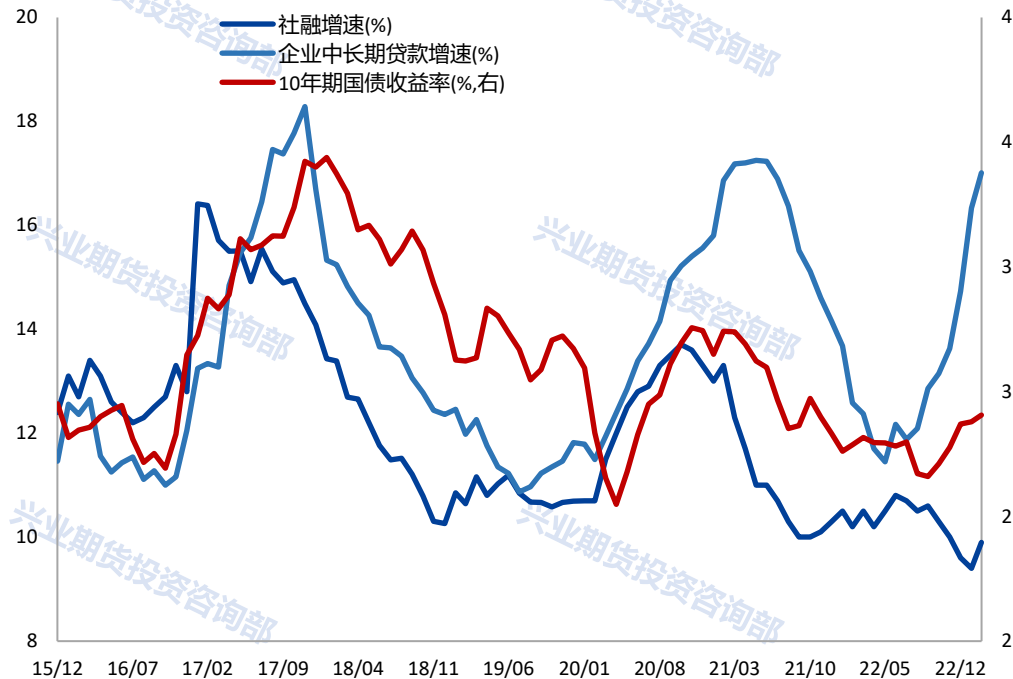
### 隔夜和7D资金回落



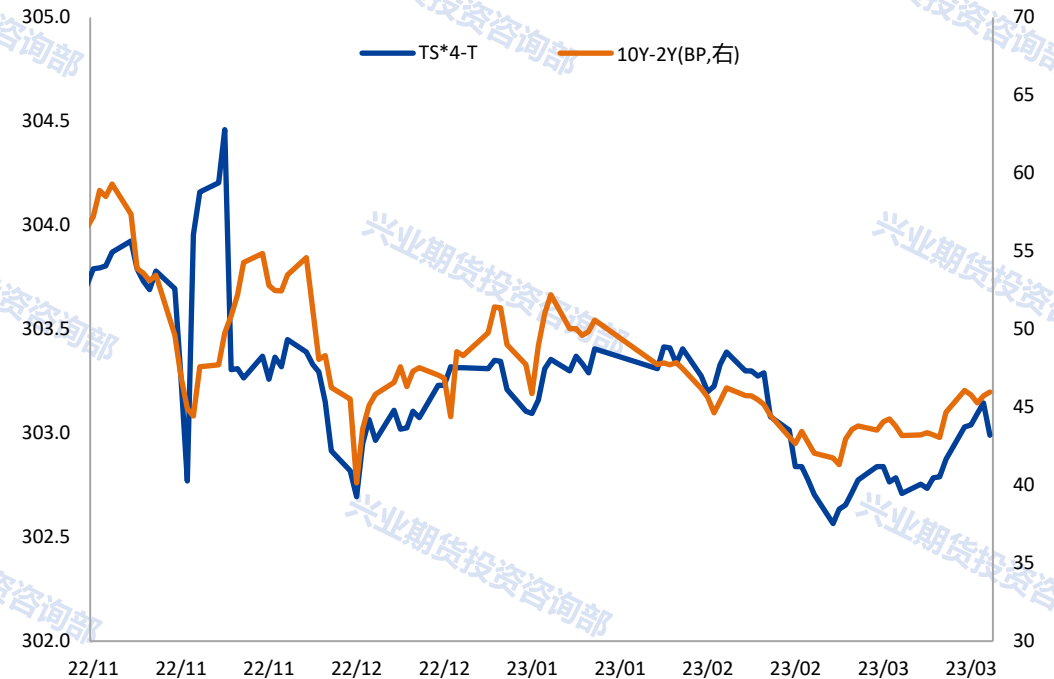
□ 今年1-2月的信贷数据表现大幅好于预期，同时3月至今的票据利率显示信贷表现已经较为强劲，主要支撑来源于企业中长期贷款需求的增加。而从目前政策面来看，“宽信用”导向依旧明确，长端利率向下空间仍受到限制。

□ 本周长短端利差已经出现了快速修复，但仍处于均值下方。税缴因素影响过后资金压力将进一步减弱，对短端存在一定利多，因此跨品种价差策略仍存继续修复空间。

### 中长期贷款持续改善



### 跨品种价差存修复空间







# 聚氯乙烯

PVC

01

检修增多产量下滑，成本支撑作用减弱

02

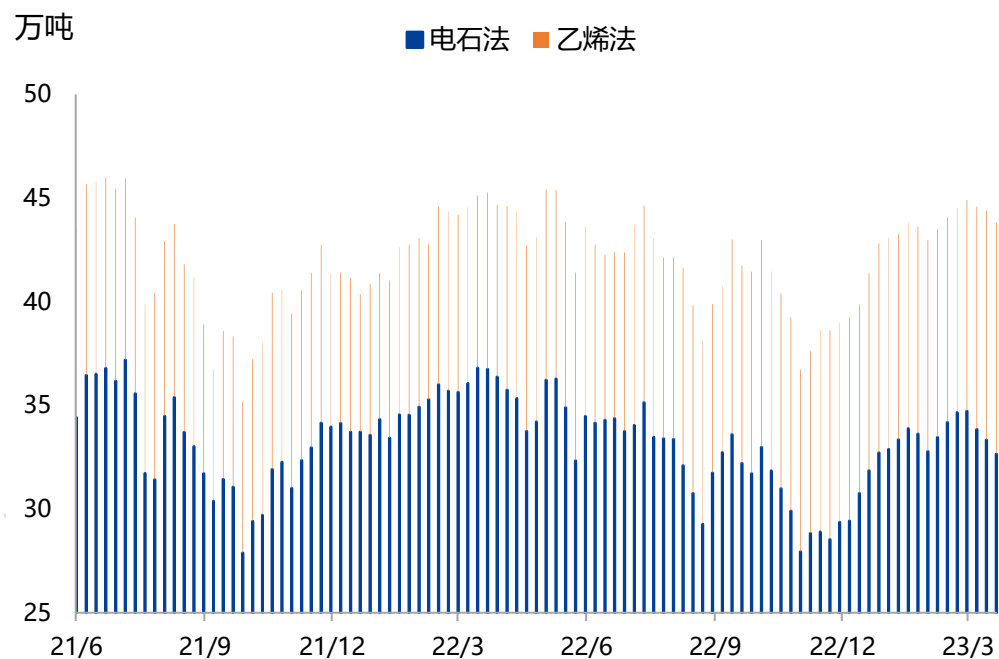
工厂库存延续下降，社会库存不再积累

03

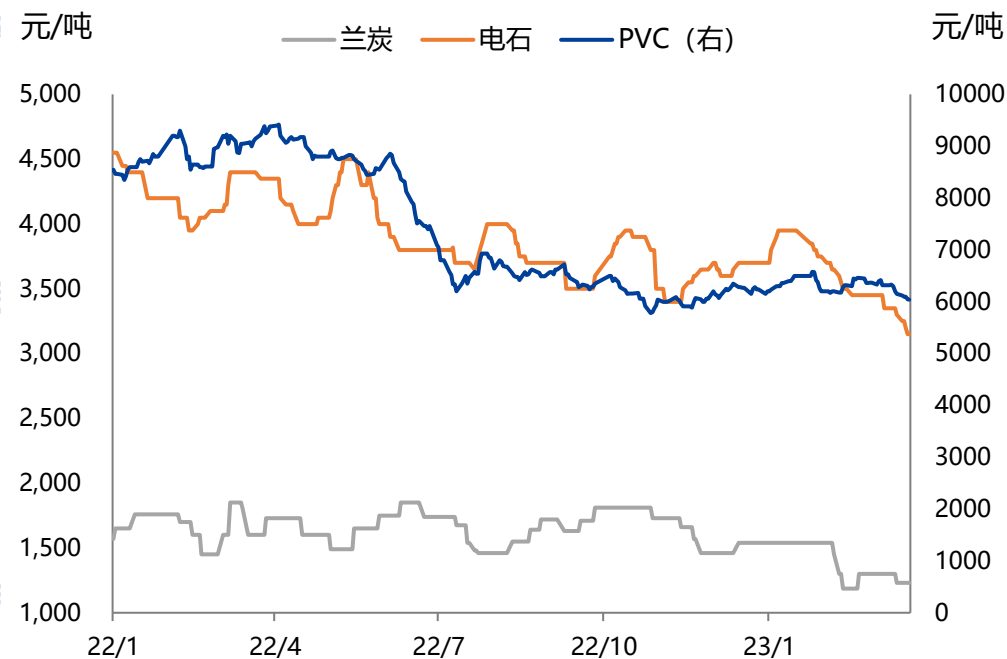
下游开工增长趋缓，建材需求预期向好

- 上周甘肃金川和湖北宜化临时检修，导致开工率进一步下降，达到76.66% (-0.27%)，为2月以来最低，同时周度产量减少至43.8 (-0.59) 万吨。4月陕西北元、新疆天业和新疆宜化等装置计划检修，涉及产能超过300万吨，周度产量预计减少11%至39万吨，对PVC价格形成较强支撑。
- 尽管上周PVC价格下跌，但原料电石跌幅更大，导致电石法成本下降160元/吨，成本支撑作用明显减弱。目前电石价格持续下跌已经引发上游兰炭企业大面积亏损，企业执行限产保价，电石跌势预计趋缓，不过仍需警惕煤炭价格回落引发的连锁反应，V2305于6000做好止损。

### 产量进一步减少 (截至2023.3.24)

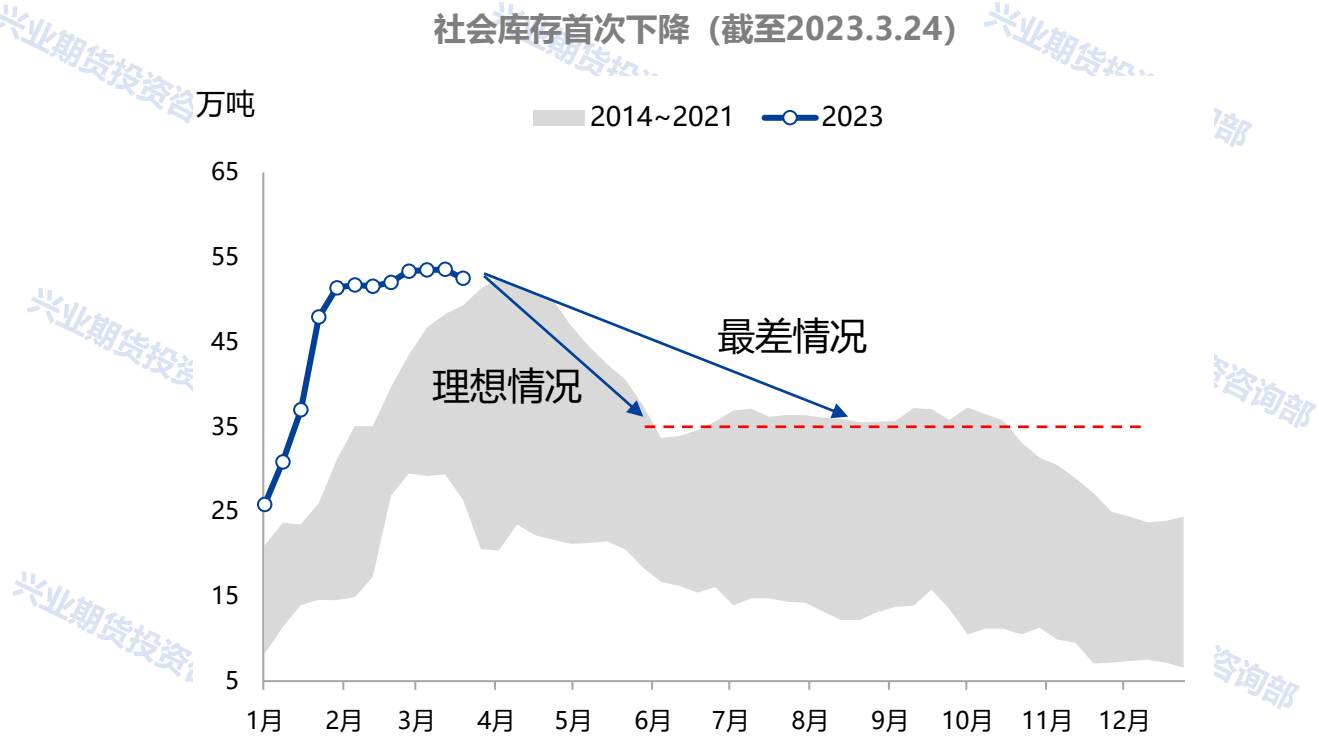
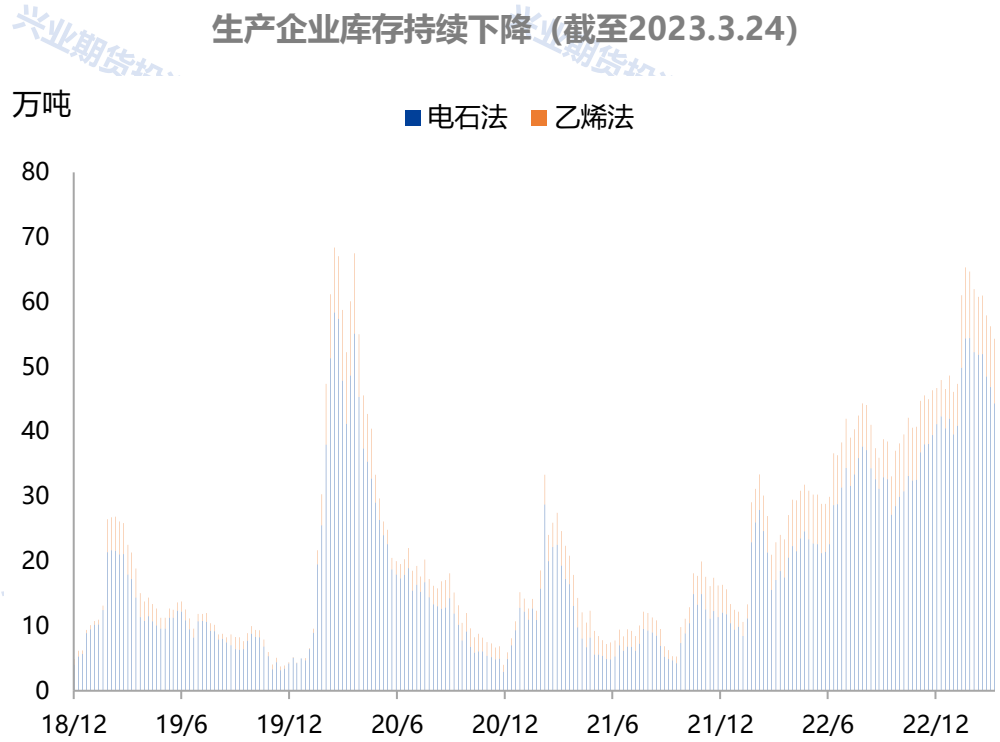


### 兰炭止跌后电石有望企稳 (截至2023.3.24)



□ 生产企业库存为54.32 (-1.95) 万吨, 自春节高点已经减少10万吨。如果按照每周最少减少1.5万吨, 最多3万吨的速度, 需要2至4个月时间库存才能下降至30万吨的合理水平, 因此05合约存续期内库存无法提供实质利好。

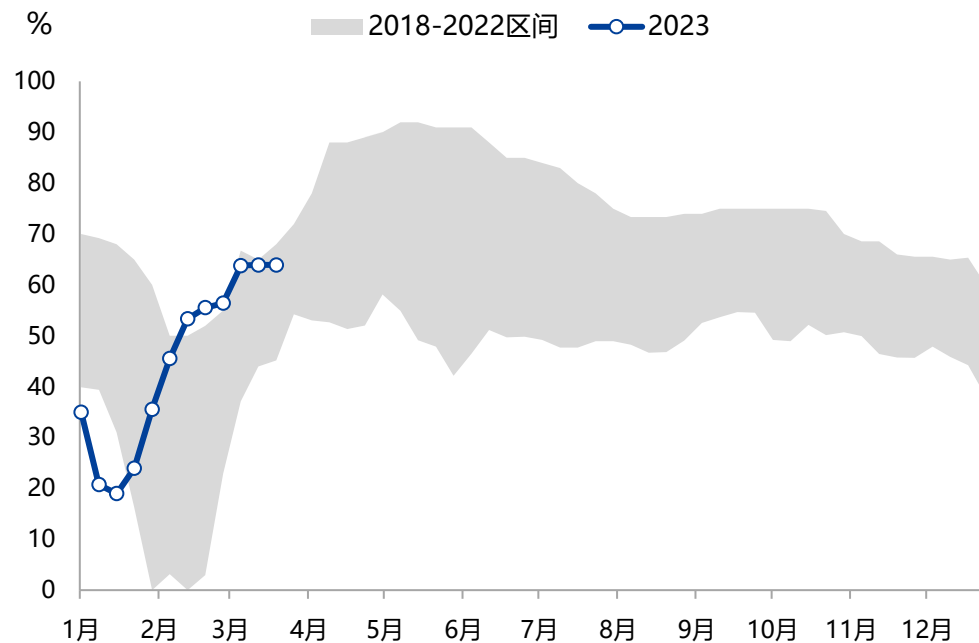
□ 社会库存为52.52 (-1.06) 万吨, 是春节后首次下降。目前高库存仍然是限制PVC价格上涨的主要因素, 如果9月旺季来临之前社会库存能够下降至35万吨, 则大幅上涨行情出现的概率将会明显增加。



▣ 下游开工率为63.94%，与前一周持平，型材、薄膜和管材开工率都保持稳定，按照季节性规律，6月之前下游开工率都将呈现上升趋势。尽管近两周PVC价格持续下跌，但现货市场成交量和预售量都维持在过去五年85%的高水平之上，说明实际需求并未萎缩。

▣ 近期出口需求虽然受印度斋月来临和欧美经济疲软拖累，但国内需求稳中向好，其中2月建材家居景气指数已经反弹至一年新高，彻底摆脱疫情的负面冲击。随着国内促进消费政策的发力，我们相信需求能够支撑PVC价格上涨。

### 下游开工率增长趋缓 (截至2023.3.24)



### 建材家居景气指数时隔一年再度正增长 (截至2023.2)





# 橡胶

RU

01

汽车消费刺激提力加码，终端需求存边际增量

02

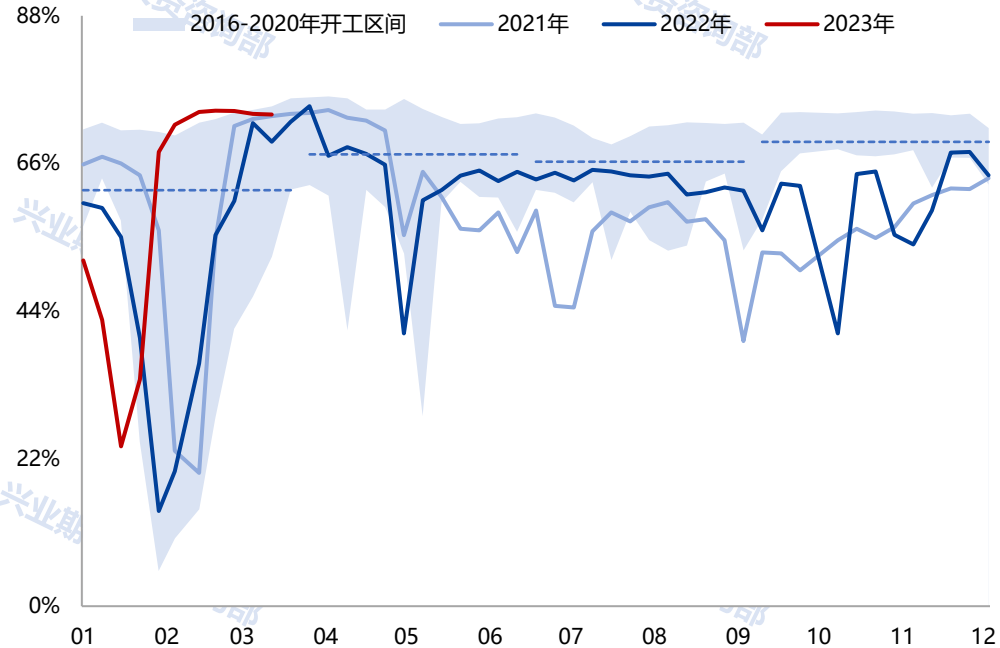
原料供应季节性回落，关注气候条件变动影响

03

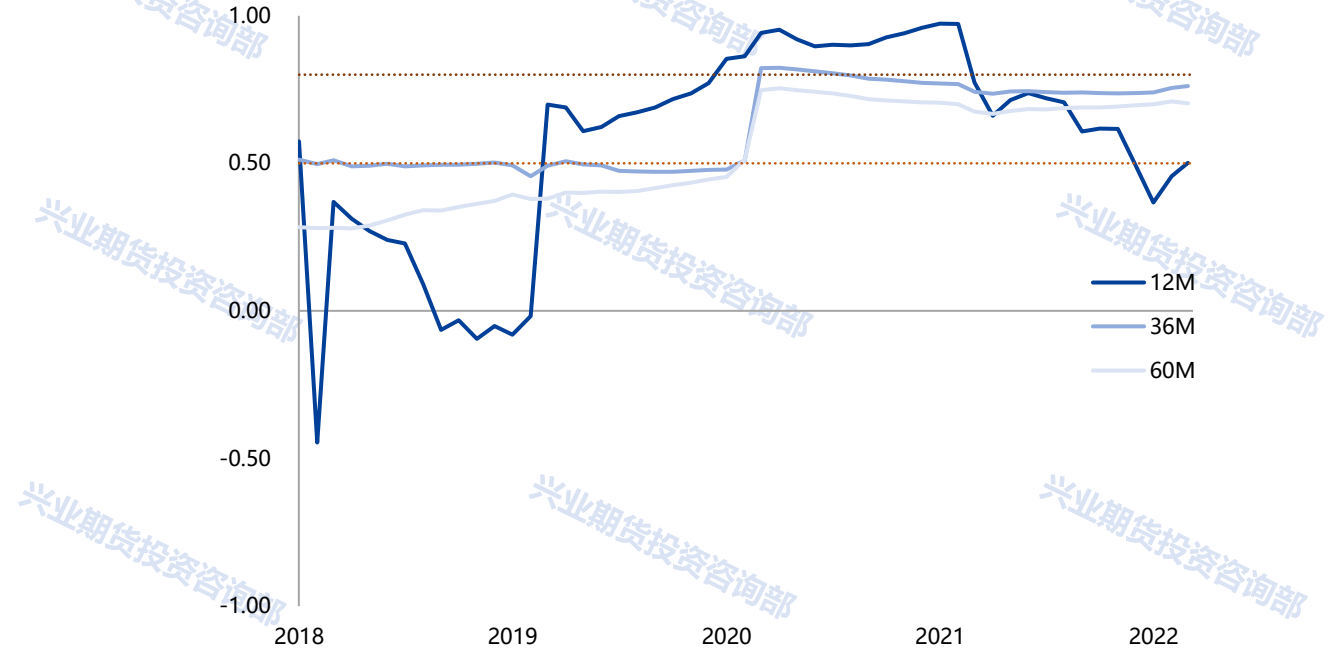
至暗时刻初显曙光，沪胶估值处于低位

需求方面，湖北乘用车销售降价风波快速扩散，吉林、四川等地陆续推出相关措施刺激开年以来的疲软车市，政企联合补贴力度超市场预期，且当前轮胎企业开工意愿表征较强，半钢胎开工率维持在近年一季度峰值区间；另外，国内经济料温和复苏，各项经济活动逐步回温，观察重卡销量与宏观经济指标相关性，尤其工业增加值与工程重卡销量增速，两者长期相关系数保持在0.8上下，天然橡胶终端需求存在显著边际增量。

### 半钢胎开工率季节性



### 工业增加值及工程重卡销量增速相关系数

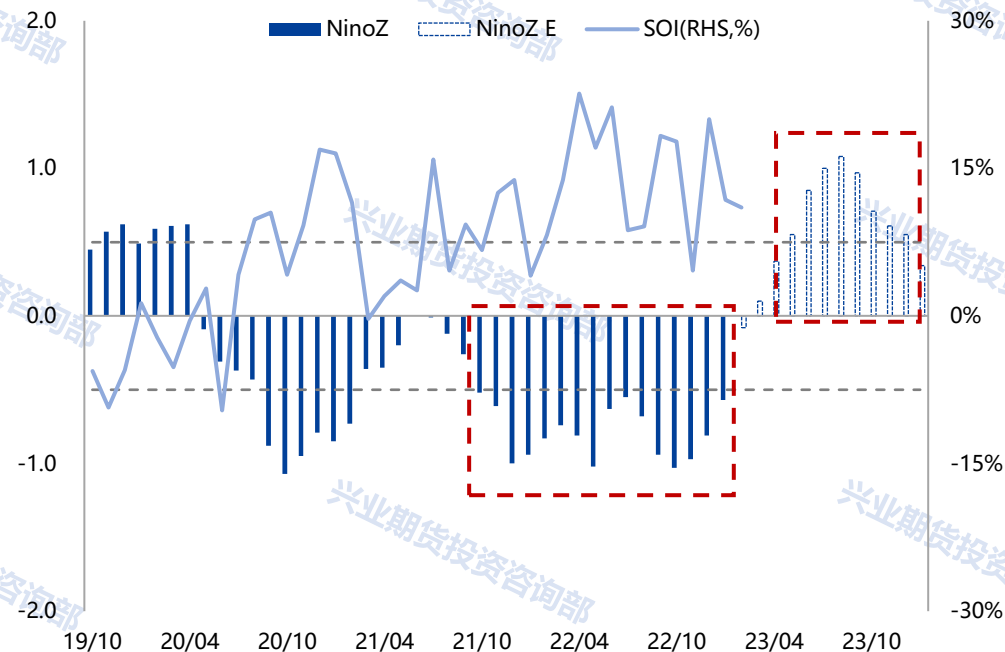


供应方面，我国主要橡胶来源国陆续进入低产季，天胶到港将有回落，进口市场补充作用同步减弱；而国内产区仍处停割阶段，WMO极端天气报告及国家气候中心数据均显示，今夏新一轮厄尔尼诺事件大概率发生，海温指数预测值偏离阈值时间将持续至2024年，天气问题影响权重逐步抬升，或对割胶生产环节造成影响，关注今年开割季割胶预期及产区物候条件是否稳定。

### 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		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	

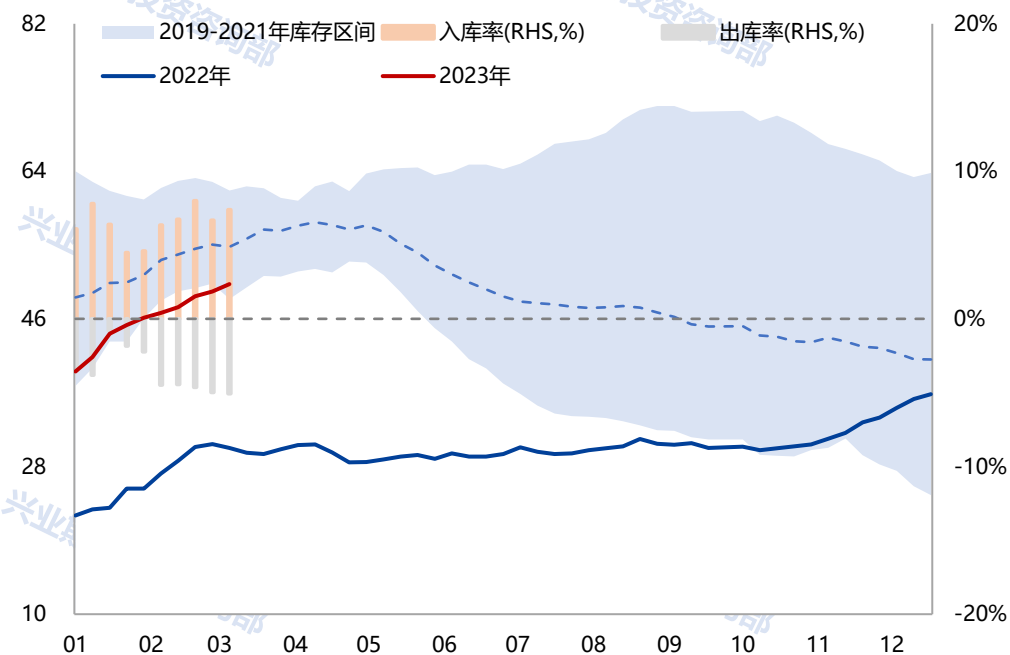
### NinoZ区海温指数与SOI



□ 库存方面，青岛现货库存继续增库至61.4万吨，库存水平进入季节性峰值时刻，但港口库存绝对值尚处近年库存区间低位，且到港预期下降将带动入库率走低，而本周一般贸易库存出库率升至今年新高，橡胶库存端结构性压力或将提前消化。

□ 综合来看，海外宏观事件影响或边际走弱，市场交易情绪将重新关注产业基本面；当前，汽车产业稳增长促销费政策加码提效，国内经济复苏预期难证伪，天胶终端需求及需求传导受益偏向乐观，而海外产区减产叠加国内停割，橡胶价格下方支撑走强，再考虑当前沪胶指数处于近十年价格分位25%之下，低估值提供安全边际，沪胶多头策略性价比及盈亏比占优。

### 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







# 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%，产能收缩节奏有所放缓

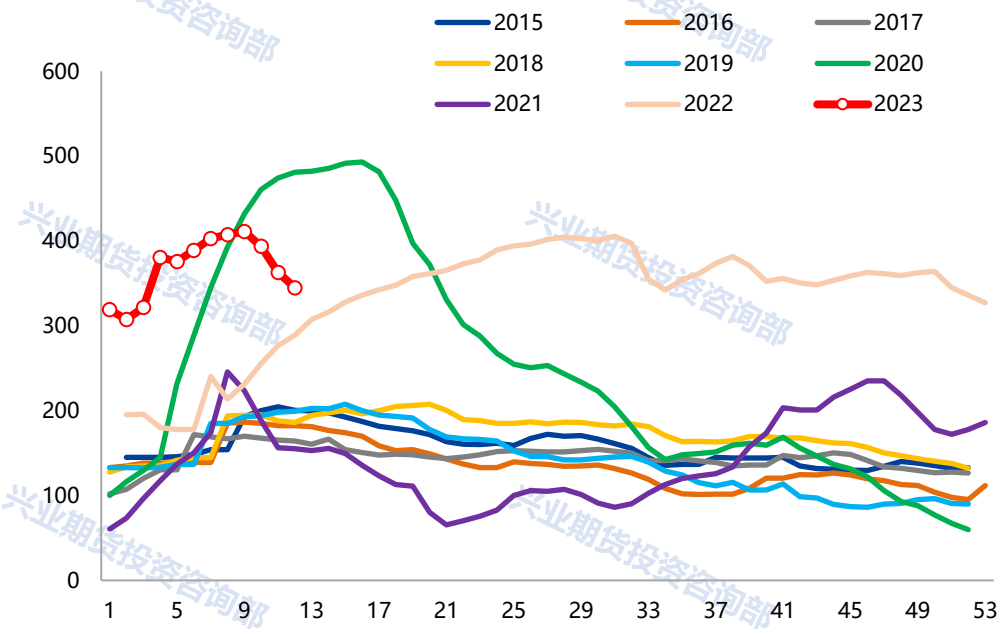
03

浮法玻璃预期有所改善，前多耐心轻仓持有

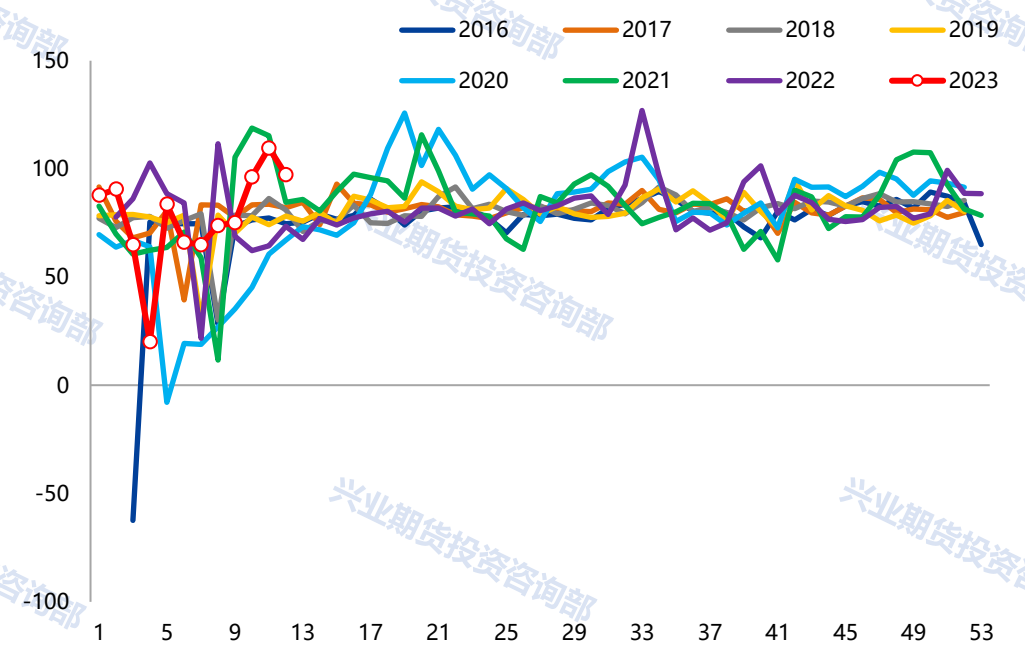
进入3月，浮法玻璃下游补库，需求持续释放。隆众样本，本周浮法玻璃全国综合产销率114%，较上周有所下降，但依然维持在较高水平，玻璃出库量（产量-Δ库存）小幅回落至97.31万吨。浮法玻璃企业库存连续第3周下降，环比下降近5%至6898.3万重箱，同比增幅收敛至12.14%。

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%，增速由负转正，修复程度超预期，考虑到2016年以来积累的已开工未竣工项目规模较大，今年房地产竣工周期修复预期依然较强。短期主要关注浮法玻璃深加工企业订单恢复情况，这将决定下游补库结束后浮法玻璃需求的持续性。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。

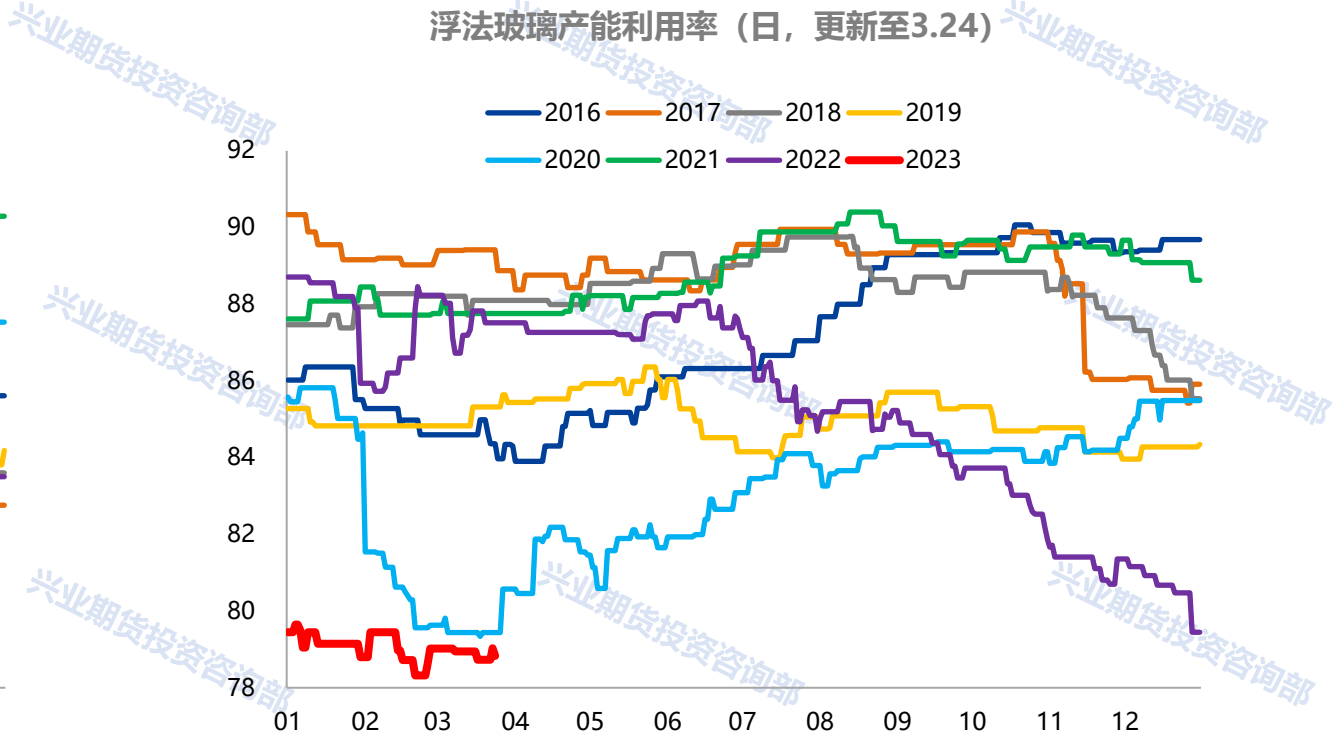
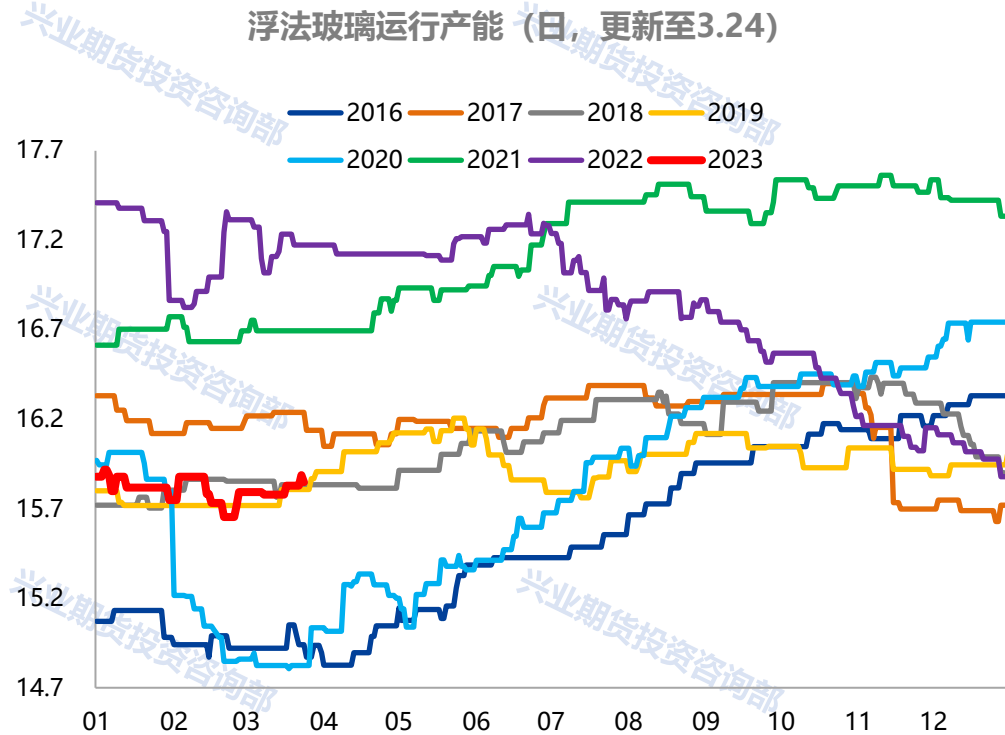
### 浮法玻璃企业库存（更新至3.24）



### 浮法玻璃出库量（更新至3.24）



- 截至3月24日，浮法玻璃运行产能158480吨/天，同比下降7.7%，行业开工率为79.14%，较上周小幅回升0.59个百分点，同比下降7.39个百分点，产能利用率为78.83%，环比回升约0.1个百分点，同比减少8.68个百分点。
- 据隆众统计，3月份最后一周，还将有1条产线计划冷修，运行产能小幅下降，浮法玻璃供应整体持稳。



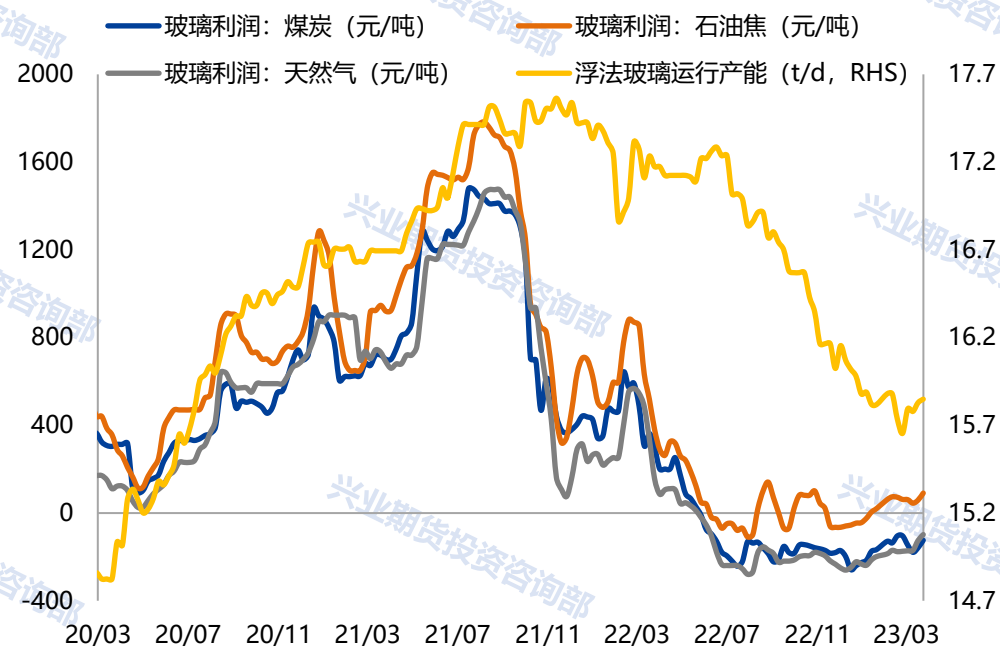
□ 今年以来，浮法玻璃产能收缩节奏明显放缓。年初以来，浮法玻璃冷修产能合计5750t/d，复产及新建产能投产合计5400t/d，运行产能净减少仅350t/d。主要原因在于今年煤炭等能源价格重心有所下移，3月份浮法玻璃价格企稳上涨，浮法玻璃企业利润较去年底环比逐步改善，前期部分冷修产线逐步复产，新增冷修产线数量减少。

□ 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7.7%，基本回到2018-2019年同期水平，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，伴随着下游需求的改善，浮法玻璃库存去化速度较快。

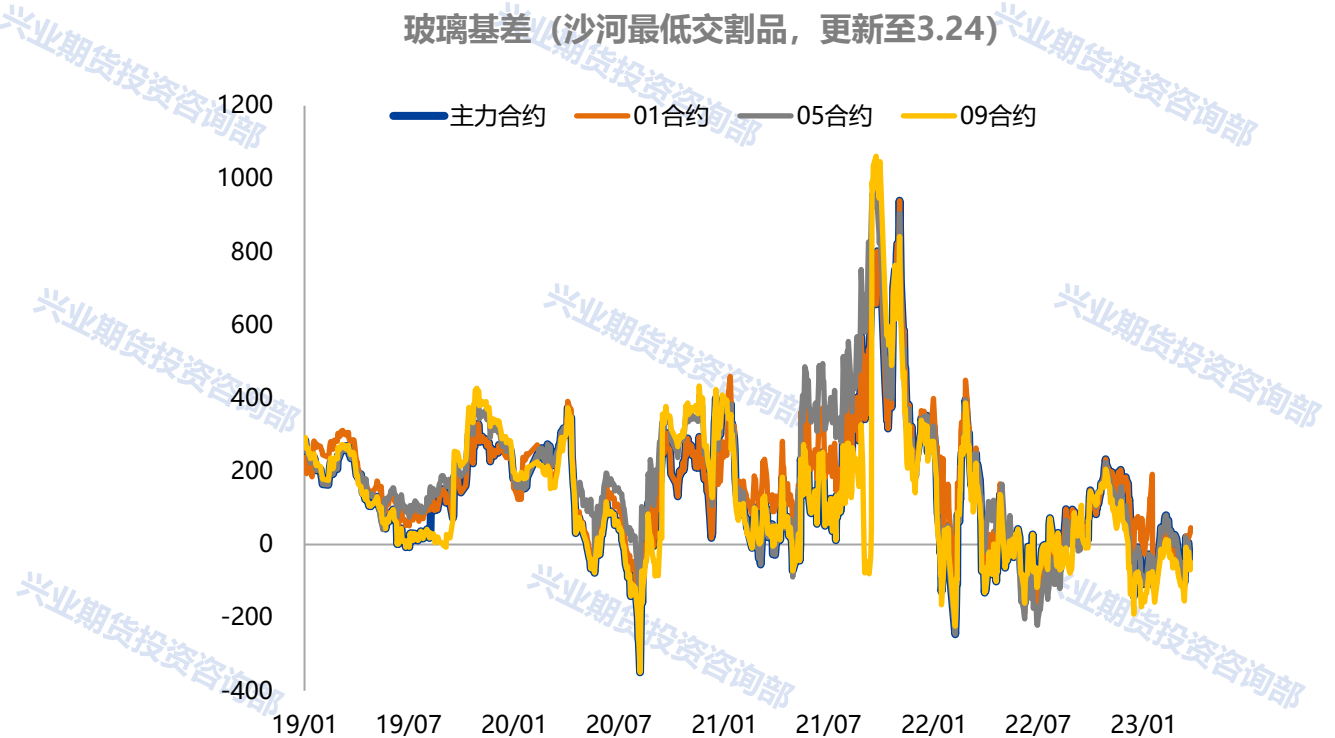
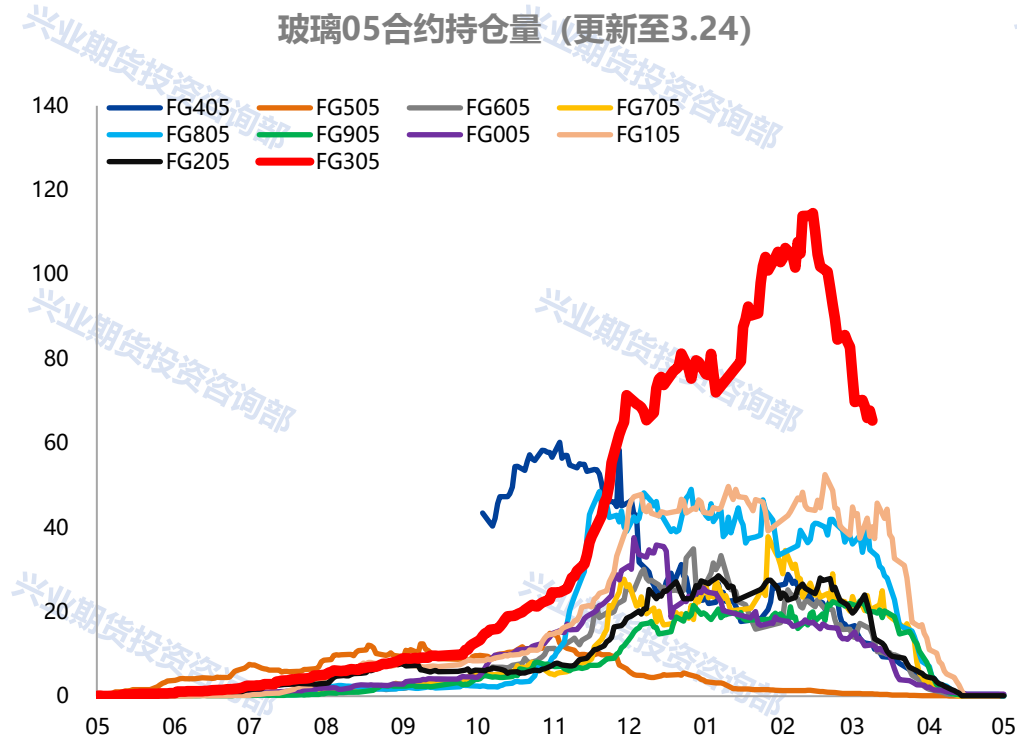
2023年浮法玻璃冷修/复产统计（灰色-未落实，红色-最新，更新至3.24）

浮法玻璃利润（更新至3.24）

复生产线	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
<b>信义玻璃</b>	<b>天津</b>	<b>600</b>	<b>3月23日</b>	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
<b>长城玻璃</b>	<b>河北</b>	<b>1200</b>	<b>3月20日</b>	鑫利玻璃	河北	500	2月16日	2009年5月
				/	/	800	2月21日	/
复产合计		2700		河源旗滨	广东	600	3月8日	/
净增				<b>长城玻璃</b>	<b>河北</b>	<b>400</b>	<b>3月24日</b>	<b>/</b>
<b>新建生产线</b>	<b>地址</b>	<b>日熔量, 吨</b>	<b>时间</b>	<b>亿钧耀能新材</b>	<b>湖北</b>	<b>600</b>	<b>3月24日</b>	<b>/</b>
旗滨玻璃	福建漳州	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					
<b>奥华玻璃</b>	<b>河北</b>	<b>1200</b>	<b>3月20日</b>					
新建合计		2700		冷修合计		5750		
				运行产能净增		-350		



- 从微观指标看，3月以来，浮法玻璃05合约呈现较明显的减仓上行行情，反映经济复苏迹象增多后，需求回暖预期增强，市场多空分歧减弱。
- 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，竣工周期修复预期最强，全年浮法玻璃供需结构改善的驱动相对较明确，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，进入4月后可择机考虑换月09合约。



# 纯碱

SA

01

下游需求逐步恢复，浮法玻璃库存转降

02

浮法玻璃基本面改善，光伏玻璃产能高位运行

03

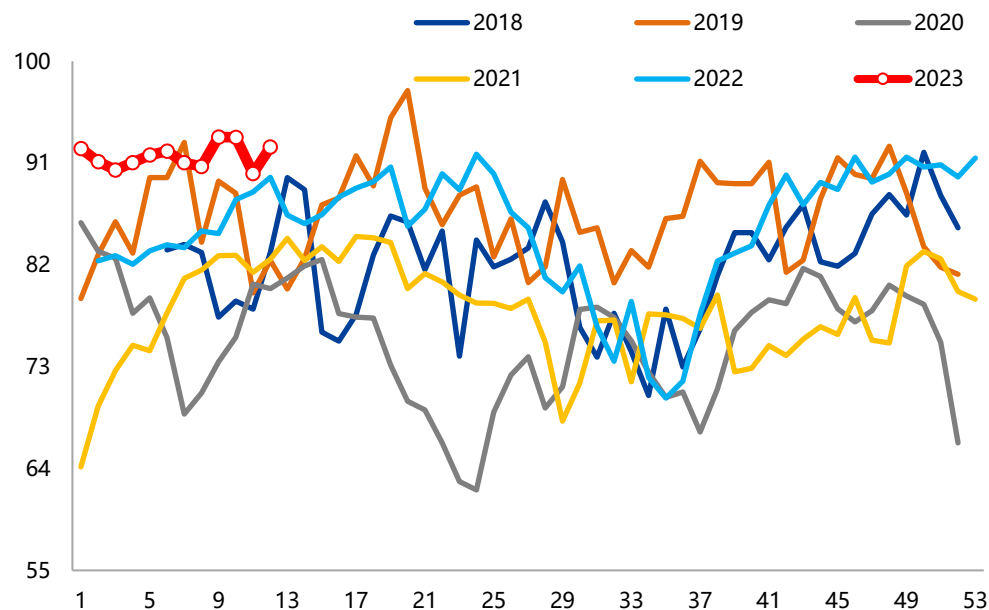
纯碱将保持紧平衡，行业低库存格局将延续

04

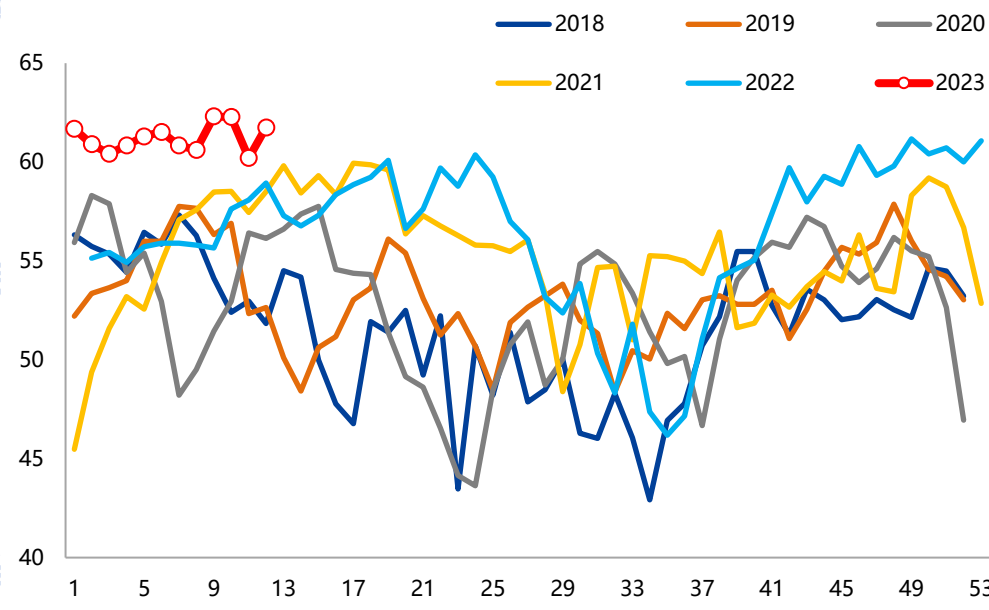
现货坚挺且库存偏低，4月纯碱05合约或向上修复贴水

3月24日当周纯碱企业周度开工率为92.42%，周度产量提高至61.75万吨，年初以来纯碱装置开工率以及纯碱周度产量均维持在历史高位，碱厂基本满负荷生产。近期纯碱暂无新增检修计划，纯碱生产几无弹性。

### 纯碱装置开工率（更新至3.24）



### 纯碱周度产量（隆众，更新至3.24）



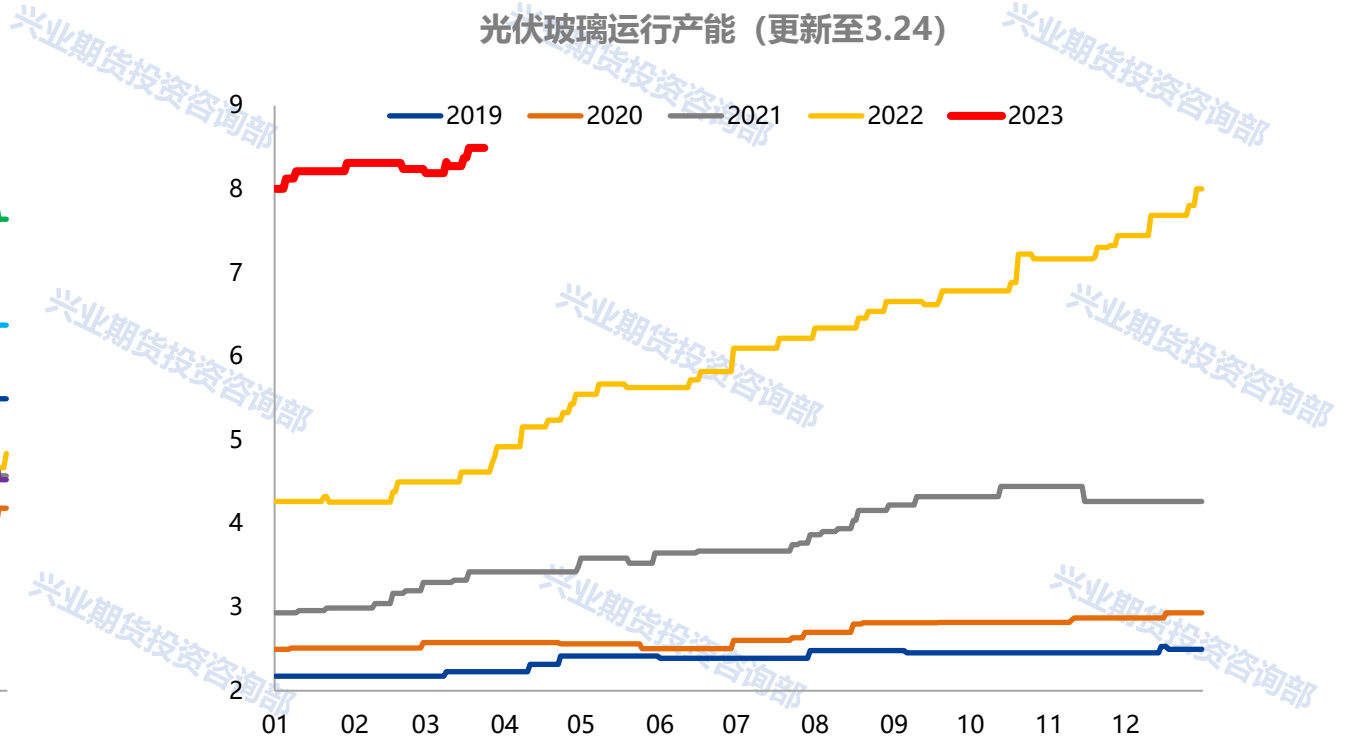
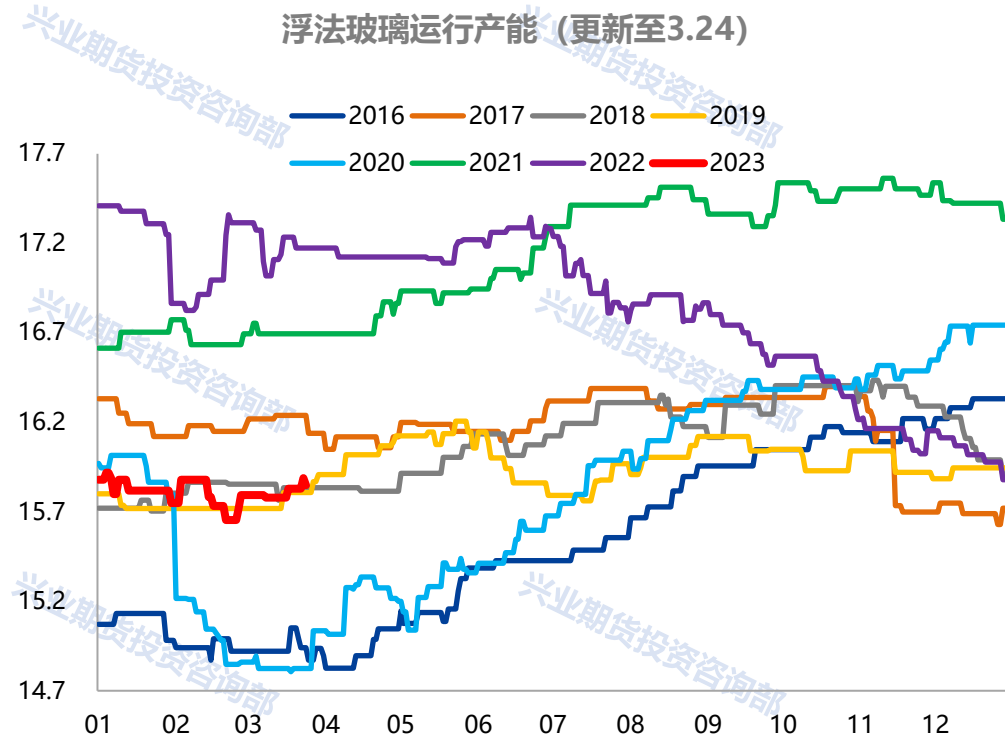
年初市场信息，重庆湘渝20万吨装置计划1-2月投产，安徽红四方20万吨装置扩产计划3月投产；德邦60万吨新增产能计划5月投放；远兴能源500万吨天然碱产能计划于6月全部投产；金山化工200万吨产能安排在9月投产。但追踪市场上各纯碱装置的投产进度，重庆湘渝装置仍未投产，德邦装置投产时间可能延后，远兴能源3个装置可能依然分三批在6月至9月间投产。按照2023年纯碱新增产能投产节奏，年内纯碱供给释放节奏相对靠后。

### 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)		/

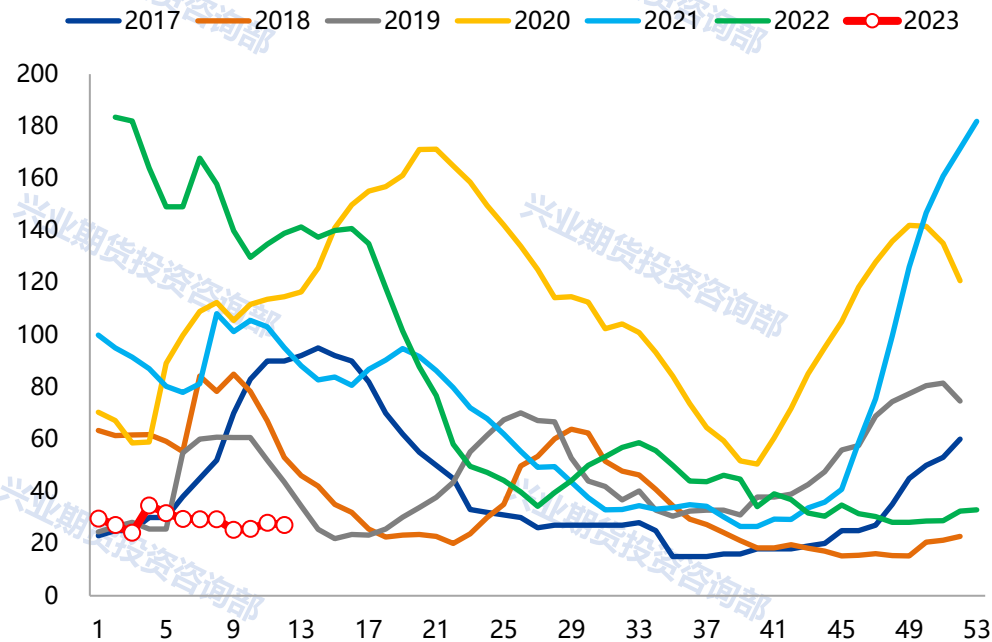


□ **2023年浮法玻璃冷修节奏放缓**：受益于浮法玻璃需求和盈利的改善，浮法玻璃冷修节奏大幅放缓，年初至今浮法玻璃运行产能仅净减少350t/d，如若地产竣工周期修复趋势延续，浮法玻璃延续涨价去库，不排除未来浮法玻璃复产产线增多的可能。**光伏玻璃投产有所延迟，但运行产能依然高位运行**：受光伏玻璃行业景气度下滑的影响，2月以来光伏玻璃投产低于预期。截至本周五，光伏玻璃运行产能较年初仅增加4900吨日熔量。据隆众调研，光伏玻璃已有多条产线具备点火条件，具体点火仍需观察光伏玻璃企业实际点火情况。

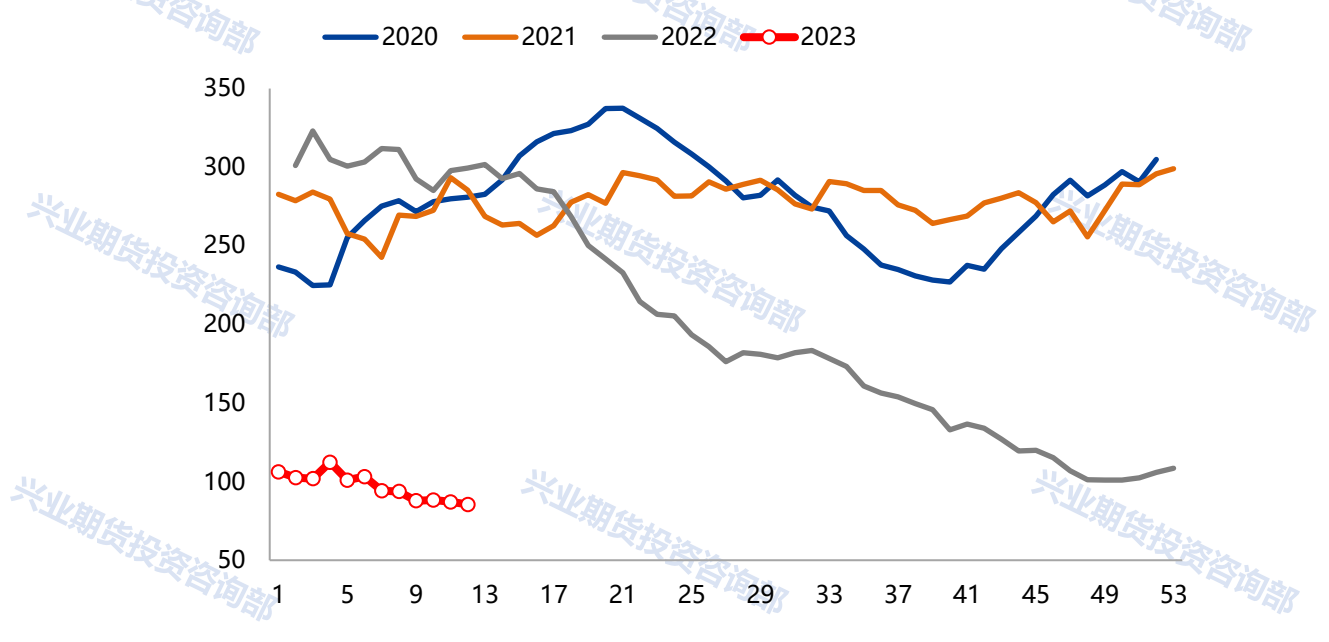


□ 纯碱各环节库存偏低：（1）生产环节库存：3月24日，纯碱企业库存27.12万吨，环比微降0.83万吨（-2.97%），临近月底，企业新价格尚未制定，观察月底至下月初，新订单接收情况；（2）社会库存：隆众调研，纯碱社会库存环比降1万吨左右；（3）下游库存：浮法玻璃企业纯碱库存降至14天左右，春节前为22天左右，年初为30天左右；（4）总社库：3月34日，纯碱三环节库存降至85.56万吨，前值87.16万吨，库存明显偏低且持续下降。预计远兴产能投产前，纯碱供需结构仍将维持紧平衡结构，低库存格局也将延续。

### 纯碱企业库存（更新至3.24）



### 纯碱总库存（更新至3.24）



□ 2月以来，纯碱期货指数连续调整，基本面核心利空在于（1）光伏玻璃投产放缓；（2）轻碱需求表现不及预期；（3）下游玻璃企业等主动压缩纯碱库存，导致纯碱整体去库较慢，现货涨价受阻后期货利空情绪积累。

□ 但综合衡量供需两端后，我们认为，浮法玻璃基本面正逐步改善，光伏玻璃投产节奏虽然放缓，但运行产能仍有稳步提高的预期，轻碱需求处于淡季，未来随着旺季临近以及国内消费的回暖，需求有望逐步筑底回升；同时纯碱在产装置已基本满负荷生产，新增装置投产较慢，供给缺乏调节空间；从纯碱库存连续下降的角度看，纯碱产业矛盾并未积累，且下游玻璃企业主动压缩库存后，受玻璃连续生产特性的影响，玻璃企业对纯碱的刚需采购将得到支撑。因此纯碱现货表现依然非常坚挺。

□ 一旦进入4月，纯碱05合约可能在低库存以及强现实的支撑下，向上修复基差。建议新单可讯号逢低做多05合约的机会。



# 螺纹

RB

01

高炉复产接近尾声，铁水出现转产迹象

02

电炉盈利转弱复产放缓，螺纹产量环比回落

03

螺纹周度表需不及预期，去库速度明显放缓

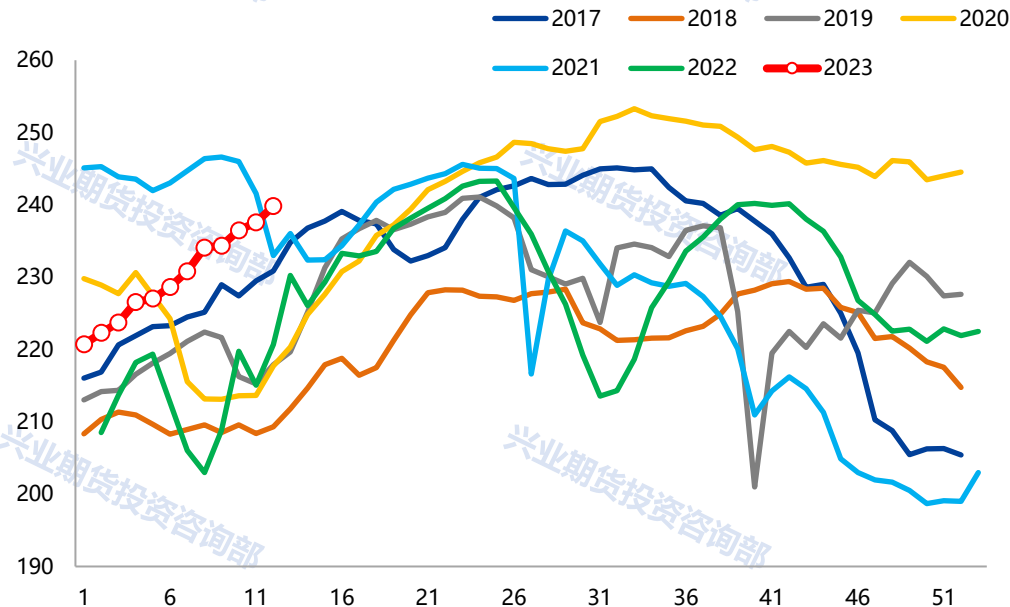
04

需求仍有回升预期，螺纹前多耐心持有

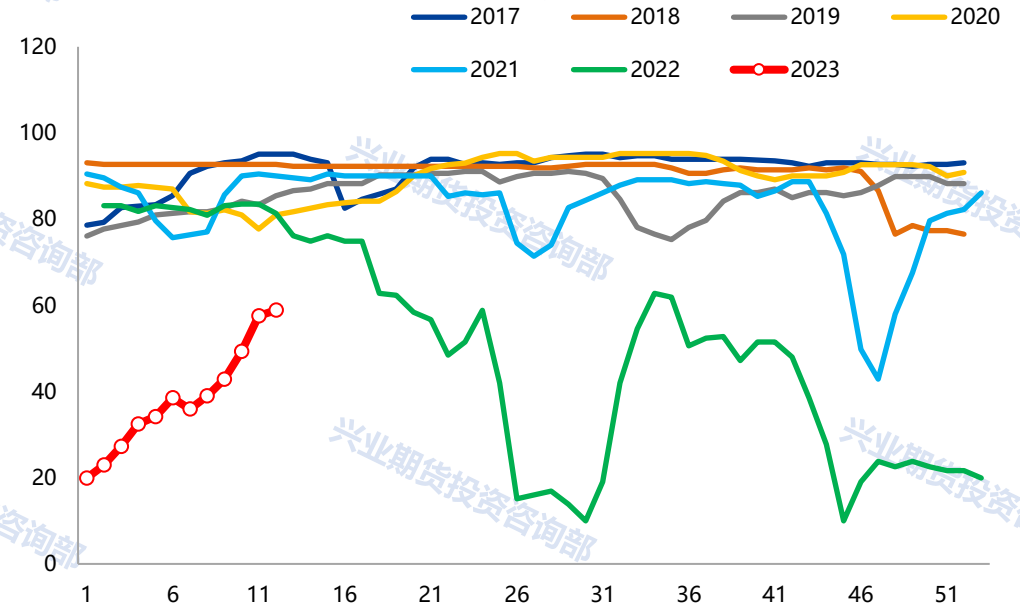
▣ **高炉盈利改善趋缓**：受海外宏观避险情绪、国内天气等因素影响，连续两周现货成交明显放缓，建筑钢材价格随之回调，长流程螺纹钢生产企业利润改善趋势受阻，高炉即期利润环比再度收窄，247家样本钢厂盈利比例小幅上升至58.87%。

▣ **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2.24万吨至239.82万吨，同比增幅收敛至9.54万吨，已接近市场预期的240万吨铁水日均产量顶部，预计后续高炉复产速度可能将逐步放缓。本周关于国内钢厂限产的消息较多，如若国内继续推进粗钢产量平控政策，考虑到1季度铁水增产较多，且后续废钢供给也有望逐步恢复，高炉减产的压力可能于下半年显现。同时，随着螺纹钢厂盈利转弱，高炉铁水出现转产迹象，本周钢联样本螺纹高炉产量环比降1.8%至253.7万吨。

### 247家样本钢厂日均铁水产量（更新至3.24）



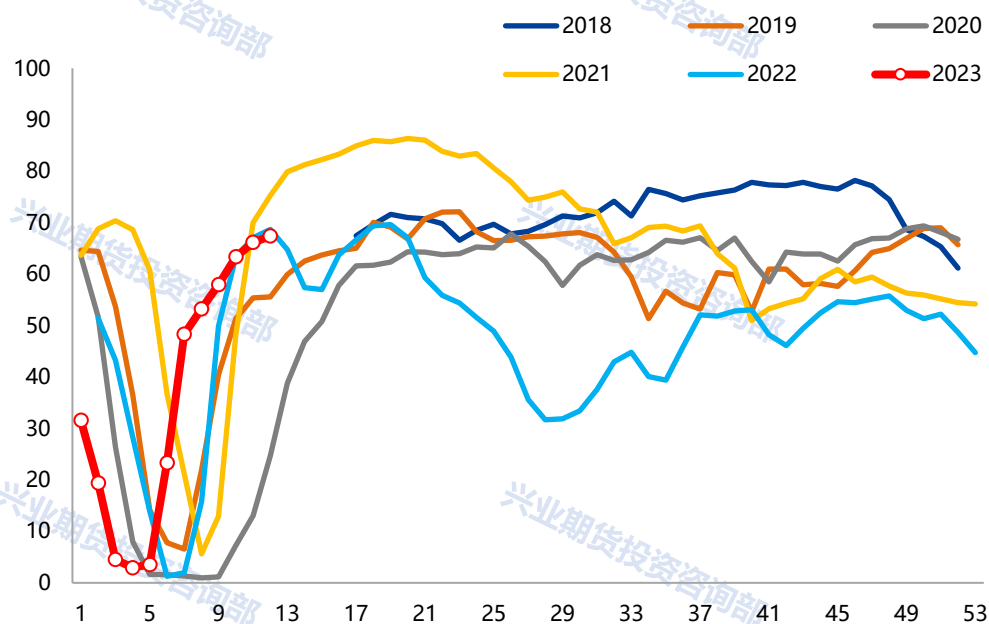
### 247家样本钢厂盈利比例（更新至3.24）



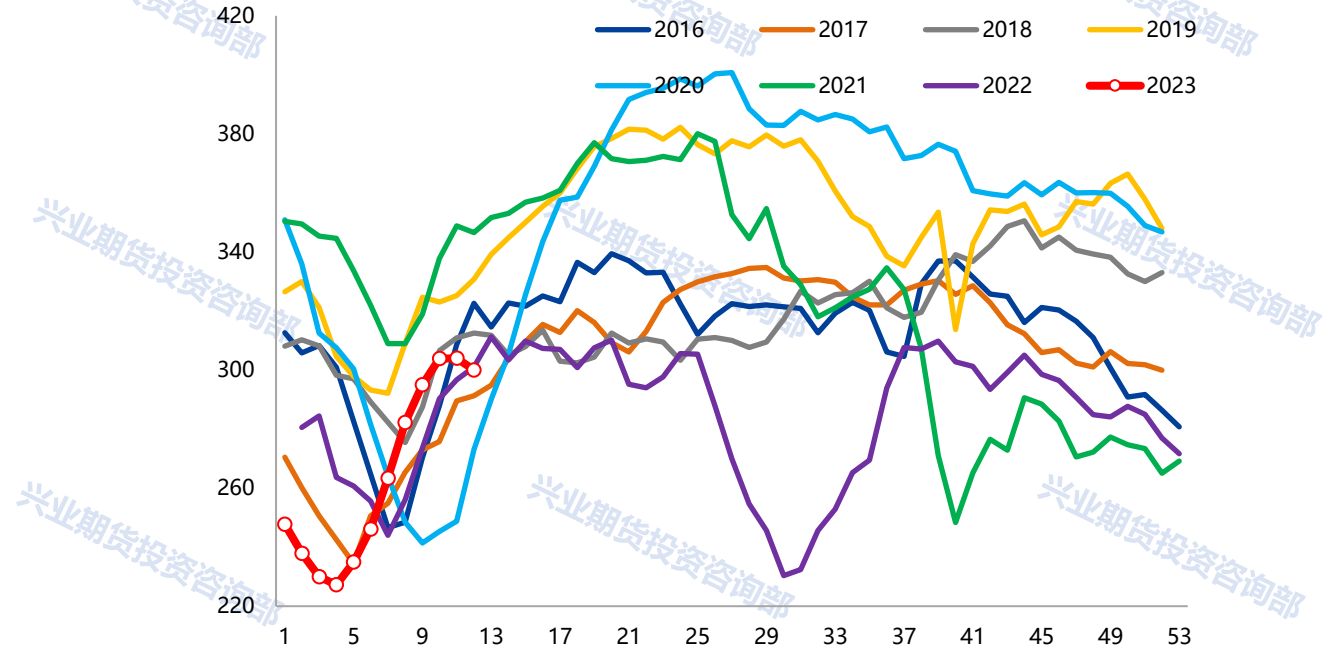
受近两周建筑钢材价格回调的影响，电炉平电生产利润再度被压缩，环比上周普降30-100，据富宝估算，截至周五仅华东（江苏和福建）电炉平电生产还有50-100上下的利润。

受利润的影响，螺纹增产速度明显放缓，周度产量环比降1.29%至300万吨，同比减少3.58%。目前看后续产量的变化将取决于下游需求、及钢厂盈利的强弱。

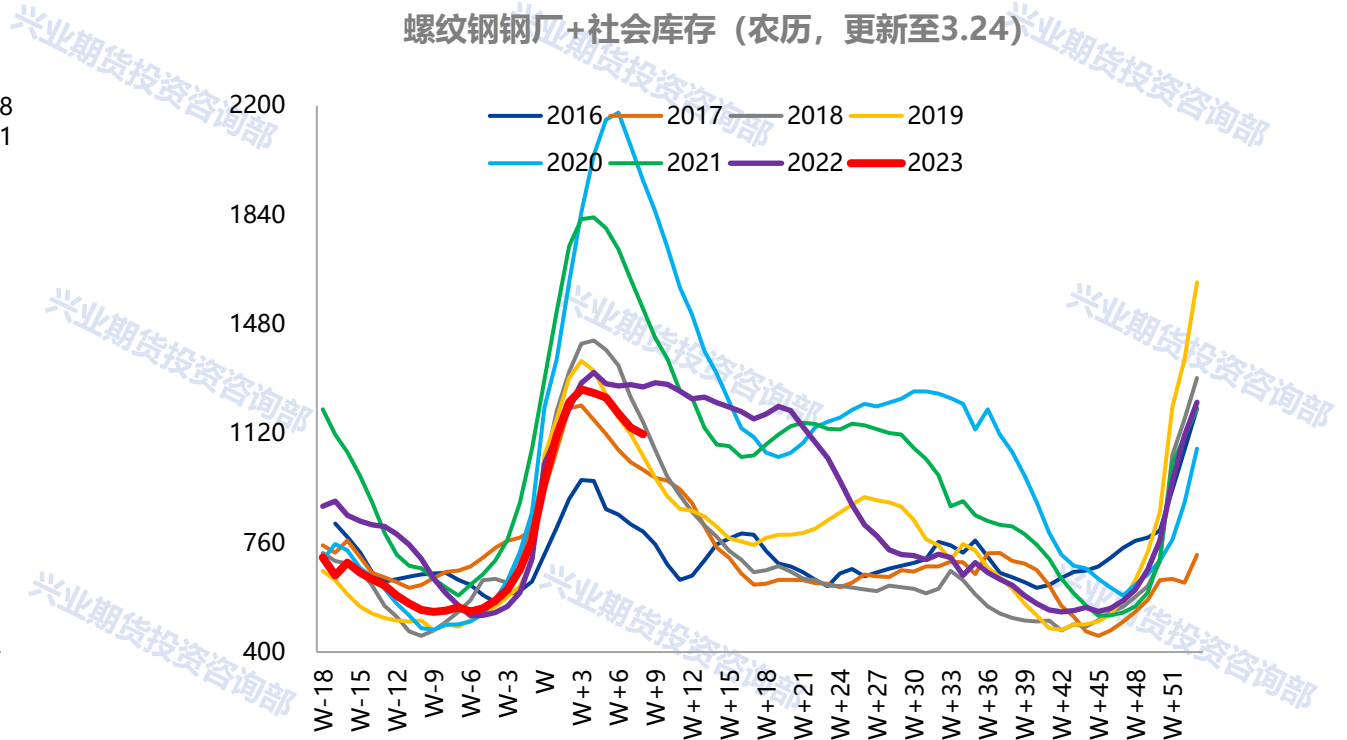
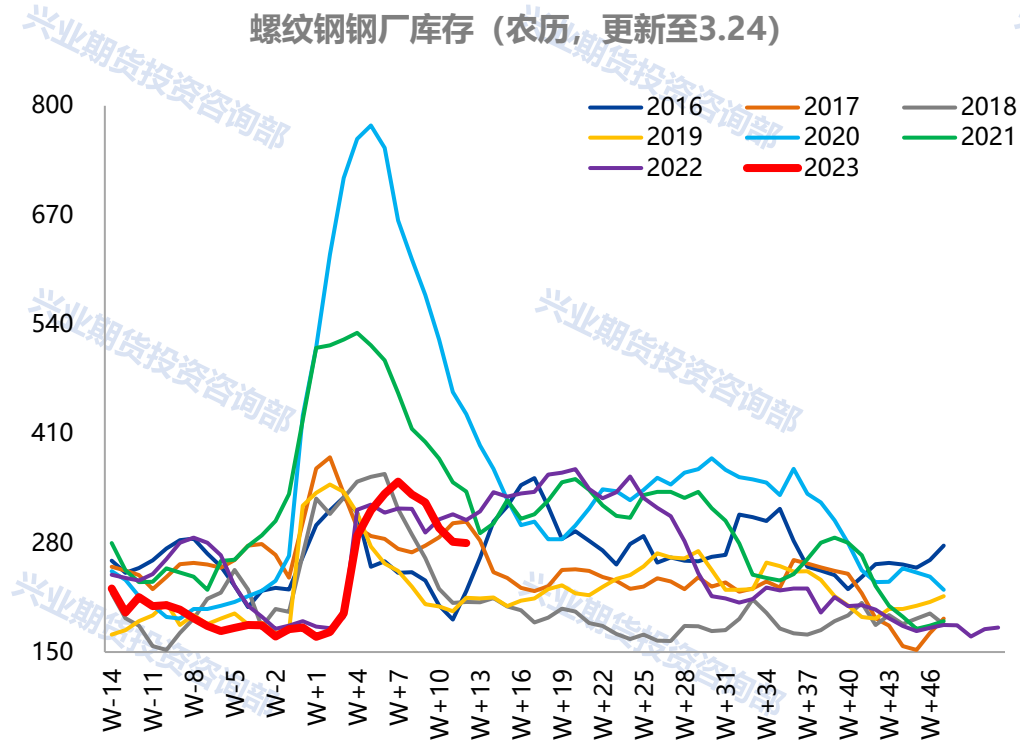
### 87家独立电弧炉企业产能利用率（更新至3.24）



### 螺纹钢周度产量快速回升（更新至3.24）



- 本周螺纹钢供需双降，螺纹钢总库存（钢厂+社会库存）降至1117.27万吨，同比降幅扩大至12.75%，连续5周下降，但降幅明显趋缓。
- 主要原因在于需求环比回落，一方面是投机需求降温，且随着螺纹价格下跌，前期期现套陆续解套；另一方面，通过观察房建项目的水泥出库量，可以发现房建需求增长放缓，再结合前期存在一定下游提前备货需求来考虑，地产用钢需求整体恢复偏慢；最后也有天气、避险情绪等因素的扰动。但本周公布的322万吨周度表需依然不及市场预期。

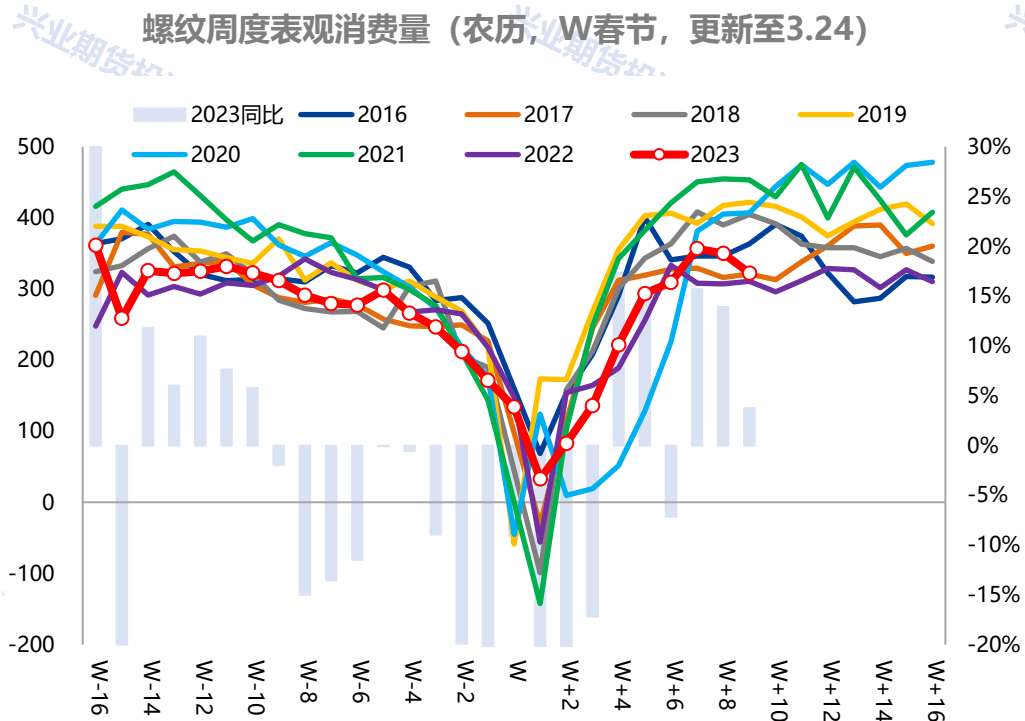




# 黑色金属品种策略（螺纹）：需求仍有回升预期，螺纹前多耐心持有

我们认为基建投资延续高增长，实物工作量加快落实，以及房地产销售的持续回暖（观察30大中城市商品房成交面积以及18个主要城市二手房成交面积可得），地产小周期迎来“销售→竣工→施工→拿地/新开工”的依次修复，4月建筑钢材消费依然值得期待。未来需求的企稳回升，可观察的指标包括：（1）投机需求，唐山钢坯库存的去化情况；（2）总需求，每日钢银公布的建筑钢材成交、钢联公布的主流贸易商建筑钢材现货成交量、以及钢材直供量之和。

策略上，前期3980建立的05合约多单仍耐心持有，如若盘面回调至4000以下，新单可适当加仓。



上半年月度表需均值的高峰基本都出现在4月

时间 表需均值	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2015-2022年 均值
1月		300	241	282	292	185	284	225	259
2月		144	160	99	126	51	35	113	103
3月	311	345	323	276	365	285	349	301	322
4月	341	360	350	399	414	443	453	315	394
5月	342	301	361	356	399	460	418	312	377
6月	314	348	324	328	372	402	366	298	351
7月	337	323	326	327	359	363	340	308	339
8月	365	316	326	326	358	374	326	299	342
9月	344	314	328	325	387	386	345	318	347
10月	351	345	314	356	355	410	303	308	348
11月	325	318	350	353	388	435	306	314	353
12月	320	270	299	333	346	377	309	274	322



# 沪铝

AL

01

加息节奏确定放缓，宏观拖累消退

02

水电短缺问题暂难缓解，供给端约束持续

03

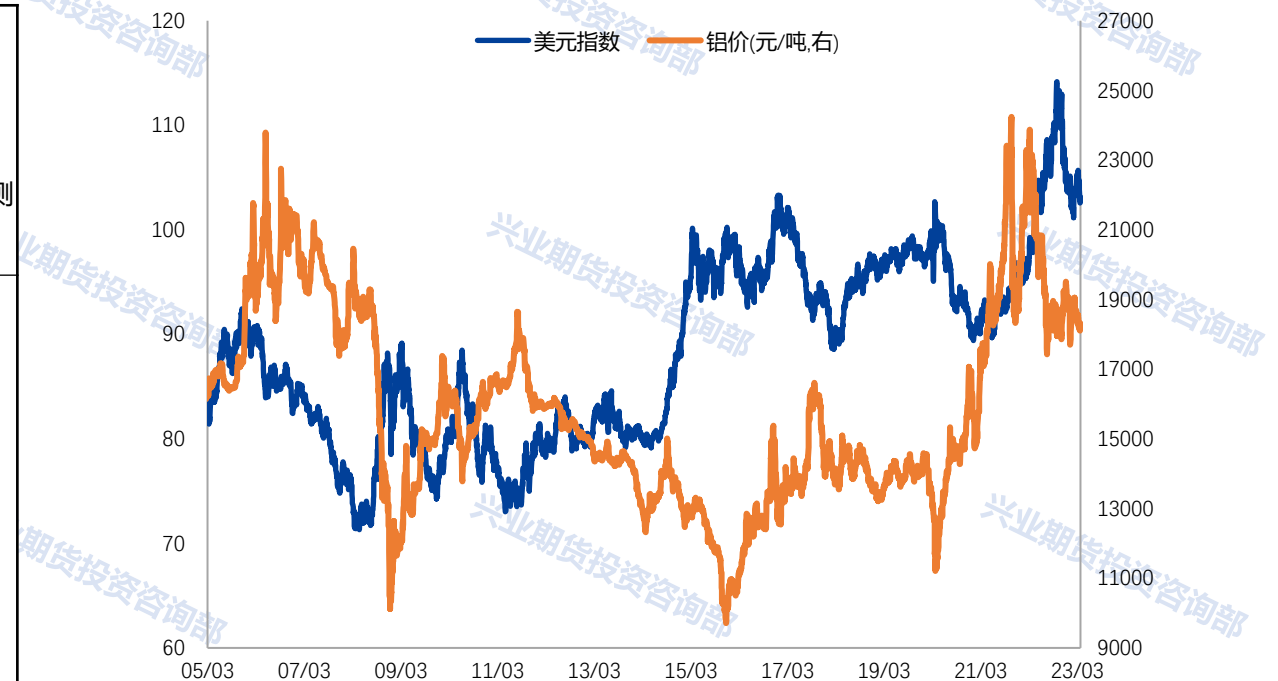
下游开工率出现修复迹象，库存接近历史同期低位

- 上周美联储如期加息25BP，根据点阵图显示来看，最多或还有1次加息，且年内暂无降息空间。但市场观点与此存在一定分歧，目前部分预期今年年终美联储就将开启降息。
- 虽然目前市场对美国宏观经济预期仍存在一定分歧，但美联储加息节奏放缓是一致性预期，且目前美元指数仍维持在100上方的较高水平，因此美元指数向下趋势不变。

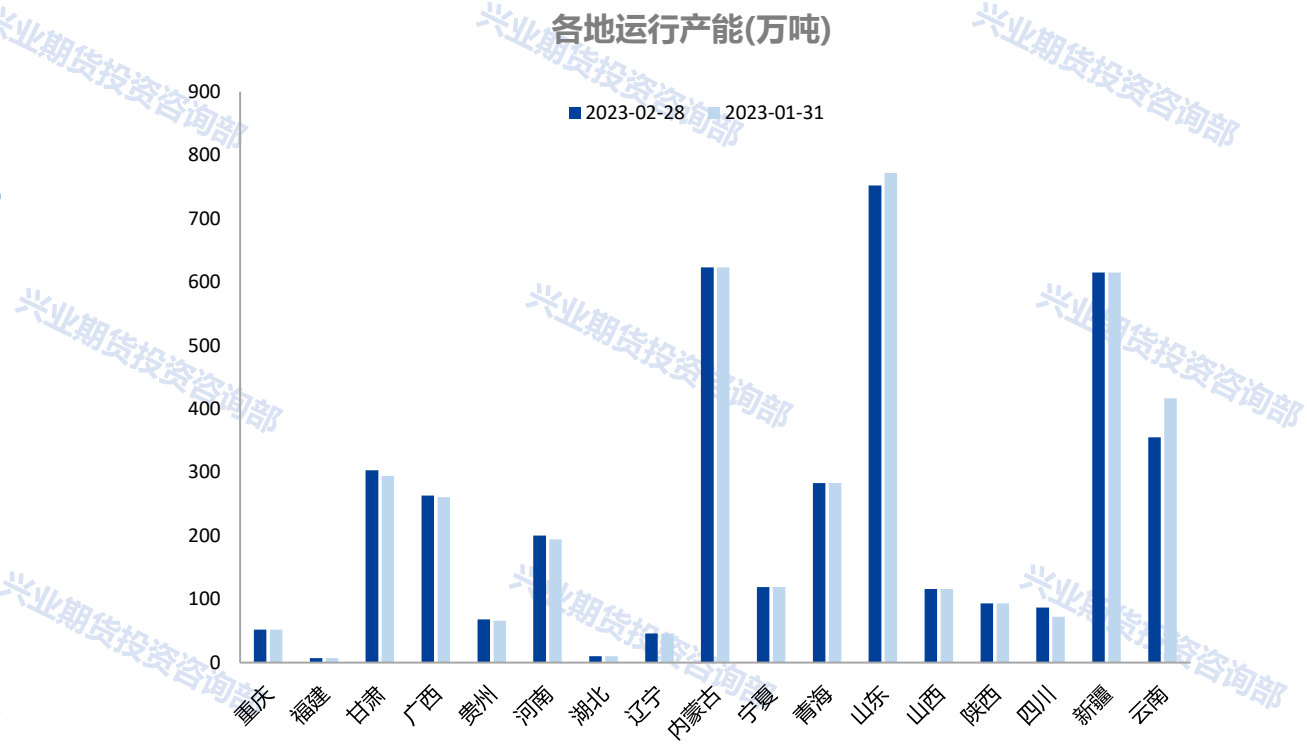
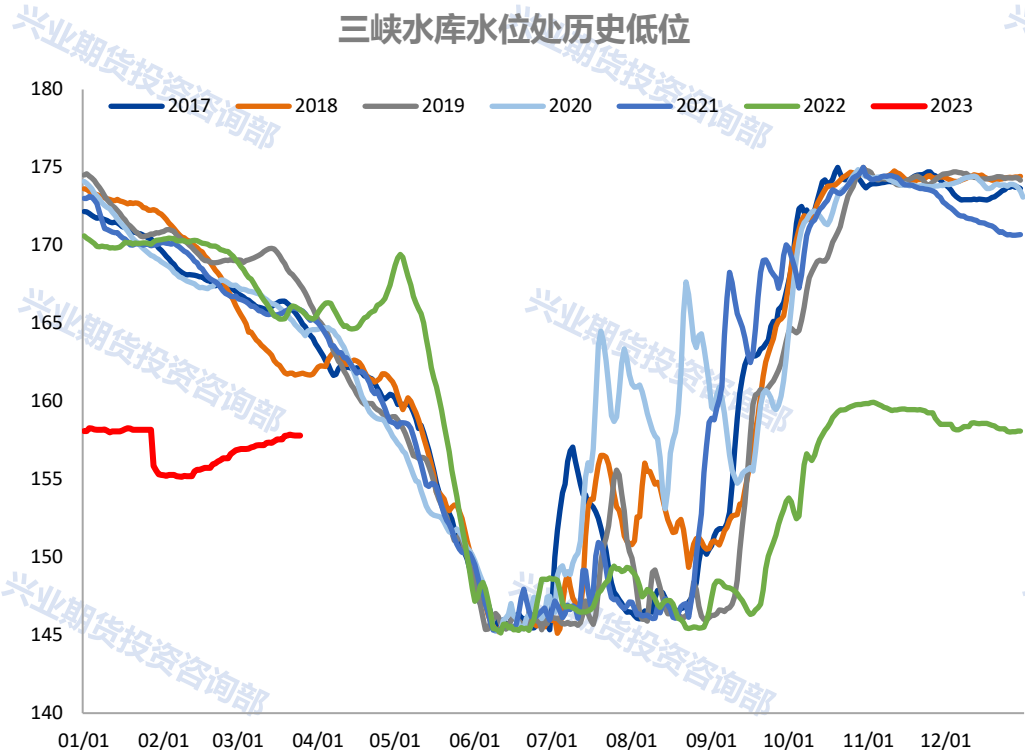
美联储对经济指标预测

宏观指标	2023		2024		2025		长期	
	Q4	12月预测	Q4	12月预测	Q4	12月预测	Q4	12月预测
实际GDP增速	0.4	0.5	1.2	1.6	1.9	1.8	1.8	1.8
失业率	4.5	4.6	4.6	4.6	4.6	4.5	4.0	4.0
PCE通胀	3.3	3.1	2.5	2.5	2.1	2.1	2.0	2.0
核心PCE	3.6	3.5	2.6	2.5	2.1	2.1		

美元指数对铝价拖累减弱



- 3月电解铝产能仍存在较多扰动，云南枯水限电减产已落实，根据市场数据预估总体减产在60-80万吨；四川、广西、贵州地区虽然处于复产节奏，但因水电限电、生产技改等因素影响，复产进度缓慢3月份全国电解铝运行产能将回落至约3960万吨左右。
- 从目前三峡水库以及云贵地区多个水库的水位情况来看，仍处于历史偏低水平，水电问题暂时难以缓解，且电解铝复产流程较长，预计二季度电解铝供给仍相对紧张。

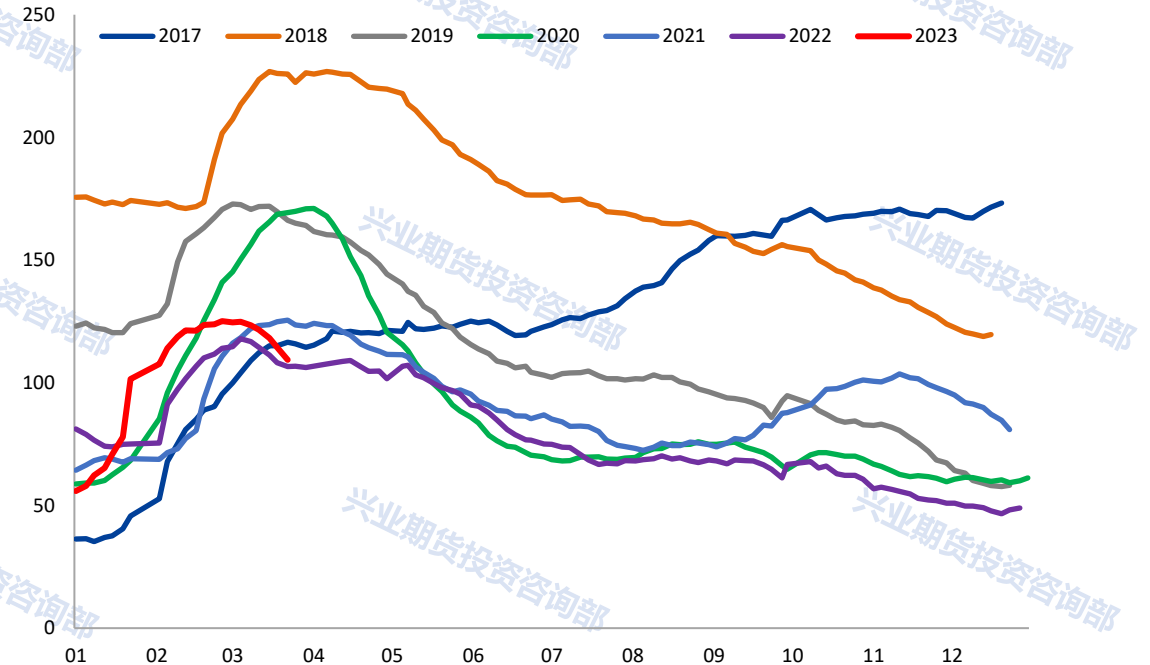


- 从下游开工情况来看，目前铝合金、铝型材和铝板带箔整体开工率均出现快速修复，随着终端消费的不断好转，预期下游开工将进一步修复。
- 库存方面，受到下游需求修复以及供给端的约束，社会库存已经进入去库阶段，且向下速度较快，目前社会库已接近历史同期最低水平。

### 下游开工率向上修复

	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
铝合金开工率(%)												
2018	60.76	50.24	62.18	63.11	63.01	57.75	56.75	54.90	56.55	53.34	54.39	52.26
2019	53.12	42.11	55.88	56.91	54.11	49.52	49.67	48.75	53.24	55.68	57.53	56.79
2020	41.33	12.00	39.80	47.02	46.83	46.59	45.82	49.81	53.88	55.20	55.08	51.94
2021	55.80	31.98	50.55	53.44	49.98	48.43	48.01	43.48	41.15	40.26	45.85	47.00
2022	47.22	39.83	43.39	35.81	38.24	38.60	37.18	29.50	44.63	41.97	42.76	52.16
2023	29.16	44.10										
铝型材开工率(%)												
2018	59.31	35.34	62.63	61.23	61.47	58.05	54.56	53.38	54.11	56.30	55.39	53.82
2019	33.32	25.07	55.02	57.35	58.16	56.37	53.67	53.14	54.77	55.75	58.41	57.33
2020	30.73	13.23	51.71	59.47	60.05	58.26	54.70	51.80	53.65	53.73	54.44	55.79
2021	50.83	38.32	50.92	57.72	57.99	52.61	52.00	51.88	51.14	53.13	54.38	53.73
2022	51.23	41.69	49.92	53.19	56.20	57.33	53.40	51.06	52.86	53.38	52.78	51.08
2023	34.63	50.67										
铝板带箔开工率(%)												
2018	65.20	47.80	63.40	67.60	65.20	63.40	58.86	61.20	63.20	65.70	70.10	72.11
2019	52.80	50.20	72.60	74.80	73.20	67.10	63.20	61.55	65.20	65.80	65.80	58.70
2020	51.43	38.07	58.30	75.60	64.99	65.20	63.05	65.26	72.76	70.43	67.83	65.62
2021	68.38	54.67	72.42	78.23	76.68	73.77	72.34	73.59	72.52	72.13	72.39	73.19
2022	72.77	71.46	72.21	71.76	73.28	68.28	67.82	65.95	70.01	67.88	64.32	62.03
2023	53.24	64.91										

### 社会库存进入去库阶段



# 棕榈油

P

01

原油价格止跌，棕榈油在油脂板块中最为抗跌

02

棕榈油供给端约束难以忽视

03

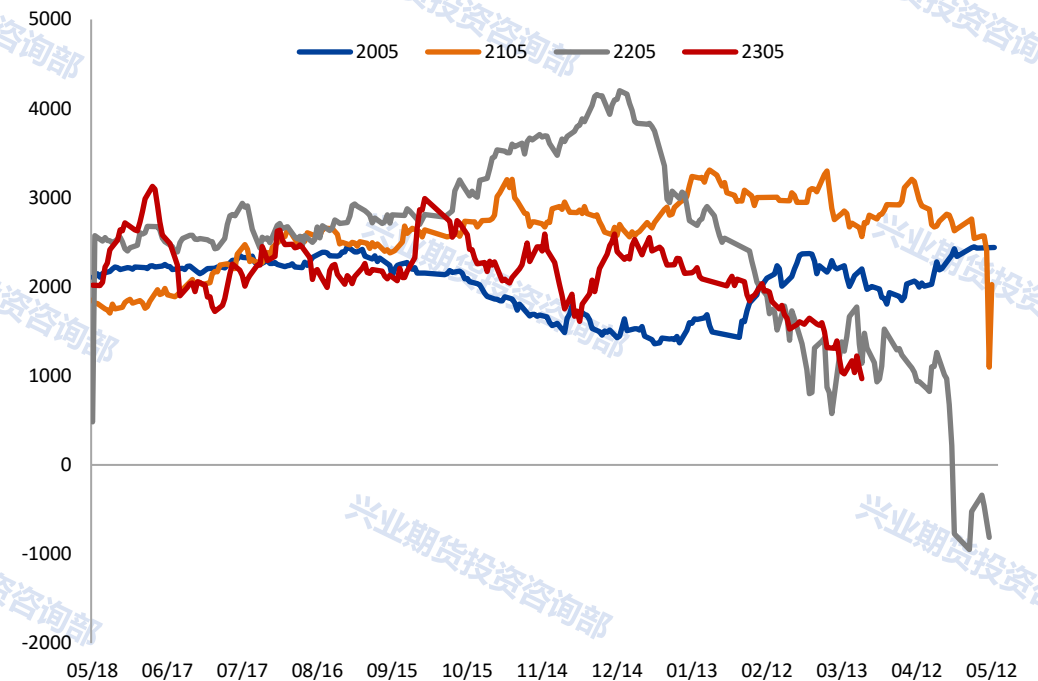
马来西亚产量与库存双降，需求端存边际改善空间

- 由于油脂可用作生物柴油，食用需求主要用于餐饮，而玉米豆粕等主要用于养殖业，餐饮相较于养殖业更容易受经济扰动，因此油脂宏观属性强于多数农产品。
- 而从油脂板块内部来看，棕榈油相较于菜油甚至豆油展现出更强的抗跌属性，虽然目前仍处于筑底过程中，但在7600附近支撑较为明确。

油脂板块与宏观相关性偏高

	原油	黄金	铜	棕榈油	豆油	玉米	豆粕
原油	1	0.049	0.771	0.904	0.934	0.778	0.82
黄金	0.049	1	0.163	0.205	0.067	0.161	0.012
铜	0.771	0.163	1	0.834	0.848	0.782	0.637
棕榈油	0.904	0.205	0.834	1	0.953	0.759	0.697
豆油	0.934	0.067	0.848	0.953	1	0.84	0.792
玉米	0.778	0.161	0.782	0.759	0.84	1	0.834
豆粕	0.82	0.012	0.637	0.697	0.792	0.834	1

马来西亚树龄老化问题更为显著



□ 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。

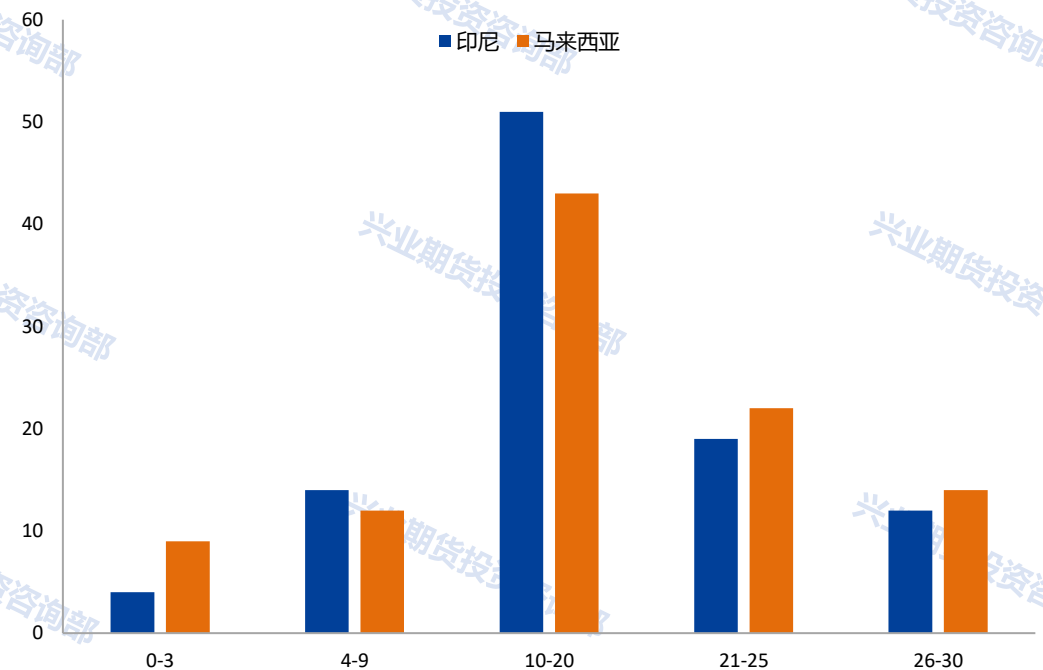
□ 此外主产国树龄老化问题正在逐步凸显，且出口占比较高的马来西亚树龄结构更老，对全球供给约束较为明显。

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	

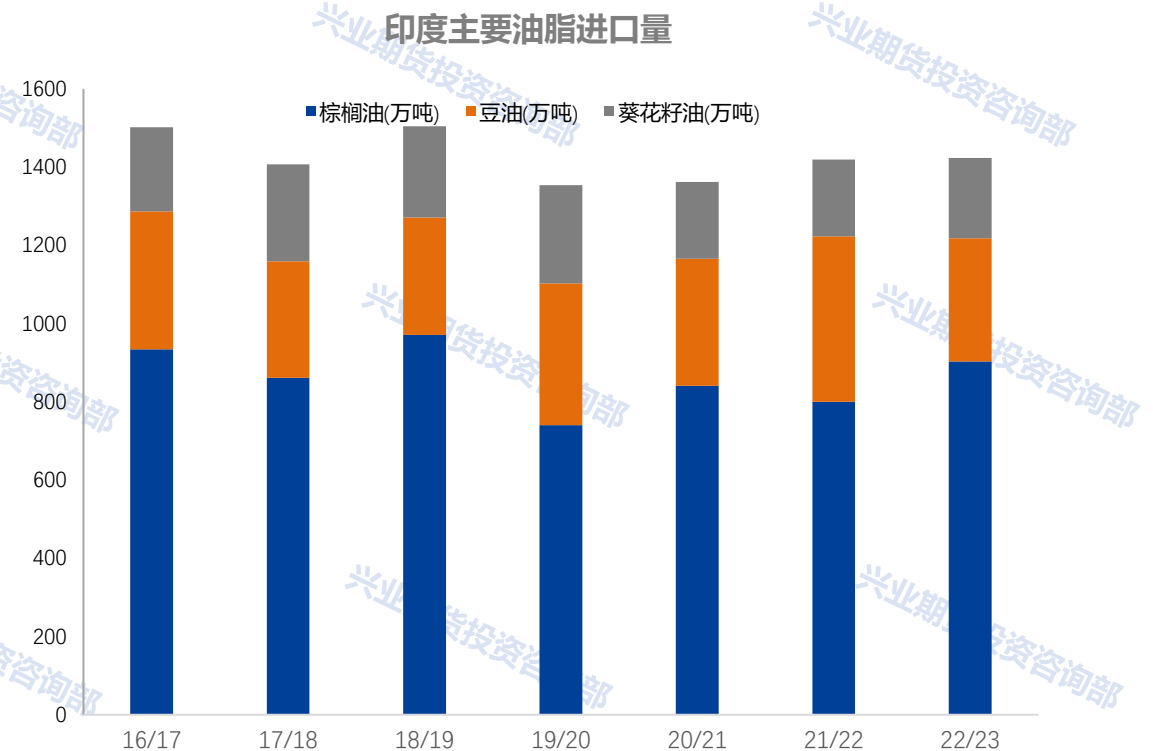
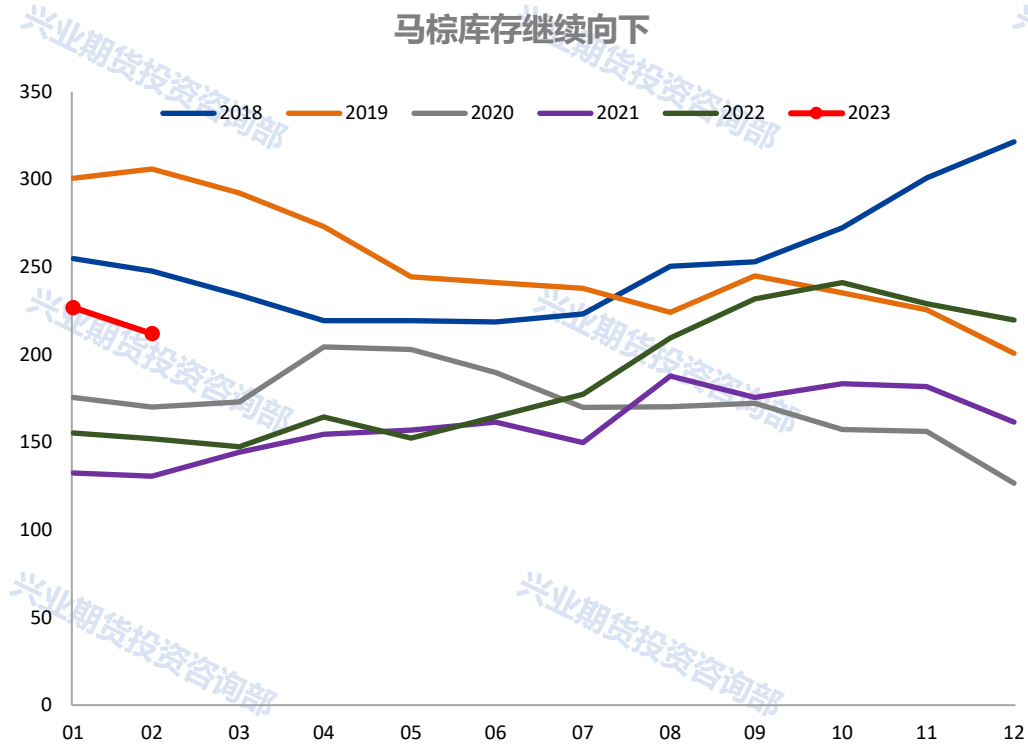
厄尔尼诺 中性 拉尼娜

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。





# 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

植棉效益减少，美国新年度植棉意向下降

03

棉纺行业PMI明显改善，纺纱利润回升需求仍有支撑

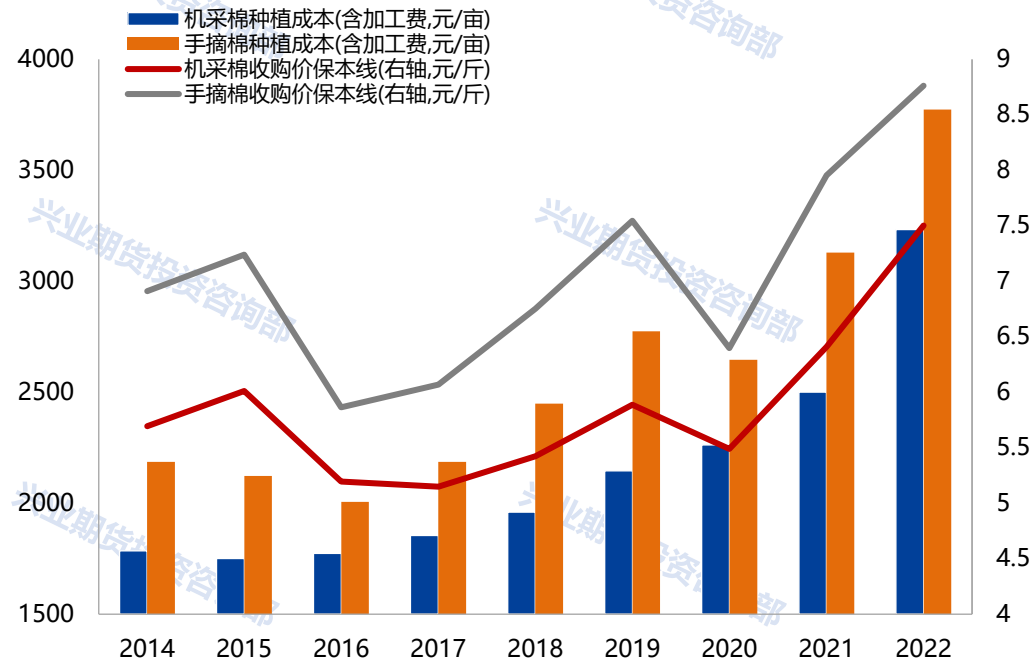
04

东南亚纺织出口同比增长，海外需求仍具韧性

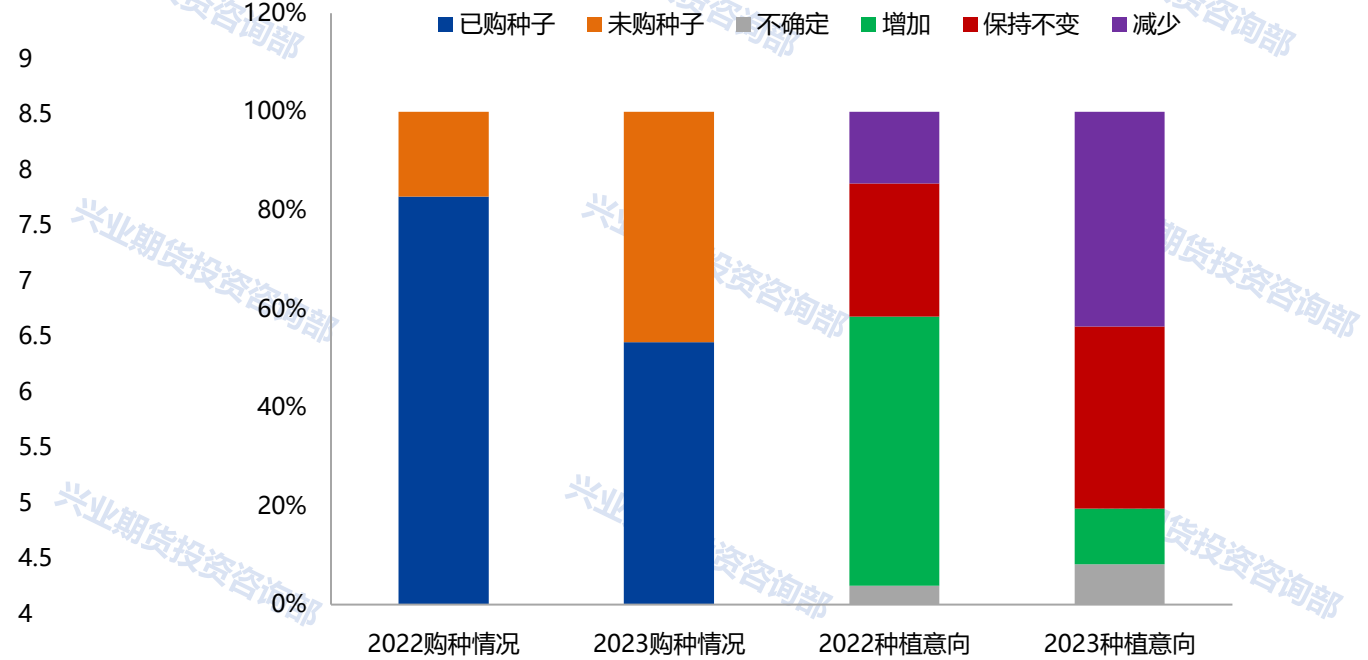
2014年以来新疆植棉总成本呈现逐年上涨趋势，2022年接近4000元/亩；因此农户植棉收购价保本线也直线上升。对于农户而言，目前的棉花补贴可能很难维持收益，投入与产出总不成正比或导致改种其他品种。

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

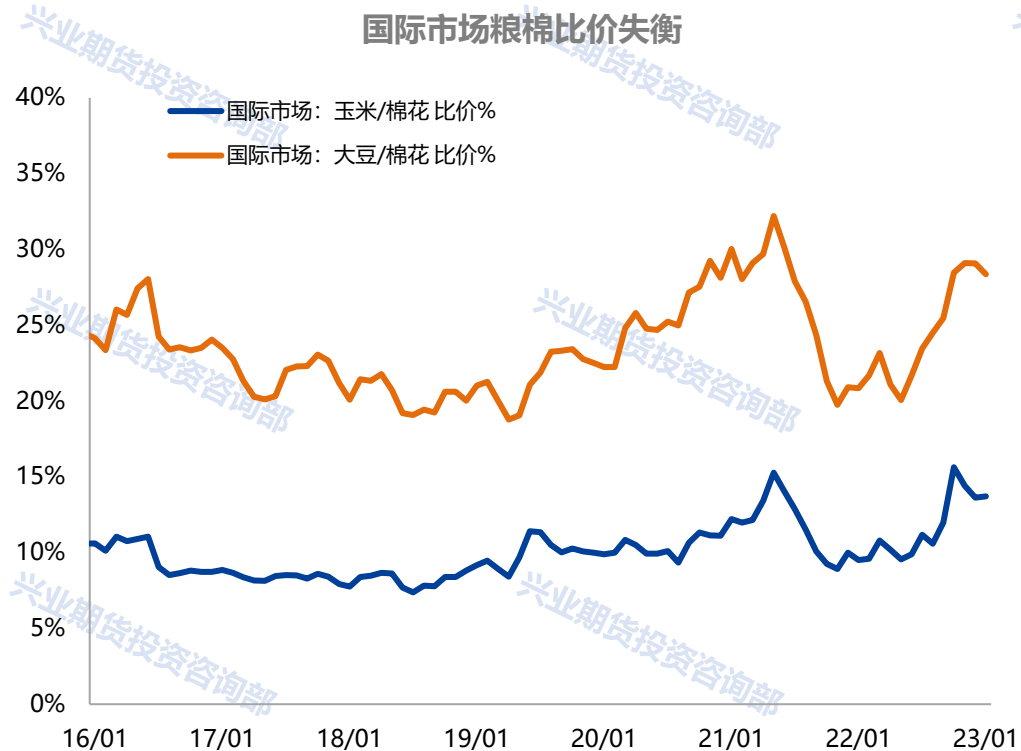


### 2022-2023同期新疆购种情况和种植意向对比



从农产品比价来看，近一年国际市场棉花、大豆和玉米价格均出现大幅上涨，但相比而言大豆和玉米价格上涨幅度更高，即目前棉花的收益远不如种植大豆和玉米，打击国际市场农户植棉意愿。

从NCC发布的2023/24年度美棉植棉意向调查结果显示，新年度全美意向植棉面积在1141.9万英亩，同比减少17%。其中陆地棉意向种植面积1123.5万英亩，同比减少17.3%，预计新年度美国棉花产量缩减。

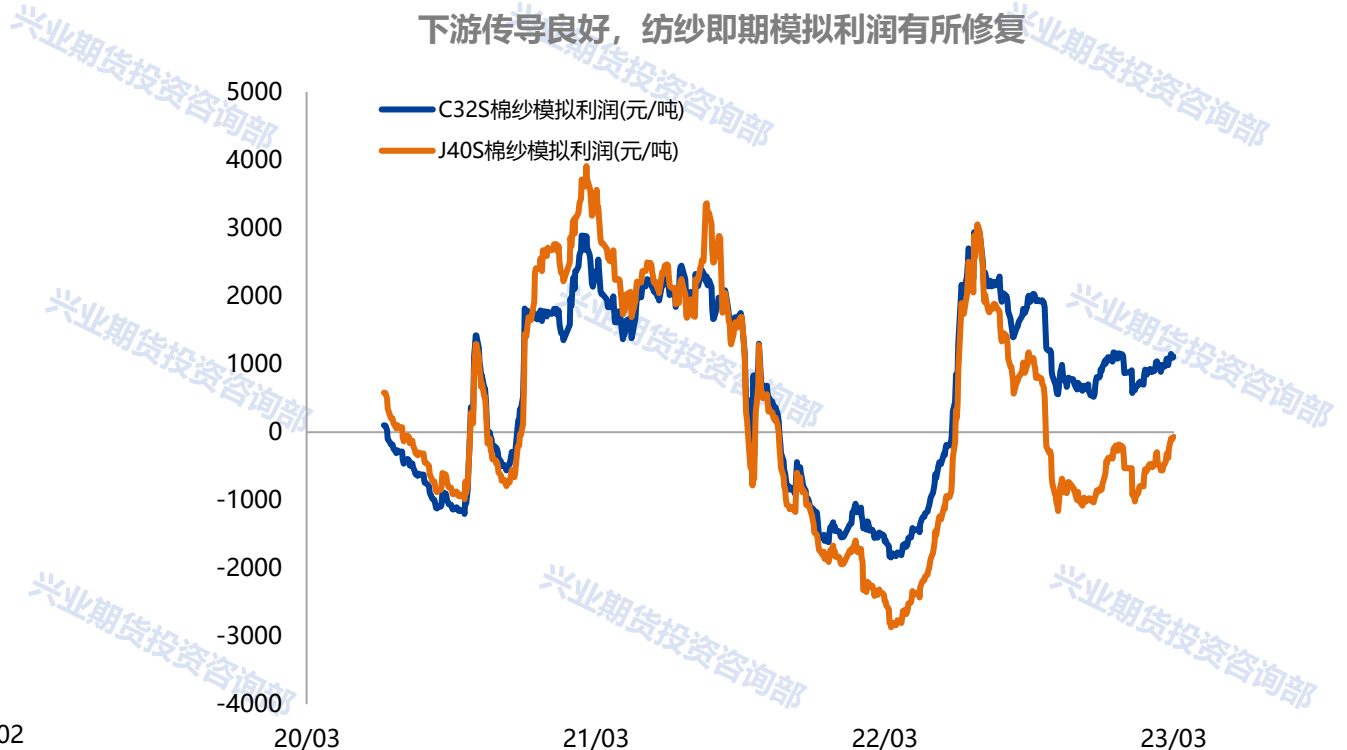
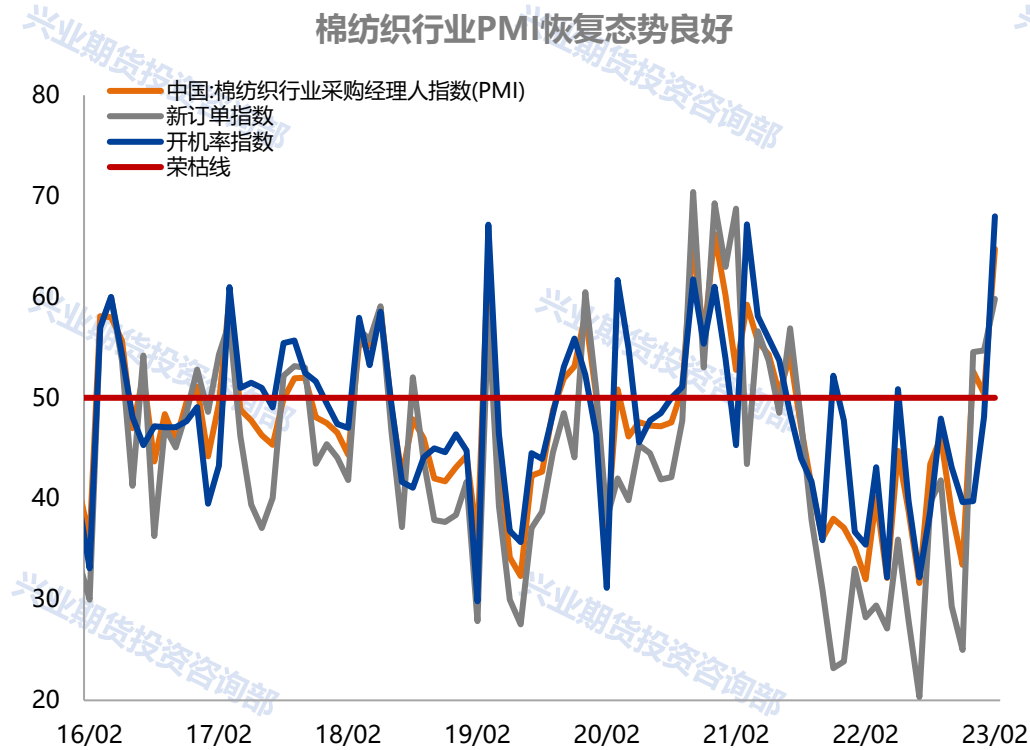


### NCC调查显示美国新年度植棉意向下降明显

棉区	2022/23年度	2023/24年度意向	同比
<b>东南棉区</b>	<b>1616</b>	<b>1463</b>	<b>-9.47%</b>
阿拉巴马	264	230	-12.88%
佛罗里达	64	46	-28.13%
乔治亚	783	774	-1.15%
北卡	285	214	-24.91%
南卡	164	151	-7.93%
维吉尼亚	55	47	-14.55%
<b>中南棉区</b>	<b>1250</b>	<b>1048</b>	<b>-16.16%</b>
阿肯色	388	320	-17.53%
路易斯安那	118	95	-19.49%
密西西比	322	227	-29.50%
密苏里	219	217	-0.91%
田纳西	203	189	-6.90%
<b>西南棉区</b>	<b>5272</b>	<b>4239</b>	<b>-19.59%</b>
堪萨斯	100	102	2.00%
俄克拉荷马	407	383	-5.90%
德克萨斯	4765	3754	-21.22%
<b>西部棉区</b>	<b>105</b>	<b>70</b>	<b>-33.33%</b>
亚利桑那	53	47	-11.32%
加利福尼亚	12	7	-41.67%
新墨西哥	39	15	-61.54%
<b>合计</b>	<b>8243</b>	<b>6820</b>	<b>-17.26%</b>

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。

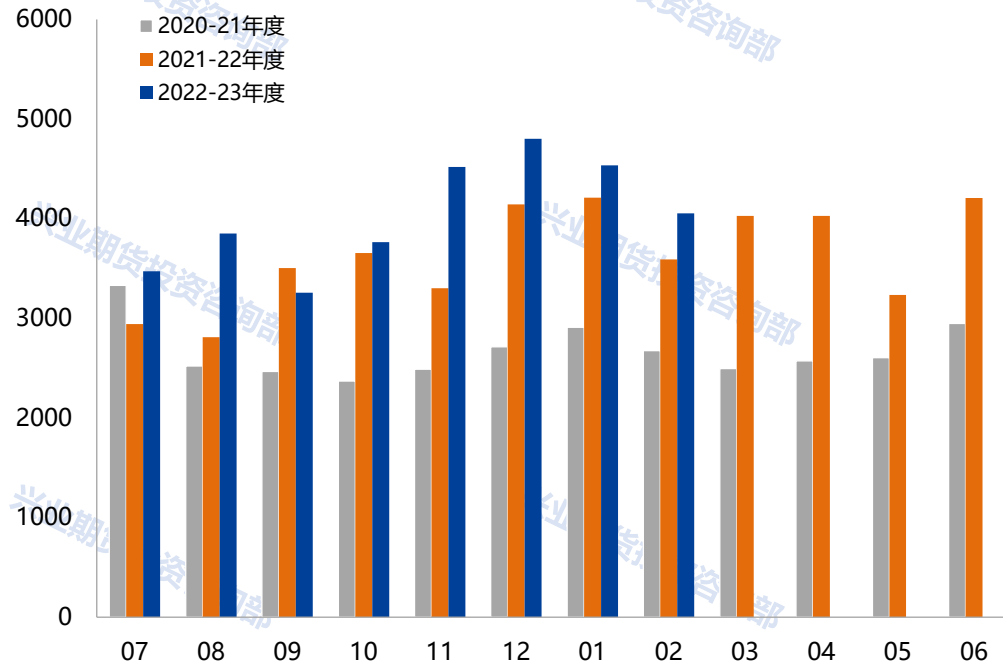
目前下游现状运行良好，良性传导。纱厂订单可以维持到4月上旬，成品库存属于低位水平，即期模拟利润有所回升，国内需求相对仍有支撑。



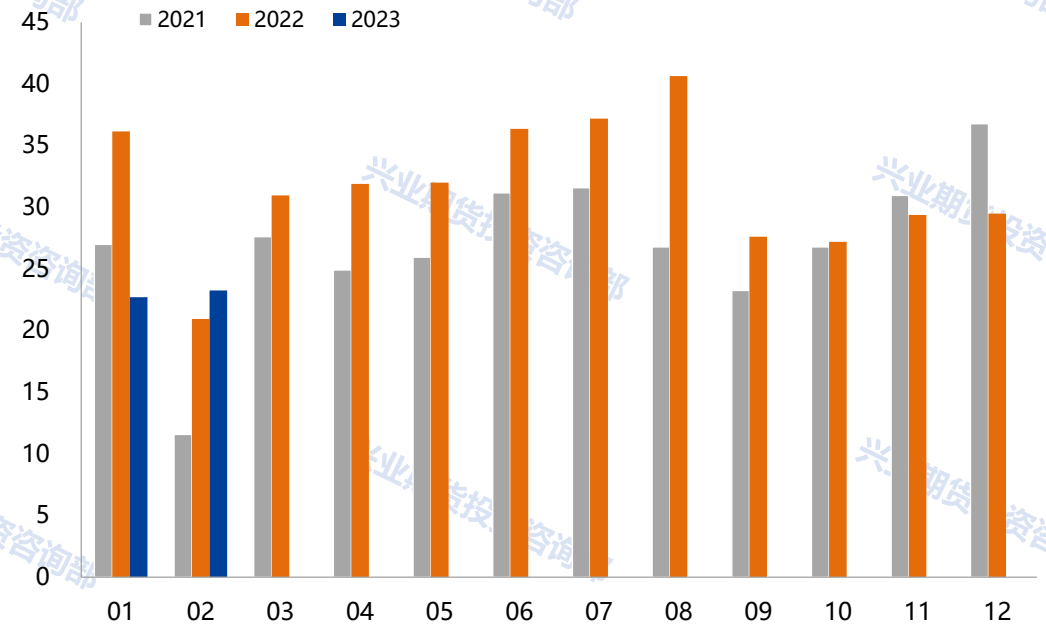
最新统计数据显示孟加拉2月服装出口额为39.44亿美元，同比增长12.31%；越南纺织服装出口额达22.94亿美元，同比增长11.48%。各主要经济体的需求端正在逐步恢复，东南亚国家的纺服及纱线的进出口流动性增强，海外需求仍具韧性。

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](http://www.cifutures.com.cn)

Add: 11th Floor Eastern Airlines Building, No.796 Zhongshan East Road, Ningbo,  
315040, China

Tel: 400-888-5515 Fax:021-80220211/0574-87717386