



官方微信



官方APP

2023年4月第1周核心策略推荐:

国内复苏信号未有弱化、且情绪显著回暖，继续持有风险资产多头

上海 2023.4.2

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) 3月制造业PMI指数回落, 再度印证经济温和复苏局面; (2) 建筑及服务业延续高景气, 经济复苏结构性分化; (3) 1-2月工业企业利润增速低于预期, 经济复苏与补库周期尚未共振; (4) 经济温和复苏且结构分化, 服务业强于建筑业强于制造业。

□ **国外经济:** (1) 美国银行间流动性危机暂未进一步恶化, 但也未得到解决; (2) 欧洲银行系统相对稳健, 但风险也依然存在。

□ 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): 从宏观数据来看, 经济向好趋势无法动摇, 债市收益率向下空间有限。但在经济复苏过程中, 流动性环境或仍维持较友好状态, 在税缴压力消退后, 资金面或维持中性偏宽松, 对短端的利多更为直接。目前跨品种价差策略仍维持在均值水平附近, 仍有向上空间。

(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延续下降, 同时4月检修装置增多, 产量预期下降4%, 供应存在利好因素。二季度需求大概率平稳增长, 虽无亮点但也不会产生利空作用。供应过剩矛盾趋于缓和, 建议V2305前多持有。

(4) 沪胶 (买入RU2305, 单边, 持有): 重卡产销受益于国内经济复苏筑底回升, 轮胎开工意愿相对乐观, 而气候问题对橡胶生产的影响权重加深, 供减需增预期增强天胶价格上行驱动。

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RB2310, 单边, 移仓): 4月螺纹供需双增, 去库压力增加, 远月预期好于近月, 建议螺纹前多移仓10合约。
- (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, 持有): 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, 建议前多耐心持有。
- (8) 沪铝 (买入AL2305, 单边, 持有): 宏观对有色金属拖累基本消退, 而供给方面, 水电短缺问题持续, 西南地区复产节奏较为缓慢, 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, 库存近期持续下降, 沪铝多头性价比较优。
- (9) 棕榈油 (买入P2305, 单边, 持有): 棕榈油受宏观面影响较大, 原油上周出现反弹, 对棕榈油价格形成支撑。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, 棉花前多持有。

宏观

MACRO

01

国内：经济温和复苏且结构分化

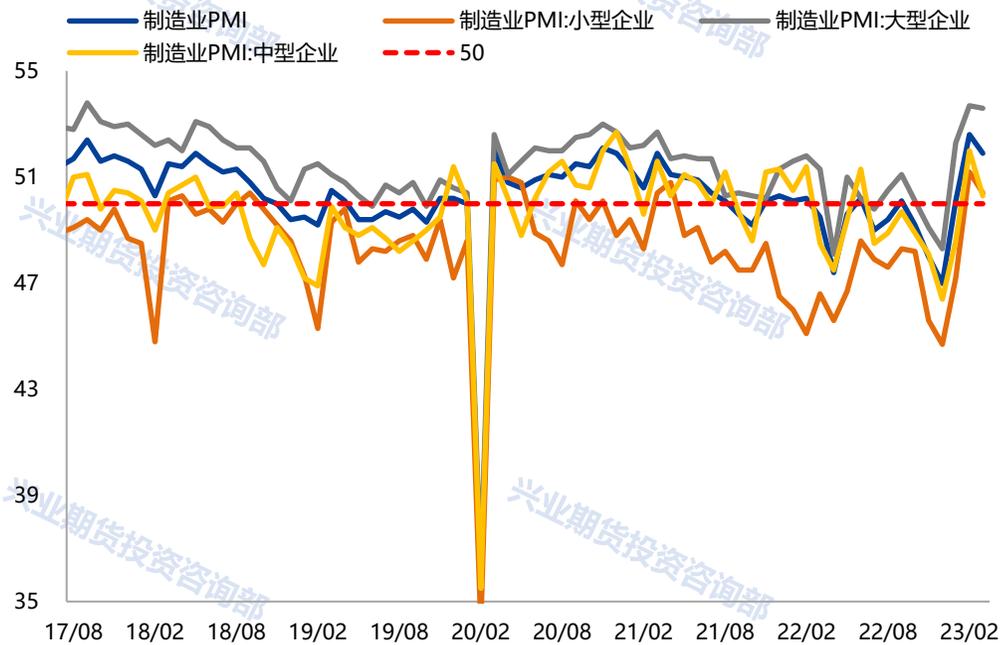
02

国外：欧美银行系统危机尚未解除

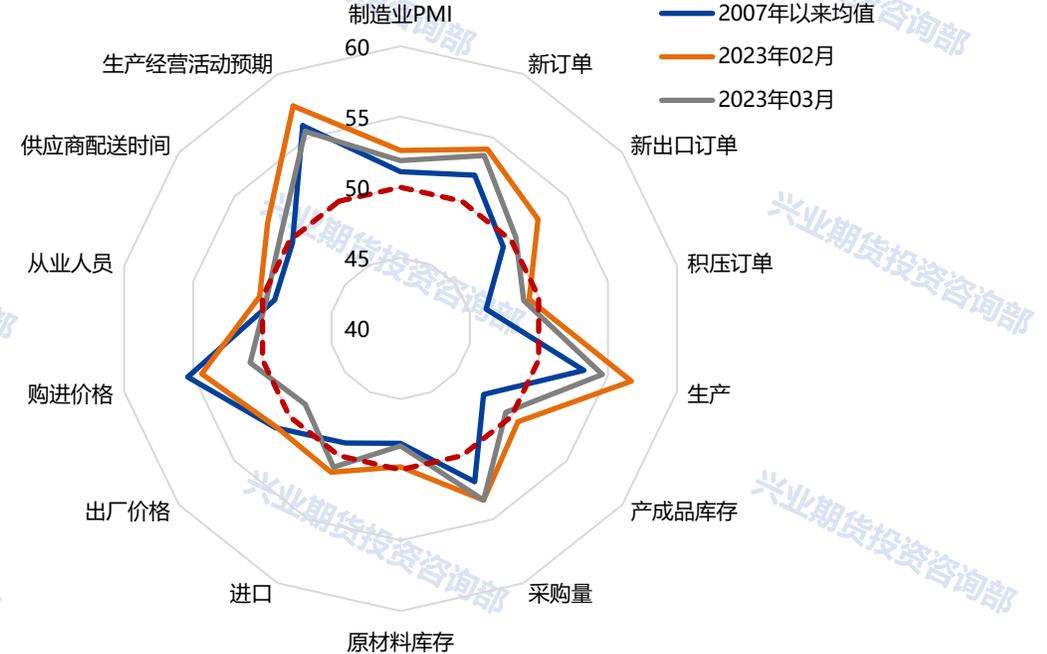
□ 2023年3月，中国制造业PMI指数录得51.9，前值52.6。

□ 需求增长并未加速：新订单指数录得53.6，前值54.1；积压订单指数录得48.9，前值49.3；新出口订单指数录得50.4，前值52.4。2月偏快的生产和库存也出现调整：生产指数录得54.6，前值56.7；产成品库存指数录得49.5，重回50以下，前值50.6；原材料库存指数录得48.3，前值49.8。从上述核心指标看，经济仍处于复苏阶段，但需求增速放缓，在现有需求预期下市场也无意推高库存，经济复苏暂难与补库周期发生共振，复苏强度偏弱。大型企业景气度维持高位，中小企业景气度却环比回落，这与就业关联度更高，后续如何改善这些企业的经营状况可能也是经济复苏的关键问题。

3月制造业PMI指数环比回落0.7个百分点至51.9

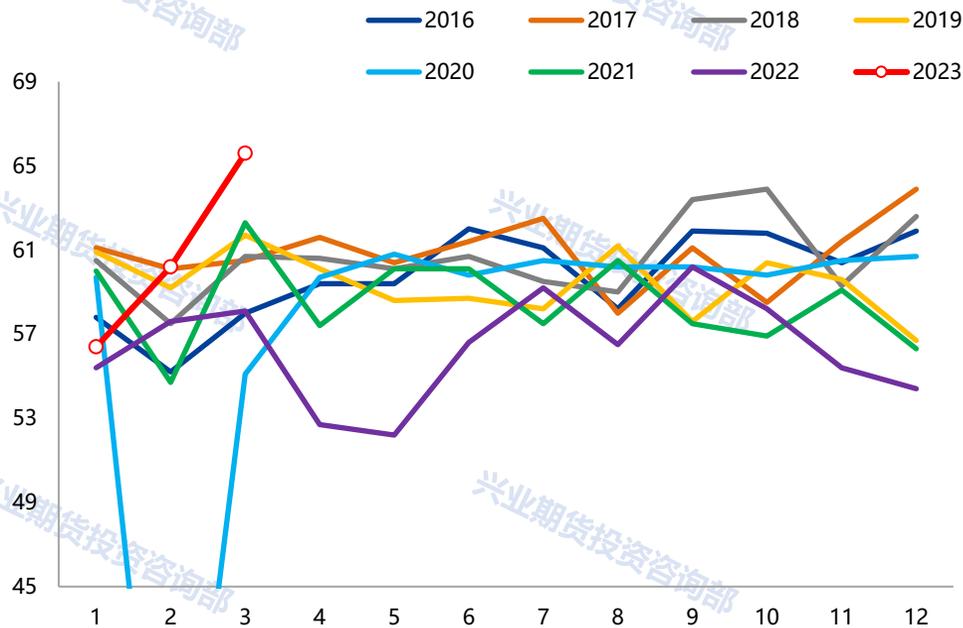


需求增长放缓，生产库存回落

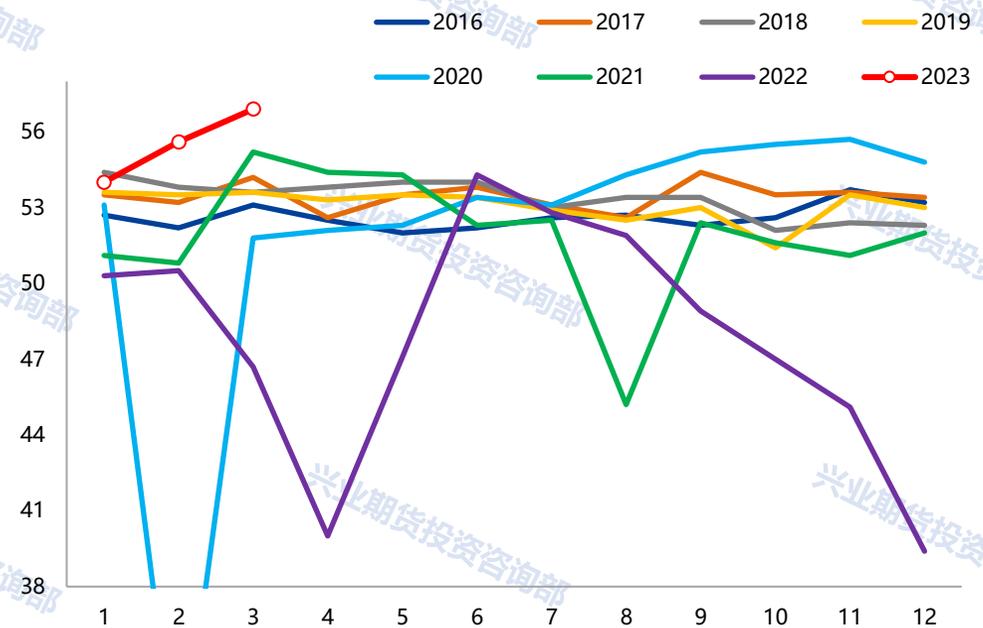


2023年3月，中国建筑业PMI指数环比大增5.4个百分点至65.6，前值60.2；服务业PMI指数环比增1.3个百分点至56.9，景气扩张的持续性好于制造业。随着气候转暖各地工程施工进度加快推进，建筑业生产活动扩张加快，但建筑业新订单指数、销售价格指数、投入品价格数据和从业人员指数分别降11.9、2.7、0.9和7.3个百分点。服务业PMI也继续走高，其中服务业新订单指数环比增3.8个百分点至58.5，商旅活动恢复强劲。从PMI指数反映的情况来看，经济复苏依然呈现弱复苏的特征，且复苏持续性，服务业 > 建筑业 > 制造业。

3月建筑业PMI指数环比大增5.4个百分点至65.6



3月服务业PMI指数环比增加1.3个百分点至56.9

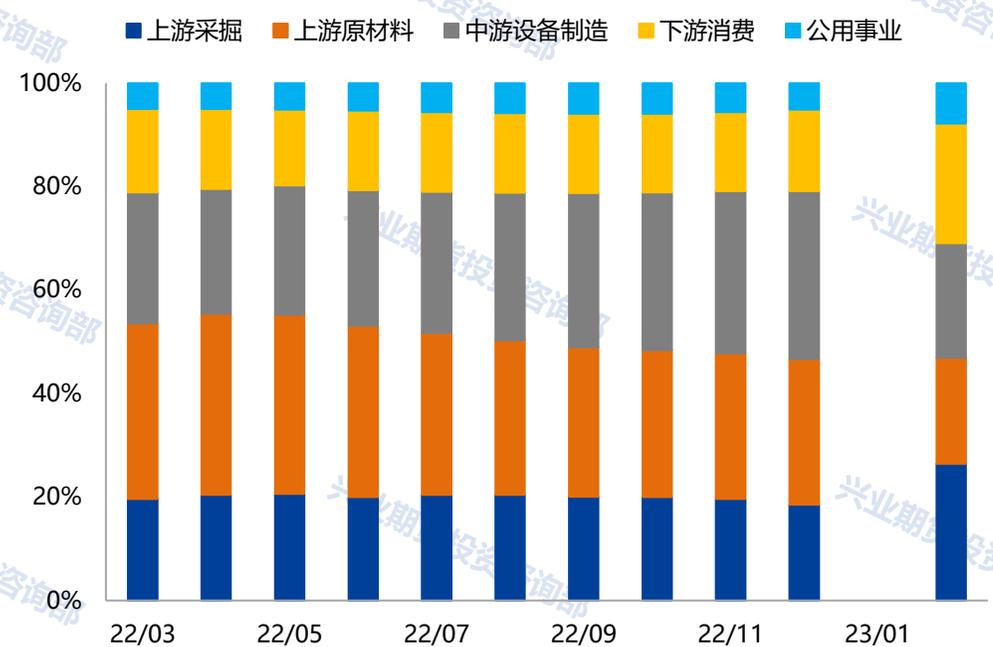


2023年1-2月，国内规模以上工业企业利润同比降22.9%，远低于市场预期，也显示需求强度的不足，与同期PMI指数有一定分化。我们认为PMI指数刻画的是经济复苏的广度，工业企业利润指数接近企业业绩，且更多刻画的是制造业企业，这也进一步巩固了“经济复苏偏弱，且结构分化，复苏持续性服务业>建筑业>制造业”的认识。从利润结构上看，受春节假期影响，上游采掘业和下游消费行业利润占比大幅提高，中游制造业利润占比回落，从库存端看，2023年上半年国内仍将延续去库，下半年或将开启一轮弱补库周期。展望后续，经济进入弱复苏周期，盈利底部可能已确认，后续将迎来修复，但修复空间可能较为有限，下半年或好于上半年。

3月产工业企业成品库存增速回升，利润总额增速回落



3月份，上游及下游利润扩张，中游利润承压



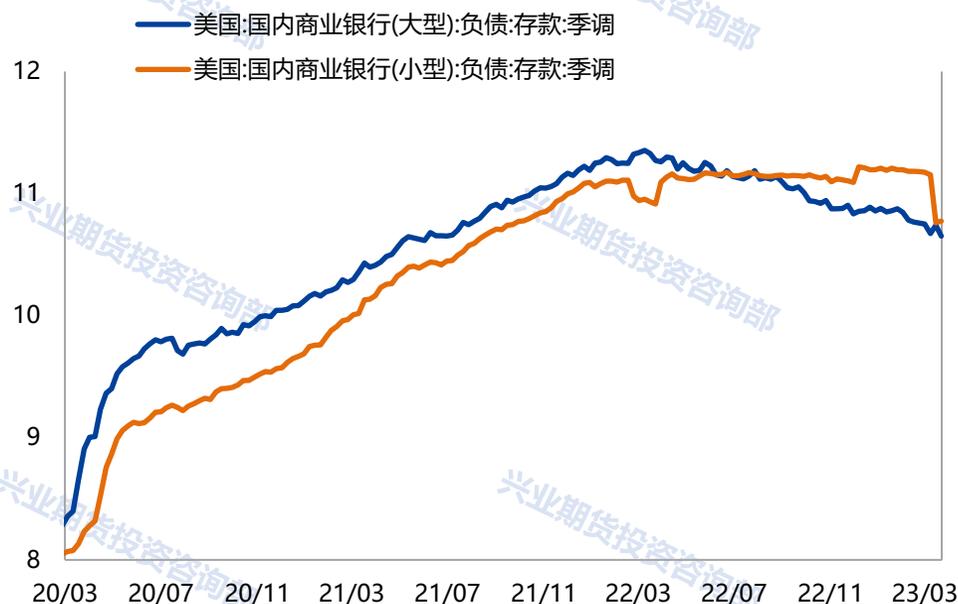
国内经济：经济温和复苏且结构分化，服务业强于建筑业强于制造业

经济环节	高频指标		来源	频率		单位	最新值	周度周环比	周度月环比	更新至	近7期变化		
物流	货运	整车物流指数		G7	周度日均	日	96.01	-1.6%	-6.5%	2023-04-01			
		全国高速公路日通行量:货车		交通部	周度之和	日	万辆	5,228	-0.2%	9.9%	2023-03-17		
	客运	百城拥堵		高德交通大数据平台	周度日均	日		1.48	-2.0%	-8.9%	2023-04-01		
		7个主要城市地铁客运		Ifind	周度日均	日	万人	700	0.0%	-2.0%	2023-03-31		
需求	服务消费	电影票房		Ifind	周度之和	周	万元	63,866	56.1%	54.9%	2023-03-26		
		观影人次		Ifind	周度之和	周	万人	1,739	73.6%	71.2%	2023-03-26		
		国内航班执飞			周度日均	日	架次	12,135	3.9%	3.3%	2023-04-01		
		国际航班执飞			周度日均	日	架次	527	48.4%	96.3%	2023-04-01		
	商品消费	耐用消费品	销量:乘用车:厂家批发		乘联会	周度日均	周	万辆	5.71	35.9%	-39.4%	2023-03-26	
			销量:乘用车:厂家零售		乘联会	周度日均	周	万辆	4.59	12.6%	-34.9%	2023-03-26	
		房地产	30大中城市商品房销售面积		wind	周度日均	日	万m²	65	19.3%	20.9%	2023-03-31	
			18个主要城市二手房销售		wind	周度日均	日	万m²	42	-1.1%	1788.8%	2023-03-30	
	百城土地成交建筑规划面积			当周值	周	万m²	2,355	-2.5%	-13.3%	2023-03-26			
	出口	港口完成货物吞吐量		交通部	周度日均	日	万吨	3,370	0.8%	5.1%	2023-03-17		
港口完成集装箱吞吐量		交通部	周度日均	日	万TEU	74.11	-0.2%	5.6%	2023-03-17				
中国出口集装箱综合运价指数		CCFI	当周值	周	/	958	-1.9%	-11.1%	2023-03-31				
供给	工业生产	高炉产能利用率		钢联	当周值	周	%	90.56	1.3%	3.6%	2023-03-31		
		六大发电集团煤炭日耗		Ifind	周度日均	日	万吨	77	-0.2%	-6.0%	2023-03-31		
	建筑	基建	水泥直供量		钢联	当周值	周	万吨	185	1.1%	83.2%	2023-03-31	
			重交沥青开工率		钢联	当周值	周	%	37.20	2.6%	7.2%	2023-03-31	
		房建	玻璃出库量		隆众	当周值	周	万吨	103	5.3%	39.3%	2023-03-31	
			水泥出库量		钢联	当周值	周	万吨	563	-3.7%	83.2%	2023-03-31	
			混凝土发运量		钢联	周度日均	日	万m³	232	-2.4%	131.3%	2023-03-31	
			螺纹钢周度表观消费量		钢联	当周值	周	万吨	333	3.3%	13.5%	2023-03-31	
			主流贸易商建筑钢材成交量		钢联	周度日均	日	万吨	18	14.9%	6.7%	2023-03-31	
	制造业	汽车	全钢胎开工率		Ifind	当周值	周	%	65	-3.2%	-3.5%	2023-03-31	
			半钢胎开工率		Ifind	当周值	周	%	73	-0.2%	-0.6%	2023-03-31	
		服装	涤纶长丝开工率		Ifind	当周值	周	%	87	0.2%	8.0%	2023-03-31	
			PTA开工率		Ifind	当周值	周	%	72	0.9%	6.6%	2023-03-31	
			江浙织机开工率		Ifind	当周值	周	%	62	-1.3%	8.6%	2023-03-30	
热卷周度表观消费量		钢联	当周值	周	万吨	322	3.1%	2.1%	2023-03-31				
中厚板周度表观消费量		钢联	当周值	周	万吨	152	-0.8%	1.9%	2023-03-31				

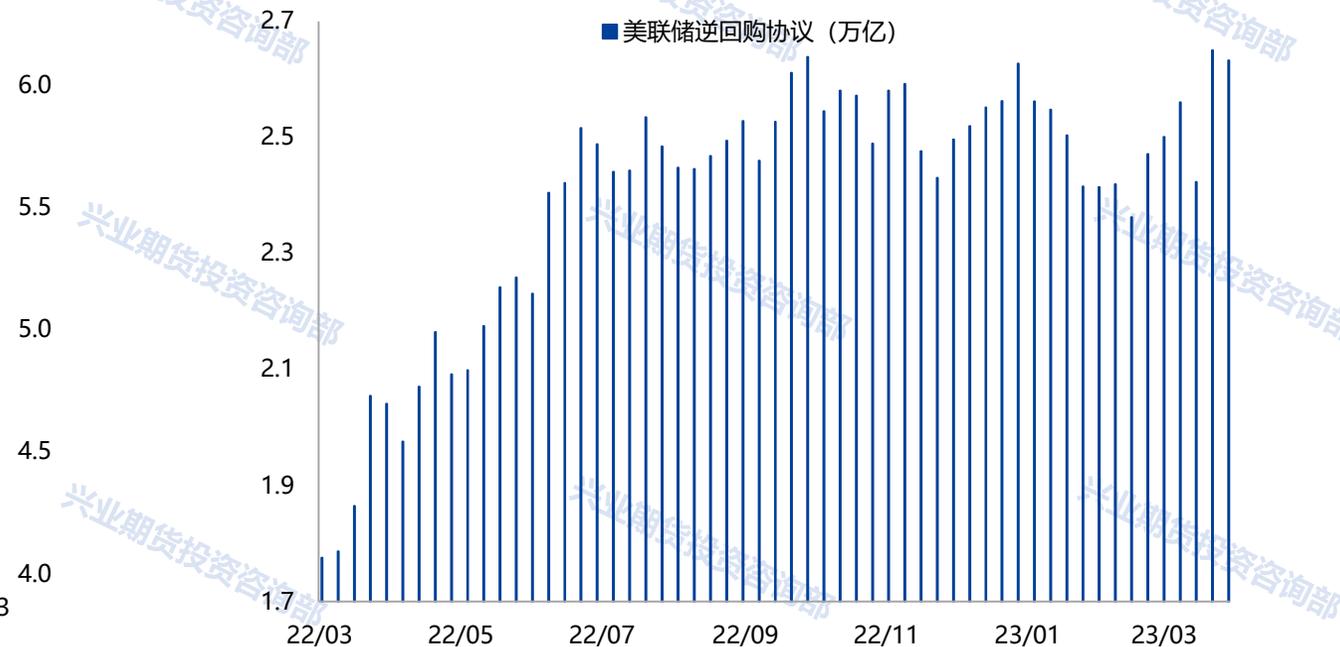


□ 本轮美国银行业风险主要表现为存款挤兑导致的流动性风险，及该风险在银行体系中发生结构性扩散，即中小银行存款向大型银行转移的“存款搬家”，同时非银体系也开始争夺银行体系流动性，吸引银行流动性外流的情况。我们通过梳理美国银行体系可获得的主要流动性纾困通道及现状，分析可得，美国银行系统流动性的转移还未结束，结构性承压会可能将继续存在，后续也可以通过追踪上述纾困通道表现来判断美国银行业面临的流动性风险大小。我们认为美国银行业流动性风险也将成为影响美联储未来货币政策选择的关键之一。

美国商业银行存款规模变动：大型银行VS小型银行



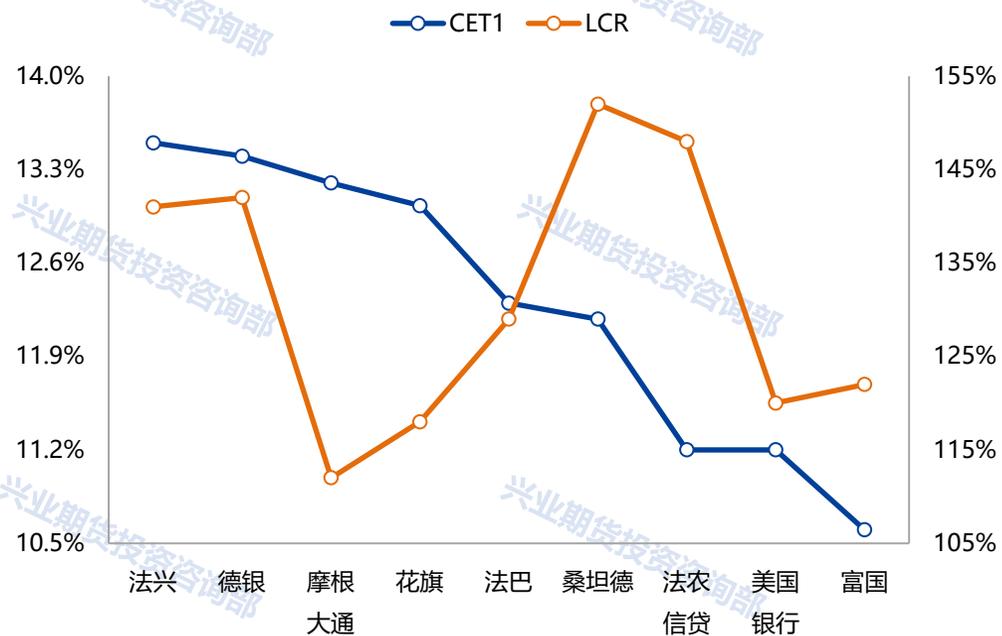
美联储逆回购协议



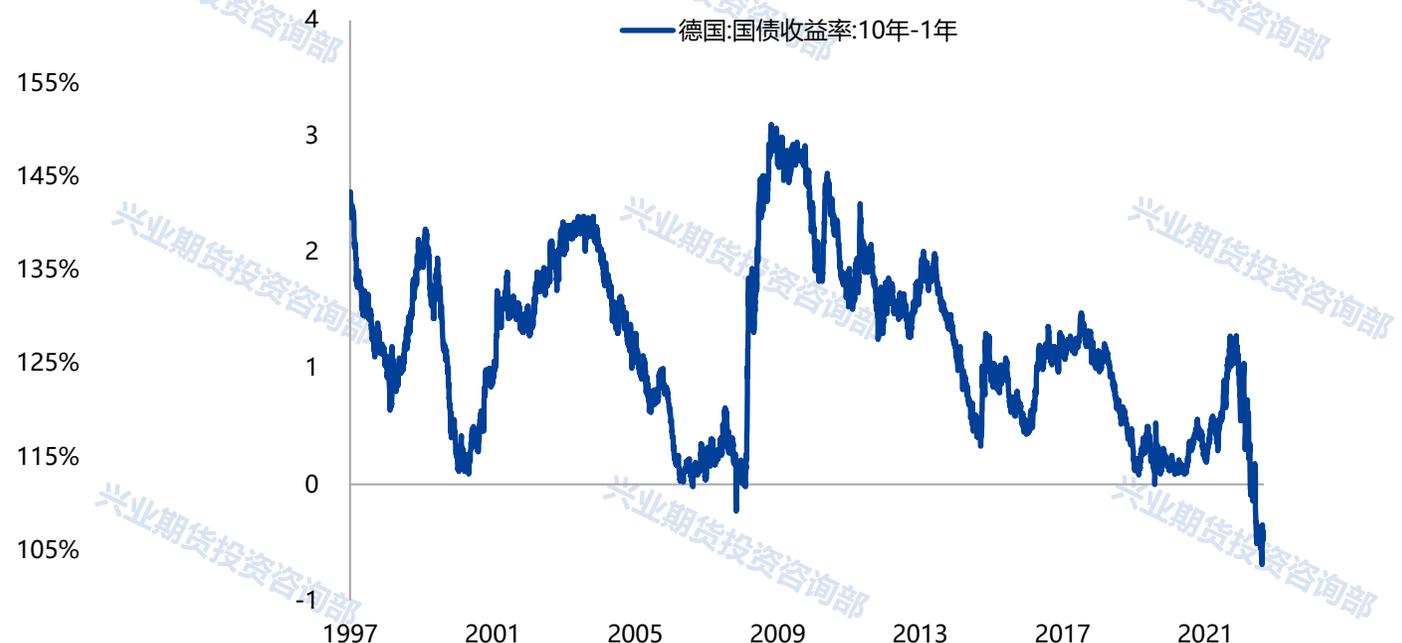
关注指标	性质	对象	期限	利率	抵押品	作用	当前状态
贴现窗口	存款类金融机构可以从所属的联储银行获得贴现贷款	存款机构	上限为90天，以短期居多，特别是隔夜贷款	各联储银行理事会对再贴现率问题进行研究和表决	有抵押品，抵押品价值 > 贷款额度	出于对“污名效应”的担忧，除非万不得已，银行不会选择使用联储贴现窗口，这也使得贴现窗口用量成为能够真实有效反应银行体系流动性压力的重要指标	银行危机后第一周冲到1500亿元，第三周回落到880亿元，当前仍有千亿以上规模，几乎全部是一级信贷贴现，说明危机发生后，美国银行体系很快出现流动性缺口，目前尚未进一步恶化，但也未得到解决
其他贷款扩展		流向由FDIC建立的存款机构				基本可以视作对于已经“官宣”的问题银行提供的定向援助	银行危机发生后，第三周1428亿元，第二周上升至1798亿元，第三周逐步稳定在1800
银行定期融资计划 (BTFP)	为高质量证券抵押品提供额外流动性来源，解决存款机构在面临流动性压力时快速出售这些证券的需要	银行、储蓄协会和信用合作社	最长1年	OIS, 1y+10BP, 目前约 4.3-4.4%	有抵押品，仅接受美债和MBS作为抵押品，100%抵押品面值	用量规模不及贴现，可能由于抵押品范围受限，以及美联储对交易对手选择更加严格，避免扩表超限	新工具在银行危机后第三周上升至644亿元，目前贴现窗口规模收窄，而BTFP规模增长较快，银行对于流动性纾困工具的选择，可能正在从贴现窗口向 BTFP 转移
外国央行回购	不具名的海外美元流动性纾困操作，为非美央行提供美元流动性帮助					可能意味着美国银行业风险向非美市场的外溢性影响	此前为0，3月22日意外新增600，最近回落至550亿美元
FHLB预付款、联邦基金	由FHLB向其成员（社区银行、信用合作社、商业和储蓄银行、保险公司和社区发展金融机构）提供的长期和短期贷款，是金融机构重要的流动性来源之一					FHLB也是联邦基金市场的最主要参与者，联邦激进规模变化反映银行在FHLB的融资需求	联邦基金规模在银行危机发生后显著下行，或意味着FHLB将更多的资金用在了面向银行的流动性纾困
有担保隔夜融资利率 (SOFR)	美国货币市场上使用美国国债作为抵押的隔夜现金借贷成本					SOFR 的利率水平反映银行和部分非银机构在回购市场的流动性水平，高低分位利差则可以进一步反映不同机构在回购市场拆借利率的分化程度	在银行危机后，仍保持在政策利率目标区间内，反映机构间融资市场仍然能够有效为不同状况的金融机构提供流动性，且成本可控
一般抵押品回购融资 (GC)	以特定证券作为抵押品的回购协议，且交易商必须是固定收益清算公司的政府证券部						在银行业危机后波动幅度更大。更为敏感地反映出银行流动性风险确实已经对回购融资市场产生了一定程度的冲击，而这种冲击目前还处在可控范围内
FRA/OIS 利差	衡量银行需要支付的额外资金借贷成本					历史经验看，当市场出现风险，发生流动性问题时，更高的风险溢价要求将会推动FRA/OIS利差显著上行	该利差在SVB破产后快速冲高至 60BP，目前已有所回落，但仍在 40BP左右的较高位置震荡，处在加息以来的最高水平

美国银行风险也波及至欧洲，瑞信瑞银闪电合并之后，3月24日，德意志银行股价日间跌幅一度达到14%，德银CDS也一度冲破200基点。目前看，欧洲银行体系稳定性高于美国，主要因为（1）欧债危机以后，欧洲银行业监管整体较美国更为严格；（2）欧洲银行在疫情期间扩表规模相对保守，而当前金融条件紧缩速度和幅度小于美国，紧缩施行后，实体经济下行幅度也低于美国。但是欧洲同样面临美国中小银行的一样的困境，负债端存款总规模开始收缩，资产端在加息和经济增速放缓的过程中贬值，且2022年11月开始，欧元区国债长短端利率也出现倒挂，欧洲银行业危机是否会进一步发酵，也具有不确定性。我们也只能从银行股价、CDS、债券价格等高频指标来观察市场晴雨变化。

欧洲银行监管比美国更为严格



德国国债长短端利率也已倒挂



股指

IF

01

盈利为高置信度核心推涨因素，且贡献度将趋于增强

02

风险溢价处低位、预期表现稳健，将强化其配置价值

03

A股优势资产角色下，外资仍是重要的增量资金

04

公募资金端已边际改善，且大概率将进一步放量

05

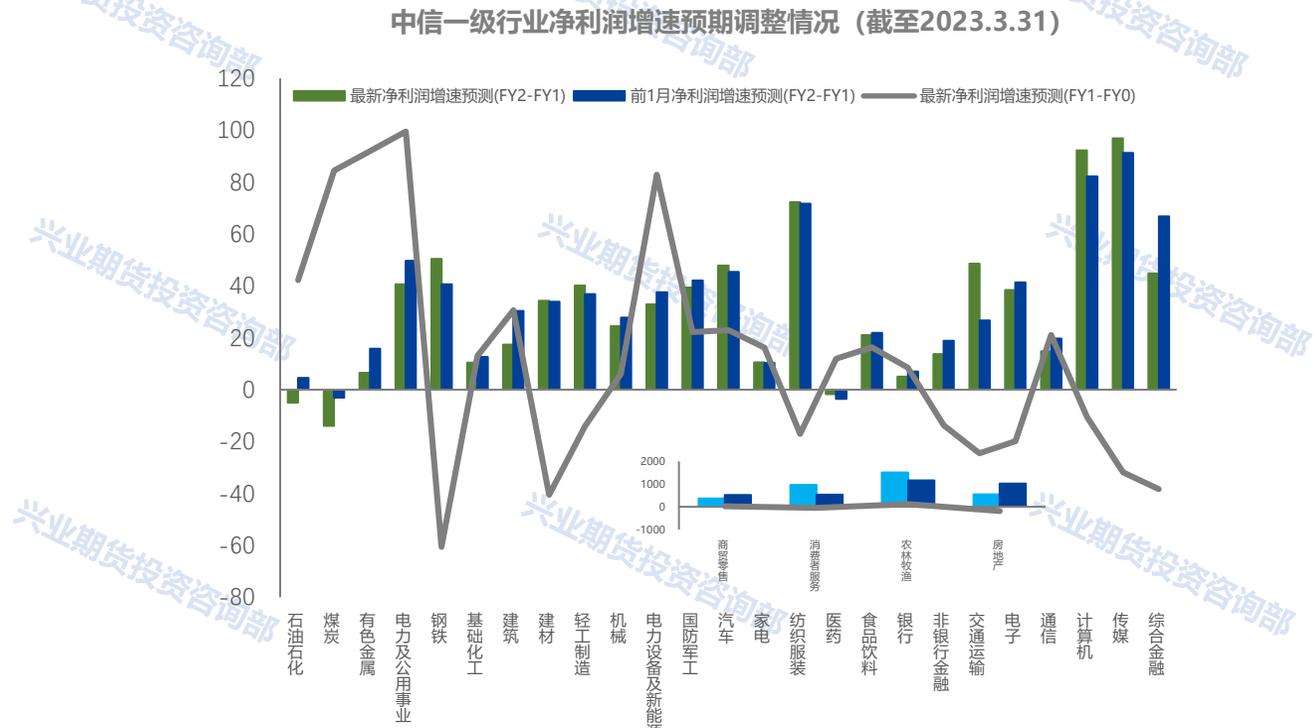
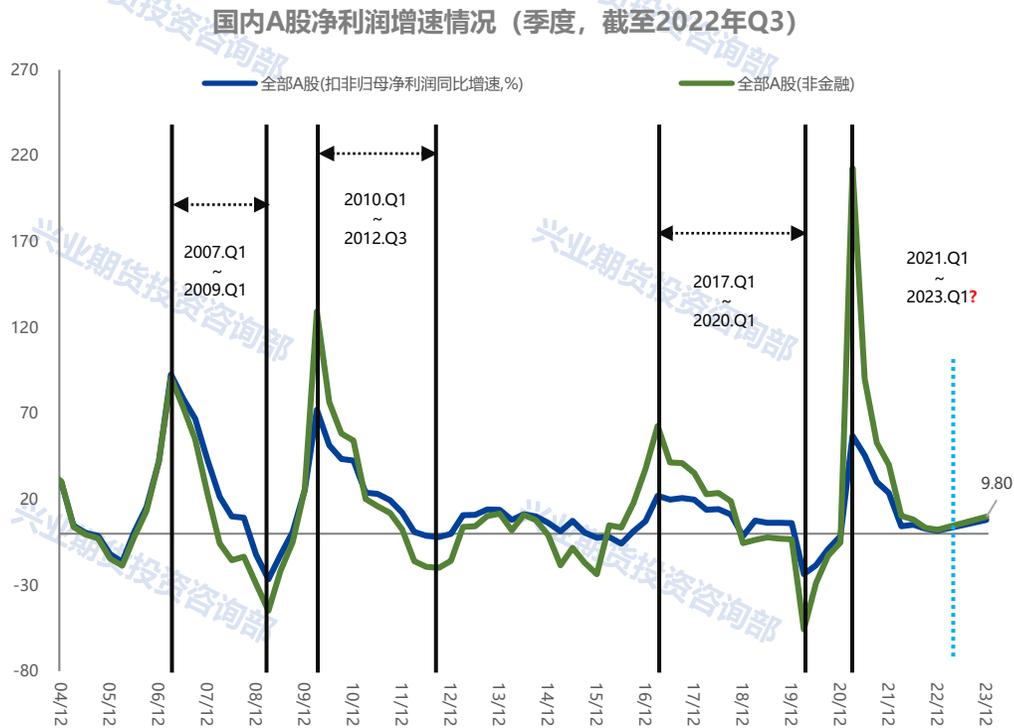
市场整体呈乐观基调，利于维持、提振人气

06

均衡策略盈亏比最高，宜继续持有沪深300指数多头

从相关主要指标看，自2023年初以来国内经济内生修复增长动能显著增强、叠加各类存量及增量积极政策措施的托底、刺激，预计“宽信用”进程将进入加速阶段，利于基本面大势向好、企业盈利改善等预期的兑现和强化。再按相关周期规律，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。基于此，A股分母端的贡献将逐步明朗、增强，并成为高置信度的核心推涨因素；

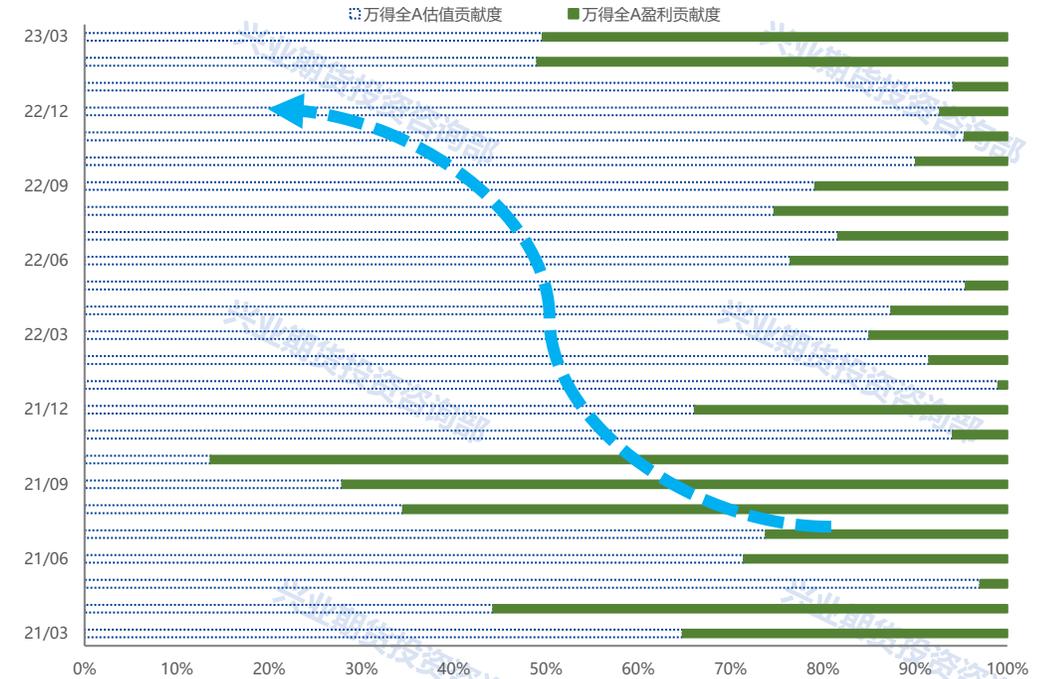
再看Wind一致性净利润增速预测数据，以中信一级行业为例，其业绩上修行业占比达70%（含2023年业绩较2022年上修、2023年业绩较前1月上修），可作为印证。



当前A股股债风险溢价值整体仍处高位，参照过往走势的均值表现(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)，目前主要指数仍有20%左右的补涨空间，风险溢价值则有20%~50%的下行空间（即阶段4，自2022年10月底起~至今）。故从大类资产横向对比看，A股的吸引力依旧可观；

再从A股表现归因看，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，这也更利于提升其配置价值。

A股涨跌幅表现归因分析：估值、盈利二维视角（截至2023.3.31）

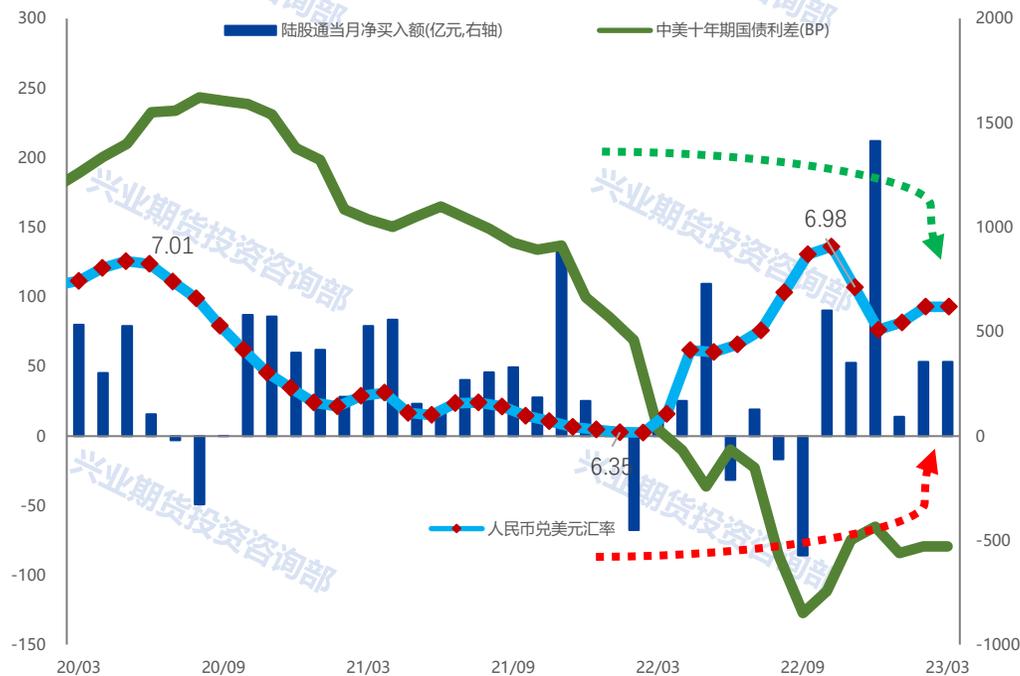


A股主要指数股债风险溢价值变动情况（截至2023.3.31）

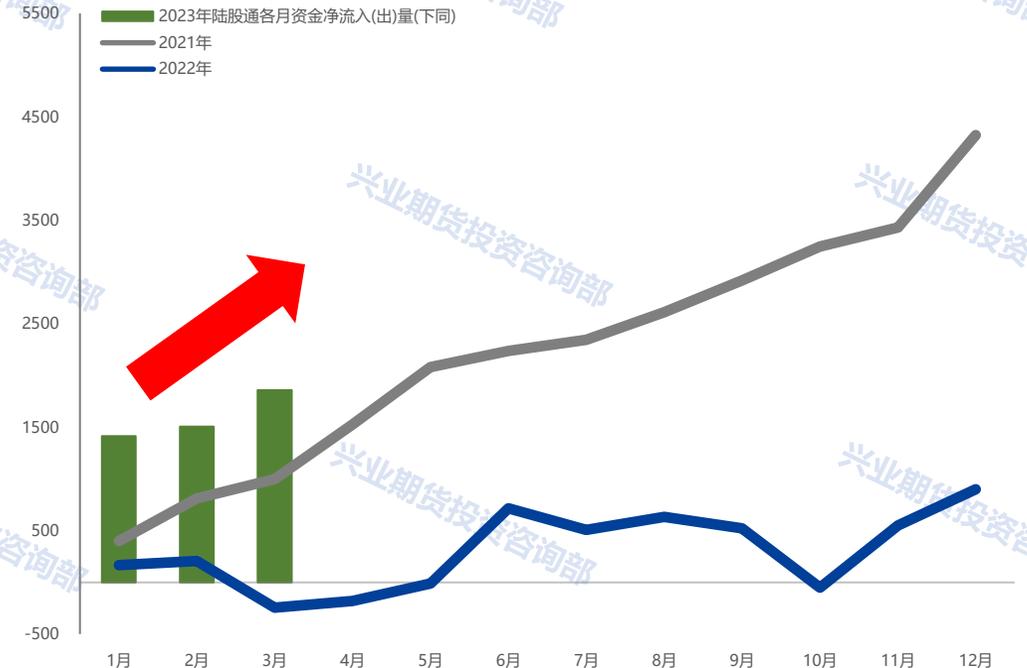
时间		区间	持续天数	万得全A			沪深300			上证50			中证500			中证1000		
起始日	截止日			涨跌幅	溢价分位值变化	溢价分位数	涨跌幅	溢价分位值变化	溢价分位数									
2016/1/29	2016/12/1	阶段1	307	27.8%	-50.3%	27.2%	21.0%	-58.8%	37.3%	23.2%	-58.2%	39.6%	21.1%	-18.6%	17.5%	22.6%	-12.7%	16.4%
2019/1/4	2019/4/19	阶段2	105	37.0%	-55.0%	44.9%	35.7%	-68.4%	30.9%	31.4%	-64.2%	32.2%	38.0%	-50.1%	48.9%	39.1%	-57.7%	41.3%
2020/4/2	2021/2/19	阶段3	323	40.8%	-90.8%	4.0%	54.7%	-95.3%	2.2%	47.6%	-98.6%	0.4%	30.2%	-31.5%	41.4%	17.9%	-30.9%	44.6%
2022/10/31	2023/3/31	阶段4	151	12.1%	-25.0%	71.4%	14.8%	-21.5%	76.4%	15.6%	-21.2%	77.3%	8.7%	-12.0%	74.1%	9.1%	-12.4%	81.0%
平均值			245	35.2%	-65.4%	25.4%	37.2%	-74.2%	23.5%	34.1%	-73.6%	24.1%	29.8%	-33.4%	35.9%	26.5%	-33.8%	34.1%

- 近日美债收益率大幅回落、美股和A股企稳回涨，可判定海外主要国家相关银行负面事件的扰动基本消化。
- 随市场对流动性危机的担忧消除，基本面重新成为主导因素。基于“内强外弱”的宏观经济面大势、A股估值处全球股市低位区间的状态，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，后市其依旧是重要的资金贡献者。

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2023.3.31）

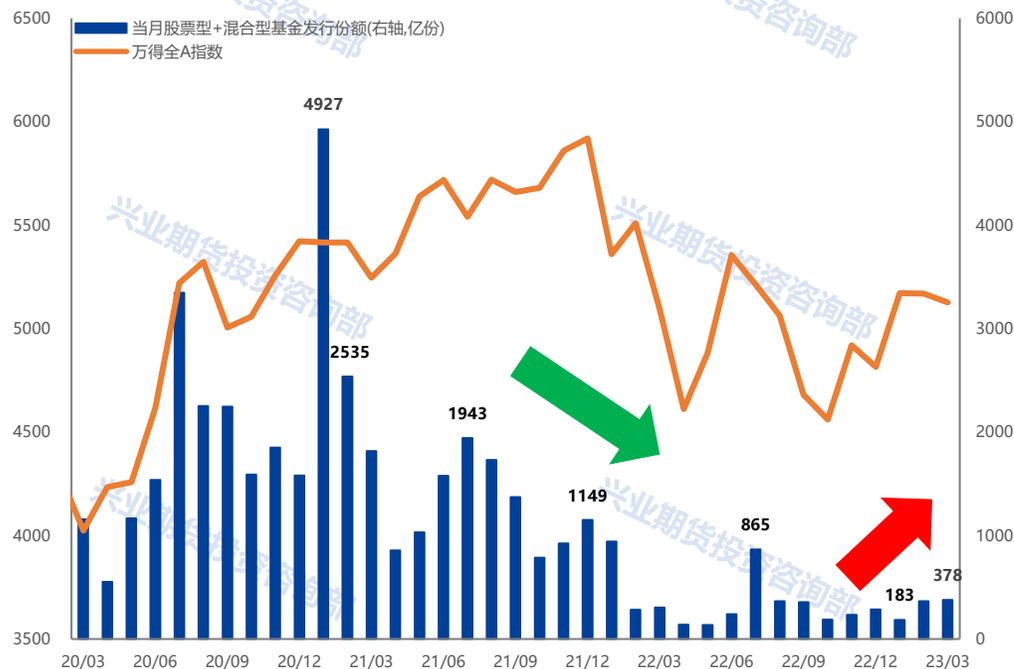


陆股通历年各月资金净流入额对比（截至2023年3月）

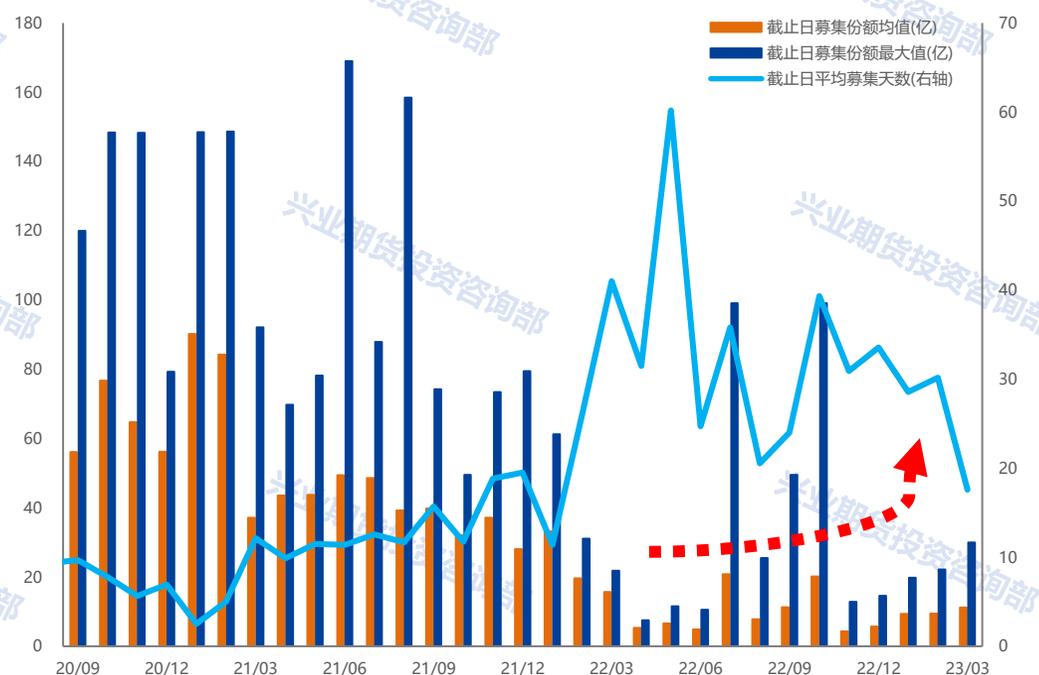


- 自2022年10月触底以来，虽然A股经历“预期下修”、“海外银行业风波”等主要利空冲击而调整，但整体仍取得相对较高的超额收益、以及一定程度的绝对正收益。进入第2季度后，随相关利多因素验证，A股涨幅空间、斜率大概率均将优于第1季度，预计其“赚钱效用”将显著增强；
- 再从公募股基新发募集情况看，无论是整体募集额、还是典型个体募集额，自2023年初以来、二者均呈较明显的边际改善状态。这意味着，部分中长线资金已开始再度入场，利于后续形成“股市上行->增量资金入场->股市继续上行”的正循环格局，同样成为重要的资金贡献者。

公募股基募集情况、万得全A指数走势对比（月度，截至2023.3.31）



代表型公募股基募集情况（月度，截至2023.3.27）

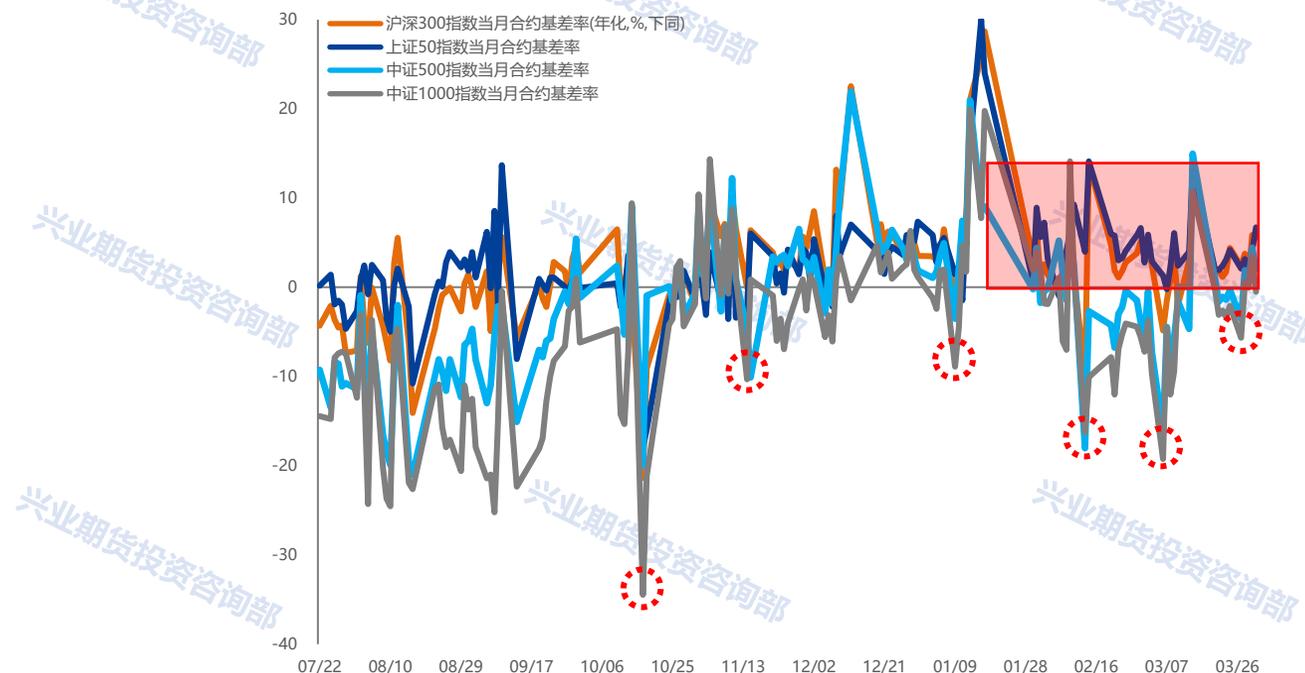


- 从A股融资余额情况看，自2023年初来其持续增加，代表高风险偏好者较为强烈的看涨情绪，利于维持和提振市场人气；
- 再从A股主要股指期货基差走势看，自2023年初来总体维持正向结构，亦意味着市场情绪长期维持乐观基调。

A股融资余额、万得全A指数走势对比（截至2023.3.31）



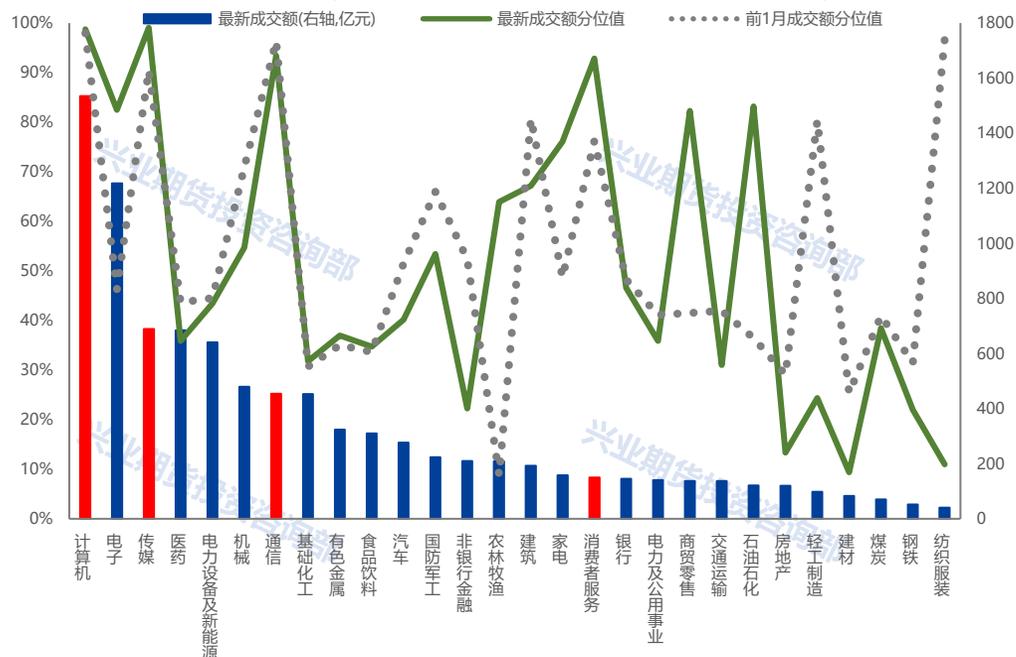
A股主要股指期货基差率走势（当月合约，截至2023.3.31）



基于“盈利、估值”二维分析框架，2023年业绩增速弹性大、且估值安全边际高的相关行业配置价值最优。具体而言，即映射至：（1）以TMT为代表的数字经济板块；（2）以基建、地产链为代表的稳增长板块；（3）以及商贸零售、纺织服装为代表的必选消费板块等。从实际表现看，上述行业确实在不同阶段、呈现出不同程度的超额收益。但需注意，目前部分板块存在一定程度的过度拥挤现象、短期内回调压力显著加大，主要体现在TMT板块（表征为其成交额已处历史最高分位区间）；

在A股整体上行大势明确的背景下，考虑波动加大，故从稳健性、盈亏比考虑，当前阶段宜采取均衡配置策略。而沪深300指数与主要驱涨行业、主要市场风格兼容性最高，其依旧是最佳多头标的。

中信一级行业成交额分位值情况（截至2023.3.31）



A股主要指数相关系数情况（近6月，截至2023.3.31）

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	0.89	0.61	0.51	0.86	0.18	0.96	0.44
上证50	0.89	1.00	0.24	0.14	0.88	-0.19	0.87	0.16
中证500	0.61	0.24	1.00	0.98	0.28	0.45	0.60	0.77
中证1000	0.51	0.14	0.98	1.00	0.22	0.38	0.53	0.69
创业板指	0.86	0.88	0.28	0.22	1.00	0.08	0.93	-0.05
科创50	0.18	-0.19	0.45	0.38	0.08	1.00	0.14	0.25
国证成长	0.96	0.87	0.60	0.53	0.93	0.14	1.00	0.28
国证价值	0.44	0.16	0.77	0.69	-0.05	0.25	0.28	1.00
总计	4.46	2.99	3.91	3.45	/	/	/	/

周期:日线 2023/01/02 - 2023/04/02



国债

T

01

PMI数据延续乐观，经济复苏预期难以动摇

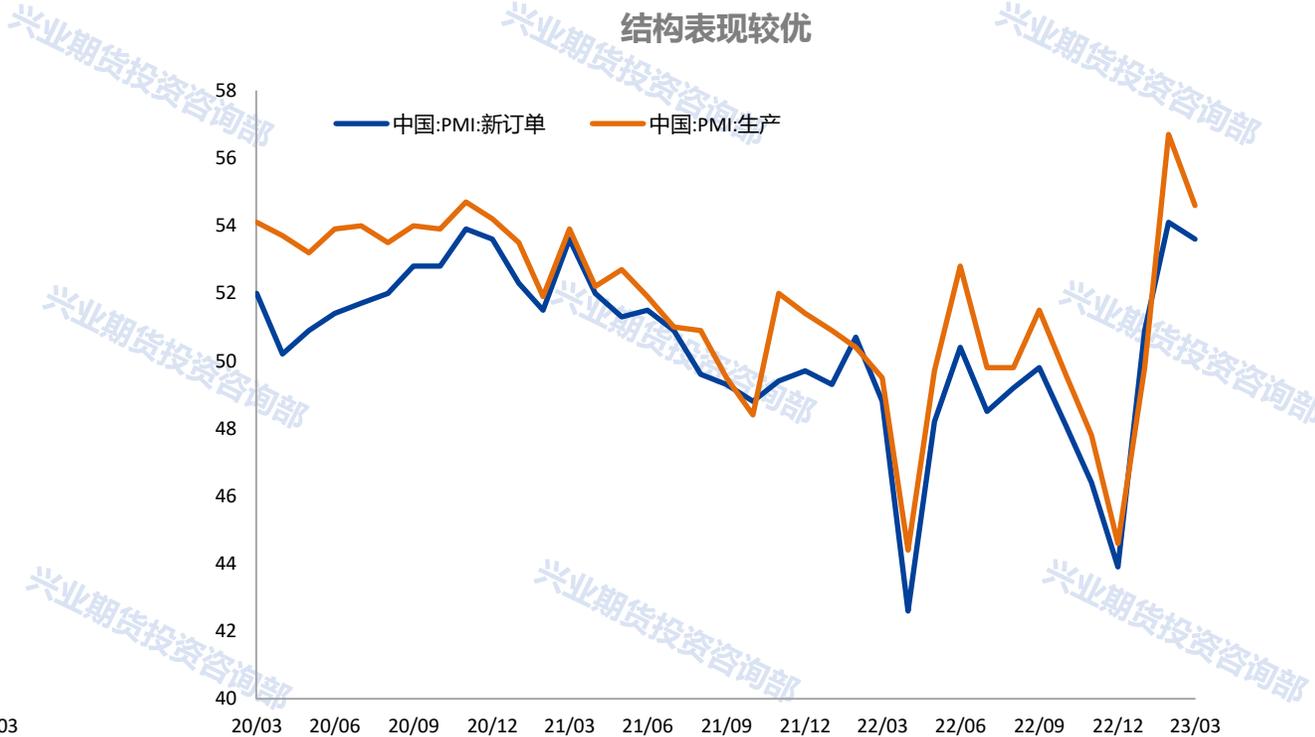
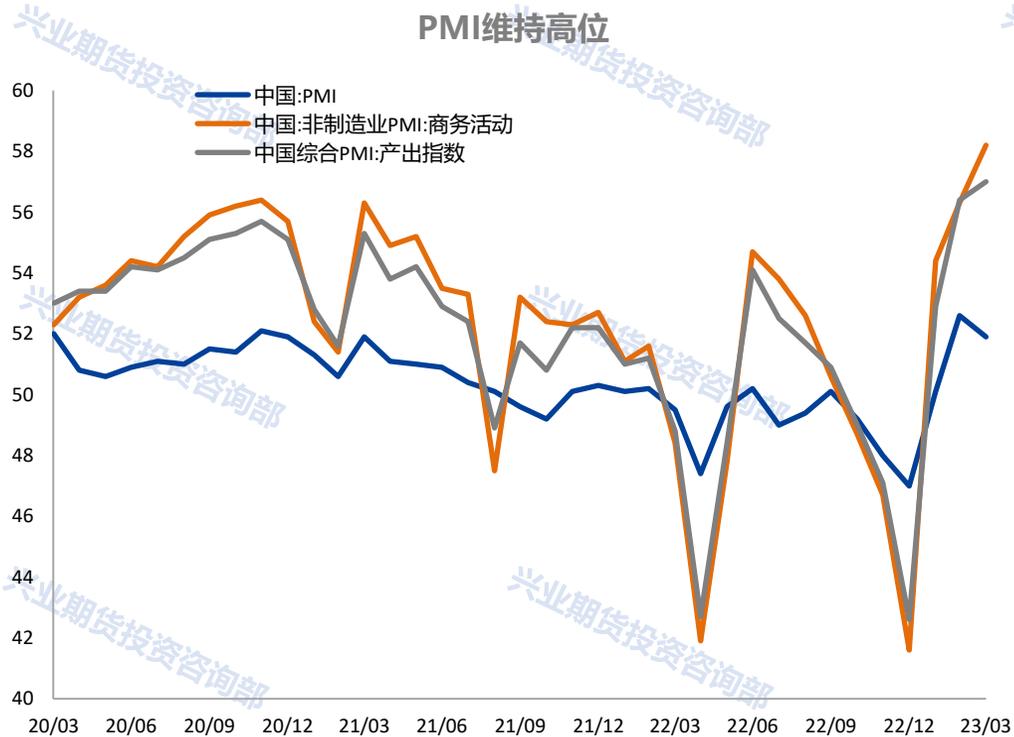
02

流动性总量平稳，分层现象较为严重

03

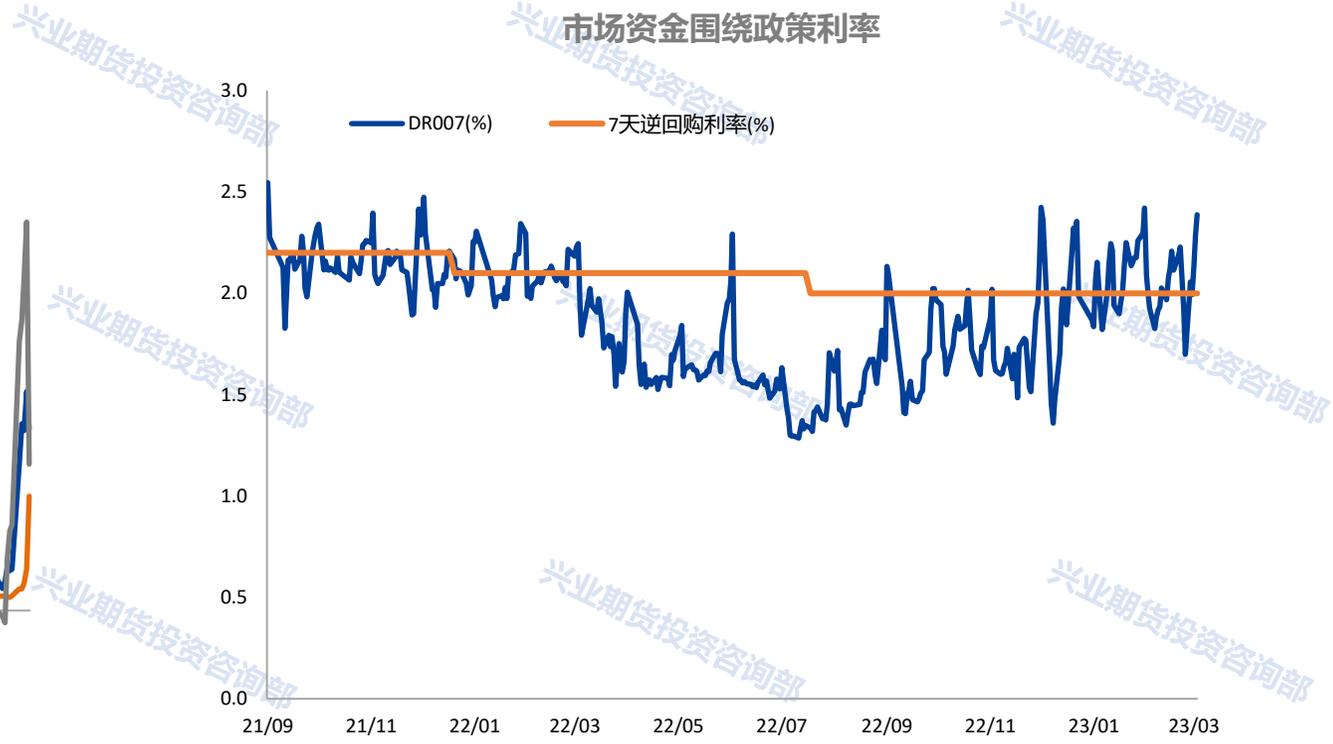
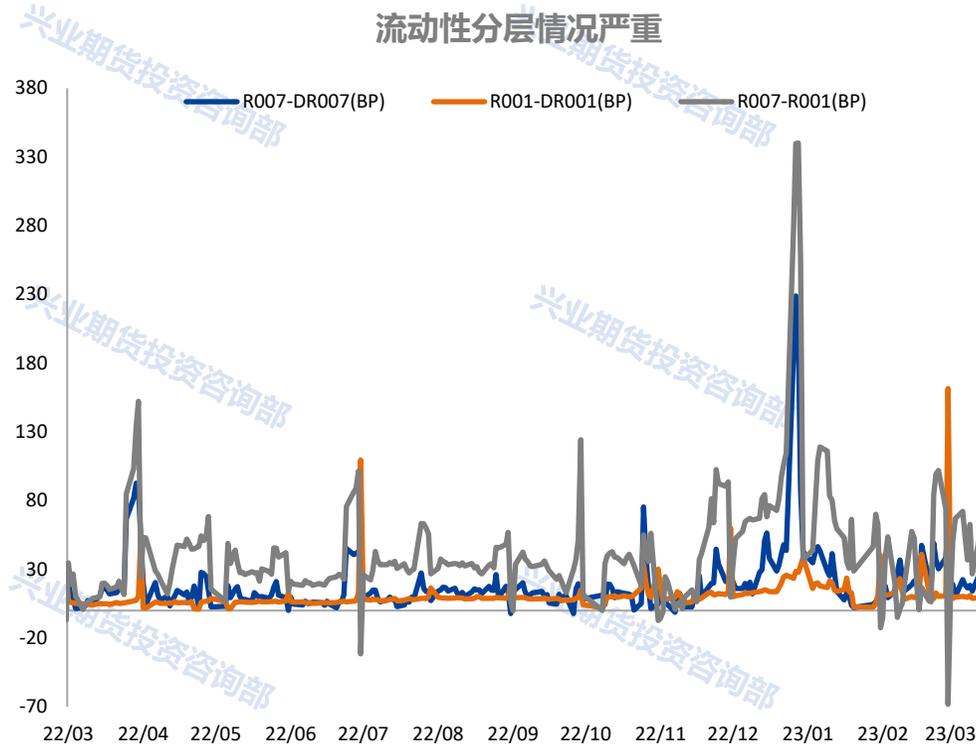
短端利率受资金面影响较大，跨品种价差仍有修复空间

上周五公布的PMI数据显示，3月制造业PMI51.9%，继续维持在高位保持乐观。且从结构上来看，生产指数与新订单指数均维持在荣枯线上方且处于相对高位。整体来看经济复苏具备一定的强度和持续性，对债市尤其是长端收益率压制作用明确。

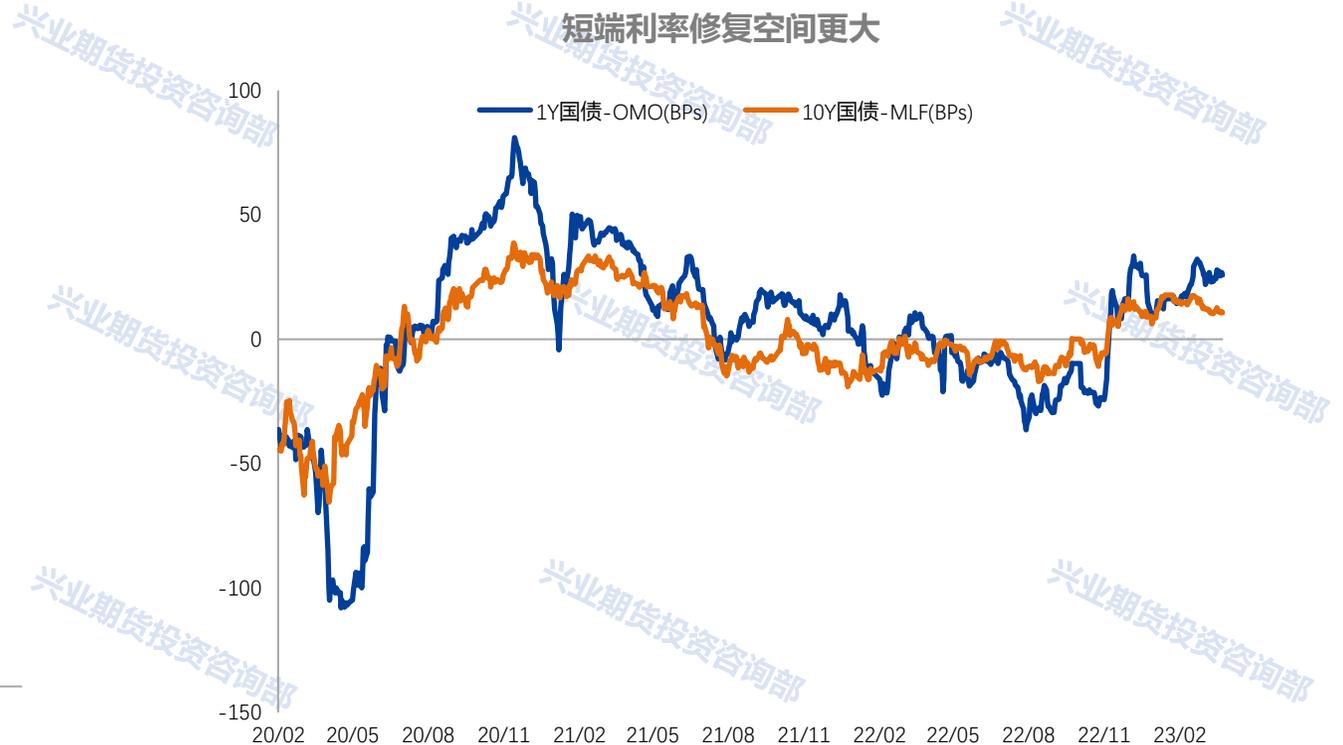
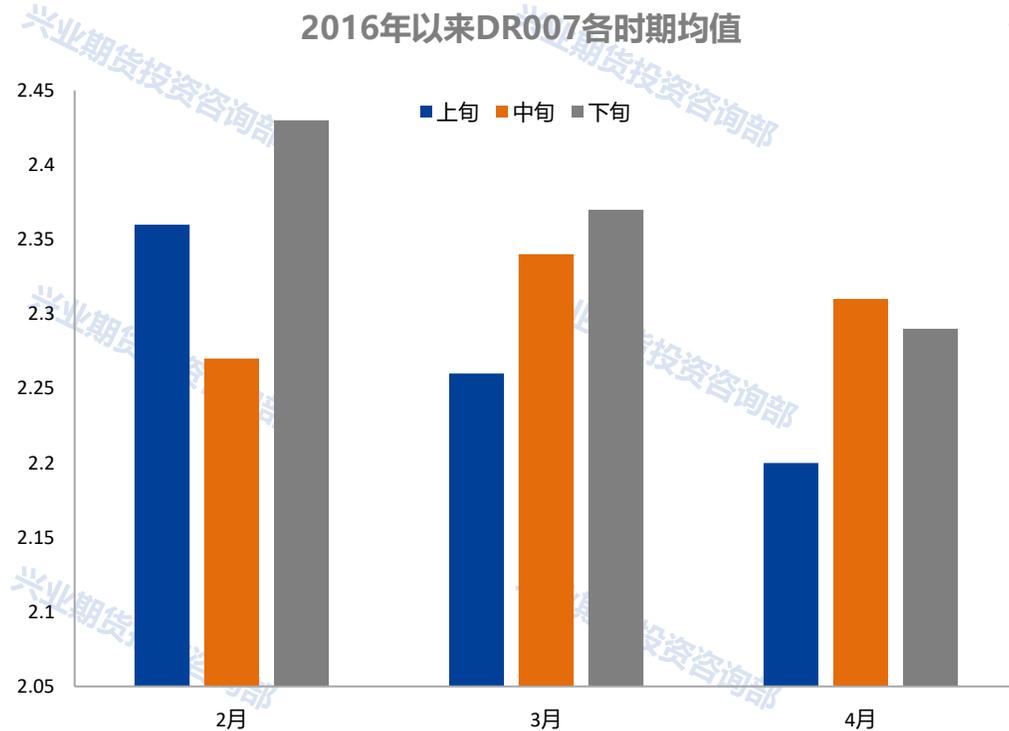


受季末因素的影响，本周资金面市场虽然总量表现相对平稳，但流动性分层情况突出。R007与DR007、R001与DR001、R007与R001之间的价差分别最高达132.04BP、83.16BP和106.4BP。

分层现象的严重除了受税缴因为的影响外，银行由于前期信贷投放而对非银融出的减少也是主要原因之一。从央行本周落地的降准以及公开市场操作来看，后续资金面持续紧张的概率较低。资金利率大概率将继续围绕政策利率窄幅波动，整体较为平稳。



- 从季节性特征来看，2016年以来，DR007上、中、下旬的均值表现来看，通常情况下，4月尤其是上月资金通常相对宽松。
- 而且从长端利率和短端利率与政策利率的价差来看，目前短端利率向下修复的空间要强于长端，跨品种价差目前处于均值附近，在货币环境相对平稳的环境下，跨品种价差仍存修复空间。





聚氯乙烯

PVC

01

4月产量预期下滑，低利润利于做多

02

工厂库存延续下降，社会库存不再积累

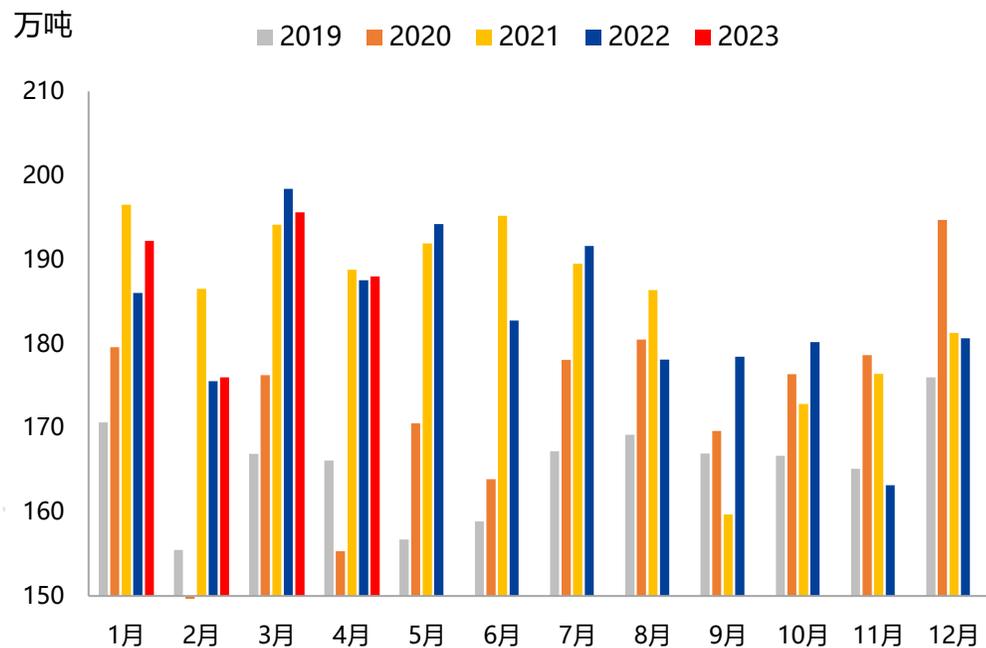
03

下游开工缓慢增长，需求平稳缺乏亮点

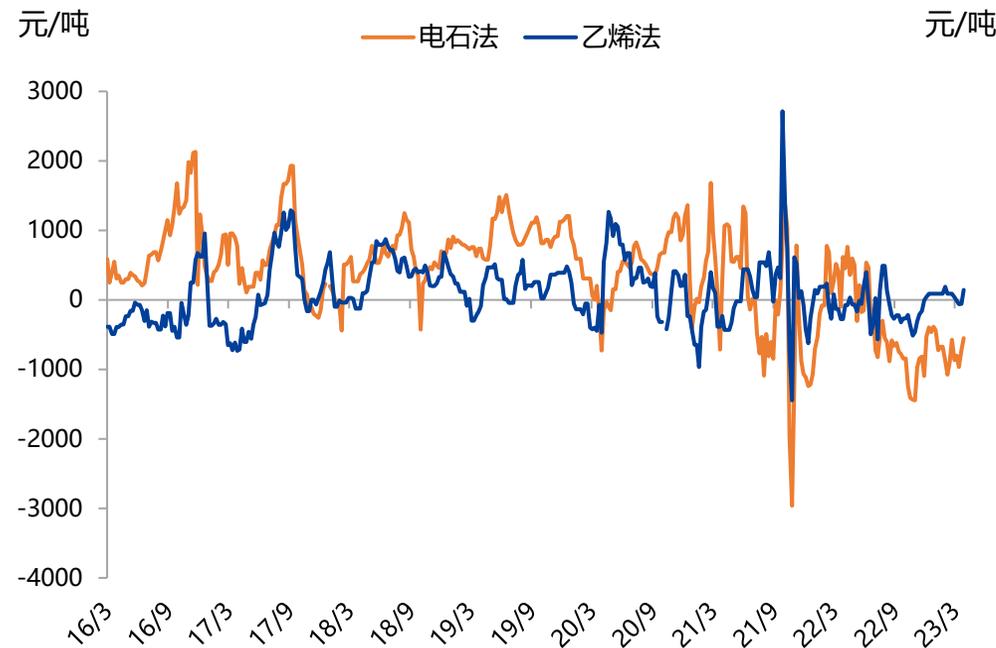
3月电石法装置检修增多，PVC开工率并未如预期增加，4月340万吨产能计划检修，开工率预计下降4%。3月PVC产量为195.84万吨（环比+11.37%，同比-1.28%），增量主要来自乙烯法装置，4月产量预计减少至188万吨，与去年同期持平，能够提供一定利好作用。

兰炭企业限产保价叠加乌海部分地区限电，电石价格迎来反弹，因此尽管本周PVC现货价格下跌，但生产成本并未降低，利润始终处于历年绝对低位。成本支撑的利好作用虽然不断被弱化，但经过3月下跌行情的考验，6000仍是极强的支撑位，做多具备一定安全边际。

4月产量预计减少4% (截至2023.3)



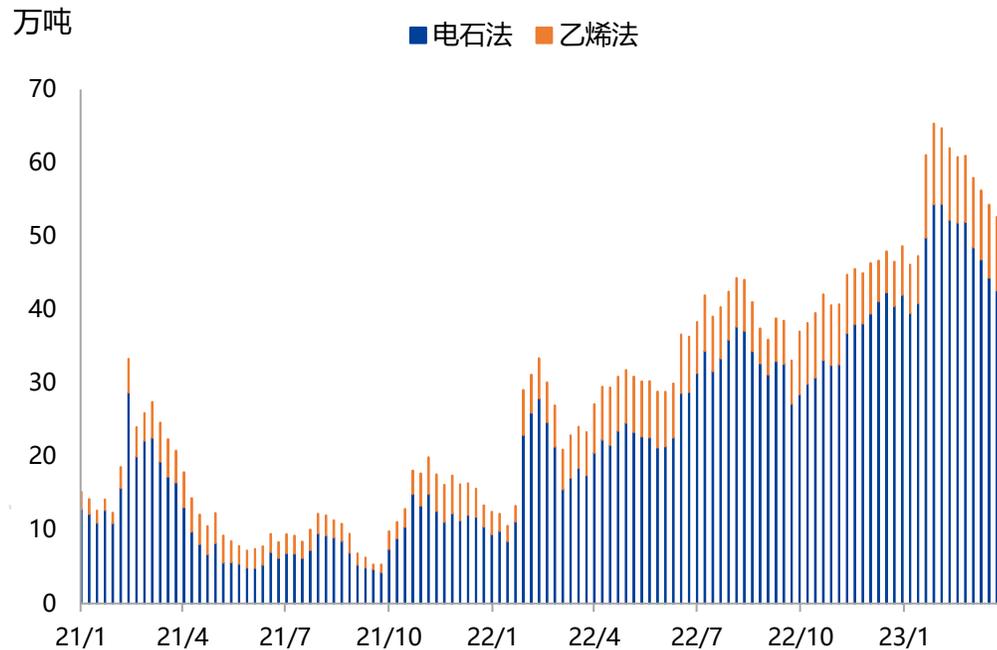
兰炭止跌后电石有望企稳 (截至2023.3.31)



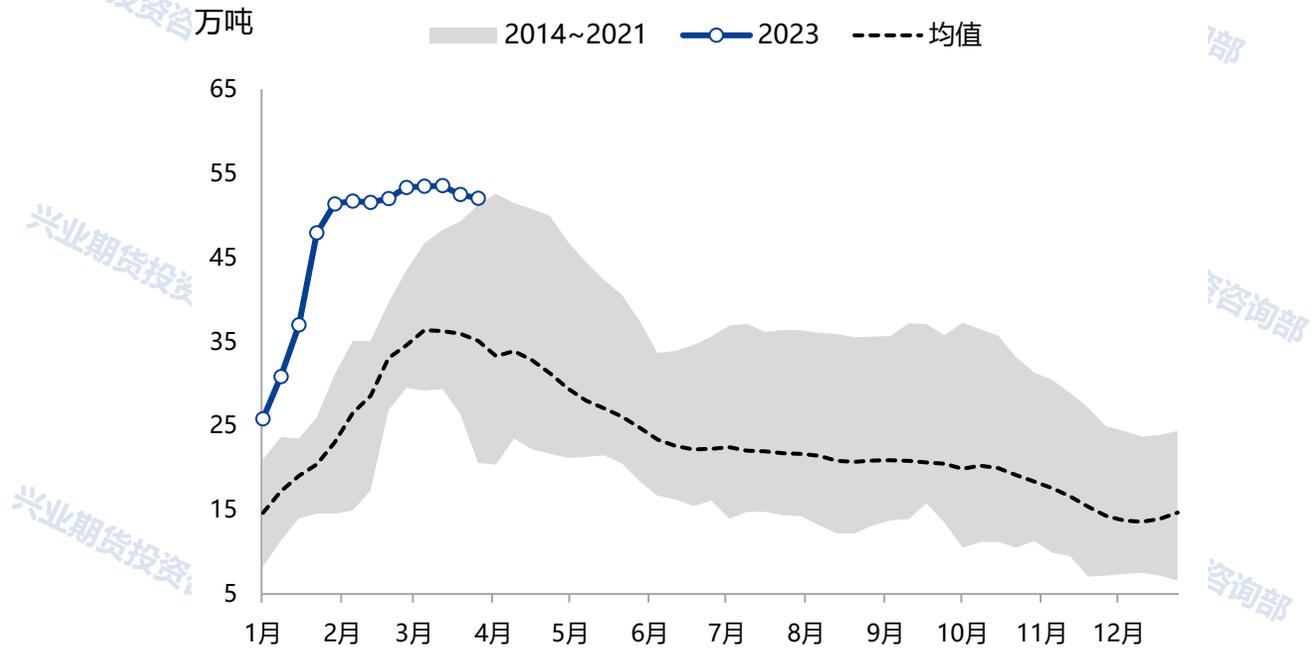
□ 上周生产企业库存为52.69 (-1.62) 万吨, 自春节后持续减少, 已经进入良性去库阶段。如果按照平均每周减少2万吨的速度, 需要11周时间库存才能下降至30万吨的合理水平, 即低库存预计在6~7月出现, 因此05合约存续期内生产企业库存无法提供实质利好。

□ 社会库存为52.06 (-0.46) 万吨, 连续第二周减少。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。

生产企业库存持续下降 (截至2023.3.31)

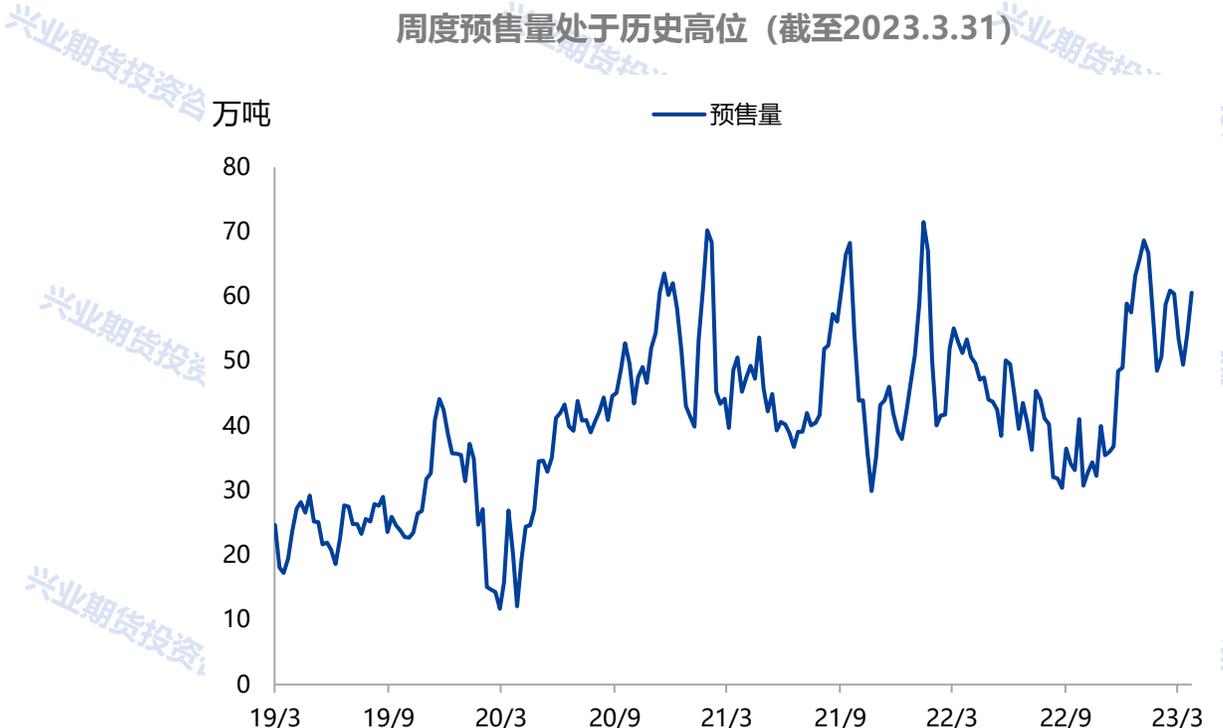
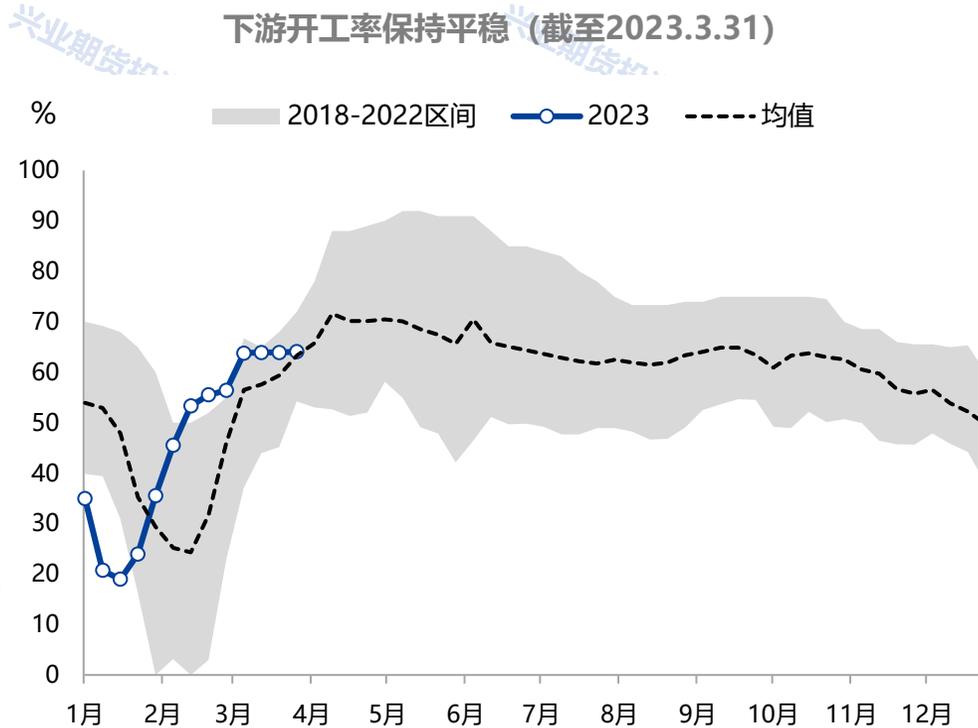


社会库存延续下降 (截至2023.3.31)



□ 我们看到春节后下游企业积极复工, 2月开工率实现快速增长。然而3月终端需求远低于预期, 下游开工率增长步伐放缓, 维持在64%。4月受建材需求提升影响, 型材和管材企业开工率大概率进一步提升, PVC下游开工率将增长至67%, 基本上与往年均值持平。

□ 上周PVC现货价格止跌反弹后, 市场成交显著好转, 预售量也重回高位, 达到60.59 (+6.44) 万吨, 处于过去四年93%分位水平。由于出口订单减少, 国内需求增长缓慢, 我们认为4月PVC需求缺乏亮点, 无法助力价格大幅上涨, 因此建议前多在接近目标位置后止盈或移仓至09合约。





橡胶

RU

01

重卡市场底部显现，终端需求增量可期

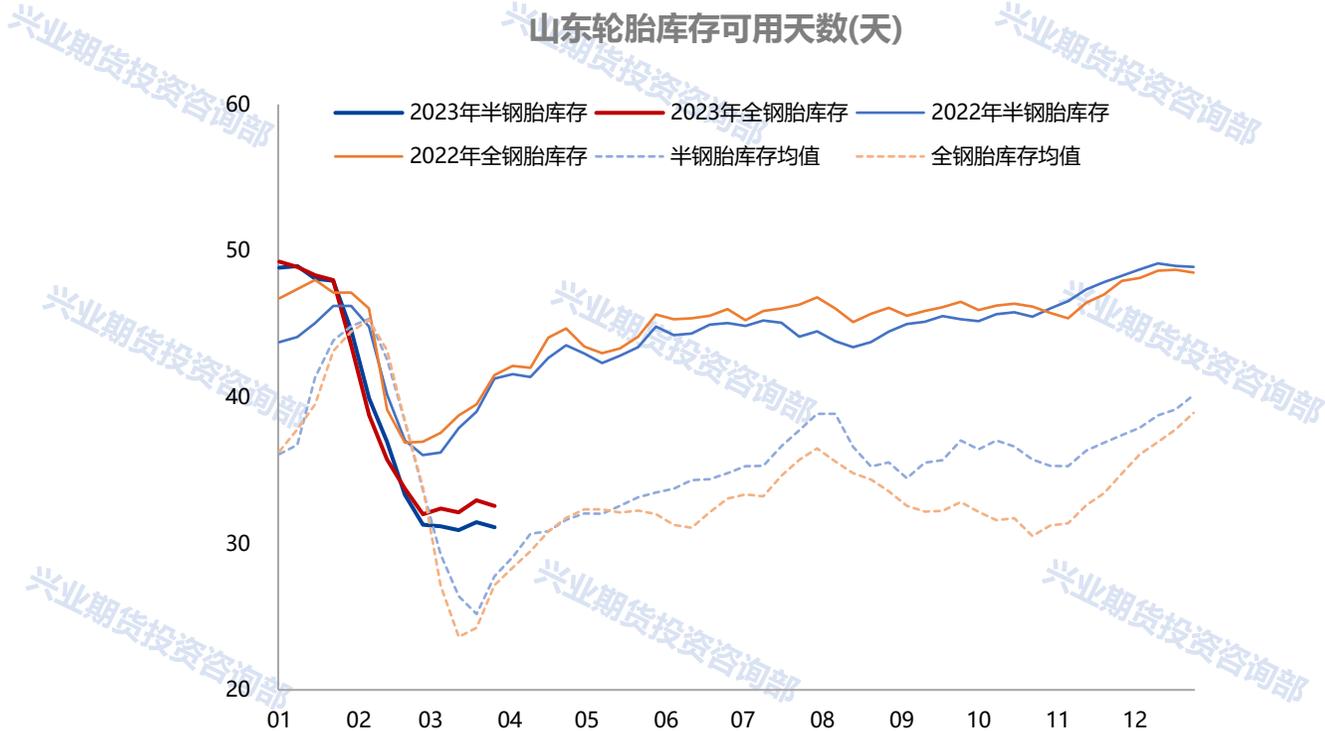
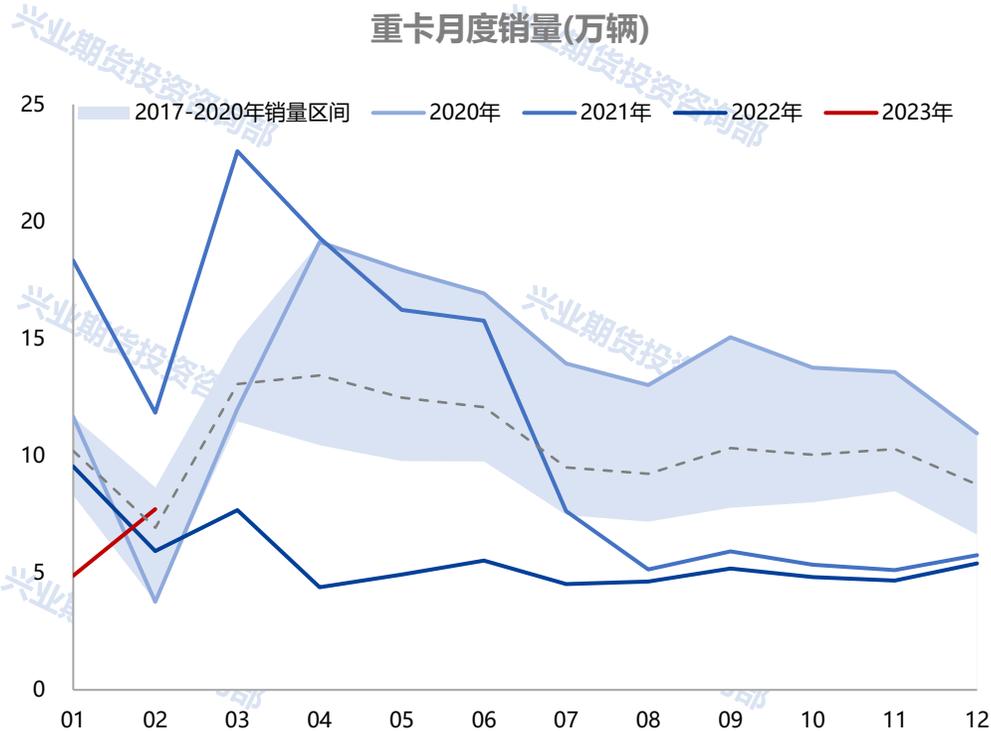
02

原料产出季节性低位，关注气候因素影响权重

03

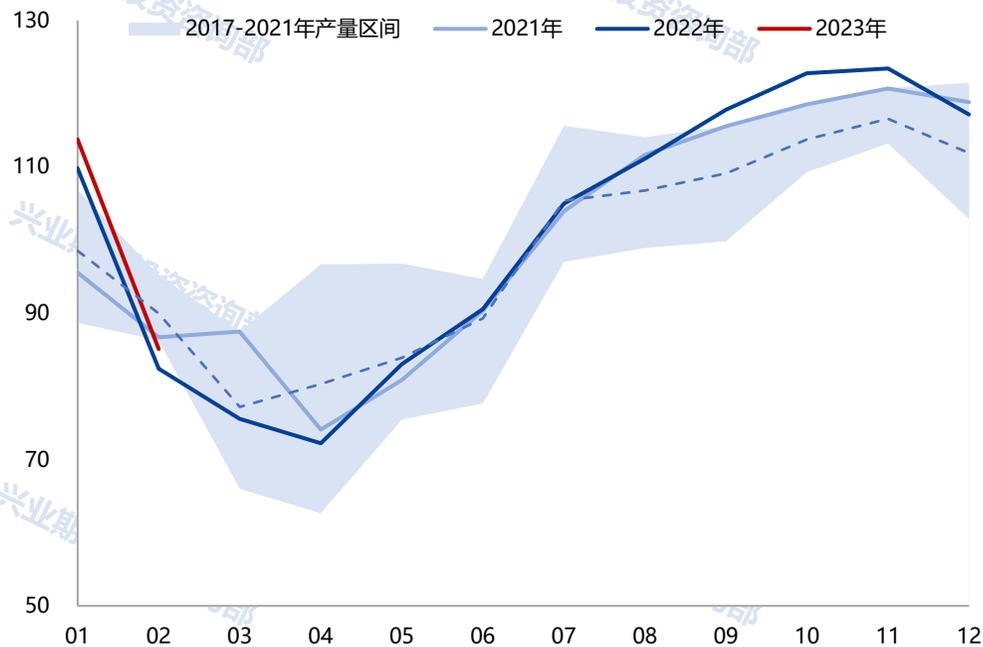
库存压力暂且不高，低估值提供安全边际

需求方面，乘用车消费补贴提振疲软车市，整车厂及经销商降价清库意图明显，而重卡市场拐点显现，2月销量环比增58.4%、同比增30.2%，结束了长达十三个月以来的增速下滑趋势，且国内经济温和复苏料带动产销数据继续增长，天然橡胶终端需求存边际增量；另外，轮胎企业开工情况维持在季度均值区间上沿，但产成品库存并未出现累库，需求传导亦有望提效。

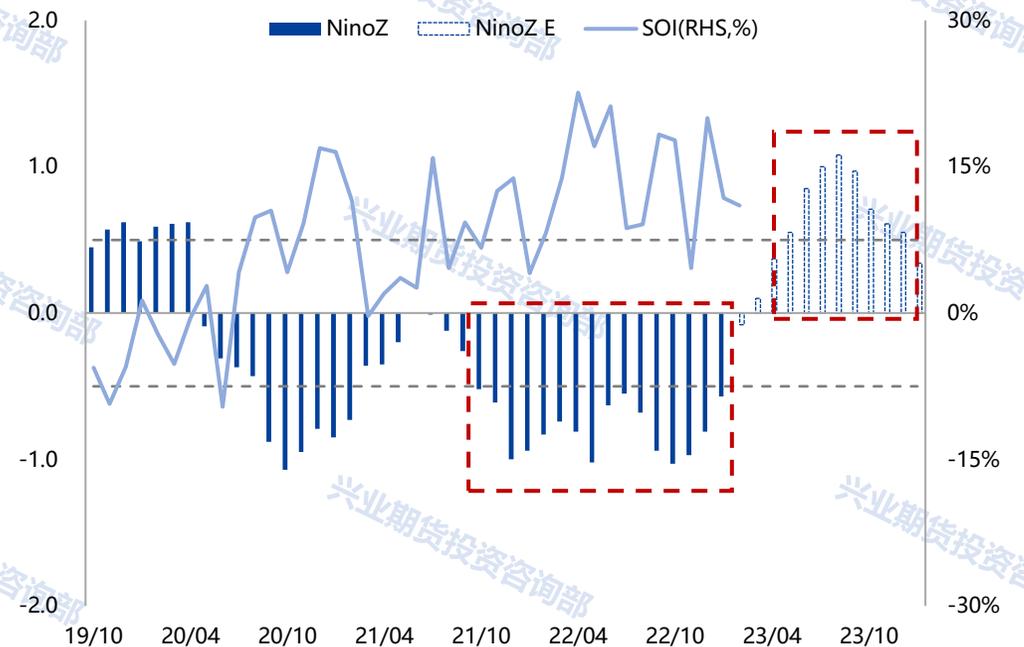


供应方面，随着东南亚各主产区陆续减产，ANRPC天然橡胶月度产出进入季节性低位，而NinoZ区海温指数预测值显示今夏将发生新一轮厄尔尼诺事件，极端天气对天然橡胶原料生产及贸易环节的负面影响或将加剧，关注国内今年割胶季开割预期及产区物候条件是否平稳适宜。

ANRPC天然橡胶月度产量季节性(万吨)



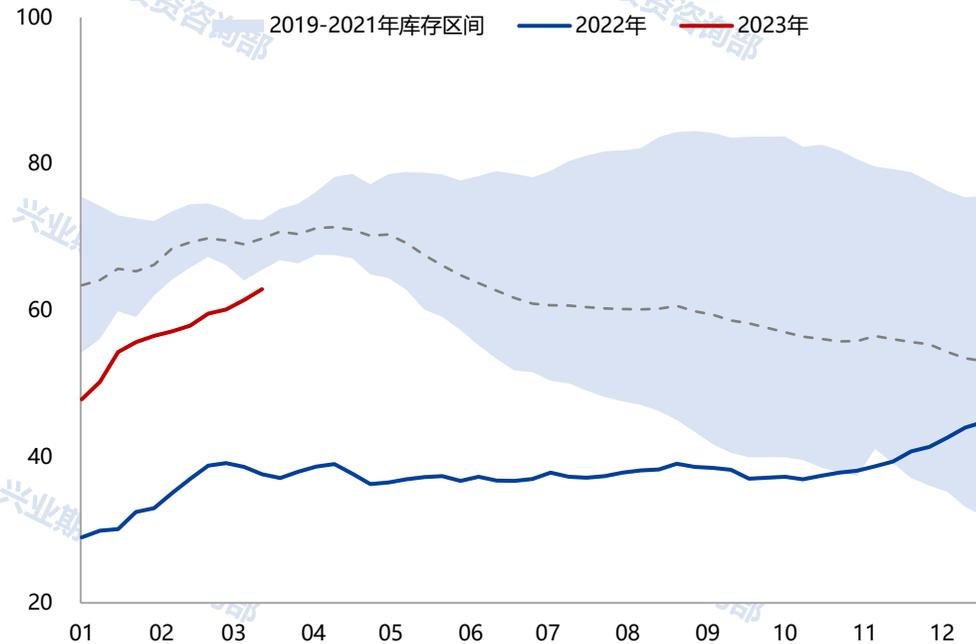
NinoZ区海温指数与SOI



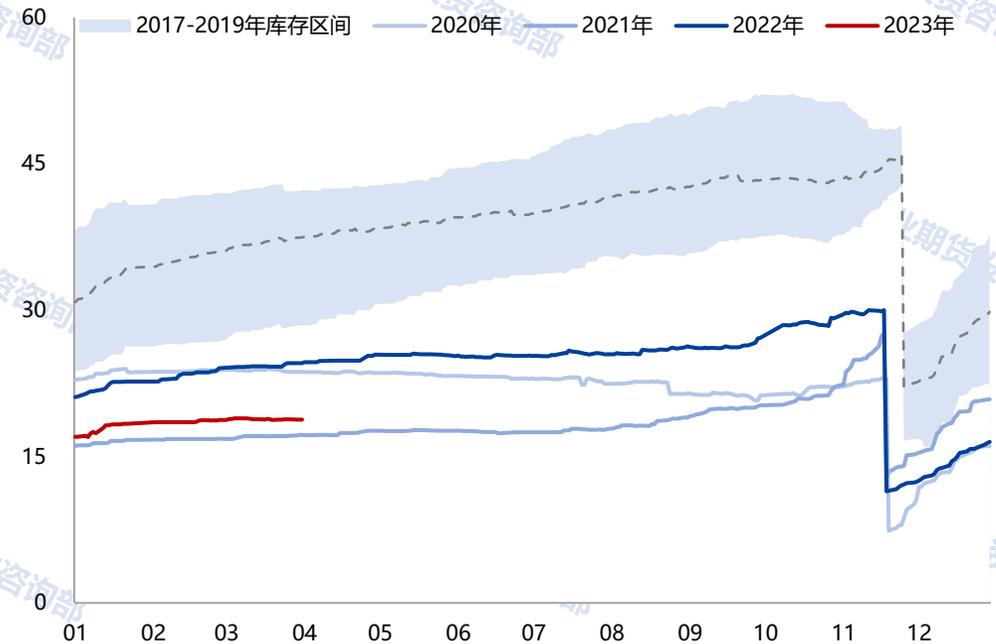
□ 库存方面，本周青岛现货库存续增1.5万吨至62.8万吨，但整体库存水平尚处于近年历史区间偏低位置，且后续到港回落或提前库存降库拐点时间，而沪胶期货库存受制于国内停割增长缓慢，天胶库存端暂无结构性库存压力。

□ 综合来看，海外宏观事件影响减弱，沪胶定价回归产业基本面；当前，重卡产销受益于国内经济复苏筑底回升，轮胎开工意愿相对乐观，而气候问题对橡胶生产的影响权重加深，供减需增预期增强天胶价格上行驱动，且考虑到目前沪胶指数处于近十年25%价格分位下方，低估值压缩橡胶价格下方空间，沪胶多头策略性价比及盈亏比更优。

天然橡胶港口库存(万吨)



天然橡胶期货库存(万吨)





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超7%，产能收缩节奏有所放缓

03

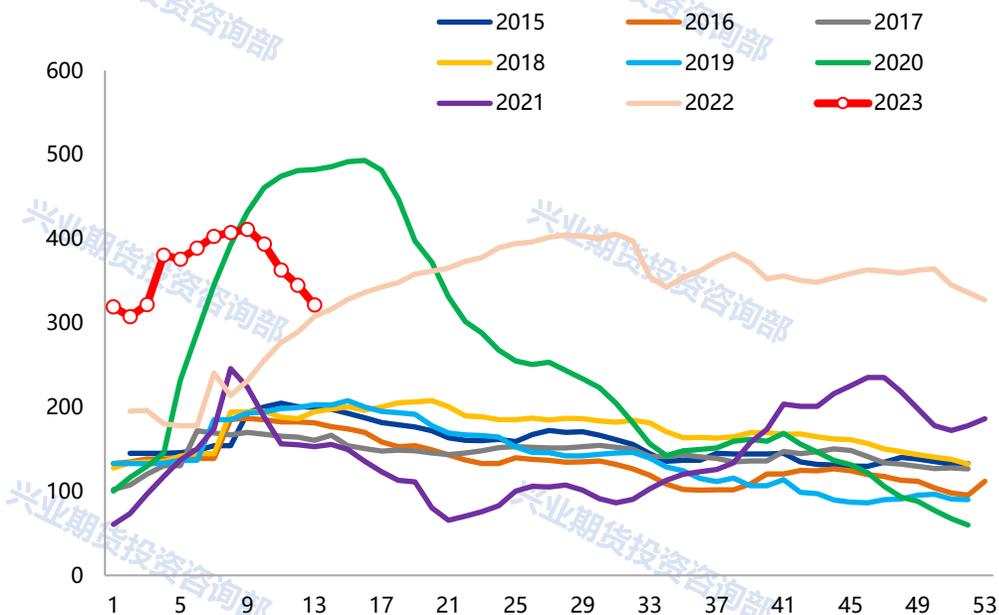
浮法玻璃预期有所改善，前多耐心轻仓持有



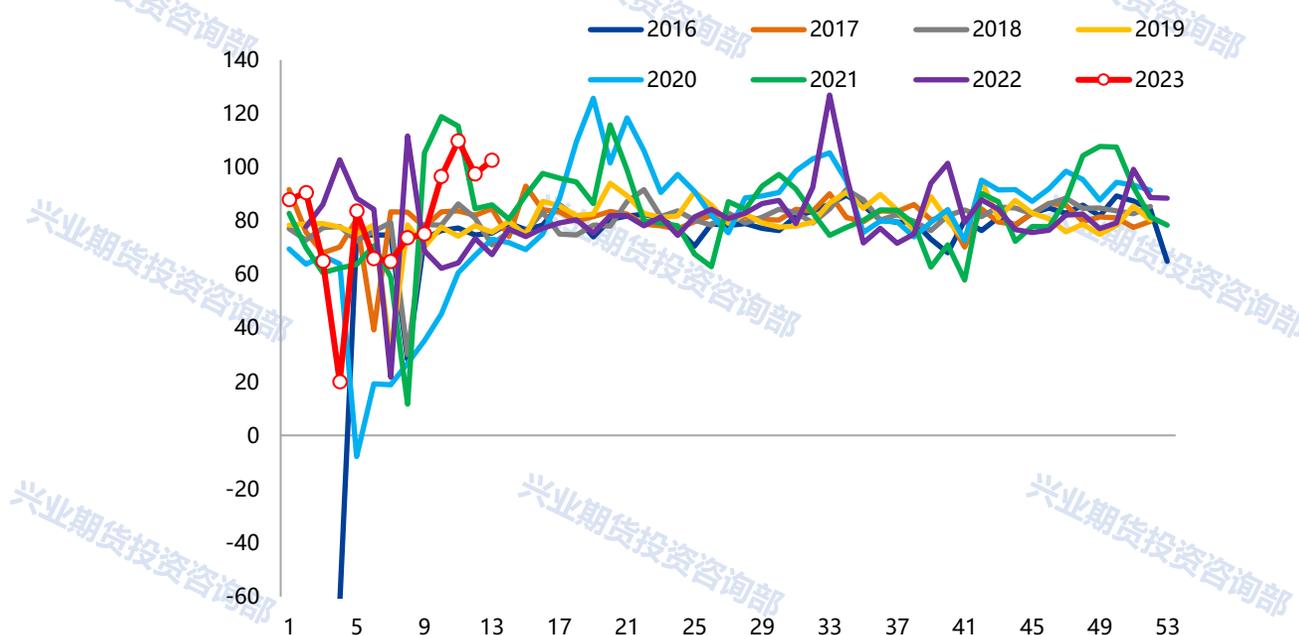
进入3月，浮法玻璃下游补库，需求持续释放。隆众样本，本周浮法玻璃全国综合产销率小幅提高至115%，前一周为114%，玻璃出库量（产量-Δ库存）也小幅回升至102.68万吨。浮法玻璃企业库存连续第4周下降，环比下降近6.82%至6427.5万重箱，同比增幅收敛至4.49%。

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，1-3月30大中城市商品房销售面积累计同比增长5.5%，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。

浮法玻璃企业库存（更新至3.31）



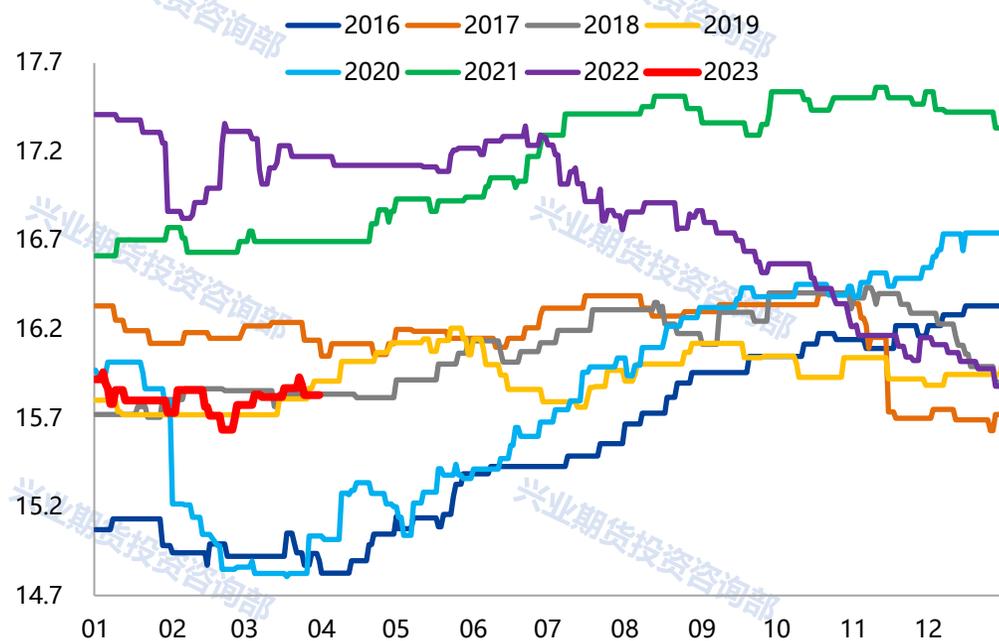
浮法玻璃出库量（更新至3.31）



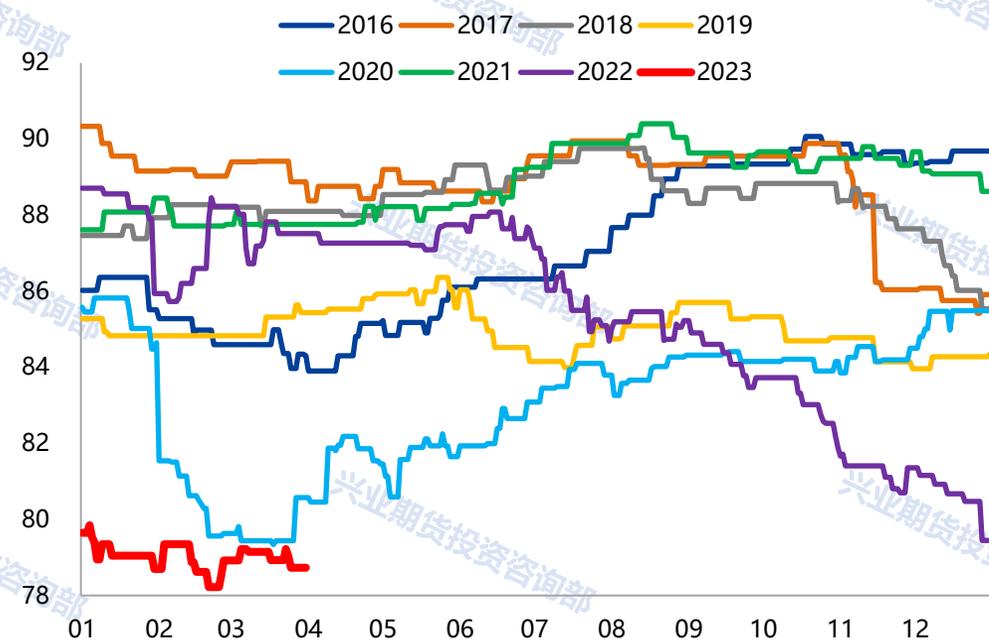
截至3月31日，浮法玻璃运行产能158280吨/天，同比下降7.8%，行业开工率为78.81%，较上周小幅下降0.33个百分点，同比下降7.72个百分点，产能利用率为78.73%，较上周下降约0.3个百分点，同比减少8.78个百分点。

3月总计3条生产线放水冷修，点火4条生产线，供应先增后降。4月暂无新增冷修及点火计划，但前期点火产线将陆续出玻璃，浮法玻璃供应或将增加。

浮法玻璃运行产能（日，更新至3.31）



浮法玻璃产能利用率（日，更新至3.31）



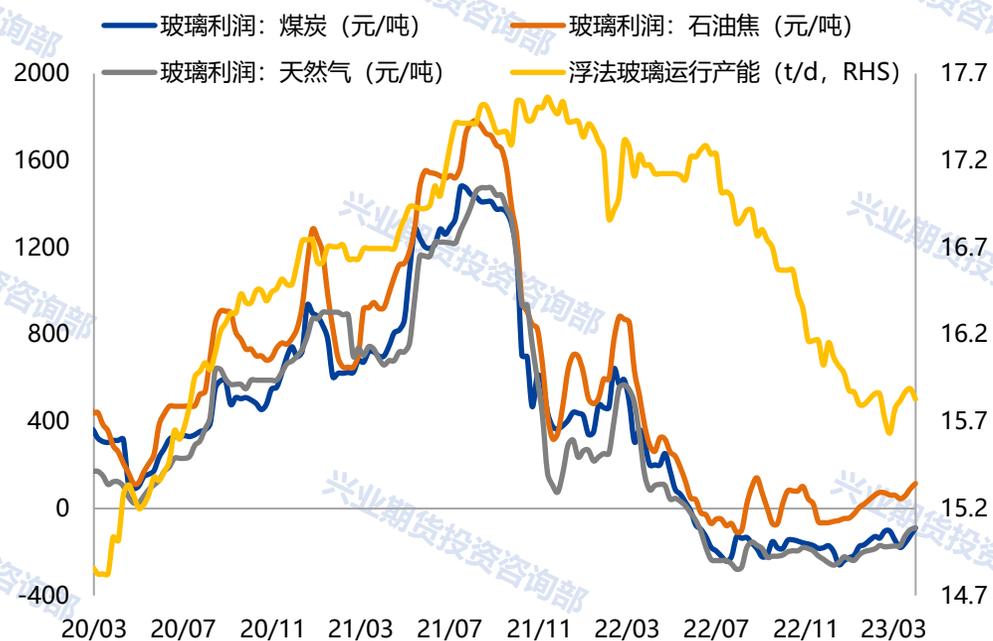
今年浮法玻璃产能收缩节奏明显放缓。年初以来，浮法玻璃冷修产能合计5750t/d，复产及新建产能投产合计5400t/d，运行产能净减少仅350t/d。主要原因在于今年煤炭等能源价格重心有所下移，3月份浮法玻璃价格企稳上涨，浮法玻璃企业利润较去年底环比逐步改善，前期部分冷修产线逐步复产，新增冷修产线数量减少。

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7.8%，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。因此伴随着下游需求的改善，浮法玻璃库存去化速度较快。

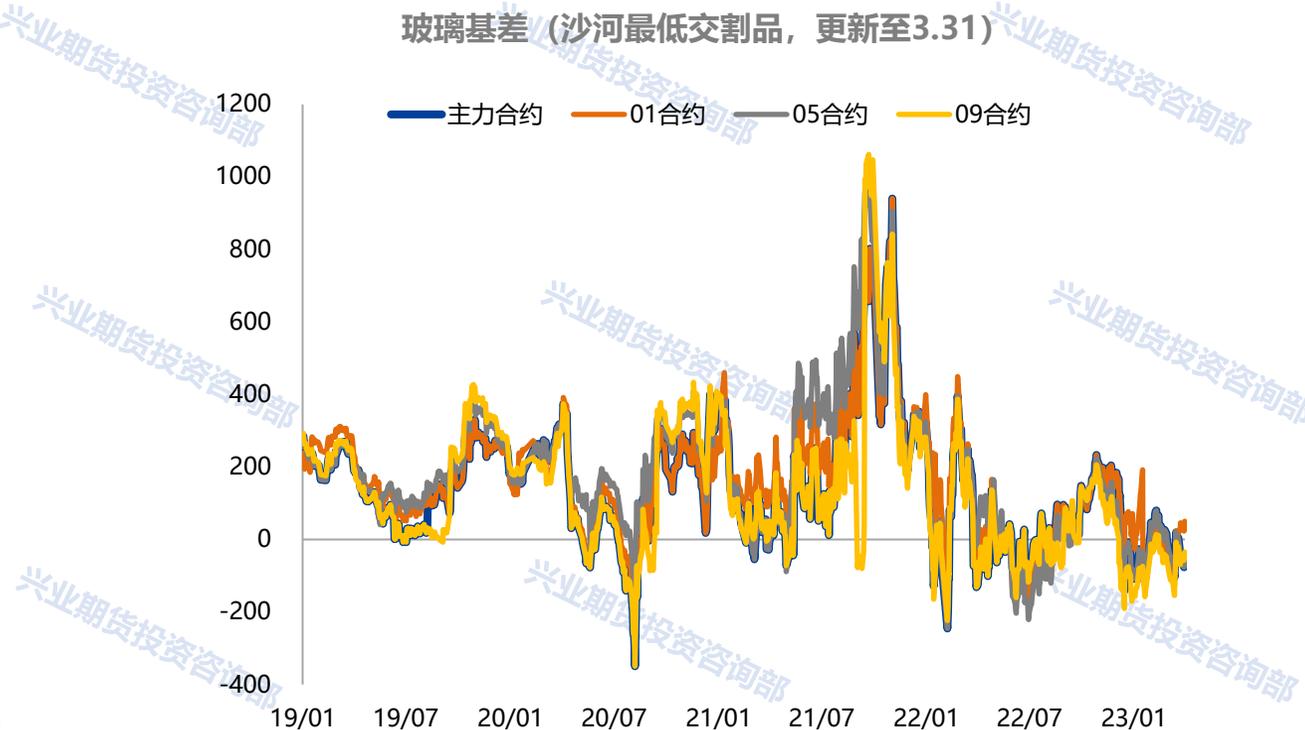
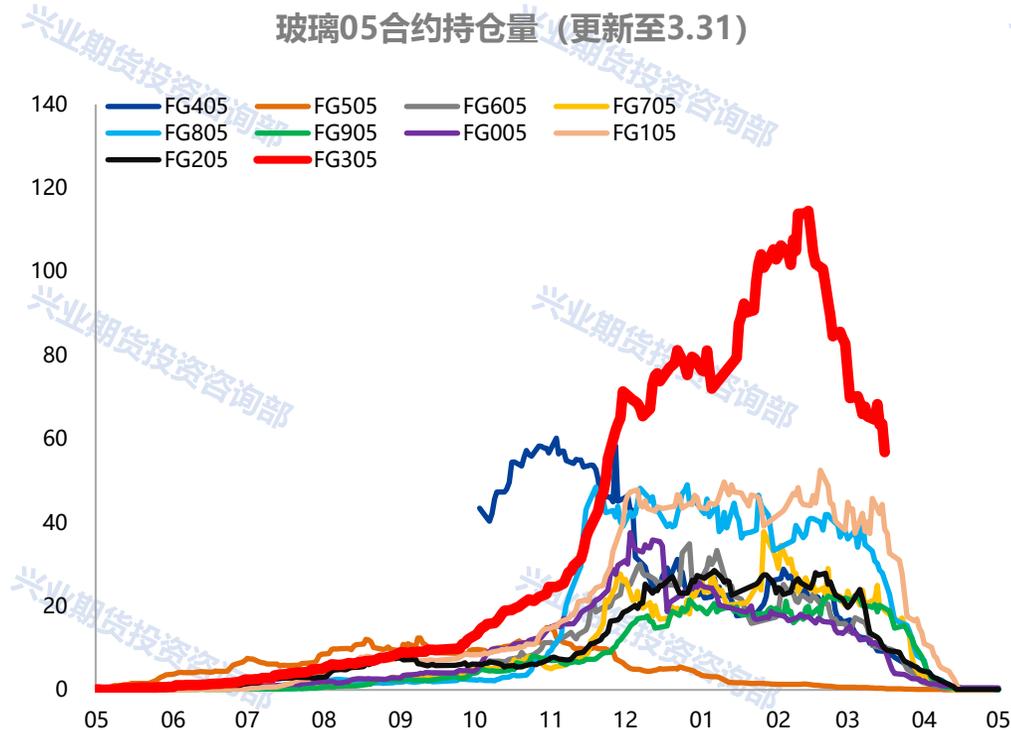
2023年浮法玻璃冷修/复产统计（灰色-未落实，红色-最新，更新至3.31）

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
信义玻璃	天津	600	3月23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
长城玻璃	河北	1200	3月20日	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				长城玻璃	河北	400	3月24日	/
新建生产线	地址	日熔量, 吨	时间	亿钧耀能新材	湖北	600	3月24日	/
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					
奥华玻璃	河北	1200	3月20日					
新建合计		2700		冷修合计		5750		
				运行产能净增		-350		

浮法玻璃利润（更新至3.31）



- 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

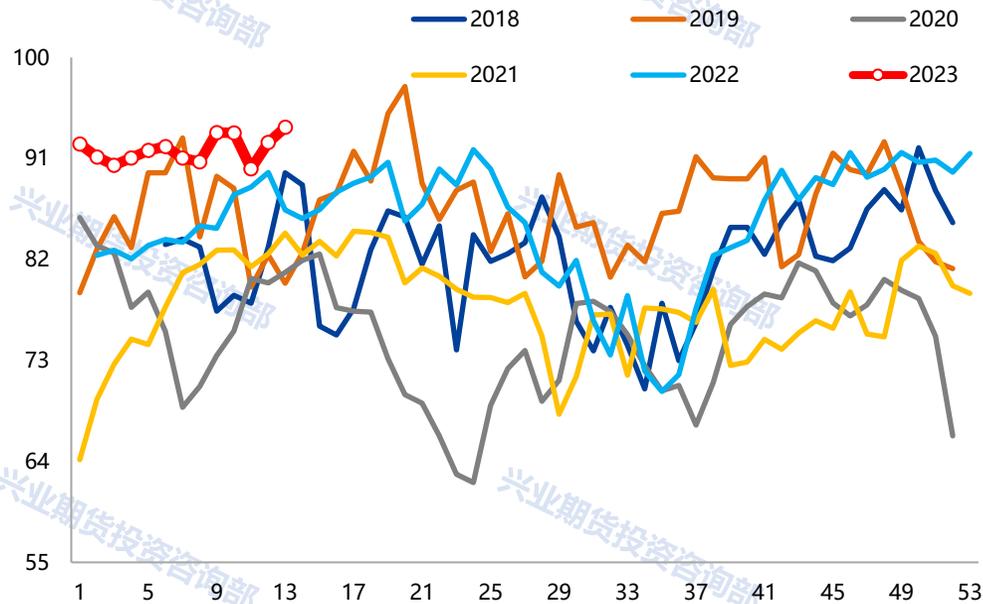
纯碱将保持紧平衡，行业低库存格局将延续

04

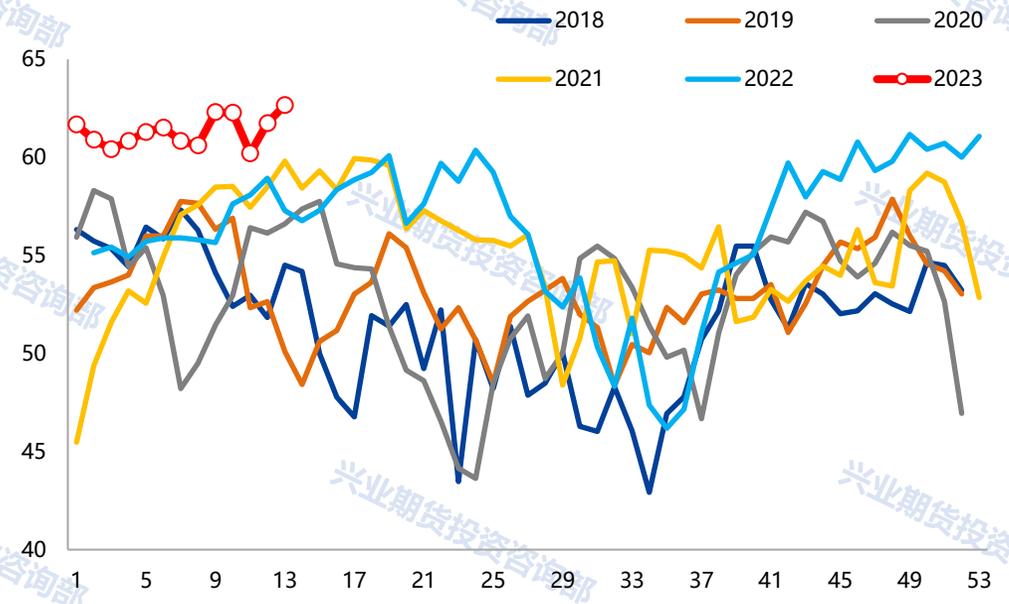
现货坚挺且库存偏低，4月纯碱05合约或向上修复贴水

3月31日当周纯碱企业周度开工率为93.78%，周度产量提高至62.66万吨。今年1季度，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。根据隆众信息，4月份纯碱企业检修零散，仅安徽红四方计划4月4日-11日进行检修，其他暂无计划，预期4月纯碱开工率将达到94%左右，月度产量约269万吨。

纯碱装置开工率（更新至3.31）



纯碱周度产量（隆众，更新至3.31）

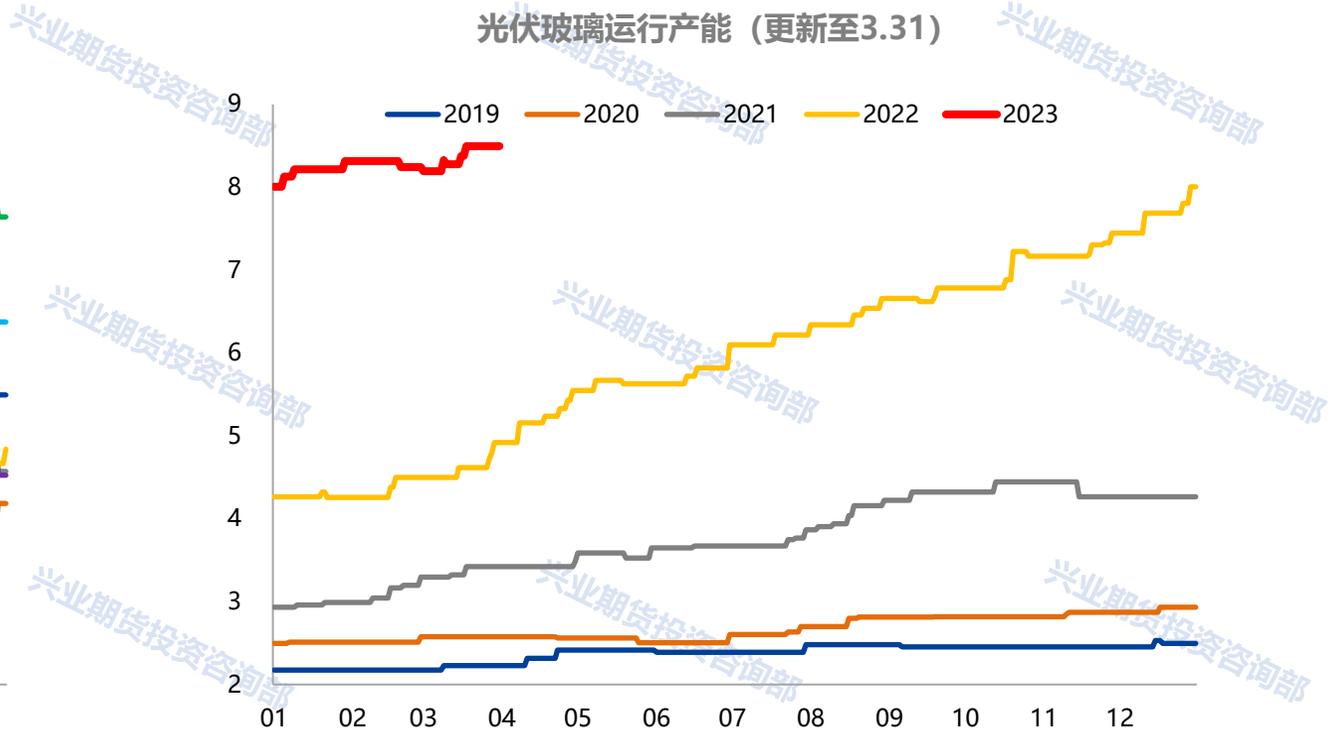
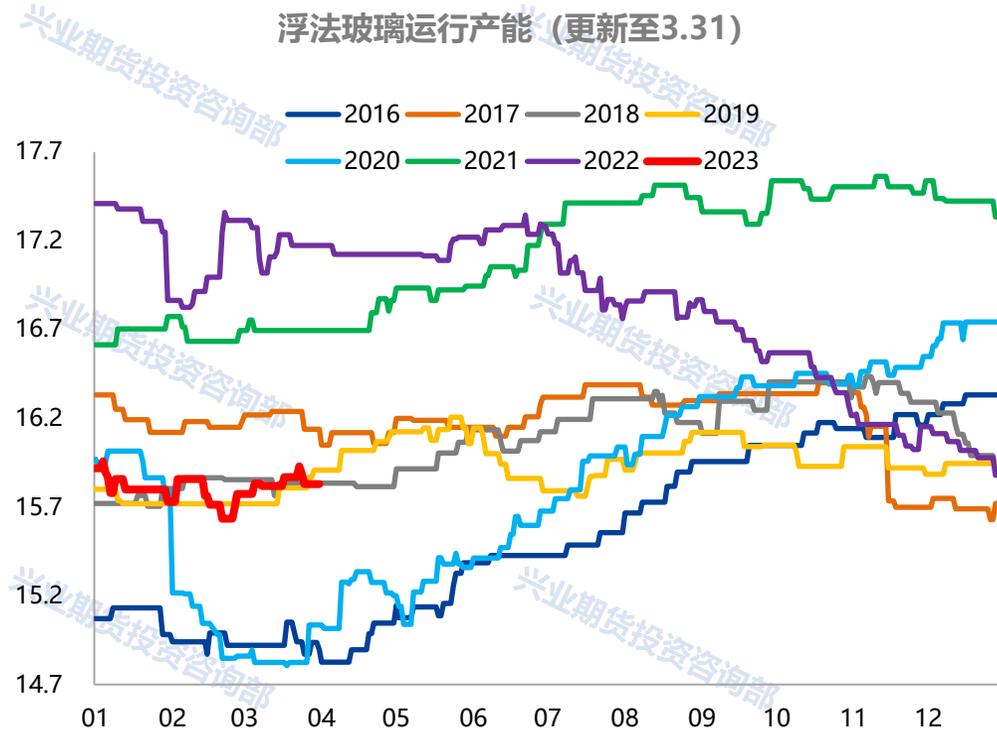


年初市场信息，重庆湘渝20万吨装置计划1-2月投产，安徽红四方20万吨装置扩产计划3月投产；德邦60万吨新增产能计划5月投放；远兴能源500万吨天然碱产能计划于6月全部投产；金山化工200万吨产能安排在9月投产。但追踪市场上各纯碱装置的投产进度，重庆湘渝装置大概率推迟至年底投产，德邦装置投产时间可能延后至9月，安徽红四方装置将推迟至2季度投产，远兴能源3个装置可能依然分三批在6月至9月间投产。按照2023年纯碱新增产能投产节奏，年内纯碱供给释放节奏相对靠后。

2023年新增纯碱产能投产计划

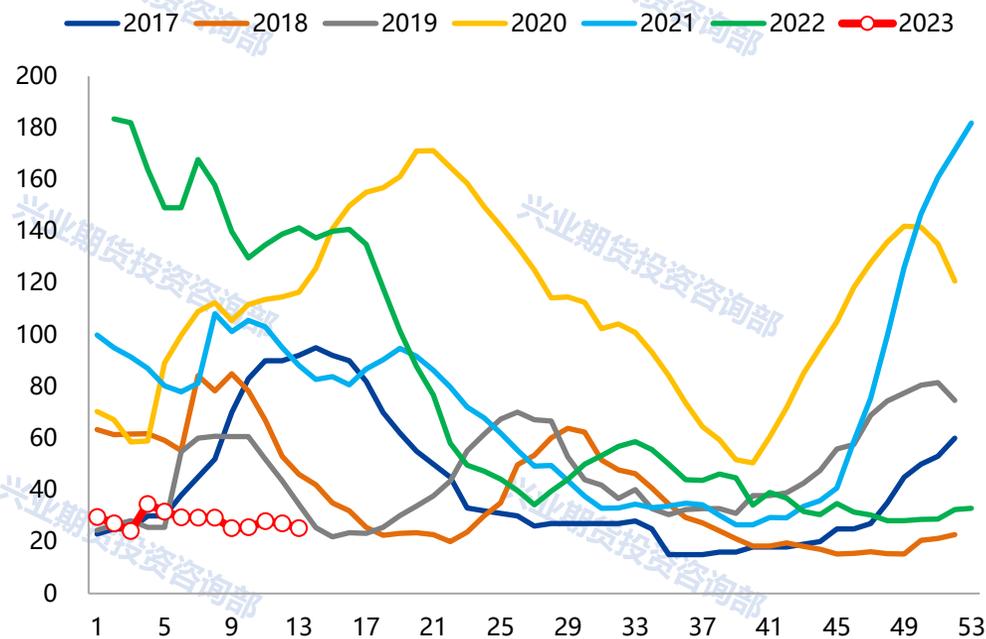
年初预计投产时间	企业	新增产能(万吨)	工艺	投产地区		备注	实际情况
2023年1月-2月	重庆湘渝盐化	20	联碱法	西南地区	重庆	装置扩产	尚未投产，预计2023年底
2023年3月	安徽红四方	20	联碱法	华东地区	合肥	装置扩产	2023年2季度
2023年5月	江苏德邦	60	联碱法	华东地区	江苏	产能置换，原60增60	2023年9月之后
2023年5月	远兴能源一期	500	天然碱法	华北地区	内蒙古 (小苏打40万吨)	1月9日，6月底一期项目工程总体投入运行	可能分三次投产，150万吨（5月）、150万吨（6月）和200万吨（9月）
2023年9月	金山化工	200	联碱法	华北地区	漯河 (小苏打100万吨)		2023年9月之后
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，浮法玻璃或将保持涨价去库，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。本周光伏玻璃运行产能保持不变，较年初仅增加4900吨日熔量。回顾3月，浮法玻璃共有3条生产线放水冷修，点火4条生产线，光伏玻璃共有3条产线投产，4月虽然暂无明确产线投产计划，但3月复产、点火产线将出产品，仍将带动重碱需求将稳中有增。

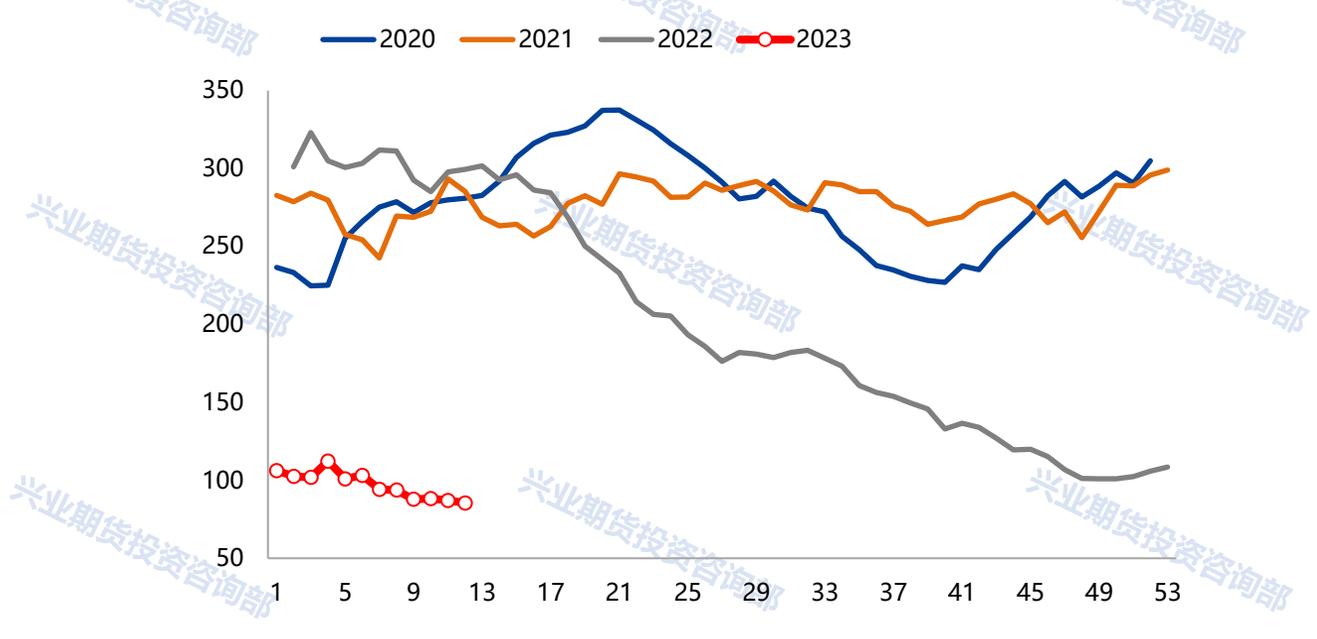


□ 纯碱各环节库存偏低：（1）生产环节库存：3月31日，纯碱企业库存25.23万吨，环比降1.89万吨（-6.97%），纯碱企业兑现订单，企业待发订单下降至12天，降幅接近3天；（2）社会库存：隆众样本，本周降1.6万吨，总量10万吨附近；（3）下游库存：浮法玻璃企业纯碱库存小幅增加至15-16天左右，3月中旬为14天，个别地区下游补充，有企业待发和外围货源到库，大部分企业维持库存按需采购；（4）总社库：3月34日，纯碱三环节库存降至85.56万吨，前值87.16万吨，库存明显偏低且持续下降。预计远兴产能投产前，纯碱供需结构仍将维持紧平衡结构，低库存格局也将延续。

纯碱企业库存（更新至3.31）



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，3月份纯碱现货松动，先是轻碱，后部分地区重碱价格也出现下调。

□ 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，玻璃企业产成品库存连续4周下降，浮法玻璃价格逐渐调涨，浮法玻璃冷修节奏大幅放缓，复产/点火产线增多；光伏玻璃投产节奏虽然放缓，3月仍有3条产线投产，运行产能稳步提高；轻碱需求处于淡季，但进一步走弱的可能性较低；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；从纯碱库存角度看，纯碱产业矛盾并未积累，依然维持低库存格局，下游玻璃企业的纯碱库存也于近期开始企稳回升，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，尤其是重碱现货，较期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+现货坚挺的支撑下，向上修复基差。建议纯碱05合约多单耐心持有，赚取基差收敛的收益。

兴业期货投资咨询部



螺纹

RB

01

高炉复产超预期，警惕2季度供给压力

02

电炉复产节奏放缓，螺纹产量整体持稳

03

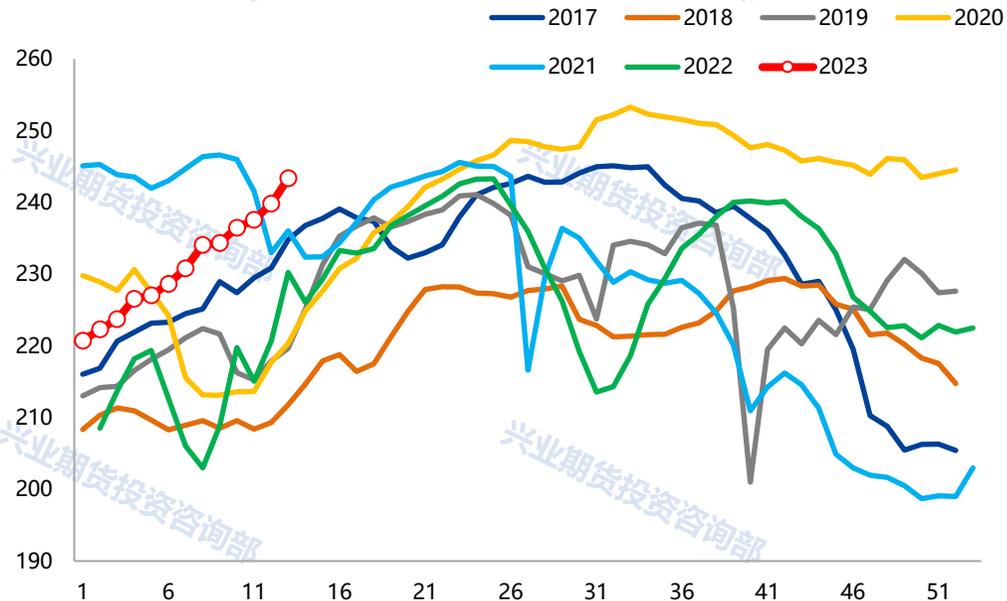
螺纹供需双增，去库速度放缓

04

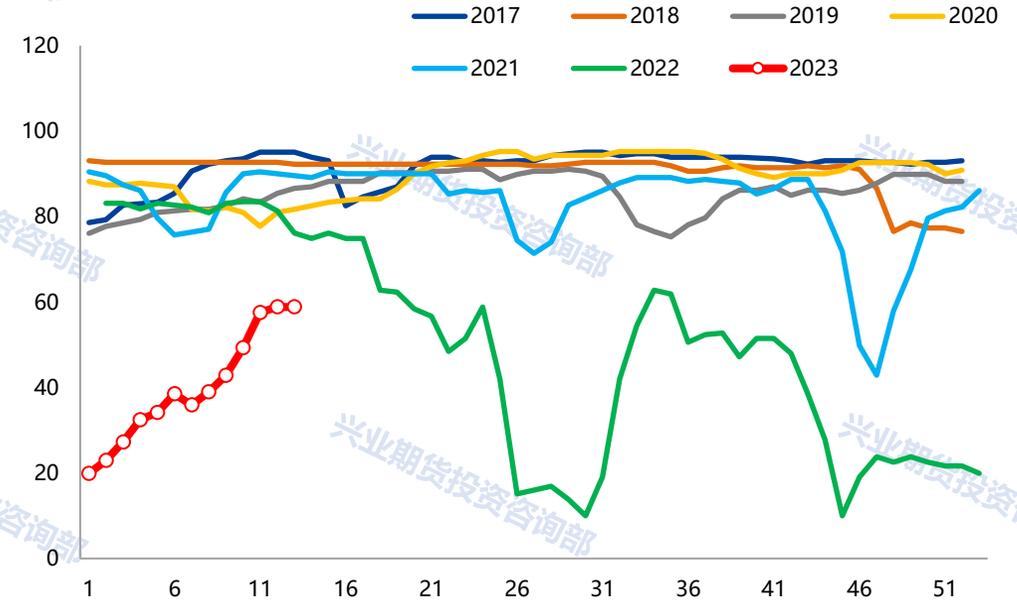
远月预期相对更强，螺纹多单移仓10合约

高炉盈利改善节奏趋缓：随着建筑钢材连续2周调整，长流程螺纹钢生产企业利润再度收缩，247家样本钢厂盈利比例小幅上升至58.87%，与上周基本持平。**高炉铁水产量超预期增加：**本周钢联样本高炉日均铁水产量环比增加3.53万吨至243.35万吨，同比增加17.25万吨，高炉增产提速，超市场预期。3月份高炉日均铁水产量已达到239.4万吨，环比2月增加7.3万吨。根据钢联调研，4月还有7座高炉计划复产，涉及产能约2万吨/天，2座高炉计划停检修，涉及产能0.7万吨/天，若按照这一统计落实，4月份高炉日均铁水产量将达到244-245万吨。但是考虑到终端消费的回暖程度，以及废钢对铁水替代性的回补，我们认为4-5月，国内245万吨的铁水日均产量对应的供给压力相对偏高。

247家样本钢厂日均铁水产量 (更新至3.31)

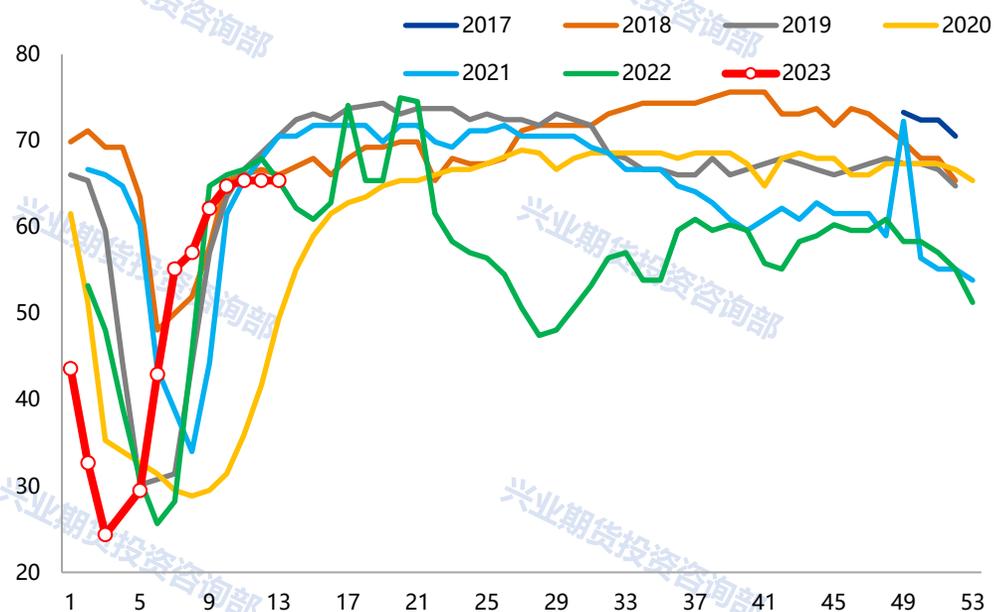


247家样本钢厂盈利比例 (更新至3.31)

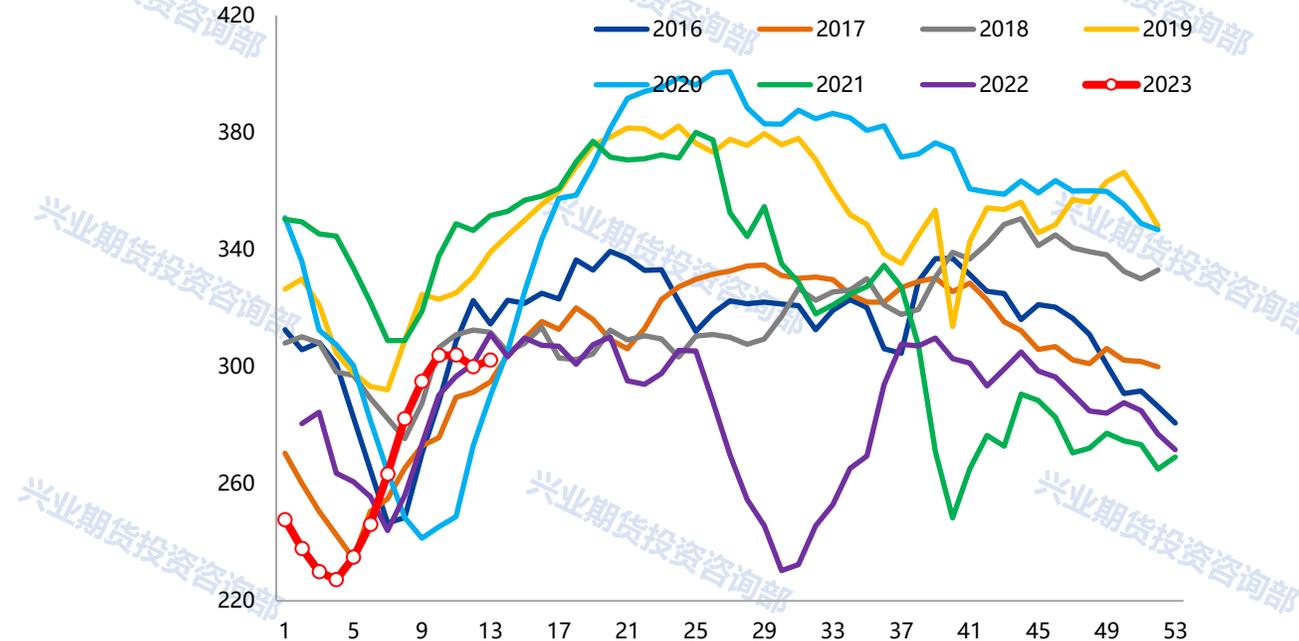


本周建筑钢材价格企稳回升，电炉生产成本随之抬升，除华东电炉平电生产盈利外，其他区域电炉平电生产依然亏损，在钢厂盈利明显改善前，电炉产量暂时受限。受利润的影响，3月份螺纹增产速度放缓，本周螺纹周度产量环比微增0.72%至302.19万吨，同比微降0.39%。在无限产的情况下，后续螺纹产量的变化仍将取决于钢厂的盈利水平。

全国独立电弧炉企业产能利用率（更新至3.31）

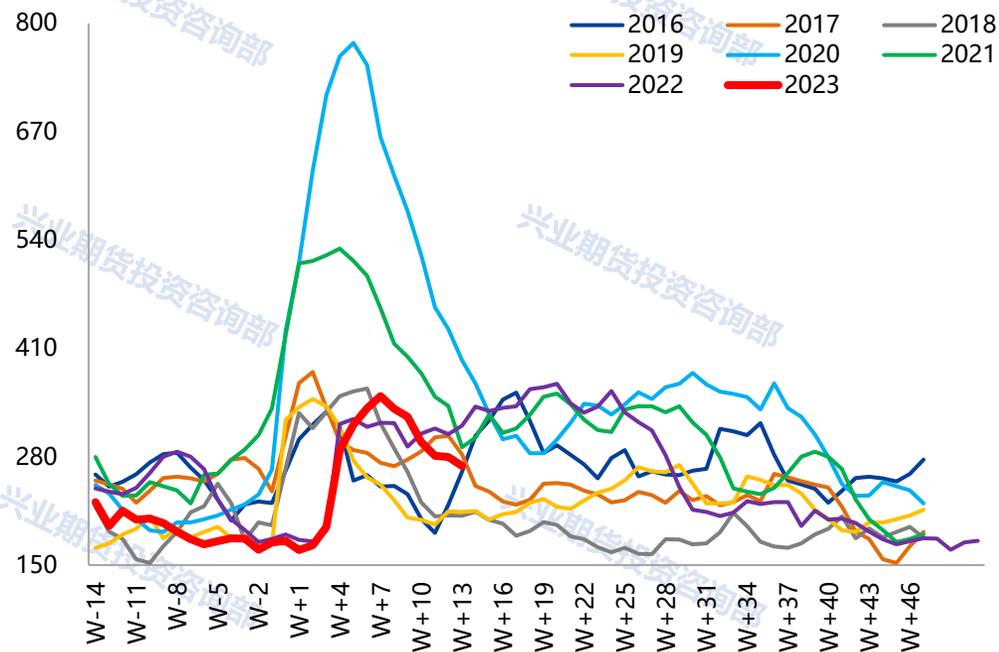


螺纹钢周度产量快速回升（更新至3.31）

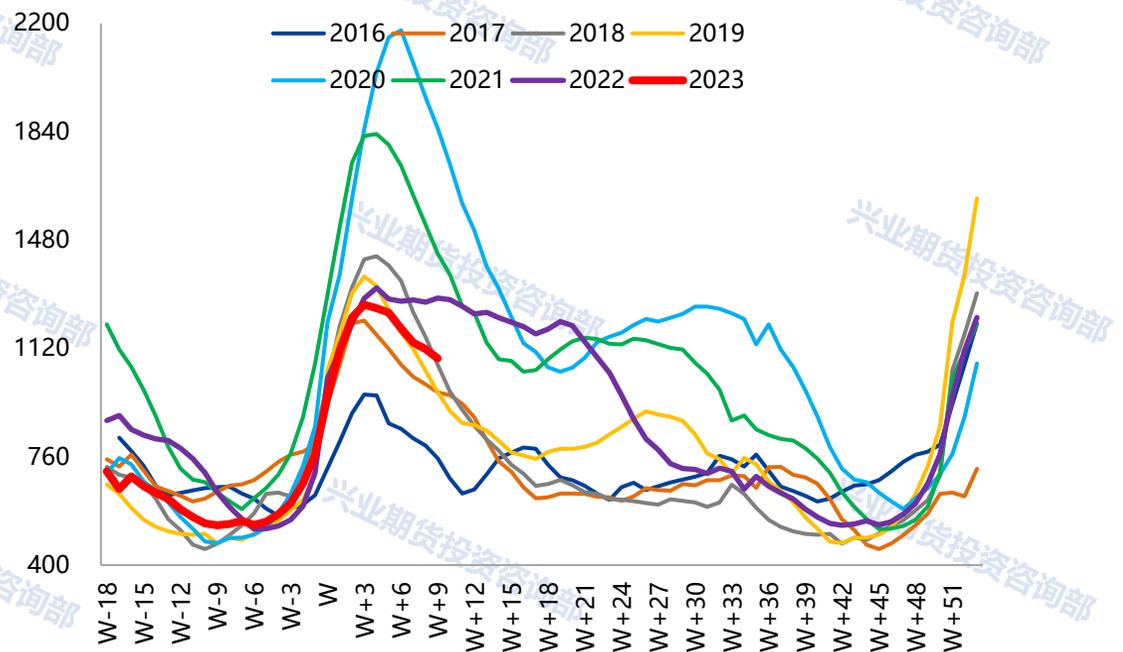


本周螺纹钢供需双增，螺纹钢总库存（钢厂+社会库存）降至1086.25万吨，同比降幅扩大至15.41%，连续6周下降，降幅明显放缓，整体去库速度偏缓。主要原因在于：（1）地产用钢需求恢复节奏偏慢，3月份需求强度同比改善较为有限；（2）供给增长快于预期，3月长短流程产量均较快增加。结合前文对供应的分析，4月铁水产量仍有增长空间，螺纹产量至少保持3月底的强度，或将加重螺纹4月去库压力。

螺纹钢钢厂库存（农历，更新至3.31）



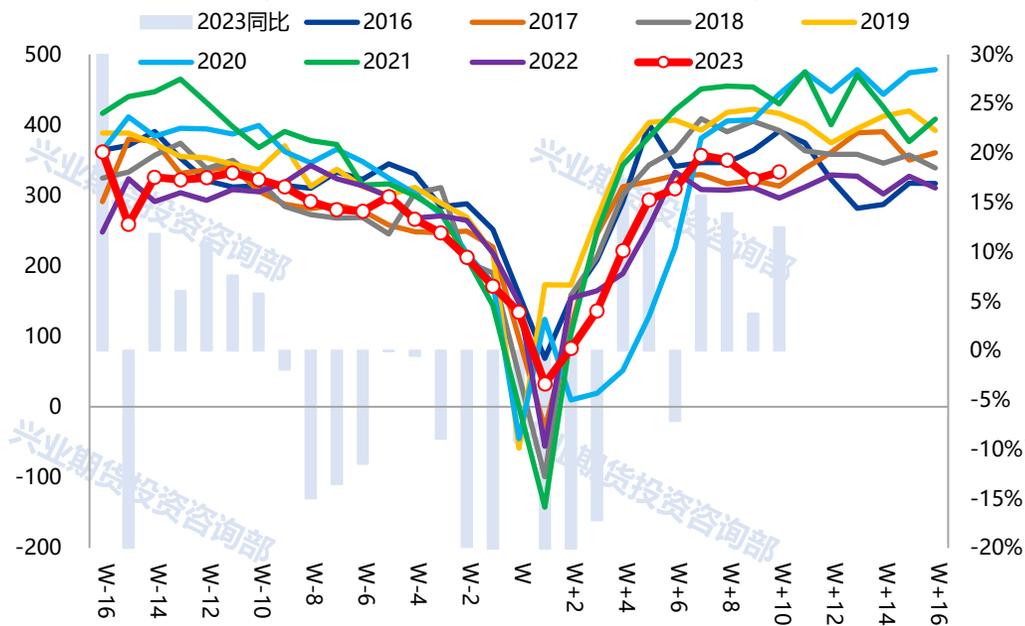
螺纹钢钢厂+社会库存（农历，更新至3.31）



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），地产小周期将迎来“销售→竣工→施工→拿地/新开工”的依次修复，4月建筑钢材消费或存在一定环比改善空间，但地产用钢需求修复的周期可能较长。终端需求的改善情况，可观察以下指标：（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。不过考虑到4-5月螺纹面临的供给压力依然存在，终端需求完全修复需要时间，2季度中后期钢厂可能面临主动减产或政策限产，前者出现可能需要看到去库压力的积累，后者实际执行则可能在下半年，从时间上相对更利好远月，且05合约面临一定抛压，5-10价差逐步收窄。因此策略上，建议05合约多单可移仓10合约。

螺纹周度表观消费量（农历，W春节，更新至3.31）

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

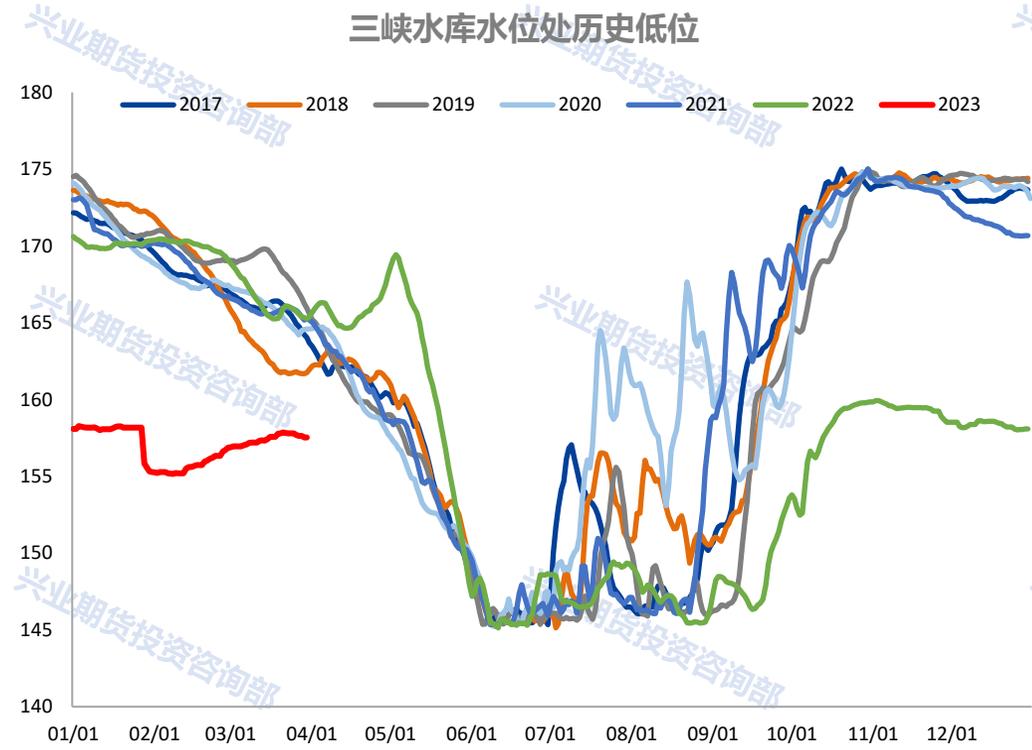
01

水电短缺问题暂难缓解，供给端约束持续

02

下游开工率出现修复迹象，库存接近历史同期低位

- 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。



待复产产能(截止2月底)

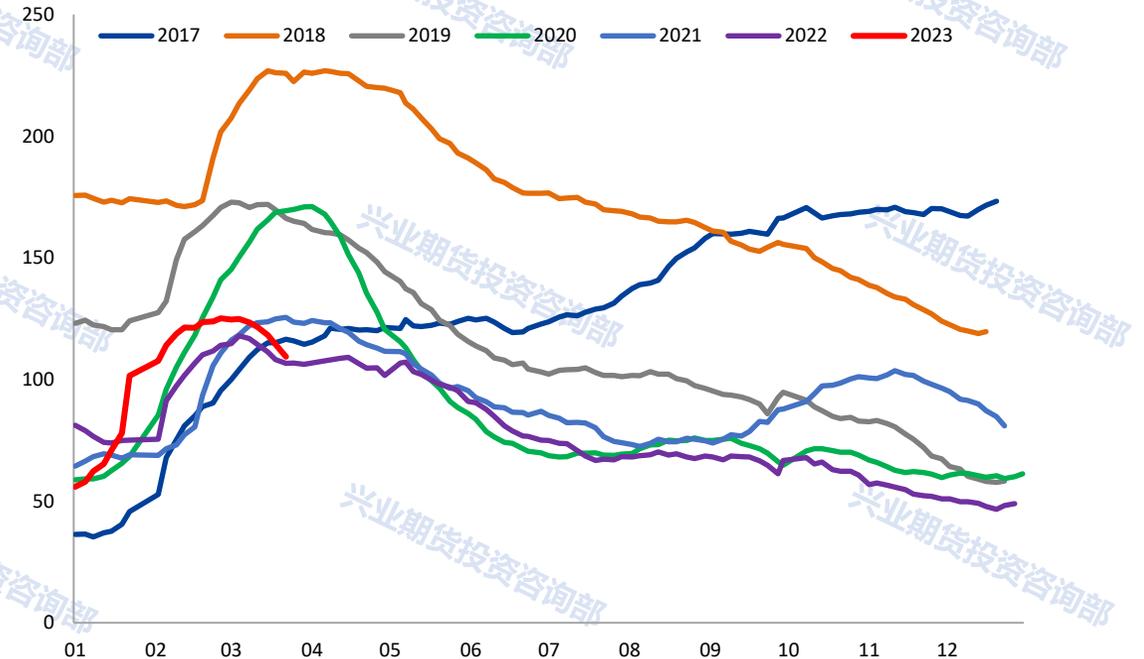
2023年待复产产能			
地区	常规运行产能	运行产能	待复产
四川	120	83	37
贵州	135	72	63
广西	100	78	22
云南	520	326	194
总计			316

- 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

原油连续反弹，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

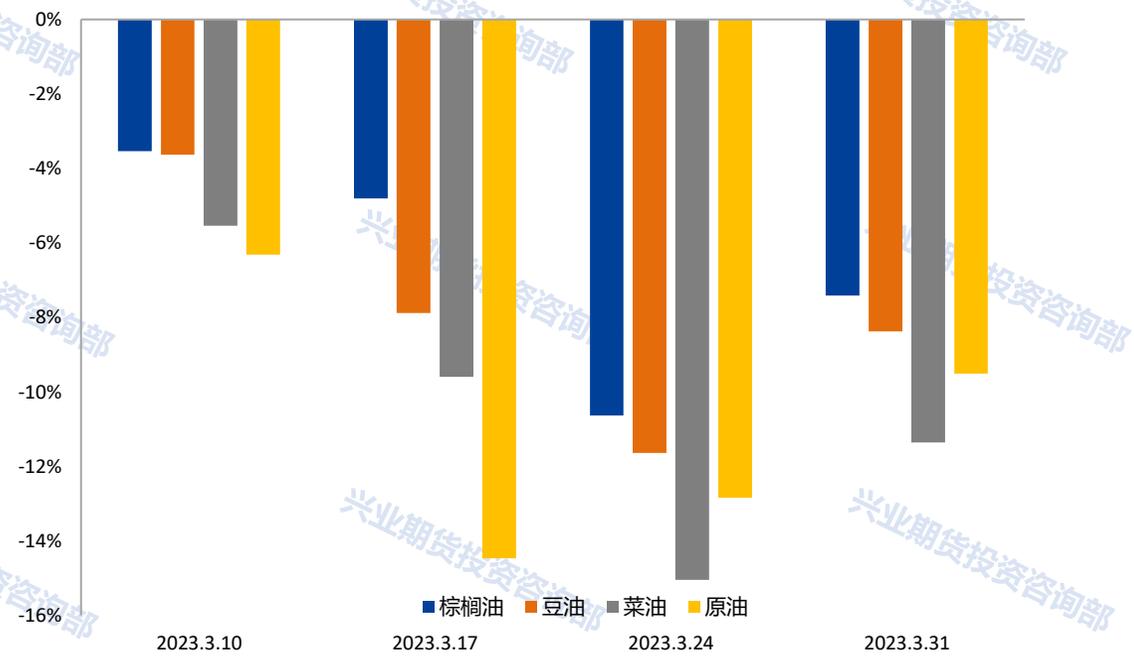
□ 由于油脂可用作生物柴油，食用需求主要用于餐饮，而玉米豆粕等主要用于养殖业，餐饮相较于养殖业更容易受经济扰动，因此油脂宏观属性强于多数农产品。

□ 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。本轮原油价格于3月7日阶段性见顶随后回落，随后的四周油脂板块整体向下，但棕榈油跌幅始终小于其他品种，且在上周出现反弹，在7600附近支撑较为明确。

油脂板块与宏观相关性偏高

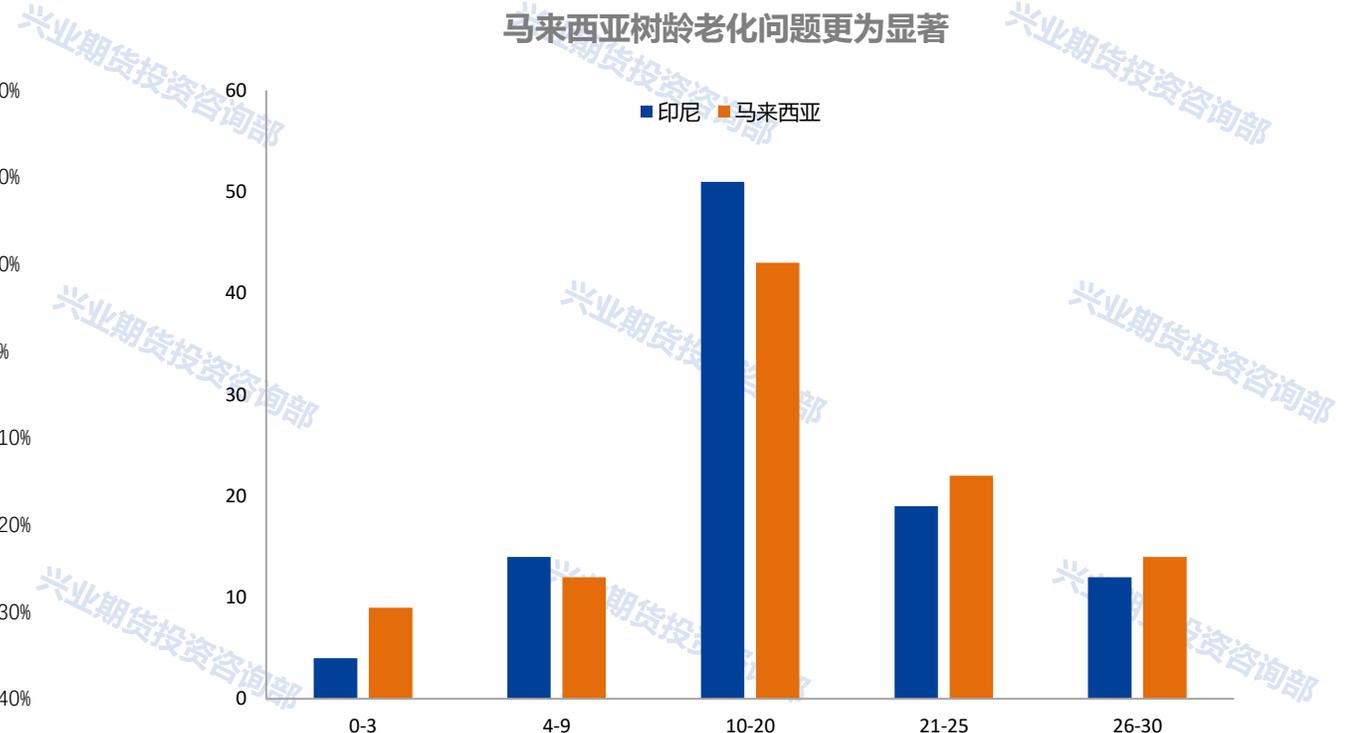
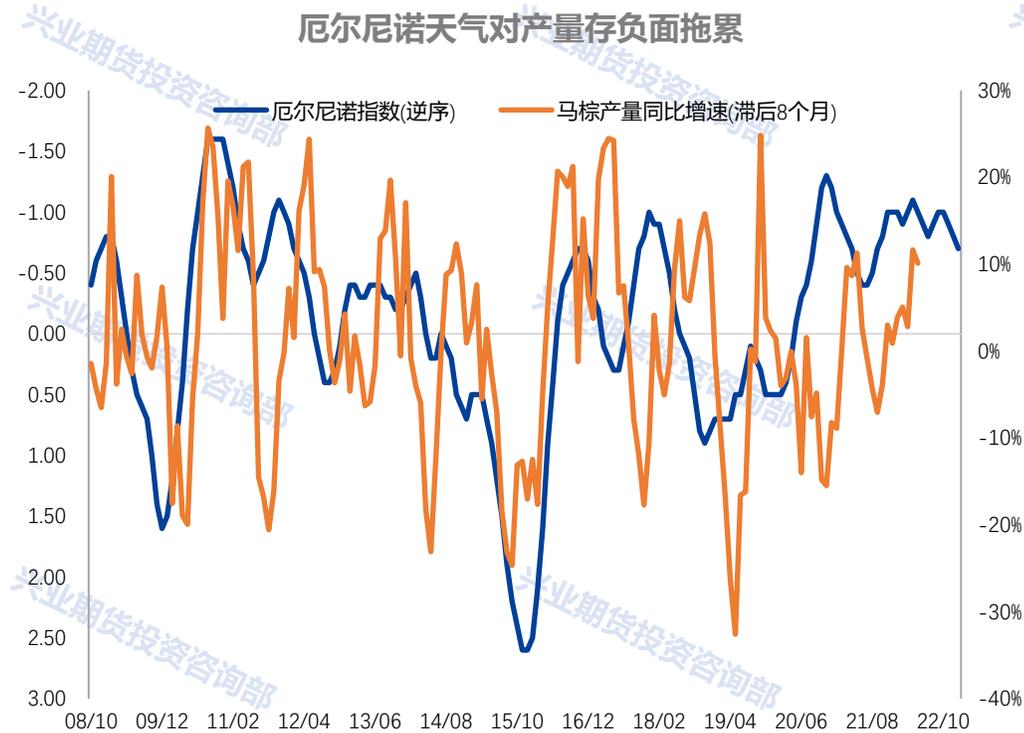
	原油	黄金	铜	棕榈油	豆油	玉米	豆粕
原油	1	0.049	0.771	0.904	0.934	0.778	0.82
黄金	0.049	1	0.163	0.205	0.067	0.161	0.012
铜	0.771	0.163	1	0.834	0.848	0.782	0.637
棕榈油	0.904	0.205	0.834	1	0.953	0.759	0.697
豆油	0.934	0.067	0.848	0.953	1	0.84	0.792
玉米	0.778	0.161	0.782	0.759	0.84	1	0.834
豆粕	0.82	0.012	0.637	0.697	0.792	0.834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

近几周较3月7日涨跌幅



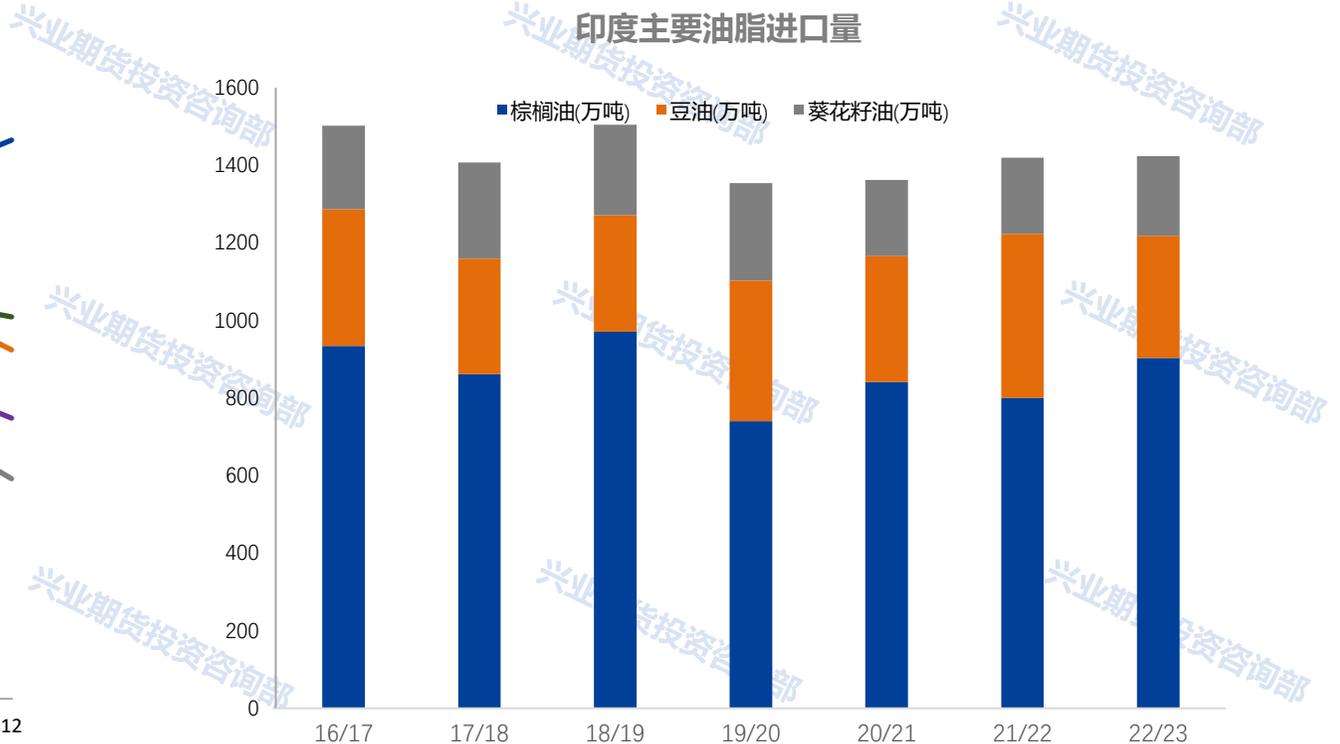
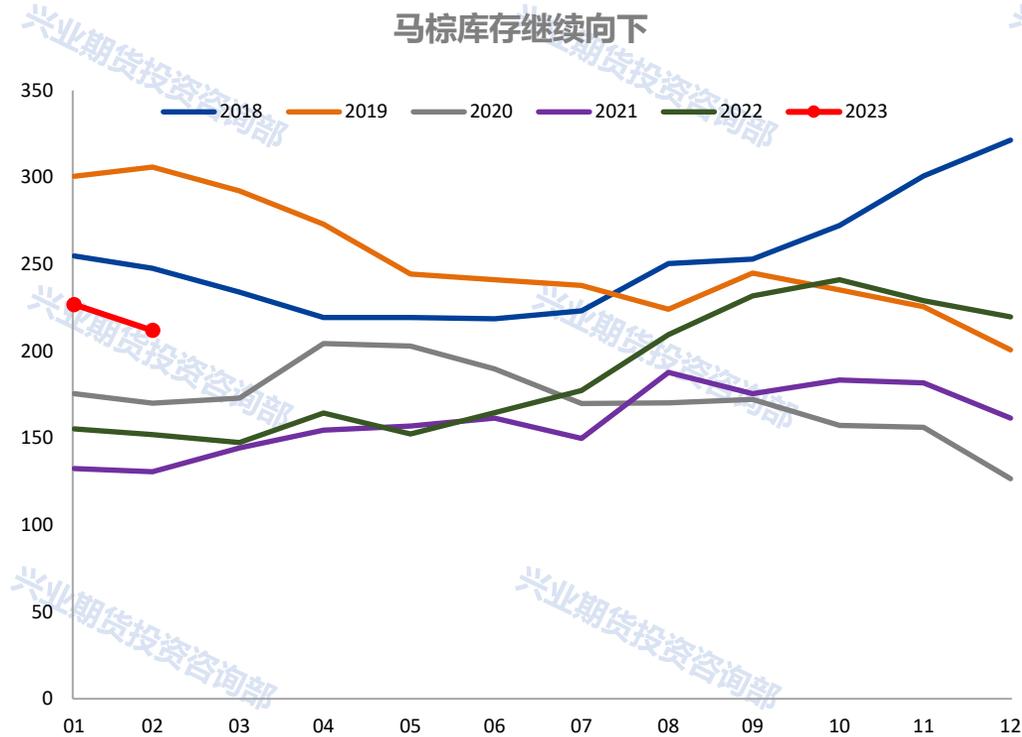
近期主产国降水较多，洪涝灾害天气对产量仍存在负面拖累。此外根据气象机构数据显示，在NOAA中性预测模型下，从6月开始将于50%-60%的概率出现厄尔尼诺，日本的气象机构也同样给出了6月厄尔尼诺概率将有50%，厄尔尼诺天气对棕榈油产量或导致近1年的拖累。从历史表现来看，厄尔尼诺天气发生后的8-10个月内，马棕产量将受到拖累。

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。



□ 马来西亚方面，多家高频数据显示马来西亚3月1-31日棕榈油出口环比增加25%-30%，SPOMMA数据显示，马来西亚3月1-25日棕榈油产量环比降低23%。

□ 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

种植成本高企，海内外新年度植棉意向面积下降

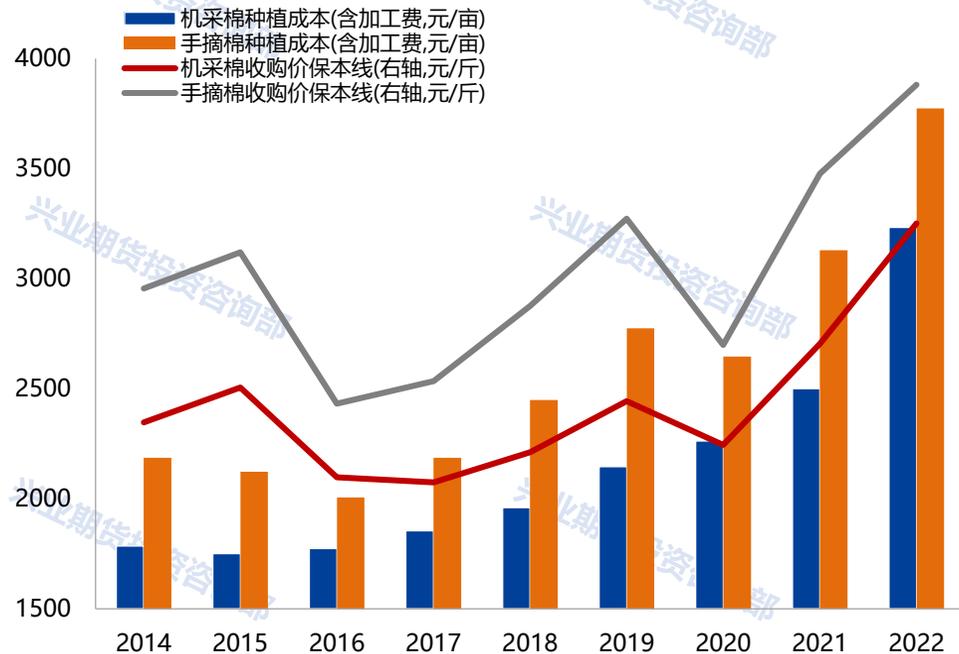
02

棉纺行业PMI明显改善，纺纱利润回升需求仍有支撑

2014年以来新疆植棉总成本呈现逐年上涨趋势，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。受到棉花目标价格补贴政策未明以及种植结构调整等多因素影响之下，近期新疆植棉意向面积降幅有所扩大。

据USDA的2023/24年度作物种植意向报告数据显示，美棉新年度意向种植面积预期在1125.6万英亩，同比减少18.2%。其中陆地棉面积意向预期1110.2万英亩，同比减少18.2%。新年度美棉种植意向面积下滑明显。

2014年以来疆棉种植成本逐年走高

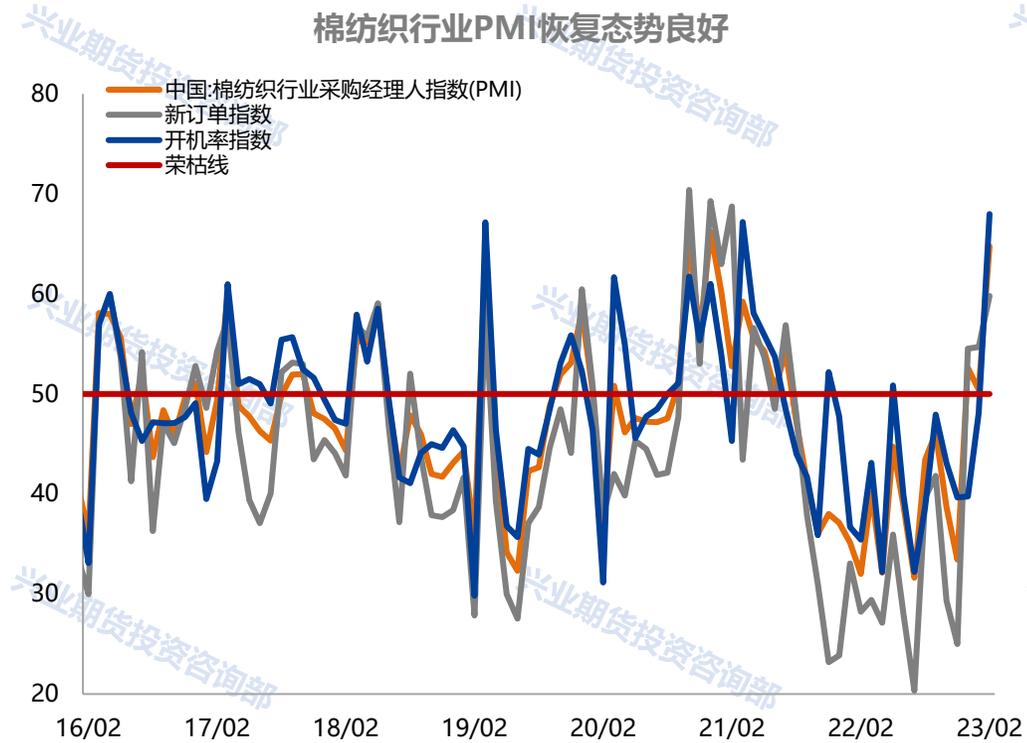


2023-24年度美国植棉意向大幅下滑

	2021/22	2022/23	2302/24	同比
西部棉区	18.2	17.3	18	4.05%
亚利桑那	12	8.8	10	13.64%
加利福尼亚	2.6	2	1.5	-25.00%
新墨西哥	3.6	6.5	6.5	0.00%
西南棉区	695.5	868.5	684.5	-21.19%
德克萨斯	635	785	620	-21.02%
堪萨斯	11	16.5	11.5	-30.30%
俄克拉荷马	49.5	67	53	-20.90%
中南棉区	162.5	206	170.5	-17.23%
阿肯色	48	64	48	-25.00%
路易斯安那	11	19.5	13	-33.33%
密西西比	44.5	53	40	-24.53%
密苏里	31.5	36	36	0.00%
田纳西	27.5	33.5	33.5	0.00%
东南棉区	232.7	266.2	237.2	-10.89%
阿拉巴马	40.5	43.5	40	-8.05%
佛罗里达	9.2	10.6	9	-15.09%
乔治亚	117	129	120	-6.98%
北卡	37.5	47	36	-23.40%
南卡	21	27	24	-11.11%
维吉尼亚	7.5	9.1	8.2	-9.89%
陆地棉合计	1108.9	1358	1110.2	-18.25%

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。

近期随着美国银行事件获得解决，市场悲观情绪得到明显修复，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。



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