



官方微信



官方APP

2023年4月宏观经济形势展望及品种策略建议：

股指涨势明朗，商品将有分化、新增多空组合头寸

上海 2023.4.9

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）国内温和复苏，相对强于海外主要国家；（2）内外库存周期错位，美国延续主动去库拖累出口；（3）1-2月工业企业利润增速低于预期，国内经济复苏与补库周期尚未共振；（4）二季度经济复苏将延续分化特征，服务业 > 建筑业 > 制造业；（5）居民信心修复，投资意愿改善多于消费意愿改善。

□ **国外经济：**（1）美联储加息周期已至尾声，关注点转向美联储何时降息；（2）美国就业数据保持韧性，但并不妨碍美联储政策边际转向。

□ **二季度资产配置建议：**经济仍处于复苏初期，权益资产占优，商品震荡分化。

□ 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）：宏观经济尚处于复苏初期，复苏程度偏温和。长端利率受经济基本面驱动更为直接，走弱趋势不变但走势或较为纠结，而短端利率更多受资金面影响，且目前跨品种价差处于均值偏低水平，因此仍存修复空间。

（2）沪深300（买入IF2306，单边，IF2304多单移仓）：相关偏空的滞后指标边际影响有限、高频指标则延续积极表现，盈利仍将是推涨核心因素；风险偏好将继续提升、且美联储加息进程进入尾声，亦利于提升估值；A股的避险和配置价值依旧良好，资金大规模净流入仍值得期待；国内经济复苏态势明朗，从定性角度将利多地产和消费链等顺周期板块，中特估、数字经济等主题热点亦有充足发酵空间，从映射匹配度看、相当长时限内沪深300指数仍是最佳多头标的。

（3）沪胶（买入RU2305，单边，持有）：政策引导未能推动乘用车零售如期增长，拖累橡胶终端需求，但经济复苏背景下重卡市场拐点显现，后续增长动力充足，而当且阶段全球天胶生产进入减产季，气候问题的不稳定性或使得现货库存降库拐点早于往年，供减需增预期支撑下方价格。

□ 中观面驱动因素要点:

期货策略:

(4) PVC (买入V2305, 单边, 持有): 尽管4月检修装置显著增加, 但对05合约利好作用有限。二季度是传统需求旺季, 然而当前需求表现欠佳, 无法为PVC提供充足上涨驱动。考虑到煤炭和电石存在潜在下跌风险, 建议V2305前多及时止盈。

(5) 甲醇 (卖出MA309, 单边, 新增): 国内外产量维持高位, 库存开始被动积累。下游生产利润偏低, 装置开工率下滑, 原料甲醇采购量减少。二季度煤炭表现偏弱, 甲醇价格可能进一步下跌10%以上, 建议逢反弹布局09合约空单。

(6) 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。

(7) 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。

(8) 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。

(9) 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。

(10) 棕榈油 (买入P2305, 单边, 持有): 最新美豆产量预估对油脂板块形成提振, 且棕榈油受原油上涨利多最为直接。目前棕榈油产量仍处季节性低点, 下方支撑较为牢固, 近月合约多单可继续持有。

(11) 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。

(12) PTA (卖出TA309, 单边, 新增): PX实际产量预计减幅有限, 供需格局偏宽松, PTA新空入场。



宏观

MACRO

01

国内：经济温和复苏且结构分化

02

国外：美联储紧缩政策接近尾声

- 2023年2季度，国内经济周期延续复苏趋势，美国经济增速将继续放缓，并大概率迎来NBER定义的“衰退周期”，延续内强外弱的分化趋势。
- 周期划分：采用经济指标（PMI，12个月移动平均），通胀指标（CPI与PPI波动率加权，12个月移动平均）；
- (1) 衰退：经济指标下行，通胀指标下行； (2) 复苏：经济指标上行，通胀指标下行； (3) 过热：经济指标上行，通胀指标上行； (4) 滞涨：经济指标下行，通胀指标上行。

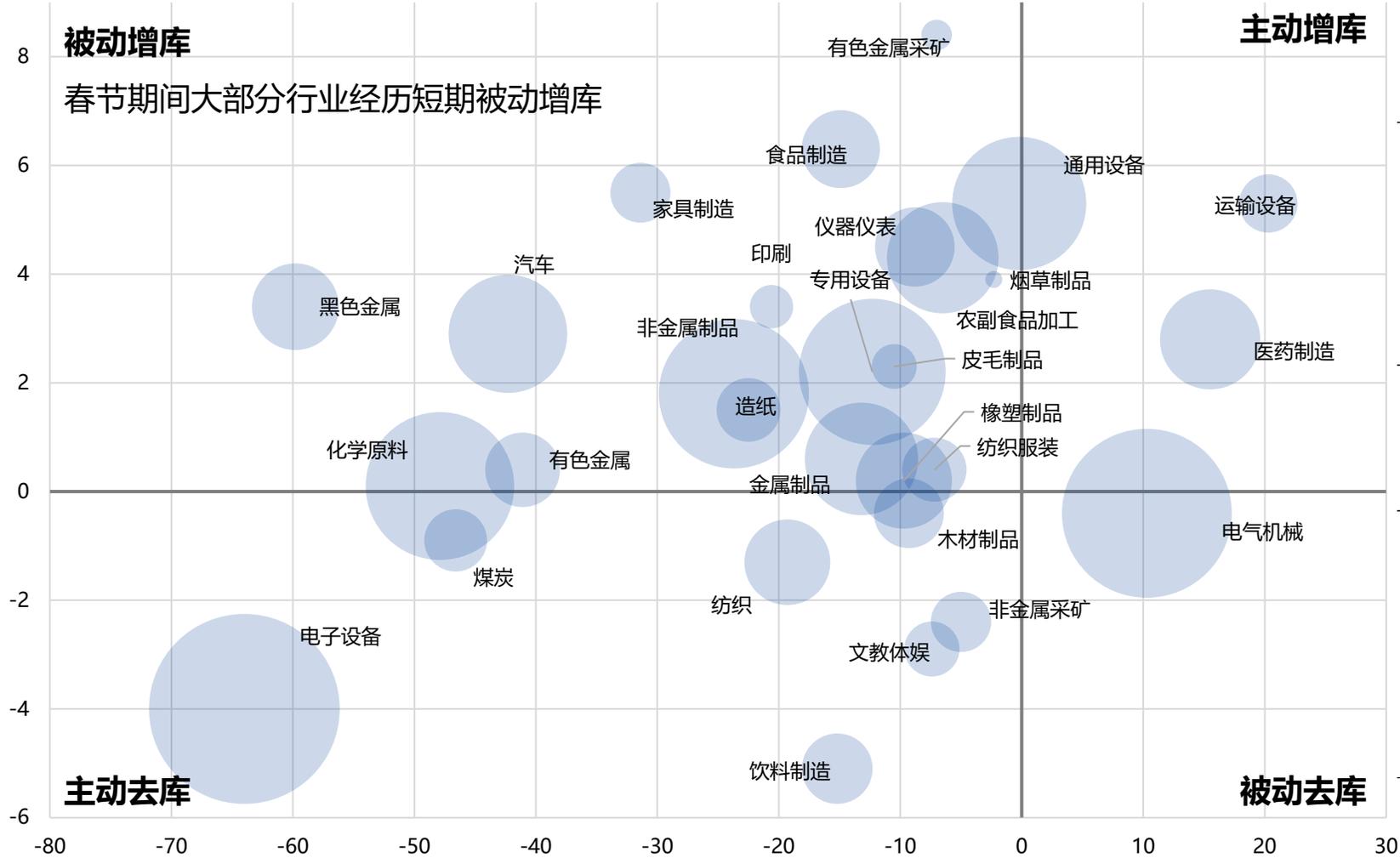
经济周期	2004												2005												2006												2007												2008											
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
中国	滞涨											衰退	复苏					过热						滞涨						衰退																														
美国	过热						滞涨						过热			衰退						滞涨						衰退																																
库存周期	2009												2010												2011												2012												2013											
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
中国	衰退			复苏						过热			滞涨			衰退						复苏						衰退		复苏		过热																												
美国	衰退				复苏				过热								滞涨				衰退						滞涨		过热																															
库存周期	2014												2015												2016												2017												2018											
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
中国	过热							衰退					滞涨		过热								滞涨		衰退																																			
美国	过热						衰退						滞涨				过热		滞涨		衰退																																							
库存周期	2019												2020												2021												2022												2023											
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
中国	衰退						复苏						过热	滞涨					衰退						复苏																																			
美国	衰退						复苏			过热						滞涨			衰退																																									

- 2023年2季度，国内库存周期整体有望从主动去库转向被动去库，海外库存周期大概率将延续主动去库趋势，对2季度国内出口相对不利。
- 库存周期划分：国内采用工业企业产成品库存增速与工业企业利润增速来划分，美国采用商业库存增速与商业销售额增速划分，均未剔除价格因素。
 - 被动去库：利润/销售增速上行，库存增速下行，
 - 主动补库：利润/销售增速上行，库存增速上行，
 - 被动补库，利润/销售增速下行，库存增速上行，
 - 主动去库：利润/销售增速下行，库存增速下行。

库存周期	2004												2005												2006												2007												2008											
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
中国	被动补库						主动去库			被动去库						主动补库						被动补库						主动去库																																
美国	被动去库	主动补库						主动去库						被动补库						被动去库						被动补库						主动去库																												
库存周期	2009												2010												2011												2012												2013											
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
中国	主动去库	被动去库			主动补库			被动补库						主动去库			被动去库						主动去库			被动补库																																		
美国	主动去库		被动去库		主动补库				被动补库		主动补库				主动去库						被动去库						被动补库																																	
库存周期	2014												2015												2016												2017												2018											
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
中国	被动补库				主动去库				被动去库						主动补库						被动补库						主动去库																																	
美国	主动补库			主动去库						被动去库						主动补库						被动补库																																						
库存周期	2019												2020												2021												2022												2023											
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
中国	主动去库						被动补库		主动补库	被动去库			主动补库			被动补库						主动去库			被动去库		主动补库																																	
美国	被动补库		被动去库		主动去库			被动去库		主动补库				被动补库						主动去库																																								

国内经济：1-2月工业企业利润增速低于预期，国内经济复苏与补库周期尚未共振

● 景气度 (横-利润增速2个月环比, 纵-库存增速2个月环比) 固定资产投资完成额占比



产业链环节	行业	库存增速分位数	利润增速分位数
上游采矿	煤炭	74.9%	37.0%
	石油天然气	34.1%	50.5%
	黑色金属采矿	51.7%	10.0%
	有色金属采矿	62.1%	55.9%
	非金属采矿	22.3%	10.0%
	其他采矿	6.8%	1.6%
中游原材料	木材制品	71.5%	13.0%
	纺织	38.4%	1.4%
	造纸	64.9%	0.9%
	化学原料	64.0%	0.9%
	化学纤维	31.8%	1.9%
	橡塑制品	26.2%	8.2%
	非金属制品	85.3%	1.4%
	黑色金属	53.6%	0.5%
	有色金属	71.6%	1.4%
	金属制品	10.4%	1.4%
下游制造	运输设备	38.5%	96.7%
	电气机械	50.7%	95.3%
	通用设备	23.8%	18.1%
	专用设备	38.4%	3.3%
	电子设备	56.6%	1.6%
	仪器仪表	82.0%	8.2%
下游消费	纺织服装	12.3%	9.8%
	皮革制品	19.7%	10.7%
	家具制造	11.4%	3.8%
	文教体娱	49.2%	9.0%
	印刷	12.3%	1.4%
	农副食品加工	61.1%	7.3%
	食品制造	75.8%	1.9%
	饮料制造	25.4%	15.6%
	烟草制品	53.9%	43.0%
	汽车	63.9%	4.1%
	医药制造	12.8%	4.7%
其他	其他制造业	21.4%	2.1%
	废弃资源利用	100.0%	0.8%
	修理业	92.6%	71.3%
	电热燃气水	71.4%	96.0%

□ 二季度经济复苏可能延续分化特征：（1）复苏较为充分的“领域”，如建筑业、线下消费，空间较小，斜率逐步走缓；（2）复苏尚不充分的“领域”，如制造业，斜率也并不陡峭，4月高频相关指标也暂未出现斜率“陡峭化”的迹象；（3）服务业复苏斜率依然向上，如文旅等。

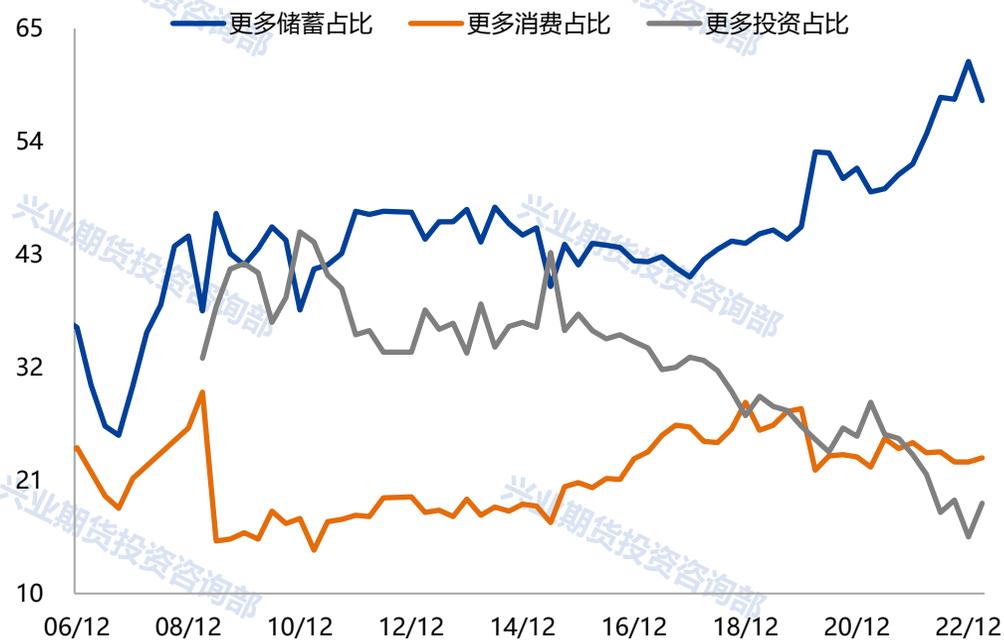
经济指标		2023年1-2月①/ *2023年1-3月①	2023年1-2月两 年平均②	2021年两年 平均③	2017-2019年 平均④	②-③	②-④	复苏进度	未来景气
社零	社零	3.5	5.1	4.3	9.1	0.8	-4.0	***	修复节奏放缓，结构分化
	限额以上	2.1	5.6	5.8	5.9	-0.2	-0.3	*****	限额以上消费修复较充分
	限额以下	4.3	4.9	3.5	11.1	1.4	-6.3	**	视就业改善情况而修复
	餐饮	10.2	10.2	4.8	7.0	5.4	3.2	*****	线下消费修复较充分
房地产	投资	-5.7	-1.0	5.7	8.8	-6.7	-9.8	**	前端投资修复较慢，后端投资高位持稳
	销售	-3.6	-6.6	2.3	3.0	-8.9	-9.6	*****	高位企稳
	30城商品房销售*	5.9	-13.5	1.8	-8.6	15.3	-4.9	*****	高位企稳
	18城二手房销售*	84.9	24.9	-14.6	6.3	39.5	18.6	*****	高位企稳
	百城土地成交规划建面*	16.5	-10.0	-6.6	12.4	-3.5	-22.5	*	受限于资金问题，2季度仍缓慢修复
	新开工	-9.4	-10.8	-6.3	10.9	-4.5	-21.7	*	受限于资金问题，2季度仍缓慢修复
	施工	-4.4	-1.3	4.5	5.6	-5.8	-6.9	**	受限于资金问题，修复进度慢于竣工，快于开工
	竣工	8.0	-0.9	3.2	-3.2	-4.1	2.3	*****	保交楼政策效果逐步显现
到位资金	-15.2	-16.5	6.2	7.4	-22.6	-23.9	*	资金压力依然存在，下半年有望迎来明显改善	
基建	投资	12.2	10.4	1.8	2.8	8.6	7.6	*****	基建继续发挥托底作用，高位企稳
制造业	投资	8.1	14.5	5.7	3.5	8.9	11.0	*	工业企业盈利不佳，出口拖累，未来缓慢修复，且结构分化
出口		-6.8	4.7	16.6	4.7	-12.0	0.0	*	海外衰退，未来修复缓慢
工业增加值		2.4	5.0	6.2	4.9	-1.3	0.1	***	2-3月份加速回升，但工业企业盈利不佳，后续抬升将趋缓

从彭博调研的中国经济数据预测看，也负荷温和复苏且结构分化的特征。市场普遍认为2季度在基数影响下，经济增速的同比修复力度高于1季度，但环比增速较1季度下滑。结构上，2季度仍处于“稳货币+宽信用”阶段，供需双增，总需求方面，国内消费修复空间相对固定资产投资更为充足，工业企业盈利有望筑底，外需依然是拖累项。

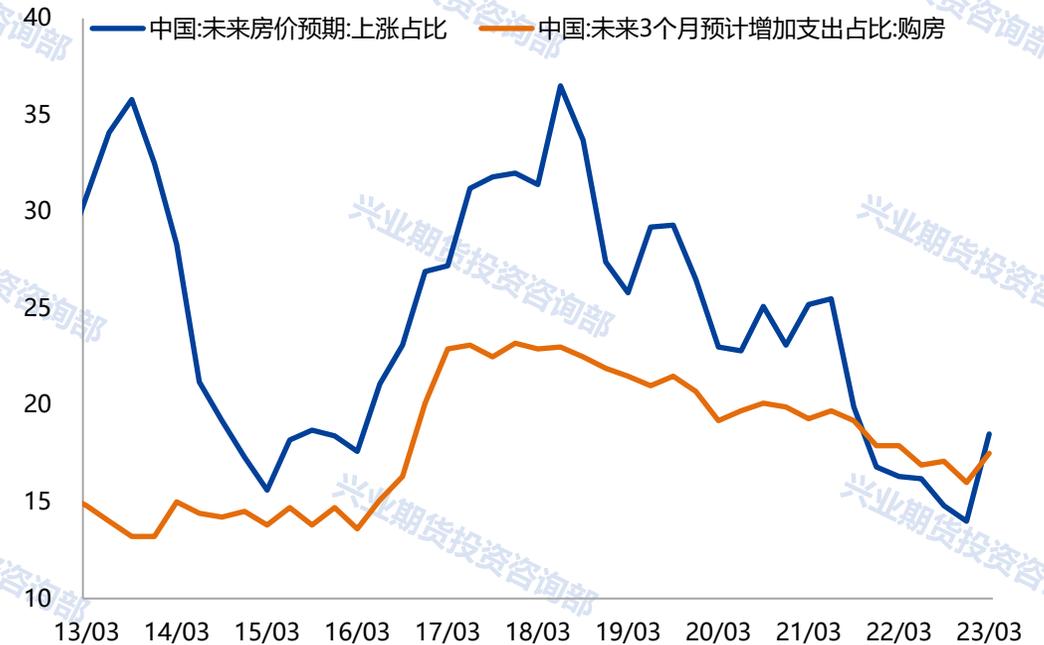
经济指标	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3
经济活动										
实际GDP (季度环比%)	-2.4	3.9	0	1.9	1.5	1.5	1.3	1.1	1.1	1.2
实际GDP (季度同比%)	0.4	3.9	2.9	3.4	7.3	4.9	5.8	5.2	5	4.9
固定资产投资 (同比%)	6.1	5.9	5.1	5.5	6.1	6	6.5	5.7	5.7	5.7
工业产值 (同比%)	0.6	4.8	2.8	2.7	7.1	5	6.2	5.5	4.6	4.4
零售销售额 (同比%)			-0.3	3.6	12.2	6.8	11.3	5.8	5.6	5.5
价格指数										
CPI (同比%)	2.2	2.7	1.8	1.8	2	2.2	2.7	2.7	2.3	2
生产者价格指数 (同比%)			-0.8	-1.1	-1.7	0.4	1.3	1.2	1	1.3
劳动力市场										
失业率 (%)				4.1	4.1	4.2	4.1	4.2	4.2	4.1
国际收支平衡										
经常账户 (占GDP%)	2.1	2.4	2.4	1	1.1	0.9	0.7	1	0.8	1.2
出口贸易 (同比%)			-5.4	-6.3	-5	-4	1.4	3	2.5	2.9
进口贸易 (同比%)			-5.6	-6	-1.5	2	4	3.5	3	3.1
货币分类										
货币供应 (M2, 同比%)			11.9	11.7	11.1	10.5	10.2	9.5	9.2	9.1
信用创造 (社融存量, 同比%)	11.8	11.5	10.5	10.6						
利率										
1年期最佳贷款 (%)	3.7	3.65	3.65	3.65	4.3	4.3	4.3	4.25	4.25	4.25
3个月利率 (%)	2	1.67	2.42	2.45	2.61	2.66	2.5	2.25	2.22	2.27
2年期债券 (%)	2.25	2.12	2.34	2.38	2.43	2.48	2.49	2.45	2.45	2.38
10年期债券 (%)	2.82	2.75	2.84	2.86	2.99	3.04	3.06	3.05	3.07	3.07

- 一季度央行问卷调查显示，居民就业、收入的感受指数、信心指数均好转，储蓄意愿明显减弱，但更多转向投资而非消费，投资方向上，居民对房价预期好转，购房意愿低位修复，此外居民更愿意进行“基金信托”和“股票”投资，银行理财投资意愿下降。
- 这一调研问卷结果与我们对国内经济趋势的研判，可相互印证。

居民储蓄意愿明显减弱，但更多转向投资而非消费



居民房价预期及购房意愿均低位回升

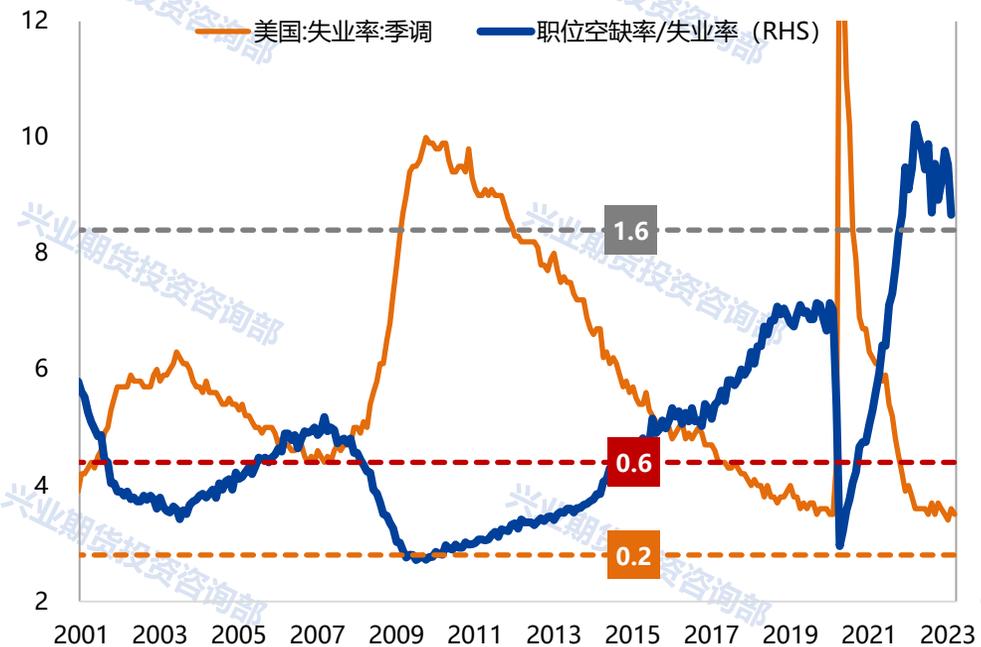


国外经济：美联储加息周期已至尾声，关注点转向美联储何时降息

	鹰派情形	中性情形	鸽派情形	当前信号
加息终点	5-5.25%以上 (区间)	5-5.25% (区间)	4.75-5% (区间)	3月加息25BP，联邦基金利率提高至4.75-5%
降息起点	2024年年中及以后	2023年底或2024年初	2023年4季度超常规降息	根据历史经验，1974年以来历次降息与末次加息之间平均间隔 5个月 ，其中大通胀时期，降息与末次加息之间间隔 仅1-2个月
经济条件	失业率保持低位 通胀保持粘性	失业率小幅上升 通胀率稳步下行	进入衰退阶段 GDP等指标快速恶化	经济先行指标： <ul style="list-style-type: none"> OECD综合领先指标自2021年5月见顶后连续回落，已连续11个月低于100 PMI已连续5个月低于50，3月数据创新低 10Y-2Y国债收益率差，自2022年7月开始倒挂至今，目前倒挂超50BP 经济同步指标： <ul style="list-style-type: none"> 2月新增非农31.1万，预期22.5万，前值50.4 2月失业率3.6%，预期3.4%，前值3.4% 通胀指标： <ul style="list-style-type: none"> 美国房屋价格指标于2022年1季度见顶，该指标领先房屋租金12-15个月，预计房屋租金将于2023年2季度见顶，房租在美国通胀中权重占比1/3 油价回升，但在通胀中占比只有7%左右 PCE、核心PCE等通胀指标已逐步回落
金融条件	金融系统危机 得到缓和或解决	金融系统危机 保持平稳	金融系统危机恶化 并向实体传导 加速紧信用周期到来	金融系统危机更多是利率风险，而非信用风险 ，更过是流动性危机而非资产负债表危机；且大银行基本面好于小银行 美联储已重回“ 缩表 ” 美国M2增速与商业银行信贷增速出现较大剪刀差，信贷已见顶回落， 未来关注商业银行紧信用影响的发酵
美债	震荡上行后回落	缓慢回落 四季度加快下行	快速下行	
美股	三大指数逐步回升	美股回升 年底纳指触底回升	美股熊市风险大增 衰退交易阶段性成为主流	
商品	市场定价较为充分		市场尚未充分定价	
A股	对资本市场的风险偏好影响较小		衰退程度存在分歧 商品、A股可能先跌后张	

3月份美国新增非农就业人数23.6万人，基本符合市场预期，前值32.6万人；失业率小幅降至3.5%，低于市场预期3.6%；劳动参与率小幅上升至62.6%，为疫情以来的最高点；平均时薪环比增长0.3%，较前值小幅反弹，同比增速下滑至4.2%，前值4.6%；职位空缺数降至993万，为2021年5月以来首次降至1000万以下，但仍远高于疫情以前的中枢，是工资薪金增速保持韧性的主要来源。整体看，就业数据还是呈现出高韧性的热症。不过，就业市场的韧性并非美联储总量紧缩政策延续的充分条件，并且伴随着美联储紧缩和招工需求的回落，经济衰退压力将更加直接地反映在就业市场上。综合经济条件和金融条件，我们依然认为2季度，美联储将结束总量紧缩政策，未来市场关注焦点是美国商业银行紧信用的影响发酵，以及美联储何时重回宽松。

美国就业数据依然强韧



工资薪金增速也保持韧性



二季度资产配置：经济仍处于复苏初期，A股资产占优，商品震荡分化

美林时钟	衰退	复苏初期	复苏后期	过热初期	过热后期	滞涨
普林格时钟	阶段1	阶段2	阶段3	阶段4	阶段5	阶段6
景气指标	PMI下行 主动去库	PMI逐步筑底回升 主动去库→被动去库	PMI上行 被动去库→主动补库	PMI上行 主动补库	PMI逐步见顶回落 主动补库	PMI下行 被动补库
通胀指标	通胀下行	通胀下行	通胀逐步筑底	通胀上行	通胀上行	通胀逐步见顶
货币指标	宽货币	宽/稳货币	稳货币	紧货币	紧货币	紧货币
信用指标	紧信用	宽信用	宽信用	稳信用	紧信用	紧信用
债券	牛市，最优资产	延续牛市	延续牛市	进入熊市	延续熊市	延续熊市
股票	熊市	进入牛市，最优资产	延续牛市，最优资产	延续牛市	进入熊市	延续熊市
商品	熊市	延续熊市 (震荡、分化)	进入牛市	延续牛市，最优资产	延续牛市，最优资产	进入熊市

国债

T

01

跨季资金大幅回落，关注税缴扰动

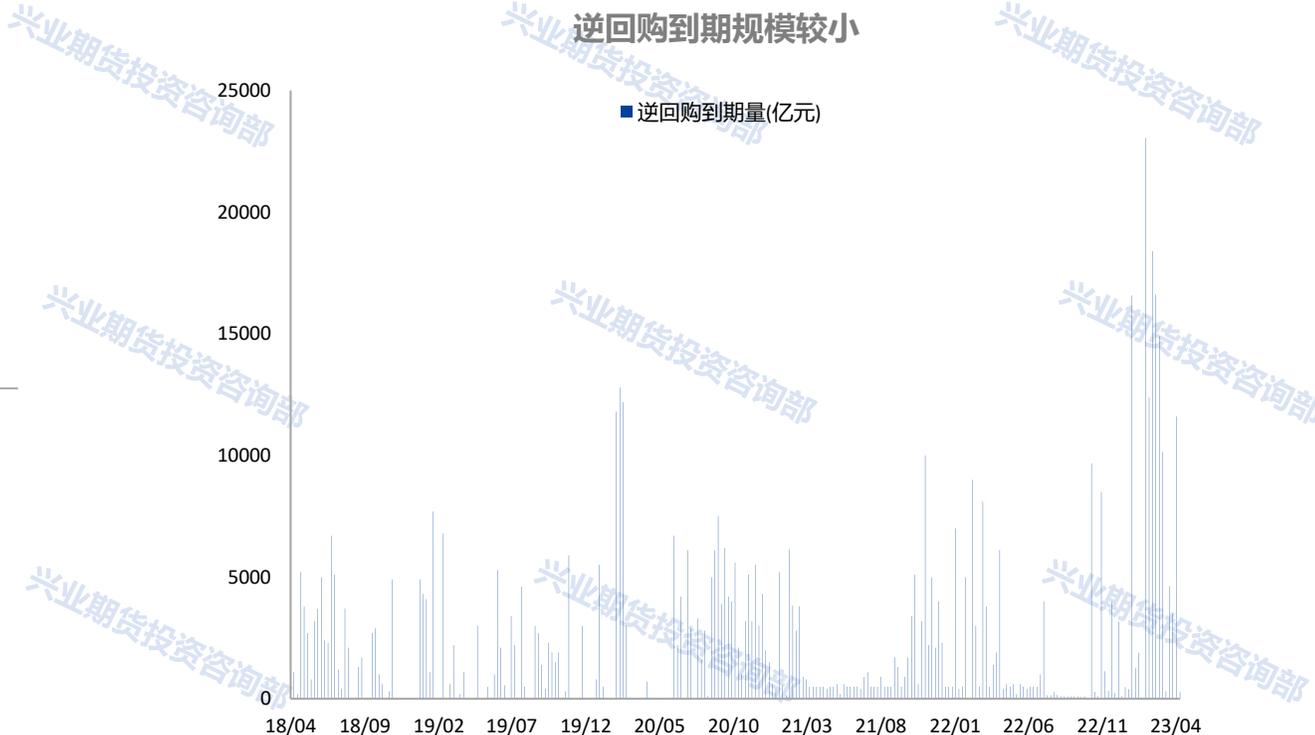
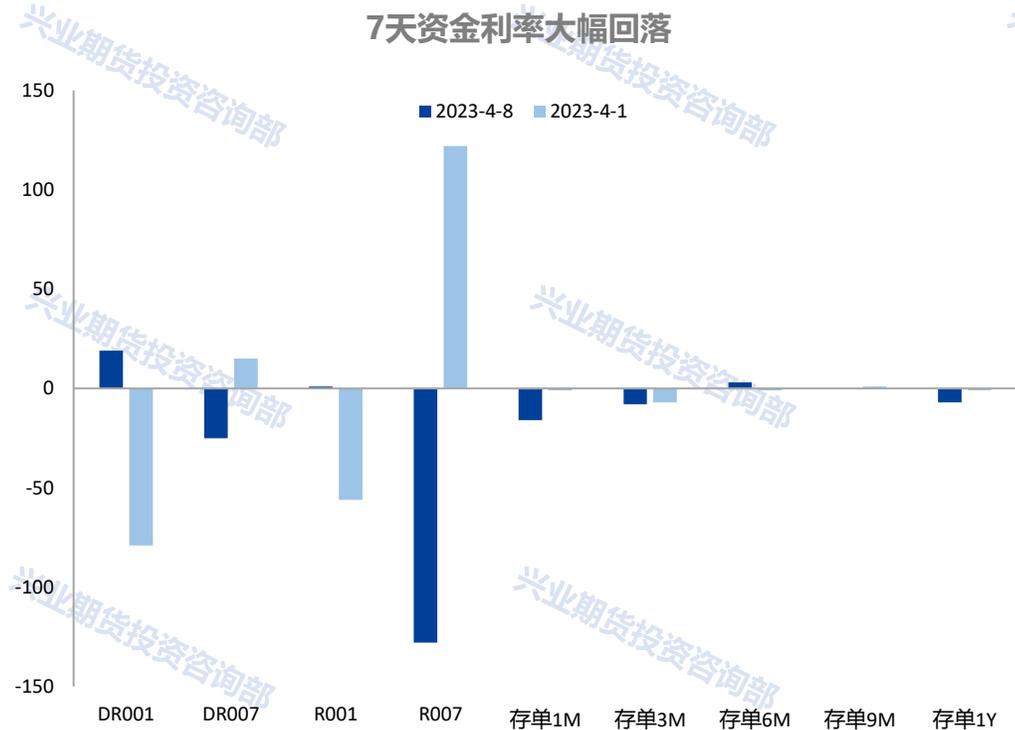
02

温和复苏趋势不变，长端利率对利多较为谨慎

03

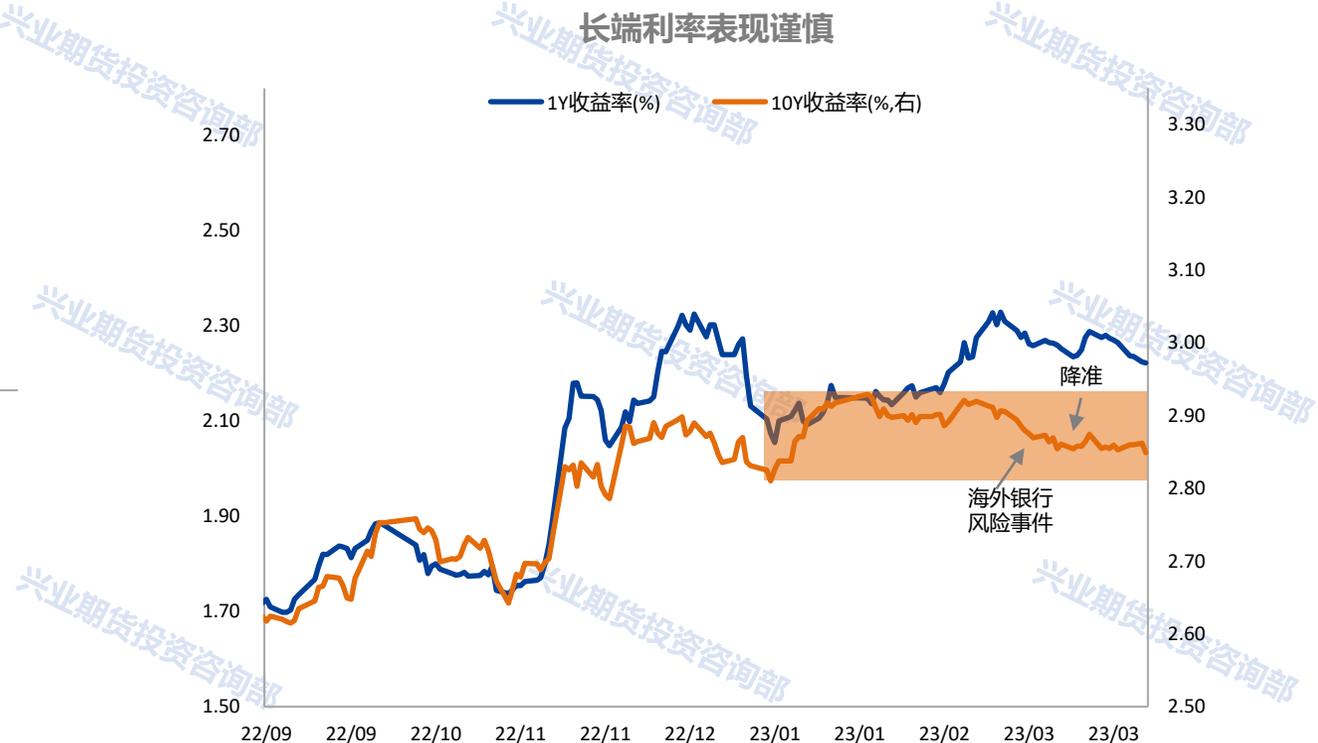
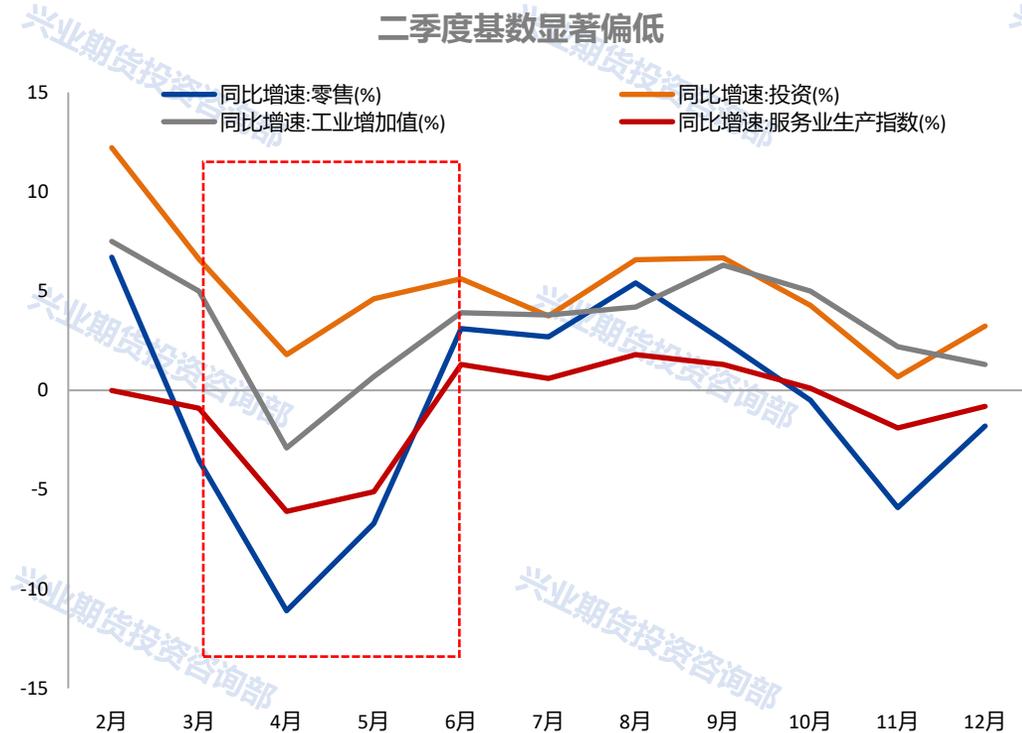
短端利率受资金面影响较大，跨品种价差仍有修复空间

- 受跨季因素消退的影响，本周7天资金利率出现大幅回落，DR007和R007分别下行了25bp和128bp。其余利率多数较为平稳。
- 下周逆回购到期量仅290亿元，规模较小。但4月通常是缴税大月，下周五为税期之前的最后一个工作日。

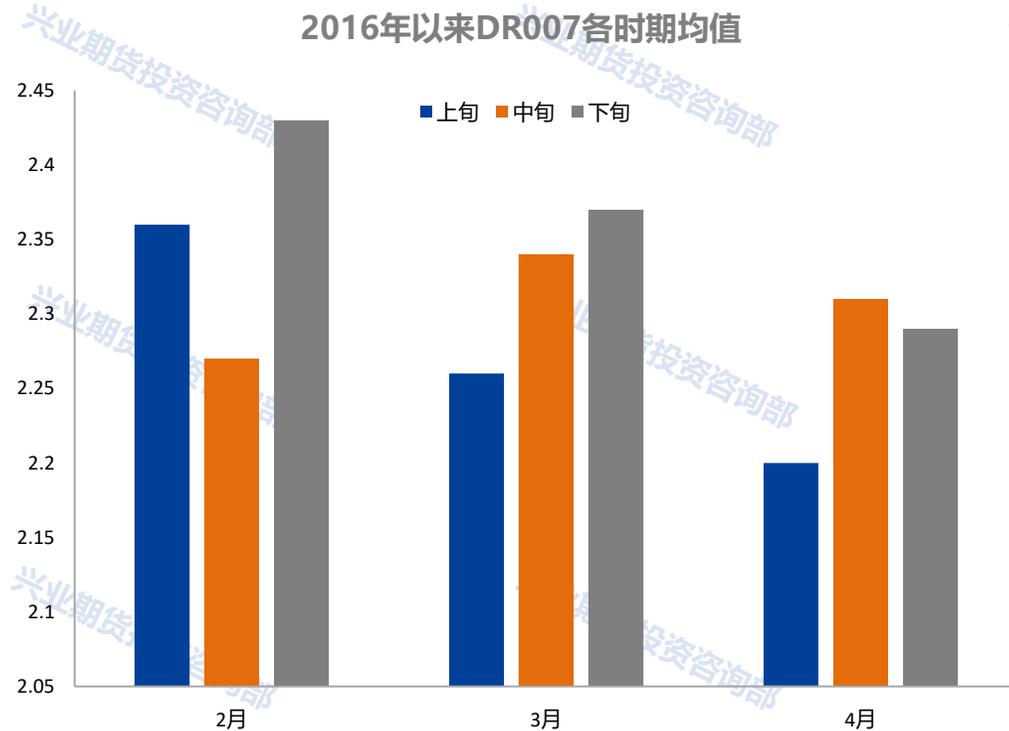


□ 当前市场对经济温和复苏预期仍未出现动摇，但对于复苏斜率始终存在较大的分歧，预计上述市场环境在短期内难以出现转变，且二季度宏观数据基数偏低，分歧可能出现进一步加大，因此债市整体走势或偏纠结。

□ 此外近期债市情绪相对偏谨慎，不管是海外风险事件带来的避险需求还是降准带来的流动性宽松预期均未改变债市震荡格局，下方压力较重。



- 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偏低水平，在货币环境相对平稳的环境下，跨品种价差仍存修复空间。



股指

IF

01

盈利触底回升窗口期临近，且为高置信度核心推涨因素

02

风险偏好升、海外加息影响消化，均利于抬升估值

03

A股稳居全球优势资产地位，外资大规模净流入态势难改

04

国内中长线资金逐步回场，且有充足的容量提升空间

05

市场整体乐观基调未变，或于4月加速催化

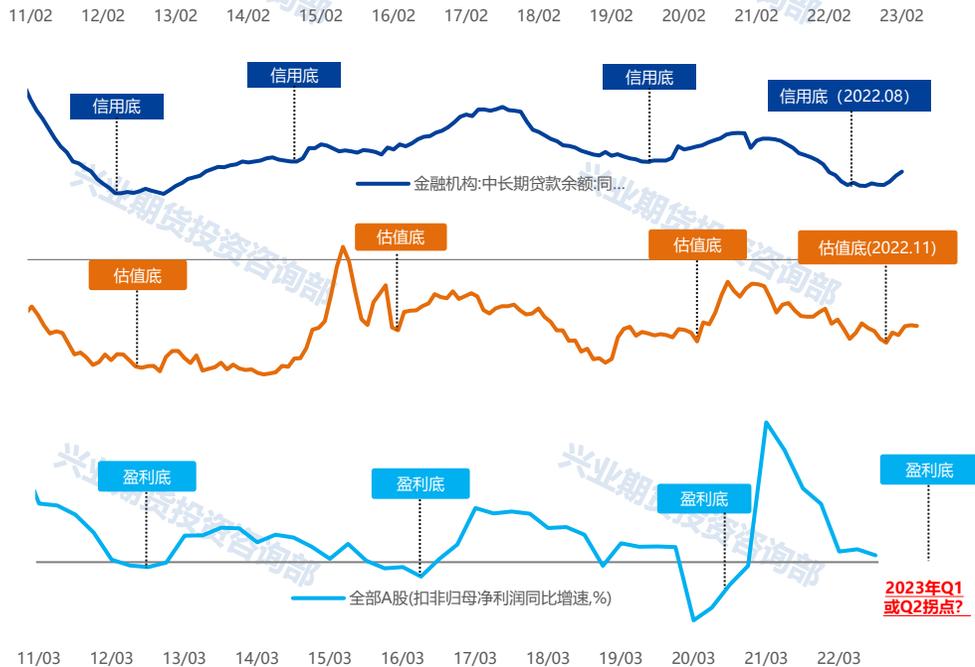
06

从基本面、主题热点看，仍宜持有沪深300指数多头

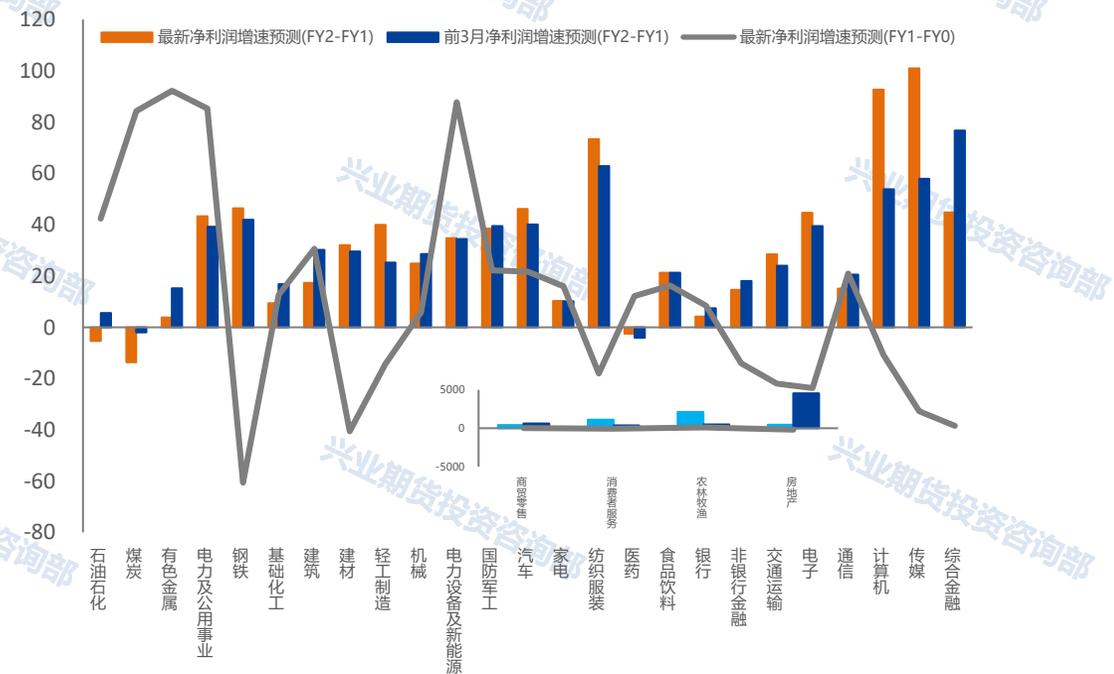
□ 本轮周期“信用底”已于2022年8月出现，“估值底”已于2022年11月出现。参照过往历史，“盈利底”亦将依次出现。自2023年初以来国内经济内生修复增长动能显著增强、托底政策亦持续存在，均利于促进“宽信用”进程加速、企业经营业绩实质性改善，对应盈利增速触底回升，尤其是顺周期的地产链、消费链行业等。按周期规律，预计本轮其大概率将于2023年Q1或者Q2显现，且将持续1~2年，并成为高置信度的核心推涨因素。

□ 再看最新的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近80%（包括2023年业绩较2022年上修、2023年业绩较前1月上修，FY2对应2023年，FY1对应2022年），可作为印证。

国内A股“信用底”、“估值底”及“盈利底”周期（季度，截至2022年Q3）

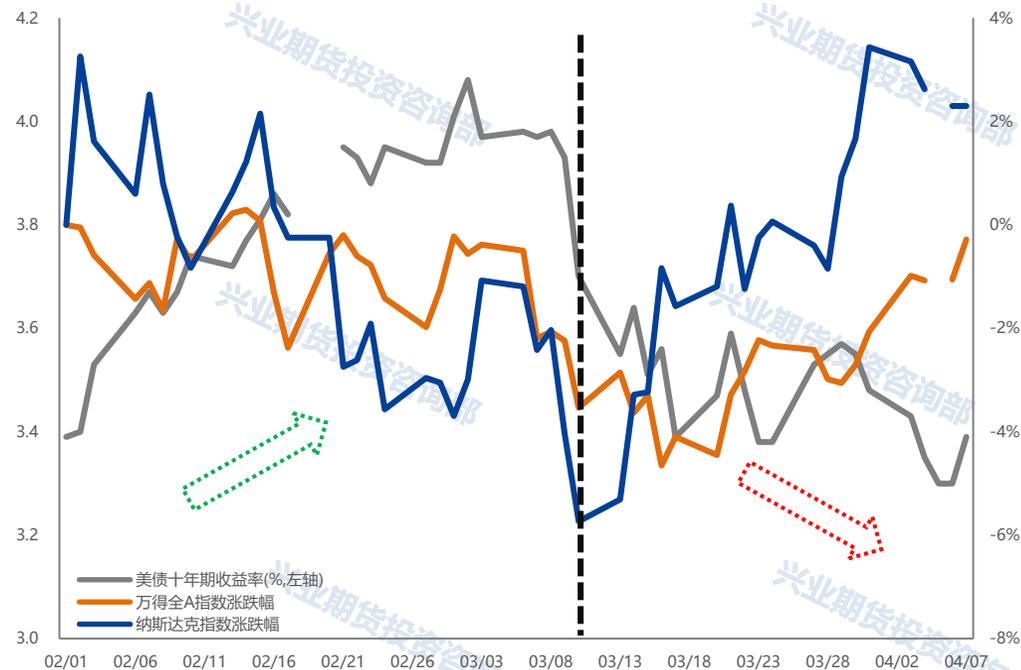


中信一级行业净利润增速预期调整情况（截至2023.4.7）



- 先看风险偏好：当前A股的股债风险溢价值整体仍处高位、意味其有充足下行空间。
- 再看无风险利率：虽然国内经济复苏导致利率难以走弱，但美联储加息过程将进入尾声（甚至不排除年内降息可能性）、负面影响消化，即美债收益率走高对A股的外溢基本解除。故从边际角度看，此项因素对A股将呈中性或偏多影响；
- 参照过往走势的均值表现(即阶段1、阶段2和阶段3)，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（阶段4，自2022年10月底起至今）。故从统计特征看，A股的潜在收益非常可观；

美股、A股及美国十年期国债收益率走势对比（截至2023.4.7）



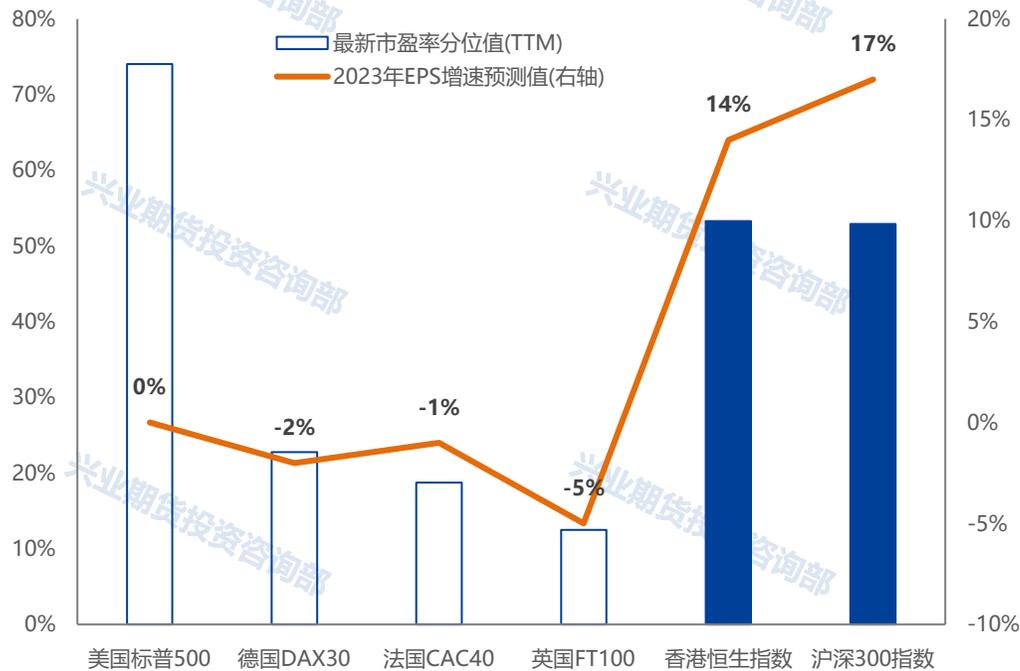
A股主要指数股债风险溢价值变动情况（截至2023.4.6）

时间		区间	持续天数	万得全A 涨跌幅	万得全A风险 溢价分位值变化	万得全A风险 溢价分位数	沪深300 涨跌幅	沪深300风险 溢价分位值变化	沪深300风险 溢价分位数	上证50 涨跌幅	上证50风险 溢价分位值变化	上证50风险 溢价分位数	中证500 涨跌幅	中证500风险 溢价分位值变化	中证500风险 溢价分位数	中证1000 涨跌幅	中证1000风险 溢价分位值变化	中证1000风险 溢价分位数
起始日	截止日																	
2016/1/29	2016/12/1	阶段1	307	27.8%	-50.5%	27.1%	21.0%	-58.9%	37.2%	23.2%	-58.3%	39.5%	21.1%	-18.6%	17.3%	22.6%	-12.7%	16.2%
2019/1/4	2019/4/19	阶段2	105	37.0%	-55.2%	44.7%	35.7%	-68.5%	30.8%	31.4%	-64.3%	32.1%	38.0%	-50.3%	48.8%	39.1%	-57.9%	41.2%
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%	-31.6%	41.3%	17.9%	-30.9%	44.5%
2022/10/31	2023/4/6	阶段4	157	12.1%	-25.0%	66.5%	14.8%	-21.5%	68.8%	15.6%	-21.2%	74.8%	8.7%	-12.1%	72.4%	9.1%	-12.4%	79.7%
平均值			245	35.2%	-65.5%	25.3%	37.2%	-74.3%	23.4%	34.1%	-73.7%	24.0%	29.8%	-33.5%	35.8%	26.5%	-33.8%	33.9%

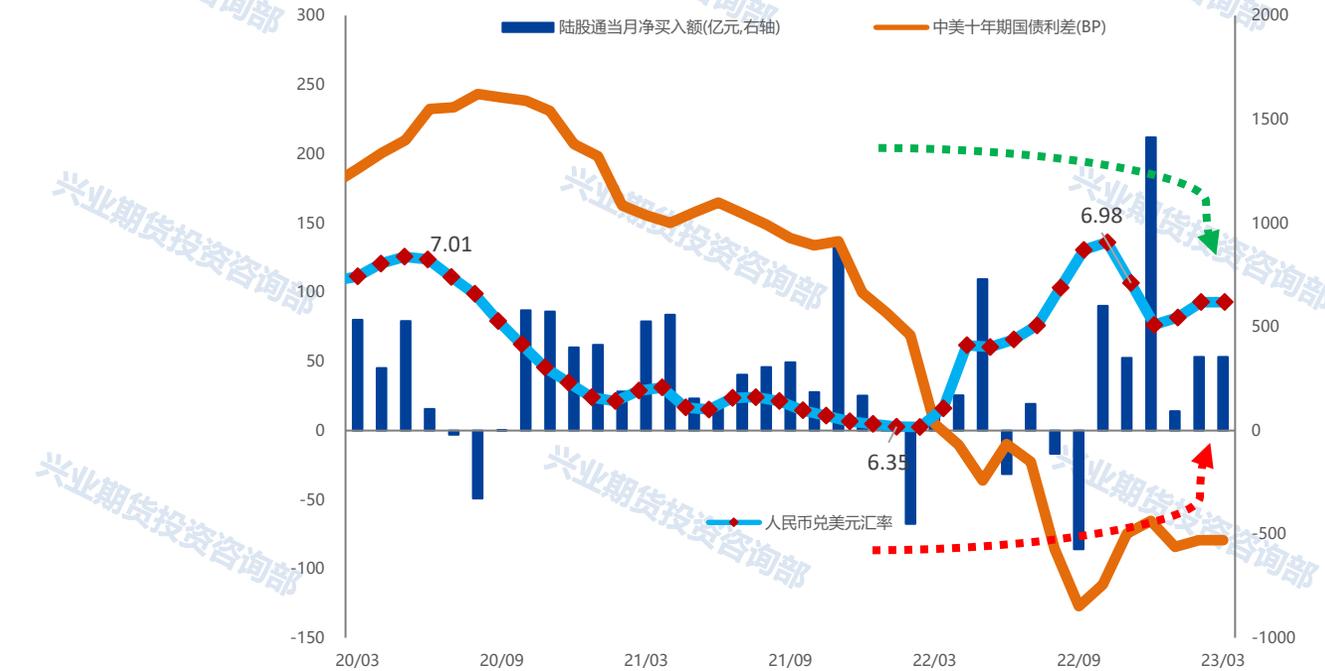
■ 基于经典的股票定价模型： $\Delta P = \Delta EPS * \Delta PE$ ，其由盈利、估值两大因素所驱动，前者与基本面相关，后者则与情绪、无风险利率等相关。考虑“内强外弱”大势，以及国内稳健的经济、政策环境，中美国债利差缩窄、人民币汇率升值将是大概率事件，即人民币资产的配置和避险价值将进一步凸显。基于此：（1）从盈利看，2023年A股预期增速显著高于海外主要市场；（2）从估值看，A股亦有较大的提升空间，尤其当前处较合理水平、亦提供更佳的安全边际。

■ 鉴于A股优势资产特征明确，预计2023年外资大规模净流入趋势难改，其依旧是重要的资金贡献者。

全球主要股指市盈率、EPS预测值比较（截至2023.4.7）



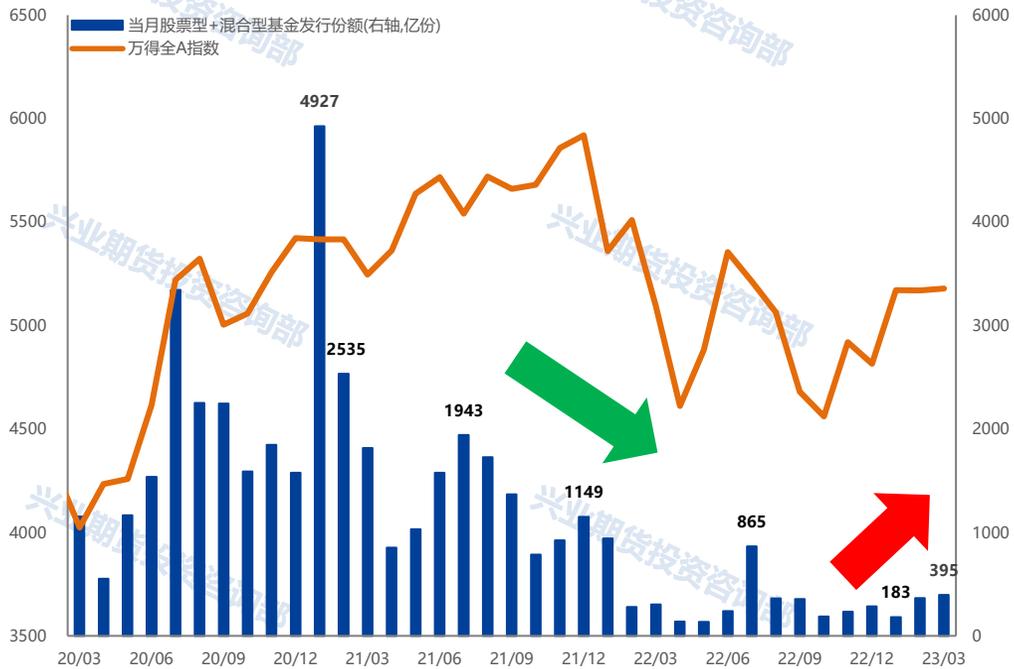
中美十债利差、人民币汇率及陆股通净流入额对比（截至2023年3月）



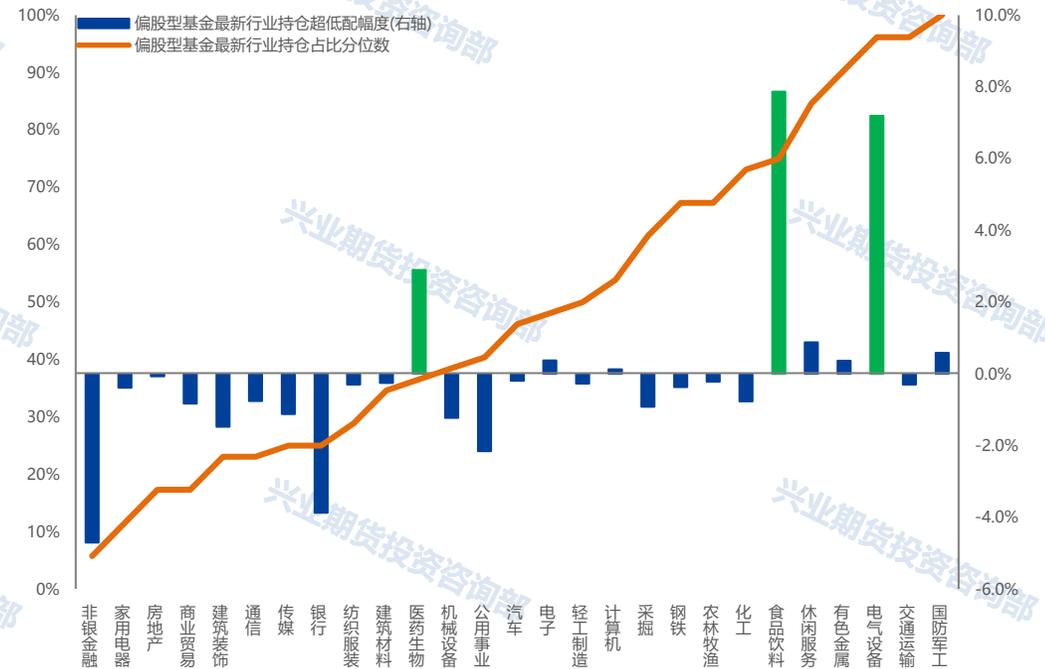
从2023年初以来的公募股基新发募集情况看、其呈较明显的边际改善状态，意味部分中长线机构资金已开始再度入场。而进入第2季度后，随相关利多因素验证，A股涨幅空间、斜率大概率均将优于第1季度，预计其“赚钱效用”将显著增强，利于形成“股市上行->机构增量资金入场->股市续涨”的正循环格局；

另从最新的公募偏股型基金各行业持仓比例看，多数行业处于低配或欠配状态，也表明A股亦存在充裕的资金容量空间。据海通证券相关测算数据，预计2023年公募端将带来超万亿的增量资金，可作为印证。

公募股基募集情况、万得全A指数走势对比（截至2023年3月）



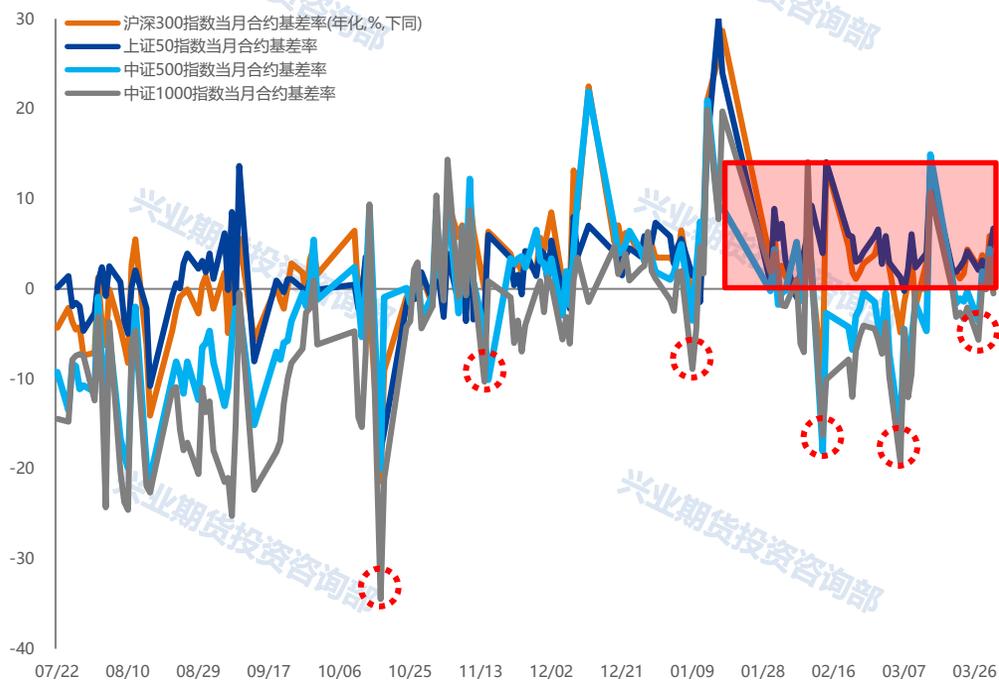
偏股型基金各行业持仓比例情况（截至2022年Q4）



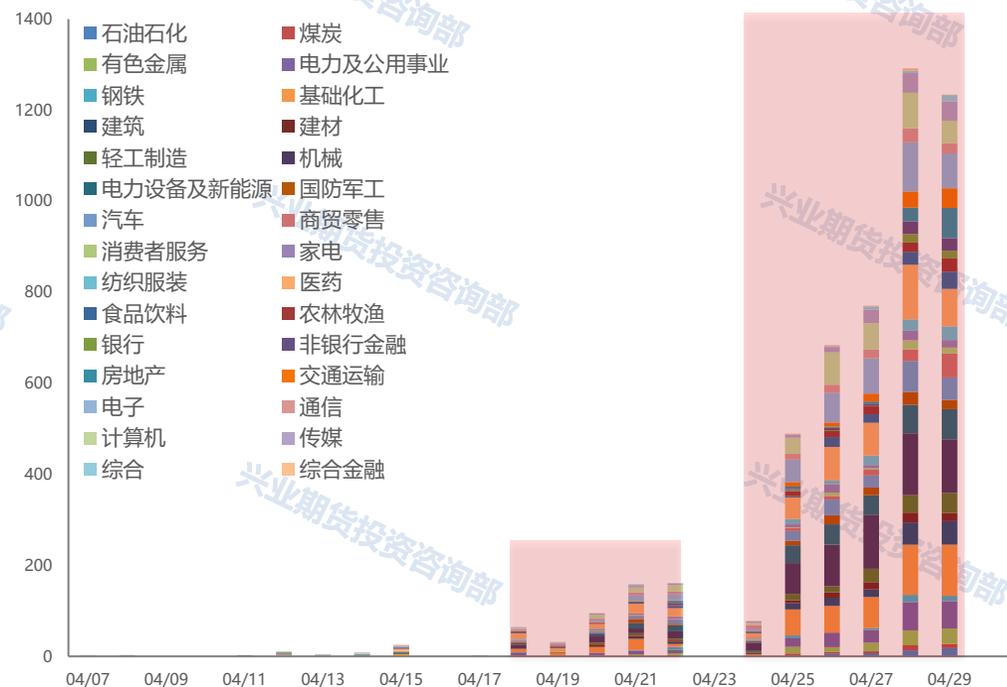
从A股主要股指期货基差走势看，自2023年初来总体维持正向结构，亦意味着市场情绪长期维持乐观状态。

再从A股2023年第1季度季报公布时点分布看，自4月中旬至下旬、将是密集期。按各相关前瞻数据看，预计整体将呈积极基调，并进一步催化市场做多热情。

A股主要股指期货基差率走势（当月合约，截至2023.3.31）



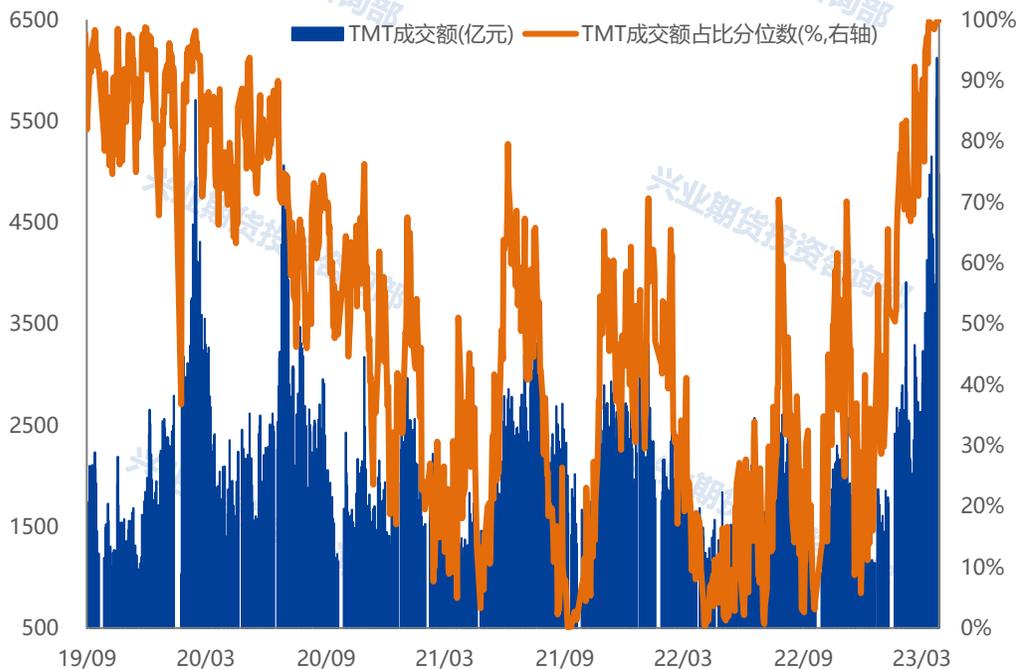
A股2023年Q1季报公布时间表（中信一级行业）



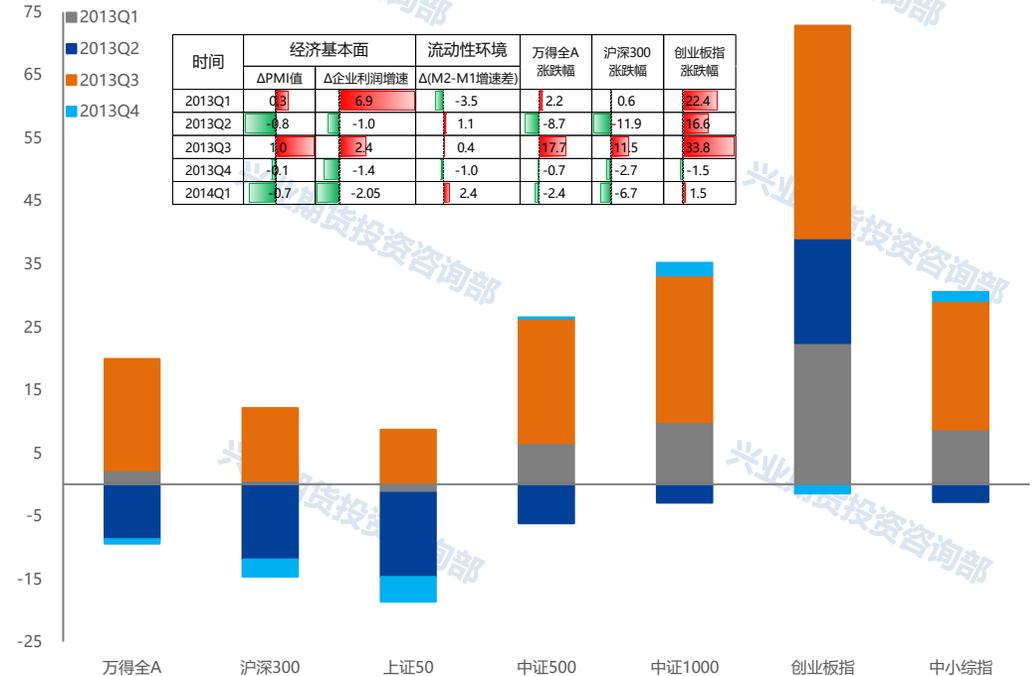
近阶段国内宏观经济面呈“弱复苏”格局、且行业中观面处“业绩指引真空期”，使得市场风格由偏向“价值”、“普涨”转向“主题成长”、“分化”状态。尤其是在各类重大利多事件、产业政策激励导向下，“数字经济”主线热点持续发酵升温，成为全市场最显眼的亮点。以TMT行业成交额持续放大为代表，但其泡沫化程度、交易拥挤度已大幅抬升，仅从估值和风险角度看，其性价比将有所下降。

分析2023年各相关情况，其余2013年较为类似，即经济面弱势或温和修复（以PMI值、工业企业利润增速为代表）、流动性属中性或稳健状态（以M2-M1增速差为代表）。此环境下，以创业板指为代表的成长股全年表现占优，但在经济复苏程度最强的阶段（2013年Q3）、价值股亦有较佳表现。

近阶段TMT行业成交额情况（中信一级行业，截至2023.4.7）



2013年A股主要指数表现归因分析

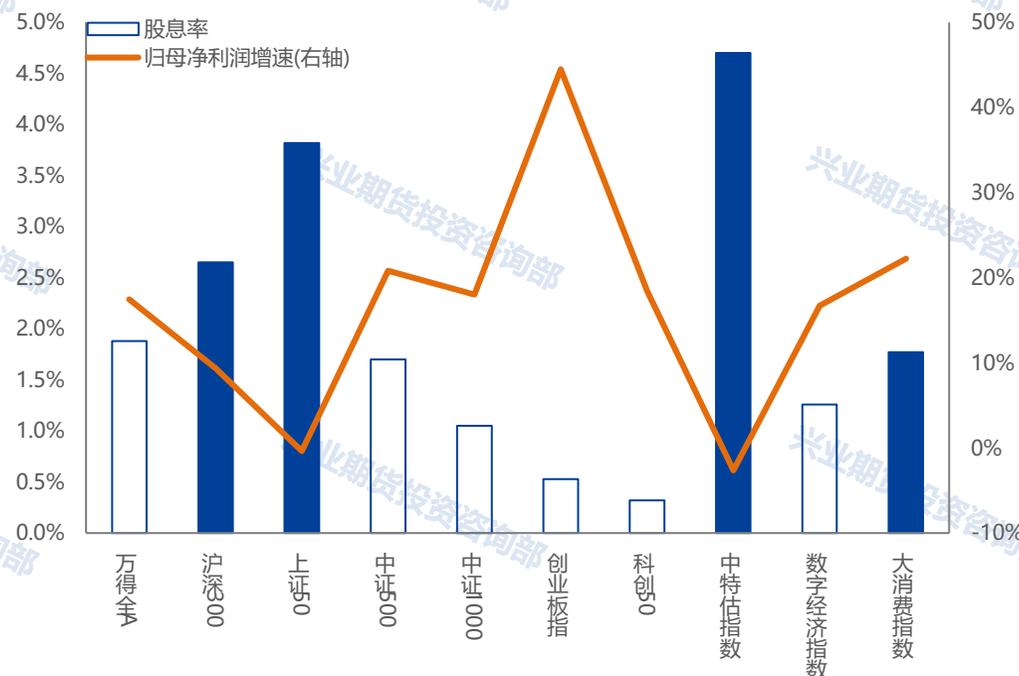


- 此外，中国特色估值体系（以下简称中特估）主线热点亦不容忽视。虽然其业绩增速相对有限、但相关成分股的高分红利于提升其股息率、以及ROE水平。按天风证券相关测算数据及结论，对于长期经营或投资，提高分红比率可降低对业绩增速的要求，即高分红水平下、较低的增速即可维持稳定的ROE。显然，上述中特估成分股多属于价值股（集中分布于建筑、军工、电信、电力及石化等行业），这也将提升价值股的配置需求。
- 综合看，考虑2023年Q2~Q3季度国内经济复苏斜率大概率将加大、对应顺周期的地产链、消费链行业更受益，且中特估主线关注度将持续提升，这均将提升价值股的性价比。

给定ROE水平下，不同分红比例、业绩增速的对应关系

分红比率	ROE (=10%)	ROE (=15%)	ROE (=20%)	ROE (=25%)	ROE (=30%)
80%	1.0%	1.5%	2.0%	2.6%	3.1%
60%	4.2%	6.4%	8.7%	11.1%	13.6%
40%	6.4%	9.9%	13.6%	17.6%	22.0%
20%	8.7%	13.6%	19.0%	25.0%	31.6%
0%	11.1%	17.6%	25.0%	33.3%	42.9%

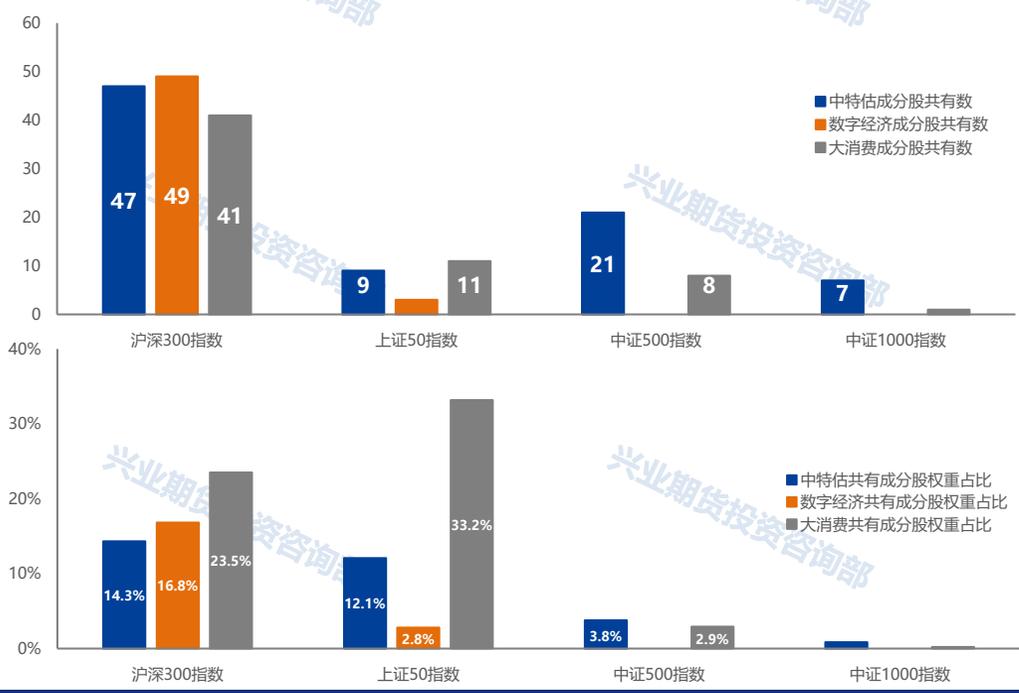
A股主要股指净利润预期增速、股息率（截至2023.4.7）



金融衍生品策略（股指）：从基本面、主题热点看，仍直持有沪深300指数多头（3）

- 结合前文分析，大消费链、数字经济、中特估等板块驱涨动能最强。再从具体指数映射看，沪深300与上述板块的成分股共有数、权重占比均最高，即此二者的配置价值最高。
- 再考虑后市潜在的风格轮动情况，以近3个月为周期、可发现沪深300指数对各主要风格的兼容性亦是最佳。
- 综合而言，无论从经济基本面、还是主题热点，以及量化统计特征看，在A股大势向上的预期下，沪深300指数依旧是最优的多头标的。

国内主要指数，与中特估、数字经济、大消费指数成分股重合度情况（截至2023.4.7）



A股主要指数相关系数情况（近3月，截至2023.4.7）

指数	沪深300	上证50	中证500	中证1000	周期	先进制造	消费	医药医疗	科技(TMT)	金融地产
沪深300	1.00	0.86	0.48	0.36	0.49	0.75	0.82	0.82	-0.15	0.85
上证50	0.86	1.00	0.04	-0.03	0.38	0.76	0.86	0.91	-0.62	0.98
中证500	0.48	0.04	1.00	0.96	0.70	0.39	0.32	0.17	0.63	0.03
中证1000	0.36	-0.03	0.96	1.00	0.76	0.43	0.28	0.16	0.57	-0.05
周期	0.49	0.38	0.70	0.76	1.00	0.73	0.55	0.50	-0.03	0.36
先进制造	0.75	0.76	0.39	0.43	0.73	1.00	0.75	0.82	-0.41	0.73
消费	0.82	0.86	0.32	0.28	0.55	0.75	1.00	0.86	-0.38	0.79
医药医疗	0.82	0.91	0.17	0.16	0.50	0.82	0.86	1.00	-0.55	0.87
科技(TMT)	-0.15	-0.62	0.63	0.57	-0.03	-0.41	-0.38	-0.55	1.00	-0.61
金融地产	0.85	0.98	0.03	-0.05	0.36	0.73	0.79	0.87	-0.61	1.00
总计	3.58	3.27	2.24	2.15	/	/	/	/	/	/

周期:日线 2023/01/09 - 2023/04/09



沪铝

AL

01

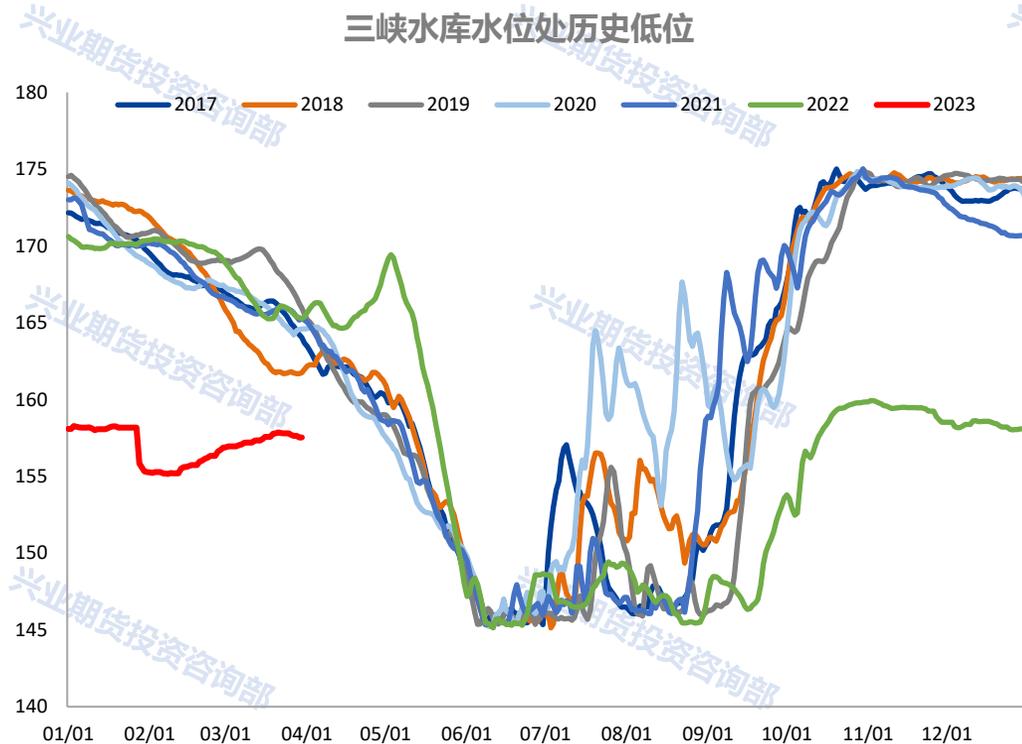
水电短缺问题暂难缓解，供给端约束持续

02

需求持续好转，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。



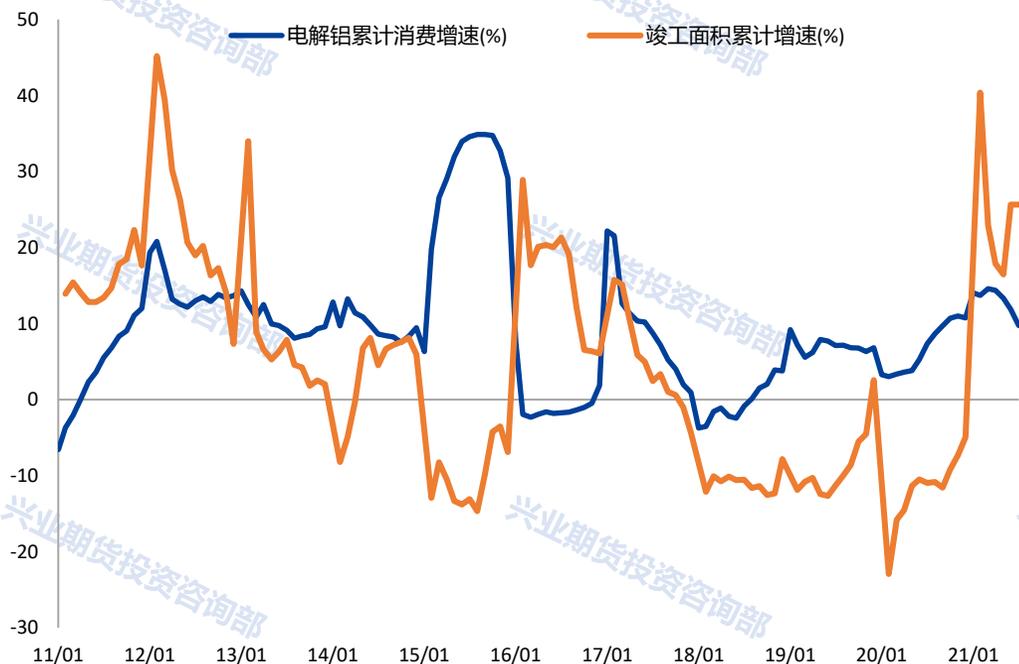
待复产产能(截止2月底)

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

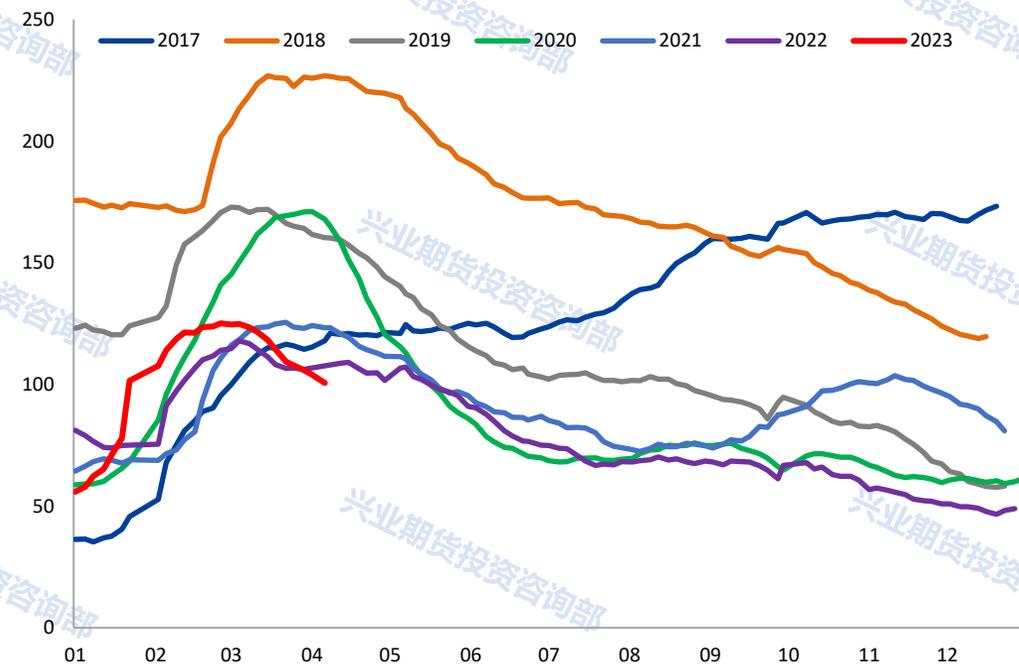
从下游开工情况来看，目前铝合金、铝型材和铝板带箔整体开工率均出现快速修复，且从历史表现来看，铝消费情况受地产竣工端的影响较为直接。目前竣工端修复的确定性仍较强，随着终端消费的不断好转，预期需求将持续好转。

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。

铝消费受地产竣工端影响较大（数据截止2021年）



社会库存进入去库阶段



橡胶

RU

01

乘用车零售表现依然相对疲软，政策引导有待加强

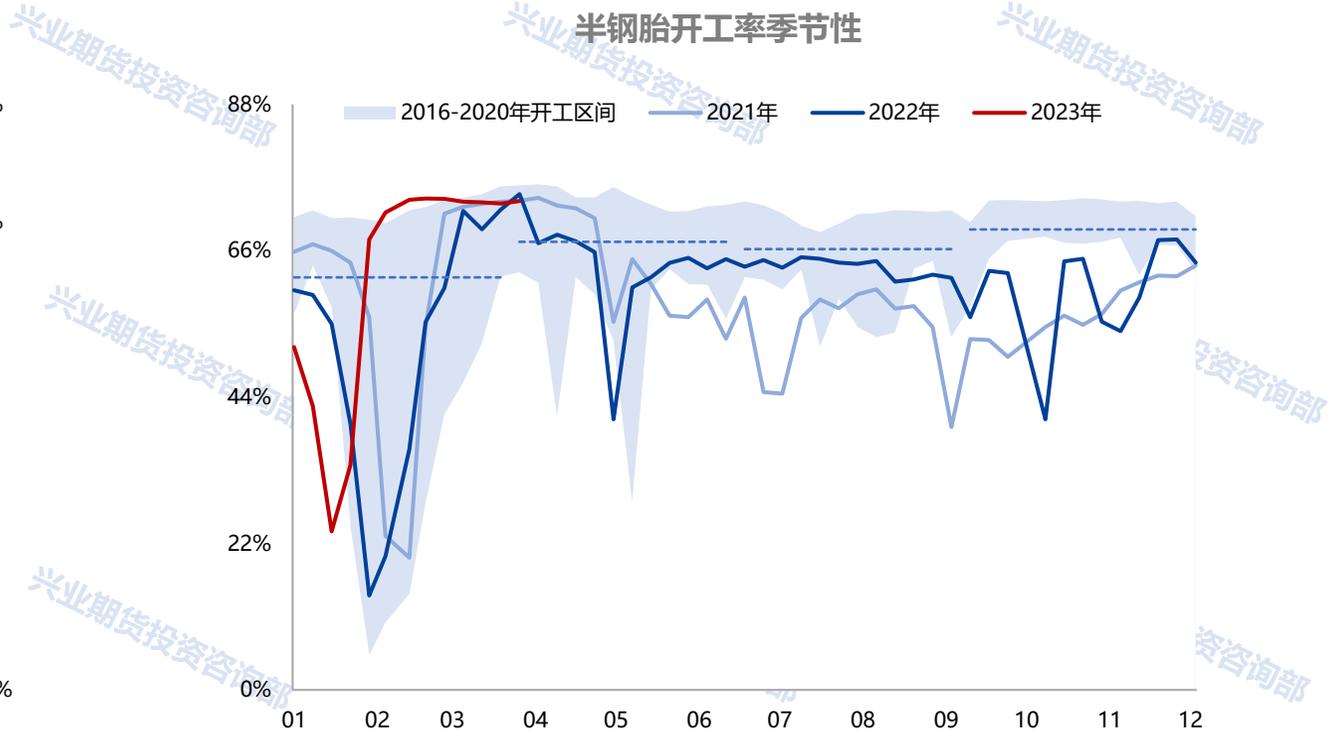
02

重卡市场底部确立，终端需求存边际增量

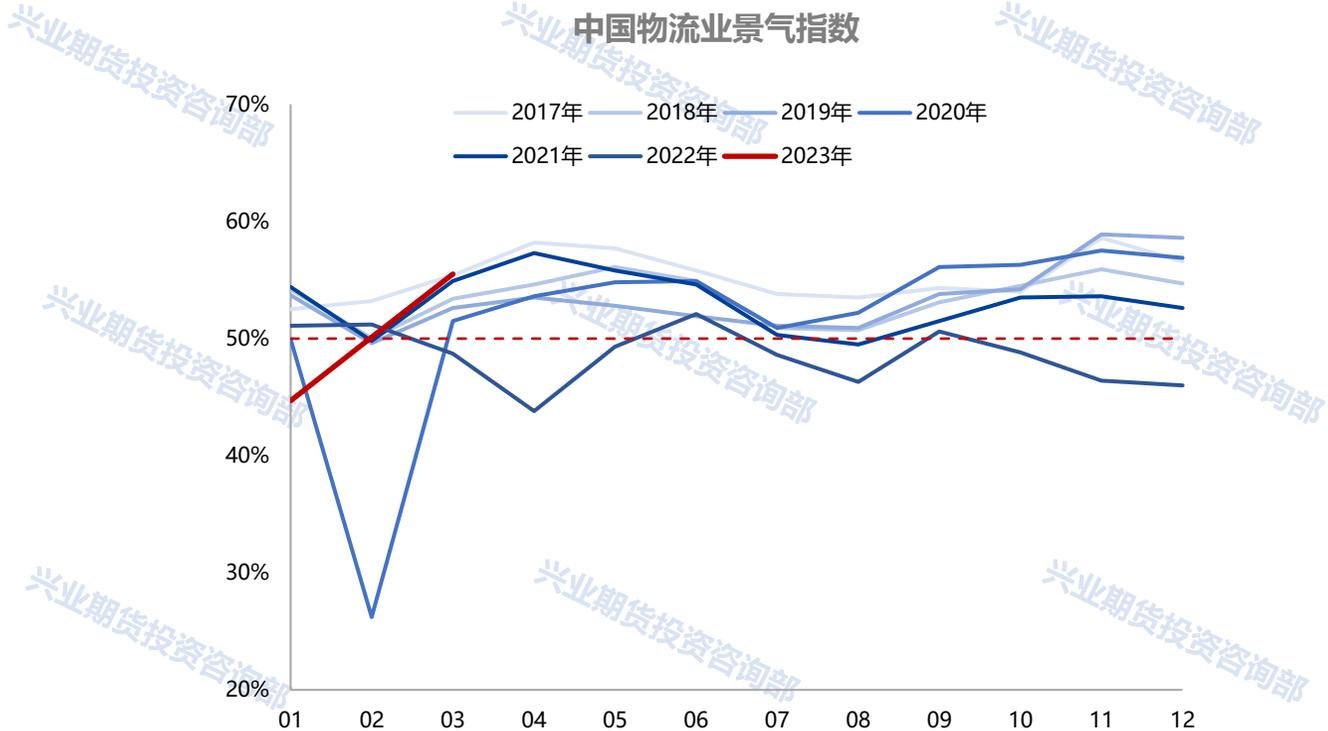
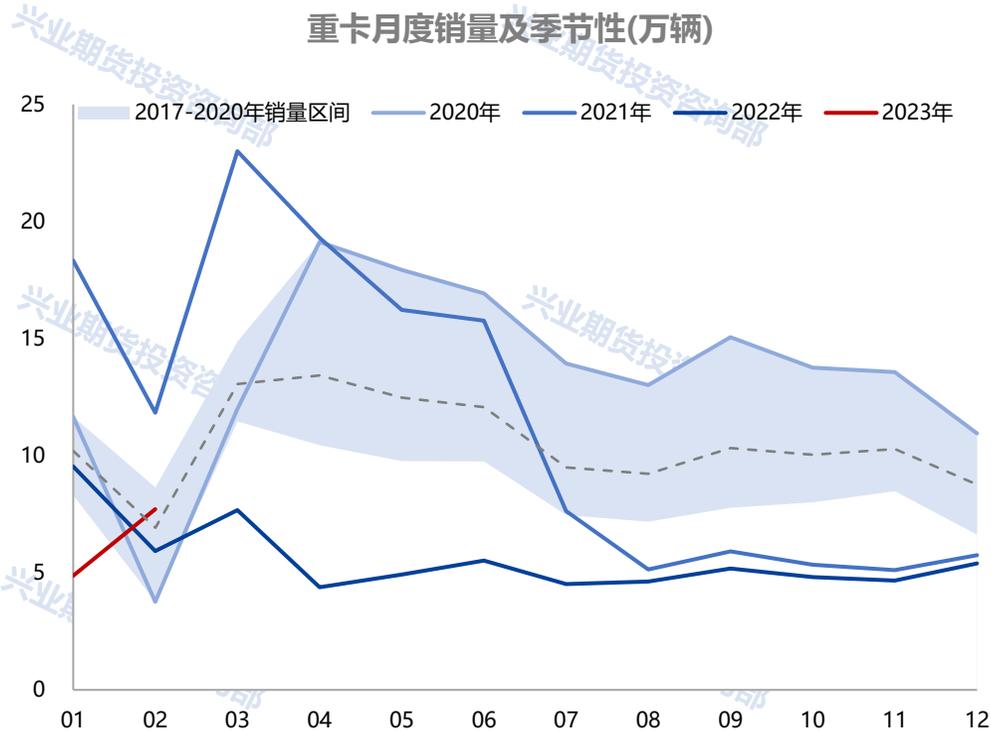
03

气候问题影响权重增加，关注低产季库存拐点

■ 乘用车方面，市场零售数据表现平平，政策指引未及预期，整车厂及经销商降价清库压力依然较强，拖累橡胶终端消费，但对比此前车市优惠增幅情形，补贴增长时期销量增速上行概率大于下行，消费刺激相关措施引导有待加强；另外，轮胎企业开工意愿保持乐观，半钢胎产线开工率维持在季度区间上沿，且产成品库存尚未出现累库显现，天然橡胶需求传导并未受阻。



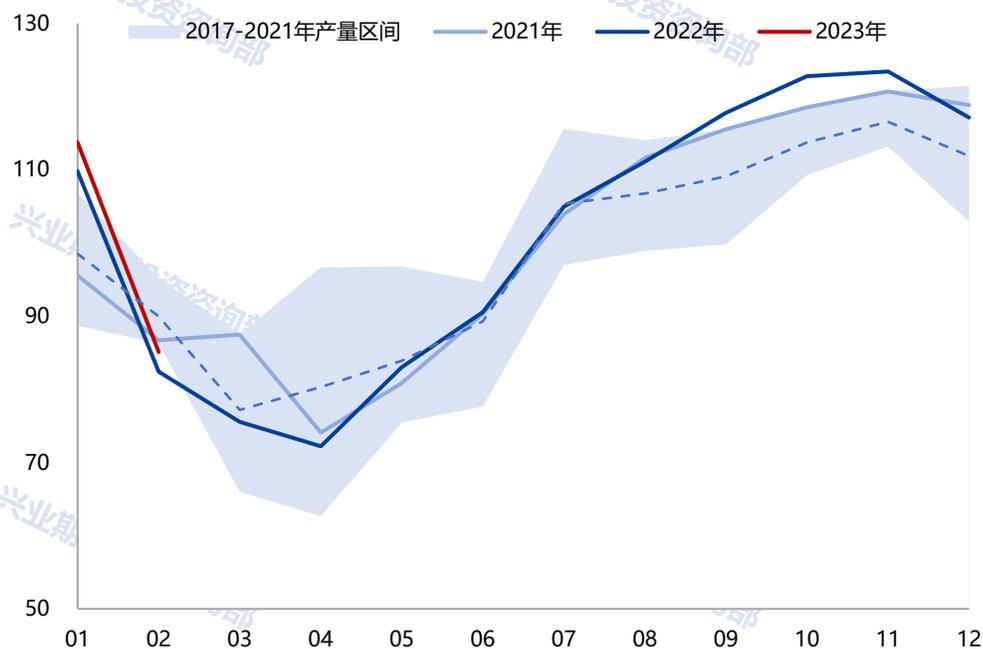
商用车方面，2月重卡产销同环比双增、3月销量延续上行态势，重卡市场拐点显现，而国内经济温和复苏方向确立，物流业景气指数升至季节性高位，后续增长驱动尚有保障，天然橡胶终端需求边际增量料逐步兑现。



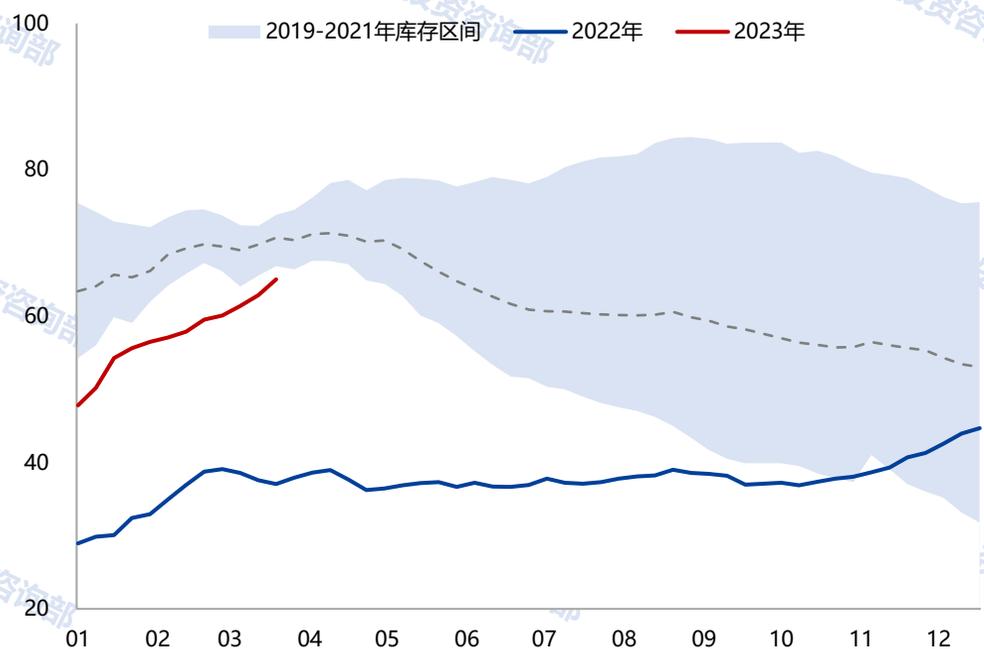
□ 供应方面，ANRPC天然橡胶产出进入季节性低产时期，而国家气候中心预测数据显示今夏新一轮厄尔尼诺发生概率骤增，天气影响对天胶供应端的不确定性逐步增强，关注国内产区割胶季开割预期。

□ 综合来看，政策引导未能推动乘用车零售如期增长，拖累橡胶终端需求，但经济复苏背景下重卡市场拐点显现，后续增长动力充足，而当且阶段全球天胶生产进入减产季，气候问题的不稳定性或使得现货库存降库拐点早于往年，供减需增预期支撑下方价格，低估值沪胶盈亏比及安全性占优。

ANRPC天然橡胶月度产量季节性(万吨)



天然橡胶港口库存季节性(万吨)





聚氯乙烯

PVC

01

4月产量预期下滑，下旬起检修装置增多

02

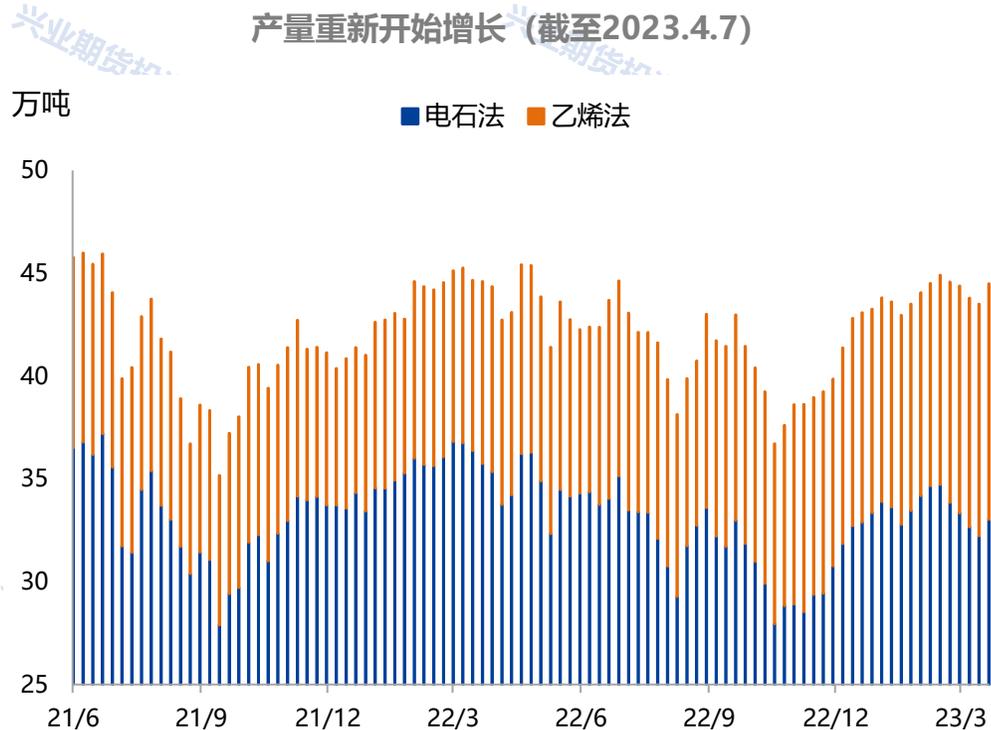
工厂库存再度积累，社会库存维持高位

03

管材开工大幅下降，需求平稳缺乏亮点

3月PVC开工率达到年内最低后开始回升, 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。截至4月第一周, 产量重新增长至44.49万吨, 略低于年内最高44.91万吨, 4月检修装置普遍出现在下旬之后, 导致产量不会大幅减少, 预计仅为4%。

4月电石法装置将迎来集中检修, 预计涉及380万吨产能, 占总产能比例高达14%, 5月产量预计下滑10%左右。二季度万花化学40万吨装置计划投产, 其他三套新装置合计130万吨产能最快要到三季度才会投放, 因此二季度新增产能压力有限。

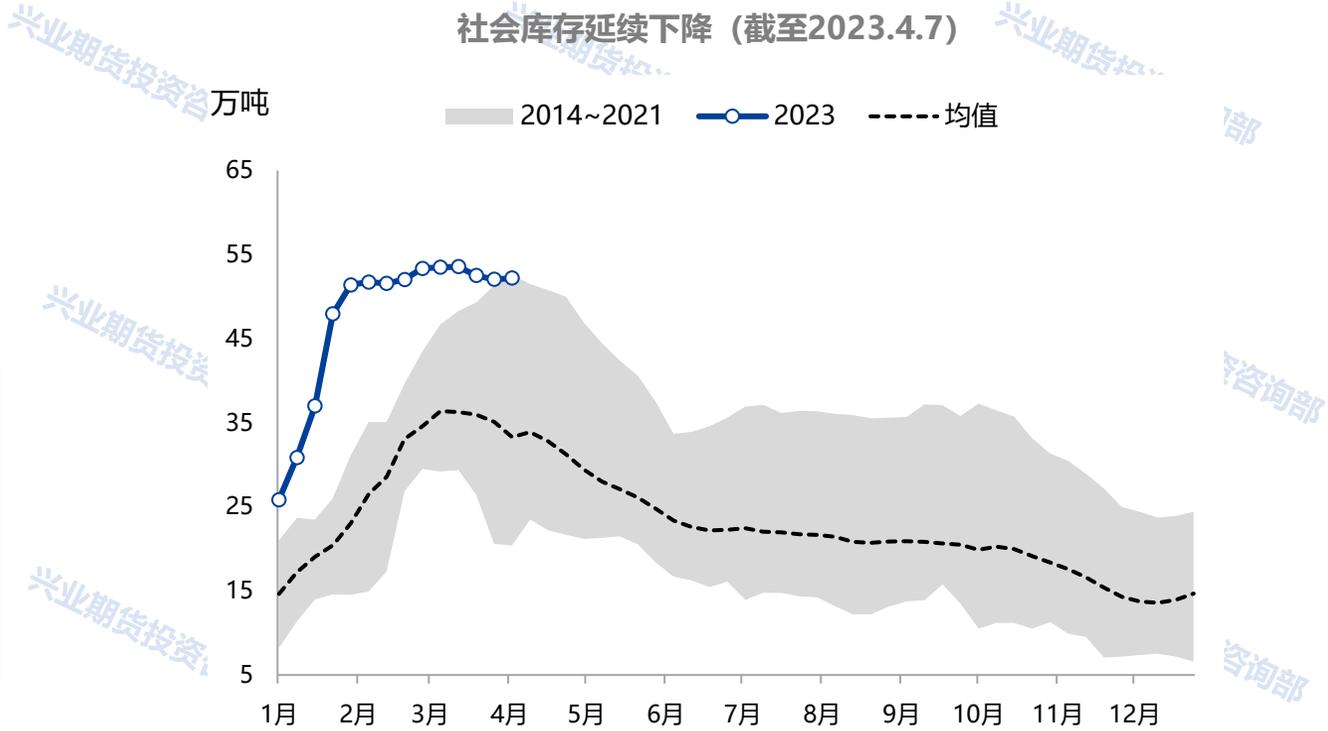
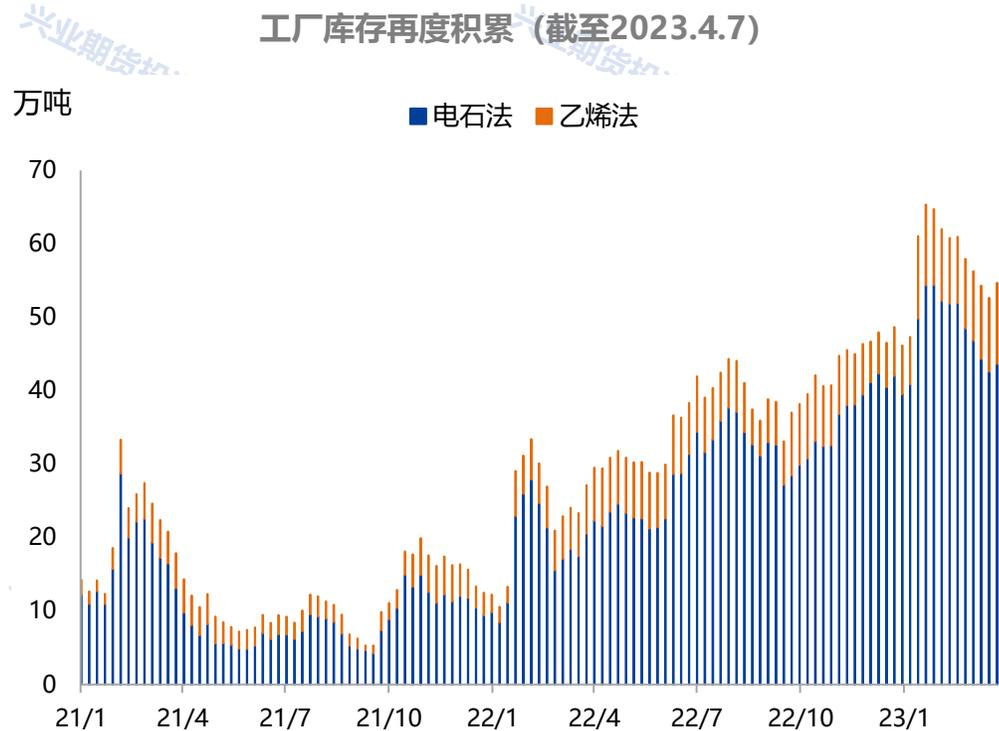


4月检修装置增多 (截至2023.4.7)

企业	工艺	产能	开始	结束
乌海化工	电石	40	4/10	4/14
新疆天业	电石	50	4/16	5月
鄂尔多斯	电石	40	4/15	4/30
陕西北元	电石	125	4/15	待定
金昱元	电石	45	4/20	待定
内蒙亿利	电石	50	4/20	待定
新疆宜化	电石	30	4月底	
中泰化学	电石	不确定	4~5月	
伊犁南岗	电石	12	4月底	

□ 上周生产企业库存为54.7 (+2.01) 万吨，价格下跌影响出货是主要原因，月底月初停销结算是次要原因。3月至今库存累计减少6.3万吨，去库速度极为缓慢。即便按照每周2万吨的速度，库存下降至30万吨的中等水平也需要2个月以上的时间。

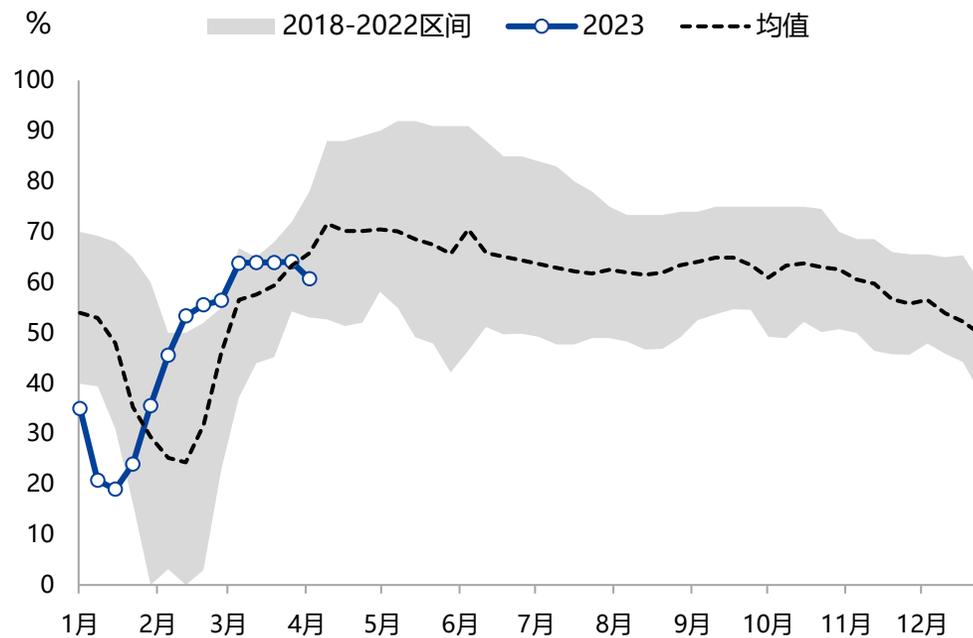
□ 上周社会库存为52.21 (0.15) 万吨，春节后至今始终维持在50万吨以上的历史极高水平。目前高库存是限制PVC价格上涨的主要因素，如果三季度旺季来临之前社会库存和生产企业库存能够减少超过40%，PVC才具备上涨千元以上的基础。



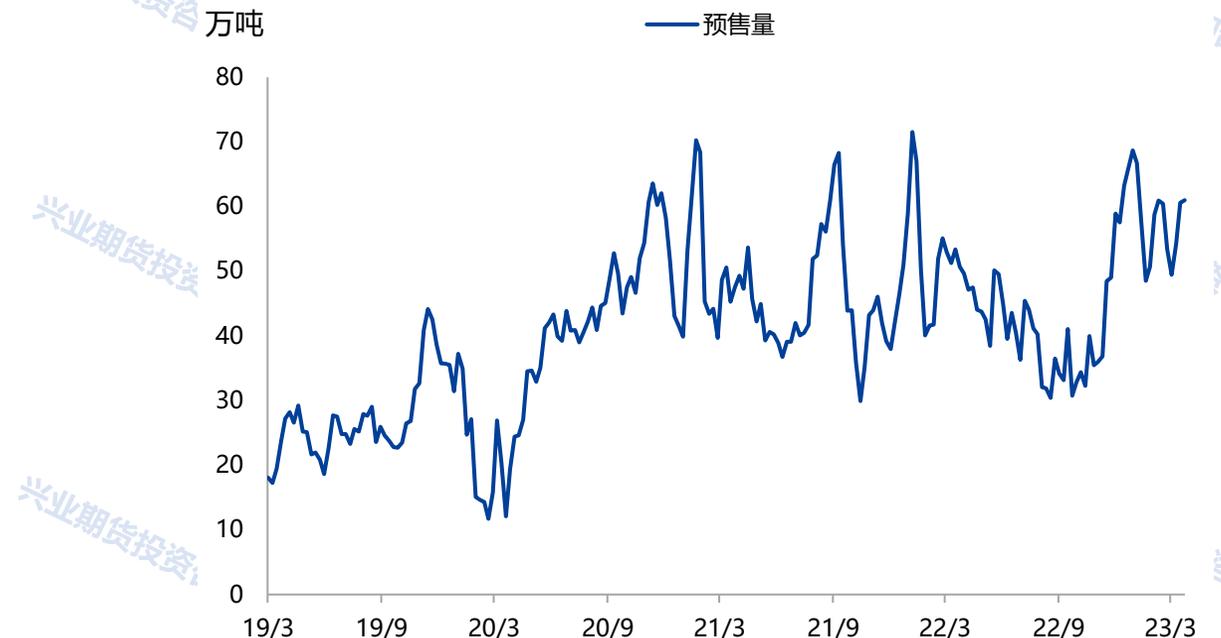
□ 上周下游开工率为60.7% (-3.39%)，其中管材因库存积累和订单减少而开工率下降8%，不过仍处于历史高位。型材和薄膜企业运行稳定，开工率仅下降1%。二季度为PVC下游传统旺季，开工率下降空间有限，如果未来两周开工率延续下降，建议期货多单及时离场。

□ 上一周PVC期货价格小幅冲高，带动现货成交回暖，预售量维持在高位，达到60.98 (+0.39) 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。

下游开工率罕见下滑 (截至2023.4.7)



周度预售量处于历史高位 (截至2023.4.7)





甲醇

MA

01

4月产量小幅减少，库存开始被动积累

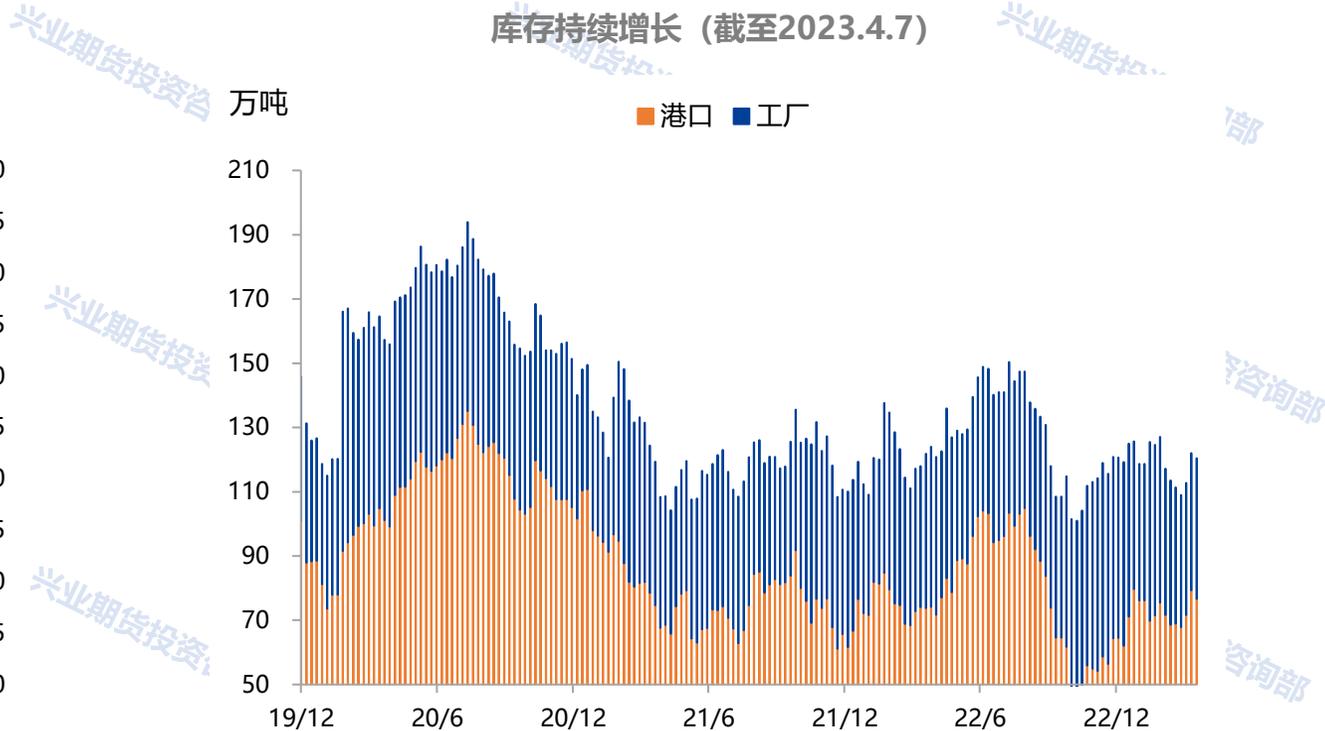
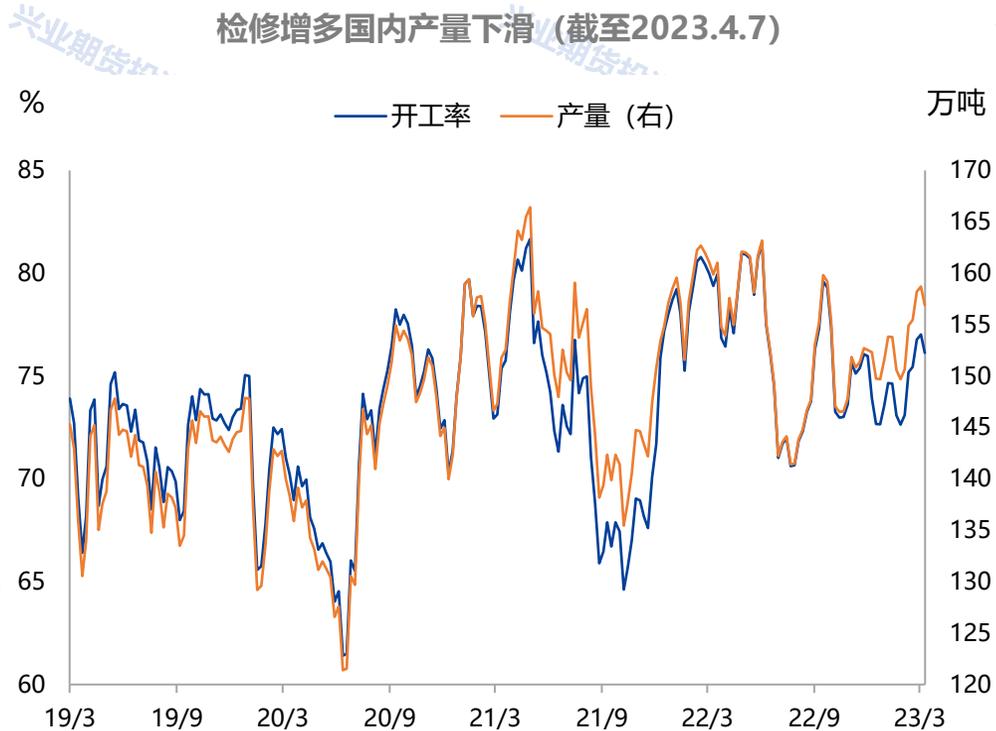
02

生产企业订单明显减少，下游需求需求欠佳

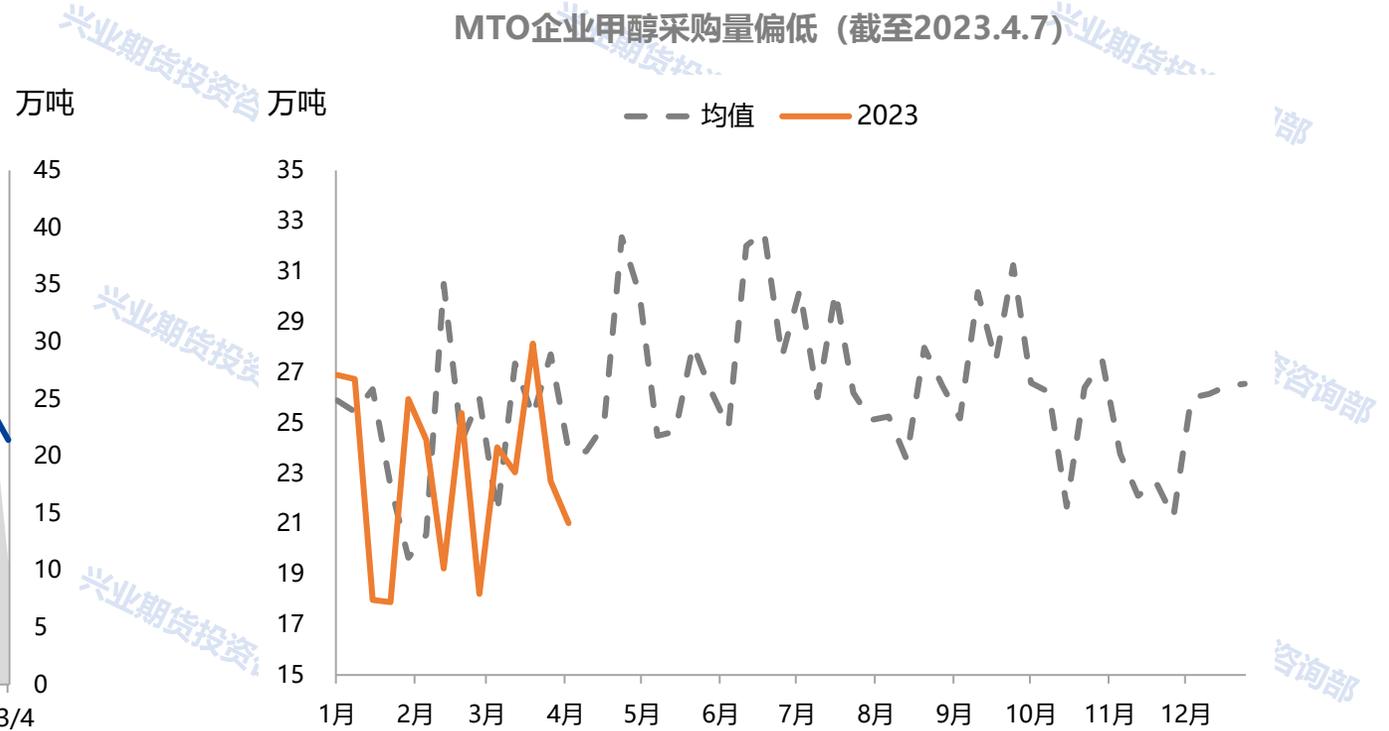
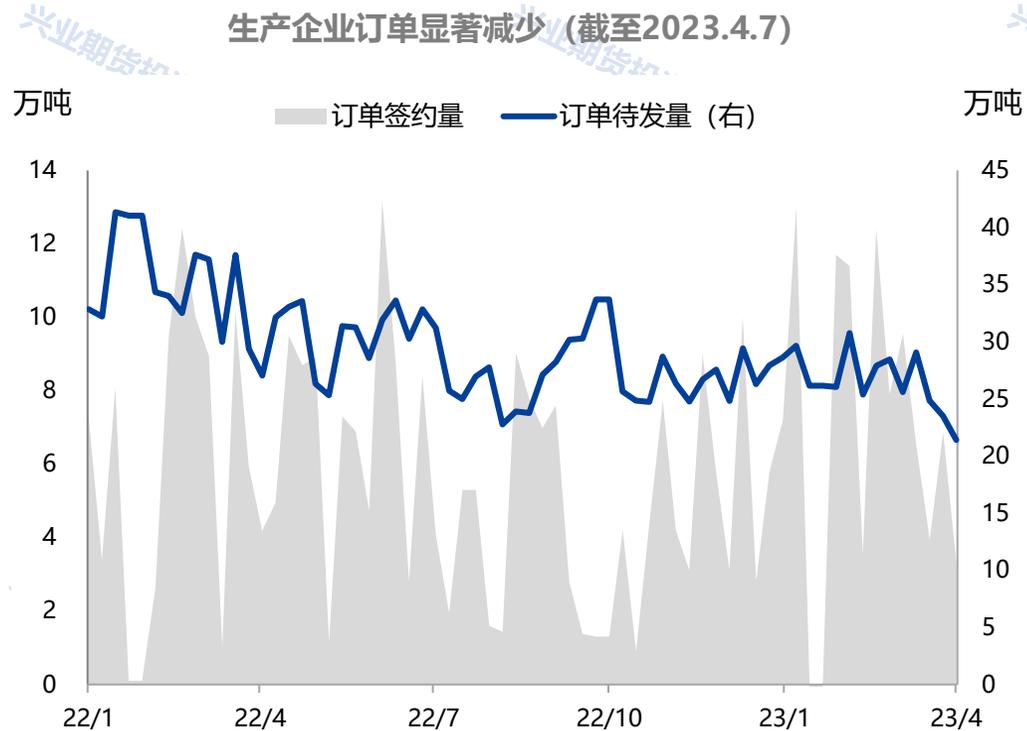
03

进口量预计持续增长，煤价下跌趋势形成

- 3月检修装置偏少，同时新增内蒙古瑞志（17.5万吨）和宁夏宝丰三期（240万吨）两套装置，产量为703万吨，达到去年10月以来最高。4月下旬起神华宁煤、甘肃华亭等合计400万吨产能开始检修，预计本月产量环比减少3%至680万吨，仍处于高位。
- 3月港口库存增加16%，主要因为华东到港船只增多。生产企业库存减少5%，企业积极去库。目前两种库存合计120万吨，处于历史40%分位水平，暂不构成利空，但是考虑到二季度国内外产量都保持高位，库存被动积累概率较高，如果超过140万吨将形成利空。

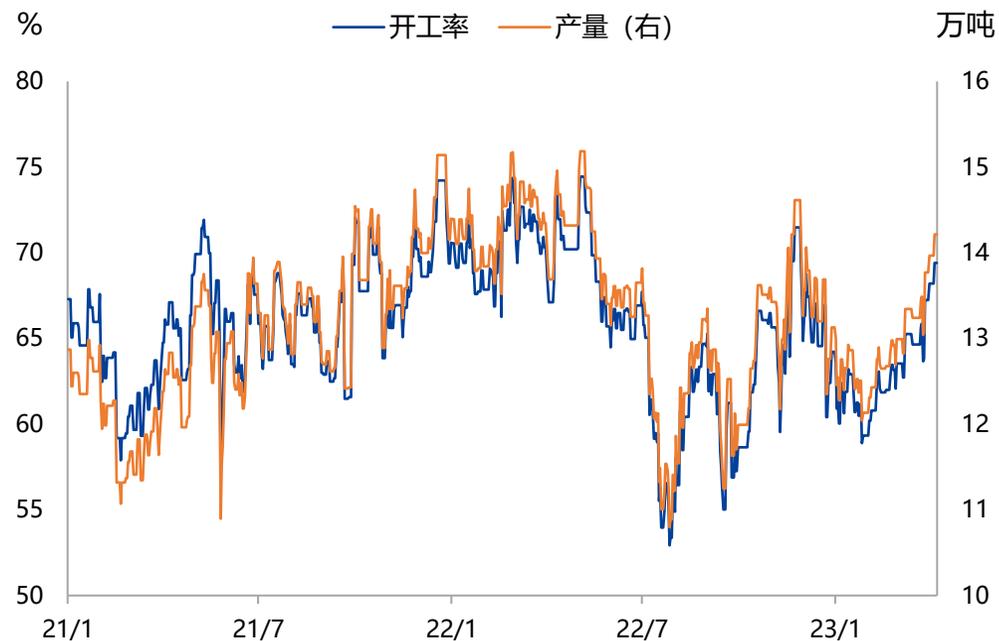


- 3月下旬起西北生产企业订单签约量和订单待发量都明显减少，达到过去两年最低，反映需求不足。
- 由于亏损问题，甲醇制烯烃装置开工率维持中等水平，对原料甲醇的采购量偏少。其他传统下游装置面临检修，对甲醇采购量也将减少，甲醇整体需求存在转弱迹象。



- 上周海外甲醇装置产量为99 (+20) 万吨，装置开工率为75.48% (+1.51%)。经历去年四季度和今年一季度的轮番检修后，二季度海外甲醇装置开工率将保持高位，导致我国甲醇月度进口量增长至105万吨以上，抵消部分国内产量后二季度表观需求同比仅减少2.5%。
- 自去年下半年至今，煤制甲醇和甲醇制烯烃利润始终维持在2017年至今20%分位以下，可以说煤制烯烃产业链利润全部集中在煤炭原料端。随着煤炭需求淡季来临以及国内外供应增长，煤炭价格下行趋势已经形成，如果按照Q5500动力煤下跌150元/吨计算，甲醇期货有望下跌300元/吨。

海外产量加速增长（截至2023.4.7）



煤制烯烃产业链利润极低（截至2023.4.7）



棉花-PTA

CF-TA

01

种植成本高企，海内外新年度植棉意向面积下降

02

PX实际产量预计减幅有限，PTA供应仍相对宽松

02

纺织需求预期偏强，而实际需求恢复仍待确认

- 据统计新疆棉花种植成本较过去五年均值大幅提升约50%，因此受到棉花种植成本大幅上升、种植结构调整等多因素影响之下，2023/24年度新疆植棉意向面积同比下降。
- 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。
- 因北半球进入新年度棉花种植生长期，天气扰动因素影响逐步加大，棉花供应端支撑相对偏强。

国内棉花种植成本全方位大幅提升

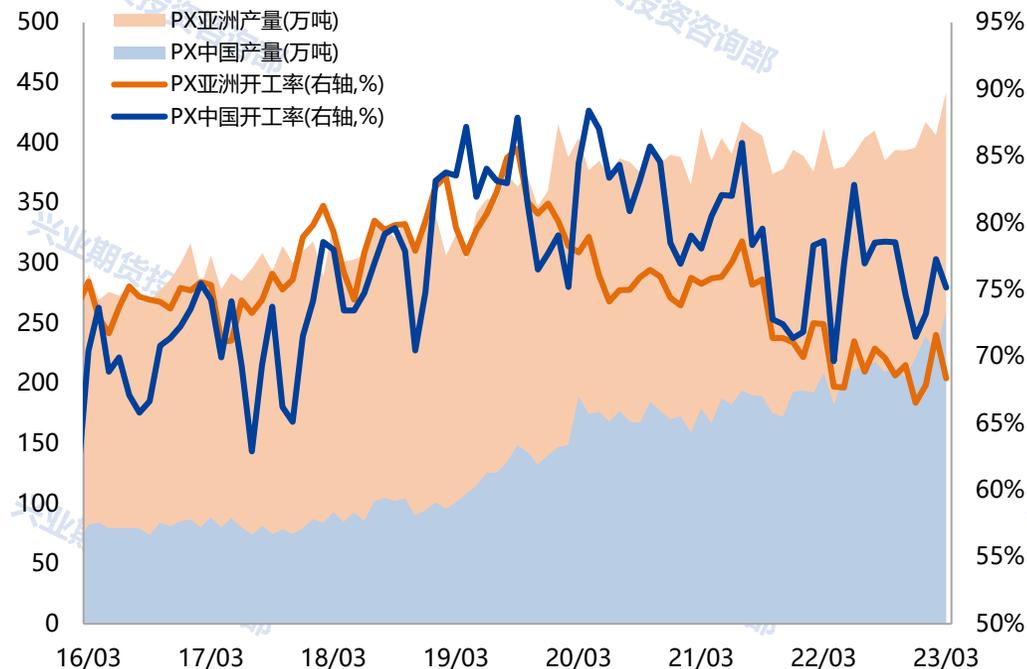
元/亩	内地		新疆地方				新疆兵团	
	手摘棉	相比5年均值	手摘棉	相比5年均值	机采棉	相比5年均值	机采棉	相比5年均值
租地植棉总成本	1622	+24.81%	3496	+42.93%	2755	+56.29%	2981	+48.28%
自有土地植棉总成本	1041	+27.23%	2336	+20.94%	1595	+27.78%	1781	+19.05%
土地成本(租地费用)	571	+18.56%	1160	+125.51%	1160	+125.42%	1200	+133.28%
生产总成本	648	+29.03%	926	+33.47%	926	+33.47%	1048	+24.52%
其中：棉种	71	+25.44%	64	+11.11%	64	+11.11%	56	+14.75%
地膜	47	+23.04%	65	+11.30%	65	+11.30%	121	+4.13%
农药	129	+19.00%	126	+31.25%	126	+31.25%	149	+95.54%
化肥	308	+40.90%	448	+55.77%	448	+55.77%	464	+27.54%
水电费	93	+14.81%	223	+14.83%	223	+14.83%	257	+8.35%
人工总成本	217	+26.60%	1149	+12.01%	169	+17.36%	155	+30.47%
其中：田间管理费	151	+23.77%	169	+17.04%	169	+17.36%	155	+30.47%
灌溉/滴灌人工费	66	+33.60%	98	+53.13%	-	-	-	-
拾花用工费	-	-	882	+7.96%	-	-	-	-
机械作业总成本	86	+18.78%	181	+10.10%	420	+17.32%	457	+7.68%
其中：机械拾花费	-	-	-	-	239	+23.83%	242	+21.61%
其他成本	90	+24.31%	80	+67.36%	80	+52.67%	121	+8.62%

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%

- 4-6月PX检修规模扩张，包括威联200万吨另外一条装置亦开始停车检修，印尼55万吨TPPI装置重启推迟，科威特aromatics 82万吨重启失败，乌鲁木齐石化100万吨装置、辽阳石化100万吨装置也将于4月中上旬停车。国内PX开工率处于5年同期最低，PX供应量并不宽松。但据实际产量看，因过去三年国内PX产能大幅扩张，PX月度产量仍创新高，因此即使PX检修规模扩大，PX实际产量减幅或也有限，对PTA价格驱动有限。
- PTA方面，二季度出现较多新增产能，预计或可缓解现货供应紧张问题，总体供需格局趋于宽松。

PX实际产量预计减幅有限



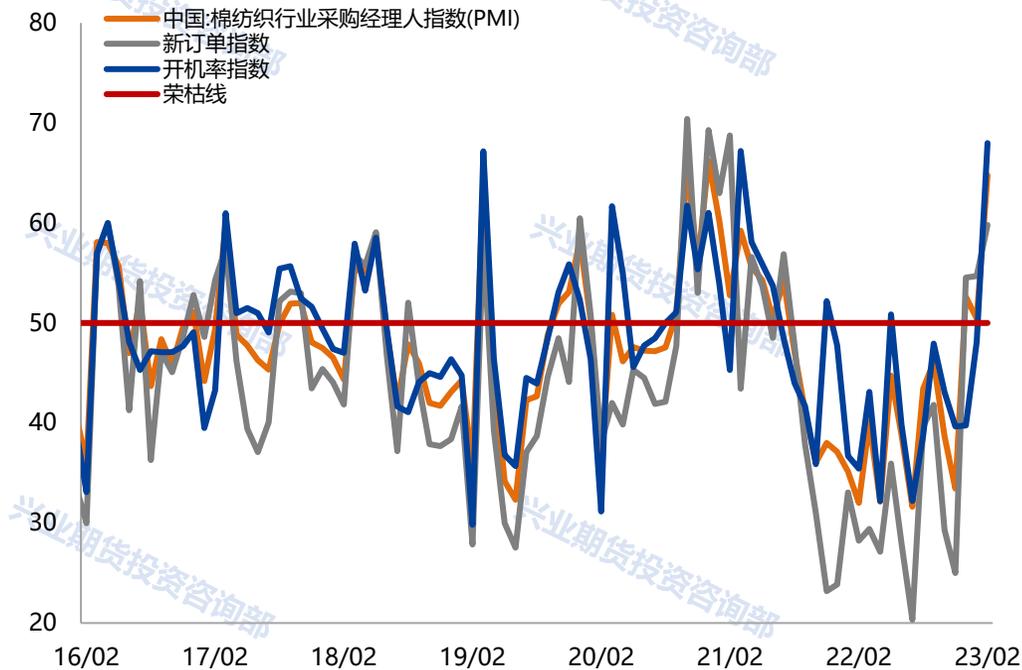
PTA二季度将出现较多投产

Year	Total Capacity	PTA Enterprise	Capacity	Production Time
2022	860	逸盛新材料2#	360	2022年1月
		威联化学	250	2022年12月
		桐昆嘉通能源	250	2022年12月
2023	1450	恒力石化（惠州）	500	2023年3-5月
		嘉通能源2#	250	2023年4月
		逸盛海南	250	2023年Q4
		台化	150	2023年Q4
		中石化仪征3#	300	2023年Q4
2024	550	独山能源3#	300	2024年
		虹港3	250	2024年

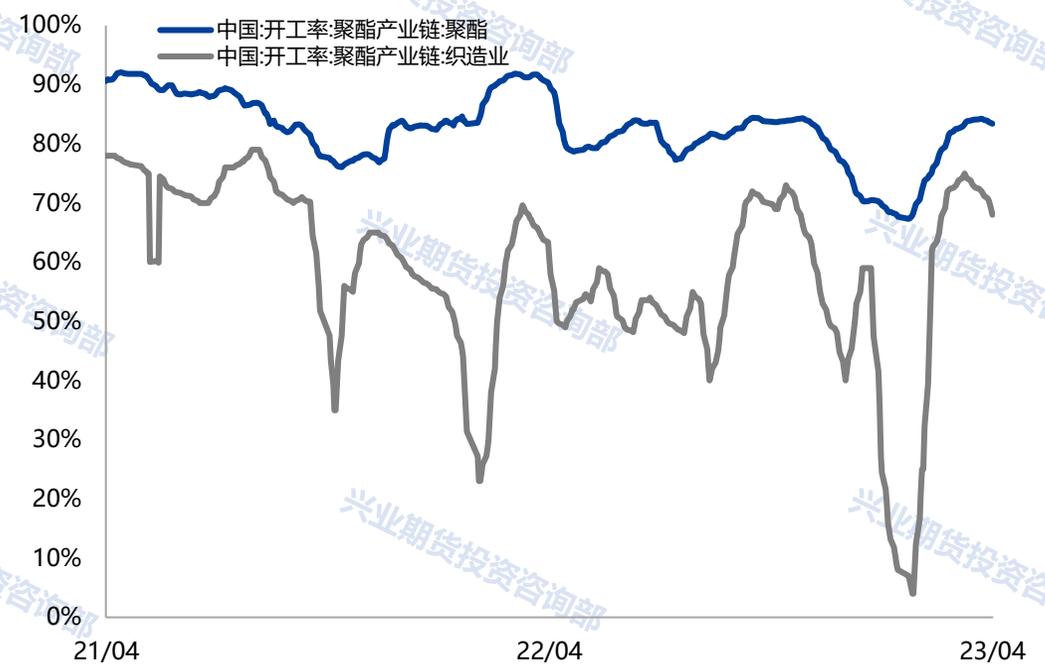
棉纺行业PMI数据看，中国棉纺织行业采购经理人指数为64.75%，环比上升14.30个百分点，连续第三个月位于枯荣线以上，其中新订单和开机率指数大幅攀升，纺织需求恢复预期偏强。化纤需求方面，多数品种开工负荷处在高位水平，但因成本上涨，后续终端需求亦可能出现亏损，实际需求恢复仍待确认。

总体而言，PTA和棉花下游纺织领域实际需求恢复仍待确认，而供应端出现分化，中期看，棉花新年度植棉意向下滑、供应趋紧，而PTA二季度仍有较多投产；中短期看，棉花天气扰动窗口逐步打开，而PX实际产量减幅有限对PTA支撑不足。供需格局棉花强而PTA偏弱，建议介入PTA空头。

棉纺织行业PMI恢复态势良好



化纤多数品种开工负荷处在高位水平



玻璃

FG

01

下游需求持续释放，浮法玻璃库存连续5周去库

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

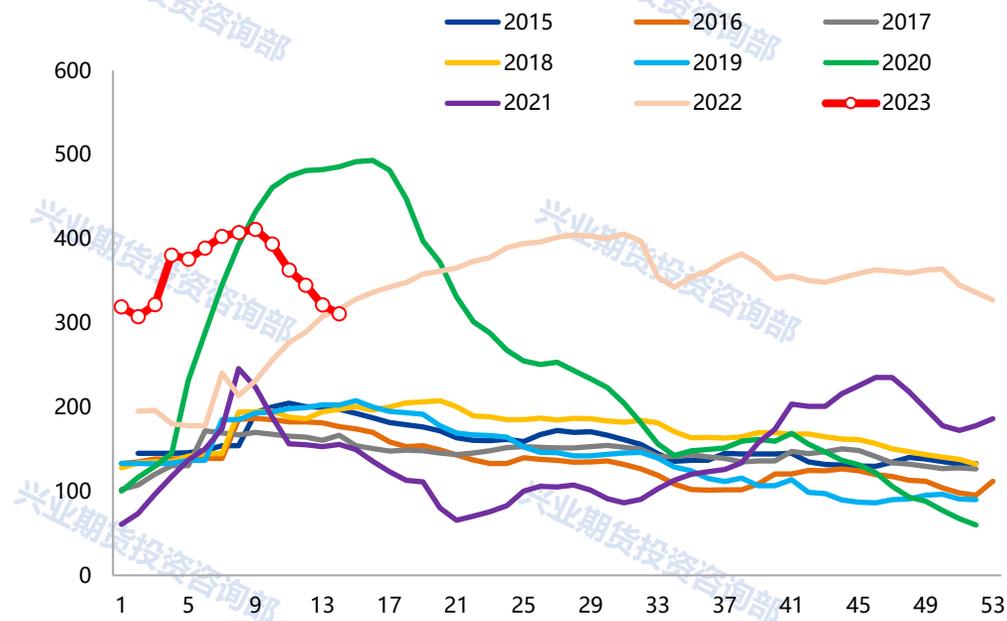
03

浮法玻璃预期改善，前多耐心轻仓持有

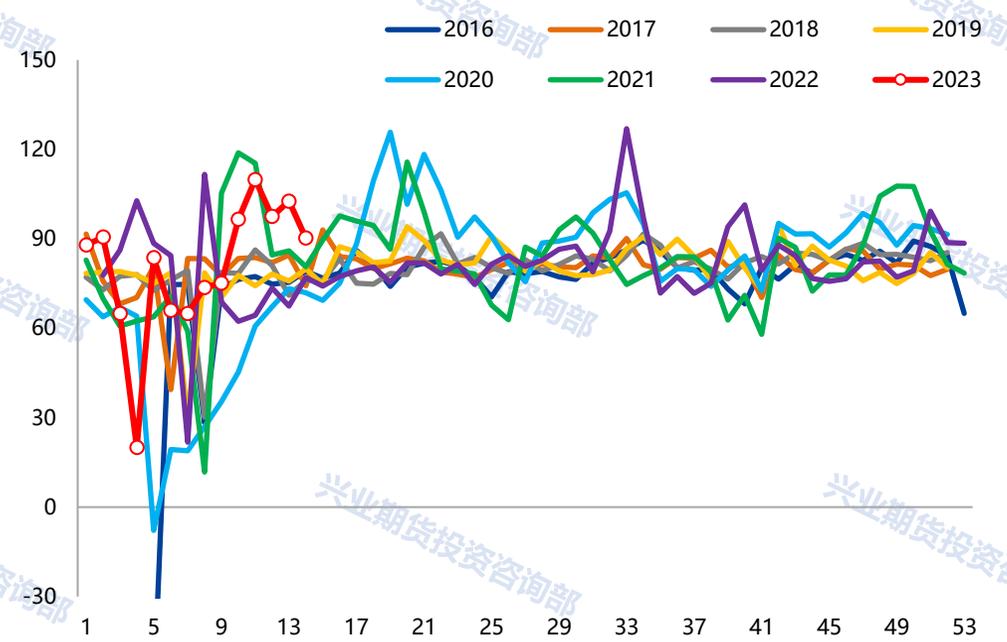
□ 3月以来，浮法玻璃下游补库，需求持续释放。隆众样本，浮法玻璃全国综合产销率连续高于100%，浮法玻璃出库量（产量- Δ 库存）连续5周高于90万吨，带动玻璃企业库存较快速下降。截至本周五，浮法玻璃企业库存较高点累计下降24.4%，同比有增转降5.3%。

□ 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%，增速大幅转正，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。短期则主要关注浮法玻璃深加工企业订单恢复，这决定下游补库需求的持续性。隆众最新调研，3月底浮法玻璃深加工企业订单12.8天，环比上一期下降0.1天。

浮法玻璃企业库存 (更新至4.7)



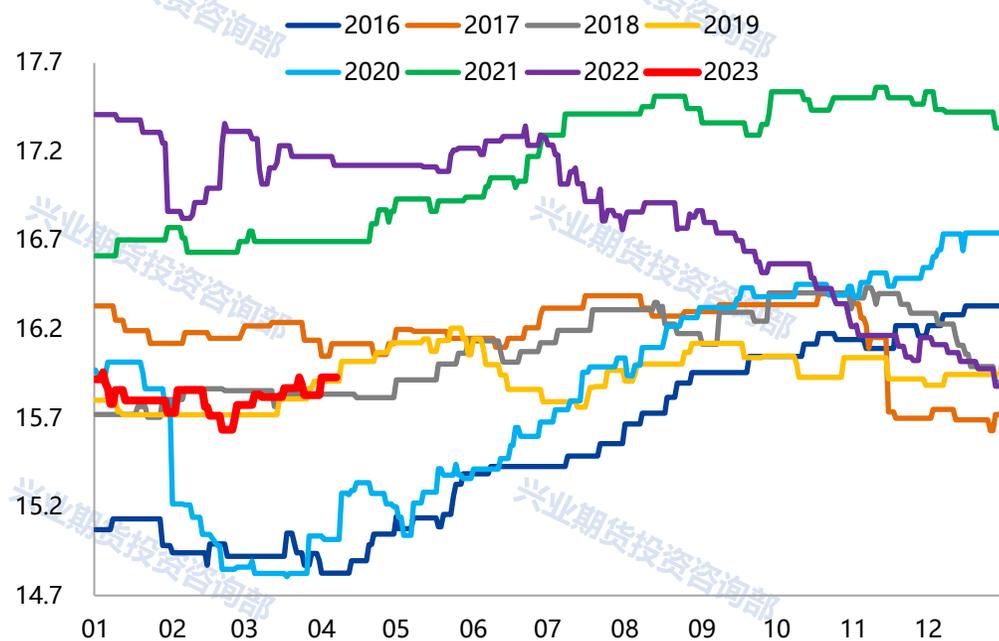
浮法玻璃出库量 (更新至4.7)



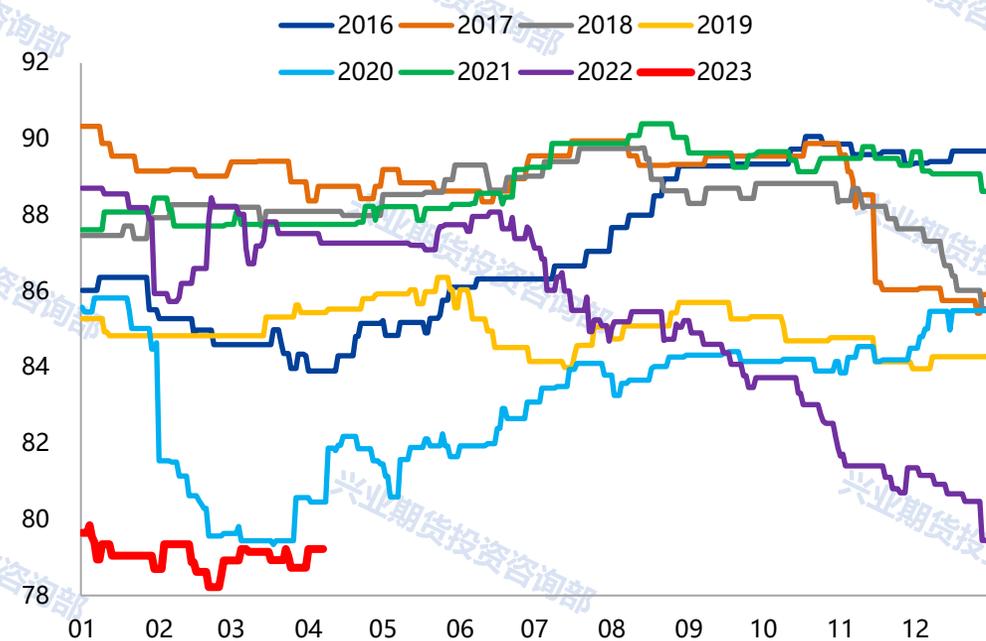
截至4月7日，浮法玻璃运行产能159280吨/天，同比下降7%，行业开工率为79.14%，同比降幅收窄至7.06个百分点，产能利用率为79.22%，同比降幅为8个百分点。

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3月点火的产线将陆续出玻璃，浮法玻璃供应将稳步增加。

浮法玻璃运行产能（日，更新至4.7）



浮法玻璃产能利用率（日，更新至4.7）



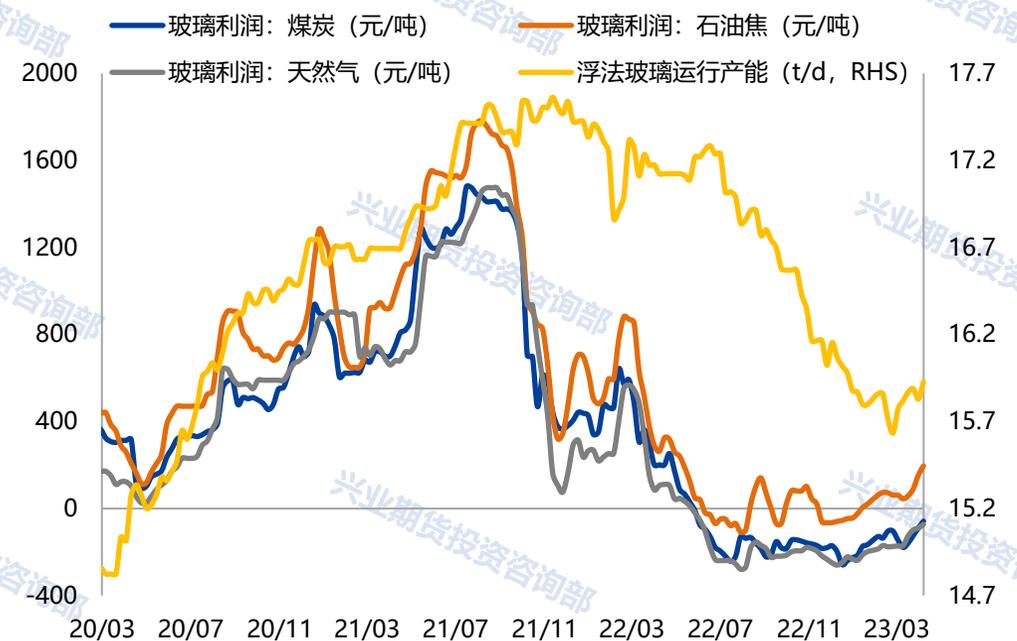
□ 今年浮法玻璃产能收缩节奏明显放缓。年初以来，浮法玻璃冷修产能合计5750t/d，复产及新建产能投产合计6000t/d，运行产能净增加250t/d。主要原因在于今年煤炭等能源价格重心有所下移，且3月下游补库需求释放，浮法玻璃价格企稳上涨，浮法玻璃企业利润较去年底环比逐步改善，前期部分冷修产线逐步复产，新增冷修产线数量明显减少。

□ 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%，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。因此伴随着地产竣工的改善，浮法玻璃需求将逐步回暖，有望推动生产企业保持去库。

2023年浮法玻璃冷修/复产统计（灰色-未落实，红色-最新，更新至4.7）

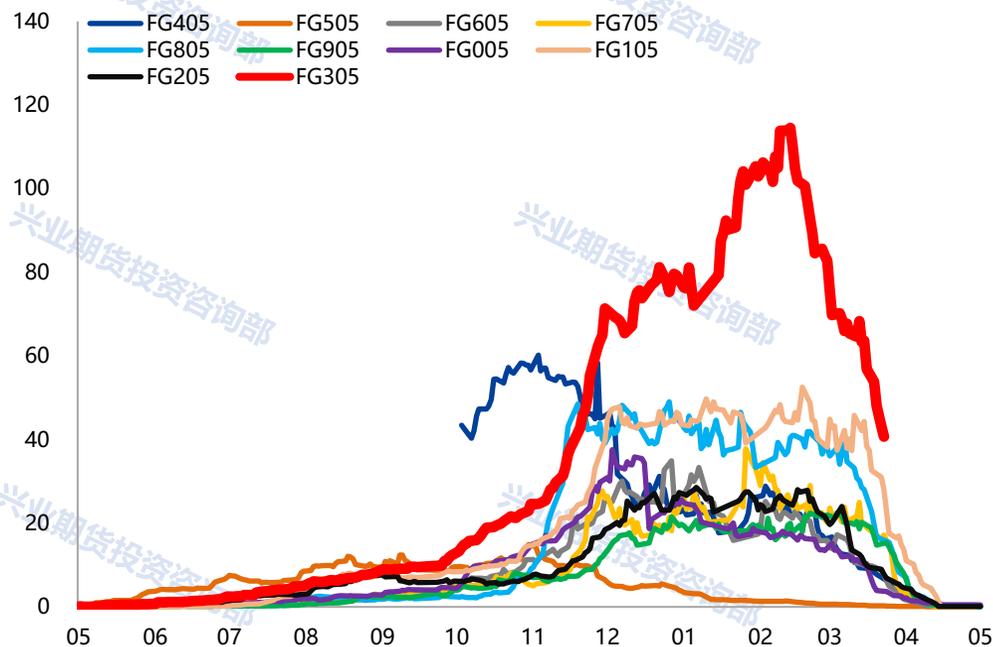
复产生产线	地址	日熔量, 吨	时间	冷修	地址	日熔量, 吨	时间	点火时间
东台中玻二线	江苏	600	1月31日	渝荣玻璃	重庆	300	1月6日	2020年
三峡新型建材	湖北	600	4月6日	/	/	900	1月7日	/
信义玻璃	安徽	500	2月19日	云腾建材	云南	600	1月12日	2016年12月
信义玻璃	天津	600	3月23日	南玻玻璃	湖北咸宁	700	1月30日	2013年6月
明弘玻璃	湖北	1000	3月8日	信义江门	广东	950	2月14日	2022年8月
长城玻璃	河北	1200	3月20日	鑫利玻璃	河北	500	2月16日	2009年5月
				/	/	800	2月21日	/
复产合计		3300		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		250		

浮法玻璃利润（更新至4.7）

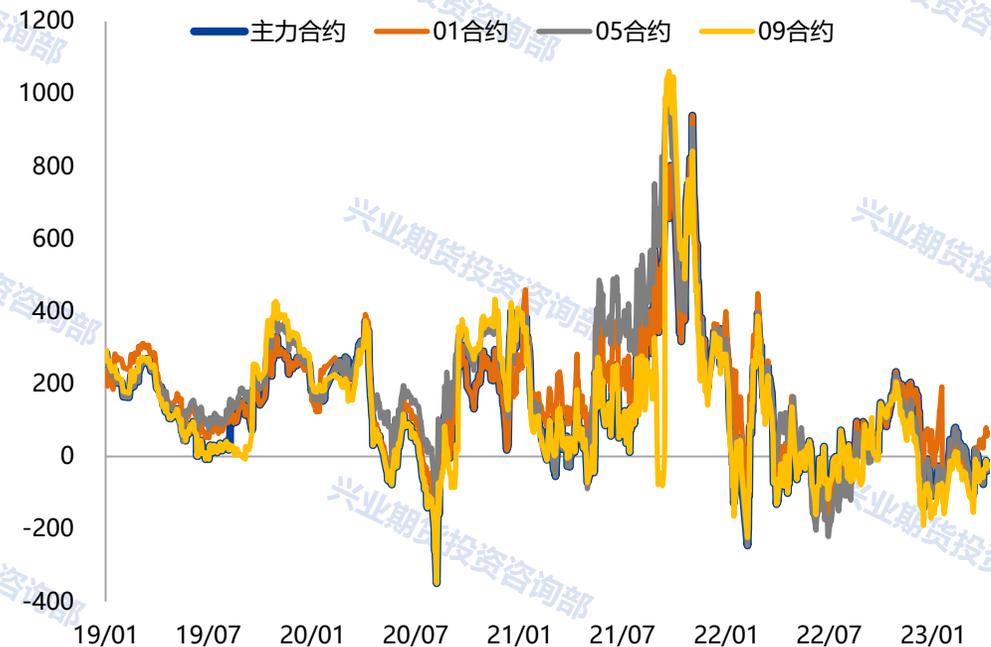


- 从微观指标看，浮法玻璃05合约快速减仓下行，空头主动离场，05合约价格跟随现货价格共振偏强运行。
- 综合前文分析，浮法玻璃供给收缩速度虽已放缓，但同比已明显下降，地产小周期有望筑底回升，竣工周期修复预期最强，全年浮法玻璃供需结构改善的驱动较为明确，当前需关注浮法玻璃下游需求释放的持续性和刚需改善的程度。建议玻璃前多配合止损耐心持有，进入4月后可择机考虑换月09合约。

玻璃05合约持仓量 (更新至4.7)



玻璃基差 (沙河最低交割品, 更新至4.7)



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

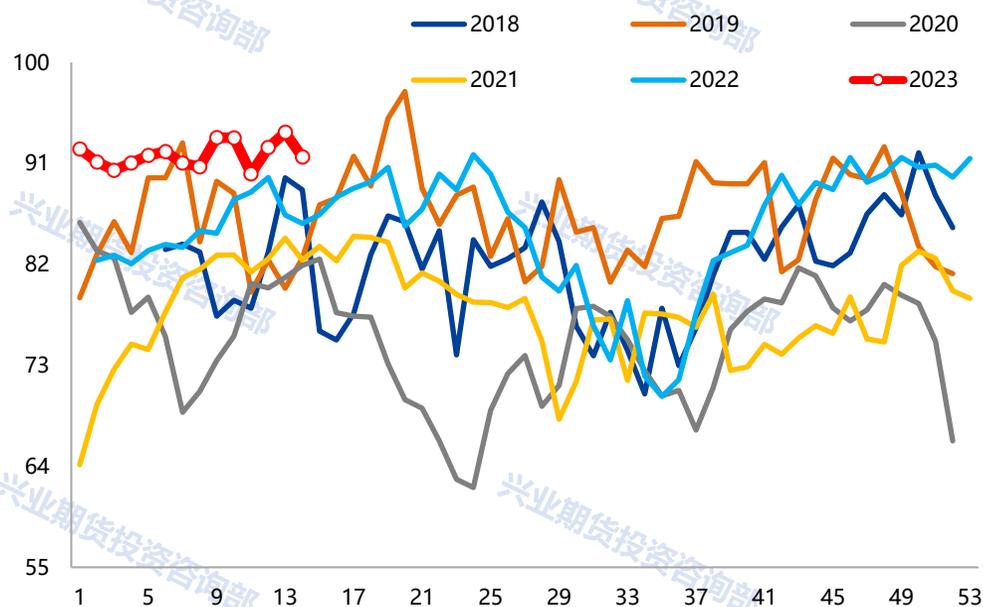
纯碱维持紧平衡格局，行业库存偏低

04

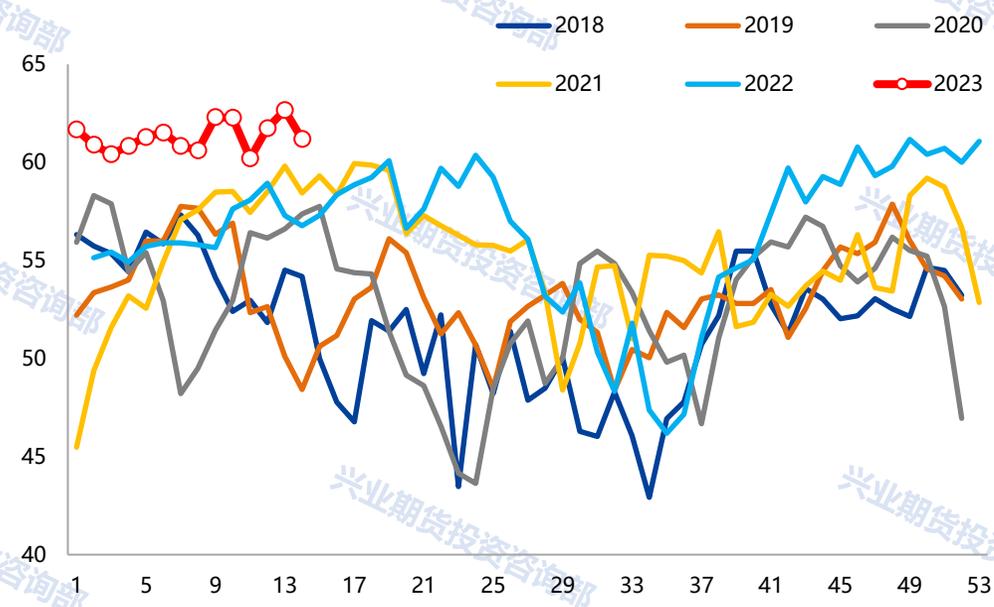
现货坚挺且库存偏低，4月纯碱05合约或向上修复贴水

4月第一周，纯碱企业周度开工率为91.57%，周度产量小幅回落至61.19万吨。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月份纯碱企业有零散检修，安徽红四方本周已开始检修，计划4月11日复产，预期4月纯碱开工率依然将保持高位，单周纯碱产量将维持在62万吨左右的水平。由于年初以来纯碱产能保持稳定，原计划1季度投产的几个小装置均出现延迟投产的情况，因此纯碱供给缺乏弹性。

纯碱装置开工率 (更新至4.7)



纯碱周度产量 (隆众, 更新至4.7)

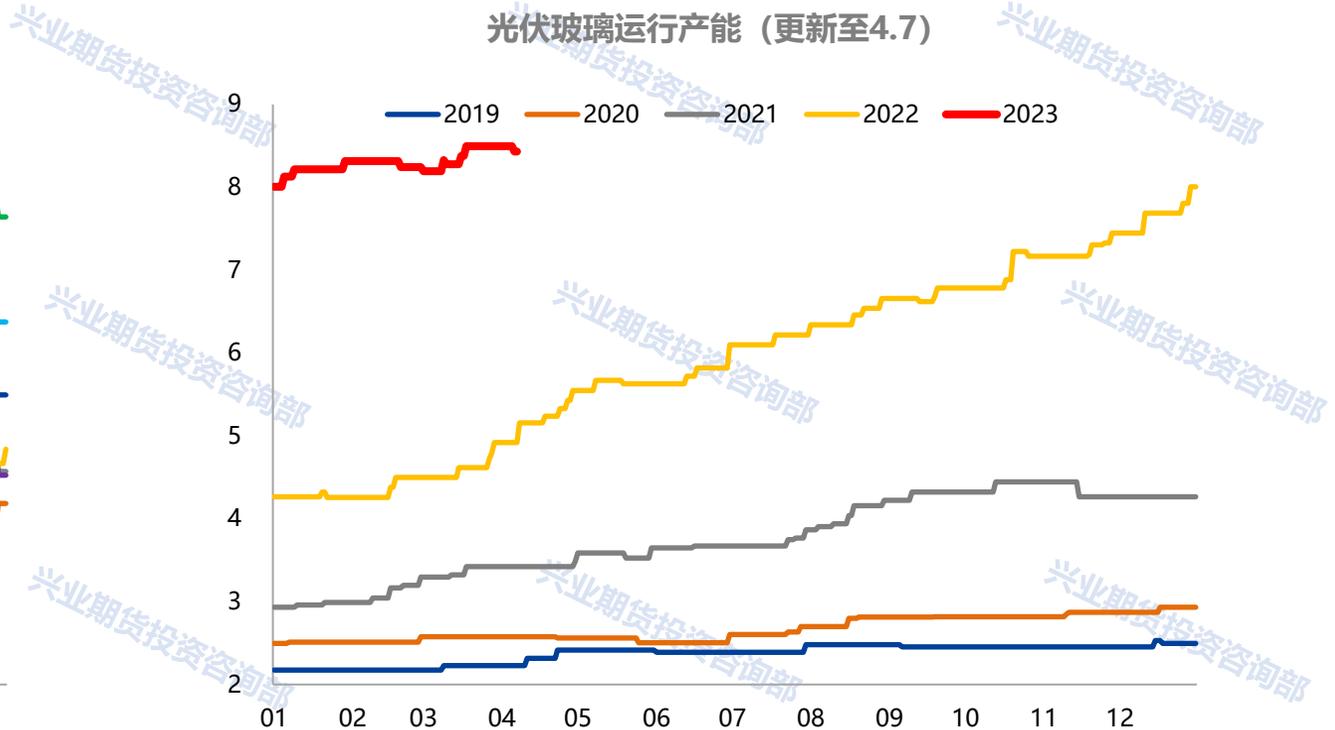
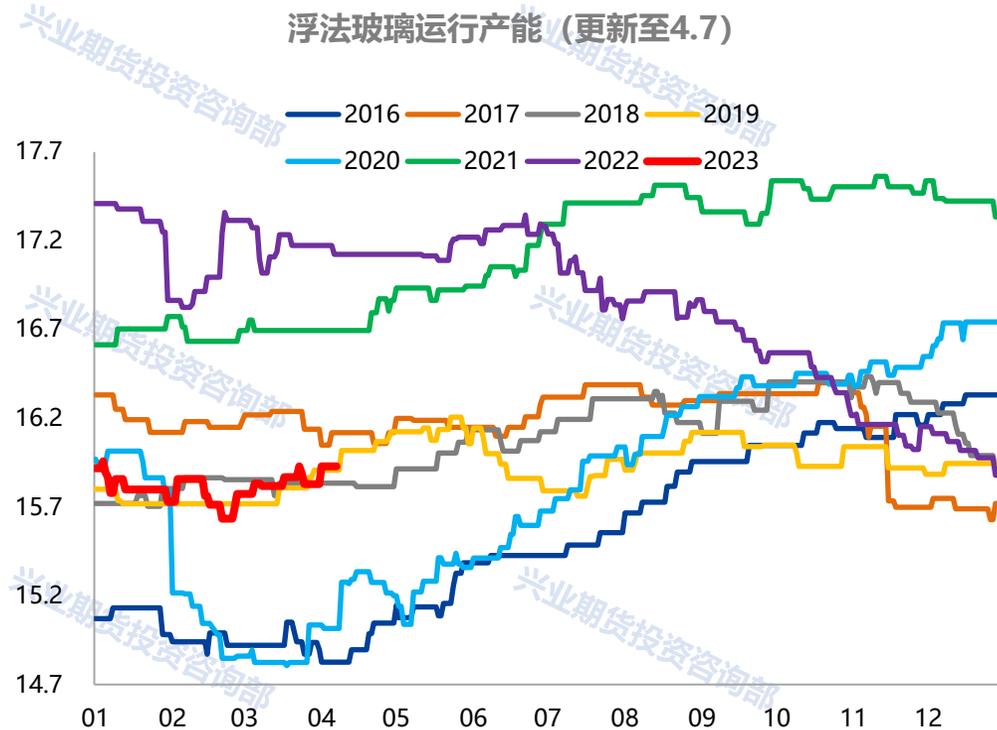


截至4月初，主要纯碱装置的投产进度总体慢于年初预估，目前2季度新增产能可能有安徽红四方装置以及远兴能源一期第一条产线，需要持续关注这两个装置实际投产的情况

2023年新增纯碱产能投产计划（更新至4.7）

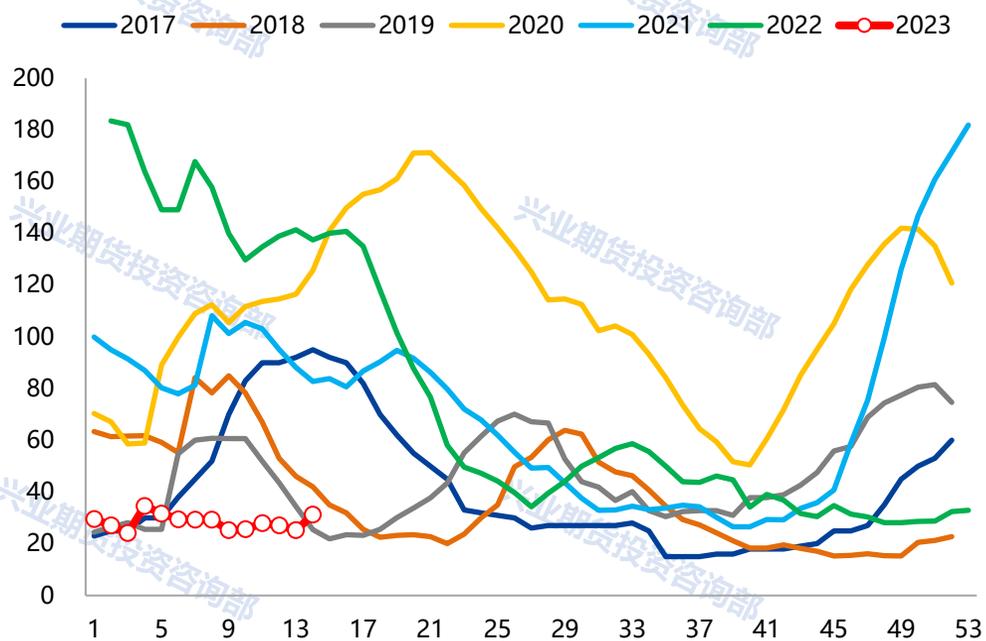
年初预计投产时间	企业	新增产能 (万吨)	工艺	投产地区		备注	实际情况
2023年1月-2月	重庆湘渝盐化	20	联碱法	西南地区	重庆	装置扩产	尚未投产，预计2023年底
2023年3月	安徽红四方	20	联碱法	华东地区	合肥	装置扩产	2023年2季度
2023年5月	江苏德邦	60	联碱法	华东地区	江苏	产能置换，原60增60	2023年9月之后
2023年5月	远兴能源一期	500	天然碱法	华北地区	内蒙古 (小苏打40万吨)	1月9日，6月底一期项目工程总体投入运行	可能分三次投产，150万吨（5月）、150万吨（6月）和200万吨（9月）
2023年9月	金山化工	200	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小幅净增加250t/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2季度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，年初以来光伏玻璃投产节奏放缓，基本保持每月1-2条产线投产的节奏。截至本周五，光伏玻璃运行产能较去年底增加4250t/d。展望4月，暂无明确产线投产计划，但3月已复产和点火的产线将陆续出产品，带动重碱需求稳中有增。

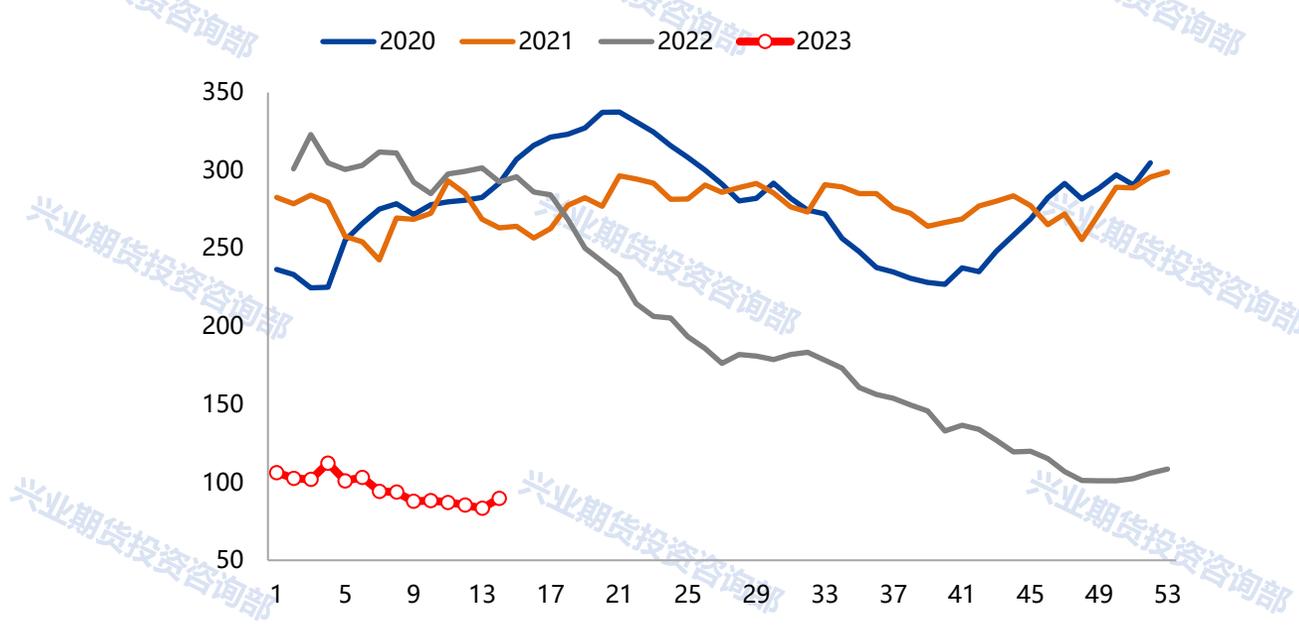


□ 纯碱各环节库存偏低：（1）生产环节库存：截至4月7日，纯碱企业库存31.25万吨，环比上周增加6.02万吨（+23.86%），轻重碱库存同步增加，主要增量来自轻碱，进入新月份，现货价格陆续出台，轻碱价格偏弱，重碱价格基本持稳，纯碱企业陆续接单中，企业待发订单提高至13.98天，较上周增加约2天；（2）社会库存：隆众样本，社会库存基本持稳，大约在10万吨上下；（3）下游库存：3月底，浮法玻璃企业纯碱库存小幅增加至15-16天左右，3月中旬为14天；（4）总社库：截至4月7日，纯碱三环节库存环比增至89.78万吨，前值83.39万吨，春节以来纯碱库存首次出现较为明显的累库。

纯碱企业库存（更新至4.7）



纯碱总库存（更新至4.7）



□ 3月份，纯碱现货偏弱，尤其是轻碱现货价格率先松动，主要因为（1）轻重碱产量转化达到临界值，在纯碱装置基本维持满产的情况下，轻碱供给较难进一步大幅收缩，（2）轻碱需求出于淡季，整体偏弱，烧碱价格走弱对部分轻碱需求形成替代；（3）光伏玻璃投产节奏慢于预期，下游玻璃企业主动压缩纯碱原料库存，导致纯碱整体去库较慢，3月份重碱现货价格明显滞涨。

□ 但综合衡量供需两端后，我们认为，随着浮法玻璃基本面正逐步改善，玻璃企业产成品库存连续5周下降，浮法玻璃价格暂处于涨价去库存的阶段，浮法玻璃冷修风险降低；光伏玻璃投产节奏虽然放缓，但依然保持每月1-2条产线的投产节奏，产能稳步扩张；轻碱需求处于淡季，但进一步走弱的可能性较低。在纯碱新装置，尤其是远兴能源装置，大规模投产以前，纯碱库存还是较难积累，下游玻璃企业的纯碱库存也于3月底开始企稳回升，下游原料去库对重碱的拖累减弱。因此纯碱现货，尤其是重碱现货，较期货表现依然非常坚挺，4月新出价格重碱价格仍保持稳定。

□ 进入4月，距交割月越来越近，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。

□ 纯碱09合约，面临远兴能源装置全部投产的局面，虽然实际产量不一定在09合约有效期内全部释放，但该项目的投产预计，将使得纯碱产业链采取相对谨慎的经营措施，即如无必要，纯碱运行产能尽量满负荷生产，全行业可能尽量维持低库存运转，避免供给大幅释放后库存贬值的风险。因此纯碱09合约价格的高度可能已较为明确，可维持反弹抛空的思路。

螺纹

RB

01

1季度钢厂复产超预期，2季度主动或被动减产的概率较高

02

强基建托底弱地产缓慢修复，2季度终端需求强度不宜高估

03

需求持续性不佳，旺季剩余时间有限

04

螺纹去库速度明显放缓，短期钢价上行驱动受限

05

关注成本潜在下移空间，等待供给约束生效

1季度钢厂复产超预期。统计钢联口径日均铁水产量估算，1季度铁水产量同比增约7.4%；富宝255家钢厂废钢日耗量，1季度同比下降7.2%，可能受独立电炉企业盈利偏弱的影响。高炉增产完全对冲电炉复产影响，1季度钢材供给同比实现小幅整正增长。

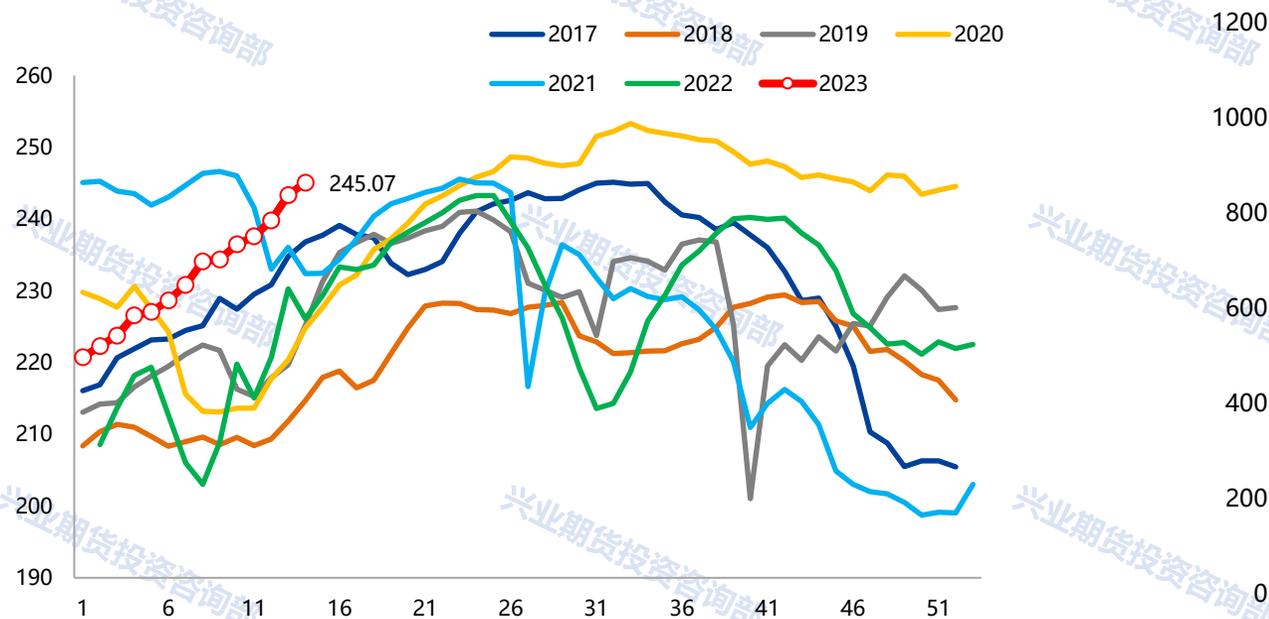
单位：万吨

钢材	时间	螺纹（钢联）			铁水（钢联）
		产量	高炉	电炉	247家钢厂
产量	2023年Q1	3,474	3,149	325	21,039
	2022年Q1	3,621	3,323	298	19,597
	YOY	-4.0%	-5.2%	9.1%	7.4%
总库存变化	2023年Q1	517			
	2022年Q1	752			
	YOY	-235			
表需 (供给-Δ库存)	2023年Q1	2,957			
	2022年Q1	2,869			
	YOY	3.1%			

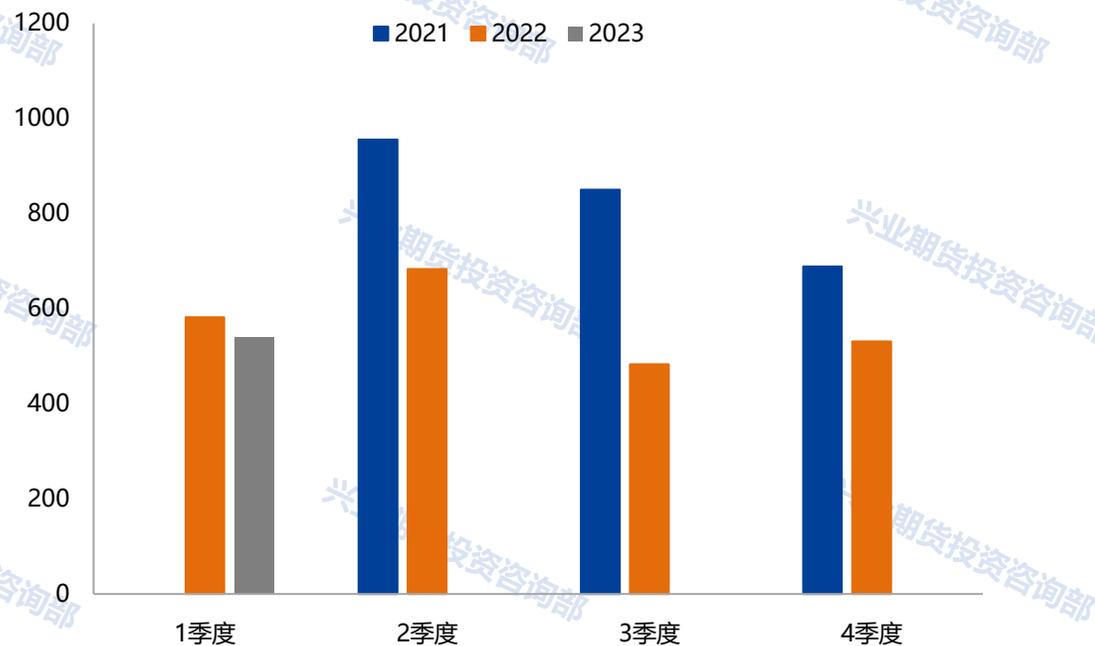
原料	时间	废钢（富宝）			进口矿（钢联）				煤焦（钢联）	
		255家钢厂	高炉	独立电炉	发运：全球	发运：四大矿山	发运：非主流	到港	焦煤	焦炭
产量	2023年Q1	2,421	1,245	701	36,354	25,010	11,344	28,085	10,931	10,334
	2022年Q1	2,452	1,253	693	35,216	23,700	11,516	25,712	10,633	9,877
	YOY	-1.3%	-0.6%	1.3%	3.2%	5.5%	-1.5%	9.2%	2.8%	4.6%
总库存变化	2023年Q1	119						-354	-233	87
	2022年Q1	-250						-407	-420	66
	YOY	368						53	187	21
表需 (供给-Δ库存)	2023年Q1	2,303						28,438		10,247
	2022年Q1	2,702						26,118		9,811
	YOY	-14.8%						8.9%		4.4%

□ 如果无外部限产约束，在当前钢厂盈利水平下，按照最新日均铁水产量线性外推计算，1季度铁水产量将同比再增3%，上半年仅高炉环节就会增产2000万吨左右。更何况，废钢供给瓶颈已松动，虽然1季度废钢日耗同比下降，但钢厂及社会环节废钢库存已出现累库，一旦电炉企业盈利合适，废钢日耗有望快速回升，对供给形成有效补充。如若此，以我们估算的终端需求强度（见下一页），2季度钢材面临的潜在供给压力较大。无论是出于打压铁矿石价格的目的，还是主动调节钢材供给平衡，政府都有可能出台粗钢产量管控相关的行政性限产政策，本周市场相关传言消息较多，。如果政策确定，对钢价将形成较强支撑。如果政策未出，钢材供给压力可能需要钢价下跌倒逼钢厂减产来实现供需的再平衡。

1季度铁水产量同比增长7.4%



1季度255家钢厂废钢日耗量同比下降约5.7%

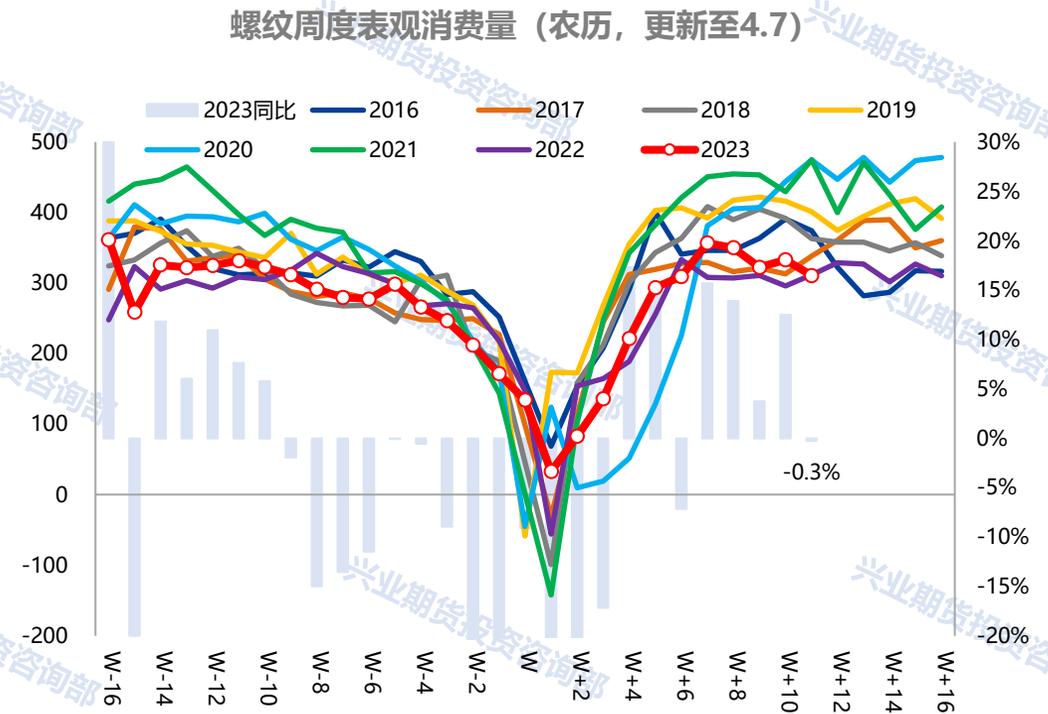


□ 2023年1季度，需求也略超预期，主要源于强基建的托底作用，各类如水泥直供、钢材直供等微观数据也可作为印证，基建在螺纹钢消费中的贡献较2021年大幅提高；房企资金问题还未完全解决，保交楼政策指引下，地产投资以存量项目建设为主，若无赶工需求，用钢强度低于新开工阶段。1季度螺纹表观消费量同比小幅正增长，2季度暂无大幅增长的可能。

螺纹钢供需平衡表 (2023年4月8日更新)															
单位: 万吨		2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1E	2023Q2E	2023Q3E	2023Q4E	2022	2023E
产量	当季值	5,411	6,405	5,098	4,832	4,812	5,370	4,851	5,137	4,644	5,477	5,093	5,240	20,170	20,454
	YOY	11.1%	2.0%	-18.8%	-19.9%	-11.1%	-16.2%	-4.9%	6.3%	-3.5%	2.0%	5.0%	2.0%	-7.2%	1.4%
进口	当季值	32	43	29	53	37	6	0	2	0	0	0	0	46	0
	YOY	433.9%	18.9%	-26.6%	63.6%	14.8%	-85.1%	-98.6%	-96.7%	-100.0%	-100.0%	-100.0%	-100.0%	-71.2%	-100.0%
出口	当季值	8	13	12	7	10	16	14	23	8	8	8	8	63	32
	YOY	-4.3%	17.2%	20.9%	-3.2%	23.8%	28.7%	15.5%	235.0%	-16.9%	-51.0%	-40.8%	-65.4%	60.2%	-48.9%
消费	当季值	3,718	7,283	5,461	5,470	3,592	5,514	5,620	5,370	3,610	5,656	5,651	5,412	20,097	20,329
	YOY	36.6%	-1.7%	-12.5%	-21.3%	-3.4%	-24.3%	2.9%	-1.8%	0.5%	2.6%	0.5%	0.8%	-8.4%	1.2%
其中: 地产	当季值	2,512	4,743	3,534	3,305	2,292	2,733	3,297	2,890	2,155	2,596	3,165	2,832	11,212	10,749
	YOY	42.0%	-1.6%	-12.9%	-26.9%	-8.8%	-42.4%	-6.7%	-12.5%	-6.0%	-5.0%	-4.0%	-2.0%	-20.4%	-4.1%
其中: 基建	当季值	1,206	2,540	1,927	2,166	1,300	2,781	2,323	2,480	1,456	3,059	2,486	2,579	8,884	9,580
	YOY	26.6%	-2.1%	-11.8%	-11.0%	7.8%	9.5%	20.6%	14.5%	12.0%	10.0%	7.0%	4.0%	13.3%	7.8%
供给-消费	当季值	1,717	-848	-345	-592	1,247	-154	-783	-254	1,025	-187	-566	-179	56	93
钢厂库存	变化	355	-94	-249	-11	246	16	-176	-152	-	-	-	-	-	-
社会库存	变化	1,387	-745	-97	-582	1,004	-208	-610	-105	-	-	-	-	-	-

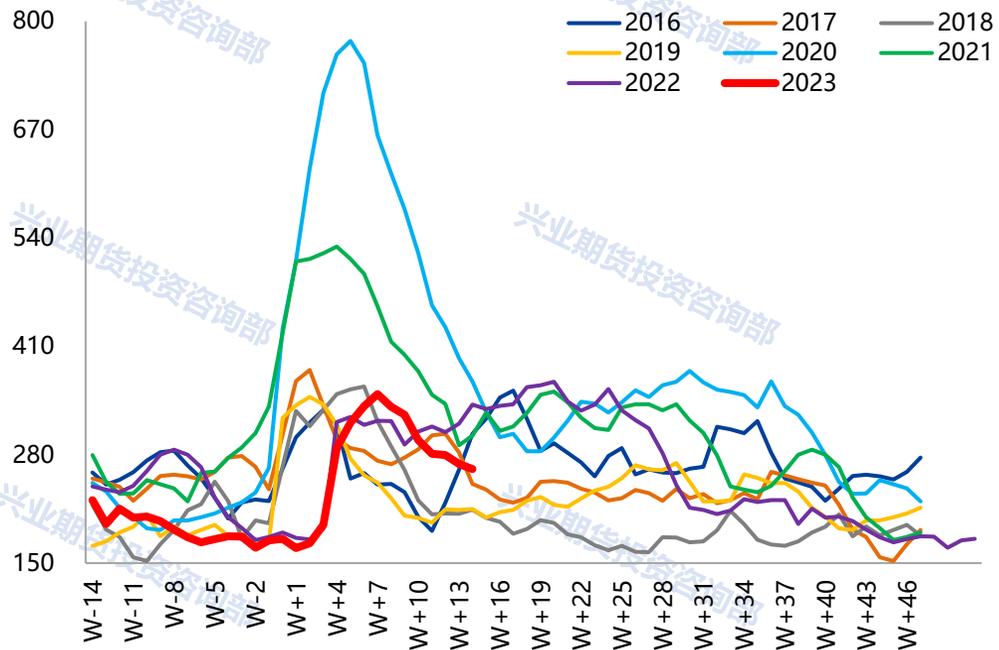
现在主要的问题在于需求的持续性不佳。2023年基建投资资金相对2022年受限，全年增速将回落至9.4%左右，1季度实现12%左右高增后，后续三个季度基建投资增速将有所回落，而2季度地产还无法改变以存量项目为主的投资结构，新开工拖累可能依然存在，对应上半年旺季需求强度可能受限。另外，从需求的季节性角度判断，2016年以来，除了疫情影响较为严重的2022年，其余年份螺纹钢周度表观消费量高点基本出现在4月或者5月初，旺季需求爬坡的时间窗口也较为有限。上周螺纹钢表需续降至311万吨。

月	周	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
1月	1	345	247	269	300	303	314		212
	2	331	250	245	312	273	316	271	171
	3	284	227	304	289	218	299	265	134
	4	288		311	269	176	277	218	33
2月	5	252	-31	206	218	-45	211	148	83
	6		114	190	-59	124	144	-56	136
	7	69	245	173	10	154	222		
	8	154	312	-99	173	19	-142	165	294
3月	9	208	320	158	269	52	103	189	309
	10	291	328	213	356	128	248	256	357
	11	401	330	301	403	226	343	333	350
	12	341	316	343	407	381	382	308	322
	13	346	321	363	393	405	421	307	333
4月	14	347	313	409	418	407	451	311	311
	15	364	339	390	422	444	455	296	
	16	391	361	405	416	475	454	312	
	17	374	389	392	402	447	430	329	
5月	18	323	390	363	375	478	475	327	
	19	282	350	358	395	443	400	302	
	20	287	360	358	412	474	471	327	
	21	317	343	346	420	478	425	311	
	22	317	310	357	392	424	376	308	
6月	23	336	311	339	389	446	408	322	
	24	376	327	344	359	414	366	289	
	25	354	331	304	366	383	344	281	
	26	327	341	297	373	368	345	301	

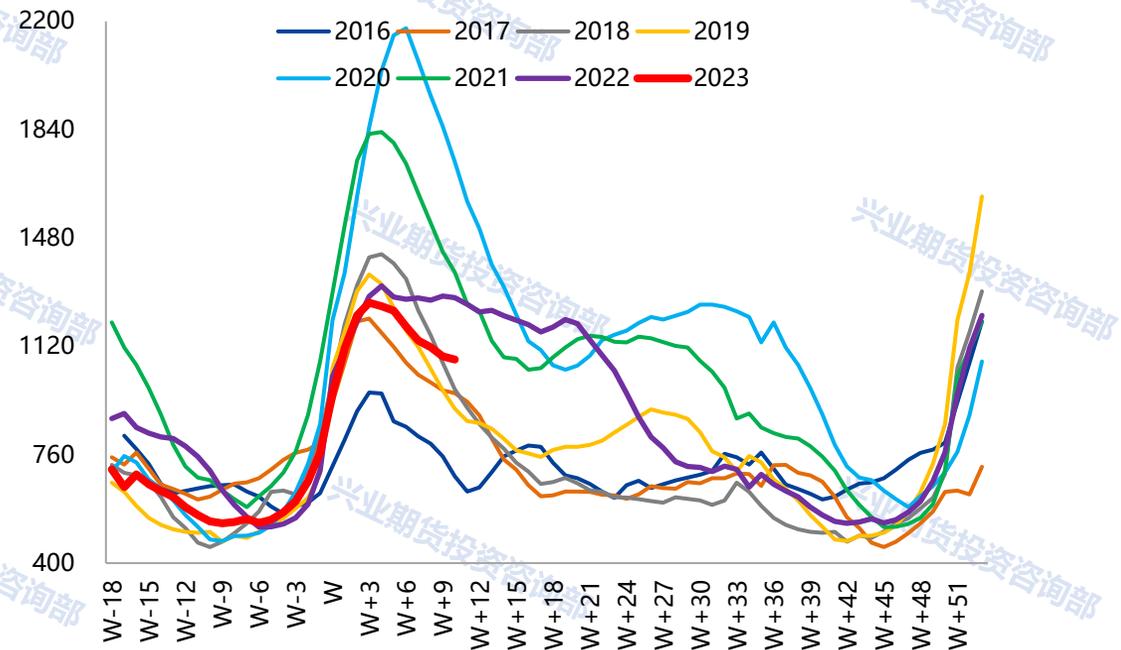


由于供给的持续增长，以及需求持续性的不佳，螺纹钢去库速度明显放缓，社库角度，今年去库速度仅快于2022年同期。如若供给端仍无约束，不排除2季度螺纹去库迎来拐点的可能。

螺纹钢钢厂库存（农历，更新至4.7）



螺纹钢钢厂+社会库存（农历，更新至4.7）



- 若无限产政策约束供给端，螺纹价格可能将向下考验成本支撑。
- 对于焦煤，今年国产焦煤以及进口焦煤均实现了较明显的增长，焦煤供需转宽松的确切性较高。是黑色金属产业链环节中矛盾较容易积累的一环。
- 对于铁矿，今年1季度供需也已超预期，由于钢厂盈利不佳1季度仍以低品矿为主，但随着低品矿性价比的走弱，钢厂可能将逐步调增高性价比的中高品矿使用比例。基于已有数据调整2022年和2023年铁矿石平衡表，2023年国内铁矿石供给小幅过剩1000万吨左右，其中2季度港口延续去库，但去库幅度小于去年，下半年港口转向累库，年底港口进口矿库存将增至1.4亿吨以上。
- 结合焦煤、铁矿供需结构分析，2023年螺纹钢成本底最低可能在3500左右，上方高度暂时看4400附近。
- 但一旦国家出台限产政策，钢厂盈利扩大驱动增强，钢价底部可能高于成本底区间。
- 因此思路，建议2季度螺纹以逢低做多为主，关注合理的成本支撑平台。

螺纹含税成本 对原料价格敏感性			焦煤价格变化									
			1,200	1,300	1,400	1,500	1,600	1,700	1,800	1,900	2,000	2,200
			-600	-500	-400	-300	-200	-100	0	100	200	300
铁矿价格变化	600	-300	3,372	3,432	3,492	3,552	3,612	3,671	3,731	3,791	3,851	3,911
	650	-250	3,452	3,512	3,572	3,632	3,692	3,751	3,811	3,871	3,931	3,991
	700	-200	3,532	3,592	3,652	3,712	3,772	3,831	3,891	3,951	4,011	4,071
	750	-150	3,612	3,672	3,732	3,792	3,852	3,911	3,971	4,031	4,091	4,151
	800	-100	3,692	3,752	3,812	3,872	3,932	3,991	4,051	4,111	4,171	4,231
	850	-50	3,772	3,832	3,892	3,952	4,012	4,071	4,131	4,191	4,251	4,311
	900	0	3,852	3,912	3,972	4,032	4,092	4,151	4,211	4,271	4,331	4,391
	950	50	3,932	3,992	4,052	4,112	4,172	4,231	4,291	4,351	4,411	4,471
	1,000	100	4,012	4,072	4,132	4,192	4,252	4,311	4,371	4,431	4,491	4,551
	1,050	150	4,092	4,152	4,212	4,272	4,332	4,391	4,451	4,511	4,571	4,631
螺纹含税成本+利润100 对原料价格敏感性			焦煤价格变化									
			-600	-500	-400	-300	-200	-100	0	100	200	300
铁矿价格变化	600	-300	3,472	3,532	3,592	3,652	3,712	3,771	3,831	3,891	3,951	4,011
	650	-250	3,552	3,612	3,672	3,732	3,792	3,851	3,911	3,971	4,031	4,091
	700	-200	3,632	3,692	3,752	3,812	3,872	3,931	3,991	4,051	4,111	4,171
	750	-150	3,712	3,772	3,832	3,892	3,952	4,011	4,071	4,131	4,191	4,251
	800	-100	3,792	3,852	3,912	3,972	4,032	4,091	4,151	4,211	4,271	4,331
	850	-50	3,872	3,932	3,992	4,052	4,112	4,171	4,231	4,291	4,351	4,411
	900	0	3,952	4,012	4,072	4,132	4,192	4,251	4,311	4,371	4,431	4,491
	950	50	4,032	4,092	4,152	4,212	4,272	4,331	4,391	4,451	4,511	4,571
	1,000	100	4,112	4,172	4,232	4,292	4,352	4,411	4,471	4,531	4,591	4,651
	1,050	150	4,192	4,252	4,312	4,372	4,432	4,491	4,551	4,611	4,671	4,731
螺纹含税成本+利润200 对原料价格敏感性			焦煤价格变化									
			-600	-500	-400	-300	-200	-100	0	100	200	300
铁矿价格变化	600	-300	3,572	3,632	3,692	3,752	3,812	3,871	3,931	3,991	4,051	4,111
	650	-250	3,652	3,712	3,772	3,832	3,892	3,951	4,011	4,071	4,131	4,191
	700	-200	3,732	3,792	3,852	3,912	3,972	4,031	4,091	4,151	4,211	4,271
	750	-150	3,812	3,872	3,932	3,992	4,052	4,111	4,171	4,231	4,291	4,351
	800	-100	3,892	3,952	4,012	4,072	4,132	4,191	4,251	4,311	4,371	4,431
	850	-50	3,972	4,032	4,092	4,152	4,212	4,271	4,331	4,391	4,451	4,511
	900	0	4,052	4,112	4,172	4,232	4,292	4,351	4,411	4,471	4,531	4,591
	950	50	4,132	4,192	4,252	4,312	4,372	4,431	4,491	4,551	4,611	4,671
	1,000	100	4,212	4,272	4,332	4,392	4,452	4,511	4,571	4,631	4,691	4,751
	1,050	150	4,292	4,352	4,412	4,472	4,532	4,591	4,651	4,711	4,771	4,831

棕榈油

P

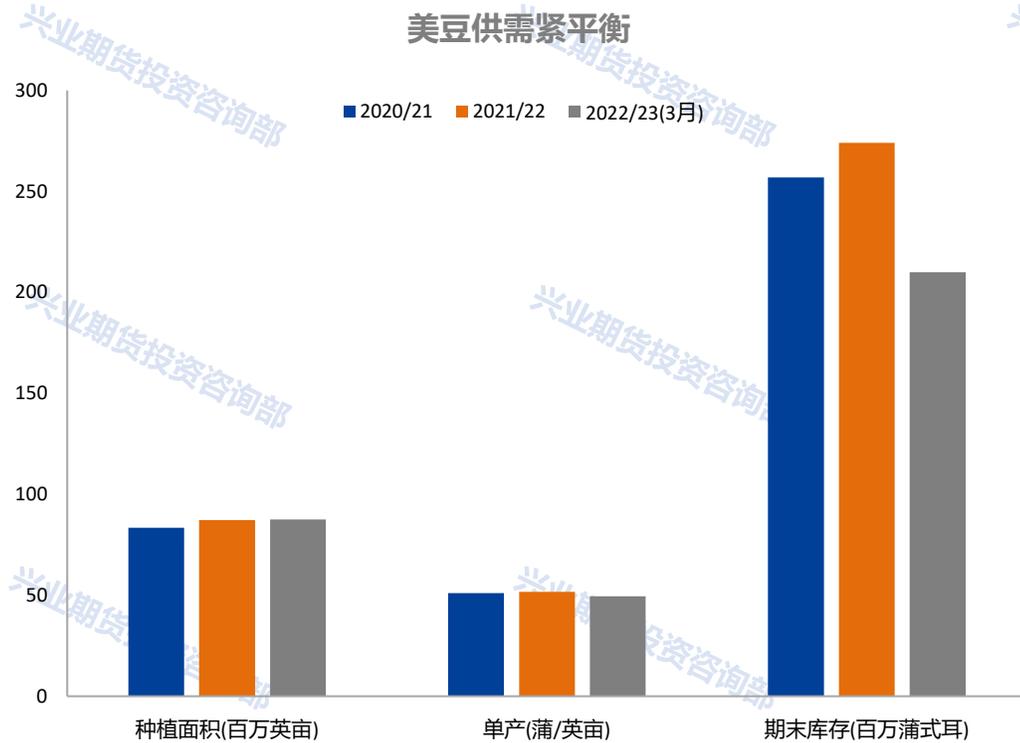
01

油脂板块受美豆种植预期提振，棕油受宏观影响最明显

02

棕榈油供给端约束难以忽视

- 最新USDA种植报告对于种植面积8751万英亩，不及此前市场预估的8820万英亩，23/24年度美豆继续维持紧平衡，美豆在近两周受此提振表现偏强，对油脂板块整体存在支撑。
- 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。

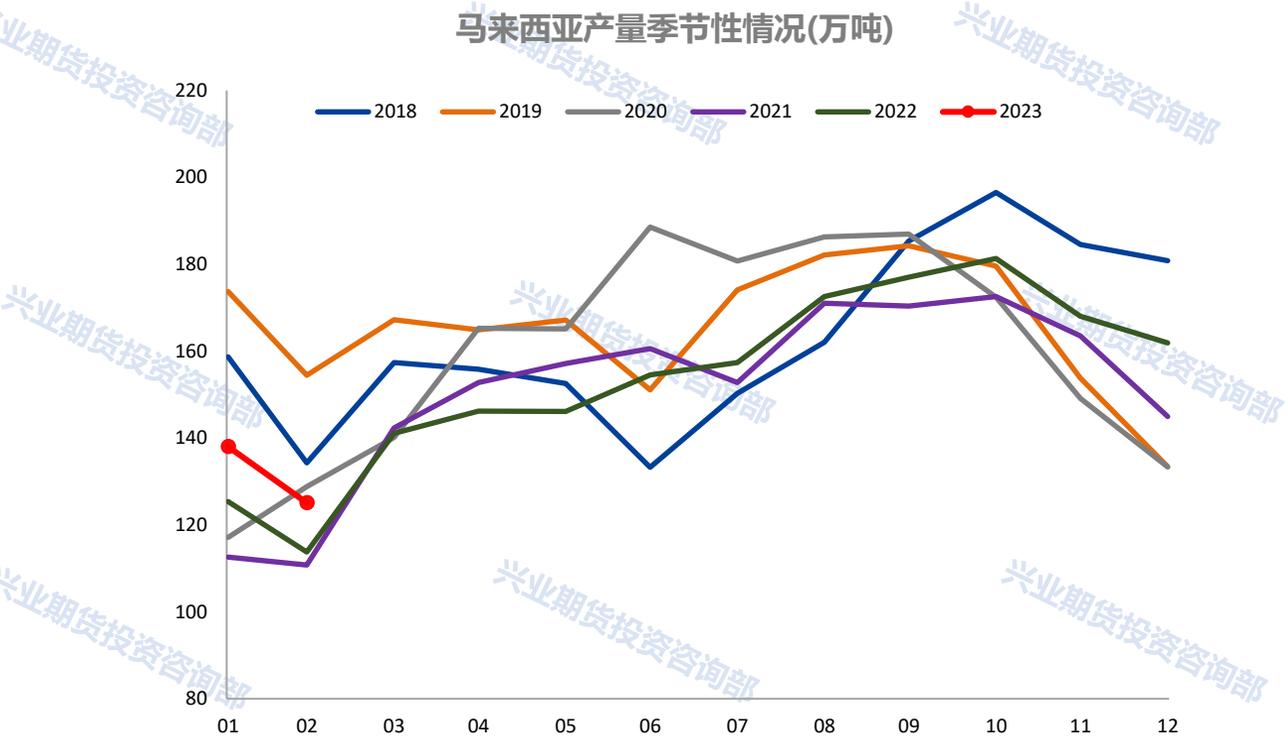
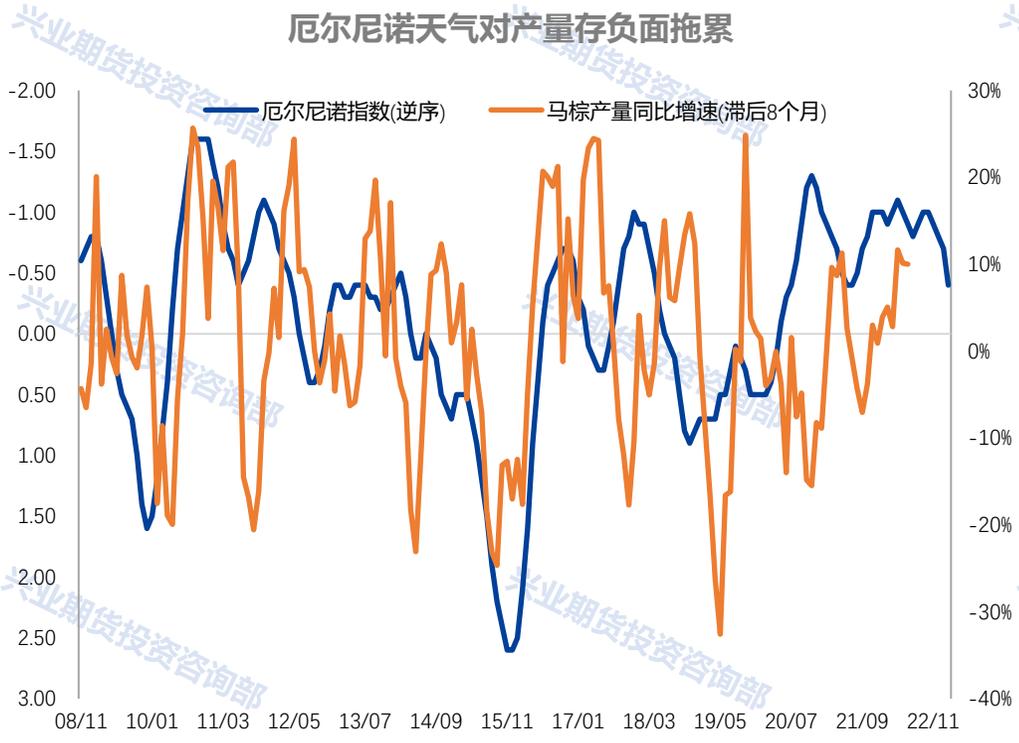


油脂板块与宏观相关性偏高

	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

□ 多国数据预测，6月出现厄尔尼诺的概率将在50%以上，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。

□ 但需要注意的是，由于季节性影响的因素，棕榈油将逐步进入增产季，主国产量将持续抬升，后续供给端制约或有所减弱，因此2305合约仍是更优选择。



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