



官方微信



官方APP

## 2023年2月第3周核心策略推荐:

短期扰动加大, 耐心持有低估值多头品种

上海 2023.2.19

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

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

## 核心摘要（1）：市场展望

### □ 宏观分析要点：

□ **国内经济：**（1）一月社融总量超预期，宽信用政策待加码；（2）疫情以来政府主动加杠杆，稳定信用及经济增长；（3）专项债提前批规模创记录，财政支出将延续发力前置的节奏；（4）准财政工具支持延续，基建投资有望保持高增；（5）居民部门加杠杆意愿弱，拖累国内“宽信用”效果；（6）居民地产消费面临两大约束，房价增速大幅下行以及房贷成本偏高；（7）国内商品房需求存在长期支撑，政策扶持下地产消费或将企稳回升；（8）地产消费改善较慢，政府有必要继续引导购房成本下行；（9）消费场景持续修复，居民消费逐步回暖；（10）消费及投资性支出下降，居民部门已积累超额储蓄13.7万亿；（11）如若超储释放，对消费及地产销售拉动作用明显。

□ **国外经济：**（1）1月美国CPI数据不及预期，主要受能源和住宅拉动；（2）住宅价格将迎来拐点，美国通胀下行趋势不变；（3）美国经济及通胀韧性存分歧，不宜低估美联储政策节奏的扰动。

□ **微观分析：**宏观主线上，中国经济复苏的大方向较为明确，基建发力前置、地产需求有望逐步企稳，居民消费回暖，复苏斜率受超储释放程度影响，美国经济及通胀韧性略超市场预期，尽管美联储紧缩节奏边际放缓的趋势已明确，但剩余加息次数，最终利率高度仍存在不确定性，短期或放大风险资产价格波动。因此我们在选在资产组合时，一方面选择直接受益于国内经济复苏的品种，另一方面，尽量选择过去1个季度累计涨幅较小，潜在回撤波动较小的品种。

### □ 中观面驱动因素要点：

#### 期货策略：

（1）沪深300（买入IF2303，单边，持有）：剩余流动性充裕、盈利上行周期临近，内外资增量资金大规模入场可期，而短线虽有调整，但市场做多热情依旧明显，沪深300期指仍是最佳多头。

### □ 中观面驱动因素要点:

#### 期货策略:

(2) 沪胶 (买出RU2305, 单边, 新增): 汽车市场存边际增量, 消费刺激相关政策或将加码, 轮胎开工进入季节性上行区间, 而海外天胶主产国减产临近, 国内产区停割制约沪胶仓单注册意愿, 沪胶多头策略性价比提升。

(3) PVC (买入V2305, 单边, 持有): 出口量增长和低利润抵消部分高产量及高库存利空, 下游需求稳步回升给予上涨驱动。随着基本面改善和看涨情绪释放, 未来两个月PVC有望持续上涨, 建议多单继续持有至6900元/吨或以上。

(4) 纯碱 (买入SA305, 单边, 持有): 供需保持紧平衡, 5月前行业低库存有望继续下降, 纯碱05合约多单耐心持有。

(5) 螺纹 (买入RB2305, 单边, 持有): 需求逐步恢复, 供给、库存压力可控, 成本支撑尚存, 螺纹前多持有。

(6) 玻璃 (买入FG305, 单边, 持有): 地产竣工周期有望修复, 供给同比收缩, 玻璃基本面将逐步改善, 玻璃05合约前多耐心持有。

(7) 棕榈油 (买入P2305, 单边, 持有): 主产国目前仍处于减产季, 产量与库存难有增量, 印尼生柴消费、国内食用消费复苏以及印度季节性消费旺季均对需求存在提振, 且目前棕榈油绝对价格与相对价格均处于历史偏低水平, 多头安全边际较高。

(8) 棉花 (买入CF305, 单边, 持有): 新年度植棉意向下降, 棉花消费未来随经济复苏反弹空间较大, 棉花前多耐心持有。

# 宏观

MACRO

01

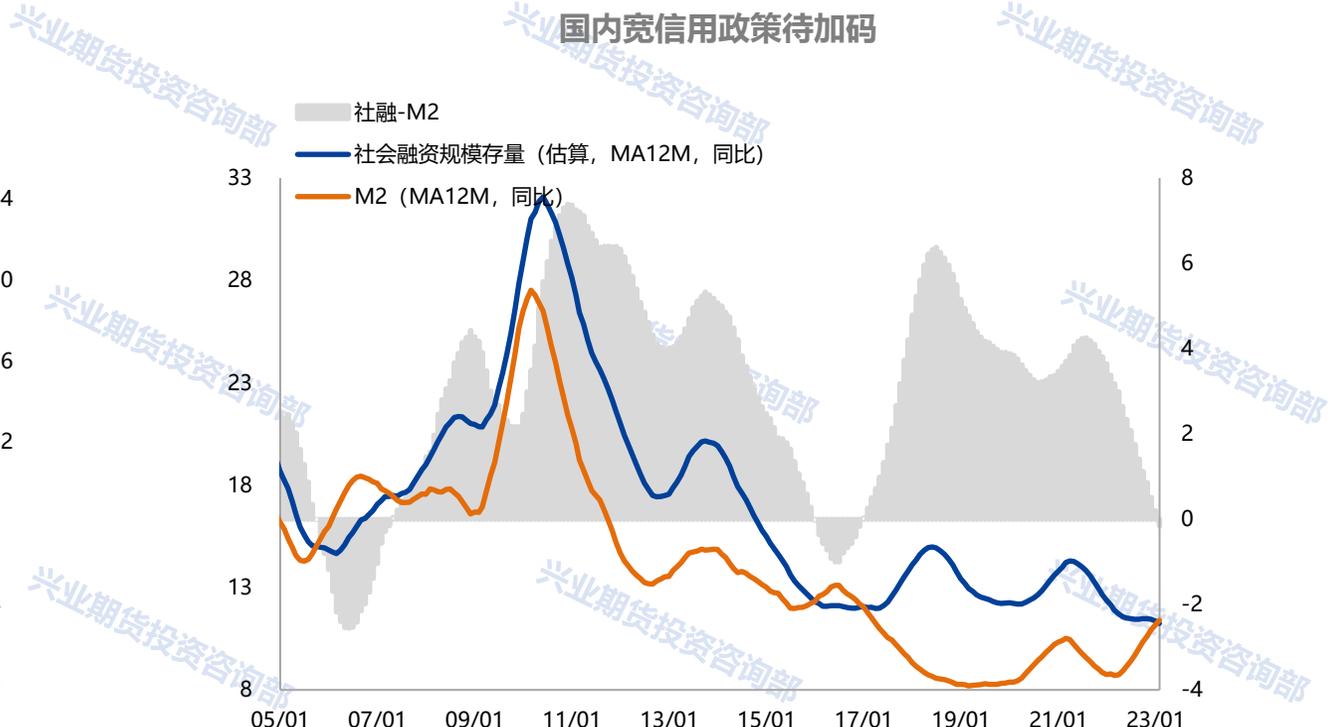
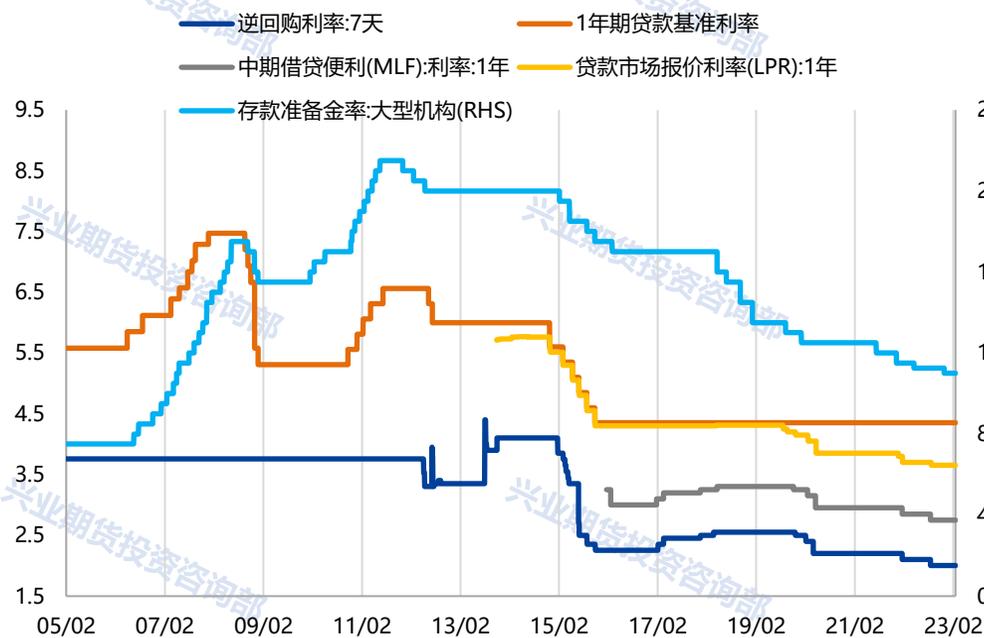
国内：经济底部已明确，复苏斜率待验证

02

国外：美国衰退程度与美联储政策节奏存分歧

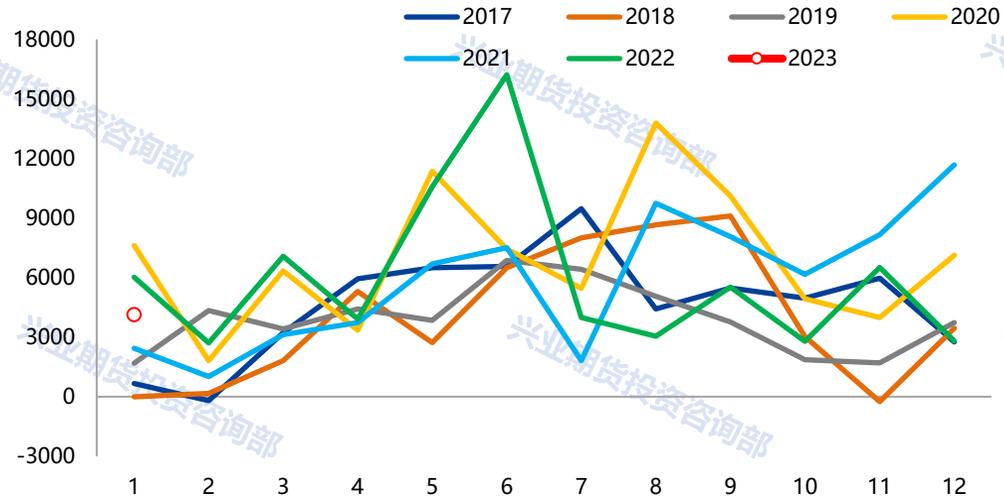
2023年1月新增人民币贷款4.9万亿，预期4.08万亿，2022年同期3.98万亿；新增社融5.98万亿，预期5.68万亿，2022年同期6.18万亿；社融增速9.4%，前值9.6%；M2同比12.6%，预期11.5%，前值11.8%；M1同比6.7%，前值3.7%。总量上看，1月新增信贷为单月历史最高、新增社融为历史次高，均大超预期、也大超季节性。结构上看，居民短贷延续少增、按揭贷款进一步走弱、企业短贷冲量特征明显，反映当前经济仍处于弱修复阶段，地产和消费尚未出现显著改善迹象。2023年政府稳增长决心较强，为更好地助力国内经济的复苏，宽信用意义大于宽货币，其中，针对房贷成本的基准利率仍有调降的可能，助力基建投资增长的各项广义财政工具仍将继续发挥重要作用，此外居民部门超储释也将是影响国内经济复苏斜率的关键因素。

**国内货币政策总量政策暂时持稳**

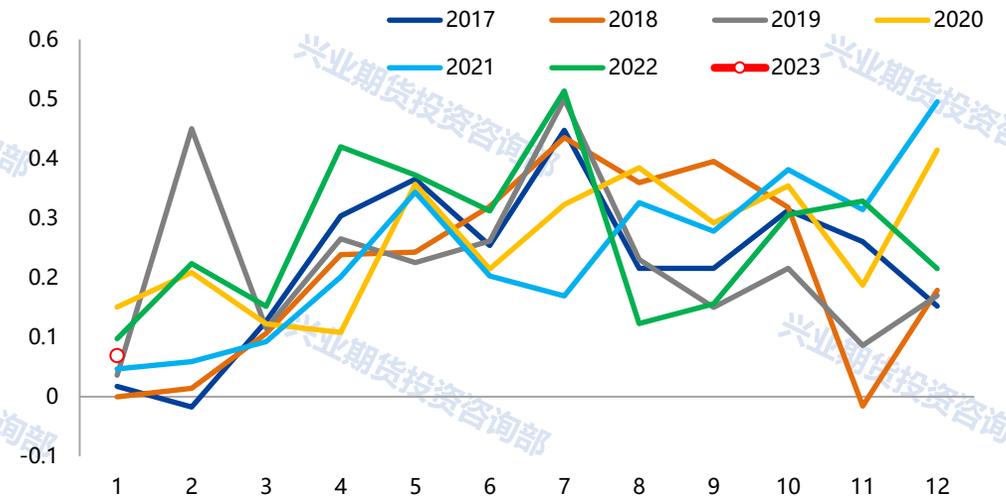


# 国内经济：疫情以来政府主动加杠杆，稳定信用及经济增长

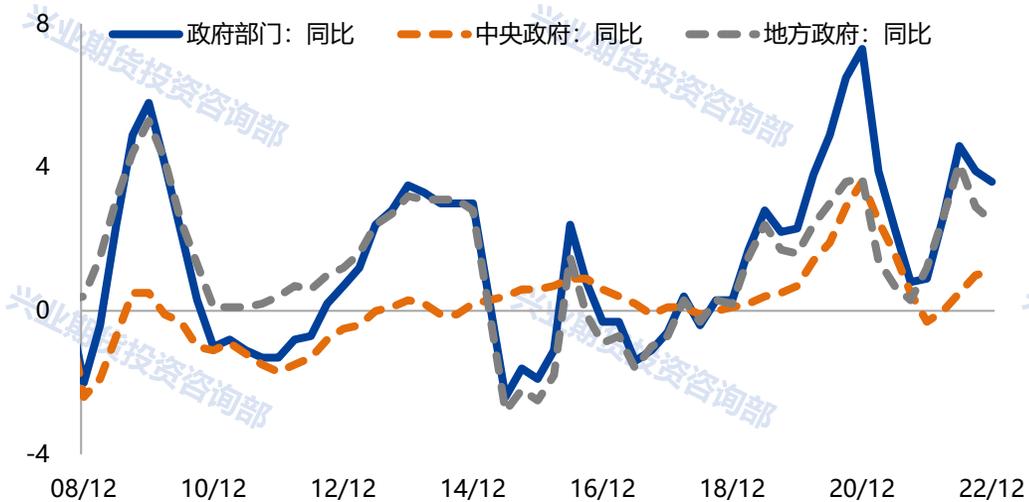
### 社融：政府债券：当月值



### 政府融资/社融



### 疫情三年来，政府加杠杆明显



### 中国广义财政支出 (2015-2023)



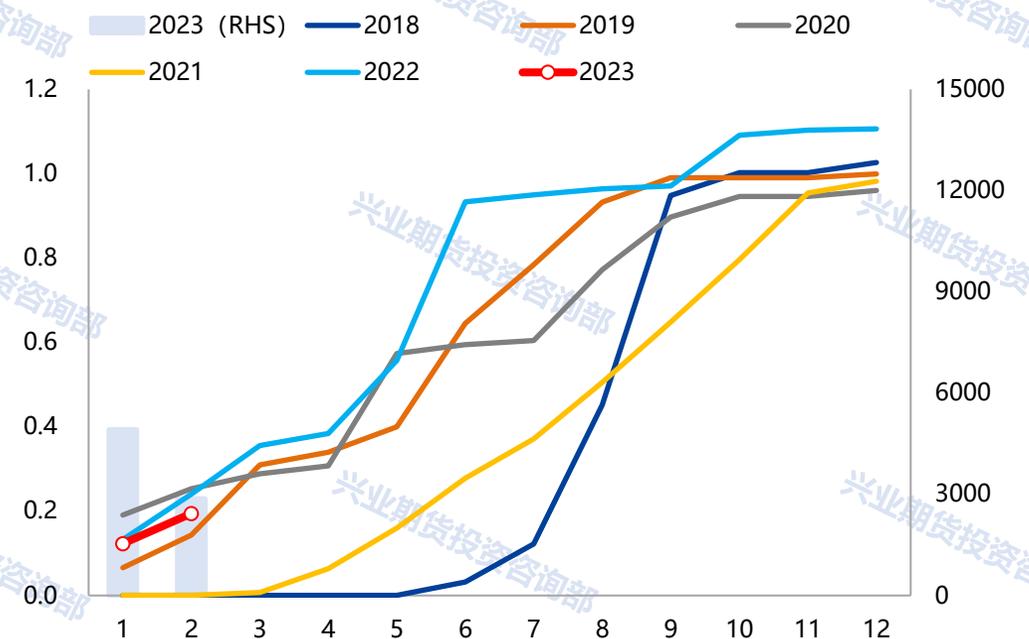
□ 2022年上半年基建的高增就得益于专项债的大规模发行，2023年各地公开预算报告中，也已披露了监管部门下达的专项债提前批额度，目前提前批总额度已达到2.19万亿，占2022年新增专项债规模的60%，同比大幅增长50%，创下历史新高，触及人大授权范围的上线。从节奏上看，今年政府财政支出节奏仍以前置为主，预计基建投资的托底作用在上半年仍相对更强。

□ 2023年1月，各省发行新增专项债规模4192亿元，受春节影响，与2022年同期持平，预计后续发行或将提速。

地方政府专项债提前批情况

| 年度   | 提前批额度 (万亿) | 占上年总额比例 (%) | 全年额度 (万亿) | 完成提前批额度月份 |
|------|------------|-------------|-----------|-----------|
| 2019 | 0.81       | 60.0%       | 2.15      | 5月        |
| 2020 | 1.00       | 46.5%       | 3.75      | 3月        |
| 2021 | 1.77       | 47.2%       | 3.65      | 8月        |
| 2022 | 1.46       | 40.0%       | 3.65      | 5月 (95%)  |
| 2023 | 2.19       | 60.0%       | 4 (E)     | 5月 (E)    |

新增地方政府专项债发行节奏 (更新至2.17)



2022年预算内财政收入压力较大，但政策性金融工具、各类结构性政策工具的应用，较为有效地推动基建投资逆势上行，实现全年基建投资同比增长11.5%。2023年基建投资依然是国家稳增长的关键抓手，虽然地方政府进一步加杠杆的空间受限，但在中央主动加杠杆、准财政工具延续使用，将继续为基建投资保驾护航，发挥基建队经济的拉动作用，预计2023年全年基建投资仍有望实现10%左右的增长。

### 政策性金融工具对基建投资撬动较大

| 政策性金融工具 |     | 投放完成时间 | 资金投放规模 (亿元) | 项目数量 (个) | 资金投向  |
|---------|-----|--------|-------------|----------|---|
| 国开行     | 第一期 | 8月26日  | 2100        | 936      |   |
|         | 第二期 | 三季度末   | 2156        |          |   |
| 农发行     | 第一期 | 8月20日  | 900         | 1677     | 市政和产业园项目建设 (> 50%)，水利 (14%)、交通 (8%)、职业教育 (5%) |
|         | 第二期 | 10月12日 | 1559        |          |   |
| 进出口行    | 第一期 | -      | -           | 114      | 交通基础设施建设 (68%)、能源基础设施建设 (10%)、物流基础设施建设 (5%)   |
|         | 第二期 | 10月12日 | 684         |          |   |
| 合计      |     |        | 7399        | 2727     |   |

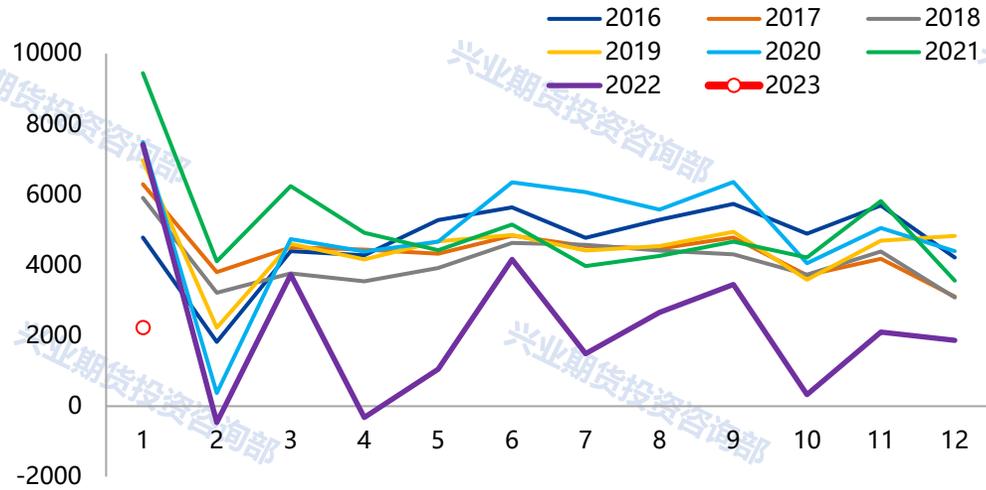
| 假设条件          | 政策性金融工具 (万元, %) |           | 实物工作量规模 合计 (万元) |
|---------------|-----------------|-----------|-----------------|
|               | 第一批3000亿元       | 第二批3000亿元 |                 |
| 项目资本金         | 10%             | 10%       |                 |
| 用做项目资本金比例     | 100%            | 100%      |                 |
| 可撬动资金规模       | 30,000          | 43,990    | 73,990          |
| 2022年剩余时间撬动规模 |                 |           |                 |
| 假设施工项目分3年     | 5,000           | 2,444     | <b>7,444</b>    |
| 若年内落实80%      | 4,000           | 1,955     | 5,955           |
| 2023年剩余时间撬动规模 |                 |           |                 |
| 假设施工项目分3年     | 10,000          | 14,663    | <b>24,663</b>   |

### 新设结构性工具额度充足

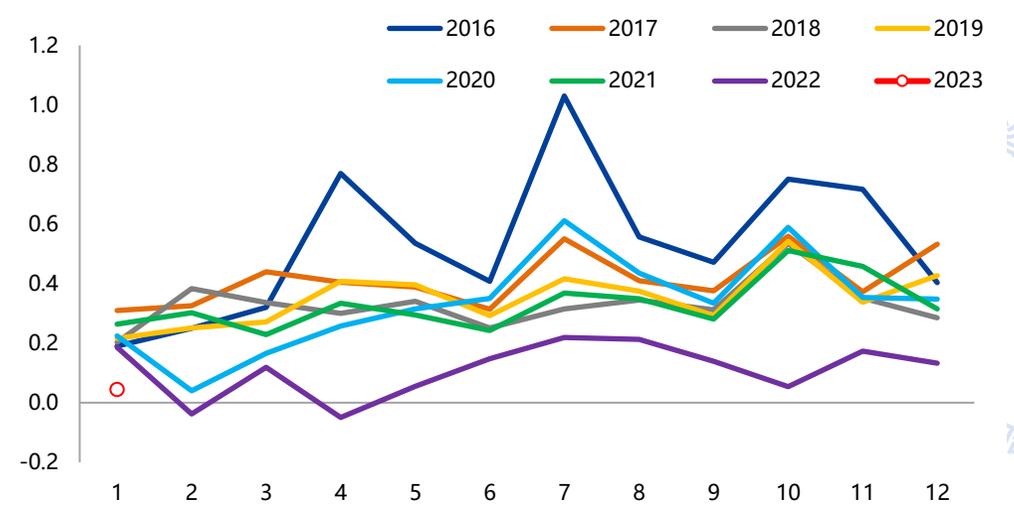
| 结构性工具名称    |                 | 支持领域                          | 发放对象                  | 实施期             | 利率        | 额度 (亿元) | 余额 (亿元) | 2022年使用进度 |
|------------|-----------------|-------------------------------|-----------------------|-----------------|-----------|---------|---------|-----------|
| 长期性工具      | 支农再贷款           | 涉农领域                          | 农商行、农合行、农信社、村镇银行      | 1999年至今         | 2%        | 7600    | 6004    | 79%       |
|            | 支小再贷款           | 小微企业、民营企业                     | 城商行、农商行、农合行、村镇银行、民营银行 | 2014年至今         | 2%        | 16400   | 14171   | 86%       |
|            | 再贴现             | 涉农、小微和民营企业                    | 具有再贴现资格的银行业金融机构       | 2008年至今         | 2% (6个月)  | 7000    | 5583    | 80%       |
| 阶段性工具      | 普惠小微贷款支持工具      | 普惠小微企业                        | 地方法人金融机构              | 2022年-2023年6月末  | 2% (激励)   | 400     | 213     | 53%       |
|            | 抵押补充贷款 (PSL)    | 棚户区改造、地下廊管、重点水利工程、“走出去”       | 开发银行、农发行、进出口银行        |                 | 2.40%     | /       | 31528   |           |
|            | 碳减排支持工具         | 清洁能源、节能减排、碳减排技术               | 21家全国性金融机构            | 2021年-2024年末    | 1.75%     | 8000    | 3097    | 39%       |
|            | 支持煤炭清洁高效利用专项再贷款 | 煤炭清洁高效利用、煤炭开发利用和储备            | 工农中建交、开发银行、进出口银行      | 2021年-2023年末    | 1.75%     | 3000    | 811     | 27%       |
|            | 科技创新再贷款         | 科技创新企业                        | 21家全国性金融机构            | 2022年4月起        | 1.75%     | 2000    | 2000    | 100%      |
|            | 普惠养老专项再贷款       | 浙江、江苏、河南、河北、降息试点、普惠养老项目       | 工农中建交、开发银行、进出口银行      | 2022年4月-2024年4月 | 1.75%     | 400     | 7       | 2%        |
|            | 交通物流专项再贷款       | 道路货物运输经营者和中小微物流 (含快递) 企业      | 工农中建交、邮政、农发行          | 2022年5月-2023年6月 | 1.75%     | 1000    | 242     | 24%       |
|            | 设备更新改造专项再贷款     | 制造业、社会服务领域和中小微企业、个体工商户等设备更新改造 | 21家全国性金融机构            | 2022年9月-2022年末  | 1.75%     | 2000    | 809     | 40%       |
|            | 普惠小微贷款减息支持工具    | 普惠小微企业                        | 16家全国性金融机构、地方法人金融机构   | 2022年第四季度       | 1% (激励)   | /       | 0       |           |
|            | 收费公路贷款支持工具      | 收费公路主体                        | 21家全国性金融机构            | 2022年第四季度       | 0.5% (激励) | /       | 0       |           |
| 民企债券融资支持工具 | 民营企业 (尤其民营房企)   | 专业机构                          | 2022年11月-2025年10月末    | 1.75%           | 500       | 0       | 0%      |           |
| 保交楼贷款支持计划  | 保交楼项目           | 工农中建交、邮储                      | 2022年11月-2023年3月末     | 0%              | 2000      | 0       | 0%      |           |

# 国内经济：居民部门加杠杆意愿弱，拖累国内“宽信用”效果

### 1月新增居民部门中长期贷款规模创同期新低



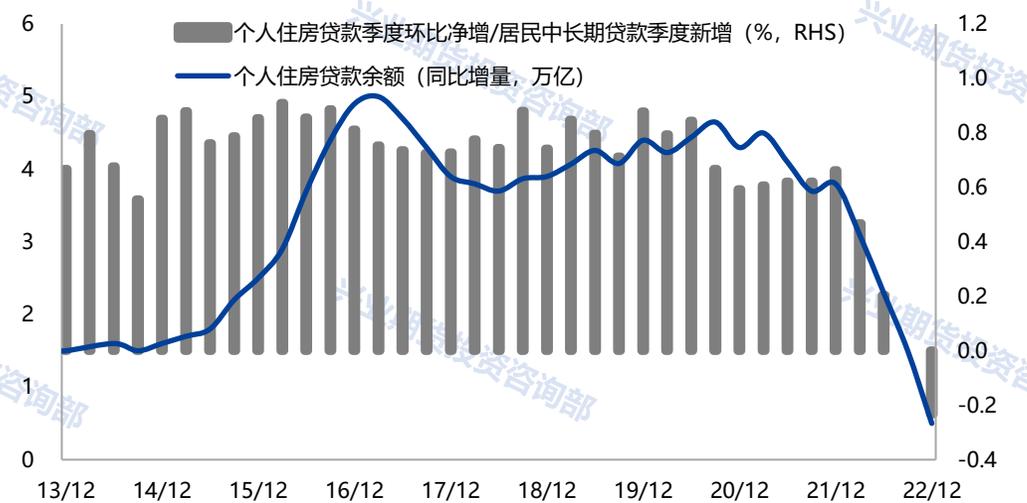
### 居民中长期贷款/人民币贷款



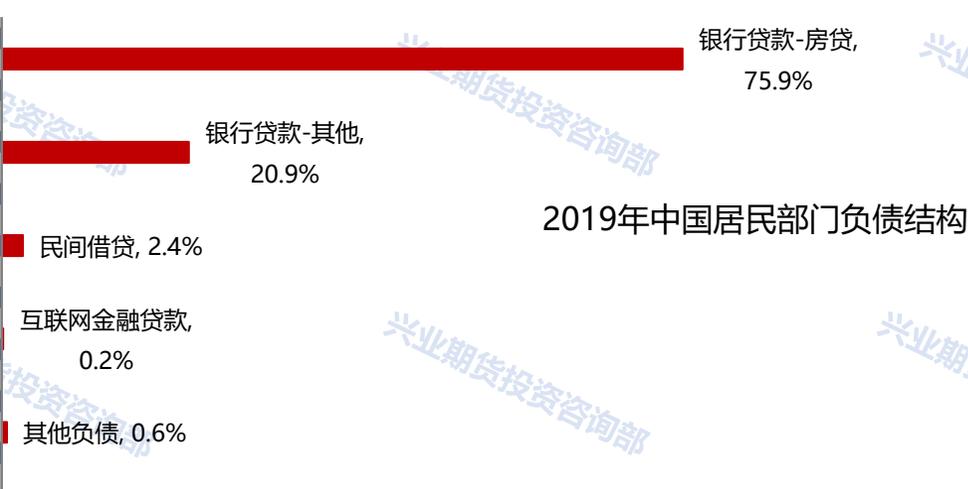
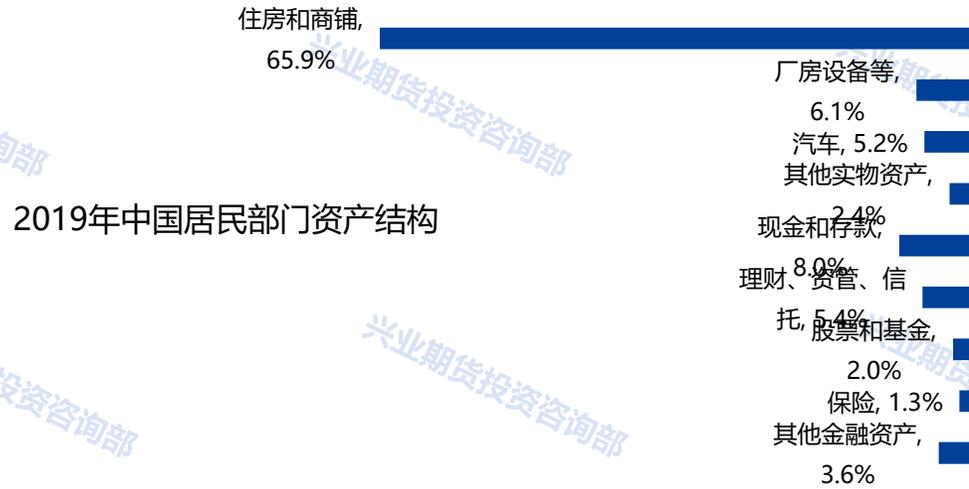
### 居民部门杠杆率 (同比)



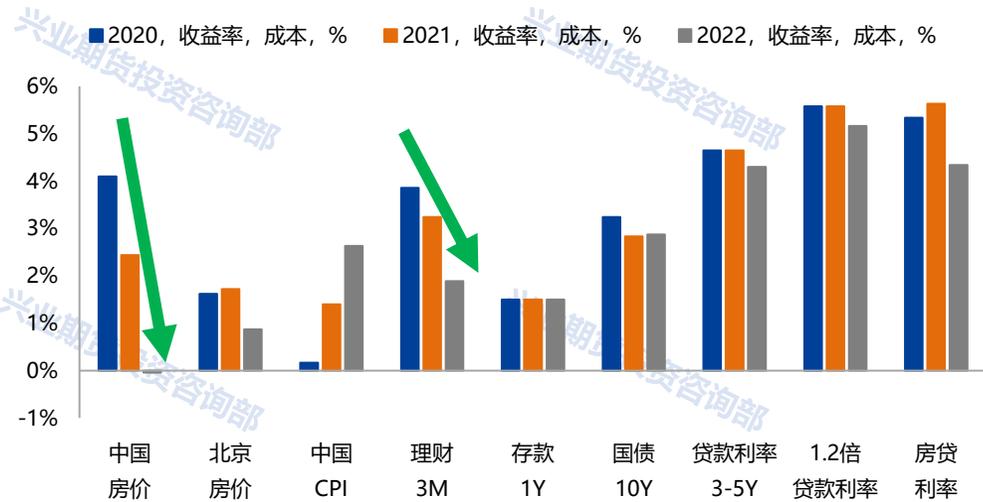
### 个人住房贷款余额环比下降



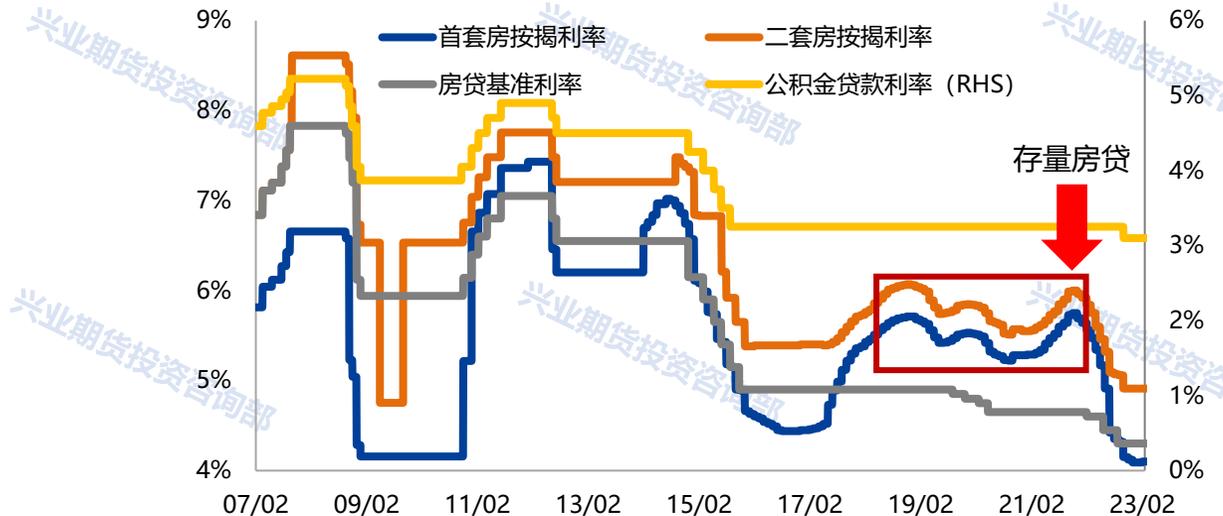
### 中国居民资产负债表结构 (2019)



### 2020-2022年房地产投资收益率大幅下行

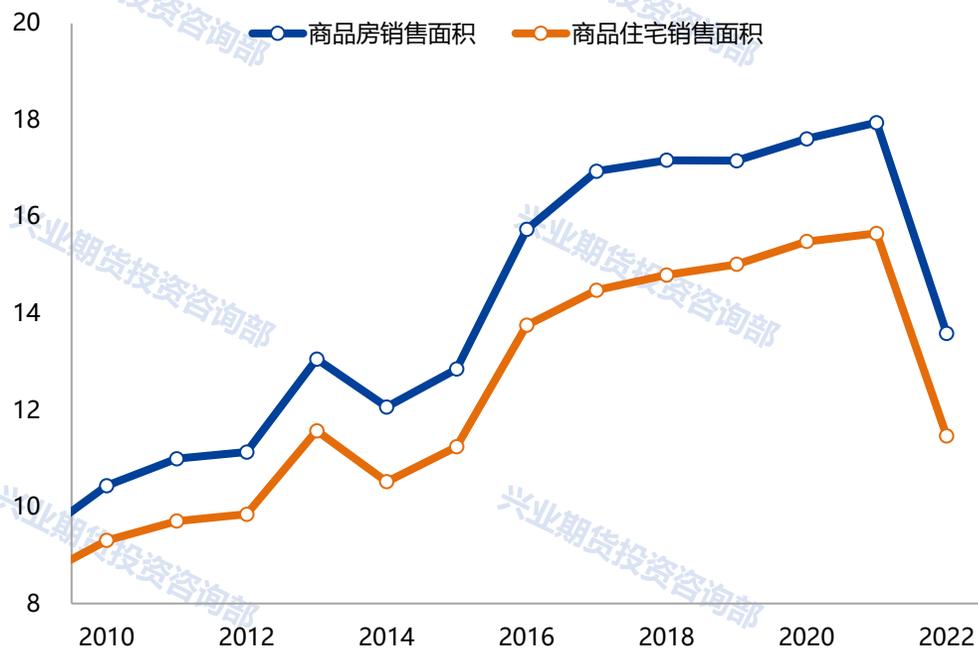


### 存量房贷成本依然偏高



2022年我国房地产行业面临多重压力，地产消费下滑程度创历史记录，2022年我国商品住宅销售面积仅录得11.4亿平方米，同比下降26.8%，跌至2015年水平附近。考虑到中国城镇化率仅65%，还有较大提升空间，人均住房面积38.8，较国外也存在优化空间，叠加中国商品住宅老化带来的城市建设更新需求，根据中性情景假设，2023年-2030年中国商品住宅销售面积中枢大约为12亿平方米，2022年地产销售已跌破长期需求的中枢，不排除地产消费已形成阶段性的底部。在各类房地产宽松政策的扶持下，2023年地产消费企稳甚至回暖的可能性较高。

2022年商品住宅销售面积降至12亿平方米以下

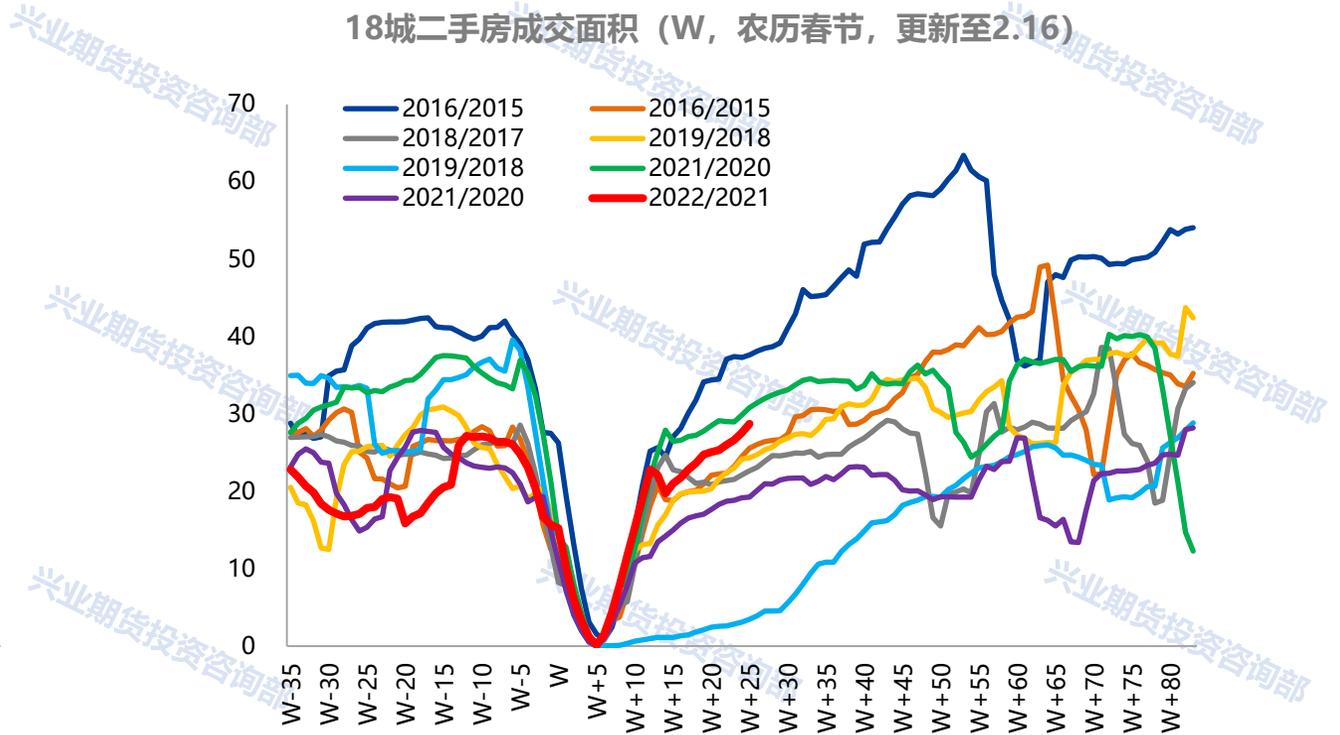
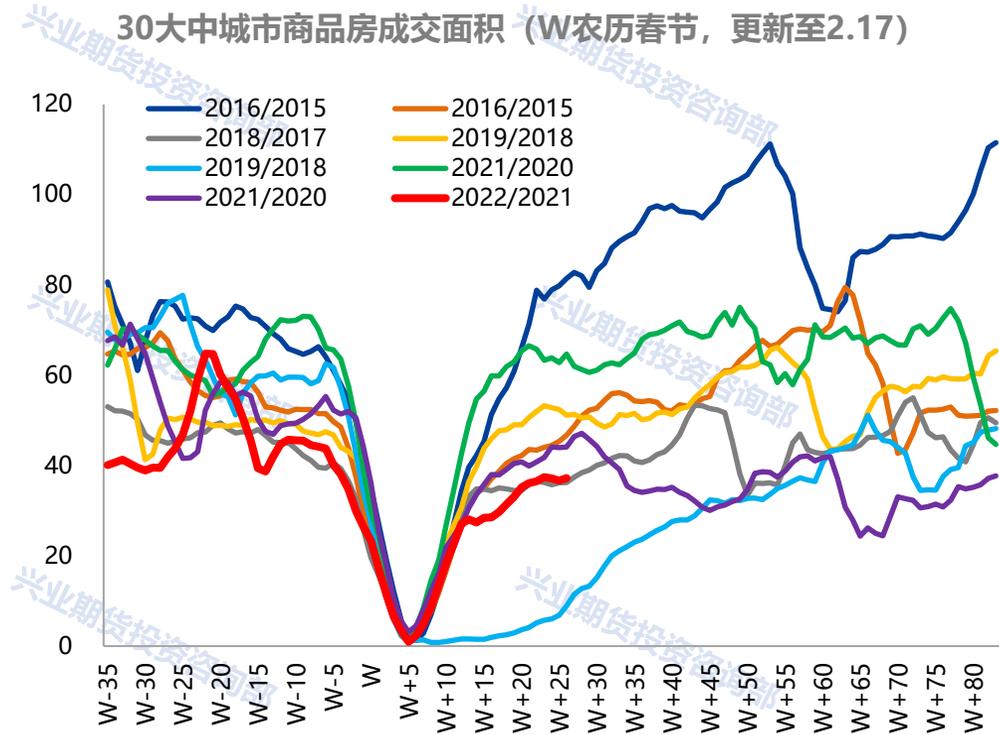


2023-2030年中国商品住宅长期中枢约为12亿平方米/年

| 年度       | 城镇住宅存量 (亿平方米) | 总人口 (亿人) | 城镇化率 (%) | 城镇人口 (亿人) | 常住人口人均住房面积 (平米) |
|----------|---------------|----------|----------|-----------|-----------------|
| 2000年    | 44.1          | 12.7     | 36.2     | 4.6       | 9.6             |
| 2005年    | 108.7         | 13.1     | 43.0     | 5.6       | 19.3            |
| 2010年    | 190.7         | 13.4     | 50.0     | 6.7       | 28.5            |
| 2015年    | 227.9         | 13.8     | 57.3     | 7.9       | 28.7            |
| 2020年    | 321.3         | 14.1     | 63.9     | 9.0       | 35.6            |
| 2021年    | 339.4         | 14.1     | 64.7     | 9.1       | 37.1            |
| 2022年    | 357.3         | 14.1     | 65.2     | 9.2       | 38.8            |
| 2030年-乐观 | 439.4         | 14.0     | 74.2     | 10.4      | 42.3            |
| 2030年-中性 | 420.5         | 13.9     | 72.9     | 10.1      | 41.5            |
| 2030年-悲观 | 403.4         | 13.8     | 71.3     | 9.8       | 41.0            |

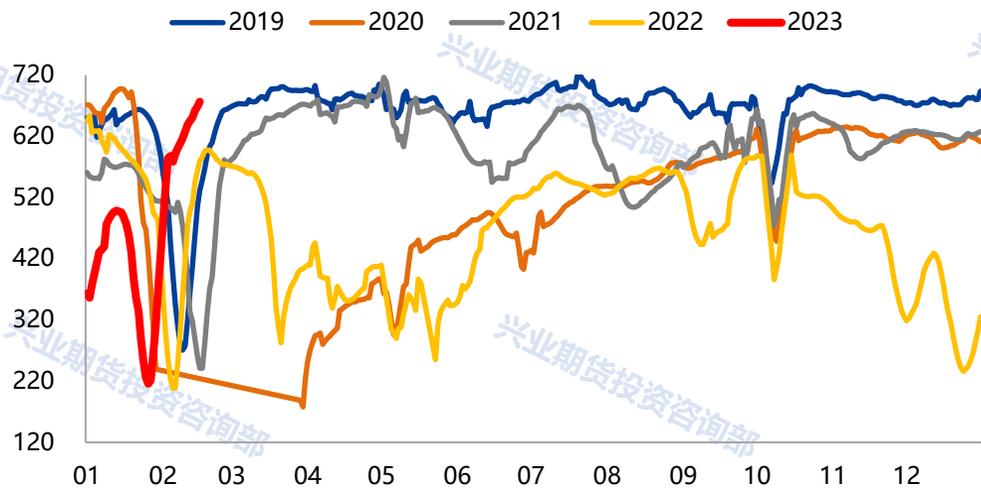
| 单位：亿平方米      | 刚性需求          | 改善需求          | 更新需求          | 住宅需求总量 | 住宅需求年均值 |
|--------------|---------------|---------------|---------------|--------|---------|
|              | 城镇化率提高带来的新增需求 | 人均居住面积提高带来的需求 | 老旧城镇住宅拆除带来的需求 |        |         |
| 2022-2030：乐观 | 46.2          | 53.8          | 27.1          | 127.1  | 14.1    |
| 2022-2030：中性 | 36.8          | 44.3          | 27.1          | 108.3  | 12.0    |
| 2022-2030：悲观 | 25.9          | 38.1          | 27.1          | 91.1   | 10.1    |

从高频数据上看，2023年春节以来，30城商品房成交面积仍持续低于去年同期，18城二手房成交面积同比增速呈现改善迹象。随着地产融资政策大幅放松，因城施策持续优化，房地产消费整体改善力度仍较为有限，可见房价下行预期、购房成本偏高等因素对居民地产消费依然存在制约。鉴于扭转居民收入、房价等预期因素仍需一段时间，我们认为，在后续地产宽松政策方面，引导居民购房成本下行，尤其是降低存量房贷利率，对于提振居民购房需求，推动居民部门融资扩张的仍有必要，不排除今年央行调降房贷基准利率的可能。

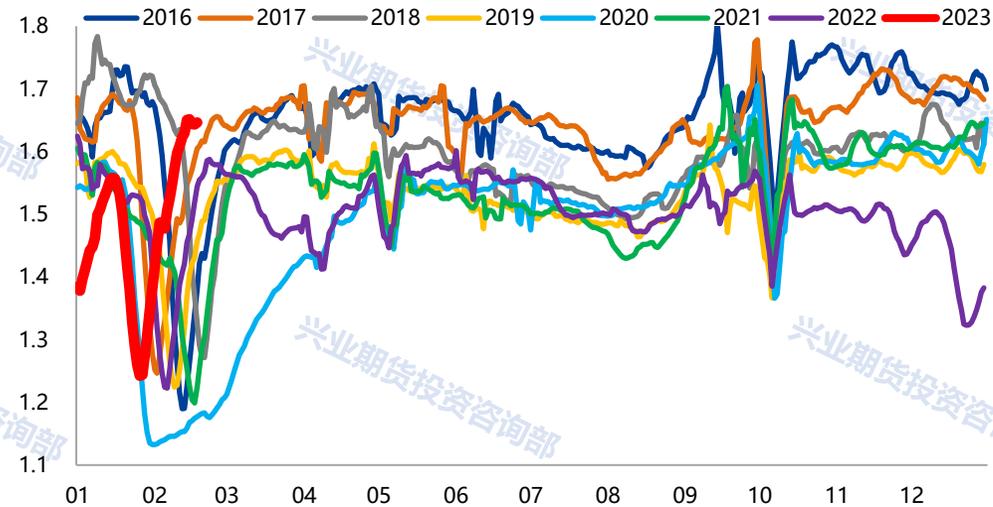


# 国内经济：消费场景持续修复，居民消费逐步回暖

### 主要城市地铁客运量 (MA7D, 更新至2.15)



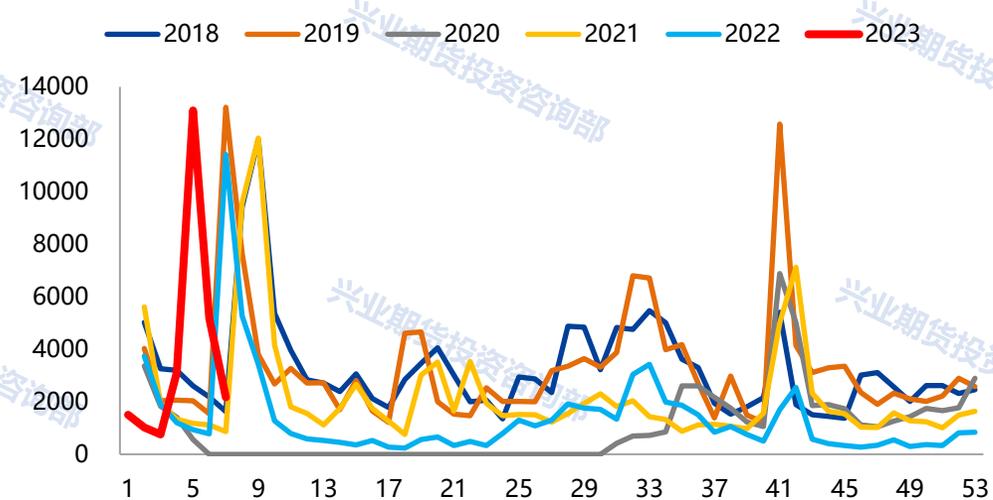
### 百城拥堵指数 (更新至2.18)



### 国内航班执飞数 (MA7D, 更新至2.18)



### 全国影院周度观影人次 (更新至2.12)



市场较为关注超额储蓄能否释放，助力消费修复加速。按照来源，疫情三年期间居民部门积累的超额储蓄，分为消费下滑大于收入下滑贡献的超储（含主动储蓄，即居民收入和预期下滑，增加的预防性储蓄；以及被动储蓄，即社交隔离造成消费场景受限，导致的消费下滑），以及投资性支出下滑贡献的超储。根据中性情景假设估计，2019-2022年期间，居民部门累计增加超储13.7万亿。其中消费下滑贡献的超储约为6.25万亿；另外投资性支出下滑贡献的超储规模为7.45万亿。前者对应可选消费的走弱，后者则对应地产销售下滑和理财资产的减配。

| 单位：万亿          | 居民新增存款 | 5%增速   |       | 8%增速   |       | 10%增速  |       |
|----------------|--------|--------|-------|--------|-------|--------|-------|
|                |        | 合理存款增速 | 超额存款  | 合理存款增速 | 超额存款  | 合理存款增速 | 超额存款  |
| 2018           | 7.20   | 7.20   | 0.00  | 7.20   | 0.00  | 7.20   | 0.00  |
| 2019           | 9.70   | 7.56   | 2.14  | 7.78   | 1.92  | 7.92   | 1.78  |
| 2020           | 11.30  | 7.94   | 3.36  | 8.40   | 2.90  | 8.71   | 2.59  |
| 2021           | 9.90   | 8.33   | 1.57  | 9.07   | 0.83  | 9.58   | 0.32  |
| 2022           | 17.84  | 8.75   | 9.09  | 9.80   | 8.04  | 10.54  | 7.30  |
| 2019-2022年超储规模 |        |        | 16.16 |        | 13.70 |        | 11.98 |

| 单位：万亿              | 社零    | 趋势增速 | 社零-趋势 | 低于趋势  | 居民可支配收入 | 趋势增速 | 居民可支配收入-趋势 | 低于趋势 | 消费下滑贡献的超额储蓄 |
|--------------------|-------|------|-------|-------|---------|------|------------|------|-------------|
| 2019               | 41.16 | 8%   | 41.16 | 0.00  | 43.34   | 9.2% | 43.34      | 0.00 | 0.00        |
| 2020               | 39.20 | 7%   | 44.05 | 4.85  | 45.45   | 9.0% | 47.24      | 1.78 | 3.07        |
| 2021               | 44.08 | 6%   | 46.69 | 2.61  | 49.62   | 8.5% | 51.25      | 1.63 | 0.98        |
| 2022               | 43.82 | 5%   | 49.02 | 5.21  | 52.35   | 8.0% | 55.35      | 3.00 | 2.21        |
| 2019-2022年消费下滑贡献超储 |       |      |       | 12.66 |         |      |            | 6.41 | 6.25        |

|                            |       |       |       |
|----------------------------|-------|-------|-------|
| 2019-2022年超储规模 (万亿)        | 16.16 | 13.70 | 11.98 |
| 2019-2022年投资性支出下滑贡献超储 (万亿) | 9.91  | 7.45  | 5.73  |
| 2019-2022年消费下滑贡献超储 (万亿)    | /     | 6.25  | /     |

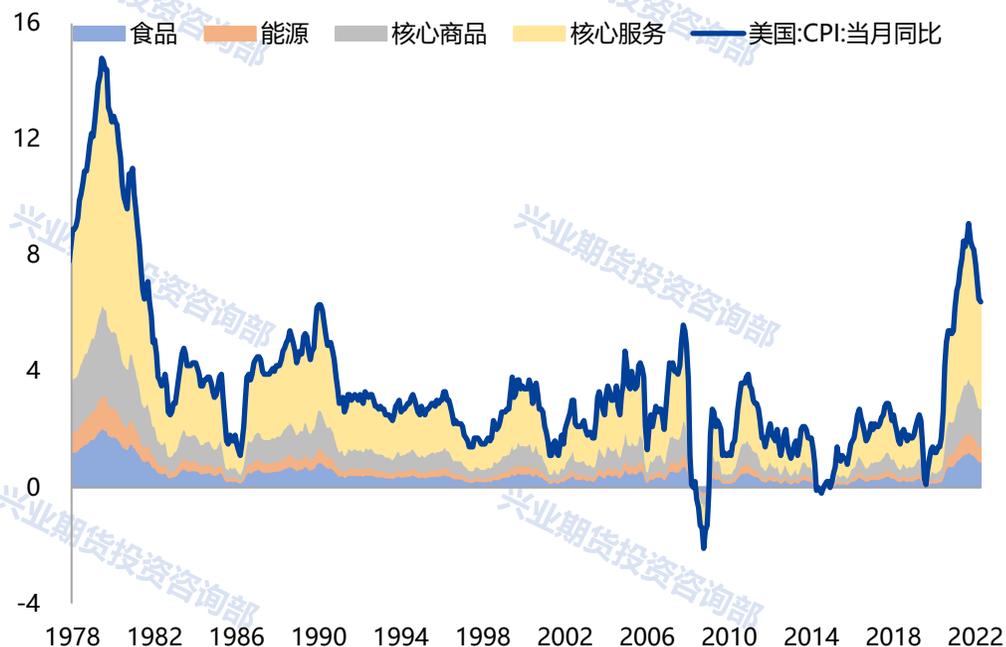
- 消费下降贡献的超额储蓄释放，一般将用于可选消费。投资性支出下降贡献的超储，一般更多用于地产及权益等其他资产的配置；
- 基于此，我们简单假设，如果2023年居民超储释放10%或20%，则可同时拉动社零增长1.4%或2.9%，商品房销售增长3.3%或6.7%，对总需求的修复作用较大。

| 情景1：居民超储释放，居民投资性支出中地产及权益等其他资产配置1：1 |         |            |      |      |       |       |       |
|------------------------------------|---------|------------|------|------|-------|-------|-------|
| 分项                                 | 分配系数    |            | 10%  | 20%  | 30%   | 40%   | 50%   |
| 社零                                 | 100%    |            | 0.62 | 1.25 | 1.87  | 2.50  | 3.12  |
| 商品房销售                              | 50%     |            | 0.37 | 0.75 | 1.12  | 1.49  | 1.86  |
| 权益等                                | 50%     |            | 0.37 | 0.75 | 1.12  | 1.49  | 1.86  |
| 情景1：超储释放对消费及地产销售的拉动作用 (%)          |         |            |      |      |       |       |       |
| 分项                                 | 2022年基数 | 2023年预测增长* | 10%  | 20%  | 30%   | 40%   | 50%   |
| 社零                                 | 43.82   | 6.96%      | 1.4% | 2.9% | 4.3%  | 5.7%  | 7.1%  |
| 商品房销售                              | 13.35   | 0%         | 2.8% | 5.6% | 8.4%  | 11.2% | 13.9% |
| 情景2：居民超储释放，居民投资性支出中地产及权益等其他资产配置3：2 |         |            |      |      |       |       |       |
| 分项                                 | 分配系数    |            | 10%  | 20%  | 30%   | 40%   | 50%   |
| 社零                                 | 100%    |            | 0.62 | 1.25 | 1.87  | 2.50  | 3.12  |
| 商品房销售                              | 60%     |            | 0.45 | 0.89 | 1.34  | 1.79  | 2.24  |
| 权益等                                | 40%     |            | 0.30 | 0.60 | 0.89  | 1.19  | 1.49  |
| 情景2：超储释放对消费及地产销售的拉动作用 (%)          |         |            |      |      |       |       |       |
| 分项                                 | 2022年基数 | 2023年预测增长* | 10%  | 20%  | 30%   | 40%   | 50%   |
| 社零                                 | 43.82   | 6.96%      | 1.4% | 2.9% | 4.3%  | 5.7%  | 7.1%  |
| 商品房销售                              | 13.35   | 0%         | 3.3% | 6.7% | 10.0% | 13.4% | 16.7% |

2023年预测增长：市场一致性预测

1月美国CPI同比增长6.4%，连续7个月回落，但降幅不及预期。从结构看，环比涨幅中，燃气、汽油、医疗保健商品、交通运输、服装、住宅、外出就餐等分项涨幅大于均值；同比涨幅中，能源和住宅涨幅有明显提升，其他分项大多有所回落，其中核心商品同比已降至1.4%的极低水平，而食品、能源、核心服务同比仍高于整体CPI。如果剔除能源和住宅两大分项后的美国CPI环比将将为0.1%，与过去两个月持平，仍可认为美国通胀压力并未扩散。

### 1月美国CPI数据下行幅度不及预期



### 美国CPI分项数据

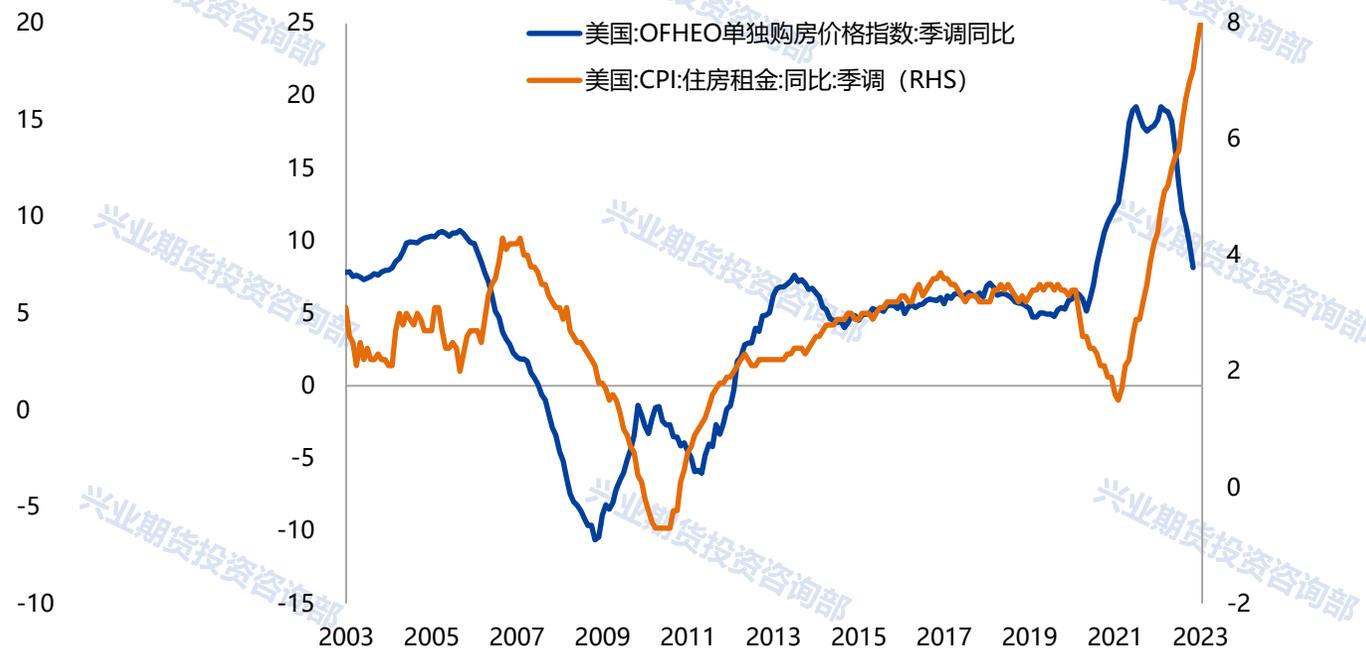
| 美国CPI         | 权重           | 环比, 季调      |             |            |            | 同比, 未季调     |             |             |             |
|---------------|--------------|-------------|-------------|------------|------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
|               |              | 22/11       | 22/12       | 23/01      | 12M均值      | 22/11       | 22/12       | 23/01       | 12M均值       |
| <b>CPI</b>    | <b>100.0</b> | <b>0.2</b>  | <b>0.1</b>  | <b>0.5</b> | <b>0.5</b> | <b>7.1</b>  | <b>6.5</b>  | <b>6.4</b>  | <b>7.9</b>  |
| <b>食品</b>     | <b>13.8</b>  | <b>0.6</b>  | <b>0.4</b>  | <b>0.5</b> | <b>0.8</b> | <b>10.6</b> | <b>10.4</b> | <b>10.1</b> | <b>10.2</b> |
| 家庭食品          | 8.5          | 0.6         | 0.5         | 0.4        | 0.9        | 12.0        | 11.8        | 11.3        | 11.7        |
| 外出就餐          | 5.3          | 0.5         | 0.4         | 0.6        | 0.7        | 8.5         | 8.3         | 8.2         | 7.8         |
| <b>能源</b>     | <b>7.9</b>   | <b>-1.4</b> | <b>-3.1</b> | <b>2.0</b> | <b>0.8</b> | <b>13.1</b> | <b>7.3</b>  | <b>8.7</b>  | <b>23.9</b> |
| 能源商品          | 4.3          | -2.1        | -7.2        | 1.9        | 0.4        | 12.2        | 0.4         | 2.8         | 30.7        |
| 燃油            | 0.2          | 1.7         | -16.6       | -1.2       | 2.7        | 65.7        | 41.5        | 27.7        | 67.1        |
| 汽油            | 4.0          | -2.3        | -7.0        | 2.4        | 0.3        | 10.1        | -1.5        | 1.5         | 29.5        |
| 能源服务          | 3.6          | -0.6        | 1.9         | 2.1        | 1.2        | 14.2        | 15.6        | 15.6        | 16.2        |
| 电力            | 2.6          | 0.5         | 1.3         | 0.5        | 0.9        | 13.7        | 14.3        | 11.9        | 13.1        |
| 燃气            | 0.9          | -3.4        | 3.5         | 6.7        | 2.1        | 15.5        | 19.3        | 26.7        | 26.2        |
| <b>核心CPI</b>  | <b>78.4</b>  | <b>0.3</b>  | <b>0.4</b>  | <b>0.4</b> | <b>0.5</b> | <b>6.0</b>  | <b>5.7</b>  | <b>5.6</b>  | <b>6.1</b>  |
| <b>核心商品</b>   | <b>20.9</b>  | <b>-0.2</b> | <b>-0.1</b> | <b>0.1</b> | <b>0.1</b> | <b>3.7</b>  | <b>2.1</b>  | <b>1.4</b>  | <b>6.9</b>  |
| 衣着            | 2.4          | 0.1         | 0.2         | 0.8        | 0.2        | 3.6         | 2.9         | 3.1         | 4.8         |
| 新车            | 4.1          | 0.5         | 0.6         | 0.2        | 0.5        | 7.2         | 5.9         | 5.8         | 9.9         |
| 二手车           | 3.6          | -2.0        | -2.0        | -1.9       | -1.0       | -3.3        | -8.8        | -11.6       | 10.2        |
| <b>医疗保健商品</b> | <b>1.5</b>   | <b>0.2</b>  | <b>0.1</b>  | <b>1.1</b> | <b>0.3</b> | <b>3.1</b>  | <b>3.2</b>  | <b>3.4</b>  | <b>3.1</b>  |
| 核心服务          | 57.5         | 0.5         | 0.6         | 0.5        | 0.6        | 6.8         | 7.0         | 7.2         | 5.9         |
| 住宅            | 32.9         | 0.6         | 0.8         | 0.7        | 0.6        | 7.1         | 7.5         | 7.9         | 6.2         |
| 医疗保健服务        | 6.8          | -0.5        | 0.3         | -0.7       | 0.2        | 4.4         | 4.1         | 3.0         | 4.3         |
| 交通运输          | 6.0          | 0.3         | 0.6         | 0.9        | 1.1        | 14.2        | 14.6        | 14.6        | 11.1        |

随着全球经济增速逐步放缓，欧美经济体步入衰退阶段，上半年能源价格难以继续上涨；与此同时，美国房价同比从2022年初开始持续大幅下行，对应CPI住宅分项同比将在2023Q2迎来拐点；再考虑到基数的抬升，后续美国通胀仍将持续回落。

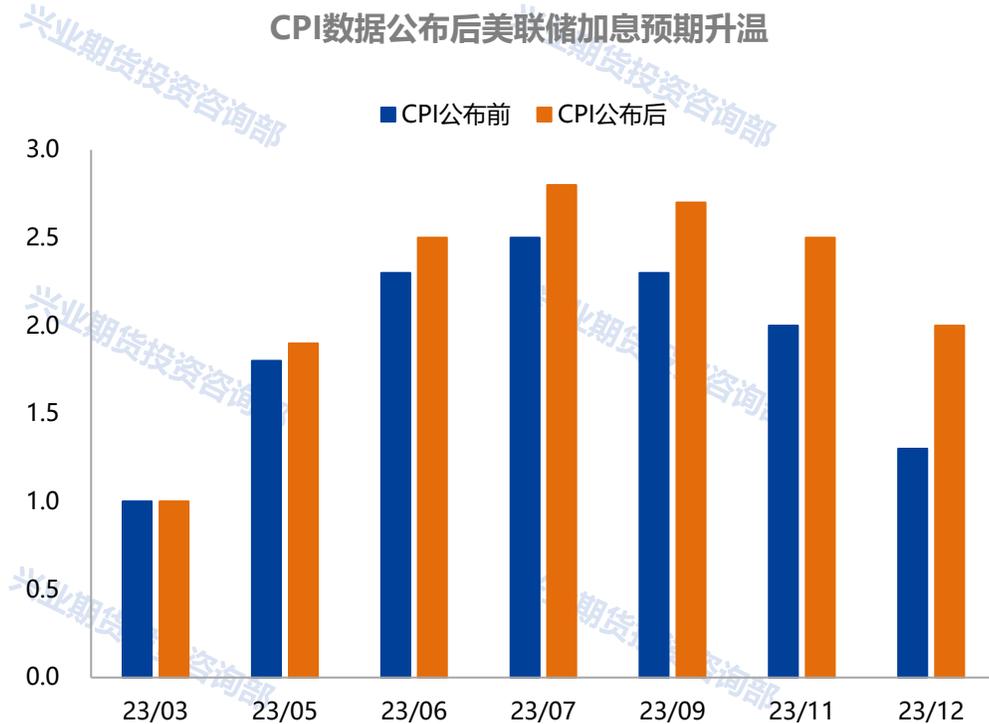
### 上半年能源价格难以继续上涨



### 2季度美国住宅价格将迎来拐点



- 美国通胀数据公布后，美联储加息预期小幅升温，美债收益率上行，美股下跌，美元指数反弹。
- 随着美国近期经济数据、就业数据、及通胀数据的公布，市场对美国经济及通胀韧性的认识有所增强，预计2023年美联储可能将加息至5月，且最终利率高点也将高于5%，达到5.25%或者以上。在当下，市场依然对，美国通胀下行的斜率，以及美国经济衰退的程度，存在分歧。上述存在分歧的点将决定今年美联储货币政策的节奏，对应今年剩余加息次数和最终利率高点，以及年内是否能迎来降息，可能将导致风险资产价格的波动放大。



宏观主线上，中国经济复苏的大方向较为明确，基建发力前置、地产需求有望逐步企稳，居民消费回暖，复苏斜率受超储释放程度影响，美国经济及通胀韧性略超市场预期，尽管美联储紧缩节奏边际放缓的趋势已明确，但剩余加息次数，最终利率高度仍存在不确定性，短期或放大风险资产价格波动。因此我们在选在资产组合时，一方面选择直接受益于国内经济复苏的品种，另一方面，尽量选择过去1个季度累计涨幅较小，潜在回撤波动较小的品种。

主要风险资产较历史季度低点累计涨幅 (2015-2023)

| 2015-2022年季度<br>最小值 | 大宗商品指数 |       |       |       |       |       |       |      |        |        |       |      |       |       |       |       |
|---------------------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------|--------|--------|-------|------|-------|-------|-------|-------|
|                     | 能源化工   |       |       |       |       |       |       |      | 经济作物   |        |       | 黑色金属 |       |       |       |       |
|                     | 塑料     | 聚丙烯   | PVC   | 甲醇    | PTA   | 乙二醇   | 短纤    | 原油   | 郑棉     | 橡胶     | 棕榈油   | 铁矿   | 螺纹    | 热卷    | 纯碱    | 玻璃    |
| 均值①                 | 7,961  | 7,569 | 6,178 | 2,219 | 4,698 | 4,226 | 6,668 | 406  | 13,925 | 11,895 | 5,549 | 539  | 3,231 | 3,330 | 1,924 | 1,331 |
| 中位数②                | 8,037  | 7,779 | 6,190 | 2,317 | 4,747 | 4,327 | 6,713 | 407  | 14,209 | 11,738 | 4,961 | 513  | 3,361 | 3,401 | 2,024 | 1,308 |
| 最小③                 | 5,414  | 5,459 | 4,454 | 1,600 | 3,135 | 3,029 | 5,400 | 231  | 10,114 | 9,555  | 4,133 | 284  | 1,624 | 1,685 | 1,321 | 812   |
| 25分位④               | 7,486  | 7,311 | 5,504 | 1,931 | 4,421 | 3,810 | 6,496 | 358  | 12,261 | 10,772 | 4,580 | 417  | 2,833 | 2,840 | 1,409 | 1,199 |
| 50分位⑤               | 8,037  | 7,779 | 6,190 | 2,317 | 4,747 | 4,327 | 6,713 | 407  | 14,209 | 11,738 | 4,961 | 513  | 3,361 | 3,401 | 2,024 | 1,308 |
| 75分位⑥               | 8,592  | 8,206 | 6,512 | 2,484 | 5,112 | 4,696 | 6,883 | 479  | 14,859 | 12,864 | 6,454 | 628  | 3,620 | 3,761 | 2,251 | 1,486 |
| 最大⑦                 | 9,359  | 9,095 | 8,651 | 2,841 | 5,880 | 5,122 | 7,570 | 625  | 20,551 | 16,028 | 9,102 | 945  | 5,022 | 5,404 | 2,754 | 2,209 |
| 当前值⑧                | 7,978  | 7,636 | 6,190 | 2,556 | 5,287 | 4,084 | 6,912 | 520  | 14,209 | 12,507 | 7,651 | 822  | 3,983 | 4,051 | 2,754 | 1,542 |
| 当前值分位值              | 48%    | 45%   | 52%   | 85%   | 82%   | 39%   | 80%   | 90%  | 52%    | 64%    | 91%   | 94%  | 85%   | 82%   | 100%  | 79%   |
| 均值+标准差⑨             | 8,916  | 8,492 | 7,236 | 2,562 | 5,411 | 4,831 | 7,222 | 517  | 16,290 | 13,366 | 6,972 | 708  | 4,071 | 4,203 | 2,428 | 1,666 |
| 均值-标准差⑩             | 7,007  | 6,647 | 5,121 | 1,876 | 3,984 | 3,621 | 6,113 | 296  | 11,559 | 10,424 | 4,125 | 370  | 2,391 | 2,456 | 1,420 | 996   |
| 最新值/距低点涨幅           | 8,212  | 7,864 | 6,339 | 2,563 | 5,435 | 4,204 | 7,088 | 563  | 14,209 | 12,507 | 8,167 | 880  | 4,152 | 4,230 | 2,802 | 1,547 |
| 距③涨幅                | 52%    | 44%   | 42%   | 60%   | 73%   | 39%   | 31%   | 144% | 40%    | 31%    | 98%   | 209% | 156%  | 151%  | 112%  | 91%   |
| 距④涨幅                | 10%    | 8%    | 15%   | 33%   | 23%   | 10%   | 9%    | 57%  | 16%    | 16%    | 78%   | 111% | 47%   | 49%   | 99%   | 29%   |
| 距⑤涨幅                | 2%     | 1%    | 2%    | 11%   | 14%   | -3%   | 6%    | 38%  | 0%     | 7%     | 65%   | 72%  | 24%   | 24%   | 38%   | 18%   |
| 距⑥涨幅                | -4%    | -4%   | -3%   | 3%    | 6%    | -10%  | 3%    | 18%  | -4%    | -3%    | 27%   | 40%  | 15%   | 12%   | 24%   | 4%    |
| 距⑦涨幅                | -12%   | -14%  | -27%  | -10%  | -8%   | -18%  | -6%   | -10% | -31%   | -22%   | -10%  | -7%  | -17%  | -22%  | 2%    | -30%  |
| 距⑧涨幅                | 3%     | 3%    | 2%    | 0%    | 3%    | 3%    | 3%    | 8%   | 0%     | 0%     | 7%    | 7%   | 4%    | 4%    | 2%    | 0%    |

# 股指

IF

01

剩余流动性较充裕，利于A股价值的重估和提升

02

盈利上行周期将至，驱涨贡献度将显著提升

03

A股价格安全边际良好，赔率依旧较高

04

利差缩窄、汇率升值大势下，外资净流入规模预期乐观

05

“赚钱效应”大概率将现，国内中长线资金大量入场可期

06

短期波动、回调虽有加大，但市场整体情绪仍未弱化

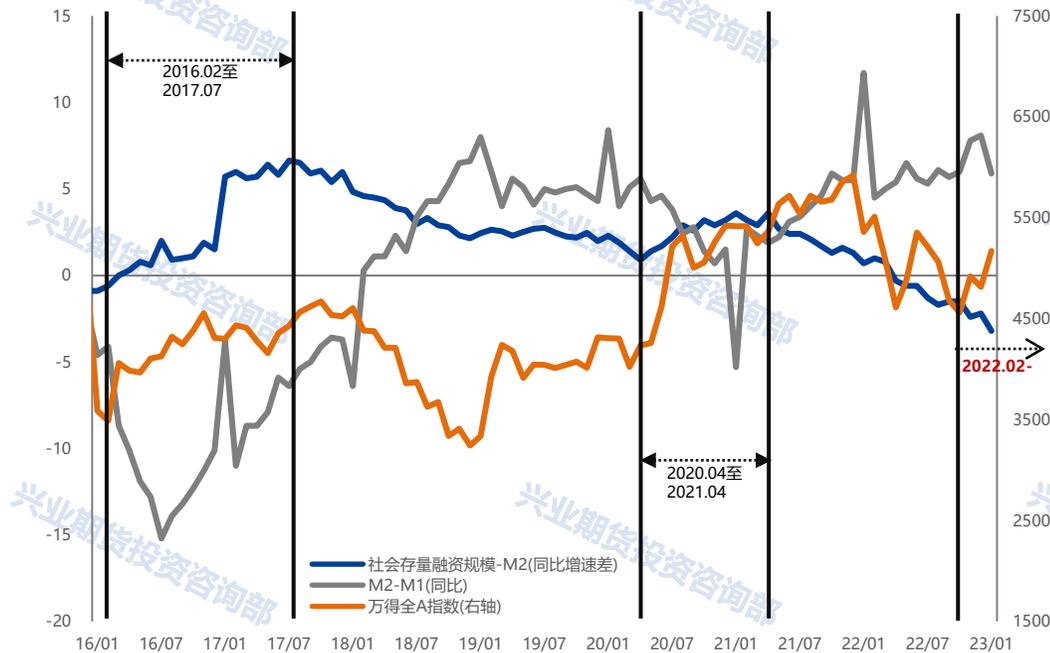
07

从业绩弹性、风格兼容性看，沪深300指数仍是最佳多头

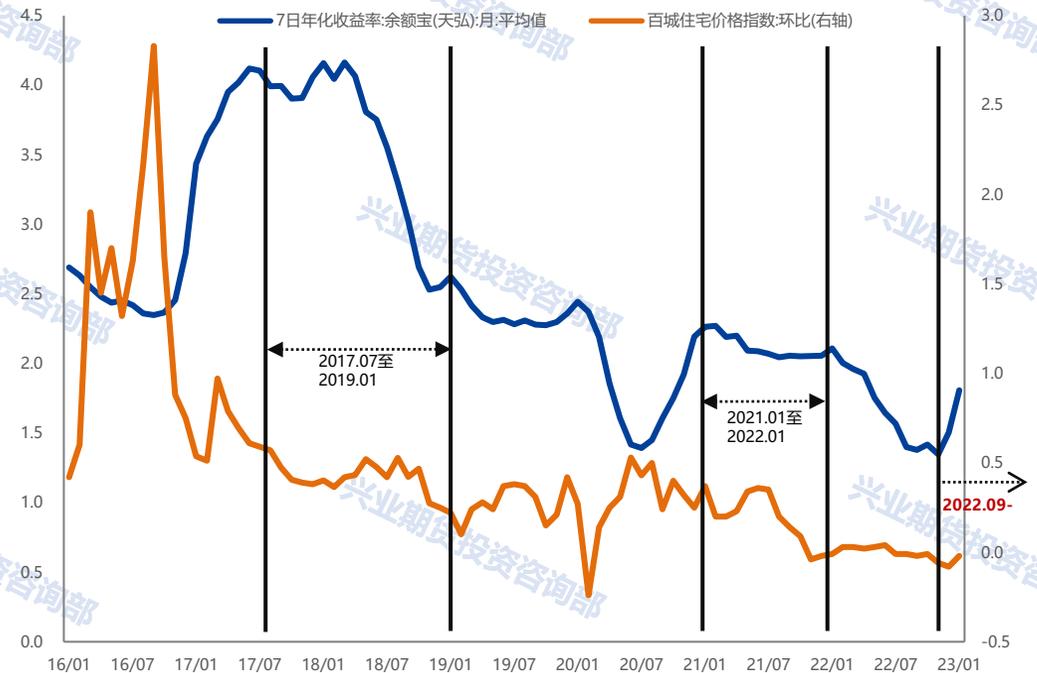
从过往情况看，若国内信用环境、剩余流动性环境二者之一或均有改善，均将对A股形成提振推涨作用，前者为基本面复苏、盈利改善逻辑，后者则为资产价值系统性的重估逻辑。近月来，虽然社融及信贷数据总量走高、但结构表现不佳，这对市场前期的业绩上修预期造成一定程度拖累；但从剩余流动性看，其整体较为充裕，宜视为利多因素。故在“宽信用”政策导向下，即使流动性注入实体进度不及预期、盈利端驱涨动能尚无体现，但从资产定价角度，其仍可从估值端提振股价；

再从大类资产配置结构看，自2022年11月以来，无风险资产吸引力下降（余额宝收益率走高）、房价则弱势回暖，更利于A股的价值重估和提升。

### 国内信用、剩余流动性环境及A股走势对比（截至2023年1月）

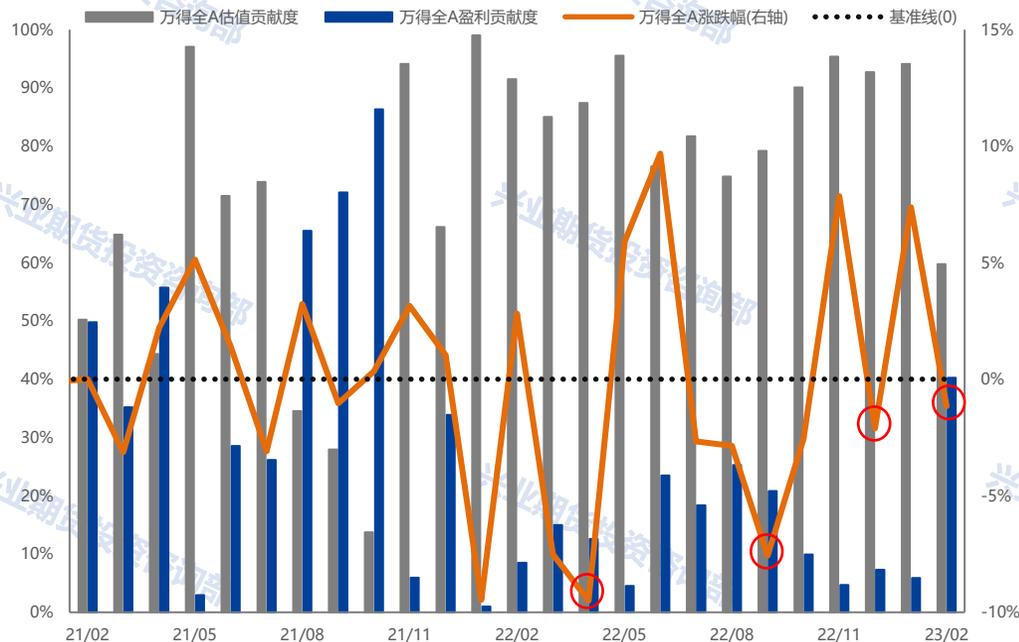


### 国内房价、流动性管理产品收益率走势（截至2023年1月）

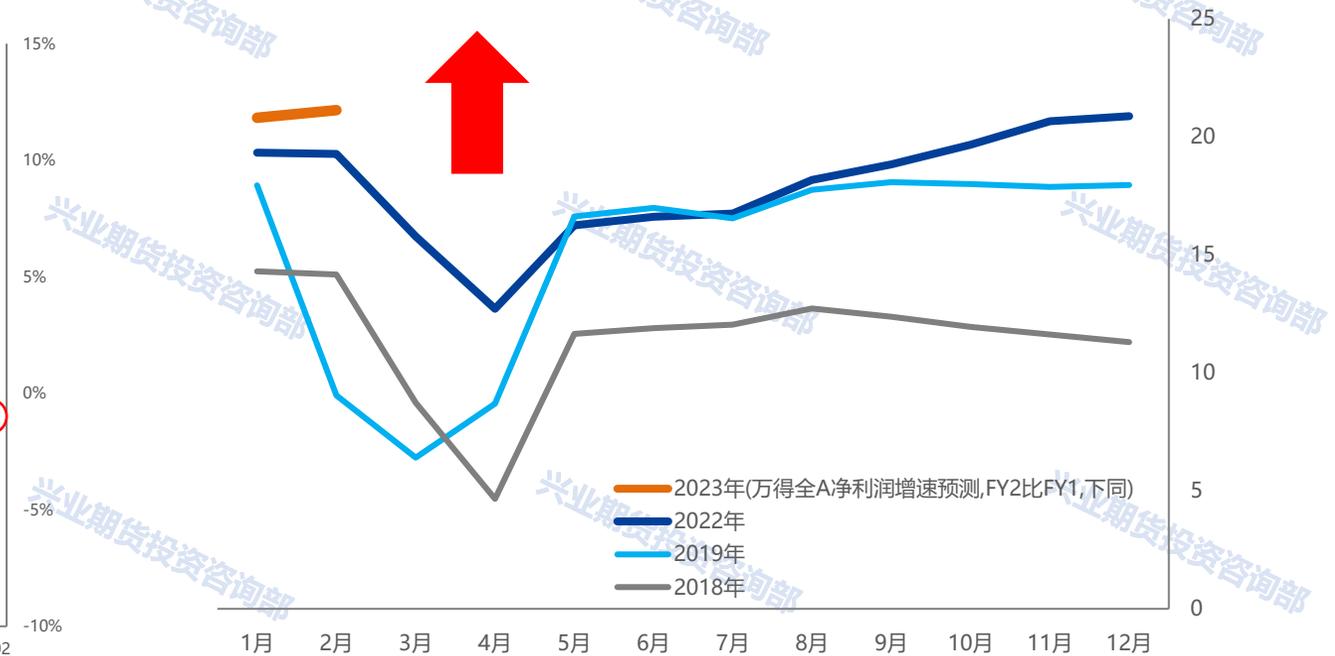


- 虽然当前国内主要经济指标处真空期、验证期，但考虑国内经济复苏大方向明朗，进入“宽信用、再库存”周期仅为节奏问题，且大概率于2023上半年兑现，即盈利端的贡献将明显增强。从估值、盈利两大因素对A股涨跌幅的贡献分解看，后者影响确实在大幅提升、且正贡献亦愈发显著（体现为万得全A指数回撤率下滑）；
- 再从Wind一致性预期数据看，以万得全A指数代表A股，较疫前的2018、2019两年，市场对2023年A股净利润增速预期显著上修；
- 故从基本面看，分子端盈利因素的积极驱涨动能将强化。

万得全A历年各月盈利、估值因素影响贡献分解（截至2023.2.17）

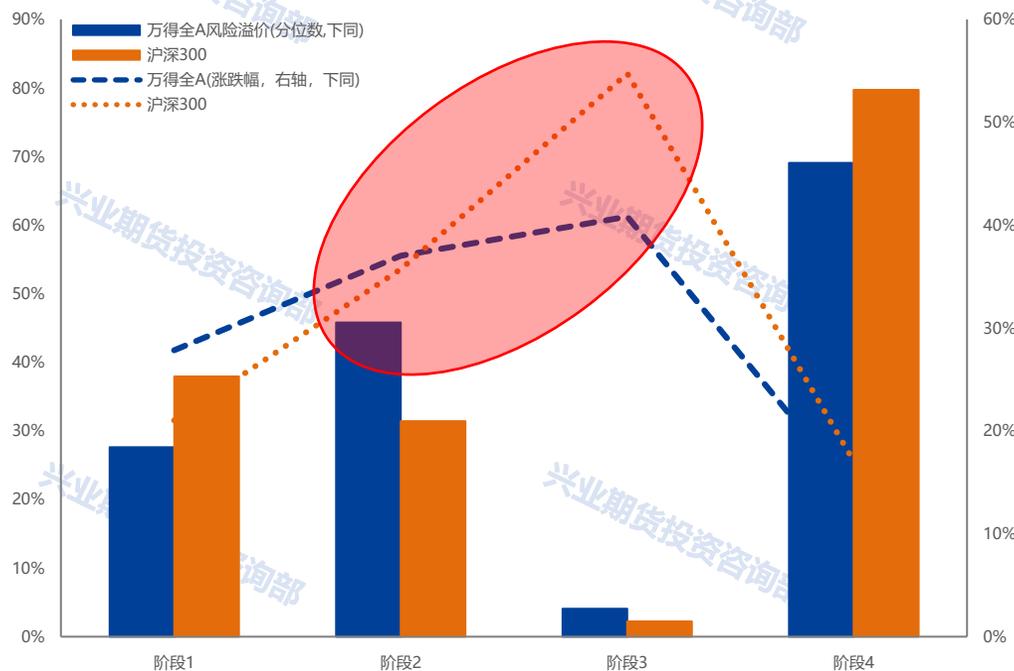


万得全A历年各月净利润增速预期值对比（截至2023.2.17）



- 当前A股股债风险溢价值整体仍处高位，参照过往走势(阶段1：2016.1.29-12.1；阶段2：2019.1.4-4.19；阶段3：2020.4.2-2021.2.19)，预计依旧有15%~30%的潜在上涨空间(对应阶段4，自2022年10月底起)；
- 故从大类资产横向对比看，A股价格安全边际良好，潜在赔率依旧较高。

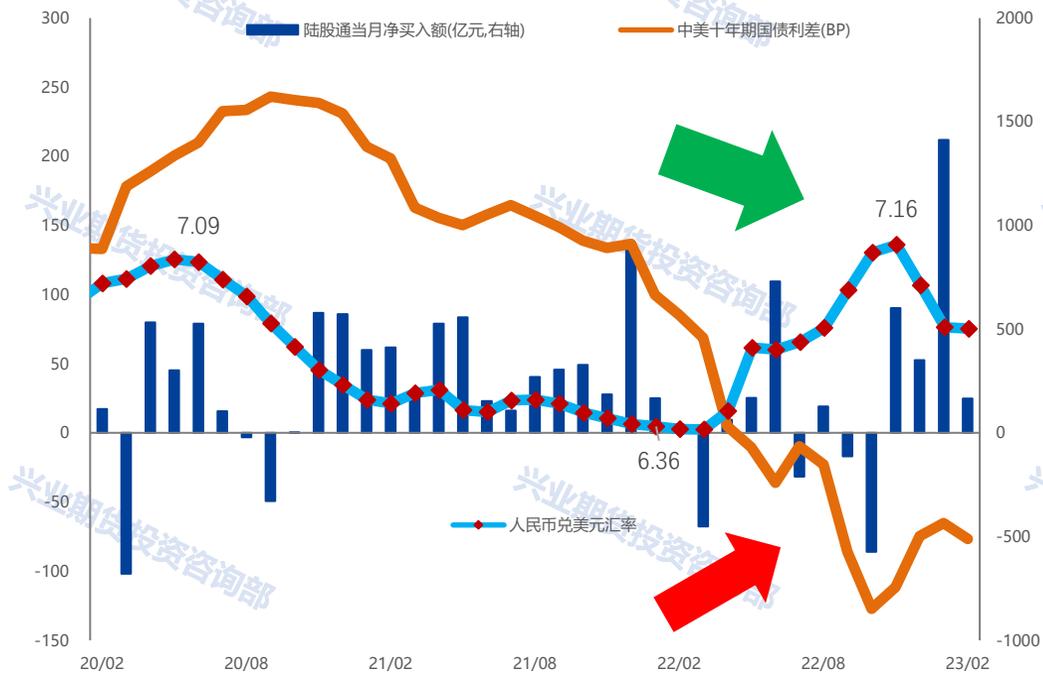
### A股主要指数股债风险溢价值变动情况（截至2023.2.17）



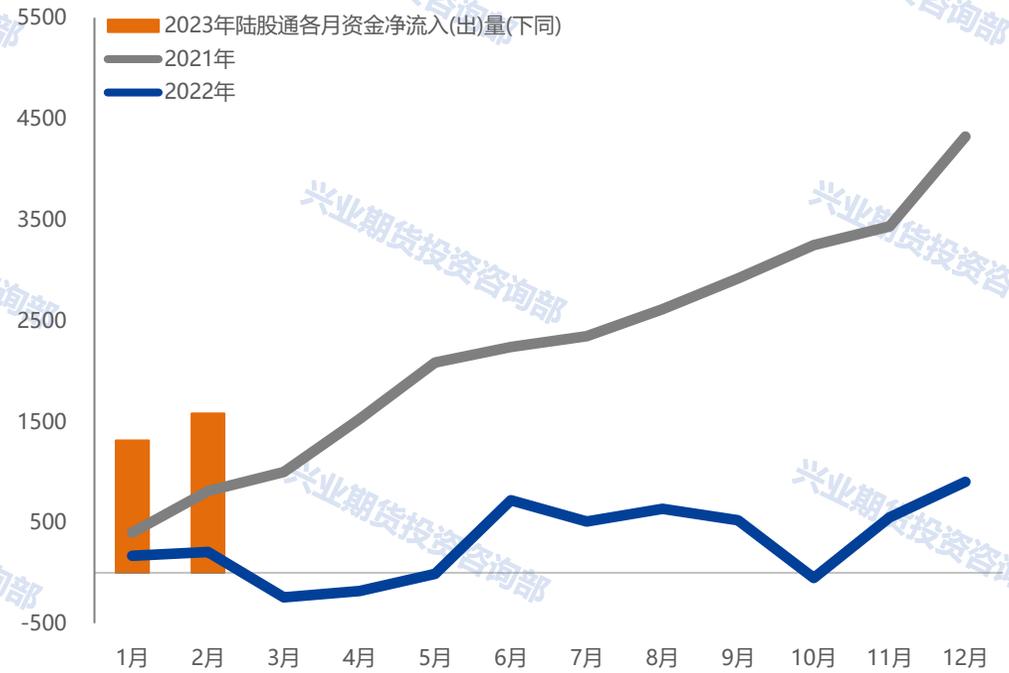
■ 随2023年海外主要国家经济衰退、通胀趋势下行的信号逐步验证，我国较全球主要国家利差缩窄、汇率升值将是大势，进而提升A股资产在全球市场的避险和配置价值；

■ 再从实际情况看，自2023年初以来、陆股通资金流入总额远超过往2年同期水平，年内外资入场规模预期乐观。

中美利差、人民币汇率及陆股通资金净流入量对比（截至2023年2月中旬）

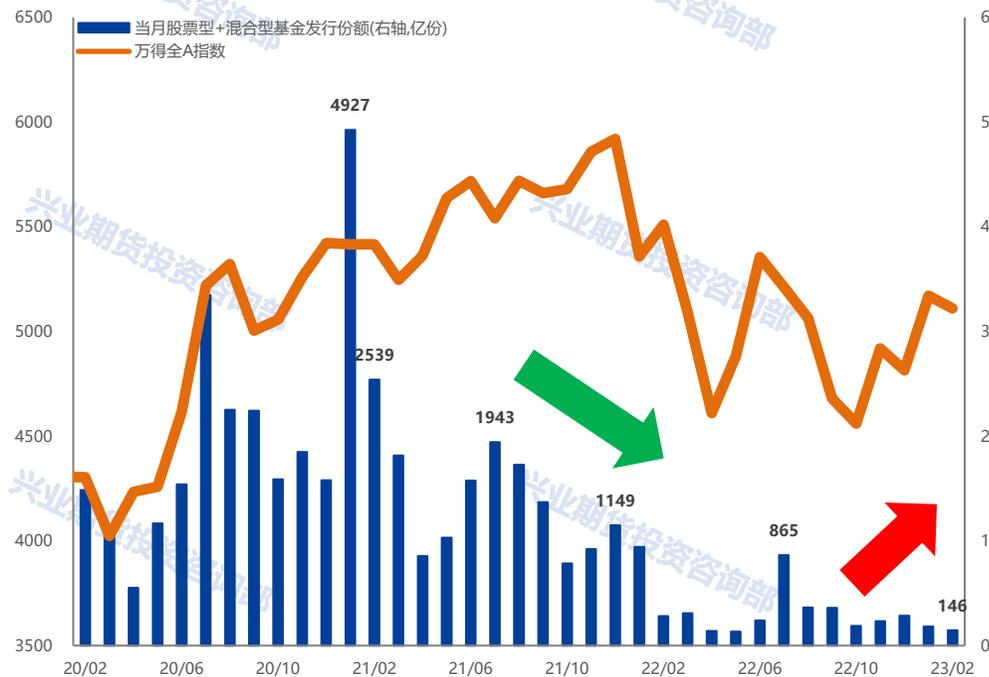


陆股通各月资金净流入（出）情况对比（截至2023.2.17）

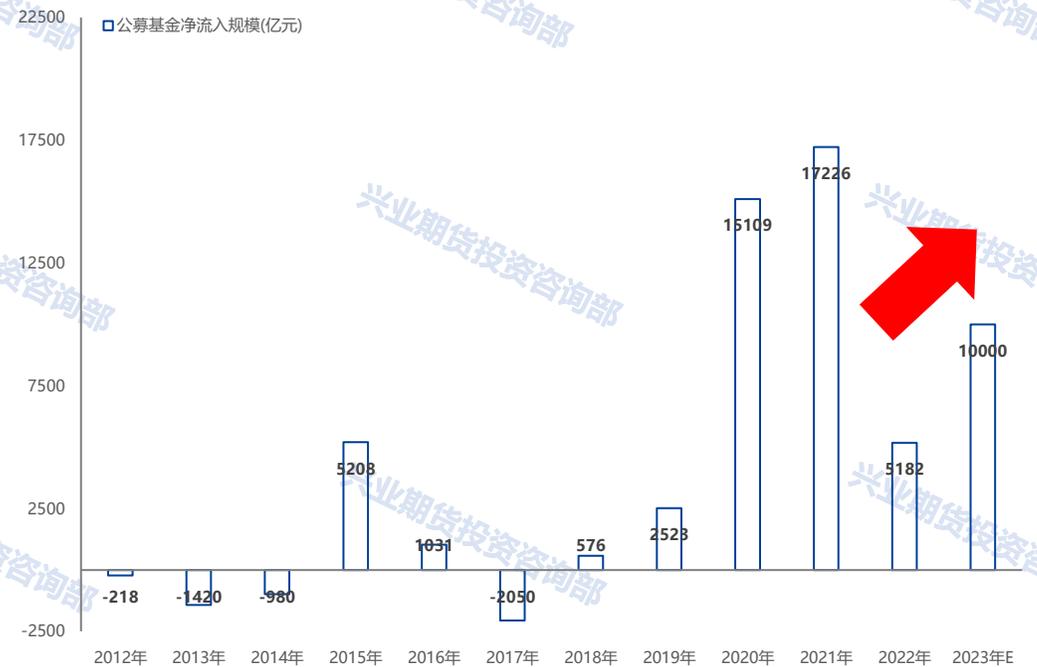


- 考虑上半年A股大概率进入“盈利、估值”双轮驱涨的状态，对应权益市场回暖，其较固收、理财类产品的超额收益将进一步放大；
- 此外，虽然近月来国内公募股基新发募集总体表现一般，但参照过往峰值数据、其潜力巨大。参考海通证券相关测算结果，预计2023年公募股基将吸引近万亿的增量资金，较2022年增幅近50%；
- 综合看，在“赚钱效应”背景下，年内中长线资金大规模入场A股的局面大概率将现。

公募股基新发募集情况（截至2023年2月中旬）

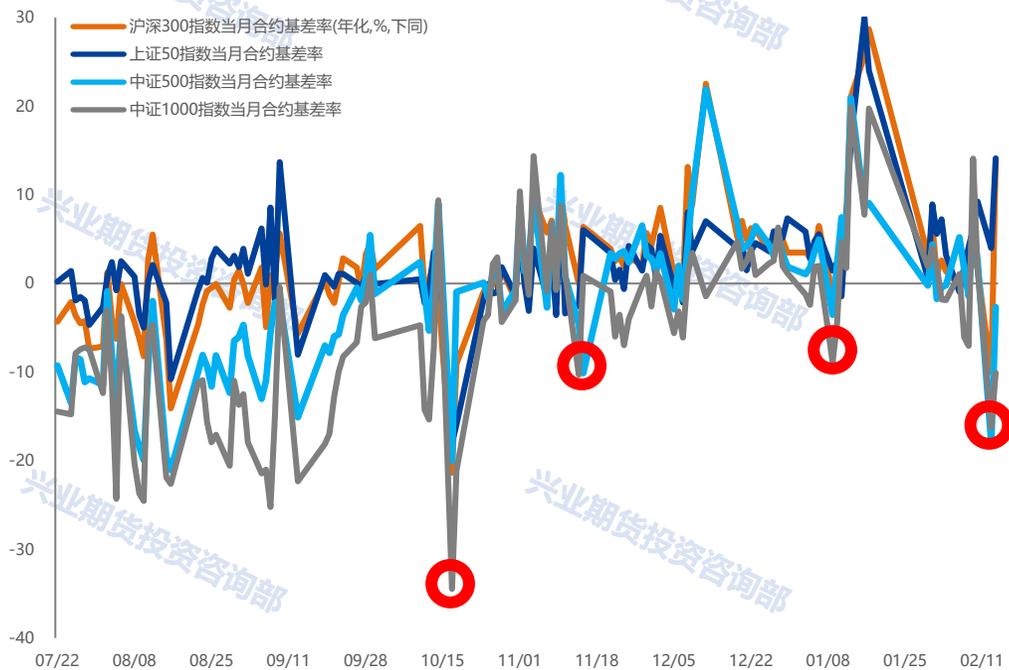


公募股基增量资金入场测算（来源于海通证券）

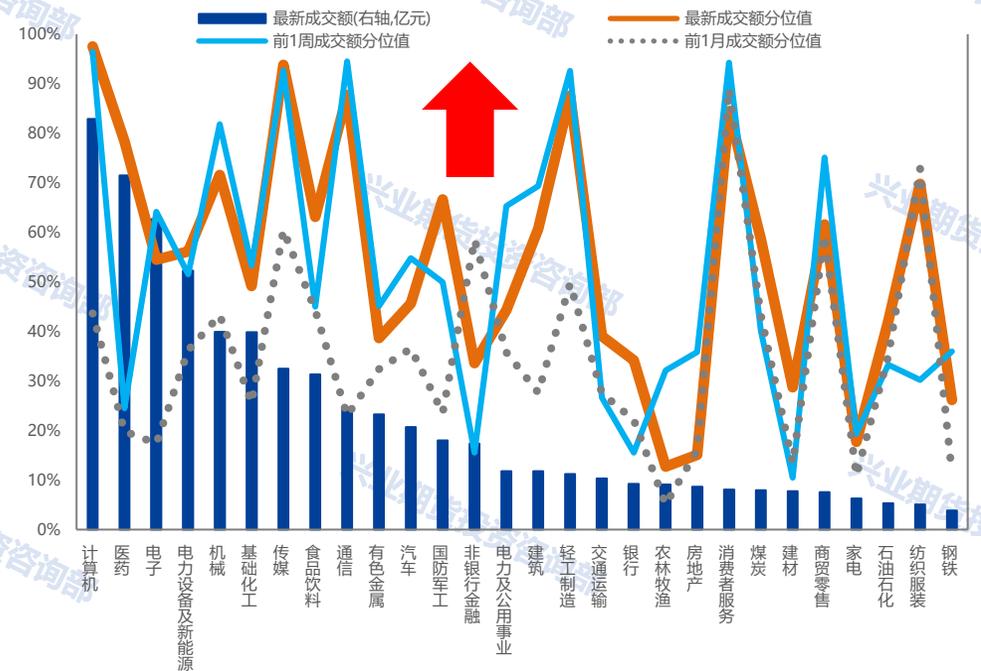


- 从主要期指基差率走势看，虽然2月初以来、其升水大幅收敛甚至部分时间转为贴水结构，但其回归正向结构的速度较快，显示市场的多头热情；
- 另从中信一级行业成交额分位值看，虽然近阶段股价波动、回调幅度明显加大，但整体交投量能稳步走高，亦表明市场并无一致性悲观预期。

### A股主要股指期货基差率走势（截至2023.2.17，未剔除分红）

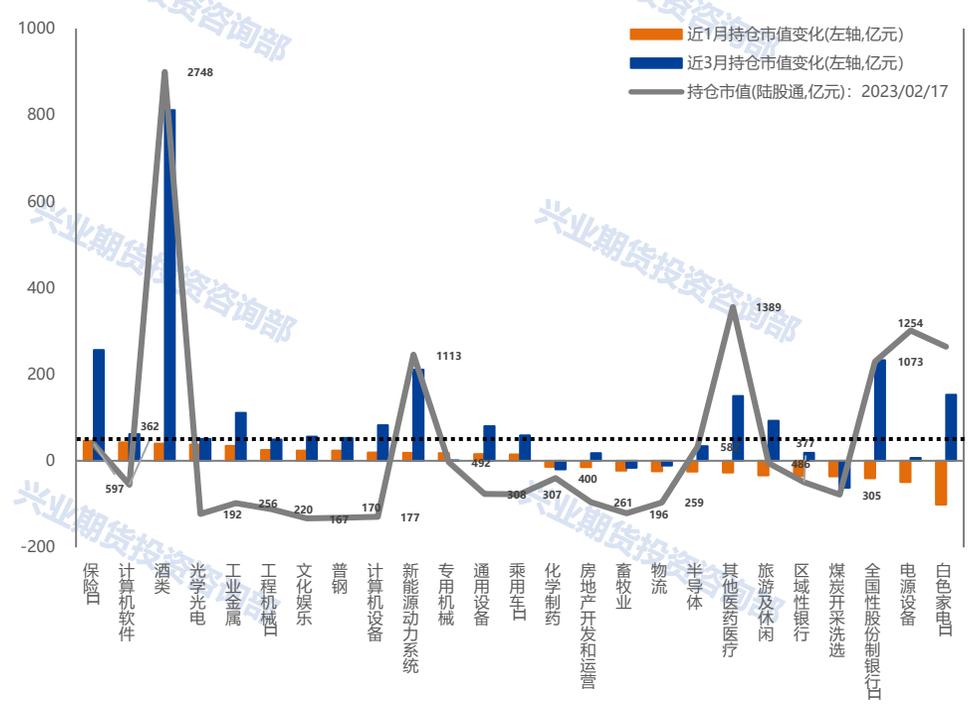


### 中信一级行业成交额分位值（截至2023.2.17）

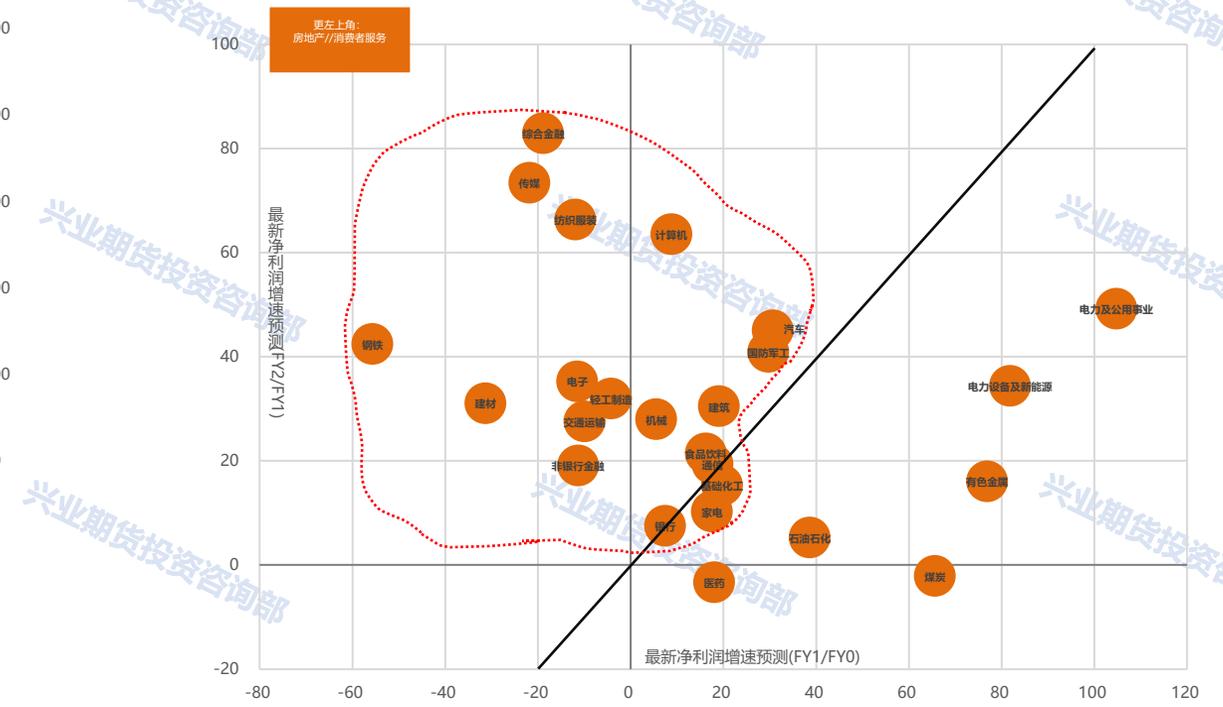


- 以近月来灵敏度更高、主动性更强的陆股通资金持仓兴趣看，其明显更青睐 $\Delta g$ （即业绩预期增速的边际变化），对过去3年受疫情等因素影响最严重的金融、白酒、白电、消费电子和消费者服务等行业，其整体增仓幅度显著高于其它行业；
- 再从Wind一致性预期数据看，23年较22年（即FY2和FY1），以中信一级行业为样本、多数行业盈利增速均有上修，再次强化A股续涨的预期。

### 陆股通主要持仓行业资金净流入变动情况（截至2023.2.17）



### 中信一级行业2022年及2023年业绩增速预期对比（截至2023.2.17）



- 基于“业绩为先”的逻辑，再加上“估值约束”以提高安全性，行业轮动模型选定“PB-ROE”模式。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40.8%，37.6%，31%和29.2%。以此看，沪深300指数的多头配置价值依旧最高；
- 此外，近阶段主要板块轮涨、切换节奏明显加快，故亦需考虑各主要指数对短期风格轮动的兼容性。而沪深300指数，与其它三大指数，以及价值、风格的相关性系数整体最高，故以此角度看，其依旧是最佳多头标的。

基于PB-ROE维度，相关行业四大股指占比统计（截至2023.2.17）

| 简称   | 最新总市值<br>(亿, 2023.2.17) | 最新市净率<br>(LF)分位值 | 前1月市净率<br>(LF)分位值 | 最新预估净利润<br>增速(FY1) | 最新预估净利润<br>增速(FY2) | 最新预估<br>ROE(FY2) | 沪深300指数<br>权重占比 | 上证50指数<br>权重占比 | 中证500指数<br>权重占比 | 中证1000指数<br>权重占比 | 对应A股<br>市值占比 |
|--|-------------------------|------------------|-------------------|--------------------|--------------------|------------------|-----------------|----------------|-----------------|------------------|--------------|
| 区域性银行                                      | 11053                   | 2.4%             | 9.4%              | 14.0%              | 8.8%               | 12.83            | 2.3             | 0.0            | 2.3             | 0.8              | 1.20         |
| 半导体  | 31034                   | 4.4%             | 7.4%              | 8.8%               | 19.1%              | 11.14            | 4.0             | 2.6            | 3.4             | 3.2              | 3.4          |
| 全国性股份制银行II                                 | 24330                   | 4.8%             | 14.4%             | 9.0%               | 7.2%               | 11.92            | 5.8             | 10.8           | 0.0             | 0.0              | 2.6          |
| 国有大型银行II                                   | 56668                   | 4.9%             | 7.8%              | 5.8%               | 7.4%               | 11.27            | 2.7             | 3.4            | 0.0             | 0.0              | 6.1          |
| 房地产开发和运营                                   | 15550                   | 5.1%             | 12.7%             | -109.9%            | 0.4%               | 9.60             | 1.8             | 1.6            | 1.9             | 1.8              | 1.7          |
| 消费电子                                       | 11607                   | 11.0%            | 7.8%              | 30.2%              | 44.5%              | 14.92            | 1.6             | 0.0            | 1.6             | 1.9              | 1.3          |
| 计算机设备                                      | 9700                    | 11.4%            | 6.3%              | 10.6%              | 52.2%              | 12.74            | 0.8             | 0.0            | 1.4             | 0.8              | 1.1          |
| 证券II                                       | 30560                   | 17.0%            | 25.3%             | -20.7%             | 23.9%              | 8.96             | 5.9             | 4.9            | 5.9             | 0.7              | 3.3          |
| 光学光电                                       | 11997                   | 21.7%            | 19.4%             | 62.2%              | 110.0%             | 10.51            | 2.0             | 0.0            | 1.0             | 1.1              | 1.3          |
| 石油化工                                       | 11620                   | 23.6%            | 17.2%             | -23.9%             | 30.5%              | 10.57            | 0.8             | 1.4            | 1.1             | 0.2              | 1.3          |
| 新能源动力系统                                    | 18847                   | 25.8%            | 33.1%             | 69.3%              | 58.5%              | 20.17            | 4.6             | 0.0            | 1.8             | 2.4              | 2.0          |
| 保险II                                       | 24623                   | 28.4%            | 36.0%             | -5.9%              | 23.4%              | 11.56            | 3.7             | 9.8            | 0.0             | 0.1              | 2.7          |
| 环保及公用事业                                    | 9369                    | 28.6%            | 17.7%             | 10.0%              | 13.8%              | 12.86            | 0.1             | 0.0            | 0.9             | 2.0              | 1.0          |
| 建筑施工                                       | 16512                   | 30.9%            | 25.7%             | 14.1%              | 20.6%              | 11.15            | 2.0             | 2.3            | 0.8             | 2.0              | 1.8          |
| 计算机软件                                      | 16900                   | 38.1%            | 30.0%             | -3.3%              | 88.7%              | 10.10            | 0.9             | 0.0            | 3.1             | 4.6              | 1.8          |
| 通用设备                                       | 12415                   | 43.4%            | 36.6%             | 4.8%               | 44.4%              | 15.43            | 0.5             | 0.0            | 1.2             | 3.3              | 1.3          |
| 航空航天                                       | 9164                    | 48.4%            | 45.2%             | 31.2%              | 37.1%              | 9.95             | 0.7             | 0.9            | 2.5             | 0.9              | 1.0          |
| 专用机械                                       | 17445                   | 51.1%            | 49.8%             | 40.4%              | 38.2%              | 17.39            | 0.7             | 0.0            | 2.1             | 3.3              | 1.9          |
| 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) |                         |                  |                   |                    |                    |                  | 40.8            | 37.6           | 31.0            | 29.2             | 36.8         |

A股主要指数兼容性测算（截至2023.2.17）

| A股主要指数相关性系数测算（日线 2022/01/03 - 2023/02/17） |       |      |       |        |      |      |
|---|-------|------|-------|--------|------|------|
| 指数  | 沪深300 | 上证50 | 中证500 | 中证1000 | 国证价值 | 国证成长 |
| 沪深300                                     | /     | 0.98 | 0.88  | 0.76   | 0.91 | 0.97 |
| 上证50                                      | 0.98  | /    | 0.78  | 0.63   | 0.95 | 0.91 |
| 中证500                                     | 0.88  | 0.78 | /     | 0.95   | 0.75 | 0.92 |
| 中证1000                                    | 0.76  | 0.63 | 0.95  | /      | 0.55 | 0.86 |
| 国证价值                                      | 0.91  | 0.95 | 0.75  | 0.55   | /    | 0.81 |
| 国证成长                                      | 0.97  | 0.91 | 0.92  | 0.86   | 0.81 | /    |

# 橡胶

RU

01

汽车产销表现羸弱，市场静待政策指引

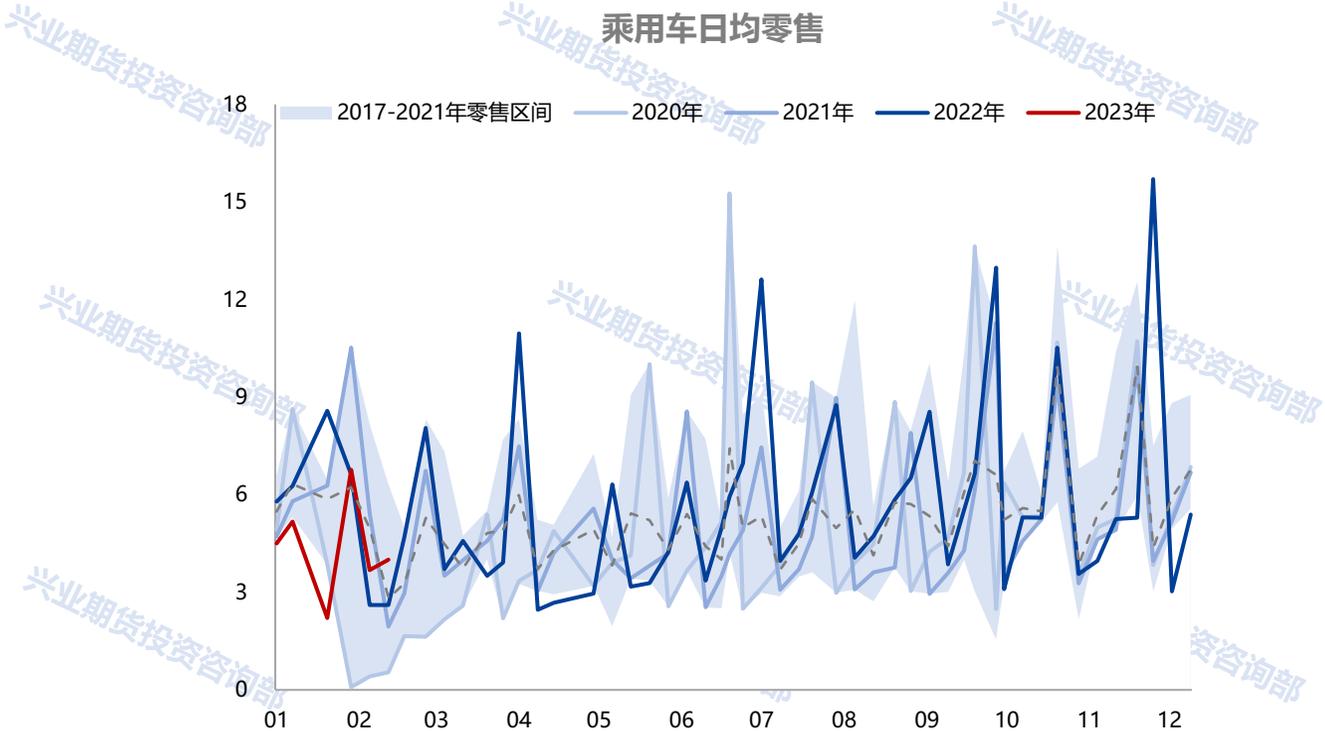
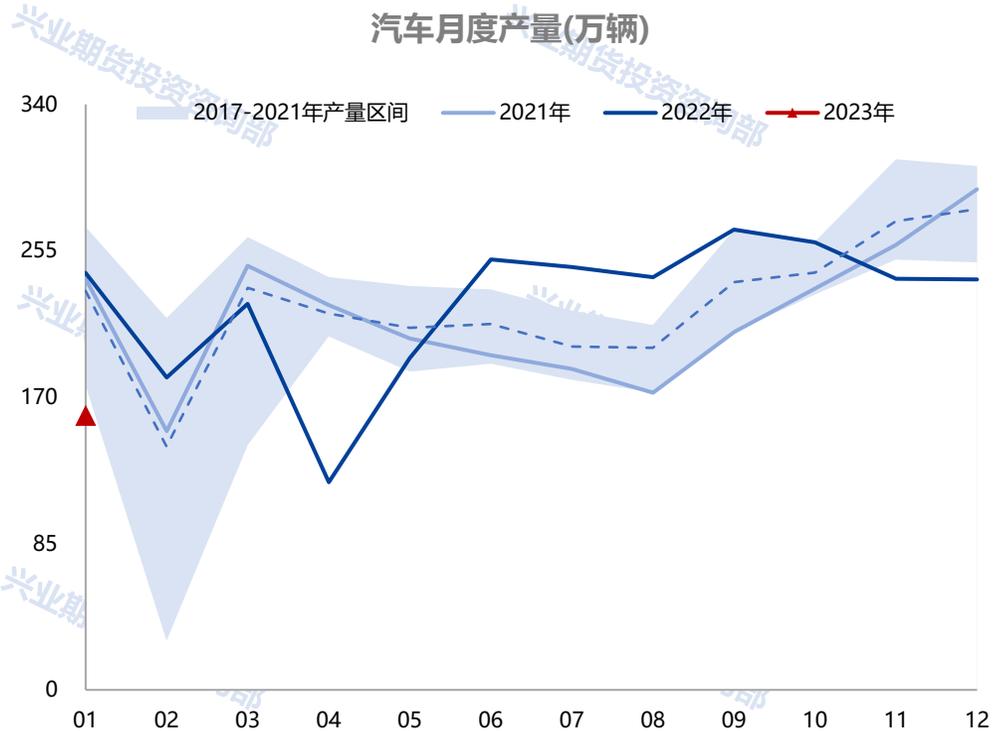
02

轮企开工延续季节性回暖，需求传导效率有望提升

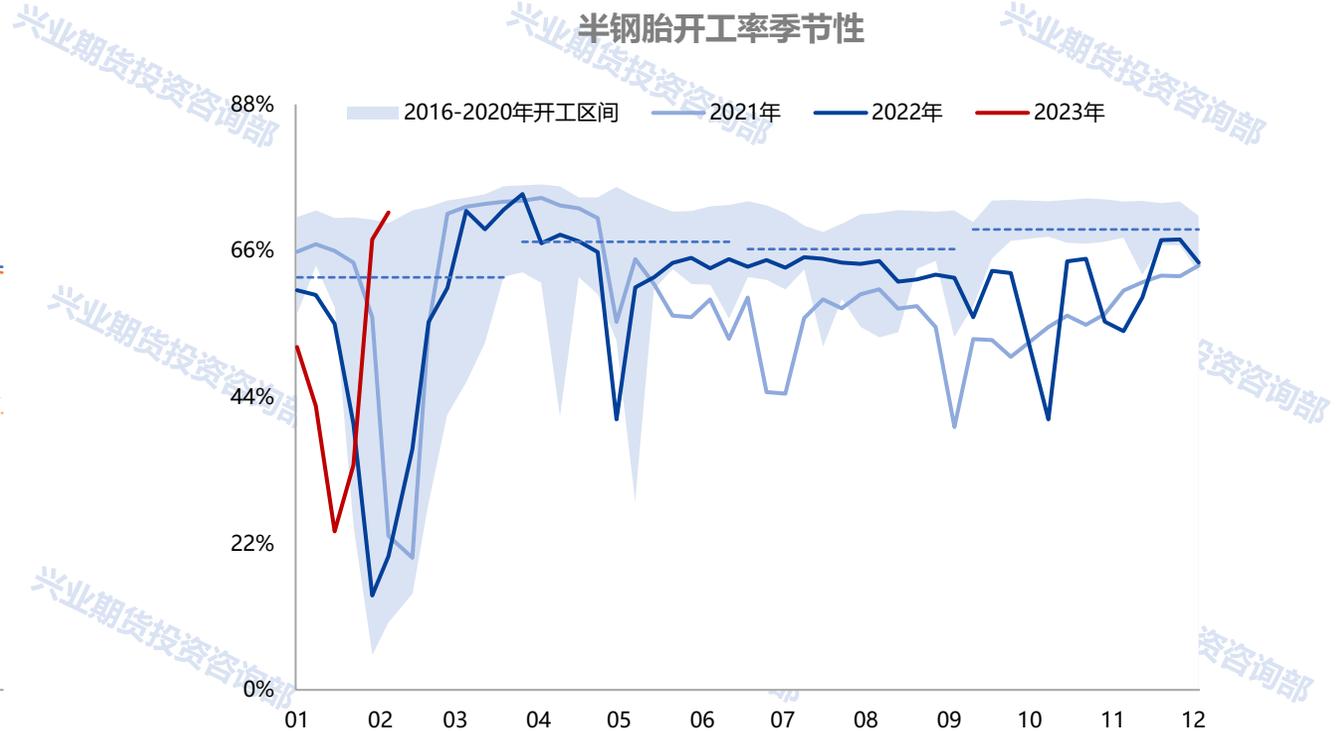
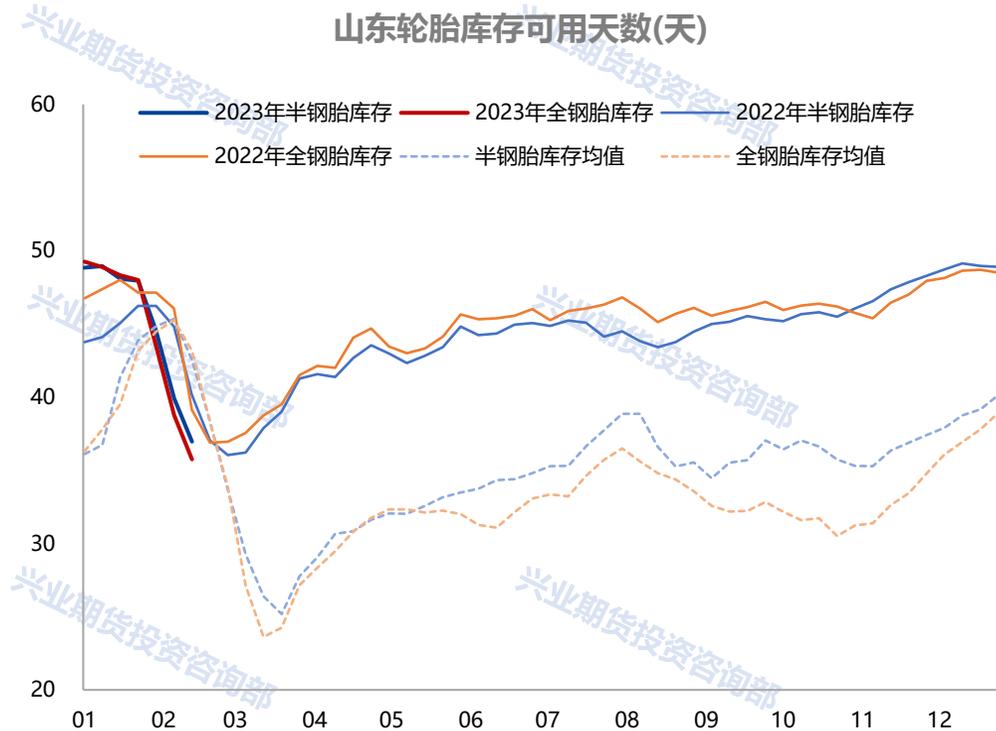
03

库存压力处于低位，沪胶多头策略性价比较佳

汽车方面，乘联会数据显示2月1-12日销量46.4万辆，同比增长46%，环比下降18%，同比增速上行系去年春节因素造成的低基数所致，2月上旬汽车市场表现依然疲软，但本周乘用车日均批发率先回升、日均零售亦回归均值区间，生产端信心有所恢复，且后续汽车产业稳增长促销费政策值得期待，消费复苏预期仍难证伪，天然橡胶终端需求存边际增量。



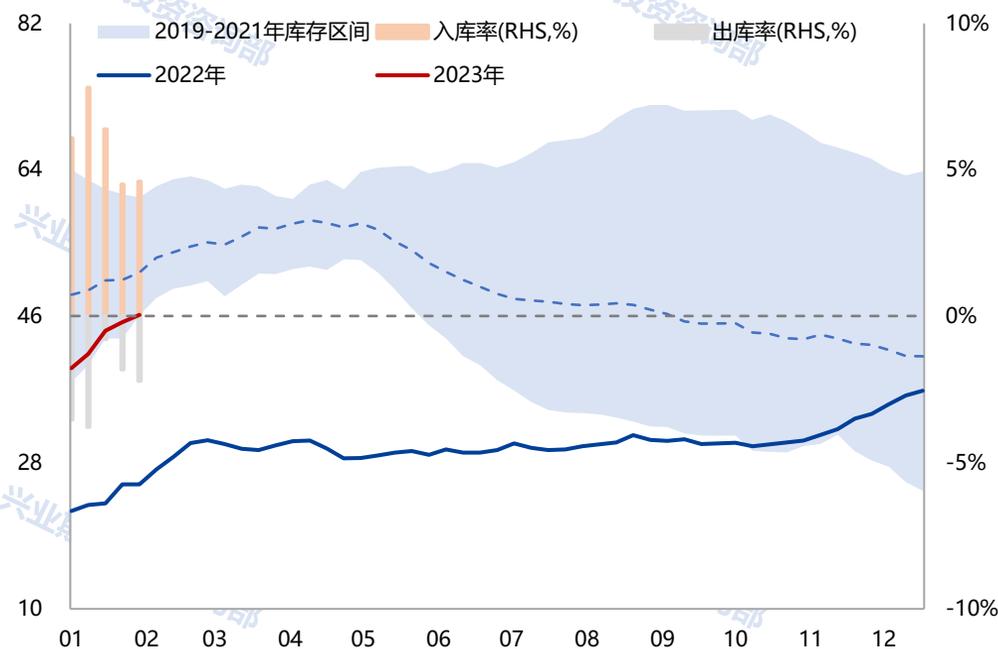
▣ 轮胎方面，山东轮胎库存处于季节性降库状态，去库力度明显强于2022年春节之后，产成品库存高企及出口回落的负面影响逐步弱化，而本周轮企开工意愿延续回升态势，半钢胎产线开工率升至近年同期高位水平，全钢胎产线开工率也位于一季度高分位区间，天然橡胶需求传导效率有望提效。



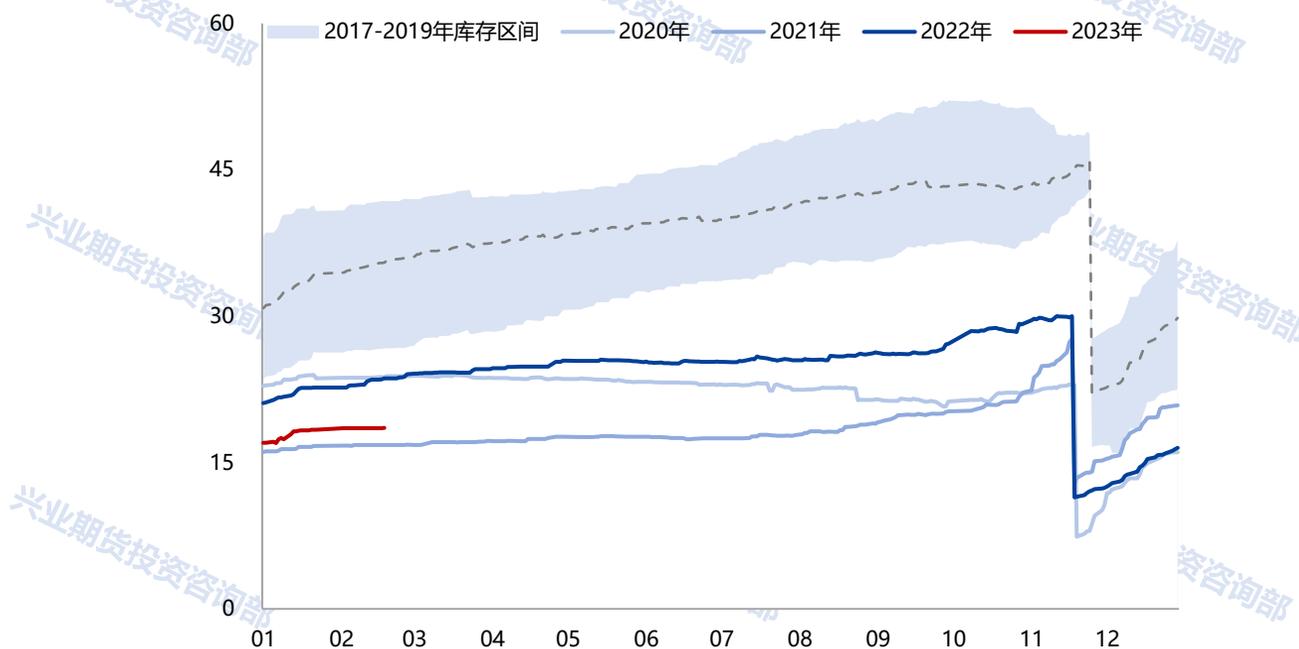
□ 供应方面，我国主要橡胶来源国将于本月末陆续进入低产季，天胶到港将有回落，港口一般贸易库存入库率持续走低，整体库存水平依然位于季节性低位，国内产区开割前天然橡胶供给端难有显著增量。

□ 综合来看，需求复苏不及乐观预期拖累沪胶价格走势，但汽车市场存边际增量，消费刺激相关政策或将加码，轮企开工进入季节性上行区间，而海外天胶主产国减产临近，国内产区停割制约沪胶仓单注册意愿，橡胶价格下行空间有限，沪胶多头策略性价比提升。

### 天然橡胶港口一般贸易库存(万吨)



### 天然橡胶期货库存(万吨)



# 聚氯乙烯

PVC

01

产量和出口量双双增长，低利润形成价格支撑

02

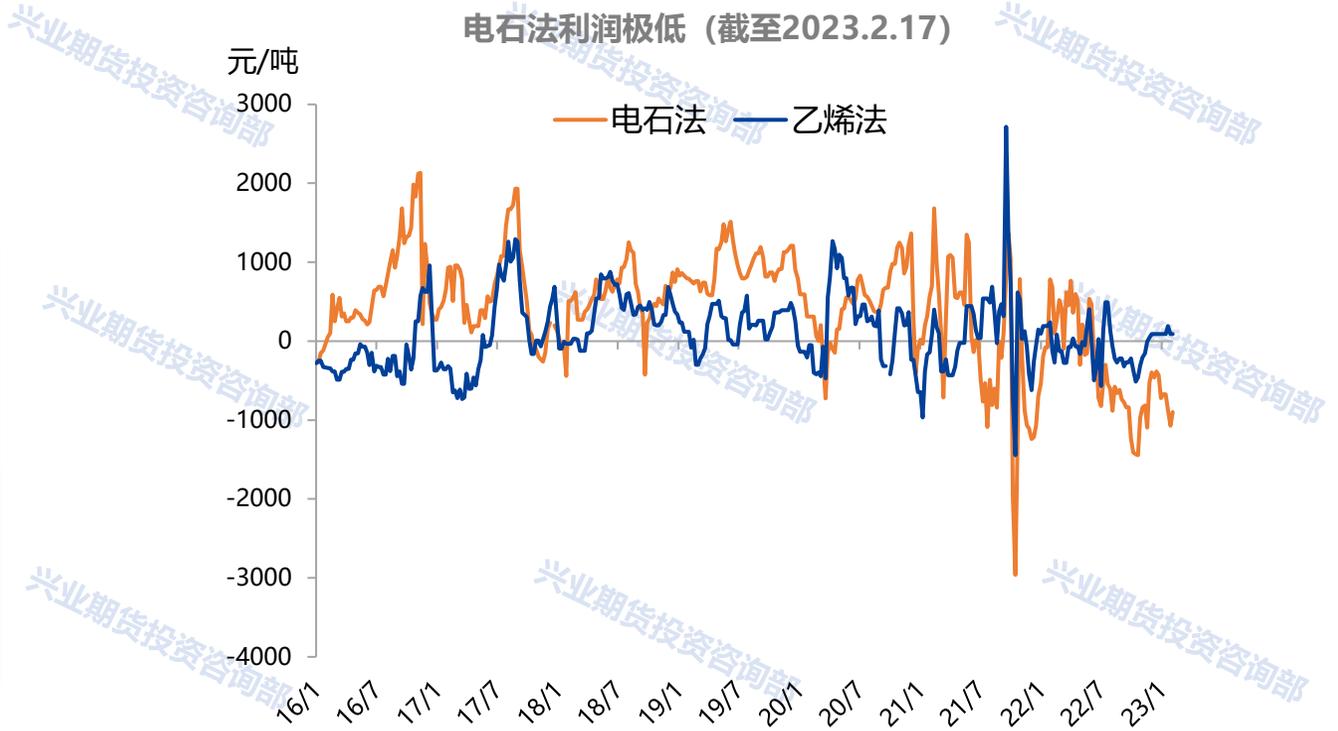
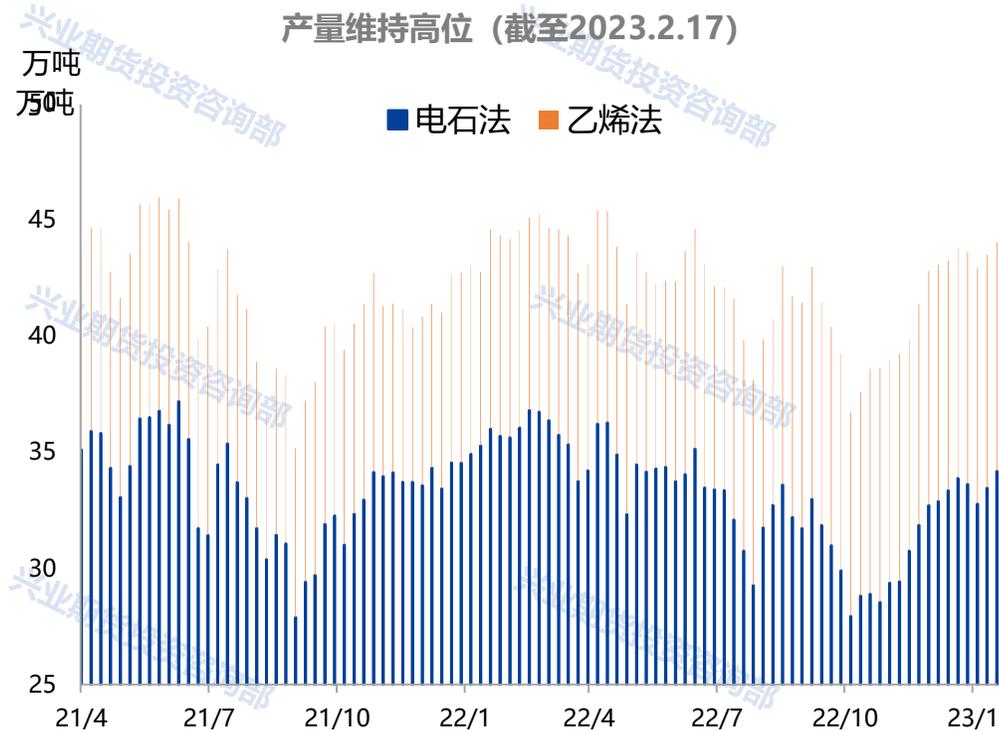
生产企业库存下降，社会库存增长趋缓

03

下游开工持续回升，现货市场成交好转

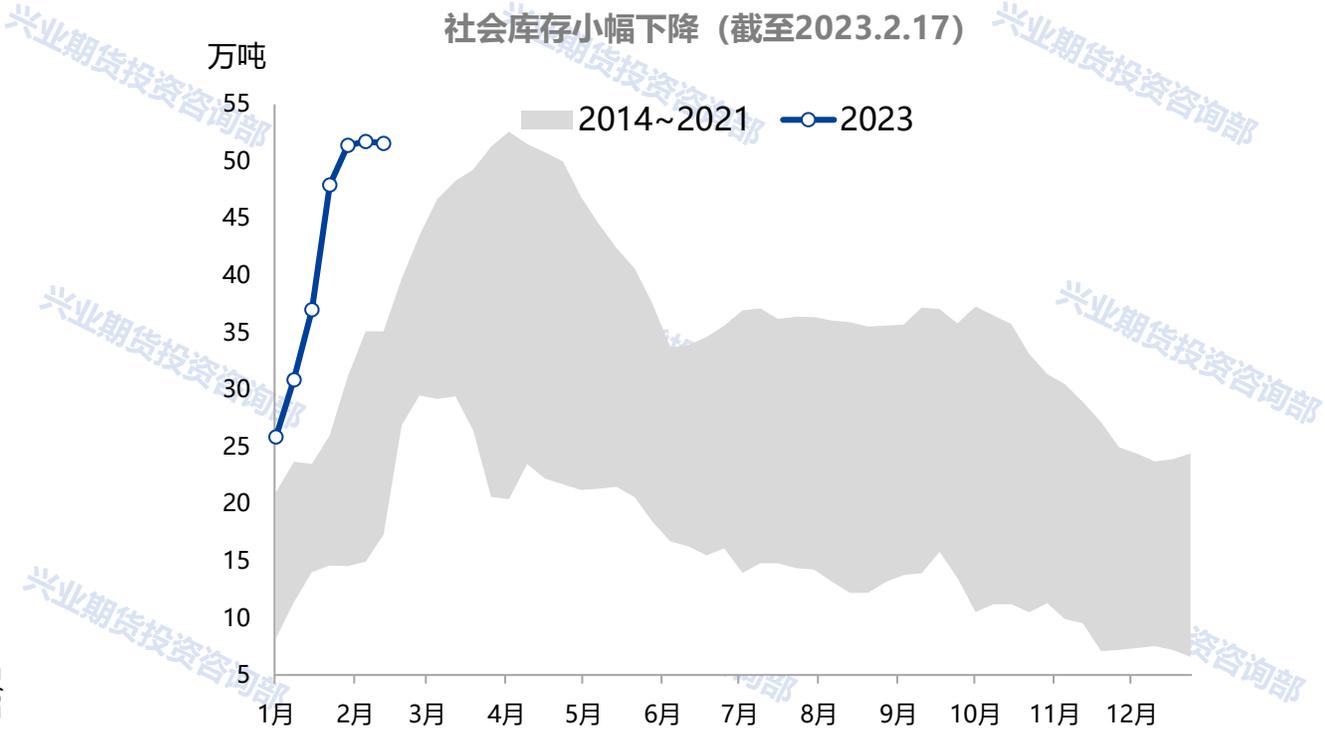
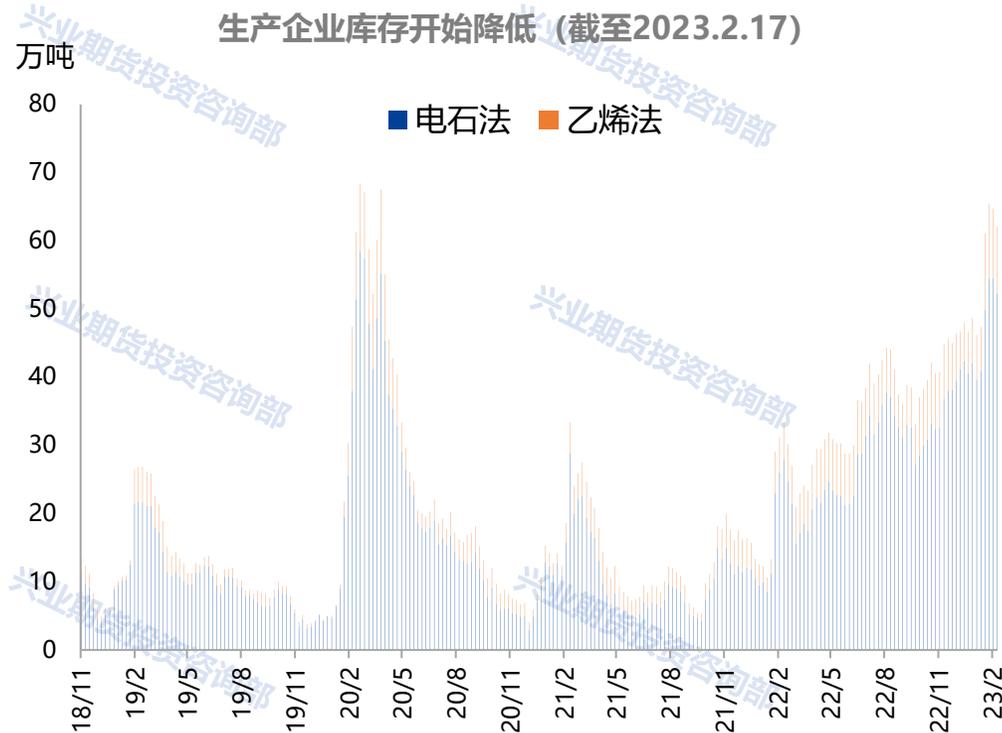
▣ **产量和出口量双双增长**：PVC周度产量为44.06 (+0.55) 万吨，齐鲁石化临时检修，广州东曹重启，产量达到去年7月以来最高。产量虽然处于高位，但2月以来出口量持续增加，部分抵消高产量利空。

▣ **低利润形成价格支撑**：上周电石和兰炭价格受煤炭影响均下跌200元/吨，不过液氯和乙烯价格上涨导致PVC生产利润并未扩大。电石法亏损-900元/吨，乙烯法盈利90元/吨，都处于历史低位，对PVC价格形成较强支撑。



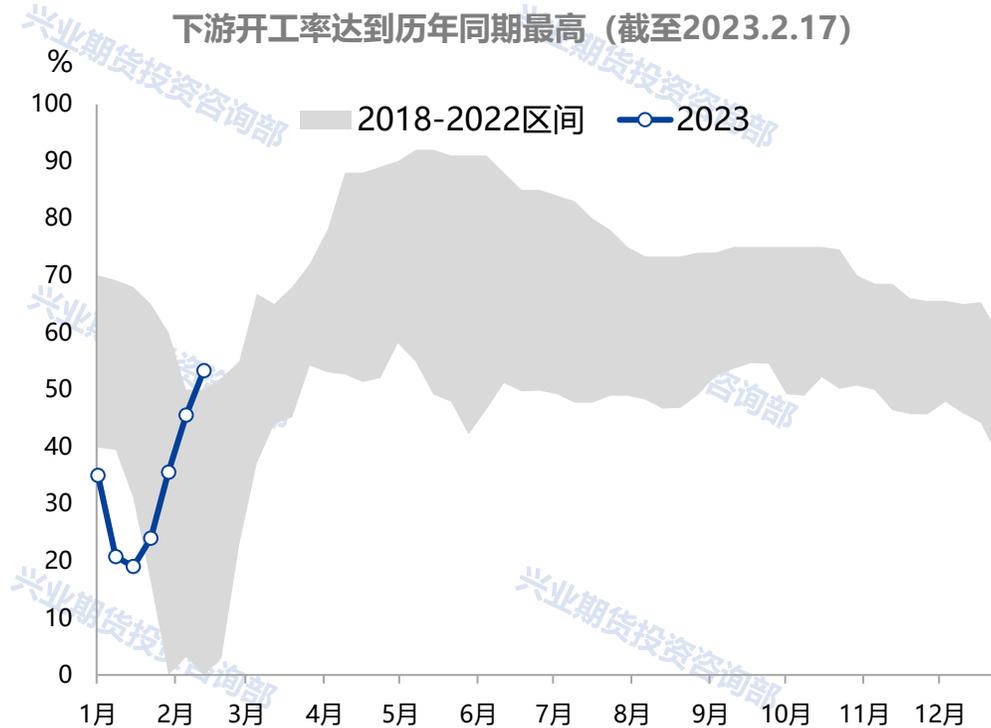
□ **生产企业库存下降**: 生产企业库存为62 (-2.7) 万吨, 电石法生产企业库存结束连续15周的增长, 乙烯法生产企业库存自春节后持续减少。按照目前的去库速度, 预计两个月后库存降低至合理水平。

□ **社会库存增长趋缓**: 上周社会库存虽然仅仅减少0.17万吨, 但是过去10周首次减少。随着需求增长, 社会库存有望加速下降 (每周超过2万吨), 建议重点关注。



▣ **下游开工持续回升**：下游开工率为53.34%，较前一周增加7.77%，同时达到历年同期最高。其中管材和薄膜开工率均达到去年旺季时水平，型材开工略有不足，主要因地产施工未全面恢复。疫情影响消退后，PVC需求预计回归正常，5月之前下游开工率将持续增长。

▣ **现货市场成交好转**：随着PVC期货价格止跌企稳，PVC现货市场成交好转，PVC周度预售量突破65万吨，仅次于春节前的水平。另外当前期权隐含波动率处于1%分位数，看涨期权持仓量是看跌的两倍，预示未来大涨行情可能出现。





# 螺纹

RB

01

高炉盈利不佳，后续铁水增产空间有限

02

节后电炉持续复产，但盈利偏弱制约复产空间

03

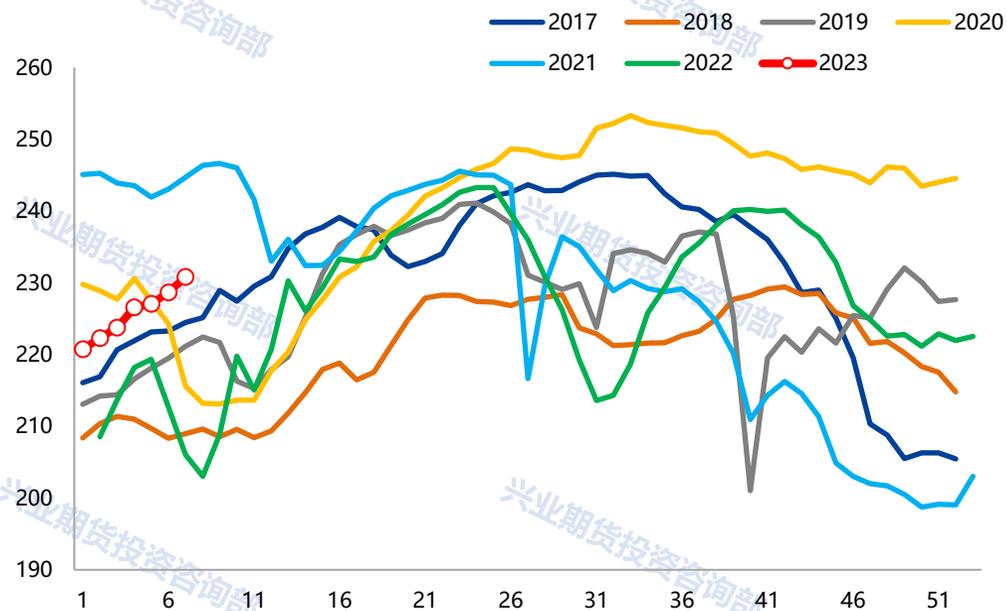
螺纹被动累库接近尾声，库存压力相对可控

04

需求环比加速回升，螺纹多单耐心持有

- ❑ **高炉盈利不佳**：螺纹仍处于被动累库阶段，长流程钢厂盈利修复不佳，春节后高炉即期利润持续为负。
- ❑ **高炉生产积极性较低，后续复产空间有限**：春节后第三周，国内高炉日均铁水产量增至230.81万吨，受钢厂低利润的影响，2-3月高炉复产计划驱动不强。根据钢联统计高炉复产检修计划，预计2月高炉日均铁水产量约为231.5万吨，整体复产空间有限。

### 日均铁水产量（更新至2.17）



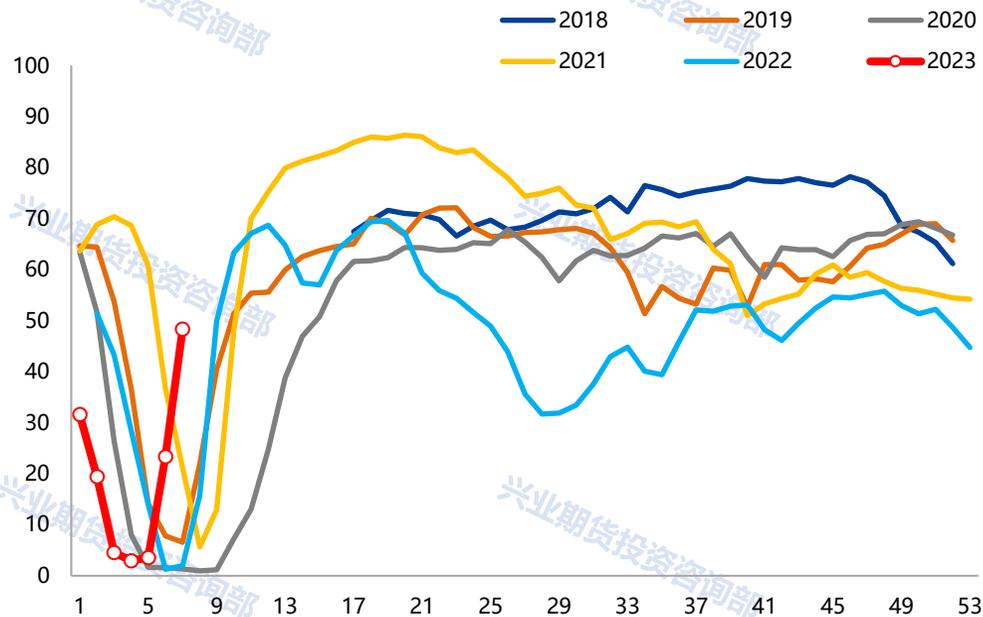
### 高炉即期利润（更新至2.17）



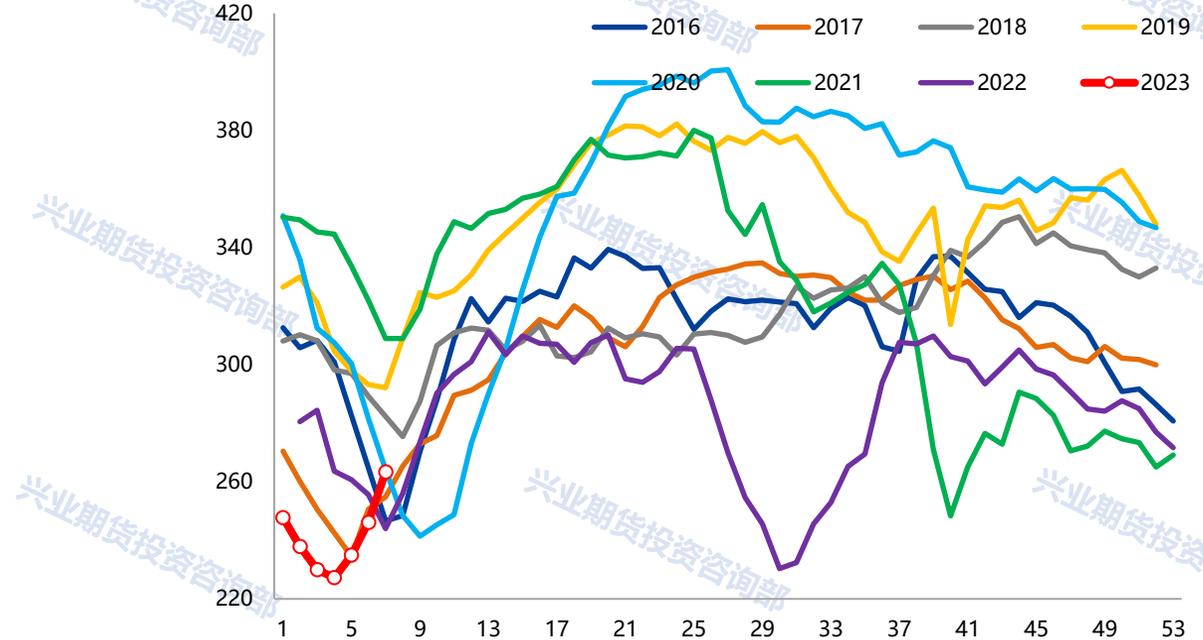
▣ **废钢到货增加，电弧炉延续复产趋势：**富宝统计49家独立电弧炉企业废钢日耗环比增1.9万吨至6.33万吨，70家长流程钢厂（高+转）废钢日耗环比增0.64万吨值12.28万吨，钢联87家独立电弧炉企业产能利用率由23.33%回升至48.34%。本周废钢价格下跌，废钢基地密集出货，钢厂废钢到货已超过日耗。不过目前各区域（除华东-福建）电炉平电生产均亏损，大部分钢厂仍处于错峰生产状态，谷电成本支撑（4000）依然有效。

▣ **螺纹产量连续回升：**伴随高炉、电炉逐步复产，螺纹产量连续回升，但受限于钢厂盈利不佳，以及前期低基数，螺纹供给压力相对可控。

### 87家独立电弧炉企业产能利用率（更新至2.17）

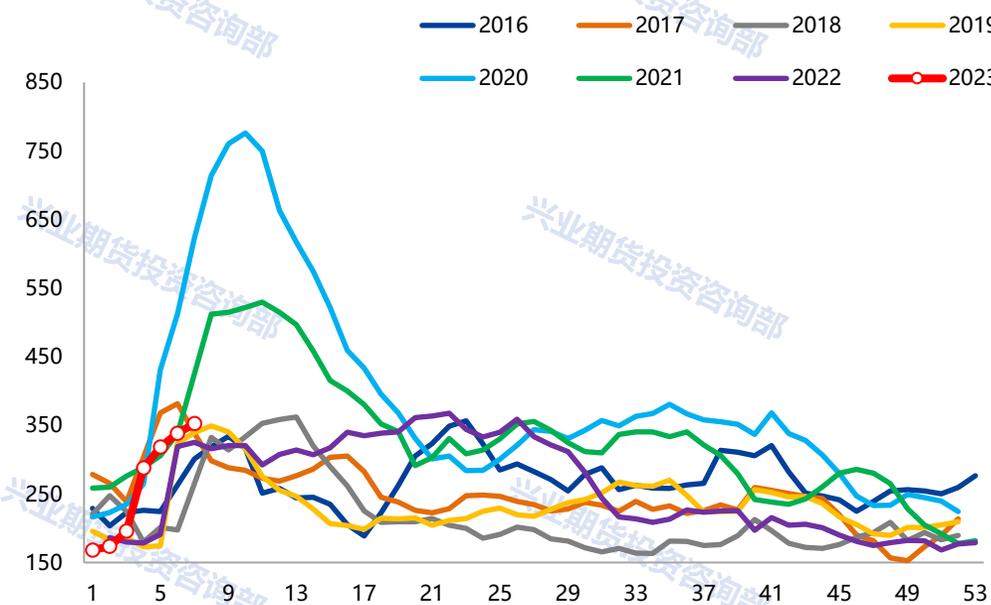


### 螺纹钢周度产量（更新至2.17）

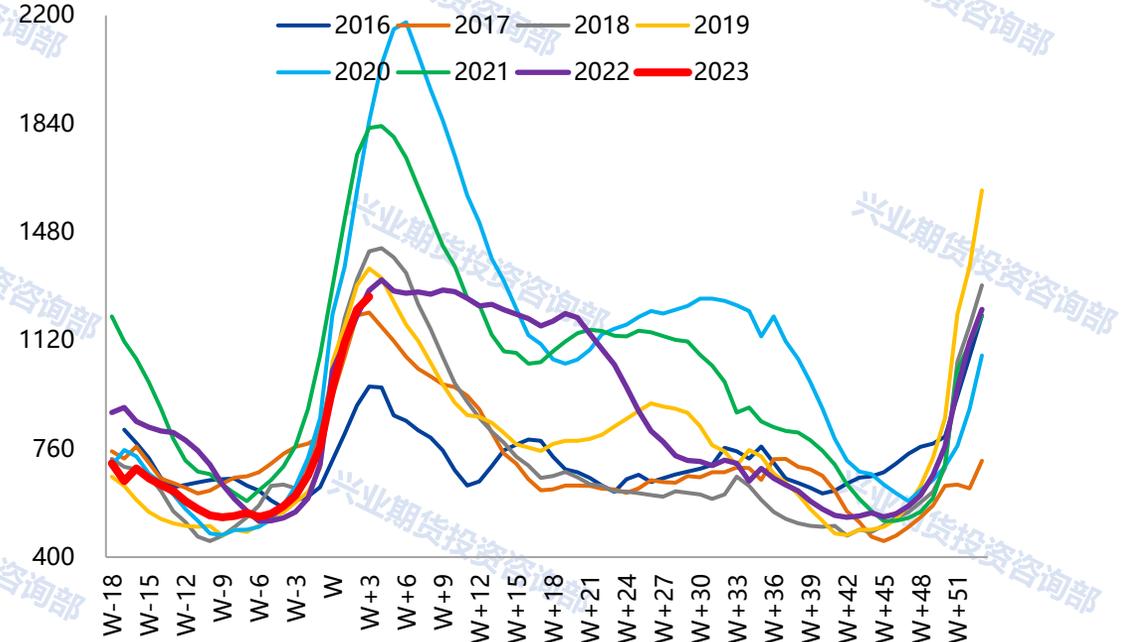


得益于淡季的低产量，螺纹钢被动累库阶段，库存增长较为可控。截至2月17日，螺纹钢生产+社会库存周环比增3.4%值1264.75万吨，同比增幅收敛至5.27%。按农历日期，当前螺纹库存水平仅显著高于2016年春节后高点、略高于2017年春节后高点。考虑到，除2020年因全国性封控，2016年以来每年春节后库存高点基本都出现在节后第3-4周，再结合今年节后供需释放节奏，预计今年库存高点大约在1300-1350万吨之间，库存压力相对可控。并且，2022/2023年冬储期间，钢厂自储比例相对提高，有利于降低节后踩踏风险发生的概率，冬储库存成本（3900-4000）对价格的支撑也较为有效。

### 螺纹钢钢厂库存（更新至2.17）

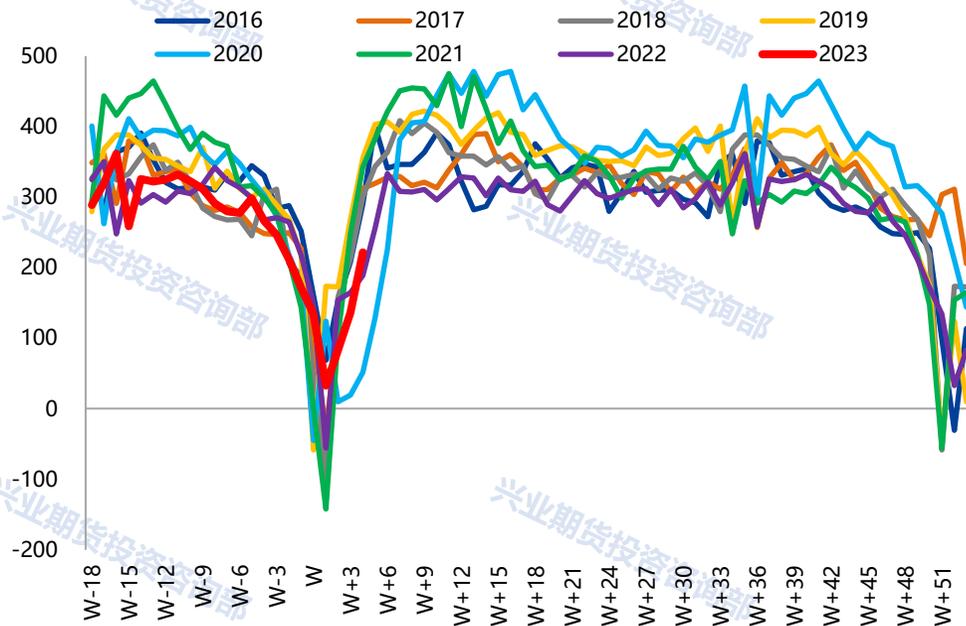


### 螺纹钢钢厂+社会库存（农历，更新至2.17）



□ 本周，百年建筑公布第三轮施工项目复工调研，截至2月14日，全国施工企业开复工率为76.5%，环比提升38.1个百分点，农历同比提升6.9个百分点；劳务到位率68.2%，环比提升24.9个百分点，农历同比下降2.5个百分点。无论是开复工调研数据，还是螺纹钢周度表观消费量数据，均出现较明显的加速回升迹象。综上所述，在国内经济复苏的大背景下，螺纹需求环比回暖的预期依然较强，且供给、库存压力较为可控，螺纹维持会托成本线试多的思路，前多耐心持有。

螺纹钢周度表观消费量（更新至2.17）



全国施工企业复工进度（更新至2.14）

| 区域 | 本轮项目开复工率 | 环比     | 农历同比    |
|----|----------|--------|---------|
| 华东 | 82.48%   | 45.15% | 11.17%  |
| 华南 | 76.15%   | 36.08% | -2.17%  |
| 华中 | 83.58%   | 27.29% | 9.21%   |
| 西南 | 71.03%   | 22.62% | 8.66%   |
| 西北 | 50.67%   | 29.49% | -4.74%  |
| 华北 | 53.46%   | 28.46% | 23.87%  |
| 东北 | 14.29%   | 0.00%  | -26.62% |
| 全国 | 76.51%   | 38.09% | 6.93%   |

# 玻璃

FG

01

浮法玻璃运行产能稳中有降，上半年供应压力逐步减轻

02

下游需求恢复较慢，浮法玻璃“弱现实”压力较强

03

窑线老化及行业亏损，上半年浮法玻璃供给有望继续收缩

04

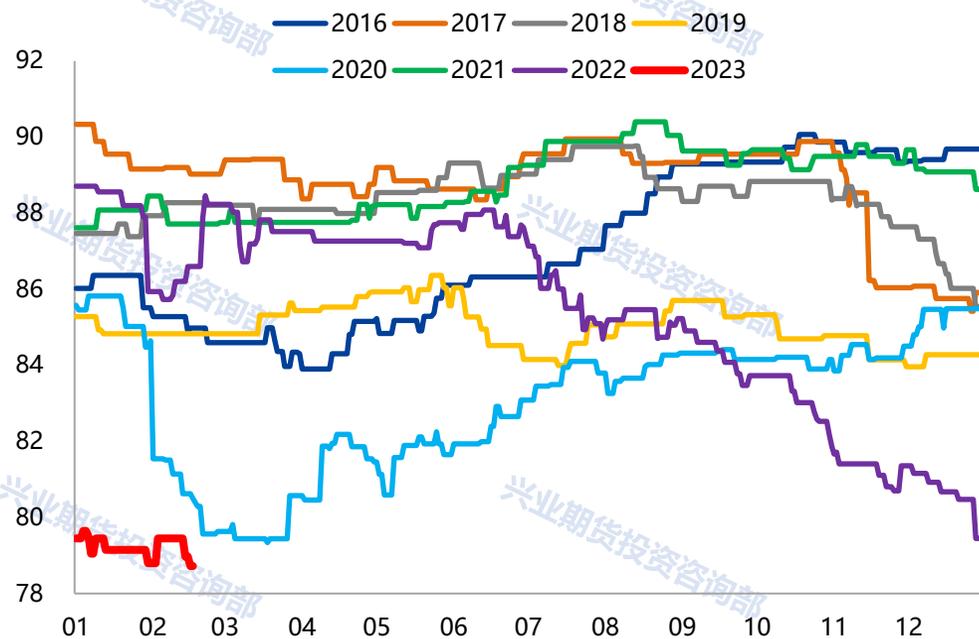
房地产竣工周期有望修复，浮法玻璃需求预期回暖

05

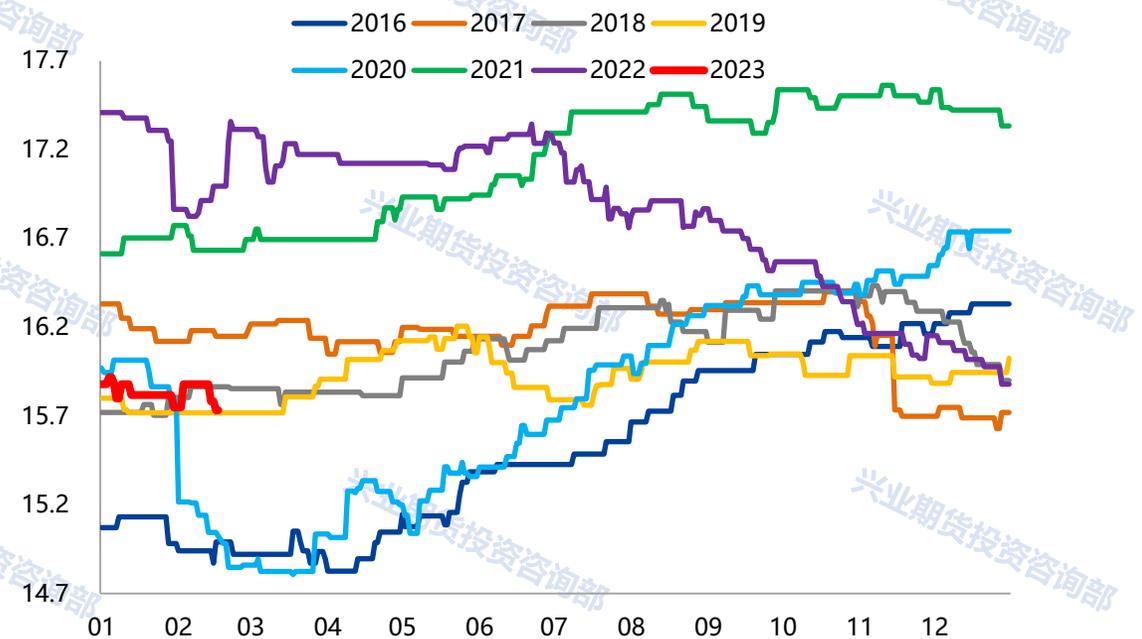
基本面最弱阶段已过去，浮法玻璃多单耐心持有

- 2月17日当周，浮法玻璃行业开工率为77.81%（周环比-1%）；浮法玻璃行业产能利用率为78.72%（周环比-0.73%），本周2条产线放水，一条前期点火产线停止烤窑，整体供应量下滑，截至周五浮法玻璃运行产能15.73万吨/天，周环比减少1450t/d，同比下降7.4%。
- 下周暂无新增产线冷修计划，预计浮法玻璃周产量先降后稳。

### 浮法玻璃产能利用率（日，更新至2.17）



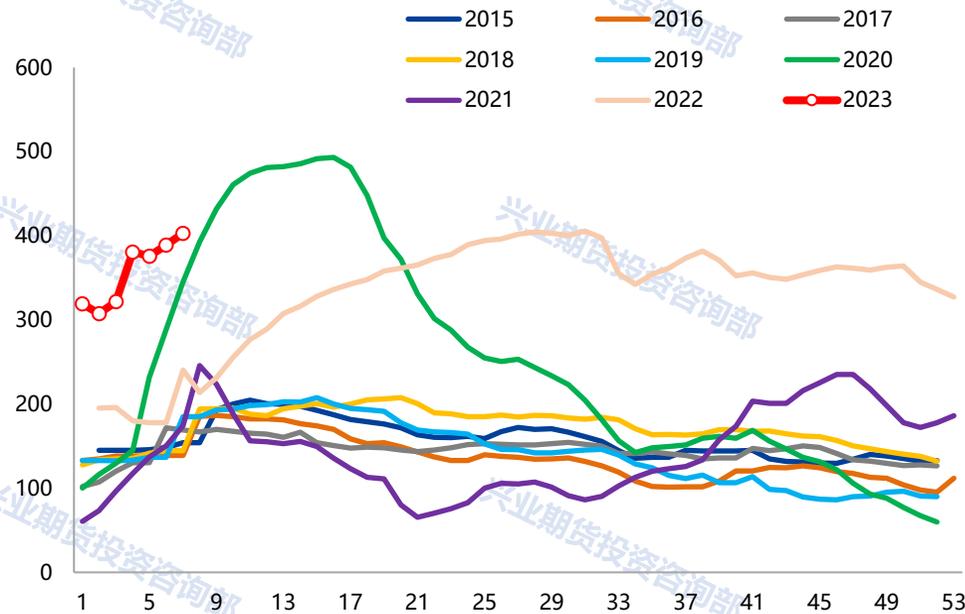
### 浮法玻璃运行产能（日，更新至2.17）



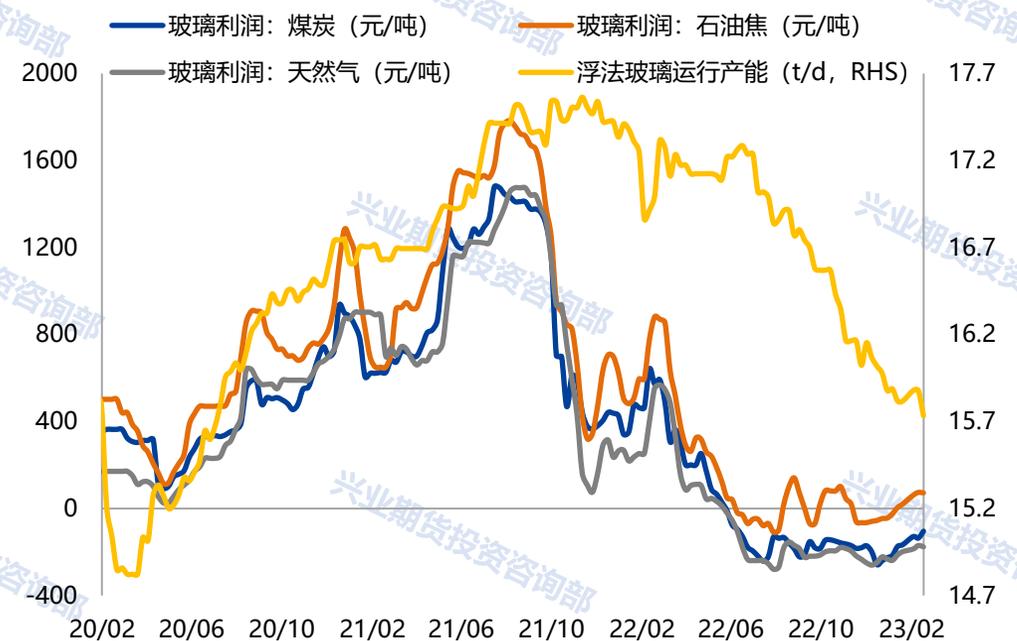
□ 浮法玻璃下游需求恢复较慢，本周浮法玻璃企业综合产销率约为72%，环比上周微降1%，截至2月中旬，下游深加工企业订单天数11.4天，较上期增加0.7天。

□ 导致浮法玻璃生产环节库存继续积累，截至周五浮法玻璃企业库存8058.3万重箱，环比+3.57%，同比增幅扩大至88.48%，“弱现实”的局面依然未得到扭转。

### 浮法玻璃企业库存 (更新至2.17)

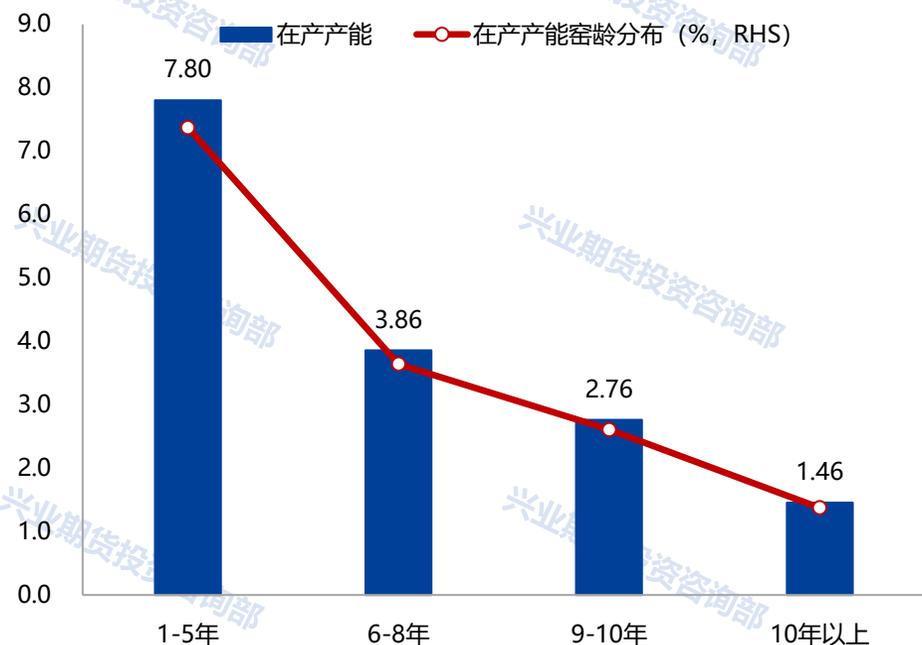


### 浮法玻璃利润 (更新至2.17)

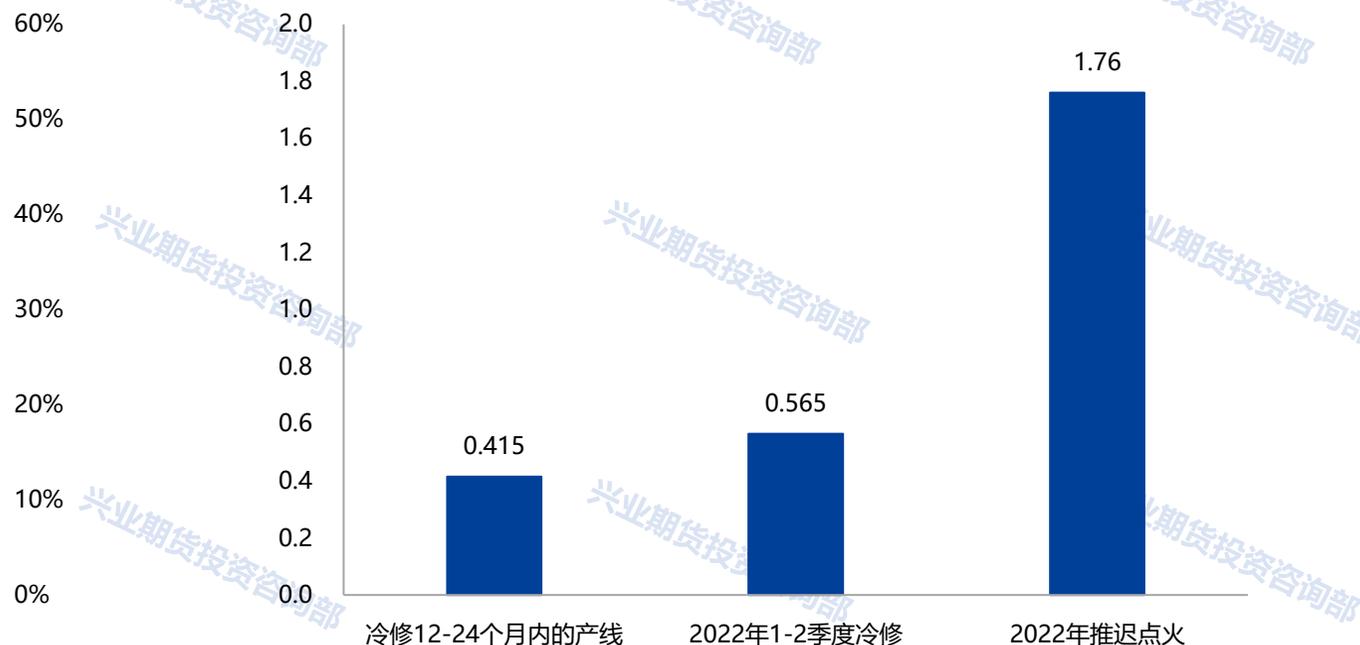


展望2023年，浮法玻璃产能依然存在收缩驱动：（1）高龄在产窑线占比较多，据卓创统计，在产产能中约有9.17%的窑线是10年以上的年，17.4%的窑线是9-10年前投产的，高龄窑线冷修风险尚未完全解除；（2）浮法玻璃盈利依然较弱，截至2月17日，浮法玻璃仅石油焦工艺存在正利润，其余工艺均处于亏损状态，亏损范围约占行业产能的85%。鉴于下游房地产需求改善可能尚需时间，在盈利承压的情况下，上半年浮法玻璃冷修的概率依然相对较高。但进入下半年，如果地产周期逐步修复带动浮法玻璃需求复苏，玻璃企业利润修复至合理水平，冷修接近2年、以及2022年推迟点火的浮法玻璃产线也有复产的可能。因此，预计2023年浮法玻璃总产能小幅下降，节奏上呈现先降后升的趋势。

### 玻璃窑线窑龄结构 (wt/d, %)

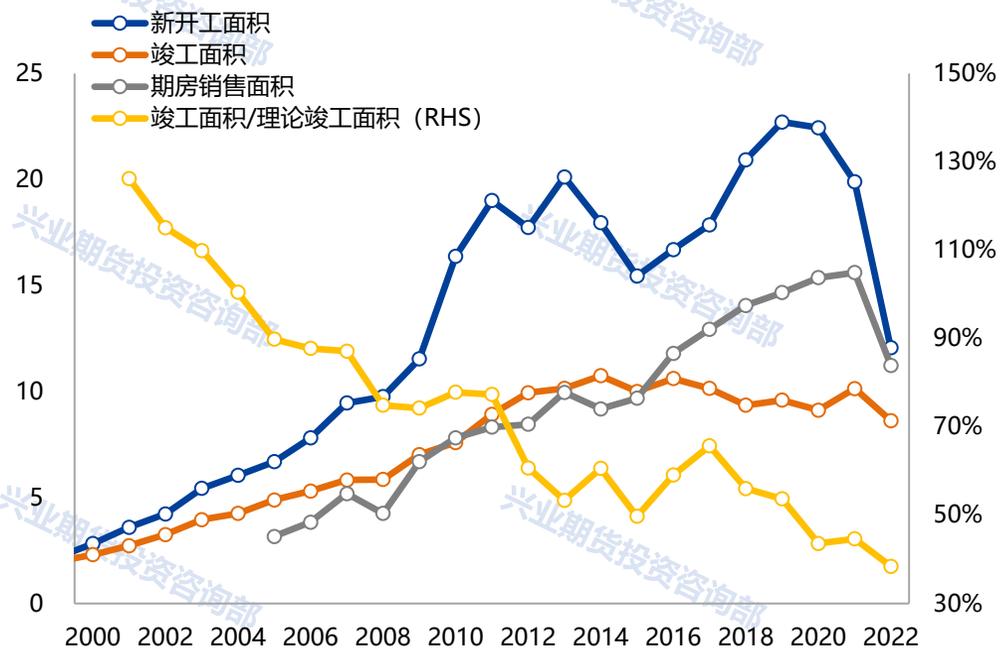


### 2023年浮法玻璃潜在复产空间 (wt/d)



■ 展望2023年，浮法玻璃需求改善预期较强：房地产贡献浮法玻璃75%的消费量。2023年国家稳增长决心较强，全年经济增长目标可能在5%-5.5%，地产作为国民经济的支柱产业，各类宽松政策将继续加码，其中竣工周期修复的确定性较高。即使仅简单假设竣工为2年前新开工的部分，不考虑积累的存量待竣工房屋，中性情况下，2023年商品房竣工面积将同比增长1.7%，若考虑竣工周期拉长、存量已开工待竣工房屋，中性情况下，2023年商品房竣工面积将同比增长5%。有望带动浮法玻璃需求回暖。本周全国工地复工有所加速。截至2月14日，百年建筑调研全国施工企业开复工率为76.5%，环比提升38.1个百分点，农历同比提升6.9个百分点；劳务到位率68.2%，环比提升24.9个百分点，农历同比下降2.5个百分点。

2023-2030年中国商品住宅长期中枢约为12万亿平方米



2023年地产竣工周期修复确定性较高

| 年份   | 理论竣工面积<br>亿平方米 | 实际竣工面积 |      |        | 竣工比例         |              |             | 浮法玻璃产能 (年均值) |      |      | 比例<br>wt/d·万平米 |
|------|----------------|--------|------|--------|--------------|--------------|-------------|--------------|------|------|----------------|
|      |                | 乐观     | 中性   | 悲观     | 乐观           | 中性           | 悲观          | 乐观           | 中性   | 悲观   |                |
|      |                | 亿平方米   |      |        | %            |              |             | wt/d         |      |      |                |
| 2015 | 20.1           | 10.0   |      |        | 49.7%        |              |             | 15.4         |      |      | 1.53           |
| 2016 | 18.0           | 10.6   |      |        | 59.1%        |              |             | 15.5         |      |      | 1.46           |
| 2017 | 15.4           | 10.1   |      |        | 65.7%        |              |             | 16.2         |      |      | 1.59           |
| 2018 | 16.7           | 9.4    |      |        | 56.0%        |              |             | 16.1         |      |      | 1.72           |
| 2019 | 17.9           | 9.6    |      |        | 53.7%        |              |             | 15.9         |      |      | 1.66           |
| 2020 | 20.9           | 9.1    |      |        | 43.6%        |              |             | 15.8         |      |      | 1.74           |
| 2021 | 22.7           | 10.1   |      |        | 44.6%        |              |             | 17.1         |      |      | 1.69           |
| 2022 | 22.4           | 8.6    |      |        | 38.4%        |              |             | 16.9         |      |      | 1.95           |
| 2023 | 19.9           | 9.4    | 8.8  | 7.6    | 47.3%        | 44.1%        | 38.4%       | 16.2         | 15.1 | 13.1 | 1.72           |
| YOY  |                | 9.1%   | 1.7% | -11.4% | 19-21<br>年均值 | 20-21<br>年均值 | 等于<br>2022年 | 15.9         |      |      |                |
| 当前   |                |        |      |        |              |              |             |              |      |      |                |

## ■ 黑色金属品种策略（玻璃）：基本面最弱阶段已过去，浮法玻璃多单耐心持有

□ 综上所述，现阶段浮法玻璃下游需求恢复慢，高库存继续被动增加的“弱现实”压力依然存在，但展望全年，浮法玻璃产能可能将继续小幅收缩，而地产竣工周期修复确定性较高，浮法玻璃需求复苏预期尚存，下半年修复节奏或相对更快。浮法玻璃基本面最弱的阶段已经过去，底部相对明确，建议浮法玻璃维持逢低试多的思路，前多耐心持有。

兴业期货投资咨询部

# 纯碱

SA

01

1季度纯碱新增产能有限，预计开工将维持高位

02

光伏投产对冲浮法冷修影响，纯碱需求支撑较强

03

5月以前纯碱将保持紧平衡，行业低库存格局将延续

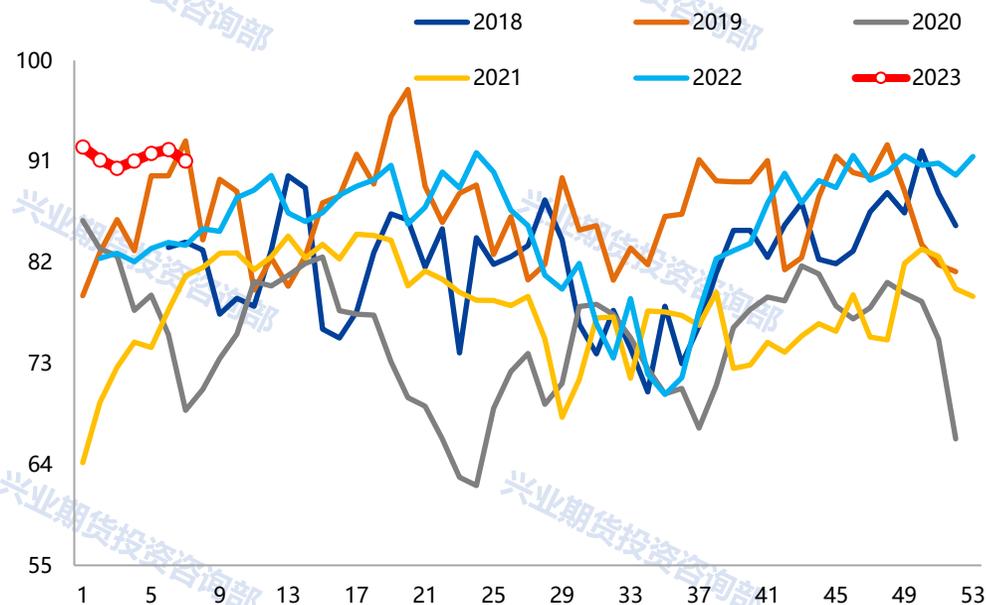
04

纯碱05合约缺乏大幅调整的基础，前多仍可耐心持有

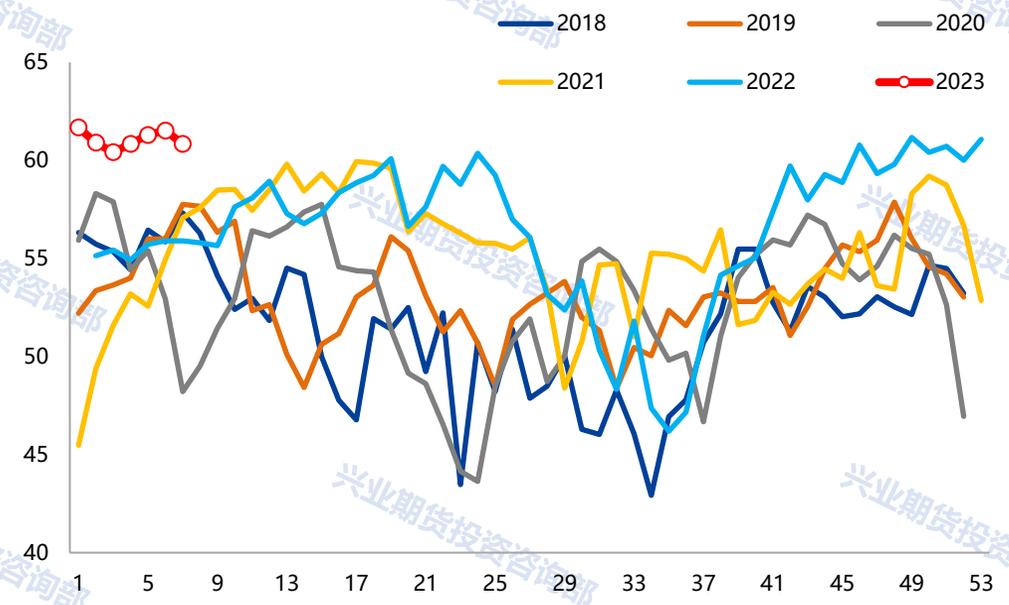
❑ **开工率偏高，新增产能投产前供给偏刚性：**2月17日当周纯碱企业周度开工率为91.04%，环比降1.03%，周度产量60.83万吨，环比下降0.69万吨。下周金山装置将恢复，纯碱开工重心呈现上移趋势，预期周度开工维持再91-92%，产量61-62万吨左右。

❑ **5月前，新增产能投产有限：**2023年1季度计划投产的纯碱产能仅重庆湘渝、安徽红四方各20万吨；德邦60万吨新增产能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。2023年虽然是纯碱投产大年，供需结构转折点主要取决于远兴产能投产时间，本周消息，远兴阿拉善项目继续稳步推进，黄河供水工程管线充水工作顺利完成。

### 纯碱装置开工率（更新至2.17）



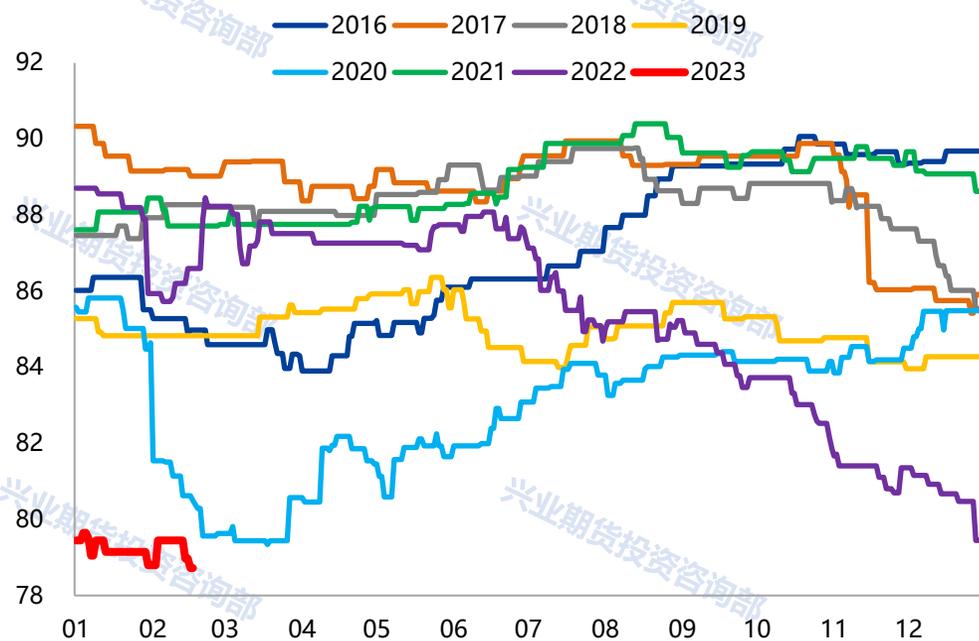
### 纯碱周度产量（隆众，更新至2.17）



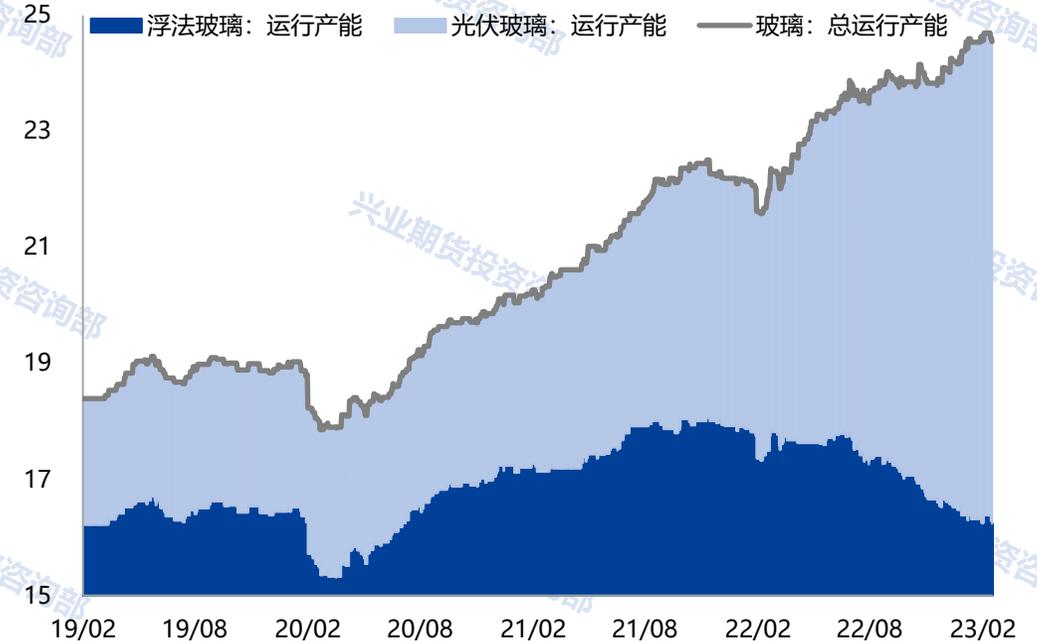
□ **地产销售、竣工修复预期较强，全年浮法玻璃冷修规模有限：**2023年政府稳增长决心较强，全年经济增长目标在5%-5.5%，地产作为国民经济支柱产业，宽松政策将继续加码，地产销售、竣工周期修复预期较强，且浮法玻璃运行产能已较2022年高点累计下降9.6%，浮法玻璃供需结构改善预期尚存，行业尚未亏损现金流，因此2023年浮法玻璃新增冷修计划的总规模较2022年较为有限。

□ **光伏玻璃产能继续投产，对冲浮法冷修影响：**2023年依然是光伏玻璃投产大年，仅在建产线2023年投产计划就高达4.9万吨/天，我们预计光伏玻璃产能实际投产规模将达到3.6万吨/天，新增产能与2022年接近，远高于浮法玻璃冷修计划量。

### 浮法玻璃产能利用率（日，更新至2.17）



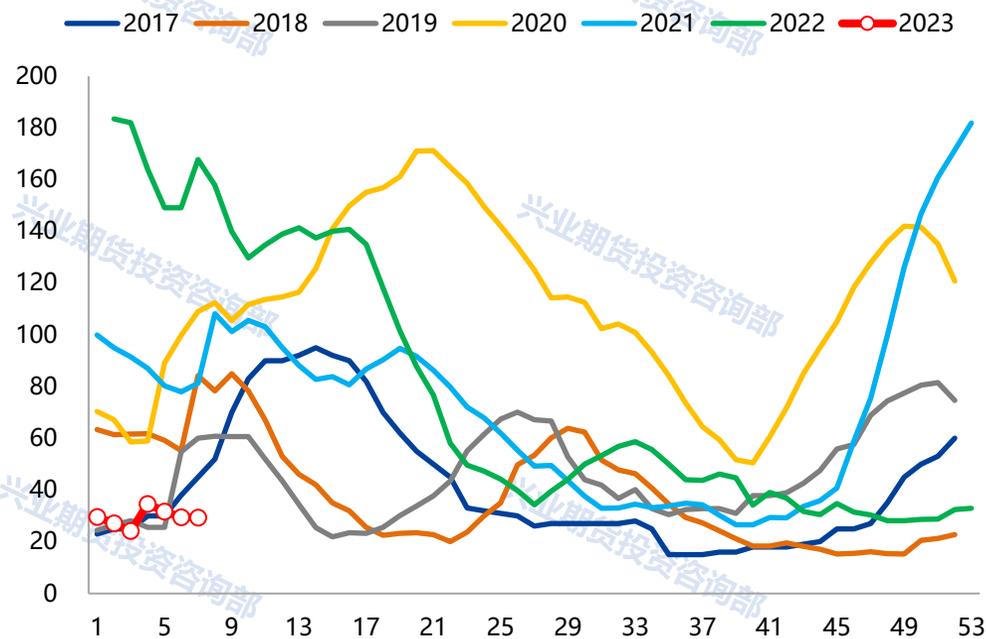
### 光伏玻璃产能投产对冲浮法冷修影响（更新至2.17）



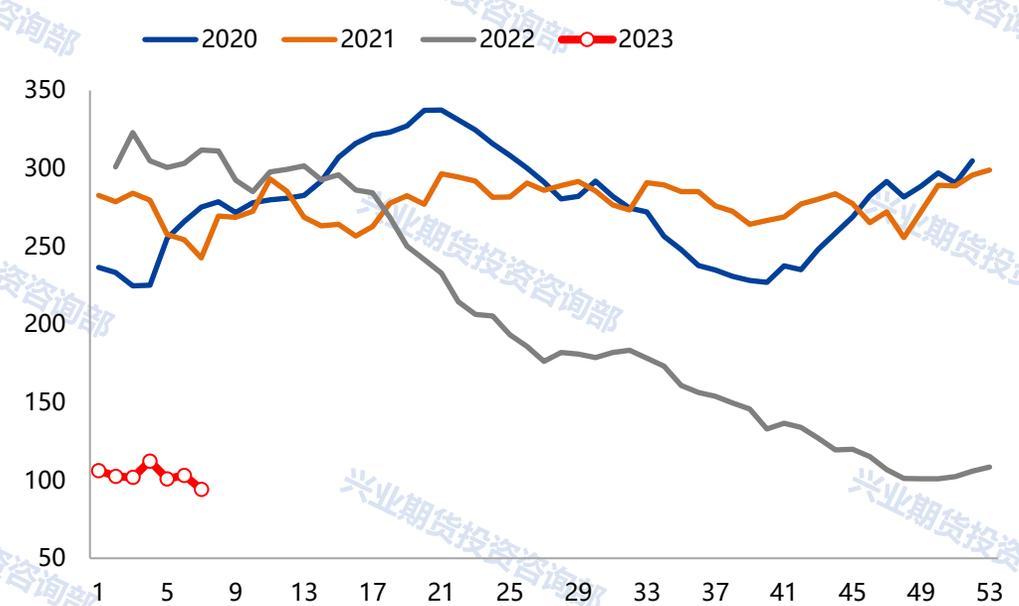
□ 纯碱各环节库存均偏低，低库存有望延续至5月：（1）生产环节库存：2月17日，29.35万吨，环比下降0.13万吨（-0.44%）；（2）社会库存：小幅度增加，环比基本持平；（3）玻璃企业纯碱库存：37%的玻璃样本统计厂区库存17.49天，降2.86天；45%的样本16.84天，降2.46天；50%的样本接近16.64天，降2.54天；（4）总社库：2月17日，纯碱总库存94.33万吨，前值103.27万吨，依然显著低于2020-2022年同期。

□ 预计远兴产能投产前，纯碱供需结构仍将维持紧平衡结构，低库存有望延续至5月。

### 纯碱企业库存（更新至2.17）



### 纯碱总库存（更新至2.17）



从微观市场情绪看，春节后纯碱期现价格出现滞涨迹象，近远月价差震荡运行，持仓量向远月转移，5月合约资金推涨力度有所减弱。原因有多重，包括春节后浮法玻璃弱现实的压制、远兴能源装置投产进度的不确定性、以及周五山东海化宣布拟用不超过6亿元的自有资金，参与纯碱期货品种套期保值业务。但上述原因难以实质性扭转5月以前纯碱供需紧平衡，以及行业库存偏低的格局，05合约缺乏大幅调整的基础，因此我们仍建议耐心持有纯碱05合约多单。

纯碱量价指标变化 (2022.11.4-2023.2.17)

| 项目    |       | 11/04 | 11/11 | 11/18 | 11/25 | 12/02 | 12/09 | 12/16 | 12/23 | 12/30 | 01/06 | 01/13 | 01/20  | 02/03 | 02/10 | 02/17 |
|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|
| 现货    | 华中主流价 | 2800  | 2700  | 2700  | 2700  | 2730  | 2730  | 2730  | 2730  | 2830  | 2850  | 2850  | 2850   | 3000  | 3000  | 3000  |
| SA303 | 收盘价   | 2,242 | 2,356 | 2,469 | 2,591 | 2,698 | 2,766 | 2,872 | 2,784 | 2,899 | 2,999 | 3,123 | 3,130  | 3,100 | 3,002 | 3,029 |
|       | 持仓量变化 | 2.74  | 1.34  | 1.34  | 2.28  | 0.16  | 1.44  | 0.74  | -0.09 | -0.20 | 1.13  | -1.56 | -3.55  | -4.08 | -2.71 | -0.92 |
|       | 基差    | 558   | 344   | 231   | 109   | 32    | -36   | -142  | -54   | -69   | -149  | -273  | -280   | -100  | -2    | -29   |
| SA305 | 收盘价   | 2,097 | 2,219 | 2,353 | 2,428 | 2,580 | 2,640 | 2,754 | 2,652 | 2,740 | 2,819 | 2,956 | 3,022  | 2,994 | 2,899 | 2,928 |
|       | 持仓量变化 | 0.99  | 4.57  | 5.35  | 9.66  | 20.04 | 13.52 | 11.98 | -7.41 | -3.79 | 19.82 | 5.33  | -15.98 | 7.28  | -8.23 | -1.70 |
|       | 基差    | 703   | 481   | 347   | 272   | 150   | 90    | -24   | 78    | 90    | 31    | -106  | -172   | 6     | 101   | 72    |
|       | 3-5价差 | 145   | 137   | 116   | 163   | 118   | 126   | 118   | 132   | 159   | 180   | 167   | 108    | 106   | 103   | 101   |
| SA309 | 收盘价   | 1,861 | 1,940 | 2,008 | 2,003 | 2,175 | 2,285 | 2,387 | 2,304 | 2,381 | 2,404 | 2,390 | 2,525  | 2,554 | 2,564 | 2,486 |
|       | 持仓量变化 | 0.38  | 0.69  | 1.36  | 2.18  | 2.30  | 0.45  | 1.40  | -0.27 | 0.05  | 1.95  | 5.12  | -0.66  | 4.06  | 5.62  | 3.65  |
|       | 基差    | 939   | 760   | 692   | 697   | 555   | 445   | 343   | 426   | 449   | 446   | 460   | 325    | 446   | 436   | 514   |
|       | 5-9价差 | 236   | 279   | 345   | 425   | 405   | 355   | 367   | 348   | 359   | 415   | 566   | 497    | 440   | 335   | 442   |

# 棕榈油

P

01

阿根廷减产预期较强，国内油脂下方存支撑

02

主产国季节性减产延续，国内库存现向下迹象

03

绝对与相对价格均处低位，棕榈油多头安全边际较高

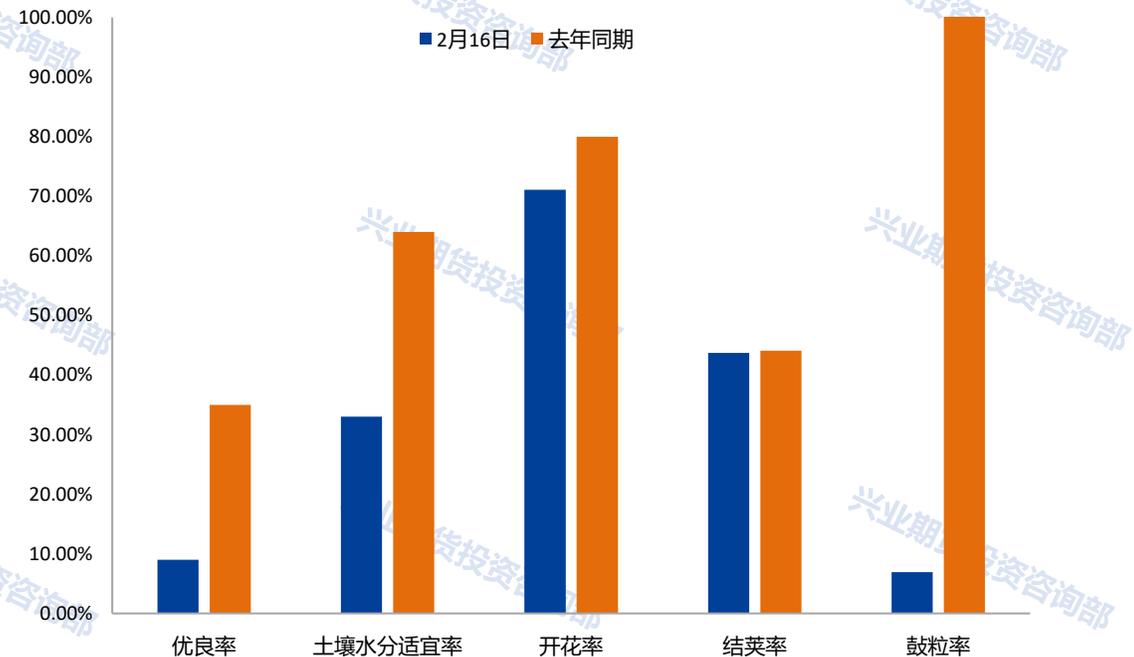
▣ USDA下调全球大豆产量、压榨量和期末库存。产量下调主要因为高温干旱等天气因素，阿根廷大豆产量环比下调450万吨至4100万吨，布交所也同样下调了阿根廷产量300万吨至3800万吨。

▣ 截至2月16日，阿根廷布宜诺斯艾利斯谷物交易所2022/23年度大豆报告汇总：阿根廷大豆作物状况评级优良为9%（上周13%，去年35%）；土壤水分33%处于有益到适宜（上周39%，去年64%）；大豆开花率为71.1%，去年同期为80%；结荚率为43.7%，去年同期为44.1%；鼓粒率为6.9%，去年同期为10.4%。目前阿根廷天气仍处于偏干旱，不排除产量预估会有进一步下调，对美豆及国内油脂均存在支撑。

USDA大豆数据

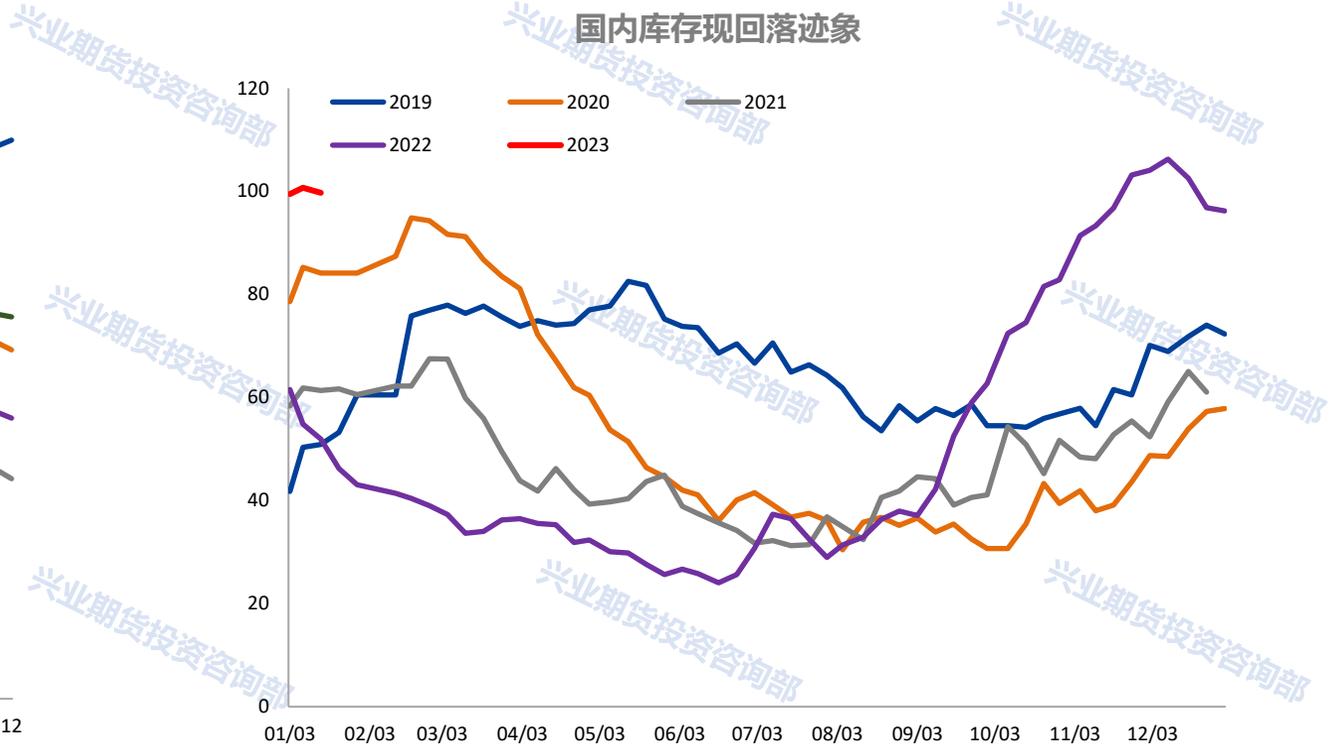
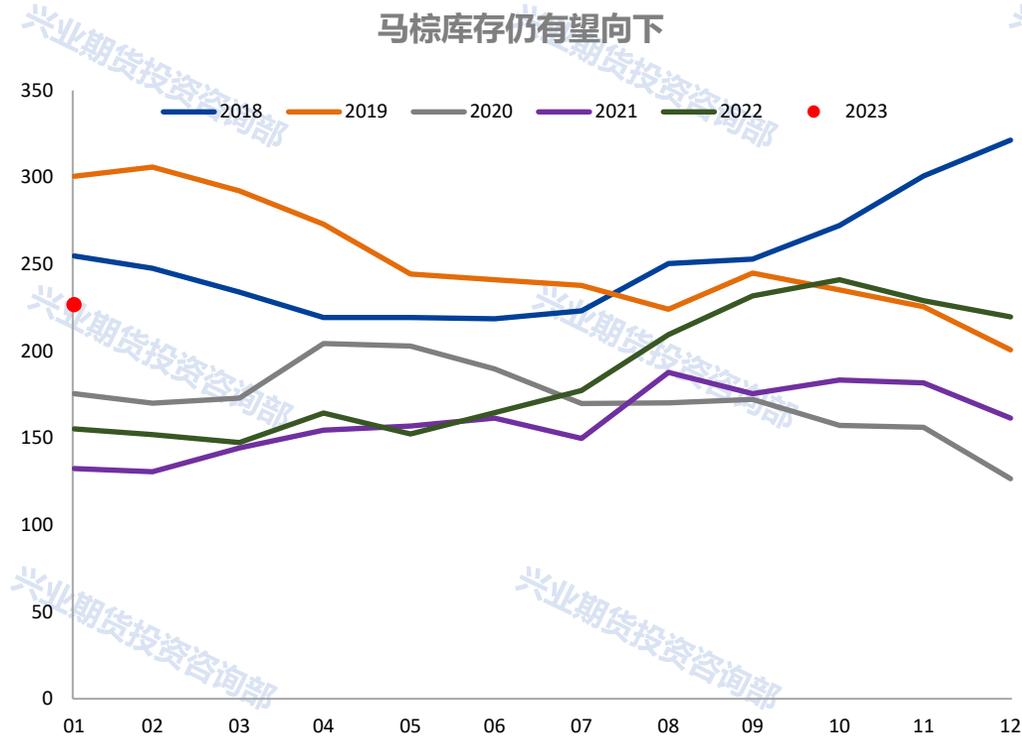
|          | 全球大豆期末库存<br>(亿蒲式耳) | 美国大豆期末库存<br>(亿蒲式耳) | 阿根廷大豆产量<br>(万吨) | 巴西大豆产量<br>(亿吨) |
|----------|--------------------|--------------------|-----------------|----------------|
| USDA2月数据 | 1.0203             | 2.25               | 4100            | 1.53           |
| 预估均值     | 1.0203             | 2.11               | 4234            | 1.5301         |
| 预估最高值    | 1.055              | 2.3                | 4500            | 1.542          |
| 预估最低值    | 1                  | 1.76               | 3800            | 1.52           |
| USDA1月数据 | 1.0352             | 2.1                | 4550            | 1.53           |

阿根廷大豆种植情况



□ 马来西亚方面，最新MPOB数据显示，1月棕榈油产量较上月继续下滑，但出口量下滑幅度更为明显，库存较上月增加3.26%。整体数据中性偏空。但目前产量仍处于历史平均水平，且印度斋月节将至，叠加印尼B35生物柴油计划，将进一步刺激马来西亚出口需求修复，马棕库存仍有望向下。

□ 国内方面，虽然目前库存仍处于相对高位，但从周度数据来看，目前已经出现回落迹象，后续随着餐饮消费的不断复苏，库存或进一步向下。



□ 由于生柴的不断推进，棕榈油与原油的相关性不断抬升。目前棕榈油与原油的比值正处于趋势线下方，从相对价格的角度来看，棕榈油价格仍有抬升空间。

□ 从绝对价格来看，目前棕榈油价格正处于近一年半以来低位，且从棕榈油和其他农产品走势来看，目前棕榈油价格处于明显低估状态。在供需端边际修复的驱动下，棕榈油价格易涨难跌。



# 棉花

CF

01

新年度植棉意向下降、产量预计减少

02

棉市需求逐步复苏，纺服开工维持高位稳定

据棉花信息网调研数据显示，48%的农户植棉意向面积较去年持平，34%的农户表示2023年将减少植棉面积。主要原因在于土地承包费较高、上一年度籽棉收购价较低，整体植棉成本居高不下。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。

2023国内植棉意向下降明显

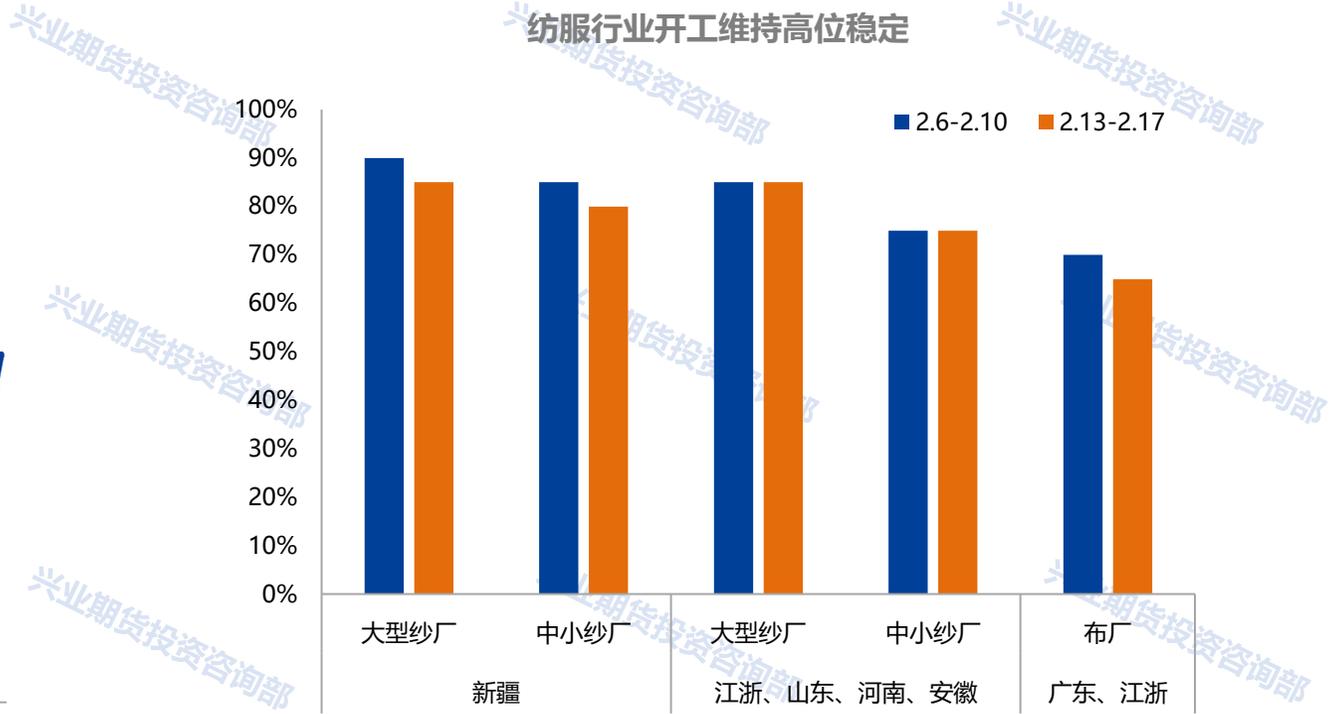
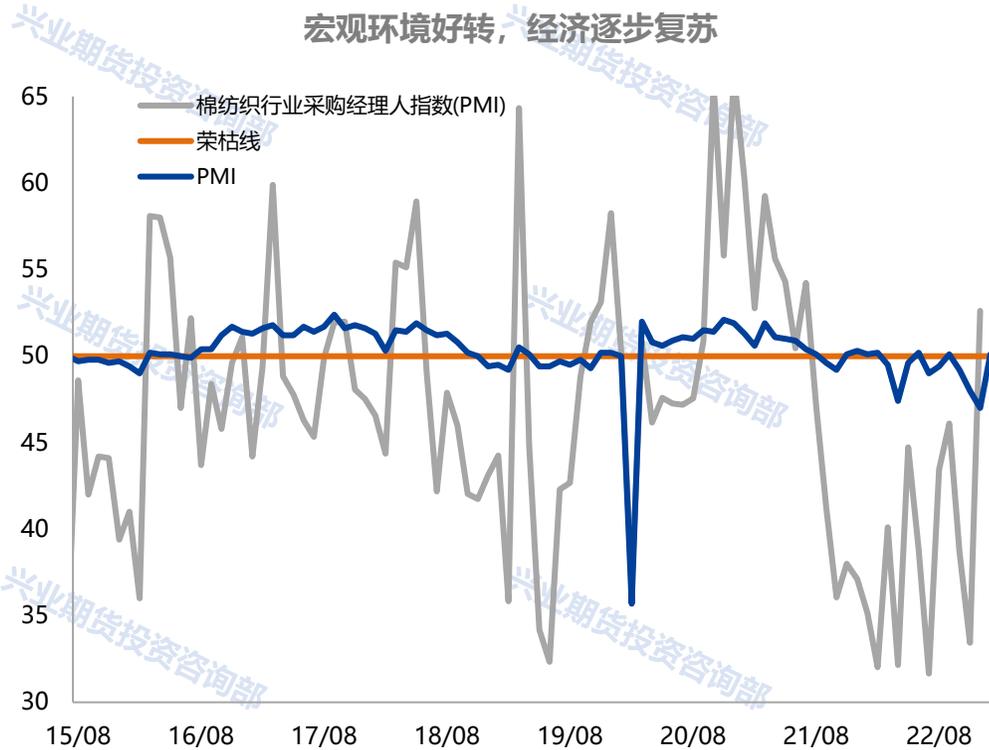
|             | 2023面积 (万亩) | 较上年变化        | 2023产量 (万吨)  | 较上年变化        |
|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| 新疆          | 3636        | -1.6%        | 567.2        | -5.8%        |
| 甘肃          | 34.5        | 0.0%         | 3.6          | 0.0%         |
| 山东          | 161.5       | -4.4%        | 13.9         | -4.8%        |
| 河北          | 170.5       | -4.7%        | 15.3         | -12.6%       |
| 河南          | 34.5        | -4.4%        | 2.9          | -3.3%        |
| 湖北          | 56.8        | -10.0%       | 3.9          | -11.4%       |
| 安徽          | 37.7        | -8.3%        | 2.6          | -10.3%       |
| 湖南          | 32.2        | 0.0%         | 2.4          | 0.0%         |
| 江苏          | 10.1        | -16.5%       | 0.8          | -11.1%       |
| 内地合计        | 571         | -5.2%        | 48.1         | -7.9%        |
| <b>全国合计</b> | <b>4207</b> | <b>-2.2%</b> | <b>615.3</b> | <b>-6.1%</b> |

本年度产量预计减少

|             | 2021/22     | 2022/23     | 2023/24     |
|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>总供应</b>  | <b>1319</b> | <b>1406</b> | <b>1436</b> |
| 期初库存        | 562         | 581         | 641         |
| 产量          | 583         | 655         | <b>615</b>  |
| 进口          | 174         | 170         | 180         |
| <b>总需求</b>  | <b>738</b>  | <b>765</b>  | <b>770</b>  |
| 纺棉消费        | 690         | 718         | 723         |
| 其他消费        | 45          | 45          | 45          |
| 出口          | 3           | 2           | 2           |
| <b>期末库存</b> | <b>581</b>  | <b>641</b>  | <b>666</b>  |

国内1月制造业与非制造业PMI均回升至临界点以上，去年九月以来首次上升。2023年防疫政策优化后，扩大内需政策逐步推开、服装家纺消费持续升温，纺企补库意愿进一步恢复，棉市需求逐步复苏。

纺服行业来看，各地区纱厂的开机率基本稳定，新疆及河南地区的大型纱厂平均开机在85%左右，中小型纱厂在80%左右。内地大型纱厂平均开机在85%以上。调研显示企业认为3月份会有夏季订单到来，对于下游的需求长期向好给予肯定，中短期有待验证，市场整体信心仍然相对充足。



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