



官方微信



官方APP

2023年1月第3周核心策略推荐：

基本面改善信号强化，大类风险资产整体持多头思路

上海 2023.1.15

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) 2023年稳增长目标明确, 31省市加权GDP增长目标为5.6%; (2) 12月社融信贷数据不及预期, 居民部门超储攀升, 但企业中长期贷款继续多增; (3) 预防性储蓄叠加投资性支出下滑, 2022年居民部新增存贷规模差高达14万亿; (4) 2019-2022年, 我国居民部门积累大量超储储蓄; (5) 如若超储释放, 对消费及地产销售拉动作用明显; (6) 疫情高峰已过, 消费场景快速修复; (7) 稳增长政策加码, 居民超储释放, 总需求修复预期较强; (8) 2023年地产宽松政策仍将继续加码。

□ 中观面驱动因素要点:

期货策略:

(1) 沪深300 (买入IF2302, 单边, 移仓): A股业绩改善预期得到强化, 且估值存在较大扩张空间, 情绪面、资金面将形成正反馈, 沪深300指数的多头配置价值依旧最高。

(2) 十年期国债 (卖出T2303, 单边, 持有): 宏观经济复苏预期不断抬升, 市场风险偏好明显改善, 23年货币政策总量宽松存制约, 预计将以结构性宽信用为主要发力点。且从目前债市的绝对价格和相对价格来看, 国债期货易跌难涨。

(3) 沪胶 (卖出RU2305, 单边, 持有): 车购税恢复削弱终端市场需求预期, 节前车企开工保持低迷, 而进口市场补充作用增强, 港口库存加速累库, 天然橡胶供增需减预期持续兑现。

(4) 纯碱 (买入SA305, 单边, 持有): 供需维持紧平衡, 低库存有望持续至5月, 纯碱多单耐心持有, 短期警惕监管风险。

(5) 铁矿 (买入I2305, 单边, 持有): 节前补库结束, 监管风险提高, 短期调整压力增加, 但节后铁矿供需仍有阶段性错配压力, 铁矿新单持调整后做多05合约的思路。

核心摘要 (2) : 市场展望

□ 中观面驱动因素要点:

期货策略:

(6) 棕榈油 (买入P2305, 单边, 持有): 主产国进入减产季, 产量与库存均出现回落, 国内消费复苏预期较强, 需求有望逐步改善, 且目前棕榈油绝对价格与相对价格均处于历史偏低水平, 存在反弹空间。

(7) 棉花 (买入CF305, 单边, 新增): 终端消费进入底部区间, 未来随经济复苏反弹空间较大, 棉花新多入场。

期权策略:

(1) 聚丙烯 (看涨比率价差, 组合, 新增): 供应宽松利空已被市场消化, 随着需求预期向好, PP价格有望持续上涨。当前期权和期货波动率均处于历史低位, 未来价格波动幅度将加剧, 建议利用期权组合捕捉上涨行情。

宏观

MACRO

01

国内：稳增长政策加码，居民超储待释放，
2023年总需求修复预期较强

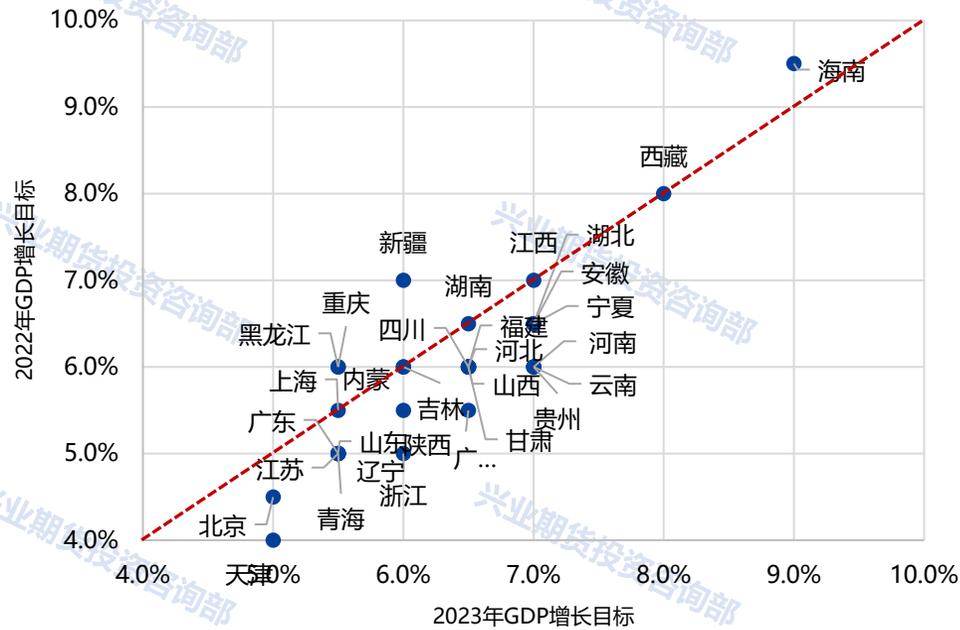
兴业期货投资咨询部

国内经济：2023年稳增长目标明确，31省市加权GDP增长目标为5.6%

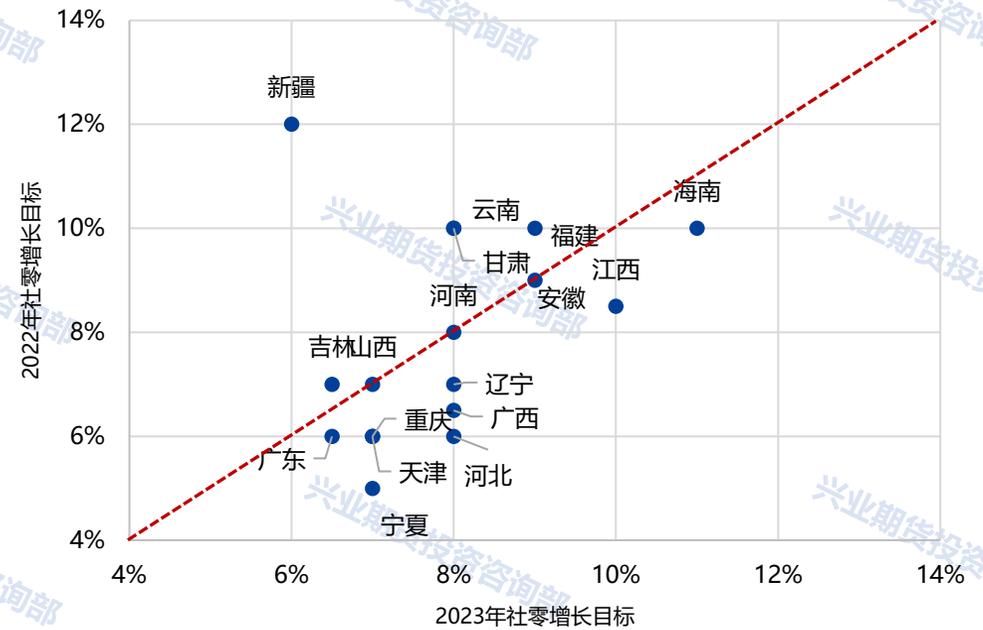
全国31省市已公布2023年GDP增长目标，加权后全国2023年经济增速目标为5.6%，较2022年初目标降低0.5%，也高于市场此前预期的5%。其中近七成省份较2022年目标下调0.1-1个百分点。

另外，全国31省市共有17省市公布2023年社零增长目标，其中10省市较2022年下调社零增长目标，17省市社零增速均值8%，众数为7%。

2023年31省市GDP增长目标



2023年31省市社零增长目标



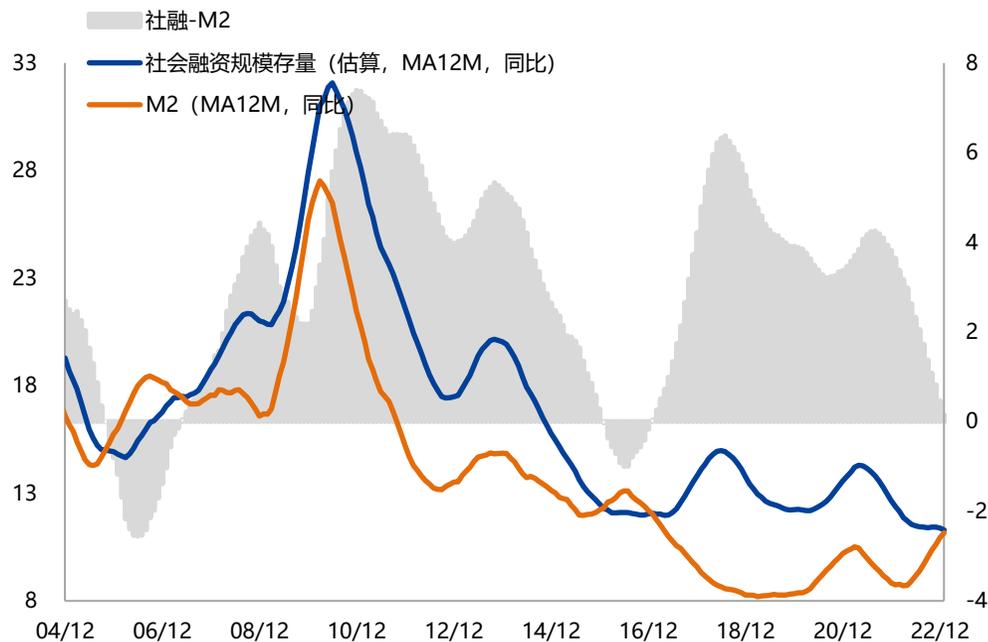


12月新增社融1.31万亿元，同比少增1.05万亿元，略低于市场预期；社融存量增速为9.6%，较11月下降0.4个百分点。从分项看，实体企业与非标同比改善，企业债与政府债同比走弱。

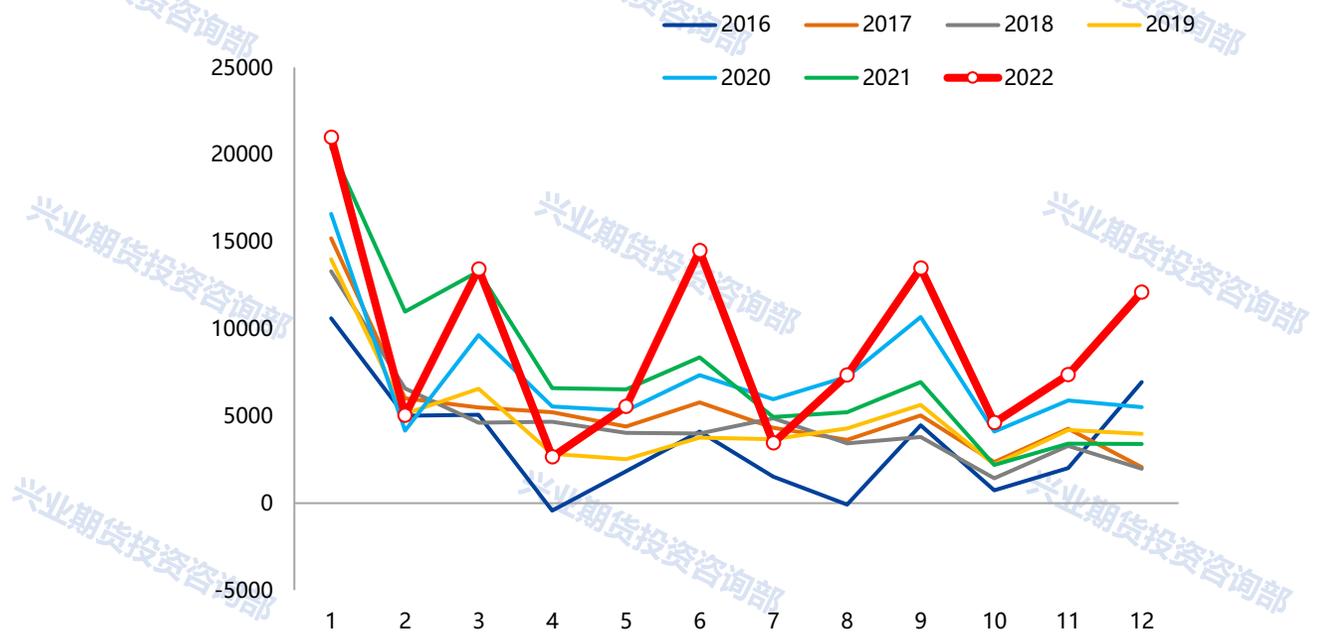
12月实体信贷新增1.44万亿元，同比多增4300亿元，居民信贷疲软，但企业中长期贷款表现亮眼，主要受政策引导、季节性因素共振以及企业债融资难度加大和成本上升影响。

12月M2同比增长了11.8%，较11月下降了0.6个百分点。从存款结构看，居民存款同比多增大约1万亿元。2022年居民部门超额储蓄规模大幅攀升。

2022年宽信用不理想

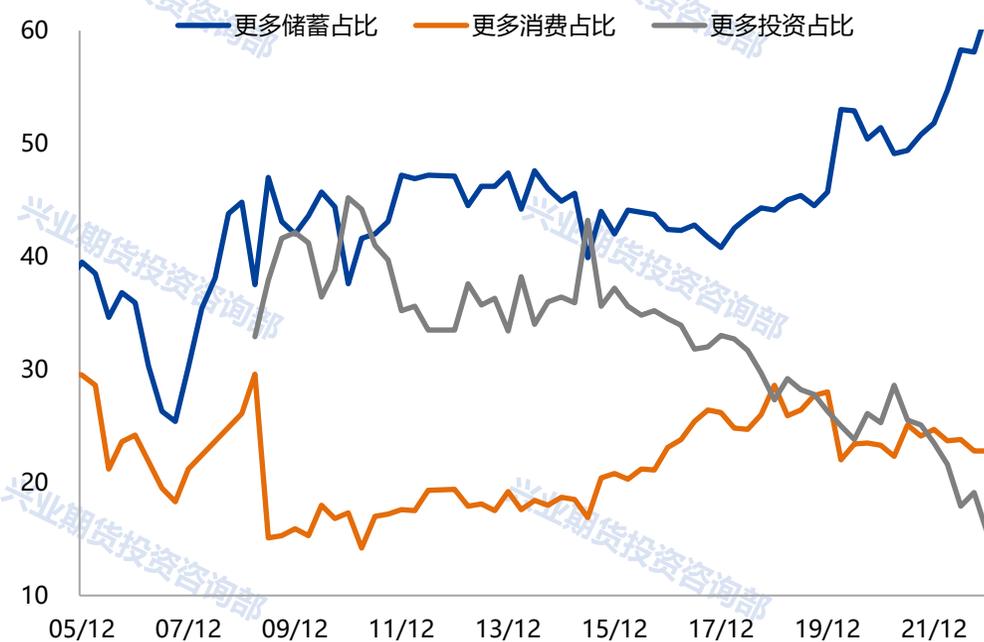


企业中长期贷款连续多增

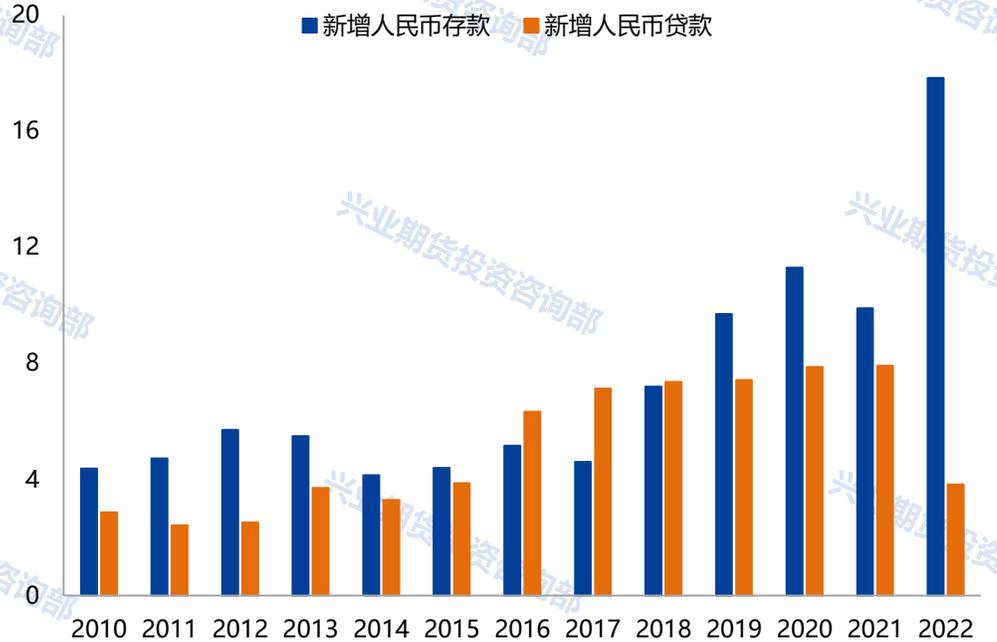


由于收入预期下滑，居民减少消费增加预防性储蓄，以及房地产爆雷、银行理财收益下滑，居民减少投资性支出，2022年中国居民部门超额储蓄规模大幅增加。2022年，居民部门新增存款17.84万亿，而新增贷款仅3.83万亿，存贷款规模差扩大至14万亿。

2023年居民超额储蓄来源为投资性支出及消费性支出下降



2023年新增居民贷款较新增居民存款少14万亿



根据中性估计，2019-2022年期间，居民部门累计增加超储13.7万亿，规模可观，其中消费下滑贡献的超储规模为6.25万亿，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	消费下滑贡献的超储储蓄
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

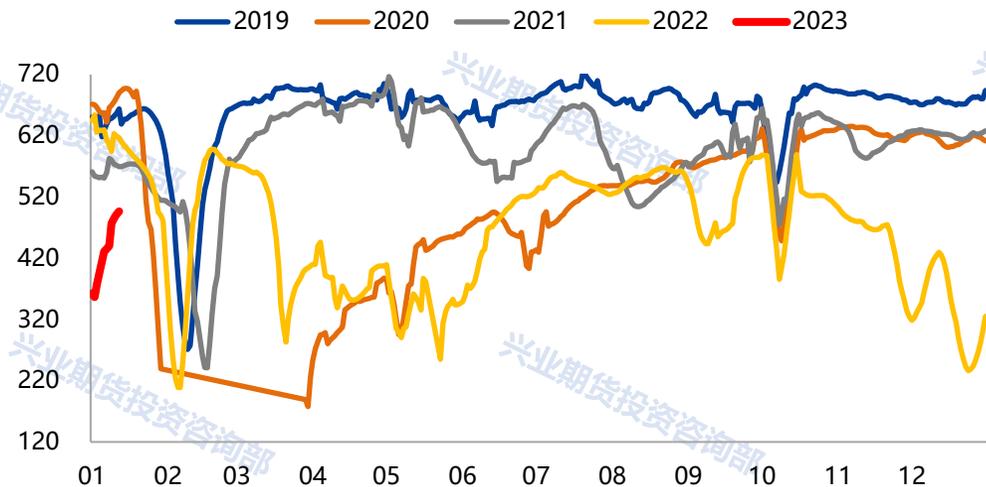
单位：万亿	2019-2022年消费下滑贡献的超储		
		16.16	13.70
2019-2022年投资性支出下滑贡献超储	9.91	7.45	5.73

□ 由于超储来源不同，超储释放作用的领域也不尽相同。消费下降贡献的超储释放，一般将运用于可选消费，投资性支出下降贡献的超储，一般运用于地产及权益等其他资产的配置。以此为假设，考虑到超储不会1年即释放完，如果2023年居民4年积累的超储如果释放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%和6.7%，对总需求的修复作用较大。

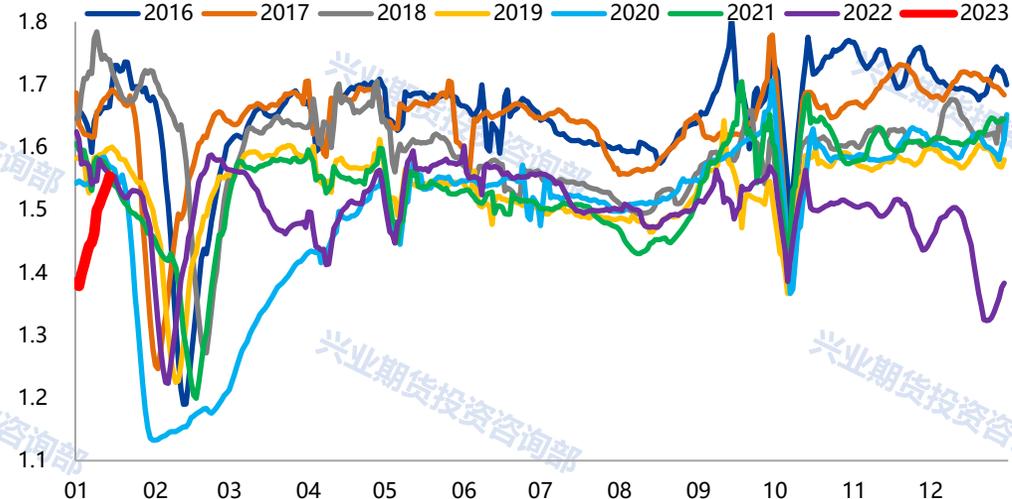
情景1：居民超储释放，居民投资性支出中地产及权益等其他资产配置1：1						
分项	分配系数	10%	20%	30%	40%	50%
社零	100%	0.62	1.25	1.87	2.50	3.12
商品房销售	50%	0.37	0.75	1.12	1.49	1.86
权益等	50%	0.37	0.75	1.12	1.49	1.86
情景1：超储释放对消费及地产销售的拉动作用 (%)						
分项	2022年基数	10%	20%	30%	40%	50%
社零	43.82	1.4%	2.9%	4.3%	5.7%	7.1%
商品房销售	13.35	2.8%	5.6%	8.4%	11.2%	13.9%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

国内经济：疫情高峰已过，消费场景快速修复

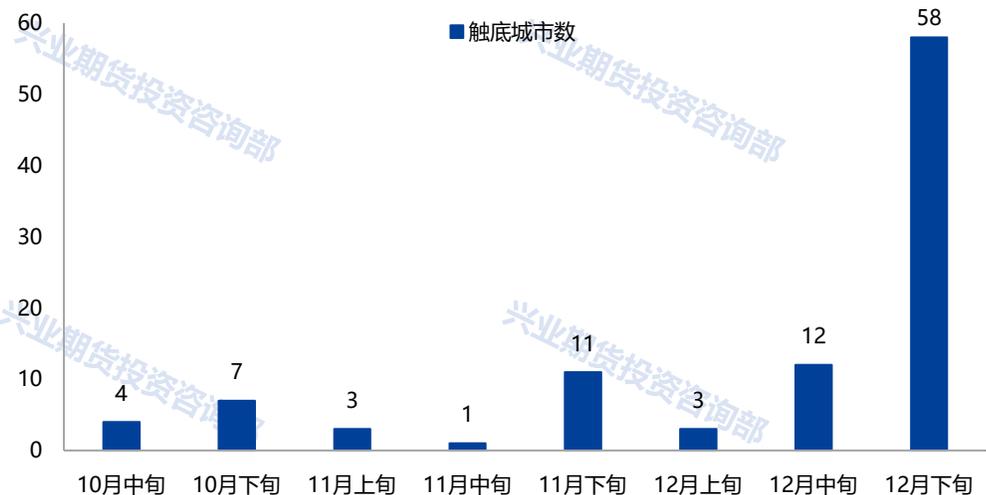
7个主要城市地铁客流量持续回升



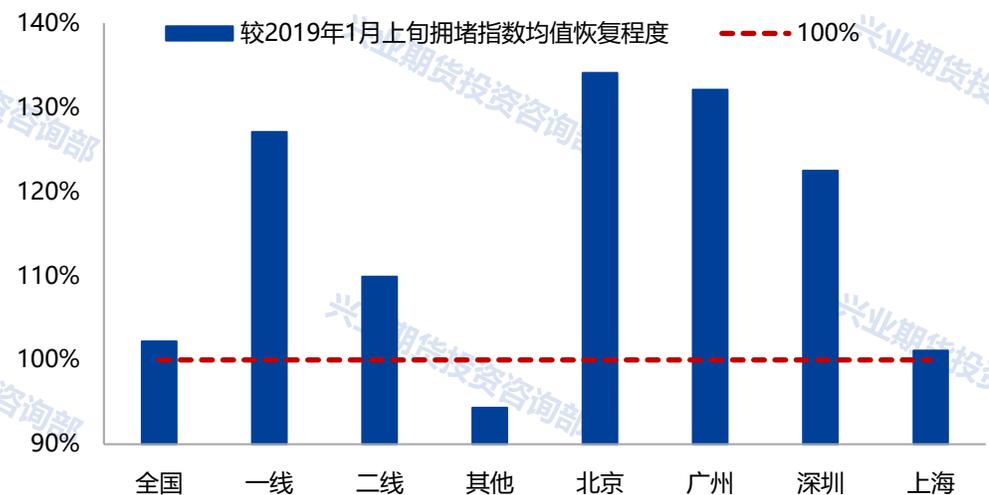
百城拥堵指数持续回升



百城拥堵指数触底时间



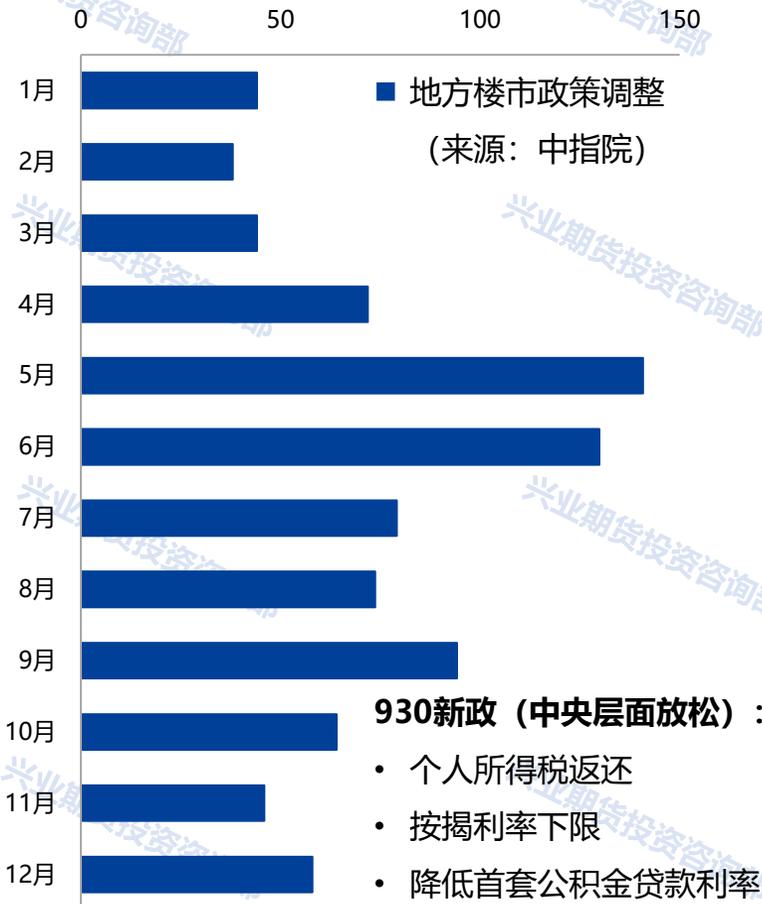
越南零售额在2021年9月调整防疫政策后有明显回升



随着消费场景快速修复，未来消费修复的力度将更多取决于居民的消费能力和消费意愿的修复。考虑到居民部门庞大的超储规模，我国居民部门仍具有较强的潜在消费能力，如果居民收入预期能够改善，消费意愿有望回暖，消费潜力也将随之释放，在此过程中，政府刺激政策，包括稳增长政策、就业政策以及消费刺激政策的作用非常关键。根据海外各国放开后的消费修复情况，消费刺激政策力度较大且退出时间相对较晚、储蓄释放较多、且放开早的国家，如美国、新加坡等，消费修复程度较好，且修复节奏往往较快，反之则消费修复不甚理想，如得过、英国、韩国等。基于以上各国经验，可以预见的是2023年国内稳增长、保就业、刺激消费、地产宽松等相关刺激政策大概率将加码，居民超储有望逐步释放。

消费修复情况	国家	原因	修复节奏	修复幅度	修复路径
效果显著	美国	超常规财政刺激，高补贴，低储蓄	快	大	整体大幅修复，商品消费修复快于服务消费
	新加坡	高补贴	中	大	服务抗住冲击后强劲增长，商品受疫情影响较大
	澳大利亚	扰动弱，信心抢	快	大	商品消费大幅反弹，服务型行业紧随其后
效果一般	日本	高补贴，但放开晚	中	平	商品恢复较多，服务业在餐饮及场所限制解除后才开始复苏
	德国	刺激弱，高储蓄	中	平	商品修复持续性差，服务消费修复支撑德国基本完成整体消费修复
	越南	冲击大，但修复多	快	大	餐饮业恢复较好，旅游业及商品拖累消费修复
	中国台湾	扰动反复，修复动力弱	中	平	初期脉冲式修复，但后期动力不足。随着疫情冲击的减弱，消费再次放缓修复
收效甚微	英国	放开早，且刺激小	快	弱	服务消费率先修复，商品消费修复动力不足
	韩国	放开晚，修复差	慢	弱	服务消费修复增速加快，商品转为下行
	中国香港	冲击大，且刺激小	慢	弱	交通运输恢复较好，商品下滑幅度深，拖累消费修复

2022年1月-6月，保需求



2022年7月-9月，保项目

日期	资金来源	出资方/主导方	资金规模	运作方式
7/29	郑州市房地产纾困基金100亿元	郑州国家中心城市产业发展基金股份有限公司 市区两级国有公司及社会资本	母基金规模100亿元 子基金及社会资本≥733亿元	按照“母基金-子基金-项目”的模式运作
8/19	政策行专项借款2000亿元	主导方，住建部、财政部、央行 出资方，政策性银行	现有贷款额度中安排 专项借款初期规模达2000亿元	专项借款采取城市统借统还模式，即以城市为单位借入、使用、偿还。专项借款计入地方政府债务。
7/27	国开行协议贷款3000亿元	主导方，郑州市住房保障和房地产局 出资方，国开行	郑州与国开行签订 3000亿元协议，其中1600亿元用于棚改贷款。	郑州市住房保障和房地产局组织建业、康桥、绿地、鑫苑、融创、世贸6家重点房企召开会议，拟对这些房企在郑州的问题楼盘给与棚改统借统还、收并购、破产重组、保障性租赁住房4种纾困模式进行支持。
9/14		出资方，国开行		棚改资金采用“统贷统还”模式，主体为市级政府，市、区政府或为最终还款人。

2022年11月-今，保主体

- 11月8日，第二只箭（债券）
- “第二支箭”延期并扩容，支持民营企业债券融资再发力
- 2500亿元，视情况扩容
- 已受理龙湖等5家房企的发债申请，发行规模930亿元
- 11月11日，第一只箭（信贷）
- 关于做好当前金融支持房地产市场平稳健康发展工作的通知
- 国有六大行，1.27万亿意向授信
- 浦发意向融资规模5300亿元
- 11月28日，第三只箭（股权）
- 恢复上市房企和涉房上市公司再融资
- 12月2日，第四只箭（离岸人民币贷款）

930新政（中央层面放松）：

- 个人所得税返还
- 按揭利率下限
- 降低首套公积金贷款利率

□ 稳增长背景下，2023年地产宽松政策有望继续在房地产需求、供给及预期方面加码：（1）需求端，针对首套房认定标准、首付比例等规定进行进一步放松，5年期LPR可能继续下调，住房按揭贷款利率仍有下行空间，非核心区域继续放松四限政策；（2）供给端，三道红线及贷款两集中制度有望进一步宽松，房企外部融资支持“三只箭”稳步推进，继续给与房企足够的流动性支持，新增政策有望聚焦改善房企资产负债表状况，全面支持优质房企融资，不断夯实受益企业的范围和落地资金的额度，此外出险的优质房企或也将给予其必要的融资支持。

央行、银保监会、证监会等金融体系

- **三道红线、贷款两集中**
- 企业融资
 - 银行贷款：境内（开发贷、并购贷额度）、境外
 - 债券融资：境内/境外、CDS、债券发行
 - 股权融资：IPO、增发、配股、可转债、并购等
 - 非标债权融资：信托、委外等
- 按揭贷款：利率、额度、**首套房认定标准、首付比例**等

住建部等

- 预售资金监管
- 住房保障举措
 - 棚改、货币化安置
 - 保障性租赁住房
- 限购、限售、限价（新房和二手房）
- 商品房建设、交易等流程的监管和规范

国土部等

- 土地出让计划、节奏等
 - 集中供地政策
- 土地出让规则
 - 限房价、竞地价、竞配建、竞高标准、竞自持
 - 保证金比例
 - 土地顶价和底价、溢价率上限控制

财政体系等

- 财政部
 - 房地产税
 - 其他房地产相关税费
- 其他部门
 - 人口政策
 - 公积金政策
 - 区域和城市规划

以房贷利率为例，截至2022年11月，70大中城市中，共有38个城市满足央行调整住房贷款利率下限的政策要求，预计后续房贷利率有望继续下行。

70大中城市	环比				同比				70大中城市	环比				同比			
	22/09	22/10	22/11	连续3个月负增长	22/09	22/10	22/11	连续3个月负增长		22/09	22/10	22/11	连续3个月负增长	22/09	22/10	22/11	连续3个月负增长
天津	-4.3	-4.1	-4	√	-0.2	-0.3	-0.6	√	无锡	-0.4	-1.2	-1.2	√	-0.4	-0.8	-0.3	√
石家庄	-4.4	-4.1	-3.2	√	-0.3	-0.7	-0.2	√	徐州	-0.5	-0.8	-1.1	√	-0.1	-0.5	-0.5	√
太原	-4.5	-4.7	-4.9	√	-0.6	-0.4	-0.7	√	扬州	-4.4	-4.4	-3.9	√	-0.5	-0.4	-0.2	√
沈阳	-4.5	-4.8	-5.1	√	-0.3	-0.6	-0.7	√	温州	-4.4	-5.1	-5.8	√	-0.9	-0.7	-0.8	√
大连	-3.7	-4.6	-4.9	√	-0.5	-1.2	-0.5	√	金华	-1.3	-1.7	-1.9	√	-0.6	-0.6	-0.5	√
长春	-2.3	-3.1	-3.5	√	-0.7	-0.7	-0.8	√	蚌埠	-2.6	-2.5	-2.8	√	-0.2	-0.1	-0.6	√
哈尔滨	-7.5	-7.8	-8	√	-0.8	-0.6	-0.9	√	九江	-3.1	-3.2	-3.1	√	-0.1	-0.4	-0.3	√
福州	-1.8	-2.1	-2	√	-0.7	-0.5	-0.3	√	济宁	-3.7	-4.2	-4.9	√	-0.1	-0.6	-1.1	√
厦门	-3	-3.9	-3.6	√	-0.3	-0.7	-0.2	√	洛阳	-4	-4.8	-5	√	-0.4	-0.7	-0.4	√
郑州	-3.8	-3.8	-3.6	√	-0.3	-0.5	-0.4	√	平顶山	-2.4	-3	-2.9	√	-0.2	-0.3	-0.2	√
武汉	-6.1	-6.4	-5.8	√	-0.9	-0.6	-0.2	√	宜昌	-4.5	-5.1	-5.1	√	-0.7	-0.9	-0.2	√
南宁	-2.5	-3	-3.5	√	-0.6	-1	-0.6	√	襄阳	-5.5	-5.4	-5.3	√	-0.2	-0.1	-0.5	√
兰州	-5.5	-5.8	-5.5	√	-0.9	-0.4	-0.1	√	岳阳	-7.3	-7.4	-8	√	-0.7	-0.8	-0.4	√
唐山	-1.4	-0.8	-1.3	√	-0.4	-0.2	-0.7	√	常德	-5.7	-5.6	-5.7	√	-0.4	-0.5	-0.3	√
秦皇岛	-6.5	-6.4	-6.3	√	-0.7	-0.7	-0.3	√	韶关	-3.7	-3	-3.5	√	-0.4	-0.3	-0.7	√
丹东	-4.8	-5	-4.9	√	-0.5	-0.1	-0.1	√	湛江	-8.8	-8.7	-8.8	√	-0.9	-0.6	-0.5	√
锦州	-2.4	-3.6	-3.3	√	-0.3	-0.9	-0.2	√	惠州	-2	-2.1	-2.4	√	-0.3	-0.7	-0.2	√
吉林市	-3.2	-3.2	-3.3	√	-0.6	-0.3	-0.5	√	桂林	-3.9	-3.5	-3.8	√	-0.4	-0.3	-0.8	√
牡丹江	-2.3	-2.9	-3.3	√	-0.1	-1.1	-1	√	北海	-10.3	-10.7	-10.6	√	-0.6	-0.7	-0.4	√

股指

IF

01

盈利、估值两端均将有正贡献，A股涨势可期

02

信用、库存周期上行拐点将至，强化业绩改善预期

03

相对和绝对水平仍处较低位置，A股估值扩张空间较大

04

情绪面、资金面将形成正反馈，A股直接推涨动能充足

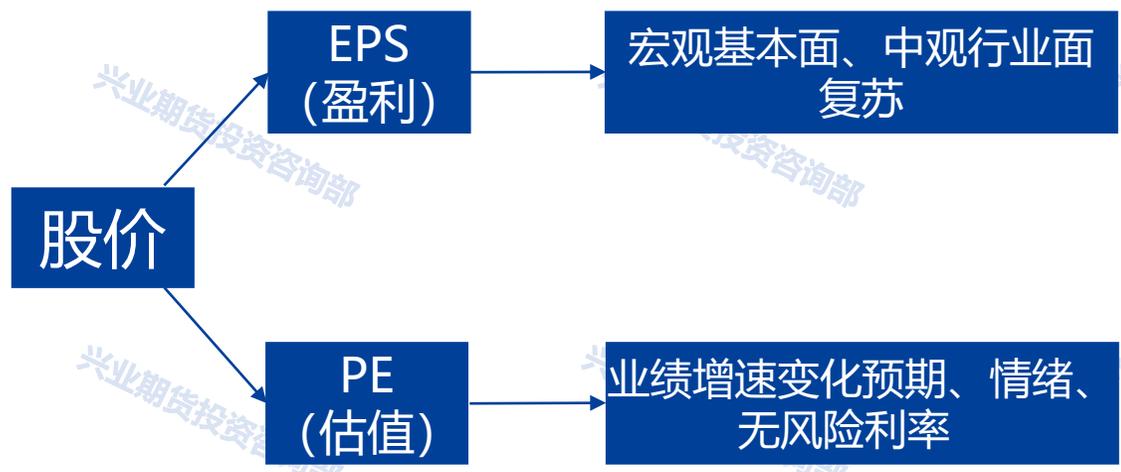
05

基于确定性、安全性，沪深300指数配置价值仍最高

金融衍生品策略（股指）：盈利、估值两端均将有正贡献，A股涨势可期

- 按股票定价模型： $P=EPS*PE$ ，其由盈利、估值两大因素所驱动，前者与基本面相关，后者则与业绩增速变化预期、情绪和无风险利率等相关。以万得全A指数代表A股整体表现，自2021年11月以来，A股整体跌多涨少，与国内新冠疫情管控所致的经济基本面下行、海外主要国家央行紧缩加息有直接关系，对应盈利预期恶化、及市场风险偏好下滑；
- 而自2022年10月底开始，上述两大因素均转为积极、对A股形成正贡献，原因如下：（1）国内宏观经济面复苏将是顺势所趋，提振业绩改善预期；（2）美联储加息节奏显著放缓，流动性环境预期边际转向，提振市场风险偏好，利于估值扩张。

股价驱动模型，基于盈利、估值因素



万得全A涨跌幅，及盈利、估值贡献度分解（截至2023.1.13）

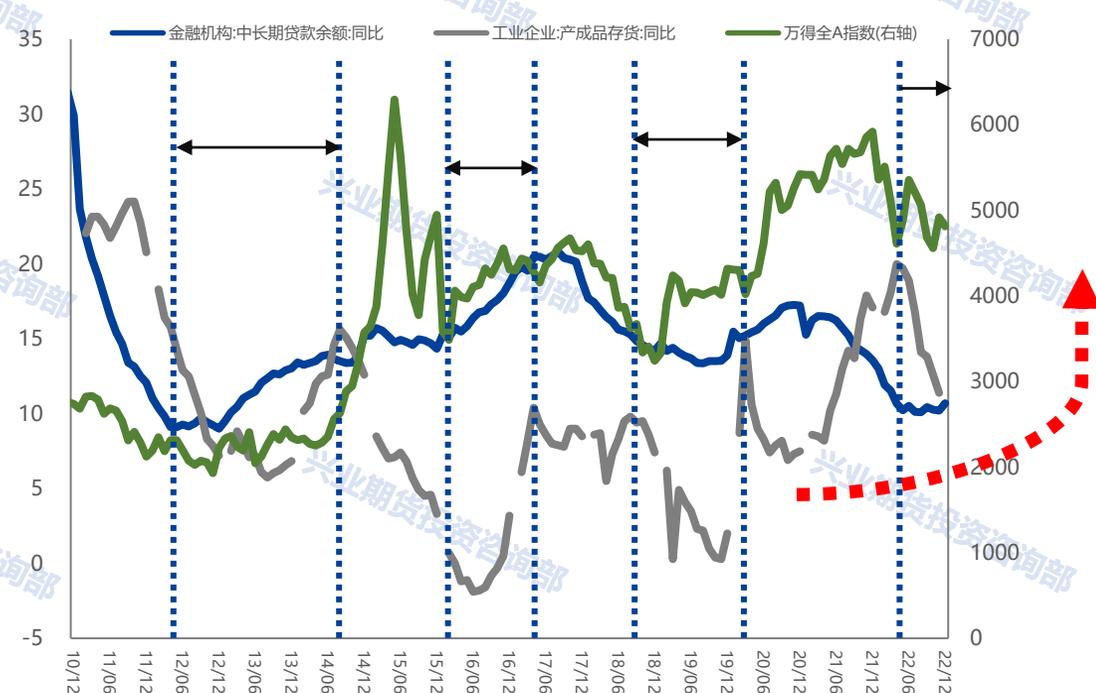
日期	万得全A涨跌幅	万得全A估值变动	万得全A盈利变动	万得全A估值贡献度	万得全A盈利贡献度
2023年1月	4.17%	4.34%	-0.16%	96.25%	3.75%
2022年12月	-2.12%	-1.95%	-0.16%	92.72%	7.28%
2022年11月	7.85%	8.26%	-0.37%	95.36%	4.64%
2022年10月	-2.55%	-2.85%	0.32%	90.11%	9.89%
2022年9月	-7.57%	-6.00%	-1.67%	79.21%	20.79%
2022年8月	-2.86%	-2.14%	-0.74%	74.76%	25.24%
2022年7月	-2.67%	-3.44%	0.80%	81.69%	18.31%
2022年6月	9.68%	7.41%	2.11%	76.54%	23.46%
2022年5月	5.90%	5.63%	0.25%	95.53%	4.47%
2022年4月	-9.51%	-8.32%	-1.30%	87.43%	12.57%
2022年3月	-7.52%	-6.40%	-1.20%	85.04%	14.96%
2022年2月	2.81%	3.10%	-0.28%	91.54%	8.46%
2022年1月	-9.46%	-9.56%	0.10%	99.04%	0.96%
2021年12月	1.04%	2.13%	-1.07%	66.12%	33.88%
2021年11月	3.14%	2.96%	0.18%	94.11%	5.89%
2021年10月	0.34%	0.05%	0.30%	13.68%	86.32%
2021年9月	-1.03%	-0.29%	-0.75%	27.93%	72.07%
2021年8月	3.22%	-3.59%	7.07%	34.52%	65.48%

- 按截至12月的最新社融、信贷及货币供应量数据看，社融存量融资规模与M2增速差持续多月走低、M2与M1增速差均持续多月拉大，代表实体企业融资、投资、加杠杆需求不佳。但在国内积极政策持续加码落地、基本面改善信号初现的背景下，利于增强实体企业信心。预计此两项指标大概率将呈反向运动趋势，“宽信用”格局得以实现；
- 此外，国内库存周期一般为2年左右，即1年下行、1年上行。截至2022年12月，本轮“去库存”已持续9个月，预计于2023年3月见底后进入“再库存”阶段。而企业中长期贷款余额增速持续走高、企业生产扩张意愿增强，则强化该判断；
- 综合看，“宽信用、库存周期上行”将带来景气复苏，促进企业盈利修复。

国内社融存量规模、货币供应量增速差，万得全A走势对比（截至2022年12月）

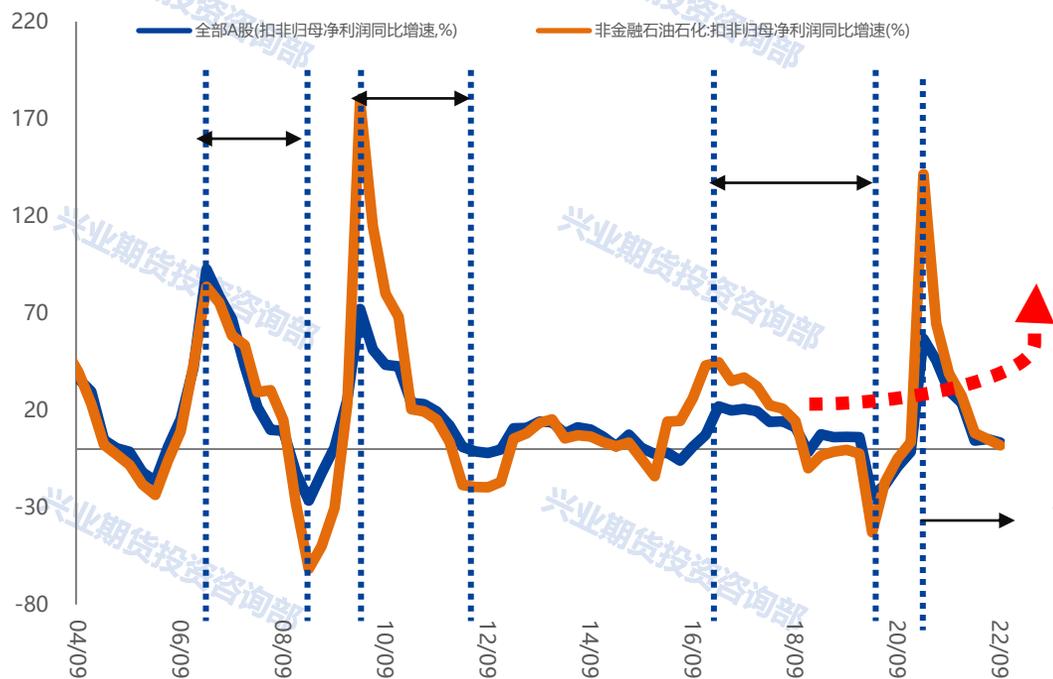


国内信用、库存周期与A股走势对比（截至2022年12月）

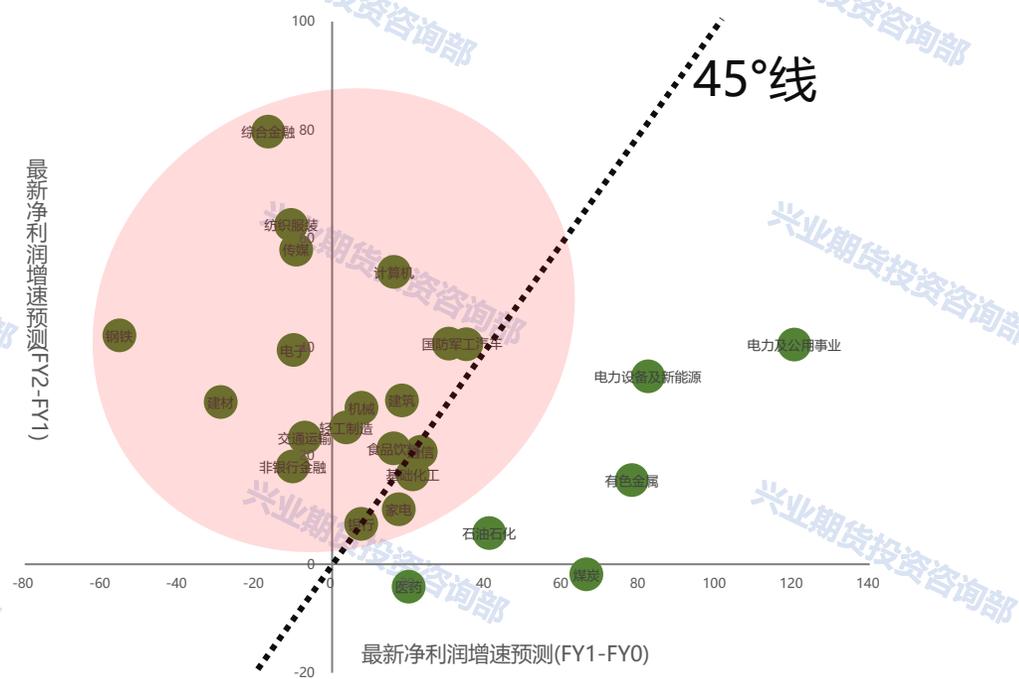


- 从A股盈利周期规律看，一般而言、峰值到谷底的持续时间为2年左右。本轮盈利高点出现在2021年Q1，则预计盈利增速拐点在2022年Q1见底；
- 再从Wind一致性预期数据看，对中信一级行业、大多数2023年较2022年（即FY2和FY1）净利润增速均有较大幅度提升，印证市场的乐观心态。

A股盈利周期走势（截至2022年Q3）



中信一级行业2022年、2023年业绩增速预期对比（截至2023.1.13）

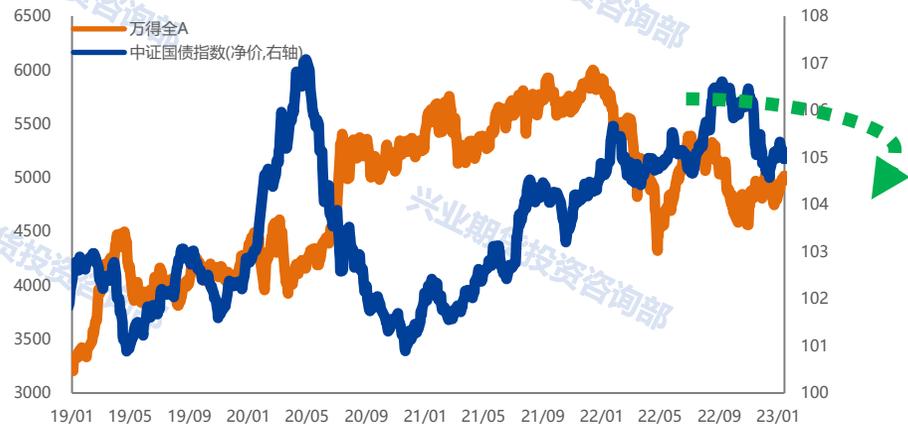


- 当前A股风险溢价水平整体仍处高值区间，下行空间充足、对应市场风险偏好提升。另在基本面向上的环境下，股市表现将明显强于债市，亦利于凸显其大类资产配置价值。参照过往走势，预计A股主要指数依旧有10%~20%的涨幅空间。从横向对比看，A股的相对估值较低；
- 再从中信一级行业市盈率情况看，多数仍处50%以下分位，A股的绝对估值亦较低。以此看，其潜在估值扩张空间较大。

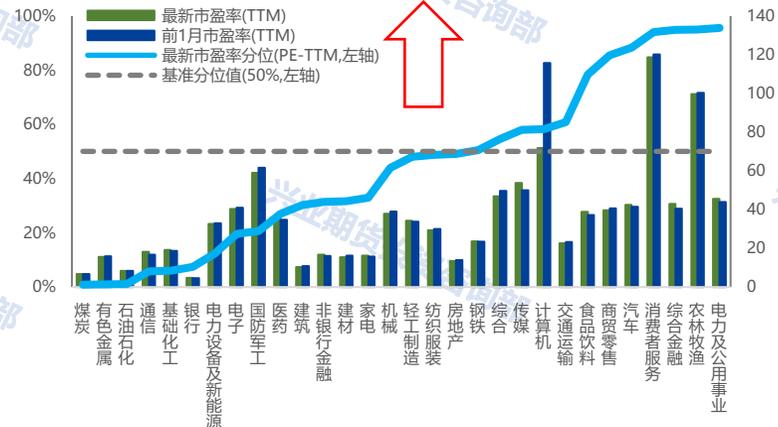
A股主要指数股债风险溢价跟踪（截至2023.1.13）

时间		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	307	27.8%	-50.0%	27.6%	21.0%	-57.6%	38.5%	23.2%	-56.5%	41.3%	21.1%	-18.6%	20.0%	22.6%	-12.7%	19.0%
2019/1/4	2019/4/19	105	37.0%	-54.1%	45.8%	35.7%	-67.7%	31.6%	31.4%	-63.0%	33.4%	38.0%	-47.6%	51.5%	39.1%	-55.1%	43.9%
2020/4/2	2021/2/19	323	40.8%	-90.8%	4.0%	54.7%	-95.3%	2.2%	47.6%	-98.6%	0.4%	30.2%	-29.3%	44.0%	17.9%	-30.9%	47.2%
2022/7/5	2023/1/13	192	-6.6%	8.5%	77.3%	-9.2%	24.9%	80.7%	-8.7%	25.8%	73.5%	-7.0%	-9.9%	74.1%	-7.4%	2.3%	86.3%
2022/7/5	2022/10/28	115	-15.0%	27.4%	96.2%	-21.1%	44.1%	99.9%	-23.8%	52.2%	99.9%	-11.2%	5.8%	89.8%	-11.3%	11.1%	95.1%
2022/10/31	2023/1/13	74	10.0%	-18.6%	77.3%	16.1%	-19.3%	80.7%	21.4%	-26.5%	73.5%	4.3%	-9.4%	74.1%	3.6%	-7.8%	86.3%

万得全A、中证国债指数走势对比（截至2023.1.13）

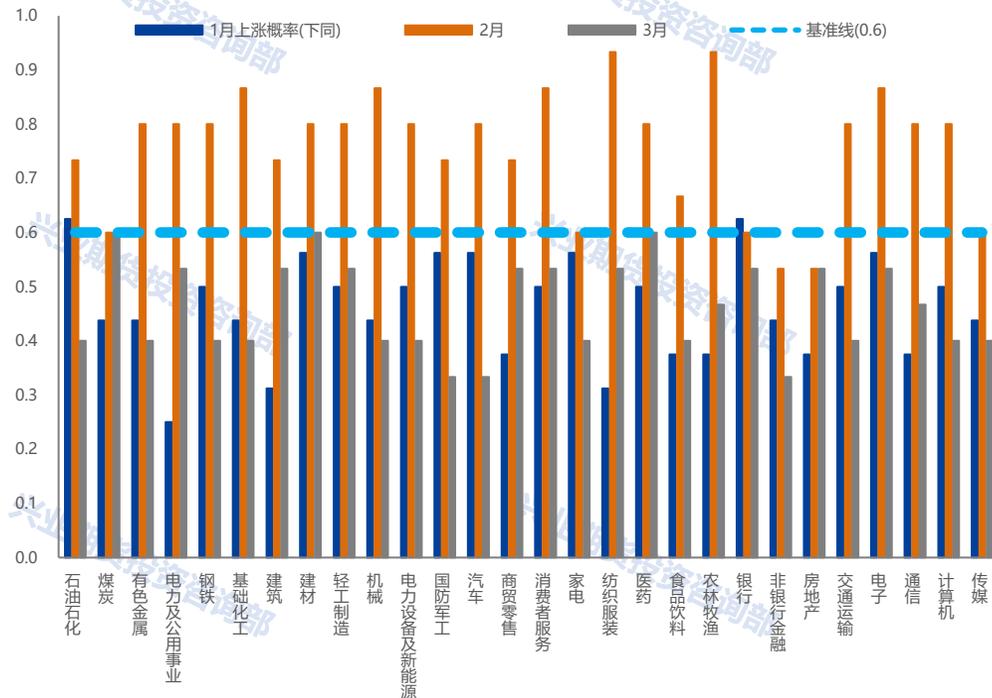


中信一级行业市盈率绝对值、及分位值情况（截至2023.1.13）

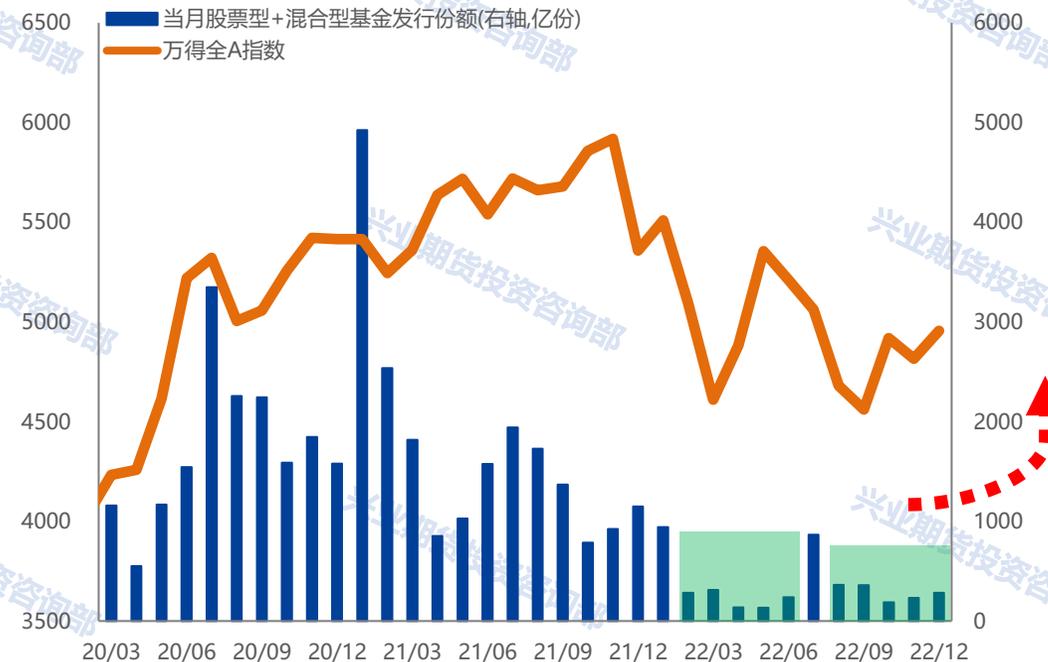


- 从统计数据看，以中信一级行业指数作为观测对象，历年第1季度、A股大多数行业大概率将获得正收益。而在经济复苏预期下，2023年“春季躁动”重现的可能性较大，进而提振市场人气；
- 以国内公募股基新发募集情况为代表、2022年整体表现大幅低于过往2年，但在近2~3年国内居民超额储蓄大幅增加的背景下，其潜力更大。而自2022年11月以来，A股“赚钱效应”再现。随权益资产收益率持续改善，预计2023年其将再受青睐，进而将大幅吸引中长线资金“回流”。

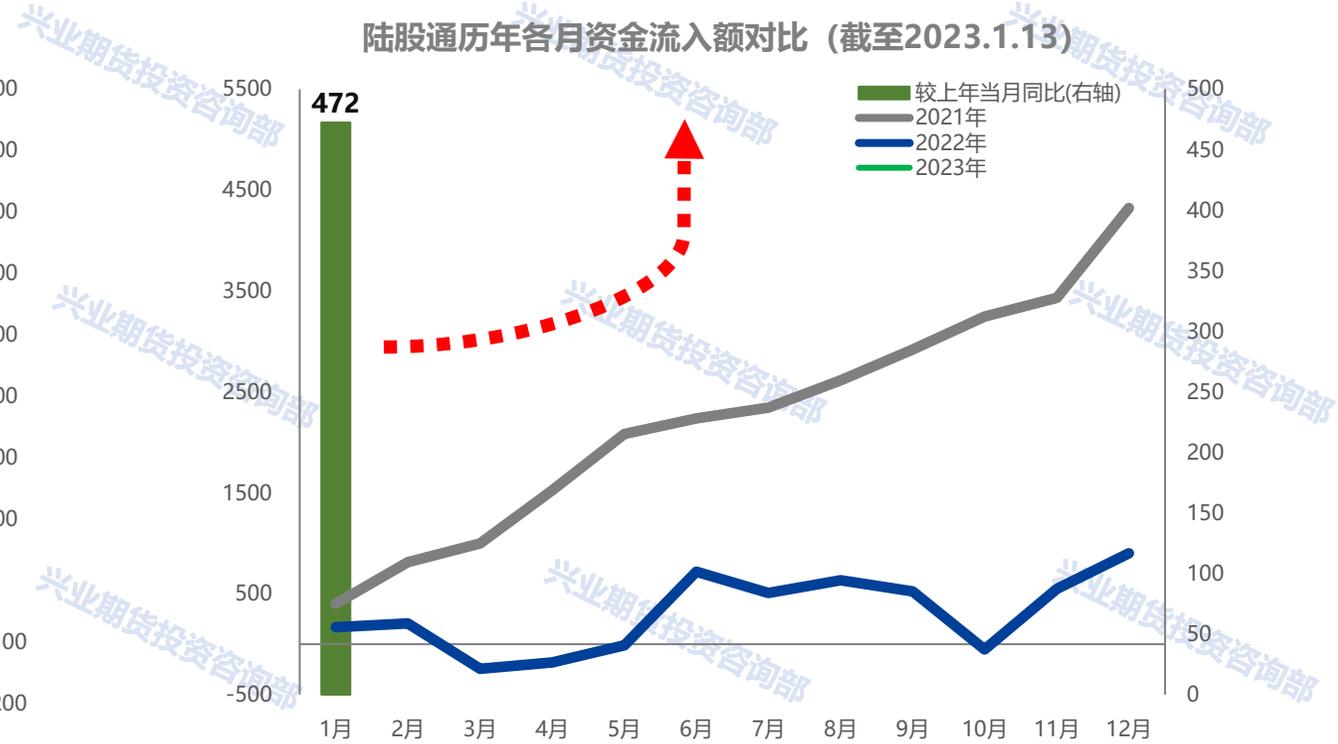
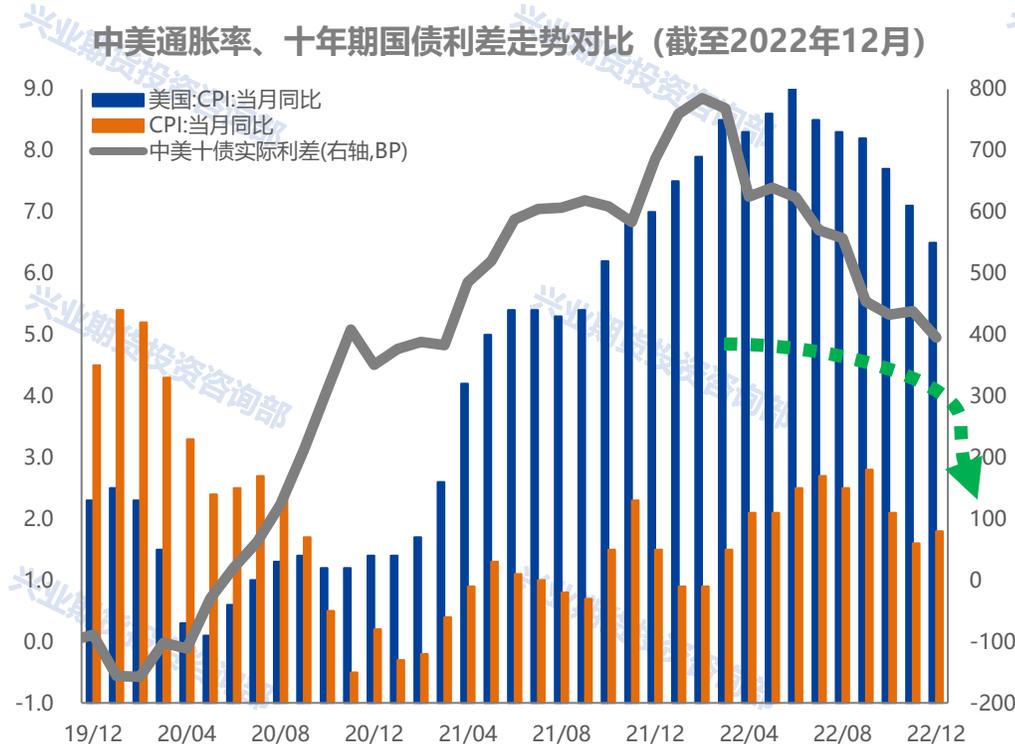
中信一级行业涨跌幅季节性特征（截至2023年1月）



国内公募股基募集份额、及万得全A指数走势对比（截至2022年12月）

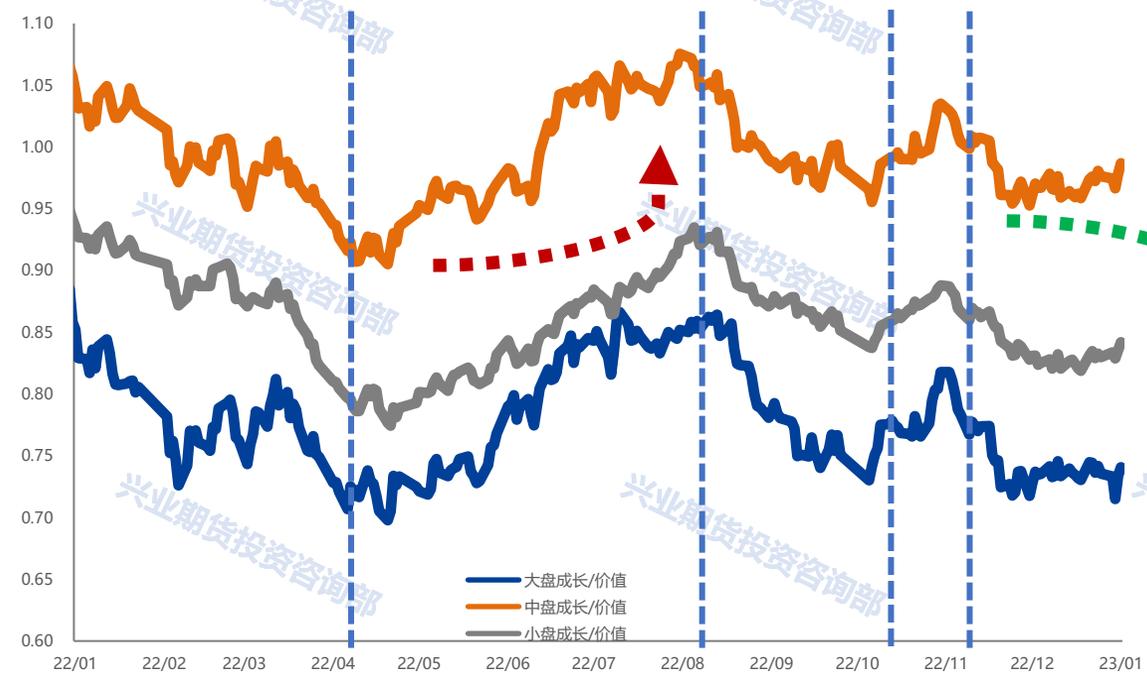


- 随2023年海外主要国家经济衰退、通胀趋势下行的信号逐步验证，我国较全球主要国家利差将大幅缩窄，人民币及A股资产的避险和配置价值再度体现。以近月来陆股通大规模、持续净流入的现象为印证，且行业配置以大盘价值股、权重板块为主，更利于维持行情的稳定性；
- 综合海外、国内市场看，未来资金供给较为充裕，其正反馈作用大概率将延续、且逐步强化，为A股提供最直接的推涨力量。

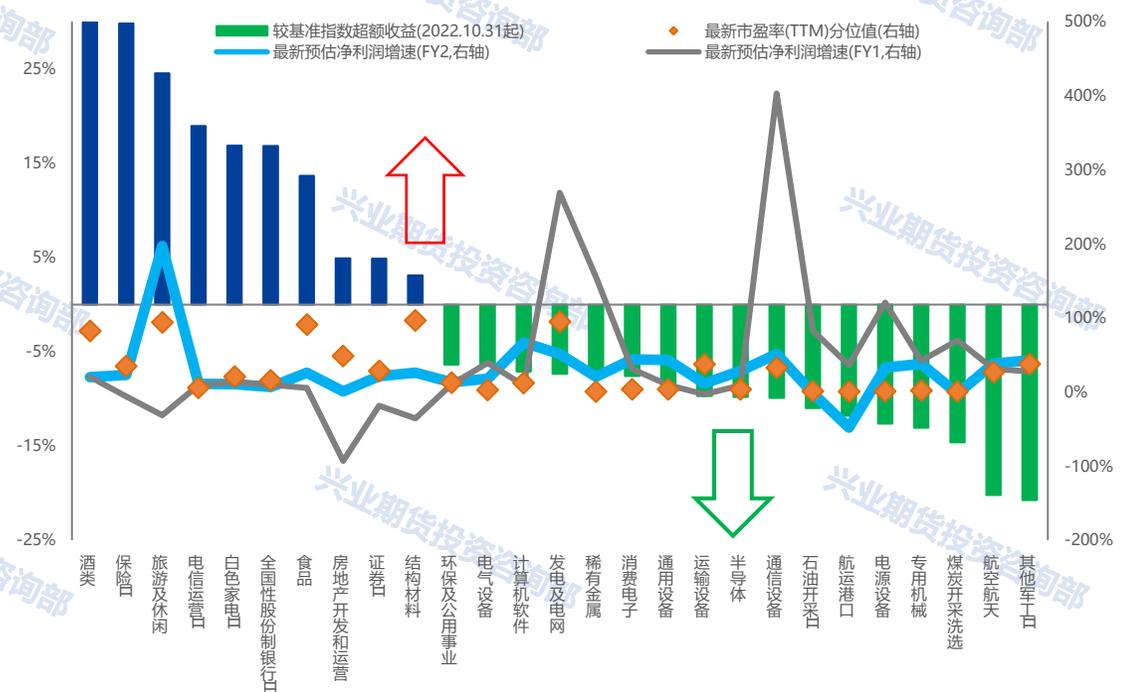


- 近月来顺周期、困境反转等行业获得明显的超额收益，另国证价值指数表现亦明显强于成长指数。上述现象代表市场风格偏好的变化，既由“成长”转向“价值”；
- 再进一步剖析具体行业，从中信相关二级行业FY1、FY2（定义同前文）预期净利润增速对比看，市场更关注“二阶导”，即对2023年业绩增速的变化幅度、及确定性给予更高权重。同时，TMT相关行业表现明显落后，亦表明市场对估值安全性有重要考虑。

国证成长、价值指数走势对比（截至2023年1月初）



中信二级行业估值、预期净利润增速及超额收益率对比（截至2023.1.13）



- 基于上述逻辑，行业轮动模型选定“PB-ROE”模式，基于业绩、估值维度选股标准：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42.7%，37.6%，33.5%和38.2%；
- 以此看，沪深300指数的多头配置价值依旧最高。

基于PB-ROE维度，相关行业四大股指占比统计（截至2023.1.13）

简称	最新总市值 (亿, 2023.1.13)	最新市净率 (LF)分位值	前1月市净率 (LF)分位值	最新预估净利 润增速(FY1)	最新预估净利 润增速(FY2)	最新预估 ROE(FY2)	沪深300指数权 重占比	上证50指数 权重占比	中证500指数权 重占比	中证1000指数 权重占比	对应A股 市值占比
计算机设备	8746	1.4%	19.2%	12.0%	50.6%	12.92	0.8	0.0	1.4	0.9	1.0
消费电子	10744	2.8%	6.2%	31.2%	44.1%	15.01	1.5	0.0	1.5	1.8	1.2
国有大型银行II	57501	6.6%	2.9%	5.8%	7.4%	11.26	2.8	3.7	0.0	0.0	6.4
白色家电II	8808	6.9%	4.8%	13.4%	10.6%	19.49	2.6	1.4	0.0	0.1	1.0
环保及公用事业	8887	7.4%	17.4%	10.3%	13.0%	12.85	0.1	0.0	1.0	2.1	1.0
区域性银行	11614	8.4%	4.5%	14.5%	8.7%	12.85	2.5	0.0	2.4	0.8	1.3
石油化工	10917	9.3%	14.6%	-7.7%	26.0%	10.92	0.8	1.4	1.1	0.2	1.2
光学光电	11117	11.3%	13.2%	-60.3%	107.3%	10.47	1.9	0.0	1.0	1.0	1.2
建筑施工	15548	12.5%	33.6%	13.1%	20.8%	11.06	2.1	2.5	0.8	2.0	1.7
全国性股份制银行II	25973	12.5%	8.1%	9.7%	6.9%	11.93	6.0	10.7	0.0	0.0	2.9
计算机软件	14757	19.1%	22.9%	8.8%	66.9%	10.40	0.9	0.0	2.9	4.4	1.6
证券II	30826	20.2%	16.1%	-18.3%	21.5%	8.85	5.5	4.9	5.8	0.7	3.4
通用设备	11533	28.7%	30.2%	9.3%	43.1%	15.86	0.5	0.0	1.2	3.2	1.3
新能源动力系统	19404	31.1%	27.0%	70.7%	56.3%	20.23	4.2	0.0	1.7	2.5	2.1
专用机械	16706	34.4%	35.6%	42.3%	37.9%	16.93	0.7	0.0	2.0	3.3	1.8
保险II	26410	35.5%	22.8%	-6.0%	23.1%	11.49	3.7	9.8	0.0	0.1	2.9
航空航天	8588	42.7%	44.8%	31.1%	38.5%	10.09	0.8	0.8	2.5	0.9	0.9
工业金属	8985	44.3%	50.3%	28.6%	10.0%	14.27	0.4	0.0	2.6	2.7	1.0
其他军工II	9465	45.5%	53.7%	27.7%	42.9%	14.32	0.8	0.0	2.3	2.7	1.0
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)							42.7	37.6	33.5	32.6	38.2



国债

T

01

货币政策宽松存约束，向信贷传导力度不佳

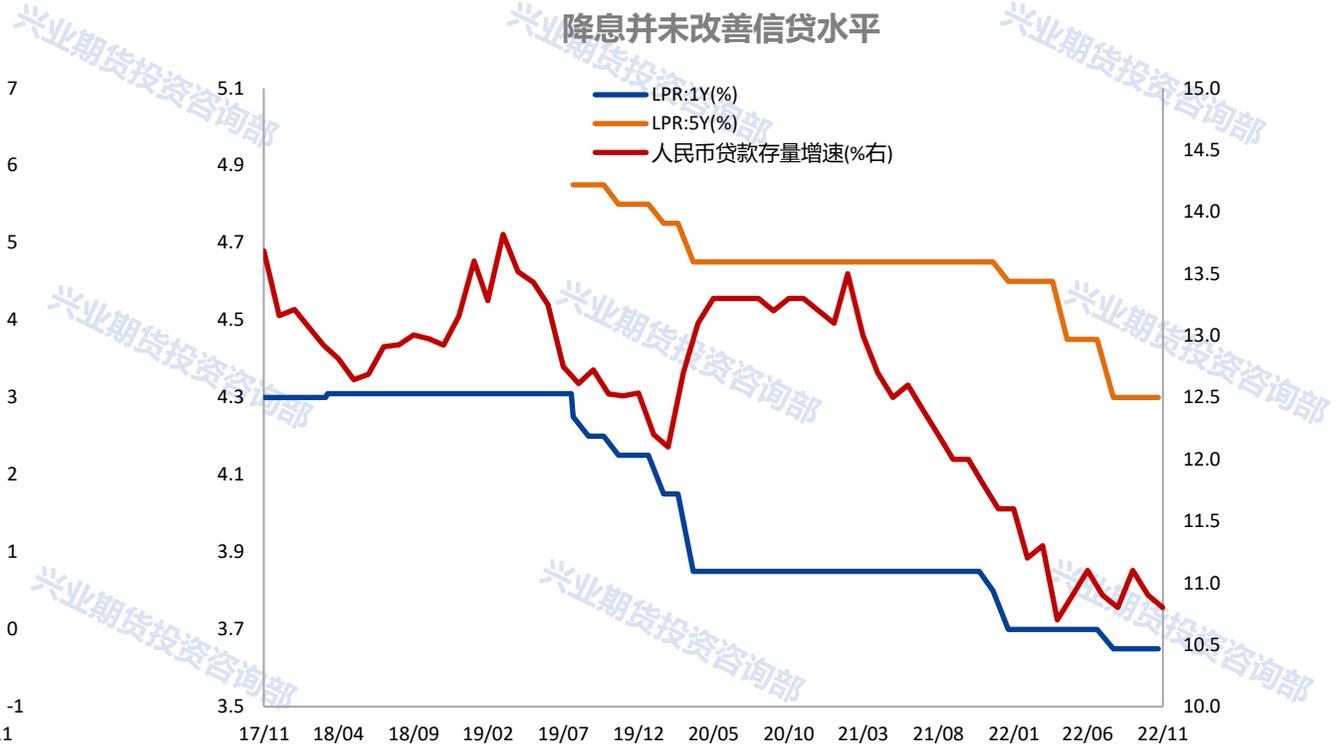
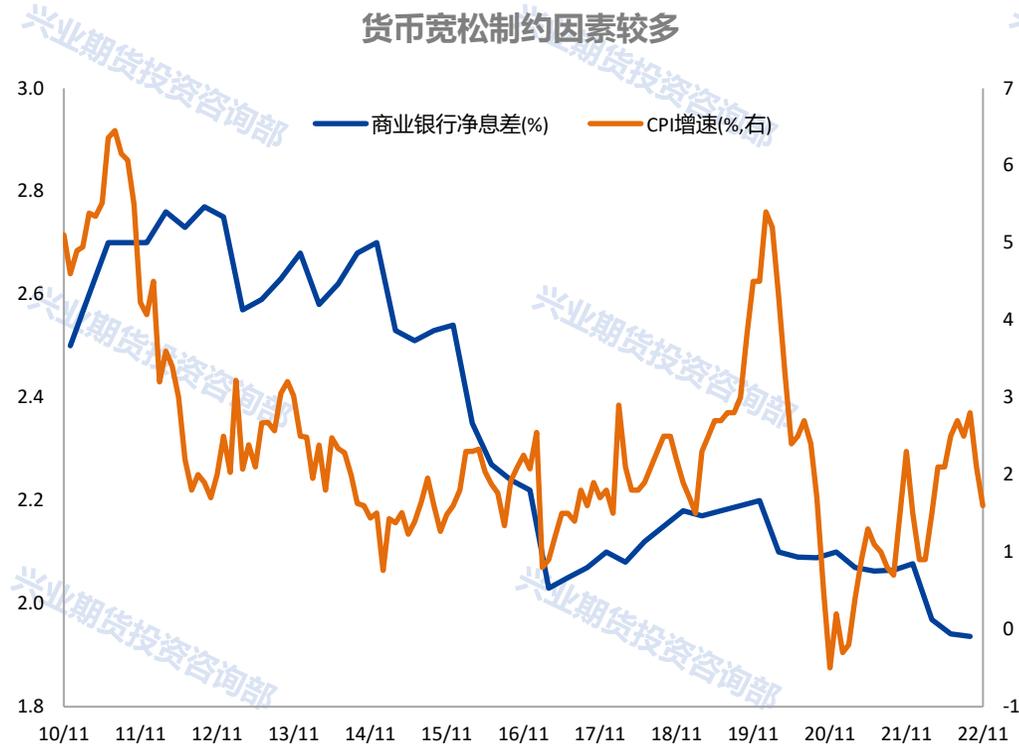
02

宏观修复确定性较高，期债易跌难涨

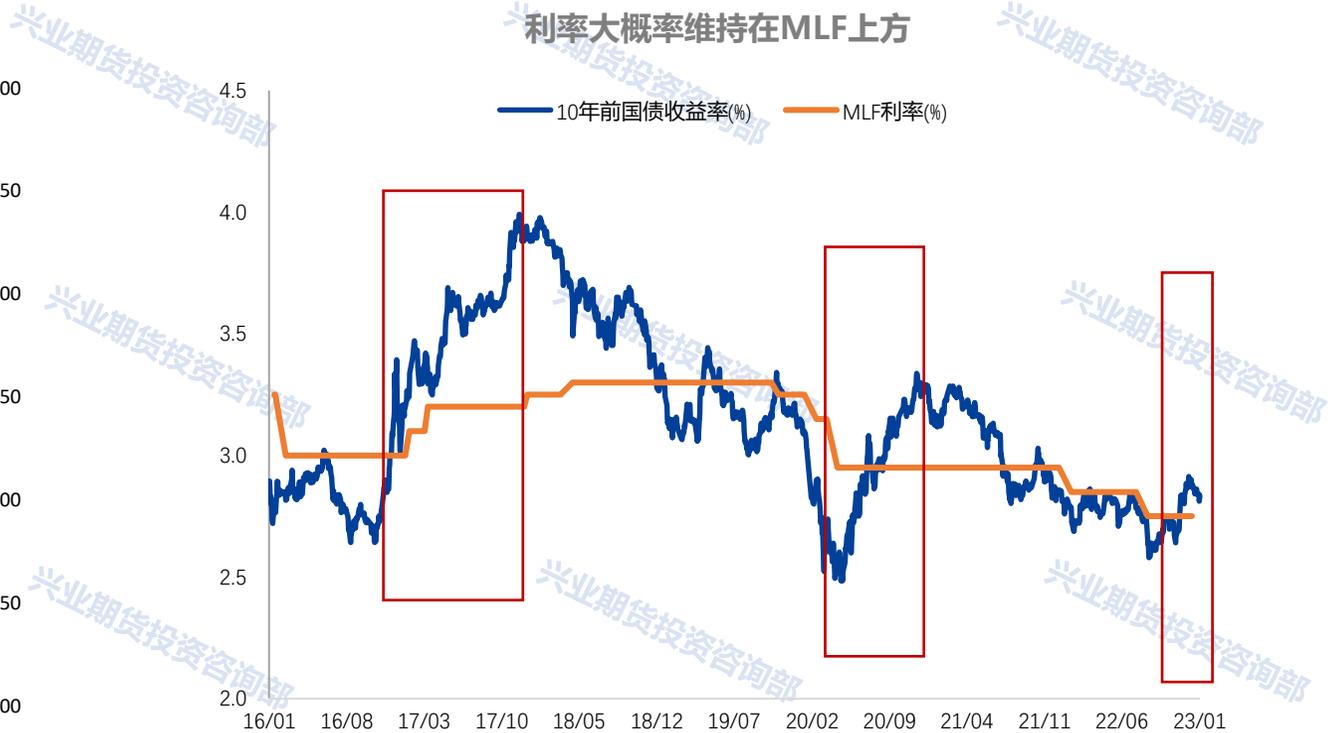
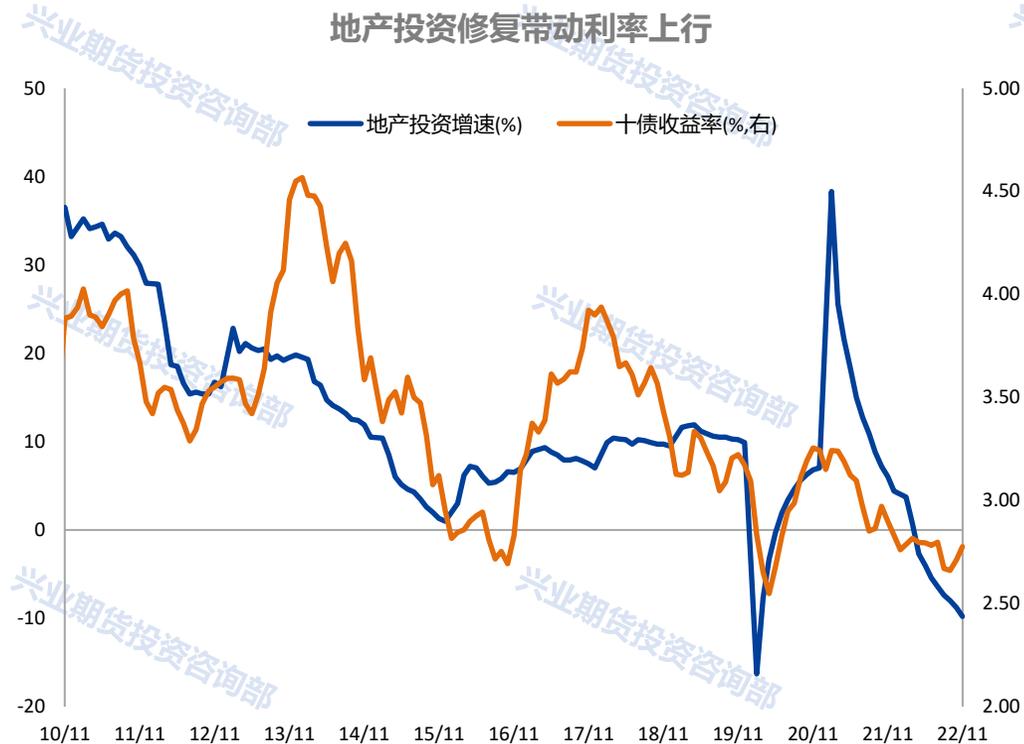
03

节前现金需求增加，流动性摩擦持续

- 目前货币政策宽松仍存在一定的制约因素，包括目前商业银行净息差持续走低，货币超发对通胀的影响存在一定滞后性，过度充裕的流动性可能进一步抬升通胀压力。
- 此外目前宽货币向宽信用传导力度较弱，在连续降准后，信贷表现并未出现明显改善，因此2023年预计总量进一步宽松空间相对有限，已结构性工具的使用为主，对债市利多有限。

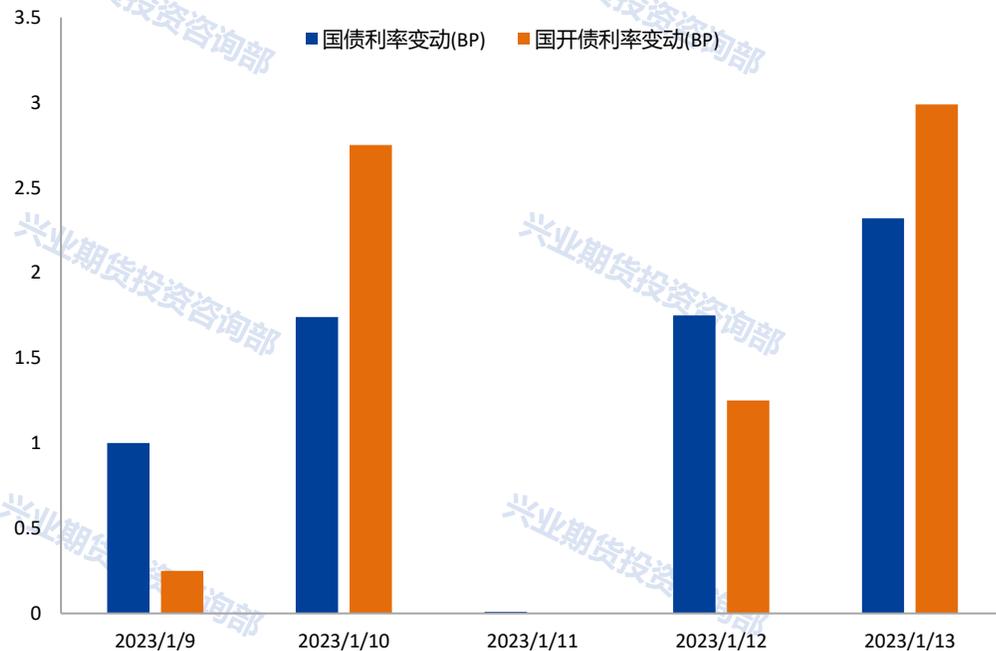


近期宏观面刺激政策频出，尤其是地产相关政策超市场预期，叠加最新防疫政策较前期出现较明显放松，市场风险偏好出现明显抬升。参考历史以及目前的宏观基本面情况，预计2023年利率大概率将维持在MLF利率上方，若在没有降息的情况下，明年的利率下限将在2.75%，整体利率中枢高于2022年，国债期货易跌难涨。

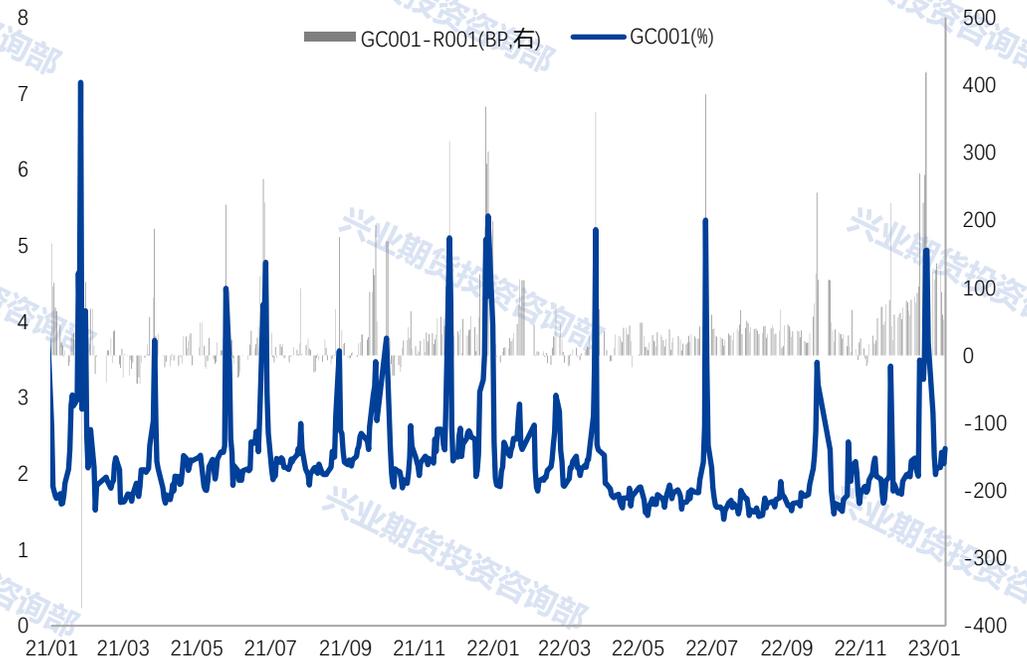


□ 本周将是春节前最后一周，M0需求将出现季节性增加，或对流动性形成压力。下周央行大概率将加大7天逆回购的投放量以呵护流动性，但需注意节后流动性的快速回收。目前GC001与R001利差也在逐步走阔，流动性摩擦或将持续。

上周10Y国债及国开债表现



利差逐步走阔



橡胶

RU

01

车购税恢复打破市场预期，节前需求维持弱势

02

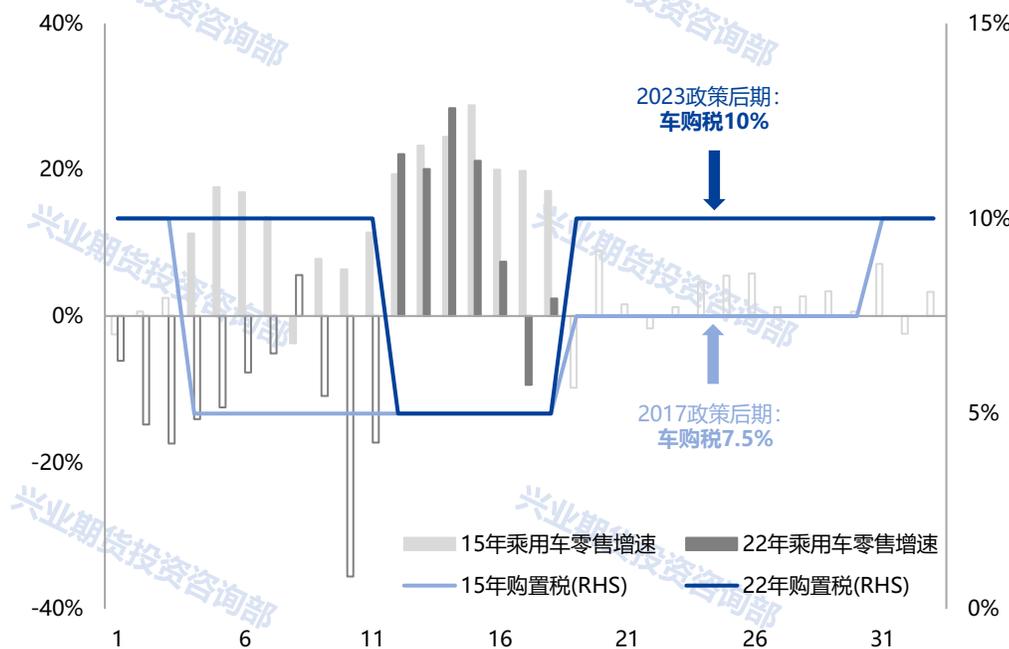
各产区原料产出逐步趋稳，进口市场处于季节性高位

03

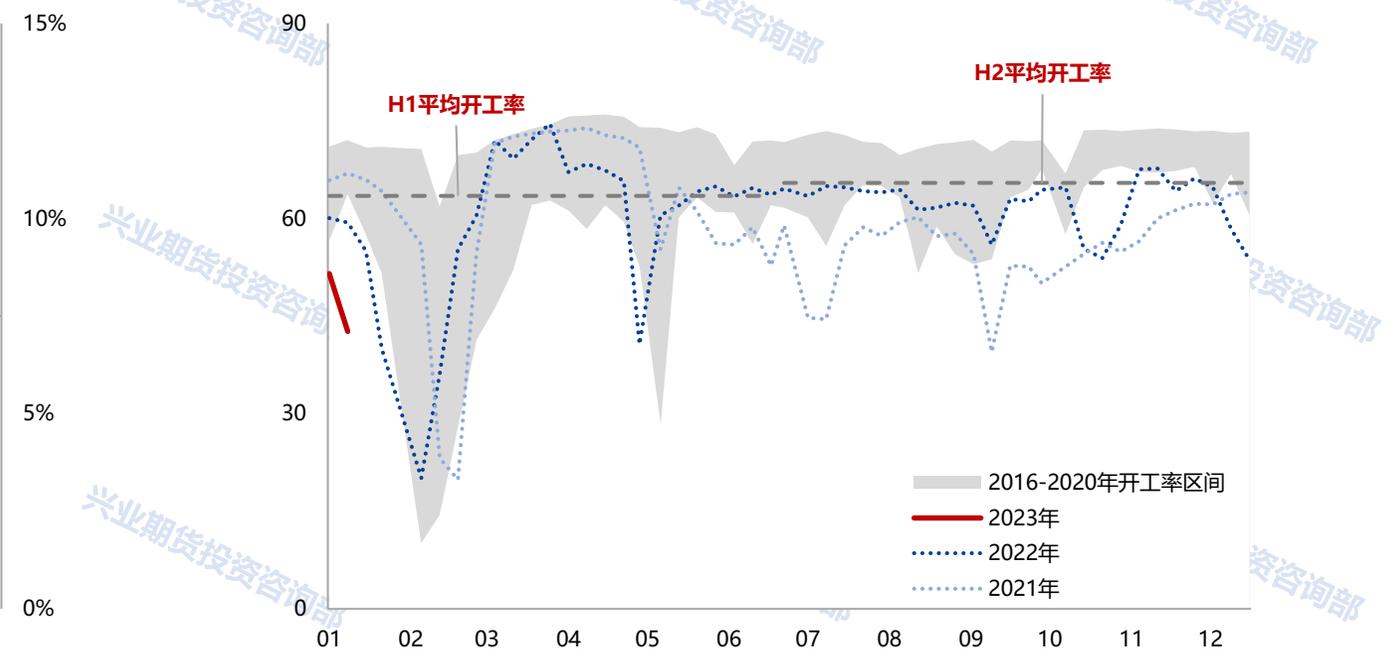
供增需减预期兑现，关注停割期间产业政策变动

需求方面，乘用车购置税跳升恢复至10%击穿市场乐观期待，乘联会下调2023年乘用车零售增速至零增长，汽车市场景气拐点逐步显现，加之今年农历春节时间偏早，部分生产企业存在提前放假预期，半钢胎及全钢胎产线开工率续创近年同期最低纪录，节前天然橡胶需求维持悲观；但考虑到近日商务部发声确立汽车行业国民经济重要支柱产业地位，并宣称将继续推动稳定和扩大汽车消费，关注节后政策行为是否再度转向。

两轮购置税减征政策效果对比及预测

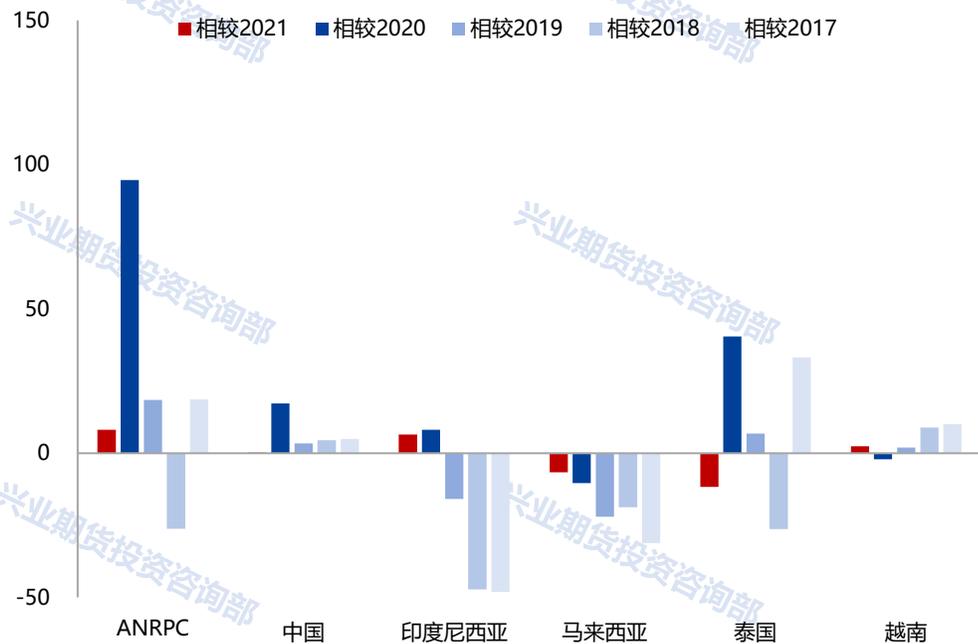


半钢胎开工率

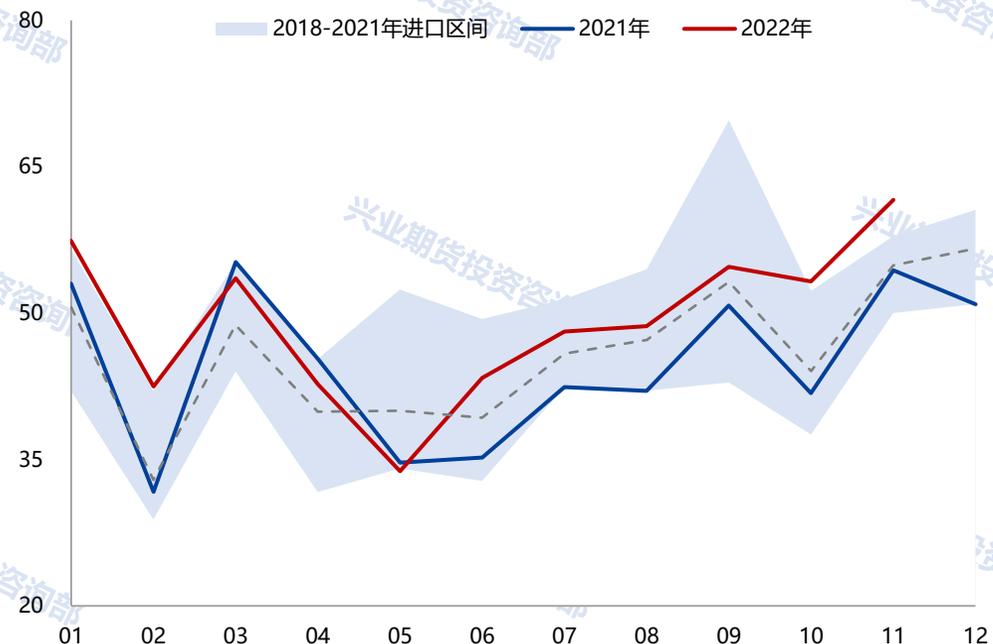


供应方面，2022年割胶季国内天然橡胶产出恢复至往年正常年份水平，持续超过两年有余的厄尔尼诺-拉尼娜交替事件的负面影响逐步趋弱，ANRPC其余产区物候条件亦趋于稳定，原料产出平稳可期，且当前阶段系橡胶进口高峰时期，我国主要天胶来源国纷纷处于旺产季，天然橡胶供应端延续增长之势。

2022年1-11月天然橡胶产量增减



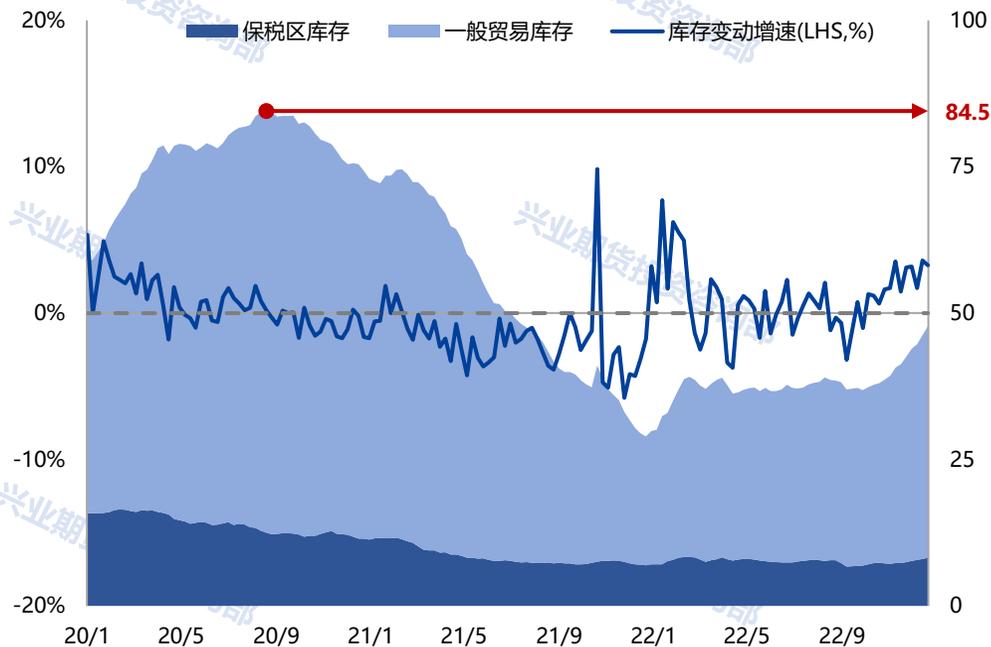
天然橡胶进口量



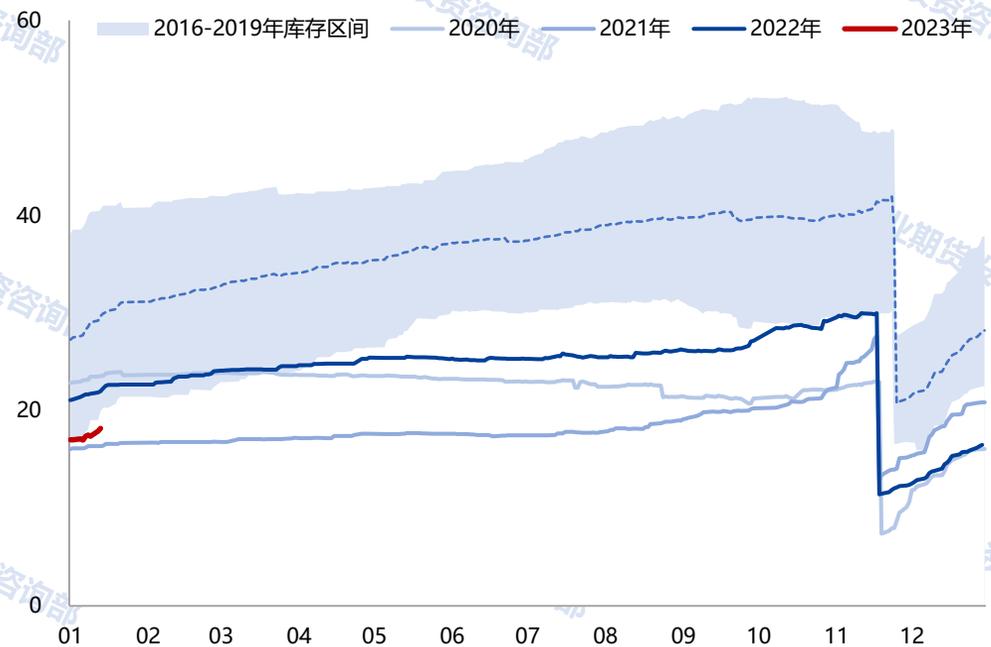
□ 库存方面，橡胶到港季节性走强，港口库存连续12周呈现累库态势，现货库存压力逐步显现，但国内停割压制期货仓单注册意愿，沪胶期货库存尚处低位。

□ 综合来看，车购税恢复削弱终端市场需求预期，节前车企开工保持低迷，而进口市场补充作用增强，港口库存加速累库，天然橡胶供增需减预期持续兑现，沪胶策略可延续空头思路；但考虑到国内产区已然进入停割季，而商务部及行业协会多次发声支援汽车行业消费刺激政策加码，关注停割期间产业政策变动带来的市场交易氛围的转变，谨慎持仓。

青岛现货库存水平



沪胶库存期货





聚丙烯

PP

01

产量维持历史高位，生产企业库存极低

02

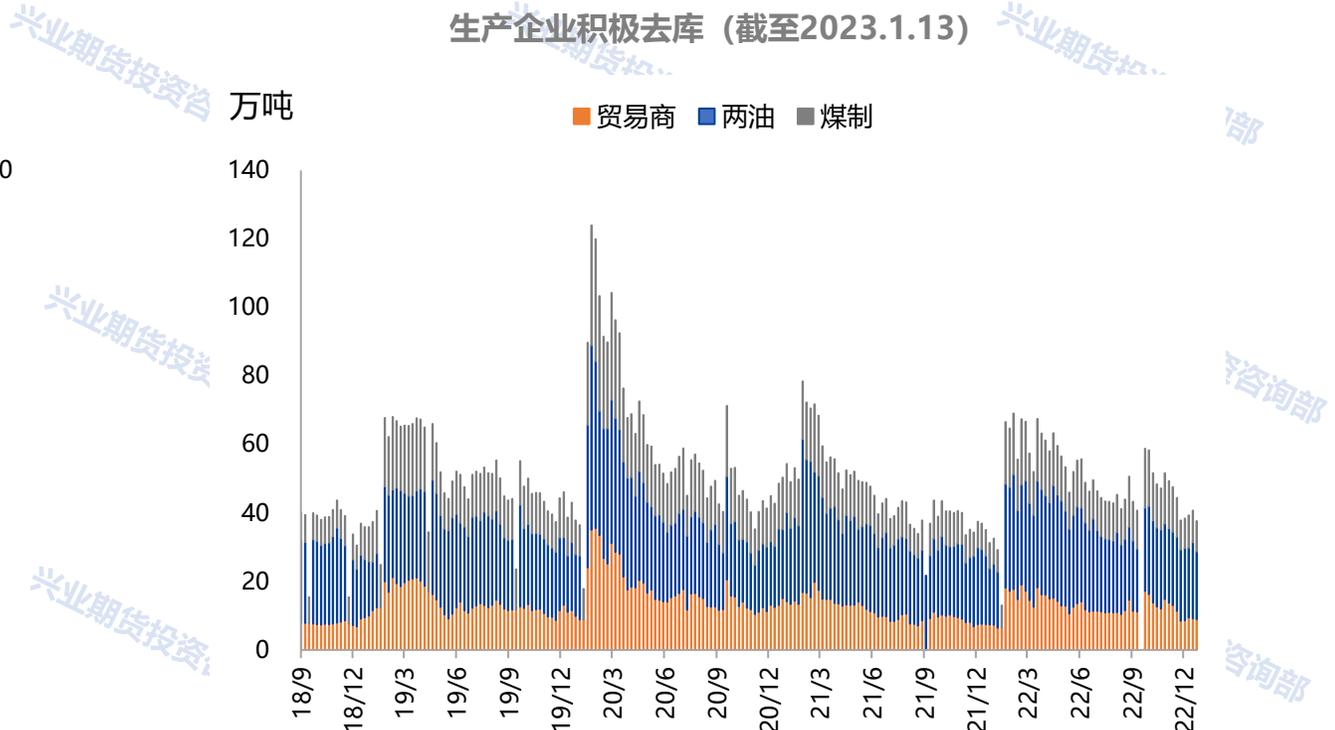
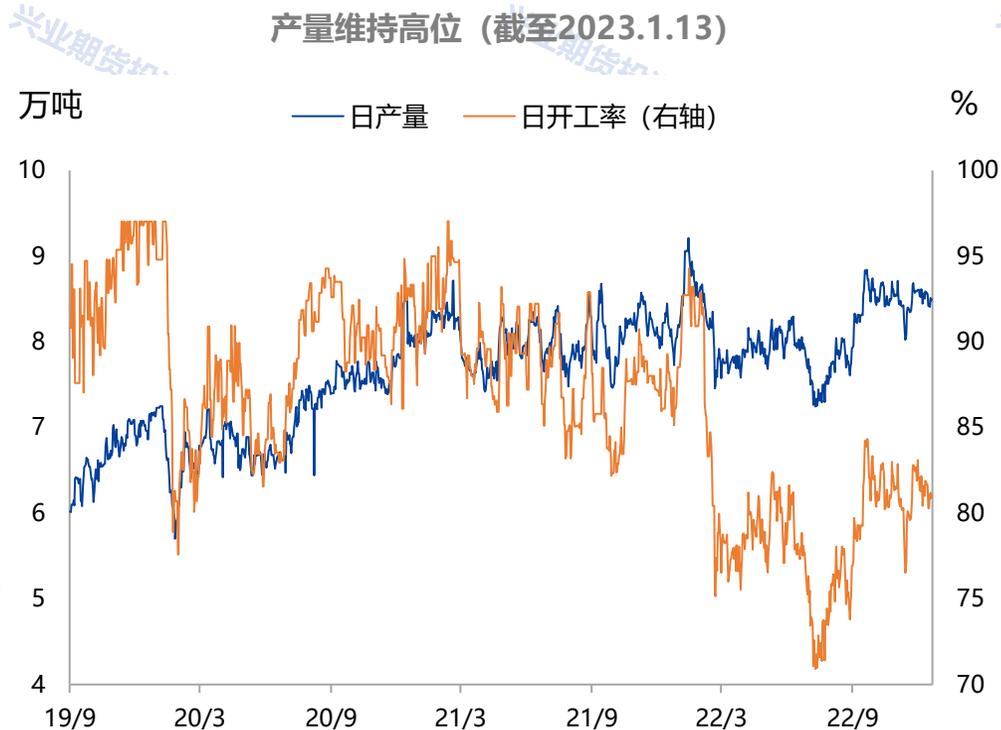
下游开工率加速回落，企业订单显著增多

03

波动率处于历史低位，利用期权捕捉上涨行情

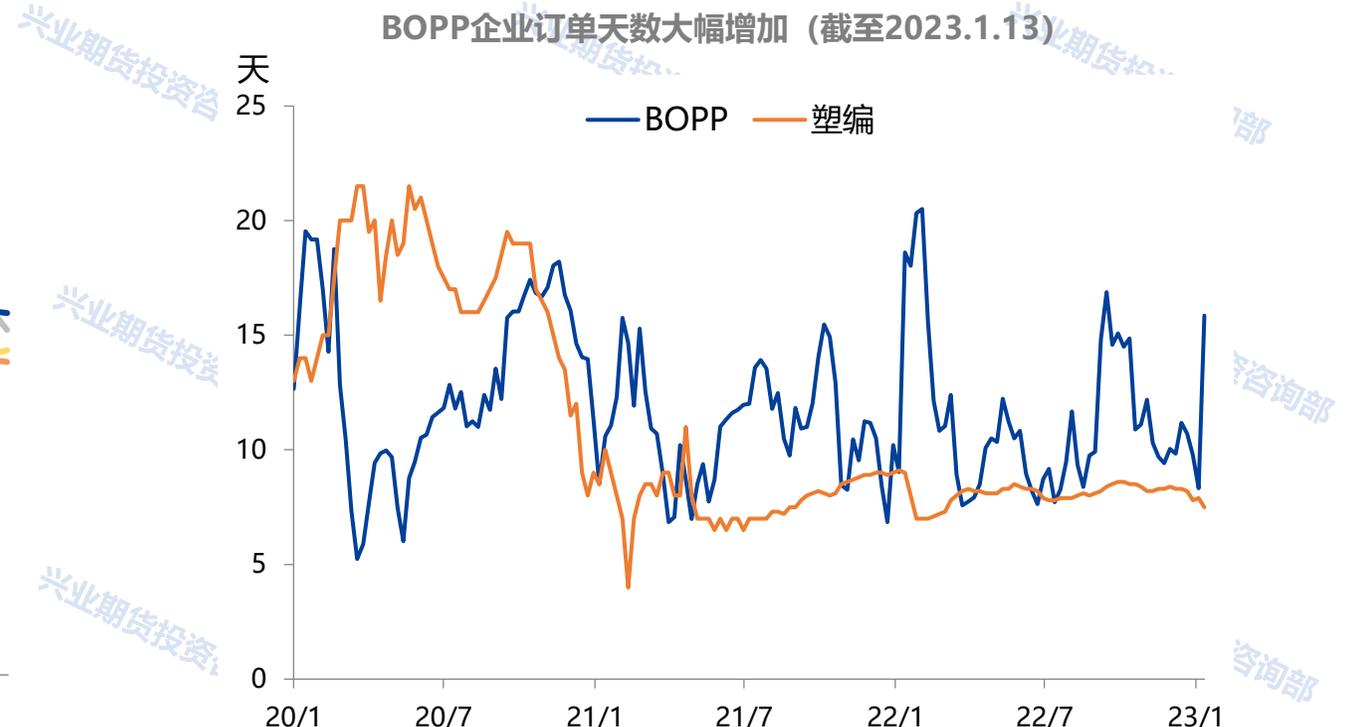
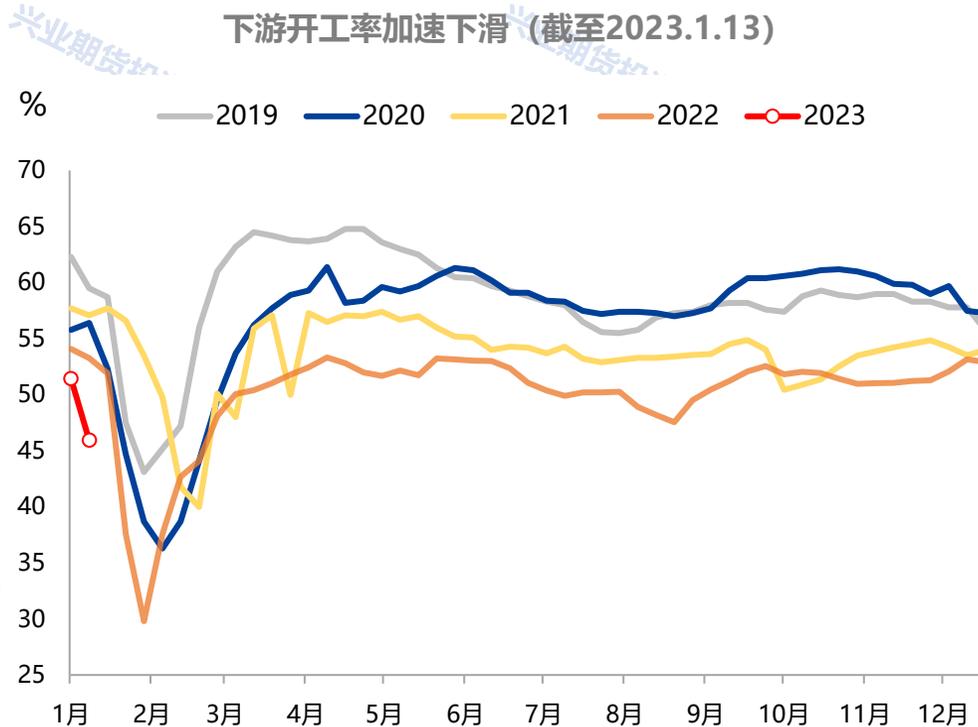
▣ **产量维持历史高位**：一月第三周PP产量为59.46 (-0.36) 万吨，自12月初至今一直保持在历史最高位。2023年一季度是检修淡季，叠加290万吨新产能投放，产量预计延续增长，不过这一利空已经被市场逐步消化，如果临时检修增多或投产推迟，原本利空预期将被证伪。

▣ **社会库存持续积累**：元旦后两周，生产企业积极去库，目前两油库存下降至近三年9%分位，煤化工企业降至11%，而社会（贸易商）库存虽然达到90%分位水平，但总量并不多，不足以形成较大利空。



▣ **下游开工加速回落**：PP下游加权开工率为45.95% (-5.48%)，塑编和管材开工率下降超过5%，而薄膜开工率保持稳定。按照历史规律，下游开工率最快于春节后一周即2月初开始回升，如果能够超过2022年同期水平，那么需求复苏可期。

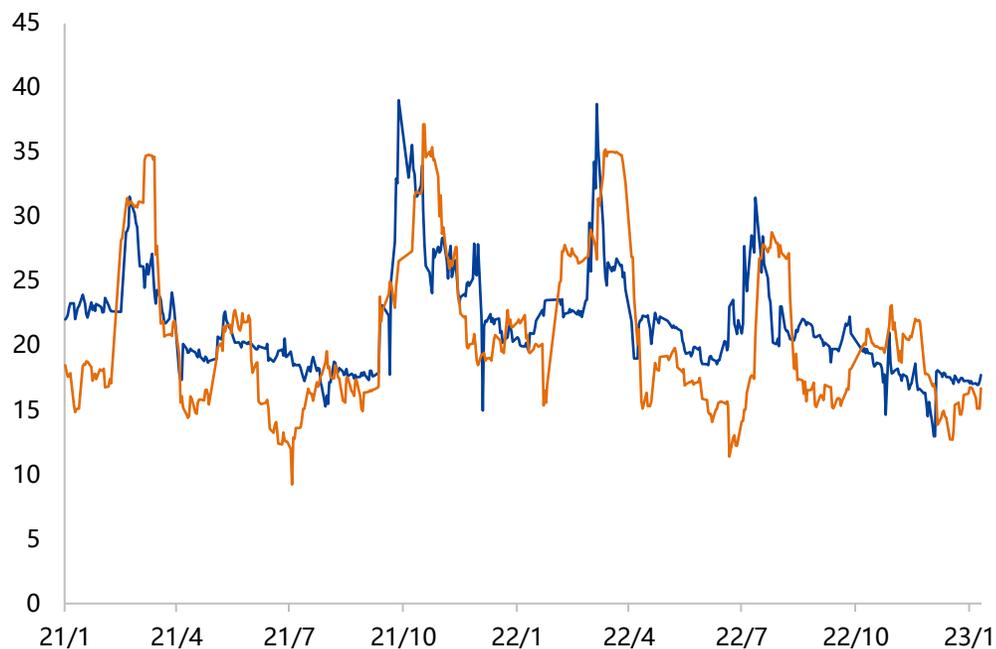
▣ **企业订单显著增多**：近一周BOPP企业订单天数一反常态增长，达到去年9月以来最高，反映出良好的需求预期。如果春节后下游开工率快速回升，同时企业订单量显著增多，那么实际需求确认好转，建议重点关注以上两个指标。



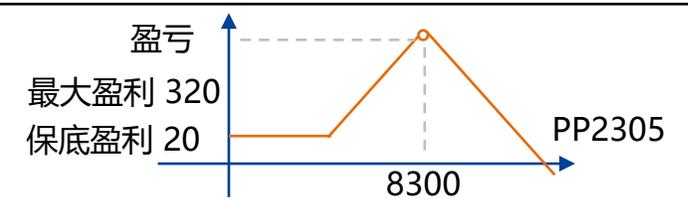
波动率处于历史低位：平值期权隐含波动率处于过去两年12.5%分位，而20日历史波动率处于过去6年31%分位，二者均偏低预示未来PP价格波动将加剧，出现大行情概率较高。

利用期权捕捉上涨行情：随着需求预期向好，春节后聚烯烃上涨行情有望延续，不过高产量和集中投产仍是不容忽视的潜在利空，因此建议用期权多头替代期货，以降低风险。推荐买入看涨比率价差，并于PP2305达到8300后立即止盈。如果期货再度下跌，则平掉买入看涨一腿，留下卖出看涨。

波动率处于历史低位 (截至2023.1.13)



期权策略要点

项目	内容
期权策略	买入看涨比率 (1: 2) 价差一份, 包括 买入PP2305C8000一手@220元/吨 卖出PP2305C8300两手@120元/吨
到期损益	 <p>盈亏 最大盈利 320 保底盈利 20</p>
初始资金流向	支出保证金7550元/份, 收取权利金100元/份
最大盈亏	最大盈利1600元/份, 保底最低盈利100元/份
建议持仓比例	50%, 即每2万元开仓一份

纯碱

SA

01

1季度纯碱新增产能有限，供应天花板较为明确

02

光伏投产对冲浮法冷修影响，纯碱需求支撑较强

03

远兴产能投产前，纯碱供需维持紧平衡

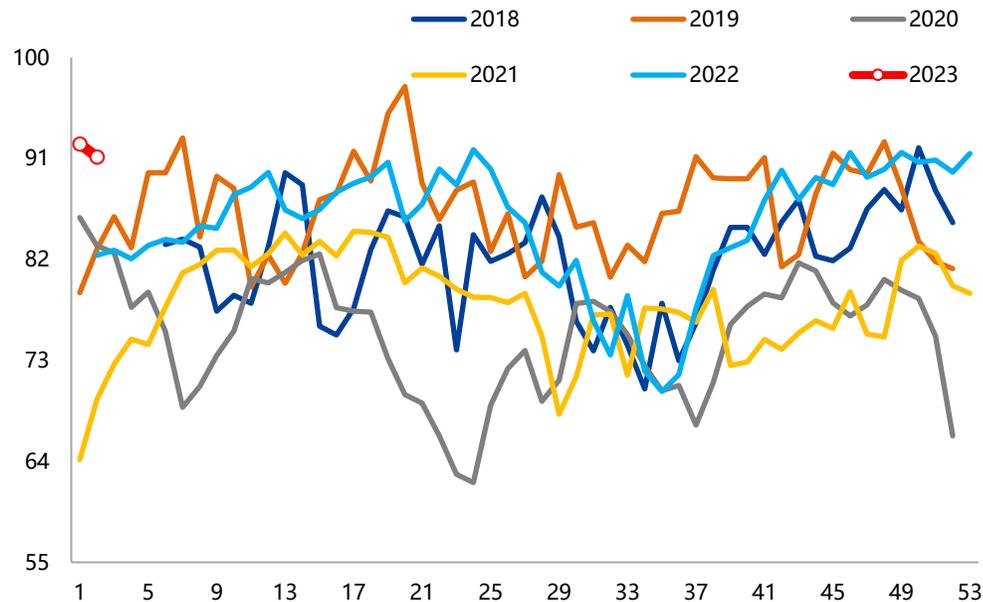
04

纯碱低库存格局将延续，仍有利于支撑05合约价格

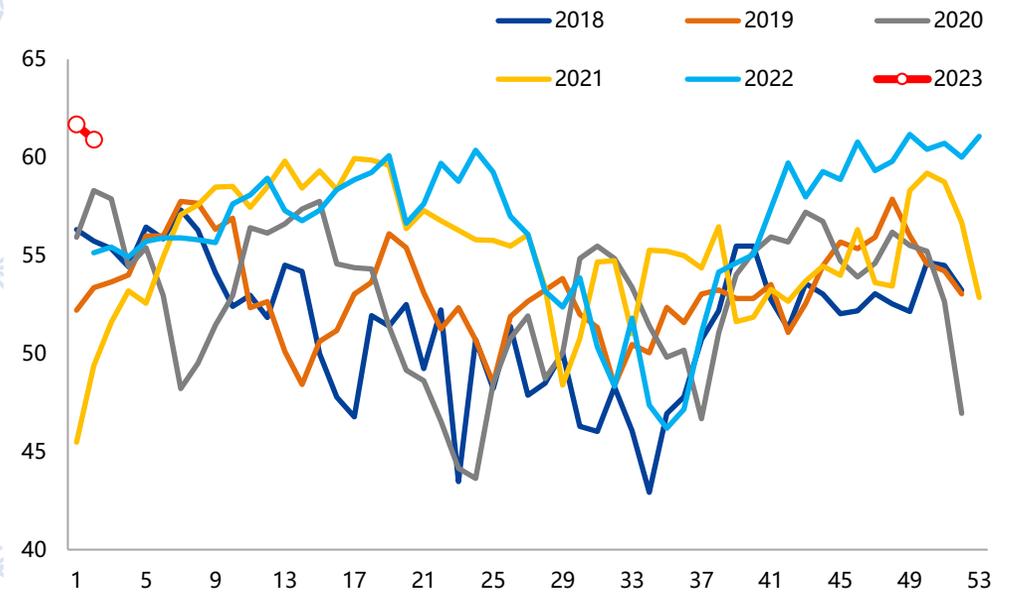
❑ **开工率触及天花板，供给偏刚性：**1月第3周纯碱企业周度开工率为91.14%，环比降1.15%，周度产量60.90万吨，环比降1.24%。隆众调研，下周暂无检修计划，个别企业检修即将结束，预期下周整体开工重心上移，开工率92%左右，产量61-62万吨上下。

❑ **年内新增产能有限：**2023年3月安徽红四方20万吨、5月江苏德邦120万吨（含60万吨置换）产能、5月远兴500万吨产能计划投产，实际产量释放需要等到二季度。预计2023年1季度纯碱供应天花板依然较为明确。

纯碱装置开工率（更新至1.13）



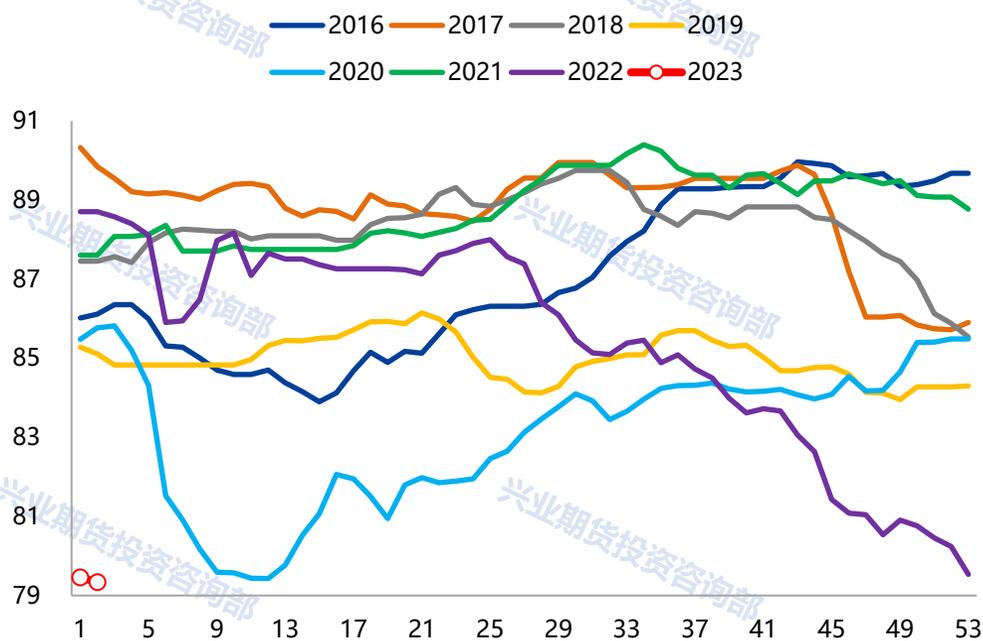
纯碱周度产量（隆众，更新至1.13）



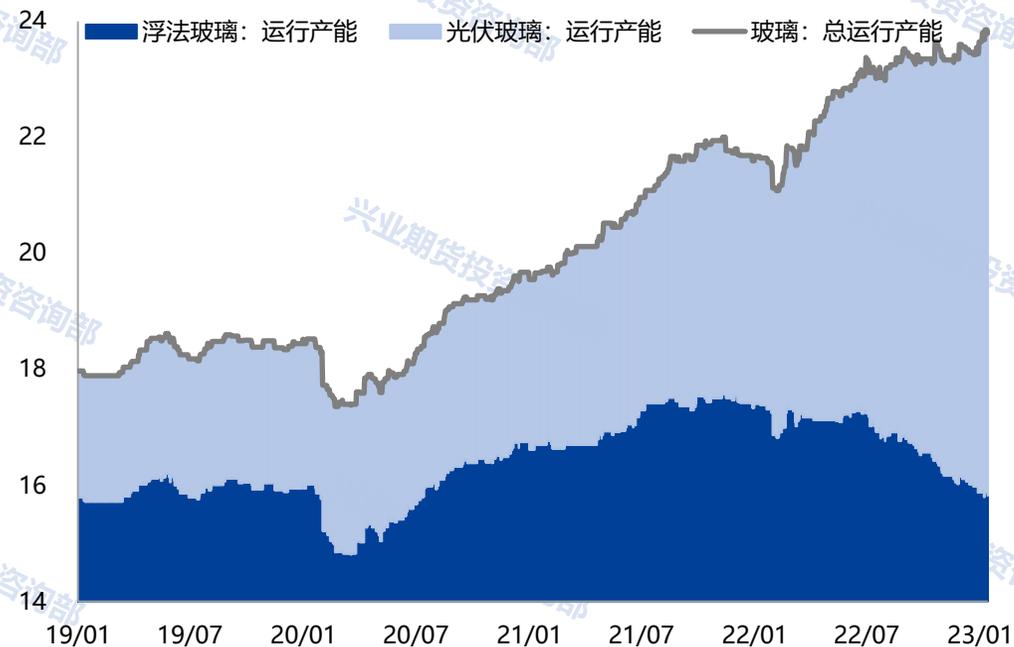
□ **地产销售、竣工修复预期较强，浮法玻璃冷修规模有限：**2023年中国经济增长目标或定在5%-5.5%，地产调控放松等稳增长政策有望继续加码，地产销售及竣工修复预期增强，且浮法玻璃产能利用率已较2022年初下降近11%，浮法玻璃企业库存连续5周下降，后续冷修计划相对有限。

□ **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，市场普遍预期全年光伏玻璃产能投产规模在3万吨上下，远高于浮法玻璃冷修计划量。据隆众调研，1月浮法冷修计划约1300吨/天，光伏投产计划则有3400-4400吨天。预计光伏玻璃投产仍将继续对冲浮法冷修影响，带动玻璃用纯碱总消费稳步增加。

浮法玻璃产能利用率（周均值，更新至1.13）



光伏玻璃产能投产对冲浮法冷修影响（更新至1.13）



结合2023年纯碱产能投产计划、光伏玻璃产能投产计划（30-40%兑现度）以及浮法玻璃冷修/复产计划，我们推算在远兴能源500万吨天然碱法产能投产前（5月），纯碱供需结构依然将维持紧平衡状态，低库存难以改善，该产能投产后，纯碱供需将明显转向过剩，库存将由低位去库转向快速增加。

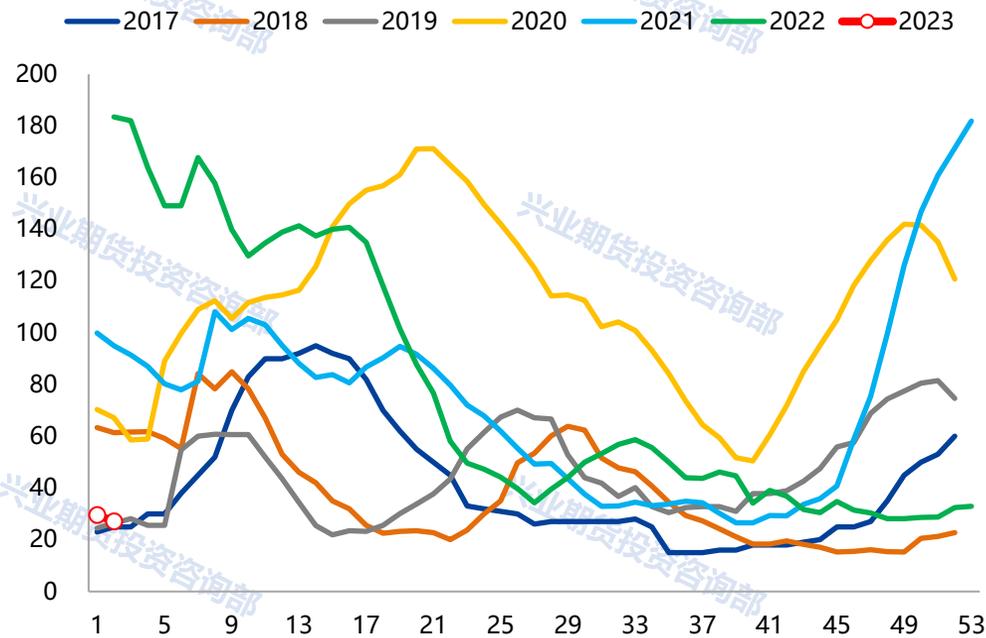
关注纯碱产能投产进度。

项目		纯碱供需平衡表																								
		22/01	22/02	22/03	22/04	22/05	22/06	22/07	22/08	22/09	22/10	22/11	22/12E	23/01E	23/02E	23/03E	23/04E	23/05E	23/06E	23/07E	23/08E	23/09E	23/10E	23/11E	23/12E	
产能	总和	3,183	3,131	3,161	3,156	3,161	3,133	3,129	3,129	3,133	3,161	3,177	3,187	3,187	3,187	3,207	3,207	3,767	3,767	3,767	3,767	3,967	3,967	3,967	3,967	
	当月值	296.0	263.0	294.0	284.0	294.0	282.0	291.0	291.0	282.0	294.0	285.9	296.4	296.4	267.7	300.1	290.4	310.5	320.7	352.2	352.2	344.4	363.4	358.8	370.8	
开工率	隆众	83%	85%	87%	88%	88%	88%	79%	73%	81%	88%	90%	90%	90%	89%	89%	90%	89%	89%	80%	73%	78%	86%	90%	91%	
产量	隆众	245.6	224.0	255.9	250.8	259.0	249.4	230.2	213.7	229.3	260.2	257.6	266.8	266.8	238.3	267.1	261.4	276.4	285.4	281.8	257.1	268.7	312.5	322.9	337.4	
进口	统计局	1.3	5.5	0.7	0.3	0.6	0.6	0.8	0.4	0.5	0.4	0.1	0.1	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	
纯碱总供给		当月值	247.0	229.5	256.6	251.1	259.6	250.0	230.9	214.0	229.8	260.6	257.7	266.9	267.3	238.8	267.6	261.9	276.9	285.9	282.8	258.1	269.7	313.5	323.9	338.4
光伏玻璃	运行产能	wt/d	4.3	4.5	4.9	5.5	5.6	6.1	6.2	6.7	6.8	7.2	7.4	7.8	7.8	7.9	8.4	8.6	8.7	9.2	9.4	9.6	9.8	10.1	10.1	11.4
	投产计划	wt/d													0.0	0.1	0.5	0.2	0.1	0.4	0.2	0.2	0.2	0.3	0.0	1.3
光伏纯碱消费量		当月值	25.1	23.3	27.7	29.8	32.9	33.4	36.3	37.9	38.3	41.1	41.6	44.8	45.7	41.6	47.9	48.5	51.0	50.9	54.5	55.9	55.4	58.7	57.6	63.3
浮法玻璃	运行产能	wt/d	16.9	17.3	17.2	17.1	17.2	17.3	16.8	16.8	16.5	16.2	15.8	15.7	15.7	15.7	15.7	15.7	15.7	15.7	15.6	15.6	15.6	15.6	15.6	15.6
	冷修	wt/d													-0.2	-0.2	-0.1				-0.1					
点火/复产		wt/d													0.1	0.1	0.1		0.1							
浮法纯碱消费量		当月值	100.7	90.9	101.6	97.7	101.1	98.3	100.3	98.9	95.0	96.2	91.9	94.0	93.0	83.6	92.4	89.4	92.6	89.6	92.4	92.1	88.8	91.8	88.8	91.8
轻碱消费量		当月值	121.0	110.3	100.7	111.7	128.8	104.7	82.5	93.2	105.0	108.6	108.1	104.0	123.4	112.5	102.7	114.0	131.3	106.8	84.1	95.0	107.1	110.8	110.2	106.1
出口	统计局	当月值	8.2	8.4	14.4	15.2	19.5	18.6	20.9	19.7	19.8	22.1	19.5	18.0	11.0	9.0	14.0	11.5	9.5	10.0	9.5	12.0	11.5	11.0	8.6	10.7
纯碱总消费		当月值	255.0	232.9	244.4	254.5	282.3	255.0	240.0	249.8	258.2	268.0	261.2	260.8	273.1	246.7	257.0	263.3	284.4	257.2	240.6	255.0	262.9	272.3	265.2	271.9
供需差		当月值	-8.0	-3.4	12.2	-3.3	-22.7	-5.0	-9.0	-35.7	-28.4	-7.4	-3.5	6.0	-5.9	-7.9	10.6	-1.4	-7.6	28.7	42.2	3.1	6.8	41.2	58.7	66.5

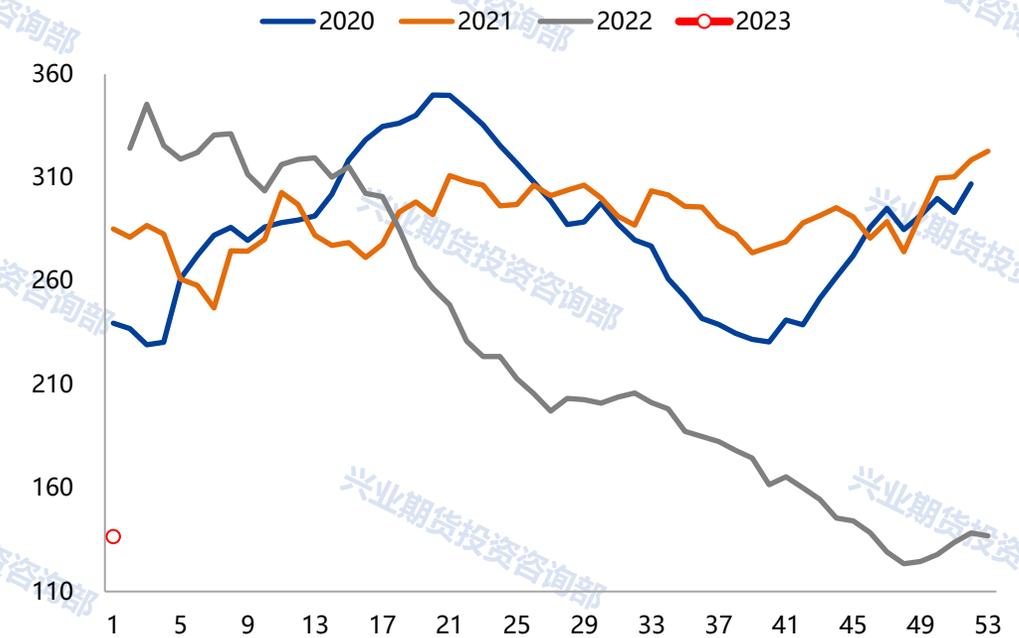
纯碱各环节库存均偏低，低库存有望延续至5月：（1）生产环节库存：1月13日，纯碱企业库27.04万吨，环比-2.55万吨，降幅8.62%，节前企业积极发货，兑现订单，降低库存；（2）流通环节库存：继续小幅度增加，本周涨幅1.1万左右；（3）四环节总社库：隆众样本，截至1月6日，纯碱生产+流通+下游+交易所总库存136.42万吨，前值136.85万吨，依然显著低于2020-2022年同期。

结合上一页纯碱2023供需平衡表推算，纯碱低库存有望延续至5月，仍有利于持续支撑纯碱价格。对于纯碱05合约，多单仍可耐心持有，上调目标位至3000，上调止盈/平仓位至2750。对于09合约，下行压力或待05合约见顶后释放。

纯碱企业库存（更新至1.13）



纯碱四环节总库存（更新至1.6）



铁矿

01

一季度外矿发运季节性回落，国产矿山受假期影响较大

02

铁水产量同比偏高，减产动力较为有限

03

节前钢厂补库基本结束，港口铁矿库存累库压力小于预期

04

铁矿石供需节奏或有错配，2023年H1铁矿或保持紧平衡

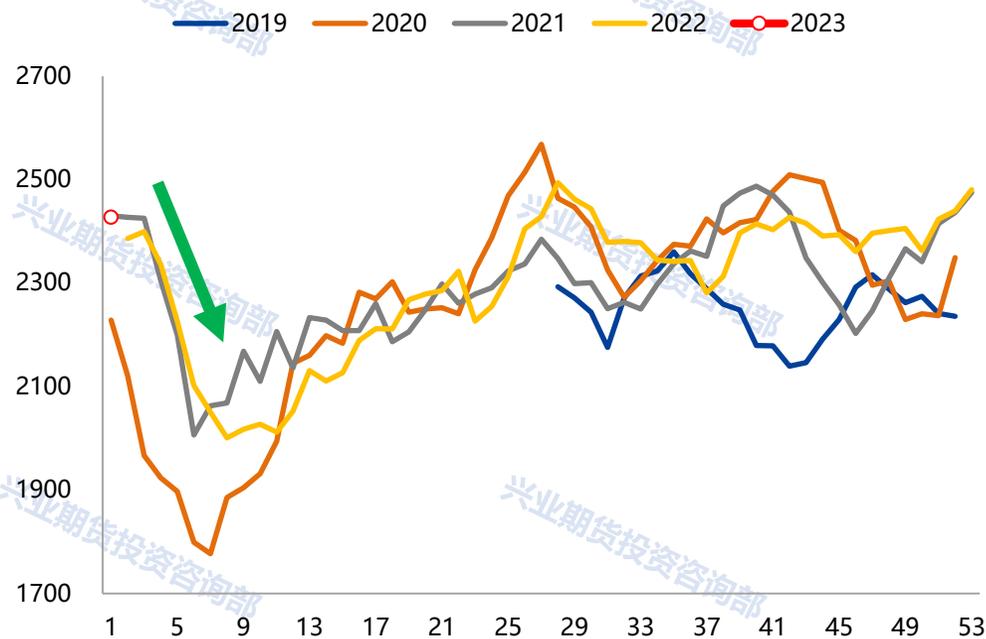
05

政策监管风险增加，短期调整压力增加

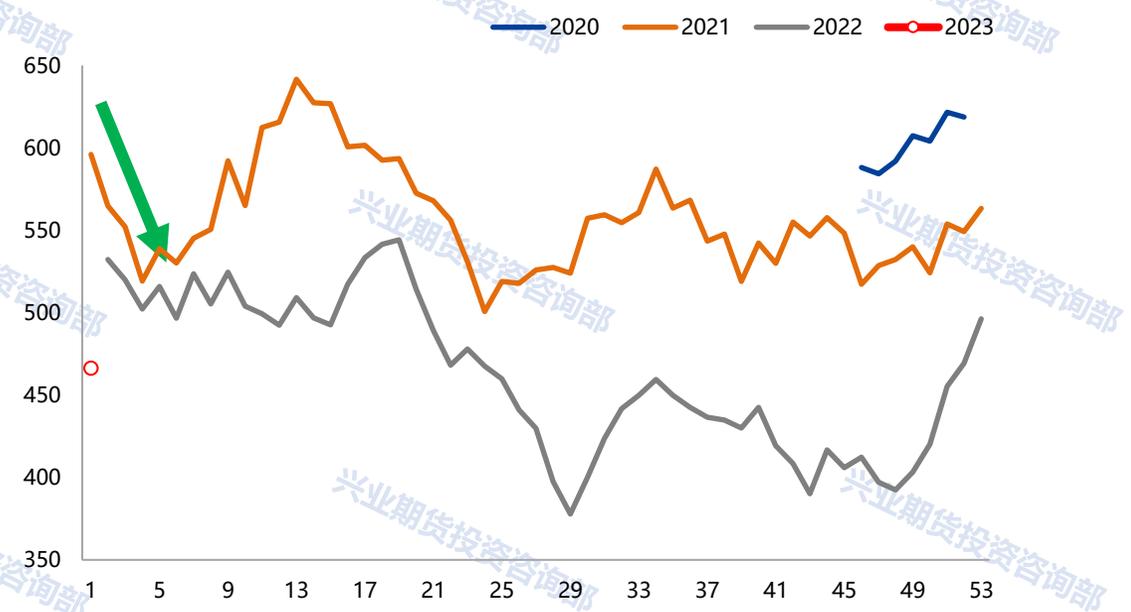
2022年，除澳巴19港以外的非主流矿山累计发运量同比减少4747万吨，四大矿山发运量同比微降65万吨，澳巴19港铁矿发运量同比小幅增加329万吨，主流矿山发运基本持平。2023年1季度，国内矿山生产受春节假期的扰动；而外矿发运将会进入季节性回落阶段，供应短期难有增量。

矿山	2021年	2022年	同比	幅度
FMG	17,846	19,048	1,201	6.73%
BHP	28,870	28,222	-649	-2.25%
RIO	32,011	31,988	-23	-0.07%
淡水河谷	27,132	26,537	-595	-2.19%
四大矿山	105,860	105,795	-65	-0.06%
非主流矿山	50,371	45,623	-4,747	-9.43%
澳巴19港	127,247	127,576	329	0.26%
非澳巴矿山	28,984	23,843	-5,142	-17.74%
全球	156,231	151,418	-4,813	-3.08%

澳巴19港铁矿石发运量（5周移动平均，更新至1.6）

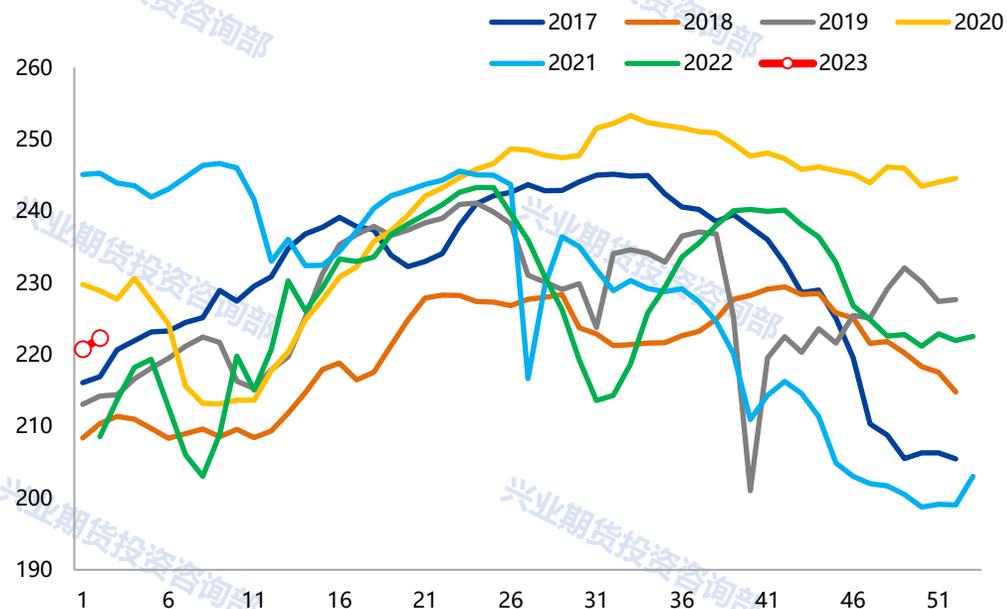


全球非澳巴19港铁矿石发运量（5周移动平均，更新至1.6）



- ❑ **铁水产量同比偏高且减产缓慢**：得益于电炉减产为高炉让出生产空间，以及政策限产约束同比放松，铁水产量同比偏高，且减产缓慢。1月13日，国内247家样本钢厂日均铁水产量环比增1.58万吨/天至222.3万吨/天，同比增幅缩小至8.61万吨/天。
- ❑ **高炉即期亏损幅度尚不足以支撑高炉减产**：焦炭现货价格第二轮提降陆续落地，高炉盈利环比有所修复。按照当前高炉亏损幅度，尚不足以驱动高炉大规模减产，或维持春节期间常规检修为主，预计1月高炉铁水产量同比偏高的局面仍将持续，有利于继续支撑铁矿直接消耗量。

247家样本钢厂日均铁水产量（更新至1.13）

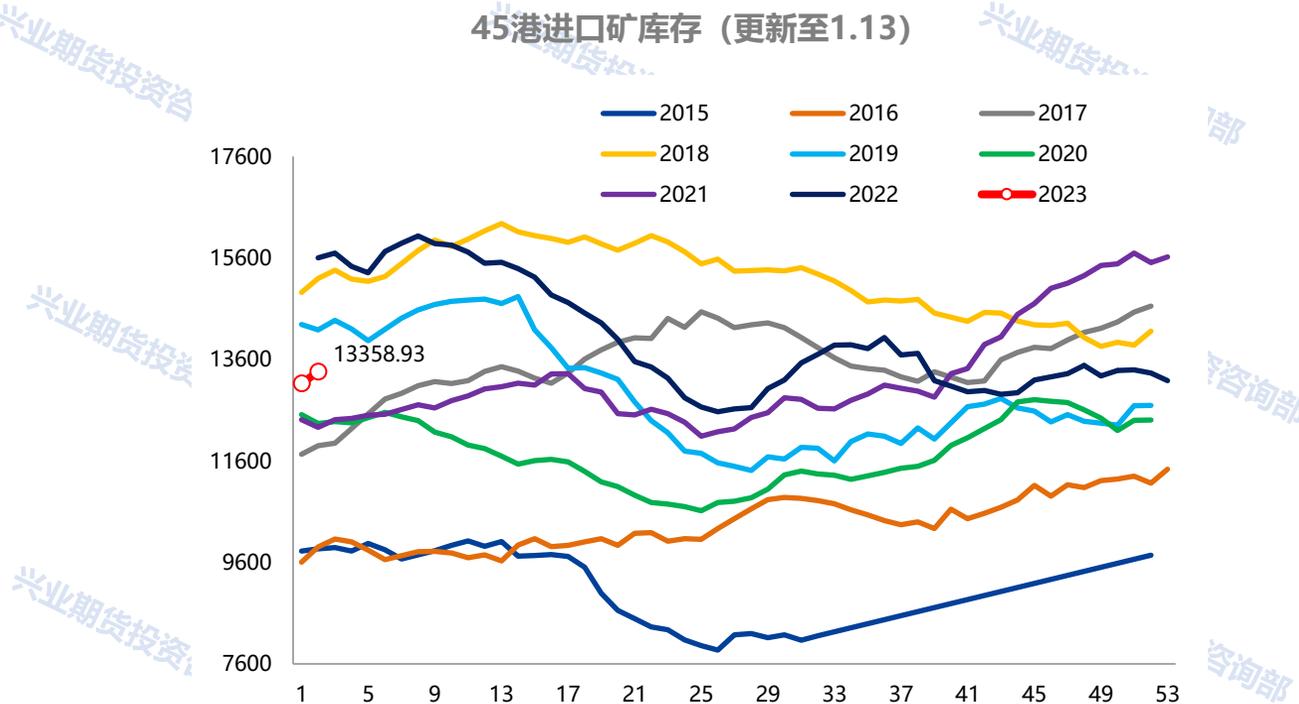
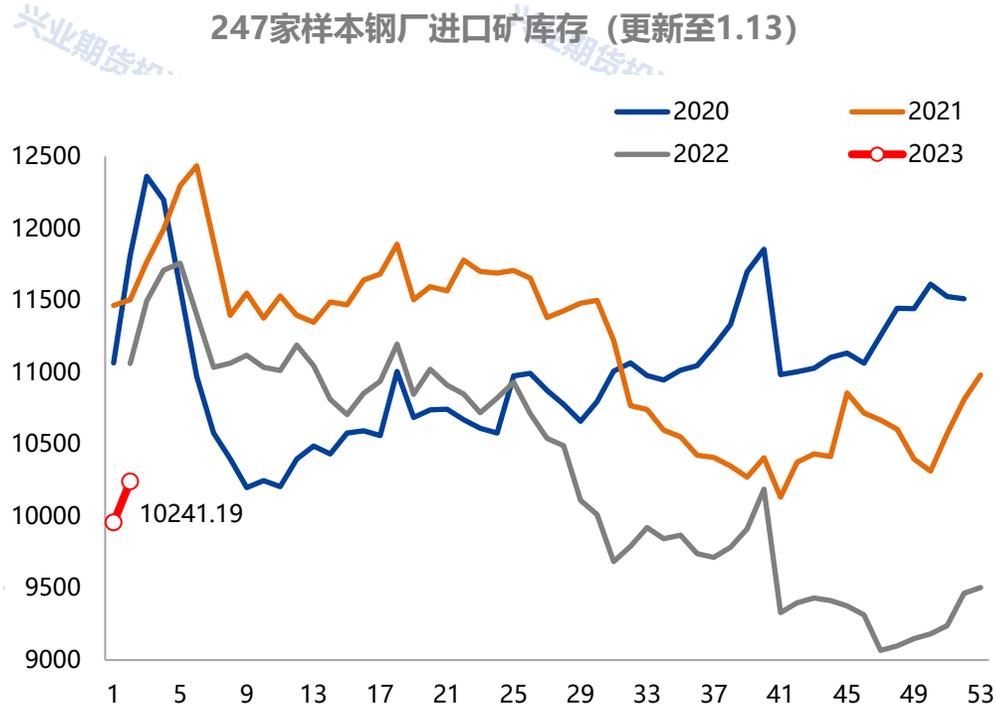


高炉即期利润（更新至1.13）



截至1月13日，国内247家样本钢厂进口矿库存继续大幅增至10241.19万吨，较2022年四季度低点已增加近1100万吨，但同比依然减少1254万吨。距离春节仅剩1周，钢厂节前补库基本结束。考虑到铁水产量同比偏高，支撑春节假期的刚需日耗，叠加钢厂进口矿库存同比依然偏低，我们预计节后钢厂或仍有部分铁矿补库需求待释放。

受钢厂补库以及外矿供应同比大幅下降的影响，港口进口矿累库压力小于预期，本周45港进口矿库存增至1.336亿吨，同比减少近2400万吨。

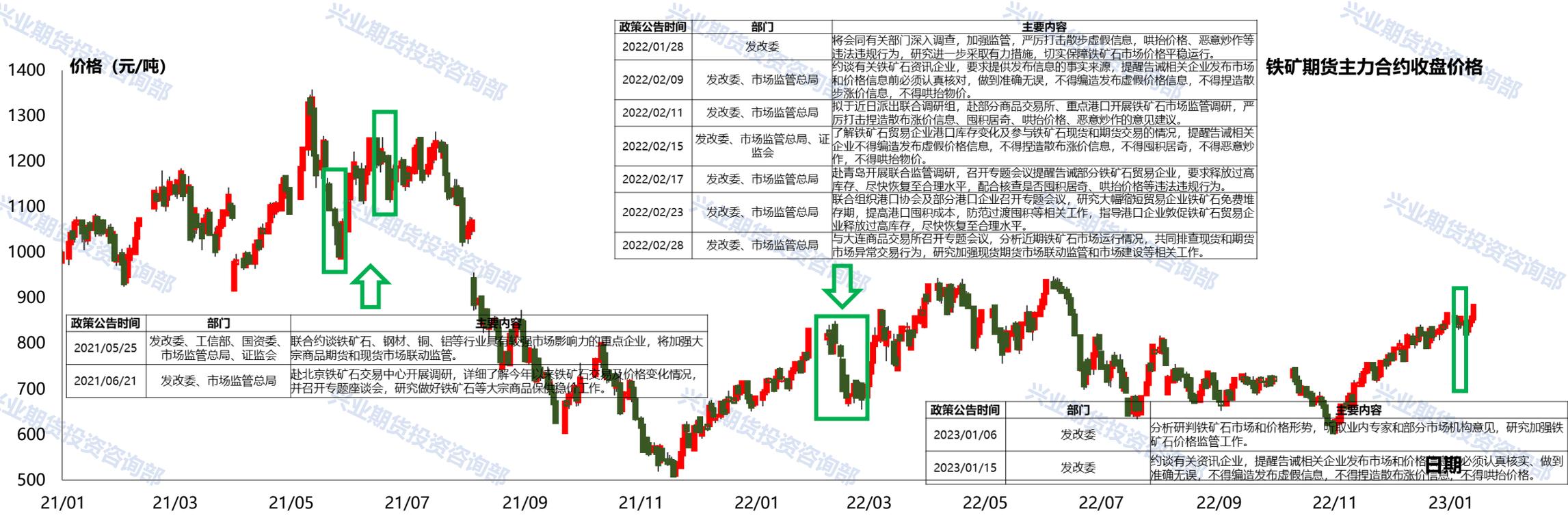


□ 2023年国内宏观稳增长政策加码和经济复苏的预期仍难以被证伪，钢材终端消费存在改善预期，国内铁矿石供应过剩压力相对有限。根据平衡表估算，2023年1季度，外矿发运季节性下滑，国内钢厂春节后进入增产阶段，2023年2季度，如若国内经济进入复苏阶段，将有望提高钢厂生产积极性，进而保持铁矿供需紧平衡结构。

铁矿供需平衡表

单位：万吨		2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4E	2023Q1E	2023Q2E	2023Q3E	2023Q4E	2022E	2023E
淡水河谷	当季值	6,803	7,500	8,942	8,247	6,313	7,411	8,970	8,806	6,979	7,758	8,600	8,163	31,500	31,500
	YOY														
必和必拓 (含Samarco) *	当季值	6,757	7,387	7,164	7,488	6,767	7,266	7,328	7,300	6,772	7,286	7,306	7,497	28,661	28,861
	YOY														
力拓 (皮尔巴拉总销量)	当季值	7,779	7,634	8,336	8,410	7,146	7,991	8,292	8,571	7,292	8,025	8,397	8,786	32,000	32,500
	YOY														
FMG (发运量) *	当季值	4,230	4,930	4,560	4,750	4,650	4,950	4,750	4,850	4,746	5,356	5,054	5,143	19,200	20,300
	YOY														
四大矿山	当季值	25,570	27,451	29,002	28,896	24,876	27,618	29,340	29,527	25,790	28,426	29,357	29,589	111,361	113,161
	YOY	5.2%	-1.0%	0.3%	-0.4%	-2.7%	0.6%	1.2%	2.2%	3.7%	2.9%	0.1%	0.2%	0.4%	1.6%
英美资源	当季值	1,617	1,570	1,689	1,505	1,316	1,437	1,610	1,550	1,336	1,458	1,634	1,573	5,913	6,000
	YOY				-7.0%	-18.6%	-8.4%	-4.7%	3.0%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	-7.3%	1.5%
印度铁矿出口	当季值					1,170	880	150	300	900	900	900	900	2,500	3,500
	YOY									-23.1%	2.3%	500.0%	200.0%	-59.0%	40.0%
中国铁精粉	累计值	6,571	13,619	20,224	26,347	6,285	13,133	19,880	25,936	6,300	13,412	20,419	26,936		
	YOY	11.2%	0.6%	-7.9%	-12.7%	-4.4%	-2.8%	2.1%	-1.1%	0.2%	3.9%	3.9%	7.6%	-1.6%	3.9%
其他非主流矿	当季值					21,921	25,071	30,345	29,465	22,098	26,162	30,345	28,098	106,803	107,803
	YOY				53%					0.8%	4.4%	0.0%	-4.6%		0.9%
全球铁矿供应	当季值	54,946	62,439	64,937	67,434	54,252	60,417	66,582	65,349	55,088	62,600	67,608	65,104	246,600	250,400
	YOY					-1.3%	-3.2%	2.5%	-3.1%	1.5%	3.6%	1.5%	-0.4%	-1.3%	1.5%
中国铁矿进口	当季值	28,316	27,711	28,153	28,263	26,837	26,754	28,716	29,990	25,474	28,411	30,224	30,016	112,297	114,125
	YOY	7.9%	-2.4%	-12.3%	-6.4%	-5.2%	-3.5%	2.0%	6.1%	-5.1%	6.2%	5.3%	0.1%	-0.1%	1.6%
中国生铁产量	当季值	22,097	23,541	21,469	19,750	20,091	23,802	21,718	21,845	20,372	23,149	21,971	21,015	87,455	86,507
	YOY	10.6%	1.1%	-7.8%	-11.1%	-9.1%	1.1%	1.2%	10.6%	1.4%	-2.7%	1.2%	-3.8%	0.7%	-1.1%
中国铁矿需求	当季值	35,355	37,665	34,351	31,600	32,145	38,083	34,748	34,952	32,595	37,039	35,153	33,625	139,928	138,411
	YOY	6.2%	1.1%	-7.8%	-11.1%	-9.1%	1.1%	1.2%	10.6%	1.4%	-2.7%	1.2%	-3.8%	0.7%	-1.1%
中国供给-需求	当季值	-468	-2,906	408	2,786	977	-4,481	714	1,095	-820	-1,516	2,078	2,908	-1,695	2,650

2022年10月31日至2023年1月13日，铁矿石期货主力合约收盘价累计上涨超过45%，引发监管部门关注。1月6日，发改委召开会议分析研判铁矿石市场和价格形势，听取业内专家和部分市场机构意见，研究加强铁矿石价格监管工作；1月15日，发改委发文表示，近期约谈有关资讯企业，提醒告诫相关企业发布市场和价格信息前必须认真核实、做到准确无误，不得编造发布虚假信息，不得捏造散布涨价信息，不得哄抬价格。近期铁矿面临的监管风险较高，回顾2022年1月28日至2月28日期间，发改委连续7次针对铁矿石涨价发文，期间铁矿石主力合约收盘价累计回调17.9%。综合以上分析，低位多单可继续耐心持有，止盈线和目标位置分别位置800和900，新单可等待调整结束后再度入场的机会。





棕榈油

P

01

马来西亚产量下滑，库存接近平均水平

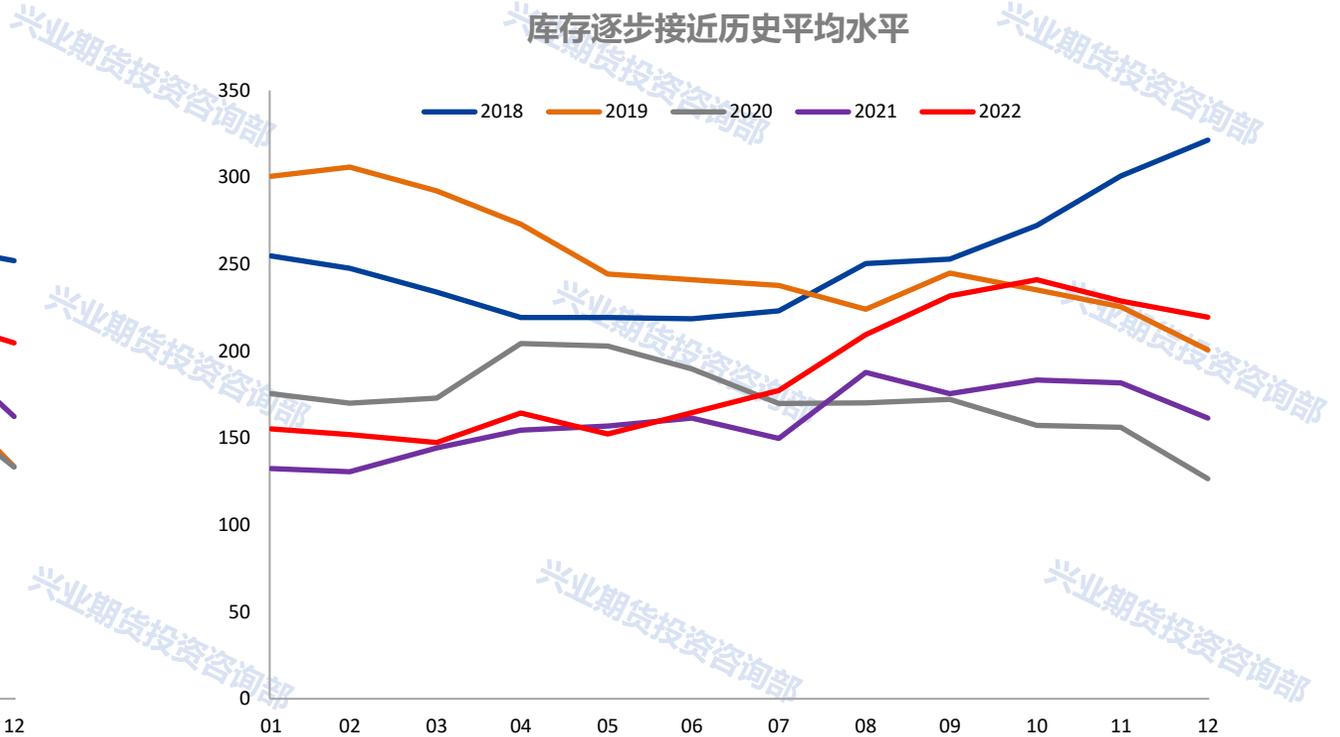
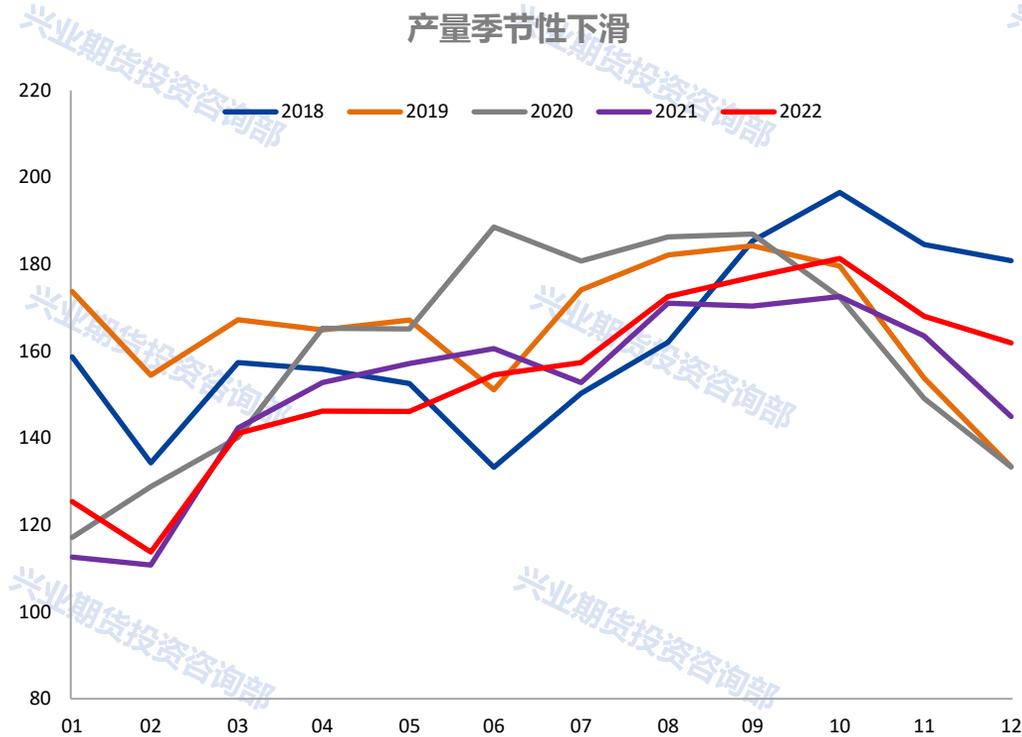
02

印尼下调出口比例，供需或转向紧平衡

03

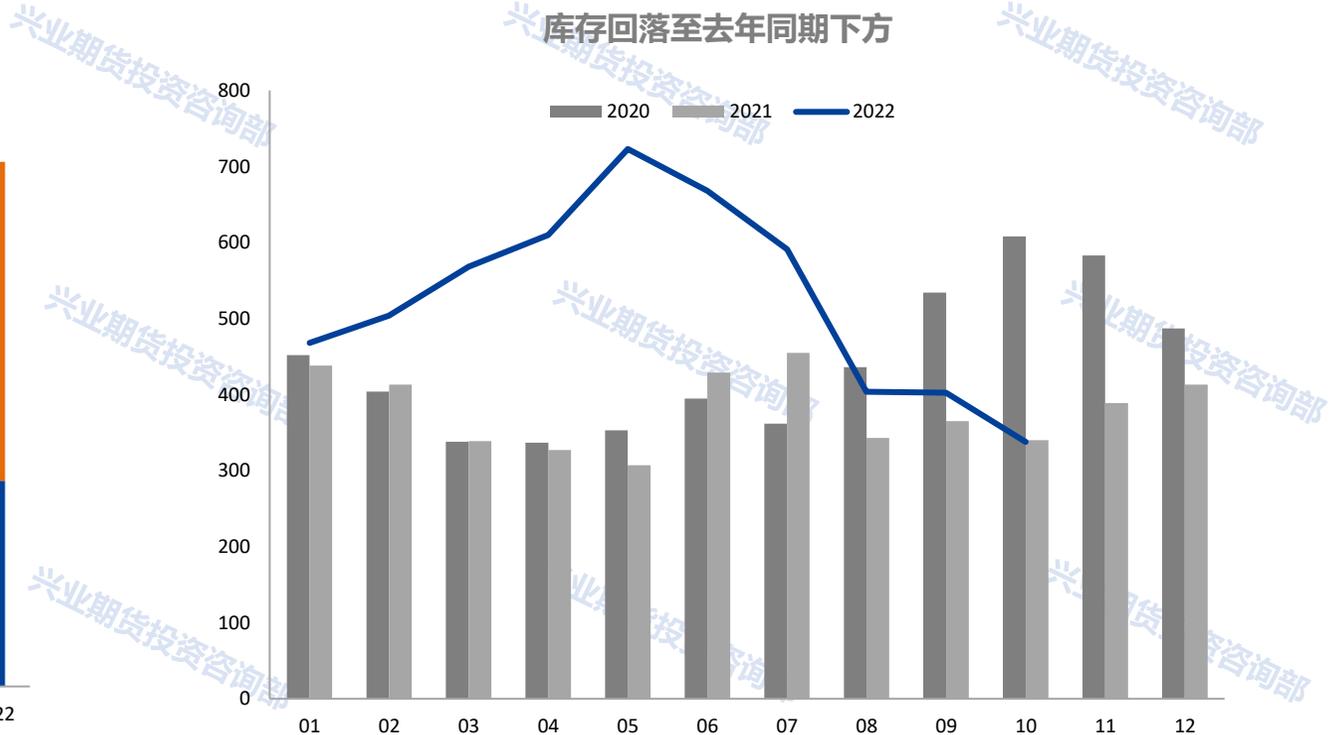
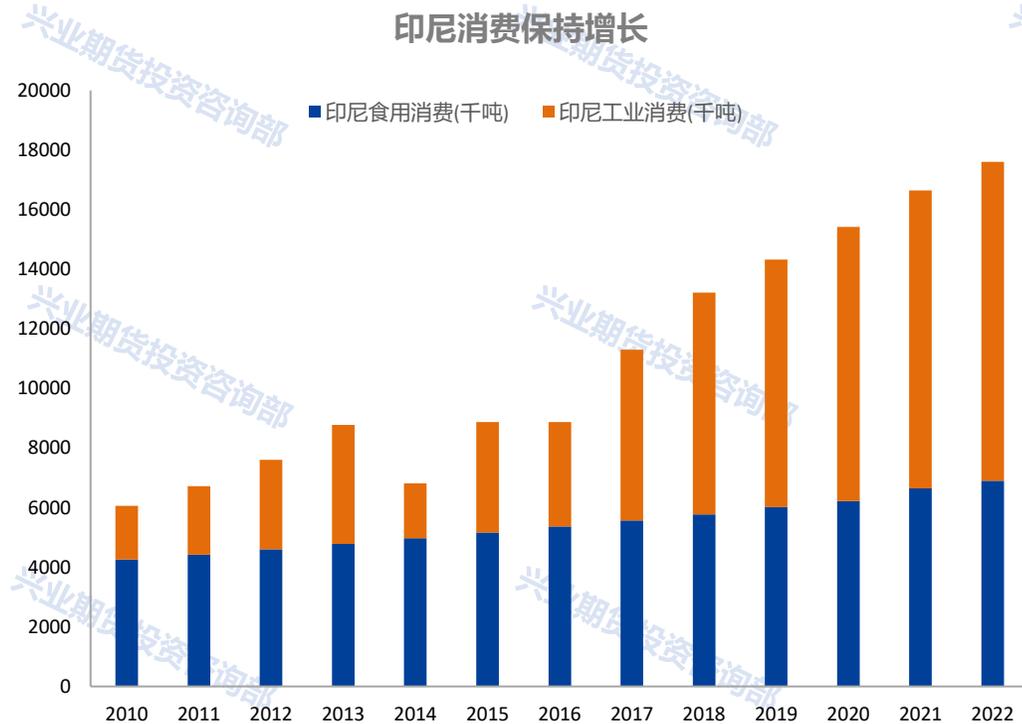
国内外消费较为乐观，低价棕油易涨难跌

■ MPOB最新数据显示，马来西亚棕榈油12月产量162万吨，环比降3.68%；出口147万吨，环比降3.48%；月末库存219万吨，环比降4.09%。虽然本次数据并未出现超预期的表现，但季节性减产及库存向下趋势明确。

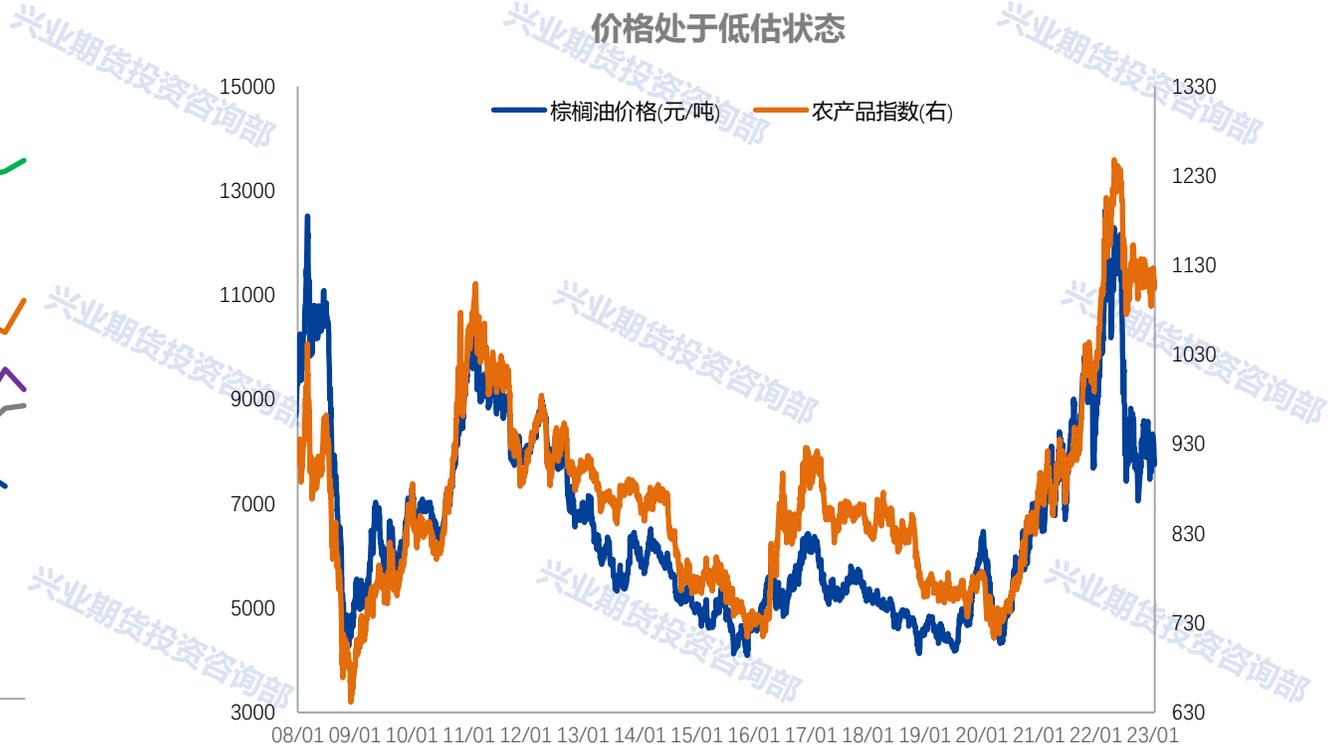
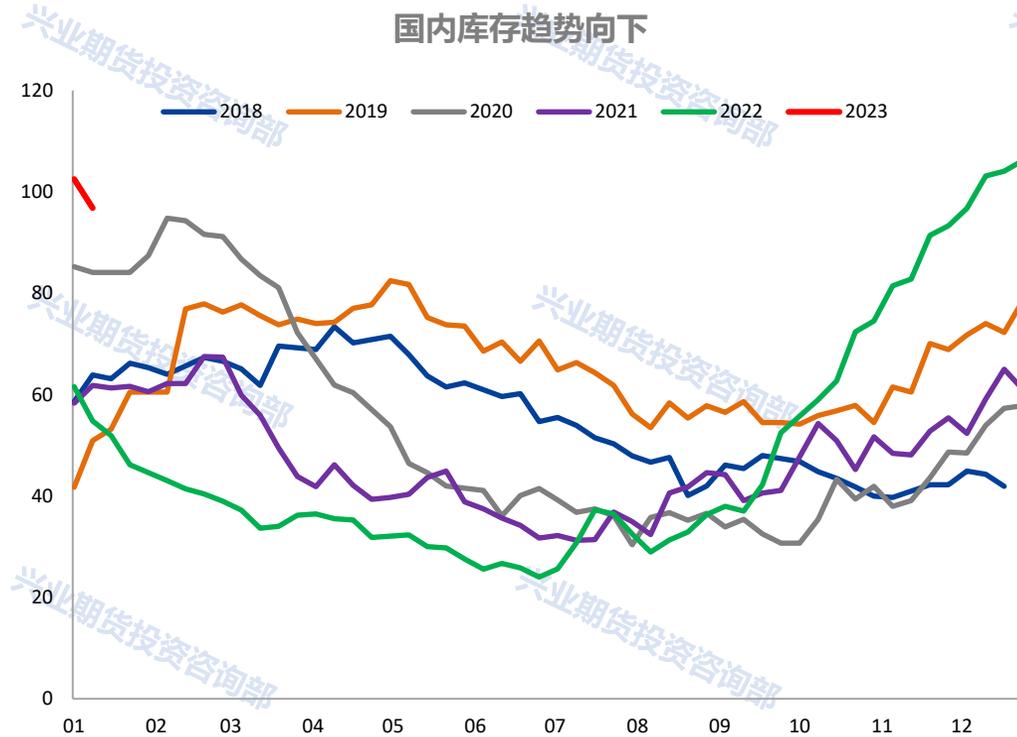


2022年印尼食用消费与工业消费均保持增长，近期印尼政府宣布将DMO出口政策由1:8调整至1:6，即国内销售量与出口额度比例进一步下调。此前印尼能源和矿产资源部在网站上的声明，印尼将于明年2月1日开始强制执行B35生物柴油计划，即将生物柴油中棕榈油的掺混率由目前的30%上调至35%。

此外从2022年印尼国内的消费情况来看，其食用消费及工业消费均出现一定程度的增加，而库存方面，GAPKI数据显示，10月印尼棕榈油库存已下降至338万吨，略低于去年同期。



- 印度棕榈油虽然进入了消费淡季，但由于其价格低于印度其他油脂，因此呈现出淡季不淡的情况，22年12月棕榈油进口同比增94%至110万吨，创下当月最高纪录。而国内方面，小幅预期正在逐步改善，叠加近期进口明显放缓，库存趋势向下。
- 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

国内疫情对工厂影响降低，海外经济仍保持一定韧性

02

终端消费处于底部区间，未来经济复苏反弹空间较大

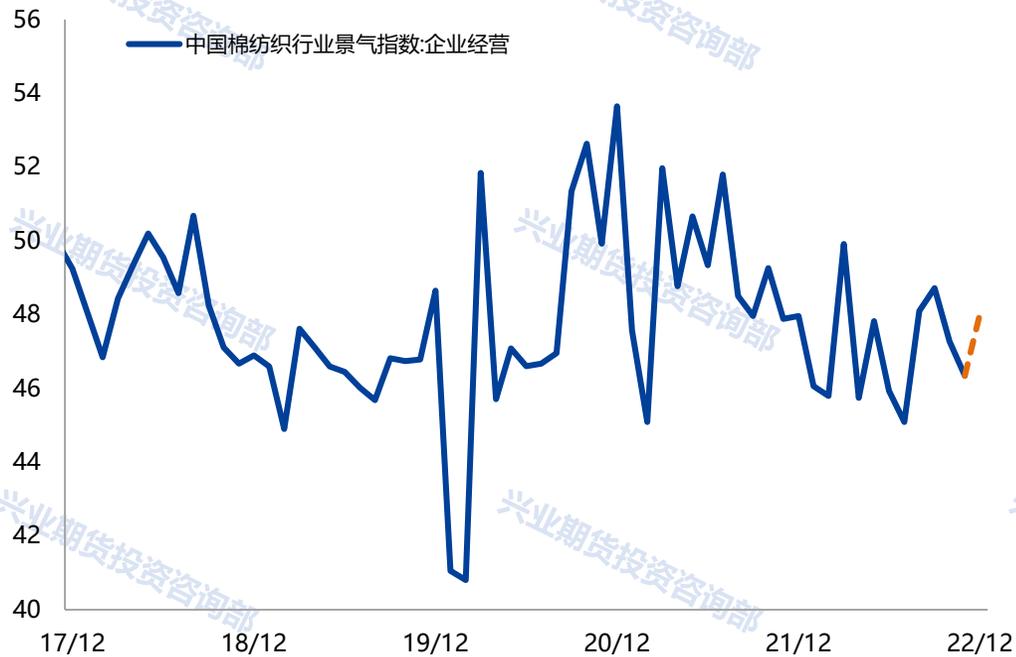
03

估值相对较低、利空因素边际转向，多头策略胜率可观

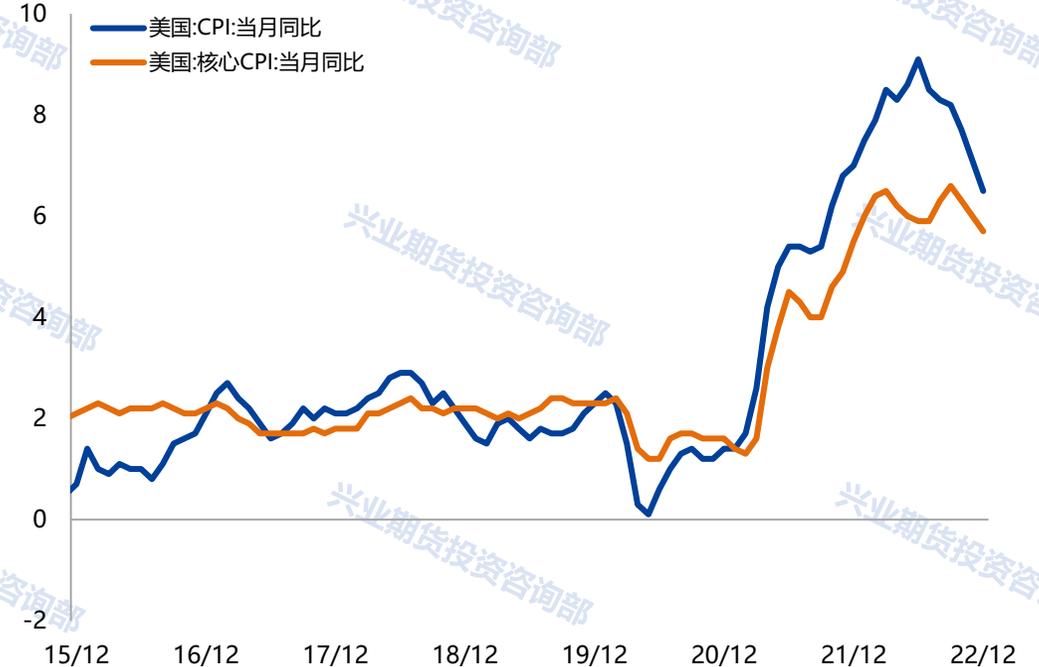
□ 内需方面，根据市场反馈情况来看，随着“疫后”工人返岗增加，纺企尤其是疆内纺企开机率明显回升，出于生产需要以及对于后市棉价再度走高的担忧，部分企业积极采购备货。疫情对工厂影响降低。

□ 外需方面，美国劳动力市场就业依然火爆，工资通胀也相对强劲；2022年12月美国CPI环比下降，市场预期美联储加息节奏放缓，宏观市场风险偏好回升；海外经济总体仍保持一定韧性。

疆内纺企开机率明显回升，疫情对工厂的影响降低

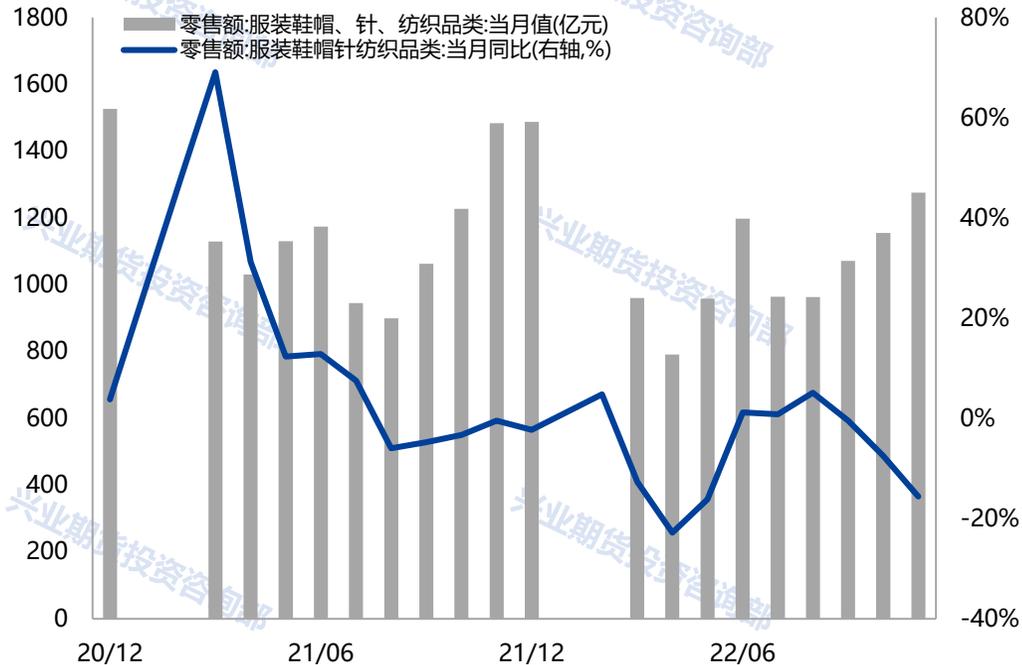


美国12月CPI环比下降

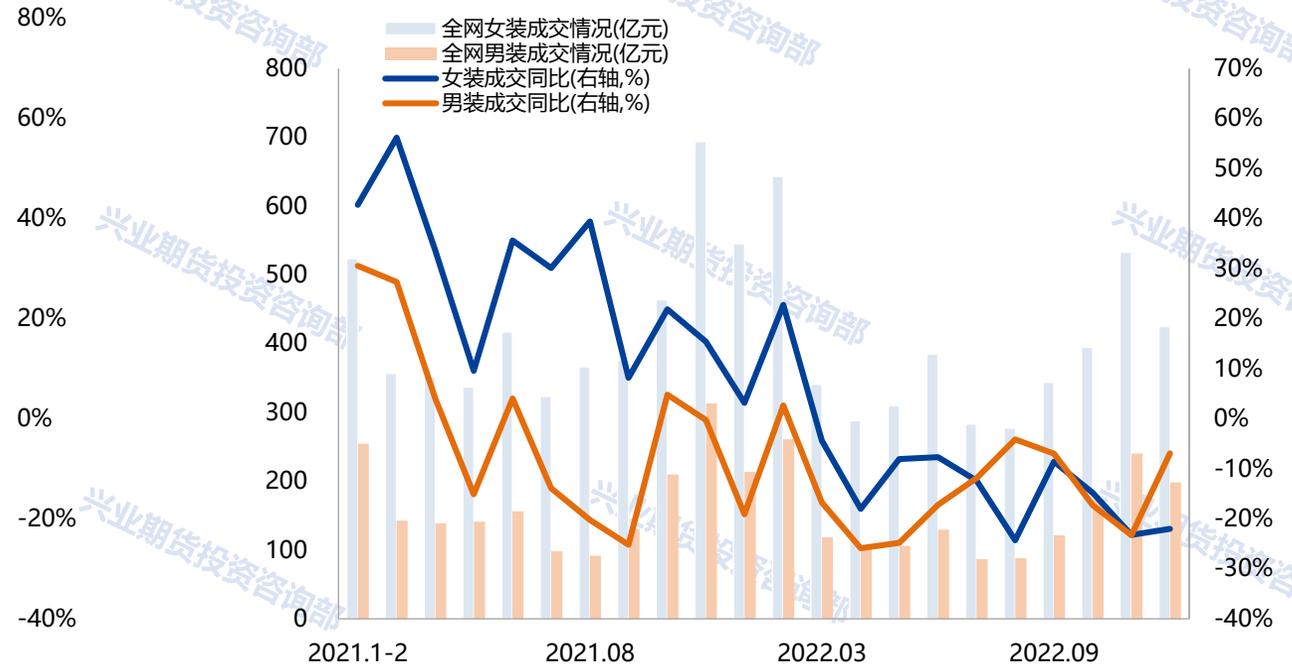


终端需求方面，从纺织服装社会零售总额及全网男女装销售成交情况数据看，当前纺织服装终端消费处于绝对底部区间，继续削减的可能性已经不大。随着我国全境放开、经济逐步复苏，预计纺织服装行业在传统金三银四旺季行情的反弹空间较大，对棉花原料需求也将逐步启动。

纺织服装社会零售总额同比处于底部区间



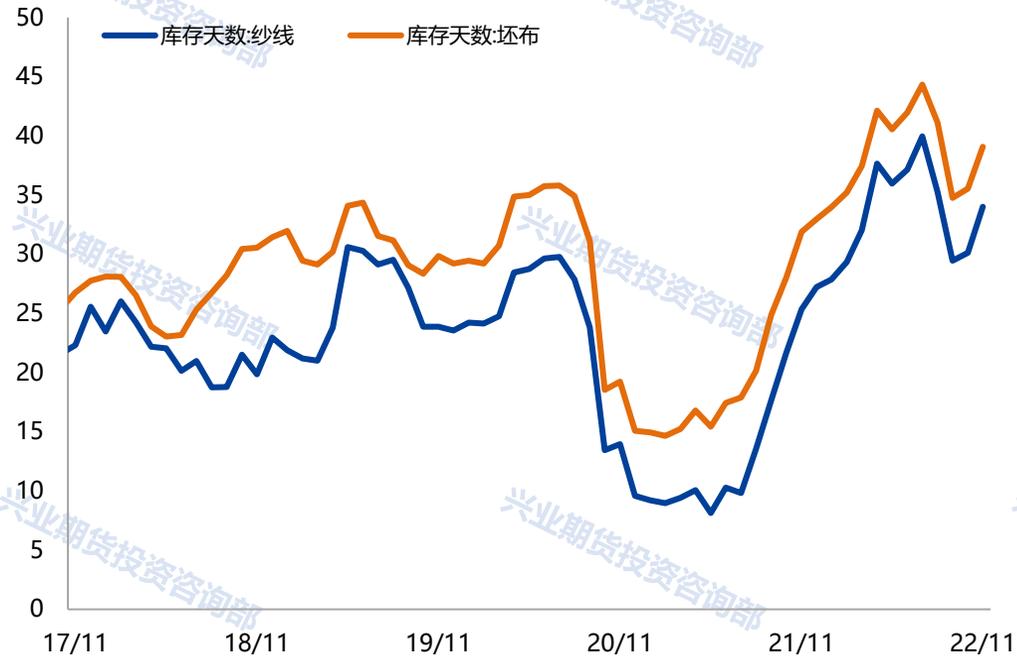
线上服装消费同比跌幅放缓，处于底部区间



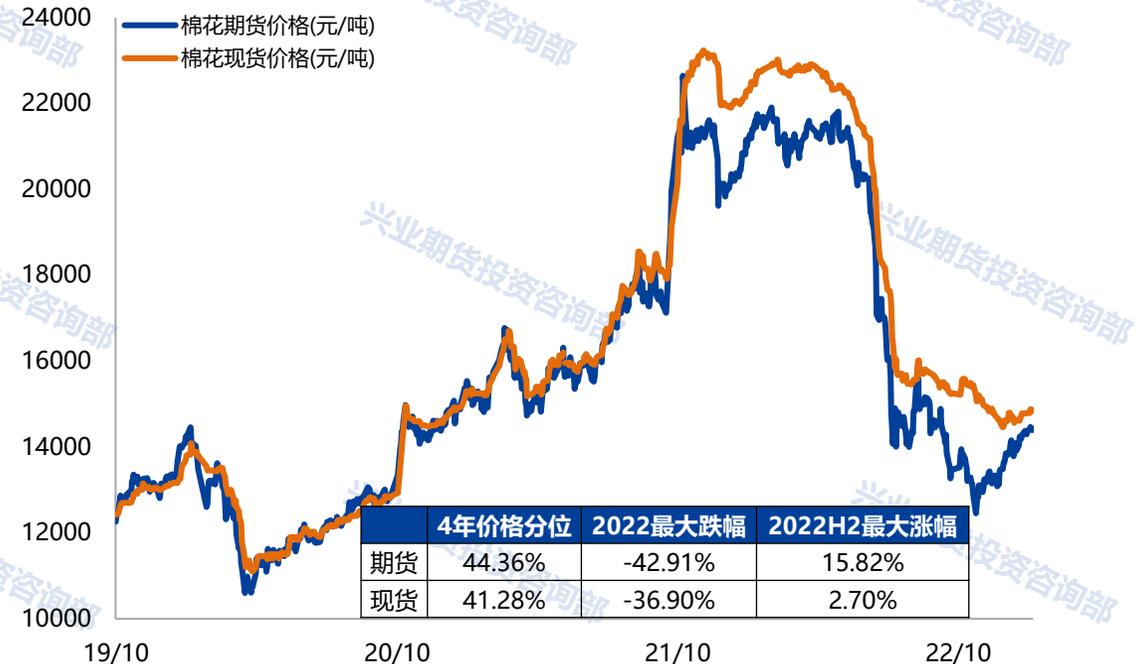
库存方面，下游经历本轮阶段性去库后，纱厂库存处于双低，原料端和成品端均是历史同期最低，下游对节后小阳春期待较高，下游仍有补库动力和需求。

总体而言，当前棉花估值相对较低，叠加经济复苏消费反弹预期，前期利空因素开始边际转向，远月合约多头策略胜率相对较高。

本轮阶段性去库后，纱厂库存处于双低



当前棉花估值仍相对较低，前期利空因素边际转向



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