



官方微信



官方APP

2023年2月第1周核心策略推荐:

整体维持乐观思路, 新增低估值品种多头、应对短期调整

上海 2023.2.5

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

□ 宏观分析要点：

□ **国内经济：**（1）1月PMI数据重回扩张区间，经济底部已基本明确；（2）企业盈利逐步见底，2023年企业利润有望从上游向中下游转移；（3）工业企业去库延续，部分行业已进入被动去库阶段；（4）细分行业景气度有所回升；（5）奋起直追财政收入全年实现微增，土地拖累财政两本账收支进度偏低；（6）2023年财政发力，需依靠中央政府加杠杆以及盘活存量资产；（7）2023年财政支出大概率延续前置发力。

□ **国外经济：**（1）1月非农数据大超预期，美国就业市场需求持续大于供给；（2）美联储加息接近尾声的方向未变，不确定性在于降息转折点。

□ 中观面驱动因素要点：

期货策略：

（1）沪深300（买入IF2302，单边，持有）：现实、预期将呈正反馈状态，盈利端推涨动能持续强化。市场风险偏好仍将继续提升，亦利于估值扩张。从意愿、空间看，A股对增量资金吸引力依旧良好。“业绩优、估值低”仍最有效，沪深300期指多头继续持有。

（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（买入RU2305，单边，新增）：乘用车零售数据羸弱拖累橡胶基本面，但消费刺激政策或将提力，重卡产销预期筑底回升，而国内产区处于停割季，沪胶期货库存位于近年历史分位极低位置，多头策略性价比提升。

（4）PVC（买入V2305，单边，新增）：生产企业库存和社会库存均接近历史最高，限制上涨空间。不过春节后下游复工进度正常，以及建材需求预期复苏提供上行驱动。另外当前电石法利润极低，PVC估值修复空间超过500元/吨，对应看涨目标在6900元/吨附近。

□ 中观面驱动因素要点:

期货策略:

- (5) 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。
- (6) 玻璃 (买入FG305, 单边, 新增): 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合约新单试多。
- (7) 铁矿 (买入I2305, 单边, 止盈): 节后钢厂补库需求待释放, 供需节奏存在错配, 铁矿多单建议止盈。
- (8) 棕榈油 (买入P2305, 单边, 增仓): 主产国进入减产季, 产量与库存难有增量, 印尼生柴消费及国内食用消费复苏, 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。
- (9) 棉花 (买入CF305, 单边, 持有): 棉花消费未来随经济复苏反弹空间较大, 棉花前多持有。

期权策略:

- (1) 聚丙烯 (看涨比率价差, 组合, 止盈): 春节后首周聚丙烯期货如预期冲高回落, 未来上涨依赖需求跟进力度, 时间点较难把握, 因此建议买入看涨比率价差策略及时止盈离场。

宏观

MACRO

01

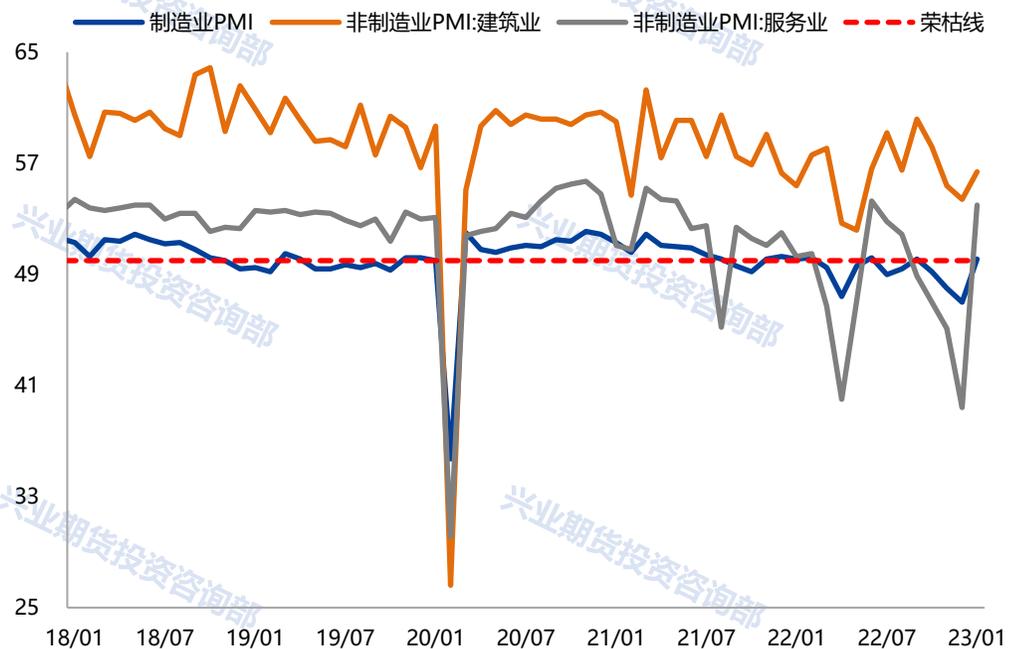
国内：经济底部已明确，财政政策将前置发力

02

国外：美国劳动力供需紧张，短期扰动美联储政策节奏

- 2023年1月制造业PMI50.1%（前值47.0%）；非制造业PMI54.4%（前值41.6%），全部回到扩张区间，并创下2020年3月以来最大升幅。
- 分项看，（1）制造业方面，供需普遍转好，需求端时隔半年重回扩张，进出口小幅回升，价格指数震荡，产成品库存小幅增加，中小企业景气普遍回升；（2）服务业方面，基建回落，地产回升，疫情影响减退、积压需求释放、节后自然修复、政策前置发力，一季度经济有望延续修复。

1月PMI数据创3年以来最大升幅



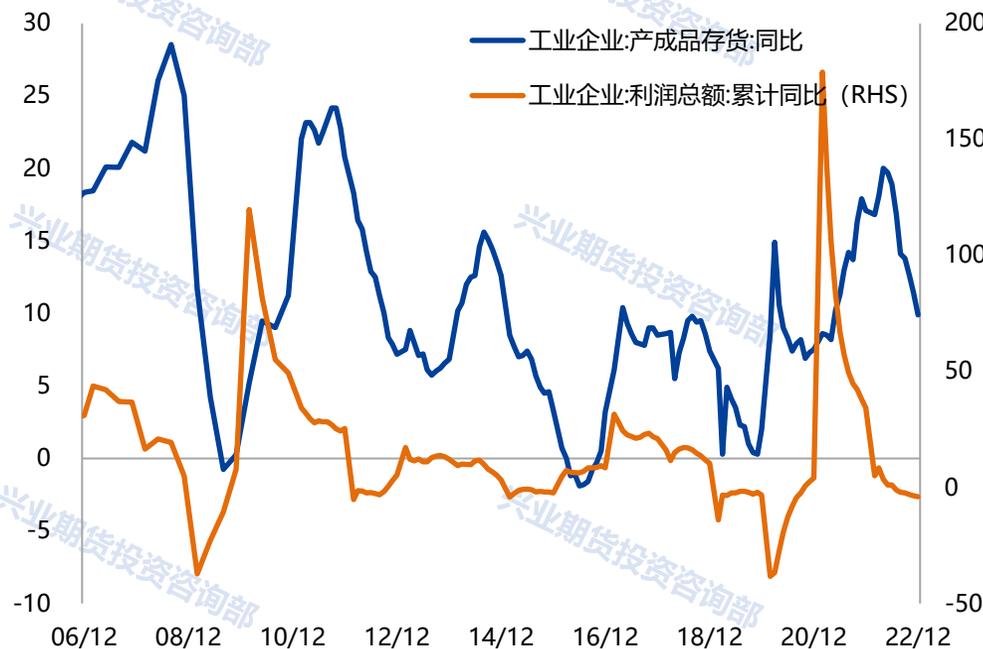
制造业PMI分项数据均出现明显改善

PMI数据 (分项, %)	2007年以来 均值	2022年12月	2023年01月	1月环比变化	近12个月趋势
制造业PMI	51.1	47	50.1	3.1	
新订单	52.0	43.9	50.9	7	
新出口订单	49.3	44.2	46.1	1.9	
积压订单	46.2	43.1	44.5	1.4	
生产	53.2	44.6	49.8	5.2	
产成品库存	47.5	46.6	47.2	0.6	
采购量	52.0	44.9	50.4	5.5	
原材料库存	48.1	47.1	49.6	2.5	
进口	49.0	43.7	46.7	3	
出厂价格	51.3	49	48.7	-0.3	
购进价格	55.4	51.6	52.2	0.6	
从业人员	49.1	44.8	47.7	2.9	
供应商配送时间	49.7	40.1	47.6	7.5	
生产经营活动预期	55.9	51.9	55.6	3.7	

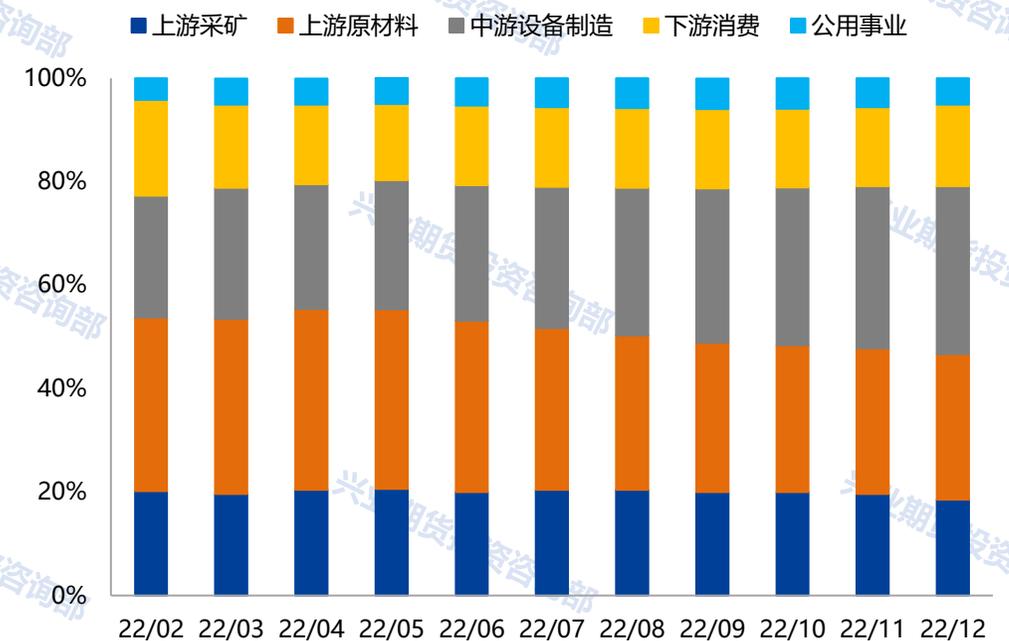
2022年1-12月企业盈利同比降4%，1-11月同比下降3.6%。2022全年工业企业盈利收负，价格回落、需求不足、高基数拖累贯穿全年，其中12月单月环比再创近10年次低。结构上，上游占比续降，中游有所改善，去库速度依然较快，国企、民企差距较大。

2023年关注企业利润向中下游传导的情况。

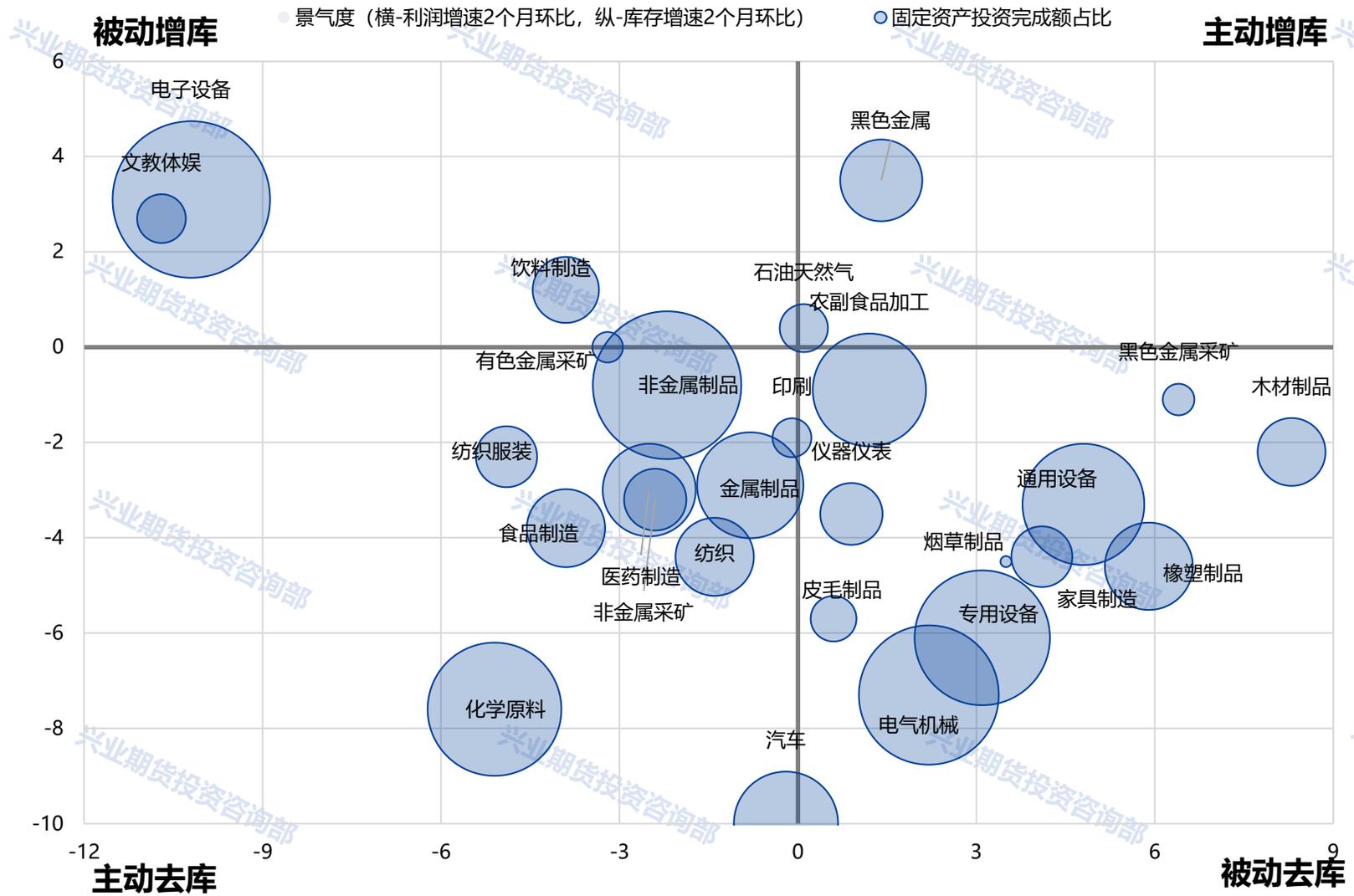
工业企业仍处于主动去库存阶段



上游采矿及原料在工业企业利润总额中占比逐步回落



国内经济：工业企业去库延续，部分行业已进入被动去库阶段



产业链环节	行业	库存增速分位数	利润增速分位数
上游采矿	煤炭	76.3%	60.1%
	石油天然气	55.0%	83.0%
	黑色金属采矿	80.1%	14.7%
	有色金属采矿	40.8%	57.8%
	非金属采矿	34.6%	25.1%
	其他采矿	0.5%	68.6%
中游原材料	木材制品	74.0%	35.9%
	纺织	44.1%	2.8%
	造纸	58.8%	6.6%
	化学原料	64.0%	18.5%
	化学纤维	53.1%	6.2%
	橡塑制品	24.0%	13.2%
	非金属制品	77.7%	4.7%
	黑色金属	38.9%	3.3%
	有色金属	70.6%	14.7%
	金属制品	8.5%	3.8%
下游制造	运输设备	12.4%	95.9%
	电气机械	51.2%	80.6%
	通用设备	2.1%	19.8%
	专用设备	29.9%	25.6%
	电子设备	74.4%	6.6%
	仪器仪表	63.6%	20.7%
下游消费	纺织服装	9.1%	11.6%
	皮毛制品	5.8%	33.9%
	家具制造	0.5%	18.5%
	文体娱	70.2%	12.4%
	印刷	0.9%	11.4%
	农副食品加工	46.4%	12.5%
	食品制造	56.9%	16.1%
	饮料制造	60.3%	58.7%
	烟草制品	46.9%	44.8%
	汽车	52.1%	39.7%
	医药制造	3.8%	0.5%
其他	其他制造业	30.0%	25.0%
	废弃资源利用	99.2%	11.6%
	修理业	82.6%	42.1%
	电热燃气水	25.5%	97.0%

以工业增加值和PPI替代各主要行业量价指标，结合利润总额增速和库存增速看，细分行业供减价稳，部分行业主动去库，利润增速有所回升，景气有所回升。

国民经济行业分类		工业增加值 (累计同比)			PPI (当月同比)			利润总额 (累计同比)			库存 (累计同比)		
		2022-11	2022-12	变化	2022-11	2022-12	变化	2022-11	2022-12	变化	2022-11	2022-12	变化
上游采矿	煤炭开采	8.6	7.9	-0.7	-11.5	-2.7	8.8	47.0	44.3	-2.7	19.4	23.3	3.9
	油气开采	5.6	5.6	0.0	16.1	14.4	-1.7	113.1	109.8	-3.3	1.5	7.2	5.7
	黑色采矿	12.3	13.0	0.7	-15.7	-6.7	9.0	-27.6	-22.0	5.6	29.9	28.7	-1.2
	有色采矿	5.9	5.2	-0.7	4.6	5.2	0.6	35.6	37.3	1.7	3.7	3.5	-0.2
	非金属采矿	-0.8	-1.2	-0.4	4.2	3.3	-0.9	6.9	6.2	-0.7	4.3	6.2	1.9
上游原材料	燃料加工	-4.8	-5.1	-0.3	6.9	10.1	3.2	-74.9	-82.8	-7.9	13.7	12.8	-0.9
	化学原料及制品	6.1	6.6	0.5	-6.0	-5.1	0.9	-6.9	-8.7	-1.8	16.6	13.0	-3.6
	医药制造	-3.7	-7.4	-3.7	-0.3	-0.2	0.1	-28.4	-31.8	-3.4	4.9	3.8	-1.1
	化学纤维	1.4	1.1	-0.3	-3.7	-2.3	1.4	-65.0	-62.2	2.8	19.8	13.6	-6.2
	橡塑制品	-1.1	-1.8	-0.7	-2.2	-2.1	0.1	-7.6	-5.6	2.0	7.3	4.0	-3.3
	非金属矿物	-1.4	-1.5	-0.1	-8.9	-7.8	1.1	-14.9	-15.5	-0.6	18.2	15.6	-2.6
	黑色金属	1.0	1.2	0.2	-18.7	-14.7	4.0	-94.5	-91.3	3.2	0.9	5.8	4.9
	有色金属	5.1	5.2	0.1	-6.0	-3.6	2.4	-20.5	-16.1	4.4	12.0	19.5	7.5
中游制造	汽车	7.7	6.3	-1.4	-0.5	-0.4	0.1	0.3	0.6	0.3	15.8	8.1	-7.7
	运输设备	2.4	2.4	0.0	1.0	1.5	0.5	8.2	44.5	36.3	-2.9	-1.1	1.8
	金属制品	-0.4	-0.4	0.0	-3.0	-2.9	0.1	-10.4	-10.5	-0.1	2.5	1.8	-0.7
	通用设备	-1.0	-1.2	-0.2	0.1	0.0	-0.1	-2.0	0.4	2.4	4.8	1.5	-3.3
	专用设备	4.0	3.6	-0.4	0.2	0.1	-0.1	3.2	3.4	0.2	7.5	7.3	-0.2
	电气机械	12.0	11.9	-0.1	2.5	2.4	-0.1	29.7	31.2	1.5	14.7	11.9	-2.8
	电子设备	8.3	7.6	-0.7	1.2	1.3	0.1	-4.2	-13.1	-8.9	16.2	16.5	0.3
	仪器仪表	5.4	4.6	-0.8	2.9	2.3	-0.6	3.3	4.3	1.0	16.7	13.6	-3.1
	其他制造	9.1	8.1	-1.0	2.0	1.9	-0.1	4.8	2.9	-1.9	9.9	4.7	-5.2
下游消费	农副食品	1.0	0.7	-0.3	7.9	6.9	-1.0	0.5	0.2	0.7	11.5	9.3	-2.2
	食品制造	2.6	2.3	-0.3	2.4	1.5	-0.9	8.4	7.6	-0.8	14.3	10.9	-3.4
	饮料	6.7	6.3	-0.4	1.4	1.3	-0.1	21.5	17.6	-3.9	9.4	10.5	1.1
	烟草	7.5	7.0	-0.5	0.4	0.2	-0.2	8.6	11.9	3.3	12.9	2.6	-10.3
	纺织	-2.5	-2.7	-0.2	-1.8	-2.1	-0.3	-18.2	-17.8	0.4	9.9	7.1	-2.8
	纺织服装	-0.9	-1.9	-1.0	1.3	1.5	0.2	-7.4	-6.3	1.1	3.3	0.9	-2.4
	皮毛制品	0.5	-0.4	-0.9	3.1	2.9	-0.2	5.9	3.3	-2.6	7.8	0.8	-7.0
	木制品	-0.3	-0.5	-0.2	-0.3	-0.2	0.1	2.9	7.1	4.2	18.9	19.0	0.1
	家具	-5.9	-6.7	-0.8	1.6	1.0	-0.6	2.2	7.9	5.7	-1.8	-3.5	-1.7
	纸制品	-0.3	-0.6	-0.3	-1.7	-2.0	-0.3	-38.6	-29.8	8.8	14.2	9.5	-4.7
	印刷	1.1	0.4	-0.7	0.3	0.1	-0.2	-5.9	-3.7	2.2	0.8	-2.0	-2.8
文教体美	-1.4	-2.6	-1.2	4.2	4.9	0.7	5.9	-2.2	-8.1	7.4	12.1	4.7	
其他制造业	废弃资源	21.4	22.6	1.2	-8.7	-9.1	-0.4	-17.4	-12.2	5.2	51.4	60.9	9.5
	修理	14.3	12.2	-2.1	5.4	5.5	0.1	-10.2	5.0	15.2	22.0	27.5	5.5

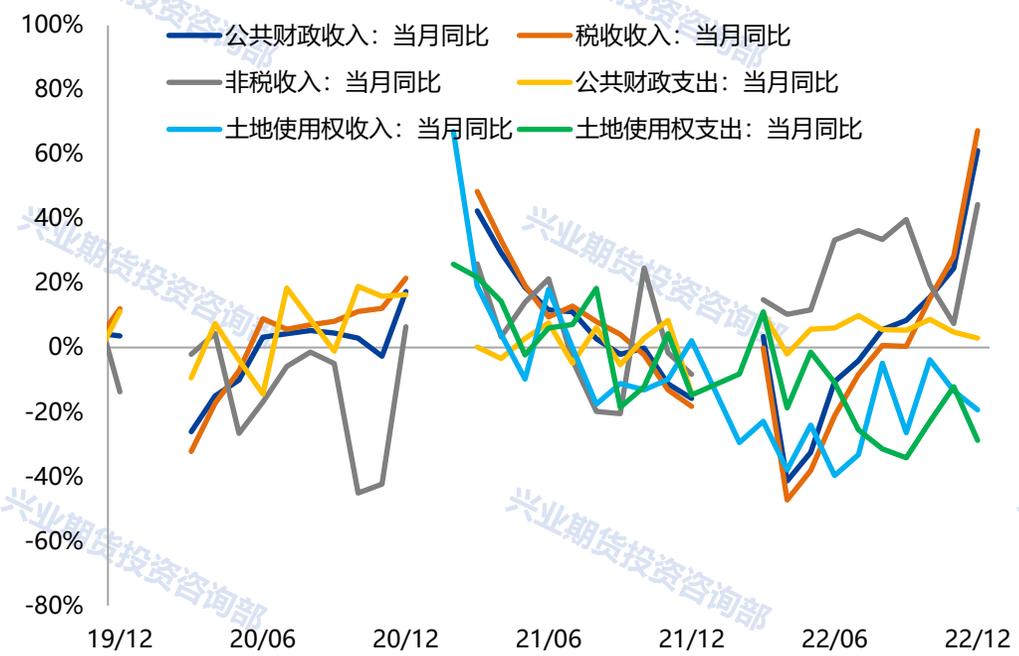
1月PPI数据创3年以来最大升幅

制分项数据均出现明显

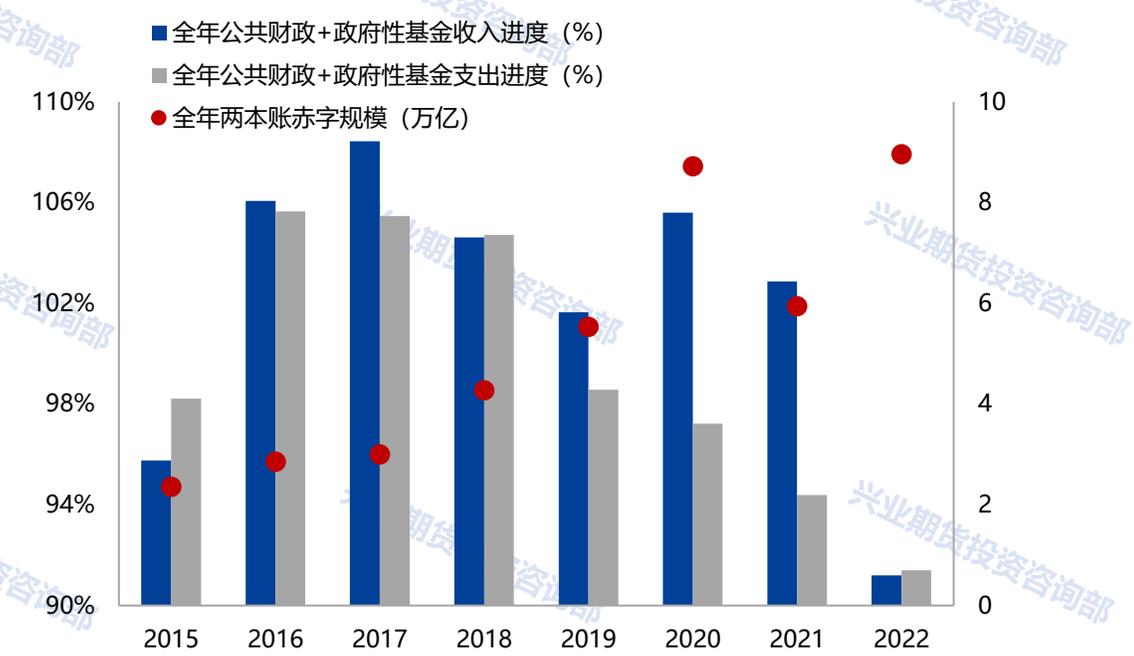
2022年，全国一般公共预算收入20.4万亿，同比小幅增长0.6%，全国一般公共预算支出26.1万亿，同比增长6.1%。2022年下半年起，财政收入奋起直追，全年实现小幅正增长，其中12月财政收入同比增长62%，显示一揽子稳增长政策、防疫政策优化，工业服务业生产经营活动逐步恢复。

但地产低迷，土地相关收支大幅减少，2022年，全国政府性基金收入7.8万亿，同比下降20.6%，较预算少收2.1万亿，全国政府性基金支出11.1万亿，同比降2.5%，较年初预算少支2.8万亿，地方专项债资金成为政府性基金收支的重要补充。由于政府性基金少收少支拖累，2022年财政两本账收支进度低于预期，分别只完成了年初预算的91.2%和91.4%。

公共财政收入增速加快，土地相关收支增速依然较慢



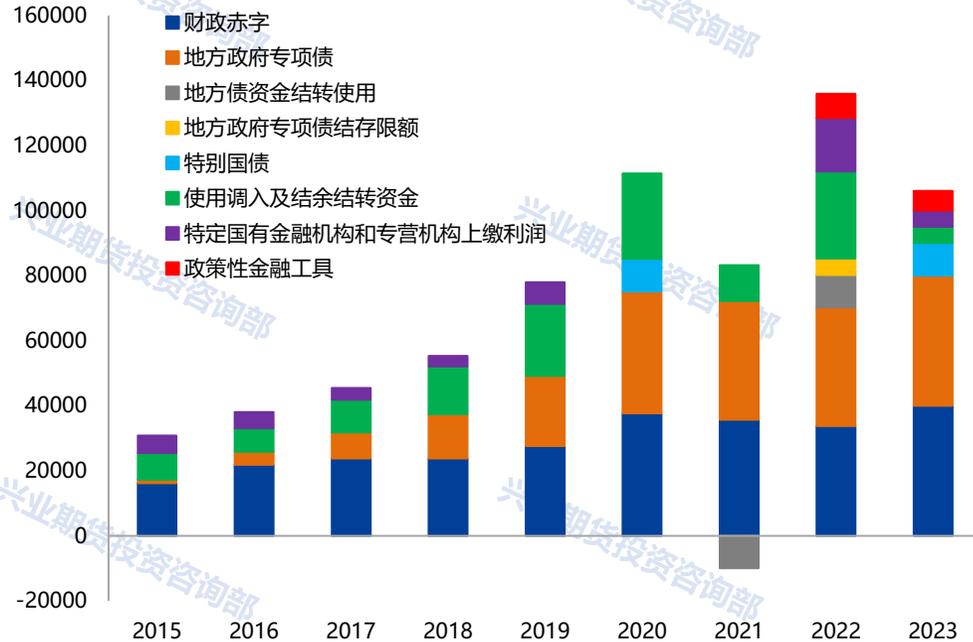
2022年财政两本账收支进度不及预期



□ 2023年财政发力依然是推动经济复苏的重要手段，但是疫情三年，地方债务压力陡增，继续加杠杆空间受限，并且2022年利用了大量财政腾挪空间，2023年剩余财政腾挪空间被大幅压缩。2023年财政发力的关键有以下几方面：（1）中央加杠杆，包括提高财政赤字率、使用广义财政工具，如发行特别国债、使用政策性金融工具（政策性金融债、PSL等）；（2）地方政府专项债新增限额4万亿，并适时盘活剩余新增地方政府专项债限额空间；（3）加大存量资金盘活力度，以弥补收支缺口，这在开源节流两方面均会产生效果。此外，随着经济复苏，以及地产小周期的修复，公共财政收入有望快速恢复，土地收入对财政的拖累也将减弱。

2023年新增广义财政支出规模或为10.6万亿

盘活存量资产



盘活方式	具体内容
优化在用资产管理	行政事业单位要最大限度发挥在用资产使用价值，以最精简的资产保障单位履职和事业发展。要全面准确掌握资产使用状况，加强资产配置可行性论证，能够通过现有资产功能挖潜、修旧利废满足业务工作要求的，应当减少配置；到期仍具有使用价值的资产要继续使用，切实做到物尽其用。
推进资产共享共用	按规定将国家重大科研基础设施和大型科研仪器纳入科研设施与仪器国家网络管理平台，通过平台向社会开放共享。根据行业资产管理情况，筛选具备条件的资产开展共享共用，包括但不限于仪器设备、文体设施、软件资产、数据资源等。教育、卫生、科技、文化、体育等主管部门要牵头建立本行业资产共享共用机制。
加强资产调剂	行政事业单位低效、闲置资产，优先在本单位、本部门内部调剂利用。对使用价值大、利用范围广的低效、闲置资产，积极推进跨部门、跨地区、跨级次资产调剂。对因技术原因需要更新、但仍具有使用价值的资产，通过转变用途，调剂到技术要求相对较低的单位、部门，最大程度激发资产效能。
实施公物仓管理	鼓励有条件的县级以上财政部门牵头建立公物仓，会同有关主管部门建立健全公物仓管理机制，将低效、闲置资产，大型会议(活动)、临时机构配置资产等，统一纳入公物仓集中管理、调配使用。行政事业单位在配置资产时，应首先考虑从公物仓调剂解决，节约财政资金，优化资源配置。
开展资产出租或者处置	除国家另有规定外，行政事业单位难以调剂利用的办公用房、仪器设备等资产，按照规定的权限批准后，可以对外出租或者处置。行政事业单位国有资产出租、处置应当遵循公开、公正、公平和竞争择优的原则，以市场化方式出租、出售的，依照有关规定可以通过相应公共资源交易平台进行。
探索资产集中运营管理	鼓励探索行政事业单位国有资产统一管理、市场化运营的盘活方式。有条件的地方财政部门可建立资产集中运营平台或者委托专业机构，整合行政事业单位低效、闲置资产，实行专业化、市场化运营和管理，提升资产资源统筹能力和资产运营收益。

- 从节奏上看，2023年财政支出大概率延续前置发力。
- 截至1月底，已披露的1季度地方债发行计划中，新增一般债、专项债分别同比增长30%和24%；已披露地方债提前批规模同比增长50%以上。
- 项目方面也有支撑。财政部表示2023年要在“专项债拉动上加力。合理安排地方政府专项债券规模，适当扩大投向领域和用作资本金范围”。另外2022年10月媒体已有报道，监管下达提前批额度后要求地方申报项目，额度按提前批规模3倍把握。2023年提前批额度高增，叠加项目充分储备，或指向2023年财政支出的前置发力

地区	新增专项债			新增一般债			合计		
	2023年提前批, 亿元	2022年提前批, 亿元	增幅, %	2023年提前批, 亿元	2022年提前批, 亿元	增幅, %	2023年提前批, 亿元	2022年提前批, 亿元	增幅, %
浙江	/	/	/	/	/	/	1909	1259	52%
四川	1339	882	52%	227	168	35%	1566	1050	49%
河北	1286	766	68%	287	223	29%	1573	989	59%
河南	1271	820	55%	206	153	35%	1477	973	52%
福建	933	693	35%	101	79	28%	1034	772	34%
陕西	544	326	67%	/	/	/	/	/	/
新疆	197	80	146%	167	134	25%	364	214	70%
青岛	319	207	54%	41	31	32%	360	238	51%
兵团	12	4	200%	47	35	34%	59	39	51%
西藏	8	6	33%	30	21	43%	38	27	41%
合计	5909	3784	56%	1106	844	31%	8380	5561	51%

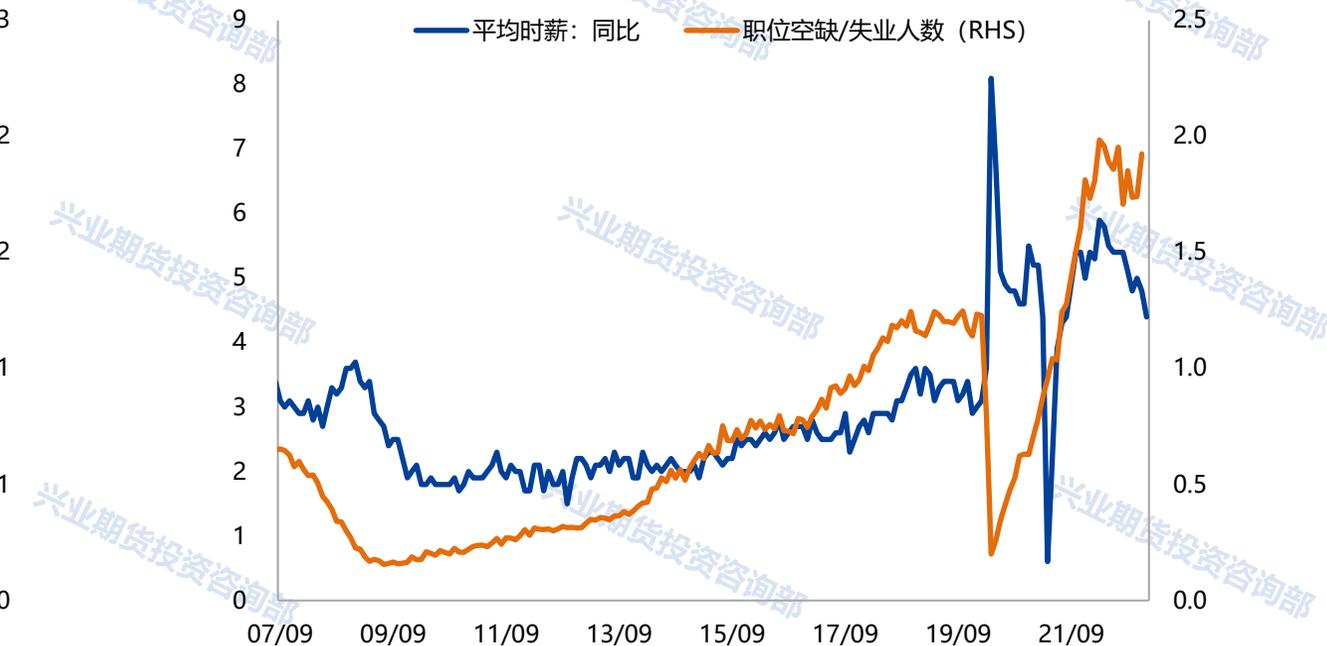
计划发行额 亿元	2023年1季度计划发行				2022年1季度实际发行			
	新增		再融资		新增		再融资	
	一般	专项	一般	专项	一般	专项	一般	专项
合计	2142	9655	1398	1390	1646	7804	485	552
同比	30%	24%	188%	152%				
河北	287	1286	90	117	223	628	95	23
山西	80	350	49	0	109	186	17	30
吉林	126	60	85	28	101	80	0	130
黑龙江	134	77	0	0	0	37	0	0
江苏	152	1085	429	308	126	494	127	182
浙江	198	824	0	0	158	954	0	0
安徽	61	176	0	0	70	497	48	75
福建	87	755	0	0	67	555	0	0
山东	0	900	311	113	60	1203	135	108
湖北	240	964	224	142	184	625	0	0
湖南	191	500	0	0	149	460	0	0
海南	64	150	6	0	53	59	0	0
重庆	0	700	51	415	0	328	0	0
贵州	88	265	0	0	72	249	0	0
云南	119	472	153	155	100	576	63	4
陕西	150	400	0	112	68	272	0	0
甘肃	105	416	0	0	78	315	0	0
大连	12	0	0	0	10	6	0	0
宁波	7	103	0	0	6	142	0	0
厦门	41	172	0	0	12	138	0	0

- 2023年1月，美国新增非农就业51.7万，预期18.5万，为2022年以来最高值，前值由22.3万上修至26万；失业率降至3.4%，预期3.6%，达到1969年以来最低水平，劳动参与率回升至62.4%，预期62.3%，仍低于疫情以前0.9个百分点。
- 非农平均时薪延续回落，其中私人服务生产项连续10个月下降，商品生产项有所反弹。1月私人非农企业生产和非管理人员平均时薪同比5.1%，较上月回落0.2个百分点，环比0.3%；商品生产平均时薪同比5.9%，较上月回升0.2个百分点，环比0.8%。

1月美国就业数据超预期

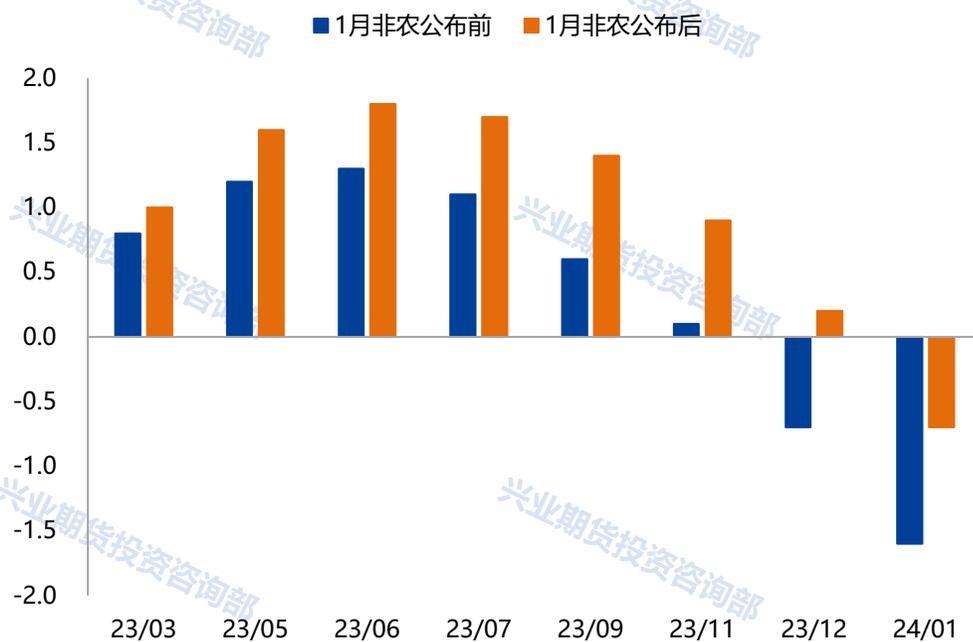


非农时薪增速延续回落趋势



■ 非农数据公布后，市场对美联储加息的预期再度大幅升温，3月加息25bps概率升至99.6%，5月可能再加息25bps，美元指数也出现短期快速反弹，当前美国劳动力市场需求持续大于供给，预示短期内美国服务通胀可能难以显著回落，美联储首要考虑的问题依然是如何让通胀回归2.5%的长期目标。不过，随着经济增速的放缓，以及通胀数据的下行，美国就业市场当前的韧性，可能更多是扰动美联储政策节奏，并不会改变“加息接近尾声”的大方向，目前降息的转折点不确定性较高，仍需密切关注美国通胀和经济数据的实际走向。

非农数据公布后，市场加息预期升温



数据公布后，美元指数快速反弹



股指

IF

01

现实、预期将呈正反馈状态，盈利端推涨动能持续强化

02

市场风险偏好仍将继续提升，亦利于估值扩张

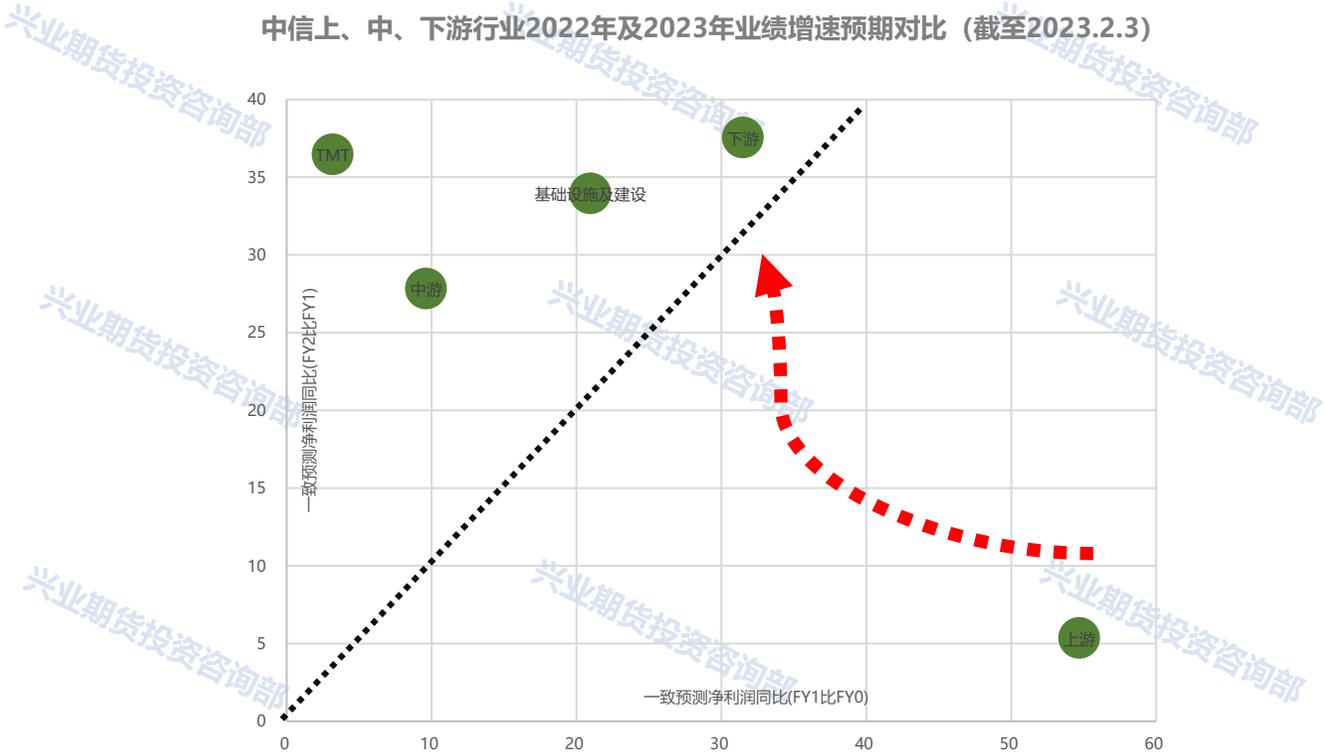
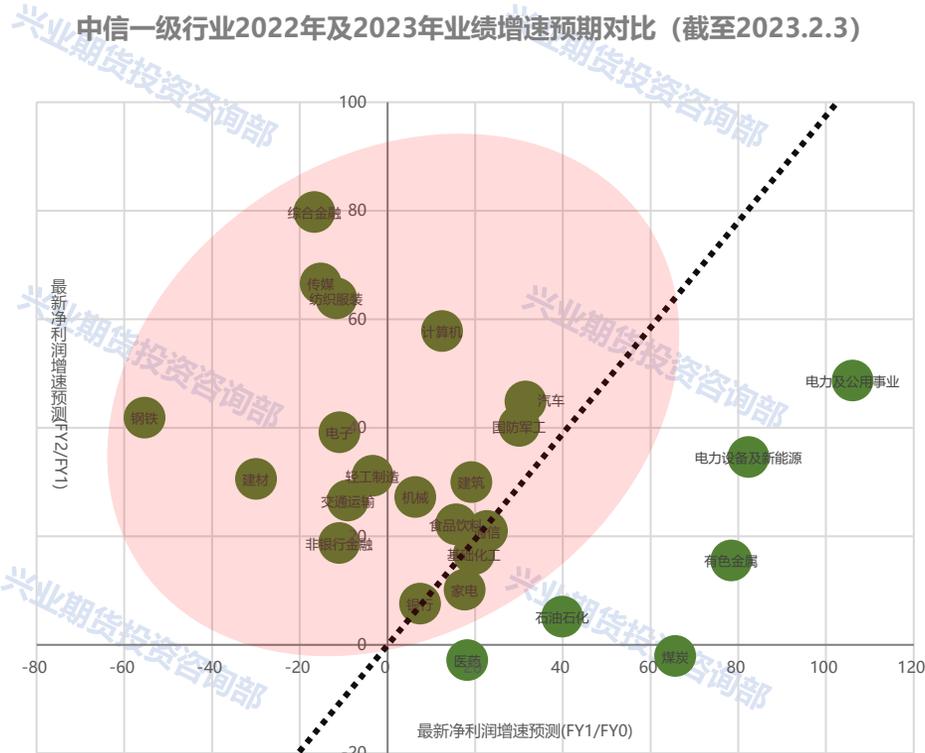
03

从意愿、空间看，A股对增量资金吸引力依旧良好

04

“业绩优、估值低”仍最有效，沪深300期指多头继续持有

- 从相关主要跟踪指标看，预计国内将于2023年Q1~Q2将进入“宽信用局面兑现、库存周期上行”状态，意味着景气复苏、企业盈利修复。再从A股盈利周期规律看，预计盈利增速拐点在2022年Q1见底。综合看，2023年Q1季度A股业绩触底回升为高置信度判断。再从Wind一致性预期数据看，2023年较2022年（即FY2和FY1），多数中信一级行业（占比近80%）净利润预期增速将大幅提升，且利润由上游向中下游转移、结构亦有优化；
- 故从现实基本面大势、市场预期看，二者大概率将呈正反馈状态，盈利端推涨动能持续强化。



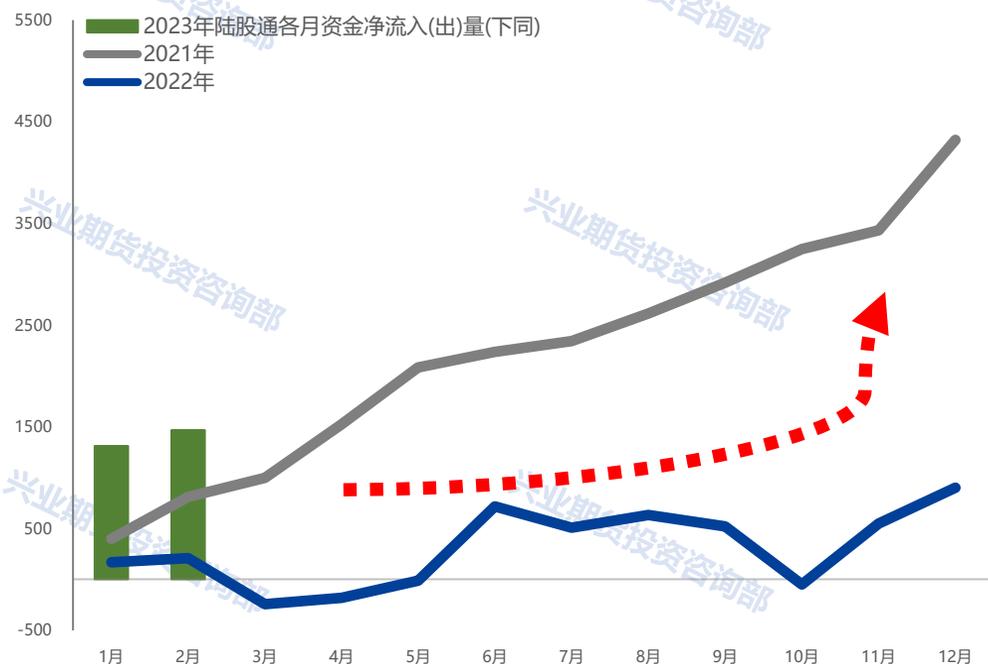
- 当前A股风险溢价水平整体仍处高值区间，参照过往走势，其潜在下行空间充足；
- 另在基本改善环境下，股市表现将明显强于债市，权益资产业绩将优于相关固收类、理财类产品。即“赚钱效应”下，利于提升市场风险偏好，尤其在居民已累积巨量超额储蓄的背景下；
- 故从大类资产横向对比看，当前阶段A股依旧占优，其配置价值良好、估值扩张空间乐观。

A股主要指数股债风险溢价跟踪（截至2023.1.31）

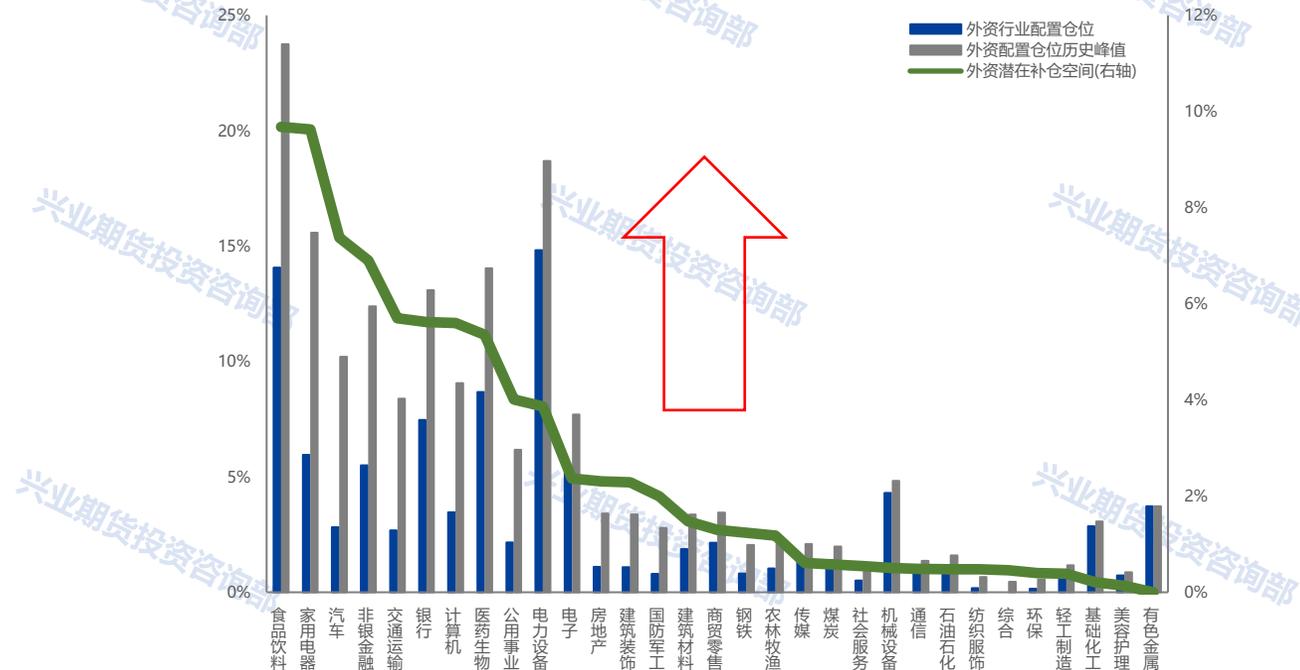
时间		持续天数	万得全A 涨跌幅	万得全A风险 溢价分位值变化	万得全A风险 溢价分位数	沪深300 涨跌幅	沪深300风险 溢价分位值变化	沪深300风险 溢价分位数	上证50 涨跌幅	上证50风险 溢价分位值变化	上证50风险 溢价分位数	中证500 涨跌幅	中证500风险 溢价分位值变化	中证500风险 溢价分位数	中证1000 涨跌幅	中证1000风险 溢价分位值变化	中证1000风险 溢价分位数
起始日	截止日																
2016/1/29	2016/12/1	307	27.8%	-49.3%	27.1%	21.0%	-56.7%	37.6%	23.2%	-56.1%	40.1%	21.1%	-17.6%	18.9%	22.6%	-14.1%	17.6%
2019/1/4	2019/4/19	105	37.0%	-53.2%	44.7%	35.7%	-66.7%	30.6%	31.4%	-62.2%	32.5%	38.0%	-49.3%	49.4%	39.1%	-56.5%	42.1%
2020/4/2	2021/2/19	323	40.8%	-89.3%	4.0%	54.7%	-93.8%	2.1%	47.6%	-97.0%	0.4%	30.2%	-30.5%	41.6%	17.9%	-30.9%	45.4%
2022/7/5	2023/2/3	213	-3.1%	1.2%	67.4%	-7.7%	23.0%	77.2%	-9.1%	29.5%	75.8%	-2.6%	-13.5%	68.7%	-1.6%	-1.8%	80.2%
2022/7/5	2022/10/28	115	-15.0%	28.3%	94.5%	-21.1%	43.8%	98.0%	-23.8%	52.0%	98.3%	-11.2%	6.2%	88.3%	-11.3%	11.8%	93.8%
2022/10/31	2023/2/3	95	14.1%	-26.9%	67.4%	18.0%	-21.0%	77.2%	20.9%	-22.7%	75.8%	9.2%	-13.7%	68.7%	10.1%	-12.7%	80.2%

- 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、汇率则将被被动升值，利于提升A股资产在全球市场的避险和配置价值，外资入场规模预期乐观；
- 再从实际印证数据看，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。此外，参照过往统计数据，陆股通主要持仓行业的市值占比较峰值仍有较大提升幅度。

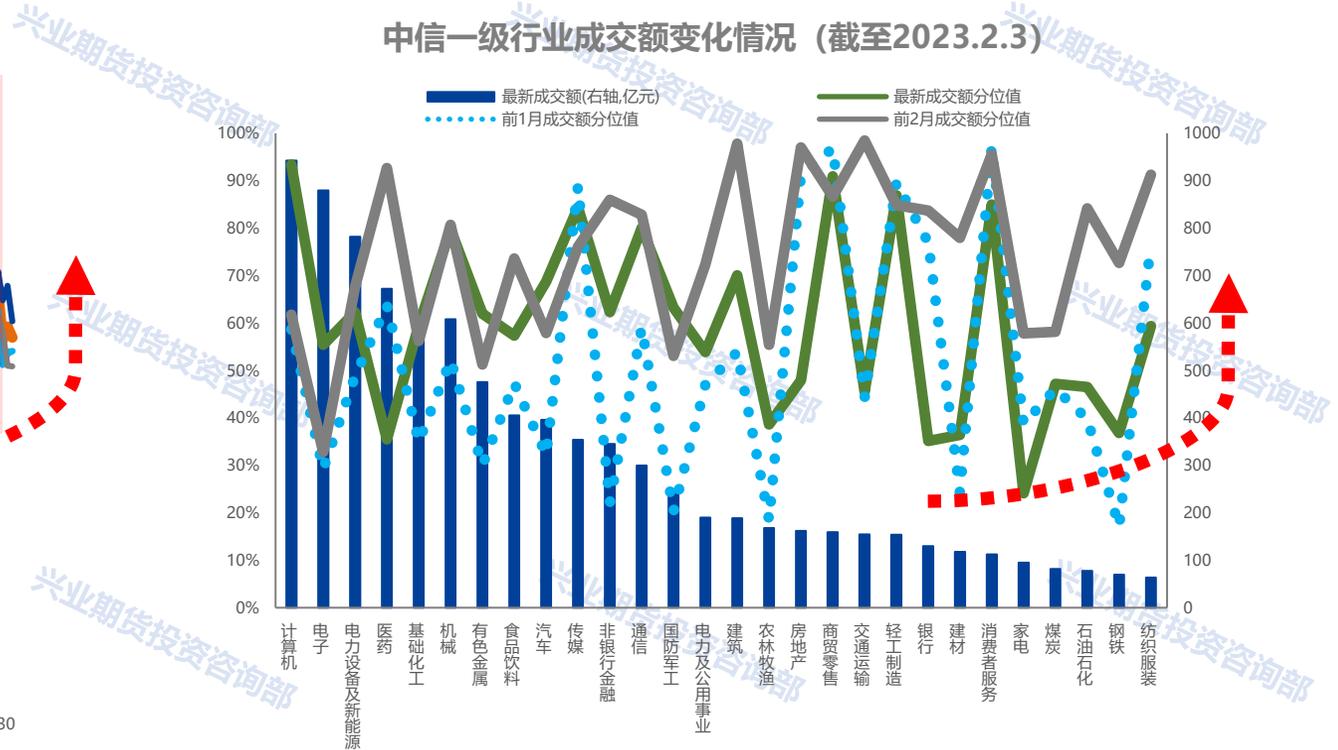
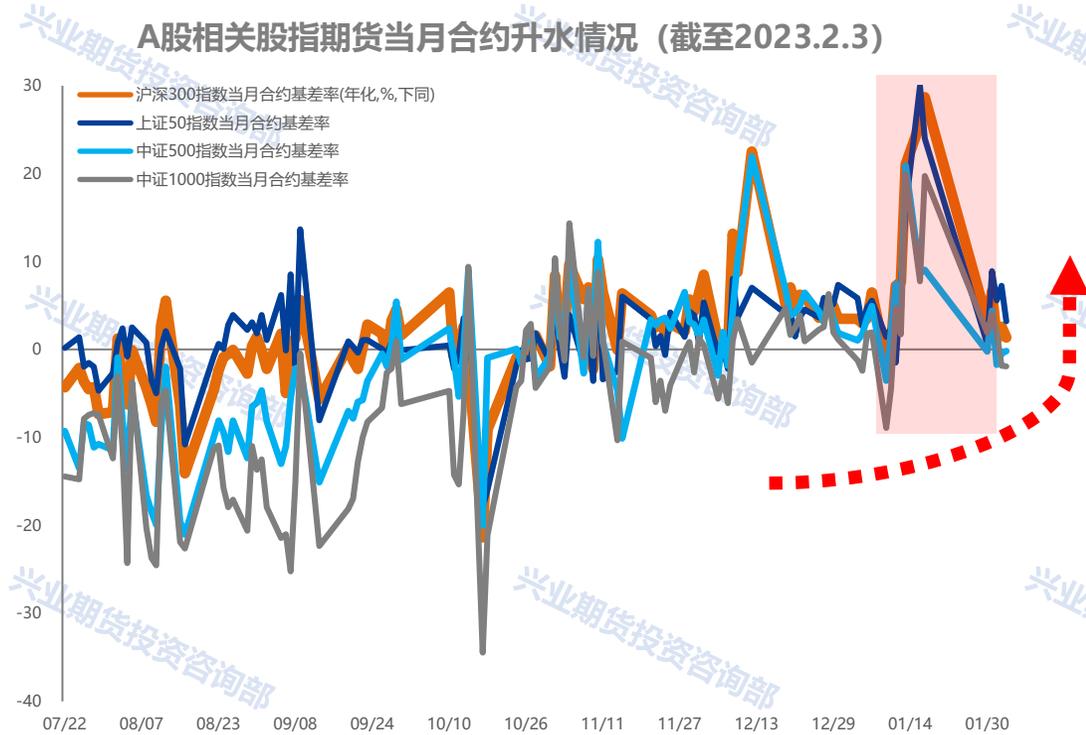
陆股通历年各月资金净流入额对比（截至2023.2.3）



陆股通主要持仓行业仓位占比情况（截至2023年1月）



- 近期主要期指当月合约升水程度虽有收敛，但整体维持正向结构、市场情绪乐观基调未改。此外，随春节长假结束，A股整体交投情绪亦明显回暖、重回万亿水平，多数中信一级行业成交额较节前有较大幅度回升；
- 综合而言，在国内经济复苏趋势下，无论从资金潜在入场意愿、还是市场容纳空间看，A股均是较佳标的资产。后市A股大概率将进入基本面、资金面互为推涨的良性循环局面。

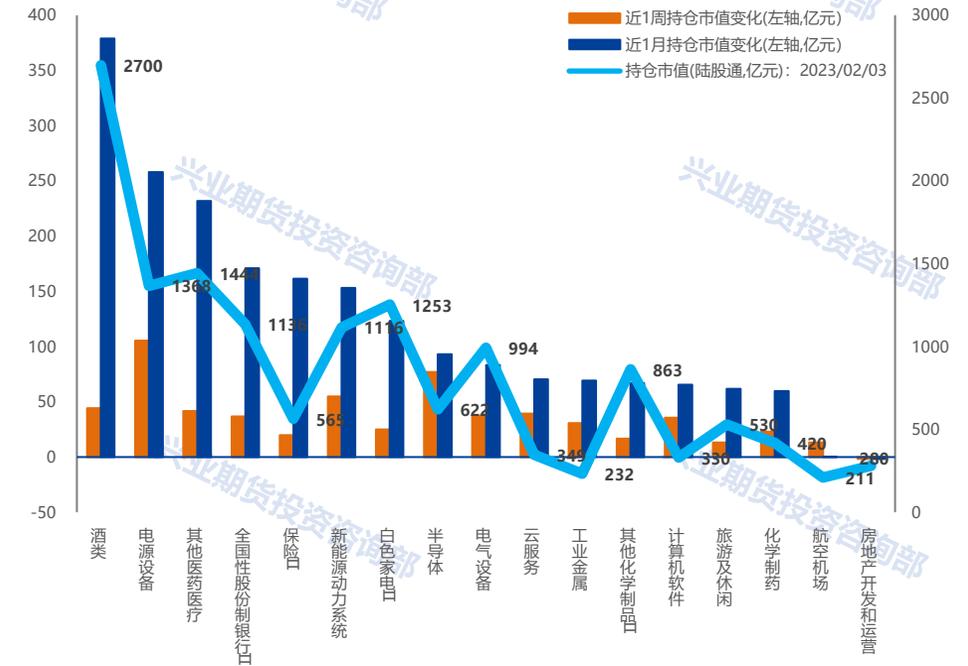


- 基于“业绩为先”的逻辑，再加上“估值约束”以提高安全性，行业轮动模型选定“PB-ROE”模式。相关入选行业在沪深300指数、上证50指数、中证500指数、中证1000指数中占比分别为42%，38.2%，26.4%和25.1%。以此看，沪深300指数的多头配置价值依旧最高；
- 以陆股通主要持仓行业资金净流入情况看，当前阶段主动定价能力相关更强、相对更稳定的“外资”更青睐白酒、金融、家电、社会服务、TMT等行业，与相关行业盈利预期增速的确定性、弹性，以及低估值特征有直接关系，可视为上述标准有效性的印证。

基于PB-ROE维度，相关行业四大股指占比统计（截至2023.2.3）

简称	最新总市值 (亿,2023.2.3)	最新市净率 (LF)分位值	前1月市净率 (LF)分位值	最新预估净利润 增速(FY1)	最新预估净利润 增速(FY2)	最新预估 ROE(FY2)	沪深300指数 权重占比	上证50指数 权重占比	中证500指数 权重占比	中证1000指数 权重占比	对应A股 市值占比
区域性银行	11298	4.3%	7.7%	14.6%	8.6%	12.86	2.3	0.0	2.3	0.8	1.21
国有大型银行II	56878	5.1%	6.2%	5.8%	7.4%	11.26	2.7	3.4	0.0	0.0	6.1
白色家电II	8610	5.9%	5.8%	13.3%	10.6%	19.48	2.6	1.4	0.0	0.1	0.9
房地产开发和运营	15872	8.6%	13.8%	-103.9%	1.1%	9.56	1.8	1.6	1.9	1.8	1.7
半导体	32162	8.8%	1.0%	6.9%	29.0%	11.83	4.0	2.6	3.4	3.2	3.4
计算机设备	9540	9.2%	2.9%	10.7%	51.4%	12.73	0.8	0.0	1.4	0.8	1.0
全国性股份制银行II	25438	10.7%	11.5%	9.1%	7.3%	11.92	5.8	10.8	0.0	0.0	2.7
消费电子	11941	14.6%	1.0%	31.5%	43.5%	14.95	1.6	0.0	1.6	1.9	1.3
石油化工	11480	19.7%	11.6%	-21.1%	28.4%	10.74	0.8	1.4	1.1	0.2	1.2
光学光电	12060	22.8%	10.3%	50.0%	104.4%	10.74	2.0	0.0	1.0	1.1	1.3
证券II	32070	24.7%	12.8%	-20.0%	23.2%	8.98	5.9	4.9	5.9	0.7	3.4
保险II	24351	25.6%	32.8%	-5.9%	23.1%	11.50	3.7	9.8	0.0	0.1	2.6
环保及公用事业	9314	27.0%	8.6%	10.2%	12.6%	12.83	0.1	0.0	0.9	2.0	1.0
建筑施工	16388	30.5%	16.7%	14.1%	20.6%	11.09	2.0	2.3	0.8	2.0	1.8
新能源动力系统	20156	34.2%	27.7%	71.1%	56.0%	20.22	4.6	0.0	1.8	2.4	2.2
通用设备	12572	46.9%	28.0%	7.1%	43.8%	15.61	0.5	0.0	1.2	3.3	1.3
计算机软件	17396	47.9%	20.7%	1.5%	78.0%	10.19	0.9	0.0	3.1	4.6	1.9
前25个备选行业三大股指权重占比合计							56.7	51.5	47.4	47.9	50.3
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)							42.0	38.2	26.4	25.1	35.0

陆股通主要持仓行业资金净流入情况（截至2023.2.3）





国债

T

01

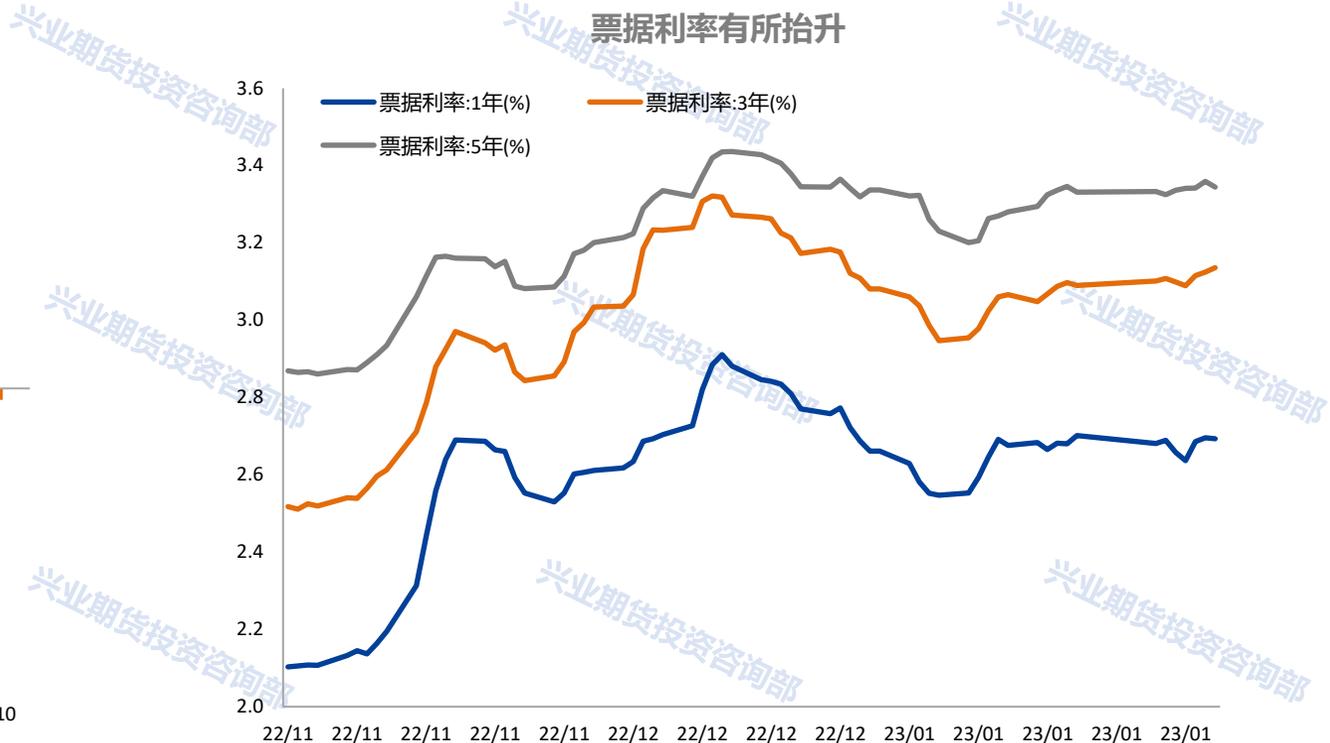
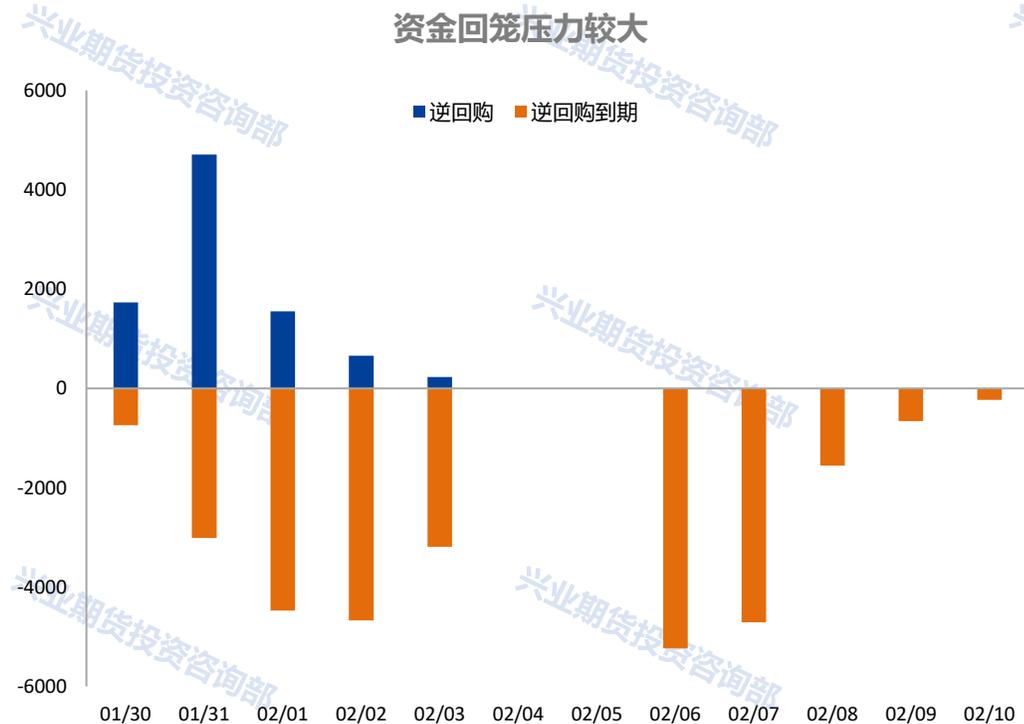
回笼资金以及信贷需求回暖，资金压力增大

02

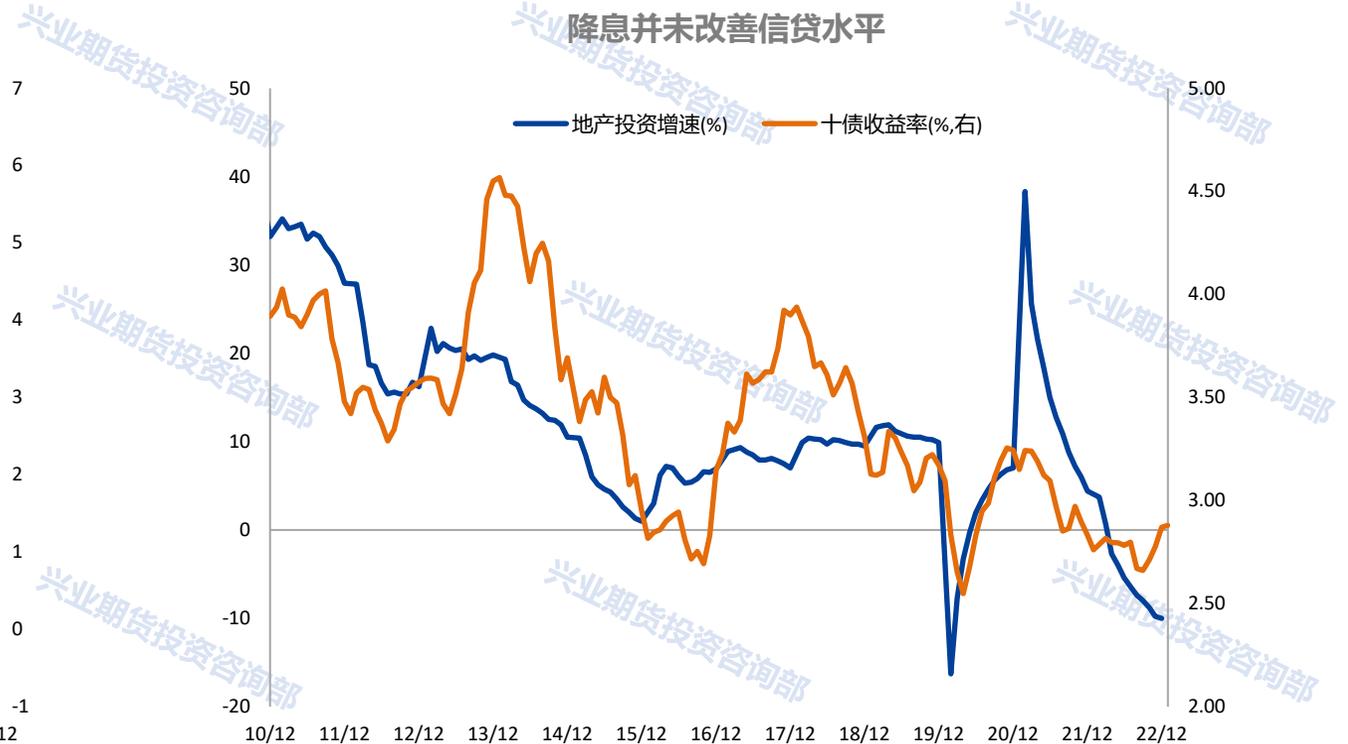
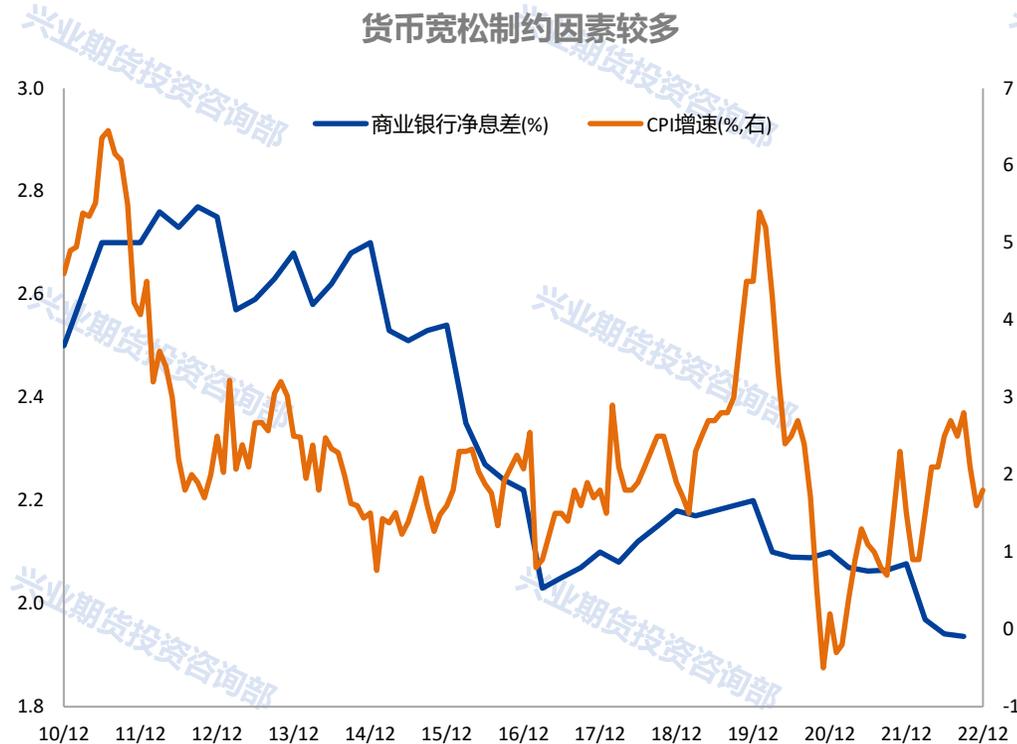
总量宽松存约束，期债易跌难涨

□ 今年春节期前，央行虽然货币投放总量较多，但主要用于对冲春节期间取现需求。根据预估今年现金加上春节前的税缴规模，总量预计在2.3万亿以上，因此逆回购量仅能刚好对冲，资金供需平衡。且目前下周仍存在较大的资金回笼压力。

□ 票据利率在进入23年以来持续抬升，随着疫情扰动的基本消退，信贷需求大概率持续持续修复，将进一步增强资金压力。



- 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。
- 目前地产投资虽然暂无实质性改善，但下滑斜率出现明显修复。在目前宏观经济修复预期较强的背景下，期债易跌难涨。



橡胶

RU

01

乘用车零售如期回落，关注汽车消费刺激加码

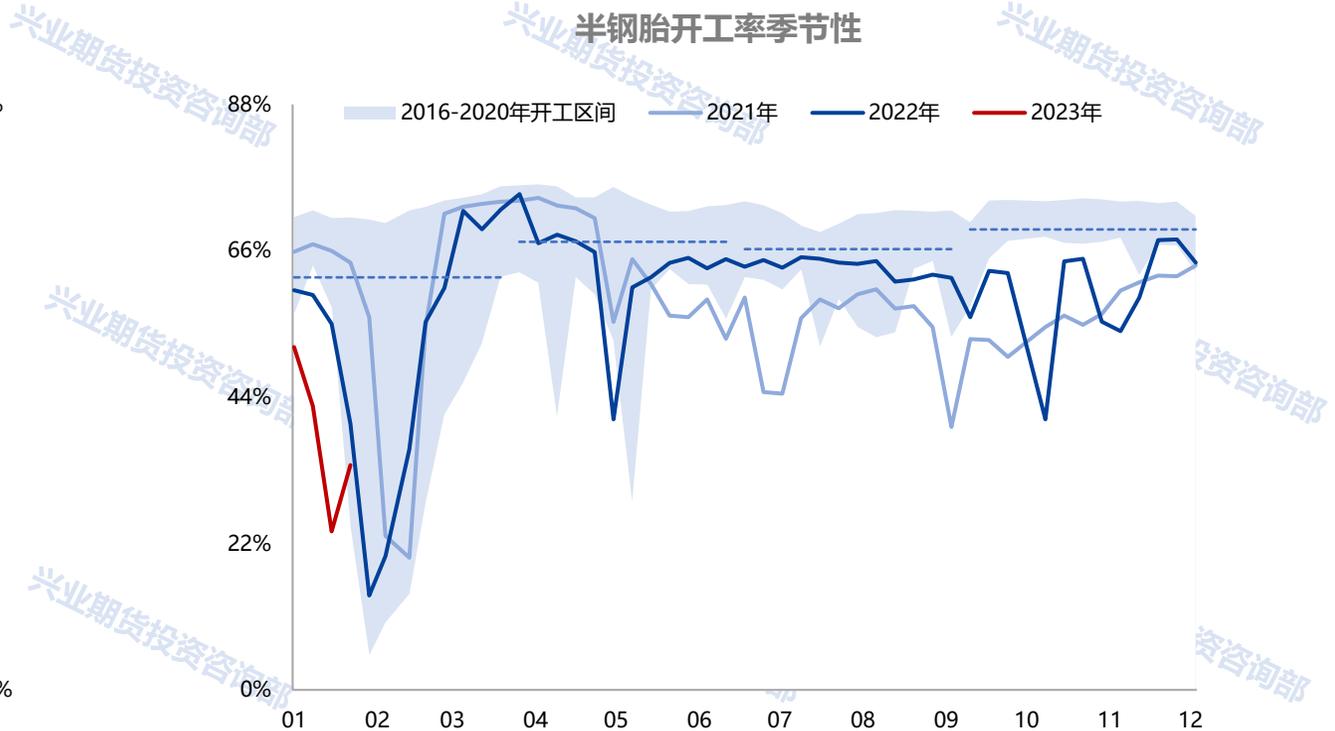
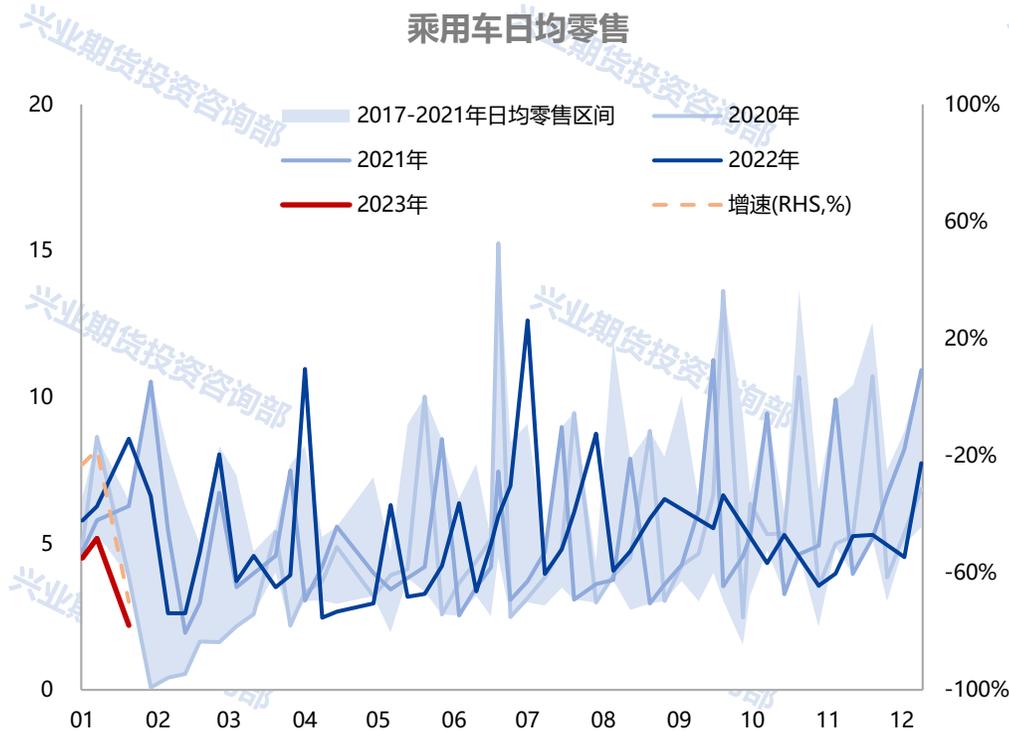
02

商用车市场有望筑底，轮企开工意愿季节性走高

03

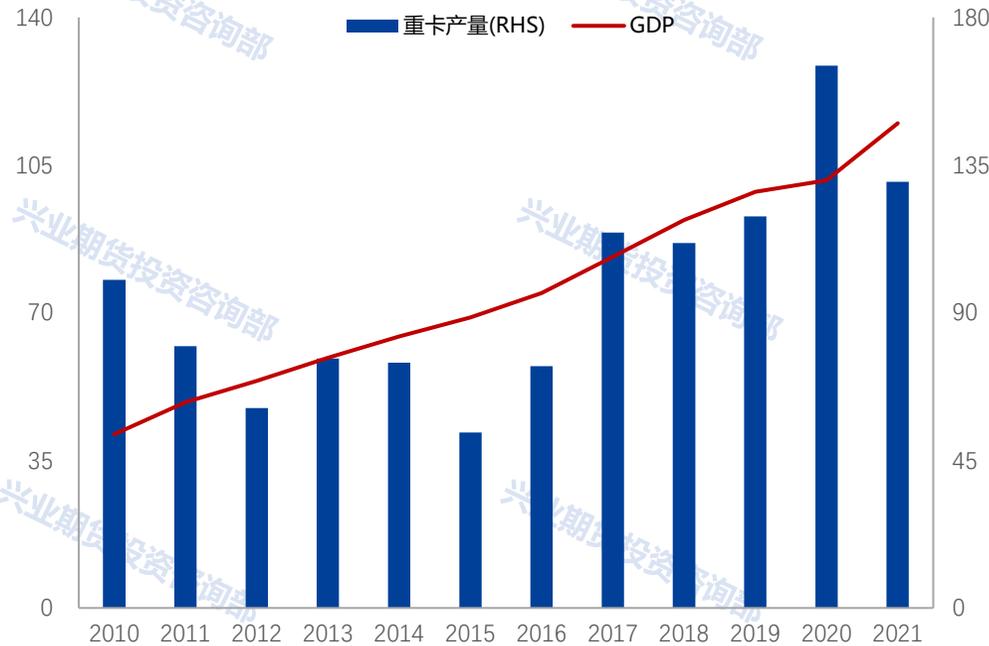
供应过剩局面缓解，看好经济增长预期下的沪胶行情

□ 乘用车方面，乘联会最新预测显示，1月狭义乘用车零售136万辆，同比下挫34.6%，究其原因，购置税减征措施的退出及今年春节偏早使得乘用车消费前置透支，日均零售水平大幅降低；但不可否认的是，国家部委及多省市陆续表态及发布汽车市场稳增长促销费相关政策，消费刺激加码或将可期，乘用车市场对天然橡胶终端需求的拖累可调可控。

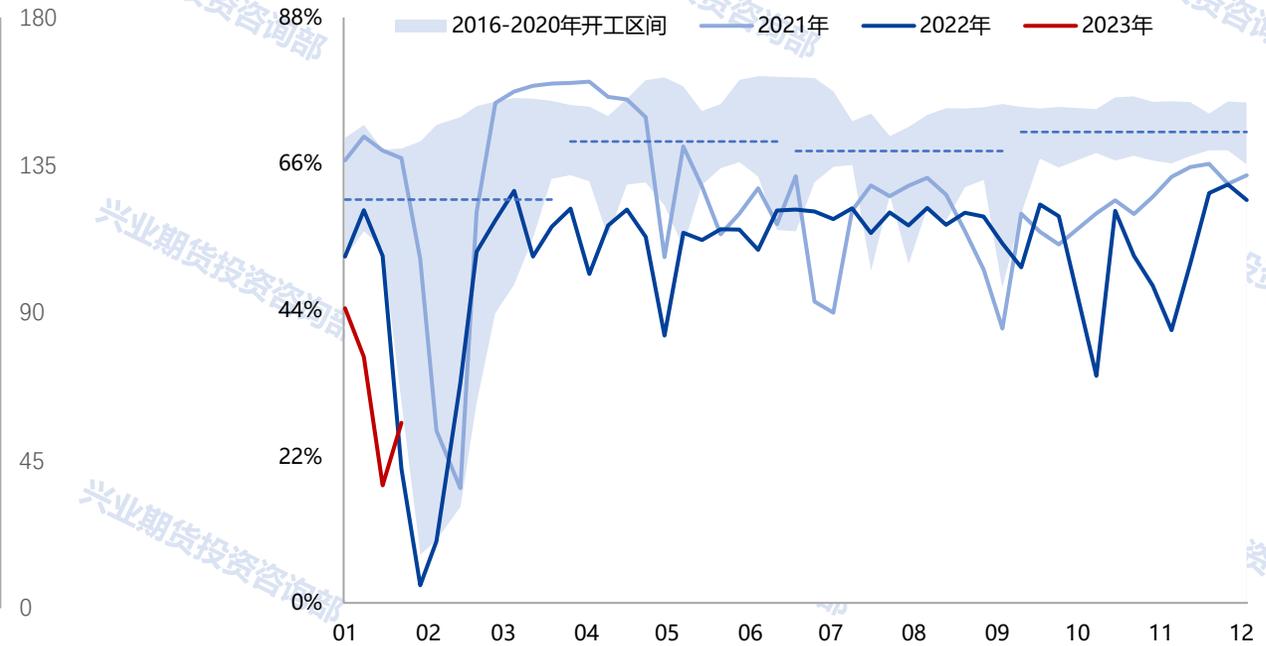


商用车方面，重卡市场历经一年低迷确认长期底部，观察重卡产销与经济总量的高相关度，沉寂已久的重卡市场大概率将受益于今年经济复苏而呈现筑底反弹之势，驱动切换有望增强需求传导效率，天然橡胶终端需求边际增量值得期待；另外，节后轮胎企业进入复产复工环节，调研显示山东地区多数轮胎厂已进入排产阶段，轮胎开工率季节性回升，天然橡胶直接需求预期回暖。

重卡产量与经济增长的关系



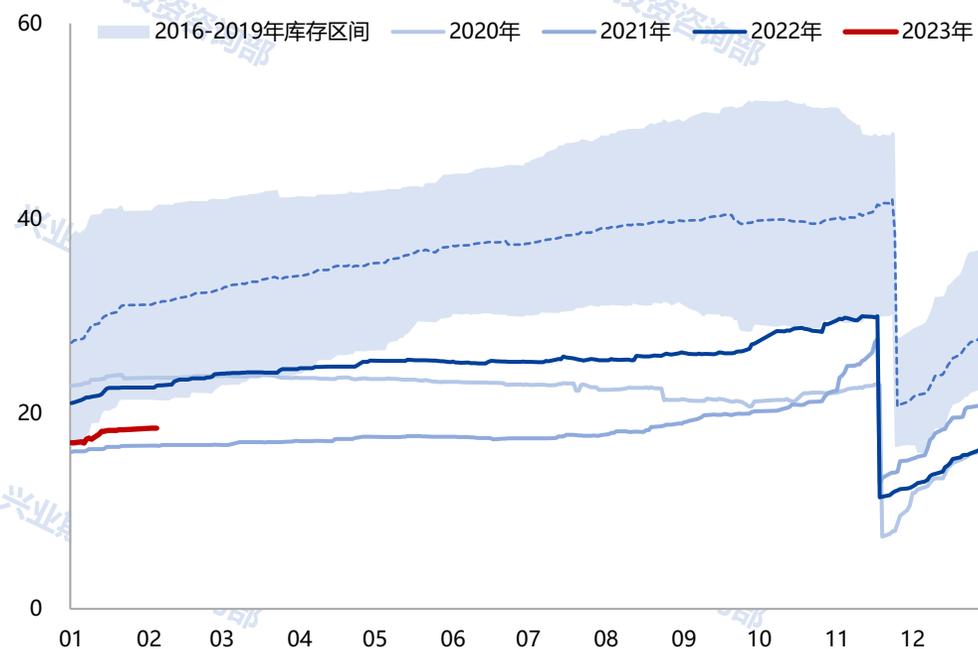
全钢胎开工率季节性



□ 供应方面，各产区物候条件趋于稳定，极端气候对胶树生长及割胶作业的扰动逐步减弱，原料产出相对平稳；若需求复苏预期兑现，港口现货库存将结束累库进入主动去库阶段，且当前沪胶期货库存尚处历史偏低水平，仓单注册意愿不足亦为沪胶价格下方提供一定支撑。

□ 综合来看，节后首周沪胶价格冲高回落，乘用车零售数据羸弱依然拖累橡胶基本面，但消费刺激政策或将提力，重卡产销预期筑底回升，天然橡胶需求边际增量可期，而国内产区处于停割季，沪胶期货库存位于近年历史分位极低位置，供应不足叠加需求回暖使得多头策略性价比不断提升，沪胶多头头寸可择机入场。

沪胶库存期货



天然橡胶月度供需平衡表

单位: 万吨	2022年 10月	2022年 11月	2022年 12月	2023年 1月E	2023年 2月E	2023年 3月E	2023年 4月E	2023年 5月E	2023年 6月E	2023年 7月E
产量	12.5	13.9	5.0	0.1	0.0	0.9	5.2	9.1	9.8	10.6
进口量	42.9	48.0	58.7	42.1	28.3	41.4	37.3	38.2	37.6	36.3
消费量	42.6	44.1	43.2	41.6	34.7	46.4	46.1	45.8	46.4	44.9
出口量	0.4	0.3	0.3	0.3	0.2	0.3	0.3	0.4	0.3	0.3
供需缺口	12.4	17.4	20.2	0.3	-6.6	-4.4	-3.9	1.2	0.7	1.7
割胶季	旺产季		过渡期	停割季			过渡期			



聚氯乙烯

PVC

01

产量维持历史高位，春节库存大幅积累

02

节后复工进度正常，社会库存难以去化

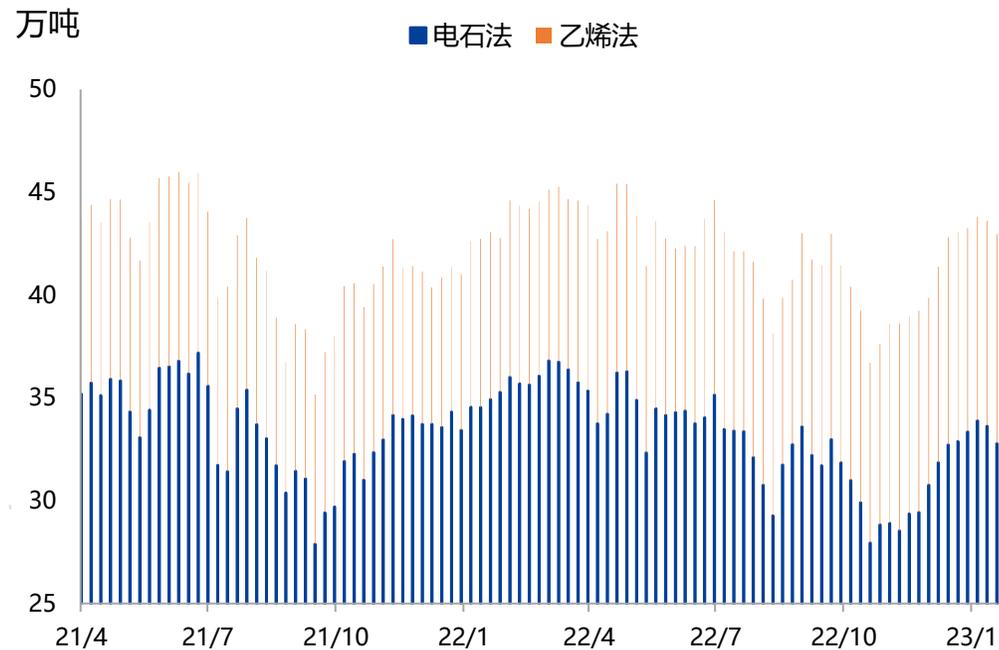
03

电石法利润极低，建材需求预期复苏

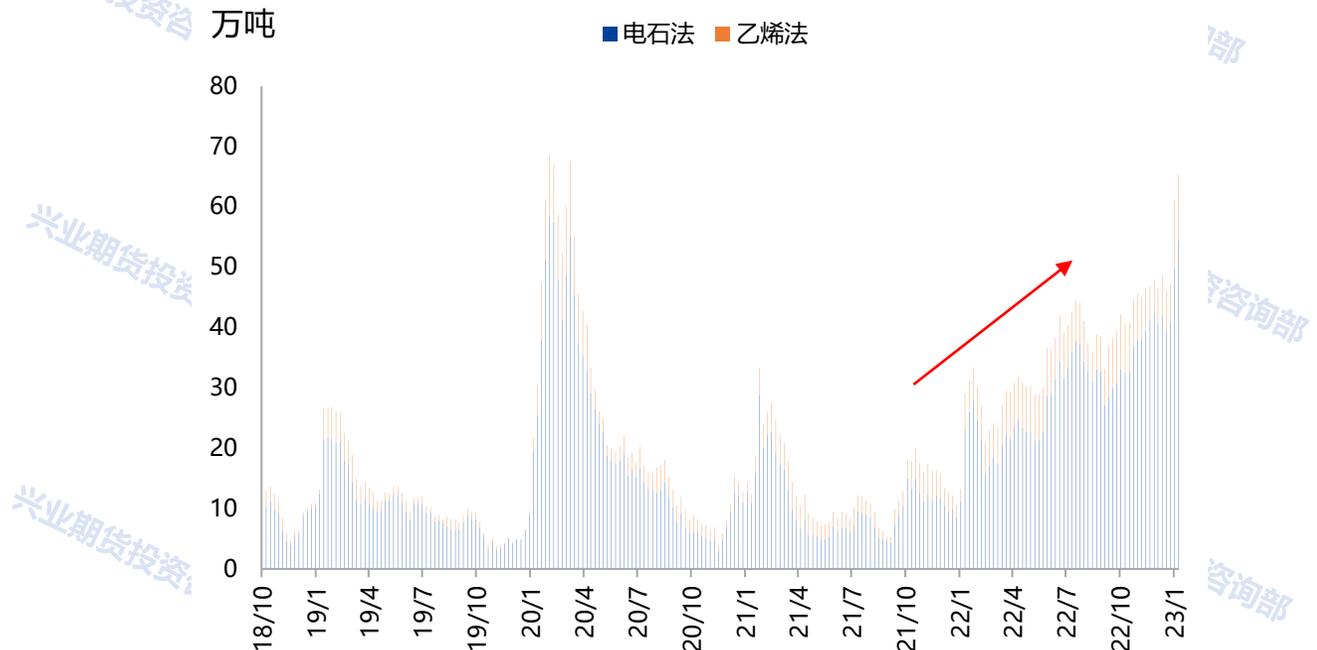
▣ **产量维持历史高位**：PVC周度产量为42.97 (-0.65) 万吨，减少原因是电石法装置开工率降低。可以看到，一月至今周度产量都维持在33万吨的历史极高水平，由于去年8月至10月刚经历过一轮集中检修，今年一季度出现大面积检修的可能性不高，因此供应宽松是限制上涨的主要因素。

▣ **春节库存大幅积累**：春节期间PVC生产企业库存增加14万吨，春节后首周又进一步增加4万吨，目前已经达到65.35万吨，距离2020年疫情时最高的67.51万吨仅一步之遥。如果生产企业库存无法顺利去化，PVC的价格很难超过7000元/吨。

产量维持高位 (截至2023.2.3)

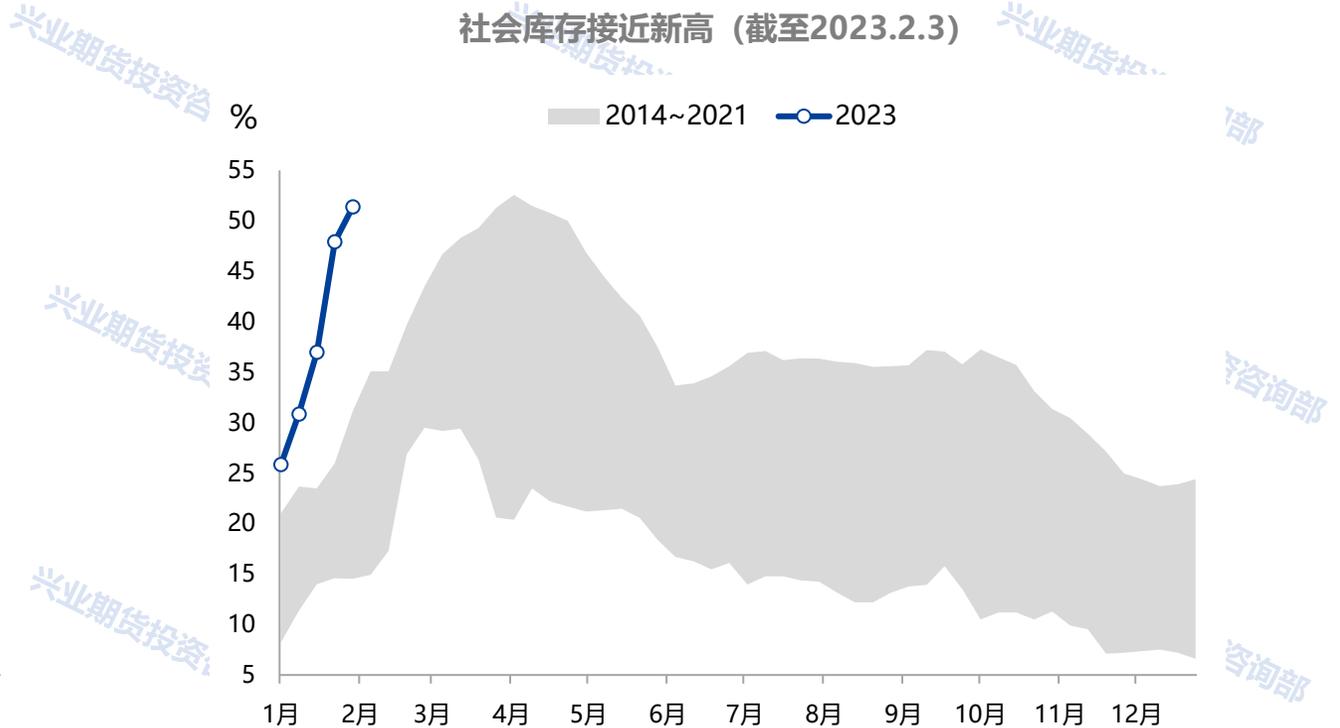
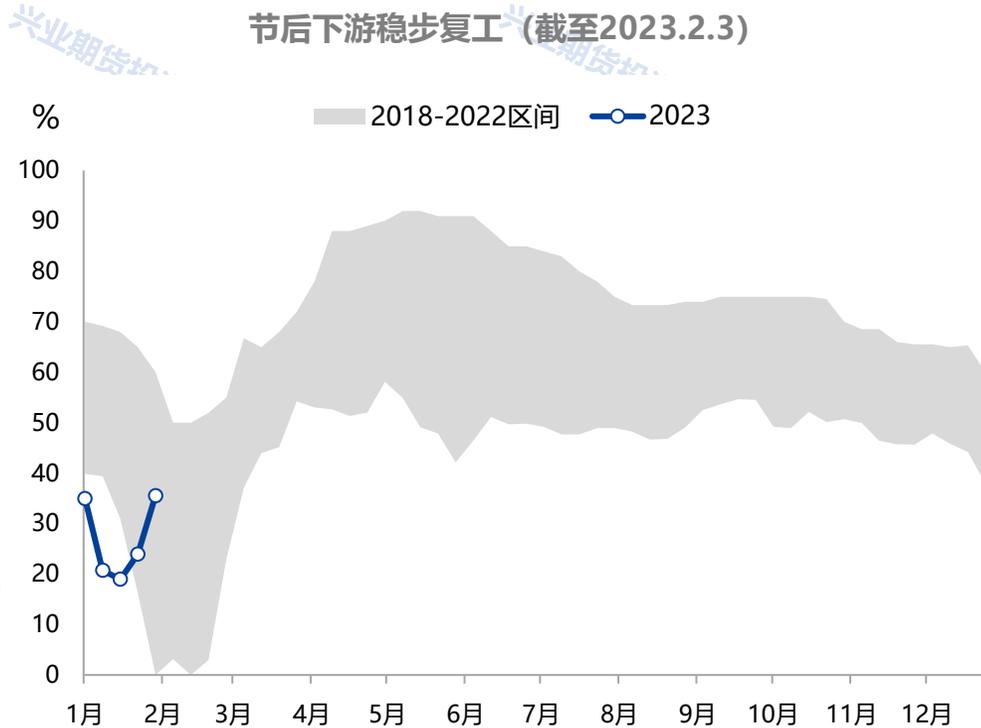


生产企业库存接近新高 (截至2023.2.3)



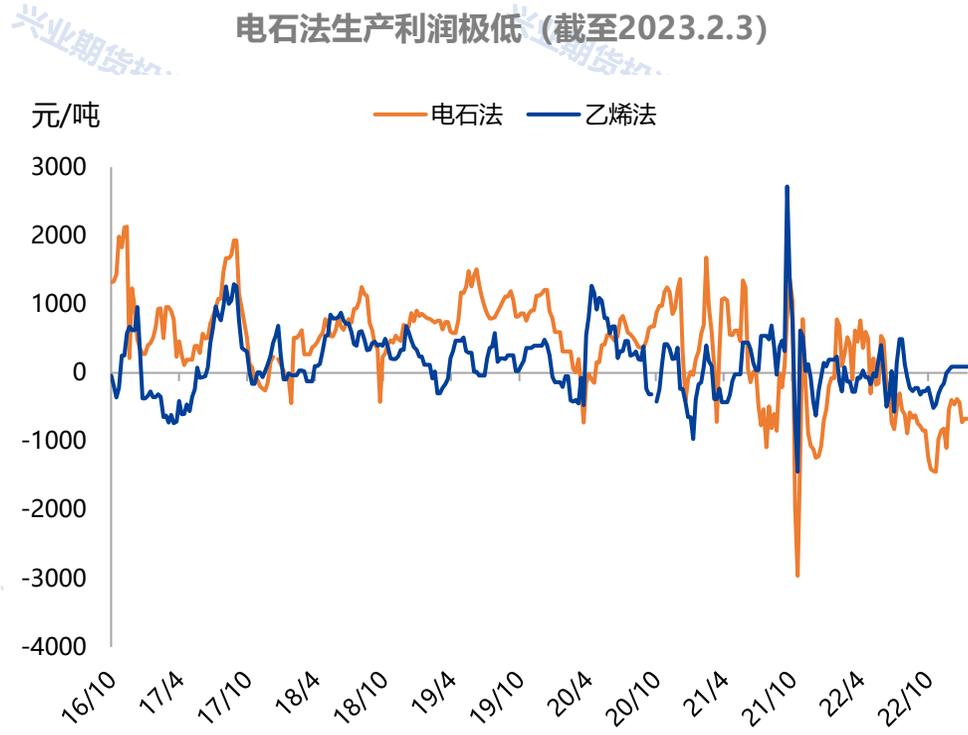
▣ **节后复工进度正常**：下游开工率为35.55%，较节前增加14.8%。其中管材和薄膜开工率已经恢复至正常水平，而型材开工率依然偏低，仅为旺季的一半。今年的需求增量主要来自型材，建议重点关注地产新开工数据和型材开工率变化。

▣ **社会库存难以去化**：2022年社会库存自高点50万吨降至低点25万吨耗时8个月，而今年仅3周就实现社会库存从25万吨翻倍至50万吨。目前社会库存去库目标为20万吨，生产企业去库目标为30万吨，二者合计占单月产量27%，简单计算可得，需求增速同比增加9%以上，才可以在3个月或更短时间完成去库目标。



❑ **电石法利润极低**：当前电石法制PVC利润为-872元/吨，乙烯法为190元/吨，二者均处于历史偏低水平。未来利润扩大的空间预计超过500元/吨，支持PVC价格上涨至近7000元/吨。

❑ **建材需求预期复苏**：受疫情影响，2022年建材家居景气综合指数达到历年最低，四季度随着疫情影响逐步消退，建材需求也开始复苏，建议结合房屋新开工面积和施工面积等数据观测建材需求的变化。



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

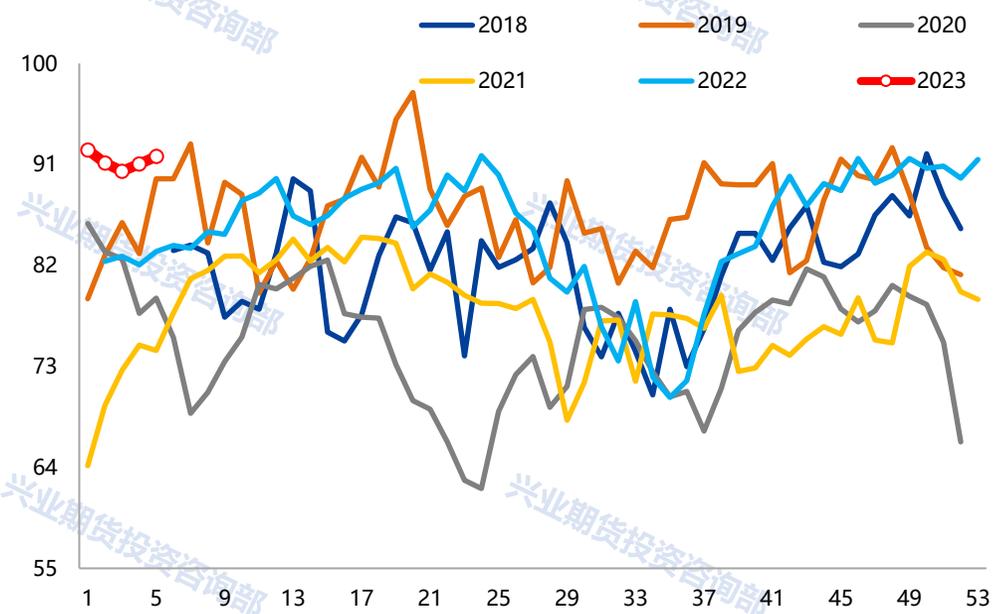
04

纯碱05合约依然属于强势合约，关注09合约潜在修复可能

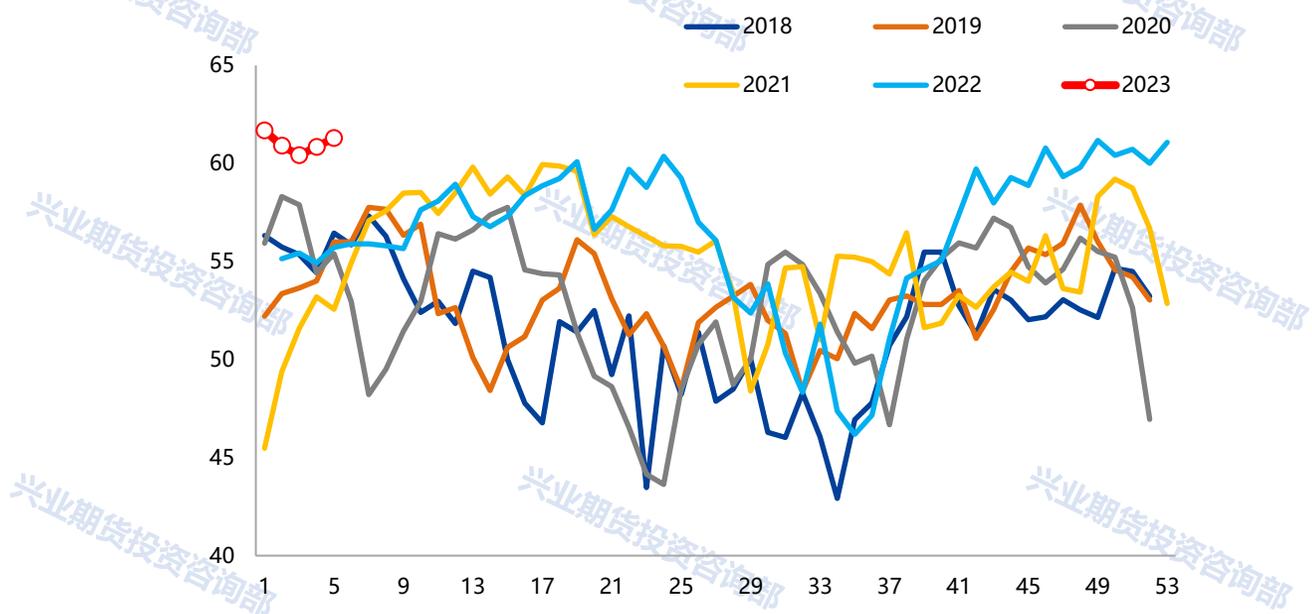
❑ **开工率偏高，新增产能投产前供给偏刚性：**2月3日当周纯碱企业周度开工率为91.74%，环比提高0.67%，周度产量61.29万吨，环比提高0.74%。隆众消息，2月1日，山东海天锅炉问题，已开始检修，持续时间较长，金山（孟州）设备近期也有检修计划，产能30万吨，具体时间待定，预计下周开工率维持91%-92%，产量61-62万吨。

❑ **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，但投产节奏整体靠后，供给增量集中于下半年。

纯碱装置开工率 (更新至2.3)



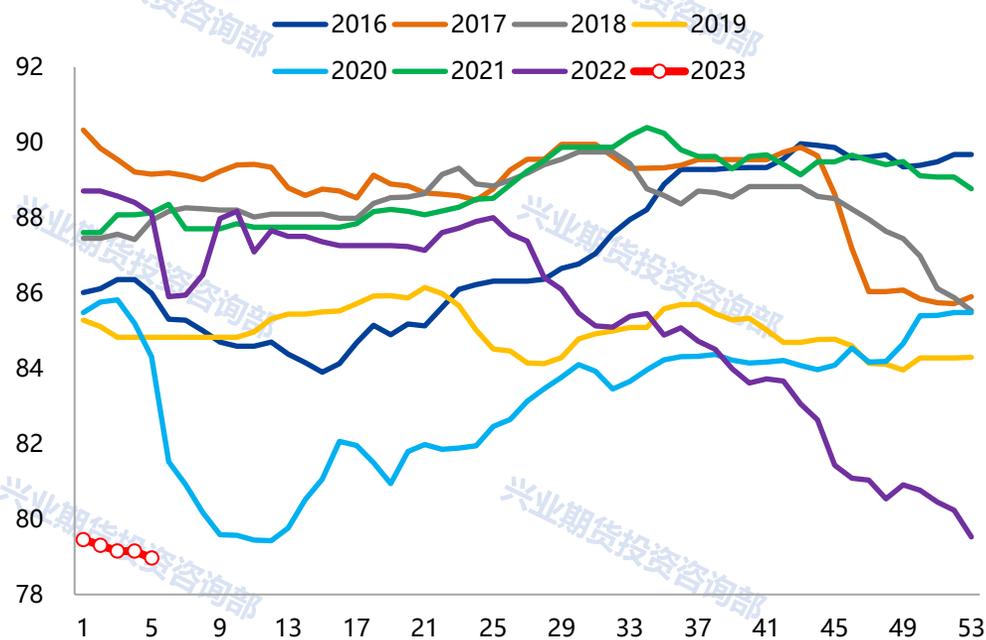
纯碱周度产量 (隆众, 更新至2.3)



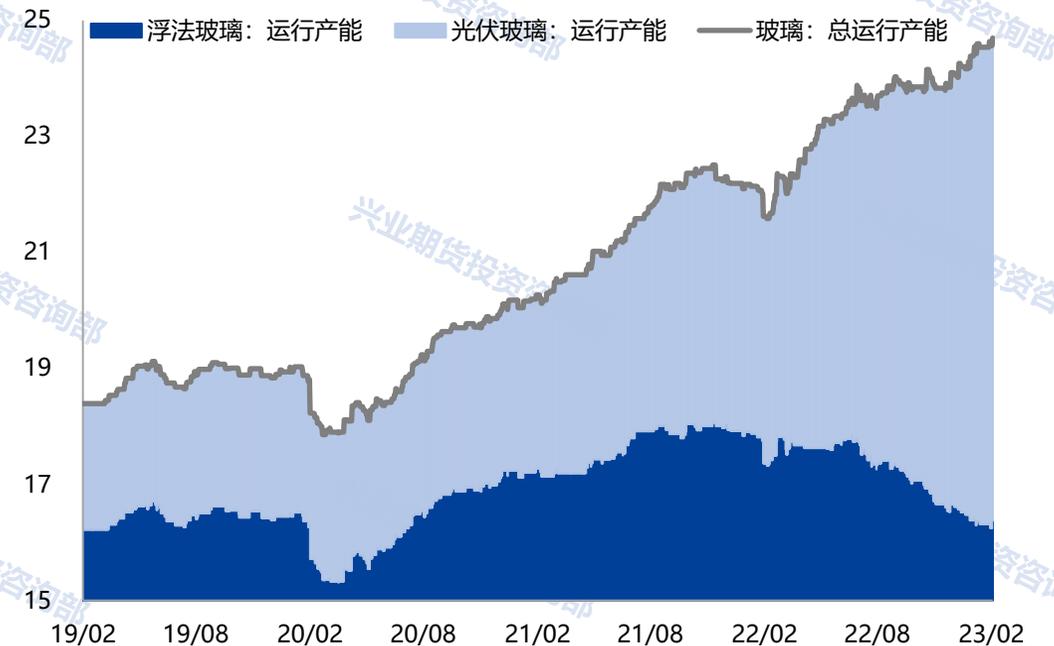
□ **地产销售、竣工修复预期较强，浮法玻璃冷修规模有限：**2023年政府稳增长决心较强，全年经济增长目标在5%-5.5%，地产作为国民经济支柱产业，宽松政策将继续加码，地产销售有望企稳、竣工周期修复预期较强，且浮法玻璃产能利用率已较2022年初已下降约10.4%，浮法玻璃供需结构将改善，2023年浮法玻璃新增冷修计划较2022年相对有限。

□ **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，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（周均值，更新至2.3）



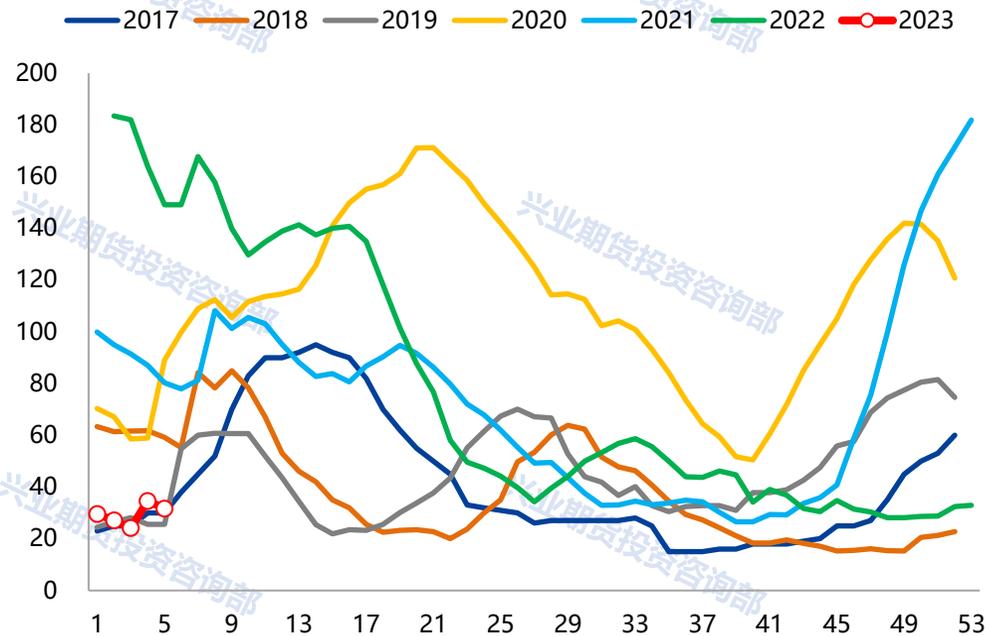
光伏玻璃产能投产对冲浮法冷修影响（更新至2.3）



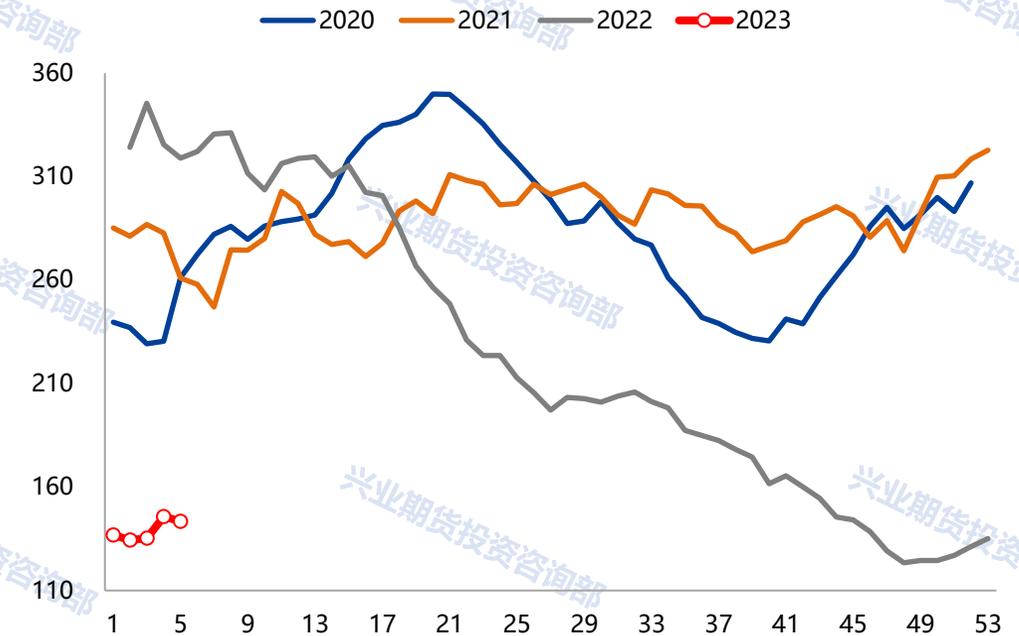
□ 纯碱各环节库存均偏低，低库存有望延续至5月：（1）生产环节库存：2月3日，纯碱企业库31.67万吨，环比减少2.93万吨（-8.47%）；（2）社会库存：本周增1万吨左右；（3）玻璃企业纯碱库存：37%的样本20.35天，下降3.14天；45%的样本19.31天，下降2.66天；50%的样本19.19天，下降2.71天；（4）四环节总社库：2月3日录得143.46万吨，前值145.7万吨，依然显著低于2020-2022年同期。

□ 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2.3）



纯碱四环节总库存（更新至2.3）

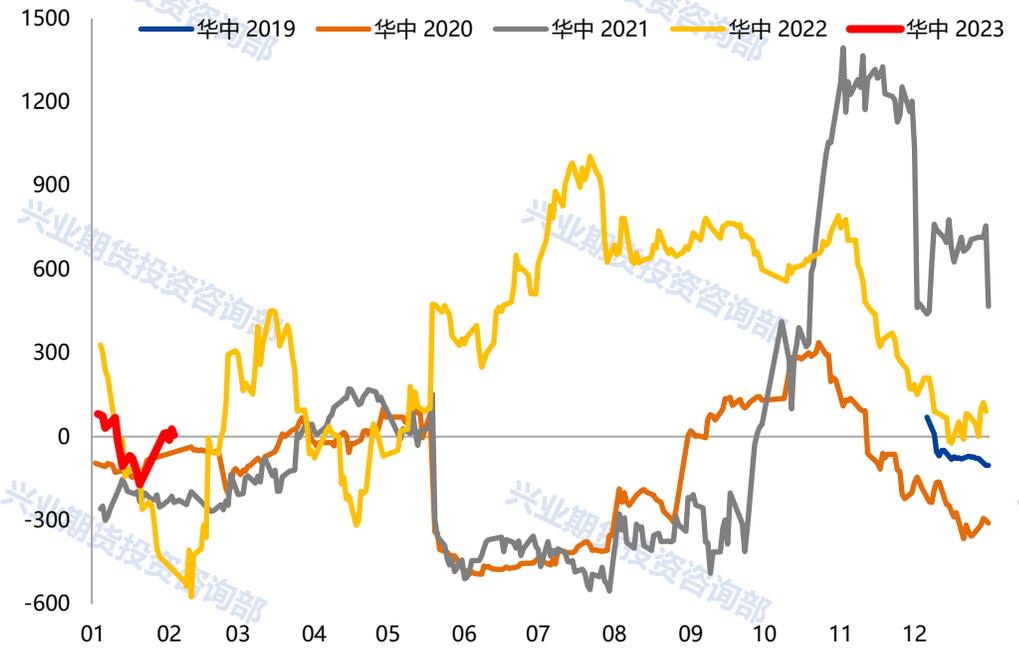


□ 假设远兴能源产能5月全部投产，6月底达到满产状态，预计2023年1-5月纯碱供需结构依然呈现紧平衡状态，行业库存有望继续下降，库存规模或降至百万吨以下。05合约依然是较明确的强势合约。

		纯碱供需平衡表																		
项目/单位		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	重庆湘渝								20											
	红四方									20										
	安徽德邦											60								
	远兴											500								
	金山															200				
总和	总	3,129	3,129	3,133	3,161	3,177	3,187	3,187	3,207	3,227	3,227	3,787	3,787	3,787	3,787	3,987	3,987	3,987	3,987	
开工率	隆众	291.0	291.0	282.0	294.0	285.9	296.4	296.4	270.2	299.2	290.4	310.5	320.7	352.2	352.2	344.4	363.4	358.8	370.8	
产量	隆众	79%	73%	81%	88%	90%	90%	90%	86%	89%	90%	89%	89%	80%	73%	78%	85%	89%	88%	
进口	统计局	230.2	213.7	229.3	260.2	257.6	266.8	266.8	232.4	266.3	261.4	276.4	285.4	281.8	257.1	268.7	308.8	319.4	326.3	
	统计局	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	
	当月值	230.9	214.0	229.8	260.6	257.7	266.9	267.3	232.9	266.8	261.9	276.9	285.9	282.8	258.1	269.7	309.8	320.4	327.3	
光伏玻璃	运行产能	wt/d	6.2	6.7	6.8	7.2	7.4	7.8	8.1	8.5	9.4	9.6	9.6	9.8	10.0	10.2	10.3	10.5	10.5	11.4
	投产计划	wt/d							0.3	0.4	0.9	0.1	0.0	0.3	0.1	0.2	0.1	0.2	0.0	0.8
	光伏纯碱消费量	当月值	36.3	37.9	38.3	41.1	41.6	44.8	46.7	44.2	52.9	54.1	56.4	55.3	58.3	59.3	58.4	61.4	60.0	64.5
浮法玻璃	运行产能	wt/d	16.8	16.9	16.6	16.2	16.2	15.9	15.8	15.7	15.7	15.7	15.8	15.7	15.7	15.6	15.6	15.6	15.6	15.6
	冷修	wt/d							-0.2	-0.2	-0.1			-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	100.3	99.0	95.3	96.5	92.2	94.3	93.3	83.9	92.7	89.7	92.9	89.9	92.7	92.4	89.1	92.1	89.1	92.1
	轻碱消费量	当月值	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	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
	当月值	240.0	249.9	258.4	268.3	261.5	261.1	274.4	249.5	262.2	269.3	290.1	261.9	244.6	258.7	266.1	275.2	267.9	273.4	
	供需差	当月值	-9.0	-35.8	-28.6	-7.7	-3.8	5.7	-7.1	-16.7	4.5	-7.4	-13.2	24.0	38.1	-0.6	3.6	34.6	52.4	53.9

从微观角度出发：（1）纯碱下游基本面最弱的浮法玻璃利润环比有所改善，但多数依然处于亏损状态，隆众数据，石油焦工艺产能已盈利61元/吨，煤炭工艺和天然气工艺产能亏损分别收窄至129元/吨和186元/吨；一定程度上压制纯碱现货涨价；（2）当前重碱主流市场报价在3000附近，纯碱05合约基差偏低，纯碱09合约因远兴投产预期，贴水远高于同期。

纯碱05合约基差 (更新至2.3)



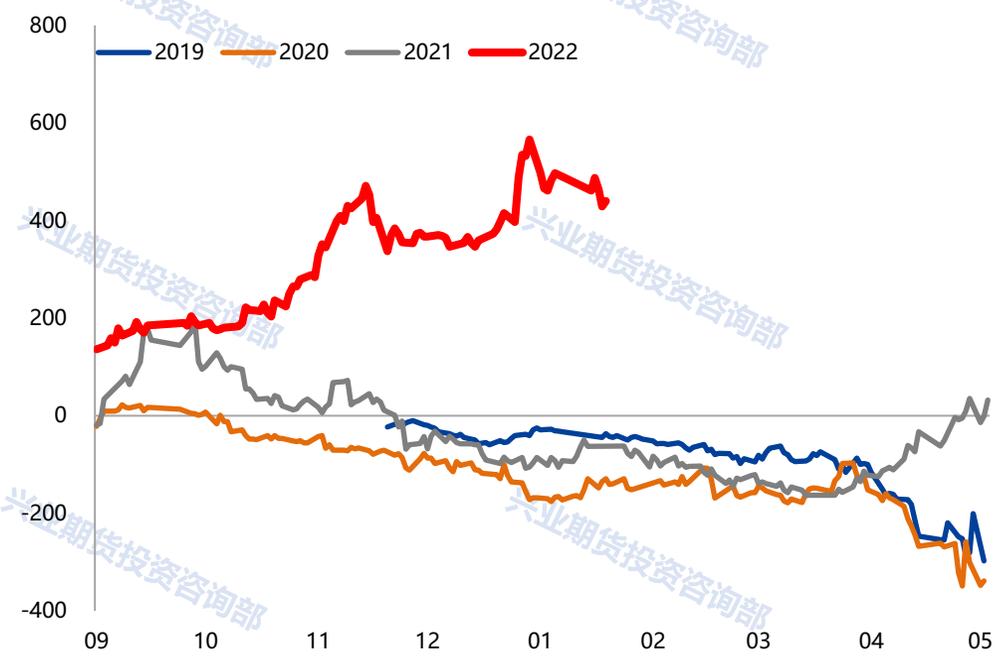
纯碱09合约基差 (更新至2.3)





从微观角度出发：（3）受远兴投产预期的影响，纯碱强现实预期偏弱，近远月价差（5-9以及9-1）分别高达421和364。综合上述微观市场利润及价差结构信息分析，05合约依然属于较明确的强势合约，但相对估值上已不占优势，而投产预期影响下的09合约，还面临较多不确定性，例如远兴产能建设进度加快，人员、资金等配套能否跟上，以及剩余600-700万m³/年的水指标能否在5月到位，因此基差、价差均给与了较高的风险补偿，一旦投产进度不及预期，或者2季度需求强势+行业低库存再次推动现货大幅上涨，不排除09合约也出现贴水修复的行情。因此建议纯碱05合约多单仍可耐心持有，维持目标位3200以及止盈线2850不变，09合约在当前胜率及赔率下，追空性价比低。

纯碱5-9价差（更新至2.3）



纯碱9-1价差（更新至2.3）



玻璃

FG

01

浮法玻璃冷修产线增加，运行产能较2022年初下降8.8%

02

窑线老化及行业亏损，上半年浮法玻璃供给有望继续收缩

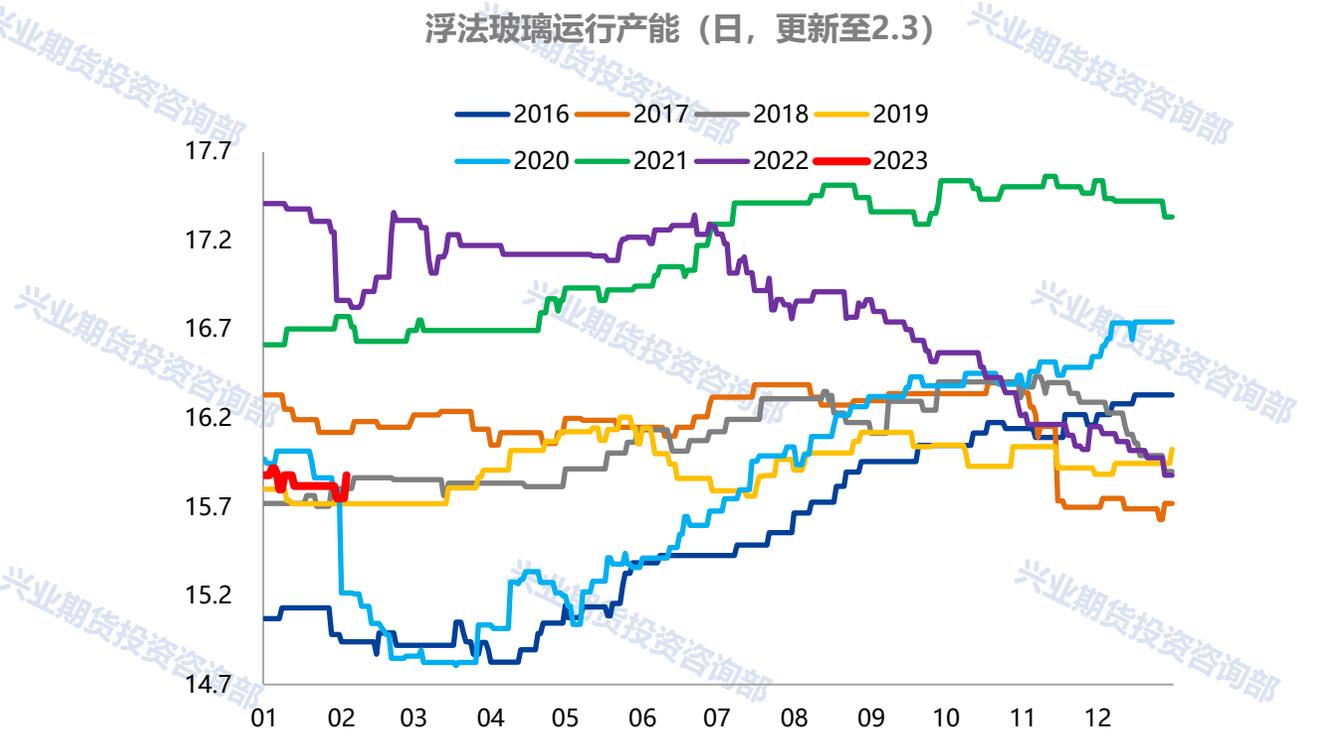
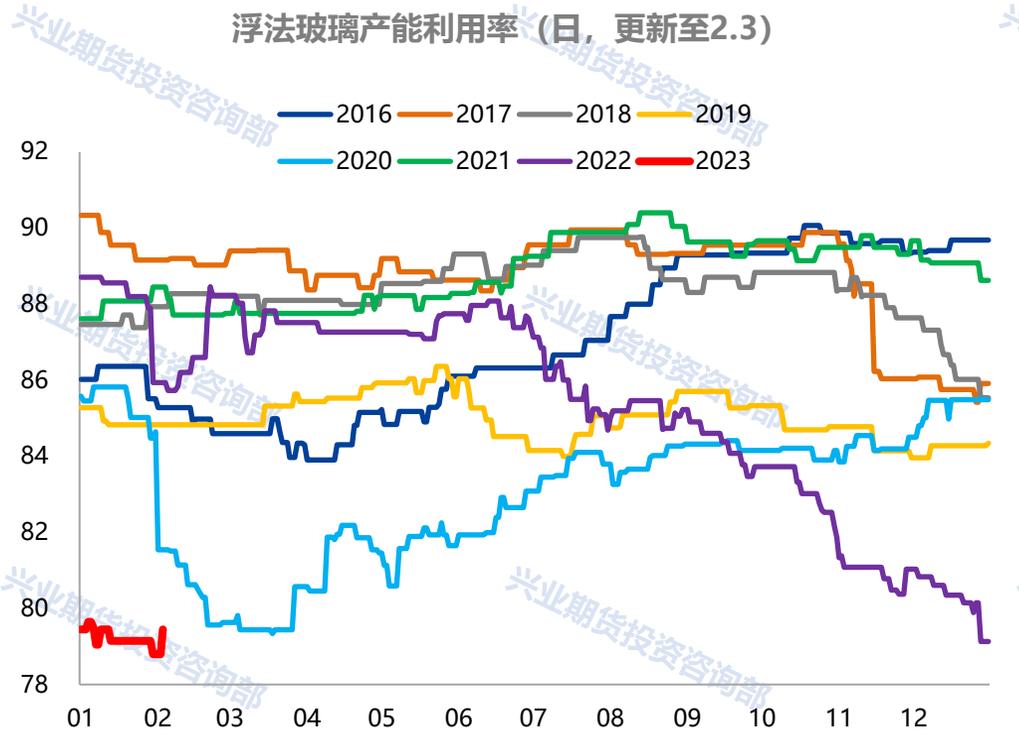
03

房地产竣工周期有望修复，浮法玻璃需求预期回暖

04

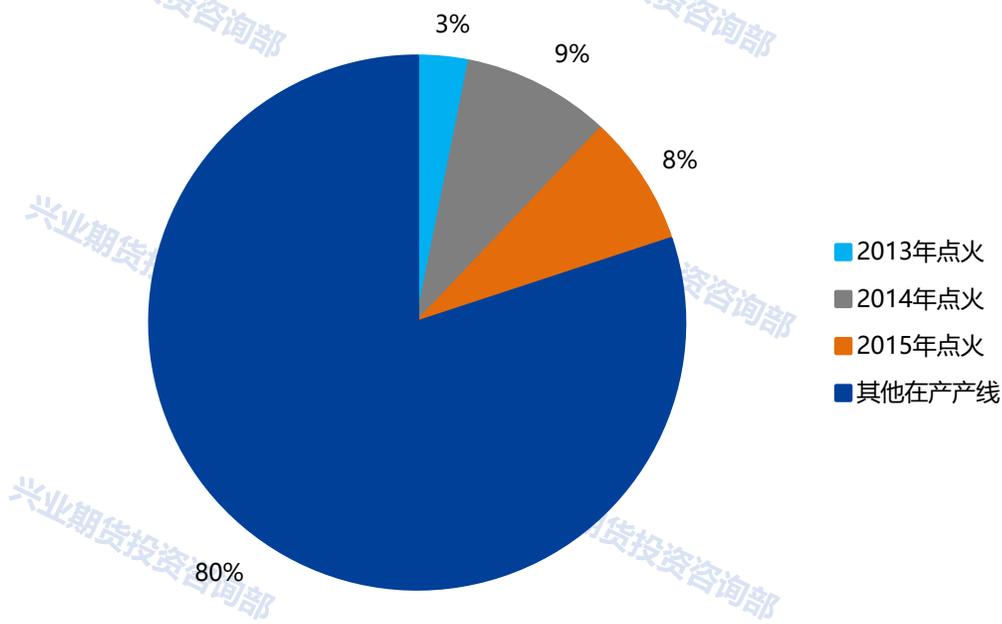
高库存及复产潜力压制涨价空间，逢低试多5月合约

2月3日当周，浮法玻璃开工率78.15%，环比持平，产能利用率78.8%，环比-0.35%，单周产量110.45万吨，环比减少0.25%，同比减少7.05%。本周湖北咸宁南玻700吨二线放水冷修（1月30日），江苏东台中玻600吨二线点火（1月31日），内蒙古玉晶科技1300吨一线引头子（2月3日），浮法玻璃运行产能小幅增至15.88万吨/天，较2022年初下降8.8%。

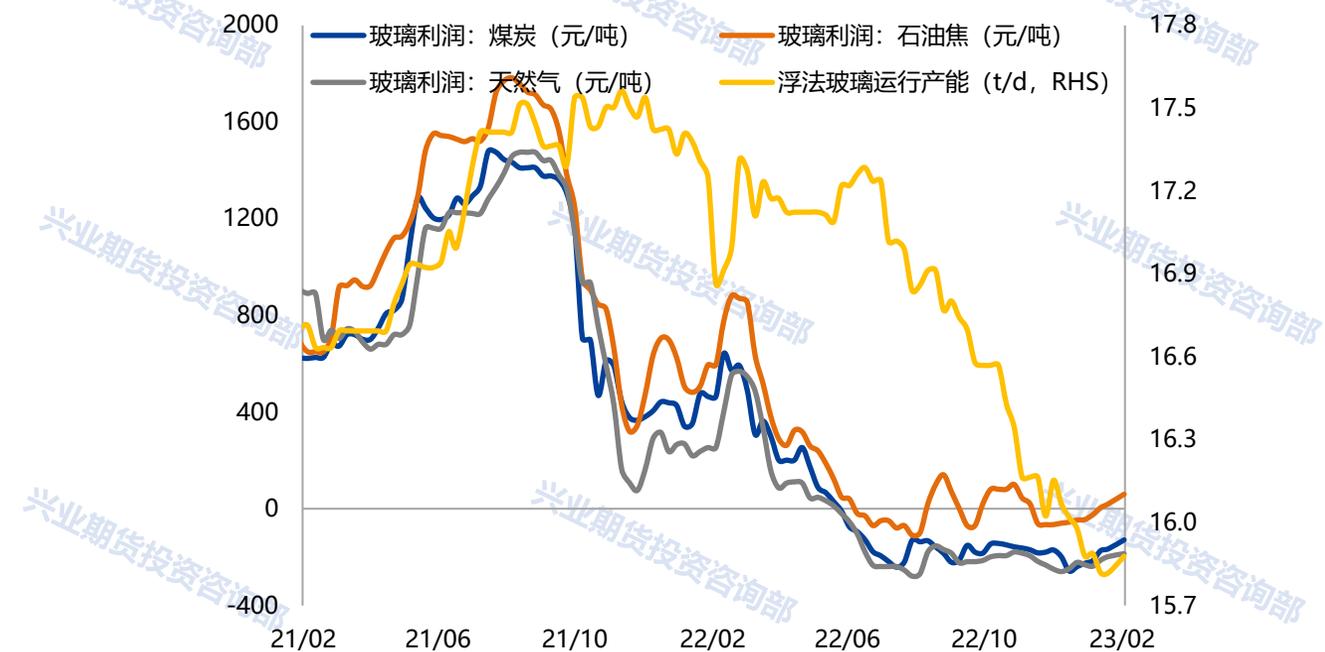


2023年，浮法玻璃产能依然存在收缩驱动：（1）浮法玻璃高龄在产窑线占比依然较多，根据卓创统计，在产产能中约有20%的窑线是在2015年及以前点火，高龄窑线冷修的概率远高于普通窑线；（2）浮法玻璃盈利依然较弱，截至2月3日当周，浮法玻璃仅石油焦工艺出现61元/吨的盈利，其余煤炭工艺和天然气工艺依然处于亏损状态，分别亏129和186，鉴于下游房地产需求改善可能尚需时间，在盈利承压的情况下，上半年浮法玻璃冷修的概率依然相对较高。

浮法玻璃窑龄8年以上的产线在产产能占比约20%



浮法玻璃盈利不佳（更新至2.3）



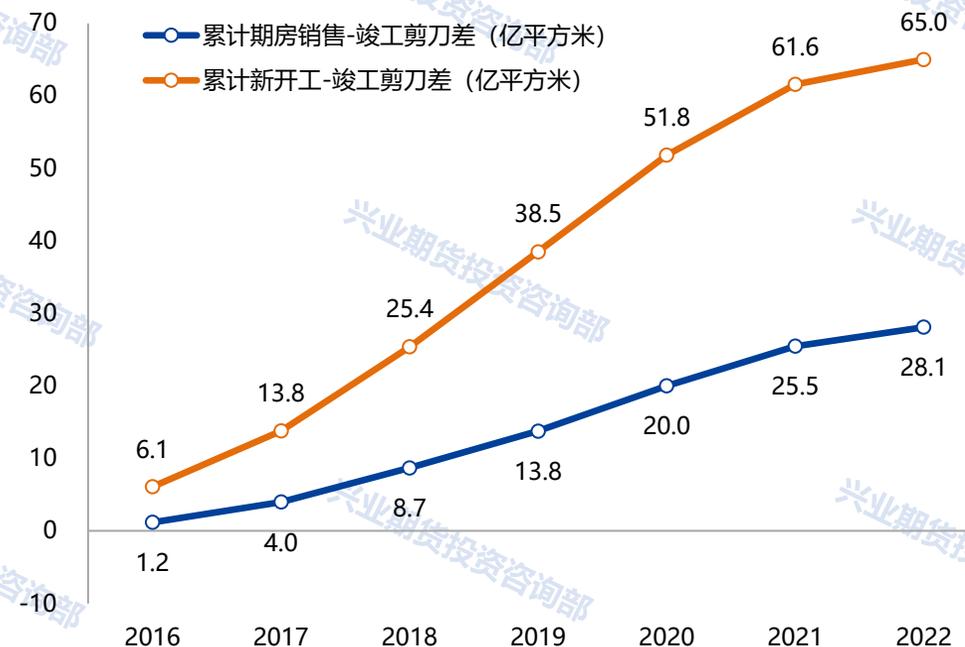
□ 浮法玻璃需求改善预期较强：房地产贡献浮法玻璃75%的消费量，2022年玻璃弱势主要源于地产周期下行。2023年国家稳增长决心较强，全年经济增长目标可能在5%-5.5%，地产作为国民经济的支柱产业，需求、及融资支持政策将继续加码，已有政策将继续推进落实。同时中国城镇化增率仍有提升空间，叠加居民改善需求、老旧小区拆改带来的更新需求，2023-2030年中国商品住宅长期需求中枢大约在12万亿平方米，略高于2022年商品住宅实际销售面积。政策加持，叠加长期需求存在支撑，预计2023年中国房地产小周期有望得到一定修复。考虑到过去6年中国积累了大规模已售未竣工期房，预计地产小周期修复中，竣工周期修复确定性相对更高。中性情况下，2023年地产竣工增速有望回升至5%，带动浮法玻璃需求回暖。

2023-2030年中国商品住宅长期中枢约为12万亿平方米

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

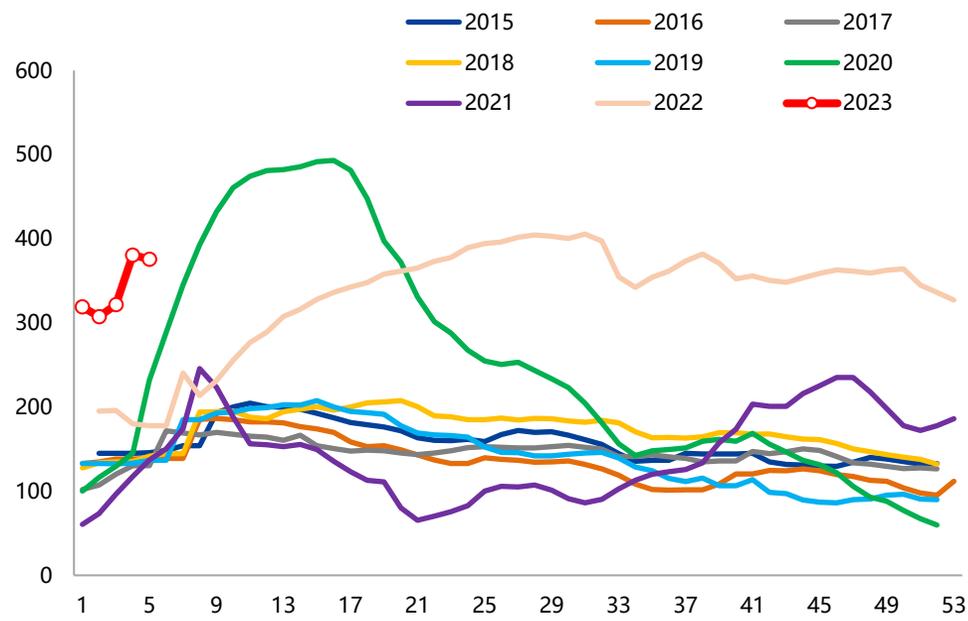
单位：亿平方米	需求类型			住宅需求总量	住宅需求年均值
	刚性需求 城镇化率提高带来的新增需求	改善需求 人均居住面积提高带来的需求	更新需求 老旧城镇住宅拆除带来的需求		
2022-2030：乐观	46.2	53.8	27.1	127.1	14.1
2022-2030：中性	36.8	44.3	27.1	108.3	12.0
2022-2030：悲观	25.9	38.1	27.1	91.1	10.1

期房销售、新开工与竣工差不断扩大

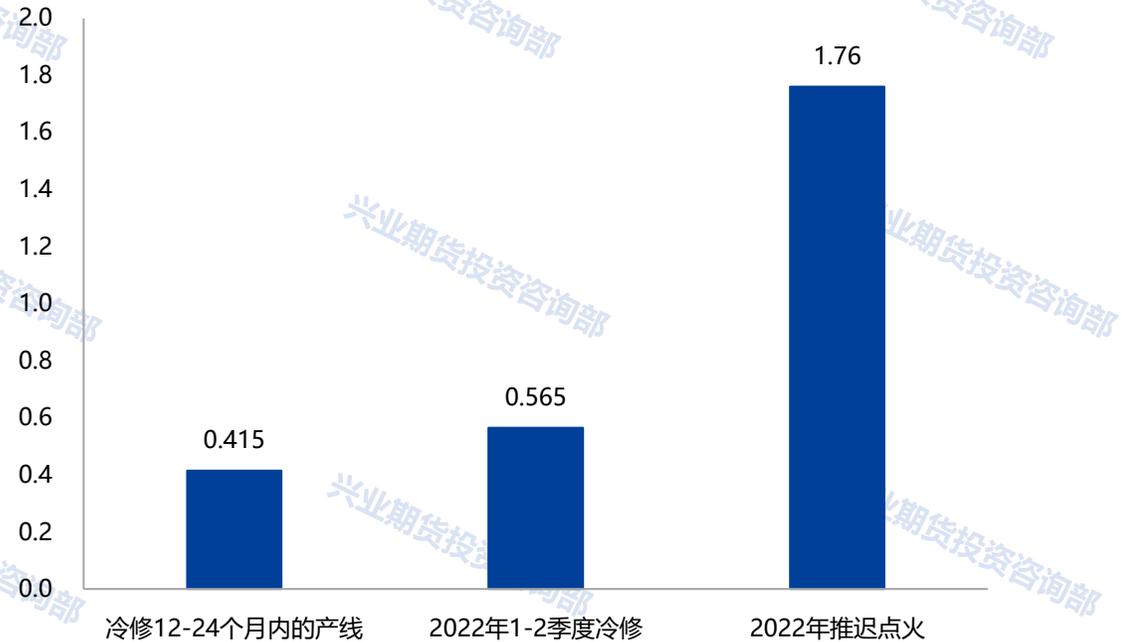


▣ 综上所述，2023年浮法玻璃行业产能或继续收缩，而需求将受益于地产竣工周期的修复，出现回暖，基本面较2022年将出现较明显的改善。
▣ 市场主要的压力在于：（1）浮法玻璃企业高库存仍未有效消化，而地产需求复苏尚需时间，导致制约浮法玻璃短期涨价的空间；（2）下半年浮法玻璃存在潜在复产空间。随着行业利润回升至合理水平，冷修产线一般3个季度后会重新投入生产，2022年1-2季度冷修的产线以及2022年推迟或取消点火的21条产线，均有可能投入生产，其次政策禁止连续停产超过2年的平板玻璃产线用于产能置换，那么利润合适的情况下，冷修1年以上2年以内的产线也有复产动力。因此，建议浮法玻璃持逢低做多思路，可依托60日均线轻仓试多05合约。

浮法玻璃企业库存(更新至2.3)



浮法玻璃潜在复产产能(万吨)





棕榈油

P

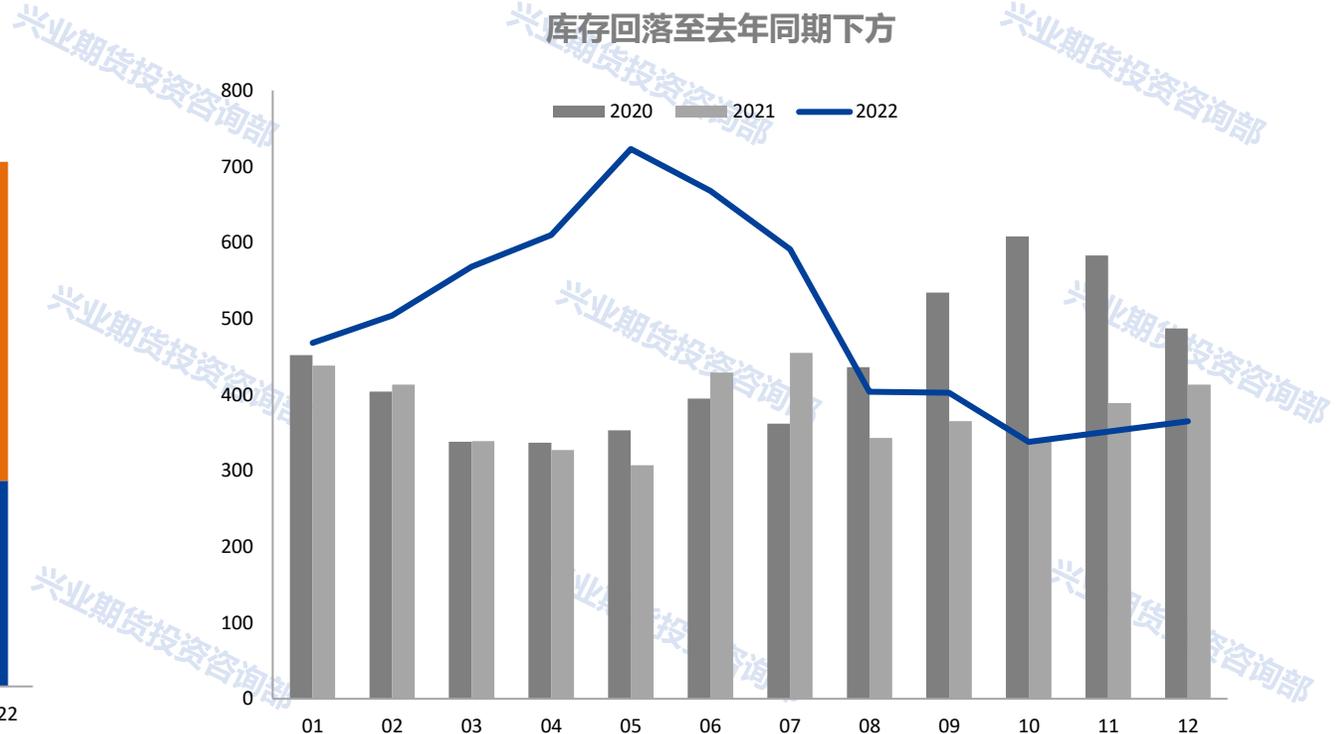
01

印尼下调出口比例，供需或转向紧平衡

02

与原油比值处于低位，低价棕油易涨难跌

- 2022年印尼食用消费与工业消费均保持增长。印尼从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%。根据GAPKI口径数据，印尼22年生柴消费增长了150万吨，B35的实行将额外带来超过200万吨的需求增量
- 库存方面，GAPKI今年直接公布了年度数据，2022年底，印尼的棕榈油库存为365万吨，低于去年和前年同期。



□ 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

宏观环境好转，经济进入复苏通道

02

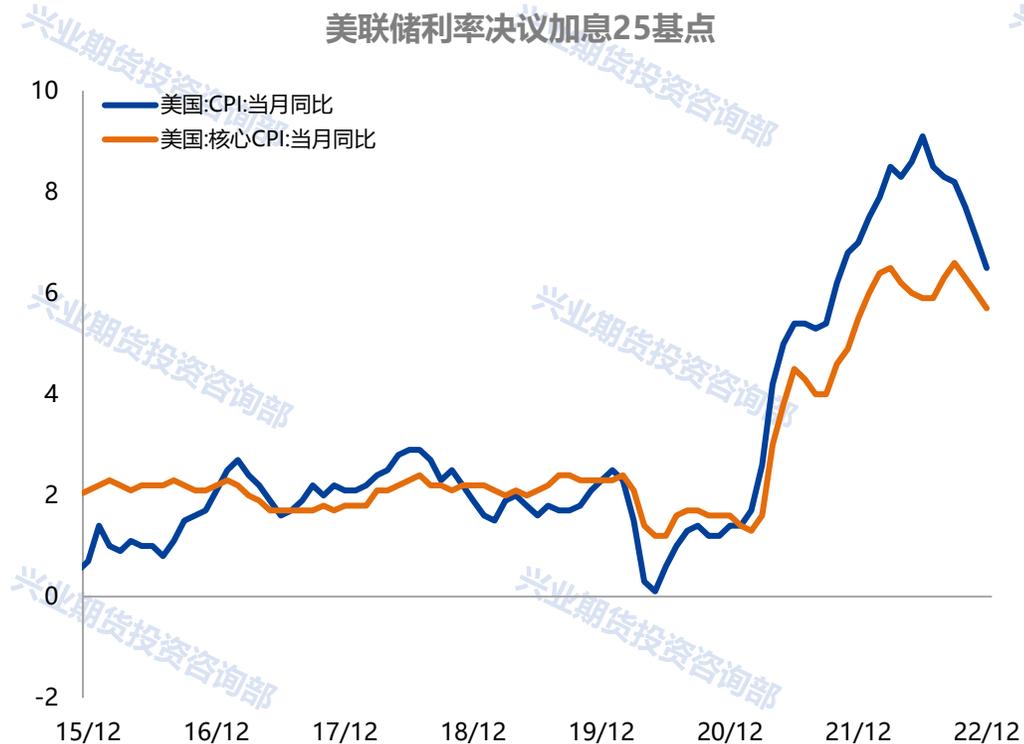
政策向好市场多持乐观预期，预计仍有补库需求

03

疫后消费复苏预期较高，需求端反弹空间较大

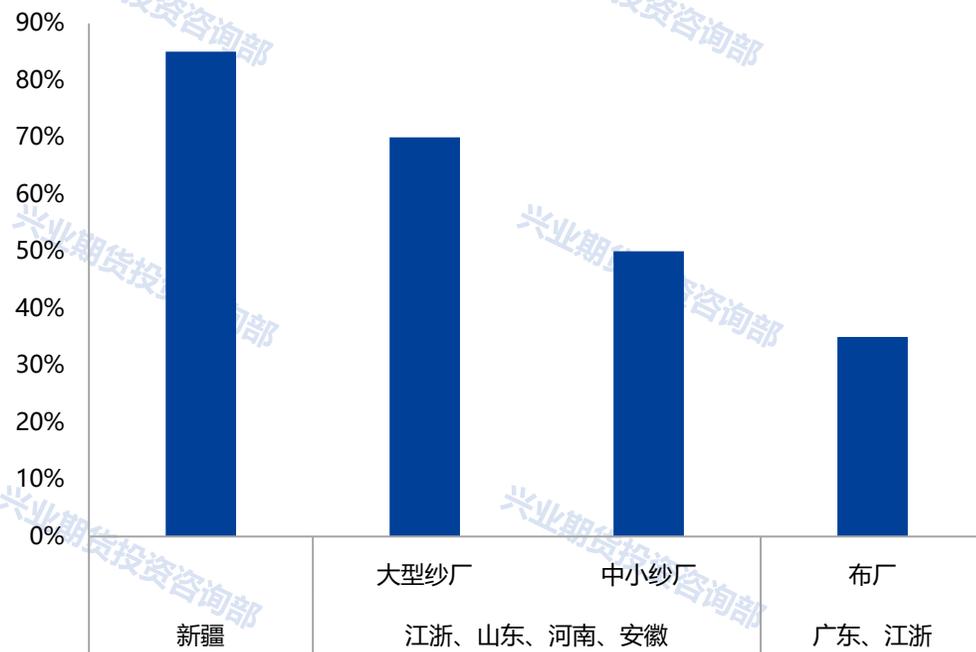
□ 2月1日美联储利率决议上调利率目标区间25个基点，加息幅度回落，委员会首次提到了通货膨胀有所缓解。叠加国内的整体资金和需求复苏环境，将对国内棉花市场形成一定的利好。

□ 同时国内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。随着疫情过峰，经济活动逐渐恢复正常，市场对于经济复苏的预期趋于一致。

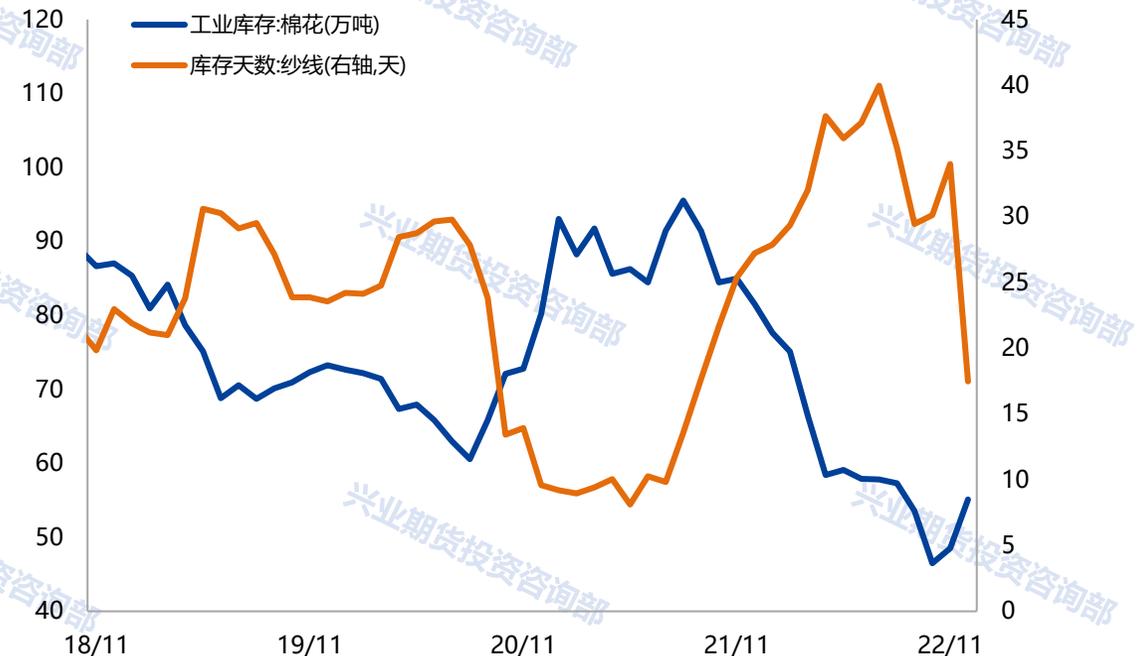


- 各地区纱厂的开机率略有差异，企业根据元宵节市场形势及订单状况再度调整开机，目前新疆地区整体开机依旧维持高位在75-85%左右，纱厂、布厂及染厂基本已复工复产。
- 年前订单较多或成品库存较低的企业，开机情况较好，而政策向好市场也多持乐观预期，从假期的各项出行等数据来看，今年的消费内需或将加速释放，纱线企业对棉花补库需求较高。

各地区纱厂的开机率略有差异

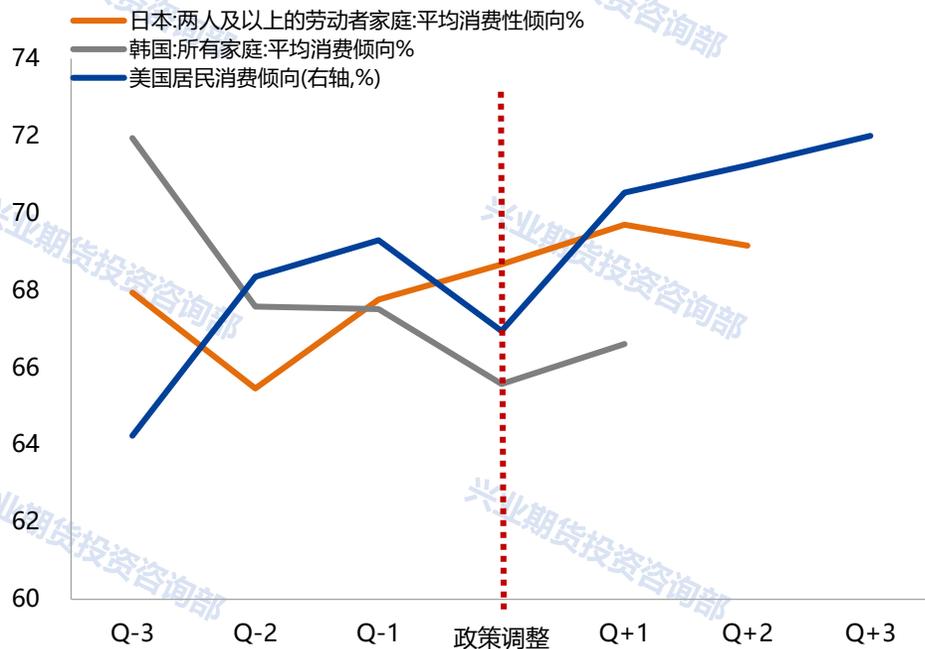


预计纱线企业仍有补库需求

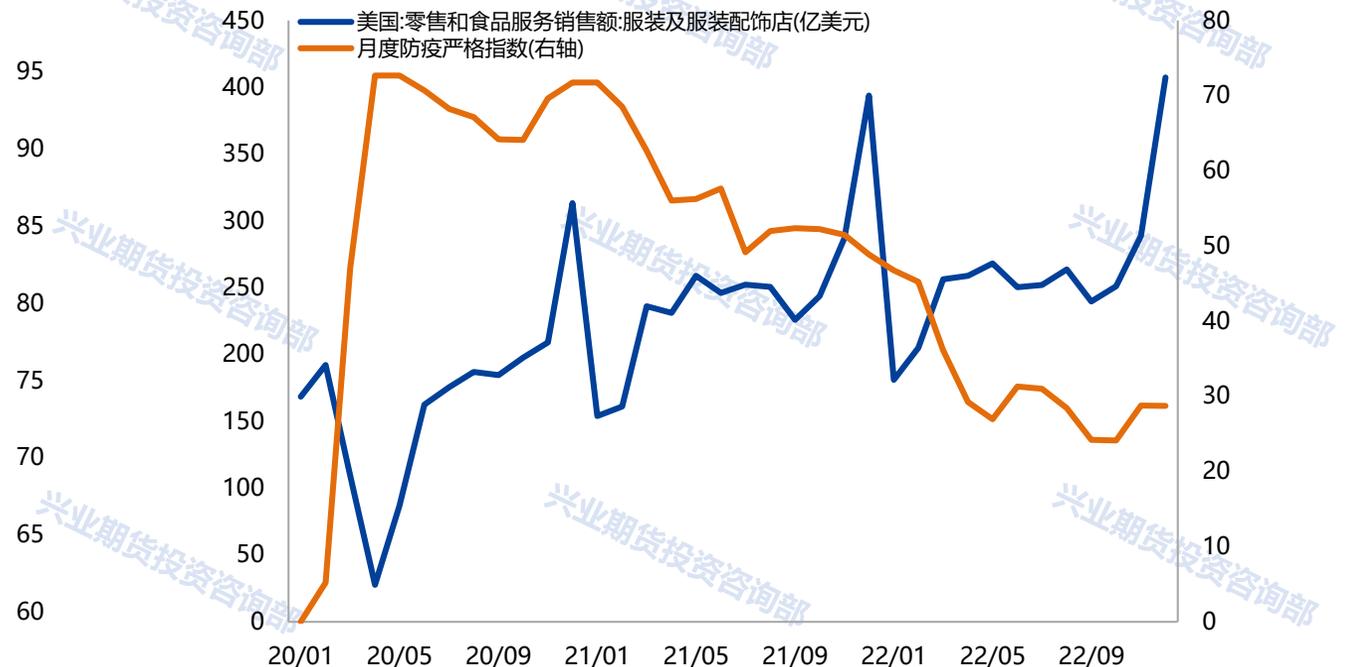


随着疫情逐步放开，参照海外主要消费国家看，（1）在复苏节奏上，防疫政策优化后，经济通常需要一个季度左右的调整期；（2）在复苏力度上，如美国防疫全面放开后，消费已逐步修复，服装及服装配饰店零售服务额达到新高。因此随着我国全境放开、经济逐步复苏，预计纺织服装行业在传统金三银四旺季行情的反弹空间较大，对棉花原料需求也将逐步启动。

海外主要消费国自疫情放开后月一季开始消费修复



美国防疫全面放开后，消费已逐步修复



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