

2023年1季度策略报告

权益及大宗商品大势向上， 多头配置、买入保值策略为宜

2023年1月13日

魏莹 宏观&工业金属品种联系人 联系方式：17717062790

期货投资咨询资格编号：Z0014895 期货从业资格编号：F3039424

张舒绮 金融衍生品种联系人 联系方式：13761696907

期货投资咨询资格编号：Z0013114 期货从业资格编号：F3037345

杨帆 能源化工品种联系人 联系方式：15919951825

期货投资咨询资格编号：Z0014114 期货从业资格编号：F3027216

刘启跃 经济作物品种联系人 联系方式：15659917780

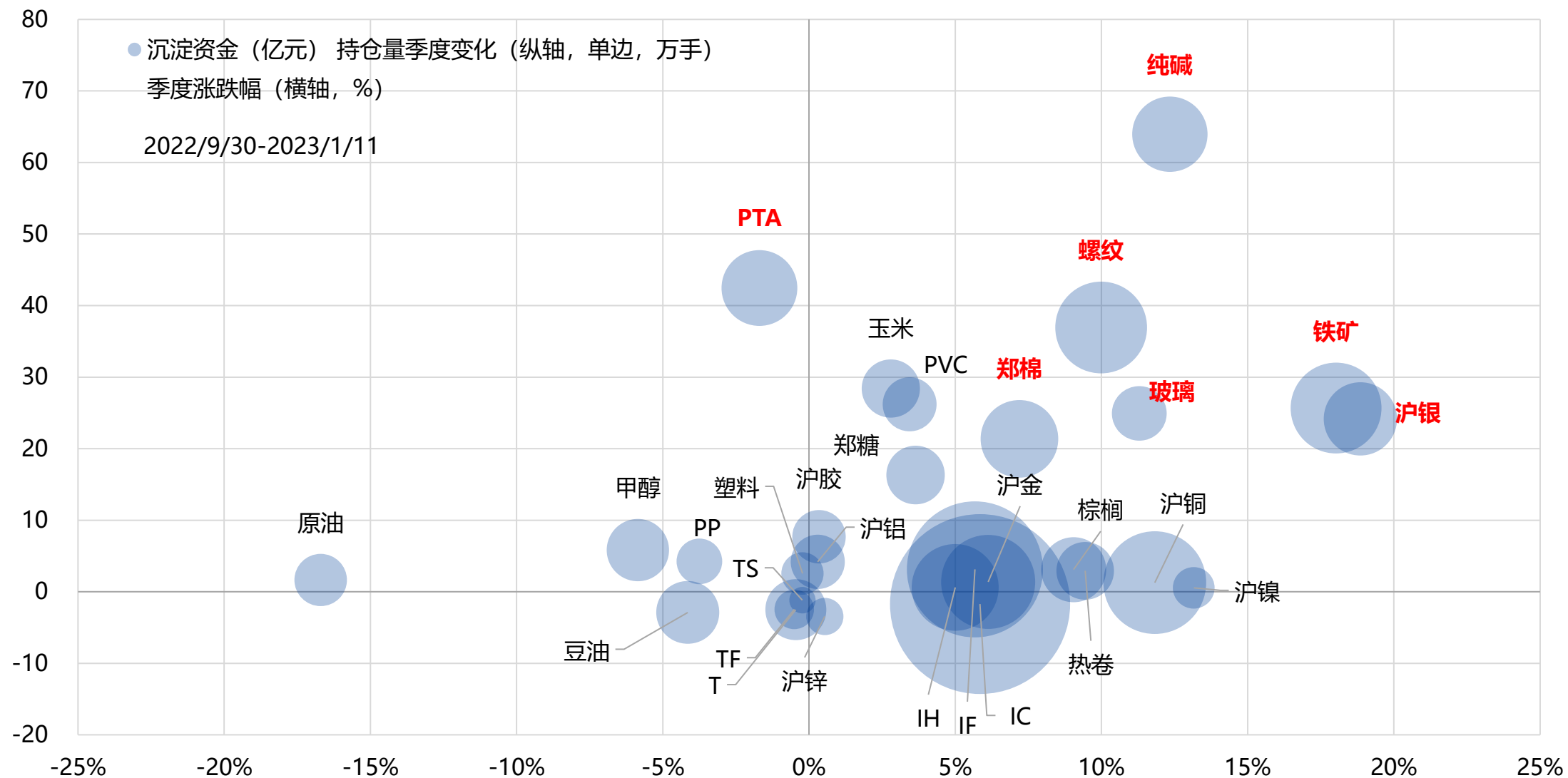
期货投资咨询资格编号：Z0016224 期货从业资格编号：F3057626



目录

摘要 正文

市场回顾	P3	螺纹/热卷/铁矿	P34-45
观点综述	P4-6	纯碱	P46-49
		原油/PTA	P50-56
宏观分析	P7-13	橡胶	P57-60
财经日历	P14	煤化工	P61-65
		锂	P66-69
品种分析		工业硅	P70-75
股指	P15-23		
国债	P24-26	微观市场特征	P76-78
电解铜	P27-29	风险管理策略	P79-82
电解铝	P30-33	资产管理策略	P83-86



宏观逻辑：

- ❑ 金融周期：货币政策总量宽松掣肘较多，将以结构性货币政策工具为主，向宽信用传导，货币政策逐步由当前“宽货币+紧信用”向“稳货币+宽信用”的阶段过渡。
- ❑ 经济周期：2023年经济增长目标5%及以上，宏观稳增长政策有望继续加码，基建托底，地产周期修复，国内消费复苏，中国经济预计将由衰退向复苏过渡。
- ❑ 库存周期：2022年国内库存周期处于主动去库阶段，随着国内经济的回暖，2023年国内库存周期有望逐步过渡到补库存阶段。

大类资产趋势研判：

- ❑ 股权：国内经济复苏阶段，A股业绩修复驱动将增强，估值偏低多配价值较高，对国内居民投资性支出及国际资金吸引力增强，且市场情绪逐步乐观，沪深300上行驱动较明确；
- ❑ 债券：国内经济复苏阶段，货币政策以宽信用为主，总量宽松有限，理财净值化比例不断提高，叠加国内资产荒压力有望逐步缓解，债券收益率上行驱动较强；
- ❑ 商品：国内外经济周期错位，外需退坡，内需政策加持下将逐步复苏，其中地产周期修复，国内消费回暖预期增强，地产及消费链条相关大宗商品乐观预期不断强化，上行驱动较强。

策略建议：

- ❑ 风险管理策略+资产管理策略，见P4-5。

品种		1季度运行方向	1季度价格区间	核心研判逻辑	风险管理策略		资产管理策略		页码
					期货	期权	期货	期权	
金融衍生品	股指	上涨	[3800, 4600]	1.业绩修复驱动增强; 2.绝对估值与相对估值偏低; 3.市场情绪乐观, 资金推涨动能增强	权益多头机构买入保值	-	期货单边多头	买入看涨牛市价差 买入IO2302C4200 卖出IO2302C4400	P15-23
	国债	下跌	[99, 101]	1.刺激政策频出, 一季度经济开门红概率较高, 带动利率上行; 2.货币政策总量宽松有限, 以结构性宽信用政策工具为主; 3.资产端与负债端共同修复, “资产荒” 压力缓解;	利率多头机构卖出保值	-	期货单边空头	-	P24-26
有色金属	铜	震荡	[63000, 68000]	1.地产投资修复带动建筑、家电需求修复; 光伏、新能源车、风电等新能源需求持续增长; 2.矿端供给宽松, 冶炼端产能修复; 3.铜价向上驱动有限, 加工费见顶回落, 冶炼利润下行压力加大;	上游冶炼企业卖出保值	-	-	卖出跨式组合 卖出CU2303C66000 卖出CU2303P66000	P27-29
	铝	上涨	[17500, 20000]	1.地产竣工修复带动建筑需求改善; 光伏、新能源车、特高压等新能源需求持续增长; 2.现有产能接近4500万吨天花板, 且水电占比抬升, 供给约束明确; 3.库存处于历史较低位, 铝价易涨难跌;	下游加工制造企业买入保值	-	期货单边多头	-	P30-33
黑色金属	螺纹钢	上涨	[3800, 4500]	1.稳增长政策加码, 经济复苏预期较强; 2.低供给有利于缓和淡季累库压力。	下游建筑企业买入保值	-	期货单边多头	-	P34-45
	热卷	上涨	[3900, 4600]	1.稳增长政策加码, 经济复苏预期较强; 2.库存压力有限。	下游加工制造企业买入保值	-	期货单边多头	-	
	铁矿石	上涨	[700, 1000]	1.经济复苏预期较强; 2.1-2季度铁矿供需阶段性错配。	钢厂买入保值	-	期货单边多头	-	P46-49
	纯碱	上涨	[2600, 3200]	1.经济复苏预期较强; 2.远兴能源投产前纯碱供需紧平衡, 低库存格局延续。	下游玻璃企业买入保值	-	期货单边多头	-	
新能源	工业硅	上涨	[17000, 19000]	1.供应端受低利润影响一季度投产或不及预期; 2.地产随消费逐步复苏, 有机硅需求或边际转好; 3.多晶硅产业仍维持高景气	多晶硅光伏各环节加工制造企业、有机硅生产企业买入保值	-	期货单边多头	卖出浅虚值看跌 SI2308-P-17000	P70-75
	碳酸锂 氢氧化锂	下跌	[445000, 518000] [465000, 538000]	1.产能扩张修复供需缺口, 供不应求局面得到扭转 2.上游企业资本支出高企, 资金风险或放大市场对价格下跌的预期	-	-	-	-	P66-69

品种		1季度运行方向	1季度价格区间	核心研判逻辑	风险管理策略		资产管理策略		
					期货	期权	期货	期权	
能源 化工	原油	震荡	/	1.主流机构对全球原油供需预期分化明显; 2.当前阶段原油市场未表现出明显趋势	-	-	-	-	P50-56
	PTA	震荡	/	1.一季度供应端有较大产能计划投放; 2.随着经济复苏纺织服装消费或有所提振	-	-	-	-	
	PP	上涨	[7200, 7900]	1.生产企业库存处于历史低位; 2.疫情后消费预期回暖; 3.新增产能投放不及预期; 4.原油存在上涨可能	下游加工制造企业买入保值	-	期货单边多头	-	P61-64
	L	上涨	/	1.生产企业库存处于历史低位; 2.疫情后消费预期回暖; 3.新增产能投放不及预期; 4.原油存在上涨可能	下游加工制造企业买入保值	-	-	-	
	PVC	上涨	[6000, 7500]	1.生产利润极低,企业普遍亏损,进一步减产的可能性较高; 2.地产行业复苏后利好PVC建材需求	下游加工制造企业买入保值	买入看涨比率(1:2)价差 买入V2305-C-6800 卖出V2305-C-7200	期货单边多头	-	P57-60
	甲醇	震荡	/	MTO装置运行情况	-	-	-	-	
	橡胶	下行	[11000, 13500]	终端车市需求边际转弱,橡胶进口维持增长,港口库存持续累库,供需结构转向宽松。	上游橡胶生产企业及中游贸易企业卖出保值	买入深度虚值看跌期权 RU2305P11000	期货单边空头	-	

宏观

周期与资产映射

金融周期：

- 货币周期：总量宽松约束多
- 信用周期：宽信用预期较强
- 2023年政策组合：稳（紧）货币+宽信用

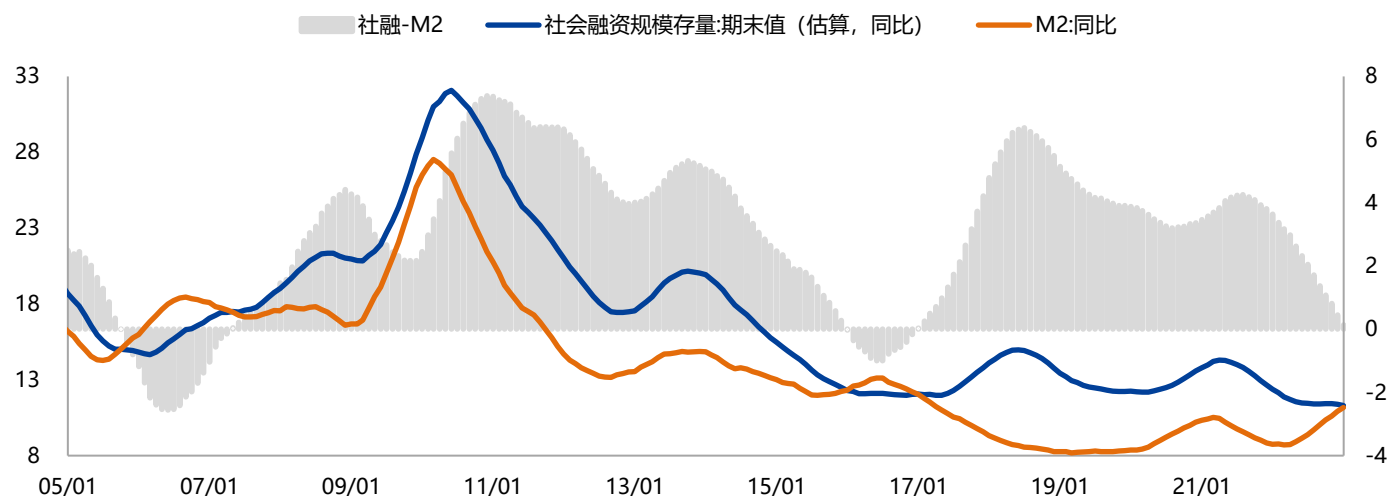
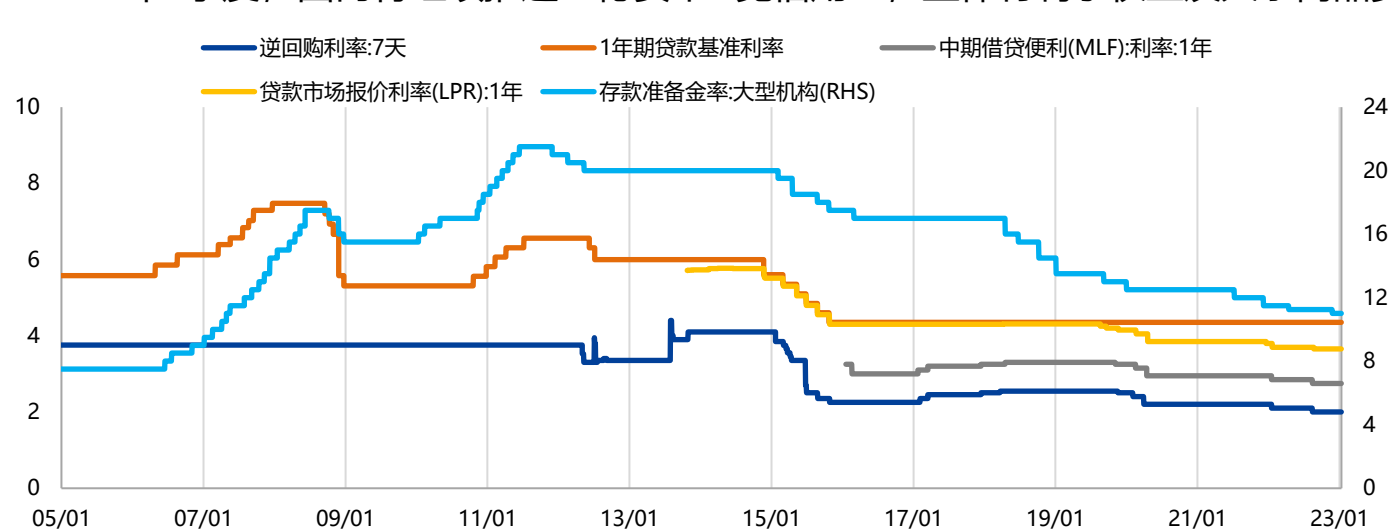
经济周期：

- 国内经济由衰退向复苏过渡
- 消费回暖，下半年通胀压力将有所增加

库存周期：

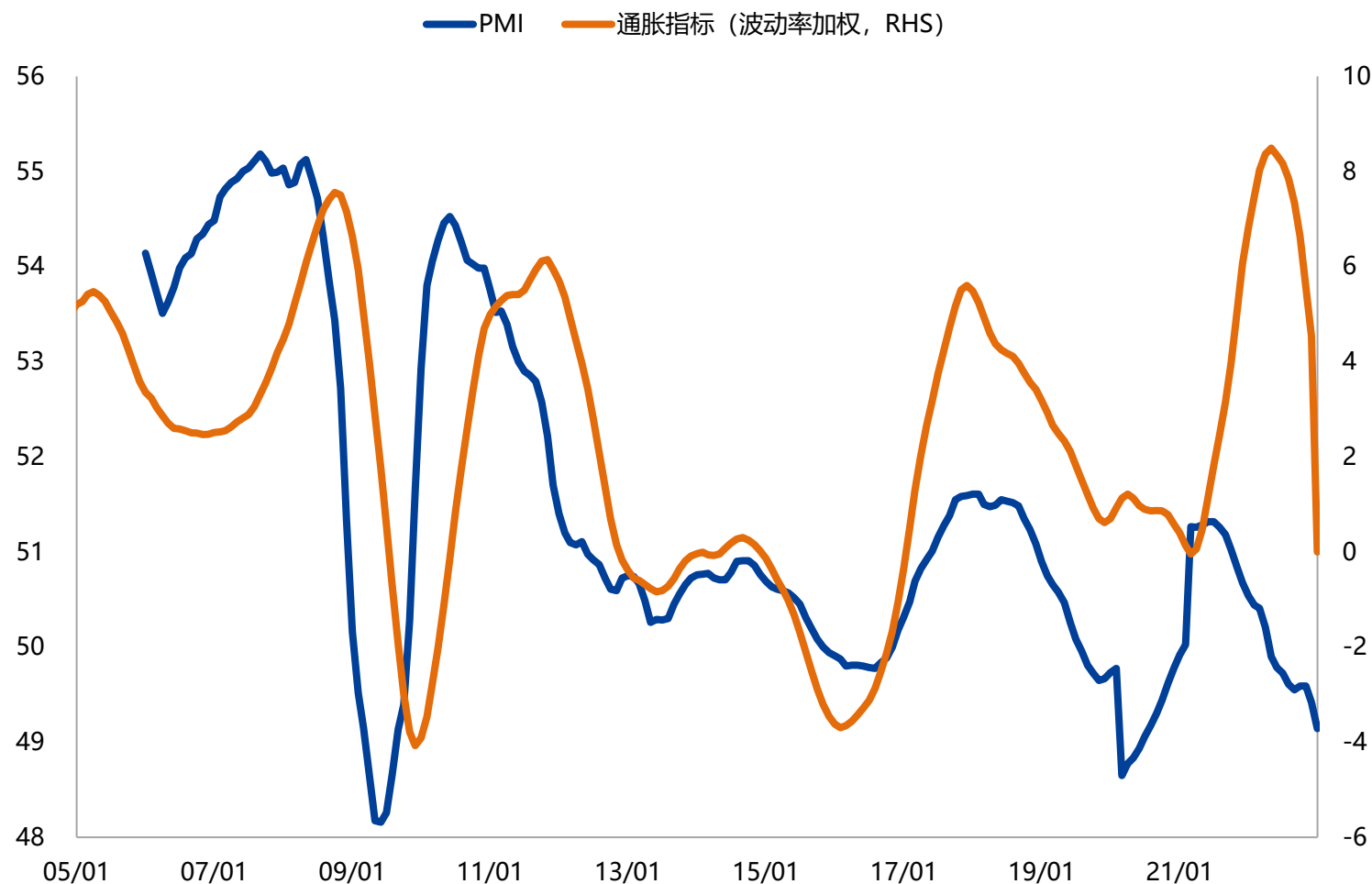
- 上游冶炼加工行业、终端消费行业主动去库
- 中游设备制造行业被动去库

□ 2023年1季度，国内将继续推进“稳货币+宽信用”，整体有利于权益及大宗商品资产，相对利空债券资产。



货币信用组合	起始时间	终止时间
宽货币+紧信用	2005/05/31	2006/01/31
	2008/11/30	2009/01/31
	2012/06/30	2012/09/30
	2015/06/30	2016/05/31
	2019/02/28	2019/10/31
	2021/12/31	2022/12/31
宽货币+宽信用	2006/01/31	2006/07/31
	2007/06/30	2008/05/31
	2009/01/31	2010/02/28
	2012/09/30	2013/08/31
	2019/10/31	2021/02/28
紧货币+宽信用	2006/07/31	2007/06/30
	2008/05/31	2008/07/31
	2010/02/28	2010/05/31
	2016/08/31	2018/05/31
	2021/02/28	2021/03/31
紧货币+紧信用	2008/07/31	2008/11/30
	2010/05/31	2012/06/30
	2013/08/31	2015/06/30
	2016/05/31	2016/08/31
	2018/05/31	2019/02/28
	2021/03/31	2021/12/31

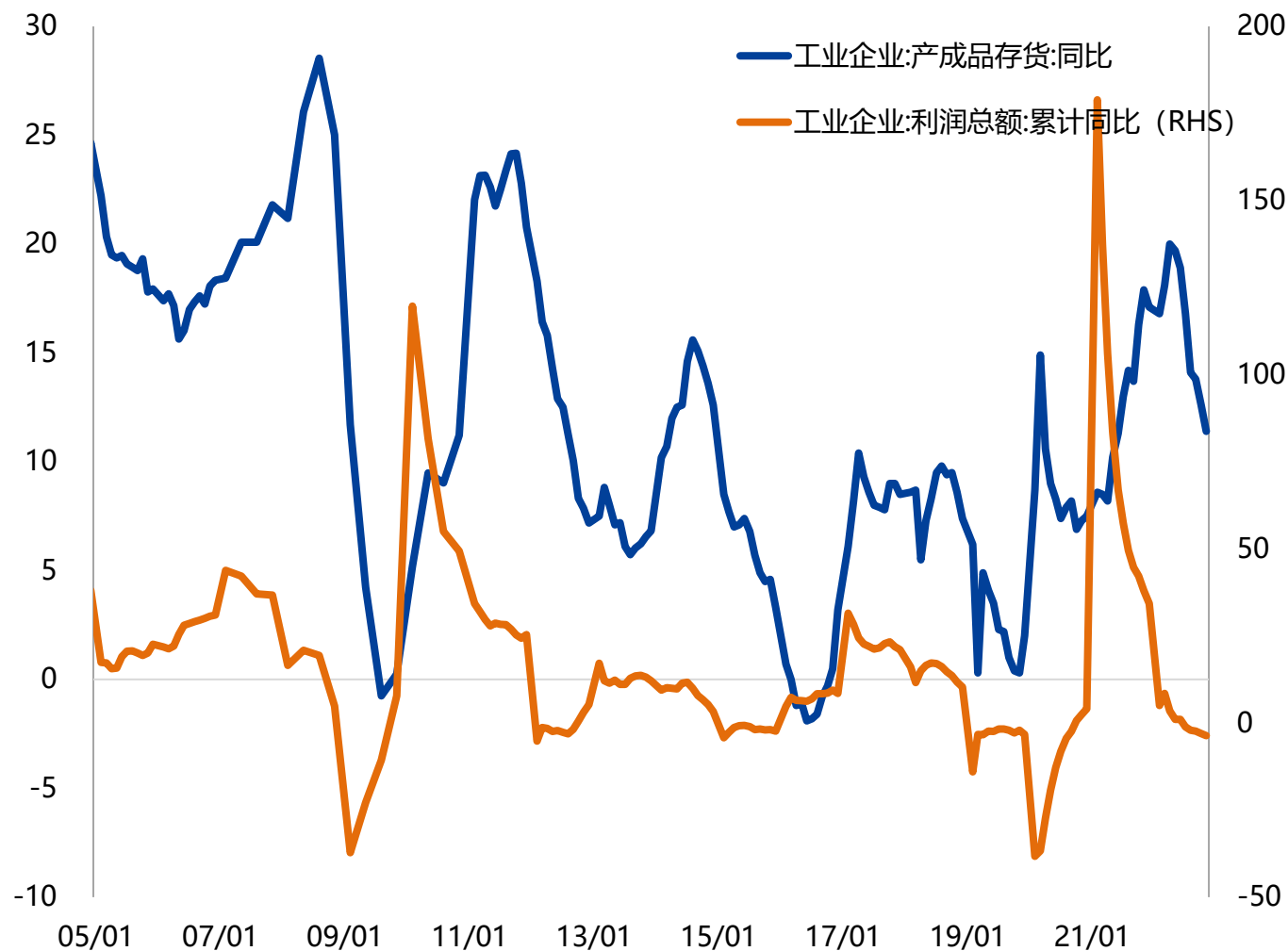
▣ 伴随防疫管控放松，以及稳增长扩内需政策的加码，2023年经济周期运行方向将逐步由衰退向复苏过渡。



景气通胀组合	起始时间	终止时间
景气因素上行+通胀因子下行	2006/03/31	2006/07/31
	2009/04/30	2009/11/30
	2012/09/30	2012/12/31
	2020/03/31	2021/02/28
	2022/12/31	今
景气因素上行+通胀因子上行	2006/07/31	2007/08/31
	2009/11/30	2010/04/30
	2013/04/30	2014/07/31
	2016/02/29	2017/09/30
	2020/02/29	2020/03/31
景气因素下行+通胀因子上行	2007/08/31	2008/09/30
	2010/04/30	2011/09/30
	2016/01/31	2016/02/29
	2017/09/30	2017/11/30
	2019/11/30	2020/02/29
	2021/02/28	2022/04/30
景气因素下行+通胀因子下行	2008/09/30	2009/04/30
	2011/09/30	2012/09/30
	2012/12/31	2013/04/30
	2014/07/31	2016/01/31
	2017/11/30	2019/11/30
	2022/04/30	2022/12/31

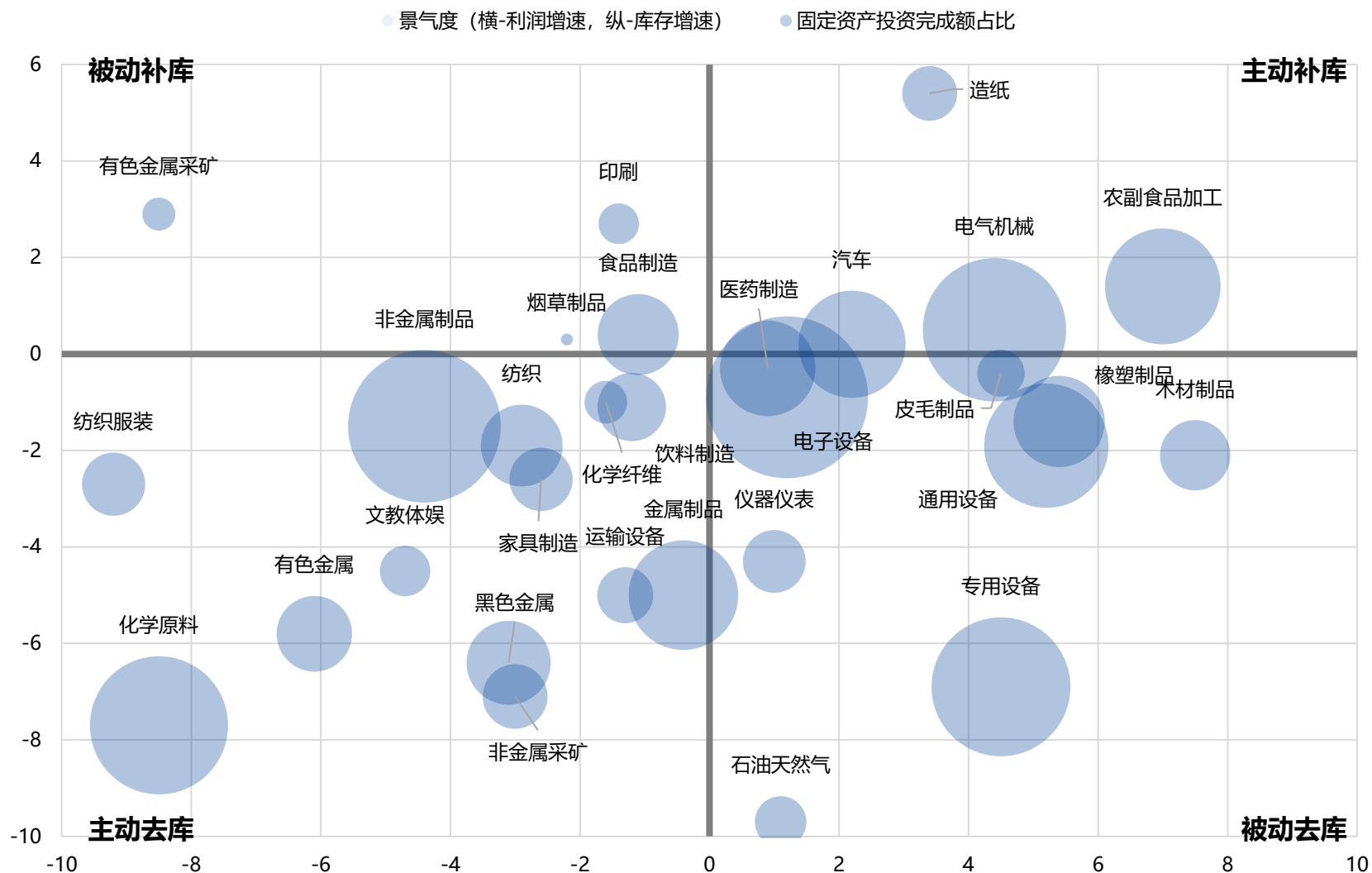
库存周期：2022年，主动被动去库，2023年，向主动补库过渡

2023年，主动/被动去库向主动补库过渡



周期阶段	起始时间	终止时间
被动去库	2002/02/28	2002/10/31
主动补库	2002/10/31	2003/02/28
被动补库	2003/02/28	2004/12/31
主动去库	2004/12/31	2005/04/30
被动去库	2005/04/30	2006/05/31
主动补库	2006/05/31	2007/02/28
被动补库	2007/02/28	2008/08/31
主动去库	2008/08/31	2009/02/28
被动去库	2009/02/28	2009/08/31
主动补库	2009/08/31	2010/02/28
被动补库	2010/02/28	2011/10/31
主动去库	2011/10/31	2012/02/29
被动去库	2012/02/29	2013/02/28
主动去库	2013/02/28	2013/08/31
被动补库	2013/08/31	2014/08/31
主动去库	2014/08/31	2015/02/28
被动去库	2015/02/28	2016/06/30
主动补库	2016/06/30	2017/02/28
被动补库	2017/02/28	2018/08/31
主动去库	2018/08/31	2019/11/30
被动补库	2019/11/30	2020/02/29
主动补库	2020/02/29	2020/03/31
被动去库	2020/03/31	2020/10/31
主动补库	2020/10/31	2021/02/28
被动补库	2021/02/28	2022/04/30
主动去库	2022/04/30	今

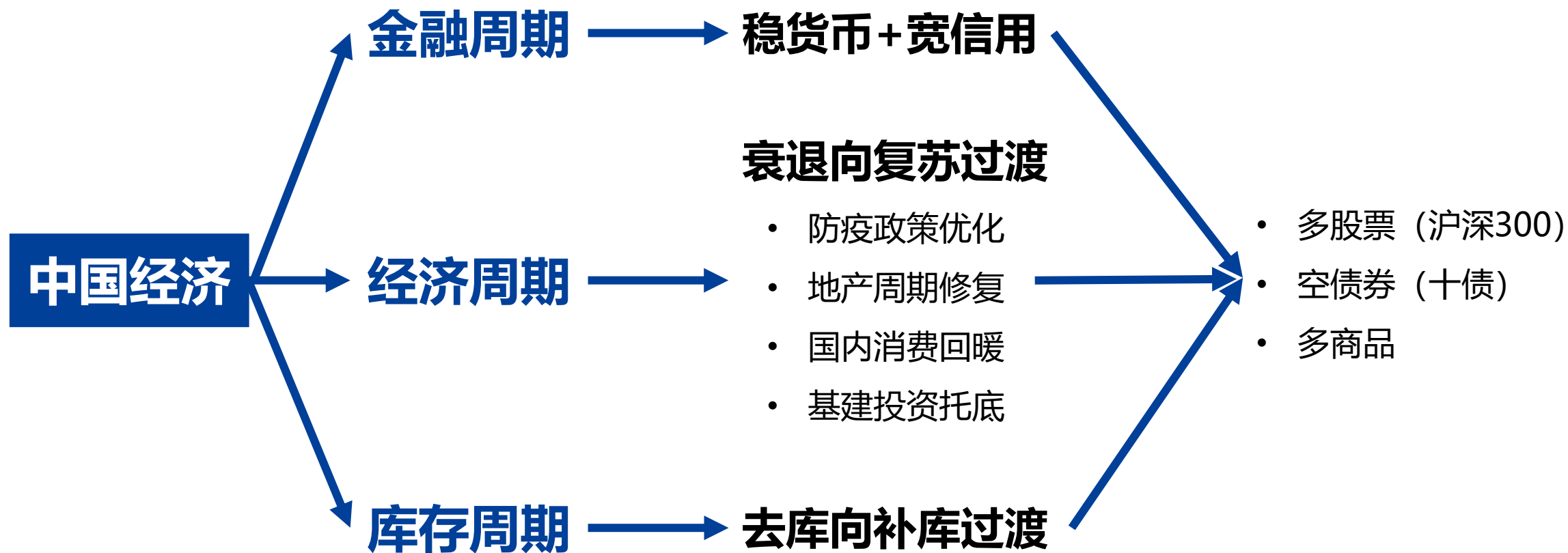
库存周期：2022年，主动被动去库，2023年，向主动补库过渡



产业链环节	行业	库存增速分位数	利润增速分位数
上游资源	煤炭	72.5%	60.6%
	石油天然气	42.2%	84.5%
	黑色金属采矿	81.0%	12.8%
	有色金属采矿	41.7%	57.3%
	非金属采矿	24.6%	25.1%
	其他采矿	0.5%	86.3%
中游原材料	木材制品	72.8%	23.0%
	纺织	55.9%	2.4%
	造纸	78.7%	5.2%
	化学原料	73.5%	18.5%
	化学纤维	68.2%	4.3%
	橡塑制品	47.5%	10.8%
	非金属制品	87.7%	4.7%
	黑色金属	23.2%	1.4%
	有色金属	56.9%	10.0%
	金属制品	10.0%	3.8%
下游工业品	运输设备	4.2%	70.0%
	电气机械	64.0%	77.3%
	通用设备	13.1%	9.9%
	专用设备	31.3%	25.1%
	电子设备	73.3%	18.3%
	仪器仪表	76.7%	19.2%
下游消费品	纺织服装	24.2%	10.8%
	皮毛制品	67.5%	50.0%
	家具制造	0.5%	11.8%
	文教体娱	37.5%	20.0%
	印刷	9.0%	7.6%
	农副食品加工	54.5%	11.0%
	食品制造	67.8%	19.4%
	饮料制造	53.3%	76.7%
	烟草制品	64.9%	39.8%
	汽车	76.7%	38.3%
	医药制造	13.7%	2.4%
其他	其他制造业	63.6%	31.4%
	废弃资源利用	98.3%	6.7%
	修理业	79.2%	20.0%
	电热燃气水	22.2%	88.8%

- 2023年中国经济增长5%及以上，外需退坡影响显现，基建投资托底，前高后低，地产周期及国内消费有望修复，接力基建支撑经济复苏。
- 以下数据为wind一致性预期。

经济指标预测			2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2022	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2023
GDP	%		4.8	0.4	3.9	3.2	3.2	3.6	7.2	4.7	5.1	5.1
出口	%		15.6	12.4	10.1	-2.5	8.2	-3	-3.4	-4	-5.4	-4
消费	%		3.3	-4.6	3.5	-0.5	0.4	1.5	11	5	5.7	5.7
固定资产投资	当季同比	%	9.3	4.2	5.5	5.5	5.8	3.3	5.9	5.0	7.3	5.6
基建	当季同比	%	10.5	8.6	14.6	14.3	12.1					10
地产	当季同比	%	0.7	-9.2	-12.7	-12.0	-9.0					-5
制造业	当季同比	%	15.6	8.1	9.7	7.8	9.4					9
CPI	期间平均	%	1.1	2.2	2.7	2.1	2	2.1	1.7	2.0	2.2	2.0
PPI	期间平均	%	8.7	6.8	2.5	-0.5	4.4	-0.6	-2.2	0.1	0.4	-0.6
社融	存量同比	%	10.6	10.8	10.6	10.1	10.1	10.3	10.3	10.4	10.4	10.4
M2	季末同比	%	9.7	11.4	12.1	11.5	11.5	11.2	10.9	10.6	10.3	10.3



日历	周日	周一	周二	周三	周四	周五	周六
1月	1	2	3	4	5 3:00 美联储12月议息会议纪要	6	7
	8	9	10 16:00 中国12月社融信贷数据	11	12 9:30 中国12月CPI/PPI 21:30 美国12月CPI	13 10:00 中国12月进出口	14
	15	16	17 10:00 中国GDP/12月投资数据	18 21:30 美国12月PPI/零售数据	19	20 9:30 中国1月LPR报价	21
	22	23	24 22:45 美国1月Market制造业PMI初值	25	26 21:30 美国四季度GDP/零售/核心PCE初值	27 21:30 美国1月密歇根大学消费者信心指数终值	28 21:30 美国12月PCE/个人收入/个人消费支出
	29	30	31 9:30 中国1月官方PMI	1 23:00 美国1月ISM制造业PMI数据	2 3:00 美联储2月议息会议结果	3 21:30 美国1月就业数据	4
	5	6	7	8	9	10 9:30 中国1月CPI/PPI/社融信贷数据	11
	12 21:30 美国1月CPI	13	14	15	16	17	18
2月	19 9:30 中国2月LPR报价	20	21	22	23	24	25
	26	27	28 9:30 中国2月官方PMI	1 23:00 美国2月ISM制造业PMI数据	2	3 中国两会 (3月3日-3月14日)	4
	5	6	7	8	9	10 9:30 中国2月CPI/PPI/社融信贷数据 21:30 美国2月就业数据	11 中国两会 (3月3日-3月14日)
3月	12 中国两会 (3月3日-3月14日)	13	14 21:30 美国2月CPI	15 10:00 中国1-2月投资数据	16	17	18
	19 9:30 中国3月LPR报价	20	21	22	23 3:00 美联储3月议息会议结果+经济展望	24	25
	26	27	28	29	30	31 9:30 中国2月官方PMI	

金融衍生 品

股指 IF

驱动:

- 盈利推涨作用将增强
- 多维度显示, 2023年Q1将迎来盈利增速拐点

估值:

- A股估值优势依旧显著

情绪和资金:

- 2023年“春季躁动”重现的可能性较大
- 12月以来, A股维持“近低远高”正向结构
- A股赚钱效应显现, 居民超额储蓄有望回流
- 人民币升值预期较强, A股对外资吸金力提高

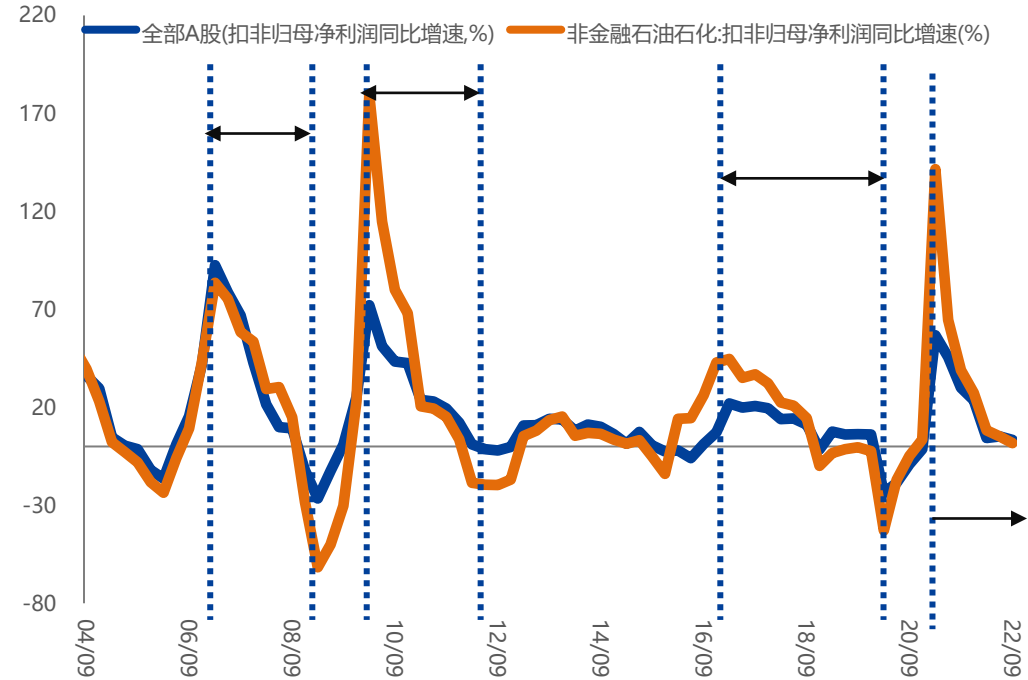
市场风格偏好由“成长”转向“价值”

- 以万得全A指数代表A股整体表现，自2021年11月以来、其涨跌幅主要由估值变动所贡献，这与对应阶段基本面表现不佳有直接关系。但随疫情解封冲击显著缓解，以及基建、地产、内需等主要方面相关积极政策措施落地，国内宏观经济面复苏将是大势所趋，中观盈利面的推涨作用将大为增强；
- 再从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，则预计盈利增速在2023年Q1见底。

万得全A涨跌幅，及盈利、估值贡献度分解（截至2023年1月初）

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	2.91%	2.96%	-0.04%	98.58%	1.42%
2022年12月	-2.22%	-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	-3.03%	-0.29%	-0.75%	27.93%	72.07%
2021年8月	3.22%	-3.59%	7.07%	34.52%	65.48%

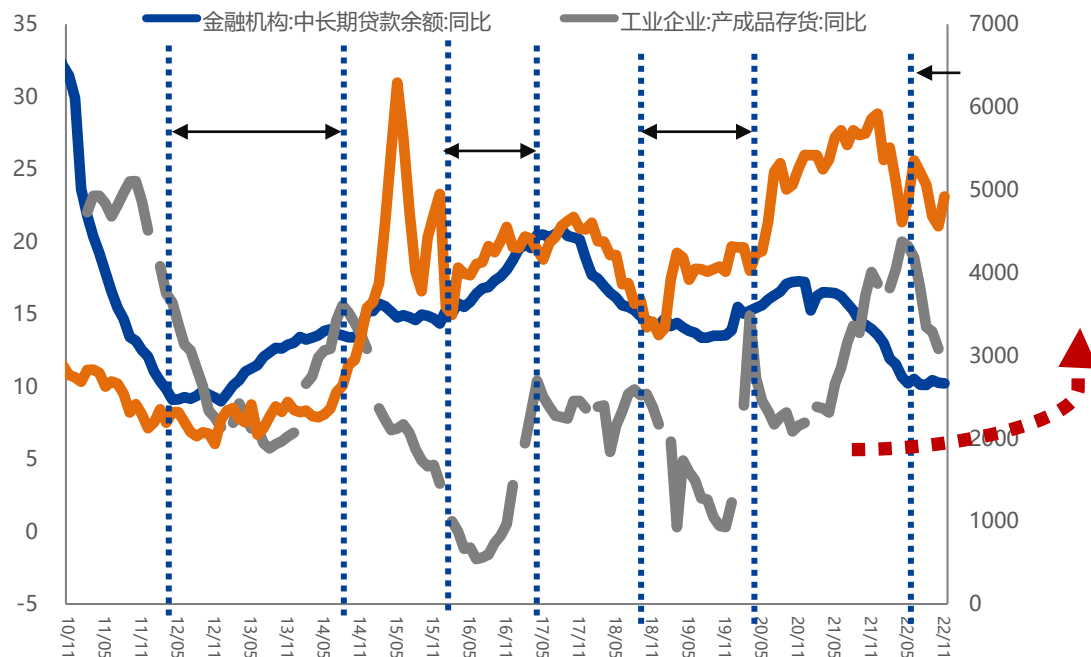
A股盈利周期走势（截至2022年Q3）



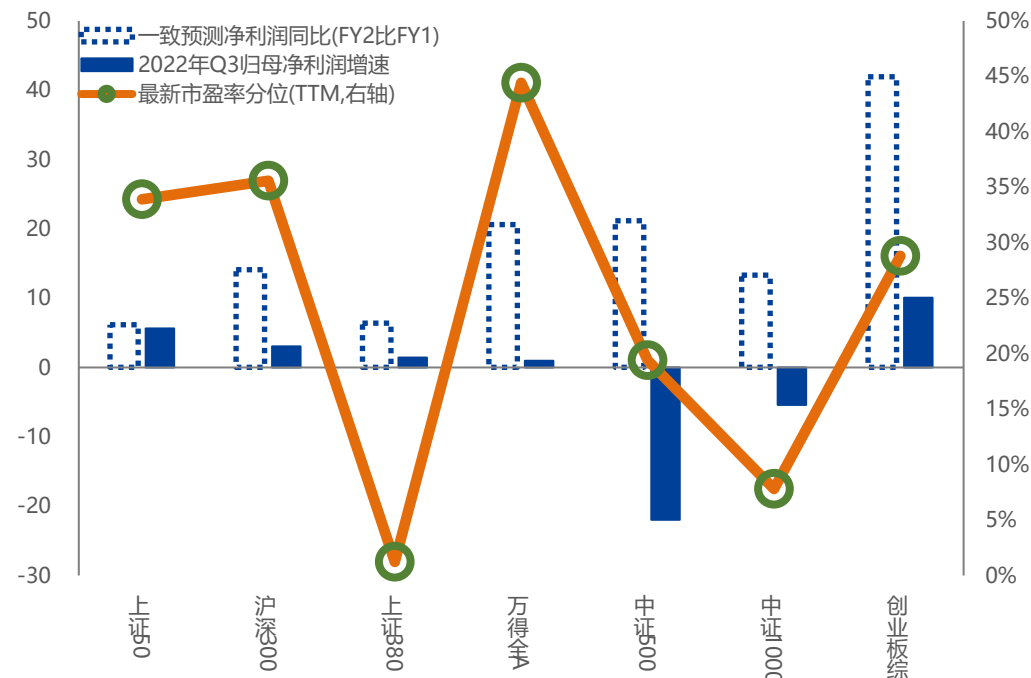
此外，从中长期贷款余额增速、工业产成品库存增速等核心指标看，国内“宽信用”格局将逐步兑现、即信用周期上行，且“去库存”进入尾声阶段、即库存周期亦将上行。按其过往规律，预计二者将分别于2023年Q1、Q2出现明确拐点。从时间窗口看，当前已处交易乐观“预期”的阶段；

从Wind一致性预期数据看，2023年（即FY2）较2022年（即FY1）、A股主要指数净利润增速整体均有较大幅度提升，其中价值风格板块确定性相对更高。总体而言，上述预测值印证市场的积极心态。而在低估值背景下，盈利因子改善对行情的边际驱涨作用将更大。

国内信用、库存周期与A股走势对比（截至2022年11月）



市场普遍预期2023年A股主要指数净利润增速整体将有较大幅度提升

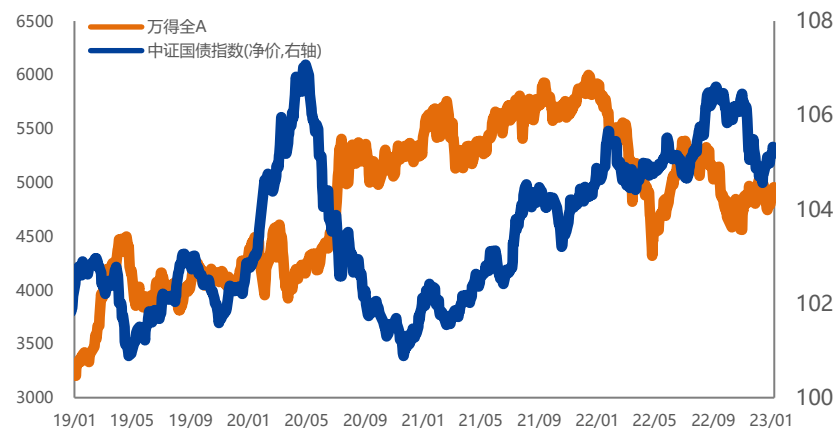


- 当前A股股债风险溢价水平整体仍处历史极高值区间，其下行空间充足，对应市场风险偏好大幅提升。另在经济复苏、流动性环境难有显著宽松的环境下，预计股市表现将明显强于债市，这也将进一步强化其大类资产配置价值。总体看，A股相对估值占优；
- 再从A股主要指数市盈率情况看，主要行业整体依旧处低位，其绝对估值亦占优。

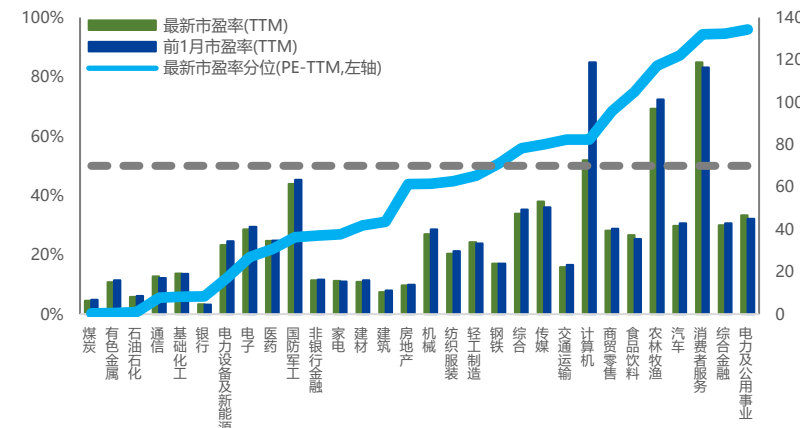
A股主要指数股债风险溢价跟踪（截至2023年1月初）

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 溢价分位数
起始日	截止日																
2016/1/29	2016/12/1	307	27.8%	-50.2%	27.6%	21.0%	-57.4%	38.7%	23.2%	-56.3%	41.5%	21.1%	-18.6%	20.2%	22.6%	-12.7%	19.2%
2019/1/4	2019/4/19	105	37.0%	-53.9%	46.0%	35.7%	-67.5%	31.8%	31.4%	-62.7%	33.7%	38.0%	-47.3%	51.8%	39.1%	-54.9%	44.2%
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%	44.2%	17.9%	-30.9%	47.5%
2022/7/5	2023/1/6	185	-7.7%	13.5%	82.6%	-11.3%	31.7%	87.8%	-11.1%	33.6%	81.5%	-7.7%	-8.4%	75.6%	-7.6%	4.1%	88.3%
2022/7/5	2022/10/28	115	-15.0%	27.1%	96.2%	-21.1%	43.9%	99.9%	-23.8%	51.9%	99.9%	-11.2%	5.8%	89.8%	-11.3%	10.9%	95.1%
2022/10/31	2023/1/6	67	8.7%	-13.3%	82.6%	13.5%	-12.2%	87.8%	18.2%	-18.5%	81.5%	3.5%	-7.9%	75.6%	3.3%	-5.8%	88.3%

万得全A、中证国债指数走势对比（截至2023年1月初）

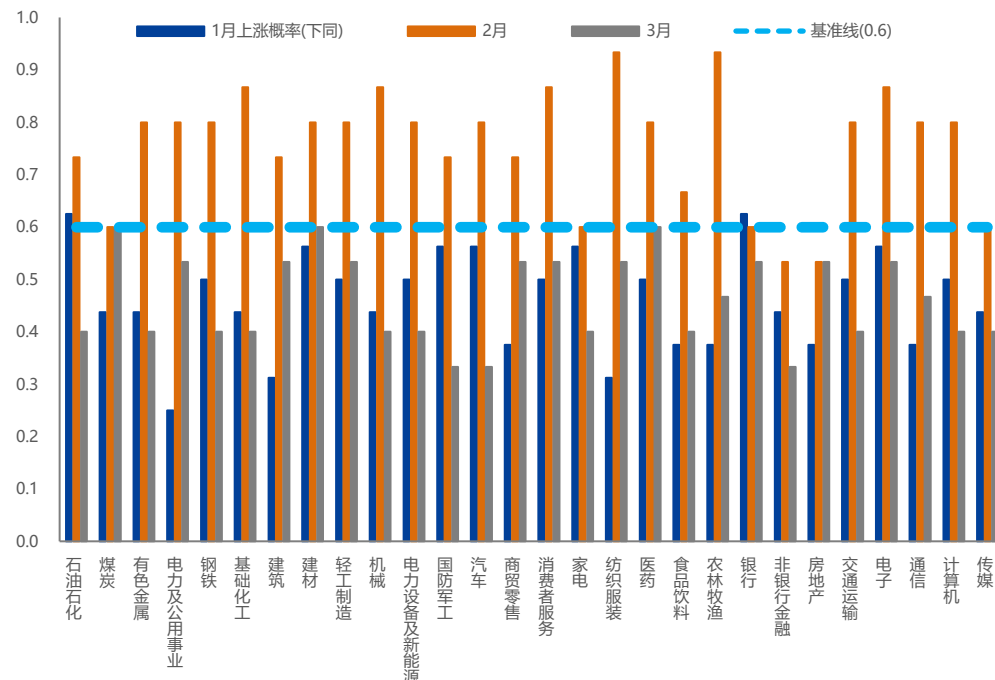


中信一级行业市盈率绝对值、及分位值情况（截至2023年1月初）

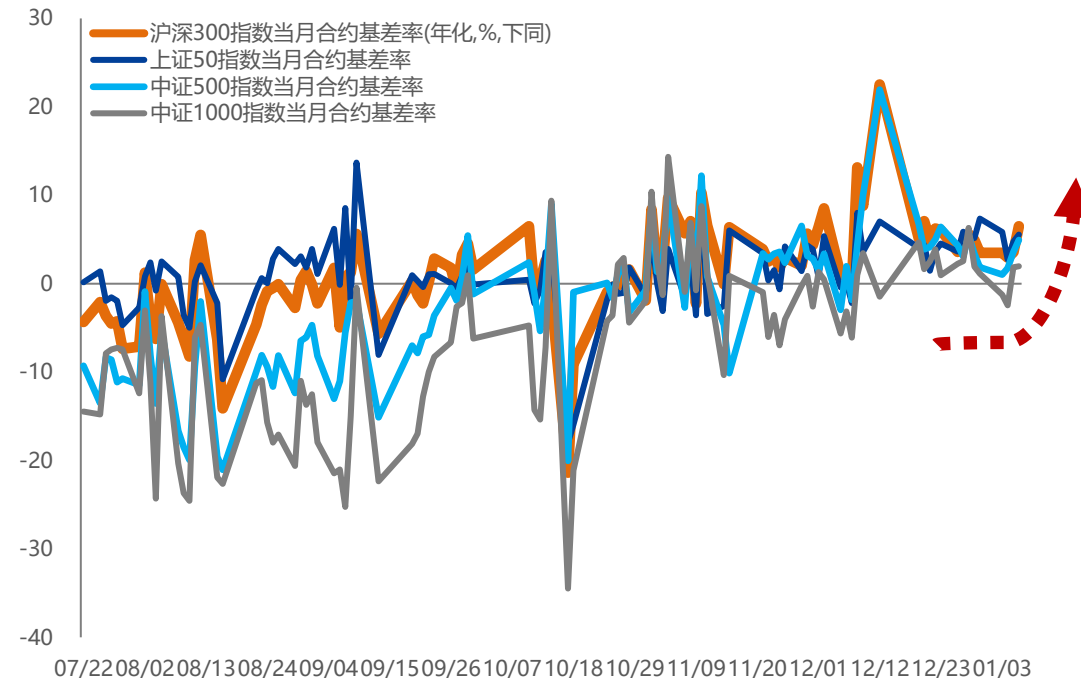


- 从统计数据看，以中信一级行业指数作为观测对象，历年第1季度、A股大多数行业大概率将获得正收益。而在经济复苏预期下，2023年“春季躁动”重现的可能性较大；
- 再从A股主要股指期货基差走势看，自2022年12月初以来，整体维持明显的“近低远高”正向结构，亦印证市场的积极乐观情绪。

中信一级行业涨跌幅季节性特征（截至2023年1月）

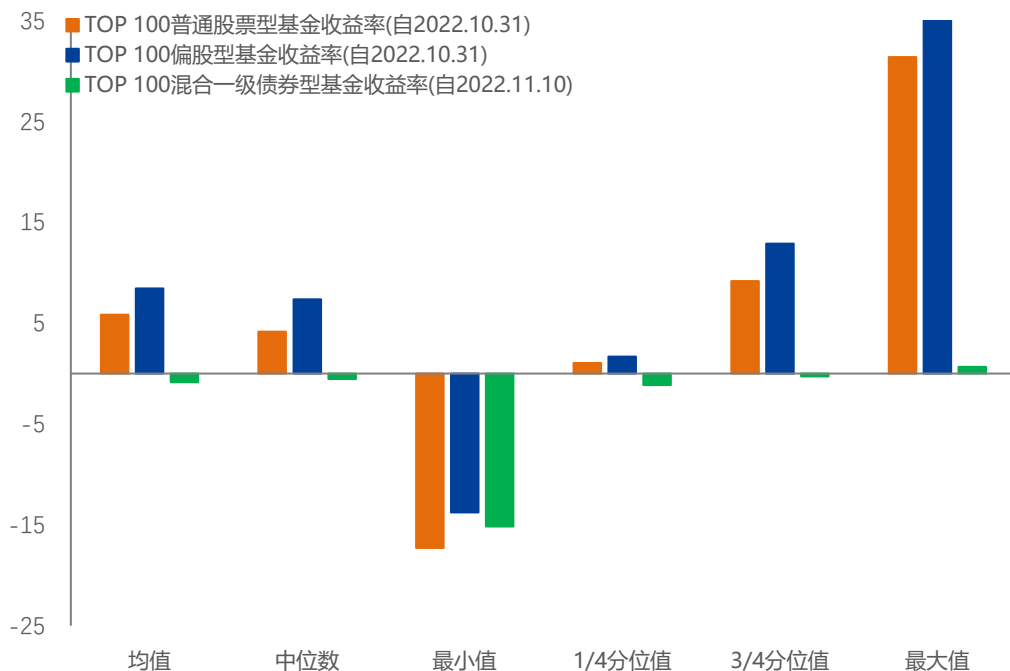


A股主要股指期货主力合约（截至2023年1月初）

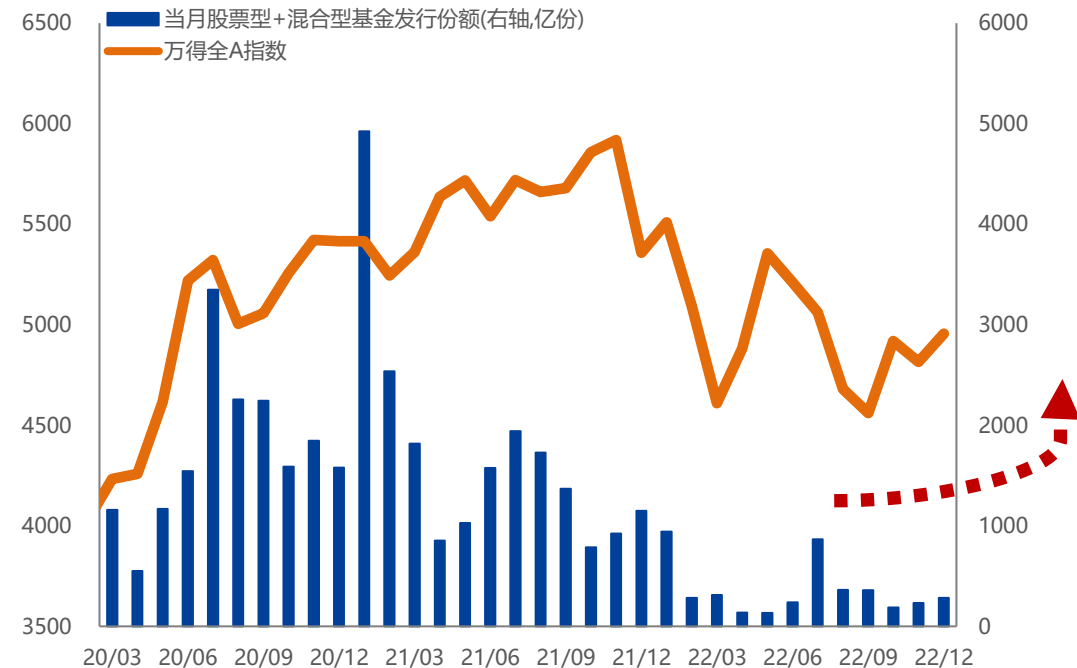


- 自2022年11月以来，以公募基金收益作为观测指标，权益类基金业绩明显优于固收类基金，A股“赚钱效应”再现。
- 而在2022年国内居民超额储蓄大幅增加的背景下，随收益率持续改善，权益类资产将再度受到青睐。以国内公募股基新发募集情况为代表、预计中长线资金大概率将显著“回流”。

主要公募主要股基、债基收益率对比情况（截至2023年1月初）

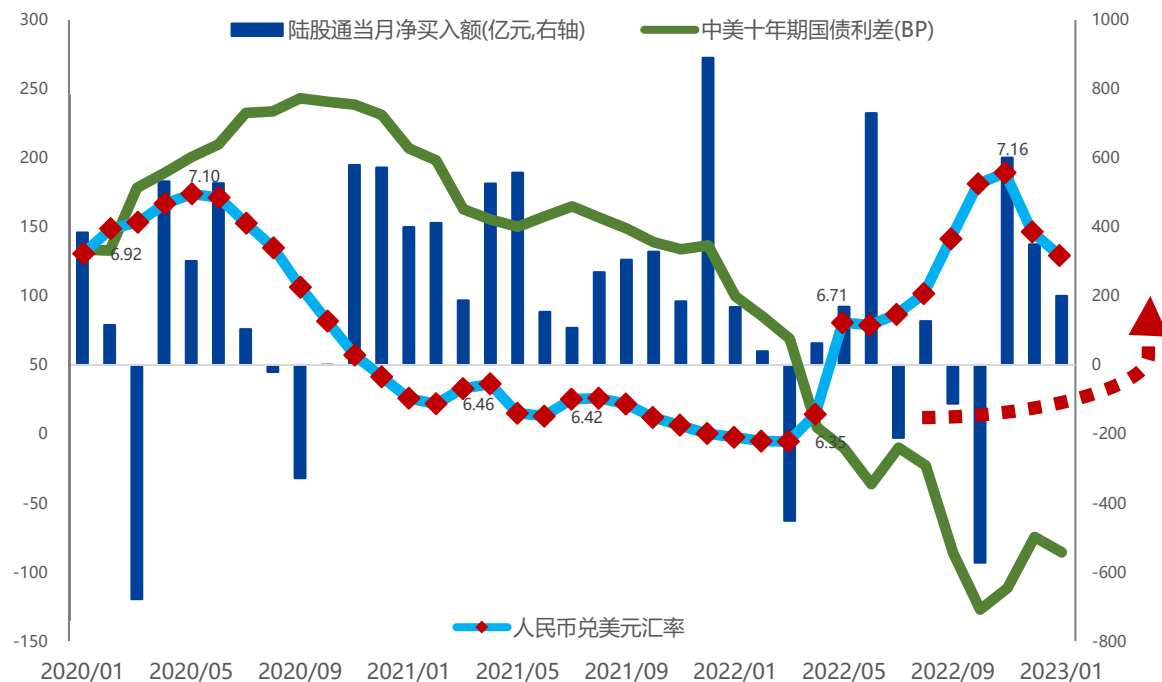


国内公募股基募集份额、及万得全A指数走势对比（截至2023年1月初）

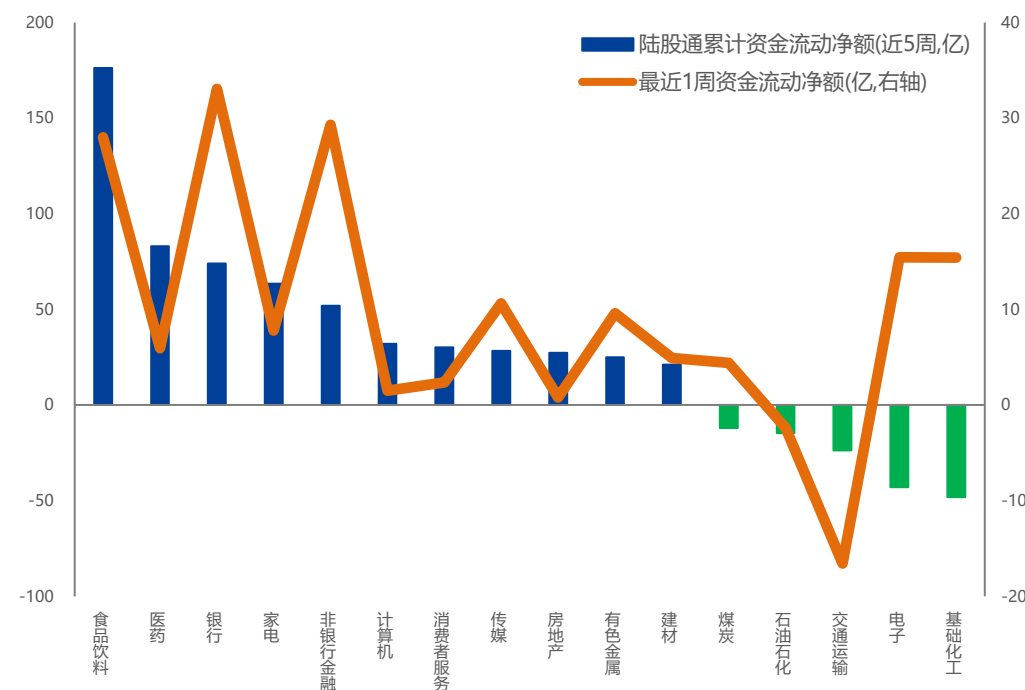


- 随2023年海外主要国家经济衰退的预期逐步验证，人民币资产的避险价值将得到发挥。较全球主要国家的息差、汇差将大幅缩窄，A股吸引力亦将显著增强，以近2月来陆股通呈大规模持续净流入的现象为印证。另从行业结构看，以白马板块为主，也意味这外资回流的稳定性将提高；
- 综合海外、国内市场看，未来资金供给较为充裕，其正反馈作用大概率将延续、且逐步强化，是A股重要的直接推涨力量。

中美国债利差、人民币汇率及陆股通资金净流入额对比（截至2023年1月初）

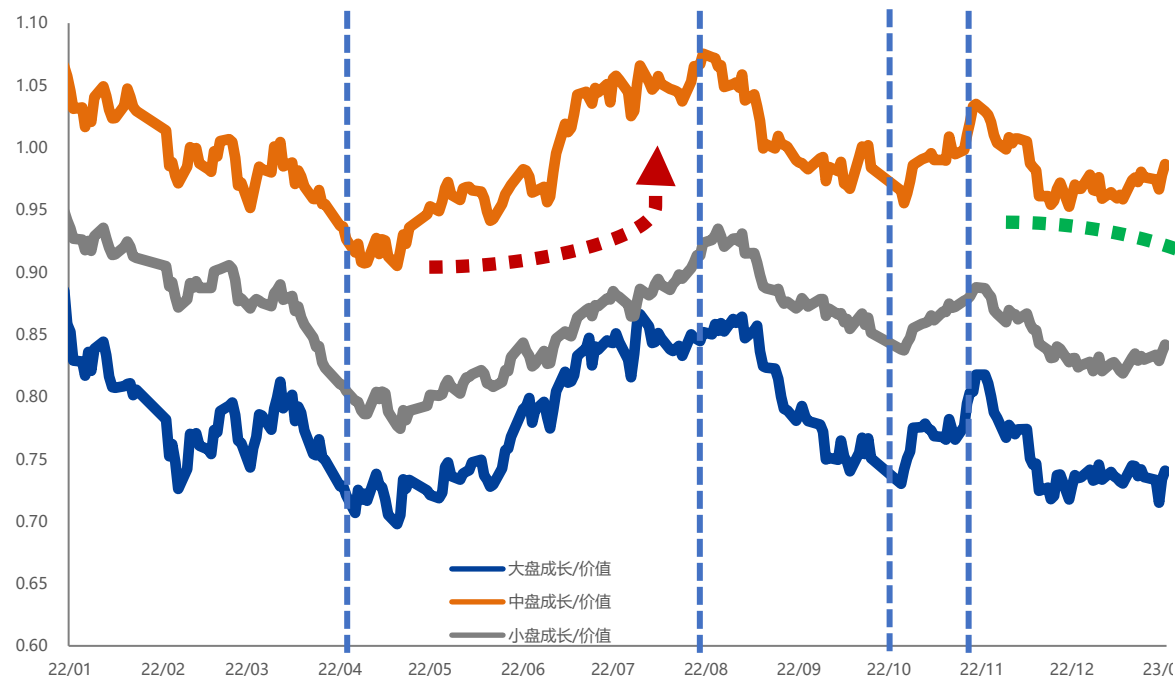


陆股通主要持仓行业资金净变化情况（截至2023年1月初）

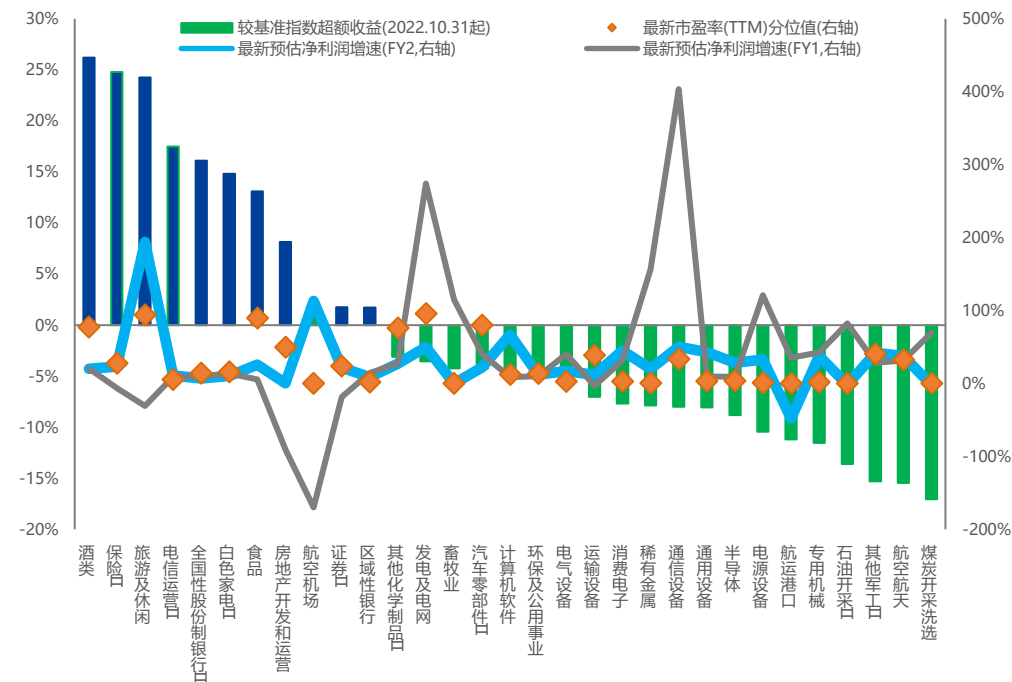


- 近月来顺周期、困境反转等行业获得明显的超额收益，另国证价值指数表现亦明显强于成长指数。上述现象代表市场风格偏好的变化，既由“成长”转向“价值”；
- 再进一步剖析具体行业，从中信相关二级行业FY1、FY2（定义同前文）预期净利润增速对比看，市场更关注“二阶导”，即对2023年业绩增速的变化幅度、及确定性给予更高权重。同时，对估值安全性亦有重要考虑。

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年1月初）



股指：业绩为先、兼顾估值，沪深300指数配置价值仍最高（2）

- 基于上述逻辑，行业轮动模型切换为“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45.3%，45%，32%和29.3%；
- 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年1月初）

简称	最新总市值 (亿,2023.1.6)	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 增速(FY1)	最新预估净利 增速(FY2)	最新预估 ROE	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
半导体	29322	0.9%	6.6%	9.1%	28.5%	10.02	4.1	2.4	3.4	3.2	3.3
消费电子	10587	1.1%	5.7%	31.5%	45.0%	10.06	1.5	0.0	1.5	1.8	1.2
计算机设备	8893	2.4%	17.6%	12.1%	50.6%	8.19	0.8	0.0	1.4	0.9	1.0
国有大型银行II	57255	5.2%	4.4%	5.8%	7.4%	11.42	2.8	3.7	0.0	0.0	6.4
白色家电II	8572	5.6%	5.5%	13.4%	10.6%	19.42	2.6	1.4	0.0	0.1	1.0
区域性银行	11546	6.6%	8.6%	14.5%	8.7%	11.90	2.5	0.0	2.4	0.8	1.3
全国性股份制银行II	25537	11.2%	10.5%	9.6%	7.0%	11.44	6.0	10.7	0.0	0.0	2.9
石油化工	11017	11.2%	18.8%	-17.5%	25.9%	9.06	0.8	1.4	1.1	0.2	1.2
证券II	29686	13.2%	21.1%	-13.3%	21.8%	6.98	5.5	4.9	5.8	0.7	3.3
建筑施工	15665	16.1%	44.7%	13.1%	20.7%	9.50	2.1	2.5	0.8	2.0	1.8
新能源动力系统	18909	28.2%	27.9%	70.5%	56.4%	14.89	4.2	0.0	1.7	2.5	2.1
通用设备	11438	28.2%	32.8%	9.5%	42.9%	8.06	0.5	0.0	1.2	3.2	1.3
保险II	25434	32.2%	29.2%	-6.0%	23.1%	10.19	3.7	9.8	0.0	0.1	2.8
工业金属	8636	33.0%	56.3%	28.9%	10.0%	12.16	0.4	0.0	2.6	2.7	1.0
专用机械	16803	36.7%	41.6%	42.5%	37.5%	8.91	0.7	0.0	2.0	3.3	1.9
航空航天	8914	46.1%	45.6%	31.4%	37.6%	6.91	0.8	0.8	2.5	0.9	1.0
其他军工II	9888	53.5%	55.7%	28.4%	42.1%	6.94	0.8	0.0	2.3	2.7	1.1
电源设备	29491	56.8%	52.9%	120.9%	32.9%	14.24	5.1	6.4	2.1	3.5	3.3
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)							45.3	45.0	32.0	29.3	38.7

金融衍生 品

国债 T

宏观面：

- 刺激政策频出，一季度经济开门红概率较高
- 地产投资修复预期较强，带动利率上行

货币政策：

- 向“宽信用”传导为主
- 总量宽松政策有限，以结构性货币政策工具为主

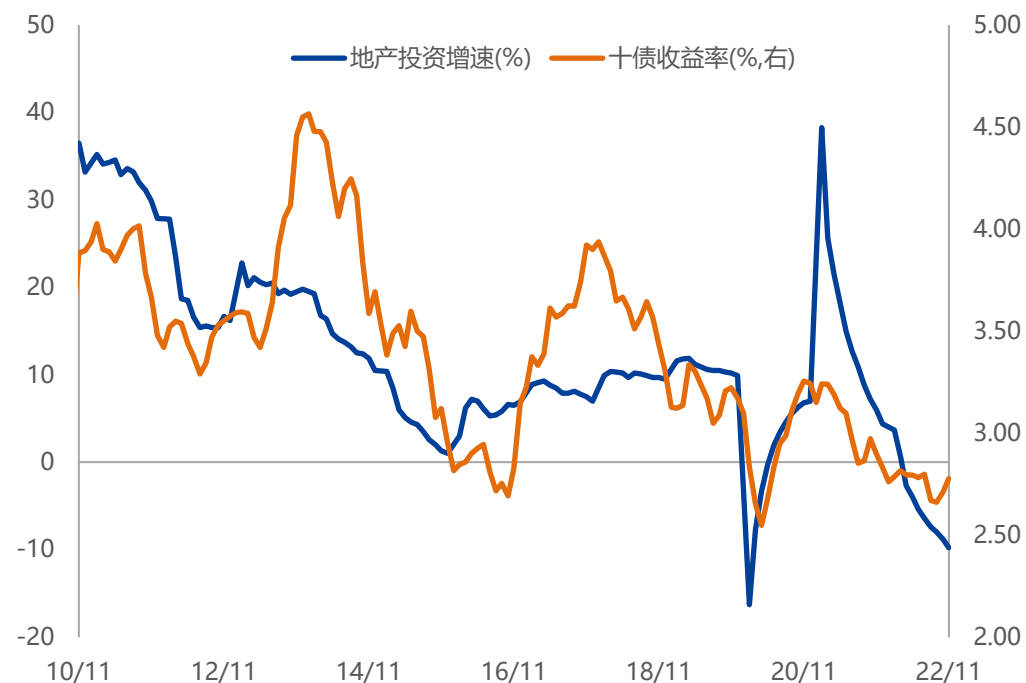
市场结构：

- 理财净值化比例较高，扩张速度放缓
- 宏观经济修复下，资产端逐步修复，“资产荒”压力缓解

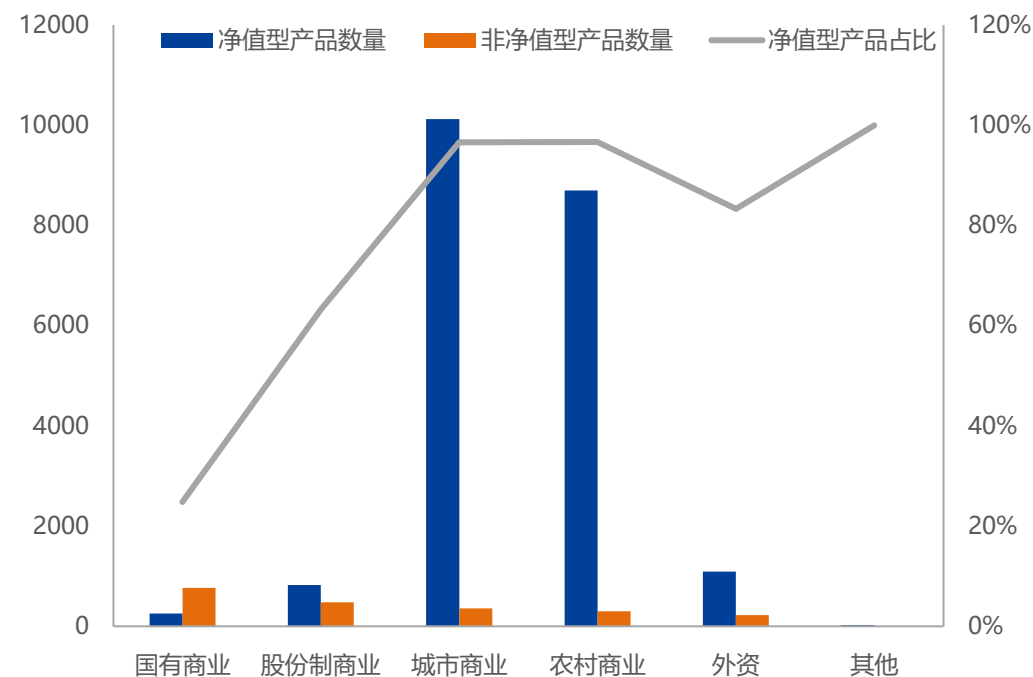
▣ 2023年地产政策将持续发力，各地地产促进需求也将持续推动，预计将带动地产投资修复。此外目前土地成交同比降幅正在边际收窄，在低基数效应下，地产投资有望边际改善带动利率上行。

▣ 资产荒的修复，除了表外理财在净值化管理下，扩张速度预计将逐步放缓外，资产端也将在宏观基本面修复的背景下逐步改善，国债利率大概率将随着资产荒的缓解出现上行。

地产投资修复带动利率上行



净值型理财占比超90%



回顾2022年全年的货币政策实施情况，今年央行总量政策宽松的实施力度有限，货币环境宽松主要源于央行结构性货币政策工具投放相对积极和财政资金支出总量较大两方面因素。2023年预计结构性宽信用货币政策仍将是货币政策发力重点。

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。而一季度存在较大概率的开门红，利率上行压力较大，利率风险管理需求较强。

利用结构性货币政策工具为主

工具名称	额度	利率	金额		
			21Q4	22Q2	22Q3
支农再贷款	7600	2%	4967	5404	5587
支小再贷款	16400	2%	12351	13997	13863
再贴现	7000	2%	5903	6145	5449
普惠小微贷款支持工具	400	2%	0%	44	213
抵押补充贷款	-	2%	28017	26203	26481
碳减排支持工具	8000	1.75%	0	1827	2469
支持煤炭清洁高效利用再贷款	3000	1.75%	0	357	578
科技创新再贷款	4000	1.75%	0	0	800
普惠养老专项再贷款	400	1.75%	0	0	4
交通物流专项再贷款	1000	1.75%	0	0	103
设备更新改造再贷款	2000亿以上	1.75%	0	0	0
合计			51238	53977	55547

利率大概率维持在MLF上方



有色金属

电解铜 CU

终端需求:

- 地产投资修复带动建筑、家电需求修复
- 光伏、新能源车、风电等新能源需求持续增长

电解铜供给:

- 全球铜矿产量保持增长, 矿端供给宽松
- 粗炼产能瓶颈打开, 冶炼端供给修复

产业利润:

- 铜价向上驱动有限, 加工费见顶回落, 冶炼利润下行压力加大

矿端供给方面，虽然秘鲁等国家铜矿供给有所减少，但其他国家产量有所提升，且海外矿端扰动事件持续时间较短，铜矿供给预计将维持增长。而冶炼端方面，随着疫情扰动的消退，产能预计将出现明显修复。需求方面，传统需求预计增量有限，整体全年供需结构尤其是上半年将维持宽松。

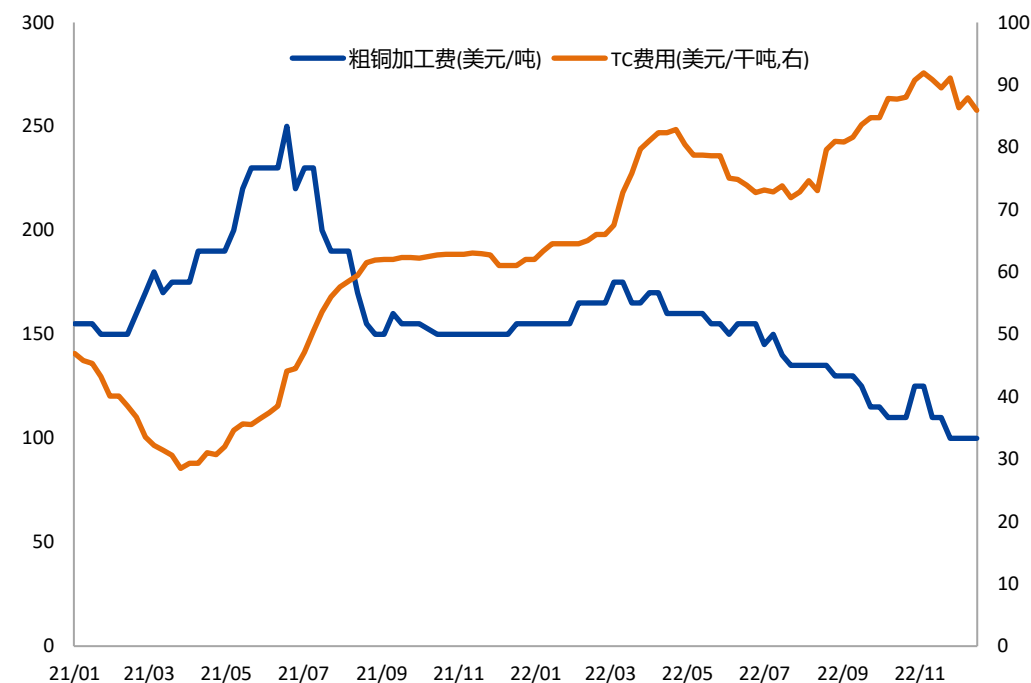
国内铜供需平衡表														
时间	2022-07	2022-08	2022-09	2022-10	2022-11	2022-12	2023-01	2023-02	2023-03	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2023
产量(万吨)	89	88	89	90	89	91	91	92	90	273	280	285	292	1130
抛储量	0	0	0	0	0	-2	-2	0	0	-2	0	0	0	-2
进口量(万吨)	28	32	35	25	36	33	31	31	32	94	92	92	90	368
出口量(万吨)	1	1	1	1	1	1	1	1	2	4	6	6	8	24
国内消费量(万吨)	110.09	120.22	124.32	114.51	121.12	117.11	103.38	126.74	117.75	347.87	359.32	369.52	380.58	1457
供需平衡(万吨)	5.32	-1.40	-1.25	-0.37	2.80	4.30	15.38	-5.03	2.53	12.87	7.05	1.19	-6.39	14.72
产量同比变化	5.33%	2.95%	7.59%	11.47%	6.43%	3.19%	4.07%	3.14%	4.80%	4.00%	7.00%	7.00%	8.01%	6.52%
消费量同比变化	-4.87%	14.20%	7.92%	9.29%	-5.73%	2.35%	-9.65%	26.71%	-3.20%	3.88%	5.14%	2.92%	2.55%	4.97%

- ▣ 2022年受到冶炼端开工受限的影响，冶炼加工费与粗铜加工费持续背离。2023年矿端预计仍将维持宽松结构，而冶炼端产能也正在陆续复产，预计冶炼端产能将逐步转向宽松，加工费进一步上行空间有限。下游方面，目前铜材整体开工率仍维持在相对低位。
- ▣ 在整体供需格局较为宽松，下游需求修复缓慢的背景下，预计铜价将维持在63000-68000区间内震荡，且加工费预计将出现走弱，**冶炼企业利润存在走低可能，存在卖出保值需求。**

粗炼产能陆续修复

国家	公司	冶炼厂	产能
China	Guorun Copper	Guorun Copper Reloc.	18
China	Zhongtiaoshan	Houma new furnace	20
USA	Asarco	Hayden Restart	19
China	Baiyin	Baiyin Exp.	15
Uzbekistan	Almalyk MMC	Almalyk Exp.	12
Indonesia	Freeport McMoRan	Gresik Exp.	3.5
合计			87.5

加工费进一步上行空间有限



有色金属

电解铝 AL

终端需求：

- 地产竣工修复带动建筑需求改善
- 光伏、新能源车、特高压等新能源需求持续增长

电解铝供给：

- 现有产能接近4500万吨天花板，供给约束明确
- 水电占比抬升，一季度增产空间有限

成本结构：

- 行业盈利情况尚可，部分高成本产能存在亏损

库存结构：

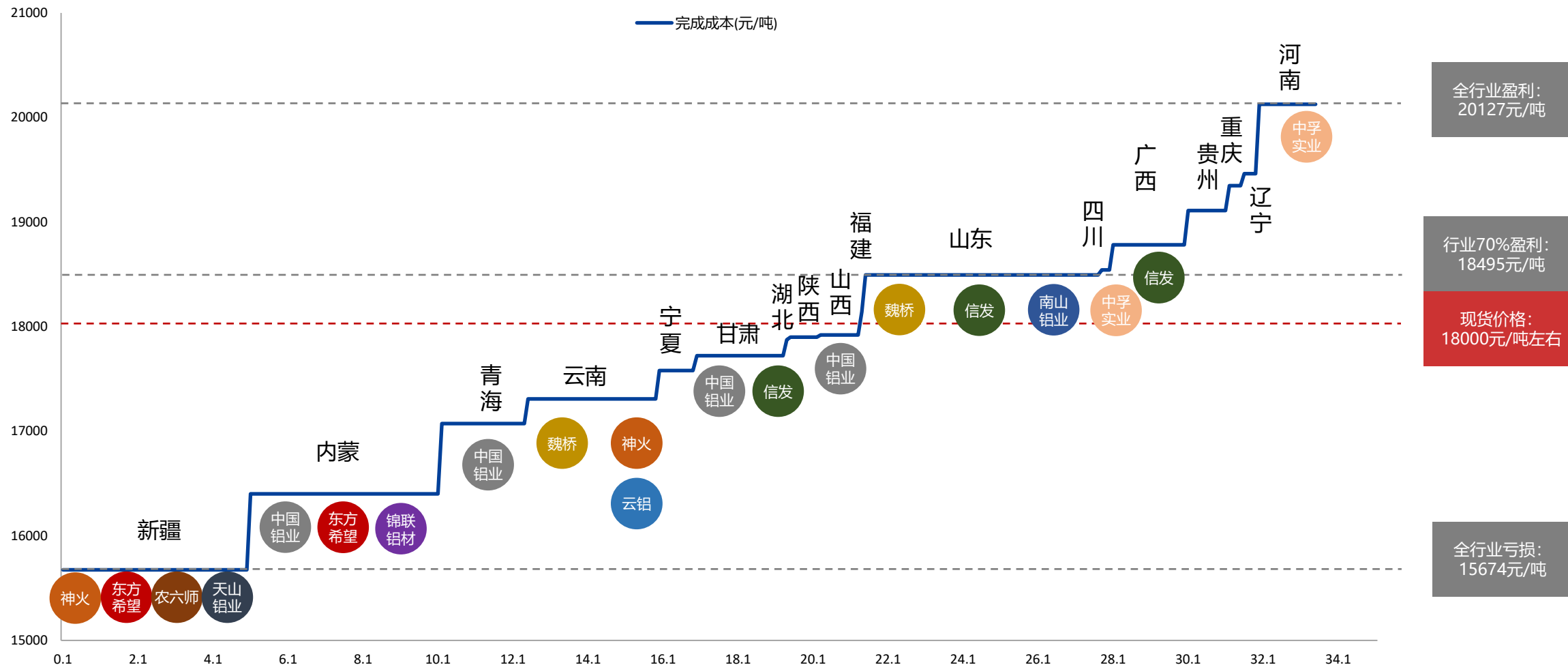
- 库存持续维持在历史低位

■ 供给方面，一季度贵州、四川等地将逐步复产，但云南等地区预计仍将受到电力因素的影响，复产及新增产能节奏相对缓慢。需求端方面，一季度是传统需求淡季，预计改善空间有限，但随着宏观刺激政策的推动，终端消费预计逐步抬升，二三季度或出现阶段性短缺。

国内铝供需平衡表														
时间	2022-07	2022-08	2022-09	2022-10	2022-11	2022-12	2023-01	2023-02	2023-03	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2023
产量(万吨)	351.4	348.94	329.03	345.91	333.63	351.60	340.97	312.70	354.80	1008.47	1021.22	1052.47	1067.47	4149.63
进口量(万吨)	5.10	4.93	6.47	6.74	6.74	6.74	6.74	6.74	6.74	20.23	20.00	20.00	20.00	80.23
出口量(万吨)	0.76	0.61	0.19	0.06	0.06	0.06	0.06	0.06	0.06	0.19	1.00	1.00	1.00	3.19
国内消费量(万吨)	356.84	349.99	352.71	351.54	347.64	357.06	343.91	265.53	352.72	962.16	1074.18	1091.98	1085.52	4213.84
供需平衡(万吨)	-1.10	3.27	-17.40	1.05	-7.33	1.22	3.74	53.85	8.76	66.35	-33.96	-20.51	0.95	12.83
产量同比变化	6.02%	6.45%	4.50%	7.54%	4.27%	7.86%	4.60%	5.04%	5.97%	5.22%	0.68%	2.24%	4.26%	2.88%
消费量同比变化	-1.43%	3.77%	10.96%	10.36%	0.08%	6.72%	2.92%	2.56%	2.78%	1.74%	2.70%	2.79%	2.52%	3.15%

沪铝：行业盈利情况尚可，部分产能存在亏损

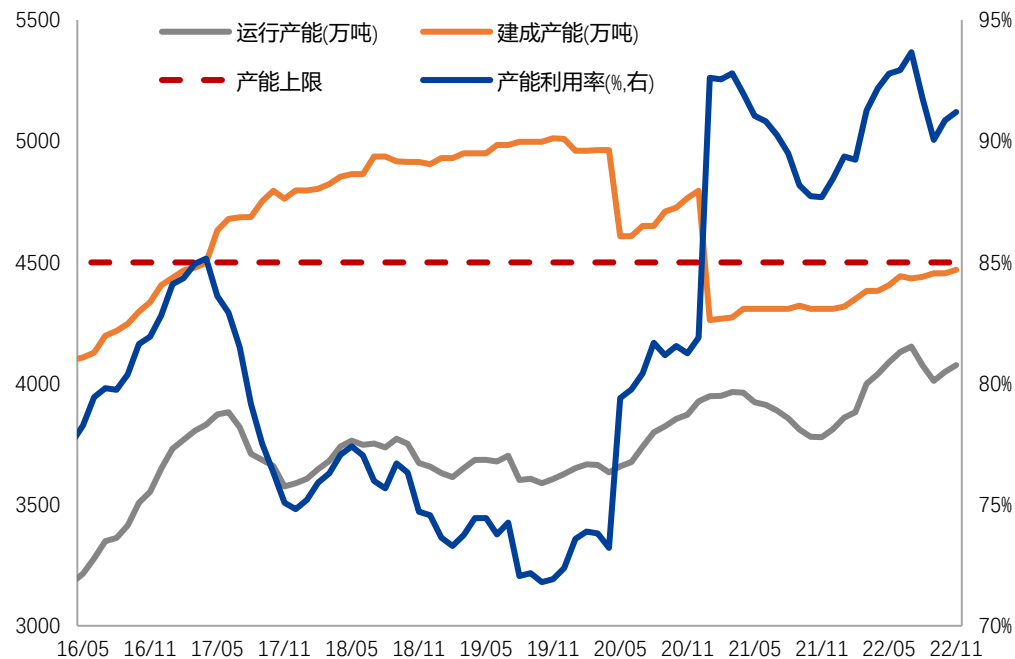
铝冶炼企业整体利润情况良好，铝价基本维持在行业70%盈利水平附近。但贵州、重庆、辽宁、河南等高成本地区生产利润仍为负，部分产能仍存在亏损情况。



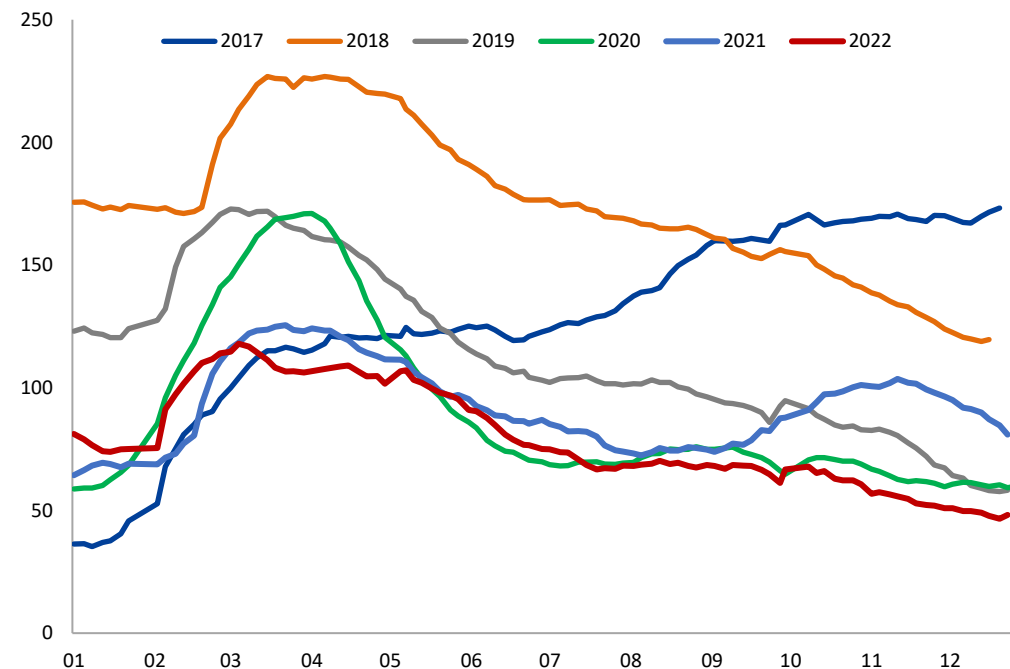
国内电解铝建成产能4468.88万吨，接近产能天花板4500万吨，而行业开工率也维持在90%上方，后续新增产能有限，供给约束明确。库存方面，虽然一季度将出现季节性累库，但目前库存正处于历史绝对低位，库存压力有限。

在供给约束明确，需求预期乐观的背景下，铝价预计偏强震荡，价格区间预计将在18000-20000之间，下游加工企业，如铝箔生产企业存原料采购上行风险。

产能上限制约产量释放



社会库存处历史低位



黑色金属

螺纹 热卷 铁矿

终端需求：

- 2023年稳增长目标明确
- 地产宽松政策将继续加码
- 基建投资延续高增
- 制造业内需支撑增强，外需面临退坡压力

成材供给：

- 粗钢产量平控，废钢供给回升
- 热卷新增产能继续投放

原料供给：

- 主流矿山秉持“价格大于产量”理念，非主流矿山供给受制于价格
- 澳煤进口通关大概率放开，焦煤供给增长确定

产业链利润重新分配：

- 成材 (↑↑) > 铁矿 (↑) > 煤焦 (↓)

■ 假设2023年实施粗钢平控，废钢供给小幅增加1000万吨，有利于电炉产量回升，伴随地产宽松政策效果显现，地产周期有望得到修复，地产用钢需求降幅将大幅缩窄，基建稳增长作用随着经济复苏而逐步退出，基建用钢前高后低，预计2023年螺纹钢供需较2022年小幅宽松，二季度起开始逐步去库。若粗钢管控政策力度加码，则2023年螺纹钢供需结构有望进一步优化。

螺纹钢供需平衡表															
单位: 万吨		2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4E	2023Q1E	2023Q2E	2023Q3E	2023Q4E	2022E	2023E
产量	当季值	5,411	6,405	5,098	4,832	4,812	5,370	4,851	4,735	4,716	5,477	5,093	4,830	19,767	20,116
	YOY	11.1%	2.0%	-18.8%	-19.9%	-11.1%	-16.2%	-4.9%	-2.0%	-2.0%	2.0%	5.0%	2.0%	-9.1%	1.8%
进口	当季值	32	43	29	53	37	6	0	0	0	0	0	0	44	0
	YOY	433.9%	18.9%	-26.6%	63.6%	14.8%	-85.1%	-98.6%	-100.0%	-100.0%	-100.0%	-100.0%	-	-72.3%	-100.0%
出口	当季值	8	13	12	7	10	16	14	8	8	8	8	8	47	32
	YOY	-4.3%	17.2%	20.9%	-3.2%	23.7%	28.7%	15.5%	15.9%	-16.8%	-51.0%	-40.8%	0.0%	21.5%	-32.6%
消费	当季值	3,718	7,283	5,404	5,492	3,635	5,514	5,214	5,359	3,471	5,518	5,210	5,406	19,722	19,606
	YOY	36.6%	-1.7%	-13.4%	-21.0%	-2.2%	-24.3%	-3.5%	-2.4%	-4.5%	0.1%	-0.1%	0.9%	-9.9%	-0.6%
其中: 地产	当季值	2,512	4,743	3,478	3,305	2,390	2,733	3,037	2,974	2,151	2,514	2,946	2,974	11,134	10,585
	YOY	42.0%	-1.6%	-14.3%	-26.9%	-4.9%	-42.4%	-12.7%	-10.0%	-10.0%	-8.0%	-3.0%	0.0%	-20.7%	-4.9%
其中: 基建	当季值	1,206	2,540	1,927	2,187	1,245	2,781	2,178	2,384	1,320	3,004	2,265	2,432	8,589	9,021
	YOY	26.6%	-2.1%	-11.8%	-10.1%	3.3%	9.5%	13.0%	9.0%	6.0%	8.0%	4.0%	2.0%	9.3%	5.0%
供给-消费	当季值	1,717	-848	-288	-614	1,204	-154	-377	-632	1,237	-49	-125	-585	41	478
钢厂库存	变化	355	-94	-249	-11	246	16	-176	-	-	-	-	-	-	-
社会库存	变化	1,387	-745	-97	-582	1,004	-208	-610	-	-	-	-	-	-	-

▣ 近两年热卷产能扩张带来供给持续增长，2023年外需退坡影响显现，国内汽车景气度下滑，但消费刺激政策及地产周期修复有利于家电、机械用钢需求的改善。

热卷供需平衡表															
单位: 万吨		2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4E	2023Q1E	2023Q2E	2023Q3E	2023Q4E	2022E	2023E
产量	当季值	7,166	7,705	7,177	6,827	7,060	8,208	7,236	6,963	7,060	8,290	7,525	7,103	29,467	29,977
	YOY	21.0%	19.7%	1.2%	-3.2%	-1.5%	6.5%	0.8%	2.0%	0.0%	1.0%	4.0%	2.0%	2.0%	1.7%
进口	当季值	61	62	61	57	54	54	58	54	54	54	54	54	221	216
	YOY	-20.4%	-49.0%	-83.6%	-65.7%	-10.9%	-11.9%	-5.2%	-5.9%	-0.4%	-0.6%	-7.1%	0.0%	-8.5%	-2.1%
出口	当季值	376	348	211	107	174	474	235	150	200	200	200	200	1,034	800
	YOY	99.2%	75.9%	127.1%	-42.9%	-53.7%	36.1%	11.7%	40.2%	14.8%	-57.8%	-15.0%	33.3%	-0.8%	-22.6%
内需	当季值	6,625	7,406	7,152	6,695	6,762	7,667	7,187	6,695	6,762	7,782	7,402	6,762	28,310	28,708
	YOY	28.3%	11.1%	-3.5%	-6.7%	2.1%	3.5%	0.5%	0.0%	0.0%	1.5%	3.0%	1.0%	1.6%	1.4%
其中：汽车	当季值	819	797	679	923	777	654	850	842	777	661	843	842	3,124	3,123
	YOY	81.3%	-8.1%	-21.5%	-9.5%	-5.1%	-17.8%	25.3%	-8.8%	0.0%	1.0%	-0.8%	0.0%	-2.9%	0.0%
其中：家电	占比	12%	11%	9%	14%	11%	9%	12%	13%	11%	8%	11%	12%	11%	11%
	当季值	544	617	467	541	529	602	538	533	519	614	570	539	2,202	2,241
其中：机械	YOY	53.0%	0.9%	-16.8%	-5.9%	-2.7%	-2.4%	15.0%	-1.5%	-2.0%	2.0%	6.0%	1.0%	1.5%	1.8%
	占比	8%	8%	7%	8%	8%	8%	7%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%
其中：机械	当季值	444	414	397	428	440	390	371	411	427	398	386	411	1,612	1,621
	YOY	59.9%	5.7%	8.3%	-6.6%	-0.9%	-5.8%	-6.5%	-4.0%	-3.0%	2.0%	4.0%	0.0%	-4.2%	0.6%
其中：机械	占比	7%	6%	6%	6%	7%	5%	5%	6%	6%	5%	5%	6%	6%	6%
供给-消费	当季值	227	11	-124	82	178	121	-128	173	152	362	-23	195	344	686
钢厂库存	变化	43	30	-84	178	111	88	-45	-	-	-	-	-	-	-
社会库存	变化	183	-19	-40	-96	68	33	-83	-	-	-	-	-	-	-

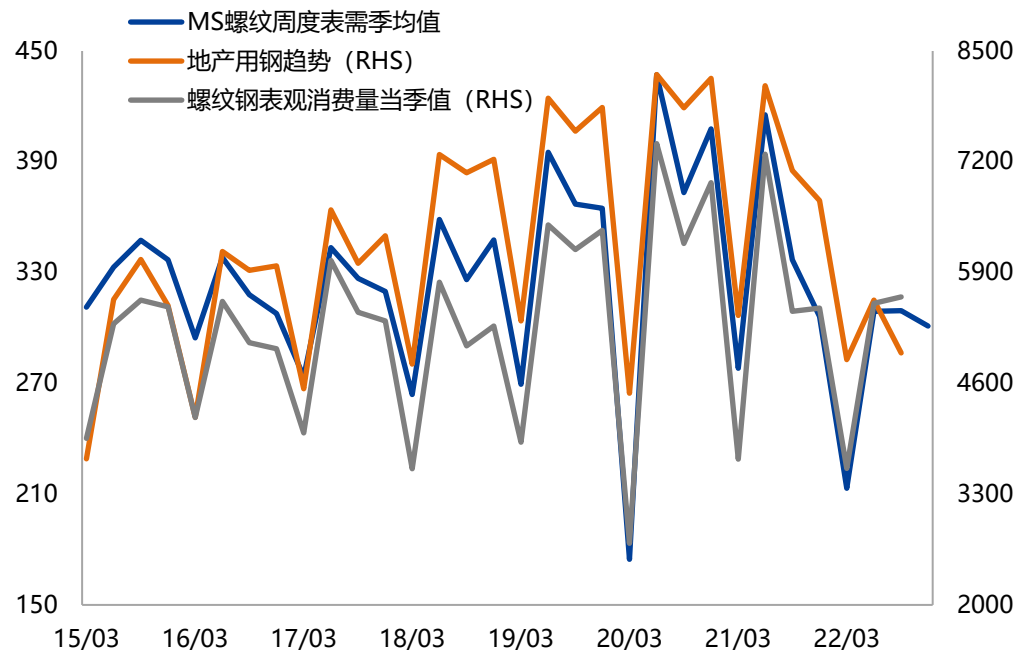
铁矿：供需结构由偏紧转向宽松，但2023年上半年供给偏紧压力依然存在

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
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
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
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
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		
	当季值	6,571	7,047	6,606	6,123	6,285	6,848	6,747	6,056	6,300	7,112	7,007	6,517	25,936	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%
全球生铁+直接还原铁产量	累计值	36,469	73,853	108,760	142,600	33,812	70,687	105,165	140,160	33,305	69,626	103,587	138,058		
	当季值	36,469	37,384	34,906	33,840	33,812	36,875	34,478	34,996	33,305	36,322	33,961	34,471	140,160	138,058
	YOY	6.9%	10.1%	-3.8%	-6.9%	-7.3%	-1.4%	-1.2%	1.5%	-1.5%	-1.5%	-1.5%	-1.5%	-1.7%	-1.5%
全球铁矿需求	当季值	58,351	59,814	55,850	54,144	54,099	59,000	55,165	55,993	53,287	58,115	54,338	55,153	224,257	220,893
	YOY	6.9%	10.1%	-3.8%	-6.9%	-7.3%	-1.4%	-1.2%	3.4%	-1.5%	-1.5%	-1.5%	-1.5%	-1.7%	-1.5%
全球供给-需求	当季值	-3,405	2,625	9,087	13,290	153	1,417	11,417	9,356	1,801	4,485	13,270	9,951	22,343	29,507
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
矿山库存	变化	60	-149	104	281	78	-128	113	-56	-	-	-	-		
钢厂库存	变化	-173	324	-1,456	747	66	-349	-553	-720	-	-	-	-		
港口进口矿库存	变化	692	-937	717	2,914	-113	-3,101	531	116	-	-	-	-		

国内房地产行业的修复仍在进行时，后续更为宽松的地产政策仍值得期待。伴随供需两侧地产宽松政策的加码，2023年地产小周期大概率将见底，其中竣工和施工环节修复的确定性最高，节奏也最快，销售环节，随着国内经济逐步复苏，以及2022年居民部门少配地产资产带来的超额储蓄的释放，也有望逐渐修复，新开工降幅也有望随之收窄。考虑政策起效时点，地产投资及用钢需求或呈现前低后高的走势。

螺纹钢季度需求（地产用钢经系数调整表现趋势）

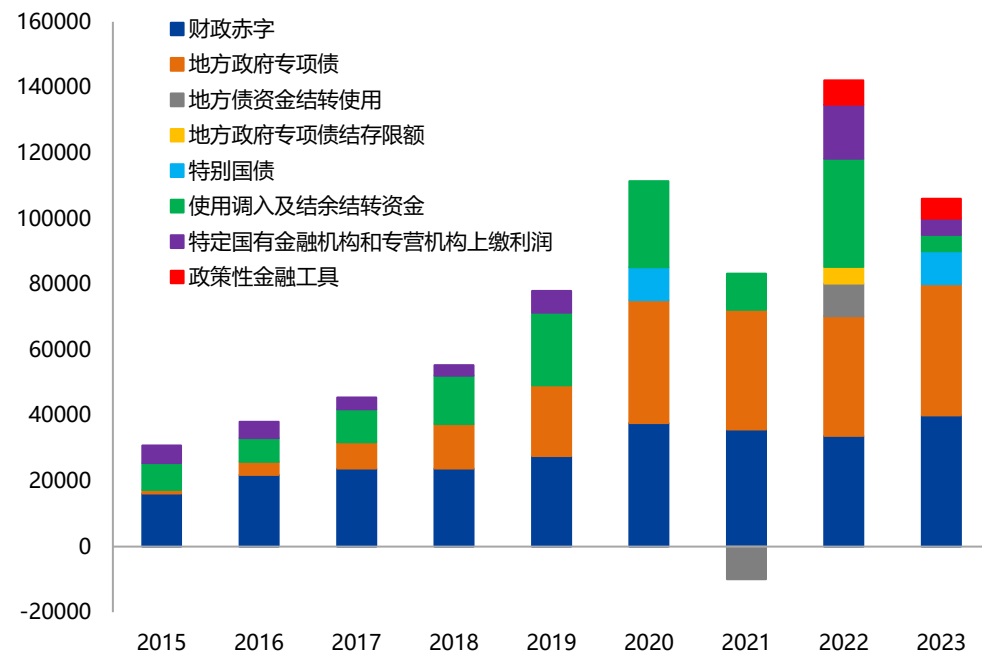


2023年地产周期有望得到修复

单位：%	投资	购地面积	新开工	施工	竣工	销售面积
2010	33.2	28.4	40.7	26.6	4.5	10.1
2011	27.9	2.6	16.2	25.3	13.3	4.9
2012	16.2	-19.5	-7.3	13.2	7.3	1.8
2013	19.8	8.8	13.5	16.1	2.0	17.3
2014	10.5	-14.0	-10.7	9.2	5.9	-7.6
2015	1.0	-31.7	-14.0	1.3	-6.9	6.5
2016	6.9	-3.4	8.1	3.2	6.1	22.5
2017	7.0	15.8	7.0	3.0	-4.4	7.7
2018	9.5	14.2	17.2	5.2	-7.8	1.3
2019	9.9	-11.4	8.5	8.7	2.6	-0.1
2020	7.0	-1.1	-1.2	3.7	-4.9	2.6
2021	4.4	-15.5	-11.4	5.2	11.2	1.9
2022E	-10.0	-55.0	-39.0	-8.0	-20.0	-25.0
2023E	0.0	-20.0	-9.0	-2.0	5.0	0.0

- 国内经济面临的下行压力依然较大，基建投资作为稳增长的重要抓手，依然将是2023年财政政策刺激的重心。
- 预计2023年基建投资增速也有望达到10%左右，较2022年基建投资增速仅小幅回落，继续支撑基建用钢需求。

2023年政府广义财政赤字率有望达到8.4%



2023年基建投资有望延续10%左右的增长

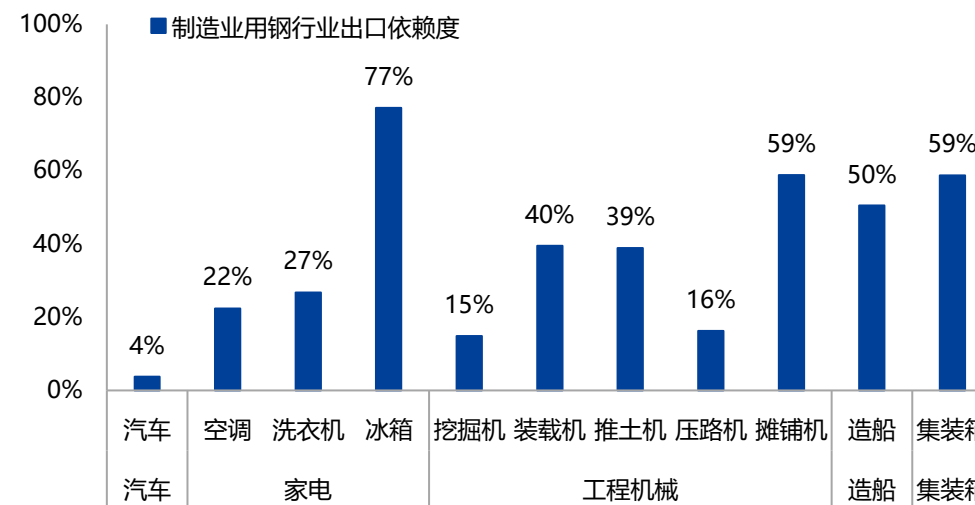
项目	2022年	2023年	2022年基建增量资金 (亿元)
一般公共预算资金	<ul style="list-style-type: none"> 一般公共预算支出规模26.45万亿，同比增加7.4%，年初预算数为26.71万亿，同比增长8.4%。 公共财政支出中12.5%投向基建。 	<ul style="list-style-type: none"> 一般公共预算支出规模28.09万亿，同比增长6.2%。 公共财政支出中12.5%投向基建，与2022年保持一致。 	2,050
土地出让金	<ul style="list-style-type: none"> 土地出让金收入6.4万亿，同比减少27%。 土地出让金支出中有12%投向基建。 	<ul style="list-style-type: none"> 土地出让金收入6.02万亿，同比减少6%。 土地出让金支出中有12%投向基建。 	-461
地方政府专项债	<ul style="list-style-type: none"> 3.65万亿+0.5万亿（结余限额）+1万亿（2022年后置） 62%投向基建。 	<ul style="list-style-type: none"> 4万亿+1万亿（特别国债） 62%投向基建。 	-930
增量政策工具	<ul style="list-style-type: none"> 政策性金融工具6000亿元（政策性金融贷款8000亿元等），可撬动5.4万亿总投资规模，按3年项目施工工期计算，对应2022年落实规模1万亿。 	<ul style="list-style-type: none"> 2022年政策性金融工具，撬动总投资规模，对应2023年落实规模2万亿。 年中新增政策性金融工具6000亿元，假设同样可撬动5.4万亿总投资规模，并按3年项目施工工期计算，对应2023年落实规模1万亿。 	20,000
合计	18,866		20,659
基建同比增长	10%		10.0%

制造业投资具备韧性，关注外需退坡影响

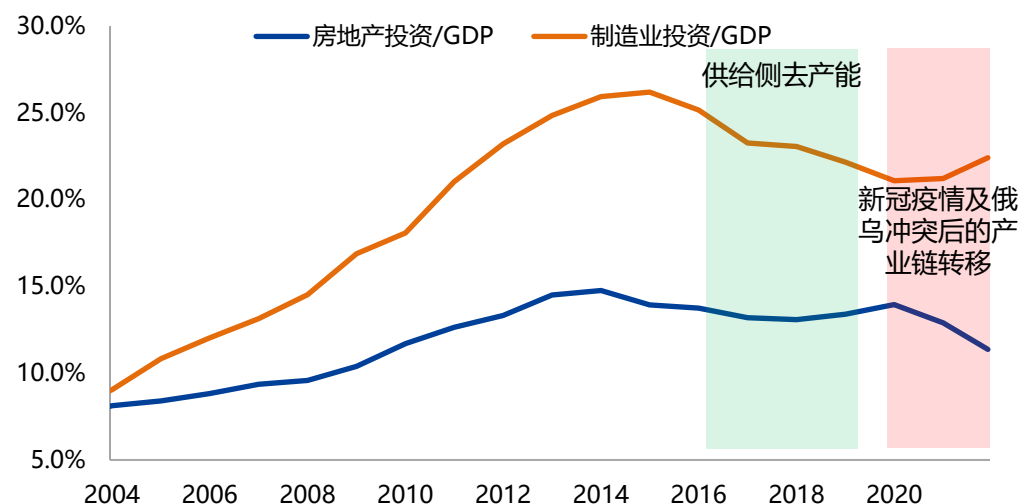
随着大地产周期的落幕，以新兴制造业为代表的现代产业或将替代地产成为新的经济周期引领者。并且2023年消费刺激政策对汽车、家电等行业存在积极拉动作用。

主要的拖累源于海外衰退导致制造业出口受到负面影响，传统耗钢量较多的制造业行业，如家电中的空调、部分工程机械、造船以及集装箱等，对出口的依赖度较高。

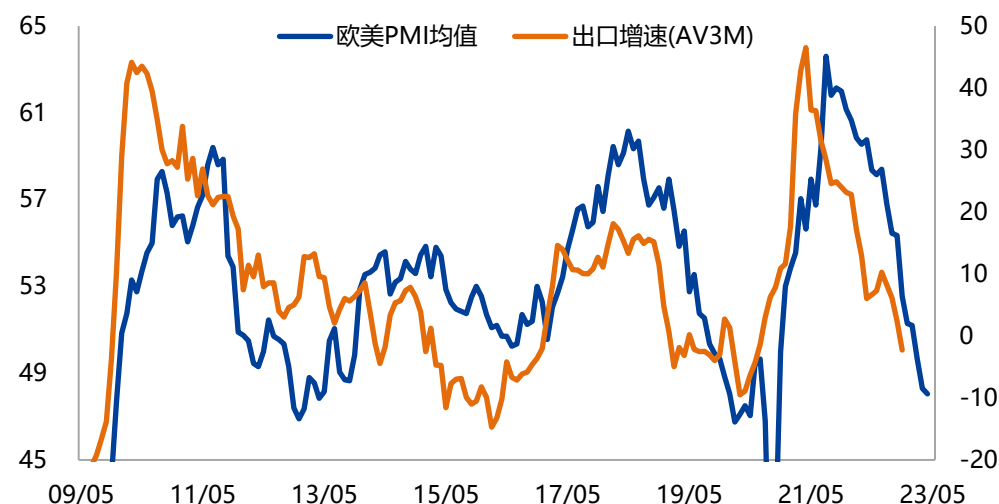
制造业用钢行业出口依赖度较高



地产和制造业占GDP的比重



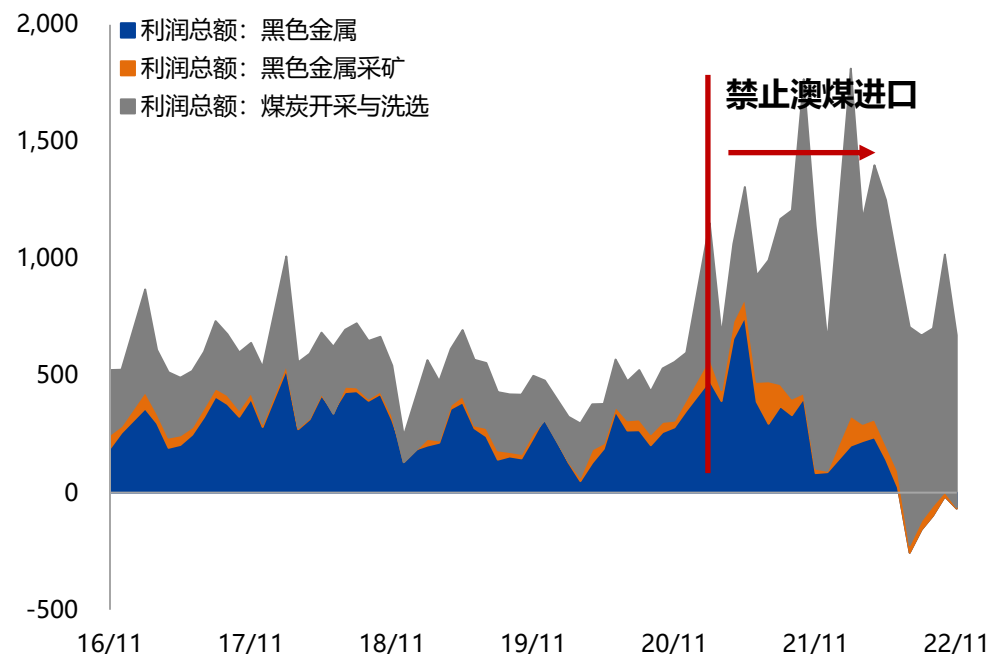
海外衰退拖累制造业出口需求



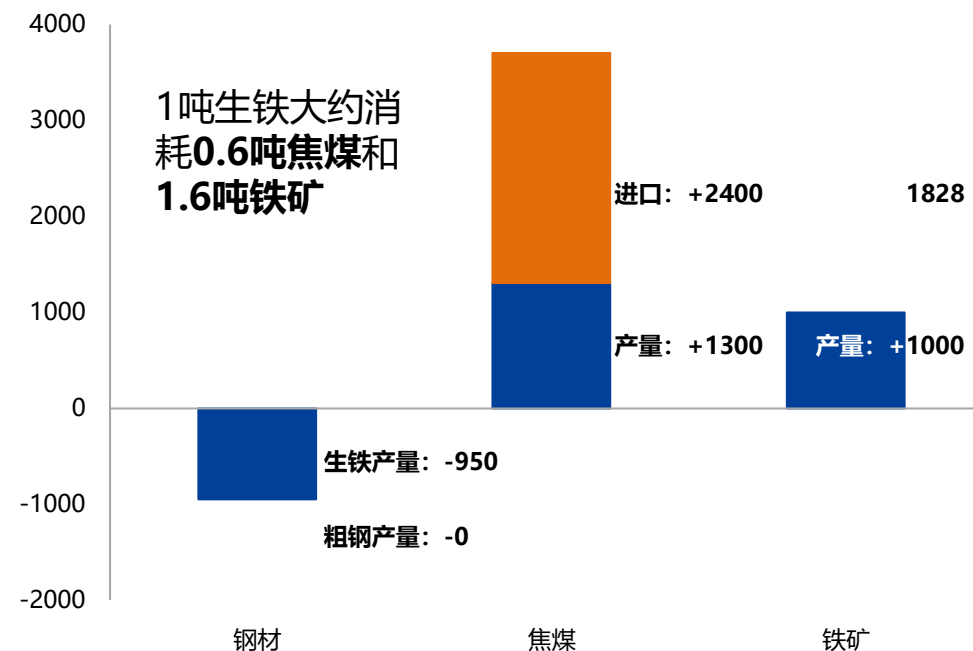
❑ 2020年12月起，澳煤禁止进口，2021-2022年我国进口澳煤规模降至0附近。根据最新消息，2023年澳煤恢复，2月起陆续到港，且疫情对蒙煤通关影响将减弱，2023年炼焦煤进口增量或达到2400万吨，再加上国内焦煤产量增加，2023年焦煤供给增量大约可以达到3700万吨，折生铁产量近6200万吨。2023年国内铁矿供给增加约2800万吨，折生铁产量约1760万吨。如果2023年粗钢产量实施平控，而废钢供给增加1000万吨，对应铁水产量下降约980万吨。煤、铁、钢产量的变化，大概率将导致产业链利润进行重新分配，焦煤环节的利润大概率将由钢厂及铁矿瓜分。

❑ 2023年，对于钢厂，原料买保和锁利润的必要性下降；对于焦煤企业，则需要应对销售价格下行的风险。

澳煤禁止进口后焦煤瓜分产业链大部分利润



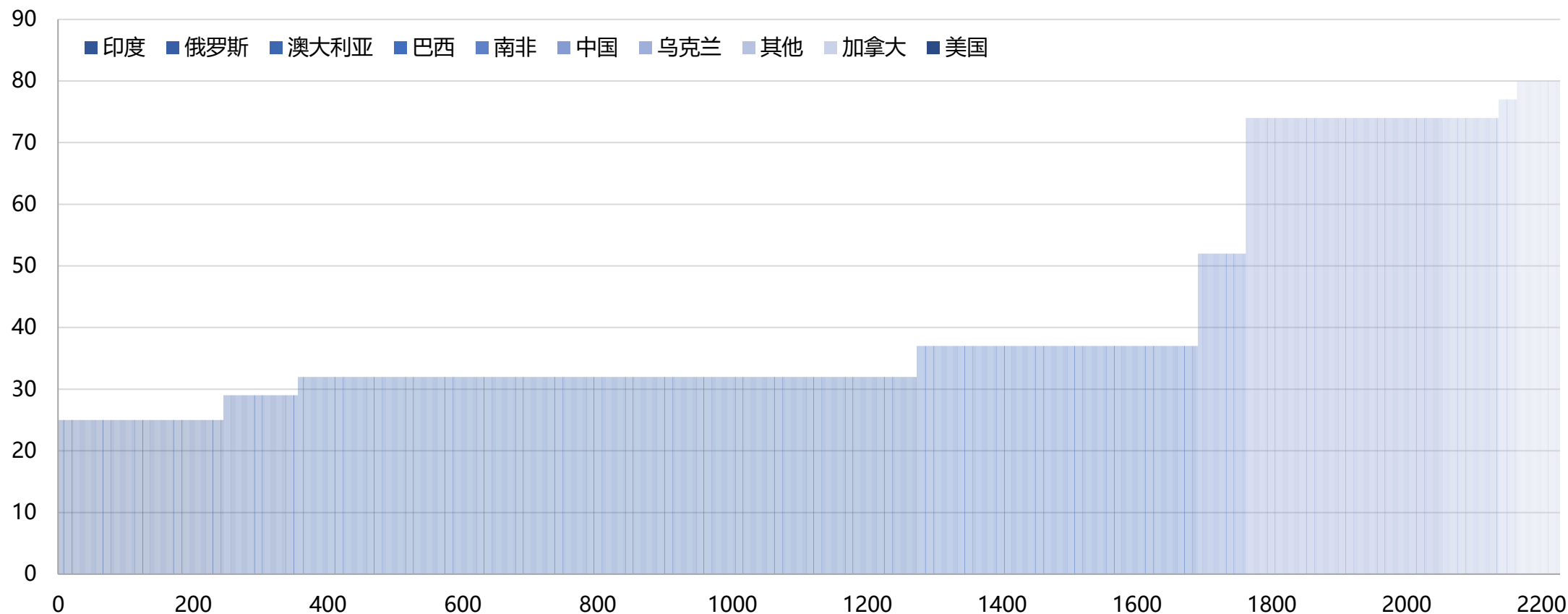
2023年产业链利润或有重新分配的机会



2023年海外矿山产能扩张以置换为主，新增量少

矿山	项目	内容	投产时间	产能（万吨）	性质
淡水河谷	压块厂计划	Briquetting Plants	2023年	700	置换
	竖炉法生铁工厂	Tecenored Plant	2025年	25.5	新增
必和必拓	南坡项目	South Flank	2021年5月	8000	置换
力拓	谷戴达利项目	Gudai-Darri	2022年2季度	4300	置换
	罗布河项目	Robe Valley	2022年1季度		置换
	西芒杜项目	Simandou	2025年3月		新增
	西岭项目	Western Range	2025年	2500	置换
	其他项目	Hope Downs 2、Brockman Synclie	2025年		置换
FMG	埃勒瓦那项目	Eliwana	2020年12月	3500-4000	部分新增
	铁桥项目	Iron Bridge	2023年3月	2200	新增
	皇后区项目	Queens Valley	2019年5月获批		新增
Atlas	米拉尔加克里克矿山	Miralga Creek	2022年初	190	置换
	迈克菲克里克	McPhee Creek	2023年中	950-970	新增

■ 根据西澳政府和高盛的矿山成本曲线数据，全球矿山成本的95分位数位于75美元/吨，中国国产矿山成本集中于这附近，90分位数位于70美元/吨，80%分位数位于65美元/吨。一旦铁矿美金价格长期跌破75美金，意味着约有5%的产量将被迫退出市场，若跌破70美金，则有10%的产量将被迫出清，全球铁矿供需结构也将转为紧平衡。



矿山边际成本折算期货盘面价格对期货价格支撑较为有效

日期 品牌	FMG折扣			BHP折扣			力拓折扣		
	超特粉SSF	混合粉FBF	WPF	金布巴	麦克粉	杨迪粉	SP10粉	SP10块	RTXL
2022-07-31	11	7	7	9.25	4	6	14	6	3
2022-08-31	14	10	8	10.25	4.25	6	12	9	6.5
2022-09-30	12.5	8.5	8	11	6.5	6	13	12.5	6.5
2022-10-31	8	5	3.5	6.5	2.5	6.25	9.5	10	6.5
2022-11-30	8	4.5	2	4.5	0	6.25	5	5	2.5
2022-12-31	12.5	9	3.75	6.25	1	6.25			
2023-01-31				5.25	1.5				

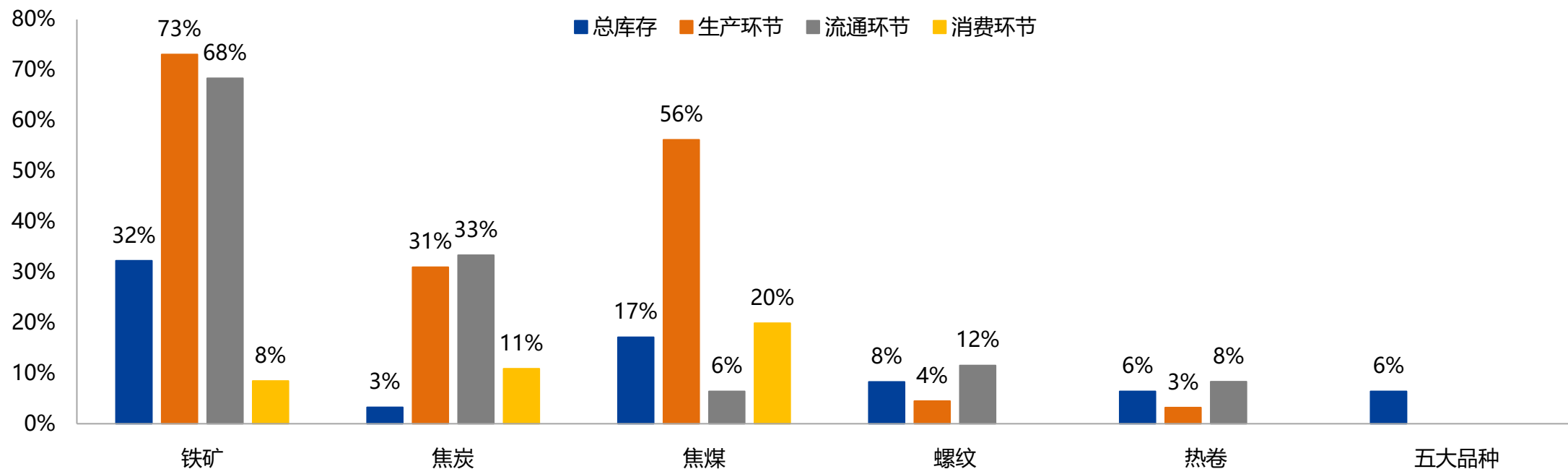
80美金成本线折盘价（更新至1月11日）

75美金成本线折盘价（更新至1月11日）



- ❑ 产业链库存压力有限：（1）铁矿，高铁水产量+铁矿冬储补库规模有限，钢厂进口矿低库存大概率将延续至节后；（2）2022年底库存压力有限+低产量，淡季螺纹、热卷整体累库压力较为有限，有利于节后去库。
- ❑ 成材与铁矿维持多头思路：（1）铁矿，2023年1季度价格运行区间【700-1000】，逢低做多为主，（2）螺纹，2023年1季度价格运行区间【3800-4500】，热卷，2023年1季度价格运行区间【3900-4600】，均以逢低做多为主。

2022年底各品种产业链库存分位数（2020-2022年）



建材

纯碱

终端需求：

- 2023年地产竣工、销售改善预期较强
- 光伏玻璃投产计划依然较多，全年增量或达到3.6万吨

纯碱供给：

- 远兴能源产能投产成为供需结构转换的关键
- 远兴投产前，供给维持偏紧
- 远兴投产后，供给过剩压力增大

成本结构：

- 2023年澳煤恢复进口，国内煤价下行压力较大
- 远兴天然碱产能成本大幅低于联碱氨碱成本

2023年1季度纯碱紧平衡格局延续，低库存有望继续去化

按照远兴能源500万吨产能于5月全部投产推算，2023年1-5月，纯碱供需结构依然偏紧，期间低库存格局难以改善。

纯碱供需平衡表																										
项目		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	3,187	3,207	3,707	3,707	3,707	3,707	3,907	3,907	3,907	3,907	
	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	296.4	288.6	307.6	315.6	344.8	344.8	337.2	355.9	351.6	363.4	
开工率	隆众	当月值	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	当月值	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	263.8	259.8	273.7	280.9	275.8	251.7	263.0	306.1	316.5	330.6
进口	统计局	当月值	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	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	264.3	260.3	274.2	281.4	276.8	252.7	264.0	307.1	317.5	331.6
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	0.3	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	16.1	15.8	15.7	15.7	15.7	15.7	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	100.7	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	7.3	-3.1	-10.2	24.2	36.2	-2.3	1.2	34.8	52.2	59.8

第 48 页

- 最新消息，远兴一期500万吨产能3个装置将分别于5月、6月中以及9月投产，对应5月前纯碱紧平衡格局将持续，库存有望再创新低。
- 综合以上分析，2023年1季度纯碱供给偏刚性，供需维持紧平衡格局，低库存有望继续下降，纯碱05合约维持多头思路，价格运行区间【2600，3200】，多单持有，新单逢低加仓。

纯碱新增产能投产计划

预计投产时间	企业	新增产能 (万吨)	工艺	投产地区		备注
2023年1月-2月	重庆湘渝盐化	30	联碱法	西南地区	重庆	装置扩产
2023年3月	安徽红四方	20	联碱法	华东地区	合肥	装置扩产
2023年5月	江苏德邦	60	联碱法	华东地区	江苏	产能置换，原60增60
2023年5月	远兴能源一期	500	天然碱法	华北地区	内蒙古（小苏打40万吨）	据了解，500万吨计划分三次投产，150万吨、150万吨和200万吨
2023年9月	金山化工	200	联碱法	华北地区	漯河（小苏打100万吨）	
2024年上半年	连云港碱业	120	联碱法	华东地区	连云港	
2025年12月	远兴能源二期	280	天然碱法	华北地区	内蒙古（小苏打40万吨）	

能源化工

原油 PTA

成本驱动：

- 原油市场重新迎来紧平衡格局
- 一季度油价中枢70-90美元/桶
- 2023年油价长线波动范围在70-110美元区间

PTA供给：

- 低利润水平下多套装置停减产
- 一季度恒力及嘉通计划投产剩余新装置
- 总量供给继续减量的可能性较小

终端需求：

- 国内疫情放开，纺服消费终将复苏
- 市场预期对传统旺季备货行情

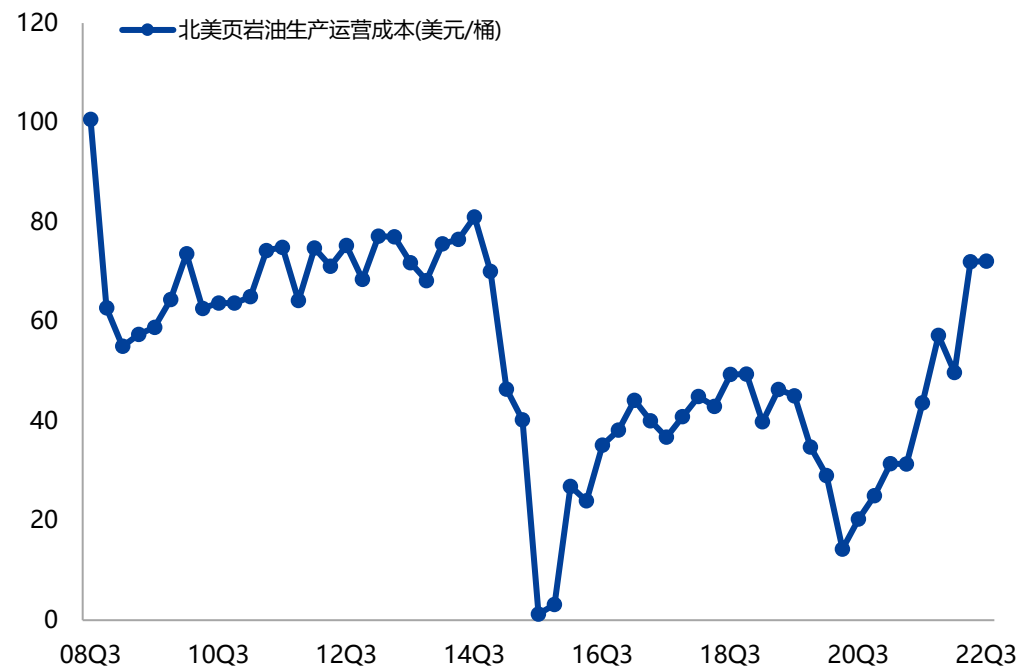
- ❑ (1) OPEC预计2023年，受预期的地缘政治改善和中国遏制新冠肺炎疫情的影响，世界石油需求增长预计将保持在220万桶/天，平均为1.018亿桶/日；
- ❑ (2) 美国EIA对2023年原油市场需求增长预期连续2个月进行了大幅下调，从148万桶/日下调到了100万桶/日。
- ❑ 从机构供需预测来看，在欧美制裁约束下，未来俄罗斯石油供给有进一步下降趋势；全球经济下行对石油消费的冲击仍在持续，但需求端在中国疫情防控政策放开之后也给了市场想象空间，原油市场重新迎来紧平衡格局。

主流机构对2023年原油需求增长预期不一（百万桶/天）

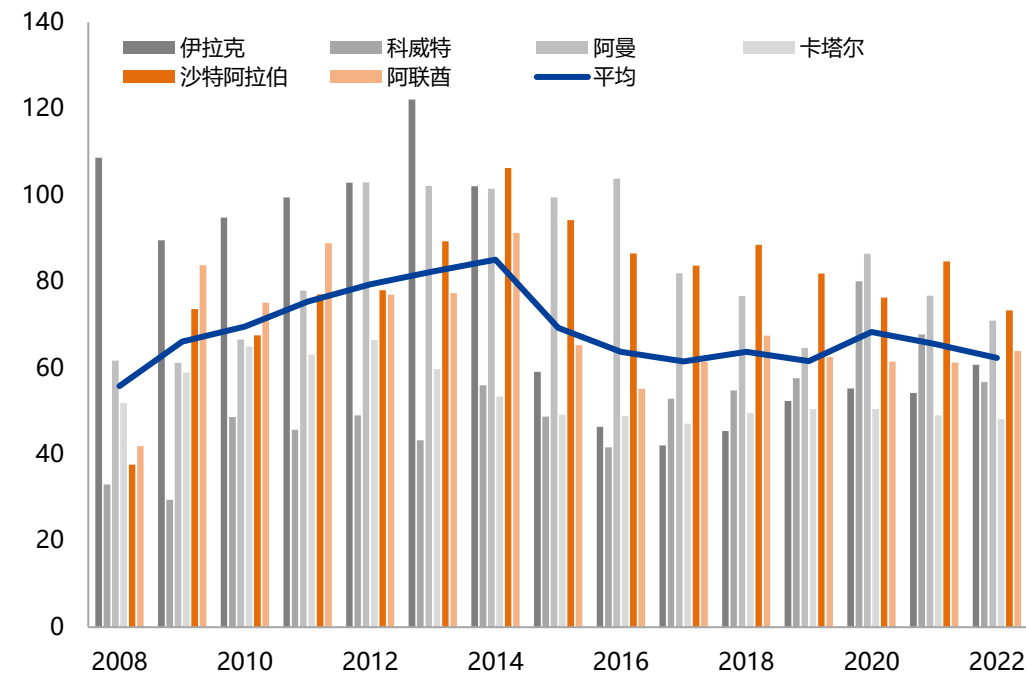
		2022E												2023E											
		1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
EIA-STE0	全球产出总计	98.1	99.0	99.5	98.6	98.5	99.1	100.3	101.3	101.5	101.2	101.6	101.1	101.0	100.7	100.5	100.1	100.5	101.2	101.5	101.5	101.4	101.3	101.6	101.5
	全球消费总计	97.7	100.8	98.9	97.6	98.7	100.7	100.0	101.0	100.5	99.4	100.2	102.2	100.0	102.4	101.2	100.1	100.2	101.5	100.7	100.5	101.0	99.6	100.6	102.1
	供需差	-0.4	1.9	-0.5	-1.0	0.2	1.7	-0.3	-0.3	-1.0	-1.8	-1.4	1.2	-1.0	1.7	0.8	0.0	-0.3	0.3	-0.7	-1.0	-0.4	-1.7	-0.9	0.7
OPEC-MOMR		1Q22			2Q22			3Q22			4Q22E			1Q23E			2Q23E			3Q23E			4Q23E		
	非OPEC产出	70.68			69.92			71.01			72.22			71.94			72.33			72.62			73.31		
	OPEC产出	28.36			28.59			29.44																	
	全球产出总计	99.04			98.51			100.46																	
	全球消费总计	99.35			98.21			99.54			101.11			100.87			100.74			102.04			103.41		
	OPEC平衡产出	28.67			28.29			28.52			28.89			28.93			28.41			29.42			30.10		

- 页岩油方面，受益于油气价格上涨，油气开采行业资本支出同比显著回升。2020年后由于减产协议破裂以及疫情影响，油价大幅下跌，上游资本开支降低。到2023年，随着原油和天然气价格维持高位，石油和天然气开采业固定资产投资额同比将显著复苏。
- OPEC原油方面，在油价上涨背景下，OPEC和非OPEC协议国仍然较好执行了减产协议。预计受地缘政治影响供给端偏紧。

北美50家页岩油公司生产运营成本

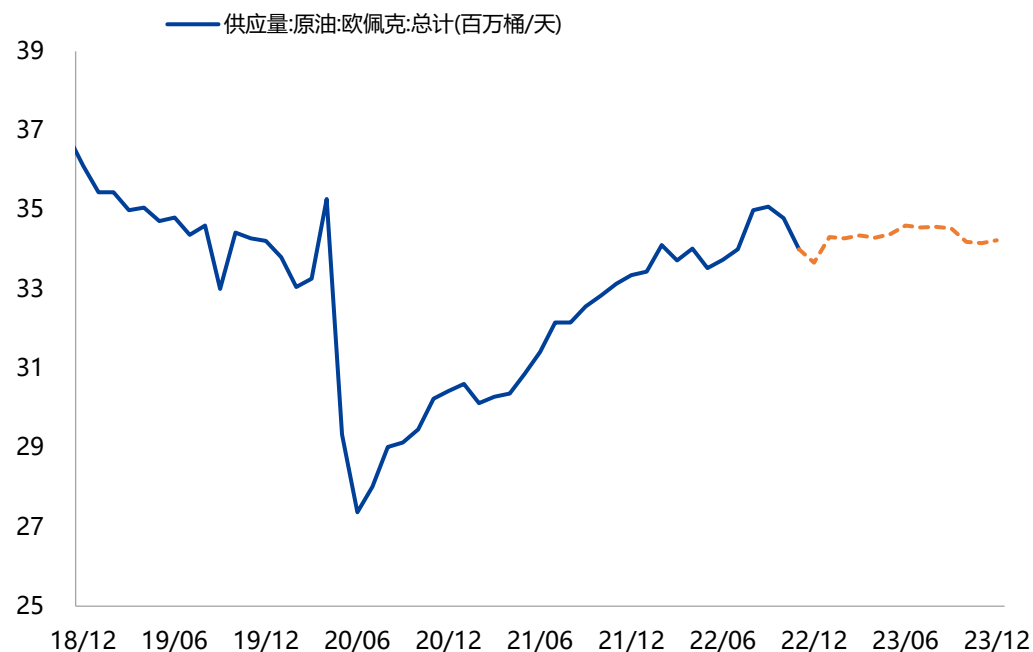


OPEC主要产油国财政盈亏平衡油价

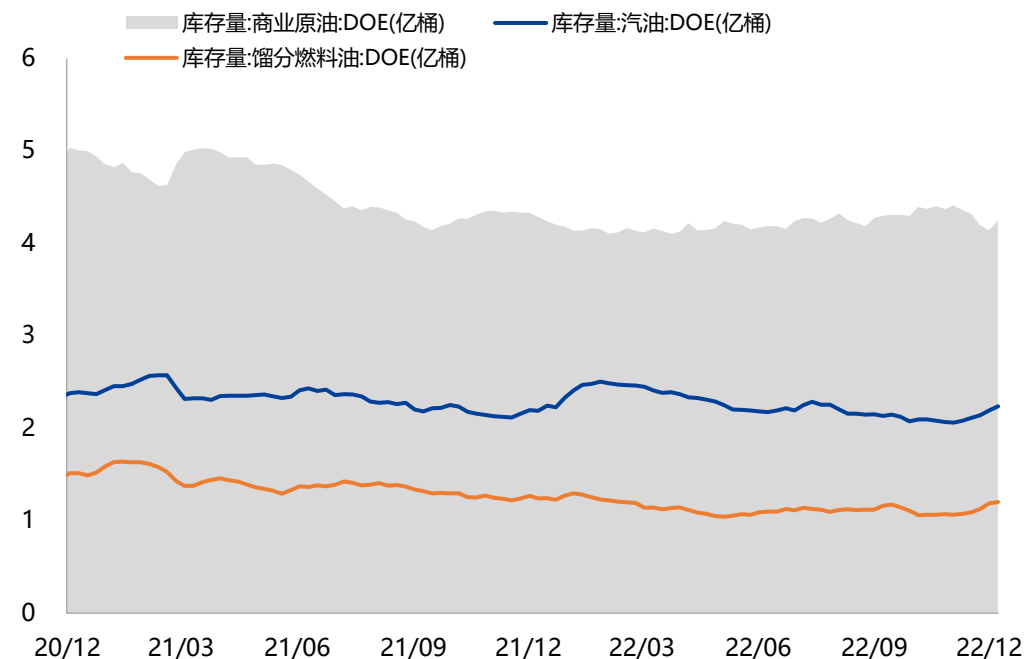


- 供应端：OPEC成员国重申减产立场，加之俄罗斯明年初有意削减石油产量，目前来看，产油国倾向减产的举措，恐会使供应端存下行风险。美国与加拿大之间的主要输油管道发生泄漏并停运。
- 需求端：美国交通受冬季风暴影响，减少了燃料油的需求，但同时新冠疫情限制放宽扩大了需求。
- 总体而言，一季度油价中枢在中国需求有望复苏以及紧供给背景下仍将在70-90美元/桶之间震荡，2023年长线波动范围在70-110美元区间，若需求端超预期增长，或供应端风险提升，则会支撑油价高于90美元/桶的位置。

OPEC成员国重申减产立场，维持紧供给背景



全球原油需求预期复苏、库存去化



■ 2022年第4季度PTA市场整体呈现下滑趋势。供需方面来看，PTA市场有威联石化、桐昆嘉通等新装置存投产可能，但多套大型装置仍处于停车或者是降负状态，下游聚酯投产相对滞后且受季节性因素影响较大，季度初期适逢春节假期，下游聚酯开工预期降至年内最低，PTA市场预期承压下行，但随着春节假期的来临，业者放假离市，PTA市场运行将逐步趋稳。预计2023年1季度PTA市场整体呈现先跌后稳再涨的态势。

一季度PTA市场整体预计呈现U型态势

	22/11	22/12	23/01	23/02	23/03	23/04	23/05	23/06	23/07	23/08	23/09	23/10	23/11	23/12
总产量	435	443.2	473.3	461.5	479.1	473	477	455.8	484.5	493.2	496.8	509.8	492.7	521.7
进口	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
出口	20	25	33	35	33	30	25	25	25	30	33	33	35	35
总消费	409.1	409.4	401.1	405.7	453.8	458.2	470.5	453.3	463.1	456.2	455.5	463	446.2	449.8
过剩量	6.3	9.2	39.6	21.2	-7.3	-14.8	-18.1	-22.1	-3.2	7.4	8.7	14.2	11.9	37.3

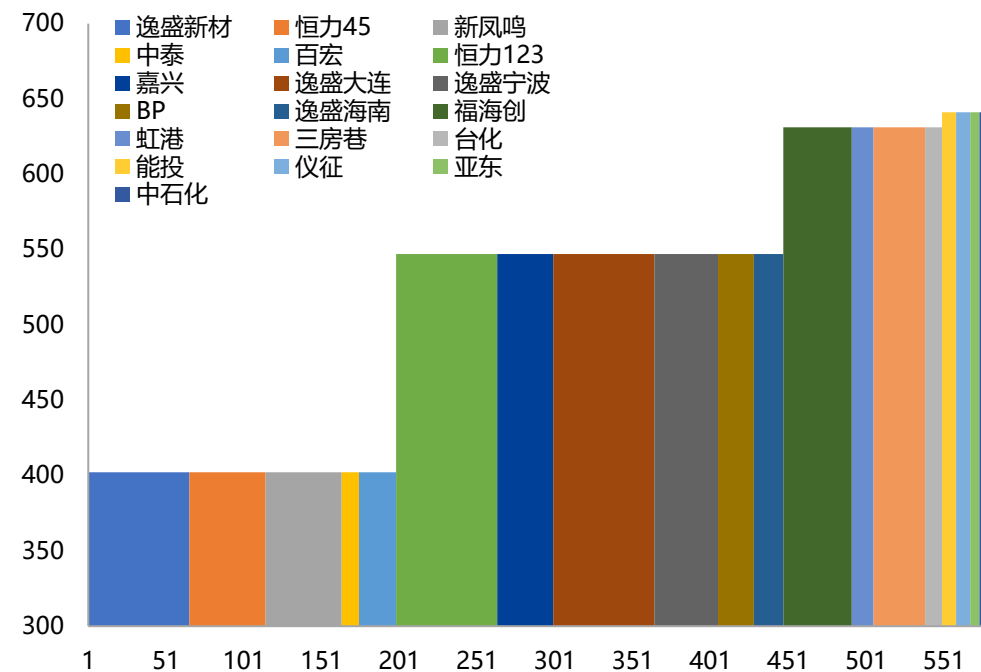
2022年4季度前期由于PX市场价格先抑后扬，中国到岸价较上月同期价格上涨，PTA原料成本也有上涨，但PTA市场由于供应端下滑明显，整体供需能够维持偏平衡状态，月内后期市场价格跟随原油价格明显提升，故加工费明显回暖。季度内PTA虽有2套装置实现投产，但由于投产靠后且有大型装置有减产操作，行业开工整体继续下滑。

从产能成本曲线看，PTA行业头部产能和落后产能成本差距明显，供应潜在风险较大，但本行业期货市场参与度极高，目前已实现较完善的价格风险管理局面。

PTA总体行业利润处于亏损水平



PTA产能成本 (C1+C2)曲线



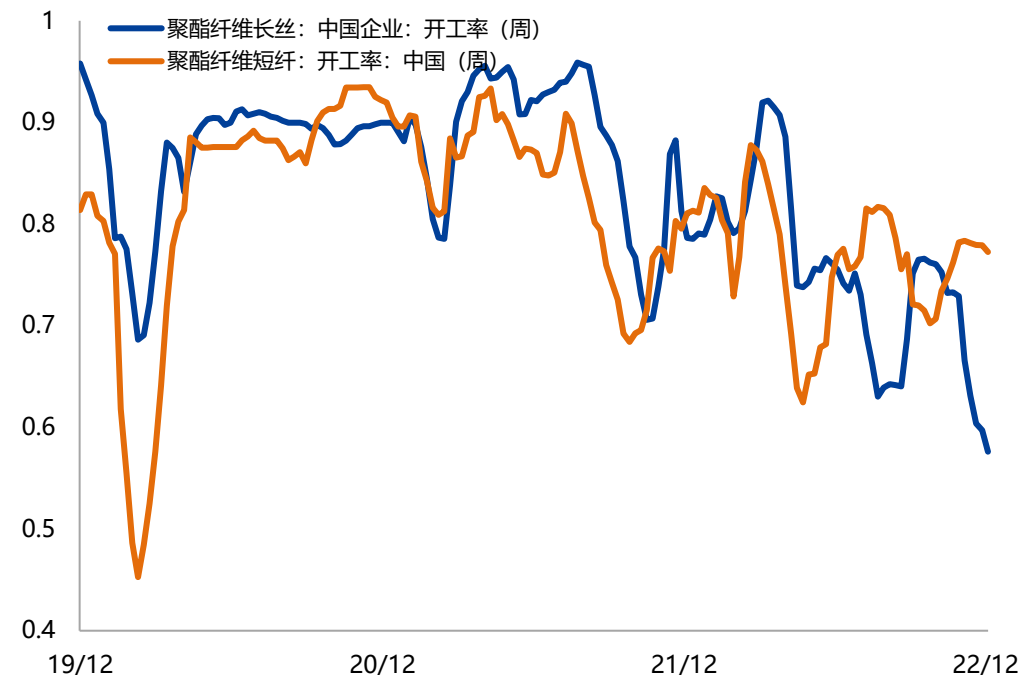
■ 新装置方面，威联250万吨，嘉通250万吨近期都已出合格品，后期负荷逐步提升中，2023年仍有恒力及嘉通计划投产剩余新装置。按照往期季节性变化来看，1月PTA整体开工受春节假期影响，开工大概率维持在60%-65%之间，供应端实际产量继续缩减的可能性较小。

■ 2023年1季度前期受季节性影响，聚酯产销回归低迷，但随着管控政策的放开，预计节后小阳春行情聚酯开工将有所回升。预计2023年1季度PTA价格将在5000-5500元/吨区间波段运行。

新装置预期下供应下滑程度有限

地区	工厂	产能 (万吨)	预计投产时间
宁波	逸盛新材料2#	360	2022年1月底
东营	富海威联石化	250	2022年12月
如东	桐昆嘉通1期	250	2022年12月
2022年合计		860	
惠州	恒力石化6#7#	500	2023年Q1
如东	桐昆嘉通2期	250	2023年Q2/Q3
海南	逸盛海南	250	2023年Q4
宁波	宁波台化	150	2023年Q4
扬州	仪征化纤3#	300	2023年Q4
2023年合计		1450	

1季度需求预期先抑后扬



经济作物

橡胶

需求兑现：

- 消费刺激使得乘用车零售前置透支
- 政策后续推动力度及时限表现乏力，一季度车市产销预期不佳

供应释放：

- 国内停割缓和供应过剩格局
- 我国主要橡胶来源国陆续迈入增产季，天胶进口季节性走强

产业利润：

- 产业利润分配不均，上游空头套保资金对沪胶价格形成长期压力
- 轮胎企业备货意愿不佳，加剧现货库存累库速率

市场焦点：

- 车购税恢复，关注是否存在新一轮消费刺激计划

- 供需方面，终端车市受政策刺激影响消费前置，导致春节前市场整体呈现旺季不旺现象，天然橡胶需求预期转向悲观；而天然橡胶供应端具有较强季节性，年末橡胶进口量仍然处于增长趋势之中，对市场供应补充效果显著，加深供过于求局面，但随着一季度国内产区进入停割季，原料市场存量交易将缓和供应过剩状况。

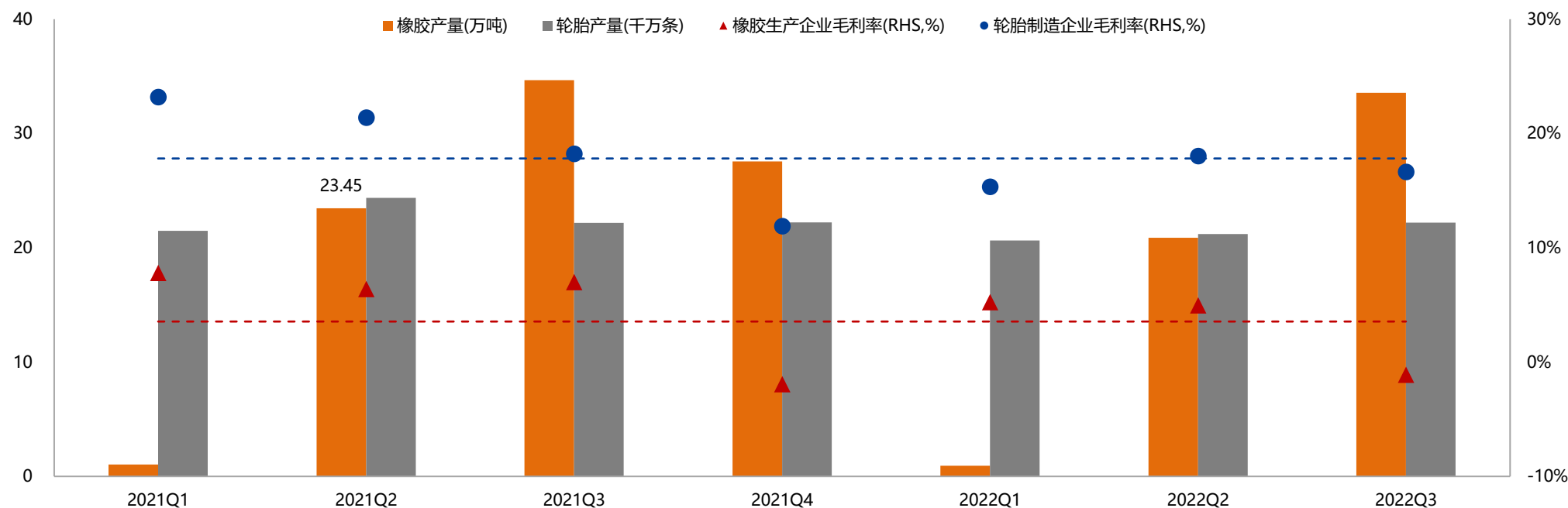
因而，天然橡胶供需结构延续边际宽松态势，但季节性停割将部分冲抵一季度需求不振的压力。

天然橡胶月度供需平衡表

项目/万吨	2022年7月	2022年8月	2022年9月	2022年10月	2022年11月E	2022年12月E	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
产量	10.98	9.92	12.65	12.50	13.87	5.04	0.14	0.00	0.91	5.20	9.13	9.81
进口量	45.46	46.40	52.12	42.90	48.05	58.65	42.09	28.30	41.37	37.28	38.19	37.63
消费量	50.04	50.61	51.52	42.63	44.14	43.19	41.56	34.72	46.36	46.06	45.80	46.43
出口量	0.47	0.49	0.63	0.42	0.33	0.30	0.33	0.17	0.30	0.31	0.36	0.29
供需缺口	5.93	5.22	12.62	12.35	17.44	20.21	0.34	-6.59	-4.37	-3.89	1.16	0.73
割胶季	过渡期	旺产季				过渡期	停割季			过渡期		

从利润的角度思考，下游轮胎制造企业毛利长期高于上游橡胶生产企业及中游贸易环节，利润分配不均使得各环节对价格敏感程度不一，因而在供应过剩格局下轮胎企业备货意愿不佳，加剧现货库存累库速率；另外，利润水平不同也使得各环节参与期货市场意愿不同，上游橡胶生产及中游贸易环节参与期市程度更深，产业空头套保资金对沪胶价格形成长期压力，在利润偏低及供需宽松的背景之下将放大市场悲观情绪。

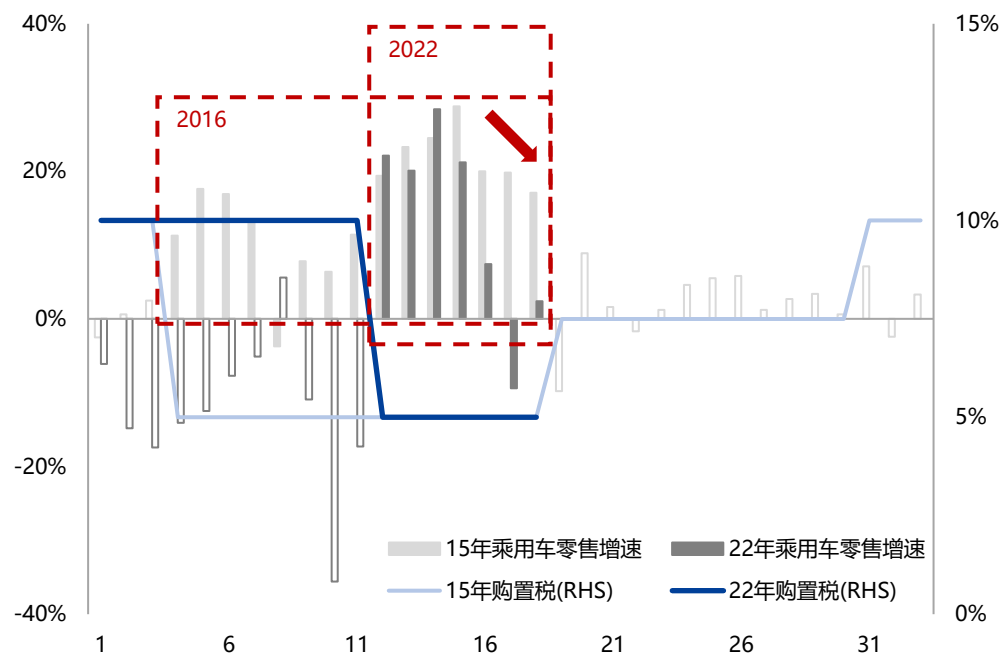
天然橡胶产业链各环节利润



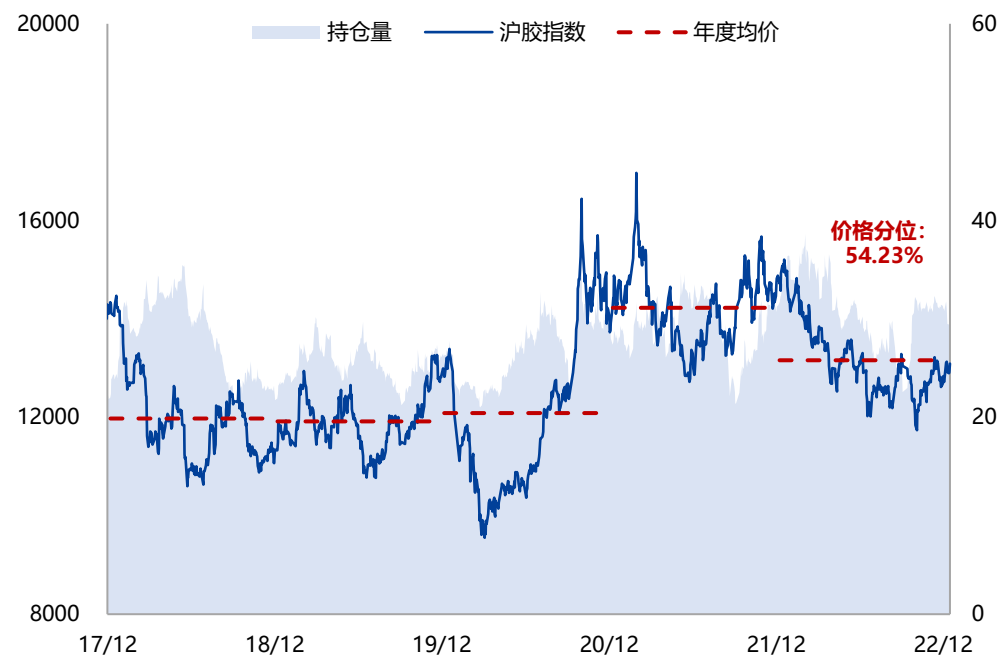
▣ 展望一季度，市场的增量博弈可能在于政策层面是否延长乘用车购置税减征措施的实施至2023年年底，或推出相关汽车消费刺激计划，但对比本轮及2016年税收优惠推行阶段的市场表现，可以发现2022年的政策驱动呈现周期短、衰减快的特征，刚性需求已然提前透支，使得继续执行购置税减征对乘用车零售的刺激作用杯水车薪。

▣ 另外，从量价结构来看，当前沪胶指数处于2017年以来的54.23%分位，价格上方及下方均有较大空间，综合前述供需结构边际宽松及上游利润偏低的现状，2023年一季度RU2305合约延续下行走势的概率更高，价格波动区间大致位于11000元/吨-13500元/吨，整体节奏或前高后低。

两轮购置税减征政策效果对比及预测



沪胶指数及持仓量



煤化工

塑料 PP
甲醇 PVC

PP与PE供应过剩

- 一季度PP表需增速高达8%
- 一季度PE表需增速为1.4%
- 关注L-PP价差扩大套利机会
- 警惕原油价格下跌对PP与PE的利空

甲醇与PVC紧平衡

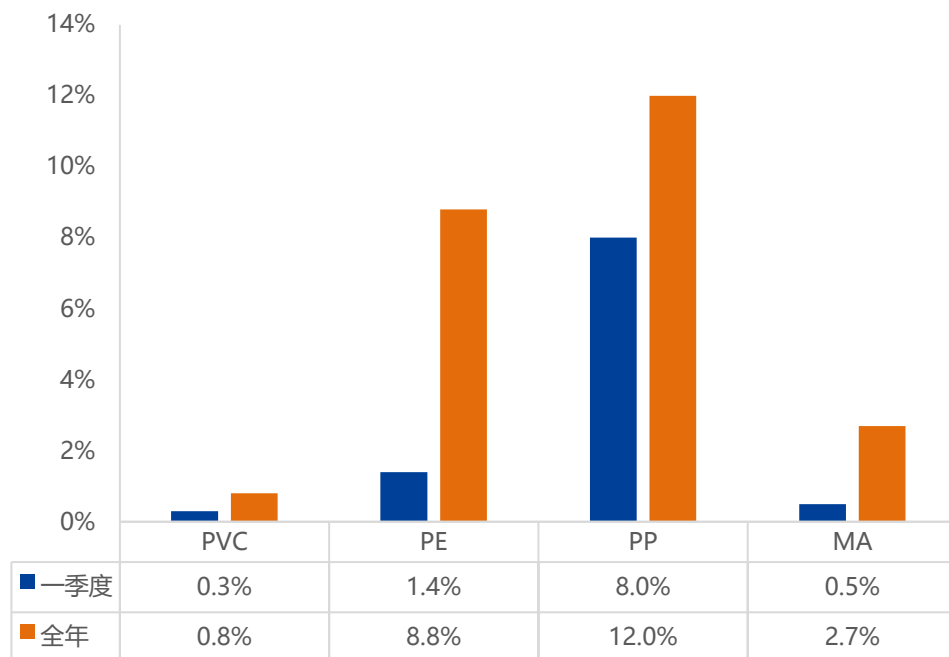
- 一季度甲醇与PVC表需增速均不足1%
- 甲醇与PVC利润极低，但库存偏高
- 关注建材需求回暖后PVC的做多机会
- 警惕煤炭价格下跌对甲醇的利空

- ❑ PP供应压力较大：一季度PE和PP计划投放超过200万吨新产能，其中PE新产能均涉及非标品，因此PP面临更大的投产压力，表观需求增速高达8%。
- ❑ 甲醇和PVC供应偏紧：冬季全球天然气装置惯例检修，甲醇产量和进口量增长有限。国内PVC装置因亏损而减产，一季度产量可能不增反降。

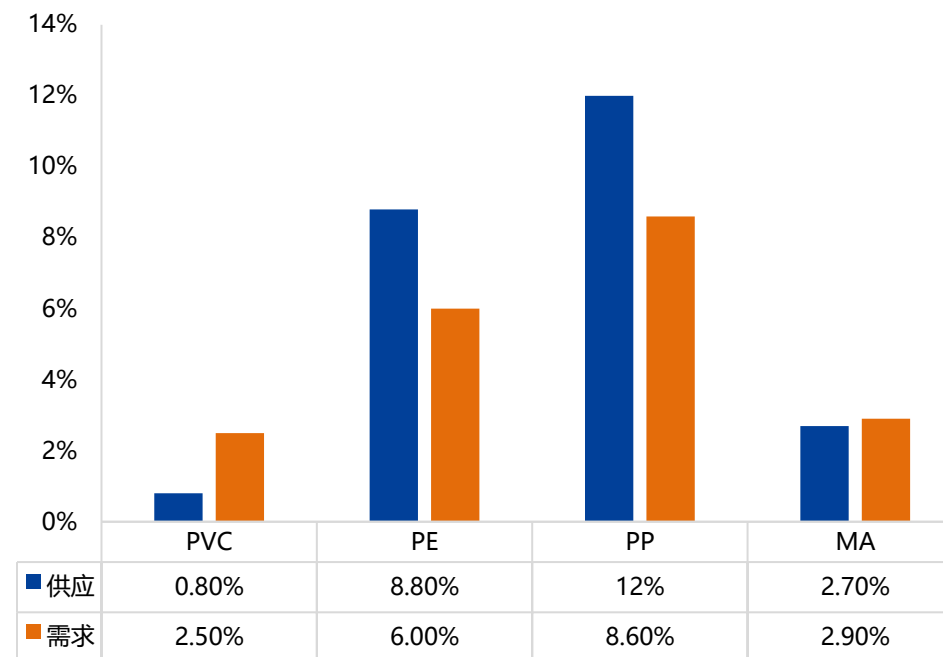
项目	指标	PVC		PE		PP		MA	
价格	一季度期货05合约区间	[6000, 7000]		[7500, 8300]		[7200, 8000]		[2300, 2700]	
供应	新产能	30	占现有产能1.4%	220	占现有产能7.7%	215	占现有产能6.3%	60	占现有产能0.6%
	产量	545	同比-3%	680	同比+3.5%	795	同比+6.5%	2030	同比+0%
			环比+6%		环比+2.4%		环比+1.7%		环比+3%
	进口量	8	同比-20%	350	同比-2%	75	同比+8.7%	275	同比+5.9%
			环比-11%		环比+1.4%		环比-5%		环比-4%
	出口量	35	同比-25%	13	同比+26%	17	同比-32%	5.4	同比+0%
需求	表观需求	518	同比+0.3%	1017	同比+1.4%	853	同比+8%	2300	同比+0.5%
			环比+5%		环比+2.5%		环比+0.8%		环比+2%
边际	代表库存	社会库存最低减少至15万吨	较12月底-37%	生产企业库存最高增加至65万吨	较12月底增加60%	生产企业库存最高增加至50万吨	较12月底增加65%	港口库存最高增加至80万吨	较12月底增加25%
	生产利润	电石法利润增加300元/吨		油制利润增加700元/吨		油制利润增加600元/吨		煤制利润增加200元/吨	

- ❑ 聚烯烃供应宽松：表观需求增速显示，无论是一季度还是全年，PP都是最高的，而PVC的增速都是最低的。一季度PE和甲醇表观需求增速偏低，全年PE超过8%，甲醇不足3%。
- ❑ PVC供不应求：从全年供需增速对比可以看到，PE和PP属于供应过剩，甲醇是平衡，PVC是供不应求。不过其中甲醇因为进口量变化难以预测，供需关系不确定性较强。
- ❑ 组合套利策略：一季度PP与PE表观需求增速差异较大，PP弱而PE强，推荐多L2305空PP2305的组合套利策略。

2023年不同时期表观需求同比变化

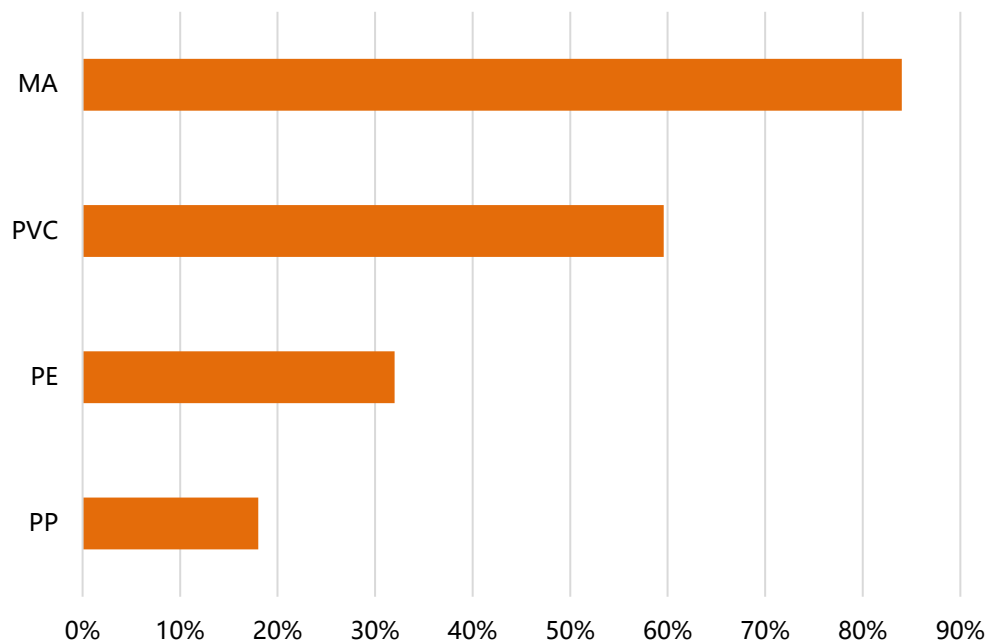


2023年全年供需增速对比

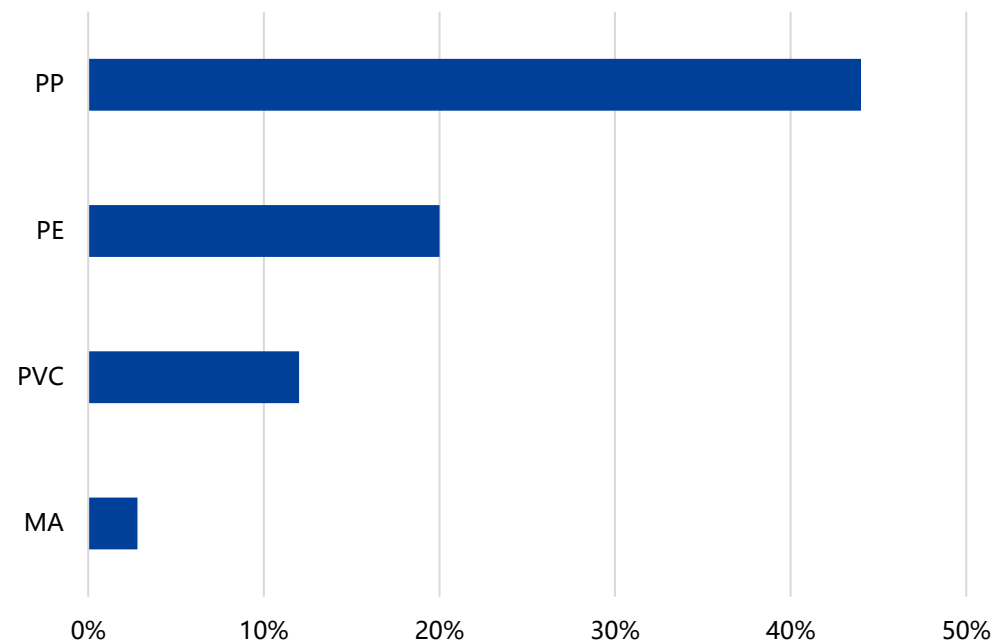


- 甲醇和PVC库存偏高：当前甲醇和PVC生产企业库存偏高，春节后企业存在较大去库压力，不利于价格上涨。另外考虑到PVC社会库存极高，其价格上涨需要等待库存下降至合理水平之后，预计最快为3月份。相比之下，聚烯烃产业链较为健康，上中游各环节库存均不高。
- 低利润是普遍现象：2022年原油和煤炭价格居高不下，油制聚烯烃和煤制甲醇的利润都处于历史最低水平，限制了其下跌空间。而PVC的低利润主要因为建材需求不足。2023年建材需求回暖是大概率事件，因此PVC上涨的确定性最高。
- 单边交易策略：待春节后建材需求回升，生产企业和社会库存出现下降趋势后，做多PVC2305或2309合约。

生产企业库存



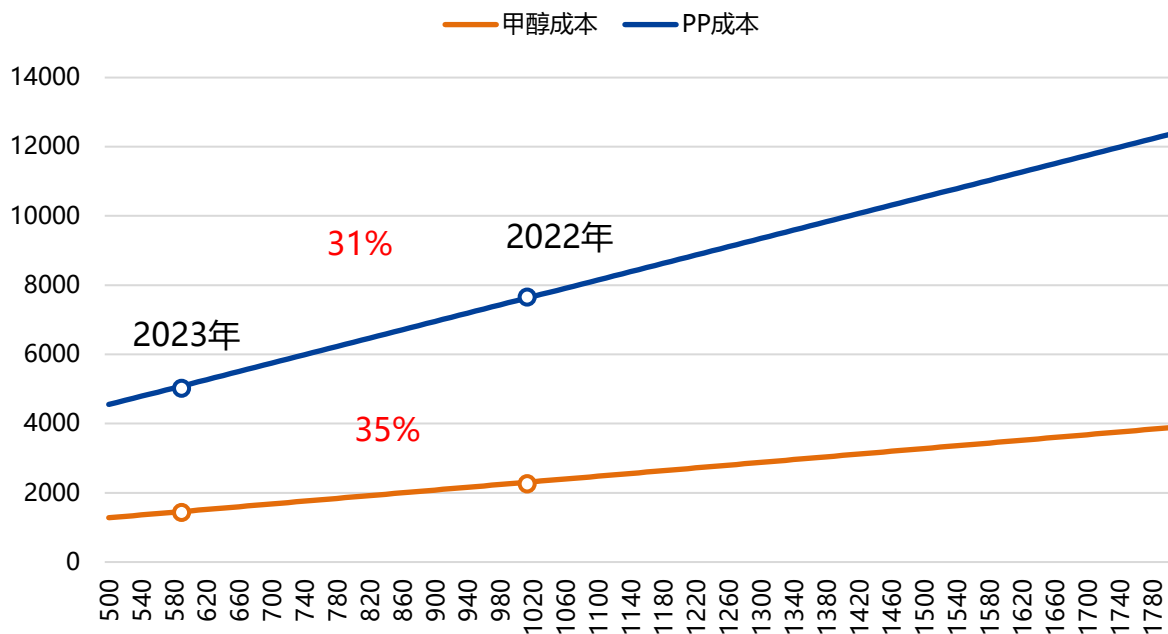
生产利润



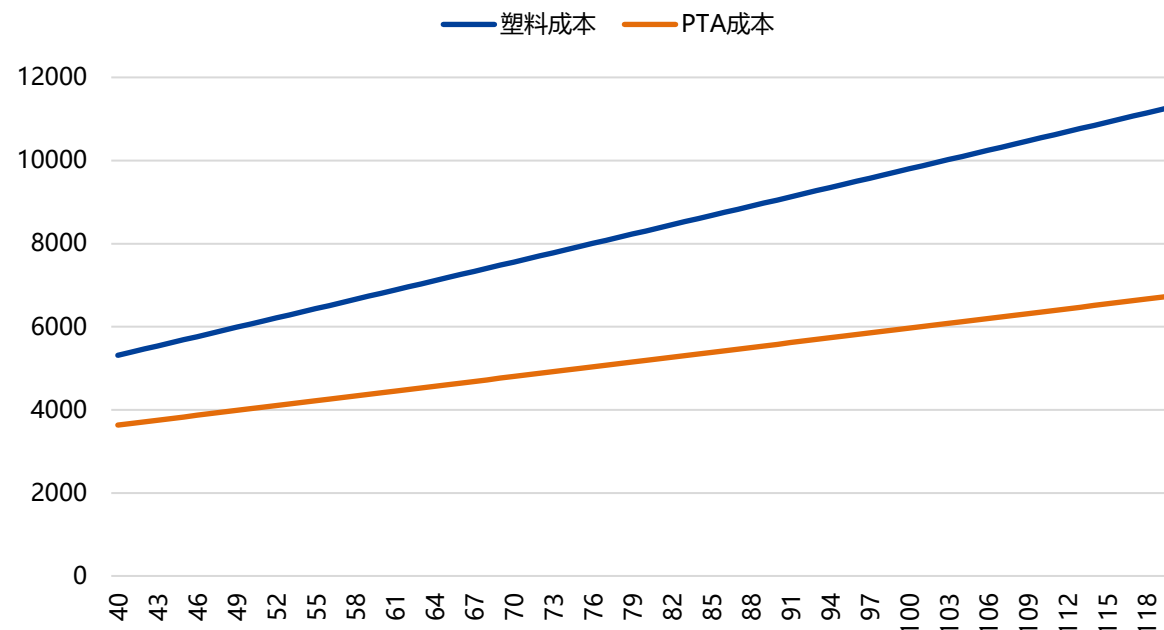
▣ 能源价格下跌风险：能源价格回归到疫情前水平是必然趋势，如果2023年煤炭价格由1000元/吨下跌至600元/吨，PP成本下降2300元/吨，甲醇下降800元/吨。同样如果原油价格由80美元下跌至56美元，PE成本下降2000元/吨，PTA成本下降1000元/吨。

▣ 风险管理策略：对于我司华东和华北的化工品生产企业客户，在春节前和二季度建议提前进行空头套保锁定销售利润，避免能源价格下跌造成损失。

如果煤价下跌40%



如果油价下跌30%



新能源

锂

锂电需求：

- 动力电池产业延续高景气增长
- 全球锂电装机维持50%以上的复合年均增长率

产能投产：

- 高景气、高价格刺激企业扩产意愿
- 供不应求局面将得到扭转

矿山成本：

- 资源禀赋不佳制约国内锂源自给
- 中国位于全球成本曲线最右侧
- 资金风险或加速市场对价格下跌的预期

增量博弈：

- 产量释放节奏存在不确定性
- 价格长期高点基本确立

■ 供需方面，全球锂电装机维持50%以上的复合年均增长率，其中动力电池贡献了超过七成的需求增量，新能源汽车市场渗透率有望继续提升，带动锂盐需求高位增长；而高景气、高价格同时刺激了企业的扩产意愿，上游项目投资快速增多，2023年碳酸锂及氢氧化锂合计产量或同比上升76%，企业产能扩张将逐步修复供需缺口。

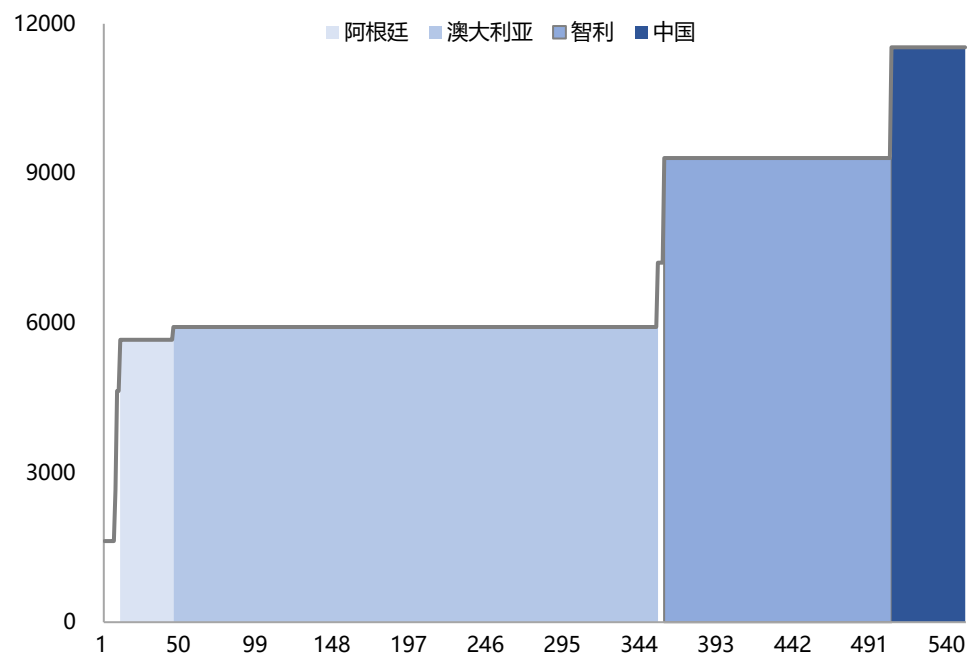
■ 因而，产能加速投产改变市场乐观预期，2023年锂盐价格将进入下行通道，但产能释放并非一蹴而就，一季度锂盐供需格局仍偏紧张，价格下跌空间相对全年而言较为有限。

锂盐供需平衡表

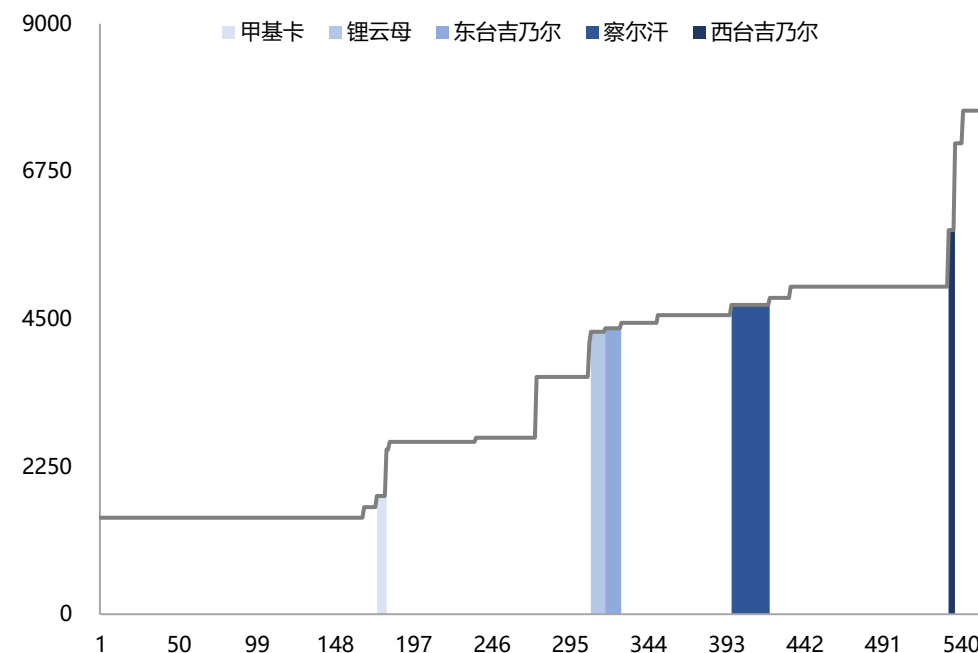
项目	年份	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
消费量	新能源车销量/万辆	324.0	674.9	1040.0	1363.0	1871.0	2383.0
	国内新能源车销量/万辆	136.7	352.1	610.0	724.0	942.0	1212.0
	海外新能源车销量/万辆	187.3	322.8	430.0	639.0	929.0	1171.0
	锂电池装机量/GWh	286.3	520.7	815.2	1157.2	1659.0	2259.8
	动力电池装机量/GWh	173.3	371.2	577.2	838.2	1225.5	1691.9
	储能电池装机量/GWh	28.0	59.5	130.0	189.0	283.5	396.9
	消费电子电池装机量/GWh	85.0	90.0	108.0	130.0	150.0	171.0
	其中: 磷酸铁锂电池装机量/GWh	83.5	230.6	396.5	579.8	856.6	1187.3
	磷酸铁锂正极需求量/万吨	18.4	50.7	87.2	127.5	188.4	261.2
	YOY/%	-	176.18%	71.94%	46.22%	47.74%	38.61%
	其中: 三元电池装机量/GWh	147.7	233.0	350.0	493.8	703.9	958.0
	三元正极需求量/万吨	23.1	36.5	53.2	75.1	103.5	140.8
	YOY/%	-	57.71%	45.82%	41.09%	37.87%	36.10%
	锂盐消耗量/万吨	26.3	45.0	67.9	96.0	134.3	182.5
	碳酸锂消耗量/万吨	16.3	29.2	44.9	63.6	89.6	121.8
	氢氧化锂消耗量/万吨	10.0	15.7	23.0	32.4	44.6	60.8
供给量	锂盐产量/万吨	27.3	42.4	59.5	104.9	150.2	201.0
供需平衡	锂盐供需缺口/万吨	1.0	-2.5	-8.4	9.0	15.9	18.5

从成本及风险的角度思考，资源禀赋不佳是国内锂矿开采环节最大的掣肘，中国锂源开采成本相较阿根廷盐湖及澳大利亚矿山几乎翻番，除四川甲基卡锂矿外，江西锂云母、青海盐湖的提锂成本均显著高于全球主流矿山，使得中国锂资源的开发呈现量低价高的现状，对外依存度高。因而，不论是境内勘探开采还是海外权益投资，国内锂资源上游企业普遍面临资本支出高企的困境，过高的投资及负债将使得企业在未来价格下行阶段面临较高的资金风险，并加速市场对价格下跌的预期。

分国别成本曲线(美元/吨碳酸锂当量)



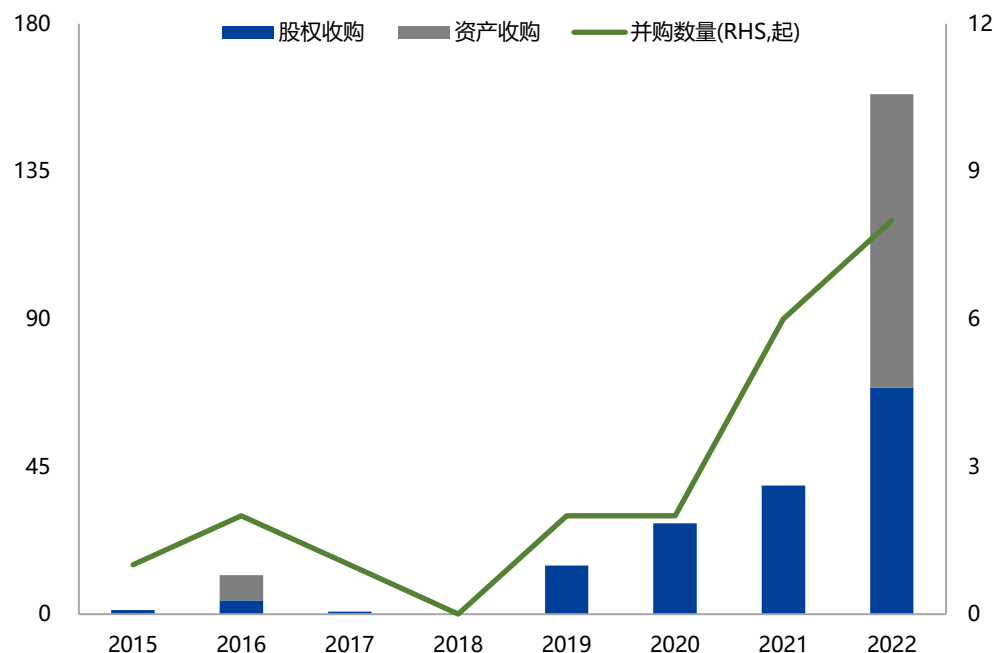
分项目成本曲线(美元/吨碳酸锂当量)



□ 一季度市场关注的增量博弈焦点集中于产能扩张的进展，2022年国内资源并购案例数量突飞猛进，但从立项、环评到建设、投产均需耗费一定时间，且参照当前全球主要锂资源项目扩产进度跟踪，受制于海外通胀及供应链限制，项目完工日期或多或少存在延后现象，锂盐产能释放尚需时日。

□ 综合前述，供应放量预期缓解当前锂盐供不应求现状，价格长期高点基本确立，但产量释放节奏疑问，2023年一季度国内锂辉石精矿CIF价格区间或将维持5300-5500美元/吨，碳酸锂及氢氧化锂价格中枢则分别位于46万元/吨及48万元/吨附近。

中国锂资源并购案例统计情况



全球锂资源项目建设投产跟踪(不完全统计)

项目	公司	类别	区域	计划产能(万吨LCE)	计划投产时间	实际投产时间
Salar del Rincon	Argosy	盐湖	阿根廷	0.2	2022H1	2023Q1
Olaroz 2期	Allkem	盐湖	阿根廷	2.5	2022H2	2023Q2
Cauchari-Olaroz	LAC/赣锋锂业	盐湖	阿根廷	4.0	2022H2	2023Q3
2022年延期产能		合计		6.7	-	
Mina Fenix	Livent	盐湖	阿根廷	1.0	2023Q1	-
Sal de Los Angeles	西藏珠峰	盐湖	阿根廷	2.5	2023Q1	-
Atacama	SQM	盐湖	阿根廷	2.0	2023H2	-
Pilgangoora	Pilbara	锂矿	澳大利亚	1.3	2023Q3	-
2023年投产产能		合计		3.3	-	

新能源

工业硅

工业硅供应：

- 2023年度工业硅新增产能大量释放
- 低成本先进产能或加速落后产能退出，行业利润中段企业或面临资金风险

多晶硅需求：

- 光伏行业发展迅速，多晶硅需求保持增长态势
- 多晶硅2023年对工业硅需求增量预计达到50%
- 多晶硅自身供给放量导致硅料降价，将进一步刺激行业终端需求释放

有机硅、硅铝合金需求：

- 随着疫情放开，有机硅终端建筑装饰、电子电器行业将逐步复苏
- 硅铝合金需求基本维持稳态

供需格局：

- 受益于下游市场空间发展，工业硅供需或呈偏紧格局

- 2022年第四季度中国工业硅产量合计约85.5万吨，较2021年同期相比产量增加近11万吨，同比增加14.1%。第四季度工业硅生产厂家开工率约为55.59%，较第三季度明显下降，下降约5.4%。由于下游需求弱势，产量供应端增幅不及预期。
- 2022年中国工业硅新增产能约合80万吨，2023年度新增产能也将大幅释放，但受益于下游市场空间发展，工业硅供需或呈偏紧格局。

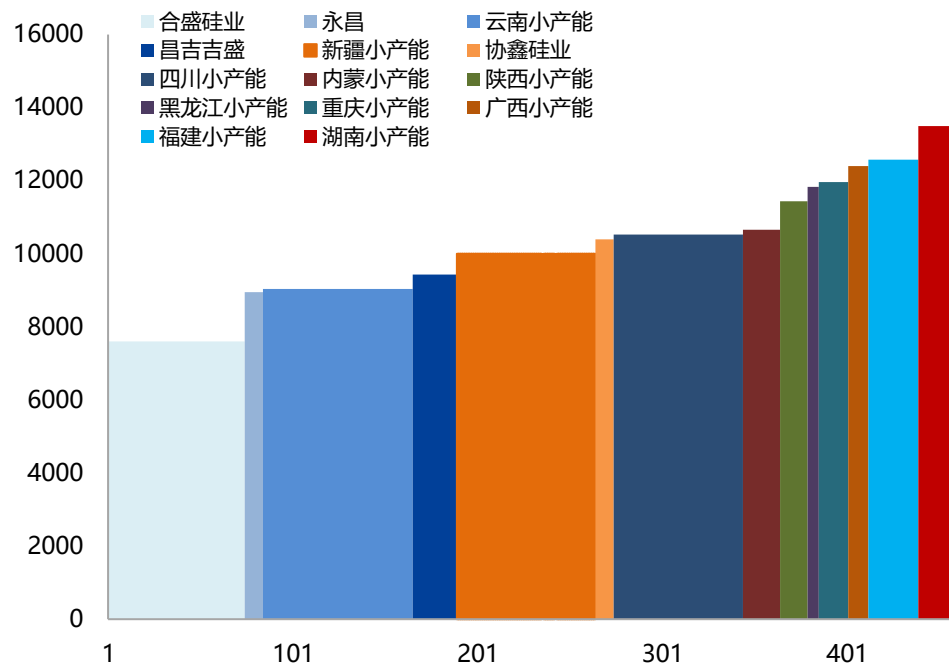
受益于下游市场空间发展，工业硅供需或呈偏紧格局。

			2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
供应端	产能		518	533	637	733	753	779
	开工率		44%	52%	54%	56%	65%	72%
	产量		228	277	344	410	489	561
需求端	多晶硅需求	多晶硅总产量	40	49	70	101	137	180
		多晶硅所需工业硅	48	62	92	131	178	234
	有机硅需求	有机硅总产量	128	142	188	219	249	280
		有机硅所需工业硅	70	78	104	122	138	156
	硅铝合金需求	硅铝合金产量	964	1068	1153	1257	1370	1500
		硅铝合金所需工业硅	48	55	60	65	71	75
	三大领域工业硅需求		166	195	256	318	387	465
进出口端	进口		0.1	0.4	4	4.4	4.6	4.9
	出口		62	78	89	98	106	114
	净进口量		-62	-78	-85	-94	-101	-109
库存累积			0	5	3	-1	1	-13

2022年上半年工业硅生产原料价格整体处于上涨状态，之后西南地区进入丰水期，电价下调，以及部分煤价下调，工业硅生产成本开始下降。第四季度因疫情管控，硅煤、运费等成本上涨，工业硅价格有所推涨。2022年工业硅整体产能扩张达到百万吨，预计2023年将继续有约200万吨新产能投入生产，行业供应增幅较大，预计2023年中国工业硅产量达到380万吨左右。

2023年工业硅行业龙头加速产能扩张，下游制造业也在加深产业链一体化，此类先进产能成本相对较低，可能使高成本、不占矿产资源优势的落后产能加速出清，同时行业成本处于区间中段的内地小产能也面临潜在价格战的资金风险。

工业硅成本 (C1+C2)曲线



工业硅利润下行



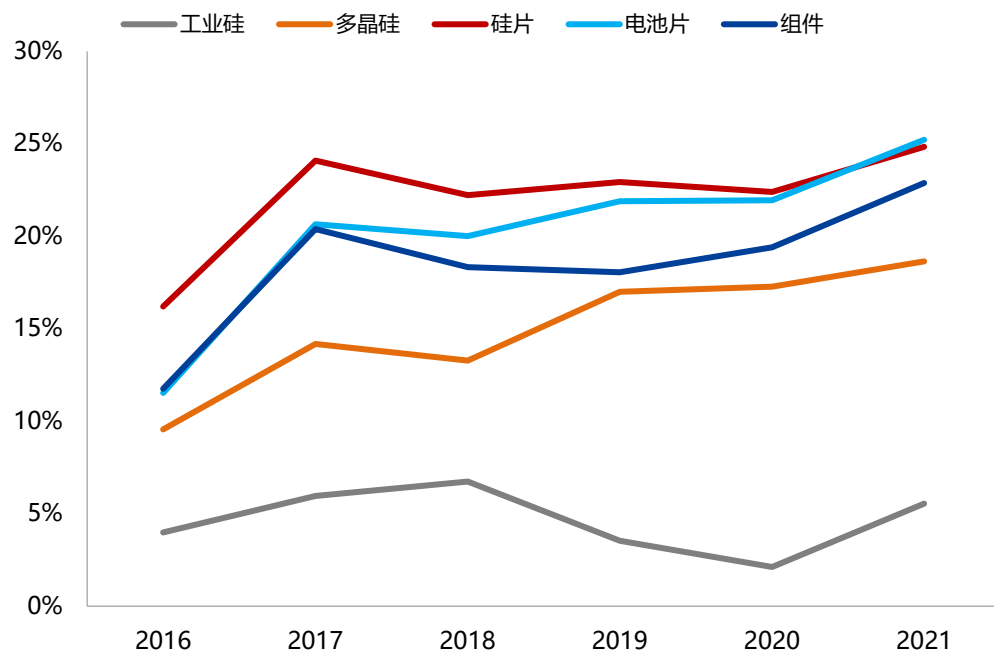
■ 多晶硅随着硅料国产化进程的加速，我国已经逐渐摆脱原材料受控的局面。近年来中国多晶硅产能产量不断增长，2023年中国光伏行业将继续保持高速发展态势，较多新增产能陆续投产，储能市场空间扩张，对供应硅的需求也将继续增加，多晶硅行业2023年对工业硅需求增量预计达到50%左右。

光伏行业发展迅速，多晶硅需求保持增长态势

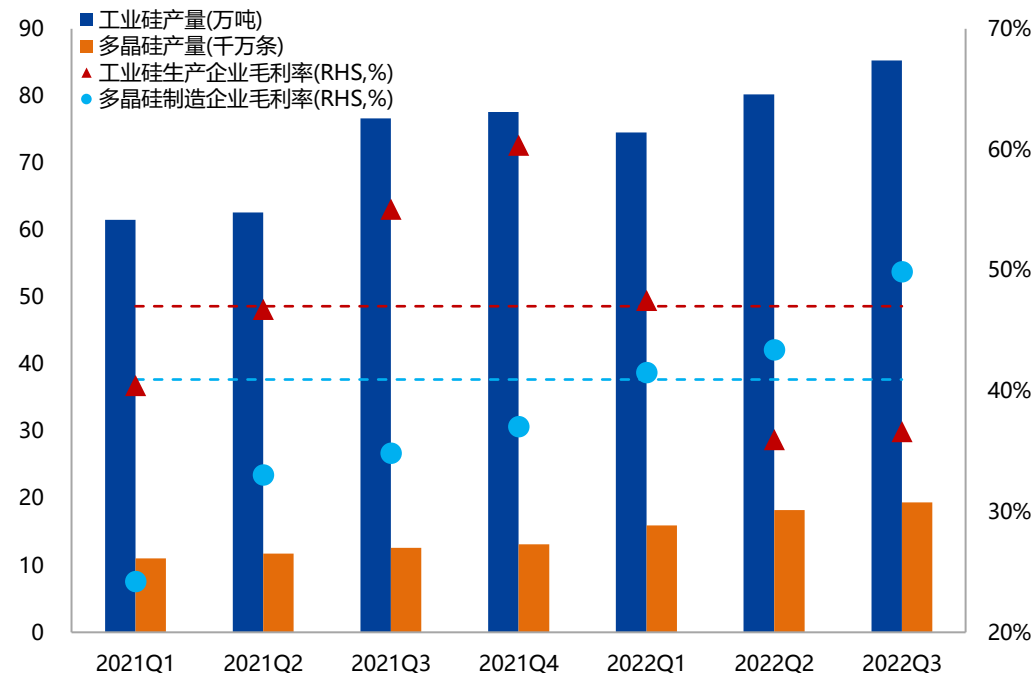
(GW)		2021				2022					2023E				
		Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4E	年度合计	Q1E	Q23	Q33	Q4E	年度合计
有效供给	硅料	50.25	51.23	57.09	57.61	76.19	72.82	80.84	104.74	334.59	114.78	130.03	158.09	188.79	591.69
	硅片	54.44	58.28	65.94	77.25	88.21	97.96	112.31	133.31	431.79	152.69	164.75	172.88	183.75	674.07
	电池	67.98	80.25	92.35	101.84	107.7	113.01	118.5	125.31	464.52	136.34	146.74	157.61	172.36	613.05
	组件	83.75	91.9	102.51	112.51	117.78	121.74	126.41	135.21	501.14	145.76	156.45	166.33	171.95	640.49
容配比		1.22	1.22	1.22	1.22	1.25	1.25	1.25	1.25	1.25	1.25	1.25	1.25	1.25	1.25
组件可支撑装机		68.65	75.33	84.02	92.22	94.22	97.39	101.13	108.17	400.91	116.61	125.16	133.06	137.56	512.39
中性预期 装机需求	中国	5.3	7.7	12.6	29.3	13.2	17.6	24.6	32.6	88	16.5	25.4	35.6	49.5	127
	海外	21.8	26.8	31.3	34.8	31	36.3	44.5	53.4	163.1	40.4	48.8	59.6	71.6	220.5
	合计	27.1	34.5	43.9	64.1	44.2	53.9	69.1	86	251.1	56.9	74.2	95.2	121.1	347.5
超配比例		1.25													
行业库存		1.1													
装机端组件需求量		37.26	47.44	60.36	88.14	60.78	74.11	95.01	118.25	345.26	78.24	102.03	130.90	166.51	477.81

- 2021年以来硅料是整个光伏产业链的核心瓶颈，因此硅料价格近两年也出现了较大幅度的上涨，并且产业链大部分利润也留存在硅料环节。
- 2022-2023年通威、大全、新特、协鑫等企业新增产能不断释放，也将带动下游硅片、电池、组件产出不断增加。预计供给放量导致硅料降价，将进一步刺激行业需求释放、产业链利润再分配。

硅片环节产能增长率走高，竞争加剧

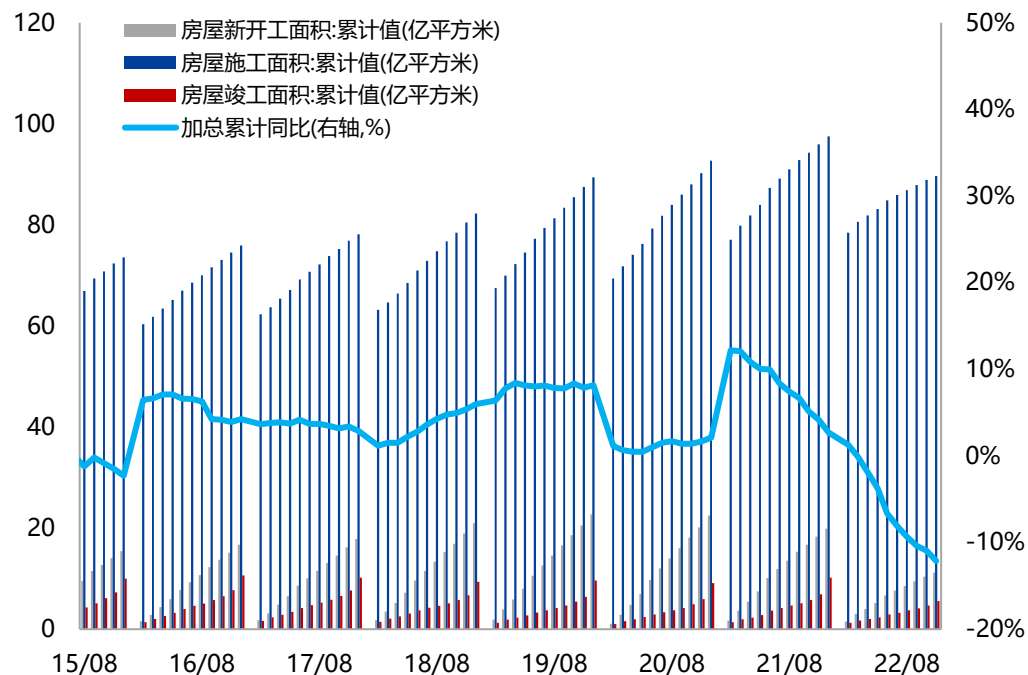


工业硅与多晶硅生产企业产量、利润率对比

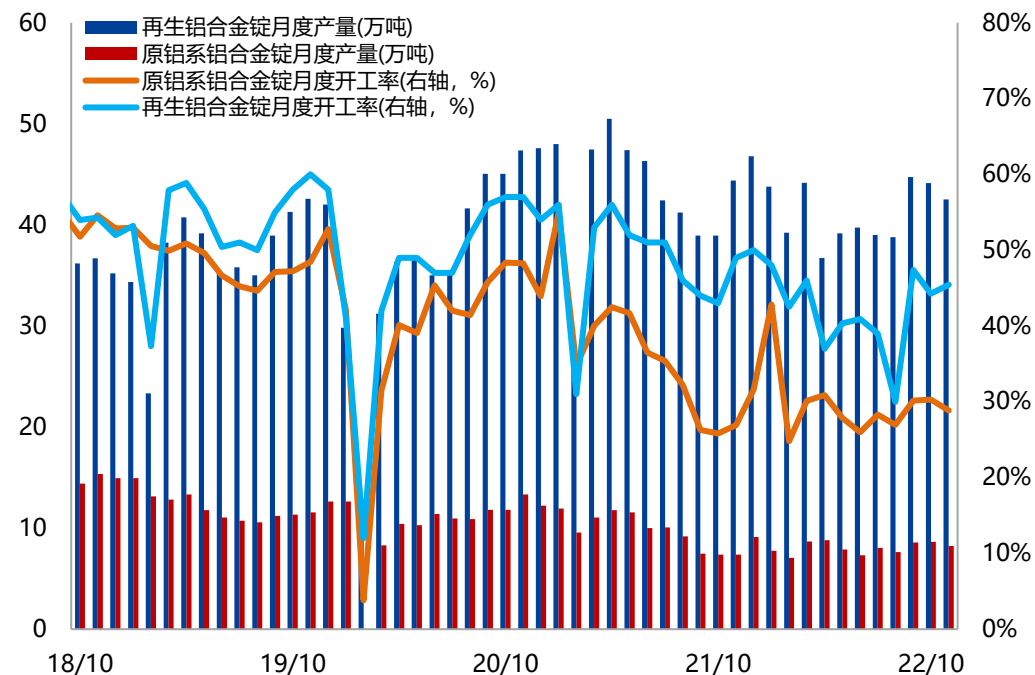


- 有机硅行业开工目前仍处于下行趋势，但随着疫情放开，有机硅终端也将逐步复苏。到2022年底，全面加强基建投资仍是政策共识，金融支持房地产系列政策力度空前，房企融资环境持续改善，预计2023年房地产开发投资增幅降负可收窄至5%-7%，大幅边际改善有机硅终端需求。
- 硅铝合金部分需求仍持稳运行，但受终端需求拖累，开工并无提高，对工业硅需求一般。
- 总体而言，2023年1季度，多晶硅行业维持高景气，有机硅行业需求边际改善，而硅铝合金维持稳定，总体工业硅或进入相对偏紧格局，价格区间或抬升至17000-19000元/吨区间。

随着疫情放开，有机硅终端需求将复苏



硅铝合金系需求基本维持稳定



市场特征

期货 期权

期货市场：

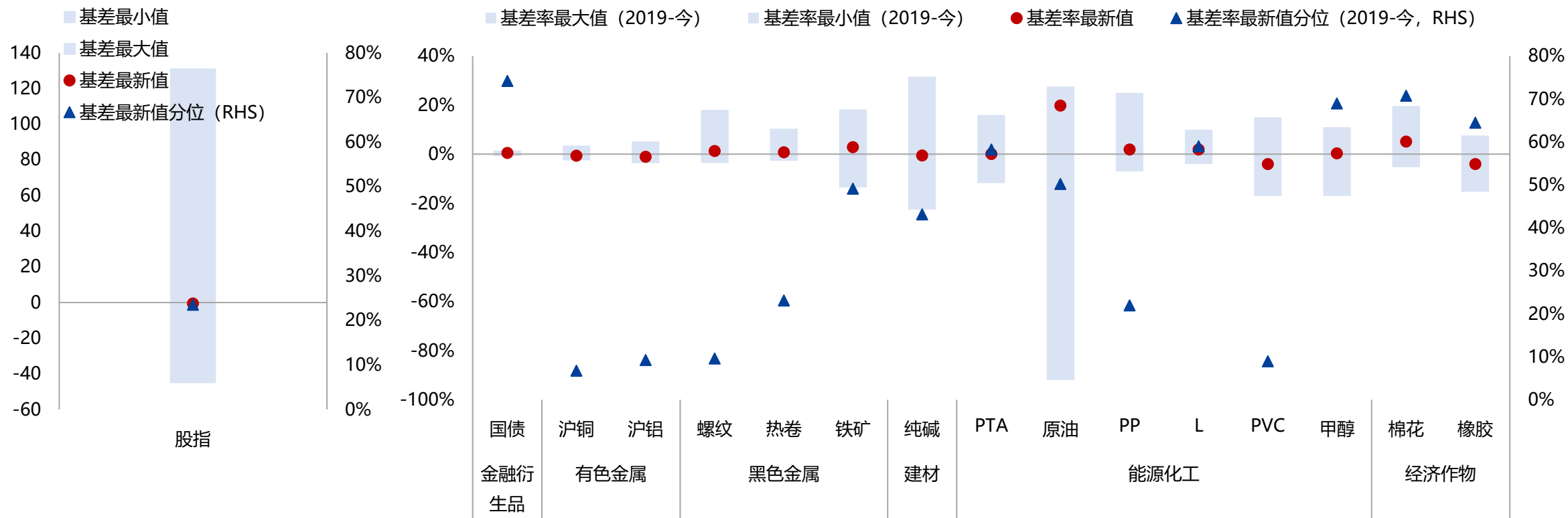
- 经济复苏的乐观预期推动下，部分大宗商品基差已收敛至低位

期权市场：

- LPG、沪金、甲醇、橡胶、中证1000、铁矿、白糖、PP、塑料、PTA、沪铝以及沪铜的波动率偏低
- 塑料、甲醇、铜和白糖看空，PVC、棕榈油和LPG看涨
- 一季度上涨确定性较强的品种是LPG，下跌确定性较强的品种是塑料、甲醇、沪铜和白糖

- 经济复苏的乐观预期推动下，与地产周期修复、基建投资托底等直接相关的大宗商品，如有色金属、黑色金属、建材链条、能源化工部分品种，的基差率均已降至偏低水平。而国债、甲醇、橡胶基差率相对偏高。
- 2023年1季度，复苏预期仍难证伪，春节后期现价格共振上涨的可能性依然存在，未来关注4月后预期兑现的情况。

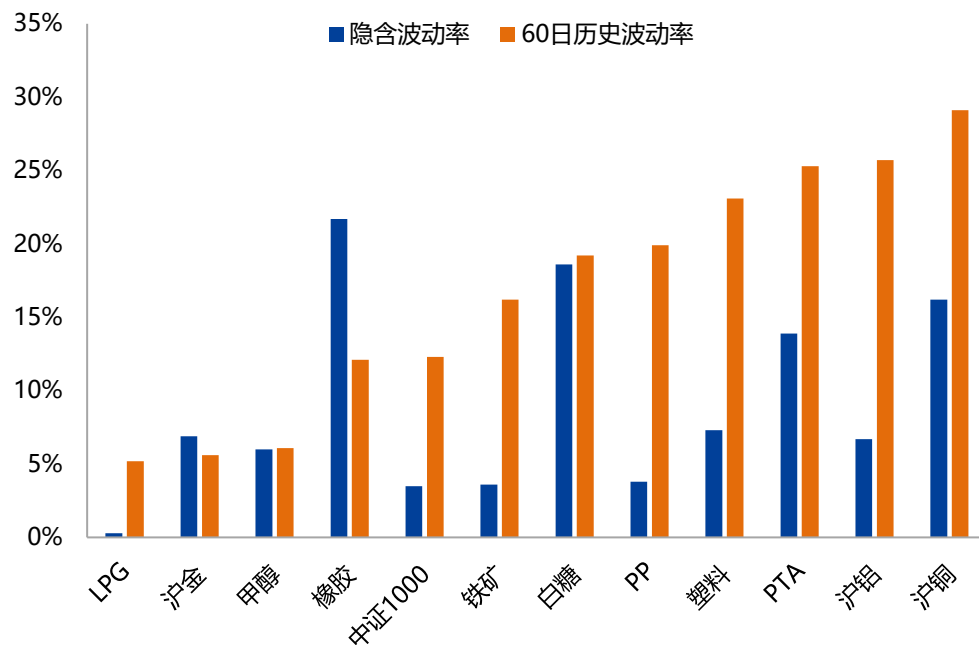
季报品种基差情况



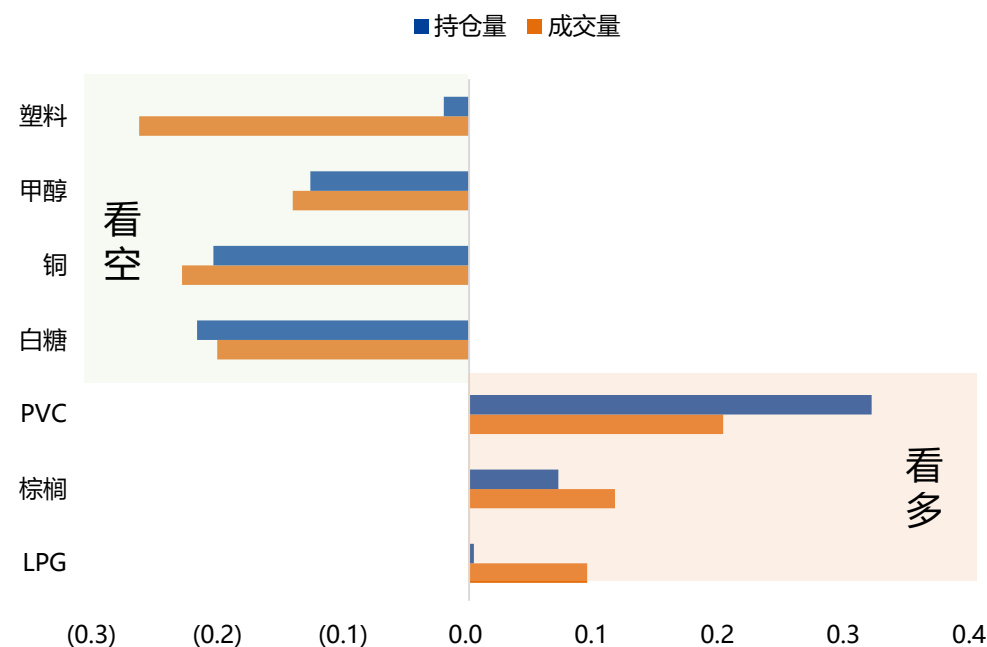
❑ LPG、沪金、甲醇、橡胶、中证1000、铁矿、白糖、PP、塑料、PTA、沪铝以及沪铜的平值行权价隐含波动率和60日历史波动率均处于过去三年25%分位水平以下，代表未来一个季度出现大行情的概率较高。

❑ 塑料、甲醇、铜和白糖的期权成交量和持仓量PCR偏高，反映市场的极端看空情绪，PVC、棕榈油和LPG的期权成交量和持仓量PCR偏低，反映市场的极端看涨情绪。再结合各自的波动率，一季度上涨确定性较强的品种是LPG，下跌确定性较强的品种是塑料、甲醇、沪铜和白糖。

波动率越低，未来容易出现大行情



PCR百分位越低，市场情绪越强



策略建议

风险管理

期货策略：

- 债券、橡胶卖保参与价值较高
- 沪铝、黑色、建材及煤化工品种下游买保为主

期权策略：

- 沪胶买入虚值看跌
- PVC买入看涨比率（1:2）价差

2023年第1季度核心品种风险管理策略建议																		
大类产业链	具体品种	趋势研判		波动率特征						核心研判逻辑		微观市场结构			风险管理策略			
		方向	强度	过往单季最大连续涨幅	过往单季最大连续上涨天数	过往单季最大连续跌幅	过往单季最大连续下跌天数	预计未来1个季度最大涨幅	预计未来1个季度最大跌幅	主要影响因素		基差分位值	价差分位值	综合评价	潜在避险主体	保值方向	保值比例	保值合约
金融衍生品	股指 (沪深300)	上涨	稳步 上涨	50.78%	47	-37.34%	41	15%	5%	1.业绩修复驱动增强； 2.绝对估值与相对估值偏低； 3.市场情绪乐观，资金推涨动能增强		23.5%	12.8%	基差、价差 利于多头展期 移仓	权益多头机构	买入保值	50%	IF2303/IF2306
	国债 (十年)	下跌	相对 平缓	3.99%	57	-7.09%	41	0.7%	1.3%	1.刺激政策频出，一季度经济开门红概率较高，带动利率上行； 2.货币政策总量宽松有限，以结构性宽信用政策工具为主； 3.资产端与负债端共同修复，“资产荒”压力缓解；		76%	13%	基差结构不利于卖保	利率多头机构投资者 (如债券型基金、灵活配置型基金)	卖出保值	10%	T2303/T2306
有色金属	铝	上涨	平缓	26%	52	-32%	47	14%	7%	1.地产竣工修复带动建筑需求改善；光伏、新能源车、特高压等新能源需求持续增长； 2.现有产能接近4500万吨天花板，且水电占比抬升，供给约束明确； 3.库存处于历史较低位，铝价易涨难跌；		48%	54%	其基差、价差结构预计无重大变化，对保值入场策略呈中性影响	下游加工制造企业（如锂电铝箔制造企业、铝材加工制造企业）	买入保值	40%	AL2304/AL2305
黑色金属	螺纹钢	上涨	稳步 向上	27.25%	66	24.38%	67	13%	/	1.稳增长政策加码，经济复苏预期较强； 2.低供给有利于缓和春节期间累库压力。		36%	57%	基差结构不利于买保	下游用钢企业（如建筑企业等）	买入保值	50%	RB2305
	热卷	上涨	稳步 向上 相对弱于 螺纹	30.07%	66	22.79%	67	12%	/	1.稳增长政策加码，经济复苏预期较强； 2.春节期间累库压力较为有限。		25%	67%	基差结构不利于买保	下游用钢企业（如板材加工企业、汽车、家电企业等）	买入保值	50%	HC2305
	铁矿石	上涨	相对 陡峭	33%	66	-38%	67	25%	/	1.经济复苏预期较强； 2.1-2季度铁矿供需阶段性错配。		30%	50%	基差结构不利于买保	下游长流程钢厂	买入保值	50%	I2305

2023年第1季度核心品种风险管理策略建议																	
大类产业链	具体品种	趋势研判		波动率特征						核心研判逻辑	微观市场结构			风险管理策略			
		方向	强度	过往单季最大连续涨幅	过往单季最大连续上涨天数	过往单季最大连续跌幅	过往单季最大连续下跌天数	预计未来1个季度最大涨幅	预计未来1个季度最大跌幅	主要影响因素	基差分位值	价差分位值	综合评价	潜在避险主体	保值方向	保值比例	保值合约
黑色金属	纯碱	上涨	相对陡峭	57.35%	67	-37.84%	67	14%	/	1.经济复苏预期较强； 2.远兴能源投产前纯碱供需平衡，低库存格局延续。	50%	98%	基差有望收敛，有利于多头买保策略	下游玻璃企业	买入保值	80%	SA305
新能源	工业硅	上涨	平缓	-	-	-	-	12%	-8%	1.供应端受低利润影响一季度投产或不及预期； 2.地产随消费逐步复苏，有机硅需求或边际转好； 3.多晶硅产业仍维持高景气	-	-	基差、价差结构预计无重大变化，对保值入场策略呈中性影响	多晶硅光伏各环节加工制造企业、有机硅生产企业	买入保值	30%	SI2308、SI2309
能源化工	PP	上涨	一般	19%	14	-17%	49	10%	8%	1.生产企业库存处于历史低位； 2.疫情后消费预期回暖； 3.新增产能投放不及预期； 4.原油存在上涨可能	37%	57%	期货略微贴水，利于多头策略	下游加工制造企业（如薄膜，塑料制品生产企业）	买入保值	0.5	PP2305
	L	上涨	一般	24%	22	-19%	49	12%	9%	1.生产企业库存处于历史低位； 2.疫情后消费预期回暖； 3.新增产能投放不及预期； 4.原油存在上涨可能	77%	56%	期货偏强，不利于多头策略	下游加工制造企业（如薄膜，塑料制品生产企业）	买入保值	0.5	L2305
	PVC	上涨	相对陡峭	42%	43	-29%	62	20%	10%	1.生产利润极低，企业普遍亏损，进一步减产的可能性较高； 2. 地产行业复苏后利好PVC建材需求	10%	52%	现货贴水，不利于多头策略	下游加工制造企业（如管材和地板生产企业）	买入保值	0.8	V2305
	橡胶	下跌	平缓	28.18%	14	-17.40%	10	-	-10.50%	终端车市需求边际转弱，橡胶进口维持增长，港口库存持续累库，供需结构转向宽松。	64.93 %	39.76 %	利于空头策略	上游橡胶生产企业及中游贸易企业	卖出保值	30%	RU2305

根据上述期货基本面和期权指标，一季度我们推荐以下期权策略，主要目的在于规避风险。

品种	方向	价格区间	胜率	场内期权			
				期权策略	说明及注意事项	适用对象	到期损益图
沪胶	跌	[11000, 13500]	70%	买入深度虚值看跌期权 RU2305P11000	沪胶基本面虽然偏弱，但存在 随宏观经济回暖上涨的可能， 因此买入看跌期权试错	上游 生产企业	
PVC	涨	[6000, 7200]	80%	买入看涨比率 (1:2) 价差 买入V2305-C-6800 卖出V2305-C-7200	PVC上涨确定性较强，但仅买 入一份期权05合约成本太高， 因此卖出2份降低组合权利金 支出，同时注意及时平仓	下游 消费企业	

策略建议

资产管理

期货策略：

- 复苏预期+稳货币+宽信用，多股空债为主
- 地产周期修复预期，沪铝、黑色金属延续强势
- 光伏新能源产能扩张，纯碱、工业硅上行驱动明确

期权策略：

- 沪深300指数滚动买入看涨牛市价差
- 工业硅卖出浅虚值看跌
- 沪铜卖出平值跨式

2023年第1季度核心品种投资策略建议																					
大类产业链	具体品种	趋势研判		波动率特征						核心研判逻辑		微观市场结构			投资策略						
		方向	强度	过往单季最大连续涨幅	过往单季最大连续上涨天数	过往单季最大连续跌幅	过往单季最大连续下跌天数	预计未来1个季度最大涨幅	预计未来1个季度最大跌幅	主要影响因素		基差分位值	价差分位值	综合评价	策略方向	胜率	赔率	资金占比	保证金率	止盈位	止损位
金融衍生品	股指 (沪深300)	上涨	稳步上涨	50.78%	47	-37.34%	41	15%	5%	1.业绩修复驱动增强; 2.绝对估值与相对估值偏低; 3.市场情绪乐观, 资金推涨动能增强		23.5%	12.8%	基差、价差不利于多头移仓	单边多头	0.8	2	10%	12%	4600	3800
	国债 (十债)	下跌	相对平缓	3.99%	57	-7.09%	41	0.7%	1.3%	1.刺激政策频出, 一季度经济开门红概率较高, 带动利率上行; 2.货币政策总量宽松有限, 以结构性宽信用政策工具为主; 3.资产端与负债端共同修复, “资产荒”压力缓解;		76%	13%	远月合约贴水, 基差处于较高水平, 市场预期偏空	单边空头	0.8	1.8	10%	2%	99	101
有色金属	铝	上涨	平缓	26%	52	-32%	47	14%	7%	1.地产竣工修复带动建筑需求改善; 光伏、新能源车、特高压等新能源需求持续增长; 2.现有产能接近4500万吨天花板, 且水电占比抬升, 供给约束明确; 3.库存处于历史较低位, 铝价易涨难跌;		48%	54%	其基差、价差均处于历史平均水平, 对单边行情影响有限	单边多头	0.7	2	9%	15%	20000	17500
黑色金属	螺纹钢	上涨	稳步向上	27.3%	66	24.4%	67	13%	/	1.稳增长政策加码, 经济复苏预期较强; 2.低供给有利于缓和淡季累库压力。		36%	57%	基差倒挂幅度有限, 续涨空间看节后终端需求/现货启动情况	单边多头	0.8	2.5	10%	15%	4500	3800
	热卷	上涨	稳步向上 相对弱于螺纹	30.1%	66	22.8%	67	12%	/	1.稳增长政策加码, 经济复苏预期较强; 2.库存压力有限。		25%	67%	基差倒挂幅度有限, 续涨空间看节后终端需求/现货启动情况	单边多头	0.7	2.5	10%	15%	4600	3900
	铁矿石	上涨	相对陡峭	32.8%	66	-38.1%	67	25%	/	1.经济复苏预期较强; 2.1-2季度铁矿供需阶段性错配。		30%	50%	基差倒挂, 但幅度有限, 续涨空间看节后现货启动情况	单边多头	0.8	2.0	4%	15%	1000	700

2023年第1季度核心品种投资策略建议																				
大类产业链	具体品种	趋势研判		波动率特征						核心研判逻辑		微观市场结构			投资策略					
		方向	强度	过往单季最大连续涨幅	过往单季最大连续上涨天数	过往单季最大连续跌幅	过往单季最大连续下跌天数	预计未来1个季度最大涨幅	预计未来1个季度最大跌幅	主要影响因素		基差分位值	价差分位值	综合评价	策略方向	胜率	赔率	资金占比	保证金率	止盈位
黑色金属	纯碱	上涨	相对陡峭	57.4%	67	-37.8%	67	14%	/	1.经济复苏预期较强； 2.远兴能源投产前纯碱供需紧平衡，低库存格局延续。	50%	98%	基差倒挂，利于多头策略	单边多头	0.8	2.0	7%	15%	3200	2600
新能源	工业硅	上涨	相对平缓	-	-	-	-	12%	-8%	1.供应端受低利润影响一季度投产或不及预期；2.地产随消费逐步复苏，有机硅需求或边际转好；3.多晶硅产业仍维持高景气	-	-	-	单边多头	0.6	2			19000	17000
能源化工	PP	上涨	一般	19%	14	-17%	49	10%	8%	1.生产企业库存处于历史低位； 2.疫情后消费预期回暖； 3.新增产能投放不及预期； 4.原油存在上涨可能	37%	57%	期货略微贴水，利于多头策略	单边多头	0.7	2	11%		7900	7200
	L	上涨	一般	24%	22	-19%	49	12%	9%	1.生产企业库存处于历史低位； 2.疫情后消费预期回暖； 3.新增产能投放不及预期； 4.原油存在上涨可能	77%	56%	期货偏强，不利于多头策略	无	无	无	11%		无	无
	PVC	上涨	相对陡峭	42%	43	-29%	62	20%	10%	1.生产利润极低，企业普遍亏损，进一步减产的可能性较高； 2.地产行业复苏后利好PVC建材需求	10%	52%	现货贴水，不利于多头策略	单边多头	0.9	3	11%		7500	6000
	橡胶	下跌	平缓	28.18%	14	-17.40%	10	-	-10.50%	终端车市需求边际转弱，橡胶进口维持增长，港口库存持续累库，供需结构转向宽松。	64.93%	39.76%	利于空头策略	单边空头	0.75	2	10.05%	10%	11500	13500

根据上述期货基本面和期权指标，一季度我们推荐以下期权策略，主要目的在于增强收益。

品种	方向	价格区间	胜率	场内期权			
				期权策略	说明及注意事项	适用对象	到期损益图
沪深300指数	涨	[3800, 4600]	80%	买入看涨牛市价差 买入IO2302C4200 卖出IO2302C4400	沪深300指数上涨确定性较强，逐月滚动建仓。牛市价差也可替换为看涨比率价差（1:2）	金融机构	 <p>最大盈利 178 最大亏损 -22 IO2302</p>
工业硅	平缓上涨	[17000, 19000]	66%	卖出浅虚值看跌 SI2308-P-17000	上涨确定性不强，卖出期权增强收益或对冲期货多头	中游贸易商或下游消费企业	 <p>最大盈利 750 最大亏损 -∞ SI2308</p>
沪铜	震荡	[63000, 68000]	70%	卖出跨式组合 卖出CU2303C66000 卖出CU2303P66000	沪铜缺乏单边驱动，大概率区间震荡，卖出平值跨式以增强收入。当单边行情出现时，可保留盈利一腿，平仓另一腿	中游贸易商	 <p>最大盈利 3000 最大亏损 -∞ CU2303</p>

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

网址：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