

## 宏观大类资产配置量化策略专题

# 读书笔记

2023年4月21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

观点综述			P3-6	能源化工	L	
宏观分析			P7-16		MA	P64-69
					甲醇	
品种分析					橡胶	P70-74
				螺纹		
金融衍生品	国债	P17-21	黑色金属	热卷	P75-88	
	股指	P22-31		铁矿		
有色金属	电解铝	P32-36	建筑材料	纯碱	P89-96	
	电解铜	P37-41		玻璃		
	电解镍	P42-47	经济作物	棉花	P97-100	
	锂	P48-51		棕榈油	P101-106	
新能源	工业硅	P52-57				
能源化工	原油	P58-63	微观市场特征			P107-109
	PTA		风险管理策略			P110-114
	PP	P64-69	资产管理策略			P115-118

### 宏观逻辑：

#### □ 内强外弱，周期错位：

□ (1) 从经济周期角度看，国内经济温和复苏，且结构分化，复苏持续性上，服务业 > 建筑业 > 制造业 > 出口，海外经济增速持续放缓，“衰退”风险增加；

(2) 从库存周期角度看，国内去库周期或已接近尾声，海外主动去库周期持续时间可能较长。

#### □ 美联储紧缩扰动减弱：

从经济条件和金融条件看，美联储大概率将于今年上半年结束加息，市场关注焦点转向何时降息。

### 大类资产趋势研判：

□ 权益：经济复苏初期，权益资产表现占优，A股业绩修复驱动有望增强，市场风险偏好回升，国内外资金推涨驱动或将增强，基于基本面驱动、主题热度考虑，沪深300上行驱动较明确；

□ 债券：经济复苏，货币政策维持“稳货币+宽信用”组合，债券资产处于牛市尾部阶段，表现偏震荡，长短端利率驱动错位，曲线策略胜率更优；

□ 商品：国内外经济、库存周期错位，国内经济复苏斜率偏缓，商品尚未进入牛市，将延续分化走势。

### 策略建议：

□ 风险管理策略+资产管理策略，见P4-5。

品种		2季度运行方向	2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	[3850, 4600]	1.国内经济复苏大势明朗，分子端盈利推涨作用持续强化； 2.风险偏好提升、美联储加息进入尾声，利于分母端估值提升； 3.A股避险、配置价值良好，利于资金大规模流入； 4.受益于基本面改善的顺周期板块，以及中特估、数字经济等主题热点与沪深300指映射关联度最高，其属最佳多头标的。	公募、私募等权益型多头机构投资者买入保值	卖出浅虚值看跌期权 IO2305P3950	期货单边多头	-	P22-31
	国债	平缓下跌	-	1.经济复苏趋势难以动摇； 2.流动性相对平稳，总量宽松概率较低； 3.复苏斜率存在分歧，长端利率走势或偏纠结。	利率多头机构 卖出保值	-	跨品种套利 买T-卖TS	-	P17-21
有色金属	铜	震荡	[67000, 72000]	1.地产竣工修复带动建筑需求改善，光伏、风电等新能源需求维持增长 2.矿端供给宽松，冶炼企业开工水平保持良好，检修或造成阶段性扰动 3.铜加工企业开工率向上修复，但结构存在分化。	上游冶炼企业 卖出保值	卖出跨式组合 卖出CU2305C69000 卖出CU2305P69000	-	-	P37-41
	铝	上涨	[18000, 20000]	1.地产竣工修复带动建筑需求改善，光伏、特高压等新能源需求维持增长； 2.现有产能接近4500万吨天花板，水电紧张问题可能贯穿全年，西南地区产能释放偏缓； 3.库存预计延续向下趋势。	下游加工制造企业 买入保值	-	期货单边多头	-	P32-36
	镍	震荡下行	[140000, 200000]	1.镍铁延续过剩趋势，中间品增量逐步落地 2.硫酸镍-电积镍路径打通，纯镍供给弹性进一步提升 3.下游需求疲软。	上游冶炼企业 卖出保值	-	期货单边空头	-	P42-47
	锂	下行	-	1.新能源产业景气增速边际减缓； 2.锂资源释放节奏提速。	-	-	-	-	P48-51
新能源	工业硅	震荡	[14700, 15700]	1.多晶硅、有机硅二季度投产相对较低，需求增量有限； 2.工业硅供应端总量维持增长。	-	-	-	-	P52-57

品种		2季度运行方向	2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	PTA	下行	[5500, 6700]	1.成本端向上驱动减弱; 2.二季度PTA大量投产。	-	-	期货单边空头	-	P58-63
	PP	震荡	[7000, 8000]	1.新增产能集中投放,检修力度偏小,供应压力巨大; 2.二季度为传统淡季,需求缺乏实质利好。	上游生产企业 卖出保值	-	期货单边空头	-	P64-69
	L	震荡上行	[7300, 8300]	1.无新增产能投放,5月起开始集中检修,供应压力有限; 2.即便煤价下跌,也存在原油成本支撑,下跌空间有限。	下游塑料制品生 产企业买入保值	-	期货单边多头	-	
	PVC	震荡上行	[5800, 7000]	1.4月起开始集中检修,产量下滑10%左右; 2.建材需求逐步回暖,二季度末需求全面回升后有望助力上涨。	下游塑料制品生 产企业买入保值	卖出虚值看涨期权 V2309C6500	期货单边多头	-	
	甲醇	震荡下行	[2200, 2550]	1.国内检修力度偏小,进口量高居不下,供应保持宽松; 2.煤价持续下跌,成本塌陷价格被动跟跌。	上游生产企业 卖出保值		期货单边空头	-	
	橡胶	震荡上行	[11000, 13500]	1.乘用车零售拖累逐步减缓; 2.重卡市场有望贡献需求增量。	下游轮胎及制品 企业卖出保值	买入虚值看涨期权 RU2306C12500	期货单边多头	-	P70-74
黑色金属	螺纹	震荡下行	[3500, 4400]	1.地产存量项目支撑用钢需求,外需退坡制造业表现分化,旺季需求强度或有限; 2.高炉复产超预期,废钢供给有望回补,供给压力逐步显现;	钢厂卖出保值	-	期货单边空头	-	P75-88
	热卷	震荡下行	[3500, 4400]	3.原料端利空发酵,煤焦供应过剩,铁矿供需差将逐步收敛,监管风险依然存在。	钢厂卖出保值	-	期货单边空头	-	
	铁矿	震荡下行	[650, 900]	1.钢材供应过剩矛盾逐步显现,钢价回调压力加大,钢厂主动、被动减产概率提高,二季度铁水产量见顶; 2.外矿发运季节性回升; 3.二季度铁矿供需差将逐步收敛。	矿贸易商卖出保值	-	期货单边空头	-	

品种		2季度运行方向	2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	
黑色金属	纯碱	区间	[2200, 2450]	1.中性假设下，二季度纯碱供需相对平衡； 2.市场预期转弱，包括远兴投产后供给过剩风险、烧碱对轻碱需求替代的风险、出口需求下滑的风险、燃料煤价格下跌的风险。	-	-	-	-	P89-96
	玻璃	震荡上行	[1550, 1800]	1.地产竣工周期修复预期强，浮法玻璃需求有望同比增长9.6%； 2.浮法玻璃运行产能已同比下降超7%； 3.2023年供需增速差较大，浮法玻璃基本面改善预期较强。	下游玻璃深加工企业买入保值	-	期货单边多头	-	
经济作物	棉花	震荡上行	[14000, 16000]	1.北半球新年度植棉面积下降； 2.二季度天气窗口期影响增强。	下游纺织企业买入保值	买入看涨牛市价差 买入CF309C15200 卖出CF309C15600	期货单边多头	-	P97-100
	棕榈油	震荡	[7000, 8000]	1.棕榈油逐步进入旺产季，产量预计抬升，但天气扰动及树龄老化或对产量存在拖累； 2.生柴需求及食用需求均存在向上空间； 3.主要消费国库存均处于偏高水平。	下游食品加工企业买入保值	-	-	-	P101-106

# 宏观

## 周期与资产映射

### 内强外弱，周期错配：

- 国内经济温和复苏，结构分化，二季度去库周期或接近尾声
- 海外经济增速持续放缓，主动去库周期持续较长

### 美联储紧缩接近尾声：

- 经济及金融条件将驱使美联储于上半年结束加息
- 市场关注焦点转向何时降息

### 周期与资产配置：

- 股票资产占优
- 债券进入牛市尾部
- 商品资产延续震荡，内部强弱分化



▣ 2023年2季度，国内经济周期延续复苏趋势，美国经济增速将继续放缓，并大概率迎来NBER定义的“衰退周期”。

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

周期划分：采用经济指标（PMI，12个月移动平均），通胀指标（CPI与PPI波动率加权，12个月移动平均）；

（1）衰退：经济指标下行，通胀指标下行；（2）复苏：经济指标上行，通胀指标下行；（3）过热：经济指标上行，通胀指标上行；（4）滞涨：经济指标下行，通胀指标上行。

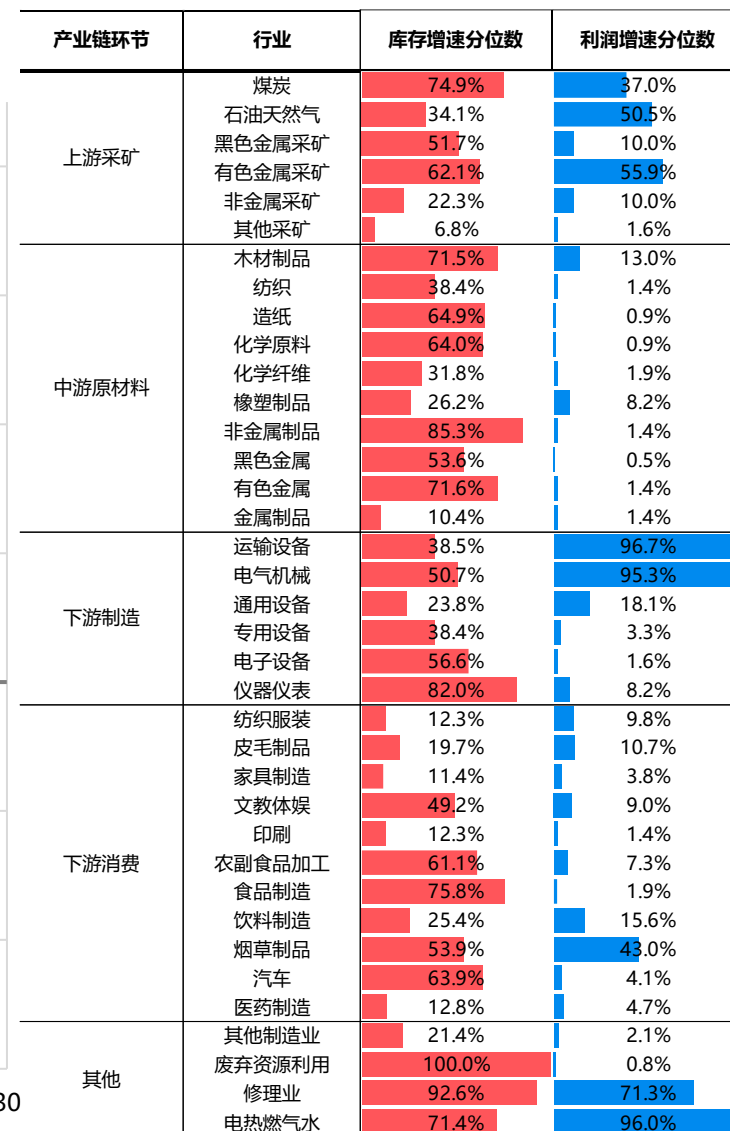


▣ 2023年2季度，国内库存周期整体有望从主动去库转向被动去库，海外库存周期大概率将延续主动去库趋势。

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

库存周期划分：国内采用工业企业产成品库存增速与工业企业利润增速来划分，美国采用商业库存增速与商业销售额增速划分，均未剔除价格因素。

(1) 被动去库：利润/销售增速上行，库存增速下行，(2) 主动补库：利润/销售增速上行，库存增速上行，(3) 被动补库，利润/销售增速下行，库存增速上行，(4) 主动去库：利润/销售增速下行，库存增速下行。



美国库存	当月增速历史分位数 (2000年至2022年5月)	美国库存	当月增速历史分位数 (2000年至2022年6月)
<b>批发商库存</b>	<b>93.9%</b>	其他	93.5%
<b>耐用品</b>	<b>95.3%</b>	<b>制造商库存</b>	<b>62.9%</b>
汽车及零部件	98.2%	<b>耐用品</b>	<b>64.7%</b>
家具	90.6%	<b>木制品</b>	<b>34.5%</b>
<b>木材</b>	<b>39.7%</b>	非金属制品	90.3%
专业和商业设备	61.4%	<b>初级金属</b>	<b>42.8%</b>
<b>电脑和外设</b>	<b>15.2%</b>	<b>钢铁</b>	<b>39.2%</b>
<b>金属</b>	<b>39.7%</b>	<b>有色金属</b>	<b>49.3%</b>
电子产品	94.9%	<b>加工金属</b>	<b>39.2%</b>
加热设备	94.6%	机械制品	88.1%
机械	100.0%	电子产品	67.6%
杂项	75.5%	电气设备	79.5%
<b>非耐用品</b>	<b>85.6%</b>	<b>运输设备</b>	<b>42.1%</b>
纸制品	69.7%	<b>汽车</b>	<b>39.9%</b>
药品	82.7%	<b>汽车零部件</b>	<b>47.5%</b>
服饰	96.8%	家具	75.2%
食品	81.9%	其他	67.3%
<b>农产品</b>	<b>18.1%</b>	<b>非耐用品</b>	<b>54.3%</b>
化学制品	75.8%	食品	69.1%
石油制品	67.5%	<b>饮料和烟草</b>	<b>46.8%</b>
酒类	97.1%	纺织厂	86.7%
杂项	76.5%	<b>纺织产品</b>	<b>38.5%</b>
<b>零售商库存</b>	<b>96.4%</b>	服饰	97.1%
机动车辆和零部件	98.2%	皮革及相关产品	97.1%
家具、家电等	78.0%	纸制品	69.4%
建筑材料	84.8%	印刷产品	70.9%
食品饮料	98.9%	<b>化学产品</b>	<b>39.2%</b>
服装	96.0%	<b>橡塑制品</b>	<b>53.6%</b>
百货公司	75.5%	<b>其他</b>	<b>44.2%</b>

■ 二季度经济复苏可能呈现分化特征：（1）复苏较为充分的“领域”，空间较小，斜率逐步走缓；（2）复苏尚不充分的“领域”，斜率也并不陡峭，4月也没有出现斜率“陡峭化”的迹象。

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

□ 2023年1季度，国内经济或依然处于温和复苏阶段，从复苏持续性看，服务业 > 基建 > 房地产 > 制造业，国内库存周期可能进入主动去库向被动去库过渡。

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

- 无论从领先指标，还是同步指标看，抑或是市场预期看，2023年美国经济陷入衰退的概率正逐步提高。
- 采用彭博市场一致性预测数据。

经济指标	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3
<b>经济活动</b>										
实际GDP (同比%)	1.8	1.9	0.9	1.6	1.7	0.8	0.2	0.1	0.7	1.3
实际GDP (经季调季环比折年率)	-0.6	3.2	2.6	1.3	0.2	-0.5	0.4	1.0	1.6	1.8
消费支出 (经季调季环比折年率)	2.0	2.3	1.0	2.5	0.5	0.0	0.5	1.0	1.4	1.8
政府支出 (经季调季环比折年率)	-1.6	3.7	3.8	2.0	1.1	1.0	1.0	1.0	0.9	1.0
私人投资 (经季调季环比折年率)	-14.1	-9.6	4.5	-2.6	-2.1	-2.3	-0.6	1.6	2.6	3.1
出口 (经季调季环比折年率)	13.8	14.6	-3.7	3.7	-0.4	0.4	1.6	2.0	2.5	2.9
进口 (经季调季环比折年率)	2.2	-7.3	-5.5	2.0	-1.5	-0.6	0.1	1.8	2.5	3.4
工业产值 (同比%)	3.1	3.5	1.9	0.3	-1.1	-1.9	-1.6	-1.0	-0.3	0.6
<b>价格指数</b>										
CPI (同比%)	8.7	8.3	7.1	5.9	4.3	3.7	3.3	3.0	2.7	2.5
PCE价指 (同比%)	6.6	6.3	5.7	5.0	3.9	3.6	3.4	2.8	2.5	2.3
核心PCE (同比%)	5.0	5.0	4.8	4.6	4.4	3.9	3.5	3.0	2.6	2.5
<b>住房市场</b>										
新宅开工 (千, 经季调年率, 月均)			1402	1350	1300	1267	1271	1286	1311	1356
新宅销售(千, 经季调年率, 月均)			610	624	574	550	567	592	610	618
成屋销售(百万, 经季调年率, 月均)			4.2	4.2	4.1	4.0	4.1	4.2	4.3	4.4
建筑许可(千, 经季调年率, 月均)			1500	1440	1413	1393	1425	1448	1484	1488
<b>劳动力市场</b>										
失业率 (%)	3.6	3.6	3.6	3.5	3.7	4	4.3	4.6	4.7	4.6
非农业就业人数 (千, 经季调, 每月变动)	329	423	284	328	79	-63	-85	4	75	100
平均时薪(同比%)	5.4	5.1	4.8	4.6	4.3	4.1	3.8	3.6	3.5	3.5
<b>利率</b>										
联邦基金利率 (%)	1.75	3.25	4.5	5	5.25	5.2	5.05	4.65	4.15	3.75
2年期债券 (%)	2.96	4.28	4.43	4.03	4.34	4.16	3.9	3.69	3.45	3.26
10年期债券 (%)	3.02	3.83	3.88	3.47	3.65	3.58	3.47	3.4	3.33	3.27



# 海外扰动减弱：上半年美联储将结束加息，关注点转向美联储何时降息

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



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

# 金融衍生 品

## 国债 T-TS

### 宏观面：

- 经济复苏趋势难以动摇，市场预期一致
- 但复苏斜率偏缓

### 货币政策：

- 银行负债端回归正常水平，流动性预计平稳
- 超预期总量宽松概率较低

### 市场结构：

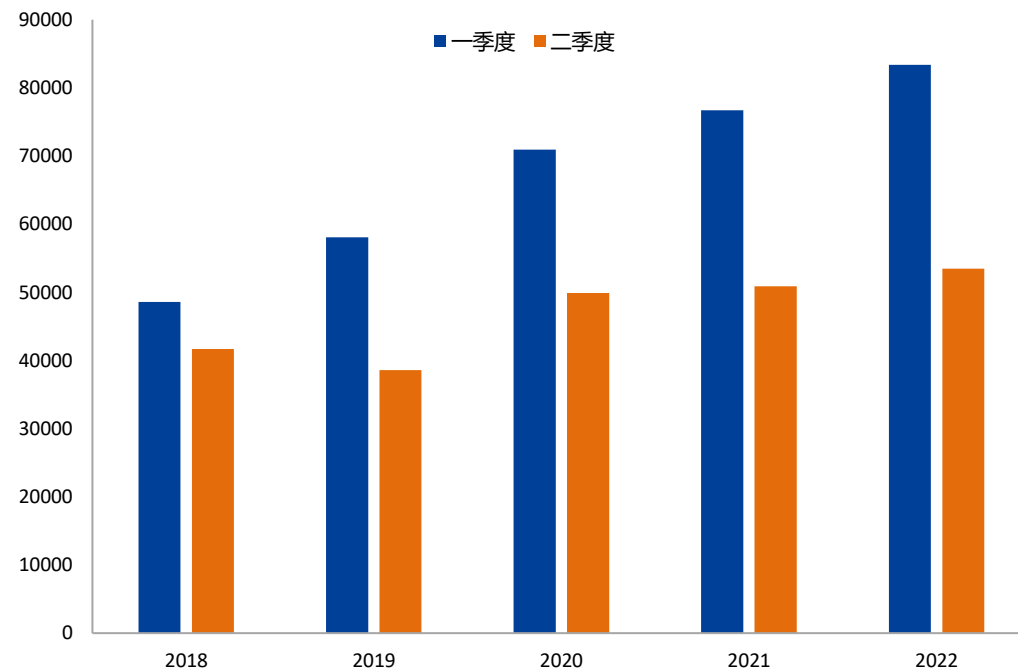
- 长短端利率驱动错位，曲线策略胜率更优
- 前期期限利差压缩明显，且期货跨品种价差估值更低，性价比更优

■ 一季度由于地方债发行前置、信贷投放超预期等因素的影响，资金面出现阶段性紧张。目前银行间负债结构已经修复到合理状态，银行外负债也回归常态。且从历史贷款投放情况来看，二季度投放新增贷款规模通常要小于一季度，后续央行进一步提供总量宽松的必要性有所下降。

银行间负债结构已逐步修复至合理状态

时间范围	OMO平均存量(亿元)	DR007运行情况
21Q2-21Q3	932	低于7天OMO利率
21Q4-22Q1	3685	围绕7天OMO利率上下波动
22Q2-22Q3	790	大幅低于7天OMO利率
22Q4-23Q1	7014	高于7天OMO利率
2023-4-3	9080	低于7天OMO利率
2023-4-4	6320	低于7天OMO利率
2023-4-6	2010	低于7天OMO利率

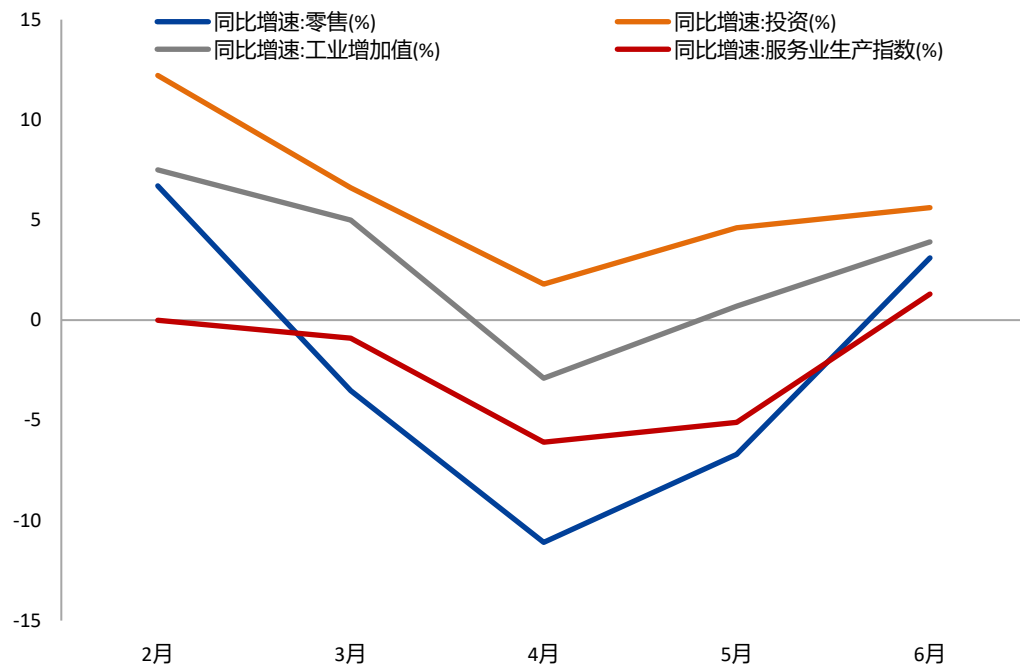
新增人民币贷款(亿元)



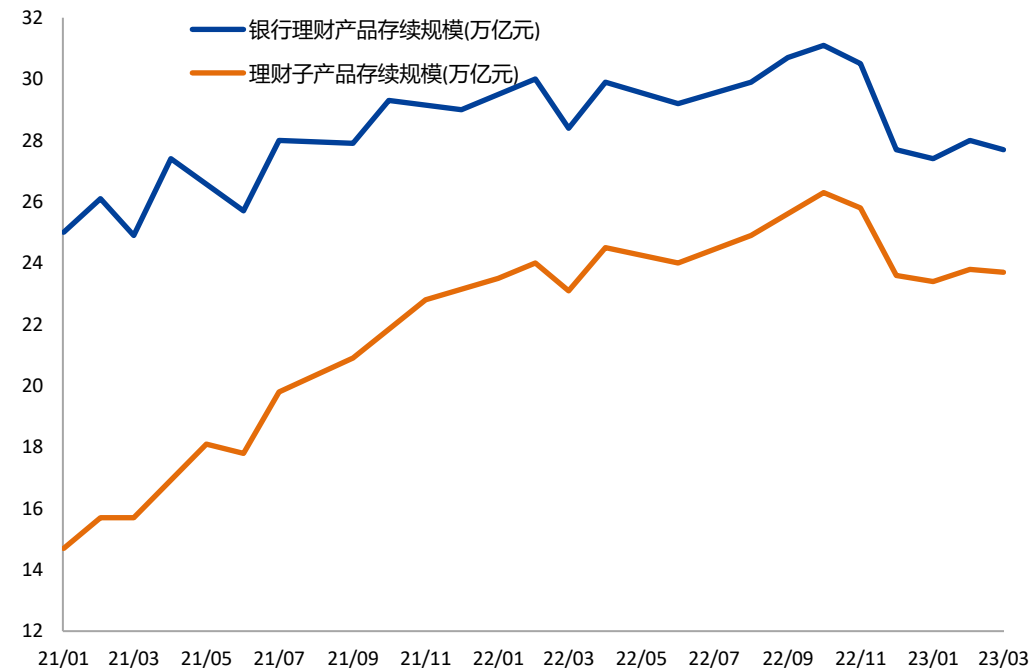
目前市场对经济复苏的确定性较高，但经济复苏的斜率偏缓。此外，2022年二季度经济数据普遍大幅下跌，虽然市场对于二季度低基数已存在预期，但低基数效应造成的经济指标增速同比高增还是会在情绪面上对债券市场形成扰动，或进一步放大债券市场波动。

从机构行为的角度来看，前期“赎回潮”造成的负面拖累仍未完全消退，虽然发行数量有所提升，但规模持续向下。二季度债市利率风险管理需求仍较强，但由于波动或较大，单边策略性价比相对有限。

二季度经济指标基数明显偏低



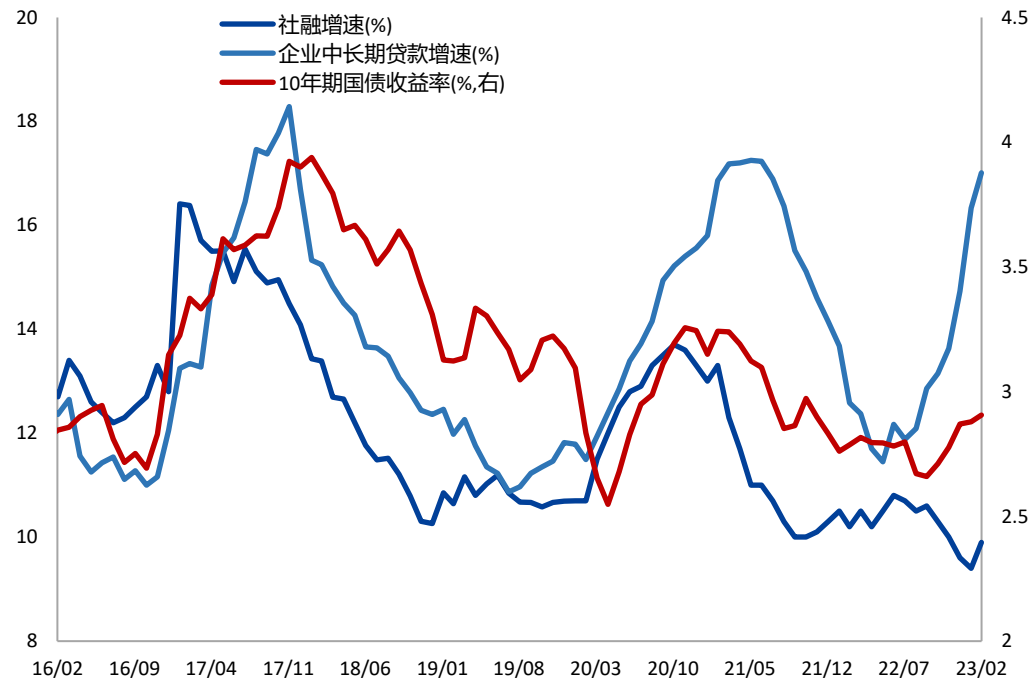
理财规模修复偏缓



## 国债：期限利差压缩明显，曲线策略胜率较高

- 从长短端利率驱动的差异来看，长端利率主要受经济基本面影响为主，而短端利率则更多的受到资金面影响，因此一季度短端利率出现了大幅的上行，期限利差压缩明显。目前国债现券利差及期货跨品种价差均处于历史偏低水平，后续进一步修复的确定性较高。
- 相较于现券，期货做空更为便捷、交易成本更低，且目前TF-T和TS-T的价差所处分为水平都在15%下方，较现券价差更低，因此采用期货跨品种交易策略的性价比更优。

长端利率受基本面驱动为主



期货跨品种价差性价比更优

	最新 (2023.4.6)	所处分位 (2020年至今)	2022年末	2022年 三季度末	2022年 二季度末
10Y-5Y (BP)	16.3	20.2%	19.6	18.6	15.1
10Y-3Y (BP)	35.0	40.6%	41.1	41.5	35.4
10Y-1Y (BP)	63.7	34.1%	70.0	87.0	83.6
5Y-3Y (BP)	18.6	63.1%	21.5	22.9	20.3
5Y-1Y (BP)	47.4	42.6%	50.4	68.4	68.5
2*TF-T (元)	101.6	10.4%	101.7	102.2	102.3
4*TS-T (元)	303.0	12.0%	303.3	303.6	303.8
2*TS-TF (元)	100.7	54.2%	100.8	100.7	100.8

- 综上所述，二季度经济复苏趋势确定性高，利率存在上行风险，以利率多头为主的机构投资者存在风险管理的需求。
- 长短端利率驱动存在差异，且前期期限利差受压缩明显，存修复空间，可参与期货跨品种价差套利策略。

# 金融衍生 品

## 股指

### 基本面：

- 盈利触底回升窗口期临近

### 情绪面：

- 海外加息影响消化，风险偏好回升
- 市场乐观基调未变，4月或加速催化

### 资金面：

- A股对海外资金吸引力占优
- 国内中长线资金逐步回场

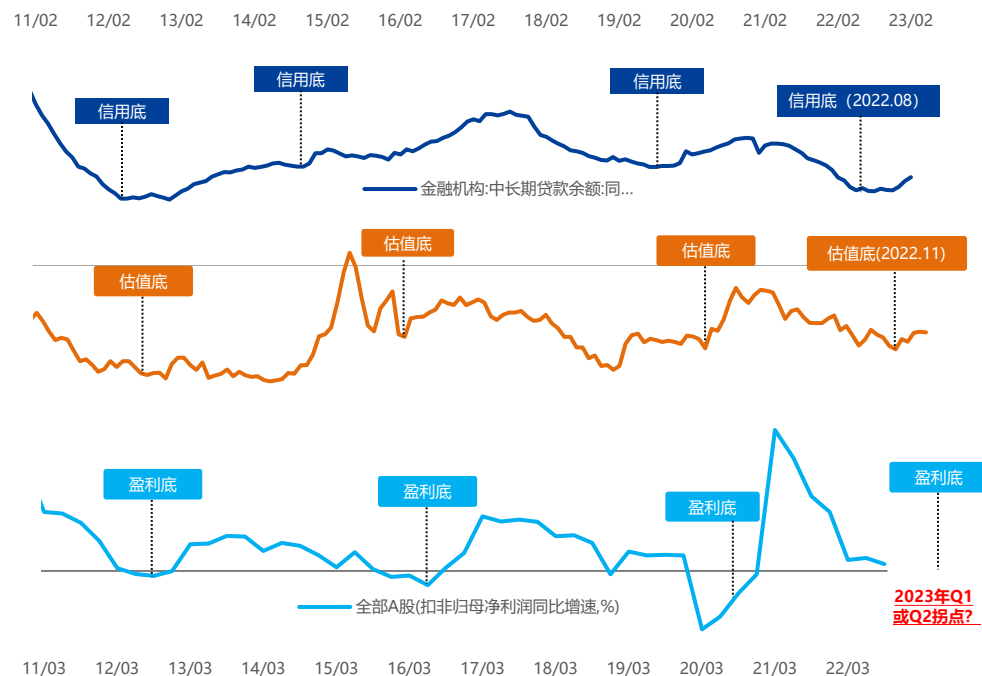
**基本面和主题热点映射，沪深300相对更强**



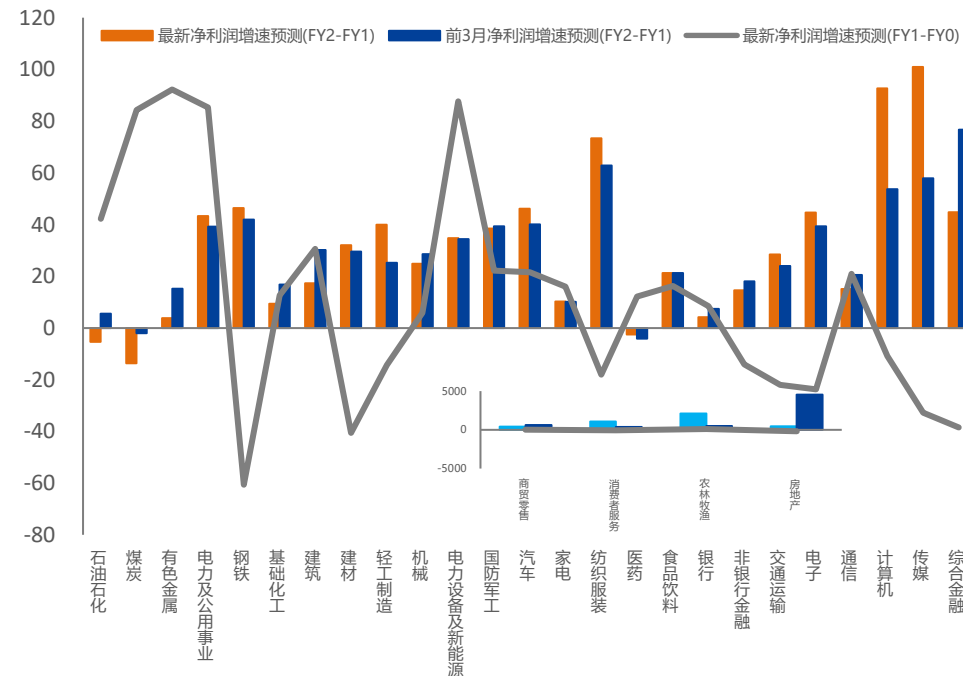
■ 本轮周期“信用底”已于2022年8月出现，“估值底”已于2022年11月出现。参照过往历史，“盈利底”亦将依次出现。按周期规律，预计本轮其大概率将于2023年Q1或者Q2显现，且将持续1~2年，并成为高置信度的核心推涨因素。

■ 以最新中信一级行业净利润增速预测值为例（Wind一致性预测数据），其业绩上修行业占比近80%（包括2023年业绩较2022年上修、2023年业绩较前1月上修，FY2对应2023年，FY1对应2022年），可作为印证。

国内A股“信用底”、“估值底”及“盈利底”周期（季度，截至2022年Q3）



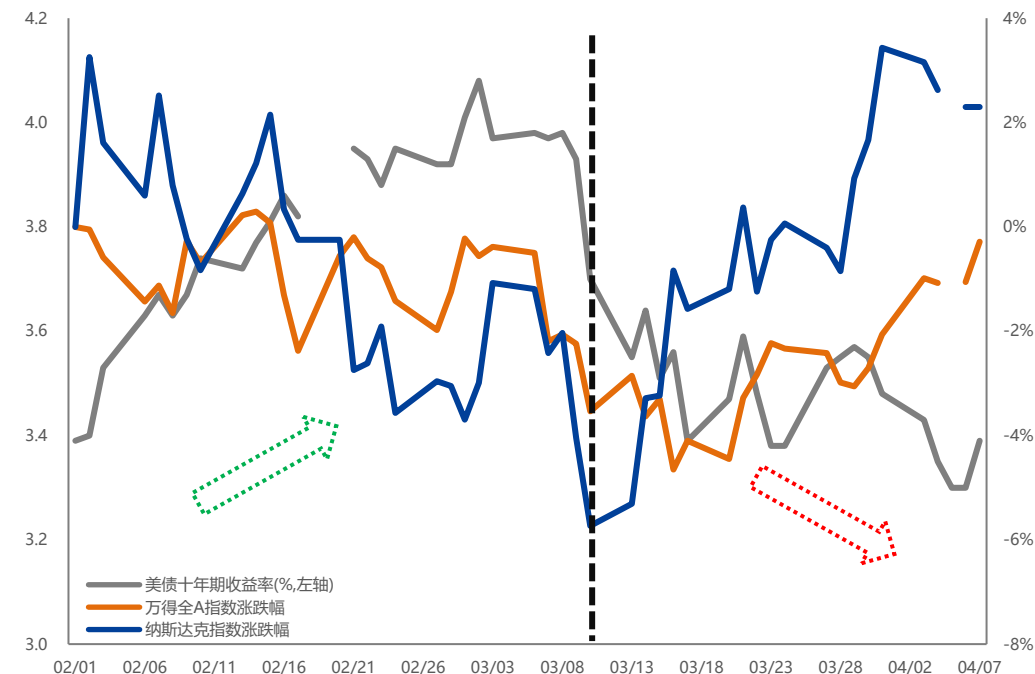
中信一级行业净利润增速预期调整情况（截至2023.4.7）



▣（1）从风险偏好看：当前A股的股债风险溢价值整体仍处高位、意味其有充足下行空间；（2）从无风险利率看：美联储加息过程进入尾声（年内或有降息），从边际角度看，其对A股将呈中性或偏多影响。即估值端积极因素增强。

▣ 参照过往走势的均值表现，目前主要指数仍有20%左右的补涨空间。

美股、A股及美国十年期国债收益率走势对比（截至2023.4.7）

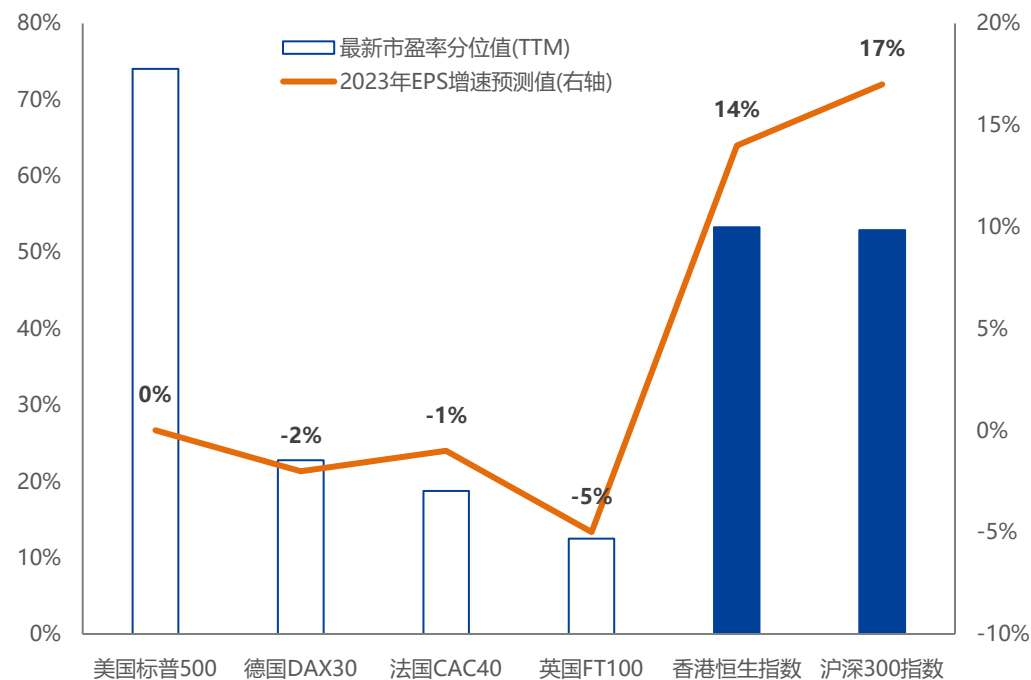


A股主要指数股债风险溢价值变动情况（截至2023.4.6）

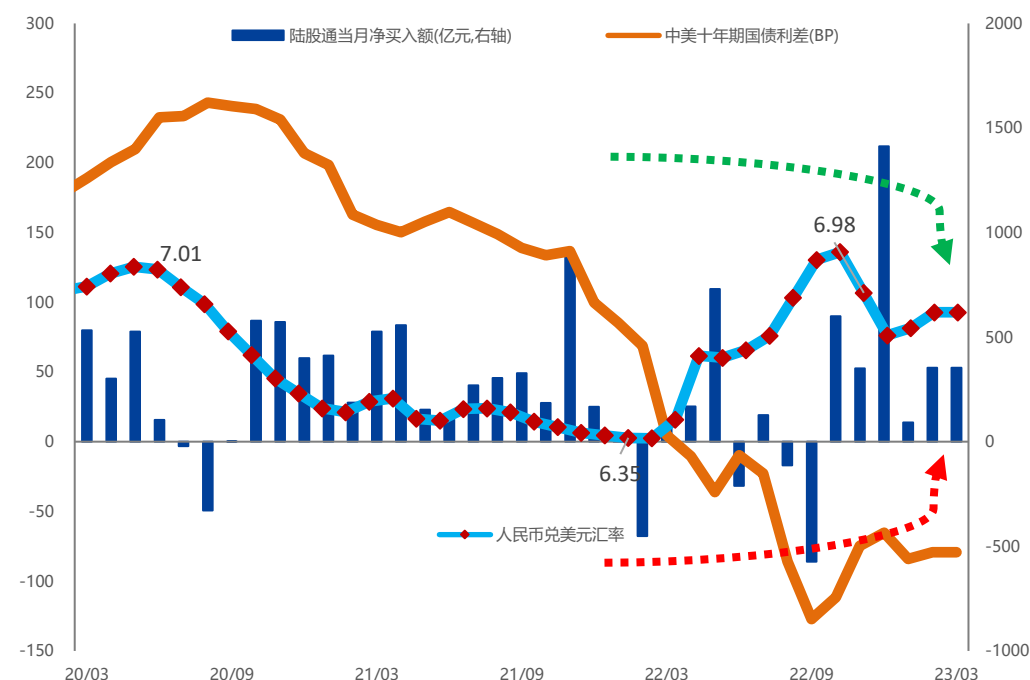
时间		区间	持续天数	万得全A	万得全A风险	万得全A风险	沪深300	沪深300风险	沪深300风险	上证50	上证50风险	上证50风险	中证500	中证500风险	中证500风险	中证1000	中证1000风险	中证1000风险
起始日	截止日			涨跌幅	溢价分位值变化	溢价分位数	涨跌幅	溢价分位值变化	溢价分位数	涨跌幅	溢价分位值变化	溢价分位数	涨跌幅	溢价分位值变化	溢价分位数	涨跌幅	溢价分位值变化	溢价分位数
2016/1/29	2016/12/1	阶段1	307	27.8%	-50.5%	27.1%	21.0%	-58.9%	37.2%	23.2%	-58.3%	39.5%	21.1%	-18.6%	17.3%	22.6%	-12.7%	16.2%
2019/1/4	2019/4/19	阶段2	105	37.0%	-55.2%	44.7%	35.7%	-68.5%	30.8%	31.4%	-64.3%	32.1%	38.0%	-50.3%	48.8%	39.1%	-57.9%	41.2%
2020/4/2	2021/2/19	阶段3	323	40.8%	-90.8%	4.0%	54.7%	-95.3%	2.2%	47.6%	-98.6%	0.4%	30.2%	-31.6%	41.3%	17.9%	-30.9%	44.5%
2022/10/31	2023/4/6	阶段4	157	12.1%	-25.0%	66.5%	14.8%	-21.5%	68.8%	15.6%	-21.2%	74.8%	8.7%	-12.1%	72.4%	9.1%	-12.4%	79.7%
平均值			245	35.2%	-65.5%	25.3%	37.2%	-74.3%	23.4%	34.1%	-73.7%	24.0%	29.8%	-33.5%	35.8%	26.5%	-33.8%	33.9%

- 基于经典的股票定价模型： $\Delta P = \Delta EPS * \Delta PE$ ，其由盈利、估值两大因素所驱动。基于此：（1）从盈利看，2023年A股预期增速显著高于海外主要市场；（2）从估值看，A股亦有较大的提升空间，尤其当前处较合理水平、亦提供更佳的安全边际。
- 鉴于A股优势资产特征明确，预计2023年外资大规模净流入趋势难改，其依旧是重要的资金贡献者。

全球主要股指市盈率、EPS预测值比较（截至2023.4.7）



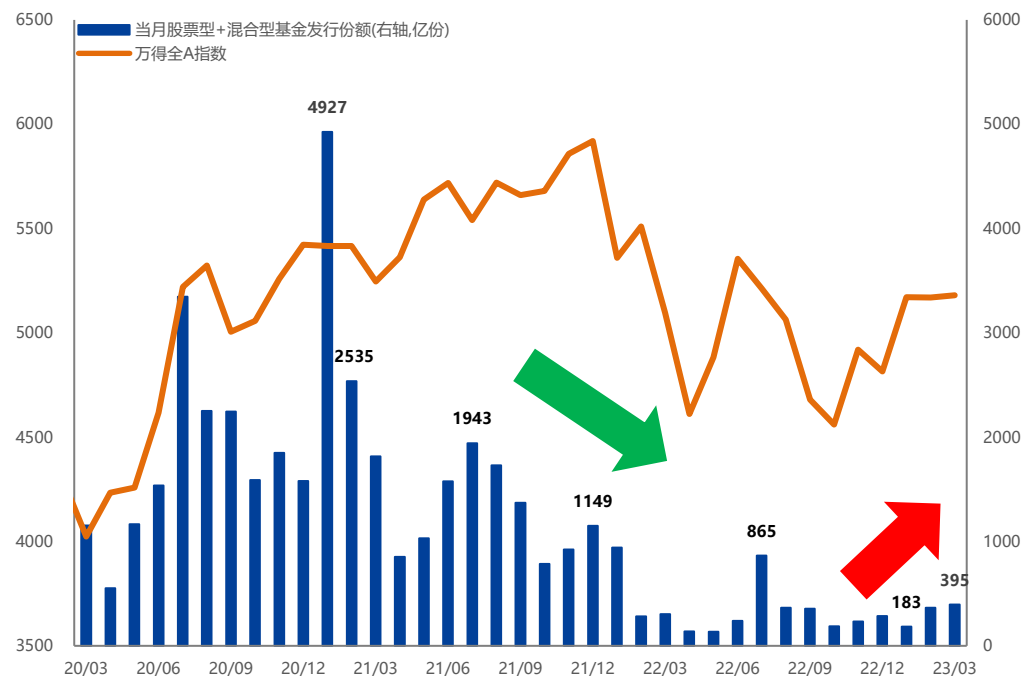
中美十债利差、人民币汇率及陆股通净流入额对比（截至2023年3月）



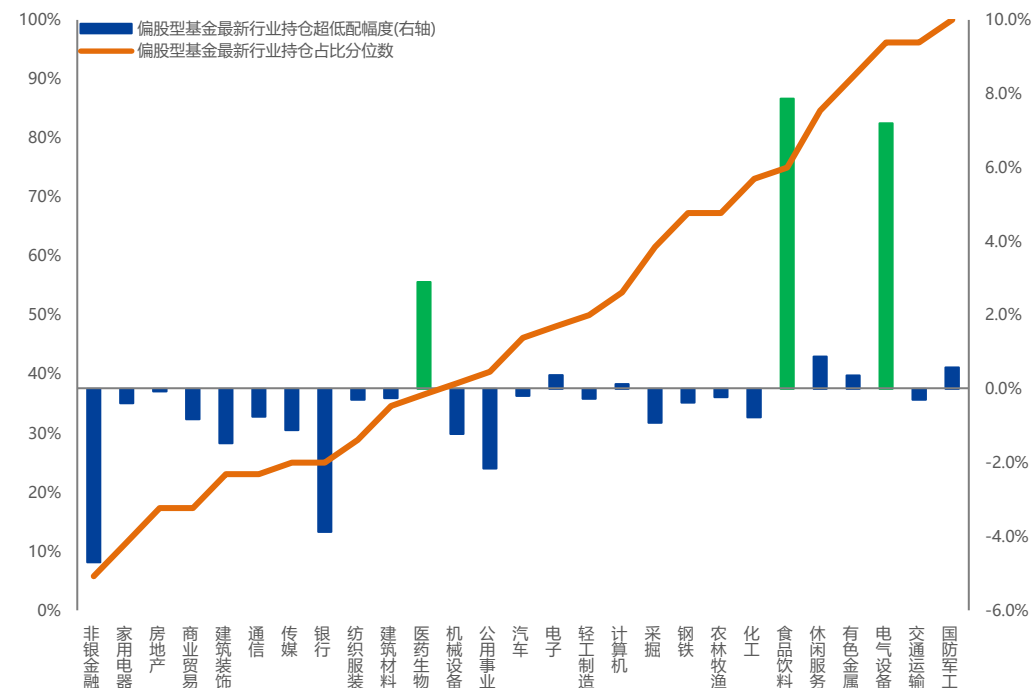
从2023年初以来的公募股基新发募集情况看、部分中长线机构资金已开始再度入场。而进入第2季度后，预计A股“赚钱效用”将显著增强，利于形成“股市上涨->机构增量资金入场”的正循环格局；

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

公募股基募集情况、万得全A指数走势对比（截至2023年3月）

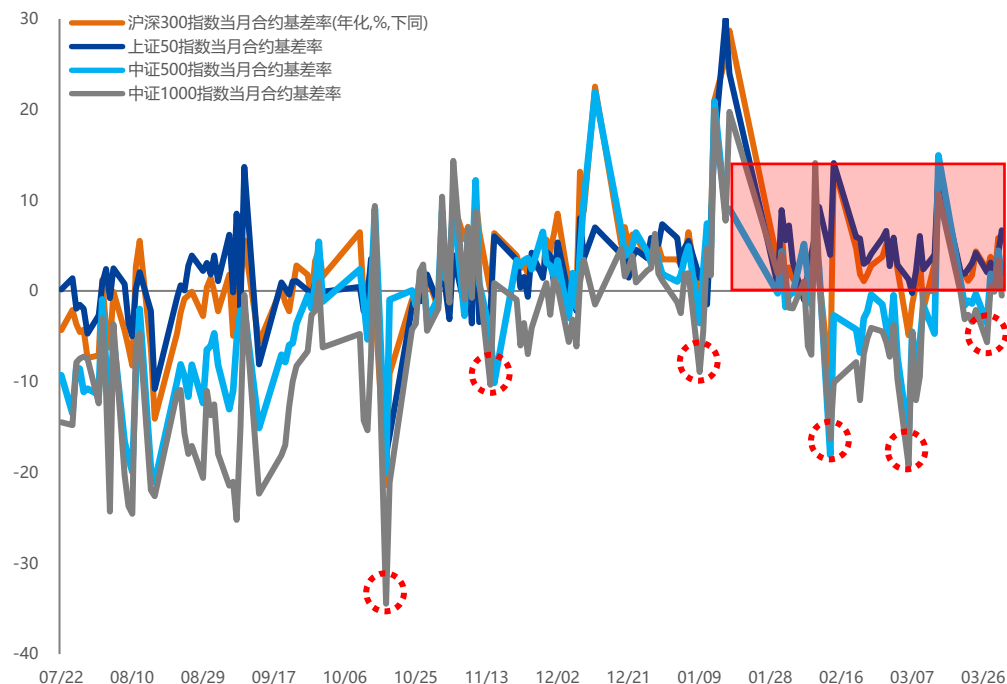


偏股型基金各行业持仓比例情况（截至2022年Q4）

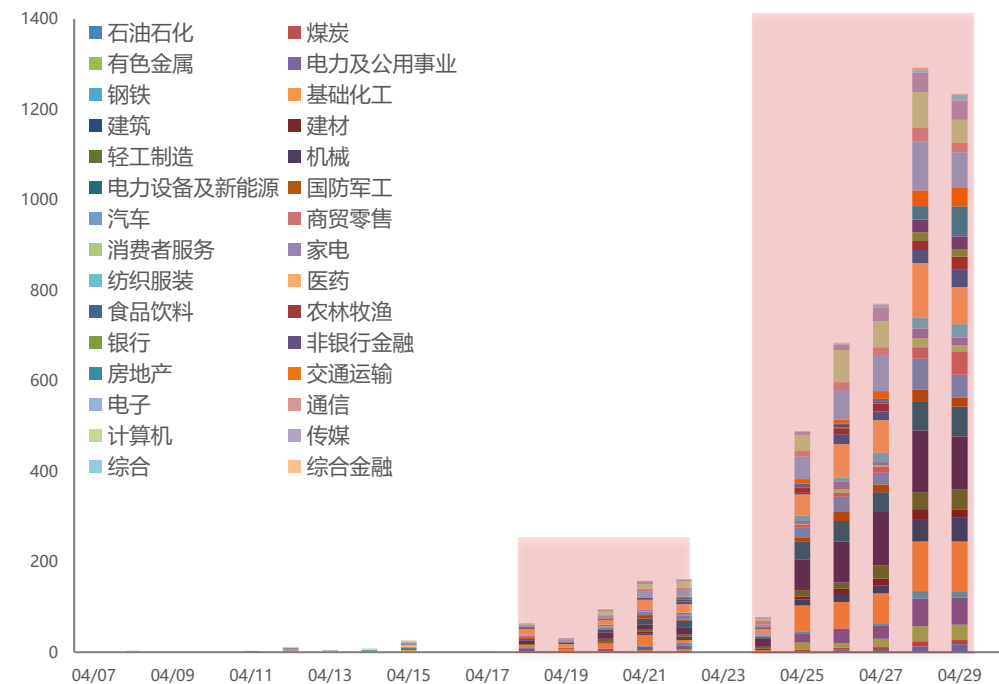


- 从A股主要股指期货基差走势看，自2023年初来总体维持正向结构，亦意味着市场情绪长期维持乐观状态。
- 再从A股2023年第1季度季报公布时点分布看，自4月中旬至下旬、将是密集期。按各相关前瞻数据看，预计整体将呈积极基调，并进一步催化市场做多热情。

A股主要股指期货基差率走势（当月合约，截至2023.3.31）



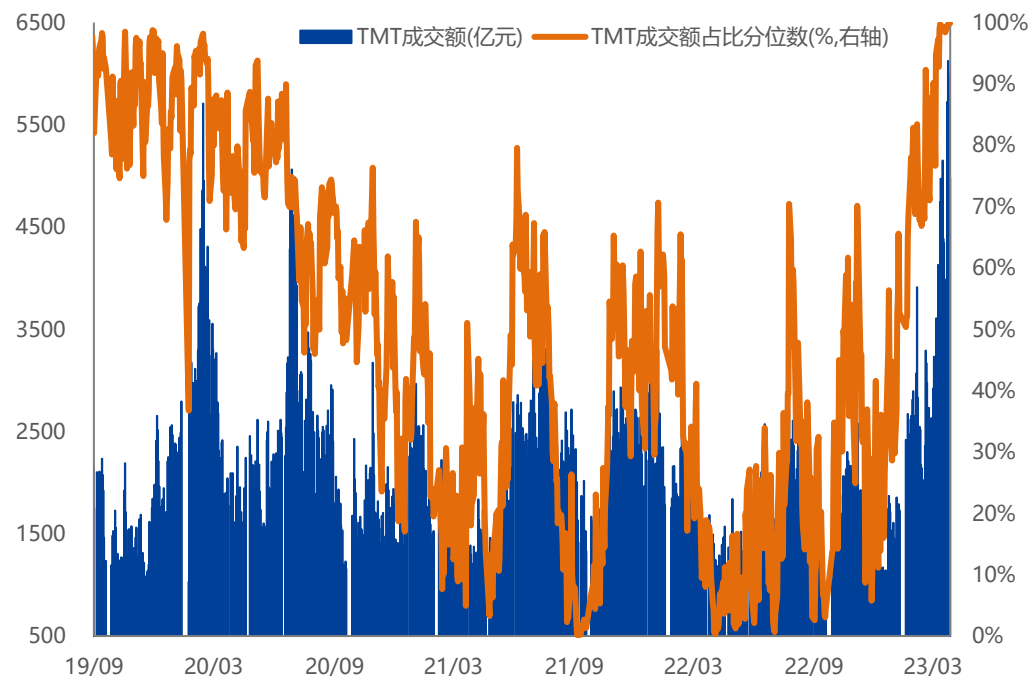
A股2023年Q1季报公布时间表（中信一级行业）



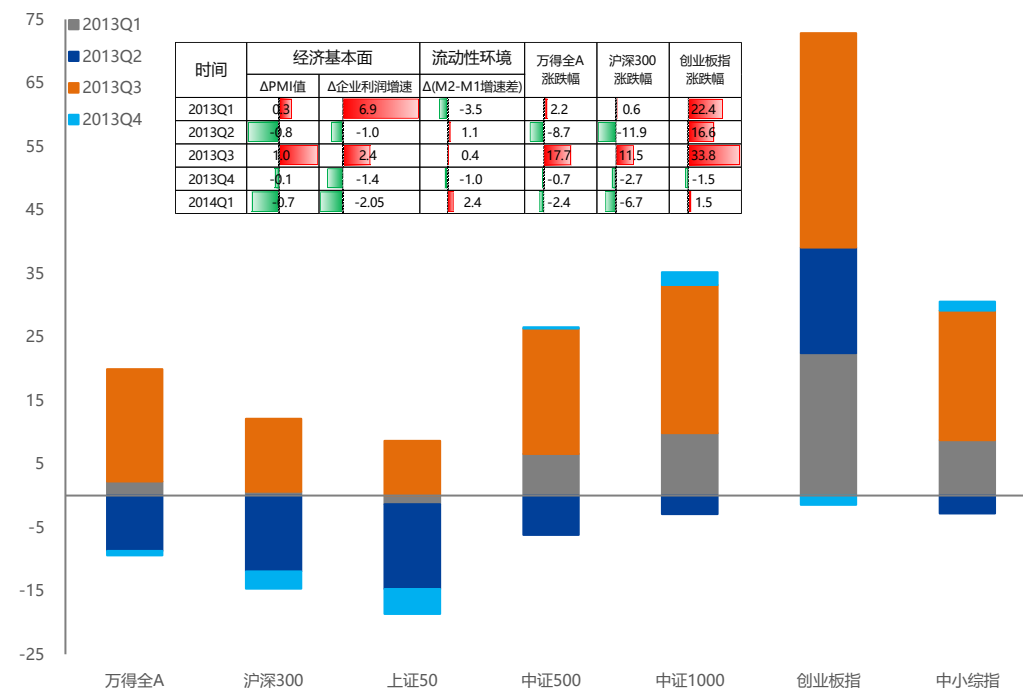
## 股指：从基本面、主题热点看，仍宜持有沪深300指数多头（1）

- 进入2023年3月后，因国内经济复苏斜率预期下修、市场风格由“大盘价值”转向“主题成长”，“数字经济”成为最显眼的主线热点（以TMT行业成交额持续放大为代表），但随交易拥挤度已大幅抬升，其阶段性的配置价值将有所下降。
- 分析2023年各相关情况，其余2013年较为类似，即经济面弱势或温和修复、流动性属中性或稳健状态。此环境下，以创业板指为代表的成长股全年表现占优，但在经济复苏程度最强的阶段（2013年Q3）、价值股亦有较佳表现。

近阶段TMT行业成交额情况（中信一级行业，截至2023.4.7）



2013年A股主要指数表现归因分析



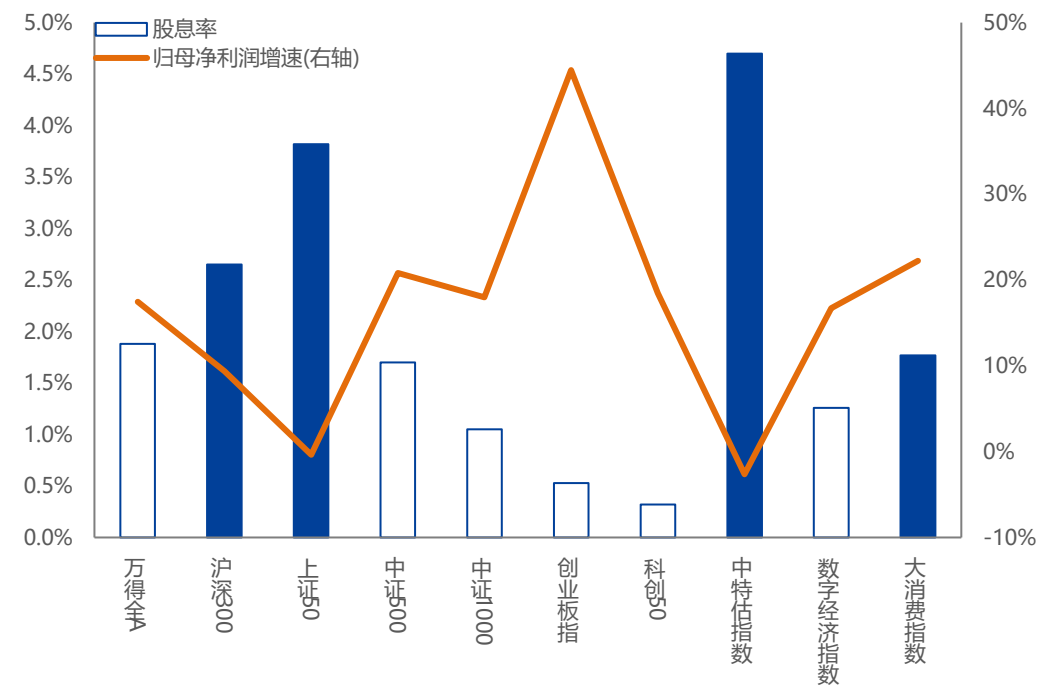
## 股指：从基本面、主题热点看，仍宜持有沪深300指数多头（2）

- 此外，中国特色估值体系（以下简称中特估）主线热点亦不容忽视。按天风证券相关测算数据及结论，即高分红水平下、较低的增速即可维持稳定的ROE。显然，上述中特估成分股多属于价值股（集中分布于建筑、军工、电信、电力及石化等行业），这也将提升价值股的配置需求。
- 综合看，考虑2023年Q2~Q3季度国内经济复苏斜率大概率将加大、对应顺周期的地产链、消费链行业更受益，且中特估主线关注度将持续提升，这均将提升价值股的性价比。

给定ROE水平下，不同分红比例、业绩增速的对应关系

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

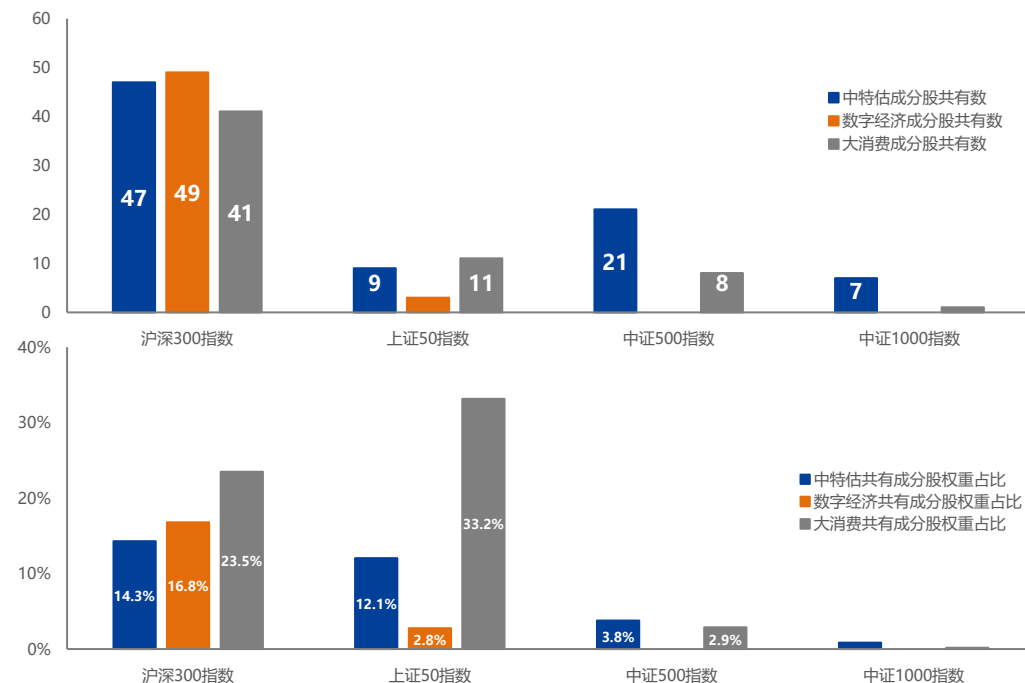
A股主要股指净利润预期增速、股息率（截至2023.4.7）





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

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



A股主要指数相关系数情况（近3月，截至2023.4.7）

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

周期:日线 2023/01/09 - 2023/04/09

□ 综上所述，国内经济复苏大势明朗，分子端盈利推涨作用持续强化；风险偏好提升、美联储加息进入尾声，利于分母端估值提升；A股避险、配置价值良好，利于资金大规模流入；受益于基本面改善的顺周期板块，以及中特估、数字经济等主题热点，与沪深300指映射关联度最高，其属最佳多头标的。二季度股指期货运行区间【3850，4600】。

# 有色金属

## 电解铝

### 终端需求：

- 地产竣工修复带动建筑需求改善
- 光伏、特高压等新能源需求维持增长

### 电解铝供给：

- 现有产能接近4500万吨天花板，供给约束明确
- 水电紧张问题可能贯穿全年，西南地区产能释放偏缓

### 成本结构：

- 行业盈利情况进一步改善，少部分高成本产能存在亏损

### 库存结构：

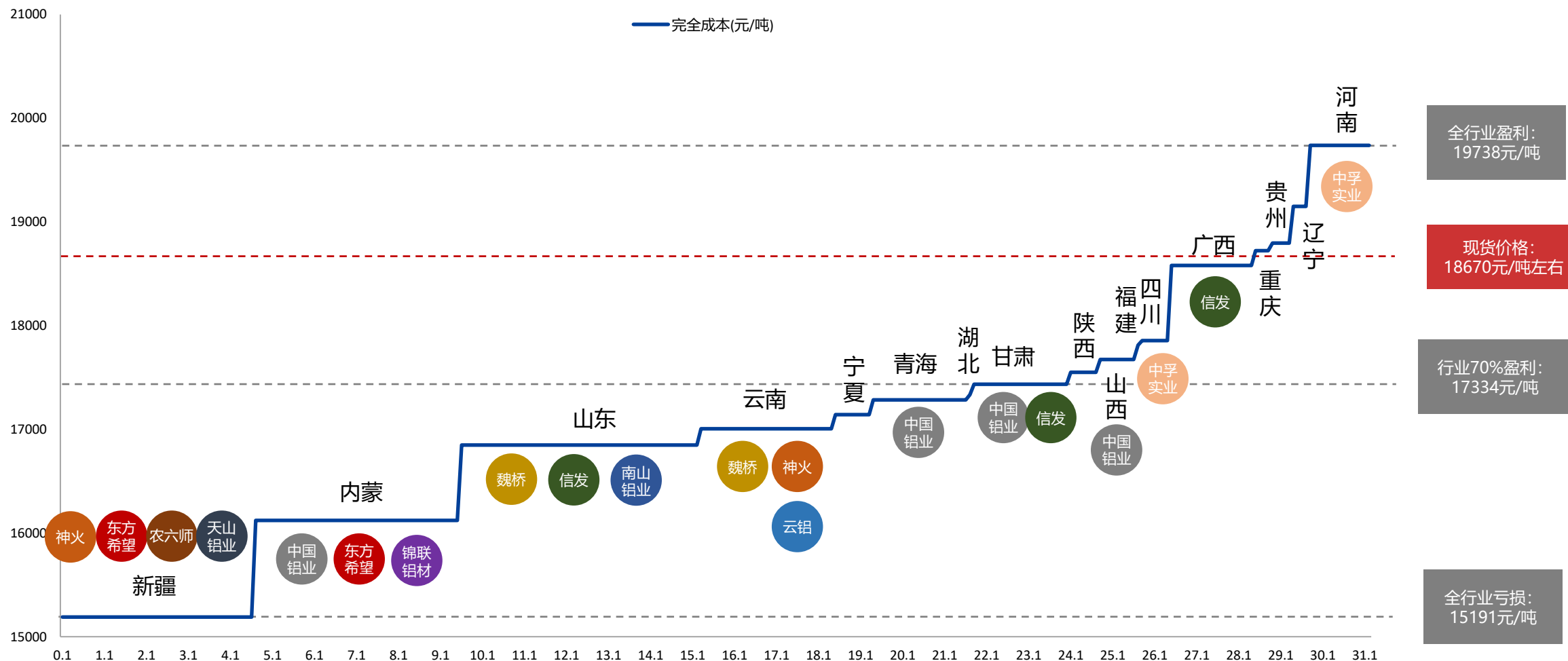
- 库存季节性向下

■ 供给方面，水电短缺问题仍较为显著。23年2月底，云南对当地电解铝企业实施半年内的第三次限产，影响产能占比达到1/3。目前云南水库的水位线大幅低于往年。而四川和贵州地区前期受到水电短缺而停产的产能正在陆续复产中，但复产节奏整体偏慢，电解铝供给约束仍将持续，全年维持偏紧格局。

国内铝月度供需平衡表												
时间	2022-12	2023-01	2023-02	2023-03	2023-04	2023-05	2023-06	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2023
产量(万吨)	346.36	341.89	310.97	330.00	335.00	345.00	355.00	982.86	1035.00	1051.50	1000.00	4069.36
进口量(万吨)	12.76	7.29	7.71	7.71	7.00	7.00	7.00	22.70	21.00	20.00	20.00	83.70
出口量(万吨)	0.07	0.15	0.21	0.00	0.00	0.00	0.00	0.37	0.00	1.00	1.00	2.37
国内消费量(万吨)	347.53	278.75	301.09	360.53	347.40	363.46	361.89	940.37	1072.74	1095.80	1089.61	4198.52
供需平衡(万吨)	11.52	70.28	17.38	-22.83	-5.40	-11.46	0.11	64.83	-16.74	-25.30	-70.61	-47.82
产量同比变化	5.24%	4.88%	4.46%	-1.43%	1.79%	-0.38%	4.73%	2.54%	2.03%	2.15%	-2.52%	1.02%
消费量同比变化	3.34%	-16.58%	16.30%	5.06%	4.29%	4.62%	2.62%	0.44%	3.83%	3.42%	4.12%	3.02%

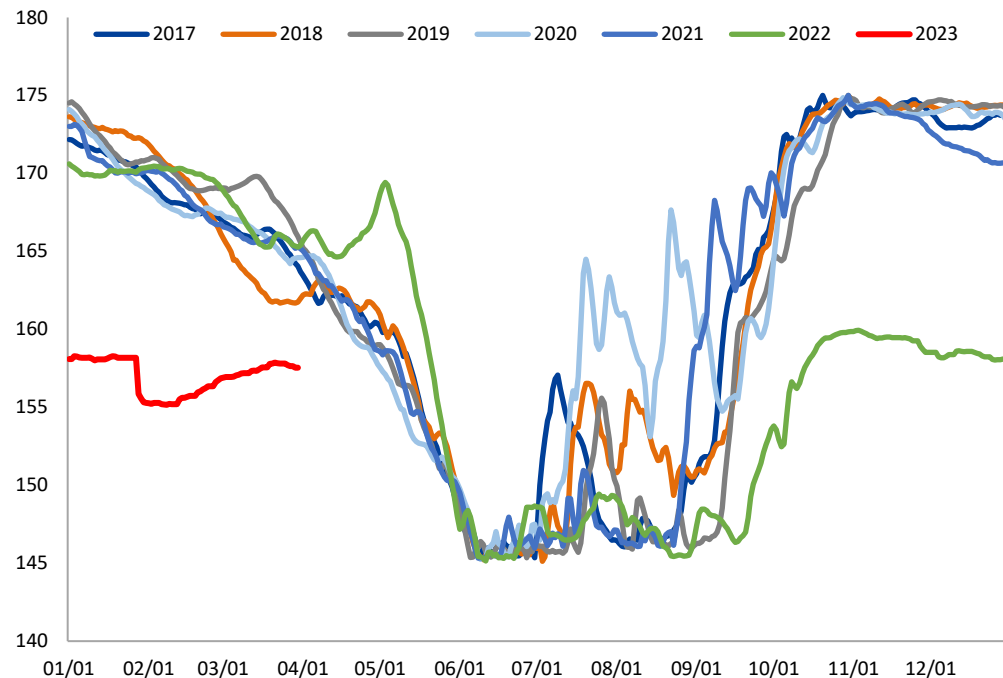
## 沪铝：行业盈利情况持续改善，少部分高成本产能存在亏损

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。

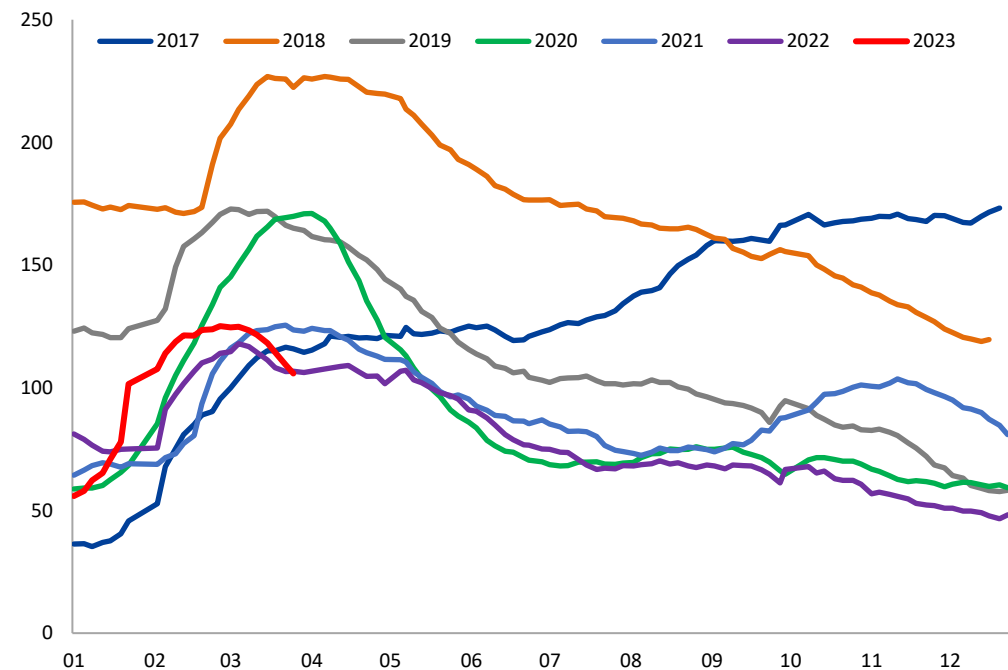


除了4500万吨的产能天花板以外，水电短缺将是影响未来电解铝供给的另一主要因素。目前从三峡水库的水位来看，出现明显异常，要显著低于历史同期水平，预计水电短缺问题或将贯穿全年，对西南地区产能释放将持续形成制约。

三峡水库水位低于历史平均水平(米)



社会库存处历史低位



□ 综上所述，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17500-20000之间，下游加工企业，如铝箔生产企业存原料采购上行风险。



# 有色金属

## 电解铜

### 终端需求：

- 地产竣工端修复确定性较高
- 光伏、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
- 冶炼企业开工水平保持良好，检修或造成阶段性扰动

### 产业利润：

- 加工企业开工率向上修复，但结构存在分化

□ 一季度受到宏观及铜矿产区当地活动等因素的影响，生产及运输扰动不断，但扰动持续时间片段，二季度预计对产量的增量影响有限。下游需求在宏观经济温和复苏的环境下延续增长。因此二季度供需结构预计偏宽松，下半年逐步转向偏紧结构，全年预计维持紧平衡。

国内铜供需平衡表												
时间	2022-12	2023-01	2023-02	2023-03	2023-04	2023-05	2023-06	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2023
产量(万吨)	89	86	92	91	92	92	92	269	280	285	292	1126
抛储量	-2	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
进口量(万吨)	35	28	23	30	29	30	30	81	92	92	90	355
出口量(万吨)	1	1	4	2	2	2	2	8	6	6	8	28
国内消费量(万吨)	124.28	95.51	105.45	125.47	116.57	116.52	121.93	326.43	355.03	379.47	384.79	1446
供需平衡(万吨)	-3.93	17.37	5.24	-6.53	2.20	3.36	-1.85	16.09	11.34	-8.76	-10.60	8.07
产量同比变化	-0.16%	-1.12%	3.74%	5.41%	4.80%	6.90%	4.34%	2.67%	7.00%	7.00%	9.20%	6.49%
消费量同比变化	9.78%	-16.53%	5.43%	3.15%	2.97%	2.98%	2.89%	-2.87%	2.95%	7.01%	6.91%	3.60%

- 从矿端来看，根据主要矿企公布的产量目标，多数企业2023年的目标产量较2022年进一步向上。且从资本开支节奏来看，全年矿端供给较为充裕。
- 从冶炼端来看，国内冶炼企业整体开工率保持良好，而从检修情况来看，主要集中在上半年。根据市场调研数据，全年检修影响产量33.4万吨，其中上半年占比81%。

主要矿企产量目标

企业名称	2020年	2021年	2022年	2023年目标	较2022年变化
Codelco	172.7	172.8	144.6	145	0.28%
Freeport	145.5	174.4	191	191	0.00%
BHPB	172.4	153.64	166.59	163.5-182.5	3.85%
Glencore	125.81	119.57	105.8	101-107	-1.70%
南方铜业	100.14	95.82	89.47	-	-
Riotino	52.8	49.4	52.1	55-60	10.36%
英美资源	64.7	64.72	66.45	84-93	33.18%
Antofagasta	73.39	72.15	64.62	67-71	6.78%
淡水河谷	36.01	29.68	25.31	33.5-37	39.27%
第一量子	77.9	81.6	77.59	77-84	3.75%
Teck	27.6	28.7	27.05	39-44.5	54.34%
Norlisk	48.72	40.68	43.29	41.7-44.1	-0.90%
五矿资源	31.1	29.17	25.4	26.5-30.5	12.20%
紫金矿业	45.6	58.4	87.7	95	8.32%
KGHM	70.91	75.37	73.3	-	-
合计	1245.28	1246.1	1240.27		

冶炼检修影响主要集中在上半年

公司名称	粗炼产能 (万吨)	精炼产能 (万吨)	开始时间	结束时间	检修环节	备注	预估影响精铜产量 (万吨)
浙江江铜富冶和鼎铜业有限公司	15(新线)	20(新线)	2023年2月	2023年2月	粗炼	27天	0.5
大冶有色金属集团控股有限公司	30	60	2023年3月20日	2023年7月初	粗炼	120天左右	10
铜陵金冠(奥炉)	20	33	2023年3月	2023年4月	粗炼	35天	2
白银有色集团股份有限公司	20	27	2023年3月	2023年3月	粗炼	10-20天	0.8
青海铜业责任有限公司	10	15	2023年4月	2023年4月	粗炼	20天左右	1
新疆五鑫铜业有限责任公司	10	20	2023年4月初	2023年4月	粗炼	10天	0.3
中条山有色金属集团有限公司(垣曲)	13	13	2023年4月中旬	2023年5月	粗炼	35天	1
山东恒邦冶炼股份有限公司	20	25	2023年5月中旬	2023年6月中旬	粗炼	30天	2.5
国投金城冶金有限责任公司	10	10	2023年5月下旬	2023年6月下旬	粗炼	30天	1
赤峰金峰铜业有限公司	40	40	2023年5月	2023年8月	粗炼	70天左右	2.5
葫芦岛宏跃北方铜业	10	15	2023年6月	2023年7月	粗炼	30天左右	1
东营方圆	40	70	2023年6月初	2023年6月	粗炼	20天	1.5
金川集团(本部)	35	60	2023年6月中下旬	2023年8月	粗炼	45天	3
铜陵金冠(双闪)	48	40	2023年9月	2023年9月	粗炼	15天	0.5
金隆铜业有限公司	32	45	2023年9月	2023年10月	粗炼	28天	2
浙江江铜富冶和鼎铜业有限公司	15(老线)	15(老线)	2023年9月	2023年10月	粗炼	35天	1
赤峰金通铜业有限公司	30	25	2023年9月	2023年9月	粗炼	30天	2
豫光金铅	10	15	2023年10月	2023年10月	粗炼	25天	0.8

□ 一季度铜材开工率整体出现反弹，主要拉动来自于铜板带，但结构存在分化，预计二季度仍将延续结构性改善的格局。

	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
铜管开工率(%)												
2019					89.74	85.45	74.61	73.71	77.68	76.55	79.36	80.77
2020	57.22	40.51	67.2	80.7	82.24	83.71	84.86	83.65	84.71	84.9	84.95	83.45
2021	82.15	80.1	81.2	82.3	83.35	86.7	84.3	81.87	75.87	81.2	85.03	80.7
2022	76.23	60	68.01	64	77.23	49.56	47.2	54.8	62.61	54.74	58.64	56.8
2023	49.29	55.73	62.76									
铜棒开工率(%)												
2018	62.2	54.5	63.5	68.7	66.23	74	71.9	71.15	71.93	69.79	67.84	67.84
2019	64.72	50.43	62.06	65.19	70.03	65.5	67.67	69.24	70.99	71.42	69.43	70.67
2020	52.37	27.56	60.35	57.94	60.87	60.33	58.98	58.29	59.29	60	60.02	59.72
2021	54.42	52.25	52.25	65.6	68.49	66.3	61	65.1	67.63	58.9	58.9	58.8
2022	44.8	50.43	69	66	71	60	57	56	57.72	53.89	55.38	51.54
2023	23.81	54.69	60.94									
铜板带开工率(%)												
2018	71.2	65.5	74.6	74	73.2	71.3	71	69.2	69.2	68.5	66.7	69
2019	67.5	47.9	78.7	74.3	71.2	69.4	71.07	72.78	74.11	75.29	75.85	75.43
2020	55.36	37.54	74.92	76.68	71.29	67.57	66.88	70.31	73.73	75.83	76.89	78.86
2021	74.31	55.7	79.64	79.79	77.52	76.58	75.22	76.26	78.1	73.68	79.32	77.75
2022	70.94	57.43	69.14	73	74.62	75.22	76.46	73.97	75.71	75.9	73.72	71.8
2023	52.01	72.33	73.08									
铜杆开工率(%)												
2020					57.34	63.89	73.18	69.08	70.3	69.42	71.43	68.17
2021	67.3	24.56	66.63	67.47	62.37	61.51	57.22	56.45	49.81	55.94	56.44	51.9
2022	41.24	32.03	46.17	50.03	48.79	45.52	36.65	37.26	37.25	38.75	40.79	37.36
2023	18.83	48.31	48.37									

## 沪铜：二季度铜价震荡运行，价格区间【67000，72000】

□ 铜价预计将维持在67000-72000之间震荡运行，终端需求表现一般或加工利润偏低的企业，如铜箔企业对于原料采购价格存风险管理必要性。

# 有色金属

## 电解镍

### 镍供给：

- 印尼雨季步入尾声，镍矿供应宽松
- 镍铁延续过剩趋势，中间品增量逐步落地
- 硫酸镍-电积镍路径打通，纯镍供给弹性进一步提升

### 终端需求：

- 镍铁高库存影响不锈钢对镍新增需求
- 新能源对硫酸镍需求仍在恢复中

### 成本结构：

- 价格下行压力下，上游生产企业盈利不佳

- 四月菲律宾雨季逐渐步入尾声，预计二季度镍矿供给将进一步宽松。
- 印尼镍铁产量不减，叠加历史高库存与不锈钢需求疲软，镍铁供给仍将延续过剩趋势。
- 硫酸镍供给受益于MHP、高冰镍等中间品项目的逐步落地，在新能源汽车需求增速放缓的情况下，供给逐渐宽松。

国内镍铁月度供需平衡表（万镍吨）

时间	2023年1月	2023年2月	2023年3月	2023年4月	2023年5月	2023年6月	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2023E
产量	2.93	2.61	2.68	2.9	2.8	2.6	8.22	8.3	7.8	7.55	31.87
进口量	6.92	6.5	7.5	7.7	7.8	7.7	20.92	23.2	23.1	24.75	91.97
需求量	7.79	8.82	9.78	9.69	9.79	9.77	26.39	29.25	27.59	28.96	112.19
供需平衡	2.07	0.3	0.4	0.91	0.81	0.53	2.77	2.25	3.31	3.34	11.67

国内硫酸镍月度供需平衡表（万实物吨）

时间	2023年1月	2023年2月	2023年3月	2023年4月	2023年5月	2023年6月	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2023E
产量	14.18	14.19	15.93	17.73	19.55	21.09	44.29	58.36	64.82	69.00	236.48
进口量	0.45	0.55	0.68	1.00	1.23	1.50	1.68	3.73	5.05	5.86	16.32
需求量	13.56	15.34	15.65	16.86	18.82	22.11	45.69	57.79	66.72	71.71	241.91
供需平衡	1.08	-0.61	0.96	1.86	1.95	0.49	0.29	4.30	3.14	3.16	10.89
供需平衡（万镍吨）	0.24	-0.13	0.21	0.41	0.43	0.11	0.06	0.95	0.69	0.69	2.40

1月青山电积镍项目的顺利出产，标志着镍中间品向一级镍的转化已经实现，二级镍过剩向一级镍传导更为顺畅，原生镍市场整体趋于供需过剩。

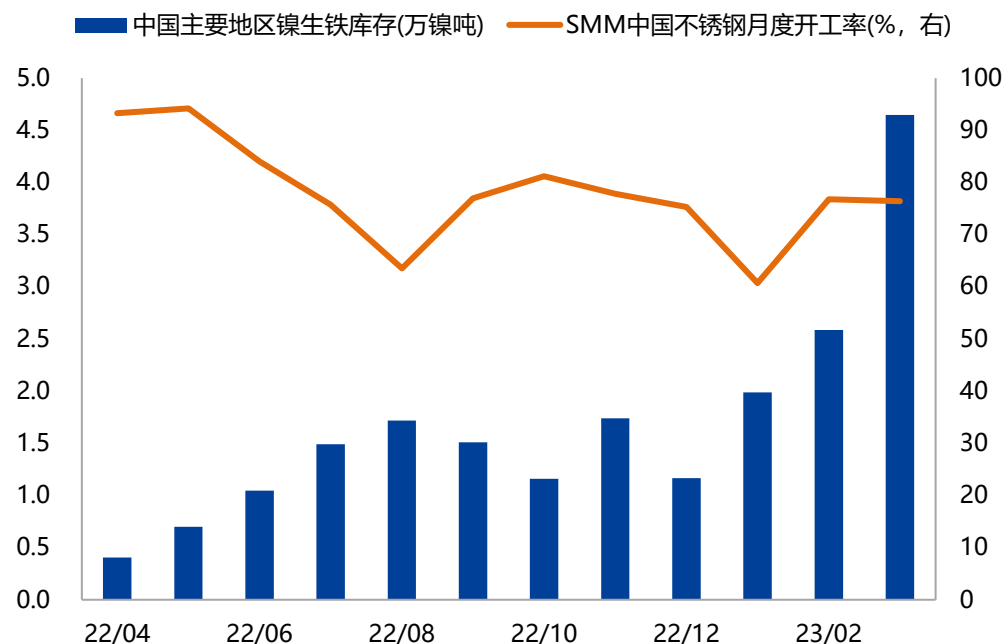
国内镍月度供需平衡表（万镍吨）														
时间	2022-10	2022-11	2023-12	2023-01	2023-02	2023-03	2023-04	2023-05	2023-06	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2023
精炼镍产量	8.47	8.59	8.44	7.87	7.62	8.16	8.78	9.14	9.32	23.66	27.24	28.36	29.38	108.64
进口量	9.37	10.03	10.33	8.76	8.48	9.71	10.08	10.23	10.19	26.95	30.5	30.68	32.51	120.64
镍总供给量	17.84	18.62	18.77	16.63	16.10	17.87	18.86	19.37	19.51	50.61	57.74	59.04	61.89	229.28
不锈钢	17.84	18.62	18.77	16.63	16.10	17.87	18.86	19.37	19.51	32.64	36.07	33.39	35.9	138
电池	3.80	3.61	3.20	2.51	2.76	3.07	3.06	3.43	4.10	8.33	10.61	12.52	13.49	44.95
电镀	0.69	0.69	0.54	0.31	0.34	0.53	0.59	0.7	0.67	1.19	1.95	1.22	1.61	5.97
合金	0.95	0.97	0.9	0.91	0.89	0.98	0.95	0.95	0.84	2.38	2.74	3.5	3.12	11.74
其他	0.41	0.41	0.41	0.41	0.32	0.4	0.4	0.38	0.36	1.13	1.14	1.13	1.2	4.6
总需求	17.95	17.12	16.48	13.89	15.31	16.86	16.99	17.54	17.97	45.66	52.5	51.77	55.33	205.26
供需平衡	-0.11	1.51	2.29	2.75	0.79	1.01	1.87	1.83	1.54	4.94	5.24	7.28	6.56	24.02



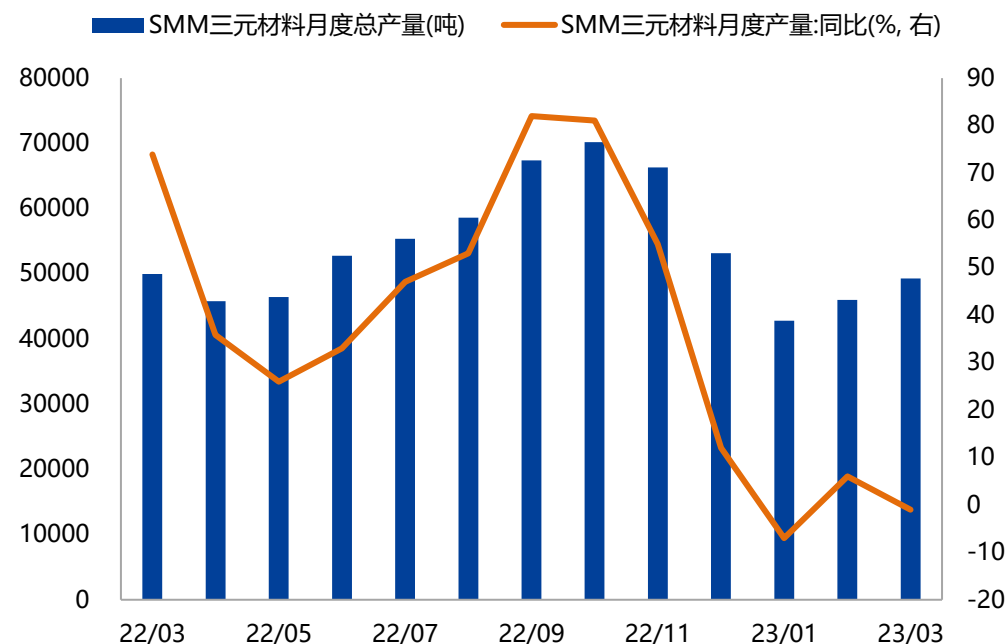
❑ 一季度不锈钢终端需求疲软，利润不佳局面下钢厂减产消息频出，在原材料镍铁价格持续走低形势下，二季度不锈钢生产或将小幅提振。但镍铁库存仍处于历史高位，去库或成为二季度镍铁主基调。

❑ 由于新能源补贴政策于23年终止，部分新能源车需求前置到22年底，一季度需求表现不佳，三元前驱体厂家减产消息密集，新能源方面需求仍在修复中。

镍铁库存处于历史高位，不锈钢需求有待提振

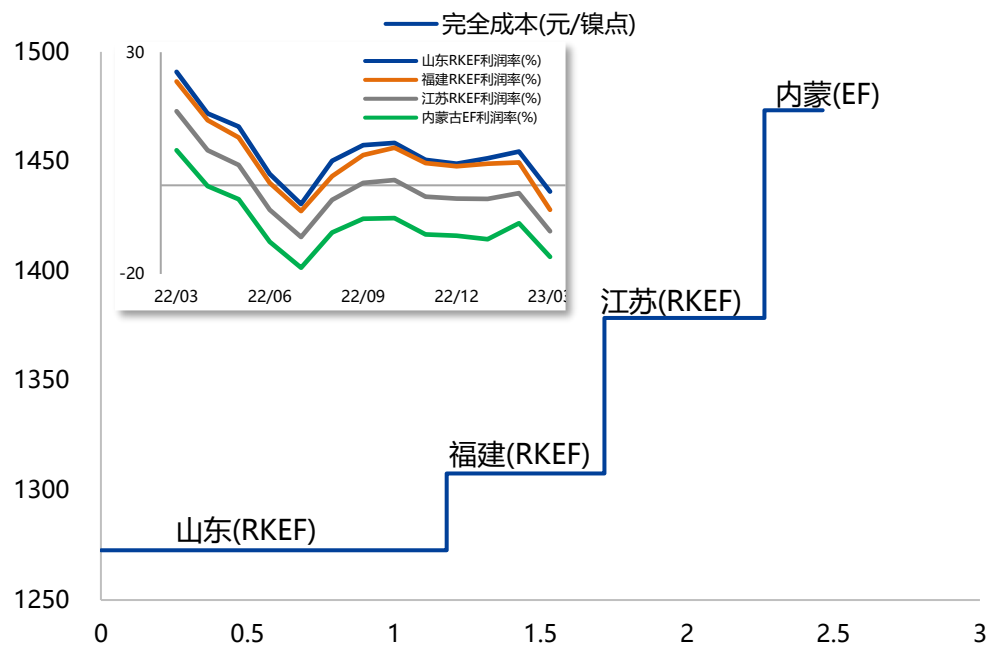


三元材料需求增长放缓，产量不及预期

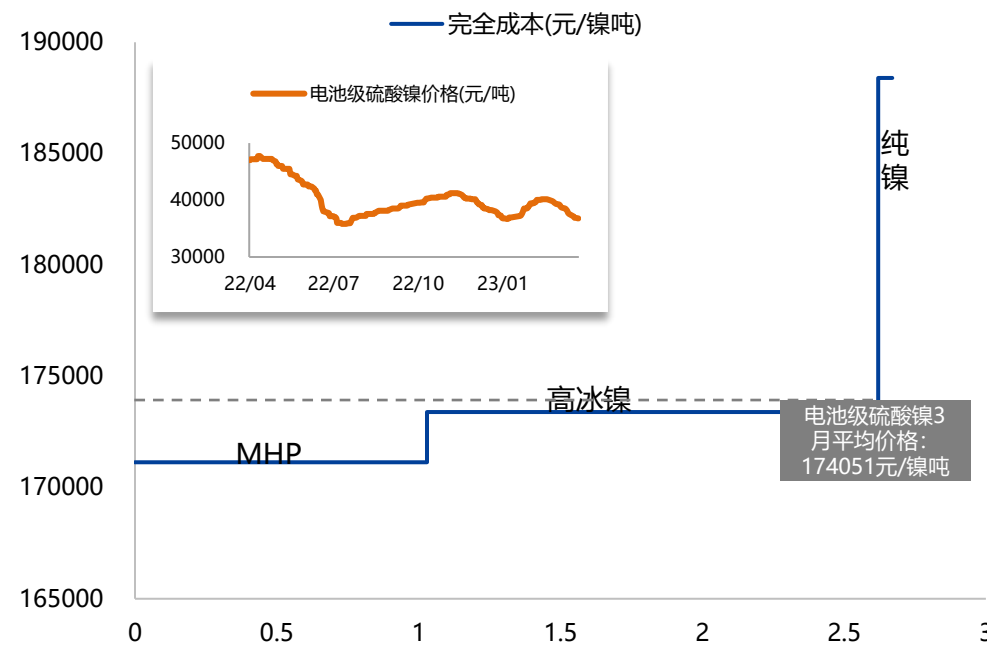


- ❑ 纯镍潜在增量之一“镍铁-高冰镍-纯镍”：库存高企、需求疲软下，镍铁生产利润不佳，为减少亏损，部分镍铁或将向高冰镍-纯镍方向转产。
- ❑ 纯镍潜在增量之二“硫酸镍-纯镍”：硫酸镍在中间品供给的逐渐宽松下，价格已呈现震荡走低态势，生产企业盈利空间收窄。在硫酸镍-电积镍路径打通后，过剩硫酸镍或向纯镍方向转化，使镍价进一步承压。

镍铁成本曲线（2023年3月）



硫酸镍成本曲线（2023年3月）



## 沪镍：二季度镍价震荡下行，价格区间【130000，200000】

■ 综上所述，预计镍价将在130000-200000区间内震荡下行，上游镍铁、硫酸镍生产企业或存在卖出保值需求。

# 新能源

## 碳酸锂 氢氧化锂

### 供需结构

- 新能源产业景气高增，但边际增速逐步放缓
- 锂源产出节奏提速，行业陷入供过于求局面

### 产能扩张

- 企业资本支出高企，项目扩张持续推进

### 定价模式

- 价格下行周期资源端企业定价把控能力下降

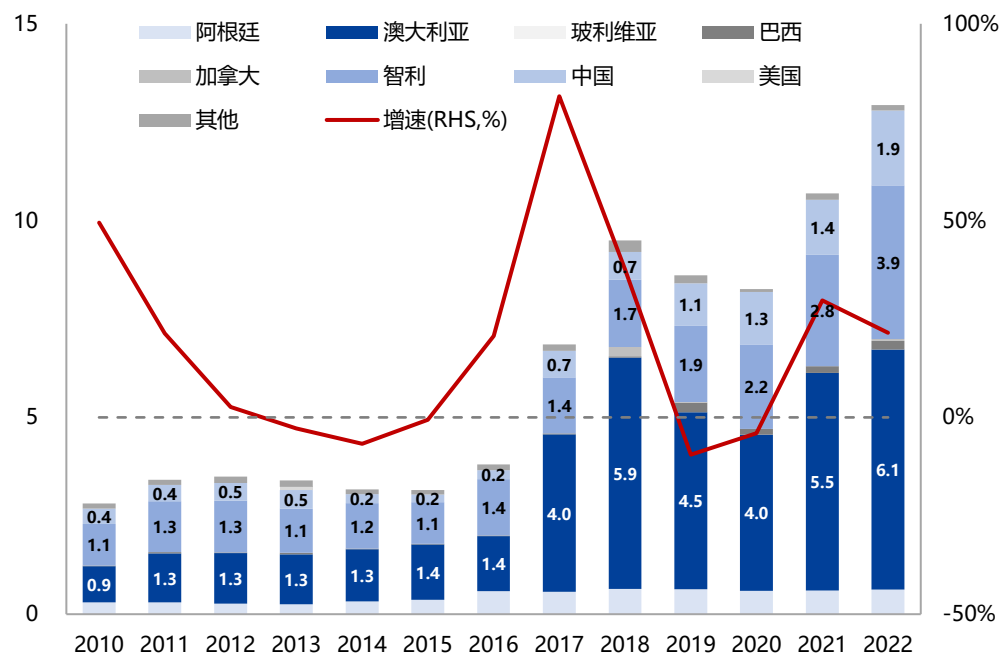
- 回顾一季度，锂盐价格断崖下跌，电池级碳酸锂市场价跌幅更深，供需错配状况好转系主要原因，而行业利润分配不均加剧产业矛盾，并放大市场悲观情绪，助力了锂盐售价的加速下挫。
- 展望二季度，新能源车市虽维持高景气增长，但边际增速放缓亦为不争事实，而锂资源释放节奏明显提速，主流矿山产能爬坡、盐湖提锂放量可期，供过于求格局基本确立，电池级碳酸锂及氢氧化锂价格下行趋势不变，价格底部预计分别为18万元及26万元。

全球锂盐供需平衡表

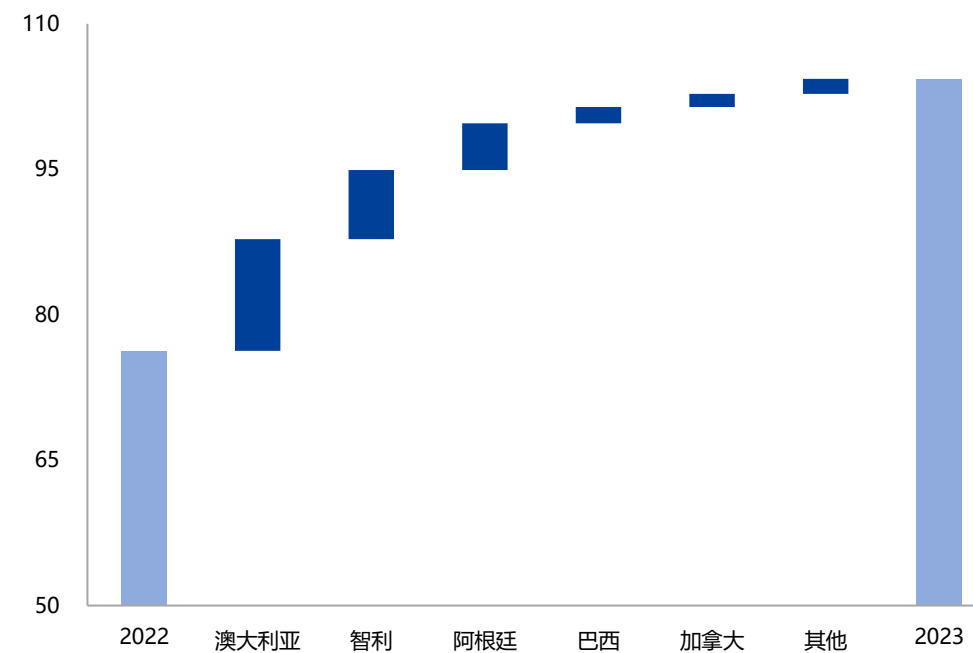
锂盐需求量/万吨				
项目	2020	2021	2022	2023E
新能源车产量/万辆	324	675	1,121	1,411
国内新能源车销量	132	351	687	885
海外新能源车销量	191	337	434	526
锂电池装机量/GWh	286.3	520.7	860.4	1,186.8
动力电池装机量/GWh	173.3	371.2	622.4	867.8
储能电池装机量/GWh	28.0	59.5	130.0	189.0
消费电子电池装机量/GWh	85.0	90.0	108.0	130.0
锂盐消耗量/万吨	26.32	44.96	71.84	98.55
碳酸锂消耗量/万吨	16.34	29.22	47.41	65.21
氢氧化锂消耗量/万吨	9.98	15.74	24.43	33.35
锂盐供应量/万吨				
项目	2020	2021	2022	2023E
锂盐产量/万吨	27.30	42.40	64.20	104.90
锂盐供需缺口/万吨				
项目	2020	2021	2022	2023E
锂盐供需缺口/万吨	0.98	-2.56	-7.64	6.35

从量的角度而言，中国市场占据全球锂盐消费的半壁江山，但资源进口依赖度较高，国内企业出海意愿强烈，海外政策风险及汇兑风险显著增加；且随着近年来新能源产业景气高增，各环节扩产、增产项目快速推进，预计2023年澳大利亚锂辉石矿山及以智利、阿根廷为代表的“南美三角”盐湖提锂将贡献超过折合碳酸锂23万吨增量，二季度资源产出势必提速。

全球锂矿产量(金属吨,万吨)及增速

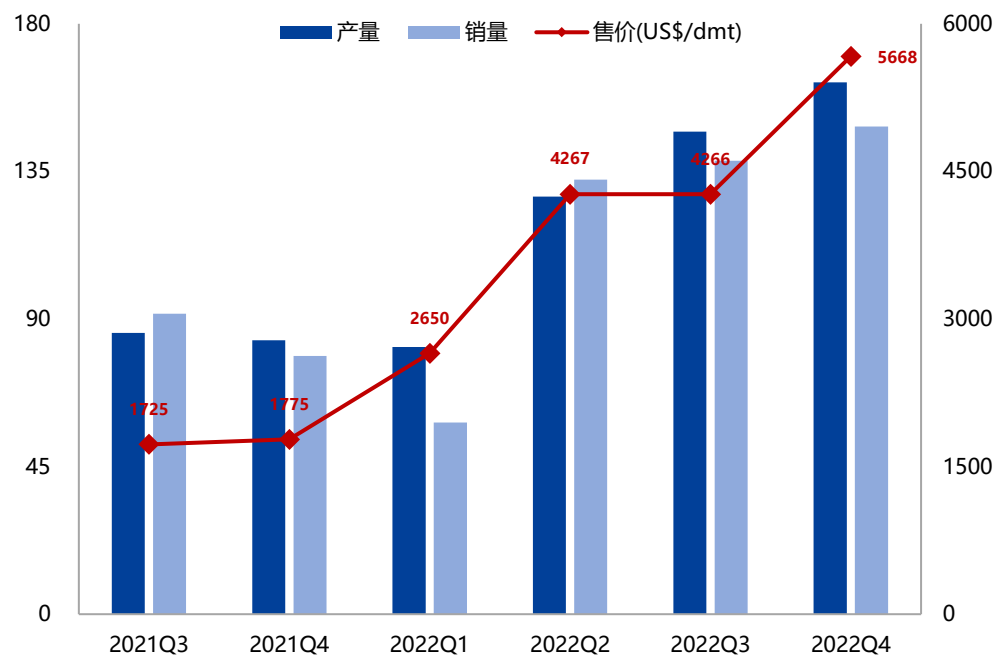


2023年锂源产量预测(万吨LCE)

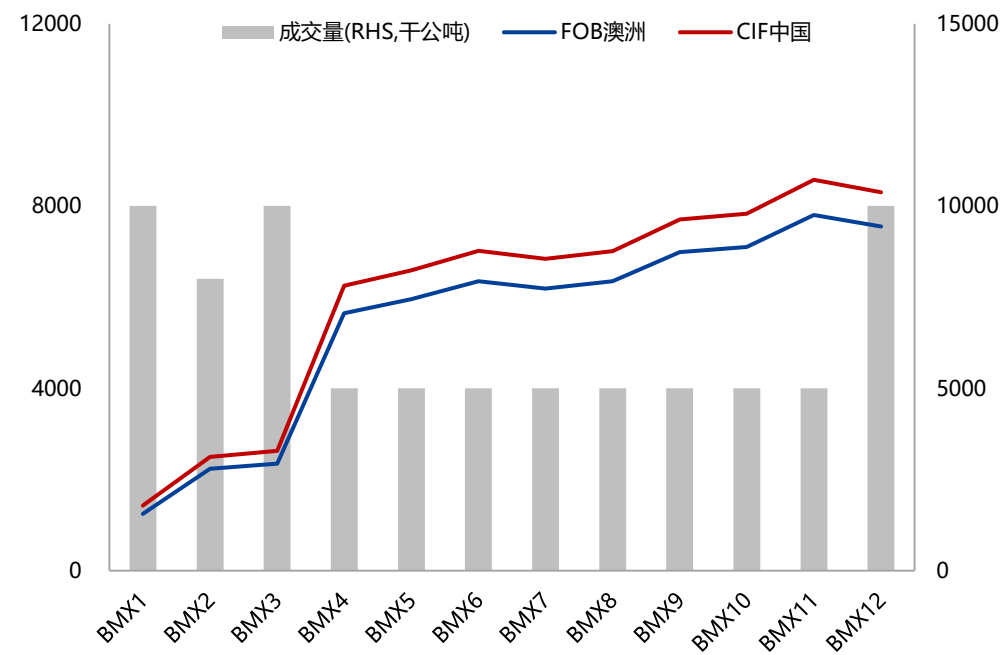


从价的角度而言，Pilbara锂精矿拍卖向来是全球锂资源定价的锚，但市场信心衰退使得竞拍成交价出现下滑，且Pilbara公告称达成首次加工模式锂源供应协议，销售模式的转变意味着资源端企业在价格下行周期对定价能力的把控下降、以及对自身利润的保护，锂盐定价将更多依赖产业供需结构。

Pilbara旗下矿山锂精矿产销量及售价(千吨)



Pilbara锂精矿拍卖价格(美元/吨)



新能源

工业硅

### 工业硅供应：

- 西北地区产能释放
- 丰水期西南地区存在不确定性

### 多晶硅需求：

- 二季度新增投产偏少
- 季节性或影响投产进度

### 有机硅需求：

- 二季度新增投产仅占全年1.4%
- 亏损严重，检修量增多

### 供需格局：

- 二季度供需格局偏宽松，价格弱稳为主



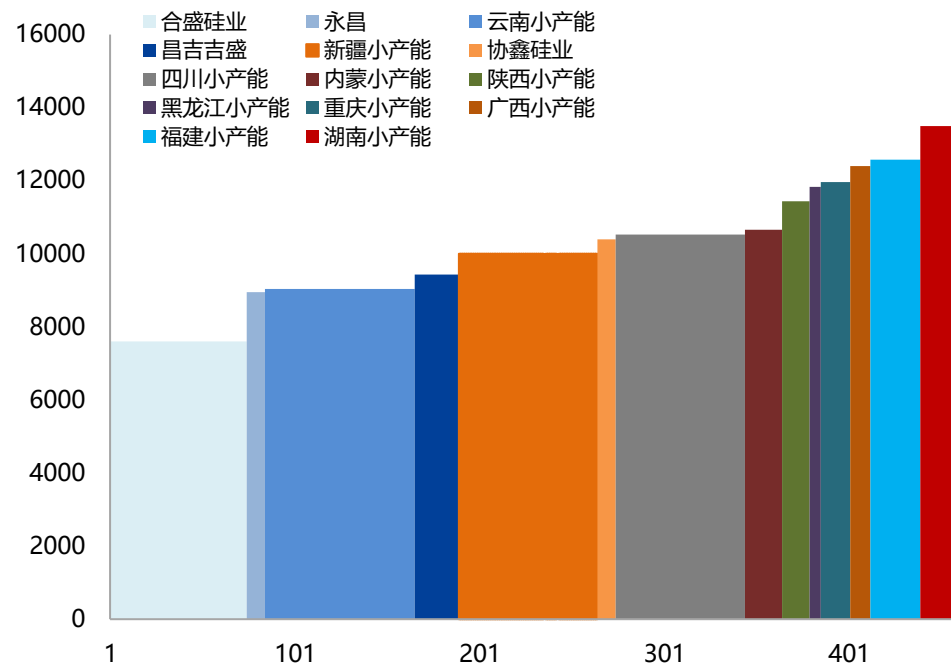
■ 2023年二季度工业硅总体供需边际转弱。供应方面，丰水预期尚有不不确定性，而新疆随着产能投放预期，预计二季度工业硅总产量仍呈增长趋势。需求方面，二季度多晶硅投产较少，对季度内需求增量支撑不足；有机硅亏损严重，二季度投产仅占全年计划新投产能的1.4%，且出现大量检修，需求释放不足，对工业硅消耗速度缓慢。二季度工业硅总体供需边际转弱。

二季度工业硅供需边际转弱

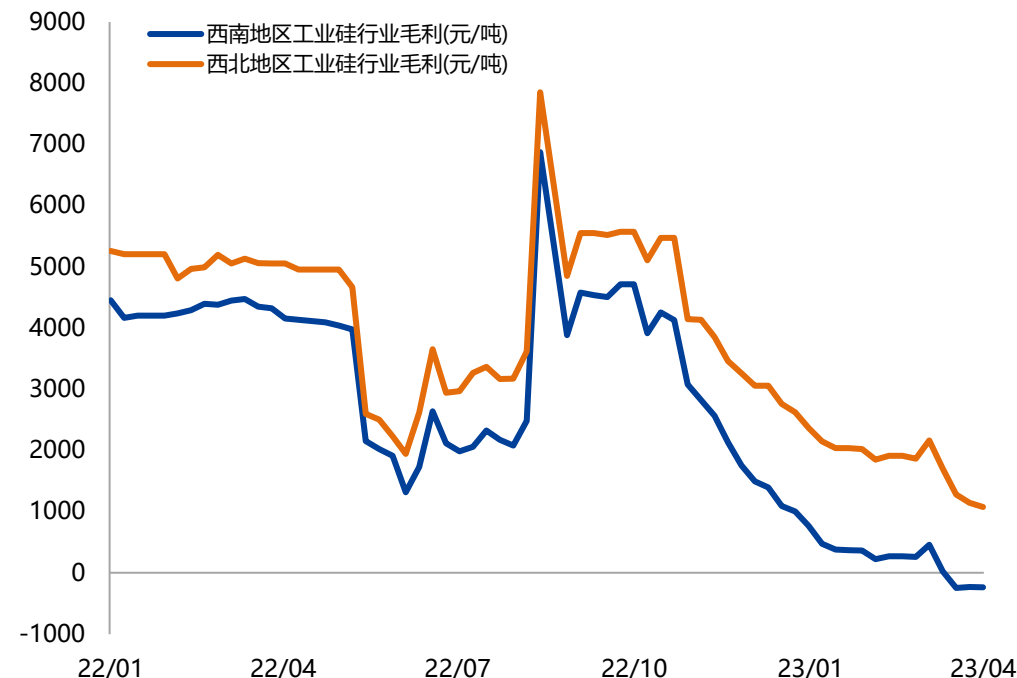
	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	2023
工业硅产量	26	27	26	28	32	35	38	40	43	46	46	48	436
进口	0.03	0.02	0.01	0.02	0.02	0.03	0.01	0.05	0.04	0.03	0.04	0.01	0.31
出口	5	5	6	5	6	6	5	6	6	5	5	6	65
硅供应量	21	22	20	23	27	29	33	34	38	41	42	42	371
多晶硅	12	11	12	12	13	14	15	16	18	20	21	23	187
有机硅	7	8	7	7	8	8	9	9	10	11	11	13	108
铝合金	4	2	4	5	5	5	5	5	6	5	6	6	58
其他	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	8
总耗硅量	24	22	24	25	27	28	30	31	35	37	39	42	361
供需平衡	3	-1	3	2	0	-2	-3	-3	-3	-5	-3	0	-11

- 2023年西南丰水预期存在不确定性，如果丰水降雨偏低、电力供应紧张，西南地区工业硅产量预计难以高增。叠加2023年以来工业硅成本利润大幅降低，亦是西南产量难以高增之佐证。
- 西北新疆方面成本利润下降速度明显缓于西南地区，叠加产能投放预期，预计二季度工业硅总产量仍呈增长趋势。

工业硅成本 (C1+C2)曲线



二季度丰水期预计工业硅成本利润难以回升



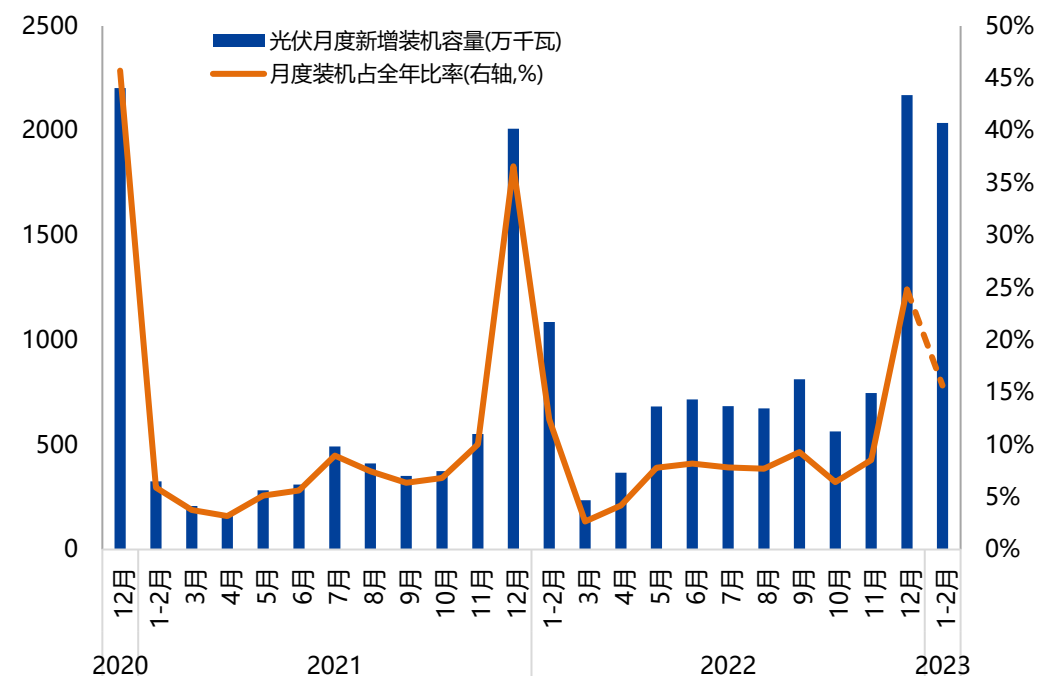
2023年多晶硅产业大幅投产，全年计划新投产能有59%将于H2投产，投产地区集中在西北地区，相比而言二季度多晶硅投产较少，预计有1.37万吨，对季度内需求增量支撑不足。

从装机季节性看，往年装机多集中于12月，装机量于全年占比可达30%，其余月份则相对平均。2023年1-2月光伏新增装机达到近年高位，按130GW装机预期看，占比已达16%，而过去10年这一平均数值为9.88%，因此除11-12月以外，预计今年2-3季度其余月份装机将相应降低。

2023年多晶硅投产集中于下半年，二季度投产较小

	23Q1		23Q2E		23Q3E		23Q4E		合计
	西门子法	颗粒硅	西门子法	颗粒硅	西门子法	颗粒硅	西门子法	颗粒硅	
通威	6.8		6.8		7.55		9.05		30.2
大全	3.4		3.4		5.28		5.9		18.0
协鑫	2.34	3.75	2.34	4.5	2.34	5.75	2.34	7	30.4
XT	5		5		5.63		6.25		21.9
东方希望	3.09		3.71		4.34		4.49		15.6
亚洲硅业	1.53		1.53		1.53		1.53		6.1
洛阳中硅	0.53		0.53		0.53		0.53		2.1
国内其他	0.43	1.8	0.43	1.8	0.43	1.8	0.55	1.8	9.0
瓦克	2		2		2		2		8.0
OCI	0.88		0.88		0.88		0.88		3.5
海外其他	0.33		0.33		0.33		0.33		1.3
有效产能合计	31.9		33.2		38.4		42.7		146.2

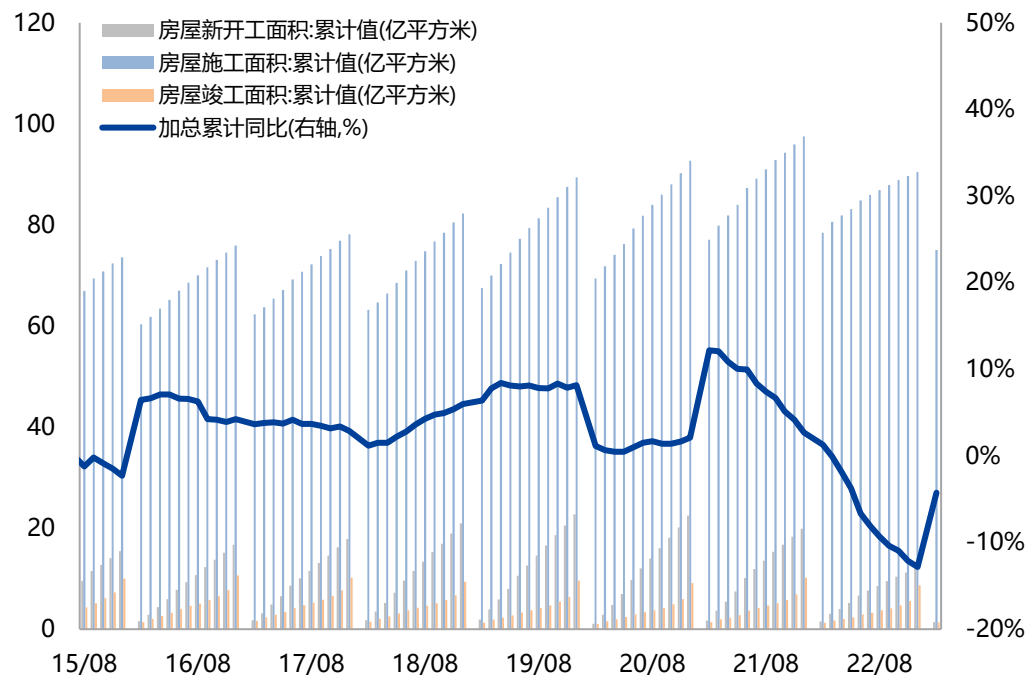
往年情况看，光伏装机多集中于11-12月份



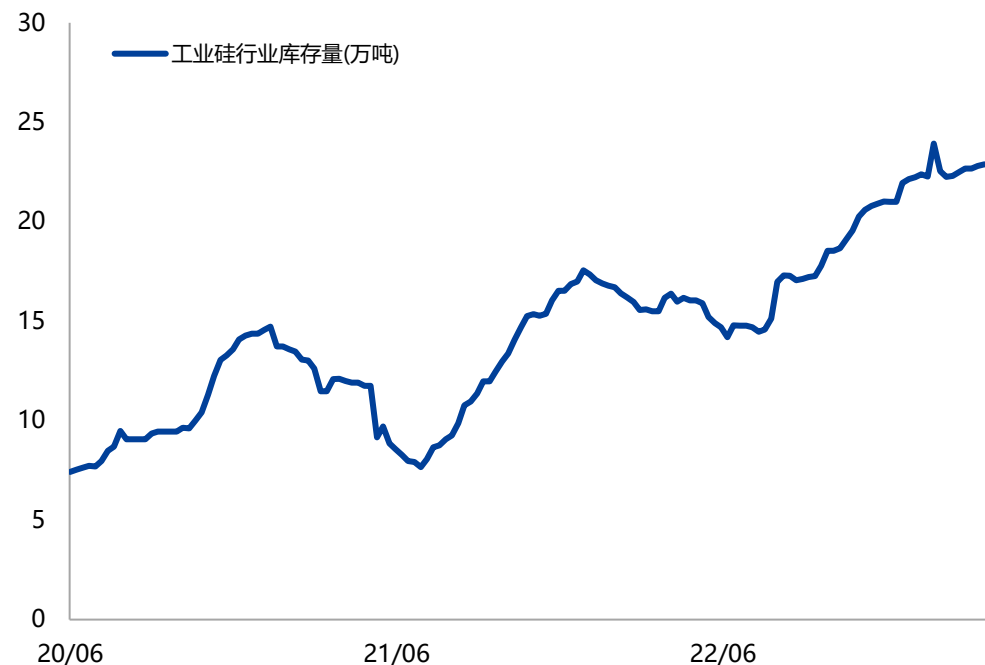
❑ 终端房地产、建筑等行业复苏未及预期，有机硅开启检修。同时二季度有机硅预计将投放2万吨新产能，仅占全年计划新投产能的1.4%。下游行情弱势需求释放不足，预计对工业硅消耗速度缓慢。

❑ 此外从库存端看，往年二季度处于去库季，2023年二季度我们认为工业硅总体处于供需宽松格局，工业硅行业库存历史高位，去库亦难提振市场情绪。

有机硅终端需求复苏不足，总体仍然偏弱



工业硅行业高库存格局，使供需维持宽松





- ▣ 综上所述，下游多晶硅、有机硅二季度需求增量偏低，而需求总量仍依赖于经济复苏力度，预计工业硅价格反弹驱动不足；从估值看，当前工业硅成本利润已降至较低位置，工业硅价格继续下跌空间较小。
- ▣ 预计二季度工业硅总体呈低位震荡局面，价格区间【14700，15700】。

# 能源化工

## 原油 PTA

### 成本端：

- OPEC+减产使二季度供应过剩减弱
- PX产能高增，预计检修对产量影响有限
- 成本端继续向上驱动不足

### PTA供给：

- 二季度新产能投放750万吨，总供应或相对宽松
- 中低成本装置已逐渐成为PTA市场主流

- 供应方面，OPEC+减产幅度超160万桶/日，将从5月生效并持续至2023年底，OPEC+的减产总量达到366万桶/日，二季度原油市场过剩将有所减弱。
- 需求方面，OPEC和EIA最新报告中对需求前景预期改善。

EIA和OPEC原油供需预期

		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			4Q22			1Q23			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		

■ 供应方面，二季度PTA新增750万吨装置产能确定性较大，供应增量明显；成本端PX方面，因过去三年国内PX产能大幅扩张，因此即使PX检修规模扩大，PX实际产量减幅或也有限，对PTA价格驱动有限。需求方面，PTA下游化纤开工高位，因聚酯产品库存压力较小，预计需求维持稳定。总体PTA供需格局偏宽松。

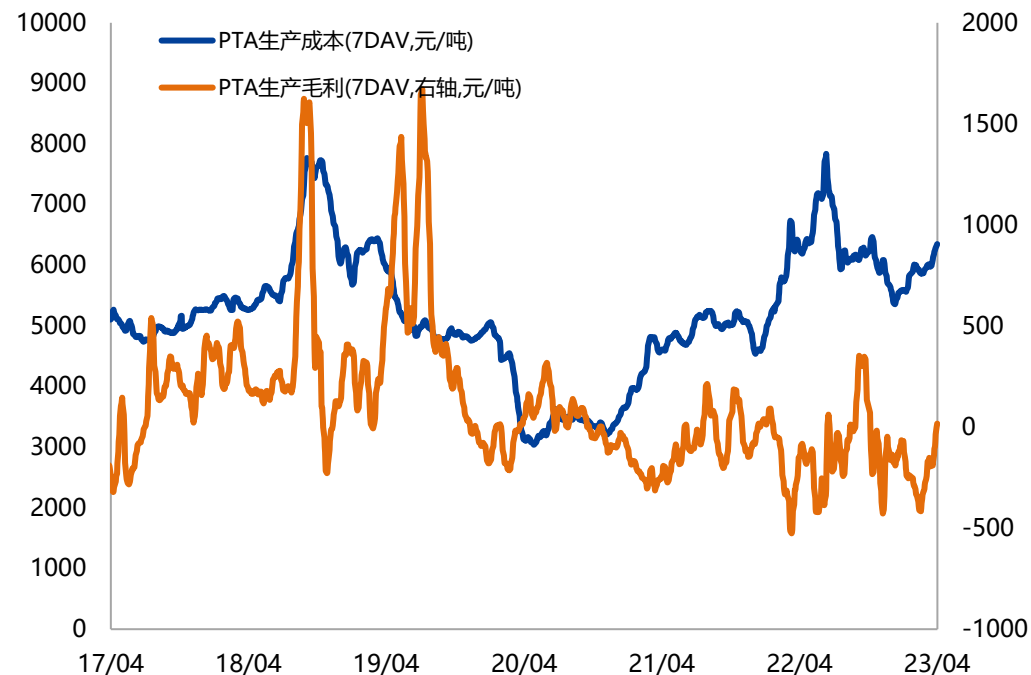
二季度PTA市场整体供需宽松

	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

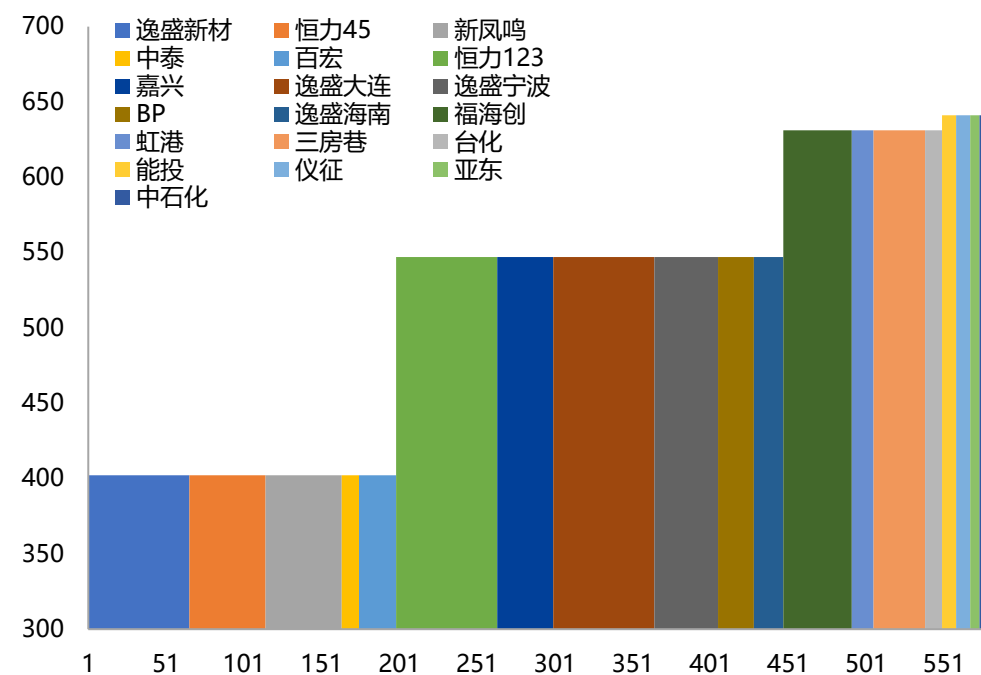


截至2023年3月，PTA总产能7144万吨，其中702.5万吨长停产能，有效产能6441.5万吨。随着近几年的大投产，高加工成本装置已部分淘汰，中高成本装置投产较早，折旧摊销等费用早已计提完毕，原料成本能够覆盖即可维持开工。中低成本装置已逐渐成为市场主流。

PTA总体行业利润仍处于亏损水平



PTA产能成本 (C1+C2)曲线



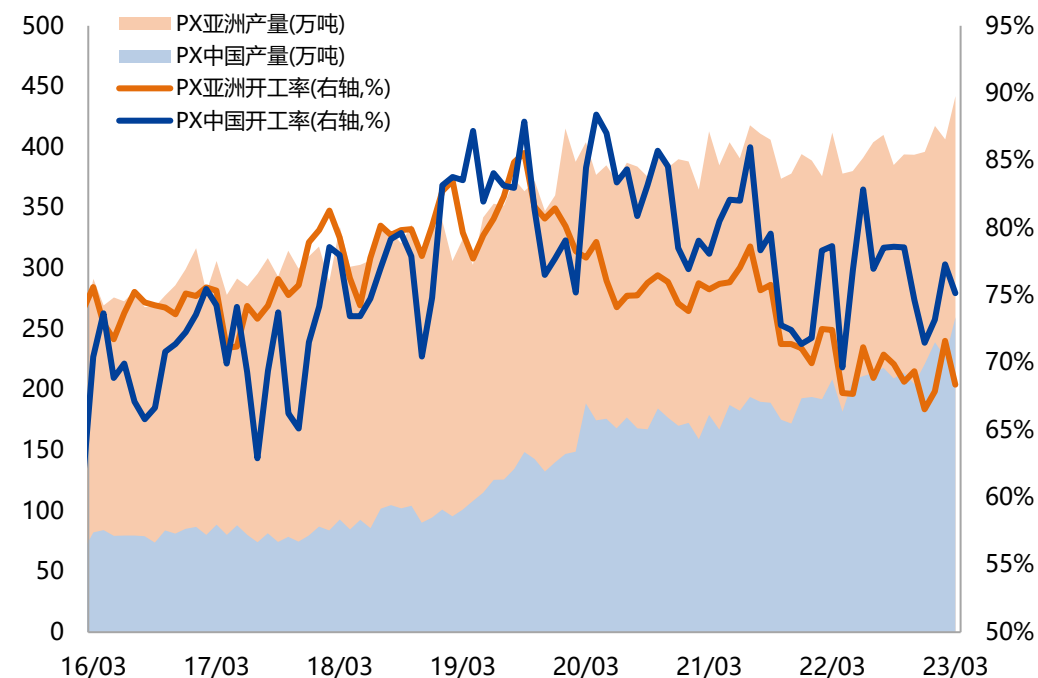
▣ 2023-2024年PTA产能增速年均13%左右，二季度750万吨新增装置产能确定性较大，分别为3月的恒力惠州1#，4月的嘉通能源2#，5月的恒力惠州2#，三套装置各250万吨。二季度内PTA供应端或相对宽松。

▣ 4-6月PX检修规模扩张，国内PX开工率处于5年同期最低，供应量不宽松。但据实际产量看，因过去三年国内PX产能大幅扩张，PX月度产量仍创新高，因此即使检修规模扩大，PX实际产量减幅或也有限，对PTA价格驱动有限。

二季度750万吨新增装置产能确定性较大

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

PX检修规模较大，但实际产量仍创新高



## PTA：二季度PTA供需宽松，预计价格下行至区间【5500，6500】

□ 综上所述，预计2023年2季度，PTA价格将在5500-6500元/吨区间偏弱运行。

# 煤化工

**PVC 塑料**  
**PP 甲醇**

## 价格走势：

- 6~7月PVC、L和PP三个塑料品种出现反弹行情可能性较高
- 成本端和需求端存在下跌驱动，4~5月甲醇仍有较大下行空间

## 供需矛盾：

- PP新产能集中投放，表需同比增速高达19%
- PVC装置集中检修，供应过剩矛盾将得到缓解
- 甲醇检修力度不足，叠加需求淡季，供应宽松格局延续

## 推荐策略：

- 单边：基于需求转好做多PVC或L，基于供应过剩做空MA
- 套利：基于产能增速差异做多L-PP，基于利润修复做多L-3MA

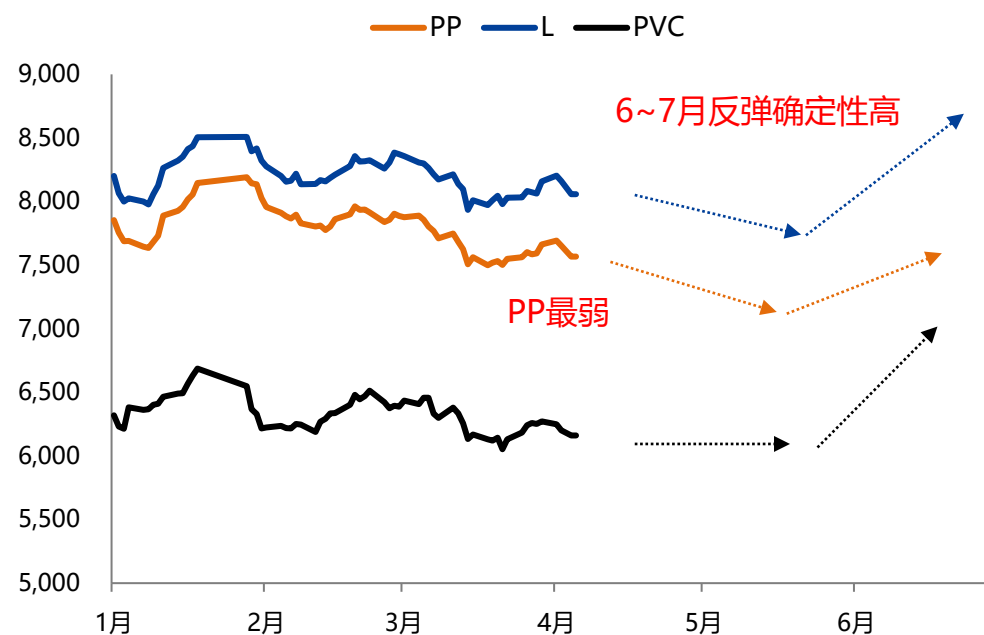
- ❑ PP供应过剩，PE供需相对平衡：二季度PP计划投放超过200万吨新产能，即便面临装置集中检修，表观需求增速仍然高达19%，预计09合约价格区间为[7000，8400]。相比之下PE供应压力偏小，价格区间为[7300，9000]。
- ❑ 甲醇供应宽松：甲醇二季度检修力度为历年最低，导致产量减少幅度有限，同时进口量稳定增长，供应宽松格局延续，价格区间为[2100，2600]。
- ❑ PVC供需平衡：由于出口量增长和产量下滑，二季度PVC表观需求增速下降，供应减少有助于库存加速去化，价格区间为[5800，7200]。

表观需求及重点指标一览

项目	指标	PVC		PE		PP		MA	
价格 (元/吨)	二季度期货09合约区间	[5800，7200]		[7300，9000]		[7000，8400]		[2100，2600]	
供应 (万吨)	新投放产能	40	占现有产能1.5%	0	占现有产能0	250	占现有产能6.8%	70	占现有产能0.7%
	产量	559	同比-1%	658	同比+11%	783	同比+6.5%	2028	同比-1.9%
			环比-1%		环比-3%		环比+2.5%		环比+3.1%
	进口量	14	同比-20%	343	同比+14%	110	同比+72%	320	同比-6.2%
			环比+76%		环比+4%		环比-7%		环比+9.6%
	出口量	80	同比+19%	18	同比-27%	24	同比-56%	4.5	同比-19%
需求 (万吨)	表观需求	493	环比+4%	983	环比+8.7%	869	环比+4.6%	2344	环比+55%
			同比-1%		同比+13%		同比+19%		同比-2.5%
总结	重点指标/预期变化	社会库存历史最高	持续两个月缓慢去库	进口量	来自中东进口量增加	新增产能投放时间	5~6月新产能集中投放	甲醇制烯烃利润偏低	利润扩大300元/吨
	推荐策略	做多V2309，做多V-L		做多L2309，做多L-3MA		卖出看跌期权，做多L-PP		做空MA309，9-1反套	

- ❑ 塑料反弹确定性较高：4~5月集中检修能够缓解供应过剩矛盾，随着需求旺季来临，6~7月PVC、L和PP三个塑料品种出现反弹行情可能性较高。
- ❑ 甲醇预计进一步下跌：二季度是煤炭和甲醇下游多个产品的需求淡季，成本端和需求端都存在下跌驱动，甲醇仍有较大下行空间。

塑料反弹确定性高



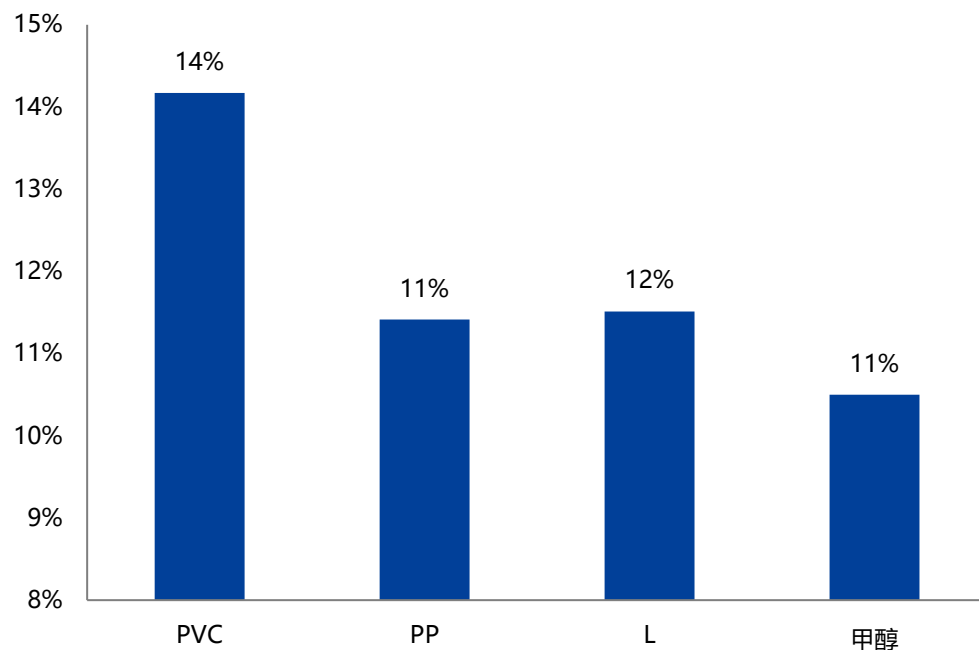
甲醇仍有下跌空间



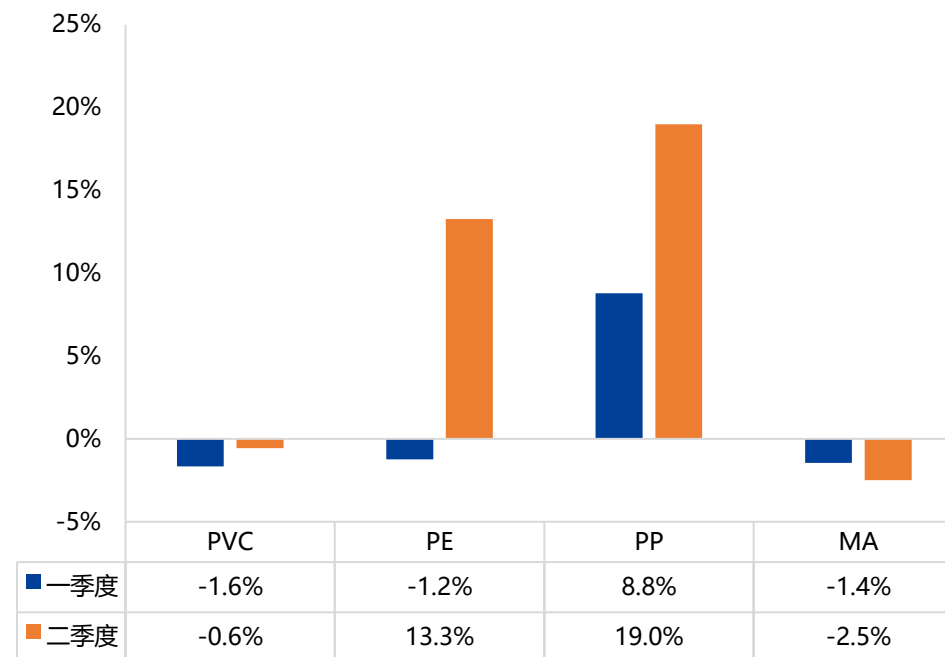
■ 集中检修利好PVC：由于高温天气和需求淡季，二季度通常是化工装置集中检修时间，4月下旬起西北PVC电石法装置和中石化聚烯烃装置率先开启检修，5~6月甲醇和聚烯烃的煤化工装置陆续加入检修队伍。由于过去两个季度不断有装置检修，因此预计二季度甲醇检修装置偏少。

■ 供应分化推高L-PP价差：一季度PP表观需求同比增速远远超过PE，导致L-PP价差扩大200元/吨。二季度PP供应宽松格局延续，PP弱而PE强的逻辑进一步加强，推荐做多L2309做空PP2309的套利策略。

二季度PVC检修力度最高



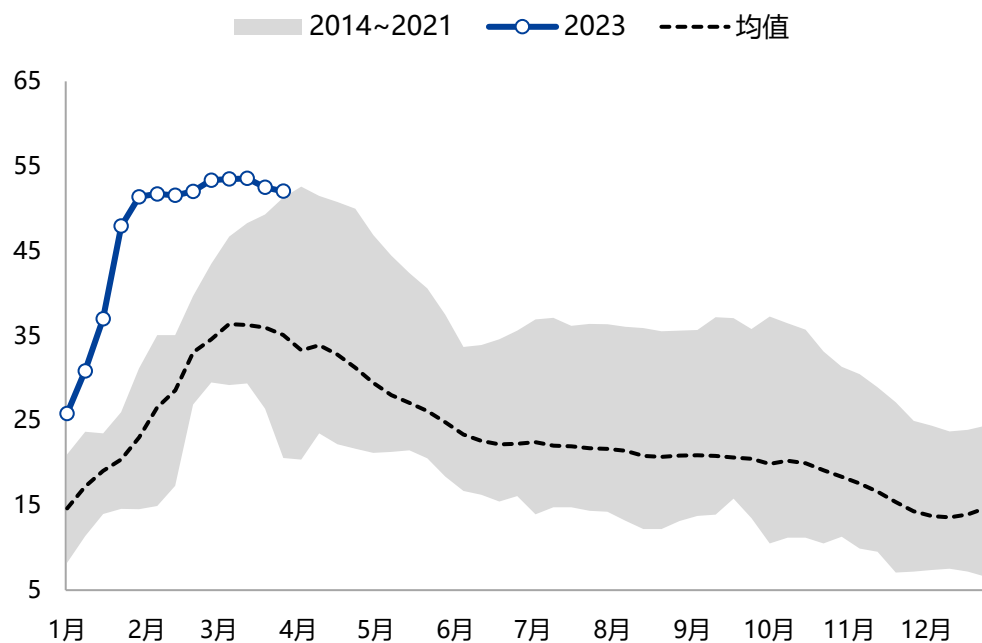
PP表观需求增速最高



❑ PVC高库存成为做多阻碍：一季度PVC社会库存维持高位，即便按照理想情况每周减少3万吨，也需要两个月时间库存才能降低至均值附近。相比之下，聚烯烃和甲醇各环节库存均不高。建议等待库存下降至合理水平后，再做多V2309合约。

❑ 产业链利润不均拖累甲醇：过去两年由于煤炭价格过高，煤-甲醇-烯烃产业链利润几乎全部汇聚在原料端。二季度供应过剩可能导致煤价加速下跌，煤制烯烃产业链利润有望得到再分配，煤炭和甲醇转弱，而烯烃走强，因此推荐做多09合约的L-3MA。

PVC高社会库存限制上涨



煤制甲醇和甲醇制烯烃利润偏低

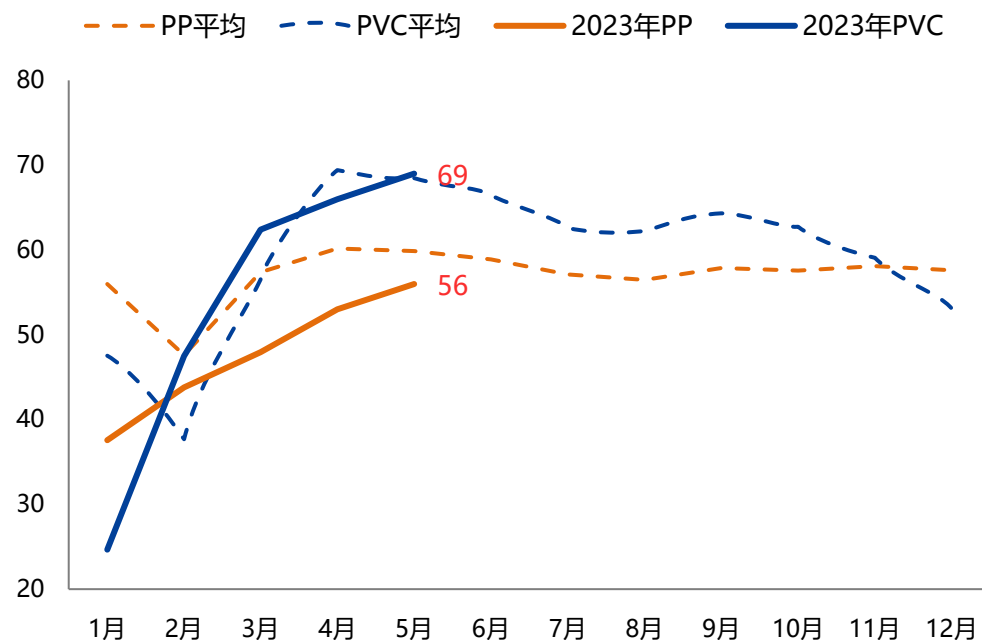




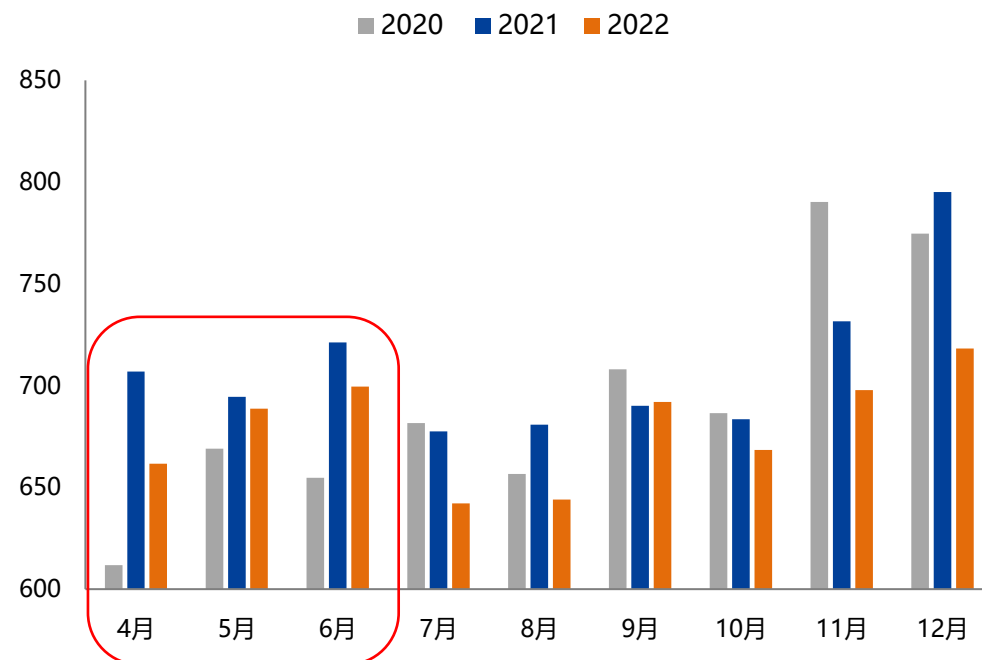
❑ 二季度需求稳步增长：春节前疫情影响仍然存在，PP和PVC下游加权开工率远低于过去5年平均水平，春节后需求开始缓慢复苏，下游开工率实现稳步增长。二季度是一年中塑料制品需求的次高峰，PP和PVC下游开工率有望迎来加速增长，进而带动原料价格上涨。

❑ 风险管理策略：对于塑料制品生产企业客户，6月前后建议逐步开展多头套保锁定生产利润，避免原料价格持续上涨带来的损失。

PP和PVC下游开工率稳步增长



二季度塑料制品产量仅次于四季度



能源化工

天然橡胶

**需求增量：**

- 经济温和复苏格局确立
- 重卡市场有望受益贡献需求增量

**割胶预期：**

- 厄尔尼诺发生概率升高
- 气候因素对价格的影响权重加强

**供需结构：**

- 需求先行修复供需宽松现状

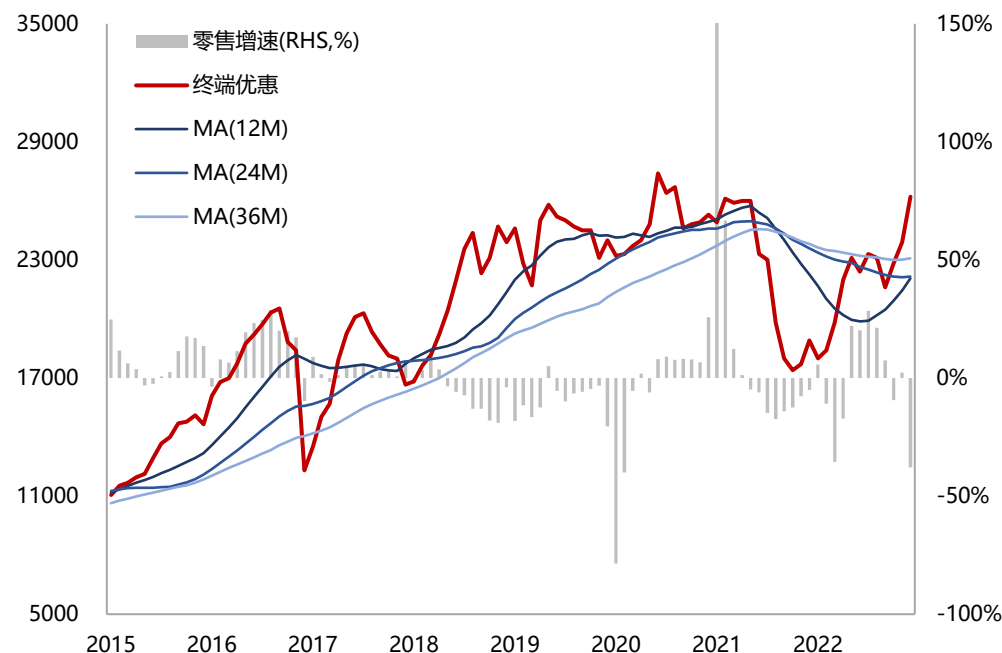
- 回顾一季度，国内停割未能完全冲抵疲软需求，天然橡胶供需结构延续宽松态势，沪胶价格震荡下挫。
- 展望二季度，消费刺激政策有待加码提效，经济温和复苏格局基本确立，天胶需求驱动将由乘用车市场转向重卡市场主导，边际增量或逐步显现，而国内产区原料割胶生产尚处爬坡阶段，需求先行有望推动供需结构修复好转。

天然橡胶月度供需平衡表

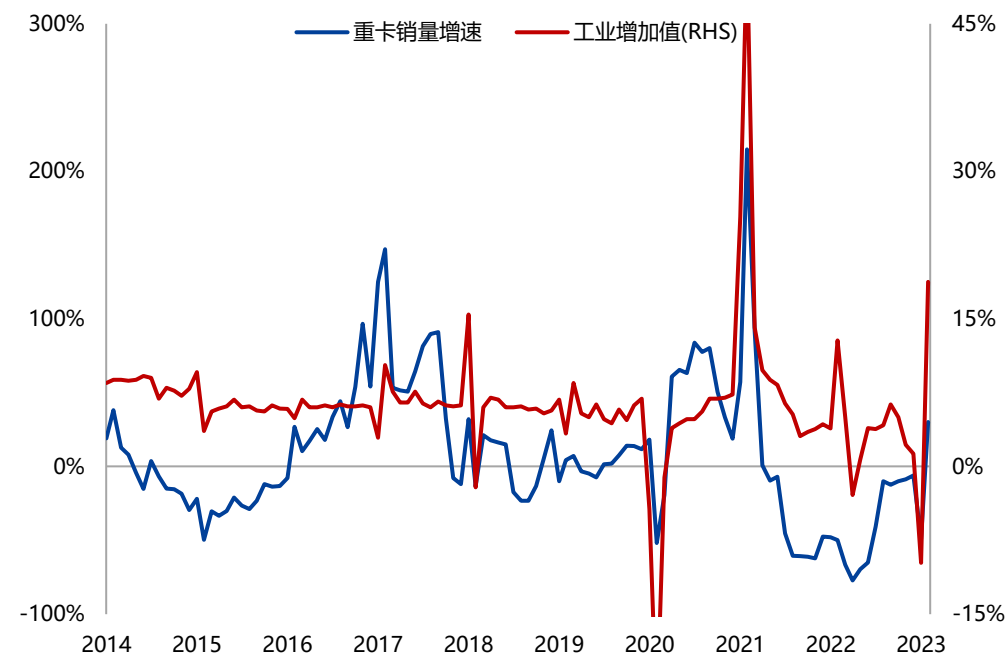
单位：万吨	22年10月	22年11月	22年12月	23年1月	23年2月	23年3月E	23年4月E	23年5月E	23年6月E	23年7月E	23年8月E	23年9月E
产量	12.53	13.25	4.98	0.13	0.00	0.87	4.94	8.68	9.32	10.03	10.50	11.57
进口量	50.20	58.38	64.09	41.72	53.58	41.37	37.28	38.19	37.63	36.29	39.72	42.22
消费量	49.40	49.51	49.80	33.20	48.70	37.09	46.06	48.09	48.75	47.11	46.17	45.98
出口量	0.38	0.48	0.64	0.33	0.53	0.20	0.21	0.20	0.23	0.15	0.17	0.21
供需缺口	12.95	21.64	18.63	8.32	4.35	4.95	-4.05	-1.43	-2.03	-0.93	3.88	7.60
割胶季	旺产季		过渡期	停割季			过渡期				旺产季	

▣ 二季度需求端的焦点，在于乘用车零售的羸弱现实对需求的拖累程度与重卡产销的预期增长对需求的拉动增量孰高孰低。对比此前乘用车终端优惠增幅情形，消费信心低迷背景下的政策引导效果平平，但补贴增长时期零售增速上行概率大于下行；另外，测算重卡销量增速与各项宏观经济指标之间的相关情况，尤其是工业增加值与工程重卡销量，其长期相关系数维持在0.8上下，显示经济恢复提速对重卡市场的正向影响维持强相关性，而当前物流、施工等指标均反应国内经济已步入复苏初期阶段，天然橡胶终端需求偏向乐观。

乘用车终端优惠额度(元)

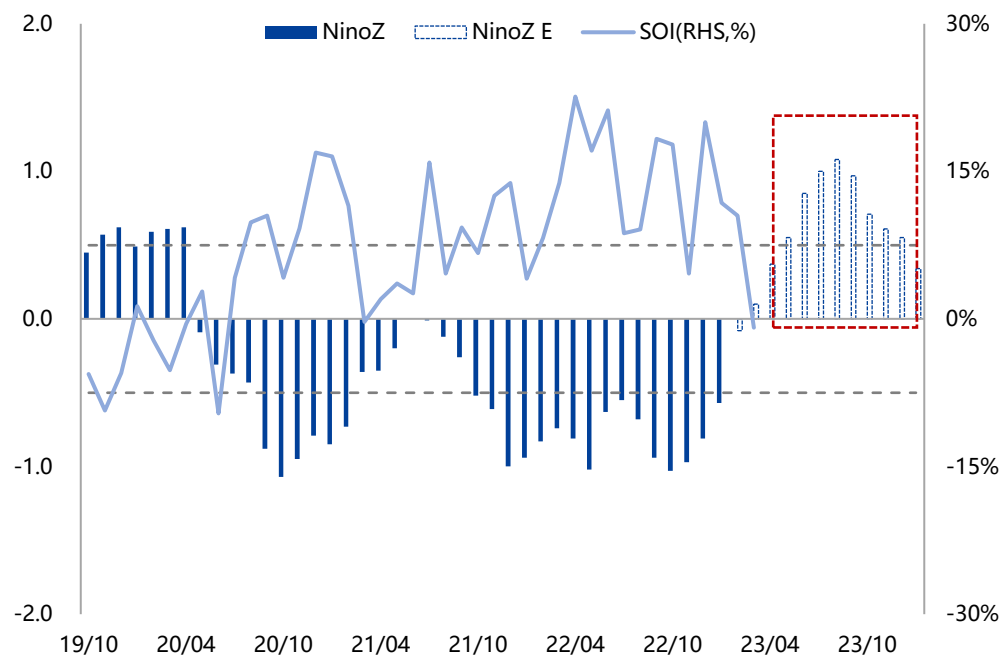


工业增加值及重卡销量增速



同时，二季度供应端的不确定性有所增强。WMO及国家气候中心数据均指出2023年夏季发生厄尔尼诺的概率骤增，海温指数预测值显示出偏离程度高、持续时间长的特点，气候问题对天胶生产贸易的负面影响将要重估。

NinoZ区海温指数与SOI



沪胶指数走势及分位水平



## 橡胶：二季度沪胶价格前低后高，价格区间【11500，14000】

□ 综合来看，低产季期间市场交易由预期主导，国内经济复苏料提振乐观情绪，且当前阶段沪胶指数处于近十年价格分位的25%之下，低估值压缩下方空间，沪胶走势有望完成筑底，二季度价格波动区间11500元/吨-14000元/吨，节奏上大概率前低后高。

# 黑色金属

## 螺纹 热卷 铁矿

### 终端需求：

- 强基建延续，托底用钢需求
- 存量施工项目支撑，地产用钢强度或受限
- 制造业表现分化，外需退坡影响显现

### 钢材供给

- 高炉复产已超预期，二季度供给压力渐显
- 供需差收敛，去库斜率放缓

### 原料成本

- 进口焦煤规模快速增长，铁矿供需差将逐步收敛
- 供给瓶颈松动，废钢供应有望回补

**供应相对过剩压力逐步增加，二季度钢价或先  
向下试探成本底**

从市场主流样本的高频数据看，2023年1季度钢材供给与需求均超过我们年初的预期。供给端，高炉铁水产量同比增7%以上，对冲独立电炉企业因盈利偏弱导致产量下降的影响，钢材供给同比实现正增长。需求端，五大品种钢材表需同比小幅增长近1%，其中螺纹钢表需增长超3%，以基建为首的建筑业用钢需求同比增长超预期。

单位：万吨

钢材	时间	螺纹（钢联）			热卷（钢联）	五大品种（钢联）	铁水（钢联）
		产量	高炉	电炉	产量	产量	247家钢厂
供给	2023年Q1	3,474	3,149	325	3,969	11,869	21,039
	2022年Q1	3,621	3,323	298	4,017	12,043	19,597
	YOY	-4.0%	-5.2%	9.1%	-1.2%	-1.4%	7.4%
总库存变化	2023年Q1	517			44	742	
	2022年Q1	752			36	1,020	
	YOY	-235			9	-278	
表需 (供给-Δ库存)	2023年Q1	2,957			3,924	11,127	
	2022年Q1	2,869			3,981	11,023	
	YOY	3.1%			-1.4%	0.9%	

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



- 回顾一季度，强基建继续托底建筑钢材消费，地产用钢需求跌幅收窄，且得益于供给的下降，螺纹库存压力较为有限。
- 展望二季度，基建投资有望延续高增，但地产用钢需求修复节奏偏慢，高炉复产已超预期，废钢供给回补，螺纹去库将低于预期。

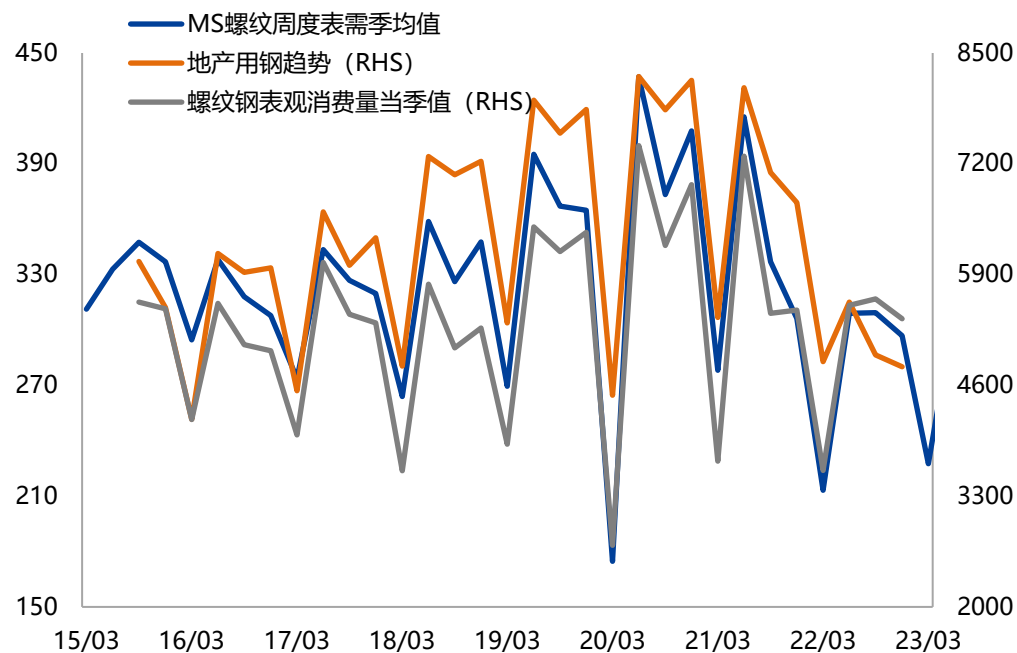
螺纹钢供需平衡表 (2023年4月8日更新)															
单位: 万吨		2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1E	2023Q2E	2023Q3E	2023Q4E	2022	2023E
产量	当季值	5,411	6,405	5,098	4,832	4,812	5,370	4,851	5,137	4,644	5,477	5,093	5,240	20,170	20,454
	YOY	11.1%	2.0%	-18.8%	-19.9%	-11.1%	-16.2%	-4.9%	6.3%	-3.5%	2.0%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

高炉复产已超预期，后续热卷供给增长压力将逐步显现；外需退坡叠加国内制造业修复缓慢；二季度热卷供需增速差或将收敛，去库压力渐增。

热卷供需平衡表															
单位：万吨		2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	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	7,442	7,060	8,290	7,525	7,591	29,946	30,466
	YOY	21.0%	19.7%	1.2%	-3.2%	-1.5%	6.5%	0.8%	9.0%	0.0%	1.0%	4.0%	2.0%	3.7%	1.7%
进口	当季值	61	62	61	57	54	54	58	33	54	54	54	54	199	216
	YOY	-20.4%	-49.0%	-83.6%	-65.7%	-10.9%	-11.9%	-5.2%	-43.1%	-0.4%	-0.6%	-7.1%	65.6%	-17.4%	8.4%
出口	当季值	376	348	211	107	174	474	235	249	200	200	200	200	1,133	800
	YOY	99.2%	75.9%	127.1%	-42.9%	-53.7%	36.1%	11.6%	132.9%	14.8%	-57.8%	-14.9%	-19.7%	8.7%	-29.4%
内需	当季值	6,625	7,406	7,152	6,695	6,762	7,667	7,187	7,391	6,762	7,782	7,402	7,465	29,007	29,411
	YOY	28.3%	11.1%	-3.5%	-6.7%	2.1%	3.5%	0.5%	10.4%	0.0%	1.5%	3.0%	1.0%	4.1%	1.4%
其中：汽车	当季值	819	797	679	923	777	654	850	836	660	733	850	836	3,118	3,080
	YOY	81.3%	-8.1%	-21.5%	-9.5%	-5.1%	-17.8%	25.3%	-9.4%	-15.0%	12.0%	0.0%	0.0%	-3.1%	-1.2%
占比	当季值	12%	11%	9%	14%	11%	9%	12%	11%	10%	9%	11%	11%	11%	10%
	YOY	12%	11%	9%	14%	11%	9%	12%	11%	10%	9%	11%	11%	11%	10%
其中：家电	当季值	544	617	467	541	529	602	538	522	519	614	570	527	2,191	2,230
	YOY	53.0%	0.9%	-16.8%	-5.9%	-2.7%	-2.4%	15.0%	-3.6%	-2.0%	2.0%	6.0%	1.0%	1.0%	1.8%
占比	当季值	8%	8%	7%	8%	8%	8%	7%	7%	8%	8%	8%	7%	8%	8%
	YOY	8%	8%	7%	8%	8%	8%	7%	7%	8%	8%	8%	7%	8%	8%
其中：机械	当季值	444	411	391	421	440	387	366	419	440	395	377	419	1,613	1,632
	YOY	59.7%	5.4%	8.0%	-7.1%	-0.9%	-5.7%	-6.4%	-0.4%	0.0%	2.0%	3.0%	0.0%	-3.3%	1.2%
占比	当季值	7%	6%	5%	6%	7%	5%	5%	6%	7%	5%	5%	6%	6%	6%
	YOY	7%	6%	5%	6%	7%	5%	5%	6%	7%	5%	5%	6%	6%	6%
供给-消费	当季值	227	11	-124	82	178	121	-128	-165	152	362	-23	-20	6	471
钢厂库存	变化	43	30	-84	178	111	88	-45	-122	-	-	-	-	-	-
社会库存	变化	183	-19	-40	-96	68	33	-83	-44	-	-	-	-	-	-

■ 地区性地产政策放松仍在持续，国内房地产周期迎来修复：房地产销售率先回暖，1季度新房二手房成交，保交楼政策引导下，竣工增速也大幅转正，但房企主动加杠杆意愿依然受限于资金，拿地和新开工意愿偏弱。二季度地产用钢需求大概率只能依靠存量施工项目的支撑，如若没有赶工的出现，二季度地产用钢强度将较为有限。

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	17.3
2014	10.5	-14	-10.7	9.2	5.9	-7.6
2015	1	-31.7	-14	1.3	-6.9	6.5
2016	6.9	-3.4	8.1	3.2	6.1	22.5
2017	7	15.8	7	3	-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	-1.1	-1.2	3.7	-4.9	2.6
2021	4.4	-15.5	-11.4	5.2	11.2	1.9
2022	-10	-53.4	-39.4	-7.2	-15	-24.3
<b>2023E</b>	<b>-3.3</b>	<b>-10</b>	<b>-5</b>	<b>-5</b>	<b>9</b>	<b>1</b>

国内经济转向温和复苏阶段，基建投资托底作用暂难退出。

根据政府财政支出计划，预计2023年基建投资增速将达到9.4%左右，较2022年基建投资增速小幅回落，并延续发力前置的特征，其中1季度基建投资增速将达到12%以上。

2023年基建投资有望同比增长9.4%

预算：亿元	2022年	2023年	收支平衡来源	2022年	2023年
公共预算赤字	33,700	38,800	国债 地方政府一般债	26,500 7,200	31,600 7,200
其他公共预算赤字 (结转结余及调入资金)	23,285	19,030	地方财政调入及使用结转 结余资金 中央预算稳定调节基金调 入 中央政府性基金和国有资 本经营预算调入资金	10,620 2,765 9,900	11,780 1,500 5,750
政府性基金赤字	40,355	39,793	地方政府债 结转结余/其余资金补充	36,500 12,000	38,000 6,793
国有资本经营预算盈余	1,608	1,890	调入一般公共预算	-8,000	-5,000
社保基金盈余	7,861	11,348	调入一般公共预算	1,608	2,165
四本账预算总赤字	87,871	84,385	使用财政体系内资金（不 含调入） 发行政府债券融资	35,285 70,200	25,823 76,800

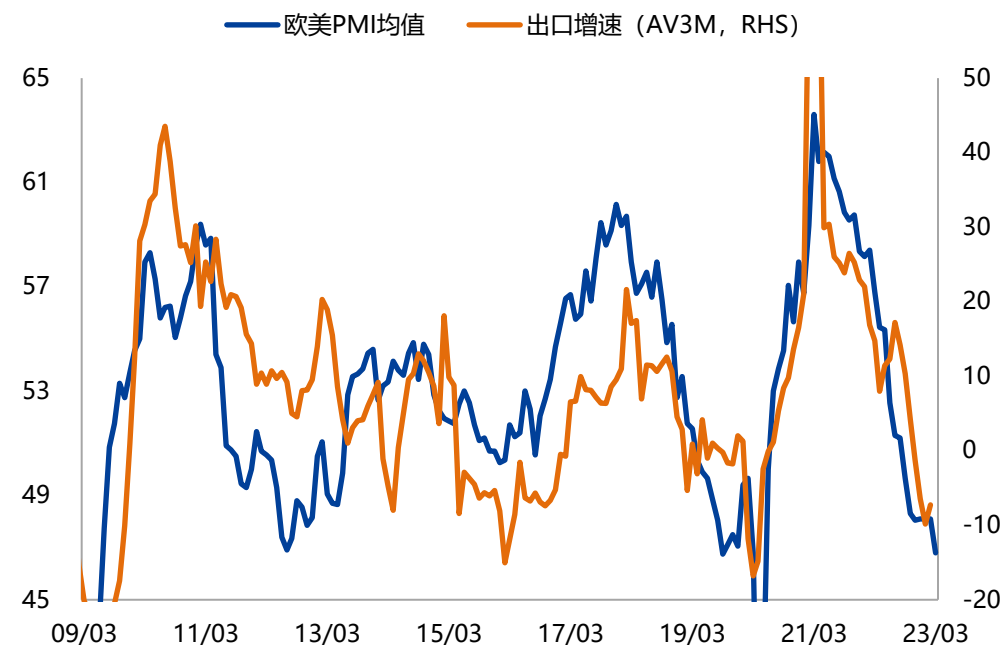
资金来源	2022年	基建增量资金	2023年	基建增量资金
一般公共预算资金	• 一般公共预算支出规模26.06万 亿，同比增长5.8% • 年初预算数未26.71万亿，同比 增长8.4%。 • 公共财政支出中12.5%投向基建	1,786	• 一般公共预算支出规模27.51万 亿，同比增长5.6% • 公共财政支出中12.5%投向基建， 与2022年保持一致	1,815
土地出让金	• 土地出让金收入6.68万亿，同比 下降20.6% • 土地出让金支出中12%投向基建	-2,424	• 土地出让金收入6.02万亿，同比 下降10% • 土地出让金支出中12%投向基建 与2022年保持一致	-802
地方政府 专项债	• 3.65万亿+0.5万亿（结余限额） +1万亿（2021年后置） • 62%投向基建	15,500	• 3.8万亿 • 62%投向基建	-8,370
增量政策 工具	• 新增政策性金融工具7400亿元 • 用作项目资本金比例100%，资 本金比例10%	7,444	• 2022年政策性金融工具撬动资 金规模影响延续 • 新增政策性金融工具3000亿元 • 用作项目资本金比例100%，资 本金比例10%	17,219 10,000
增量资金合计		22,306		19,862
上年基建投资规模		188,654		210,387
基建投资同比		11.8%		9.4%

- 中美经济周期错位，内强外弱下，国内需求的复苏有利于对冲外需退坡的影响，制造业终端表现分化。
- 2022年政策退坡，叠加库存压力较大，1-2月汽车产量明显下滑。
- 地产前端投资延续负增长，工程机械销量也多数负增长，但地产销售已同比转为正增长，家电内销表现强劲。
- 出口依赖度高的船舶，手持订单延续高增，装箱生产与出口已大幅下降。

警惕外需走弱对出口依赖度高的板块形成拖累

制造业		2020年 出口/产量 (销量)	2023年1-2月 产量 (销量) 同比	2023年1-2月 出口量同比	备注
汽车	汽车整车	3.8%	-14.4%	52.9%	产量
家电	空调	22.4%	13.8%	-6.5%	产量
	洗衣机	26.8%	20%	15.1%	产量
	冰箱	77.1%	10.6%	17.8%	产量
工程机械	挖掘机	10.6%	-20.4%	4.9%	销量
	叉车	22.7%	4.6%	4.4%	销量
	推土机	28.4%	/	/	销量
	装载机	18.8%	-5.3%	13.7%	销量
	起重机	4.6%	-10.3%	88.2%	销量
	平地机	61.9%	-9.5%	-9.2%	销量
	压路机	16.2%	6.5%	18.1%	销量
	摊铺机	3.6%	11.3%	163.6%	销量
	升降工作平台	17.6%	75.2%	41.1%	销量
	高空作业车	0.6%	-28.9%	14.3%	销量
	工程机械	18.3%	4.5%	17.4%	销量
船舶	造船	91.7%	16.1%	18.4%	手持订单
集装箱	集装箱	56.2%	-63.5%	65.9%	产量

海外衰退拖累制造业出口需求



从高频数据看，螺纹、热卷表观消费量一般出现在4月-5月，但3月以来需求爬坡情况不佳，剩余旺季时间窗口逐步减少，今年旺季需求恐有落空的风险。

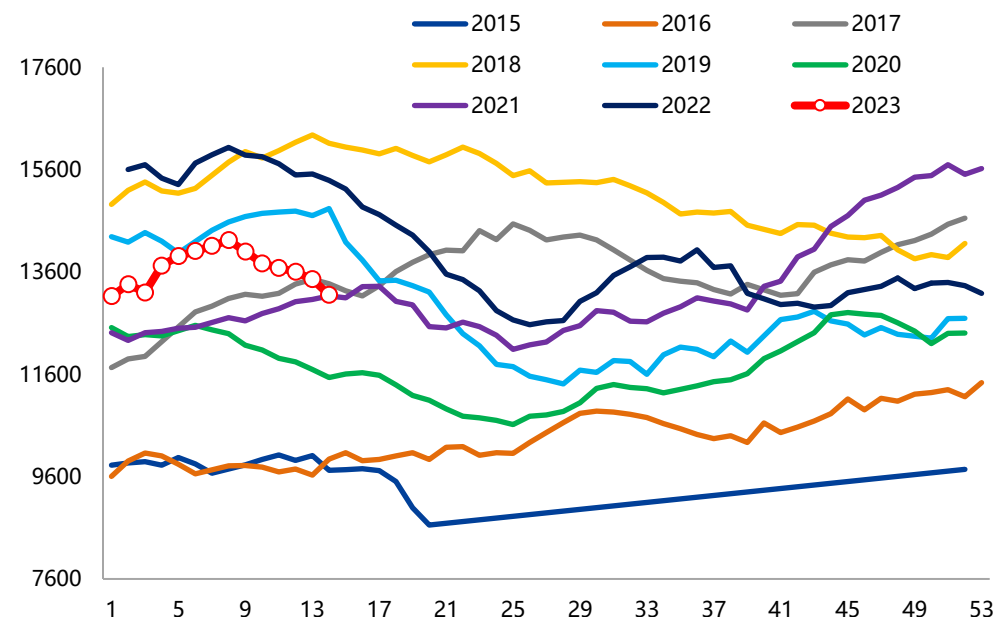
时间		螺纹钢周度表需								热卷周度表需							
月	周	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
1月	1	345	247	269	300	303	314		212	308	330	301	306	325	321		290
	2	331	250	245	312	273	316	271	171	312	330	297	317	316	321	307	284
	3	284	227	304	289	218	299	265	134	313	328	316	320	323	318	312	290
	4	288		311	269	176	277	218	33	315		320	324	316	339	311	258
2月	5	252	-31	206	218	-45	211	148	83	300	248	303	320	272	331	317	269
	6		114	190	-59	124	144	-56	136		295	304	274	296	317	282	307
	7	69	245		173	10		154	222	271	330		312	275		268	318
	8	154	312	-99	173	19	-142	165	294	296	334	230	319	270	280	292	315
3月	9	208	320	158	269	52	103	189	309	326	328	311	334	291	291	318	321
	10	291	328	213	356	128	248	256	357	320	323	304	318	297	315	329	318
	11	401	330	301	403	226	343	333	350	335	324	316	325	309	325	310	320
	12	341	316	343	407	381	382	308	322	322	319	308	334	316	331	307	312
	13	346	321	363	393	405	421	307	333	326	318	300	333	309	339	314	322
4月	14	347	313	409	418	407	451	311	311	317	328	335	343	309	345	314	329
	15	364	339	390	422	444	455	296		321	331	336	345	331	350	321	
	16	391	361	405	416	475	454	312		337	330	326	342	332	329	314	
	17	374	389	392	402	447	430	329		337	330	332	335	336	323	317	
5月	18	323	390	363	375	478	475	327		336	339	343	332	321	327	332	
	19	282	350	358	395	443	400	302		324	317	346	339	302	312	316	
	20	287	360	358	412	474	471	327		325	335	345	339	326	348	332	
	21	317	343	346	420	478	425	311		320	318	355	341	325	339	332	
	22	317	310	357	392	424	376	308		318	315	345	326	326	333	309	
6月	23	336	311	339	389	446	408	322		314	318	336	325	331	335	314	
	24	376	327	344	359	414	366	289		327	332	332	320	330	332	322	
	25	354	331	304	366	383	344	281		306	334	317	317	334	328	311	
	26	327	341	297	373	368	345	301		309	331	331	323	326	328	313	

平衡表显示，若无供给约束，全年国内铁矿供应过剩1000万吨，若落实粗钢产量平控，全年国内铁矿供需过剩规模将达到2600万吨。一季度，铁矿供需均超预期，春节后铁矿供需节奏错位明显，港口转向去库，预计二季度还将去库1000万吨。但是以当前钢材终端消费强度而言，245万吨日均铁水产量明显偏高，且废钢供给也有回补预期，钢材供给过剩风险增加，后续钢厂或主动/被动减停产，以实现钢材供需的再平衡，预计二季度铁矿供需差将逐步收敛，三季度国内港口进口矿库存将重回累库。

## 铁矿石供需平衡表

铁矿石供需平衡表	2019	2020	2021	2022	2023.E
力拓	3.38	3.41	3.31	3.32	3.39
BHP	2.72	2.88	2.88	2.89	2.91
FMG	1.74	1.80	1.85	1.93	2.00
VALE	3.44	3.30	3.47	3.41	3.51
四大矿山	11.27	11.40	11.51	11.55	11.81
中国	2.64	2.71	2.63	2.60	2.66
其他	8.64	8.84	9.22	8.62	8.82
全球铁矿供应	22.55	22.95	23.37	22.76	23.28
海外生铁+直接还原铁	5.45	5.06	5.62	5.25	5.17
中国生铁	8.43	9.01	8.65	8.59	8.59
全球生铁	13.88	14.07	14.26	13.84	13.76
全球铁矿需求	22.21	22.51	22.62	22.40	22.23
全球：供应-需求	0.34	0.44	0.75	0.36	1.05
中国铁矿进口	10.69	11.70	11.24	11.07	11.41
中国铁矿供给	13.33	14.41	13.88	13.66	14.06
中国需求	13.49	14.41	13.63	14.00	13.96
中国：供给-需求	(0.16)	0.00	0.24	(0.34)	0.10

## 预计2季度，港口进口矿库存将再降1000万吨至1.21亿吨





# 成本（铁矿）：矿山边际成本折算期货盘面价格在650附近

日期	FMG折扣			BHP折扣			力拓折扣		
品牌	超特粉SSF	混合粉FBF	WPF	金布巴	麦克粉	杨迪粉	SP10粉	SP10块	RTXL
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	10.5	5	5
2023-01-31	13.5	8.5	2.75	5.25	1.5	6.5	10	12.5	9
2023-02-28	12.5	7.5	2.25	4.5	2	6.5	9.7	11	8

80美金成本线折盘价（更新至2月28日）

矿山边际成本折盘面价格



更新日期 2023-04-07

西澳-青岛运费 8.585 美元兑人民币 6.8838 X=1.5  
美元/吨

矿山边际成本折算盘面价格（元/吨）

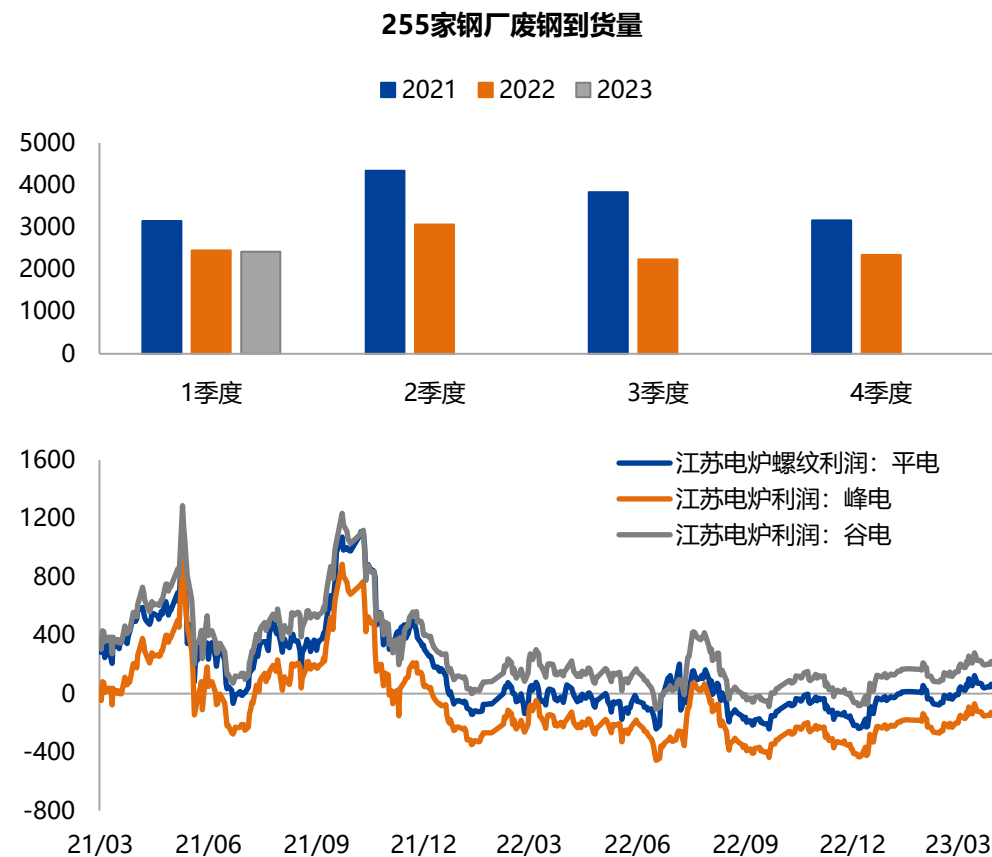
普氏指数/矿种	超特粉SSF	混合粉FBF	金布巴粉JMBF	麦克粉MACF	杨迪粉YF
2023年2月折扣	12.50%	7.50%	4.50%	2.00%	6.50%
50	484	442	458	382	462
60	552	514	533	459	535
70	620	586	607	535	607
75	654	622	644	573	644
80	688	658	681	611	680
90	756	730	756	687	753
100	824	802	830	764	826
110	892	873	904	840	898
120	960	945	978	916	971



## 成本（废钢）：供给约束放松，全年废钢供应有望回补

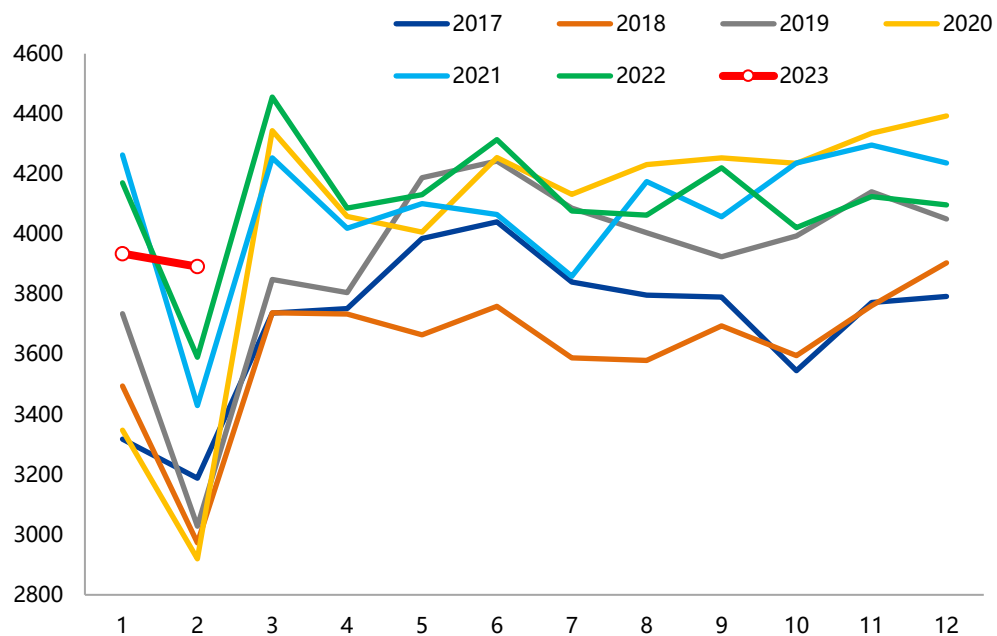
■ 2023年，废钢供给瓶颈松动，预计废钢供应将回补1000万吨左右。一季度电炉盈利整体较弱，叠加春节影响，255家钢厂废钢到货量环比基本持平，但富宝统计的255家钢厂以及废钢基地社会库存分别增加近120万吨。

项目	单位	2018	2019	2020	2021	2022	2023
国内粗钢产量	万吨	92,826	99,634	106,477	103,279	101,300	101,300
粗钢表观消费量	万吨	98,510	104,924	108,458	108,152	106,504	106,504
钢厂废钢收得率	%	4.80%	4.80%	4.70%	4.70%	4.60%	4.50%
钢厂自产废钢	万吨	4,456	4,782	5,004	4,854	4,660	4,559
废钢加工收得率	%	4.80%	4.80%	4.80%	4.80%	4.80%	4.80%
加工废钢	万吨	4,728	5,036	5,206	5,191	5,112	5,112
社会积蓄废钢	万吨	902,000	953,000	1,002,000	1,047,000	1,091,000	1,134,000
折旧率	%	1.50%	1.50%	1.50%	1.50%	1.20%	1.40%
社会折旧废钢	万吨	13530	14295	15030	15705	13092	15876
废钢资源量	万吨	22,714	24,114	25,240	25,750	22,864	25,547
转炉钢	万吨	83,683	89,488	95,431	92,228	92,183	91,170
	%	90%	90%	90%	90%	91%	90%
转炉废钢单耗	KG	152	168	168	167	167	169
转炉炼钢废钢消耗量	万吨	12,720	15,034	16,032	15,393	15,395	15,408
电炉钢	万吨	9,143	10,146	11,046	11,051	9,117	10,130
	%	10%	10%	10%	10%	9%	10%
电炉废钢单耗	KG	663	648	682	654	654	682
电炉炼钢废钢消耗量	万吨	6,062	6,575	7,533	7,227	5,963	6,909
炼钢废钢消耗	万吨	18,782	21,609	23,566	22,620	21,357	22,316
废钢总消耗（含铸造）	万吨	21,343	24,010	26,779	25,705	23,997	25,360
供给-消耗	万吨	1,371	104	-1,539	46	-1,133	187

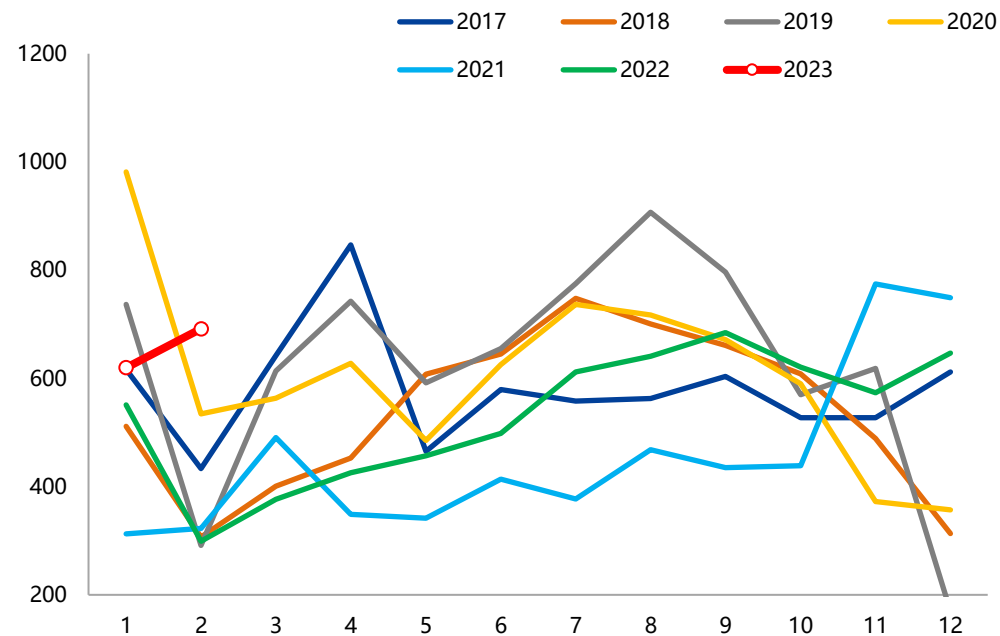


2023年，进口焦煤政策制约解除，1-2月进口焦煤总量超预期，同比大增54.3%，其中蒙古焦煤进口量同比增长470.2%。2月起澳洲进口焦煤开始通关，澳洲焦煤潜在的供给增量也极为可观。全年看焦煤供给宽松的格局非常明确。高利润背景下，焦煤价格潜在向下空间较大。

1-2月国内炼焦煤产量同比增长0.9%



1-2月中国进口炼焦煤同比增加461万吨



# 成本：螺纹/热卷成本敏感性分析

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

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

### □ 螺纹/热卷

- 国内经济温和复苏背景下，需求存在底部支撑，但旺季需求强度可能较为有限，供给增长压力逐步显现，供需增速差收敛，二季度钢材去库压力渐增，不排除淡季累库的可能。
- 在此情况下，钢厂减产的概率增加，要么行业因亏损而主动减产，要么政府继续推出粗钢产量管控政策，对于原料端压力增加。
- 原料本身利空已逐步显现：（1）现阶段铁矿基本面最强，但国内铁矿全年供给小幅宽松，随着铁水产量见顶，二季度铁矿供需差也将逐步收敛；（2）废钢供给约束放松，全年供应有望回补1000万吨；（3）焦煤进口量超预期，全年供应宽松格局较为明确。
- 综上所述，二季度钢材价格将区间运行，向下将试探成本底，若供给约束生效，且明确成本底部支撑后，价格才会真正企稳，价格运行区间可能在【3500，4400】。

### □ 铁矿：

- 二季度供需差将逐步收敛，价格顶部或已确认，09合约价格运行区间【650，850】。
- 策略上，二季度钢材供需再平衡压力下，钢厂主动/被动减产概率较高，铁矿供需差将逐步收敛，钢材、铁矿单边暂持空头思路，其中铁矿为主要空配品种，组合以多钢材，空铁矿为主。
- 风险：稳增长政策再度加码，地产用钢需求超预期，粗钢限产提前落地。

# 建材

## 纯碱 玻璃

### 浮法玻璃：

- 2023年地产竣工或同比增长9.6%
- 运行产能已同比减少7%以上，实际供给收缩幅度更大
- 关注浮法玻璃复产，以及燃料价格下行风险

### 纯碱：

- 浮法玻璃基本面改善，光伏玻璃投产节奏延后
- 中性假设下，二季度纯碱供需相对平衡
- 市场担忧远兴投产、烧碱替代、出口下滑以及燃料成本下行的风险

▣ 浮法玻璃80%以上需求来自地产，主要用于房屋施工尾部环节，领先于房屋竣工节点。根据历史数据测算，浮法玻璃表观需求量（滚动4个季度）与滞后9个季度的地产新开工数据具有较高的拟合度，其中2022年出现了一定背离，主要源于房企资金链恶化后施工交付周期延迟的影响。2023年地产保交楼政策逐步落实到位，延期交付的需求回补，叠加前5年高开工积累的大量未交付项目，玻璃预期乐观。我们简单测算悲观/中性/乐观情形下，2023年玻璃需求同比-1.9%/+9.6%/+19.8%。

2023年浮法玻璃内需同比有望大幅增长

供需结构	2018	2019	2020	2021	2022	2023 (悲观)	2023 (中性)	2023 (乐观)
玻璃需求，内销量（估计） （滚动4个季度，万吨）	3,988	4,389	4,579	4,792	4,542	4,454	4,977	5,440
YOY		10.0%	4.3%	4.6%	-5.2%	-1.9%	9.6%	19.8%
房屋新开工面积，当季值 （滚动4个季度，滞后9个季度）	162,295	175,305	200,204	222,466	221,537	217,287	217,287	217,287
YOY		8.0%	14.2%	11.1%	-0.4%	-1.9%	-1.9%	-1.9%
玻璃滚动需求/房屋新开工面积 （滞后9个季度）	0.025	0.025	0.023	0.022	0.020	0.020	0.023	0.025

■ 2022年下半年浮法玻璃经历了大规模冷修，目前浮法玻璃运行产能较2022年同期已下降超过7%，且有部分在产产线由生产浮法玻璃转产其他玻璃产品，实际上浮法玻璃供给收缩幅度更大。2023年浮法玻璃冷修节奏显著放缓，相反冷修时间较长的产线已开始零星复产点火。预计全年浮法玻璃运行产能相对平稳，同比降幅在下半年将明显收窄。

计划	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	总计
点火+复产	600	1,800	2,200	2,200	2,600	2,250	500					10,450	19,200
点火			600	2,200	1,800	950						5,700	11,250
点火				2,200	1,800	950						3,300	8,250
点火：推迟			600										600
点火，未定												2,400	2,400
复产			600		800	1,300	500					4,750	7,950
复产					800	1,300	500					4,650	7,250
复产，推迟			600										600
复产，未定												100	100
减产	2,500	2,250	1,600	1,500	1,000					1,200	1,000	1,500	6,200
冷修				1,500	1,000						1,000	1,500	5,000
搬迁										1,200			1,200
净变化	-1,900	-450	600	700	1,600	2,250	500	0	0	-1,200	-1,000	8,950	13,000

# 纯碱：一季度光伏玻璃投产低于预期，预计投产计划将整体延后

企业	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	总计
福莱特			1,200									2,400	3,600
信义			1,000	1,000		1,000	1,000		1,000	1,000		1,000	7,000
中建材						800						4,800	5,600
旗滨	1,200				1,200				1,200			2,400	6,000
南玻					1,200							-650	550
彩虹		-750				1,000			1,000			2,000	3,250
河北金信							1,000	1,000					2,000
德力集团												1,000	1,000
日盛达			-500					1,000					500
九洲												1,200	1,200
国华金泰												1,200	1,200
亿钧												3,900	3,900
弘诺												1,100	1,100
江西透光										1,200			1,200
长利			1,200										1,200
新福兴												3,050	3,050
和友												900	900
合盛硅业					1,200								1,200
重庆武骏	900												900
宿迁中玻	1,000												1,000
福建台玻										550			550
江西康佳												400	400
河南裕鑫												250	250
沐阳鑫达				-650									-650
思必得				-120									-120
合计	3,100	-750	2,900	230	3,600	2,800	2,000	2,000	3,200	2,750	0	24,950	46,780

\*背景/文字颜色：红色：已投产；绿色：已冷修减产；黑色，计划



# 纯碱：一季度光伏玻璃投产低于预期，预计投产计划将整体延后

分项	单位	2020	2021	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4E	2022E	23Q1E	23Q2E	23Q3E	23Q4E	2023E
全球光伏装机容量	GW	137	170	43	54	69	87	253	55	74	95	122	347
电站容配比		1.21	1.21	1.25	1.25	1.25	1.25	1.25	1.25	1.25	1.25	1.25	1.25
组件生产需求	GW	165	205	54	67	87	108	316	69	93	119	153	433
单玻渗透率	%	70%	63%	65%	65%	63%	58%	62%	55%	53%	52%	50%	52%
双玻渗透率	%	30%	37%	35%	35%	37%	42%	38%	45%	47%	48%	50%	48%
其中：2.5mm组件占比	%	60%	50%	40%	40%	40%	40%	40%	30%	30%	30%	30%	30%
其中：2mm组件占比	%	40%	50%	60%	60%	60%	60%	60%	70%	70%	70%	70%	70%
单玻组件装机容量	GW	116	129	35	44	54	63	196	38	49	62	76	225
双玻组件装机容量	GW	49	76	19	24	32	45	120	31	44	57	76	208
其中：2.5mm组件	GW	29	38	8	9	13	18	48	9	13	17	23	62
其中：2mm组件	GW	20	38	11	14	19	27	72	22	31	40	53	146
1GW组件对应光伏玻璃使用量：单玻	万吨	5.1	5.1	5.1	5.1	5.1	5.1	5.1	5.1	5.1	5.1	5.1	5.1
1GW组件对应光伏玻璃使用量：双玻	万吨	13.2	13.2	13.2	13.2	13.2	13.2	13.2	13.2	13.2	13.2	13.2	13.2
其中：2.5mm组件	万吨	7.3	7.3	7.3	7.3	7.3	7.3	7.3	7.3	7.3	7.3	7.3	7.3
其中：2mm组件	万吨	5.9	5.9	5.9	5.9	5.9	5.9	5.9	5.9	5.9	5.9	5.9	5.9
光伏玻璃消耗量：单玻	万吨	598	663	180	226	281	323	1,010	195	253	319	393	1,160
光伏玻璃消耗量：双玻	万吨	330	500	122	152	206	293	771	196	275	360	480	1,310
其中：2.5mm组件	万吨	216	278	55	69	94	133	351	68	96	125	167	457
其中：2mm组件	万吨	115	222	66	83	112	160	421	127	179	234	313	853
原片成品率：3mm	%	0.82	0.82	0.82	0.82	0.82	0.82	0.82	0.82	0.82	0.82	0.82	0.82
原片成品率：2.5mm	%	0.80	0.80	0.80	0.80	0.80	0.80	0.80	0.80	0.80	0.80	0.80	0.80
原片成品率：2mm	%	0.78	0.78	0.78	0.78	0.78	0.78	0.78	0.78	0.78	0.78	0.78	0.78
深加工成品率	%	0.95	0.95	0.95	0.95	0.95	0.95	0.95	0.95	0.95	0.95	0.95	0.95
光伏玻璃实际消耗量：单玻	万吨	768	851	231	289	360	415	1,297	251	325	409	504	1,489
光伏玻璃实际消耗量：双玻	万吨	418	621	148	185	251	356	939	233	327	429	572	1,561
其中：2.5mm组件	万吨	291	375	75	93	127	180	473	92	129	169	226	617
其中：2mm组件	万吨	127	246	73	92	125	177	466	141	198	260	346	945
全球光伏玻璃总消耗量	万吨/天	3.24	4.03	4.22	5.21	6.65	8.38	6.13	5.38	7.17	9.11	11.70	8.36
国内光伏玻璃市占率	%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%
国内光伏玻璃总消耗量	万吨/天	2.92	3.63	3.79	4.69	5.98	7.54	5.51	4.84	6.45	8.20	10.53	7.52
国内光伏玻璃总产能	万吨/天	2.93	4.26	4.92	6.10	6.78	8.01	8.01	8.50	8.90	9.38	10.44	10.44

除远兴能源以外，多数纯碱装置投产均有延迟的情况：（1）重庆象屿装置推迟至年底投产；（2）红四方装置推迟至2季度投产；（3）德邦装置推迟至9月之后投产。牵动市场关注的远兴能源装置，根据最新消息，还是按计划，分别于5、6、9月投产。

2023年纯碱装置投产计划（更新至4.7）

企业	新增产能 (万吨)	工艺	投产地区		预计投产时间 (年初)	预计投产时间 (最新)	备注
重庆湘渝盐化	20	联碱法	西南地区	重庆	2023年1月-2月	2023年底	装置扩产
安徽红四方	20	联碱法	华东地区	合肥	2023年3月	2023年2季度（4月）	装置扩产
江苏德邦	60	联碱法	华东地区	江苏	2023年5月	2023年9月之后	产能置换，原60增60
远兴能源一期	500	天然碱法	华北地区	内蒙古（小苏打40万吨）	2023年5月	2023年5月，150万吨 2023年6月，150万吨 2023年9月，200万吨	最新消息，500万吨产能计划分三次投产，150万吨（5月）、150万吨（6月）和200万吨（9月）
金山化工	200	联碱法	华北地区	漯河（小苏打100万吨）	2023年9月	2023年9月-10月	
连云港碱业	120	联碱法	华东地区	连云港	2024年上半年	2024年上半年	
远兴能源二期	280	天然碱法	华北地区	内蒙古（小苏打40万吨）	2025年12月	2025年12月	

# 纯碱：中性假设下，二季度纯碱供需相对平衡

■ 中性假设：（1）按照远兴能源装置分三批投产（5、6、9月）；（2）光伏玻璃投产节奏延后，全年净增加1.8wt/d日熔量，四季度投产相对集中；（3）浮法玻璃基本面改善，冷修节奏大幅放缓，并有部分产线计划点火复产，全年运行产能基本与2022年持平；（4）中性情况下，轻碱需求与经济增长接近，全年同比增长3.7%。结论：二季度纯碱供应相对平衡，但检修季，纯碱供给依然比较紧张。

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	22/12	23/01	23/02	23/03	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	3,357	3,507	3,507	3,507	3,967	3,967	3,967	3,987
	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	287.7	301.0	302.1	323.0	325.7	326.1	354.1	357.0	370.8
开工率	隆众	当月值	83%	85%	87%	88%	88%	88%	79%	73%	81%	88%	90%	91%	91%	92%	92%	92%	89%	89%	80%	75%	78%	85%	89%	88%
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	268.9	270.5	245.6	273.3	264.7	267.9	268.9	258.4	244.3	254.4	300.9	317.8	326.3
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	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	269.0	271.0	246.1	273.8	265.2	268.4	269.4	259.4	245.3	255.4	301.9	318.8	327.3
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	8.0	8.3	8.2	8.5	8.5	8.6	8.7	8.8	9.0	9.2	9.4	9.4	9.8
	投产计划	wt/d													0.3	-0.1	0.3	0.0	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2	0.0	0.4
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	45.5	48.1	44.0	49.3	48.5	50.5	49.5	51.8	52.7	52.1	55.0	53.8	56.8
浮法玻璃	运行产能	wt/d	16.9	17.3	17.2	17.1	17.2	17.3	16.8	16.9	16.6	16.2	16.2	15.9	15.7	15.8	15.8	15.9	16.1	16.3	16.3	16.3	16.3	16.2	16.1	16.1
	冷修	wt/d													-0.3	-0.2	-0.2	-0.2	-0.1				-0.1	-0.1		
	点火/复产	wt/d													0.1	0.2	0.2	0.2	0.3	0.2	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	99.0	95.3	96.5	92.2	94.3	93.1	83.8	93.1	90.4	94.1	92.2	96.1	96.2	93.1	95.8	92.1	94.9
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	120.0	112.5	109.0	111.0	120.0	117.0	110.0	110.0	112.0	106.0	94.0	104.0
净出口	统计局	当月值	6.9	3.0	13.7	14.8	18.8	18.0	20.2	19.4	19.4	21.7	19.4	18.9	15.4	13.2	12.0	10.0	6.5	6.5	6.5	6.5	6.5	8.5	10.5	13.5
纯碱总消费		当月值	253.6	227.4	243.7	254.2	281.7	254.4	239.2	249.5	258.0	267.9	261.4	262.7	276.5	253.5	265.4	259.9	271.1	265.2	264.3	265.4	263.7	265.4	250.4	269.2
供需差		当月值	-6.7	2.0	12.9	-3.0	-22.0	-4.3	-8.3	-35.5	-28.2	-7.3	-3.7	6.3	-5.5	-7.4	10.4	5.3	-2.7	4.2	-4.9	-20.1	-8.3	36.6	68.3	58.1

### □ 浮法玻璃：

地产竣工周期修复有望带动需求同比增长9.6%，运行产能已同比大幅减少7%以上，浮法玻璃基本面改善预期较强。但随着基本面改善，浮法玻璃复产也有所增多，下半年供给同比收缩幅度将明显缩小，且成本中占比44%的燃料价格也存在下行风险，因此也不宜过高估计浮法玻璃的价格。预计二季度玻璃价格运行区间【1600，1800】。

### □ 纯碱：

中性假设下，检修季纯碱供需依然偏紧，但（1）远兴装置全部投产后将大幅改变纯碱供需结构，产业链大概率倾向于维持低库存策略以减少未来跌价的风险，低库存对价格推涨的意义减弱，（2）检修季检修强度仍不确定，（3）烧碱对轻碱需求的替代、以及纯碱净出口的下滑，均有超预期的可能；（4）主要原料煤炭价格走弱。预计二季度纯碱期货价格可能将考验纯碱边际成本线2200附近的支撑。

# 经济作物

## 棉花

### 棉花供应：

- 2023/24年度中国、美国植棉意向面积明显下降
- 二季度进入棉花生长期，天气影响增强

### 棉花需求：

- 国内纺服需求逐步复苏
- 下游利润低位回升，支撑相对稳定

### 供需格局：

- 随着经济进一步复苏，预计棉花供需格局逐步偏紧

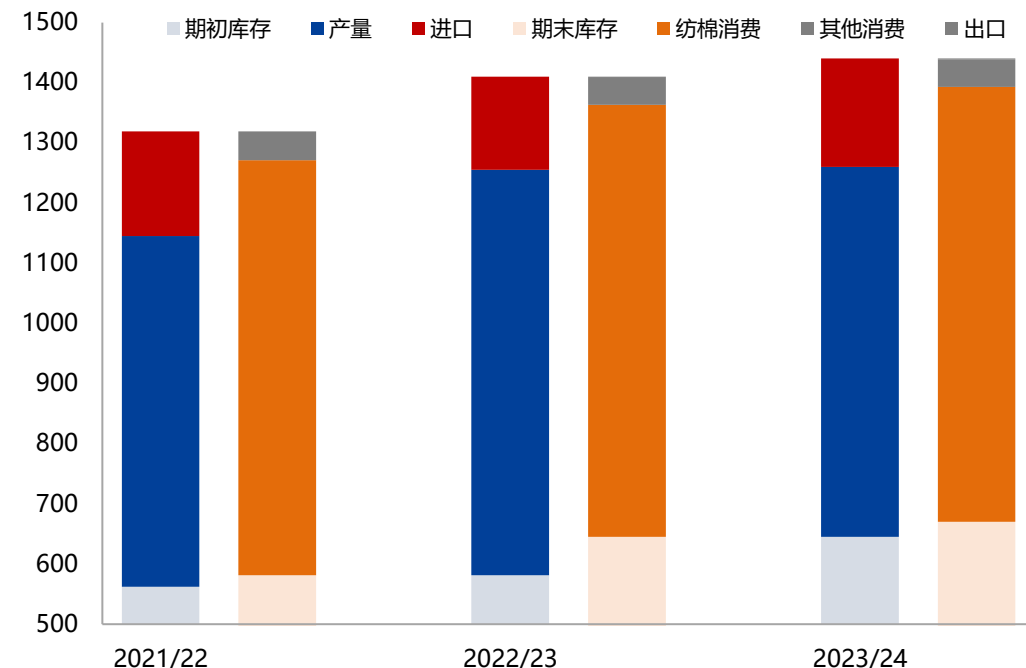
# 棉花：2023/24年度国内棉花供应有所缩减，纺棉消费稳中有增

- ❑ USDA数据显示全球棉花2022/23年度各项数据均未见明显调整，产量预期2505.8万吨；消费量预期2397.3万吨；出口预期862.1万吨；期末库存预期1984.5万吨。
- ❑ BCO数据显示国内棉花2023/24年度总产保持在615万吨，同比上一年度674万吨减少8.74%。需求方面预计新年度国内经济将稳定复苏，年度纺棉消费稳中有增。

USDA2022/23年度全球棉花供需

		2018/19年度	2019/20年度	2020/21年度	2021/22年度	2022/23年度
中国	产量	609.6	597.7	644.5	583.5	642.3
	消费	860	740.3	892.7	734.8	783.8
	进口	209.6	155.4	280	170.7	163.3
	期末库存	781.9	791.3	822.9	839.6	858.7
印度	产量	566.1	620.5	600.9	531.3	533.4
	消费	529.1	446.3	566.1	544.3	489.9
	出口	76.7	69.7	134.8	81.5	47.9
	期末库存	187.3	341.5	259.9	187.2	219.8
美国	产量	399.9	433.6	318.1	381.5	319.6
	出口	323	337.7	356	318.4	261.3
	期末库存	105.6	157.9	68.6	81.6	93.6
全球	产量	2479.8	2616.3	2427.5	2523.5	2505.8
	消费	2610.1	2269.2	2684.5	2531.5	2397.3
	进口	924.8	886.4	1059.8	929.5	861.7
	出口	903.2	893.9	1063.2	933.1	862.1
	期末库存	1796.3	2137.7	1878.6	1874.9	1984.5

BCO2023/24年度国内棉花供需



## 棉花：新疆棉花种植成本平均增幅达30%，新年度植棉意向面积同比下降

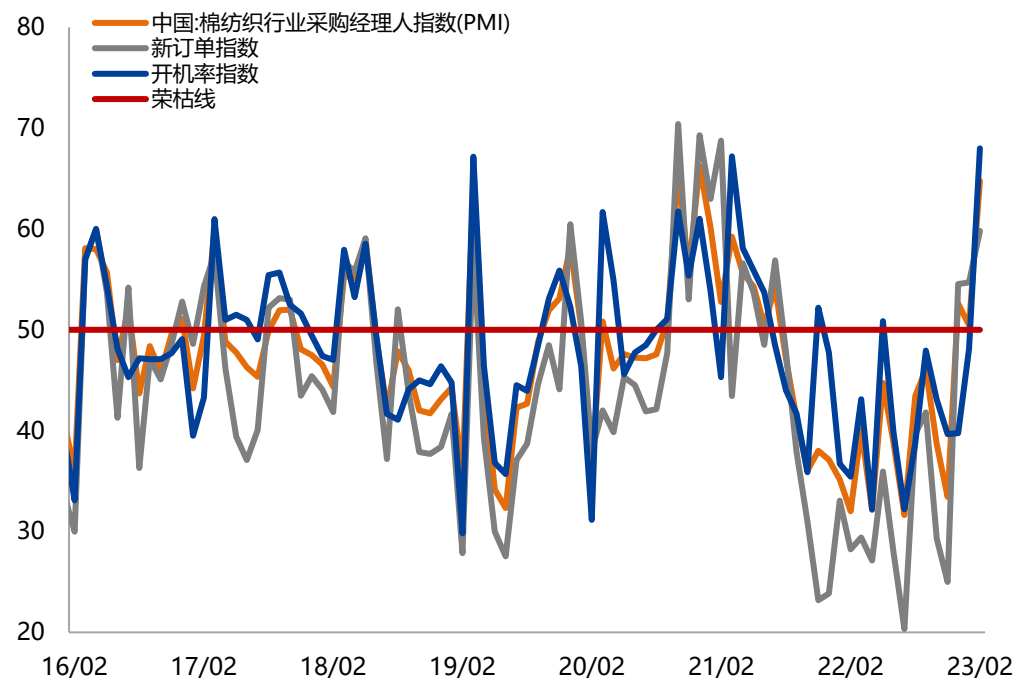
- 自2014年以来，新疆植棉总成本虽有起伏，但整体呈现逐年上涨趋势，近两年冲突3000元/亩大关，2022年手摘棉种植总成本最高达到3500元/亩。较过去五年均值比较，新疆棉花各项种植成本平均增幅在30%左右。
- 受到棉花种植成本大幅上升、种植结构调整等多因素影响之下，2023/24年度新疆植棉意向面积同比下降。

国内棉花种植成本全方位大幅提升 (2022.12.31)

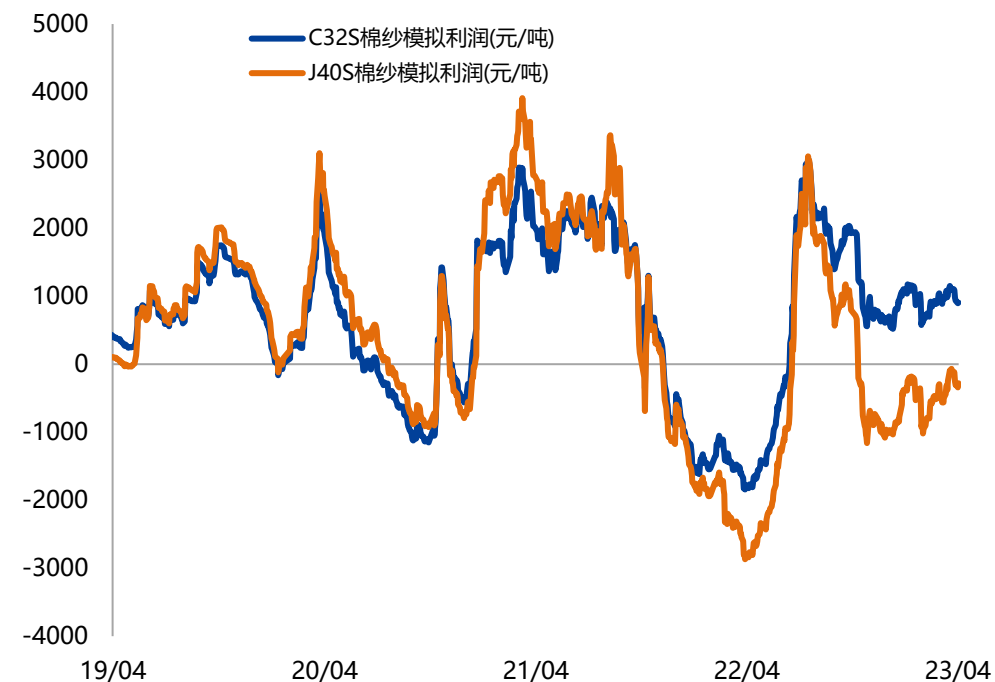
元/亩	内地		新疆地方				新疆兵团	
	手摘棉	相比5年均值	手摘棉	相比5年均值	机采棉	相比5年均值	机采棉	相比5年均值
租地植棉总成本	1622	+24.81%	3496	+42.93%	2755	+56.29%	2981	+48.28%
自有土地植棉总成本	1041	+27.23%	2336	+20.94%	1595	+27.78%	1781	+19.05%
土地成本(租地费用)	571	+18.56%	1160	+125.51%	1160	+125.42%	1200	+133.28%
生产总成本	648	+29.03%	926	+33.47%	926	+33.47%	1048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

- 棉纺行业PMI数据看，中国棉纺织行业采购经理人指数为64.75%，环比上升14.30个百分点，连续第三个月位于枯荣线以上，其中新订单和开机率指数大幅攀升，纺织需求恢复预期偏强。
- 从下游纺服利润模拟看，2023年以来两种纱线利润低位回升，支撑相对稳定。

PMI回升至高点，市场预期维持乐观



纺织利润支撑





## 棉花：二季度棉花呈易涨难跌格局，价格区间【14000，16000】

■ 综上所述，2023/24年度棉花种植面积预期大幅下降，需求端预期乐观、开工维持高位，纺织利润回升对棉花亦有支撑，新年度总体供需格局预计转向偏紧。二季度棉花进入种植生长期，天气扰动因素将转强，总体呈易涨难跌态势，价格区间【14000，16000】

# 经济作物

## 棕榈油

### 主产国供给情况：

- 棕榈油逐步进入旺产季，产量环比预计向上
- 天气扰动存在不确定性，树龄老化对产量存拖累

### 全球消费情况：

- 生柴需求：东南亚政策不断推进，需求稳步抬
- 食用需求：餐饮业持续修复

### 进口情况：

- 进口利润倒挂，且上半年进口量通常偏低

### 库存情况：

- 主要消费国库存水平偏高

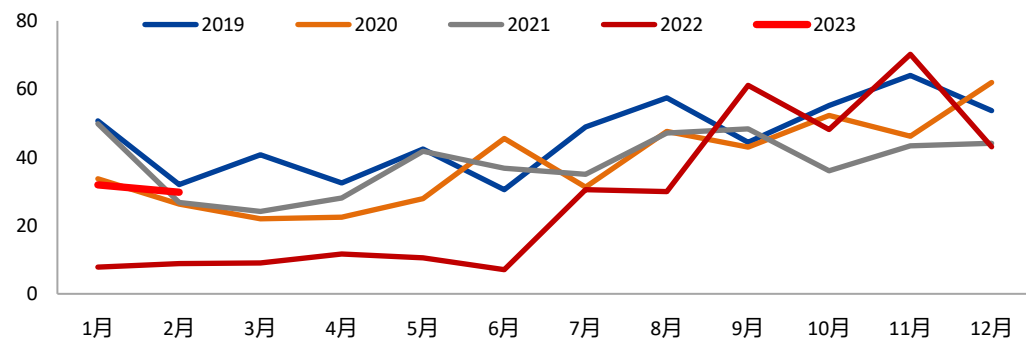
从主产国马来西亚和印尼的情况来看，整体均呈现供需同步抬升的节奏。前期的出口政策、劳工政策等扰动均出现消退，需要关注下半年天气因素对产量的影响。而需求方面，印尼B35计划执行态度较为坚决，马来西亚生产需求也在持续抬升，在食用消费稳定的情况下，库消比较上年基本持平。

马来西亚棕榈油供需平衡表												
时间	2022-12	2023-01	2023-02	2023-03	2023-04	2023-05	2023-06	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2023
期初库存	229	219	227	212	201	209	188	219	201	195	253	219
产量(万吨)	162	138	125	146	148	148	154	409	450	515	526	1899
进口量(万吨)	5	14	5	9	9	7	7	29	22	54	16	121
出口量(万吨)	147	114	111	138	113	147	124	363	384	426	468	1642
国内消费量(万吨)	29	31	34	28	35	29	31	93	94	84	98	370
期末库存(万吨)	219	227	212	201	209	188	195	201	195	253	228	228
印尼棕榈油供需平衡表												
时间	2022-12	2023-01	2023-02	2023-03	2023-04	2023-05	2023-06	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2023
期初库存	353	357	310	379	481	551	476	357	481	426	262	357
产量(万吨)	472	426	401	441	443	344	361	1268	1149	1332	1533	5282
进口量(万吨)	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	1.3	1.2	0.1	0.1	3
出口量(万吨)	275	295	195	187	193	255	220	677	667	950	871	3165
国内消费量(万吨)	194	179	137	152	181	165	192	468	537	547	578	2130
期末库存(万吨)	357	310	379	481	551	476	426	481	426	262	347	347

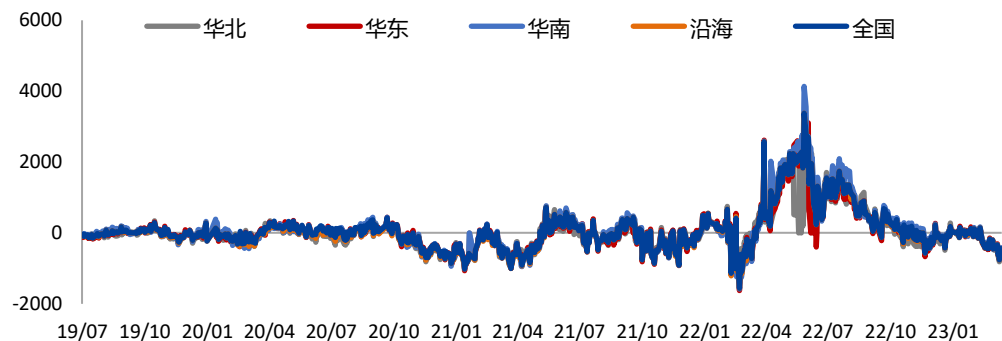
从国内进口情况来看，棕榈油进口呈现出一定的季节性特征，通常下半年进口量较高，上半年进口量较低。且从目前进口利润情况来看，始终维持在偏低水平，进入3月后进口利润转负且持续向下。因此二季度预计进口量偏低。

目前国内棕榈油库存仍处于历史高位，库存消耗速度整体偏慢，制约价格反弹空间。餐饮消费复苏趋势确定性较高，但节奏存在不确定性。根据季节性来看，库存消耗加速或出现在5月。

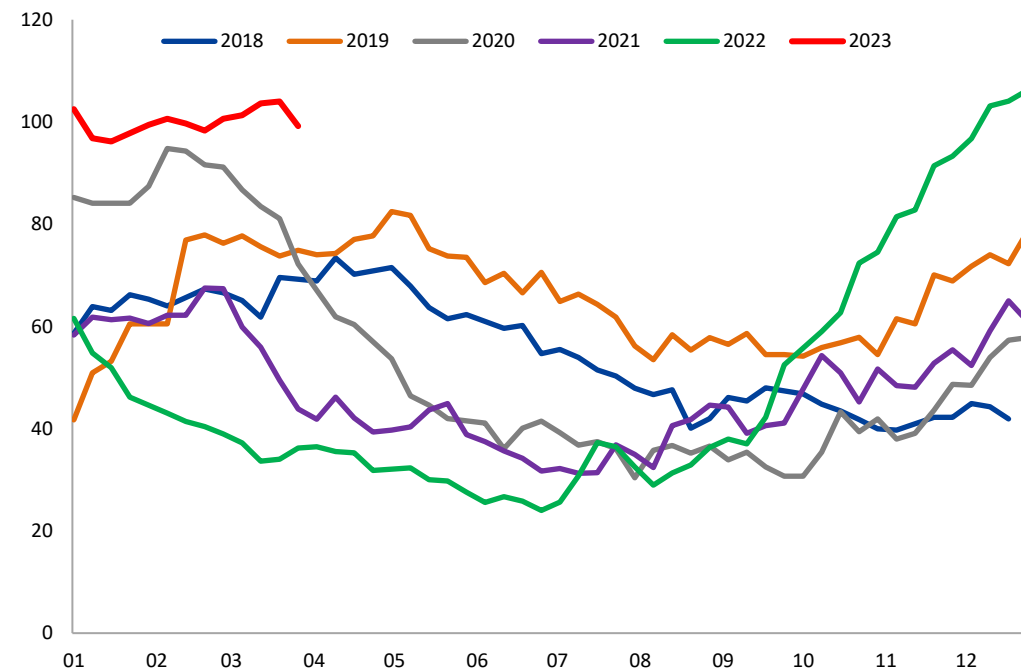
国内棕榈油进口量(万吨)



马棕进口利润(元/吨)

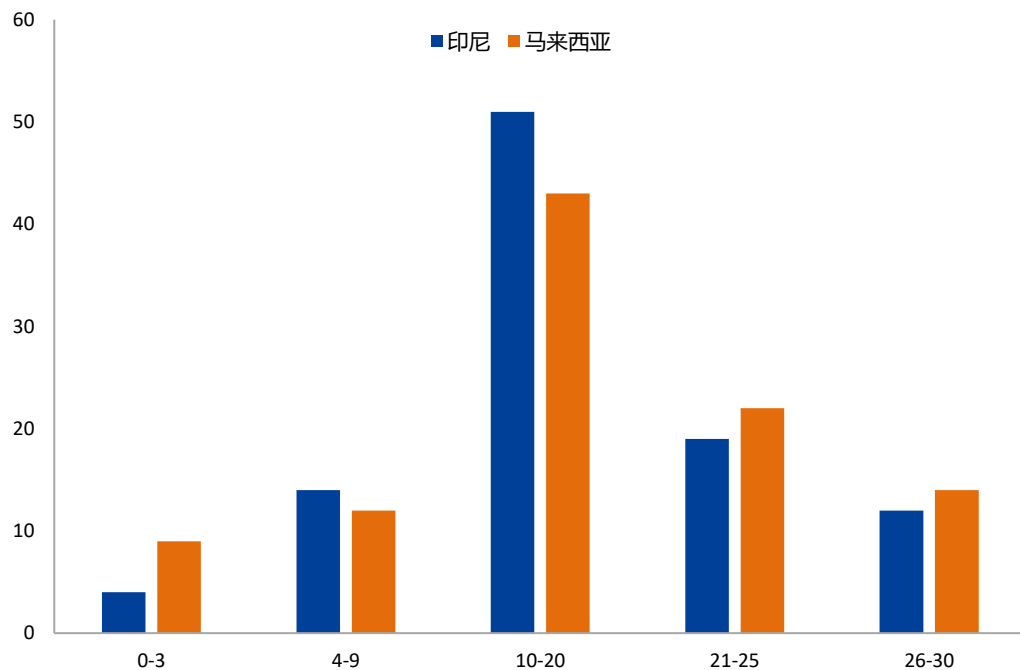


棕榈油商业库存处于历史高位(万吨)

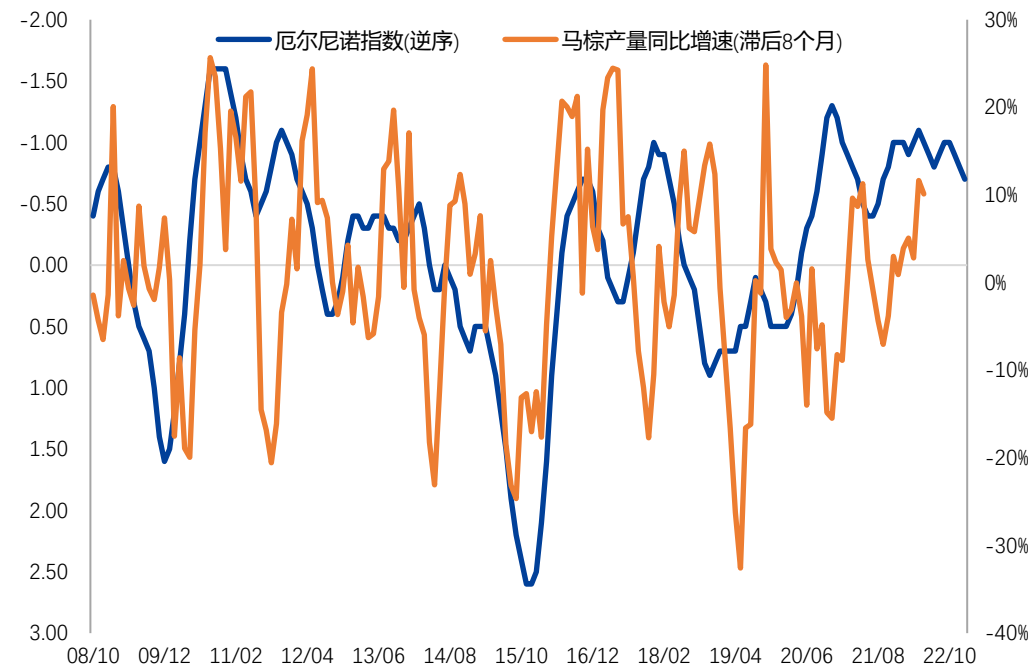


- 目前马来西亚棕榈油树龄整体偏大，虽然对单产尚未产实质性影响，但后续单产下降压力将逐步显现。天气方面，6月出现厄尔尼诺概率或在50%以上，厄尔尼诺天气对棕榈油产量或导致近1年的拖累。从历史表现来看，厄尔尼诺天气发生后的8-10个月内，马棕产量将受到拖累。
- 棕榈油绝对价格偏低，二季度大概率将维持在7000-8000间震荡运行，若天气或需求端出现超预期情况，则可能突破区间上沿，食品加工企业存在采购成本上行的风险。

马来西亚树龄老化问题更为显著



厄尔尼诺天气对产量存负面拖累



■ 综上所述，棕榈油在供需双强的结构下预计将维持震荡格局，运行区间在【7000，8000】，但天气可能出现阶段性扰动，价格存在突破区间上沿的可能，食品加工企业存在采购成本上行的风险。

# 市场特征

## 期货 期权

### 期货市场：

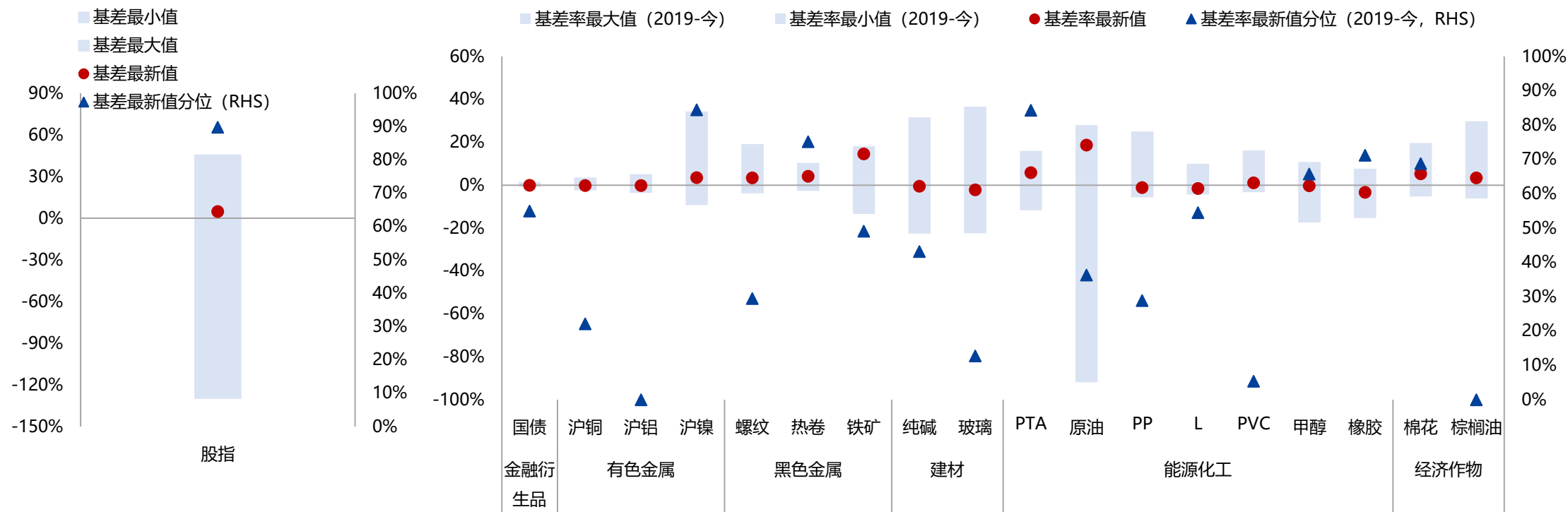
- 经济复苏初期，大宗商品尚未进入牛市，分化行情将延续

### 期权市场：

- 甲醇、铁矿、PP、L、橡胶、沪铝、PVC、PTA、棉花和棕榈油的波动率偏低
- PTA、沪铜、白糖、沪深300和沪铝期权市场情绪看空，棕榈油和PVC看涨

- 经济增速预期下修，市场对温和复苏逐步形成共识，除建筑链条外，多数商品的基差处在中性偏高的水平。
- 展望二季度，经济复苏的斜率可能放缓，复苏初期大宗商品尚未进入牛市，分化行情可能延续。
- 基差率 = (现货 - 期货) / 现货

季报品种基差情况（更新至4.11）

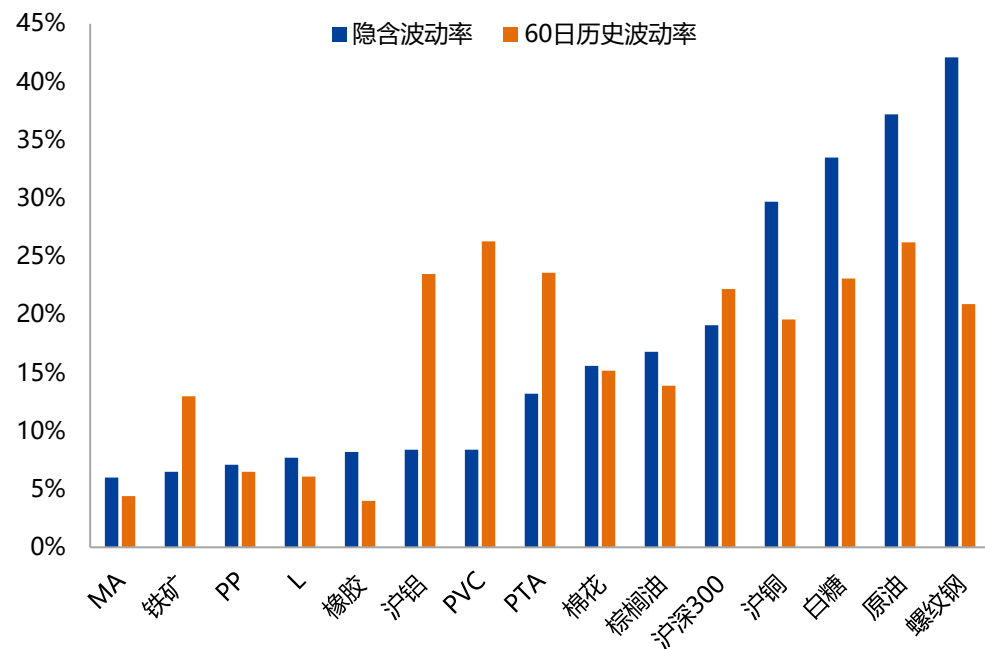




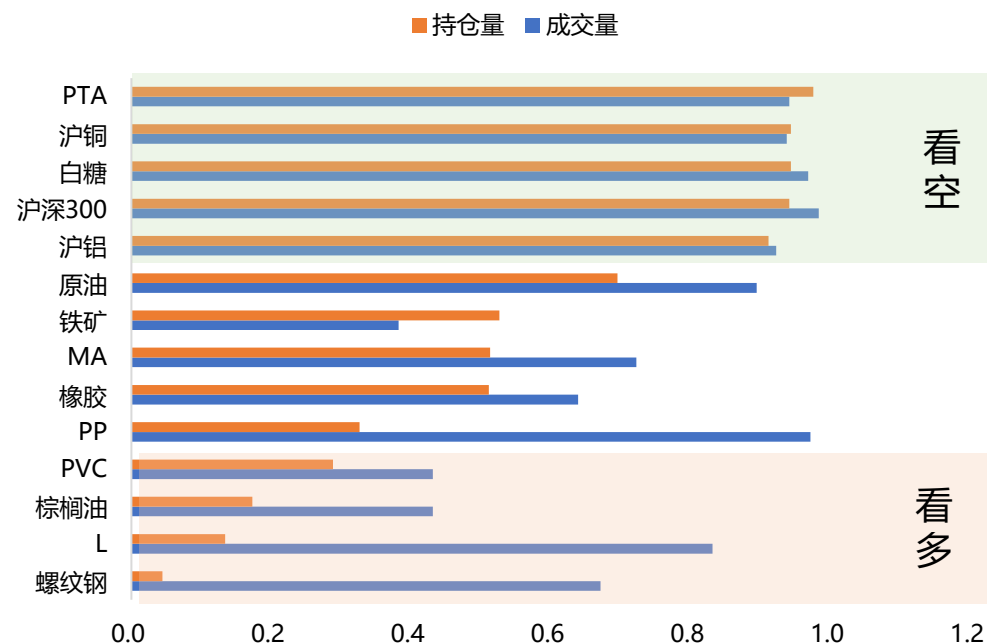
■ 甲醇、铁矿、PP、L、橡胶、沪铝、PVC、PTA、棉花和棕榈油的主力合约平值行权价隐含波动率和期货60日历史波动率均处于过去三年25%分位水平以下，代表未来一个季度出现大行情的概率较高。

■ PTA、沪铜、白糖、沪深300和沪铝的期权成交量和持仓量PCR偏高，反映市场看空情绪，PVC和棕榈油的期权成交量和持仓量PCR偏低，反映市场看涨情绪。再结合上述提到的波动率，二季度上涨确定性较强的品种是棕榈油和PVC，下跌确定性较强的品种是PTA和沪铝。

多数品种波动率偏低



PCR百分位显示期权市场充斥看空情绪



# 策略建议

## 风险管理

### 期货策略：

- 沪深300股指期货延续多头思路
- 商品强弱分化

### 期权策略：

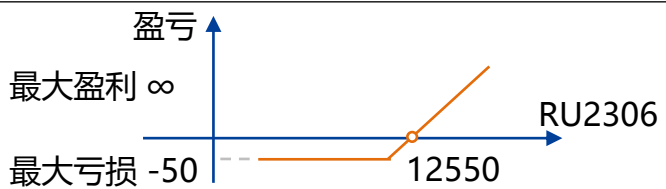
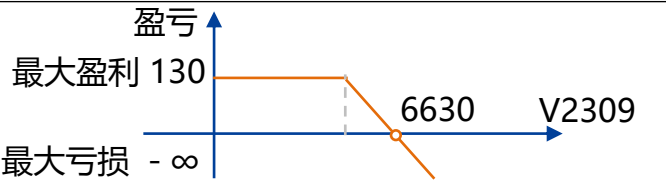
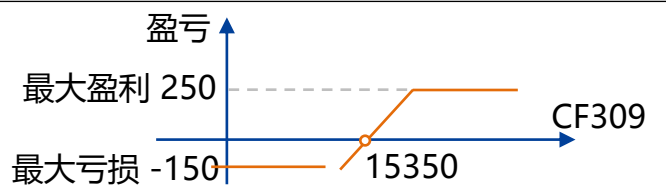
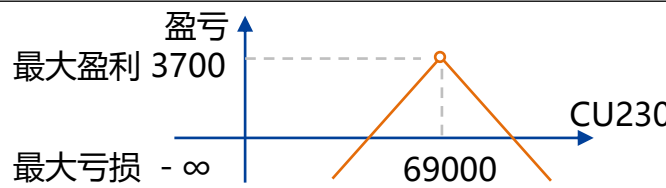
- 上涨：沪深300指数滚动卖出看跌期权，橡胶买入看涨期权，棉花买入牛市价差
- 震荡：沪铜卖出平值跨式，PVC卖出看涨期权

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	50.8%	47	-37.3%	41	15.0%	5.0%	1.国内经济复苏大势明朗，分子端盈利推涨作用持续强化； 2.风险偏好提升、美联储加息进入尾声，利于分母端估值提升； 3.A股避险、配置价值良好，利于资金大规模流入； 4.受益于基本面改善的顺周期板块，以及中特估、数字经济等主题热点，与沪深300指映射关联度最高，其属最佳多头标的。		90%	2%	基差、价差将持稳或走阔，多头存在潜在的移仓损失、宜尽早入场、并选择更远合约	公募、私募等权益型多头机构投资者	买入保值	60%	IF2306/IF2309
	国债 (十债)	下跌	平缓	4.0%	57	-7.1%	41	0.5%	-1.0%	1.经济复苏趋势难以动摇； 2.流动性相对平稳，总量宽松概率较低； 3.复苏斜率存在分歧，长端利率走势或偏纠结。		55%	84%	远月合约贴水幅度较深，不利于空头换月	利率多头机构投资者（如债券型基金、固收类理财产品）	卖出保值	20%	T2306/T2309
有色金属	铜	震荡	平缓	35.0%	57	-56.0%	60	4.0%	-4.0%	1.地产竣工修复带动建筑需求改善，光伏、风电等新能源需求维持增长； 2.矿端供给宽松，冶炼企业开工水平保持良好，检修或造成阶段性扰动； 3.铜加工企业开工率向上修复，但结构存在分化；		20%	54%	低基差结构预计延续，对套保策略影响偏中性	下游加工企业（如铜箔制造企业）	买入保值	20%	CU2306/CU2307
	铝	上行	平缓	26.1%	52	-32.1%	47	6.9%	-6.0%	1.地产竣工修复带动建筑需求改善，光伏、特高压等新能源需求维持增长； 2.现有产能接近4500万吨天花板，水电紧张问题可能贯穿全年，西南地区产能释放偏缓； 3.库存预计延续向下趋势；		36%	73%	远月合约贴水，有利于买保移仓	下游加工制造企业（如锂电池箔制造企业、铝材加工企业）	买入保值	40%	AL2306/AL2307
	镍	震荡下行	相对陡峭	33.6%	15	-36.6%	37	-	25.0%	1.镍铁延续过剩趋势，中间品增量逐步落地 2.硫酸镍-电积镍路径打通，纯镍供给弹性进一步提升 3.下游需求疲软。		90%	98%	远月大幅贴水，市场预期悲观	上游冶炼企业（如镍铁、纯镍生产企业）	卖出保值	30%	NI2305
	锂盐	下行	逐步减缓	-	-	-	-	-	-	1.新能源产业景气增速边际减缓； 2.锂资源释放节奏提速。		-	-	-	-	-	-	-

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
新能源	工业硅	震荡	平缓	4.2%	4	-9.6%	16	-	-	1.多晶硅、有机硅二季度投产相对较低，需求增量有限； 2.工业硅供应端总量维持增长		-	-	-	-	-	-	-
能源化工	PTA	下行	平缓	43.5%	8	-56.2%	10	-	12.0%	1.成本端向上驱动减弱 2.二季度PTA大量投产		56%	92%	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	-	-	-	-
	PP	震荡	平缓	31.1%	21	-26.5%	41	10.0%	8.0%	1.新增产能集中投放，检修力度偏小，供应压力巨大； 2.二季度为传统淡季，需求缺乏实质利好。		47%	56%	基差预计扩大，利于空头卖保策略	上游生产企业	卖出保值	60%	PP2309
	L	震荡上行	平缓	29.4%	22	-19.9%	49	11.0%	9.0%	1.无新增产能投放，5月起开始集中检修，供应压力有限； 2.即便煤价下跌，也存在原油成本支撑，下跌空间有限。		50%	72%	基差预计收敛，利于多头买保策略	下游塑料制品生产企业	买入保值	80%	L2309
	PVC	震荡上行	稳步向上	42.0%	43	-28.6%	62	16.1%	6.0%	1.4月起开始集中检修，产量下滑10%左右； 2.建材需求逐步回暖，二季度末需求全面回升后有望助力上涨。		10%	54%	基差预计扩大，不利于多头买保策略	下游塑料制品生产企业	买入保值	80%	V2309
	甲醇	震荡下行	相对陡峭	37.7%	41	-34.2%	26	8.0%	14.0%	1.国内检修力度偏小，进口量高居不下，供应保持宽松； 2.煤价持续下跌，成本塌陷价格被动跟跌。		79%	58%	基差预计收敛，不利于空头卖保策略	上游生产企业	卖出保值	80%	MA309
	橡胶	震荡上行	平稳	28.2%	14	-17.4%	10	14.9%	-	1.乘用车零售拖累逐步减缓； 2.重卡市场有望贡献需求增量。		65.49%	56.53%	基差及价差结构处于季节性正常水平	下游轮胎及制品企业	买入保值	50%	RU2309

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		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	螺纹钢	震荡下行	区间	27.3%	66	24.4%	67	-	-11.4%	1.地产存量项目支撑用钢需求，外需退坡制造业表现分化，旺季需求强度或有限； 2.高炉复产超预期，废钢供给有望回补，供给压力逐步显现； 3.原料端利空发酵，煤焦供应过剩，铁矿供需差将逐步收敛，监管风险依然存在。	29%	58%	市场预期走弱，基差价差有扩大的可能，对卖保相对友好	钢厂	卖出保值	70%	RB2310
	热卷	震荡下行	区间	30.1%	66	22.8%	67	-	-11.8%		75%	68%	市场预期走弱，基差价差有扩大的可能，对卖保相对友好	钢厂	卖出保值	70%	HC2310
	铁矿石	震荡下行	区间	32.8%	66	-38.1%	67	-	-17.1%	1.钢材供应过剩矛盾逐步显现，钢价回调压力加大，钢厂主动、被动减产概率提高，二季度铁水产量见顶； 2.外矿发运季节性回升； 3.二季度铁矿供需差将逐步收敛。	30%	50%	基差大幅倒挂，不利于空头策略建仓	矿贸商	卖出保值	50%	I2309
	纯碱	先跌后张	区间	57.4%	67	-37.8%	67	-	-		94%	95%	基差大幅倒挂不利于远月空头套保建仓	纯碱生产企业	卖出保值	50%	SA309
	玻璃	震荡上行	稳步向上	36.9%	42	-41.4%	65	9.8%	-		13%	98%	期货升水，不利于多头策略	下游玻璃深加工企业	买入保值	50%	FG309
经济作物	棉花	震荡上行	稳步向上	13.2%	11	-15%	9	12.0%	-	1.北半球新年度植棉面积下降； 2.二季度天气窗口期影响增强	84%	36%	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	下游纺织企业	买入保值	50%	CF309
	棕榈油	震荡	平缓	41.5%	66	-47%	63	10.0%	-4.0%		20%	55%	基差处于偏低水平，不利于买保	下游食品加工企业（如食用油企业）	买入保值	30%	P2309

根据上述期货基本面和期权指标，二季度我们推荐以下期权策略，主要目的在于帮助企业规避风险，以及降低现货或期货持仓成本。

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	[3920, 4450]	90%	卖出浅虚值看跌期权 IO2305P3950	沪深300指数下方存在较强支撑，逐月滚动卖出看跌期权以增强收益。	金融机构	 <p>最大盈利 23 最大亏损 <math>-\infty</math> IO2305</p>
橡胶	涨	[11500, 14000]	75%	买入虚值看涨期权 RU2306C12500	一季度的下跌释放了大部分利空，二季度沪胶有望企稳反弹，买入近月虚值看涨期权以捕捉反弹机会。	下游消费企业	 <p>最大盈利 <math>\infty</math> 最大亏损 -50 RU2306</p>
PVC	震荡	[5800, 7200]	80%	卖出虚值看涨期权 V2309C6500	PVC供应过剩矛盾需要时间缓和，4~5月上涨高度有限，卖出看涨期权降低期货多头持仓成本。	下游消费企业	 <p>最大盈利 130 最大亏损 <math>-\infty</math> V2309</p>
棉花	涨	[14500, 16000]	70%	买入看涨牛市价差 买入CF309C15200 卖出CF309C15600	棉花上涨确定性较强，布局牛市价差，随着上涨行情启动上移行权价或者直接转为买入浅虚值看涨。	中游贸易商或下游消费企业	 <p>最大盈利 250 最大亏损 -150 CF309</p>
沪铜	震荡	[67000, 72000]	70%	卖出跨式组合 卖出CU2305C69000 卖出CU2305P69000	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益，降低持仓成本。	中游贸易商	 <p>最大盈利 3700 最大亏损 <math>-\infty</math> CU2305</p>

# 策略建议

## 资产管理

### 期货策略：

- 沪深300股指期货延续多头思路
- 商品强弱分化

### 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
金融衍生品	股指	上涨	稳步上涨	50.8%	47	-37.3%	41	15.0%	5.0%	1.国内经济复苏大势明朗，分子端盈利推涨作用持续强化； 2.风险偏好提升、美联储加息进入尾声，利于分母端估值提升； 3.A股避险、配置价值良好，利于资金大规模流入； 4.受益于基本面改善的顺周期板块，以及中特估、数字经济等主题热点，与沪深300指映射关联度最高，其属最佳多头标的。	0.9	0.02	基差、价差将持稳或走阔，多头存在潜在的移仓损失、宜尽早入场、并选择更远合约	单边多头	0.8	2	8%	15%	4100	4600
	国债	-	-	0.9%	30	-1.0%	30	0.2%	-0.2%	1.经济复苏趋势难以动摇； 2.流动性相对平稳，总量宽松概率较低； 3.复苏斜率存在分歧，长端利率走势或偏纠结；	-	-	-	套利	0.8	1.3	10%	1%/2.5%	303.145	303.8
有色金属	铜	震荡	平缓	35.0%	57	-56.0%	60	4.0%	-4.0%	1.地产竣工修复带动建筑需求改善，光伏、风电等新能源需求维持增长； 2.矿端供给宽松，冶炼企业开工水平保持良好，检修或造成阶段性扰动； 3.铜加工企业开工率向上修复，但结构存在分化；	20%	54%	基差处于偏低水平，不利于多头策略	-	-	-	-	-	-	-
	铝	上行	平缓	26.1%	52	-32.1%	47	7.0%	-6.0%	1.地产竣工修复带动建筑需求改善，光伏、特高压等新能源需求维持增长； 2.现有产能接近4500万吨天花板，水电紧张问题可能贯穿全年，西南地区产能释放偏缓； 3.库存预计延续向下趋势；	36%	73%	远月合约贴水，有利于多头移仓	单边多头	0.6	1.9	9%	10%	18700	20000
	镍	震荡下行	相对陡峭	33.6%	15	-36.6%	37	-	25.0%	1.镍铁延续过剩趋势，中间品增量逐步落地 2.硫酸镍-电积镍路径打通，纯镍供给弹性进一步提升 3.下游需求疲软	90%	98%	远月贴水较大，反映市场情绪悲观	单边空头	0.7	1.6	4%	12%	177000	140000
	锂	下行	逐步减缓	-	-	-	-	-	-	1.新能源产业景气增速边际减缓； 2.锂资源释放节奏提速。	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-



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
新能源	工业硅	震荡	平缓	4.2%	4	-9.6%	16	-	-	1.多晶硅、有机硅二季度投产相对较低，需求增量有限； 2.工业硅供应端总量维持增长	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
能源 化工	PTA	下行	平缓	43.5%	8	-56.2%	10	/	12.0%	1.成本端向上驱动减弱 2.二季度PTA大量投产	56%	92%	远月贴水，利于 空头策略	单边 空头	0.6	2	8%	0.15	6300	5500
	PP	震荡	平缓	31.1%	21	-26.5%	41	10.0%	8.0%	1.新增产能集中投放，检修力度偏小，供应压力巨大； 2.二季度为传统淡季，需求缺乏实质利好。	47%	56%	基差预计扩大， 不利于直接做多， 价差预计缩小	单边 空头	0.7	4	20%	11%	7800	7000
	L	震荡 上行	平缓	29.4%	22	-19.9%	49	11.0%	9.0%	1.无新增产能投放，5月起开始集中检修，供应压力有限； 2.即便煤价下跌，也存在原油成本支撑，下跌空间有限。	50%	72%	基差预计收敛， 价差预计扩大， 利于直接做多	单边 多头	0.8	6.5	19%	11%	7500	8800
	PVC	震荡 上行	稳步 向上	42.0%	43	-28.6%	62	16.1%	6.0%	1.4月起开始集中检修，产量下滑10%左右； 2.建材需求逐步回暖，二季度末需求全面回升后有望助力上涨。	10%	54%	基差预计扩大， 价差预计扩大， 利于直接做多	单边 多头	0.9	5	0.15	11%	6000	7000
	甲醇	震荡 下行	相对 陡峭	37.7%	41	-34.2%	26	8.0%	14.0%	1.国内检修力度偏小，进口量高居不下，供应保持宽松； 2.煤价持续下跌，成本塌陷价格被动跟跌。	79%	58%	基差预计收敛， 价差预计缩小， 利于直接做空或 者反套	单边 空头	0.9	2.5	12%	8%	2450	2200
	橡胶	震荡 上行	平稳	28.2%	14	-17.4%	10	14.9%	-	1.乘用车零售拖累逐步减缓； 2.重卡市场有望贡献需求增量。	65.49%	56.53%	基差及价差结构 处于季节性正常 水平	单边 多头	0.75	2.125	7.38%	15%	11800	13500

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
黑色金属	螺纹钢	震荡向下	区间	27.3%	66	24.4%	67	12.5%	-11.4%	1.地产存量项目支撑用钢需求，外需退坡制造业表现分化，旺季需求强度或有限； 2.高炉复产超预期，废钢供给有望回补，供给压力逐步显现；		29%	58%	市场预期走弱，基差价差有扩大的可能，对空头策略相对有利	单边空头	0.8	3.0	13%	15%	3950	3500
	热卷	震荡下行	区间	30.1%	66	22.8%	67	12.2%	-11.8%	3.原料端利空发酵，煤焦供应过剩，铁矿供需差将逐步收敛，监管风险依然存在。		75%	68%	市场预期走弱，基差价差有扩大的可能，对空头策略相对有利	单边空头	0.7	4.0	17%	15%	4080	3600
	铁矿石	震荡下行	区间	32.8%	66	-38.1%	67	25.0%	-17.1%	1.钢材供应过剩矛盾逐步显现，钢价回调压力加大，钢厂主动、被动减产概率提高，二季度铁水产量见顶； 2.外矿发运季节性回升； 3.二季度铁矿供需差将逐步收敛。		97%	90%	基差大幅倒挂，不利于空头策略建仓	单边空头	0.8	1.8	5%	15%	820	680
	纯碱	先跌后张	区间	57.4%	67	-37.8%	67	14.3%	-	1.中性假设下，二季度纯碱供需相对平衡； 2.市场预期转弱，包括远兴投产后供给过剩风险、烧碱对轻碱需求替代的风险、出口需求下滑的风险、燃料煤价格下跌的风险。		94%	95%	基差大幅倒挂不利于远月空头策略	-	-	-	-	-	-	-
	玻璃	震荡上行	稳步向上	36.9%	42	-41.4%	65	9.8%	-	1.地产竣工周期修复预期强，浮法玻璃需求有望同比增长9.6%； 2.浮法玻璃运行产能已同比下降超7%； 3.2023年供需增速差较大，浮法玻璃基本面改善预期较强。		13%	98%	期货升水，不利于多头策略	单边多头	0.8	1.8	9%	15%	1640	1800
经济作物	棉花	震荡上行	稳步向上	13.2%	11	-15.0%	9	12.0%	-	1.北半球新年度植棉面积下降； 2.二季度天气窗口期影响增强		84%	36%	远月升水，利于多头策略	单边多头	0.7	2.0	12%	15%	14800	16000
	棕榈油	震荡	平缓	41.5%	66	-46.5%	63	10.0%	-4.0%	1.棕榈油逐步进入旺产季，产量预计抬升，但天气扰动及树龄老化或对产量存在拖累； 2.生柴需求及食用需求均存在向上空间； 3.主要消费国库存均处于偏高水平		20%	55%	基差处于偏低水平，不利于多头策略	-	-	-	-	-	-	-

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