



官方微信



官方APP

## 2023年1月第4周核心策略推荐：

长假数据强化乐观预期，大类风险资产维持多头思路

上海 2023.1.29

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

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

## 核心摘要 (1) : 市场展望

### □ 宏观分析要点:

□ **国内经济:** (1) 2023年国内31省市加权经济增长目标达到5.6%，高于市场预期；(2) 各省消费及投资增长目标多数高于经济增长目标，政策聚焦促内需；(3) 地产对各地经济意义重大，宽松政策有望加码；(4) 2019-2022年，我国居民部门积累大量超储储蓄，如若超储释放，对消费及地产销售拉动作用明显；(5) 春节假期期间，线下消费场景逐步恢复；(7) 房地产及土地市场尚未显著改善，仍待政策加码；(8) 2023年地产宽松政策仍将继续加码。

□ **国外经济:** (1) 美国经济好于预期，通胀持续回落；(2) 美联储加息节奏或放缓至25BPS。

### □ 中观面驱动因素要点:

#### 期货策略:

(1) 沪深300 (买入IF2302, 单边, 持有): 盈利、估值双轮驱动, A股上行基础扎实; 2023年Q1业绩触底回升, 为高置信度判断; A股预期表现在大类资产中显著占优, 亦利于估值扩张; 情绪面、基本面将良性互促, 利于吸引增量资金入场; 业绩为先+估值安全, 沪深300指数配置价值仍最高。

(2) 十年期国债 (卖出T2303, 单边, 持有): 春节期间海外收益率多数上行, 国内出行消费改善, 宏观修复预期较强。23年货币政策总量宽松存制约, 预计将以结构性宽信用为主要发力点。在宏观修复预期下, 国债期货易跌难涨。

(3) 沪胶 (买入RU2305, 单边, 新增): 国内产区停割缓和天然橡胶供过于求局面, 而随着经济复苏带动重卡产销增长, 汽车市场驱动切换加强天胶需求传导效率, 供需修复有望带动价格上行。

(4) 纯碱 (买入SA305, 单边, 持有): 供需维持紧平衡结构, 行业低库存延续, 纯碱多单耐心持有。

(5) 铁矿 (买入I2305, 单边, 持有): 节后钢厂补库需求待释放, 供需节奏存在错配, 铁矿多单耐心持有。

## 核心摘要 (2) : 市场展望

### □ 中观面驱动因素要点:

#### 期货策略:

(6) 棕榈油 (买入P2305, 单边, 持有): 主产国进入减产季, 产量与库存均出现回落, 印尼B35计划推行以及国内参与消费复苏均有利于需求端逐步改善, 且目前棕榈油绝对价格与相对价格均处于历史偏低水平, 存在反弹空间。

(7) 棉花 (买入CF305, 单边, 持有): 棉花消费未来随经济复苏反弹空间较大, 春节期间美棉涨幅较大, 棉花前多持有。

#### 期权策略:

(1) 聚丙烯 (看涨比率价差, 组合, 持有): 当前产量虽然维持在高位, 但春节期间库存积累程度小于往年, 节后基本不存在去库压力。疫情影响消退叠加促消费政策推出, PP需求预期向好, PP2305合约有望突破8300。买入看涨比率价差建议等待期货企稳后及时止盈。



# 宏观

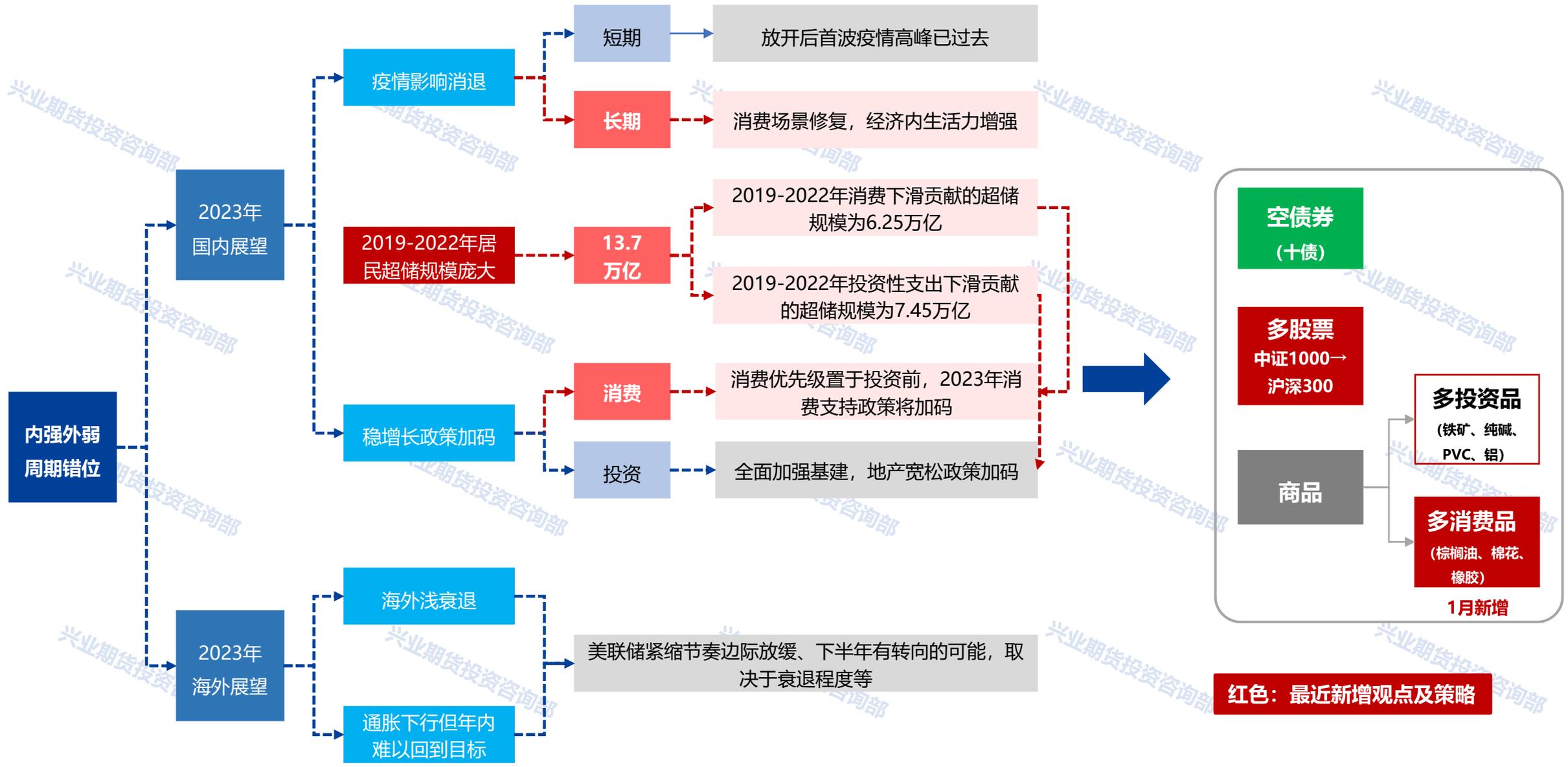
MACRO

01

国内：稳增长政策加码，居民超储待释放，2023年总需求修复预期较强

02

国外：美国经济韧性，通胀逐步下行，美联储加息节奏将放缓至25BPS



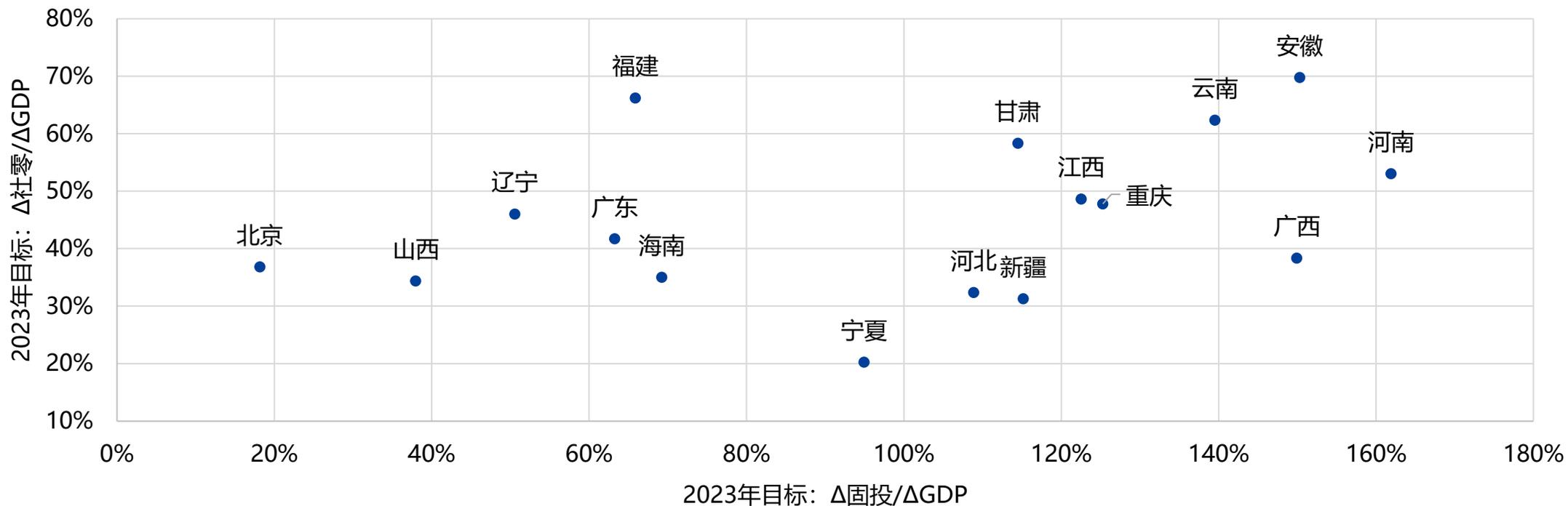
# 国内经济：2023年国内31省市加权经济增长目标达到5.6%，高于市场预期

□ 全国31省市已公布2023年GDP增长目标，加权后2023年经济增速目标为5.6%，各省经济增长目标众数为6%，中位数为6%，较2022年初各省市加权增长目标降低0.5%，其中近七成省份较2022年目标下调0.1-1个百分点，但也高于市场此前预期的5%。

城市	趋势	2022	2023	2023年变化	十三五CAGR	十四五CAGR	城市	趋势	2022	2023	2023年变化	十三五CAGR	十四五CAGR
北京		5.0	4.5	↓ -0.5	6.4	5.2	湖北		7.0	6.5	↓ -0.5	8.0	7.8
上海		5.5	5.5	→ 0.0	6.5	5.7	黑龙江		5.5	6.0	↑ 0.5	5.8	5.8
天津		5.0	4.0	↓ -1.0	6.3	5.2	广西		6.5	5.5	↓ -1.0	7.3	6.5
广东		5.5	5.0	↓ -0.5	6.8	5.5	甘肃		6.5	6.0	↓ -0.5	6.6	6.3
浙江		6.0	5.0	↓ -1.0	6.9	5.8	西藏		8.0	8.0	→ 0.0	10.0	8.3
江苏		5.5	5.0	↓ -0.5	6.9	5.5	陕西		6.0	5.5	↓ -0.5	7.7	6.0
江西		7.0	7.0	→ 0.0	8.4	7.3	新疆		6.0	7.0	↑ 1.0	6.4	6.5
河北		6.5	6.0	↓ -0.5	6.7	6.3	宁夏		7.0	6.5	↓ -0.5	7.3	6.8
山东		5.5	5.0	↓ -0.5	7.0	5.5	吉林		8.0	6.0	↓ -2.0	6.4	7.0
山西		6.5	6.0	↓ -0.5	6.1	6.8	青海		5.5	5.0	↓ -0.5	7.1	5.5
辽宁		5.5	5.0	↓ -0.5	6.3	5.5	重庆		5.5	6.0	↑ 0.5	8.1	5.8
福建		6.5	6.0	↓ -0.5	8.3	6.7	贵州		7.0	6.0	↓ -1.0	9.4	7.0
内蒙古		6.0	6.0	→ 0.0	6.7	6.0	云南		7.0	6.0	↓ -1.0	8.0	7.0
河南		7.0	6.0	↓ -1.0	7.5	6.7	<b>全国加权平均</b>		6.1	5.6	↓ -0.5		
安徽		7.0	6.5	↓ -0.5	8.1	7.2	<b>众数</b>		5.5	6.0	↑ 0.5		
海南		9.0	9.5	↑ 0.5	7.1	9.5	<b>中位数</b>		6.5	6.0	↓ -0.5		
四川		6.5	6.0	↓ -0.5	7.5	6.5	<b>全国当年目标</b>		5.5	-	-		
湖南		6.5	6.5	→ 0.0	8.0	6.7							

## 国内经济：各省消费及投资增长目标多数高于经济增长目标，政策聚焦促内需

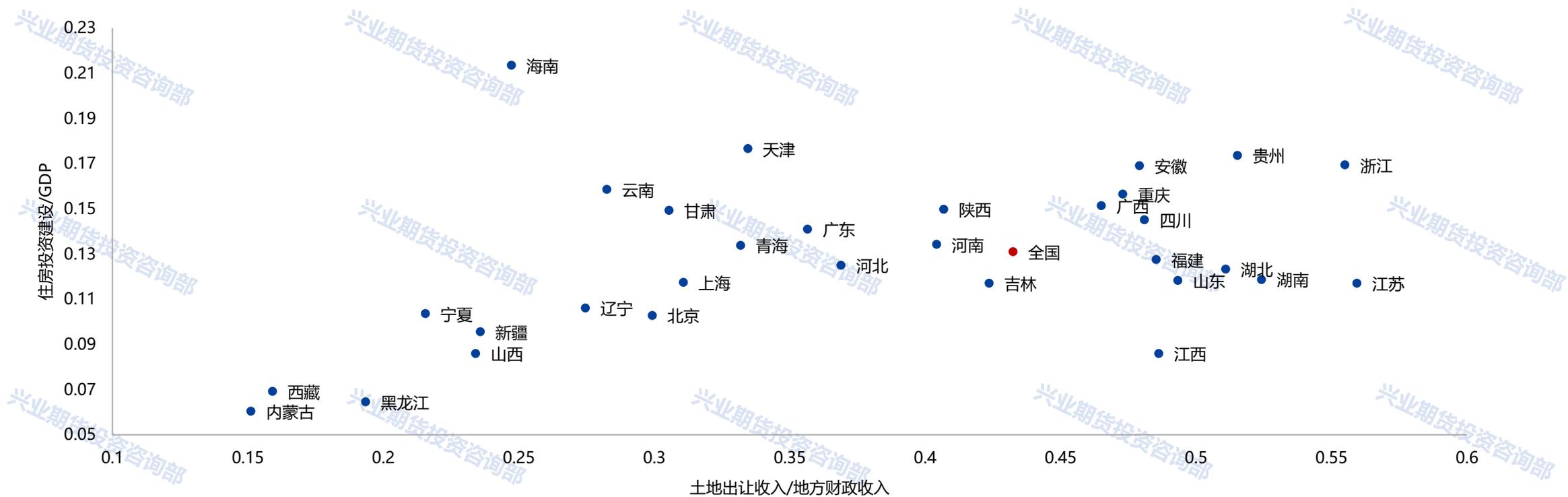
- 占全国GDP约60%的省份及地区公布了2023年的消费增长目标，加权平均为 5.9%。
- 占全国GDP约70%的省份及地区公布了2023年的固定资产投资增长目标，加权平均为7.8%。
- 已公布目标的省份，其2023年消费及投资增长目标基本均高于经济增长目标。各地政府都认识到在出口增长乏力，2023年宏观调控的重点将在促内需，与中央经济工作会议的基调相符。但加权后消费增长仍低于市场一致性预期以及2010-2019年国内消费增速中枢。相较消费而言，各地政府对于投资仍抱有较大信心。



## 国内经济：地产对各地经济意义重大，宽松政策有望加码

□ 固定资产投资中，房地产投资在各省市GDP中占比普遍高于10%，土地财政收入也是地方财政最重要的收入来源，普遍占比超过30%，其中12省占比显著高于全国水平。

□ 预计2023年，在继续加强基建投资，发挥基建托底作用的情况下，全国将继续推出刺激地产的政策。



根据中性基准估计，2019-2022年期间，居民部门累计增加超储13.7万亿，规模可观。其中消费下滑贡献的超储规模为6.25万亿，投资性支出下滑贡献的超储规模为7.45万亿。前者对应可选消费的走弱，后者则对应地产销售下滑和理财资产的减配。

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

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

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

- 消费下降贡献的超储释放，一般将运用于可选消费。投资性支出下降贡献的超储，一般运用于地产及权益等其他资产的配置；
- 以此为假设，考虑到超储不会1年即释放完，若2023年居民超储释放10%或20%，则可同时拉动社零增长1.4%或2.9%，商品房销售增长3.3%或6.7%，对总需求的修复作用较大。

情景1：居民超储释放，居民投资性支出中地产及权益等其他资产配置1：1						
分项	分配系数	10%	20%	30%	40%	50%
社零	100%	0.62	1.25	1.87	2.50	3.12
商品房销售	50%	0.37	0.75	1.12	1.49	1.86
权益等	50%	0.37	0.75	1.12	1.49	1.86

情景1：超储释放对消费及地产销售的拉动作用 (%)							
分项	2022年基数	2023年预测增长*	10%	20%	30%	40%	50%
社零	43.82	6.96%	1.4%	2.9%	4.3%	5.7%	7.1%
商品房销售	13.35	0%	2.8%	5.6%	8.4%	11.2%	13.9%

情景2：居民超储释放，居民投资性支出中地产及权益等其他资产配置3：2						
分项	分配系数	10%	20%	30%	40%	50%
社零	100%	0.62	1.25	1.87	2.50	3.12
商品房销售	60%	0.45	0.89	1.34	1.79	2.24
权益等	40%	0.30	0.60	0.89	1.19	1.49

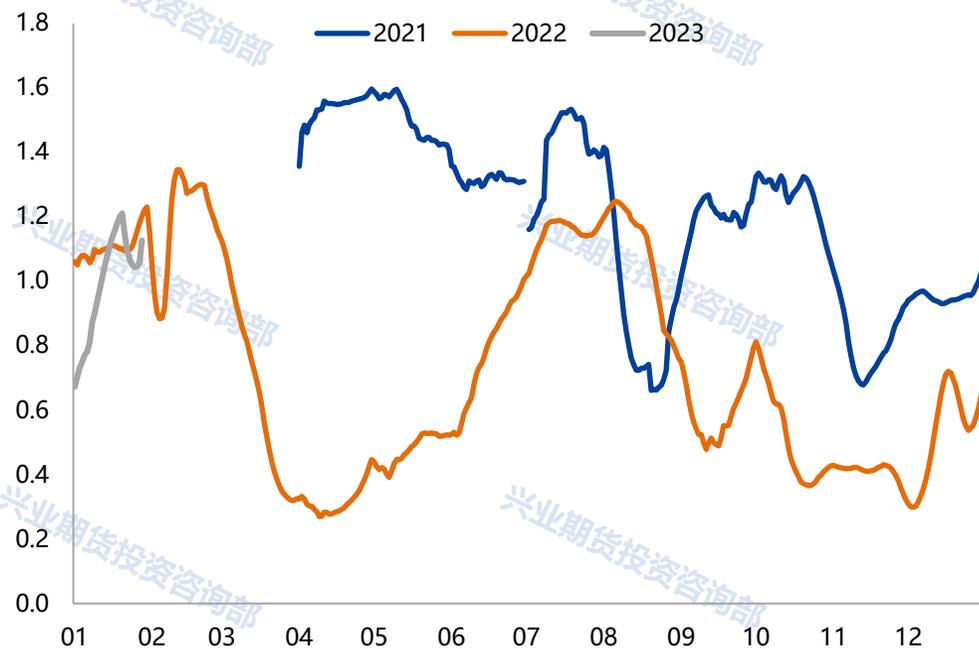
  

情景2：超储释放对消费及地产销售的拉动作用 (%)							
分项	2022年基数	2023年预测增长*	10%	20%	30%	40%	50%
社零	43.82	6.96%	1.4%	2.9%	4.3%	5.7%	7.1%
商品房销售	13.35	0%	3.3%	6.7%	10.0%	13.4%	16.7%

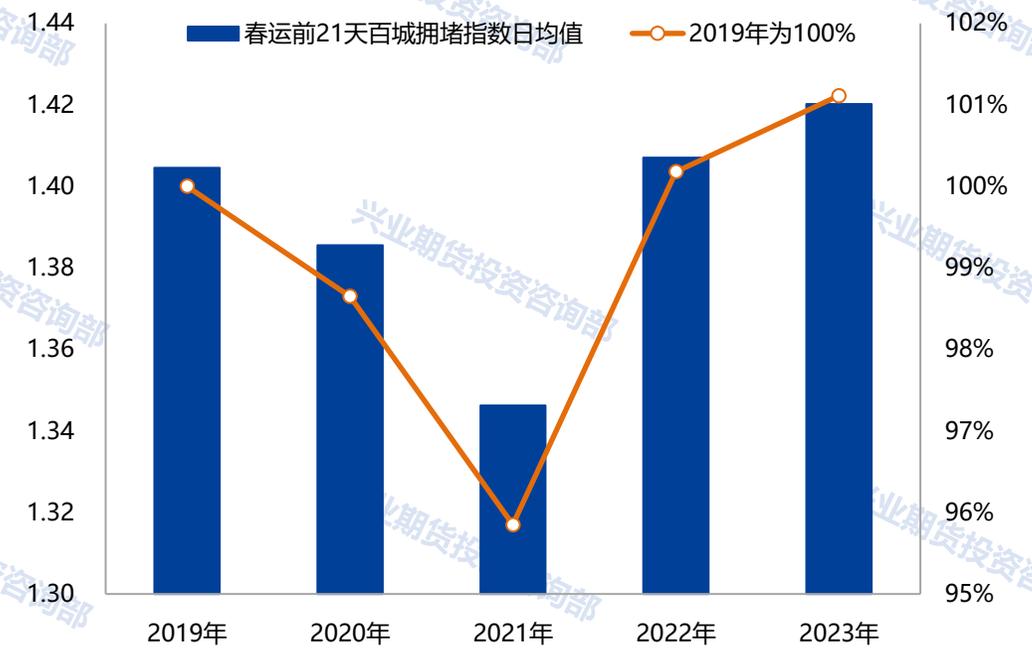
2023年预测增长：市场一致性预测

春节期间城际出行复苏明显。根据交通运输部数据，2023年春运前21天（腊月十五-正月初六），全国共计发运旅客7.92亿人次，较2022年农历同期增长54.7%，较2019年农历同期下降47%。春节假期（除夕至初六）全国高速公路小客车日均流量为4394.5万辆，较2022年农历同期增长33.0%，较2019年农历同期增长15.6%。此外，春运前21天，国内航班执飞数（不含港澳台）累计也有24.08万班次，较2022年农历同期增加1.1%。春节期间市内交通也有一定程度复苏。2023年春运前21天，百城拥堵指数日均值为1.42，较2022年农历同期增长0.9%，较2019年农历同期增长1.1%，但地区之间存在差异。

### 国内航班执飞数 (MA7D, 更新至1月28日)

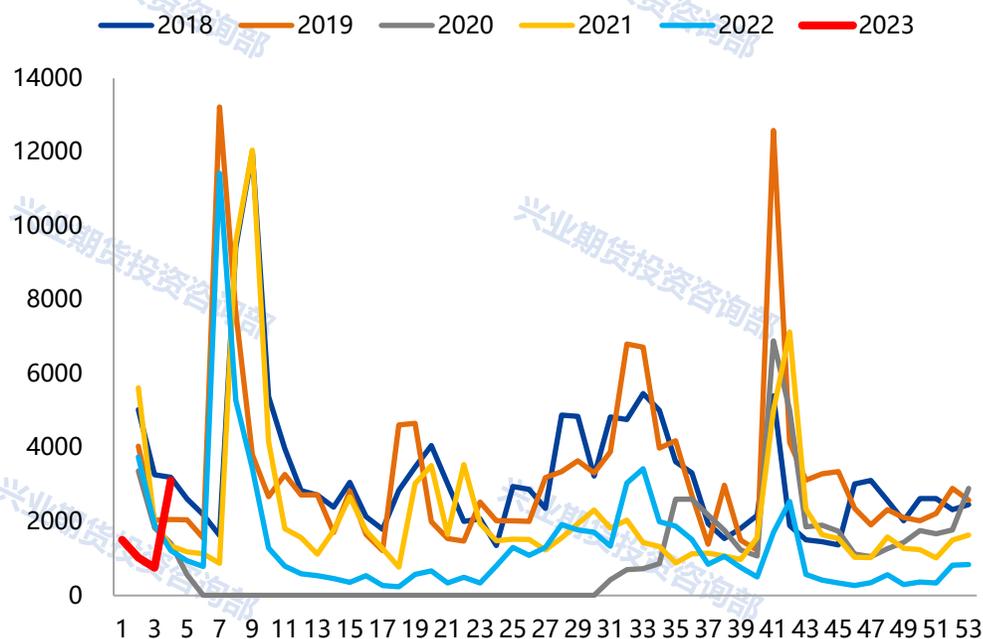


### 春运前21天，室内交通也有较明显复苏

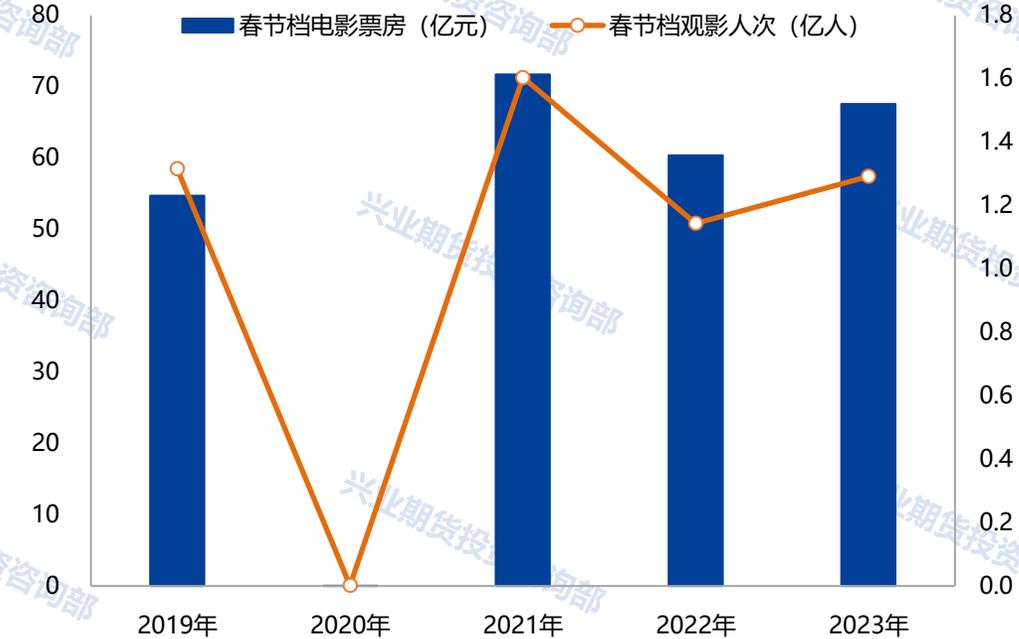


2023年春节档（除夕至初六）全国电影票房累计67.59亿元，同比增加12%，累计观影人次约1.29亿，同比增加13%。无论电影票房还是观影总人次，均仅次于2021年春节档，为我国历史次高。也显示居民线下消费场景的修复。

### 周度观影人次（更新至1月22日）



### 2023年春节档大幅回暖

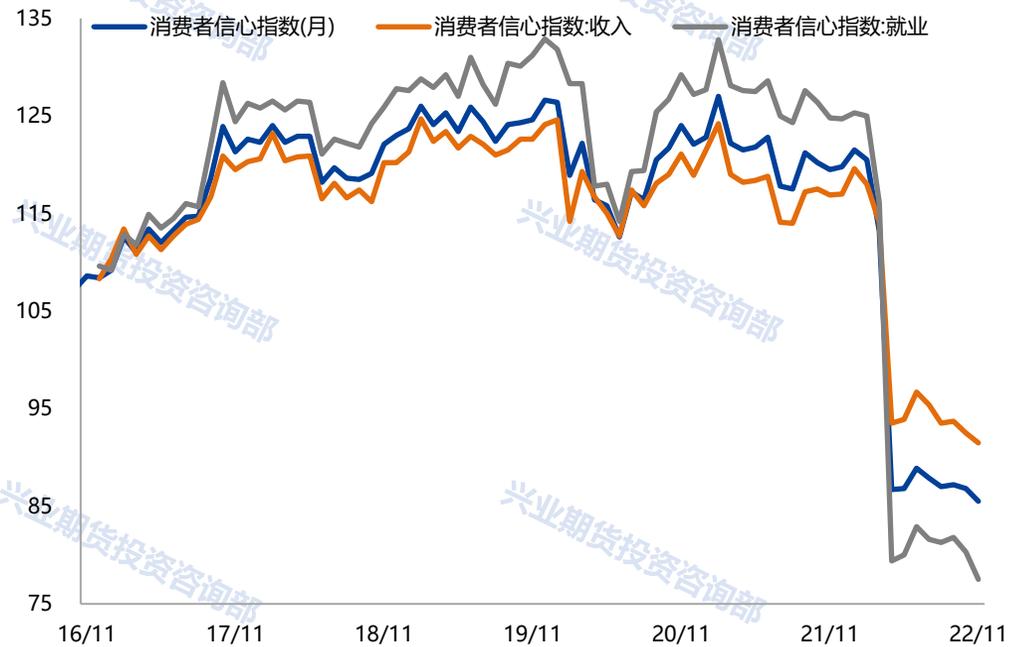


- 除出行和观影以外，2023年春节假期期间，国内消费、旅游、餐饮等线下消费场景也出现了较为明显的修复。
- 综合以上信息，我们可以发现，伴随2022年底防疫优化加速推进，疫情管控的外部因素对居民消费场景的制约已基本消除，虽然部分指标尚未完全恢复至疫情以前水平，但已为消费刺激政策发挥效果、居民超额储蓄释放和居民消费复苏提供了良好的前提条件。

场景	细项	单位	来源	2023年	2019年春节为100%	2022年春节为100%
春运前21天旅客发送量	人次	亿人	交通运输部	7.9	53%	155%
春运前21天百度迁移指数	日均值		百度	580.8	118%	129%
消费（增值税发票相关营收）	收入	亿元	国家税务总局		124%	122%
其中：商品消费	收入	亿元	国家税务总局		131%	110%
其中：服务消费	收入	亿元	国家税务总局		108%	135%
旅游	收入	亿元	文化和旅游部	3,758.4	73%	130%
	人次	亿人	文化和旅游部	3.1	89%	123%
	客流量	2000+旅游景点	百度慧眼	49,363.5		170%
商场	客流量	2500+商场	百度慧眼	36,019.9		128%
餐：海底捞	收入	亿元	久谦	10.3		118%
饮：喜茶	收入	亿元	久谦	1.0		122%
观影	票房	亿元	ifind	67.6	124%	112%
	人次	亿人	ifind	1.3	98%	113%
免税	收入	亿元	海口海关	15.6		106%
	人次	万人	海口海关	15.7		110%

□ 纵观历次国内居民超额储蓄释放，居民信心改善是支出扩大的核心驱动，一方面居民就业与收入预期的改善有助于降低预防性储蓄需求，另一方面居民超额储蓄的释放也往往伴随着消费或投资意愿的回升，有利于超额储蓄向消费或资产投资转移。而当前居民就业与收入预期仍在下探，且居民投资意愿与消费意愿双双走弱，居民储蓄意愿仍在上行，该驱动的启动尚待观察。其中，受居民信心及消费意愿影响更大的房地产销售尚未出现显著修复，亦可作为侧面印证。我们认为该驱动启动，可能需要更多宏观政策的支持，以及国内经济复苏的确认。

### 居民收入与就业预期指数仍在下探



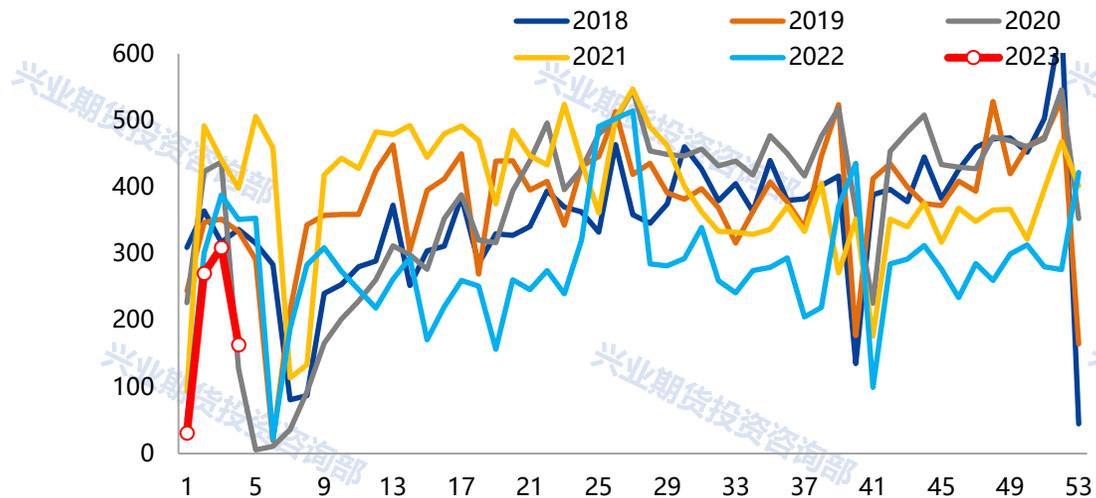
### 居民储蓄意愿仍在冲高，投资与消费意愿走弱



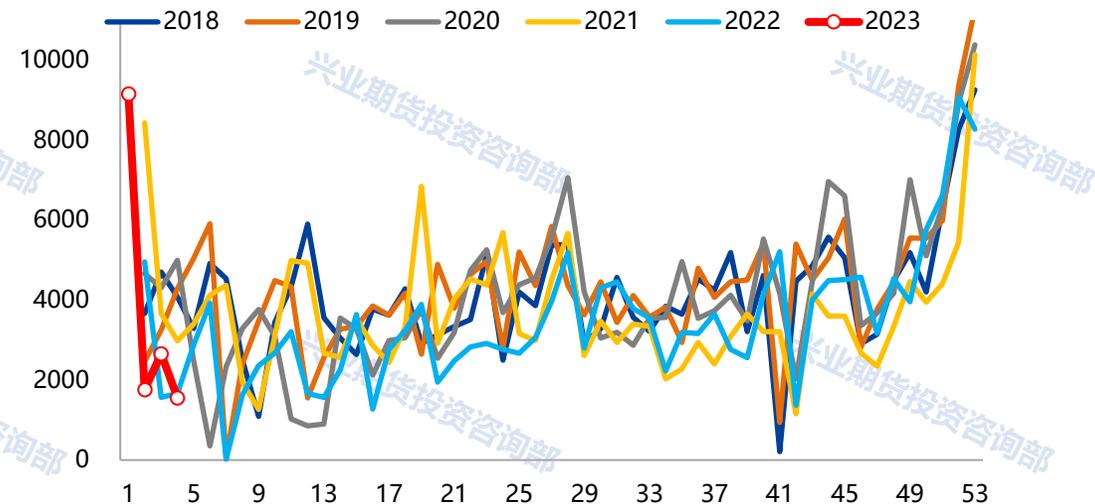
# 国内经济：房地产及土地市场尚未显著改善，仍待政策加码

## 30大中城市商品房成交面积（更新至1月22日）

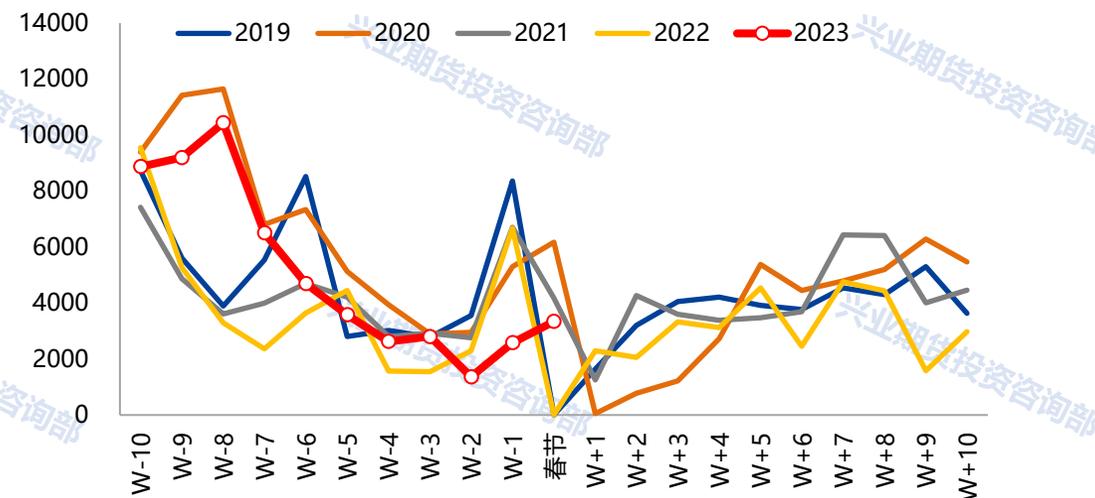
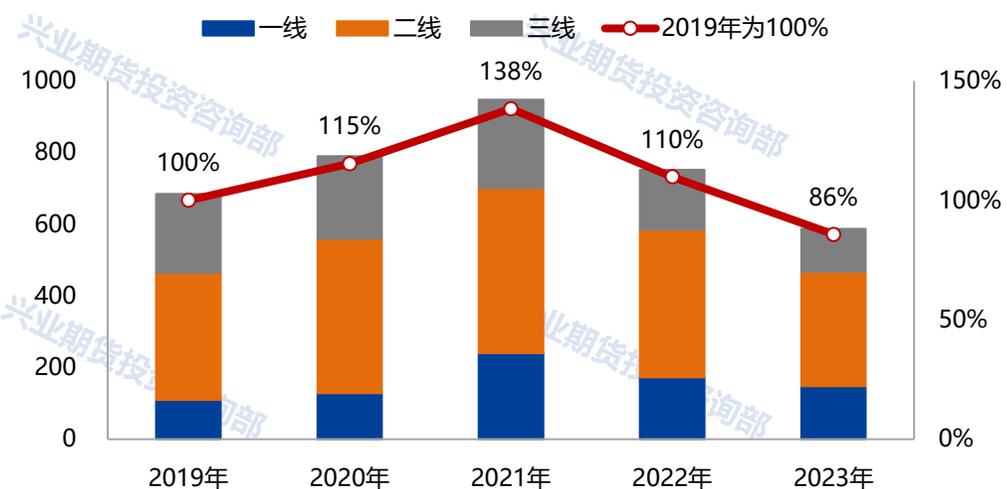
## 100大中城市土地成交规划建筑面积（更新至1月22日）



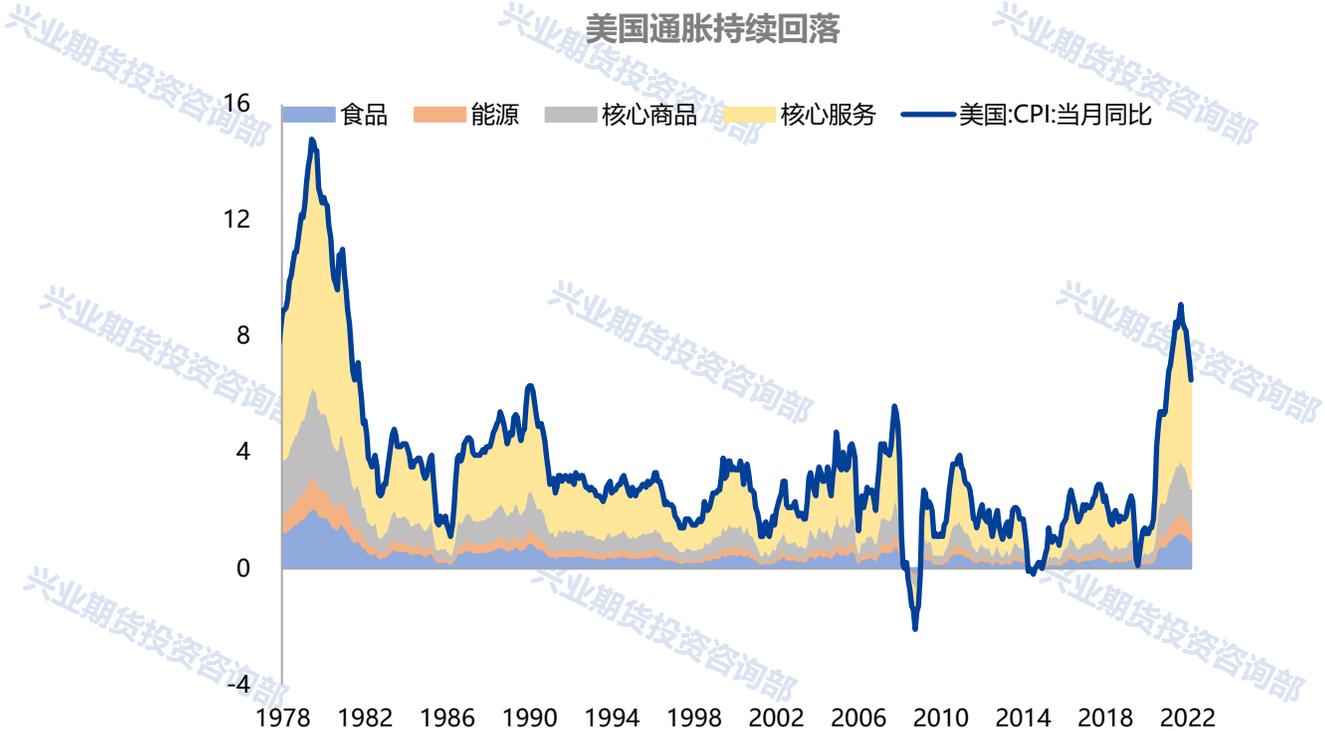
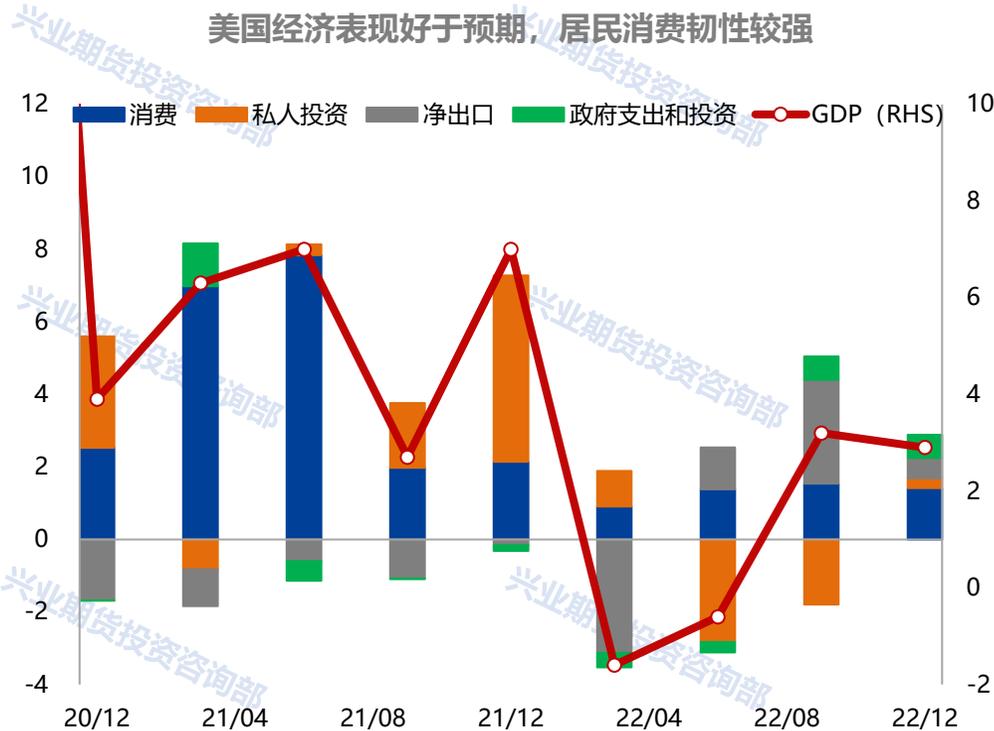
春节期间（腊月十五至初六）商品房销售未出现明显改善



春节前3百城土地成交仍弱于同期



- 2023年4季度，美国实际GDP增长2.9%，好于市场预期2.6%，前值3.2%，其中个人消费支出贡献小幅下降，但韧性依然较强，房地产则是主要拖累。此外，美国劳动力市场依然紧张，1月21日当周初领失业金人数（季调）18.6万人，处于疫情以来的低位，低于前值和预期。
- 2023年12月美国核心PCE物价指数折年率4.4%，与预期持平，前值4.7%，已连续3个月下滑。
- 从数据看，经济和通胀均存在韧性，美联储政策目标大概率仍将锚定压低通胀，但随着经济增速的放缓，以及通胀的持续下行，美联储加息节奏将继续放缓。



□ 春节期间，美联储多名官员明确支持2月FOMC会议加息25bp，利率峰值可能略高于5%，表述中，对美国经济的看法依然偏乐观，对通胀回落的信心有所强化，对降息依然偏谨慎。

时间	人物	职务	票委	发言要点
1月19日	柯林斯	波士顿联储主席	2025	政策利率要上升到可能略高于5%的水平，并维持一段时间。劳动力成本仍然增长过快，与2%的通胀目标不符。缓和劳动力市场需求还有很长的路要走。
1月20日	布雷纳德	美联储副主席	2023	FOMC很可能在2月1日将基准利率再上调25个基点，尽管有迹象表明美国的通胀开始缓解，但利率仍需保持高位，需要在一段时间内保持“充分限制性”政策。
1月20日	威廉姆斯	纽约联储主席	2023	预计2023年通胀将下降至3%，主要由大宗商品价格驱动。美联储必须坚持到底，直到通胀恢复到2%。美联储在所见资产负债表方面仍有很大的运行空间。强劲的招聘、地失业率和强劲的名义工资增长意味着劳动力市场依然非常紧张。
1月20日	哈克	费城联储主席	2023	支持将利率提高至略高于5%。预计今年还会加息几次，今后各加息25个基点是合适的，通胀正在降温，经济总体上仍然相对健康。
1月20日	乔治	堪萨斯城联储主席	2025	通胀的压力仍将继续，劳动力市场仍然很紧张，看到了一些经济软着陆的可能性。
1月21日	沃勒	美联储理事	2023	支持下一次加息25个基点。美联储对通胀的看法与市场不同，必须确保通胀不会回升。需要保持高利率而非在年底前降息。仍对经济软着陆的可能性持乐观态度，即使出现衰退也将是温和而且短暂的。

# 股指

IF

01

盈利、估值双轮驱动，A股上行基础扎实

02

2023年Q1业绩触底回升，为高置信度判断

03

A股预期表现在大类资产中显著占优，亦利于估值扩张

04

情绪面、基本面将良性互促，利于吸引增量资金入场

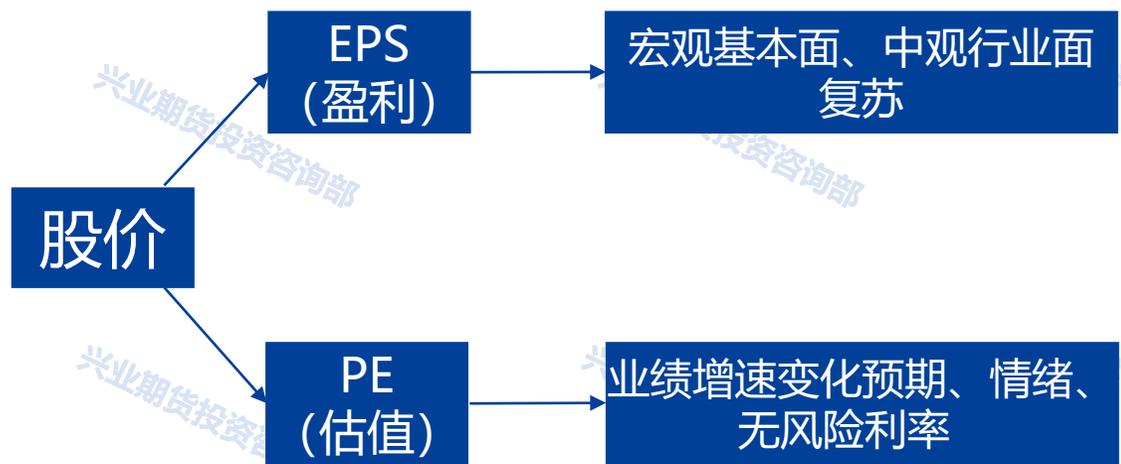
05

业绩为先+估值安全，沪深300指数配置价值仍最高

# 金融衍生品策略（股指）：盈利、估值双轮驱动，A股上行基础扎实

- 按股票定价模型： $P=EPS*PE$ ，其由盈利、估值两大因素所驱动，前者与基本面相关，后者则与业绩增速变化预期、情绪和无风险利率等相关。而自2022年10月底开始，上述两大因素均转为积极、对A股形成正贡献，其上行基础扎实；
- 具体如下：（1）国内宏观经济面复苏将是大势所趋，提振业绩改善预期；（2）美联储加息节奏显著放缓，流动性环境预期边际转向，提振市场风险偏好，利于估值扩张。

股价驱动模型，基于盈利、估值因素



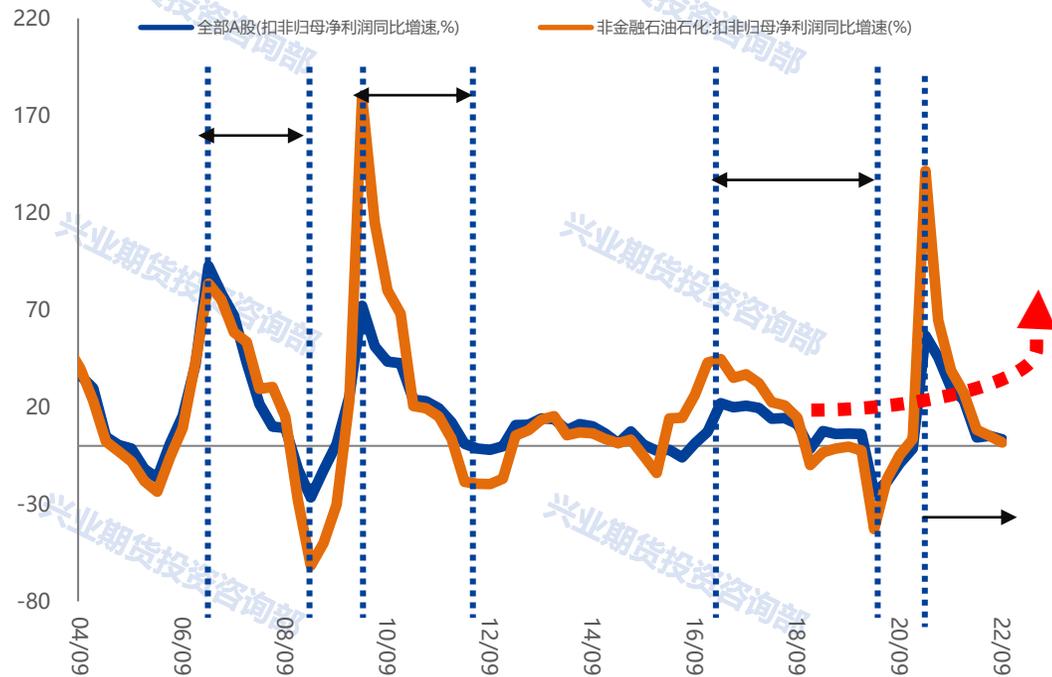
万得全A涨跌幅，及盈利、估值贡献度分解（截至2023.1.20）

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	7.09%	6.84%	0.23%	96.48%	3.52%
2022年12月	-2.12%	-1.95%	-0.16%	92.72%	7.28%
2022年11月	7.85%	8.26%	-0.37%	95.36%	4.64%
2022年10月	-2.55%	-2.85%	0.32%	90.11%	9.89%
2022年9月	-7.57%	-6.00%	-1.67%	79.21%	20.79%
2022年8月	-2.86%	-2.14%	-0.74%	74.76%	25.24%
2022年7月	-2.67%	-3.44%	0.80%	81.69%	18.31%
2022年6月	9.68%	7.41%	2.11%	76.54%	23.46%
2022年5月	5.90%	5.63%	0.25%	95.53%	4.47%
2022年4月	-9.51%	-8.32%	-1.30%	87.43%	12.57%
2022年3月	-7.52%	-6.40%	-1.20%	85.04%	14.96%
2022年2月	2.81%	3.10%	-0.28%	91.54%	8.46%
2022年1月	-9.46%	-9.56%	0.10%	99.04%	0.96%
2021年12月	1.04%	2.13%	-1.07%	66.12%	33.88%
2021年11月	3.14%	2.96%	0.18%	94.11%	5.89%
2021年10月	0.34%	0.05%	0.30%	13.68%	86.32%
2021年9月	-1.03%	-0.29%	-0.75%	27.93%	72.07%
2021年8月	3.22%	-3.59%	7.07%	34.52%	65.48%

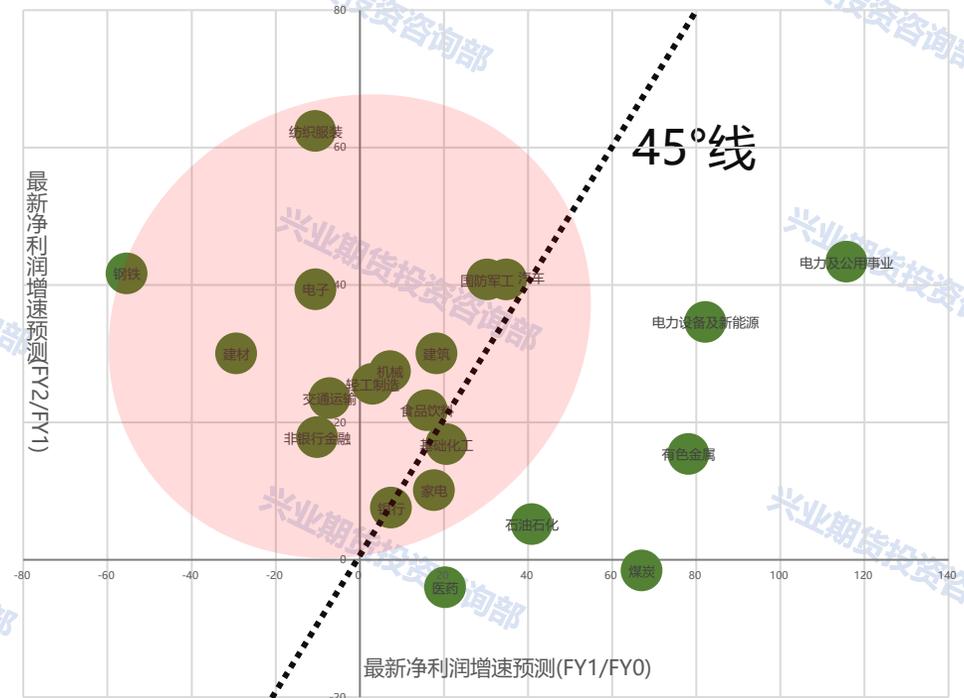
根据最新的社融、信贷及工业品库存指标看，预计国内将于2023年Q1~Q2将进入“宽信用局面兑现、库存周期上行”状态，意味着景气复苏、企业盈利修复。再从A股盈利周期规律看，一般而言、峰值到谷底的持续时间为2年左右。本轮盈利高点出现在2021年Q1，则预计盈利增速拐点在2022年Q1见底。上述多重周期互相佐证，2023年Q1季度A股业绩触底回升可视为高置信度判断。而从预期、现实反馈规律看，目前则已进入多头交易阶段；

再从Wind一致性预期数据看，2023年较2022年（即FY2和FY1），中信大多数一级行业（占比近80%）净利润增速均有较大幅度提升，印证市场的乐观心态。

### A股盈利周期走势（截至2022年Q3）



### 中信一级行业2022年、2023年业绩增速预期对比（截至2023.1.20）



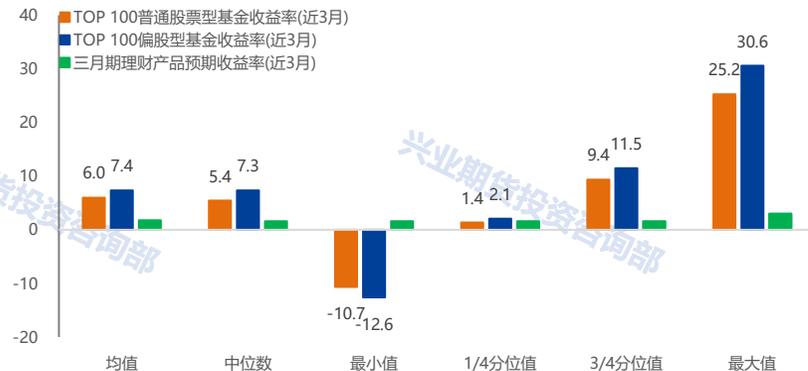
当前A股风险溢价水平整体仍处高值区间，下行空间充足、对应市场风险偏好提升。参照过往走势，预计A股主要指数依旧有10%~20%的可观续涨空间。而在基本面向上的环境下，股市表现将明显强于债市，即权益类产品业绩将优于相关固收类、理财类产品。“赚钱效应”下，亦利于进一步凸显其大类资产配置价值；

故从绝对、相对吸引力看，当前阶段A股均占优，利于其估值扩张。

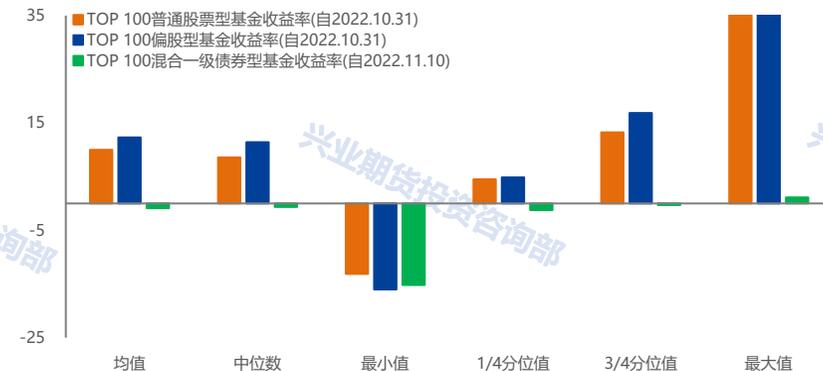
A股主要指数股债风险溢价跟踪（截至2023.1.20）

时间		持续天数	万得全A涨跌幅	万得全A风险溢价分位值变化	万得全A风险溢价分位数	沪深300涨跌幅	沪深300风险溢价分位值变化	沪深300风险溢价分位数	上证50涨跌幅	上证50风险溢价分位值变化	上证50风险溢价分位数	中证500涨跌幅	中证500风险溢价分位值变化	中证500风险溢价分位数	中证1000涨跌幅	中证1000风险溢价分位值变化	中证1000风险溢价分位数
起始日	截止日																
2016/1/29	2016/12/1	307	27.8%	-50.0%	27.6%	21.0%	-57.9%	38.2%	23.2%	-56.8%	41.0%	21.1%	-18.6%	19.7%	22.6%	-12.7%	18.7%
2019/1/4	2019/4/19	105	37.0%	-54.1%	45.8%	35.7%	-67.8%	31.5%	31.4%	-63.2%	33.2%	38.0%	-47.8%	51.3%	39.1%	-55.4%	43.7%
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%	-29.6%	43.7%	17.9%	-30.9%	47.0%
2022/7/5	2023/1/20	199	-4.0%	1.9%	70.5%	-6.9%	19.5%	75.1%	-7.1%	22.6%	70.0%	-4.0%	-12.8%	71.1%	-4.3%	-1.0%	82.8%
2022/7/5	2022/10/28	115	-15.0%	27.6%	96.2%	-21.1%	44.4%	99.9%	-23.8%	52.4%	99.9%	-11.2%	5.8%	89.8%	-11.3%	11.3%	95.1%
2022/10/31	2023/1/20	81	13.1%	-25.4%	70.5%	19.2%	-24.9%	75.1%	23.6%	-30.0%	70.0%	7.7%	-12.4%	71.1%	7.1%	-11.3%	82.8%

主要公募股基、理财产品业绩对比（截至2023.1.20）

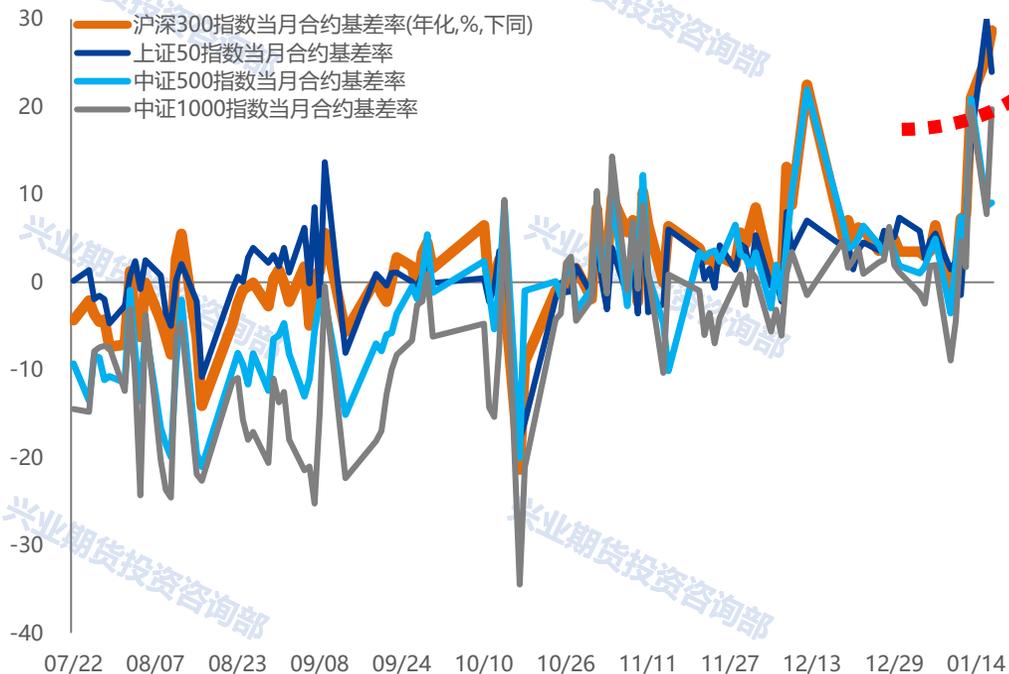


主要公募股基、债基业绩对比（截至2023.1.20）



- 从最新的A股相关股指期货当月合约升水率看，近月来总体呈持续走高态势，表明市场的积极情绪。再从陆股通各月资金净流入额对比看，进入2023年1月后、外资入场意愿大幅提高，1月累计净流入量已超过2022年全年，亦显示海外机构的强烈看涨预期；
- 总体看，在国内经济复苏趋势下，A股将进入基本面、情绪面良性循环的正反馈局面，非常利于吸引增量资金入场，为A股续涨提供直接动能。

### A股相关股指期货当月合约升水情况（截至2023.1.20）



### 陆股通各月资金净流入情况对比（截至2023.1.20）



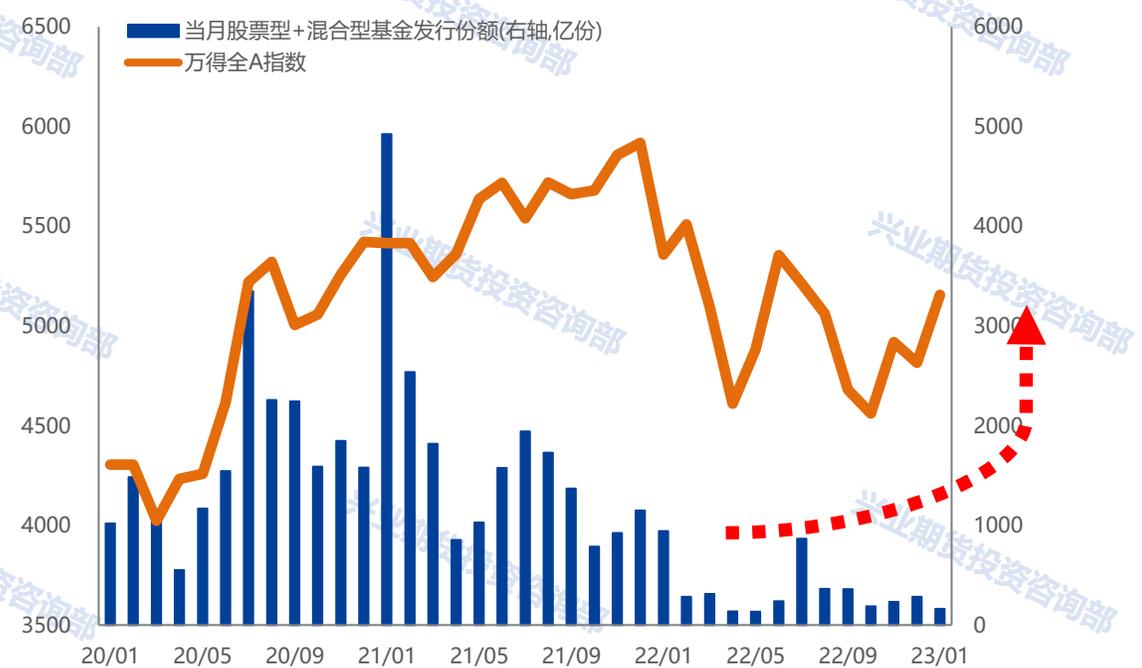
□ 随2023年海外主要国家经济衰退、通胀趋势下行的信号逐步验证，我国较全球主要国家利差将大幅缩窄、汇率则将被被动升值，利于提升A股资产的避险和配置价值，外资入场规模预期乐观。此外，2022全年新发公募股基募集情况惨淡、但也意味其回暖潜力巨大，尤其在国内居民已累积巨量超额储蓄的背景下；

□ 综合海外、国内市场看，未来资金供给较为充裕。而在情绪面、基本面将处良性互促的背景下，无论从持续性、还是从总量看，增量入场资金均值得期待。

陆股通资金净流入额、中美利差及人民币汇率对比（截至2023年1月）

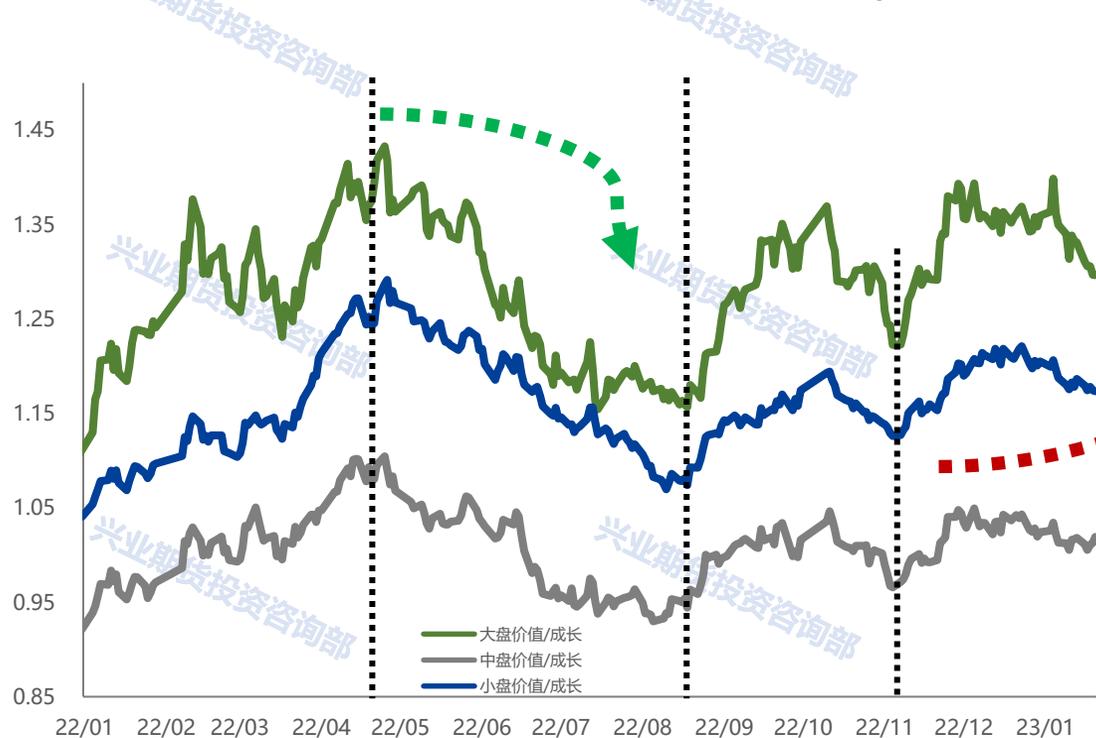


万得全A指数走势、国内新发公募股基募集情况（截至2023年1月）

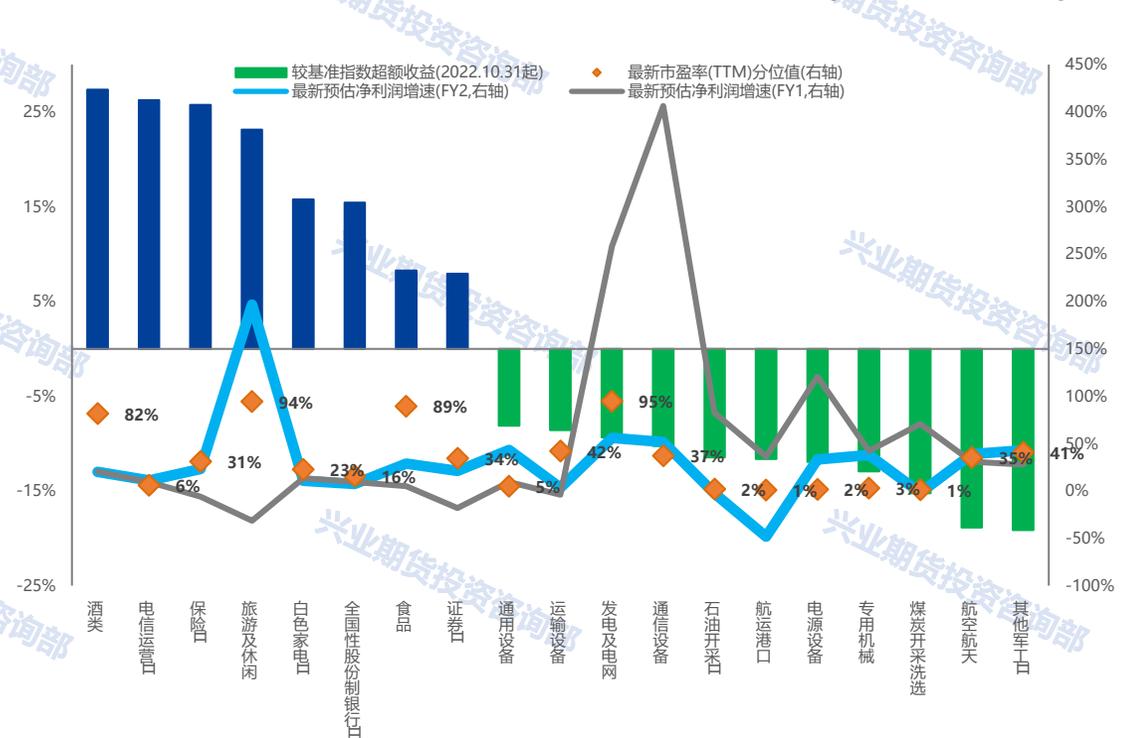


- 近月来顺周期、困境反转等行业获得明显的超额收益，另国证价值指数表现亦明显强于成长指数。上述现象代表市场风格偏好的变化，既由“成长”转向“价值”；
- 再进一步剖析具体行业，从中信相关二级行业FY1、FY2（定义同前文）预期净利润增速对比看，市场关注“二阶导”（即 $\Delta g$ ），即对2023年业绩增速的变化幅度给予更高权重。此外，白酒、家电、金融等传统价值股亦有亮眼表现，表明市场对业绩绝对增速的确定性也较为看重（即G）。

国证成长、价值指数走势对比（截至2023.1.20）



中信二级行业估值、预期净利润增速及超额收益率对比（截至2023.1.20）



基于上述“业绩为先”的逻辑，再加上“估值约束”以提高安全性，行业轮动模型选定“PB-ROE”模式。相关入选行业在沪深300指数、上证50指数、中证500指数、中证1000指数中占比分别为44.3%，40.9%，36.7%和35.2%；

以此看，沪深300指数的多头配置价值依旧最高。

基于PB-ROE维度，相关行业四大股指占比统计（截至2023.1.20）

简称	最新总市值 (亿,2023.1.20)	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(FY2)	沪深300指数权 重占比	上证50指数 权重占比	中证500指数权 重占比	中证1000指数 权重占比	对应A股 市值占比
计算机设备	9257	6.3%	12.8%	11.5%	50.4%	12.82	0.8	0.0	1.4	0.9	1.0
国有大型银行II	57350	6.3%	3.7%	5.8%	7.4%	11.26	2.8	3.7	0.0	0.0	6.2
半导体	31583	6.8%	2.1%	8.0%	28.3%	12.00	4.1	2.4	3.4	3.2	3.4
区域性银行	11586	7.6%	4.3%	14.4%	8.7%	12.86	2.5	0.0	2.4	0.8	1.2
消费电子	11226	8.0%	1.4%	30.6%	44.2%	14.98	1.5	0.0	1.5	1.8	1.2
白色家电II	8934	8.9%	3.7%	13.3%	10.6%	19.48	2.6	1.4	0.0	0.1	1.0
全国性股份制银行II	26341	13.0%	8.4%	9.2%	7.5%	11.94	6.0	10.7	0.0	0.0	2.8
石油化工	11343	17.1%	5.9%	-17.8%	25.1%	10.93	0.8	1.4	1.1	0.2	1.2
环保及公用事业	9124	17.9%	3.3%	10.2%	13.0%	12.85	0.1	0.0	1.0	2.1	1.0
光学光电	11791	19.6%	3.3%	-60.3%	106.7%	10.45	1.9	0.0	1.0	1.0	1.3
通信设备	8535	21.1%	1.5%	406.3%	51.6%	13.99	0.6	0.0	1.4	1.9	0.9
化学制药	18840	21.5%	10.7%	16.8%	22.1%	12.56	1.5	3.3	4.3	3.4	2.0
证券II	32416	25.4%	8.8%	-18.1%	21.2%	9.01	5.5	4.9	5.8	0.7	3.5
建筑施工	16246	26.6%	8.1%	13.2%	20.6%	11.06	2.1	2.5	0.8	2.0	1.8
计算机软件	15982	30.6%	15.7%	7.6%	68.7%	10.35	0.9	0.0	2.9	4.4	1.7
新能源动力系统	19860	33.4%	16.9%	71.5%	55.7%	20.22	4.2	0.0	1.7	2.5	2.1
保险II	25800	34.5%	25.7%	-5.9%	23.1%	11.50	3.7	9.8	0.0	0.1	2.8
通用设备	11992	37.3%	23.4%	9.3%	43.2%	15.85	0.5	0.0	1.2	3.2	1.3
航空航天	9037	46.7%	41.7%	30.7%	38.9%	10.09	0.8	0.8	2.5	0.9	1.0
专用机械	17270	50.8%	23.0%	42.3%	38.0%	16.88	0.7	0.0	2.0	3.3	1.9
其他军工II	9926	53.9%	50.8%	27.8%	42.8%	14.32	0.8	0.0	2.3	2.7	1.1
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)							44.3	40.9	36.7	35.2	40.4



# 国债

T

01

海外收益率多数上行，国内出行消费改善

02

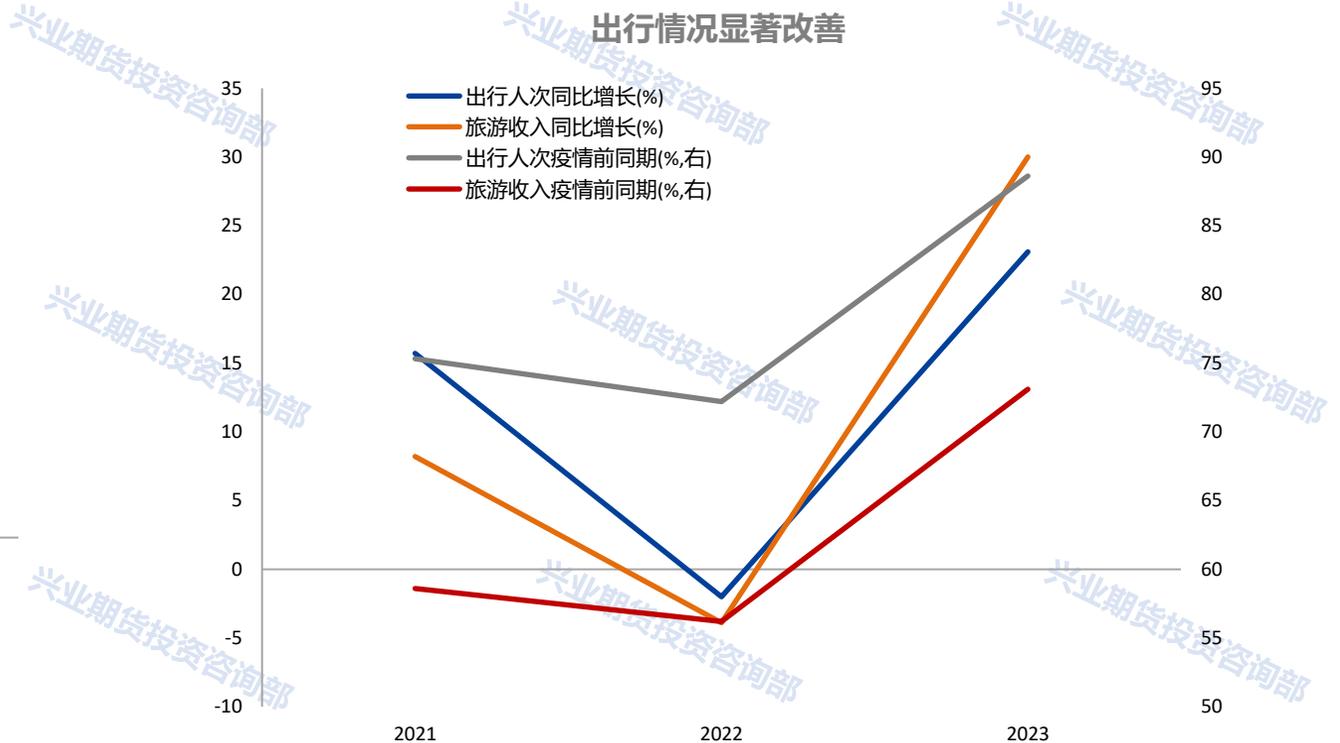
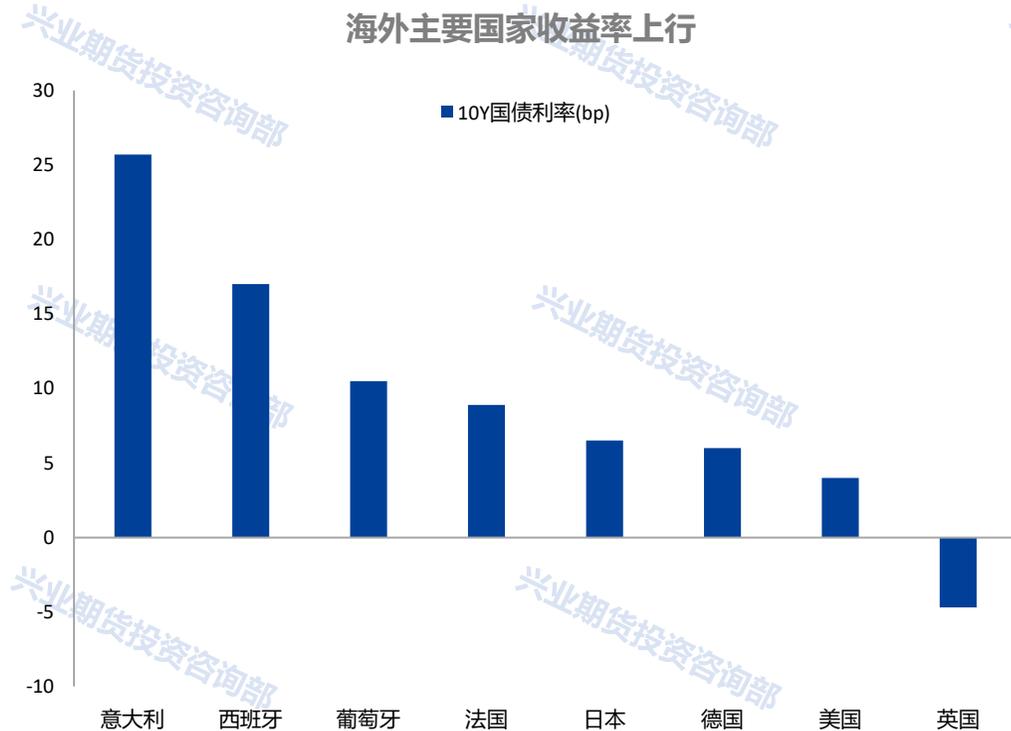
LPR维持不变，节后存资金压力

03

宏观修复确定性较高，期债趋势向下

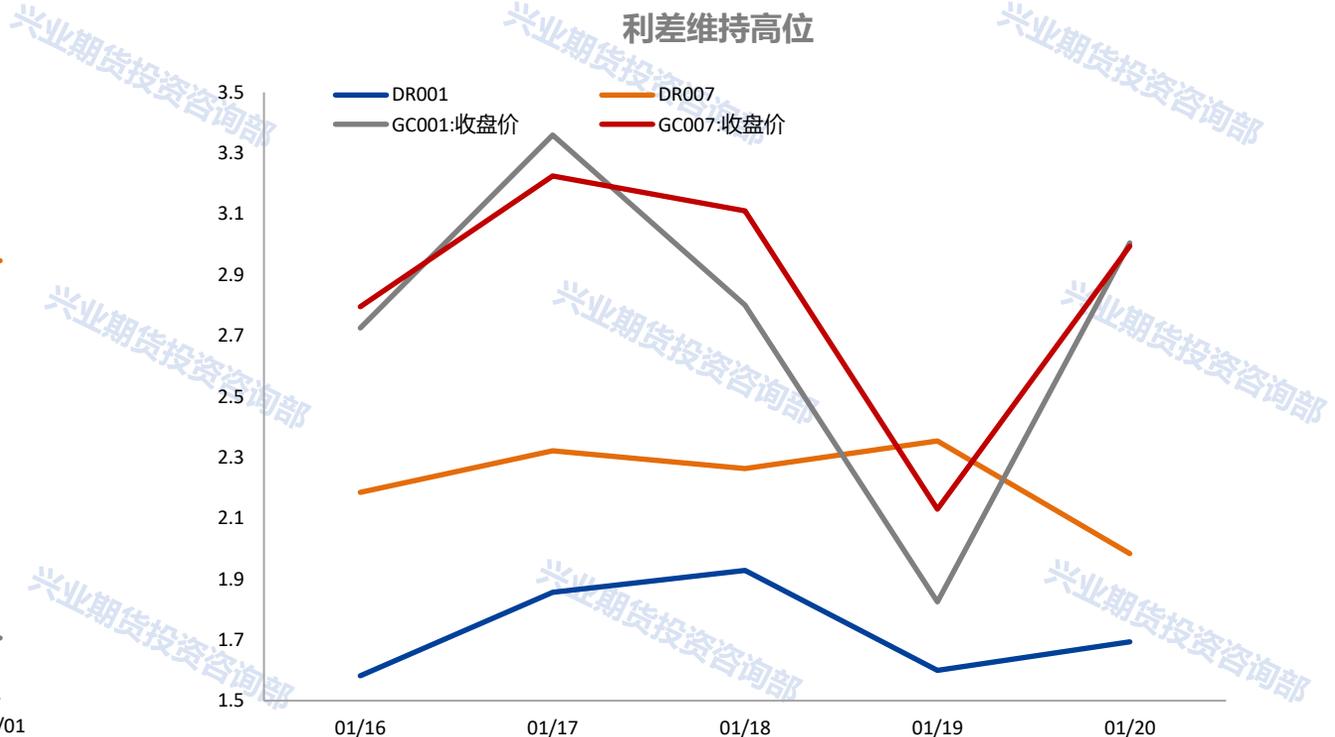
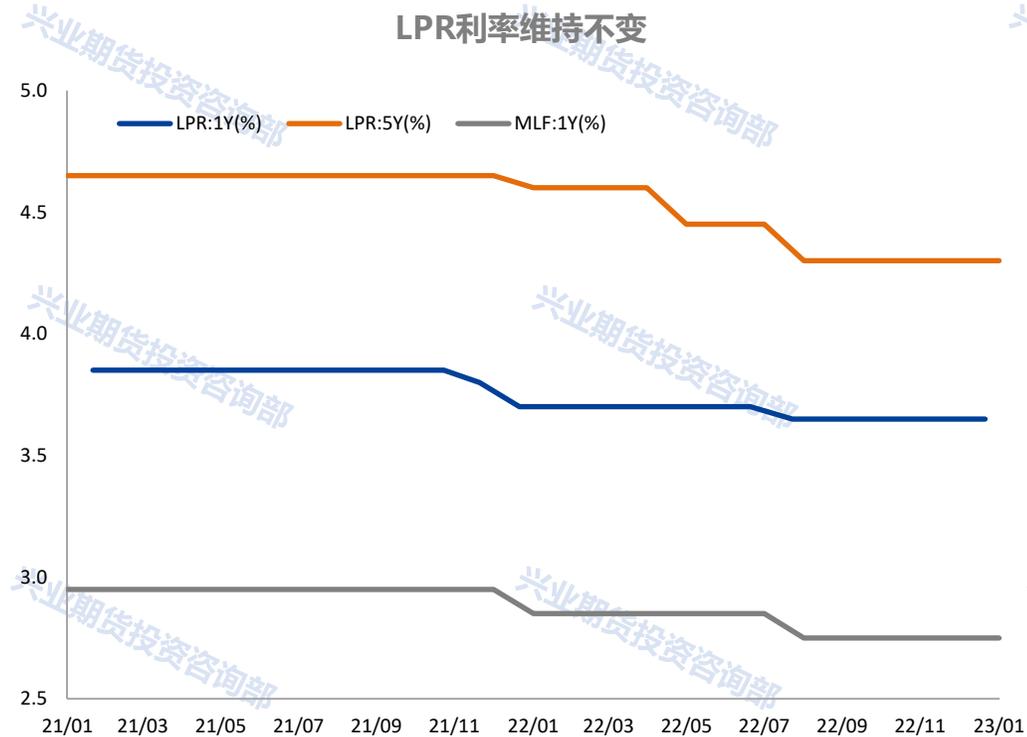
春节期间，主要发达国家的长期国债收益率多数上行，海外股市普遍出现上涨。宏观方面，美国4季度GDP增速超预期，PCE回落，市场对美国经济软着陆乐观预期增强。

文旅部数据显示，今年春节假期全国国内旅游出游3.08亿人次，同比增长23.1%，恢复至2019年同期的88.6%；实现国内旅游收入3758.43亿元，同比增长30%，恢复至2019年同期的73.1%。

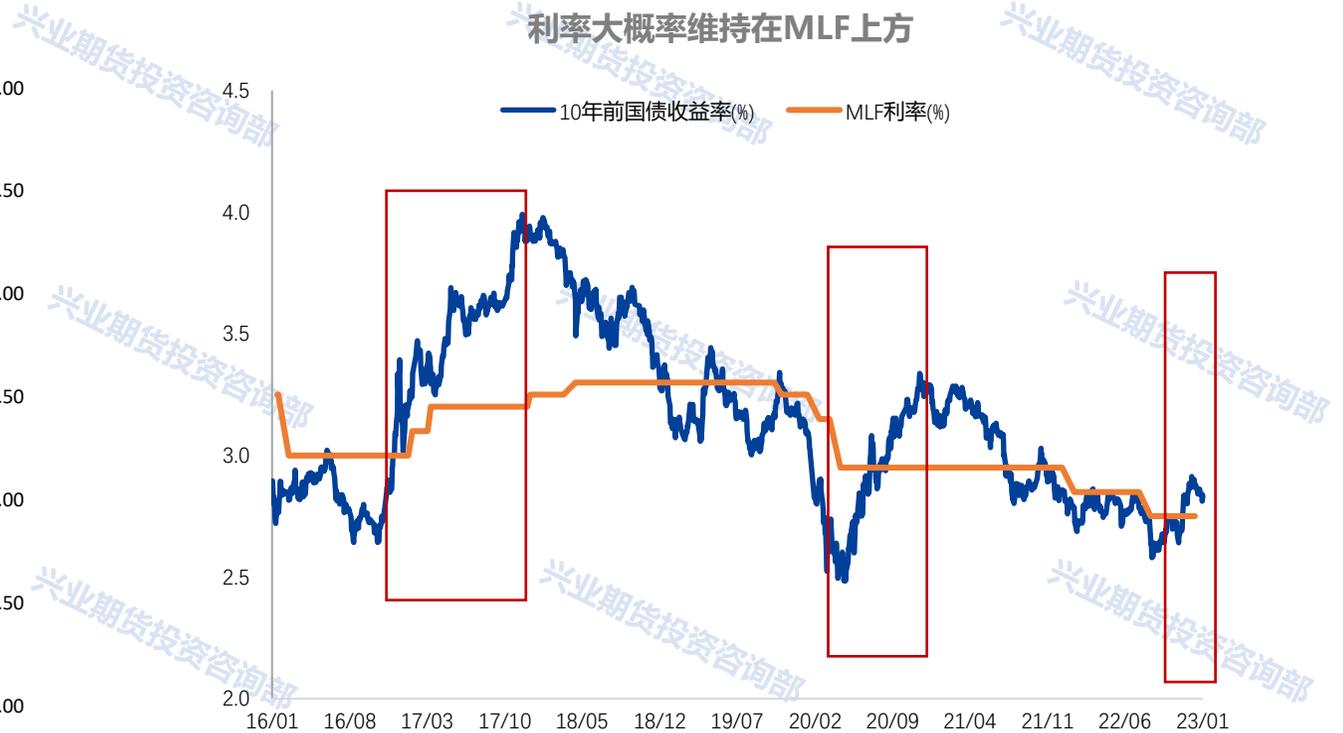
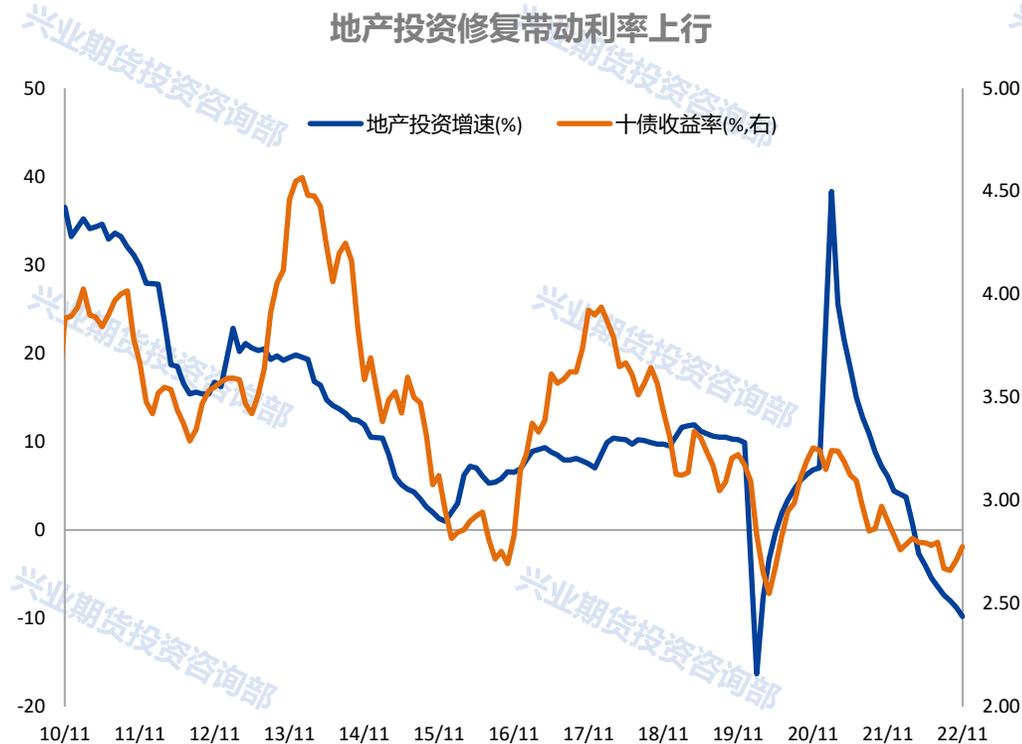


最新1年期LPR为3.65%，5年期以上LPR为4.3%，与上月持平，LPR连续第5个月保持不变。目前来看在MLF暂无调整的情况下，LPR利率预计难以出现变动。

受春节因素的影响，M0需求将出现季节性增加，或对流动性形成压力。节前最后一周在央行大呵护流动性下，银行间资金整体表现平稳，但流动性摩擦仍较为显著，GC001和DR001利差不断扩大，且节后存在流动性回收压力，流动性摩擦或将持续。



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



# 铁矿

01

一季度外矿发运季节性回落，国产矿山受假期影响较大

02

铁水产量同比偏高，节后高炉处于增产阶段

03

钢厂进口矿库存过低，节后钢厂补库需求待释放

04

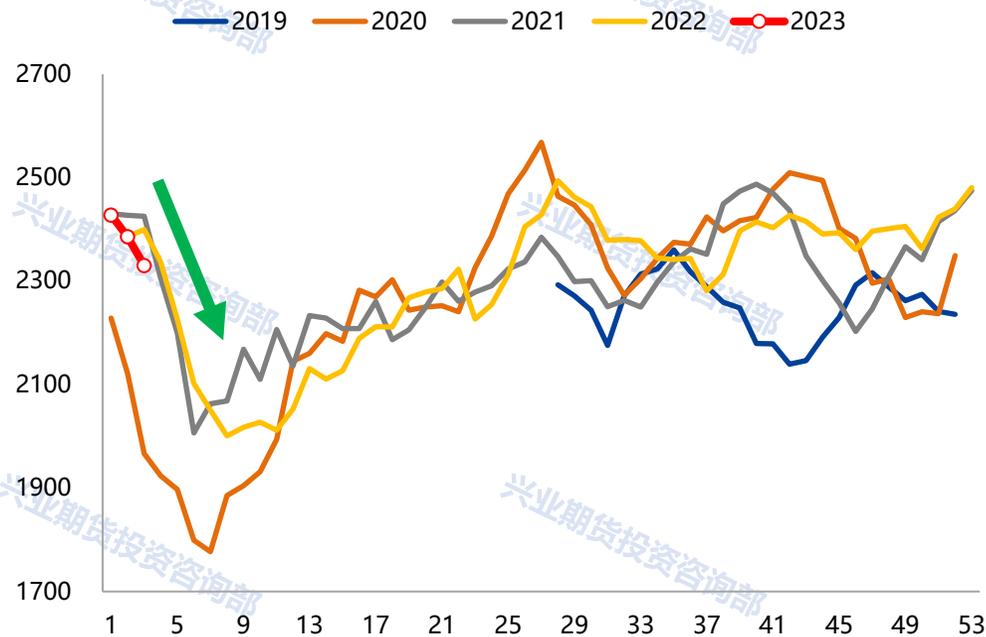
铁矿石供需节奏或有错配，2023年H1铁矿或保持紧平衡

05

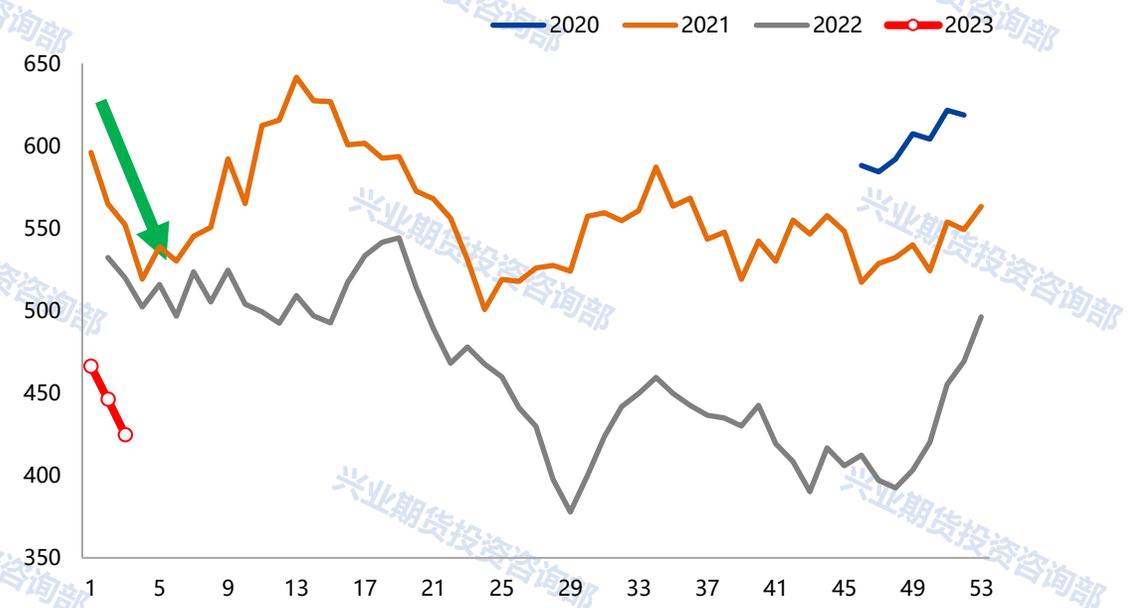
政策监管风险较高，短期存在调整压力

- 进入1月，澳巴铁矿石发运进入季节性回落阶段，此外，澳巴19港以外的非主流矿山发运也出现明显的季节性回落。
- 除季节性因素外，2023年四大主流矿山供给增量有限，若矿价无大幅增长，俄乌地缘冲突不结束，非主流矿增量或集中在印度矿出口恢复以及国产精粉产量的小幅增长，全年增量约3800万吨，其中国内增量约1800万吨。

### 澳巴19港铁矿石发运量（5周移动平均，更新至1.20）

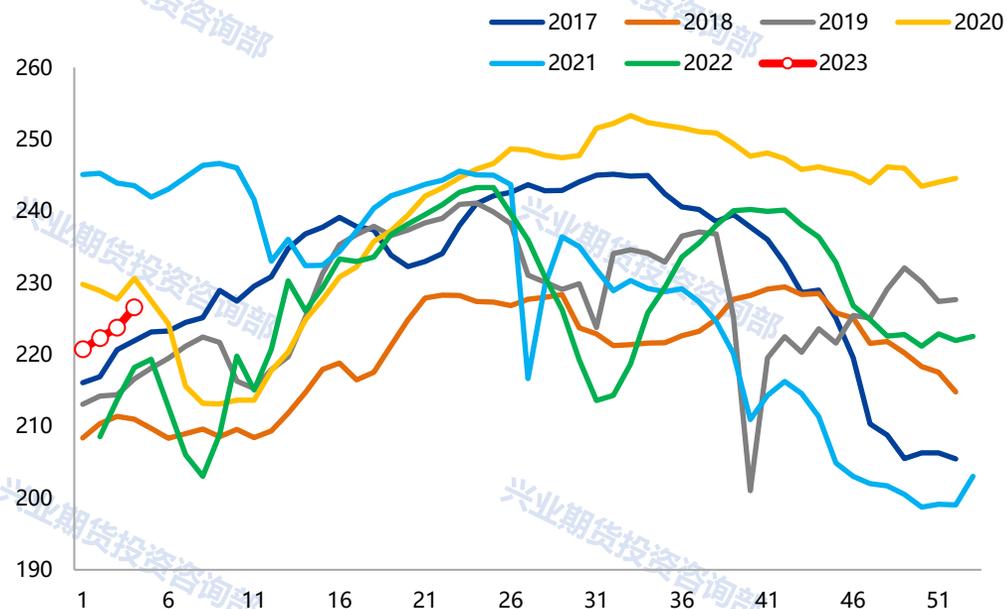


### 全球非澳巴19港铁矿石发运量（5周移动平均，更新至1.20）



- ❑ **铁水产量同比偏高且缓慢增产**：至1月27日，国内247家样本钢厂日均铁水产量环比增至226.57万吨/天，同比增8.37万吨/天，连续3周增产。
- ❑ **高炉即期亏损有限，节后高炉处于增产阶段**：焦炭现货价格第二轮提降落地，1月份高炉盈利环比明显修复。按照当前高炉亏损幅度，尚不足以驱动高炉大规模减产，预计春节后高炉铁水产量同比偏高的局面仍将持续，高炉增产也将持续，有利于继续支撑铁矿直接消耗量。

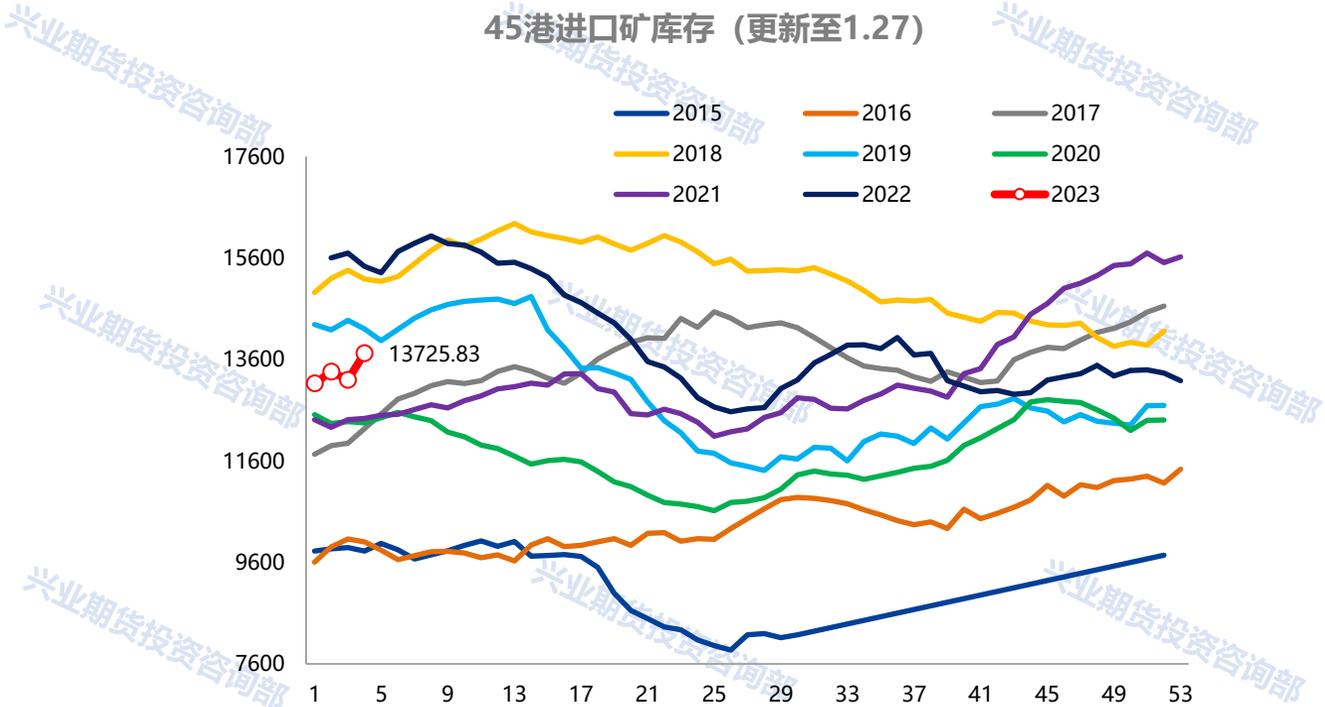
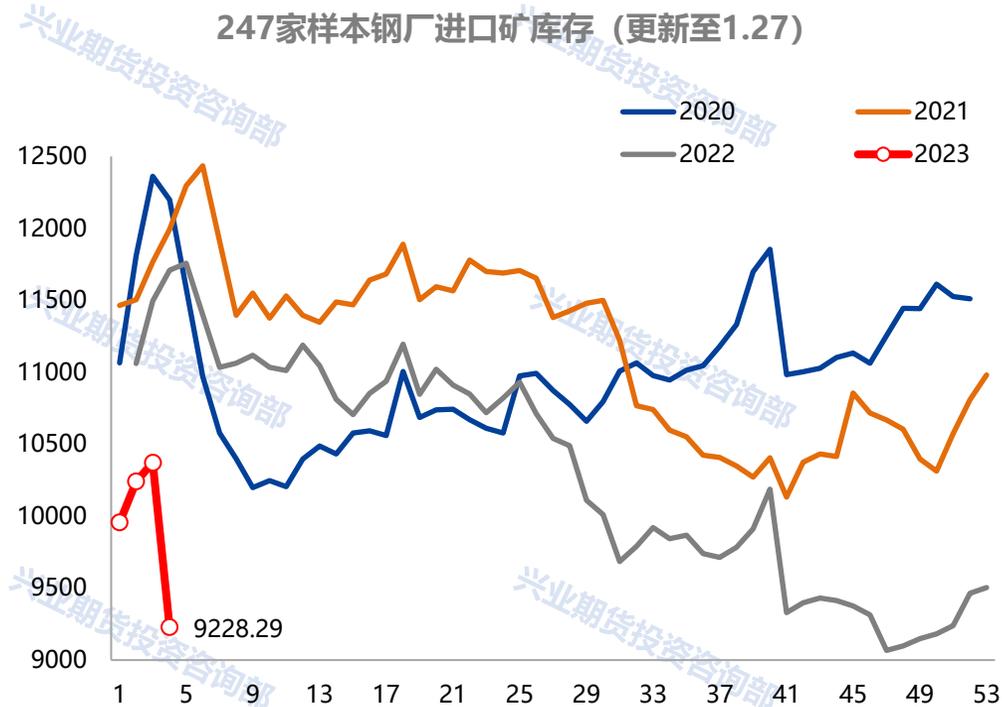
### 247家样本钢厂日均铁水产量（更新至1.27）



### 高炉即期利润（更新至1.27）



- 受春节影响，45港进口矿库存增至1.373亿吨，同比减少近1710万吨。
- 经过春节1周消耗，国内247家样本钢厂进口矿库存大幅降至9228.29万吨，较春节前减少1143.85万吨，2022年同比大幅减少2482万吨，仅略高于2022年11月中旬的低点。考虑到铁水产量同比偏高，稳增长政策加码背景下，市场对钢材消费改善预期逐步强化，节后高炉处于增产阶段，叠加钢厂进口矿库存同比显著偏低，预计节后钢厂仍有铁矿补库需求待释放。

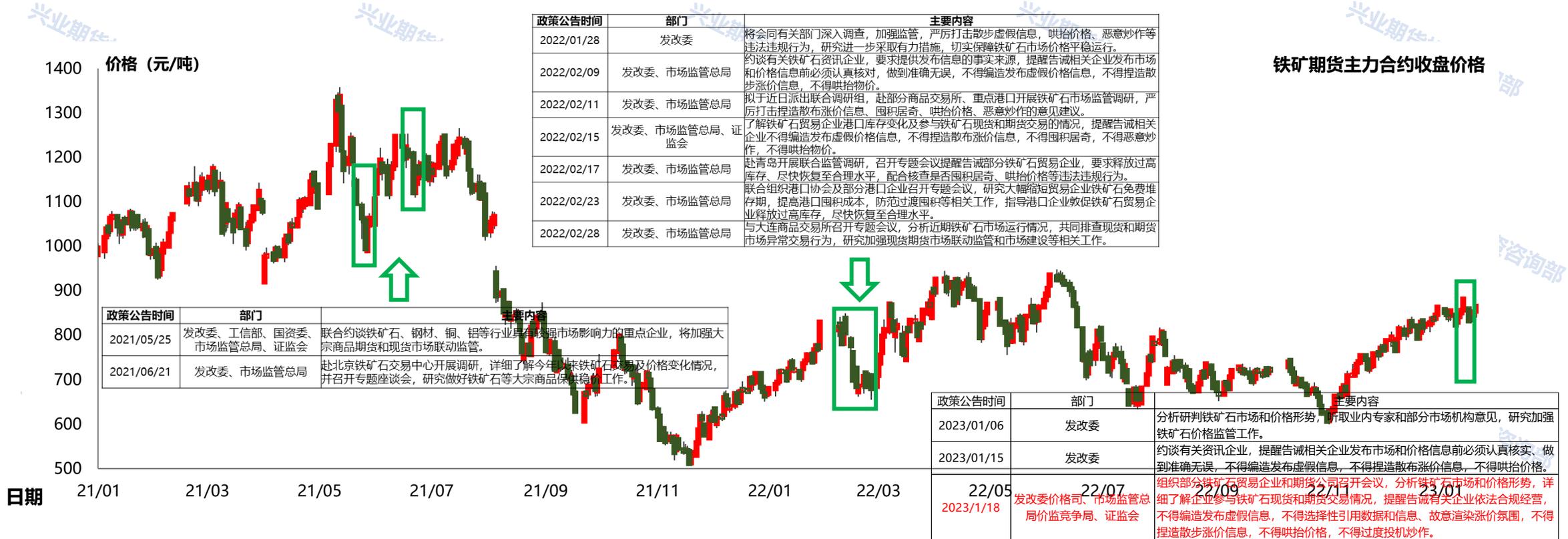


□ 2023年国内宏观稳增长政策加码和经济复苏的预期仍难以被证伪，钢材终端消费存在改善预期，国内铁矿石供应过剩压力相对有限。根据平衡表估算，2023年1季度，外矿发运季节性下滑，国内高炉处于增产阶段，铁矿石呈现供需节奏上的错配；2023年2季度，如若国内经济进入复苏阶段，将有望提高钢厂生产积极性，铁矿供需紧平衡结构或将延续。

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%
中国铁矿进口	当季值	28,316	27,711	28,153	28,263	26,837	26,754	28,716	29,990	25,474	28,411	30,224	30,016	112,297	114,125
	YOY	7.9%	-2.4%	-12.3%	-6.4%	-5.2%	-3.5%	2.0%	6.1%	-5.1%	6.2%	5.3%	0.1%	-0.1%	1.6%
中国生铁产量	当季值	22,097	23,541	21,469	19,750	20,091	23,802	21,718	21,845	20,372	23,149	21,971	21,015	87,455	86,507
	YOY	10.6%	1.1%	-7.8%	-11.1%	-9.1%	1.1%	1.2%	10.6%	1.4%	-2.7%	1.2%	-3.8%	0.7%	-1.1%
中国铁矿需求	当季值	35,355	37,665	34,351	31,600	32,145	38,083	34,748	34,952	32,595	37,039	35,153	33,625	139,928	138,411
	YOY	6.2%	1.1%	-7.8%	-11.1%	-9.1%	1.1%	1.2%	10.6%	1.4%	-2.7%	1.2%	-3.8%	0.7%	-1.1%
中国供给-需求	当季值	-468	-2,906	408	2,786	977	-4,481	714	1,095	-820	-1,516	2,078	2,908	-1,695	2,650

2022年10月31日至2023年1月20日，铁矿石期货05合约低点至高点累计上涨53%，引发监管部门关注。1月6日、1月15日、1月18日，发改委等部门先后召开会议，邀请行业相关机构研究市场和价格形势，以及加强铁矿石价格监管工作。节后铁矿石仍面临较高的监管。**回顾2022年1月28日至2月28日期间，发改委连续7次针对铁矿石涨价发文，期间铁矿石主力合约收盘价累计回调17.9%。**综合以上分析，低位多单可继续耐心持有，止盈线和目标位置分别位置800和900，新单可等待调整结束后再度入场的机会。



# 纯碱

SA

01

1季度纯碱新增产能有限，预计开工将维持高位

02

光伏投产对冲浮法冷修影响，纯碱需求支撑较强

03

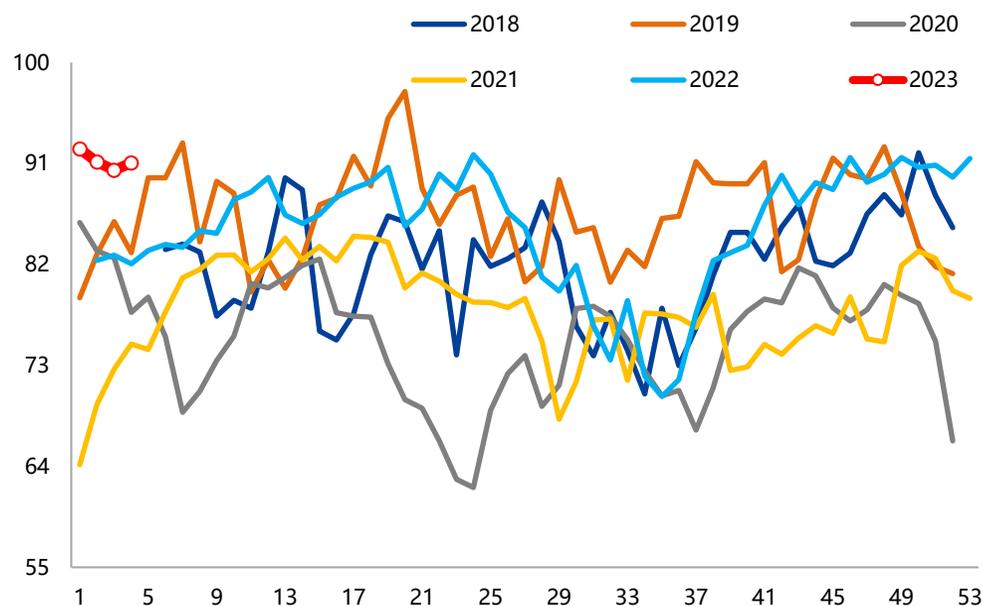
2023年光伏玻璃投产计划较多

04

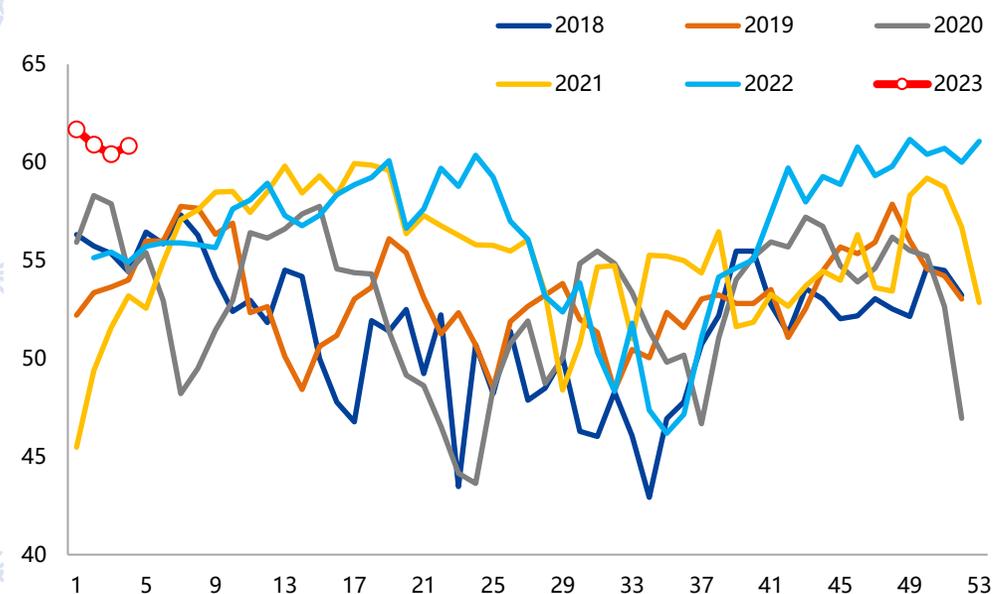
纯碱低库存格局将延续，仍有利于支撑05合约价格

**开工率偏高，新增产能投产前供给偏刚性：**春节当周纯碱企业周度开工率为91.05%，环比提高0.65%，周度产量60.84万吨，环比提高0.73%。据隆众调研，近期纯碱企业暂无明显检修计划，排除突发故障及其他因素干扰，预计2月份纯碱整体开工重心或将小幅上移至91%-93%。

### 纯碱装置开工率（更新至1.27）



### 纯碱周度产量（隆众，更新至1.27）



□ **5月前，新增产能投产有限：**2023年1季度，计划投产的纯碱产能仅重庆湘渝、安徽红四方各20万吨。市场关注度最高的远兴能源500万吨天然碱产能计划分三批于5月、6月、9月陆续投产，对纯碱供给实际影响大概率将体现在6月后。此外5月还有德邦60万吨新增产能进入市场，9月金山化工200万吨产能计划投产。总体看，2023年上半年纯碱产能扩张相对较慢。

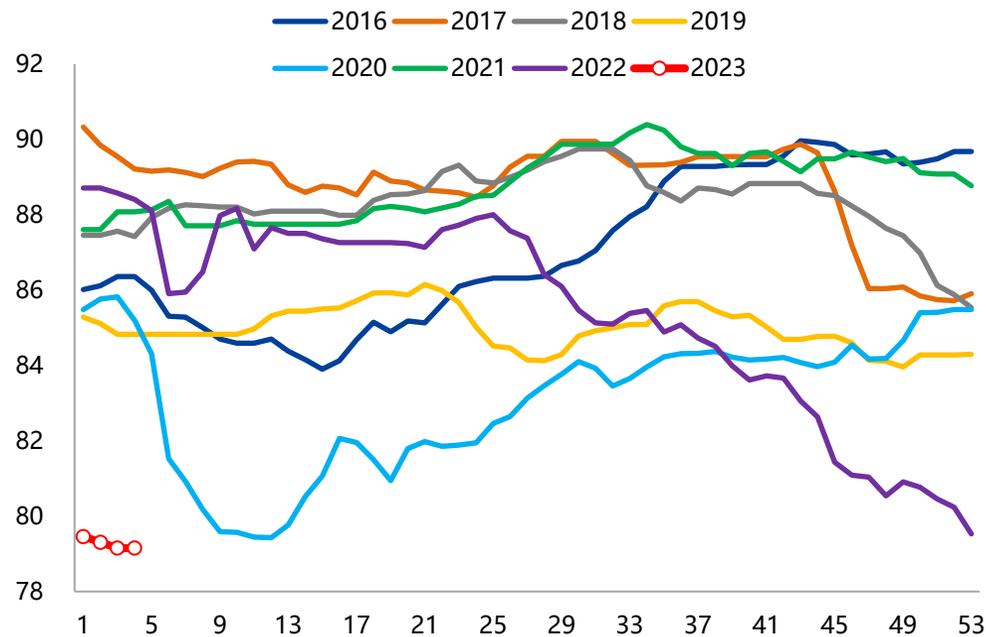
2023年纯碱新增产能投产计划

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	20	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)	最新消息，500万吨产能计划分三次投产，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)	

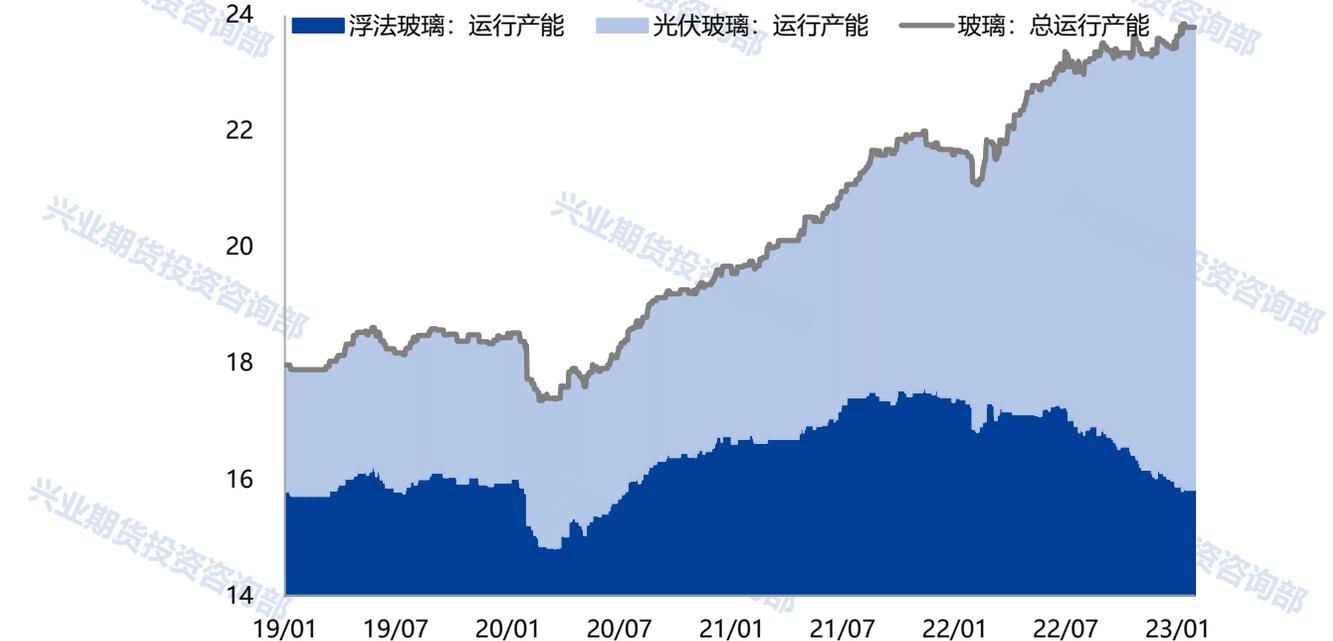
□ **地产销售、竣工修复预期较强，浮法玻璃冷修规模有限：**2023年31省GDP加权增长目标达到5.6%，预计地产宽松政策有望继续加码，地产销售、竣工周期修复预期较强，且浮法玻璃产能利用率已较2022年初下降近11%，浮法玻璃供需结构将改善，2023年冷修计划将相对有限。

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

### 浮法玻璃产能利用率（周均值，更新至1.27）



### 光伏玻璃产能投产对冲浮法冷修影响（更新至1.27）



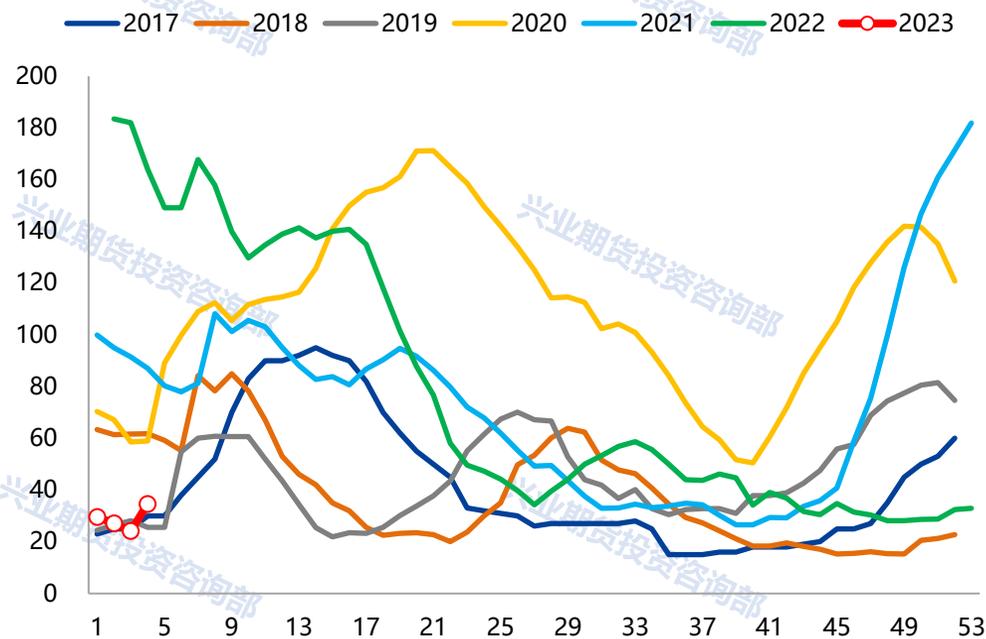
在建光伏玻璃产线2023年投产计划

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
彩虹										1,000			1,000
德金												1,200	1,200
德力												1,000	1,000
德力集团						1,000	1,150						2,150
东方希望												1,250	1,250
福莱特	1,200											1,200	2,400
广东明轩				1,200									1,200
贵州海生								1,200					1,200
贵州黔玻								1,000					1,000
国华金泰									1,200				1,200
和友	900		900										1,800
河北金信			1,000				1,000						2,000
弘诺			1,100										1,100
江西透光								1,200					1,200
九洲												1,200	1,200
南玻			1,000									1,200	2,200
能耀				1,200									1,200
旗滨	1,200		2,400			1,200						1,200	6,000
日盛达			1,000			1,000							2,000
新福兴												1,200	1,200
信义		2,000										2,200	4,200
亚玛顿			1,000										1,000
长利		1,250											1,250
中玻		1,000											1,000
中建材			650			1,200			1,200	2,550		1,200	6,800
<b>总计</b>	<b>3,300</b>	<b>4,250</b>	<b>9,050</b>	<b>2,400</b>	<b>0</b>	<b>4,400</b>	<b>2,150</b>	<b>3,400</b>	<b>2,400</b>	<b>3,550</b>	<b>0</b>	<b>14,100</b>	<b>49,000</b>

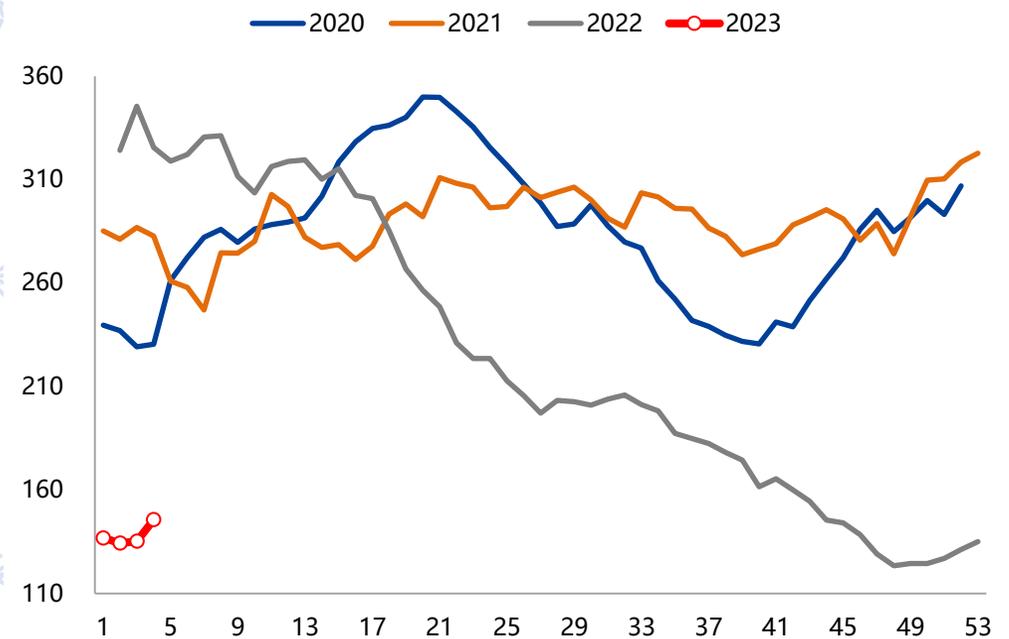
□ 纯碱各环节库存均偏低，低库存有望延续至5月：（1）生产环节库存：1月27日，纯碱企业库34.6万吨，环比增加10.48万吨，增幅43.45%，春节期间库存正常积累，关注节后出库情况；（2）四环节总社库：隆众样本，截至1月27日，纯碱生产+流通+下游+交易所总库存145.7万吨，节前135.22万吨，依然显著低于2020-2022年同期。

□ 预计远兴产能投产前，纯碱供需结构仍将维持紧平衡结构，低库存有望延续至5月。对于纯碱05合约，多单仍可耐心持有，上调目标位至3200，上调止盈线至2850，关注节后浮法玻璃价格上涨节奏。对于09合约，下行压力或待05合约见顶后释放。

### 纯碱企业库存（更新至1.27）



### 纯碱四环节总库存（更新至1.27）



# 橡胶

RU

01

重卡市场夯实长期底部，边际增量相对可观

02

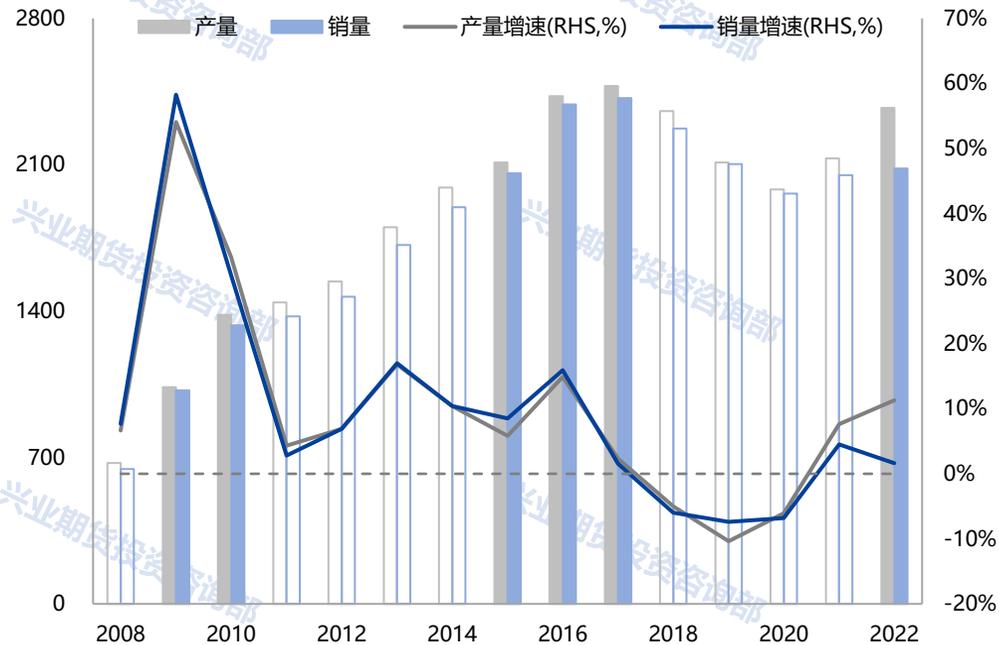
轮胎开工迎季节性复苏，驱动切换有望疏通需求传导效率

03

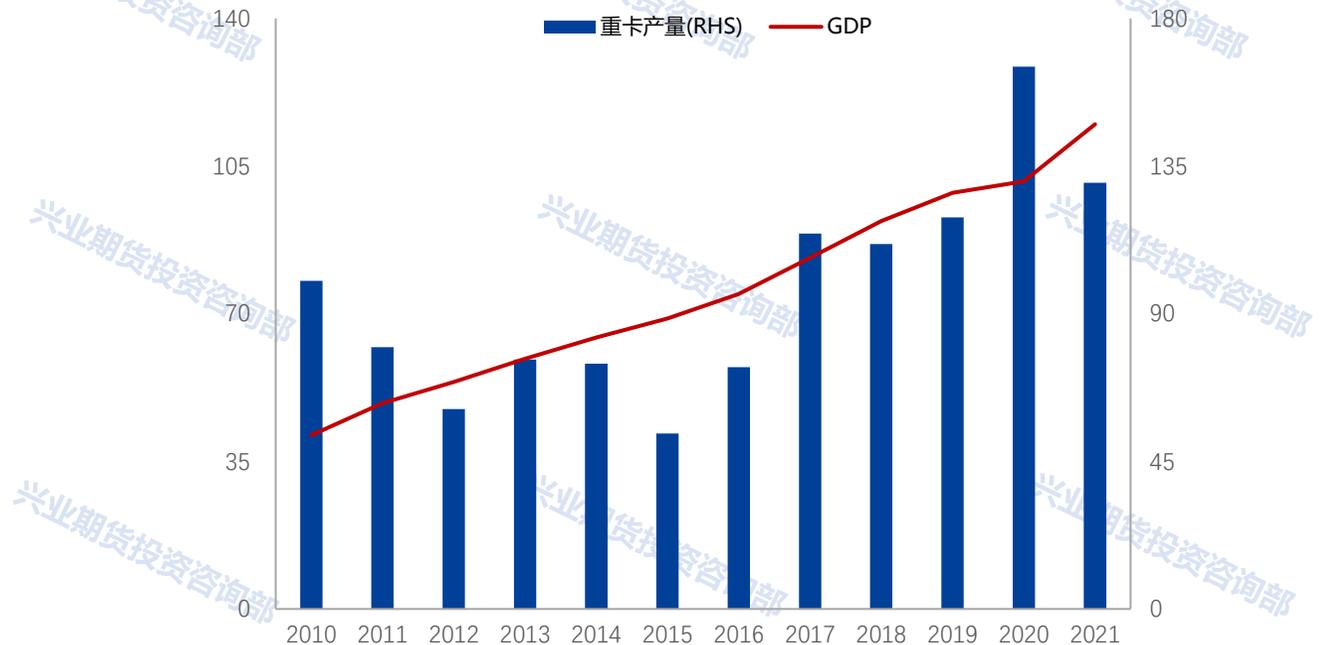
供应过剩局面缓解，看好经济增长预期下的沪胶行情

汽车方面，乘用车购置税减征措施未能延续，但市场悲观情绪基本消化，且2022年整车产销差值分化显示生产端信心恢复强于消费端，政策末端的拖累可调可控；另外，重卡市场历经一年低迷确认长期底部，观察重卡产销与经济总量的高相关性，考虑2023年多数省份将GDP增长目标设置在5.5%及其之上，沉寂已久的重卡市场大概率受益于经济复苏而呈现筑底反弹之势，天然橡胶终端需求存在边际增量。

### 车购税减征政策期间乘用车产销情况(万辆)

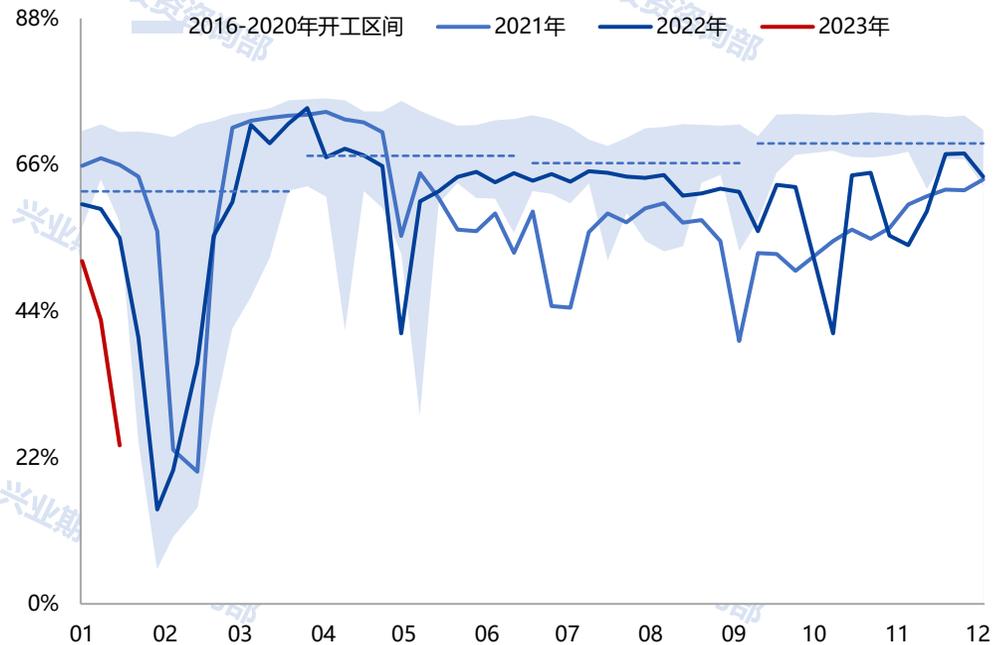


### 重卡产量与经济增长的关系

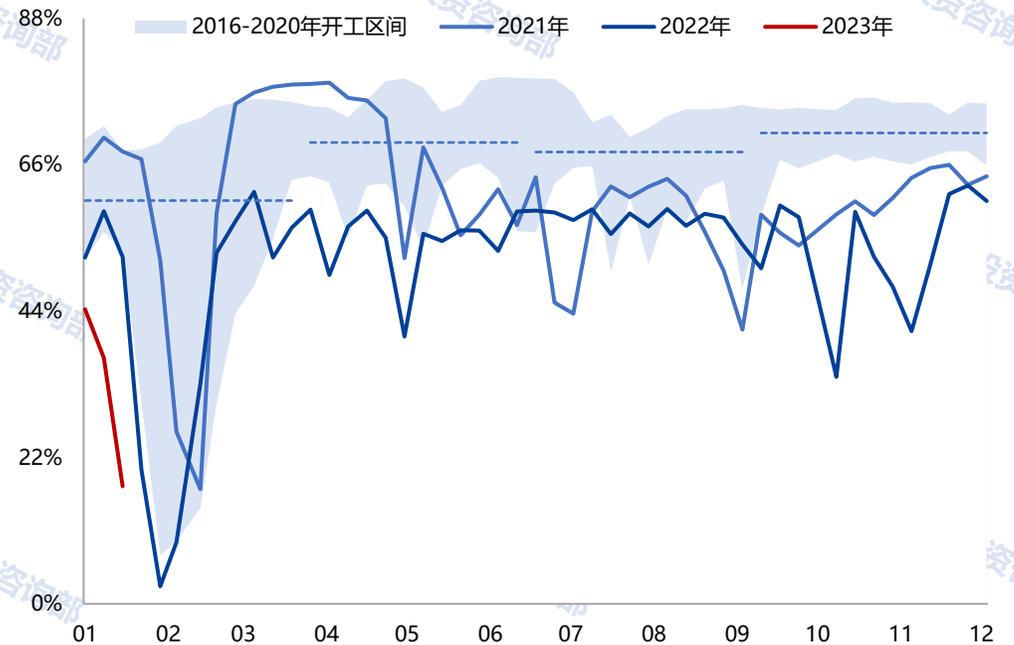


▣ 轮胎方面， 出口回落及产成品库存高企等负面因素影响正边际走弱， 而终端需求内生驱动的切换转变更有利于天然橡胶直接需求的传导与释放； 考虑到轮胎产线开工率的季节性特征， 节后需求回升值得期待， 且当前山东轮企多已进入排产阶段， 对上游的消费拉动作用或将逐步显现。

半钢胎开工率季节性



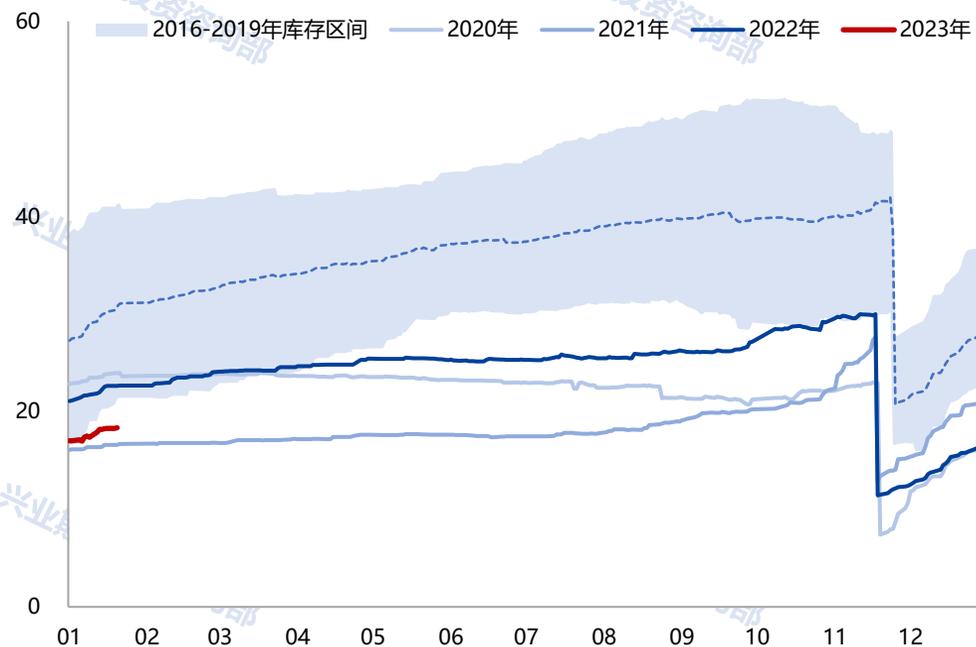
全钢胎开工率季节性



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

□ 综合来看，国内产区停割缓和天然橡胶供过于求局面，沪胶价格呈现筑底之势，而随着经济复苏带动重卡产销增长，汽车市场驱动切换加强天然橡胶需求传导效率，沪胶价格上行驱动逐步增强，多头策略性价比凸显。

### 沪胶库存期货



### 天然橡胶月度供需平衡表

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



# 聚丙烯

PP

01

产量维持历史高位，春节库存积累有限

02

下游开工率仍未回升，全年需求预期向好

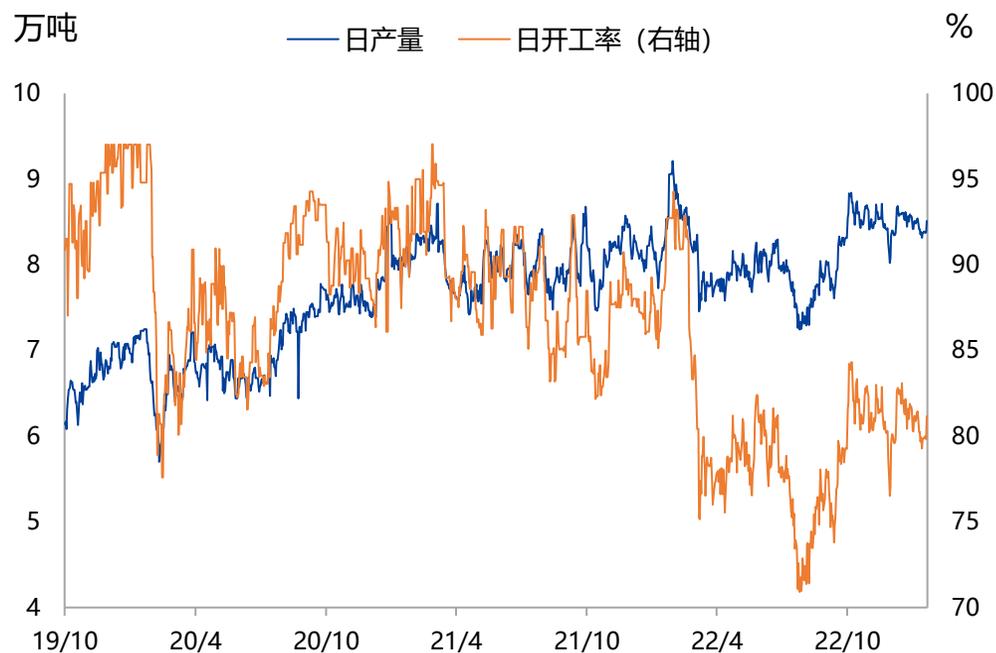
03

波动率处于历史低位，等待冲高回落后止赢机会

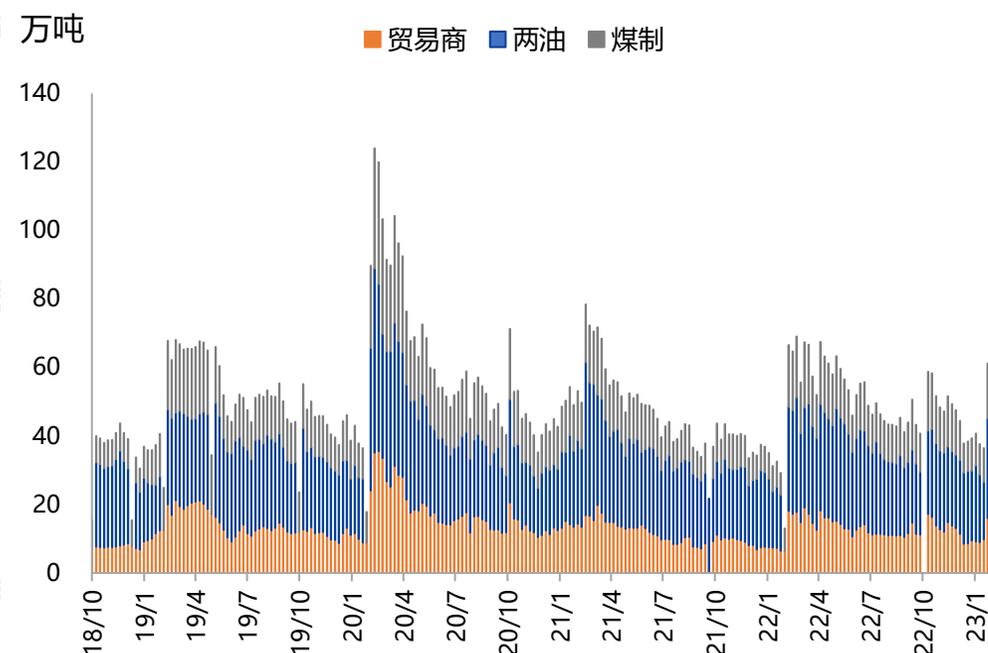
▣ **产量维持历史高位**：春节期间仅利和知信和海天石化两套装置检修，1月28日当周PP产量为58.59 (-0.65) 万吨，保持在历史高位。2月暂无集中检修计划，叠加新装置投产，预计周度产量突破60万吨。

▣ **春节库存积累有限**：春节期间两油库存增加73%，煤化工库存增加63%，贸易商增加14%，合计增加21万吨，低于去年的28万吨，主要因为煤化工库存积累程度有限。春节后PP上中游库存去库压力不高，预计不会产生严重利空。

### 产量维持高位 (截至2023.1.28)



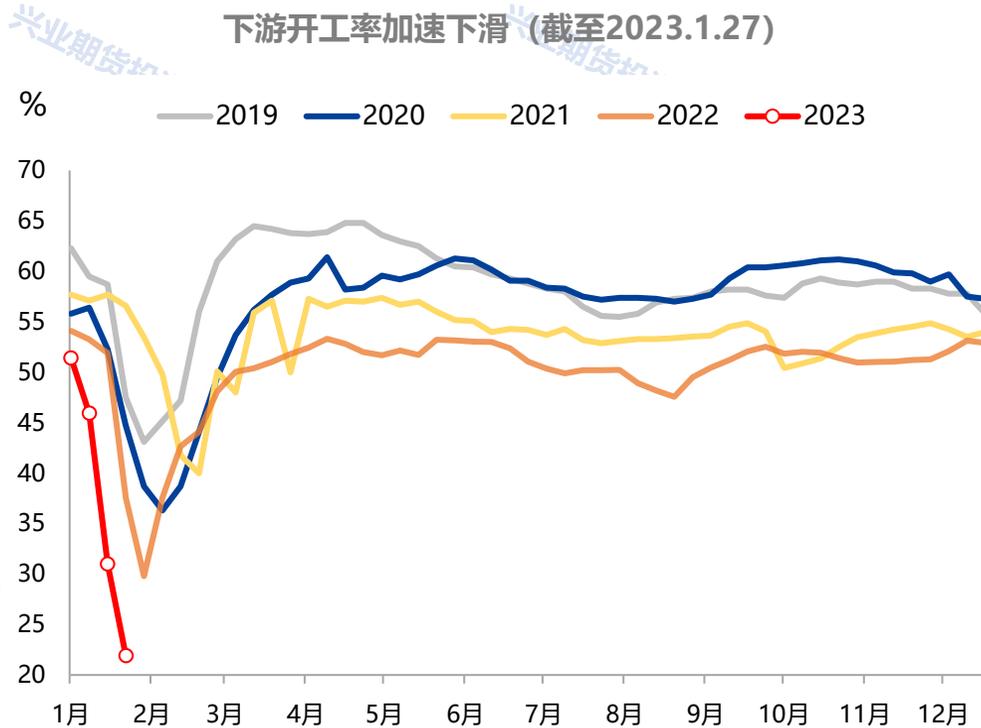
### 生产企业积极去库 (截至2023.1.27)



## 能源化工品种策略 (PP)：下游开工率仍未回升，全年需求预期向好

▣ **下游开工历年最低**：PP下游加权开工率仅为21.92% (-9.09%)，达到历史最低。按照季节性规律，下游开工率最快于春节后一周即2月初开始回升，如果能够超过2022年同期水平，那么需求复苏可期。

▣ **全年需求预期向好**：随着疫情影响消退以及促进消费政策的推出，国内经济呈回升态势，预计2023年PP需求增速达到5.9%左右，利于PP价格上涨。



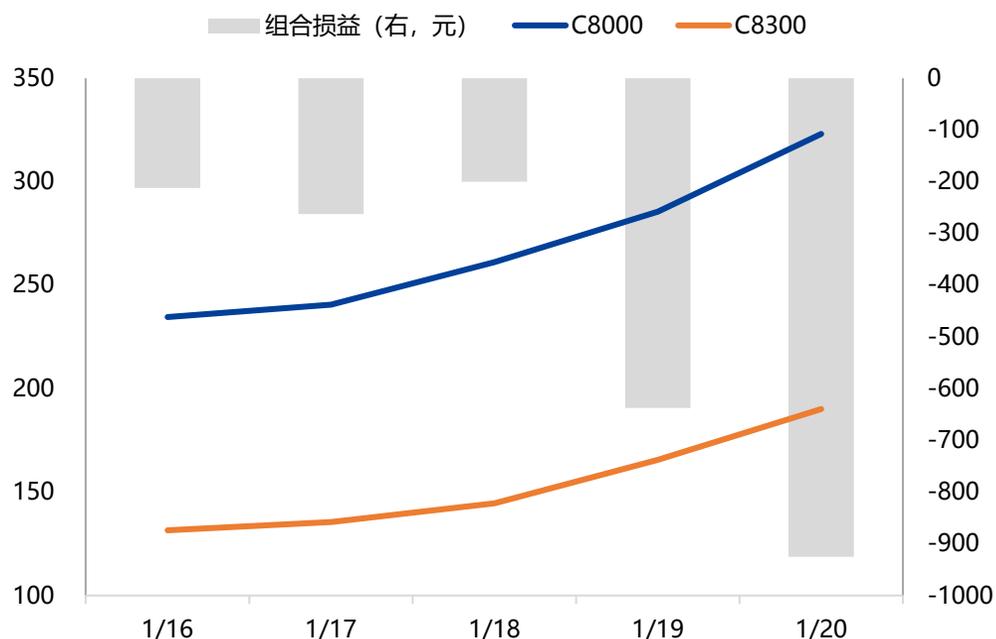
2023年PP下游需求增速预测

下游	占比	2023需求增速
注塑	40%	汽车4% 家电3% 玩具5%
薄膜	18%	11%
塑编	14%	2%
纤维	11%	8%
透明料	5%	10%
管材	4%	5%

**波动率处于历史低位：**平值期权隐含波动率为17.51%，处于过去两年10%分位，而期货20日历史波动率处于过去6年32%分位，二者均偏低预示未来PP价格波动将加剧，出现大行情概率较高。

**等待冲高回落后止赢机会：**1月28日和1月29日PP现货价格累计上涨150元/吨，1月30日开盘PP2305价格有望接近8300。目前买入看涨比率价差处于小幅亏损状态，建议等待期货价格冲高回落，看涨权利金出现快速衰减后再平仓。

权利金及组合损益变化 (截至2023.1.20)



期权策略要点

项目	内容
期权策略	买入看涨比率 (1: 2) 价差一份, 包括 买入PP2305C8000一手@220元/吨 卖出PP2305C8300两手@120元/吨
到期损益	<p>盈亏 最大盈利 320 保底盈利 20 8300 PP2305</p>
初始资金流向	支出保证金7550元/份, 收取权利金100元/份
最大盈亏	最大盈利1600元/份, 保底最低盈利100元/份
建议持仓比例	50%, 即每2万元开仓一份



# 棕榈油

P

01

马来西亚产量下滑，库存接近平均水平

02

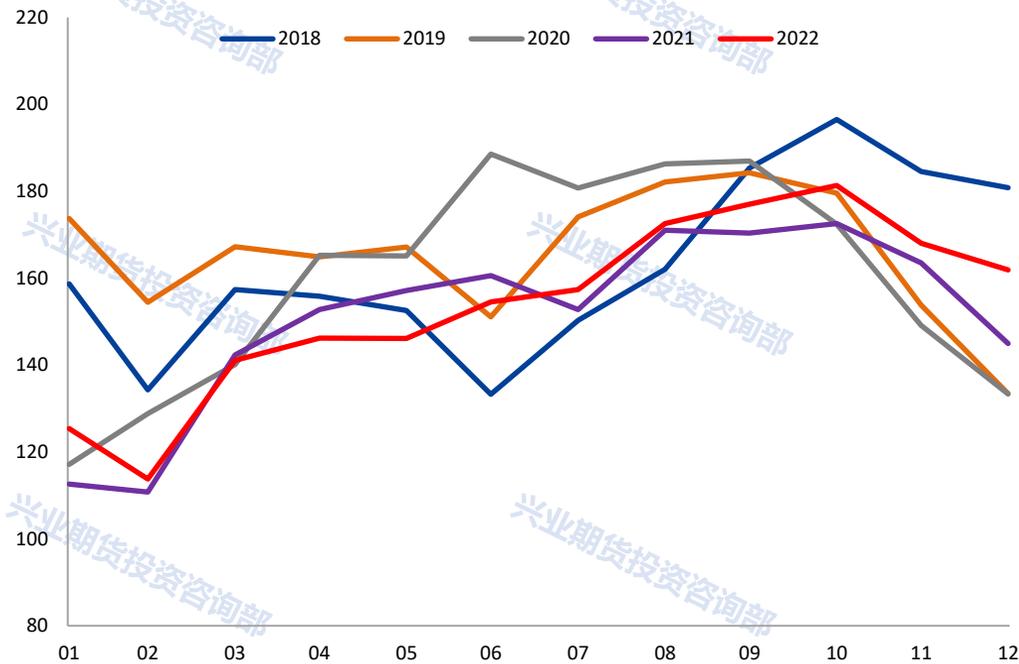
印尼B35即将推行，供需或转向紧平衡

03

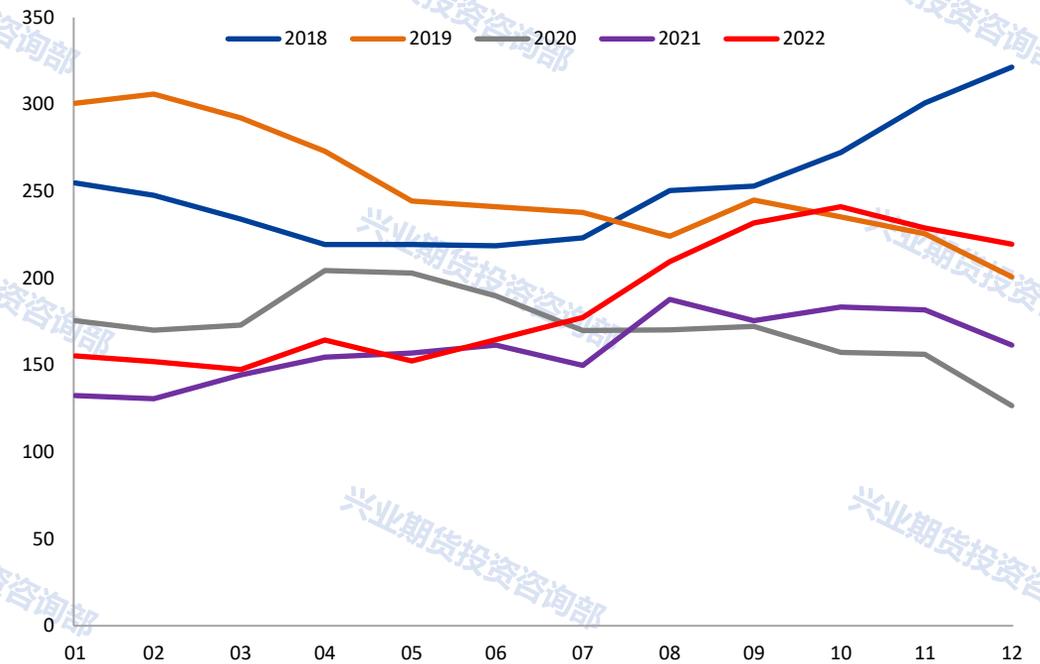
春节餐饮恢复乐观，低价棕油易涨难跌

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

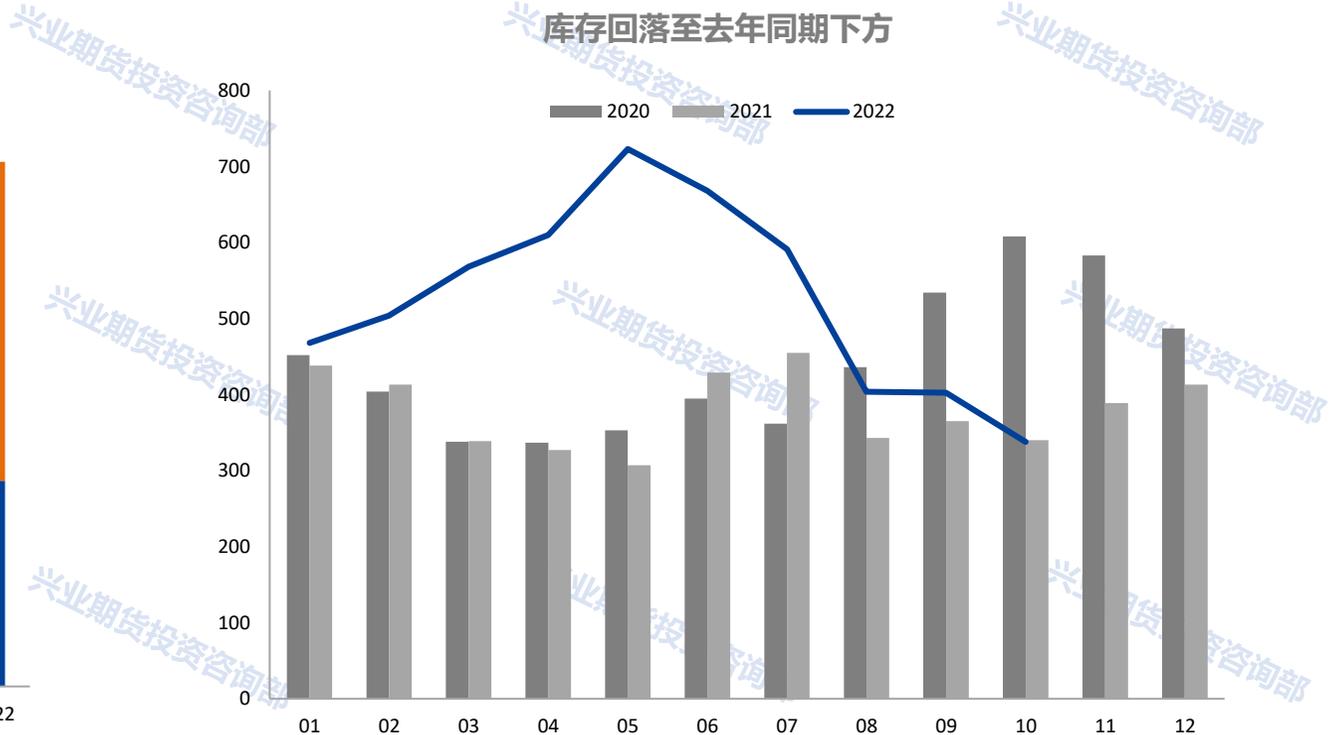
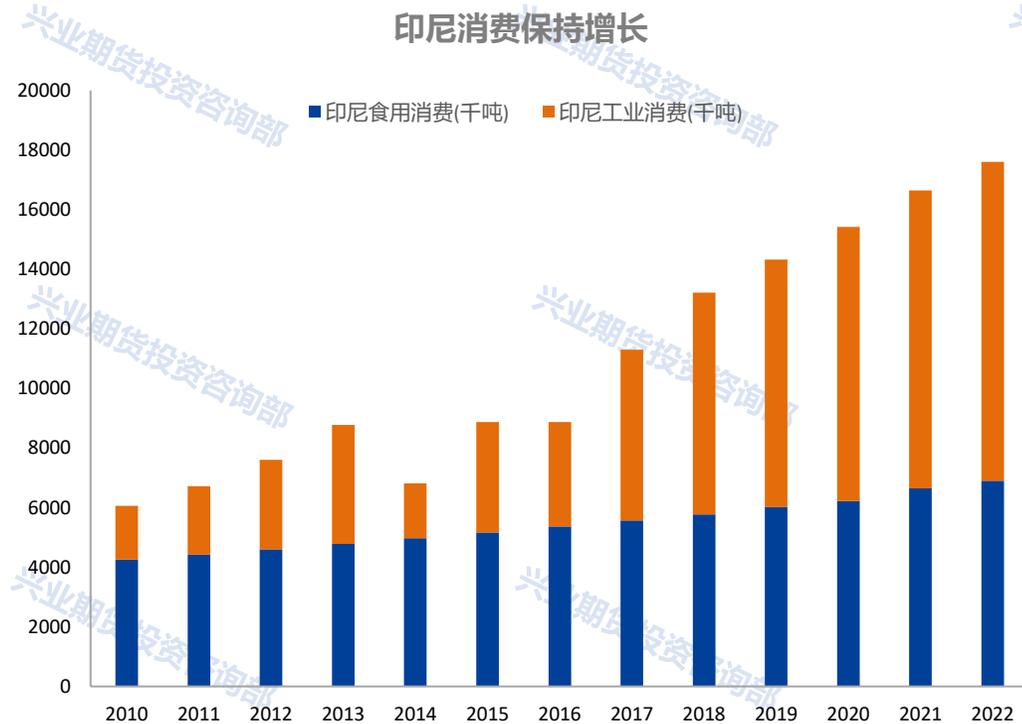
### 产量季节性下滑



### 库存逐步接近历史平均水平



- 2022年印尼食用消费与工业消费均保持增长。印尼将于明年2月1日开始强制执行B35生物柴油计划，即将生物柴油中棕榈油的掺混率由目前的30%上调至35%。GAPKI预计，B35计划将会使其国内棕榈油消费增长250万至300万吨。
- 此外从2022年印尼国内的消费情况来看，其食用消费及工业消费均出现一定程度的增加，而库存方面，GAPKI数据显示，10月印尼棕榈油库存已下降至338万吨，2022年全年库存或为365万吨，均低于去年同期。



- 疫情修复后今年春节期间餐饮修复速度显著，美团数据显示，春节假期前6天，全国多人堂食套餐订单量同比增长53%，其中，上海堂食消费最旺，订单量同比增长240%。“在外吃年夜饭”成为小城过年新风尚。
- 从绝对价格来看，目前棕榈油价格正处于近一年半以来低位，且从棕榈油和其他农产品走势来看，目前棕榈油价格处于明显低估状态。在供需端边际修复的驱动下，棕榈油价格易涨难跌。

### 餐饮修复速度显著



### 价格处于低估状态



# 棉花

CF

01

产业下游纺企保持乐观，预计仍有补库需求

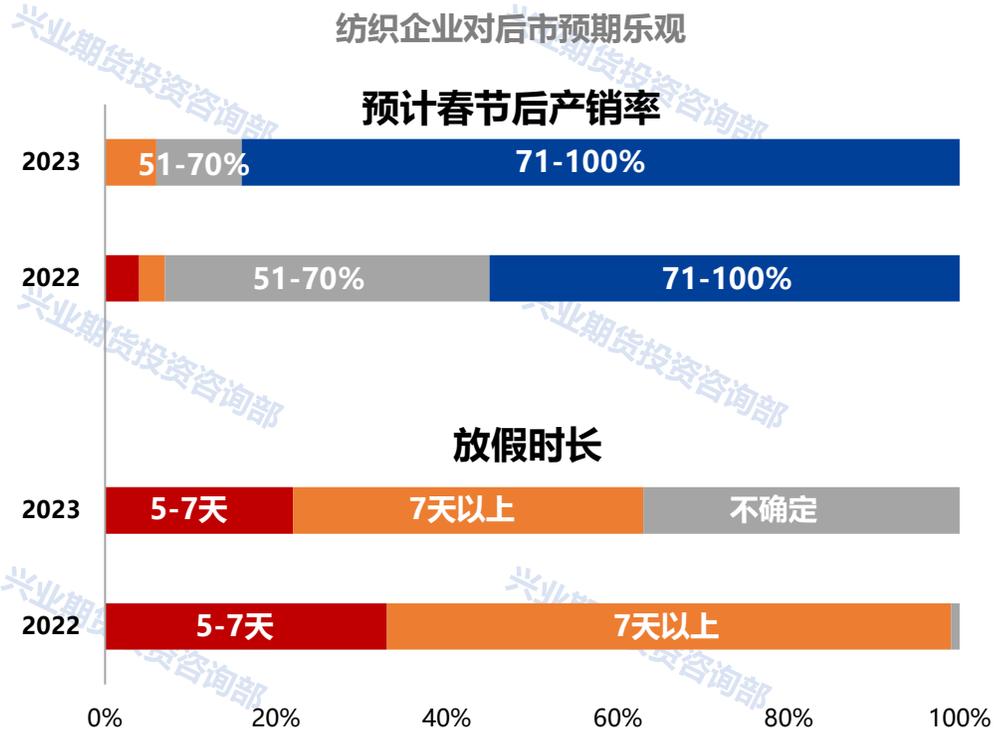
02

终端消费处于底部区间，未来经济复苏反弹空间较大

03

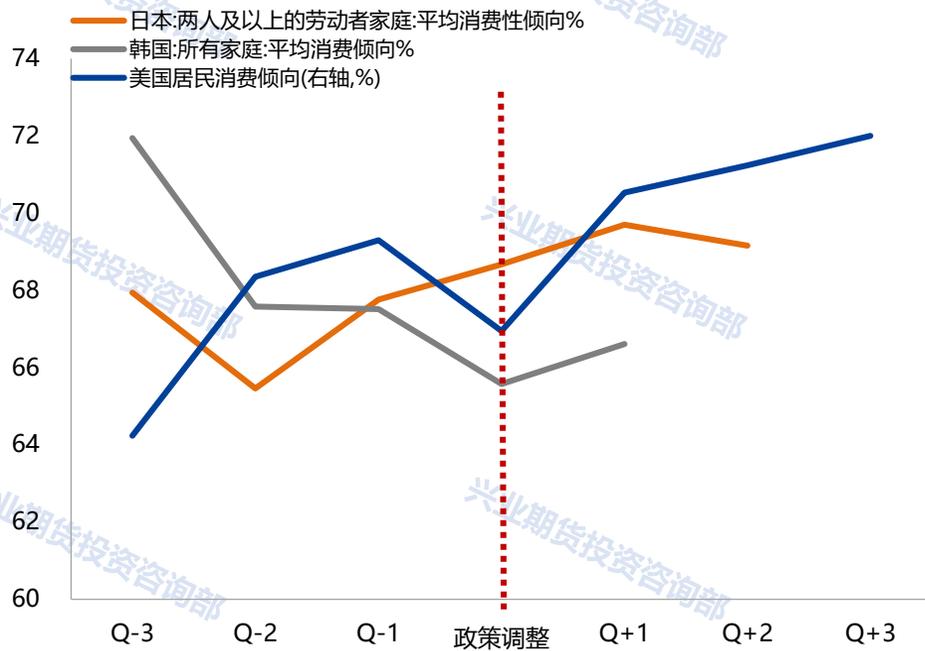
春节期间美棉涨幅较大，预计郑棉节后受提振

据棉花信息网调研，有21.57%的纺织企业放假时间在一周以内，较去年减少了约17%。截至1月28日已复工的企业占比在1/4-1/3之间，且今年放长假的企业较少，绝大部分在初十前都会正式复工。大部分纱厂对节后预期向好，从假期的各项出行等数据来看，今年的消费内需或将加速释放，纱线企业对棉花补库需求较高。

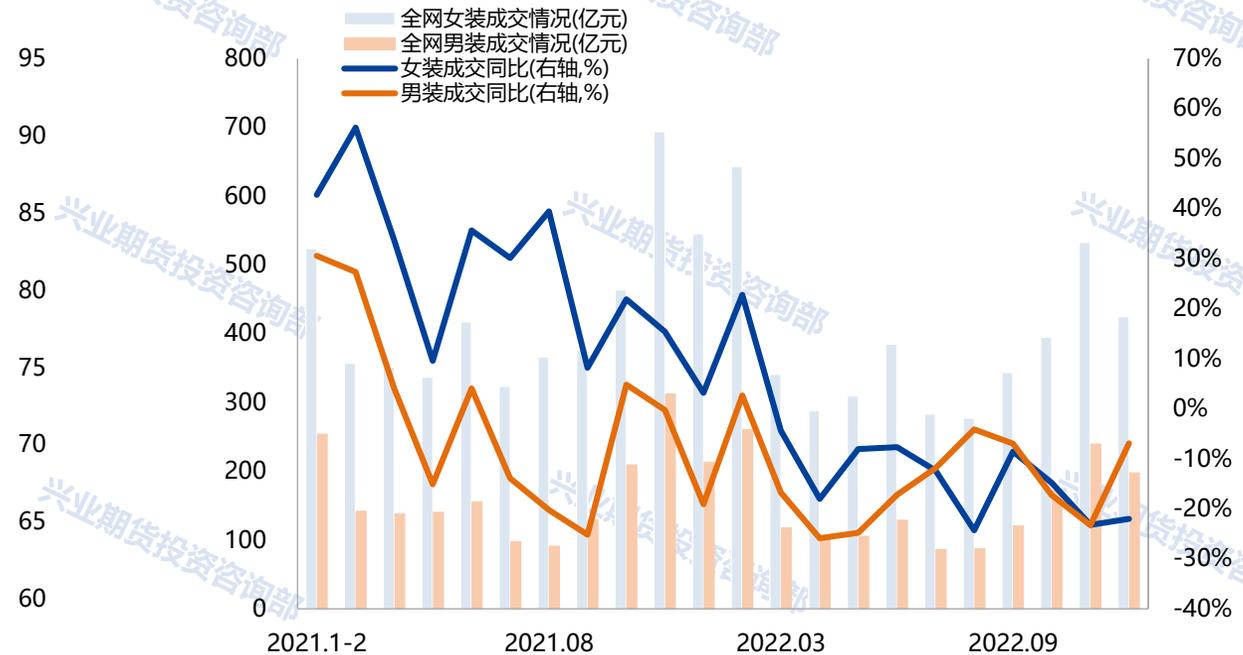


终端需求方面，从纺织服装社会零售总额及全网男女装销售成交情况数据看，当前纺织服装终端消费处于绝对底部区间，继续削减的可能性已经不大。参照海外主要消费国家看，防疫政策优化后，经济通常需要一个季度左右的调整期，因此随着我国全境放开、经济逐步复苏，预计纺织服装行业在传统金三银四旺季行情的反弹空间较大，对棉花原料需求也将逐步启动。

### 海外主要消费国自疫情放开后月一季度开始消费修复

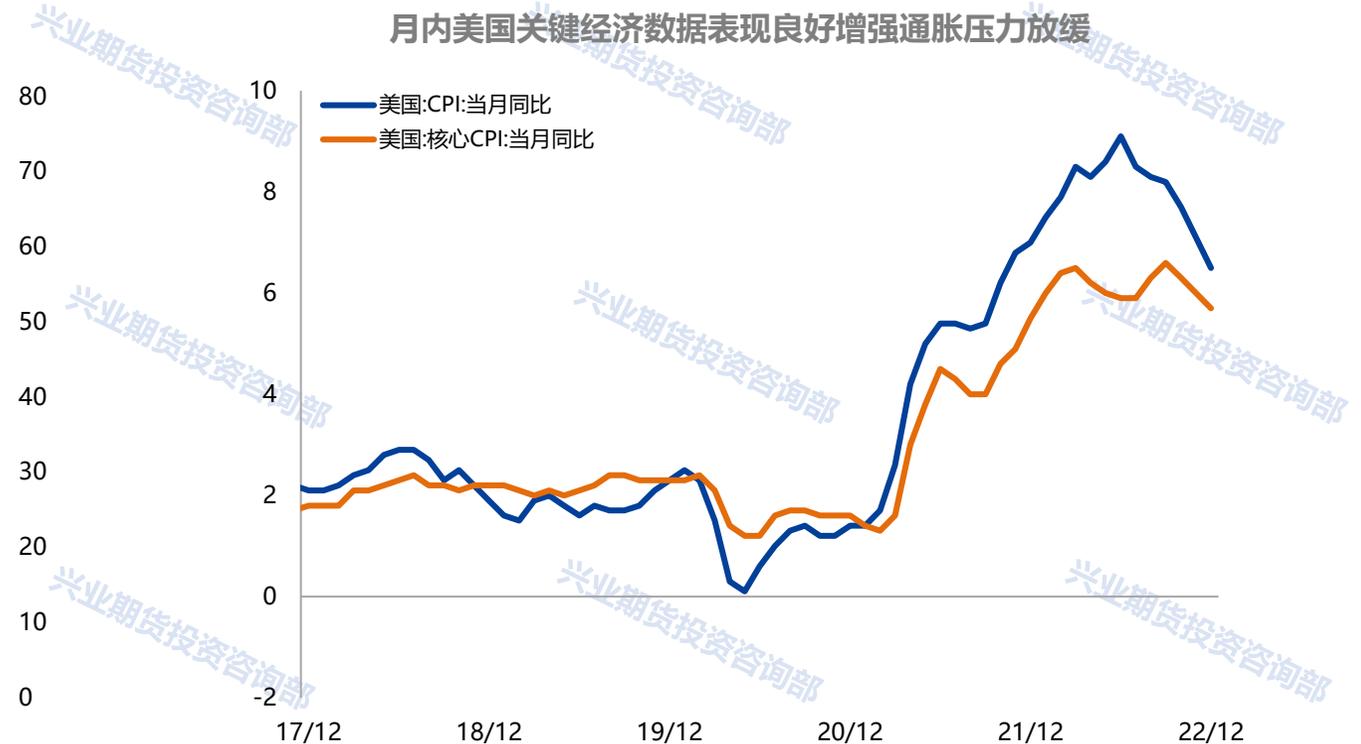


### 线上服装消费同比跌幅放缓，处于底部区间



春节期间国际棉价维持双向宽幅震荡运行态势，最后一个交易日向上突破87美分/磅；月内美国关键经济数据表现良好增强通胀压力放缓美联储持续转鸽预期，加之外围市场走高，均对于棉价形成提振作用。预计节后郑棉也受到提振。

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



负责本研究报告内容的期货分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更，我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券或期货的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何形式的任何投资决策与本公司和作者无关。本报告版权仅为我公司所有，未经书面授权，任何机构和个人不得以任何形式翻版。复制发布。如引用、刊发，须注明出处为兴业期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

致  
谢



兴业期货有限公司

CHINA INDUSTRIAL FUTURES LIMITED

地址：宁波市江东区中山东路796号东航大厦11楼 邮编：315040

上海市浦东新区银城路167号兴业银行大厦11楼 邮编：200120

网：[www.cifutures.com.cn](http://www.cifutures.com.cn)

Add: 11th Floor Eastern Airlines Building, No.796 Zhongshan East Road, Ningbo,  
315040, China

Tel: 400-888-5515 Fax:021-80220211/0574-87717386