

## 通胀回落或为暂时，红利领涨科创领跌

投资咨询业务资格：  
证监许可【2012】669号

### 要点提示

**宏观方面**，3月综合PMI产出指数回升0.6个百分点至57.0%，再创新高。3月份经济数据可能好于预期；再考虑到我国前2月经济数据也好于预期，我国一季度GDP数据大概率好于预期。

**权益方面**，价值股显著强于成长股，伴随一季报预报披露，风险偏好下移，资金有落袋为安情绪，TMT分化调整。其一，金融体系剩余流动性下降，资产荒证伪，利率反而可能上行，其二，结合居民新增贷款占比，可以印证地产市场复苏。

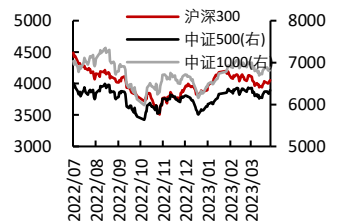
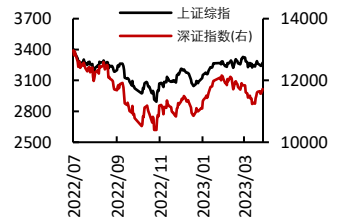
### 市场顾问研究团队

研究员：  
杨力  
021-80401720  
从业资格号 F3039855  
投资咨询号 Z0013210

### 摘要：

整体来看，商品总需求回落成为美联储政策转向的必要条件，而国内方面，预计将由主动去库周期转向为被动去库周期，建议国内商品逢低做多为主，节奏上关注基建和保交楼对于黑色、建材、铝材的支撑。

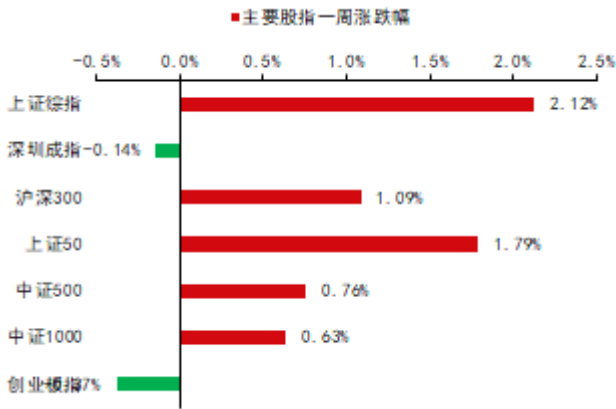
- **宏观方面**，3月份住户中长期贷款新增6348亿元，同比多增2613亿元，反映居民购房意愿与融资需求明显修复。我国3月出口金额(美元)同比增长14.8%，远好于预期(降5.0%)。此前公布的我国3月份PMI亦好于预期，而且由于服务业的强劲复苏，我国3月综合PMI产出指数回升0.6个百分点至57.0%，再创新高。综合来看，我国3月份经济数据可能好于预期；再考虑到我国前2月经济数据也好于预期，我国一季度GDP数据大概率好于预期。
- **权益方面**，价值股显著强于成长股，伴随一季报预报披露，风险偏好下移，资金有落袋为安情绪，TMT分化调整。3月社融-M2增速触底回升，理论上对应的逻辑是，其一，金融体系剩余流动性下降，资产荒证伪，利率反而可能上行，其二，结合居民新增贷款占比，可以印证地产市场复苏的信号。逻辑上两者均有利于价值股。风险提示：交叉验证失效。
- **大宗方面**，黑色方面，关注建材买入机会。2月信贷数据再超预期，对旺季需求形成支撑。地产销售持续改善，但二手房改善更加明显，短期玻璃、PVC等地产后周期商品需求预期走强。而黑色系由于焦煤和铁矿供应增加，虽然炉料刚需尚可，但钢厂维持低原料库存运转模式，导致成本中枢下移，建议观望。风险提示：上行风险总需求提升，下行风险总供给提升。



商品品种	周涨跌幅排名
焦煤	-6.06%
焦炭	-4.09%
连豆	-2.24%
沪胶	0.31%
豆粕	-0.75%
动煤	0.00%
沥青	2.77%
PTA	1.18%
PVC	-3.34%
棉纱	-0.37%

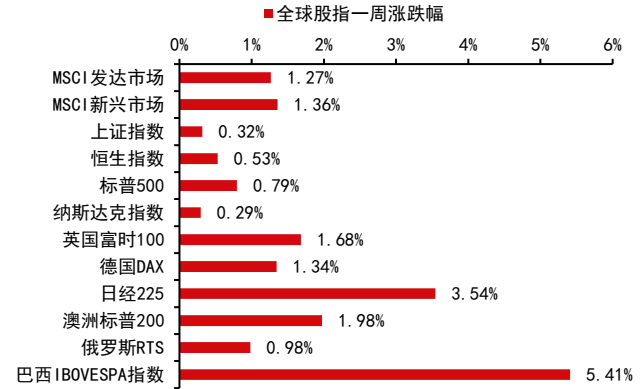
## 一、上周市场内外分化

图表1：上周国内股票市场上涨为主



资料来源：Wind Bloomberg 中信期货研究所

图表2：上周海外市场上涨为主



资料来源：Wind Bloomberg 中信期货研究所

图表3：国内股票市场融资净买入



资料来源：Wind Bloomberg 中信期货研究所

图表4：国内股票市场陆股通净买入



资料来源：Wind Bloomberg 中信期货研究所

图表5：标普500 震荡回升



资料来源：Wind Bloomberg 中信期货研究所

图表6：MSCI 市场指数有所上扬



资料来源：Wind Bloomberg 中信期货研究所

图表7：国内期货市场各版块保证金占比

板块	一周涨跌幅	上个交易日沉淀资金变化(亿)	一周沉淀资金变化(亿)	沉淀资金(亿)
合计		59.95	133.91	2622.45
金融		24.71	20.20	846.29
商品		35.24	113.71	1776.16
贵金属	-1.62%	-10.42	22.83	264.22
黑色建材	-3.51%	8.93	10.51	349.09
有色金属	-0.89%	21.37	39.87	288.88
能源化工	-4.64%	6.55	22.80	464.91
农产品	-0.01%	8.81	17.71	409.05

资料来源：Wind 中信期货研究所

图表8：上周市场整体涨跌互现

类别	商品主力合约	周涨幅 (%)	月涨幅 (%)	年涨幅 (%)
贵金属	黄金	0.9	4.4	21.2
	白银	3.3	14.4	21.5
有色金属	铜	1.4	4.4	0.2
	铝	0.1	2.6	-7.6
	锌	1.1	-0.5	-7.3
	镍	3.3	4.7	19.9
	不锈钢	2.1	-4.2	-12.2
黑色	螺纹钢	-2.3	-7.7	-10.5
	热轧卷板	-2.1	-7.3	-10.4
	铁矿石	-3.7	-10.4	16.6
	焦炭	-4.1	-13.1	-20.9
	焦煤	-6.1	-13.3	-30.5
	动力煤	0.0	0.0	43.6
	玻璃	0.4	-0.4	-6.0
	纯碱	3.4	8.7	0.4
能源化工	NYMEX天然气	2.8	24.6	8.8
	布伦特原油	2.0	19.5	9.8
	沥青	2.8	8.4	17.8
	甲醇	0.1	-2.8	-6.8
	PTA	1.2	9.4	21.6
	PVC	-3.3	-2.4	-29.8

资料来源：Wind 中信期货研究所

## 二、宏观 | 我国经济表现好于预期，通胀回落是暂时的（宏观研究团队）

- 我国 3 月社会融资规模新增 53800 亿元，比预期高 9600 亿元，其直接原因是 3 月新增人民币贷款表现较好，比预期高 8000 亿元。
- **点评：**3 月份企业中长期贷款同比多增 7252 亿元，票据融资同比少增 7874 亿元，金融机构不需要通过企业票据融资来将信贷资金投放出去，反映企业融资需求明显改善；3 月份住户中长期贷款新增 6348 亿元，同比多增 2613 亿元，反映居民户购房意愿与融资需求明显修复。我国 3 月出口金额(美元)同比增长 14.8%，远好于预期(降 5.0%)。此前公布的我国 3 月份 PMI 亦好于预期，而且由于服务业的强劲复苏，我国 3 月综合 PMI 产出指数回升 0.6 个百分点至 57.0%，再创新高。综合来看，我国 3 月份经济数据可能好于预期；再考虑到我国前 2 月经济数据也好于预期，我国一季度 GDP 数据大概率好于预期。
- 我国 3 月份 CPI 同比回落至 0.7%。
- **点评：**去年 11 月份以来我国猪肉价格同比的回落是 CPI 同比回落的重要原因之一。目前我国猪肉价格已经处于低位水平，不具备持续下跌的基础；而且去年我国猪肉价格总体处于低位水平，因此我国 CPI 猪肉价格同比不太可能继续趋势性下跌。事实上，3 月份我国 CPI 猪肉同比已经止跌回升至 9.6%。从历史经验来看，我国核心 CPI 表现滞后于经济复苏。虽然目前核心 CPI 同比维持低位，但随着经济复苏的持续，预计未来我国 CPI 同比也会有所回升。

图表9：本周宏观日历

日期	北京时间	国家/地区	数据/事件	前值	预期	今值
2023-04-17	09:20	中国	4 月中期借贷便利(MLF):利率:1 年	2.75		
2023-04-18	10:00	中国	3 月工业增加值:当月同比(%)	2.4	4.3	
2023-04-18	10:00	中国	3 月社会消费品零售总额:当月同比(%)	3.5	6.9	
2023-04-18	10:00	中国	1-3 月固定资产投资:累计同比(%)	5.5	5.4	
2023-04-18	10:00	中国	第一季度 GDP:当季同比(%)	2.9	4	
2023-04-18	17:00	欧盟	4 月欧元区:ZEW 经济景气指数	10		
2023-04-18	20:30	美国	3 月新屋开工:私人住宅:折年数:季调(千套)	1450	1400	
2023-04-19	16:00	欧盟	3 月欧元区:CPI:环比(%)	0.8		
2023-04-19	16:00	欧盟	3 月欧元区:CPI:同比(%)	8.5	6.9	
2023-04-19	16:00	欧盟	3 月欧元区:核心 CPI:环比(%)	0.8	0.8	
2023-04-19	16:00	欧盟	3 月欧元区:核心 CPI:同比(%)	5.6	5.6	
2023-04-20	09:15	中国	贷款市场报价利率(LPR):1 年	3.65		
2023-04-20	09:15	中国	贷款市场报价利率(LPR):5 年	4.3		
2023-04-20	20:30	美国	4 月 15 日当周初次申请失业金人数(万人)	23.9		
2023-04-20	20:30	美国	4 月 08 日持续领取失业金人数(万人)	181		
2023-04-20	22:00	美国	3 月成屋销售折年数(万套)	458	449	
2023-04-21	14:00	欧盟	4 月欧元区:制造业 PMI(初值)	47.3	49	
2023-04-21	14:00	欧盟	4 月欧元区:服务业 PMI(初值)	55	52.5	
2023-04-21	21:45	美国	4 月 Markit 制造业 PMI:季调	49.2		
2023-04-21	21:45	美国	4 月 Markit 服务业 PMI:商务活动:季调	52.6		

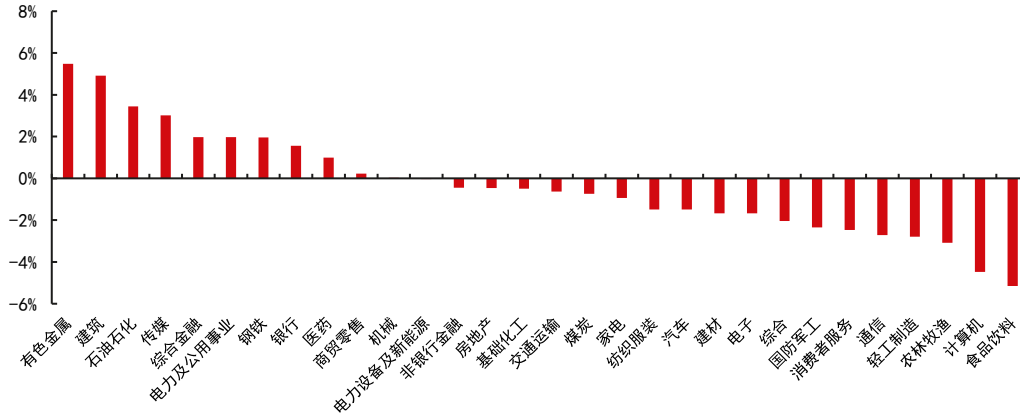
资料来源：Wind 中信期货研究所

### 三、权益策略

#### (一) 一周回顾 | 红利领涨，科创领跌

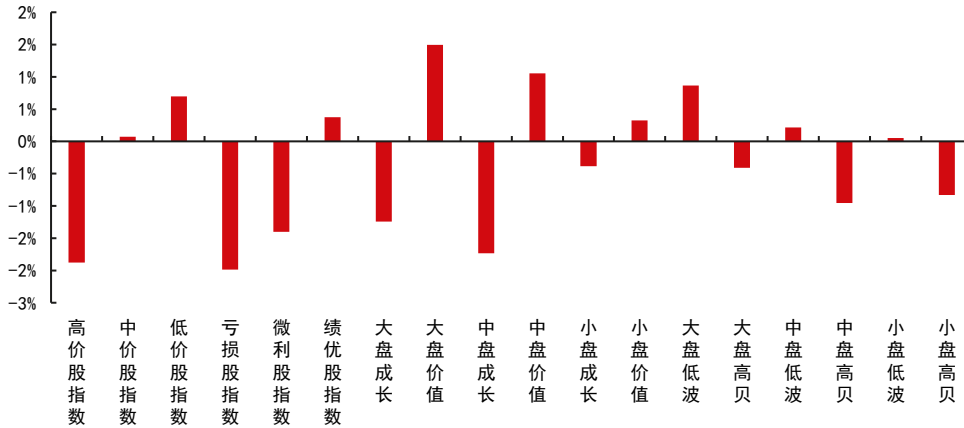
样本内(0410-0414)宽基指数表现分化,红利指数上行 1.85%,科创 50 回撤 2.13%,价值股显著强于成长股,伴随一季报预报披露,风险偏好下移,资金有落袋为安情绪,TMT 分化调整。

图表10： 中信一级行业周度表现（0410-0414）



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表11： 风格指数周度表现（0410-0414）



资料来源：Wind 中信期货研究所

## （二） 权益 | 社融-M2 有何指向意义（权益策略团队）

本周集中披露经济数据，其中社融存量增速低于 M2 增速，市场视为金融空转信号，这是否代表从剩余流动性维度，股市依然有机会，本文旨在回答这一问题。

### A. 社融-M2 增速差隐含什么意义

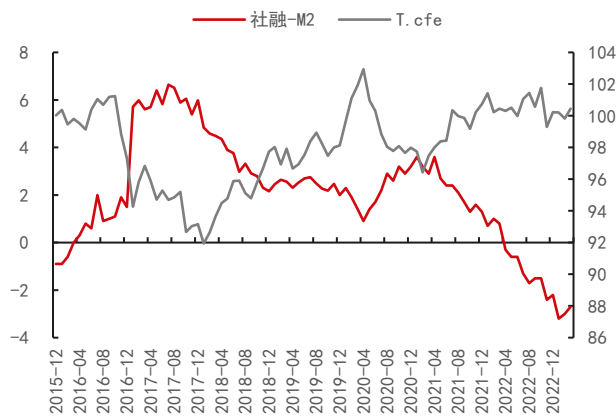
第一个问题，社融-M2 增速差有何指向意义，对此，市场普遍认为社融-M2 增速差代表剩余流动性，即社融代表实体，M2 代表货币，两者增速差代表货币是否顺畅流入实体。

然而我们认为市场忽视了地产周期对于社融-M2 的影响。来看以下两张图表，左图展示了 10 年国债主力与社融-M2 增速差的时序图，数据显示两者显著负相关，即资金脱实向虚阶段（社融-M2 增速下行），资金在金融体系内空转，此时资产荒更易令利率下行，这是剩余流动性逻辑的由来。右图展示了居民新增贷款占比与社融-M2 增速差的时序图，其中居民新增贷款占比=居民滚动 12 月新增贷款/(居民滚动 12 月新增贷款+企业滚动 12 月新增贷款)，数据显示两者历史上正相关。

背后逻辑在于，当经济进入衰退周期，政策将地产作为救市工具箱，伴随大量信贷资源流入地产市场，居民新增贷款占比与社融-M2 增速共振上行。一个证据是，计算地产相对于 Wind 全 A 指数的超额收益，我们发现在社融-M2 触底之前，地产往往具备超额收益，反映地产政策松动先于居民加杠杆。

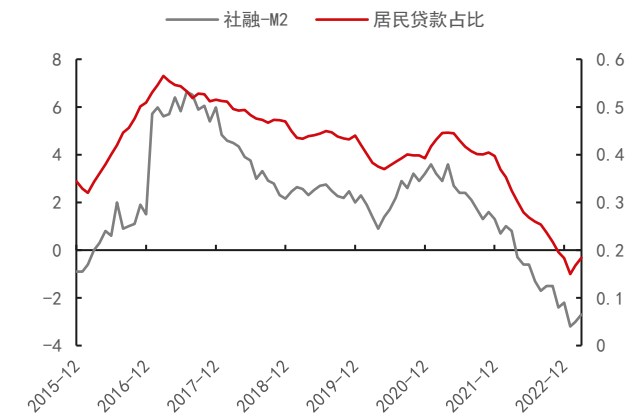
结合 3 月社融-M2 增速触底回升，理论上对应的逻辑是，其一，金融体系剩余流动性下降，资产荒证伪，利率反而可能上行，其二，结合居民新增贷款占比，可以印证地产市场复苏的信号。逻辑上两者均有利于价值股。

图表12：社融 M2 增速差与 10 年国债期货主力



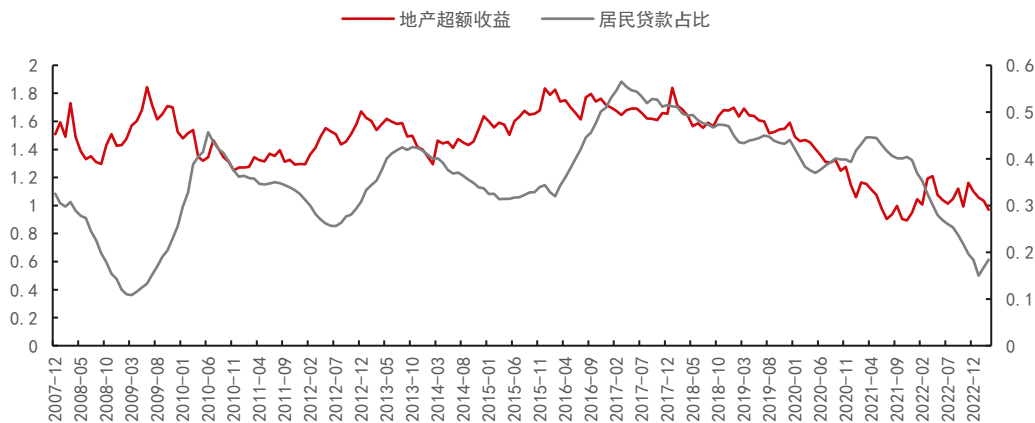
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表13：社融 M2 增速差与居民新增贷款占比



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表14：居民新增贷款占比与地产指数超额收益

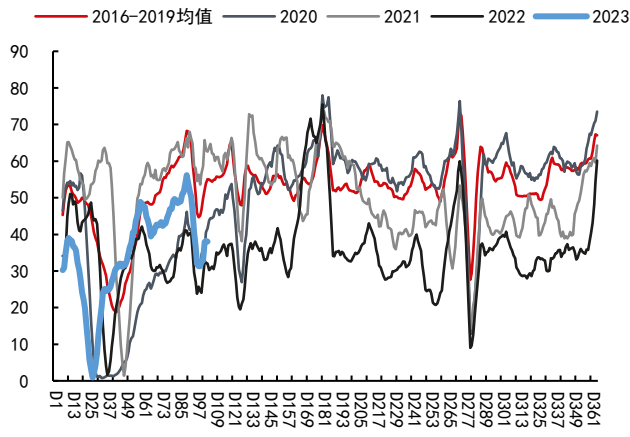


资料来源：Wind 中信期货研究所

### B. 为什么本轮市场对于价值回暖将信将疑

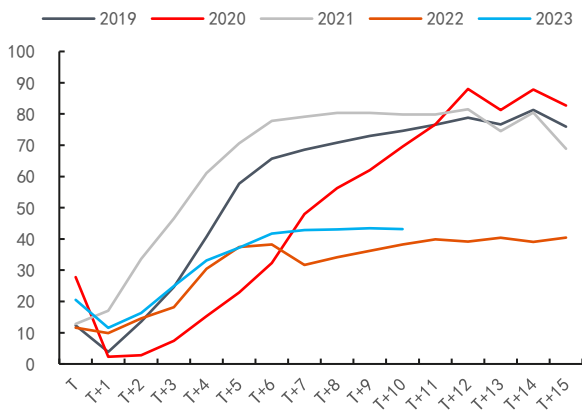
进入第二个问题，若线性外推历史经验，理论上应进入增配价值阶段，那么为什么本轮市场对于价值股将信将疑。我们认为与中微观数据恶化有关：1) 3 月 CPI、PPI 不及预期，诱发通缩担忧；2) 进入 4 月，地产销售面积、水泥发运量低于同期；3) 卷螺差上行，印证地产“小阳春”持续性不佳；4) 汽车销量继续同比下滑。若地产弹性不佳，市场推演结论将演变为，其一，利率上行，但斜率有限，其二，居民新增贷款占比上行斜率不佳，资金高估了资金流入实体的速度。

图表15：不含上海 29 中大城市房地产成交面积 (MA7)



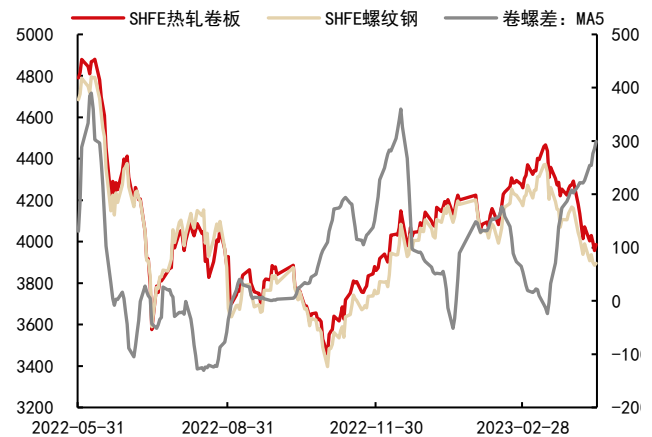
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表17：春节之后水泥发运量（周频）



资料来源：Wind 中信期货研究所

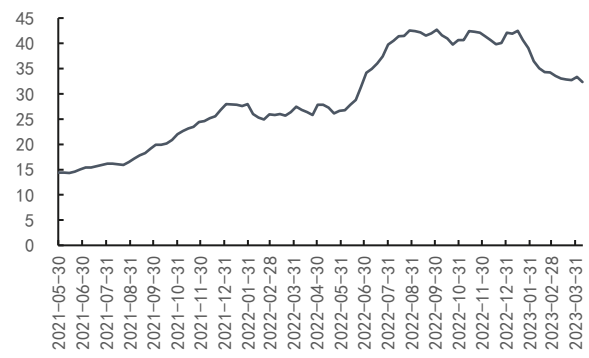
图表16：年后至今卷螺差震荡上行



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表18：五大新能源车企支付交易金额

支付交易金额：五大新能源车企 (MA12)



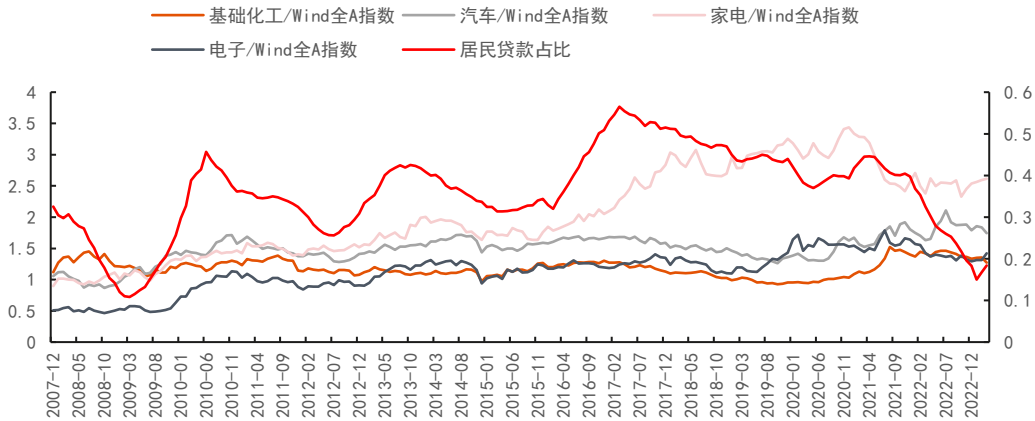
资料来源：Wind 中信期货研究所

### C. 新环境下，应如何制定交易策略

第三个问题，在地产复苏斜率不佳的环境下，如何制定交易策略。思路一，混沌市下可以关注远期胜率。若社融-M2 增速差拐点已现，地产复苏是必然事件，只是斜率偏缓，此时可以关注受益于居民新增信贷占比上行的板块。从历史经验来看，基础化工、汽车、家电、电子对这一指标相对敏感，因此可关注中期布局地产后周期链的机会。思路二，在信贷数据披露之后，市场优先计价4月中微观数据不及预期的逻辑，但极少计价社融-M2 增速差拐点出现，从这一维度出发，市场低估了价值股的反弹惯性，故短期优先配置红利指数。



图表19：居民新增贷款占比与行业指数超额收益

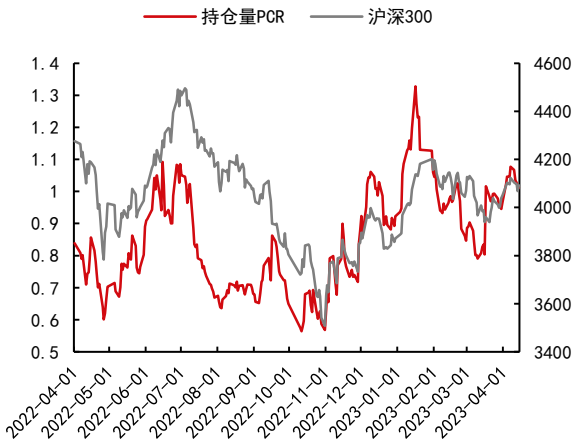


资料来源：Wind 中信期货研究所

### （三）宽基指数 | 价值风格情绪占优（权益策略团队）

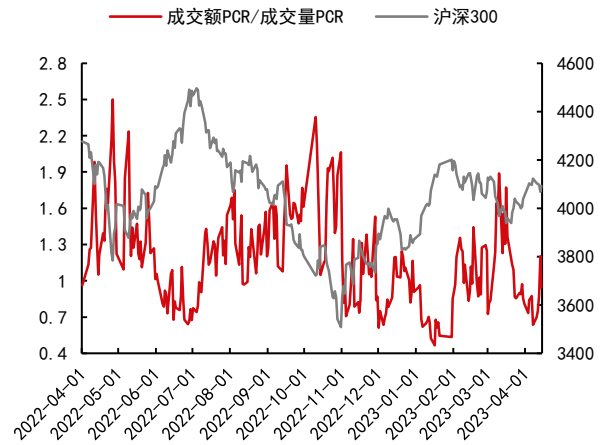
指标层面，价值风格占优，从持仓量 PCR 看，I0 高位震荡，M0 和 H0 回升；从成交额 PCR/成交量 PCR 看，I0 底部回升，M0 低位震荡，H0 震荡回落。中期维度，沪深 300 股息率/10 年国债收益率滚动 800 日百分位数收于 80 分位数，沪深 300PE 倒数/10 年国债收益率滚动 800 日百分位数收于 61 分位数，沪深 300 中期仍处于高性价比配置阶段。

图表20：I0 期权持仓量 PCR



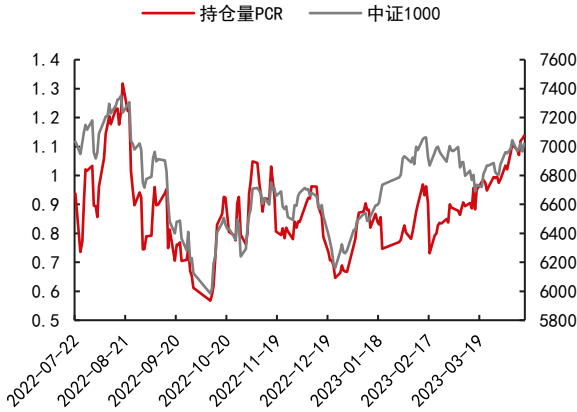
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表21：I0 期权成交额 PCR/成交量 PCR



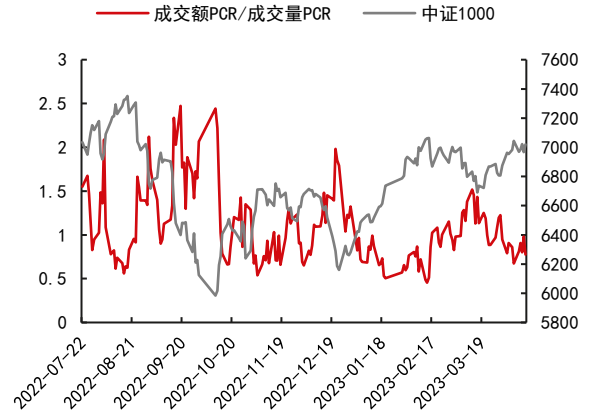
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表22: MO 期权持仓量 PCR



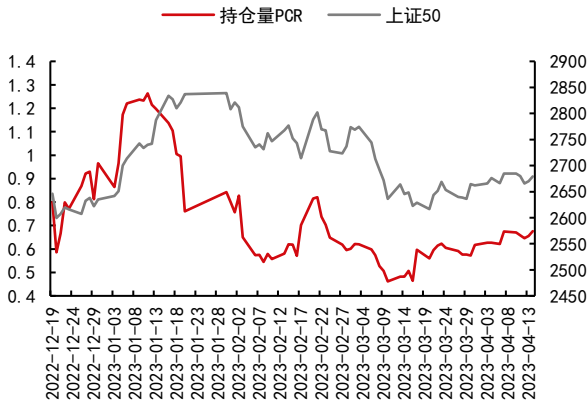
资料来源: Wind 中信期货研究所

图表23: MO 期权成交额 PCR/成交量 PCR



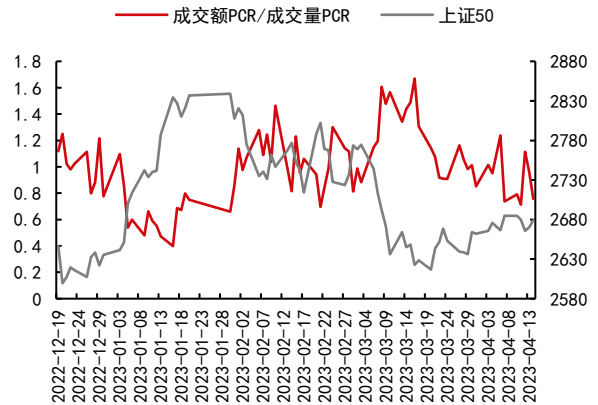
资料来源: Wind 中信期货研究所

图表24: HO 期权持仓量 PCR



资料来源: Wind 中信期货研究所

图表25: HO 期权成交额 PCR/成交量 PCR



资料来源: Wind 中信期货研究所

图表26: 沪深 300 股息率/10 年国 s 债滚动 800 日百分位数



资料来源: Wind 中信期货研究所

图表27: 沪深 300PE 倒数/10 年国债滚动 800 日百分位数



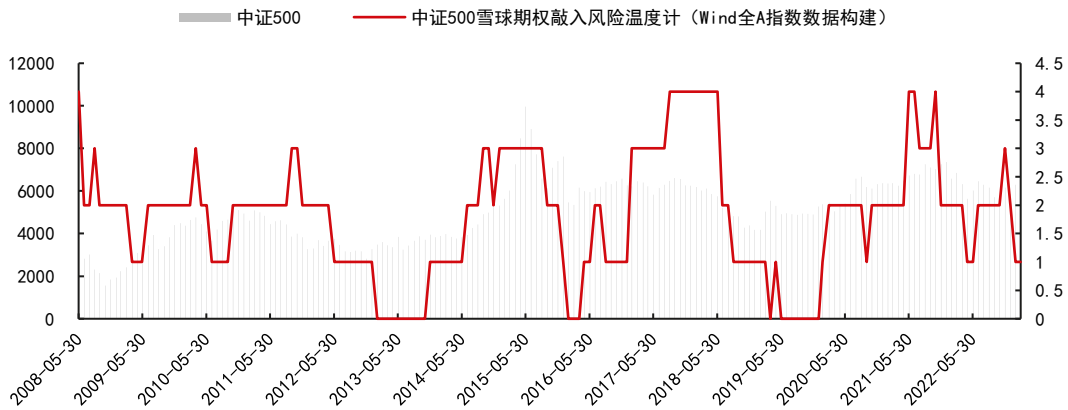
资料来源: Wind 中信期货研究所

(四) 量化 | 中证 500 敲入风险温度计 (权益策略团队)

敲入风险温度计由风险溢价、股债性价比、通胀、250 日均线以上占比四类

指标拟合而成，指标分别为 0、1、2、3、4 时，对应的敲入概率分别为 0.00%、7.41%、21.43%、25.71%、61.11%，指标低于 2 是低风险敲入区域，指标高于 2 是高风险敲入区域。3 月指标为 1，敲入风险较低。

图表28： 中证 500 雪球期权敲入风险温度计

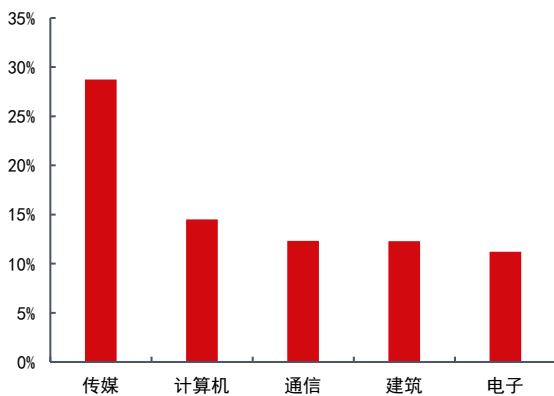


资料来源：Wind 中信期货研究所

### （五） 量化 | 均衡配置，获利减配（金融工程团队）

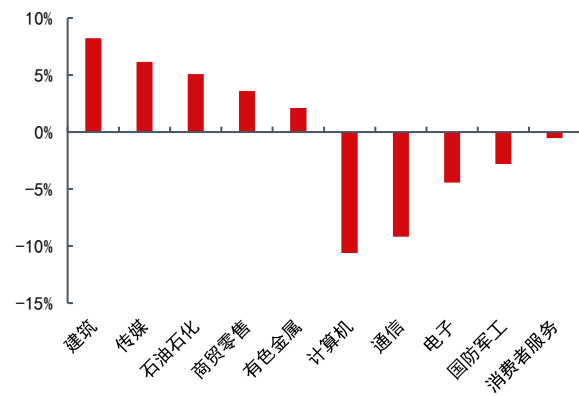
根据中信期货金融工程团队的行业轮动模型，本周配置前五行业分别为传媒、计算机、通信、建筑、电子，配置权重分别为 28.74%、14.52%、12.32%、12.31%、11.21%，模型配置方向转为 TMT 和价值均衡配置，适当减配获利的 TMT 板块。

图表29： 权重配置前五行业（中信一级）



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表30： 权重周环比变化行业（中信一级）



资料来源：Wind 中信期货研究所

### （六） Alpha 及重点行业驱动逻辑

#### Alpha | 继续关注红利指数（权益策略团队）

3 月社融存量增速大幅低于 M2 增速，引发有关于金融空转的讨论，对此我们看法如下：1) 历史上社融-M2 增速差与居民新增贷款占比正相关，反映地产政策松动才是诱发资金脱虚向实的催化剂；2) 本轮微观数据偏弱，如 4 月地产销售低于季节性、水泥发运量偏弱、卷螺差上行均显示微观修复斜率偏弱，此时地产恢复诱导资金

脱虚向实的逻辑将证伪，股市剩余流动性不会快速流入实体，但资产荒最严重的时期也将结束；3) 弱复苏环境下，关注两条交易线索，一是中期受益于居民新增信贷占比上行的板块，回溯历史主要集中在地产后周期链，二是短期市场对于社融-M2 拐点计价不足，弱复苏仍是复苏，此时价值股理应有超额收益，由此可继续关注红利指数配置机会。

**建筑 | 二季度建议持续关注“一带一路”主题投资机会（创新发展团队）**

一季度，我国与“一带一路”沿线国家的贸易表现十分亮眼。对沿线国家进出口 3.43 万亿元，同比增长 16.8%，较同期我国外贸整体增速高 12 个百分点。其中，出口 2.04 万亿元，增长 25.3%；进口 1.39 万亿元，增长 6.3%；对东南亚、西亚北非、中亚、南亚等区域进出口分别增长 16.1%、12.5%、32.2%、4.1%；以对外承包方式对东盟、孟加拉国、中亚五国出口分别增长 92.9%、103.8%和 74.3%。反映出，疫情后我国与“一带一路”沿线国家的相关合作正加速恢复并进一步深化中，尤其是基建领域。当前“一带一路”主题行情正在进行中，建议持续关注相关投资机会，推荐：（1）海外业务弹性较大的建筑央企。（2）国际工程企业。

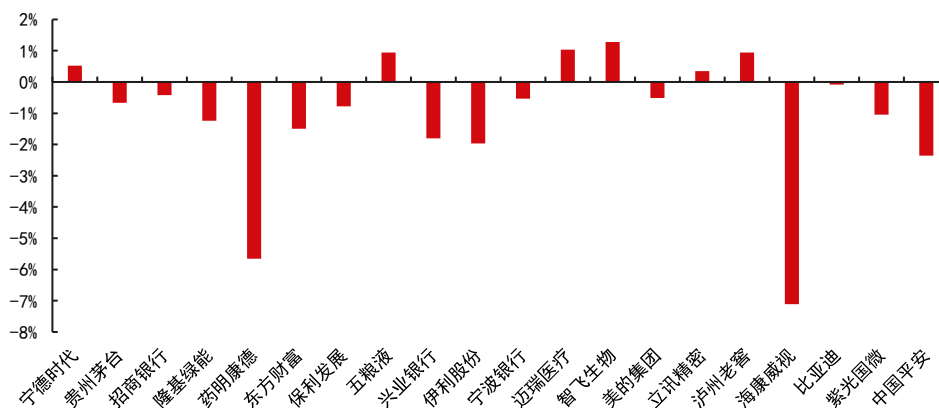
**家电 | 出口超预期叠加业绩催化，关注低估机会（创新发展团队）**

3月家电出口超预期改善，据海关总署数据 23年3月中国进出口总值 5429.9 亿美元，同比+7.4%，其中出口 3155.9 亿美元，同比+14.8%；23Q1 中国进出口总值 1.44 万亿美元，同比-2.9%，其中出口 8218.3 亿美元，同比+0.5%；3月出口数据相对于 23年 1-2月环比回暖，关注出口业务占比较大标的前期被低估的机会

多家家电企业一季报业绩超预期。23Q1 小熊电器实现归母净利润 1.5-1.7 亿元，同比+45%-65%；扣非归母净利润 1.4-1.6 亿元，同比+45%-65%；实现基本每股收益 0.97-1.10 元/股。23Q1 海信家电实现归母净利润 5.33-6.25 亿元，同比+100%-135%；实现扣非归母净利润 4.28-5.30 亿元，同比+130%-185%；实现基本每股收益 0.39-0.46 元/股。

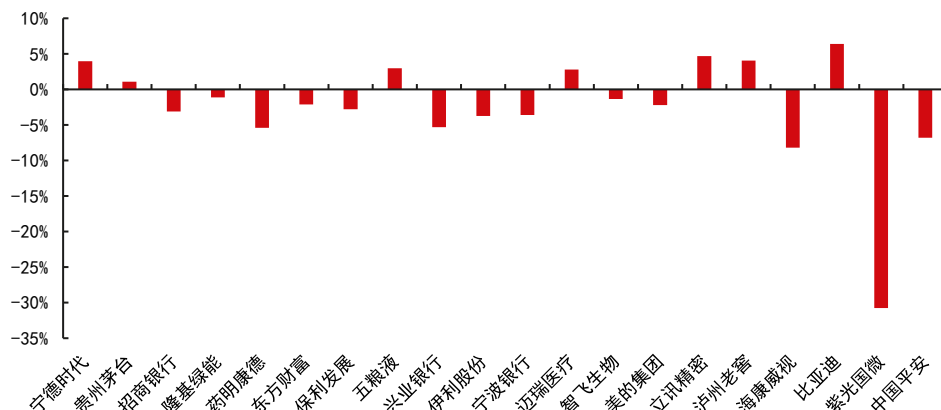
**（一）重点资金陆股通持股股数**

图表31：重点个股陆股通持股数量一周环比变化



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表32：重点个股陆股通持股数量四周环比变化



资料来源：Wind 中信期货研究所

## 四、大宗商品 | 多铝空锌，看多建材，白银止盈（商品策略团队）

### （一）供需要闻

- 中国汽车流通协会汽车市场研究分会（乘联会）最新零售销量数据统计，3月份国内狭义乘用车市场零售销量达 158.7 万辆，同比增长 0.3%，环比增长 14.3%；1-3 月份累计销量 426.2 万辆，同比下降 13.4%。
- **点评：**三月份零售偏弱，是由消费不旺和市场价格混乱带来的观望气氛加重等综合因素影响下的结果。3 月常规促销政策小范围加码，市场持币现象已经逐步降温。如果国六车型的环保停售延期确定后，燃油车消费观望情绪大概率褪去。

### （二）市场策略

近期海外和国内节奏：在美联储杀需求控通胀的模式下，通胀控制需要从商品端传导到服务端，商品总需求回落成为美联储政策转向的必要条件，而国内方面，预计将由主动去库周期转向为被动去库周期，建议国内商品逢低做多为主，节奏上关注基建和保交楼对于黑色、建材、铝材的支撑。

黑色方面，关注建材买入机会，黑色系观望。2 月信贷数据再超预期，对旺季需求形成支撑。地产销售持续改善，但二手房改善更加明显，短期玻璃、PVC 等地产后周期商品需求预期走强。而黑色系由于焦煤和铁矿供应增加，虽然炉料刚需尚可，但钢厂维持低原料库存运转模式，导致成本中枢下移，建议观望。

有色方面，国内需求持续改善，铝品种去库态势良好，短期继续关注铝等买入机会；锌方面，3 月国内精炼锌产量增幅明显，并且预计 4 月检修期对产量的

影响也有限。而需求端当前仍是缓慢修复状态，去库速度仍然较为平稳。因此建议锌空头思路。

原油方面，反弹沽空机会得到验证承压，后续可继续关注逢高沽空机会，目前 WTI 价格超过 80 美元/桶，等待空头时机。当前美国原油继续累库，但成品油持续去库显示需求持续改善。前期金融风险使美国经济加速回落。基本面方面，原油近期出现去库，价格出现支撑，但宏观自上而下思路下，仍不建议多头头寸，维持逢高沽空思路，目前看等待合适时机。

化工方面，近期纺服出口数据提振预期，但聚酯高供应或带来聚酯环节的亏损延续。目前聚酯开工下行趋势不改，产销持续走弱，叠加 PTA 和乙二醇供应维持偏宽松格局，短期 PTA 供应端累库风险增加。PX 开工已有所企稳，建议等待 PX 走弱带来的 PTA 偏空机会。

贵金属方面，未来市场交易的不确定性点则是（1）6 月后是否降息；（2）美国出现衰退的节奏。我们预计利率高点时间将会延长，并非如市场预期下半年立刻降息这主要是基于通胀结构问题的考虑，预计服务业通胀回落需要时间，最早也要在三四季度，因此黄金价格在 2000 元/盎司以上面对阻力。我们建议低位节点买入持有，而不建议继续追多，加仓时间点关注美国非农就业数据和通胀数据时间节点，金价支撑价位 1850-1900 美元/盎司，银价 22 美元/盎司，预计白银向上空间短期比黄金更强。

### （三）板块逻辑

图表33：板块逻辑及重点关注


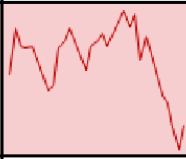
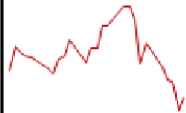
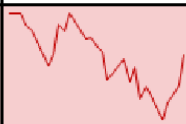
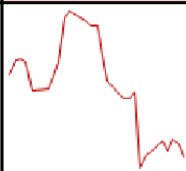
板块	逻辑	重点关注
油气	宏观方面，金融风险使美国经济加速回落，同时联储政策和通胀调控需要使得原油价格很难维持高位。基本面方面，原油近期出现去库，价格出现支撑，但宏观自上而下思路下，仍不建议多头头寸，维持逢高沽空思路，目前看等待合适时机。	WTI 原油逢高沽空思路，80 美元以上等待时机
煤炭	煤炭即将进入需求淡季，3 月 PMI 显示经济恢复斜率下降，煤价缺乏大幅上涨动能，但经济恢复预期、电厂补库及大秦线检修预期支撑煤价，近期库存已出现下降，预计后期动力煤价格得到支撑。	库存以及非电需求
化工	近期纺服出口数据提振市场预期，但聚酯高供应或带来聚酯环节的亏损延续。目前聚酯开工下行趋势不改，产销持续走弱，叠加 PTA 和乙二醇供应维持偏宽松格局，短期 PTA 供应端累库风险增加。PX 开工已有所企稳，建议等待 PX 走弱带来的 PTA 偏空机会。	PX 走弱带来的空 PTA 机会
贵金属	我们预计利率高点时间将会延长，并非如市场预期下半年立刻降息。这主要是基于通胀结构问题的考虑，预计服务业通胀回落需要时间，最早也要在三四季度，因此黄金价格在 2000 元/盎司以上面对阻力。我们建议非农数据和通胀数据带来的回调低位节点作为买入或加仓时点，后续进一步交易或需等到二季度末甚至三季度。	白银短线止盈，长线等待回调多头机会

<p><b>有色</b></p>	<p>银行危机所带来的避险情绪明显缓和，且美联储加息趋于尾声，美元指数走弱，叠加国内铜、铝等均进入去库阶段，板块利多因素为主。由于下游需求进一步回暖及先前跌价导致下游大量补库，铝锭去库带来较强支撑，关注逢低买入机会。3月国内精炼锌产量增幅明显，并且预计4月检修期对产量的影响也有限。而需求端当前仍是缓慢修复状态，去库速度仍然较为平稳。因此，展望后续，随着锌锭供给增加，锌供需走向宽松，锌价上行动力有限。</p>	<p>铝低买， 锌高卖</p>
<p><b>黑色</b></p>	<p>上周钢材需求回落，焦煤下跌拖累黑色产业链成本，黑色板块承压下跌。后期基建需求仍然偏强，关注地产销售好转是否能带动房建需求回升。成本端，焦煤产量两会后恢复，铁矿发运季节性回升。虽然炉料刚需尚可，但钢厂维持低原料库存运转模式，导致成本驱动减弱。海外风险短期释放，市场风险偏好回升。“银四”钢材需求维持韧性，炉料自身矛盾有限跟随钢材价格波动。故预计短期价格仍然震荡运行，区间操作为主。后期重点关注钢材需求变化，海外风险事件发展。</p>	<p>观望为宜</p>
<p><b>建材</b></p>	<p>玻璃持续关注现货产销，纯碱基本面驱动暂缓，更多受预期影响。玻璃真实需求有待验证，下游库存水平不高，供应产线复产增加，基本面好转有限，企业库存或继续累积，高库存仍旧压制玻璃价格，盘面低位震荡。纯碱需求端玻璃总日熔预期向上，重碱需求上行。供应端产量短期难有增量，现实驱动暂缓，盘面更多受宏观以及消息面影响。</p>	<p>区间操作， 偏多思路</p>

资料来源：Wind 中信期货研究所

(四) 品种关注 (商品研究部)

图表34：重点品种观点及展望

品种	近期走势	观点及操作建议	风险因素
PTA		<p>聚酯开工率提升但升幅在放缓，高开工率下关注产销及库存变化；PTA即期供应偏紧，但装置的恢复以及新产能的投放，将加大未来的供应。PTA现货基差强，关注期货月间套利机会；期货绝对价格高，警惕价格调整风险。</p>	<p>终端需求超预期</p>
铁矿		<p>近期海外到港量继续增加，但钢厂疏港量仍处于高位，港口继续去库。目前钢厂利润偏低，原料维持按需补库；随着高炉继续复产，钢厂厂内库存低位，铁矿需求支撑矿价，基本面向好。宏观层面经济增长定调，基建及制造业需求较好，地产销售持续回暖，但发改委持续关注铁矿市场，叠加海外风险较不稳定，预计短期矿价维持高位震荡。</p>	<p>终端需求快速落地，钢厂加速补库（上行风险）需求改善不及预期，非主流供应超预期增加（下行风险）</p>
螺纹		<p>螺纹需求大幅下降，产量环比回落，库存去化速度明显放缓。需求方面，地产销售持续好转，房企资金状况有所好转，基建仍然维持高增速，托底现实需求。供给方面，长短流程钢厂有所回落，预计产量相对稳定。短期海外风险加剧，期价震荡运行。</p>	<p>旺季需求超预期释放、钢厂复产加快（上行风险）；终端需求不及预期（下行风险）</p>
铝		<p>云南电力供应紧张，且而贵州、四川复产尚待时间，铝供给端支撑较强，需求逐步回暖，信贷、政府债双重支撑下，社融同比大幅增加，外围风险事件弱化，铝价止跌反弹。更长期来看，供应预期下滑，地产政策边际改善，铝价整体维持区间内偏强震荡。</p>	<p>产能恢复速度快，需求不及预期</p>
棉花		<p>供应端，本年度产量基本确定，印度产量即使下调预计对棉价影响不大，南半球长势良好，棉花预计增产；需求端，巴西出口需求低迷，美棉近两周签约数据回暖，终端纺服需求受制于宏观向下，短期内难有起色。基于基本面来看，棉价不存在大幅下跌的驱动力。二季度关注种植情况及订单持续性。国际棉价承压，震荡整理；国内棉价短期区间震荡，中长期重心预计上移。</p>	<p>需求不及预期、宏观利空</p>

资料来源：Wind 中信期货研究所

## 免责声明

除非另有说明，中信期货有限公司拥有本报告的版权和/或其他相关知识产权。未经中信期货有限公司事先书面许可，任何单位或个人不得以任何方式复制、转载、引用、刊登、发表、发行、修改、翻译此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，本报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为中信期货有限公司所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记。未经中信期货有限公司或商标所有权人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。

如果在任何国家或地区管辖范围内，本报告内容或其适用与任何政府机构、监管机构、自律组织或者清算机构的法律、规则或规定内容相抵触，或者中信期货有限公司未被授权在当地提供这种信息或服务，那么本报告的内容并不意图提供给这些地区的个人或组织，任何个人或组织也不得在当地查看或使用本报告。本报告所载的内容并非适用于所有国家或地区或者适用于所有人。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且中信期货有限公司不会因接收人收到此报告而视其为客户。

尽管本报告中所包含的信息是我们于发布之时从我们认为可靠的渠道获得，但中信期货有限公司对于本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性以及完整性不作任何明确或隐含的保证。因此任何人不得对本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性及完整性产生任何依赖，且中信期货有限公司不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。本报告不应取代个人的独立判断。本报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表中信期货有限公司或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下。我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告不构成任何投资、法律、会计或税务建议，且不担保任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成中信期货有限公司给予阁下的任何私人咨询建议。

## 深圳总部

地址：深圳市福田区中心三路8号卓越时代广场（二期）北座13层1301-1305、14层

邮编：518048

电话：400-990-8826

传真：(0755) 83241191

网址：<http://www.citicsf.com>