

## 宏观金融类

### 股指

上周指数涨跌幅：上证指数+4.85%，创业板指+1.81%，上证50+3.44%，沪深300+3.71%，中证500+0.92%，中证1000+4.66%。两市日均成交额8943亿，较前一周-665亿/天。

企业盈利和宏观经济：1月中国企业经营状况指数（BCI指数）51.11，数值较12月份的47.76大幅回升，主要是春节错位所致。1月PMI回落至49.2，低于荣枯线；1月M1增速5.9%较上月大幅增长，主要是春节错位因素导致。

利率：中债十年期国债利率-4BP，美债十年期国债利率-4BP，中美10年期利差+0BP至-185BP。

流动性和风险偏好：①上周沪深港通净买入107亿；②上周美股指数标普500指数+1.66%，恒生指数+2.36%，AH比价151.80%；③上周重要股东二级市场净增持22亿；④证监会新发2家IPO，数量+0；⑤上周融资余额+328亿；⑥上周偏股型基金新成立份额5亿。⑦DR007利率波动不大，宏观流动性中性。

总的来说，外资买入（+），重要股东净增持（+），融资额增加（+），IPO数量不变（平），偏股型基金发行量较低（-），ETF份额增加量减少（平），DR007变动不大（平）。资金面偏多。

估值：市盈率（TTM）：上证50为10.05，沪深300为11.44，中证500为21.12，中证1000为31.64。

宏观消息面：

- 1、习总书记2月23日下午主持召开中央财经委员会第四次会议，研究大规模设备更新和消费品以旧换新问题，研究有效降低全社会物流成本问题。
- 2、国常会：研究更大力度吸引和利用外资政策，部署进一步做好防范化解地方债务风险工作。
- 3、证监会：目前没有IPO倒查10年安排，用监管威慑力让企业不敢“带病闯关”。
- 4、多家银行密集下调存款利率，下调幅度从10个基点至60个基点不等。
- 5、沪、深交所量化交易报告制度平稳落地：进一步加强对量化私募等机构的交易监管。“量化巨头”灵均投资被沪深交易所限制交易并公开谴责。

交易逻辑：海外方面，美国1月通胀数据超预期，美债利率回升。国内方面，1月制造业PMI继续低于荣枯线，但春节出行消费数据超预期，有望扭转经济预期。12月政治局会议和中央经济工作会议提出要“以进促稳，先立后破”，各部委已经开始逐步落实重要会议的政策，国家队加大力度通过ETF稳定市场，5年期LPR利率大幅下调。当前各指数估值均处于历史最低分位值附近，股债收益比不断走高，建议IF多单持有。

期指交易策略：单边建议IF多单持有，套利建议择机多IF空IM。

### 国债

行情方面：周五，TL主力合约上涨0.38%，收于105.83；T主力合约上涨0.05%，收于103.770；TF主力合约下跌0.02%，收于103.030；TS主力合约下跌0.04%，收于101.550。

消息方面：1、习近平主持召开中央财经委员会第四次会议强调 推动新一轮大规模设备更新和消费品以旧换新 有效降低全社会物流成本；2、国常会：加快建立同高质量发展相适应的政府债务管理机制 在高质量发展中逐步化解地方债务风险；3、经济日报金观平：重大项目建设争先更要争效；4、美国高评

级公司债发行量突破 600 亿美元 创下 2022 年以来最繁忙的一周。

流动性：央行周五进行 2470 亿元 7 天期逆回购操作，中标利率为 1.80%，与此前持平。因当日有 920 亿元 14 天期逆回购到期，实现净投放 1550 亿元。

策略：降准降息等政策有望带动市场信心的企稳，而房地产利好政策的密集出台也有望带动节后的市场的表现。同时随着权益市场的企稳反弹，市场风偏有望抬升，考虑到价格处在高位，短期策略上震荡偏空。

## 贵金属

行情总结：沪金跌 0.95%，报 478.96 元/克，沪银涨 0.98%，报 5882.00 元/千克；COMEX 金涨 0.90%，报 2034.30 美元/盎司，COMEX 银跌 0.83%，报 22.78 美元/盎司；10 年期美债收益率涨 1.41%，报 4.33%；美元指数跌 0.31%，报 103.94；海外权益市场方面，道琼斯指数涨 1.68%，报 39069.11；纳斯达克指数涨 1.15%，报 16041.62；伦敦富时 100 指数涨 1.14%，报 7684.49；东京日经 225 指数涨 2.47%，报 39098.68；显示市场恐慌情绪的 VIX 指数涨 3.78%，报 14.54。

经济数据与联储官员表态：本周发布的美国 Markit PMI 数据较上月有所走弱，但仍处于荣枯线之上。美国 2 月 Markit 综合 PMI 初值为 51.4，低于预期的 51.8；Markit 服务业 PMI 初值为 51.3，低于预期的 52.3；Markit 制造业 PMI 初值为 51.5，高于预期和前值的 50.7。就业数据偏强，显示其劳动力市场仍维持火热，美国 2 月 17 日当周首次申请失业救济人数为 20.1 万人，低于预期的 21.6 万人。美联储官员密集发声，关于降息保持谨慎态度。美联储理事沃勒表示应当再将降息推迟几个月，以观察通胀缓和的进程是停滞还是暂时受阻。他预计美国 1 月份核心 PCE 通胀率将为 2.8%。同时，沃勒认为美国经济的基本面依然稳固，过早降息会影响通胀进程，并有可能对经济造成巨大的损害。美联储哈克则表明，不要预计降息能够立刻进行，当前联储可以按兵不动，降息的紧迫性并不高。

金银持仓与成交情况：本周内外盘金银持仓量均出现上涨，COMEX 黄金持仓量上涨 0.4% 至 42.08 万手，成交量五日均值下跌 8.97% 至 14.65 万手；COMEX 白银持仓量上涨 3.54% 至 15.25 万手。沪金持仓量上涨 1.38% 至 34.3 万手，成交量五日均值由 13.26 万手下跌至 10.4 万手；沪银持仓量上涨 3.64% 至 82.78 万手，成交量五日均值则从 48.2 万手下降至 36.41 万手。

美元流动性：本周美联储资产负债表收缩幅度较大，资产端减持美国国债和 MBS 341 亿美元。负债端逆回购协议余额小幅增加 90.53 亿美元至 9146 亿美元。财政部一般账户余额下降 431 亿美元，准备金规模减少 143 亿美元，当前余额为 3.52 万亿美元，美元流动性出现小幅收缩。

行情总结：受到近期美国通胀数据以及联储官员对于降息谨慎表态的影响，年初市场交易的联储降息预期有所回落，CME 利率观测器显示，对于美联储五月议息会议降息 25 个基点概率的市场预期由今年 2 月 2 日的 59.92% 下降至 2 月 22 日的 25.26%。预计在显著偏弱的美国通胀数据出现之前，贵金属价格将呈现震荡偏弱的走势，但其下方存在较强支撑，策略上不宜抛空，建议暂时观望。沪金主连参考运行区间 475-485 元/克，沪银主连参考运行区间 5743-6000 元/千克。

## 有色金属类

### 铜

上周铜价冲高，伦铜收涨 1.03% 至 8559 美元/吨，沪铜主力收至 69240 元/吨。产业层面，上周三大交易所库存环比春节前当周增加 8.6 万吨，其中上期所库存增加 9.5 至 18.1 万吨，LME 库存减少 1.4 至 12.3 万吨，COMEX 库存增加 0.5 至 2.6 万吨。上海保税区库存环比增加 1.2 万吨。当周现货进口转为亏损，洋山铜溢价延续下滑。现货方面，上周 LME 市场 Cash/3M 贴水扩至 92.5 美元/吨，现货边际走弱，国内现货市场成交受高价影响改善不明显，周五上海地区现货贴水 55 元/吨。废铜方面，上周国内精废价差扩大至 2080 元/吨，废铜替代优势提高，不过由于废铜制杆企业复工较晚，当周废铜杆开工率仅小幅回升。根据 SMM 调研数据，上周国内精铜制杆企业开工率回升 23.4 个百分点，恢复程度尚可。

价格层面，美联储降息时间预期延后至 5-6 月，但美国经济数据的潜在下滑担忧仍支持政策宽松。中国权益市场反弹，叠加两会临近，情绪面预计延续偏暖。产业上看铜库存回升和消费未完全恢复使得估值有所弱化，不过铜精矿加工费维持低位的背景下，预计铜价支撑仍强，短期价格预计为震荡伴随上冲走势。本周沪铜主力运行区间参考：68200-70000 元/吨。

### 铝

◆供应端：据 SMM 统计，2024 年 1 月份（31 天）国内电解铝产量 356.2 万吨，同比增长 4.2%。1 月份国内电解铝行业日均产量环比持稳在 11.49 万吨附近。1 月份国内铝初加工企业开工小幅下滑，西北、西南等地区铝棒等产品产量下降，行业铝水比例环比下降 3.7 个百分点。

◆库存：2024-2-22：铝锭累库 8 万吨至 72.2 万吨，铝棒累库 2.15 万吨至 29.25 万吨。

◆进出口：春节期间，满载着 94 个集装箱 2500 吨俄罗斯铝锭的中欧班列——俄铝专列首次直通辽阳，这批铝锭被运往新设立的俄中仓储物流（辽阳）有限公司公用型保税仓库，为下一步出库精深加工做储备。据几内亚新闻报道，几内亚工会运动 (MSG) 于 2 月 22 日星期四提交了一份通知，宣布从 2 月 26 日星期一开始在全国范围内举行无限期大罢工。据 MSG 总协调员 Amadou Diallo 称，将于 2 月 26 日星期一开始的无限期总罢工涉及几内亚公共、私营、混合和非正式部门的工人和退休人员。

◆需求端：节后进入传统累库季节，根据机构调研情况，下游铝厂在假期结束后复产复工情况良好，整体需求预期较为乐观。

◆小结：海外方面，本周欧美均针对俄罗斯出台了新一轮的制裁政策，俄铝出口恐进一步受到影响。几内亚的罢工也对国内铝土矿的供应产生了潜在不利因素。值得注意的是，春节期间铝棒厂内库存的增幅远远超出了往年同期。铝棒厂内库存从节前 25.66 万吨增长至 54.12 万吨，涨幅接近 20 万吨，达到历史最高位。铝棒库存的高企一方面是因为近两年电解铝厂开始就近建设铝棒厂，从而降低铝棒生产成本；另一方面则是因为春节前后全国范围的雨雪天气导致汽运暂缓，现货停摆，大量铝棒置留厂内。近年来，随着电解铝生产中铝水转化比例的持续走高，铝棒库存也成为了电解铝分析中不可忽视的因素，仅仅电解铝库存的低位并不足以说明国内消费的实际情况。短期内预计铝价将维持高位震荡走势，后续需密切关注国内下游复产情况。国内主力合约参考运行区间：18500 元-19500 元。海外参考运行区间：2150 美元-2350 美元。

## 锌

上周锌价下探回升，伦锌收涨 1.19% 至 2416.5 美元/吨，总持仓 23.71 万手。沪锌指数收跌 0.66% 至 20355 元/吨，总持仓 23.68 万手。内盘现货升水收窄，价差跟随下滑。外盘 0-3 贴水缩窄。内外比价扩大至 8.51，沪锌进口盈利扩大至 160 元/吨。库存方面，LME 库存增加 0.38 万吨至 26.86 万吨。SHFE 库存小计增加 5.5 万吨至 8.86 万吨，其中期货库存 3.65 万吨。根据 SMM 数据，下游工厂原料库存增加 406.33 吨至 1.34 万吨。社会库存增加 0.33 万吨至 16.23 万吨，北方大雪影响物流，下游整体提货偏弱。供给端，国产锌精矿加工费 4050 元/金属吨，进口锌精矿加工费 80 美元/干吨。锌精矿港口库存减少 1.3 万吨至 28.2 万吨。加工费低位，冶炼厂利润承压，冶炼厂检修预期增加。需求端，本周镀锌开工率录得 47.22%，终端需求恢复缓慢，订单疲软；压铸锌合金开工率上升 18.2 点至 28.27%，氧化锌开工率上升 19.8 点至 21.20%，下游复工节奏偏缓，整体提货情绪偏弱。总体来看，海外降息预期延后，国内下游复产预期偏缓，叠加进口窗口开启进口锌锭流入，整体情绪偏空。然冶炼利润较低，锌价运行至矿山 90% 成本线附近，下方亦有支撑。短期向下乏力。主力运行区间参考：19900-20800 元/吨。

## 铅

价格方面，上周铅价下探回升，伦铅收涨 1.43% 至 2099.5 美元/吨，总持仓下滑至 14.9 万手。沪铅指数收跌 2.25% 至 15880 元/吨，总持仓 7.49 万手。内盘现货贴水走扩，价差跟随下滑，外盘 0-3 升水走扩。内外比价持续下行至 7.61，沪铅进口亏损 2700 元/吨。库存方面，LME 库存减少 0.38 万吨至 17.38 万吨。SHFE 库存小计增加 1.24 万吨至 5.01 万吨，其中期货库存 4.65 万吨。根据 SMM 数据，社会库存增加 0.18 万吨至 4.9 万吨，铅锭工厂库存录减 2.08 万吨至 6.68 万吨，再生铅锭厂库去库幅度较大。供给端，原生铅方面，进口铅精矿加工费 45 美元/干吨，国产铅精矿加工费 850 元/金属吨，铅精矿 TC 维持低位，原生铅开工率上升 1.48 点至 54.03%。再生铅方面，废电动车电池均价落至 9700 元/吨，再生铅厂原料库存减少 1.59 万吨至 15.63 万吨，再生铅开工率下降 2.32 点至 40.93%。需求端，本周铅酸蓄电池开工率上升 39.88 点至 49.70%，下游电池厂本周陆续开工，部分蓄企元宵节后复工，下游复工后存在补库预期。总体来看，上周供应端出货不畅，铅价下跌后下游点价增多，伴随蓄企复产消费增加，铅价下方支撑增强。主力运行区间参考：15600-16300 元/吨。

## 镍

期现市场：LME 镍三月收盘价 17500 美元，当日涨 0.57%，周内涨 7.03%。沪镍主力下午收盘价 135620 元，当日涨 3.27%，周内涨 7.42%。周五现货价报 135100-139100 元/吨，均价较节前涨 8950 元。俄镍现货均价对近月合约升贴水为 -200 元，金川镍现货升水报 2500-2800 元/吨，分别较节前跌 250 和 2050 元。

基本面：截止 2 月 23 日，SHFE+LME+保税区显性库存报 9.24 万吨，较节前降 0.04 万吨。其中 LME 库存降 1992 吨，国内库存增 1593 吨。MYSTEEL 数据，1 月国内电解镍产量 2.27 万吨，环比降 6.9%，同比增 50.3%。1 月电解镍产能利用率降低，预计 2 月受春节影响，产量进一步下滑。2024 年 1 月中国+印尼镍生铁实际产量金属量总计 14.87 万吨，环比减少 2.13%，同比增加 8.26%。1 月国内多数镍铁厂维持减产，印尼镍铁投产产线未开满。不锈钢厂 1 月减产明显。1 月国内粗钢产量 242.75 万吨，环比减少 7.9%，叠加 2 月不锈钢预估排产继续减少。2 月 23 日库存报 111.47 万吨，较上周降 0.7%，较节前增 19.3%。

观点：欧美对俄制裁、印尼镍矿配额和必和必拓矿山停产影响供应预期，期镍大幅走高。短期关注进口镍资源供应变化，电积镍成本支撑及国内外精炼镍库存。红土镍矿报价连续走强，后续镍铁价格上调概率较大。预计不锈钢现货价支撑较强，下跌空间有限。短期关注国内不锈钢成本支撑、累库强度，以及



印尼镍矿配额批准进度。预计沪镍近期震荡，主力合约运行区间参考 125000-142000 元/吨。

## 锡

◆供给端：据 Mysteel 调研国内 20 家锡冶炼厂（涉及精锡产能 31 万吨，总产能覆盖率 97%）结果显示，2024 年 1 月精锡产量为 15233 吨，环比减少 2.79%，同比增加 23.59%。

◆进出口：中国 2023 年 12 月锡矿砂及其精矿进口量为 16405 吨（折合 4300 金属吨）同比减少 24.85%，环比减少 41.11%，其中 12 月从缅甸的进口量为 13056 吨（折合 2611 金属吨，按照平均品位 20% 计算）同比减少 16.69%，环比减少 36.54%；除缅甸外从其他国家 12 月合计进口量为 3350 吨（折合 1689 金属吨）同比减少 34.71%，环比减少 47.24%。精锡贸易方面，2023 累计进口精锡达到 3.3 万吨，创历史新高，同比上涨 7.6%；累计出口精锡 1.2 万吨，同比增长 12.7%；精锡净进口 2.1 万吨。

1 月印尼无精炼锡出口，海外供应偏紧。

◆需求端：节后第一周现货市场交易整体偏冷清，国内库存持续上涨。

◆小结：印尼出口许可证在年初开始重新审核，现阶段印尼交易所仍无锡锭出口交易记录，海外 LME 库存持续走低，海外锡锭后续供应恢复时间存在不确定性，这也带动了 LME 锡价的持续走高。国内库存维持高位，注册仓单数量在周中已经突破了一万吨。节后锡价整体呈现外强内弱走势，短期内预计锡价维持震荡走势，国内主力合约参考运行区间：200000 元-230000 元。海外伦锡参考运行区间：24000 美元-28000 美元。

## 碳酸锂

期现市场：现货市场节后报价小幅波动。2 月 23 日，SMM 电池级碳酸锂报价 93500-99000 元，周内跌 0.82%。工业级碳酸锂报价 87300-91000 元，均价周内跌 0.39%。碳酸锂期货合约低开高走，LC2407 合约收盘价 101800 元，较前日收盘价+4.25%，周内涨 5.71%，主力合约收盘价升水 SMM 平均报价 5550 元。SMM 澳大利亚进口 SC6 锂精矿 CIF 报价 850-950 美元/吨，周内企稳。

基本面：冶炼厂假期前后检修或计划减产，SMM 预计 2 月环减 17%。2 月 22 日 SMM 国内碳酸锂周产量报 7084 吨，环比节前一周降 6.2%。未来冶炼厂逐步复工，预计下周供应环比有较大增幅。12 月智利碳酸锂出口中国 8676 吨，环比减少 36.2%，1 月出口为 9818 吨，预计国内进口量处近期较低位置。据乘联会，2 月 1-17 日新能源车市场零售 16.5 万辆，较去年同期下降 15%，较上月同期下降 44%，今年以来累计零售 83.2 万辆，同比增长 59%。SMM 预计国内铁锂和三元正极月产量分别环比减少 24.8% 和 9.6%，2 月将达年内低值。2 月 22 日 SMM 周度库存报 79919 吨，较 15 日前增 3299 吨，其中上游增 6578 吨，下游及其他减 3279 吨。

观点：受资源端江西、西澳 Cattlin、加拿大 NAL 等矿山供应预期扰动，期间连续走强。现货端下游节前备货充足，市场成交以贸易商为主。下半周期现套利空间扩大，期现商采购情绪较高。元宵后下游预计将有采购需求，汽车价格战可能促进电池消费超预期。短期关注现货实际成交情况，期现是否联动，建议谨慎入场。中长期高成本矿山停产难以改变近年供给端过剩预期，维持锂价偏弱运行预期。本周电池级碳酸锂现货报价参考运行区间 90000-102000 元/吨。

## 黑色建材类

### 钢材

成本端：5-10 跨月价差处于历史同期偏低水平，但暂无逻辑驱动支持正套交易。热轧板卷吨毛利有所修复，目前钢联数据约在亏损 220/元每吨附近。成本对于钢材价格变化的驱动依然显著。

供应端：本周热轧板卷产量 305 万吨，较上周环比变化-10.4 万吨，较上年单周同比约-0.8%，累计同比约+1.7%。本周日均铁水产量 224 万吨/日，较上周环比下降 1 万吨/日。节后下游行业生产还未完全启动，因此在以销定产的策略下，钢材产量较上周出现下降。从库存变化来看，热轧与冷轧库存依然符合季节性规律，所以并无需过于担忧需求的变化，预期未来 2 周中数据端会出现比较显著的改善。但仍需要关注板材下游销售渠道是否通畅。在低利润环境下，我们认为钢厂以销定产的生产策略并未改变。

需求端：本周热轧板卷消费 266 万吨，较上周环比变化-1.1 万吨，较上年单周同比约-16.5%，累计同比约+0.9%。热轧消费回落是季节性以及弱现实共同影响所导致的结果。暂时来说，我们认为 2024 年前半钢材消费主线分为海外需求回落与我国经济复苏等两条路径。海外需求回落与全球主要经济体的限制利率水平高度相关。此外，我国产成品在经过后疫情时期的市场抢占后，也出现后劲不足的征兆（出口额增速回落）。因此对于出口端的预期相对悲观。国内宏观则因为整体环境偏向宽松，因此认为更可能趋向增长。而且春节前对于衰退的交易也得到充分释放。在金三银四的现实数据未得到兑现前，市场存在重返交易经济复苏的可能性。

库存：库存符合季节性，密切关注下周去库情况。

小结：上周钢材价格随铁矿石下跌走入负反馈行情后，又快速随双焦价格的反弹而回升，符合此前报告中“弱势震荡，但向下有底”这一描述。目前我们认为钢材交易的路径并未发生显著变化。其中路线一是交易国内旺季预期及其实现路径。而炉料端虽然目前估值较高，但参考周中盘面的走势可以发现假如出现新的变量，比如煤焦的政策限产等，炉料依然存在继续走强的可能。其中更多是产业链间利润分配的结构性问题。海外方面目前各种消息众说纷纭，我们认为并无法作为驱动行情变化的主要变量。综合而言目前钢材基本面偏弱，除非未来几周间需求能够印证旺季现实，否则自身暂不具备带动价格向上的能力。因此我们维持对于盘面震荡的看法。风险：成本坍塌、衰退预期升级、复工进度超预期、炉料基本面大幅改善等。

### 锰硅硅铁

锰硅：

当前时点下，黑色系最主要的矛盾在于需求端（验证需求）。我们看到下游包括螺纹钢、铁水在内的钢厂生产表现十分疲弱。其中，螺纹钢周产在节后不但没有向上恢复，反倒延续环比走弱，继续处于历史同期显著极低水平，同比降幅超 40 万吨/周。同时，我们看到铁水方面，产量在前期小幅回升后本周出现明显回落，环比降 1.04 万吨至 225.52 万吨，同比历史同期降幅将近 7 万吨/周（这与我们节前所不断提示的，在下游效益低下、对于需求旺季预期低迷的背景下，铁水的产量恢复或明显不及市场预期相一致）。

而螺纹钢及铁水，作为锰硅下游最主要的需求去向，尤其螺纹钢如此显著的同比降幅，明显制约着锰硅

需求端的释放。相较于需求而言，供给并未出现同期如此明显的走弱。这意味着，产业当前仍旧是下游需求差，上游被动通过主动收缩供给（进展缓慢）向需求靠拢以试图挽回利润的局面。但这些情况，我们认为已经在盘面持续定价之中，变现为盘面持续低迷，紧贴着成本支撑做低位底部区间震荡。

短期在未看到需求出现明显向上之前，我们预期价格上方仍将明显受压。而底部的支撑来自于成本（是一个可变的支撑线），主要是锰矿以及煤炭。锰矿端，随着港口库存前期持续去化后，当前维持过去几年的低位，虽然春节期间有所反弹，但给予锰矿价格方面的压力明显减弱，锰矿价格近期的持续小幅回升，正是这一点的体现。煤炭方面，双焦近期受供给侧预期扰动，价格出现显著反弹，但3月份供给的风险仍旧存在（可能存在预期差的因素），继续观察。

综合来看，我们仍继续给出底部盘整震荡的观点。

硅铁：

延续锰硅板块观点，当前主要矛盾来自于需求侧以及下游钢厂低效益对于合金估值的压制（需求弱决定钢厂利润低，双焦与铁矿对这部分利润进行争夺，铁合金受压制）。其中，与硅铁关系更为紧密的铁水端如预期与2023年初以来的快速、明显回升形成差异，恢复斜率显著弱于2023年同期。此外，非钢端金属镁仍维持疲弱状态，出口利润持续低迷。需求端难以释放限制硅铁价格向上的想象力，即使供给端当前已主动大幅下修（但低位的供给为后期需求回升后的价格提供了弹性，如果有）。

当前需求验证阶段，需要关注元宵节后市场的恢复情况，紧密跟踪市场需求变动。短期我们仍给出价格维持底部震荡的判断。

## 工业硅

供给端，整体产量环比继续维持稳定，但新疆地区周产仍继续回升，在利润加持以及新投产能爬坡等因素影响下，新疆地区一旦复产面积明显提升，仍将是未来价格端的重大压力因素。需求端表现相对乐观，在于产能大量投放以及仍拥有利润条件下，多晶硅供给的持续释放，以及铝合金产量的维持高位与有机硅库存、利润情况环比好转下价格的回升以及产量的提升。

虽然需求端因素边际向好，但当前价格的定价重心仍在供给一侧，新疆地区的产量后期恢复情况是决定枯水期后半段工业硅价格走势的关键。如果供给短期能维持在当前水平，我们预估一季度乃至二季度初供求结构是走向边际改善的，这样的情况下价格存在向上修复估值的机会。但新疆地区的复产动作减弱了我们对于年后价格可能向上反弹至相对合理水平（13900-14100）这一水平的预期力度。除非出现政策性的限制，否则在利润加持之下，新疆地区产量的继续回升我们认为是难以避免的，但幅度暂时难定，这是目前难以克服的风险。

短期看，向下的空间受到成本的显著支撑，13000-13100元/吨区间经受到多次检验且表现有效，而向上的想象空间受限于供给压力，预计短期价格仍将维持区间震荡整理，上方或以13900-14100元/吨区间为界。持续观察工业硅产量情况，尤其新疆地区供给情况。

## 能源化工类

### 橡胶

橡胶胶价春节后受泰国原料胶水偏紧影响，整体震荡上涨。

橡胶 RU 指数在近 3 年重要的 14800 一线遇阻。暗示此价格对生产商卖出套保的吸引力。

天然橡胶 RU 多方认为，对比铜金属铁矿螺纹，糖棉花等商品，橡胶价格偏低。厄尔尼诺可能有助于橡胶减产。空头认为 RU 升水 20 号胶比较往年偏高较大。

#### 现货

上个交易日下午 16:00-18:00 现货市场复合胶报价 12700（100）元。

标胶现货 1570（20）美元。

#### 操作建议：

由于轮胎厂原料冬储采购进入尾声，我们判断 RU 胶价上行空间有限，下行空间相对较大，容易形成上半年胶价的高点。建议厂商对库存积极卖出保值操作为主。买现货或 NR 主力抛 RU2405 继续中线推荐。

#### 1) 重卡数据有恢复。

据中汽协数据，2024 年 1 月份，我国卡车市场（含底盘、牵引车）共计销售 28.88 万辆，环比下降 7%，同比增长 82%。这其中，重型卡车市场（含底盘、牵引车）1 月份销售 9.69 万辆，环比大增 86%，同比大增 99%。

#### 2) 轮胎出口后期预期转差。

2023 年，中国共计出口新的充气橡胶轮胎 6.164 亿条，同比上涨 11.8%；出口金额达到 1501.13 亿元，同比上涨 19.5%。其中，山东省作为中国轮胎的重要产区，出口橡胶轮胎金额达到 923.6 亿元，同比增长 20.6%。

#### 3) 轮胎厂开工率后期预期中性

需求方面，轮胎厂春节后复工。截至 2024 年 2 月 23 日，山东地区轮胎企业全钢胎开工负荷为 43.20%，较上周（2 月 9 日-15 日）走高 39.96 个百分点，较去年同期走低 25.34 个百分点。国内轮胎企业半钢胎开工负荷为 63.18%，较上周（2 月 9 日-15 日）走高 41.03 个百分点，较去年同期走低 10.78 个百分点。

#### 4) 库存中性偏弱

库存方面，截至 2 月 23 日，青岛地区天然橡胶一般贸易库库存为 42.80 万吨，较上期减少 0.33 万吨，降幅 0.77%。天然橡胶青岛保税区区内库存为 13.38 万吨，较上期增加了 0.30 万吨。青岛社会库存 56.18（+0.03）万吨。

截至 2 月 23 日，上期所天然橡胶库存 213008（2400）吨，仓单 203490（5800）吨。20 号胶库存 120657（-101）吨，仓单 112089（403）吨。橡胶库存 89.35（0.03）万吨。

#### 5) ANRPC 产量小增。

ANRPC12 月报告预测，1. 12 月全球天胶产量料增 9.1%至 152.2 万吨，较上月下降 3.4%；天胶消费量料降 3.2%至 124.7 万吨，较上月下降 4.4%。2. 2023 年全球天胶产量料同比增加 6.5%至 1514.1 万吨。其中，泰国增 2.5%、印尼增 17.4%、中国降 3.1%、印度增 3.8%、越南增 4.1%、马来西亚降 9.8%、科特迪瓦增 16.5%、其他国家增 5%。3. 2023 年全球天胶消费量料同比降 0.5%至 1550.1 万吨。其中，中国增 3.8%、



印度增 5.7%、泰国增 16.2%、印尼增 3%、马来西亚降 22.3%、越南增 0.2%、欧盟降 6.4%、美国降 9.9%、日本降 1.5%、其他国家降 18.2%。

## 甲醇

甲醇国内开工处于高位水平，短期仍将维持，海外开工小幅回升但仍在历史低位，到港继续回落，预计二、三月份进口压力相对有限，港口库存难以大幅累积，基差仍将维持偏强走势。需求端港口 MTO 装置回归，传统需求节后有所回升，下游原料库存较为充足，短期刚需维持，对高价原料有所抵触。总体来看，内地压力大于港口，港口与内地价差走阔，港口在低进口下仍有支撑，但 MTO 利润继续压缩，下游对高价原料接收度有限，限制甲醇上行空间，因此单边来看，盘面冲高不追，短期盘面已涨至区间上沿，待有回调再考虑作为多配品种，月间价差逢低关注正套为主。

## 尿素

尿素供应端短期有部分装置检修但预计后续产量仍会维持在高位水平，淡储也将在后续逐步释放，供应整体在同期高位水平。需求端工业与农业需求将在后续逐步走高，复合肥企业成品库存高位，关注后续需求情况。总体来看，后续将呈现供需双增的格局，近端有旺季支撑，盘面基差冲高回落，月间价差仍维持正套逻辑，逢低介入。单边来看维持后续过剩格局不改，盘面冲高关注空配机会。

## 聚烯烃

政策端：高盛分析师预计美联储 5 月降息可能性降低，预计将在 2025 年开始降息至 3.25%-3.5%，全球经济复苏预期遇冷。

估值：周度跌幅（期货 > 现货 > 成本）；聚烯烃基差走强，即使本周利润下滑，但 PP 利润仍然相对 PE 较低，PP 相对 PE 低估。

成本端：春节后海外能源类产品震荡偏强。WTI 原油本周上涨 0.74%，Brent 原油本周上涨 0.98%，煤价本周上涨 3.18%，甲醇本周下降 1.74%，乙烯本周上涨 4.82%，丙烯本周下降 0.48%，丙烷本周下降 0.48%。成本端原油、LPG 低位震荡，盘面交易逻辑受供需关系影响增强，PDH 制 PP 利润小幅回升，上游生产商仍继续降低产能利用率挺价。

供应端：PE 产能利用率 83.33%，环比下降 2.52%，同比去年下降 3.84%，较 5 年同期下降 -4.97%，PE 本周检修较多，供应端偏紧。PP 产能利用率 77.41%，环比下降 0.91%，同比去年上涨 2.69%，较 5 年同期下降 -0.24%，PP 本周检修回归增多。2 月供应端 PE 无新增产能，PP 一季度安徽天大石化（外采丙烯制 15 万吨），惠州力拓（油制 30 万吨），金诚石化（油制 30 万吨），利华益维远（PDH 制 20 万吨）或将投产。

进出口：12 月国内 PE 进口为 116.81 万吨，环比 11 月下降 -4.20%，同比去年上涨 6.94%。12 月国内 PP 进口 23.65 万吨，环比 11 月上涨 4.00%，同比去年下降 -17.51%。根据初级塑料进口量推测，预计聚乙烯 2 月进口较 1 月将有所增加。出口端 PE、PP 出口量回落，12 月 PE 出口 5.76 万吨，环比 11 月下降 -12.92%，同比上涨 1.88%。12 月 PP 出口 8.07 万吨，环比 11 月下降 -23.38%，同比上涨 80.08%。海外需求淡季，出口下降幅度较大，近期美元指数下跌，人民币汇率升值至 7.10 震荡，PE 进口利润持续修正，2 月进口窗口部分打开。

需求端：聚乙烯下游或将进入季节性旺季，但开工率低位震荡；聚丙烯下游开工表现良好，春节后率先反弹。开工周度数据显示，PE 下游开工率 21.72%，环比上涨 5.64%，同比下降 -52.95%。PP 下游开工率 37.43%，环比上涨 50.50%，同比下降 -19.66%。聚丙烯下游多数厂家已经返工，聚乙烯下游或将下周返工。

库存：本周聚烯烃上中下游开始累库，提前为正月返工做准备。PE 生产企业库存 66.44 万吨，本周环比累库 1.61%，较去年同期累库 42.3%；PE 贸易商库存 4.18 万吨，较上周累库 27.31%；PP 生产企业库存 86.34 万吨，本周环比累库 98.89%，较去年同期累库 30.64%；PP 贸易商库存 18.62 万吨，较上周累库 104.17%；PP 港口库存 7.28 万吨，较上周累库 21.13%。

小结：高盛分析师预计美联储 5 月降息可能性降低，预计将在 2025 年开始降息至 3.25%-3.5%，全球经济复苏预期遇冷；库存端聚丙烯上中游大幅累库看好后市，需求端聚丙烯下游开工率先反弹。

下周预测：聚乙烯(LL2405)：参考震荡区间(8000-8300)；聚丙烯(PP2405)：参考震荡区间(7300-7600)。

推荐策略：LL5-9 价差 46 元/吨，环比缩小 4 元/吨，建议逢低做多。

风险提示：原油大幅下跌，PE 进口量大幅上升。

## 苯乙烯

苯乙烯节内港口大幅累库，近端有装置计划外停车，对港口基差有所支撑。苯乙烯下游方面，开工缓慢复产，对高价略有抵触，关注下游补库节奏。纯苯端，下游苯乙烯近期检修有所增加，酚酮也出现意外检修，跌价海外价格下跌，盘面交易纯苯负反馈。中期来看，纯苯-苯乙烯产业库存偏低，纯苯格局仍然偏强，叠加海外芳烃强势，关注远月买入机会及盘面远月 4-5 的正套机会。

## PVC

PVC 节内开工维持高位，社库及工厂均大幅累库。虽非一体化厂家利润亏损较大，但电石紧张的情况缓解后，外采电石的装置负荷回升，后续电石法检修偏少。但乙烯法利润偏差，后续乙烯法装置检修有所增加。国内下游需求季节性偏弱，节前休假，开工大幅回落。台塑 3 月报价上调超预期，刺激国内出口成交放量。目前 PVC 企业亏损较大，谨防春检力度超预期，预计 PVC 偏弱震荡，估值偏低，单边建议观望。

## 农产品类

### 生猪

现货端：尽管屠宰量同比有明显回落，但节后消费较弱，现货端上周仍以疲弱下行为主，体重小幅走高，具体看河南均价一周下跌 0.3 元至 13.9 元/公斤，四川均价周落 0.9 元至 13.1 元/公斤；供应端多空交织，本月出栏进度完成度一般，且降雪导致被动压栏，后期供应压力仍大，但市场对后市存在涨价预期，低位抗价乃至二育托底力量不容小觑，需求处于淡季，整体影响有限，预计下周现货以跌后企稳为主。

供应端：去年 11-12 月份，因受低价和疫情的共同影响，产能去化有加速迹象，或利好远期尤其是今年下半年价格，其中北方局部中小体重猪的损失，对当前及未来一段时间的价格也构成潜在支撑；不过另一方面，从区域价差以及屠宰量来看，当前南方供应整体是极为充裕的，且从前期数据推理论出栏量，今年 2-4 月供应压力整体还是偏大；从短期指标上看，屠宰明显放量后，体重去化依旧不够理想，另外

冻品库存也偏高，这说明短期供应端难言乐观，只是在未来减量的预期下，情绪面影响或加深，在市场一致预期看好下半年的背景下，需要关注是否有提前抄底冻品和活体库存的力量出现。

需求端：节后淡季，消费端影响式微，但投机性需求或影响节奏，关注二育、冻品入库等情绪性力量何时介入。

小结：受去年母猪以及存栏中小体重猪产能主动和被动去化的影响，市场较一致的观点是认为猪价拐点将至，微利时代渐行渐近，尽管具体时点尚存分歧，但从仔猪表现和二育动作来看，情绪端已不弱，考虑远月估值尚低，预期交易支撑下建议逢低买入；近月走势有赖于现货，考虑当期基本面乏善可陈，近月走势或维持偏弱，月间反套思路，交割前留意预期差。

## 鸡蛋

现货端：上周国内蛋价先涨后落，周初受下游逢低补库影响，价格小幅走高，但上游库存充裕，且下游消化有限，后半周整体走势弱于预期，具体看，黑山大码报价周持平于3元/斤，辛集周落0.07元至2.82元/斤，销区回龙观周涨0.09元至3.25元/斤，东莞周落0.17元至3.34元/斤；展望下周，新开产仍处增势，淘鸡走量有限，产区库存相对充裕，消费进入传统淡季，走货速度不快，预计下周现货仍有小跌风险，关注原料端支撑。

补栏和淘汰：尽管蛋价走势偏弱，但成本端同步甚至更弱，由此导致虽蛋价下滑但盈利尚可，截止1月份的补栏量为8656万羽，同比增加19.9%，环比-0.2%，补栏量延续偏高；老鸡出栏仍不畅，截止当前的鸡龄在510天附近，偏高，表明养殖有利可图背景下，老鸡延淘仍是主要策略。

存栏及趋势：截止1月末在产蛋鸡存栏为12.12亿只，环比+0.2%，同比增加3%，较去年低点+3%，盈利积累叠加成本下移预期，加上延淘，未来存栏逐步增加的态势不变，至24年6月的理论存栏量达12.65亿只，但留意阶段性老鸡加速出清，或影响存栏节奏。

需求端：目前处于春节后消费淡季，走货不快，考虑市场心态偏悲观，下游或维持低库存策略，但蛋价阶段性跌至低位后成交有放量可能。

小结：前期高补栏叠加成本下移，未来存栏上升态势不变，且考虑上半年消费淡季属性，价格或以低位弱勢窄幅整理为主，对应于偏近合约仍有升水可挤，维持偏空思路；远月受移仓因素以及成本带动走高，升水拉大后以等待高点抛空为主，思路建议高空近月，月间反套。

## 蛋白粕

国际大豆：本周美豆单边下行创新低，阿根廷未来天气预计较好，全球大豆丰产预期较大。美豆销售数据较差，截至2月9日美国大豆23/24年度出口销售合约总额3880.78万吨，销售进度79.65%，仍然慢于历史同期，环比未见改善。本周进口大豆升贴水叠加盘面下跌，导致到港成本小幅下跌70-100元/吨，国内豆粕期货下跌幅度不大，进口巴西大豆盘面榨利增加。天气方面，根据2月22日预报，阿根廷2月降雨预计达到平均水平，未来两周主产区降雨处于均值或高于均值水平，温度略高，巴西下周雨量较大，高于均值，2月23、24号之后雨量预计明显下降，均值附近，预计对收割影响不大。我们认为巴西今年的气象数据可能导致最终减产幅度在1000万吨以内，而阿根廷恢复性增产2500万吨以上问题不大，考虑美国小幅减产，全球大豆的供应增加格局不变。

国内双粕：节后第一周的豆粕成交水平不如去年，但当前饲料企业库存天数是历史同期偏低，预计后续豆粕消费不会太差。但市场对4、5月的到港预估偏高，预计跟去年一样，基差仍处于偏弱趋势。库存方面，预计近月大豆及豆粕小幅去库，4、5月大豆供应充足。

观点小结：供应端，美国及巴西农业部报告均未给出利好，后市天气也暂时看不到大的危机，大供应预期仍在。需求端，节后需求较节前将环比下滑，美国大豆的销售进度环比未见改善。收割期升贴水下跌及往年供应过剩引发美豆跌至种植成本之下运行的担忧仍存，市场难觅上行驱动。但美豆估值已相对较低，预计后市美豆及豆粕偏弱震荡为主。套利方面，豆粕、菜粕的跨期套利由于预期到港压力较大，美豆新季未至暂无利好提供，南美天气也较好，对应合约的正套处于偏弱趋势，当然从估值来看比较有吸引力，有安全边际但无驱动。

## 油脂

马棕：本周马棕偏震荡，美豆下跌，但原油及马棕去库有所支撑。SPPOMA 数据显示，马棕2月棕榈油产量环比下滑17%左右，三大船运机构则预测马棕2月出口环比下降3.4-18.3%之间，预计马棕2月将继续去库。3月和4月的产量一般也不会回升太快，4月是斋月的原因产量往往下降，因而3、4月份马棕可能还会继续去库。

国内油脂：国内油脂库存截至2月17日为194.385万吨，与去年同期持平，近五年中算偏高的库存。棕榈油库存未来两个月可能维持去库趋势，因为进口下降，对比历史同期偏低，豆油库存偏高，未来两个月根据到港预估预计小幅去库，菜油库存因为到港预估较去年少，可能是持平运行，三大油脂总库存预计未来将持续下降。湖北等国内菜籽产区出现低温冻害天气，据Mysteel调研，两湖产区新季油菜因冻雨及暴雪灾害或存在一定减产预期。

国际油脂：欧洲现货棕榈油本周上涨11美元/吨至987美元/吨，菜籽油上涨12美元/吨至941美元/吨，近期维持小幅上涨趋势。截至2月1日，印度植物油库存为264.9万吨，同比减少76万吨左右，考虑到印度去年进口量较大，预计对产地棕榈油后续出口有积极影响。

观点小结：后市来看，棕榈油季节性去库的预期还较强，且原油价格相对较高，棕榈油预计在低价仍有支撑，上方则受全球油脂油料新作丰产影响承压，预计单边宽幅震荡趋势。套利方面，由于国内三大油脂库存的分化走势，预计后期豆棕缩、菜棕缩则仍然保持一定的延续性，未来两个月价差做扩可能较难，而在5月初以后，随着大豆、菜籽进入种植期及国内菜籽收获结束，届时关注菜棕、豆棕价差做扩机会。

## 白糖

国际市场回顾：上周ICE原糖期货价格破位下跌，截至周五ICE原糖5月合约收盘价报21.79美分/磅，较之前一周下跌0.76美分/磅，或3.37%，据外电消息称，全球第二大产糖国印度或将允许有限的出口。另一方面下周ICE原糖3月合约到期，市场密切关注交割情况。其他消息，泰国内阁确认2022/2023榨季甘蔗最终收购价为1197泰铢/吨，比榨季初期设定基准价高出117泰铢/吨。此外，内阁还批准了2023/2024榨季甘蔗的初步收购价定为1420泰铢/吨。印度政府将提高2024/25榨季甘蔗最低收购价，从2023/24榨季的3150卢比/吨上调至3400卢比/吨。

国内市场回顾：上周郑州白糖期货价格破位下跌，截至周五郑糖5月合约收盘价报6282元/吨，较之前

一周下跌 284 元/吨，或 4.33%，因外盘下跌。受盘面价格下跌影响，上周现货价格持续疲软，贸易商以观望为主，市场交投情绪较淡，总体成交一般偏淡。其他消息，据商务部大宗农产品进口数据显示，2024 年 2 月上半月关税配额外原糖实际到港 0 万吨，本月预报到港 0 吨。据泛糖科技讯，截至 2 月 17 日广西累计收榨糖厂 3 家，合计日榨蔗能力 1.5 万吨，同比分别减少 12 家、9.9 万吨。

观点及策略：受印度或将允许有限的出口消息影响，上周 ICE 原糖期货价格破位下跌，叠加近期原白价差持续收窄，原糖价格趋势明显走弱，关注下周 ICE 原糖 3 月合约交割后的价格走势。国内方面，受外糖下跌带动，上周郑糖同样破位下跌，但相对外糖抗跌，内外价差明显收窄，春节前配额外进口利润一度倒挂超过 1400 元/吨，现在倒挂幅度缩小至 1000 元/吨。短线内外糖价均由强转弱，但从长线来看，因进口利润倒挂已经持续超过两年时间，国内库存大幅去化，未来国内产销缺口问题会被放大，策略上建议暂且观望。

## 棉花

国际市场回顾：上周 ICE 棉花期货价格在高位宽幅震荡，截至周五 ICE 5 月棉花期货合约收盘价报 93.37 美分/磅，较之前一周下跌 1.05 美分/磅，或 1.11%，上周美国出口销售有所放缓，美国农业部（USDA）周五公布的出口销售报告显示，截止 2 月 15 日当周，美国当前市场年度棉花出口销售净增 13.05 万包，较之前一周减少 19%，较前四周均值减少 48%。其中，对中国大陆出口销售净增 0.69 万包。最大买家是孟加拉国，因本报告所述期间大部分时间正值中国假期。尽管今年这个时候的出口量低于往年，但美国的出口销售仍高于达到当前出口预期所需的速度。

国内市场回顾：上周郑州棉花期货价格跳空高开，截至周五郑棉 5 月合约收盘价报 16320 元/吨，较之前一周上涨 295 元/吨，或 1.84%，节后郑棉价格向上修复内外价差。上周大部分纺企已进入正常生产状态，但新接订单极少，下游询价情况也寥寥，企业基本都在完成节前订单，成品库存略有增加。纺织企业原料库存暂能保证生产，多数企业皮棉采购意愿不强。

观点及策略：因 USDA 2 月月度供需报告下调 2023/24 年度全球产量和库存，推动近期美棉价格大幅走强。美棉出口数据持续转好，未来消费量有上调的可能，美棉价格或仍有向上的潜在动力，叠加目前内外价差倒挂幅度扩大，给国内棉价提供支撑。但国内进口棉大增使得供应端维持宽松，纺纱企业累库增加，多空因素交织，预计短期郑棉价格维持偏强运行。



## 免责声明

五矿期货有限公司是经中国证监会批准设立的期货经营机构，已具备有**商品期货经纪、金融期货经纪、资产管理、期货交易咨询**等业务资格。

本刊所有信息均建立在可靠的资料来源基础上。我们力求能为您提供精确的数据，客观的分析和全面的观点。但我们必须声明，对所有信息可能导致的任何损失概不负责。

本报告并不提供量身定制的交易建议。报告的撰写并未虑及读者的具体财务状况及目标。五矿期货研究团队建议交易者应独立评估特定的交易和战略，并鼓励交易者征求专业财务顾问的意见。具体的交易或战略是否恰当取决于交易者自身的状况和目标。文中所提及的任何观点都仅供参考，不构成买卖建议。

**版权声明：**本报告版权为五矿期货有限公司所有。本刊所含文字、数据和图表未经五矿期货有限公司书面许可，任何人不得以电子、机械、影印、录音或其它任何形式复制、传播或存储于任何检索系统。不经许可，复制本刊任何内容皆属违反版权法行为，可能将受到法律起诉，并承担与之相关的所有损失赔偿和法律费用。

研究报告不代表协会观点，仅供交流使用，不构成任何投资建议。

## 公司总部

深圳市南山区粤海街道3165号五矿金融大厦13-16层

电话：400-888-5398

网址：www.wkqh.cn

## 研究中心团队

【五矿期货研究中心团队】					
姓名	职务	组别	研究方向	从业资格	交易咨询
孟远	总经理	主持研究中心工作		F0244193	
吴坤金	高级分析师、组长	有色金属组	有色、铜、锌	F3036210	Z0015924
王震宇	分析师		铝、锡	F3082524	Z0018567
钟靖	分析师		镍	F3035267	
曾宇轲	分析师		碳酸锂、镍	F03121027	
张世骄	分析师		铅、锌	F03120988	
蒋文斌	投研经理、组长		宏观金融组	宏观、国债	F3048844
夏佳栋	分析师	股指		F3023316	Z0014235
钟俊轩	分析师	贵金属		F03112694	
石头	首席分析师	黑色建材组	黑色	F03106597	Z0018273
赵钰	分析师、副组长		黑色、钢材、铁矿	F3084536	Z0016349
郎志杰	分析师		玻璃、纯碱	F0284201	
李昂	分析师		热卷、动力煤	F3085542	Z0018818
陈张滢	分析师		铁合金、工业硅	F03098415	
谢璇	分析师		铁矿、双焦	F03097319	
李晶	首席分析师、组长	能源化工组	能化	F0283948	Z0015498
张正华	高级分析师		橡胶、20号胶	F0270766	Z0003000
刘洁文	分析师		甲醇、尿素	F03097315	
汪之弦	分析师		燃料油、天然气	F03105184	
徐绍祖	分析师		塑料、PP	F03115061	
施洲扬	分析师		苯乙烯、PVC	F03096823	
王俊	高级分析师、组长	农产品组	农产品、生猪鸡蛋	F0273729	Z0002942
杨泽元	分析师		白糖、棉花	F03116327	Z0019233
斯小伟	分析师		豆粕、油脂	F03114441	
郑丽	研究助理	研究支持、研究服务和合规管理		F03087338	