

## 宏观金融类

### 股指

上周指数涨跌幅：上证指数+0.74%，创业板指+3.74%，上证50-0.76%，沪深300+1.38%，中证500+3.49%，中证1000+3.37%。两市日均成交额10887亿，较前一周+1945亿/天。

企业盈利和宏观经济：2月中国企业经营状况指数（BCI指数）51.63，数值较1月份的51.11回升，经济预期边际转好。2月PMI回落至49.1，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-3BP，美债十年期国债利率-7BP，中美10年期利差+4BP至-182BP。

流动性和风险偏好：①上周沪深港通净买入235亿；②上周美股指数标普500指数+0.95%，恒生指数-0.82%，AH比价153.17%；③上周重要股东二级市场净减持10亿；④证监会新发2家IPO，数量+0；⑤上周融资余额+282亿；⑥上周偏股型基金新成立份额16亿。⑦DR007利率波动不大，宏观流动性中性。总的来说，外资买入（+），重要股东净减持（-），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）。资金面中性略偏多。

估值：市盈率（TTM）：上证50为9.91，沪深300为11.47，中证500为21.78，中证1000为32.55。

宏观消息面：

- 1、中共中央政治局就新能源技术与我国的能源安全进行第十二次集体学习。
- 2、国常会：审议通过《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》。
- 3、美官员称以色列已基本批准加沙地带临时停火协议框架。
- 4、美国2月ISM制造业指数降至47.8，新订单、就业等分项指标萎缩，意味着制造业难以获得动能。

交易逻辑：海外方面，美国通胀数据超预期，美债利率回升。国内方面，2月制造业PMI继续低于荣枯线，但LPR超预期下调，各项经济政策陆续出台，有望扭转经济预期。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。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

经济及政策：受春节因素影响，2月份经济数据较少。刚公布的2月份PMI数据略好于预期，细分项中新订单数据略好于预期。而从高频数据看，节后的经济活动恢复仍较慢，新房销售数据同比去年大幅回落。二手房节后政策面继续偏暖，但只有深圳等少数城市表现好于去年。此外基建受地方财政支出限制的影响，部分省份的投资将受到一定约束。政策面可重点关注下周召开的“两会”。海外方面，美国近期就业及通胀数据较强，3月份降息概率降低。

1. 2 月份，制造业采购经理指数为 49.1%，比上月下降 0.1 个百分点；非制造业商务活动指数为 51.4%，比上月上升 0.7 个百分点；综合 PMI 产出指数为 50.9%，与上月持平；
2. 中共中央政治局：今年要大力推进现代化产业体系建设 加快发展新质生产力；
3. 克而瑞地产研究：2024 年 2 月，TOP100 房企仅实现销售操盘金额 1858.6 亿元，环比降低 20.9%，同比降低 60%，单月业绩规模继续创近年新低；
4. 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；
5. 证监会：将对 DMA 等场外衍生品业务继续强化监管 指导行业控制好业务规模和杠杆；
6. 证监会：始终坚持严的监管主基调 对包括高频交易在内的各类交易行为穿透监管；
7. 美国 1 月 CPI 同比值为 3.1%，超过预期的 2.9%，环比值为 0.3%，超过预期的 0.2%。美国 1 月核心 CPI 同比值为 3.9%，超过预期的 3.7%，环比值为 0.4%，超过预期的 0.3%；
8. 美国 1 月耐用品订单环比下降 6.1%，为 2020 年 4 月以来最大降幅；
9. 美国 1 月核心 PCE 物价指数环比上升 0.4%，创 2023 年 2 月以来最大增幅，预估为 0.4%，前值为 0.2%；美国 1 月核心 PCE 物价指数同比上升 2.8%，为 2021 年 3 月以来最小增幅，预估为 2.8%，前值为 2.9%。

流动性：1、2 月最后一周，逆回购投放 11640 亿，到期 5320 亿，净投放 6320 亿，主要为应对月末的流动性需求；2、央行超预期降准后，节后市场流动性总体较前期偏宽松，且市场节后的资金需求不及预期。

利率：最新国债收益率收于 2.37%，周环比回落 2.70BP；30Y 国债收益率收于 2.51%，周环比回落 13.53BP，均创出新高；10Y 美债收益率 4.19%，周环比回落 7.00BP。

小结：由于新房市场及基建投资方面的预期较弱，市场对经济基本面的企稳仍有分歧，宽松的货币政策环境令国债价格在节后出现大涨。但节后权益市场表现较好，市场风偏有望抬升。考虑到国债价格大涨后，长端利率处在历史低位，预计后续进一步上涨空间有限，短期策略观望为主。

## 贵金属

经济数据：本月发布的美国经济数据具有韧性，令前期市场交易的降息预期出现显著回落。美国 1 月非农就业数据大超预期，美国 1 月非农就业人口变动数为 35.3 万人，超过预期的 18.5 万人，12 月非农就业数据由 21.6 万人上修至 33.3 万人。数据显示美国劳动力市场的火热，新增非农就业人口数总体在十年均值之上。通胀数据方面，美国 1 月 CPI 同比值为 3.1%，超过预期的 2.9%，环比值为 0.3%，超过预期的 0.2%。美国 1 月核心 CPI 同比值为 3.9%，超过预期的 3.7%，环比值为 0.4%，超过预期的 0.3%。住房租金去通胀进程相对缓慢，其占美国 CPI 比重达到 34%。1 月住房租金 CPI 同比值为 6.1%，环比值为 0.6%。能源是总体 CPI 去通胀进程的重要影响因素，1 月能源类 CPI 同比值为-4.6%，环比值为-0.9%。其中能源商品通胀同比下降 6.8%，能源服务通胀环比下降 1.8%。

受到具有韧性的经济数据和通胀数据的影响，前期市场交易的宽松货币政策预期出现较大幅度的回落，CME 利率观测器显示，市场对于美联储三月议息会议降息 25 个基点的概率由 1 月 31 日的 52.81%下降至

2月28日的仅4%。以25个基点的幅度计算，当前市场预期本年度美联储降息的次数为3次。

纽约联储主席威廉姆斯表示，2024年进行三次降息是美联储官员进行讨论的合理选项，美联储博斯蒂克则表明他预计今年夏季联储将进行首次降息。

贵金属成交与持仓：从CFTC净持仓的情况来看，近期COMEX金银管理基金净持仓情况与年初相比偏弱，但在2月20日当周，多头情绪有所改善，截止至2月20日，COMEX黄金管理基金净多头持仓为4.99万手，高于前值的3.42万手。COMEX银管理基金净多持仓由负转正，为4925手，较前值的-8983手出现较大幅度增加。金银ETF持仓方面，一月以来金银ETF持仓以流出为主，黄金ETF持仓流出幅度大于白银，显示市场做多情绪相对较弱。

美元流动性：本月美联储资产负债表的收缩幅度为955亿美元，其中减持美国国债608亿美元，减持MBS144亿美元。负债端逆回购协议余额下降654亿美元，财政部TGA账户规模下降264亿美元。总体美元流动性小幅改善，存款准备金余额增加333.84亿美元。

总体而言，前期市场交易的降息预期有所回落，但联储在今年步入实质性降息仍是具有确定性的，对于贵金属价格应当保持多头思路，策略上逢低做多为主，沪金主连参考运行区间485-495元/克，沪银主连参考运行区间5900-6200元/千克。

## 有色金属类

### 铜

上周铜价小幅回调，伦铜收跌0.43%至8522美元/吨，沪铜主力收至69060元/吨。产业层面，上周三大交易所库存环比续增3.3万吨，其中上期所库存增加3.3至21.4万吨，LME库存减少0.02至12.3万吨，COMEX库存增加0.04至2.6万吨。上海保税区库存环比增加0.4万吨。当周现货进口亏损小幅收窄，洋山铜溢价企稳回升。现货方面，上周LME市场Cash/3M贴水缩至87.5美元/吨，现货供需边际改善，国内现货成交略有改善，周五上海地区现货贴水70元/吨。废铜方面，上周国内精废价差缩窄至1650元/吨，废铜替代优势降低，当周废铜制杆企业复工加快，开工率大幅提升。根据SMM调研数据，上周国内精铜制杆企业开工率提高10.9个百分点，开工继续恢复。

价格层面，美债收益率走低叠加中国进入两会时间，政策面有一定期待，情绪面中性略偏暖。产业上看，进入3月国内供需趋于平衡，海外供需延续双弱，供需面对价格的压力预计减弱，低冶炼利润下铜价支撑较强，铜价或为震荡伴随冲高走势。本周沪铜主力运行区间参考：68000-70000元/吨；伦铜3M运行区间参考：8350-8620美元/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。1 月（31 天）中国冶金级氧化铝产量为 672.0 万吨，日均产量环比减少 0.98 万吨/天至 21.68 万吨/天。1 月总产量环比 2023 年 12 月减少 1.10%，同比去年增加 5.5%。截至 1 月末，中国氧化铝建成产能为 10000 万吨，运行产能为 7914 万吨，全国开工率为 79.1%。

库存：2024-2-29：铝锭累库 4.4 万吨至 81.5 万吨，铝棒去库 0.75 万吨至 28.6 万吨。

进出口：几内亚罢工潮再度引发市场对于国内铝土矿供应的担忧，根据调研机构的最新信息，目前几内亚罢工暂缓，各大铝土矿山的发运工作陆续恢复，后续铝土矿供应预计恢复正常。

需求端：2 月 1-25 日，乘用车市场零售 86.1 万辆，同比下降 25%，较上月同期下降 43%，今年以来累计零售 289.5 万辆，同比增长 19%；2 月 1-25 日，全国乘用车厂商批发 70.3 万辆，同比下降 47%，较上月同期下降 49%，今年以来累计批发 279.1 万辆，同比增长 1%。

小结：铝锭库存持续走高，铝棒库存在本周出现了小幅度回落。根据调研机构的最新信息，几内亚罢工暂缓，各大铝土矿山的发运工作陆续恢复，后续铝土矿供应预计恢复正常。短期内预计铝价将维持高位震荡走势，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。氧化铝主力合约参考运行区间：3100-3400 元。

## 锌

上周锌价小幅上行，伦锌收涨 0.66% 至 2432.5 美元/吨，总持仓 23.42 万手。沪锌指数收涨 0.93% 至 20505 元/吨，总持仓 23.01 万手。库存方面，LME 库存增加 0.74 万吨至 27.6 万吨。SHFE 库存小计增加 0.9 万吨至 9.76 万吨，其中期货库存 3.93 万吨。根据 SMM 数据，下游工厂原料库存减少 0.15 万吨至 1.18 万吨。社会库存增加 1.18 万吨至 17.41 万吨，其中上海广东地区增库较多，下游前期备库充足，提货不多。供给端，国产锌精矿加工费 3800 元/金属吨，进口锌精矿加工费 80 美元/干吨，锌精矿加工费大幅下行，锌精矿港口库存减少 5.5 万吨至 22.7 万吨。精矿市场延续偏紧，冶炼端利润倒挂后部分炼厂开始检修，供应相对偏紧。需求端，本周镀锌开工率上升 6.23 点至 53.45%，压铸锌合金开工率上升 17.78 点至 46.05%，氧化锌开工率上升 29 点至 50.20%。总体来看，精矿于炼厂供应均偏紧，消费端虽然拿货不多，但家电和汽车下乡政策推高消费预期，短期情绪偏多，主力运行区间参考：20100-21150 元/吨。

## 铅

上周铅价持续下行，伦铅收跌 2.93% 至 2038 美元/吨，总持仓 15 万手。沪铅指数收涨 0.57% 至 15970 元/吨，总持仓 7.44 万手。库存方面，LME 库存增加 0.55 万吨至 17.93 万吨。SHFE 库存小计增加 0.28 万吨至 5.29 万吨，其中期货库存 4.76 万吨。社会库存增加 1.06 万吨至 5.96 万吨，其中浙江地区累库较多。厂提贴水扩大后部分持货商交仓意愿上行，铅锭从工厂库存转移至社会库存。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 800 元/金属吨，加工费低位维稳，原生铅开工率上升 0.77% 至 61.01%。再生铅方面，废电动车电池均价 9775 元/吨，再生铅厂原料库存减少 1.15 万吨至 14.48 万吨，再生铅开工率上升 1.86% 至 42.79%。需求端，本周铅酸蓄电池开工率上升 12.96 点至 62.66%，节

后第二周蓄企基本复工。但部分经销商春节库存尚有盈余，多为刚需补库，消费相对清淡。总体来看，外盘大量交仓压低海外消费预期，内盘铅废价格再起，再生端利润支撑仍存，然下游消费仍偏清淡，关注后续下游补库情况。主力运行区间参考：15700-16100 元/吨。

## 镍

期现市场：LME 镍三月收盘价 17755 美元，周内涨 1.46%。沪镍主力下午收盘价 137070 元，周内涨 1.07%。周五现货价报 137100-139300 元/吨，均价较前日+500 元，周内+1100 元。俄镍现货均价对近月合约升贴水为-300 元，周内跌 100；金川镍现货升水报 1000-1500 元/吨，周内跌 1400。

基本面：镍矿端 2 月 26 日，印尼已批准 1.45 亿吨镍矿的采矿配额(3 年期总量)，年均配额约为 2022 年 1.92 万吨采矿量的 25%。截止 3 月 1 日，SHFE+LME+保税区显性库存报 9.61 万吨，较上周增 0.38 万吨。其中 LME 库存增 3480 吨，国内库存增 295 吨。2 月受春节影响，电解镍产能利用率降低，预计产量下滑。据 MYSTEEL 公布数据，钢厂 1 月减产明显，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。下游节后备货，但热度受钢价走高抑制。2 月 29 日库存报 115.5 万吨，月内增 29%。

观点：供给端情绪影响减弱，国内外期镍反弹后震荡。下游对高价镍接受度有限，现货升水下调。短期关注进口镍资源供应变化及国内外精炼镍库存变化。印尼已批准镍矿采矿配额仍低，红土镍矿报价连续走强，预计后续镍铁价格易涨难跌。市场成交活跃，各地不锈钢报价强势，下游采取刚需备货。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，本周主力合约运行区间参考 125000-145000 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：印尼出口许可证仍在审查中，海外供应持续偏紧。

需求端：据产业在线最新发布的三大白电排产报告显示，2024 年 3 月空冰洗排产总量合计为 3694 万台，较去年同期生产实绩增长 17.3%。具体来看，3 月份家用空调排产 2213 万台，较去年同期实绩增长 25.2%；冰箱排产 837 万台，较上年同期实绩增长 8.4%；洗衣机排产 644 万台，较去年同期生产实绩增长 5.4%。

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，海外锡锭后续供应恢复时间存在不确定性。国内方面节后整体呈现季节性累库趋势，交易所库存持续走高，全球交易所总库存处于高位。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-240000 元。海外伦锡参考运行区间：24000 美元-29000 美元。

## 碳酸锂

期现市场：期现价格联动，周五 SMM 电池级碳酸锂报价 98000-107000 元，周内涨 6.49%。工业级碳酸锂报价 91000-98000 元，周内涨 6.00%。周五 LC2407 合约收盘价 119450 元，周内大涨 17.34%，主力合约收盘价升水 SMM 平均报价 16950 元。SMM 澳大利亚进口 SC6 锂精矿 CIF 报价 920-1000 美元/吨，周内+6.67%。

基本面：节后冶炼厂陆续复工，本周 SMM 国内碳酸锂产量报 7595 吨，环比上周增 7.2%。乘联会统计 2 月 1-25 日新能源市场批发 25.8 万辆，同比下降 44%，环比下降 46%；今年以来累计批发 94 万辆，同比增 15%。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。现货库存

继续增加，SMM 国内总库存报 81137 吨，环比上周增 1218 吨（+1.5%），其中上游增 975 吨，下游和其他环节增 243 吨。

观点：锂盐厂挺价意愿高，期现联动。下游优先观望，维持刚需备货。春节后上下游均复产，供大于求格局暂无明显边际变化。短期关注主产区供给节奏及现货实际成交情况，上游可考虑卖出套保或卖出高价看涨期权。中长期高成本矿山停产难以改变近年供给端过剩，维持长期锂价偏弱运行预期。本周电池级碳酸锂现货报价参考运行区间 100000-120000 元/吨。

## 黑色建材类

### 钢材

**估值：**钢材合约基差及价差基本稳定，不存在季节性套利窗口。钢厂利润在 2 月中持续修复，部分钢厂已开始盈利。在黑色系价格整体向下的 2 月中钢厂利润回升说明市场正处于负反馈逻辑当中。不过随利润持续回升负反馈可能已接近尾声。

**供应：**2024 年 2 月螺纹钢当月累计产量约为 797 万吨，较去年同期下降 230 万吨；热轧卷板累计产量约为 1258 万吨，较去年同期上升约 29 万吨。月中螺纹钢周均供应为 199 万吨，热轧卷板周均供应为 315 万吨。铁水在 2 月中基本处于 220 万吨/日以上水平，印证了上月月报中的判断。我们预期铁水产量会随季节性稳步提升，在 3 月达到 230 万吨/日以上水准。这代表炉料端对于钢材价格的影响可能重新回到考虑中。2 月中钢材供应的主要减量来自螺纹，我们判断是北方天气仍然没有完全回暖导致需求承压，继而影响了钢厂的产量（该论点可由南方市场螺纹钢现货价格大幅高于北方所论证）。但随时间推移该情况会得到缓解。因此判断螺纹与热卷在 3 月中会出现持续的增产，其中带来最大边际变量的将是螺纹。

**需求：**2024 年 2 月螺纹钢当月累计消费量约为 307 万吨，较去年同期下降约 428 万吨；热轧累计消费量约为 1138 万吨，较去年同期下降约 78 万吨。月中螺纹钢周均消费约为 77 万吨，热轧卷板周均消费约为 285 万吨。螺纹钢数据的同比大幅回落主要是季节性导致，但其中也存在今年春节后复产整体不及预期的影响。我们认为随北方天气回暖后螺纹钢消费会出现显著回升（虽然我们并不看好 Q1 螺纹钢的需求预期，但目前螺纹钢的消费仍然低于我们的判断）。整体而言钢材消费的旺季还未到来，判断 3 月中钢材需求会持续边际改善。库存：钢材库存基本符合季节性预期。

**小结：**炉料端的矛盾在负反馈行情中逐渐缓解，钢材自身基本面正在逐渐取回主导权。虽然按照目前的发展趋势看，钢材需求在 24 年可能会出现下滑，但具体仍需等待两会政策以及其后的数据印证才能做出更准确的判断。暂时而言，我们还未改变对于 24 年我国经济的乐观预期，认为需求的回落可能仅是暂时的。而此前市场所担忧的海外需求衰退，我们认为并不会对钢材消费构成很大的影响。因为该问题本质上是内外需求强度对比以及产业链利润分配的矛盾；因此假如在 24 年我国钢厂仍维持低利润生产，则预期钢材出口并不会出现大幅的下滑（间接出口同理）。目前我们所关注的场景之一，是 3 月中随铁水产量的回升炉料端是否会重新掌握黑色系定价权。假如成本端再次对钢材价格形成驱动，那么钢材价格可能会在负反馈行情结束后形成较大的反弹行情。整体而言，我们认为钢材在 3500-3600 元/吨一线存在较重支撑。

**风险：**负反馈持续发酵、经济复苏不及预期、化债强度超预期等。

## 锰硅铁

锰硅：

我们依旧认为当前时点下，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（同比大幅下降）。其中，螺纹钢本周虽有较明显回升，但仍继续处于历史同期显著低值水平，同比降幅达 80 万吨/周。同时，铁水产量在前期小幅回升后连续两周回落，同比历史同期降幅超 10 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）。

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，相反，我们看到 1-2 月份累计产量反倒同比有所上升。供求继续宽松（需求低迷，供给收缩力度不足）持续给予价格压力，结合成本端原材料价格近期企稳，价格已被打压至宁夏成本之下，这也解释了近期价格持续底部震荡的情况。

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。关注下周两会对于今年总体经济的方向性指引。

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，同期存在 11 万吨或 4.7% 左右的降幅。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（如果有）的价格提供了弹性，当前价格表现偏强于锰硅也在于其供给端收缩力度较大）。

当前需求验证阶段，需要继续关注后期市场的恢复情况，紧密跟踪市场需求变动。同时注意下周两会对于今年全年经济的方向性指导，以及是否存在超预期的政策出台。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 13000（0）元。

标胶现货 1590（0）美元。

#### 操作建议：

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。

我们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 3 月 1 日，周度山东地区轮胎企业全钢胎开工负荷为 70.14%，较上周走高 26.94 个百分点，较去年同期走高 1.16 个百分点。国内轮胎企业半钢胎开工负荷为 78.22%，较上周走高 15.04 个百分点，较去年同期走高 4.07 个百分点。基建物流等行业恢复较缓，全钢轮胎需求未明显提升。半钢轮胎恢复比较好。



#### 4) 库存中性

库存方面，截至 2024 年 3 月 1 日，青岛地区天然橡胶一般贸易库库存为 43.02 万吨，较上期增加 0.22 万吨，天然橡胶青岛保税区区内库存为 13.00 万吨，较上期减少了 0.37 万吨，青岛社会库存 56.02(-0.15) 万吨。

截至 2024 年 3 月 1 日，上期所天然橡胶库存 214434 (1426) 吨，仓单 209860 (6370) 吨。20 号胶 114912 (-5745) 吨，仓单 110779 (-1310) 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

国内开工继续走高，产量历史高位，海外开工同比仍偏低，3 月预计进口仍不足 100 万吨，港口仍难明显累库。港口与内地价差持续走阔，部分内地货源流往港口地区，但预计港口短期偏紧格局维持，基差已涨至 200 以上的同期高位。需求端部分港口 MTO 装置公布停车和降负计划，后续关注港口装置运行情况。总体来看，港口仍强于内地，后续内地货源流往沿海将缓解港口紧张格局，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

供应端部分地区陆续有装置检修，日产高位回落，但同比仍在高位。淡储货物将在 3 月逐步释放，后续供需整体维持在高位水平。需求端工业与农业需求将在后续逐步走高，出口端短期消息扰动，关注后续市场变化，短期更多为情绪上的影响。总体来看，后续国内尿素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，盘面关注逢高空配机会。

## 聚烯烃

1. 政策端：本周四美国 PCE 数据不及预期，市场情绪降温，伴随 5 月美联储降息概率大幅走低，全球需求预期减弱。

2. 估值：周度涨幅（期货 > 现货 > 成本）；聚烯烃基差走弱，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。

3. 成本端：本周 OPEC+ 拟将自愿减产至少至第二季度。WTI 原油本周下跌-0.45%，Brent 原油本周下跌-0.06%，煤价本周下跌-1.91%，甲醇本周上涨 2.98%，乙烯本周下跌-0.61%，丙烯本周上涨 0.37%，丙烷本周下跌-1.46%。成本端原油低位反弹，盘面交易逻辑受供需关系影响减弱，PDH 制 PP 利润小幅回升，生产商仍继续降低产能利用率挺价。

4. 供应端：PE 产能利用率 85.72 %，环比上涨 1.78%，同比去年上涨 8.05%，较 5 年同期下降-1.72%，

PE 本周检修较多，供应端偏紧。PP 产能利用率 75.82%，环比下降-2.22%，同比去年下降-1.57%，较 5 年同期下降-8.12%，PP 本周检修回归增多。3 月供应端金能化学（PDH 制 45 万吨 PP）、国乔泉港一期（PDH 制 45 万吨 PP）投产。

5. 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%。人民币汇率升值企稳，预计 PE1 月进口较 12 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，3 月进口窗口部分打开。

6. 需求端：聚烯烃下游或将进入季节性旺季，PE 开工率尚未复苏主要由于华北地区极端天气导致，待天气回暖后，农膜开始进入补库周期。开工周度数据显示，PE 下游开工率 29.96%，环比上涨 37.94%，同比下降-36.13%。PP 下游开工率 44.38%，环比上涨 18.57%，同比下降-6.21%。

7. 库存：本周上中游大幅累库，PE 生产企业库存 57.07 万吨，本周环比去库-14.10%，较去年同期累库 20.78%；PE 贸易商库存 4.82 万吨，较上周累库 15.14%；PP 生产企业库存 72.55 万吨，本周环比去库-15.97%，较去年同期累库 16.68%；PP 贸易商库存 17.89 万吨，较上周去库-3.92%；PP 港口库存 6.98 万吨，较上周去库-4.12%。

8. 小结：本周四美国 PCE 数据不及预期，市场情绪降温，伴随 5 月美联储降息概率大幅走低，全球需求预期减弱。3 月供应端金能化学（PDH 制 45 万吨 PP）、国乔泉港一期（PDH 制 45 万吨 PP）投产。LL-PP 价差到达前期高点有所回落，待 PP 新增产能真实投产落地后进场做扩。

9. 下周预测：聚乙烯(LL2405)：参考震荡区间(7900-8200)；聚丙烯(PP2405)：参考震荡区间(7100-7400)。

10. 推荐策略：LL-PP 价差 773 元/吨，环比扩大 9 元/吨，建议做扩；LL5-9 价差 27 元/吨，环比缩小 -41.30%，建议逢低做多。

11. 风险提示：原油大幅下跌，PE 进口量大幅上升。

## 农产品类

### 生猪

现货端：2 月份经历年前备货和年后淡季，国内猪价从高位明显回落，由于供需的季节以及区域错配，北方跌幅明显大于南方，其中河南均价从 2 月底的 17.6 元/公斤跌至 3 月初的 14.1 元/公斤，跌幅 3.5 元/公斤，四川均价月落 1.7 元至 14.2 元/公斤；展望 3 月，供应端或仍有惯性上升空间，屠宰量和体重表现中性，需求整体处于淡季，但考虑仔猪上涨以及未来供应减量的预期，市场情绪并不悲观，情绪性压栏、二育，以及阶段性的冻品入库等行为仍有托底作用，预计猪价小跌后有走涨空间。

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，1 月份官方能繁为 4067 万头，产能经前期加速去化后略有放缓；从短期指标看，节后现货迅速回落，且屠宰量并不低，体重降幅也不明显，说明短期供应量还是充裕的，

关注情绪性压栏、二育以及冻品入库的截流和后置作用。

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：受需求重建以及局部二育截流影响，上周现货小幅抬升，但供需看尚未走出颓势，3月现货或仍有波折，淡季寻低有赖情绪助推，只是03落幕后市场离交割尚远，盘面更多走预期行情，考虑仔猪上涨带动情绪以及未来供应的减量预期，以及二育等在淡季的托底行为，远月思路仍为逢低买入，临近交割前近月考虑现货纠偏。

## 鸡蛋

现货端：2月份跨经春节，蛋价进入传统淡季，在供应增加且成本塌陷，需求支撑偏弱的综合影响下，国内蛋价走势低迷，具体看，黑山大码报价月落0.7元至2.9元/斤，辛集月落0.67元至2.89元/斤，月最低2.82元/斤，销区回龙观月落0.87元至3.25元/斤，东莞月落0.85元至3.19元/斤；展望未来，供应端仍呈缓慢增加态势，但过剩程度有限，需求整体低迷但缓慢复苏，预计价格底部震荡后有缓慢触底趋势，整体波动空间或不大，关注成本端变化的指引。

补栏和淘汰：三年盈利周期，上游现金较为充裕，且成本下行，补栏动力普遍较足，2月份全国补栏量为8398万羽，环比-3%，同比-1.9%，整体仍处偏高区间；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2月末在产蛋鸡存栏为12.2亿只，符合预期，环比+0.7%，同比+3%，较去年低点+3.7%，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7月的理论存栏量达12.6亿只，较推测高峰的6月12.64亿只下滑，留意阶段性老鸡出栏节奏，或影响存栏变化。

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：供应呈逐步增多态势，压制现货往上空间，但需求环比有改善迹象，在供应并不绝对过剩背景下，现货有望逐步底部抬升但空间有限，近月给出相应升水，或在震荡思路中期现回归；远月波动有赖补栏和成本端的变化，考虑市场对各方利空已作出一定兑现，中短期预期差指向偏多，远月思路逢低买入，长期关注上方压力。

## 蛋白粕

国际大豆：2月美豆单边下行创新低，美豆5月合约从1月底1232.75美分/蒲下跌至3月1日1146美分/蒲，巴西升贴水基差反弹较多，3、4月出口升贴水上涨70-80美分/蒲，因而弥补了美豆端的下跌，大豆到港成本几乎与1月底持平。由于国内豆粕、豆油均较上月底反弹，大豆盘面压榨利润也小幅上涨。基本面在2月下旬开始有一些变化，首先美豆、巴西豆出口维持偏慢，但天气在后两周有一点问题，一是阿根廷最大主产州布州1、2月降雨是偏少的，去年9月至今年2月该州总降雨量偏少，接近2017/2018年水平，可能导致阿根廷的大豆产量在下个月报有所调低500万吨，我们认为总产量还是4500万吨以上，因为其他州天气较好，即增产2000万吨。巴西考虑到高温天数和主产州降雨偏少最多减产1000万吨，美国已经减产300多万吨，那么全球大豆还是丰产状态，但是下个月可能边际调减。二是阿根廷收获期，

市场可能会担心天气尾部风险，因为今年跌得太快太早，不免联想到2016年，市场在4月反弹近1000点，所以当大量堆积的空头也存在类似担忧。

国内豆粕：春节前后的豆粕成交水平不如去年，但也直接造成了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。目前市场对4、5月的到港预估偏高，预计库存加到港表达的供应跟去年一样，基差仍处于偏弱趋势。

观点小结：供应端，大供应预期仍在。需求端，近期表观消费一般，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。但美豆及国内豆粕估值已相对较低，供应端容易出现干扰，从而形成超预期的反弹，我们在2月的日报中提示了谨慎做空，在3月首日豆粕大幅反弹之后，我们认为豆粕可能会因3月月报的可能调整及后期尾部风险维持偏强震荡趋势，但高度有限。套利方面，豆粕、菜粕的跨期套利从估值来看比较有吸引力，有安全边际但无驱动，维持逢低做多思路。

## 油脂

马棕：本月马棕偏强上涨趋势，与美豆的下跌刚好相反，原油及马棕去库有所支撑。高频数据显示，马棕2月前25日棕榈油产量环比下滑1.7%左右，三大船运机构则预测马棕2月前25日出口环比下降14.03-20.96%之间，预计马棕2月将微幅去库。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24日为193.565万吨，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和一些机构调研，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，但对全球总体供应压力不大。

国际油脂：欧洲现货棕榈油本周上涨13美元/吨至1000美元/吨，菜籽油上涨8美元/吨至949美元/吨，全月维持缓步上涨趋势。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原糖期货价格下跌，截至周五ICE原糖5月合约收盘价报21美分/磅，较之前一周下跌0.79美分/磅，或3.63%。上周ICE原糖3月合约到期交割，交割量为25751手，约130万吨，为历史上3月合约第二大交割量。3月合约在2月29日暴跌6%，这是该合约的最后一个交易日，潜在的接货方减少，多头减仓造成原糖价格的大幅下跌，被市场视为的利空信号。

国内市场回顾：上周郑州白糖期货价格弱势震荡，截至周五郑糖5月合约收盘价报6254元/吨，较之前一周下跌28元/吨，或0.45%。据沐甜科技预测，1月份我国食糖进口预估高于去年同期的57万吨，可能达到70-80万吨。2月份食糖进口数量目前预估在40万吨左右，也高于去年同期的31万吨。

观点及策略：ICE原糖3月合约到期交割后价格延续跌势，对国内糖价形成压力。但从长线来看，因国内进口利润倒挂已经持续超过两年时间，国内库存大幅去化对价格形成支撑，策略上建议暂且观望。

## 棉花

国际市场回顾：上周ICE棉花期货价格宽幅波动，截至周五ICE5月棉花期货合约收盘价报92.41美分/磅，较之前一周上涨1.39美分/磅，或1.53%。该合约上周三曾触及2022年9月以来最高，但上周五挫跌4%触及跌停板，因周度出口销售数据表现欠佳。美国农业部（USDA）公布的出口销售报告显示，截止2月22日当周，美国2023/2024市场年度棉花出口销售净增4万包，较之前一周减少69%，较前四周均值下滑83%。当周，美国2024/2025市场年度棉花出口销售净增1.34万包。

国内市场回顾：上周郑州棉花期货价格小幅下跌，截至周五郑棉5月合约收盘价报16150元/吨，较之前一周下跌170元/吨，或1.04%。消费方面，上周纺纱厂和织布厂开机率环比继续提升，纱线库存环比下滑，纺纱利润略有好转。库存方面，虽然上周进口利润倒挂幅度明显加大，但由于前期大量进口，导致进口棉港口库存持续增加，上周港口库存延续增加，且同比大幅提高；新疆库存同比略减；内地库存微增。

观点及策略：因USDA2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，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，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	