

宏观金融类

股指

上周指数涨跌幅：上证指数+0.63%，创业板指-0.92%，上证50+0.47%，沪深300+0.20%，中证500-0.55%，中证1000-0.58%。两市日均成交额9836亿，较前一周-1051亿/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-8BP，美债十年期国债利率-10BP，中美10年期利差+2BP至-180BP。

流动性和风险偏好：①上周沪深港通净买入-31亿；②上周美股指数标普500指数-0.26%，恒生指数-1.42%，AH比价152.38%；③上周重要股东二级市场净减持3亿；④证监会新发2家IPO，数量+0；⑤上周融资余额+86亿；⑥上周偏股型基金新成立份额79亿。⑦DR007利率波动不大，宏观流动性中性。总的来说，外资卖出（+），重要股东净减持（-），融资额增加（+），IPO数量不变（平），偏股型基金发行量增加（+），ETF份额增加量增加（+），DR007变动不大（平）。资金面中性偏多。

估值：市盈率（TTM）：上证50为9.99，沪深300为11.63，中证500为21.63，中证1000为32.36。

宏观消息面：

- 1、政府工作报告：2024年GDP增长预期目标为5%左右，赤字率拟按3%安排；拟连续几年发超长期特别国债，今年先发1万亿；
- 2、中国2月CPI同比增长0.7%，半年来首次转正，PPI同比降幅扩大至2.7%；
- 3、以美元计价，中国1-2月出口同比增长7.1%，1-2月进口同比增长3.5%；
- 4、王毅：3月14日起中方将进一步对瑞士等欧洲六国试行免签政策；
- 5、证监会：如果市场出现非理性的剧烈震荡、流动性枯竭等情形，该出手时要果断出手，纠正市场失灵；
- 6、美联储主席鲍威尔：今年某个时点可能适当降息；
- 7、美国2月非农新增就业27.5万超预期，时薪环比骤降，失业率意外升至两年新高，强化6月降息预期。

交易逻辑：海外方面，近期美国公布的PMI数据偏弱，鲍威尔讲话偏鸽，美债利率回落。国内方面，政府工作报告提出2024年GDP预期目标为5%左右，赤字率拟按3%安排，2月制造业PMI继续低于荣枯线，CPI和出口数据超预期，前期5年期LPR利率超预期下调，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”，两会提出今年GDP目标为“5%左右”超出市场预期，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：当下国内经济数据总体以底部震荡为主，要出现显著复苏仍需时间。目前受市场关注较多的房地产数据仍未见改善，30城新房销售数据处在过去几年的同期低位，二手房表现一般，除深圳等少数城市数据同比有所好转外，多数城市表现仍较弱。两会政府报告的政策目标目前看基本符合预期，政策更多注重高质量发展，提质增效及新质生产力是未来的发力方向，而这也意味着经济的快速企稳反弹仍需时间。海外方面，美国近期主要经济数据边际转弱，美联储降息预期抬升。

1. 政府工作报告：2024年GDP增长预期目标为5%左右，赤字率拟按3%安排；拟连续几年发超长期特别国债，今年先发1万亿；
2. 以美元计价，中国1-2月出口同比增长7.1%，1-2月进口同比增长3.5%；
3. 国家统计局：2月CPI同比上涨0.7% 环比上涨1.0%；2月扣除食品和能源价格的核心CPI同比上涨1.2%；2月PPI同比下降2.7% 环比下降0.2%；
4. 住建部长：始终坚持房住不炒定位 完善市场加保障的住房供应体系；
5. 潘功胜：中国货币政策工具箱依然丰富，货币政策仍有足够空间，后续仍有降准空间；
6. 央行行长潘功胜：把维护价格稳定、推动价格温和回升作为货币政策的重要考量；
7. 央行：将约束对产能过剩行业的融资供给；
8. 国家发改委：设备更新的需求是一个在5万亿以上的巨大市场；
9. 美国2月ISM制造业指数47.8，不及预期的49.5，1月前值为49.1；
10. 美联储主席鲍威尔表示，我们距离对降息有信心不是很远；FOMC利率政策现在相当具有限制性，现在高于中性利率；可能还要一段时间才能看到“通胀率持续地处于2%并让我们感到安心”；
11. 美国劳工统计局：美国2月季调后非农就业人口27.5万人，预期20万人；12月份非农新增就业人数从33.3万人下修至29万人；1月份非农新增就业人数从35.3万人下修至22.9万人。经过这些修正后，12月和1月新增就业人数合计较修正前增减16.7万人；
12. 美国2月失业率3.9%，前值3.70%，预期3.70%；
13. 美国2月标普全球服务业PMI终值为52.3，初值51.3；美国2月标普全球综合PMI终值为52.5，初值为51.4；
14. 美国1月工厂订单环比下降3.6%，预期下降2.9%，前值增长0.20%。

流动性：1、近期流动性总体较为宽松，央行逆回购投放较少，DR007利率在7天OMO利率附近波动；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10Y国债收益率收于2.29%，周环比回落7.56BP；30Y国债收益率收于2.43%，周环比回落7.25BP；2、10Y美债收益率4.09%，周环比回落10BP，主要受近期美国经济数据走弱影响。

小结：由于新房市场及基建投资方面的预期较弱，两会无超预期政策出台，意味着经济的企稳复苏仍需时间。宽松的货币政策环境令国债价格在节后出现大涨。考虑到国债价格大涨后，长端利率处在历史低位，短期进一步上涨的空间有限，策略上以观望为主。

贵金属

行情总结：沪金涨 4.65%，报 506.28 元/克，沪银涨 4.21%，报 6163.00 元/千克；COMEX 金涨 4.52%，报 2186.20 美元/盎司，COMEX 银涨 5.05%，报 24.53 美元/盎司；10 年期美债收益率跌 2.39%，报 4.09%；美元指数跌 1.10%，报 102.74；海外权益市场方面，道琼斯指数跌 0.93%，报 38722.69；纳斯达克指数跌 1.17%，报 16085.11；伦敦富时 100 指数跌 0.30%，报 7659.74；东京日经 225 指数跌 0.56%，报 39688.94；显示市场恐慌情绪的 VIX 指数涨 12.43%，报 14.74。

经济数据与联储官员表态：本周对于市场产生重大影响的为美联储主席的最新表态以及美国就业数据，鲍威尔对于货币政策偏中性的表态配合美国偏弱的就业数据，让市场进一步交易联储货币政策在今年转向边际宽松。美国 2 月季调后非农就业人口变动数为 27.5 万人，高于预期的 20 万人。非农虽超预期，但前期发布的非农就业变动数出现向下修正，12 月新增非农就业人口数由 33.9 万人下修至 29 万人，1 月新增数由 35.3 万人下修至 22.9 万人，两月合计减少 16.7 万人新增非农就业。同时，美国 2 月失业率为 3.9%，高于预期和前值的 3.7%。总体来看，本周公布的美国就业数据偏弱，显示其劳动力市场的火热情况有所缓和。美联储主席鲍威尔在美国国会发表关于货币政策的证词，其发表的观点相较于美联储一月议息会议而言并未出现过大的变化。鲍威尔表示在今年的某个时间点将会降低政策利率，本轮加息周期的利率很可能已经达到峰值，但过早、过快或过晚降息都会带来一定的风险。鲍威尔对于通胀回落具有信心，但仍需看到更多的数据。

金银持仓与成交情况：本周内外盘黄金价格均触及历史新高，金银交投情绪较强，持仓量上升。COMEX 黄金持仓量由 41.12 万手上升至 47.16 万手，成交量五日均值上升 55%至 28.85 万手。沪金持仓量由 35.26 万手上升至 37.67 万手，成交量五日均值上升幅度达到 90%，沪金沉淀资金本周上升至 300 亿元之上。沪银成交活跃，但持仓量上升幅度较小，沪银持仓量由 89.33 万手上升至 90.98 万手，成交量五日均值上升 73%。

行情总结：回顾贵金属 2023 年以来的走势，市场交易的重点始终落在美联储货币政策走向边际宽松的预期。近期发布的美国经济数据有所走弱，内外盘黄金价格表现极为强势，表明市场加大了对于联储货币政策转向宽松的定价。CME 利率观测器显示，对于五月份议息会议降息 25 个基点的概率预期由 2 月 26 日的 12.55%上升至 3 月 7 日的 24.85%，市场对于六月份议息会议降息的概率预期超过 70%。这样的宏观环境下，对于贵金属价格应当保持多头思路，策略上仍建议以回调买入为主，黄金近期价格表现强于白银，金银比存在高位回落的空间，需重点关注白银的多头配置机会。沪金主连参考运行区间 500-520 元/克，沪银主连参考运行区间 6000-6500 元/千克。

有色金属类

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：2024-3-7：铝锭累库 1.2 万吨至 86.8 万吨，铝棒去库 0.7 万吨至 27.6 万吨。

◆进出口：据海关总署消息，今年前 2 个月，我国货物贸易进出口规模创历史同期新高，外贸实现良好开局。海关总署公布的数据显示，今年前 2 个月，我国货物贸易进出口总值 6.61 万亿元，同比增长 8.7%；其中，出口 3.75 万亿元，增长 10.3%；进口 2.86 万亿元，增长 6.7%。

◆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%。2 月乘用车市场零售 109.5 万辆，同比下降 21.0%，环比下降 46.2%；今年累计零售 313.3 万辆，同比增长 17.0%。2024 年 1 月车市零售基本实现预期中的开门红走势，2 月出现环比和同比剧烈下滑的重要原因春节因素带来的节前消费时间差异。1 月份有部分销量的透支，影响 2 月春节前的销量，春节后的价格战迅速升温，形成较大的观望走势，结合 3 月的政策细则出台预期，均构成了不利于 2 月份的销量走势。

◆小结：美元指数持续走弱带动有色板块整体走强。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

上周锌价大幅上行，伦锌收涨 3.7%至 2522.5 美元/吨，总持仓 22.58 万手。沪锌指数收涨 3.55%至 21275 元/吨，总持仓 21.84 万手。内外盘铅价均强势上行，沪伦比价对应回落。锌价大幅拉升下游畏高慎采，现货基差持续下滑，价差 Back 结构亦跟随缩窄。库存方面，LME 库存减少 0.37 万吨至 27.23 万吨。SHFE 库存小计增加 1.11 万吨至 10.87 万吨，其中期货库存 4.14 万吨。根据 SMM 数据，下游工厂原料库存减少 1530 吨至 1.18 万吨。社会库存增加 1.18 万吨至 17.41 万吨，其中广东地区去库为主，两会期间天津环保限产，库存录增。矿端供应，印度 Gamsberg 锌矿生产异常，非洲 Kipushi 矿运输异常。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。锌精矿港口库存减少 5.5 万吨至 22.7 万吨。海外韩国 Young Poong 公司削减 Seokpo 锌冶炼厂产量，国内炼厂亦有大量检修。需求端，镀锌件尽管整体订单较弱，但镀锌管企业看涨后市，有所提产，本周镀锌开工率上升 6.23 点至 53.45%。压铸锌合金，订单整体在终端逐渐恢复下呈现整体上升趋势，拉链订单相对较好，本周开工率上升 17.78 点至

46.05%。氧化锌，橡胶级氧化锌及电子级氧化锌订单较好，陶瓷饲料方面相对较差，企业基本正常生产，开工率上升 29 点至 50.20%。总体来看，前期宏观方面美指下行推高锌价，矿山与炼厂均出现大量供应扰动，尽管下游畏高提货有限，但亦是刚需开产拿货。然年后进口窗口开启较久，进口货源补充较多，上方空间有限。主力运行区间参考：20750-21600 元/吨。

铅

上周铅价波动上行，伦铅收涨 4.32%至 2119 美元/吨，总持仓 14.84 万手。沪铅指数收涨 1.57%至 16220 元/吨，总持仓 7.22 万手。内外盘铅价均强势上行，沪伦比价对应回落。前期现货基差较大，迫使持货商大量交仓移库，后续下游拿货小幅好转，内盘基差贴水下探回缩。然市场对于后续预期仍相对保守，价差 Back 结构小幅缩窄。库存方面，LME 库存增加 1.23 万吨至 19.16 万吨。SHFE 库存小计增加 0.99 万吨至 6.28 万吨，其中期货库存 5.69 万吨。社会库存增加 0.52 万吨至 6.48 万吨，其中浙江、广东地区发生累库，江苏地区小幅去库。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，原生铅开工率下降 0.43%至 60.58%。再生铅方面，废电动车电池均价 9725 元/吨，再生铅厂原料库存增加 2.96 万吨至 17.44 万吨，再生铅开工率上升 0.86%至 43.65%，尽管永续、骆驼等厂停产检修，内蒙地区仍有部分炼厂陆续复产。需求端，本周铅酸蓄电池开工率上升 11.94 点至 74.60%，蓄电池市场基本复苏，产量爬坡。虽然电蓄与汽蓄电池均有去库，但考虑到后续为传统淡季，下游仅按需补库。总体来看，本周铅锭呈现供需双增格局，下游消费复苏后铅价波动向上。但供应端亦有增量，上方空间相对有限。主力运行区间参考：15750-16550 元/吨。

镍

期现市场：周五 LME 镍三月收盘价 17990 美元，周内涨跌+1.32%。沪镍主力下午收盘价 138480 元，周内涨跌+1.03%。周五现货价报 136150-138500 元/吨，均价周内-875 元。俄镍现货均价对近月合约升贴水为-250 元，周内+50；金川镍现货升水报 1350-1600 元/吨，均价周内+225。

基本面：截止 3 月 8 日，SHFE+LME+保税区显性库存报 9.36 万吨，较上周增 0.1 万吨。LME 库存上周减 198 吨，国内库存增 1163 吨。据 MYSTEEL，2 月国内电解镍产量 2.44 万吨，环比增 7.5%，同比增 42.6%。钢厂 2 月延续减产，当月国内粗钢产量 230 万吨，环比减少 3.1%。3 月 8 日国内不锈钢库存报 118 万吨，较上周增 5.3%。

观点：宏观情绪偏强，美联储六月降息预期较高，国内设备更新和以旧换新有望带动需求超预期增长，预期支撑镍价强势。纯镍基本面较稳定，过剩预期逐步兑现。下游备货需求暂未大规模释放，镍库存积累趋势未变。关注国内外一级镍库存和下游潜在边际变化。印尼 RAKB 审核加速，预计本月前完成，镍铁成本支撑走弱。前期不锈钢价走高抑制下游备货，节后市场热度不及预期。不锈钢延续累库，后期关注下游备货情况及终端潜在超预期增长。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 SMM 调研了解，2 月份国内精炼锡产量为 11460 吨，较 1 月份环比-25.54%，较去年同比-10.41%。

◆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。

3 月印尼锡锭交易所数据恢复更新，印尼锡锭供应恢复。

◆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，LME 库存持续下降。

◆小结：美元指数走弱带动有色价格普遍走强。印尼锡锭交易所数据恢复更新，现阶段海外 LME 库存持续走低，这也带动了 LME 锡价的持续走高。国内库存维持高位。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：215000 元-235000 元。海外伦锡参考运行区间：26000 美元-29000 美元。

碳酸锂

期现市场：第三方碳酸锂报价继续回暖，SMM 电池级碳酸锂报价 105800-112000 元，周内涨 6.24%。工业级碳酸锂报价 95000-105800 元，周内涨 6.24%。碳酸锂期货合约震荡，LC2407 合约收盘价 113350 元，周内跌 5.11%，主力合约收盘价升水 SMM 平均报价 4450 元。

基本面：3 月 7 日 SMM 国内碳酸锂周产量报 8615 吨，环比上周增 13.4%。2 月碳酸锂产量 32005 吨，环比 1 月降 22.9%。乘联会口径，2 月新能源乘用车批发销量达到 44.7 万辆，同比下降 9.7%，环比下降 35.0%。SMM 预计国内铁锂和三元正极月产量分别环比减少 17%和 10%，2 月预计为年内低值。据 SMM 3 月 7 日数据显示，周度库存报 80913 吨，环比上周减 224 吨（-0.3%），其中上游减 1124 吨，下游和其他环节增 900 吨。下游开工率提高，原料备货开启，社会库存持稳。短期关注重点在供给端。3 月 8 日 SMM 澳大利亚进口 SC6 锂精矿 CIF 报价 960-1060 美元/吨，均价周内涨 5.61%。

观点：本轮反弹持续两周，前期下游优先观望，处被动去库存期。3 月排产预期较乐观，近期部分材料和电池企业补库需求增多，持货商挺价，市场流通低价现货偏紧，实际成交价上移。环保事件扰动后，暂无显著影响供需预期事件发生。目前市场供给偏紧和终端乐观预期均有待验证，多空双方盘面博弈持续。短期关注供应实际变动，震荡概率较大。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 105000-120000 元/吨。

黑色建材类

锰硅硅铁

锰硅：

本周重要会议并未传达出超预期的政策力度，这样造成了黑色系在本周出现因预期修正带来的显著回落。宏观因素解除之后，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仍十分疲弱（同比大幅下降）。其中，螺纹钢本周虽继续向上回升，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，铁水产量继续维持逆季节性下滑，同比历史同期降幅达 14 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，铁水产量恢复或明显不及预期相一致）。

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。供求继续宽松（需求低迷，供给收缩力度不足）仍持续给予价格压力，结合价格已被打压至接近内蒙地区成本，这解释了价格持续底部震荡的情况，而我们预期这样的情况仍将持续一段时间，甚至可能持续至接近 4 月份。因此，我们仍偏向于维持底部继续震荡的观点，直至黑色系整体负反馈结束后再进行正反馈的叙事。即短期仍不具备操作性价比，且价格不排除进一步回落的风险，虽然当前价格已经对基本面进行了较充分的定价。

此外，近期煤炭价格再度出现走弱迹象，带动价格再度拐头向下，煤炭在三四月份存在的走弱风险也是我们年前至今一直强调的风险因素，目前存在继续向下兑现的情况，需要加以注意。

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，产量环比逆季节性继续回落，复产显著偏低，同比-14.22 万吨或 6.01%。

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。短期我们仍给出价格维持底部震荡的判断，若负反馈结束后，我们建议关注硅铁端黑色正反馈开启后带来的向上机会（如果存在）。

工业硅

本周，工业硅产量环比继续小幅回升，环比增0.06万吨至8.03万吨。其中，新疆地区周产延续回升态势（距离高位仍有一定复产空间），云南及四川维持枯水期低位产量。在5月份结束枯水期之前，预计供给继续向上的空间有限，或升至8.3万吨附近水平，但仍较我们原先预估的略宽松约1-2万吨/月。需求端，多晶硅表现依旧向好，产量持续攀升，持续创周产新高，略高于我们预期水平；有机硅产量在库存及利润继续改善背景下同样维持在同期高位水平；铝合金及出口表现由于数据暂未公布，尚不明朗。

虽然需求边际向好，供给在枯水期有所受限，但我们看到工业硅显性库存仍没有得到有效去化，仍维持在高位水平（表明市场存在较大量隐性库存）。高库存作为供给补充的蓄水池，明显缓冲了枯水期供求结构的阶段性改善作用，从而使得预期的供求结构边际向好之下价格的向上修复无法兑现。

往后期看，5月份之前供给端再度收缩的预期十分有限（超预期的政策性限产除外），而需求端有机硅产量处于高位，多晶硅产量同样维持高位，需求侧在当前基础上出现超预期大幅增长的概率同样较低。在供求两端预期都无法继续再提供边际向好力量的背景下，价格短期向上的力量仍将不足。而下方所倚仗的成本支撑，即13000元/吨-13100元/吨区间经受多次检验且表现有效，或仍将作为价格震荡的底部（5月份之前）。因此，我们认为若没有外界供给侧的超预期干扰，工业硅价格仍将维持以13000元/吨为底，13700元/吨为顶部的区间震荡。

能源化工类

橡胶

3月8日胶价大涨。

我们结合电话访谈，对市场大涨的原因做出了以下猜测（可能不一定对或者准确）：

部分市场人士推测或许有国家收储或者轮储橡胶事件，否则比较难解释为什么如此大幅快速上涨。但这种假设苦于尚未找到直接的新闻证实。有待进一步验证。

部分市场人士认为是做多农产品和做多通胀的宏观配置资金，配置做多了具备农产品属性的橡胶。这种假设认为橡胶也是农产品，容易受到厄尔尼诺干旱产生利多影响。

从3月8日盘面观察，似乎胶价白天受农产品供应利多预期上涨，夜盘又因为铁矿等需求预期下降因素而下跌。

多空从不同的角度，展现了各自的理由。成交量和持仓量放大，显示了市场的分歧。

现货

上个交易日下午 16:00-18:00 现货市场复合胶报价 13150（350）元。

标胶现货 1600（30）美元。

操作建议：

胶价短期上涨超出我们预期。我们态度谨慎。

我们从中期看，RU 上方空间小下方空间大。

虽然胶价大涨，我们也在动态评估，目前未改变偏空观点。

拟作为空头配置。胜率高，赔率也较好。

拟 14000-14450 之间或略低，按照均匀节奏配置空头。暂不加仓，多做观察。

买现货或 NR 主力抛 RU2409/RU2501 继续中线推荐。05 移仓远月以便规避市场的收储预期。

1) 重卡数据稳中向好。

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) 轮胎出口目前景气较好。

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，截至 2024 年 3 月 8 日，山东地区轮胎企业全钢胎开工负荷为 69.67%，较上周走低 0.47 个百分点，较去年同期走高 1.35 个百分点。国内轮胎企业半钢胎开工负荷为 78.68%，较上周走高 0.46 个百分点，较去年同期走高 4.59 个百分点。

4) 库存中性

库存方面，截至 2024 年 3 月 8 日，天然橡胶青岛保税区区内库存为 12.95 万吨，较上期减少了 0.05 万吨，降幅 0.39%。天然橡胶一般贸易库库存为 42.81 万吨，较上期减少 0.21 万吨，降幅 0.49%。

截至 2024 年 3 月 8 日，上期所天然橡胶库存 215333（899）吨，仓单 210080（220）吨。20 号胶 118339（3427）吨，仓单 111384（605）吨。

5) ANRPC 产量小增。

ANRPC 报告称 2024 年 1-2 月，全球天然橡胶产量为 224.6 万吨，消费为 244.0 万吨；上年同期的产量及消费分别为 223.2 万吨和 224.9 万吨。

甲醇

供应端高位回落，关注后续春检落地情况，海外开工持续低位且扰动不断，本周开工继续下行，预计后续到港仍将维持在低位水平，需求端传统需求小幅改善，港口MTO装置停车，整体烯烃开工有所回落，后续内地烯烃装置存检修预期，整体需求预计有所回落。总体看后续将呈现供需双减格局，港口预计紧张局面难改，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，逢低可考虑作为多配品种，月间价差逢低关注正套为主。

尿素

供应端开工高位回落，下周陆续恢复生产，预计开工继续下行空间有限。淡储陆续投放，预计整体供应仍将维持在高位水平。需求方面农业旺季到来，下游需求阶段性跟进，工业需求节后明显回升，整体需求走高。企业库存在高供应以及高需求下整体维持在中性偏低水平，出口主要为消息扰动，远端出口预期好转，近端暂无驱动，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

政策端：美国2月非农就业指数公布，就业情绪较同期过热，5月降息概率再度下滑，从而利空全球资本市场。

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：正月后海外能源类产品震荡偏强。WTI原油本周上涨0.75%，Brent原油本周下降0.86%，煤价本周下降0.65%，甲醇本周下降0.81%，乙烯本周上涨3.17%，丙烯本周上涨2.98%，丙烷本周上涨1.97%。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85.26%，环比下降0.54%，同比去年上涨5.05%，较5年同期下降-2.67%，PE本周检修较多，供应端偏紧。PP产能利用率77.78%，环比上涨2.59%，同比去年下降2.32%，较5年同期下降-8.31%，PP本周检修回归增多。本周无新增产能，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7.20震荡，PE进口利润持续修正，2月进口窗口部分打开。

需求端：聚乙烯下游较往年延迟进入季节性旺季，一方面因为华北地区地表温度低于13℃，无法铺设地膜，另一方面是务工人员复工尚未结束。开工周度数据显示，PE下游开工率36.29%，环比上涨21.13%，同比下降-25.73%。PP下游开工率47.42%，环比上涨6.85%，同比下降-0.92%。

库存：本周受下游复工不及预期影响，聚乙烯贸易商累库，待下游开工恢复，库存或将得到去化。PE生产企业库存56.49万吨，本周环比去库1.02%，较去年同期累库18.08%；PE贸易商库存5.01万吨，较上周累库4.11%；PP生产企业库存65.56万吨，本周环比去库9.63%，较去年同期累库12.41%；PP贸易

商库存 17.11 万吨，较上周去库 4.36%；PP 港口库存 6.67 万吨，较上周去库 4.44%。

小结：美国 2 月非农就业指数公布，就业情绪较同期过热，5 月降息概率再度下滑，从而利空全球资本市场。聚乙烯下游较往年延迟进入季节性旺季，一方面因为华北地区地表温度低于 13℃，无法铺设地膜，另一方面是务工人员复工尚未结束。待温度回暖及开工恢复，聚乙烯价格或将反弹。

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 8 元/吨，环比缩小 19 元/吨，建议聚乙烯下游农膜开工率回升至同期位置后逢低做多。

风险提示：原油大幅下跌，PE 进口量大幅上升。

苯乙烯

基本面看，苯乙烯港口小幅累库，库存同比高位，近端有装置检修，开工小幅回落。苯乙烯下游方面，开工逐步复产，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，纯苯持续小范围负反馈。中期来看，纯苯-苯乙烯产业库存偏低，海外芳烃依旧偏强，国内纯苯格局较好。近期近端供应意外频发，需求逐步回升，建议逢低布局多单及 4-5 或 5-6 正套。

PVC

PVC 开工高位回升，社库及工厂库存环比累库，同比高位。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，后续检修计划陆续公布，关注实际落地情况。乙烯法利润偏差，乙烯法装置检修有所增加。国内下游需求季节性逐步恢复。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 区间震荡，估值中性偏高，建议逢高空配。

农产品类

生猪

现货端：受消费转好、局部惜售和二育入场影响，上周国内猪价多数收高，南方涨幅大于北方，其中河南均价周涨 0.2 元至 14.3 元/公斤，四川均价周涨 0.8 元至 15 元/公斤，广东均价周涨 0.6 元至 15.1 元/公斤；理论供应仍处高位，体重季节性缓慢增加，3 月计划出栏量环比明显增多，但考虑日均以及承接部分 2 月未出栏猪源的因素，供应端理解整体偏中性，压力主要来自于淡季消费，下方托底来自于二育以及惜售等力量，供需博弈下预计现货窄幅震荡为主，回落后仍不乏走高可能，对盘面影响式微。

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；理论供应未考虑疫情方面的损失，单纯从数据看，今年上半年整体供应还是充裕的，价差表现又说明两点，一是南方产能相对充裕，二是散户去化高于集团，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，其中涌益2月能繁和仔猪的生产指标出现明显改善；短期指标看，春节后宰量偏低，存在供应减量和压栏惜售两种可能，实际情况可能兼而有之，只是情绪端和氛围尚可，距离兑现空头端矛盾尚需时日。

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：理论和计划出栏量显示供应中性，需求端在淡季的压力有二育等力量对冲，预计现货偏强震荡为主缺乏预期差，盘面更多交易情绪；另一方面，考虑节后宰量偏低，标肥价差走高，推测供应端开始逐步体现减量，加之中期涨价预期下的二育加持，盘面思路仍考虑回落买入，阶段性留意期现扩大后的回调以及交割前的近月纠偏。

鸡蛋

现货端：国内蛋价上周走势偏强为主，因库存整体不高，下游逢低补库，加之成本抬升，销区为主产、产销区联袂上涨，具体看黑山大码报价周涨0.4元至3.3元/斤，辛集周涨0.18元至3.18元/斤，周内最高3.22元/斤，销区回龙观周涨0.45元至3.7元/斤，东莞周涨0.3元至3.53元/斤；当前库存暂无压力，可淘老鸡不多，涨价后淘鸡情绪不佳，多以延淘为主，供应端呈小幅增多态势，并无绝对过剩，需求对高价略有抵触，但短暂休息后备货未来仍有提升空间，预计下周蛋价稳定后小幅回落，中线仍有再涨空间。

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511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，较推测的理论峰值6月的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：长期看供应逐步增多但短期尚未过剩，老鸡数量有限且普遍延淘，前期市场过于看空，下游库存积累不多，随着消费的逐步转好，蛋价修整后未来或仍有再涨空间，对应偏近的几个合约，短期偏强震荡思路为主，中期等待现货兑现利好后给出高点抛空，远月走势有赖于成本端的指引，预计短多长空。

蛋白粕

◆ 国际大豆：本周美豆、国内豆粕及大豆升贴水齐涨，大豆到港成本上涨 150-200 元/吨。本周美豆盘面跟上了国内豆粕及巴西基差上涨的步伐，尤其是在隔夜 USDA 月报仅小幅调减巴西大豆 100 万吨产量其他几乎未变的情况下，美豆仍获得上涨，反映出市场对巴西收割定产的担忧。周中，在月报发布之前，巴西当地机构传出马州部分区域减产 20%或 25%以上的信息，提振市场情绪。展望后市，当下对南美丰产的担忧仍然存在，去年卖压基本是在巴西收割过半时开始，而当下巴西收割进度在 40%以上，未来几周的卖压情绪是否会扩大，从而形成美豆及南美基差二次回落，值得重点关注，倘若在收割进度过半时，巴西基差和美豆仍能坚挺，则可以确认减产幅度偏大，豆粕的底部则相应抬高。

◆ 国内双粕：市场传出 3 月油厂库存不足，近月偏强。上周市场情绪回升后，成交较好，饲料企业库存天数提升 1 天，同比中性水平。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，后市或将缓解。

◆ 观点小结：收割期升贴水下跌幅度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，在 3 月前期豆粕大幅反弹之后，我们认为豆粕可能会跟随当前偏强的美豆及巴西基差震荡运行，等待收割进一步开展对到港成本坚挺形势的考验，短期关注下周阿根廷降雨是否过量。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，此外，豆菜粕近月的价差已处于统计偏高位置，后市随着水产需求回升，或可尝试 07 等合约的做缩。

油脂

◆ 马棕：本周马棕维持偏强上涨趋势，原油及马棕去库周期提供支撑，期间吉隆坡会议分析师释放供应稳定需求增加等利好信号，推动油脂上涨。3 月 11 日 12:30，MPOB 将发布 2 月棕榈油供需月报，分析师预计 2 月库存小幅下降，因为出口预估下降更多。展望后市，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 3 月 2 日为 189.875 万吨，较去年同期低，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，未来一个月根据到港预估预计小幅去库，但 4 月以后巴西大豆到港，豆油仍面临压力，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一个月将下降。

◆ 国际油脂：欧洲现货棕榈油本周下跌 10 美元/吨至 999 美元/吨，菜籽油上涨 30 美元/吨至 981 美元/吨，棕榈油高位盘整，菜籽油上涨趋势。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：从近期行业会议分析来看全球油脂供应在去年附近区间水平，而需求同比增加，原油价格相对较高，油脂价格中枢预计同比持平，因而棕榈油预计在低价仍有支撑，近期表现较强也并未突破中枢预估。后市来看，油脂单边上方空间受全球油脂油料新作丰产影响承压，需要持续关注后面产地棕榈油产量及出口的数据情况，尤其是生柴消费的增加是否减少了产地棕榈油出口带来库存超预期的变动。套利方面，由于国内三大油脂库存的分化走势和国际豆棕价差报价的影响，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，可关注后面豆类利空出尽及棕榈油进入增产期的季节性转换带来的豆棕做扩可能性。

白糖

国际市场回顾：上周 ICE 原糖期货价格偏弱震荡，截至周五 ICE 原糖 5 月合约收盘价报 21.18 美分/磅，较之前一周上涨 0.18 美分/磅，或 0.86%。上周迪拜糖会是国际糖市的主要关注点，会议的讨论聚焦在巴西 24/25 榨季产量，市场对巴西新榨季糖产量的分歧越来越大，多家机构的糖产量预估区间在 4050-4450 万吨之间。另一方面，上周数据公布巴西 2 月糖出口量超过 300 万吨，同比大增 163%且创下历年 2 月最高出口水平。

国内市场回顾：上周郑州白糖期货价格偏弱震荡，截止周五郑糖 5 月合约收盘价报 6305 元/吨，较之前一周上涨 51 元/吨，或 0.82%。上周现货报价企稳，贸易商补库有所增加，但下游终端采购情况一般，总体成交略有回暖。上周全国 2 月产销数据公布，据中国糖业协会数据显示 2023/24 榨季截至 2 月底全国累计产糖 794.79 万吨，同比增加 3.48 万吨；累计销糖 377.85 万吨，同比增加 41.37 万吨；累计销糖率 47.54%，同比增加 5.04%。其中 2 月单月产糖 208.03 万吨，同比下降 16.97 万吨；单月销糖 66.14 万吨，同比下降 32.86 万吨；月度累计工业库存 416.94 万吨，同比下降 38.06 万吨。

观点及策略：因印度和泰国 2 月产量好于预期，以及巴西 2 月出口量远高于历年同期水平，原糖价格承压，延续低位震荡。国内方面，2 月产销数据公布，受春节假期影响，今年 2 月全国食糖产量及销量均同比下滑，但产销进度是近 5 年来最快，工业库存是近 5 年里最低。短线外盘对国内糖价形成压力，但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，多空因素交织，策略上建议观望。

棉花

国际市场回顾：上周 ICE 棉花期货价格高位宽幅震荡，截止周五 ICE 5 月棉花期货合约收盘价报 95.28 美分/磅，较之前一周下跌 0.29 美分/磅，或 0.3%，上周最高触及 101.5 美分/磅。USDA 3 月供需报告公布，3 月全球产量及消费预估小幅上调，库存小幅下调。全球 2023/24 年度棉花产量预估为 2459 万吨，较 2 月预估增加 3 万吨；消费量预估为 2459 万吨，较 2 月预估上调 11 万吨。期末库存预估为 1814 万吨，较 2 月预估下调 8 万吨。其中美国产量预估下调 7 万吨至 263 万吨，出口预估维持不变，期末库存下调 7 万吨至 54 万吨。另一方面，上周美国农业部的出口销售数据强劲，截止 2 月 29 日周美国棉花出口装船 33.08 万包。较之前一周增加 24%，较前四周均值增加 26%。

国内市场回顾：上周郑州棉花期货价格延续窄幅震荡，截止周五郑棉 5 月合约收盘价报 16200 元/吨，较之前一周上涨 50 元/吨，或 0.31%。上周郑棉震荡回落带动一些棉纺厂和中间商逢低点价采购棉花，但整体销售一般，贸易企业、疆内轧花厂皮棉销售进度不同程度放缓。ICE 棉花期货持续在 95-100 美分/磅盘整，1%关税下内外棉花价格倒挂幅度处于高位、人民币进口纱与国产纱也严重倒挂。

观点及策略：虽然 USDA 3 月月度供需报告整体利好，但近两周 ICE 美棉价格已大幅上涨，周五多头获利了结导致美棉价格跌停，预计短期美棉价格维持高位震荡。国内方面，1%关税下内外棉花价格倒挂幅度维持高位，但供应端宽松，美棉价格波动对郑棉影响较小。就目前而言下游开机率逐步回升，但全国商业库存同比增加，多空因素交织，预计短期郑棉价格维持震荡。

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。报告的撰写并未顾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	