

宏观金融类

股指

上周指数涨跌幅：上证指数+0.92%，创业板指+1.22%，上证50+0.63%，沪深300+0.86%，中证500+1.67%，中证1000+1.1%。两市日均成交额9600亿，较前一周+342亿/天。

企业盈利和宏观经济：3月中国企业经营状况指数（BCI指数）52.09，数值较2月份的51.63回升，经济预期边际转好。3月PMI回升至50.8，重回荣枯线上方；2月M1增速1.2%较上月下降。

利率：中债十年期国债利率+0BP，美债十年期国债利率+19BP，中美10年期利差-19BP至-211BP。

流动性和风险偏好：①上周沪深港通净买入-70亿；②上周美股指数标普500指数-0.95%，恒生指数+1.1%，AH比价153.02%；③上周重要股东二级市场净减持7亿；④证监会新发1家IPO，日均数量+0；⑤上周融资余额+22亿；⑥上周偏股型基金新成立份额22亿。⑦DR007利率波动不大，宏观流动性中性。总的来说，外资卖出（-），重要股东小幅净减持（平），融资额增加（平），IPO日均数量不变（平），偏股型基金发行量较少（-），ETF份额增加量减少（-），DR007变动不大（平）。资金面中性偏弱。

估值：市盈率（TTM）：上证50为10.15，沪深300为11.75，中证500为22.04，中证1000为32.64。

宏观消息面：

- 1、中国3月官方制造业PMI为50.8，重回扩张区间。统计局称我国企业生产经营活动扩张加快；
- 2、习总书记应约同美国总统拜登通电话，两国元首就中美关系以及双方共同关心的问题坦诚深入交换了意见，美财长耶伦于4月4日至9日访华，何立峰副总理同耶伦会谈；
- 3、发改委主任郑栅洁主持召开专题座谈会，与民营企业沟通交流大规模设备更新和消费品以旧换新工作；
- 4、央行设立科技创新和技术改造再贷款，额度5000亿元利率1.75%；
- 5、美国3月非农就业人数激增30.3万人远超预期，创2023年5月以来最大增幅，美联储6月降息概率继续下降。

交易逻辑：海外方面，近期美国公布的各项经济数据超预期，叠加近期铜价和油价上升，海外再通胀预期上升，美债利率上行。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，3月PMI超预期回升至荣枯线上方，2月CPI和“三驾马车”数据超预期，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：国内3月份制造业PMI数据显著超预期，新订单及新出口订单环比显著改善。房地产受月末翘尾效应影响，环比改善强于预期，同比仍相对较弱。海外方面，美国本周经济数据多数超预期，非

农就业数据及制造业 PMI 数据强劲带动美债收益率反弹。

1. 何立峰同美财政部部长耶伦会谈；
2. 美国财长耶伦再次强调反对中美“脱钩”；
3. 3 月份中国制造业采购经理指数为 50.8% 较上月上升 1.7 个百分点，表现好于预期；
4. 央行：3 月三大政策性银行净归还抵押补充贷款（PSL）322 亿元；
5. 央行：加大对“市场+保障”的住房供应体系的金融支持力度 着力构建房地产发展新模式；
6. 多家中小银行调降存款利率 存款“倒挂”现象有所消除。市场人士：上半年全国性银行可能开启新一轮存款“降息潮”；
7. 10 余个城市宣布取消首套房贷利率下限 专家：有助于进一步稳定政策预期；
8. 中国物流与采购联合会今天公布 3 月份全球制造业采购经理指数。3 月份全球制造业采购经理指数重回 50%以上的扩张区间，全球经济稳中有升；
9. 美国 3 月 ISM 制造业 PMI 50.3，预期 48.4，前值 47.8；
10. 美国 3 月非农就业人数增加 30.3 万人，创 2023 年 5 月以来最大增幅，预估为增加 21.4 万人，前值增加 27.5 万人修正为 27 万人；
11. 美国 3 月失业率为 3.8%，预估为 3.9%，前值为 3.9%；
12. 美国 2 月工厂订单月率 1.4%，预期 1.00%，前值-3.60%；
13. 美联储理事鲍曼：现在还不是降息的时候；
14. 3 月非农报告发布后，互换市场下调 2024 年降息预期，将充分消化的美联储首次降息时间从 7 月推迟到 9 月；
15. 欧元区 2 月零售销售环比下降 0.5%，预期下降 0.40%，前值为增长 0.10%；欧元区 2 月份零售销售同比下降 0.7%，预期为下降 0.8%，前值为下降 1.0%；
16. 欧元区 3 月 CPI 同比增长 2.4%，预期 2.6%；3 月 CPI 环比增长 0.8%，预期 0.90%；
17. 欧元区 3 月制造业 PMI 终值为 46.1，预期 45.7，前值 45.7；
18. 欧元区 3 月服务业 PMI 终值为 51.5，预期 51.1；3 月综合 PMI 终值为 50.3，预期 49.9。

流动性：1、近期流动性维持年后宽松走势，央行逆回购投放较少；2、二季度政府债发行大概率将有所提速，但考虑到今年 DR007 利率波动性对比去年显著降低，预计央行对市场流动性的呵护将对冲期对市场带来的影响。

利率：1、最新 10Y 国债收益率收于 2.28%，周环比反弹 0.25BP；30Y 国债收益率收于 2.46%，周环比反弹 0.8BP；2、10Y 美债收益率 4.39%，周环比反弹 19BP。

小结：国内主要经济数据表现好于预期，当下房地产仍是复苏的最大拖累项。而货币政策的持续宽松令国债价格持续处于高位，策略上，考虑到长端利率处在历史低位，预计短期上下空间均有限，操作上以观望为主。

贵金属

本月贵金属价格受到联储货币政策表态偏弱以及海外风险事件的影响表现极其强势，截止至 4.3 收盘，COMEX 金当月涨幅达到 9.32%，报 2320 美元/盎司，突破 2300 美元/盎司一线，创历史新高。沪金当月上涨 8.88%，报 541.52 元/克，同样创下历史最高价格。COMEX 银上涨 13.34%，报 27.32 美元/盎司。沪银上涨 11.15%，报 6791 元/千克。美元指数受到美欧经济数据强弱的影响出现小幅上涨，当前为 104.31。美联储官员表态：美联储官员的货币政策表态是驱动贵金属价格走强的最主要因素，在美联储三月议息会议所发布的经济预测报告显示，在预期核心通胀水平在 2024 年无法达到政策目标的情况下，尤为关键的点阵图显示票委预期联储本年度将降息三次。这显示本次美联储所进行的降息操作将会是预防衰退式的降息操作。4 月初，克利夫兰联储主席梅斯特表示，若经济按照预期发展，通胀回落至 2% 之时，今年晚些时候开始降息决定是合适的。对于时间节点，她认为五月议息会议不会得到足够的信息以支持降息的决定，但在六月份议息会议时将会发生变化。旧金山联储主席戴利表示，她认为今年降息三次是合理的基准假设，若经济数据出现变化，美联储可以减少降息次数，当前经济和政策都处于良好状态。同时，近期原油价格有所回升，美国服务通胀受到住房租金的影响具有韧性，核心商品则重回通胀区间。强通胀预期结合美联储官员的明确降息表态，对贵金属价格形成较强利好，四月初联储官员鸽派表态后，国际金价再创历史新高。

经济数据：本月美国经济数据显示其经济具有韧性，但需求端已经出现走弱迹象。美国 3 月 ISM 制造业 PMI 为 50.3，高于预期的 48.4 和前值的 47.8。ISM 制造业 PMI 自 2022 年 9 月以来首次回升值荣枯线之上。体现出美国生产活动出现一定幅度反弹，需求有所提升。居民消费在美国经济增长中所占比重较大，作为居民消费重要指征的零售数据方面，美国 2 月零售销售环比值为 0.6%，低于预期的 0.8%。美国 2 月核心零售销售环比值为 0.3%，低于预期的 0.5%。

金银成交与持仓：本月贵金属价格表现强势，内外盘金银持仓与成交量均呈现火热态势。COMEX 黄金持仓量上升 22.48% 至 50.36 万手，沪金持仓量上升 7.65% 至 39.89 万手，成交量五日均值上升至 42 万手，触及近一年历史分位的最高水平。沪银持仓量上升 6.33% 至 97.12 万手，成交量五日均值超过一百万手，达到 108.74 万手。

后市展望：贵金属价格近期表现强势，国际金价创出历史新高，当前市场交易的主线仍在于联储货币政策预期，今年美联储进入实质性降息周期是具备确定性的，中期来看金银价格仍具备上涨空间，前期黄金作为金融属性最强的大宗商品先行对于利率的下行预期进行反应，金银比价当前处于相对高位，降息周期前期黄金易涨难跌，金银比价的修复将更多由白银价格的上涨呈现。近期美国经济数据强于欧洲，且欧央行货币政策表态弱于美联储，美元指数存在进一步上行的风险，这将会对当前已在高位的国际金价形成利空风险。贵金属当前策略上建议保持多头思路，待后续价格出现回调后，逢低买入为主，不宜做空。沪金主连参考运行区间 535-570 元/克，沪银主连参考运行区间 6700-7300 元/千克。

有色金属类

铜

上周铜价继续攀升，伦铜收涨 5.37% 至 9348 美元/吨，较节前上涨 3.0%，节前沪铜主力收至 73980 元/吨，全球制造业景气度回升和供应收缩预期是推升铜价的主要因素。产业层面，上周三大交易所库存环比续增，其中上期所库存增加 0.2 至 29.2 万吨，LME 库存增加 0.3 至 11.6 万吨，COMEX 库存减少 0.1 至 2.7 万吨。上海保税区库存环比增加 0.2 万吨。当周现货进口维持亏损，洋山铜溢价企稳反弹。现货方面，上周 LME 市场 Cash/3M 贴水扩大至 121.0 美元/吨，现货维持疲软，国内上海地区现货成交有所改善，节前贴水缩窄至 70 元/吨。废铜方面，上周国内精废价差扩大至 2720 元/吨，废铜替代优势提高，上周废铜制杆开工率环比下降。根据 SMM 调研数据，上周国内精铜制杆企业开工率反弹 4.7 个百分点，需求继续改善。

价格层面，美国经济数据偏强造成降息预期延后；国内经济支持政策陆续落地，经济景气度有望继续改善。进入 4 月供需面过剩幅度预计减轻，低加工费背景下铜价仍可能冲高，但需要关注加工费变化和需求变化可能对价格的抑制。本周沪铜主力运行区间参考：72500-77000 元/吨；伦铜 3M 运行区间参考：9000-9600 美元/吨。

铝

供应端：据 SMM 统计，2024 年 2 月份（29 天）国内电解铝产量 333.3 万吨，同比增长 7.81%。

库存：2024-4-1：铝锭去库 0.8 万吨至 90.2 万吨，铝棒累库 0.85 万吨至 25.9 万吨。

进出口：据海关数据显示，2024 年 1-2 月国内原铝进口总量 47.2 万吨，同比增长 214.7%，1-2 月份国内原铝出口总量 985 吨，同比下降 73%，1-2 月份净进口总量 47.1 万吨左右，同比增长 221.9%。

需求端：3 月 1-31 日，乘用车市场零售 169.9 万辆，同比增长 7%，环比增长 54%，今年以来累计零售 484.1 万辆，同比增长 13%；全国乘用车厂商批 216.5 万辆，同比增长 9%，环比增长 66%，今年以来累计批发 556.5 万辆，同比增长 10%。新能源车市场零售 69.8 万辆，同比增长 28%，环比增长 80%，今年以来累计零售 175.8 万辆，同比增长 34%；全国乘用车厂商新能源批发 81.9 万辆，同比增长 33%，环比增长 83%，今年以来累计批发 195.6 万辆，同比增长 31%。

小结：3 月份中国制造业采购经理指数为 50.8% 较上月上升 1.7 个百分点。美国 3 月 ISM 制造业 PMI 录得 50.3，为 2022 年 11 月以来首次重回 50 上方。海内外制造业数据均超预期，短期内预计铝价将维持震荡偏强走势，国内主力合约参考运行区间：19400 元-20200 元。海外参考运行区间：2300 美元-2500 美元。氧化铝主力合约参考运行区间：3100-3500 元。

锌

供给方面：尽管后续仍有大量矿山投产预期，但锌精矿供应现实延续紧俏，海外供应端扰动频发，进口锌矿到港大量下滑，锌精矿加工费快速滑落。国产锌精矿加工费 3500 元/金属吨，进口锌精矿加工费 50 美元/干吨。根据钢联数据，锌精矿港口库存减少至 9.6 万吨，短期矿端紧缺格局不变。需求方面：截至月底初端各板块开工情况录得镀锌板 83.7%，彩镀板 79%，镀锌结构件 64.25%，压铸锌合金 57.90%，氧化锌 60.66%。终端需求略显疲软，下游未见明显改善，3 月钢材价格大幅下行，镀锌厂利润不佳，市场信心不足。库存方面：LME 库存小幅去库至 26.02 万吨。SHFE 库存小计微增至 12.38 万吨，其中期货库

存 5.3 万吨。根据 SMM 数据，社会库存累库至 20.95 万吨，社会库存仍持续累增。价格方面：上周锌价波动上行，内盘逢清明节，周一至周三开盘，沪锌指数收涨 1.63% 至 21260 元/吨，持仓量降至 19.69 万手。外盘逢复活节，周二至周五开盘，伦锌 3M 收涨 7.59% 至 2622 美元/吨，持仓量增至 25.17 万手。总体来看，美国经济数据强劲，联储降息预期不断推迟。美元指数与贵金属有色金属共振上行。锌矿供应紧缺短期难以缓解，虽然下游消费观望为主，锌锭社会库存持续累库。但建筑工地资金到位率数据明显改善，消费情绪小幅好转。沪锌指数运行区间参考：20650-21850 元/吨。

铅

供给方面：原生方面，伴随铅锌矿山减产，进口铅精矿到港极少，精矿供应紧张，进口铅精矿加工费 35 美元/干吨，国产铅精矿加工费 700 元/金属吨，原生炼厂利润承压下开工率持续走低，供应收紧。再生方面，再生铅原料价格有所下滑，废电动车电池均价录得 9700 元/吨，原料厂库降至 10.23 万吨，再生炼厂利润修复，高成本中小炼厂基本全部复产，再生供应增加。需求方面：4、5 月份为蓄电池市场传统淡季，但仍有部分蓄企间逢低备货。蓄企开工基本维稳 72.66%。靠近淡季，部分蓄企下调产线开工率。月底部分蓄企计划清明放假，整体消费预期不佳。库存方面：LME 库存微降至 27.3 万吨。SHFE 库存小计增至 5.18 万吨，其中期货库存 4.71 万吨。社会库存增至 5.55 万吨。清明假影期间，铅产业链上下游企业放假时间不一，部分蓄企放假 1-2 天，冶炼企业正常生产，铅锭库存累增。价格方面：上周铅价内外分化。内盘逢清明节，周一至周三开盘，沪铅波动下行，沪铅指数收跌 1.79% 至 16450 元/吨，持仓量降至 10.51 万手。外盘逢复活节，周二至周五开盘，伦铅波动上行，伦铅 3M 收涨 3.6% 至 2127 美元/吨，持仓量降至 15.09 万手。总体来看，清明期间跟随宏观情绪上冲明显。基本面方面，消费进入淡季后消费预期不佳，但仍有部分蓄企出现逆季节性拿货备库。原生供应偏紧，铅锌矿山减产较多，进口铅矿到货较差，铅精矿 TC 下行。交割品牌减产伴随新国标替换，市场担忧铅锭交割品库存。关注后续原生铅厂复产状况。沪铅指数运行区间参考：16100-16850 元/吨。

镍

期现市场：周五 LME 镍三月收盘价 17730 美元，周内涨 6.52%。沪镍主力周三下午收盘价 133450 元，周内涨 1.93%。周三国内纯镍现货价报 131400-135300 元/吨，周内+700 元。俄镍现货均价对近月合约升贴水为-350 元，周内持平；金川镍现货升水报 2700-2900 元/吨，周内涨跌+700。

基本面：MYSTEEL 数据，2 月国内电解镍产量 2.44 万吨，环比增 7.5%，同比增 42.6%。1-2 月累计进口 1.27 万吨，较去年同期减近 1/4。2024 年 2 月中国&印尼镍生铁实际产量金属量总计 14.13 万吨，环比减少 4.98%，同比增加 1.15%。2 月国内多数镍铁厂维持减产，印尼镍铁新投产线未开满。1-2 月镍铁进口 162.6 万吨，累计同比增 50%。截止 3 月 29 日，SHFE+LME+保税区显性库存报 10.25 万吨，较一周前增 0.06 万吨。LME 库存周内降 696 吨，国内库存基本持平。3 月国内粗钢产量环比增长 24%，同比增 12.8%。4 月 5 日库存报 113 万吨，较上周减近 0.6%。

观点：中美制造业指数回升，有色板块整体走强。印尼批准 RAKB 加速，菲律宾雨季即将结束，矿端成本支撑走弱。短期关注国内外精炼镍库存及消费端边际变化，中长期镍供大于求格局未变。不锈钢现货偏弱，市场成交热度一般，下游维持刚需备货。社会库存持稳，去库暂不及预期，关注国内不锈钢需求转变及库存变化。预计沪镍近期震荡，本周主力合约运行区间参考 123000-140000 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：印尼交易所出口数据恢复更新。根据 SMM 最新消息，佤邦复产扰动再起，后续缅甸锡矿进口可能有所减少。

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 4 月空冰洗排产总量合计为 3681 万台，较去年同期生产实绩增长 16.6%。分产品来看，4 月份家用空调排产 2219 万台，较去年同期生产实绩增长 22.7%；冰箱排产 820 万台，较上年同期生产实绩增长 14.2%；洗衣机排产 642 万台，较去年同期生产实绩增长 2.0%。

小结：供应端方面，佤邦对于供应端的扰动再次显现，后续国内锡精矿供应存在潜在威胁。库存方面，LME 库存持续去化，国内库存持续走高，内外库存走势分化明显。需求方面，国内终端需求维持高增长态势，光伏白色家电增速维持。短期内预计锡价维持震荡偏强走势，国内主力合约参考运行区间：215000 元-250000 元。海外伦锡参考运行区间：26000 美元-30000 美元。

碳酸锂

期现市场：周三 SMM 电池级碳酸锂报价 109600-112500 元，周内涨 1.18%。工业级碳酸锂报价 105500-108500 元，周内涨 2.15%。碳酸锂期货偏强运行，LC2407 合约收盘价 111800 元，较前日收盘价 +0.72%，周内涨跌+3.14%，主力合约收盘价升水 SMM 平均报价 750 元。

基本面：4 月 3 日 SMM 国内碳酸锂周产量报 9317 吨，环比上周减 5.9%。3 月预计国内碳酸锂产量环比仍将大幅回升，超过 4 万吨。进口端，3 月海外碳酸锂进口量有望高于去年月均水平 30%以上。乘联会初步统计 3 月汽车销量同增 37%，一季度累计同比增 34%。4 月 3 日 SMM 周度库存报 79281 吨，环比上周增 482 吨，其中上游增 436 吨，下游和其他环节增 46 吨。MYSTEEL 调研四月供给端环增 25%，需求端增 10%，预计累库将持续。

观点：上游挺价惜售，下游零单备货满足刚需生产，谨防库存损益。4 月供求排产转松，考虑基本面，锂价易跌难涨。但需留意流通现货紧俏程度、下游企业对高价现货接受度以及政策面利好带动资金情绪；中长期近年供给端过剩预期将持续，维持锂价偏弱运行预期。本周广期所碳酸锂主力合约参考运行区间 105000-118000 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。3月中旬负反馈行情在钢材利润回归水面上后如期结束，我们认为随5月主力合约临近交割，钢材基本面现实将成为4月市场的主要交易逻辑。

供应：2024年3月螺纹钢当月累计产量约为1071万吨，较去年同期下降434万吨；热轧卷板累计产量约为1571万吨，较去年同期上升约36万吨。月中螺纹钢周均供应为214万吨，热轧卷板周均供应为314万吨。铁水在3月中基本处于220万吨/日左右水平，并未延续历史季节性出现上涨，表现低于预期。4月中我们认为将会是铁水产量或逐步复苏，但高点难以达到历史同期，因此对于4月日均铁水产量预估为前低后高，平均在225万吨/日左右。钢材产量方面，螺纹钢仍是主要的拖累项。在钢厂低利润的环境下，预期以销定产仍是生产端的主流策略。因此判断供应端的主要矛盾，在于需求。

需求：2024年3月螺纹钢当月累计消费量约为1032万吨，较去年同期下降约640万吨；热轧累计消费量约为1568万吨，较去年同期下降约24万吨。月中螺纹钢周均消费约为206万吨，热轧卷板周均消费约为314万吨。春节导致的季节性波动已基本结束，4月后钢材的需求将更多的反应真实基本面。目前而言螺纹钢的消费水准仍大幅落后于市场预期，反应今年我国房地产与基建投资同比放缓；而热卷消费则较去年基本持平，出口也相对平稳。考虑目前宽松的流动性环境以及融资白名单逐渐落地，我们认为4月螺纹钢需求继续上升的概率较高（预期至单周300

万吨左右水准，较历史同期仍然偏低，但高于当前水平）。整体而言，暂时并不改变对于2024年我国经济活跃度复苏可能性的乐观预期，但认为其兑现节奏可能会拖入下半年。

库存：螺纹钢库存变动基本符合季节性预期；热卷在高供应下去库较慢，需要持续关注。

小结：悲观预期带来的负反馈行情暂时缓和了炉料端的矛盾，钢材基本面在3月中取回对价格主导权。因主力合约交割临近，我们认为在4月中钢材的交易逻辑将转向现实。不论是库存去化节奏或者需求兑现（不论乐观或悲观）都将成博弈的重点。目前对于4月钢材供需的预期是双双上升，但参考同比变化以及产业估值，并无法排除4月中黑色系进入“现实负反馈”行情的可能性。另一方面，我们维持此前报告中的观点，认为2024年钢铁行业的主旋律仍将是过剩，因此预期入炉成本仍将是钢材价格最主要影响因素之一（不过这一观点的印证可能需要等到5月合约交割完毕，但仍需要注意钢厂利润变化可能对行情带来的影响）。综上，4月中钢材行情的变化将更多的受即期基本面影响，而我们目前并没有发现基本面可能出现大幅扭转的证据，因此判断价格走势或将偏弱（交易悲观预期兑现逻辑）。

风险：社融数据提前大幅好转、融资白名单落地进度超预期、钢厂超预期复产推升铁水产量等。

锰硅硅铁

锰硅：

往后期看，铁水的修复是决定走势短期的关键因素，而需求的承接能力则决定未来“正反馈”的幅度以及阶段性反弹之后的走向。对此，我们认为当前同比降幅8-9%的铁水在4-5月份必然需要向上修复，这是需求量降幅小于供给端决定的，且向上修复的时间越晚，向上的修复力度或越大。但这对于铁矿、成材以及双焦的影响更大，铁合金在该阶段预计只是作为价格的跟随，幅度将相对有限（值得关注）。本周，铁水再度拐头向上，环比+2.27万吨，钢厂盈利率水平继续小幅回升至33%，虽然幅度均较有限，但边际的向好因素确实在不断累积。

锰硅方面，持续较差的盈利表现之下，供给端在本周继续出现明显收缩，周产环比大幅下降1.32万吨至16.7万吨，过去五年同期历史最低水平，供给端的边际向好同样也在持续累积，但高位的库存仍是价格向上明显的压力。

对于后市行情，我们维持“虽然向下方向仍是需要注意的风险，但鉴于风险的阶段性出清以及铁合金成本端向下的空间相对有限，我们建议关注“正反馈”到来时价格的反弹机会（幅度预计有限）”的观点，且“正反馈”来得越晚，预计力度将越大。在情绪充分释放，价格回落至低位区间后，供求两端不断累积的边际向好因素等待需求及铁水向上修复时或有较明显集中体现。

硅铁：

延续锰硅板块观点，硅铁端自身的基本面略好于锰硅，一个在于其产量收缩的较为充分，当前周产推断产量累计同比降幅在 8.8%，与铁水的降幅相当。供给的充分收缩也使得硅铁的库存规模显著优于锰硅。此外，今年钢材的需求端主要的收缩在于建材端，而供给的收缩也主要在建材方面。而建材端对于硅铁的影响将显著小于锰硅。

当然，我们一直提及的，铁合金受限于自身在产业链中利润分配的末端位置，钢铁行业效益整体表现差的背景下，即使硅铁的基本面优于锰硅，但仍将是未来“正反馈”到来之时，反弹幅度相对偏小的一个品种（相较于成材、煤焦矿）。

最后，对于后市行情，虽然向下方向仍是需要注意的风险，但鉴于风险的阶段性出清以及铁合金成本端向下的空间相对有限，我们建议关注“正反馈”到来时价格的反弹机会（幅度预计有限）。且我们认为“正反馈”虽然会迟到，但不会缺席。

工业硅

站在基本面角度，高库存仍是当下肉眼可见的压力，此外，421#与 553#之间现货 800 元/吨的价差与交易所规定的 421#对 553#升水 2000 元/吨的规则则是盘面价格显著低于 553#价格以及接近 25 万吨的注册仓单的根本原因。往后期看，供给的压力仍存，本周产量环比继续出现 0.26 万吨的降幅，表明持续走弱的价格正通过市场化的方式影响产能的释放。但我们也看到需求端阶段性见顶的信号，包括 1) 多晶硅周产不再继续增加，且受制于库存显著走高的压力，后续供应或仍存在缩量；2) 有机硅周产环比持续走弱，虽然仍在高位，同时库存回升与利润再度走负也是影响未来产量的负面因素。对此，我们认为价格短期或仍将维持弱势。

站在盘面成本端下方空间有限，尤其价格已经预先将西南地区丰水期的成本下移考虑在内的基础上，我们仍认为当前盘面价格的下方空间是有限的，甚至盘面已存在“超跌”迹象，不排除情绪化冲击的再度下探，但继续做空认为是缺乏性价比的操作。当然，向上同样缺乏驱动，但在悲观预期充分体现之下，我们需要提示注意价格反向修复的风险。

能源化工类

橡胶

橡胶仍关注后续的收储预期。

3月25日，市场预期的抛储轮储利好落地。

3月21-22日，或因担天气忧情绪缓解，资金离场，胶价较快回落。

胶价3月18日大涨。市场上涨或是担忧东南亚和云南干旱天气造成大量减产，市场也或有收储轮储的预期。

现货

上个交易日下午16:00-18:00 现货市场复合胶报价13300（00）元。

标胶现货1620（0）美元。

操作建议：

建议空头多加观察。总体控制仓位风险。配置空头持有，设置止损。

买现货或NR主力抛RU2409/RU2501 中线推荐。可部分波段操作。

市场波幅扩大，建议适当按照技术面短线交易，或者观望。

1) 商用车数据有所增长。

1~2月，商用车产销分别完成56万辆和57.5万辆，同比分别增长9%和14.1%。在商用车主要品种中，与上年同期相比，客车和货车产销均呈不同程度增长。其中，货车产销分别完成49.5万辆和50.4万辆，同比分别增长7.9%和12.2%；客车产销分别完成6.5万辆和7.1万辆，同比分别增长17.9%和29.1%。

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3月29日，山东地区轮胎企业全钢胎开工负荷为69.44%，较上周走低0.67个百分点，较去年同期走高4.36个百分点。国内轮胎企业半钢胎开工负荷为80.24%，较上周走高0.24个百分点，较去年同期走高6.86个百分点。本周因为节日原因，数据源尚未更新。

4) 库存中性

库存方面，截至2024年3月29日，天然橡胶青岛保税区区内库存为12.43万吨，较上期减少了0.07万吨，一般贸易库库存为42.94万吨，较上期减少0.11万吨，青岛社库55.37（-0.18）万吨。

截至2024年4月3日，上期所天然橡胶库存218081（1140）吨。仓单215000（3040）吨。20号胶库存130053（-383）吨，仓单117149（121）吨。收储预期需要持续关注新闻和数量。

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。

原油类

原油情况：

3月油价维持强势，NYMEX原油期货05合约收盘站稳83美元/桶的水平，收报83.11美元/桶。ICE布油期货06合约收报87.07美元/桶，月度涨幅达7.15%。中国INE原油期货主力合约2405周度上涨2.88%至645.5元/桶。中东紧张局势升级，尽管美国库存增加，但原油价格受到中国经济数据的积极影响仍呈上涨趋势，4月首周，ICE布油期货06合约收报90.86美元/桶，涨幅达4.35%，2024年以来，原油期货累计涨幅已达18.55%。

美国能源信息管理局(EIA)数据显示，美国商业原油库存意外增加了321万桶。尽管原油库存变化偏向利空，但该报告显示成品油积极趋势，尤其是东海岸汽油库存大幅减少，表明在即将到来的夏季驾驶季节可能出现汽油利润的稳定性。上周美国战略石油储备(SPR)继续增加60万桶，2024年以来每周均维持补库，年内累计已补库已超900万桶。

根据3月27日国家统计局的数据，中国工业企业1月和2月的利润同比增长10.2%，我国经济数据转好大幅刺激市场对今年原油需求增长量的预期。

地缘方面，以色列暂停战斗部队休假，并加强空中防御指挥，引发全球石油市场对供应中断的新担忧，以应对伊朗可能的导弹或无人机袭击。

OPEC+也重申了当前的供应削减政策，推动了价格上涨。OPEC+于4月3日结束了其联合部长级监测委员会会议，该会议决定将每日220万桶的减产政策延长至6月底，符合市场预期。

燃料油情况：

■截至4月3日，新加坡低硫燃料油(LSFO)裂解价差较上周下跌了0.35美元/桶，至11.67美元/桶，而M1/M2前端月差下跌了1.06美元/桶，至2.99美元/吨。低硫燃料油裂解价3月迄今平均为每桶13.38美元，而2月份为每桶14.47美元，1月份为每桶12.86美元。低硫近期的上涨主要来源于成本端推动和运输的风险溢价。但由于近期欧洲-新加坡绕行好望角航线运费下降，预计新加坡从西方进口的低硫燃料油在4月份将出现相当大的增长，低硫基本面不容乐观。

■新加坡高硫燃料油(380CST)裂解价于4月3日亚洲收盘时下跌0.22美元/桶，至每桶-11.92美元，M1/M2差价较上周下跌0.80美元/吨至每吨2.75美元。重油裂解价3月平均为每桶-11.77美元，2月份为每桶-13.92美元，1月份为每桶-10.71美元。重油市场仍然受到充裕供应的拖累，但交易商对未来几个月夏季发电需求持乐观态度，认为这将提供一些支撑。在阿联酋，用作发电和航运燃料油的重馏分库存一周内下降了6.3%，降至两周低位，为997.1万桶。根据海关总署3月22日公布的最新数据显示，中国1月份低硫和高硫燃料油进口量同比增长77.9%，至215万吨，环比增长5.5%，因燃油供应商将年度进口增长归因于红海危机导致航程时间延长，从而增加了燃油消耗。

甲醇

节后随着装置复产，国内开工回升，负荷同比高位，企业利润改善明显，预计产量仍将维持相对高位。海外装置负荷提升至中高位水平，多数地区高负荷运行，4月到港将明显回升，整体供应仍将维持高位。需求端MTO利润仍在低位，港口烯烃装置停车带动需求回落，需求仍有走弱风险。库存方面，短期到港回升，港口库存低位回升，社会库存绝对水平仍较低，下游原料库存同比相对较高，整体静态库存压力较小，仍将支撑近端偏强运行。总体来看，现实仍是低库存格局，但后续有累库预期，供需有走弱风险。策略方面，由于港口绝对库存仍在同期低位叠加盘面仍有较高基差，05之前压力仍相对有限，5-9仍是正套格局，单边近端关注逢低短多机会，09合约单边建议观望为主。跨品种方面逐步关注09合约MTO利润的做多机会。

尿素

供应端短期计划检修装置有所增多，供应维持高位但继续走高空间有限。需求端后续以水稻用肥为主，当前需求启动缓慢，整体并无放量，市场信心不足，但随着现货大幅下跌之后市场情绪有所企稳，预计后续需求阶段性释放仍在。库存方面，检修增多叠加前期待发订单发货，企业库存有所去化，港口库存存在出口无松动下仍维持在低位水平。总体来看，高供应仍是压制尿素上行的重要因素，且后续仍有装置投产，中长期国内尿素难改过剩格局，但短期下跌后情绪有所企稳，后续农业需求仍在，预计继续大幅下跌空间相对有限。策略方面，短期大幅下跌之后盘面已跌破成本线，预计继续下行空间相对有限，单边望为主。月间价差仍是逢低关注正套为主。

聚烯烃

估值：周度涨幅（期货>现货>成本）；聚烯烃期货价格震荡偏强，基差得到修复，利润大幅下行，估值向上。

成本端：WTI 原油本月上涨 6.48%，Brent 原油本月上涨 6.43%，煤价本月下跌-18.42%，甲醇本月下跌-4.35%，乙烯本月下跌-8.81%，丙烯本月下跌-0.22%，丙烷本月上涨 4.79%。成本端支撑边际回归，盘面交易逻辑受供需关系影响减弱。

供应端：春检来临 PE 产能利用率 82.42%，环比下降-5.20%，同比去年下降-2.90%，较 5 年同期平均下降-4.77%。PP 产能利用率 71.75%，环比下降-4.17%，同比去年下降-11.41%，较 5 年同期平均下降-16.68%，当前产能利用率已处历史同期低位，低利润倒逼 PP 厂家（尤其 PDH 制厂家）降低产能利用率甚至延迟部分装置投产。新装置投产情况更新：3 月利华益维远（PDH 制 PP20 万吨）推迟至 4 月投产。4 月预计金能化学、泉州国亨、安徽天大共计 105 万吨 PP 投产，PP 供给端压力较大。

进出口：2 月国内 PE 进口为 104.03 万吨，环比 1 月下降-11.14%，同比下降-7.08%。2 月国内 PP 进口 16.06 万吨，环比 1 月下降-40.39%，同比下降-40.39%。出口端表现较好，2 月 PE 出口 5.94 万吨，环比 11 月上涨 1.18%，同比下降-9.27%。P 出口 15.36 万吨，环比 1 月上涨 25.74%，同比上涨 75.01%。PP 出口量大幅提升，主要因为印尼集中在 3 月前进口货物，预计 3 月 PP 出口量仍将维持上行趋势。

需求端：“金三银四”传统旺季尚未证伪，PE、PP 下游开工均低位反弹，PE 下游开工率 45.4%，环比上涨 51.54%，同比下降-9.85%。PP 下游开工率 50.46%，环比上涨 13.70%，同比上涨 4.58%。PE 终端用户刚需采购为主，交投情绪较低，但 PP 订单表现亮眼，同环比均有优势。

库存：上游进入春检季节，下游需求复苏，导致上游中游去库幅度较大；PE 生产企业库存 47.6 万吨，本月去库-15.74%，较去年同期去库-4.09%；PE 贸易商库存 4.86 万吨，较上月去库-3.11%；PP 生产企业库存 58.43 万吨，本月去库-19.46%，较去年同期累库 0.86%；PP 贸易商库存 16.20 万吨，较上月去库-9.45%；PP 港口库存 6.82 万吨，较上月去库-2.29%。

小结：本周市场情绪震荡偏多，俄乌冲突升级、以巴冲突引入伊朗黎巴嫩等国参与、胡塞武装持续袭击欧美商船，原油价格持续上行；春季检修、“金三银四”需求复苏叠加地缘政治，预计 4 月聚烯烃价格或将维持震荡偏强。

下周预测：聚乙烯(L2405)：参考震荡区间(8200-8500)；聚丙烯(PP2405)：参考震荡区间(7400-7700)。

策略推荐：跟踪 4 月聚丙烯投产落地情况，逢低做多 LL-PP 价差。

风险提示：原油大幅下跌，PE 进口量上升。

苯乙烯

节中，布伦特原油上涨，涨幅 1.94%，带动海外纯苯上行。基本面看，苯乙烯港口小幅去库，预计港口节后仍可持续去库，开工低位小幅回升。苯乙烯下游方面，开工小幅回升，ABS 开工持续回升至 61.5%。纯苯端，港口库存小幅累库，纯苯开工回落，检修逐步兑现。中期来看，纯苯+苯乙烯库存较低，海外芳烃依旧偏强。近期近端苯乙烯供应意外频发，需求逐步回升，建议逢高平仓 05/06 合约多头，5-6 正套持有。

PVC

PVC 开工高位，工厂库存去库 0.8w，社库去库 0.2w，产业总库存同比高位。乙烯法利润偏差，乙烯法装置逐步落地。国内下游需求季节性复产。国内出口回落，表现平平。PVC 电石法利润小幅修复，非一体化装置检修较少，关注春检落地情况，单边建议逢高空配。

农产品类

生猪

现货端：3 月份，国内猪价呈震荡走高态势，驱动本月猪价走高的逻辑来自于现实和预期两方面，一方面去年四季度因疫情损失，尤其是中大猪的损失令节后供应减量，大猪偏紧，另一方面市场看好后市，压栏和二育入场截流标猪，令屠宰量显著减少；具体看，河南均价月涨 1.1 元至 15.2 元/公斤，月内最高 15.4 元/公斤，四川均价月涨 1.1 元至 15.1 元/公斤，广东均价月涨 1.5 元至 16 元/公斤；展望本月，猪价或呈先跌后涨走势，基准波动或不大，一方面当前需求仍处淡季，且天气转热后大猪需求减少，令前期压栏和二育大猪出栏压力增大，另一方面基础供应或继续减量，且市场看好后市情绪不减，猪价回调后下方托底力量仍较强，适逢月底备货启动，不乏继续拉涨可能。

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、屠量和体重表现又说明两点，一是南方产能相对充裕，二是散户去化高于集团，2 月份官方能繁为 4042 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，或暗示供应压力后置；短期指标看，春节后宰量同比偏低，环比回落，或暗示供应已经开始体现减量的特征，但涨价后伴随体重回升，又说明供应的中期压力后移。

需求端：节后淡季，消费偏差但对价格影响中性，且需求环比看未来有提升的空间，阶段性关注压栏、惜售和二育等非屠宰性需求对供应的截流。

小结：4月计划出栏量或小幅增多，同时标肥差回落，屠宰环比小幅增量叠加体重压力积累，考虑淡季背景，现货或在阶段和局部体现出供应压力，情绪面是最大不确定因素，当前市场一致预期看好后市，且现货离兑现减量和涨价尚有距离，因而远未到谈论负反馈的阶段，近月跟随现货情绪为主，多空机会并存，远月低买思路不变。

鸡蛋

现货端：3月份，国内蛋价先涨后落，整体呈小幅涨跌走势，因蛋价处于成本附近，且弱于季节性表现，因而整体显弱，月初上游抵触低价，同时下游逢低补货，蛋价从低位明显反弹，但后期因需求表现不及预期，同时供应持续增多，蛋价重新跌回起点；具体看，黑山大码报价月涨0.2元至3.1元/斤，辛集月落0.02元至2.87元/斤，月内最高3.33元/斤，销区回龙观月涨0.18元至3.43元/斤，东莞月持平于3.19元/斤；4月份受节日效应影响，市场需求预计略有好转，或拉动蛋价走稳回升，但因供应持续增多，预计高度有限，且五一等节日效应过后，蛋价重新寻底概率较高。

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，3月份全国补栏量为9008万羽，环比+7.3%，同比-0.5%，补栏不受蛋价低迷影响，继续处于偏高区间；老鸡出栏仍不畅，截止当前的鸡龄在508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3月末在产蛋鸡存栏为12.33亿只，符合预期，环比+1.1%，同比+3.8%，较去年低点+4.8%，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12.63亿只，较推测的理论峰值6月的12.68亿只小幅下滑，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：补栏量维持偏高，老鸡出栏有限，小蛋占比持续回升，市场供应压力不减，需求未来或有季节性增加空间，但受制于上下游心态，或难有亮眼表现，盘面给出悲观预期，但当前行业低迷盈利表现尚未传导至供应端的减量，维持近月弱震荡思路，远月短期观望，长期等反弹后给出空间抛空。

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21.94美分/磅，较之前一周下跌0.57美分/磅，或2.53%。消息方面，泰国当前产量略高于800-850万吨的预期。2023/24榨季截至4月3日，泰国累计甘蔗入榨量为8202万吨，较去年同期的9388万吨下降1186万吨，降幅约12.64%；产糖率为10.67%，较去年同期的11.74%下降约1%；产糖量为875万吨，较去年同期的1102.4万吨下降227万吨，降幅约20.6%。

国内市场回顾：上周郑州白糖期货价格上涨，节前郑糖9月合约收盘价报6514元/吨，较之前一周上涨95元/吨，或1.48%。节前资金持续流入，支撑糖价上涨。但基本面逐步转弱，3月产销数据利空，广西、云南工业库存在2月以前均同比下滑，3月转为同比增加；产销率从2月以前同比领先，到了3月转为同比落后。3月广西产糖92万吨，同比增加69.34万吨；销糖56.10万吨，同比增加5.33万吨；食糖库存319万吨，同比增加57.16万吨。3月云南单月产糖61.51万吨，同比增加7.76万吨；单月销售24.74万吨，同比减少7.72万吨；食糖库存97.12万吨，同比增加2.04万吨。

观点及策略：本榨季印度和泰国减产不及预期。且厄尔尼诺可能在今年4-6月结束，气象条件恢复正常以及在高糖价的推动下，可预期下榨季北半球增产。国内方面1-2月进口食糖、糖浆、预拌粉数量维持高位。且下榨季广西继续增产的可能性大，基本面预期转弱，短期基于强现实，糖价维持偏强震荡，中长线建议寻找高位做空机会。

棉花

国际市场回顾：上周ICE棉花期货价格下跌，截止周五ICE 5月棉花期货合约收盘价报86.24美分/磅，较之前一周下跌5.19美分/磅，或5.68%。受美棉下年度种植面积增加，以及出口数据回落影响。美国农业部(USDA)最新公布的出口销售报告显示，截止3月28日当周，美国当前市场年度棉花出口销售净增8.49万包，较之前一周减少13%，较前四周均值增加4%。

国内市场回顾：上周郑州棉花期货价格上涨，节前郑棉9月合约收盘价报16460元/吨，较之前一周上涨195元/吨，或1.2%。纺织企业订单情况仍然不理想，原料采购仍坚持随用随买策略，观望情绪较重。另一方面随着美棉价格连续下跌，内外价差倒挂幅度明显收窄。

观点及策略：美国农业部种植意向报告显示下年度棉花种植面积同比增加，但预估值低于预期。美棉下年度供需情况将从紧张转为宽松。国内方面，金三银四旺季，下游消费依然疲软，纺企持续累库，内外价差明显收窄对国内棉价支撑作用减弱，郑棉价格估值中性，短线驱动偏空，中长线目前来看仍缺乏方向。

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	