中金财富期货策略周报（2024 年第 12 期）

研究员：

张伟

从业资格编号：F0251993

投资咨询编号：Z0013973

weik.zhang@cicc.com.cn

刘绅

从业资格编号：F3041660

投资咨询编号：TZ014346

shen.liu@cicc.com.cn

于瑞光

从业资格编号：T040666

投资咨询编号：TZ002416

ruiguang.yu@cicc.com.cn

李小薇

从业资格编号：F0270867

投资咨询编号：Z0012784

xiaowei.li@cicc.com.cn

周度投资视点

宏观策略：对于因金融属性而大幅上涨的海外定价工业品，我们应该承认短期基本面对价格的影响已经不大重要，尊重盘面和情绪是基本操作。中期看，2024 年需求驱动与供给驱动或均难以发生趋势性扭转，部分高位的工业品，对于原料产出企业，可逐渐参与卖保。

股指期货：我们预计四月份经济延续弱修复、盈利回升趋势不变。但是也面临美联储降息延后，一季度业绩考等多重因素的考验。指数经历明显修复之后，震荡整固的概率较大。

铜：

锌：

钢材：上周，钢材价格跌破四年低点后有企稳的迹象，下游需求持续释放，但力度小于往年同期。与此同时，政策的利好也逐步出现，如全国多地取消首套房贷利率下限，如发改委与与工信部开始对 2024 年粗钢产量调控工作及进行部署。目前基本面变化不大，但情绪变化较大，我们预计短期仍将价格波动较大。

原油：国际原油市场表现为弱现实强预期，交易者仍在反复评估权衡。一方面，OPEC+维持减产的确定性增强，支撑油价在相对高位震荡偏强；另一方面，全球经济复苏难以形成共振，令油价进一步向上突破的难度较大。此外，地缘政治等风险溢价较为保守，当前区间并不算是高估的。站在三到六个月的中长期角度，原油供应端保持收缩克制，需求端处于低谷回暖，油价将在震荡运行中为重心抬升蓄势。

橡胶：基本面来看，现阶段天然橡胶供需过剩的矛盾得到缓和，支持价格重心出现小幅抬升。然而，宏观不确定性易作用于沪胶的金融属性，能否形成趋势性上涨存疑，大概率跟随资金情绪呈宽幅震荡筑底行情。单边策略上，我们仍坚持年中前沪胶整体偏空的观点，羸弱的基本面限制了上行空间，关注 RU2409 合约逢高沽空的机会。

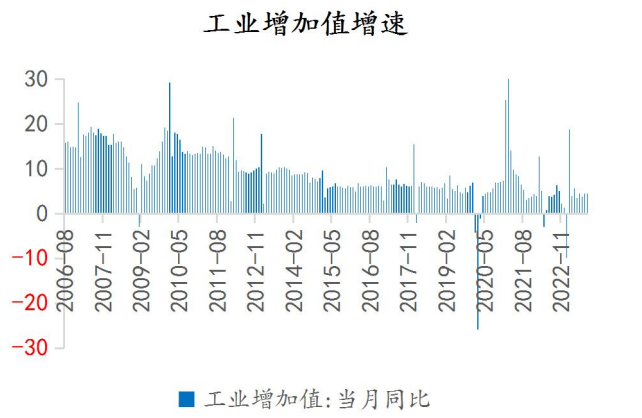
油脂油料：

目录

周度策略：黄金“脱锚”，引领大宗 ..... - 4 -
宏观经济、市场策略和股指期货市场分析 ..... - 6 -
1 一周重大宏观政策、事件和数据解读 ..... - 6 -
2 清明假期全球市场表现 ..... - 6 -
3 央行：边际审慎立场 ..... - 7 -
4 宏观策略 ..... - 7 -
对于因金融属性而大幅上涨的海外定价工业品，我们应该承认短期基本面对价格的影响已经不大重要，尊重盘面和情绪是基本操作。中期看，2024 年需求驱动与供给驱动或均难以发生趋势性扭转，部分高位的工业品，对于原料产出企业，可逐渐参与卖保。 ..... - 7 -
5 股指期货市场分析 ..... - 7 -
钢材 ..... - 9 -
1 近期价格下跌在交易什么？ ..... - 9 -
2 下游需求持续萎缩 ..... - 9 -
3 政策利好有望延续 ..... - 10 -
4 复工复产加快 但整体偏弱 ..... - 10 -
6 钢材期货现货数据 ..... - 11 -
原油 ..... - 14 -
1 全球增产潜力有限 ..... - 14 -
2 俄乌地缘收紧供应 ..... - 14 -
3 需求预期近弱远强 ..... - 15 -
4 制造业活动略好转 ..... - 15 -
5 黑天鹅风险性陡增 ..... - 15 -
6 高位区间震荡蓄势 ..... - 15 -
7 原油期现数据 ..... - 16 -
天然橡胶 ..... - 18 -
1 戏剧性过山车行情 ..... - 18 -
2 原料收购价格回落 ..... - 18 -
3 关注未来产区天气 ..... - 18 -
4 需求恢复跟进不足 ..... - 18 -
5 国内库存再度累积 ..... - 19 -
6 震荡筑底重心抬升 ..... - 19 -
7 橡胶期现数据 ..... - 19 -

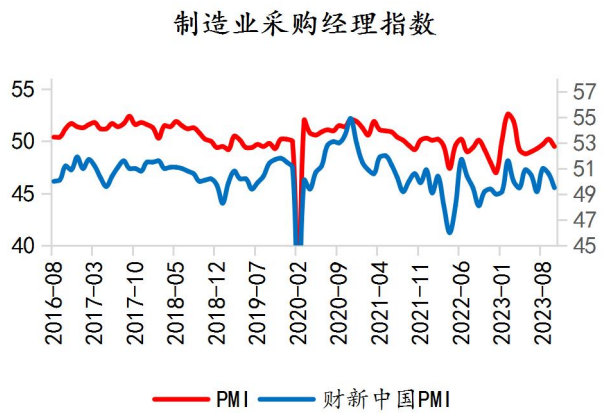
重要经济指标概况

图表 1：国内工业增加值增速



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 2：中国制造业采购经理指数



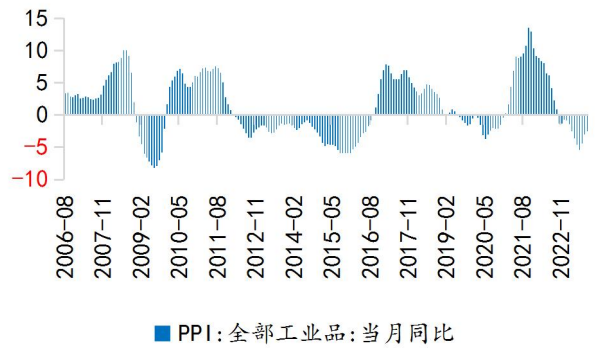
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 3：中国居民消费价格指数



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 4：中国工业生产者出厂价格指数



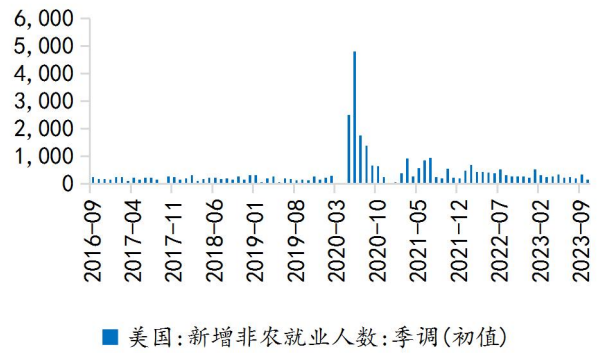
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 5：美国制造业采购经理指数



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 6：美国新增非农就业人数



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

周度策略：黄金“脱锚”，引领大宗

当前商品市场中最耀眼的品种就是黄金。目前国际金价升至 2330 美元，上周内频频刷新历史新高。黄金在过去 10 天中有 9 天上涨，在过去 7 周中有 6 周上涨，黄金通过“金铜比”“金油比”不断抬升国际定价大宗的价格中枢，国际油价和铜锌等上周均创反弹新高。但是内盘定价的工业品在地产疲弱的影响下走势较弱，与国际大宗走势迥异。

黄金脱锚

在传统分析框架中，黄金是美债和美元指数的映射。即黄金是由美国的实际利率所决定的，但是近期美债收益率在美国非农数据超预期的情况下大幅回升至高位，然而金价却大幅上扬，传统的黄金分析框架失效。

从长历史上看，黄金价格与美国实际利率负相关关系并非总是成立，70 年代至 2000 年初期间，黄金价格与实际利率呈现正相关。因此，即使近二十年黄金价格与实际利率呈现负相关关系。我们也不能简单地将黄金的走势归因于实际利率，结合当前的宏观状况，目前的需要重新审视黄金的分析框架，需要将黄金的中期影响因素是否被激发出来作为重点。

从人类两千年的历史看，黄金核心属性是货币属性。在传统分析框架中，黄金通常被认为具有三大属性，即商品属性、金融属性和货币属性。商品属性指的是商品需求的增长会推动价格上涨，但黄金在乱世时价格上涨的情况与此不符。而金融属性可以被视为货币属性的一种体现。因此我们概括性地认为，其实三大属性只有一个是重要的，即货币属性，当黄金的货币属性更强时，黄金价格就会涨。

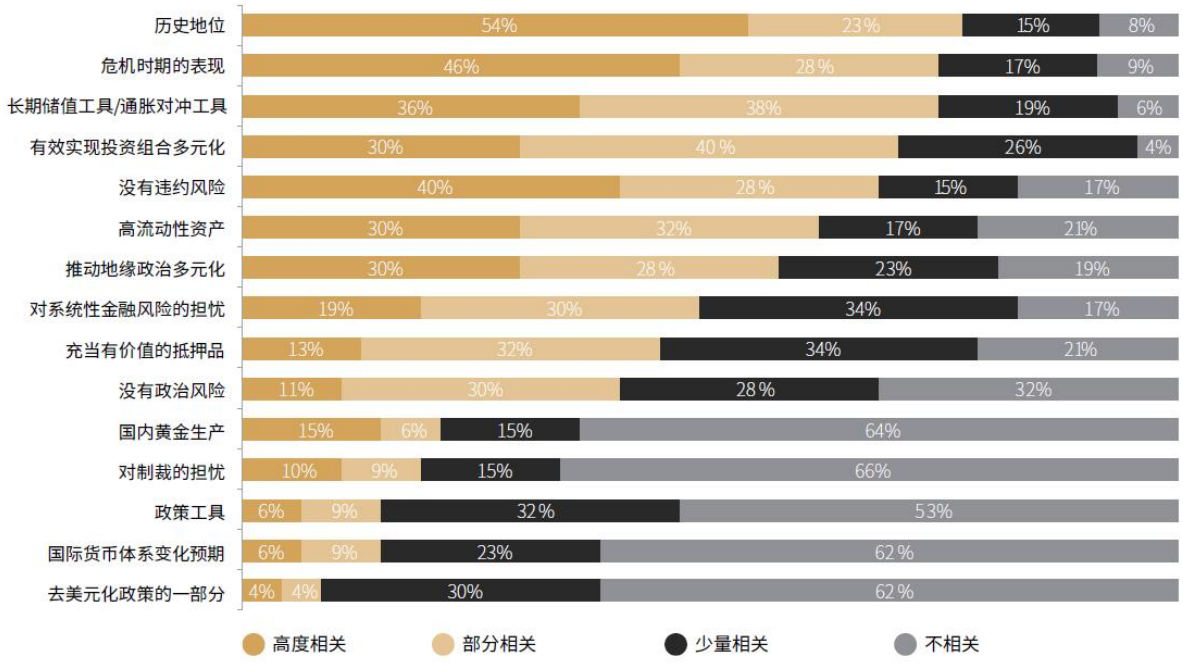
过去 20 年，为何实际利率对解释金价变动至关重要？过去 20 年间，全球宏观经济的核心矛盾是总需求不足。在经济危机、金融危机发生的时候，全球总需求不足的问题最为严重，这也触发了美联储等央行采取宽松的货币政策以应对危机。此时，全球信用货币体系处于最脆弱的状态，而黄金此时货币属性最为强劲，价格也更容易上涨。观察数据可以发现，黄金价格的涨幅与美日欧等主要发达经济体的 M2 增速密切相关。实际利率在这一时期显得尤为重要，这是因为实际利率是观察全球流动性最高频的指标，而实际利率与全球流动性呈负相关。因此，总需求不足阶段，总需求不足的矛盾越剧烈，流动性越宽松，信用货币体系越脆弱，这会推动黄金价格的上涨。

为何近期实际利率失效？其实没有失效，只是全球宏观范式的转变，由原先的总需求不足，开始逐步转向总供给不足。参考 80 年代的滞胀时期，可以知道信用货币体系的脆弱，其实不止一种表现形式，既可以是总需求不足时的洪水滔天，也可以是总供给不足时的大通胀。在供给不足最严重的滞胀时期，通胀大幅上升，信用货币体系同样脆弱，美联储为了抑制通胀刻意造成实际利率上升，造成了黄金和实际利率的同步变动。数据验证上我们也会看到，这一时期黄金与通胀的相关性要显著强于过去 20 年。背后的启示是在逆全球化背景下，宏观矛盾从需求不足转为供给不足，过去 20 年黄金盯住流动性，而现在要更多盯住通胀。

黄金对美债收益率的脱锚，是因为货币属性被明显激发。黄金主要依赖的是法币体系“信任危机”的叙事，无论是近几年来主要经济体政府债务负担不断上升，部分央行大幅增加黄金储备，还是比特币的疯涨都是重要的体现。尤其是美国债务每 90 天增加一万亿美元的恶劣情况下，

美债上限危机不断升温，增加了对美元货币体系的“不信任”。另外，巴以等地缘政治频发，也对金价形成支撑。包括近期美国流动性面临拐点，也加剧了市场对于货币政策的不确定性。从货币属性来看，在美元信用走弱下，黄金具备的货币储备功能增强，全球央行近年来加快购金节奏，弥补了 ETF 持有量下行对黄金的负面影响。

图表 1：央行购金动机



资料来源：世界黄金协会，中金财富期货

金融属性主导的大宗：采取跟随策略，务必设置止损

原油和有色金属这些国际定价的大宗，近期被黄金的强势上行所带动，这种非典型的上涨行情如何参与？其实方法非常简单：阶段内承认基本面分析失效，采取跟随策略，逐步提高止盈设置。

首先看基本面失效这一点。以铜为例，该品种供应端的确存在扰动，尤其是冶炼端因为加工费低迷而减产，是一个新的供应扰动。但是目前铜面临的问题也很明显，就是下游需求疲弱，以及对高价的接受程度。3 月 18 日，芝加哥商品交易所集团也发文表示，目前中国的铜消费并不理想，库存超预期累积，下游订单比较一般。铜价目前大涨停留在炒作预期阶段，后续需要消费的进一步验证，否则在高位容易面临回落的风险。从较为极端的假设看，今年铜的短缺幅度也不会超过 1%，铜价如此幅度的上扬，金融属性因素更大。至于锌、铝等品种，基本面更为一般，大涨的基础十分薄弱。

如果从整个商品市场角度看，从库存驱动来看，随着旺季来临，大宗商品生产链在未来 1-3 个月时间范围内，有加强利润分配权的驱动力，从而引起商品价格上行，但黑色冶炼、有色冶炼环节由于较低的产能利用率，自主降库争取利润的市场机制可能失效。从价格驱动来看，价格环境也决定了未来的分配模式，6 月前的 CPI-PPI 剪刀差开始出现降幅收窄企稳的现象，但绝对水平依旧偏低，处于负值区间，因此当前价格环境仍不利于上游企业的利润分配。从需求观

察，只有财政政策向三大工程的发力，宏观政策刺激需求回升，才能成为商品链利润分配权重新上升的突破口。否则仅靠金融属性，工业品上行空间有限。

策略上，我们建议对于铜油等外围定价大宗，应承认目前基本面对其影响已经有限，采取跟随策略。但是我们也要承认期货价格遵循“短期是投票器，长期是称重机”，应逐渐提高止盈设置，最大程度获得更多收益。

策略上跟随为主

对于因金融属性而大幅上涨的海外定价工业品，我们应该承认短期基本面对价格的影响已经不大重要，尊重盘面和情绪是基本操作。中期看，2024 年需求驱动与供给驱动或均难以发生趋势性扭转，部分高位的工业品，对于原料产出企业，可逐渐参与卖保。

宏观经济、市场策略和股指期货市场分析

1 一周重大宏观政策、事件和数据解读

图表 7：一周重大宏观政策、事件和数据解读

类别	时间	政策/数据	内容	点评
政策	4 月 5 日	欧央行纪要:降息理由增强，首次行动的日期更清晰可见	。欧元区 2 月 PPI 环比下降 1%，为去年 5 月以来最大降幅	欧央行可能率先降息
	4 月 6 日	国务院副总理与美国财长举行会谈。美国财长耶伦再提反对中美“脱钩”。	央行副行长宣昌能表示，除了关注信贷总量外，还要更加注重引导金融机构信贷平稳投放	货币政策继续宽松
数据	4 月 6 日	清明：超 1 亿人出行，人均消费超 450 元！	假期 3 天全国国内旅游出游 1.19 亿人次，按可比口径较 2019 年同期增长 11.5%；国内游客出游花费 539.5 亿元，较 2019 年同期增长 12.7%	旅游复苏继续强劲
	4 月 5 日	美国 3 月非农新增就业超预期激增 30.3 万人	就业再超预期	美联储降息预期下降
事件	4 月 5 日	黄金刷新历史新高	现货黄金上涨至 2320 美元以上	黄金助推国际定价大宗商品

资料来源：中金财富期货研究所

2 清明假期全球市场表现

清明期间，全球股指普遍下跌，非农超预期带动美债收益率上行，中东地缘局势紧张助推油价上涨。国内出行人流显著增加，消费热度持续提升，一季度货政例会结构加力，设备更新、消费品以旧换新工作机制或加快建立。

大类资产：清明假期前后，美债收益率上行、权益资产普遍下跌。

全球股市：主要股指多数下跌。假期前后（4 月 1 日-4 月 5 日），欧美主要指数全线下跌。亚太方面，恒生指数和沪深 300 分别上涨 1.1%、0.9%，日经 225、韩国综合指数则分别下跌 3.4%、1.2%。

全球债市：主要发达国家的长期国债收益率多数上行。10Y 美债收益率上行 19bp 至 4.39%。其他债市方面，英国、西班牙、意大利分别上行 13.8bp、12.3bp 和 11.3bp，法国、葡萄牙、德国和日本分别上行 11.1bp、10.4bp、5bp 和 3bp。

外汇市场：美元下行 0.2%，欧元、英镑和日元均出现上涨，涨幅分别为 0.4%、0.1%和 0.2%。4 月 1 日美国制造业 PMI 超预期后，美元指数一度达到近期高位的 104.96，随后持续回落。

大宗商品：油价震荡上行、金价刷新历史新高。原油方面，由于中东地缘局势进一步恶化，油价在周四大幅上涨，全周 WTI、Brent 油分别上涨 4.5%和 4.2%。受避险情绪等影响，COMEX 金本周大涨 4.2%至 2328 美元/盎司、创历史新高。

3 央行：边际审慎立场

人民银行最新货币政策例会传递边际审慎立场。

1、人民银行对海外高通胀粘性表达了更为明确的担忧，结合美元指数年初以来超市场预期上行以及近期对人民币汇率造成的被动贬值压力等新的变化，我国货币政策可能在更大程度上受到美联储降息预期推迟的宽松约束。

2、首次提出“在经济回升过程中，也要关注长期收益率的变化”，暗示在经济恢复阶段长期利率下行过快一定程度上是不合理的；此外还删除了提高投资乘数效应、激发更多民间投资的要求，指向地方债务风险化解加速的背景下，央行并不意图通过引导利率大幅下行而过度刺激短期信用需求。考虑到在两大结构性风险加快化解的阶段，商业银行净息差是极为重要的风险缓冲垫，我们维持年内 1YLPR 和 MLF 利率尚有 30BP 左右降息空间但 5YLPR 不再下调的预测不变。

3、删除加大对“城中村改造”的金融支持力度的描述，对货币政策采取类似于 2015-2018 年“货币化棚改”的方式力度以刺激城中村改造的预期得到修正。

4、对再贷款再贴现等非公开操作的“结构性”基础货币工具的阐述明显较上次会议更为审慎，同时新增了对设备更新、消费品以旧换新提供金融支持的表态，或显示降准等更具总量稳定意义的数量型工具或将更为活跃地使用，而透明度较低的结构性工具可能延续 2023 年以来的规模缩减趋势。

预计今年 9 月再实施 50BP 全面降准的预测不变，有鉴于美联储大概率也于当月启动首次降息，预计届时的降准操作对人民币汇率造成的影响幅度较小。

4 宏观策略

对于因金融属性而大幅上涨的海外定价工业品，我们应该承认短期基本面对价格的影响已经不大重要，尊重盘面和情绪是基本操作。中期看，2024 年需求驱动与供给驱动或均难以发生趋势性扭转，部分高位的工业品，对于原料产出企业，可逐渐参与卖保。

5 股指期货市场分析

指数高位震荡

上周两市延续反弹。其中沪深 300 周+0.86%，上证 50 周+0.63%，中证 500 周+1.67%，中证 1000 周+1.1%。

北上资金方面，由于人民币存在一定贬值的情况，上周北上资金净卖出 A 股 77.76 亿元。

上周 A 股重点公司总体全动态 PE 较上周从 10.96 倍升至 11.24 倍；A 股重点公司总体剔除金融服务业全动态 PE 较上上周从 14.62 倍上升至 15.01 倍；

创业板重点公司全动态 PE 较上周从 19.74 倍升至 20.11 倍；科创板重点公司全动态 PE 较上上周从 29.24 倍降至 29.18 倍；

创业板与沪深 300 重点公司的相对全动态 PE 较上周从 1.98 降至 1.97；科创板与沪深 300 重点公司的相对全动态 PE 较上上周从 2.93 降至 2.86；

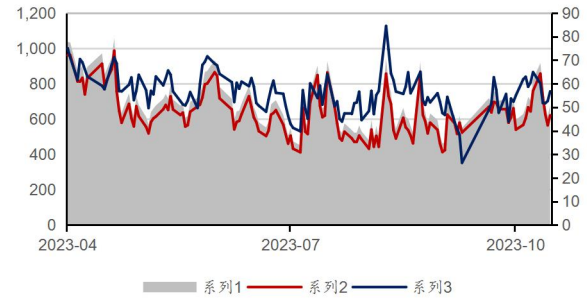
上周 A 股非金融重点公司全动态 ERP 较上周从 4.54%降至 4.38%。

预计指数维持震荡

回顾历史可以发现，4 月份上证综指下跌的 9 年中有 7 年 4 月的基建投资增速、地产销售增速、制造业 PMI、社零增速均下行，上涨的 5 年中有 3 年 4 月的地产销售增速、出口增速均上行；其次，年报和一季报增速对行业表现影响较大。二是流动性的松紧对 4 月走势有明显影响。三是外部冲击对 4 月行情也有较大影响，如：2010 年欧债危机、2011 年油价大涨、2017 年去杠杆、2018 年中美贸易摩擦、2022 年上海疫情等冲击使当年 4 月上证综指下跌。

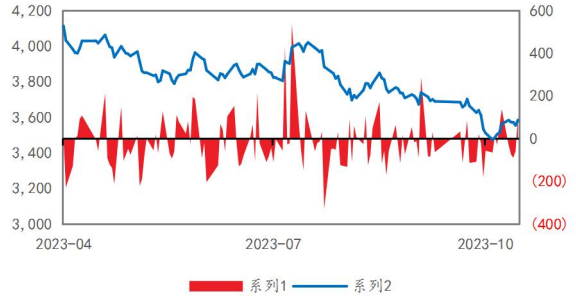
当前来看，预计四月延续震荡。（1）基本面上，经济延续弱修复、盈利回升趋势不变。一是在设备更新和以旧换新等政策落地下，4 月基建投资、制造业投资、消费增速等均可能回升，地产销售仍偏弱。二是 4 月盈利大概率处于上行趋势中。（2）流动性上，美联储降息预期反复对国内掣肘有限，国内流动性可能维持宽松。一是人民币汇率维持稳定，美联储降息延后对国内宽松掣肘有限。二是央行强调保持流动性合理充裕，4 月国内流动性大概率维持宽松。（3）外部冲击上，4 月难有大的负面冲击。一是 4 月财政政策不断落地，地产放松政策也可能进一步出台，政策上偏积极；二是中美和中欧关系改善下 4 月地缘风险有限。

图表 8：融资融券数据图



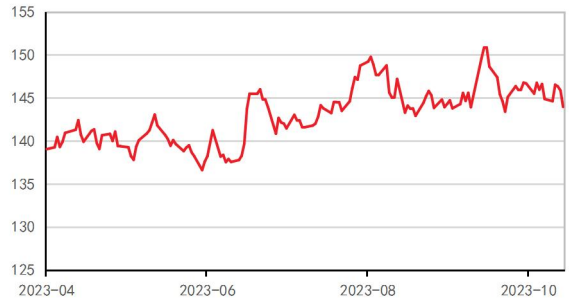
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 9：合约持仓和市场表现



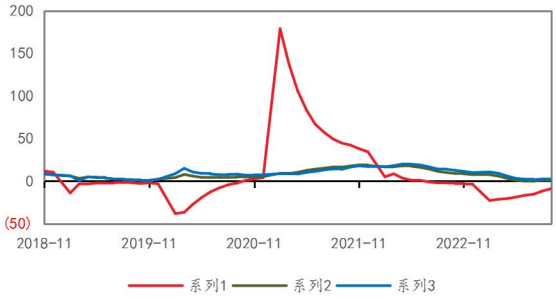
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 10：恒生 AH 溢价指数



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 11：工业企业运行情况



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

钢材

1 近期价格下跌在交易什么？

近期钢材价格表现出明显的弱势，自去年 10 月以来的涨幅已在短短几周内完全抹平。目前，钢材价格下跌的主要原因是什么？我们认为在于钢铁产量的严重过剩。

产量过剩同时体现在宏微观两个层面。

从宏观层面来看，近年随着房地产行业进入下行周期，房地产投资在两年间缩减了 25%，而钢材供给却在同期小幅增长了 0.6%。这种供需失衡导致钢市长期面临供应过剩的问题。去年 10 月以来的政策刺激，让市场一度乐观预期需求即将反弹，部分消化过剩产量。但现实是，节前的预期过于乐观，供应过剩状况仍在恶化。

从微观角度分析，2024 年初，即“金三银四”期间，终端需求未达预期。房地产行业作为钢材主要的下游消费领域，其新开工及房屋销售的表现不如预期，导致库存快速增加。

供应过剩的问题，无论是在宏观还是微观层面，都导致了两个直接后果：一是钢材价格下跌，二是原料价格随之下降。原料价格的下降又会通过成本影响钢材价格，进入一个螺旋下降的过程。打破这种下降趋势需要原料供给端的大幅收缩或需求端的超预期改善，短期内这些改变难以实现。综上所述，我们认为钢材价格的螺旋下跌趋势还将持续。

2 下游需求持续萎缩

钢铁行业，房地产、基建、制造业与出口是主要下游，其中又以房地产和基建为主，占比超过 50%。

从房地产来看，行业下行尚未见底。国家统计局数据显示 1-2 月份，全国房地产开发投资同比下降 9.0%；新建商品房销售面积同比下降 20.5%；房地产开发企业到位资金同比下降 24.1%。房企资金紧缺的问题依旧显著，在房屋价格下降的过程中，新房销售持续下降，买地的新开工

的意愿低。

从基建来看，去年 12 月国务院发文严控 12 个债务高风险省份新增基建项目，且除要求 12 个省份外，周边部分地区也同步主动着手解决地债问题，这导致基建项目及资金到位大减。工程款由过去的下级地市拨付专项债改为由省级财政拨付，更严的审批流程和更长的审批时间导致了工程项目材料采购的时间延后，减少了工地建筑用钢的需求。

从制造业来看，家电和汽车需求有所增加。1-2 月国内空调产量同比增长 18.8%；冰箱产量同比增长 12.8%；洗衣机产量同比增长 18.5%；彩电产量 2533.1 万台，同比增长 4.5%。此外，《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》有望推动制造业需求进一步增长。

从出口来看，2024 年 1-2 月钢材的出口依旧强劲，今年年 1-2 月中国累计出口钢材 1591.2 万吨，同比增长 32.6%。1-2 月中国累计进口铁矿砂及其精矿 20945.2 万吨，同比增长 8.1%。在去年高基数之下，钢材出口依旧维持这 2 位数的增长，远超市场预期。尽管如此，出口的高增长受益于人民币贬值和俄乌冲突后俄乌钢材出口真空，持续性不强。

3 政策利好有望延续

根据国家发展改革委官方网站 2024 年 4 月 3 日发布的消息，今年国家将持续实施全国粗钢产量的调控工作。此举旨在以节能降碳为核心，通过区分不同情况、既保障又施压、分类指导及扶持优质企业淘汰落后产能，推进钢铁行业的结构调整和优化，促进行业的高质量发展。为了更好地执行产能和产量的调控任务，相关部门将联手进行全国钢铁冶炼企业装备基础信息的详细调查。

回顾自 2021 年初以来的政策性粗钢压产措施，我们看到了从要求确保粗钢产量同比下降的初步政策，到 2022 年 4 月发改委宣布继续实施粗钢压产计划，再到 2023 年调控政策的调整为“平控”。过去三年中，粗钢产量增速经历了 2021 年的-3%、2022 年的-1.9%到 2023 年的+0.6%的变化。

虽然最新公告中未具体说明 2024 年的粗钢产量调控计划，但结合过去几年的政策走向来看，2024 年粗钢产量同比下降的可能性较大，这一政策导向预计将继续利好市场。

4 复工复产加快 但整体偏弱

上周全国高炉产能利用率与钢材产量同步回升。国内 247 家钢厂的高炉产能利用率达到了 83.6%，环比增加了 0.9%，同比下降了 7.6%。91 家电弧炉的产能利用率保持在 52.6%，环比增加了 0.7%，同比下降了 9.4%。

五大品种钢材的周产量升至 886.3 万吨，环比增加了 1.1%，同比下降了 11.8%。上周日均铁水产量增加了 2.3 万吨，达到 223.6 万吨，尽管与去年同期相比仍处于偏低水平，但随着钢厂检修活动的结束和复产的持续，钢材产量正在恢复。

在库存方面，上周五大品种钢材的社会库存量降至 1613.8 万吨，环比下降了 3.2%，同比增长了 10.0%。钢厂库存减少到 627.4 万吨，环比下降了 6.9%，同比增长了 8.3%。总体而言，钢材总库存呈现回落趋势，环比下降了 4.3%，去库速度较前一周扩大了 0.2%。这反映了厂库和社

库去库速度的进一步加快，以及下游消费强度的持续。

上周五大品种钢材的周表观消费量为 965.2 万吨，环比增长了 1.0%，同比减少了 3.7%。其中，螺纹钢的周表观消费量为 275.9 万吨，环比下降了 1.9%，同比下降了 11.2%。尽管螺纹钢需求有所下降，板材需求却持续旺盛。建筑钢材的周成交量恢复至 16.49 万吨，环比增长了 34.3%。

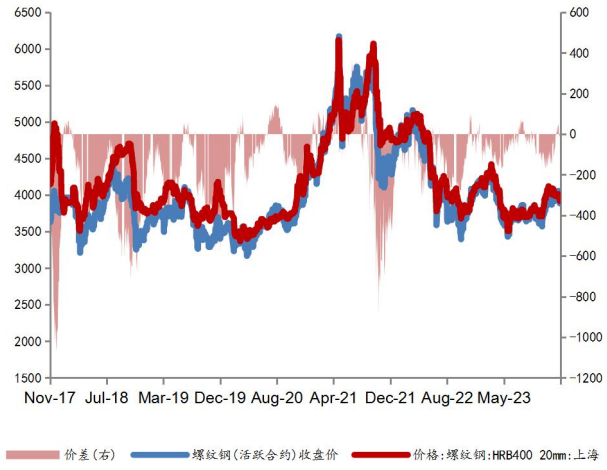
钢材现货价格在经历下跌后趋于稳定，主流钢材品种的即期毛利有所改善。247 家钢厂的盈利率提升到了 33.3%，环比增加了 4.8%。

5 小结

上周，钢材价格跌破四年低点后有企稳的迹象，下游需求持续释放，但力度小于往年同期。与此同时，政策的利好也逐步出现，如全国多地取消首套房贷利率下限，如发改委与与工信部开始对 2024 年粗钢产量调控工作及进行部署。目前基本面变化不大，但情绪变化较大尽管如此，鉴于我国钢铁产业的生产集中度相对较低、产能较为分散、行业自律性不强等特点，有效减少产量依旧面临重重困难。我们认为短期市场依旧有较大的分歧。

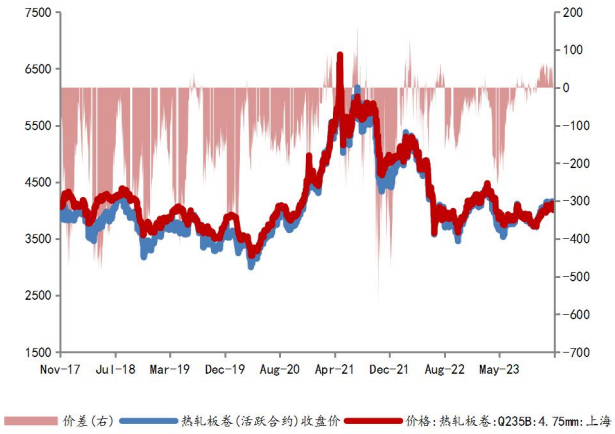
6 钢材期货现货数据

图表 12：螺纹期现价差



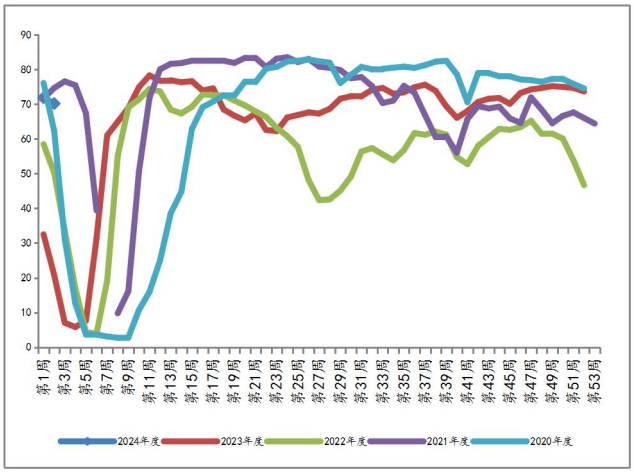
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 13：热卷期现价差



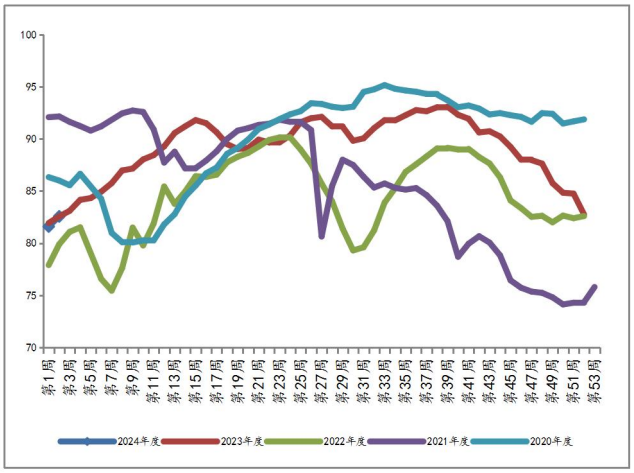
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 14：85 家独立电弧炉钢厂：开工率：中国（周）



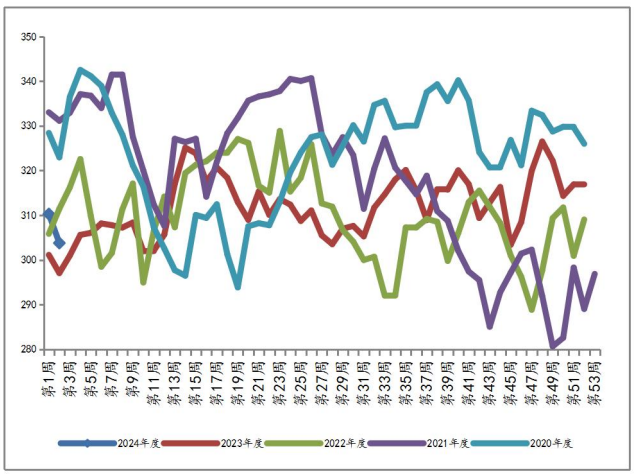
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 15：247 家钢铁企业：高炉产能利用率：中国（周）



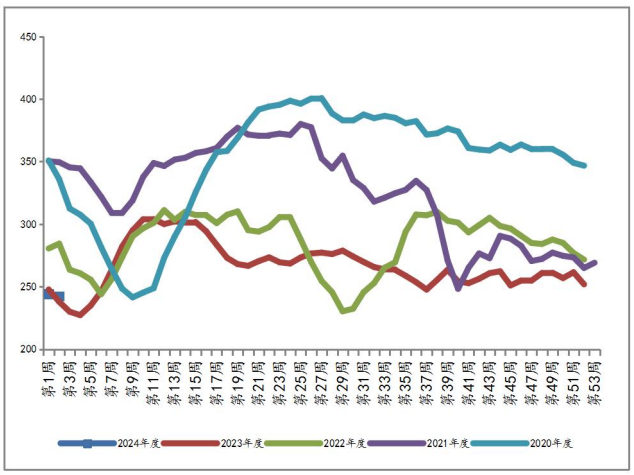
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 16：螺纹钢：建筑钢材钢铁企业：实际产量（周）



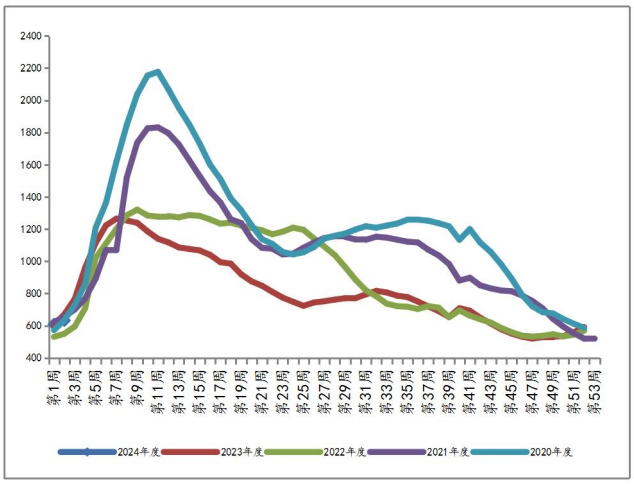
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 17：热轧板卷：钢铁企业：实际产量：（周）



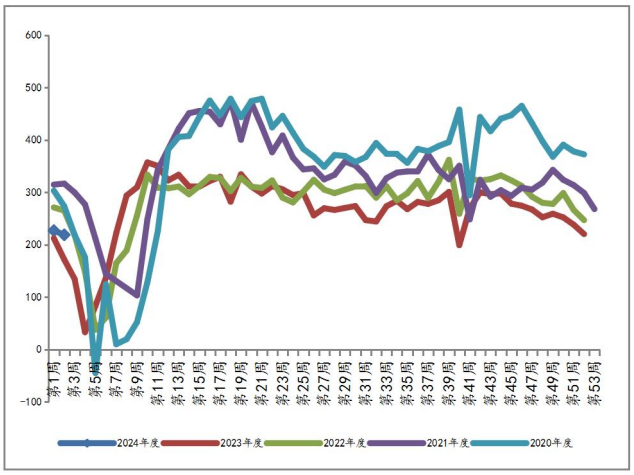
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 18：螺纹钢：总库存：中国（周）



资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 19：螺纹钢：消费量（周）



资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

原油

1 全球增产潜力有限

二季度 OPEC 及其盟友将稳定延续减产政策，此时美国页岩油就成为了全球原油供应端最大增量的来源。

在过去的一两年中，得益于长期高油价刺激，美国原油产量迅速反弹攀升，重回并刷新历史最高记录 1330 万桶/日。然而，近期 EIA 高频数据显示，美国原油产量在达到 1300 万桶/日的量级后，变得徘徊不前甚至小幅下滑。从统计口径来看，美国原油产量数据包括原油和凝析油，2024 年 2 月美国原油平均产量为 1320 万桶/日，剔除 130 万桶/日的凝析油，其中原油产量为 1190 万桶/日。

细分品类来看，美国本土生产的原油中绝大部分是页岩油，采取水平井压裂法进行开采。由于其技术特性，美国页岩油井高产的同时也具有极高的衰减率，2015 年以来经验表明，通常新井第一年产油量占历史总产量的 70%左右，有效寿命仅有 3-5 年。这意味着，美国若想保住当前全球第一大产油国的地位，就必须不断地开钻新井或消耗已开钻未完井（DUC）库存，因此未来美国原油产量的变化趋势，将主要取决于上游钻探投入和库存井消耗。

从油服 Baker Hughes 提供的油田运营数据来看，近年来美国活跃钻机数量尽管有所回升，但未能回到 2020 年疫情前巅峰水平，且增速已经陷入低迷状态，未来新井产量将无法弥补自然衰减。在资本开支受限的情况下，难以指望钻机数量爆发式增长，之所以美国原油产量仍居于高位，将库存井完工是主要的增产来源，然而 2020 年以前积攒的大量 DUC 库存已经下降了一半以上。

因此，美国原油产量进一步增长的空间十分有限，机构预计 2024 年美国原油产量或仅有不到 20 万桶/日的增幅，几年后甚至无法维持当前规模。更进一步，未来全球主要产油国均无意或无法拿出更多供应，形成新的平衡并逐渐稳定，廉价原油的时代已经一去不返了。

2 俄乌地缘收紧供应

在俄乌地缘政治局势紧张的同时，莫斯科方面进一步明确将履行 OPEC+减产承诺，引发市场对未来原油供应出现进一步收紧的担忧。

在过去的两个月中，乌克兰持续发动无人机袭击，给俄罗斯能源基础设施造成了较大损坏，截至目前已有约 40 万桶/日的炼油产能下线。由于炼油厂加工能力大幅下降，俄罗斯政府将优先保障国内供应，不可避免地影响到对欧洲的成品油出口。据悉，美国已经敦促乌克兰停止对俄罗斯原油设施的袭击，担心会再次推高全球油品价格。

与此同时，俄罗斯政府按照计划指示能源公司在二季度控制产量，以确保实现 900 万桶/日的限产目标。具体来看，俄罗斯计划将 4-6 月的原油产量较 3 月分别调降 3.6%、4.1%和 4.9%；4 月将额外减产 35 万桶/日，出口将从 3 月的水平削减 12.1 万桶/日；5 月产量将减少 40 万桶/日，出口量将再减少 7.1 万桶/日。在地缘政治因素和 OPEC+主动减产作用下，国际原油市场供需关系正在重新转向紧平衡状态。

3 需求预期近弱远强

一季度北半球油品消费处于传统淡季，国内外主要炼厂仍多受集中检修影响，整体开工率位于一年中的低谷。中国主营炼厂的裂解利润有所回升，但地方独立炼厂负荷持续下降，4 月部分国内炼厂即将进入春季检修期，影响原油加工需求的释放。北美炼化行业在运营节奏上通常比国内早一两个月，从近期 EIA 高频数据上，美国炼厂开工率已观察到明显反弹。随着天气逐渐转暖和汽油等燃料消费恢复，中美炼厂年检结束后开工率均呈回升态势，预计原油加工需求将有显著的季节性增长。整体来看，原油市场当前处于一年中压力较大的时期，5 月开始供需平衡将有望进一步改善，年中以后传统旺季刺激油价走势保持强劲。

4 制造业活动略好转

近期，美国制造业数据录得一年半以来的首次增长，ISM 制造业采购经理人指数(PMI)从 2 月的 47.8 升至 3 月的 50.3，结束了连续 16 个月萎缩的颓势。制造业占美国经济总量的 10.4%，在美联储本轮加息周期中，制造业活动因借贷成本上升而受到抑制，上一次超过 50 荣枯分水岭还是在 2022 年。同时，欧洲油品市场需求也比预期的更好，2 月欧洲原油需求环比增加了 10 万桶/日，而此前预测 2024 年需求将萎缩 20 万桶/日。中国官方制造业调查显示，3 月制造业活动录得近半年来首次扩张，作为全球第一大原油净进口国，中国贡献了最多的原油需求增量，宏观经济回暖将大为提振需求预期。综上，全球经济和需求可能仍处于复苏的早期阶段，近期观察到的边际改善迹象，叠加夏季旺盛的季节性需求，未来三到六个月油价强势表现可期。

5 黑天鹅风险性陡增

原油市场不确定性因素正在积聚，短期内可能会使混乱程度上升。

首先是以色列悍然轰炸伊朗驻叙利亚大使馆，伊朗最高领袖誓言报复，自本次巴以冲突爆发以来，外界最担心的情形莫过于伊朗直接介入，现在形势发展到比过去几个月更为严峻的程度。然后航运方面，红海危机迫使更多西方海运巨头更改船舶航线，以免遭到也门胡塞武装的打击，此举造成国际水域在途原油浮仓的规模增加了 1 亿桶之多。此外，美国对委内瑞拉原油出口制裁的临时豁免即将于 4 月 18 日到期，一些国际买家已经停止从委内瑞拉购买原油。

当前，全球多个国家地区地缘政治局势紧张，给原油市场带来了额外的压力，这些问题都进一步加剧了原油供应端的不稳定性，国际油价为此赋予了大约 5-6 美元/桶的溢价。

6 高位区间震荡蓄势

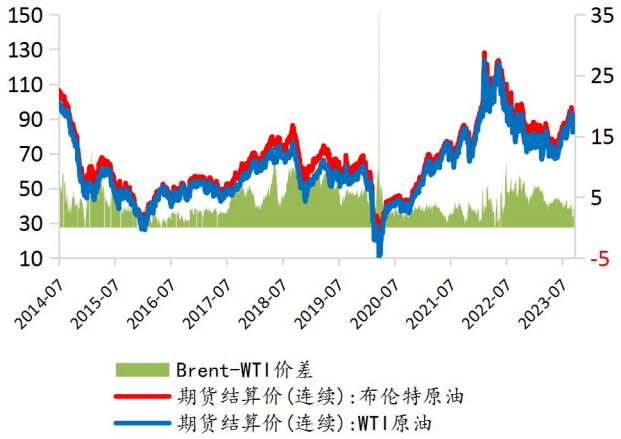
国际原油市场表现为弱现实强预期，交易者仍在反复评估权衡。一方面，供应端维持减产的确定性增强，支撑油价在相对高位震荡偏强；另一方面，在美国降息节奏不确定的背景下，全球经济复苏难以形成共振，需求端仍缺乏强力驱动，令油价进一步向上突破的难度较大。

尽管原油市场处于季节性过剩周期，但指向未来供需收紧的利多因素仍存，只要全球总供应量增长受限，随着 5-6 月北半球油品消费旺季开始，原油市场将有望重新转入偏紧平衡状态。粗略测算，目前市场对地缘政治赋予的溢价约在 4 美元/桶左右，并未被高估的地缘政治风险令交易者不敢轻易押注空头。

一言以蔽之，站在三到六个月的中长期角度，原油供应端保持收缩克制，需求端处于低谷回暖，油价将在震荡运行中为重心抬升蓄势。

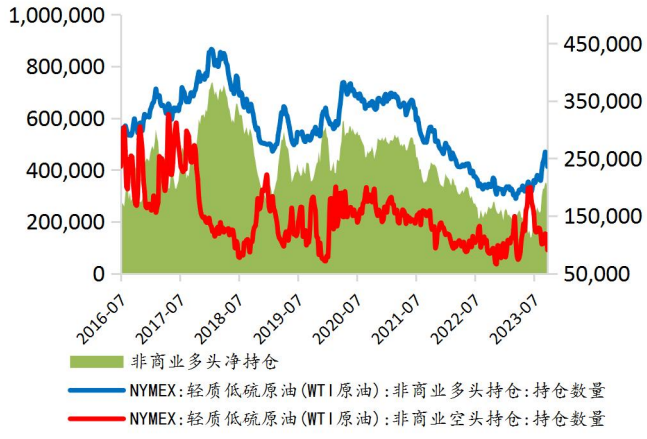
7 原油期现数据

图表 20：国际原油期货价格



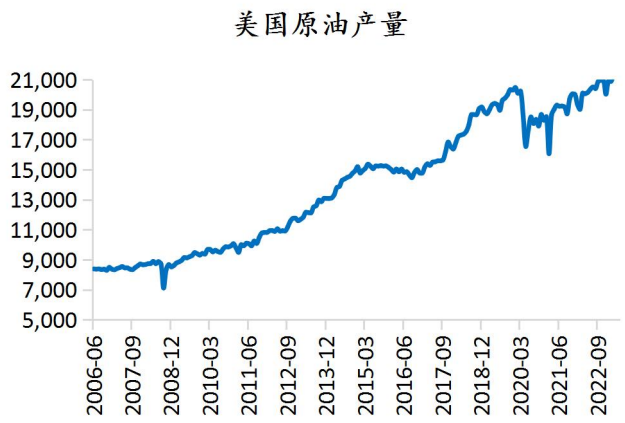
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 21：CFTC 原油期货持仓



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 22：美国原油产量



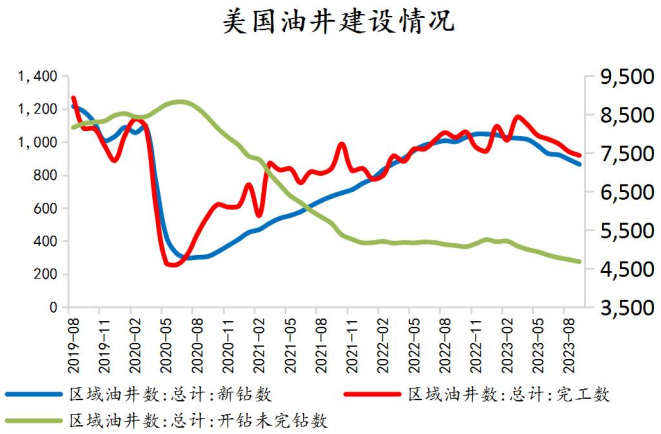
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 23：沙特原油产量



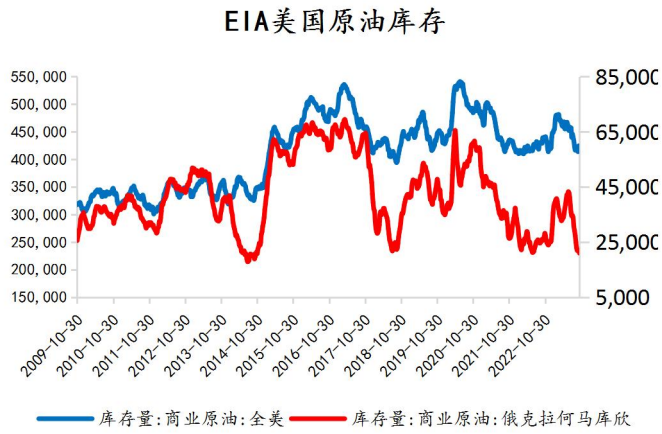
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 24：美国油井建设情况



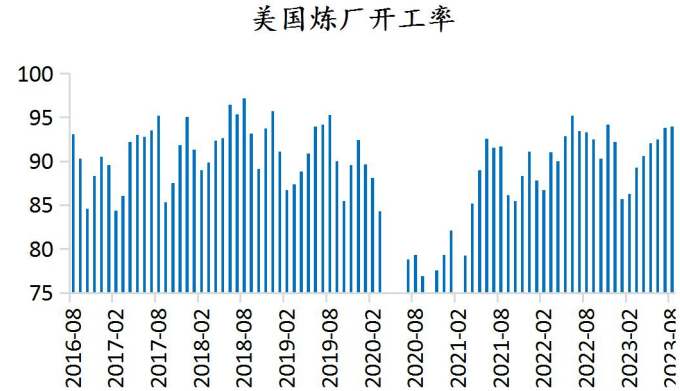
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 25：EIA 原油库存



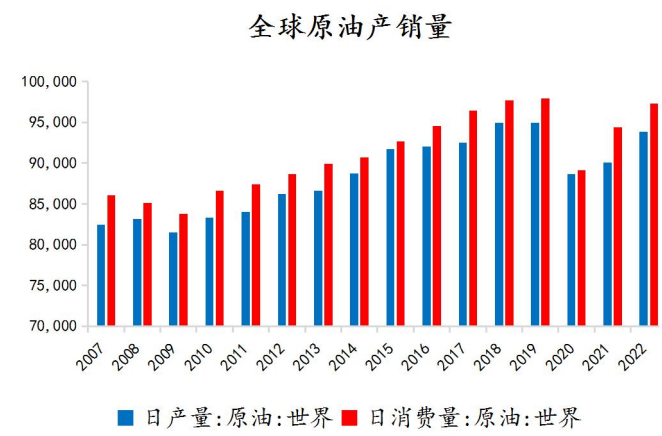
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 26：美国炼厂开工率



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 27：世界原油供需平衡



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

天然橡胶

1 戏剧性过山车行情

天然橡胶本轮过山车行情，主要是产地原料及外盘日胶大涨带动资金炒作，但由于国内基本面缺乏有效支撑，令多头情绪迅速降温。目前，主产区原料产量处于低位，而下游开工稳步恢复，呈现结构性的供需错配。但随着价格拉涨过速，在国内社会库存高位、现货供应充裕的情况下，下游企业备货意愿并不积极。鉴于云南产区降雨改善物候条件，对新季开割的预期较为顺利，原料紧张的状况将。从估值角度来看，泰国产地原料价格节节攀升，日本三号烟片胶升至历史高位，国内沪胶期货随之补涨，估值很快从低估转向高估，获利多头离场而空头加码，造成了本轮过山车行情。后市沪胶波动率仍然较高，维持上半年前高后低看法，短期注意节奏防范风险。

2 原料收购价格回落

近期天然橡胶市场供需预期发生变化，从原料到成品橡胶价格高位回落，现货交投观望氛围浓厚。云南地区在春季降雨过后，版纳部分片区开始试割，然而局部地区仍面临干旱问题。国内产区开割初期原料释放偏少，云南胶水收购价格约在 12.5-12.7 元/公斤。泰国产区正值传统低产期，橡胶加工厂原料库存保持在 1-2 个月，低于去年同期水平 10%-20%，但成品橡胶库存持有在 2-3 个月左右。经过一季度的持续上涨后，泰国原料收购价格触顶回落，反映出原料紧缺的状况略有缓解，但当前原料价格仍处于近年来高位，停割季整体供应仍是偏紧的。总的来看，在海内外主产区新季全面开割前，仍存在较大不确定因素，天气等自然条件正常的前提下，高价原料将鼓励胶农提前开割，刺激潜新胶产量释放，供应端压力随时间推移而增大。

3 关注未来产区天气

整个一季度，全球天然橡胶主产区从旺季到停割的过程中，由于原料释放不及预期使得库存累积不足，在接下来的低产期无法保证供应充裕，导致橡胶价格重心同比偏高。现在临近国内外产区新季开割前夕，此时气温和降雨情况对橡胶树生长至关重要。国内云南和海南整体均处于停割季，据悉云南局部地区在近期降雨后已开始陆续试割。西双版纳片区气温较高但降水偏少，白粉病发病率较轻，橡胶树长势基本良好，后续仍需观察天气以及病虫害情况。在正常的物候条件下，云南地区将在清明节前后顺利开割，不出意外 5 月胶水将会上量。据泰国气象局数据，4 月泰国东北部与南部降水量都有可能低于正常水平 30%-40%，若干旱天气持续，将导致今年泰国开割时间延后，再次出现小幅减产的预期。总体而言，一年中供应最低的时期即将过去，受云南版纳地区开割影响，国内橡胶期现价格延续调整。

4 需求恢复跟进不足

下游需求来看，国内轮胎行业开工和市场数据显示，经过春节后一个多月的显著复苏，使得橡胶基本面得到逐步改善，但二季度至 7-8 月期间或将有转弱迹象。在 3 月厂商争取开门红之后，国内轮胎企业开工出现类似去年的分化态势。全钢胎开工率再次走跌，反映出终端需求持续疲

弱；但与此同时，半钢胎开工率却保持稳中有升，主要受出口市场良好表现支撑。不过轮胎三大细分市场来看，配套季节性下滑，替换不温不火，仅靠出口订单显得独木难支。现货交投方面，近期青岛地区天然橡胶总库存开始出现反弹，轮胎企业刚需拿货对出库缺乏进一步刺激，国内总社会库存仍居高难下。后期随着夏季到来，炎热天气将限制轮胎开工率，终端汽车市场也将进入传统产销淡季。综上，目前天然橡胶下游需求端整体表现尚可，但未来数月或缺乏新的利多因素提振。

5 国内库存再度累积

天然橡胶上游的季节性增产使前期利多逐步淡化，而下游需求释放有限，复苏还需要很长一段时间，导致目前库存又重新开始累积。据隆众资讯统计，截至 3 月下旬，青岛地区天然橡胶保税和一般贸易库存总量合计 66.80 万吨,环比上期增加 1.18 万吨或 1.80%;一般贸易库存 57.67 万吨，增幅 2.08%；保税区库存 9.13 万吨，增幅 0.10%。同期，国内天然橡胶社会库存为 156.3 万吨，较上期增加 0.32 万吨或 0.21%。从以上数据可见，近期中国天然橡胶全口径库存均有增加，青岛主港库存回升是由到港船期增加以及出库率下降所致。分胶种来看，深色胶累库幅度明显高于浅色胶，深色胶累库的原因主要是前期价格上涨过快，下游轮胎企业情绪抵触，采购节奏并未跟进。当前沪胶在炒作情绪回落后市场氛围转弱，但今年橡胶基本面供需矛盾并不突出，预计胶价走势相比同期或略有提高。

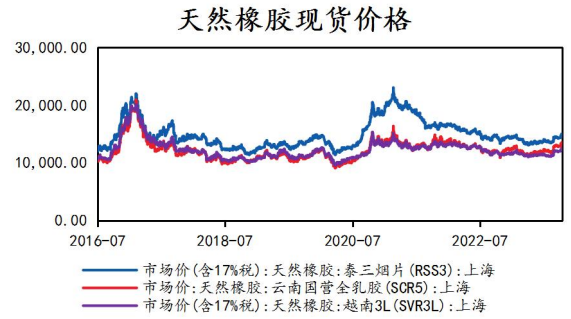
6 震荡筑底重心抬升

长期以来，天然橡胶都是一个偏向于空头配置的品种，除了 2017 年天气炒作和 2021 年宏观驱动造成昙花一现的上涨，在 2011-2023 年期间胶价整体走势呈熊市特征，目前仍处于历史性底部区间。究其原因，我们此前论述天然橡胶本轮产能扩张周期滞后效应漫长，叠加下游需求增长难以匹配供应，最终导致供需失衡成为常态。基本面来看，现阶段天然橡胶供需过剩的矛盾得到缓和，支持价格重心出现小幅抬升。然而，宏观不确定性易作用于沪胶的金融属性，能否形成趋势性上涨存疑，大概率跟随资金情绪呈宽幅震荡筑底行情。

单边策略上，我们仍坚持年中前沪胶整体偏空的观点，羸弱的基本面限制了上行空间，关注 RU2409 合约逢高沽空的机会。不过，主要传统产胶国均有一定减产预期，至少供应增速将逐渐放缓，因此胶价底部或在震荡中有所上移。

7 橡胶期现数据

图表：天然橡胶现货价格



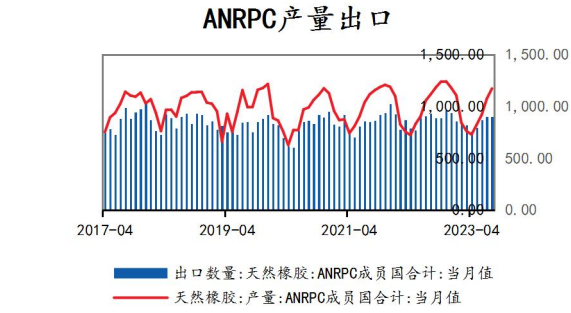
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 28：合成橡胶价格



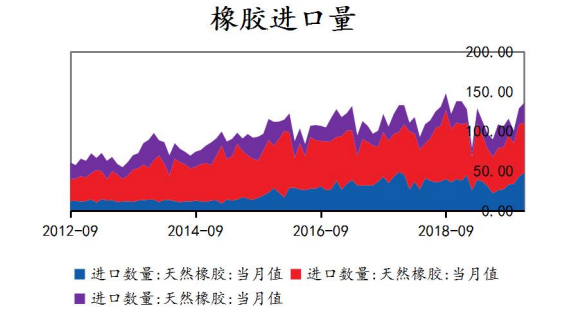
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 29：ANRPC 产量出口



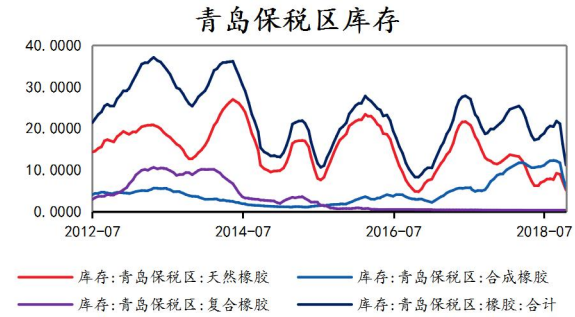
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 30：橡胶进口量



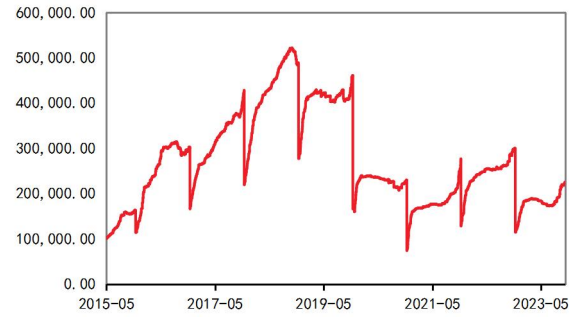
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 31：青岛保税区库存



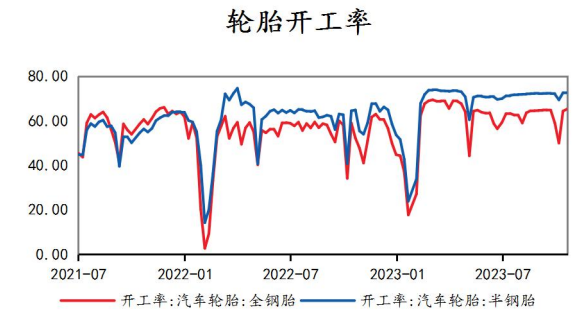
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 32：上期所注册仓单



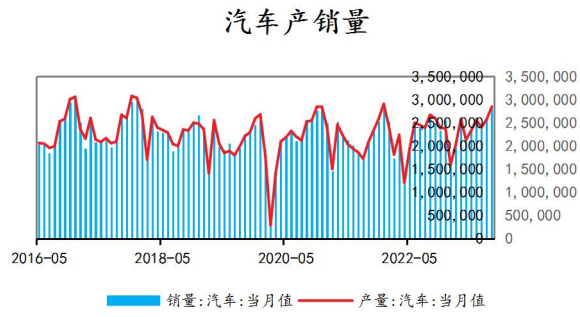
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 33：轮胎开工率



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 34：汽车产销量



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所