主要品种基本面分析和观点建议

宏观：适当注意外围扰动的风险

✧ 【基本面分析】我们觉得宏观的扰动可能主要来自海外。其一是美国通胀韧性对美元类资产的影响，其二是日本可能干预汇率对市场的影响。通胀韧性方面，与 70 年代相比，2021 年以来美国高通胀起因具有相似之处：供给侧扰动下资源品价格暴涨，美联储货币超发，宽松流动性持续，美元信用边际受冲击、资源品溢价提升，与 70 年代较为相似；但是不同点也很明显：资源品有望维持偏强但 1978 年石油危机很难再现，租金为核心的核心服务项在 2024 上半年有触底回升趋势，意味着本轮通胀高点很难达到 70 年代但很有可能在维持在 3%以上。对于美联储而言，吸取 70 年代过早降息教训，意味着其短期内需保持偏鹰姿态，以进一步抑制需求。日元方面，回顾 2000 年、2006 年的过去两轮日元加息周期，首次升息幅度均为 25bps，外部背景为美债利率高位，导致日央行加息但日元反而整体趋贬。当前美日 10Y 利差仍在 380bps 以上，美日套息交易仍有持续动力，日元支撑力度较有限。相比中国央行有管理的浮动汇率制，日央行选择完全的浮动汇率制，对日元波动幅度容忍度更高，参与干预频率更低。但是一旦日本央行干预日元，或者释放加息预期，套息交易对美元类资产影响较为明显，这一点也充满不确定性。

✧ 【观点建议】我们认为，如果节日期间亚洲货币贬值幅度不大，对我国人民币形成的压力不大，人民币超预期贬值的风险较小，但是也不能说完全没有。另外需要关注节日期间地产等方面政策的变化，对债市的影响，以及对黑色系品种的影响。

股指：逢低买入，如果节前指数上涨幅度较大可减仓

✧ 【基本面分析】国内方面：3 月社融数据来看，广义社融增速延续下行，实体经济贷款增速继续创新低，3 月出口增速也有转弱迹象，以上均反映经济总量状态未见好转。投资端，房地产销售拐点仍需等待，从“销售-投资”领先 3 个月来看，第二季度房地产投资将继续磨底；根据政府债券领先基建增速 2-3 个月计算，第一季度政府债券发行节奏偏慢，对二季度基建投资增速构成制约；制造业投资虽有政策推动，但制造业企业内生资本开支的意愿不足，将对冲政策刺激效果。消费端，当下消费复苏力度偏弱，但尚不会构成拖累。出口端，预计本轮美国补库存将延续至 2025 年 6 月，第二季度美国补库存对出口仍有一定拉动，预计同比增速或在 4%左右。海外方面：当下美国多项就业数据超预期，通胀有二次抬头迹象。美联储决策偏向数据依赖，随着 3 月份美国非农数据及物价数据公布，美联储降息预期快速降温，目前互换市场完全消化美联储 2024 年首次降息时间从 9 月份推迟至 11 月份，并显示美联储年内仅降息 50 个基点，加剧了全球资本市场不确定性及波动性。

✧ 【观点建议】综上，目前指数面临的环境是：经济复苏的力度依然不足；美联储降息低于预期，外围市场存在波动风险；但是国九条将会对市场情绪形

成明显的提振。因此目前位置指数大涨大跌的风险都不大，但是策略上看，调整之后可做多，但是节前连续上涨的话，则可以减仓。

黄金：大涨大跌之后，陷入震荡的概率较大

✧ 【基本面分析】传统黄金分析框架失效，从今年的金价走势看，10 年期美债实际收益率与黄金价格不再维持负相关关系。参照历史，每次黄金脱钩法币，都将明显走强。因此这次黄金价格走势已经脱锚，其空间变的难以猜测。从驱动因素上看，美债变成无法偿本的“坏账”（目前美债规模 34 万亿，且每 90 天增长万亿，美国财政收入已经无法偿还美债本金），美元信用弱化和地缘冲突加剧的宏观叙事大趋势大概率不变，且未来伊朗可能加入巴以冲突，这意味着各国央行购买黄金为金价的核心驱动力有望延续，黄金依旧存在配置价值。

✧ 【观点建议】从操作的角度看，驱动因素不变，观点不应发生变化，此次驱动黄金走强的因素并未发生变化，但是，目前黄金价格处在高位，且此轮黄金价格也受到美元类资产集体历史新高的影响（美国房价、美股、比特币、地产乃至货币理财收益），因此一旦美股走弱，也会影响金价。综合来看，目前位置已经不适合激进做多。

铜：基金买盘造牛，资金关注度较高

✧ 【基本面分析】铜精矿加工费 TC/RC 持续下降验证了铜矿供应偏紧。国内冶炼产能近年来扩张有所放缓，但是铜矿进展会影响精炼铜的产出，对长单占比较大的大型冶炼厂影响较小，但对于长单占比较小的中小冶炼厂影响较大。铜冶炼企业可能通过提前检修、降低负荷以及加大原料结构调整和放缓新产能释放进度的多种举措来应对利润下滑。新能源带来乐观的消费前景驱动下，可能转短缺，铜价易涨难跌。在供应短缺预期被前置的背景下，基金买盘对铜价持续过热的情绪刷新了铜价新高。

✧ 【观点建议】铜价目前走势已基本脱离基本面，更多由资金和情绪推动。CFTC 多头持仓近期大幅增加，COMEX 铜非商业多头持仓数量逼近 2021 年 2 月水平，基金买盘热情空前高涨。短期预计铜价仍有冲高可能，轻仓过节，追涨并无必要，后续关注铜持仓及资金变化。

铝：进口关税提升，铝价外强内弱加深

✧ 【基本面分析】中国钢铝产品征收 25%新关税及部分行业的 301 调查。2023 年我国出口北美铝材占整体比例的 20%，如果新关税推行对国内铝材出口或有较大冲击，同时海外铝短缺预期将继续升温。由于环保和安全问题，河南和山西地区的一些矿山复产不及预期，当前国产矿供应仍然偏紧。6 月云南仍有近 70 万吨产能投产，云南多地陆续发布干旱预警，复产或不及预期。考虑到新制裁后进口铝锭可能带来的小幅增量，3 季度供应压力将明显提升。金三银四消费旺季已过大半，铝锭及铝棒的去库斜率较过去五年平均水平偏

缓，高铝价向终端的传导不畅。

✧ 【观点建议】综合来看，前有英美对俄罗斯铝制裁，后有美国对中国。铝制品提升关税消息，海外铝短缺预期升温。目前炒作的结构性通胀预期行情，伦铝因具备多逼空条件，沪铝因被限制地区将转向对中国铝材的进口，价格产生剧烈波动，投资者高位获利离场，注意控制风险。

氧化铝：矿端制约产能令走势偏强

✧ 【基本面分析】国产铝土矿供应不足是由于山西矿山安全生产检查和河南三门峡复垦导致的停产至今仍未复产，导致今年一季度国产铝土矿产量同比下滑 19%。铝土矿价格坚挺，国产矿供应紧张，进口矿补充，中国铝土矿进口依赖度逐年提升，当前已达约 68%。当前氧化铝冶炼利润高位，氧化铝厂复产积极性较高。国产铝土矿供应不足，氧化铝产能无法释放。加剧了氧化铝现货的紧缺，氧化铝的港口库存也下行至同期低位。

✧ 【观点建议】国产铝土矿供应不足问题短期无法扭转，氧化铝提产受限下供需存在缺口，氧化铝价格预计持续偏强，临近五一，控制风险为主。后续关注持仓及资金变化。

锌：多空交织，观望为宜

✧ 【基本面分析】5 月国产矿 TC 均值降至 3200 元/金属吨，进口 TC 均值降至 35 美元/干吨，锌矿维持偏紧，成本端支撑强化。二季度是冶炼亏损加深，而扰动持续发酵的阶段，在亏损扩大的背景下，预计 5-6 月国内冶炼检修会逐渐增多。下游企业节前刚需备货带动去库，现货贴水小幅收窄。但五一长假临近叠加广东暴雨，部分镀锌及压铸锌合金企业计划减停产，需求提振有限。

✧ 【观点建议】宏观微观多空交织，锌价宽幅震荡，临近五一长假，海外宏观事件较多，不确定性较大，建议节前谨慎交投。

镍：基本面难以支撑高位

✧ 【基本面分析】印尼 RKAB 审批进度进行中，供应端隐忧仍在，镍矿价格仍旧在高位。菲律宾雨季即将结束，即便短期内菲律宾矿商仍在挺价，但随着发运量逐步恢复以及不锈钢产业链短期难以反转，矿价仍有下移的可能性。由于去年已投产的项目需要连续稳定生产一年才能注册上期所交割品牌，因此国内电积镍产能保持几乎满产的开工率，1-4 月产量累计同比增长 46%达到 10 万吨。三元材料排产增加，前驱体排产增加；不锈钢厂排产减少；合金电镀需求稳定。边际需要关注的是新增产能投放进度、英美制裁俄罗斯金属演绎。

✧ 【观点建议】LME 投资基金净空头转净多头。受宏观拉动价格上涨，镍价基本面较弱逻辑，市场做多动力减弱，又逐步向下回归当前，预计镍价偏弱运

行。

碳酸锂：政策刺激碳酸锂价格反弹 继续关注中线卖保机会

✧ 【基本面分析】商务部、财政部等 7 部门联合印发《汽车以旧换新补贴实施细则》，明确了汽车以旧换新资金补贴政策。自《细则》印发之日至 2024 年 12 月 31 日期间，报废国三及以下排放标准燃油乘用车或 2018 年 4 月 30 日前注册登记的新能源乘用车，并购买符合节能要求乘用车新车的个人消费者，可享受一次性定额补贴。其中，对报废上述两类旧乘用车并购买符合条件的新能源乘用车的，补贴 1 万元。受此影响，4 月 29 日碳酸锂价格大幅反弹，主力合约站上 11.5 万的价格。另外，青海头部盐湖企业突发检修检修期自 4 月 11 日起,持续时间在 10-15 天左右,预期将造成 1400 吨左右的减量预期。受此事件影响，4 月中国碳酸锂总产量预期由 53135 吨下调 1500 吨至 51735 吨，当月过剩幅度预期将由 3926 吨收窄至 2526 吨，汽车以旧换新政策或多盘面情绪有所提振，下游补库较多。

✧ 【观点建议】短期内碳酸锂有一定利多的支撑，以及工业品市场较为高亢，锂价反弹属于正常行情。但是中期看，过剩的格局难以改变，锂价大幅反弹之后，仍关注卖保机会。

铁矿石：供需边际好转，情绪带动价格走强

✧ 【基本面分析】最近的铁矿石市场反弹主要受到基本面和市场情绪的双重驱动。供需状况边际好转，表现在钢厂库存的加速去化和铁水产量的增加。具体来看，钢厂库存周降幅达到 6.7%，同比下降 4.9%，而铁水周产量增加了 1.5 万吨至 226.3 万吨。此外,超长期特别国债的加速落地改善了需求预期，进一步支撑了铁矿需求的回暖。从情绪层面分析，铁矿价格受到外盘美元定价商品的影响较大，尤其是黄金价格的连续新高对铁矿价格形成了一定支撑。同时，美国的通胀预期和地缘政治风险均对矿价构成推动力。

✧ 【观点建议】综上所述，预计在五一期间铁矿价格将保持在较高水平，下跌空间有限。然而，从长远来看，持续的高矿价对钢厂构成较大压力，需考虑下游的接受能力。鉴于发改委和工信部近期就 2024 年粗钢产量压制的言论，以及当前的高矿价，适合逢高布局中长期空单，以应对未来政策调整和市场波动。

钢材：原料支撑价格走强，但前景不容乐观

✧ 【基本面分析】近期铁水与钢材产量稳步上升，与此同时，下游需求也显示出逐渐改善的迹象，库存维持快速去化。这一产量的回升促进了原料需求的增强，从而推动了铁矿等原料价格上涨。尽管制造业和出口需求旺盛，一定程度上抵消了地产行业下行带来的影响，政府对基建的财政支持也有所增强，改善了市场对基建需求的预期，但钢材供应过剩的问题仍在恶化。钢厂面对囚徒困境，缺乏主动减产的动力。根据当前的政策动向，今年很可能会出台

压产政策，引导过剩产能的逐步去化。

✧ **【观点建议】**从更长的时间周期来看，钢价仍处于下行趋势中。市场面临的是钢企未减产而导致的供应过剩问题，这将导致价格长期走弱。如果钢企开始减产，原料价格的支撑将减弱，可能导致钢价快速下跌。短期内，钢价可能在原料成本的支撑下保持偏强态势，但中长期来看，供应过剩的问题将导致钢价的进一步下调。因此，建议投资者在节日期间多单持仓应保持轻仓，空单则可以适量持有。

锰硅：供给扰动持续，短期驱动不变

✧ **【基本面分析】**受台风 Megan 影响，澳大利亚锰矿年度发运量预计将减少 240 至 320 万吨，约占全球总产量的 5%-6.5%，影响可能持续至明年一季度。这一状况引发了市场对锰元素短缺的担忧，推动了锰矿价格的上升。同时，随着下游钢厂的持续复产，需求边际有所改善，这两大因素共同推动了锰硅价格的上涨。尽管当前市场炒作情绪高涨，锰硅价格在短期维持上涨趋势的可能性大。然而，市场已经在某种程度上预计了澳大利亚 GEMCO 港口可能停运长达一年，因此突发事件对价格的直接推动力可能正在减弱。值得注意的是，锰矿发运可能有潜在替代方案，实际影响可能不及市场最初的悲观预期，这需要持续跟踪验证。此外，考虑到粗钢产量下降的可能性大——特别是在国家发改委和工业和信息化部正在研讨 2024 年的粗钢减产方案的背景下，下游需求增长的空间有限。同时，锰硅企业的生产利润较低，库存水平处于历史高位，生产积极性并不高。

✧ **【观点建议】**综合来看，当前市场条件支持短期做多锰硅，但需关注上述上行驱动因素的边际变化。中长期来看，考虑到上述多重因素，可以考虑在上升动能衰减后逢高布局空单的策略。

硅铁：供需双弱，短期投资价值不大

✧ **【基本面分析】**在硅铁生产中，电力成本占据了超过 50%的比重。目前，由于政策对能耗的管控力度较轻，电价保持相对稳定，使得硅铁价格主要受到供需关系和利润水平的影响。目前，钢厂的利润水平较低，生产积极性不高，尽管钢材需求略有好转，但并未显著推动钢厂对硅铁的补库需求。考虑到钢材市场目前供应过剩的状况，钢产量进一步增加的空间有限。加之需求的季节性旺季即将结束，随着政府推动粗钢产量控制政策的实施，预计硅铁的需求在未来还会有进一步的下降。因此，在当前的市场环境下，硅铁价格可能面临进一步的压力。

✧ **【观点建议】**综合来看，在五一备货的驱动下，硅铁价格难跌，但在中长期钢厂减产预期的背景下，价格还有下行的空间。

原油：季节性走强叠加地缘扰动

✧ 【基本面分析】在一系列因素的作用下，近期油价出现大幅波动，整体仍保持在高位区间偏强运行。供应方面，OPEC+减产政策将在上半年稳定延续，三季度如果油价异常偏高，预计有一定概率适当增产以调控市场，下一次重要会议将在 6 月举行。需求方面，当前美国炼厂年检基本收尾，4 月国内炼厂多处于春季集中检修期，5 月全球主要炼厂原油加工能力将显著回升，以配合即将到来的夏季燃油消费旺季。库存方面，尽管 2-4 月通常是一年中的被动累库阶段，但和历史同期相比今年的库存压力要小的多，EIA 高频数据 5-6 月有望观察到明显去库迹象。地缘政治方面，从巴以问题到红海危机再到伊以冲突，中东局势不断升级和扩大化，但目前各方都不希望爆发全面战争，原油市场地缘溢价被反复注入和挤出。

✧ 【观点建议】综上，我们预计五一休市期间，国际原油市场供应收紧而需求稳健，或有小幅累库但无伤大雅，关键是看中东是否发生重大风险事件，不过交易者对此已经逐渐脱敏，市场越来越倾向于用事实说话。短期原油价格大概率会在当前位置附近震荡，二季度基本面向好支撑趋势走强，整体面临的上行风险暴露更大。交易策略上，思路看多但不追涨，高位区间滚动做多，如有核心事件驱动则顺应趋势。

高硫/低硫燃料油：跟随原油为主，二者强弱分化

✧ 【基本面分析】FU 和 LU 均受原油走势主导，但由于其自身供需关系的差异性，目前 FU 走势相对 LU 更为强势。低硫燃料油方面，近期 KPC 再次释出低硫招标，5 月装船数量基本已经确定，现货供应依然十分充足，而终端消费相对平淡，因此低硫供需暂时缺乏实质性利好驱动，估计短期难以摆脱相对偏弱态势。高硫燃料油方面，俄乌战争中乌克兰对俄罗斯炼厂实施大规模无人机袭击，使其大量炼化产能受不可抗力下线，部分装置受损严重无法很快修复，而中东地区夏季发电需求高峰即将到来，高硫可能出现供需缺口扩大的情况，估计短期行情将继续保持强劲。

✧ 【观点建议】二者基本面而言，低硫燃料油供需宽松，高硫燃料油现货紧张，预计节假期间国际燃料油市场也将呈现高硫强、低硫弱的格局。目前 LU-FU 价差持续收缩，建议控制单边风险暴露，待 LU-FU 价差反弹后做空套利为主。

沥青：成本支撑减弱，道路动工缓慢

✧ 【基本面分析】沥青主要取决于原油成本端，国内现货交投表现平平。近期，委内瑞拉原油出口的临时豁免到期，美国拜登政府重启对委严厉制裁，该国包括沥青原料马瑞原油出口受限，货源分流现象极大减少，中国炼厂重新成为最主要的买家。叠加国际原油走势止涨回调，沥青价格核心的成本支撑明显松动。国内炼厂产能利用率维持低位，当前沥青效益仍较差，开工提升积极性不足，但社会库存持续累增，而且部分厂库压力也并不低。需求方面，今年国内道路项目动工缓慢，即使剔除南方异常大的降水量，资金不到位和基建政策调整严重打击下游备货意愿，后期需求预计仍将疲糜。

✧ 【观点建议】沥青自身基本面缺乏指引，走势主要跟随原油价格波动，委内

瑞拉制裁重启削弱了成本支撑，地缘政治的不确定性或带来波段机会，不过向上空间也相对有限。

LLDPE/PP：检修利好兑现，终端消费不佳

✧ **【基本面分析】**包括 LLDPE 和 PP 期货品种在内，国内聚烯烃行业 4 月处于石化企业年度检修高峰期。PE 和 PP 开工负荷均位于低谷，装置检修造成的产量损失较明显，但石化库存水平仍保持中性偏高。下游农膜开工率季节性回落，其余制品开工则长期寡淡，临近假期厂商有一定备货刚需。不过聚烯烃终端消费整体不是很好，产品订单同比增长偏弱，利润状况更为糟糕，成品库存累积的情况下，难有大规模的补库意愿。进出口方面，PP 进口窗口关闭，LLDPE 进口利润到达盈亏平衡附近。

✧ **【观点建议】**聚烯烃现阶段呈供需两弱格局，后期随着检修装置陆续重启，预计聚烯烃需求将难以匹配庞大的供应量，交易逻辑回归供需过剩的主要矛盾，依托低估值和原油成本支撑，维持窄幅区间震荡状态。

PX/PTA/短纤：聚酯产业链缺乏核心利好驱动

✧ **【基本面分析】**4 月国内 PX 装置检修较多，而下游 PTA 有新装置投产，加上欧美调油需求支撑下，使得 PX 供需偏紧出现缺口，5 月 PX 装置检修基本兑现，预计 PX 去库幅度将有所收窄。二季度 PTA 装置检修较为集中，且下游聚酯负荷维持高位，PTA 供需阶段性好转，甚至略好于 PX，导致近期 PTA 基差走势偏强，加工费也有所修复。4 月聚酯平均开工负荷高于预期，但目前长期库存压力较大，预计 5 月聚酯开工受负反馈或有环比下滑。再向下游看，尽管目前长丝库存压力较大，但因终端负荷偏高，且坯布成品库存和原料备货均不高，对聚酯刚需支撑仍较强。终端需求逐步进入淡季，但因纱厂成品库存不高，预计 5 月纱厂负荷降幅不大。

✧ **【观点建议】**5 月聚酯产业链重点关注 PTA 装置检修兑现情况，但预计原料端 PX 支撑有限，PTA 供需预期仍偏弱，加工费修复空间不大，PX/PTA/聚酯环节库存均偏高，令反弹驱动有限。在淡季预期下，短纤供需仍难走出独立行情，价格跟随上游成本端波动。

尿素：长期受制于供需过剩格局

✧ **【基本面分析】**供应方面，部分前期检修装置恢复，令国内尿素日产量回升，大概率长期维持在 18 万吨附近，现货供应端保持宽松。需求方面，农业需求进入阶段性空档期，复合肥行业开工趋稳，板材和三聚氰胺开工窄幅波动，工业需求随行就市逢低补仓。当前国内尿素市场供应充足而需求恢复缓慢，整体供需过剩压力较大，不过主产销区尿素工厂报价下调后，仍可刺激下游补仓接货，但价格上涨后又会引发下游抵触情绪。对于尿素生产企业而言，尽管成本低于固定床的工艺仍有利可图，但需求跟进不足和累库存压力下，未来尿素行情或仍有一定下行空间。

✧ 【观点建议】长期来看，国内尿素市场过剩压力偏大，盘面上方估值空间较为有限，整体维持反弹沽空思路。企业在参与尿素套期保值时，需要密切关注出口法检政策调整、中下游隐性库存，市场情绪和金融属性等影响。

纯碱：再度进入炒作行情

✧ 【基本面分析】近期纯碱的扰动因素很多，包括（1）徐州纯碱厂停电（2）远兴阿拉善装置检修（3）煤炭涨价（4）纯碱库存低位（5）盘面现货贴水。但是炒作的最核心原因是远兴的产能问题，由于离心机的问题，远兴无论是重碱还是轻碱蒸发结晶都出现问题，变相相当于负荷继续降至 5 成附近。同时远兴的水指标问题成了一个谜，远兴阿拉善一期项目需要 1000-1200 万方的水指标，目前只取得了 500 万方，远兴若不能尽快取得缺失的水指标，6 月之后就面临逐步大降负荷的局面，这是市场炒作的主要原因。

✧ 【观点建议】我们之前介绍过纯碱的基本面，如果远兴完全达产，纯碱将会过剩。但是目前阿拉善地区因为装置和水指标问题而大幅降负，引发市场的疯狂炒作。纯碱历来有炒作的传统，因此目前位置建议观望，虽然其最终的结局仍大概率复制上波的暴涨暴跌行情，但是炒作行情的顶部很难猜测，因此建议观望。

橡胶：年中供需劣化，阶段表现偏弱

✧ 【基本面分析】按照正常规律，国内外天然橡胶产区将开展新一轮割胶，然而最近云南高温干旱天气给开割带来了不确定性。预计随着后期雨季到来，泰国主产区将自北向南逐渐开割，原料胶水释放节奏虽不确定，但季节性上量是大势所趋。橡胶下游行业整体表现不佳，需求恢复程度十分一般。轮胎企业开工负荷较为平稳但不算很高，其他橡胶制品企业订单普遍不佳，且原料成本上升压制成品利润空间。青岛地区天然橡胶库存尚处同期正常水平，低价货源的消化对橡胶行情起到托底作用，但具体还是要看下游实际出货表现。

✧ 【观点建议】鉴于新胶上市时间逐步临近，再加上显性库存基本集中在国内，高供应预期令沪胶价格承压，宜采取逢高沽空作为当前阶段的基本思路。后期天然橡胶随季节变化面临下行风险，上下游缺乏明显利多驱动，仅依靠原料成本支撑为主，走势上预计反复震荡筑底，但底部应较近年有所抬升。

纸浆：大概率进入震荡行情

✧ 【基本面分析】海外供应扰动不断，目前仍未完全结束。首先是芬兰方面，自 3 月 11 日起，芬兰运输工人工会（AKT）发动罢工。罢工导致芬兰港口、铁路运输中断。浆厂和纸厂因为物流中断，原材料和纸产品都无法顺利运输，因此被迫停机减产。罢工共计持续 3 周时间，此次罢工对针叶浆影响较大，粗略统计针叶浆损失量在 32 万吨左右。罢工期间，芬兰浆厂 Kemi 发生瓦斯爆炸，预计检修 10-12 周时间。该浆厂于去年三季度投产，还处在产能爬坡期，有效产能占比全球针叶浆产能约 4%。随后芬宝发布 4 月停售通知，因此

本次芬兰造成的针叶浆损失量预计将在 5 月有所体现。其次是俄罗斯方面，俄针宣布新一轮中国市场报价，并称 4 月由于工厂检修及转产其他产品，4 月的针叶浆供应量预计减半，并几乎不提供布针供应，这意味着 5 月中国对俄针的进口量同样会减少。阔叶方面，上游大厂库存低的问题也引发市场担忧。南美最大的浆厂 Suzano 于 2 月底发布的 2023 年四季度业绩报告中指出，目前其阔叶浆库存处在 7 年来历史最低水平，今年欧美文化纸和特种纸的复苏好于预期，因此接下来数月有意愿提高发运至欧美的阔叶浆比例。中国自巴西进口阔叶浆的占比约 50%，目前国内阔叶港口库存仍处在低位，如果巴西来国内的发运比例下降，那么预计会加剧国内阔叶偏紧的格局。需求上看，1-3 月双胶纸产量累计同比+2.78%，双铜纸累计同比-4%，白卡纸累计同比+22.8%，生活纸累计同比-3.3%。四大纸耗浆量总体是正增长的，但表现有些分化。双铜纸、生活纸小幅负增长，双胶纸小幅正增长，白卡纸去年有大装置投产，尽管利润较差，但是产量增速仍非常高。

✧ **【观点建议】**一季度纸浆供应利好频出，叠加需求旺季，浆价表现较为强势。展望二季度，纸浆呈现供减需弱的格局。在上游库存压力不大，欧美需求边际复苏的背景下，供应减产的利好尚未被证伪，并仍存发酵的可能性，其兑现力度决定了此次行情上涨的高度。若二季度供应端减产兑现不及预期，预计会回归到交易淡季需求的现实中。因此，对于二季度的浆价目前我们以震荡的思路去看待。

豆粕：外弱内强，节后供给压力增加

✧ **【基本面分析】**外部市场方面，当前巴西大豆收割近尾声，阿根廷大豆收割过两成，南美天气窗口逐渐关闭，市场关注点转向美豆种植。美豆开局正常，播种阶段天气炒作动力相对不足。美豆出口受到南美大豆激烈竞争，同比出口降幅在 20%以上，这是制约美豆价格反弹的重要因素之一。在市场缺少持续性利多题材之际，CBOT 大豆市场维持震荡偏弱行情的概率依然较大。国内市场方面，近一段时间，由于巴西大豆升贴水报价保持坚挺，以及国内豆粕库存偏低，导致国内豆粕期货市场整体表现强于 CBOT 大豆市场，甚至出现跟涨不跟跌现象。随着 4 越中下旬国内进口大豆到港量增加，预计整个二季度国内油厂开机率恢复至正常水平，豆粕库存将止跌回升。国内饲料需求相对平稳，对粕价的影响力弱于供给端。目前豆粕期货市场维持震荡偏强运行节奏，随着美豆进入天气市运行节奏，国内豆粕期货市场底部回调空间受限。

✧ **【观点建议】**在基本面和技术面表现看，国内豆粕市场的震荡抗跌行情有望延续至节后，等待新指引。风险提示：（1）美豆天气及种植进度（2）大豆到港情况（3）节后饲企和贸易商补库意愿。

油脂：调整节奏受干扰，棕榈油尚未止跌

✧ **【基本面分析】**外部市场方面，欧洲低温天气引发菜籽减产担忧，油脂市场的调整节奏受到干扰。近日 ICE 菜籽连跌，出现获利回吐，有降温迹象。东南亚产地棕榈油进入季节性增产周期，前期过度炒作导致棕榈油性价比下降，需求下降导致棕榈油尚未脱离偏弱节奏。从马来西亚 4 月棕榈油产量和出口

高频数据看，预计 4 月底库存会继续保持低位运行。国内市场方面，目前国内棕榈油买船增加，进口成本回落，棕榈油与其他油脂间价差失衡现象有所缓解。油脂库存总量保持高位运行，为国内供应提供可靠保障。随着进口巴西大豆集中到港和油厂开工率提高，豆油库存回升将是主线，油脂整体库存震荡回升不利于价格走高。

✧ **【观点建议】**CBOT 豆油市场尚未走出震荡筑底状态，马来西亚棕榈油价格重心回落，回吐压力也未释放完毕。国内油脂市场整体多空交织，震荡局面尚难打破。如果外盘棕榈油节日期间表现不佳，节后国内棕榈油期货有望继续跟跌，并对整个油脂板块有弱势效应。风险提示：（1）美豆天气及种植进展（2）马来西亚棕榈油市场供需变化（3）国际原油市场表现。

豆一：关注度下降，窄幅区间震荡

✧ **【基本面分析】**东北主产区大豆播种工作将在五一期间全面展开，基层剩余粮源不多，呈现优质优价现象。中储粮连续进行国产大豆购销双向竞价交易，市场参与度不高，成交率偏低。国产大豆市场供过于求的基本状况长期存在，缺少现货和政策支撑，豆价上行难度较大。

✧ **【观点建议】**目前豆一期货市场维持震荡走势，节后预计还会维持在 4600-4800 元/吨的震荡区间之中。风险提示：（1）CBOT 大豆市场走势（2）大豆现货表现（3）政策变化。

生猪：需求不及预期，远月合约承压回吐高升水

✧ **【基本面分析】**国家统计局公布的数据显示，截止一季度末，全国能繁母猪存栏 3992 万头，较去年同期下降 7.3%，较 2 月末下降 1.2%，相当于调整后的 3900 万头正常保有量的 102.4%，处于产能调控绿色合理区域。同官方数据不同，民间分析机构监测的 3 月能繁母猪存栏环比数据多为正增长。能繁母猪存栏高于官方数据以及节前消费低于预期，加上前期压栏导致整体出栏体重偏高，供应端偏宽松，推动近期猪价整体走弱。

✧ **【观点建议】**综上，我们预计五一休市期间，国内供需因素对生猪市场的影响远大于外部市场。如果节日期间旅游和餐饮消费出现强势增长，有望缓解节后市场悲观情绪。生猪去产能程度和节奏是影响中远期猪价走势的关键。猪企会根据行业发展和利润情况改变决策，能繁母猪去化之路注定曲折。随着生猪去产能效果的逐渐显现，能繁母猪存栏量、中大猪存栏量和新生仔猪数量都呈现下降趋势。结合 6 个月的育肥出栏周期和消费季节性转强规律，二季度生猪市场供需关系将进一步改善，生猪市场供应有望由松趋紧，带动猪价震荡回升。交易策略：远月合约保持释放高升水的运行节奏，在市场出现止跌信号前，不宜过早抄底。风险提示：（1）节日期间需求表现（2）夏季高温天气削减需求（3）远月合约升水已提前兑现，高升水限制上涨空间。

玉米：供强需弱，价格重心下移

✧ **【基本面分析】**目前正值东北玉米播种期，内蒙古和河北部分地区出现的降

雪影响不大。在国家稳玉米政策引导下，预计 2024 年全国玉米面积保持稳定。进入 5 月份，东北基层玉米所剩不多，华北玉米上市量增加，对国内玉米供给影响较大。另外，市场传言进口玉米定向拍卖将在节后启动，底价 2100 元/吨，数量 1000 万吨。如果拍卖兑现，短期供应或继续增加。当前深加工企业库存充裕，入市采购积极性不高，需求端无力拉动价格回升，玉米市场整体维持震荡偏弱运行。

✧ **【观点建议】**供需双重压力下玉米买盘信心不足，价格重心震荡回落，仍有惯性回落空间，震荡筑底行情有望延续至节后。后期需关注进口玉米拍卖进展和国家政策变化，择机逢低买入新季玉米。风险提示：（1）拍卖预期的兑现程度（2）国际玉米市场波动。

白糖：跟随外盘下跌

✧ **【基本面分析】**外部市场方面，受巴西糖增产预期影响，洲际交易所（ICE）原糖期货已触及逾一年多低点，技术上处于典型的空头格局且尚未止跌，而近期美元连涨也增加了原糖反弹的难度。国内市场方面：外盘连跌不止导致国内白糖持续走弱，主要是进口成本下滑以及市场看空情绪不断升温所致。一季度中国进口白糖 120.25 万吨，同比增长 26.98%。国内本榨季糖料种植意愿较高，下榨季产量有望继续增长。国内供给充裕，需求稳中偏弱。

✧ **【观点建议】**受进口和市场预期影响，国内外白糖市场走势联动性较强。虽然国内白糖市场呈现被动跟跌状态，但面临技术破位压力，如果外盘节日期间反弹乏力或继续下滑，节后国内白糖市场抛压将增加，存在补跌的可能。风险提示：（1）假日期间 ICE 原糖价格表现（2）4 月白糖进口情况。

棉花：寄望需求回暖，郑棉表现抗跌

✧ **【基本面分析】**美棉在新季增产预期下连续承压下行，目前价格已跌至去年年底位置，尚未走出低位震荡局面。此外，来自美国经济宏观层面的压力也是美棉表现疲弱的原因之一。CFTC 非商业持仓净多单快速下降，显示资金层面对美棉的看空预期依然较强。相比美棉，国内棉花市场整体偏强，本轮调整行情主要是受外盘的弱势拖累和情绪传导。3 月国内进口棉花 40 万吨，一季度累计进口 104 万吨，创下近十年同期最高，棉花供给保持充裕。市场抗跌支撑主要是对未来需求抱有较乐观预期。

✧ **【观点建议】**目前棉花市场多空分歧较大，盘面呈现抵抗性下跌状态，一旦外盘止跌回升，郑棉出现强势跟涨的概率较大。后期考验郑棉的主要因素仍是国内需求能否兑现，随着棉花进入生长季，天气因素也有望提振棉花市场的抗跌性。风险提示：（1）假日期间 ICE 棉花价格表现（2）国内外产区天气因素（3）国内棉花调控措施。