



官方微信



官方APP

2024年5月第2周核心策略推荐：

利多指引可待强化，风险资产维持看涨思路

上海 2024.5.5

张舒绮 金融衍生品品种联系人
期货投资咨询从业证书编号：Z0013114
杨帆 能源化工品种联系人
期货投资咨询从业证书编号：Z0014114
魏莹 工业金属品种联系人
期货投资咨询从业证书编号：Z0014895
刘启跃 经济作物品种联系人
期货投资咨询从业证书编号：Z0016224

联系方式：13761696907
期货从业资格证书编号：F3037345
联系方式：15919951825
期货从业资格证书编号：F3027216
联系方式：17717062790
期货从业资格证书编号：F3039424
联系方式：15659917780
期货从业资格证书编号：F3057626

核心摘要（1）：市场展望

□ 宏观分析要点：

□ 国内方面：（1）从最新的工业企业利润、库存、及4月官方制造业PMI值看，产能过剩、内需不足的问题仍较突出，表现为通胀和名义经济增速修复的不及预期；（2）但随全球制造业回暖、中美库存周期共振可能性上升，出口或是补充内需不足的重要大项、其潜在正向贡献不可忽视；（3）此外，以4月30号政治局会议为标志，积极政策导向持续确认，货币、财政、地产、化债等方面均有增量指引。尤其是财政端将是核心发力点，相应的政府债券发行提速与落实。

□ 国外方面：虽然美国第1季度GDP增速、最新非农等主要指标有所放缓，但考虑通胀黏性、以及劳动力供需缺口收敛较慢等，其通胀担忧暂难有效解除，使得美联储降息幅度、节奏仍受较大限制。

□ 总体看，宏观层面对大类风险资产仍维持利多基调、且推涨动能则可待逐步强化。具体而言：（1）因盈利、估值两端均有积极因素，股指涨势明朗；（2）而供给压力显著增加、且估值依旧处高位，利率债仍有较大调整空间；（3）海外市场通胀预期对有色金属提振最强，而国内投资端相关稳增长措施落地及加码、则对黑色金属映射最直接。

□ 中观面驱动因素要点:

期货策略:

(1) 国债 (买入T2406+卖出TL2406, 组合, 持有): 货币政策进一步宽松制约仍存, 而债市供给压力预计将不断加大, 叠加市场风险偏好改善, 避险资产整体承压。目前30年期债券估值仍处绝对高位, 债市回调概率较高, 但价格波动仍将偏高, 可继续持有多T+空TL组合。

(2) 股指 (买入IF2406, 单边, 持有): 随外生政策措施推进、内生经济动能增强, A股业绩总体仍处触底回升通道、对股价仍将有持续贡献; 估值优势显著、且资本市场重磅指引深化, A股大类资产配置价值将提升, 利于吸引增量资金入场; 从景气度、股息率和盈利质量等基本面指标, 以及交易拥挤度看, 相关入选行业在沪深300指数中占比最高, 其依旧为最佳多头。

(3) 沪铝 (买入AL2406, 单边, 持有): 宏观面对有色金属支撑延续。供需方面虽然云南地区处于季节性复产, 但产量实际增长偏缓, 叠加成本支撑抬升, 沪铝维持多头思路。

(4) 碳酸锂 (买入LC2407, 单边, 持有): 供应端产量维持偏紧, 终端消费刺激政策已落地, 基差修复行为显著。由于进口矿价提供成本强支撑, 锂价下方空间较为有限, 建议前多持有。

(5) 沪胶 (买入RU2409, 单边, 持有): 政策引导车市复苏, 轮胎企业开工积极, 需求预期并不悲观, 而国内季节性开割进程受阻, 原料价格高企推动成本支撑上移, 橡胶基本面乐观因素居多, 沪胶价格回调后上行驱动依然较强, 多头策略胜率占优。

核心摘要 (3) : 市场展望

□ 中观面驱动因素要点:

期货策略:

(6) 甲醇 (卖出MA409, 单边, 持有): 5月产量和进口量预期增长, 同时需求进入淡季, 供需关系即将由紧平衡转为宽松。煤价处于过去三年低位, 甲醇生产利润丰厚, 进一步上涨受限。随着基本面利好消退, 甲醇面临回调, 空单继续持有。

(7) 螺纹 (买入RB2410, 单边, 持有): 伴随二季度存量稳增长政策将逐步落实, 建筑钢材需求预期向好, 供给存在约束, 螺纹10合约维持多头思路。

(8) 焦煤 (买入JM2409, 单边, 持有): 需求预期兑现驱动价格上行, 低库存特性放大价格弹性, 而焦精煤供给难有增长, 焦煤基本面利多因素占优; 再考虑当前焦煤指数价格分位, 上方空间依然充足, 焦煤多头可继续持有。

(9) 棉花 (买入CF2409, 单边, 持有): 节后郑棉受美棉扰动或低开, 但幅度有限。美棉将进入主动补库、国内消费仍具有韧性, 叠加种植期天气升水因素, 郑棉仍宜持多头思路。建议买入棉花远月合约策略。

宏观

MACRO

01

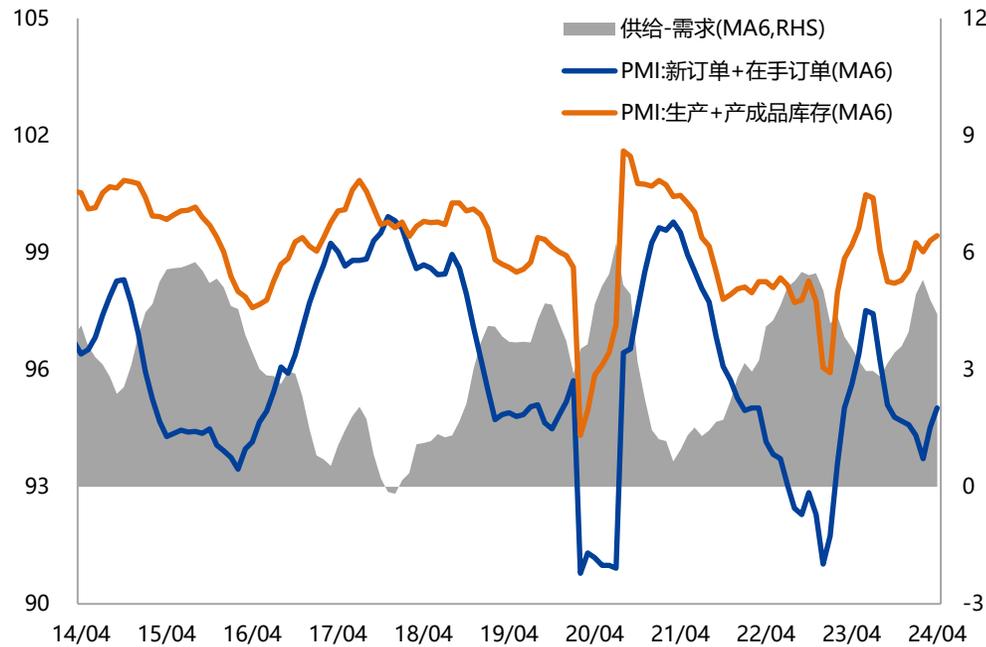
国内：内需不足问题依然存在，政策落实与出口必不可少

01

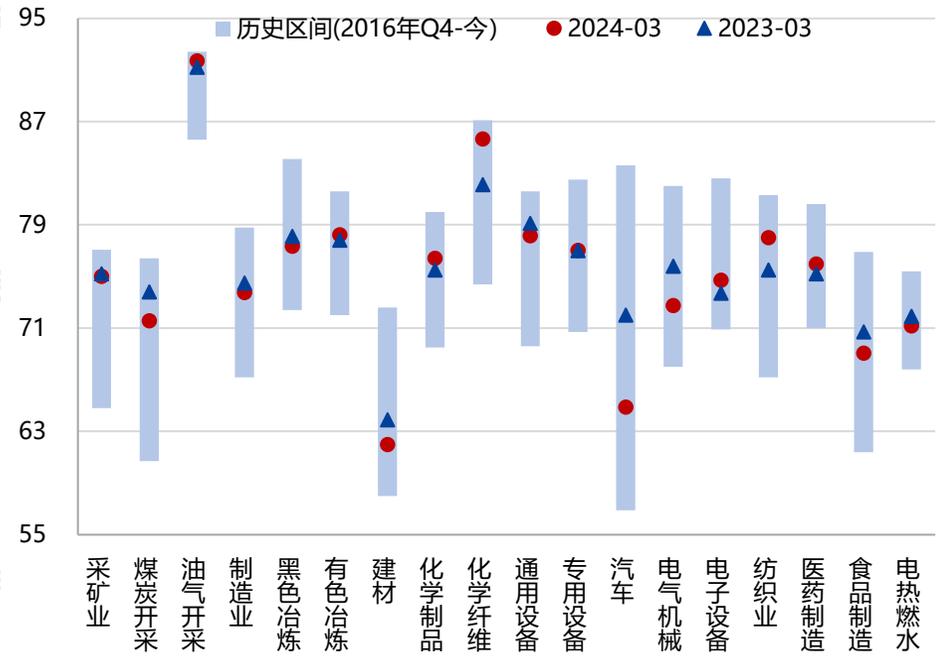
国外：美国经济增速边际放缓，通胀粘性待消化

国内新旧增长动能的切换，伴随的是去地产化的“阵痛”和政府扶持下的新质生产力的快速扩张。在这一过程中，2024年国内经济面临的核心问题是通胀与名义经济增速如何修复，即如何化解国内产能过剩的问题，或者如何补充需求。

经济产能过剩问题依然存在



行业产能利用率

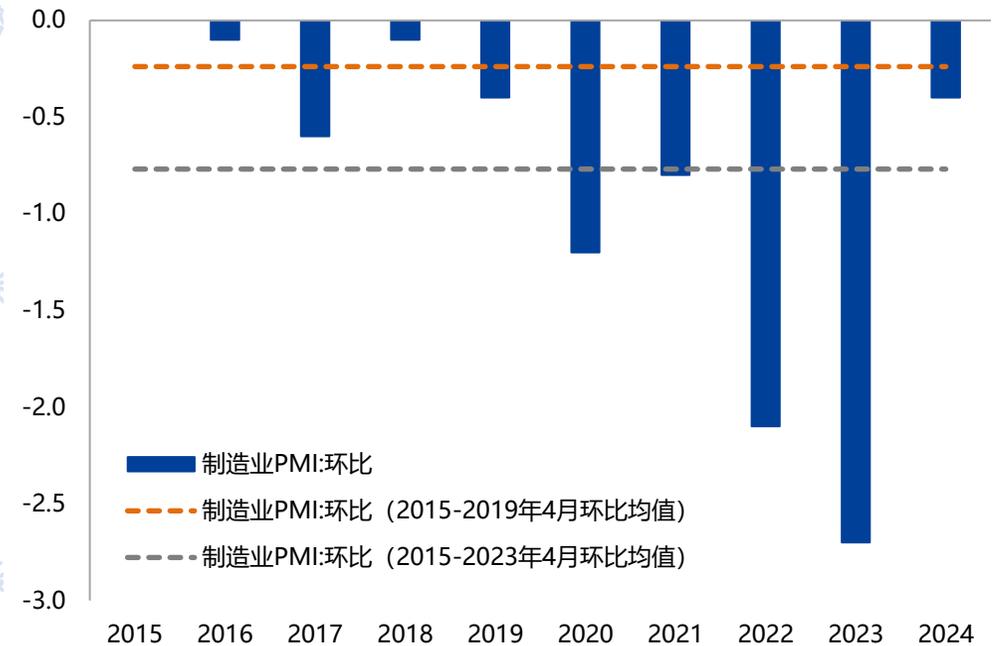


- 结合国内1季度经济数据和4月制造业PMI数据看，国内制造业存在一些积极信号。例如，（1）库存指数回落至近半年来最低，且部分行业价格有所上涨，短期景气度正向积极方向演绎；（2）新出口订单维持在扩张区间，全球制造业周期回暖背景下，出口或将是今年相对确定的线索。
- 但核心问题，国内产能过剩，尚未得到有效解决，物价上涨以前端原料为主，终端价格仍处于收缩区间，拖累企业盈利能力，PPI跌幅的收窄仍主要依赖基数的走低，出口“以价换量”的局面暂未改变。

4月制造业PMI指数

PMI数据 (分项, %)	2007年 以来均值	2024年03月	2024年04月	4月环比变 化	近12个月趋势
制造业PMI	51.0	50.8	50.4	-0.4	
新订单	51.9	53	51.1	-1.9	
新出口订单	49.2	51.3	50.6	-0.7	
积压订单	46.1	47.6	45.6	-2	
生产	53.1	52.2	52.9	0.7	
产成品库存	47.5	48.9	47.3	-1.6	
采购量	51.9	52.7	50.5	-2.2	
原材料库存	48.1	48.1	48.1	0	
进口	48.9	50.4	48.1	-2.3	
出厂价格	50.8	47.4	49.1	1.7	
购进价格	55.1	50.5	54	3.5	
从业人员	49.0	48.1	48	-0.1	
供应商配送时间	49.8	50.6	50.4	-0.2	
生产经营活动预期	55.9	55.6	55.2	-0.4	

4月制造业PMI指数略好于季节性

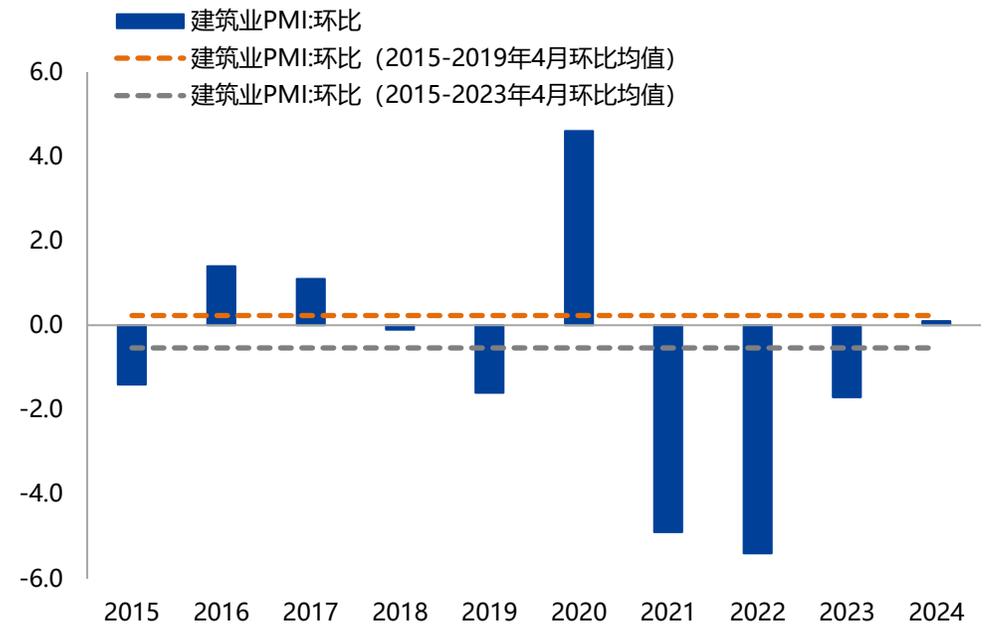


□ 非制造业PMI数据中，服务业指数回落，而建筑业指数回升。建筑业方面，土木建筑业指数回升，房屋建筑业指数回落，这与基建与地产高频数据的方向基本一致。目前看，基建依然是经济增长的重要推动力，一季度资金到位情况好于实物工作量进度，4月实物工作量进度略有跟进，但幅度仍不强。近期发改委项目动员，叠加政府债券发行大概率将提速，二、三季度基建实物量跟进的确定性较高，只是节奏尚不确定。地产作为一季度经济最大拖累项，目前只能依靠政策加码对冲周期下行的压力。

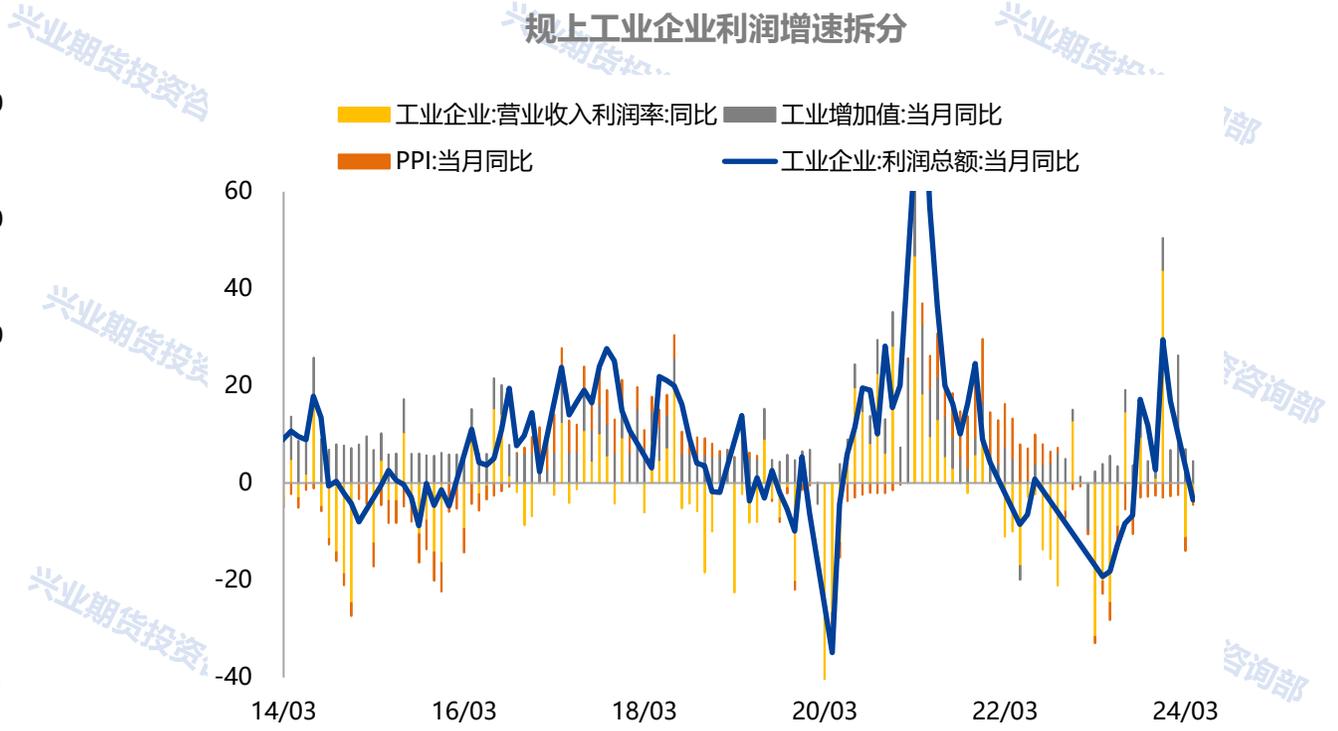
4月非制造业PMI指数

PMI数据 (分项, %)	2007年 以来均值	2024年03月	2024年04月	4月环比变 化	近12个月趋势
建筑业	59.5	56.2	56.3	0.1	
新订单	53.0	48.2	45.3	-2.9	
投入品价格	54.3	48.2	52.2	4	
销售价格	51.6	48.4	48.7	0.3	
从业人员	51.5	45.7	46.1	0.4	
业务活动预期	63.1	59.2	56.1	-3.1	
服务业	52.5	52.4	50.3	-2.1	
新订单	49.6	47.2	46.5	-0.7	
投入品价格	52.3	49.7	50.9	1.2	
销售价格	49.4	48.7	49.5	0.8	
从业人员	47.8	46.8	47.4	0.6	
业务活动预期	59.2	58.2	57.4	-0.8	

4月建筑业PMI指数表现好于季节性



2024年3月，国内规上工业企业库存增速环比回升，但利润增速却时隔7个月再度转负，且弱于季节性。拆解利润增速指标后，PPI负增长，以及营收利润率偏低是主要拖累因素。与制造业PMI指标分项数据所反映的供应过剩、物价走软、上游资源涨价而下游销售价格“滞涨”的情况较为一致。在此情况下，工业企业补库动能仍弱，名义库存指标仍在底部徘徊、实际库存指标则继续下降。分行业看，出口、外需相关行业在盈利能力和补库方便表现相对较好，而地产、内需相关行业偏差。按照典型库存周期推演，国内已处在补库阶段，如果存量稳增长政策逐步落实，有效补充国内需求，叠加出口链的拉动作用，今年国内依然可能会迎来一轮弱补库周期，中美库存周期也有共振的可能。

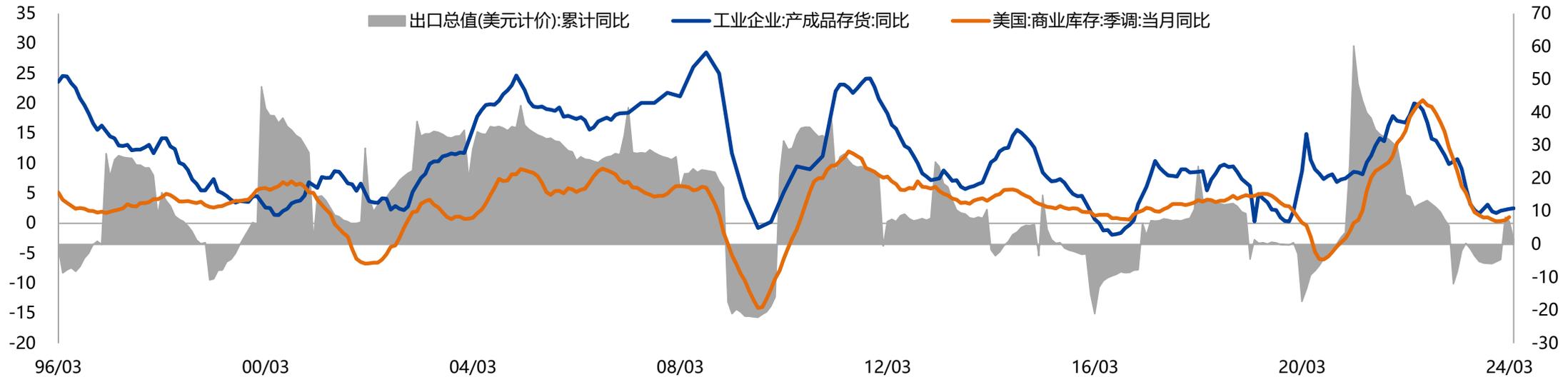


国内经济：内生补库动能偏弱，等待存量政策落实

板块	行业	库存增速分位数	利润增速分位数	库存阶段	PPI增速分位数	营收利润率分位数	工业增加值增速分位数	产能利用率	产能利用率分位数	出口依赖度 交货值/营收
上游：采矿业	煤炭开采	32.7%	15.8%	被动去库	9.8%	88.5%	20.6%	72%	53.6%	0.0%
	油气开采	57.7%	46.0%	主动去库	52.7%	45.6%	48.2%	92%	85.7%	0.4%
	黑金采矿	2.8%	76.4%	主动去库	70.2%	92.9%	41.2%			0.0%
	有色采矿	18.5%	4.6%	被动去库	46.3%	84.5%	41.7%			2.8%
	非金属采矿	13.3%	51.5%	被动补库	7.8%	98.2%	29.1%			1.5%
	开采辅助	98.5%		去库	67.2%	27.0%				1.0%
	其他采矿	5.8%		补库		76.0%	0.5%			
上游 原材料加工业	燃料加工	27.0%		补库	31.7%	10.4%	74.4%			3.3%
	化学原料	13.3%	24.9%	主动去库	16.6%	9.7%	49.7%	76%	64.3%	6.3%
	化学纤维	71.4%		去库	57.1%	8.4%	99.0%	86%	92.9%	6.0%
	建材	3.2%	3.0%	被动去库	2.9%	6.6%	21.1%	62%	7.1%	3.4%
	钢铁	46.0%		去库	37.6%	0.4%	56.3%	77%	35.7%	2.9%
	有色冶炼	27.0%	73.8%	主动去库	49.3%	44.7%	58.3%	78%	25.0%	2.3%
	废旧加工	1.5%	3.4%	主动补库	40.2%	0.8%	41.4%			0.5%
中游 设备制造业	金属制品	16.1%	60.8%	主动去库	26.8%	5.3%	32.2%			10.8%
	通用设备	19.4%	53.6%	主动去库	28.8%	11.3%	22.1%	78%	35.7%	16.4%
	专用设备	50.8%	2.1%	主动补库	9.8%	16.4%	3.0%	77%	32.1%	17.3%
	汽车	11.8%	78.9%	被动补库	1.6%	4.3%	53.4%	65%	7.1%	9.8%
	运输设备	54.0%	90.7%	被动补库	11.0%	21.8%	85.7%			28.9%
	电气机械	10.1%	5.9%	主动补库	4.9%	23.5%	4.0%	73%	7.1%	18.6%
	电子设备	6.5%	99.2%	主动去库	30.7%	5.3%	69.8%	75%	14.3%	40.1%
	仪器仪表	33.5%	8.0%	主动补库	0.8%	2.3%	39.2%			16.3%
	设备维修	32.3%	91.7%	被动补库	50.8%	79.7%	100.0%			33.9%
下游 消费品制造业 农产品	农副食品	16.5%	8.9%	被动补库	4.9%	2.9%	15.1%			4.3%
	食品制造	23.4%	50.2%	主动去库	3.4%	85.0%	31.2%	69%	14.3%	6.1%
	饮料制造	75.0%	41.4%	主动去库	29.3%	94.7%	51.9%			1.1%
	烟草制品	47.6%	24.5%	被动去库	64.9%	87.3%	22.1%			0.3%
	木材制品	15.3%	53.2%	主动去库	16.6%	6.9%	21.6%			4.3%
	家具制造	6.9%	99.6%	主动去库	20.0%	55.8%	61.3%			24.2%
	造纸	6.9%	99.6%	被动补库	10.7%	7.1%	70.4%			5.5%
下游 消费品制造业 工业品	纺织	49.6%	91.6%	被动补库	40.5%	3.5%	40.7%	78%	53.6%	11.3%
	纺织服装	6.5%	84.0%	主动去库	26.3%	23.3%	25.6%			22.0%
	皮革制品	3.2%	63.7%	主动去库	31.7%	6.0%	38.3%			24.2%
	印刷	7.3%	99.6%	被动补库	18.5%	4.2%	43.6%			8.4%
	文教体美	12.1%	97.5%	主动去库	89.3%	12.0%	67.7%			21.2%
	医药制造	8.1%	11.0%	被动补库	5.9%	89.4%	8.0%	76%	50.0%	8.1%
	橡塑制品	24.8%	97.7%	主动去库	19.7%	8.3%	95.5%			16.1%
	其他制造	10.2%	99.1%	主动去库	27.9%	36.4%	22.6%			29.0%
公用事业	电力热力	3.6%	93.7%	主动补库	5.4%	59.3%	55.8%			0.1%
	燃气生产	29.8%	57.0%	主动去库	16.1%	18.1%	21.1%			0.2%
	水生产	14.5%	81.0%	主动去库	10.7%	59.8%	13.6%			1.4%

数据截至2024年2月
库存阶段：根据2024年2月较2023年12月环比变化，判断短期被动去库、主动补库、被动补库和主动去库

国内经济：今年中美补库周期有共振的可能

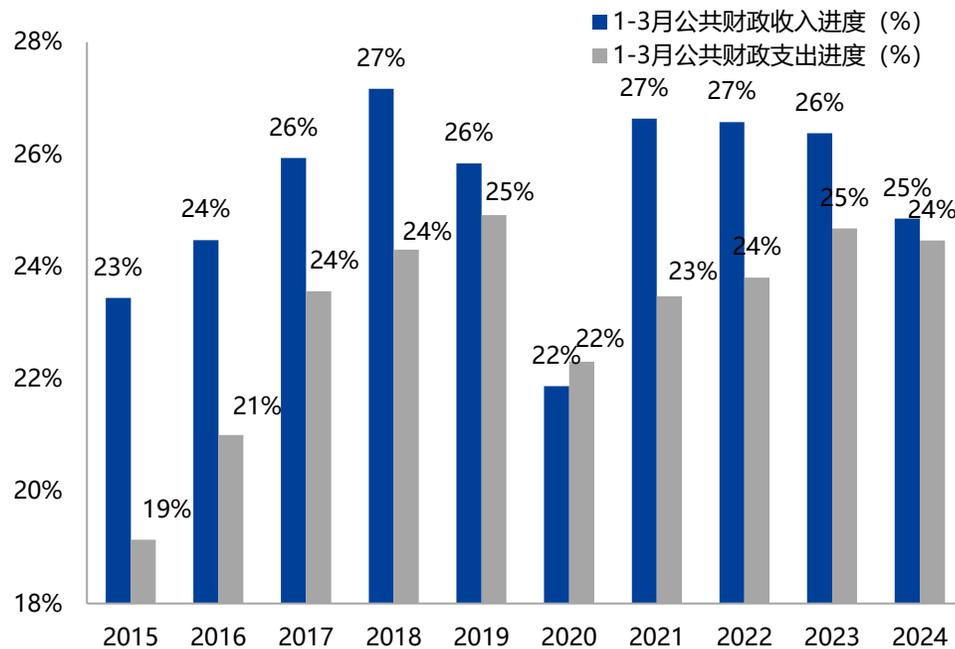


中美共振补库	开始日期	2000/5/31	2002/10/31	2003/9/30	2006/5/31	2007/8/31	2009/8/31	2013/9/30	2016/10/31	2020/10/31	2023/11/30	持续月数总计	历史占比	
	结束日期	2000/8/31	2003/4/30	2004/12/31	2006/8/31	2008/8/31	2011/5/31	2014/7/31	2017/4/30	2022/4/30	2024/3/31			
	持续时长 (月)	3	6	15	3	12	21	10	6	20	-	96	35%	
	中国出口增速变动幅度 (%)	-2.2	12.9	3.1	0.2	-5.4	47.7	-5.1	15.6	11.1	6.8	均值	8.5	
中美共振去库	开始日期	2001/6/30	2005/1/31	2008/8/31	2011/10/31	2014/8/31	2019/5/31	2020/3/31	2022/6/30			持续月数总计	历史占比	
	结束日期	2002/1/31	2005/8/31	2009/8/31	2013/8/31	2016/6/30	2019/11/30	2020/6/30	2023/7/31					
	持续时长 (月)	7	7	12	22	22	6	3	13			92	34%	
	中国出口增速变动幅度 (%)	20.4	-9.9	-44.6	-12.8	-13.3	-0.7	7.1	-17.9			均值	-9.0	
中补库、美去库	开始日期	2000/8/31	2003/4/30	2006/8/31	2011/5/31	2013/8/31	2014/7/31	2016/6/30	2019/11/30	2023/7/31			持续月数总计	历史占比
	结束日期	2001/6/30	2003/9/30	2007/8/31	2011/10/31	2013/9/30	2014/8/31	2016/10/31	2020/3/31	2023/11/30				
	持续时长 (月)	10	5	12	5	1	1	4	4	4			46	17%
	中国出口增速变动幅度 (%)	-25.8	-1.2	1.9	-3.5	-1.2	0.9	1.0	-13.4	-0.1			均值	-4.6
中去库、美补库	开始日期	2002/1/31	2004/12/31	2005/8/31	2017/4/30	2020/6/30	2022/4/30					持续月数总计	历史占比	
	结束日期	2002/10/31	2005/1/31	2006/5/31	2019/5/31	2020/10/31	2022/6/30							
	持续时长 (月)	9	1	9	13	4	2					38	14%	
	中国出口增速变动幅度 (%)	-8.6	6.7	-6.5	-6.6	6.6	1.5					均值	-1.1	

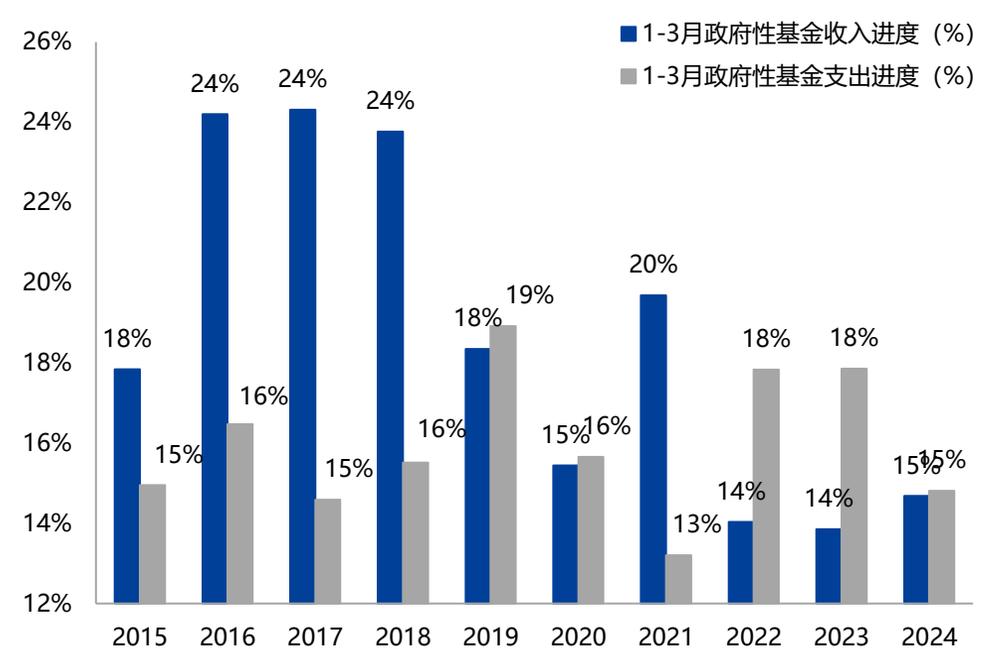
货币	财政	地产	化债	消费
政策基调：经济实现良好开局 （总量政策大幅加码的概率下降）， 坚持乘势而上，避免前紧后松 （二季度政策也不会因为经济数据好而松动，政策力度将延续）				
积极，新提法	积极，新提法	积极，新提法	积极，新提法	积极，旧方案
本次会议比较直白地提出“ 要灵活运用利率和存款准备金率等政策工具 ，加大对实体经济支持力度，降低社会综合融资成本”。且二三季度政府发债有提速需求，也需要货币政策配合。	从政治局会议层面提出“ 要及早发行并用好超长期特别国债，加快专项债发行使用进度 ”。显示政府发债的紧迫性，二三季度政府发债提速可期。	聚焦 消化存量房产 和优化增量住房。政策思路由过去的供给端思路更多地向直接的“去库存”政策侧重。收购存量商品房、以旧换新等去库存政策的进一步推广值得期待。	提到“ 既要压降债务，又能稳定发展 ”。延续了3月份国务院视频会议“统筹抓好化债和发展”的思路，强调了发展的重要性。	大规模设备更新 1.住建部住房和城乡建设部印发《推进建筑和市政基础设施设备更新工作实施方案的通知》； 2.工业和信息化部等七部门近日联合印发《推动工业领域设备更新实施方案》； 3.央行将向市场投放5000亿元用于技术改造和设备更新。
虽然美联储降息推迟降低了二季度国内货币政策总量宽松的预期，但下半年实施的预期可能会再度升温。		对于消化存量的表述仍处于统筹研究阶段，后续实行节奏和力度仍待观察，尤其是需要关注财政和央行实际量化支持。	但是已出台的47号文明确限制了高风险省份的新增投资。因此需要关注后续具体政策落地。	消费品以旧换新
		短期淡化“三大工程”的概念。		

2024年4月政治局会议局部的扩大内需政策基本在既有框架之内，即二三季度以落实好这些政策为主，核心取决于资金支持能否得到保证，尤其是财政资金。从今年1-3月数据看，预算内财政资金中，税收收入增速为负制约一般公共预算支出进度，土地出让收入下降以及地方政府新增专项债发行偏慢也限制了政府性基金支出进度。考虑到税收收入的顺周期属性，未来二三季度财政发力将主要依靠政府债券发行，包括超长期特别国债、地方政府新增专项债和新增一般债。此外，近年来，财政、准财政动用了多种工具稳增长、防风险，下半年还可关注是否还会有新增量的加码。

一般公共预算收入偏慢

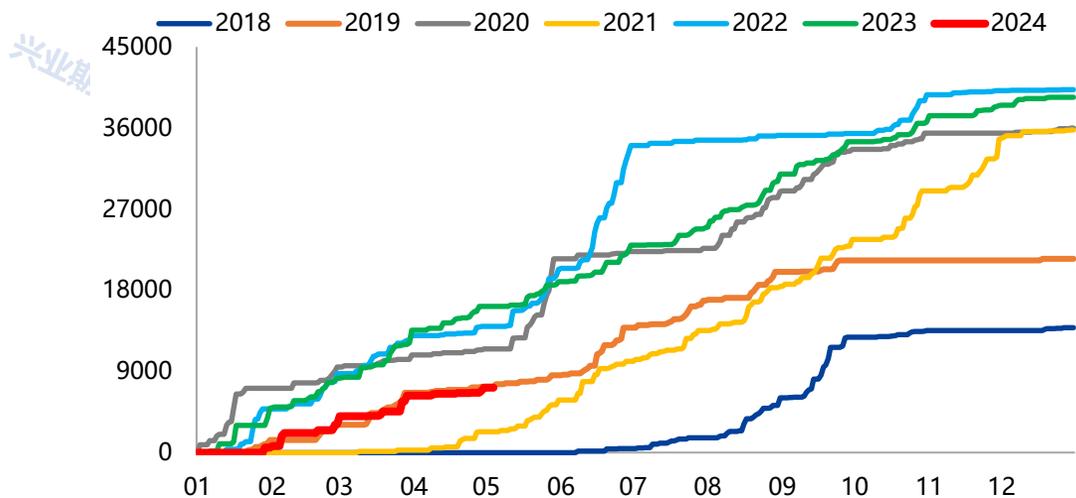


政府性基金支出进度偏慢

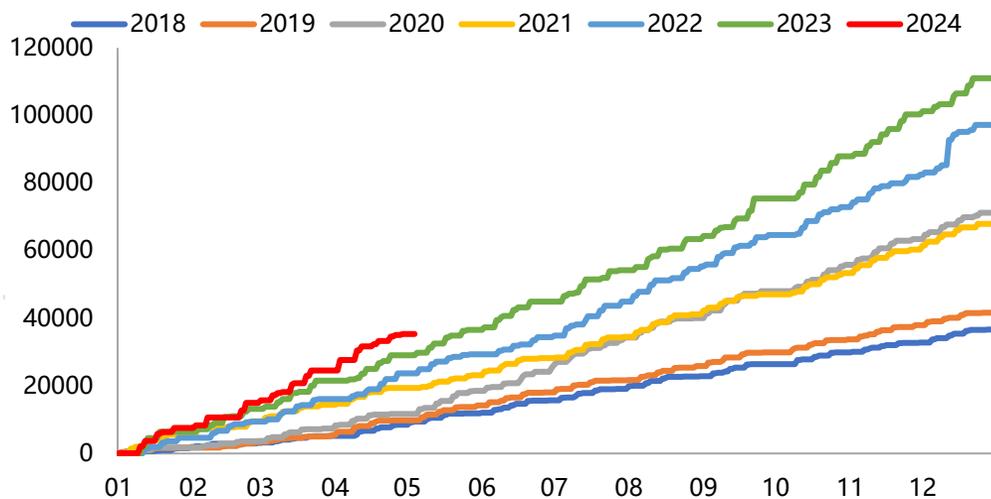


政府债券相关信息	2023年增发国债	2024年地方政府债		2024年超长期特别国债
		新增专项债	新增一般债	
任务规模	1万亿	3.9万亿	0.72万亿	1万亿
Q1进度	发行100% 2024年2月，增发国债资金已全部落实到1.5万个具体项目，下一步推动全部新增国债项目于今年6月底前开工建设。 2024年2月，发改委已经分三批下达完毕1万亿增发国债项目清单。 截至2024年3月下旬，北京、河北的项目开工率已分别达到48%、45%。尚有较多已拨付未使用资金	发行16.3% 2024年2月初，监管组织地方申报今年第一批专项债项目，2月底前地方已上报，3月底监管尚未反馈审核结果。	发行28.9% -	发行0% -
Q2计划	发行任务：0% 推动所有增发国债项目于今年6月底前开工建设。	发行任务：11161亿元，完成进度28.6% 2024年4月中旬，发改委已完成项目初步筛选，推送给财政部并反馈给地方，财政部正在对项目融资收益平衡等进行审核。发改委将抓紧会同有关方面，尽快形成最终的准备项目清单，督促地方加快债券发行使用，推动项目形成更多实物工作量。	发行任务：1697亿元，完成进度23.6% 落实使用。	发改委同有关方面已经研究起草了支持国家重大战略和重点领域安全能力建设的行动方案，经过批准同意后即开始组织实施。预计今年超长期特别国债的发行可能接力地方政府专项债，于二季度后半段开始发力。
投向	灾后恢复重建（超2000亿元）、重点防洪治理工程（超5000亿元）、自然灾害应急能力提升工程、其他重点防洪工程、灌区建设改造和重点水土流失治理工程、城市排水防涝能力提升工程、重点自然灾害综合防治体系建设工程、东北地区和京津冀受灾地区等高标准农田建设	主要投向基建领域：交通基础设施、能源、农林水利、生态环保、社会事业、城乡冷链等物流基础设施、市政和产业园区基础设施、国家重大战略领域、保障性安居工程（城镇老旧小区改造、保障性租赁住房、公共租赁住房、棚户区改造、城中村改造、保障性住房）、新型基础设施、新能源	交通基础设施、农林水利、生态环保、社会事业、市政建设、保障性安居工程、其他	国家重大战略实施和重点领域安全能力建设、高水平科技自立自强、城乡融合发展、区域协调发展、粮食和能源资源安全、人口高质量发展、美丽中国建设

新增地方政府专项债 (发行, 5.4)



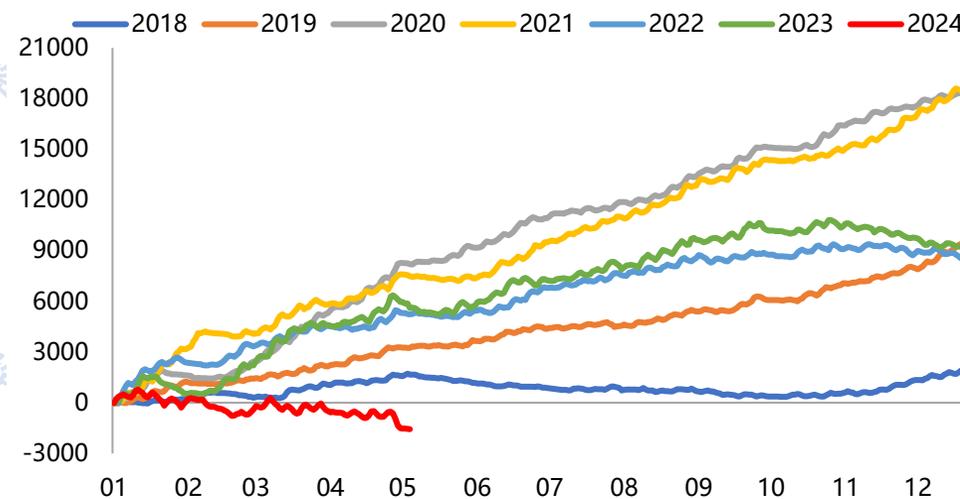
国债 (发行, 5.4)



2024年政府债券发行进度偏慢

年份	年初-5月4日		当年目标		年初-5月4日发行进度	
	新增地方专项债	新增地方一般债	新增地方专项债	新增地方一般债	新增地方专项债	新增地方一般债
2018	0	0	13,500	8,300	0.0%	0.0%
2019	7,297	0	21,500	9,300	33.9%	0.0%
2020	11,522	5,104	37,500	9,800	30.7%	52.1%
2021	2,320	1,443	36,500	8,200	6.4%	17.6%
2022	14,019	2,891	41,500	7,200	33.8%	40.1%
2023	16,216	3,303	38,000	7,200	42.7%	45.9%
2024	7,224	2,483	39,000	7,200	18.5%	34.5%

城投债 (wind口径, 净融资, 5.4)

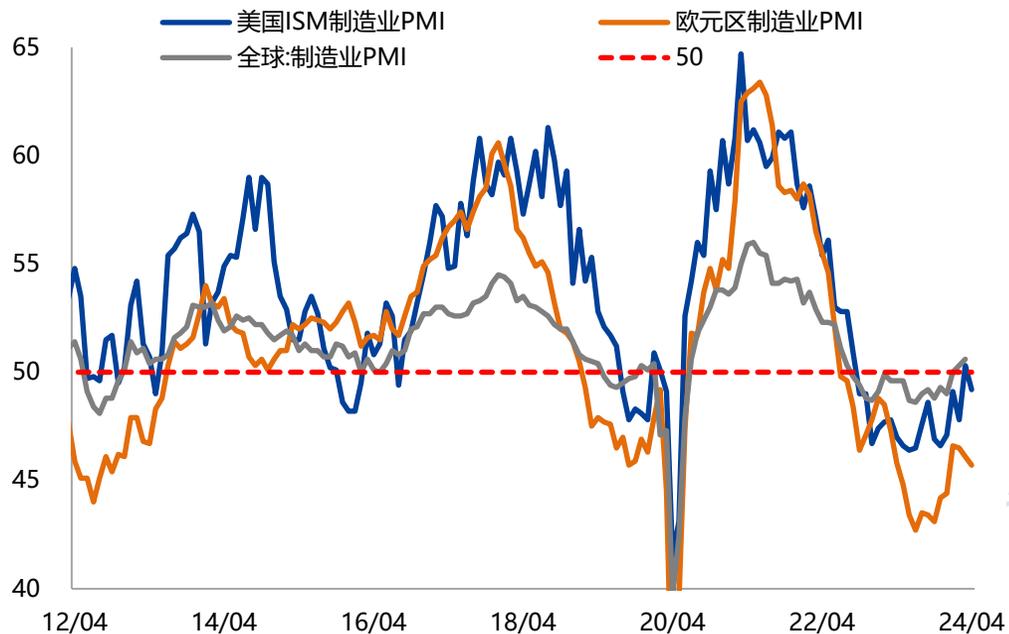


□ 2024年一季度美国经济增速放缓与通胀粘性同时发生，不过剔除季节性影响后，美国经济“胀”的问题更加突出，美国经济“滞”的问题还有待进一步观察，其中私人消费与私人投资表现依然比较健康，私人库存有筑底可能，进口则是主要拖累项。

美国经济：季度同比	权重	21/03	21/06	21/09	21/12	22/03	22/06	22/09	22/12	23/03	23/06	23/09	23/12	24/03
GDP	100%	1.6%	12.0%	4.7%	5.4%	3.6%	1.9%	1.7%	0.7%	1.7%	2.4%	2.9%	3.1%	3.0%
个人消费	69%	3.0%	16.4%	7.6%	7.2%	5.0%	2.2%	1.9%	1.2%	2.1%	1.8%	2.2%	2.7%	2.4%
商品消费	24%	13.6%	20.3%	6.0%	6.6%	2.3%	-1.2%	0.8%	-0.6%	1.0%	1.2%	2.6%	3.3%	2.0%
耐用品消费	9%	28.4%	32.8%	4.5%	5.8%	-0.2%	-3.7%	3.0%	0.1%	3.1%	3.2%	4.7%	5.8%	2.0%
非耐用品消费	15%	6.4%	13.9%	6.8%	7.0%	3.8%	0.2%	-0.5%	-1.0%	-0.2%	0.1%	1.4%	2.0%	1.9%
服务消费	45%	-1.8%	14.4%	8.5%	7.6%	6.4%	4.0%	2.5%	2.1%	2.7%	2.2%	2.0%	2.4%	2.6%
私人投资	18%	3.9%	19.8%	4.7%	7.9%	10.5%	9.0%	2.9%	-2.4%	-6.1%	-2.2%	2.1%	1.5%	4.7%
固定资产投资	18%	3.8%	14.4%	7.0%	3.8%	3.3%	1.8%	1.1%	-0.8%	-1.8%	-0.5%	1.3%	3.6%	4.2%
住宅投资	3%	14.8%	22.7%	7.3%	0.4%	-2.4%	-5.0%	-11.4%	-17.4%	-18.1%	-15.4%	-7.2%	0.4%	5.1%
非住宅投资	15%	0.4%	11.8%	6.8%	4.9%	5.3%	4.3%	5.8%	5.6%	4.4%	4.9%	4.1%	4.6%	3.9%
其中：建筑	3%	-12.1%	0.1%	1.4%	-0.9%	-3.1%	-3.4%	-2.7%	0.8%	8.1%	12.3%	15.7%	16.9%	9.4%
设备和器械	5%	2.5%	18.4%	4.6%	1.4%	4.9%	3.5%	7.2%	5.3%	0.2%	0.9%	-1.6%	-0.6%	1.0%
知识产权	6%	5.9%	12.2%	11.9%	11.6%	10.3%	9.0%	9.0%	8.3%	6.4%	4.9%	3.6%	3.2%	3.6%
私人存货	0%	-29.7%	-49.5%	-93.1%	141.7%	-862.4%	-166.9%	862.2%	-26.7%	-86.2%	-83.9%	10.0%	-63.9%	30.4%
净出口	-4%	-53.6%	-64.6%	-32.5%	-23.1%	-32.2%	-22.7%	-1.5%	3.0%	18.1%	16.8%	5.2%	4.9%	-4.1%
出口	11%	-5.7%	20.3%	7.1%	6.7%	5.2%	7.4%	11.1%	4.3%	7.3%	2.1%	-0.4%	1.8%	0.3%
进口	15%	5.7%	30.4%	13.6%	11.1%	12.7%	11.8%	8.2%	2.1%	-1.0%	-3.9%	-1.7%	-0.1%	1.3%
政府消费支出和投资	17%	1.4%	-1.8%	-0.6%	-0.2%	-2.3%	-1.6%	-0.6%	0.8%	2.7%	4.1%	4.8%	4.6%	3.7%
联邦政府	7%	7.6%	-1.9%	-0.4%	0.6%	-5.2%	-4.0%	-1.9%	-0.1%	3.0%	4.3%	5.7%	3.9%	2.6%
国防支出	4%	0.3%	-1.1%	-1.8%	-5.0%	-4.9%	-3.5%	-2.8%	0.2%	2.5%	2.9%	5.0%	3.2%	2.6%
非国防支出	3%	18.3%	-3.0%	1.4%	8.6%	-5.6%	-4.5%	-0.8%	-0.6%	3.5%	6.1%	6.7%	4.8%	2.5%
州和地方政府	11%	-2.2%	-1.7%	-0.7%	-0.6%	-0.4%	-0.2%	0.2%	1.3%	2.6%	4.0%	4.3%	5.1%	4.4%

□ 随后月底公布的美国4月ISM制造业PMI指数和非制造业PMI指数双双跌破荣枯线。分项来看，美国4月制造业PMI中，新订单和产出指数明显回落，就业指数小幅抬升但仍低于50%，物价指数大幅抬升至60.9%，录得22个月以来最高水平。美国4月非制造业PMI中，新订单、商业活动、就业指数均明显回落，物价指数大幅抬升至59.2%，高于过去12个月均值57.8%。以上数据进一步指向，美国经济放缓，通胀压力加大的信号。

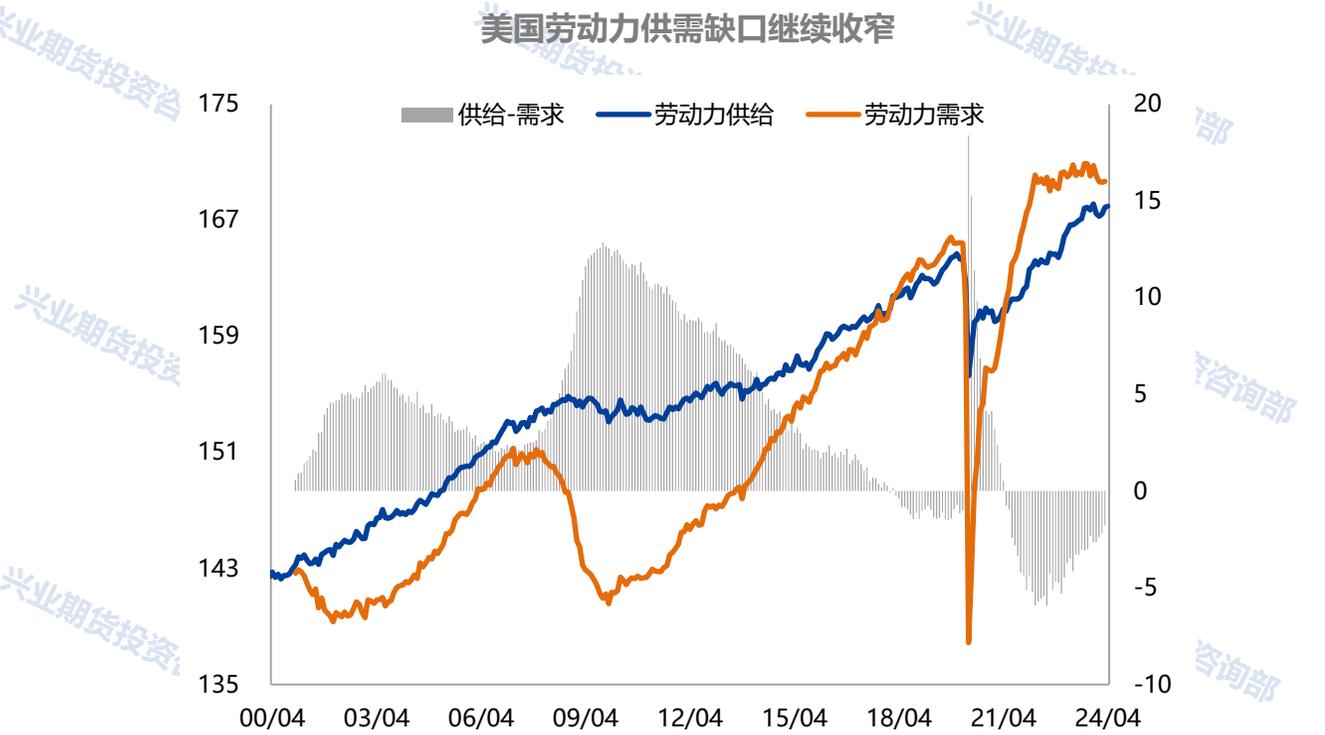
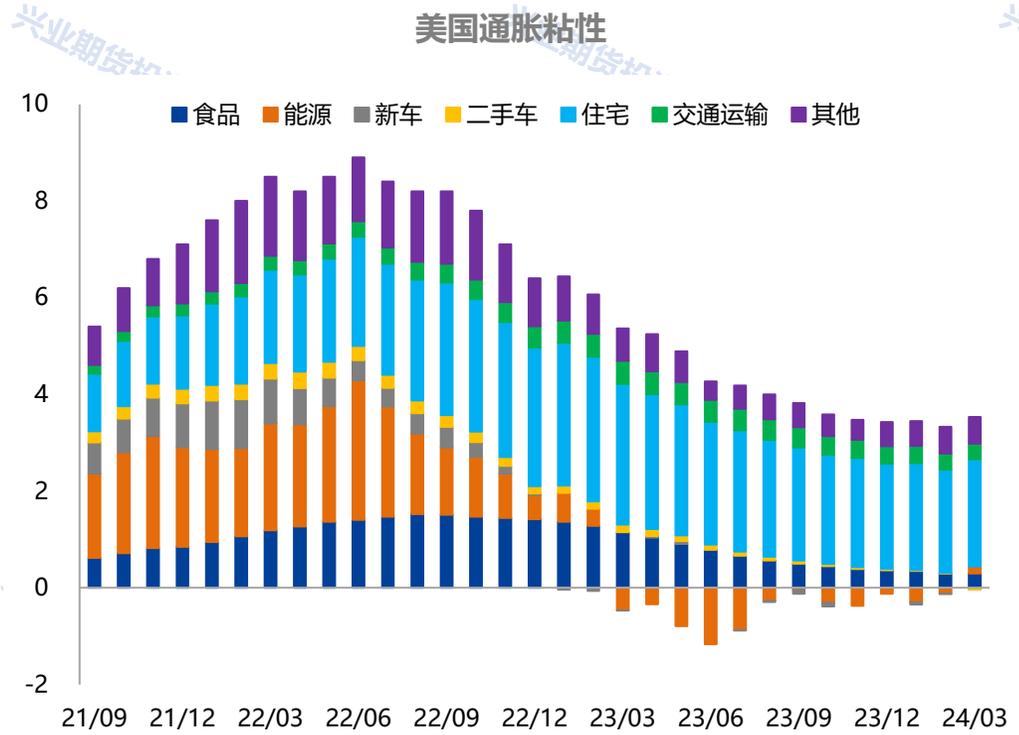
全球制造业指数回升



美国制造业PMI分项指标

ISM制造业PMI数据 (分项, %)	2007年以来均值	2024年03月	2024年04月	4月环比变化	近12个月趋势
制造业PMI	52.9	50.3	49.2	-1.1	
新订单	54.8	51.4	49.1	-2.3	
新出口订单	52.7	51.6	48.7	-2.9	
订单库存	50.0	46.3	45.4	-0.9	
产出	55.1	54.6	51.3	-3.3	
进口	51.8	53.0	51.9	-1.1	
交付	55.0	49.9	48.9	-1.0	
自有库存	48.6	48.2	48.2	0.0	
客户库存	44.4	44.0	47.8	3.8	
物价	59.1	55.8	60.9	5.1	
就业	51.2	47.4	48.6	1.2	

最新公布的2024年4月非农数据也全面弱于预期，其中（1）新增非农就业17.5万，低于预期值24.3万，是过去6个月最低；2-3月合计下修2.2万；（2）失业率3.9%，高于预期值和前值3.8%，为过去27个月最高；（3）平均时薪环比0.2%，低于预期值、前值、以及过去12个月的均值（0.3%）。分行业看，4月就业数据整体呈现出高端岗位裁员、低端岗位增加的特征，与时薪增速的放缓趋势相符。不过，结合职位空缺数据看，4月美国劳动力市场供需缺口尚未完全修复，美国通胀粘性需要更长时间来化解。因此短期看，通胀对今年美国货币政策约束依然较强，但中期经济增速放缓的信号也在逐步积累。



在2024年5月2日的美联储议息会议上，美联储维持利率水平不变，并放缓缩表，计划从6月1日开始，将每月美债的减持上限从600亿美元降至250亿。综合假期美国所有经济、就业、货币政策信息，市场对今年美联储降息的预期在触底后又有所回升，并伴随美元指数和美债收益率的回落。

截至5月4日，市场预期美联储9月降息，全年降息2次

美联储议息会议	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2024-06-12			0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	8.4%	91.6%
2024-07-31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.4%	32.5%	65.1%
2024-09-18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.2%	17.4%	48.8%	32.6%
2024-11-07	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%	7.4%	29.3%	42.6%	20.2%
2024-12-18	0.0%	0.0%	0.3%	4.4%	20.1%	37.0%	29.7%	8.5%
2025-01-29	0.0%	0.1%	2.1%	11.4%	27.6%	33.8%	20.3%	4.8%
2025-03-19	0.1%	1.2%	7.0%	19.9%	30.8%	26.7%	12.1%	2.2%
2025-04-30	0.5%	3.3%	11.8%	24.0%	29.3%	21.2%	8.4%	1.4%

美元指数及美债收益率回落 (更新至5.3)



国债

TL-T

01

美国经济数据反复，降息预期分歧仍较大

02

国内货币政策宽松受限，国债收益率易上难下

03

政治局会议提及特别国债和专项债加快发行使用

04

避险资产承压，超长端回调风险显著

近期，美联储召开了议息会议，且公布了经济增速、就业、通胀等一系列数据。从数据表现来看，美国GDP增速略不及预期，但韧性仍存；PCE数据超预期，粘性仍偏强，但最新公布的非农数据降温，且时薪同比增速继续放缓。议息会议方面，美联储继续维持利率不变，美联储主席的表述较为中性，市场对此解读也存在一定分歧。

目前市场对首次降息时点预计在9月和11月之间来回反复，与年前相比明显靠后，在美联储维持高利率的情况下，对国内货币政策宽松存在一定制约。

美国近期数据表现

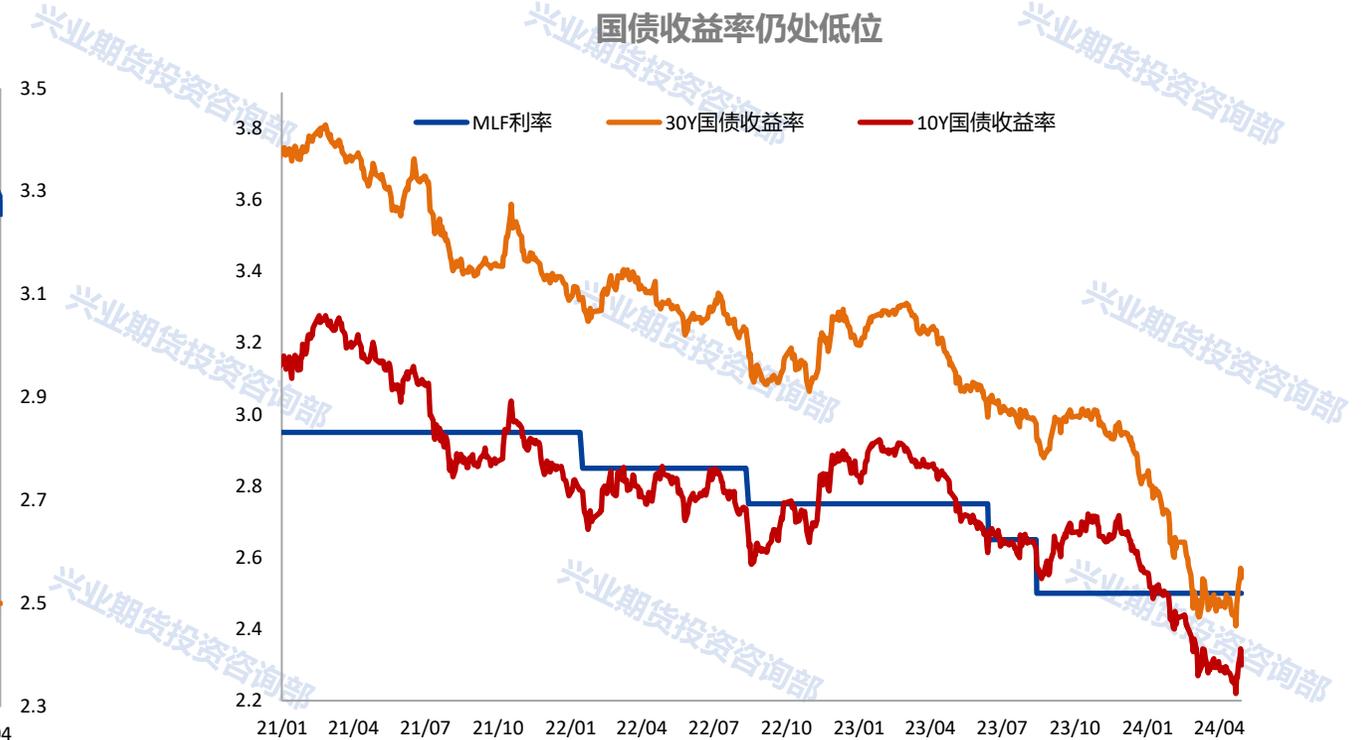
	现值	预期	初值
一季度GDP	1.60%	2.50%	3.40%
一季度核心PCE	3.70%	3.40%	2%
非农就业人数	17.5万人	24.3万人	31.5万人
失业率	3.90%	3.80%	3.80%
时薪	0.20%	0.30%	0.35%

美联储议息会议表述

	2024年5月议息会议	2024年3月议息会议	2024年1月议息会议
利率决策	不调整	不调整	不调整
联邦基金利率目标区间	5.25%-5.5%	5.25%-5.5%	5.25%-5.5%
超额准备金率	0.054	0.054	0.054
隔夜逆回购利率	0.055	0.055	0.055
一级信贷贴现窗口利率	0.055	0.055	0.055
投票情况	全票通过	全票通过	全票通过
经济活动和就业指标	经济活动继续稳步扩张，就业增长依然强劲，失业率保持在低位	经济活动一直在稳步扩张，就业增长依然强劲，失业率保持在低位	经济活动一直在稳步扩张，自去年年初以来，就业增长有所放缓，失业率保持在低位
通胀表现	通胀居高不下，2%的通胀目标缺乏进一步进展	通胀居高不下	通胀居高不下

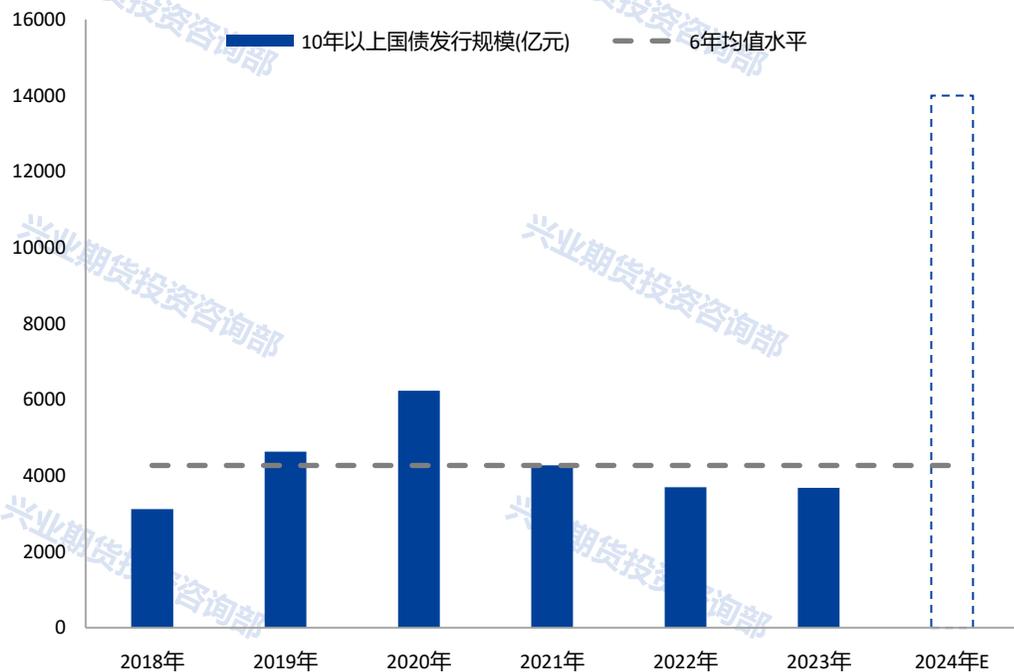
虽然受非农数据的影响，美元指数有所回落，但截止5月3日收盘，美元指数仍收于105上方，离岸人民币在7.2附近运行。从过去的海内外货币政策影响来看，目前美联储货币政策仍对国内货币政策存在制约。

从国债收益率来看，虽然近期收益率有所反弹，30年期国债收益率已经重回MLF上方，但10年期国债收益率仍显著低于MLF利率。且近期关于长期债券风险提示明显增多，短期内利率易上难下。

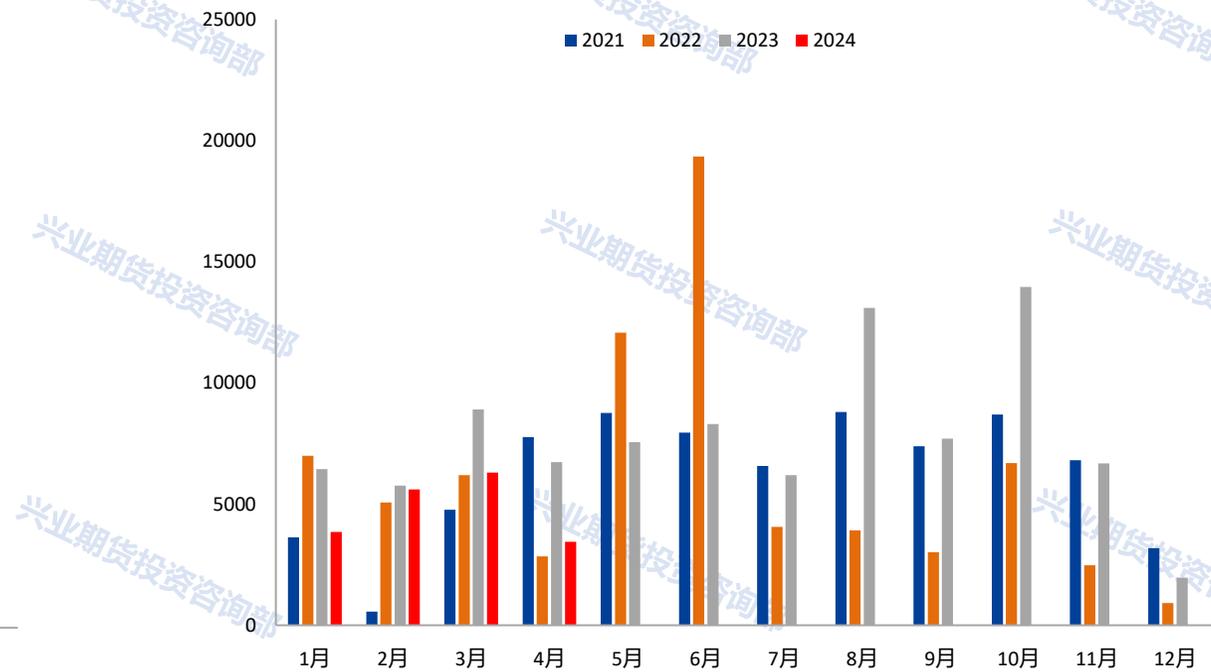


在政治局会议上，提及了“要及早发行并用好超长期特别国债，加快专项债发行使用进度。”此次政府债发行在政治局会议上的提及说明了国债发行有一定紧迫性，且将由更高层级协调。因此5月专项债大概率会加量，而特别国债也有望在二季度启动发行，债市供给压力明确。

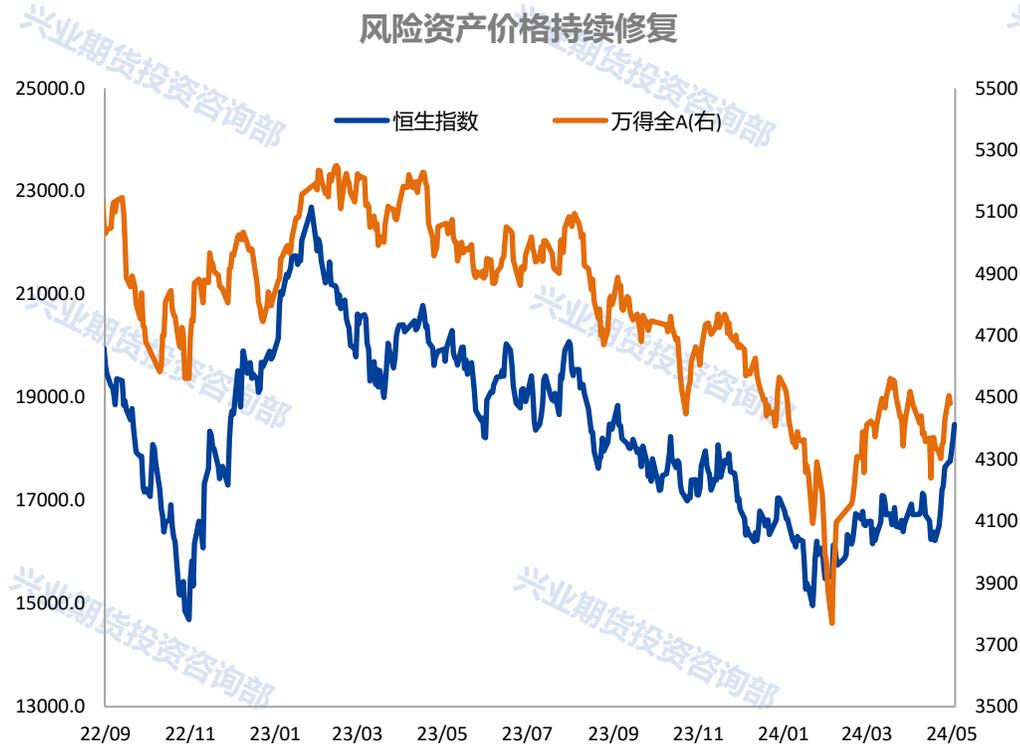
超长期发行压力显著



地方政府债发行偏缓（截止4月30日）



- 随着政策的不断加码以及市场信心的恢复，股票等风险资产出现持续反弹，节假日期间港股同样表现强势，连续反弹。而避险资产整体上行动能不足，国内债市回调压力不断增强。
- 但在宏观修复过程中，市场预期仍存在反复，债市波动将加大。结合估值的角度，虽然30Y-10Y的利差以有所修复，但仍处于历史极低水平，且超长端利多驱动更为明确，可继续持有多2手T+空1手TL的组合，在保留一定空头敞口的同时，降低策略波动风险。



30年债收益率估值显著偏低(截止4.30)

	30Y-DR007	30Y-MLF1Y	10Y-DR007	10Y-MLF1Y	1Y-DR007	1Y-MLF1Y	30Y-10Y
90%分位	168.15	375.59	115.19	302.20	54.86	230.25	68.13
70%分位	145.51	81.77	93.63	31.14	30.84	-19.96	58.07
50%分位	130.73	58.38	78.05	11.38	13.59	-54.51	52.00
30%分位	115.29	45.35	65.04	-5.48	-1.72	-71.31	44.89
10%分位	90.25	32.78	43.03	-20.03	-20.40	-90.44	35.71
当前水平	43.35	4.33	19.02	-20.00	-41.67	-80.69	24.33
当前分位值	1.60%	2.10%	2.50%	10.00%	3.40%	20.50%	3.30%

股指

IF

01

盈利回升大势未改，预计Q2季度弹性最大

02

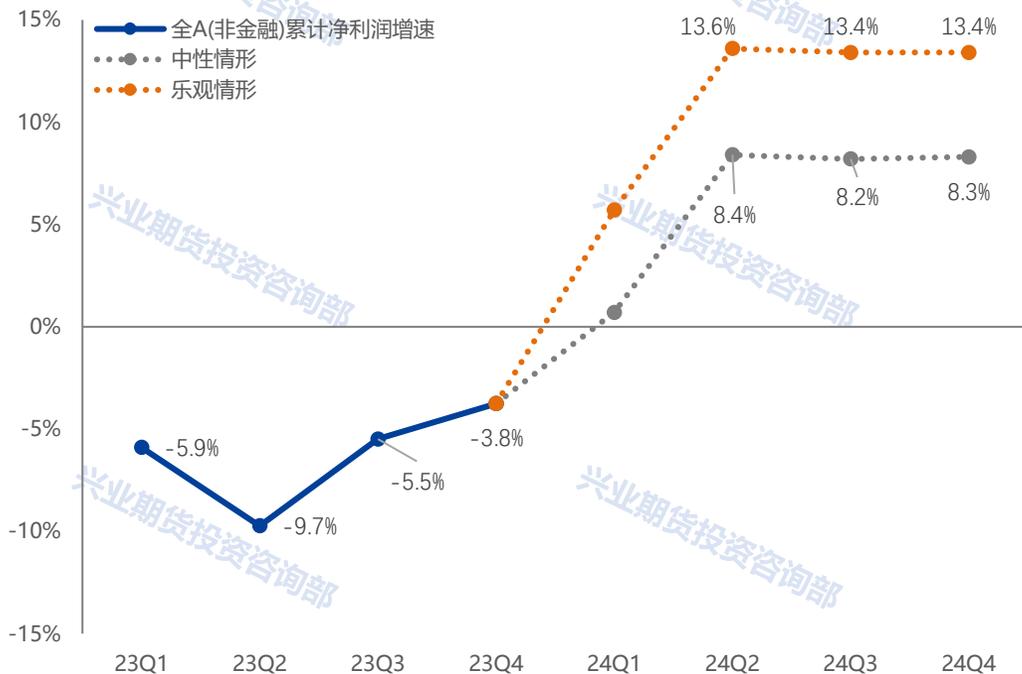
“政策+估值”优势，A股的增量资金吸引力仍较强

03

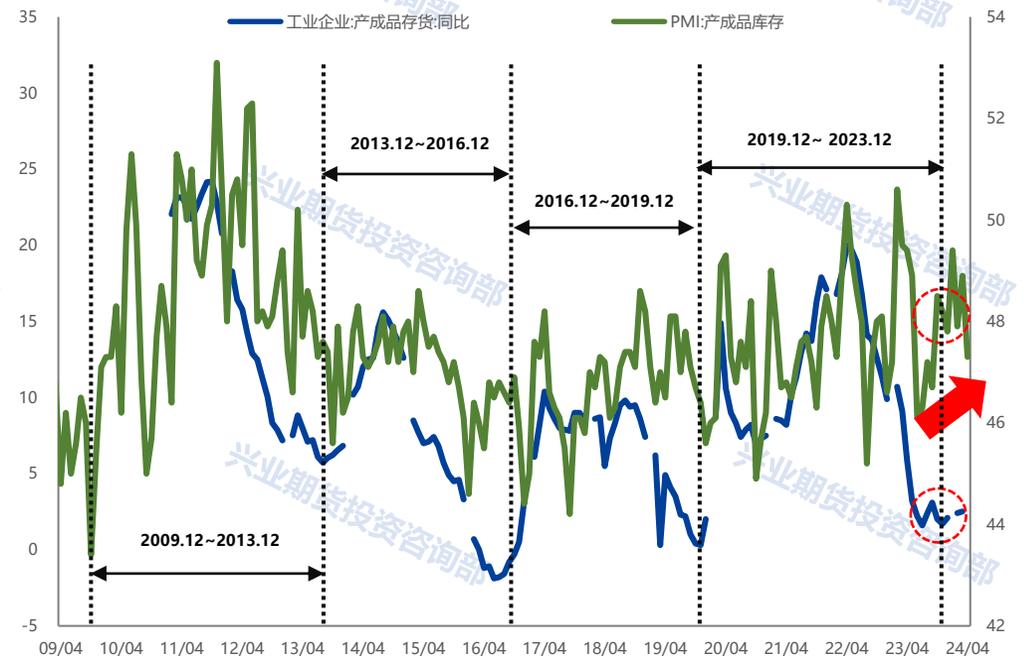
从基本面、交易属性看，沪深300指数仍为最佳多头

- 按最新24年Q1季报：A股（非金融）归母净利润增速同比-5.44%、较23年Q4环比下滑1.68PCT，与总需求偏弱有直接关系。但需注意，23年Q2季报盈利触底回升的趋势依旧明朗。此外，随国内积极政策导向持续确认、库存周期亦进入补库阶段，预计基本面修复动能大概率将强化。
- 参考国联证券相关数据：中性假设下，预计2024年全A（非金融）各季度累计净利润增速分别为0.7%、8.4%、8.2%、8.3%。其中，Q2季度的增幅最大，亦符合当前市场的一致性预期。

全A(非金融)24年净利润预测（参考国联证券，截至2024年4月末）



我国库存周期跟踪（截至2024年4月）

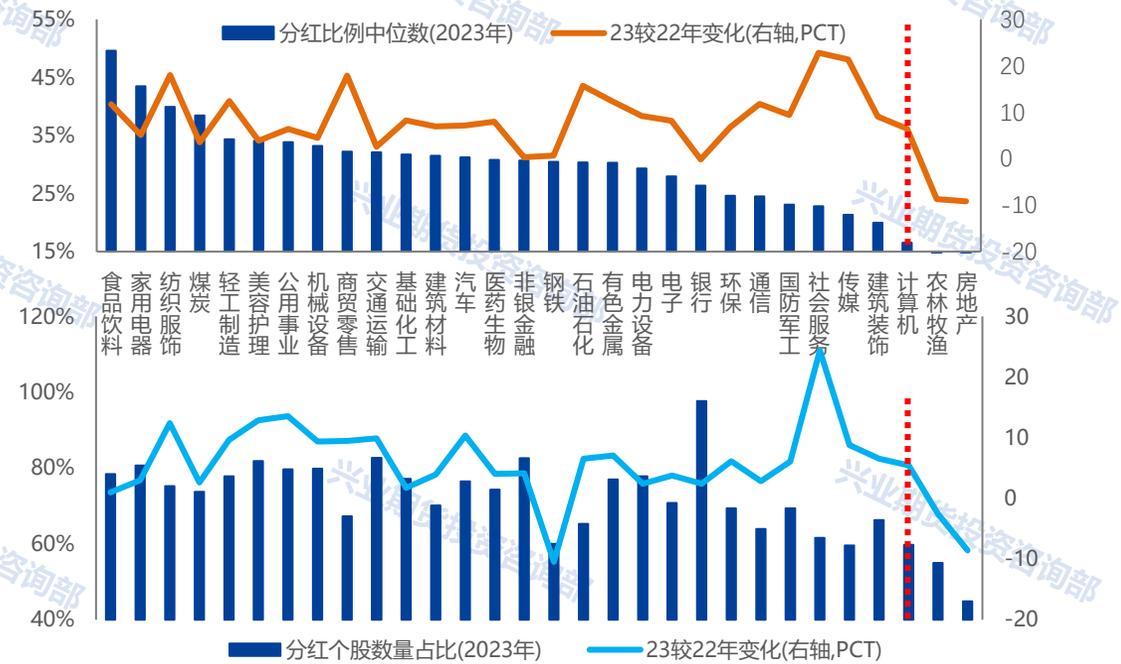


- 近月来国内资本市场重磅政策不断出台，以4月12号发布的“新国九条”为核心代表：将从发行、分红、退市和交易等主要方面着手，从顶层制度方面提升A股的“投资”属性。
- 以2023年相关分红数据为例：各行业分红比例中位数、以及分红个股数量占比较2022年均有显著提升，可作为A股生态环境改善的有力佐证。进一步而言，将利于吸引各类中长线资金入场。

国内资本市场新“国九条”解读

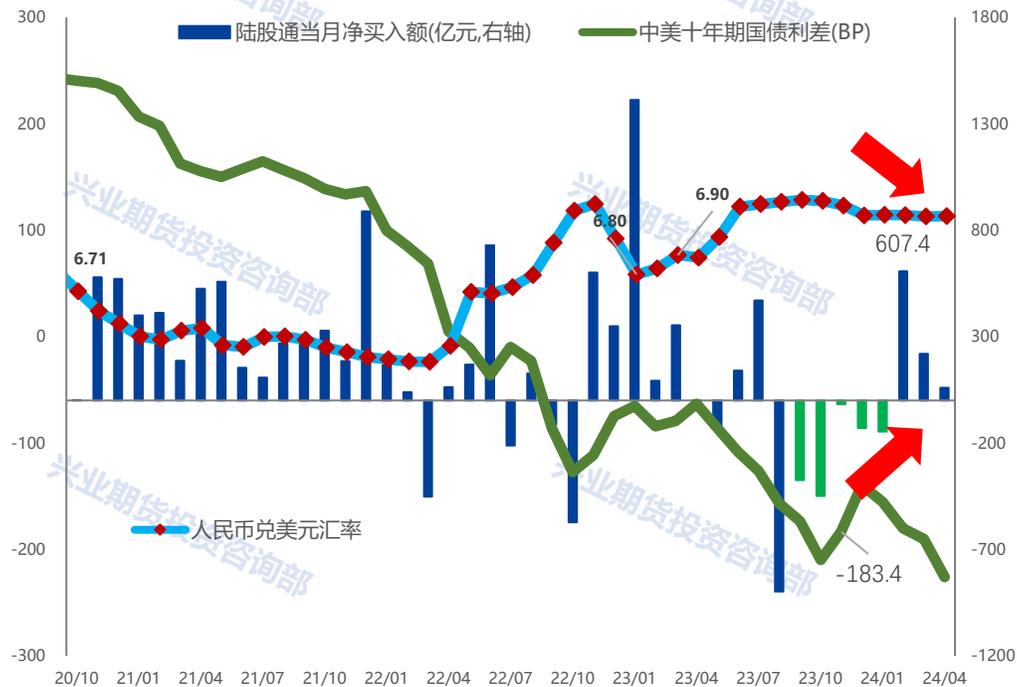
2024年4月12日“新国九条”发布： 《关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》	
方向	措施
发行监管	提高主板、创业板、科创板的上市公司标准，严抓突击式分红
上市公司持续监管	规范减持、采用ST警示等方式提高分红，增加上市公司的可投资性，A股整体分红比例有望提高；
退市监管	加大淘汰力度，促进A股的“新陈代谢”，退市公司数量或将上升；
交易监管	增加高频交易的交易成本

申万一级行业分红比例中位数、个股占比对比（截至2024年4月末）

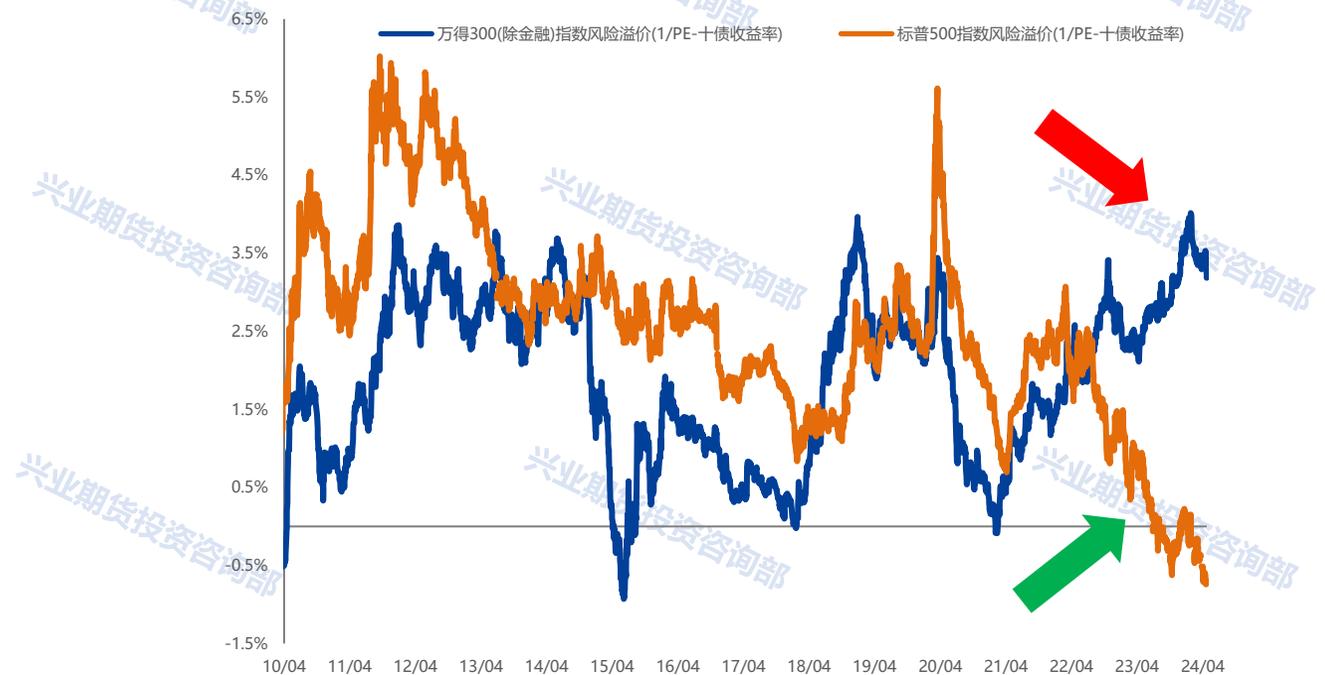


- 受美联储加息放缓、美债收益率维持高位等影响，过往2月以陆股通为代表的外资流入额显著下降。
- 但从全球市场、以及大类资产横向比较看，当前A股配置价值依旧良好。以标普500指数、万得300指数（除金融）的股债风险溢价为观测指标：前者已处于下界极值区间，意味美股多头的性价比已相当低；后者则处于上界高位区间，意味A股多头的性价比则相当高。
- 以此看，A股对增量资金的潜在吸引力依旧显著。

中美十债利差、人民币汇率及陆股通净流入额对比（截至2024.4.30）



中美主要指数股债风险溢价比跟踪（截至2024.4.30）



金融衍生品策略（股指）：从基本面、交易属性看，沪深300指数仍为最佳多头



- 从24年Q1季报具体数据看，按绝对和相对维度：上中游周期原料板块、下游消费板块、TMT成长板块、以及高红利的公用基建板块等业绩较好，与宏观经济环境、政策导向基本吻合，亦符合“高景气度、高股息率、高ROE”选股标准。
- 再从公募基金相关行业配置比例、以及其对应估值水平看，上述行业拥挤度较低，利于行情更好的展现其收益性、持续性。
- 因对应行业在沪深300指数中占比总和最高，其仍宜作为最佳多头标的。

中信一级行业24年Q1季报跟踪（截至2024年4月末）

风格分类	中信一级行业	累计归母净利润同比增速			ROE (单季)		
		2023Q4	2024Q1	Q1环比 (pct)	2023Q4	2024Q1	Q1环比 (pct)
上游	石油石化	-2.2%	10.4%	12.6	1.98%	3.19%	1.2
	有色金属	-26.1%	-30.4%	-4.3	2.26%	2.13%	-0.1
中游材料	基础化工	-45.6%	-11.1%	34.5	0.76%	1.67%	0.9
中游制造	轻工制造	3.3%	36.1%	32.8	0.98%	1.56%	0.6
	机械	9.0%	10.4%	1.3	1.28%	1.58%	0.3
下游可选消费	家电	15.0%	11.1%	-3.9	3.77%	3.83%	0.1
下游必选消费	医药	-19.0%	-8.5%	10.4	0.23%	2.57%	2.3
	食品饮料	18.0%	16.2%	-1.8	4.39%	7.84%	3.4
	农林牧渔	-122.7%	36.8%	159.5	1.31%	-0.41%	-1.7
金融	银行	1.4%	-0.6%	-2.0	2.10%	2.54%	0.4
	非银行金融	-15.6%	-17.6%	-1.9	0.60%	2.36%	1.8
TMT	电子	-27.7%	62.8%	90.5	0.68%	1.16%	0.5
	通信	4.0%	8.2%	4.2	1.30%	2.07%	0.8
基建与公用事业	建筑	4.8%	-3.4%	-8.3	1.67%	2.01%	0.3

相关主要公募基金持仓比例变化（截至24Q1，持仓比例低于2%未显示）

一级行业	23Q1持仓比例	23Q2持仓比例	23Q3持仓比例	23Q4持仓比例	24Q1持仓比例	23Q4配置比例变化	24Q1配置比例变化	PE历史分位数	PB历史分位数	
食品饮料	15.3%	12.3%	13.4%	13.0%	13.1%	-0.3%	0.1%	12.9%	37.3%	
电子	9.4%	9.9%	10.2%	14.2%	12.4%	4.0%	-1.8%	54.1%	14.6%	
医药	11.7%	11.7%	13.0%	14.7%	11.8%	1.7%	-2.9%	16.7%	10.3%	
电力设备及新能源	11.7%	11.6%	8.9%	8.8%	10.1%	-0.1%	1.3%	0.4%	11.6%	
有色金属	3.8%	3.3%	3.7%	4.1%	6.0%	0.4%	1.9%	7.8%	5.2%	
机械	3.8%	4.5%	4.4%	5.4%	5.0%	0.9%	-0.3%	22.3%	5.2%	
基础化工	5.0%	4.9%	4.9%	5.4%	4.9%	0.5%	-0.5%	16.4%	4.3%	
汽车	3.1%	4.1%	4.6%	4.2%	4.4%	-0.4%	0.2%	56.2%	18.5%	
家电	1.6%	2.3%	2.7%	3.0%	4.0%	0.4%	1.0%	8.9%	24.0%	
通信	2.3%	4.2%	3.6%	2.7%	3.8%	-0.9%	1.1%	10.3%	12.4%	
计算机	7.2%	7.2%	5.0%	4.4%	3.3%	-0.6%	-1.1%	50.0%	9.0%	
电力及公用事业	1.4%	1.8%	1.7%	1.8%	2.6%	0.1%	0.8%	24.0%	18.5%	
银行	1.9%	2.0%	2.4%	1.9%	2.5%	-0.4%	0.5%	12.9%	7.3%	
交通运输	2.7%	2.0%	2.1%	1.9%	2.4%	-0.3%	0.5%	26.2%	6.4%	
国防军工	2.7%	3.1%	2.8%	2.9%	2.2%	0.1%	-0.8%	20.2%	9.4%	
农林牧渔	1.4%	1.3%	1.3%	2.3%	2.1%	1.0%	-0.2%	-	11.2%	
减配行业占比							56.7%	50.0%		
估值偏低行业占比 (30%以下分位)									36.7%	83.3%



沪铝

AL

01

宏观仍有利多，有色向上趋势未变

02

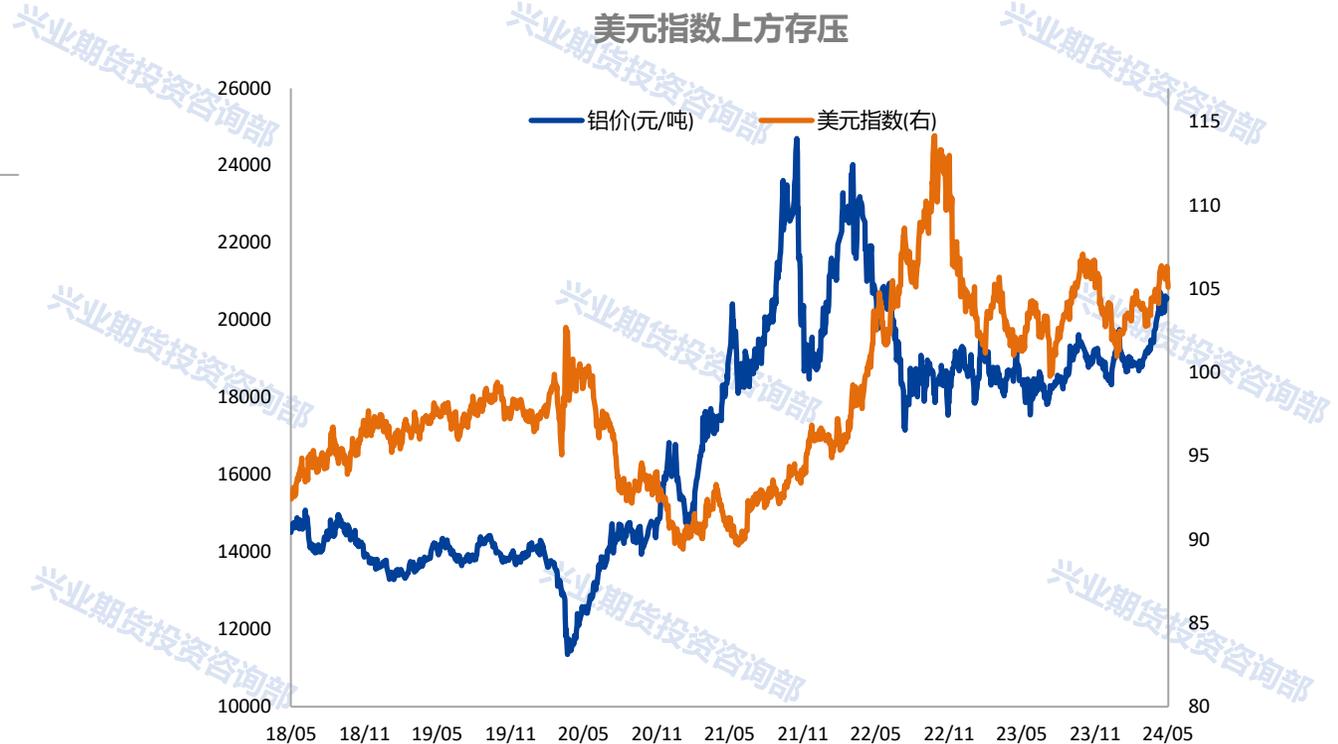
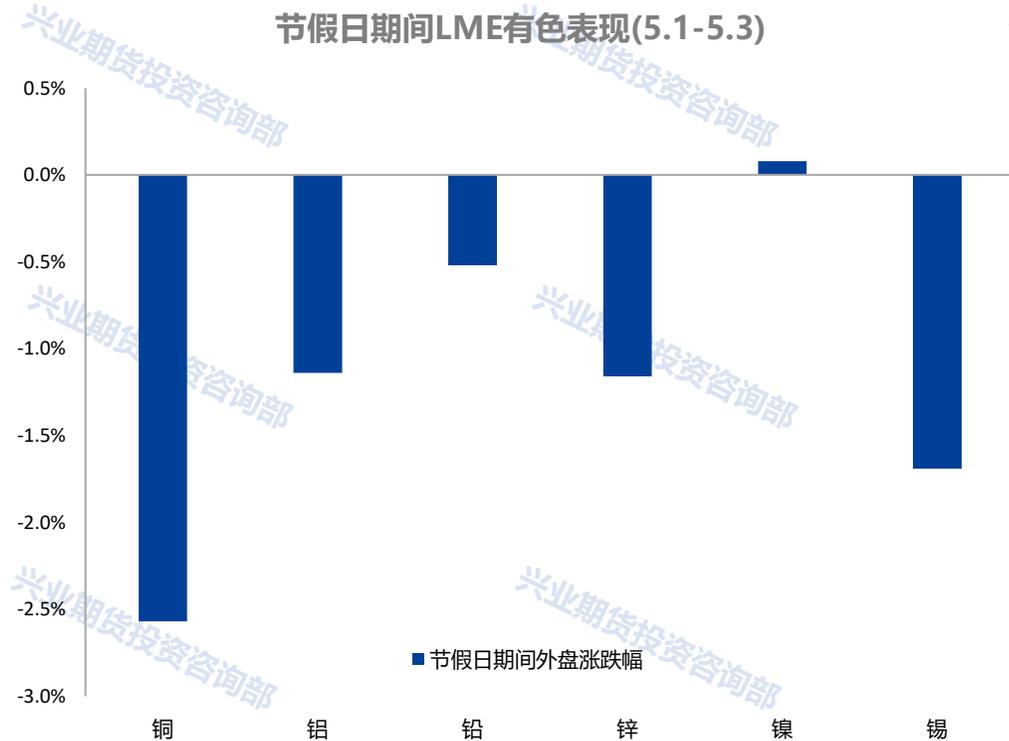
氧化铝走势偏强，电解铝进口利润不佳

03

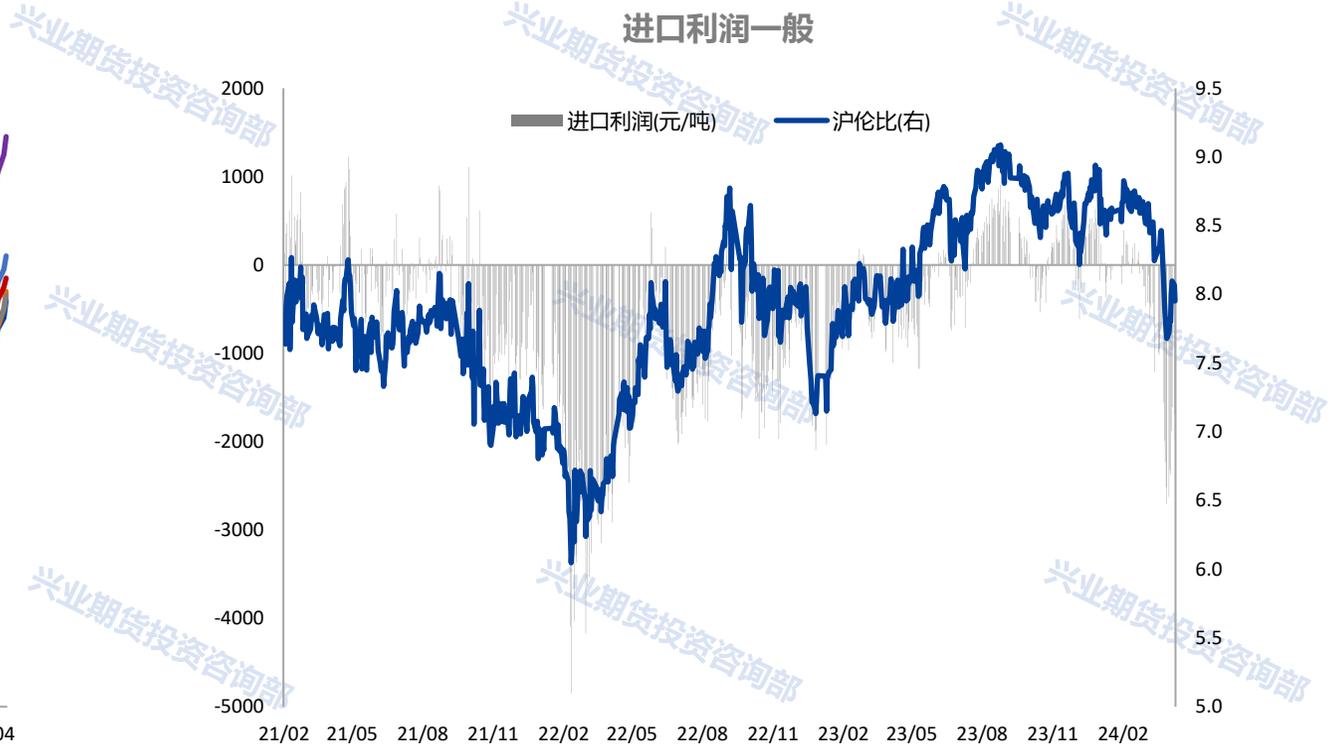
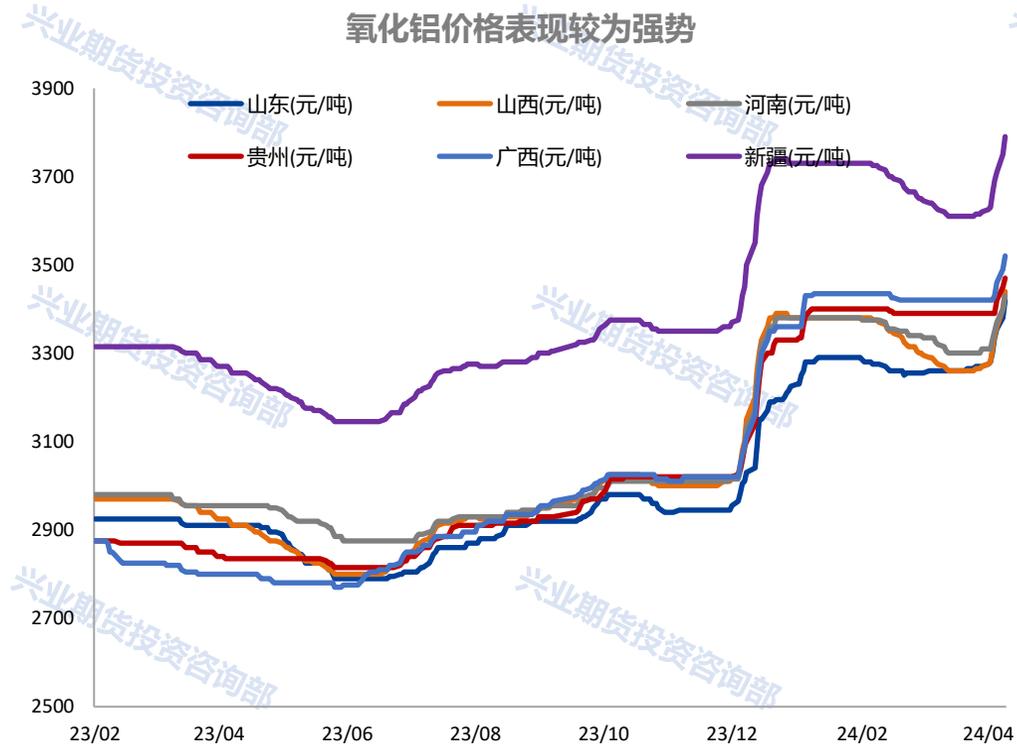
产量增加偏缓，库存向下

有色金属品种策略（沪铝）：宏观仍有利多，有色向上趋势未变

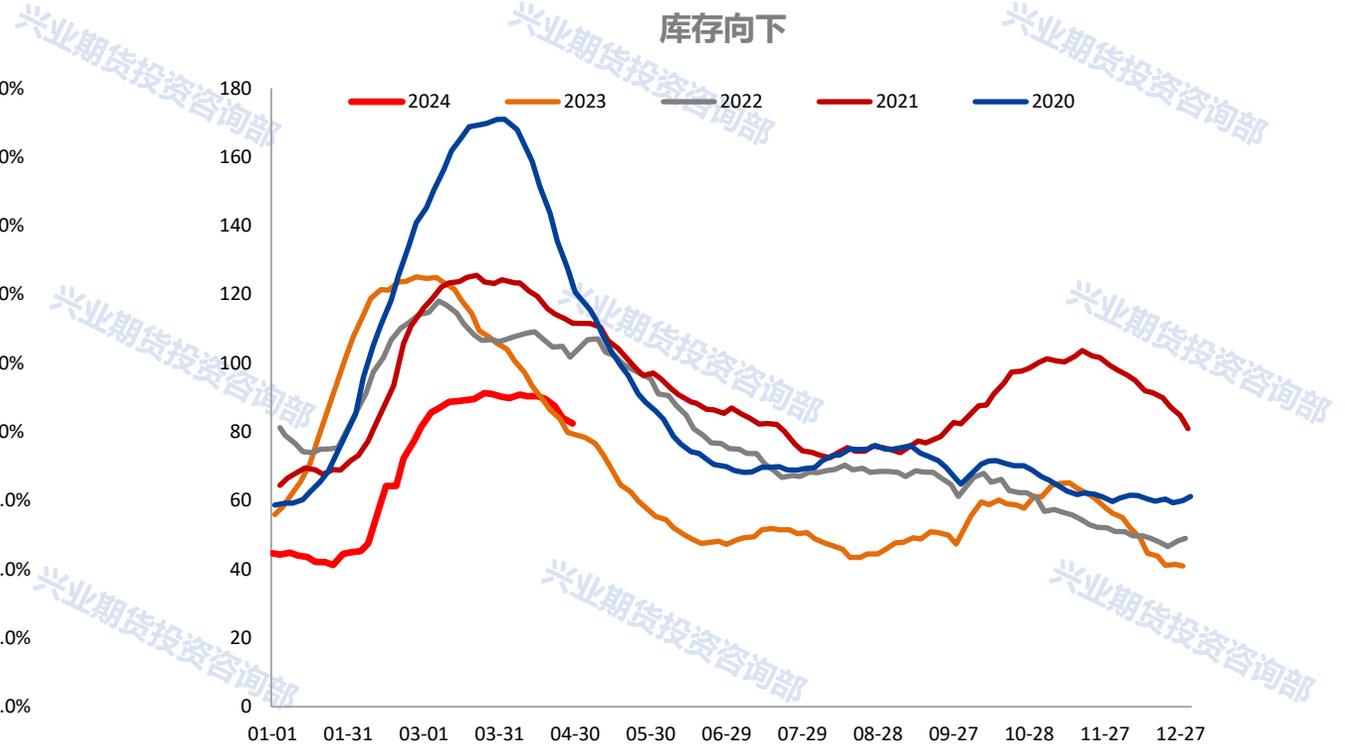
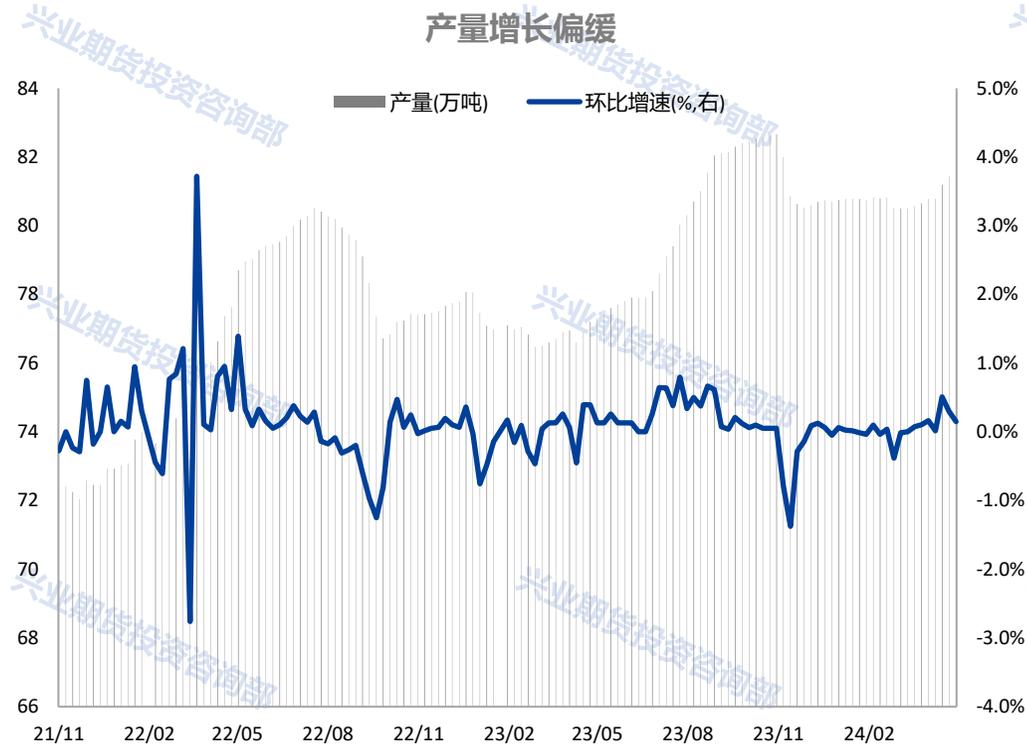
- 节假日期间，外盘有色金属略有回调，但整体回调幅度较为有限，且铝回调幅度相对较少，下方支撑仍较为明确。
- 此外，受周五非农数据不及预期的影响，美元指数盘中一度回调至104.5附近。目前市场对首次降息时点预期仍存反复，但主要制约因素来自于通胀，而经济并未出现停滞，因此降息可能会延后但大概率不会缺席，对有色金属整体偏多。



- 受铝土矿供给紧张因素的影响，近期氧化铝价格表现较为强势。虽然氧化铝产能过剩格局未变，但短期内价格支撑较强，电解铝成本有所抬升。
- 虽然俄铝流向可能产生一定变化，但从进口利润来看，目前进口利润仍为负，进口增量压力有限。



- 根据调研数据，目前云南地区复产较为顺利，但电解铝投产至产量增加的时间较长，因此从产量数据来看，并未出现明显增加。根据MYSTEEL数据，截止5月2日，电解铝产量81.55万吨，同比增长0.15%，增加节奏仍偏缓。且产能天花板仍存，供给增量仍受限。
- 库存方面，节前库存持续向下，截止4月29日电解铝社会库存82.4万吨，处于历史偏低水平。





碳酸锂

LC

01

锂盐周度产量偏紧，原生锂资源发生减产

02

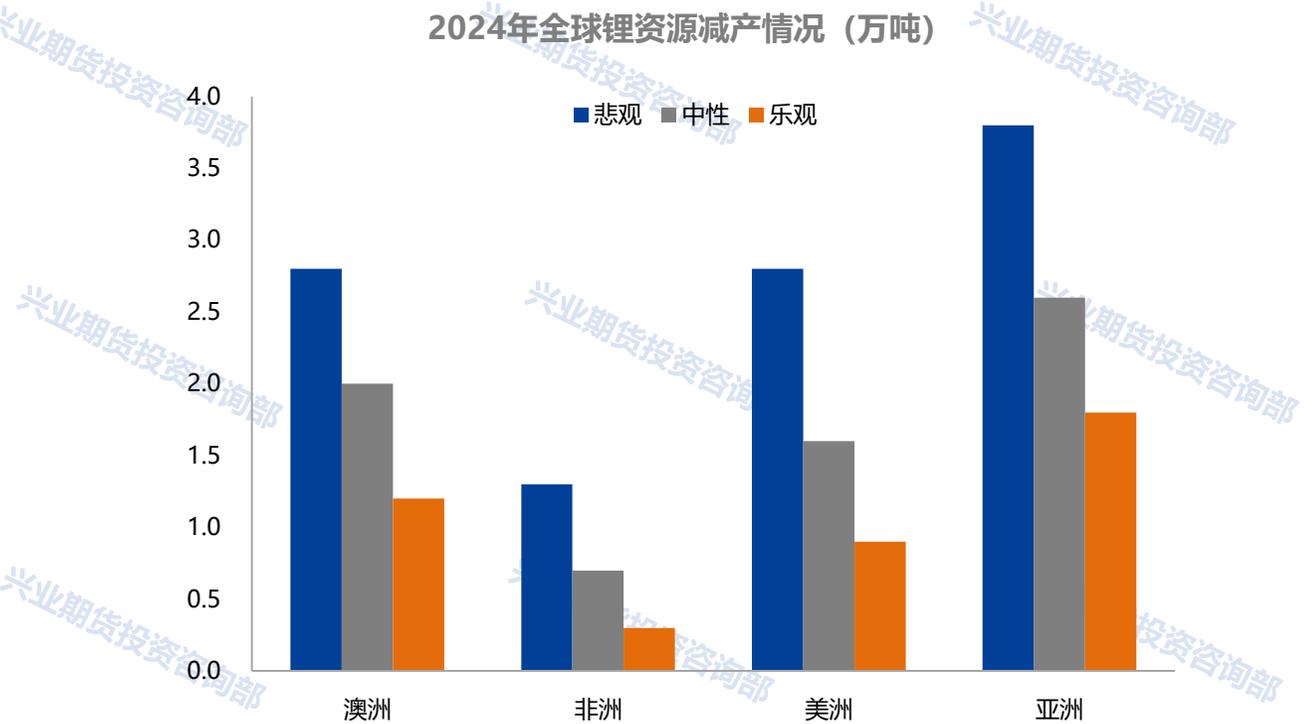
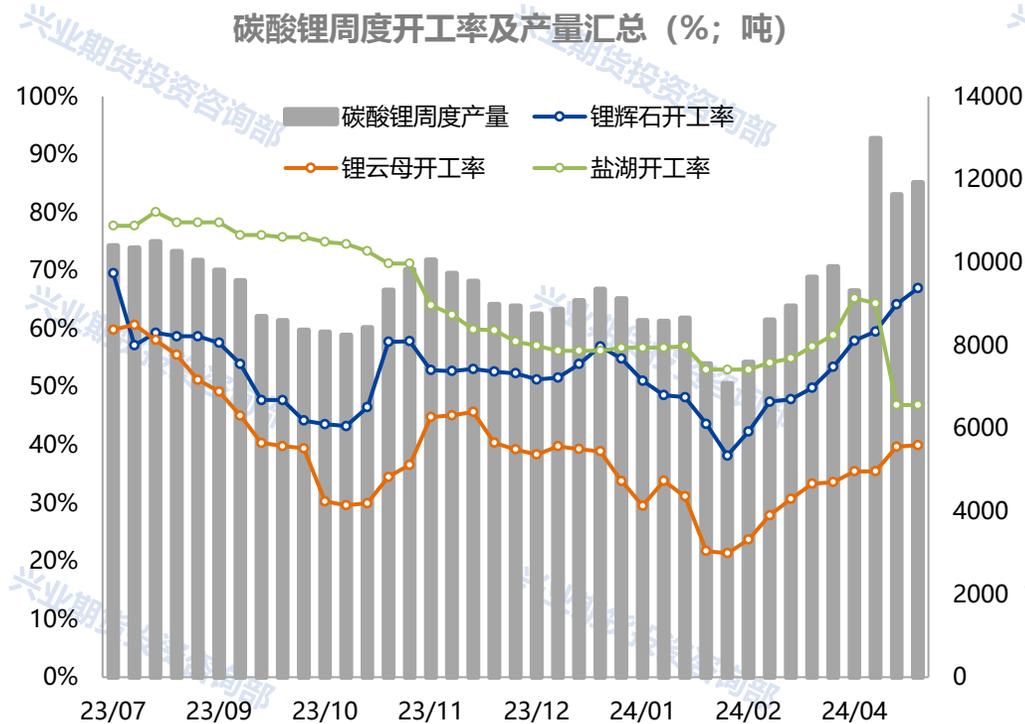
正极月度产量创新高，电池利润分化显著

03

上游冶炼延续去库，期现价差异常波动

近期开工方面，锂盐厂开工水平偏稳，周度产量上浮有限。由于当前锂价并未大幅增长，相关企业冶炼利润仅维持极低水平；各主流厂商均采用随单生产策略，纷纷根据下游实际采销量决定产线开工情况。

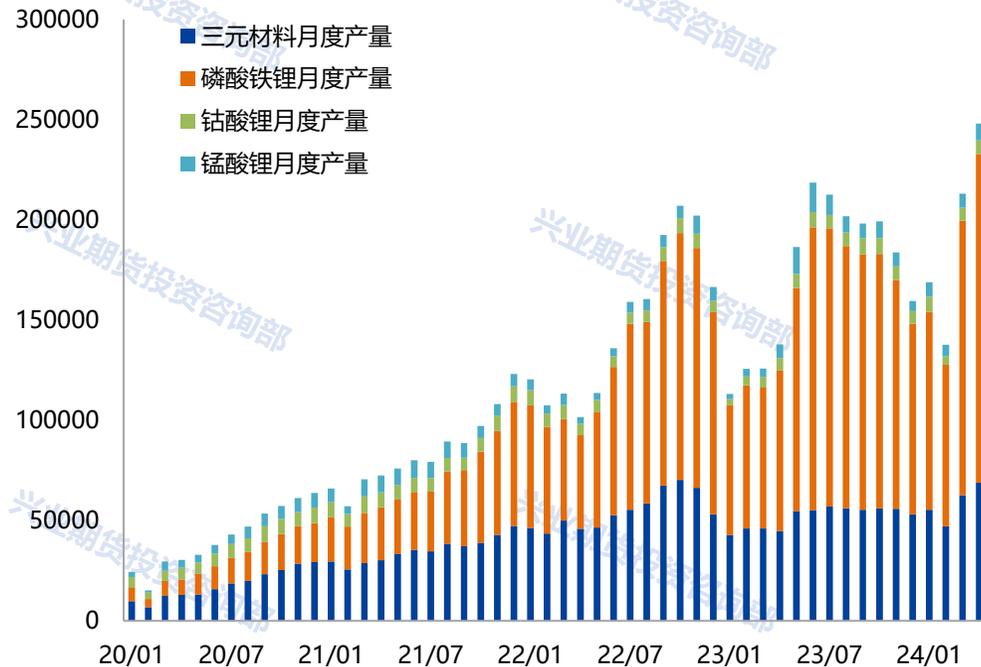
全球减产方面，主要供应区域均有减产行为，海外减产幅度更甚。前期锂价维持较长时间低位运行，全球主要生产企业经营利润受到严重限制；基于未来锂价不确定性，企业已削减资本开支以节省现金流。



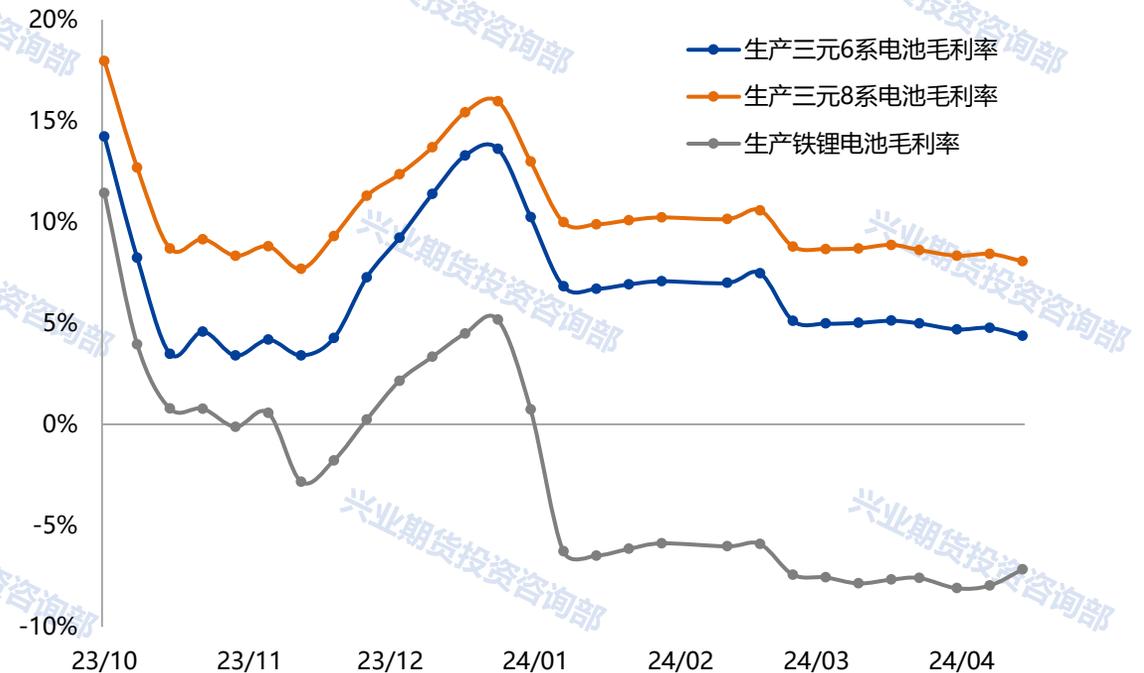
□ 正极材料方面，正极材料月度产量持续回升，终端消费利好传导显著。去年下半年材料企业利润持续走低，各企业纷纷消耗现有库存从而降低高成本原料采购风险；随着库存去化效果明显，正极环节开工回暖得以体现。

□ 电池毛利方面，各类型电池毛利差异显著，三元电池竞争格局占优。随着前两年国内铁锂产能大幅抬升，铁锂电池市场竞争格局恶化导致利润下行。而三元电池技术壁垒较高，叠加当前国内三元市场竞争态势更为均衡。

正极材料月度产量汇总（吨）

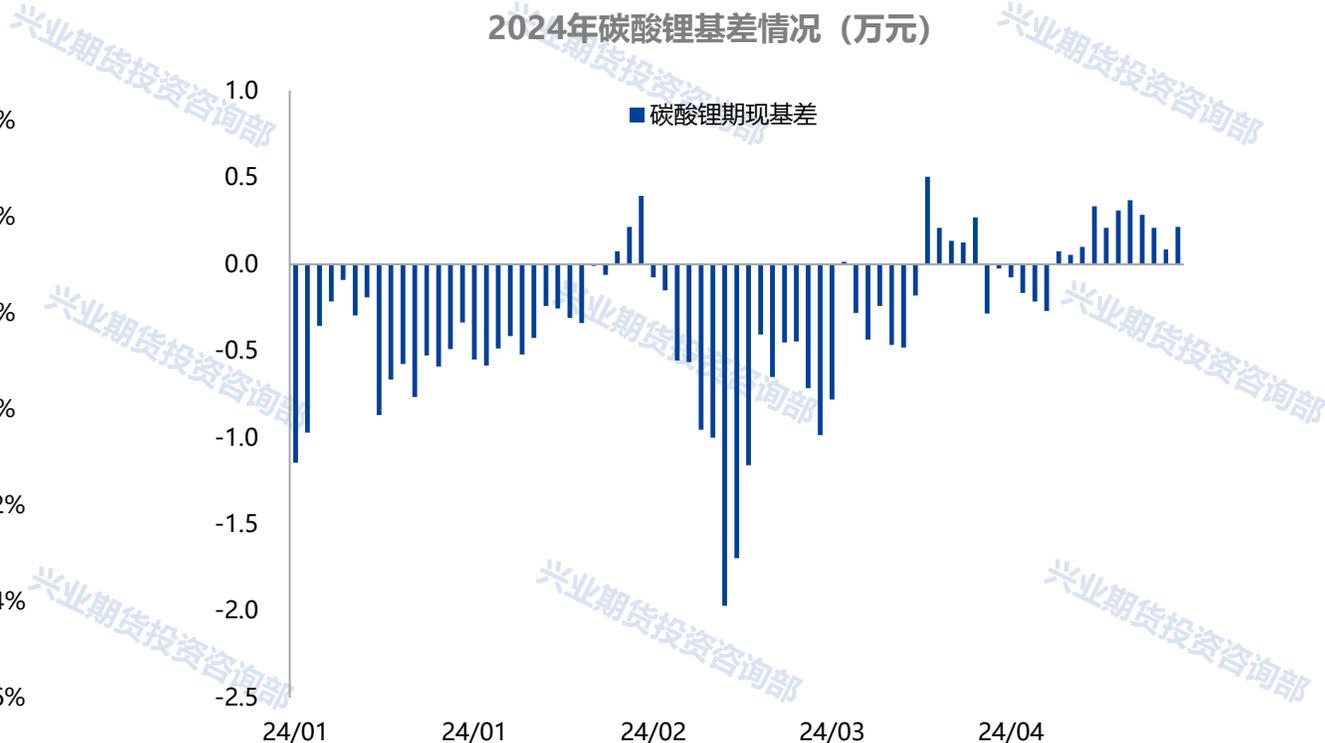
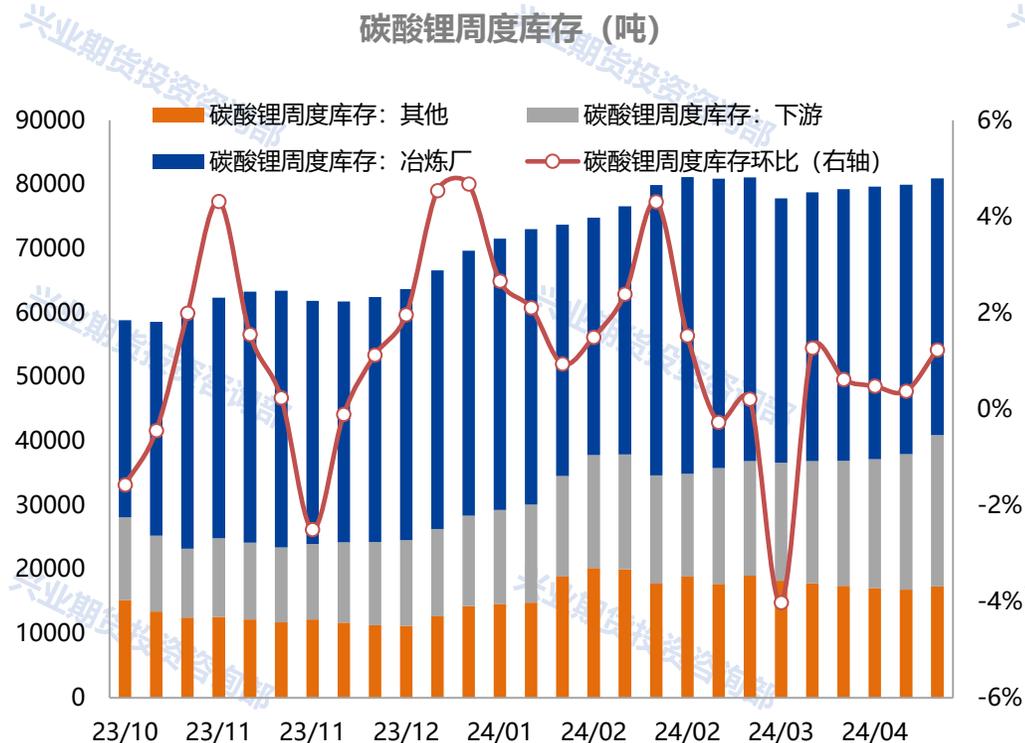


电池环节毛利率情况（%）



□ 库存水平方面，当前锂盐库存已进入平稳阶段，冶炼厂去库行为延续。受益于节前备货影响，下游锂盐库存环比小幅增长，冶炼厂对应有着小幅库存下滑。总的来看，近一个月以来整体库存依然维持环比 $\pm 3\%$ 的幅度变动。

□ 期现价差方面，从年内数据统计来看，现货贴水情况更为常见。相比于去年期货持续贴水行情，今年供给端的不确定性和需求端的超预期可能性共同导致期货引领现货价格走势，当前期货贴水格局有望将得到进一步修复。



橡胶

RU

01

汽车消费政策持续推进，需求传导效率亦较积极

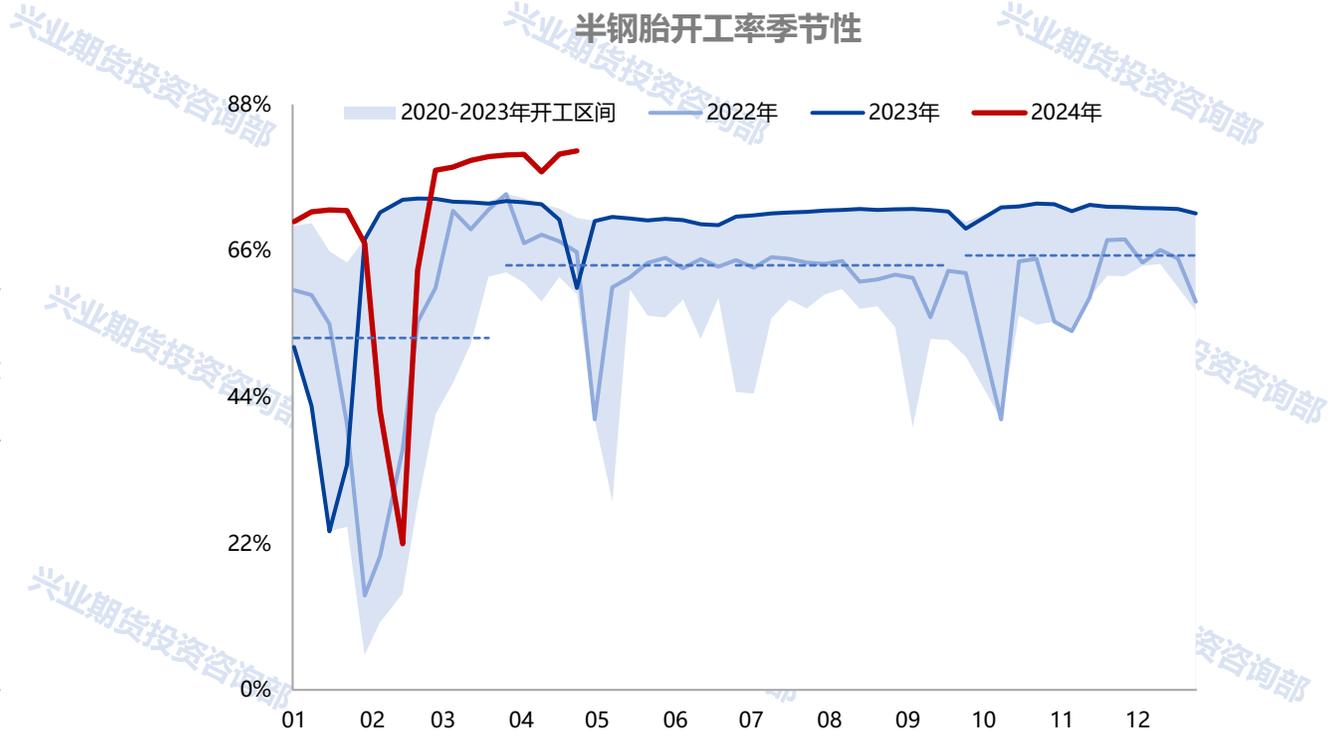
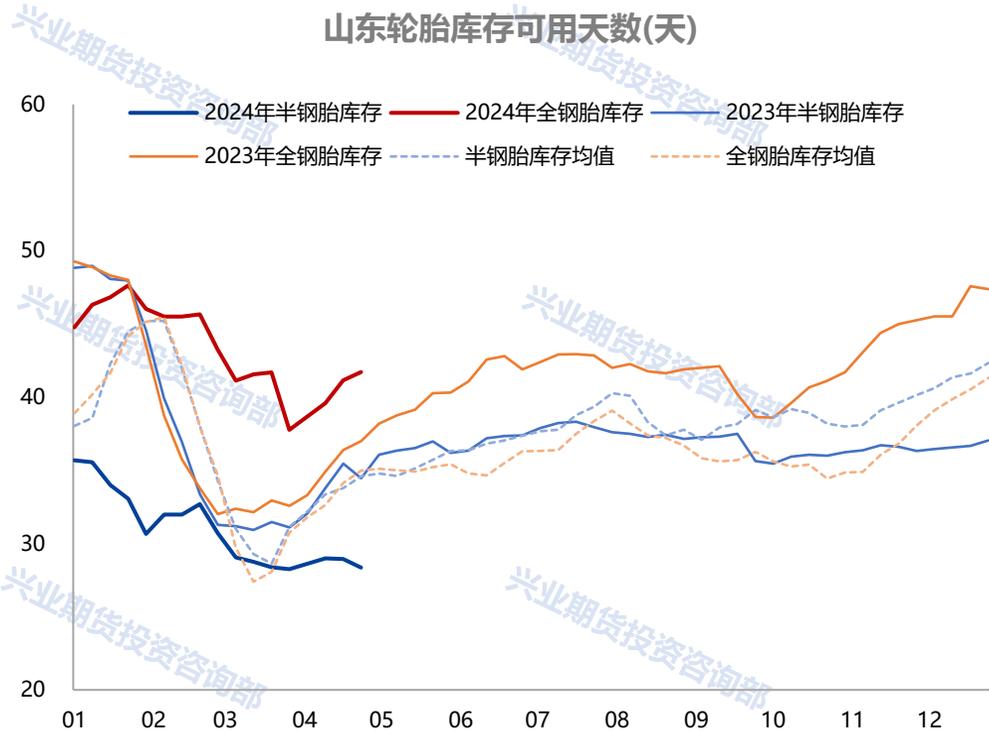
02

全面开割尚需时日，原料成本支撑表现强劲

03

港口库存加速去库，供需结构仍处改善阶段

需求方面，节前商务部、财政部等七部门联合发布《汽车以旧换新补贴实施细则》，明确政策实施力度及补贴申领流程，多省市已陆续跟进落实，终端车市需求预期乐观；受此影响，轮胎产销延续结构性分化局面，全钢胎开工积极性一般，而半钢胎去库顺畅、库存水平位于近年最低分位，产线开工率则维持同期峰值，需求传导效率依然通畅。

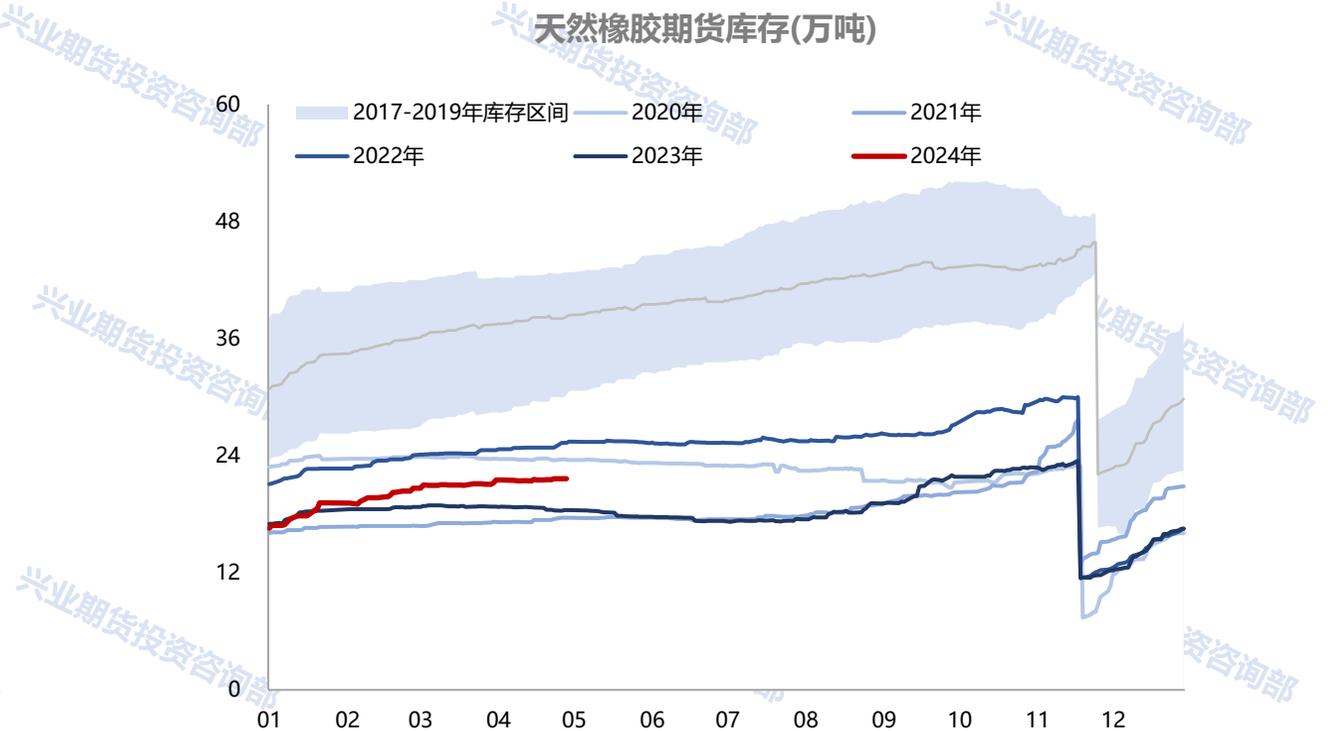
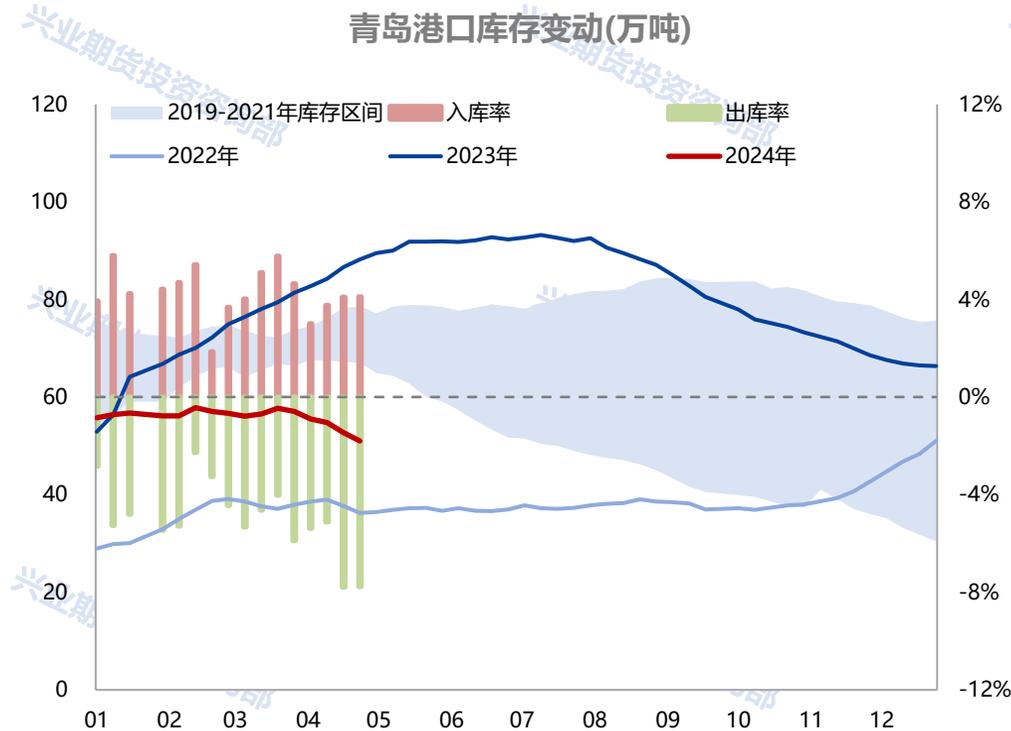


供应方面，云南各地短暂降雨缓解此前干旱境况，但西双版纳等天然橡胶主产区累计降水量相较气候正常年份依然偏低，极端天气对胶林养护及割胶作业的负面影响仍存，国内本轮割胶季全面开割尚需时日，原料产出不足制约橡胶供应；同时，产区收胶价格攀升至同期高位，天胶成本支撑亦不断抬升。



库存方面，ANRPC各主产国同处低产时期，国内橡胶到港资源如期走低，而下游企业采购积极，港口出库率维持高增，加之当前国内原料供应受限、沪胶仓单注册同步降低，橡胶总库存加速去库。

综合来看，政策引导车市复苏，轮胎企业开工积极，需求预期并不悲观，而国内季节性开割进程受阻，原料价格高企推动成本支撑上移，橡胶基本面乐观因素居多，沪胶价格回调后上行驱动依然较强，多头策略胜率占优。





甲醇

MA

01

产量和进口量回升，供应压力加剧

02

下游采购量偏低，5月或进入淡季

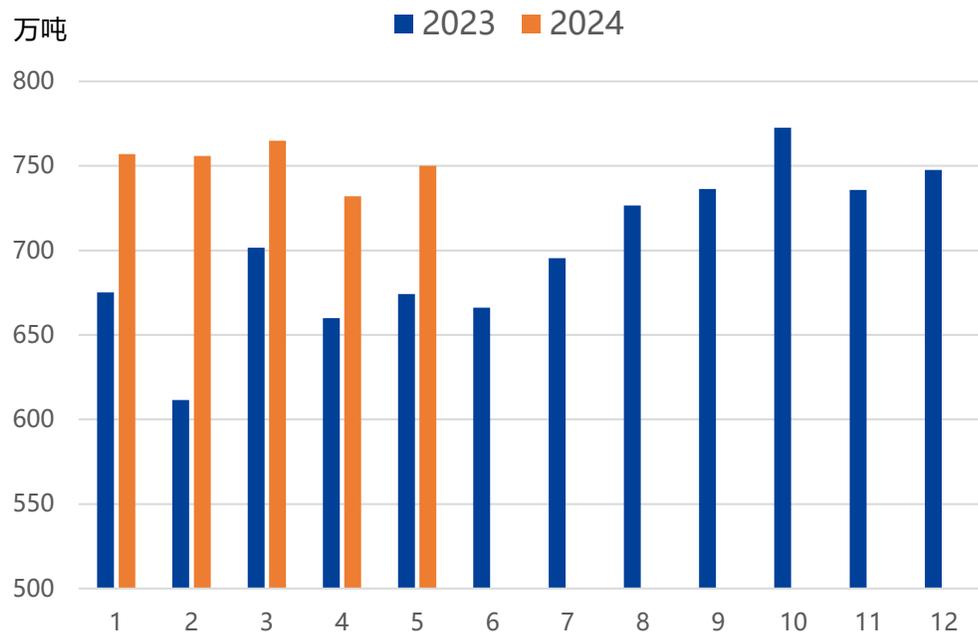
03

库存预计持续积累，利润偏高限制上涨

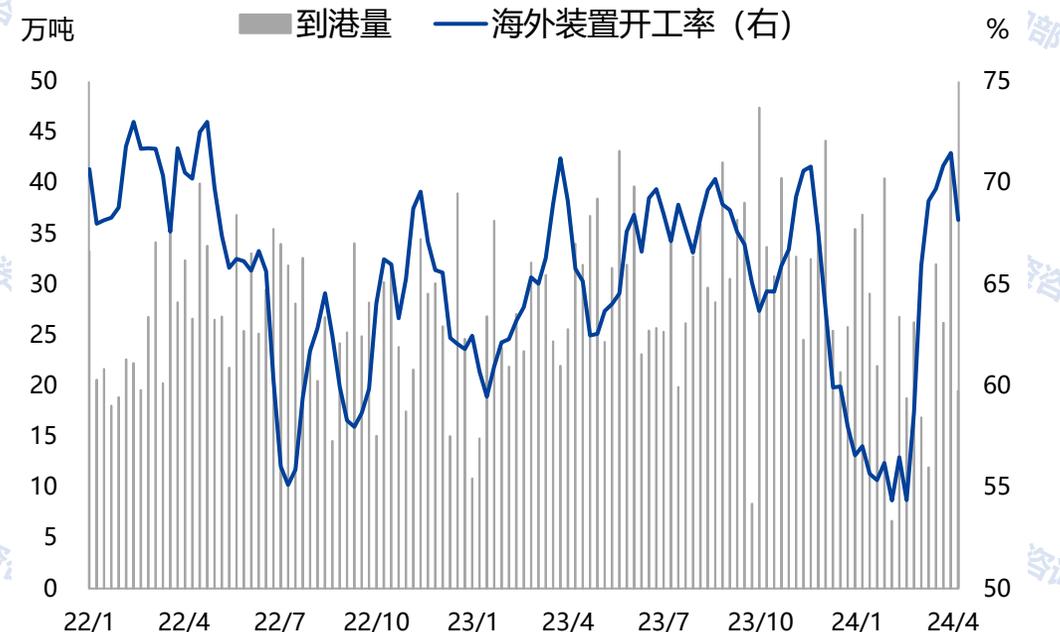
4月甲醇产量为732万吨，环比下降4%。最近一周甲醇产量为175万吨，达到3月以来最高。5月下旬起新增检修装置将明显减少，产量将重新回到180万吨以上的极高水平。5月产量预计增加至750万吨以上。

由于伊朗三套装置降低负荷，文莱和马石油小装置临时停车，上周海外装置开工下降4.3%，仍处于历史高位。4月甲醇进口量预计为110万吨，如无意外5月进口量将增加至120万吨。5~6月产量和进口量持续增长，供应压力加剧。

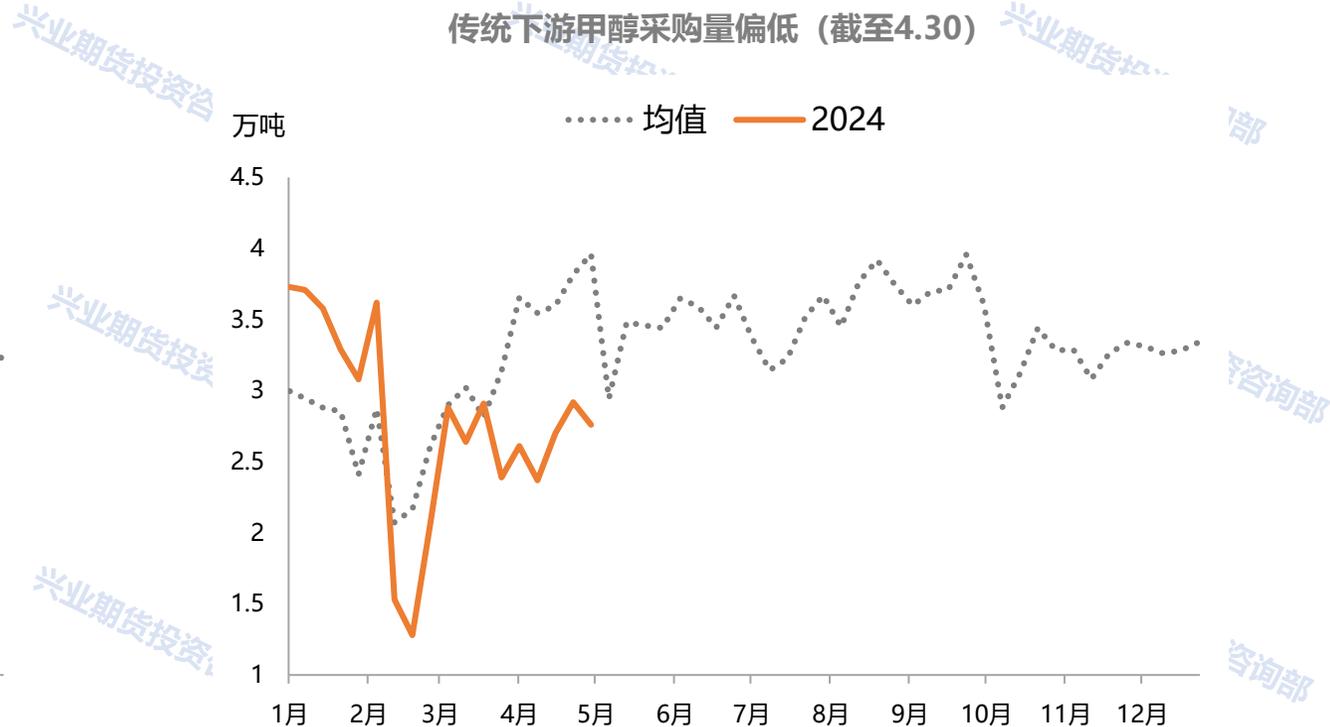
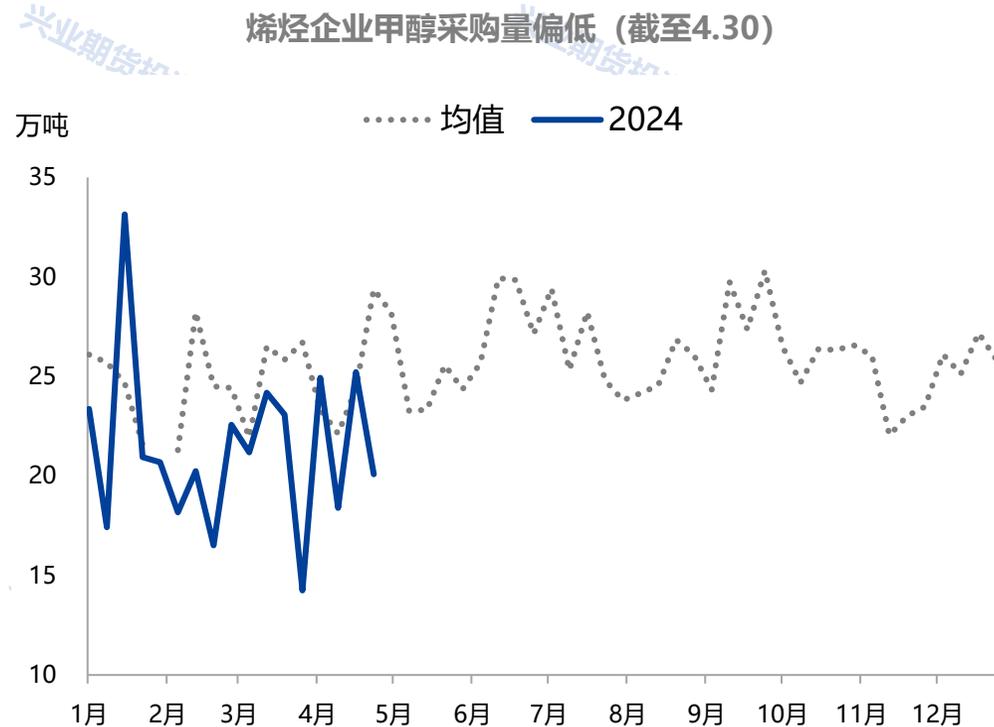
5月产量预计回升 (截至4.30)



周度到港量回升 (截至4.30)



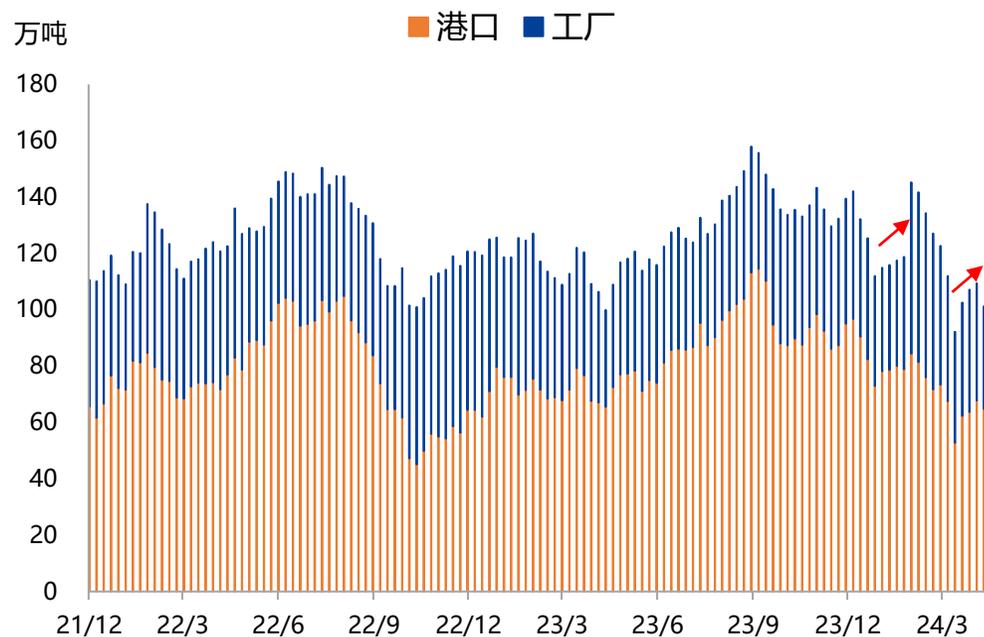
- 随着烯烃装置开工率回升至90%，烯烃企业的甲醇采购量也恢复正常，不过仍低于往年均值。当前甲醇制烯烃工艺亏损严重，同时沿海两套烯烃装置计划检修，5月烯烃需求预期下降。
- 3~4月甲醇传统下游原料采购量远低于往年均值，并未出现“金三银四”的需求旺季。5~6月又进入需求淡季，在下游利润低和订单少的情况下，传统需求将延续低迷。烯烃和传统需求均转弱，不利于甲醇价格进一步上涨。



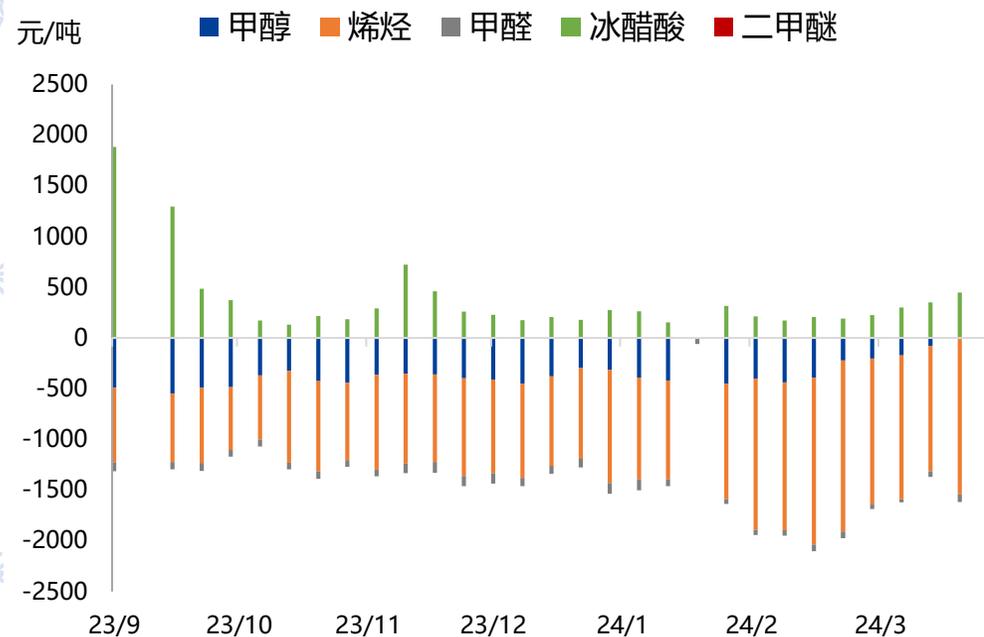
□ 节前现货需求好转，工厂库存转而下降并达到年内最低。华东到港量减少，港口库存也结束积累。五一期间工厂被动累库，到港量显著回升，港口库存也将再度积累。如果5月库存出现类似今年1月份和3月份持续增长的趋势，则说明甲醇供需关系转为宽松。

□ 4月煤炭价格略微上涨，山西坑口Q5500上涨5元/吨，长江口Q5500上涨11元/吨，太仓甲醇现货价格上涨15元/吨，煤制甲醇利润保持在400元/吨。除了冰醋酸利润增加，其他下游亏损均扩大。从产业链利润角度看，甲醇估值偏高，进一步上涨空间受限。

工厂和港口库存均下降（截至4.26）



下游亏损扩大（截至4.26）



螺纹

RB

01

建筑钢材去库顺利，板材库存去化缓慢

02

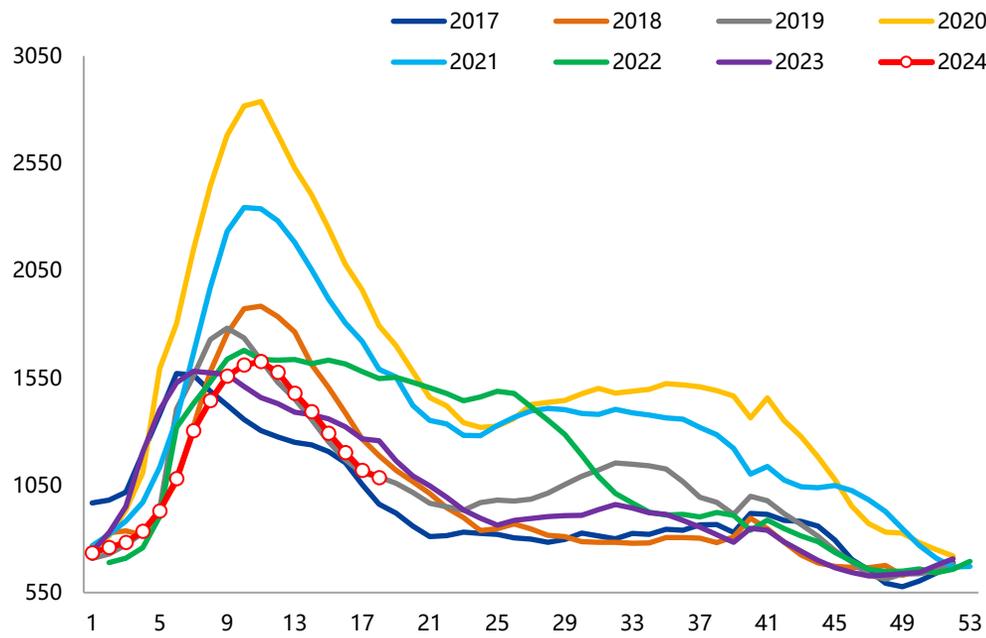
品种间盈利差异较大，建筑钢材与板材产量显著分化

03

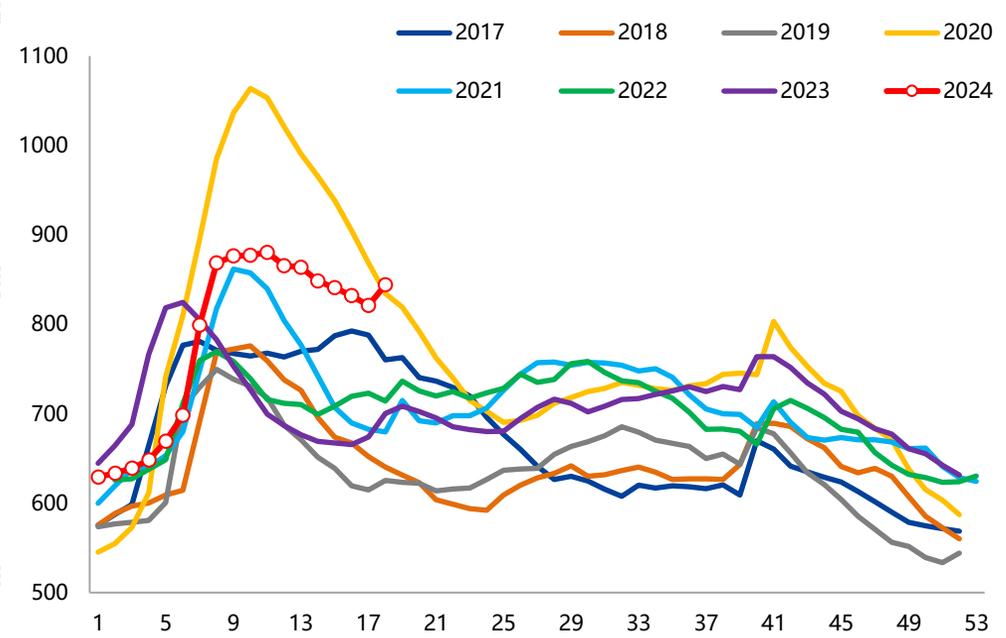
供给存在约束，需求预期向好，螺纹10合约多单持有

截至本周五，钢联小样本五大品种钢材约1929万吨，4月去库速度尚可，五一假期去库放缓，同时品种间去库速度显著分化，其中建筑钢材维持较快去库，简单线性推算6月末螺纹库存有望降至700万吨附近，而板材去库缓慢，五一假期还出现累库，库存绝对规模基本与2020年同期持平。

建筑钢材总库存去化较顺畅（更新至5.3）

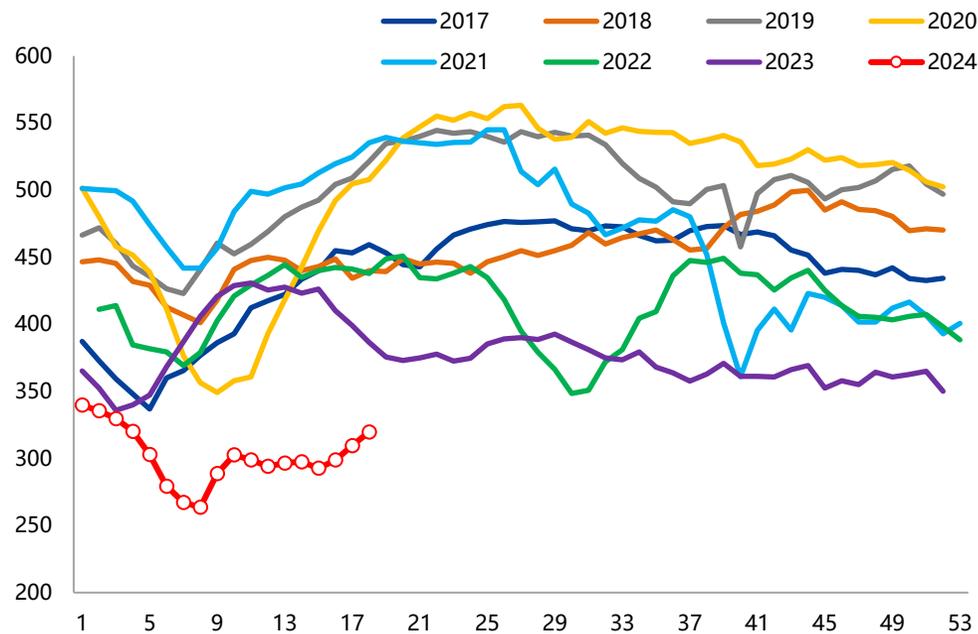


板材总库存去化缓慢（更新至5.3）

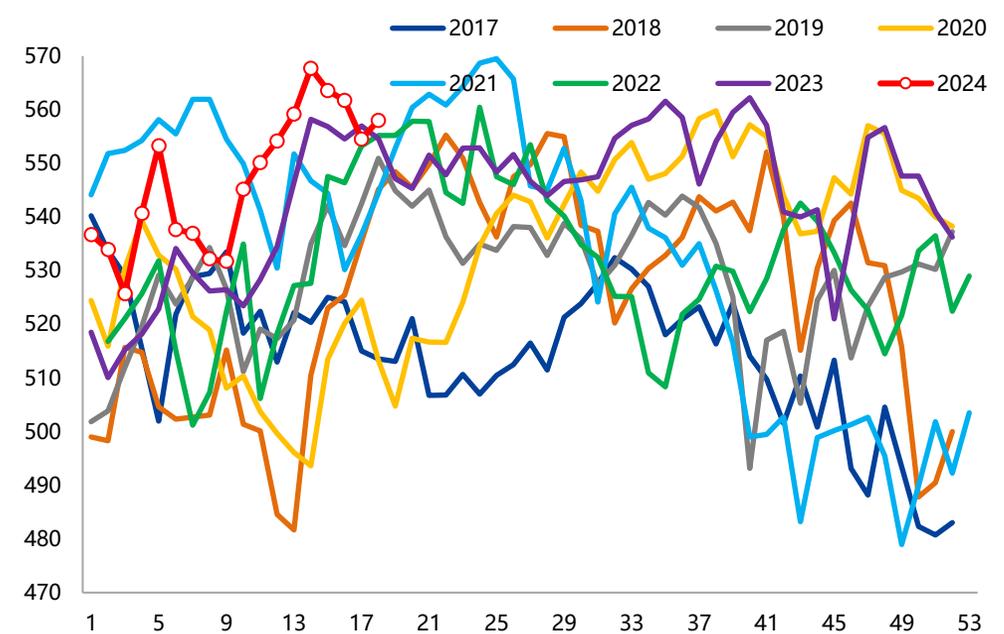


去库节奏的分化，首先源于钢材品种间供给的差异。虽然当前铁水产量同比下降，但在盈利引导下铁水供给向板材产线倾斜，导致建筑钢材周产与板材周产显著分化，其中长短流程普遍亏损的建筑钢材周度产量同比显著偏低，而盈利相对较好的板材周度产量则处于同期最高水平。如若板材去库压力继续积累，不排除铁水回流建筑钢材产线的可能。

建筑钢材周度产量 (更新至5.3)

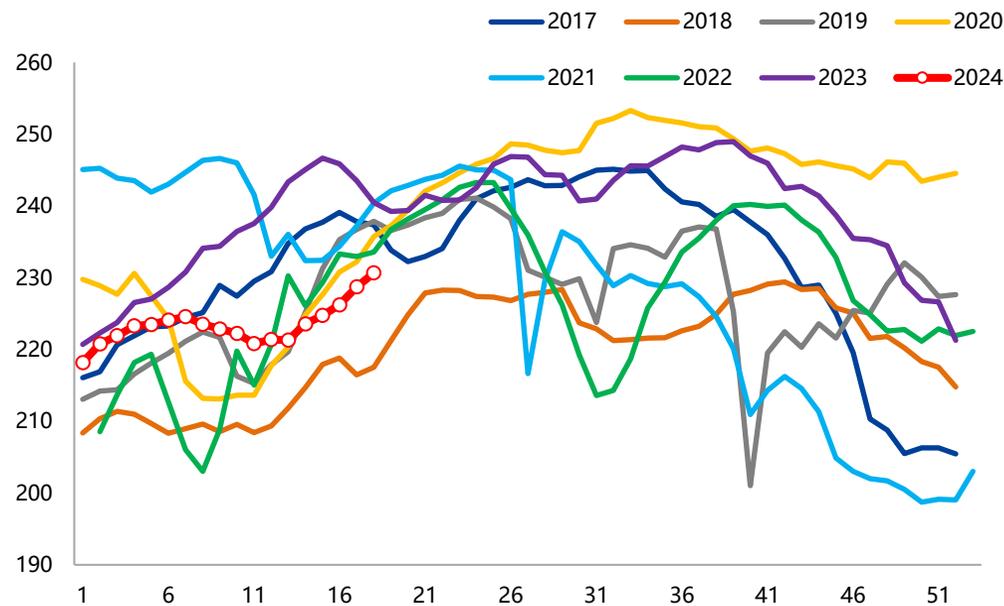


板材周度产量 (更新至5.3)

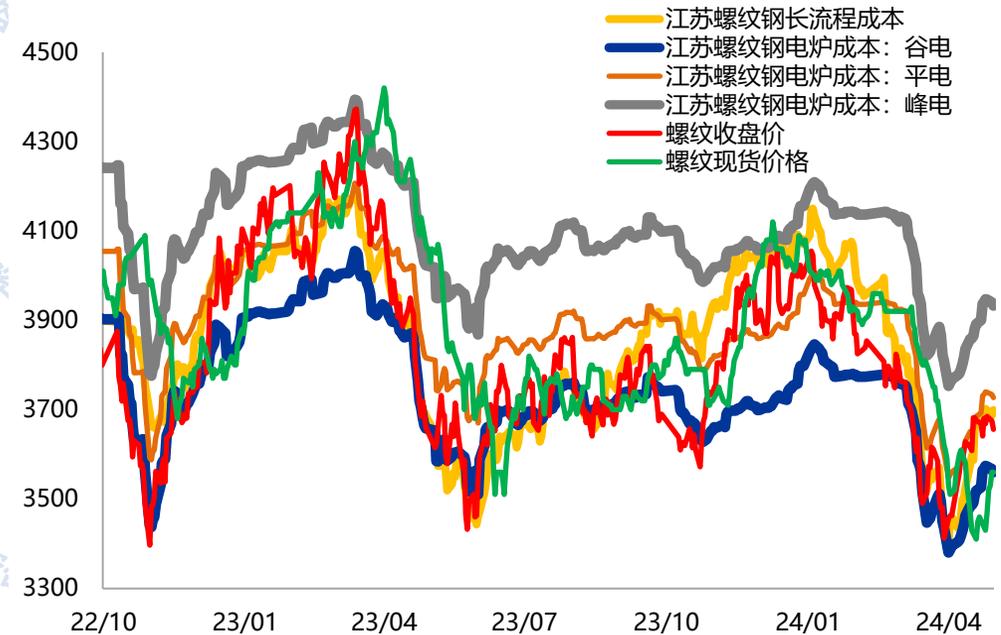


同时高炉复产趋势也已明确，截至5月3日，高炉铁水日产已增至230万吨以上，同比降幅收窄至10万吨以内。考虑到钢材供给弹性较需求弹性更大，市场担忧高炉复产与铁水重新分配会增加建筑钢材供应压力。好在高炉复产预期下，原料价格已大幅上涨，长短流程钢厂的即期利润再度被大幅压缩，且螺纹较板材盈利也未明显，有助于约束钢厂，尤其是螺纹钢厂，的生产弹性。近期粗钢产量调控政策多次重提，钢材供给存在约束。同时，随着国内存量稳增长政策落实，政府债券发行提速、地产需求侧政策再次发力，建筑钢材需求仍有环比改善的潜力，螺纹中期多配胜率依然更高，建议10合约多单耐心持有，新单则维持逢低试多思路。

高炉日均铁水产量(更新至5.3)



炼钢成本已大幅上移(更新至4.30)



焦煤

JM

01

俄煤出口政策变动暂无影响，国内矿山开工仍处低位

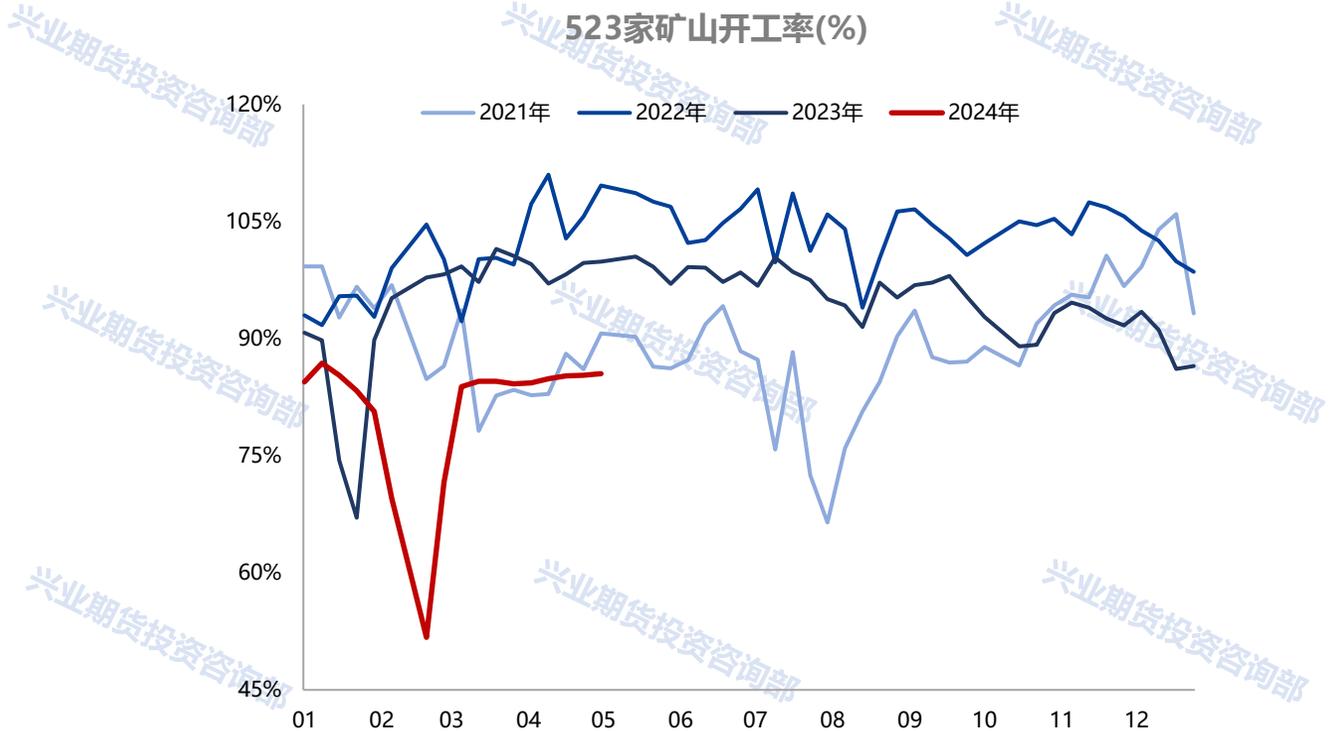
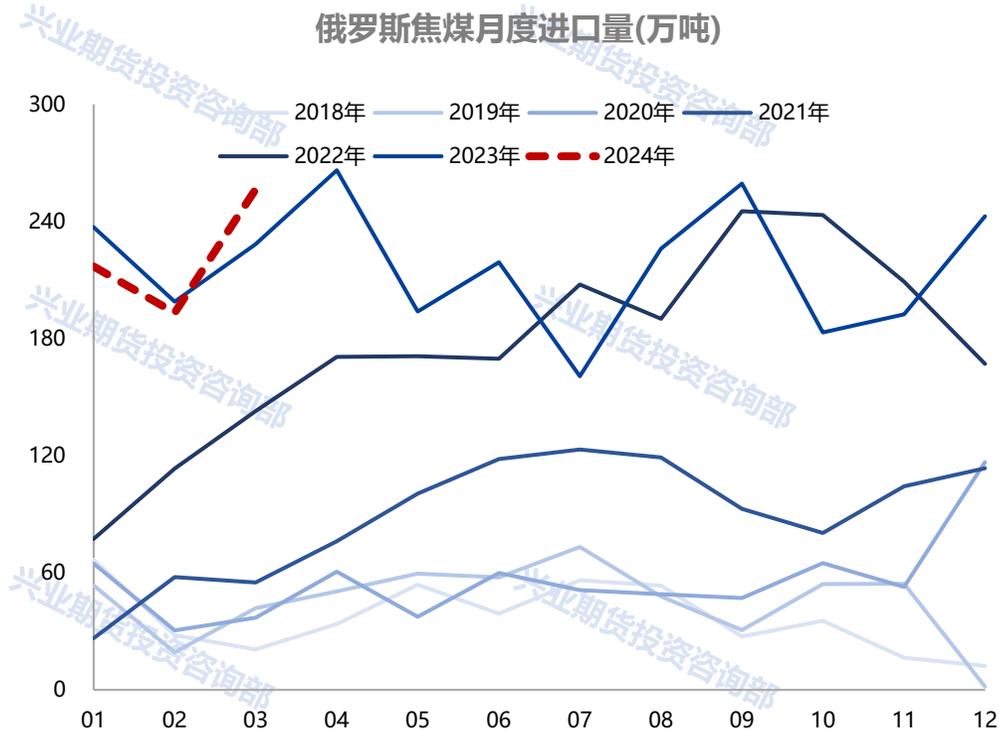
02

乐观需求预期持续兑现，坑口竞拍氛围良好

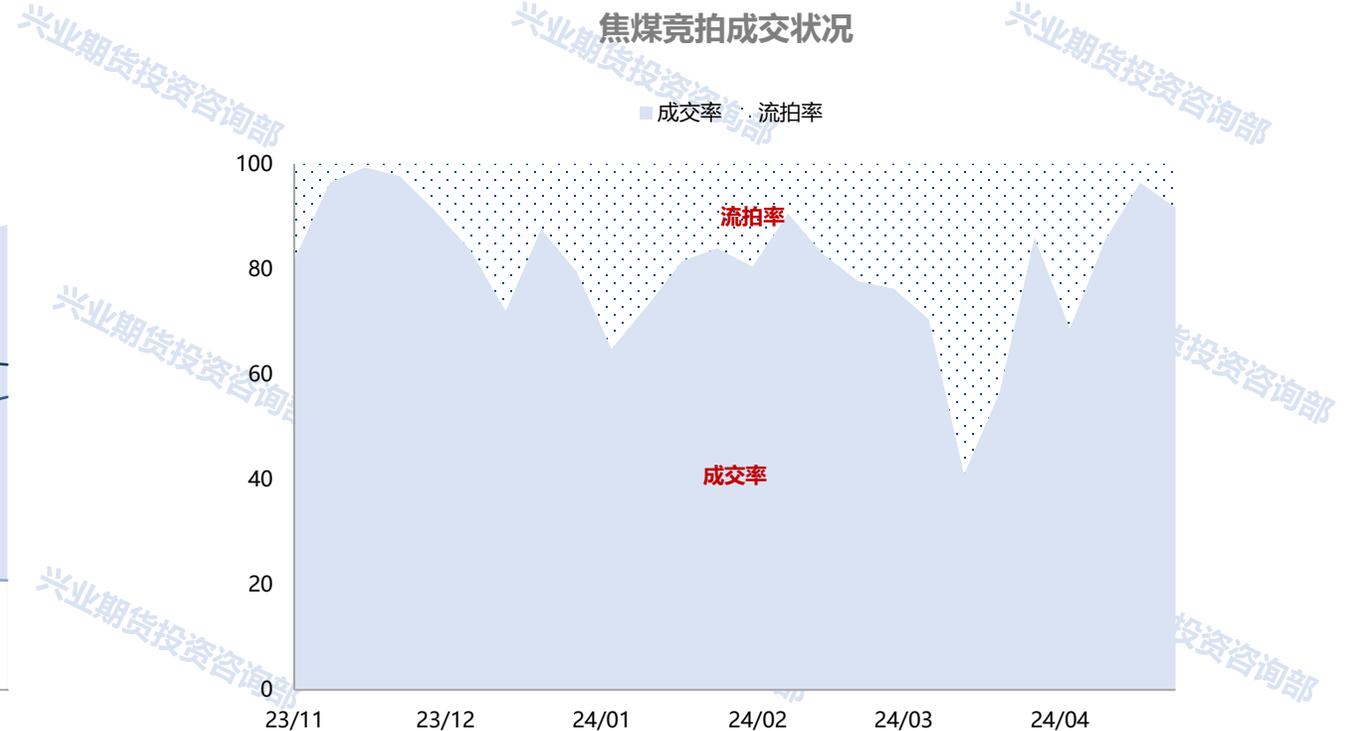
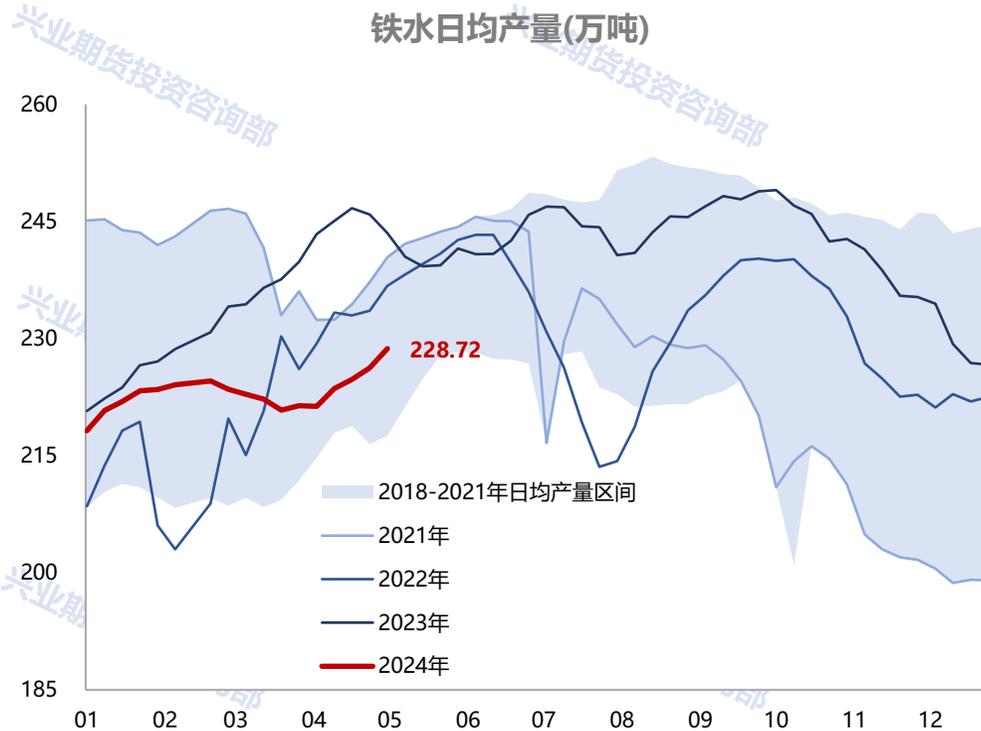
03

钢焦企业主动补库，供需结构不断改善

供应方面，俄罗斯取消动力煤及无烟煤出口关税，但针对焦煤继续执行弹性关税制度，政策变动对国内终端采购俄罗斯焦煤影响暂且不大，预估全年进口量仍维持在2600-3000万吨区间；而国内矿山开工维持同期低位，主产地常态化安全生产管控使得今年复产周期中断，洗煤厂产能利用率同步走低，焦煤供应端难有增量。



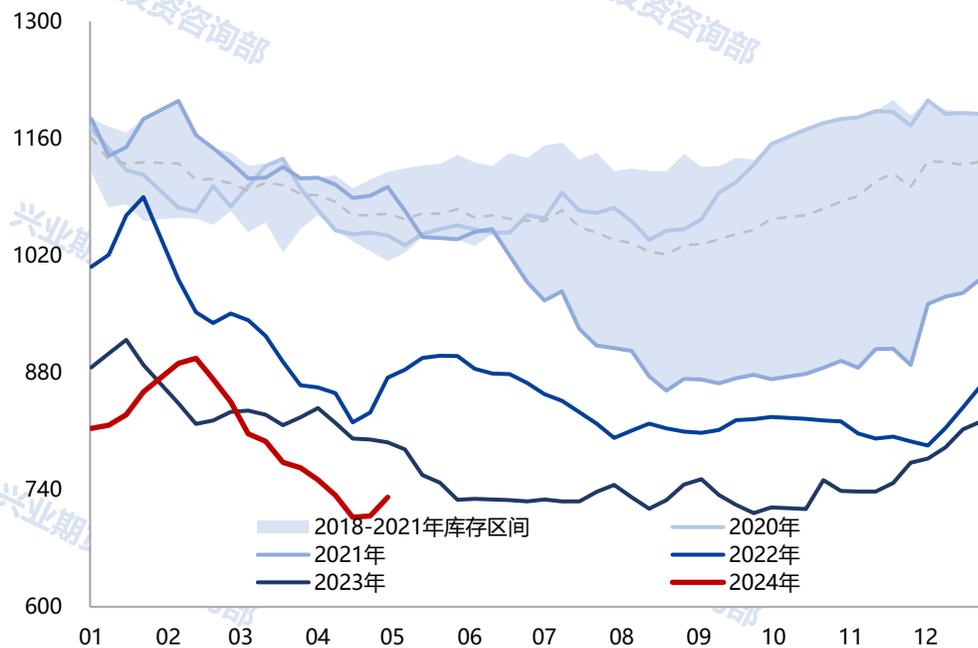
需求方面，节前铁水日产升至228.7万吨的年内高位，乐观需求预期逐步兑现，而焦企推动第四轮焦炭提涨，焦炉开工意愿随之得到提振，焦煤入炉刚需支撑同步走强；且贸易环节入市积极，坑口询价及成交情况增多，竞拍氛围良好，焦煤采购需求亦有抬升。





- 库存方面，下游生产环节逐步好转，钢焦企业主动补库进行当中，焦煤库存持续向下游转移，矿端库存压力降低，焦煤库存结构不断优化。
- 综合来看，需求预期兑现驱动价格上行，低库存特性放大价格弹性，而焦精煤供给难有增长，焦煤基本面利多因素占优；再考虑当前焦煤指数价格分位，上方空间依然充足，焦煤多头可继续持有。

焦煤钢厂库存季节性特征



焦煤指数走势及分位水平



棉花

CF

01

降息预期重启美棉回升，天气扰动升水亦显现

02

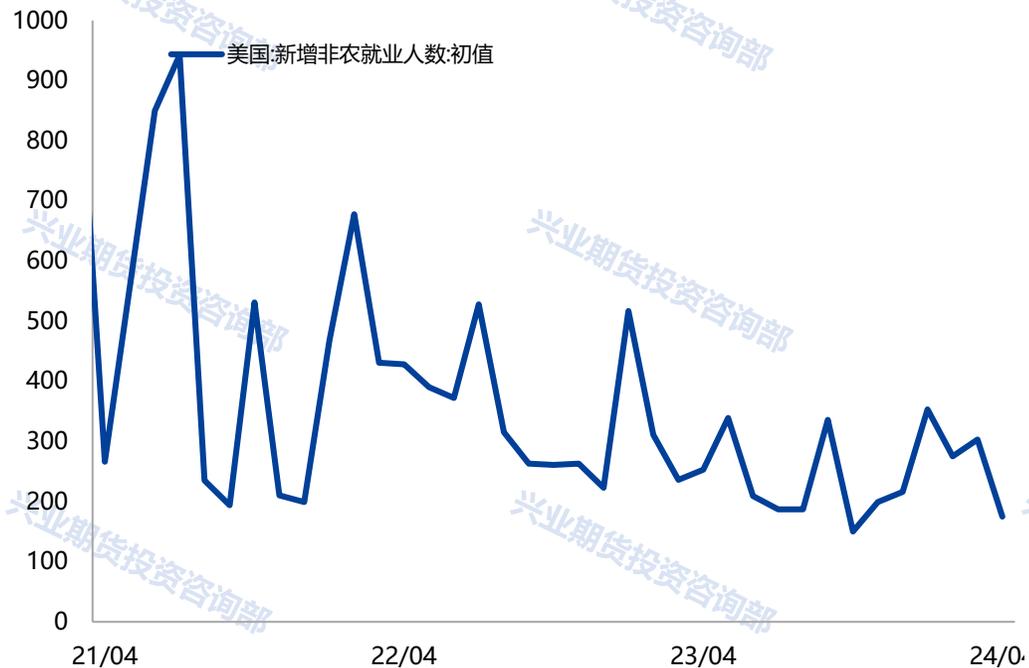
美国服装销售额企稳回升、转入被动去库

03

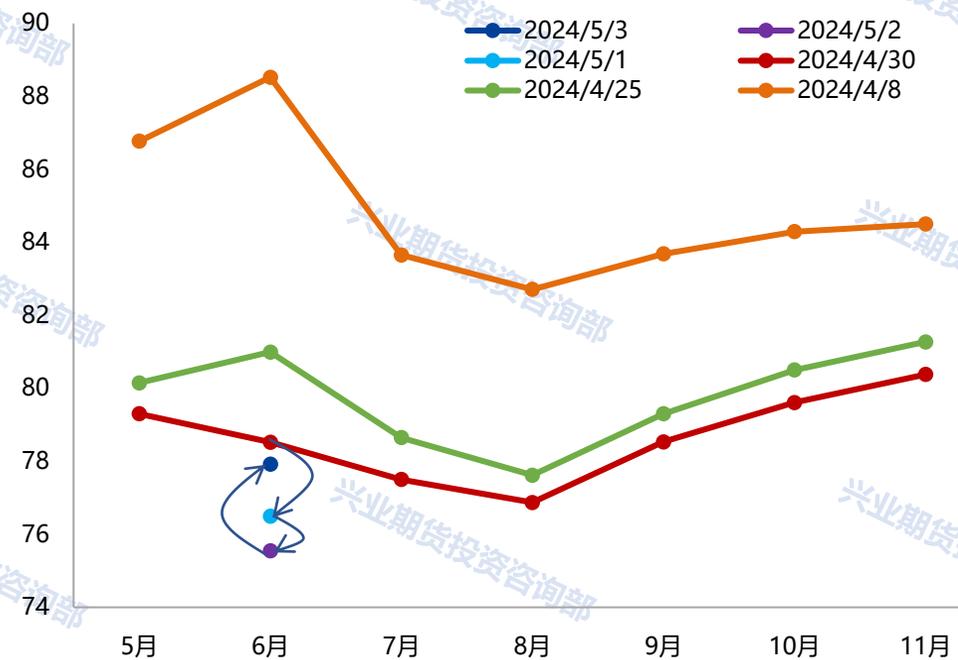
新棉存减产预期，内需消费仍具有韧性

- 5月3日非农数据公布后，市场对于降息的预期重燃，美元下挫，美棉大幅回升。
- 从美棉微观表现看，8-11月种植收获期市场计价天气扰动，美棉逐月升水，预计郑棉亦将收到扰动。

4月美国非农表现较差，降息预期重启



美元下挫，美棉大幅回升

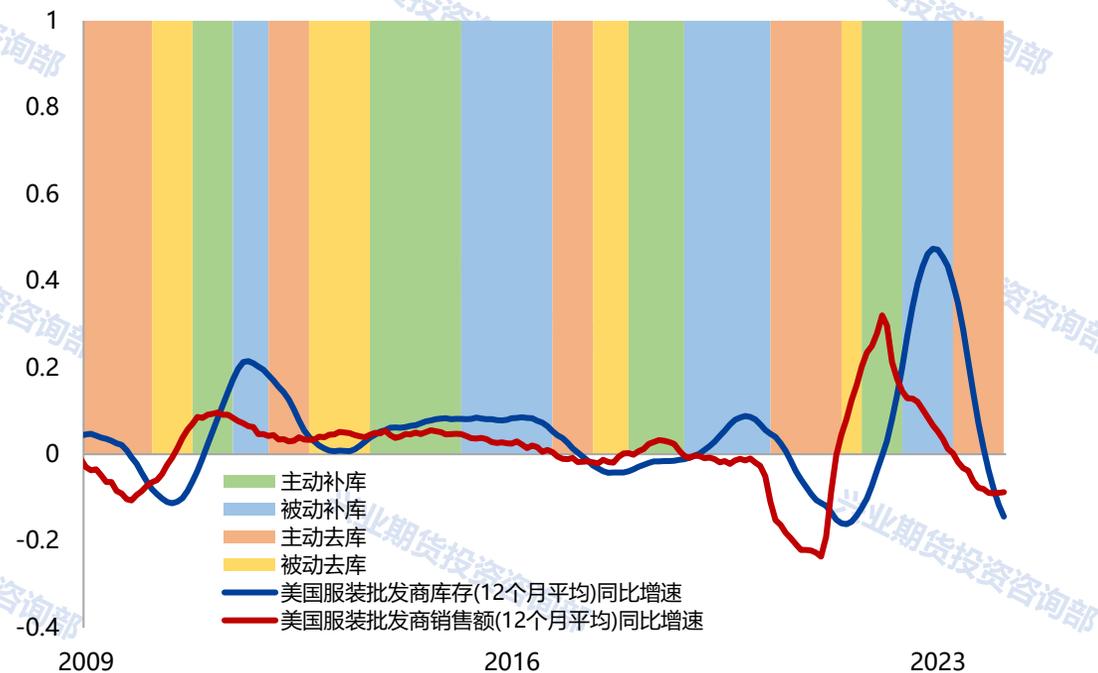


- USDA数据显示，4月25日当周，美国当前市场年度棉花出口销售净增9.74万包，较之前一周减少45%，较前四周均值减少20%。当周，美国下一年度棉花出口销售净增3.44万包。美国棉花出口装船18万包。较之前一周减少31%，较前四周均值减少39%。数据相比机构预期表现偏差。
- 但从库存周期看，2月美国批发商销售额（12月平均）出现企稳回升，而批发商库存继续下降，已转入被动去库期。进入主动补库期后则将对美国纺服需求产生较强提振。

美国出口环比下降

	2023/24年度 陆地棉		2023/24年度 皮马棉		2024/25年度	
	净签约量	装运量	净签约量	装运量	陆地棉	皮马棉
土耳其	272	5761	0	0	1701	0
中国	3379	12723	340	386	499	0
孟加拉	1429	1588	0	0	0	0
印尼	1315	726	0	0	590	0
巴基斯坦	3946	6849	45	136	998	0
越南	6713	3651	408	0	2087	0
洪都拉斯	544	1565	0	0	0	0
总计	22113	40823	1043	1043	7802	0

美国服装销售额出现企稳回升

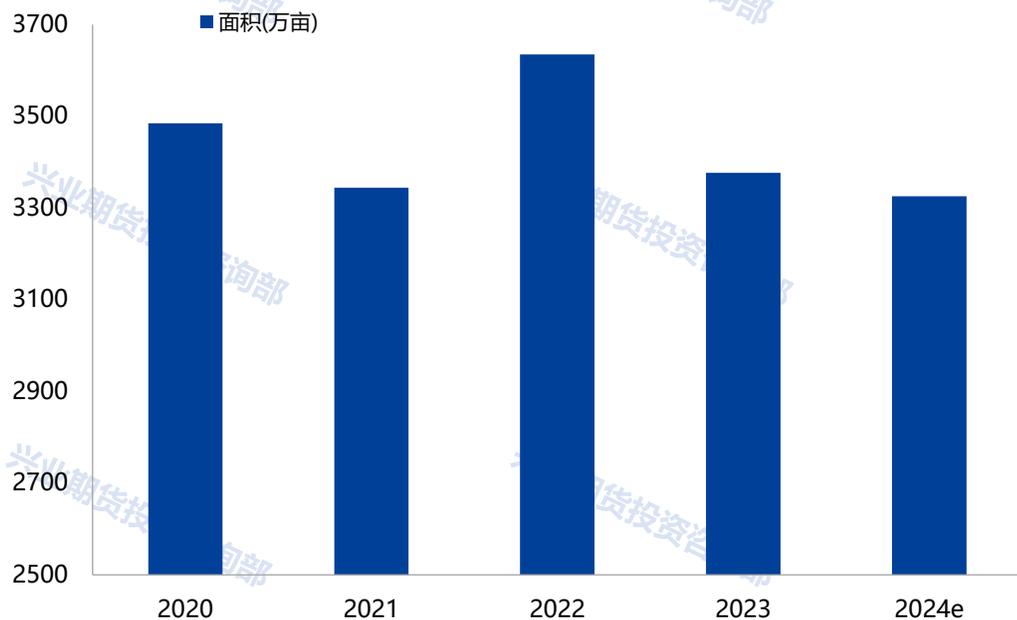


调研数据显示，2024/25年新疆地区棉花种植面积同比下降，处于近5年低位。目前市场对播种期天气升水扰动及春播进度的关注度上升，预计棉花价格供应端预期减少+天气扰动将提振价格。

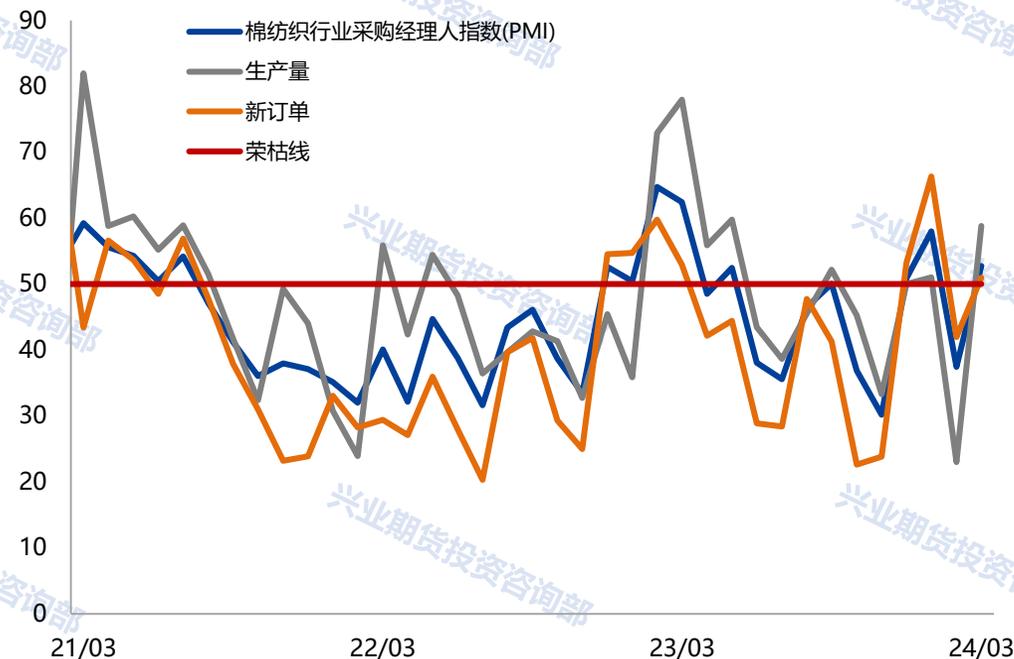
内需有国内政策托底，因此消费仍具有韧性，数据表现上，棉纺PMI已经重回扩张区间。

总体而言，节后郑棉受美棉扰动或低开，但幅度有限。美棉将进入主动补库、国内消费仍具有韧性，叠加种植期天气升水因素，郑棉仍宜持多头思路。

2024/25年新疆地区棉花种植面积同比下降



棉纺景气程度重回扩张区间



负责本研究报告内容的期货分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更，我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券或期货的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何形式的任何投资决策与本公司和作者无关。本报告版权仅为我公司所有，未经书面授权，任何机构和个人不得以任何形式翻版。复制发布。如引用、刊发，须注明出处为兴业期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

致
谢



兴业期货有限公司

CHINA INDUSTRIAL FUTURES LIMITED

地址：宁波市江东区中山东路796号东航大厦11楼 邮编：315040

上海市浦东新区银城路167号兴业银行大厦11楼 邮编：200120

网：www.cifutures.com.cn

Add: 11th Floor Eastern Airlines Building, No.796 Zhongshan East Road, Ningbo,
315040, China

Tel: 400-888-5515 Fax:021-80220211/0574-87717386