



2024年度 研究策略报告



中信建投期货有限公司
CHINA FUTURES CO.,LTD.

序言

2023年，是恢复、展望、新生的一年，也是预期向现实摆动的一年。这一年，我们看到了宏观驱动的轮转：衰退与软着陆的争论，外围加息进程的犹疑，国内经济和产业政策审慎而持续地释出。中外经济节奏互异的背景下，需求端温和展开结构性变化，供给端则受到了政治、政策和产业层面的更多短期冲击，给商品价格带来更大驱动。

展望2024年，美国、欧洲以及主要新兴经济体在不同的经济禀赋和地缘政治环境中，将逐步展现各自底色。国内仍然期待进一步的复苏：如何化解市场风险、减轻部分产业产能过剩压力，如何扭转社会预期、提升居民消费信心，如何打通国内大循环堵点，应对国际环境的不确定性。在这一进程中，商品市场或走入强波段、大曲折，从过去预期向现实的回归走向预期和现实的交错。

在这里，我们为您奉上40余位研究员呈现的50多个品种的2023年年度报告暨2024年行情展望。撰写这些报告的研究员，有的来自产业、有的来自投资机构，也有的来自中信建投长期的自行培养。他们基于不同的背景，用不同的视角，用文字和数据极力展现自身对产业和品种的认知。

让我们一起，开启这场关于期货市场的思维旅程，通过不同作者不同的思考风格，感受新的一年商品交易的机会与风险。让我们一起，不断自我成长和迭代，奔向精神和财务的自由。

2024年农产品市场十大猜想

1.棕榈油价格或显著受到减产的提振，厄尔尼诺现象威胁加里曼丹的油棕产量，印度洋正偶极子现象威胁苏门答腊的油棕产量，国内棕榈油价格有望在6400-7000元/吨获得支撑；2023年四季度被棕油超额到港驱动的豆棕价差走扩预计重回收缩的趋势。

2.蛋鸡养殖利润或最终刺激出产业的产能新增，而回落的饲料成本将限制价格高点，2024年年内鸡蛋价格或将在2季度末回落至3.5元以下。

3.生猪养殖行业整体的去产能节奏缓慢，行业的负债率是观测产业被动去产能压力的坐标，预期本轮猪周期探底过程的残酷程度不亚于往年，03和05合约的绝对低点或在13000元每吨以下。

4.国内种植结构的深刻变革，带来国产大豆趋势做空的机会，伴随玉米种植利润恶化引致的整体地租成本下移，国产大豆或有望下破4700元/吨关口。

5.原糖或在最近讨论2024-2025年缺口的过程中已经非常逼近本轮的周期性高点，或在28-35美分每磅，后续国内白糖的价格可能有向配额外进口成本价格稍作靠拢的多头驱动，但逐级走弱的压力或难以避免，2024年或将出现6100-6300元每吨的相对低点。

6.蛋白粕已经迎来了高位回调，2024年在南美增产和国内需求走弱的双向压力下，现货价格或难以避免地跌破3500元每吨。另外，2022年以来国内的压榨产能迎来了新的开工周期，这不可避免地使行业的产能过剩程度进一步提高，进而豆粕基差的下行风险最值得被重视，暗示Carry结构下的正套逻辑或被市场扬弃。

7.在低碳减排的全球共识下，高耗能产业的价格供应弹性相对降低，对于头部工厂市场份额较大，且远期新增产能有限的针叶浆产业，预计纸浆价格有望在5000±300元每吨获得支撑，上边际仍旧维持7000元每吨。

8.棉纺行业的景气程度受下游负反馈制约的局面难以逆转，对“下游定价权凸显”的成为新的产业共识，棉花价格的回落趋势短期仍会延续，16800元每吨或成为2024年年内价格的天花板。

9.2023年是全球航运产业产能新增投放的大年，市场已经对此在欧线品种上部分计价，但并不意味着EC一定单边下跌，淡季做预期的经典范式或再度奏效，明年年初EC或在波动率上表现突出，当然在波动率的表现上红枣和苹果不会缺席。

10.2024年上半年北半球的西风带扰动是最值得观察的气候变局之一，可能演进成中低纬度区域的恶劣寒潮，影响能源和农产品供应。

2024年工业品市场十大猜想

- 1.铜：展望2024年，中国/全球铜市供需存在8万吨/9万吨的过剩，价格中枢将在供需过剩的背景下移，交易主线围绕“降息时点预期-经济软着陆与衰退博弈-全球经济复苏预期”展开，因此节奏上看大概率先低后高。
- 2.工业硅：2024年工业硅供需相对平衡，由于潜在供应增量充足，价格上将偏向于成本定价。价格变化趋势方面，预计上半年宏观需求难有起色，工业硅继续底部运行，下半年环境好转，工业硅价格将有所抬升，但上行空间仍相对有限。
- 3.黄金：美联储加息周期结束，美债收益率下行将为2024年贵金属行情提供最主要的上行驱动力。此外，地缘政治风险尚存，贵金属避险价值或将继续展现。预计2024年贵金属将进入上行通道，黄金有望再创历史新高。
- 4.碳酸锂：2024年锂矿和盐湖提锂供给将达到132.75万吨LCE，需求为109.7万吨LCE，静态过剩预测23.05万吨LCE。2024年成本支撑大概率在8万元/吨以下，碳酸锂合理价格中枢8-10万元/吨，价格走势先抑后扬，上半年最低或至7万元/吨以下，下半年反弹高度难以超过11万元/吨。
- 5.镍&不锈钢：2024年电积镍产能投放或将有所放缓。需求方面，不锈钢终端需求结构或将转变，将逐步从地产消费转向基建消费；随着经济性回升，三元材料需求有望恢复增长。综合来看，预计2024年镍价可能会逐步向9-10万元/吨的MHP一体化制备电积镍成本线靠拢。
- 6.铝：2024年国内产能上限临近，供应略有增长。消费端地产竣工环节上半年维持正增长，下半年或明显走弱。2024年铝价运行区间17000-20000元/吨，上半年基本面驱动为主，走势前高后低，二季度Back结构将维持。
- 7.螺纹钢：地产用钢需求持续下滑已成为趋势，但2024年降幅有望收窄，后期有望均值回归。展望2024年，螺纹钢走势是M字型，螺纹期货主力合约价格区间为3300-4300元/吨。
- 8.热卷：2024年关注库存周期的呈现方式，当前钢铁产量弹性非常高，当产能过剩问题较为明显，叠加下游需求过于疲软时，将呈现出弱库存周期的特点。我们判断2024年热卷势是M字型，热卷期货主力合约价格区间为3500-4500元/吨。
- 9.铁矿石：2024年全球铁矿石供需仍有增量，供给增幅大于需求，全年铁矿石价格或围绕预期与需求主线进行交易。预计2024年铁矿石价格前高后低，价格运行区间95-140美元/吨，均值115美元/吨。
- 10.铁合金：2024年铁合金或是黑色链中最弱的品种，全年价格均值环比下降。需求端向上弹性有限。供应端继续投产新产能，无论是硅铁还是硅锰，产能过剩程度或有所加剧。需求与产能并不匹配。硅铁运行区间或在6200-7400元/吨，硅锰运行区间或在6000-7000元/吨。

2024年能源化工市场十大猜想

- 1.原油：2024年地缘扰动缓和，需求边际增量有限，原油价格将由供给端主导。OPEC+对市场的供应仍有绝对控制权，沙特的财政平衡油价将决定Brent的震荡中枢，2024年Brent将在70-90美元/桶区间震荡，SC的波动区间为480-620元/桶。
- 2.天然气：市场逐渐适应新的供需结构，对供给冲击的反馈弱化，2024年价格波动率下降。绝对价格方面，2024年供给增量有限，欧洲经济修复带来的需求增量或将导致供需格局转向偏紧，天然气市场的风暴眼欧洲TTF底部将有所抬升。
- 3.聚酯：PX-TA产能错配现象维持，PX相对PTA偏强势，调油强度趋弱，PX、PTA价格振幅减小，PTA产业维持低加工费运行。乙二醇产能投放减缓，进口减量，供需格局改善。聚酯需求稳中有升，关注新兴经济进口需求及纺服补库需求。
- 4.苯乙烯：芳烃调油需求趋于平缓，关注EB与PX之间比价的交易机会。苯乙烯出口增加，从净进口转向净出口。纯苯-苯乙烯产业链利润上半年向上游集中，下半年随终端需求释放向下游转移，ABS及PS仍面临产能出清，利润维持偏低。
- 5.纯碱、玻璃：纯碱供应端故事仍将延续，价格维持脉冲式运行。库存累积阶段，纯碱价格缩量下跌概率较大，或跌破1600点；供应减少、库存去化阶段，将升至2500点上方。2024年玻璃供应端压力较大，需求端关注政策变动，预计价格波动将加剧，下半年价格下跌概率较大，低点或下探至1500元/吨附近。
- 6.烧碱：烧碱仍处于产能投放周期，产能增速或在3-4%区间，需求维持小幅增长，供需矛盾有限。宏观因素将决定烧碱的估值和价格运行区间，预计烧碱价格前低后高，下半年表现好于上半年。
- 7.甲醇：国家政策调控下，2024年煤炭价格整体窄幅震荡，关注双碳政策影响。2024年甲醇国外的投产压力较大，同比增加4%。甲醇国内MTO需求维持稳定，注意不同工艺路线的冲击。全年价格震荡区间1800-3000元/吨。
- 8.尿素：尿素生产端将维持高利润，且2024年新产能继续投放，高日产带来的压力仍在，农业需求维持平稳，但需注意出口阶段性变动。预计上半年价格处于高位，下半年价格重心逐步出现下移，全年价格震荡区间1600-2800元/吨。
- 9.天然橡胶：厄尔尼诺现象的持续、东南亚主产国胶树树龄的老化与偏低的割胶收入都预示全球天然橡胶供应大拐点的临近。需求端的边际变化相对缓慢，在天气的扰动下，预计2024年天然橡胶的价格中枢将上移至13000元/吨-14000元/吨。
- 10.聚烯烃：2024年聚烯烃仍有较多产能投放，未来供需仍偏宽松，油制、PDH制等维持亏损，煤制利润保持在盈亏平衡线之上。庞大产能压制下，价格难以出现较大的上行趋势，预计价格在一定区间内震荡运行。PE的震荡区间为7000-8500元/吨，PP的震荡区间为6500-8000元/吨。

目 录

一、金融衍生品

国债期货：政策积极发力，经济复苏可期	1
海外宏观：政策换挡，周期将如何过渡	2
金融期权：低波动时的等待	3
股指期货：踽踽独行孤影时，星光照途夜路明	4
外汇：星光照途夜路明，寒风吹雪月华生	5

二、金属

金属板块：2024 年宏观热点分析与展望	6
贵金属：新起点，再出发	7
铜：新一轮的估值压力，空长多短为御	8
镍&不锈钢：变局时刻即将来临	9
铝：供应制约明显，消费仍存隐忧	10
铅锌：预期见顶，现实筑底	11

三、黑色

铁矿石：供需均有增量，把握市场节奏	12
螺纹、热卷：需求分化，乍暖还寒——可攻可守的2024	13
焦煤、焦炭：雄心与软肋并存	14
铁合金：2024年仍是均值下降的一年	15

四、新能源·碳中和

工业硅：重回低波动时代	16
碳酸锂：供给出清之年，价格难逃低谷	17
光伏：过剩、内卷，破局之道何在	18
碳排放：欧盟碳价外溢，中国积极求变	19

电力：电改风起，浪潮将至	20
--------------------	----

五、农产品

农产品：2024 年的农产品市场的十大猜想	21
油脂油料：供应炒作后劲不足，油脂仍待寻底	22
豆一：凛冬已至，春待何时？	23
生猪：北风融雪南风凝，红海浪中舟亦行	24
鸡蛋：大浪淘沙，下行周期将至	25
玉米：周而复始，行稳致远	26
花生：供应明牌，需求将是交易主线	28
棉系：估值回归后，市场驱动徐徐展开	29
白糖：生物质乙醇计划走回头路全球食糖供需预期转变	30
纸浆：聚焦供应，非对称的信息博弈	31

六、能化

原油：需求回归均值，何妨吟啸且徐行	32
苯乙烯：聚焦供应，非对称的信息博弈	33
玻璃：竣工周期向下，但下行难一蹴而就	35
纯碱：2024，非标准熊市	36
PX-TA-EG-PF：大浪淘沙沉者为金,风卷残云胜者为王	37
甲醇：国内供应扩张结束，关注进口增量影响	39
尿素：供需双旺，把握阶段性机会	40
橡胶：十余年下行周期，供需双重利好将提升行业景气度	41
聚烯烃：冰冻三尺非一日之寒，过剩格局转变仍需时日	42
天然气：冲击远去风平浪静，需求归来暗流汹涌	43

烧碱：蓄势待发，关注供应弹性带来的多头机会	44
七、指数	
航运：平稳一年或是供应链危机重演？	45
八、金融工程	
量化研究：谁无暴风劲雨时，守得云开见月明	46
产业服务	47
服务优势	47
免责声明	47

期货交易咨询业务资格: 证监许可 [2011] 1461

国债期货

作者姓名：孙玉龙
期货交易咨询从业信息：Z0019397

◆ 摘要 ◆

2024年上半年稳增长政策进一步发力的背景下，经济复苏预期有望升温，债券市场可能因此承压，需以防御的思路对待，考虑到当前基差水平偏低，优先推荐投资者参与空头套保。具体而言：

首先，我们判断全年利率曲线望呈现“N”型走势，即先上后下再上，整体利率中枢上移，上行幅度取决于经济复苏力度，故即使参与空头套保，也需把握好节奏。

其次，当前利率曲线过度平坦化，随着资金面转松，利率曲线有望走阔，则参与做陡套保策略在对冲现券价格波动风险的基础上，还可以获得利率曲线陡峭化带来的额外收益。

最后，套利方面，我们建议预期利率曲线陡峭化的背景下，可以介入多TS空T或多T空TL的跨品种套利头寸；同时，近远月价差有望在期限利差扩张的支撑下趋于上行，临近移仓时点可关注多近月空远月的套利机会。

◆ 投资策略 ◆

参与做陡套保策略；多TS空T或多T空TL；做多近远月价差。

◆ 风险提示 ◆

经济复苏低于预期；流动性收紧。



海外宏观

作者姓名：朱冠华
期货交易咨询从业信息：Z0019503

政策换挡，周期将如何过渡

◆ 摘要 ◆

2023年美国的宏观经济表现，颠覆了国内外机构在2022年底做出的普遍预测，成为了市场最超预期的存在。原因上看，在不断抬升利率的同时，美国货币数量始终保持了相对充裕，而财政端更是呈现出了显著发力的情况，这使得美国整体经济政策组合紧缩力度十分有限。

在2024年，我们首先会见证经济政策的“换挡”。前期主要支撑经济的财政扩张手段在2024年国会分裂状态下扩张受到限制的可能性较大，而货币端资金缓冲垫的耗尽也将带来流动性的冲击，因此美国实际上不得不通过降息的方式维持经济政策的支持作用，这可能也是市场预期3月就可能迎来降息的重要依据。

面对历史级的高通胀背景与经济后周期，从“高利率+宽财政”向“低利率+紧财政”的政策切换究竟能够实现周期的平稳过渡（软着陆），还是只是将周期的影响后延、无法改变历史经验中高通胀回落过程必然发生的衰退（硬着陆），是2024年海外宏观最牵动市场的问题。

对此，我们从历史经验和政策支持力度整体下滑的角度倾向于认为政策组合只是将周期影响后延这一情形发生的概率更大。但面对历史上无法克服的经济挑战，全新政策应对思路的出现，无论最终结果如何，都将成为历史上重要的一笔。

低波动时的等待

◆ 摘要 ◆

2023 年，金融期权市场迎来了华夏上证科创板50ETF 期权以及易方达上证科创板50ETF 期权的上市，形成包括9 只ETF 期权和3 只股票指数期权的市场格局。成交量方面，2023年金融期权市场整体日均成交量较2022年有所下行，持仓量方面，2023年金融期权市场整体持仓量较2022年呈现继续上行走势。

波动率方面，2023年各个金融期权品种标的实际波动偏低，部分品种20日历史波动率均值接近2017年的历史最低水平，但是期权隐含波动率相较于标的实际波动率溢价却处于近几年高位，使得2023年中性卖方策略表现相对较好。横向来看，3个股指期权中，基于上证50股指期权中性卖方策略的回测效果好于基于沪深300股指期权以及中证1000股指期权中性卖方的回测效果。

展望2024 年，我们认为目前比较确定的一点即是各个金融期权标的实际波动率已经处于历史极低水平，从波动率均值回归的角度来看，对于卖方来说目前需要防范的就是后续标的实际波动的放大。从买方角度来看，则可以尝试布局做多实际波动率以及隐含波动率相关策略，方案上可以采取中性买方进行布局，但是需要付出可能的隐含波动率溢价。另外一种方案则是在远月合约上布局中性买方，在近月合约上布局中性卖方，以达到降低时间价值损耗的同时在一定程度上减少隐含波动率溢价的影响。当然，这个过程中关于近远月合约数量配比以及进行动态Delta 平衡过程中操作时点都是需要根据实际情况进行决定的。

◆ 风险提示 ◆

历史统计失效风险

金融期权

作者姓名：刘超
期货交易咨询从业信息：Z0012924

股指期货

作者姓名：刘超
期货交易咨询从业信息：Z0012924

研究助理：孟庆妹
期货从业信息：F03108218

踽踽独行孤影时，星光照途夜路明

◆ 摘要 ◆

展望2024年，海外高利率环境预计将维持一段时间，预计下半年随着美联储降息周期的开启，人民币汇率压力将得到缓解；与此同时，海外加息周期和美国主动去库趋近结束，外部呈现回暖迹象，国内出口相关产业链有望继续修复，外贸回稳态势持续巩固。从国内方面来看，经济修复动能仍需巩固，宏观政策加码动力犹在，2024年货币政策和财政政策配合发力下，或将促进宽货币向宽信用有效传导，从而进一步激发投资需求和居民消费需求，提振市场信心。

对于股指市场而言，随着后续稳增长政策效果显现，经济基本面大概率延续回升向好态势，企业盈利有望迎来边际改善，为A股市场提供支撑。当前A股估值重回历史较低区间，具有不错的配置性价比。股市资金方面，国内政策引导中长期资金入市有利于增加股市增量资金；海外货币政策或将在下半年迎来拐点，外资净流出幅度有望收窄，整体有利于外部资金重回A股。

基差方面，在稳增长平稳过渡的市场环境下，我们认为期指基差在分红预期的框架中仍将呈现季节性变化，而随着市场的成熟发展，分红预期差对期指基差的影响有望进一步减小；趋势角度而言，预计与股票中性、结构化产品等运用股指期货多空仓位的策略共同呈现周期性变化。

◆ 交易策略 ◆

- 1) 单边策略：IC、IM基差贴水幅度较高，关注IC、IM多头展期策略获取基差收敛超额收益。
- 2) 跨品种套利：国内经济修复动能仍需巩固，关注做多IC、IM/空IH、IF；资金情绪回暖后关注多IH/空IM阶段性套利机会。
- 3) 跨期套利：关注IH、IF近远月合约倒挂收窄机会，尝试多近月/空远月。

◆ 风险提示 ◆

国内外经济/政策超预期、海外黑天鹅事件、历史统计失效等。

外汇

作者姓名：朱冠华
期货交易咨询从业信息：Z0019503

星光照途夜路明，寒风吹雪月华生

◆ 摘要 ◆

2023年的汇率走势，背后是美国政策支撑下经济具有韧性以及国内经济曲折式复苏结果的外在体现。令人惊喜的是，在内外多重考验之下，人民币兑美元汇率的底部位置更显清晰，政策对于汇率的调节思路和调节能力进一步凸显。

展望2024年，我们会见证美国经济政策的“换挡”。前期主要支撑经济的财政扩张手段在2024年国会分裂状态下扩张受到限制的可能性较大，而货币端资金缓冲垫的耗尽也将带来流动性的冲击，因此美国实际上不得不通过降息的方式维持经济政策的支持作用，这可能也是市场预计3月就可能迎来降息的重要依据。与之相对的是，国内经济在经历上半年稳增长政策进一步发力之后，下半年内生增长动能有望进一步增强。利率方面，2024年利率曲线可能呈现“N”型走势，即先上后下再上，整体利率中枢上移。

经济形势的转换叠加利差收窄，都指向了人民币兑美元汇率的抬升。而2022年以来因为内外利差走扩所累积的未结汇力量，将在人民币兑美元汇率迎来反弹之后，转化为更强的市场资金推动，可能带动2024年汇率走升斜率提升。我们预计，在内外两重推动下，人民币兑美元汇率有望在上半年回升至7.0以内，而在下半年抵达6.8以内。

金属板块

作者姓名：江露
期货交易咨询从业信息：Z0012916

2024 年宏观热点分析与展望

◆ 摘要 ◆

从2024 年美国经济走向来看，2024 年美国经济“软着陆”概率提升，主要体现为居民部门资产负债率仅为11.5%（2008 年金融危机20%），高利率传导机制钝化。预计23Q4始五个季度GDP 增速分别为2.2%、1.6%、1.2%、0.5%、0.8%。据统计，以NBER 定义70 年至今8 段衰退周期WTI 原油价格影响最大（平均下跌39.9%）。

从美国货币政策转向来看，美国1 季度经济数据对降息时间有重要指引，预计降息最早为24年5月。货币政策转向对资产定价影响较大，加息结束至降息期间中美股市、贵金属及原油价格表现强劲，近两次周期内贵金属平均涨幅20%以上。

从库存周期来看，中美库存周期处于底部，目前国内宽信力度不足以推动PPI走高。被动补库期间商品价格表现强于股票。

从特别国债对金融和金属市场影响来看，5 次发行上证综指平均涨幅达到32.6%，国内金属平均上涨11%。以螺纹钢为例，按3%钢筋原材料测算，未来两年将带动300 亿元需求规模，大幅提振钢材市场。

2024 年全球重要的时间窗口来看，美国1 季度经济表现将决定联储降息节奏，只有经济大幅回落信号得到确认后，美联储才会顺势开启降息，我们预计至少在2 季度乃至3 季度才会开启降息周期。此外，下半年美国大选，两党博弈或对商品市场情绪形成冲击。国内方面，关注两会对GDP 增速目标的确立，财政政策方面实际力度大概率超过2023 年。

新起点，再出发

贵金属

作者姓名：王彦青
期货交易咨询从业信息：Z0014569

◆ 摘要 ◆

在全球经济复苏趋缓，以及通胀压力减退的大背景下，2024年美联储大概率将会进入降息周期。美国的财政力度预计边际收缩，2024年美国财政部发债规模有望减少，有助于美债收益率下行。此外，由于中美经济周期趋于一致，以及货币政策周期差异的收敛，人民币在2024年或将有升值驱动。地缘政治方面，2024年美国大选将增加国际形势的不确定性，地缘政治风险仍然值得警惕。

因此，我们对2024年金银运行情况展望如下：

一是本轮美联储加息周期结束，叠加美债市场供给压力减小，美债收益率的下行以及贵金属与美债实际收益率负相关性的回归，将为2024 年贵金属行情提供最主要的上行驱动力。

二是中美景气周期趋于一致，叠加美联储进入降息周期，中美利差收窄，人民币或有升值空间，对国内贵金属行情造成一定拖累。

三是地缘政治风险尚存，贵金属的避险价值或将继续展现。

四是全球经济复苏趋缓的背景下，白银的商品属性或承压，金银比预计向上。

总体而言，我们预计2024年贵金属将进入上行通道，黄金有望再创历史新高，特别是美联储正式开启降息周期前的做多机会值得关注，贵金属全年主要涨幅或发生在上半年，呈现先涨后稳的格局。2024年黄金参考价格区间1900-2500美元/盎司、450-550元/克区间，白银参考价格区间21-28美元/盎司、5200-7000元/千克区间。

◆ 风险提示 ◆

货币政策宽松不及预期、通胀超预期反弹、地缘政治事件发生

铜

作者姓名：张维鑫
期货交易咨询从业信息：Z0015332

研究助理：虞璐彦
期货从业信息：F03124195

新一轮的估值压力，空长多短为御

◆ 对2024年铜市的十大判断 ◆

美联储降息触发或将被推迟至2024年3季度，在货币政策真空期，经济活力与市场消费信心逐步受挫；

2024年全球经济基本面筑底为主，中美共振补库但强度预计不大。此外，美国“廖化为先锋”，但新兴市场或将因全球需求疮口，出现经济增速大幅下滑危机；

相对非美经济体的韧性表现，以及持续的缩表，将继续维护美元信用，即美元指数下跌受限；

2024年中国延续韬光养晦，消费增速回落，贸易增速则因全球经济节奏呈现前低后高走势；

在美元走软的基础上，2024年人民币有望迎来小幅反弹，沪铜涨跌幅限制减少，但在全球需求降温及经济弱复苏基调下，升值空间有限；

2024年全球矿铜产量同比增速约3%，较2023年略有放缓，预计全球铜矿产量可新增92万吨。

传统消费稳定项：电网投资增速达4%，消费电子自底部开启主动补库但预计增速仅2%。

传统消费拖累项：家电消费受地产及全球需求下滑，行业增速放缓至4%，汽车与铁路机车增长中枢下移,船舶则进入周期小年。

新兴消费领域：2024年光伏风电消费延续高景气发展，中国新能源车同比增速虽放缓至23.5%，但基数效应可维持铜的新增需求。

中美利差收窄，融资需求减弱，铜价与库存的关联性有望逐步回归。

展望2024年，价格中枢将在供需过剩的背景下移，而行价节奏受宏观逻辑切换变动，交易主线围绕“降息时点预期-经济软着陆与衰退博弈-全球经济复苏预期”展开，因此节奏上看大概率先低后高。整体铜价参考区间60000-72000元/7200-9000美元。交易策略空长多短，根据节奏设损。

◆ 风险提示 ◆

中国经济超预期复苏、地缘冲突升级

变局时刻即将到来

◆ 摘要 ◆

2023年镍产业链走向全面过剩，面向2024年，我们认为镍市场将再度迎来变局，主要体现在以下几方面：①海外市场货币政策转向，经济下行压力凸显；②“先立后破”下，中国经济增长或将迎来新动能，库存周期有望步入被动去库；③印尼完成镍产业政策底层制度设计，大选年政策扰动或将加剧；④随着电积镍成本线不断被突破，镍的定价逻辑可能发生转变，同时部分亏损电积镍产能或面临出清；⑤地产相关的传统需求或将继续回落，不锈钢与地产的联动性减弱，但新的增长动能正在不断显现；⑥锂电产业出清后，三元电池市场或将重回景气。

宏观方面，海外市场抗通胀取得明显成效，但紧缩性货币政策的传导时滞正在不断兑现，全球经济下行压力凸显，主要国家央行或将启动降息周期。中国经济定调“稳中求进、以进促稳、先立后破”，基建及高新技术等领域或将贡献需求增量，预计2024年继续稳中向好、温和复苏。印尼即将迎来2024年大选，印尼镍价指数标志着底层制度设计的完成，政策风险不容小觑。

随着电积镍利润不断收窄，后市镍价或将向MHP一体化转产电积镍成本线试探，部分产能或面临出清，同时硫酸镍-纯镍价差转正可能会导致镍的估值体系出现转变。即便印尼政府限制二级镍新建产能，但目前仍有大量二级镍产能待释放，预计原生镍供应压力不减。

随着房地产市场持续走弱，不锈钢在地产相关领域的消费或将继续式微，但新的增长动能有望贡献需求增量。三元电池在产能出清以及原材料价格回落的背景下，增速或将再度显现。合金方面，关注中国在军品及民品重点项目的推进情况。

综合对比来看，预计2024年全球原生镍过剩35.40万镍吨，中国原生镍过剩29.62万镍吨，对应2024年LME镍运行区间11000-15000美元/吨，沪镍运行区间90000-130000元/吨；预计不锈钢运行区间11000-14000元/吨。

镍&不锈钢

作者姓名：王彦青
期货交易咨询从业信息：Z0014569

研究助理：刘佳奇
期货从业信息：F03119322

铝

作者姓名：王贤伟
期货交易咨询从业信息：Z0015983

供应制约明显，消费仍存隐忧

◆ 摘要 ◆

宏观方面，海外市场已充分交易2024年美联储降息预期，5月份降息是大概率事件。重点关注市场的交易逻辑是否会由流动性宽松预期切换为实体需求下行的现实。国内经济政策端持续发力，后续关注特别国债发放进度及货币政策是否进一步发力。

进口矿的高占比及高集中度预示着矿石供应结构的脆弱性，2024年需重点关注几内亚的政局变化及澳大利亚的政策变动。成本端动力煤及辅料价格波动减弱，整体价格较为稳定，全国平均成本16000-16500元/吨。

2024年海外供应继续改善，需求或小幅回落，海外供需整体偏宽松。国内产能上限临近，供应略有增长，仍需较多数量的进口货源补充。消费端地产竣工环节上半年维持正增长，下半年或明显走弱。新能源车及光伏增速放缓，电力板块维持高景气度，出口环节降幅收窄，消费整体与2023年持平。2024年国内供需呈现小幅过剩的局面。

2024年铝价运行区间在17000-20000元/吨，上半年基本面驱动为主，走势前高后低。下半年窄幅震荡，关注降息对消费端的边际影响。

◆ 策略 ◆

- 1、一季度去库开启后Back结构有望再次走强。可考虑春节前后逢低在03-04合约上布局正套头寸。
- 2、当前利润再次回升至3000元/吨上方，冶炼企业可考虑在上半年逢高布局空头头寸锁定利润。
- 3、加工企业可考虑在上半年逢高对库存进行卖出套期套保。
- 4、关注春节前后的跨市套利机会，节前考虑做反套、节后做正套。

◆ 风险因素 ◆

地缘政治风险、美联储货币政策超预期

铅锌

作者姓名：王贤伟
期货交易咨询从业信息：Z0015983

预期见顶，现实筑底

◆ 摘要 ◆

铅：

供应方面，矿端及废电瓶2024年供应紧缺加剧，产量扩充受限，电瓶价格高企抬高成本中枢，进而影响铅价。消费端电动自行车及汽车电池更换需求托底，储能及5G基站或贡献一定增量，但锂价下跌对铅蓄电池的替代作用仍不可忽视。2024年国内供需维持小幅过剩格局。

预计2024年铅价运行区间在15500-17000元/吨，上方受供需过剩预期压制，下方由成本筑底支撑，价格中枢上移，关注旺季需求对铅价的阶段性提振。

锌：

供应方面，2024年锌锭紧缺逻辑切换至锌矿紧缺，矿端成本将进一步抬升进而影响锌价。消费端基建对锌消费存底部支撑，地产消费上半年维持正增长，下半年或明显走弱。汽车及电力板块高景气度维持，消费端亦小幅增加。2024年国内供应过剩格局有所缓解。

预计2024年锌价运行区间在20000-24000元/吨，价格中枢受影响或明显抬升，上半年前高后低，下半年震荡运行，旺季价格或出现次高点。上方空间仍受地产周期影响，关注地产后续政策进展。

◆ 风险 ◆

地产化风险进度不及预期；锂电池替代速度超预期；海外经济衰退速度超预期。

铁矿石

作者姓名：张少达
期货交易咨询从业信息：Z0017566

作者姓名：楚新莉
期货交易咨询从业信息：Z0018419

作者姓名：唐惠琰
期货交易咨询从业信息：Z0019171

研究助理：沈锐
期货从业信息：F03114198

供需均有增量，把握市场节奏

◆ 摘要 ◆

1、展望2024全年，全球铁矿石供需仍有增量，供给增幅大于需求，把握节奏性机会。

2、2024年全球铁矿石供需双增，供给增量大于需求增量。供给方面，预计 2024 年全球铁矿石供应增加 4750 万吨，其中海外矿山增量约 3250 万吨，国产矿增量 1500 万吨。海外矿山增量主要来源于非主流矿山的新投产项目，国产矿增量以新矿山项目产能投产为主。需求方面，在海外经济周期及新增钢铁产能投放的指引下，预计2024年海外铁矿石需求或增加 2400 万吨，国内仍处于高炉产能投放期，考虑到终端市场需求恢复缓慢以及钢材出口需求已处于高位，预计2024年中国铁矿石需求增加约 800 万吨。

3、价格方面，2024年铁矿石价格或继续围绕预期与需求主线进行交易，上半年供需偏紧，下半年供强于需，把握节奏性机会。全年供给高于需求，矿价重心下移，但库存偏低的情况下重心下移幅度有限。矿价上方高度有望受联储降息、国内复苏及产业补库预期打开空间。预计2024年铁矿石价格前高后低，价格运行区间95-140美元/吨，均值115美元/吨。

◆ 风险提示 ◆

海外金融风险、行政性限产政策出台

螺纹、热卷

作者姓名：楚新莉
期货交易咨询从业信息：Z0018419

需求分化，乍暖还寒——
可攻可守的2024

◆ 摘要 ◆

展望2024年钢材市场，地产用钢需求持续下滑已成为趋势，但2024年降幅有望收窄，房地产的剧烈调整或至均衡水平以下，后期有望均值回归，11月份地产新开工面积降幅放缓，有触底迹象。同时汽车、钢结构、新能源、船舶等工业用钢需求的快速发展有望推动钢铁行业迎来新的发展机遇。总体来说，制造业与建筑业需求继续分化是未来国内钢铁行业趋势，出口作为供需减压阀，2024年或面临一定的下滑，产量平控或许再度出现。

价格方面，需要关注库存周期。2024 年国内外宏观周期共振复苏预期不强，制造业库存周期共振预期亦不强，在宏观周期和制造业库存周期未共振前，不宜对工业品投机需求有过高期待，结构性行情大于趋势性行情。国内制造业个别行业有温和主动补库的动作，但是对驱动黑色需求周期性回升的力度偏中性。2024年即使进入被动去库或主动补库阶段后，钢材价格也不一定会趋势性上涨。以当前钢铁的潜在产能以及产能释放速度，产量弹性非常高。当产能过剩问题较为明显，叠加下游需求过于疲软时，将呈现出弱库存周期的特点。若出现弱补库，钢价上涨的动能并不足，甚至不能排除价格中枢继续下移的可能。

利润方面，普钢利润改善一方面需要成本端有让利条件，也就是原料供给问题缓解，目前看会有一定缓解，但很难大幅度宽松；一方面需要普钢供给端更加自律，如果失血性生产继续下去，行政性减产的必要性就会提升。2024年我们更应关注供给端政策对黑色产业的影响。

我们判断2024年钢材走势是M字型（2022年我们判断2023年是N型）。螺纹期货主力合约价格区间为3300-4300元/吨，热卷期货主力合约价格区间为3500-4500元/吨。

◆ 风险提示 ◆

- 1.美联储货币政策变化节点；
- 2. 国内经济复苏不及预期；
- 3.粗钢产量政策

焦煤、焦炭

作者姓名：唐惠珽
期货交易咨询从业信息：Z0019171

雄心与软肋并存

◆ 摘要 ◆

能源转型战略下，传统能源资本开支积弱，掣肘了煤矿产能扩张，煤炭价格弹性趋弱；为应对市场失灵带来的绿色危机，政府积极作为，稳价保供政策逐渐加码，2021年~2022年，新增煤矿产能重回10年前高峰；然而，2024年至2025年煤炭行业的固定资产投资或将放缓，煤炭保供政策推动的产能扩张宣告结束，取而代之的是煤矿产能储备制度。

在此背景下，我们对2024年提出五点展望：（1）铁水年内前高后低，经济形势严峻、碳约束后置，粗钢平控政策难以复出；（2）安全扰动逐季消减，焦煤国内产量全年微增，节奏先低后高；（3）蒙古仍将有接近一半的煤炭出口量采用传统贸易模式，因此蒙煤坑口长协折仓单价格仍能为盘面提供适度支撑。（4）排除行政手段对供应的干扰，在上行周期，品质更优的澳煤通常能锚定焦煤期货的天花板，其现货折仓单价格往往先于盘面见顶，且拐点高于盘面拐点。（5）至于焦炭，产能继续过剩，淘汰置换再难掀起波澜，作为话语权最弱环节，焦炭利润围绕零轴微幅波动，生产变动不大，难以形成独立行情。

方向及安全边际：

（1）焦煤H1整体趋势向上，旺季需求证伪有回调压力；底部支撑为蒙煤长协折仓单价（23年Q4：1300元/吨）；上方压力为澳煤折仓单价（23M10至M11均值：2160元/吨）。（2）焦炭为跟随品种，做多效益较差，难有独立行情；底部支撑：焦钢毛利差10%附近对应盘面底部；上方压力：澳煤折仓单价*1.26。

◆ 风险提示 ◆

地缘政治风险扩散、突发特大煤炭事故、极端天气、疫情大规模爆发等。

2024年仍是均值下降的一年

◆ 摘要 ◆

2024年铁合金价格均值仍将是下跌的一年。首先，需求端向上弹性有限，钢厂端需求偏稳，其他领域或小幅增加，但整体增量比较有限。然而，供应端却在继续投产新产能，无论是硅铁还是硅锰，产能过剩程度或有所加剧。需求与产能并不匹配，低利润压缩供给来适应需求，仍将是2024年的主线。然而，2024年成本端或将继续小幅下移。动力煤价格中枢小幅下移，带动兰炭价格走低，且电费缺乏上涨的成本支撑，焦炭价格均值变化不大，锰矿价格均值小幅下降，硅铁和硅锰价格中枢仍有下行空间。将内蒙作为下方成本支撑，甘肃（硅铁）和青海-宁夏（硅锰）作为上方压力，2024年硅铁运行区间或在6200-7400元/吨，硅锰运行区间或在6000-7000元/吨。现阶段市场焦点在于钢厂补库行情的展开，中期2401合约硅铁或将涨至7100-7200元/吨，硅锰或将涨至6700-6800元/吨。然而，春节之后上游仍将面临库存新高的压力，价格或将出现明显下跌，工厂可选择2405合约卖保，硅铁参考7300-7400元/吨，硅锰参考6900-7000元/吨。

◆ 风险提示 ◆

能耗双控（上行）、粗钢平控（下行）。

铁合金

作者姓名：张少达
期货交易咨询从业信息：Z0017566

工业硅

作者姓名：王彦青
期货交易咨询从业信息：Z0014569

重回低波动时代

◆ 摘要 ◆

2023年，工业硅价格整体呈下行态势，下行压力主要体现在上半年，需求走弱是其主要推手。

2024年，工业硅供应增量将继续释放，我们预计2024年工业硅产量将达443万吨，叠加97硅与再生硅的供应，全年总供应量将接近500万吨。

需求方面，多晶硅增量需求将进一步释放，依然是工业硅消费增长最大的贡献力量；有机硅需求将继续受地产行业拖累，新增产能落地仍将不及预期，但对工业硅消费维持小幅增长。铝合金需求相对稳定，波动预期有限；出口端在海外经济下行的趋势下难有增量，或基本持平于2023年。

成本端，全球供应链趋于稳定，原料价格波动放缓，工业硅成本下行空间有限，同时给工业硅价格带来托底作用。

库存端，相对偏高的库存或不会给价格压力，同时库存“蓄水池”对供需的调节作用加强，有利于平抑价格波动。

总体来看，预计2024年工业硅供需相对平衡，由于潜在供应增量充足，价格上将偏向于成本定价，同时库存对供需的调节作用有望加强，2024年工业硅价格波动或将减弱。价格变化趋势方面，预计上半年宏观需求难有起色，工业硅继续底部运行，下半年环境好转，工业硅价格将有所抬升，但上行空间仍相对有限。预计2024年工业硅期货价格运行参考区间为：上半年13000-15000元/吨，下半年14000-16500元/吨。

◆ 风险点 ◆

国内政策变化、海外经济表现超预期、地缘政治

供给出清之年，价格难逃低谷

◆ 摘要 ◆

核心观点：

2024年，锂矿和盐湖提锂供给将达到132.75万吨LCE，需求为109.7万吨LCE，静态过剩预测23.05万吨LCE，而从供给与需求的增量来计算，新增过剩幅度17.55万吨LCE。2024年价格仍将处在熊市中，成本支撑大概率在8万元/吨。

以下，碳酸锂合理价格中枢8-10万元/吨，价格走势先抑后扬，上半年最低或至7万元/吨以下，下半年反弹高度难以超过 11 万元/吨。

碳酸锂

作者姓名：张维鑫
期货交易咨询从业信息：Z0015332

光伏

作者姓名：王彦青
期货交易咨询从业信息：Z0014569

研究助理：刘佳奇
期货从业信息：F03119322

过剩、内卷，破局之道何在

◆ 摘要 ◆

2023年全球光伏装机持续超预期，中国、欧洲、美国等主要市场多点开花。展望2024年，我们预计全球光伏装机将出现分化，具体来看：预计中国新增光伏装机增速将出现回落，受并网消纳问题制约，分布式装机或将面临瓶颈，不过随着风光大基地项目的稳步推进，集中式装机或表现亮眼；美国市场光伏装机或将继续实现稳步增长，主要原因在于IRA受益的装机项目或将在2024年加速落地，但是美国对光伏产品的贸易壁垒较高，导致供应端略显偏紧，实际装机成本偏高可能对装机形成一定约束；欧洲方面，光伏装机快速增长导致消纳和储能压力有所增加，且目前欧洲能源价格已明显回落，预计新增光伏装机增速将出现大幅放缓；印度是主要的新兴市场，BCD关税导致2023年新增光伏装机出现明显下滑，不过印度光伏项目储备充足，叠加部分项目被延期，预计2024年新增光伏装机量将出现大幅增长。综合来看，我们预计2024年全球光伏装机将达到500GW。

从产业链角度看，2023年光伏主产业链产能持续释放，各环节过剩不断加剧。多晶硅方面，新增产能投产有所加快，目前价格已跌至成本线附近，预计2024年价格有继续承压风险；硅片方面，库存去化周期完成，下游需求维持稳定，预计价格走弱空间有限；电池片方面，随着N/P价差缩窄，预计TOPCon产能释放速度将有所加快，落后P型产能或面临出清；组件方面，上游成本持续回落驱动组件价格偏弱运行，目前中标价已见到低于1元/W的价格，预计2024年继续下跌的动能不足，但如果产业链过剩压力未得到有效缓解，组件价格亦难有上行动力。

展望2024年，我们预计市场竞争将大幅加剧，主要体现在两方面，一是部分主要光伏装机市场需求放缓，企业经营将有所承压；二是行业内卷加剧，价格逐步跌破成本线，非头部企业或面临出清风险。光伏产业发展的本质是降本增效，在主产业链价格战火热时，企业可积极拥抱期货工具，通过套期保值来抑平辅材价格波动，实现稳健经营。

欧盟碳价外溢，中国积极求变

◆ 摘要 ◆

全国碳市场有望由“两年一履约”迈向“年度履约”，电力行业配额分配基准值预计下调0.5%~1%，市场或出现0.55~1.18亿吨的净缺口。CCER重启半年后将陆续形成实际供应量，不足千万吨的存量CCER大概率在2024年被悉数消耗，整体CCER体量有限，难以冲击全国碳市场。团队判断2024年全国碳市场价格中枢有望抬升至78元/吨，履约驱动特征仍将明显。

建材（水泥）、钢铁行业纳入全国碳市场工作稳步推进，预计水泥于2024年纳入市场，届时碳市场交易活跃度有望提升。水泥和钢铁行业在试点市场多为配额买方，且均存在产能过剩之嫌，未来纳入全国碳市场后，水泥和钢铁行业的配额分配或偏紧，碳价有望获得新增长极。

作为气候政策领袖，欧盟正在逐步构建绿色贸易壁垒，欧盟的高昂碳价正在外溢。欧盟碳边境调节机制（CBAM）已于2023年10月1日进入过渡期，期间出口企业需要每年上报相关产品的碳排放数据，但不需要缴纳CBAM证书，我国对欧出口的钢铁和铝企业还有两年喘息空间。然而，2024年起，欧盟排放交易体系正式纳入海运业，进入欧盟港口的大型船舶（5000总吨及以上），均需缴纳欧盟碳配额，海运输欧商品的直接碳成本约12~27欧元/TEU。

逐渐显露的“气候俱乐部”亦透露出危险的信号。2021年，美欧启动建立可持续钢铝全球安排（GSA）的谈判，双方达成暂时性共识，即美国以关税配额替代第232条关税，欧盟暂停对美征收相关关税。2024年美国当选势必会让GSA产生更多变数。

碳排放

作者姓名：唐惠珽
期货交易咨询从业信息：Z0019171

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/018140054110006024>