

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，这不可避免地把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

中信建投期货
CHINA FUTURES

CHINAFUTURESRESEARCH

政策积极发力，经济复苏可期

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。

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/846101112202010032