

“两会”符合预期，商品关注结构机会

研究院

研究员

徐闻宇

✉ xuwenyu@htfc.com

从业资格号：F0299877

投资咨询号：Z0011454

蔡劭立

☎ 0755-23887993

✉ caishaoli@htfc.com

从业资格号：F3056198

投资咨询号：Z0015616

高聪

☎ 021-60828524

✉ gaocong@htfc.com

从业资格号：F3063338

投资咨询号：Z0016648

投资咨询业务资格：

证监许可【2011】1289号

策略摘要

2024 年的政府工作报告释放了财政温和扩张的讯号，总体符合预期。一方面，广义财政虽高于去年年初目标，但仍低于年中上修后的程度；另一方面，特别国债进入到“常态化”发行，长期影响强于短期，稳定中国宏观资产负债表。关注商品结构性的机会。

核心观点

■ 宏观

政策扩张初期，资产端扩张温和，关注市场预期差带来的调整压力。中国宏观资产负债表的负债端随着 2 月货币政策的降准和降息，开启了本轮负债扩张的序幕；但是宏观资产端的扩张表现出长期性的特征，2 月份 PSL 扩张暂停，3 月份政府工作报告 3.0% 的赤字目标持平于去年，在化债背景下 4.06 万亿赤字规模和 3.9 万亿地方债限额虽然表现为政策的环比扩张，但是相比较房地产 2023 年两位数的回落，短期资产的创造仍谨慎，特别国债的扩张表现为长期性的特征。在短期“缺资产”延续状态下，收益率曲线仍有趋平压力（+1×T-2TS），关注商品调整风险。

■ 中观

政府工作报告对商品的影响。整体宏观预期得到提振，中央财政有所发力，广义财政较去年明显加码，对应基建投资和设备投资，消费方面的大规模设备更新以及消费品的以旧换新同样值得持续关注，对应是工业品的需求受益。但现阶段核心矛盾在于复工复产进度偏慢，以及 2024 年后整体债务发行节奏平稳，政策超前发力的迹象不明显。

从库存周期的角度，关注汽车、运输设备、橡塑、燃气、黑色冶炼、电子等进入补库周期的行业。1 月制造业 PMI 分行业来看，原材料、中间品、设备回升，消费较上月回落，设备领跑大类行业。

事件策略来看，全国两会：复盘近 11 年的两会资产样本：A 股受益明显，两会后一周和后一月中证 1000 和中证 500 表现较强，样本上涨概率在 70% 左右；商品在两会期间有所承压，两会后逐步企稳修复。

■ 微观

商品交投情绪清淡，芳烃系化工（EB、PX、TA）、生猪、贵金属存在结构性机会。

■ **风险：**地缘政治风险（能源板块上行风险）；全球经济超预期下行（风险资产下行风险）；美联储超预期收紧（风险资产下行风险）；海外流动性风险冲击（风险资产下行风险）。

目录

核心观点	1
全球宏观定价继续收敛.....	3
中国宏观政策短期谨慎.....	4
国内经济短期改善缓慢	5
中央财政扩张略有加码	7
政策短期增量未超预期	9
“高质量”溢价的长期性	10
关注商品的结构性的机会.....	12

图表

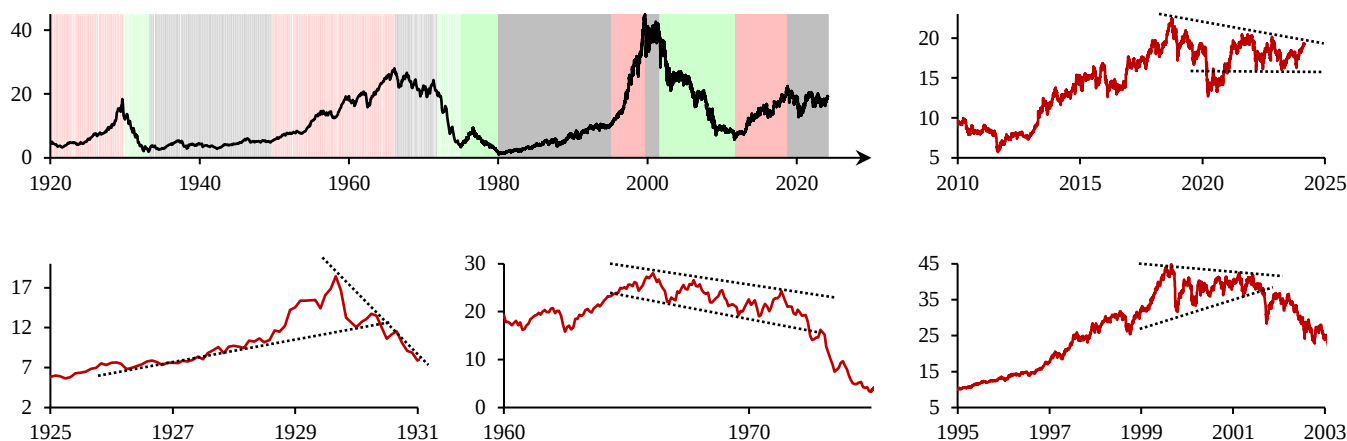
图 1：道金比价历史走势和四次顶部市场特征 单位：指数点/盎司	3
图 2：道金比价具有低基数效应 单位：指数点/盎司	3
图 3：道金比同比转正和消费不悲观 单位：%YOY	3
图 4：中国超预期指数显示悲观短期收敛 单位：STD	4
图 5：但相对海外仍稍显不足 单位：STD.....	4
图 6：中国经济月度热力图 单位：%.....	5
图 7：百城拥堵延时指数（农历）	6
图 8：整车货运流量数据（农历）	6
图 9：28 个城市地铁客流总量 单位：万人次	6
图 10：16 城市二手房成交累计求和 单位：平方米	6
图 11：2013-2023 全国两会前后的资产历史复盘 单位：%.....	8
图 12：结构性宏观政策直接作用于微观主体 单位：%.....	9
图 13：1 月 M1 同比增长超预期 单位：%	9
图 14：三大产业平减指数将收敛 单位：%YOY	10
图 15：金融条件的改善或推动名义价格回升 单位：%.....	10
图 16：美联储资产绝对规模继续收缩，但缩表同比速度已放缓 单位：%YOY，百亿美元	11
图 17：财政赤字率目标（左轴）和十年期国债期货（右轴） 单位：%，元	11
图 18：制造业分行业 PMI 三月均值对比 单位：%.....	12
图 19：制造业分行业 PMI 对比 单位：%.....	12
图 20：化工品各品种平衡表库存指数预估 单位：%.....	13
图 21：全国能繁母猪存栏 单位：万头	13
图 22：外购仔猪育肥利润 单位：元/头	13
图 23：主要商品品种 2024 年库存趋势推演 单位：%.....	14
表 1：政府工作报告摘要	7
表 2：结构性货币政策工具情况表（截止 2023 年 12 月底）	10

全球宏观定价继续收敛

美国经济短期有韧性，市场定价在“降息”和“不降息”之间收敛。我们以“道金比”来衡量市场对于美国经济周期的定价，改比值在去年四季度开始美联储结束加息的引导下持续回升，2月末接近调整通道的高点附近，隐含了美国改善金融周期的努力。

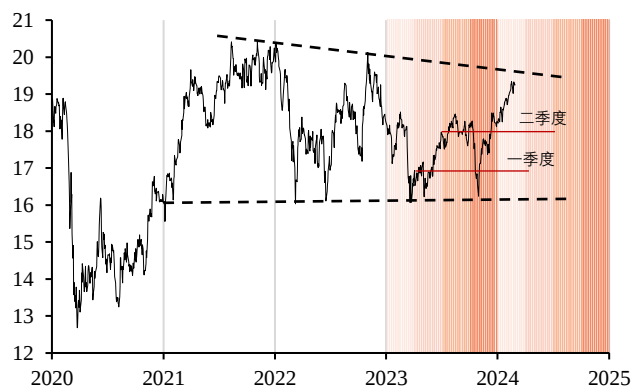
道金比价显示 2010 年以来的经济扩张进入到收敛。伴随着 2018 年开始经济繁荣的褪去，我们看到的是美国对外向中国发起的贸易战、科技战和金融战，对内重新实施的量化宽松政策，并且通过 2020 年疫情的冲击将非常规政策“常规化”。2023 年四季度以来，受到市场预期美联储再次宽松政策的影响，道金比价再次会升至区间高位，即使在不发生风险冲击的假设下，我们预计 3 月下行风险也在加大。

图 1：道金比价历史走势和四次顶部市场特征 | 单位：指数点/盎司



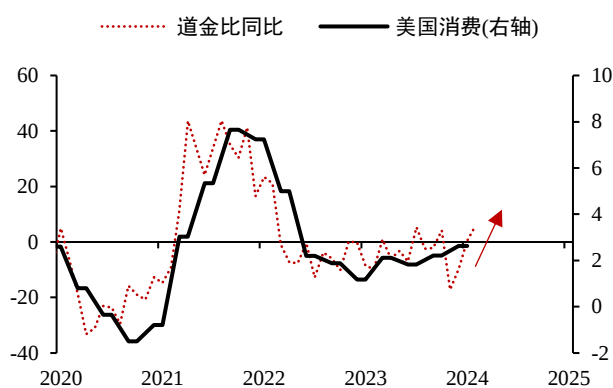
数据来源：iFind 华泰期货研究院

图 2：道金比价具有低基数效应 | 单位：指数点/盎司



数据来源：iFind 华泰期货研究院

图 3：道金比同比转正和消费不悲观 | 单位：%YOY



数据来源：iFind 华泰期货研究院

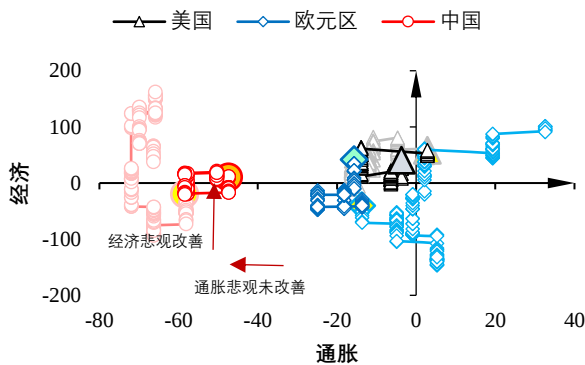
中国宏观政策短期谨慎

从外部来看，美联储“鹰派”降低了国内宏观政策空间。年初以来市场对美联储货币政策定价从“降息”逐渐转向“不降息”甚至对于“加息”的声音也略有上升。从经济数据来看，2023 年开始美国经济呈现同比放缓但环比改善的特征，也支持着美联储短期政策不宽松。预计 3 月美联储政策仍将延续“不降息”的倔强。

从内部来看，春节高频数据显示经济恢复的力道不强。对比近几年春节数据发现，春节期间出行人次像执行航班数和主要城市地铁客运量数据好于季节性，电影票房持平于 2021 年同期水平，汽车销售符合季节性。但是在春节后第一周的情况来看，复工率及劳务上工率虽然同比 2023 年有所增加，但是商品房和二手房成交仍然比较疲弱。

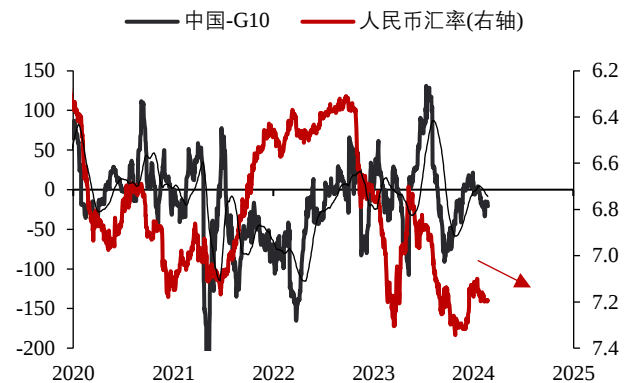
国内经济弱现实的状态 3 月预计仍将延续。从 2015 年开始实施供给侧结构性改革，国内货币政策持续处在“稳健中性”的状态之中，在经济增长的波动中调整逆周期和跨周期的分配。随着海外延续短期“不降息”的倔强（道金比指标显示 3 月美国经济或继续保持相对强劲），国内 2 月份虽然开启了降准降息政策的窗口，提升短期内经济稳增长的政策供给，但是在海外“降息”政策保持谨慎的窗口期，我们预计宏观政策出台的力道短期受到制约，政府工作报告对于扩张的表述未超预期，经济数据和人民资产短期压力仍存。

图 4：中国超预期指数显示悲观短期收敛 | 单位：STD



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 5：但相对海外仍稍显不足 | 单位：STD



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

国内经济短期改善缓慢

继续关注农历 2 月 2 日“龙抬头”后复工复产进度。受假期因素影响，假期出行和消费显著改善，中国 2 月服务业 PMI 显著回升；制造业 PMI 小幅回落 0.1 个百分点，分项来看，新订单环比持平，生产分项环比下降 1.5 个百分点至 49.8，产成品库存回落 1.5 个百分点。此外，2024 年 1 月全国合计发行地方政府债券 3845 亿元，其中一般债券 1938 亿元、专项债券 1907 亿元，发行总量同比下降 40.3%，且低于此前披露计划，目前来看稳增长政策超前发力的预期有所下调。

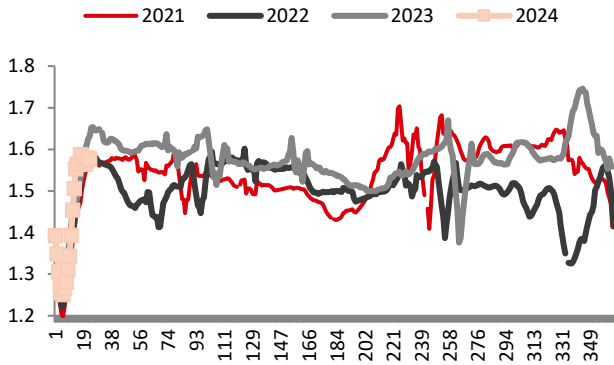
图 6：中国经济月度热力图 | 单位：%

增量的贡献（2022年 对实际GDP同比贡献		指标名称	单位	2024/02	2024/01	2023/12	2023/11	2023/10	2023/09	2023/08	2023/07	2023/06	2023/05	2023/04	2023/03
净出口	17.10%	GDP:不变价:当季同比	%			5.2		4.9		6.3		4.5			
		出口金额:累计同比	%			-4.6	-5.3	-5.6	-5.7	-5.6	-5.0	-3.2	0.3	2.5	0.5
		进口金额:累计同比	%			-5.5	-6.1	-6.5	-7.5	-7.6	-7.6	-6.7	-6.7	-7.3	-7.1
投资	50.10%	固投:累计同比	%			3.0	2.9	2.9	3.1	3.2	3.4	3.8	4.0	4.7	5.1
		地产投资:累计同比	%			-9.6	-9.4	-9.3	-9.1	-8.8	-8.5	-7.9	-7.2	-6.2	-5.8
		制造业投资:累计同比	%			6.5	6.3	6.2	6.2	5.9	5.7	6.0	6.0	6.4	7.0
		基建投资:累计同比	%			8.2	8.0	8.3	8.6	9.0	9.4	10.7	10.1	9.8	10.8
		制造业PMI	%	49.1	49.2	49	49.4	49.5	50.2	49.7	49.3	49	48.8	49.2	51.9
消费	32.80%	社会零售:累计同比	%			7.2	7.2	6.9	6.8	7	7.3	8.2	9.3	8.5	5.8
		服务业PMI	%	51	50.1	49.3	49.3	50.1	50.9	50.5	51.5	52.8	53.8	55.1	56.9
		城镇调查失业率（色阶相反）	%		5.2	5.1	5.0	5.0	5.0	5.2	5.3	5.2	5.2	5.2	5.3
通胀		CPI:当月同比	%		-0.8	-0.3	-0.5	-0.2	0	0.1	-0.3	0	0.2	0.1	0.7
金融		社会融资规模存量:同比	%		9.5	9.5	9.4	9.3	9	9	8.9	9	9.5	10	10
		金融机构:各项贷款余额:同比	%		10.4	10.6	10.8	10.9	10.9	11.1	11.1	11.3	11.4	11.8	11.8

数据来源：Wind 华泰期货研究院

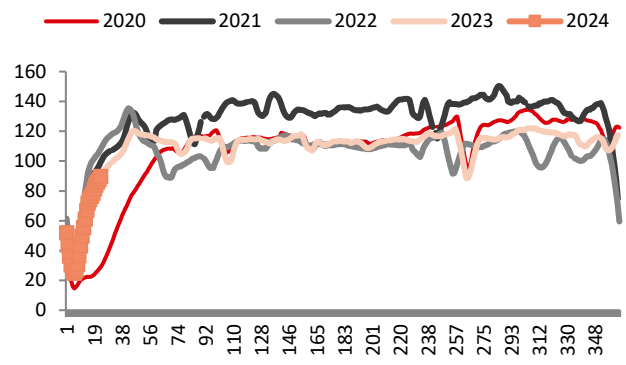
高频的复工复产进度偏慢。截至 2 月 27 日(农历正月十八)，据百年建筑调研全国 10094 个工地开复工率 39.9%，农历同比增加 1.5 个百分点；劳务上工率 38.1%，农历同比下降 5.2 个百分点；商品需求端的地产一手、二手房销售也表现偏弱，但从地铁客运量和百城拥堵数据来看，复工进度仍在持续推进，整个复工复产将延续至春节后一个月，即 3 月 15 日前后才能完全明确需求端的恢复程度。

图 7：百城拥堵延时指数（农历）



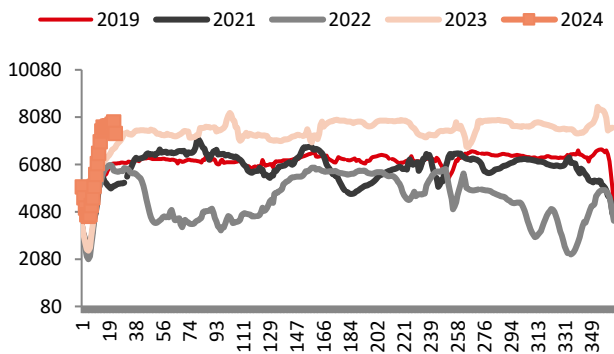
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 8：整车货运流量数据（农历）



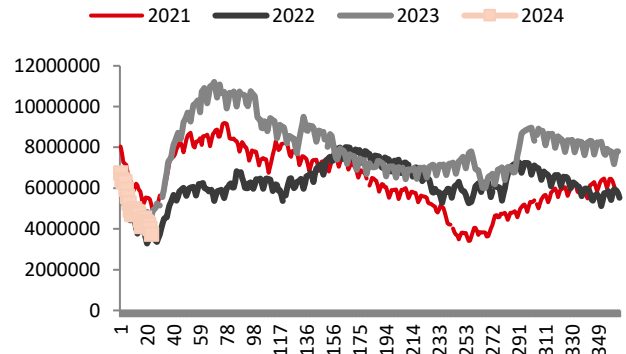
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 9：28 个城市地铁客流总量 | 单位：万人次



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 10：16 城市二手房成交累计求和 | 单位：平方米



数据来源：Wind 华泰期货研究院

中央财政扩张略有加码

今年政府工作报告看点如下：

广义财政发力，4.06 万亿赤字规模，3.9 万亿专项债，1 万亿特别国债；叠加此前新增的1 万亿国债、5000 亿 PS�；后续重点关注政策投放的节奏。

产业政策方面，1、“现代化产业体系”，其中提到“先进制造业集群”、“传统产业高端化、智能化、绿色化转型”、“现代生产性服务业”；2、“新兴产业和未来产业”，涉及涉及了“巩固扩大智能网联新能源汽车等产业领先优势,”“加快前沿新兴氢能、新材料、创新药等产业发展”,“积极打造生物制造、商业航天、低空经济等新增长引擎”,“制定未来产业发展规划,开辟量子技术、生命科学等新赛道”；3、“培育新兴产业和未来产业”，强调“加强重点行业统筹布局和投资引导,防止产能过剩和低水平重复建设”。

消费方面，“从增加收入、优化供给、减少限制性措施等方面综合施策,激发消费潜能”,“鼓励和推动消费品以旧换新,提振智能网联新能源汽车、电子产品等大宗消费”。

表 1：政府工作报告摘要

项目	2024 年	2023 年	2022 年	2021 年
GDP 增速	5%左右	5%左右	5.5%左右	6%以上
CPI 增速	3%左右	3%左右	3%左右	3%左右
城镇新增就业	1200 万人以上	1200 万人左右	110 万人以上	1100 万人以上
城镇调查失业率	5.5%左右	5.5%左右	5.5%以内	5.5%左右
赤字率	3%	3%	2.8%左右	3.2%左右
赤字规模	4.06	3.88	3.37	3.57
地方债限额	3.9 万亿	3.8 万亿元	3.65 万亿元	3.65 万亿元
特别国债	1 万亿（连续几年）	1 万亿（10/24）		
M2 和社会融资	同经济增长和价格水平预期目标相匹配	同经济增长和价格水平预期目标相匹配	与名义经济增速基本匹配	与名义经济增速基本匹配
单位国内生产总值能耗	2.5 左右	继续下降,重点控制化石能源消费	“十四五”统筹考核	3%左右
首要工作目标	大力推进现代化产业体系建设,加快发展新质生产力	着力扩大国内需求	着力稳定红经济大盘,保持经济在合理区间	保持宏观政策连续性稳定性可持续性,促进经济运行在合理区间

项目	2024 年	2023 年	2022 年	2021 年
地产	适应新型城镇化发展趋势和房地产市场供求关系变化，加快构建房地产发展新模式。加大保障性住房建设和供给，完善商品房相关基础性制度，满足居民刚性和改善性住房需求，解决好新市民、青年人等住房问题。	有效防范化解优质头部房企风险，改善资产负债状况，防止无序扩张，促进房地产业平稳发展。加强住房保障体系建设，支持刚性和改善性住房需求，解决好新市民、青年人等住房问题。	坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，支持合理住房需求，稳地价、稳房价、稳预期，因城施策，促进房地产市场良性循环和健康发展。	坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，稳地价、稳房价、稳预期。
基建/中央预算内投资	7000 亿	/	6400 亿	6100 亿
减税降费	落实好结构性减税降费政策，重点支持科技创新和制造业发展	完善税费优惠政策	退税减税约 2.5 万亿元	实施新的结构性减税

数据来源：政府工作报告 华泰期货研究院

全国两会的日历效应分析。复盘近 11 年的两会历史表现来看，A 股受益明显，两会后一周和后一月中证 1000 和中证 500 表现较强，样本上涨概率在 70%左右；商品在两会期间有所承压，两会后逐步企稳修复。

图 11：2013-2023 全国两会前后的资产历史复盘 | 单位：%

	上证综指	10Y国债利率(绝对值变化,%)	美元兑人民币	创业板指	上证50	沪深300	中证500	中证1000	Wind商品指数	软商品	油脂油料	煤焦钢矿	有色	化工	非金属建材	谷物	农副产品	黄金	原油
前一周	平均涨跌幅 0.73%	0.0214	0.09%	0.25%	0.74%	0.40%	0.83%	0.87%	0.82%	0.31%	0.25%	0.97%	-0.05%	0.71%	1.10%	0.52%	0.11%	0.22%	2.84%
	样本上涨概率 55%	73%	64%	36%	45%	45%	55%	64%	55%	55%	73%	55%	55%	82%	73%	64%	56%	55%	45%
期间	平均涨跌幅 -0.72%	-0.0028	0.07%	0.34%	-1.22%	-1.10%	-0.86%	-0.05%	-1.85%	-0.23%	-0.60%	-2.38%	-1.67%	-1.41%	-0.58%	-0.12%	-2.14%	-0.15%	-1.67%
	样本上涨概率 45%	27%	64%	55%	45%	36%	45%	55%	18%	45%	45%	36%	27%	36%	45%	55%	0%	55%	45%
后一周	平均涨跌幅 1.32%	-0.0047	-0.11%	2.57%	0.69%	1.22%	2.42%	2.80%	-0.36%	-0.09%	-0.45%	0.17%	-0.32%	-1.22%	-0.43%	0.12%	-0.05%	0.42%	0.28%
	样本上涨概率 64%	36%	18%	64%	55%	55%	64%	73%	45%	45%	36%	45%	55%	36%	55%	64%	67%	55%	55%
后一月	平均涨跌幅 3.60%	-0.0010	-0.17%	4.54%	2.90%	3.69%	5.43%	5.09%	-0.25%	1.39%	-1.39%	-1.17%	0.31%	-2.83%	-0.52%	-0.73%	0.28%	0.26%	3.07%
	样本上涨概率 73%	55%	36%	55%	55%	73%	73%	64%	55%	64%	36%	55%	64%	27%	45%	36%	33%	55%	73%

数据来源：Wind 华泰期货研究院

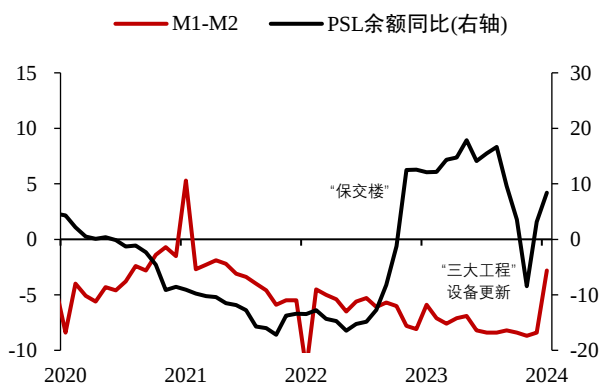
政策短期增量符合预期

1 月金融指标显示出宏观政策对冲的开启。在“稳增长”政策的驱动下，从去年 12 月央行便已经重启了 PSL 的结构性政策工具（12 月增加 3500 亿元，今年 1 月继续增加 1500 亿元，但 2 月投放暂停），对相应的政策支持领域进行金融资源的倾斜。而这种政策的扩张截至目前仍在延续的过程之中，人民银行行长潘功胜表示将“为保障性住房等‘三大工程’建设提供中长期低成本资金支持。”对于经济的效果，我们认为可以类比于美国 2020 年开启财政扩张，当实体经济的回报率下降造成市场失灵的时候，政策直接作用于微观实体的需求，差别仅在于美国通过财政转移至居民（消费驱动经济增长），中国则是通过准财政转移至企业（生产驱动经济增长）。

预计在央行 2024 年货币政策强调价格目标的情况下，价格的改善将领先于实际经济增长的改善。一方面，1 月“M1”再次开启了政策扩张的周期，市场预期的改善进入到了左侧观察区间。另一方面，在政策落地开启到政策逐渐强化（2 月 PSL 投放暂停叠加政府年度财政扩张仅小幅扩张）、以及进一步传导至经济数据改善之间，存在着时间差，二这里的缺口也形成了市场波动和交易的来源。

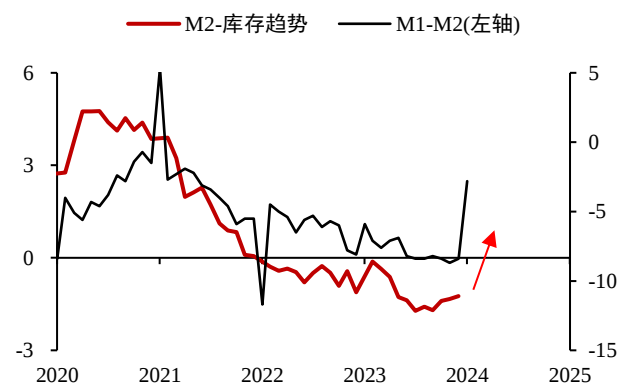
关注一季度人民币资产价格的低洼提供的机会。截止目前，美联储量化紧缩的状态还没有转变（按照美联储的时间表，其在 3 月的议息会议上将对放缓缩表政策进行深入的沟通讨论，这也是 3 月份宏观市场的一个看点），意味着需求端消费杠杆存在约束，在生产端扩张而消费约束的状况下，短期内对于供给端的供需矛盾压力会增加，商品的远期曲线或仍将以 Back 结构为主的表达。

图 12：结构性宏观政策直接作用于微观主体 | 单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 13：1 月 M1 同比增长超预期 | 单位：%

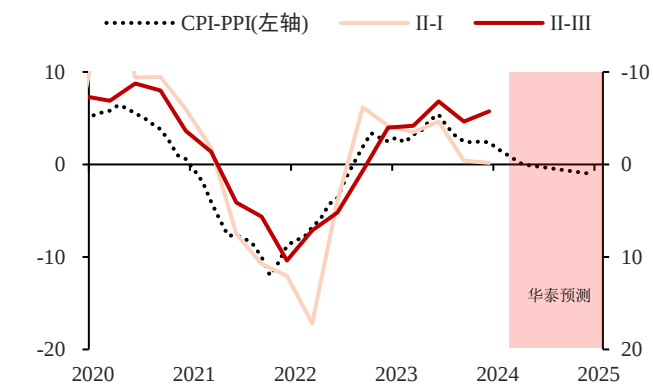


数据来源：Wind 华泰期货研究院

“高质量”溢价的长期性

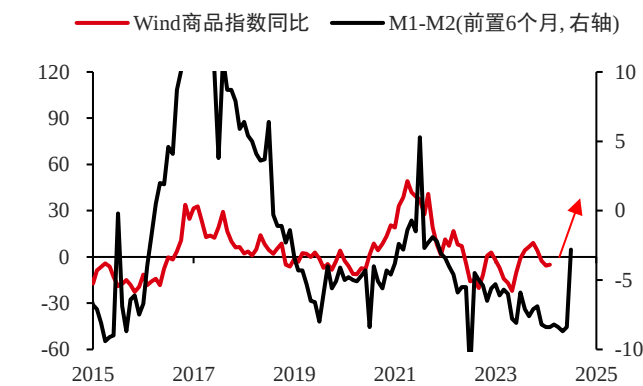
价格是一个经济结构变动的指示器，随着超长期特别国债的持续发行，关注未来“高质量”领域的价格溢价。从货币政策的角度，央行四季度货币政策报告指出，要多看利率下降的成效，社会融资成本稳中有降，结构的角
度，科技创新、绿色发展、中小微企业等重点领域的金融支持力度反馈了有效需求。从财政政策的角度，超长期特别国债的发行是未来多年持续的过程，对于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设提供政策支持。

图 14：三大产业平减指数将收敛 | 单位：%YOY



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 15：金融条件的改善或推动名义价格回升 | 单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

表 2：结构性货币政策工具情况表（截止 2023 年 12 月底）

工具名称		存续 状态	支持领域	发放对象	利率（1 年期）/ 激励比例	额度 （亿元）	余额 （亿元）
长期 性工 具	支农再贷款	存续	涉农领域	农商行、农合行、农信社、村镇银行	2%	8100	6562
	支小再贷款	存续	小微企业、民营企业	城商行、农商行、农合行、村镇银行、民商银行	2%	18000	16551
	再贴现	存续	涉农、小微和民营企业	具有贴现资格的银行业金融机构	2%(6 个月)	7400	5920
阶段 性工 具	普惠小微贷款支持工具	存续	普惠小微企业	地方法人金融机构	1%(激励)	800	526
	抵押补充贷款	存续	棚户区改造、地下管廊、重点水利工程等	开发银行、农发行、进出口银行	2.25%	/	32522
	碳减排支持工具	存续	清洁能源、节能减排、碳减排技术	全国性金融机构、部分外资金融机构和地方法人金融机构	1.75%	8100	5410
	支持煤炭清洁高效利用专项再贷款	到期	煤炭清洁高效利用、煤炭开发利用和储备	工农中建交、开发银行、进出口银行	1.75%	3000	2748
	科技创新再贷款	到期	科技例新企业	全国性金融机构	1.75%	4000	2556
	普惠养老专项再贷款	存续	浙江、江苏、河南、河北、江西试点，普惠养老项目	工农中建交、开发银行、进出口银行	1.75%	400	18
	交通物流专项再贷款	到期	道路货物运输经营者和中小微物流(含快递)、仓储企业	工农中建交、邮储、农发行	1.75%	1000	316
	设备更新改造专项再贷款	到期	制造业、社会服务领域和中小微企业、个体工商户	全国性金融机构	1.75%	2000	1567
	普惠小微贷款减息支持工具	到期	普惠小微企业	16 家全国性金融机构、地方法人金融机构	1%(激励)	/	269
	收费公路贷款支持工具	到期	收费公路主体	全国性金融机构	0.5%(激励)	/	83
阶段 性工 具	民企债券融资支持工具（II）	存续	民营企业	专业机构	1.75%	500	0
	保交楼贷款支持计划	存续	保交楼项目	工农中建交、邮储	0%	2000	56

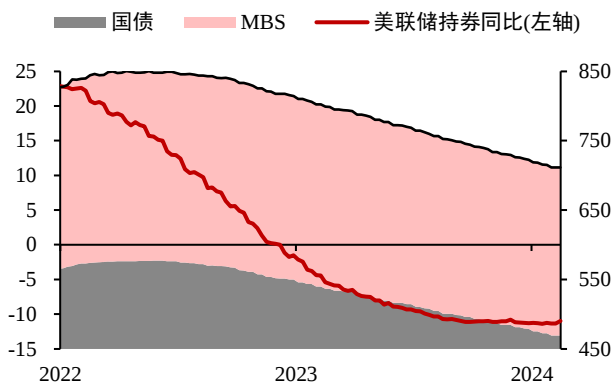
房企纾困专项再贷款	到期	房企项目并购	5 家全国性资产管理公司	1.75%	800	0
租赁住房贷款支持计划	存续	试点城市收购存量住房	工农中建交、邮储、开发银行	1.75%	1000	0
合计						75106

资料来源：PBOC 华泰期货研究院

短期来看，周期向下的力量仍在发酵，国内宽货币的政策已经开启。2024 年的货币政策目标从“保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配”¹转向了“保持社会融资规模、货币供应量同经济增长和价格水平预期目标相匹配”²，经济增长的价格条件在政策目标中被突出出来，意味着价格水平的改善成为未来驱动经济预期改善的重要指标——相比较美国通过“财政货币”扩张消费的方式驱动经济，在宏观分配政策改革落地前（2024 年政府工作报告对于改革的表述仍以“推进财税金融等领域改革”，和 2022 年相比变化不大），中国经济结构的特征决定了宏观政策的作用有效性仍将以生产为主。

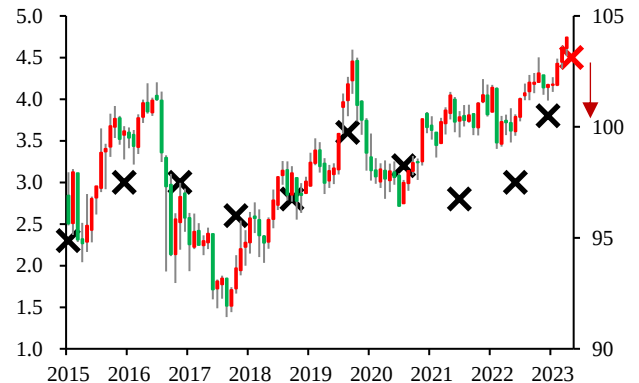
政策处在扩张的初期，关注短期缺乏增量的风险。2 月货币政策的降准和降息开启了本轮宏观政策宽松的序幕，在财政扩张缓慢的“缺资产”状态下，长久期国债大幅上涨，TL-MLF 利差趋平。3 月短期资产的创造仍谨慎，特别国债的扩张表现为长期性的特征。在短期“缺资产”延续状态下，收益率曲线仍有趋平压力（+1×T-2TS），关注商品调整风险。

图 16：美联储资产绝对规模继续收缩，但缩表同比速度已放缓 | 单位：%YOY，百亿美元



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 17：财政赤字率目标（左轴）和十年期国债期货（右轴） | 单位：% ， 元



数据来源：Wind 华泰期货研究院

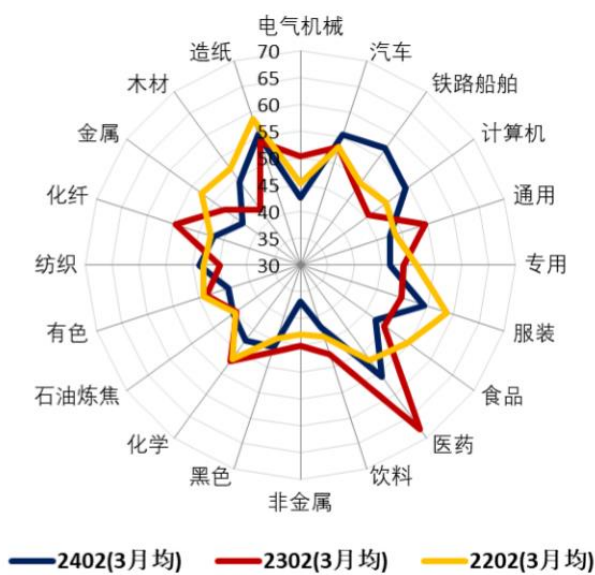
¹ 参见 2023 年三季度货币政策报告：<http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/5150339/index.html>

² 参见 2023 年四季度货币政策报告：<http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/5238308/index.html>

关注商品的结构性机会

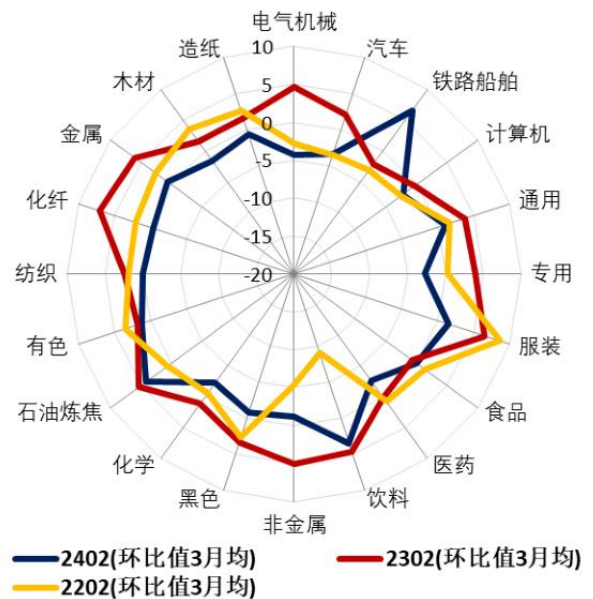
制造业 PMI 分行业数据来看，原材料、中间品、设备回升，消费较上月回落，设备领跑大类行业。表现相对强劲的行业主要是铁路船舶航空、造纸印刷文教；表现较弱的行业有电气机械、汽车、专用设备、服装、食品、饮料、非金属、黑色、化学、有色、纺织、化纤、木材家具。

图 18：制造业分行业 PMI 三月均值对比 | 单位：%



数据来源：中采 PMI 华泰期货研究院

图 19：制造业分行业 PMI 对比 | 单位：%



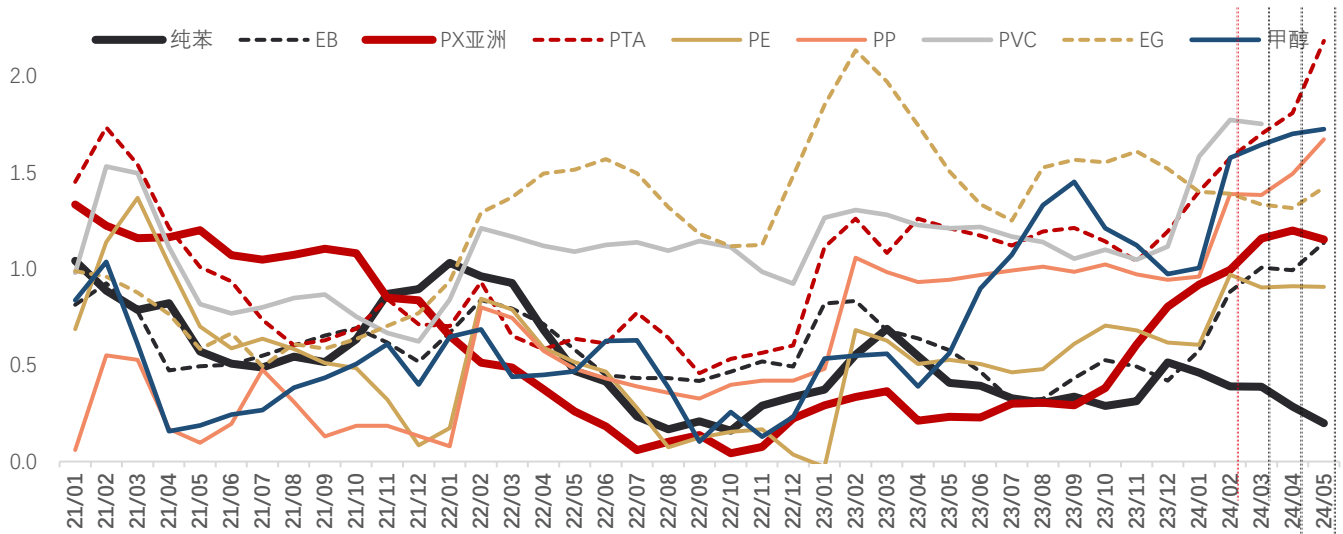
数据来源：中采 PMI 华泰期货研究院

关注化工芳烃系品种。纯苯下游开工坚挺，美国炼厂检修欧美苯系紧张，纯苯给予 EB 成本型推涨。PX 则是目前高库存，但 4-5 月检修集中，远期大幅去库，叠加二季度调油旺季。

关注生猪的出栏下降信号。从能繁数据上来看，当前的生猪供应依旧偏多，整体供强需弱的格局或仍将存在。但是值得注意的是，一方面随着近期玉米等饲料价格的强势表现，生猪价格同步受到提振，另一方面，去年 11-12 月份的疫情对于仔猪和产能端或造成一定的影响，关注生猪的出栏下降信号下的逢低多配机会。

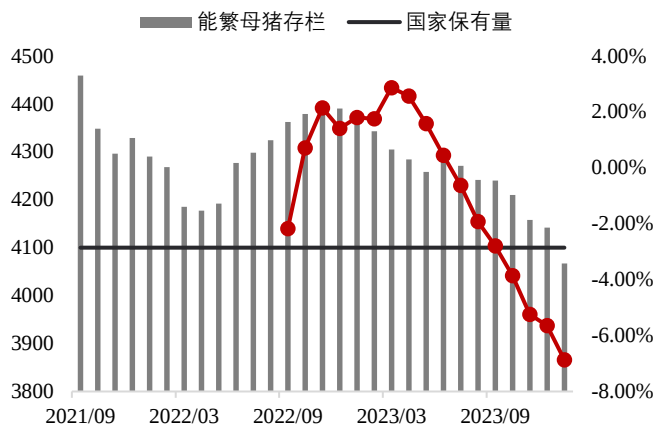
关注贵金属。随着美联储降息计价修正至目前的全年降息 79bp 定价，后续 3 月 21 日议息会议上可能的 QT 转缓或将提供短期机会，长期趋势上行信号仍需要经济数据转弱做确认。

图 20：化工品各品种平衡表库存指数预估 | 单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 21：全国能繁母猪存栏 | 单位：万头



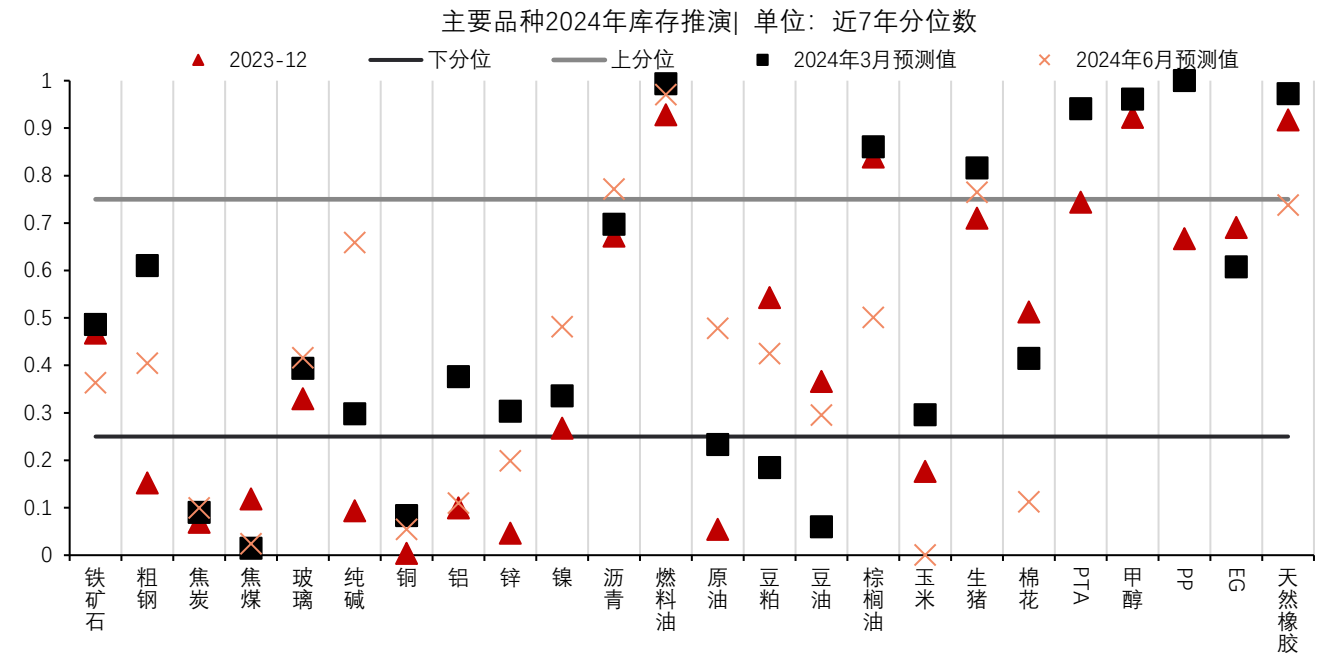
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 22：外购仔猪育肥利润 | 单位：元/头



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 23：主要商品品种 2024 年库存趋势推演 | 单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

商品期货策略：整体中性，关注部分化工（EB、PX、TA）、生猪（等待出栏下降信号）、贵金属（QT 转缓预期利好）等结构性逢低多配机会。

免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰期货研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

公司总部

广州市天河区临江大道1号之一2101-2106单元 | 邮编：510000

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com