

投资咨询业务资格：
证监许可【2012】669号

化工空头止盈，继续关注建材，贵金属等待

——大宗商品策略周报20230507

大宗商品策略研究团队

屈涛
从业资格号 F3048194
投资咨询号 Z0015547
qutao@citicsf.com



中信期货有限公司
CITIC Futures Company Limited

重要提示：本报告难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。我司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。

第一部分 市场逻辑跟踪 & 主要投资机会推荐

大宗商品逻辑及投资机会：化工空头止盈，继续关注建材

- **近期海外和国内节奏**：在美联储杀需求控通胀的模式下，通胀控制需要从商品端传导到服务端，**商品总需求回落成为美联储政策转向的必要条件，而国内方面，预计未来将由主动去库周期转向为被动去库周期，建议国内商品逢低做多为主，节奏上关注基建和保交楼对于建材的支撑，黑色考虑后续减产需要和基建地产需求支撑，建议做多钢厂利润（多成材，空原料）。**
- **黑色方面，关注建材（玻璃、PVC）买入机会，黑色系观望or未来做多钢厂利润。**2月信贷数据再超预期，对旺季需求形成支撑。地产销售持续改善，但二手房改善更加明显，**短期玻璃、PVC等地产后周期商品需求预期走强，其中PVC需等待库存回落。而黑色系由于焦煤和铁矿供应增加，虽然炉料刚需尚可，但钢厂维持低原料库存运转模式，导致成本中枢下移，建议观望。此外，在减产预期和未来需求韧性的判断下，未来或可考虑做多钢厂利润（多成材，空原料）。**
- **有色方面，考虑宏观利空因素，整体维持空头状态。锌方面，3月国内精炼锌产量增幅明显，并且预计4月检修期对产量的影响也有限。而需求端当前仍是缓慢修复状态，去库速度仍然较为平稳。因此建议锌空头思路。**
- **原油方面，反弹沽空机会得到验证承压，目前WTI价格超过80美元/桶，回落得到验证。**当前美国原油继续累库，但成品油持续去库显示需求持续改善。前期金融风险使美国经济加速回落。基本面方面，近期美国向欧佩克施压，原油价格再次承压，前期观点验证。
- **化工方面，近期聚酯走势基本符合预期，原料端走弱带来PTA价格快速下行，加工费改善PTA开工回升，需求端聚酯开工回落，PTA库存累积。虽然整体基本面仍然偏弱，但短期价格快速下行对利空反映相对充分，建议PTA空单止盈离场观望。**
- **贵金属方面，未来市场交易的不确定性点则是（1）6月后是否降息；（2）美国出现衰退的节奏。**我们预计利率高点时间将会延长，并非如市场预期下半年立刻降息这主要是基于通胀结构问题的考虑，预计服务业通胀回落需要时间，最早也要在三四季度，因此黄金价格在2000元/盎司以上面对阻力，**近期信息验证观点。我们建议低位节点买入持有，而不建议继续追多，加仓时间点关注美国非农就业数据和通胀数据时间节点，金价支撑价位上移至1950-2000美元/盎司，银价23-24美元/盎司，预计白银弹性强于黄金。**

板块投资机会：化工空头止盈，继续关注建材多头

板块	逻辑	重点关注
油气	宏观方面，金融风险使美国经济加速回落，同时联储政策和通胀调控需要使得原油价格很难维持高位。基本面方面，原油近期出现去库，价格出现支撑，但宏观自上而下思路下，维持逢高沽空思路，目前看得到验证，原油价格区间为70-80美元/盎司，逢高沽空思路。	WTI原油逢高沽空思路，80美元以上等待时机
煤炭	煤炭淡季需求较弱，煤价缺乏大幅上涨动能，在迎峰度夏之前将弱势运行。近期重点观察港口库存运行情况，若保持高位将对煤价带来压力。	近期承压
化工	近期聚酯走势基本符合预期，原料端走弱带来PTA价格快速下行，加工费改善PTA开工回升，需求端聚酯开工回落，PTA库存累积。虽然整体基本面仍然偏弱，但短期价格快速下行对利空反映相对充分，建议PTA空单止盈离场观望。	止盈观望
贵金属	我们预计利率高点时间将会延长，并非如市场预期下半年立刻降息。这主要是基于通胀结构问题的考虑，预计服务业通胀回落需要时间，最早也要在三四季度，因此黄金价格在2000元/盎司以上面对阻力。我们建议非农数据和通胀数据带来的回调低位节点作为买入或加仓时点，后续进一步交易或需等到二季度末甚至三季度。	持有观望
有色	银行危机所带来的避险情绪明显缓和，且美联储加息趋于尾声，美元指数走弱，叠加国内铜、铝等均进入去库阶段，板块利多因素为主。由于下游需求进一步回暖及先前跌价导致下游大量补库，铝锭去库带来较强支撑，关注逢低买入机会。3月国内精炼锌产量增幅明显，并且预计4月检修期对产量的影响也有限。而需求端当前仍是缓慢修复状态，去库速度仍然较为平稳。因此，展望后续，随着锌锭供给增加，锌供需走向宽松，锌价上行动力有限。	铝低买，锌高卖

板块投资机会：化工空头止盈，继续关注建材多头

黑色	近期市场交易的核心在于钢厂减产的速度与幅度，以及海内外宏观政策的变化；铁水开启下行周期，叠加钢厂维持低库存策略，炉料采购需求偏弱；钢材需求将逐步进入淡季，但铁水产量依然偏高，中期价格存一定压力；国内宽松政策落地，但进一步放松空间有限。海外风险短期或将加剧。虽然盘面估值偏低，但驱动尚未转向，故预计短期价格仍然维持弱势。本周关注国内的信贷数据以及美国通胀数据。后期重点关注铁水减产速度，海外风险事件发展。	观望为宜，或等待做多钢厂利润
建材	玻璃持续关注现货产销，纯碱基本面驱动暂缓，更多受预期影响。当前首要是关注终端需求能否承受库存的流动，深加工订单逐渐转好，产销决定价格走势，关注每周更新的表需。今年地产政策预期积极，且供应端仍有收缩空间，地产资金若能走强则对玻璃价格进行支撑。纯碱需求端玻璃总日熔预期向上，重碱需求上行。供应端产量短期难有增量，现实驱动暂缓，盘面更多受宏观以及消息面影响。	继续看多竣工周期，玻璃多头

主要大宗商品价格跟踪：能源触底，有色震荡，玻璃偏强

类别	商品主力合约	周涨幅 (%)	月涨幅 (%)	年涨幅 (%)
贵金属	黄金	2.8	2.3	22.9
	白银	4.1	4.6	23.1
有色金属	铜	-0.9	-3.1	-4.3
	铝	-0.8	-2.0	-9.6
	锌	0.1	-3.9	-11.9
	镍	0.4	2.5	19.0
	不锈钢	0.8	4.5	-10.2
	螺纹钢	-1.0	-9.6	-17.1
黑色	热轧卷板	-1.3	-10.3	-18.0
	铁矿石	-2.7	-15.3	2.4
	焦炭	-0.4	-14.6	-29.6
	焦煤	-2.4	-21.1	-41.6
	动力煤	0.0	0.0	43.6
	玻璃	-0.8	-4.8	-10.9
	纯碱	-2.9	5.8	2.7
	NYMEX天然气	-6.9	-11.4	-6.1
能源化工	布伦特原油	-6.1	-11.3	-4.5
	沥青	-4.4	-7.1	6.5
	甲醇	-2.4	-5.3	-11.7
	PTA	-4.2	-9.6	8.7
	PVC	-1.7	-5.2	-31.1

- **本次会议息会议美联储如期加息25bp，并暗示加息收尾。**声明显示，就业增长韧性，通胀仍然高企，家庭和企业信贷环境收紧或将施压雇佣、通胀与实体经济，影响程度未知。**声明删除“预计”**还需要采取额外收紧以达到足够限制的姿态。另外，鲍威尔还表示：**金融稳定**：美国银行业稳固而具有韧性，银行业情况总体改善，大银行存款流失已稳定。**债务上限**：债务上限对于本次会议息会议决定并不重要，不要假设美联储将在债务违约时保护经济。**劳动力市场与薪资**：尽管职位空缺下降，劳动力市场仍然紧俏。非住房服务通胀没有显著变化，工资与物价走势趋于一致，但工资并不是通胀的主要驱动因素。**利率展望**：通胀或需要一段时间才能消退，我们认为降息是不适宜的。如果（情况）支持，我们已做好收紧更多的准备。综合来看，前期美联储“中央”与“地方”在通胀韧性与信贷紧缩上出现分歧，叠加流动性风险，鲍威尔愈加需要兼顾稳定物价与流动性风险。本次鲍威尔发言对未来不做出任何承诺，以偏向收紧的姿态收尾，根据Nick Timiraos，美联储表态与2006年加息尾声一致。
- **美国经济处于下行周期中，美国一季度GDP环比1.1%，低于前值2.6%及市场预期1.9%。**细分项看，一季度实际GDP增长的动力主要来自于消费者支出、出口、联邦政府、州和地方政府支出以及非住宅固定投资；拖累项目主要来自于进口、私人库存投资和住宅固定投资。**其中，消费者支出为主要拉动项**，一季度个人消费支出环比增速为3.7%，高于前值1%，对GDP拉动约2.48个百分点。同时，剔除了政府消费支出的国内私人实际最终销售额季环比增加2.9%，高于前值0%，表现出一季度美国个人消费仍具有韧性。但个人消费增长多由紧俏的就业市场支撑，预计后续随着联储货币政策作用于美国经济的影响进一步体现，美国就业市场也将继续降温，消费对GDP的支撑或也将逐步走弱。**私人库存为主要的拖累项**，一季度私人库存拖累GDP约2.26个百分点，这主要是由于当前处于美国主动去库阶段，预计去库仍将继续。**一季度美国通胀仍显韧性**。美国PCE物价指数一季度环比+3.7%（预期4.3%，前值1%），核心PCE物价指数环比+4.9%（预期4.7%，前值4.4%）。
- **职缺趋降，4月就业边际走强或仅支撑联储维持利率**：美国4月非农新增就业25.3万人，高于预期18.5万人，3月数据向下修正为16.5万；主要新增就业贡献集中金融、专商、教保与休闲酒店业。4月失业率3.4%（前值3.5%）劳动力参与率62.6%（前值62.6%）薪资方面，4月生产非管理人员综合薪资环比上升0.39%，商品生产人员0.41%，服务生产0.35%。工时方面，商品生产非管理人员每周工时持平40.5小时，服务人员工时下降0.1小时至32.7小时。**3月职缺再度下行，裁员环比上升**：美国3月JOLTS职位空缺数再度环比下降，录得959万人，不及预约977万人，2月前值从993.1万人上修至997.4万人；从Indeed网站日度职位公布趋势来看，职缺整体向下。空缺职位与失业人数之比由1.7降至1.64。**综合来看，职缺下降，职缺单位劳工下降均显示劳动力需求走缓，薪资或将开始降温，对通胀支撑趋弱，美联储“增量”鹰派支撑趋弱。**

- **美国4月ISM制造业PMI环比上升，但已是连续第六个月处于收缩区间。**4月ISM制造业PMI录得47.1（预期46.8，前值46.3）。其中，新订单指数初值45.7（前值44.3）。另外，美国4月Markit制造业PMI终值50.2（初值50.4），重返扩张区间，美国4月ISM非制造业指数51.9，略超预期的51.8，3月前值为51.2。细分显示，需求仍然疲软，**新订单与新出口订单**继续收缩，但速度放缓；**客户库存**积压，对未来制造业生产不利；**积压订单**继续减少。以生产和就业指数衡量的输出方面提升了4月制造业PM约4.4个百分点，**就业**指数在连续收缩2个月后重回50.2，**生产**指数连续5个月处于收缩区间，但收缩速度有所放缓。另外，由于钢铁、铜、塑料和柴油等原料价格的上涨，**价格指数**升至53.2。
- **3月制造业新订单环比小幅上升，主要由于运输类订单的波动，民用飞机订单飙升78.3%：**美国3月耐用品订单环比终值3.2%，持平初值；但扣除运输类的耐用品订单环比终值0.2%，低于初值，扣除飞机的非国防资本耐用品订单环比终值-0.6%，弱于预期的-0.4%。美国3月工厂订单也主要受到运输类订单的提振，整体订单环比增0.9%，超过预期的0.8%和前值的-0.7%，但扣除运输的工厂订单环比跌0.7%，弱于前值的-0.3%。美国核心工厂订单自2020年12月以来首次出现年度萎缩。
- **欧央行如期加息25bp，边际贷款利率、主要再融资利率和存款便利利率分别上行至4.00%、3.75%和3.25%。**欧元区经济韧性，通胀仍存上行风险。受益于能源价格回落，供应链瓶颈缓解，对于企业与家庭的财政支持，欧元区一季度经济环比增长0.1%，但经济内生需求前景仍较悲观，且制造业与服务业分化。尽管强劲劳动力市场提振居民收入，但平均工时仍低于疫情前水平，对劳工溢价能力抬升支撑通胀。**拉加德表示欧央行“尚未停止加息”。**当前利率决议依据3月调降GDP与HICP的经济预测，欧央行并不会暂停加息，部分官员提议加息50bp，没有人主张暂停加息。关于货币政策路径，拉加德表示欧央行密切观察美联储，但独立于美联储，欧央行可以在美联储暂停加息并继续加息。**欧央行不会在任何时间点对于降息做出承诺，加息过程是一个尚未结束的旅程。**
- **欧元区一季度GDP同比增长1.3%（前值1.8%，预期1.4%），环比增长0.1%（前值0%，预期0.2%），在欧美银行危机、俄乌冲突以及高通胀的背景下，欧元区经济仍显韧性。**根据IMF，大部分的欧元区国家避免经济衰退的主要原因在于：1) 不断回落的能源价格；2) 各国政府的救济措施；3) 明显缓解的供应链瓶颈。

- **社融：社融超预期，结构持续改善。** 3月新增人民币贷款3.89万亿元、预期3.09万亿元，同比多增7211亿元；新增社融5.38万亿元，同比多增7235亿元；本次社融超预期主要是由于（1）**3月地产销售回暖，带动居民中长期贷款大增**；（2）**银行加强对实体经济信贷支持力度。**
- **财政：收入有所下滑，支出增速回升。** 公共财政收入增速下滑与去年高基数有一定相关性，但也反映出经济活动以及疫情对收入的拖累。财政支出端的上升，但结构来看主要是卫生健康、社保就业等硬支出，而我们更为关注的基建段表现较为一般，对于基建的拉动主要还将着力于专项债以及政策性开发性金融工具。
- **地产：投资有所修复，到位资金出现改善。** 全国房地产开发投资-5.8%，降幅小幅走扩。其中新开工面积大幅消化，施工面积也有回落，竣工端明显走强，同比大增31%。从数据来看，由于地产销售主要集中于二手房，对地产企业现金流回收帮助有限，地产企业自筹资金同比跌幅仍较大。现金流偏紧对拿地以及新开工的拖累仍然存在，后期是否有明显改善仍有待观察
- **4月底公布了PMI数据。** 4月制造业PMI 49.2%，相对3月回落2.7个百分点，位于荣枯线以下。总体而言反映出目前经济增长在受到疫情回补减弱后开始放缓，制造业市场面临需求不足。分项来看，制造业新订单低于荣枯线，反映积压订单可能开始放缓。上游原材料及产成品库存均环比回落也反映了生产动能放缓。另外制造业PMI出厂价与原材料购进价均有所回落，也反映出未来通胀仍有继续回落的可能性。

■ 建筑业景气度跟踪：地产竣工端改善明显，基建端实物工作量季节性回升

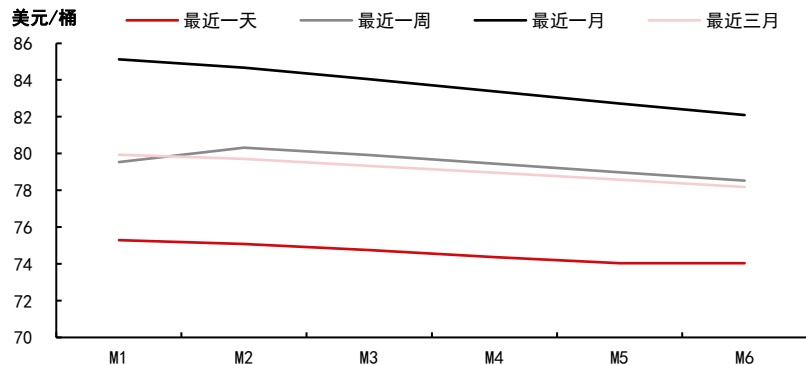
- **建筑业（施工）需求——螺纹与水泥**：高低频数据共同反映开施工较缓，结构上部分地区由于资金不足复工进程仍然较慢。本周螺纹表观消费量企稳，水泥出货率维持低位。
- **建筑业（竣工）需求——玻璃与PVC**：竣工周期开始，玻璃表观消费量高位震荡，库存去库，PVC表需走弱，库存去化放缓。
- **基建中观高频跟踪——石油沥青开工率、铜杆开工率、球墨铸铁管的加工费**：近期实物工作量有所下滑。
- **挖机与重卡**：3月挖机销量出现下滑，背后的主要原因是地产开施工仍处弱势。

■ 制造业景气度跟踪：3月以来汽车产销增速均有所回升，空调排产显著修复。

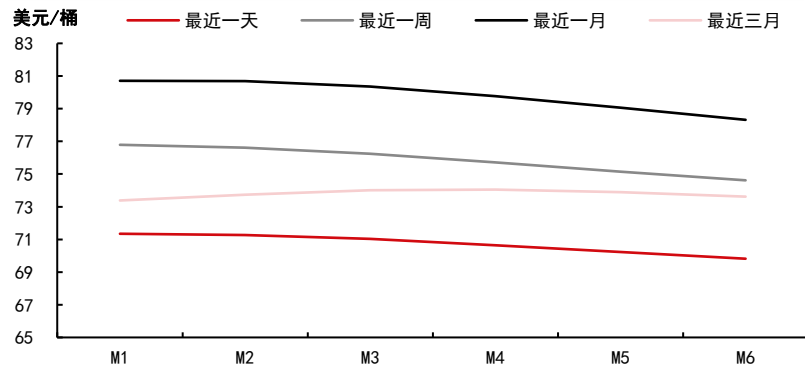
- **发电量**：近期耗煤量随着春节假期结束，工业生产逐渐恢复，但近期天气持续回暖，带动电厂耗煤量季节性回落。
- **汽车**：4月乘用车市场同比涨幅较大，主要是去年4月国内受疫情干扰导致基数较低，但无法否认的是市场环境有所改善，利于车企生产销售。
- **家电**：根据空调排产数据，2月空调产量同比显著拉升，预计国内房地产销售逐渐改善会帮助空调销量持续修复，但海外需求预计进一步下滑。
- **出口**：近期出口集装箱运价指数持续回落，且3月新出口PMI订单有所回落，预计后期出口有所下降。
- **总结**：
 - 进入2023年以来，从建筑相关景气度来看，本周施工端和竣工端需求继续分化。制造业方面，汽车产销4月份的数据有所回升，2月的家电排产数据显示需求显著修复，出口方面结合邻国出口开始下滑以及PMI数据，当前外需压力仍存。综合整体中观需求的角度来看，当前经济活动情况有所好转，内需向好，外需压力仍存。

布伦特与WTI：油价回调原油期货月差结构维持弱势

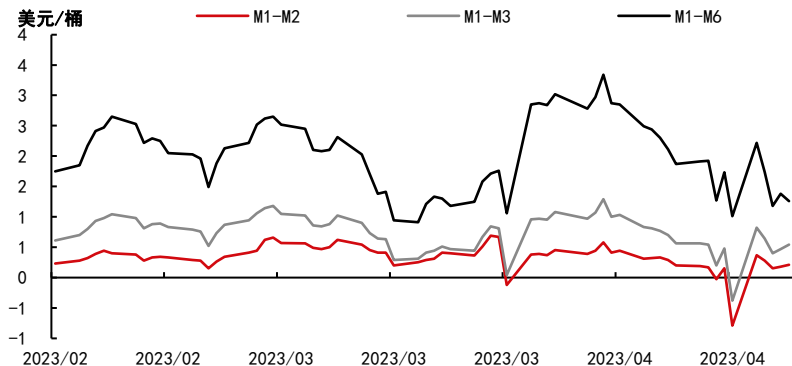
布伦特原油期限结构



WTI原油期限结构

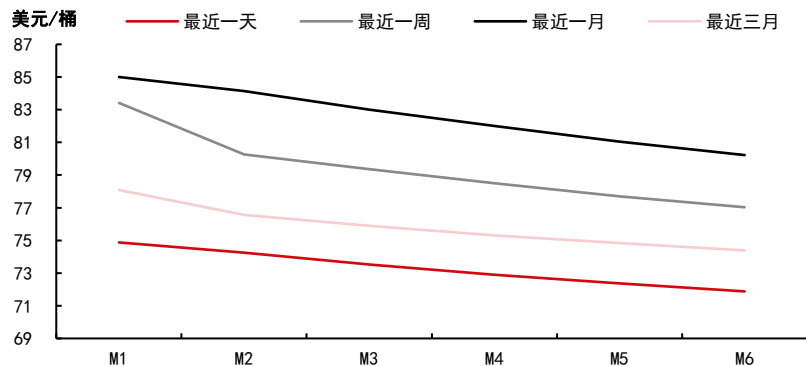


布伦特原油月差

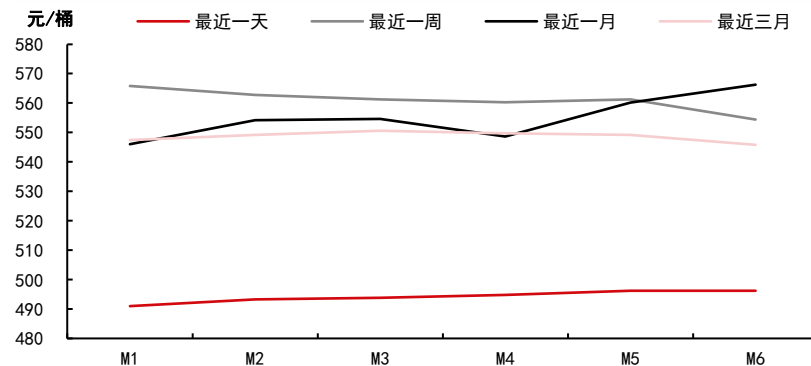


迪拜与SC：油价回调原油期货月差结构维持弱势

Dubai原油期限结构



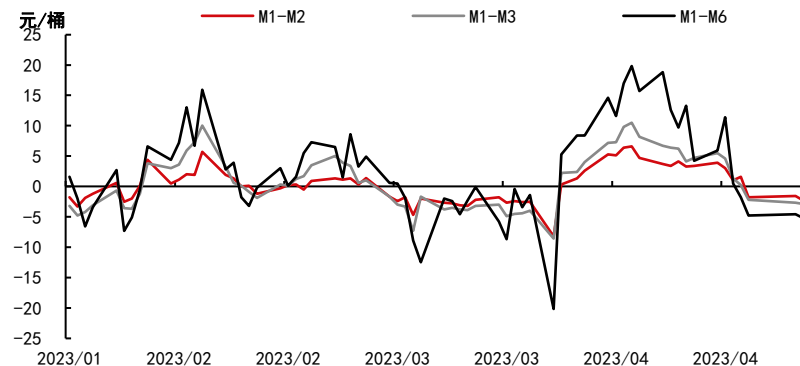
SC原油期限结构



Dubai原油月差

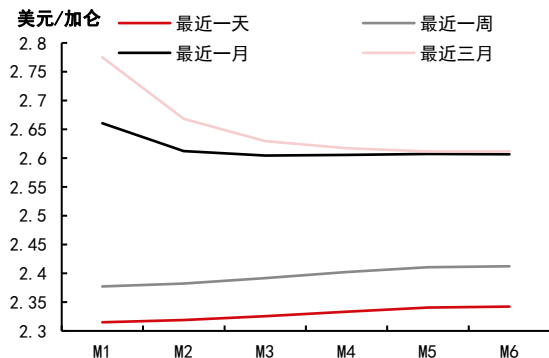


SC原油月差

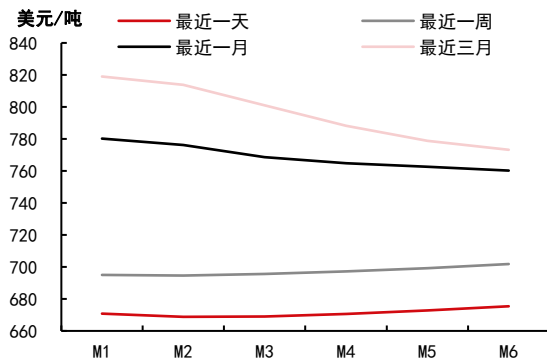


成品油：柴油进入Contango, 汽油月差亦有所走弱

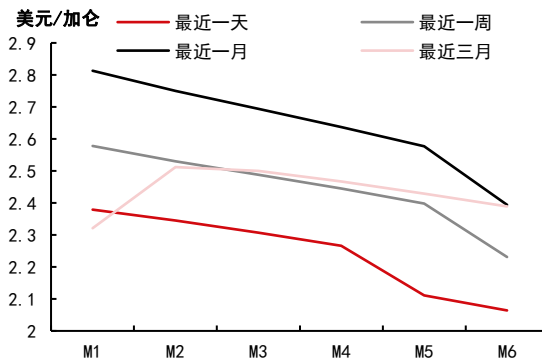
ICE取暖油期限结构



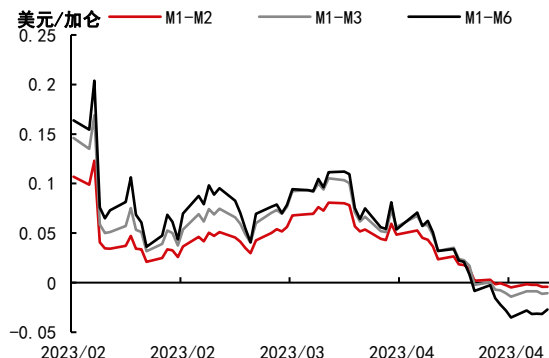
IPE柴油期限结构



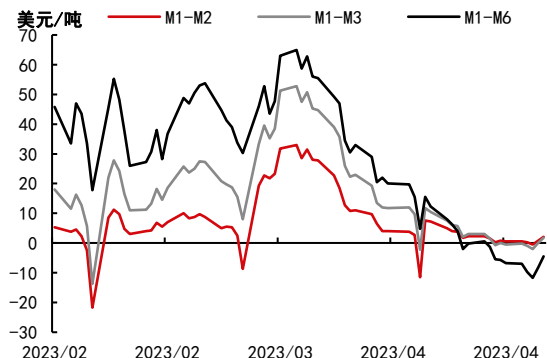
RBOB汽油期限结构



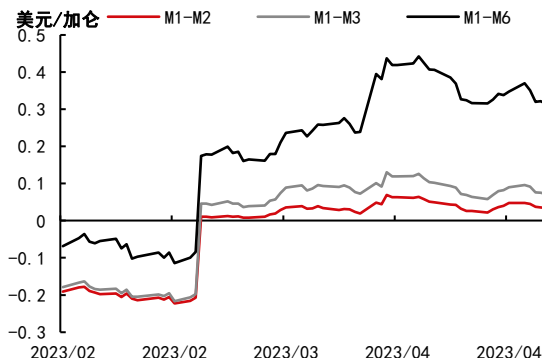
ICE取暖油月差



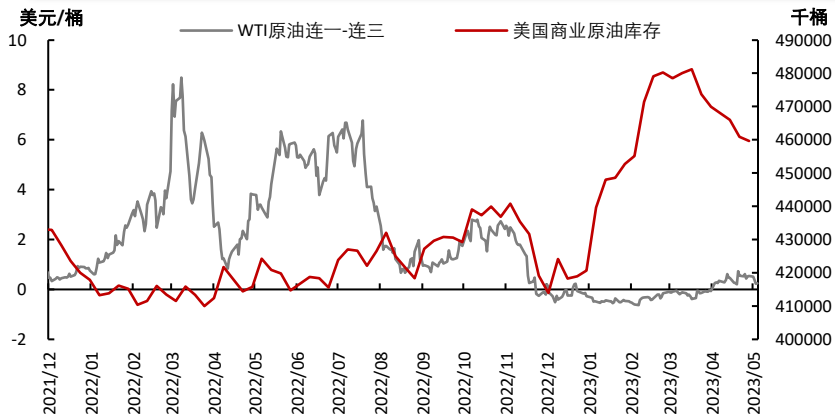
IPE柴油月差



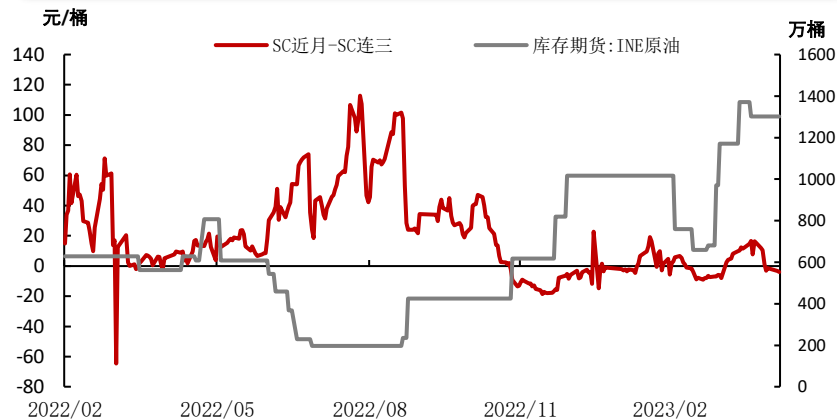
RBOB汽油月差



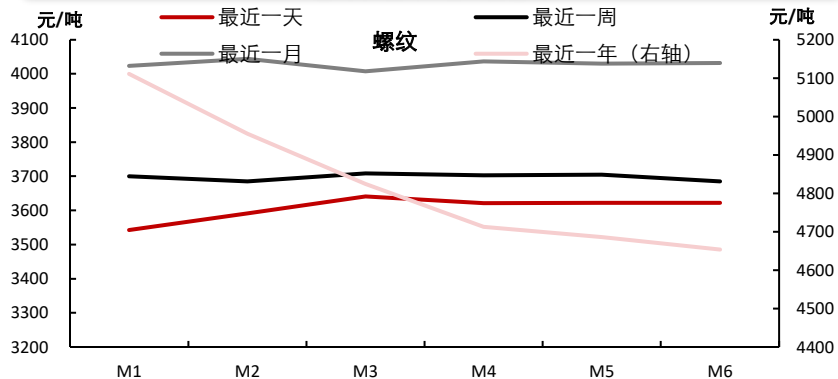
WTI库存回落，月差走弱，远月相对偏强



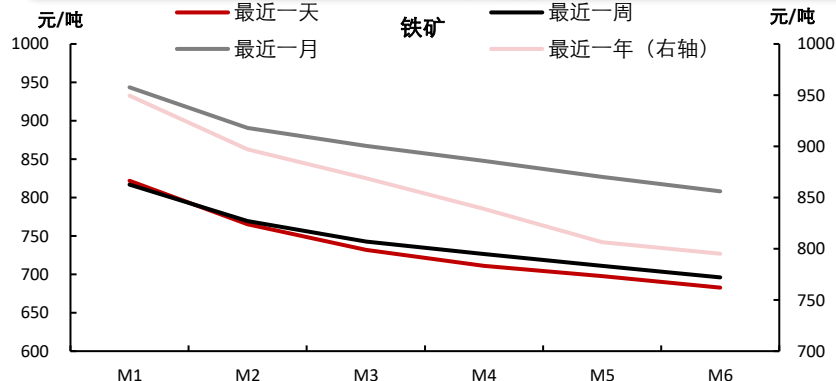
SC库存持稳，月差走弱，近月大幅走弱



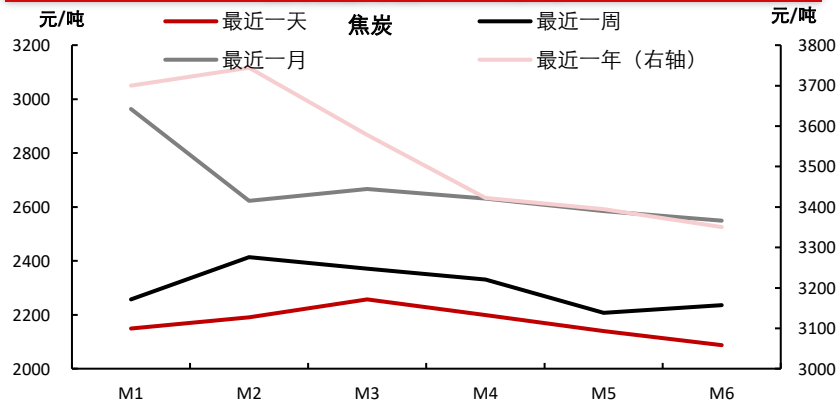
螺纹期限结构走平



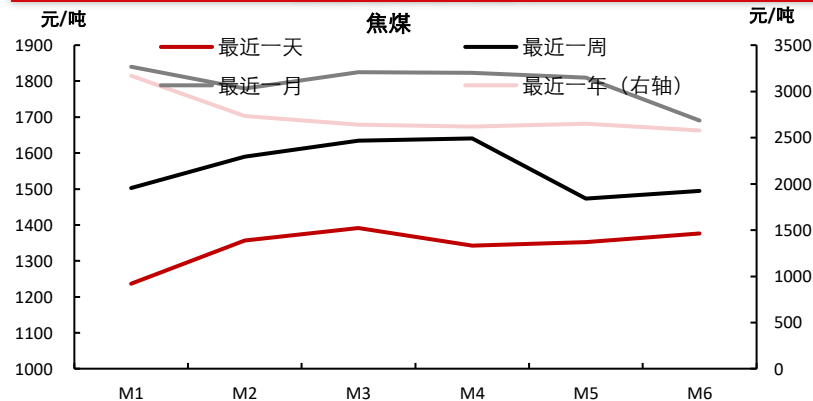
铁矿Back结构变陡



焦炭远月呈Back结构



焦煤期限结构走平

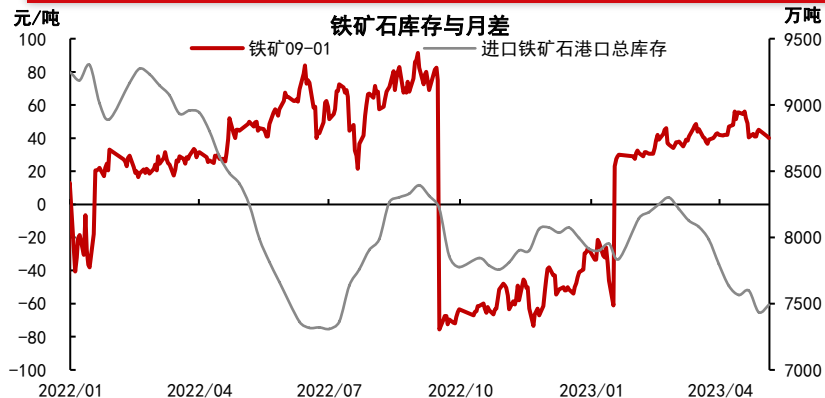


黑板板块：铁矿、焦煤近月相对偏弱

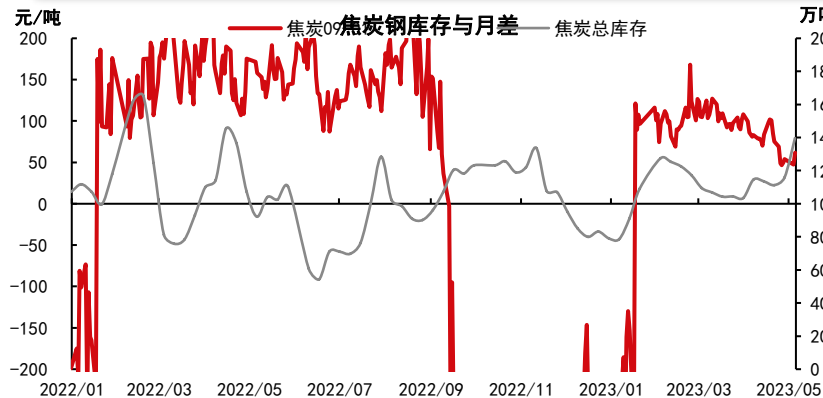
螺纹钢库存回落，月差走强，近月相对偏强



铁矿库存回升，月差走弱，远月相对偏强



焦炭库存回升，月差走强，远月相对偏弱

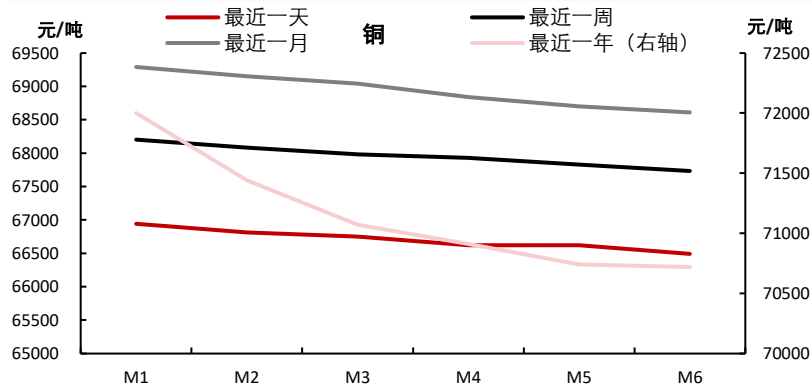


焦煤库存回落，月差走弱，远月相对偏强

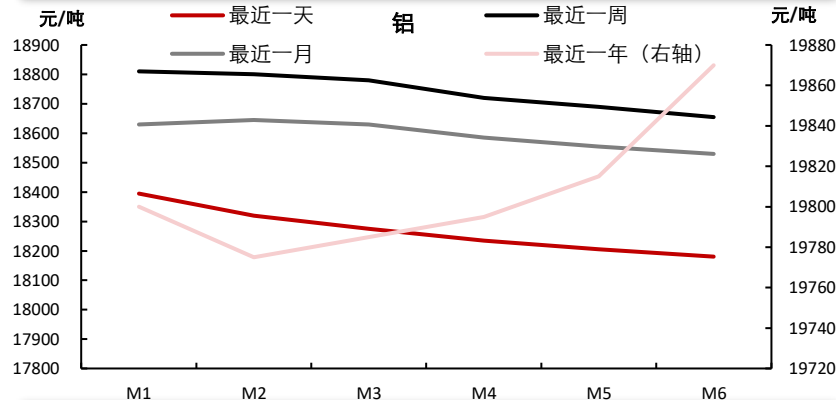


有色板块：整体维持Back结构

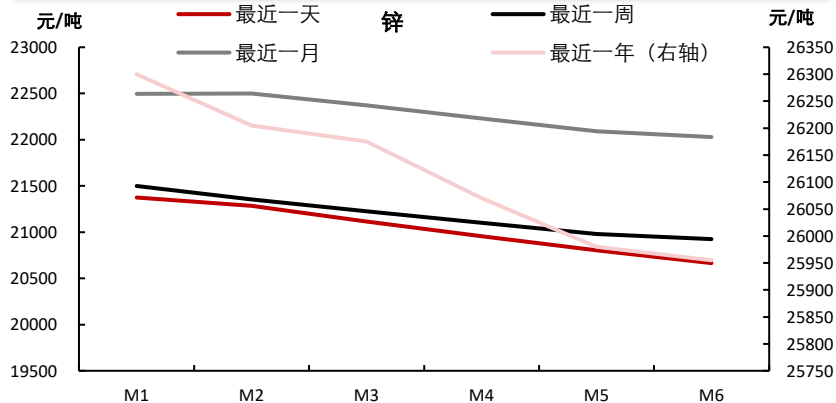
铜远月维持弱Back



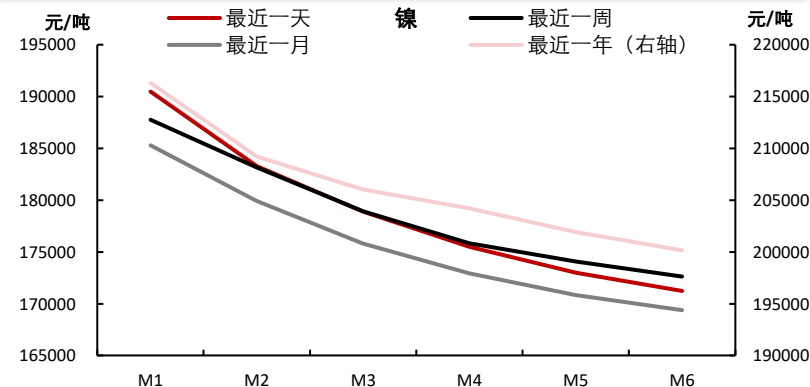
铝期限结构弱Back



锌的Back结构维持

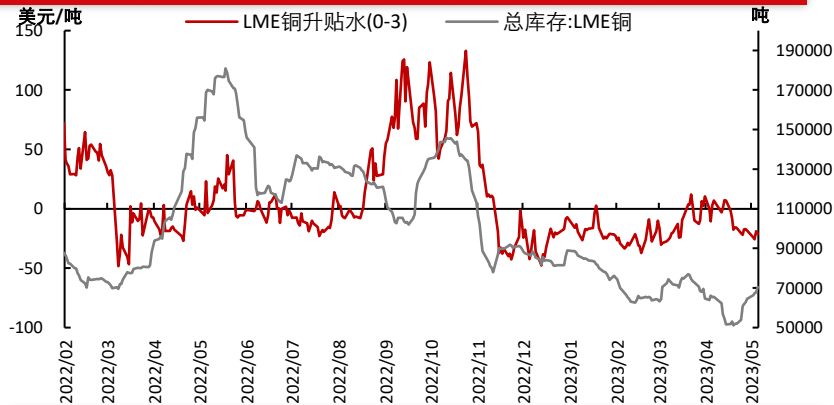


镍的Back结构变陡

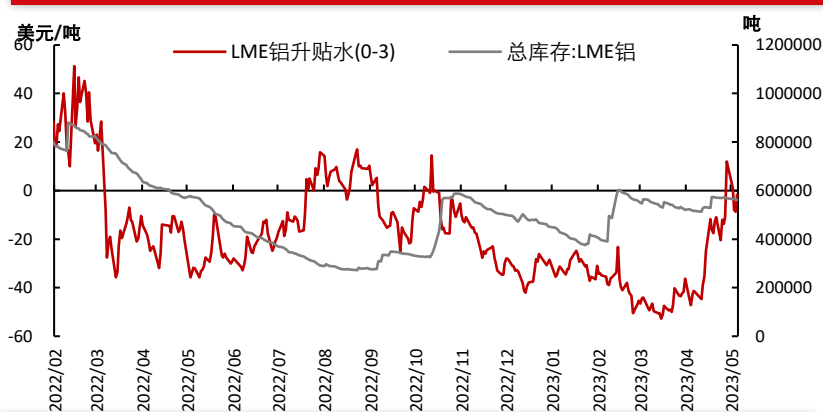


有色板块：铜、锌远月偏强

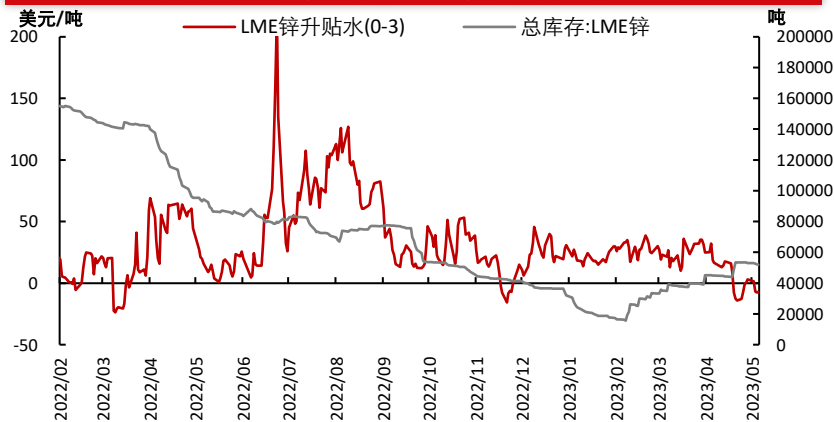
铜库存回升，月差走弱，远月相对偏强



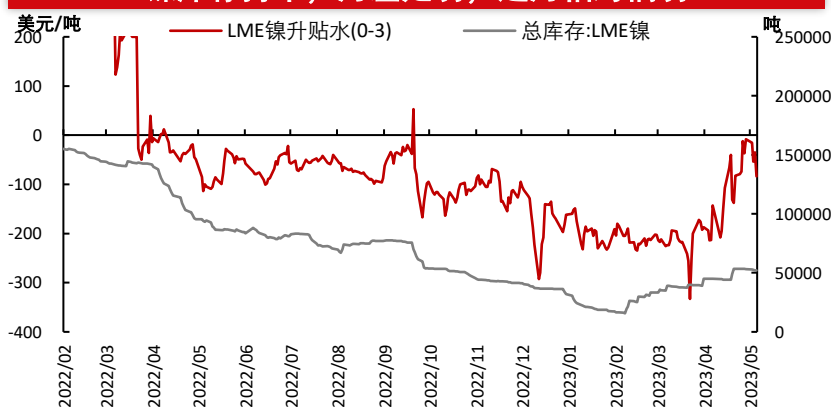
铝库存回落，月差走弱，远月相对偏强



锌库存回落，月差走弱，远月相对偏强

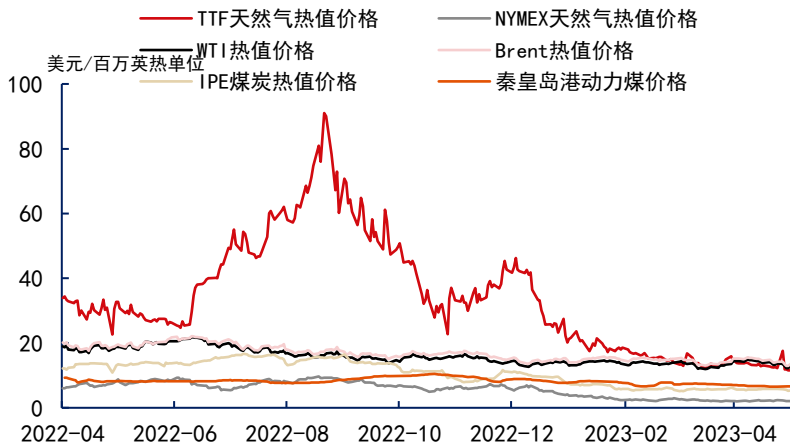


镍库存持平，月差走弱，近月相对偏弱

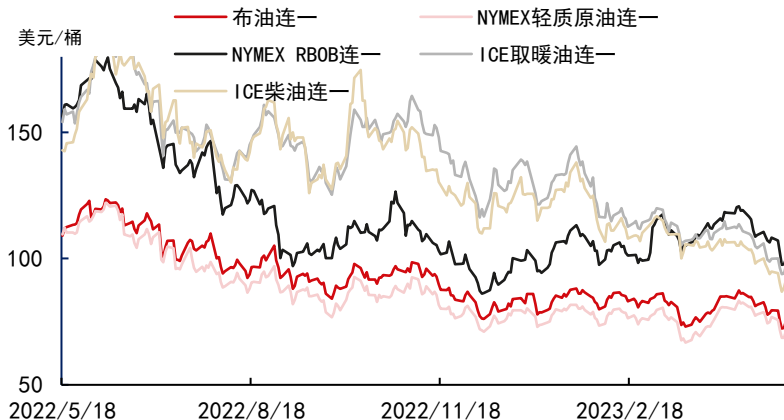


- **能源价格继续维持弱势**：本周欧洲天然气价格环比下跌0.63美元/百万英热，欧洲煤炭价格环比下跌0.54美元/百万英热，布伦特下跌0.76美元/百万英热单位，WTI环比下跌0.975美元/百万英热单位，NYMEX天然气下跌0.29美元/百万英热单位，国内煤炭上涨0.01美元/百万英热单位。
- **原油价格最高**：按单位热值来看，原油> 欧洲天然气> 国内煤炭 > 欧洲煤炭> 美国天然气。
- **油品价格全线回调**。布油下跌4.24美元/桶，NYMEX轻质原油下跌5.44美元/桶，RBOB汽油下跌8.36美元/桶，ICE取暖油下降2.62美元/桶，ICE柴油价格下降3.31美元/桶。

核心化石能源热值价格

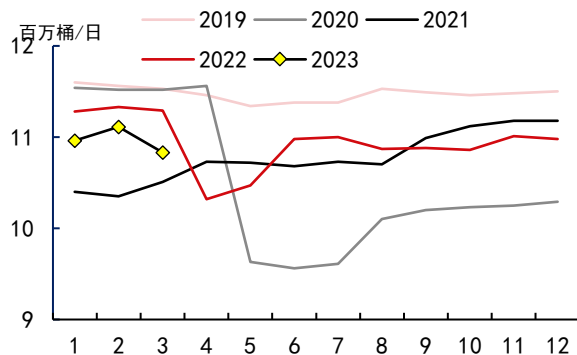


全球核心原油及成品油价格

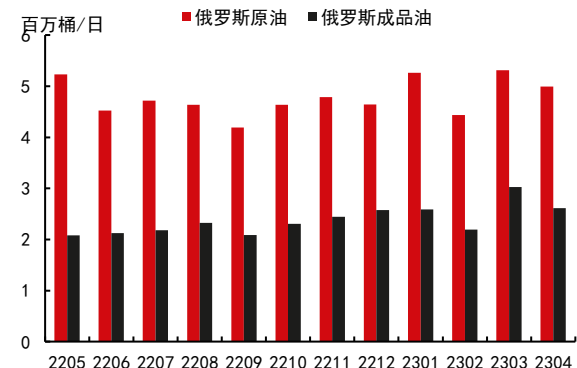


- **俄石油产量小幅下滑**：EIA数据显示2023年3月俄石油产量1083万桶/日，环比下降28万桶/日。
- **俄罗斯油品出口维持高位**：4月俄罗斯原油海运出口500万桶/日，环比下降31.6万桶/日，成品油海运出口262万桶/日，环比下降41万桶/日，合计油品出口量为761万桶/日，环比下降73万桶/日，近期不同数据商提供的俄罗斯出口船期存在较大差异。
- **俄罗斯原油与成品油转运均较为顺利**。4月印度进口海运俄原油156万桶/日，继续为最大的进口国，欧洲进口俄油数量已下降至绝对低位，原油转口贸易已基本完成，但大量俄罗斯成品油被转移至未明目的地，关注后期俄成品油出口消纳情况。

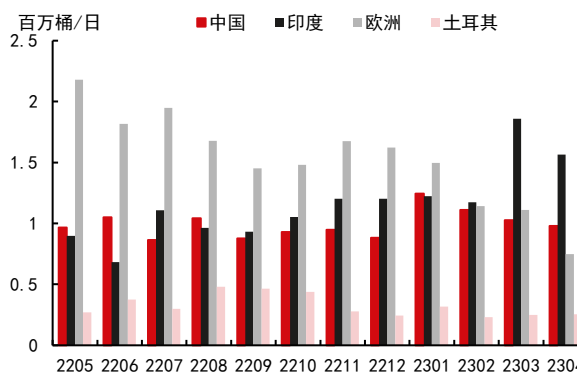
俄罗斯石油产量



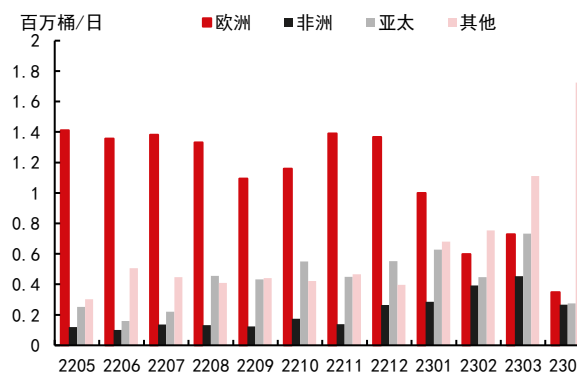
俄罗斯油品海运出口



俄罗斯原油分地区出口



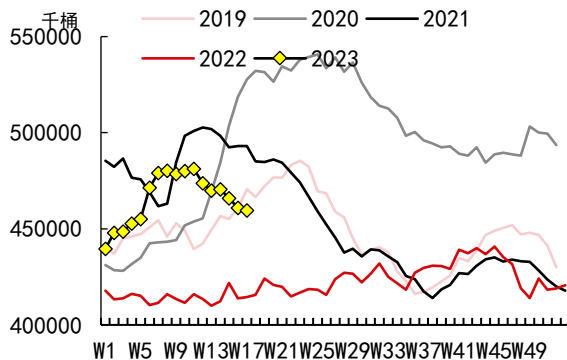
俄罗斯成品油分地区出口



原油：美国原油继续去库，累计累库幅度低于均值

- **美国原油继续去库：**4月28日当周，美国商业原油库存去库128.1万桶，目前库存水平低于五年均值870.4万桶。
- **累库幅度低于均值：**4月28日当周，美国商业原油当年累计累库2002.6万桶，而近五年均值为累库3923万桶。
- **原油出口量持续处于高位，其余要素变化不大，美国商业原油库存维持去库态势，但去库幅度小幅下降。**

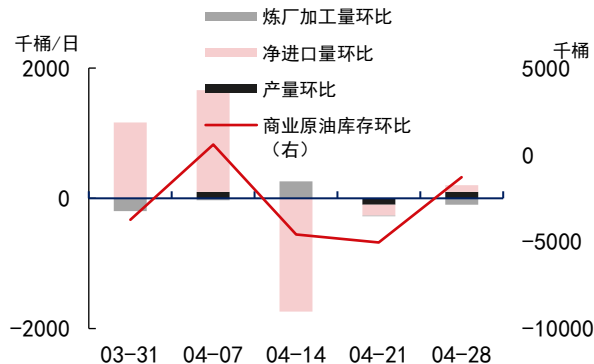
美国商业原油库存



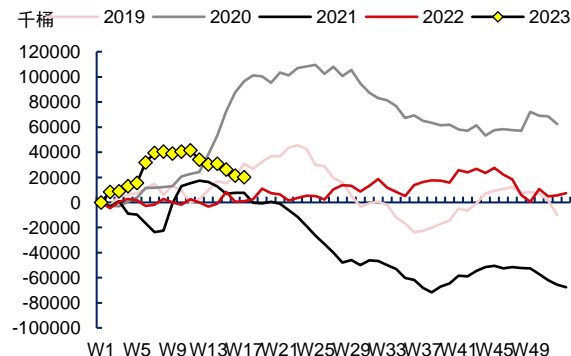
商业原油库存 vs WTI原油连续结算价



美国原油库存变化图



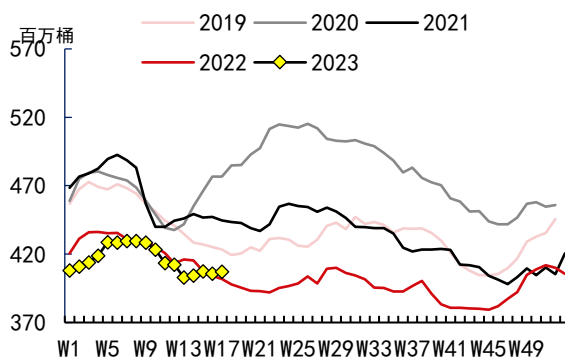
美国商业原油当年累积幅度



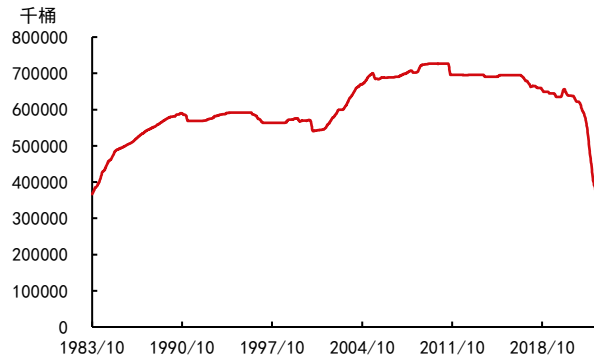
原油：美国成品油继续累库，SPR再次开始下降

- **美国成品油库存继续累库：**4月28日当周，美国成品油库存环比累库132.8万桶，主要因汽油库存继续累积。战略石油储备下降200.4万桶，折合约28.6万桶/日。
- **PADD2累库而PADD3去库：**4月28日当周库欣累库54.1万桶。PADD2累库207.9万桶，PADD3去库493.7万桶，供需差回升。

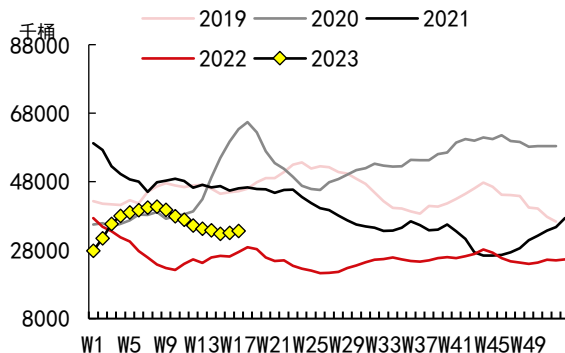
美国成品油库存



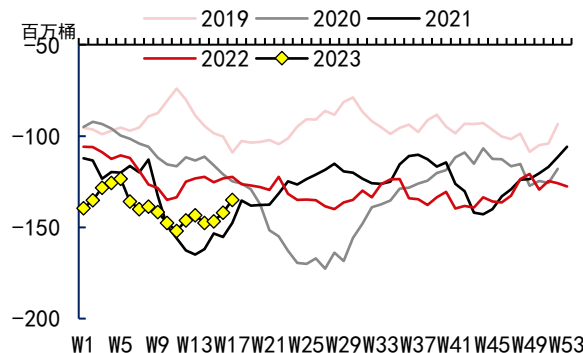
美国战略石油储备



库欣库存



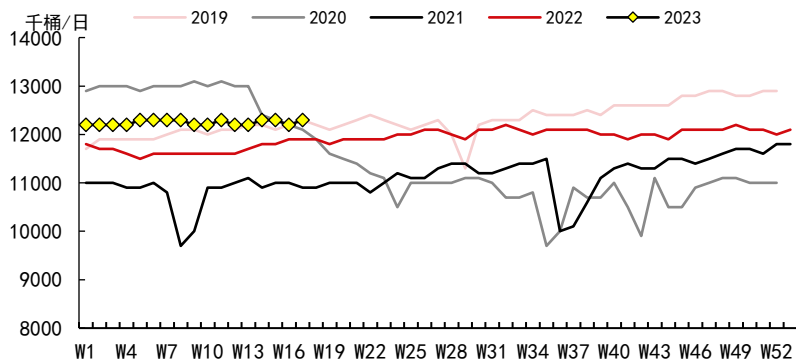
PADD2-PADD3



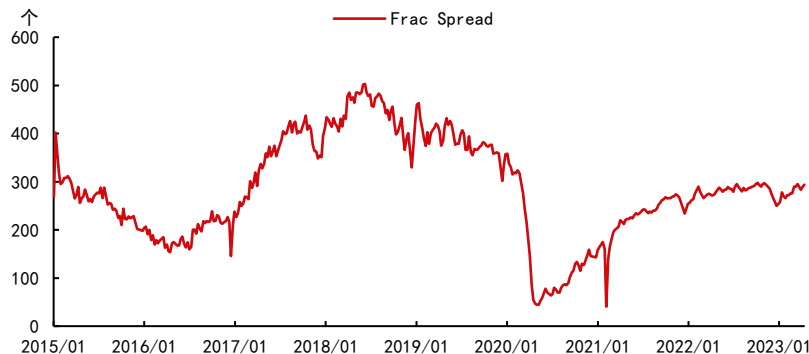
原油：美国原油产量维持稳定，钻机增速仍然偏缓

- **美国原油产量维持稳定**：4月28日当周，美国原油产量为1230万桶/日，环比上升10万桶/日。
- **钻机增速仍然偏缓**：5月5日当周，美国钻机数量为588部，环比下降3部，四周平均滚动增幅-0.08%。美国本土活跃压裂队数为282个，环比下降12个，四周平均滚动为-0.41%。
- **按照去年至今的周度平均增长率预测，美国本土活跃钻机数五月仍难以接近疫情前水平，而活跃钻机数的增长一般领先原油产量1.5-2个月，若钻机增长速度无法加快，增产实际兑现或更为偏后。**

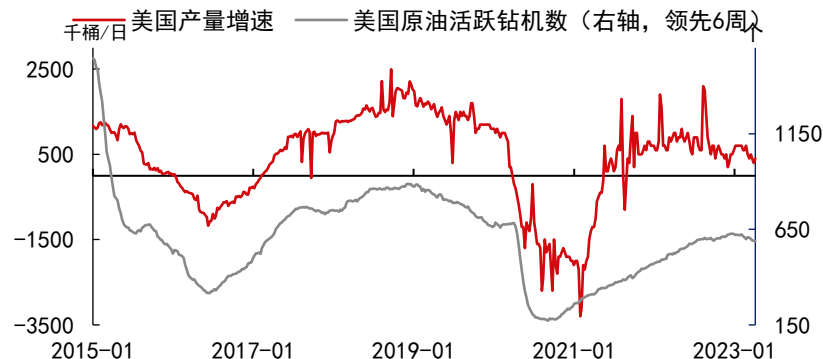
美国原油产量



美国活跃压裂队数

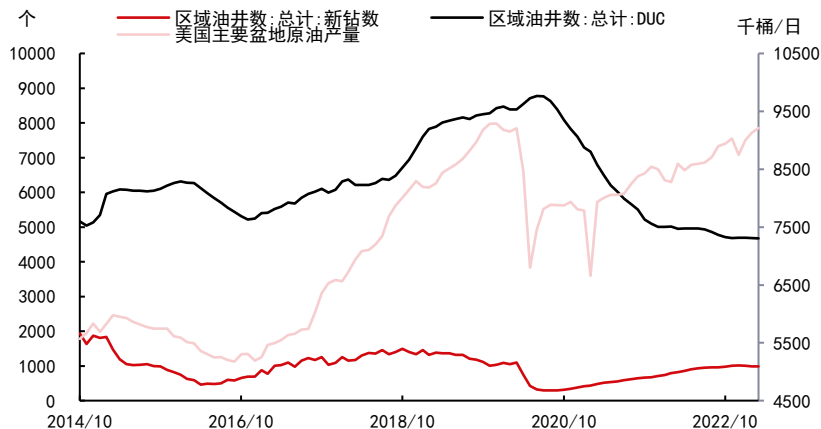


美国原油产量增速与钻机数

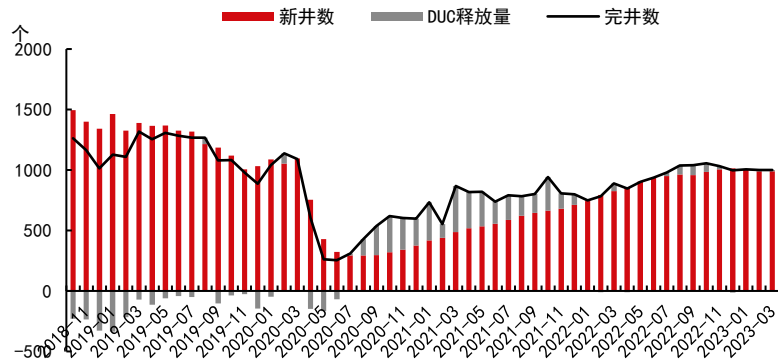


- **新井和完井均维持稳定**：截至2023年3月美国新增钻井989个，环比持平，低于疫情前水平50个左右；完井数988个，环比持平，低于疫情前水平150个左右；开钻未完钻井下降10个至4676个，DUC数量停止上升，但新井完井数量维持稳定，美国增产动能有放缓趋势。

美国产量与钻井数



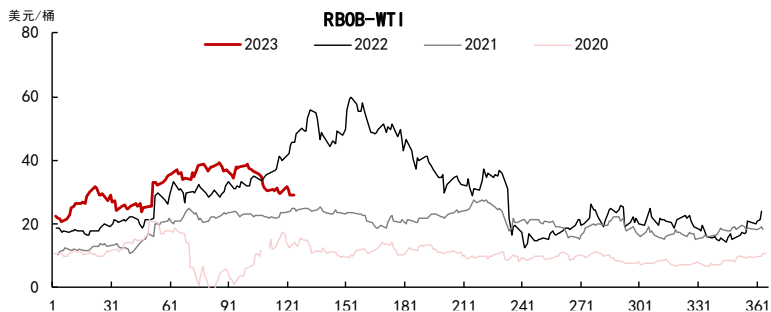
美国完井、新井与DUC释放



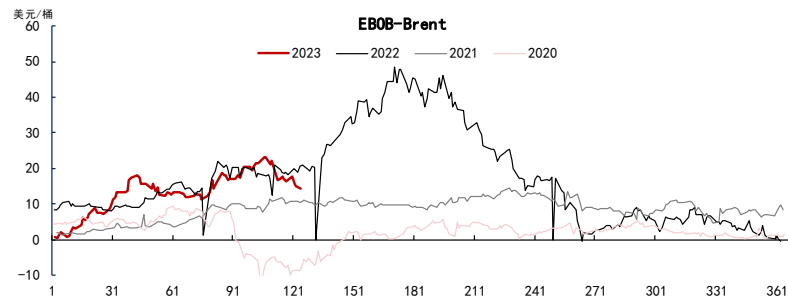
成品油：美国汽油裂解价差下跌，国内主营上周大幅回升

美元/桶	美国RBOB-WTI	西北欧EBOB-Brent	新加坡MOGAS-DUBAI	元/吨	中国主营
2023年5月5日	29.04	14.3	8.64	2023年4月28日	1566
2023年4月28日	29.48	17.02	9.45	2023年4月21日	1544
涨跌	-0.44	-2.72	-0.81	涨跌	22
环比	-1%	-16%	-9%	环比	1%

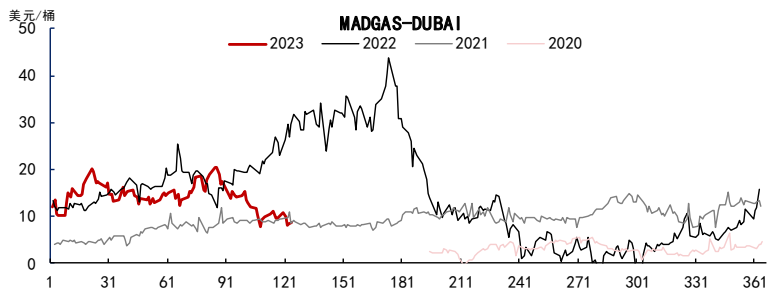
美国汽油裂解价差



欧洲汽油裂解价差



新加坡汽油裂解价差

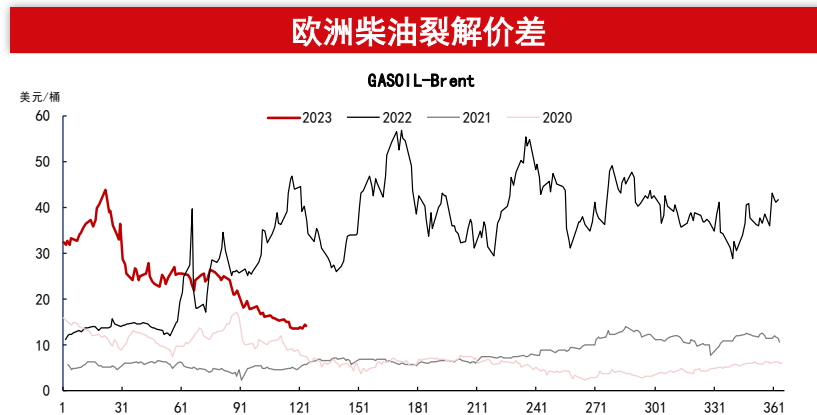
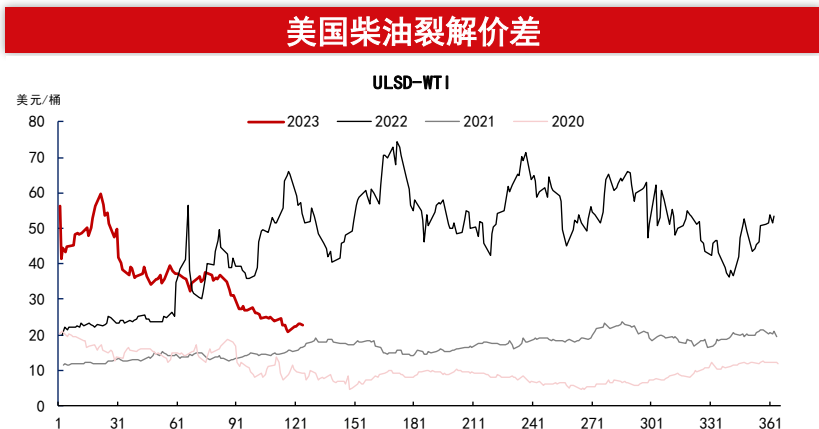
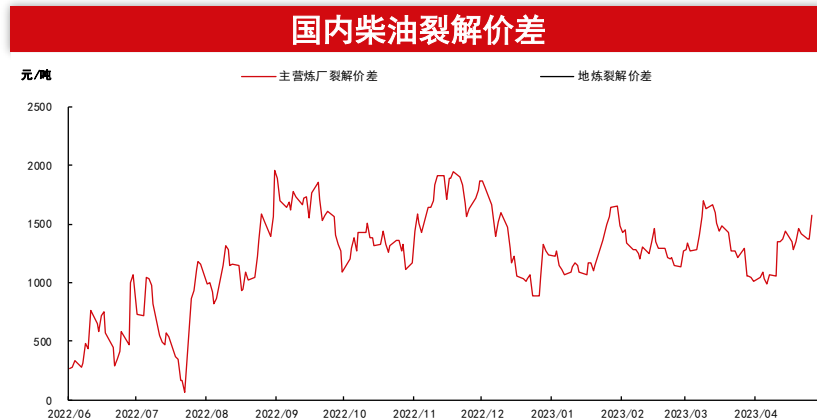


国内汽油裂解价差



成品油：海外柴油裂解价差小幅回升，国内主营上周下跌

美元/桶	美国	西北欧	元/吨	中国地炼
2023年5月5日	22.86	14.18	2023年4月28日	1420
2023年4月28日	20.63	13.476	2023年4月21日	1444
涨跌	2.23	0.704	涨跌	-24
环比	11%	5%	环比	-2%

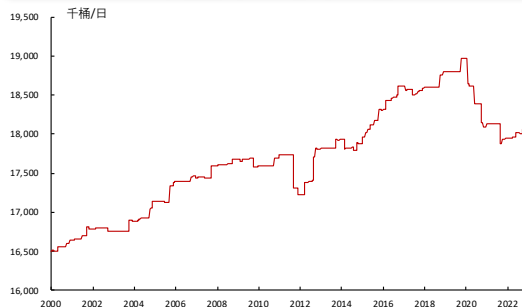


成品油：美国运行产能修复，美湾开工率上行至96.7%

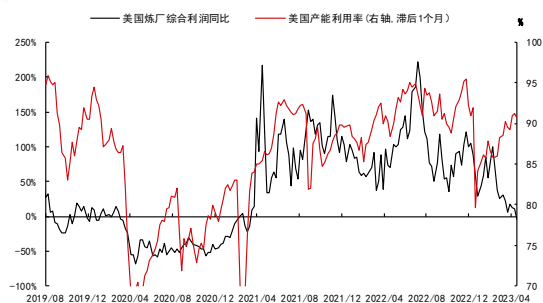
随着检修的结束，运行产能持稳，美国炼厂总开工率持稳高位，其中东海岸显著修复，美湾开工率升至96%高位；原油及NGL的投料略有下滑，汽油混合物的投料增加。

	美国炼厂运行产能	美国炼厂炼油投料量	美国炼厂原油投料量	美国炼厂其他投料量	混合汽油投料量	燃料乙醇投料量	美国炼厂总开工率	美国东海岸开工率	美国墨西哥湾开工率
2023年4月28日	18061	1637.8	1573.5	64.3	93.7	91.1	90.7	93.6	96.7
2023年4月21日	18061	1648.3	1583.3	65	83	89.9	91.3	92	95.4
涨跌	0	-10.5	-9.8	-0.7	10.7	1.2	-0.6	1.6	1.3
环比	0%	-1%	-1%	-1%	13%	1%	-	-	-

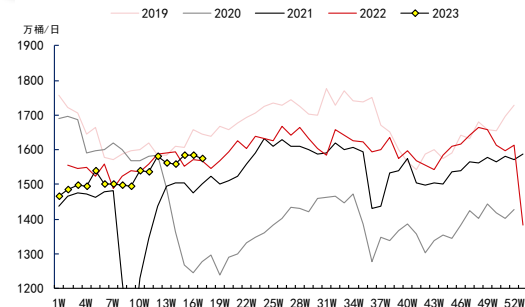
美国炼厂运行产能



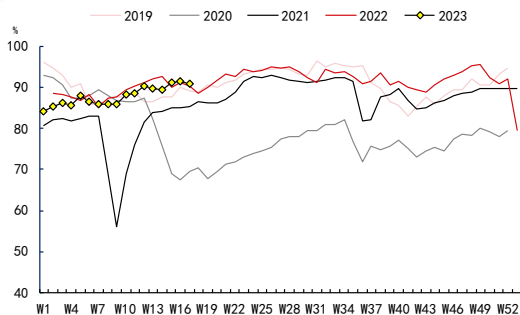
美国炼厂利润与产能利用率



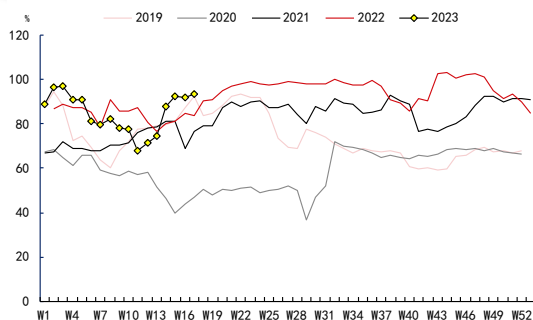
美国炼厂原油加工量



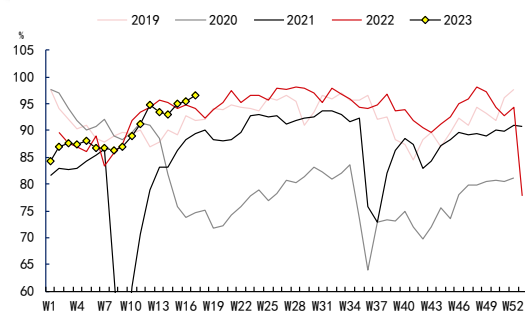
美国炼厂总开工率



美国东海岸炼厂开工率



美国墨西哥湾炼厂开工率

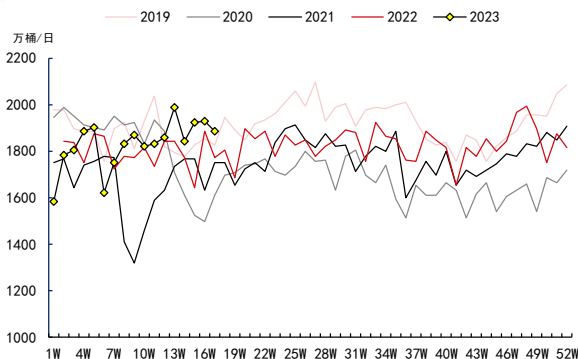


成品油：美国汽油表需升至高位，柴油表需环比大幅抬升

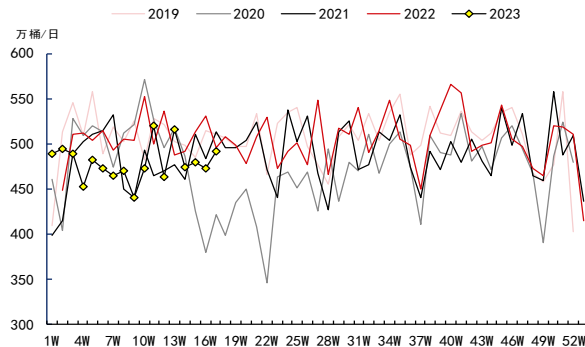
万桶/日	原油表需	航煤表需
2023年4月28日	1,888	164
2023年4月21日	1,930	164
涨跌	-41.9	-0.6
环比	-2.2%	-0.4%

万桶/日	车用汽油表需	柴油表需
2023年4月28日	946	492
2023年4月21日	1,025	473
涨跌	-79	20
环比	-7.7%	4.1%

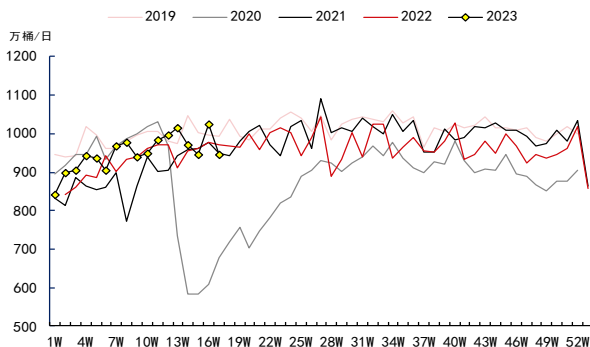
美国原油表观消费



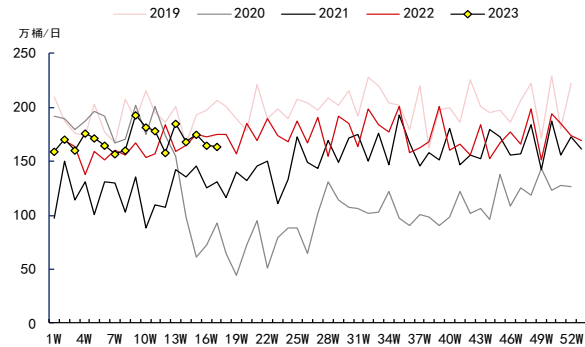
美国柴油表观消费



美国汽油表观消费



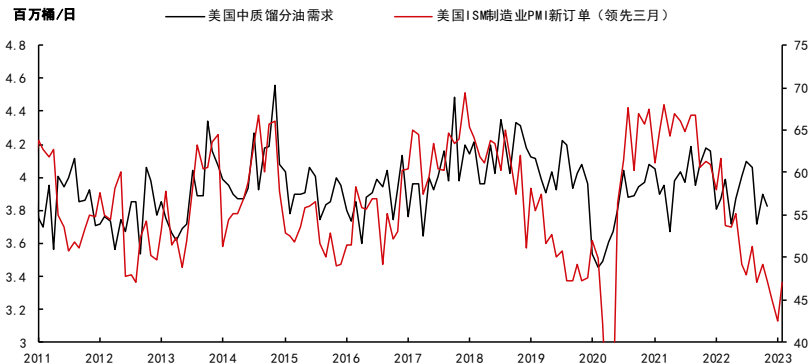
美国航煤表观消费



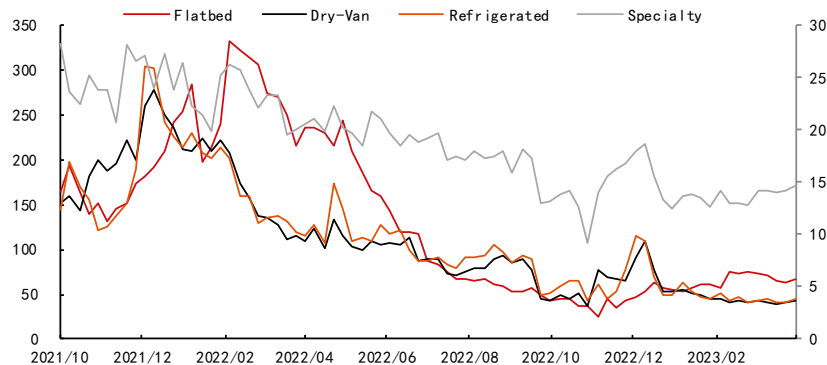
- 由于欧美制造业PMI持续走弱，柴油需求表现同比偏弱，且处于历史较低水平。
- 美国汽油由于近期进入复活节假日，出行大幅下滑，引发表需显著走弱，但根据往年情况后有望恢复。
- 美国航煤消费随着执行航班修复也进入了历史相对高位。

成品油：美国PMI与柴油需求劈叉，出行指数有所反弹

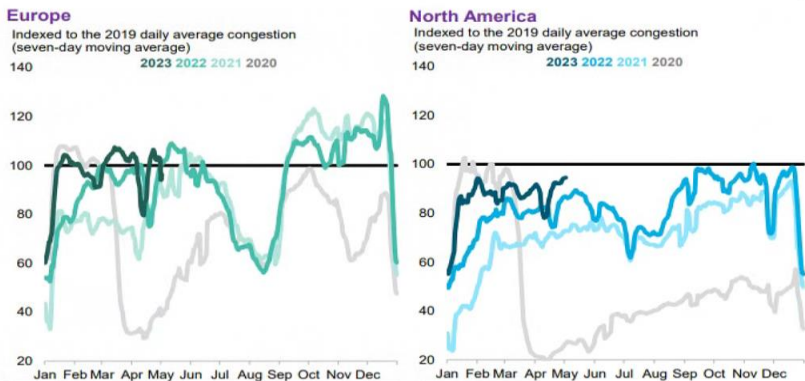
柴油：美国制造业PMI VS 柴油需求



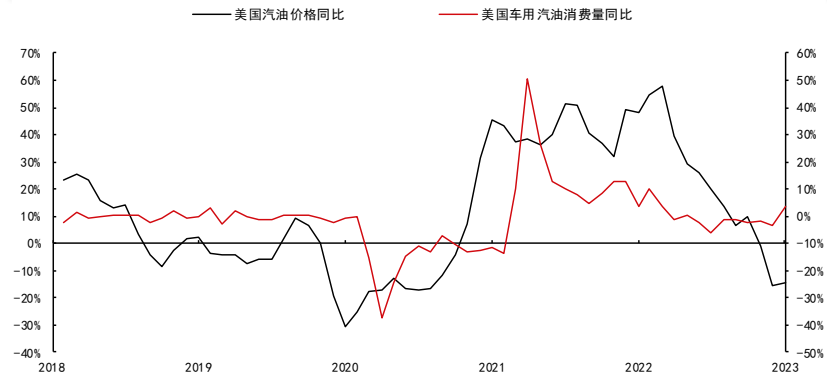
柴油：美国卡车需求指数



汽油：TomTom拥堵指数



汽油：美国汽油价格与消费量同比



- **主产区价格震荡：**山西大同南郊弱粘煤825元/吨(-7)；陕西榆林烟煤末855/吨(-11)；内蒙古东胜大块精煤819元/吨(0)。 **港口价格震荡：**秦皇岛动力末煤998元/吨(0)；广州港山西优混1135元/吨(0)。 **海外煤价随能源价格震荡：**纽卡斯尔NEWC动力煤现货价184.3美元/吨(-4.5)；欧洲ARA港动力煤现货价142.5美元/吨(0)；理查德RB动力煤现货价127.2美元/吨(+3.6)。 **3月进口明显高于前值，预计后期进口将持续维持高位。**
- **供给：**3月全国原煤生产41880万吨，环比+14%，同比+5%；2月全国动力煤生产30240万吨，环比持平，同比+14%。
- **需求：**3月全社会用电量7369亿千瓦时，环比+6%，同比+6%，其中：第二产业用电量5110亿千瓦时，环比+13%，同比+6%；第三产业用电量1212亿千瓦时，环比-2%，同比+14%；居民用电量955亿千瓦时，环比-14%，同比-6%。
- **库存：大秦线检修对库存去化影响不明显。**长江港口库存675万吨，环比+10%，同比+80%；环渤海港口库存2616万吨，环比持平，同比+29%。
- **总体来看：**供给方面，国内在保供的大背景下，2月动力煤生产维持高位，进口如预期增加但幅度超预期，且进口零关税延长至今年年底，继续释放良好政策信号，大秦线检修即将结束，供应或重回高位。需求方面，3月总用电量继续高企，但非电需求与4月PMI显示经济恢复斜率下降，需求淡季较弱。库存方面，环渤海港口延续去库，电厂库存仍在高位。总体来说，煤炭淡季需求较弱，煤价缺乏大幅上涨动能，在迎峰度夏之前将弱势运行。近期重点观察港口库存运行情况，若保持高位将对煤价带来压力。

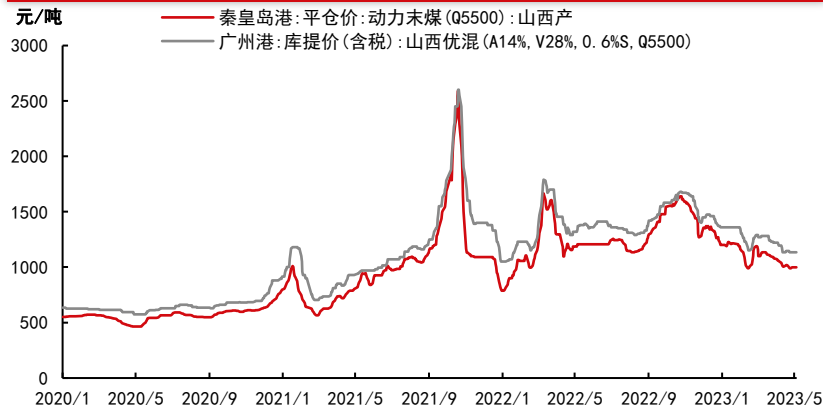
风险因素：国内产业需求下滑（下行风险）；气温下降速度超过预期（上行风险）

- 经济恢复斜率下降，煤价淡季承压运行。4月PMI公布值为49.2，再度跌至荣枯线以下，新订单跌至48.8，表明国内需求仍然较弱，而在保供的背景下，煤炭供给维持高位，导致煤价近期在迎峰度夏之前将弱势运行。近期重点观察港口库存运行情况，若保持高位将对煤价带来压力。
- 主产区价格震荡：山西大同南郊弱粘煤825元/吨(-7)；陕西榆林烟煤末855/吨(-11)；内蒙古东胜大块精煤819元/吨(0)。
- 港口价格震荡：秦皇岛动力末煤998元/吨(0)；广州港山西优混1135元/吨(0)。

主产地坑口价格



主流港口价格

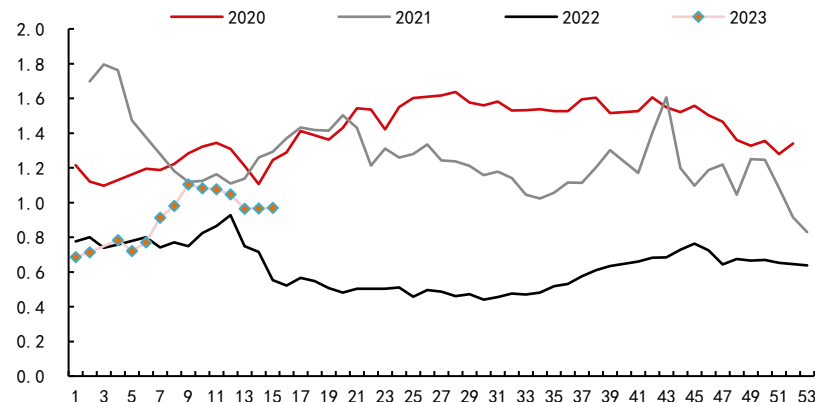


- **海外煤价随能源价格震荡**：纽卡斯尔NEWC动力煤现货价184.3美元/吨(-4.5)；欧洲ARA港动力煤现货价142.5美元/吨(0)；理查德RB动力煤现货价127.2美元/吨(+3.6)。
- **内外价格比值**：内外价格比值持续恢复，叠加经济恢复预期，3月进口明显高于前值，预计后期进口将持续维持高位。

海外主流动力煤价格(截至3月3日)



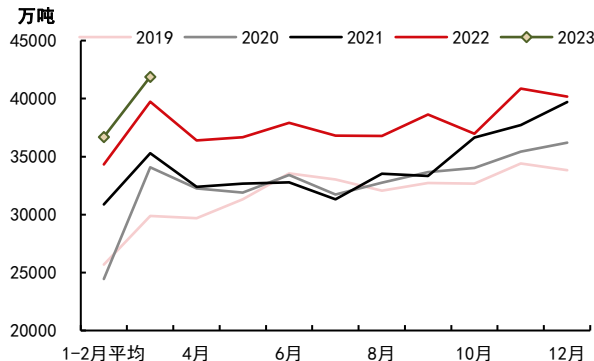
内外价格比值



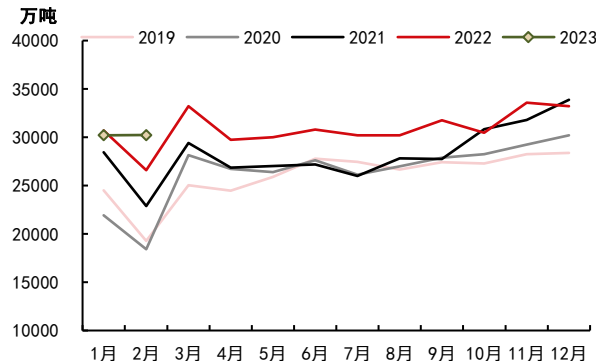
供给：生产维持高位，进口同比大增

- 在保供的影响下煤炭供应保持高位：3月全国原煤生产41880万吨，环比+14%，同比+5%；2月全国动力煤生产30240万吨，环比持平，同比+14%。
- 进口量因海外价格下跌同比大增：国内现实与预期需求转好的情况下，煤炭进口增速高于预期。3月煤与褐煤进口量4116万吨，同比+151%；3月动力煤进口844万吨，同比+33%。

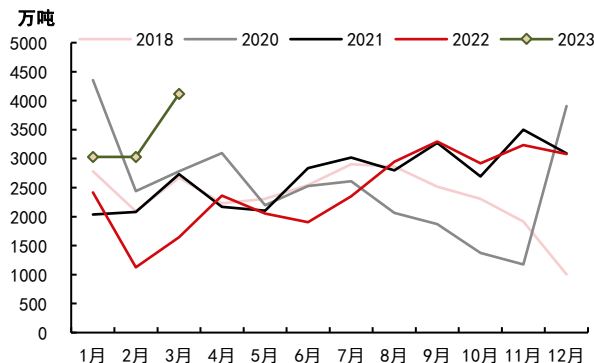
全国原煤生产



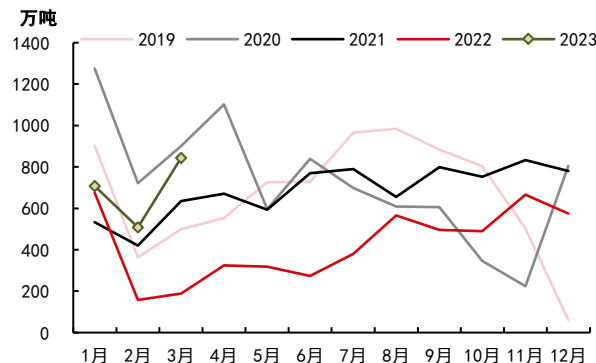
全国动力煤生产



煤与褐煤进口



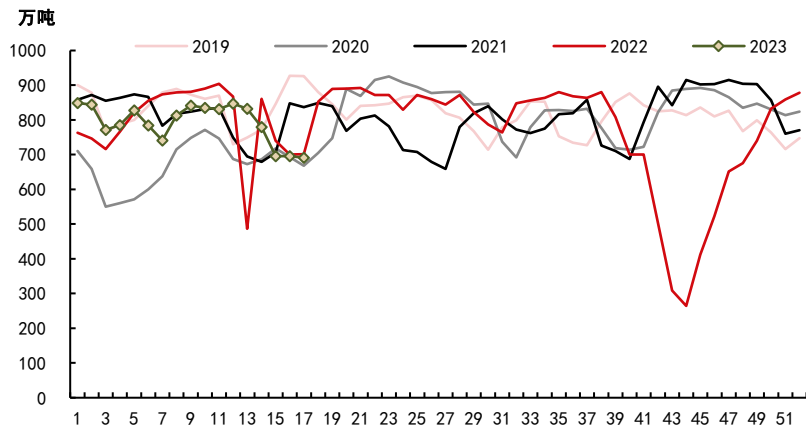
动力煤进口



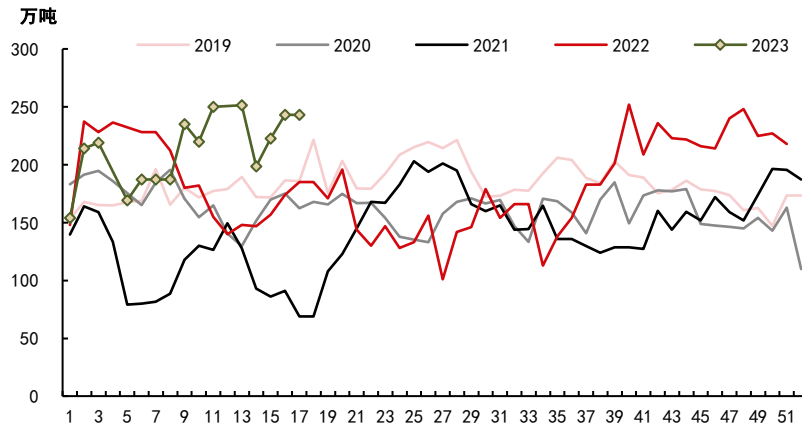
供给：大秦线检修即将结束，供应恢复至高位

- **本周发运下降：**大秦线发运量691万吨，环比持平，同比-1%；呼和浩特铁路发运量243万吨，环比持平，同比+31%。
- **大秦线检修即将结束：**大秦线检将于5/5日结束，供应将恢复至高位，对煤价造成一定压力。

大秦线周发运量



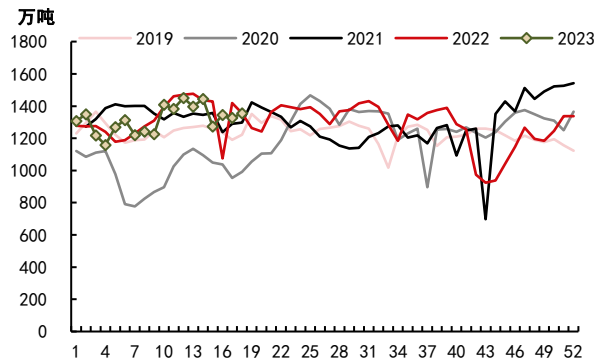
呼铁周发运量



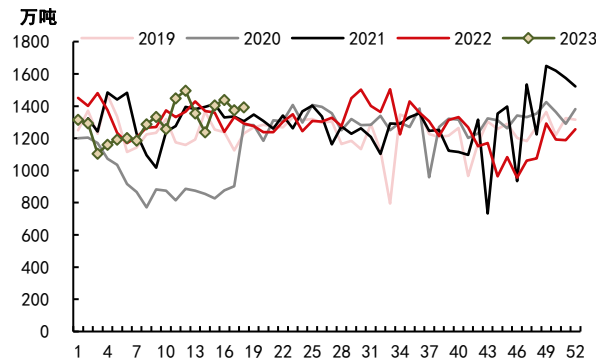
供给：大秦线结束检修，供给将恢复正常

- 观察调入量变化情况：环渤海港口调入1356万吨，环比+2%，同比持平，调出1394万吨环比-1%，同比+8%。大秦线检修结束，供给将恢复正常，或对沿海库存造成一定压力。

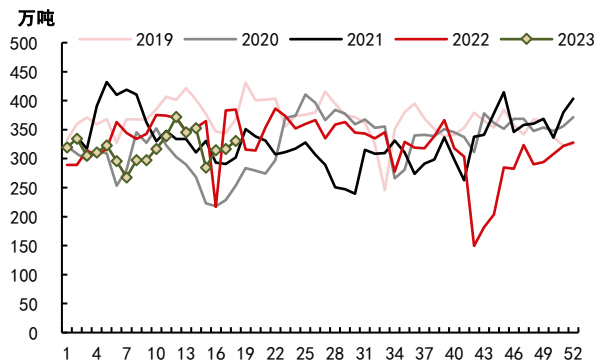
环渤海港调入量



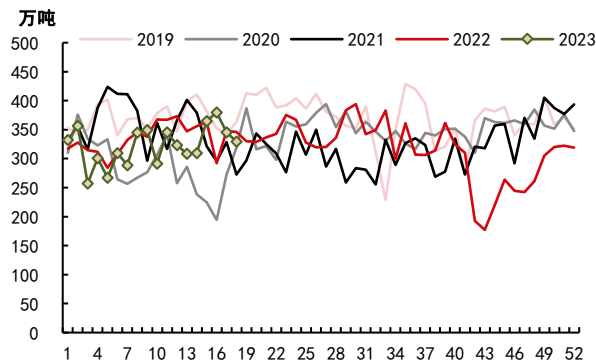
环渤海港调出量



秦皇岛港调入量



秦皇岛港调出量

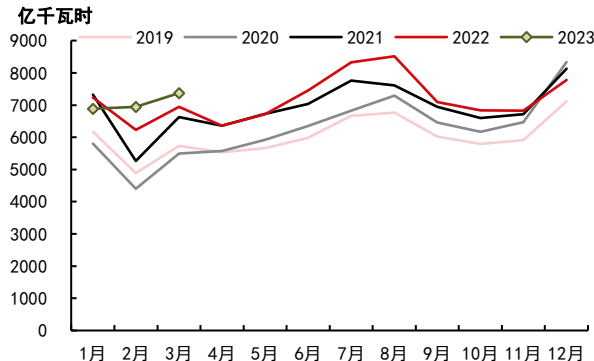


需求：3月用电量维持高位

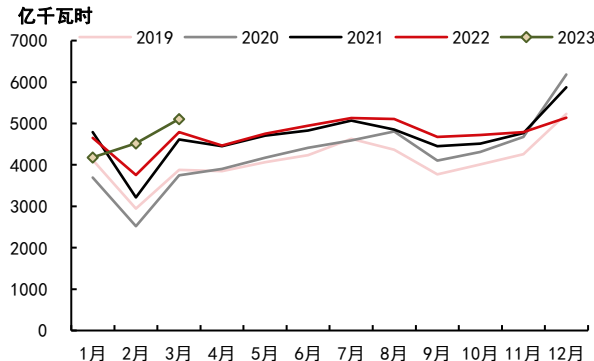
- 3月全社会用电量7369亿千瓦时，环比+6%，同比+6%，其中：第二产业用电量5110亿千瓦时，环比+13%，同比+6%；第三产业用电量1212亿千瓦时，环比-2%，同比+14%；居民用电量955亿千瓦时，环比-14%，同比-6%。

- 3月用电量同比增加6%，主要是制造业带动，温度较高使得居民用电较低，表示国内经济在疫后呈稳健恢复趋势，叠加高频电厂日耗维持高位，预计四月用电量在经济恢复的推动下用电量维持高位。

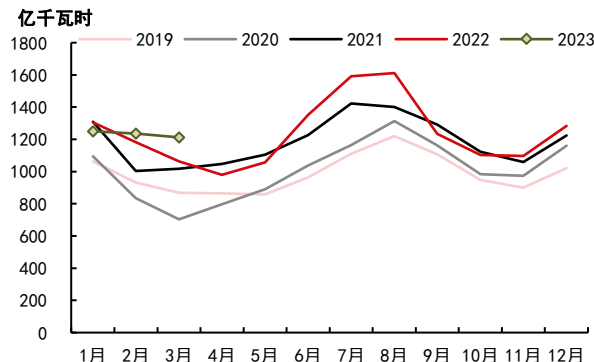
全社会用电量



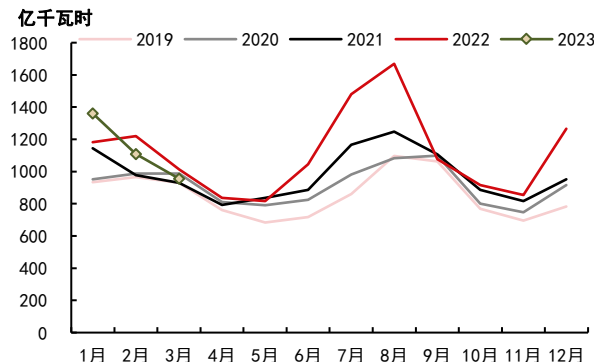
第二产业用电量



第三产业用电量



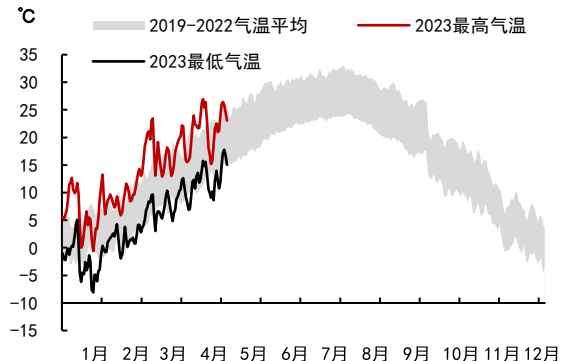
居民用电量



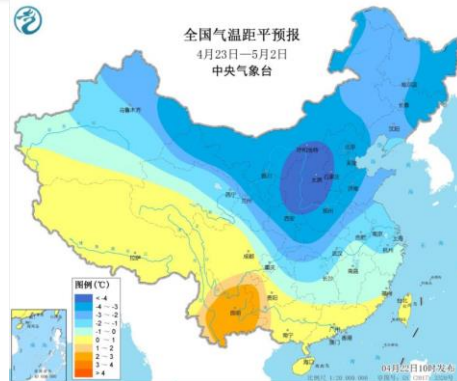
需求：淡季气温对煤价影响较小

- 气温在正常区间运行。国内逐渐进入夏季，气温的变化将对煤价起到重要影响作用。
- 本周沿海八省、内陆17省日耗因五一放假季节性下跌。本周沿海八省电厂日耗158万吨，环比-10%，同比+2%；内陆17省电厂周度日耗304万吨，环比-5%，同比+10%。

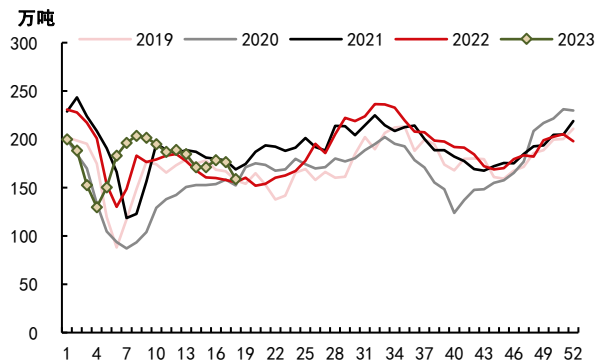
样本城市气温



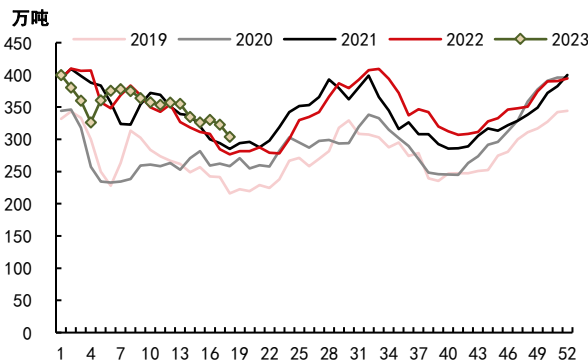
全国气温展望（本周末更新）



沿海8省电厂周度平均日耗



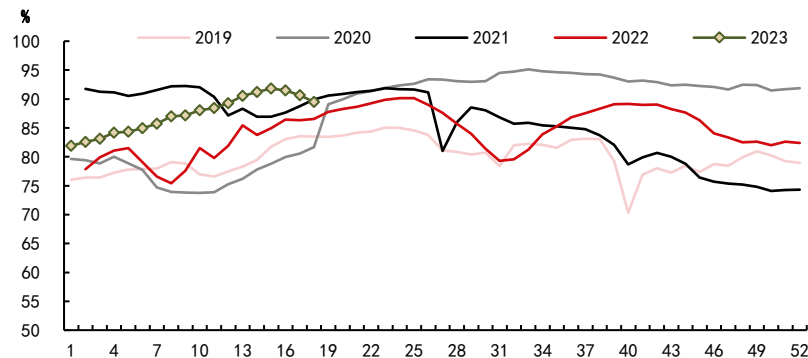
内陆17省电厂周度平均日耗



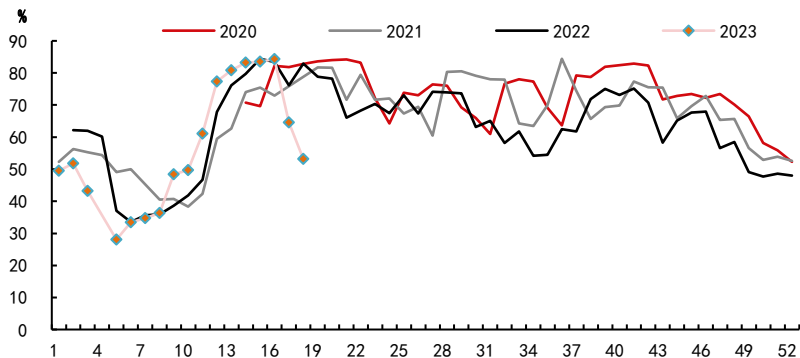
需求：非电需求稍有回落

- 高炉产能利用率90.63%，环比-0.87%
- 水泥产能利用率64.59%，环比-19.69%
- 甲醇开工率75%，环比+3.77%
- 经济汇率斜率下降，非电需求稍有回落。

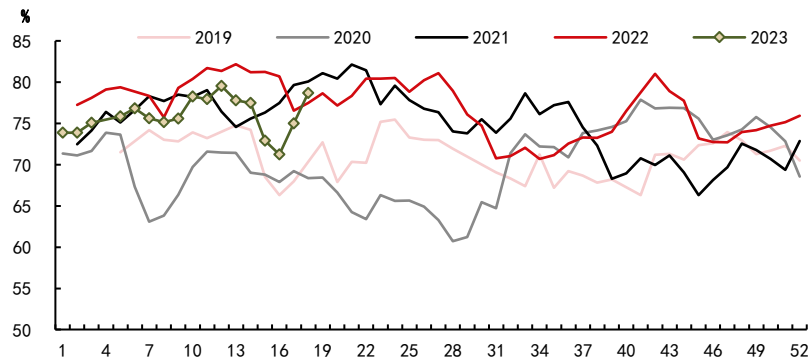
高炉产能利用率



水泥产能利用率



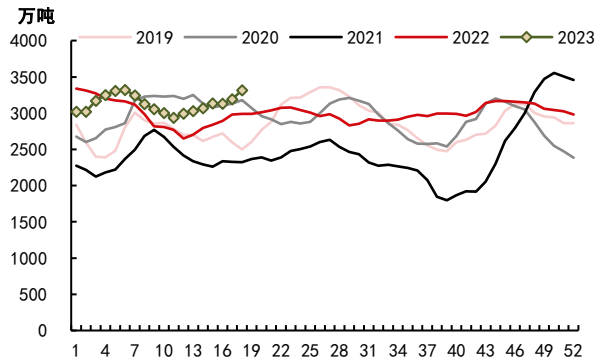
甲醇开工率



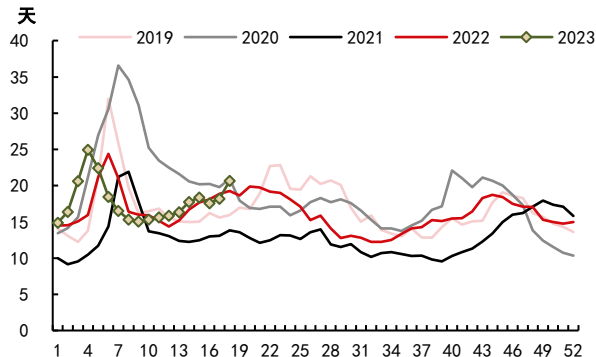
库存：电厂库存/可用天数季节性运行

- 沿海八省电厂库存3318万吨，环比+4%，同比+11%，可用天数20.7，环比+13%，同比-7%。
- 内陆17省电厂库存7205万吨，环比+5%，同比+6%，可用天数23.7天，环比+12%，同比-4%。

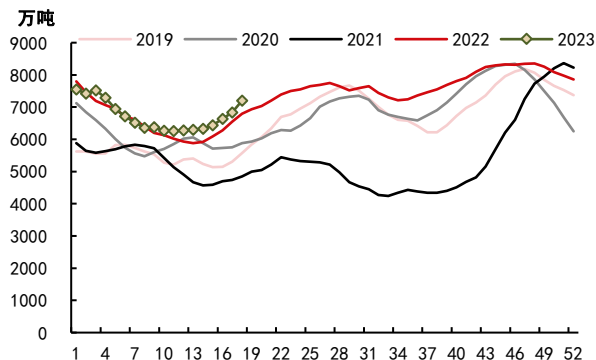
沿海8省电厂周度平均库存



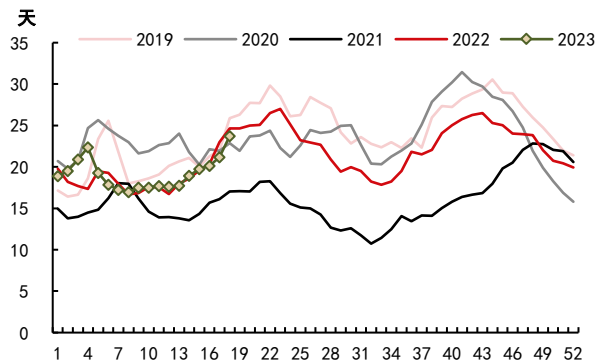
沿海8省电厂可用天数



内陆17省电厂库存



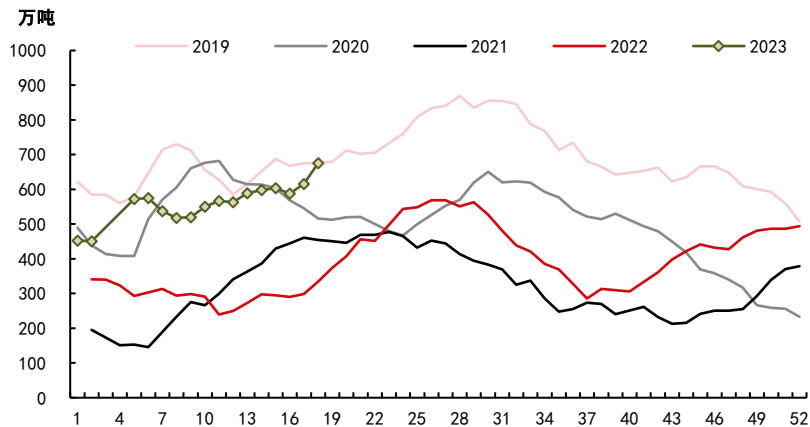
内陆17省电厂可用天数



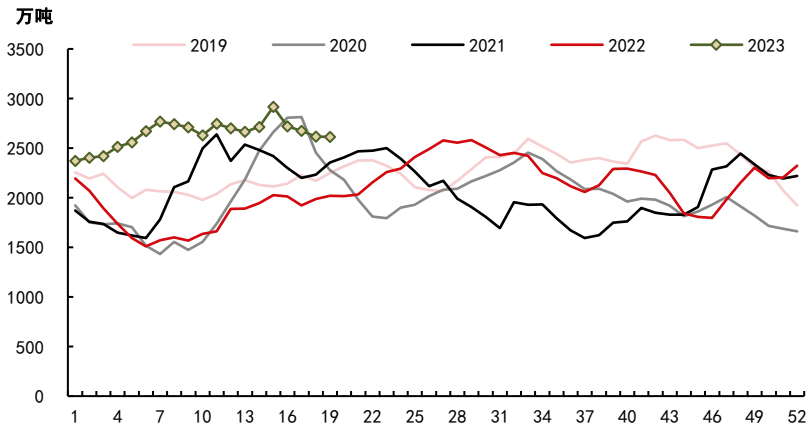
库存：大秦线检修完毕港口库存对煤价造成压力

- 长江港口库存675万吨，环比+10%，同比+80%；环渤海港口库存2616万吨，环比持平，同比+29%。
- 大秦线检修对港口去库的效果并不明显，检修即将结束，或使港口出口再次上升，对煤价造成压力。

长江口港口库存



环渤海港口库存



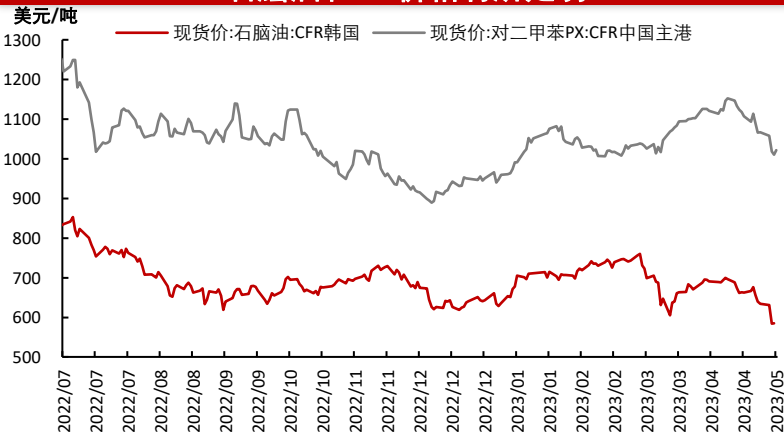
- **聚酯产业链**：近期聚酯开工高位回落，产销增速小幅走弱。产销率方面，聚酯产销有所，轻纺城涤纶织物成交量环比有所走弱。
- **PTA**：近期原油及相关上游原料价格大幅下跌，PTA期现货价格均明显回落。供应端来看，近期加工费改善及部分装置完成检修，PTA开工有所上行；需求端来看，3月服装纱线等出口数据短期对预期有一定校正，但聚酯工厂开工回落趋势不改。**目前纺织端未见明显改善，聚酯开工和产销走弱，PTA高开工下开始累库，且PX价格走弱，PTA偏弱为主。策略上，近期价格快速下行，利空因素释放充分，建议PTA空单止盈离场。**
- 风险因素：需求超预期走强。
- **乙二醇**：尽管近期开工开始回落，但目前供需宽松格局未改，需求端聚酯工厂开工回落趋势不改，终端需求内外分化。**目前宽松格局延续，港口库存压力仍较大，短期期价持续上行动力不足，或维持底部震荡，关注油制企业开工变化。**
- 风险因素：需求超预期走强。

- 截至5月5日，LNG到岸价9.88美元/百万英热值 (-1.41)，无烟煤价格1280元/吨 (-)。
- 石脑油价格大幅走弱，CFR韩国584.72美元/吨 (-49.99)；PX价格明显走弱，CFR中国主港1022美元/吨 (-45)。
- 乙烯价格走弱，CFR中国891美元/吨 (-30)；丙烯价格近期小幅走弱，CFR中国906美元/吨 (-10)。

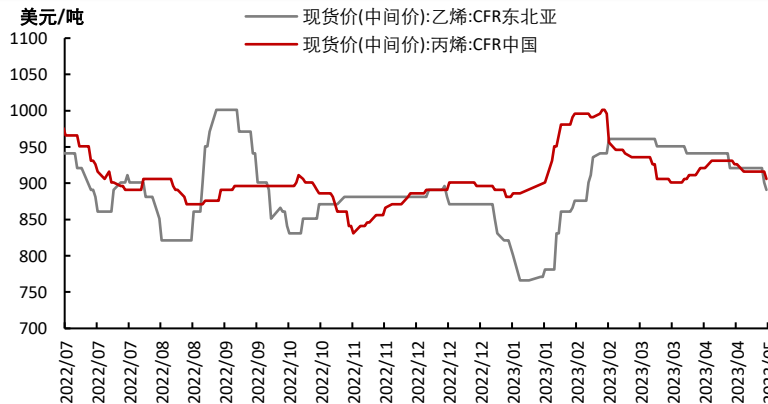
LNG价格持续下行



石脑油和PX价格有所走弱



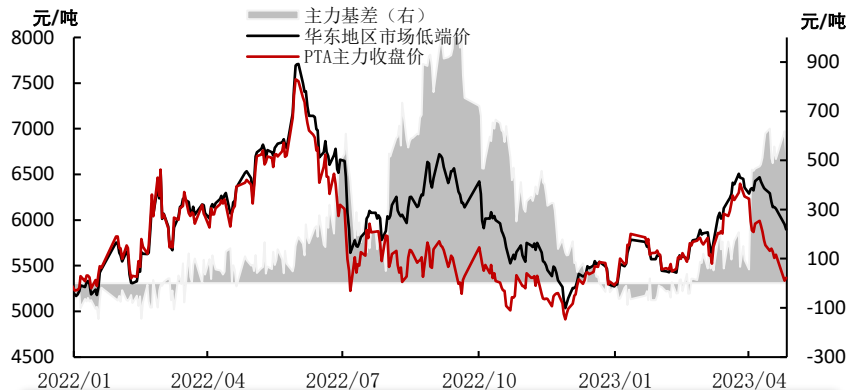
丙烯价格近期小幅回落



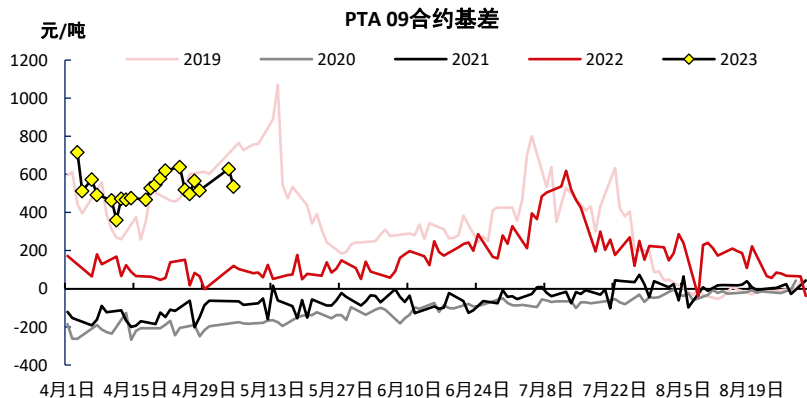
聚酯产业链 (PTA) : 近期现货价格下跌为主

- 价格来看，PTA期现货价格下跌为主。截至5月5日，PTA主力期货价格5370元/吨，周下跌5.59%；现货价格5896元/吨 (-302)，基差526元/吨 (+16)，小幅走强。
- 期限结构来看，PTA维持Back结构。

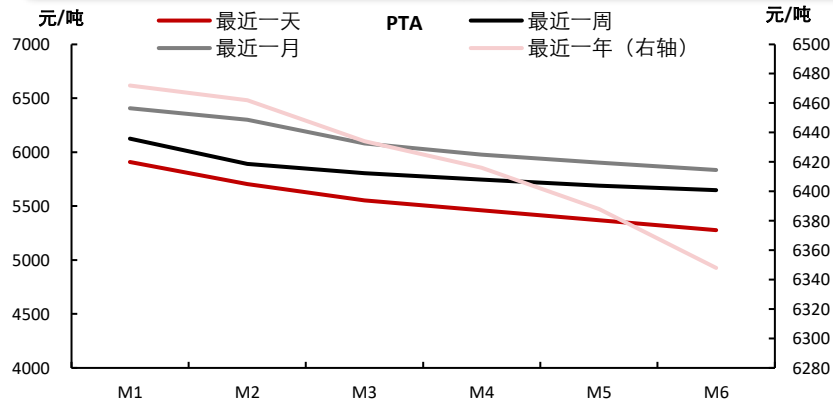
PTA期现货价格大幅下跌



PTA主力09基差有所走强



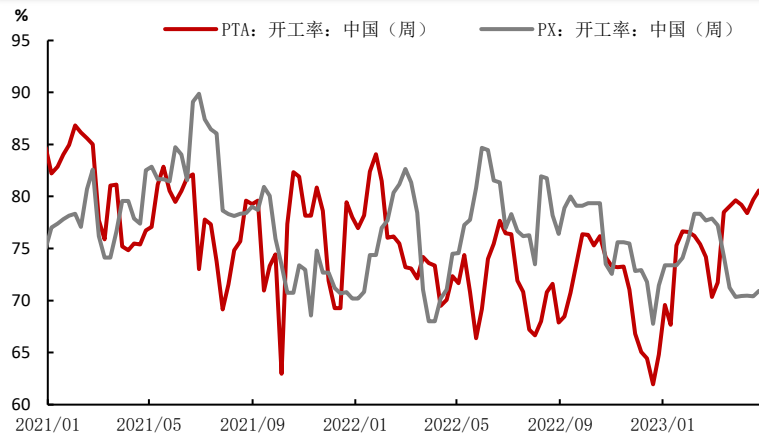
PTA Back结构延续



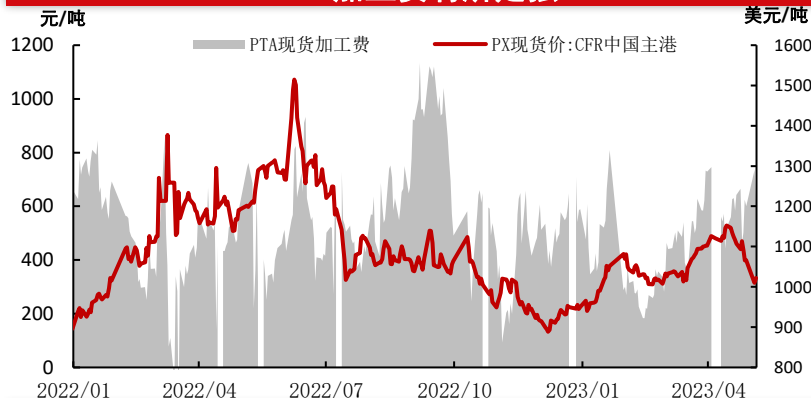
聚酯产业链 (PTA) : PTA供应宽松, 原料偏紧改善

- **原料来看**, PX检修陆续结束, 国内开工率70.92% (+0.52), PX供应边际改善。
- **生产端来看**, 国内PTA开工率80.6% (+0.89), 开工率小幅上升, 加工费有所反弹。
- **库存端来看**, 近期PTA工厂库存天数上升, 下游聚酯工厂库存小幅减少。

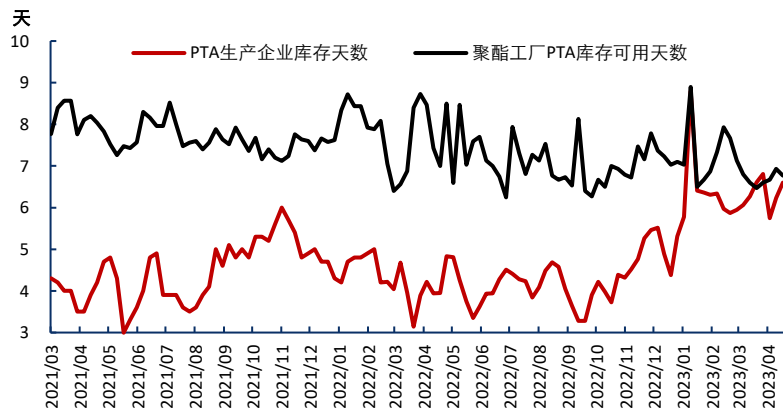
PTA开工率高位上行



PTA加工费有所走强



PTA工厂库存天数上升

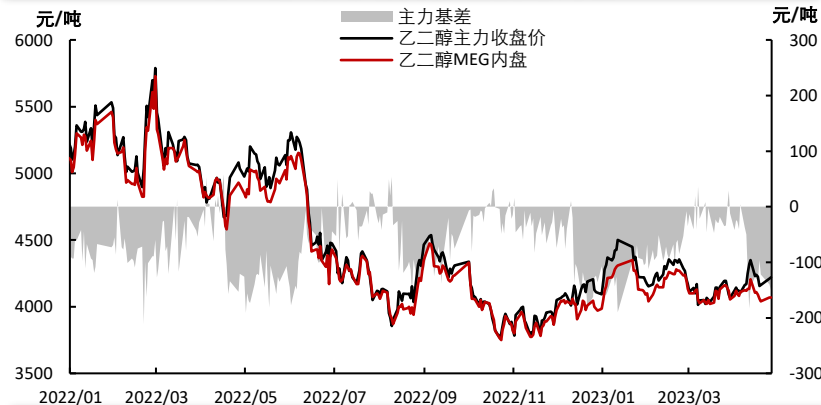


资料来源: Wind Mysteel 中信期货研究所

聚酯产业链（乙二醇）：期现货价格近期维持震荡

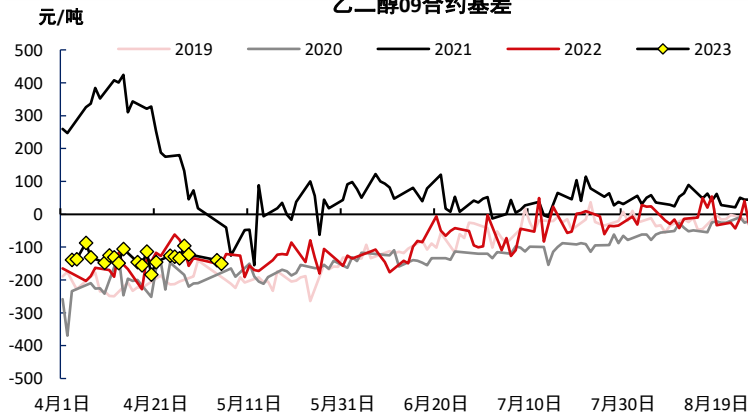
- 价格来看，乙二醇期现货价格震荡为主。截至5月5日，期货价格4220元/吨，周下跌0.45%；内盘现货价格4070元/吨（-40），基差-150元/吨（-38）。
- 期限结构来看，目前现实相对偏弱，期货价格呈远月升水结构。

乙二醇期现货价格震荡为主

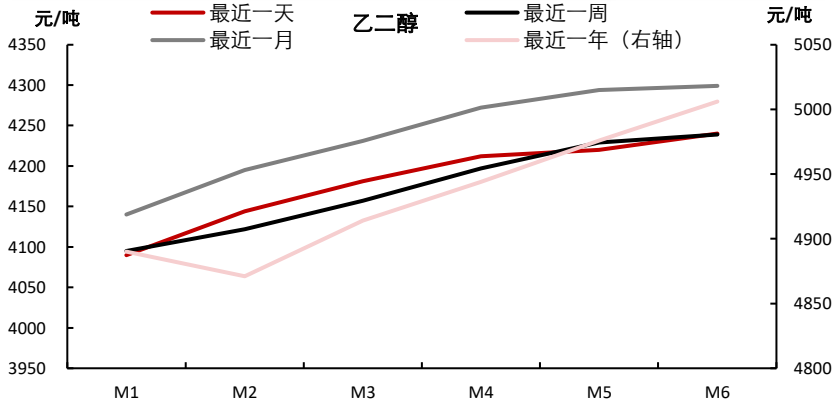


乙二醇基差小幅走强

乙二醇09合约基差



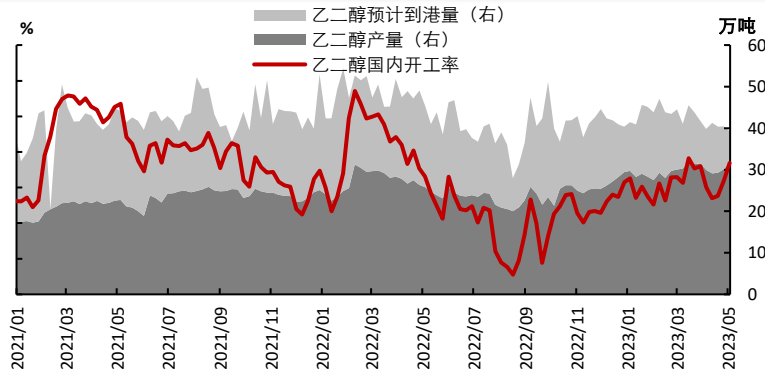
乙二醇期限结为远月Contango



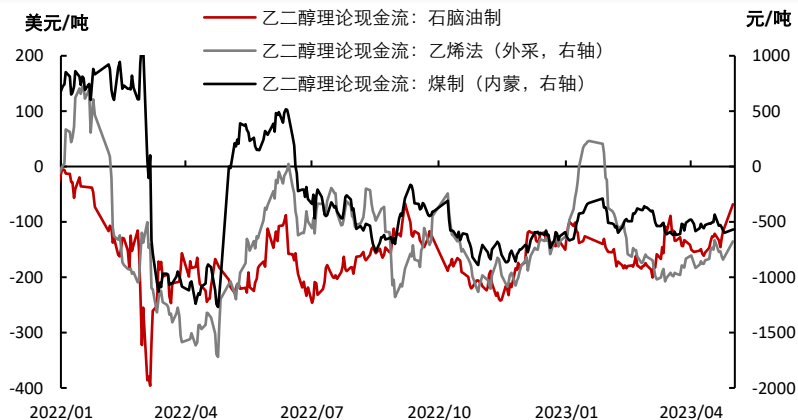
资料来源：Wind Mysteel 中信期货研究所

- **原料来看**，石脑油、乙烯价格走弱，无烟煤价格持稳，油制装置利润明显修复。
- **生产端来看**，近期国内开工小幅回升，到港小幅回落，供应仍偏宽松。
- **库存来看**，华东港口库存99.1万吨（-3.11），小幅回落。

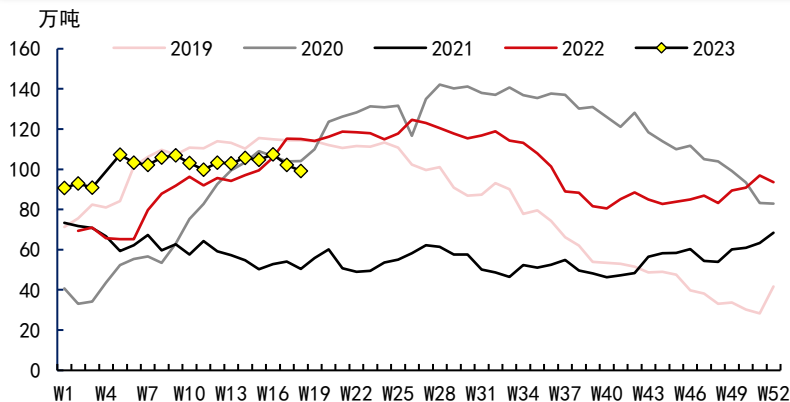
乙二醇国内供应小幅回落



乙二醇油制装置利润修复

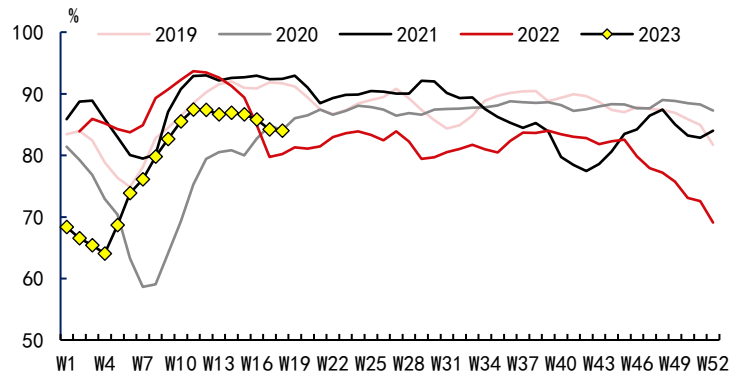


华东港口库存小幅回落

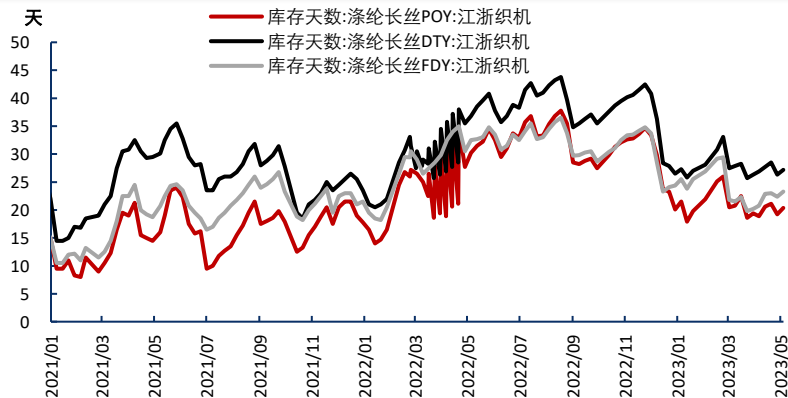


- 聚酯开工率84.01% (-1.82)，短期亏损有所收窄。
- 下游库存天数较节前回落。江浙织机涤纶长丝POY、DTY、FDY库存天数分别为20.4(-0.7)、27.2(-1.3)、23.3(+0.3)。
- 贸易端来看，织物成交有所走弱，轻纺城五日成交均量824.4万米，环比回落5%。其中，轻纺城长纤织物成交五日平均为531.4万米，环比回落8.41%；短纤织物293万米，环比回升1.88%。

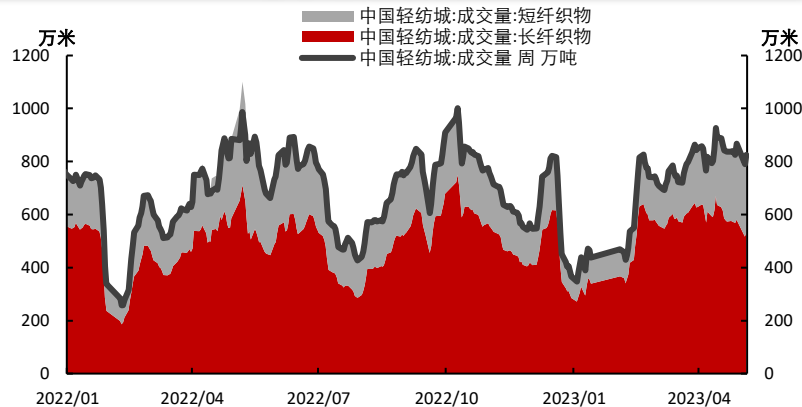
聚酯开工高位回落



涤纶长丝库存天数回升为主

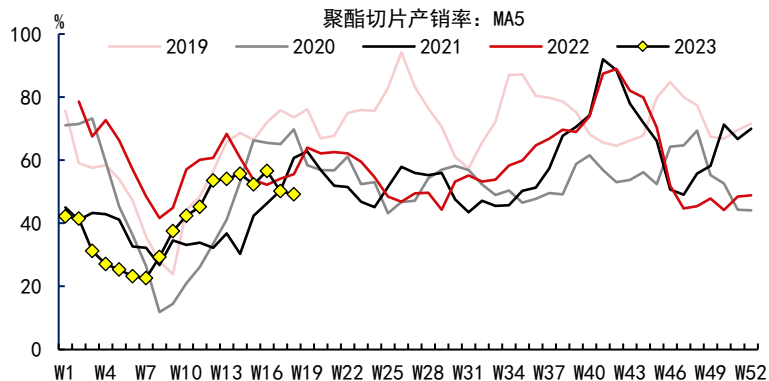


轻纺城成交有所回落

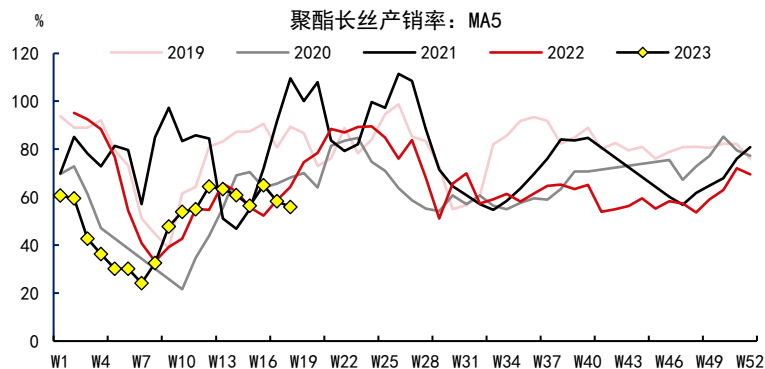


聚酯产业链：聚酯产销延续回落，涤纱订单延续走弱

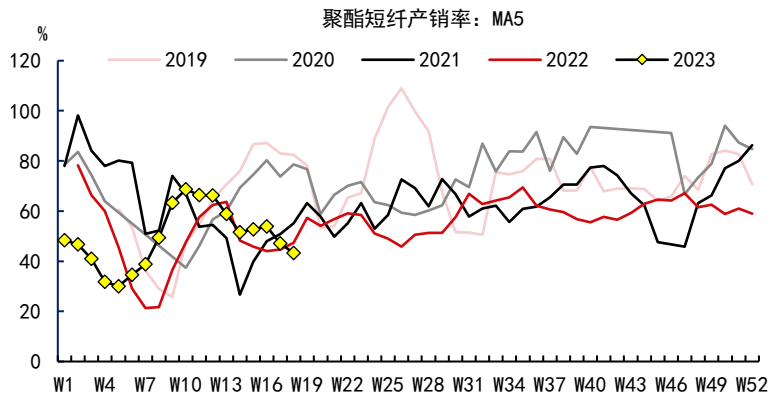
聚酯切片产销增速小幅回落



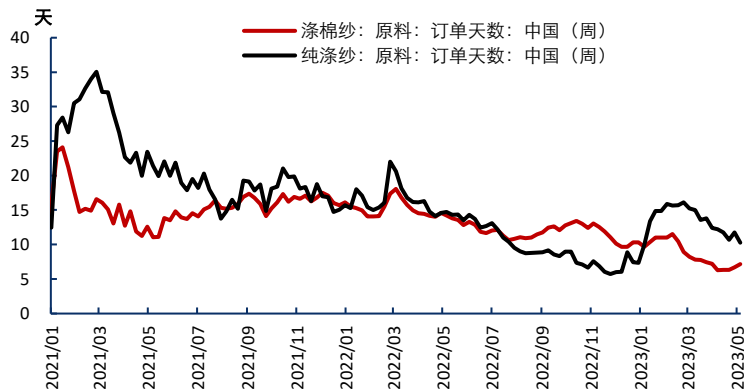
聚酯长丝产销延续回落



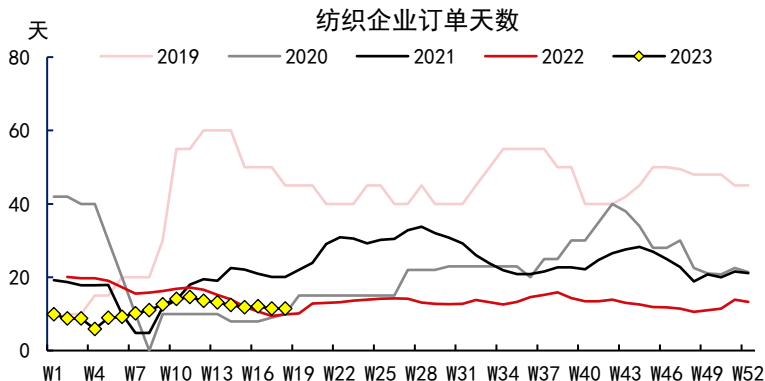
短纤产销率延续回落



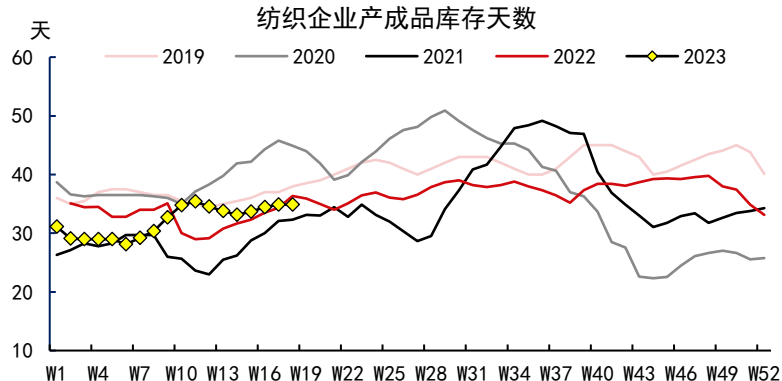
涤棉纱订单小幅改善



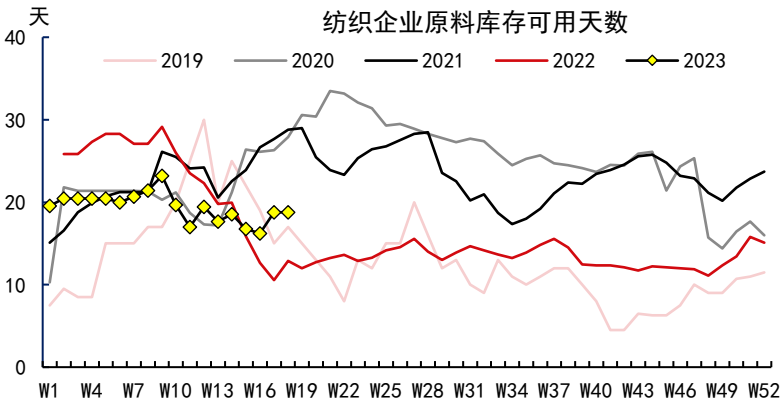
纺织企业订单天数低位



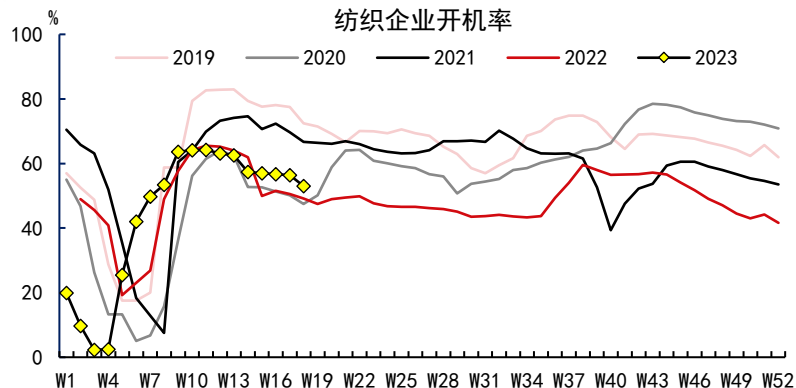
纺织企业产成品库存天数维持偏高水平



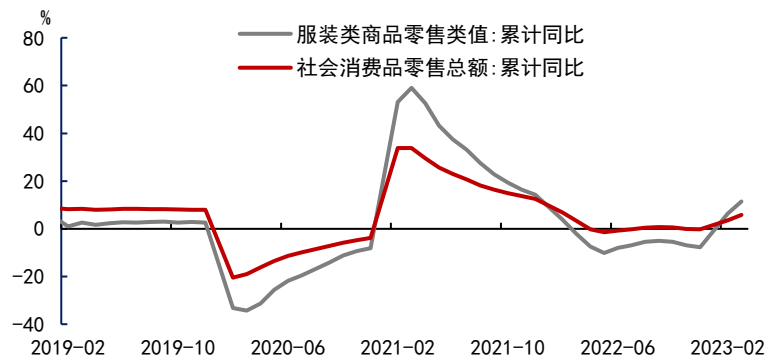
纺织企业小幅补库



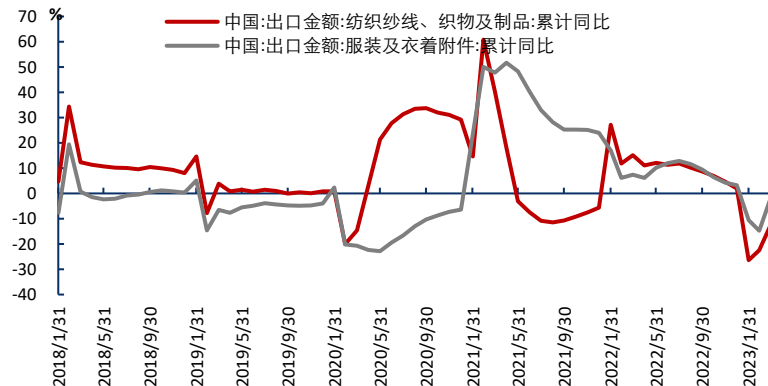
纺织企业开工小幅回落



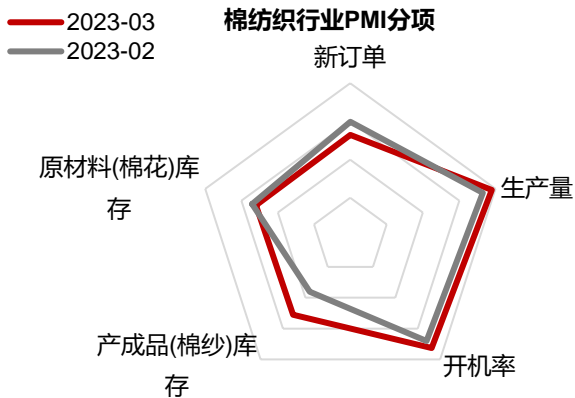
国内纺织服装销售有所回暖



国内服装出口增速小幅回升



纺织行业开机率和产成品库存回升较快

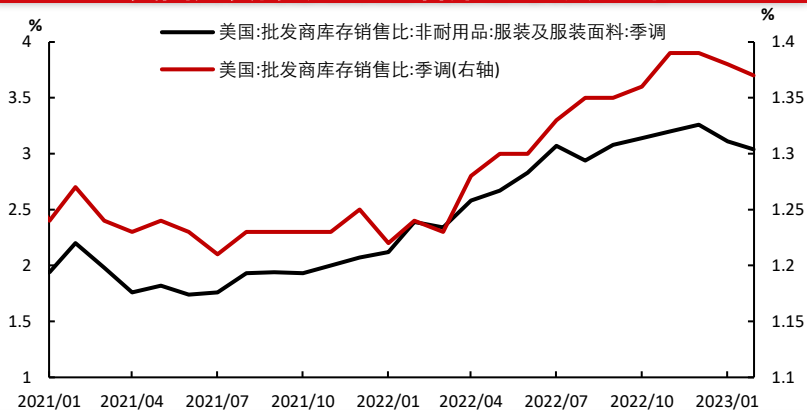


柯桥纺织价格指数小幅回落

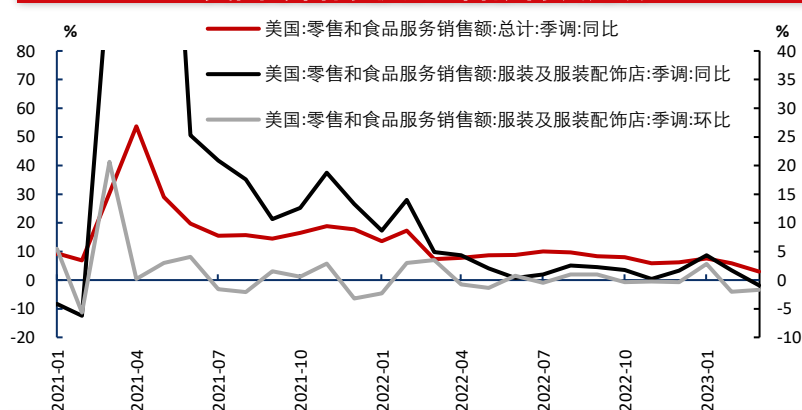


资料来源: Wind Mysteel 中信期货研究所

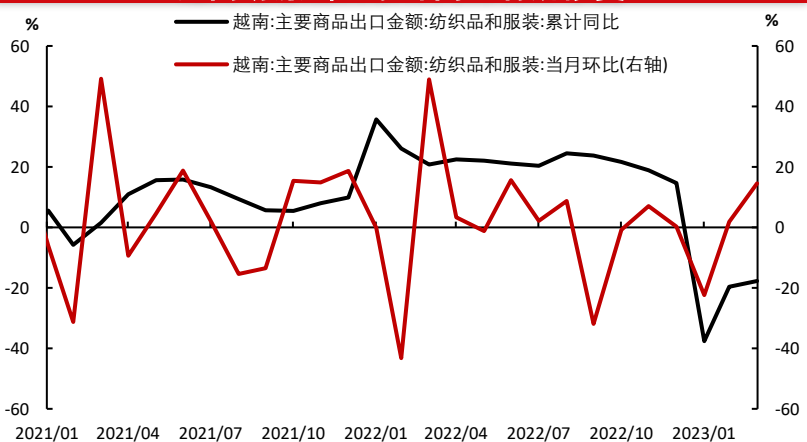
美国批发商服装及面料库销比有所回落



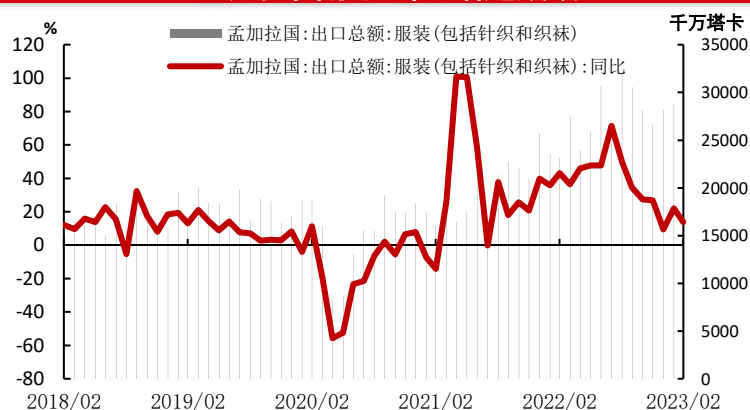
美国零售商服装销售额再次走弱



越南纺服出口累计同比有所修复



孟加拉国服装出口增速放缓



资料来源: Wind Mysteel 中信期货研究所

贵金属一周市场情况：周五夜盘下跌，仍在调整

	单位	最新一周	上一周	周度环比变化量	周度环比变化率
沪金	元/克	457.92	444.98	12.94	2.91%
comex黄金	美元/盎司	2024.90	2007.90	17.00	0.85%
沪金基差	元/克	-3.36	0.23	-3.59	-1560.87%
内外价差	元/克	8.03	-2.54	10.57	-416.49%
COMEX黄金库存	吨	723.69	713.11	10.57	1.48%
SPDR ETF持有量	吨	931.77	930.04	1.73	0.19%
CFTC黄金投机净多仓	张	195567.00	185264.00	10303.00	5.56%
美债收益率-10年	%	3.44	3.40	0.04	1.18%
美国抗通胀债券利率-10年	%	1.23	1.15	0.08	6.96%
美国10年期盈亏平衡利率	%	2.21	2.25	-0.04	-1.78%
金银比	点	78.09	80.56	-2.47	-3.07%
标普500指数	点	4136.25	4071.63	64.62	1.59%
VIX波动率指数	%	17.19	18.76	-1.57	-8.37%
美元指数	点	101.28	101.85	-0.57	-0.56%
白银	单位	最新一周	上一期	周度环比变化量	周度环比变化率
沪银	元/千克	5846.00	5635.00	211.00	3.74%
comex白银	美元/盎司	25.93	25.06	0.87	3.47%
基差	元/克	-15.00	-10.00	-5.00	50.00%
内外价差	元/克	84.89	49.68	35.21	70.88%
COMEX白银库存	吨	8664.12	11341.11	-2676.99	-23.60%
CFTC白银投机净多仓	张	31952.00	30603.00	1349.00	4.41%
COMEX白银库存	公斤	8664.12	11341.11	-2676.99	-23.60%
iShare白银持有量	吨	14484.35	14627.51	-143.16	-0.98%
金银比价	点	78.09	80.56	-2.47	-3.07%

美联储：5月议息会议落地，节奏与预期一致，降息延后

- 美联储最新货币决议结果公布，如预期加息25bp，会后鲍威尔召开新闻发布会。最新议息会议核心要点：（1）删除了需要进一步收紧的措辞，鲍威尔表态已经接近于中止加息，但考虑通胀韧性，仍需之后几个月数据观察，因此并未考虑降息；（2）目前职位空缺下降，但通胀数据仍显韧性，尚未考虑降息；（3）美国银行业有韧性，但收紧信贷对经济影响难以确定；（4）不认为美国会出现衰退，但如果出现，希望它是温和的。**今日凌晨议息会议结果验证了我们对这次议息会议分析的观点：加息5月份趋于中止，但之后降息过程或并不顺畅，这使得贵金属上涨节奏延后。**

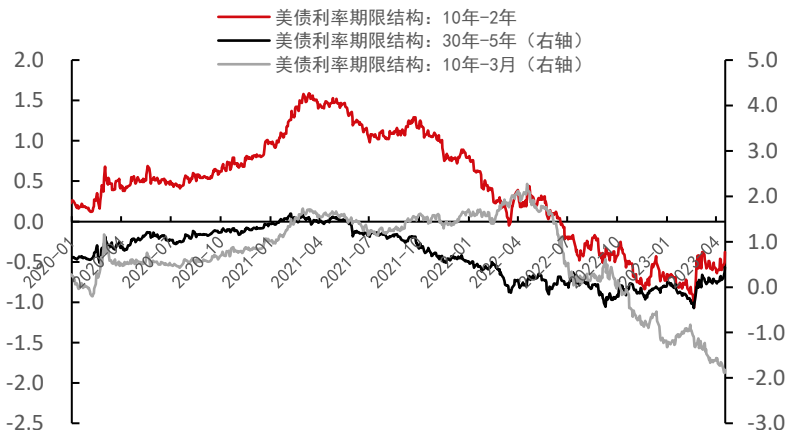
美联储3月经济预测摘要

经济数据	中位数				中位趋势			
	2023	2024	2025	长期	2023	2024	2025	长期
真实GDP预测	0.4	1.2	1.9	1.8	0.0-0.8	1.0-1.5	1.7-2.1	1.7-2.0
去年12月预测	0.5	1.6	1.8	1.8	0.4-1.0	1.3-2.0	1.6-2.0	1.7-2.0
失业率预测	4.5	4.6	4.6	4	4.0-4.7	4.3-4.9	4.3-4.8	3.8-4.3
去年12月预测	4.6	4.6	4.5	4	4.4-4.7	4.3-4.8	4.0-4.7	3.8-4.3
通胀预测	3.3	2.5	2.1	2	3.0-3.8	2.2-2.8	2.0-2.2	2
去年12月预测	3.1	2.5	2.1	2	2.9-3.5	2.3-2.7	2.0-2.2	2
核心通胀预测	3.6	2.6	2.1		3.5-3.9	2.3-2.8	2.0-2.2	
去年12月预测	3.5	2.5	2.1		3.2-3.7	2.3-2.7	2.0-2.2	
目标加息路径								
联邦基金利率预测	5.1	4.3	3.1	2.5	5.1-5.6	3.9-5.1	2.9-3.9	2.4-2.6
去年12月预测	5.1	4.1	3.1	2.5	5.1-5.4	3.9-4.9	2.6-3.9	2.3-2.5

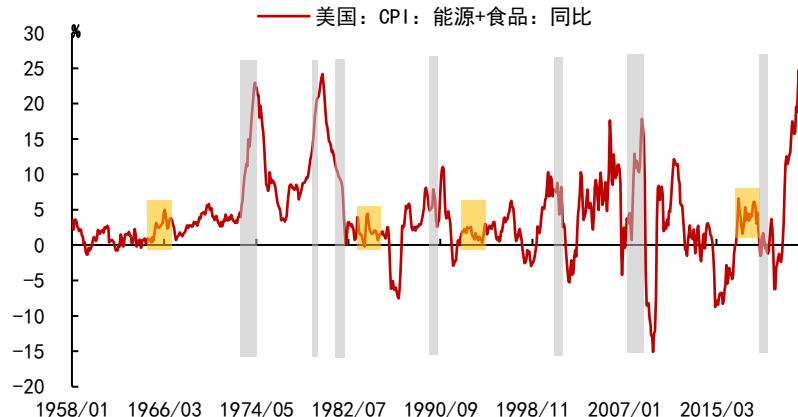
美国衰退逻辑：概率仍然不低，风险加速经济回落

- 本次硅谷银行事件使得市场认识到，利差作为银行主体的成本-收益表征，倒挂仍将体现后续需求回落可能，长短利差倒挂和降息预期体现金融端用脚投票结果。短期看，美国经济韧性主要来自美国财政政策扩张扰动（2022年8月抗通胀法案，2021年12月基建法案）共13000亿美元，但随着后续货币政策继续传导，**美国服务业滞后回落，贵金属走衰退+加息中止逻辑仍将为贵金属带来机会。**
- 历史看，四次加息后软着陆的情况，1966年、1985年、1995年、2018年加息后的软着陆都以食品+能源通胀的稳定性为必要条件（不超过6%），但2022年6月美国CPI能源+食品同比增速已经高达24.72%，**使得后续出现弱衰退概率仍大，近期金融风险预计将加速美国需求回落，因此贵金属具备支撑。**

美债利差判断，预计下半年总需求明显下降



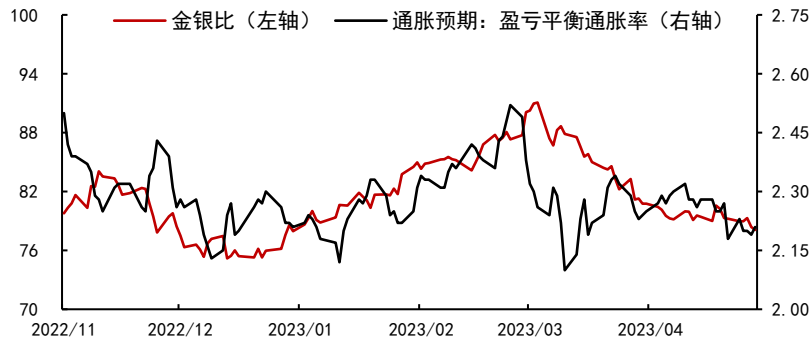
四次加息软着陆的必要条件：能源+食品通胀不为极值



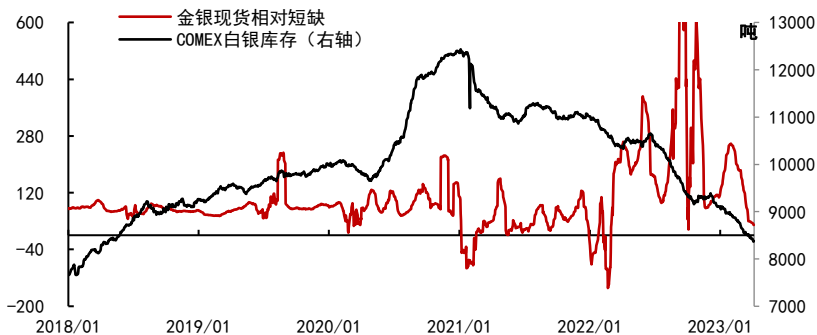
白银逻辑：弹性强于黄金

- 我们曾在二季度推荐，关注金银比与通胀预期的反向相关性，取得良好效果。但9月我们发现，白银相对黄金明显坚挺，之前负相关性减弱，显示白银相对黄金的宏观属性估值能力减弱。
- 我们发现，伦敦金银协会以及Comex白银库存从去年12月开始大幅下降，远低于近五年数值，而Comex白银库存也跌落至疫情前位置。LBMA作为全球白银交易和ETF交易的主要库存源头，当前库存为26154吨左右，大幅低于疫情前35666吨，近月维持低位，Comex白银期货持仓本周继续下降，ETF持仓反弹，白银预期弹性比黄金更强。

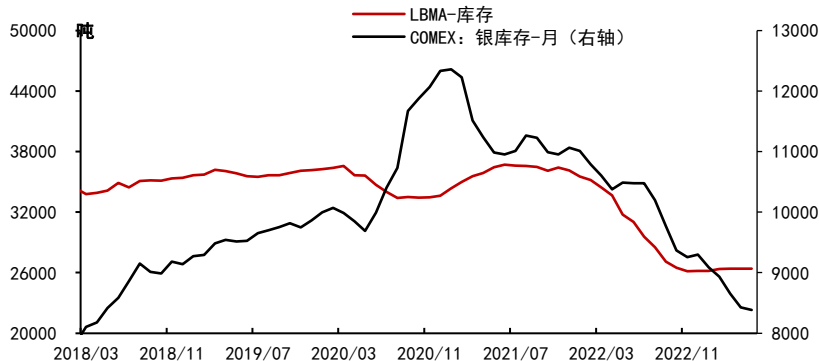
金银比与通胀预期关系转正，近期金银比出现回归



近期白银现货相对短缺程度回落



LBMA白银库存低位弱反弹，comex库存续降



- 策略灵活性：关注库存、ETF即可

当黄金ETF继续上推时，白银ETF或继续累占库存



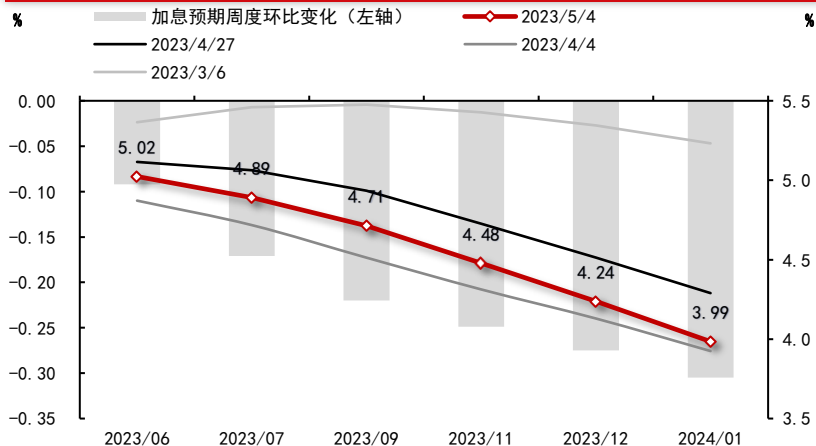
白银ETF抢先于黄金ETF企稳，持仓相比疫情前高



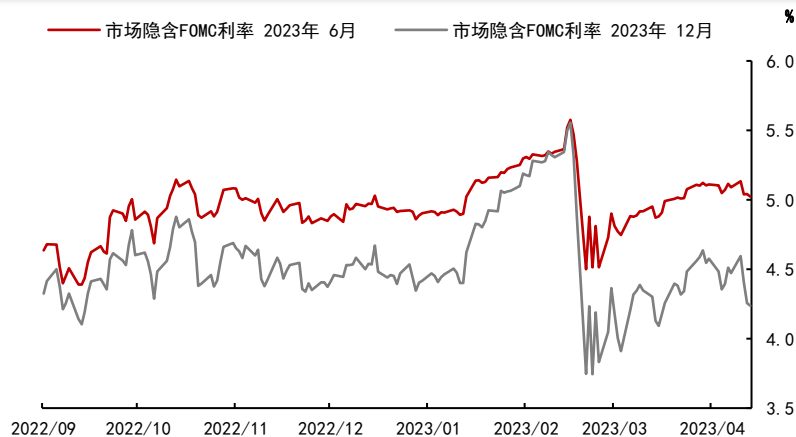
美联储加息预期观测：美联储如期加息25bp，暗示加息收尾

- **本次议息会议美联储如期加息25bp，并暗示加息收尾。**声明显示，就业增长韧性，通胀仍然高企，家庭和企业信贷环境收紧或将施压雇佣、通胀与实体经济，影响程度未知。声明删除“预计”还需要采取额外收紧以达到足够限制的姿态。另外鲍威尔还表示：
 - **金融稳定：**美国银行业稳固而具有韧性，银行业情况总体改善，大银行存款流失已稳定。
 - **债务上限：**债务上限对于本次议息会议决定并不重要，不要假设美联储将在债务违约时保护经济。
 - **劳动力市场与薪资：**尽管职位空缺下降，劳动力市场仍然紧俏。非住房服务通胀没有显著变化，工资与物价走势趋于一致，但工资并不是通胀的主要驱动因素。
 - **利率展望：**通胀或需要一段时间才能消退，我们认为降息是不适宜的。如果（情况）支持，我们已做好收紧更多的准备。
- 综合来看，前期美联储“中央”与“地方”在通胀韧性与信贷紧缩上出现分歧，叠加流动性风险，鲍威尔愈加需要兼顾稳定物价与流动性风险。本次鲍威尔发言对未来不做出任何承诺，以偏向收紧的姿态收尾，根据Nick Timiraos，美联储表态与2006年加息尾声一致。

市场隐含利率曲线



6月及年末市场隐含利率



■ 4月就业边际走强，支撑联储维持利率：

美国4月非农新增就业25.3万人，高于预期18.5万人，3月数据向下修正为16.5万；主要新增就业贡献集中金融、专商、教保与休闲酒店业。

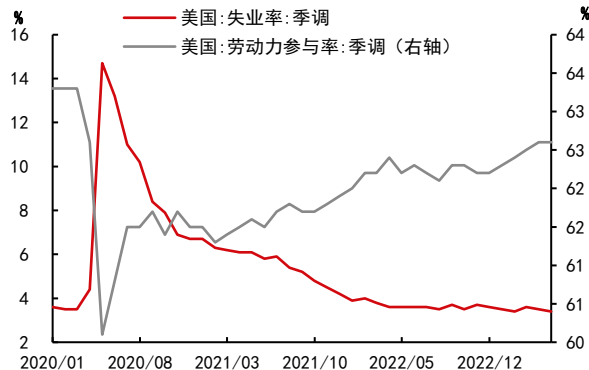
■ 4月失业率3.4%（前值3.5%）劳动力参与率62.6%（前值62.6%）

■ 薪资方面，4月生产非管理人员综合薪资环比上升0.39%，商品生产人员0.41%，服务生产0.35%。

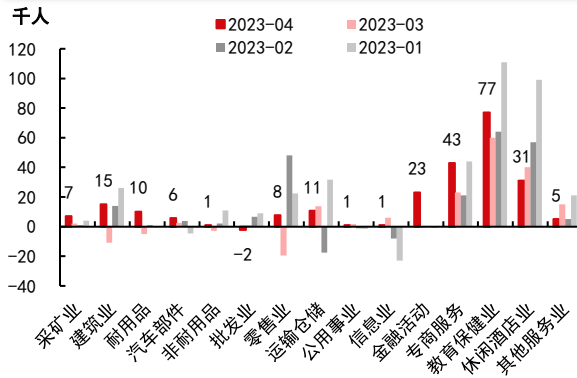
■ 工时方面，商品生产非管理人员每周工时持平40.5小时，服务人员工时下降0.1小时至32.7小时。

■ 新增就业人数增长上升，薪资增速边际升温，除工时小幅下滑外，就业市场暂未现明显衰退迹象，支撑美联储维持利率。

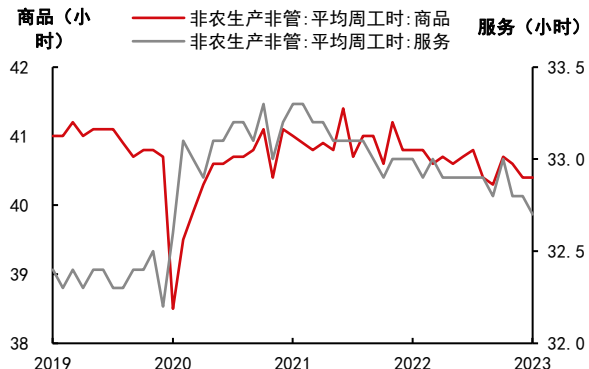
4月失业率下降、参与率回升



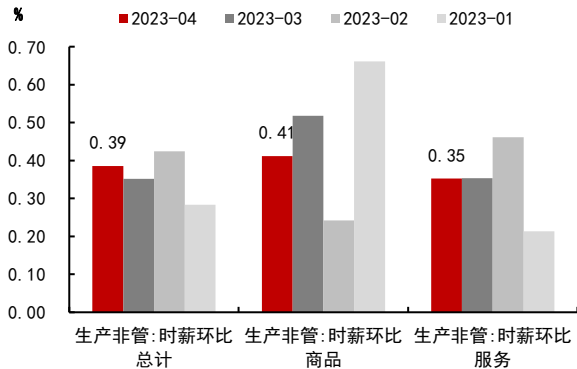
新增非农行业细分



商品服务周工时小幅下滑



生产人力资本仍较紧张



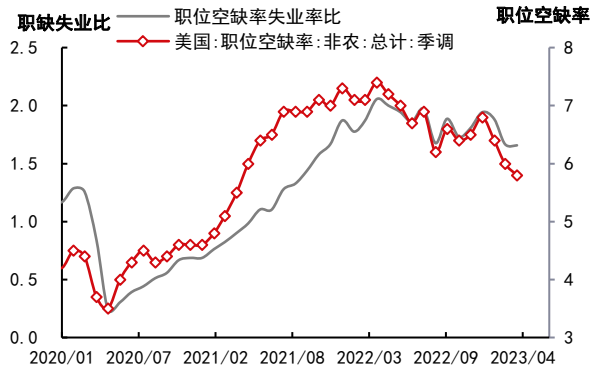
美国劳动力市场：3月职缺再度下行，裁员环比上升

■ 3月职缺再度下行，裁员环比上升：

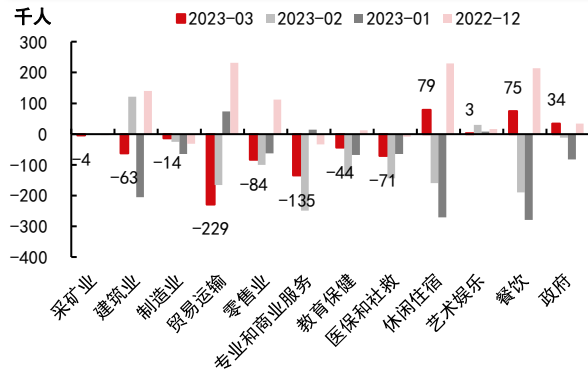
美国3月JOLTS职位空缺数再度环比下降，录得959万人，不及预期977万人，2月前值从993.1万人上修至997.4万人。细分中，贸易运输，专商服务以及教育医保行业职缺出现下行；从Indeed网站日度职位公布趋势来看，职缺整体向下，细分分化：软件、金融职位空缺最先回归，工业制造、地产次之，而护工及休闲服务业则整体较韧性。空缺职位与失业人数之比由1.7降至1.64。

■ 综合来看，职缺下降，职缺单位劳工下降均显示劳动力需求走缓，薪资或将开始降温，对通胀支撑趋弱，美联储“增量”鹰派支撑趋弱。

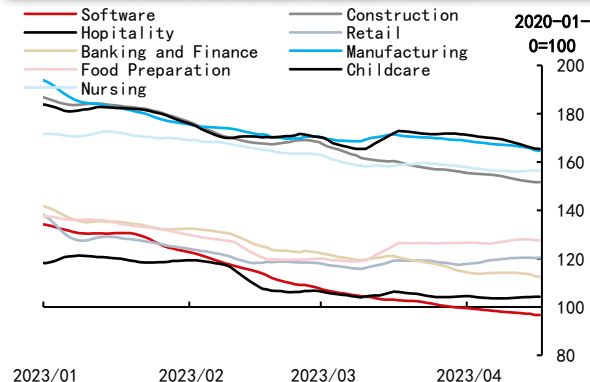
职缺回归下行趋势



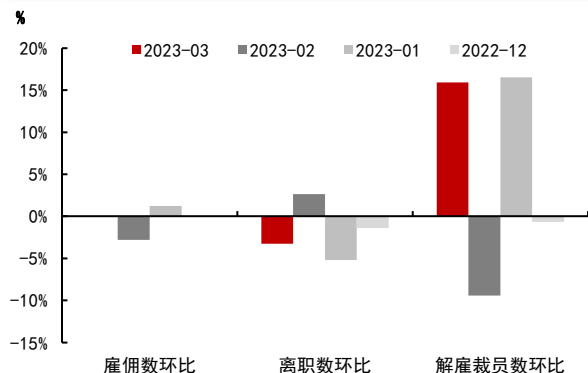
专商服务、运输、教保职缺下降



Indeed网站职位公布细分

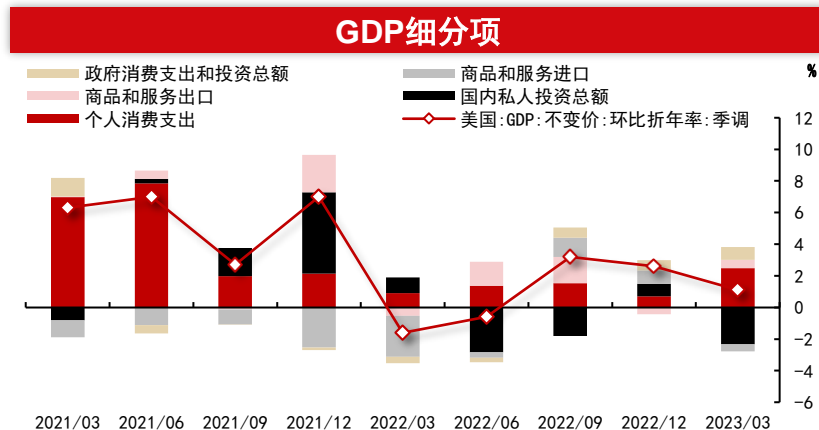
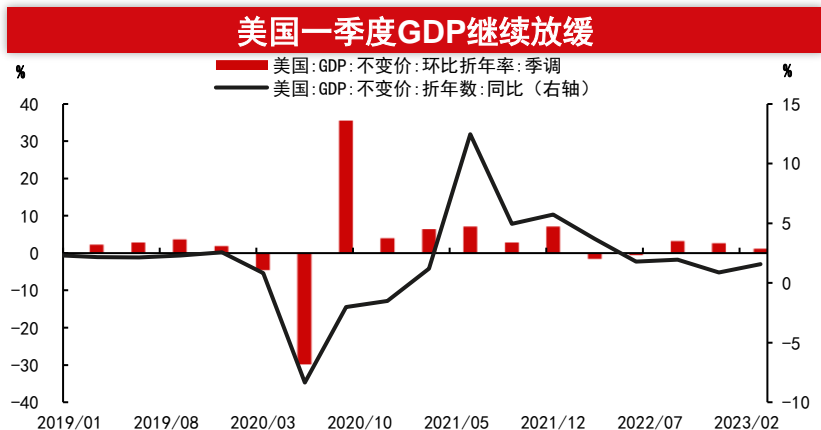


3月裁员数环比上升



美国GDP：经济增长继续放缓，通胀仍显韧性

- **美国经济处于下行周期中，美国一季度GDP环比1.1%，低于前值2.6%及市场预期1.9%。**细分项看，一季度实际GDP增长的动力主要来自于消费者支出、出口、联邦政府、州和地方政府支出以及非住宅固定投资；拖累项目主要来自于进口、私人库存投资和住宅固定投资。
- **其中，消费者支出为主要拉动项**，一季度个人消费支出环比增速为3.7%，高于前值1%，对GDP拉动约2.48个百分点。一季度商品消费环比6.5%（前值-0.1%），服务消费环比2.3%（前值+1.6%）。同时，剔除了政府消费支出的国内私人实际最终销售额季环比增加2.9%，高于前值0%，表现出一季度美国个人消费仍具有韧性。但个人消费增长多由紧俏的就业市场支撑，预计后续随着联储货币政策作用于美国经济的影响进一步体现，美国就业市场也将继续降温，消费对GDP的支撑或也将逐步走弱。**私人库存为主要的拖累项**，一季度私人库存拖累GDP约2.26个百分点，这主要是由于当前处于美国主动去库阶段，预计去库仍将继续。
- **一季度美国通胀仍显韧性。**美国PCE物价指数一季度环比+3.7%（预期4.3%，前值1%），核心PCE物价指数环比+4.9%（预期4.7%，前值4.4%）。

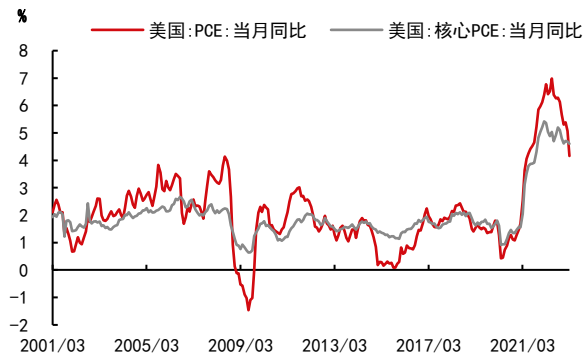


■ **3月PCE物价指数继续上行，核心PCE仍显韧性，美国通胀压力仍然较大。**美国3月PCE物价指数环比上涨0.1%（前值0.3%，预期0.1%），核心PCE环比上涨0.3%（前值0.3%，预期0.3%）。3月PCE同比增长4.2%（前值5.1%，预期4.1%），核心PCE同比增长4.6%（前值4.7%，预期4.6%）。细分来看，3月服务价格仍然贡献了主要增长，3月商品价格环比下降0.2%；服务价格环比上涨0.2%。商品通胀方面，非耐用品通胀下降明显，主要是由于汽油价格明显下降，环比下降4.6%。服务通胀方面，食宿价格领涨，环比上升0.8%；住房价格环比涨幅继续收窄。

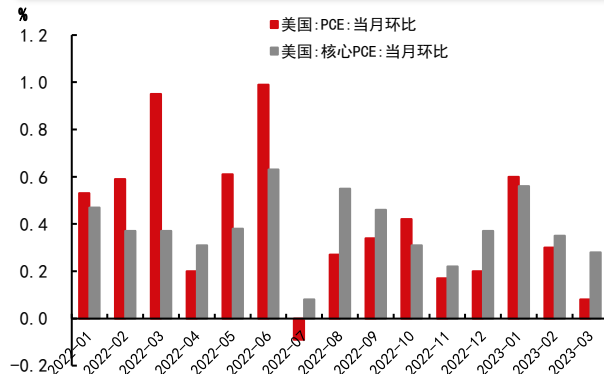
■ **3月个人消费支出环比0%，不及预期，同比6%，创2021年2月以来最慢增速；个人收入环比略微增加0.3%。**细分来看，美国消费者支出趋于平缓，3月耐用品支出环比下降0.81%，非耐用品支出环比下降0.13%，服务支出环比略微上升0.15%。

■ **综合来看，美国居民收入略微上升，但消费却有所停滞，且通胀仍然顽固。**

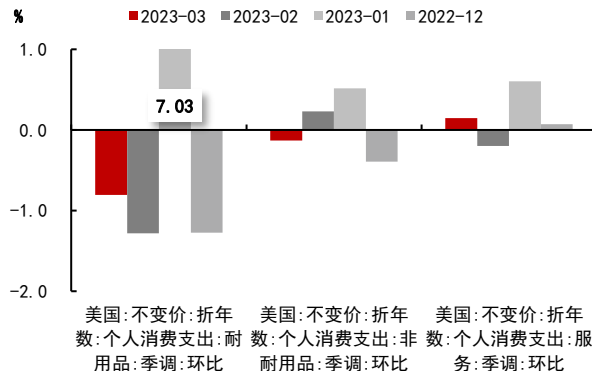
美国3月PCE物价指数仍显韧性



美国3月PCE物价指数环比略有放缓



3月个人消费支出细分

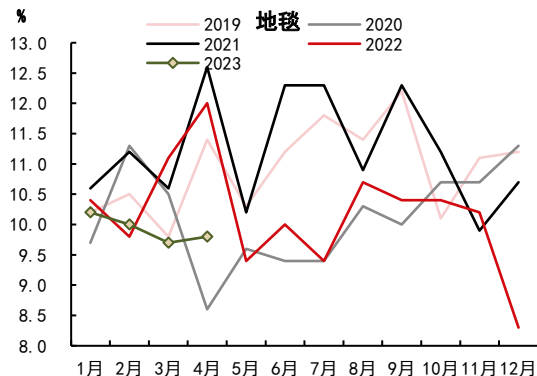


PCE指数细分

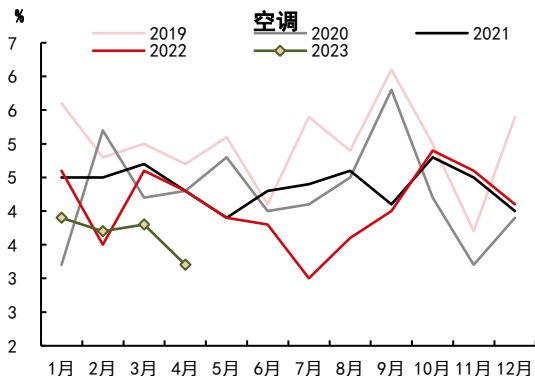
项目	2023/3	2023/2	2022/1
耐用品	-0.1	-0.2	0.3
机动车以及零件	0	-0.9	-0.4
家具和耐用品家用设备	-0.1	0.2	0.6
娱乐商品和车辆	-0.3	0.3	0.6
其他耐用品	0.1	0.2	0.5
非耐用品	-0.3	0.3	0.8
场外消费食品饮料	-0.2	0.2	0.4
服装	0.3	0.7	0.7
汽油	-4.6	0.4	1.9
其他非耐用品	0.7	0.3	0.8
服务	0.2	0.4	0.6
住房	0.2	0.5	0.8
医疗	0.5	0.2	0.1
运输	0.3	0.3	0.9
休闲	-0.1	0.9	0.7
食宿	0.8	0.7	0.7

美国消费：4月整体购买计划较弱

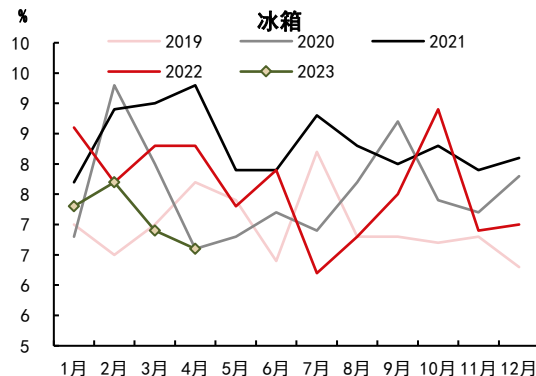
地毯购买计划占比



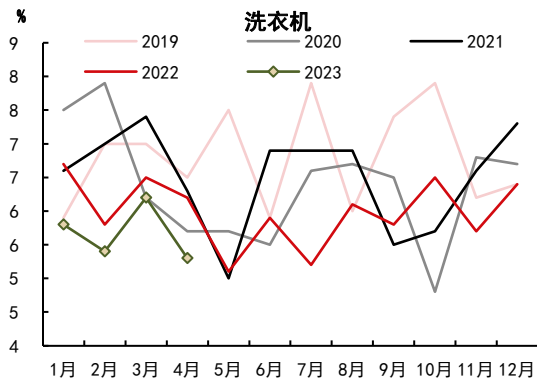
空调购买计划占比



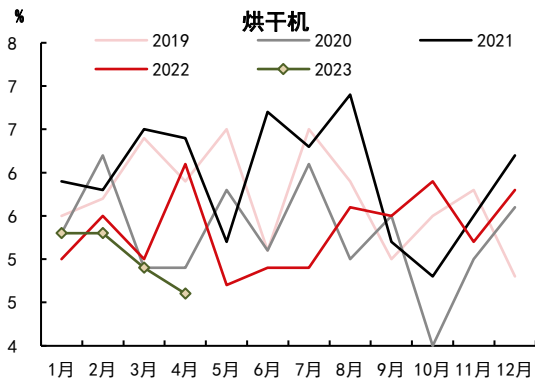
冰箱购买计划占比



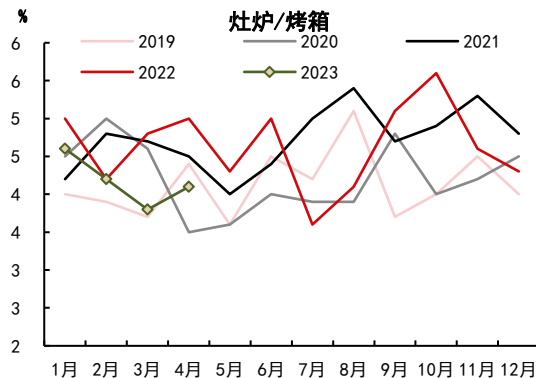
洗衣机购买计划占比



烘干机购买计划占比



灶炉/烤箱购买计划占比



美国地产：3月新屋开工较乏力，2月地产边际紧俏或持续

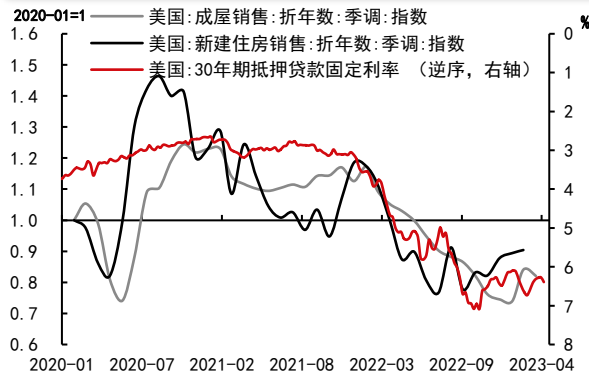
■ 美国房地产3月新屋开工较乏力：3

月新屋开工、营建许可折年季调数据小幅下滑，细分当中，单户住宅开工与营建许可上行，多户住宅下行。

■ 2月地产边际紧俏或持续：2月已销

售房屋施工进度占比中，尚未完工房屋继2月反弹再度攀升，未完工与完工占比差由1%反弹至19%；已售房屋价格结构细分中，高价位房屋占比抬升，根据美国商务普查局统计，2月新屋销售中位数、平均数分别环比反弹2.74%与3.94%。当前3月新屋开工上升乏力，营建许可上升边际放缓，尽管成屋销售有所放缓，美国新屋供需紧张或“席卷重来”并边际支撑房价与美联储收紧。

成屋销售小幅下滑



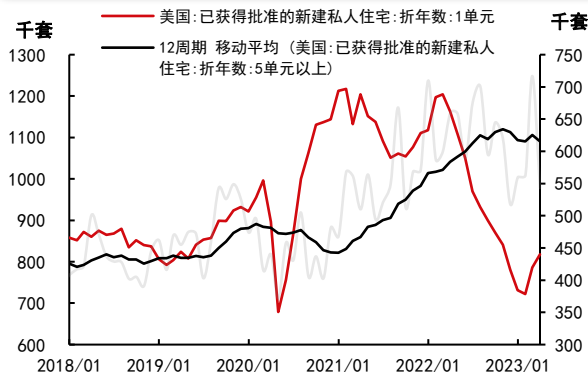
已售房屋进度结构暗示房价反弹



3月美国新屋开工整体较乏力



美国营建许可细分分化发展

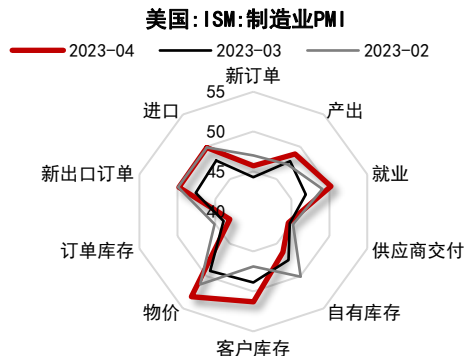


美国PMI：4月制造业、非制造业收缩放缓

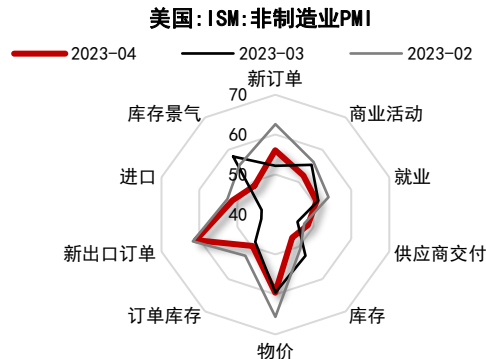
■ **美国4月ISM制造业PMI环比上升，但已是连续第六个月处于收缩区间。**4月ISM制造业PMI录得47.1（预期46.8，前值46.3）。其中，新订单指数初值45.7（前值44.3）。另外，美国4月Markit制造业PMI终值50.2（初值50.4），重返扩张区间，美国4月ISM非制造业指数51.9，略超预期的51.8，3月前值为51.2。

■ 细分显示，需求仍然疲软，**新订单与新出口订单**继续收缩，但速度放缓；**客户库存**积压，对未来制造业生产不利；**积压订单**继续减少。以生产和就业指数衡量的输出方面提升了4月制造业PM约4.4个百分点，**就业**指数在连续收缩2个月后重回50.2，**生产**指数连续5个月处于收缩区间，但收缩速度有所放缓。另外，由于钢铁、铜、塑料和柴油等原料价格的上涨，**价格指数**升至53.2。

4月ISM制造业PMI边际改善



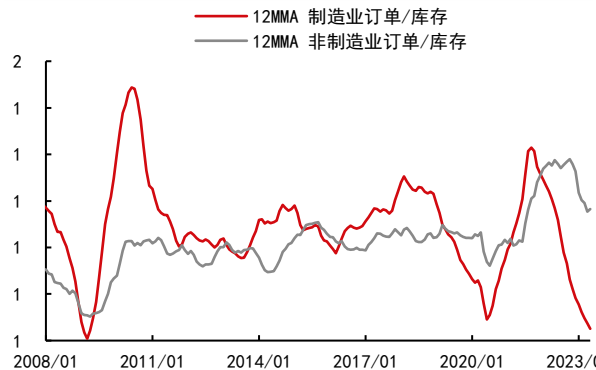
4月ISM非制造业PMI边际改善



4月美国制造业PMI环比修复



制造业先于非制造业主动去库

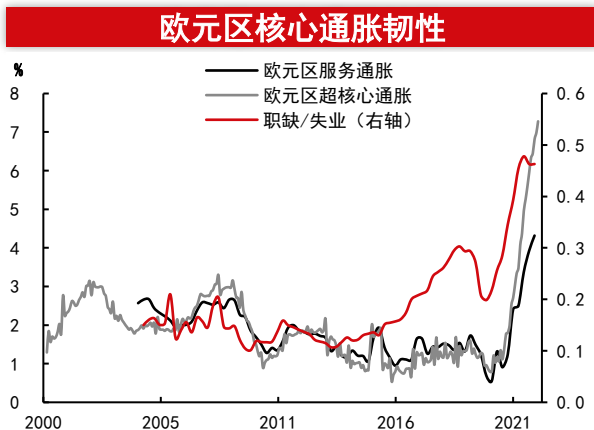
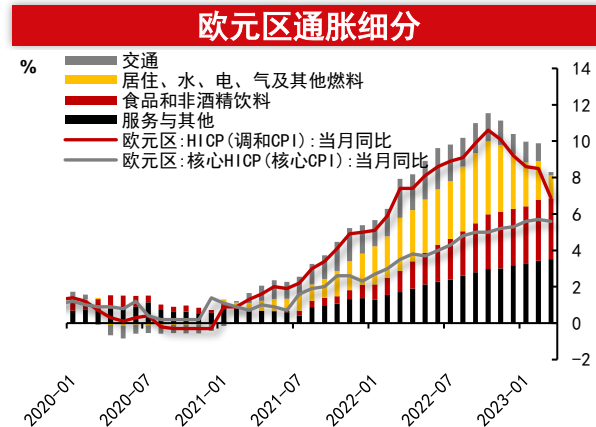
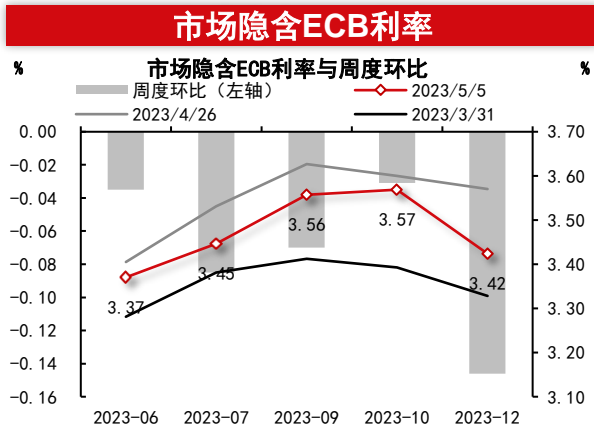


欧央行加息预期观测：如期加息25bp，欧央行“尚未停止加息”

■ 欧央行如期加息25bp，边际贷款利率、主要再融资利率和存款便利利率分别上行至 4.00%、3.75%和 3.25%。

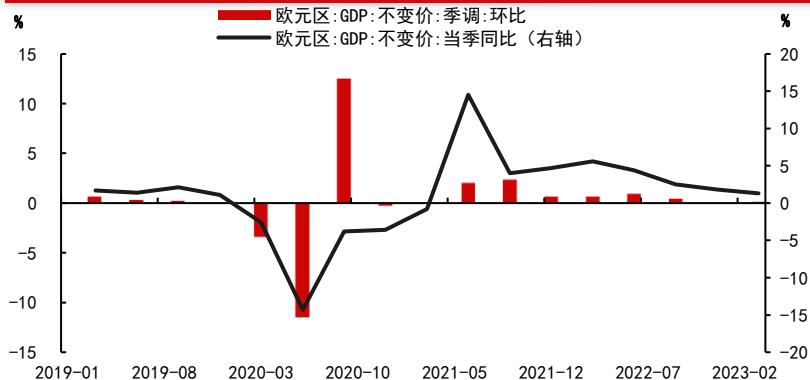
■ 欧元区经济韧性，通胀仍存上行风险。受益于能源价格回落，供应链瓶颈缓解，对于企业与家庭的财政支持，欧元区一季度经济环比增长0.1%，但经济内生需求前景仍较悲观，且制造业与服务业分化。尽管强劲劳动力市场提振居民收入，但平均工时仍低于疫情前水平，对劳工溢价能力抬升支撑通胀。

■ 拉加德表示欧央行“尚未停止加息”，当前利率决议依据3月调降GDP与HICP的经济预测，欧央行并不会暂停加息，部分官员提议加息50bp，没有人主张暂停加息。关于货币政策路径，拉加德表示欧央行密切观察美联储，但独立于美联储，欧央行可以在美联储暂停加息并继续加息。欧央行不会在任何时间点对于降息做出承诺，加息过程是一个尚未结束的旅程。

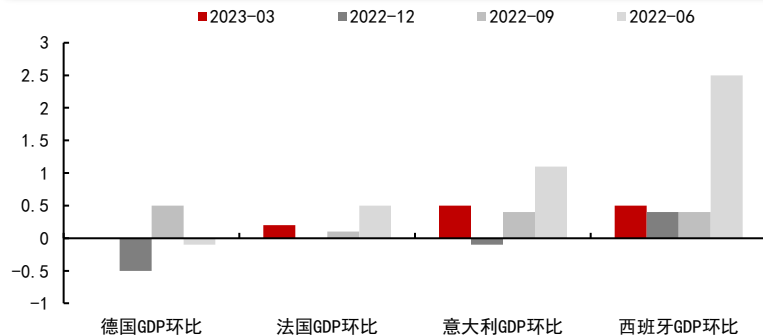


- 欧元区一季度GDP同比增长1.3%（前值1.8%，预期1.4%），环比增长0.1%（前值0%，预期0.2%）。在欧美银行危机、俄乌冲突以及高通胀的背景下，欧元区经济仍显韧性。根据IMF，大部分的欧元区国家避免经济衰退的主要原因在于：1) 不断回落的能源价格；2) 各国政府的救济措施；3) 明显缓解的供应链瓶颈。
- 细分来看，葡萄牙（环比1.6%）、西班牙、意大利、拉脱维亚（环比均为0.5%）经济增长幅度最为明显，这主要是受益于强劲的出口销售。从欧元区最大的经济体——德国来看，一季度GDP同比下降0.1%，环比0%，高于前值-0.5%，这主要是由于出口和资本投资的增加部分抵消了德国政府及消费的下滑。同时，德国政府上调今年德国GDP至0.4%，报告称，根据当前包括工业生产、订单等在内的经济指标，预计德国经济在一季度或停滞不前，但随后会加速增长。

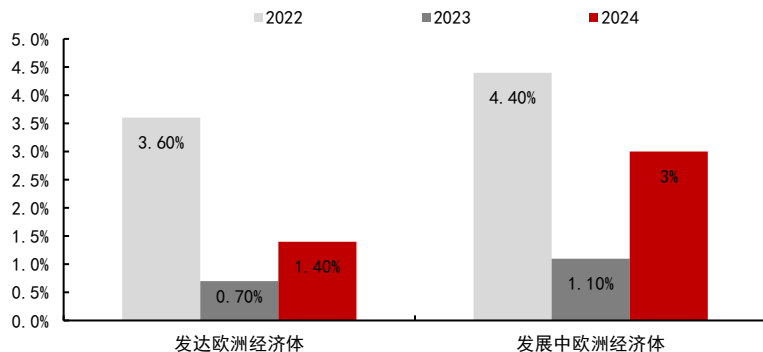
欧元区经济避免陷入衰退



欧元区主要经济体季度GDP环比情况



IMF预计发达欧洲经济体2023年GDP增长约为0.7%



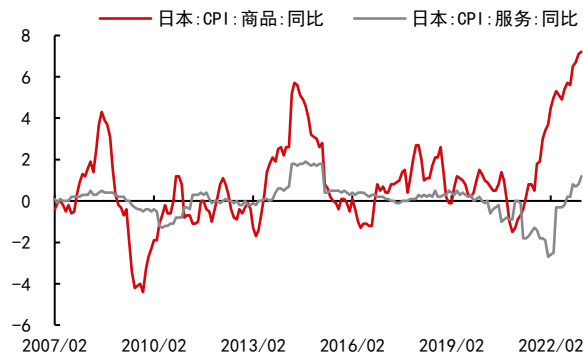
■ **值田和男维持超宽松， 或推进货币政策正常化：**在首次新闻发布会中值田和男表示，日本央行超宽松政策协助日本经济脱离通缩，日本现状暂无法支持大幅提升利率，仍需看到通胀是否会稳定和持续地达到 2%。若预期可以实现，我们可能需要将货币政策正常化。若后续发展与预期相左，我们可能需要拿出一个更可持续的框架，目前经济与金融发展显示暂时维持 YCC 是合适的。

■ **长期来看日本通胀高企施压货币政策正常化：**日本央行或1) 再次调整YCC波动区间；2) 更改YCC锚定目标；3) 直接退出YCC与负利率。一方面继续宽松必要性下降，另一方面，扩大区间与更改YCC锚定目标都将刺激市场投机与波动，日央行或被迫亏损购买更多日本国债。结合美国与澳大利亚直接退出YCC政策，日本央行大概率直接退出YCC及负利率。

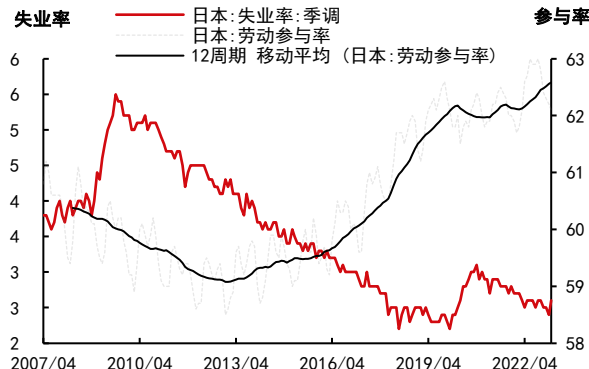
日本2月通胀再创新高



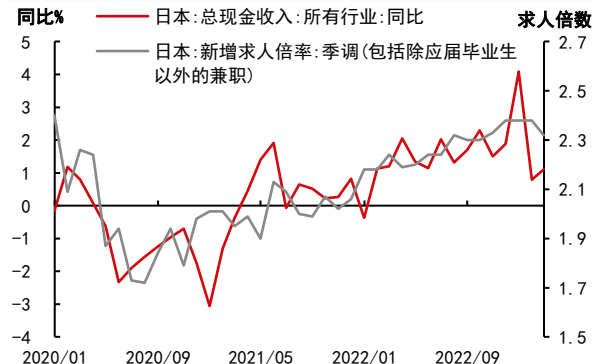
日本服务通胀抬头



日本失业率与劳动力参与率



日本薪资与求人倍数



三、有色金属：宏观偏空，有色承压

海外经济：近期海外宏观数据偏空。美联储与欧洲央行均如期加息25bp，且鲍威尔及拉加德随后的发言弱化了降息预期。另外，美国4月小非农及非农就业数据超预期强劲，进一步表明通胀仍然具有粘性。节前公布的美国一季度GDP表明，当前美国经济仍处于下行周期中，GDP环比1.1%，低于前值2.6%及市场预期1.9%；但是美国通胀仍显韧性，美国PCE物价指数一季度环比+3.7%，核心PCE物价指数环比+4.9%，超出预期，海外经济仍有衰退预期。

国内经济：中国官方制造业PMI及财新制造业PMI均跌回荣枯线以下，国内经济修复预期有所降温。

美联储货币政策：美联储5月如期加息25bp，本次会议声明弱化了此前有关进一步加息的说法。同时，鲍威尔表示，基于通胀不会快速下降，今年降息的预期是不合适的。目前Fed Watch数据显示2023年6月联储加息25bp和不加息的概率分别为8.5%和91.5%。

具体品种展望：

- **铜：**近期海内外宏观面均偏空，美指震荡叠加国内经济修复预期降温，铜价重心下移。而从基本面来看，铜并无明显的过剩，但近期全球库存小幅累库对铜价的支撑有所减弱，且国内方面，虽然铜价下跌消费需求有所回弹，但只是短暂刺激，市场实际需求量仍不强劲，假期后铜杆厂订单热度下降。因此，中短期来看，预计宏观面仍将施压于铜价，铜价偏弱震荡。
- **铝：**川、贵等地仍在缓慢复产，但增量有限，云南电力供应紧张，且随着预焙阳极价格大跌，行业成本下探，成本端对价格的支撑有所减弱。需求端，4月国内铝加工行业综合PMI指数环比下跌20.2个百分点至46.2%，其中，新订单明显减弱，铝锭去库速度也有所放缓。短期来看，宏观及基本面利空因素偏多，预计铝价偏弱震荡为主，但低库存及云南供应问题基于铝底部一定支撑。
- **锌：**近期宏观面整体偏空。海外降息预期悲观，衰退预期仍然较强，美指走势反复。而国内方面，4月制造业PMI跌回收缩区间，国内经济复苏预期降温，锌价承压。基本面方面，云南地区限电对锌供给端产生一定影响，但预计4月精炼锌产量与3月相比或仅小幅减少，锌锭供给宽松预期仍然存在。短期来看，在国内终端需求并无超预期的表现的情况下，预计锌仍然偏弱震荡。

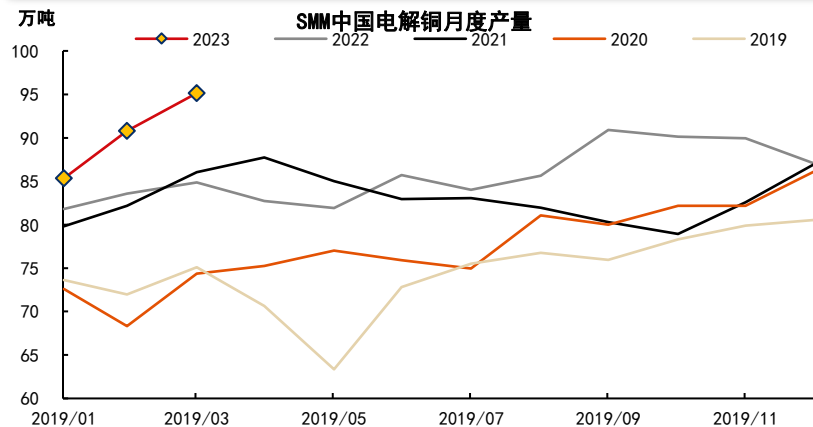
三、有色金属-铜主要逻辑：宏观偏空，铜价重心下移

- **行情回顾：**近两周宏观面偏空，铜价重心下移。节前受国内经济复苏预期降温以及美国4月达拉斯联储商业活动指数降幅超预期，美国第一共和银行股价大跌等影响，铜价承压。节后，海外方面，美联储加息25bp，并表示今年降息是不合适的。且美国4月非农数据显示就业市场仍然紧俏；国内方面，中国制造业PMI跌回收缩区间，宏观情绪整体仍较为谨慎，铜价震荡下行，上期所阴极铜（连三）报收66620元/吨，周变动-0.9%；LME铜报收8580美元/吨，周变动-0.2%。
- **宏观：**海内外宏观均偏空。海外方面，5月美联储如期加息25bp，本次会议声明弱化了此前有关进一步加息的说法，但是由于通胀粘性，鲍威尔表示今年降息是不合适的。同时，美国4月小非农及非农数据超预期进一步表明就业市场仍具有韧性，通胀下行之路并不平坦。同时，欧洲央行也于本周加息25bp，拉加德明确表示不会暂停加息，海外利率进一步升高，市场避险情绪依然浓厚。国内方面，中国制造业PMI再度回归荣枯线以下，按时二季度新增经济动能略有不足。
- **供给：**原料端，本周铜矿TC继续上升至85.47美元/吨（前值84.75），已是连续第八周上升；刚果（金）TFM铜钴矿混合矿顺利进行中，未来矿端供给增加预期较强。冶炼端，虽然4月有部分冶炼厂将进入检修期，但预计4月电解铜产量继续增加，主要是由于1) 部分炼厂4月统计周期大于3月份；2) 进入检修期的炼厂已经备好充足的阳极铜原料。虽然3月铜精矿进口量因先前矿端干扰事件的负面影响而回落，但现阶段电解铜供给增加预期仍然较强。

TC本周继续反弹



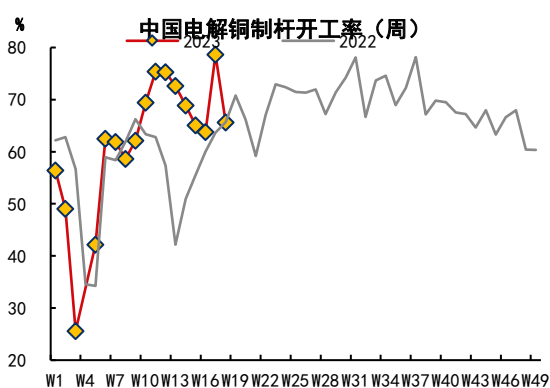
国内电解铜产量3月环比增加4.8%



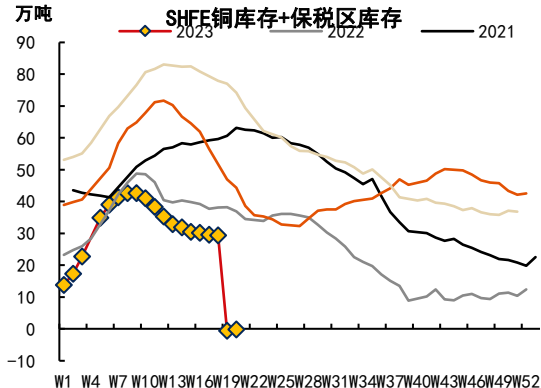
三、有色金属-铜追踪：宏观施压，实际需求仍不强劲

- **需求：**节前铜价大跌超预期地刺激了消费，下游备货情绪好于预期，企业成品库存去快速去库，未发订单存量也明显增长，因此，节前精铜杆企业周度开工率远超预期，大幅回升14.86个百分点至78.65%。但是，本周精铜杆企业开工率下跌13.04个百分点至65.61%，主要与假期企业放假、下游畏跌、下游需求整体仍不旺盛有关，但是随着铜价下跌，精废价差进一步缩小至385元/吨，利好精铜消费，且当前精铜杆厂成品库存多处于正常水平，随着假期因素的消除，下周开工率有望小幅回升。
- **库存：**本周去库速度继续放缓。上期所铜库存本周去库约0.21万吨，至13.5万吨；上期所+保税区铜库存去库约0.14万吨，至29.4万吨；三大交易所+保税区的铜库存环比增加约0.44万吨，至39.23万吨，全球库存由低位去库转为小幅累库。
- **综合来看，**近期海内外宏观面均偏空，美指震荡叠加国内经济修复预期降温，铜价重心下移。而从基本面来看，铜并无明显的过剩，但近期全球库存小幅累库对铜价的支撑有所减弱，且国内方面，虽然铜价下跌消费需求有所回弹，但只是短暂刺激，市场实际需求量仍不强劲，假期后铜杆厂订单热度下降。因此，中短期来看，预计宏观面仍将施压于铜价，铜价偏弱震荡。

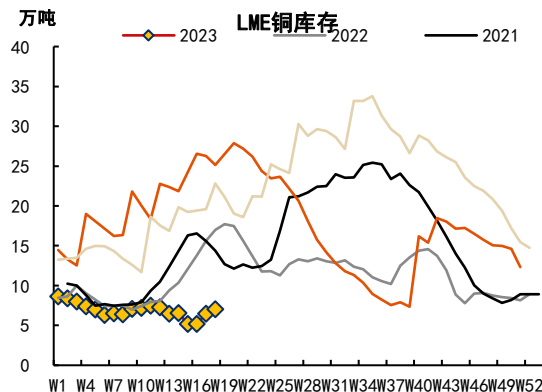
电解铜制杆本周开工率明显下滑



国内铜去库速度继续放缓



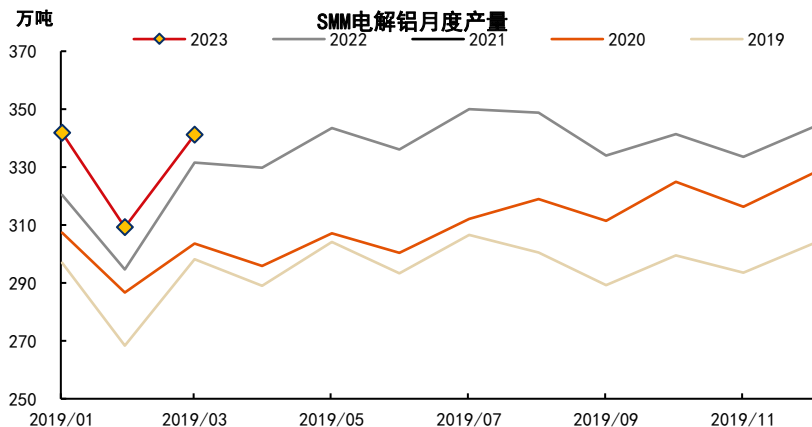
LME铜库存环比有所增加



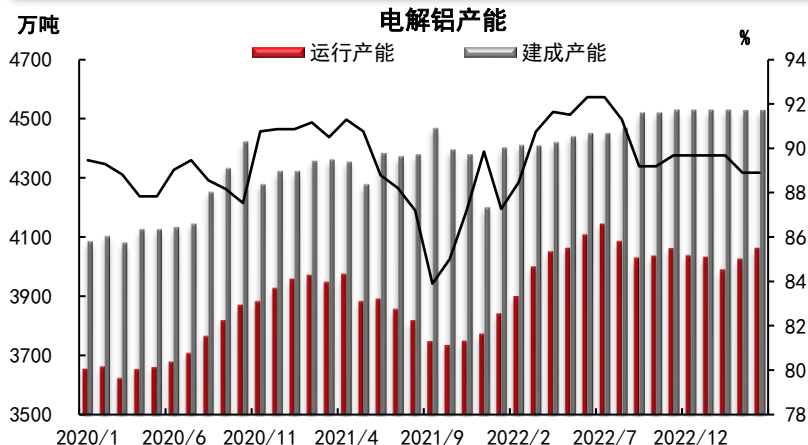
三、有色金属-铝主要逻辑：宏观利空，成本支撑减弱

- **行情回顾：**先前受云南天气干旱，供应端减产预期的发酵及铝社会库存快速去库等因素刺激，铝价一度冲到了19000元/吨以上。但是节前由于欧美银行业风险担忧再起，美国经济数据表现一般；节后又受美联储及欧洲央行继续加息，降息预期减弱，美国小非农数据超预期强劲，市场避险情绪走高，铝价下跌。截至周五，上期所铝（活跃合约）报收18320元/吨，周变动-0.8%；LME铝报收2321美元/吨，周变动-1.4%。
- **供给：**川贵等地缓慢复产，但增量有限；而云南天气干旱，电力供应仍然紧张。但是，随着预焙阳极价格走低，行业成本下探，成本端支撑有所减弱。据SMM，4月（30天）产量约为332万吨，同比增长0.67%；电解铝运行产能修复至4060万吨以上。4月增产主要来自于川贵及广西等地有37-40万吨的复产及转移投产空间，减产主要是山东地区产能转移导致的小幅减产，而云南预计将暂稳运行，继续关注当地电力情况。
- **展望后续，**相较于4月，5月国内电解铝供应端或呈现供应增量放缓态势，云南电力紧张格局暂未缓解，仍需关注云南供应端的干扰。SMM预计5月电解铝运行产能或在4090万吨附近，电解铝产量约为345万吨，同比增长0.44%。

3月国内电解铝产量同比增加2.9%



国内电解铝产能



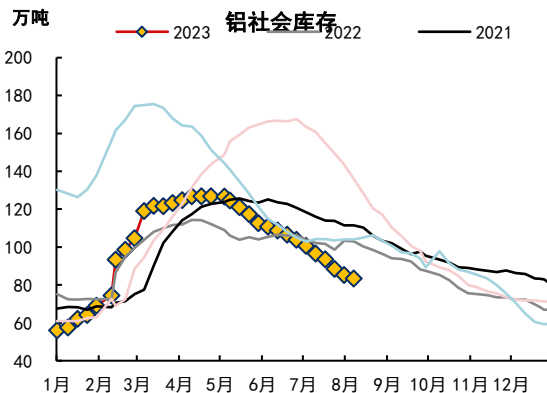
三、有色金属-铝追踪：需求趋缓，铝价区间偏弱震荡

- **需求：**五一假期叠加传统淡季，国内需求走弱。铝下游加工龙头企业开工率环比下跌1.7个百分点至63.8%。主要是由于假期以及订单走弱，分板块来看，再生铝合金板块跌幅最为明显，原生合金、铝线缆及铝型材板块开工率小幅下调，铝板带及铝箔企业假期基本不停产。展望后续，先前的传统旺季走向尾声，当前新增订单不足对后续开工将产生一定影响。
- **库存：**受需求放缓的影响，目前去库速度也有所放缓。本周国内铝锭社会库存继续去库1.8万吨，至83.5万吨；铝棒转为累库，库存周环比增加1.57万吨；铝社会库存99.3万吨，周环比减少约0.23万吨。海外方面，LME铝本周继续减少0.66万吨至56.2万吨。
- **综合来看，**川、贵等地仍在缓慢复产，但增量有限，云南电力供应紧张，且随着预焙阳极价格大跌，行业成本下探，成本端对价格的支撑有所减弱。需求端，4月国内铝加工行业综合PMI指数环比下跌20.2个百分点至46.2%，其中，新订单明显减弱，铝锭去库速度也有所放缓。短期来看，宏观及基本面利空因素偏多，预计铝价偏弱震荡为主，但低库存及云南供应问题基于铝底部一定支撑。

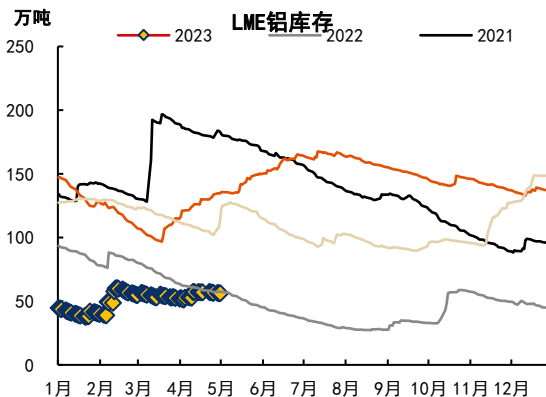
铝下游加工企业本周开工率小幅下降



国内铝锭库存继续下降



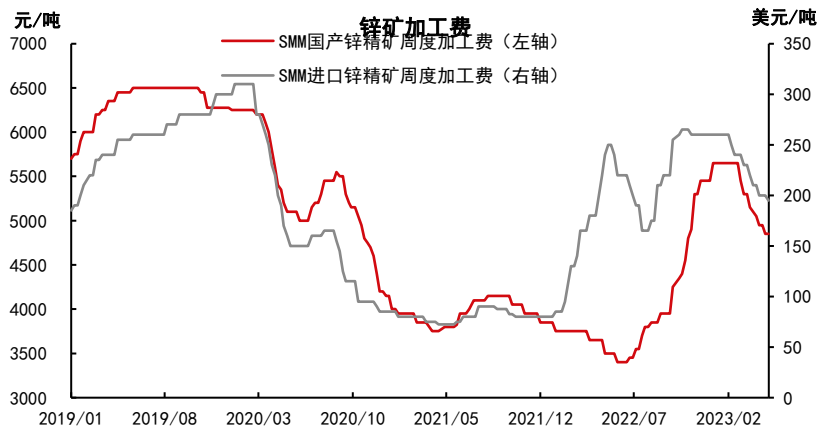
LME铝库存本周小幅去库



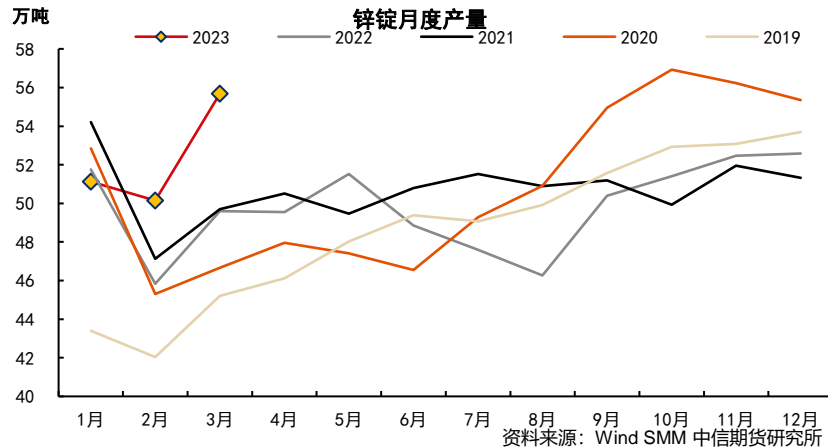
三、有色金属-锌主要逻辑：宏观偏空，基本面偏弱

- **行情回顾**：近两周宏观扰动较多，但海内外宏观整体以偏空为主，并且锌供给过剩的预期仍在，锌价偏弱震荡。本周美联储及欧洲央行如期加息25bp，且降息预期不如此前乐观，海外衰退预期仍然较强。同时，随着国内经济复苏预期降温，锌价近两周震荡下行，截至本周五，上期所锌（连三）报收20955元/吨，周变动0.1%；LME锌报收2681美元/吨，周变动1.3%。
- **供给**：供给偏多预期仍然较强。矿端，4月，受天气转暖及加工费低位影响，矿山产量有一定释放，4月SMM锌精矿月度产量为29.61万金属吨，环比增加2.6万金属吨。进口段，随着比价的走高，进口窗口打开。冶炼端，据SMM，由于云南地区干旱限电，以及部分冶炼厂设备检修，预计4月SMM中国精炼锌产量不及预期的53.3万吨，下调约0.9至1万吨。虽然锌矿加工费目前已走低至4900元/吨，但冶炼利润尚存，正常生产的炼厂仍维持高产。

锌矿加工费周环比下降



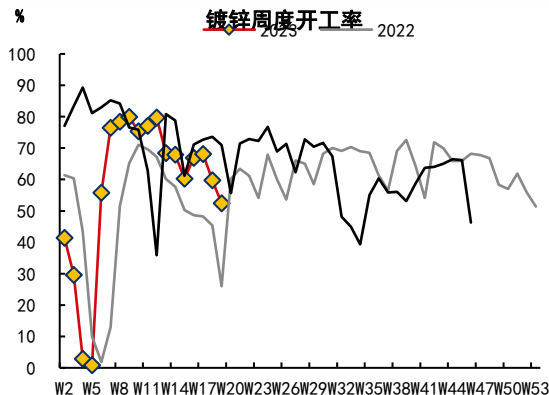
3月精炼锌产量同比增加12.26%



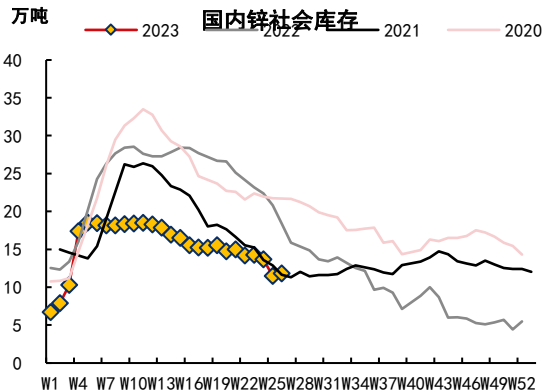
三、有色金属-锌追踪：供给过剩预期仍然存在

- **需求：**国内需求尚未见明显转机，叠加五一假期，本周镀锌开工率进一步下降，由上周的59.77%继续升至至52.4%。据SMM调研，4月终端消费不振主要是由于清明及五一假期，且黑色价格走低，房地产表现低迷，订单尚未显现，基建项目尚未落地。另外，部分厂家之间加工费低价竞争，企业利润减少，叠加南方阴雨天气对镀锌生产及运输产生一定影响，开工率下降。
- **库存：**由于需求疲软，锌去库速度明显放缓，本周库存略微增加，SMM锌社会库存11.8万吨，环比增加0.31万吨。海外库存环比略基本持平，LME锌库存环比减少约0.1万吨左右，至5.2万吨。
- **综合来看，**近期宏观面整体偏空。海外降息预期悲观，衰退预期仍然较强，美指走势反复。而国内方面，4月制造业PMI跌回收缩区间，国内经济复苏预期降温，锌价承压。基本面方面，云南地区限电对锌供给端产生一定影响，但预计4月精炼锌产量与3月相比或仅小幅减少，锌锭供给偏松预期仍然存在。短期来看，在国内终端需求并无超预期的表现的情况下，预计锌仍然偏弱震荡。

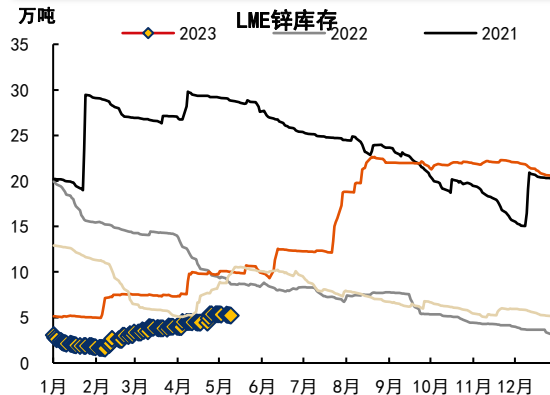
镀锌开工率本周继续下降



国内锌社会库存小幅增加



LME锌库存略微下降

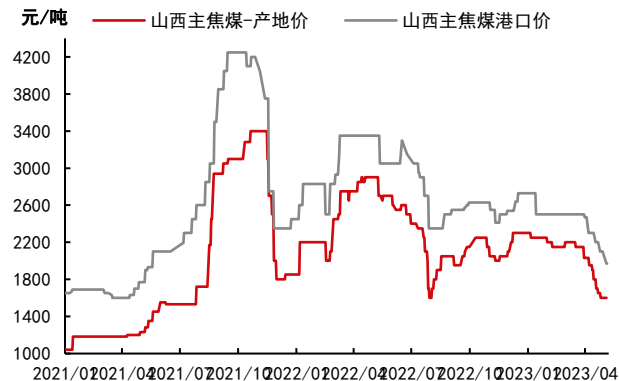
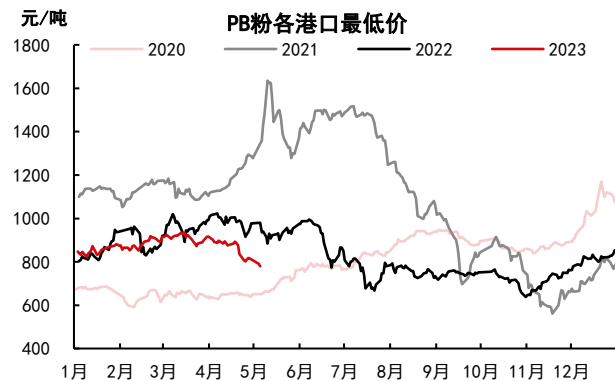


黑色板块：钢厂开启减产，成本坍塌下行

- 上周黑色盘面只有两个交易日，探底后反弹；海外加息或暂告段落，风险资产走强。钢材需求受五一假期影响环比回落，炉料估值偏低，短期或偏弱震荡。
- 上周钢联口径螺纹表需回落，产量下降，库存保持去化，但其余四大钢材品种累库，库存压力已经显现。需求方面，30大中城商品房成交面积季节性回落。房企资金紧张问题短期难解，且增量资金主要流向竣工端，导致新开工和施工等项目用钢量较弱。基建项目较多，但资金偏紧的情况短期未改善，虽然将继续提供需求韧性，但增量有限。制造业PMI偏弱，但终端有一定补库需求。供给方面，铁水产量下降速度加快，持续压制炉料价格，负反馈进行中。
- 炉料继续承压：全球铁矿发运总量继续增加，随着恶劣天气影响的减弱，后续铁矿发运将逐渐持稳。当前成材需求延续弱势，钢厂盈利率继续下降，铁水产量减少，现实负向反馈发酵。**随着需求下降及供给增加，后续铁矿港口累库压力加大。**叠加发改委高度关注铁矿价格、市场预期全年粗钢平控、海外政治风险尚存，预计矿价依旧偏弱震荡。
- 煤焦端，焦炭第六轮提降100元/吨逐步落地，累计降幅500-600元/吨，焦煤价格尚未止跌，焦炭后市提降预期延续，市场观望情绪浓厚。需求端，铁水产量继续下滑，焦炭日耗走弱，钢厂维持按需采购节奏。成本和供应端，焦煤需求走弱，供应端则相对平稳，供需过剩压力加剧，煤矿累库较快，急于降价出货，部分煤矿有被动减产情况。短期焦炭提降过快，焦企利润走缩，叠加部分焦企累库加剧，产量小幅下滑。总体来看，板块现实负反馈开启，焦企累库加剧，焦炭供需双降。**铁水产量企稳之前，焦炭持续承压，焦煤供需过剩压力明显，经过前期急跌之后，预计焦炭盘面低位震荡。**
- 整体而言，近期市场交易的核心在于钢厂减产的速度与幅度，以及海内外宏观政策的变化；铁水开启下行周期，叠加钢厂维持低库存策略，炉料采购需求偏弱；钢材需求将逐步进入淡季，但铁水产量依然偏高，中期价格存一定压力；国内宽松政策落地，但进一步放松空间有限。海外风险短期或将加剧。**虽然盘面估值偏低，但驱动尚未转向，故预计短期价格仍然维持弱势。**本周关注国内的信贷数据以及美国通胀数据。后期重点关注铁水减产速度，海外风险事件发展。

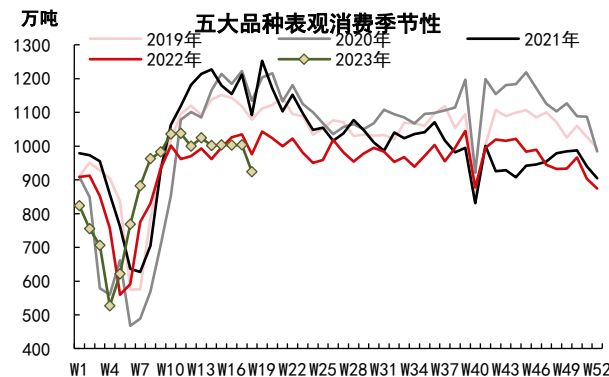
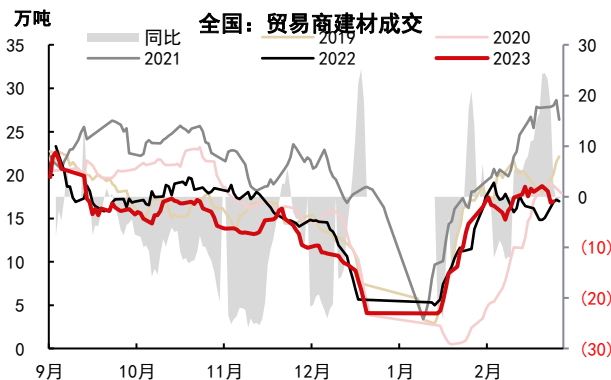
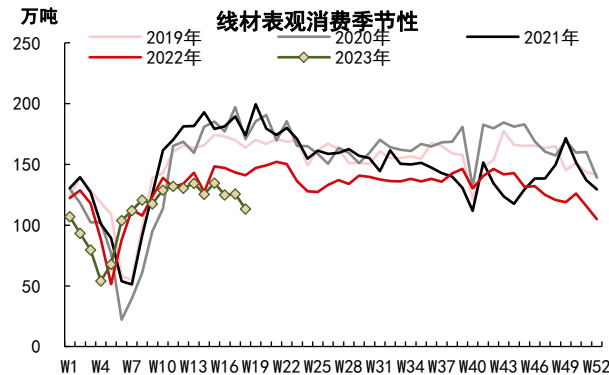
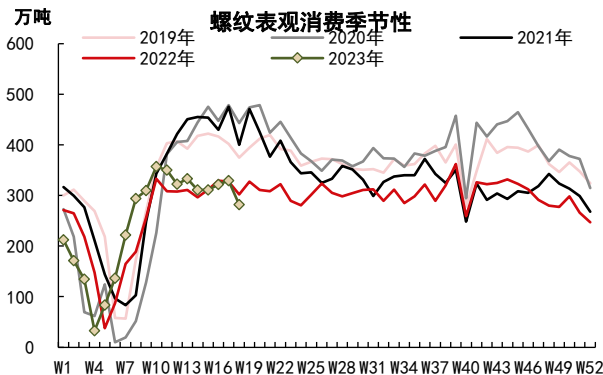
四、黑色板块：钢厂开启减产，成本坍塌下行

- 上周板块震荡下跌。
- 一方面，3月经济数据，一季度GDP同比增长4.5%，略超市场预期。虽有去年低基数的影响，但也反映国内经济仍存韧性。开施工数据下滑明显，拖累情绪。
- 另一方面，产业上，钢厂减产速度仍然与钢材需求不匹配，供需偏宽。
- 原料端，铁矿延续去库、双焦供需矛盾不大。



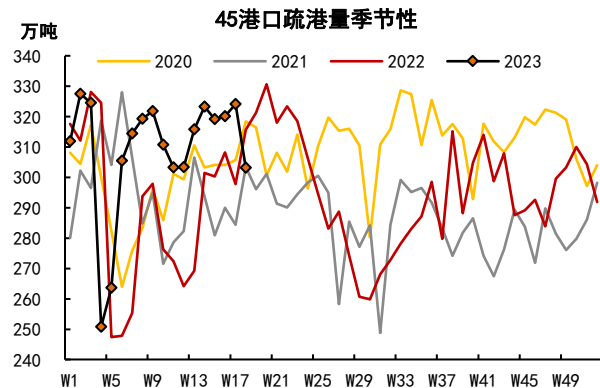
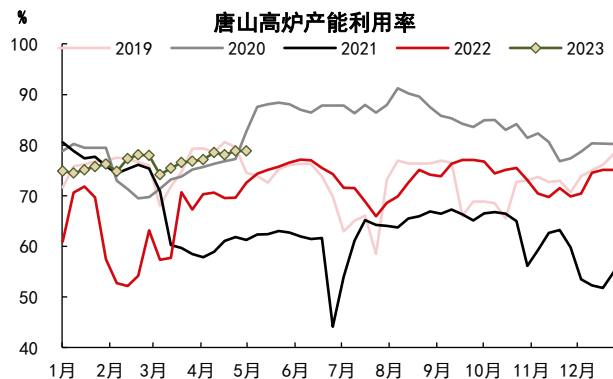
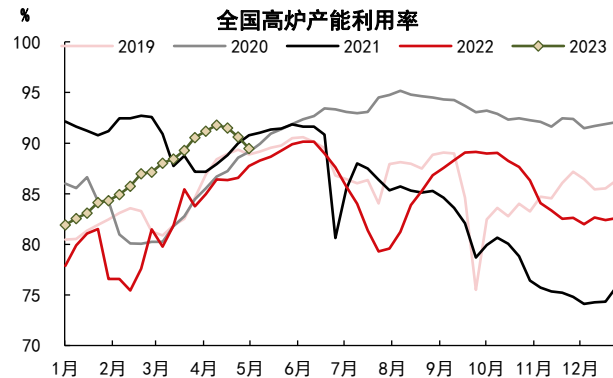
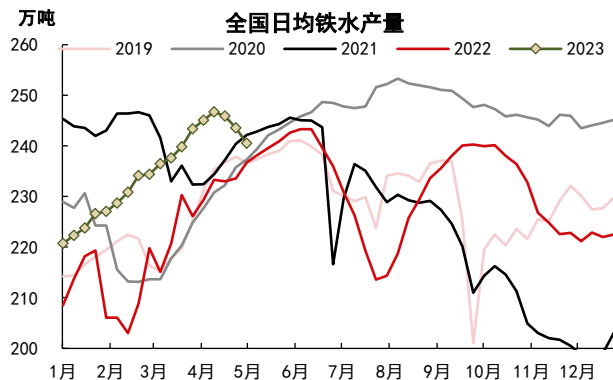
四、黑色板块：终端需求进入旺季

- 钢材产业进入旺季。项目资金偏紧，投机需求减少使钢材表需有所回落，但仍维持韧性。
- 基建端实物工作量逐步释放，对钢材需求形成边际支撑。但长期需求持续形成支撑仍需要地产端出现修复，目前1-2月竣工已实现同比转正，后期重点跟踪保交付持续情况。



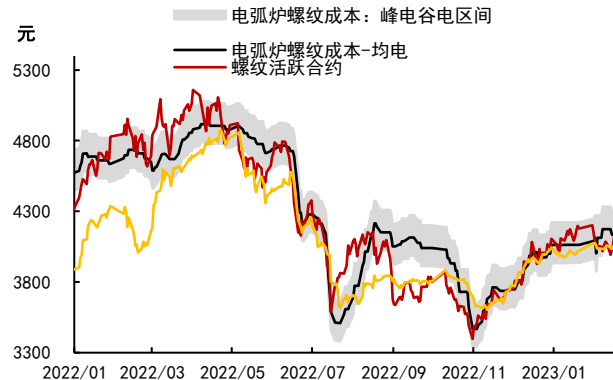
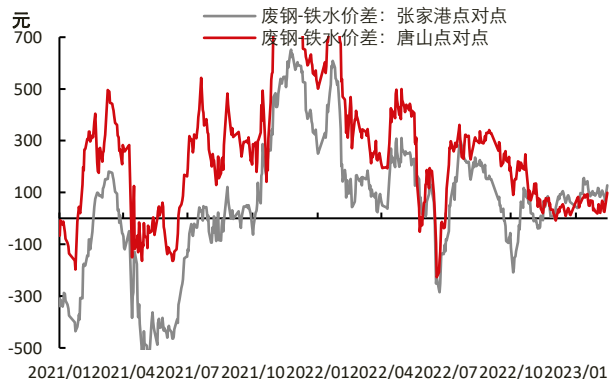
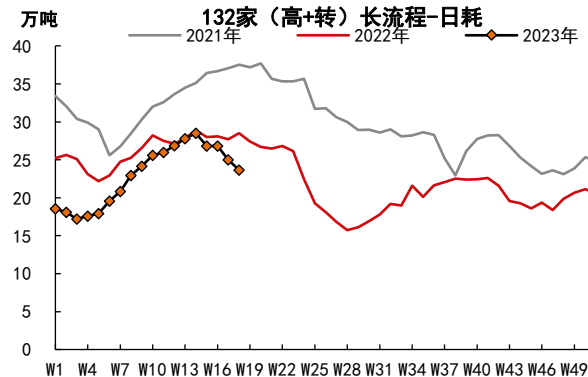
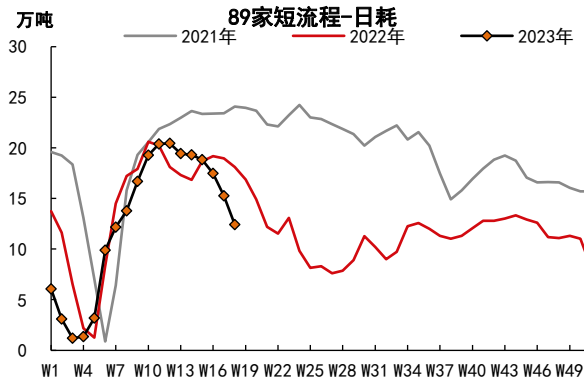
四、黑色板块：供给——铁水产量开始回落

- 本周铁水产量延续上升，铁水日产240.48万吨，环比下降3.06万吨。
- 铁水产量开始回落，短流程利润持续回落。
- 低库存支撑减弱，钢企刚需补库支撑原料现实。

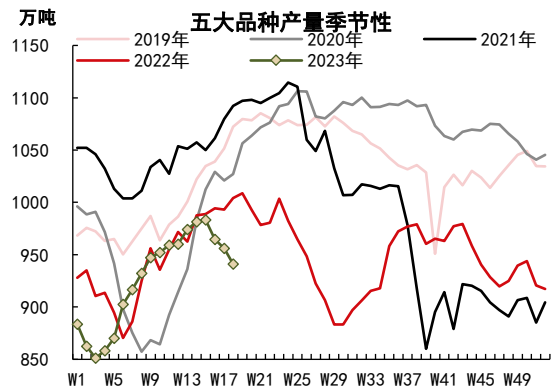
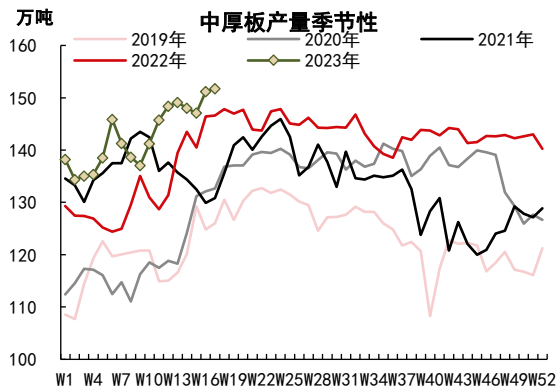
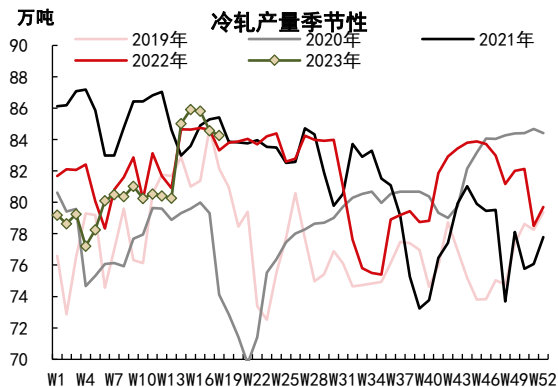
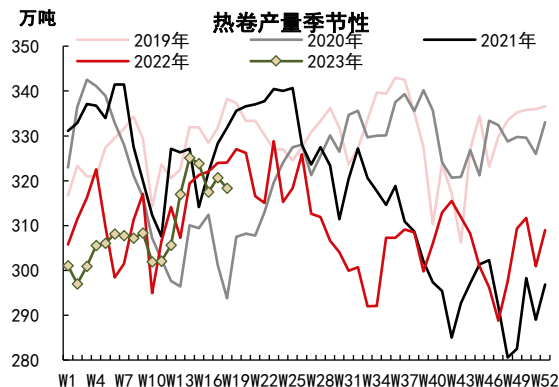
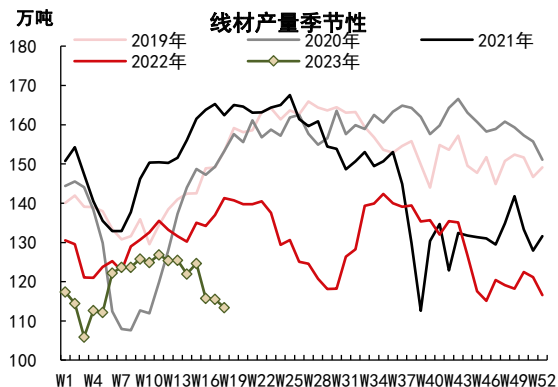
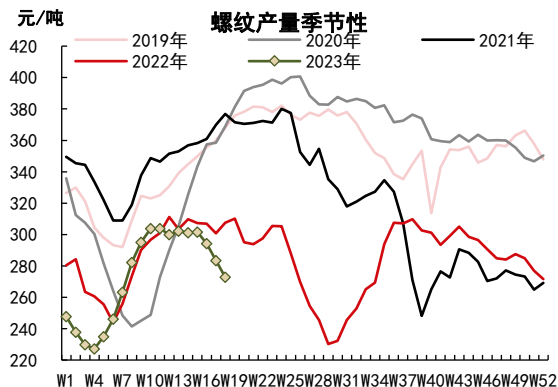


四、黑色板块：供给——废钢日耗继续回落

- 钢材利润压缩至低位，钢厂主动减产，废钢到货和日耗均有减量。五一假期废钢到货锐减，钢厂库存大幅减少，库存可用天数稳定在11天。
- 短流程方面，平电亏损，需求转弱，电炉日耗快速回落。

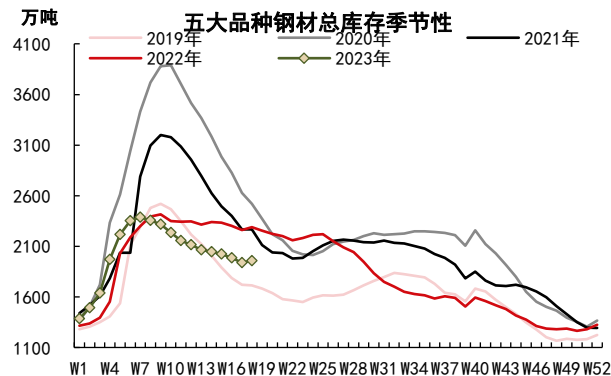
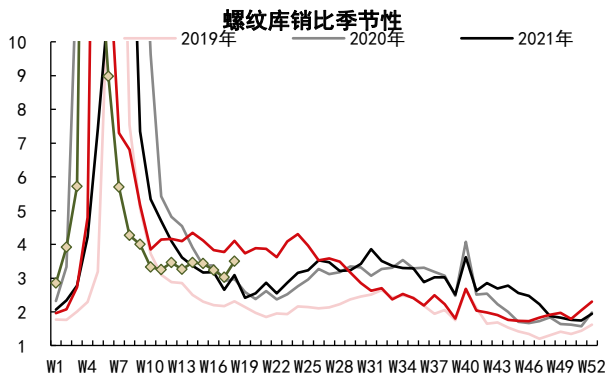
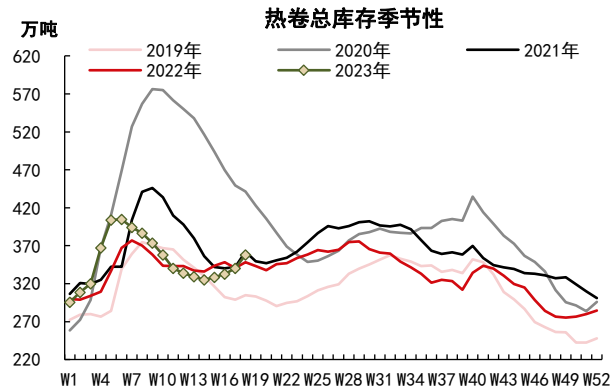
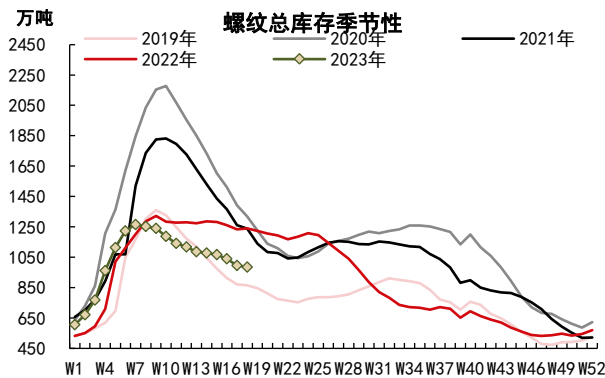


四、黑色板块：供给——成材旺季将尽



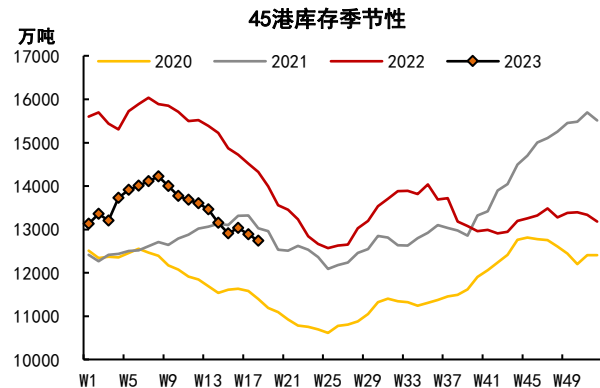
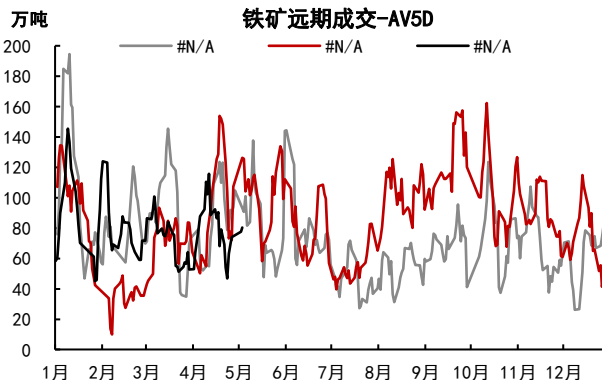
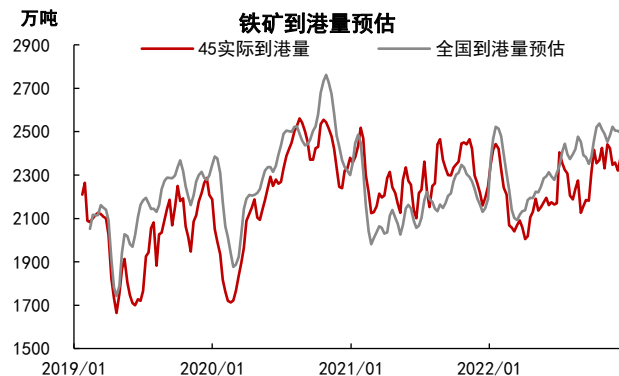
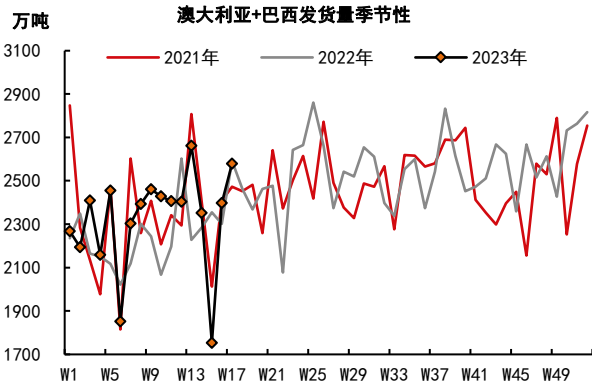
四、黑色板块： 钢材库存小幅去库

- 钢材库存小幅去化。地产开工大幅下滑，基建资金缺乏，钢材需求维持弱势，但仍有韧性。目前去库速度有所放缓。
- 目前库存处于相对低位，累库压力不大。



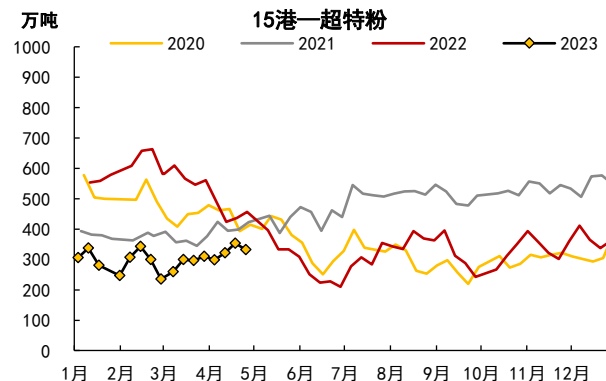
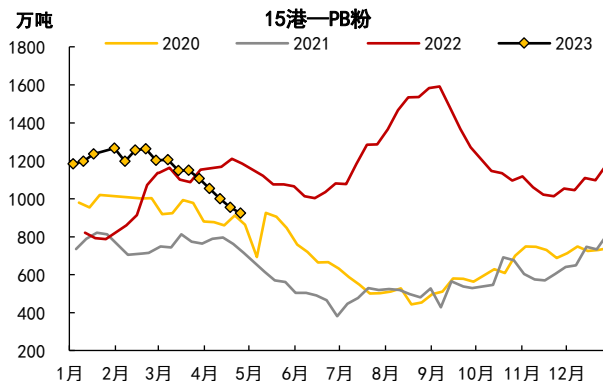
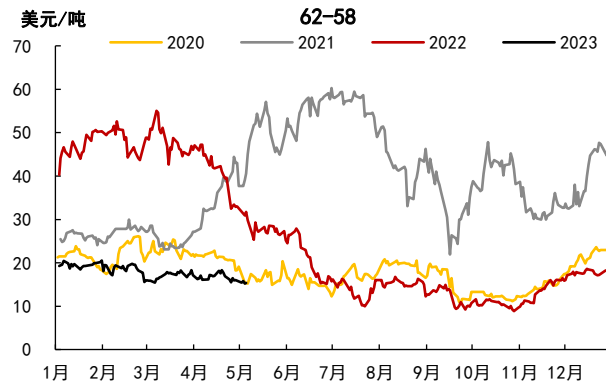
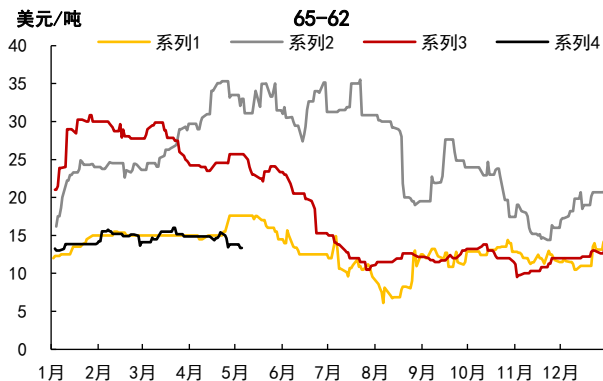
四、黑色板块：铁矿——总量矛盾

- 澳洲方面发运共计1877万吨，环比继续增加69万吨，强飓风及热带气流影响缓解，发运逐步持稳；三大矿山中仅必和必拓发运环比小幅下降。
- 上周45港到港量共计1809万吨，环比减少398万吨。根据发运量预估，本周到港量（下周钢联到港数据）环比将小幅回升。



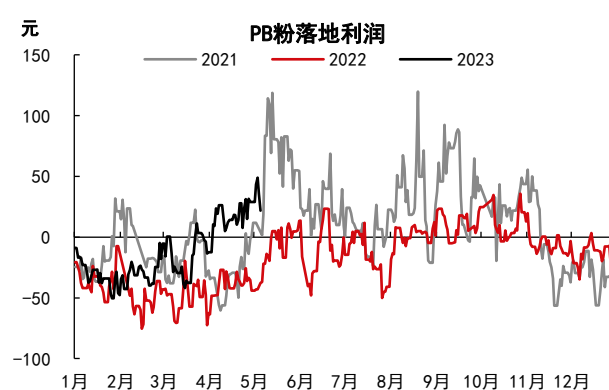
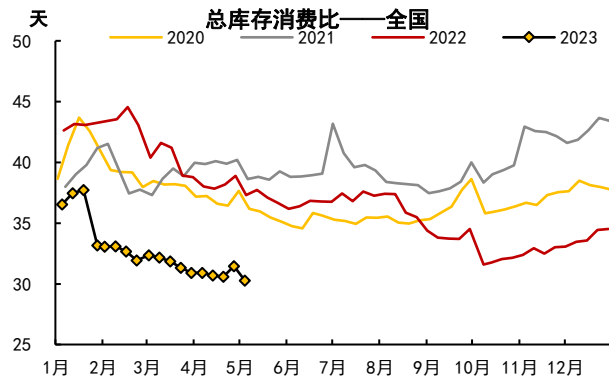
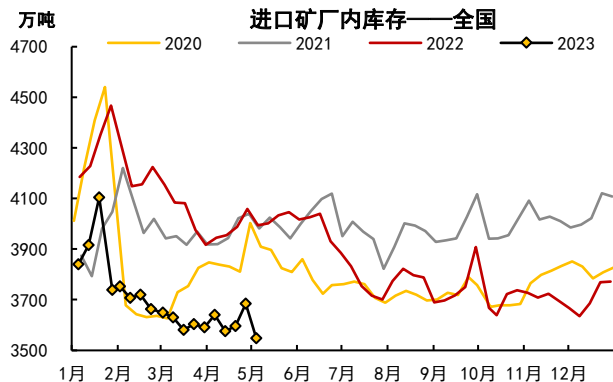
四、黑色板块：铁矿——结构性矛盾

- 钢厂利润目前较低，钢企采买高品矿意愿回落，倾向于降低入炉品位以降低成本，高低品价差维持较低水平。



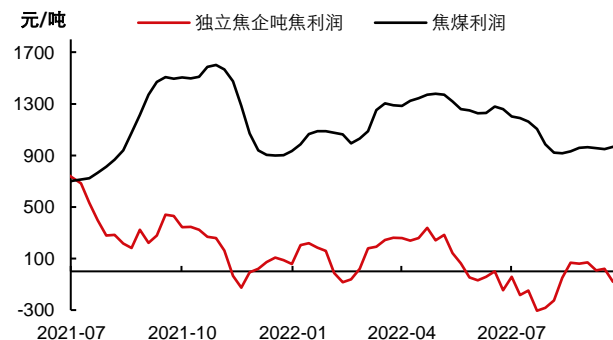
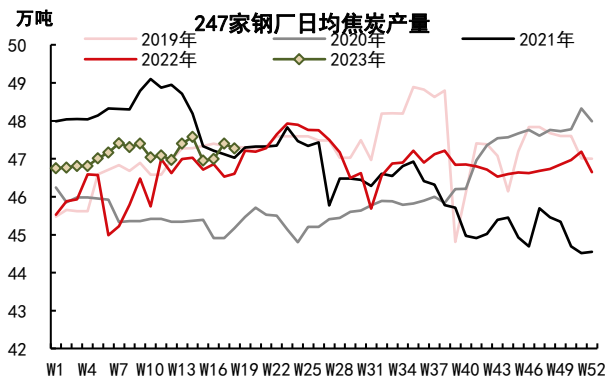
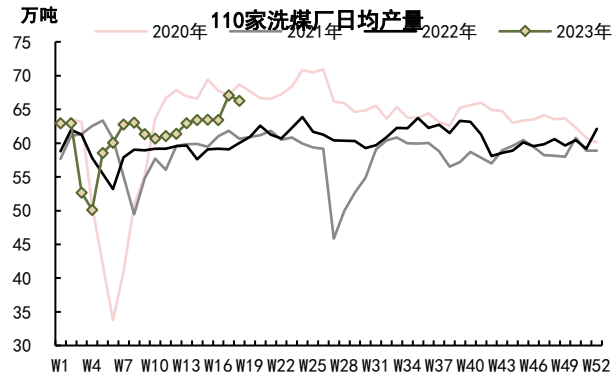
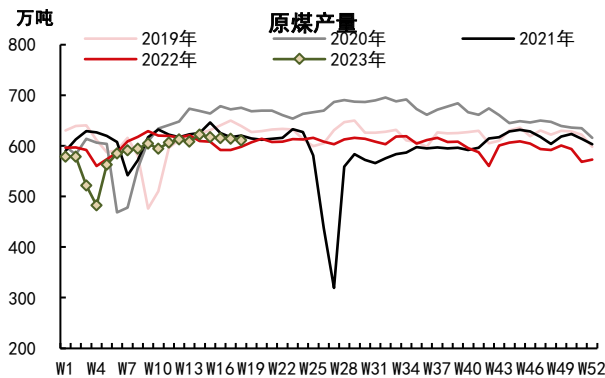
四、黑色板块：铁矿——总结

- 当前成材需求延续弱势，钢厂盈利率继续下降，铁水产量减少，现实负向反馈发酵。随着需求下降及供给增加，后续铁矿港口累库压力加大。
- 从宏观角度而言，虽然国家定调经济稳增长，但新开工数据依旧弱势、4月PMI数据下降至荣枯线以下，叠加发改委高度关注铁矿价格、市场预期全年粗钢平控、海外政治风险尚存，预计矿价依旧偏弱震荡。



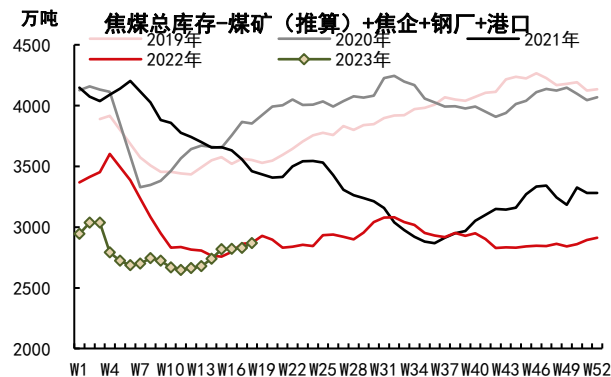
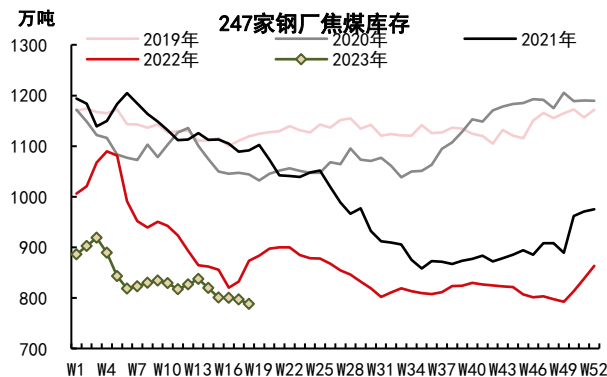
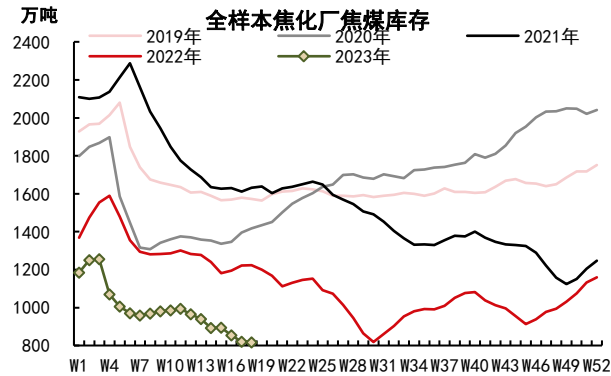
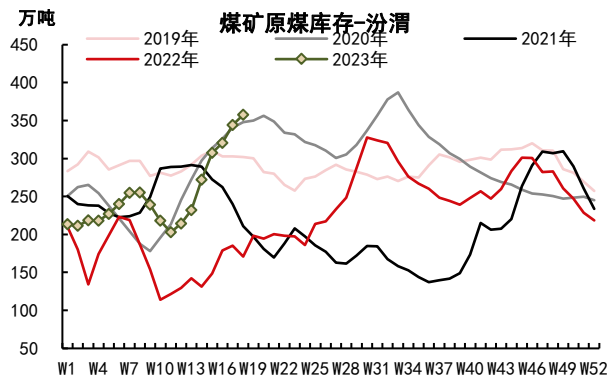
四、黑色板块：煤焦

- 板块现实负反馈开启，焦企累库加剧，焦炭供需双降。铁水产量企稳之前，焦炭持续承压，焦煤供需过剩压力明显。



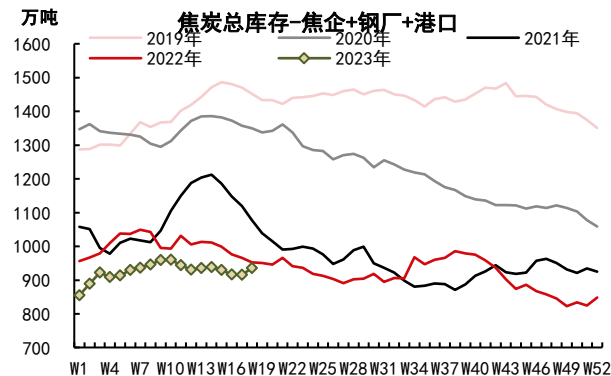
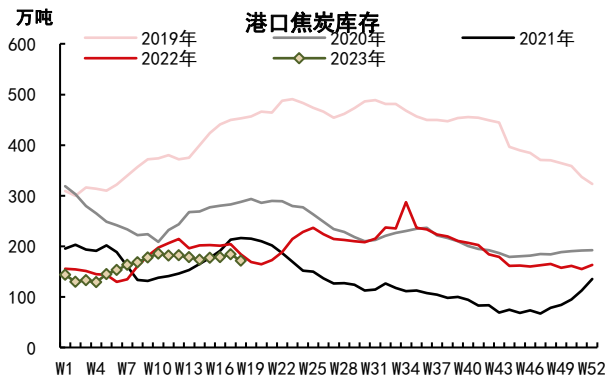
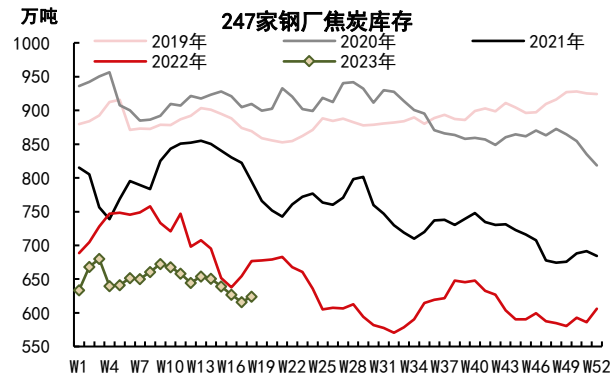
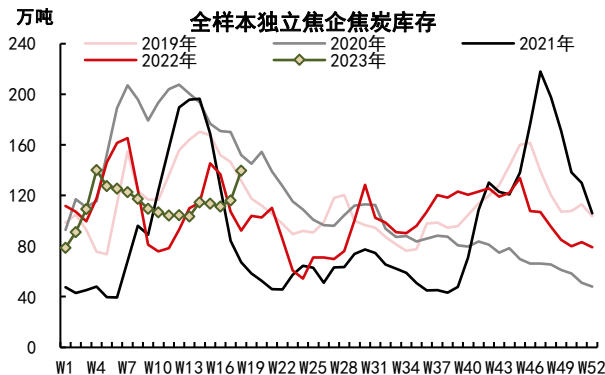
四、黑色板块：焦煤总结

- 伴随高炉逐步减产，焦煤需求走弱，供应端则相对平稳，供需过剩压力加剧，煤矿累库较快，急于降价出货，部分煤矿有被动减产情况，目前现货市场仍未止跌，期货经过前期超跌后低位调整。铁水产量企稳钱，焦煤持续承压，后市重点关注动力煤旺季前补库能否带动焦煤企稳。



四、黑色板块：焦炭总结

- 板块现实负反馈开启，焦企累库加剧，焦炭供需双降。铁水产量企稳之前，焦炭持续承压，焦煤供需过剩压力明显，经过前期急跌之后，预计焦炭盘面低位震荡，后市关注铁水产量及入炉成本。

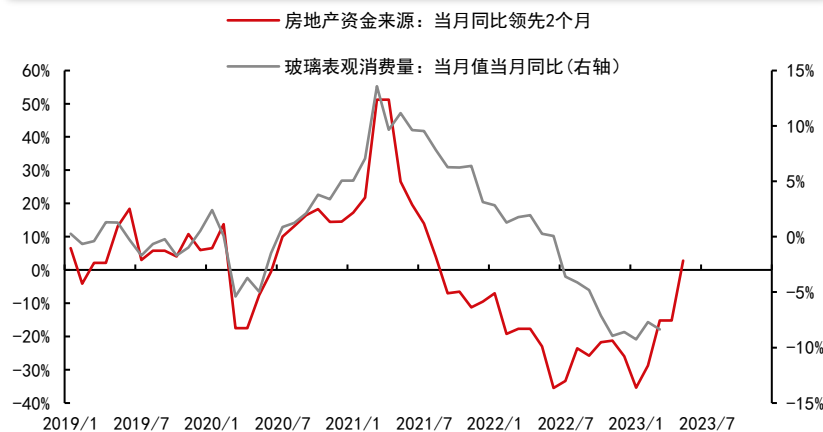


- **玻璃**：由于供应端较为刚性，大规模冷修概率较低，今年地产资金得到一定改善，且竣工预期仍存，导致对玻璃的预期较好。当前首要是关注终端需求能否承受库存的流动，深加工订单逐渐转好，产销决定价格走势，关注每周更新的表需。今年地产政策预期积极，且供应端仍有收缩空间，地产资金若能走强则对玻璃价格进行支撑。
- **纯碱**：纯碱当前核心问题在于主动买盘不足，玻璃厂期待远兴投产，当前刚需拿货，轻碱端需求尚未大幅修复，短期供需平衡。基本面平衡，但未来预期较弱，盘面在弱预期强现实的影响下震荡。但轻碱端需求仍存不确定性，关注出口以及轻碱表需，纯碱后续上行驱动需看到产业进一步偏紧，远兴投产以前纯碱或仍有进一步趋紧的可能。长期来看，供应端年中预期大幅增长，需求尽管仍有韧性，但远期供需走松，长期利空因素仍存。

疫情期间积累大量竣工需求

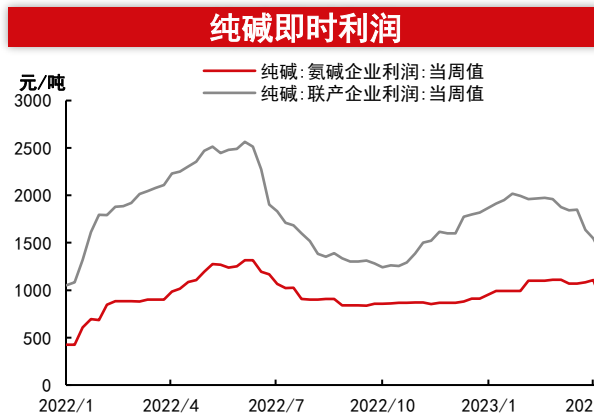
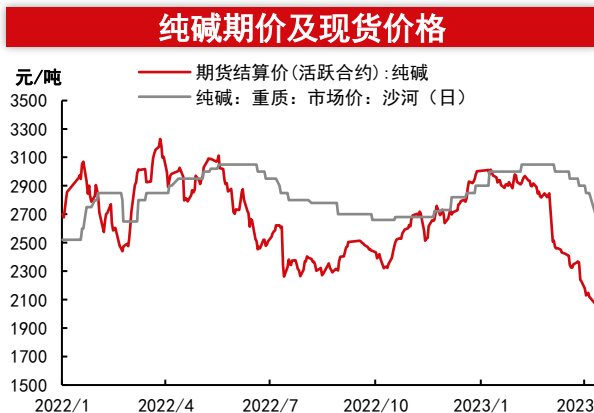
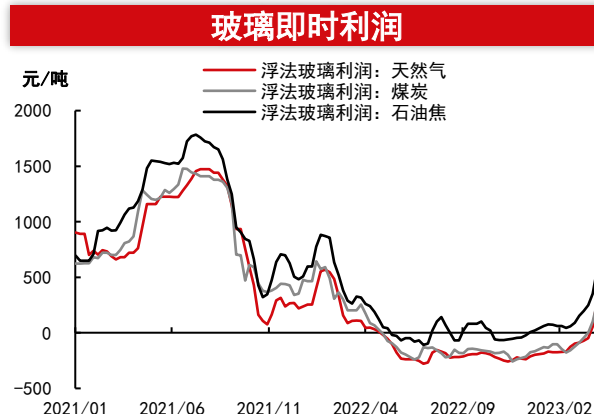


地产到位资金得到改善



■ **本周玻璃现货价格走高，期货价格回调。**玻璃现货价2202元/吨，较上周+5.2%，玻璃主力期货1738元/吨，较上周-6.2%。玻璃即时利润全线恢复至正值，冷修概率减低。

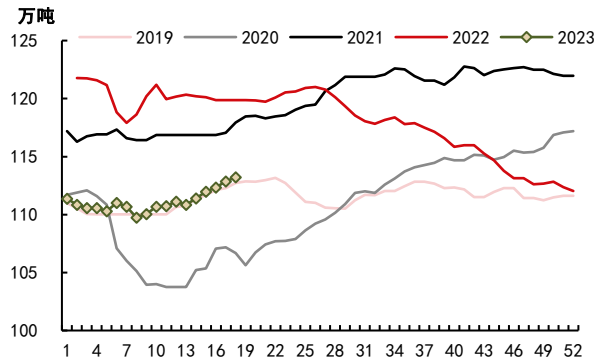
■ **纯碱期限价格双双回落。**纯碱现货价2680元/吨，较上周-4%，周纯碱主力期货2035元/吨，较上周-6%。纯碱企业利润依然高企，基本面预期较为悲观，导致期现价格同时下跌。



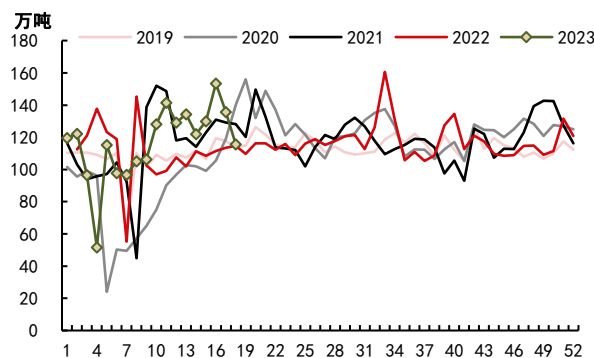
玻璃：价格回调，观察表需变化

- **冷修放缓，供应压力仍存。**由于冷修特性，以及近期需求预期回暖，短期集中冷修概率不大。
- **下游逐步复工，需求仍待观察。**房企资金问题难以缓解，玻璃需求恢复将比较缓慢。地产政策预期较为积极，但政策传导仍需较长时间。下游深加工厂4月底订单天数16.5天，环比增加1.7天。
- **全国浮法玻璃样本企业总库存**4527.2万重箱，环比-1%，同比-35%。

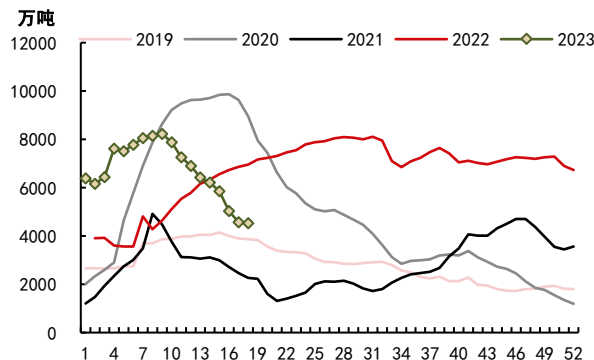
玻璃产量



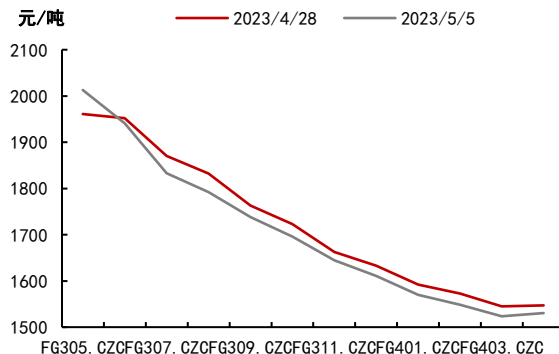
玻璃表需



玻璃库存



玻璃曲线



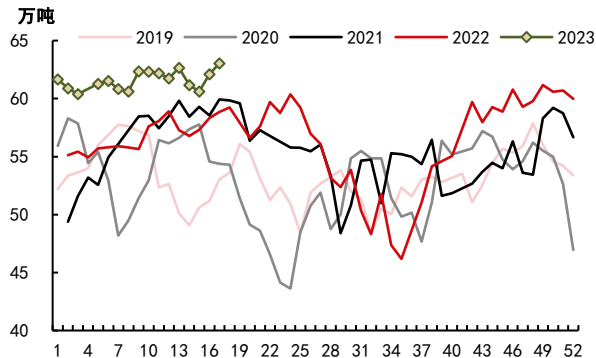
纯碱：产量维持高位，库存继续累计

■ 周内装置平稳运行，产量环比增加0.95万吨，预计产量后续高位持，周产量61万吨上下。

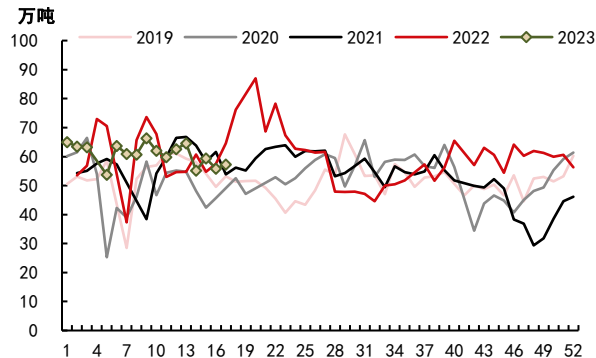
■ **重碱需求稳定，关注轻碱需求指标。**整体重碱实际需求较为稳定。2月份国内纯碱价格提升，海内外价差出口驱动走弱。玻璃厂纯碱库存天数较低，存在补库需求。轻碱端对高价碱或存一定抵制，关注后续轻碱表需。

■ 纯碱库存累库，本周库存为32.45万吨，环比+15%，同比-67.1%。

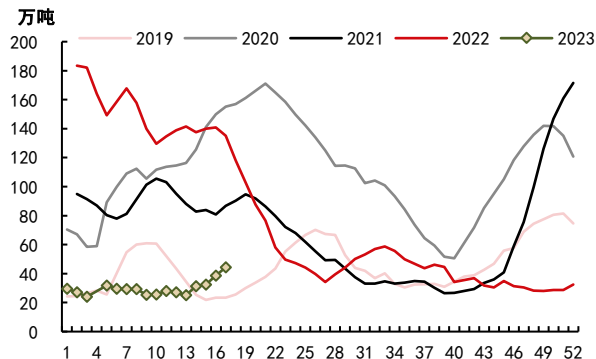
纯碱产量



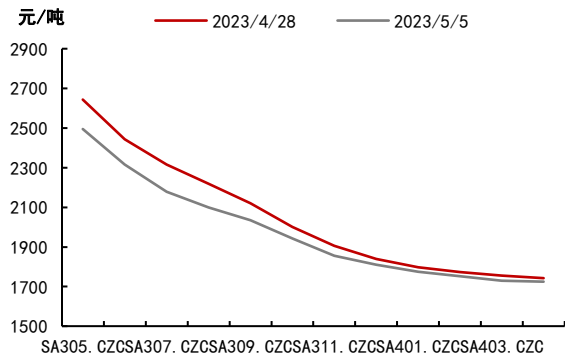
纯碱表需



纯碱库存



纯碱曲线





中信期货
CITIC Futures

中信期货有限公司

深圳总部

地址：深圳市福田区中心三路8号卓越时代广场（二期）

北座13层1301-1305室、14层

邮编：518048

电话：400-990-8826

致謝