

在不确定中拥抱确定性结构分化

东方证券
ORIENT SECURITIES

期货

报告日期:

2023年12月29日

★2023年回顾:

疫情对经济的负面拖累边际退出后,商品市场核心驱动由供应瓶颈转为需求恢复弹性。2023年,美国经济回落速率放缓,国内经济动能下半年渐进式复苏。在总量驱动、库存周期及汇率的驱动下,下半场商品走势靓丽。此轮去库周期时间拉长,一方面是缺乏以往地产驱动对经济和需求的拉动,一方面是供应端缺乏有效出清。2023年商品工业演绎的脉络包括,低利润限制供应以实现供需平衡,以及净出口量占需求比例的回升对商品供需格局和预期差造成影响。

★2024年展望:

2024年,海内外均处于向上的金融周期,经济周期位置仍有错位。中美利差或持续收缩以驱动人民币汇率修复。经济周期与金融周期的共同作用下,市场风险偏好及商品供需博弈的路径存在较大不确定性。确定性较高的需求驱动在于上半年国内积极财政政策的前置及中美库存周期低位回升。2024年商品整体走势或呈现倒V字型。

部分工业品及农产品维持供应增长态势。供应溢价或进一步回落,需求驱动分化:基建相关商品需求增速或高于地产相关商品需求增速。板块强弱或为:贵金属>有色金属>能源品>黑色金属>化工品>农产品。

★配置建议:

板块	属性	重点品种
贵金属	多配	黄金、白银
有色金属	多配	铜、铝
黑色金属	中性	原料
能源化工	中性	原油、PX、甲醇、苯乙烯、尿素
农产品	空配	豆类

★风险提示:

经济数据及政策超预期;地缘冲突加剧;产业政策推进速度不及预期。

吴梦吟 资深分析师(商品策略)

从业资格号:F03089475

投资咨询号:Z0016707

Tel: 8621-63325888

Email: mengyin.wu@orientfutures.com

重要事项: 本报告版权归上海东证期货有限公司所有。未获得东证期货书面授权,任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。本报告的信息均来源于公开资料,我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,报告中的信息或意见并不构成交易建议,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

有关分析师承诺,见本报告最后部分。并请阅读报告最后一页的免责声明。

目录

1、2023 年行情回顾.....	5
1.1、2023 年海外宏观.....	5
1.2、2023 年国内宏观.....	8
1.3、2023 年微观驱动脉络.....	12
2、2024 年展望.....	15
2.1、外需及外汇波动.....	15
2.2、需求的结构化差异.....	16
2.3、产业周期驱动.....	18
3、商品主线逻辑.....	19
4、风险提示.....	21

图表目录

图表 1：2023 年商品各板块平均涨跌幅（截止至 2023.12.28）	5
图表 2：中国制造业及服务业 PMI 走势图	6
图表 3：美国耐用品及非耐用品个人消费走势图	6
图表 4：美债收益率走势图	6
图表 5：美国核心 CPI 相对粘性	6
图表 6：美国劳动参与率走势图	7
图表 7：美国实际 GDP 及产出缺口走势图	7
图表 8：美国企业债券发行规模走势图	7
图表 9：美国企业债券收益率走势图	7
图表 10：美国制造业及非制造业 PMI 走势图	8
图表 11：欧元区制造业及非制造业 PMI 走势图	8
图表 12：中国制造业及服务业 PMI 走势图	8
图表 13：供应修复力度持续好转新订单修复力度	8
图表 14：居民可支配收入与社零销售总额增速图	9
图表 15：可选消费同比走势图	9
图表 16：地产后周期消费同比走势图	9
图表 17：地产销售及施工面积累计同比走势图	9
图表 18：固定资产投资及分项累计同比走势图	10
图表 19：广义基建及分项投资同比走势图	10
图表 20：国内 M1 及 M2 同比走势图	11
图表 21：国内 PPI 及 CPI 同比走势图	11
图表 22：2011 年以来库存周期划分	11
图表 23：螺纹消费量走势图	12
图表 24：钢厂高炉开工率走势图	12
图表 25：独立电炉厂开工率走势图	13
图表 26：2023 年螺纹生产成本长时间高于现货价格	13
图表 27：聚酯出口量走势图	13
图表 28：服装及衣着附件出口金额累计同比走势图	13
图表 29：聚酯出口/产量比值走势图	14
图表 30：长丝短纤出口量走势图	14
图表 31：玉米进口利润走势图	14
图表 32：北方地区玉米种植成本走势图	14
图表 33：中美利差走势图	16

图表 34：中美库存同比行至低位.....	17
图表 35：国内工企产成品存货同比历史分位值.....	17
图表 36：美国耐用品及非耐用批发商库存历史分位值.....	17
图表 37：美国批发商库销比历史分位值.....	17
图表 38：2024 年重点品种核心产业驱动及潜在风险.....	19
图表 39：投产周期下的利润调整对冲思路.....	20
图表 40：新旧动能转换的被动对冲配置思路.....	20
图表 41：商品板块配置建议及重点品种推荐	21

1、2023 年行情回顾

在疫情对经济的负面拖累逐渐退出后，商品市场核心驱动由供应瓶颈转为需求恢复弹性。2023 年，美国经济数据展现韧性，国内经济动能于下半年触底回升。核心大类资产中，商品走势一枝独秀，表现靓丽。

一季度，因海外银行流动性风险对市场风险偏好的抑制，以及终端需求复苏进程反复对商品估值的拖累，多数商品反弹后展开回调。二季度，国内外宏观驱动均存在边际走弱的风险，且产业供需与宏观驱动一致向下，大宗商品整体回落。上半年行情中，贵金属、软商品及农产品相对抗跌。贵金属受益于宽松政策预期，软商品与农产品因其与经济周期相关性较低。

下半年商品估值中枢上移。国内经济周期见底回升和海外流动性紧缩周期进入尾声为市场注入了乐观的市场情绪。国内 PMI 数据于年中见底回升，结合年中政治局会议定调超预期，逆周期和稳增长政策预期得以提升。在汇率波动及经济动能修复的加持下，三季度大类资产走势中，商品一枝独秀。以商品供需作为主要定价因素的商品板块在三季度均录得涨幅。

图表 1：2023 年商品各板块平均涨跌幅（截止至 2023.12.28）

	股指	期债	贵金属	黑色金属	有色金属	软商品	能源品	化工品	农产品
Jan-20	7.12%	0.00%	-0.59%	1.14%	1.63%	3.41%	3.52%	2.87%	-0.95%
Feb-20	-1.37%	-0.34%	-3.80%	3.69%	-4.69%	-3.59%	-0.76%	-2.49%	1.43%
Mar-20	-1.01%	0.46%	8.27%	-2.11%	-2.14%	-2.65%	-4.90%	-0.70%	-8.09%
Apr-20	-0.90%	0.44%	2.89%	-18.77%	-0.68%	1.63%	1.96%	-4.99%	-1.53%
May-20	-5.57%	0.30%	-0.72%	-6.49%	-5.55%	-0.07%	-5.12%	-10.01%	-3.96%
Jun-20	-0.21%	0.29%	-0.37%	10.35%	2.79%	2.14%	3.14%	3.16%	9.68%
Jul-20	4.97%	-0.03%	3.64%	5.62%	4.76%	3.07%	9.24%	10.79%	4.24%
Aug-20	-5.77%	0.23%	2.24%	-0.64%	-0.99%	3.81%	8.91%	1.04%	2.02%
Sep-20	-1.02%	-0.41%	-1.55%	6.01%	-0.70%	4.13%	8.01%	-1.55%	-4.03%
Oct-20	-3.39%	0.01%	2.87%	0.56%	-2.06%	-3.83%	2.00%	-0.78%	-4.53%
Nov-20	-1.36%	-0.07%	2.29%	7.85%	-3.79%	-3.54%	-4.92%	3.00%	0.58%
Dec-20	2.38%	-0.08%	-0.09%	-1.40%	0.23%	-0.02%	-1.07%	-0.23%	-0.14%

资料来源：Wind，东证衍生品研究院

正如我们在 2023 年半年报《陌上花开，可缓缓归》中提及的观点，产出周期、库存周期相继过拐点，流动性周期有望边际好转，驱动商品估值于 2023 年下半年展开反弹。2023 年，宏观驱动仍是引领商品走势的重要驱动。海内外经济周期的错配，以及不同经济周期的共振，驱动 2023 年大宗商品跌宕起伏的行情。

1.1、2023 年海外宏观

近几十年来，相对于持续高涨的中国工业增加值，国内需求增速相对平缓。世界银行

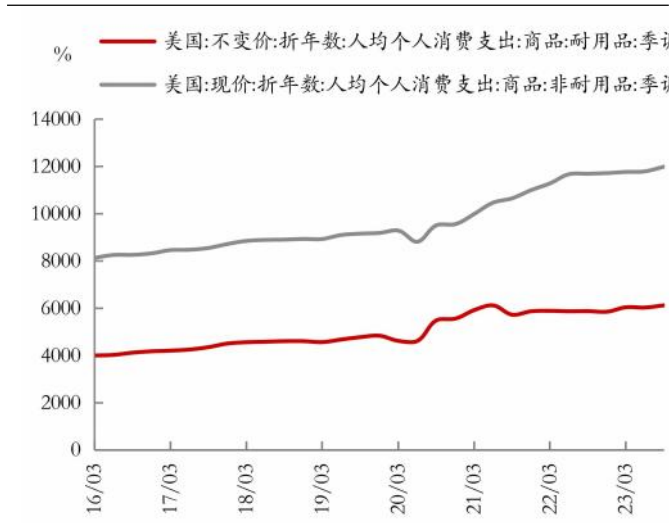
以当前美元计价的中国总量需求占中国全部工业增加值的比例持续处于低位。虽然该数据未考虑统计口径和汇率的变动。但毫无疑问的是，外需仍是我国商品总需求的重要组成部分。

图表2：中国制造业及服务业PMI走势图



资料来源：世界银行，统计局，东证衍生品研究院

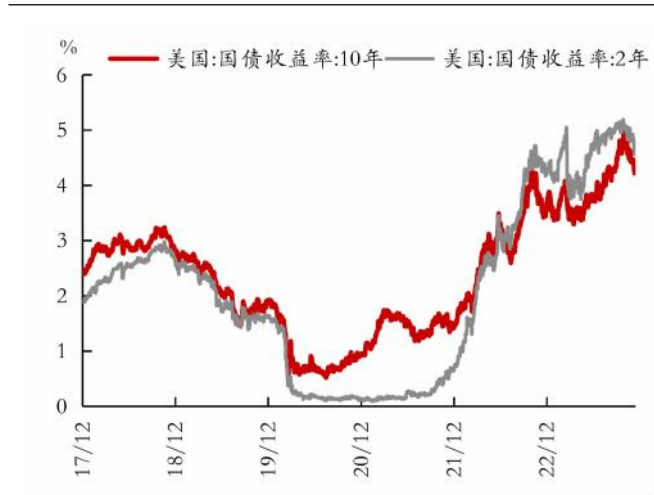
图表3：美国耐用品及非耐用品个人消费走势图



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

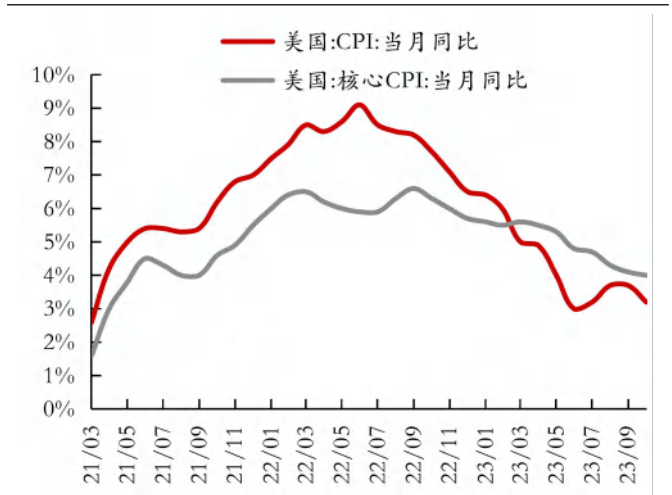
海外方面，在需求维持韧性的背景下，美联储开启了几十年来力度最大的加息周期。2023年，美国经济持续处于强美元、高利率、高通胀及就业市场持续结构性缺口。美国10年期国债名义收益率持续升高，于10月19日达到年内新高4.98%。政策利率高企且持续深度倒挂，催生了金融系统脆弱性。一季度，海外银行流动性危机的发酵下，金融市场风险偏好快速恶化。此外，高利率抑制了新兴市场的资金流入和汇率。

图表4：美债收益率走势图



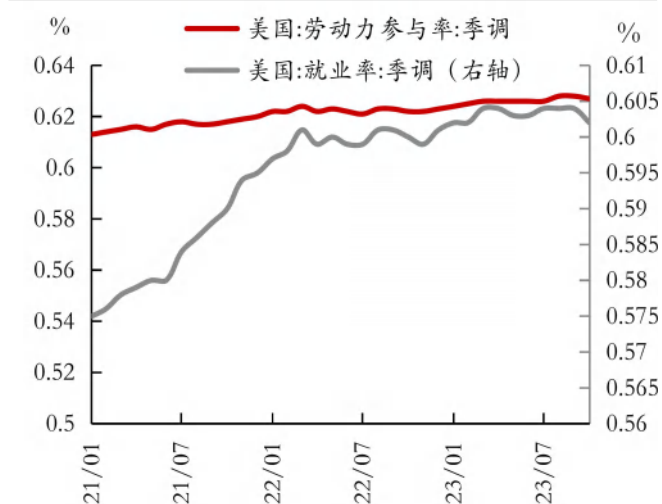
资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表5：美国核心CPI相对粘性



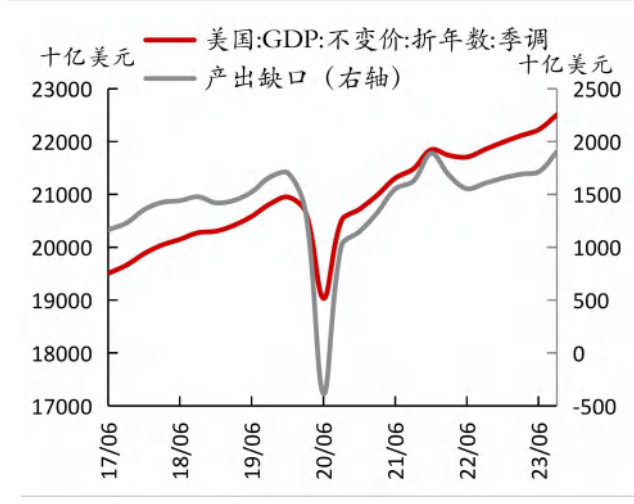
资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表6：美国劳动参与率走势图



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表7：美国实际GDP及产出缺口走势图



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

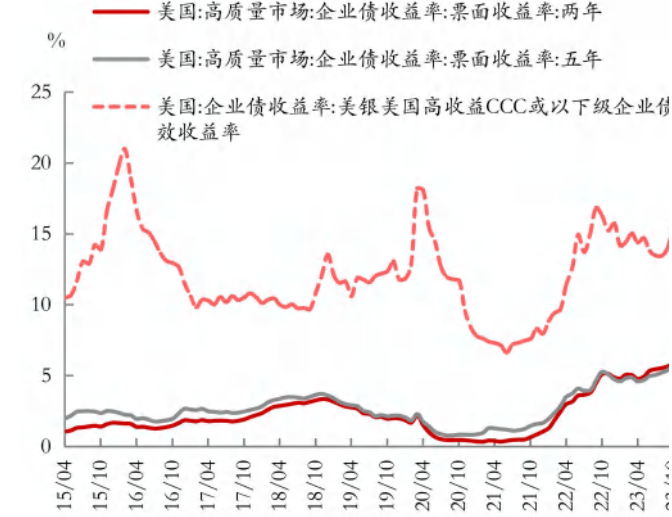
与历史经验不相符的是，高利率并未大幅挫伤美国需求。美国企业部门通过提前锁定利率以避免加息周期融资成本上升的压力，居民部门住房贷款多数采取固定房贷利率。存量融资成本不高，并未因政策利率上行而受到较大影响。尤其是大中企业的存量融资的成本，仍处于相对偏低的水平。此外，在超额储蓄、财富效应的对冲下，美国经济及需求相对保持韧性。2023年美国一至三季度实际GDP同比分别录得1.72%、2.38%及3%。

图表8：美国企业债券发行规模走势图



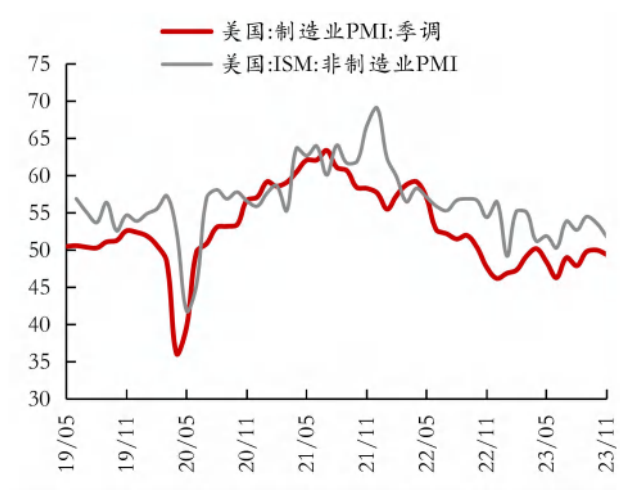
资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表9：美国企业债券收益率走势图



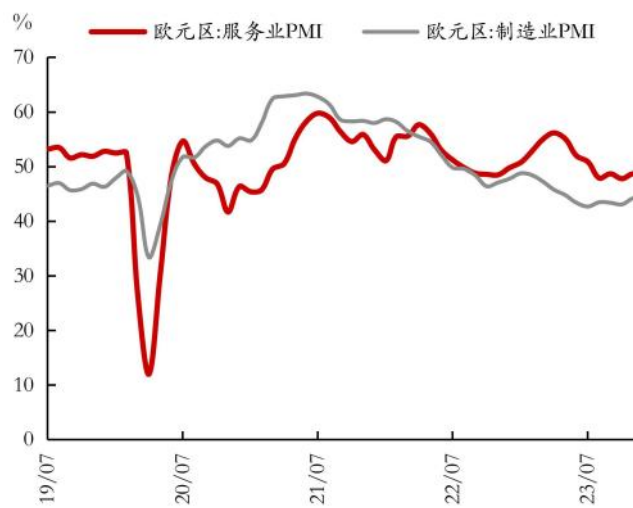
资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 10: 美国制造业及非制造业 PMI 走势图



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 11: 欧元区制造业及非制造业 PMI 走势图



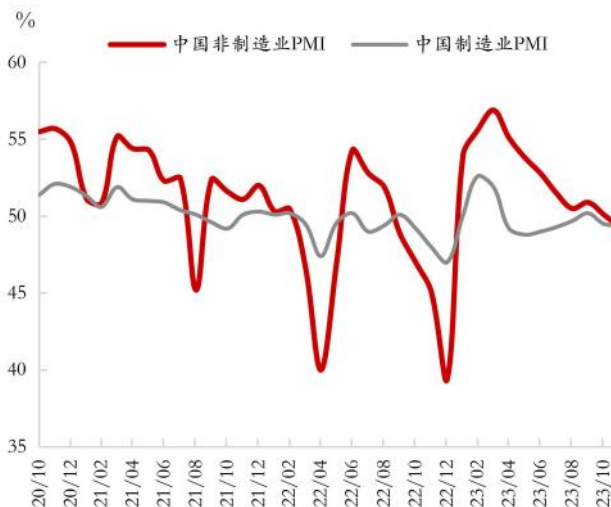
资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

数据显示, 美国经济景气度高于欧洲地区。基于经济和需求的相对韧性, 美国制造业持续处于去库周期。美国制造商库存同比自 2022 年 6 月以来持续回调, 经历了一年半的去库周期后, 美国库存周期行至历史低位。市场普遍预期美国补库周期或驱动商品需求的增长。

1.2、2023 年国内宏观

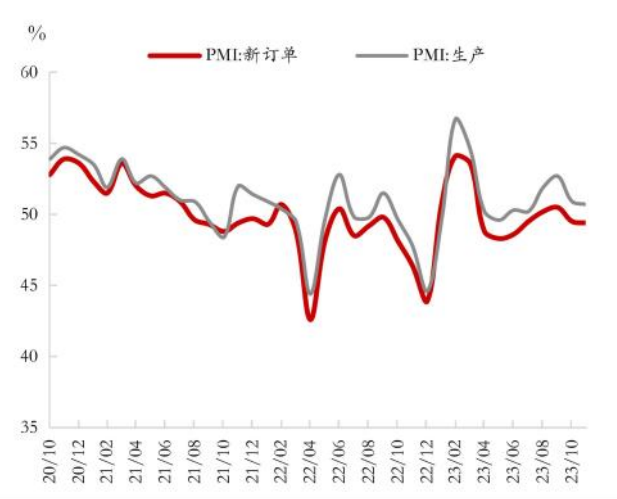
2023 年, 在疫情的负面拖累边际退出和经济活动稳定恢复的背景下, 国内经济内生动能有所修复。制造业 PMI 显示, 国内经济动能于 6-9 月见底修复。但总量需求相对不足, PMI 生产分项持续高于 PMI 新订单分项。

图表 12: 中国制造业及服务业 PMI 走势图



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

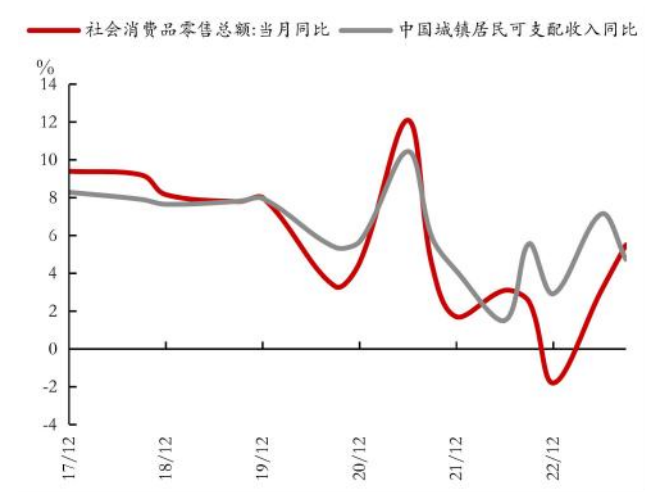
图表 13: 供应修复力度持续好转新订单修复力度



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

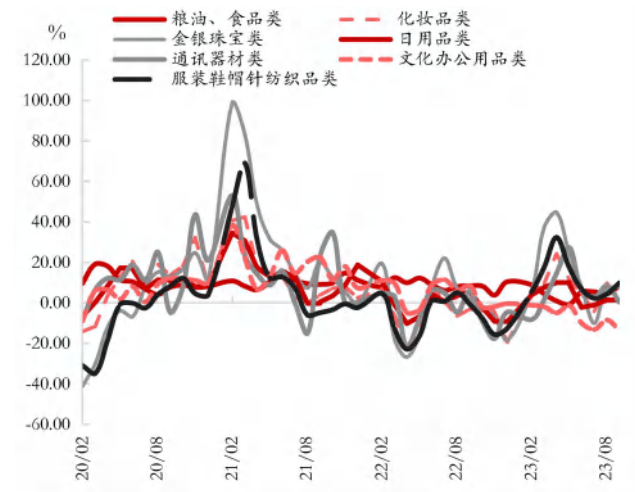
消费方面，因疫情的疤痕效应，居民部门修复资产负债表需要较长时间。且居民部门杠杆率较高，限制了居民部门地产及商品服务消费的意愿。可选消费中，服装鞋帽针织品类零售额同比持续维持正的高增长，服装鞋帽针织品类、通讯器材类及金银珠宝类零售额整体增速强于社零消费增速。地产相关消费增速弱于社零消费增速，年内建筑及装潢材料类消费额同比增速持续负增长。

图表 14：居民可支配收入与社零销售总额增速图



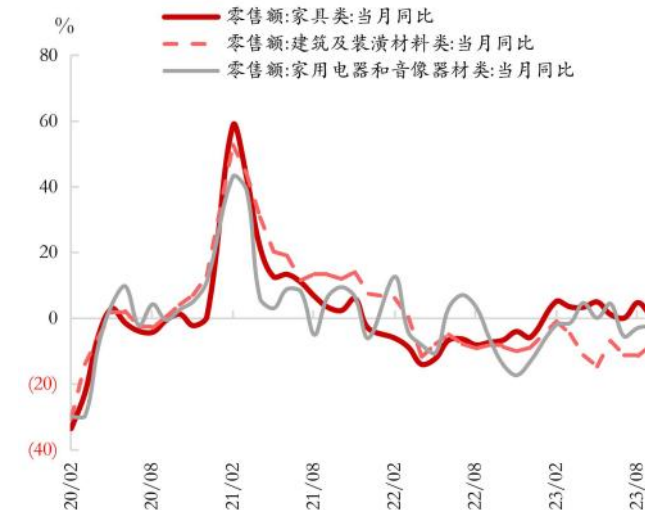
资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 15：可选消费同比走势图



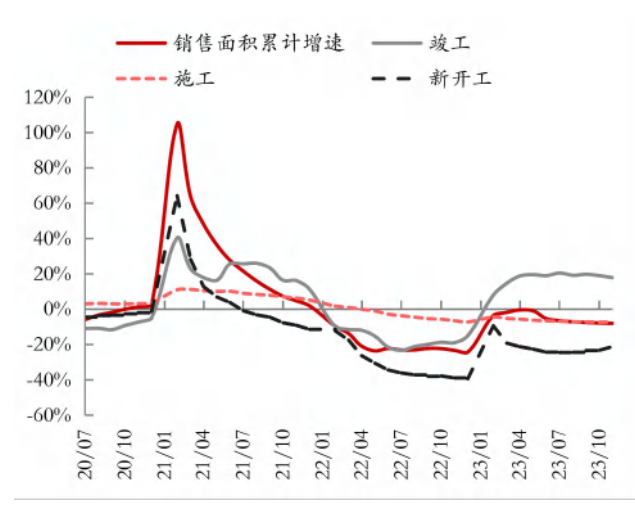
资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 16：地产后周期消费同比走势图



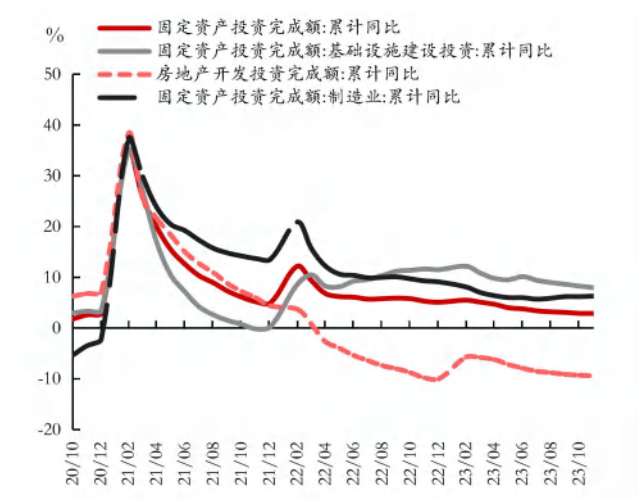
资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 17：地产销售及施工面积累计同比走势图



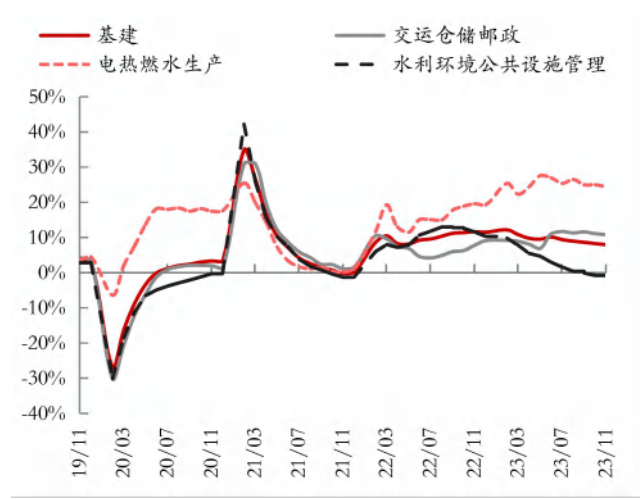
资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 18：固定资产投资及分项累计同比走势图



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 19：广义基建及分项投资同比走势图



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

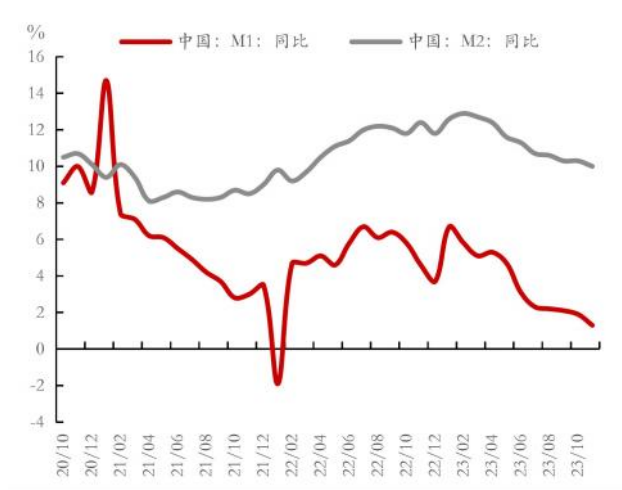
年内地产数据持续走弱，地产销售、施工及投资增速均处于下行通道。因保交楼、城中村改造政策及竣工周期的后置，后端开工好于前端开工。1-11 月商品房销售面积累计同比录得-8%，1-11 月新开工面积累计同比录得-21.2%，1-11 月地产开发投资完成额累计同比录得 9.4%。因保交楼政策持续推进，竣工端维持稳定增长。1-11 月房屋竣工面积累计同比录得 17.9%。地产销售、投资同比增速的持续下滑，导致地产新开工面积维持下行趋势。下半年起，地产调控优化政策持续出台，对地产企业融资及居民购房消费等环节均有所松绑，但从高频终端数据来看，修复力度仍然偏弱。

基建分项持续对经济稳增长提供助力，但基建投资增速弱于 2022 年同期。1-11 月广义基建投资完成额度累计同比录得 7.96%。细分项中，电热燃水行业投资增速高位运行，1-11 月电热燃水行业投资增速同比录得 24.4%，源于电网投资的持续高增长，铜、铝等品种相关下游行业开工持续高位。其次，交运仓储邮政投资增速亦维持偏高增速，1-11 月投资同比录得 10.8%，年内铁路运输业投资增速居首。

外需的韧性持续支撑出口分项，但产业转移浪潮下出口结构出现分化。劳动密集型产品出口比例下降，高新技术产品及机电产品出口仍有支撑。

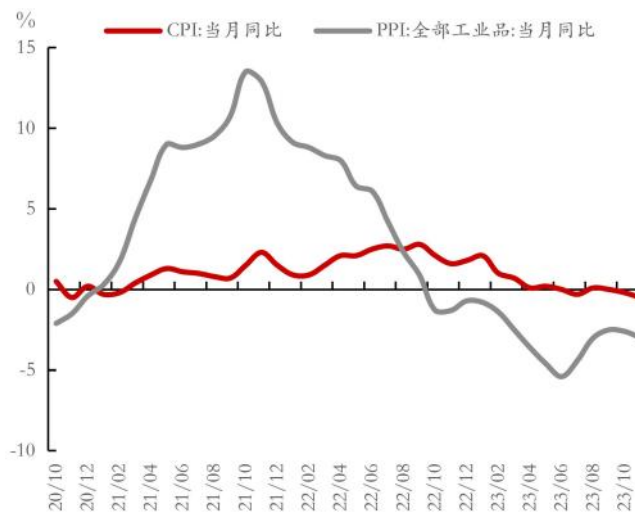
以上因素的共振下，经济内生动能修复的斜率趋缓。低基数效应下，2023 年中国一至三季度实际 GDP 同比分别录得 4.5%、6.3%及 4.9%。经济内生动能修复的趋缓，导致在宽松货币环境下，资金效率不高，M1 与 M2 增速持续分化。内需反弹动能偏弱，导致下半年通胀反弹力度偏弱。

图表 20: 国内 M1 及 M2 同比走势图



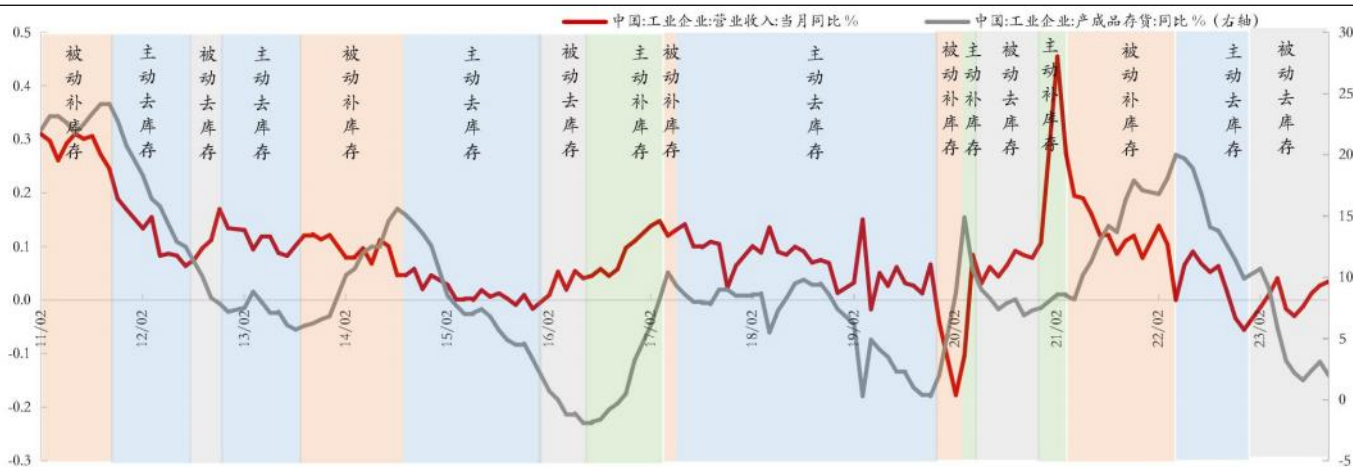
资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 21: 国内 PPI 及 CPI 同比走势图



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 22: 2011 年以来库存周期划分



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

注: 根据库存周期分类规则, 乐观预期下本轮被动去库周期或最早始于 2022 年 12 月。

在外需相对韧性, 内需持续修复的背景下, 2023 年中美库存周期运行至低位。国内工业企业从主动去库周期进入到被动去库周期, 部分行业出现主动补库周期特征。从历史经验来看, 库存周期是对金融周期和经济周期的共同验证, 需求是库存周期轮转的核心驱动。

本轮去库周期时间拉长, 一方面是缺乏以往地产驱动对经济和需求的拉动, 一方面是供应端缺乏有效出清。2022 年 12 月起, 中国经历了长达 14 个月的产成品存货同比持续下滑, 此后于三季度跟随 PPI 及经济周期一同企稳回升, 但最新数据显示产成品存货同比再度下滑。

1.3、2023 年微观驱动脉络

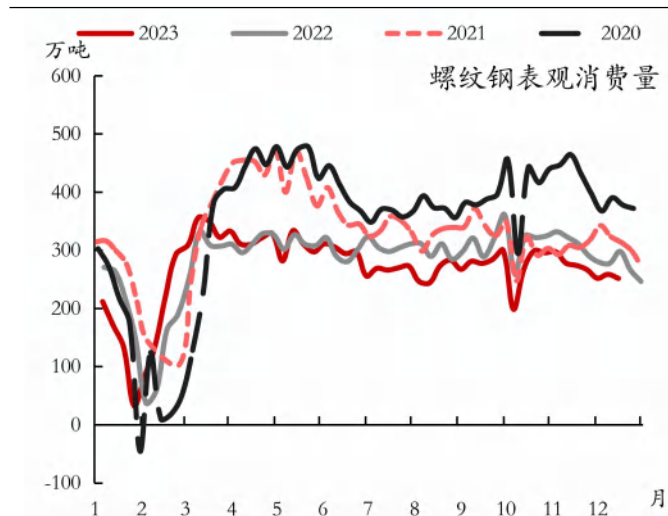
2023 年，生产持续强于需求、外需韧性强于内需的中观结构性差异，持续反馈在大宗商品基本面运行和交易脉络之中。体现形式包括：一是在供应能力相对过剩的环境下，商品生产环节持续低利润甚至亏损，从而缩减供应以匹配弱需求；二是汇率波动和全球制造业转移浪潮中，2023 年部分大宗商品净出口量增长，大宗商品的消费途径中，直接供给海外生产商的比例提升。

黑色板块：螺纹钢

消费方面，源于地产行业躺平后开工数据趋弱，截止至 2023 年 12 月中旬，螺纹累计消费量（钢联口径）约为 13400 万吨，较去年同期回落约 6%。而钢厂供应仍较为充裕，年内高炉开工率及独立电炉厂负荷持续高企，行政减产动力趋缓。基于此，2023 年螺纹生产利润长期亏损，驱动钢厂由螺纹转产至卷板等产品。螺纹供应受到抑制，从而实现供需紧平衡和库存持续低位。即便在下半年，经济动能见底回升、地产纾困政策频发，螺纹生产利润并未持续好转，仅电炉利润局部时间好转。

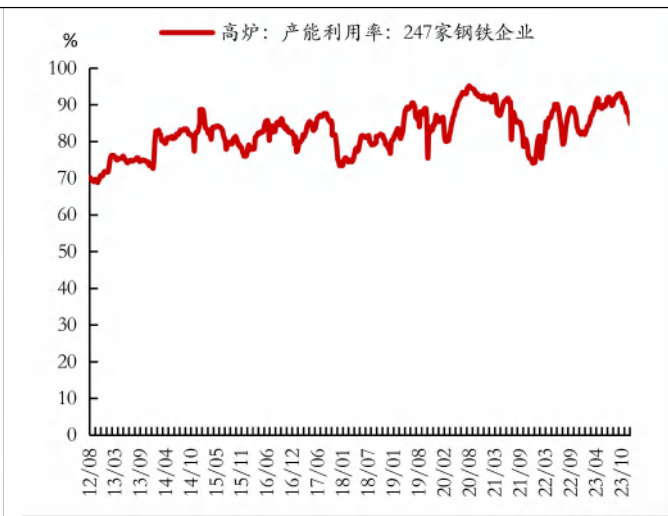
持续亏损倒逼厂家转产至其他相对留存利润的产品，以实现供需平衡，在能源化工行业较为常见。而能源化工在投产潮给予我们的经验是，当整体供需过剩到一定程度，新的均衡价格的形成条件是挤出边际装置实现出清。

图表 23：螺纹消费量走势图



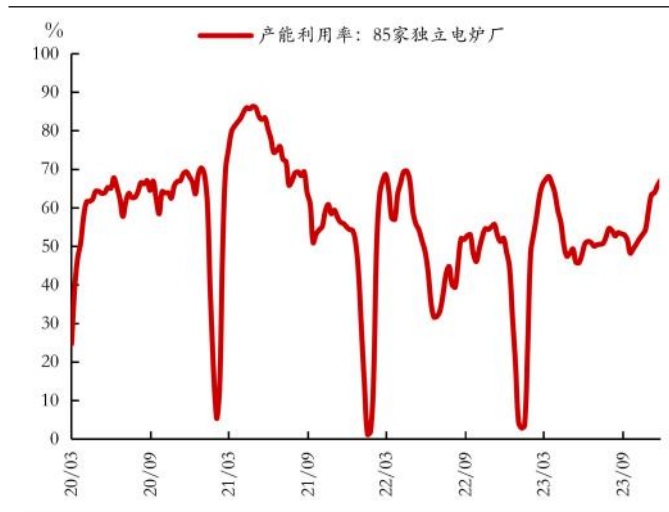
资料来源：Mysteel，东证衍生品研究院

图表 24：钢厂高炉开工率走势图



资料来源：Mysteel，东证衍生品研究院

图表 25: 独立电炉厂开工率走势图



资料来源: 富宝资讯, 东证衍生品研究院

图表 26: 2023 年螺纹生产成本长时间高于现货价格

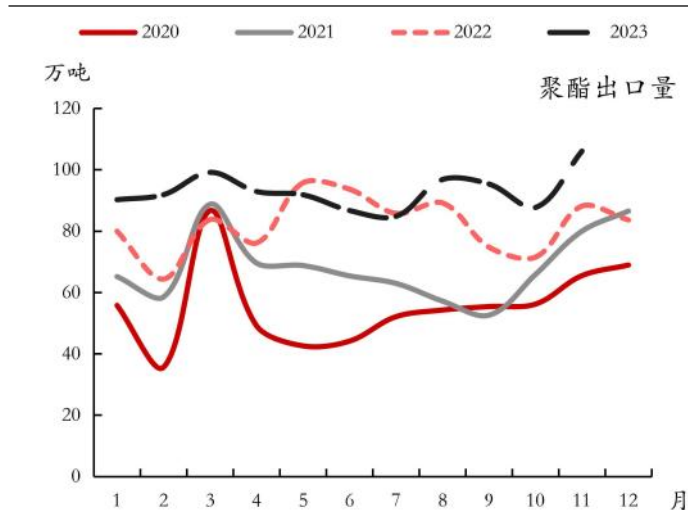


资料来源: Wind, Mysteel, 东证衍生品研究院

化工板块: 聚酯

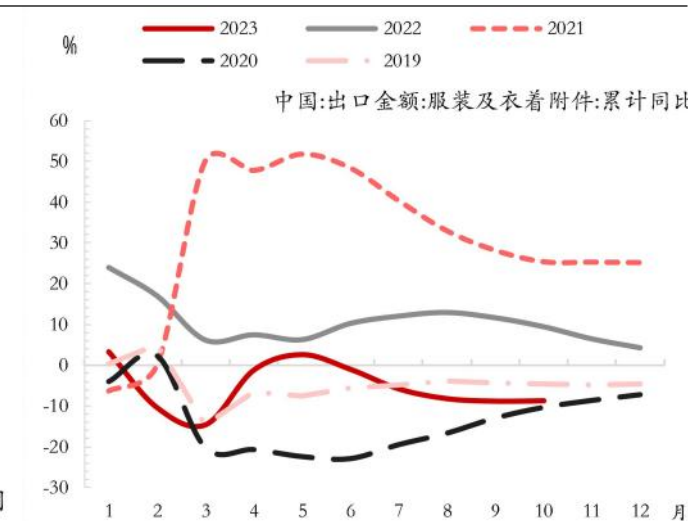
2023 年, 聚酯行业处于快速投产周期, 存量装置负荷提高和增量装置的顺利投产导致聚酯维持高供应, 其中长丝和瓶片供应增量靠前。与此同时, 聚酯行业维持高景气度格局, 带动上游原料表需高速增长。与终端服装纺织出口增速放缓不同的是, 聚酯出口量维持增长趋势, 1-11 月长丝和短纤累计出口量为 482243 万吨, 累计同比增速为 23.83%。印度、越南等新兴国家成为聚酯核心的出口国家。在制造业转移的浪潮下, 部分工业品直接供给海外生产, 国内终端开工对原材料消费的指引效果或得以削弱。且 2023 年贬值压力下, 多数化工品呈现净出口量增长的趋势。

图表 27: 聚酯出口量走势图



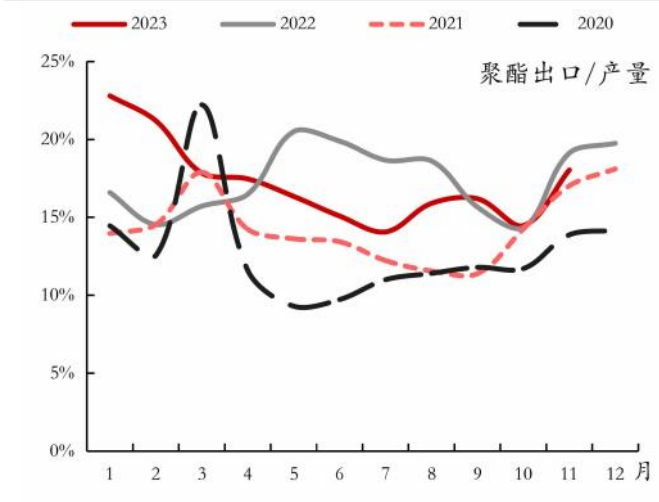
资料来源: 国家统计局, 东证衍生品研究院

图表 28: 服装及衣着附件出口金额累计同比走势图



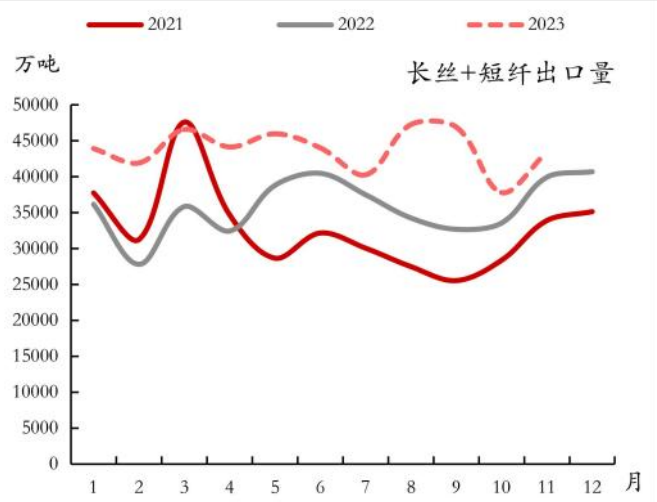
资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 29: 聚酯出口/产量比值走势图



资料来源: 国家统计局, 东证衍生品研究院

图表 30: 长丝短纤出口量走势图



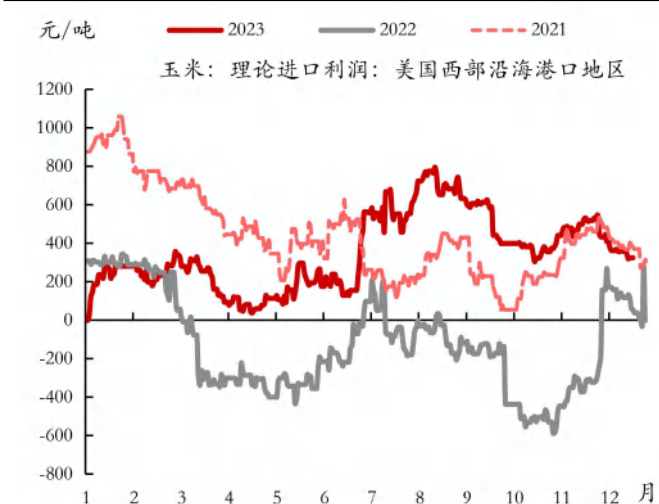
资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

农产品板块: 玉米

今年玉米处于下跌通道。进口利润扩大、替代压力兑现的过程中, 贸易商持货成本、种植成本都未形成有效支撑。产业链利润的出清, 或需对高地租进行调整。

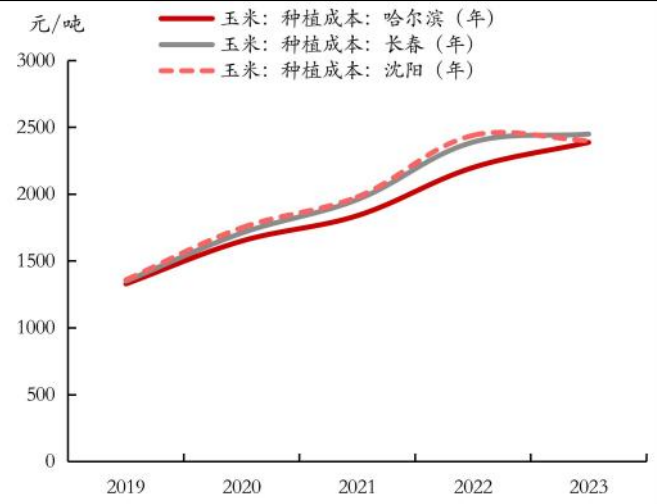
玉米的深度回调是对平衡表从前期供需缺口预期导致的产业调整后, 走向再平衡所交出的一张答卷。本质是在全球农作物种植面积稳定、单产不断提高, 而人口增速放缓需求增速平稳的大环境下, 全球谷物平衡发生变动。

图表 31: 玉米进口利润走势图



资料来源: Mysteel, 东证衍生品研究院

图表 32: 北方地区玉米种植成本走势图



资料来源: Mysteel, 东证衍生品研究院

虽然 2023 年商品期货各个板块与各个品种经历了不同的产业周期和驱动，但我们抽丝剥茧，可以发现以下规律：

商品期货主要为制造业及农业上游原料及初级加工产成品，其供应潜力相对充裕。全球经济增速及人口增速的放缓，意味着商品总需求增速的放缓。这意味着商品期货高利润状态不可延续。

全球制造业调整的过程是一个漫长的过程，短期来看中国仍然是重要的供应方。部分大宗商品原料直接供给海外生产的新趋势或得以形成，后续应重视出口分项对平衡表的支撑，以国内终端开工来判断大宗商品消费可能存在谬误。

2、2024 年展望

2024 年，海内外均处于向上的金融周期，经济周期仍有错位。经济周期不确定性较高，国内经济动能复苏力度以及欧美货币政策转向降息周期的时点与欧美经济陷入衰退的特征。不同的场景对应着完全不同的市场预期和配置逻辑。确定性较高的驱动在于上半年国内积极财政政策的前置及中美库存周期低位回升。中美利差的收缩或驱动人民币汇率修复。

在本章节的展望中，我们试图从总量驱动、中观结构差异及品种产业周期的角度，来展望 2024 年的商品配置方案。通过辨别商品受经济驱动的强弱关系，从而立足于低频因子对商品趋势和板块强弱风格的指引。

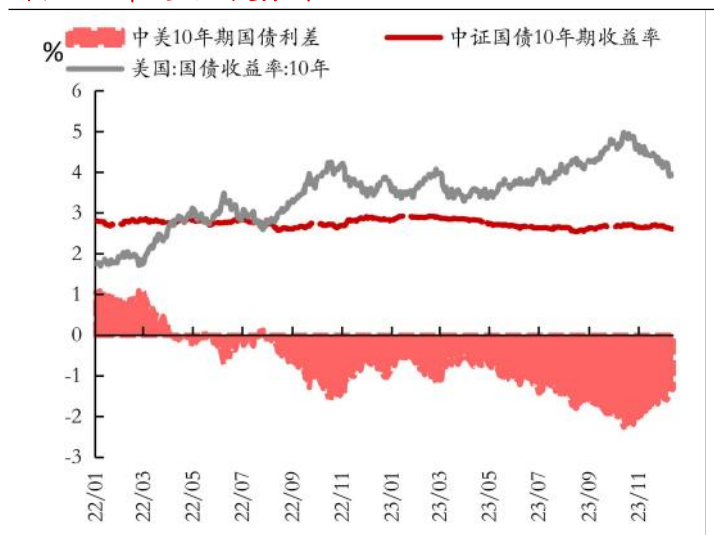
2.1、外需及外汇波动

2024 年，欧美下行的经济周期和预期改善的流动性周期对商品的影响是此消彼长的。但金融周期往往领先于经济周期和总需求。在美国当前企业和居民部门存量融资成本相对偏低的基础上，近端融资利率偏高和远期融资利率下降预期下，或驱动企业和居民部门减少长期、固定利率的增量融资规模。从而对需求反而形成抑制。此外，融资行为并未并不完全由融资成本决定，预期回报率-融资成本的差额才是企业利润源泉。仍需关注预期回报率和实际融资成本的变化趋势。

汇率对内盘商品的影响更为直接，此消彼长。正如我们在前面章节提到的，2023 年汇率贬值过程中，以人民币计价的国内商品成为估值的洼地，多数参与到全球生产贸易环节的商品，包括黑色金属、能源化工品，都在不同程度上面临进口的收缩或出口的放量。

展望 2024 年，虽然国内正处于刺激经济的宽松货币环境，但随着美联储步入降息周期，海外利率中枢的下移或驱动中美利差由极值区间收窄。或将引导资金回流及人民币汇率回升。汇率升值过程中，对商品的影响包括：美金价格趋于“相对便宜”，同时有利于进口、不利于出口。但仍需关注国内化债进程对资金流向和汇率的异常影响。

图表 33: 中美利差走势图



资料来源: Mysteel, 东证衍生品研究院

2.2、需求的结构化差异

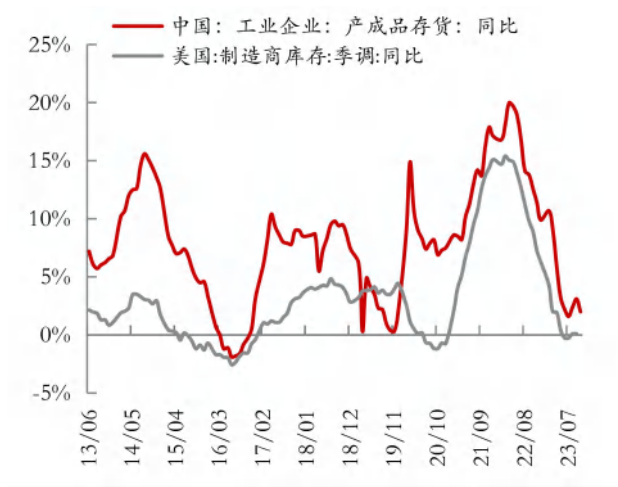
2024 年终端驱动延续差异化，国内基建对经济拉动效果或持续强于地产和消费，经济周期与金融周期对海外需求的影响或此消彼长。

国内方面，目前居民、企业、地方政府的杠杆率较高，结合财政赤字率约束的放松，这或意味着 2024 年中央政府将是主要的资金来源及驱动。资金投放来源及资金属性决定了 2024 年基建投资仍将维持较高增速，居民部门消费或维持低增长。我们的系列跟踪报告《自下而上看需求》已更新了 78 期有余，报告显示 2023 年内资金到位等前期工作是制约 2023 年基建项目开工的原因之一。近八个月以来，建筑业 PMI 长期回落至荣枯分水岭下方，仅 9 月数据修复至 50.2。部分 2023 年开工滞后的项目或顺延至 2024 年。近期 1 万亿元特殊国债下发，用于支持灾后重建、城市防洪排涝项目等水利工程，有望提升水利投资增速。而交通运输领域投资也有望延续前期高增速。

地产领域，保交楼、城中村改造等项目对竣工端支撑较多，前端开工的企稳回升仍需要前端销售和投资环节的好转。且前端的销售、投资好转传导至开工的好转需要半年左右的时间，近期销售、投资数据暂不支持。而从更长周期来看，居民部门杠杆率较高、人口增速的下滑，对长期地产需求及预期均形成打压。

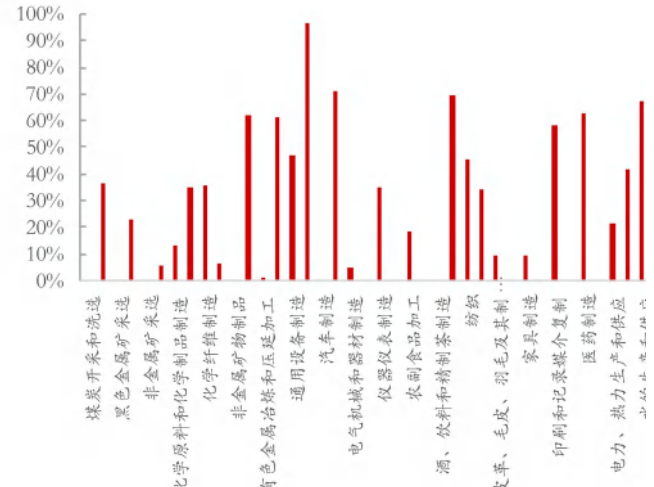
国内制造业产成品存货处于历史低的行业集中于中上游。其中包括上游原材料开采的煤炭开采和洗选、黑色金属矿采选、有色金属矿采选及非金属矿采选，中游材料制作行业的橡胶和塑料制品及非金属矿物制品。中下游制造业中的计算机、通信和其他电子设备制造、农副食品加工、食品制造、酒饮料茶制造及皮革毛皮羽毛及其制品和制鞋业及家具制造。

图表 34：中美库存同比行至低位



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

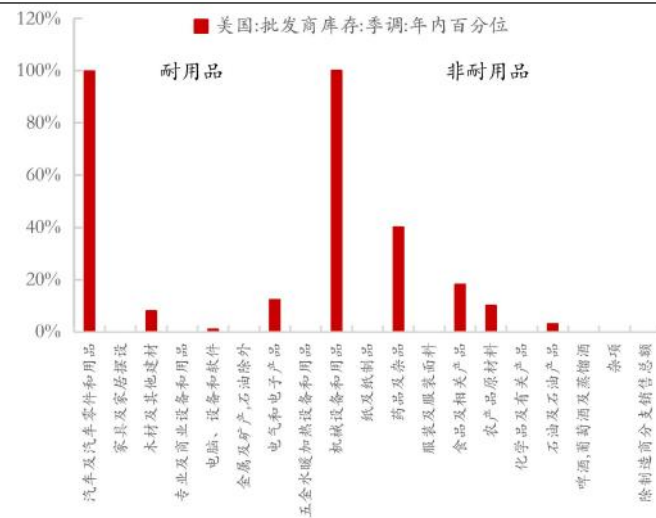
图表 35：国内工企产成品存货同比历史分位值



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

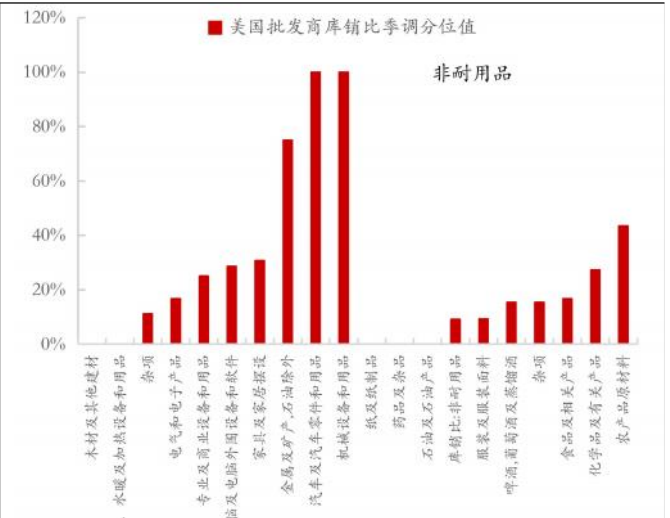
海外方面，下行的经济周期和预期改善的流动性周期对商品的影响是此消彼长的。欧元区经济下行压力较大，是否倒逼货币政策快速转向尚不得知。在前文的分析中，目前美国企业存量融资成本固定受加息周期影响较小，增量融资规模待定。地产数据显示居民部门的购房意愿已经受到抑制，但购房以外的消费对利率的敏感度较低。后期仍需通过观测融资成本与预期回报率的变动，来观测企业的融资、生产行为。居民部门低利率敏感、相对韧性的消费行为，或驱动服装纺织等行业的补库行为。

图表 36：美国耐用品及非耐用批发商库存历史分位值



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 37：美国批发商库销比历史分位值



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

基于美国批发商库存及库销比数据可知，服装制造及相关领域、石油化工制品及食品制造等领域库存偏低，补库的确定性相对较高。美国库存及库销比处于年内偏低位的耐用品板块包括家具及家居摆设、专业及商业设备和用品及五金水暖加热设备和用品；库存处于年内偏低位的非耐用品板块包括服装及服装面料、化学品及有关制品及酒类；库销比处于年内偏低位的非耐用品板块包括纸制品、药品及杂品、石油及石油产品及服装及服装面料。

历史经验表明，被动去库周期后不一定进入主动补库周期，库存周期是否进入主动补库周期仍需要需求的驱动。在海外经济运行仍存不确定性的基础上，需求端确定性较高的驱动包括中美库存周期低位回升及国内积极财政政策，这意味着结构性的需求驱动差异。海外消费品补库预期或提振部分化工品及农产品消费增速。国内基建投资对经济拉动作用高于地产、消费对经济的影响，基建概念商品消费增速或高于地产概念商品消费增速。

2.3、产业周期驱动

在需求端蕴含着较大不确定性和结构性差异的背景下，供应端仍将提供商品较强的驱动。2021-2022 年疫情、能源转型政策及地缘冲突持续加强供应端的约束，能源及农产品被赋予较高的溢价。随着供应能力的恢复，这种溢价亦将持续回归正常。此外，处于增产周期的商品仍不在少数。

能源品板块，偏低的资本开支限制了远端供应增长；有色金属板块，远端资本开支同样收缩，近端或存在矿端供应增长和欧洲炼厂恢复供应预期；化工板块，部分品种仍处于全球的投产周期，差异在于不同地区依托能源禀赋的不同，投产了不同生产工艺的装置，投产进度和原料支撑差异仍是对冲交易主线；农产品方面，俄乌冲突以来各国对粮食安全问题日益关注，市场对供应的担忧给予了农作物较高的溢价。高利润驱动部分农产品中长期扩产。而供应端在种植面积稳定、单产持续增长的驱动下稳健增长。

结合板块内重点品种自身所处的产业周期，我们罗列了重点品种 2024 年所处的产业周期及核心矛盾，以此作为多空配置的参考依据。

图表 38：2024 年重点品种核心产业驱动及潜在风险

板块	重点品种	产业周期	不确定性及潜在风险
黑色金属	钢材	弱内需背景下低利润限制钢厂供应，出口持续托举部分需求。	出口及成本支撑变动。
	焦煤	供应增速放缓，且优质煤供应紧张。	供应扰动，需求增速。
有色金属	铜	机构预期矿端供应增长，冶炼端从紧平衡转向小幅宽松，但实际需求增速相对乐观。	经济数据及政策预期扰动，矿端供应扰动。
	铝	高成本下欧洲炼厂复产较难，氧化铝增量预期兑现较难。	供应扰动。
	碳酸锂	景气度高峰期计划投产产能释放，供应过剩压力犹在。	海外供应扰动。
能源品	原油	美国页岩油产量增速放缓，OPEC+成员国原油减产执行难度升高。	经济数据及政策预期扰动，地缘冲突溢价，伊朗出口量。
化工品	聚烯烃链	PE和PP投产进度差异拉大，PP存量供应压力较大，需挤压存量装置负荷以实现平衡。	低利润状态下投产进度不及预期。
	聚酯链	全行业投产力度退坡，高基数效应下，供应增速或放缓。利润集中于上游。	调油需求，海外补库力度。
	甲醇	产能投放扎堆国外，国内下游产业大量产能待投。	海外装置投产不及预期，进口不及预期。
	纯碱玻璃	仍处于投产周期，供应扰动预期仍在。	终端需求。
	尿素	全球产能高速投放，国内大量产能待投。	出口政策。
农/软产品	豆类	增产过程中，库销比或回升，行业利润重构。	增产幅度。
	橡胶	供应增长放缓，需求有韧性。	厄尔尼诺对供应的扰动。

资料来源：东证衍生品研究院

3、商品主线逻辑

经济周期、产业周期持续转变和错位，不确定性或持续影响风险资产的走势。除了总量增速指引商品需求以外，不同商品对应了不同的终端行业和经济驱动。行业结构和驱动的差异将重塑商品各自的基本面。此外，商品高频的供需和估值数据，也将影响商品策略的胜率和盈亏比。

我们衡量了宏观驱动、需求驱动及产能周期等维度对商品多空属性进行分类。分类的底层为市场一致性预期以及公开数据，以上信息给予商品利多或利空影响。如估值维度利多的品种为当前估值偏低的品种，估值维度利空的品种为当前估值偏高的品种。

2024 年，海内外均处于向上的金融周期，经济周期位置仍有错位。中美利差的收缩或驱动人民币汇率修复。确定性较高的驱动在于上半年国内积极财政政策的前置及中美库存周期低位回升。部分工业品及农产品维持供应增长态势。供应溢价或进一步回落，需求驱动分化：海外补库概念商品>国内补库概念商品，基建概念商品>地产概念商品。2024 年商品整体走势或呈现倒 V 字型。板块强弱或为：贵金属>有色金属>能源品>黑色金属>化工品>农产品。

宏观方面，从对冲地缘、海外经济衰退风险及货币宽松的等多个维度来看，贵金属仍然值得中长期多配。

需求方面，2024 年国内驱动或持续分化，新基建、新能源领域投资增速或持续高于广义基建投资增速，基建投资增速或持续强于地产开发投资增速。对于运用于相关领域的工业品而言，终端行业开工的差异或传导至品种间表观需求增速的差异。因终端行业所处板块的差异，不同商品表需恢复弹性分化。我们相对看好基建政策下需求好转的铜、铝等有色金属，看空因地产投资增速下滑导致的螺纹钢等建材品种。新旧动能的转换过程中，我们构建了多配新基建、新能源概念商品、空配地产概念商品的被动对冲组合，以表征经济转型带来的驱动力。2024 年上半场，部分行业或受益于中美补库周期的共振，我们相对看好聚酯链及部分软商品。

供应方面，基于供应增长预期，我们相对看空白糖、豆类等农产品，碳酸锂、尿素等工业品。在产能投放过程中，我们推荐选择原材料和投产产品进行对冲配置，以表征投产过程中行业利润的分布。因目前多数商品的库存水平偏低，供应回升预期兑现到库存积累仍需要时间，低库存状态及季节性规律或主导短期行情。

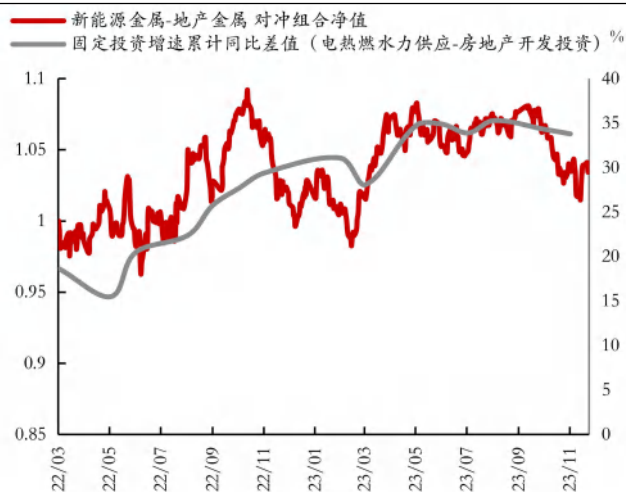
图表 39：投产周期下的利润调整对冲思路



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

注：对冲组合锚定SC原油最活跃合约作为多头，一揽子处于投产周期的油化工艺占主导的化工品的最活跃合约作为空头，空头等合约作为空头，多头等资金配比、整体资金中性的配置思路

图表 40：新旧动能转换的被动对冲配置思路



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

原料估值方面，2021-2022 年疫情、能源转型政策及地缘冲突持续加强供应端的约束，能源及农产品被赋予较高的溢价。随着供应能力的恢复，这种溢价亦将持续回归正常。短时间内，商品持续处于的低库存状态驱使交易者在两年前形成的刻板印象中对，这种情形已经迎来变局。供应链瓶颈溢价于 2022 年年末回吐前期涨幅，2023 年巴以冲突仅仅在短周期内驱动油价反弹。

结合对全球经济周期、需求驱动的分化、商品微观驱动可知，2024 年海内外均处于向上的金融周期，经济周期位置仍有错位。确定性较高的驱动在于积极财政政策的前置及中美库存周期低位回升。在此预期下，2024 年商品整体走势或呈现倒 V 字型。中美利差的收缩或驱动人民币汇率修复。供应溢价进一步回落，需求驱动分化。多因素的考量下，商品板块的强弱规律或位：贵金属>有色金属>能源品>黑色金属>化工品>农产品。

图表 41：商品板块配置建议及重点品种推荐

板块	属性	重点品种
贵金属	多配	黄金、白银
有色金属	多配	铜、铝
黑色金属	中性	原料
能源化工	中性	原油、PX、甲醇、苯乙烯、尿素
农产品	空配	豆类

资料来源：东证衍生品研究院

4、风险提示

经济数据及政策超预期；地缘冲突加剧；产业政策推进速度不及预期。

期货走势评级体系（以收盘价的变动幅度为判断标准）

走势评级	短期（1-3个月）	中期（3-6个月）	长期（6-12个月）
强烈看涨	上涨 15% 以上	上涨 15% 以上	上涨 15% 以上
看涨	上涨 5-15%	上涨 5-15%	上涨 5-15%
震荡	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%
看跌	下跌 5-15%	下跌 5-15%	下跌 5-15%
强烈看跌	下跌 15% 以上	下跌 15% 以上	下跌 15% 以上

上海东证期货有限公司

上海东证期货有限公司成立于 2008 年，是一家经中国证券监督管理委员会批准的经营期货业务的综合性公司。东证期货是东方证券股份有限公司全资子公司。公司主要从事商品期货经纪、金融期货经纪、期货交易咨询、资产管理、基金销售等业务，拥有上海期货交易所、大连商品交易所、郑州商品交易所、上海国际能源交易中心和广州期货交易所会员资格，是中国金融期货交易所全面结算会员。公司拥有东证润和资本管理有限公司，上海东祺投资管理有限公司和东证期货国际（新加坡）私人有限公司三家全资子公司。

自成立以来，东证期货秉承稳健经营、创新发展的宗旨，坚持以金融科技助力衍生品发展为主线，通过大数据、云计算、人工智能、区块链等金融科技手段打造研究和技术两大核心竞争力，坚持市场化、国际化、集团化发展方向，朝着建设一流衍生品服务商的目标继续前行。

免责声明

本报告由上海东证期货有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本公司已取得期货投资咨询业务资格，投资咨询业务资格：证监许可【2011】1454号。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买投资标的的邀请或向人作出邀请。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东证衍生品研究院，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东证衍生品研究院

地址：上海市中山南路318号东方国际金融广场2号楼21楼

联系人：梁爽

电话：8621-63325888-1592

传真：8621-33315862

网址：www.orientfutures.com

Email：research@orientfutures.com