中金财富期货策略周报（2023 年第 43 期）

研究员：

张伟

从业资格编号：F0251993

投资咨询编号：Z0013973

weik.zhang@cicc.com.cn

刘绅

从业资格编号：F3041660

投资咨询编号：TZ014346

shen.liu@cicc.com.cn

于瑞光

从业资格编号：T040666

投资咨询编号：TZ002416

ruiguang.yu@cicc.com.cn

李小薇

从业资格编号：F0270867

投资咨询编号：Z0012784

xiaowei.li@cicc.com.cn

周度投资视点

宏观策略：红海-苏伊士问题对大宗商品价格产生影响，但是对中期的影响有限。美联储降息方面，对于降息预期以及带来的资产价格变化，我们认为应尊重市场的走势，但是对于供需关系方面，目前看需求端刺激有限，考虑到情绪主导的盘面存在较大随机性，注意避免追高。

股指期货：目前上证指数的位置已经较长期均衡位置偏低，处于超跌状态，最为欠缺的是支撑国内定价信心的增量资金，一旦这个因素缓解，指数将迎来中期的上行行情。

铜：作为仅次于智利的全球第二大铜生产国，据秘鲁能矿部统计，今年前 8 个月，秘鲁铜产量累计为 177 万吨，同比增长 18.1%。2023 年，秘鲁全年铜产量预计达到 280 万吨。巴拿马铜矿暂停运营和英美资源下调产量预期的影响继续发酵，铜矿供应扰动不断，加工费持续高位运行。部分冶炼厂年度计划产量未完成，12 月进行追产，其他冶炼企业正常高产，因此产量小幅减少。高升水抵触情绪较强，整体消费平平，未有明显亮眼表现。突发事件对于铜矿端供应预期或有小幅影响，但并不十分显著，当下宏观因素对于铜价影响或更为重要，维持震荡思路为宜

锌：海外锌矿陆续减产后，远期原料偏紧预期仍在，下方存在一定支撑。近期北方降温降雪，内蒙、西藏、青海及新疆等地矿山季节性减停产增多，锌矿供应收紧，国产加工费继续回落。锌价企稳反弹，炼厂利润低位修复，但生产积极性依然受限。前期锌锭进口窗口短暂开启，近日进口货源流入增多，缓解现货紧张情况。11 月国内消费淡季开启，终端汽车和家电表现超预期，终端地产指标偏弱。下游采购对涨价敏感，现货升水明显下行。从当前的市场格局来看，资金继续推动的动能不足，预计短期延续高位震荡。

钢材：上周煤矿安全事故再发，供给扰动再次出现，同时存款利息下调，市场情绪由有所好转。尽管如此，随着寒潮和雨雪天气的推进，建材需求还将继续回落，随着利润的收窄，铁水与钢材产量上升的空间也有限。目前处于钢市淡季，市场受情绪影响较大，应注意看涨情绪消化后回落的风险。

原油：原油供应端和需求端的刚性都非常强，全世界既无法在短时间内生产更多原油，亦难很快大量放弃消费原油，这是其他一般商品所不具有的特殊性。现阶段国际原油市场由供应紧张和需求衰退双重主线逻辑并行，多空因素已经在反复拉锯中得到充分体现，市面上极度看涨或极度看空的论调显然都有失公允。预计油价将在接近当前水平的“交易走廊”震荡运行，未来原油市场在相对高位上的高波动性表现将成为常态。

橡胶：天然橡胶的自然生产规律决定，通常 8-10 年为一个漫长的行业经济周期。全球天然橡胶行业正处于本轮景气周期底部偏右侧的位置，整体上从前些年严重的供应过剩回归供需关系的相对平衡。剔除金融属性和风险情绪的因素，只有当供需关系转入紧平衡阶段，宏观经济和中观行业周期形成正向共振，才能够证实橡胶主要趋势反转上行的到来。天然橡胶绝对价格仍处于低估值位置，但基本面积贫积弱的现状亦不会立即好转。

油脂油料：巴西降雨天气削弱市场对大豆减产的担忧，CBOT 大豆期货市场连续下跌回吐天气升水，技术上价格重心下移，保持调整状态。随着南美大豆陆续结束播种进入生长期，多空双方将继续围绕大豆产量前景展开争夺，阶段性不利天气随时可能扰乱美豆调整节奏。马来西亚棕榈油进入季节性减产周期，欧洲等多地油脂需求下降增加棕榈油上行阻力，国际评级机构下调明年棕榈油均价，棕榈油市场的熊市行情仍在持续。外部油脂市场的弱势效应继续向国内油脂市场扩散，内外双重压力下油脂板块整体走弱，其中菜油率先跌破前期技术支撑，不排除豆油和棕榈油陆续跟进的可能。进口大豆和菜籽到到港量增加，豆粕和菜粕库存回升，美豆连跌令需方采购节奏放缓，粕价的下行节奏变得更加流畅。豆一期货市场的下行风险得到释放后出现反弹修正行情，但在产区现货企业降价收购和食用大豆供过于求的背景下，国产大豆市场反弹空间相对有限。

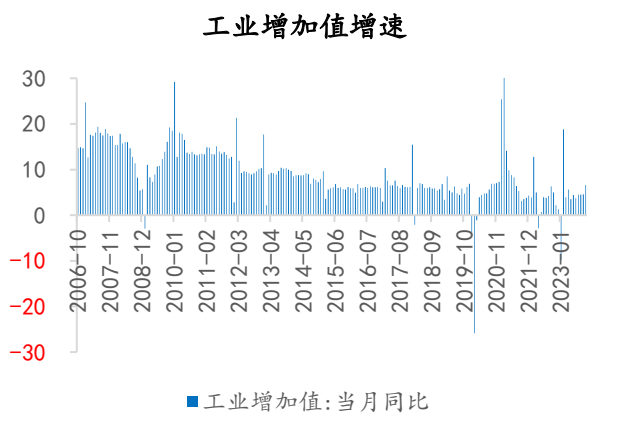
目录

周度策略：“降息预期”的交易情绪继续升温 ..... - 5 -
宏观经济、市场策略和股指期货市场分析 ..... - 8 -
1 一周重大宏观政策、事件和数据解读 ..... - 8 -
2 出口的结构性亮点仍将延续 ..... - 8 -
3 资金面平稳跨年 ..... - 9 -
4 宏观策略 ..... - 9 -
5 股指期货市场分析 ..... - 9 -
铜 ..... - 12 -
1 影响因素 ..... - 12 -
2 结论 ..... - 12 -
3 铜期货现货数据 ..... - 13 -
锌 ..... - 14 -
1 锌：影响因素 ..... - 14 -
2 总结 ..... - 15 -
3 锌期货现货数据 ..... - 15 -
钢材 ..... - 16 -
1 地产政策持续发力 ..... - 16 -
2 铁矿石监管减弱 ..... - 16 -
3 铁水产量不减反增 ..... - 16 -
5 钢材期货现货数据 ..... - 17 -
原油 ..... - 19 -
1 减产效力难以信服 ..... - 19 -
2 经济放缓需求走弱 ..... - 19 -
3 关注南美产油大国 ..... - 20 -
4 也门红海危机发酵 ..... - 20 -
5 向下考验托底支撑 ..... - 20 -
6 多空制衡交易走廊 ..... - 20 -
7 原油期现数据 ..... - 21 -
天然橡胶 ..... - 23 -
1 现货人混交投不佳 ..... - 23 -
2 供需两端均有矛盾 ..... - 23 -
3 基本格局仍偏失衡 ..... - 23 -
4 东南亚存减产预期 ..... - 23 -
5 合成橡胶价格松动 ..... - 24 -
6 超跌修复逢高空配 ..... - 24 -
7 橡胶期现数据 ..... - 24 -
油脂油料：美豆承压调整，国内油粕全线下跌 ..... - 26 -

1 外部豆类市场分析 ..... - 26 -
2 国内豆类市场分析 ..... - 26 -
3 油脂油料市场展望 ..... - 27 -
4 油脂油料市场主要数据 ..... - 27 -

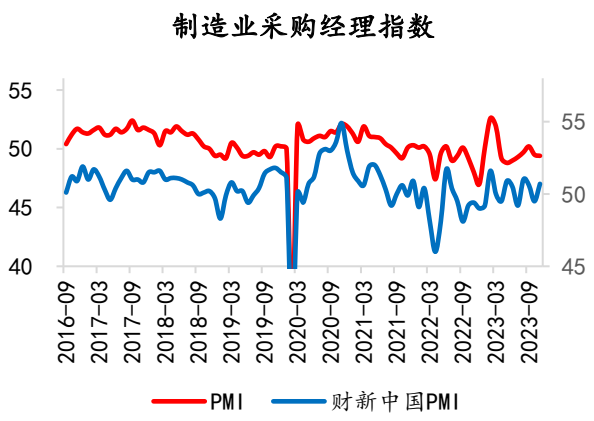
重要经济指标概况

图表 1：国内工业增加值增速



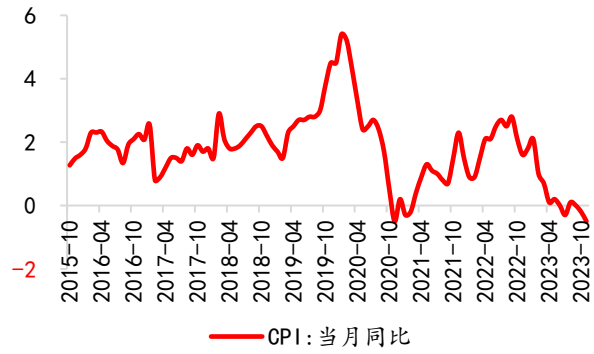
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 2：中国制造业采购经理指数



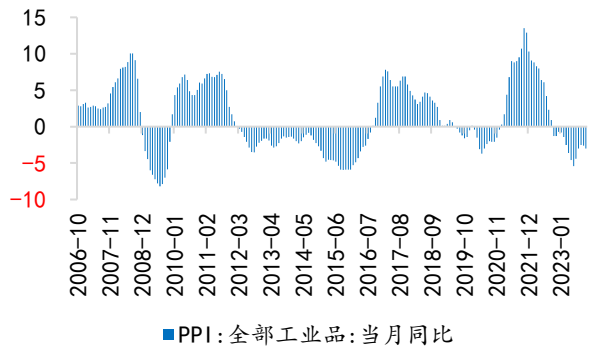
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 3：中国居民消费价格指数



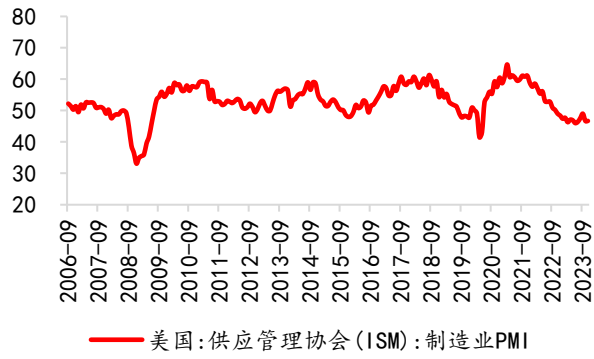
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 4：中国工业生产者出厂价格指数



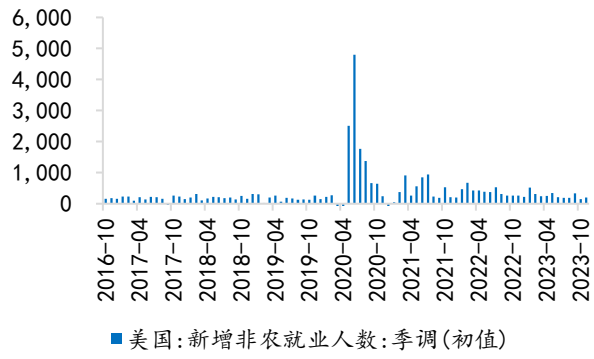
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 5：美国制造业采购经理指数



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 6：美国新增非农就业人数



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

周度策略：“降息预期”的交易情绪继续升温

近期商品市场呈现明显的强势特征，除了红海问题导致部分品种强势上涨，如油气价格因为航运问题大涨，化工品以及有色金属等品种也因为运输成本的原因而反弹。另外，自美联储宣布明年至少降息三次以来，市场继续交易“降息预期”，工业品的强势亦与这一因素有关。

红海问题引发运输成本上涨

航运成本问题有愈演愈烈的趋势。

自胡塞武装宣布任何通过也门红海和阿拉伯海的以色列商船或与其有关的船只，要么被俘获，要么被击沉以来，红海航线 7500 亿元货物紧急改道，红海危机危冲击全球贸易。为避开险情频出的红海水域，多家国际航运企业陆续宣布暂停红海航线。最新数据显示，截至 21 日，已有价值 1050 亿美元（约合 7500 亿元人民币）的货物被调离这一航线。航运专家认为，若红海紧张局势持续，再加上巴拿马运河遭遇旱情，将会对全球贸易产生负面影响。

另外巴拿马运河因为水位问题而导致商船绕行，巴拿马运河的恢复更是取决于自然环境，目前的预期是问题至少要持续到明年 2 月。

目前欧洲四大集装箱航运巨头全部暂停了需要经过红海航线的服务。数据统计上看，目前四家船司在欧线的部署运力合计约 24 万 TEU（标准箱），占欧线合计部署运力的比重超过 50%，若目前的四家船司所有航线全部实施绕航，将产生 15%的供应缺口。此外，根据以往经验，成品油以及干散货集装箱贸易，以及黑海的粮食出口或也会受到波及。

从运输的货种来看，除了终端消费品之外，苏伊士运河的贸易主要包括原油及石油制品、铁矿石、煤炭、金属、化肥等货物，此番冲突已经引发了，人们对全球主要贸易动脉的石油、粮食、工业品和消费品流动影响的担忧。

因此，近期工业品价格的上涨，与对运输成本上涨的担忧密切相关。

图表 7：红海-苏伊士运河对全球航运影响



资料来源：中金财富期货

降息进入“明牌”区间

12 月 FOMC 官宣加息周期基本结束，点阵图指引明年降息 75bps，但市场预期降息 141.5bps，我们认为这种过度乐观的降息预期对资产价格影响过大。

短期看，当前市场预期的降息幅度接近点阵图指引的两倍，过度乐观的降息预期存在回调风险，尤其考虑到 24 一季度存在较多年度数据修正，或放大数据波动；中期看，随着美国经济&通胀率的下行，降息交易或为确定性趋势。长期看，美联储在通胀目标实现前降息、点阵图显示更多委员上调长期利率预期，均意味着长期利率中枢的抬升。

联邦基金利率方面，交易员预期 2024 年 3 月降息概率为 69.5%，预期全年降息 6 次。CME 联邦基金期货模型显示，在当前【5.25%,5.5%】利率水平下，交易员预期首次降息时点在 2024 年 3 月，预期全年降息 150bps。

美国 11 月 CPI 同比+3.1%，核心 CPI 同比+4.0%，整体符合预期，但核心服务通胀反弹强化通胀黏性。12 月 FOMC 会议“官宣”加息周期结束，点阵图预期 2024 年将有 3 次/75bps 降息，对 2025 年利率预期下调至[3.5,3.75]%。经济预测下调 2024-2025 年增长与通胀预期，风险展望则暗示政策重心从通胀上行风险向经济下行风险倾斜。

鲍威尔在发布会的发言超预期鸽派，在强化经济下行风险的同时弱化通胀上行风险，表示未来的降息或基于通胀下行、实际利率抬升与基于泰勒规则校准下的“正常化”而非经济走弱的信号，因而或是预防式降息。而在 FOMC 会后，纽约联储主席威廉姆斯在采访中表示，美联储现在并没有真正谈论降息，考虑降息为时过早。亚特兰大联储主席 Bostic 认为降息并非迫在眉睫，预期 2024 年将降息两次。其与鲍威尔表态的分歧或显示过早降息尚不具备基本面的支撑。

中性看，明年一季度降息可能不大，二季度中后段时间可开始考虑。对于降息的必要性，不用质疑，若要避免后期过早衰退，停留在 5.25%上方的时间不宜过长。目前美国地产市场已摆脱 08 年次贷危机阴影，恢复了对利率的敏感度，当前地产市场处于紧平衡状态，而非疲软。这意味着明年也不能降息太多。当经济特别是地产处于紧平衡时，降息幅度应更为谨慎。第一阶段降息幅度先看到 50bp 左右。美联储方面，点阵图表示明年的降息幅度比上次多 25bp，达到 75bp 的水平，超出市场对美联储的预期。至于市场预期的降息 145 个 BP，实现的概率很低。

注意事件冲击后情绪回落的风险

红海-苏伊士问题对大宗商品价格产生影响，但是对中期的影响有限。美联储降息方面，对于降息预期以及带来的资产价格变化，我们认为应尊重市场的走势，但是对于供需关系方面，目前看需求端刺激有限，考虑到情绪主导的盘面存在较大随机性，注意避免追高。

宏观经济、市场策略和股指期货市场分析

1 一周重大宏观政策、事件和数据解读

图表 8：一周重大宏观政策、事件和数据解读

类别	时间	政策/数据	内容	点评
政策	12 月 22 日	国有大行存款利率再迎“降息”	工商银行率先发布通知，自 2023 年 12 月 22 日起下调存款挂牌利率，主要涉及 3 个月、6 个月、一年、两年、三年、五年期定期存款和大额存单。	存款利率下行，稳增长动能加强
	12 月 22 日	住建部：新一轮保障性住房严格封闭管理，“新房新政策，老房老办法”	明年房地产工作狠抓落实，“动则必快，动则必成”	保障性住房政策实施前已配售的共有产权住房、人才房等，将继续执行原有政策。
数据	12 月 22 日	核心 PCE 同比增长 3.2%，为 2021 年 4 月来最低	美国 11 月新屋销售跌幅再超预期，销售创一年新低，房价同比跌 6%	降息预期持续升温
	12 月 22 日	美国三季度 GDP 终值下修至 4.9%，PCE 物价指数降温	美国三季度 GDP 终值下修至 4.9%，PCE 物价指数降温	交易降息的预期继续升温
事件	12 月 23 日	法、意、西等公开“背刺”联合护航	西班牙、意大利和法国对于美国本周提出的“繁荣卫士”多国联合护航行动提出了异议	无人机袭击已蔓延至印度洋

资料来源：中金财富期货研究所

2 出口的结构性亮点仍将延续

12 月以来，工业生产大多季节性走弱，基建地产施工强度趋于回落，冬季雨雪天气增多、重污染天气环保限产均有扰动。需求方面，新房销售逐步趋稳，但线下经济活跃度走低，外需环比依然承压。

工业生产大多季节性走弱。从高频数据看，12 月以来，钢铁、水泥、沥青、汽车轮胎全钢胎等重要工业品生产环比均有回落，持平或略弱于季节规律，仅略强于去年同期；不过，PTA、聚酯切片、独立焦化厂等开工率有小幅改善，得益于盈利端边际修复。从钢铁、水泥、石油沥青等工业品的产需和库存推测，12 月基建地产等建筑施工强度趋于回落，冬季雨雪天气增多、重污染天气环保限产均有扰动。

新房销售趋稳。12 月前 3 周，我们统计的 61 个样本城市新房日均成交面积较 11 月环比回升，同比下行-22%，基本持平于 11 月同期。分城市能级看新房销售，12 月以来一线（6.4%）>二线（-13.8%）>四五线（-22.5%）>三线（-68%）。边际上，12 月以来一线、二线城市同比增速较 11 月提升，而三线、四五线城市新房销售同比增速回落，。二手房销售面积同比跌幅收窄。12 月 15 个样本城市二手房日均面积略高于 11 月，较去年同期高 26%（11 月为 16%），约较 2019 至 2021 年同期均值低-39%（11 月为-32%）。可比口径下，二手房成交面积占比为 40%，边际有所回落。

线下活跃度走低。1）货运流量回落。12 月以来整车货运流量、公共物流园吞吐量、主要快递企业分拨中心吞吐量指数均值较 11 月回落 4-5 个百分点，同比表现也有走弱。2）客运流量小幅走弱。12 月以来，24 城地铁日均客运量较 11 月减少 2.8%，国内执行航班架次较 11 月均值下降 2.2%，而国际及港澳台执飞航班较 11 月均值提升 8.8%。3）居民消费弱修复。据乘联会数据,12 月前 17 日乘用车市场零售同比去年同期增长 7%,预计全月狭义乘用车零售环比增 9.3%、同比增 4.8%，较 11 月 25%的涨幅收窄。12 月以来，全国电影日均票房环比回升至 9160 万元，但低于 2019 及 2020 年同期。

外需环比承压。12 月以来，红海商船多次遇袭，推动相关航线运价上涨、交货日期延后，给外贸带来额外压力。1）运价方面，12 月前三周中国出口集装箱运价累计上涨 2.6%，欧洲航线运价累计上涨 7.7%。2）港口货物及集装箱吞吐量回落。据交通运输部数据，12 月 4 日至 17 日监测港口累计完成集装箱、货物吞吐量均环比下行；同比增速分别为 1.2%和 1.8%，较 11 月均值回落 1.2 和 2.1 个百分点。。

3 资金面平稳跨年

12 月 22 日，央行以利率招标方式开展了 3310 亿元 7 天期和 14 天期逆回购操作，以维护年末流动性合理充裕。其中，7 天期逆回购操作规模 400 亿元、14 天期逆回购操作规模 2910 亿元，操作利率分别维持 1.8%、1.95%不变。

这已是央行连续第五天开展 14 天期逆回购。12 月 18 日，央行重启了 14 天期逆回购，且投放规模不断加大。12 月 18 日至 12 月 21 日,14 天期逆回购操作规模分别为 600 亿元、1820 亿元、1510 亿元、2260 亿元。本周 14 天期逆回购累计投放规模 9100 亿元。

12 月份，政府债券发行、MLF（中期借贷便利）到期续作、年末购汇需求、监管考核、财政收支变动以及节日需求等因素可能会对流动性带来一定影响。尤其是月末流动性需求或有所上升，加之元旦假期临近，也会增大金融机构的跨节流动性需求。因此，央行提前开展 14 天期逆回购操作，增大期限较长流动性供给。。

4 宏观策略

红海-苏伊士问题对大宗商品价格产生影响，但是对中期的影响有限。美联储降息方面，对于降息预期以及带来的资产价格变化，我们认为应尊重市场的走势，但是对于供需关系方面，目前看需求端刺激有限，考虑到情绪主导的盘面存在较大随机性，注意避免追高。

5 股指期货市场分析

指数延续低迷

上周两市普遍回落。其中沪深 300 周-0.13%，上证 50 周+1.22%，中证 500 周-2.53%，中证 1000 周-3.66%，其中沪深 300 指数创年内新低的走势。中证 500 和中证 1000 补跌。

上周北上资金净卖出 22.36 亿元。其中沪股通净卖出 1.34 亿元，深股通净卖出 21.02 亿元。

我们之前预计这次的底部结构较为复杂，岁末年初市场出现 W 型底部反弹的行情，要么年底有

足够强的政策支撑，要么是年初经济数据开门红。如果两者都没有，那么市场多数情况在内外部环境维持稳定的情况下维持窄幅震荡。结合 2012 年末-2013 年初，2018 年末-2019 年初以及 2022 年末-2023 年初三轮行情对比来看，我们认为：2024 年初经济数据的修复幅度（房地产价量、社融信贷、CPI、PMI 等）是岁末年初反弹幅度的核心依据，如 2024 年初经济数据修复明显，则岁末年初反弹幅度大。目前跟踪来看，12 月中央经济工作会议高度坚定高质量发展，高质量发展定力十足。同时高频数据显示 12 月经济修复斜率较平缓，岁末年初反弹开启的经济基本面和政策的信号还有待观察。

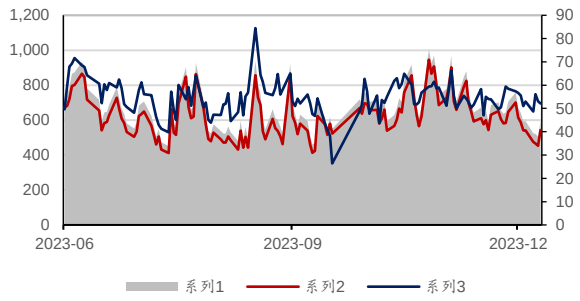
建议适当关注左侧买入机会

我们维持之前观点：“指数下行空间有限，如果再度下行，可关注逢低买入机会。”

站在当前，我们认为大盘指数已经处于超跌状态，最为欠缺的是支撑国内定价信心的增量资金。当前市场所面临的矛盾是普遍认为 A 股资产性价比高的国内资本缺乏增量资金，而类似于北向资金的全球资本正在修正 A 股作为新兴国家市场的估值溢价。具体而言：今年以来 Wind 普通股票型基金指数和偏股混合型基金指数今年以来分别下跌-14.8%和-15.82%，跑输大部分宽基指数，发行遭遇持续预冷。同时，根据 Choice 数据测算的预估基金申赎比，2023 年 8 月以来基民的赎回意愿开始增加，预估基金赎回比在大多数时间低于 1，近期赎回压力所有增强。对于当前市场，此前我们强调以 2008 年的底部作为重要依据，以区间年化收益率 4%-4.5%的收益率进行评估，可以看到这一斜率大致可以与 A 股历史上形成的底部是可以锚定的。

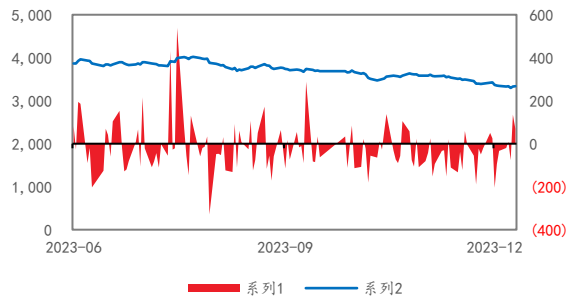
目前上证指数的位置已经较长期均衡位置偏低，处于超跌状态，最为欠缺的是支撑国内定价信心的增量资金，一旦这个因素缓解，指数将迎来中期的上行行情。

图表 9：融资融券数据图



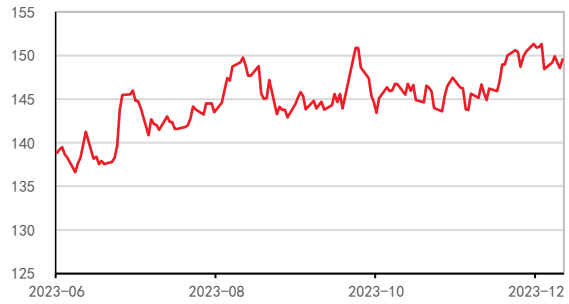
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 10：合约持仓和市场表现



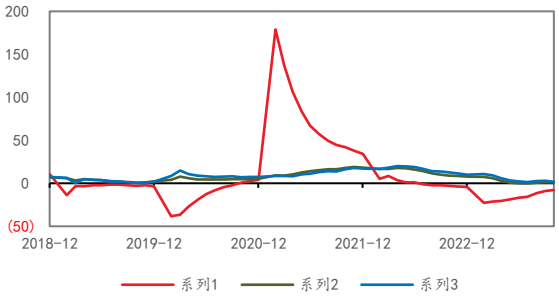
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 11：恒生 AH 溢价指数



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 12：工业企业运行情况



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

铜

1 影响因素

全球精矿供应有所恢复

矿端近期面临较多扰动，第一量子因巴拿马铜矿经营合同违宪导致将暂停商业生产，令铜矿端面临较大减量;智利 Antofagasta 和其 Centinela 铜矿的工人工会开始政府调解程序以避免罢工:海外铜矿主产国之一的智利，其 10 月铜产量同比仍然下降，月产量达到 5 年来的新低。一方面是海外铜矿面临减量，另一方面则是国内对矿需求的增长。2023 年 Q1-Q3 铜精矿产量达到 26.85 万金属吨，预计每年年产量可达到 35 万吨。2022 年全球铜矿产能 2739.5 万吨，其中铜精矿产能 2213.3 万吨，Cobre Panamá 占全球铜精矿产量约 1.5%，倘若持续停产或将对全球铜矿供应端带来冲击。花旗集团评论称，预计 Cobre 铜矿将至少关闭到 2024 年 5 月巴拿马总统选举之后。该矿停产给铜矿供应带来了不确定性，也直接影响了年底的长单谈判。

根据海关总署，11 月我国铜精矿进口同比增长 1.29%，环比增长 5.76%，达到 244.3 万。在供需两方面因素之下，铜精矿 TC 仍是跌势不止，令当下存在原料供应的担忧。

国内电解铜供应逐步释放

中国铜冶炼厂与海外矿企 24 年长单加工费谈判分歧较大，现货成交清淡使中国主流港口铜精矿库存量增加；北方以矿产粗铜为主且以长单交付为主，广西南国冶炼厂二期、白银有色和中条山有色已于 10 月点火投料或增产矿产粗铜，浙富控股兰溪 12 万吨产能废铜系统正在爬产但因原材料供给偏紧或降低废产粗铜，或使国内 11 月粗铜生产量或环比增加有限而难改供给预期偏紧；华中某铜冶炼厂技改升级项目结束推迟至 11 月中旬，致国内 11 月有 2 家铜冶炼厂检修，但因白银和中条山有色等新投产能缓慢释放产量、非洲铜因四季度物流紧张缓解而发货增加，或使中国电解铜 11 月生产和进口量均环比增加而供给趋松。

需求复苏担忧上升

据 SMM 调研,2023 年 10 月电线电缆企业样本开工率为 90.72%(调研企业 64 家,产能共 364.3 万吨)环比增长 2.67 个百分点，同比增长 10.22%，高于预期值 4.23%;其中，大型企业开工率为 94.47%;中型企业开工率为 74.48%;小型企业开工率为 76.11%。华北雾霾严重致部分再生和精铜杆企业减停产且订单转移至江西等，使电线电缆厂采购意愿依然疲软，新增订单趋弱使多家大型精铜杆厂成品库存增加而生产节奏放缓。

地产新开工和施工弱势未改，竣工表现仍较突出，带动竣工端需求。1-9 月房地产新开工施工面积累计同比减 23.4%,降幅较上月缩 1%;房地产施工面积累计同比减 7.1%,降幅较上月持平;房地产竣工面积累计同比增 19.8%，增幅较上月扩 0.6%；商品房销售面积累计同比减 7.5%,降幅较上月扩 0.4%。10 月部分城市宣布更大范围取消限购的政策,但刺激效果不佳已成定局。在销售持续低迷的情况下，房企资金链吃紧，投资下行压力更强。

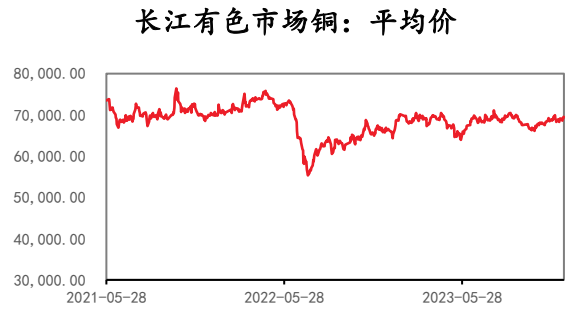
2 结论

作为仅次于智利的全球第二大铜生产国，据秘鲁能矿部统计，今年前 8 个月，秘鲁铜产量累计

为 177 万吨，同比增长 18.1%。2023 年，秘鲁全年铜产量预计达到 280 万吨。巴拿马铜矿暂停运营和英美资源下调产量预期的影响继续发酵，铜矿供应扰动不断，加工费持续高位运行。部分冶炼厂年度计划产量未完成，12 月进行追产，其他冶炼企业正常高产，因此产量小幅减少。高升水抵触情绪较强，整体消费平平，未有明显亮眼表现。突发事件对于铜矿端供应预期或有小幅影响，但并不十分显著，当下宏观因素对于铜价影响或更为重要，维持震荡思路为宜

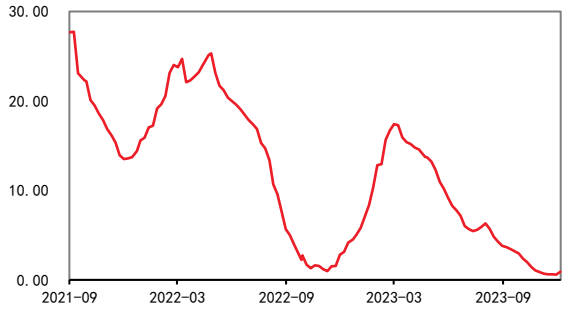
3 铜期货现货数据

图表 13：长江有色铜价



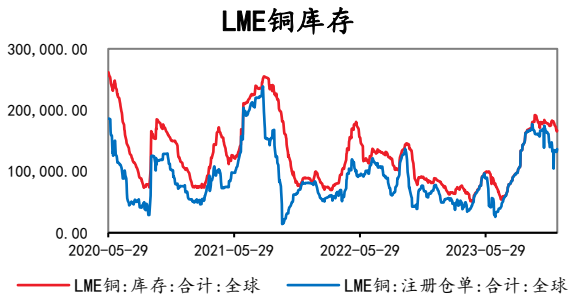
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 14：上海保税区铜库存



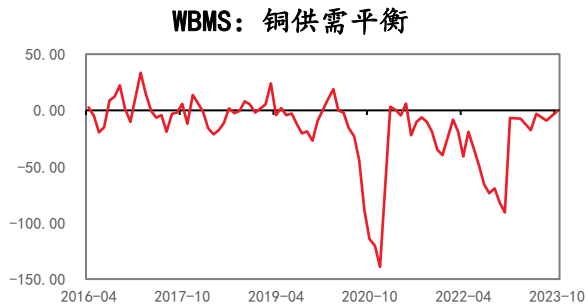
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 15：LME 铜库存



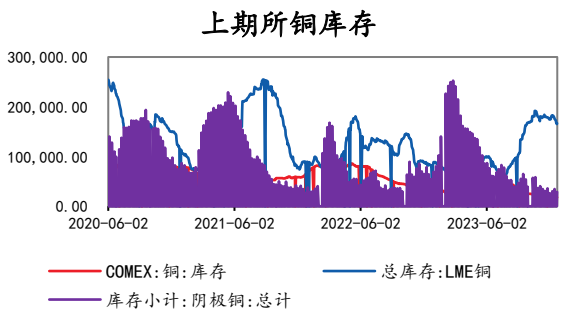
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 16：WBMS 供需平衡



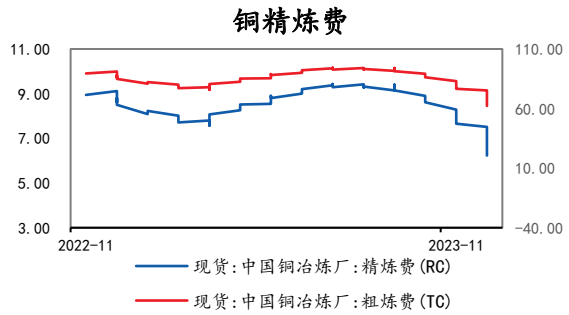
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 17：上海期货交易所铜库存



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 18：铜精炼费



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

锌

1 锌：影响因素

矿端宽松，炼厂高利润

海外方面，继中小型矿山成本抬升之后，俄罗斯 Ozernoye 工厂发生火灾，预计产能 35 万吨的铅锌矿投产推迟，加重市场对锌矿供应的担忧。同时，Nyrstar 宣布将于 11 月 30 日暂停旗下 Middle Tennessee Mines 的生产，因其利润微薄。Middle Tennessee 年产量约 4-6 万吨，成本位于 95%分位线上。11 月国产矿加工费 4800 元/吨、环比-150 元/吨，11 月进口矿加工费 100 美元/干吨，环比-10 美元/干吨。锌价上涨，但加工费出现下滑，矿产锌冶炼利润徘徊在 500 元/吨。国内个别矿山仍处于停产或检修状态，加之北方高纬度地区的矿山生产将受到天气环境的干扰，逐步开启季节性停产，矿企生产将过渡至淡季，国产矿量将有所下降。10 月中旬开始，锌精矿进口窗口关闭，但前期锁价货物仍可流入国内，叠加国内冶炼企业产成品量高企，以及存在冬储备库的需求，对进口矿的主动采购欲望亦较强。

冶炼端供应趋于宽松

海外方面，继中小型矿山成本抬升之后，俄罗斯 Ozernoye 工厂发生火灾，预计产能 35 万吨的铅锌矿投产推迟，加重市场对锌矿供应的担忧。同时，Nyrstar 宣布将于 11 月 30 日暂停旗下 Middle Tennessee Mines 的生产，因其利润微薄。Middle Tennessee 年产量约 4-6 万吨，成本位于 95%分位线上。11 月国产矿加工费 4800 元/吨、环比-150 元/吨，11 月进口矿加工费 100 美元/干吨，环比-10 美元/干吨。锌价上涨，但加工费出现下滑，矿产锌冶炼利润徘徊在 500 元/吨。国内个别矿山仍处于停产或检修状态，加之北方高纬度地区的矿山生产将受到天气环境的干扰，逐步开启季节性停产，矿企生产将过渡至淡季，国产矿量将有所下降。10 月中旬开始，锌精矿进口窗口关闭，但前期锁价货物仍可流入国内，叠加国内冶炼企业产成品量高企，以及存在冬储备库的需求，对进口矿的主动采购欲望亦较强。

环保管控，镀锌企业受限开工下调

初端各板块开工均有不同程度的下滑，除天气、环保要求限制企业开工外，部分订单疲弱也降低企业积极性，其中镀锌板块北方订单走弱、南方订单持稳，合金下游仅圣诞相关出口订单略有好转。

北方地区环保限产基本解除，下游整体开工小幅回升。镀锌企业恢复限产前的开工情况，镀锌开工率上升 3.2 点至 63.40%，压铸锌合金开工率上升 1.27 点至 47.12%，氧化锌开工率下降 1 点至 60.10%。压铸锌合金往年圣诞等常规利好尚未出现明显好转。合金企业开工率窄幅上抬，但海外圣诞订单较往年偏弱， 企业开工上行缺乏持续性；氧化锌企业因轮胎及饲料板块消费均走弱而小幅下行。

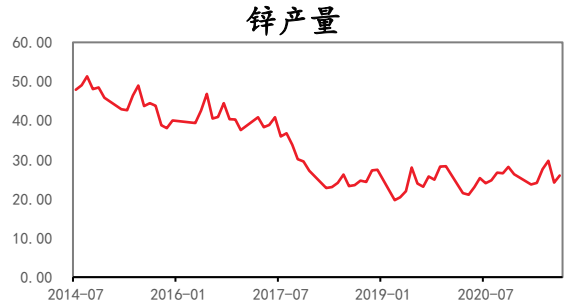
据中汽协，1-10 月汽车产销分别完成 2224.2 万辆和 2197.5 万辆，同比分别增长 7.9%和 4.6%。在国家促消费政策及车企优惠促销等因素驱动下，购车需求持续释放，汽车市场整体呈现旺季更旺的特点，环比同比均实现增长。

2 总结

海外锌矿陆续减产后，远期原料偏紧预期仍在，下方存在一定支撑。近期北方降温降雪，内蒙、西藏、青海及新疆等地矿山季节性减停产增多，锌矿供应收紧，国产加工费继续回落。锌价企稳反弹，炼厂利润低位修复，但生产积极性依然受限。前期锌锭进口窗口短暂开启，近日进口货源流入增多，缓解现货紧张情况。11 月国内消费淡季开启，终端汽车和家电表现超预期，终端地产指标偏弱。下游采购对涨价敏感，现货升水明显下行。从当前的市场格局来看，资金继续推动的动能不足，预计短期延续高位震荡。

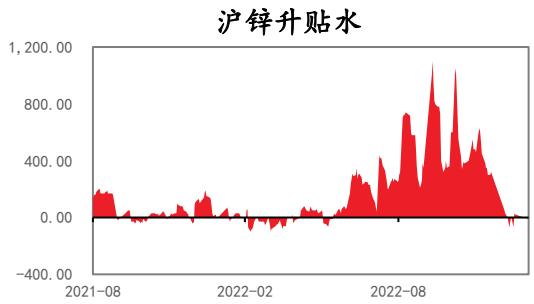
3 锌期货现货数据

图表 19：锌产量



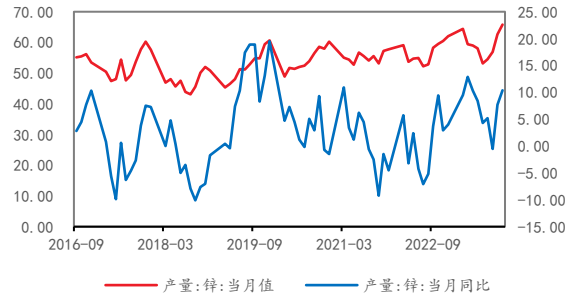
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 20：锌升贴水



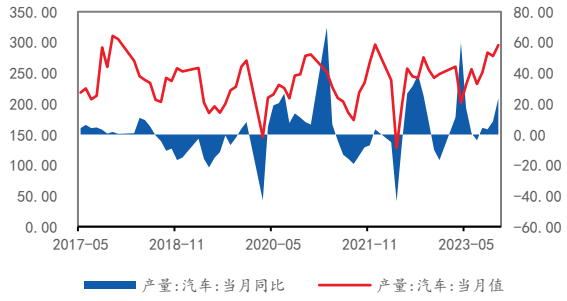
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 21：锌产销变化



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 22：终端汽车产量



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

钢材

1 地产政策持续发力

2024 年的中国经济工作方针已于 12 月 8 日由中共中央政治局会议中明确提出。会议强调，明年的经济工作要坚持稳中求进的原则，同时强化宏观政策的逆周期和跨周期调节。继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策将是关键。

自 10 月 24 日第十四届全国人大常委会第六次会议决定增发一般国债 10000 亿元，将财政赤字率提高至 3.8%左右，政策层面的积极调整已连续展开。接着是万亿融资计划，以及中央金融工作会议上提出加快“三大工程”建设的决策，至 11 月 20 日金融监管部门与金融机构的座谈会提出的“三个不低于”方针，这一系列政策的持续出台，逐步改善了地产行业的悲观情绪。

房地产周期的各个阶段，包括土地拍卖、新开工、预售、施工以及竣工，都反映了这一行业的健康状况。我国地产行业的下行趋势始于“三条红线”政策，该政策限制了房地产企业的债务水平，导致房企面临资金紧张，使得有限的资金主要用于赶工和交付。目前，除了竣工速度仍在增长外，土地拍卖、新开工、销售和施工面积均呈现较大的下降趋势。

地产行业的下行虽然始于资金紧张，但其复苏不仅仅依赖于解决资金问题。土地拍卖、新开工和商品房销售等关键环节也需相继改善。综合当前形势，我们认为地产行业可能已接近底部，但在底部的时间可能仍然会持续较长。

2 铁矿石监管减弱

11 月 23 日，发改委发文：针对近期铁矿石价格出现连续过快上涨的异动情况，国家发展改革委价格司、市场监管总局价监竞争局、中国证监会期货部组织部分铁矿石贸易企业和期货公司召开会议，了解有关企业参与铁矿石现货和期货交易情况，要求有关企业依法合规经营，不得捏造散布涨价信息，不得故意渲染涨价氛围，不得囤积居奇，不得哄抬价格，不得过度投机炒作，不得操纵期货市场。

11 月 24 日，国家发展改革委发布消息称，近日，国家发展改革委价格司会同交通运输部水运局、国家市场监管总局价监竞争局组织主要港口企业召开会议，了解港口铁矿石库存、堆存装卸收费等有关情况，研究加强港口铁矿石监管，强化行业自律，合理设置库场使用相关规则，加快货物周转，坚决防范利用廉价场地囤积居奇和投机炒作，切实维护市场秩序。

11 月 27 日，国家发展改革委再度发文表示，为进一步了解部分商品价格指数编制发布情况，服务市场价格合理形成，近期，国家发展改革委价格司对多家机构编制发布的钢材、铁矿石、锂、棕榈油等多种商品价格指数开展调研，了解相关价格指数编制方案、数据采集计算发布制度等情况，研究促进价格指数市场健康有序发展。

12 月以来，发改委对于铁矿的监管动作有所放缓，并未有进一步监管的措施传出，在铁水和钢材产量维持较高，钢厂原料库存维持在比较低的背景下，铁矿价格再次冲高。

3 铁水产量不减反增

上周，全国高炉、电炉产能利用率及钢材产量均小幅回落，国内 247 家钢厂高炉产能利用率为 84.7%，环比-0.1pct，同比+2.3pct，91 家电弧炉产能利用率为 62.1%，环比-0.1pct，同比+9.8pct，五大品种钢材周产量为 905.8 万吨，环比-0.5%，同比-1.6%；长流程产出回落，上周日均铁水产量降 0.2 万吨至 226.6 万吨。

在库存方面，上周五大品种钢材周社会库存为 864.5 万吨，环比-0.4%，同比+1.6%，钢厂库存为 453.7 万吨，环比+5.5%，同比+5%；钢材总库存由降转增，环比增加 1.5%，较上周增加 1.5pct。

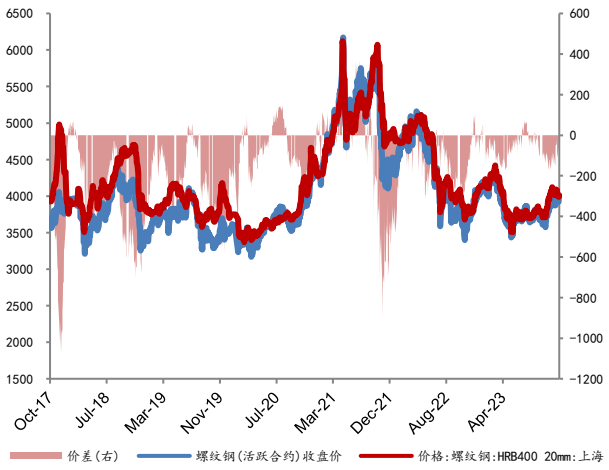
从消费情况来看，上周种钢材周表观消费为 885.8 万吨，环比-2.7%，同比-1.9%，其中螺纹钢周表观消费 238 万吨，环比-5.5%，同比-10.6%。

4 小结

上周煤矿安全事故再发，供给扰动再次出现，同时存款利息下调，市场情绪由有所好转。尽管如此，随着寒潮和雨雪天气的推进，建材需求还将继续回落，随着利润的收窄，铁水与钢材产量上升的空间也有限。目前处于钢市淡季，市场受情绪影响较大，应注意看涨情绪消化后回落的风险。

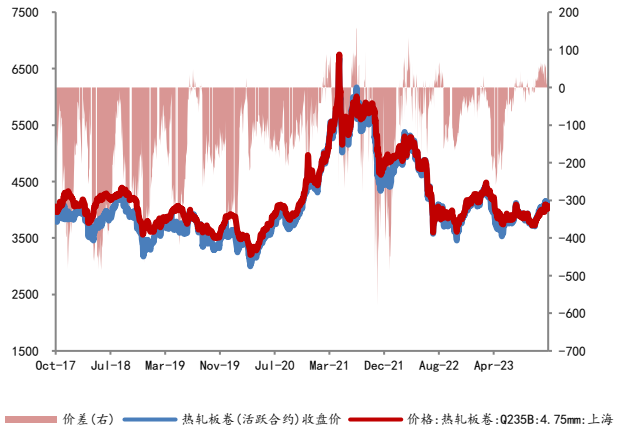
5 钢材期货现货数据

图表 23：螺纹期现价差



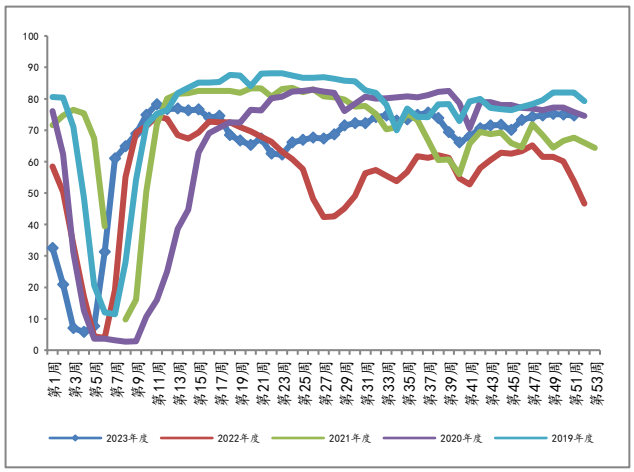
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 24：热卷期现价差



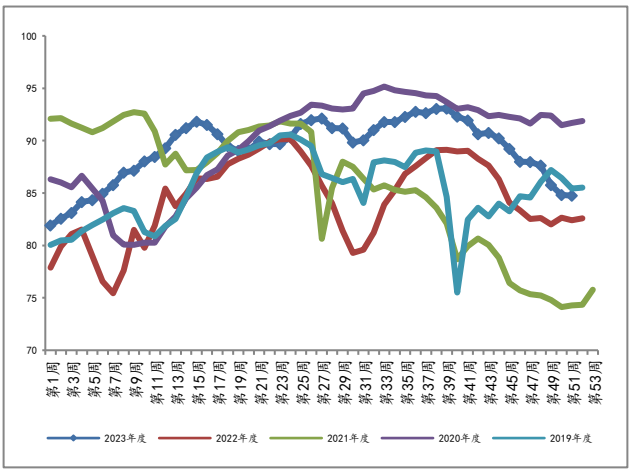
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 25：85 家独立电弧炉钢厂：开工率：中国（周）



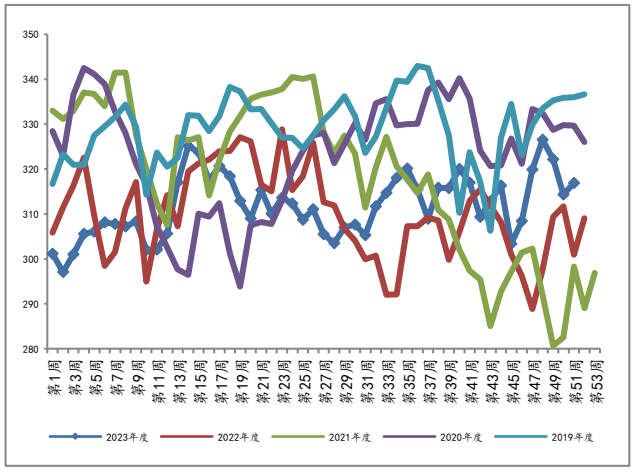
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 26：247 家钢铁企业：高炉产能利用率：中国（周）



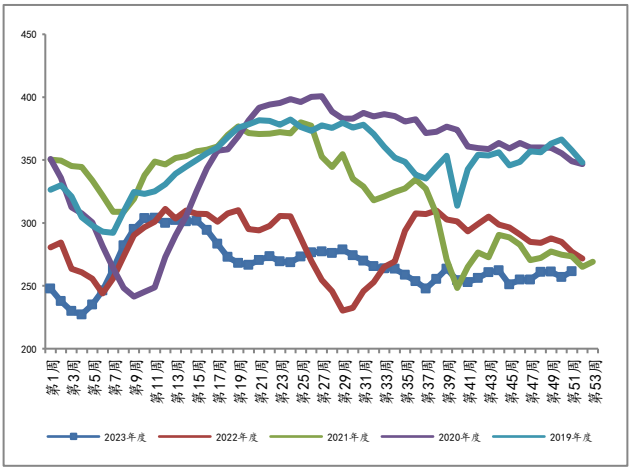
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 27：螺纹钢：建筑钢材钢铁企业：实际产量（周）



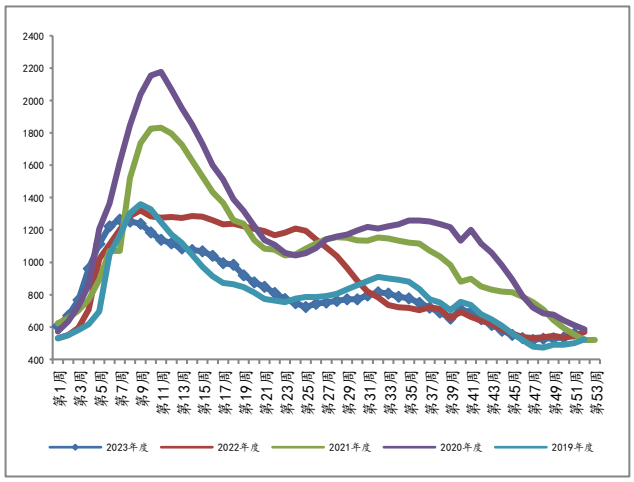
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 28：热轧板卷：钢铁企业：实际产量：（周）



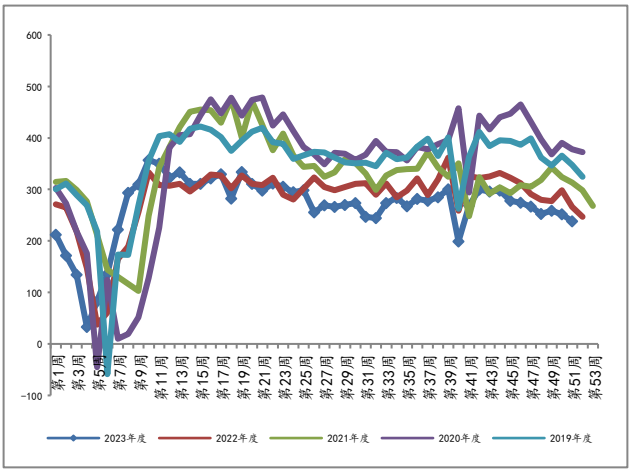
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 29：螺纹钢：总库存：中国（周）



资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 30：螺纹钢：消费量（周）



资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

原油

1 减产效力难以信服

2020 年 5 月迄今，OPEC+减产政策一直都是原油市场再平衡的核心驱动，但供给侧调控对油价的提振效果边际递减，已经从三季度大幅去库转向累库阶段。经过一番波折，OPEC+成员国声明，在 2024 年初将其原油总产量在现有基础上再减少 100 万桶/日，即将自愿减产总量定为 220 万桶/日。问题在于，本次减产并不是作为 OPEC+协议签署的，而是由成员国以自愿形式各自宣布的，使得后续履约缺乏制度性保障。关于减产合规问题，当前市场比较确定的是，沙特延长 100 万桶/日的额外减产，以及俄罗斯 30 万桶/日的原油出口限制，至于其他成员国历来难以严格遵守减产计划，令投资者对实际减产情况抱有质疑态度。

随着美国页岩油行业重现繁荣和原油产量创历史新高，沙特等 OPEC+成员国面临既要在短期内支撑油价，又要维持长期市场份额的矛盾。未来实际能够削减多少产量，联盟内部还有多大斡旋空间，以及在明年全球经济放缓的预期下，单靠供给侧调控进行重新匹配能否奏效，这些疑点都还有待商榷。即使在纸面上重新平衡了原油供需，这些减产措施也要到 2024 年 1 月才会开始实施，考虑到统计的滞后性，到 2 月初之前外界缺乏对 1 月原油产量的公开数据。也就是说，新的减产计划只延长了三个月，而减产情况坐实需要一到两个月，这对原油市场而言是一段很长的时间。这意味着，直到合规协议初步明确之前，原油市场都将是充满动荡和高度不确定的。

不过最近有统计显示，11 月 OPEC+原油产量录得环比下降，结束了下半年的持续递增态势。长期来看，OPEC+大概率将继续发挥稳定市场的作用，油价跌幅过大时不排除会深化减产政策。下一次 OPEC+部长级会议将于 2024 年 6 月举行，届时将讨论新的产量政策，期间不出意外料难有大的调整。

2 经济放缓需求走弱

市场之所以不信任 OPEC+能够收紧供需平衡，主要是对未来数月全球主要经济体原油需求前景并不看好。

在本轮美联储加息周期的尾声，美国经济放缓的迹象越来越明显，无论从工业产值、消费支出还是劳动力市场，近期数据都表现出降温的迹象。宏观经济堪忧的背景下，需求季节性走弱的预期进一步拖累原油市场表现。目前正值北半球燃料消费淡季，需求疲软令美国原油和成品油库存大幅攀升，预计明年一季度将出现小幅或中等程度的过剩。

此外，根据美国国家海洋和大气管理局预测，今年冬季美国大部地区的气温将远高于平均水平，异常的暖冬将大大减少对燃油的供暖需求。此间倘若原油供应继续超出预期，消费淡季大量货源充斥市场，则将给油价走势持续造成压力。

前期国际油价重心下移吸引了美国回购战略石油储备的需求，拜登政府已寻求在 2024 年 3 月为 SPR 补充 300 万桶，理论上将提供托底支撑，但这一规模尚不足以缓解市场对消费走弱的担忧。

3 关注南美产油大国

11 月美国政府决定豁免对委内瑞拉制裁 6 个月，为国际石油公司在委内瑞拉运营提供许可证，目前该国原油产量约为 75-80 万桶/日。然而，委内瑞拉马杜罗政府在选举问题上未遵照美方要求，且和圭亚那领土争端愈演愈烈，美国对委内的制裁随时有重启的可能，该国原油产量存在不确定性。

巴西将于 2024 年 1 月以观察员身份加入 OPEC+，巴西是南美洲最大的原油生产国，近年来该国原油产能扩张迅速。2022 年巴西原油出口量排名全球第十，2023 年该国平均原油产量估计将达到 350 万桶/日，很可能跃居全球第五大产油国。OPEC+本身对所有成员国而言，更多是一个交换意见的平台，缺乏强制约束的效力。但无论如何，新兴产油大国巴西加入 OPEC+，将有助于扩展该组织所占市场份额，增强了国际原油定价话语权。

4 也门红海危机发酵

近期，也门胡赛武装对以色列相关船只频繁发动袭击，极大影响了包括油轮在内的红海航运安全，英国石油公司(BP)已暂停所有通过红海的运输。红海和苏伊士运河航线占全球航运总量大约 12%，如果红海危机进一步发酵，更多船只绕行好望角将对航运市场造成较大影响。尽管美国拟发起红海联合护航行动，但主要航运公司仍感到不安，这种情况会持续多久也是一个未知数。

理论上，部分欧洲的原油消费国将面临运输成本和时间增加的风险，不过由于原油贸易流是持续的，尚不至于产生供应中断的问题。我们曾经论证过，地缘政治是否会改变原油市场中长期逻辑，需要观察全球能源供应链受到的实质性影响。本次红海危机来看，在市场情绪逐步缓和后，如果局势恢复稳定，则地缘溢价将很快退出，原油交易逻辑将再次回归基本面。

5 向下考验托底支撑

国际原油走势经历了 OPEC+会议之后最疲弱的阶段，随着利空消化以及地缘局势升温，市场情绪已经明显回暖。

2024 年初全球原油市场供应端料无太大变化，沙特和俄罗斯履约情况相对确定，其他成员国约束效力存疑，实际执行情况或不及纸面数字，但仍需警惕供应意外收紧的风险。鉴于全球经济放缓和能源需求疲弱，现阶段原油市场缺乏实质性利好提振，投资者情绪偏消极悲观，预计年末到明年一季度，油价走势或仍面临下行压力。

关注 OPEC、EIA 和 IEA 发布的报告和高频数据对原油市场做出的预测，以及美国关键宏观数据和美联储货币政策提供的指引，对经济和供需前景的评估不断做出修正。在任何量化的可信数据出炉之前，国际油价仍将处于区间震荡状态，且缺乏方向性指引，我们预计 Brent70 美元/桶附近或成为最近的一个托底支撑位。

6 多空制衡交易走廊

原油市场将长期受供应紧张和经济衰退双重逻辑主导，即供应决定油价地板，宏观和需求决定

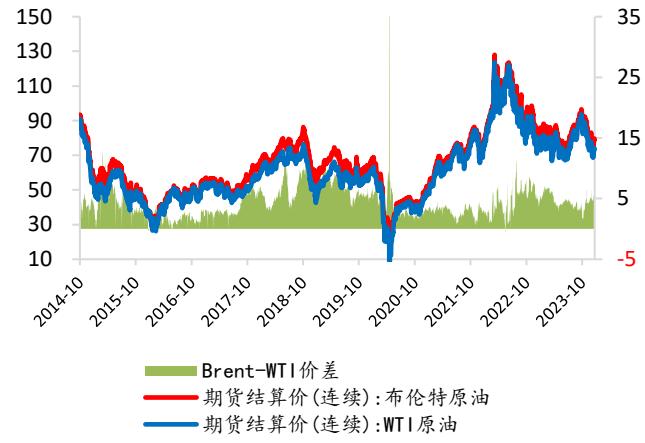
天花板，这一观点已经数次得到验证。现阶段原油市场多空因素相互制衡，难以形成一边倒的局面，缺乏单一强势的主线逻辑。

在一定的区间内，油价短期波动则带有很强的随机性，但情绪市造成的冲击和混乱往往是暂时的，油价重心主要是基本面及预期，乃至更广泛的金融属性和资金面综合博弈的均衡结果。长期来看，宏观经济对原油的驱动仍然向下，而供应收紧与需求改善形成托底支撑，原油走势仍维持区间震荡观点，但中枢或将略向下调整。

无论如何，现阶段国际原油市场表现较过去三年更为理性，我们认为当前价格已经对各种因素做出较为充分和公允的反映。我们仍然坚持此前观点：在新的决定性因素出现之前，国际油价将维持当前的交易走廊状态，高低极值出现的概率和可持续性都不大。

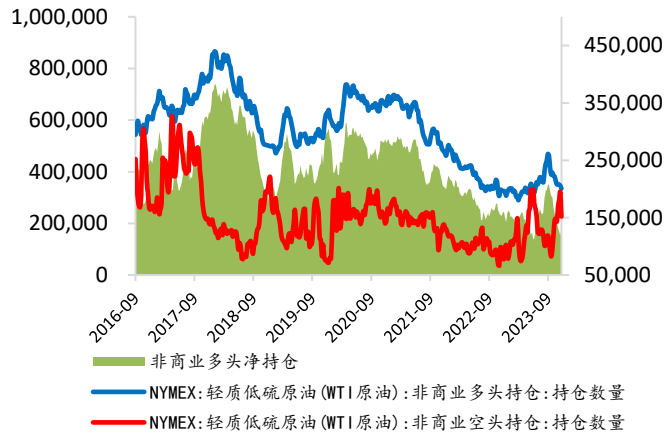
7 原油期现数据

图表 31：国际原油期货价格



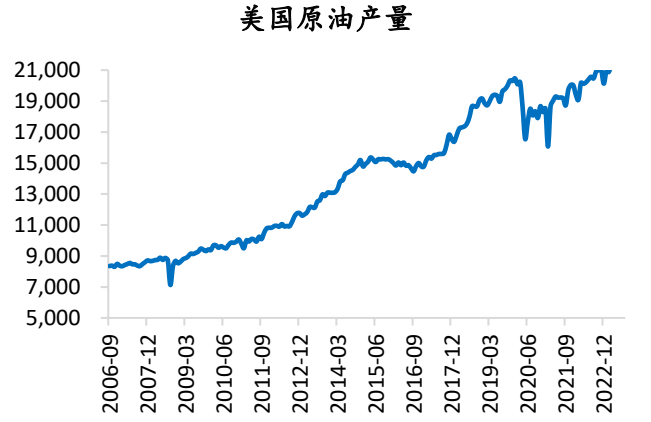
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 32：CFTC 原油期货持仓



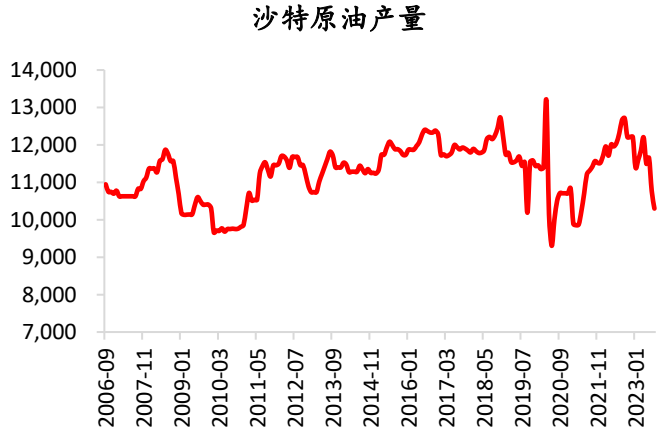
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 33：美国原油产量



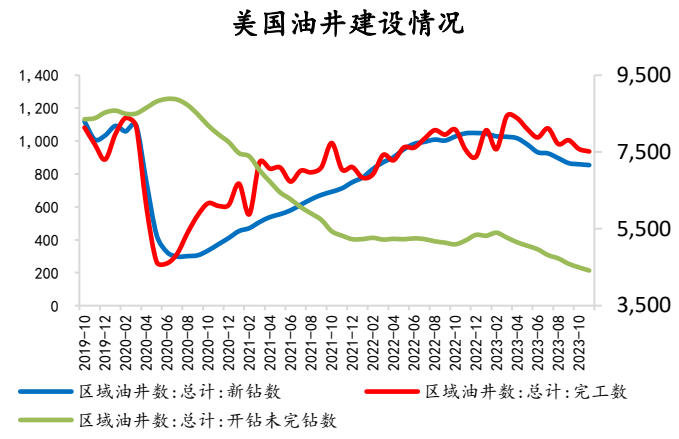
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 34：沙特原油产量



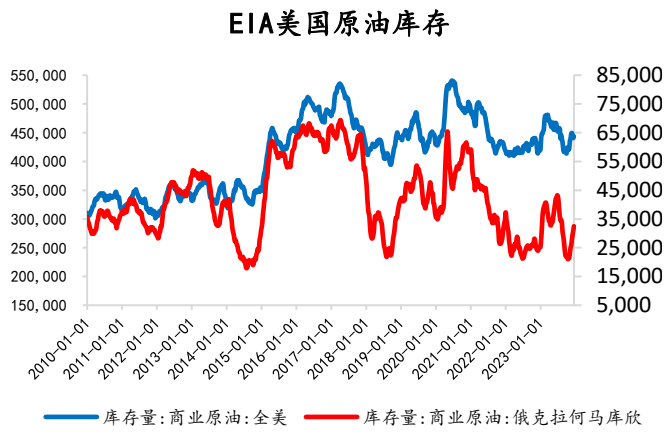
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 35：美国油井建设情况



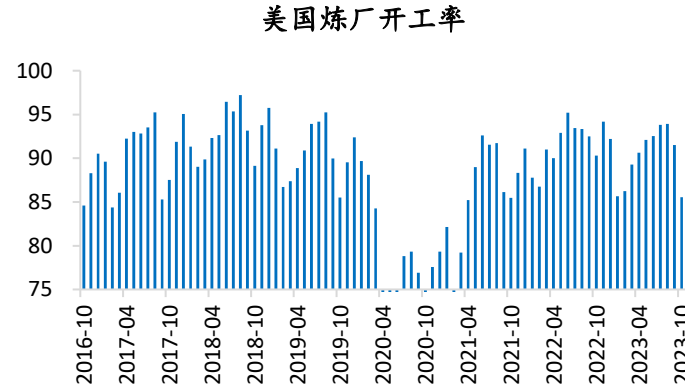
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 36：EIA 原油库存



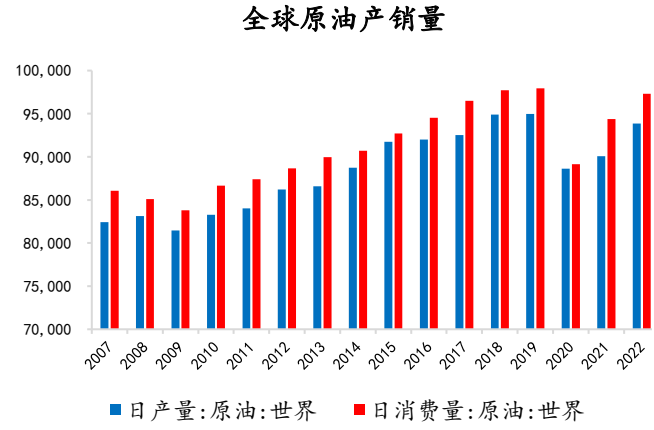
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 37：美国炼厂开工率



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 38：世界原油供需平衡



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

天然橡胶

1 现货人混交投不佳

四季度以来，国内天然橡胶市场主要流通品混合胶对 RU 主力合约的非标基差呈现出持续收窄的趋势，随着未来现货端供需矛盾凸显，可能会带来非标基差走扩的可能性。今年二三季度，东南亚主产国减产降雨偏多造成减产，但 12 月海外旺产季背景下原料供应全面放量。伴随产胶国生产和出口季节性增长，国内天然橡胶到港增加预期升温，青岛地区深色胶库存或迎来累库拐点。在标胶贴水混合胶的现状下，加工厂 11 月初前后陆续转产混合胶，按照船期节奏在 12 月中下旬预计混合胶到港量将增加。同时，下游轮胎汽车行业需求逐步向淡季过渡，对原料橡胶的采买补库缺乏意向。整体来看，在供强需弱的大背景下，沪胶期货价格向上驱动不足，人民币混合胶现货价格运行或更为弱势。

2 供需两端均有矛盾

目前，天然橡胶市场供需两端都呈现一定矛盾。临近年底，国内天然橡胶产区陆续进入停割期，东南亚主产区原料存在旺季放量的预期。今年前 10 个月，泰国橡胶累计产量同比下降 1.92%，但预计 11 月以后生产和对中国出口数量环比大幅增加，给国内现货市场带来供应压力。12 月中旬，青岛地区天然橡胶延续去库趋势，总库存回落至 67.61 万吨，其中保税区库存增加而一般贸易库存下降，但国内天然橡胶社会库存环比略有回升至 153 万吨。下游轮胎行业特别是全钢胎需求表现疲软，走货压力仍然较大，且轮胎企业库存天数持续走高。不过年末中国汽车市场表现意外亮眼，11 月汽车产销量持续向好，12 月仍有一定翘尾迹象。总之，橡胶产业链的矛盾关系令多头信心不足，胶价偏弱运行但相对抗跌。

3 基本格局仍偏失衡

根据 ANRPC 发布的月度报告，2023 年 10 月全球天然橡胶产量估计为 154.7 万吨，同比增加 5.3%，环比增加 9.2%；全球天然橡胶消费量估计为 135.3 万吨，同比下降 0.8%，环比下降 0.6%。ANRPC 预计：2023 年全球天然橡胶产量料将增加 2.3%至 1492.7 万吨，其中，泰国+2.5%、印尼+1.8%、中国-1.9%、印度+3.8%、越南+4.1%、马来西亚-2.9%、其他国家+2.8%。2023 年全球天然橡胶消费量料将增加 0.2%至 1557.5 万吨，其中，中国+3.5%、印度+5.7%、泰国-26%、马来西亚+5.8%、越南+0.2%、其他国家+0.6%。尽管统计口径存在滞后问题，按照季节性规律推测，年底至明年初期间，全球天然橡胶供应放量而需求淡稳，将面临阶段性的过剩压力。本年度整体来看，考虑到合成橡胶的局部替代，全球橡胶市场仍处于供大于求的基本格局，因而限制了橡胶走势的强度。

4 东南亚存减产预期

随着近十年来胶价长期低迷，东南亚地区橡胶树翻种不足，树龄结构出现不可逆性老化。加上传统产胶国泰国、马来西亚、越南等国产业经济转型发展，加大了橡胶下游高附加值产品延伸，胶农也有转行从事其他工作的选择，从而平衡了产地供需关系。泰国、印尼和后起之秀越南占

据国际天然橡胶市场贸易额的绝大部分，这三国的原料生产加工情况至关重要。2023 年由于东南亚雨季意外偏长和加工利润微薄，有机构估计全球天然橡胶可能会减产 7%左右。2024 年考虑到中等强度的厄尔尼诺事件将对开割季造成影响，结合主产国可割胶面积和历史数据预测，泰国产量-4.5%(产量占 33%)，印尼-11%(产量占 21%)，越南-0.7%(产量占 9%)，2024 年全球天然橡胶或将在 2023 年的基础上再减产 5.58%。

5 合成橡胶价格松动

由于原料成本支撑松动，丁二烯橡胶价格下行空间逐渐打开。12 月部分丁二烯装置开始复产，推动行业开工率回升，国内产量存在增长预期。此前外盘丁二烯价格高企，导致贸易商进口缩量，是国内供应整体偏低的原因，但四季度海外丁二烯价格跟随原油回调，后续到港量或有所增加。预计丁二烯企业及港口低库存状态将有所改变，尤其是港口库存有累库预期。国内顺丁橡胶目前产量仍维持高位，生产企业库存偏高，市场实盘成交氛围清淡，下游观望意愿较强，在高开工和高库存背景下出货压力持续较大。BR 主力合约升水山东地区主流市场价 200 元/吨左右时，容易产生买现货空期货的无风险套利空间，将给盘面上方增加抛压，但下方估值仍受到丁二烯成本端支撑。

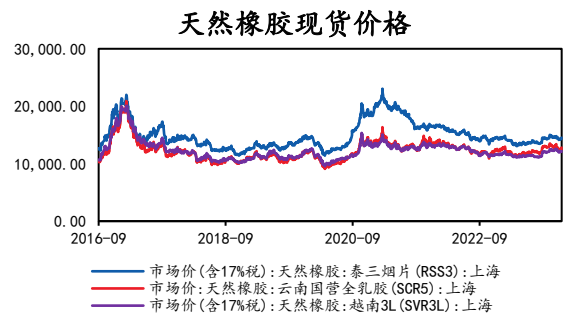
6 超跌修复逢高空配

站在当前沪胶估值处于历史性底部的位置上，预计多头机会更多来自超跌后的绝对估值修复，例如市场交易中国重新开放后的经济复苏逻辑。随着外围系统性风险有所释放，低位上亦跌无可跌有企稳迹象，但行情上涨缺乏实质性支撑，预期沪胶盘面在超跌修复后将迎来长期磨底阶段，或将延续金融属性主导的局面，继续以低位区间震荡思路为主。

整体来看，2023 年国际国内天然橡胶市场仍将延续偏宽松状态，若天气正常不会出现紧缺，过剩局面也难以进一步加剧，供需矛盾并不突出。在缺乏明确方向性指引的情况下，较难出现持久的趋势性行情，预计橡胶价格重心仍将依托成本区间，受内外部宏观及市场情绪左右而波动。橡胶行业周期尚未摆脱弱势基调，假设大宗商品市场转向欧美经济衰退逻辑，则橡胶反弹后仍不失为经典的逢高空配品种。

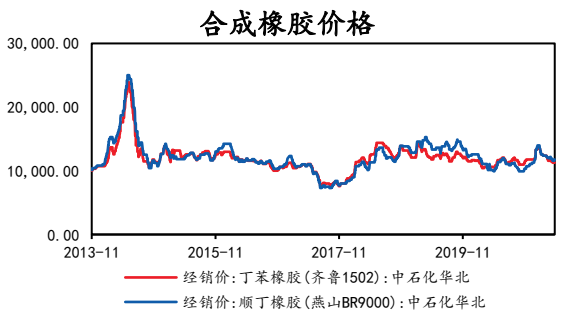
7 橡胶期现数据

图表：天然橡胶现货价格



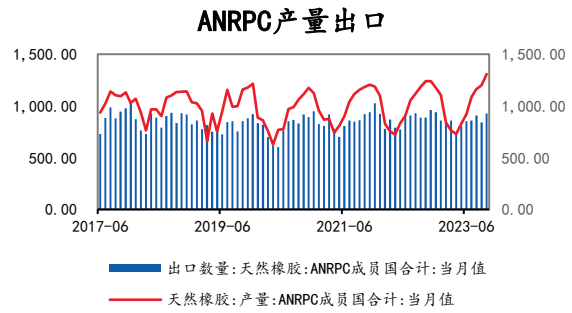
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 39：合成橡胶价格



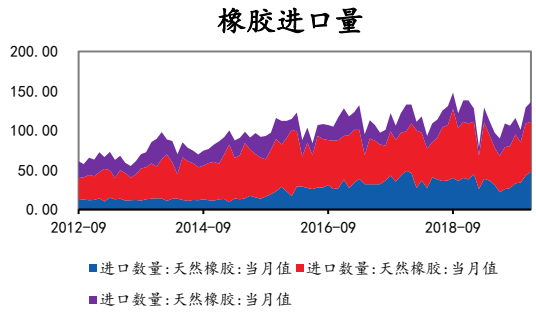
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 40：ANRPC 产量出口



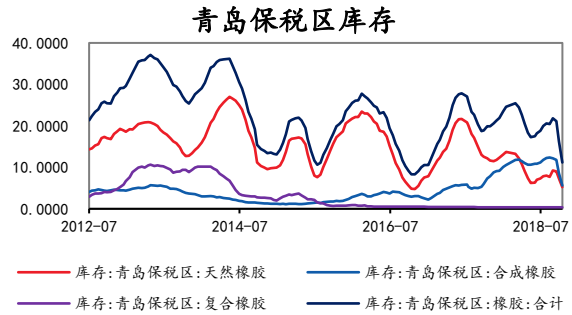
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 41：橡胶进口量



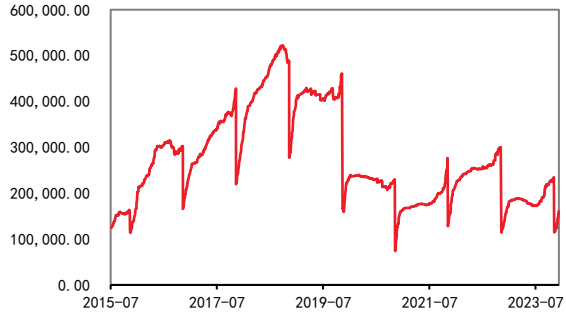
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 42：青岛保税区库存



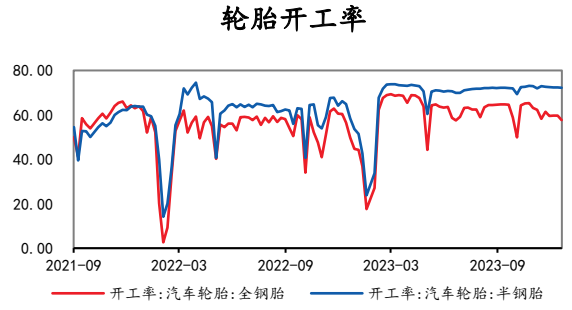
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 43：上期所注册仓单



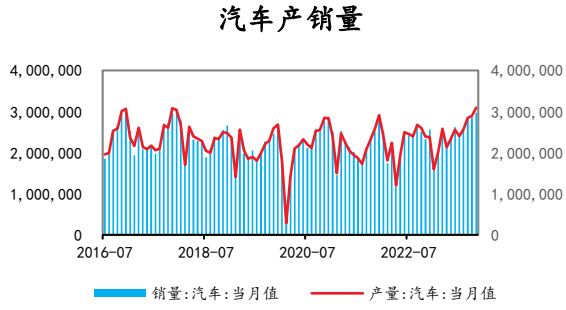
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 44：轮胎开工率



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 45：汽车产销量



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

油脂油料：美豆承压调整，国内油粕全线下跌

1 外部豆类市场分析

巴西降雨预报缓解大豆减产担忧，美豆市场承压连续调整

农业咨询机构 AgRural 本周表示，截至上周四，巴西大豆播种率已完成 94%，较上周提高 3 个百分点。AgRural 将 2023/2024 年度巴西大豆产量调低到 1.591 亿吨，而 11 月 9 日的预测为 1.635 亿吨，10 月份预测为 1.646 亿吨。巴西大豆产区早期天气条件不佳，引发机构纷纷调低产量预测值。与此同时，目前巴西大豆尚未进入生长关键期，及时有效的降雨可以改善大豆生长条件，有助于缓解市场对巴西大豆产量下降的担忧。此外，布宜诺斯艾利斯谷物交易所发布的周报显示，在经历了上周的大雨过后，该国大豆中 91%处于最佳至充足的湿度条件，大豆播种率达到 69%。阿根廷大豆增产预期强烈，将在很大程度上弥补巴西可能的大豆减产，从而有助于稳定全球大豆供应。南美天气改善，CBOT 大豆市场回吐天气升水，本周出现连续调整行情。

马来西亚棕榈油 12 月 1-20 日产量和出口双双下降，惠誉调低明年棕榈油价格

船运调查机构发布的数据显示，12 月 1-20 日马来西亚棕榈油出口环比下降 2.0%-8.0%，降幅较前 15 日收窄。南部半岛棕榈油压榨商协会（SPPOMA）发布的数据显示，12 月 1-20 日马来西亚棕榈油产量环比下降 9.53%。据马来西亚棕榈油局 MPOB 消息，马来西亚 2024 年 1 月毛棕榈油的出口税维持在 8%，但将 2024 年 1 月的参考价从 2023 年 12 月的 3589.09 林吉特/吨上调至 3679.50 林吉特/吨。国际评级机构惠誉表示，因供应增加，预计 2024 年马来西亚毛棕榈油价格均值将由 2023 年的每吨 840 美元降至 650 美元。

2 国内豆类市场分析

农业农村部定调 2024 年粮油生产，继续实施稳大豆扩大油菜面积政策导向

本周召开的全国农业农村厅局长会议强调，要稳扎稳打推进 2024 年农业生产，稳面积增单产两手发力，确保粮食产量稳定在 1.3 万亿斤以上，持续提升大豆油料产能和自给率，稳定畜禽渔业生产，更高水平保障有效供给。毫不松懈抓好粮油生产，稳口粮、稳玉米、稳大豆，继续扩大油菜面积，切实抓好粮油等主要作物大面积单产提升，持续推进大豆油料生产。2024 年粮油生产指导方针公布，有助于稳定国内大豆种植面积，维护国家粮油安全。

11 月进口油菜籽激增，供应压力下菜油破新低

据海关数据显示，2023 年 11 月我国进口油菜籽 48.16 万吨，环比暴增 44.72 万吨，增幅达 1300.00%，同比同样增加 1.03%。2023 年 1-11 月份，我国共进口油菜籽 475.25 万吨，同比继续暴增 235.79%。11 月份中国油菜籽进口量大幅增加，主要是进口自加拿大的油菜籽大量到港，达到 40.8 万吨，占进口总量的 85%，此外进口自俄罗斯以及蒙古的油菜籽也有明显增量。据海关数据显示，2023 年 11 月我国进口菜粕 26.1 万吨，环比小幅减少 1.10%，同比暴增 199.31%。其中进口加拿大菜粕 15.32 万吨，占进口总量的 59%。2023 年 1-11 月份，我国共进口菜粕 209.29 万吨，较去年同期的 198.85 万吨增加 5.25%。11 月份国内进口油菜籽、菜粕量均处于近几年同期较高水平，菜系商品供应压力显著增加，国内菜油和菜粕市场整体表现偏弱，其中菜油更是创下了下半年新低，在油脂板块中呈现领跌状态。

大豆压榨量回升，豆粕累库进度加快，油脂库存维持高位运行

中国粮油商务网发布的数据显示，全国油厂大豆周度压榨总量为 197.48 万吨，周度增加 5.23 万吨。截止到 2023 年第 49 周末，国内豆粕库存量为 80.3 万吨，周度增加 6.2 万吨，豆粕累

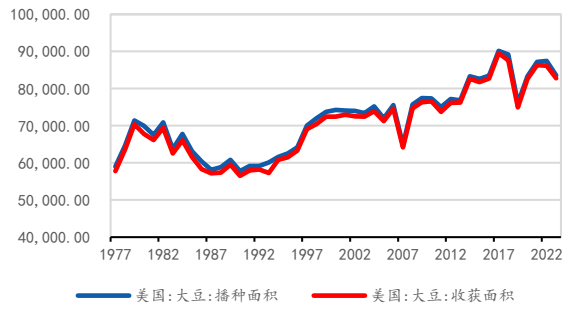
库进度加快。国内棕榈油库存总量为 88.7 万吨，较上周的 90.6 万吨减少 1.9 万吨。国内豆油库存量为 117.2 万吨，较上周的 116.9 万吨增加 0.3 万吨。油脂库存虽有波动，但库存绝对量仍维持高位，可有效保障国内油脂供应。国内豆粕和豆油供给宽松，无力从需求端为价格带来主动上涨动力，在美豆和马盘棕榈油回落后，成本的传导力更强，国内蛋白粕和油脂市场纷纷承压下跌。

3 油脂油料市场展望

巴西降雨天气削弱市场对大豆减产的担忧，CBOT 大豆期货市场连续下跌回吐天气升水，技术上价格重心下移，保持调整状态。随着南美大豆陆续结束播种进入生长期，多空双方将继续围绕大豆产量前景展开争夺，阶段性不利天气随时可能扰乱美豆调整节奏。马来西亚棕榈油进入季节性减产周期，欧洲等多地油脂需求下降增加棕榈油上行阻力，国际评级机构下调明年棕榈油均价，棕榈油市场的熊市行情仍在持续。外部油脂市场的弱势效应继续向国内油脂市场扩散，内外双重压力下油脂板块整体走弱，其中菜油率先跌破前期技术支撑，不排除豆油和棕榈油陆续跟进的可能。进口大豆和菜籽到到港量增加，豆粕和菜粕库存回升，美豆连跌令需方采购节奏放缓，粕价的下行节奏变得更加流畅。豆一期货市场的下行风险得到释放后出现反弹修正行情，但在产区现货企业降价收购和食用大豆供过于求的背景下，国产大豆市场反弹空间相对有限。

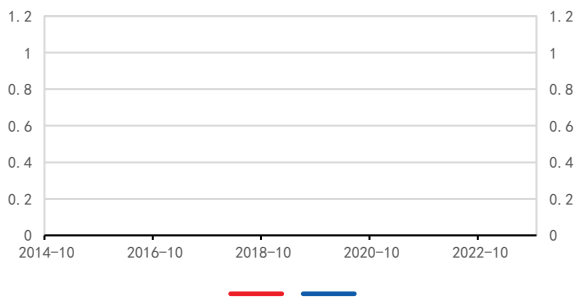
4 油脂油料市场主要数据

图表 46：美国大豆种植收获面积



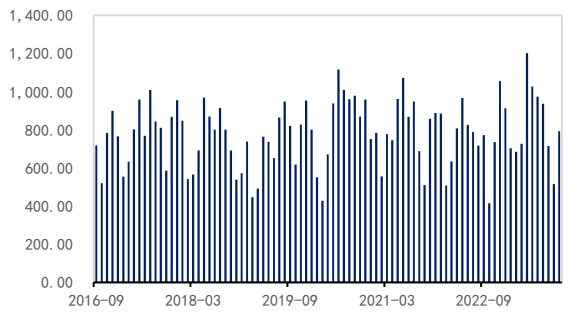
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 47：国内生猪存栏量



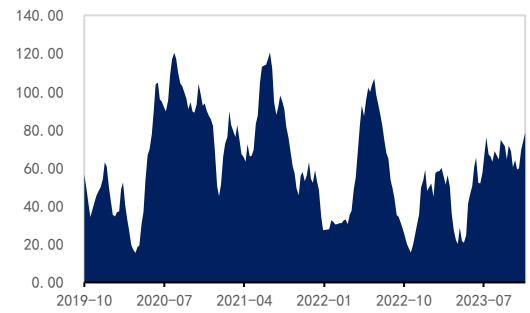
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 48：大豆进口数量



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 49：国内豆粕库存



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

法律声明

版权免责声明：本报告由中金财富期货有限公司提供，未经中金财富期货事先书面同意，不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司授权的渠道，由公司授权机构承担相关刊载或转发责任，非通过正当渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

报告内容免责：本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本资料仅代表报告发布当日的判断，相关的分析意见及推测可能会根据中金财富期货研究所后续发布的研究报告在不发出通知的情形下做出更改。

报告使用免责：本报告仅供在新媒体背景下研究观点的及时交流，普通投资者若使用本资料，有可能因缺乏解读服务而对报告中的关键假设、评级、目标价等内容产生理解上的歧义，进而造成投资损失。本资料仅供订投资者参考之用，并不构成对所述期货买卖的出价，在任何情况下，本报告的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。投资者不应单纯依靠本资料的信息而取代自身的独立判断，应自主作出投资决策并自行承担投资风险。我公司及研究人员不对投资者使用本资料涉及的信息所产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。

扫码立即下载中金财富期货APP

客服热线：4001087888

中金财富期货有限公司

公司网站：https://www.ciccwmf.cn/

地址：深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦4203—4205单元