中金财富期货策略周报（2024 年第 1 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：Z0015324

shen.liu@cicc.com.cn

于瑞光

从业资格编号：F0231832

投资咨询编号：Z0000756

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

卢意

从业资格编号：F03091457

投资咨询编号：Z0019923

yi2.lu@cicc.com.cn

周度投资视点

宏观策略：从目前市场交易的核心逻辑看，美联储加息进入终点以及降息的预期仍是主流。我们认为，当前市场面临的“政策热、需求平淡”的特征依然明显。工业品在基本面上存在明显的支撑和压力，难有趋势性行情。

股指期货：我们认为当前时点没必要继续悲观，市场预期已处底部区间，风险偏好各项指标均处历史低位，弱预期在市场底部反而是优势，增加配置性价比。一旦政策或外围环境发生关键变化，经济高频数据超预期向好，弱预期下风险偏好有望大幅回升，因此当前指数具备中线买入价值。

铜：巴拿马的铜矿供应中断预计短期内无法恢复，英美资源也下调了 2024 年铜矿的产量预期，矿端干扰持续发酵拖累现货 TC 持续下行；加工费依旧高位，国内 12 月产量预计环比回升，12 月国内炼厂检修情况较少，大冶新线等新项目仍满负荷运作。进口量预计将进一步回升至 40 万吨附近，整体精铜端的供应仍较为充沛。进入年末，下游需求端表现低迷，企业受资金两控问题采买减少，加之北方地区因天气、环保原因，总体格局上“淡季更淡”，且据调研多家企业对未来订单水平呈现悲观态度。当前偏乐观的宏观情绪以及红海航运危机带来利多炒作，铜价维持震荡偏多思路。

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：高原料价格导致钢厂利润空间不足，导致钢价难跌，也导致贸易商冬储意愿不足。从中钢协所公布的产量来看，日均粗钢产量 223 万吨，较中枢产量的 280 万吨低很多，与钢联口径产量出入较大，这即说明原料价格有所支撑，也说明高原料的负反馈在形成。我们认为节前钢价将维持较宽幅震荡。

原油：我们认为，原油将长期受限产调控和宏观衰退双主线逻辑主导，即供应决定地板，需求决定天花板，这一观点已经在近年来油价走势上多次得到验证。前些年市场经常受一致性预期主导产生极端行情，然而当前诸多影响因素相互制衡，且难以形成一边倒的局面，缺乏单一强势的决定性逻辑。未来原油市场主要变数仍集中在供应端，在供应不发生重大变故的前提下，需求端将遵循中间强、两头弱的季节性规律，供需平衡结果在一季度累库到三季度去库之间过渡。

橡胶：天然橡胶上游供应端具有鲜明的农产品属性，下游需求端具有经典的工业品属性。因而天然橡胶是一个客观规律性很强的品种，中国橡胶期货市场呈现出明显的两边高、中间低行情，大周期上则继续维持在历史底部运行。现阶段天然橡胶市场形势来看，供强需弱的格局暂未得到实质性改善，仍缺乏趋势性上涨驱动。展望后市，在正常年景的前提下，预计天然橡胶走势仍将基本符合供需的季节性特点，主要风险是厄尔尼诺对东南亚产区天气的影响。

油脂油料：巴西降雨天气改善大豆生长条件，有助于扭转市场对巴西减产的担忧，而包括阿根廷在内的南美其他国家大豆产量前景乐观，在南美大豆整体保持丰产预期下，CBOT 大豆期货市场跌至近半年来低点，正在回吐天气升水适应新的供需平衡。马来西亚 12 月棕榈油产量降幅大于出口降幅，库存下降预期有望在 MPOB 下周公布的月报中得到确认。美豆下跌的成本传导以及南美大豆丰产预期继续推动国内豆类市场整体维持偏弱节奏运行。国内油脂库存高企，三大油脂期货中菜油期货已经破位，豆油和棕榈油期货也纷纷逼近前期技术低点，供强需弱格局下仍有下行空间。进口大豆和菜籽陆续到港，国内油厂开工率保持偏高水平，而美豆连跌局面放荒需方采购节奏，豆粕和菜粕期货市场保持震荡下行状态，短期内仍缺少止跌动力。豆一期货市场在产区现货企业降价收购和食用大豆供过于求的背景下，有望继续试探前期政策底的支撑力度。

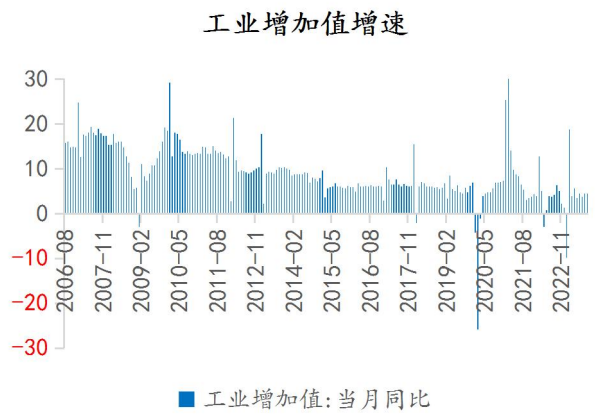
目录

周度策略：市场情绪“理性”回落 ..... - 5 -
宏观经济、市场策略和股指期货市场分析 ..... - 7 -
1 一周重大宏观政策、事件和数据解读 ..... - 7 -
2 生产边际放缓，需求结构性改善 ..... - 7 -
上周市场对美联储宽松预期整体回落，欧美债市收益率上行，美元指数走强，全球股市普跌。美国 12 月新增非农就业 21.6 万人，超 17.5 万人的预期表现，美国经济的曲折下行与预期的调整或令全球资产价格交易逻辑同步调整。 ..... - 7 -
3 上周净回笼 24230 亿元，创最高纪录 ..... - 7 -
4 宏观策略 ..... - 8 -
5 股指期货市场分析 ..... - 8 -
铜 ..... - 10 -
1 影响因素 ..... - 10 -
2 结论 ..... - 11 -
3 铜期货现货数据 ..... - 11 -
锌 ..... - 13 -
1 锌：影响因素 ..... - 13 -
2 总结 ..... - 13 -
随着天气转冷，国内北方矿山开工将逐步降低，国内矿产量进入季节性淡季直至明年二季度回升。海外矿企减停产增多，1 月进口 TC 报价延续下行，年底国内矿产减产增多，复产待 2024 年 3-6 月，国内 TC 报价下滑幅度较大，且存继续回落预期。当前冶炼利润回落，受陕西、湖南及云南炼厂超预期检修及限电影响，供应压力边际减弱。12 月下旬以来，北方多地启动重污染应急响应，镀锌企业受影响较大，同时企业淡季接单较少，部分产线出现减停产，开工降幅较明显。氧化锌行业受益轮胎内需及出口需求的韧性，开工率维持在 60%。受环保及年末影响，供需双弱，现货升水大幅回落，库存现拐点，当前基本面暂难支撑锌价进一步持续反弹，维持震荡思路。 ..... - 13 -
3 锌期货现货数据 ..... - 14 -
钢材 ..... - 15 -
1 地产政策持续发力 ..... - 15 -
2 PSL 助力“三大改造”工程 ..... - 15 -
3 铁水产量不减反增 ..... - 15 -
5 钢材期货现货数据 ..... - 16 -
原油 ..... - 18 -
1 红海危机持续发酵 ..... - 18 -
2 黑天鹅事件应防范 ..... - 18 -
3 利比亚再遭不确定 ..... - 18 -
4 市场逻辑重回需求 ..... - 19 -
5 远期升水弱势信号 ..... - 19 -
6 牛熊周期转折阶段 ..... - 19 -
7 原油期现数据 ..... - 20 -

天然橡胶 ..... - 22 -
1 供需两弱难言拐点 ..... - 22 -
2 全球产能基本达峰 ..... - 22 -
3 天气仍是主线题材 ..... - 22 -
4 意外事件影响有限 ..... - 22 -
5 合成橡胶依旧承压 ..... - 23 -
6 经典空配牛短熊长 ..... - 23 -
7 橡胶期现数据 ..... - 23 -
油脂油料：巴西降雨令美豆连续下跌，国内油粕承压大幅回落 ..... - 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 -

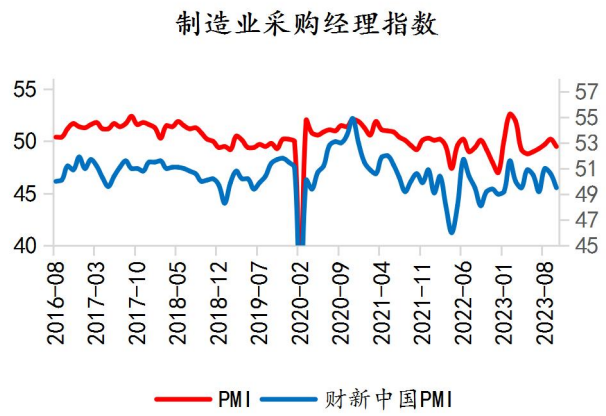
重要经济指标概况

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



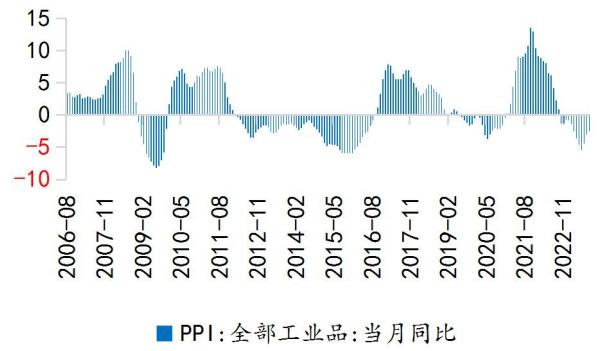
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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



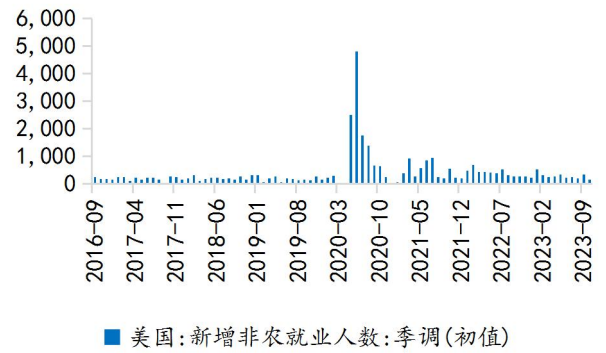
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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：市场情绪“理性”回落

在国内外经济都相对低迷的情况下，近期商品市场出现了一波明显的反弹行情。从背离宏观经济的角度就可以看到，这主要是因为市场情绪的影响。而乐观情绪主要来源是因为市场对美联储降息的预期。鲍威尔公开表示美联储可能降息三次共 100 个基点，但是市场的预期预期却是降息 120-145 个基点，并刺激风险资产大幅上涨。但是年后这方面情绪明显回落，部分高位品种价格回落。

PMI 数据显示经济活跃度仍待加强

12 月官方制造业 PMI 录得 49.0，较前值 49.4 的水平边际下降 0.4 个百分点，第四季度均处于收缩区间，表明当前国内制造业景气度仍然较弱。PMI 生产指数录得 50.2，较前值下降 0.5 个百分点；PMI 新订单指数录得 48.7，较前值下降 0.7 个百分点。生产端的景气度优于需求端是 2023 年全年制造业 PMI 的一大特征。且从边际变化幅度看，需求端的下行是更剧烈的，意味着当前总需求不足是宏观经济面临的主要矛盾。代表出口景气度的 PMI 新出口订单指数在 12 月继续下行，相比前值进一步下降 0.5 个百分点，渐行渐弱，成为 2023 年全年表现最弱的单月。外需景气度的低迷也预示着未来几个月我国对外出口也较难取得大幅改善。

而同期的服务业连续两月处于收缩区间。

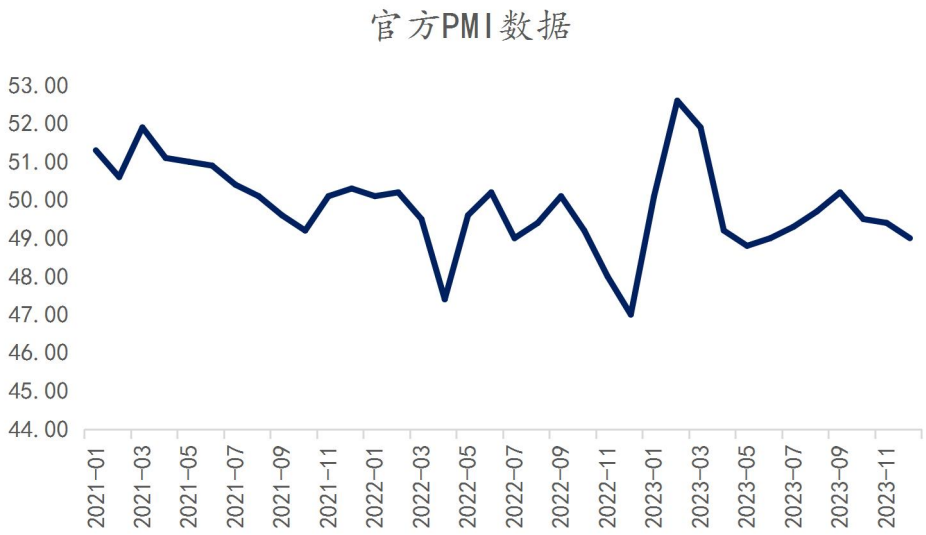
12 月非制造业景气度表现不一，其中建筑业和商务活动环比回升，而服务业持平前值。具体来看，建筑业 PMI 和商务活动 PMI 指数录得分别为 56.9 和 50.4，较前值上升了 1.9 个百分点和 0.2 个百分点；服务业 PMI 连续两个月均录得 49.3。值得关注的是，第一，服务业已经连续两个月处于荣枯线以下，是 2023 年表现最差的两个月，需要引起重视；第二，建筑业景气度领跑非制造业 PMI，主要是靠基建投资拉动；第三，综合比较，非制造业景气度整体仍要强于制造业。

因此，当前宏观经济内生动能依然不足，这个特征非常明显。

伴随增量政策的继续加码，宏观经济修复动能有望进一步加快，制造业 PMI 在 2024 年上半年有望重回扩张区间，同时建筑业也会受益于基建的持续发力以及地产的边际改善，维持较高的景气度。此外，服务业伴随春节等季节性因素的临近，也将出现一定程度的边际走强。

政策上已经看到了加码的迹象。12 月新增 3500 亿 PSL，对照 2022 年 PSL 支持政策性银行投放两批次共 7400 亿政策性金融工具用作重大项目资本金，当年 9-11 月分别净增加 1082 亿、1543 亿、3675 亿 PSL 投放。本次单月净增 3500 亿并不小，仅次于 2022 年 11 月，高于 2015-2019 年单月净投放额。后续重点观察 PSL 是否形成持续投放。

图表 7：官方 PMI 走势



资料来源：中金财富期货

“降息交易”有所矫正

市场对美联储降息预期整体偏乐观，但一季度降息仍有不确定性。12 月议息会议维持利率 5.25-5.50%区间不变符合市场预期，后续继续加息概率已经趋近于零。12 月议息会议表态整体以鸽派为主，特别是美联储点阵图预计 2024 年降息 75BP，较 9 月议息会议点阵图对 2024 年降息 50BP 相比提升了 25BP，同时美联储主席鲍威尔在会后新闻发布会表态中指出，降息已开始进入视野，决策者正在思考、讨论何时降息合适。相比之下，当前市场对于美联储降息预期整体偏乐观，CME 观测器显示市场预期美联储 3 月份就开启降息，2024 全年降息幅度在 125-150BP，远超点阵图显示的降息幅度。

考虑到通胀回落仍然需要较长时间，可能具有较强粘性，除非 1 月份非农数据大幅不及预期，否则美联储在二季度再开启降息概率更高。

但是需要注意的是，目前美国经济实在太热，即使通胀下降，美联储也无法降息。

根据周三公布的报告，亚特兰大联储 GDPNow 模型预计美国四季度 GDP 增速为 2%，仍高于美联储对美国经济增长潜力的最新长期预测 1.8%。考虑到美国经济需要缓慢地减速，2%的增速意味着美联储将“无限期地”维持现状。

另一方面，即使经济放缓，只要通胀仍然高企，美联储就无法降息。

美联储预计通胀率将在年底前降至 2.4%，而降息可能会从今年下半年开始，而不是像美债市场猜测的那样从 3 月份开始。在通胀率降至 3%以下之前，美联储可能不会降息。

注意事件冲击后情绪回落的风险

国内宏观乏善可陈，供需关系平淡；海外方面，我们认为市场对于美联储今年降息 150 个基点的预期过于亢奋，有矫正的可能。我们除了认为当前位置工业品中期上行空间有限，也提示追高没有必要。

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	1 月 6 日	深圳拟出新规推进城中村改造，涉全市约 40%建面。广州发放首张房票。。	城中村改造的对象，是以深圳市域内原农村集体经济组织继受单位及原村民实际占有使用的现状居住用地为主的区域	房地产政策密集出台
	1 月 5 日	外汇局：坚决对顺周期、单边行为进行纠偏，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定	中国人民银行将配合有关部门和少数高风险机构相对集中的省份制定实施中小银行改革化险方案	保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定
数据	1 月 5 日	美国 12 月“小非农”ADP 就业人数增加 16.4 万人	大超预期，但工资增速创两年多来新低	交易大幅降息的预期降温
	1 月 2 日	今年元旦假期全国国内旅游出游 5271.34 万人，已经恢复至 2019 年同期的 42.8%	实现国内旅游收入 265.17 亿元，恢复至 2019 年同期的 35.1%。	消费数据仍待复苏
事件	1 月 3 日	央行重启 PSL	央行 12 月通过 PSL 净投放资金 3,500 亿元，政策稳增长继续加力	稳增长进一步加码

资料来源：中金财富期货研究所

2 生产边际放缓，需求结构性改善

上周市场对美联储宽松预期整体回落，欧美债市收益率上行，美元指数走强，全球股市普跌。美国 12 月新增非农就业 21.6 万人，超 17.5 万人的预期表现，美国经济的曲折下行与预期的调整或令全球资产价格交易逻辑同步调整。

上周国内资本市场风险偏好整体回落，债市上涨，商品和权益下跌。结构风格上，在国内进口煤关税调整催化下，股市煤炭、石化以及公用事业等行业涨幅居前，中、下游制造业跌幅相对较大。

上游：国际原油价格回升，国内生产需求放缓。上周焦煤、焦炭价格有所回落，库存边际回升；铁矿石价格有所回升；国际原油价格震荡回升，能源库存边际回落。

中游：建筑相关生产仍弱，化工生产边际回升。上周螺纹钢开工率仍处季节性低位，价格小幅回落；水泥价格边际企稳，库容比延续回落；玻璃开工率小幅回升。化工生产方面，PTA 开工率回升，涤纶长丝开工率走平，涤纶长丝、天然橡胶、瓦楞纸价格边际回升。

下游：耐用品消费改善，地产销售季节性回落。上周汽车厂商销售数量同比上行；必需品消费方面，猪价回落菜价上行。地产方面，新房销售季节性下行，仍处于近年来底部位置。

3 上周净回笼 24230 亿元，创最高纪录

公开市场方面，为维护银行体系流动性合理充裕，1 月 5 日以利率招标方式开展了 750 亿元 7 天期逆回购操作，中标利率为 1.8%。Wind 数据显示，当日 4860 亿元逆回购到期，因此单日净回笼 4110 亿元。上周，央行开展了 2410 亿元逆回购操作，因有 26640 亿元逆回购到期，上周净回笼 24230 亿元。下周（1 月 8 日至 1 月 12 日）央行公开市场将有 4160 亿元逆回购到期，其中周一至周五分别到期 900 亿元、2220 亿元、140 亿元、150 亿元、750 亿元。

短期内，央行合理回收过剩流动性，可熨平流动性波动，还可适度降低央行逆回购存量规模，减轻后续滚动操作的压力。

资金面方面，Shibor 短端品种多数下行。隔夜品种下行 0.1BP 报 1.588%；7 天期下行 1.3BP 报 1.77%；14 天期上行 9.6BP 报 1.978%；1 个月期下行 0.9BP 报 2.32%。

4 宏观策略

从目前市场交易的核心逻辑看，美联储加息进入终点以及降息的预期仍是主流。我们认为，当前市场面临的“政策热、需求平淡”的特征依然明显。工业品在基本面上存在明显的支撑和压力，难有趋势性行情。

5 股指期货市场分析

指数明显回落

上周两市普遍回落。其中沪深 300 周-2.97%，上证 50 周-2.48%，中证 500 周-2.71%，中证 1000 周-3.59%，小盘指数创出调整新低。

北向资金周净卖出额 55.25 亿元，创近 3 周新高。

从影响因素看，市场并未出现明显变化，指数下跌的主要原因在于情绪低迷。

成交额&基金重仓股换手率处近 3 年均值-1std，ERP 近 5 年分位数超 90%，情绪指标见底，过去一周没有进一步恶化，外资对中国资产乐观，游戏新规反馈温和。可能提升风险偏好的关键事件：PSL 重启，“三大工程”推进落地；中国台湾地区领导人选举，地缘政治不确定性落地提升风险偏好；美联储降息预期。

基本面没有坏消息就是好消息，过去两个月地产成交超季节性恢复，1-2 月信贷有望开门红。最近一周（23 年第 53 周）30 大中城市商品房成交面积 395 万平米，较此前一周环比增长 25%。信贷开门红概率较高，2011 年以来年初多见信贷高增，即便剔除春节因素影响，信贷超预期年份过半。

建议继续关注左侧买入机会

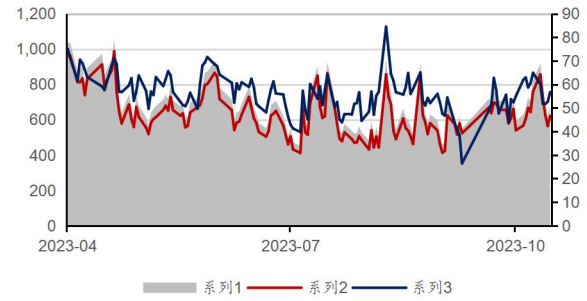
指数有回到前期低点的可能，继续关注逢低买入机会。

当下市场价格影响因子的排序：风险偏好>流动性>基本面。我们认为当前时点没必要继续悲观，市场预期已处底部区间，风险偏好各项指标均处历史低位，弱预期在市场底部反而是优势，增加配置性价比。若政策或外围环境发生关键变化，经济高频数据超预期向好，弱预期下风险偏好有望大幅回升，市场也会对预期差重新定价。

开年后的一周，高股息策略开门红，小盘成长股表现不佳，大盘指数再次调整。展望后市，我们认为，政策与盈利增长的预期暂没有出现上修的动力，市场心态普遍“不见兔子不撒鹰”，指数机会要枕戈待旦。但是目前仍是中线介入较好的时机。

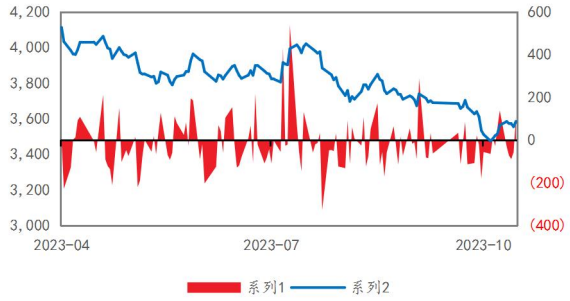
我们认为当前时点没必要继续悲观，市场预期已处底部区间，风险偏好各项指标均处历史低位，弱预期在市场底部反而是优势，增加配置性价比。一旦政策或外围环境发生关键变化，经济高频数据超预期向好，弱预期下风险偏好有望大幅回升，因此当前指数具备中线买入价值。

图表 9：融资融券数据图



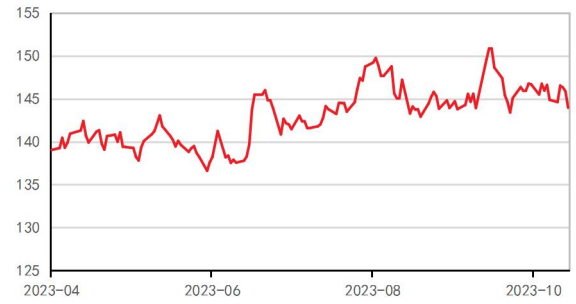
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 10：合约持仓和市场表现



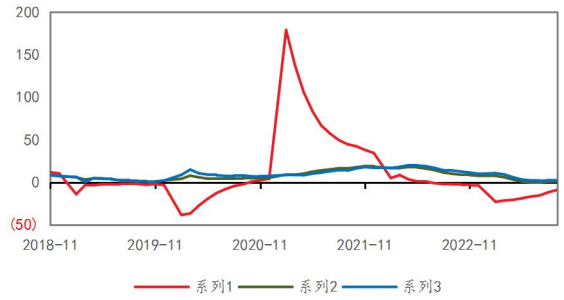
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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。

地产政策底显现，前三季度竣工端快速恢复，但投资端依然疲弱，房地产价格数增速维持负增长。1-11 月份，全国房地产开发投资 104045 亿元，同比下降 9.4%。1-11 月份，国内房屋施工、新开工、竣工和销售面积累计同比分别为-7.2%、-21.20%、17.90%和-8.00%，呈现地产拖累、基建放缓、制造业韧性的格局。三季度中后期以来，房地产利好政策密集出台，提振了行业需求预期。城中村改造、保障性住房多次被中央提及，包括城中村改造、保障性住房、“平急两用”的“三大工程”建设已成为房地产发展新模式重要组成。随着政策陆续出台，地方工作落实，推进进程有望加快。当前各地不断出台地产利好政策的大背景下，地产销售增速尚未有明显起色，需持续关注相关资金、机制等落地情况。预计 2024 年地产新开工数据好转，但投资

增速仍难回正，将继续保持同比负增长。

2 结论

巴拿马的铜矿供应中断预计短期内无法恢复，英美资源也下调了 2024 年铜矿的产量预期，矿端干扰持续发酵拖累现货 TC 持续下行；加工费依旧高位，国内 12 月产量预计环比回升，12 月国内炼厂检修情况较少，大冶新线等新项目仍满负荷运作。进口量预计将进一步回升至 40 万吨附近，整体精铜端的供应仍较为充沛。进入年末，下游需求端表现低迷，企业受资金两控问题采买减少，加之北方地区因天气、环保原因，总体格局上“淡季更淡”，且据调研多家企业对未来订单水平呈现悲观态度。当前偏乐观的宏观情绪以及红海航运危机带来利多炒作，铜价维持震荡偏多思路。

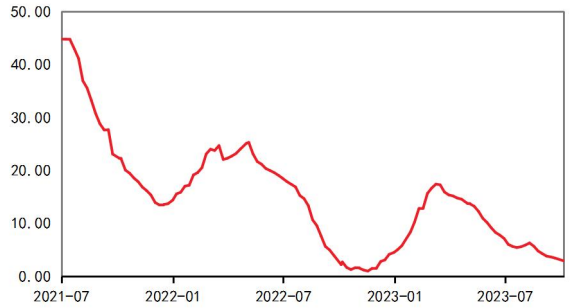
3 铜期货现货数据

图表 13：长江有色铜价



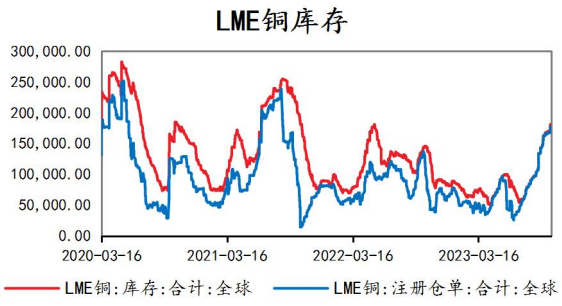
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 14：上海保税区铜库存



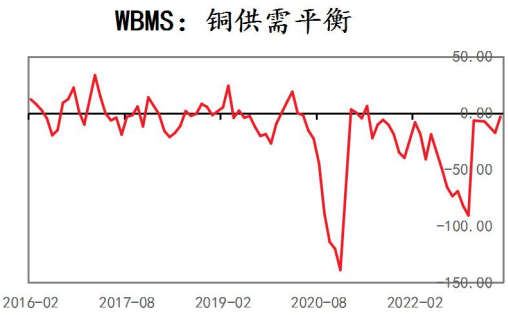
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 15：LME 铜库存



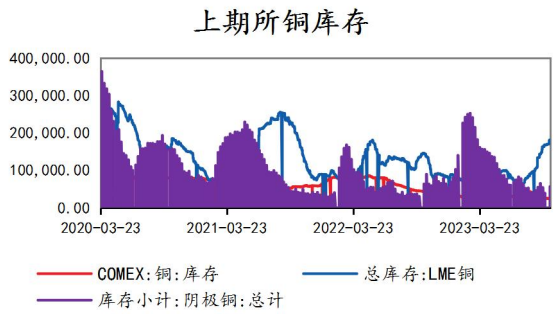
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 16：WBMS 供需平衡



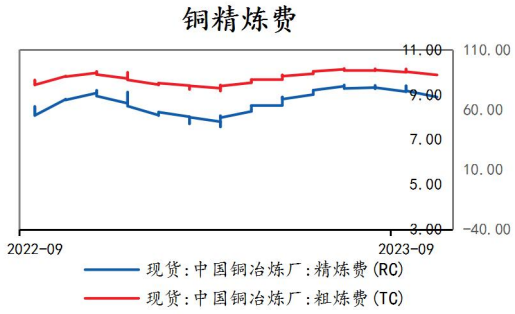
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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

陕西、湖南、云南炼厂超预期停产及检修，内 蒙、陕西、云南、广东部分炼厂产量下滑亦带来减量。与此同时，四川提产、甘肃检修结束 贡献增量。1-11 月精炼锌累计产量达到 603.2 万吨，同比增加 10.62%。全年产量达 661.7 万吨，累计增速 10.7%。

对于 2024 年，国内仍有部分新增冶炼项目投产，如河南万洋、金成锌业、广西永鑫等，叠加 2023 年年底河池南方新投产能的释放，预计新增产能合计在 60 万吨，供应端依然存在压力。

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。

中汽协数据显示，11 月，汽车国内销量 309.3 万辆，环比增长 7%，同比增长 29.63%；1-11 月，汽车国内销量 2704.70 万辆，同比增长 9.89%。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

随着天气转冷，国内北方矿山开工将逐步降低，国内矿产量进入季节性淡季直至明年二季度回升。海外矿企减停产增多，1 月进口 TC 报价延续下行，年底国内矿产减产增多，复产待 2024 年 3-6 月，国内 TC 报价下滑幅度较大，且存继续回落预期。当前冶炼利润回落，受陕西、湖南

及云南炼厂超预期检修及限电影响，供应压力边际减弱。12 月下旬以来，北方多地启动重污染应急响应，镀锌企业受影响较大，同时企业淡季接单较少，部分产线出现减停产，开工降幅较明显。氧化锌行业受益轮胎内需及出口需求的韧性，开工率维持在 60%。受环保及年末影响，供需双弱，现货升水大幅回落，库存现拐点，当前基本面暂难支撑锌价进一步持续反弹，维持震荡思路。

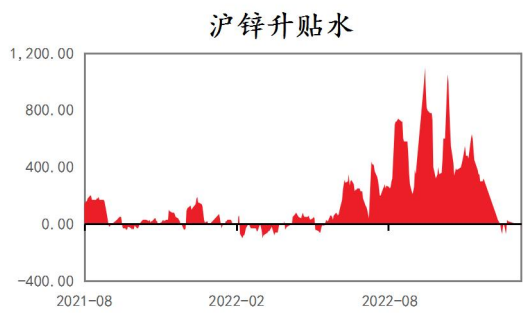
3 锌期货现货数据

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 PSL 助力“三大改造”工程

2023 年 12 月，中国央行向政策性银行注入了 3500 亿元人民币的低成本资金。这些资金可能用于保障性住房建设和公共基础设施建设。至此，PSL 的未偿还金额攀升至 3.25 万亿元人民币。单月新增的 3500 亿元是 PSL 历史上的第三高。之前的两次大规模注资分别发生在 2022 年 11 月和 2014 年 12 月。

PSL（抵押补充贷款）是中国央行于 2014 年创设的结构性货币政策工具。它直接向国家开发银行、中国农业发展银行和中国进出口银行等政策性银行提供中长期、低成本资金。我们预计这些资金将用于支持三大改造工程，城中村改造、保障性住房建设和平急两用基础设施建设。

PSL 的重启再次给外界释放了高层稳地产、稳经济的决心，给“三大改造”工程注入资金信心，打破了市场对“三大改造”工程流于形式的担忧。

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继续回落，国内 247 家钢厂高炉产能利用率为 81.6%，环比-1.2pct，同比-0.4pct，91 家电弧炉产能利用率为 60.4%，环比-1.0pct，同比+16.6pct，五大品种钢材周产量为 876.5 万吨，环比-1.1%，同比-0.8%。

在库存方面，上周五大品种钢材周社会库存为 923.4 万吨，环比+4.1%，同比-3.4%，钢厂库存为 440.7 万吨，环比-2.4%，同比+2.4%；钢材总库存持续累积，环比增加 1.9%，增幅扩大 0.4pct，

厂库回落的同时社库增幅扩大，其中长材社库增幅明显，热卷继续去库。

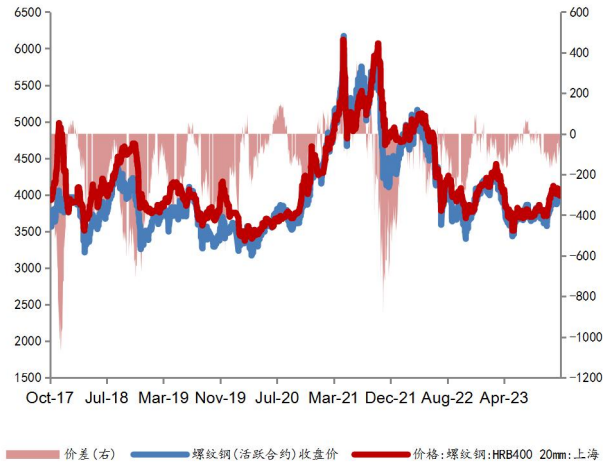
从消费情况来看，上周种钢材周表观消费为 850.6 万吨，环比-1.81%，同比 3.3%，其中螺纹钢周表观消费 226.6 万吨，环比 3%，同比-6.8%。

4 小结

高原料价格导致钢厂利润空间不足，导致钢价难跌，也导致贸易商冬储意愿不足。从中钢协所公布的产量来看，日均粗钢产量 223 万吨，较中枢产量的 280 万吨低很多，与钢联口径产量出入较大，这即说明原料价格有所支撑，也说明高原料的负反馈在形成。我们认为节前钢价将维持较宽幅震荡。

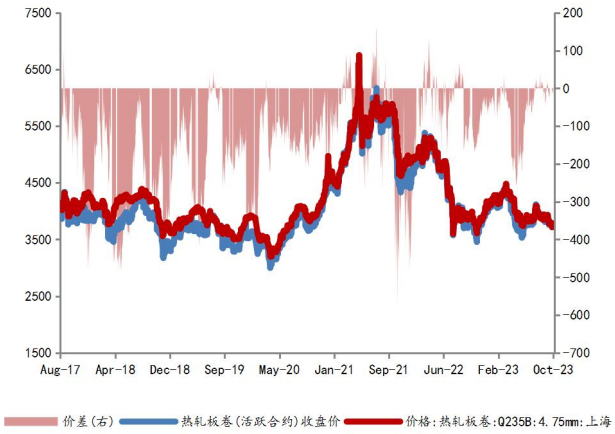
5 钢材期货现货数据

图表 23：螺纹期现价差



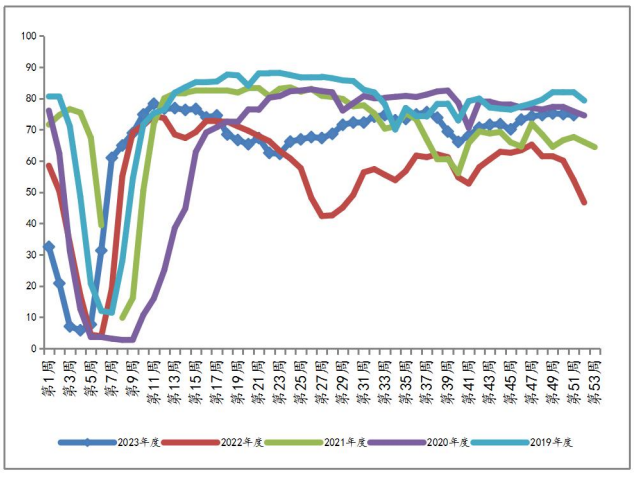
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 24：热卷期现价差



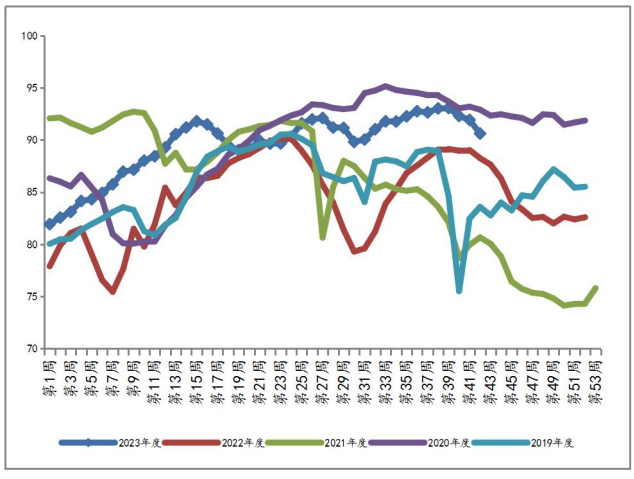
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 25：85 家独立电弧炉钢厂：开工率：中国（周）



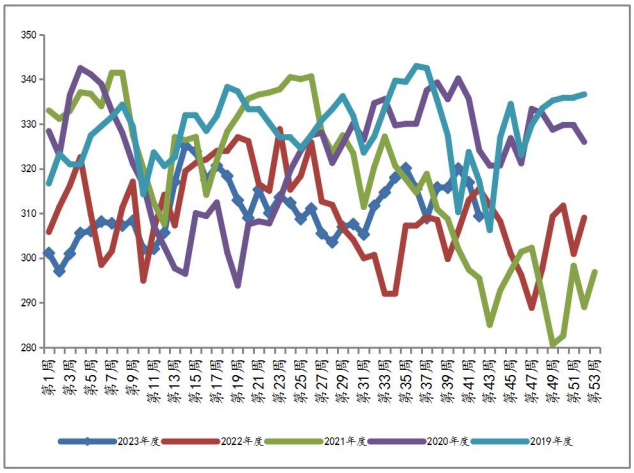
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 26：247 家钢铁企业：高炉产能利用率：中国（周）



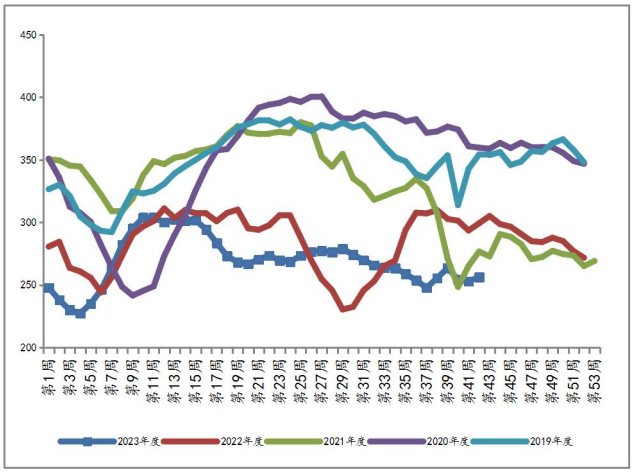
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 27：螺纹钢：建筑钢材钢铁企业：实际产量（周）



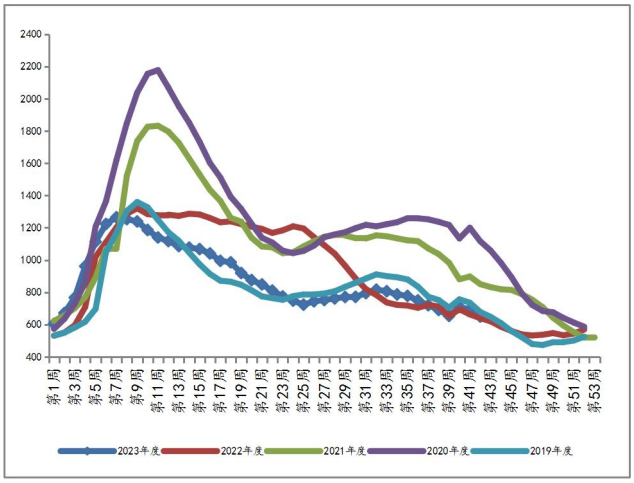
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 28：热轧板卷：钢铁企业：实际产量：（周）



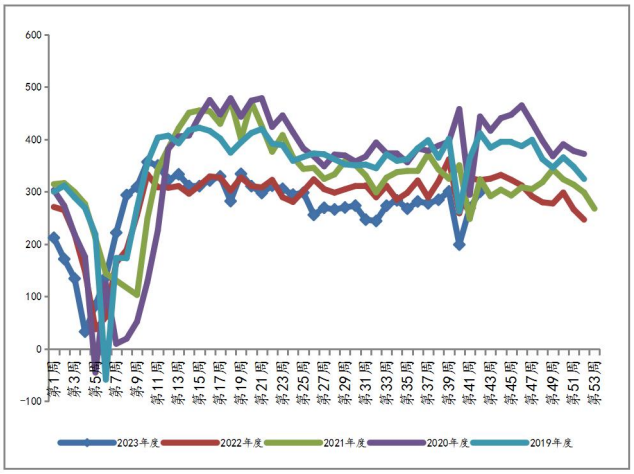
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

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 红海危机持续发酵

也门红海危机迟迟得不到解决，美国主导的联合护航缺乏实效，航运成本增加和地缘激化风险，引发市场对油价上涨的预期。

胡塞武装封锁曼德海峡以支持加沙地区的反抗，与以色列相关的船只接二连三受到袭击。红海航路连通苏伊士运河、SUMED 管道和曼德海峡，是海湾主要产油国向欧洲运输原油和天然气的核心线路，2023 上半年苏伊士运河通行量占原油、成品油和液化天然气（LNG）海运量的 12%、18.4%和 8%。红海航路被阻断迫使船只经好望角绕行非洲，增加了运输成本并推迟交货时间约 15 天。经粗略测算，如果绕道的原油现货数量达到 700 万桶/日规模，则将使 Brent 原油价格重心上涨 3-4 美元/桶。

作为应对，美国号召部分国家发起繁荣卫士护航行动，随后航运巨头马士基宣布开始考虑恢复部分红海航线通行，原油走势对风险溢价反复进行重新评估。然而，根据航运专业人士对船只保理的核算，认为当前冒险通行红海的固定保险费用仍比绕行好望角成本更高。从军事上讲，使用战舰昂贵的防空导弹拦截来袭的廉价无人机，长此以往成本也将难以承受。我们猜测，马士基等西方航运公司的表态可能是对于美国发起护航的响应，实际执行情况则一再推迟，地区安全局势和通航可行性尚待观察。

2 黑天鹅事件应防范

关于对原油供应短缺的担忧，鉴于全球原油生产和贸易是连续的，红海停航的情况可能会导致油价小幅上涨，但不太可能对市场供需格局造成巨大改变，因而对国际原油价格影响相对有限。

从地缘政治的角度分析，一方面胡塞武装会继续从其控制区向红海和以色列方向发动攻击，以增强其地缘影响力；另一方面，美国通过拦截避免冲突升级，展示其海权和区域控制能力。因此，红海未来可能会呈多方相互对峙的状态，大概率维持不战不和的平衡局面，应重点关注地缘问题是否外溢，尤其是导致伊朗介入的可能性。

代理人背后的美国和伊朗冲突升级，如果地缘政治进一步外溢导致霍尔木兹海峡关闭，尽管出现这种情况的概率非常低，但却对原油市场稳定构成重大威胁风险。霍尔木兹海峡素有世界油阀之称，全球大约 17%的原油和 18%的液化天然气海运贸易经过此地，它是连接海湾地区产油国和欧亚消费国的必经之路，从波斯湾终端出口的原油规避这一路线是不可能的，在这种情景假设下市场将变得非常极端。

关于红海局势的演变方向，消息面众说纷纭，令国际原油走势短线异动频发。站在交易的角度，目前原油市场对此的理解还不算很充分，应谨慎做好应对黑天鹅事件的风险管理。

3 利比亚再遭不确定

近期，利比亚最大的油田 Sharara 遭遇不可抗力，油井关闭影响到原油产量约 30 万桶/日。该事件是利比亚国内抗议活动所致，在平抑燃料价格等诉求得到满足之前，估计油田难以重新开

放。利比亚拥有非洲最大的已探明石油储量，该国主要品种轻质低硫 Sharara 原油和 Es Sider 原油可用于生产大量的中质馏分油和汽油，尤其是在俄乌战争和制裁发生以后，欧洲炼油厂对其十分青睐。假如一切正常，理论上利比亚原油产量可达 120 万桶/日左右，但由于该国局势长期不稳定，经常出现油田港口因不可抗力关闭的情况，因而豁免于 OPEC+减产协议。在美国页岩油行业繁荣的背景下，原油供应端不确定性主要来自减产执行率，而利比亚在内的部分产油国难以增产，叠加地缘问题客观上对油价形成阶段性支撑。

4 市场逻辑重回需求

抛开备受关注的红海危机，原油供给侧调控收效减弱，以及对全球需求疲软的担忧，使得国际油价承压运行。经过多次减产后挺价效果不断弱化，OPEC+联盟内部矛盾逐渐凸显。最近一次会议未能达成强制性协议，随后安哥拉宣布退出，虽然实际造成的影响有限，但外界认为后续减产执行力或将低于预期，有朝着不利方向发展的迹象。在供应端没有更多新题材的情况下，原油市场关注点重新转回需求端。由于经济周期叠加季节性规律，预计需求将在未来三四个月继续保持低迷，目前关于美国经济是否衰退及衰退程度的分歧非常大，降息预期的不断修正也将会影响原油等商品强弱表现。在多因素轮番占据主导的情况下，原油市场难以出现一边倒的局面，维持区间震荡的概率更大，且当前油价重心相对公允。

5 远期升水弱势信号

虽然地缘局势存在不确定性，但现实是美国原油产量的快速释放，叠加油品消费需求疲弱，逐渐形成了供应过剩的局面，体现在商业原油库存的季节性累积上。现货供需矛盾也反映到期货市场上，目前基准原油期货合约期限结构的远月升水（Contango）情况进一步加深。这与前两年沙特主导 OPEC+减产以来，原油期货合约基本都处于远期贴水（Backwardation）状态形成鲜明对比。通常来看，近月合约价格高于远月合约是市场短期走势偏强的一个标志，因为这意味着市场上买方愿意为即期支付更高的溢价。反之，远期升水是当前市场较为弱势的信号，往往现货端是供大于求的。这也是宏观周期性衰退背景下，全球经济复苏前景信心不足的表现，原油多头信心中短期内似乎很难恢复。

6 牛熊周期转折阶段

回顾近年来的原油市场，中短期经常受一致性预期主导产生极端行情，然而当前是诸多影响因素相互制衡，且难以形成一边倒的局面，缺乏单一强势的决定性逻辑。

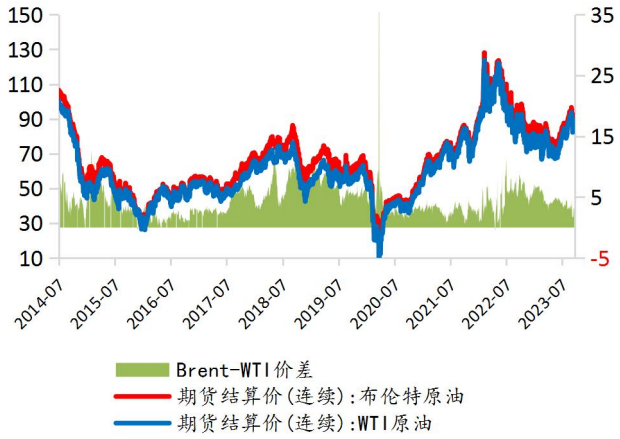
未来原油市场主要变数仍集中在供应端，关注 OPEC+减产协议存续，以及巴以问题应如何收场。但经过俄乌战争后，国际原油市场在赋予地缘政治溢价上变得更为谨慎，因此原油定价将根据供应受到的实质性影响来不断修正估值。另一方面，世界格局已经发生不可逆转的改变，经济仍面临长期低增速的问题，陷入停滞乃至衰退的风险增加。更长远来看，随着人类能源结构转型加速，到 2030 年代全球原油需求增长预计将会触顶。

总体来看，全球主要经济体弱于预期的前瞻增加了对衰退的忧虑，宏观利空因素限制了油价向上的空间，接下来重心或将下移到 70 美元/桶附近徘徊，但继续下跌则很可能触发 OPEC+防御性减产机制，从而起到托底性支撑的作用。过去长期以来，国际原油维持相对高位上的震荡走

势，但这个运行区间被向下击穿的概率正在增加，从而结束 2021-2023 年的牛市周期，转入下一个熊市阶段。

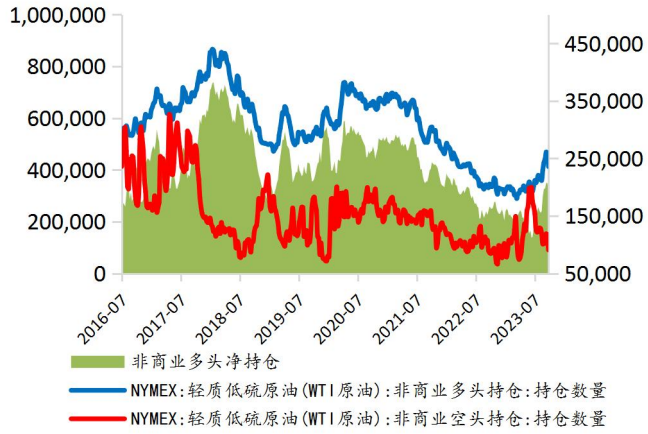
7 原油期现数据

图表 31：国际原油期货价格



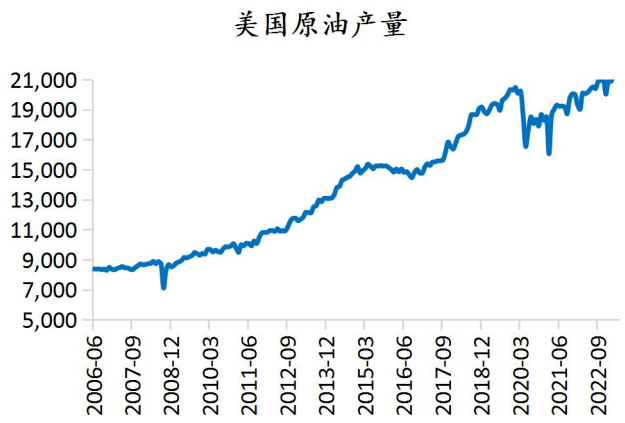
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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



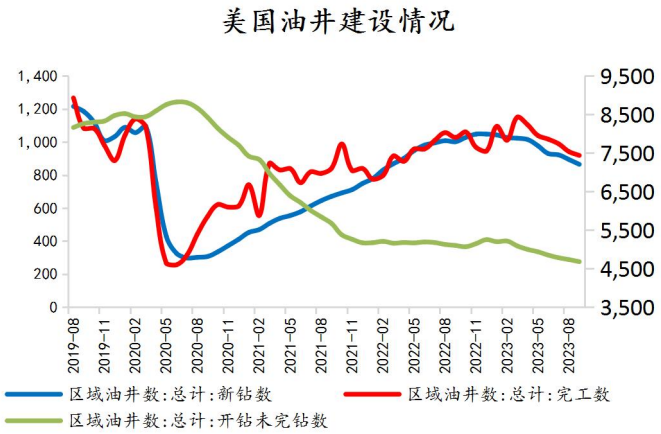
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 34：沙特原油产量



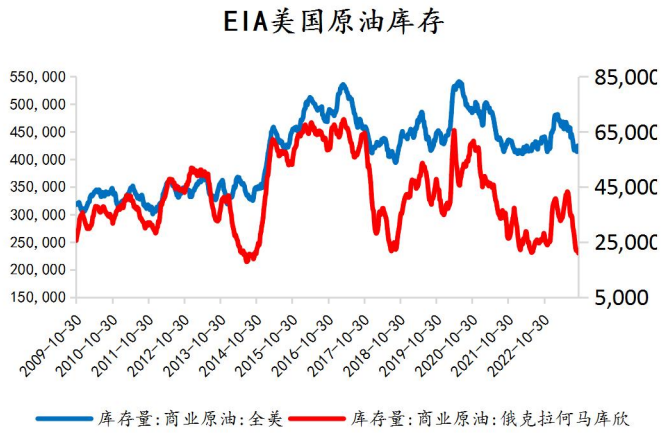
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 35：美国油井建设情况



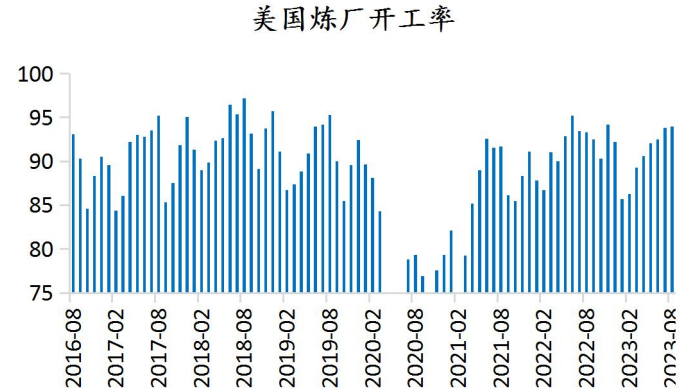
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 36：EIA 原油库存



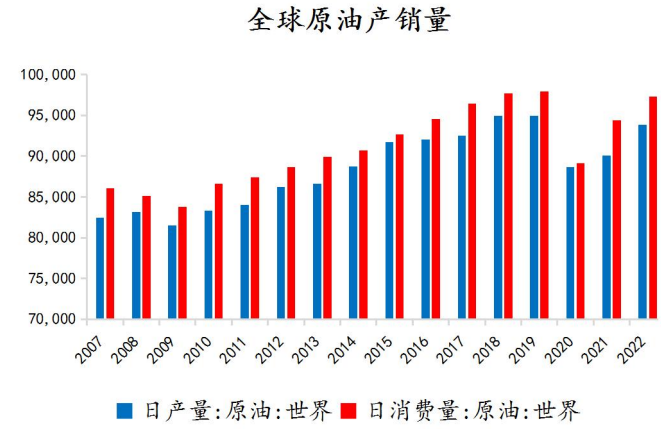
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 供需两弱难言拐点

2023 年天然橡胶行业整体呈供需两弱格局，供应端整体进入本轮产能扩张周期尾声，全球天然橡胶产量正常将延续小幅增长态势但增速逐渐放缓。结合橡胶树种植和生长周期推测，到 2025 年前开割面积将仍处于增长期，但由于胶价长期表现低迷，东南亚主产区 2014 年以来新增种植面积不足，树龄结构老化问题将随时间进一步显现。作为一大战略物资，中国天然橡胶产能较为稳定，如果原料收购价格理想可刺激产量释放，叠加非标套利盘进口，令国内社会库存高位累积。2024 年天然橡胶产业周期仍难言拐点，但过剩矛盾逐渐缓解，在季节性规律下整体持谨慎乐观态度。

2 全球产能基本达峰

从 ANRPC 主要产胶国来看，天然橡胶上一轮种植高峰在 2010-2012 年胶价达到历史高位时，而总种植面积的峰值则出现在 2016 年附近。泰国仍位居全球最大的天然橡胶生产国，自 2011 年以来该国总种植面积由 415.3 万公顷下降至 386.5 万公顷，最近一两年几乎没有新增种植面积，长期低迷的胶价使得胶农种植意愿降至冰点。对于我国而言，天然橡胶是一种高度依赖进口的重要战略物资，自 2013 年以来国内几无新增种植面积，而后总种植面积基本保持稳定。在东南亚私人种植园的经营模式下，胶农割胶多依赖原料出售的分成，生产积极性与价格成正比；而国营全乳胶供应的价格弹性相对较低，主要是看浓乳对原料的分流情况。结合橡胶树种植约 7 年可以开割的规律，未来数年大周期拐点将会逐渐显现。

3 天气仍是主线题材

按照相关科学研究，2024 年全球气候问题或将再次成为天然橡胶市场的核心逻辑。近年来，由于全球气候变暖使得地球大气系统与海洋系统不稳定性逐渐增多，厄尔尼诺-拉尼娜现象周期性交替出现时，极端天气发生的频率和强度明显高于历史监测时期。权威气象机构指出，在 2023 年冬季已经观测到中等强度的厄尔尼诺事件发生，虽然暂未对东南亚主产区造成影响，但气候问题是长周期、慢变量因素。根据 NOAA 模型预测，本次厄尔尼诺事件将持续至 2024 年 5 月前后，峰值或出现在 2024 年 1 月期间。对比 1980 年以来历次厄尔尼诺事件，本轮极端天气发生强度仅次于 1982、1997 和 2015 年，而影响周期明显长于均值水平。综上，2024 年度开割季应关注气候问题对天然橡胶供应端造成的潜在威胁，警惕天气题材炒作卷土重来。

4 意外事件影响有限

上海国际能源交易中心公告称，山东省青岛市保税区一仓库发生火灾，涉及 20 号胶期货标准仓单 88 张。目前，20 号胶期货标准仓单数量处于上市以来高位水平，此次火灾涉及的标准仓单仅占总仓单的不到 8%。我们认为，本次事件对 20 号胶乃至沪胶期货市场影响情绪大于实质，短期内或产生一定扰动，但在基本面过剩格局难以改变的情况下，中长期影响有限，市场整体风险可控，交易者应谨慎看待、合规理性参与。基于天然橡胶产业链及交割体系较为完善的风

险应对机制，本次保税区仓库意外事件难以造成持续性的重大影响，橡胶期货高开低走后，定价逻辑仍将回归基本面。

5 合成橡胶依旧承压

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 经典空配牛短熊长

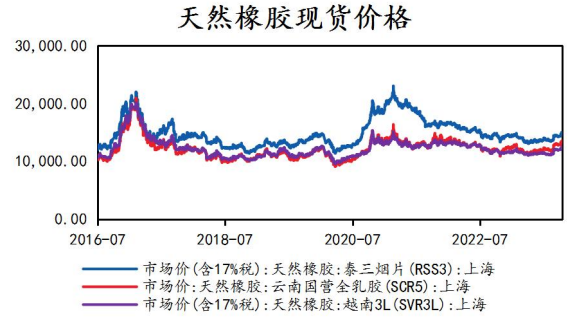
天然橡胶在十年以上的周期上将开启下一轮牛市，然而很难以这个超长期思路看待常规的市场走势。回顾 2023-2024 天然橡胶生产年度，泰国供应端因天气多雨和利润不佳等原因，整体料将出现一定减产，但宏观经济下行压力不容乐观，下游汽车轮胎需求也同样面临疫情解除第二年的后劲乏力。在不出现重大意外的情况下，天然橡胶基本面将继续维持宽松格局，供需缺乏核心利好驱动，价格低位偏弱运行为主。

天然橡胶是一个客观规律性很强的品种，根据历史经验：每年春节到 7-8 月的这段时间，沪胶更多关注反弹较高后的沽空机会，而深度贴水现货成本则是空头止盈离场的条件；三季度末如果有绝对低位配合，01 合约往往会成为价值投资青睐的洼地，到四季度前期往往表现偏强、易涨难跌；待期货升水令期现基差拉大，又会为非标套利盘入场提供机会，产业资金买入现货抛空期货主导市场行情。

总体而言，鉴于沪胶积贫积弱的金融属性，国内市场交易者较为习惯将其作为空配品种，因此在过剩问题得到实质性改善之前，大级别震荡筑底将是一个复杂漫长的过程。

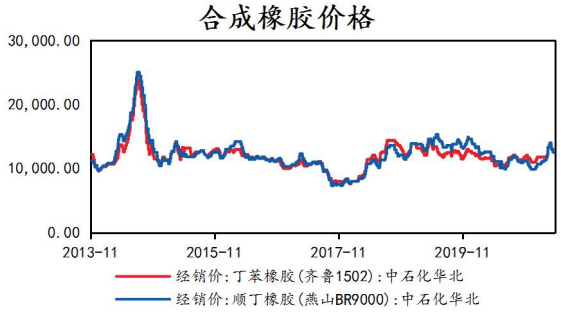
7 橡胶期现数据

图表：天然橡胶现货价格



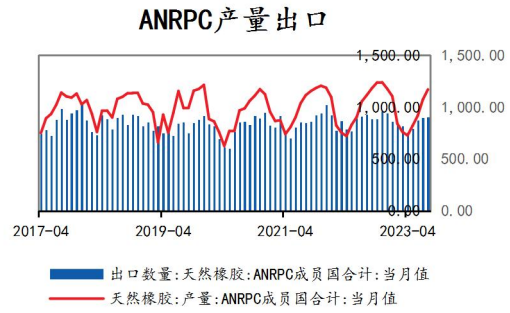
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 39：合成橡胶价格



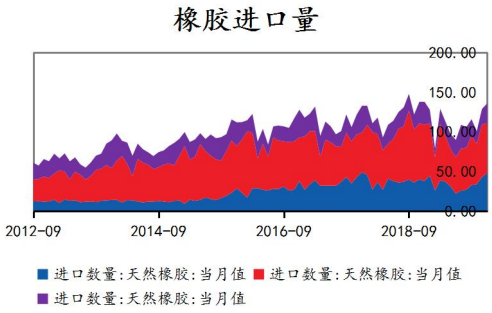
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 40：ANRPC 产量出口



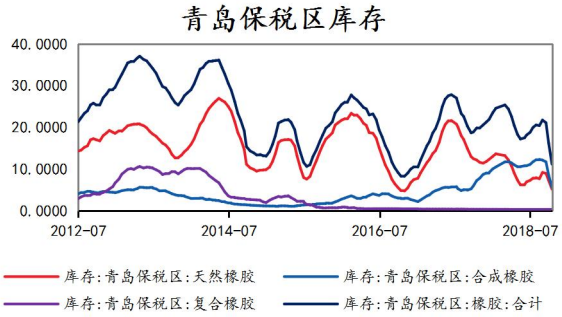
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 41：橡胶进口量



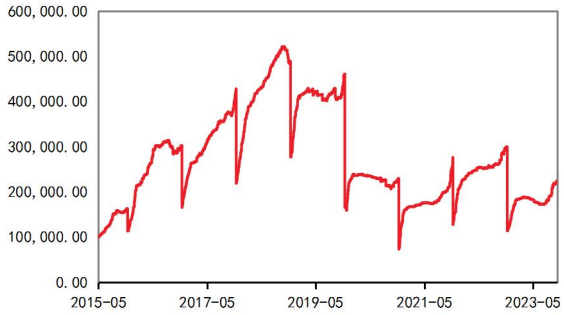
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 42：青岛保税区库存



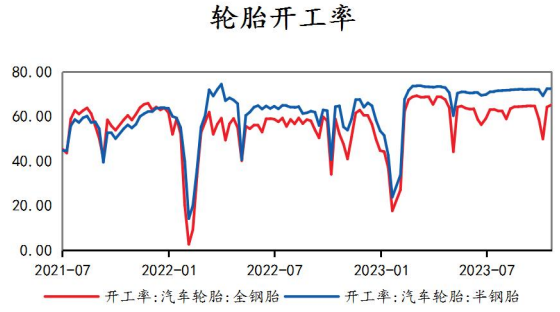
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 43：上期所注册仓单



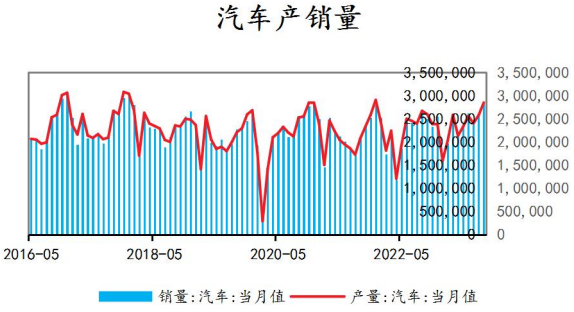
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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：巴西降雨令美豆连续下跌，国内油粕承压大幅回落

1 外部豆类市场分析

巴西降雨扭转产量下滑担忧，美豆市场承压回落跌至去年 6 月底低点

受此前降雨偏少影响，部分分析机构连续下调巴西大豆产量预估值，其中有的机构对巴西大豆的调降幅度较最高点回落近 1000 万吨，但随着近期巴西多地降雨的出现和增多，市场的担忧情绪得到有效缓解。气象服务机构 Maxar 表示，巴西北部的降雨已帮助缓慢改善了水分和作物状况，并预计本周的降雨依然非常活跃。巴西国家商品供应公司(CONAB)表示，截至 12 月 30 日当周，巴西 2023/24 年度大豆种植进度为 97.9%，较上周进度增加 1.1%。去年同期的播种进度为 98.4%。巴西 2023/24 年度大豆收割进度为 0%，目前只有马托格罗索州开始了大豆收割工作，去年同期的播种进度为 0%。巴西降雨增加扭转了产量下滑势头，CBOT 大豆市场连续回吐天气升水，整体进入调整节奏。

阿根廷大豆保持丰产预期，可降低巴西大豆减产的影响

阿根廷大豆方面，根据布宜诺斯艾利斯谷物交易所(BAGE)数据显示，截至 12 月 27 日当周，阿根廷 2023/24 年度大豆种植进度为 78.6%，较上周进度增加 9.6%。该交易所预计，2023/23 年度阿根廷大豆种植面积预计为 1735 万公顷，截止当周已播种 1359.2 万公顷。受良好天气影响，来自阿根廷等其他南美生产国的大豆供应量预计大幅增加，目前各机构评估的阿根廷大豆产量普遍在 4800 万吨左右，同比增产幅度超过 2300 万吨。阿根廷大豆增产有助于抵消巴西减产的影响。

马来西亚 12 棕榈油产量降幅大于出口降幅，预计库存继续回落

船运调查机构 ITS 和 AmspecAgri 发布的数据显示，12 月全月马来西亚棕榈油出口环比分别下降 9.9%和 2.1%。南部半岛棕榈油压榨商协会（SPPOMA）发布的数据显示，12 月马来西亚棕榈油产量环比减少 10.86%。在马来西亚棕榈油局（MPOB）官方报告前，一项调查显示，受产量降幅大于出口降幅影响，马来西亚 12 月底棕榈油库存可能连续第二个月下降，至 237 万吨，较 11 月下滑 2.28%。库存压力下降为马来西亚棕榈油市场提供抗跌支撑。

2 国内豆类市场分析

2024 年国家实施稳大豆扩大油菜的粮油生产目标

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。

豆粕保持累库状态，价格整体承压下跌

受进口美豆到港量增加影响，当前油厂大豆供给较为宽松。豆粕库存压力较大，催提现象明显，且华南地区水产饲料需求大幅下降，豆粕需求也有所减少，预计大豆库存将继续累库。据统计，截至上周末，国内 125 家油厂豆粕库存为 93.06 万吨，周度增加 1.4 万吨，增幅 1.53%。本周油厂豆粕库存已连续 7 周累库，除大豆周度压榨有所回升带动豆粕产出增加外，国内养殖利润不佳，需求较差，导致豆粕库存继续累库。现阶段豆粕整体供大于求，现货价格承压运行，重点关注后期 2-3 月国内实际大豆到港，以及需求情况是否会有所好转。

内外盘弱势联动，油脂高库存推动价格承压回落

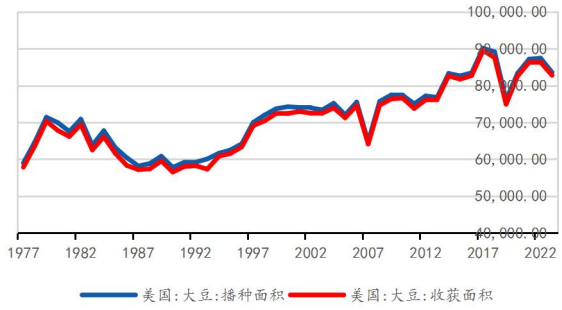
中国粮油商务网发布的数据显示，截至 2023 年第 52 周末，国内三大食用油库存总量为 251.17 万吨，环比增加 0.41%，同比增加 33.97%。其中豆油库存为 119.09 万吨，周度增加 3.24 万吨；食用棕榈油库存为 83.02 万吨，周度下降 0.38 万吨；菜油库存为 49.06 万吨，周度下降 1.83 万吨。元旦期间国内油脂消费表现不及预期，一季度为国内油脂季节性需求淡季，下游消费疲软，去库偏慢，导致食用油累库节奏仍在持续。此外，南美天气炒作降温，外部油脂市场整体表现偏弱，进一步削弱了国内油脂市场看涨预期。多重利空因素叠加，国内油脂市场整体保持调整状态，继续向下寻找支撑点。

3 油脂油料市场展望

巴西降雨天气改善大豆生长条件，有助于扭转市场对巴西减产的担忧，而包括阿根廷在内的南美其他国家大豆产量前景乐观，在南美大豆整体保持丰产预期下，CBOT 大豆期货市场跌至近半年来低点，正在回吐天气升水适应新的供需平衡。马来西亚 12 月棕榈油产量降幅大于出口降幅，库存下降预期有望在 MPOB 下周公布的月报中得到确认。美豆下跌的成本传导以及南美大豆丰产预期继续推动国内豆类市场整体维持偏弱节奏运行。国内油脂库存高企，三大油脂期货中菜油期货已经破位，豆油和棕榈油期货也纷纷逼近前期技术低点，供强需弱格局下仍有下行空间。进口大豆和菜籽陆续到港，国内油厂开工率保持偏高水平，而美豆连跌局面放荒需方采购节奏，豆粕和菜粕期货市场保持震荡下行状态，短期内仍缺少止跌动力。豆一期货市场在产区现货企业降价收购和食用大豆供过于求的背景下，有望继续试探前期政策底的支撑力度。

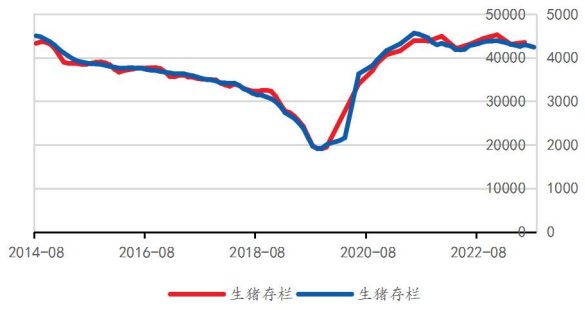
4 油脂油料市场主要数据

图表 46：美国大豆种植收获面积



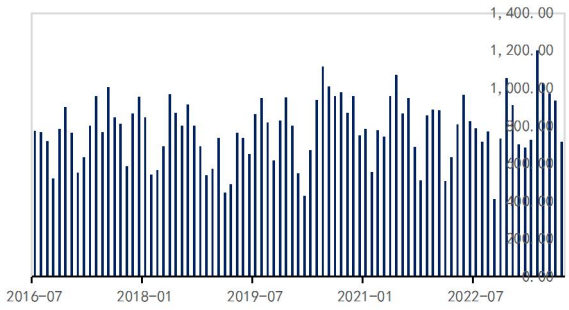
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 47：国内生猪存栏量



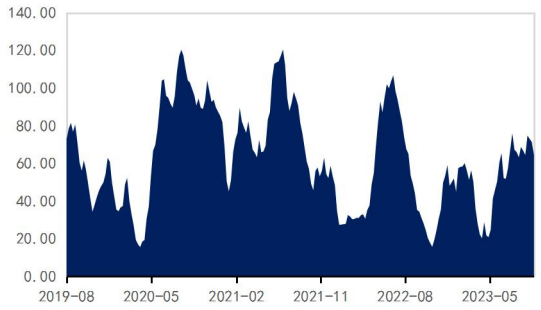
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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