中金财富期货策略周报（2024 年第 2 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：从目前的经济数据看，经济仍相对低迷，因此我们认为当前的工业品市场反弹，缺乏相应的宏观基础。而对于美联储的降息预期，我们认为目前市场依然偏于乐观。因此对于工业品而言，注意追高的风险。

股指期货：预计蓝筹指数下行空间有限，尤其是底线思维下经济预期修复，上证 50 和沪深 300 的相对更为强势，中小类指数补跌的特征更为明显。但是整体看，目前指数处在中期的底部，向下空间有限。

铜：全球最大产铜国智利铜矿产量环比减少逾 2 万吨，同比减少 2.3%，产量处于数年低位，减量主要来自智利国家铜业（Codelco），11 月产量同比减少 16%。此外，第一量子旗下巴拿马铜矿仍处于停产状态，构成主要供应扰动。国内产量维持高位，进口增量边际回升，供应格局趋稳。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。铜价来自宏观和供需面的压力阶段加大，而供应扰动的存在和低库存使得铜价在回调后仍有较强支撑。

锌：海外锌矿关闭规模持续扩大，国内由于天气与转冷，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，供应整体趋紧逻辑不变。河南、陕西等地部分炼厂复产及年底提产带来预期外的增量，因市场进口及部分到货，全国社会库存继续小幅回升，但广东市场缺货严重。而 LME 库存有明显去库超 3 万吨。国内锌锭产量高于预期，国内消费端支撑力度不足，维持震荡思路。

钢材：上周原料价格由强转弱，铁矿引领黑色品种下跌。目前冬储进程已过半，钢厂原料库存脱离低位，原料社库库存也持续增高，钢厂节前补库需求在不断减弱。我们认为目前宏观强预期正在逐步修正，我们认为短期市场走势仍将较弱。

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：巴西降雨天气缓解市场对大豆减产的担忧，包括阿根廷在内的南美其他国家大豆产量前景保持乐观，全球大豆供应将继续保持宽松局面。CBOT 大豆期货市场承压回落，不断向下调整以适应新的供需平衡。在迫近成本区间后，低位支撑力有望提升。每年 2、3 月为南美大豆生长关键阶段，天气炒作情绪随时可能卷土重来。由于国内豆粕市场承接了本轮美豆下跌的主要压力，马来西亚棕榈油库存回落提升了棕榈油市场的抗跌性，这些外部因素在一定程度上强化了国内豆类市场油强粕弱的分化特征。整体来看，南美天气仍是近期国内外豆类市场交易的重点，如缺少新的利空因素打压，国内油脂市场震荡回升的概率也将增加，但豆粕和菜粕市场仍受制于南美供应压力，市场仍缺少止跌动力。豆一期货市场在现货低迷和进口大豆连续下跌的弱势拖累下保持跌势，短期走势仍不乐观。

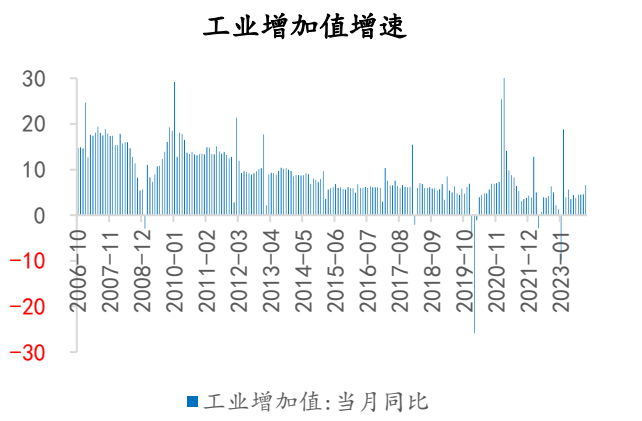
目录

周度策略：PPI 显示需求依然低迷 ..... - 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 高频数据：依然疲弱 ..... - 7 -
3 金融数据表现平淡，政府债仍为重要支撑 ..... - 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 -
3 锌期货现货数据 ..... - 13 -
钢材 ..... - 15 -
1 地产政策持续发力 ..... - 15 -
2 原料支撑减弱 ..... - 15 -
3 铁水产量下降，累库明显 ..... - 16 -
5 钢材期货现货数据 ..... - 16 -
原油 ..... - 19 -
1 多空交织缺乏指引 ..... - 19 -
2 减产框架遭遇挑战 ..... - 19 -
3 沙特下调官方售价 ..... - 19 -
4 美国增产构成重压 ..... - 20 -
5 远期升水弱势信号 ..... - 20 -
6 牛熊周期转折阶段 ..... - 20 -
7 原油期现数据 ..... - 21 -
天然橡胶 ..... - 23 -
1 结构性非趋势行情 ..... - 23 -
2 现货原料成本支撑 ..... - 23 -
3 关注产区天气题材 ..... - 23 -
4 去库转向累库拐点 ..... - 23 -
5 下游需求淡季掣肘 ..... - 24 -
6 经典空配牛短熊长 ..... - 24 -
7 橡胶期现数据 ..... - 24 -
油脂油料：美豆在两年低位徘徊，国内豆类市场油强粕弱愈演愈烈 ..... - 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 -

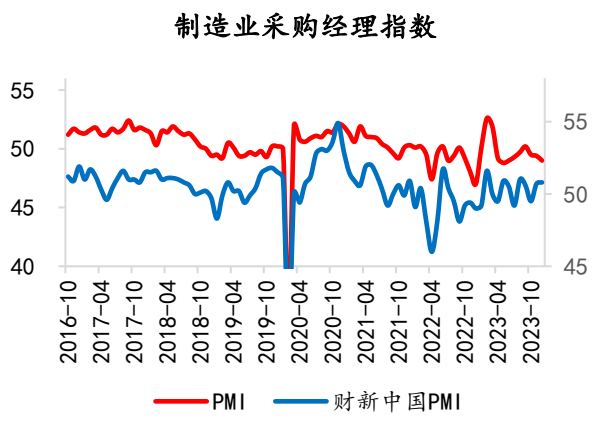
重要经济指标概况

图表 1：国内工业增加值增速



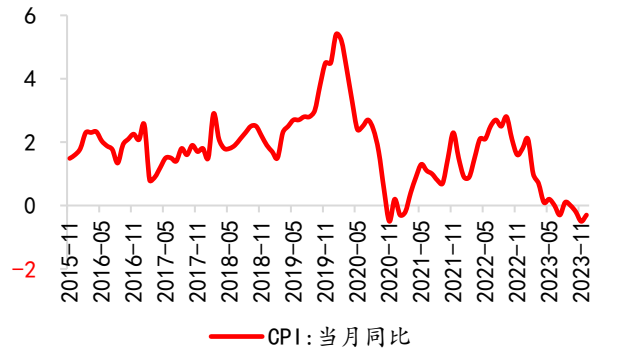
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 2：中国制造业采购经理指数



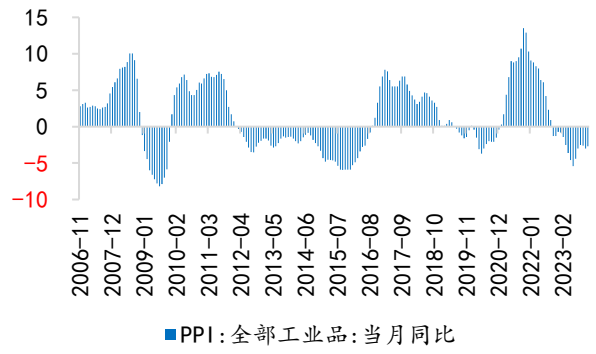
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 3：中国居民消费价格指数



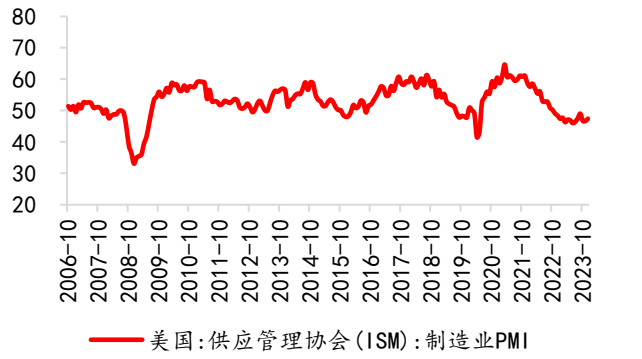
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 4：中国工业生产者出厂价格指数



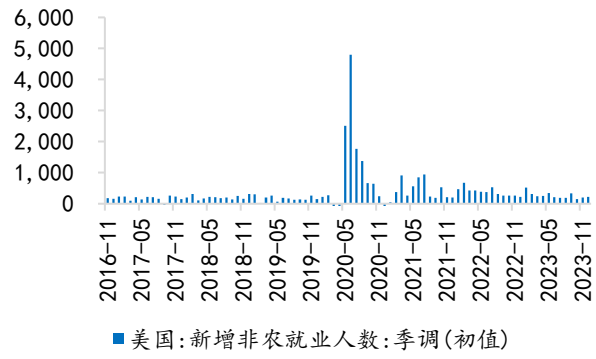
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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：PPI 显示需求依然低迷

在交易美联储降息预期的热度降温之后，美股一度回落，但是随后又强势反弹。美国的 CPI 数据显示美国当前面临的通胀问题并非一帆风顺，但是美股强势的表现凸显市场对于降息预期“进行到底”的观点没有明显变化。国内方面，核心商品 PPI 与 CPI 加速背离，指向总需求依然相对低迷。

PMI 数据显示经济活跃度仍待加强

1 月 12 日公布的 PPI 数据显示当前总需求仍处在相对低迷的态势。

12 月 PPI 环比-0.3%，同比在基数走低背景下回升 0.3 个百分点至-2.7%，低于市场预期（WIND 一致预期-2.6%），新涨价因素跌幅扩大（-0.2 个百分点至-2.7%）是主要拖累项，拆分结构来看，贡献 PPI 回落的主要来自两大供给侧传导效应。第一是国际油价下跌，从成本端带动国内石化产业链价格下行，拖累 12 月 PPI 环比-0.3 个百分点。第二是价格“拖累项”：部分行业投资过热导致的结构性产能过剩，拖累 12 月 PPI 环比-0.1 个百分点。

CPI 比较符合预期，核心商品企稳回升、食品 CPI 低基数下改善。12 月 CPI 同比回升 0.2 个百分点至-0.3%，与市场预期一致，结构上，新涨价因素回升 0.2 个百分点至-0.3%构成主要贡献。拆分结构来看，CPI 改善主要来自两方面。其一是核心商品 CPI 企稳回升，核心商品 CPI 环比（0.2%）回正，同比上行 0.3 个百分点至 0.5%。其二是食品 CPI 回升，在低基数背景下，食品 CPI 同比回升 0.5 个百分点至-3.7%，环比（0.9%）总体符合季节性。

但是矛盾的是，核心 PPI 和 CPI 走势背离，这是什么原因导致的呢？主要原因是核心商品 PPI 受产能过剩影响走弱，但核心商品 CPI 却明显回升。12 月成品油 CPI 环跌 4.5%，直接反映国际油价下跌的对应传导。与此同时，观察更靠近上游的 PPI 口径，12 月核心商品 PPI（非食品生活资料）同比也回落 0.2 个百分点至-1.1%。但在此背景下，核心商品 CPI 同比却回升 0.3 个百分点至 0.5%，四季度以来持续呈现核心商品 PPI 回落、但核心商品 CPI 回升的现象。说明虽然中下游结构性产能过剩、导致中下游工业品出厂价格走低，但更靠终端需求的零售价格却在改善，意味着虽然短期消费需求绝对水平偏弱，但实际上相对水平好于供给表现。

CPI 最快可能在 2 月转正，但是绝对幅度不会很大，需求相对低迷的态势，短期内难以改变。

图表 1：CPI 走势



资料来源：中金财富期货

通胀已不是美联储降息的制约

美国公布 2023 年 12 月最新通胀数据。其中 CPI 同比上升 3.4%，环比上升 0.3%，均略超过市场预期；核心 CPI 同比上升 3.9%，略超过市场预期；环比上升 0.3%，符合市场预期。

尽管通胀数据反弹幅度超预期，但市场普遍认为通胀反弹不具备可持续性。

由于劳动力市场已经出现明显放缓，后续通胀水平或将继续下降，特别是核心通胀也将继续缓慢下行。从劳动力市场来看，12 月的非农数据显示当前劳动力市场缓慢下行的趋势并未破坏，后续劳动力市场对美国通胀的支撑力也将逐渐减弱。在没有突发重大冲击事件的情形下，考虑到美国通胀水平在 2023 年经历了较为明显的下行(-3%)，叠加近期美国消费者通胀预期创 2021 年 1 月份以来新低，所以通胀水平对美联储降息已不构成制约，这几乎成了市场的共识。这也是 2023 年 12 月 FOMC 会议上美联储主席鲍威尔转“鸽”并基本确认加息结束的重要原因。

但这也并不意味着美联储将很快进入到实质性降息，自 12 月份 FOMC 会议以来，市场参与者对降息的交易较为积极，CME 期货显示市场预期 3 月份降息的概率超过 50%。不过结合非农就业数据以及通胀数据来看，我们认为虽然整体通胀数据确实处于下行区间，但结合历史经验来看，去通胀的“最后一英里”往往并非易事，若美联储过早降息，有一定可能会破坏当前通胀下行的趋势，反而增加其货币政策的波动，其或需要更多数据进行观察。因此基准情形下，我们仍倾向于认为美联储或将在 2 季度进行首次降息，且后续降息节奏的不确定性仍旧较大。

注意事件冲击后情绪回落的风险

从目前的经济数据看，经济仍相对低迷，因此我们认为当前的工业品市场反弹，缺乏相应的宏观基础。而对于美联储的降息预期，我们认为目前市场依然偏于乐观。因此对于工业品而言，注意追高的风险。

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 7：一周重大宏观政策、事件和数据解读

类别	时间	政策/数据	内容	点评
政策	1 月 13 日	证监会将科学合理保持 IPO 常态化	股市的供需关系有望边际好转	继续关注市场情绪
	1 月 12 日	两部门：建立城市房地产融资协调机制	为贯彻落实中央经济工作会议、中央金融工作会议部署要求，一视同仁满足不同所有制房地产企业合理融资需求	稳地产政策继续
数据	1 月 13 日	中国 12 月新增社融 1.94 万亿元,新增人民币贷款 1.17 万亿元，M2 增速 9.7%	住户中长期贷款增加 1462 亿元，较 11 月份 2331 亿元下滑	金融数据显示经济动能仍待加强
	1 月 13 日	中国 12 月 CPI 同比-0.3%，CPI 环比转正	PPI 同比-2.7%	稳物价仍需政策加码，有可能会很快降息降准。
事件	1 月 10 日	媒体称中国地方谋划储备超长期特别国债项目	这些地方正谋划的项目支持方向为粮食安全、能源安全、产业链安全、新型城镇化、乡村振兴等领域。	2024 年要做好“三个统筹”

资料来源：中金财富期货研究所

2 高频数据：依然疲弱

消费方面，节后汽车、纺服等商品消费边际回落，服务消费中旅游、观影等消费也再度走低。

投资方面，基建端资金足、项目少的趋势仍在延续；新房销售数据底部震荡；基建实体指标边际回升，或是由于新年开工增加，房建指标仍表现平淡。

进出口方面，欧元区需求、韩国出口数据或反映当前出口仍有一定韧性，国际形势缓和带动国际运价持续走低。生产方面，传统行业和新兴行业生产均有改善，或是由于新年伊始生产持续恢复。

库存方面，冬储累库持续，煤炭、钢铁、沥青等库存回升。物价方面，iCPI 受食品烟酒跌价边际回落；工业品整体回落，这或是由于当前供给端保持稳定，但需求仍相对偏弱，其中能源、房建建材、基本金属均在叠加。

流动性方面，资金面维持紧平衡，资金利率平稳运行；美元指数和人民币汇率与前一周持平。

3 金融数据表现平淡，政府债仍为重要支撑

2024 年 1 月 12 日，央行公布 2023 年 12 月份金融数据显示：12 月份新增人民币贷款 1.17 万亿元，同比少增 2300 亿元，市场预期 1.17 万亿元；12 月份社会融资规模增量为 1.94 万亿元，

同比多增 4197 亿元，市场预期 2.05 万亿元；12 月末，M2 同比增长 9.7%，前值 10.0%，市场预期 10.1%；M1 同比增长 1.3%，前值 1.3%。

2023 年 12 月社融规模继续回升，政府债券净融资仍为重要支撑。信贷总量延续同比少增，高基数下企业中长期贷款是少增主因。具体来看，低基数以及元旦假期等影响，居民端短期贷款表现略强于中长期，也显示出居民部门尚未完全扭转对房地产市场的偏弱预期；企业端信贷同比少增，中长期贷款是主要拖累。一方面或是受 2022 年同期基数较高影响，另一方面，制造业 PMI 连续三个月位于收缩区间，制造业实际贷款需求或也偏弱。

M2 回落、M1 保持平稳，M2-M1 剪刀差有所收窄。12 月 M2-M1 剪刀差为-8.4%，较上月的-8.7%收窄，但总体仍在低位水平，内生动能仍有待增强。后续关注 M2-M1 剪刀差收窄的可持续性。

往后看，经济复苏过程仍有波折和反复，内需不足矛盾依旧突出，房地产市场尚未企稳，此外考虑到通胀呈弱势格局，实体部门融资成本相对仍偏高等，仍需宽松政策加力。预计上半年货币政策或将加力，降准、降息刺激需求的可能性较高。。

4 宏观策略

从目前的经济数据看，经济仍相对低迷，因此我们认为当前的工业品市场反弹，缺乏相应的宏观基础。而对于美联储的降息预期，我们认为目前市场依然偏于乐观。因此对于工业品而言，注意追高的风险。

5 股指期货市场分析

指数走势偏弱

上周两市延续弱势。其中沪深 300 周-1.35%，上证 50 周-1.36%，中证 500 周-1.43%，中证 1000 周-1.79%，主要指数均创新低的走势。

本周北上资金净卖出 24.39 亿元。其中沪股通净卖出 5.65 亿元，深股通净卖出 18.75 亿元。

市场方面无明显变化，经济数据低迷，加上市场情绪不足，指数面临的反弹驱动不足。

经济数据看，在信贷需求跨期调整后，12 月中长期企业和居民贷款仍显示同比少增，表明私人部门资本开支意愿待提振，增长预期未出现上修动力。住房租赁金融支持政策出台、21 世纪经济报道地方谋划超长期特别国债项目，方向多为“安全”与民生领域。现有支持还不足以推动增长与现金流创造，亟待更有力的支持。以上两点表明，尽管股票估值处于历史低位，但预期上修动力不足，导致预期交换不顺畅，指数与大盘股震荡为主。

耐心等待指数企稳

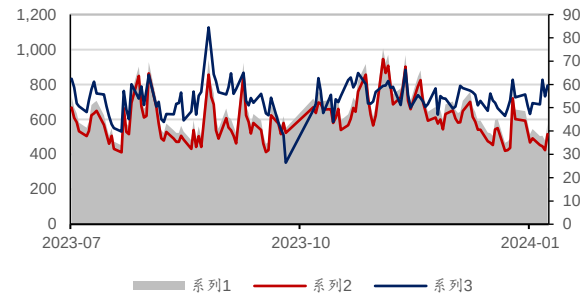
指数表现低迷，目前看短期内强势修复的难度较大。

关注顺指数的新能源板块的表现。新能源有企稳的可能是指数 2024 年能反转的重要前提。因为从行为金融学的角度，煤炭、中特估等板块虽然 2023 年有较强的表现，但对其他行业的情绪和估值带动比较小。而新能源医药半导体这些板块的表现，可能会影响所有成长消费板块的情绪和估值。历史经验告诉我们，如果市场底部反转，需要一个前一轮牛市最强的方向阶段性

领涨市场，从而让市场情绪恢复。

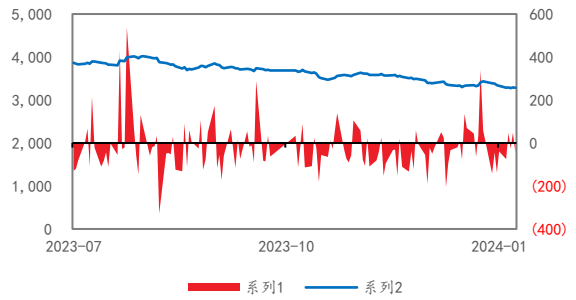
预计蓝筹指数下行空间有限，尤其是底线思维下经济预期修复，上证 50 和沪深 300 的相对更为强势，中小类指数补跌的特征更为明显。但是整体看，目前指数处在中期的底部，向下空间有限。

图表 8：融资融券数据图



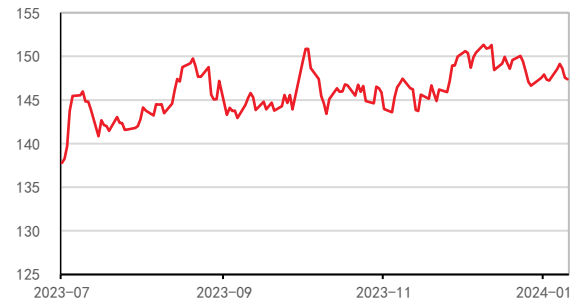
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 9：合约持仓和市场表现



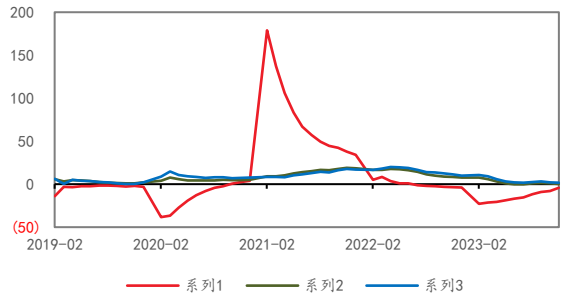
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 10：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 11：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

随着铜价下行，带动铜管市场价格下跌，近期部分主机厂需求释放集中，业者采购积极性较高，出货相对顺畅，铜管周度产量试探性推涨。目前，浙江市场供应扩能明显，价格竞争激烈，然下游增速却支撑有限，在供需博弈的格局之下，国内需求已然有限；从市场反馈来看，下游大量备库的积极性依旧偏低，也是担心行情出现大幅波动的情况，所以整体采购仍偏谨慎。

国家统计局数据显示，1-11 月我国电网投资完成额 4458 亿，同比增长 5.9%。1-11 月我国电源工程投资完成额 7713 亿，同比增长 39.6%，其中，太阳能发电 3209 亿元，同比增长 60.5%，核电 774 亿元，同比增长 45.3%，风电 2020 亿元，同比增长 33.7%，2023 年特高压和储能电网订单增速明显，中低压电网订单增速稍显乏力，由于线缆用铜量大多集中在中低压，整体电网投资增速对精铜消费的提振或较为有限，2024 难整体电网的发展方向将更加聚焦于特高压、储能和数字化配网等新领域。

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

全球最大产铜国智利铜矿产量环比减少逾 2 万吨，同比减少 2.3%，产量处于数年低位，减量主要来自智利国家铜业（Codelco），11 月产量同比减少 16%。此外，第一量子旗下巴拿马铜矿仍处于停产状态，构成主要供应扰动。国内产量维持高位，进口增量边际回升，供应格局趋稳。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。铜价来自宏观和供需面的压力阶段加大，而供应扰动的存在和低库存使得铜价在回调后仍有较强支撑。

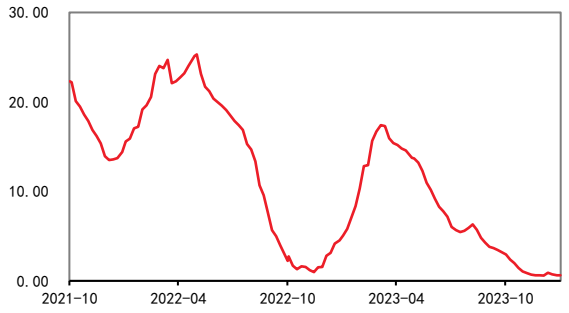
3 铜期货现货数据

图表 12：长江有色铜价



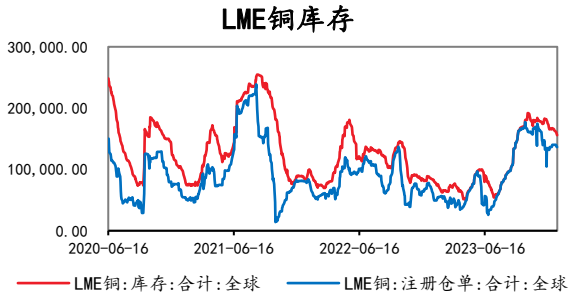
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 13：上海保税区铜库存



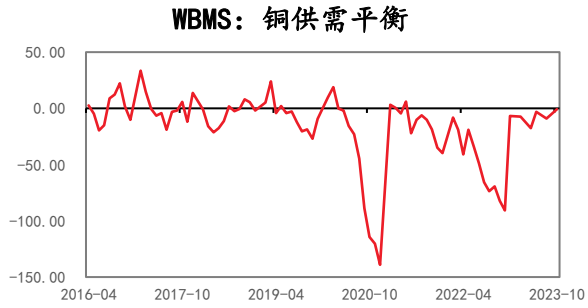
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 14：LME 铜库存



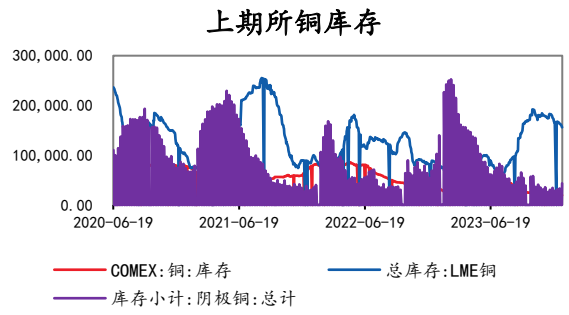
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 15：WBMS 供需平衡



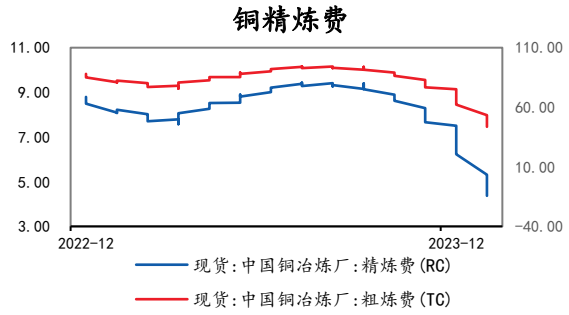
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 16：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 17：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

海外锌矿关闭规模持续扩大，供应整体趋紧逻辑不变

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

河南、陕西等地部分炼厂复产及年底提产带来预期外的增量；就目前信息来看，1 月主要增量有广西某新厂爬产、陕西及甘肃部分炼厂复产，主要减量有湖南、安徽、江西、贵州等部分炼厂减产以及云南某炼厂搬迁，1 月产量环比或下降约 1.75 万吨至 57.24 万吨，整体开工率维持较高。

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。

初端开工下滑，终端有望改善

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。镀锌管下游担忧年后价格跌落叠加北方终端建设基本停工，采购清淡，轮胎、饲料相关氧化锌订单偏弱，电子及化工相关氧化锌订单受终端备库影响有所增长。

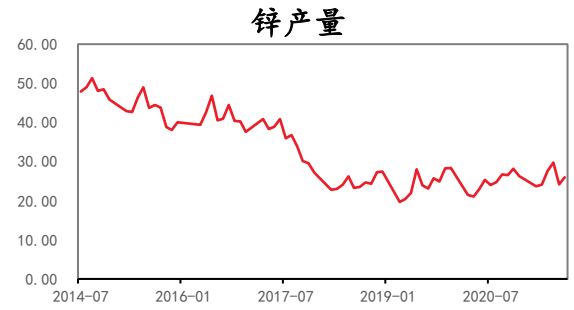
中汽协数据显示，11 月，汽车国内销量 309.3 万辆，环比增长 7%，同比增长 29.63%；1-11 月，汽车国内销量 2704.70 万辆，同比增长 9.89%。在国家促消费政策及车企优惠促销等因素驱动下，购车需求持续释放，汽车市场整体呈现旺季更旺的特点，环比同比均实现增长。

2 总结

海外锌矿关闭规模持续扩大，国内由于天气与转冷，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，供应整体趋紧逻辑不变。河南、陕西等地部分炼厂复产及年底提产带来预期外的增量，因市场进口及部分到货，全国社会库存继续小幅回升，但广东市场缺货严重。而 LME 库存有明显去库超 3 万吨。国内锌锭产量高于预期，国内消费端支撑力度不足，维持震荡思路。

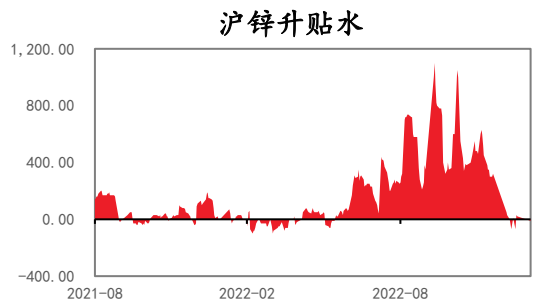
3 锌期货现货数据

图表 18：锌产量



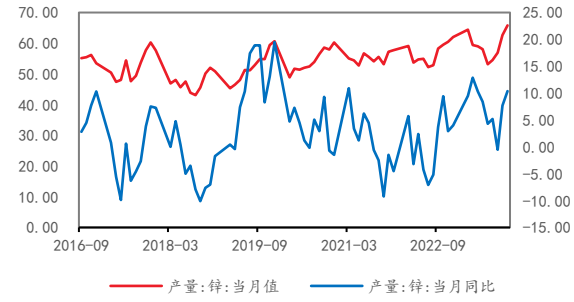
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 19：锌升贴水



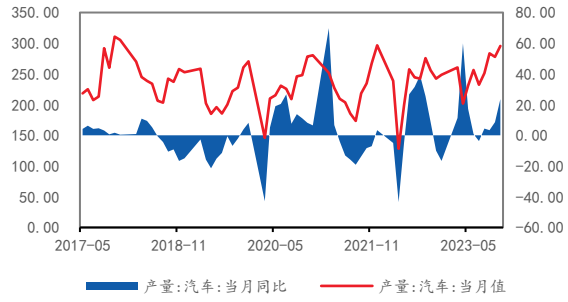
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 20：锌产销变化



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 21：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

1 月 5 日，央行和国家金融监管总局发布了关于金融支持住房租赁市场发展的意见，主要内容包括以下几个方面：

a. 增加供应和支持租赁市场改革：强调对住房租赁供给侧结构性改革的支持，重点支持专业化、规模化的自持物业型住房租赁企业。该政策主要在大城市实施，旨在解决新市民和青年人的住房问题，通过支持新建、改建、运营长期租赁住房，以及活化存量房屋，增加保障性和商业性租赁住房供应。

b. 市场化操作和金融服务体系建设：提出金融支持应以市场配置为主，依据市场化原则进行自主决策。为租赁住房投资、开发、建设、运营提供多样化、多层次、全周期的金融产品和服务，以实现市场功能的完善、结构均衡和竞争有序。

c. 创新信贷产品和服务模式，拓宽融资渠道：鼓励加强住房租赁信贷产品和服务的创新，拓展多元化投融资渠道，完善住房租赁金融管理。具体措施包括加大对住房租赁开发建设的信贷支持，支持商业银行向多种主体发放住房租赁开发建设贷款，贷款期限通常为 3 年，最长不超过 5 年。

d. 推进房地产投资信托基金试点工作：支持稳步发展房地产投资信托基金，以募集资金用于住房租赁企业运营长期租赁住房。同时，政策鼓励这些基金份额的交易流通，以促进住房租赁企业的长期稳定经营。

e. 引导各类社会资金有序投资住房租赁领域：支持金融机构和资产管理机构规范投资住房租赁相关金融产品，并鼓励住房租赁企业通过房地产投资信托基金长期持有运营租赁住房。同时，鼓励保险资金等长期资金投资住房租赁市场，并利用利率衍生工具对冲相关利率风险。

1 月 11 日媒体报道，央行已批复总额 1000 亿元租赁住房贷款支持计划，在济南、郑州、天津、成都等城市试点，用于引导工农中建等 7 家银行为试点城市住房租赁经营主体收购存量住房提供资金支持，市场化盘活存量房屋、扩大租赁住房供给。上诉城市商品房库存较高，部分地区新房去化周期超过 12 个月，租赁住房贷款计划及住房租赁团购房计划能有效的帮助上诉城市去库存。

2 原料支撑减弱

近期是海外矿山年末冲量矿石到港的高峰，港口铁矿石日均疏港量上升到仅两个月的高值，而目前铁矿石港口库存还呈现上升的趋势，根据 Mysteel 的数据显示，国内 45 港进口铁矿石库存 12621 万吨，环比上升 376.36 万吨，为连续第四周上升，创近半年来新高。

目前冬储进程已经过半，钢厂的原料库存正逐步升高，库存可用天数也显著上升。随着春节假期的逼近，铁水的产量继续上升的空间较小。此外，原料库存的累库，也进一步带动原料价格的下行。

我们认为，当前处于预期的修复阶段。10 月下旬以来，宏观刺激政策的接连出台，带动市场对 24 年的需求预期不断走强，而现实需求并未明显改善，因此此前大幅上涨的原料价格有较大的向下调整空间。

3 铁水产量下降，累库明显

上周，全国高炉产能利用率回升，电炉产能利用率及钢材产量回落，国内 247 家钢厂高炉产能利用率为 82.6%，环比+1.0%，同比持平，91 家电弧炉产能利用率为 60 %，环比-4.0%，同比+24.1%，五大品种钢材周产量为 869.3 万吨，环比-0.8%，同比+0.8 %。

在库存方面，上周五大品种钢材周社会库存为 960.6 万吨，环比+4%，同比-8.8%，钢厂库存为 432.2 万吨，环比-1.9%，同比-1.7%；钢材总库存持续累积，环比增加 2.1%，增幅扩大 0.2%，厂库回落的同时社库增幅扩大，厂库向社库转移。

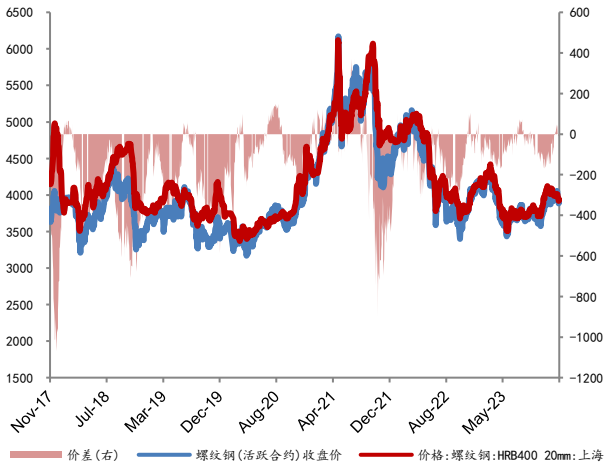
从消费情况来看，上周种钢材周表观消费为 840.6 万吨，环比-1.2%，同比 11.3%，其中螺纹钢周表观消费 218.6 万吨，环比-3.5%，同比-27.5%。

4 小结

上周原料价格由强转弱，铁矿引领黑色品种下跌。目前冬储进程已过半，钢厂原料库存脱离低位，原料社库库存也持续增高，钢厂节前补库需求在不断减弱。我们认为目前宏观强预期正在逐步修正，我们认为短期市场走势仍将较弱。

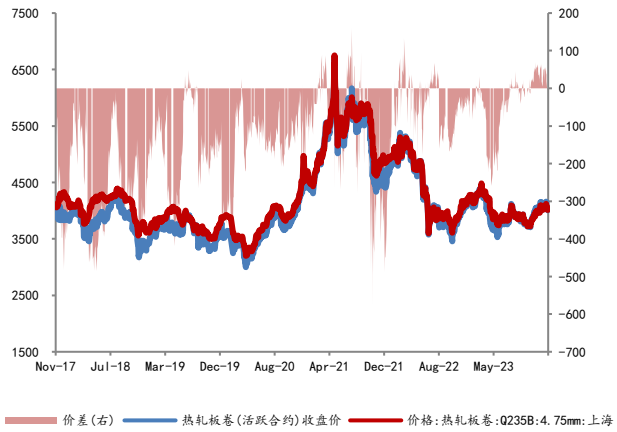
5 钢材期货现货数据

图表 22：螺纹期现价差



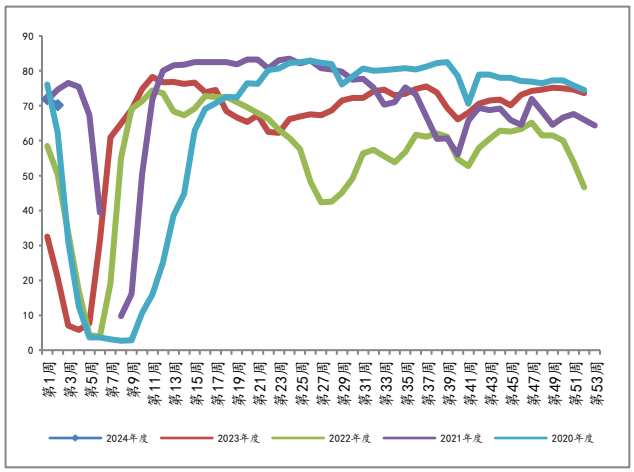
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 23：热卷期现价差



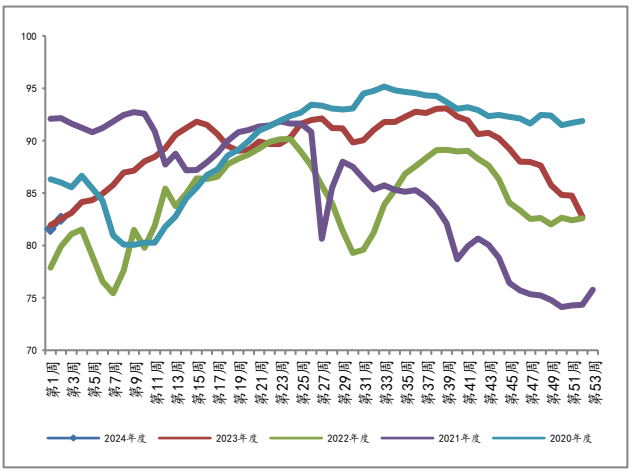
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 24：85 家独立电弧炉钢厂：开工率：中国（周）



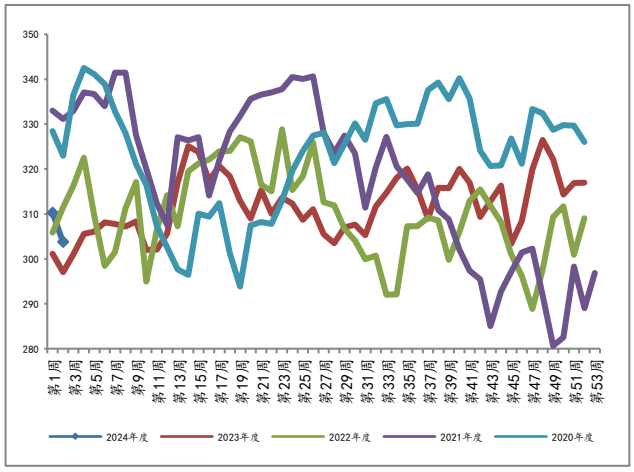
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 25：247 家钢铁企业：高炉产能利用率：中国（周）



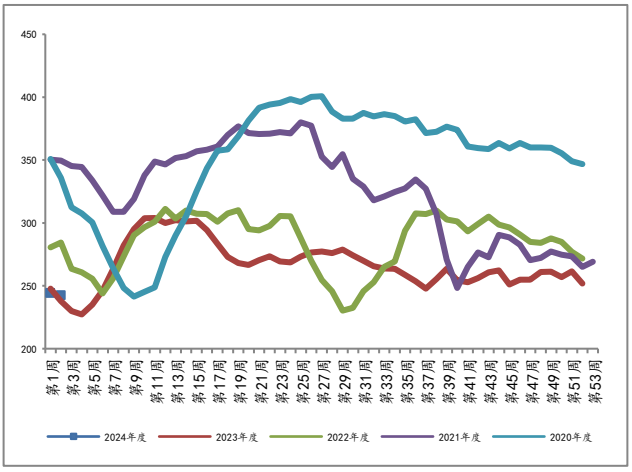
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 26：螺纹钢：建筑钢材钢铁企业：实际产量（周）



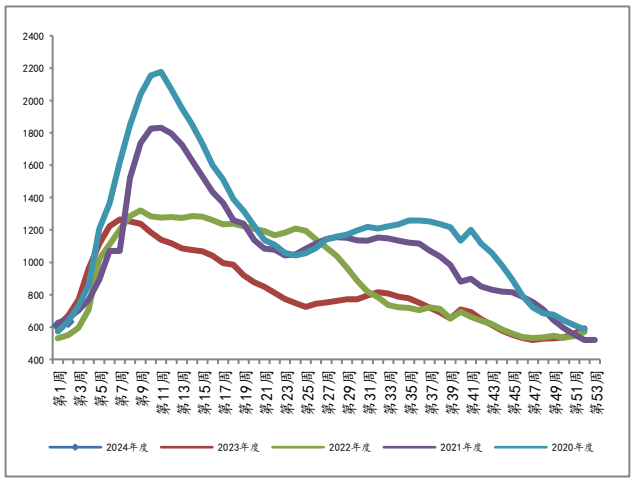
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 27：热轧板卷：钢铁企业：实际产量：（周）



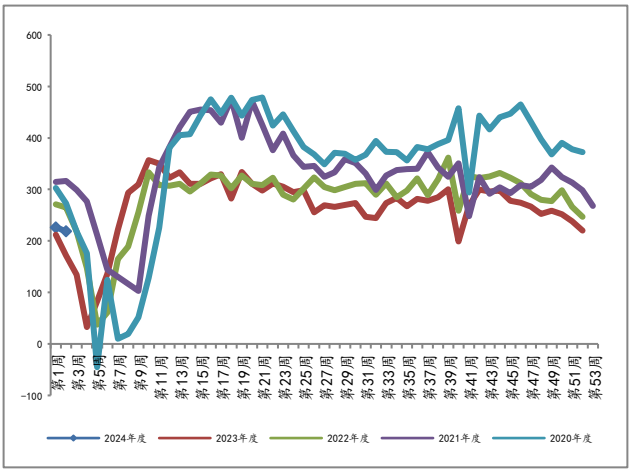
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 28：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 29：螺纹钢：消费量（周）



资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

原油

1 多空交织缺乏指引

国际原油基本面多空交织，而地缘政治则是市场最大的不确定性因素。

2024 年 1 月开始，OPEC+新一轮的减产计划启动，如果成员国能够大体上遵守配额，相较 2023 年四季度供应端将会有 90 万桶/日左右的缩减。利比亚爆发抗议活动导致约 30 万桶/日的油田关闭，这部分产量短时间内仍难回归。需求疲软仍是制约油价走势的主要原因。美国能源消费淡季成品油大幅累库，近期汽油库存创 1993 年以来最大单周增幅，包括柴油和取暖油在内的中质馏分油库存降至 1999 年以来最低水平。中国主营炼厂开工率维持年内偏低水平，地炼开工率位于五年最低。美国和也门胡赛武装已经交战，预计中东局势将愈演愈烈，市场担忧全球原油体系可能会受到真正的冲击。

无论如何，目前市场尚未有趋势性行情的信号，在多因素轮番占据主导的情况下，原油走势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。

2 减产框架遭遇挑战

2024 年 OPEC+开局不利，之前减产不被看好，然后安哥拉退群，令市场质疑该组织对油价的话语权削弱。最新统计显示，12 月 OPEC 原油产量整体保持稳定，平均为 2805 万桶/日，11 月 OPEC+原油出口量环比 10 月持平。此前一直是沙特独自坚持减产，而近期 OPEC 第二大产油国阿联酋开始控产。在数据支持下，1 月该组织开启新一轮减产措施具有一定说服力，尽管新的产量目标和当前相比变化并不大，但有望继续起到维持原油市场稳定的作用。

目前 OPEC+面临最大的挑战是，由于美国原油出口量增至接近历史高点，沙特等国的市场占有率和定价话语权再次被动摇。回顾 2022 年初俄乌战争爆发之前，沙特阿拉伯的原油出口量约为 700 万桶/日，差不多是当时美国平均出口量的两倍。然而经过两年的大幅减产，到 2023 年 12 月沙特原油出口量已降至 600 万桶/日以下。另一方面，美国页岩油钻探行业重新繁荣，原油产量的急剧回升同样反映到出口上。2023 年 12 月美国平均原油出口量接近 450 万桶/日，2024 年初周度数据达到 530 万桶/日，接近 EIA 有统计以来的最高记录。

过去数年 OPEC+通过限制供应平衡了原油市场，但长期的现货紧缺和地缘政治令市场寻求替代，如今美国 400 万桶/日以上的原油出口量已成为常态，基本抵消了 OPEC+减产的影响，全球原油供应压力导致油价下行的风险与日俱增。

3 沙特下调官方售价

沙特阿美宣布下调 2 月旗舰型阿拉伯轻质原油的官方售价。其中，销往亚洲市场的降价幅度达 2 美元/桶，较阿曼/迪拜原油升水缩窄至 1.5 美元/桶，是 2021 年 11 月以来最低差价水平；此外，沙特阿美还下调了销往西北欧、地中海和北美等所有地区客户的原油售价。

沙特作为全球最重要的原油生产和出口国，其官方售价对于海湾区域乃至国际市场定价具有指导意义，本次主动大幅下调售价，我们推测是出于在减产的情况下保持市场份额的目的。沙特

一边坚持减产维持油价稳定，一边降价防止市场份额丧失。然而，除了美国等其他产油国抢占市场份额以外，这也体现出经济放缓导致需求疲软的迹象。无论如何，这都是原油价格走弱的信号，重新引发市场对过剩的担忧，并抹平了地缘政治带来的溢价。

4 美国增产构成重压

对于原油市场而言，目前来看红海危机并没有在供应端造成显著冲击，反而是非 OPEC+产油国产量的大幅增长，对供需平衡构成了较大压力。

整个 2023 年美国原油产量持续攀升，美国能源信息署（EIA）数据显示，12 月美国原油产量已达到 1330 万桶/日的创纪录水平，并且 EIA 预计 2024 年美国原油平均产量将维持在这一水平左右。美国页岩油钻探活动已经复苏并重新繁荣，以二叠纪盆地为核心的油田得到深度开发，油企竞相收购使得页岩油行业集中度较 2019 年更为成熟。

在此背景下，中东紧张局势导致红海航运风险激增，相比绕行非洲增加的航运成本，欧洲买家转而在美国墨西哥湾沿岸装载相对廉价的原油货源，反而推动了美国原油出口的增加。近期美国原油出口量接近历史峰值，部分替代了中东和俄罗斯原油在欧洲市场的份额，现货供应也因此趋于宽松，这意味着原油走势将继续保持震荡偏弱态势。

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。

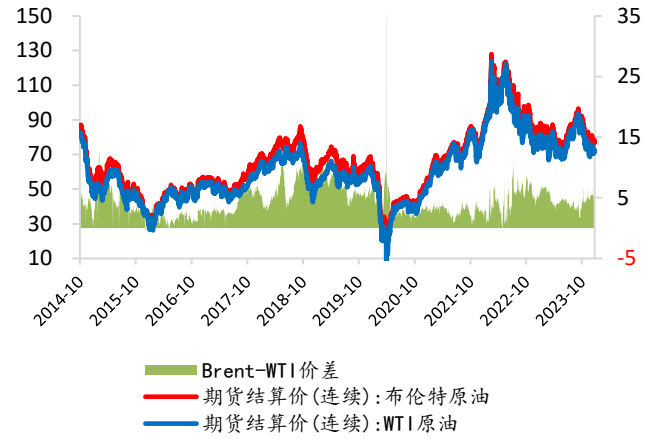
未来原油市场主要变数仍集中在供应端，关注 OPEC+减产协议存续，以及巴以问题应如何收场。但经过俄乌战争后，国际原油市场在赋予地缘政治溢价上变得更为谨慎，因此原油定价将根据供应受到的实质性影响来不断修正估值。另一方面，世界格局已经发生不可逆转的改变，经济仍面临长期低增速的问题，陷入停滞乃至衰退的风险增加。更长远来看，随着人类能源结构转型加速，到 2030 年代全球原油需求增长预计将会触顶。

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。

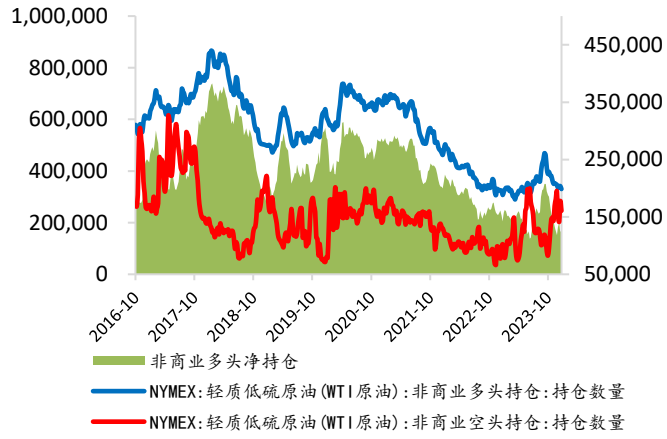
7 原油期现数据

图表 30：国际原油期货价格



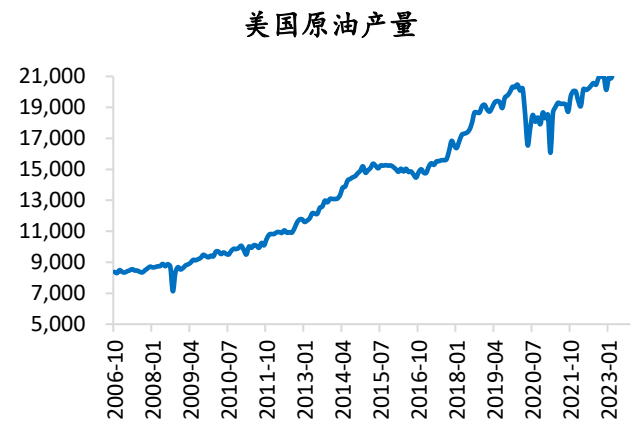
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 31：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 32：美国原油产量



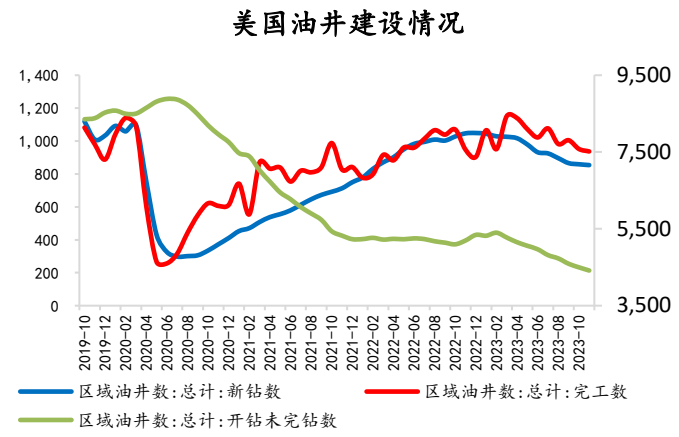
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 33：沙特原油产量



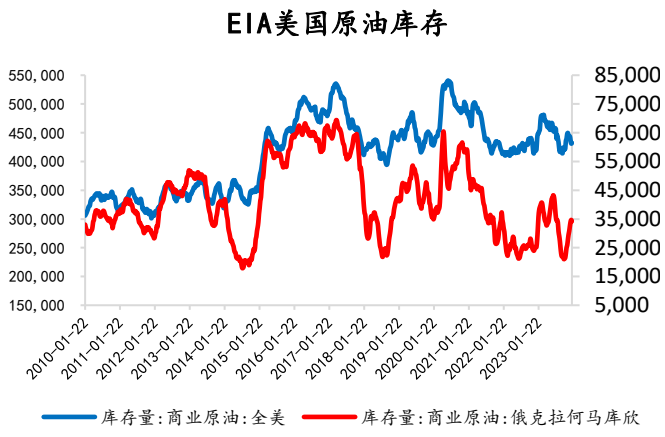
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 34：美国油井建设情况



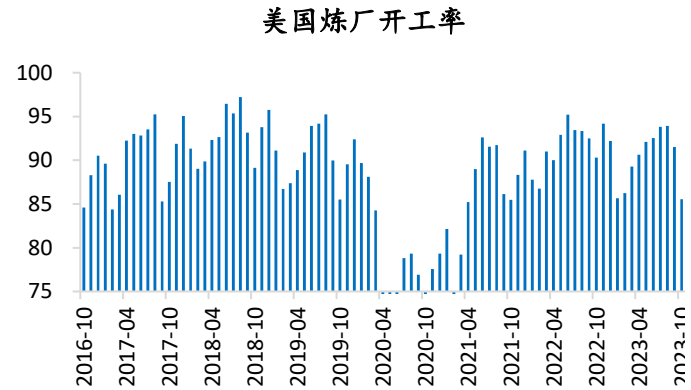
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 35：EIA 原油库存



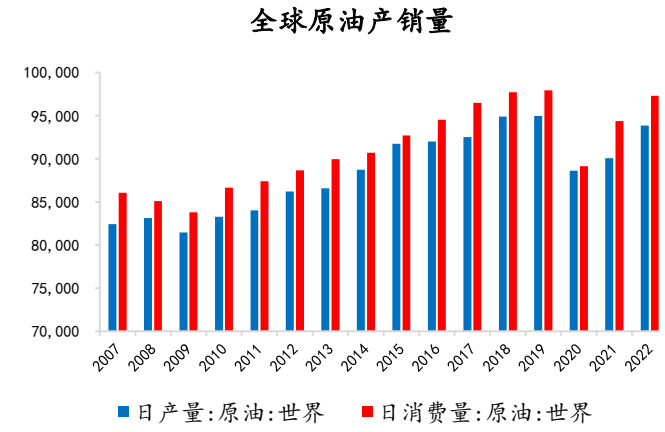
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 36：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 37：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 结构性非趋势行情

从宏观经济和产业周期来看，2024 年天然橡胶走势难有根本性转折，出现大牛市行情的概率较小。供应方面，东南亚主产国近年来新种植较少，开割面积有微幅下降的迹象，但总种植面积仍处于历史峰值，此外非洲科特迪瓦等新兴产胶国异军突起，使得产能出清阶段进一步拉长。宏观和需求方面，目前市场对美联储 2024 年开启降息周期的预期较强，如果在全球经济衰退前进行预防式降息，则大宗商品需求疲弱的情况或有所好转，国内轮胎行业面临的贸易环境将有望改善，将对轮胎出口需求继续构成支撑。库存方面，目前国内天然橡胶社会库存处于偏高水平，后期将基本遵循季节性的产业规律，需关注非标价差对套利盘的进口驱动。短期内受天气等因素影响，橡胶市场依然存在结构性行情的契机。

2 现货原料成本支撑

近期，天然橡胶现货价格持稳，主要受原料成本端支撑，以及下游仍有买盘低价补库。全球天然橡胶产量已经达到年度高峰并开始触顶回落，东南亚主产区自北向南陆续进入减产停割期。国内云南产区已经处于全面停割状态，海南产区仅零星割胶，产地原料价格相对抗跌。泰北部及越南橡胶林进入落叶期，泰国南部主产区旺季降雨整体偏多，局部发生洪涝灾害影响新胶上市及出口进度。随着上游原料供应持续下滑，且原料价格高企令加工厂利润倒挂，对天然橡胶价格形成一定的阶段性支撑。不过，整体供需形势难有实质性转好，橡胶走势或仍将在反复震荡中季节性走弱。

3 关注产区天气题材

从 ANRPC 主要产胶国近年割胶情况来看，不同产区、不同时期的物候条件及维护状况，使得各国单产存在较大差异。近十年来，中国天然橡胶单产稳定在 1100 公斤/公顷，泰国天然橡胶单产则由巅峰时期的 1800 公斤/公顷显著下降至 1375 公斤/公顷，尽管泰国占据更为优越的自然条件，割胶意愿不足及环境因素扰动成为减产的主要原因。其他主要天然橡胶生产国，如印尼、马来西亚和越南，同样也会面临物候条件变化等异常情况。回顾 2023 年 4 月，东南亚多地遭遇高温干旱天气，本年度割胶季刚开始就被迫停割，且加剧了橡胶林病害防治的困难程度，开割推迟导致割胶月份变少和旺产季压缩，最终影响到全年橡胶产量。更早的 2016 年 12 月，泰国南部主产区发生严重的洪涝灾害，割胶作业和道路运输无法进行，打断了当年旺产季的供应节奏，极大刺激期货市场炒涨情绪。2024 初步来看，一季度受厄尔尼诺事件的影响较大，年末则需警惕拉尼娜现象的卷土重来。

4 去库转向累库拐点

天然橡胶基本面供需两弱：上游东南亚产区自北向南进入减产停割期，泰南部洪水炒作弱化，海外减产预期落地；下游轮胎开工和汽车销量季节性走低，对原料橡胶采购需求进入淡季。不过产地目前原料价格高位导致加工厂利润倒挂，胶价向上驱动不足但成本支撑犹存。国内天然

橡胶社会库存总体回升，青岛地区深色胶即将到达累库拐点，浅色胶库存同比呈增长态势。截至 2024 年 1 月 7 日，青岛地区天然橡胶保税和一般贸易库存量合计 67.21 万吨，较上期环比增加 1.28%；其中，保税区库存环比增加 0.7%至 11.49 万吨，一般贸易库存环比增加 1.4%至 55.72 万吨。随着青岛仓库意外事件消化，橡胶市场情绪趋于理性，短期缺乏方向性指引，大概率将震荡偏弱运行。

5 下游需求淡季掣肘

在供强需弱的季节性背景下，青岛地区天然橡胶库存从去库到累库的拐点或正在到来。目前浅色胶库存已经拐头向上，深色胶库存从出入库率变化来看，观察到即将出现累库的迹象，除了进口到港量增加，很重要的原因是是下游出货较慢。目前下游橡胶轮胎企业来看，厂商整体出货表现不佳，轮胎成品库存长期处于高位积压状态。其中，半钢轮胎由于出口市场表现依旧良好，订单和库存周转的运营状况尚可；但全钢轮胎销售不畅，库存压力较大，开工长期低迷，拖累了对橡胶原料的补库积极性。需求低迷在相当程度上让工厂采购意愿减弱，叠加开工率季节性下滑和春节工厂放假，1 月青岛地区橡胶现货市场出货压力较大。基于外部供应和库存压力同步增加的预期，后市沪胶 2405 合料将维持震荡偏弱的走势。

6 经典空配牛短熊长

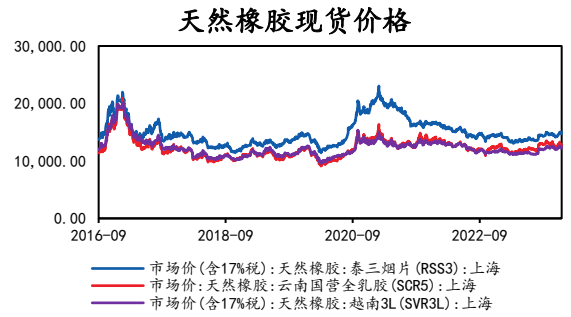
天然橡胶在十年以上的周期上将开启下一轮牛市，然而很难以这个超长期思路看待常规的市场走势。回顾 2023-2024 天然橡胶生产年度，泰国供应端因天气多雨和利润不佳等原因，整体料将出现一定减产，但宏观经济下行压力不容乐观，下游汽车轮胎需求也同样面临疫情解除第二年的后劲乏力。在不出现重大意外的情况下，天然橡胶基本面将继续维持宽松格局，供需缺乏核心利好驱动，价格低位偏弱运行为主。

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。

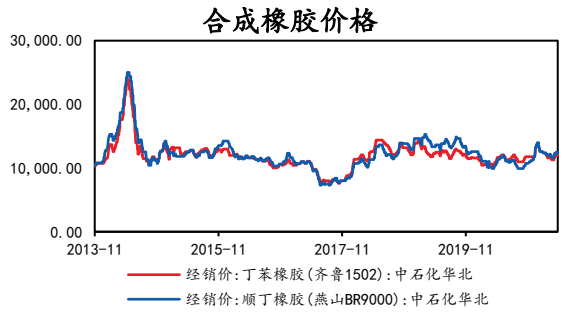
7 橡胶期现数据

图表：天然橡胶现货价格



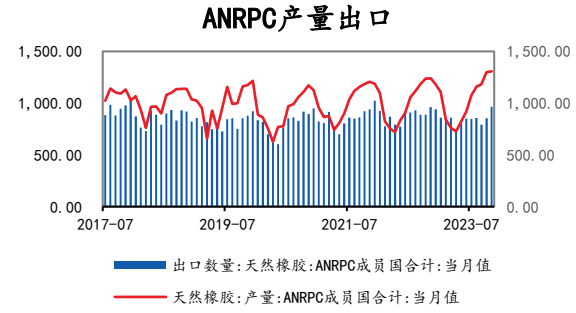
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 38：合成橡胶价格



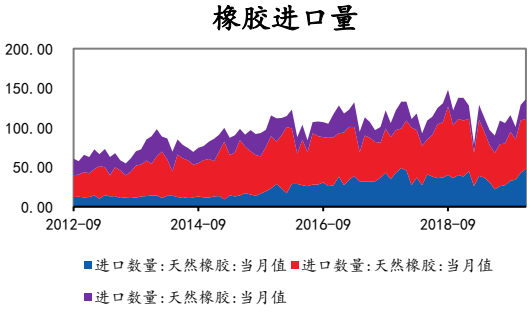
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 39：ANRPC 产量出口



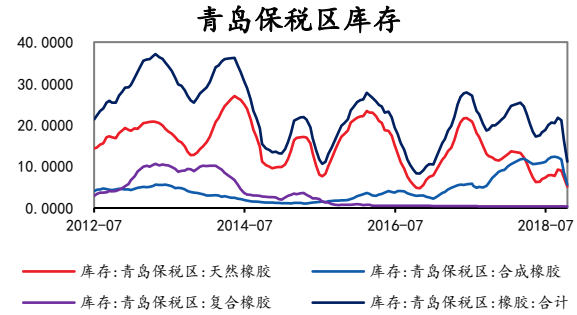
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 40：橡胶进口量



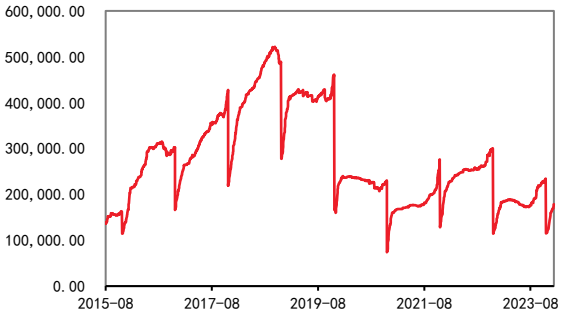
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 41：青岛保税区库存



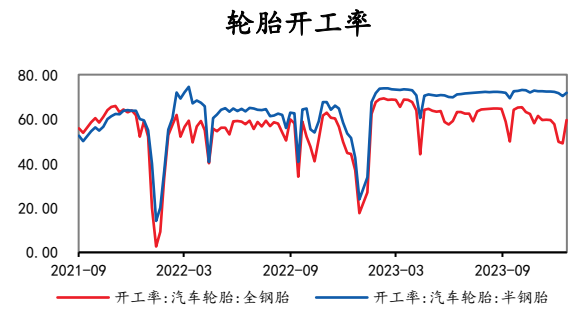
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 42：上期所注册仓单



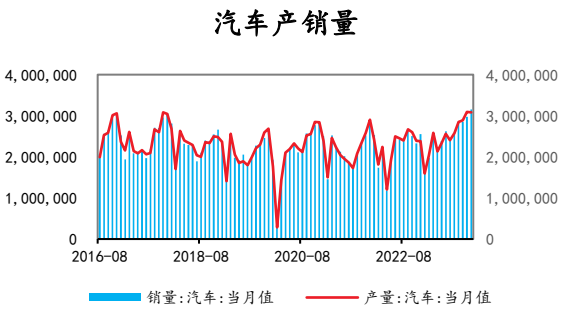
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 43：轮胎开工率



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 44：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：美豆在两年低位徘徊，国内豆类市场油强粕弱愈演愈烈

1 外部豆类市场分析

巴西降雨改善大豆生长状态，美豆承压跌至两年多低点

受播种期间持续缺雨影响，分析机构一度连续下调巴西大豆产量预估值，甚至有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出现降雨改善作物生长条件，市场对巴西大豆减产的担忧情绪得到有效缓解。巴西国家商品供应公司(CONAB)表示，截至 1 月 6 日，巴西大豆播种率为 98.6%，上周为 97.9%，去年同期为 98.9%。与此同时，因炎热天气缩短大豆生长周期，巴西大豆主产州的部分早熟品种已经进入收割阶段，预计到 1 月底收割进度将较常年提前 10-15 天。巴西降雨量增加改善大豆生长条件，扭转了产量下滑势头，CBOT 大豆市场承压大幅回落，进入下行节奏。

阿根廷大豆保持丰产预期，可对冲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 1 月 3 日当周，阿根廷大豆种植进度达到 85.8%，比一周前的 78.6%推进了 9.5%，也高于去年同期的 81.8%。BAGE 预测的阿根廷大豆产量为 5000 万吨，较上年高出 2900 万吨。此外，BAGE 还在月度天气预报中表示，由于南半球夏季降雨和温和气温，阿根廷大豆和玉米产量将在 1 月份有所增长。阿根廷大豆以及南美其他国家大豆增产有助于对冲巴西减产的影响，从而令全球大豆供应宽松状态得以深化。

马来西亚 12 月底棕榈油库存降幅超预期

马来西亚棕榈油局(MPOB)周三公布的月报显示，马来西亚 12 月底棕榈油库存较前月下降 4.64%至 229 万吨，为近三个月最低水平。MPOB 报告还显示，马来西亚 12 月毛棕榈油产量环比锐减 13.31%至 155 万吨，棕榈油出口量环比下滑 5.12%至 133 万吨。MPOB 本次月报对市场有利多效应，尤其是 12 月底库存降幅超出市场预期。每年 11 月至次年 2 月通常为东南亚棕榈油产量淡季，供给端压力仍有下降空间。在过去的一个月内，强厄尔尼诺现象仍在持续，马来西亚半岛的几个地区在长时间降雨后经历了洪水，影响了作物的收割和运输，从而降低了生产力。厄尔尼诺现象仍在持续，不利的天气、较短的工作日和 2 月份的公众假期预计将导致工作日减少，从而制约棕榈油产量回升。

2 国内豆类市场分析

国内油脂库存大幅下降，为油脂市场提供抗跌支撑

在近期国内油厂大豆压榨量下降、进口棕榈油到港量减少和终端提货速度增加等因素影响下，国内三大食用油库存均呈现下降局面。中国粮油商务网公布的数据显示，截至 2024 年第 1 周末，豆油库存周度下降 3.3 万吨至 115.8 万吨，棕榈油库存周度减少 2.8 万吨至 85.4 万吨，进口压榨菜籽油库存周度减少 0.9 万吨至 48.2 万吨。油脂库存压力减弱，为价格回升提供内在支撑。随着春节前油脂备货量提升，来自国内需求端的影响力有望进一步提升，从而降低外部油脂对国内油脂市场的弱势拖累效应。

2023 年中国大豆进口同比增长 11.4%，进口食用植物油同比增长 51.4%

国家海关总署公布的数据显示，2023 年 12 月中国大豆进口量为 982.3 万吨，环比增 24%，同比减 6.9%；进口均价为 574.3 美元/吨，环比跌 0.12%，同比跌 14.53%。2023 年 1-12 月中国

大豆进口量为 9940.9 万吨，同比增 11.4%；进口均价为 601.11 美元/吨，同比跌 10.7%。另外，海关公布的数据还显示，2023 年 12 月中国进口食用植物油 81.1 万吨，1-12 月累计进口食用植物油 981.2 万吨，同比增加 51.4%。

豆粕承接美豆下跌主要压力，需求转弱导致库存快速攀升

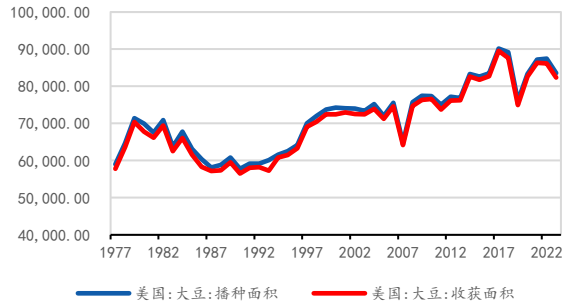
在南美大豆丰产压力下美豆连续下跌，不但推动国内远期进口大豆成本承压回落，还促使国内看空情绪持续升温。美豆下跌的连锁反应集中在国内豆粕市场释放，饲企和贸易商等需求方放缓采购节奏，豆粕成交量大幅萎缩，全国大部分地区饲料企业的豆粕物理库存天数较去年同期下降。豆粕需求遭遇严重打压，库存大幅攀升。根据业内机构对国内 125 家主要油厂的调研数据显示，截至 1 月 5 日，国内豆粕库存为 97.25 万吨，较上周增加 4.19 万吨，增幅 4.5%，同比去年增加 37 万吨，增幅 61.41%。国内油厂豆粕库存呈现连续八周累库状态，无疑为豆粕价格回升带来较大压力。

3 油脂油料市场展望

巴西降雨天气缓解市场对大豆减产的担忧，包括阿根廷在内的南美其他国家大豆产量前景保持乐观，全球大豆供应将继续保持宽松局面。CBOT 大豆期货市场承压回落，不断向下调整以适应新的供需平衡。在迫近成本区间后，低位支撑力有望提升。每年 2、3 月为南美大豆生长关键阶段，天气炒作情绪随时可能卷土重来。由于国内豆粕市场承接了本轮美豆下跌的主要压力，马来西亚棕榈油库存回落提升了棕榈油市场的抗跌性，这些外部因素在一定程度上强化了国内豆类市场油强粕弱的分化特征。整体来看，南美天气仍是近期国内外豆类市场交易的重点，如缺少新的利空因素打压，国内油脂市场震荡回升的概率也将增加，但豆粕和菜粕市场仍受制于南美供应压力，市场仍缺少止跌动力。豆一期货市场在现货低迷和进口大豆连续下跌的弱势拖累下保持跌势，短期走势仍不乐观。

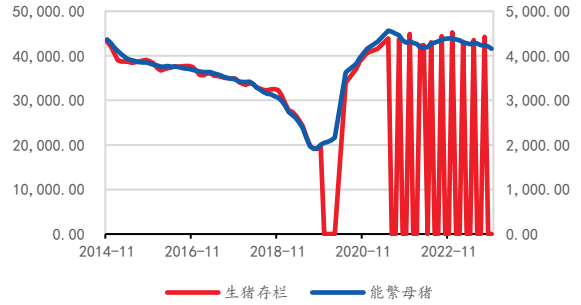
4 油脂油料市场主要数据

图表 45：美国大豆种植收获面积



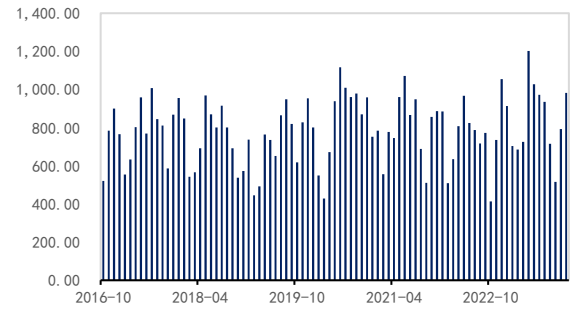
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 46：国内生猪存栏量



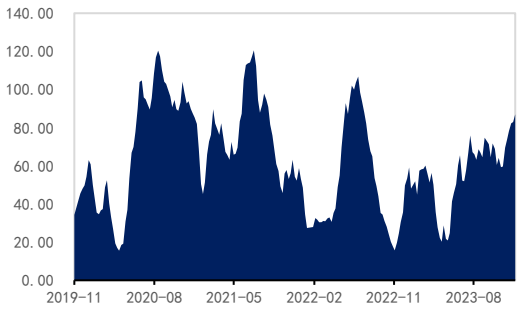
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 47：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 48：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