中金财富期货策略周报（2024 年第 3 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：去年以来地产等稳增长政策持续加码，但效果却低于历史经验，核心并不是存量政策失灵，而是需求侧存在堵点约束了效果释放，未来政策需对症下药破解堵点，也才能引导存量政策重新见效。因此，总需求端不显著好转，经济的循环依然不畅，短期内工业品震荡概率较大。

股指期货：指数虽然低迷，但是目前位置仍有较好的中线配置价值，稳健投资者密切观察并随时介入，激进投资者可关注左侧机会。

铜：欧美降息退潮逐步得到市场验证，国内稳增长政策及效果也有待春节后验证，市场情绪继续修正，铜价出现回落整理。海外铜矿法律、劳资纠纷再次发生，巴拿马大型铜矿关闭不影响 2024 年铜矿过剩的情况。电解铜现长单冶炼利润仍处高位，但现货冶炼近期持续走弱，12 月检修较少预计产量重回 100 万吨高位。因淡季来袭，线缆企业需求量减弱，企业生产和新订单量难见增量。当前并没有强劲驱动支撑铜价回升的因素，预计铜价短期震荡偏弱运行为主。

锌：海外矿山关闭及产出不及预期，国内矿山季节性减产，内外 TC 延续回落，部分炼厂已现亏损，限制锌价估值回落空间。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。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：上周统计局公布了 2023 年房地产市场基本情况，全国房地产开发投资 110913 亿元，比上年下降 9.6%，商品房销售面积 11.17 乙平方米，比上年下降 8.5%，商品房销售额 11.66 亿元，比上年下降 6.5%。无论是房地产开发、商品房销售额还是商品房销售面积，降幅都还在扩大，显示出地产的基本面底尚未到来，即便见底了，反应到钢价上也需要一定的时间。

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：每年 2、3 月为南美大豆生长关键阶段，在南美大豆产量确认过程中，天气因素仍是国内外豆类市场交易的重点。CBOT 大豆期货市场连续承压回落，不断向下调整以适应新的供需平衡。随着巴西早熟大豆进入收割期，新豆上市压力导致巴西大豆升贴水报价快速回落，巴西大豆和美豆的进口成本快速拉大，美豆出口面临的竞争压力持续升高。国内豆粕市场在成本和预期双轮驱动下，与美豆运行节奏基本一致，加上国内油脂市场表现偏强和豆粕库存高企，美豆的下跌压力更易在豆粕市场集中体现。马来西亚棕榈油在季节性减产和库存下降预期中保持升势，通过成本联动为国内油脂整体攀升提供重要动力，油强粕弱格局尚难改变。豆一期货市场因食用大豆供过于求，在进口大豆持续下跌以及缺少现货和政策层面配合下，国产大豆市场呈现积弱难返状态，远月合约因供给压力后移而表现更弱。

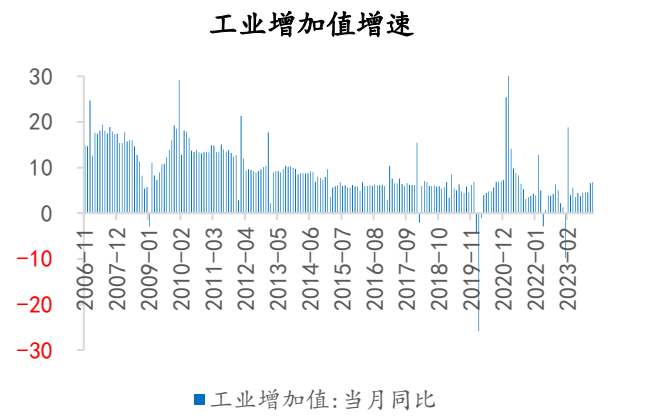
目录

周度策略：经济尚无强驱动 工业品大概率震荡 ..... - 5 -
宏观经济、市场策略和股指期货市场分析 ..... - 6 -
1 一周重大宏观政策、事件和数据解读 ..... - 6 -
2 房地产：住房成交连续两周低位 ..... - 7 -
3 流动性：宽松和分层并存 ..... - 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 2023 年地产数据公布 ..... - 15 -
2 原料支撑减弱 ..... - 15 -
3 铁水产量下降，累库明显 ..... - 15 -
5 钢材期货现货数据 ..... - 16 -
原油 ..... - 18 -
1 地缘定价存在争议 ..... - 18 -
2 市场心态保持谨慎 ..... - 18 -
3 供给调控支撑减弱 ..... - 18 -
4 过剩局面迹象重现 ..... - 18 -
5 油价下调印证悲观 ..... - 19 -
6 牛熊周期转折阶段 ..... - 19 -
7 原油期现数据 ..... - 19 -
天然橡胶 ..... - 22 -
1 结构性非趋势行情 ..... - 22 -
2 减产停割原料坚挺 ..... - 22 -
3 供强需弱累库拐点 ..... - 22 -
4 车市景气需求透支 ..... - 22 -
5 合成橡胶反弹有限 ..... - 23 -
6 经典空配牛短熊长 ..... - 23 -
7 橡胶期现数据 ..... - 23 -
油脂油料：美豆反弹乏力，国内豆类市场保持油强粕弱格局 ..... - 27 -

1 外部豆类市场分析 ..... - 27 -
2 国内豆类市场分析 ..... - 27 -
3 油脂油料市场展望 ..... - 28 -
4 油脂油料市场主要数据 ..... - 28 -

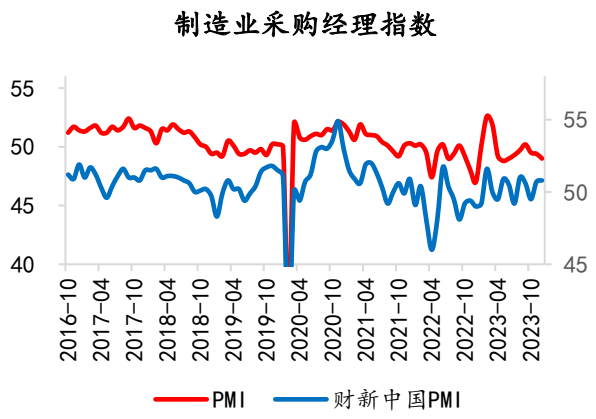
重要经济指标概况

图表 1：国内工业增加值增速



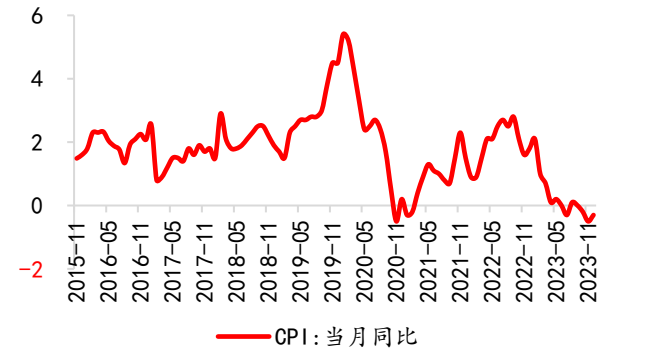
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 2：中国制造业采购经理指数



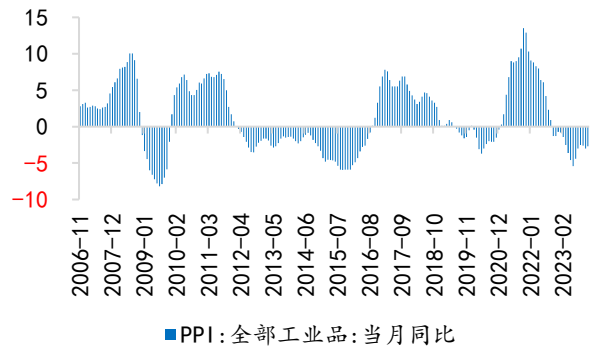
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 3：中国居民消费价格指数



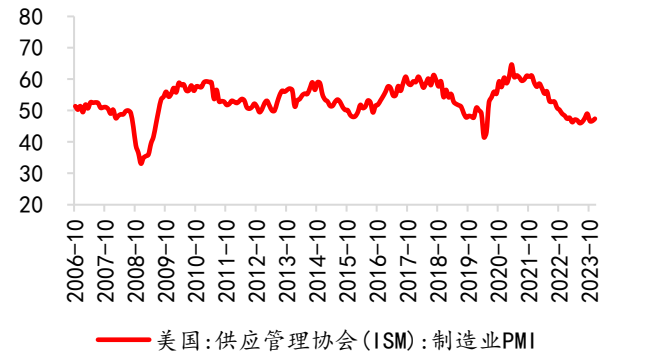
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 4：中国工业生产者出厂价格指数



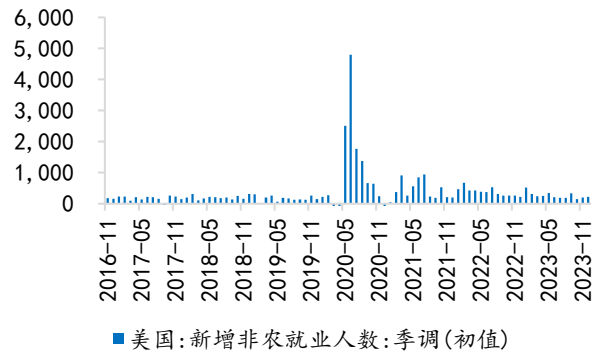
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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：经济尚无强驱动 工业品大概率震荡

近期商品市场缺乏突出的矛盾，因此工业品的价格走势主要受以“美联储降息”为预期的因素驱动，走势随机性较大。以铜为例，铜的基本面近期无明显变化，但是近期也出现了 4%左右的下行行情，但是随后可能又会出现 4%幅度的上涨行情，因此，短期内盘面较为平淡，情绪主导盘面。

2023 年 GDP 平减指数为负

2023 年四季度 GDP 增长 5.2%，全年也是 5.2%，实现了 5%的增长目标，两年平均增速为 4.1%，要低于 2020-2021 年的 5.3%。

从价格方面来看，2023 全年 GDP 平减指数为-0.54%，上次全年平减指数为负是 2009 年；四季度平减指数为-1.43%，降幅较二三季度进一步扩大。GDP 平减指数为负，会使得经济各部门收入压力加大，包括居民收入、企业利润、政府税收。这也是 2023 年微观主体感受跟宏观经济表现出现背离的原因之一。预计 2024 年 GDP 平减指数大概率能转正，名义 GDP 增速将高于实际增速，有望改善微观收入和预期。

从生产端看，全年经济增长主要是服务业拉动。全年 5.2%的增速中，第三产业拉动 3.07 个点，第二产业拉动 1.84 个点。

从支出法来看，消费仍然是四季度主要贡献，但边际拉动减弱。四季度 5.2%的增速中，消费贡献了 4.2 个点，较上季度减少 0.5 个点，投资贡献了 1.2 个点，基本与上季度持平，净出口贡献了-0.2 个点，上季度为-0.8%。

固定资产投资方面，全年固定资产投资增长 3%，推算出 12 月增速为 4.1%，是 2023 年 3 月以来的最高单月增速。按季调环比来看，12 月固定资产投资增长 0.09%，与 22 年同期差不多。基建投资方面，增发国债资金落地，带动基建增速回升。按当月增速来看，7-11 月基建投资增速维持在 5%-7%之间，12 月大幅提高至 10.8%。其原因主要是增量国债资金的落地。

房地产投资维持弱势，11 月房地产投资当月增速为-10.6%，自从 6 月以来这一指标已连续 6 个月稳定在-11%上下。2023 全年商品房销售收官 11.2 亿平，其中商品住宅 9.5 亿平，分别较上年下降 8.5%和 8.2%。按照累计值和累计增速来看，12 月商品房销售面积降幅有所扩大，同比从-10.3%降至-12.7%，商品住宅销售面积同比从-12.9%降至-16.1%。投资方面，12 月新开工面积同比下降 10.4%，竣工面积同比增长 15.3%。

整体看，宏观经济依然维持偏弱的态势，对工业品的需求提振有限。

图表 1：CPI 走势

资料来源：中金财富期货

美国：商品价格止跌，服务价格粘性不变

美国 12 月 CPI 环比 0.3%,预期 0.2%，前值 0.1%；同比 3.4%，预期 3.2%，前值 3.1%

从趋势上看，商品价格止跌，住宅价格再升，非住宅服务类价格环比仍未减速。商品价格结束 6 个月的下跌趋势，12 月环比增速回升至 0。住宅环比略有回升 0.5%，前值 0.4%，显示住宅市场需求尚可，仍是通胀的主要部分。非住宅服务类价格环比与上月持平，连续 4 个月处于 0.3%这一平台。住宅以外，环比上升的有车险 1.5%，二手车 0.5%，医疗 0.6%，以及新车、教育和机票等；环比下降的有家具装修-0.4%，个人护理-0.3%。

2023 年 8 月以来，非住宅服务价格环比并未减速，与服务业就业相一致。注意到不含住宅的服务类价格基数效应于 11 月结束，同比略有翘尾；环比略有回升，并未跌破前期平台。非住宅服务价格停留在 0.5~0.6%平台，与服务业就业仍旧紧绷相吻合。商品价格回落而服务价格继续上升也符合商品冷服务热的经济特点。虽然服务价格粘性仍在，但相较于去年仍是有较大缓解。过早过度降息会进一步增加服务价格的粘性。

因此，我们认为仍一季度降息可能不大，二季度靠后段时间可开始考虑。维持若要避免后期过早衰退，停留在 5.25%上方的时间不宜过长的观点。12 月非农和通胀均超预期，一季度降息可能不大。我们预计第一阶段降息幅度为 50bp 左右，时间节点可以参考核心 CPI 环比跌落当前 0.3%这一平台的时间点。此外，鉴于地产市场已摆脱 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。这意味着也不能快速降息太多，目前市场对降息幅度预期过于乐观。当经济特别是地产开始恢复对利率的敏感度时，降息幅度应更为谨慎。

美国十年期国债利率下限维持 3.65~3.85%。随着通胀中枢以及 GDP 增长中枢上移，美十债很难回到 2008~2022 年间的长期低利率水平。股市方面，美国短期经济衰退风险不大，实体经济投资止跌，叠加 AI 技术突破，股市短期风险不大。但长期泡沫再次出现，类似 1997-2000 年科技泡沫时期。历次长期趋势的泡沫湮灭均与货币政策收紧有关，鉴于美联储开始进入降息通道，我们从 2023 年年底对长期趋势的看法从中性谨慎转为中性。最后，由于全球加息周期结束，美元强势结束。但全球需求不旺，通胀压力下降，大宗商品仍以震荡为主。

商品维持震荡的概率大

去年以来地产等稳增长政策持续加码，但效果却低于历史经验，核心并不是存量政策失灵，而是需求侧存在堵点约束了效果释放，未来政策需对症下药破解堵点，也才能引导存量政策重新见效。因此，总需求端不显著好转，经济的循环依然不畅，短期内工业品震荡概率较大。

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	央行开年首次 MLF 操作“未降息”	超额续作 9950 亿元 MLF，利率不变	降准降息仍在政策工具箱之中，首次时点大概率落在 3-4 月。
	1 月 17 日	李强世界经济论坛致辞：开放的大门只会越开越大。	坚定不移推进贸易和投资自由化便利化，切实维护全球产业链供应链稳定畅通	开放的大门只会越开越大，选择中国市场不是风险而是机遇。
数据	1 月 15 日	12 月 CPI 同比-0.3%，CPI 环比转正	PPI 同比-2.7%	CPI 数据显示需求端依然不足
	1 月 18 日	美国 12 月零售销售超预期加速	环比增长 0.6%，创三个月最大增幅	美国经济依然有韧性
事件	1 月 18 日	中国 2023 年 GDP 增长 5.2%	高于前值 4.9%	2023 年 GDP 增速符合预期

资料来源：中金财富期货研究所

2 房地产：住房成交连续两周低位

房地产方面依旧低迷。截至 1 月 19 日，30 大中城市商品房成交面积随较上周上涨 2.3%，至 175.54 万平方米，但依旧低迷，进入 2024 连续两周销量在 200 万平米以下。上周上涨主要由一线城市带动。可售面积下降 0.16%至 56125.42 万平米。新盘套数和去化方面同样低迷，上周重点城市新开盘项目仅有 1961 套，2024 年前两周仅合计 2982 套，不及 23 年最后一周的 50%，平均去化率仅有 20.7%。

下周开工率普遍下跌，仅有半钢胎、全钢胎和纯碱开工率小幅上涨。其余产线开工率下降，唐山高炉下降 0.78pct 至 90.09%；石油沥青跌 3.20pct 至 27.80%；电炉开工率跌 1.28pct 至 60.26%；螺纹钢和冷轧开工率分别环比下降 1.9pct 和 2.12pct 至 39.33%和 85.11%；PTA 和 PVC 跌 0.19pct 和 0.37pct 至 83.3%和 79.79%。产能利用率方面，高炉炼铁利用率上涨 0.42pct 至 83%，季节上来看年初高炉炼铁会开始回升。电炉利用率下降 1.31pct 至 58.66%。水泥熟料利用率下降 2.57pct 至 38.96%，已跌至较低水平，依然受终端房地产影响。产量方面，下周粗钢产量大幅上涨，19.3%至 265.91 万吨；但螺纹钢和热轧板卷分别降 3.4%和 2.27%至 234.23 和 293.74 万吨。

库存方面，年末为生产淡季，企业出现季节性被动补库存。主要钢材品种涨 3.36%至 993.08 万吨，港口铁矿石库存涨 0.17%至 12645.49 万吨。社会螺纹钢库存涨 4.8%至 470.09 万吨，但主要主要建筑钢材企业螺纹钢库存降低 2.8%至 178.94 万吨。热轧板卷和纯碱均上涨 0.86%和 2.86%至 222.97 和 43.81 万吨。企业煤炭库存也有所上涨，国内独立焦化厂炼焦煤库存涨 0.56%至 960.35 万吨，国内样本钢厂炼焦煤库存涨 1.55%至 829.47 万吨。

3 流动性：宽松和分层并存

2024 年开年以来，得益于财政投放和增发万亿国债资金陆续拨付，银行间流动性整体平稳，大行净融出处于高位，但银行间流动性分层摩擦同时存在，非银融资成本依然较高。

“上游定方向、中游定价格”的方法论，能较好解释 2024 年以来宽松和分层并存的现象：大

行净融出位于高位，决定银行间流动性整体宽松；但同时商业银行体系核心超储偏低和货币基金的融出能力大幅下降，使得非银机构融资成本普遍较高，资金分层或将成为 2024 年的常态。

从全面论来看，财政、信贷和现金损耗一般是春节前后银行间流动性的主要影响因素，2023 年 8 月以后汇率也成为重要变量；但从重点论来看，2024 年春节返乡潮下人员流动量将创历史新高，2024 年春节前居民取现需求带来的现金损耗或大超季节性，带来春节前后的资金扰动。2024 年 1 月 17 日，国务院新闻办就 2024 年春运形势及工作安排举行发布会，提及“全社会跨区域人员流动量将创历史新高”，其中铁路运输方面，“与 2023 年春运相比，将增长 37.9%。与 2019 年春运相比，将增长 18%”。

4 宏观策略

去年以来地产等稳增长政策持续加码，但效果却低于历史经验，核心并不是存量政策失灵，而是需求侧存在堵点约束了效果释放，未来政策需对症下药破解堵点，也才能引导存量政策重新见效。因此，总需求端不显著好转，经济的循环依然不畅，短期内工业品震荡概率较大。

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-0.44%，上证 50 周+0.28%，中证 500 周-3.61%，中证 1000 周-4.8%，主要指数均创新低的走势。

本周北上资金净卖出 234.94 亿元。其中沪股通净卖出 35.51 亿元，深股通净卖出 199.43 亿元。

对比 2016 年以来上证指数相对较长时间位于 2800 点以下的三次情形来看，当前上证指数或已处于底部区域。历史来看，上证指数在 2800 点以下运行的概率相对偏小，2016 年以来，上证指数收盘价低于 2800 的概率仅为 9.1%。2016 年 1 月下旬至 2016 年 2 月末、2018 年 6 月末至 2019 年 2 月中旬、2020 年 3 月中旬至 2020 年 4 月中旬上证指数在 2800 点下方运行，除了基本面偏弱以外，通常存在较大的风险因素，如 2016 年初的熔断机制导致投资者偏谨慎、2018 年中美贸易摩擦、2020 年疫情冲击等。而当前我国经济基本面虽然相对偏弱，但政策仍积极发力，政策效果或将逐步显现，并且当前影响市场的风险因素也未显著超预期。并且从估值指标来看，当前上证指数具有较高的性价比和安全边际。因此，当前上证指数或已处于底部区域，下行空间相对有限。

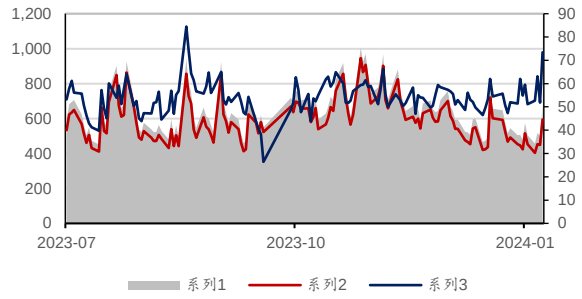
耐心等待指数企稳

指数虽然低迷，但是目前位置仍有较好的中线配置价值，稳健投资者密切观察并随时介入，激进投资者可关注左侧机会。

从换手率、股债溢价率、日历效应等客观指标看，A 股一季度反弹的概率较高。其一，情绪指标，万得全 A 自由流通市值的每日换手率 20 日均值，根据统计 2019 年以来上阈值约为 4%附近而下阈值约为 2%附近，目前该指标约为 2%，这意味着反弹来临的概率更高。其二，估值指标，股债溢价率，根据统计该指标基本在其 240 日移动平均的 2 倍标准差内运行，有一定的通道效应，2023 年 12 月以来股债溢价率已上穿其 240 日移动平均的 2 倍标准差，触及上阈值，这意

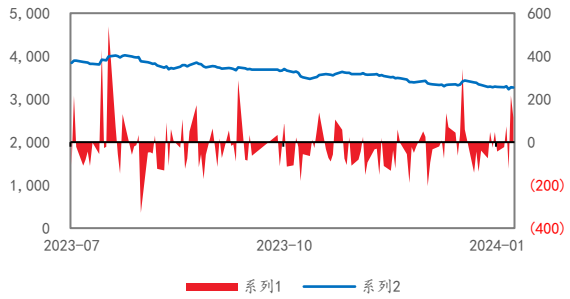
味着上行拐点或临近。其三，日历效应，一则春节前后上涨概率较高，二则春节前后市场容易迎来拐点。

图表 8：融资融券数据图



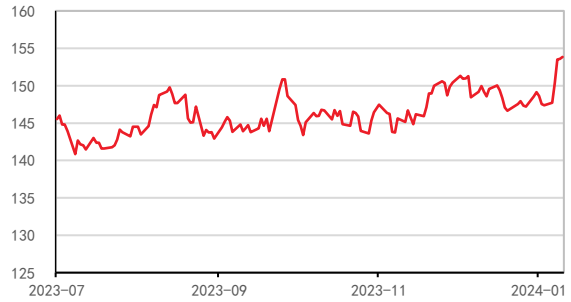
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 9：合约持仓和市场表现



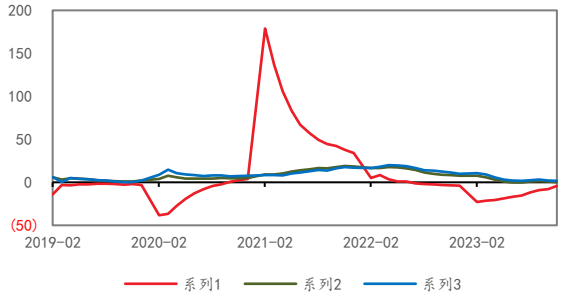
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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

2023 年 10 月末，巴拿马民众抗议冲突爆发并持续发酵，抗议人士的身份由环保组织升级到了工会、学生等公众，直接影响到中美洲贸易枢纽-泛美高速公路遭到了封锁。为安抚抗议者，批准该法案的巴拿马总统科尔蒂索表示将于 12 月 17 日就是否吊销许可证举行全国公投。然而 11 月中旬，由于抗议活动造成港口封锁影响能源原料的供应， Cobre Panama 铜矿发电厂工作中断。2023 年 12 月初，巴拿马总统迫于压力，下令关闭 Cobre 铜矿。由于特许权合同须经过 30 天的公众咨询程序，然需通过巴拿马内阁、共和国主计长、国民议会的批准，这也意味着第一量子即使获得官方复产批复,真正实现复产甚至满负荷运行也存在至少 1 个月的滞后期。2024 年巴拿马铜矿带来的减量预计约 11-13 万吨，即使以巴拿马铜矿生产中断 6 个月为标准计算，全球铜供需仍有 7-9 万吨的过剩。

2023 年我国铜精矿供应偏宽松，港口库存逐渐累积，但进入四季度，受 Cobre 铜矿停产及国内冶炼厂对铜精矿需求增加和冬储等原因，铜精矿呈现供紧需旺局面，进口矿加工费亦从高位回落。

国内电解铜供应逐步释放

现货/长单冶炼利润仍处偏高位,但受 TC 指数持续走弱影响。TC 目前已经出现 40 美元的报盘，由于节前冶炼厂存在一定备货补库压力，预计 1 月 TC 仍有进一步下行的空间，现货冶炼利润已脱离近五年高位持续下行，好在硫酸价格暂跌幅不大，利润还是处在高位。进入 1 月，虽然前期新点火的几家冶炼厂开始释放产量，但因统计周期问题 1 月统计的天数较少，令统计产量下降；叠加西南某冶炼厂因搬迁导致产量下降，使得 1 月统计产量较 12 月明显下降。预计 1 月国内电解铜产量为 95.36 万吨，环比下降 4.58 万吨降幅为 4.58%，同比上升 10.03 万吨升幅为 11.75%。冶炼产量整体依旧维持同比增长，而在增产计划之下，预计后续这一态势仍将延续，并且在 2024 年将进一步抬升，对矿的需求也将随之抬升。

需求复苏担忧上升

年关淡季中下游消费降温显著。其中，线缆企业开工率超预期下滑，国内部分企业在假期前仅做常规性按需备货，采购积极性一般。12 月电缆线的开工率大幅下滑逾 8%到了 83%附近，年底的电网工程建设项目基本收尾，拖累 12 月精铜制杆企业的开工率回落到了 7 成以下；而年底光伏风电装机量减速明显，年初风光用铜增速预计回落，家电冷年内销压力较大，铜管开工率将进一步回落。

乘联会发布的最新销量数据显示，2023 年乘用车累计零售 219.9 万辆，同比增长 5.6%,再创历史新高。备受关注的新能源汽车销售 773.6 万辆,同比增长 36.2%,占汽车销量的 35.65%。12 月乘用车生产 267.5 万辆，同比增长 26.6%，环比增长 1.2%。由于各地稳增长任务繁重，很多车企生产很努力。

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

欧美降息退潮逐步得到市场验证，国内稳增长政策及效果也有待春节后验证，市场情绪继续修正，铜价出现回落整理。海外铜矿法律、劳资纠纷再次发生，巴拿马大型铜矿关闭不影响 2024 年铜矿过剩的情况。电解铜现长单冶炼利润仍处高位，但现货冶炼近期持续走弱，12 月检修较少预计产量重回 100 万吨高位。因淡季来袭，线缆企业需求量减弱，企业生产和新订单量难见增量。当前并没有强劲驱动支撑铜价回升的因素，预计铜价短期震荡偏弱运行为主。

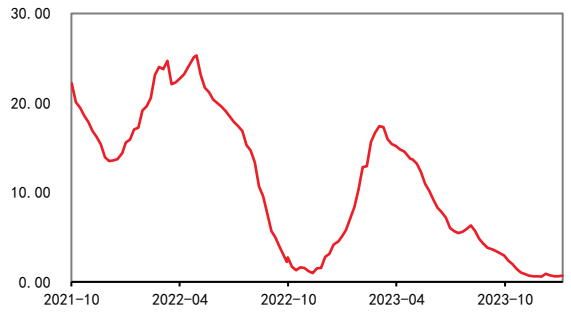
3 铜期货现货数据

图表 12：长江有色铜价



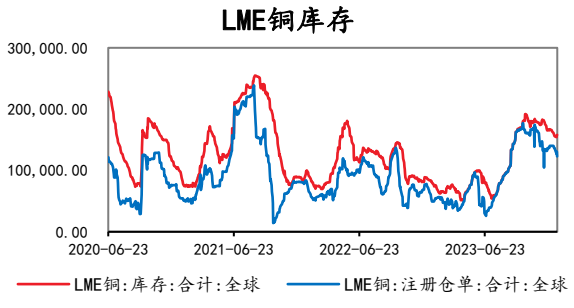
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 13：上海保税区铜库存



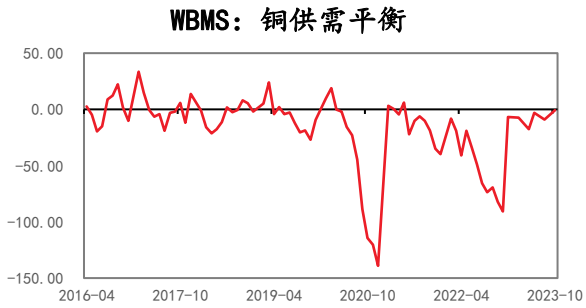
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 14：LME 铜库存



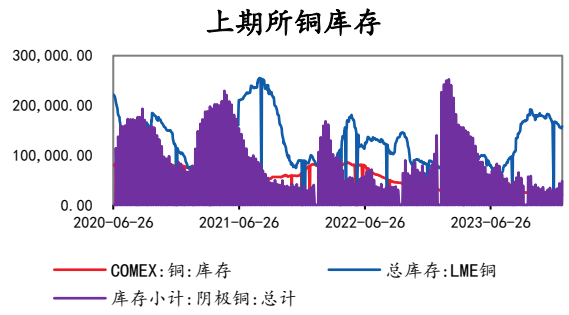
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 15：WBMS 供需平衡



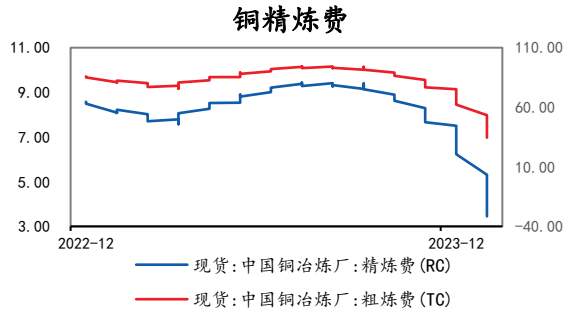
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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

Nyrstar 旗下 Budel 冶炼厂因高能源成本及市场状况恶化，计划于 1 月下旬停产、复产时间未定，Budel 炼厂生产成本较高，已经亏损较长时间，考虑到 24 年 benchmark 或在 140-170 美元/干吨，明显低于 2023 年的 274 美元/干吨，因而 Budel 本次停产时间或较长，所致减量可能在 20 万吨或以上，全球锌锭格局或由过剩转为紧平衡。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

国内 12 月精炼锌产出高于预期，1 月炼厂检修、搬迁及放假，精炼锌月度产量环比回 落，产出见顶。近期锌锭进口窗口打开，有望对冲炼厂部分检修影响。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

国内北方环保再起，镀锌企业开工短暂恢复后有望再转降，合金及氧化锌企业开工延续季节性下滑态势。据调研，终端订单不足 下，初端企业 1 月中下旬将陆续进入放假模式，需求存持续下滑预期

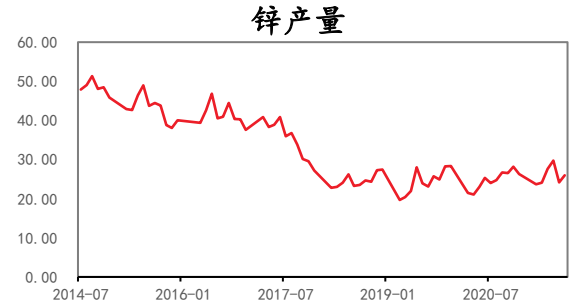
中汽协数据显示，11 月，汽车国内销量 309.3 万辆，环比增长 7%，同比增长 29.63%；1-11 月，汽车国内销量 2704.70 万辆，同比增长 9.89%。在国家促消费政策及车企优惠促销等因素驱动下，购车需求持续释放，汽车市场整体呈现旺季更旺的特点，环比同比均实现增长。

2 总结

海外矿山关闭及产出不及预期，国内矿山季节性减产，内外 TC 延续回落，部分炼厂已现亏损，限制锌价估值回落空间。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。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。

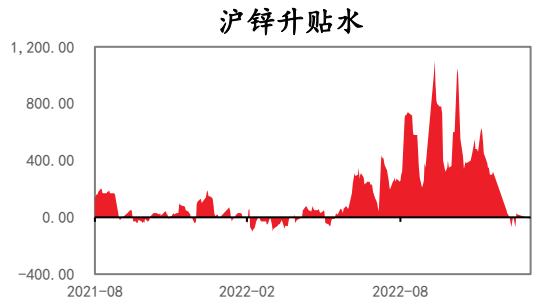
3 锌期货现货数据

图表 18：锌产量



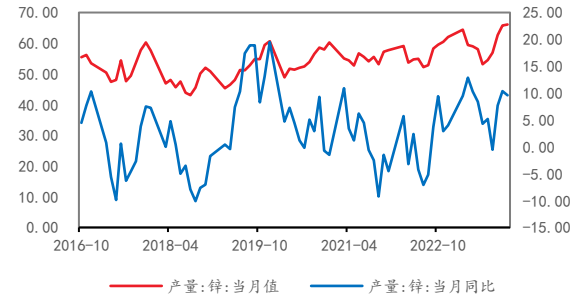
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 19：锌升贴水



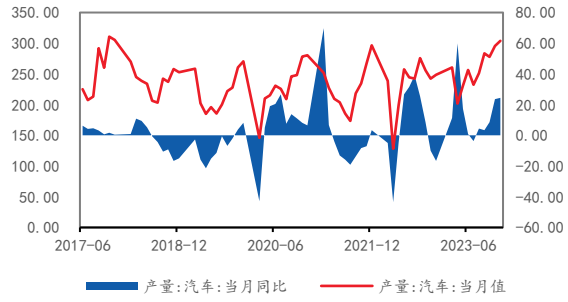
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 2023 年地产数据公布

1 月 17 日统计局公布了 2023 年经济数据：2023 年不变价 GDP126.1 万亿，同比增长 5.2%，制造业和基建投资较 2022 年都有所放缓，房地产依旧是经济的主要拖累。

就地产来看，地产投资降幅扩大，累计同比下滑 9.6%，较 11 月降低 0.2 个百分点。当月同比下滑 12.5%，当月增速在上月小幅收窄后又大幅回落，反映出房企投资信心不稳。

从整体规模来看，全年投资额 11 万亿元，接近于 2017 年（10.9 万亿元）的水平。地产销售面积去年相比减少 8.5%，降幅较 11 月扩大 0.5 个百分点。全年销售面积 11.17 亿平方米，接近于 2012 年的水平（11.13 亿）。

从当前的房价数据来看，12 月 70 个大中城市新建商品住宅和二手住宅价格继续下跌，分别环比下行 0.4%和 0.8%，其中一线城市分别环比下跌 0.4%和 1.1%。一线城市房价尚未企稳反映出居民购房信心极度低迷，虽然政策频出，但房屋销售景气度似乎并未迎来实质性改变。

地产其他领域数据也表现一般，施工和新开工面积增速在低位徘徊，房地产开发资金增速降幅扩大。房屋销售下滑、融资持续受限，地产投资增速企稳尚需时日。

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 12642 万吨，环比上升 22 万吨，为连续第五周上升，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 83%，环比+0.4%，同比-0.1%，91 家电弧炉产能利用率为 58.7 %，环比-1.3%，同比+30.1%，五大品种钢材周产量为 855.3 万吨，环比-1.6%，同比+0.5 %。

在库存方面，上周五大品种钢材周社会库存为 993 万吨，环比+3.4%，同比-14.5%，钢厂库存为 429 万吨，环比-0.7%，同比-9.8%；钢材总库存持续累积，环比增加 2.1%，厂库回落的同时社库增幅扩大，厂库向社库转移。

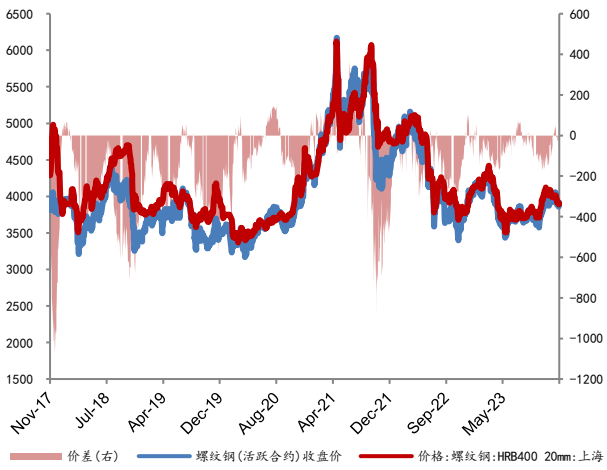
从消费情况来看，上周种钢材周表观消费为 826 万吨，环比-1.8%，同比+17%，其中螺纹钢周表观消费 217.6 万吨，环比-0.5%，同比+62.1%。

4 小结

上周统计局公布了 2023 年房地产市场基本情况，全国房地产开发投资 110913 亿元，比上年下降 9.6%，商品房销售面积 11.17 乙平方米，比上年下降 8.5%，商品房销售额 11.66 亿元，比上年下降 6.5%。无论是房地产开发、商品房销售额还是商品房销售面积，降幅都还在扩大，显示出地产的基本面底尚未到来，即便见底了，反应到钢价上也需要一定的时间。

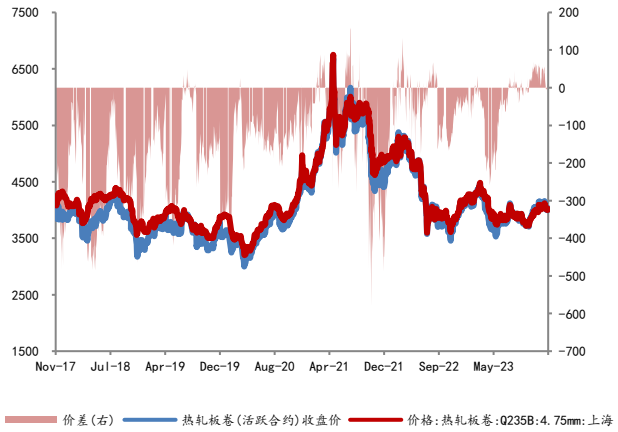
5 钢材期货现货数据

图表 22：螺纹期现价差



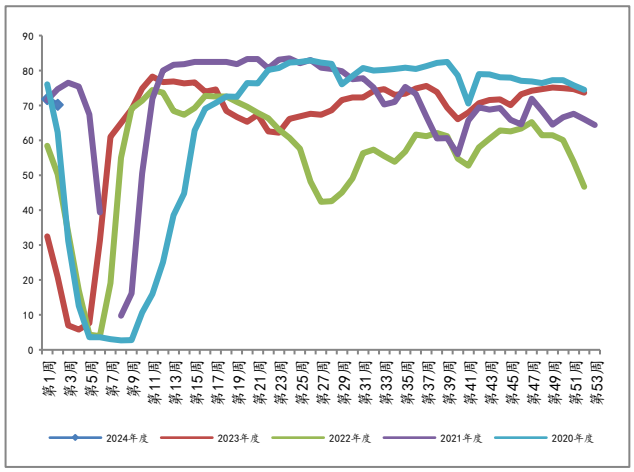
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 23：热卷期现价差



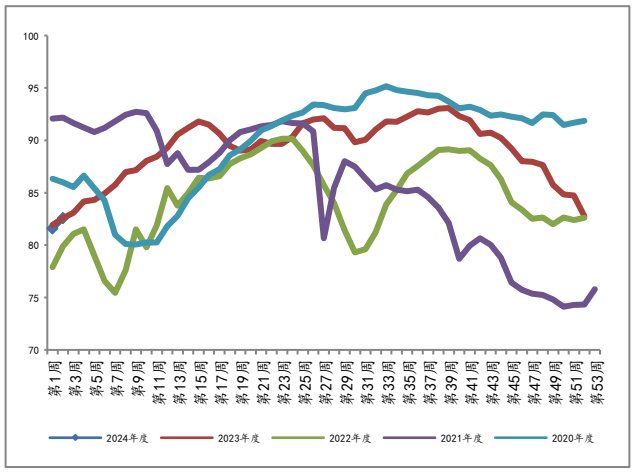
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 24：85 家独立电弧炉钢厂：开工率：中国（周）



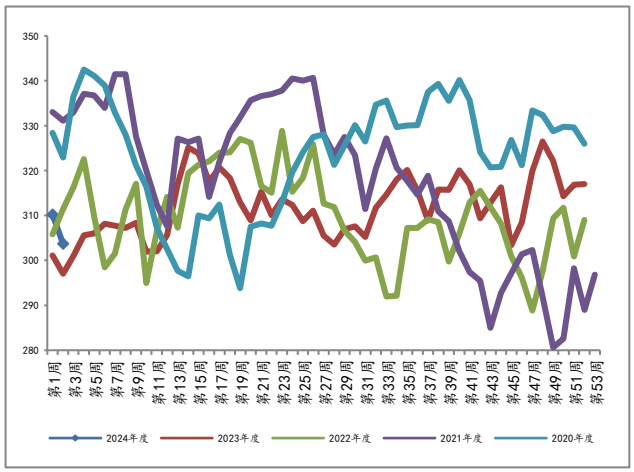
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 25：247 家钢铁企业：高炉产能利用率：中国（周）



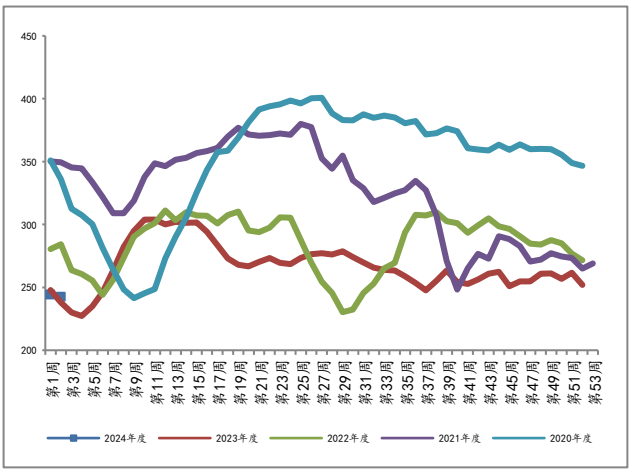
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 26：螺纹钢：建筑钢材钢铁企业：实际产量（周）



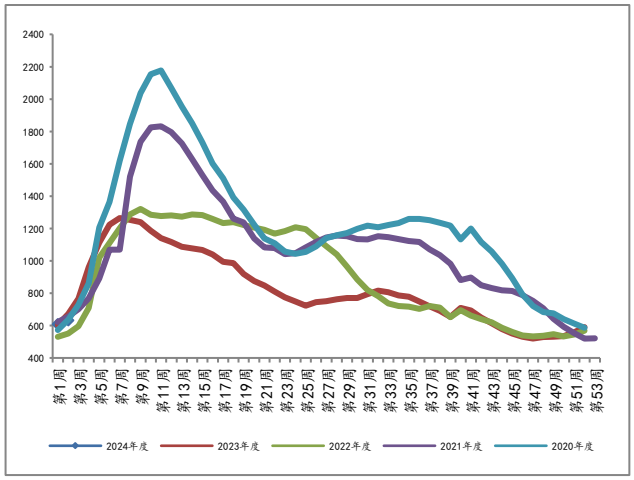
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 27：热轧板卷：钢铁企业：实际产量：（周）



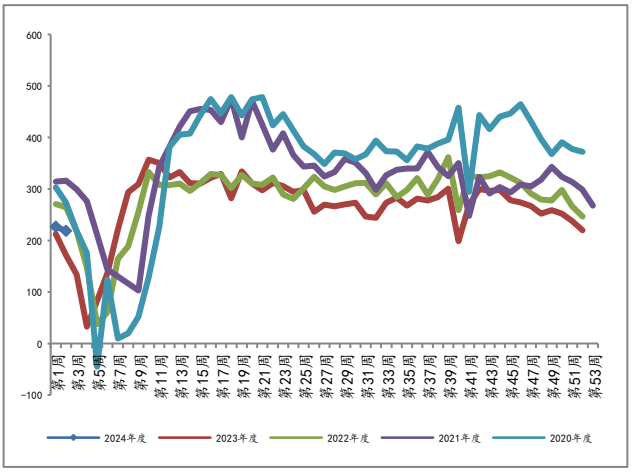
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

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 地缘定价存在争议

门红海问题进一步升级，原油地缘风险是否被充分定价存疑。

在以色列相关船只接二连三遇袭后，美国和英国联军开始对也门境内的胡塞武装目标发动打击，后者则试图攻击美国军舰作为反制。过去一个多月以来，胡塞武装不断挑战美西方国家海权，双方冲突反复升级最终爆发交战，令中东局势急转直下。红海两端分别是苏伊士运河和狭窄的曼德海峡，将地中海与印度洋连接起来，是亚欧贸易往来的枢纽，也是海湾出产的原油流向欧洲消费国成本最低的渠道，如果美国和胡塞武装发生大规模战争，或将导致这一通道彻底切断。

我们认为，目前国际原油定价对地缘政治因素有一定反馈，但仅限于局部冲突造成的有限影响，业界越来越担心中东爆发全面危机的可能性，而全球原油体系并未对此做好准备。

2 市场心态保持谨慎

当前，国际原油的核心影响因素是中东地缘政治，相比情绪起伏更要关注供应端扰动。

此前，红海袭船事件对全球原油贸易的影响相对有限，但近日冲突已经升级到难以和平解决的地步。联合国安理会通过有关红海局势的决议草案，要求胡塞武装停止对商船的袭击，随后美国和英国对也门胡塞武装的数十个目标发动多轮空袭，后者则进行反击并将阻止更多相关船只通过红海。面对急剧恶化的红海安全局势，实时航运信息显示，越来越多的船只避开曼德海峡绕行好望角，主要航运公司均已暂停红海航线。此外，伊朗也开始扣押美以相关油轮，使得波斯湾和霍尔木兹海峡不确定性陡增，这无疑释放了更加危险的信号。

不过，原油期货市场对此并未形成一致预期，投资者仍然保持克制，对地缘政治定价采取谨慎态度，油价处于多空相持的状态。后续密切跟进中东局势是否对原油供应造成更大冲击，一段时间内这将是市场高度关注的风险点。

3 供给调控支撑减弱

相较供应链中断的潜在风险，OPEC+减产失效的可能性更加令原油市场投资者感到担忧。

最大问题是减产以自愿形式而非强制履约，各成员国宣布的减产数量并没有固定在 OPEC+明文签订的协议中。就实际情况而言，沙特的额外自愿减产计划仅做延期而非新增，俄罗斯原油产量和出口情况不公开透明，伊拉克等其他六个主要产油国新增减产规模合计为 69.3 万桶/日。需要注意，OPEC+核算减产执行率是以产量配额为基准，如果产量低于配额的情况下，实际减产数量会小于目标。考虑到部分成员国 2024 年产量配额有所上升，估计一季度 OPEC+实际原油产量可能仅下降 50 万桶/日。

眼下来看，中东地缘政治对原油产量造成的影响有限，但美国为主的非 OPEC+创纪录的原油产量，正在将原油供需平衡推向过剩。

4 过剩局面迹象重现

鉴于美国原油产量持续新高，已基本抵消了 OPEC+新年的减产幅度，令全球原油市场供需平衡全面转向宽松。

据美国能源信息署(EIA)数据，美国本土原油产量已升至 1330 万桶/日，其中最主要的页岩油产区二叠纪盆地产量高达 597.4 万桶/日，Eagle Ford 产区为 114.7 万桶/日，巴肯产区为 130.3 万桶/日。此外，随着跨山管道即将竣工，加拿大石油生产商也可以进一步提高产量，去年 11 月阿尔伯塔省原油产量环比激增 8.8%至 420 万桶/日，同样创下历史新高。现在美国和加拿大分别成为全球第最大和第四大产油国，且原油产量仍处于攀升阶段，北美将挑战 OPEC+的市场份额和影响力。

当前原油市场变化的迹象类似 2018-2019 年的情形，即额外新增的供应量超出需求的自然增速，从而导致出现全面过剩的预期，对国际油价在 70 美元下方仍可造成压力。

5 油价下调印证悲观

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。

6 牛熊周期转折阶段

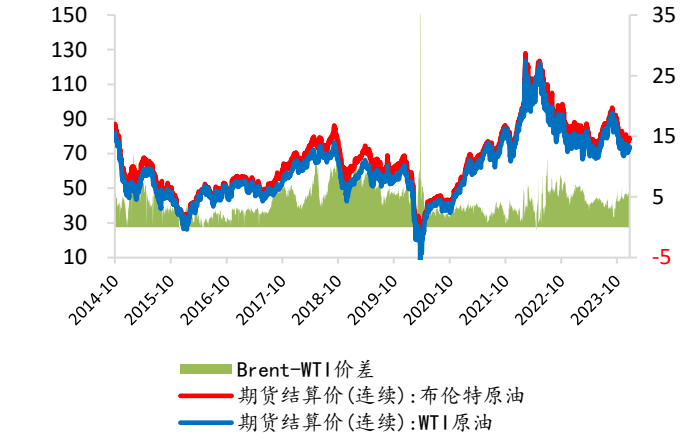
回顾近年来的原油市场，中短期经常受一致性预期主导产生极端行情，然而当前是诸多影响因素相互制衡，且难以形成一边倒的局面，缺乏单一强势的决定性逻辑。

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。

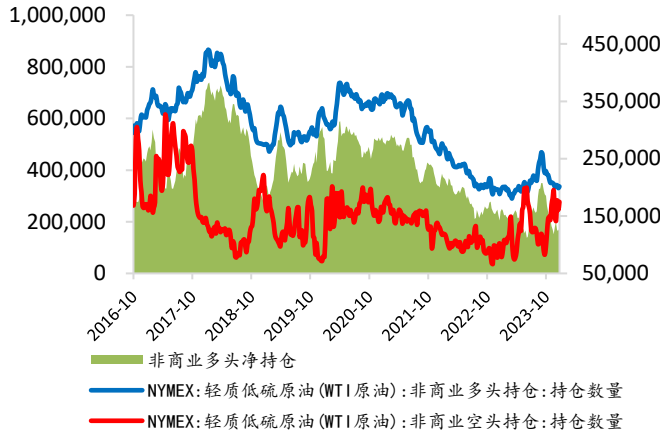
7 原油期现数据

图表 30：国际原油期货价格



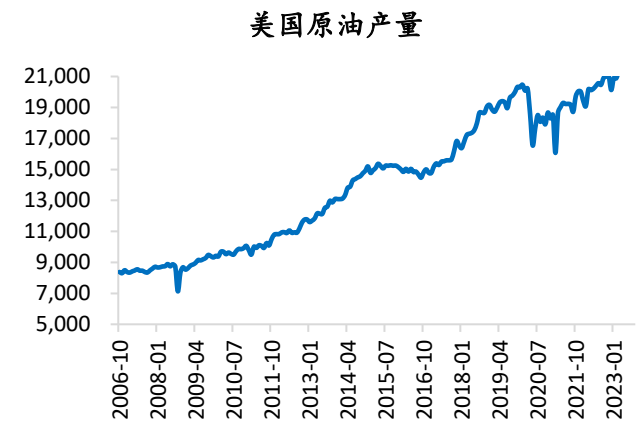
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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



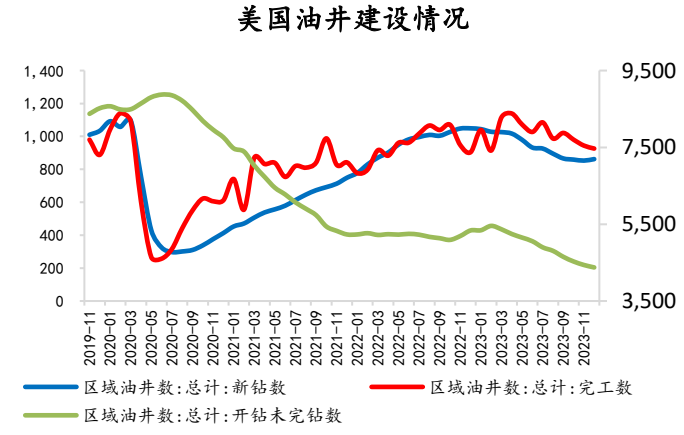
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 33：沙特原油产量



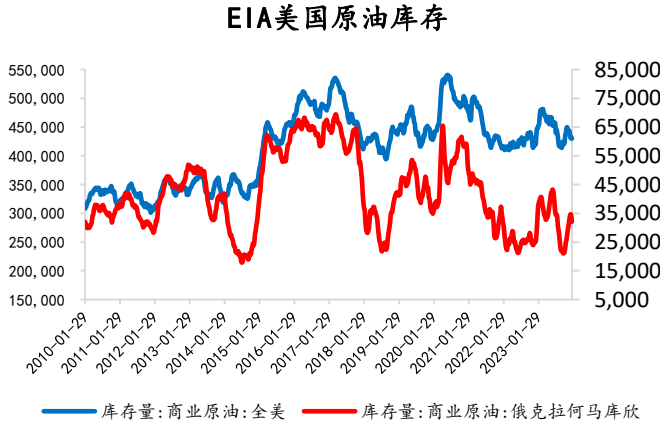
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 34：美国油井建设情况



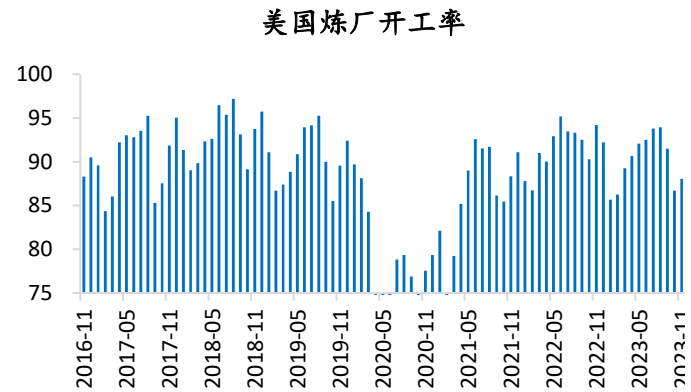
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 35：EIA 原油库存



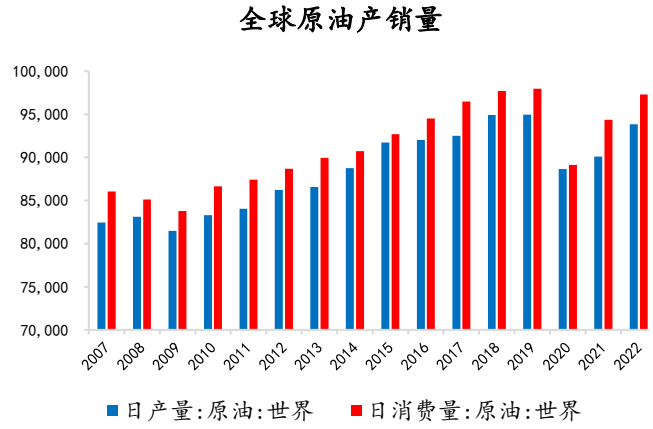
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 减产停割原料坚挺

在上游减产期和原料成本支撑下，天然橡胶期货价格出现一定反弹修复。国内云南产区处于停割期，海南大多数地区进入停割状态，少数地区仍有零星割胶，目前海南浓乳加工利润较好，胶水制全乳价格仍贴水制浓乳价格，预计 1 月中下旬国内产区将全面停割。东南亚产区方面，泰东北部及越南产区进入落叶期,将在 1 月中下旬陆续减产停割,泰南部主产区降雨天气减弱，到 2 月仍处于旺产期。整体来看，全球天然橡胶供应端存在收紧预期，原料收购价格易涨难跌，加工厂利润十分微薄。

尽管上游成本支撑较为坚挺，但减产预期打开深色胶交割利润空间，东南亚对国内市场大量出货，近期青岛主港累库压力较大，叠加下游需求春节前处于淡季，令橡胶基本面缺乏明显利多驱动。

3 供强需弱累库拐点

近期，青岛地区天然橡胶库存整体累增，继保税区库存环比回升后，一般贸易库存也出现累库迹象，使得国内天然橡胶现货库存拐点基本确认。本轮超长逆季节性去库转向累库阶段，主要原因一方面是上游进口到港货源增多，另一方面是下游轮胎企业等提货需求转弱。

2023 年 12 月，中国天然橡胶进口量估计为 58.55 万吨，环比 11 月终值 55.76 万吨略有增加，预计泰国旺产季供应增量将在随后两个月的进口数据中得到体现。下游轮胎行业来看，半钢轮胎企业产能利用率延续高位，但全钢胎企业出货仍较为缓慢，成品库存高位积压。春节前工厂按排产计划适度补货,但原材料价格相对高位,采购心态谨慎,接下来需求将进入季节性淡季。

青岛地区库存变动是国内天然橡胶市场一个重要的强弱指标，如无重大天气问题发生，预计胶价将依托成本线震荡运行，随时间推移逐渐趋弱。

4 车市景气需求透支

中国是全球第一大天然橡胶进口国和消费国，主要用于轮胎制造业原材料，而轮胎需求则取决

于终端汽车行业景气度。

中国汽车工业协会发布的数据显示，2023 年全国汽车市场首次突破 3000 万辆创历史新高，其中产销量分别完成 3016.1 万辆和 3009.4 万辆，同比分别增长 11.6%和 12%。特别地，中国汽车出口实现 491 万辆，比上年增长 58%，今后有望成为全球第一大汽车出口国。中汽协预计，2024 年中国汽车总销量将超过 3100 万辆，同比增长 3%以上。其中，乘用车 2680 万辆，同比增长 3%；商用车 420 万辆，同比增长 4%。

中国汽车市场延续稳定向好的发展态势，对天然橡胶价格也具备一定托底支撑，在全球新能源汽车换代导向下，对于橡胶轮胎的配套需求稳步提升。但需注意的是，近年来汽车消费刺激政策一定程度上提前透支了潜在需求，利好边际减弱使得胶价续涨驱动不足。

5 合成橡胶反弹有限

合成橡胶冲高回落后震荡整理，BR 期货价格重心较前期略有上移。在红海地缘问题影响下，原油等能化板块整体走强，成本传递带动丁二烯及丁二烯橡胶上行。此前齐鲁石化烯烃裂解车间发生事故，影响丁二烯原料碳四资源供应，但通过动用储备和调配，降低了对丁二烯生产的冲击，不至于线性传导至合成橡胶环节。无论如何，当前丁二烯橡胶上游供应压力不大，国内丁二烯港口库存已回落至同比低位，原料成本支撑较为坚实。国内丁二烯橡胶装置开工率近期也出现大幅下滑，燕山石化、茂名石化和齐鲁石化继续检修，其中齐鲁石化丁二烯橡胶产能占全国总产能的 4.32%，月度产量约占全国总产量的 5.50%。不过，当前合成橡胶整体过剩矛盾依旧突出，社会库存高位使得现货报盘承压。尤其是标准交割品丁二烯橡胶货源较为充裕，若期货盘面走高给出交割利润，将刺激新仓单注册和套利盘需求。

6 经典空配牛短熊长

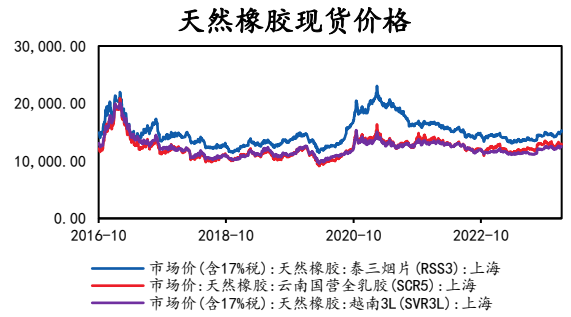
天然橡胶在十年以上的周期上将开启下一轮牛市，然而很难以这个超长期思路看待常规的市场走势。回顾 2023-2024 天然橡胶生产年度，泰国供应端因天气多雨和利润不佳等原因，整体料将出现一定减产，但宏观经济下行压力不容乐观，下游汽车轮胎需求也同样面临疫情解除第二年的后劲乏力。在不出现重大意外的情况下，天然橡胶基本面将继续维持宽松格局，供需缺乏核心利好驱动，价格低位偏弱运行为主。

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。

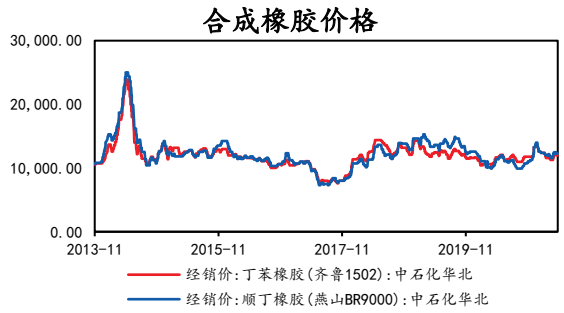
7 橡胶期现数据

图表：天然橡胶现货价格



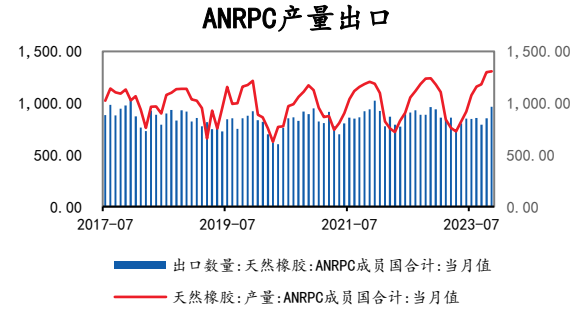
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 38：合成橡胶价格



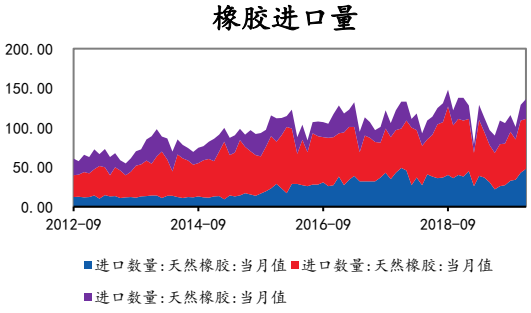
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 39：ANRPC 产量出口



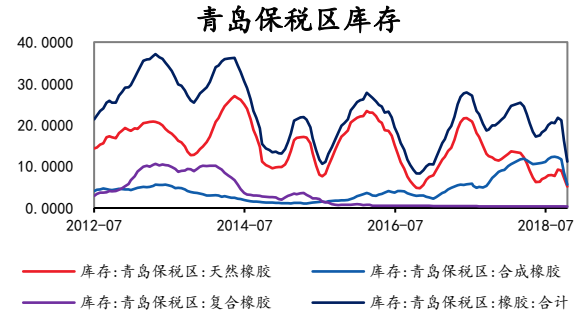
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 40：橡胶进口量



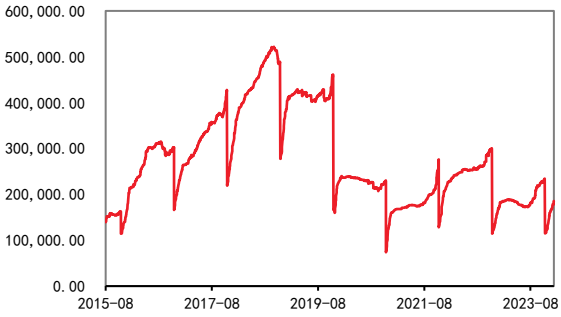
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 41：青岛保税区库存



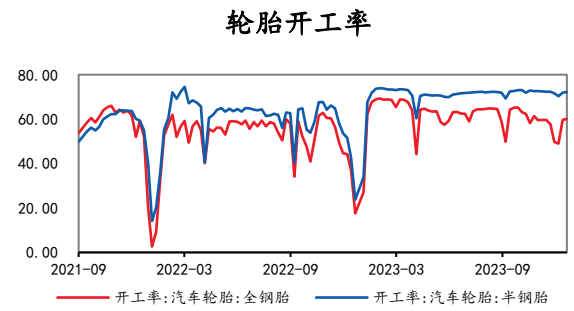
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 42：上期所注册仓单



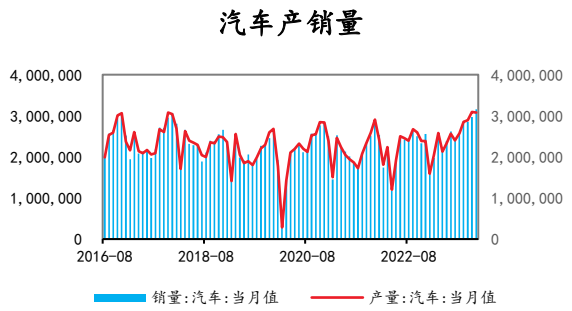
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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：美豆反弹乏力，国内豆类市场保持油强粕弱格局

1 外部豆类市场分析

美国农业部 1 月供需报告释放利空信息

美国农业部于 1 月 12 日公布月度供需报告，预计 2023 年美豆播种面积为 8360 万英亩，收割面积为 8240 万英亩；美豆单产从上月的 49.9 蒲式耳/英亩调高到 50.6 蒲式耳/英亩；美豆产量则由上月预计的 1.1239 亿吨上调到 1.1334 亿吨，较上年减少幅度收窄至 288 万吨。美豆内需为 6597 万吨，出口为 4776 万吨，美豆期末库存为 762 万吨，较上月调高 94 万吨。美国农业部在 1 月报告中调高 2023 年美豆产量，超出市场预期。本次报告的另一个利空信息来自巴西，美国农业部预计巴西大豆产量为 1.57 亿吨，较上月下调 400 万吨，下调幅度低于报告前市场预期，至此巴西大豆产量较上年度低 300 万吨。相比其他机构发布的数据，美国农业部对巴西大豆产量评估较为乐观。当前巴西大豆已经完成播种，近期降雨频繁，减产担忧持续减弱，目前巴西早熟大豆已经开始收割，天气炒作情绪持续下降。

阿根廷大豆产量预计翻番，全球大豆供应保持宽松

美国农业部预计阿根廷大豆产量为 5000 万吨，较上月预估值调高 200 万吨，较上年增产 2500 万吨，已经高于该国正常产量水平。目前阿根廷大豆播种已近尾声，天气条件整体利于大豆生长。罗萨里奥谷物交易所表示，阿根廷大豆和玉米将迎来超级丰收，该机构预测的大豆收成达到 5200 万吨，较上年产量高出一倍多。包括阿根廷在内的南美其他国家大豆实现增产，降低了巴西大豆减产对全球大豆供应的影响。按照美国农业部的评估，南美主要生产国大豆产量将同比增加 2475 万吨，为 2024 年上半年全球大豆供应提供重要保障。

马来西亚棕榈油产量大幅下降，棕榈油价格强势回升

南部半岛棕榈油压榨商协会（SPPOMA）发布的数据显示，1 月 1-15 日马来西亚棕榈油产量环比下降 22.39%，季节性减产状态仍在延续。三家船运调查机构公布的马来西亚 1 月 1-15 日棕榈油出口环比数据有增有降，但由于产量下降基本确定，1 月底棕榈油库存下降将成为大概率事件。马来西亚 12 月底棕榈油库存环比下降 4.64%至 229 万吨，降至近三个月最低水平。在当前厄尔尼诺持续影响下，棕榈油产量恢复增长难度较大，供给压力缓解为棕榈油价格回升提供重要支撑。

2 国内豆类市场分析

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%。其中豆油 40 万吨，棕榈油 433 万吨，菜籽油 266 万吨，菜籽油进口增幅为 122.3%。

进口大豆供给宽松，豆粕价格重心大幅回落

2023 年中国进口大豆同比增加 11.4%，远高于国内饲料产量增幅，奠定了国内进口大豆供应宽松的基本格局。美豆市场因南美大豆增产压力而持续回落，在推动国内豆粕生产成本下降的同时也在不断强化市场看空预期。岁末年初通常为国内养殖业育肥高峰阶段，但受由于市场信心

受挫，饲企和贸易商放缓采购节奏，缩短豆粕库存周期。需求端承接力不足，不断推高豆粕库存。中国粮油商务网发布的库存统计显示，截至 1 月 12 日，国内豆粕库存量为 89.4 万吨，周度增加 1.1 万吨，库存水平处于近五年同期最高。豆粕现货市场连跌不止，主流豆粕报价已经跌破 3500 元/吨，较去年下半年高点回落幅度近 1500 元/吨，处于典型的下跌节奏之中。

成本提升叠加库存下降，棕榈油领涨油脂

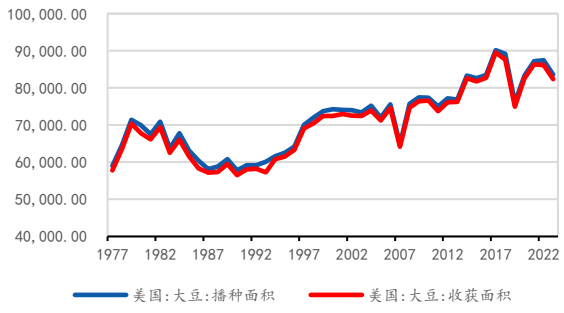
本周国内油脂市场整体表现偏强，主要上涨动力来自于棕榈油。马盘棕榈油强势反弹直接推动国内棕榈油进口成本大幅提高，国内棕榈油跟随外盘上涨，而豆粕市场受美豆下跌拖累连续下跌，油厂挺油动力提升以减少压榨利润损失，豆油和菜油受提振也出现止跌回升行情。据中国粮油商务网监测的数据显示，截至 2024 年第 2 周末，国内三大食用油库存总量为 238.90 万吨，周度下降 5.11 万吨，环比下降 2.09%，同比增加 29.60%。豆油、菜油库存的回落超过棕榈油库存的微幅增加。目前国内春节需求备货仍在持续，油脂板块在外盘成本和国内需求双重提振下，有望继续深化反弹行情。

3 油脂油料市场展望

每年 2、3 月为南美大豆生长关键阶段，在南美大豆产量确认过程中，天气因素仍是国内外豆类市场交易的重点。CBOT 大豆期货市场连续承压回落，不断向下调整以适应新的供需平衡。随着巴西早熟大豆进入收割期，新豆上市压力导致巴西大豆升贴水报价快速回落，巴西大豆和美豆的进口成本快速拉大，美豆出口面临的竞争压力持续升高。国内豆粕市场在成本和预期双轮驱动下，与美豆运行节奏基本一致，加上国内油脂市场表现偏强和豆粕库存高企，美豆的下跌压力更易在豆粕市场集中体现。马来西亚棕榈油在季节性减产和库存下降预期中保持升势，通过成本联动为国内油脂整体攀升提供重要动力，油强粕弱格局尚难改变。豆一期货市场因食用大豆供过于求，在进口大豆持续下跌以及缺少现货和政策层面配合下，国产大豆市场呈现积弱难返状态，远月合约因供给压力后移而表现更弱。

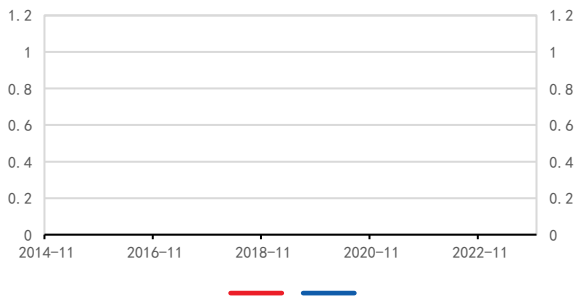
4 油脂油料市场主要数据

图表 45：美国大豆种植收获面积



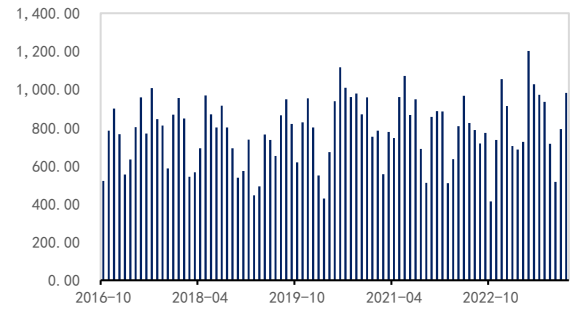
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 46：国内生猪存栏量



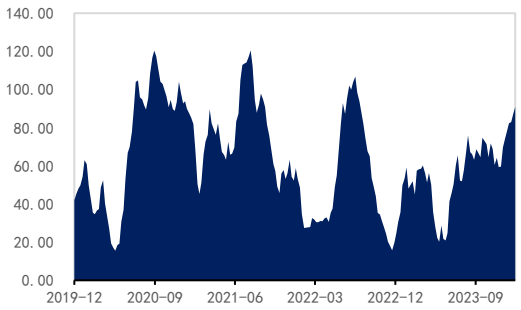
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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