中金财富期货策略周报（2024 年第 4 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：目前市场情绪市工业品价格强势的主要原因，但是提振需求韧性仍是经济改善的关键。近期央行积极降准，并提出引导 LPR 下降，释放出通过降低融资成本承托总需求的信号。向前看，政策发力强度将决定内需韧性，目前尚看不到需求强烈回升的信号。

股指期货：当前救市政策加速推进，降准以及汇金买入 ETF 打破流动性负反馈，建设以投资者为本的资本市场较为振奋人心，市场情绪已经显著好转，建议继续关注调整之后的买入机会。

铜：矿端扰动因素增多，且受到资本开支周期以及矿山品位逐步下降等因素的影响，铜矿的供需结构将逐步转向紧缺。加工费 TC 已经大幅下降至 40 美元/吨低位，部分炼厂已经降负荷生产，或对一季度国内精铜供应造成影响。原料紧张或限制炼厂产能释放，支持炼厂挺升水，对价格有支撑作用会逐步体现。需求淡季，春节前备库热情欠佳，下游临近放假，观望情绪较浓。供应的收缩将继续对铜价构成较强支撑，预计铜价将维持震荡运行。

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：上周宏观刺激政策频出，从国常会强调要加大对“三大工程”的支撑，到央行决定降准 0.5%，宏观及地产政策高频出台，对市场的情绪有较大的提振，也再度改善了市场对年后的预期。目前铁矿到港高峰已过，供需边际好转，加上情绪向好，矿价带动钢价走强。尽管如此，由于春节的临近，市场活跃度降低，钢价较难有大幅的波动。

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：CBOT 大豆期货经历短暂反弹后再度走弱，出口竞争压力成为继南美大豆增产后市场做空美豆的另一个重要题材。巴西早播大豆已经进入收割期，新豆上市压力以及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拉大，国际买家更青睐价格低廉的南美大豆，美豆出口周期与南美大豆的重叠期将延长。目前正值南美大豆生长关键期，如果缺少减产天气威胁，南美大豆宽松的产量前景也不利于美豆市场回暖。国内豆粕市场在成本和预期影响下，与美豆保持较强联动，目前仍处于震荡偏弱的运行节奏。马来西亚棕榈油在季节性减产和库存下降预期中保持涨势，成本因素是国内棕榈油市场跟涨的主要动力，但菜油和豆油市场在远期供应压力下跟涨趋于谨慎，油强粕弱格局仍在持续。豆一期货市场本周受多重利空因素打压出现破位大跌状态，其中食用大豆供过于求是内因，美豆下跌导致的内外大豆价差失衡是外因，而现货市场低迷和企业降价收购令市场看涨信心严重受挫。如缺少新的利多题材提振，国产大豆价格可能再下一个台阶。

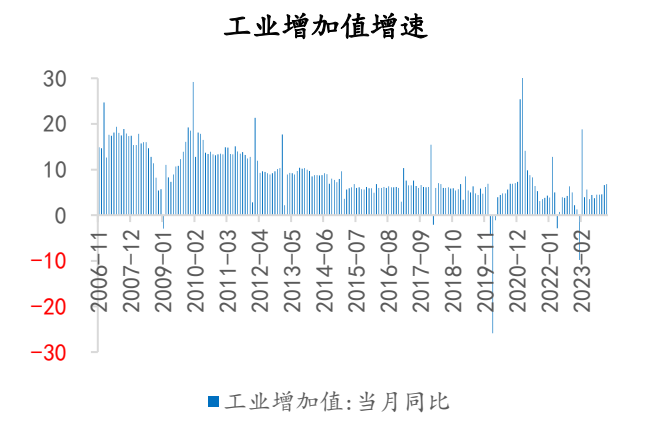
目录

周度策略：情绪再度推涨工业品 但基础依然不牢 ..... - 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 商品房销售边际向下趋势延续 ..... - 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 ..... - 14 -
钢材 ..... - 15 -
1 地产政策密集来袭 ..... - 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 减产效果饱受质疑 ..... - 18 -
2 需求预估过度乐观 ..... - 18 -
3 市场前景依然黯淡 ..... - 18 -
4 美国寒潮短线刺激 ..... - 18 -
5 过剩承压风险犹存 ..... - 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 产能出清节奏延缓 ..... - 22 -
2 减产停割原料涨价 ..... - 22 -
3 需求分化季节走弱 ..... - 22 -
4 阶段思路反弹沽空 ..... - 22 -
5 合成橡胶成本支撑 ..... - 23 -
6 经典空配牛短熊长 ..... - 23 -
7 橡胶期现数据 ..... - 23 -
油脂油料：美豆先扬后抑，国内豆类市场反弹受阻 ..... - 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 -

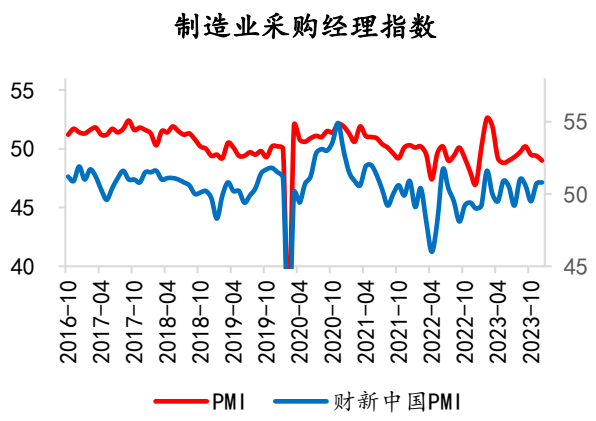
重要经济指标概况

图表 1：国内工业增加值增速



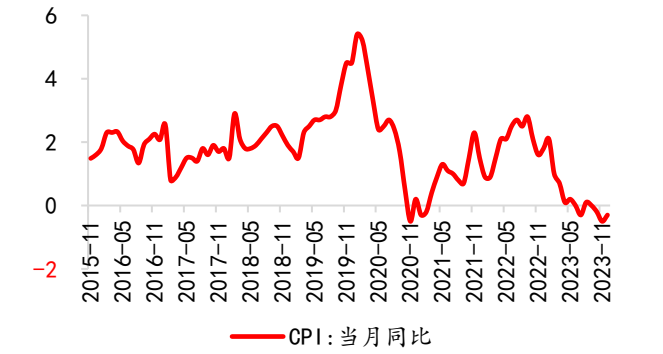
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 2：中国制造业采购经理指数



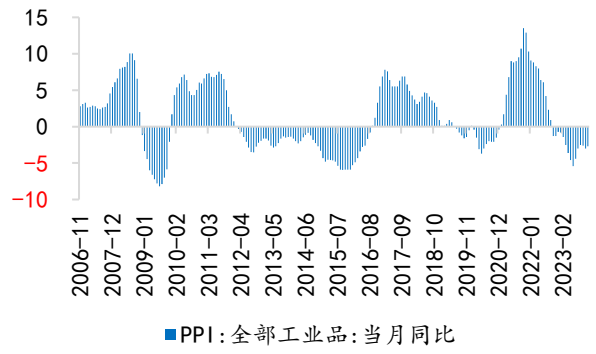
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 3：中国居民消费价格指数



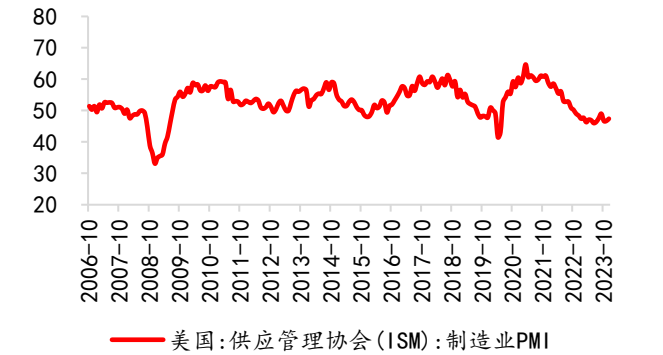
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 4：中国工业生产者出厂价格指数



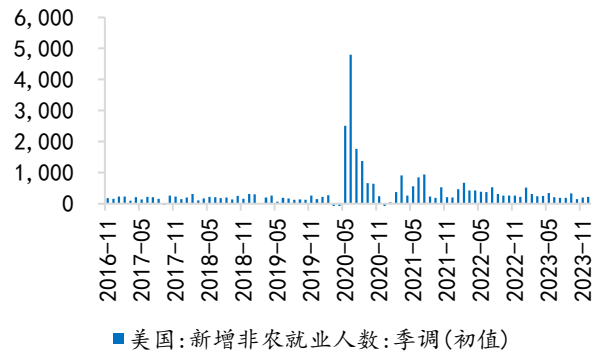
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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：情绪再度推涨工业品 但基础依然不牢

近期商品市场再度显著回升，正如我们在上期文章所述，工业品价格走势受到市场情绪的明显影响，如铜价在基本面没有明显变化的情况下明显下跌，但是又在央行降准，着力提升价格水平的表态下大幅回升。但是宏观经济方面变化不大，以当前的宏观和供需关系看，工业品尚不具备大涨的宏观基础。

经济复苏动能仍待加强

1 月的高频数据显示，经济复苏动能仍待加强

节前经济淡季，制造业高频数据继续在较低水平震荡。春节临近，服务业高频指标有所改善，而房地产销售继续走弱。

上周制造业相关高频数据再度走弱，节前淡季高频数据整体在低位震荡。其中，开工率和产能利用率环比下跌的指标数量增加，而产量和价格环比上涨的指标数量增加。

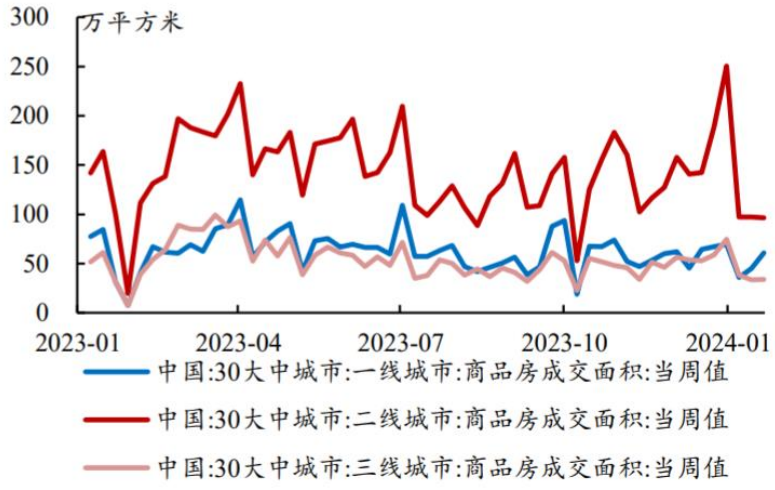
房地产销售继续走弱。上周 30 城商品房成交面积为 172.16 万平方米，环比减少 11.42 万平方米。不过受春节错位因素的影响，同比降幅从-42.4%收窄至-17.7%。

人员出行和物流数据改善。上周九大城市地铁客流量上升 500.84 万人次至 39657.9 人次，国内民航班机数量为 89284 架次，环比增长 4.0%。交运部公布的铁路货运量、高速公路货车通行量、港口货物吞吐量以及快递揽收量的最新一期数据均环比回升。

2023 年全年 GDP 实际增长 5.2%，名义增速为 4.6%，2013 年以来首次出现年度 GDP 名义增速低于实际增速的情况。与 2022 年相比，实际增速加快 2.2 个百分点，名义增速放缓 0.2 个百分点，这反映的经济学含义是供给改善而价格下滑，过去一年总需求水平走弱显然是重要原因。虽然去年消费需求回暖，但出口需求负增长、投资需求继续下滑对冲了消费需求对总需求水平的拉动。

对于 2024 年，消费需求相对稳定，出口需求小幅回暖，总需求水平能否重回扩张，投资需求是关键因素，这有赖于宏观政策的提振，尤其是财政政策的扩张力度。

图表 1：地产销售依然疲软



资料来源：中金财富期货

美国：经济数据明显好于预期

四季度美国经济边际走弱但仍超市场预期，美国经济软着陆概率进一步提升。

之前市场预期的是，消费环比走弱加上库存高增的不可持续，市场此前已预期美国四季度 GDP 环比走弱，但最终公布值仍超预期，显示美国经济韧性较强。而全年实际 GDP 同比增长 2.5%，较 2022 年的 1.9%明显提升，显著高于 2022 年底美联储的预期（0.5%），美国经济软着陆概率进一步提升。

消费是四季度美国 GDP 主要拉动项，出口同样带来一定贡献：分项上看，居民消费、投资、政府部门消费和投资环比均边际减弱，出口边际提升。但消费降幅相对有限，且构成四季度 GDP 最主要拉动项，出口同样带来一定贡献。究其原因，劳动力市场旺盛+流动性边际宽松下财富效应再度走强+宽财政脉冲仍在，美国消费回落幅度偏缓，是四季度经济超预期主因。

1 月以来流动性宽松交易略有回调，降息趋近但仍需等待：1 月以来各项经济数据表现超预期，流动性宽松交易略有回调，10 年期美债再度升至 4%以上。利率期货隐含的降息预期由 12 月份的最早 3 月降息推迟至 5 月，但全年仍预期降息 150BP。而在美国经济韧性较强的背景下，中性条件下美联储最早或在 2024 年 6-7 月降息，全年 150BP 的降息预期或过于乐观。后续重点关注 1 月底的议息会议相关表述。

美国经济软着陆概率提升，对应美股盈利端仍有支撑，美债利率仍有较大下行空间但短期需等待：近期美债利率有所调整但美股继续创新高，背后反映市场对美国经济软着陆的预期进一步提升，意味着美股杀盈利幅度或相对有限。而美债利率中枢有望逐步降至 3.5%附近，但短期美国经济韧性偏强，对应美债利率下行缺乏催化，需等待经济数据进一步放缓。

整体看，当前的经济数据并没有给降息预期带来多大影响，市场的风险偏好维持高位，这也是近期工业品相对强势的重要原因之一。

情绪主导的行情

目前市场情绪市工业品价格强势的主要原因，但是提振需求韧性仍是经济改善的关键。近期央行积极降准，并提出引导 LPR 下降，释放出通过降低融资成本承托总需求的信号。向前看，政策发力强度将决定内需韧性，目前尚看不到需求强烈回升的信号。

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 26 日	证监会：推动市值纳入央企国企考核评价	加快构建中国特色估值体系	央企市值管理纳入考核能够有效提振市场
	1 月 25 日	国家金融监管局：金融机构要高度重视，筛选确定可以给予融资支持的房地产项目名单	会议指出，要按照公平公正原则，筛选确定可以给予融资支持的房地产项目名单，向本行政区域内金融机构推送。	稳地产政策继续推进
数据	1 月 27 日	12 月核心 PCE 物价增速近 3 年新低	消费支出强劲	美国经济数据依然强劲
	1 月 24 日	美国 GDP 超预期	美国第四季度实际 GDP 年化季环比初值按年增长 3.3%，远超出市场预期的 2%	美国四季度 1 美元的 GDP 增长，是用 1.55 美元赤字、超 2.50 美元债务换来的
事件	1 月 27 日	广州放开 120 平方米以上住房限购	在限购区域范围内，购买建筑面积 120 平方米以上住房，不纳入限购范围	房地产进入实质的放松阶段

资料来源：中金财富期货研究所

2 商品房销售边际向下趋势延续

近期的地产销售数据依然疲弱。

商品房：成交面积环比下降。最近两周，全国 30 大中城市商品房成交面积平均值较上两周环比下降 10.5%，较 2023 年同期同比上升 31.0%。从结构上看，以当周值计算，一线城市商品房销售转冷较为明显。

土地：成交面积同环比均下降。最近两周，100 大中城市成交土地占地面积较上两周环比下降 41.3%，较 2023 年同期同比下降 5.4%。

广州针对房地产销售端的政策有利于活跃改善性住房交易，对全国其他城市将起到示范效应。除直接解除 120 平米以上住房限购之外，此次政策更重要的是规定自有住房用作租赁或挂牌计划出售便可以核减家庭住房套数。自 23 年 8 月各地放松或取消限购限售政策以来，部分高能级城市房产交易的核心痛点在于，有置换需求的家庭原自有住房成交时间变长，流动性变差，难以形成“一买一卖”的交易闭环；广州的相关规定显然针对这一痛点，有利于活跃改善性住房交易，后续其他高能级城市也有望跟进。

3 金融数据表现平淡，政府债仍为重要支撑

人民银行本周进行 19770 亿元 7 天期逆回购操作，因当周有 15670 亿元逆回购到期，公开市场累计实现净投放 4100 亿元。

央行表示，2024 年，总量方面，将综合运用多种货币政策工具，保持流动性合理充裕，使社会融资规模、货币供应量同经济增长和价格水平预期目标相匹配。在节奏上把握好新增信贷的均衡投放，增强信贷增长的稳定性。结构方面，将不断优化信贷结构，加大对民营企业、小微企

业的金融支持，落实好我们不久前发布的金融支持民营经济 25 条举措，提升金融服务实体经济质效。同时，要注重盘活被低效占用的金融资源，提高存量资金使用效率。价格方面，兼顾内外均衡，促进综合融资成本稳中有降，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。

4 宏观策略

目前市场情绪市工业品价格强势的主要原因，但是提振需求韧性仍是经济改善的关键。近期央行积极降准，并提出引导 LPR 下降，释放出通过降低融资成本承托总需求的信号。向前看，政策发力强度将决定内需韧性，目前尚看不到需求强烈回升的信号。

5 股指期货市场分析

指数大幅反弹

上周两市延续弱势。其中沪深 300 周+1.96%，上证 50 周+3.16%，中证 500 周+0.17%，中证 1000 周-0.7%，蓝筹指数大幅反弹。

随着 A 股市场的好转，北上资金上周（1 月 22 日—1 月 26 日）大幅净买入逾 121 亿元，交投活跃度也大幅提升，全周成交 6577 亿元，创 9 个月来新高。分市场看，沪股通获得 113 亿元的净买入，创半年新高，深股通小幅净买入 8 亿元。

蓝筹板块大幅反弹。银行业上周可谓喜事连连，先是央行超预期降准和再贷款降息，这是 2022 年以来的第五次降准，前四次均仅降 0.25%，本次降准 0.5%。降准力度的加大将缓解银行业息差收窄带来的业绩压力，银行 ETF 指数已经连续上行。

此外，在国资委上周表态，要将市值管理纳入央企考核，而银行股是 A 股市场破净最严重的行业，板块内所有个股破净，截至上周五收盘，市净率最高的招商银行也仅 0.85 倍，最低的浦发银行、民生银行均为 0.33 倍，整个银行板块市净率中值只有 0.55 倍。

低估值的蓝筹面临多重利多因素支撑，且市场接受度较高，是指数反弹的主要动能。

预计指数仍将反弹

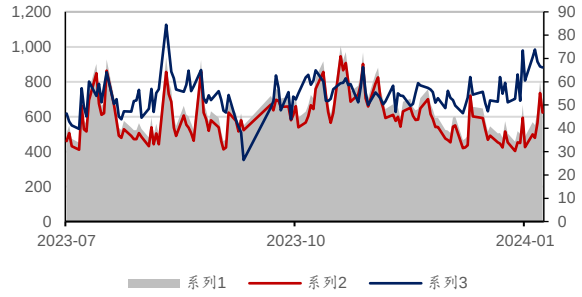
周末政策面仍有较多利好。

证监会 1 月 28 日表示，证监会进一步优化了融券机制，全面暂停限售股出借，将转融券市场化约定申报由实时可用调整为次日可用，对融券效率进行限制。因涉及系统调整等因素，第一项措施自 1 月 29 日起施行，第二项措施自 3 月 18 日起施行。

同时，沪深交易所、中证金融发布了相应的业务通知。此次融券规则调整强调以投资者为本，重点回应投资者关心的限售股出借等问题，一方面，阶段性全面暂停限售股出借，将更好地稳定投资者预期，严防通过限售股出借变相违规减持等行为；另一方面，转融券效率降低，适当制约机构运用工具的优势，有利于维护公开公平公正的市场秩序。

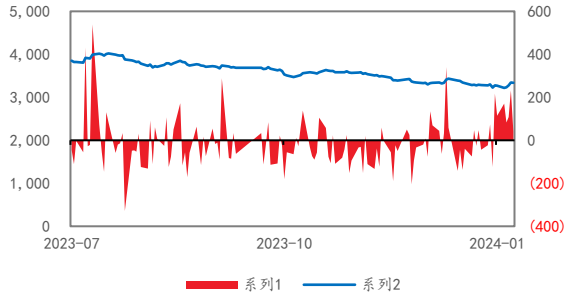
当前救市政策加速推进，降准以及汇金买入 ETF 打破流动性负反馈，建设以投资者为本的资本市场较为振奋人心，市场情绪已经显著好转，建议继续关注调整之后的买入机会。

图表 8：融资融券数据图



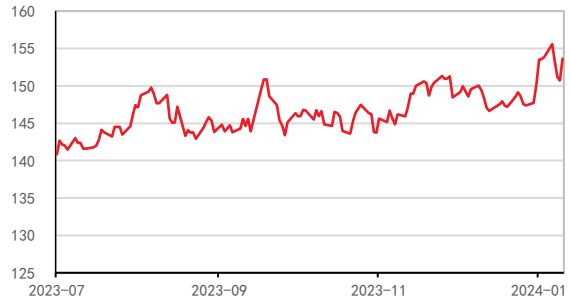
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 9：合约持仓和市场表现



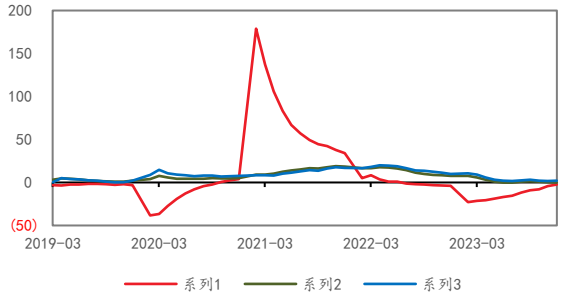
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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

近年来矿山开采扰动事件不断发生，极端天气频发、资源保护以及社区因素造成停产多次发生，其中影响较大的为 Cobre Panama 铜矿的停产，其在 2022 年产量占全球铜矿供给 1.6%，目前该项目复产进度存在较大的不确定性。在扰动影响不断增加的情况下，近年来头部矿企年末的实际开采量较年初预估的缺口正在不断扩大，矿端供给的不稳定性持续抬升。Wood Makenize 在 2023Q4 的全球二十大项目 2024 年产量增量预测数据较 2023Q2 有所下调，且该数据暂未计入 Cobre Panama 铜矿停产的影响。在矿端开采扰动频发的情况下，2024 年铜矿产量不排除会有进一步下调的空间。Anglo American 公布数据下调 2024 年铜产量指引 20 万金属吨左右。除此之外，厄瓜多尔的内部武装冲突、红海局势和贸易保护主义等多重外生冲击也对海外供应和全球供应链带来潜在的扰动。而国内铜精矿的供应也迎来扰动，受到检修、环保限产和节前效应等影响，预计 1 月国内矿产量有限 2024 年的海内外铜精矿供应难言乐观。

铜精矿现货加工费指数报 47.63 美元/吨，已从 23 年最高点回 49.23%。同时据现货市场调研结果，目前已有部分炼厂以 40 美元/吨以下的价格成交加工费。当前的现货 TC 水平已致部分炼厂亏损，或将有更多炼厂提前安排减产和检修以防范风险。的加工费下行推动了产业链的观望情绪，炼厂和贸易商的长单谈判进展缓慢。

国内电解铜供应逐步释放

冶炼厂在 12 月产量甚少，再加上西南某冶炼厂开始搬迁，粗铜供应紧张的情况仍在困扰市场，年末已完成指标，未有赶工现象，12 月电解铜产量低于市场预期。进入 1 月，虽然前期新点火的几家冶炼厂开始释放产量，临近春节假期，冶炼厂提前放假，叠加西南某冶炼因搬迁导致产量下降，预计 1 月统计产量较 12 月明显下降。另一方面，TC 价格进一步回落，导致长单及零单冶炼利润剪刀差表现更为明显。当下，长单利润水平维持在 1700 元/吨附近，而零单亏损进一步扩大至近 500 元/吨。铜矿长单占比在 80%-85%，零单利润水平基本仅供市场参考，对后期精炼铜产量产出将出现影响。根据各家排产情况，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%。

2024 年冶炼产能预计将进入集中投放期，根据市场调研数据显示 2024-2026 年海内外冶炼产能均将保持较高增长。在矿端供给逐步收紧，冶炼端产能加速释放的情况下，未来 TC/RC 加工费或将继续回落。

需求复苏担忧上升

处于年关淡季，下游消费降温显著，多数企业订单处于不温不火的状态。数线缆企业表示因淡季来袭，下游需求量减弱，企业生产和新订单量难见增量。仅听闻某中型企业表示其建筑类订单因下游需年前赶工期，故对线缆需求有所增加，除此之外，其他行业均未听闻订单可见明显增势。

根据规划，“十四五”期间装机规划接近 60GW，由于前两年海风装机进度相对缓慢，2024 年

海风新增有望达到 10GW-15GW。根据国家能源局方面消息，国家将加快构建新型电力系统，2024 年全国风电光伏新增装机 2 亿千瓦左右。此外在海外货币政策逐步转向宽松的背景下，全球经济存在复苏潜能，叠加海外市场政策推动，全球新能源电力装机有望持续高增。

新能源相关行业的快速发生，新能源板块用铜需求也在持续抬升。中汽协数据显示，2023 年，新能源汽车产销累计完成 958.7 万辆和 949.5 万辆，同比分别增长 35.8%和 37.9%，市场占有率达到 31.6%。新能源汽车渗透率的不断抬升对需求增速存在一定制约，但根据，中汽车预估 2024 年我国汽车总销量仍有望达到为 3100 万辆，其中新能源汽车销量预计将达到 1150 万辆。

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

矿端扰动因素增多，且受到资本开支周期以及矿山品位逐步下降等因素的影响，铜矿的供需结构将逐步转向紧缺。加工费 TC 已经大幅下降至 40 美元/吨低位，部分炼厂已经降负荷生产，或对一季度国内精铜供应造成影响。原料紧张或限制炼厂产能释放，支持炼厂挺升水，对价格有支撑作用会逐步体现。需求淡季，春节前备库热情欠佳，下游临近放假，观望情绪较浓。供应的收缩将继续对铜价构成较强支撑，预计铜价将维持震荡运行。

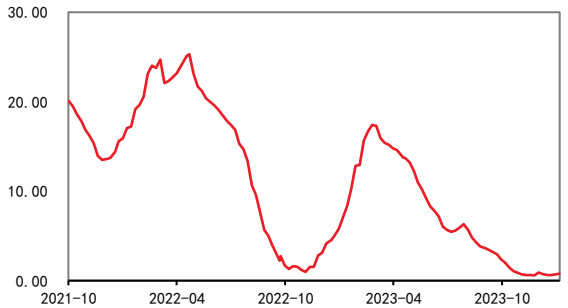
3 铜期货现货数据

图表 12：长江有色铜价



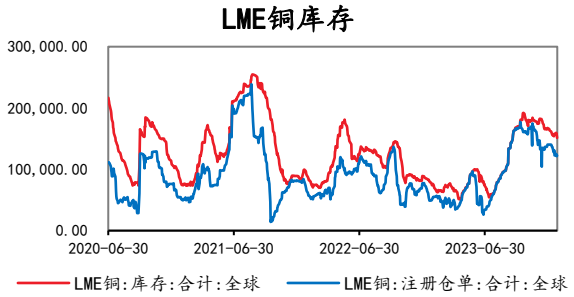
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 13：上海保税区铜库存



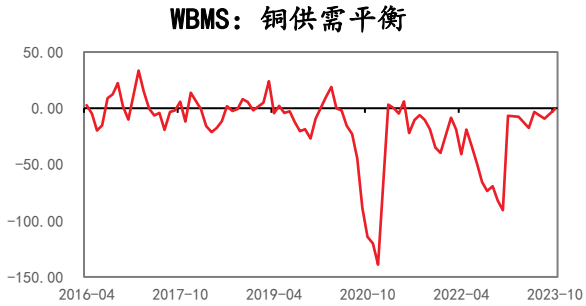
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 14：LME 铜库存



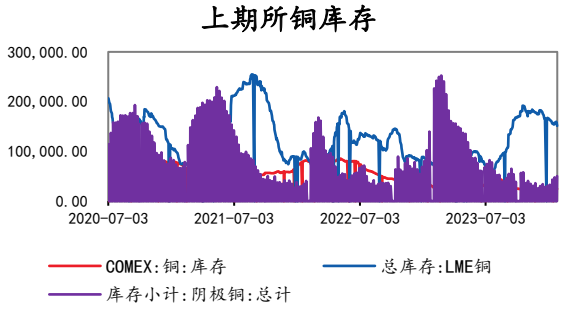
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 15：WBMS 供需平衡



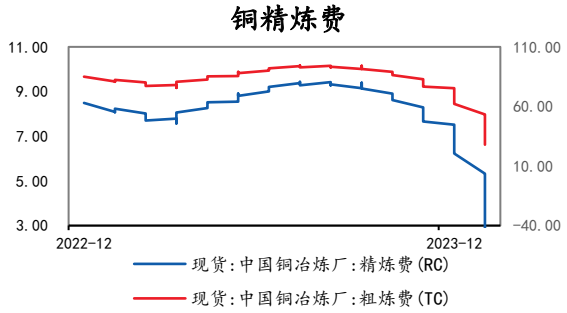
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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

1 月湖南、四川、云南、江西等地区炼厂有不同幅度减产，精炼锌月度产量环比回落。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。随着沪伦比值回落，进口窗口关闭，且春节临近，下游陆续放假，国内需求较弱的情况下，进口窗口短期难以开启。短期供给端维持偏紧预期。

初端开工下滑，终端有望改善

镀锌板块开工下滑，主因临近过节，部分镀锌企业进入年假或开始减停产；压铸锌合金开工上行明显，主因下游春节备库，订单增加带动成品累增。北方部分地区环保限产再起，影响锌渣供应，周内锌价虽低位运行然氧化锌企业刚需采买，整体原料库存变化不大。预计后续终端下游陆续放假需求走弱下，氧化锌开工或下滑。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。近期雨雪天气拖累部分终端项目施工；基建新开工项目采购需求少、存量项目零星赶工，节前需求较弱；房建项目需求淡季，年前回款程度仍未明显改善，节前需求或持续下滑。

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。

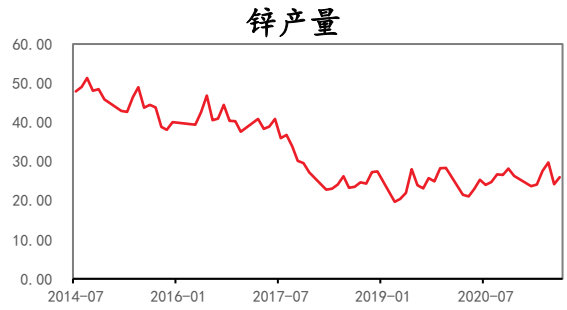
2 总结

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。锌矿端继续偏紧，逐步传导至冶炼端，12 月末国内开始连续有冶炼厂开启检修。下游企业节前备库力度较弱，不如往年同期；且随着春节逐渐临近，部分下游企业将于逐渐开始放假，锌锭需求进一步弱化。供需双弱，预计锌价

维持震荡。

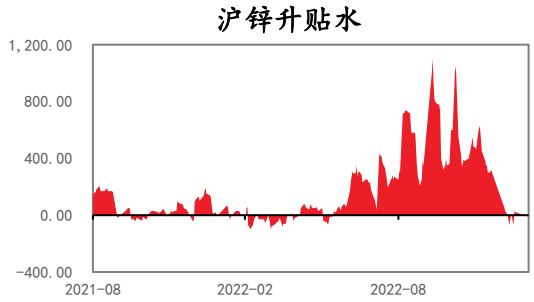
3 锌期货现货数据

图表 18：锌产量



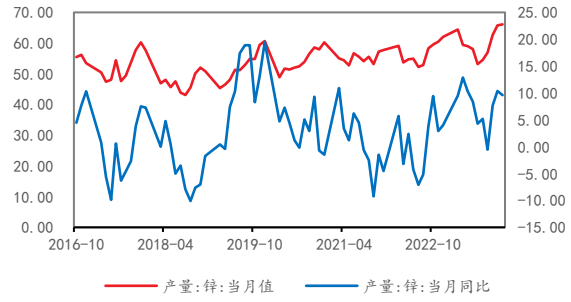
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 19：锌升贴水



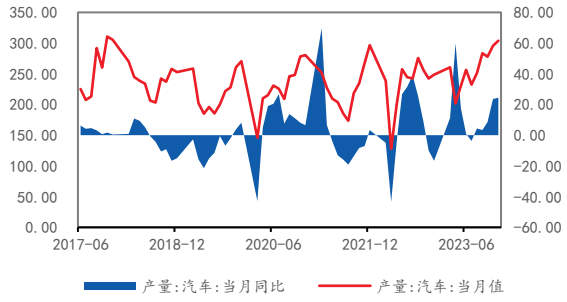
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 地产政策密集来袭

1 月 24 日，央行行长宣布将于 2 月 5 日下调存款准备金率 0.5 个百分点，下调支农支小再贷款和再贴现利率 0.25%。同时还表示，经中央批准，人民银行将设立信贷市场司，重点做好“五篇大文章”相关工作。

1 月 24 日，中国人民银行办公厅、金融监管总局办公厅联合印发《关于做好经营性物业贷款管理的通知》：做好经营性物业贷款管理，满足房地产企业合理融资需求。

1 月 25 日，国家金融监管总局表示：将支持各地城市政府和住建部门因城施策，进一步优化首付比例、贷款利率等个人住房贷款政策。要求银行尽快行动起来，在城市人民政府牵头协调下，与住建部门一起，因城施策用好政策工具箱，更加精准支持房地产项目合理融资需求。

上周宏观及地产政策密集发布，房地产行业的枷锁被进一步打破。降准将向市场提供长期流动性约 1 万亿元，为市场提供了流动性。这些资金将有很大一部分流向房地产行业，房地产行业资金紧张的情况有望边际改善。

此外，金融监管局提到要做好关于做好经营性物业贷款管理，支持优质房企改善流动性状况。这对房企的影响也较大，过去是三条红线严格限制房企新增贷款，而如今则是鼓励房企去抵押贷款，去发债融资，并且要求金融机构要配合。

2 原料支撑减弱

近期，由于澳大利亚和巴西的铁矿石发运季节性回落，加之海外矿山年末冲量矿石到港高峰已过，国内铁矿石到港量上周出现了显著下降。然而，尽管到港量减少，但根据 Mysteel 的数据显示，国内 45 个主要港口的进口铁矿石库存仍高达 12762 万吨，环比上升 120.5 万吨，连续第七周上升，创下近半年来的新高。

目前，随着冬季储备周期的临近尾声，247 家钢铁企业的进口铁矿石库存达到 10524 万吨，环比增加 121 万吨，达到近一年多来的新高。春节的临近意味着钢厂的补库进程将继续，因此钢厂库存有进一步上升的空间。

当前市场预期较高，但我们认为，年后实际需求可能无法支撑这一高水平，存在预期向下修正的可能性。自 10 月下旬以来，一系列宏观经济刺激政策的推出，使市场对年后需求的预期持续增强。然而，尽管市场预期保持强劲，实际需求并未显著改善。因此，考虑到宏观政策刺激效果与实际需求之间的脱节，我们预计年后铁矿石价格存在向下调整的较大空间。

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 83.5%，环比+0.5%，同比-0.6%，91 家电弧炉产能利用率为 56.4 %，环比-2.3%，同比+27.3%，五大品种钢材周产量为 860.8 万吨，环比+0.6%，同比+0.3 %。

在库存方面，上周五大品种钢材周社会库存为 1044.6 万吨，环比+5.2%，同比-22.1%，钢厂库存为 438.7 万吨，环比+2.2%，同比-30.3%；钢材总库存持续累积，环比增加 4.3%，厂库由降转增，与社库一同累积，但社库累积速度较快。

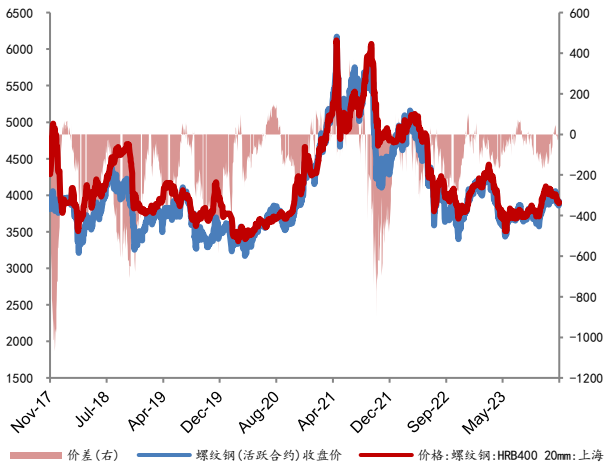
从消费情况来看，上周种钢材周表观消费为 800 万吨，环比-3.1%，同比+52%，其中螺纹钢周表观消费 185.3 万吨，环比-14.8%，同比+465.7%。

4 小结

上周宏观刺激政策频出，从国常会强调要加大对“三大工程”的支撑，到央行决定降准 0.5%，宏观及地产政策高频出台，对市场的情绪有较大的提振，也再度改善了市场对年后的预期。目前铁矿到港高峰已过，供需边际好转，加上情绪向好，矿价带动钢价走强。尽管如此，由于春节的临近，市场活跃度降低，钢价较难有大幅的波动。

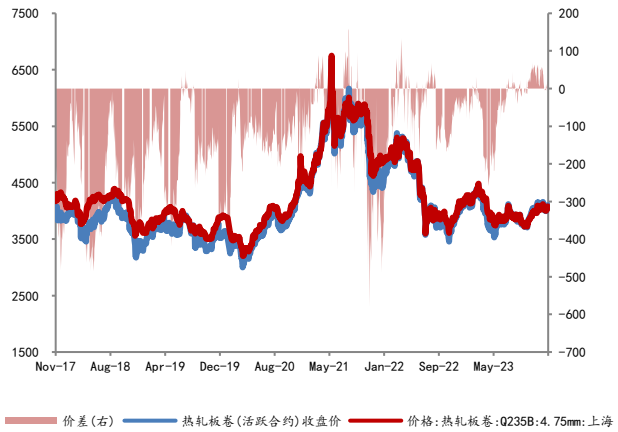
5 钢材期货现货数据

图表 22：螺纹期现价差



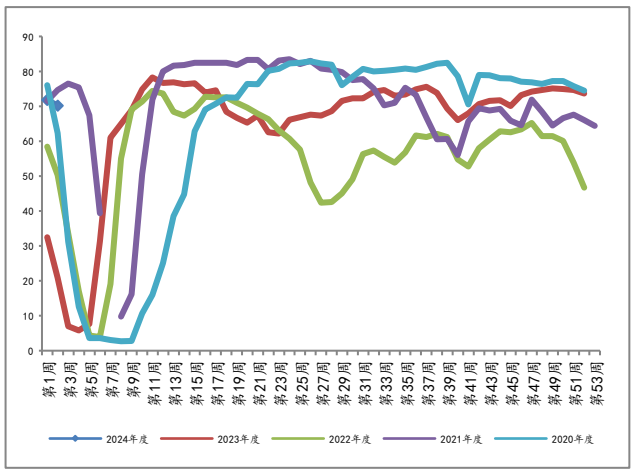
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 23：热卷期现价差



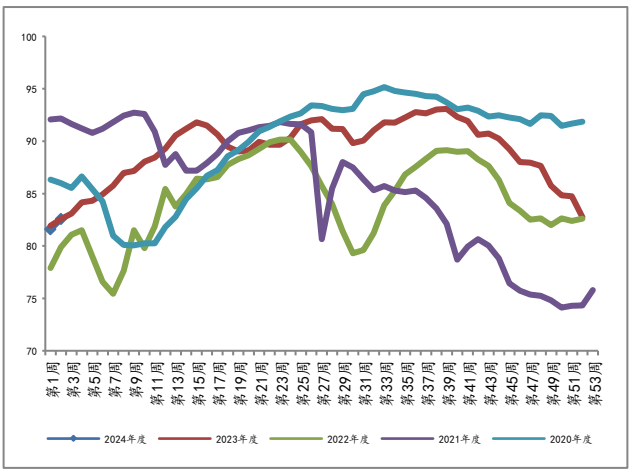
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 24：85 家独立电弧炉钢厂：开工率：中国（周）



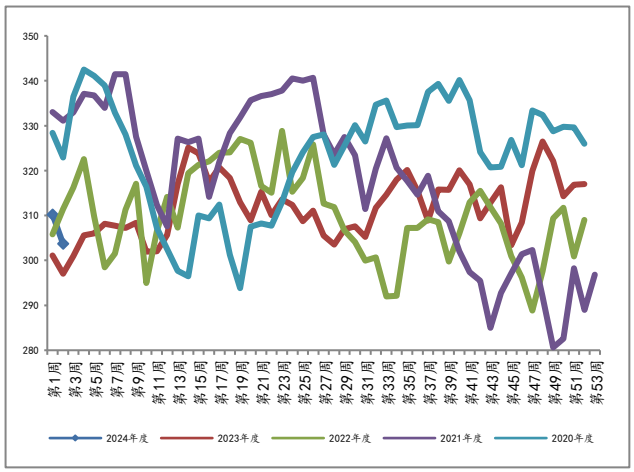
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 25：247 家钢铁企业：高炉产能利用率：中国（周）



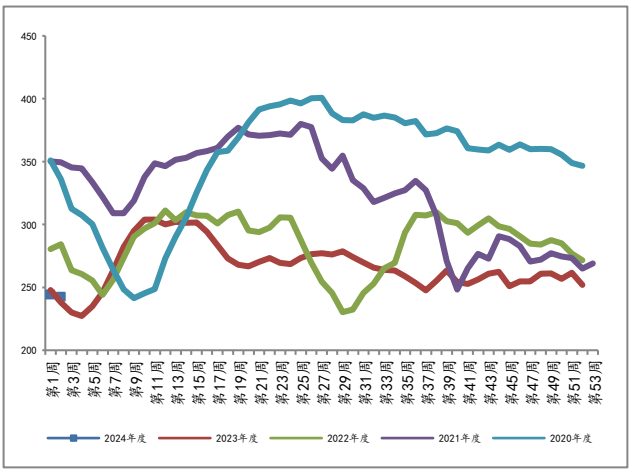
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 26：螺纹钢：建筑钢材钢铁企业：实际产量（周）



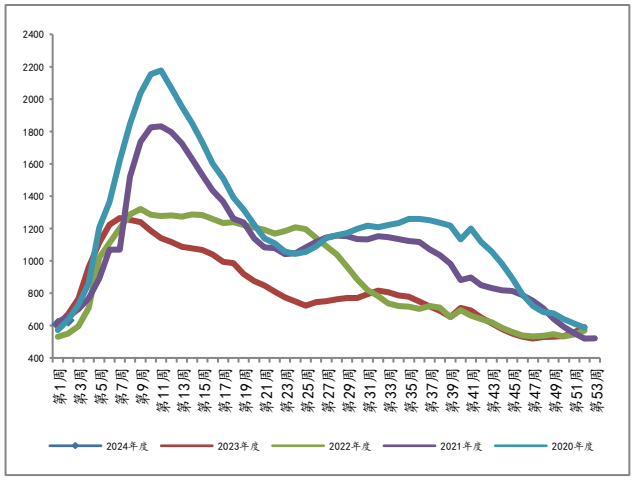
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 27：热轧板卷：钢铁企业：实际产量：（周）



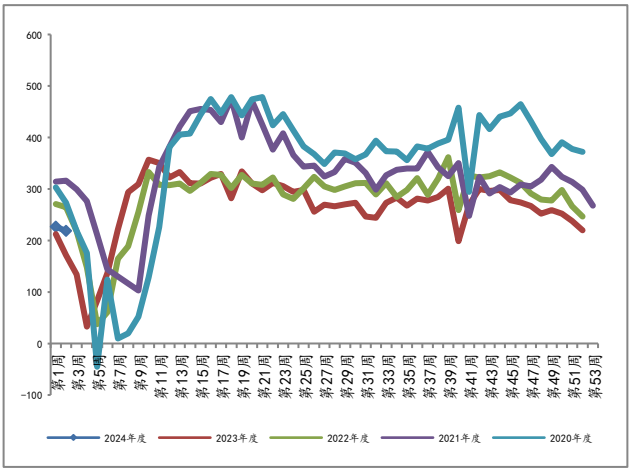
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

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 减产效果饱受质疑

OPEC 发布 2024 年 1 月石油市场月度报告，关于备受关注的减产执行情况，暂时看不到供应大幅下降的迹象。OPEC 参考的产量以第三方评估的二手数据为准，而不是参照各成员国自报的原油产量。根据二手数据来源，12 月不包括安哥拉在内的 OPEC 共 12 个成员国原油产量总计增加了 7.3 万桶/日。其中，沙特阿拉伯原油产量为 895.6 万桶/日，环比 11 月减少 1.2 万桶/日；阿联酋原油产量为 289.8 万桶/日，减少 8000 桶/日；科威特原油产量为 254.5 万桶/日，减少 2.3 万桶/日。由此可见，除伊拉克和伊朗豁免于减产协议外，海湾主要产油国均配合履约。但值得注意的是，尼日利亚原油产量增加 10 万桶/日至 141.8 万桶/日，在安哥拉退出 OPEC 以后，非洲成员国越来越难以被约束。

2 需求预估过度乐观

OPEC 发布的石油市场月度报告指出，由于亚洲地区的需求增长高于此前预期，2024 年全球原油需求将继续大幅增加，这一观点引发业界较大争议。OPEC 维持 2024 年全球原油需求增长 225 万桶/日的预测不变，预计 2025 年全球原油需求将进一步增长 185 万桶/日，这也是该组织首次发布对明年需求增幅的预估。自身供需平衡方面，预计 2024 年全球对 OPEC 原油需求量为 2849 万桶/日，2025 年为 2896 万桶/日，远高于 2023 年 12 月除安哥拉外 OPEC 成员国 2670 万桶/日的平均原油总产量。在报告预测大致准确的假设下，为平衡全球原油供需，OPEC 所必须提供的产量远高于当前水平，据此可认为该组织对市场仍具有较强的统治力。然而事实上，考虑到美国、加拿大、巴西等国原油产量增长迅速，这一理论上的平衡点正变得岌岌可危，2024 上半年大部分时间内或将面临阶段性过剩压力。

3 市场前景依然黯淡

当市场厌倦了难以确切衡量的地缘炒作，原油走势的主导逻辑就会回到宏观和需求上来。近期，亚洲大国的经济数据不及预期，引发对能化需求疲弱的担忧，令原油价格再度走软。2023 年四季度，亚洲大国 GDP 同比增长 5.2%，由于之前 OPEC 报告的利多观点极为倚重亚洲大国，因此有关 2024 年全球原油需求增长 225 万桶/日的预测受到质疑。不过事实上，2023 年亚洲大国炼油厂吞吐量仍录得 9.3%的增长率，尽管复苏节奏一波三折，但对原油的需求仍可保持庞大稳定的基数。在疫情解封带来的同比高增速过后，预计亚洲大国能化消费水平将表现为小幅的自然增长率，考虑到 OECD 发达经济体能源需求已经陷入停滞，2024-2025 年原油市场前景仍然黯淡。

4 美国寒潮短线刺激

近期，国际原油价格出现明显反弹回升，其主要原因是美国寒冷天气导致部分地区原油生产中断。据了解，由于冬季严寒和风暴的干扰，美国国内特别是在北达科他州和德克萨斯州，当地石油生产和炼化活动遭受打击，导致产量和库存出现骤降，至少在 1 月剩余的时间里将陷入减产状态。

美国能源信息署（EIA）高频数据显示，上周美国原油产量和库存出现大幅下降。根据 EIA 周报，截至 1 月 19 日当周，美国商业原油库存减少了 920 万桶，超过此前美国石油协会（API）统计的库存下降 667 万桶。当期美国原油产量大幅下降至 1230 万桶/日，相比上周创下的 1330 万桶/日历史记录，短期降幅高达 100 万桶/日。标普全球普氏能源资讯调查显示，分析师预期美国原油产量下降 90 万桶/日至 1240 万桶/日，和 EIA 报告接近。

从近期的天气预报来看，近期恶劣的天气使得页岩油生产商难以增加钻探活动，未来几周将出现反弹，但要经过几个星期才能完全恢复稳定。美国国家海洋和大气管理局(NOAA)预计，2 月美国 48 个州的气温将迅速回升至往年平均水平以上，从而令原油生产活动恢复和利空取暖燃料需求。天气这一影响因素虽偏短期，但造成的实际冲击较大，支撑油价走势一时偏强。

5 过剩承压风险犹存

综上所述，供应端扰动造成的实际影响暂时有限，但美国为主的非 OPEC+创纪录的原油产量，正在将原油市场供需平衡推向宽松。业界观点倾向于，鉴于油价维持稳定是 OPEC 增加闲置产能造成的，而不是上游投资不足导致生产和消费错配，这限制了走势上行的潜力。

过去数月以来，原油市场表现出的迹象令人想起 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。

不过与此同时，原油市场仍面临中东爆发系统性危机的重大风险。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，投资者仍然保持谨慎克制的态度，市场对此并未形成一致预期。

6 牛熊周期转折阶段

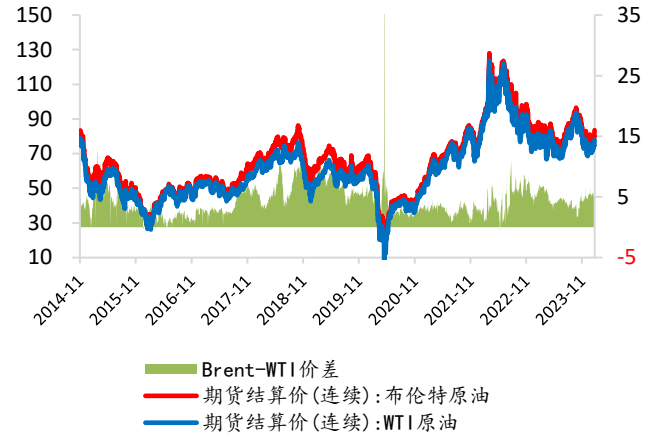
回顾近年来的原油市场，中短期经常受一致性预期主导产生极端行情，然而当前是诸多影响因素相互制衡，且难以形成一边倒的局面，缺乏单一强势的决定性逻辑。

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。

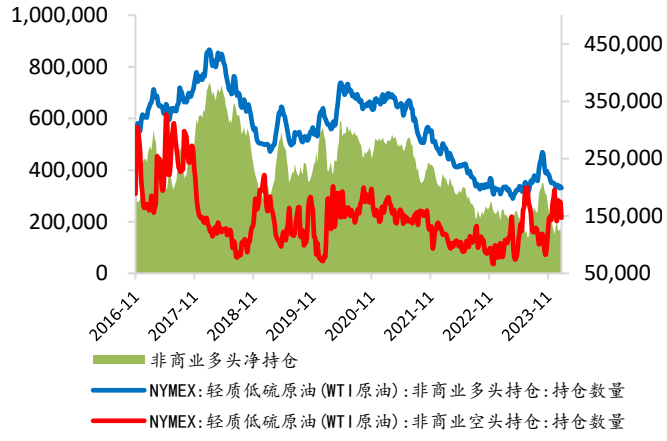
7 原油期现数据

图表 30：国际原油期货价格



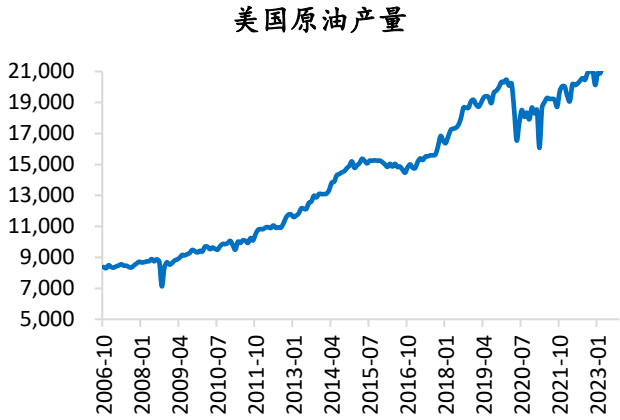
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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



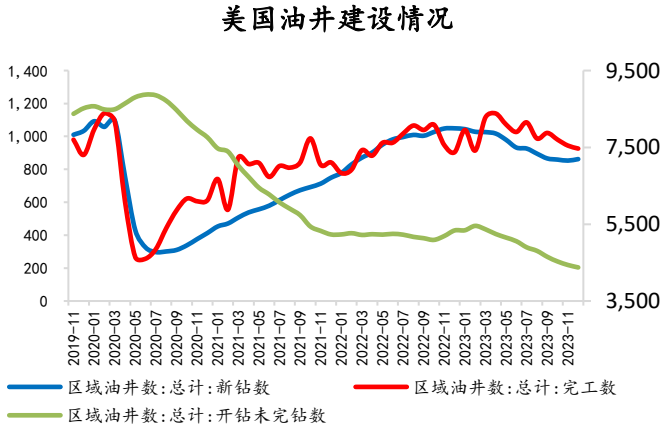
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 33：沙特原油产量



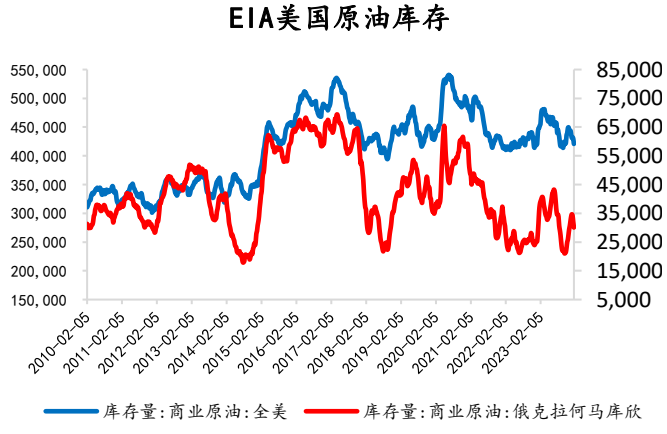
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 34：美国油井建设情况



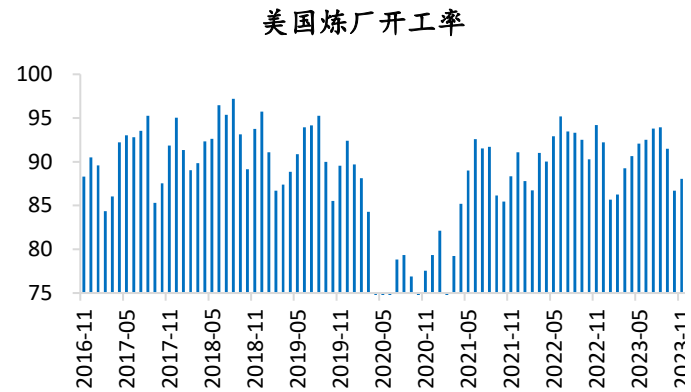
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 35：EIA 原油库存



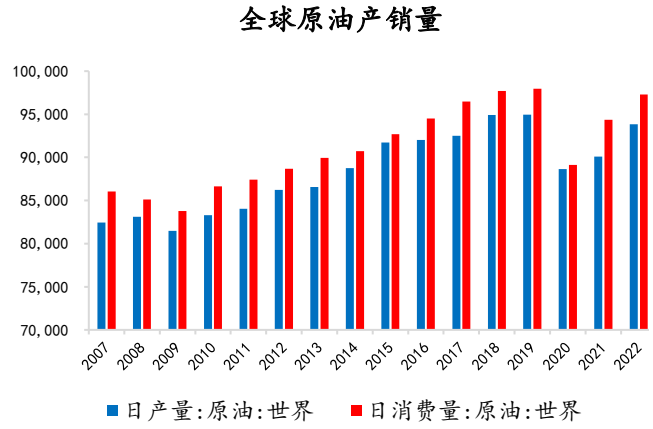
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 产能出清节奏延缓

天然橡胶生产国协会(ANRPC)在其最新报告中，大幅上调了对2023年天然橡胶(NR)产量的估值，主要是因为非洲产胶国科特迪瓦产量增长表现强劲。ANRPC 估计，2023 年天然橡胶产量料同比增长 3.5%至 1514.5 万吨，较此前预测意外高出 1.5%。其中，非 ANRPC 成员国的产量同比大幅攀升 13.8%至 265.3 万吨，特别是科特迪瓦贡献了超过一半的增量。在 ITRC 传统产胶国中，马来西亚大幅下调天然橡胶产量预测，多雨的气候条件和落叶病阻碍作业，胶价低迷造成胶农收割积极性减弱，泰国和印度尼西亚种植园也面临树龄老化的问题，仅越南未来仍将保持一定的供应增速。同时，非 ANRPC 产胶国产量高于预期，本次数据修订后，ANRPC 在全球天然橡胶产量中占的份额已从 84.1%降至 82.5%。类似原油市场上美国为主的非 OPEC+产油国对 OPEC+的挑战，由于科特迪瓦等新兴产胶国的崛起，使得全球橡胶产能过剩周期进一步延长。

2 减产停割原料涨价

全球天然橡胶主要产区逐渐进入低产期，叠加上游加工厂补库，原料成本支撑坚挺。1 月下旬，国内海南产区零星割胶收尾，泰国北部、东北部及越南产区减产，泰国南部旺产季提产不及预期，原料胶水价格持续上涨至历史同期高位水平。上游加工厂及二盘商储备原料，使得收购价格高企，成本压力下外盘商无意低出，国内进口橡胶价格抗跌。不过接下来，工厂节前备货工作陆续收尾，对高价货源采购意愿不佳，现货尤其浅色胶买盘冷清，部分 21 年老全乳胶及 3L 老胶价格较低，泰三烟片胶货少缺乏报盘。橡胶基本面支撑与压力并存，缺乏明显的向上驱动，随着产业链下游工厂停工放假，需求趋势性走弱则利空增加。

3 需求分化季节走弱

尽管低产期原料成本端提供了一定支撑，但需求端才是胶价重心的锚定。近期，下游轮胎企业节前备货以及终端市场补货，受此提振全钢胎和半钢胎开工率均呈现小幅提升。细分市场来看，得益于刺激消费政策及营销，2023 年 12 月中国乘用车零售环比增长 13.1%，但商用车尤其重卡销售整体不及乘用车，因此拖累了全钢胎开工率。此外，半钢胎外贸出口订单持续景气，成品库存压力明显小于全钢胎。随着春节长假临近，全钢胎走货不畅和库存攀升，需求淡季下轮胎行业整体开工率或将下滑。不过，原料价格持续上涨仍存在较强支撑，厂商年前补库延缓了青岛地区累库趋势，短期沪胶尽管难以上涨，仍可维持低位区间震荡，后期有进一步转弱预期。

4 阶段思路反弹沽空

国内天然橡胶产区全面停割，东南亚主产区临近减产期，叠加上游加工厂补库，令原料收购价格维持相对高位，成本支撑下胶价报盘较为抗跌。对于交割品而言，预计 RU 新增注册仓单压力不大，NR 仓单也出现降库拐点。不过，青岛港区进口船期到港增加，国内主港现货库存开始小幅累库。下游全钢胎企业开工率环比有所改善，但需求弱势导致出货缓慢，成品轮胎库存难以去化，预计节前开工率将逐步下移。橡胶前期利多题材被充分反馈，需求季节性走弱趋势难

改，整体思路转向逢反弹沽空。

5 合成橡胶成本支撑

丁二烯橡胶走势低位震荡整理，市场行情僵持交投氛围冷清。原料丁二烯外盘价格表现坚挺，支撑国内报盘心态，但下游利润受损询盘意向不佳，实盘低价货源成交为主。在原油成本端支撑下，国内丁二烯供应暂无明显压力，在偏高位上维持供需博弈局面。丁二烯橡胶方面，北方地区国营胶现货流通偏紧，南方地区民营胶供应充足，部分商家倒挂出货。供应端，1 月部分顺丁橡胶装置陆续重启，燕山石化、益华橡塑、浙石化等开工负荷提升，产量存在较明确的回升预期。需求端，下游轮胎及制品企业春节陆续停工放假，刚需补库完成后暂无备货意向，加重业者看空情绪。丁二烯橡胶受到丁二烯成本支撑，但基本面表现弱于丁二烯，节前预计整体保持震荡偏弱走势。

6 经典空配牛短熊长

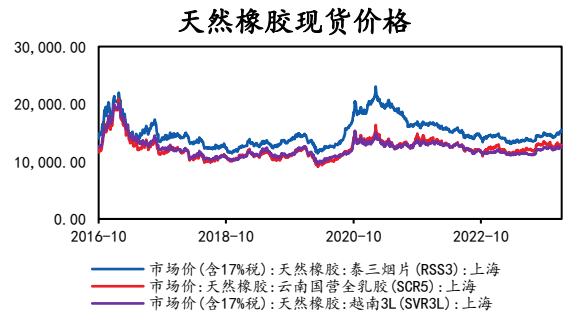
天然橡胶在十年以上的周期上将开启下一轮牛市，然而很难以这个超长期思路看待常规的市场走势。回顾 2023-2024 天然橡胶生产年度，泰国供应端因天气多雨和利润不佳等原因，整体料将出现一定减产，但宏观经济下行压力不容乐观，下游汽车轮胎需求也同样面临疫情解除第二年的后劲乏力。在不出现重大意外的情况下，天然橡胶基本面将继续维持宽松格局，供需缺乏核心利好驱动，价格低位偏弱运行为主。

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。

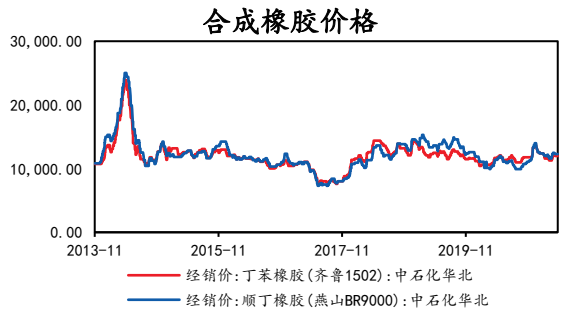
7 橡胶期现数据

图表：天然橡胶现货价格



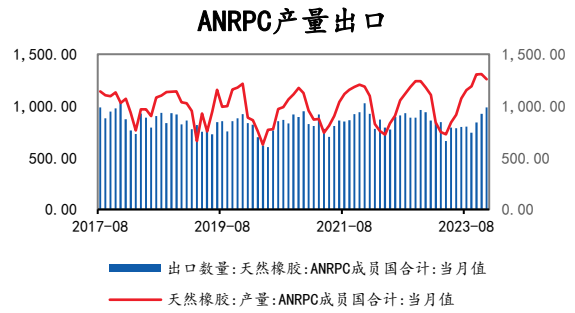
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 38：合成橡胶价格



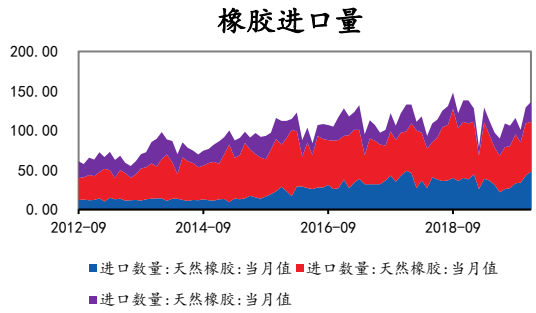
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 39：ANRPC 产量出口



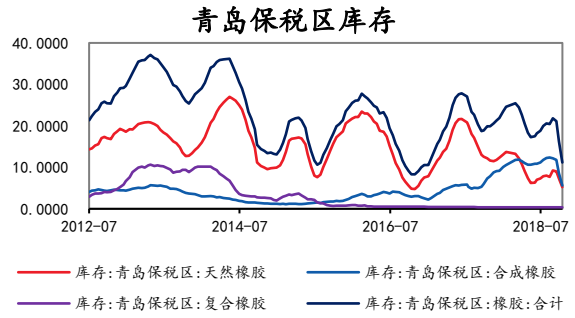
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 40：橡胶进口量



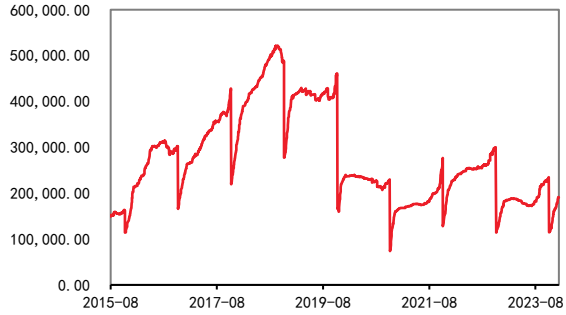
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 41：青岛保税区库存



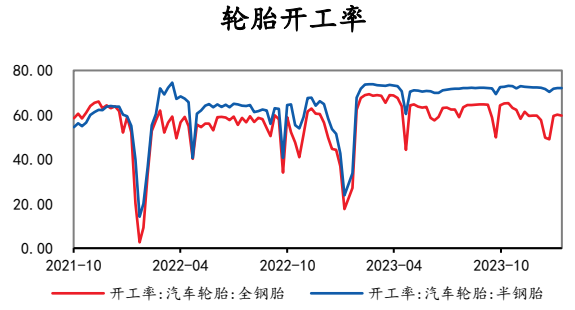
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 42：上期所注册仓单



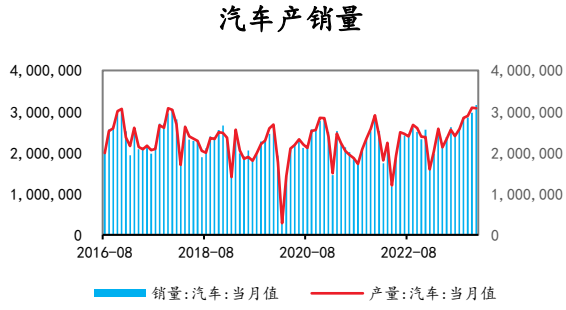
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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：美豆先扬后抑，国内豆类市场反弹受阻

1 外部豆类市场分析

巴西大豆升贴水报价快速回落，对华出口成本大幅下降

近期，随着巴西降雨改善大豆产量前景以及巴西早播大豆进入收割期，南美大豆升贴水报价快速下跌，导致巴西大豆出口成本较美豆明显偏低。截止 1 月 25 日，墨西哥湾（2 月船期）报价 239 美分/蒲式耳；美国西岸（2 月船期）报价 205 美分/蒲式耳，巴西港口（2 月船期）报价 45 美分/蒲式耳。南美大豆贴水报价不断下滑，体现着巴西大豆的季节性供应增加，也是市场对阿根廷大豆丰产前景的提前反应。至此 2 月装船的巴西大豆到中国港理论成本已由 1 月初的 4400 元跌至 3870 元，累计下跌 530 元。

阿根廷大豆产量保持乐观，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。布宜诺斯艾利斯谷物交易所本周四将阿根廷大豆产量预估由此前的 5200 万吨上调到 5250 万吨，较上年增产幅度超过一倍多。阿根廷大豆强势增产，有助于弥补巴西大豆部分减产损失，全球大豆远期供应保持宽松状态。按照美国农业部 1 月供需报告的评估，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。

厄尔尼诺现象导致东南亚棕榈油大幅减产

印尼和马来西亚是全球棕榈油的集中产地，这两个国家棕榈油产量占全球总产量的 82%，因此印尼和马来西亚棕榈油产量变化对全球棕榈油市场乃至全球油脂市场都具有举足轻重的作用。每年 11 月至次年 2 月通常为东南亚棕榈油产量淡季，但自去年秋季以来，受强厄尔尼诺现象现象影响，东南亚多地降雨偏多，造成当地作物收割和运输受阻，从而削弱了棕榈油产量。马来西亚棕榈油协会（MPOA）发布的数据显示，1 月 1-20 日，该国棕榈油产量环比下降 15.63%。据船运调查机构 ITS 数据显示，马来西亚 1 月 1-25 日棕榈油出口环比增加 0.64%。由此推断，1 月底马来西亚棕榈油库存将继续下降。近日印尼和马来西亚多地遭遇暴雨困扰，市场担心此轮减产幅度将超出市场预期，供给收紧是推动近期马盘棕榈油强势反弹的主要动力。

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%。

棕榈油进口成本持续攀升，一季度进口油脂油料预计大幅下降

由于国内棕榈油供给完全依赖进口，成本驱动一直是国内棕榈油价格变动的主要原因。受马来西亚棕榈油连续反弹影响，1 月 23 日马来西亚棕榈油进口到岸价格为 897 美元/吨，进口成本价为 7746 元/吨，刷新近两个月高点，带动国内棕榈油期货市场整体进入反弹节奏。从目前的船期跟踪情况看，预计 2024 年 1-2 月进口油料和植物油数量将显著回落。预计 1 月进口大豆

到港量为 850 万吨,较去年 12 月减少 132 万吨,2 月受春节假期影响将进一步减少至 500 万吨;预计 1 月进口棕榈油到港量 50 万吨，与去年 12 月持平，但 2 月将下降至 30 万吨。受此影响，预计一季度国内油脂油料供应呈收紧状态。

节前备货需求启动，国内油脂库存降速加快

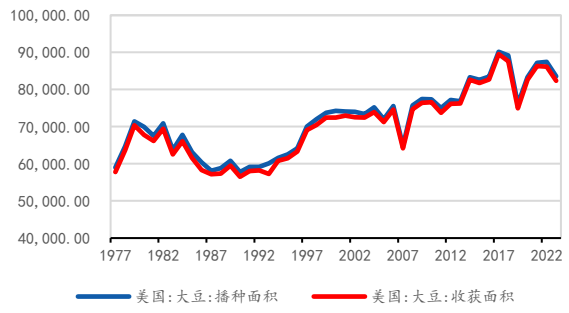
随着春节临近，油脂终端备货需求明显增强，国内三大食用油库存降速加快。中国粮油商务网公布的数据显示，截止到 2024 年第 3 周末，国内三大食用油库存总量为 228.04 万吨，周度下降 10.86 万吨，环比下降 4.55%，同比增加 21.67%。其中豆油库存为 106.54 万吨，周度下降 3.71 万吨,环比下降 3.37%,同比增加 20.63%;食用棕油库存为 75.47 万吨,周度下降 5.02 万吨，环比下降 6.24%，同比下降 10.21%；菜油库存为 46.03 万吨，周度下降 2.13 万吨，环比下降 4.42%，同比增加 205.64%。尽管油脂总库存量仍然偏高，但三大食用油库存同时下降并不多见。油脂库存压力减弱，为近期国内油脂市场表现强于蛋白粕提供内在支撑。

3 油脂油料市场展望

CBOT 大豆期货经历短暂反弹后再度走弱,出口竞争压力成为继南美大豆增产后市场做空美豆的另一个重要题材。巴西早播大豆已经进入收割期，新豆上市压力以及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拉大，国际买家更青睐价格低廉的南美大豆，美豆出口周期与南美大豆的重叠期将延长。目前正值南美大豆生长关键期，如果缺少减产天气威胁，南美大豆宽松的产量前景也不利于美豆市场回暖。国内豆粕市场在成本和预期影响下，与美豆保持较强联动，目前仍处于震荡偏弱的运行节奏。马来西亚棕榈油在季节性减产和库存下降预期中保持涨势，成本因素是国内棕榈油市场跟涨的主要动力，但菜油和豆油市场在远期供应压力下跟涨趋于谨慎，油强粕弱格局仍在持续。豆一期货市场本周受多重利空因素打压出现破位大跌状态，其中食用大豆供过于求是内因，美豆下跌导致的内外大豆价差失衡是外因，而现货市场低迷和企业降价收购令市场看涨信心严重受挫。如缺少新的利多题材提振，国产大豆价格可能再下一个台阶。

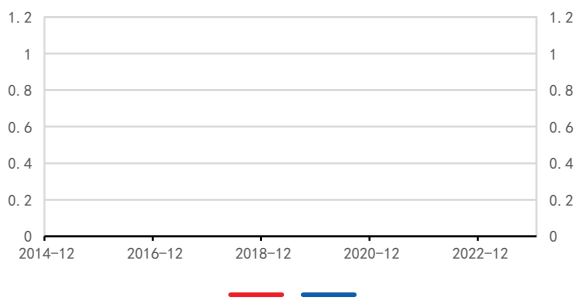
4 油脂油料市场主要数据

图表 45：美国大豆种植收获面积



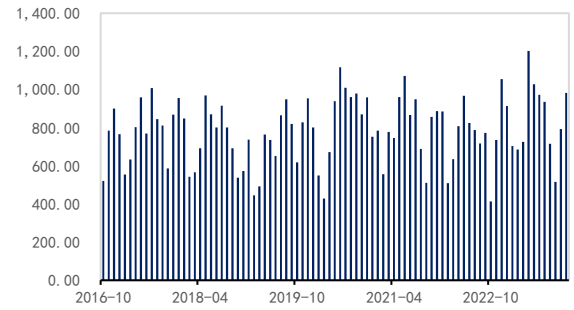
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 46：国内生猪存栏量



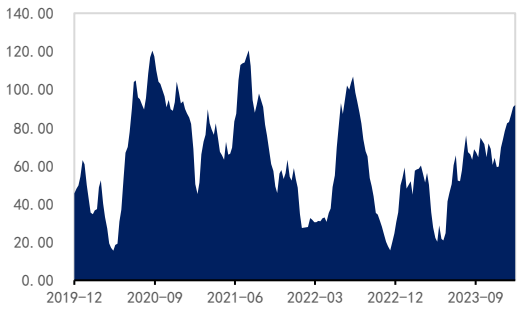
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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