中金财富期货策略周报（2024 年第 5 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：考虑到“有效需求不足，部分行业产能过剩”的情况明显，2024 年上半年 CPI 与 PPI 可能都会低位运行。从基本面来看，要在房地产、建筑业、制造业启动上行之后，库存周期、社会融资、货币供应量增速才会明显好转。 因此目前的工业品市场不具备大幅上行的宏观基础，为了避免节日期间的市场风险，建议持仓上以轻仓为主，尤其是多头而言。

股指期货：短期市场毫无疑问处于历史级别的高性价比区域，但与一般的底部不同的是，目前筹码结构并未出清，特别是定价于景气赛道和科技主题的筹码未出清。但是在技术、资金、估值等多重作用下，市场仍可能在当前低点附近重新尝试塑造底部结构；随着春节到来、避险资金的逐步离场，市场有望在节前找到支撑、逐步企稳，因此建议保留一定的多单仓位，以蓝筹指数（上证 50、沪深 300）为主。

铜：矿端的干扰频发，铜矿供需由宽松转向短缺，铜精矿现货 TC 快速下行，创 3 年新低，冶炼厂利润大幅缩水甚至出现亏损，精铜面临减产的可能端。支持炼厂挺升水，对价格有支撑作用会逐步体现。下游陆续进入放假状态，需求进入淡季，观望情绪较浓。当前美联储降息时点预期的博弈仍将持续，市场情绪波动较大，维持震荡思路，轻仓过节为宜。

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。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。随着春节假期临近，节前下游备库进入尾声，前期镀锌企业逢低采买基本完成锌锭备库，目前现货交投氛围欠佳，国内需求预期走弱。沪锌价格中枢快速抬升后，回归宽幅波动，建议关注市场情绪的变化。

钢材：自 10 月下旬起，国内宏观与地产政策频繁推出，国际市场对美联储降息预期升温，钢价在这一强预期刺激下呈现上涨态势。春节过后，钢价的驱动逻辑预计将从逐步从预期转向现实。当前的强预期正显示出向下修正的迹象。从供需基本面来看，钢材市场未见好转，特别是从地产角度，情况可能进一步恶化。随着年后施工的逐步恢复，预期不符的可能性增大。建议节日期间持币观望，待节后根据市场情况考虑布局空单。

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：随着南美大豆整体进入生长关键阶段，多空双方围绕天气因素展开的博弈将更趋激烈。巴西大豆升贴水报价连续回落，提前对大豆供应压力作出利空反应。CBOT 大豆期货市场冲高回落，超跌反弹行情可能提前结束。国内豆粕市场在成本和预期双重驱动下，仍会维持与美豆基本一致的运行节奏，短期弱势反弹并不会改变长期价格重心回落的大趋势。马来西亚棕榈油市场因出口不及预期以及其他油脂下跌而进入跌势，技术上出现反转信号，继续向下调整的概率较大。外部油脂市场整体进入弱势，国内油脂市场看空情绪高涨，在节后供强需弱的预期下仍有下行空间。豆一期货市场本周表现偏强，呈现超跌反弹状态，市场对节后的价格支持政策仍抱有期待。由于国内食用大豆供过于求，国产大豆与进口大豆价差过大导致的需求乏力长期存在，因此豆一期货市场上行空间有限。

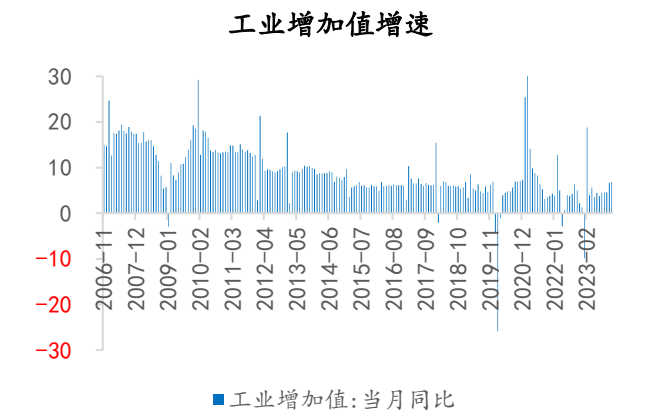
目录

周度策略：宏观亮点不足 建议轻仓过节 ..... - 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 一月 PMI：亮点不足 ..... - 7 -
3 央行重启 14 天逆回购 春节流动性有望宽松 ..... - 8 -
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 节前持币还是持仓？ ..... - 15 -
2 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 红海局势冲突升级 ..... - 18 -
2 美国寒潮减产恢复 ..... - 18 -
3 OPEC 会议按兵不动 ..... - 18 -
4 沙特阿美扩产叫停 ..... - 19 -
5 高频数据意外累库 ..... - 19 -
6 牛熊周期转折阶段 ..... - 19 -
7 原油期现数据 ..... - 20 -
天然橡胶 ..... - 22 -
1 原料收购价格上涨 ..... - 22 -
2 实际供应并不紧张 ..... - 22 -
3 深浅色胶套利机会 ..... - 22 -
4 下游需求节前走弱 ..... - 23 -
5 阶段策略反弹沽空 ..... - 23 -
6 经典空配牛短熊长 ..... - 23 -
7 橡胶期现数据 ..... - 24 -
油脂油料：美豆反弹行情受阻，国内豆粕市场表现抗跌 ..... - 26 -
1 外部豆类市场分析 ..... - 26 -

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

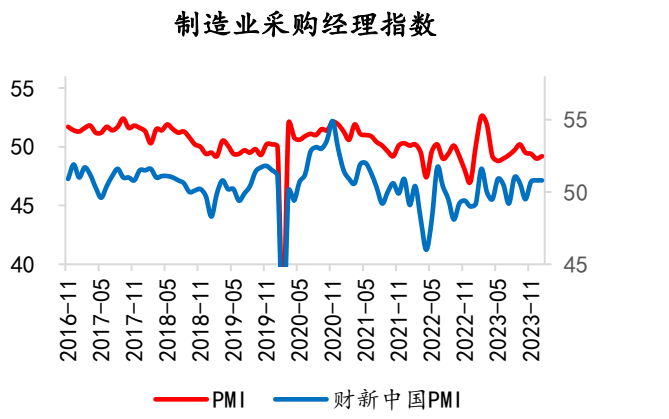
重要经济指标概况

图表 1：国内工业增加值增速



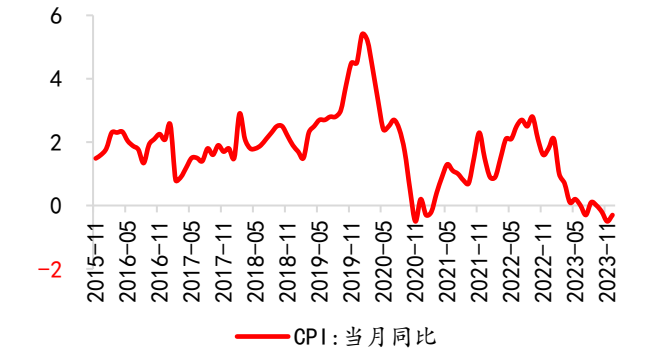
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 2：中国制造业采购经理指数



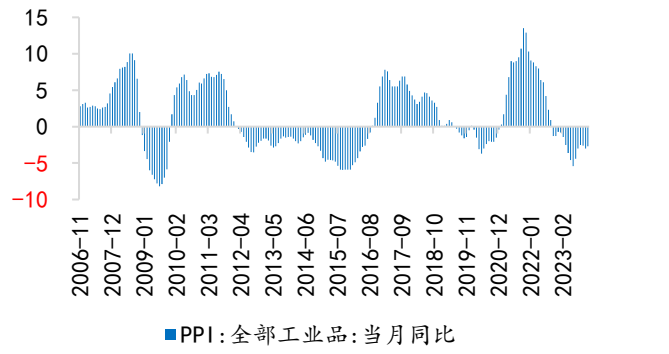
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 3：中国居民消费价格指数



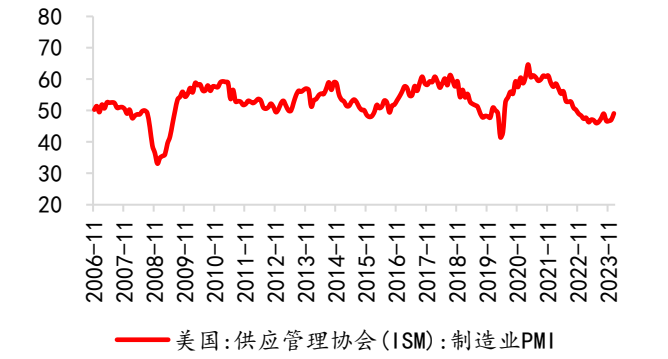
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 4：中国工业生产者出厂价格指数



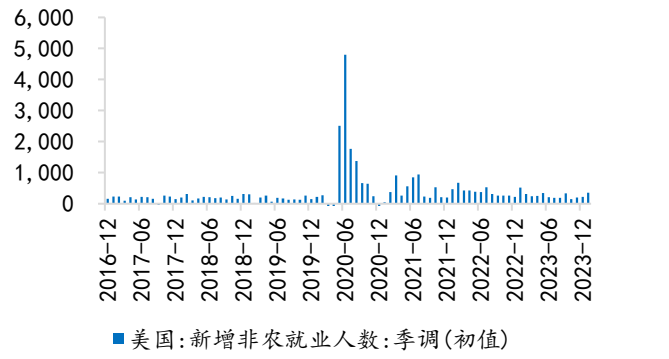
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 5：美国制造业采购经理指数



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 6：美国新增非农就业人数



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

周度策略：宏观亮点不足 建议轻仓过节

近期商品市场延续了偏震荡的走势，部分库存低，供给弹性小的品种，如铜、铁矿石、螺纹等一度上行，但是在需求疲弱的情况下，重演了冲高回落的戏码，回到了中期震荡的格局。我们认为，短期内宏观经济较难出现明显改善，维持工业品中期震荡的观点。由于工业品的绝对价格并不低，建议节日期间，轻仓或者空仓过节。

经济复苏动能仍待加强

当前的经济数据，从 1 月的 PMI 可以看得清楚明晰。供需关系和景气度最具代表性。

产需上看，需求修复弱于生产。

需求端景气度仍处收缩。开年制造业内外需景气度环比改善，但分别连续第四个月、第十个月位于荣枯线下方。1 月制造业新订单、新出口订单指数上行 0.3 个百分点、1.4 个百分点至 49%、47.2%，外需环比升幅大于内需。

非制造业需求景气度环比分化。受节假日临近、极端天气等季节性因素影响，1 月建筑业与服务业新订单指数分别大幅下行 3.9 个百分点、上行 0.7 个百分点至 46.7%、47.7%。

生产端修复加快。部分企业节前备产备货，1 月制造业生产指数环比季节性回升 1.1 个百分点至 51.3%。就业持续承压，制造业、建筑业与服务业从业人员指数自去年二季度以来均持续位于收缩区间。

价格指数环比回落。因生产端修复持续强于需求端，制造业出厂价格与服务业收费价格指数自去年四季度以来均位于收缩区间。行至淡季，建筑业需求端修复放缓，收费价格指数环比回落，仍处扩张区间。制造业原材料价格指数回落 1.1pct 至 50.4%，企业成本压力略有缓解。

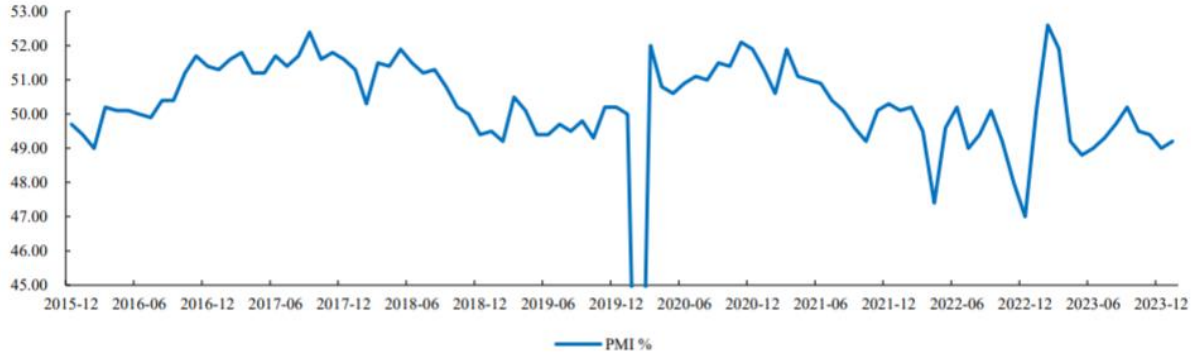
库存端，销售不振和价格下行影响企业采购意愿，制造业企业库存去化持续放缓。1 月原材料、产成品库存指数均位于收缩区间。值得注意的是，新订单与产成品库存指数差自去年二季度以来首次转负，考虑到企业节前备货等因素，实际库存较需求修复情况仍然偏高，或压制企业后续生产空间。

行业的角度看，普遍位于荣枯线下方。

制造业方面，原材料与能源类环比回升，中间品类、设备类和生活消费品类较上月回落，其中设备类 PMI 录得 49.7%，景气度最高。非制造业方面，交通运输类回升，信息与商服类、居民服务类环比和房屋建筑类环比回落。其中，节假日出行拉动交通运输类 PMI 大幅回升至 57.2%，升至领跑位。居民服务类 PMI 排名连续第三个月最低。

总体上看，1 月 PMI 环比止跌回升，但是连续第四个月位于收缩区间。需求修复动能持续偏弱，叠加季节性因素，持续影响企业生产、采购与库存。前瞻地看，节假日对产需两端均有扰动，2 月 PMI 指数大概率仍位于荣枯线以下

图表 1：PMI 走势



资料来源：wind 资讯，中金财富期货

美国：3 月降息预期被削弱 但是不妨碍其预期已经成型

美国 1 月新增非农就业 35.3 万人，前值从 21.6 万上修至 33.3 万人，预期 18.5 万人；失业率 3.7%，前值 3.7%，预期 3.8%。时薪环比增长 0.6%，前值 0.4%，预期 0.3%。

1 月非农企业就业增加 35.3 万人、家庭调查的就业人数增加 23.9 万人、失业率低于预期，美国就业市场韧性依然较强，劳动力供需缺口修复缓慢。分行业看，服务业和政府部门仍是主要支撑，建筑业、制造业就业也不弱。薪资增速超预期，美国除住房外的核心服务价格仍难以降温，1 月美国核心通胀增幅可能超预期。市场降息预期回落。1 月 FOMC 会议上，鲍威尔表示，政策不会仅仅因为通胀下降机械地进行调整，并且表示了对于通胀增速难以继续降温的担忧。我们认为，美联储降息更可能在下半年开始。

美国就业韧性十足。1 月非农企业就业增加 35.3 万人、家庭调查（去除统计方法调整影响后）的就业人数增加 23.9 万人、失业率低于预期，美国就业市场韧性依然较强。劳动力供需缺口修复缓慢，1 月劳动参与率为 62.5%，与前值相同。JOLTS 调查显示的职位空缺数下行速度趋缓，2023 年 12 月仍在 900 万以上。由于劳动力供应不足，且企业信心依然较强，美国就业市场的降温趋势依然缓慢。

服务业和政府部门仍是主要支撑，建筑业、制造业就业也不弱。美国服务业就业增长旺盛，新增就业人数高达 28.9 万人。教育和保健服务新增就业人数持续保持高位，为 11.2 万人，专业和商业服务领域的新增就业也较多。财政持续宽松下，政府新增就业 3.6 万人。建筑业、制造业分别新增 1.1 万人和 2.3 万人。

薪资增速超预期，通胀可能重新走高。非农私人企业全体员工的平均时薪季调环比增速为 0.5%，高于预期和前值，为自 2022 年 3 月以来的最大涨幅；同比上涨 4.5%，高于预期的 4.1%，远高于美联储 2%的通胀目标。时薪增速走高，意味着美国除住房外的核心服务价格仍难以降温，1 月美国核心通胀增幅可能超预期。

CME Fed watch 工具显示，市场对 3 月降息的预期已经大幅下调，认为 3 月保持利率不变概率为 78.5%，前一日为 62.0%，预期降息最早可能出现在今年的 5 月，概率约 6 成，但是年内有 5 次降息空间，这与市场之前的预期没有变化。

建议节日期间轻仓操作

考虑到“有效需求不足，部分行业产能过剩”的情况明显，2024 年上半年 CPI 与 PPI 可能都会低位运行。从基本面来看，要在房地产、建筑业、制造业启动上行之后，库存周期、社会融资、货币供应量增速才会明显好转。 因此目前的工业品市场不具备大幅上行的宏观基础，为了避免节日期间的市场风险，建议持仓上以轻仓为主，尤其是多头而言。

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	2 月 2 日	国常会：研究进一步优化营商环境有关工作。	对标国际一流水平	加强宏观政策取向一致性评估，营造稳定透明可预期的政策环境。
	1 月 31 日	上海放宽限购。苏州全面取消住房限购	一线城市逐渐开启限购	稳地产政策继续推进
数据	2 月 2 日	美国 1 月非农就业远超预期	增加 35.3 万，为 2023 年 1 月以来最大增幅	失业率连续第三个月达到 3.7%，低于市场预期的 3.8%
	2 月 1 日	美国 1 月 ISM 制造业意外升至 49.1	新订单大涨	美国经济数据依然强劲
事件	1 月 29 日	证监会：推动市值纳入央企国企考核评价	完善发行定价、量化交易、融券等监管规则	完善上市公司绩效评价体系，充分体现上市公司真实价值

资料来源：中金财富期货研究所

2 一月 PMI：亮点不足

1 月制造业 PMI 录得 49.2，前值为 49.0；PMI 建筑业指数录得 53.9，前值为 56.9；PMI 服务业指数录得 50.1，前值为 49.3。

新出口订单改善明显。1 月官方制造业 PMI 录得 49.2，较前值 49.0 的水平上涨 0.2 个百分点，虽然仍位于荣枯线之下，但趋势上已经结束了连续三个月的回落，表明当前国内制造业景气度正在改善。在结束了近三个月的下行后，本月 PMI 新出口订单大幅反弹至 47.2，较前值上行了 1.4 个百分点。PMI 新出口订单是我国对外出口的前瞻指标，外需景气度的改善是我们认为今年出口或将维持韧性的有力证据。库存周期方面，本月制造业 PMI 产成品库存指数边际上升，由前值 47.8 上升至 49.4，改善了 1.6 个百分点。但 PMI 出厂价格指数录得 47.0，较前值下行了 0.7 个百分点。出厂价格受 PPI 的影响，景气度也处于收缩区间。伴随今年宏观经济有望转暖，制造业或开启新一轮补库周期。

建筑业景气度边际下滑。1 月商务活动 PMI 指数和服务业 PMI 指数分别录得 50.7 和 50.1，较前值分别上升了 0.3 个百分点和 0.8 个百分点；建筑业 PMI 录得 53.9，较前值下降了 3 个百分点。值得关注的是，第一，服务业改善较为明显，且已经重回扩张区间，也意味着服务消费的韧性较强；第二，建筑业景气度绝对水平虽然较高，但边际回落的幅度较大，这或许与年初基建淡季叠加房地产市场不景气有关。

3 央行重启 14 天逆回购 春节流动性有望宽松

央行对于流动性具有很强的掌控能力，1 月份流动性宽松稳定的客观事实已经充分说明其呵护市场的主观取向。

月初金融体系的流动性需求会季节性地下降，供需关系变化使得资金市场在较低利率水平上形成再平衡。2 月 5 日起金融机构准备金率下调 0.5 个百分点，这将向市场释放出长期流动性 1 万亿元，助力于实体经济的持续回暖向好以及资本市场的平稳健康发展。此外，春节假期后，节前提现的资金将回流银行体系，可以为政府债券发行以及资本市场的运行创造良好的流动性环境。

下一阶段货币当局有充足的工具灵活自如地调控各期限流动性的量与价，稳市场、稳信心。例如春节后首个工作日（2 月 18 日）即有一次 MLF（中期借贷便利）操作，央行亦可在操作中充分满足金融机构对于中期基础货币的需求。展望未来，金融体系流动性将是合理充裕且更偏宽松的。

在春节前现金流出、缴准缴税等因素影响下，央行大致需要再投放 1.5 万亿流动性，因此降准后央行仍需投放部分短期资金，仍然掌握资金面的控制权。后续资金面大幅收紧的概率下降。假设在降准后资金面仍然偏紧，权益市场因此延续调整，央行仍可能采取更多宽松措施。

预计春节前后银行间市场流动性将保持宽松。

4 宏观策略

考虑到“有效需求不足，部分行业产能过剩”的情况明显，2024 年上半年 CPI 与 PPI 可能都会低位运行。从基本面来看，要在房地产、建筑业、制造业启动上行之后，库存周期、社会融资、货币供应量增速才会明显好转。 因此目前的工业品市场不具备大幅上行的宏观基础，为了避免节日期间的市场风险，建议持仓上以轻仓为主，尤其是多头而言。

5 股指期货市场分析

指数再创新低

上周两市延续弱势。其中沪深 300 周-4.63%，上证 50 周-3.69%，中证 500 周-9.23%，中证 1000 周-13.19%，中小类指数周度暴跌。

虽然指数大跌，但是上周北上资金净买入 99.38 亿元。其中沪股通净买入 66.14 亿元，深股通净买入 33.24 亿元。

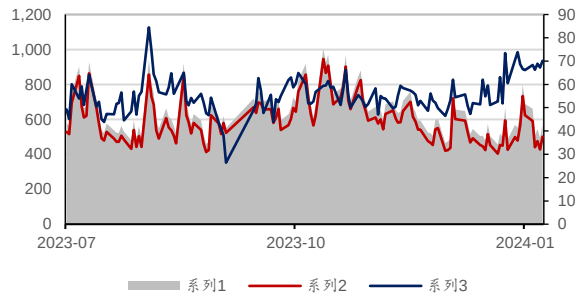
市场流动性仍然较弱，一方面，全球资产“定价锚”10Y 美债利率先上后下，由 4.1%继续反弹至 4.2%左右，随后迅速回落至 3.9%左右，中美利差倒挂程度小幅收窄，人民币兑美元汇率小幅升值，北向资金近期呈现小幅净流入，尤其沪股通和中银国际席位净流入势头明显；另一方面，虽然场内基金净流入骤增，环比增加近 1000 亿，但融资资金净流出规模明显扩大，净流出近 500 亿元，叠加部分雪球产品集中敲入，以及部分股权质押风险释放，给市场带来了一定抛压，引发投资者持续担忧，形成了资金负反馈效应。

节前可继续关注指数是否有企稳机会

短期市场毫无疑问处于历史级别的高性价比区域，但与一般的底部不同的是，目前筹码结构并未出清，特别是定价于景气赛道和科技主题的筹码未出清。高股息和稳增长确实是短期催化剂集中的方向，政策上可以看到，市值管理纳入央企业绩考核，中特估密集催化。央行降准+定向降息，且强调“中美货币政策差异趋于收敛”，这为后续进一步宽松提供了线索，但风格演绎极高波动和严重的分裂，还是与筹码结构问题直接相关。反过来，极致的风格演绎又加剧了筹码结构的问题。所以，目前市场处在情绪悲观和亏钱效应下的螺旋，亟需外力打破这种恶性循环，稳定资本市场预期的政策仍是关注的焦点。

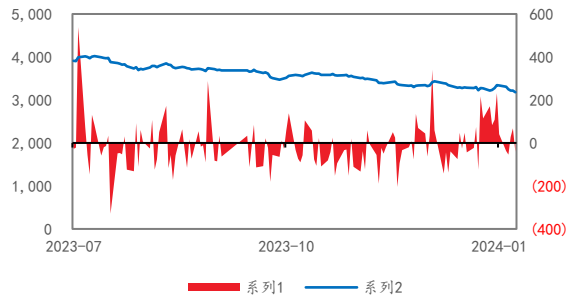
持仓建议：目前市场弱势的情况下，没有明显的踏空风险。但是在技术、资金、估值等多重作用下，市场仍可能在当前低点附近重新尝试塑造底部结构；随着春节到来、避险资金的逐步离场，市场有望在节前找到支撑、逐步企稳，因此建议保留一定的多单仓位，以蓝筹指数（上证 50、沪深 300）为主。

图表 8：融资融券数据图



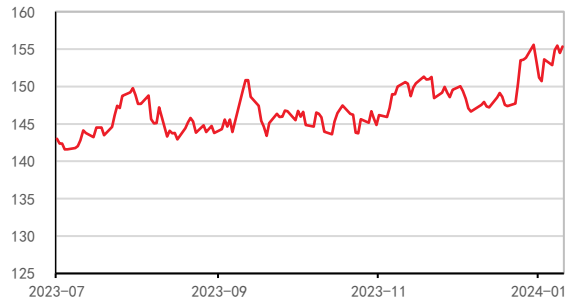
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 9：合约持仓和市场表现



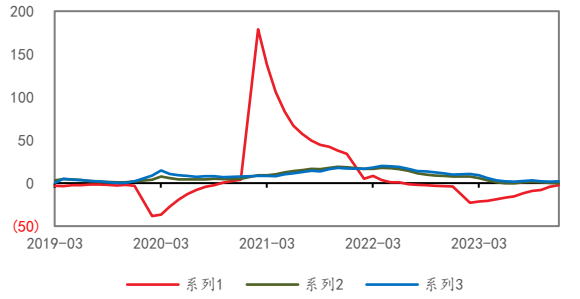
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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。

海关总署数据显示,2023 年 12 月我国铜矿砂及其精矿进口量为 248.17 万吨，同比增长 17.95%。1-12 月我国铜矿砂及其精矿累计进口量为 2758.48 万吨，累计同比增长 9.29%。

国内电解铜供应逐步释放

中国进口铜精矿加工费指数为 27.94 美元/吨，较 10 月底时的 85.29 美元/吨，下跌 57.35 美元/吨，并创下近年 3 年来的最低纪录。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。另一方面，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。2 月仅有一家冶炼厂有检修计划，2024 年冶炼厂的检修时间将集中在 2 季度，根据 SMM 最新统计 2 季度有检修计划的冶炼厂高达 10 家，这将有助缓解铜精矿紧张的局面。

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。从备货情况来看，由于订单表现不佳，企业对于节后回来后的需求预期不佳，选择减产调节，备货的积 极性也相应较低。据了解，仅部分企业对于 2024 年新能源汽车行业增长持乐观预期，其余行业均难以出现增长。

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

矿端的干扰频发，铜矿供需由宽松转向短缺，铜精矿现货 TC 快速下行，创 3 年新低，冶炼厂利润大幅缩水甚至出现亏损，精铜面临减产的可能端。支持炼厂挺升水，对价格有支撑作用会逐步体现。下游陆续进入放假状态，需求进入淡季，观望情绪较浓。当前美联储降息时点预期的博弈仍将持续，市场情绪波动较大，维持震荡思路，轻仓过节为宜。

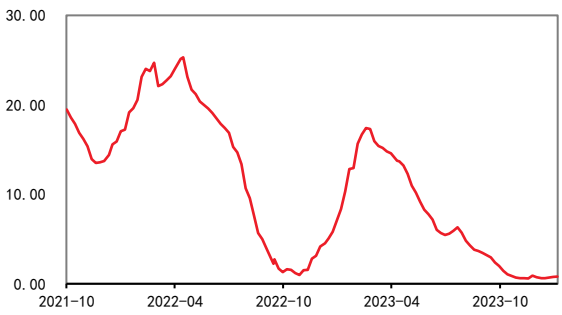
3 铜期货现货数据

图表 12：长江有色铜价



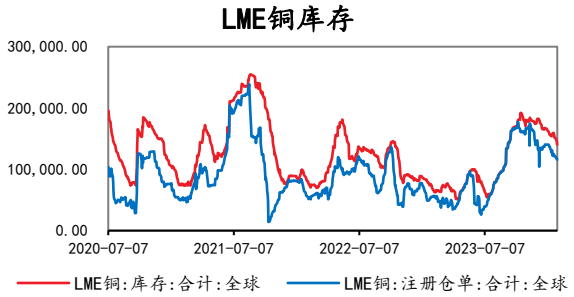
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 13：上海保税区铜库存



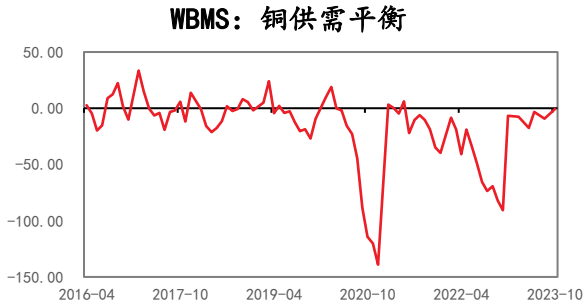
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 14：LME 铜库存



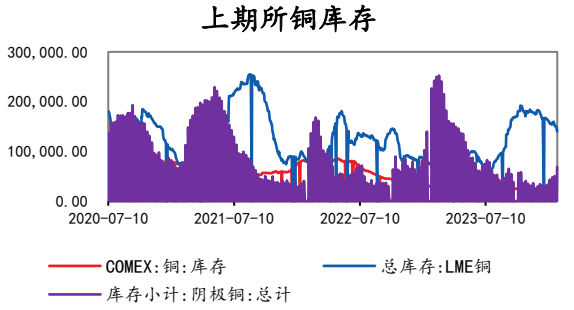
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 15：WBMS 供需平衡



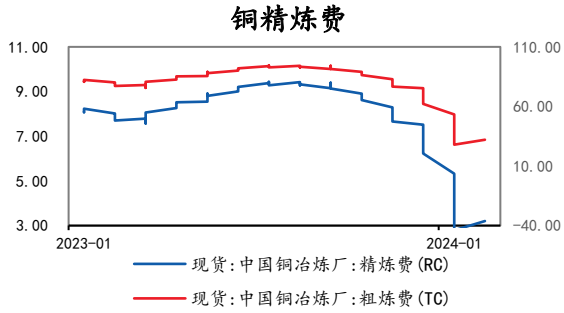
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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。近期针对 24 年 benchmark 的谈判还未结束，由于有 24 年偏紧的矿端平衡表支撑，矿企谈判态度较为强硬，benchmark 可能在 170 美元/干吨甚至更低的位置。12 月锌矿进口数量约 44.19 万实物吨，环比增加 40.42%，同比增加 6.99%，大多来自澳洲、秘鲁。尽管 Q1 进口矿季节性流入较多，考虑到近两月锌矿进口持续亏损、国内炼厂检修增多，后续进口矿量或环比微降。

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。

淡季效应，下游需求下滑

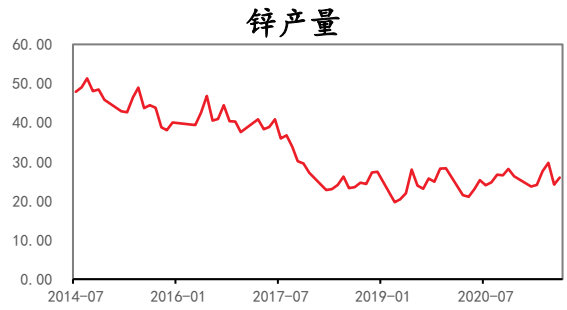
镀锌板块开工下滑，主因临近过节，部分镀锌企业进入年假或开始减停产；压铸锌合金开工上行明显，主因下游春节备库，订单增加带动成品累增。北方部分地区环保限产再起，影响锌渣供应，周内锌价虽低位运行然氧化锌企业刚需采买，整体原料库存变化不大。预计后续终端下游陆续放假需求走弱下，氧化锌开工或下滑。据调研，终端订单不足下，初端企业 1 月中下旬将陆续进入放假模式，需求存持续下滑预期。近期雨雪天气拖累部分终端项目施工；基建新开工项目采购需求少、存量项目零星赶工，节前需求较弱；房建项目需求淡季，年前回款程度仍未明显改善，节前需求或持续下滑。

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。随着春节假期临近，节前下游备库进入尾声，前期镀锌企业逢低采买基本完成锌锭备库，目前现货交投氛围欠佳，国内需求预期走弱。沪锌价格中枢快速抬升后，回归宽幅波动，建议关注市场情绪的变化。

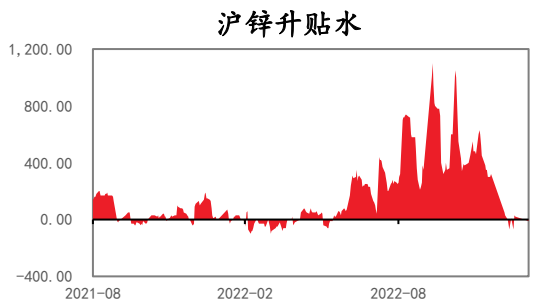
3 锌期货现货数据

图表 18：锌产量



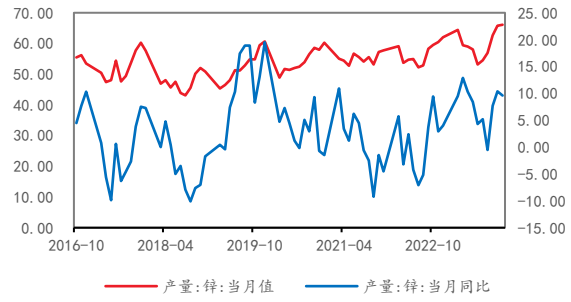
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 19：锌升贴水



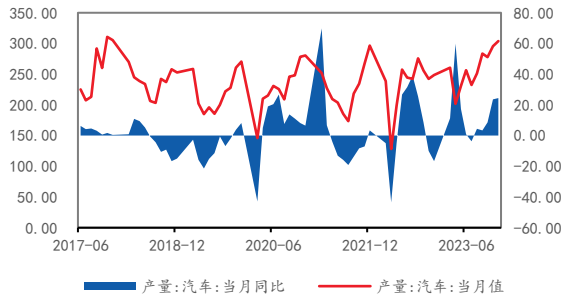
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 节前持币还是持仓？

自 10 月下旬起，国内宏观与地产政策频繁推出，从万亿国债的发出，到“三个不低于”，到地产白名单，到 PSL 贷款支持“三大工程”，再到上广放开限购政策，市场情绪一度有一度的走高，也推动了钢价的持续上行。

尽管钢价总体上行，我们需要注意，钢价的上涨更多是由原料带动。10 月 20 日以来，螺纹、铁矿、焦炭最高上涨了 14%、34%和 31%，螺纹涨幅不到原料的 1/2。从最新价格和 10 月下旬螺纹、铁矿、焦炭最高价相比，分别下降了 5%、8%和 14%，螺纹跌幅依旧原料的 1/2 左右，原料领跌黑色系。

本轮黑色系上涨主要是由政策和乐观的预期推动，那么展望春节后，该驱动是否会发生变动？

首先我们看“预期”，我们认为节后随着下游开工的逐步恢复，预期对价格的影响会减弱，并逐步被现实供需取代，而现实需求难承接强预期的概率大，供强需若，对此我们持有悲观态度。

其次，我们再看政策，2023 年来地产刺激政策的出台在持续出台，23 年 10 月后重磅的地产政策也接连出台，但这也照成市场对政策的不敏感，政策的边际效应也在减弱。

最后，再看原料支持，原料价格非理性上涨，估值偏高，上周已开始估值修复，但对比钢价的变化幅度，修复远没由到位，因此我们认为原料支撑还会进一步减弱。

综上考虑，我们认为钢价整体呈下行趋势，但由于目前价格已有所回调，可待春节后情绪较高时适当布局空单。

2 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下行，国内 247 家钢厂高炉产能利用率为 83.6%，环比+0.1%，同比-0.7%，91 家电弧炉产能利用率为 44.5%，环比-11.9%，同比+15.4%，五大品种钢材周产量为 856.0 万吨，环比-0.6%，同比-1.6 %。

在库存方面，上周五大品种钢材周社会库存为 1144.5 万吨，环比+9.6%，同比-25.8%，钢厂库存为 454.5 万吨，环比+3.6%，同比-32.8%；钢材总库存持续累积，环比+7.8%，厂库与社库一同累积，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 740.3 万吨，环比-7.4%，同比+19.2%，其中螺纹钢周表观消费 131.9 万吨，环比-28.8%，同比+59%。

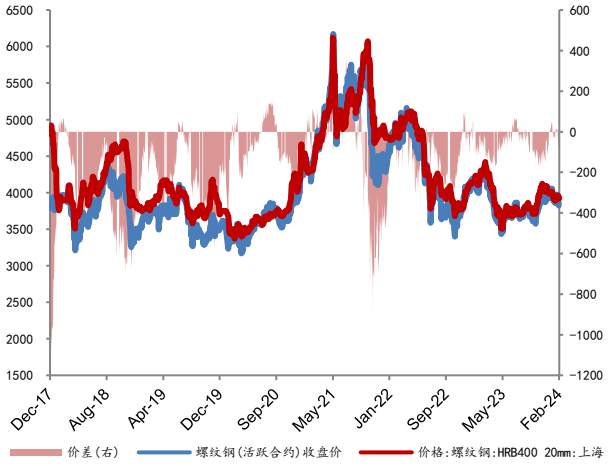
4 小结

自 10 月下旬起，国内宏观与地产政策频繁推出，国际市场对美联储降息预期升温，钢价在这一强预期刺激下呈现上涨态势。春节过后，钢价的驱动逻辑预计将从逐步从预期转向现实。当前的强预期正显示出向下修正的迹象。从供需基本面来看，钢材市场未见好转，特别是从地产角度，情况可能进一步恶化。随着年后施工的逐步恢复，预期不符的可能性增大。建议节日期

间持币观望，待节后根据市场情况考虑布局空单。

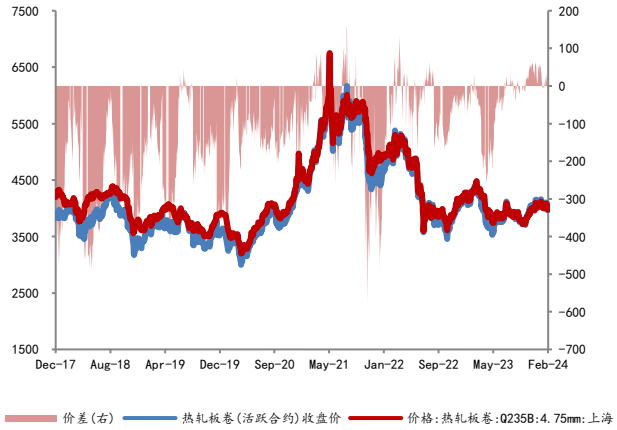
5 钢材期货现货数据

图表 22：螺纹期现价差



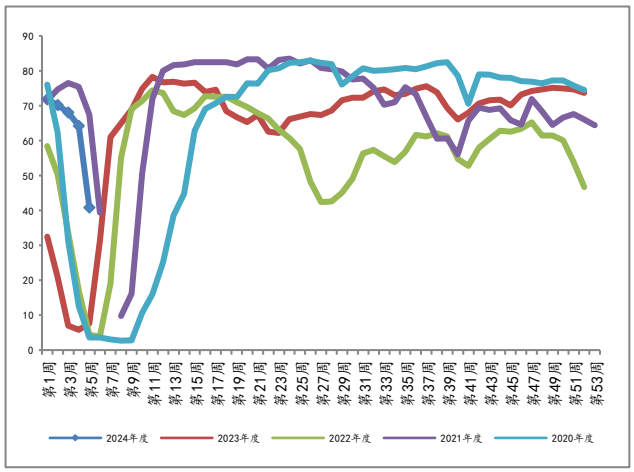
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 23：热卷期现价差



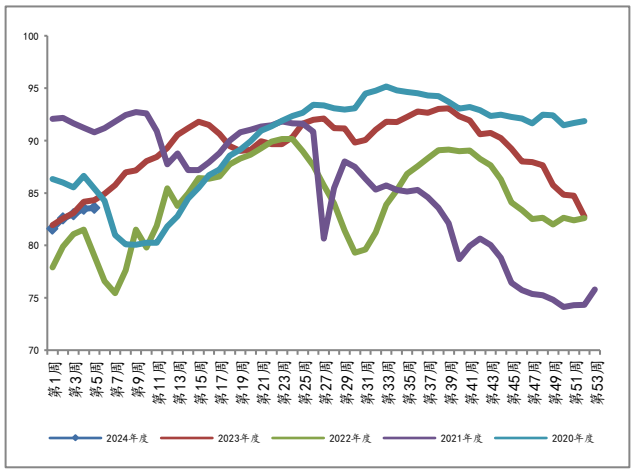
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 24：85 家独立电弧炉钢厂：开工率：中国（周）



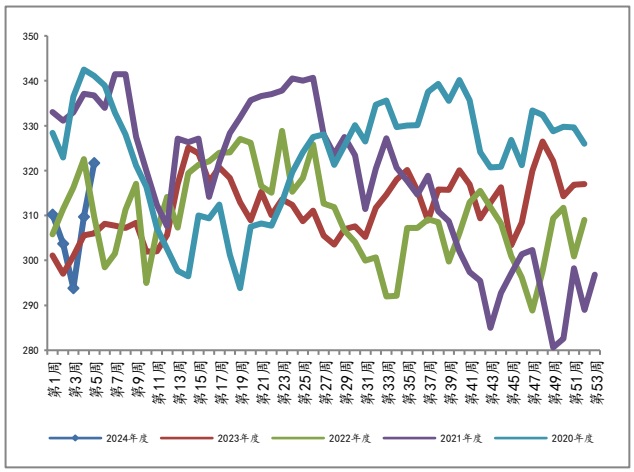
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 25：247 家钢铁企业：高炉产能利用率：中国（周）



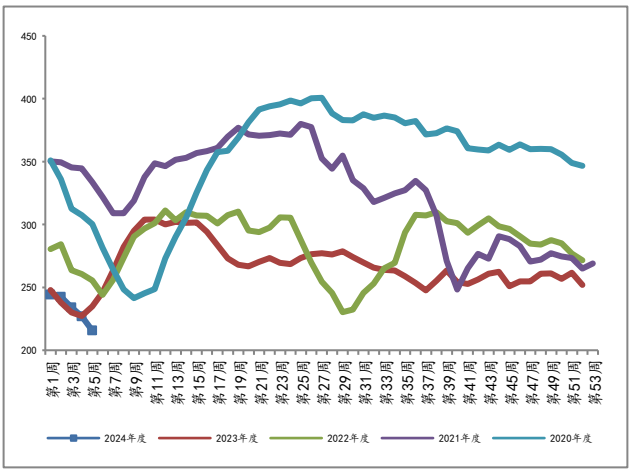
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 26：螺纹钢：建筑钢材钢铁企业：实际产量（周）



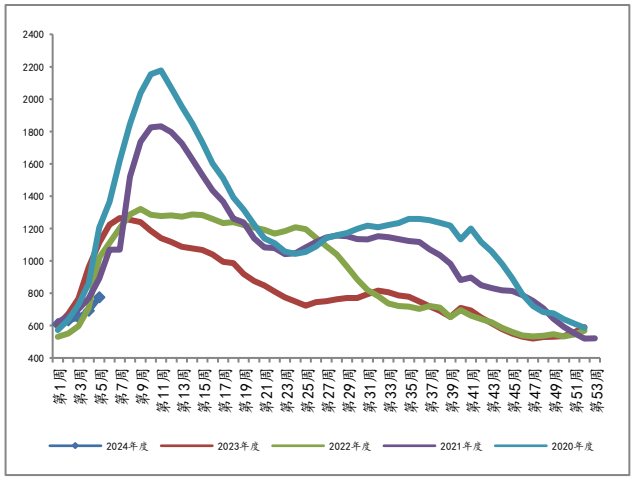
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 27：热轧板卷：钢铁企业：实际产量：（周）



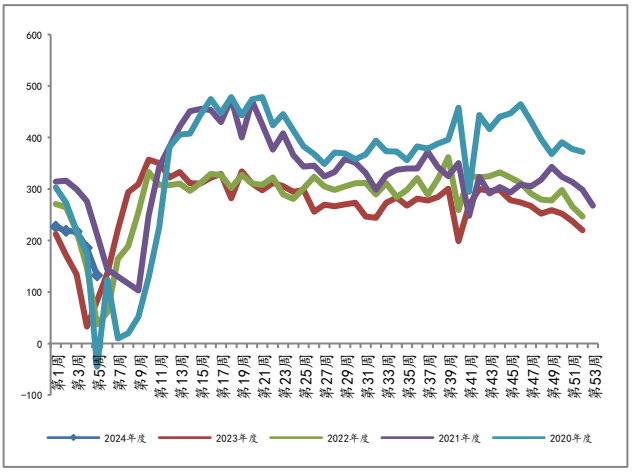
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

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 红海局势冲突升级

中东地缘政治再生事端，配合其他不确定因素，刺激油价短线走强。近日，一艘英国所属油轮在途经红海时，遭遇胡塞武装袭击起火后弃船，这可能是红海危机爆发以来损失的第一艘油轮。事件将迫使更多船只选择绕行好望角，对原油贸易成本的影响进一步加深。红海航线中断导致油品运费大幅上涨，部分航线运费已经较 2023 年 12 月事发前上涨了一倍多。

也门胡塞武装迄今为止，对油运船只发动了最严重的一次打击，遇袭的英国油轮装载着俄罗斯产的石脑油（一种原油炼制的初级工业原料），购买价格低于 G7 规定的价格上限。实际上，自去年 12 月胡塞武装发动袭击以来，尽管包括油轮在内的海运数量有所下降，但以沙特为代表的海湾石油出口国仍在继续使用红海航路。本次事件暴露出一个问题，即在袭船战进一步扩大的情况下，油轮是否应继续通行红海，如果超过 700 万桶/日的运量绕行非洲，则成本抬升令国际油价将有 3-4 美元的上涨空间。

我们认为，除非中东局势全面升级，预计国际原油价格将在一季度保持在 75-90 附近区间震荡，前提是不出现大规模的供应损失。交易者应密切关注国际政治经济形势，以及基本面供需变化等因素对原油市场的影响，并采取适当的投资策略和风控机制以应对潜在的风险。

2 美国寒潮减产恢复

此外，美国北达科他州、德克萨斯州和其他地区的寒冷天气导致美国本土石油供应减少，这也是油价上涨的重要原因之一。席卷北美的寒潮造成美国原油产量从创纪录的 1330 万桶/日大幅回落，其中受灾最严重的北达科他州，波及全美第三大页岩油产区巴肯油田，据悉目前仍有超过 25%的生产设施处于关闭状态。截至最近，美国本土原油产量增加 70 万桶/日至 1300 万桶/日，前期严寒天气曾一度造成 100 万桶/日左右的产量损失。目前来看，这些短期扰动项可能没有我们预想的那么快出尽，产量可能需要一个月左右的时间才能完全恢复，使得原油期货走势保持坚挺。

3 OPEC 会议按兵不动

在上一次达成自愿形式的口头协议之后，2024 年 2 月 OPEC+开始恢复每月一次的例行会议，主要是评估原油市场发生的变化，以确定是否有必要调整现有的减产措施。

从供需基本面来看，整体上略有好转但仍面临一定过剩局面，短期存在中东地缘政治、北美寒冷天气以及俄罗斯炼厂产能波动等因素，开始影响到全球原油供应体系的稳定性，从而刺激油价反弹。鉴于当前不高不低的油价水平，此次 OPEC+会议缺乏增产或减产的动机，从沙特和俄罗斯的表态来看，料应维持原计划暂不做调整。不单是国际原油机构，对于投资者而言预期也有一定改善，但近期利多因素已基本得到反馈，油价持续趋势性上涨的驱动仍然不足。

原油市场将根据供需平衡和估值不断修正预期差，这也是数月以来油价窄幅震荡拉锯的原因，后市如无重大变故，循环反复的行情仍将会不断上演。

4 沙特阿美扩产叫停

近期，原油市场高频数据出现一定混乱，但增长乏力的需求前景难有改观，令投资者对油价走势的预期反复摇摆。

沙特阿美宣布，沙特政府已经要求其停止新的增产项目，和之前的规划大相径庭，引发市场关注。早在几个月前，这家全球最大的石油生产商曾表示，由于亚洲市场需求持续增长，该公司决定斥资数十亿美元，到 2027 年将原油产能提高到新的水平，实现持续输出 1300 万桶/日的生产能力。然而沙特阿美最新的声明是，该公司将最大稳定产量维持在 1200 万桶/日，在 3 月公布年度业绩时更新其资本支出指引。

业界对此的解读多空参半，沙特再次坚定限产稳价的态度构成支撑，但这也意味着需求端增量无法匹配那么多供应。原油市场仍缺乏明确指引，令油价延续区间震荡走势，我们认为当前价格对基本面的反映大致是公允的。

5 高频数据意外累库

尽管中东局势紧张升级，但美国原油和汽油库存意外增加，给近期偏强的油价走势降温。

美国能源信息署（EIA）高频数据显示，截至 1 月 26 日当周，美国商业原油库存环比增加 120 万桶至 4.219 亿桶，美国汽油库存增加 120 万桶。这一统计与此前标普和 API 的商业库存去化预期大相径庭，累库幅度不大但构成短期利空。冬季寒潮过后，炼厂却不急于提高开工率，且今年的检修很可能会略有提前。当期美国炼厂平均开工率为 82.9%，低于前一周的 85.5%，炼厂开工率下滑将使得原油库存难以出现大幅去化。

值得注意的是，当期美国战略石油储备(SPR)规模为 3.574 亿桶，环比增加 89.2 万桶。美国能源部再次寻求购买约 300 万桶含硫原油，将于 6 月交付用于补充 SPR，这在某种程度上也是对当前原油估值较为适当的认可。

6 牛熊周期转折阶段

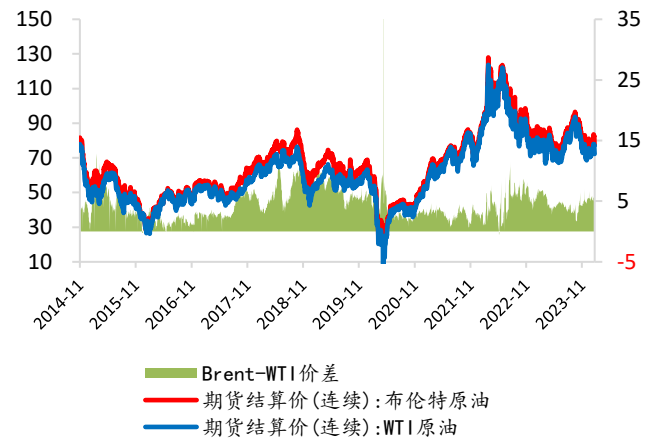
回顾近年来的原油市场，中短期经常受一致性预期主导产生极端行情，然而当前是诸多影响因素相互制衡，且难以形成一边倒的局面，缺乏单一强势的决定性逻辑。

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。

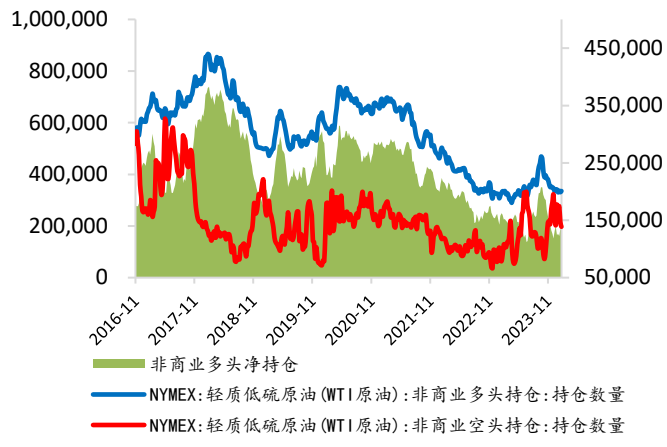
7 原油期现数据

图表 30：国际原油期货价格



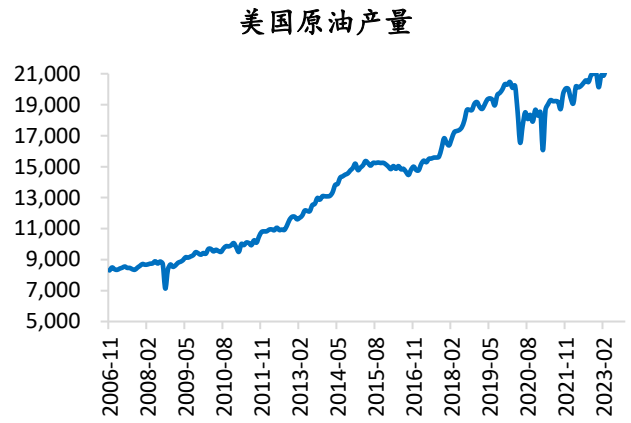
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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



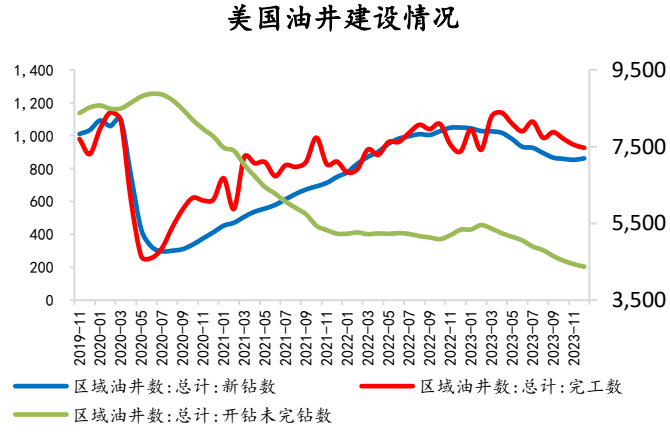
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 33：沙特原油产量



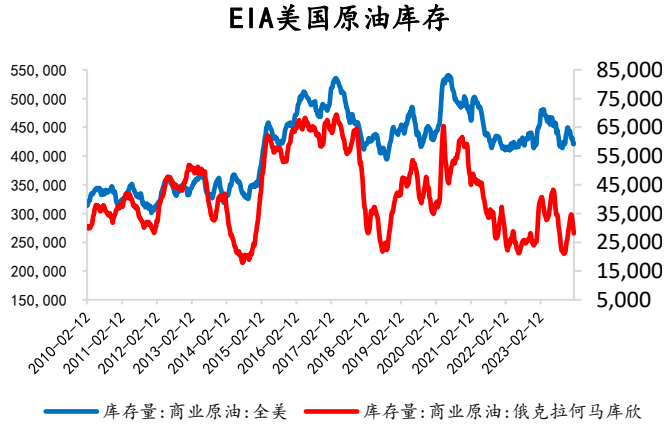
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 34：美国油井建设情况



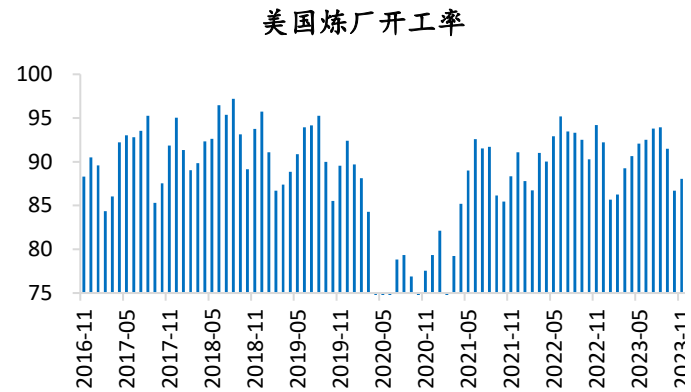
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 35：EIA 原油库存



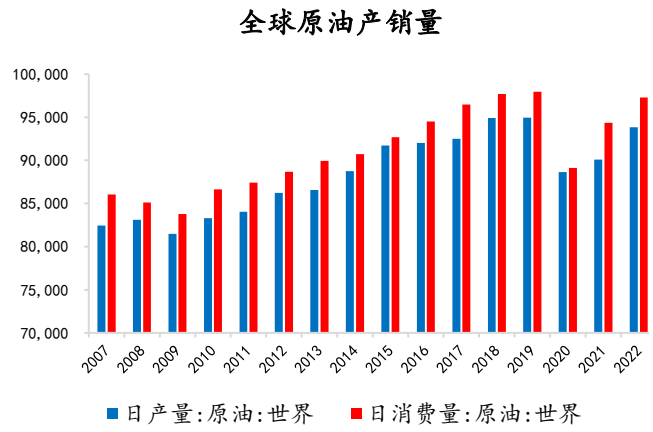
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 原料收购价格上涨

回顾 1 月全球天然橡胶供应情况，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，泰国南部主产区割胶旺季进入尾声。东南亚多地遭遇天气、树龄老化和病虫害困扰，叠加国内产区全面停割，全球天然橡胶原料供应处于季节性收缩阶段。

上游橡胶加工厂及二盘商采购原料心态积极，胶水、杯胶等收购价格持续攀升，上涨至历史同期高位水平。截至 1 月下旬，泰国合艾市场胶水收购价格较年初上涨 15.7%，杯胶收购价格较年初上涨 6.5%，成本端维持坚挺给予胶价较强的支撑，外盘商无意低出。

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。无论如何，供应不及预期对于天然橡胶价格具有利多效应，短期内无论期货还是现货都受到一定支撑。预计春节假期前后一段时间，沪胶发生成本线下暴跌行情概率不大，但基本面弱势使得向上驱动不足，低位暂时观望为主。

2 实际供应并不紧张

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。

3 深浅色胶套利机会

近期，泰国产区当地原料收购价格依然坚挺，然而对国内沪胶期货盘面提振不大，仅构成成本支撑而非有效的利多驱动。

沪胶交割品主要为国营全乳胶，其并非现货市场流通的主流胶种，低产期供应减少导致原料价格季节性上涨，但不意味着国内天然橡胶市场会跟随上涨，事实上沪胶期货价格在停割期的表现往往是偏弱的。从基本面来看，停割难以造成全乳胶中上游现货紧张，相反，丰厚的割胶利润后期将带来更多货源涌入，在下游需求表现十分平淡的情况下，国内天然橡胶社会库存压力高位累增，限制了胶价上涨的空间。

另外，停割期产量下降对 20 号胶期货品种供应影响更大，目前胶水-杯胶价差偏高对深色胶支撑更强，以及深色胶仓单短时间内大量注销后近月压力减弱，预计后市深色胶表现或强于浅色胶。在没有天气等题材炒作的前提下，这段时期 RU-NR 价差通常大概率趋于收敛，可择机采取空 RU 多 NR 的套利策略。

4 下游需求节前走弱

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，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，下游轮胎和其他制品企业开工率季节性下滑，对于原料橡胶的采购意愿偏低，终端汽车市场虽然整年表现良好，但在节前也出现一定萎缩。

尽管原料价格持续上涨仍存在较强支撑，但供需平衡的结果表现为，当前国内天然橡胶库存明显高于上年同期，供应压力并未显著减轻，以至于减产停割带来的价格上涨幅度不会很大。

5 阶段策略反弹沽空

泰国原料尤其是胶水价格的季节性走强，对胶价形成坚挺的成本端支撑，但这并不会成为持续反弹的驱动。在宏观经济和产业周期扭转之前，全球天然橡胶市场整体仍将呈过剩局面，割胶面积虽结束高增长但仍保持庞大基数，供应端炒作局限于一段时间内的天气因素或交割品数量。到 4 月中下旬之前，一方面上游产区将保持低产状态，另一方面下游需求或延续低增长状态，国内橡胶库存处于偏高水平，后期库存变动主要取决于季节性累库周期和套利盘进口驱动。

沪胶期货盘面上行遇阻未能突破，仍将延续底部反弹冲高回落的模式。我们认为，除非出现非常显著的去库，否则胶价反弹到一定高度将是不可持续的，宜采取逢高沽空作为当前阶段的基本思路。作为一个经典空配品种，沪胶多头缺乏信心，仅当跌至远低于成本线以下时，凭借安全边际会得到价值投资的青睐。

6 经典空配牛短熊长

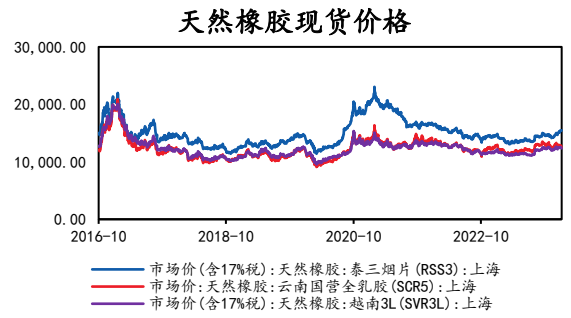
天然橡胶在十年以上的周期上将开启下一轮牛市，然而很难以这个超长期思路看待常规的市场走势。回顾 2023-2024 天然橡胶生产年度，泰国供应端因天气多雨和利润不佳等原因，整体料将出现一定减产，但宏观经济下行压力不容乐观，下游汽车轮胎需求也同样面临疫情解除第二年的后劲乏力。在不出现重大意外的情况下，天然橡胶基本面将继续维持宽松格局，供需缺乏核心利好驱动，价格低位偏弱运行为主。

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。

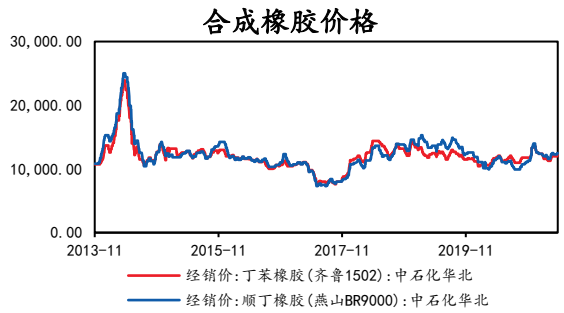
7 橡胶期现数据

图表：天然橡胶现货价格



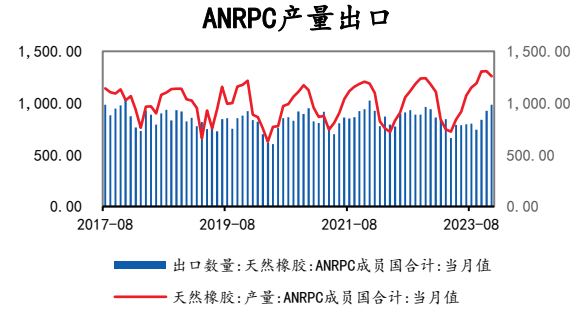
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 38：合成橡胶价格



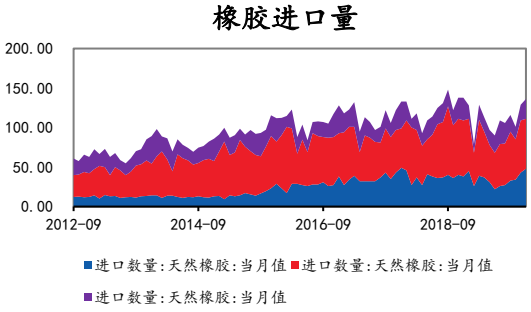
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 39：ANRPC 产量出口



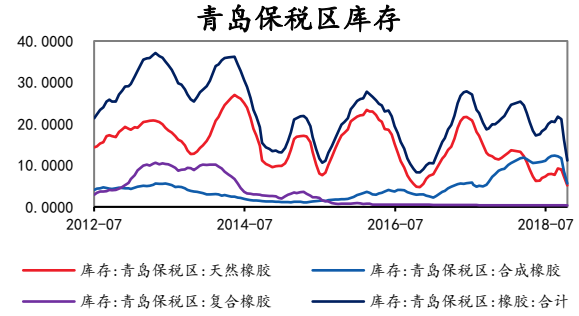
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 40：橡胶进口量



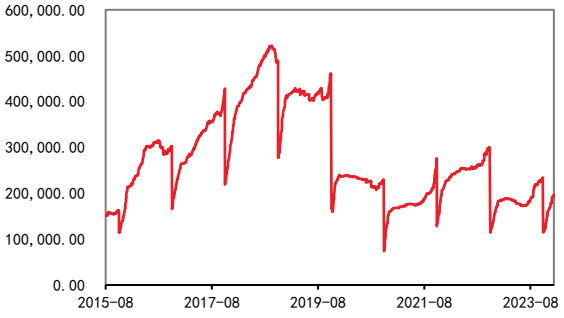
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 41：青岛保税区库存



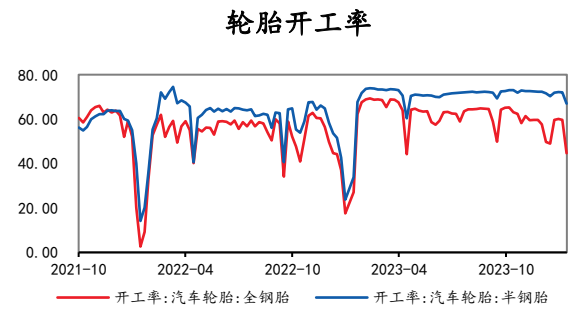
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 42：上期所注册仓单



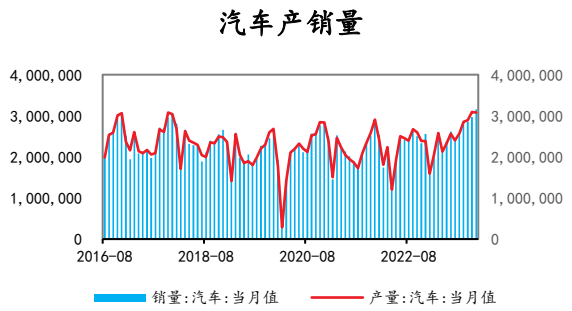
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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：美豆反弹行情受阻，国内豆粕市场表现抗跌

1 外部豆类市场分析

成本支撑力显现，美豆收复 1200 美分关口

近期，美豆市场在巴西天气条件改善以及出口需求疲弱等因素影响下出现连续下跌行情，自去年 11 月中旬以来累计最大跌幅超过 200 美分/蒲式耳，基准合约一度失守 1200 美分重要关口。按照美国农业部的统计，美豆种植的总成本呈现逐年上升趋势，2023 年种植成本预估为 621.47 美元/英亩。按照 49.5 蒲式耳/英亩的单产计算，美豆的成本价约为 1255 美分/蒲式耳。本周二，CBOT 大豆期货市场在没有明显利多因素影响下强势反弹，美豆成本端的支撑力得到较强体现。美豆下跌节奏在成本支撑下有所缓解，但受南美大豆增产和美豆出口需求偏弱等因素影响，此位置形成拐点的难度依然较大。

阿根廷大豆产量预计翻番，可对冲巴西部分减产

美国农业部预计阿根廷大豆产量为 5000 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基本结束，虽然局部旱情影响大豆生长，但阿根廷产区天气适宜，大豆生长状态处于近几年最好水平。布宜诺斯艾利斯谷物交易所近日将阿根廷大豆产量预估值由此前的 5200 万吨上调到 5250 万吨，较上年增产幅度超过一倍。包括阿根廷在内的南美其他国家大豆实现增产，可大大降低巴西大豆减产对全球大豆供应的影响。按照美国农业部 1 月供需报告评估，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。

主要进口国需求下降，马来西亚 1 月棕榈油出口下滑

2024 年 1 月份，马来西亚棕榈油市场在减产预期下强势反弹，与 CBOT 豆油持续走低局面形成鲜明对比。国际豆油和棕榈油价差转为负值，包括中国和印度在内的主要进口国放缓棕榈油采购节奏，造成马来西亚棕榈油 1 月出口回落。据船运调查机构 ITS 数据显示，马来西亚 1 月 1-31 日棕榈油出口量为 1286509 吨，较上月同期出口的 1378930 吨下降 6.7%。据马来西亚独立检验机构 AmSpec，马来西亚 1 月 1-31 日棕榈油出口量为 1227101 吨，较上月同期出口的 1353828 吨减少 9.36%。出口需求对市场的支撑作用减弱，在相关油脂市场弱势调整下，马来西亚棕榈油市场本周由升转降。市场关注点将转向马来西亚棕榈油局（MPOB）2 月供需报告。

2 国内豆类市场分析

节前备货需求近尾声，豆粕库存压力攀升

随着春节长假临近，需求端备货周期逐渐结束。由于国内外豆类市场出现明显跌势，市场在看空情绪主导下，需方采购意愿不足，豆粕节前需求低于预期。上周末国内豆粕库存量为 90.8 万吨，周度增加 2.8 万吨。中小型饲料企业备货周期大多只有 7—10 天，期待节后能有更好的价格买点。远月基差成交量偏弱，其中 4 月豆粕现货基差报价已降至 50 元/吨左右，远低于目前 2—3 月的 300 元/吨以上的报价，显示供需双方均对未来行情走势持有偏空预期。此外，国家农业农村部公布的数据显示，2023 年末，全国生猪存栏 43422 万头，比上年末减少 1833 万头，下降 4.1%。其中能繁母猪存栏 4142 万头，减少 248 万头，下降 5.7%，生猪基础产能合理调减。从目前生猪产能持续去化的发展趋势看，今年上半年国内饲料需求将受到拖累，很难从需求端为豆粕市场注入反弹动力。

国内油脂库存总量下降，但供应压力依然偏大

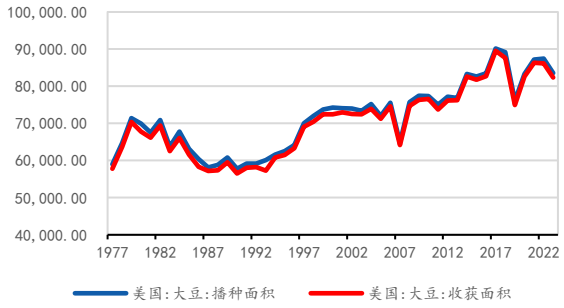
据中国粮油商务网本周发布的库存统计显示，截止上周末，国内三大食用油库存总量为 214.15 万吨，周度下降 13.89 万吨，其中棕榈油降幅最大。分品种库存数据为：豆油库存为 101.86 万吨，周度下降 4.68 万吨，环比下降 4.39%，同比增加 14.33%；食用棕油库存为 67.12 万吨，周度下降 8.35 万吨，环比下降 11.06%，同比下降 22.82%；菜油库存为 45.17 万吨，周度下降 0.86 万吨，环比下降 1.87%，同比增加 177.29%。节前终端备货量增加，季节性需求旺季令油脂库存降速加快，但从年度绝对水平对比看，目前国内三大食用油库存总量仍较上年同期高出 11.34%，处于宽松状态。在外部油脂市场处于偏空环境以及春节备货渐近尾声终端需求转淡之际，内外盘油脂市场仍对利空题材较为敏感，整体尚未止跌。

3 油脂油料市场展望

随着南美大豆整体进入生长关键阶段，多空双方围绕天气因素展开的博弈将更趋激烈。巴西大豆升贴水报价连续回落，提前对大豆供应压力作出利空反应。CBOT 大豆期货市场冲高回落，超跌反弹行情可能提前结束。国内豆粕市场在成本和预期双重驱动下，仍会维持与美豆基本一致的运行节奏，短期弱势反弹并不会改变长期价格重心回落的大趋势。马来西亚棕榈油市场因出口不及预期以及其他油脂下跌而进入跌势，技术上出现反转信号，继续向下调整的概率较大。外部油脂市场整体进入弱势，国内油脂市场看空情绪高涨，在节后供强需弱的预期下仍有下行空间。豆一期货市场本周表现偏强，呈现超跌反弹状态，市场对节后的价格支持政策仍抱有期待。由于国内食用大豆供过于求，国产大豆与进口大豆价差过大导致的需求乏力长期存在，因此豆一期货市场上行空间有限。

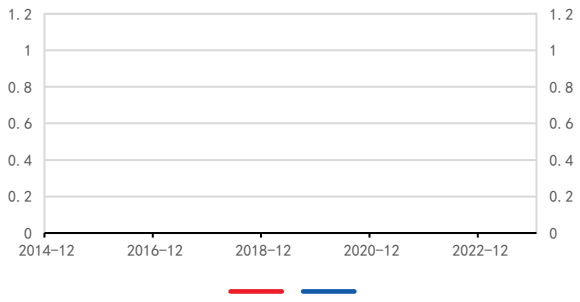
4 油脂油料市场主要数据

图表 45：美国大豆种植收获面积



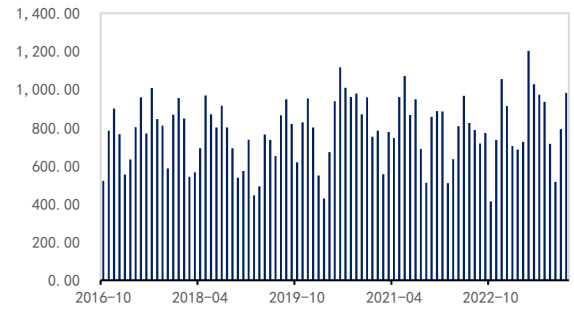
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 46：国内生猪存栏量



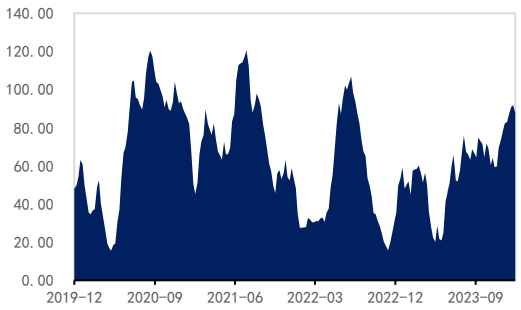
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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