中金财富期货策略周报（2024 年第 6 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：宏观面无明显变化，在现货市场交投清淡的情况下，情绪成为影响市场走势的主要因素。整体看全球的风险偏好继续上升，这对商品市场形成明显提振，但是我们依然维持之前观点，目前位置宏观面对商品的助推有限，市场情绪可以在权益市场造就情绪牛市，但是商品市场金融属性较弱。

股指期货：两市连续 8 日上扬，市场继续呈现普涨的调试，表明新政策的事实效果立竿见影，市场情绪也显著恢复。考虑到全球主要市场均创历史新高，目前宏观经济不是市场的主导因素。A 股市场的沉疴逐渐解除之后，也将再度焕发活力。对于指数超预期的表现，我们最佳的策略是跟随反弹。

铜：受矿石供应短缺以及国内冶炼产能扩张影响，铜精矿加工费维持低位，精炼铜供应仍有一定的收缩预期，下游订单层面依然缺乏强预期支撑，待元宵节后下游开工率回升，需求回暖有望支撑铜价走强，短期持续向上突破的驱动有限，铜价或维持震荡。

锌：海外矿山因利润下滑、矿山品味下降、工人罢工、生产事故，以及能源价格上涨导致矿山成本攀升导致产量下滑，锌矿供应偏紧，加工费进一步下调。分地区来看，四川、内蒙古、云南等地的加工费下降明显，分别下降 500 元/吨、400 元/吨和 350 元/吨，其他地区的降幅在 50-250 元/吨。锌矿端继续偏紧，逐步传导至冶炼端，冶炼利润进一步收窄，或将影响部分冶炼厂的生产意愿，锌价底部存在成本支撑。目前现货交投氛围欠佳，国内需求恢复缓慢。预计锌价震荡偏弱运行，关注节后国内需求恢复情况。

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：

研究员：

张伟

从业资格编号：F0251993

投资咨询编号：Z0013973

zhangwei@tqfutures.com

刘绅

从业资格编号：F3041660

投资咨询编号：TZ014346

liushen@tqfutures.com

于瑞光

从业资格编号：T040666

投资咨询编号：TZ002416

yuruiguang@tqfutures.com

李小薇

从业资格编号：F0270867

投资咨询编号：Z0012784

lixiaowei@tqfutures.com

周度投资视点

油脂油料：目前巴西大豆收割率已过三成，阿根廷作物区干旱天气也因近期集中降雨获得改善，虽然南美大豆天气窗口尚未关闭，但市场掀起大规模减产炒作的机会已经不多。巴西大豆上市节奏提前，与美豆出口重叠期扩大，将不利于美豆出口。CBOT 大豆期货市场尚未止跌，新季美豆面积大幅增加这一题材无疑将为远期市场打下利空基调。国内豆粕市场因原料主要依赖进口，成本驱动是国内豆粕市场长期走势的关键因素。在南美大豆供给压力及美豆供需平衡表转向宽松的预期下，国内豆粕市场的价格重心仍有回落空间。国内棕榈油期货和其他油脂期货价差失衡，有望通过需求替代加以调节。在豆类市场进入熊市运行节奏的背景下，油脂市场长期走势同样不乐观。豆一期货市场在节后出现明显补跌行情，并纷纷跌至合约新低，九三集团收购价格低于预期重挫市场看涨情绪。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，只有实质性去库存政策才能扭转豆一期货市场积弱难返状态。

油脂油料：美豆破位下跌，国内油粕市场跟跌谨慎

1 外部豆类市场分析

阿根廷增产抵消巴西减产，上半年全球大豆供应保持充裕

美国农业部在 2 月 8 日的月度供需报告中，预计巴西大豆产量为 1.56 亿吨，较上年减产幅度为 600 万吨，较上月预测值下调 100 万吨。相比其他机构普遍预测巴西大豆产量不足 1.5 亿吨而言，美国农业部对巴西大豆产量评估仍然偏乐观。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。至此，南美主要大豆出口国大豆总产量为 2.192 亿吨，同比增

加 2145 万吨，尤其是阿根廷大豆强势增产，明显削弱了市场对巴西大豆减产的担忧，为 2024 年上半年全球大豆供应保持宽松提供重要保障。

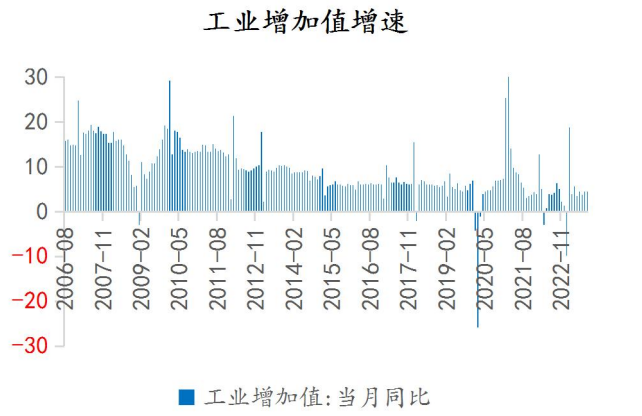
目录

油脂油料：美豆破位下跌，国内油粕市场跟跌谨慎 - 2 -
1 外部豆类市场分析 - 2 -
周度策略：商品现货市场交投清淡 情绪主导价格走势 - 7 -
宏观经济、市场策略和股指期货市场分析 - 9 -
1 一周重大宏观政策、事件和数据解读 - 9 -
2 调降 5 年期 LPR，政策持续加力 - 9 -
3 流动性可能仍存在扰动 - 10 -
4 宏观策略 - 10 -
5 股指期货市场分析 - 10 -
铜 - 13 -
1 影响因素 - 13 -
2 结论 - 14 -
3 铜期货现货数据 - 14 -
锌 - 16 -
1 锌：影响因素 - 16 -
2 总结 - 16 -
3 锌期货现货数据 - 16 -
原油 - 18 -
1 减产存在回旋余地 - 18 -
2 需求限制上涨空间 - 18 -
3 季节过剩幅度有限 - 18 -
4 需警惕地缘灰犀牛 - 19 -
5 延续高位震荡拉锯 - 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 沪胶表现弱于日胶 - 22 -
2 原料坚挺成品承压 - 22 -
3 终端消费利多有限 - 22 -
4 过剩局面尚未扭转 - 23 -
5 缺乏核心上涨驱动 - 23 -
6 经典空配牛短熊长 - 23 -
7 橡胶期现数据 - 24 -
油脂油料：美豆破位下跌，国内油粕市场跟跌谨慎 - 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 -

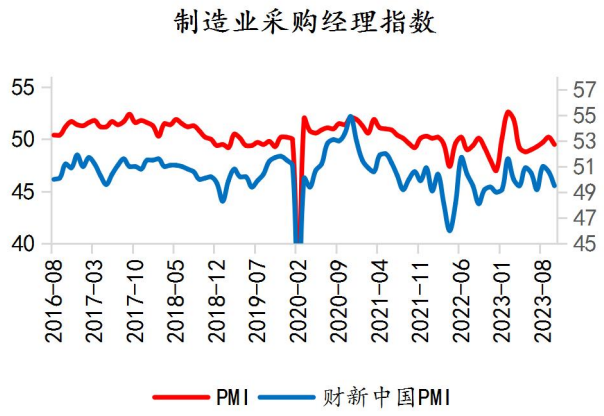
重要经济指标概况

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



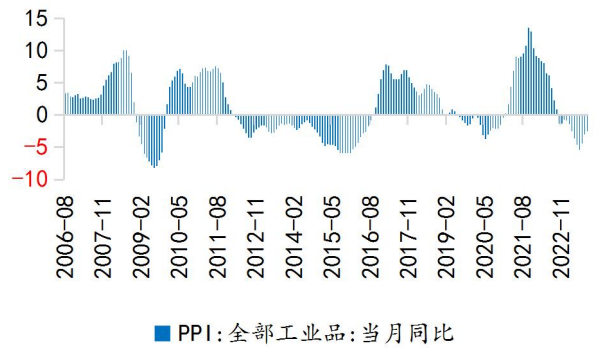
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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



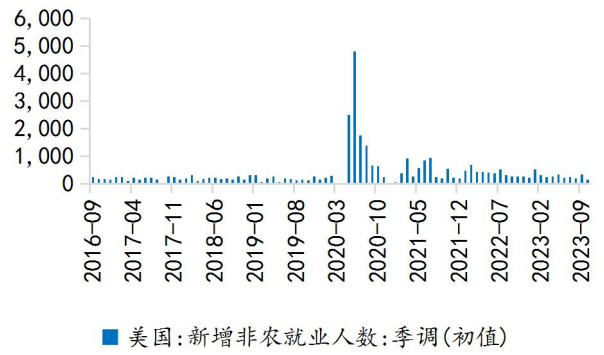
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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：商品现货市场交投清淡 情绪主导价格走势

目前商品市场面临的主要因素都集中在供需关系之外，如春节前后现货市场交投清淡，A 股市场大幅回升，以及美国 CPI 下行不及预期对降息的预期产生明显影响等。目前市场的波动与情绪密切相关，与实体经济的关系不大。

经济复苏动能仍待加强

从 1 月份的部分经济数据，可以感知宏观经济的温度。

比如企业盈亏数据情况。截至 2023 年末，工业企业总体亏损面（亏损单位数/总单位数）为 27.9%，升至 2002 年 9 月以来的高位。

从企业类型来看，截至 2023 年末，外商及港澳台企业、国有控股工业企业亏损面较大，但 2022-2023 年间股份制企业、私营企业亏损面扩大速度较快。从行业类型来看，亏损面排序依次为：采矿业（34.6%）、公用事业（28.0%）、制造业（27.7%）。采矿业、公用事业和制造业的亏损面 10 年分位数分别为 100%、83%、99%。采矿业方面，亏损面水平两极分化。其中，开采辅助、黑金采选、煤炭采选业利润增速波动性较大，行业亏损面较高。

从价格端来看，整体消费的弱势，成为抑制经济上行的“火车头”，目前有缓解的迹象，但仍需加力。

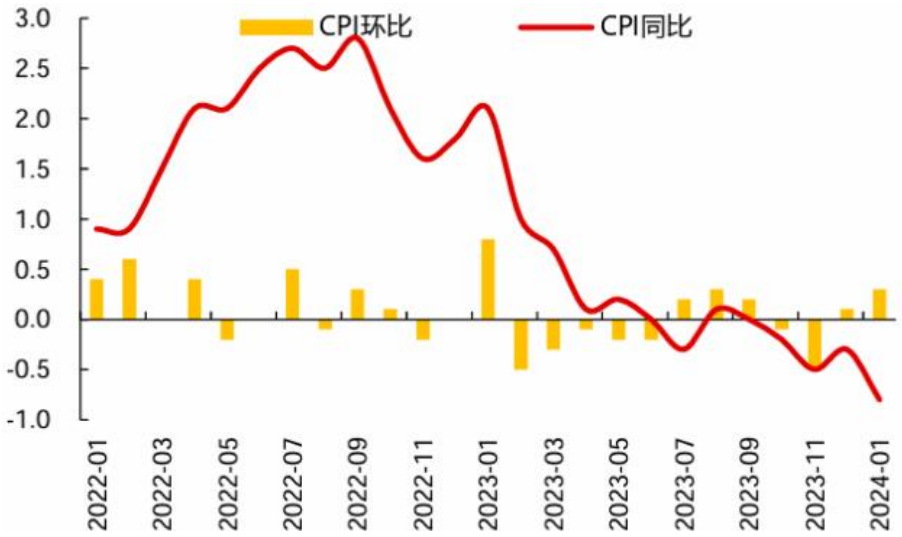
1 月 CPI 通胀-0.8%，弱于市场预期的-0.5%。环比增速 0.3%，连续第二个月上涨；PPI 通胀-2.5%，环比增速-0.2%，继续下跌。1 月物价数据整体呈现出“服务强于商品，居民强于企业”的结构特征。CPI 方面，除猪肉外的食品价格大幅弱于季节性水平，这直接导致了整体读数的大幅走弱，而从核心通胀，特别是服务分项看，价格已有企稳迹象；PPI 方面，上游价格已在大宗商品价格企稳影响下止跌，但中下游价格仍在下行。

背后的原因在于，商品供给相对刚性，企业部门的经济行为也不如居民部门有弹性，供需缺口收敛过程的先后顺序逐渐成型。

从量价的角度看，目前价格端数据环比有所改善，但是绝对值转正，仍需时日。

2 月 20 日，央行将 5 年期以上 LPR 下降 25bp 至 3.95%，1 年期不变。5 年期以上 LPR 大幅下调 25bp，超市场预期，应是充分考虑价格变动影响，实际利率水平恢复至 2023 年 3 月水平。5 年期以上 LPR 大幅下调，将会有效带动社会综合融资成本下行，提振市场信心，促进房地产市场健康发展和消费持续回升，同时缩窄居民房贷利率与消费贷利率水平差距，避免资金空转。本次降息也可能是避免因实际利率上升而抵消存量房贷利率下调的政策效应，核心是托底房地产市场平稳健康发展，而非强刺激，力度仍显温和。

图表 1：CPI 走势



资料来源：中金财富期货

美国： 1 月 CPI 数据超预期反弹

美国 1 月份核心 CPI 环比增速大幅超预期，且为自 2023 年 5 月以来的最高值，其 3 个月、6 个月移动平均增速也终结了连续的下行之势，均出现明显反弹，使得市场重新审视美国通胀的“最后一公里”。数据公布后市场对于降息的预期有所修正，从会议前的 5 月开启首次降息，调整为 6 月开启首次降息。而 2 月 22 日公布的 1 月 FOMC 会议纪要也显示，美联储官员认为过早降息的风险大于借贷成本长期居高不下的风险，首次降息的时点仍然存在不确定性。

去通胀的最后阶段面临较大阻力，美国通胀“最后一公里”并不好走。期核心原因在于，通胀的结构出现了明显的变化，核心服务价格粘性将使得最后阶段的去通胀变得艰难。

美国前期的通胀回落主要是受到商品通胀下行的拉动，自 2023 年 6 月起，核心商品环比就已进入连续通缩的状态，同比增速也自 23 年 9 月起开始在 0 附近徘徊。往后看，核心商品进一步大幅改善的空间已十分有限，最后阶段去通胀的关键将在于核心服务业部分。

核心服务项的粘性较强，冲高后的回落速度较缓慢。CPI 中包含的价格指标可以分为可变价格与粘性价格，核心服务多属于粘性价格。当前可变通胀同比增速已回至疫情前水平，而粘性通胀仍然居于高位，自 2023 年下半年开始，CPI 核心服务同比增速回落放缓，而除房租外核心服务同比增速甚至出现反弹迹象，显示出粘性。

粘性价格受到通胀预期的影响，当前居民与企业已对“通胀难以快速回到疫情前水平”形成预期，因此，将通过通胀预期的自我实现效应增强粘性价格韧性，使其进一步下行面临较大阻力。

从这种态势看，降息最早将出现在 8 月，全年降息不超过 3 次。

但是这对资本市场似乎也没太大影响，美股的牛市已经进入癫狂的态势，不是经济数据所能决定的。对于商品市场，除了黄金，影响也较为有限。

注意事件冲击后情绪回落的风险

宏观面无明显变化，在现货市场交投清淡的情况下，情绪成为影响市场走势的主要因素。整体看全球的风险偏好继续上升，这对商品市场形成明显提振，但是我们依然维持之前观点，目前

位置宏观面对商品的助推有限，市场情绪可以在权益市场造就情绪牛市，但是商品市场金融属性较弱。

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 21 日	欧央行 1 月纪要：讨论降息为时过早	2024 年通胀预测可能下调。欧元区 1 月 CPI 环比下滑，服务业通胀居高不下	欧洲提前降息预期也降温
	2 月 19 日	美联储会议纪要：官员担心过快降息、担心通胀下降停滞	大多数官员担心过早降息和价格压力根深蒂固，而不是高利率保持过久。	美联储首次降息后移到 6 月
数据	2 月 20 日	美国 2 月 Markit 制造业 PMI 意外创 17 个月新高	经济数据超预期	美国降息预期升温
	2 月 19 日	“史上最火”春节：出行大超预期	民航、铁路、公路出行旅客、国内游人次及总花费均创历史新高	服务消费火热
事件	2 月 20 日	央行下调 5 年期 LPR	中国 2 月一年期 LPR 为 3.45%，持平前值 ，五年期 LPR 从 4.20%下调至 3.95%	稳楼市的意图明显

资料来源：中金财富期货研究所

2 调降 5 年期 LPR，政策持续加力

5 年期 LPR 下调 25BP，力度超预期。本月中期政策利率（1 年期 MLF 利率）和 1 年期 LPR 均保持不变，5 年期 LPR 单独调降 25BP。上一次出现只单独调降 5 年期 LPR 的情况是 2022 年 5 月，当月 MLF 和 1 年期 LPR 均不变，5 年期 LPR 下调 15BP。

为什么 5 年期 LPR 下降？

本次调降前，5 年期 LPR 累计降幅小于 1 年期，但国债收益率曲线走平，长端下行更多。2019 年 9 月至本次调降前，1 年期 LPR 和 MLF 的累计降幅一致，5 年期 LPR 的累计降幅少 15BP。但国债收益率曲线走平，10 年期与 1 年期期限利差从 2023 年初至今收窄 20BP，长端下行幅度更大。

银行资金成本的下降已为降息打开空间。1、存款利率的下调。2023 年 12 月进行了近年最大幅度一次存款利率下调，收益率曲线全面下移；2、降准节约成本。2024 年 1 月下调支农支小再贷款、再贴现利率 25BP；2024 年 2 月实施降准 50BP，释放约 1 万亿元中长期低成本资金，节约银行成本；3、流动性合理充裕带来银行资金成本明显下行。自 2023 年 9 月开始，央行加大 MLF 超量续作力度，并两次下调存款准备金率，呵护银行流动性合理充裕，2024 年 1 月开始资金成本快速下行。

风险溢价下行推动 LPR 报价下行。中债 AA 级和 AAA 级企业债收益率的利差收窄。温州民间融资综合利率从 2023 年 12 月开始快速下行。显示风险溢价下行。

供求关系推动 LPR 报价下行。2024 年 2 月票据利率下行；2 月 19 日 shibor007 收于 1.7850%，回到政策利率之下。显示资金供给较为充裕。

5 年期 LPR 下调对经济和资本市场产生积极影响。“促消费、稳投资、扩内需”，拉动经济稳步回升。5 年期 LPR 与房地产贷款和企业中长期融资关系更为密切，起到托底经济增长的作用。

缓解债务压力，配合财政政策协同发力。新一轮 PSL 重启、未来可能推出的超长期特别国债、“三大工程”需要长期的低成本资金支持。国有土地使用权出让收入同比下降的背景下，未来三年地方政府债券和城投债到期偿还量较大，降息可以减轻政府债务偿还压力。

稳定房地产预期。虽然已基本完成存量房贷利率下调、信贷政策不断优化，但 2023 年 1-11 月，新发放个人住房贷款利率为 4.1%，与当前持有住房的资产回报率相比仍然偏高。房地产销售数据并未出现趋势性好转。

3 流动性可能仍存在扰动

短期流动性环境仍面临阶段性扰动，关注政府债券发行节奏等。据 26 个省市一季度地方债发行计划，专项债新券和一般新券发行规模或于 2 月边际回升至 2600 亿元以上，3 月计划发行新券规模环比增长 70%、至 4500 亿元左右。由于政府债券募集缴款到资金运用存在时滞，当供给放量时，资金面压力往往容易上升，较为典型的如 2023 年四季度。非银资金利率下行空间有限、稳增长“三步走”逐步推进下，机构杠杆行为依然突出，警惕市场情绪反复等。

央行下调 5 年期 LPR 利率之后，人民币汇率可能面临压力，但冲击有限。降息使得中美利差倒挂扩张可能给汇率带来压力。但美联储大概率已结束紧缩周期，2024 年年中可能开启降息周期，中美货币政策周期错位改善，汇率压力逐步缓解。

年内可能再次降息，时间点仍是内外兼顾的相机抉择。逆周期和跨周期调节首先意味着未来利率的下行。央行利率调控遵循着黄金法则，潜在增速下行决定我国利率水平下行。其次实体经济的总资产报酬率决定贷款利率水平，当前利率仍有调降的空间

4 宏观策略

宏观面无明显变化，在现货市场交投清淡的情况下，情绪成为影响市场走势的主要因素。整体看全球的风险偏好继续上升，这对商品市场形成明显提振，但是我们依然维持之前观点，目前位置宏观面对商品的助推有限，市场情绪可以在权益市场造就情绪牛市，但是商品市场金融属性较弱。

5 股指期货市场分析

指数大幅上涨，沪指收复 3000 点

上周两市延续弱势。其中沪深 300 周+3.71%，上证 50 周+3.44%，中证 500 周+0.92%，中证 1000 周+4.66%，主要指数已经连续两周大涨。

本周累计净买入近 107 亿元，连续四周加仓累计近 490 亿元。。

政策方面，2 月 19 日证监会召开系列座谈会，就强监管、防风险、促发展等工作听取各方代表的意见。与会代表建议，严把 IPO 准入关、加强上市公司全过程监管、出清不合格上市公司、规范各类交易行为、推动更多中长期资金入市、进一步加大对各类证券违法犯罪行为的惩治力度等等。证监会表示，上述意见建议若论证切实可行，将马上就办，否则也会做好沟通解释。整体而言，证监会高度重视资本市场的健康运行。在提振资本市场的一系列举措相继落地的背景下，增量举措仍旧可期，投资者信心将获得提振。

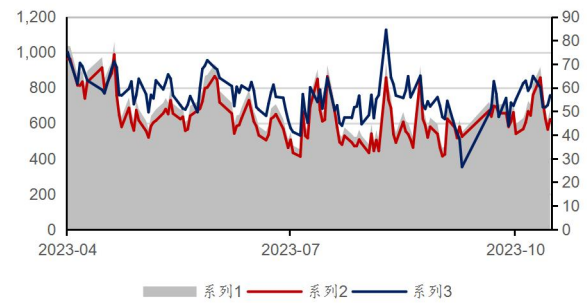
货币政策方面，央行调降 5 年期 LPR，幅度超出市场预期。20 日，央行公布最新贷款市场报价利率，1 年期 LPR 维持在 3.45%，5 年期 LPR 下调 25BP，由 4.2%调整至 3.95%，为 LPR 改革以来的最大降幅，房贷利率再创新低。在当前房地产市场较为疲弱的背景下，此次房贷利率的大幅调降有助于在一定程度上提振居民的住房需求。考虑到 1 月 24 日央行行长在国新办新闻发布会上对“配合城市政府因城施策调整房贷利率政策下限”的表述，下一阶段住房需求的支持政策仍有望进一步推出房贷利率下限或将因城施策迎来调降，以支持居民部门的住房需求。

继续关注调整之后的机会

策略方面，A 股市场已在管理层的呵护下，将风险逐步化解，市场也呈现了底部的反弹过程，伴随指数来到 3000 点附近，市场的进一步的上涨将需更多借助市场自身的力量。展望来看，如果普涨后，市场信心逐步恢复，并带动市场自发主线形成，则赚钱效应下，行情有望持续展开反转的趋势或将由此形成。反之，如果市场主线散乱，则普涨后轮动效应将加快，资金的共振效果不强，则指数反弹后也将进入到修整阶段。

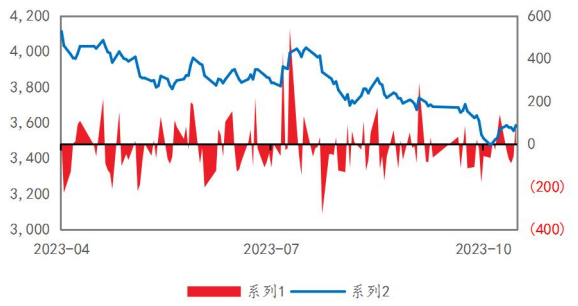
两市连续 8 日上扬，市场继续呈现普涨的调试，表明新政策的事实效果立竿见影，市场情绪也显著恢复。考虑到全球主要市场均创历史新高，目前宏观经济不是市场的主导因素。A 股市场的沉疴逐渐解除之后，也将再度焕发活力。对于指数超预期的表现，我们最佳的策略是跟随反弹。

图表 8：融资融券数据图



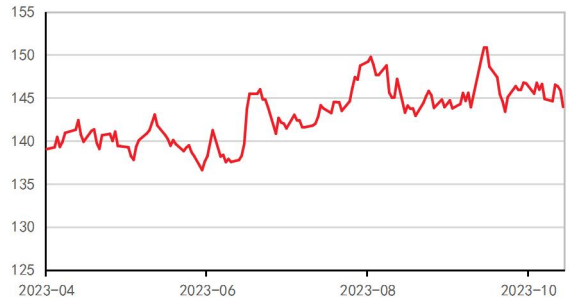
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 9：合约持仓和市场表现



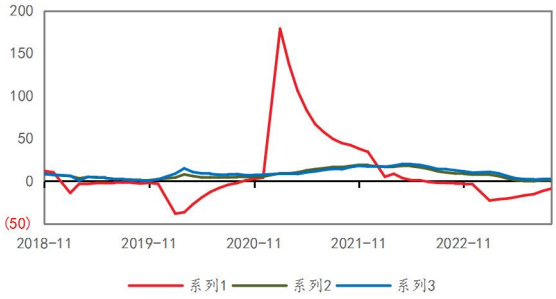
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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

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。铜矿端事件频发，一量子旗下的 Cobre Panama 铜矿 11 月开始停产，因涉及巴拿马政治大选，初步预计或将停产至明年年中；英美资源公布 2024 年产量目标，下调 18-21 万金属吨；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。加拿大矿业公司，其位于葡萄牙的 Neves-Corvo 矿的一名员工在地下操作设备时发生地面坠落事故后死亡，主要生产铜和锌的矿山已暂停运营。力拓集团面临投资者和贷方的新压力（需贷款 70 亿美元），主因社区怀疑蒙古奥尤陶勒盖铜矿影响了矿山租约之外的地下水质量。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。

国内电解铜供应逐步释放

中国铜原料联合谈判小组（CSPT）最近下调了 2024 年第一季度铜精矿加工指导价为 80 美元/吨及 8.0 美分/磅，较去年四季度分别下滑 15 美元/吨及 1.5 美分/磅。加工费呈现断崖式下行，由 62.55 美元/吨下滑至 22.08 美元/吨，环比减少 53.6%，同比减少 72.7%，为十年来最低水平（2021 年 TC 低点为 30 美元/吨）。

与 2021 年不同的是，当前硫酸需求偏弱，价格处于历史相对低位，炼厂由 TC 带来的利润无法通过硫酸弥补。长单仍有利润，但短单铜精矿冶炼利润出转负的影响传导相对缓慢，短期影响不大。

铜精矿产量减少也影响着国内冶炼厂的生产。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。由于 TC 的快速下行，企业集中检修期主要集中于二季度，预计二季度国内电解铜的产量将受到明显影响，预计 2024 年冶炼厂的增产计划或受影响，增量下调至 50 万吨，全年产量约为 1194 万吨，整体供应增速下调至 2.7%。

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

受矿石供应短缺以及国内冶炼产能扩张影响，铜精矿加工费维持低位，精炼铜供应仍有一定的收缩预期，下游订单层面依然缺乏强预期支撑，待元宵节后下游开工率回升，需求回暖有望支撑铜价走强，短期持续向上突破的驱动有限，铜价或维持震荡。

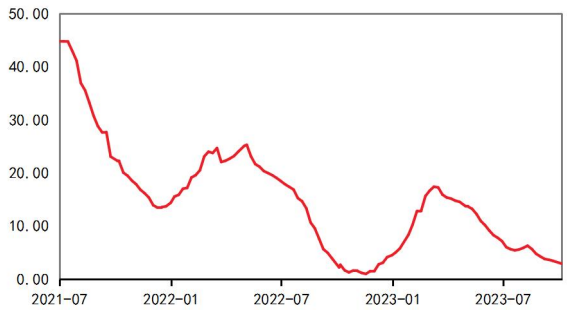
3 铜期货现货数据

图表 12：长江有色铜价



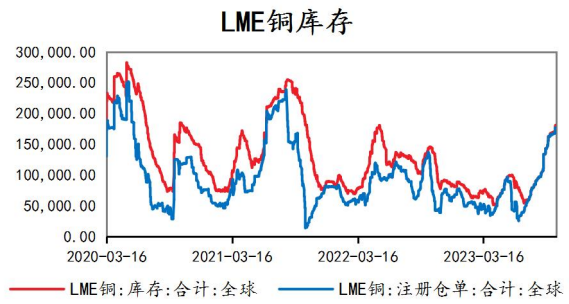
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 13：上海保税区铜库存



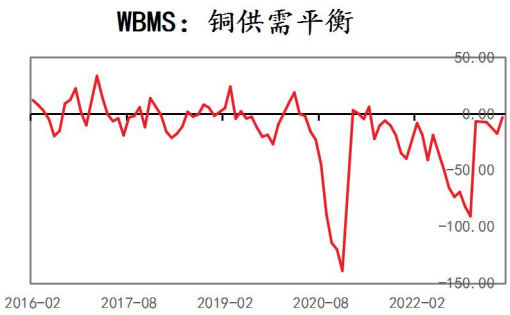
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 14：LME 铜库存



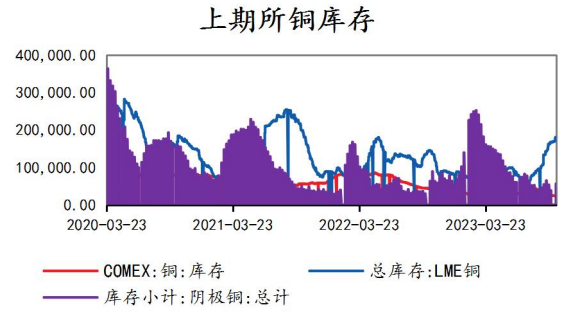
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 15：WBMS 供需平衡



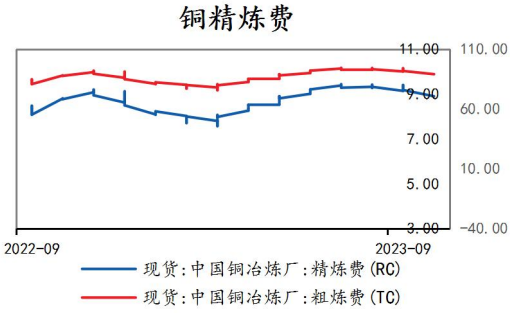
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 16：上海期货交易所铜库存



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 17：铜精炼费



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

锌

1 锌：影响因素

海外锌矿关闭规模持续扩大，供应整体趋紧逻辑不变

海外部分矿山因利润下滑、矿山品味下降、工人罢工、生产事故等原因导致产量下滑，2023 年总体影响产量 21.6 万吨。其中因生产利润下滑导致矿山减产的供应量约 11 万吨。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。

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

春节期间镀锌板卷开工约 44.21%，略高于 22 年及 23 年同期；结构件、锌合金、氧化锌企业大多照常放假；镀锌企业大多计划于本周复工，压铸企业更多计划于下周复工，平均放假天数略少于去年。氧化锌企业集中在华北地区及华东地区，大型轮胎企业也集 中在华北地区，因天气和订单影响，氧化锌企业订单偏少且恢复较为缓慢。根据调研的节后情况，锌下游初端企业多计划在近期复工，其余企业正月十五之后也会开工复产。

2 总结

海外矿山因利润下滑、矿山品味下降、工人罢工、生产事故，以及能源价格上涨导致矿山成本攀升导致产量下滑，锌矿供应偏紧，加工费进一步下调。分地区来看，四川、内蒙古、云南等地的加工费下降明显，分别下降 500 元/吨、400 元/吨和 350 元/吨，其他地区的降幅在 50-250 元/吨。锌矿端继续偏紧，逐步传导至冶炼端，冶炼利润进一步收窄，或将影响部分冶炼厂的生产意愿，锌价底部存在成本支撑。目前现货交投氛围欠佳，国内需求恢复缓慢。预计锌价震荡偏弱运行，关注节后国内需求恢复情况。

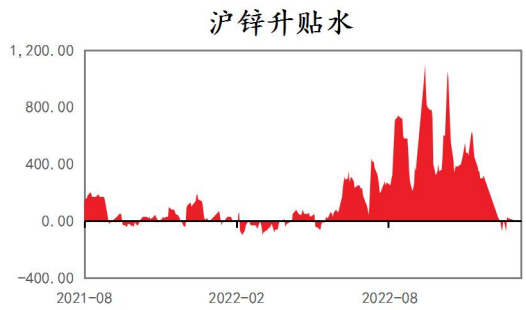
3 锌期货现货数据

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

原油

1 减产存在回旋余地

OPEC+最新一轮减产已经于 2024 年开启，原油市场将重新收紧或继续转向宽松，在很大程度上将取决于 OPEC+能否维持纪律并逐步落实减产。

就目前来看，原油市场整体仍保持平衡状态，主要归因于 OPEC+坚持限产政策，有效抑制了大幅过剩的出现。近月 OPEC 原油出口量持续下滑，目前参与减产的成员国原油出口较去年 10 月峰值下降约 130 万桶/日，俄罗斯原油及成品油出货量基本稳定持平，也门红海局势的紧张也推迟了相当一部分原油交付。

考虑到油品消费的季节性规律，以及非 OPEC+供应增长等因素，在原油库存不发生累增的假设下，OPEC 从二季度开始将具备一定增产的回旋余地。至于这一数字，美国能源信息署 EIA 预计为 60 万桶/日，国际能源署 IEA 预计为 70 万桶/日，OPEC 自身给出了惊人的 270 万桶/日但可信度不高。

无论如何，当前国际原油价格相对基本面尚不算高估，接下来重点关注 OPEC+减产执行情况及二季度政策基调。

2 需求限制上涨空间

尽管市场对油价上行风险保持警惕，但全球原油需求增长前景仍然黯淡，在供应没有受到实质性影响的情况下，供需关系将呈大致平衡或略显宽松的格局，油价上涨空间是受限的。

宏观层面上，当前美联储将联邦基金利率目标区间维持在 5.25%-5.5%不变，美国 1 月通胀数据降幅不及市场预期，受此影响 3 月降息的可能性已经不大，关于 5 月是否降息也莫衷一是。考虑到美国经济总需求有韧性，劳动力市场依然稳健，可能会增加通胀的粘性，美联储大方向转入降息周期但节奏上存在不确定性。

需求方面，主流能源机构认为，未来全球原油需求增速将逐步下滑。美国能源信息署 EIA 预计 2024 年全球原油需求增加 140 万桶/日，2025 年降至 120 万桶/日；国际能源署 IEA 预计 2024 年原油需求增加 120 万桶/日。造成原油需求增速下滑的原因是，主要经济体向新能源转型，以及亚洲大国经济增长放缓。中短期来看，今年尤其在 5-6 月之前，原油需求预期延续偏弱。

3 季节过剩幅度有限

就目前来看，尽管原油市场在 1 月出现了小幅过剩，但这主要是由于季节性需求疲软所致。

Kpler 数据显示，红海航线遇袭已导致 1.5 亿桶原油延迟交付，1 月原油浮仓库存下降约 5500 万桶，陆上原油库存降至 44 亿桶，触及 2017 年以来的最低水平。实际上，从历史同期来看，当前供应盈余远低于近 20 年的平均水平。自 2004 年以来，每年 1 月全球原油库存平均增长 120 万桶/日，仅有三次在年初出现库存减少的情况，去年 1 月更是录得了 340 万桶/日的严重过剩，而今年 1 月的过剩大约仅有 30 万桶/日，也就是说，原油市场均衡得到了明显改善。

尽管时值能源消费传统淡季，但全球原油库存季节性累库幅度有限，并有望提前向去库周期过渡。华尔街投行有观点认为，如果 OPEC+继续自愿延长减产，则原油库存将处于同期偏低水平，最早或在 4 月开始拐头向下，市场很容易回到偏紧平衡的状态。

4 需警惕地缘灰犀牛

春节期间，中东地区紧张的地缘政治局势不断发酵，成为近期国际原油走强的直接驱动因素。

以色列总理内塔尼亚胡明确表示，拒绝巴勒斯坦伊斯兰抵抗运动（哈马斯）提出的在加沙地带停火的要求，该言论是在会见美国国务卿布林肯不久后发表的。除巴以双方战事之外，以色列北部和黎巴嫩边境冲突正在加剧，以色列对拉法口岸的打击激化了和埃及的矛盾，叙利亚戈兰高地形成对峙，伊拉克什叶派武装袭击美军基地，再加上也门胡塞武装红海袭船，四面楚歌的局面引发外界对巴以问题可能沿地缘大范围扩散的担忧，最糟糕的情形是伊朗直接介入。

我们此前论述，原油交易者对地缘政治已经脱敏，需要看到供应实际受损的证据，但这一风险正逐渐朝着灰犀牛事件演化，而市场尚未对此做好充分准备。

5 延续高位震荡拉锯

目前原油市场大致上仍保持供需平衡格局，但经济和需求预期缺乏增长动力，夏季之前或出现小幅的阶段性过剩，原油市场中长期整体表现应偏温和，暂未观察到支持油价大涨的证据。然而，地缘政治风险令交易者不敢轻易押注空头，预计油价维持偏强态势在震荡区间上沿附近运行。

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。

6 牛熊周期转折阶段

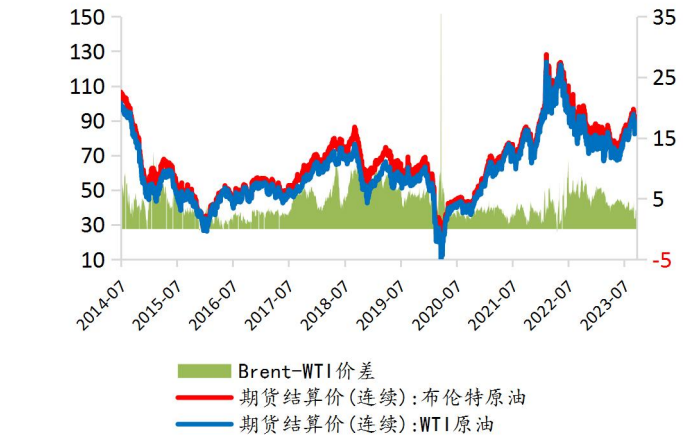
回顾近年来的原油市场，中短期经常受一致性预期主导产生极端行情，然而当前是诸多影响因素相互制衡，且难以形成一边倒的局面，缺乏单一强势的决定性逻辑。

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。

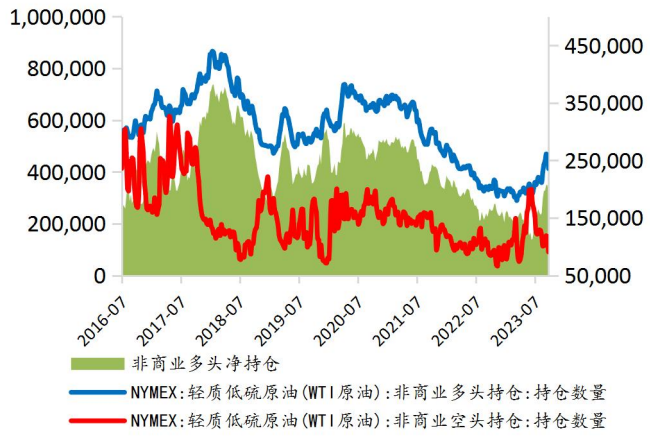
7 原油期现数据

图表 22：国际原油期货价格



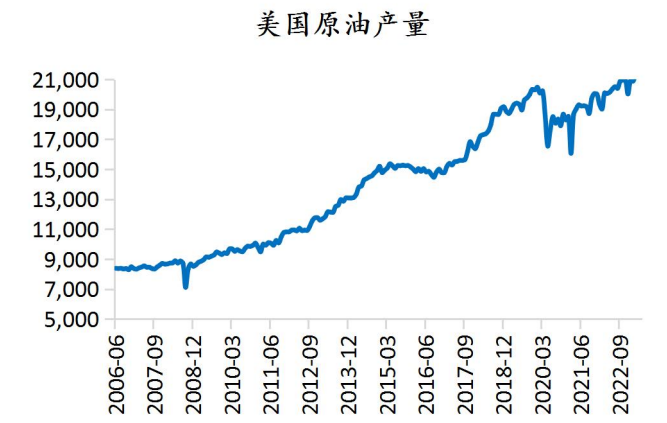
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 23：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 24：美国原油产量



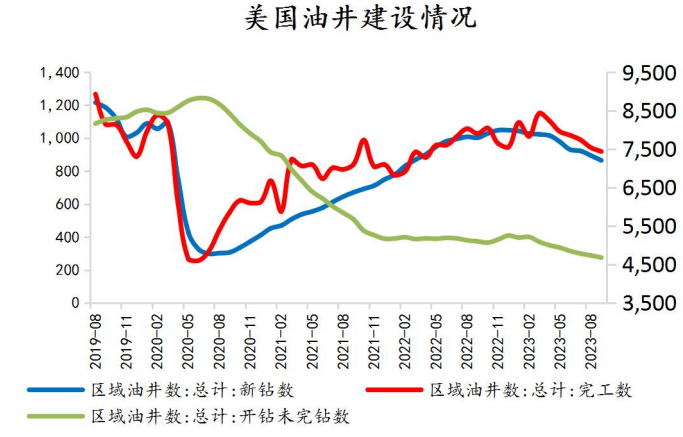
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 25：沙特原油产量



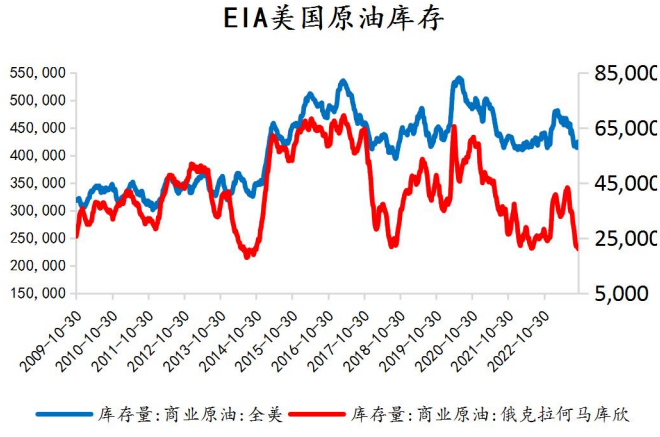
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 26：美国油井建设情况



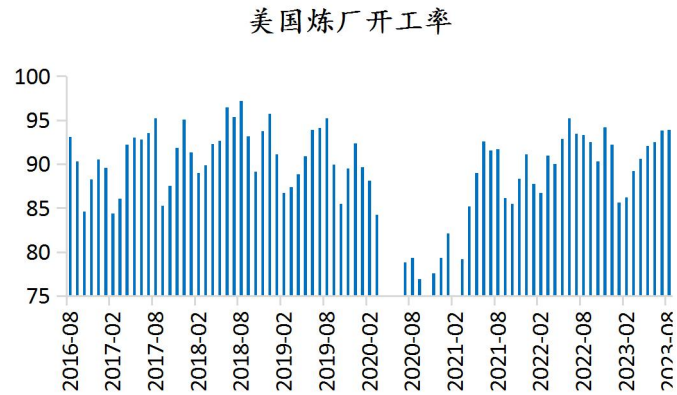
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 27：EIA 原油库存



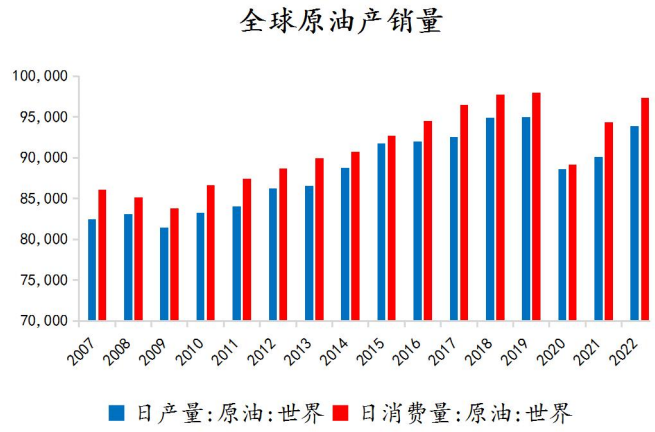
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 28：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 29：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 沪胶表现弱于日胶

春节期间，日本橡胶期货主力合约上涨超 7%，但我们仍给出沪胶维持反弹沽空的观点，这是因为天然橡胶内外盘市场存在较大差异，走势上相关性并没有原油等品种那么强。

首先需要明确的是，日胶交割标的为 3 号烟片胶，和中国 RU 及 NR 的交割标的并不相同。泰国生产的 3 号烟片胶原料是新鲜胶水，在停割季原料产出减少的背景下，季节性利多胶水收购价格，因而支撑 3 号烟片胶上涨。尽管 3 号烟片胶理论上也是沪胶的交割品之一，但由于其价格长期大幅升水国产全乳胶，实际上交割数量极少，不能作为沪胶的交割基准。

从以往历史经验来看，在国内长假期间日胶经常出现大幅波动，而新加坡 20 号胶期货波动并不大。中国、日本和新加坡是三个完全不同的市场，除基本面供需关系外，更重要的是交易逻辑存在较大差异。国际天然橡胶定价权呈三足鼎立的局面，但在交易体量和对现货贸易的影响力上，目前沪胶的定价权远强于日胶，日胶波动难以对沪胶逻辑造成较强干预。

2 原料坚挺成品承压

2 月中下旬，泰国南部主产区正进入传统低产期，2023 割胶年度包括泰国在内的主要产胶国整体录得减产，和同期水平相比库存为近五年来最低。今年以来，上游加工厂补库进度普遍偏慢，预计停割季补库需求或仍将持续。在库存水平偏低的情况下，原料收购价格料维持高位坚挺，从而对胶价形成成本支撑。

天然橡胶走势的季节性特征鲜明，但和常识的认知恰恰相反，沪胶期货价格在停割季往往是低迷的。泰国减产期上游加工厂补库，使得原料胶水价格维持高位，但这并不意味着国内橡胶期货价格也将跟随上涨。事实上，目前国内橡胶社会库存压力极大，在需求难有爆发性增长的情况下，仅靠成本支撑难以提供足够的上涨驱动，因而封锁了橡胶价格的上限。

3 终端消费利多有限

下游方面，每年春节过后，国内汽车厂家和经销商有加大促销政策，争取开门红的传统，刺激终端消费有助于提振橡胶轮胎需求。然而我们认为，即使汽车销售数据火爆，对天然橡胶价格上涨的带动作用也较为有限。

天然橡胶下游用途的 70%以上集中于轮胎制造业，目前最主流的轮胎品种是全钢轮胎和半钢轮胎。全钢轮胎主要应用于重卡和工程车辆，生产单个轮胎消耗橡胶约 25-30 公斤，重卡通常装备 12 个或更多轮胎；半钢胎主要应用于乘用车和轻卡，生产单个半钢胎消耗橡胶约 1-1.5 公斤，乘用车装备 4 个轮胎。从用途来看，内销市场的半钢轮胎约有 70%用于替换需求，30%用于配套需求，而新车销售所需轮胎属于配套。由此可见，无论从单位绝对耗用量，还是从市场占比来看，生产乘用车配套的半钢轮胎都不是天然橡胶消费的主力。尽管中国汽车市场月度销量平均高达 200 万辆以上，但其中大部分是乘用车，实际使用的天然橡胶仅 1 万余吨，对需求增长的撬动并不明显。

4 过剩局面尚未扭转

回顾 2023-2024 割胶年度，全球天然橡胶市场供需增速均较低，胶价走势基本符合往年季节性规律，供大于求的产业格局仍未发生实质性扭转。

上游来看，东南亚主产国自 2020 年以来，天然橡胶总种植面积有微幅下降的趋势，但可割胶面积整体仍处于历史峰值，大约 60%的橡胶树树龄小于 20 年，产能自然淘汰十分漫长。另一方面，非洲科特迪瓦等新兴产胶国异军突起，橡胶产量逐年高速增长，增产潜力仍然巨大，进一步拉长了产能过剩的周期。对于金融属性较强的沪胶，市场更多交易的是预期，尽管低产期原料产量下滑，但新季开割后高利润将刺激割胶产出大幅增加。后续假设天气正常的情况下，全球天然橡胶产量大概率不降反升。目前国内天然橡胶社会库存处于偏高水平，期现基差拉大将刺激套利盘进口，导致沪胶在 8 月前都会处于季节性表现偏弱的状态。

5 缺乏核心上涨驱动

长期以来，天然橡胶都是一个偏向于空头配置的品种，除了 2017 年天气炒作和 2021 年宏观驱动造成昙花一现的上涨，在 2011-2023 年期间胶价整体走势呈熊市特征，目前仍处于历史性底部区间。究其原因，我们此前论述天然橡胶本轮产能扩张周期滞后效应漫长，叠加下游需求增长难以匹配供应，最终导致供需失衡成为常态。

回顾历史上橡胶大牛市顶点，主要因为中国轮胎制造业爆发式繁荣，而全球天然橡胶产能在几年内都无法迅速跟进，巨大的供需缺口一度将胶价推上 4 万大关。而到 2015 年以后，中国轮胎产量基数庞大但增速大幅放缓，2023 年轮胎产量甚至回到十年前水平，海外也缺乏成规模的汽车轮胎行业增长点。随着 2010-2012 年间大量种植的橡胶树投入开割，天然橡胶从供不应求迅速转向供应过剩。尽管 2024 年供应增速预计将会放缓，不排除出现负增长的可能性，但需求端同样缺乏核心驱动，限制了橡胶价格向上突破的潜力。

6 经典空配牛短熊长

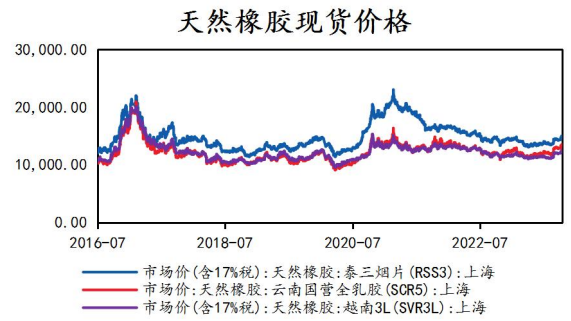
天然橡胶在十年以上的周期上将开启下一轮牛市，然而很难以这个超长期思路看待常规的市场走势。回顾 2023-2024 天然橡胶生产年度，泰国供应端因天气多雨和利润不佳等原因，整体料将出现一定减产，但宏观经济下行压力不容乐观，下游汽车轮胎需求也同样面临疫情解除第二年的后劲乏力。在不出现重大意外的情况下，天然橡胶基本面将继续维持宽松格局，供需缺乏核心利好驱动，价格低位偏弱运行为主。

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。

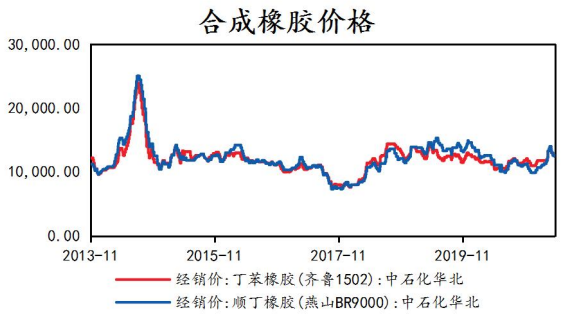
7 橡胶期现数据

图表：天然橡胶现货价格



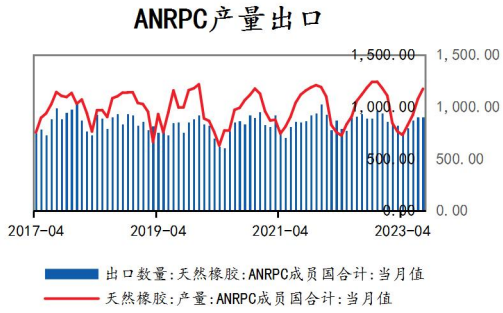
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 30：合成橡胶价格



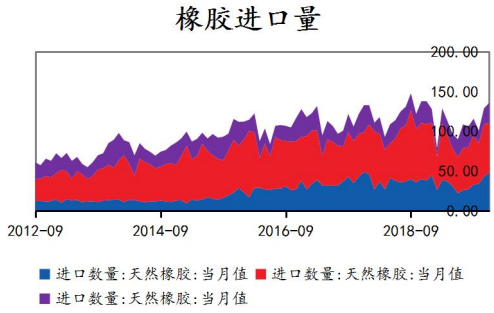
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 31：ANRPC 产量出口



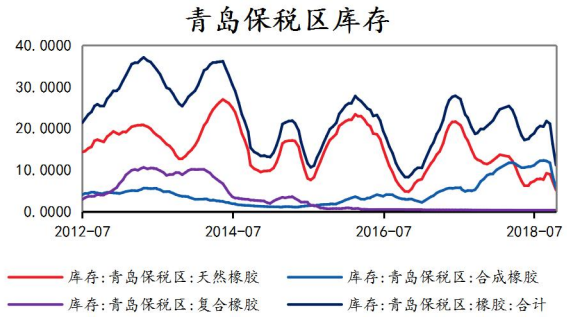
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 32：橡胶进口量



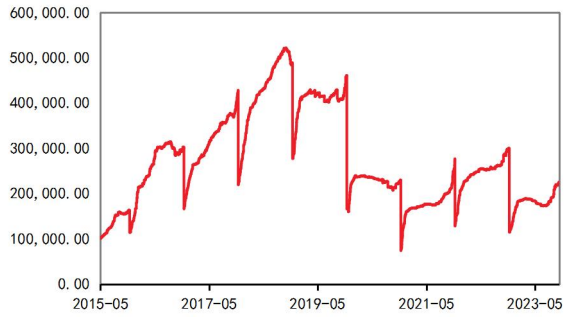
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 33：青岛保税区库存



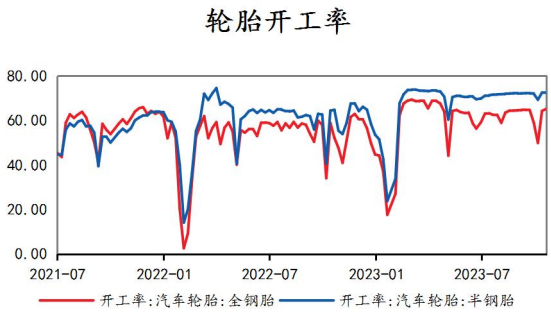
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 34：上期所注册仓单



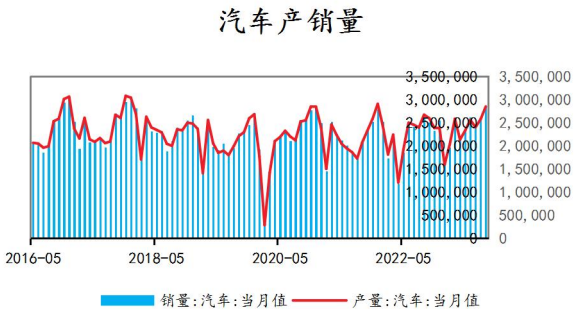
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 35：轮胎开工率



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 36：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：美豆破位下跌，国内油粕市场跟跌谨慎

1 外部豆类市场分析

阿根廷增产抵消巴西减产，上半年全球大豆供应保持充裕

美国农业部在 2 月 8 日的月度供需报告中，预计巴西大豆产量为 1.56 亿吨，较上年减产幅度为 600 万吨，较上月预测值下调 100 万吨。相比其他机构普遍预测巴西大豆产量不足 1.5 亿吨而言，美国农业部对巴西大豆产量评估仍然偏乐观。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。至此，南美主要大豆出口国大豆总产量为 2.192 亿吨，同比增加 2145 万吨，尤其是阿根廷大豆强势增产，明显削弱了市场对巴西大豆减产的担忧，为 2024 年上半年全球大豆供应保持宽松提供重要保障。

新季美豆播种面积预增，远期供应再添利空题材

美国农业部在 2 月中旬举办的年度农业展望论坛上首次发布了对 2024/2025 年度美国主要农作物的供需平衡预测，预计 2024 年美国农户将削减玉米种植面积并增加大豆种植面积，预计新年度美国大豆种植面积将达到 8750 万英亩，比上年提高 390 万英亩；大豆产量将达到创纪录的 45.05 亿蒲，同比提高 3.4 亿蒲，增幅为 8.2%；期末库存将激增 1.2 亿蒲，增幅为 38%，从上年度的 3.15 亿蒲增至 4.35 亿蒲。美国农业部在论坛中还将美国大豆的农场年度均价调低至 11.2 美元/蒲，同比下跌 11.5%，为 2020/2021 年度的 10.8 美元/蒲后的新低。美国农业部在二月展望论坛中给出美豆面积增加的初步预测，具体增幅将在 3 月底种植意向报告中进一步明确。继南美大豆增产后，新季美豆面积增加无疑为远期市场再添利空基调。

外部油脂市场棕强豆弱愈演愈烈

本周 CBOT 豆油期货大幅下跌，技术上跌破 2 月初的低点触及三年前位置，南美大豆增产压力以及美国豆油需求低迷是主因。马来西亚棕榈油市场在库存持续走低的利多因素推动下保持反弹节奏。马来西亚棕榈油局（MPOB）2 月供需报告显示，2024 年 1 月马来西亚棕榈油产量为 140 万吨，环比下降 9.59%；出口为 135 万吨，环比下降 0.85%。因产量降幅远高于出口降幅，且出口明显好于预期，马来西亚 1 月末棕榈油库存降至 202 万吨，降幅超出市场预期。MPOB 月报缓解了来自南美供应压力对棕榈油市场的弱势影响。不过，近期马来西亚棕榈油出口数据表现不佳。据船运检验机构发布的数据显示，马来西亚 2 月 1-20 日棕榈油产品出口量环比下降 3.4%-18.3%。其中 ITS 的分项数据显示，对中国及欧盟出口量均下降近 30%，对印度出口量创下 8 个月以来新低。由此可见，在国际市场上，低价豆油对棕榈油的需求替代效应开始显现，马来西亚棕榈油继续上行的阻力在变大。

2 国内豆类市场分析

巴西港口升贴水报价反弹，进口大豆成本不跌反涨

国内春节前后，巴西近月装船的大豆升贴水报价由 5 美分上涨到 50 美分，累计涨幅超过同期 CBOT 大豆跌幅，因此导致进口大豆理论成本并未跟随美豆下跌而创新低。目前核算的 3 月船期巴西大豆到中国港口的成本价约为 3660 元/吨，较春节前高出 50 元/吨。由于进口大豆到港成本上升，国内豆油和豆粕市场受成本支撑在节后表现较为抗跌。

需求乏力，节后粕价冲高回落

春节过后，受节日期间进口大豆成本上升和节后部分贸易商补库需求拉动，国内豆粕市场出现一波回升行情。但由于外部市场缺少持续性利多题材，且春节前国内养殖产品集中出栏，节后

整体存栏量大幅下降，季节性需求淡季效应开始显现，粕价反弹行情随即受阻。国家农业农村部公布的数据显示，截至 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，同比下降 5.7%，环比下降 2.3%，已连续 12 个月回调，较正常保有量仍高出 0.6 个百分点。生猪基础产能去化的大方向有序推进。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。

国内油脂库存总量回升，供应压力依然偏大

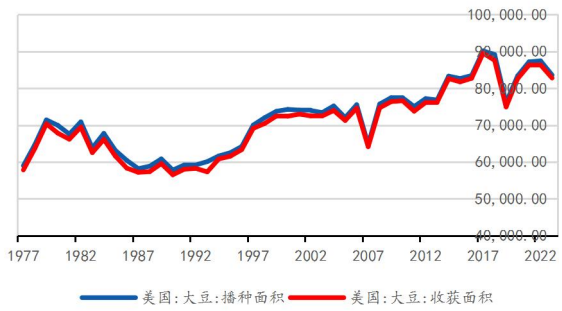
据中国粮油商务网本周发布的库存统计显示，截止上周末，国内三大食用油库存总量为 212.69 万吨，周度增加 5.48 万吨，同比高出 12.24%。分品种库存数据为：国内豆油库存量为 101.9 万吨，较上周的 101.8 万吨增加 0.1 万吨；食用棕油库存为 67.45 万吨，周度增加 5.54 万吨，万吨，环比增加 8.95%，同比下降 19.06%；菜油库存为 43.35 万吨，周度下降 0.16 万吨，环比下降 0.37%，同比增加 119.94%。节后随着油厂复工复产以及季节性需求淡季，油脂库存止跌回升。由于国内三大食用油库存总量仍较上年同期高出 12.24%，整体处于宽松状态。本周国内油脂期货市场表现偏强，主要是受到进口棕榈油成本高企的提振。

3 油脂油料市场展望

目前巴西大豆收割率已过三成，阿根廷作物区干旱天气也因近期集中降雨获得改善，虽然南美大豆天气窗口尚未关闭，但市场掀起大规模减产炒作的机会已经不多。巴西大豆上市节奏提前，与美豆出口重叠期扩大，将不利于美豆出口。CBOT 大豆期货市场尚未止跌，新季美豆面积大幅增加这一题材无疑将为远期市场打下利空基调。国内豆粕市场因原料主要依赖进口，成本驱动是国内豆粕市场长期走势的关键因素。在南美大豆供给压力及美豆供需平衡表转向宽松的预期下，国内豆粕市场的价格重心仍有回落空间。国内棕榈油期货和其他油脂期货价差失衡，有望通过需求替代加以调节。在豆类市场进入熊市运行节奏的背景下，油脂市场长期走势同样不乐观。豆一期货市场在节后出现明显补跌行情，并纷纷跌至合约新低，九三集团收购价格低于预期重挫市场看涨情绪。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，只有实质性去库存政策才能扭转豆一期货市场积弱难返状态。

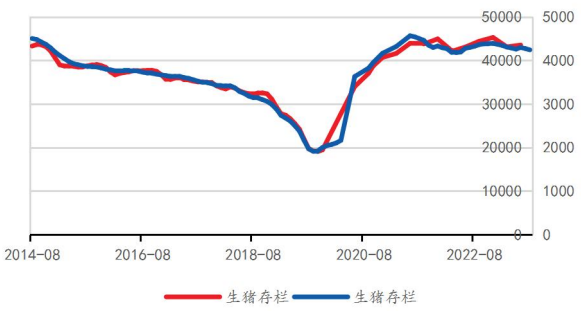
4 油脂油料市场主要数据

图表 37：美国大豆种植收获面积



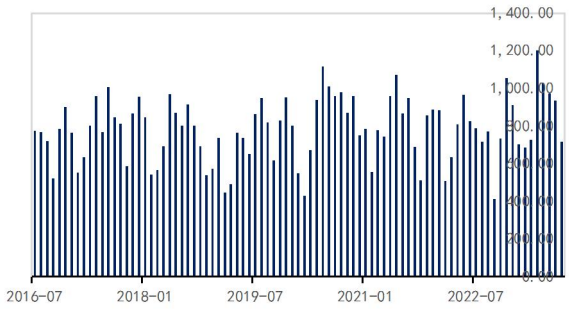
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 38：国内生猪存栏量



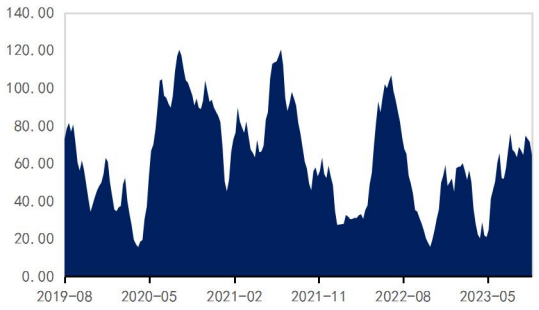
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 39：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 40：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