中金财富期货策略周报（2024 年第 7 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

卢意

从业资格编号：F03091457

投资咨询编号：Z0019923

xiaowei.li@cicc.com.cn

周度投资视点

宏观策略：全球权益市场延续涨势，美国、德国、法国、日本、印度的股市，本周都创了历史新高，但是对于大宗商品，极少品种录得上涨。目前商品市场仍没有明显趋势，其原因也是我们反复强调的当前供需关系难以支撑商品市场大幅走强，建议继续以震荡思路对待。

股指期货：A 股市场中，近期两市成交持续万亿之上，个股普涨，成交量连续破万亿，市场热度迅速上升。整体看当前市场热度依然很高，除了超跌反弹的因素之外，对之前市场乱象整顿的预期也是关键，换言之市场信心恢复较为明显。我们认为当前指数强势特征明显，但是追高仍需十分谨慎。

铜：受抗议以及罢工事件影响，铜矿端供应造成冲击。海外矿端延续偏紧使铜精矿现货加工费 TC 已经大幅下降至 20 美元/吨低位，或对一季度末国内精铜供应造成影响。1 月电解铜产量因某冶炼厂搬迁及粗铜偏紧环比下降，2 月因春节因素将进一步走低。下游复工复产将持续推进，预计开工将进一步走高，但订单总体弱于往年水平，且受雨雪天气影响运输受限，开工较往年有所推迟。基本面进一步驱动价格向上的力量有限，预计仍持在高位，维持高位震荡。

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。国内方面，北方矿山仍处于停产状态，且部分矿山春节期间检修，产出较少，矿端延续偏紧格局，但考虑当前加工费下炼厂成本倒挂，预计后续加工费再度下调的空间不大，成本端为锌价提供支撑。消费端，节后下游逐步复工，全面复工或至元宵节后，进入消费成色验证期。后市潜在的风险是超预期进口量和后续整体的累库幅度，考虑到新加坡仍有一定量的隐性库存未完全交仓，或将抑制锌价的上行动能。综合来看，基本面暂缺乏明显上行动力，宏观近期略暖或有所助推，预计沪锌震荡略偏上行。

钢材：上周钢材需求陆续回暖，但复苏力度仍不及往年。进入三月，迎来下游需求验证期，短期市场还会有分期，预计本周跌幅收窄，但由于原料的成本支撑减弱与对地产及基建的预期，我们认为钢价震荡下跌的趋势不变。

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，主要风险是国内外主产区天气对割胶的影响。

油脂油料：目前巴西大豆收割率已过四成，阿根廷频繁降雨改善大豆生长状态，虽然南美天气窗口尚未关闭，但市场掀起大规模减产炒作的概率持续下降。巴西大豆上市节奏加快，价格优势将挤占美豆出口份额。美豆承受双重压力，因此在跌穿成本支撑后仍未止跌。国内豆粕市场虽然表现强于美豆，但成本端变化仍是影响长期趋势的关键。在美豆尚未摆脱弱势局面的背景下，国内豆粕市场不具备大涨空间。马来西亚棕榈油季节性减产仍在持续，2 月底库存继续回落概率较大，从而削弱了南美大豆增产对油脂市场的影响。本轮油脂反弹行情尚未结束，保持震荡偏强思路的同时注意获利回吐压力对行情的干扰。豆一期货市场本周再度刷新技术低点，受豆粕和豆油等相关品种走强影响，部分获利空头止盈离场带动豆一市场探底回升。由于国内食用大豆供过于求，豆一期货如缺少政策提振，目前走势仍属于超跌反弹，行情就此反转的概率不大。

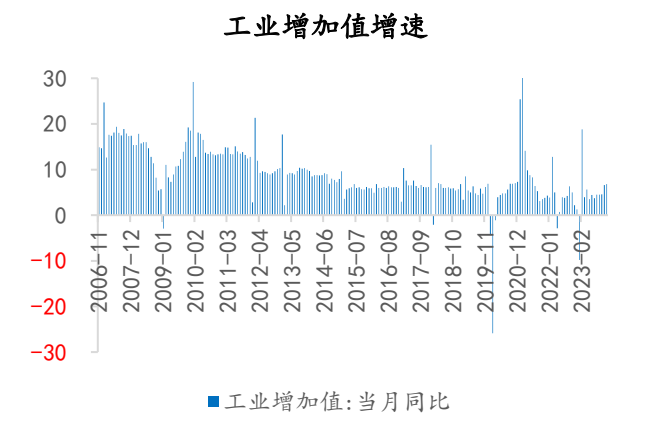
目录

周度策略：工业品分化明显 地产链维持弱势 - 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 二月经济季节性回落 - 7 -
3 流动性将维持宽松局面 - 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 宏观情绪减弱 - 15 -
2 复工复产不及预期 - 15 -
4 钢材期货现货数据 - 16 -
原油 - 18 -
1 市场供需动态平衡 - 18 -
2 OPEC+料将延长减产 - 18 -
3 美联储降息不确定 - 18 -
4 欧洲柴油面临紧缺 - 19 -
5 估值合理短期偏强 - 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 供需矛盾阶段缓和 - 22 -
2 终端需求淡季不淡 - 22 -
3 产业周期尚未转变 - 22 -
4 震荡筑底重心抬升 - 23 -
5 顺丁成本估值偏高 - 23 -
6 经典空配牛短熊长 - 23 -
7 橡胶期现数据 - 24 -
油脂油料：美豆连跌不止，国内油粕市场表现偏强 - 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 -

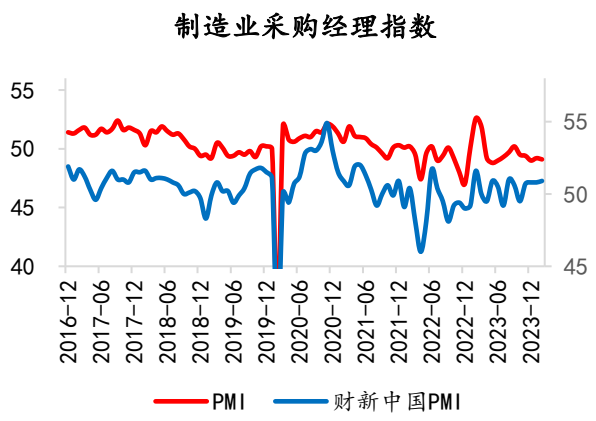
重要经济指标概况

图表 1：国内工业增加值增速



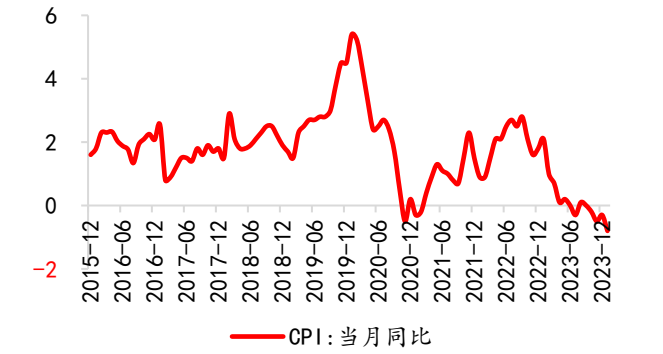
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 2：中国制造业采购经理指数



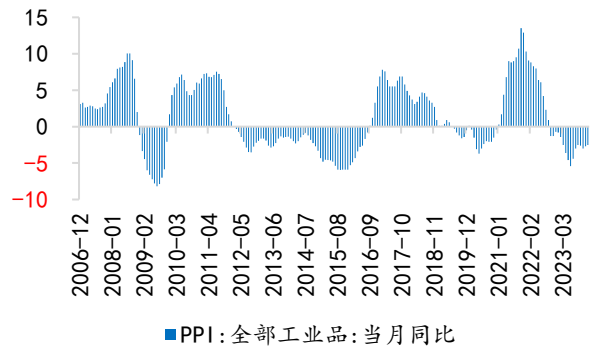
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 3：中国居民消费价格指数



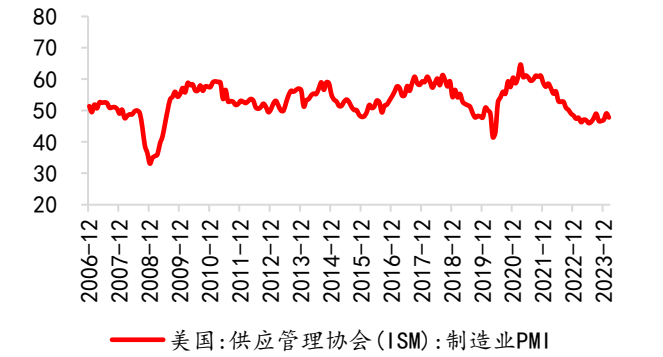
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 4：中国工业生产者出厂价格指数



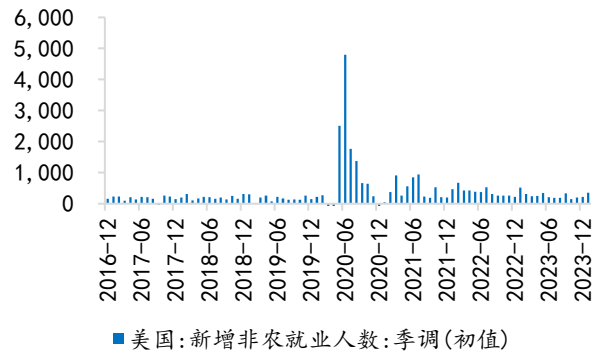
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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：工业品分化明显 地产链维持弱势

春节之后，期货市场上的工业品分化非常明显，地产链一直处于弱势的态势，年初至今，螺纹钢和玻璃一直是跌幅最大的工业品，到目前其上游矿石和纯碱价格也大幅下滑，整个地产链成为年后下跌幅度最大的板块。反观其他大类工业品，有色金属和原油类一直维持震荡态势，与 2023 年年末的走势无异。

PMI 数据显示制造业景气度仍在下滑

2 月份，制造业 PMI 为 49.1%，前值 49.2%。其中生产指数为 49.8%，前值 51.3%，新订单指数为 49.0%，前值 49.0%，其中新出口订单指数为 46。3%，前值 47.2%。非制造业商务活动指数为 51.4%，前值 50.7%。其中建筑业商务活动指数为 53.5%，前值 53.9%；服务业商务活动指数为 51.0%，前值 50.1%。

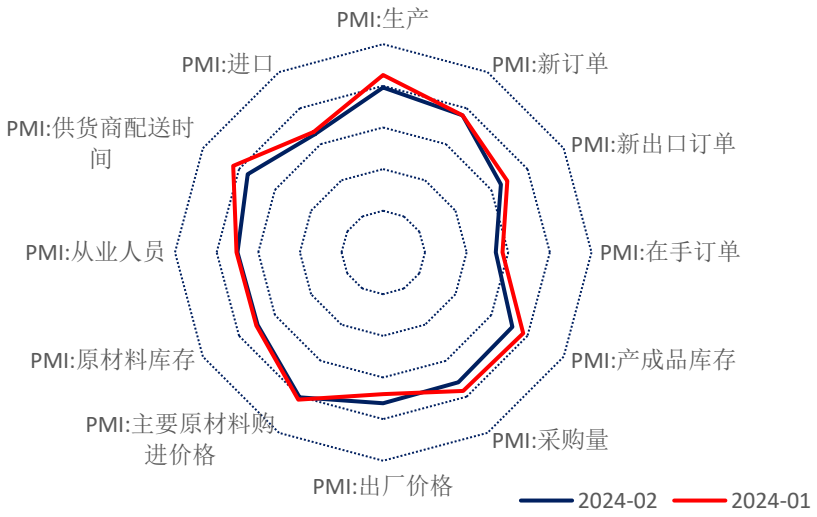
2024 年 2 月份，制造业 PMI 较上月回落 0.1 个百分点至 49.1%，主要受春节假日因素影响，制造业处于传统生产淡季。此前制造业 PMI 已连续 4 个月处于收缩区间。

从需求看，2 月新订单指数环比 49.0%，与上月持平，主要是内需订单有所回升。PMI 内需新订单指标的回升可能受春节消费需求上升政府端拉动影响。生产方面，2 月 PMI 生产指数环比下降 1.5 个百分点至 49.8%，近 9 个月首次跌落荣枯线以下。统计局指出，2 月份企业生产不仅受到春节假日影响，还由于今年企业员工假期返乡增多，企业生产经营受到较大影响。

库存端看，需求缺口有所回升，但从被动去库到主动补库转换道路仍波折。2 月份 PMI 产成品库存指数下降 1.5 个百分点至 47.9%，降幅较大主要是上月产成品库存指数异常升高所导致，因此“错配”产生的库存意外回升被修正。

从全球的经济活跃度看，由于此前制造业 PMI 底部较高，目前回升主要由温和补库推动，且考虑到利率水平和绝对库存水平仍偏高，由于 PMI 底部越高，PMI 修复越温和，所以本轮回升幅度可能相对温和，后续持续性主要看中美制造业产能周期的综合强度。PMI 数据显示制造业景气度仍在下滑，这并不完全是节日因素所导致。

图表 1：PMI 分项情况



资料来源：wind 资讯，中金财富期货

M1 走强，持续性需要观察

1 月 M1 增速明显走强，M1-M2 增速剪刀差也迅速收敛，近年来，M1 是扩信用的短板。过去社融的抬升通常对应 M1 的抬升，本轮社融抬升过程中 M1 大多数时间趋势回落，信贷投放量再大，若钱没有形成企业的活期存款，一定程度上就代表企业投资补库意愿不强。由于 M1 对我们观测经济活跃度和资本市场非常有参考价值，因此其趋势能否延续，成为市场关注的焦点。

从 M1 构成来看，企业活期存款出现超季节性增长，相比“春节错位”带来的影响，更加值得关注。我们推测其变动的原因：

其一是央行政策工具发力，推动银行贷款增长；其二是房地产融资协调机制作用下，房地产“白名单”项目支持资金增多；其三是市值管理考核背景下，上市公司踊跃回购激发活期存款需求。当然那，也不排除当月贷款节奏变化所产生的短期影响。往后看，三项因素会对 M1 起到持续支撑，市场不宜对 M1 过分悲观，但是其持续性，也需要密切观察。

我们认为，此次的 M1 回升更大是因为非经济性的因素，即 1 月 M1 同比的抬升更大概率是季节性因素叠加特殊事件影响下的冲高，而并非政策发力或者需求改善带来的企业预期自发的修复。信用扩张当下可能仍在起步阶段，对于 M1 的回升，需要关注的是其持续性。

注意事件冲击后情绪回落的风险

全球权益市场延续涨势，美国、德国、法国、日本、印度的股市，本周都创了历史新高，但是对于大宗商品，极少品种录得上涨。目前商品市场仍没有明显趋势，其原因也是我们反复强调的当前供需关系难以支撑商品市场大幅走强，建议继续以震荡思路对待。

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	3 月 1 日	政治局：积极的财政政策要适度加力、提质增效	稳健的货币政策要灵活适度、精准有效，增强宏观政策取向一致性。	稳增长力度进一步增加
	2 月 29 日	住建部：各城市要做好今明两年住房发展计划，防止市场大起大落	根据人口变化确定住房需求，根据住房需求科学安排土地供应、引导配置金融资源	以人订房
数据	2 月 29 日	1 月美国核心 PCE 环比增速反弹至 0.4%	美联储高官：不急于降息，无惧 1 月通胀数据，今年票委重申可能适合今夏开始降息。	美国降息时间延后对资本市场几乎没有明显影响
	2 月 26 日	中国 1 月 70 城市房价:各线城市新房、二手房价格环比降幅整体收窄	同比整体延续降势	房地产依然低迷
事件	2 月 29 日	证监会：强化场外衍生品业务监管	证监会发言人：春节后开市以来 DMA 业务规模稳步下降，日均成交量占全市场约 3%	量化对市场的影响逐渐减弱

资料来源：中金财富期货研究所

2 二月经济季节性回落

2024 年 2 月份，制造业 PMI 为 49.1%，比上月下降 0.1 个百分点。建筑业商务活动指数为 53.5%，比上月下降 0.4 个百分点；服务业商务活动指数为 51.0%，比上月上升 0.9 个百分点。

与近年除夕所在月份相比，本月 PMI 不及近年同期水平，不过降幅略微弱于季节性。由于春节假期员工返乡增多，企业生产受到影响，本月产需指数一降一平，均处于荣枯线下。相应地，企业采购减少，库存下滑。

服务业景气度超季节性回升。与近年春节所在月份相比，本月服务业商务活动指数涨幅强于季节性。主因在于，春节假日等因素带动下，人员的流动较为活跃，假期消费恢复较好。从行业看，零售、铁路运输、道路运输、餐饮等与节日出行和消费密切相关的行业景气度较高。不过需要提醒的是，假期过后的日常消费的恢复需要持续跟踪，对于接下来服务业景气度能否持续扩大要保留一份谨慎。

建筑业景气度淡季回落。本月建筑业商务活动指数降幅弱于季节性，但是表现低于近年春节所在月份的水平。究其原因，一方面，房地产供需压力仍然存在。另一方面，年初以来，地方专项债发行偏慢。接下来，在化债背景下，广义财政的规模和节奏可能是影响基建活动的重要因素，基建的景气度有待进一步观察。

开年以来，政策环境较为积极。货币政策方面，2 月 5 年期以上 LPR 下调 25BP。产业政策方面，要推动新一轮大规模设备更新和消费品以旧换新。房地产方面，全力支持房地产在建项目融资和建设交付。接下来积极政策有望继续发力稳增长，重点关注积极政策的力度和规模

3 流动性将维持宽松局面

回顾 2 月银行间资金面，一方面居民、企业部门集中取现以及机构跨春节资金需求增加，另一

方面税期走款与跨月时点相距较近加大阶段性收敛压力，不过随着月初 1 万亿元降准资金的释放以及节后开工复工提速带动现金回流，全月资金面整体维持均衡态势，DR007 月中枢持平上月，且 R-DR 资金利差有所收窄。展望 3 月，在今年新增政府债券预算规模基本持平上年的基准情形下，财政“收少支多”对资金面的影响整体偏有利，叠加信贷投放或较年初放缓，且银行负债端降成本空间仍存，3 月资金面供需压力相对不大，波动或更多集中在季末考核阶段。进一步考虑到央行重提“引导市场利率围绕政策利率波动”，预计 3 月 DR007 月中枢有望进一步向政策利率靠拢，而季末非银资金压力较大或将推升 R-DR 资金利差。

在今年新增政府债券预算规模基本持平上年的基准情形下，财政“收少支多”对资金面的影响整体偏有利，叠加信贷投放或较年初放缓，且银行负债端降成本空间仍存，3 月份资金面供需压力相对不大，波动或更多集中在季末考核阶段

4 宏观策略

全球权益市场延续涨势，美国、德国、法国、日本、印度的股市，本周都创了历史新高，但是对于大宗商品，极少品种录得上涨。目前商品市场仍没有明显趋势，其原因也是我们反复强调的当前供需关系难以支撑商品市场大幅走强，建议继续以震荡思路对待。

5 股指期货市场分析

指数创反弹新高

上周两市延续弱势。其中沪深 300 周+1.38%，上证 50 周-0.76%，中证 500 周+3.49%，中证 1000 周+3.37%，主要指数已经连续三周大涨。

在市场大幅反弹的情况下，北向资金本周合计净买入 235.45 亿元。为连续第 5 周净买入。周净买入额创近 29 周新高。

指数大涨之后，维稳的必要性下降，需要观察市场的内生动能。

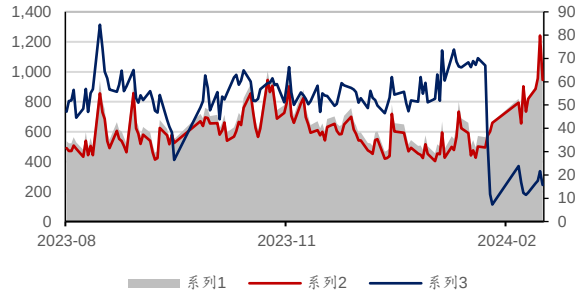
两会前后是经济数据真空期和政策窗口期，A 股市场在两会前后存在相对明显的“日历效应”，再加上汇金等“国家队”资金支持、微观流动性改善以及近期市场卖盘力量出清，两会前后市场表现可能比较积极。3 月份需要密切跟踪国内基本面的验证情况，以及前期稳增长相关政策的落地效果。在基本面得到验证前，市场主线可能仍不清晰，在此时点需要警惕调整的可能性。。

继续关注调整之后的机会

全球主要国家的资本市场都呈现创新高的走势，除了美国、欧洲之外，日本，印度等国家的股市也创历史新高，可见权益市场强势，乃至牛市，与宏观经济无关。

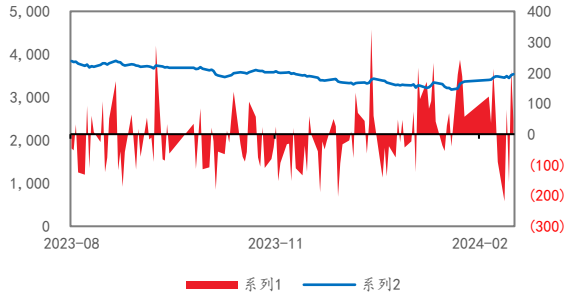
A 股市场中，近期两市成交持续万亿之上，个股普涨，成交量连续破万亿，市场热度迅速上升。整体看当前市场热度依然很高，除了超跌反弹的因素之外，对之前市场乱象整顿的预期也是关键，换言之市场信心恢复较为明显。我们认为当前指数强势特征明显，但是追高仍需十分谨慎。

图表 8：融资融券数据图



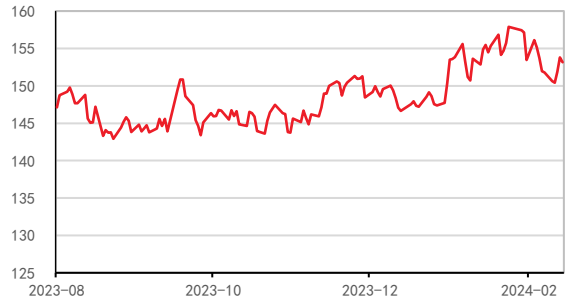
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 9：合约持仓和市场表现



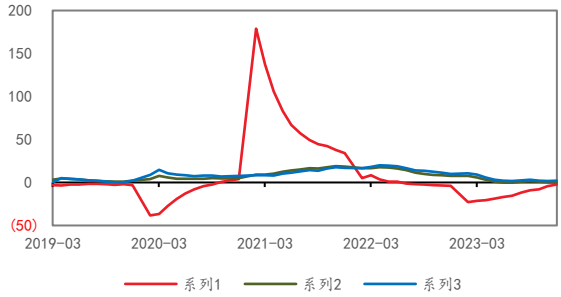
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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

受抗议以及罢工事件影响，铜矿端供应造成冲击。海外矿端延续偏紧使铜精矿现货加工费 TC 已经大幅下降至 20 美元/吨低位，或对一季度末国内精铜供应造成影响。1 月电解铜产量因某冶炼厂搬迁及粗铜偏紧环比下降，2 月因春节因素将进一步走低。下游复工复产将持续推进，预计开工将进一步走高，但订单总体弱于往年水平，且受雨雪天气影响运输受限，开工较往年有所推迟。基本面进一步驱动价格向上的力量有限，预计仍持在高位，维持高位震荡。

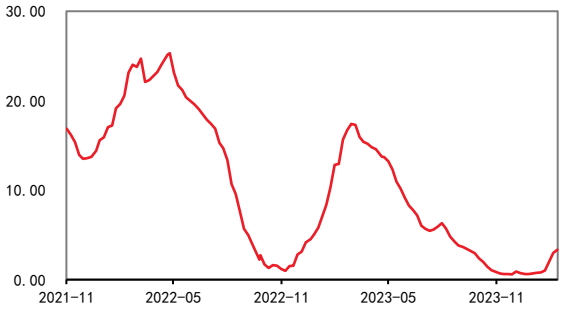
3 铜期货现货数据

图表 12：长江有色铜价



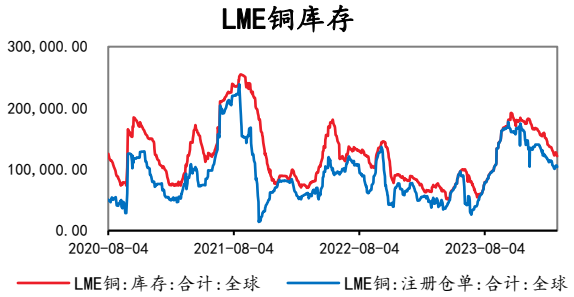
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 13：上海保税区铜库存



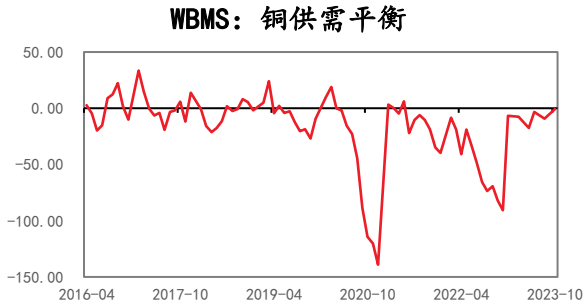
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 14：LME 铜库存



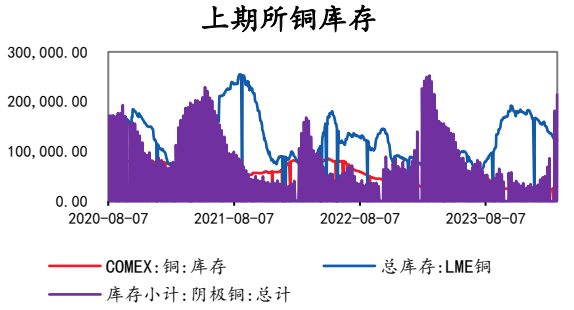
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 15：WBMS 供需平衡



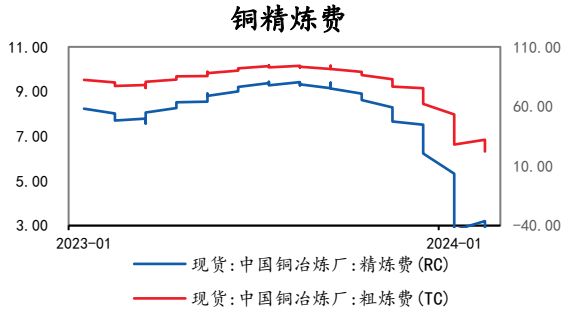
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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

据国际铅锌研究小组（ILZSG）统计，并经安泰科修正，2023 年全球锌精矿产量 1286 万吨，同比下降 5.1 万吨或 0.4%。其中，海外地区生产锌精矿 880 万吨，同比下降 7 万吨或 0.8%。澳大利亚由于 MMG 的 Rosbery 已经在二季度从森林大火事件中恢复，但 2 月致命事件发生后暂停运营和劳动力不足对一季度产量造成了较大的影响，因此累计产量减少。South32 位于澳大利亚的 Cannington 矿山由于极端天气，导致一季度锌精矿产量环比和同比均下降 23%，已将其锌产量指引下调。加拿大矿业公司 Lundin Mining 位于葡萄牙的 Neves-Corvo 矿场的一名员工在地下操作一台设备时发生坠落事故，不幸身亡，当前主要生产铜和锌的矿山已暂时停止运营，加之节前俄罗斯 OZ 矿山复产时间推后，进一步加剧矿端偏紧格局。嘉能可旗下数个矿山资源枯竭，并计划关闭一座大型矿山，若全球矿山勘探方面没有获得突破性进展，则未来两年，嘉能可的减产将成为锌精矿供应宽松转为紧张格局的标志。

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

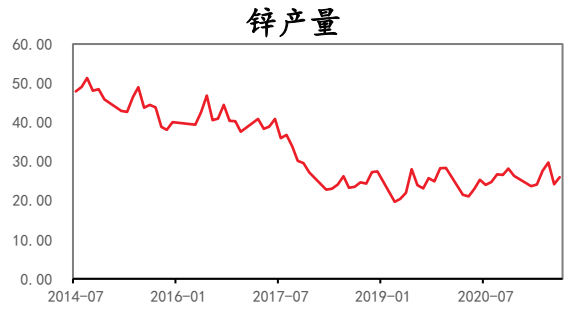
国内锌市下游放假较多，放假天数 8-40 天不等，节后锌下游企业多于正月十五之后开工复产但市场情绪偏淡，叠加低温降雪天气影响货物运输及员工返岗，整体复产节奏稍缓。春节期间地产成交及房企推盘热情均较差；基建高频数据季节性回落。房地产投资完成额同比不断下行，随着竣工增速放缓，传统需求用锌量预计会持续下行。尽管地产政策较为密集，多地“白名单”也已经送达，但春节期间 30 城商品房成交面积几创历史新低，13 城二手房成交强于新房，处在历史同期相对高位。

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。国内方面，北方矿山仍处于停产状态，且部分矿山春节期间检修，产出较少，矿端延续偏紧格局，但考虑当前加工费下炼厂成本倒挂，预计后续加工费再度下调的空间不大，成本端为锌价提供支撑。消费端，节后下游逐步复工，全面复工或至元宵节后，进入消费成色验证期。后市潜在的风险是超预期进口量和后续整体的累库幅度，考虑到新加坡仍有一定量的隐性库存未完全交仓，或将抑制锌价的上行动能。综合来看，基本面暂缺乏明显上行动力，宏观近期略暖或有所助推，预计沪锌震荡略偏上行。

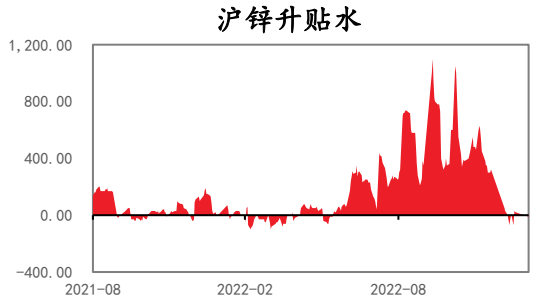
3 锌期货现货数据

图表 18：锌产量



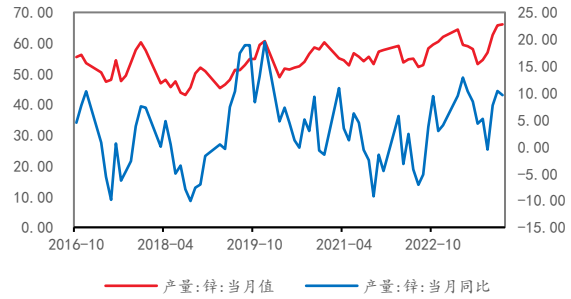
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 19：锌升贴水



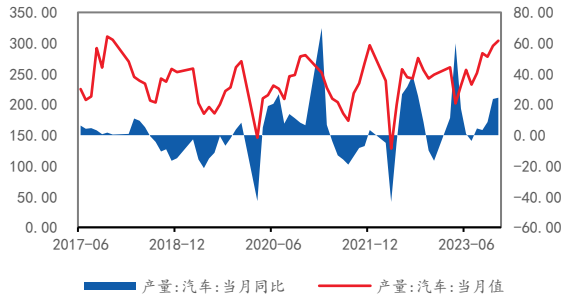
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 宏观情绪减弱

自去年 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。

春节期间，根据克而瑞监测到的春节新房成交情况显示，44 个重点城市在春节周成交量仅为 23.38 万平方米，环比下降 87%，同比下降 40%，较 2022 年同期降幅也达到了 82%。中指院的数据显示，2024 年春节假期期间（2 月 10 日至 17 日），其监测的 25 个代表城市新房日均成交面积较 2023 年春节假期（2023 年 1 月 21 日至 1 月 27 日）下降约 27%。从数据上来看，无论是日均成交还是总成交都是近五年的最低值。

春节后，市场情绪明显走弱，尽管有 LPR 下调 25 个基点的史上最大降息力度，但依旧无法挽回市场对地产行业的信心。从目前来看，广州取消 120 平米的限购，深圳取消落户三年的限制，苏州的全面取消限购，全国各地限购政策在不断松绑或取消，但市场对政策敏感度却在不断下降。

与此同时，二手房市场的活跃度却有所上升，贝壳研究院的数据显示，春节假期期间，重点 50 城市的二手房看房量和交易量均有所回升，尤其是二三线城市的交易量超过了 2021 年水平。由于二手房市场的价格管制相对宽松，没有新房的备案价限制，其性价比较高，吸引了刚性购房需求。这一趋势预计将持续，进一步分流新房市场的潜在购房者。

2 复工复产不及预期

春节后两周，铁水产量不升反降，原料价格的上涨逻辑在短期被证伪，原料价格重新估值，成本支撑减弱。具体来说，

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 83.3%，环比+0.1%，同比-0.2%，91 家电弧炉产能利用率为 38.5%，环比+4.6%，同比-16.8%，五大品种钢材周产量为 820.4 万吨，环比+3.1%，同比-13.4 %；日均铁水产量略降 0.7 万吨至 222.8 万吨。

在库存方面，上周五大品种钢材周社会库存为 1724.5 万吨，环比+6.4%，同比+4.4%，钢厂库存为 709.8 万吨，环比+2.6%，同比+6.3%；钢材总库存持续累积，环比+5.3%，下游需求复苏较往年慢，库存持续累积。

从消费情况来看，上周种钢材周表观消费为 698.5 万吨，环比+19.1%，同比-28.9%，其中螺纹钢周表观消费 113.3 万吨，环比+64.9%，同比-63.4%；百年建筑统计，全国工地开复工率 39.9%，农历同比增加 1.5 个百分点；劳务上工率 38.1%，农历同比下降 5.2 个百分点。

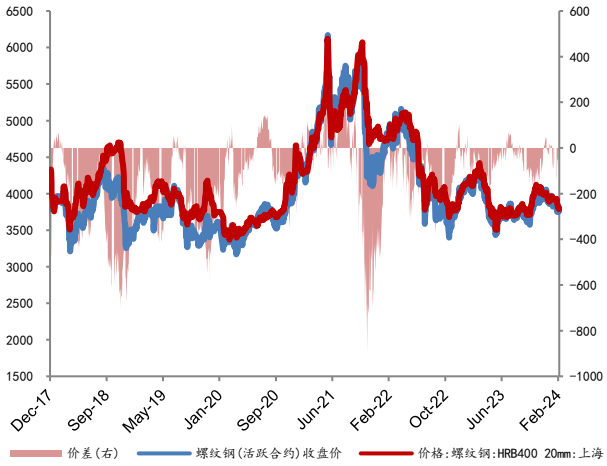
3 小结

上周钢材需求陆续回暖，但复苏力度仍不及往年。进入三月，迎来下游需求验证期，短期市场

还会有分期，预计本周跌幅收窄，但由于原料的成本支撑减弱与对地产及基建的预期，我们认为钢价震荡下跌的趋势不变。

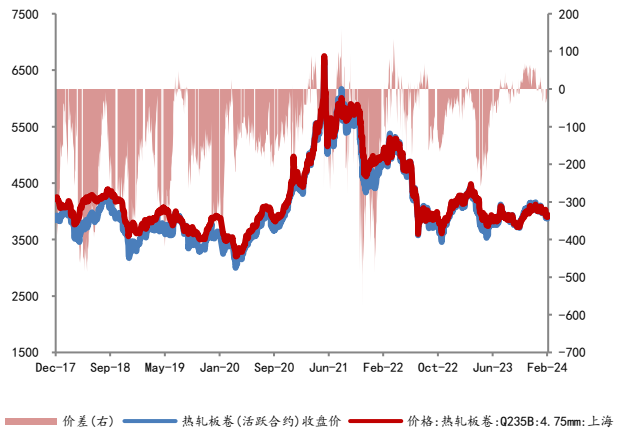
3 钢材期货现货数据

图表 22：螺纹期现价差



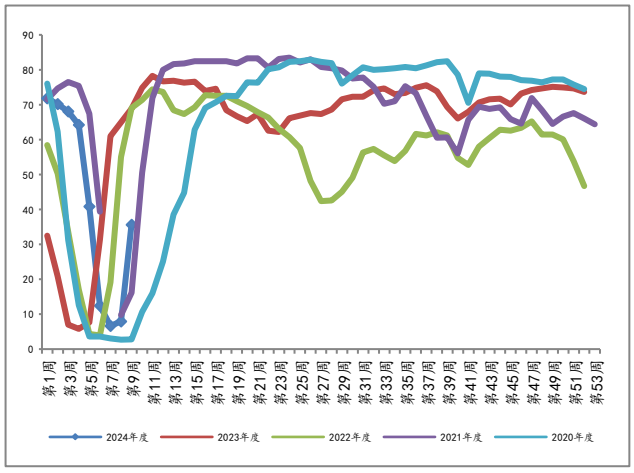
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 23：热卷期现价差



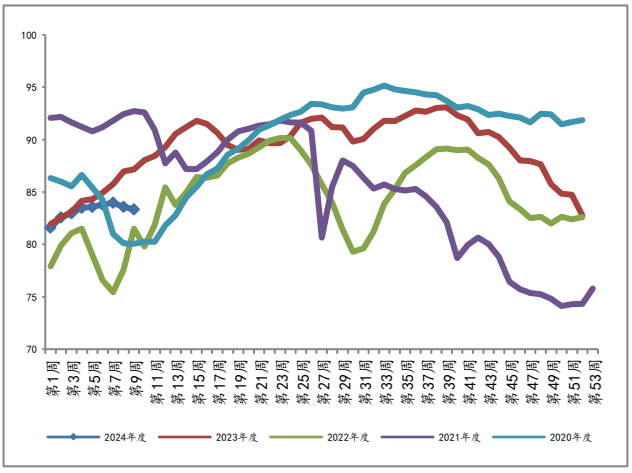
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 24：85 家独立电弧炉钢厂：开工率：中国（周）



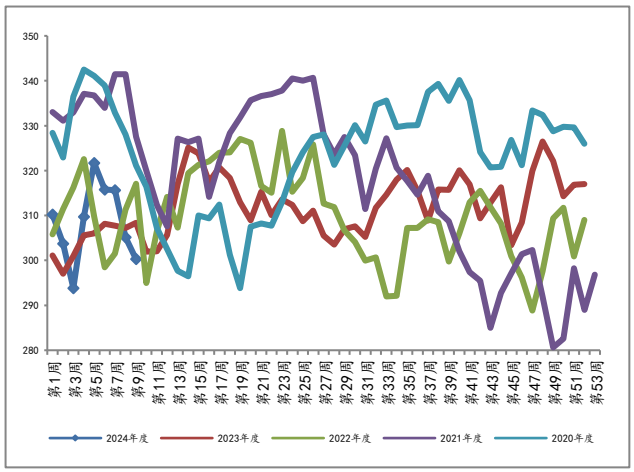
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 25：247 家钢铁企业：高炉产能利用率：中国（周）



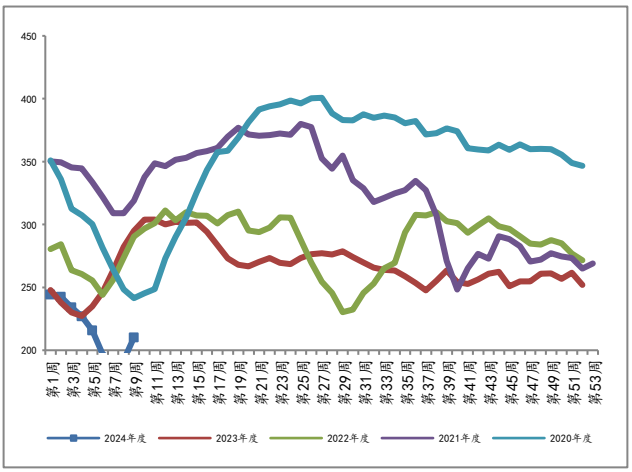
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 26：螺纹钢：建筑钢材钢铁企业：实际产量（周）



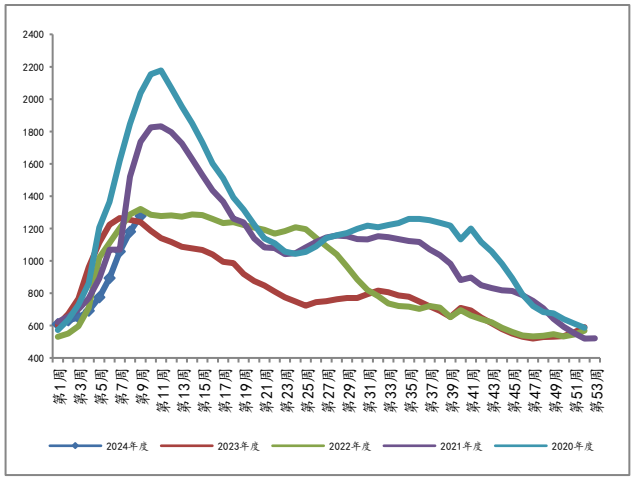
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 27：热轧板卷：钢铁企业：实际产量：（周）



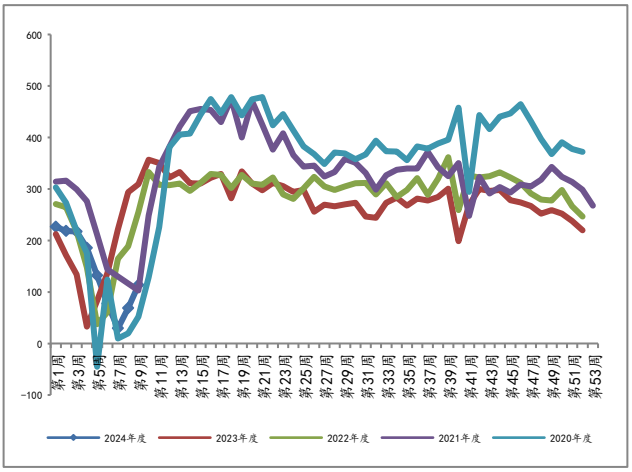
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

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 市场供需动态平衡

由国际能源署 IEA 提出，预计在 2020s 这十年结束前，全球原油总需求量将会达到历史性峰值。就目前来看，OECD 发达经济体原油需求增速已经趋于停滞，以中国为主的新兴市场国家亦缺乏新的爆发式增长点，可视为支持这一观点的依据。在长期需求面临见顶的预期下，供应端调整是改变和决定原油市场均衡的关键因素。

我们此前论述，以沙特为首的 OPEC 产油国维系限产框架起到了重要的稳定作用，自愿减产政策可能会延长至 2024 年二季度。此外，近期西方收紧了对俄罗斯原油价格上限制裁，航运保险以及油轮中转受到更严格监控，加上俄罗斯原油售价贴水收窄，对印度等买家的吸引力下降，导致俄罗斯原油贸易难度增大和出口数量下滑。至于 OPEC 和俄罗斯减少的原油供应量，一部分可由其他非传统原油输出国弥补，当前美国、加拿大和巴西的原油产量已经很高，尽管美国页岩油产量增长大概率将会放缓，但行业已经初步成熟并具有韧性。

总体而言，OPEC+减产与非 OPEC+增产形成动态平衡，令国际油价得以维系在相对高位。

2 OPEC+料将延长减产

按照惯例，3 月初 OPEC+将做出决定，是否将大约 200 万桶/日的原油减产政策延长至二季度。据了解，多数业内及消息人士认为，鉴于全球经济需求增速放缓，以及美国等原油产量攀升，OPEC+应坚持减产以维系油价。需要注意的是，各成员国可能仍将以自愿的形式单独发布减产声明，OPEC+下一次部长级会议预定于 6 月在维也纳总部举行。

主流能源机构预计，2024 年全球原油需求将达到 1.03 亿桶/日的历史纪录，但增长速度大幅放缓。另一方面，美国、加拿大和巴西等国新增大量供应，将很容易填补需求敞口，从而出现供大于求的局面。目前，全球原油市场整体处于小幅过剩状态，假如 OPEC+逐步放松减产措施，那么过剩程度将显著扩大。为了保持市场稳定和防止油价崩盘，OPEC+不得不以某种形式延长减产，必须将多余的原油供应移出市场。

沙特能源大臣阿卜杜勒阿齐兹力挺减产，需要将 Brent 原油价格推升到 85 美元以上，才能满足沙特愿景 2030 计划的财政预算。虽说减产任重道远，但二季度面临的压力其实是减小的，近期原油实物市场实际上已经在收紧了，油价长期维持在数月来震荡区间的上沿附近。

3 美联储降息不确定

美联储再次释放鹰派言论，引发市场对经济前景和原油需求的担忧，令短期国际油价走势遭遇挫折。美联储重要官员表示，由于 2024 年初以来的经济和通胀数据好于预期，美联储现在并不急于降息。这一表态与此前鲍威尔的讲话相呼应，否定了此前最早将于 3 月降息的预测，令 5 月降息概率也变得渺茫。美国强劲的经济数据为美联储继续维持其限制性货币政策提供了较大的回旋空间，但投资者普遍解读为，这将抑制经济增长和利空能源消费，从而导致未来油价预期走弱。

在美联储货币政策走向和全球经济形势仍存在不确定性的情况下，原油市场短期过热时需要保持谨慎。然而，鉴于中东地缘政治对供应安全的威胁，油价下行空间亦十分有限。当前，原油市场的影响因素错综复杂，一时间难以形成明确的方向性指引，油价可能会继续保持区间震荡，应对波动的意义大于预测位置。

4 欧洲柴油面临紧缺

在持续高利率限制需求的担忧过后，原油市场逻辑似乎又回到供应方面的根本问题上，这次欧洲成品油紧张成为了焦点。长期以来，欧洲高度依赖俄罗斯出口的原油和成品油，因俄乌战争启动对俄制裁后，欧洲国家加大对中东进口，并转向美国需求替代渠道。然而现在的问题是，红海地缘危机和美国炼厂开工下降同时发生，导致欧洲成品油尤其是柴油供应的骤然收紧。

在胡塞武装击沉商船后，更多的油轮选择规避红海-苏伊士运河航线，经好望角绕行非洲，运费和保险费率攀升，从亚洲向欧洲供应油品的成本增加。在红海航运受限的情况下，美国炼厂检修进一步加剧了供应问题，2 月美国柴油裂解价差飙升，抑制了将柴油运往欧洲的套利机会。船舶跟踪公司 Kpler 数据显示，2 月迄今欧洲进口美国柴油数量为 665 万桶，远低于 1 月 1144 万桶的高点，欧洲柴油荒在一定程度上推涨了 Brent 原油价格。

5 估值合理短期偏强

国际原油市场多空因素交织，一方面是限制性利率对需求的损害，另一方面供应端未来趋紧的迹象加剧，交易者仍在评估权衡，油价震荡运行偏强。Brent 和 WTI 基准原油期货呈现货溢价结构，就是说近期交割的原油价格高于远期，这是时下现货市场供求关系紧张的信号。

除了 OPEC+限产和红海问题以外，供需收紧也和中国印度等新兴市场国家需求好于预期有关。自国内出台降息等刺激措施以来，有贸易数据表明，2 月中旬后中国原油进口增长一直在加速。不过，非美经济体数据其实整体欠佳，在美国降息节奏不确定的背景下，全球经济复苏难以形成共振，需求端仍缺乏强力驱动。

国际油价进一步向上突破的难度较大，但地缘政治等风险溢价也不高，测算约在 2 美元/桶左右，当前区间位置并不算高估。

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。

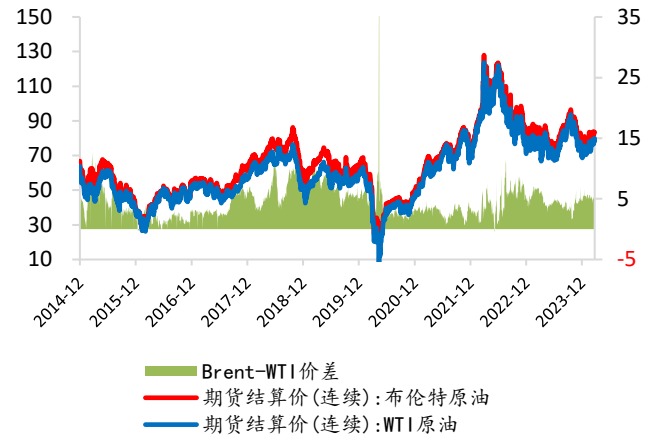
未来原油市场主要变数仍集中在供应端，关注 OPEC+减产协议存续，以及巴以问题应如何收场。但经过俄乌战争后，国际原油市场在赋予地缘政治溢价上变得更为谨慎，因此原油定价将根据供应受到的实质性影响来不断修正估值。另一方面，世界格局已经发生不可逆转的改变，经济仍面临长期低增速的问题，陷入停滞乃至衰退的风险增加。更长远来看，随着人类能源结构转型加速，到 2030 年代全球原油需求增长预计将会触顶。

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。

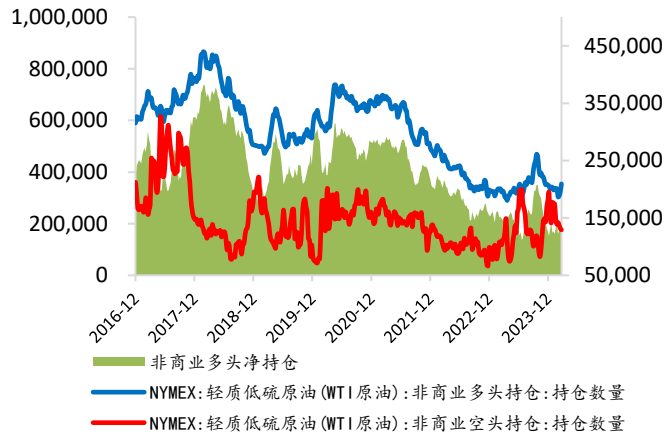
7 原油期现数据

图表 30：国际原油期货价格



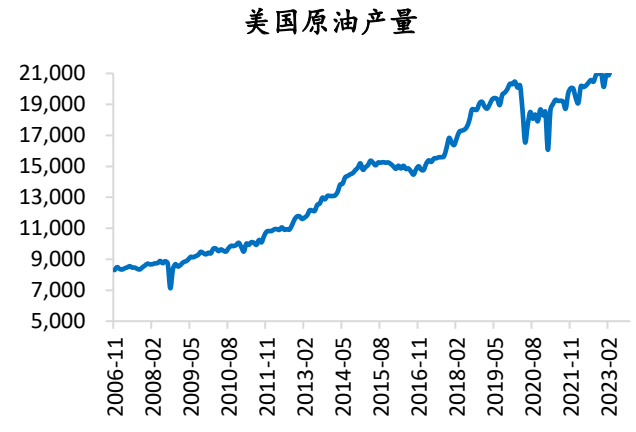
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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



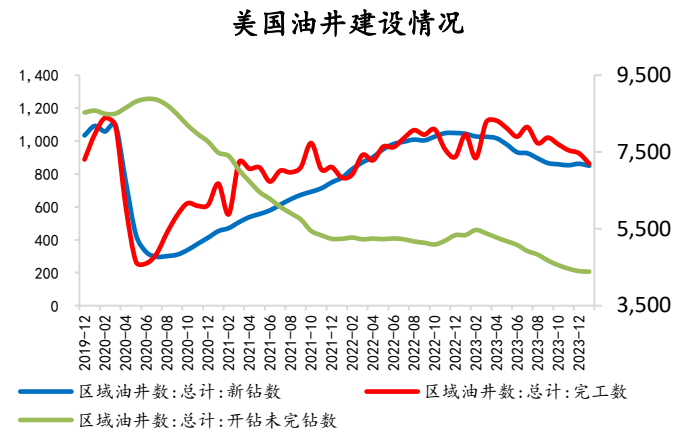
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 33：沙特原油产量



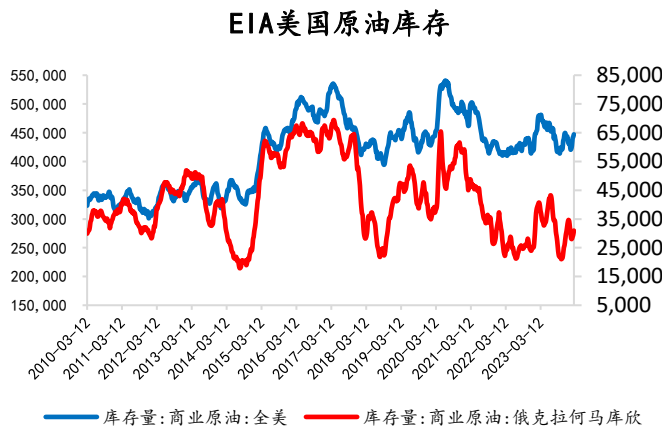
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 34：美国油井建设情况



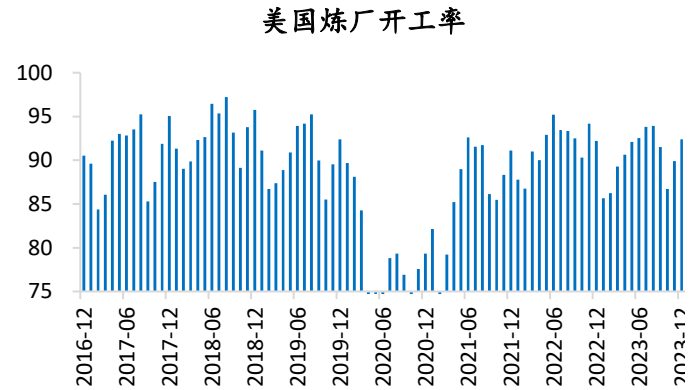
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 35：EIA 原油库存



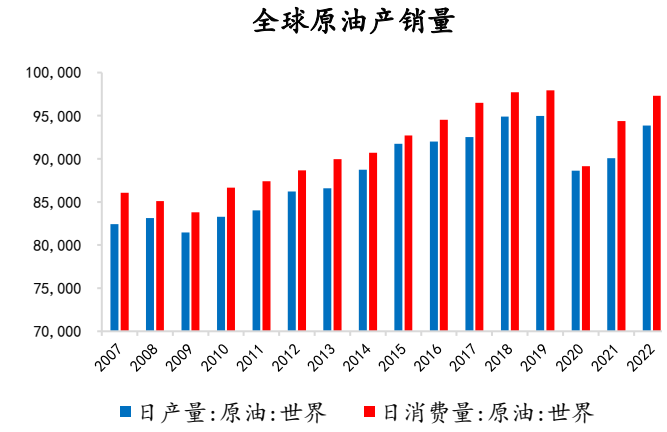
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 供需矛盾阶段缓和

节后以来，天然橡胶期货盘面表现偏强，国内主流胶种价格均有小幅上涨，利好因素主要围绕上中游供应压力的阶段性缓和。

中国产区已经处于全面停割态，随着泰国南部地区割胶活动进入尾声，海内外主要产区均处于减产停割季，全球范围内新增供应压力有限。在主产国低产期大背景下，当地橡胶加工厂库存储备低位，原料收购价格居高难下，利润微薄和成本挺价支撑下，美金船货进口报盘高企。国内货源进口到港压力缓和，叠加下游轮胎开工和终端汽车销量回升，令近期青岛地区出入库率环比改善，或将使得橡胶库存边际转向去库周期。

目前，泰国原料价格报盘持续领涨，国内现货表现亦维持坚挺，但橡胶上涨持续性有待观察。考虑到二季度新一轮开割将会到来，仍令沪胶承压并在年中前后面临低谷。

2 终端需求淡季不淡

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。中汽协发布的汽车产销数据显示，2024 年 1 月中国汽车产销分别完成 241 万辆和 243.9 万辆，同比分别增长 51.2%和 47.9%，环比分别下降 21.7%和 22.7%。

尽管终端消费表现出淡季不淡的特征，但轮胎企业成品库存偏高，按照往年去库节奏估计，可能要到 4 月以后才能降至合理水平。天然橡胶下游企业由于节前备货充足，目前刚需采购意愿不强，对胶价上涨抱有抵触心态。因此我们认为，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。

3 产业周期尚未转变

2023.03-2024.02 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。

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。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。

回顾历史上橡胶牛市顶点，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。

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。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 7-8 月前都会处于季节性表现偏弱的状态。

4 震荡筑底重心抬升

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。

基本面来看，节后天然橡胶供需过剩的矛盾得到缓和，支持价格重心出现小幅抬升。然而，宏观不确定性易作用于沪胶的金融属性，能否形成趋势性上涨存疑，大概率跟随资金情绪呈宽幅震荡筑底行情。

单边策略上，我们仍坚持年中前沪胶整体偏空的观点，羸弱的基本面限制了上行空间，关注 RU2409 合约逢高沽空的机会。不过，主要传统产胶国均有一定减产预期，至少供应增速将逐渐放缓，因此胶价底部或在震荡中有所上移。

5 顺丁成本估值偏高

经过近期强劲的上涨后，丁二烯橡胶期货盘面出现回调。

本轮丁二烯橡胶行情的核心仍然是丁二烯成本驱动，而丁二烯表现强势的主要原因是，前期内外盘价差形成出口套利窗口。由于欧洲至亚洲的高运费问题仍未缓解，亚洲区丁二烯的供需缺口持续打开，表现为丁二烯价格的持续走强。在此背景下，丁二烯存在出口套利预期，贸易商挺价意愿增强，市面上缺乏可流通的低价货源。不过目前而言，国内丁二烯价格涨幅已超过亚洲地区，内外盘价差得到修复，丁二烯上行驱动因素减弱。

短期丁二烯预计仍将高位偏强运行，但随着装置复工产量有所提升，后期整体供应料逐渐增加。从静态估值的角度上，根据当前国际价格计算，国内丁二烯在 10000 元/吨附近存在出口利润，对应顺丁橡胶估值在 13000 元/吨附近，短期丁二烯橡胶略显高估有调整需求。

6 经典空配牛短熊长

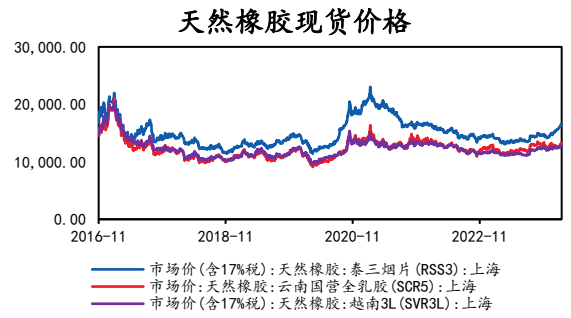
天然橡胶在十年以上的周期上将开启下一轮牛市，然而很难以这个超长期思路看待常规的市场走势。回顾 2023-2024 天然橡胶生产年度，泰国供应端因天气多雨和利润不佳等原因，整体料将出现一定减产，但宏观经济下行压力不容乐观，下游汽车轮胎需求也同样面临疫情解除第二年的后劲乏力。在不出现重大意外的情况下，天然橡胶基本面将继续维持宽松格局，供需缺乏核心利好驱动，价格低位偏弱运行为主。

天然橡胶是一个客观规律性很强的品种，根据历史经验：每年春节到 7-8 月的这段时间，沪胶更多关注反弹较高后的沽空机会，而深度贴水现货成本则是空头止盈离场的条件；三季度末如果有绝对低位配合，01 合约往往会成为价值投资青睐的洼地，到四季度前期往往表现偏强、易涨难跌；待期货升水令期现基差拉大，又会为非标套利盘入场提供机会，产业资金买入现货抛空期货主导市场行情。

总体而言，鉴于沪胶积贫积弱的金融属性，国内市场交易者较为习惯将其作为空配品种，因此在过剩问题得到实质性改善之前，大级别震荡筑底将是一个复杂漫长的过程。

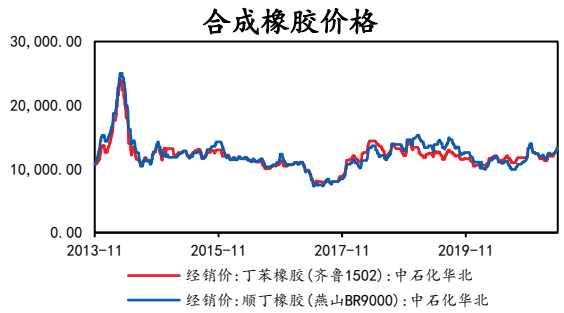
7 橡胶期现数据

图表：天然橡胶现货价格



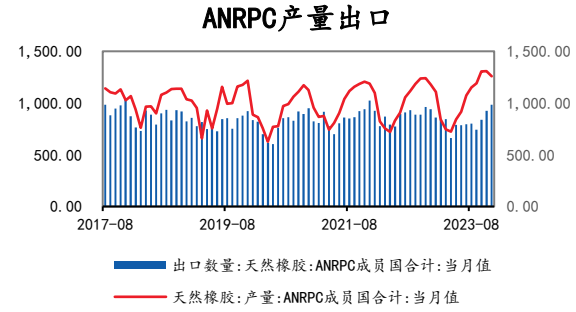
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 38：合成橡胶价格



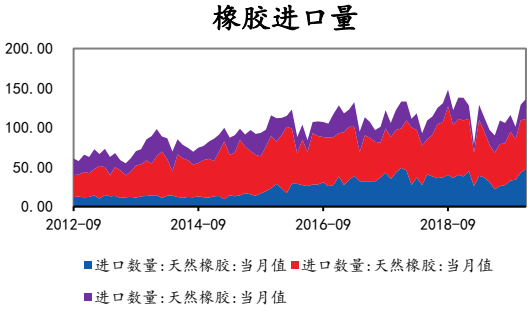
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 39：ANRPC 产量出口



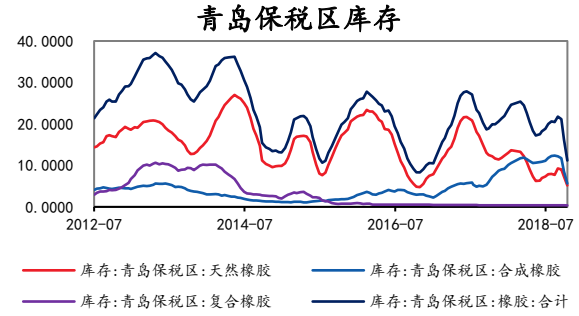
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 40：橡胶进口量



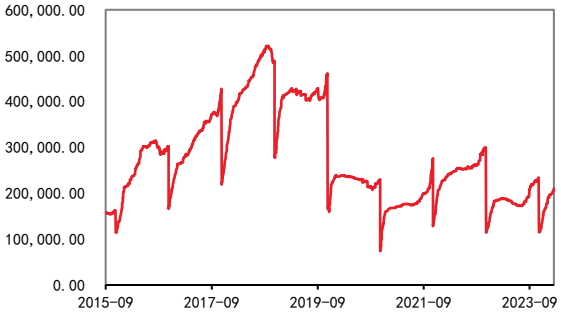
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 41：青岛保税区库存



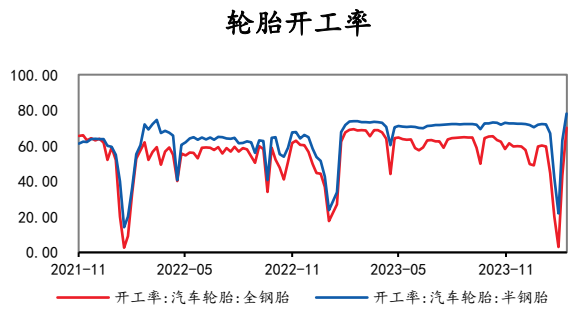
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 42：上期所注册仓单



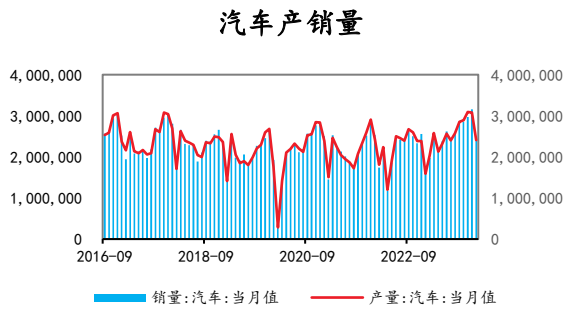
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 43：轮胎开工率



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 44：汽车产销量



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

油脂油料：美豆连跌不止，国内油粕市场表现偏强

1 外部豆类市场分析

巴西大豆收割提速，阿根廷大豆保持丰产预期

继美国农业部在 2 月供需报告中将巴西大豆产量下调至 1.56 亿吨之后，近日农业咨询公司 AgRural 将巴西大豆产量预估值下调到 1.477 亿吨，该机构去年 11 月的预测值曾高达 1.646 亿吨。巴西主要作物区在岁末年初遭遇了炎热干燥天气，导致多家机构连续调低该国大豆产量预测。AgRural 表示，截止 2 月 22 日，巴西大豆收割率为 40%，高于去年同期的 33%，巴西新豆收割加速，对国际市场供应能力明显提升。阿根廷近期降雨频繁，有利于大豆作物评级提升。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。受阿根廷大豆强势增产影响，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，很大程度上缓解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。

马来西亚棕榈油出口回落，库存有望四连降

自 2 月初以来，马来西亚棕榈油市场保持反弹节奏，在国际油脂市场中处于领涨地位。产地棕榈油尚未结束季节性减产，供给收紧预期是提振棕榈油价格的关键所在。南部半岛棕榈油压榨商协会（SPPOMA）发布的数据显示，2 月 1-25 日马来西亚棕榈油产量环比下降 1.7%。与此同时，根据船运检验机构发布的数据显示，马来西亚 2 月棕榈油产品出口量环比下降 14.0%-18.5%。出口数据低迷在一定程度上限制了市场的减产炒作情绪。近日有机构表示，2 月底马来西亚棕榈油库存预计将下降到 200 万吨之下，如果产地棕榈油库存连续四个月下滑的预期在 3 月 MPOB 报告中得到证实，棕榈油市场有望继续获得来自基本面的抗跌动力。

2 国内豆类市场分析

巴西港口升贴水报价回升，进口大豆成本保持平稳提振豆粕抗跌

本周，相比美豆连创新低的弱势表现，国内豆粕市场表现较为抗跌，整体呈现底部震荡状态。造成内外盘走势差异的主要原因在于巴西近月装船的大豆升贴水报价连续回升，抵消了 CBOT 大豆下跌对进口大豆成本的影响。目前核算的 4 月船期巴西大豆到中国港口的成本价约为 3588 元/吨，5 船期到港成本为 3640 元/吨，基本与上周核算的进口成本持平。目前机构通过跟踪进口船期，预计 2024 年 3 月份国内主要地区 125 家油厂大豆到港量预估 89.5 船，共计约 581.75 万吨，预计 4 月为 920 万吨，5 月为 950 万吨。3-5 月大豆进口量与上年同期基本持平，将主要以巴西大豆进口为主。由于国内生猪产能去化持续推进，能繁母猪存栏量已降至正常水平，2024 年 1 月末能繁母猪存栏 4067 万头，月度环比-1.8%，同比增长-6.9%。养殖端需求将不及上年，国内豆粕市场有望保持供应大于需求状态，从而限制粕价回升空间。

节后国内油脂库存大幅下降，为油脂价格抗跌提供支撑

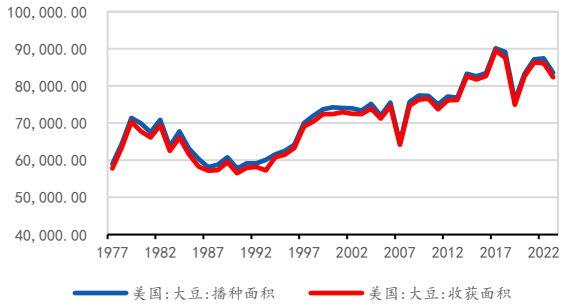
受春节期间大豆压榨量下降以及节后终端补库影响，国内三大食用油库存快速下降。中国粮油商务网公布的数据显示，截止到 2024 年第 8 周末，国内三大食用油库存总量为 203.25 万吨，周度下降 9.44 万吨，同比增加 4.83%。其中豆油库存为 98.71 万吨，周度下降 3.19 万吨，同比增加 16.57%；食用棕油库存为 62.08 万吨，周度下降 5.37 万吨，同比下降 28.56%；菜油库存为 42.46 万吨，周度下降 0.89 万吨，同比增加 90.32%。三大食用油库存同时下降，为国内油脂价格抗跌提供重要支撑。

3 油脂油料市场展望

目前巴西大豆收割率已过四成，阿根廷频繁降雨改善大豆生长状态，虽然南美天气窗口尚未关闭，但市场掀起大规模减产炒作的概率持续下降。巴西大豆上市节奏加快，价格优势将挤占美豆出口份额。美豆承受双重压力，因此在跌穿成本支撑后仍未止跌。国内豆粕市场虽然表现强于美豆，但成本端变化仍是影响长期趋势的关键。在美豆尚未摆脱弱势局面的背景下，国内豆粕市场不具备大涨空间。马来西亚棕榈油季节性减产仍在持续，2 月底库存继续回落概率较大，从而削弱了南美大豆增产对油脂市场的影响。本轮油脂反弹行情尚未结束，保持震荡偏强思路的同时注意获利回吐压力对行情的干扰。豆一期货市场本周再度刷新技术低点，受豆粕和豆油等相关品种走强影响，部分获利空头止盈离场带动豆一市场探底回升。由于国内食用大豆供过于求，豆一期货如缺少政策提振，目前走势仍属于超跌反弹，行情就此反转的概率不大。

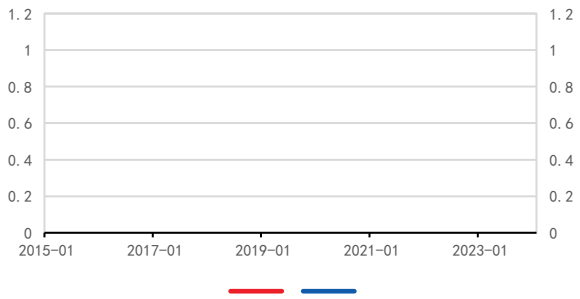
4 油脂油料市场主要数据

图表 45：美国大豆种植收获面积



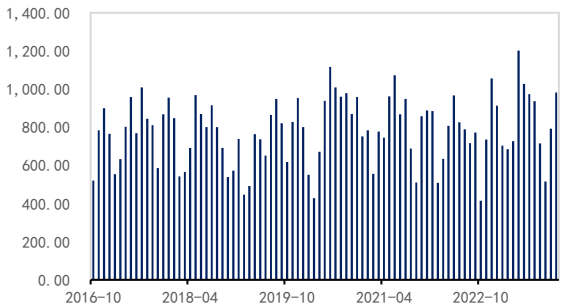
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 46：国内生猪存栏量



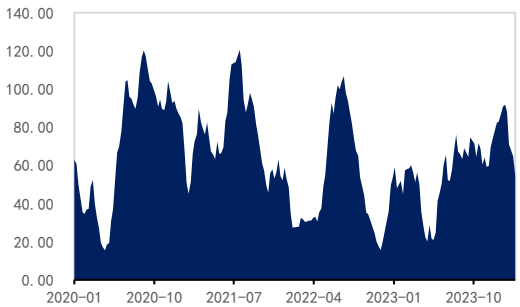
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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