中金财富期货策略周报（2024 年第 8 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：我国出口数据好于预期，以及美元资产不断新高对大宗商品的被动拉动，以“金铜比”和“金油比”为传导纽带，“美元资产”亢奋的情绪有向大宗商品传导的趋势。对于情绪主导的行情，由于其高度比较难以确定，因此这种行情以跟随为主，目前适合观察以铜为代表的品种的走势。

股指期货：对于 A 股市场而言，之前的市场乱象以及情绪过于悲观是下跌的主要原因，因此在这个核心问题得到解决的情况下，我们认为中期的走势将逐渐改善。操作上继续关注调整后的买入机会，不要追高。

铜：全球铜矿扰动因素不断，去年四季度开始的停产减产情况还在延续，国内铜精矿现货粗炼费快速跌至 25 美元/干吨附近，达近 14 年以来新低，供应紧缺预期升温。消费传统淡季，铜加工行业整体开工率季节性下滑，房地产需求偏弱，铜消费整体延续下滑趋势，下游采购控制节奏。在国内经济基本面弱现实与工业弱需求下，政策预期对铜价中枢的支撑难以长久维继。尽管市场对国内刺激政策稳经济仍有乐观预期，然而国内经济复苏进程缓慢。铜价将维持高位震荡的格局，并持续跟踪宏观面的变化对铜价的影响。

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：上周钢材价格继续走弱，钢材价格面临终端需求不足，原料支撑减弱和预期走弱的多重压力。钢市再度面临旺季不旺的局面。短期来看，钢价的几重压力没有缓解的迹象，三重压力作为对比，预期反而是最容易被改变的。目前两会还在召开中，从央行行长上周的表态来看，央行工具箱工具还比较多，政策发力余力较大，注意观测钢市几重压力的变化情况。

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经过半，对国际市场的供给能力持续提升。阿根廷大豆保持丰产预期，即将于 3 月底进入收割期，阿根廷大豆强势增产，削弱了市场对巴西大豆减产的担忧。国内豆粕市场因巴西大豆升贴水上涨而率先进入反弹节奏，突破底部震荡区间，技术指标明显强于美豆市场，在得到美豆反弹配合后仍有上行潜力。国内油脂市场在马来西亚棕榈油强势引领下整体保持反弹节奏，在豆类市场基本面偏空格局改变前，油脂市场很难走出单边牛市行情。豆一期货市场本周跟随相关品种大幅回升，市场氛围回暖令空头持续减仓离场，在国内食用大豆供过于求的压力下买盘主动进场动力仍显不足，反弹持续性仍需外盘和相关品种配合。

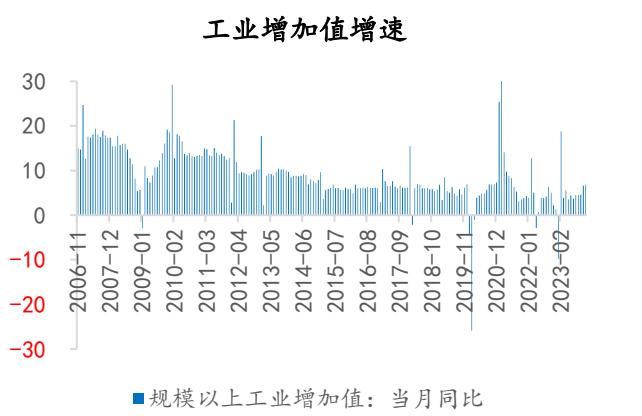
目录

周度策略：美元资产集体新高，刺激商品市场情绪回升 ..... - 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 二月 PMI：淡季弱修复 ..... - 7 -
3 三月流动性展望 ..... - 8 -
4 宏观策略 ..... - 8 -
5 股指期货市场分析 ..... - 8 -
铜 ..... - 11 -
1 影响因素 ..... - 11 -
2 结论 ..... - 12 -
3 铜期货现货数据 ..... - 12 -
锌 ..... - 14 -
1 锌：影响因素 ..... - 14 -
2 总结 ..... - 14 -
3 锌期货现货数据 ..... - 15 -
钢材 ..... - 16 -
1 两会后的政策看点 ..... - 16 -
2 复工复产不及预期 ..... - 16 -
4 钢材期货现货数据 ..... - 17 -
原油 ..... - 19 -
1 市场供需动态平衡 ..... - 19 -
2 OPEC 如期延长减产 ..... - 19 -
3 其他产国多空参半 ..... - 19 -
4 季节累库同比改善 ..... - 20 -
5 估值合理短期偏强 ..... - 20 -
6 牛熊周期转折阶段 ..... - 20 -
7 原油期现数据 ..... - 21 -
天然橡胶 ..... - 23 -
1 市场前景近强远弱 ..... - 23 -
2 需求回暖提振有限 ..... - 23 -
3 产业周期尚未转变 ..... - 23 -
4 震荡筑底重心抬升 ..... - 24 -
5 RU-NR 价差收窄 ..... - 24 -
6 经典空配牛短熊长 ..... - 24 -
7 橡胶期现数据 ..... - 25 -
油脂油料：美豆震荡回升，国内豆类市场强势反弹 ..... - 28 -
1 外部豆类市场分析 ..... - 28 -

2 国内豆类市场分析 ..... - 28 -
3 油脂油料市场展望 ..... - 29 -
4 油脂油料市场主要数据 ..... - 29 -

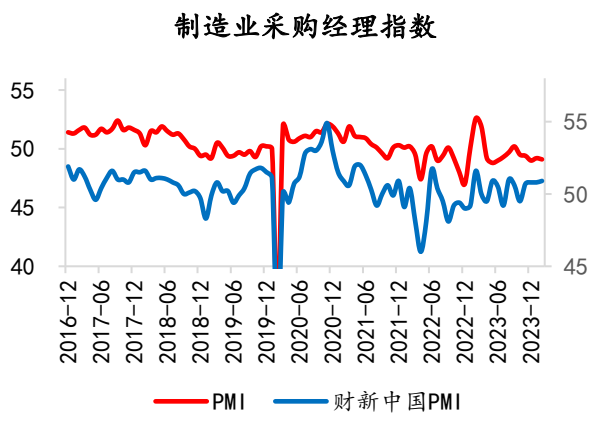
重要经济指标概况

图表 1：国内工业增加值增速



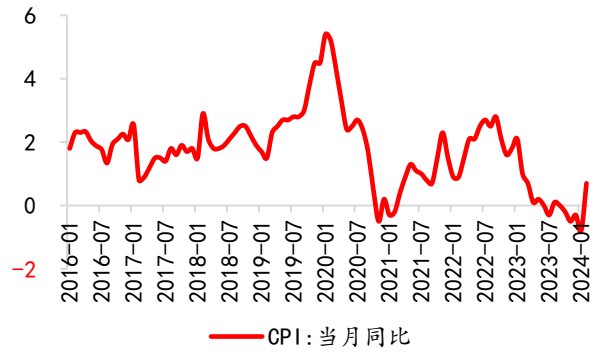
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 2：中国制造业采购经理指数



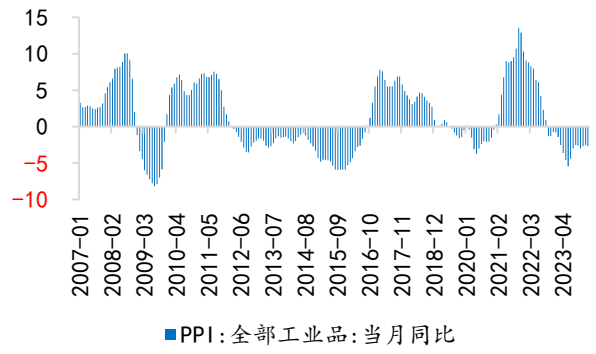
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 3：中国居民消费价格指数



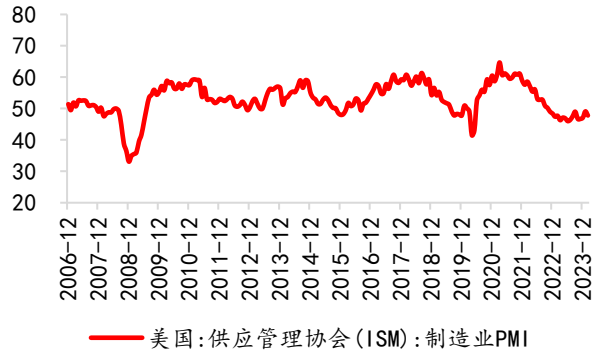
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 4：中国工业生产者出厂价格指数



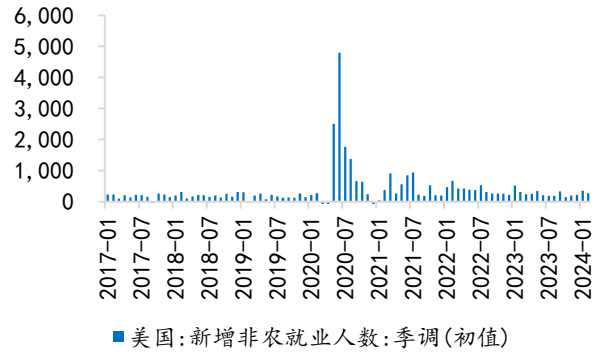
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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：美元资产集体新高，刺激商品市场情绪回升

近期，包括以美国房价、美国股市、黄金、比特币的“美元资产”价格集体创出历史新高，除此之外，欧洲、日本甚至印度等国的股市和房价都创新高，这种明显的财富效应有向商品市场溢出的趋势，尤其是黄金大涨之后，金油比、金铜比都被动上升，原油和铜等国际化品种表现强劲。

出口数据超预期，刺激市场情绪好转

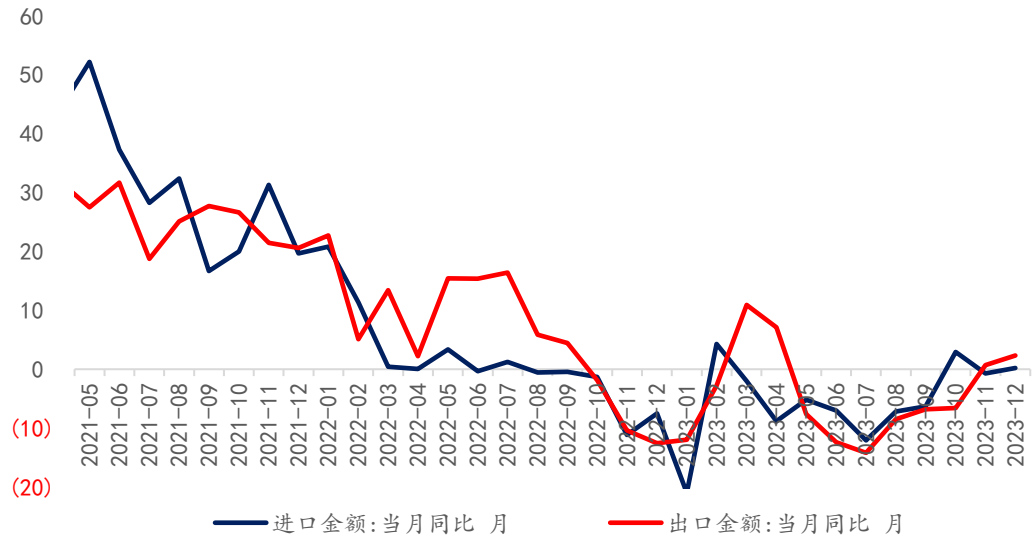
1-2 月出口数据超预期回升，外贸动能修复显著。按人民币计价，中国 1-2 月出口同比上升 10.30%，对比 23 年 12 月增幅扩大 6.5 个百分点，大幅高于市场预期，反映外贸动能边际修复显著。2 月份摩根大通全球制造业 PMI 为 50.3%，较 1 月回升 0.6 个百分点。另外，2024 年 1 月和 2 月的全球制造业 PMI 在 16 个月后首次回升至 50%的荣枯线之上。但是 2 月美国 ISM 制造业 PMI 录得 47.8%，大幅回落 2.6 个百分点；欧元区和日本 Markit 制造业 PMI 也大幅低于荣枯线。这表明尽管全球制造业 PMI 有所回升，但中国的主要贸易伙伴国家的制造业活动仍需进一步的强化和修复。

从量价看，出口延续量强价弱。分区域看，依然是新三大（俄、非、中西亚）强、旧三大弱（美、欧、东盟），但旧三大边际好转。分商品看，超预期或主要源自五类商品，1-2 月合计拉动 6.2%，去年 12 月拉动 0.2%。对商品展开五条线，按景气逻辑由强到弱，顺序为：①集成电路（半导强体周期）、②船舶（份额优势+需求不弱）、③劳密产品（欧美补库）、④家电和灯具（美国地产周期边际回暖）、⑤通用机械设备（制造业复苏）。

今年 1-2 月中国的出口“开门红”，受春节的影响因素较大。此外，外需也呈现边际改善，体现在海外补库带动的消费品出口好转，以及电子产业链出口增速回升等。3 月中国出口面临回落压力。整体看，阶级性因素“抢出口”效应，以及出口数据的强势受电子产业链拉动较大，三月份还需要继续观察。

考虑到 2023 年负增长的外需对经济的拖累有所减小。政府工作报告将加速发展新质生产力设为今年第一顺位工作，外需的超预期表现可能令宏观政策的释放节奏在接下来 1-2 个月保持偏稳的状态。

图表 1：进出口和贸易顺差



资料来源：wind 资讯，中金财富期货

“美元资产”集体新高的溢出效应

目前，“美元资产”集体新高，除了美股之外，美国房价，比特币，以及美元定价的黄金都创新高，货币市场基金总资产也不停创新高

与商品市场关联度最大的是黄金，黄金持续创出新高，其凌厉的走势让中期分析框架（黄金是美债收益率的映射）失效。从数据看，十年期美债收益率在 2 月 1 日跌破 4%时国际金价为 2000 美元附近，目前十年期美债收益率还在 4.1%附近，但是金价已经逼近 2200 美元。我们在之前的分析框架中忽视了美元类资产集体创历史新高这个另类的因素，因此对于金价，其走势已经脱离传统框架，这种走势跟随为主，不要再去猜顶。

在长期历史数据中，金铜比的典型范围通常在 0.12 到 0.21 之间。这意味着以盎司为单位的金的价格大约是以吨为单位的铜的价格的 0.12 到 0.21 倍。

金铜比与美国 GDP 和中国 GDP 的比较显示，它与中国 GDP 的相关性远低于与美国 GDP 的相关性，表明中国在大宗商品定价方面的影响力远远不及美国。因此，在分析金铜比与经济关系时，以美国经济为核心进行研究至关重要。相比之下，金铜比与美国 GDP 的关系更为密切，并且其区间波动性更为稳定。

因此，随着黄金价格的持续上升，目前金铜比处在相对高位，大宗市场一定程度上很难通过金铜比的上行来消化黄金价格的上涨，因此以铜和油为代表的大宗，必定要受到黄金价格反弹的影响。

当然，这一影响的实际效果，仍需要观察。

关注市场情绪变化对大宗商品的影响

我国出口数据好于预期，以及美元资产不断新高对大宗商品的被动拉动，“美元资产”亢奋的情绪有向大宗商品传导的趋势。对于情绪主导的行情，由于其高度比较难以确定，因此这种行情以跟随为主，目前适合观察以铜为代表的品种的走势。

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 8 日	欧洲央行连续第四次“按兵不动”	下调今、明两年通胀预测；拉加德暗示 6 月降息的可能	欧央行仍看美联储脸色
	3 月 8 日	在广州放售/放租两套买第三套房可按首套房执行	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	3 月 8 日	中国 1-2 月出口以美元计同比增 7.1%	主要商品进口大幅反弹	**贸易规模以人民币计创历史同期新高**
	3 月 7 日	美国 2 月“小非农”ADP 就业反弹，增加 14 万人	数据低于预期	自主离职人数为三年来最少
事件	3 月 4 日	两会召开	3 月 4 日-3 月 11 日，两会召开	关注两会的新变化

资料来源：中金财富期货研究所

2 二月 PMI：淡季弱修复

2 月制造业 PMI 环比微跌 0.1pct 至 49.1%，跌幅小于疫前三年春节月均值，连续第五个月位于收缩区间。非制造业 PMI 环比逆季节性上升 0.7pct 至 51.4%，仍为历史同期最低值。其中，建筑业与服务业景气度环比延续上月走向，前者继续回落 0.4pct 至 53.5%，后者继续回升 0.9pct 至 51%，升幅超疫前三年春节月均值，是非制造业 PMI 环比上升的主因。

需求端景气度仍处收缩。2 月制造业内外需景气度环比未见改善，新订单指数 49%持平上月，新出口订单指数下行 0.9pct 至 46.3%，基本符合季节性特征。

非制造业需求景气度环比分化。2 月建筑业与服务业新订单指数分别逆季节性微升 0.6pct、超季节性下行 1pct 至 47.3%、46.7%，指向节后建筑业需求修复或率先启动。

生产端景气度环比跌幅略超季节性。受节假日及极端天气影响，2 月制造业生产指数环比大幅下行 1.5pct 至 49.8%，时隔八个月暂返收缩区间。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。

价格指数以跌为主。因生产端修复相对强于需求端，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。边际变化出现在建筑业，因淡季需求持续偏弱，收费价格指数环比季节性下行，时隔九个月落入收缩区间。制造业原材料价格指数继续微降 0.3pct 至 50.1%，指向 2 月 PPI 通胀或仍承压。

库存端，产需两端疲弱及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。2 月原材料、产成品库存指数均位于收缩区间。边际变化是，新订单与产成品库存指数差小幅转正，企业节前备货得以消耗，但实际库存较需求修复情况仍偏高，指向企业后续生产空间或受压制。

3 三月流动性展望

近日，在基本面较弱、资金面偏松和资产荒等利多因素的影响下，债市持续走牛，超长债利率的下行更为明显。伴随着季末临近和两会落地，资金供需能否保持均衡？

春节前后，资金利率方面，2 月 DR007 均值与上月持平，R001 全月均值较上月回落。1Y 同业存单利率和 SHIBOR 利率较上月均有明显下行。节奏上来看，月初资金面较为宽松，春节假期前资金面仍较平稳、节后适度转为宽松，资金利率在跨月当周略有上行。银行间市场分层方面，2 月 R-DR 资金利差较上月收窄。央行操作方面，2 月上旬央行公开市场操作以净回笼为主，中旬开始央行加大公开市场投放力度。2 月 MLF 净投放量显著减少至 10 亿元，全月央行公开市场操作累计净回笼 11320 亿元。债市方面，资产荒大背景下债牛延续，月末 10Y 和 30Y 国债利率均降至 1YMLF 利率以下。

跨季流动性压力有多大？ 3 月计划发行数量较前两月增长，且国债单只发行规模或也有扩大；地方债方面，3 月专项债发行或继续提速，目前仅有天津有特殊再融资债发行计划。综合来看政府债净融资，我们预计 3 月国债和地方债的发行规模共约 1.65 万亿元，考虑到 1.15 万亿元的到期规模后，3 月政府债净融资规模近 5000 亿元。财政收支方面，3 月财政收支往往呈现“支大于收”的特点，我们预计 3 月广义财政收支差额约-1.4 万亿元。总的来看，3 月政府存款波动对流动性补充或在 9300 亿元左右，对资金面构成一定支撑。从资金供需的角度来看，3 月季末缴准压力或有增长，但财政存款投放以及提现回流将对流动性构成显著支撑，在排除逆回购和 MLF 到期因素的情况下，银行体系资金压力不大。

考虑到当前银行间市场流动性较为充裕，且 3 月资金缺口压力有限，月内资金面或维持平稳。不过，需要关注跨季资金利率波动加大以及资金面分层加剧的风险。债市方面，考虑到资产荒持续、资金面仍宽松，基本面也尚未有加速修复迹象，利率下行的基础并未发生扭转。政府工作报告提及拟连续几年发行超长期特别国债，短期或在情绪上带动超长债回调，超长债利率或趋于抬升。

4 宏观策略

我国出口数据好于预期，以及美元资产不断新高对大宗商品的被动拉动，“美元资产”亢奋的情绪有向大宗商品传导的趋势。对于情绪主导的行情，由于其高度比较难以确定，因此这种行情以跟随为主，目前适合观察以铜为代表的品种的走势。

5 股指期货市场分析

指数创反弹新高

上周两市延续反弹。其中沪深 300 周+0.2%，上证 50 周+0.47%，中证 500 周-0.55%，中证 1000 周-0.58%，主要指数连续大涨后小幅震荡。

北上资金方面，北向资金本周合计净卖出 31.06 亿元。周净卖出额创近 6 周新高，但是总体额度依然不大。

2 月初以来 A 股低位反弹，截至 2 月末，上证综指、创业板指较 2 月低点涨幅均超过 10%。节

后市场的修复呈现明显的结构性行情，风格指数来看，小盘、大盘股指数分别上涨 25.03%、10.15%，高估值、低估值指数分别上涨 31.46%、8.14%，表明节后市场反弹主要源于超跌后的风险偏好修复，弹性较大的小盘成长风格表现最好。

3 月初 A 股已经回到年初位置，2 月 A 股换手率、成交金额分别恢复至 2.5%、近万亿水平，明显超过年初大跌时水平。市场逐渐走出前期阴影，关注点逐渐转变为上涨是否能够持续。

继续关注调整之后的机会

积极因素正在积累。

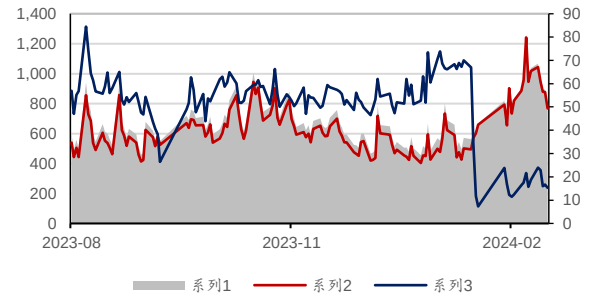
一是政策加力提效。2024 年年初，多部门继续助力稳增长，央行先后降准、调降 LPR 利率，财政部提前下达地方债，房地产、化债等政策也陆续推出，多因素提振下，2024 年初社融数据大超预期，当月新增达到 6.5 万亿元。两会政府工作报告提出 2024 年“国内生产总值增长 5%左右”，基本符合市场预期，当前政策催化作用仍在，预计政策效果将继续传导。

二是流动性空间仍在。2024/2 内外资流入较年初明显改善，但年度来看，2023 年下半年大幅流出仍未完全修复，资金仍有较大流入空间；另外公募基金发行规模增速未现明显上行，若基本面修复确认，考虑到基金对大盘风格的偏好，将更有助于大盘、价值风格表现。三是估值处于低位。2 月小幅反弹后，3 月初上证综指十年分位数仍处于 30%左右的历史低位，创业板指十年分位数更处于 1%附近绝对低位，后续仍有上涨空间。

3 月 6 日，人大会议经济主题记者会召开，证监会主席吴清表示，市场运行有其自身规律，正常情况下不应干预，但是当市场严重脱离基本面，出现非理性剧烈震荡，流动性枯竭、市场恐慌、信心严重缺失等极端情形时，该出手就果断出手，纠正市场失灵，证监会已经有一些行之有效的做法，还将健全相关机制，坚决防范发生系统性风险。

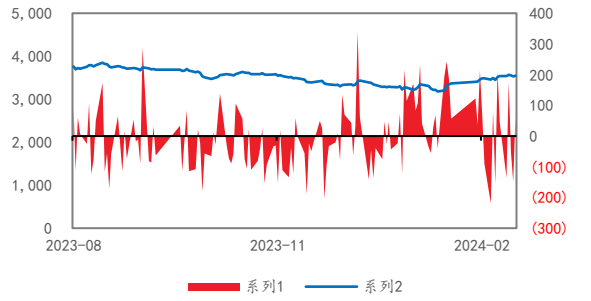
对于 A 股市场而言，之前的市场乱象以及情绪过于悲观是下跌的主要原因，因此在这个核心问题得到解决的情况下，我们认为中期的走势将逐渐改善。操作上继续关注调整后的买入机会，不要追高。

图表 8：融资融券数据图



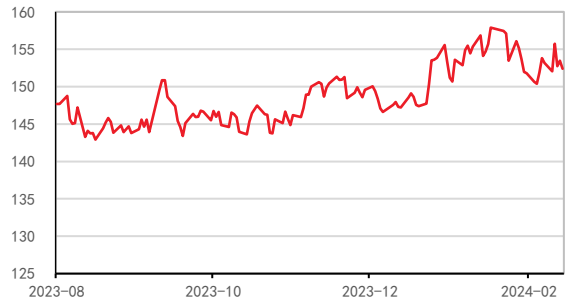
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 9：合约持仓和市场表现



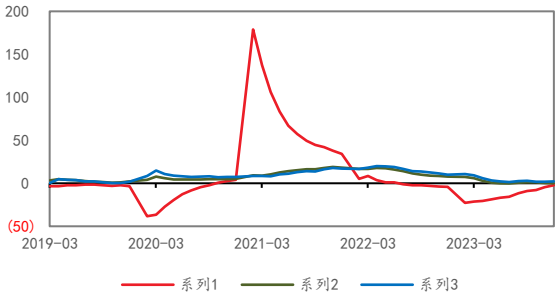
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 10：恒生 AH 溢价指数



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 11：工业企业运行情况



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

铜

1 影响因素

全球精矿供应有所恢复

2023 年初给出的产量指引合计为 1148.0-1217.8 万吨，最终实际产量 1134.8 万吨，低于指引下限，其中仅有必和必拓、嘉能可、紫金矿业和洛阳钼业 4 家兑现其年初产量指引，兑现程度较低。巴拿马铜矿供应中断持续，乐观预计复产时间接近今年年中，以及英美资源下调了今年旗下 6-8 万吨的铜产量预期，Codelco 去年总产量同比下降 8.3%，全球多家主力矿山的矿龄老化问题日益严重，或将导致今年全球铜精矿的供应增速预期下调近 1%。全年全球最大铜生产国智利，其产量受限，主因矿石品位下降、水资源短缺、劳动力问题和不确定的财政制度等都对产量产生了负面影响，全球最大铜生产商 Codelco 预计其去年产量仅为 132.5 万吨，创 25 年以来的最低水平。淡水河谷在巴西的 Sossego 铜矿经营许可证被吊销，引发了业界深入探讨其对经济和环境造成的后果，并在环保意识不断增强的背景下思考巴西采矿业的未来。如此严重的供应端干扰事件，直接打乱了市场对后市的铜精矿全球供需平衡预期。

2 月中国铜冶炼厂粗炼费（TC）为 22.2 美元/干吨，精炼费（RC）为 2.21 美分/磅。中国铜冶炼厂粗炼费下降非常明显，达近 14 年以来新低，预计铜冶炼厂的加工费价格将延续下降趋势。

国内电解铜供应逐步释放

原料铜矿短缺虽然没有直接精铜产量，但高昂的矿端成本或迫使国内多家冶炼厂提前开启二季度的集中检修计划。从目前国内的炼厂检修情况来看，西南铜 业 1 月底开始的整体搬迁计划预计要到 5 月份其精炼产能才能恢复，预计今年减产 16 万吨，而富邦铜业计划 3 月停产技改及扩产项目预计要到 7-8 月份才能复产，预计影响粗铜产量 4-5 万吨，西北部分炼厂新线制酸故障被迫停炉保温，预计影响产能 20 万吨。全国主要冶炼企业的产能利用率达 81.58%，主因受到春节影响，国内部分炼厂停产技改或检修搬迁，以及西北部分炼厂停炉保温等，导致 1,2 月产量环比去年年底略有下滑，整体冶炼厂产量变化不大，维持在 95-97 万吨附近。

废铜供需双弱 供应偏紧延续

根据海关数据 2023 年全年中国废铜进口 198.65 万吨，同比增加 12.13%。2023 年全年的废铜进口实际增长速度略低于市场预期。2 月国内精废价差持续收缩，含税价差自 2 月初的 870 元/吨快速收窄，2 月末精铜和废铜价格接近持平，导致厂家利润空间受到压缩。然而，沪伦比值重心回升至 8.13 一线附近，进口窗口在盈亏平衡线附近徘徊，1-2 月我国进口量将继续回落至 30 万吨左右，捂货惜售现象越发明显，从而导致市场货源无法得到及时补充，进而呈现出偏紧状态，因此，废铜现货市场竞价愈发激烈。

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

全球铜矿扰动因素不断，去年四季度开始的停产减产情况还在延续，国内铜精矿现货粗炼费快速跌至 25 美元/干吨附近，达近 14 年以来新低，供应紧缺预期升温。消费传统淡季，铜加工行业整体开工率季节性下滑，房地产需求偏弱，铜消费整体延续下滑趋势，下游采购控制节奏。在国内经济基本面弱现实与工业弱需求下，政策预期对铜价中枢的支撑难以长久维继。尽管市场对国内刺激政策稳经济仍有乐观预期，然而国内经济复苏进程缓慢。铜价将维持高位震荡的格局，并持续跟踪宏观面的变化对铜价的影响。

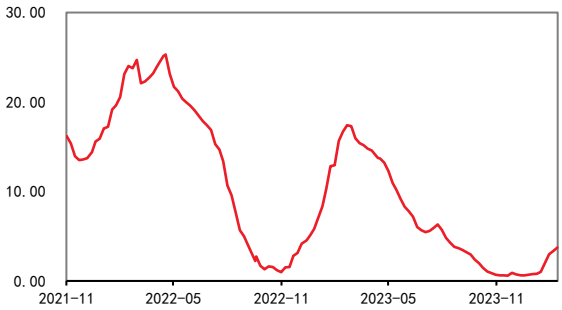
3 铜期货现货数据

图表 12：长江有色铜价



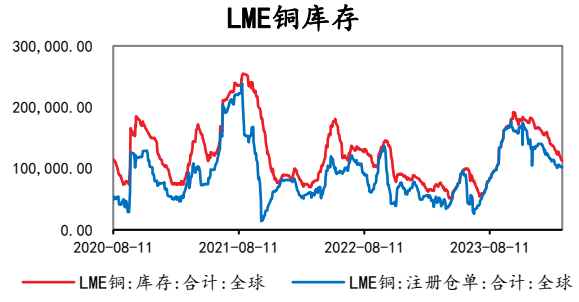
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 13：上海保税区铜库存



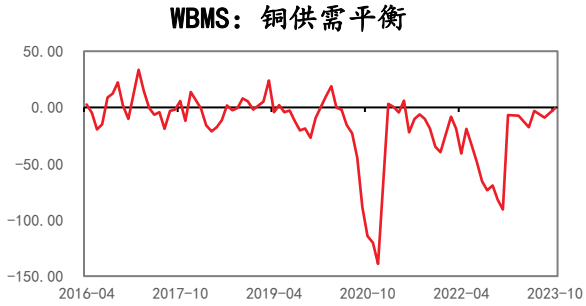
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 14：LME 铜库存



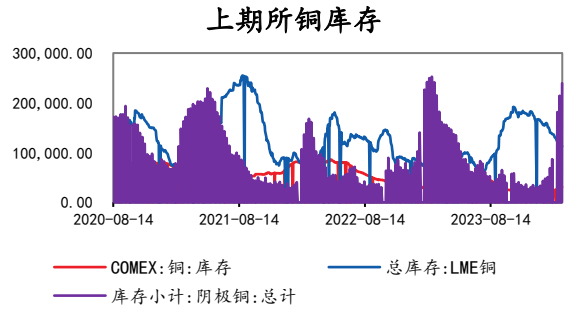
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 15：WBMS 供需平衡



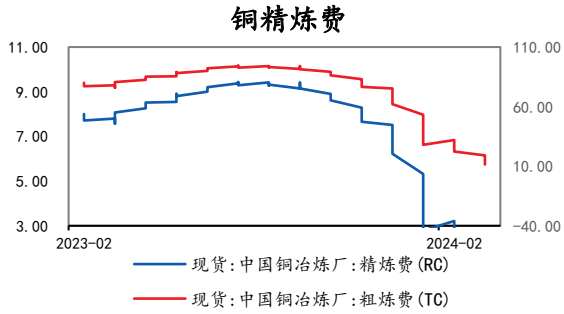
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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

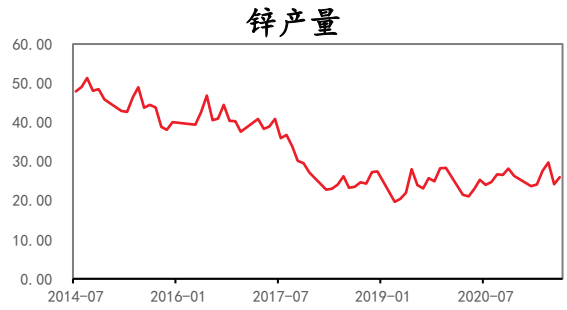
国内锌市下游放假较多，放假天数 8-40 天不等，节后锌下游企业多于正月十五之后开工复产但市场情绪偏淡，叠加低温降雪天气影响货物运输及员工返岗，整体复产节奏稍缓。春节期间地产成交及房企推盘热情均较差；基建高频数据季节性回落。房地产投资完成额同比不断下行，随着竣工增速放缓，传统需求用锌量预计会持续下行。尽管地产政策较为密集，多地“白名单”也已经送达，但春节期间 30 城商品房成交面积几创历史新低，13 城二手房成交强于新房，处在历史同期相对高位。

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。

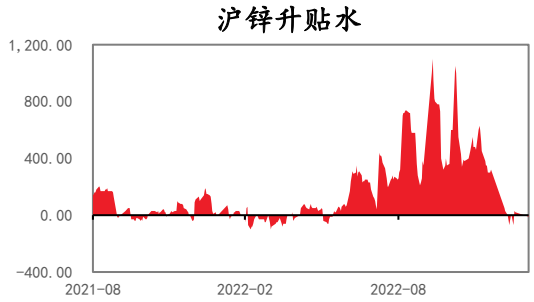
3 锌期货现货数据

图表 18：锌产量



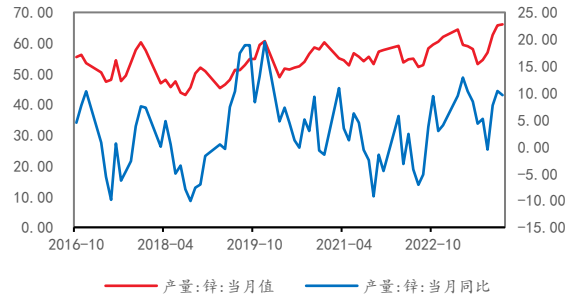
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 19：锌升贴水



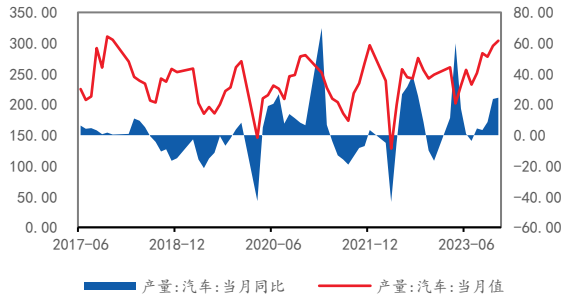
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 两会后的政策看点

3 月 5 日，第十四届全国人民代表大会第二次会议在人民大会堂开幕，国务院总理李强作政府工作报告，全面总结 2023 年发展成绩、明确 2024 年经济社会发展目标和具体任务。

从 GDP 增速目标来看，今年的 GDP 增速目标为 5%左右，与去年预期目标持平。这个目标不高也不低，属于努努力能达到的目标，也属于符合市场预期的目标。

从财政政策的角度来看，政府工作报告表示赤字率拟按 3%安排，赤字规模 4.06 万亿元，比上年年初预算增加 1800 亿元；拟安排地方政府专项债券 3.9 万亿元、比上年增加 1000 亿元。此前，高层不断放出信号表明财政政策会再今年“适度加力”，市场对今年财政赤字率的设定有较高的期待，但从结果上来看，今年赤字率依旧设置在 3%，说明财政政策还是预留了较大的空间，财政刺激较预期弱，地产行业的刺激预期也减弱。

从货币政策来看，政府工作报告就货币政策提出“稳健的货币政策要灵活适度、精准有效”。目前受限于中美利差较高和银行业净息差较低的约束，货币政策直接刺激的空间有限，但今年依旧有一定降息空间。考虑到今年夏天美联储可能开始降息，我国降息的时间点可能也会出现在下半年，那么上半年降息对地产的刺激将会比较有限。

同时，政策工作报告还特别提到了化解地产风险。报告提到“优化房地产政策，对不同所有制房地产企业合理融资需求要一视同仁给予支持，促进房地产市场平稳健康发展”。过去的几年里，房地产调控政策出台不断，但依旧没有扭转市场的下行的趋势，即便是现在仍不能断定地产已经见底。从工作报告中可以看出，高层正构建防范风险的长效机制，构建房地产发展的新模式，以适应新型城镇化发展趋势和房地产市场供求关系变化。未来，将有更多的房屋提供来自保障性住房，政府或将通过回购一部分商品房用来改造保障性住房，但短期长焦机制较难构建。

总体而言，本次政府工作报告超预期的地方少，在财政政策和地产风险防范方面更是低于预期，上半年地产方面政策上的刺激或难有超预期的地方。

2 复工复产不及预期

春节后三周，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 83.1%，环比-0.2%，同比-4.9%，91 家电弧炉产能利用率为 49.1%，环比+10.6%，同比—9.6%，五大品种钢材周产量为 847.7 万吨，环比+3.3%，同比-11 %；日均铁水产量略降 0.6 万吨至 222.3 万吨。

在库存方面，上周五大品种钢材周社会库存为 1764.2 万吨，环比+2.3%，同比+9.7%，钢厂库存为 723.4 万吨，环比+1.9%，同比+15.2%；钢材总库存持续累积，环比+2.2%，下游需求复苏较往年慢，库存持续累积。

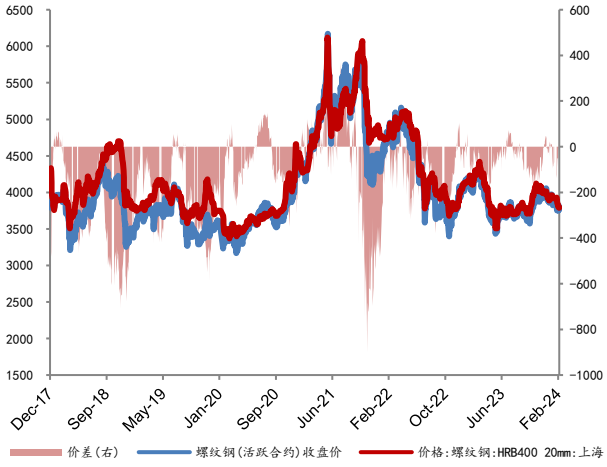
从消费情况来看，上周种钢材周表观消费为 794.4 万吨，环比+13.7%，同比-23.3%，其中螺纹钢周表观消费 178.9 万吨，环比+57.9%，同比-49.9%；百年建筑统计，全国工地开复工率 62.9%，农历同比-13.6%；劳务上工率 57.5%，农历同比-10.7%。

3 小结

上周钢材价格继续走弱，钢材价格面临终端需求不足，原料支撑减弱和预期走弱的多重压力。钢市再度面临旺季不旺的局面。短期来看，钢价的几重压力没有缓解的迹象，三重压力作为对比，预期反而是最容易被改变的。目前两会还在召开中，从央行行长上周的表态来看，央行工具箱工具还比较多，政策发力余力较大，注意观测钢市几重压力的变化情况。

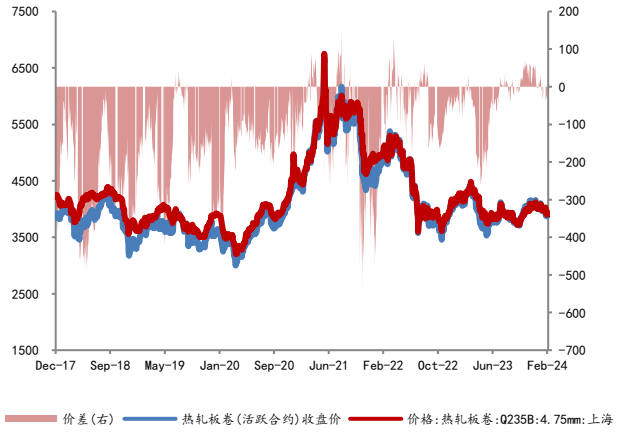
4 钢材期货现货数据

图表 22：螺纹期现价差



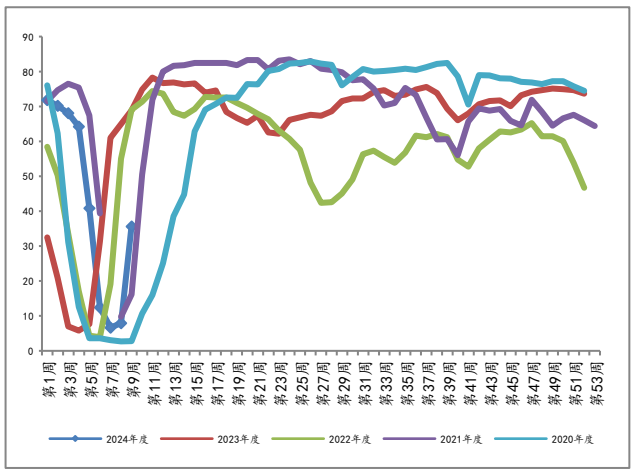
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 23：热卷期现价差



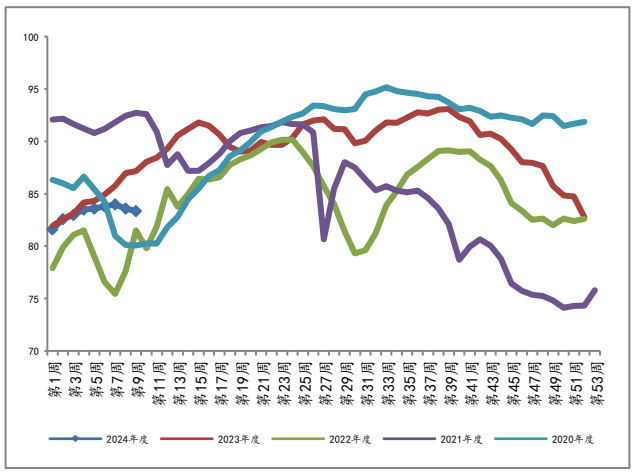
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 24：85 家独立电弧炉钢厂：开工率：中国（周）



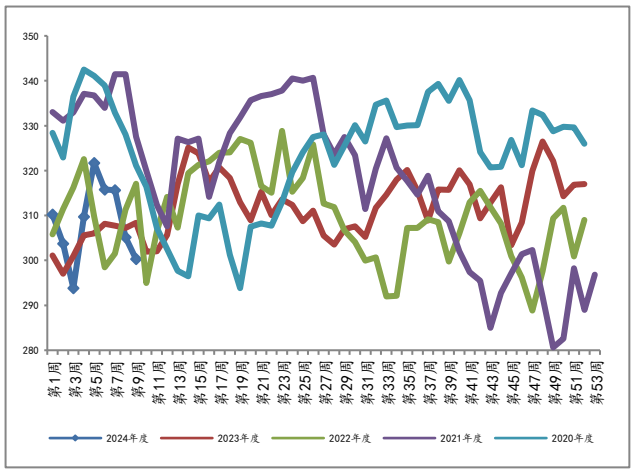
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 25：247 家钢铁企业：高炉产能利用率：中国（周）



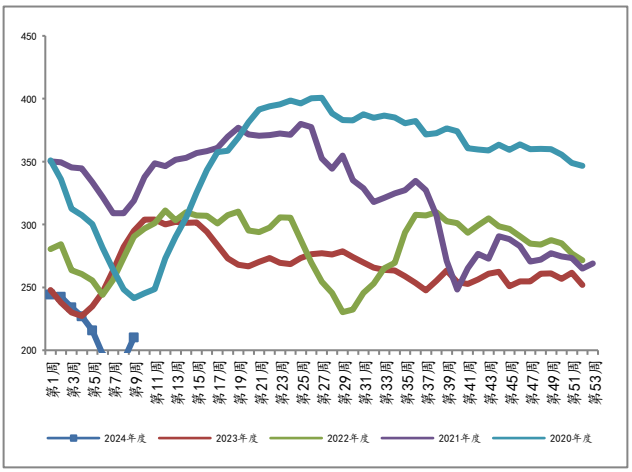
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 26：螺纹钢：建筑钢材钢铁企业：实际产量（周）



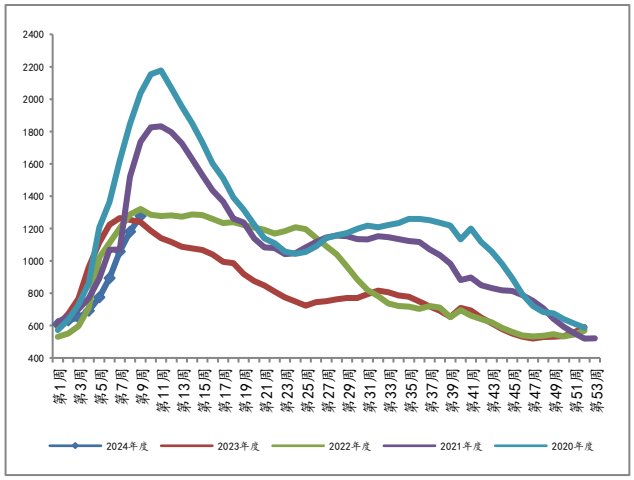
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 27：热轧板卷：钢铁企业：实际产量：（周）



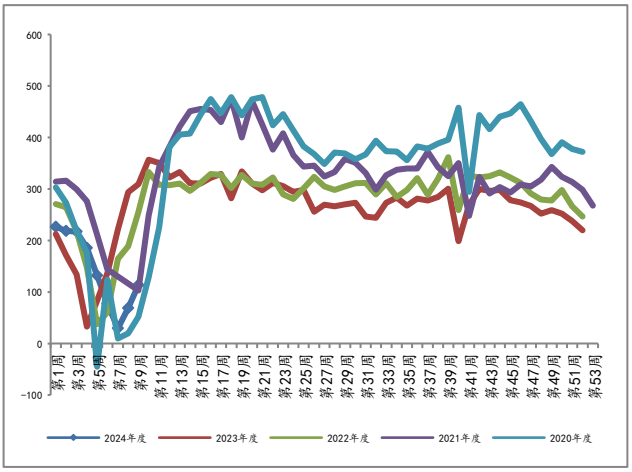
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

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，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 如期延长减产

针对业界担忧的过剩问题，OPEC+减产被历史证明是最有效的解决方式，这一次市场对该组织可能延长减产措施抱有预期。在 2024 年一季度，OPEC+以自愿的形式减产共计 220 万桶/日，尤其是沙特额外减产的 100 万桶/日起到作用。OPEC+官宣延长减产政策决定，此举带给原油市场信心，油价坚挺走势反映出偏乐观的前景。

根据其官网公告，OPEC 及盟友达成一致，同意延期额外自愿减产至二季度，以维持原油市场的平衡稳定。主要成员国具体减产配额来看，沙特 100、俄罗斯 47.1、伊拉克 22、阿联酋 16.3、科威特 13.5、哈萨克斯坦 8.2 万桶/日。自本轮减产启动迄今，OPEC+原油减产总量约为 586 万桶/日，相当于全球原油供需平衡总量的 5.7%。长期以来，产量配额引发的纪律问题是 OPEC+成员国之间产生分歧的主要原因，去年安哥拉退出重创了该组织的团结，但本次未能完成指标的国家承诺将严格履行约定。

本次 OPEC+延长减产符合业界普遍预期，下半年的政策走向仍存在不确定性，下一次关注 6 月初举行的部长级会议。不过，该组织并不像过去那样急于恢复产量，即使当原油价格持续高位上涨时，剩余产能的释放也将是渐进式的，预计这种情况可能会发生在三季度能源消费旺季高峰时期。

3 其他产国多空参半

除了 OPEC 减产之外，俄罗斯同时宣布，在 2024 年二季度从原油生产和出口总额中自愿减少 47.1 万桶/日的供应。具体方案为：4 月俄罗斯原油产量减少 35 万桶/日，出口量减少 12.1 万桶/日；5 月原油产量减少 40 万桶/日，出口量减少 7.1 万桶/日；6 月原油产量减少 47.1 万桶/日。从数额上直观来看，俄罗斯本次自愿减产，是基于一年前宣布的削减供应 50 万桶/日的补充。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。

另一方面，美国、加拿大和巴西等新兴产油国高速扩张，大量货源冲击实物市场。美国能源信息署(EIA)数据显示,美国本土原油产量已经达到创纪录的 1330 万桶/日。能源咨询机构 Rystad Energy 估计，OPEC+以外国家原油产量的增长，大致上抵消了该组织减产数量的三分之二。随着 OPEC+及盟友减产延期的消息落地，供应端利好逐渐被市场消化，投资者开始将其解读为产油国对全球原油需求前景的担忧。不过只要总供应量增长受限,随着 5-6 月油品消费旺季开始，原油市场将有望重新转入偏紧平衡状态。

4 季节累库同比改善

一季度是北半球能源消费传统淡季，国内外需求整体缺乏亮点，从季节性走势来看，历史同期油价表现偏弱，但供需平衡改善提振市场风险情绪。全球原油库存虽然处于季节性累库阶段，但 EIA 高频数据显示，当前库存压力属于近 10 年来较低水平，且美国正在持续回补战略石油储备。一季度迄今，原油市场整体表现为温和的季节性过剩，产油国的限产政策托底油价下行风险，而需求低增长前景限制油价上行风险，大致平衡的供需关系下，油价重心长期维持在 70-90 美元附近的区间。在不发生重大地缘政治风险的前提下，预计油价在一两个月内将延续震荡运行，为消费旺季和去库拐点到来蓄势。

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。

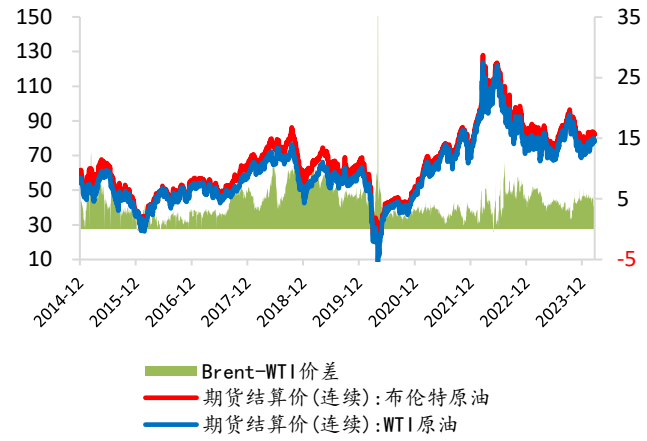
未来原油市场主要变数仍集中在供应端,关注 OPEC+减产协议存续,以及巴以问题应如何收场。但经过俄乌战争后，国际原油市场在赋予地缘政治溢价上变得更为谨慎，因此原油定价将根据供应受到的实质性影响来不断修正估值。另一方面，世界格局已经发生不可逆转的改变，经济仍面临长期低增速的问题，陷入停滞乃至衰退的风险增加。更长远来看，随着人类能源结构转型加速，到 2030 年代全球原油需求增长预计将会触顶。

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。

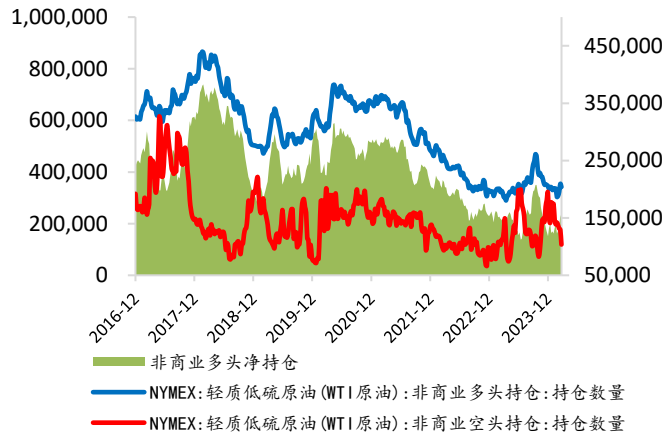
7 原油期现数据

图表 30：国际原油期货价格



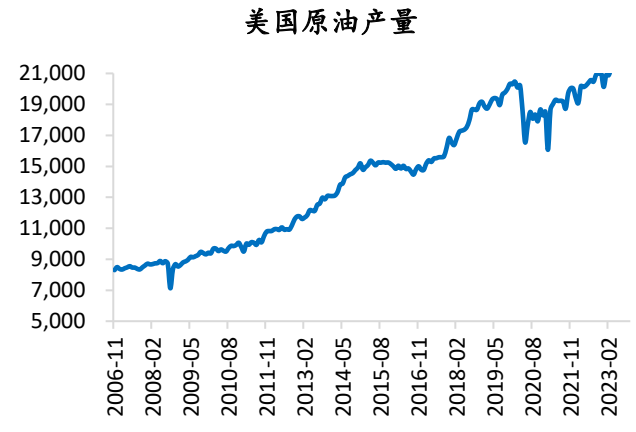
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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



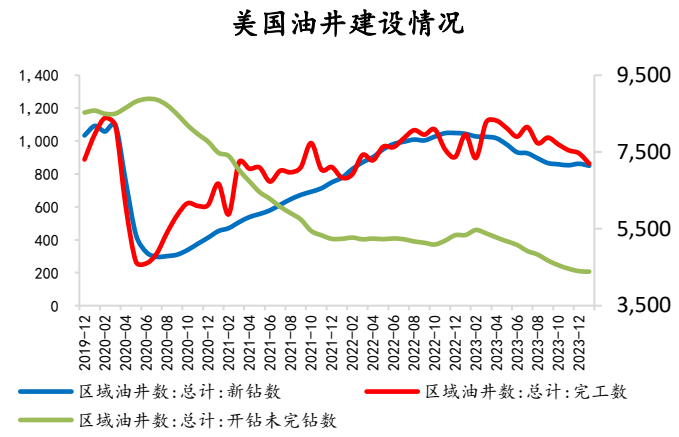
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 33：沙特原油产量



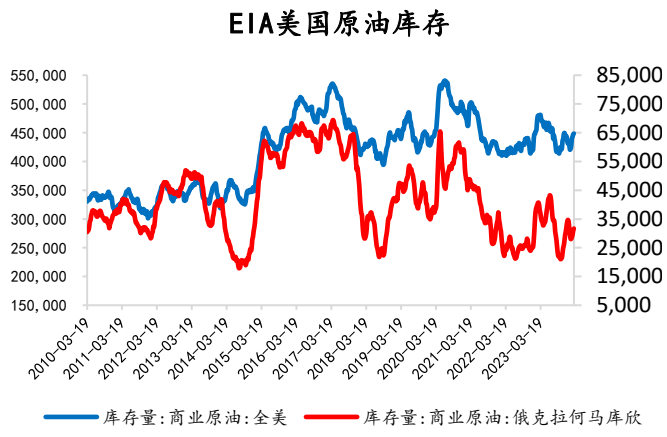
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 34：美国油井建设情况



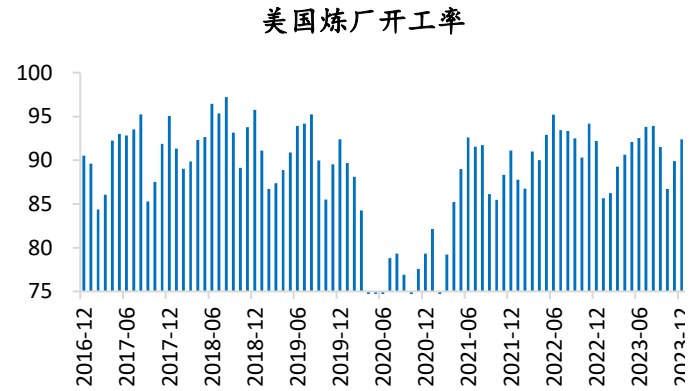
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 35：EIA 原油库存



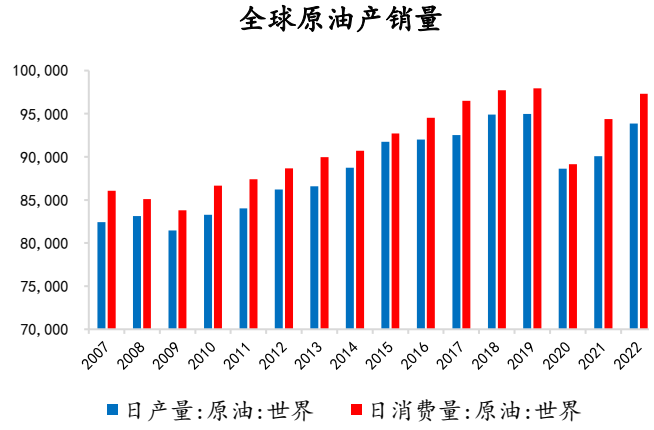
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 市场前景近强远弱

天然橡胶强势拉升，但市场前景近强远弱。

目前，沪胶最大的利好因素来自上游，海外主要产胶国步入低产期，胶水等原料有价无市，从成本端形成挺价支撑，泰国橡胶加工厂无意低价出货。而国内现货市场价格相对较低，内外盘维持倒挂状态，持货商低价出货意愿有限，进口成本居高难下，也使得现货价格保持稳定。另一方面，橡胶轮胎开工率呈恢复性增长，目前各大轮胎企业排产逐步正常，带动整体产能利用率继续走高。下游持续的复工复产，提振港口现货流通量增加，青岛地区库存边际压力减轻。

然而，橡胶价格经过一轮强势反弹，季节性利好因素出尽后，在缺乏后续刺激的情况下，市场看多情绪有所降温，上涨空间和持续性存疑。

2 需求回暖提振有限

需求方面，下游轮胎企业春节后迅速复工复产，支撑天然橡胶尤其是深色胶需求回暖。

截至 3 月初，山东地区轮胎企业全钢胎开工负荷为 70.14%，环比上涨 26.94%，较去年同期增加 1.16%。国内轮胎企业半钢胎开工负荷为 78.22%，环比上涨 15.04%，较去年同期增加 4.07%。我们此前论述过，国内乘用车市场产销旺盛，拉动配套的半钢轮胎需求较好；基建物流等行业增长偏缓慢，全钢轮胎需求未见明显提升。预计未来数周内，半钢胎样本企业产能利用率将维持在八成左右，全钢胎维持在七成左右。

不过，考虑到近期深色胶、合成胶等原料涨幅较大，成品库存尤其是全钢胎未能明显去库，轮胎厂家生产利润遭到迅速压缩，配合后期 6-8 月淡季预期，将长期压制开工率提升空间。2023 年中国共计出口新的充气橡胶轮胎 6.164 亿条，同比上涨 11.8%，但轮胎出口后期预期略有转差。天然橡胶走势上行空间有限，未来季节性走弱概率相对较大，容易形成上半年胶价的高点。

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 RU-NR 价差收窄

近期，国内上市的两大天然橡胶期货品种，对应的深色胶和浅色胶价差持续收窄，这一点验证了我们此前的论述。深色胶顾名思义颜色较深，主要包括标准胶、混合胶等，主要用于制作轮胎的原料。浅色胶外观呈浅黄色，主要包括全乳胶、越南 3L 胶等，主要用于生产橡胶制品。期货品种上，深色胶对应的是 20 号胶（NR），浅色胶对应的是沪胶（RU）。

2024 年 2 月以来，沪胶和 20 号胶期货主力合约价差，即 RU2405-NR2405 已大幅收窄至 2000 元/吨左右。我们一再强调天然橡胶具有较强的季节性规律，每年年初至 4 月底，RU-NR 价差通常呈稳步收缩态势。究其原因：一方面，早在前一年的年底，国内云南和海南产区全面停割，国产全乳胶这一利多因素当前已经出尽；另一方面，接下来泰国等东南亚主产国迎来低产期，深色胶供应预期回落，驱动 20 号胶价格走强。预计后市停割季，深色胶走势强于浅色胶的局面将延续，二者价差或仍有进一步收缩的空间。

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。

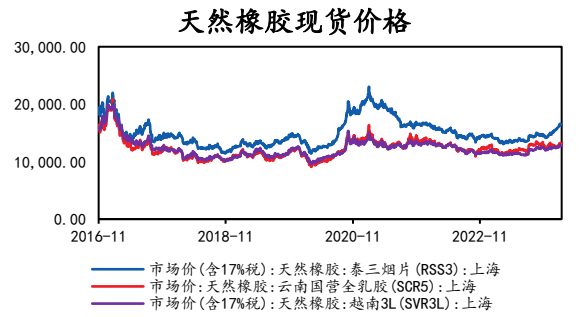
天然橡胶是一个客观规律性很强的品种，根据历史经验：每年春节到 7-8 月的这段时间，沪胶更多关注反弹较高后的沽空机会，而深度贴水现货成本则是空头止盈离场的条件；三季度末如果有绝对低位配合，01 合约往往会成为价值投资青睐的洼地，到四季度前期往往表现偏强、易

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。

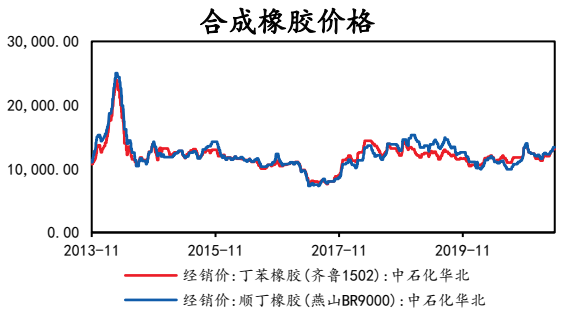
7 橡胶期现数据

图表：天然橡胶现货价格



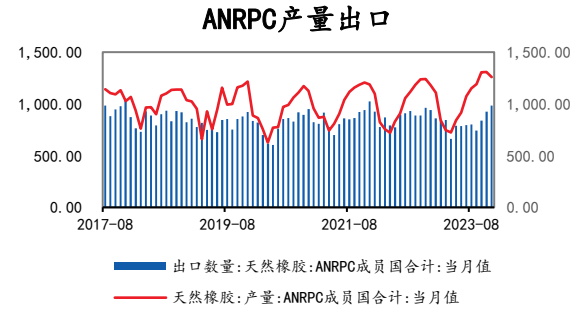
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 38：合成橡胶价格



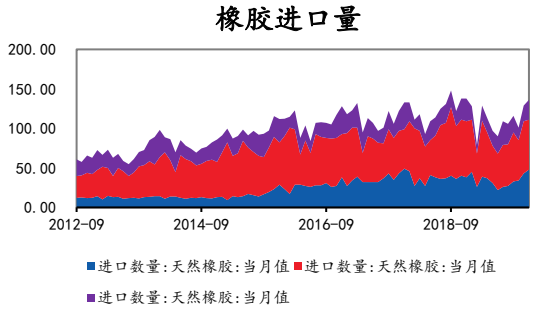
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 39：ANRPC 产量出口



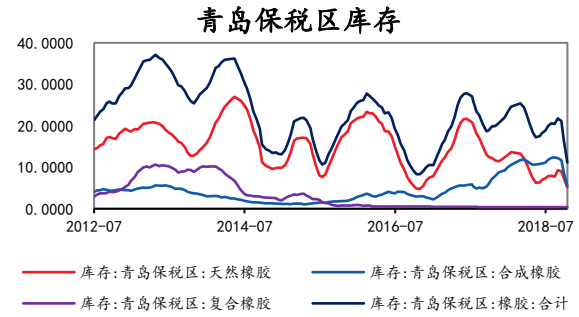
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 40：橡胶进口量



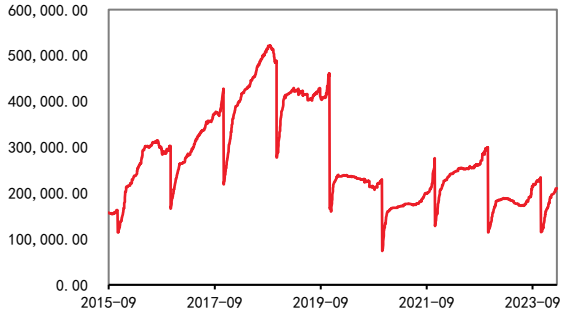
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 41：青岛保税区库存



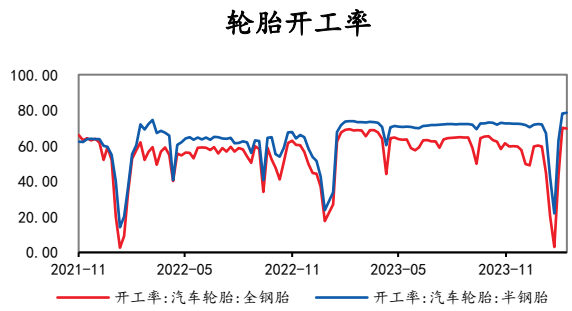
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 42：上期所注册仓单



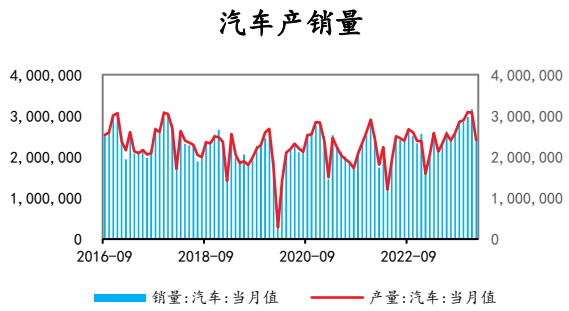
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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：美豆震荡回升，国内豆类市场强势反弹

1 外部豆类市场分析

巴西大豆收割过半，产量预期连遭下调

农业咨询机构 AgRural 近日表示，截至 2 月 29 日，巴西大豆收割进度达到 48%，高于去年同期的 43%。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。目前来看，除咨询机构 StoneX 外，多数分析机构认为年初的不利天气造成巴西部分作物区受灾，均在调低巴西大豆产量预估值。美国农业部将于 3 月 8 日公布月度供需报告，报告前分析师预计巴西大豆产量预估值将从上月的 1.56 亿吨下调至 1.5228 亿吨。各方正密切关注美国农业部报告中有关南美产量的数据，希望能为接下来的市场提供新指引。

巴西大豆升贴水反弹，国内进口大豆成本回升

按照现行的价格核算体系，进口大豆到港成本价主要由 CBOT 大豆盘面价格和港口升贴水报价组成。受南美供应压力影响，CBOT 大豆期货市场整体维持弱势运行状态，但巴西大豆升贴水报价变化幅度较大，对国内大豆进口成本的影响力显著提升。回顾这波巴西大豆升贴水走势，先是经历了 1 月的持续下跌行情，进入 2 月后，巴西出口形势好转，大豆升贴水触底回升逐步走高，春节假期期间更是迎来大幅上涨。截至 3 月 5 日，巴西 4 月、5 月船期生铁水报价为 100 和 105 美分/蒲，较 2 月 23 日的 40 和 45 美分/蒲式耳涨幅达到 1.5 倍。同期的进口大豆成本也由 3520 元/吨上升到 3720 元/吨。巴西大豆升贴水报价强势反弹盖过了美豆的弱势影响，国内进口大豆成本提升，是近期国内豆油和豆粕价格表现偏强的主要动力。

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，2024 年 2 月 1-29 日马来西亚棕榈油单产减少 5.25%，出油率增加 0.47%，产量减少 2.85%。与此同时，根据船运检验机构发布的数据，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 191 万吨，降至该国自去年 7 月以来的最低水平。库存下降预期是近期棕榈油保持强势运行的主要动力，市场密切关注马来西亚棕榈油局（MPOB）下周发布的 3 月供需报告。

2 国内豆类市场分析

2024 年 1-2 月进口大豆量创五年同期低位，国内供给压力减弱

国家海关总署 3 月 7 日发布的数据显示，2024 年 1-2 月，中国进口粮食 2677.7 万吨；同比增长 7.7%；其中进口大豆 1303.7 万吨，同比减少 8.8%；前两个月进口大豆量创五年同期低位，主要是国内油厂压榨利润不佳以及下游需求偏弱所致。2024 年 1-2 月，中国进口植物油 120.9 万吨，同比减少 12.4%。进口大豆和进口植物油下降，缓解国内供给压力，为近期国内豆类市场较外盘偏强提供支撑。

巴西大豆升贴水反弹，国内进口大豆成本回升

按照现行的价格核算体系，进口大豆到港成本价主要由 CBOT 大豆盘面价格和港口升贴水报价组成。受南美供应压力影响，CBOT 大豆期货市场整体维持弱势运行状态，但巴西大豆升贴水报价变化幅度较大，对国内大豆进口成本的影响力显著提升。回顾这波巴西大豆升贴水走势，先

是经历了 1 月的持续下跌行情，进入 2 月后，巴西出口形势好转，大豆升贴水触底回升逐步走高，春节假期期间更是迎来大幅上涨。截至 3 月 5 日，巴西 4 月、5 月船期生铁水报价为 100 和 105 美分/蒲，较 2 月 23 日的 40 和 45 美分/蒲式耳涨幅达到 1.5 倍。同期的进口大豆成本也由 3520 元/吨上升到 3720 元/吨。巴西大豆升贴水报价强势反弹盖过了美豆的弱势影响，国内进口大豆成本提升，是近期国内豆油和豆粕价格表现偏强的主要动力。

成本驱动豆粕市场回暖，生猪产能持续去化

尽管近期国内大豆周度压榨量升至近 200 万吨的相对偏高水平，豆粕库存快速回升，但受进口大豆成本上升提振，国内油厂挺粕动力明显提升，期现共振，豆粕市场整体回暖，内强外弱分化特征得到强化。据中国粮油商务网监测的数据显示，截至 3 月 1 日当周，国内豆粕库存量为 65.2 万吨，周度增加 13.5 万吨。从需求端看，春季通常为饲料需求淡季，如果豆粕累库继续推进，油厂存在降价压力。另外，根据国内供需结构变化，农业农村部近日将全国能繁母猪正常保有量目标从 4100 万头调整为 3900 万头。截至 1 月末，全国能繁母猪存栏量 4067 万头，环比下滑 1.8%，减幅较上月扩大 1.43 个百分点，连续 7 个月持续回落。虽然生猪产能已在绿色区域范围内，但仍较正常保有量多出 167 万头。这意味着生猪行业产能仍需进一步去化，将制约今年上半年国内饲料需求回升，很难从需求端为豆粕市场注入持续反弹动力。

国内油脂库存大幅下降，为油脂价格抗跌提供支撑

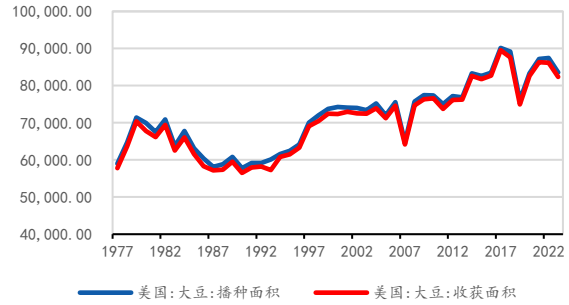
受春节期间大豆压榨量下降以及节后终端补库影响，国内三大食用油库存快速下降。中国粮油商务网公布的数据显示，截止到 2024 年第 8 周末，国内三大食用油库存总量为 203.25 万吨，周度下降 9.44 万吨，同比增加 4.83%。其中豆油库存为 98.71 万吨，周度下降 3.19 万吨，同比增加 16.57%；食用棕油库存为 62.08 万吨，周度下降 5.37 万吨，同比下降 28.56%；菜油库存为 42.46 万吨，周度下降 0.89 万吨，同比增加 90.32%。三大食用油库存同时下降，缓解了市场对供给过剩的担忧，油厂挺油动力提升，叠加棕榈油跟随外盘上涨，国内油脂市场呈现震荡攀升局面。

3 油脂油料市场展望

目前巴西大豆收割率已经过半，对国际市场的供给能力持续提升。阿根廷大豆保持丰产预期，即将于 3 月底进入收割期，阿根廷大豆强势增产，削弱了市场对巴西大豆减产的担忧。国内豆粕市场因巴西大豆升贴水上涨而率先进入反弹节奏，突破底部震荡区间，技术指标明显强于美豆市场，在得到美豆反弹配合后仍有上行潜力。国内油脂市场在马来西亚棕榈油强势引领下整体保持反弹节奏，在豆类市场基本面偏空格局改变前，油脂市场很难走出单边牛市行情。豆一期货市场本周跟随相关品种大幅回升，市场氛围回暖令空头持续减仓离场，在国内食用大豆供过于求的压力下买盘主动进场动力仍显不足，反弹持续性仍需外盘和相关品种配合。

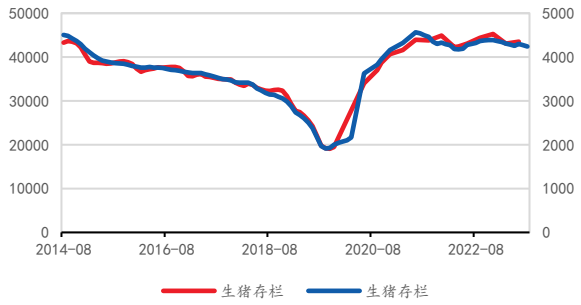
4 油脂油料市场主要数据

图表 45：美国大豆种植收获面积



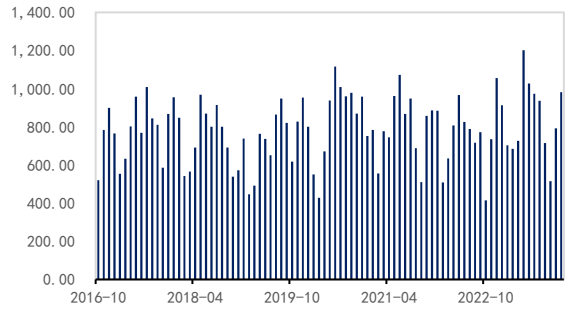
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 46：国内生猪存栏量



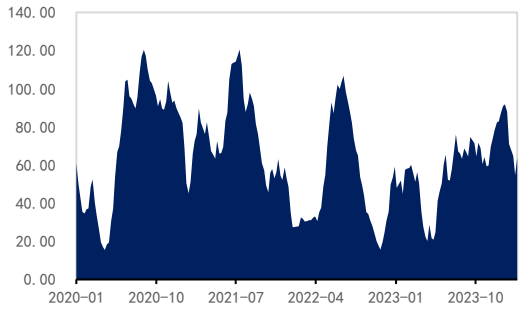
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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