中金财富期货策略周报（2024 年第 9 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：我们上周的策略中已经明显感受到黄金价格的上涨会通过“金铜比”等因素向大宗商品传播，目前看金融属性导致的大涨我们仍不要猜转折点，跟随为主，但是操作上不要追高，是基本的要求。毕竟，目前的宏观基本面不支持工业品出现大涨行情。

股指期货：对于 A 股市场，我们连续强调，之前的市场乱象以及情绪过于悲观是下跌的主要原因，在这个核心问题得明显改变，甚至继续强化的情况下，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：铜冶炼产能加速释放，但铜精矿供应低于预期。铜精矿现货冶炼加工费于 3 月 11 日跌破 12 美元/干吨，为 2013 年以来最低水平。国内主流炼厂召开会议，同意削减一些亏损工厂的产量，以应对原材料的供应短缺。此次会议更加确定了冶炼厂减产的预期，提升了市场的看多情绪。下游采购未见明显回暖，加工企业成品库存增加，限制采购需求，现货并不支持价格流畅上涨，但下方支撑很强。在前期资金情绪的助推下终将回归理性，盘整或回调将成为最大可能，保持逢低买入的操作思路。

锌：市场即将迎来传统“金三银四”需求旺季，下游开工逐步提升，镀锌板开工率高于近五年均值，且南方复工情况好于北方；锌合金开工率高于去年同期，结构件、氧化锌开工低于去年同期。镀锌板块节后订单看似较好，但大多以年前订单为主，且订单利润受到压缩，新增订单缺乏亮点，部分镀锌板厂家选择仅复产部分产线。两会期间河北天津地区受环保限产影响，镀锌板开工恢复受影响。终端地产二手房成交恢复相对更好，基建实物工作量并无明显提振，新项目总量减少且开工进度慢于去年，部分地区特定的续建项目暂缓施工，城中村改造项目进度慢于预期。

钢材：上周钢材价格加速下跌，铁矿价格领跌黑色系。越来越多数据表明，今年需求端将出现旺季不旺的情况，至此 23 年 10 月下旬市场所交易的空头逻辑被证伪，本轮下行将此前涨幅已全部抹掉。从目前来看，钢材的价格处于相对低位，但铁矿价格依旧偏高。我们认为目前钢价尚未到底，建议投资者谨慎抄底。

原油：国际原油市场多空因素交织，交易者仍在反复评估权衡。一方面，OPEC+维持减产的确定性增强，支撑油价在相对高位震荡偏强；另一方面，全球经济复苏难以形成共振,令油价进一步向上突破的难度较大。此外，地缘政治等风险溢价较为保守，当前区间并不算是高估的。站在三到六个月的中长期角度，原油供应端保持收缩克制，需求端处于低谷回暖，油价将在震荡运行中为重心抬升蓄势。

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：在南美大豆整体保持增产预期下，美豆出口需求表现较为低迷，CBOT 大豆市场在本轮触底反弹过程中，来自供需基本面的支撑较为有限，主要还是商品基金减持净空头寸所导致的技术反弹。因此，美豆反弹基础相对薄弱，反弹的持续性仍需进一步观察。美国农业部将于 3 月底公布种植意向报告，届时美豆播种面积的增减将对接下来的市场运行起到较强指导作用。从目前机构评估看，2024 年美豆播种面积增加的概率较大。棕榈油市场内外盘保持强势联动，资金炒作氛围浓郁，整体仍处于上涨趋势之中，同时需要注意在豆类市场整体偏空格局未改变以前，获利回吐压力的释放随时可能打乱市场运行节奏。豆粕市场经过连续反弹后，技术上仍有上涨空间，但需要下游需求和美豆的配合。豆一期货市场本周继续减仓上行对此前超跌行情展开修正，大型企业接连入市收购有助于缓解供应压力，短期仍会跟随相关品种波动。

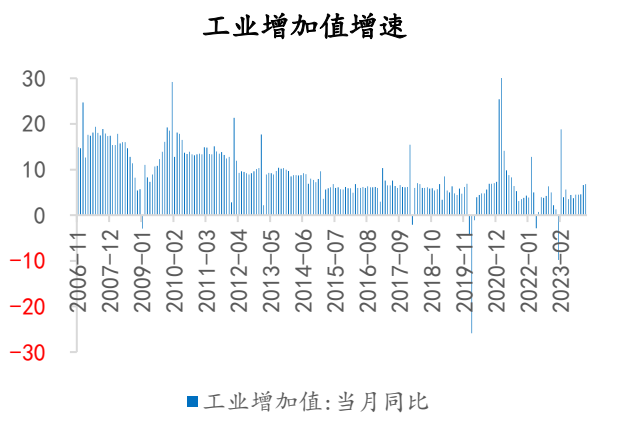
目录

周度策略：工业品走势极致“分化”，透露出什么信号？ ..... - 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 新增社融回落，需求仍弱 ..... - 7 -
3 流动性极其宽裕 ..... - 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 近期价格下跌在交易什么？ ..... - 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 OPEC 报告谨慎乐观 ..... - 19 -
2 非 OPEC 将保持克制 ..... - 19 -
3 欧美能源消费迟滞 ..... - 19 -
4 内需缺乏强力驱动 ..... - 20 -
5 短期利多时有发生 ..... - 20 -
6 高位区间震荡蓄势 ..... - 20 -
7 原油期现数据 ..... - 20 -
天然橡胶 ..... - 23 -
1 内外市场走势分化 ..... - 23 -
2 原料涨价成本支撑 ..... - 23 -
3 终端需求表现平淡 ..... - 23 -
4 多空交织近强远弱 ..... - 24 -
5 震荡筑底重心抬升 ..... - 24 -
6 经典空配牛短熊长 ..... - 24 -
7 橡胶期现数据 ..... - 25 -
油脂油料：内外盘强势共振，棕榈油连刷高点 ..... - 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 -

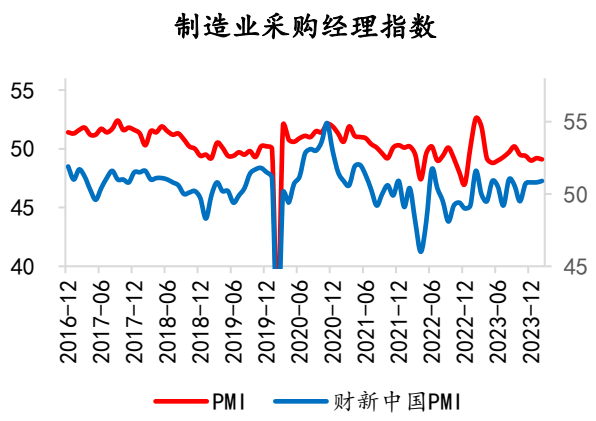
重要经济指标概况

图表 1：国内工业增加值增速



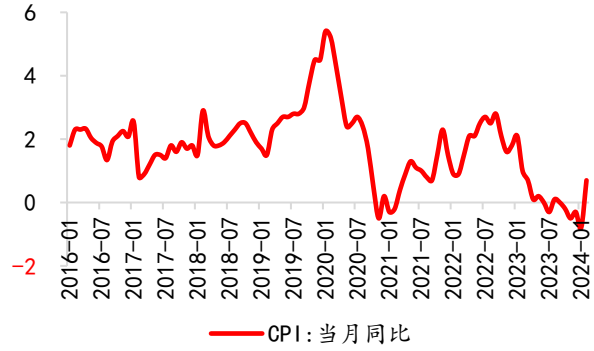
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 2：中国制造业采购经理指数



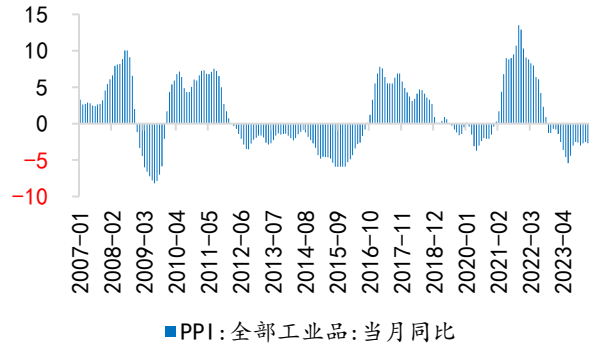
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 3：中国居民消费价格指数



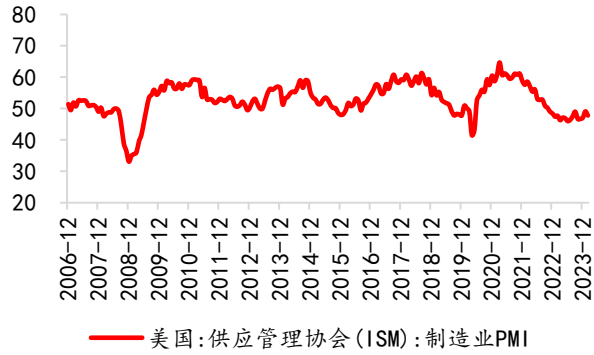
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 4：中国工业生产者出厂价格指数



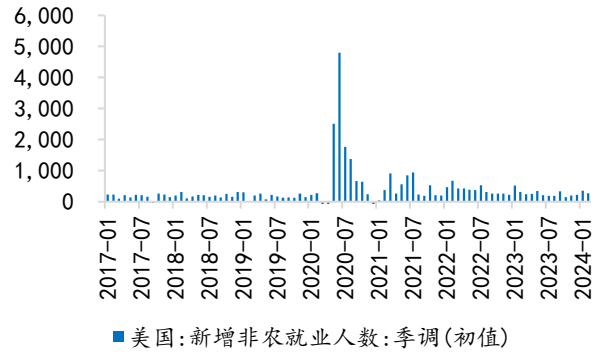
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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：工业品走势极致“分化”，透露出什么信号？

最近，工业品市场出现了极致的分化现象，我们以外盘定价的铜和内盘定价的螺纹钢为例，螺纹钢年初最近，最大跌幅一度接近 15%，而铜价涨幅接近 10%。很多投资者拿两者的供需关系来谈差别。不可否认，铜的供需关系明显是好于螺纹钢，但是很多人忽视一点，那就是铜的金融属性被美元资产集体新高所激活，供需关系显然无法让两者出现这么大的分化，这点务必重视。

资金疯狂追逐“美元类”资产

当前美元类资产几乎集体新高，比如美国房价，美国股市，比特币，以及黄金等。

自 1 月 11 日比特币现货 ETF 上市以来，有高达 120 亿美元的资金净流入到相关 ETF 中，以及即将到来的“比特币减半”，导致比特币出现疯涨的态势。行业分析专家警告，如果投资者再这么买现货 ETF，比特币可能会在 9 月份面临一个“卖方流动性危机”，换言之，比特币将会被买完。

比特币的疯狂上涨创新高，传导到黄金市场。

按照传统的黄金分析框架，黄金价格的走势与 TIPS(通货膨胀保值债券)收益率的走势基本一致。事实上，在 2007 年到 2022 年间，这个对应关系的确较为吻合。令这一情况发生变化的是，在俄罗斯 2022 年 2 月出兵乌克兰后，西方没收了超过 3000 亿美元的俄罗斯外汇储备。

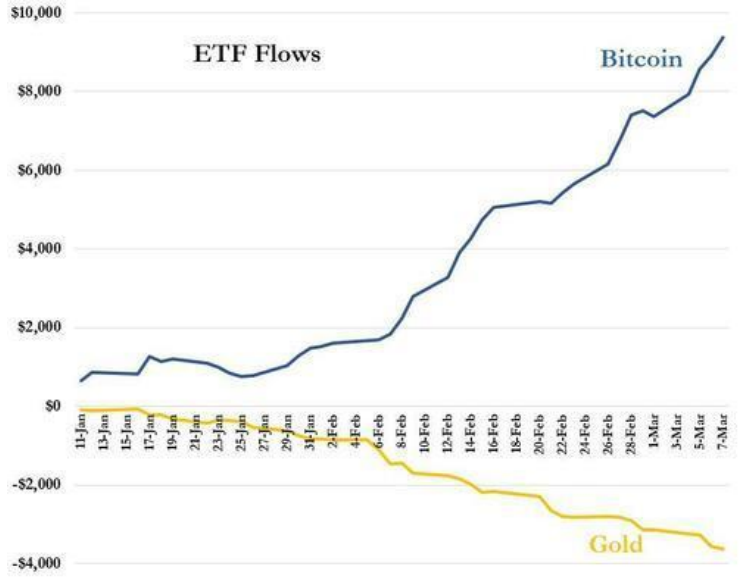
在 2007 年到 2022 年间，根据 TIPS 收益率预测的黄金价格与实际金价一直非常接近，之后二者却脱钩了。目前，与根据 TIPS 收益率预测的黄金价格相比，实际金价要高出近 900 美元。TIPS 收益率与金价的走势差异处于历史高位。

两者之所以这么强势，与美国流动性的状况密切相关。比特币是一种纯粹的虚拟资产，是流动性最佳的晴雨表，而黄金，是美元信用的另一个写照。两者之间也存在密切关系。

近年金价“狂飙”，交易的是“美元信用裂痕”。一旦“石油美元”体系崩塌，美国缺乏工业产能，中国没有“霸主”地位，均无法独立重建储备货币信用。全球储备货币体系可能再次陷入“列国纷争”。乱世买黄金，黄金是最极致的“稀缺资产”。而作为虚拟货币，比特币的上涨除了流动性的催化，也因美国过剩的美元没有实体经济蓄水池迎接，容量有限的比特币被动成为“池子”。

因此，这轮海外定价的大宗商品价格上涨，主要是因为金融属性被激活，这个因素，需要大家重视。

图表 1：容量较小的比特币被资金暴力拉升



资料来源：wind 资讯，中金财富期货

内盘定价品种面临地产方面的压力

地产方面，依然是弱势尽显。

房屋成交数据看，从周度环比看，60 城新房成交量节后第二/三/四周环比增速为 111.27%/-19.42%/2.11%；17 城二手房成交量节后第二/三/四周环比增速为 32.25%/13.43%/11.25%。二手房复苏表现好于新房，目前持续性稍好。

对比往年看，60 城新房节后四周累计成交量较 21/22/23 年同期-65.46%/-43.61%/-38.78%，17 城二手房节后四周累计成交量较 21/22/23 年同期分别-21.89%/42.12%/-9.17%。新房缩量趋势不减，二手房下滑幅度不大。对比往月看，60 城新房 3 月前二周累计成交量较 23 年 11 月/12 月/24 年 1 月同期分别-23.15%/-32.12%/-29.86%，17 城二手房 3 月前二周累计成交量较 23 年 11 月/12 月/24 年 1 月同期分别-10.32%/-7.19%/2.05%。新房、二手房均低于去年四季度水平。

螺纹钢和铁矿石所处的境况自不待言，连上游的煤炭状况也非常低迷。

目前煤价加速下跌：坑口、电厂、港口和国际煤价都在同步大跌。因为需求的低迷，让大秦线的日均运量降至了仅 103.7 万吨，比往年检修期间都低；同时也让成千上万的拉煤司机陷入了无货可拉的境地。

现在煤炭的需求既然没有去年迎峰度夏时期的需求大，那么煤价凭什么就要比去年迎峰度夏时期要高，这本身就是一种不合理现象。这波煤价的下跌大概率才刚刚开始，恐怕会跌破去年的最低点，即港口 5500 卡跌破 764 元/吨。彻彻底底的沦为“白菜价”。

上周坑口颓势加剧，降幅主要集中在 20~80 元/吨，单日暴跌 100 元的煤矿比比皆是。部分煤矿已经开始严重顶仓。港口 CCI5500 卡的周跌幅已经达到了 40 元/吨。下游需求几乎没有询货问价，此外华南港口珠电挂牌价各煤种再次下调 10 元，高栏港神华竞拍，仅成交可怜的一万余吨，据最新的电厂投标价格显示：华南某电厂 3800 大卡接货价大幅下挫，仅为 549 元/吨。当前煤炭市场的大矛盾正在集中爆发，煤价下跌的速度也是越来越快。当最核心的终端需求，始终没有好转时。煤市陷入一片哀嚎，基本也在情理之中。

因此，即使原油和有色等品种基本面稍好，但是尚难到走牛市的地步，对于这种因为金融属性的上涨，注意保持警惕。

跟随为主，不要追高

我们上周的策略中已经明显感受到黄金价格的上涨会通过“金铜比”等因素向大宗商品传播，目前看金融属性导致的大涨我们仍不要猜转折点，跟随为主，但是操作上不要追高，是基本的要求。毕竟，目前的宏观基本面不支持工业品出现大涨行情。

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 16 日	李强：推动传统产业转型升级，完善新兴产业支持政策，因地制宜发展新质生产力	要坚定不移转方式增动能，强化企业科技创新主体地位。	提质增效，是第一要务
	3 月 16 日	在广州放售/放租两套买第三套房可按首套房执行	证监会：严禁“圈钱”上市，研究提高上市财务指标，实施新股发行逆周期调节，严防绕道违规减持，推动更多公司分红回购	前期乱象被有效纠正
数据	3 月 16 日	中国 1-2 月新增社融 8.06 万亿元	2 月 M2 增速 8.7%，M2-M1 剪刀差大幅走阔。	金融数据指向经济状况依然一般
	3 月 16 日	中国 2 月 70 城市房价:各线城市二手房价格同比降幅扩大	一线城市二手住宅销售价格同比下降 6.3%，降幅比上月扩大 1.4%	房屋市场并未出现企稳迹象
事件	3 月 15 日	杭州全面取消二手房限购	预计政策效果有限	地产复苏仍需时日

资料来源：中金财富期货研究所

2 新增社融回落，需求仍弱

2024 年 3 月 15 日，央行发布 2 月金融数据。2 月末 M2 余额 299.56 万亿元，同比增长 8.7%，增速分别与上月持平、比上年同期低 4.2pct。M1 余额 66.59 万亿元，同比增长 1.2%，增速分别比上月末和上年同期低 4.7pct 和 4.6 个 pct。2 月末社会融资规模存量为 385.72 万亿元，同比增长 9%，较 1 月的 9.5%回落 0.5pct。2 月份社会融资规模增量为 1.52 万亿元，累计 1-2 月增量为 8.06 万亿元，比上年同期少 1.1 万亿元。2 月对实体经济发放的人民币贷款增加 9773 亿元。

M2 同比持平 M1 同比回落，增速剪刀差再走扩。

当前 M2 与 M1 增速剪刀差再度走扩，其中 M2 增速持平，一方面由于居民超额储蓄现象再度升温，一方面受益于财政性存款同比大幅多减对 M2 增速形成额外支撑。而当月 M1 同比增速大幅回落，主因是春节移位效应导致，1 月 M1 同比增速上升 4.6pct 至 5.9%之后，2 月如预期回落

4.7pct 至 1.2%。

实体信贷整体弱于季节性，企业中长贷为主要支持。2 月居民信贷由正转负，除春节错位因素外，对比往年 2 月春节信贷仍创同期新低。我们认为当前地产销售持续走弱、居民收入信心不足导致出游旅行追求性价比等因素是仍是主因。2 月企业短贷季节性回落，但中长贷维持高景气度，主要受益于设备更新等稳增长政策发力加持，此外与国债增发以及 PSL 助力“三大工程”有关。

社融同比增速回落，非银金融机构贷款高增。2 月末社会融资规模存量同比增长 9%，较 1 月的 9.5%回落 0.5pct。其中，非银金融机构贷款以及企业中长期贷款为主要支撑项目。而非银金融机构贷款出现罕见高增，占比当月新增人民币贷款 30%，或与 2 月 A 股表现较为低迷资金入市有关。当前企业债券新增融资低迷，或与贷款利率较低挤压部分企业发债融资有关。

整体看，高频数据反映出基本面维持弱修复趋势，需求端回暖仍需较长时间。

3 流动性极其宽裕

3 月 15 日，人民银行开展 130 亿元公开市场逆回购操作和 3870 亿元中期借贷便利(MLF)操作，全额满足了金融机构需求。上述操作的中标利率分别为 1.80%和 2.50%，利率保持不变。据 Wind 数据显示，15 日有 4810 亿元 MLF 到期。

考虑前期降准和春节后现金回笼等因素，当前市场资金面已属总体宽松，当天近 4000 亿元的 MLF 操作量仍为银行体系注入足够的流动性。目前，流动性供给充裕，货币政策支持实体经济发展的力度依然较强。

今年以来，央行货币政策力度明显加大，降准、续作 MLF 保持流动性供给充裕，降低支农支小再贷款再贴现利率、引导贷款市场报价利率（LPR）下行激发有效需求，支持宏观经济实现良好开局。

3 月 MLF 操作符合市场需求。今年 2 月超预期降准 0.5 个百分点，使市场早有预期的 3 月 MLF 需求已提前得到满足。

4 宏观策略

我们上周的策略中已经明显感受到黄金价格的上涨会通过“金铜比”等因素向大宗商品传播，目前看金融属性导致的大涨我们仍不要猜转折点，跟随为主，但是操作上不要追高，是基本的要求。毕竟，目前的宏观基本面不支持工业品出现大涨行情。

5 股指期货市场分析

指数继续强势

上周两市延续反弹。其中沪深 300 周+0.71%，上证 50 周+0.04%，中证 500 周+1.95%，中证 1000 周+3.45%，主要指数已经连续新高。

北上资金方面，北向资金周五全天大幅净买入 103.26 亿元。上周北向资金大幅净买入逾 328

亿元，创年内新高，这也是近 8 个月来最大单周净买入。今年以来北向资金累计净买入逾 706 亿元，超过去年全年。

北上资金为什么持续流入，我们认为有五个理由，其中第五个理由最为关键：

(1)富时罗素指数调整带来被动跟踪资金将进一步增配 A 股。

(2)美元兑人民币汇率保持相对稳定。

(3)印度、日本等外围股市创历史新高的同时 A 股估值性价比突出，外资或存在一定组合再平衡的诉求。

(4)2 月 CPI 同比转正叠加 1-2 月进出口超预期改善,积极因素累积增多,经济预期或有所修复。

(5)市场乱象得到有效整治，外资信心恢复。

继续关注调整之后的机会

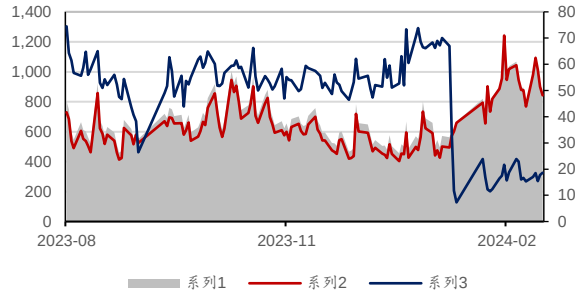
“两强两严”政策将继续推动市场信心恢复。

证监会发布“两强两严”四项政策文件，贯彻落实中央金融工作会议精神，推动建设中国特色资本市场。为深入贯彻落实中央金融工作会议精神，按照国务院有关工作部署，证监会制定并于 2024 年 3 月 15 日集中发布了四项政策文件，具体包括：《关于严把发行上市准入关从源头上提高上市公司质量的意见（试行）》、《关于加强上市公司监管的意见（试行）》、《关于加强证券公司和公募基金监管加快推进建设一流投资银行和投资机构的意见（试行）》和《关于落实政治过硬能力过硬作风过硬标准全面加强证监会系统自身建设的意见》。

政策突出“强本强基”和“严监严管”，推动资本市场高质量发展。政策一方面聚焦提高上市公司质量和保护投资者合法权益，另一方面从严加强证监会队伍管理。1）在严把发行上市上，着眼于从源头提高上市公司质量，全面从严加强对企业发行上市活动监管，压紧压实发行监管全链条各相关方责任，维护良好的发行秩序和生态。2）在加强上市公司监管上，着眼于推动上市公司提升投资价值和加强投资者保护，围绕打击财务造假、严格规范减持、加大分红监管、加强市值管理等市场关切提出政策措施。3）在加快推进一流投资银行和投资机构建设上，围绕聚焦校正行业机构定位、促进功能发挥、提升专业服务能力和监管效能政策提出政策措施。4）在自身建设上，推动证监会系统全面从严治党、党风廉政建设和反腐败斗争向纵深发展。

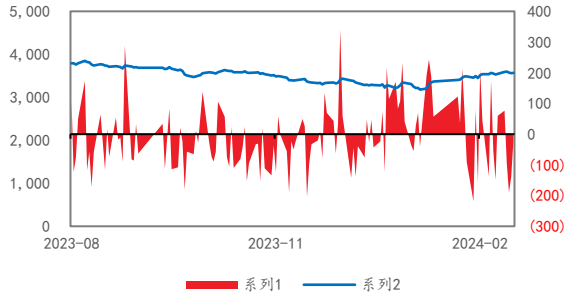
对于 A 股市场，我们连续强调，之前的市场乱象以及情绪过于悲观是下跌的主要原因，在这个核心问题得明显改变，甚至继续强化的情况下，我们认为中期的走势将逐渐改善。操作上继续关注调整后的买入机会，不要追高。

图表 8：融资融券数据图



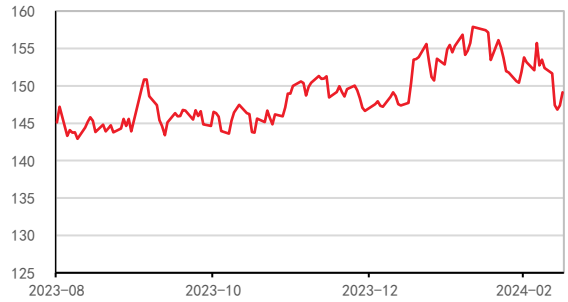
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 9：合约持仓和市场表现



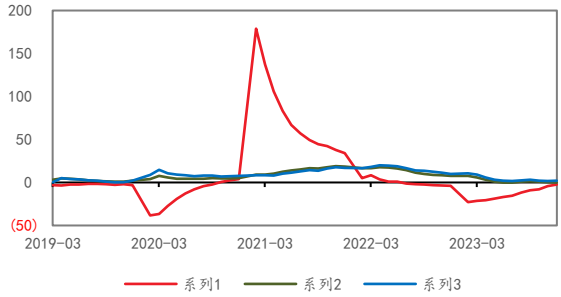
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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

铜冶炼产能加速释放，但铜精矿供应低于预期。铜精矿现货冶炼加工费于 3 月 11 日跌破 12 美元/干吨，为 2013 年以来最低水平。国内主流炼厂召开会议，同意削减一些亏损工厂的产量，以应对原材料的供应短缺。此次会议更加确定了冶炼厂减产的预期，提升了市场的看多情绪。下游采购未见明显回暖，加工企业成品库存增加，限制采购需求，现货并不支持价格流畅上涨，但下方支撑很强。在前期资金情绪的助推下终将回归理性，盘整或回调将成为最大可能，保持逢低买入的操作思路。

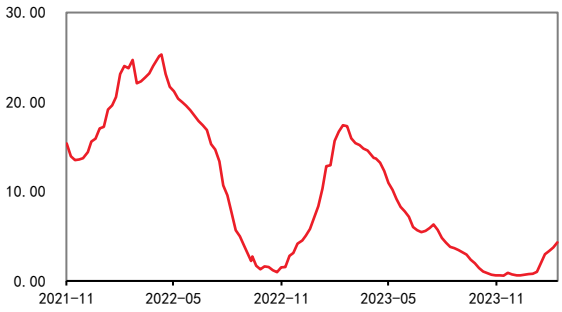
3 铜期货现货数据

图表 12：长江有色铜价



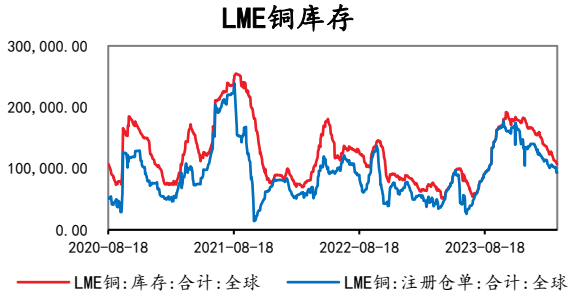
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 13：上海保税区铜库存



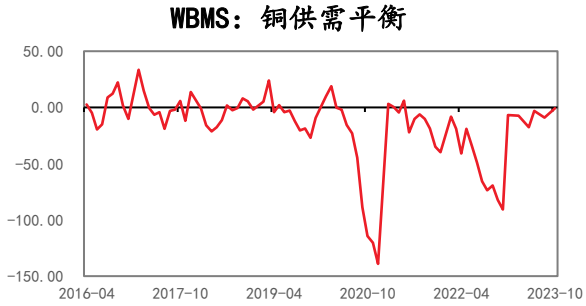
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 14：LME 铜库存



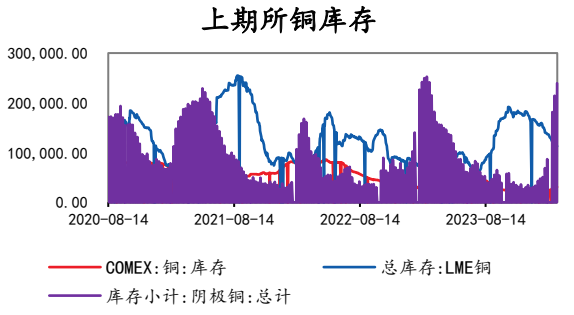
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 15：WBMS 供需平衡



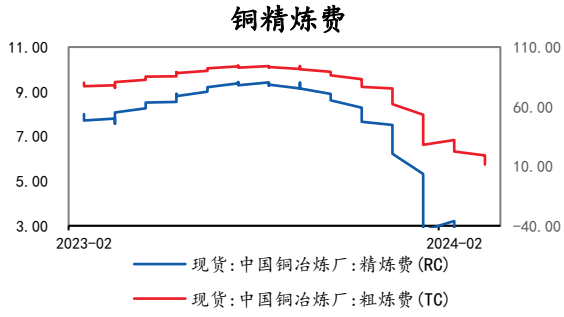
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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，2023 年全球锌精矿产量 1286 万吨，同比下降 5.1 万吨或 0.4%。矿山因利润下滑减产，矿石品位下降、工人罢工、项目提产不及预期、事故等因素下锌矿供应低于预期。2024 年 1 月锌矿产量 29.7 万吨，环比-0.6 万吨，产量季节性下滑。目前北方部分地区锌矿企业仍处消费淡季，复产时间节点大约在 3-4 月份，预计锌矿产量会有走高预期。总的来看，目前国内外锌矿供应增速低于预期，矿山供给整体维持偏紧逻辑。

国内外锌精矿偏紧，加工费持续低位，2 月国产锌精矿加工费 4050 元/金属吨，而 3 月加工费处于集中谈判周期，预计在 3600-3800 元/金属吨左右，加工费将延续走弱。

炼厂利润压缩，炼厂成本倒挂

根据国际铅锌研究小组（ILZSG）数据，并经安泰科修正，2023 年估计全球精锌产量 1407 万吨，同比增加 48 万吨或 3.5%，中国贡献主要增幅。2 月锌冶炼厂产量环比下降 5.73 万吨至 50.96 万吨，主因部分锌冶炼厂春节放假停产或检修叠加 2 月生产天数不足，整体产量环比减少。随着加工费的继续挤压，冶炼厂利润已然处于倒挂状态预计将继续传导至冶炼端;目前已经有葫芦岛、株冶、四环、商洛、宏达等冶炼厂加入 3 月检修计划 3 月供应恢复情况或有不及，国内供应端偏紧。

进口来看，2023 年精炼锌进口量 38.02 万吨，累计环比增加 380.06%（+30.10 万吨）。当前锌市呈现内强外弱格局，进口盈利窗口开启，部分海外货源流入国内，预计 3 月进口量 2.5 万吨左右，在一定程度上弥补部分产量减量。

淡季效应，下游需求下滑

市场即将迎来传统“金三银四”需求旺季，下游开工逐步提升，镀锌板开工率高于近五年均值，且南方复工情况好于北方；锌合金开工率高于去年同期，结构件、氧化锌开工低于去年同期。镀锌板块节后订单看似较好，但大多以年前订单为主，且订单利润受到压缩，新增订单缺乏亮点，部分镀锌板厂家选择仅复产部分产线。两会期间河北天津地区受环保限产影响，镀锌板开工恢复受影响。终端地产二手房成交恢复相对更好，基建实物工作量并无明显提振，新项目总量减少且开工进度慢于去年，部分地区特定的续建项目暂缓施工，城中村改造项目进度慢于预期。

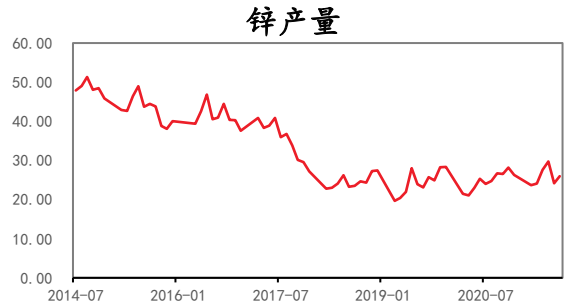
2 总结

市场即将迎来传统“金三银四”需求旺季，下游开工逐步提升，镀锌板开工率高于近五年均值，且南方复工情况好于北方；锌合金开工率高于去年同期，结构件、氧化锌开工低于去年同期。镀锌板块节后订单看似较好，但大多以年前订单为主，且订单利润受到压缩，新增订单缺乏亮点，部分镀锌板厂家选择仅复产部分产线。两会期间河北天津地区受环保限产影响，镀锌板开工恢复受影响。终端地产二手房成交恢复相对更好，基建实物工作量并无明显提振，新项目总

量减少且开工进度慢于去年，部分地区特定的续建项目暂缓施工，城中村改造项目进度慢于预期。

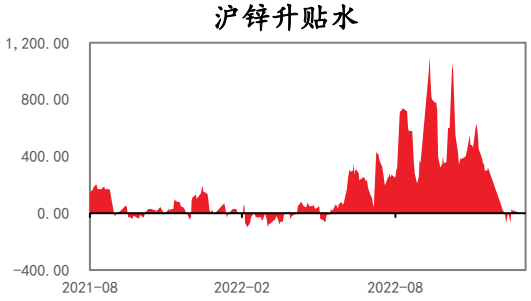
3 锌期货现货数据

图表 18：锌产量



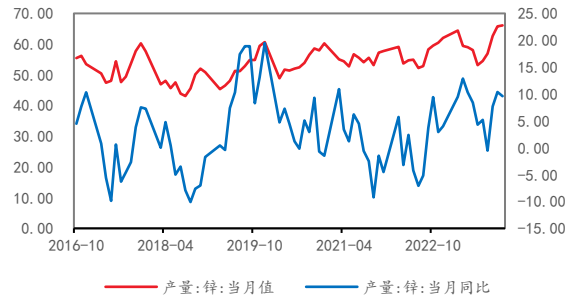
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 19：锌升贴水



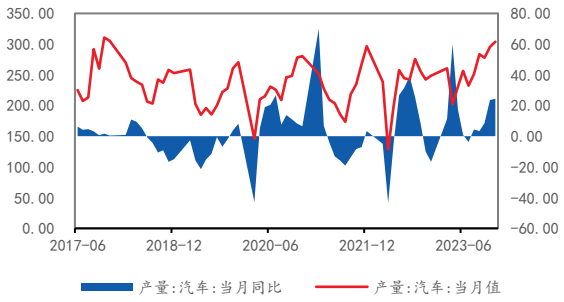
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 近期价格下跌在交易什么？

近期钢材价格表现弱势，在短短的两周里去年 10 月以来的涨幅被全部抹平，那么如今钢材价格下跌在交易什么？我们认为是：钢铁产量过剩。

产量过剩同时体现在宏微观两个层面。

宏观上看，近年来，随着房地产行业进入下行周期，房地产投资额在两年内缩减了四分之一。但与此同时，钢材的供给却较两年前小幅上升了 0.6%。这种供大于需的情况，导致了钢市长期面临供应过剩。去年 10 月下旬以来的强政策使得市场一厢情愿的相信需求即将见底反弹，从而消化部分过剩产量，但目前来看节前预期过于乐观，供应过剩的问题还在加剧。

微观上看，24 年金三银四终端需求不足。房地产作为钢材的最大下游消费端，春节后其新开工和房屋销售的不及预期，导致了库存在加速累积。

宏微观的供应过剩问题导致两方面后果，一是钢材价格下跌，二是原料价格下跌，而原料价格下跌又会通过成本进一步影响成材价格。因此钢材价格进入螺旋下跌的模式，这种下跌的打破需要原料供给端的强力收缩或需求端的超预期好转，而这在短期都很难发生改变。我们认为螺旋下跌的趋势还会延续。

2 复工复产不及预期

春节后四周，铁水产量继续下降，原料价格的上涨逻辑在短期被证伪，原料价格重新估值，成本支撑进一步减弱。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 82.6%，环比-0.5%，同比-5.9%，91 家电弧炉产能利用率为 51.6%，环比+2.5%，同比-9.2%，五大品种钢材周产量为 849.0 万吨，环比+0.2%，同比-11.5%；日均铁水产量略降 1.4 万吨至 220.8 万吨。

在库存方面，上周五大品种钢材周社会库存为 1759.6 万吨，环比-0.3%，同比+13.4%，钢厂库存为 746.4 万吨，环比+3.2%，同比+23.2%；钢材总库存持续累积，环比+0.7%，下游需求复苏较往年慢，库存持续累积。

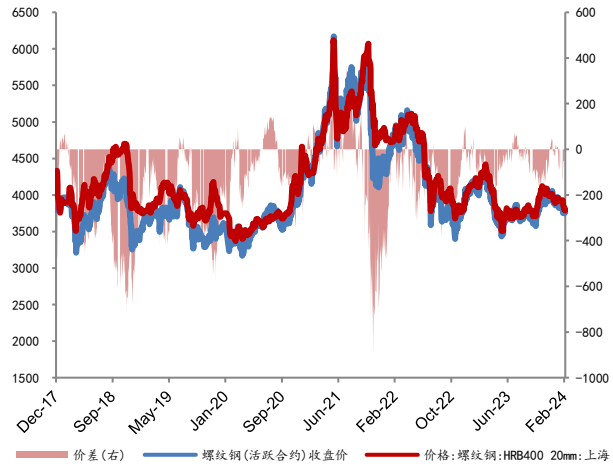
从消费情况来看，上周种钢材周表观消费为 830.6 万吨，环比+4.5%，同比-20.0%，其中螺纹钢周表观消费 212.4 万吨，环比+18.7%，同比-39.3%；百年建筑统计，全国工地开复工率 75.4%，农历同比-10.7%；劳务上工率 72.4%，农历同比-11.5%。

3 小结

上周钢材价格加速下跌，铁矿价格领跌黑色系。越来越多数据表明，今年需求端将出现旺季不旺的情况，至此 23 年 10 月下旬市场所交易的空头逻辑被证伪，本轮下行将此前涨幅已全部抹掉。从目前来看，钢材的价格处于相对低位，但铁矿价格依旧偏高。我们认为目前钢价尚未到底，建议投资者谨慎抄底。

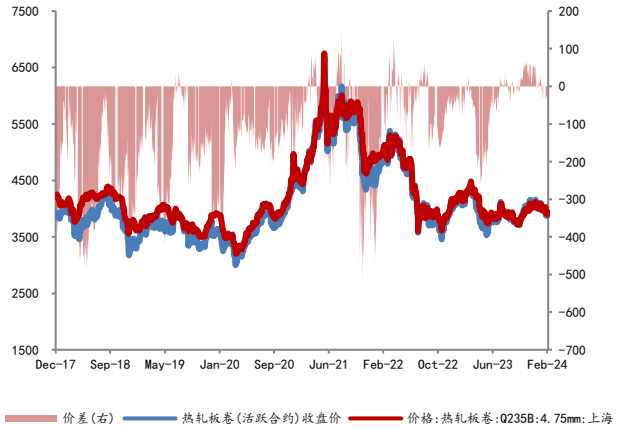
4 钢材期货现货数据

图表 22：螺纹期现价差



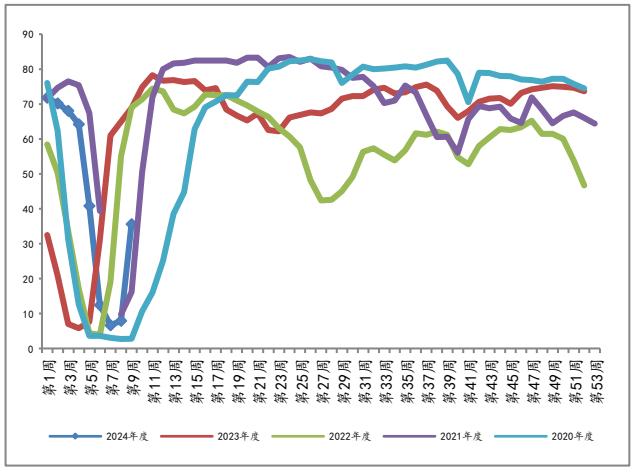
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 23：热卷期现价差



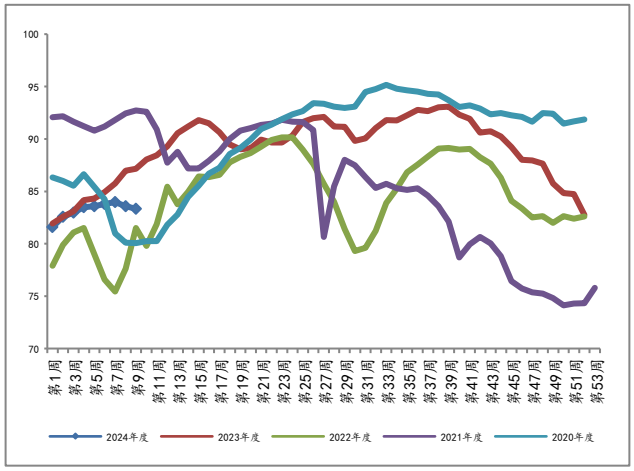
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 24：85 家独立电弧炉钢厂：开工率：中国（周）



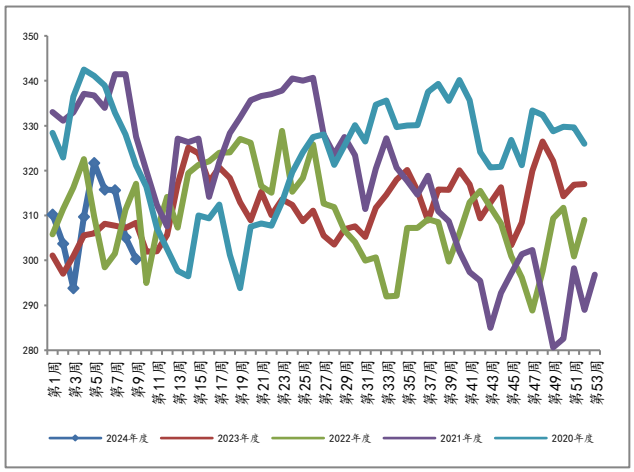
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 25：247 家钢铁企业：高炉产能利用率：中国（周）



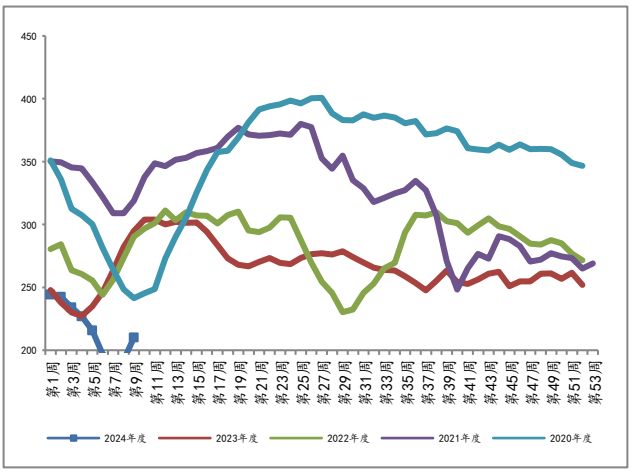
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 26：螺纹钢：建筑钢材钢铁企业：实际产量（周）



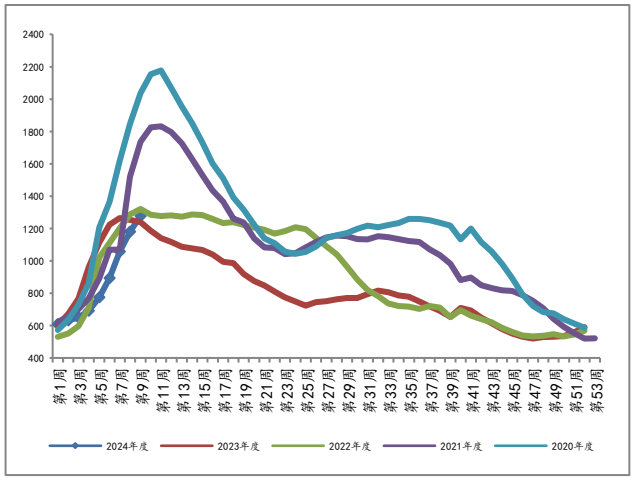
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 27：热轧板卷：钢铁企业：实际产量：（周）



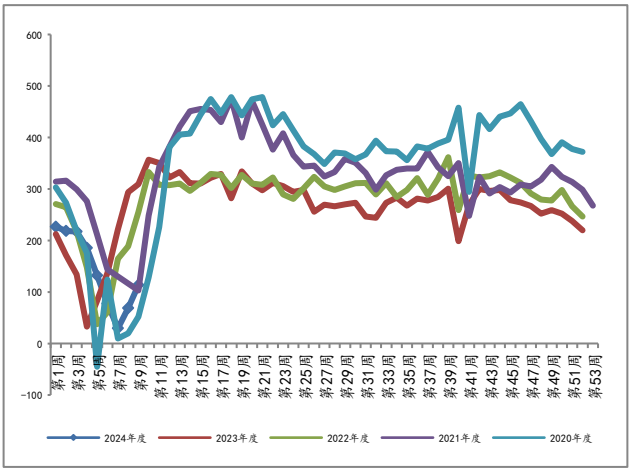
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

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 OPEC 报告谨慎乐观

OPEC 最新一期月报宣称，原油市场供需关系仍然偏紧，但市场仍对原油走势持谨慎态度。

供应方面，尽管 OPEC 从 1 月开始实施新一轮自愿减产，但被尼日利亚和利比亚增产所抵消，2 月该组织原油总产量仍增加了 20.3 万桶/日至 2657 万桶/日。需求方面，OPEC 本期报告中对 2024 和 2025 年的全球原油需求增长预测保持不变，分别为 220 万桶/日和 180 万桶/日，与 IEA 为代表的国际能源机构存在较大分歧。事实上，不断增长的非 OPEC+供应和悲观的需求前景，使得原油市场目前看涨空间有限。

至于其他左右油价波动的因素，近期中东地缘政治虽暗潮涌动，但市场貌似出现了危机疲劳，红海袭船事件变得司空见惯，反而令担忧情绪退潮。毕竟，海上浮仓原油库存并没有减少，随着绕行好望角更长的船期成为常态，地缘溢价将变得更加稀薄。

总体而言，原油价格仍停留在相对狭窄的交易走廊，短期区间震荡的局面仍难以改变。

2 非 OPEC 将保持克制

俄罗斯与 OPEC 同时宣布，将在 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。虽然这一数字略低于一年前宣布的削减供应 50 万桶/日，但值得注意的是，俄罗斯本次减产配额是将原油产量和出口量合并统计口径，将避免出现去年纸面产量下降而实际出口激增的情况。

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，经过两年的加速攀升后，美国原油产量高频数据达到创纪录的 1300-1330 万桶/日，不过全美活跃钻井数量增长趋缓，主流油服公司认为 2024 年美国页岩油增产将非常有限。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。

3 欧美能源消费迟滞

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。

近期，西方发达经济体陆续公布的宏观数据表现不佳，全球经济下行和能源需求放缓令油价走势承压。2 月美国制造业 PMI 不及预期，通胀放缓但高于目标水平，劳动力市场仍相对紧张。2 月欧元区制造业 PMI 略好于预期，但制造业活动持续萎缩的趋势仍未扭转。

按照历史规律，通常每年 2-5 月是北半球原油消费淡季。随着成品油需求走弱，汽柴油裂解价差收窄，美国炼厂进入传统春季检修期，开工率从 90%以上大幅下滑至 80%左右，直接导致美国商业原油库存持续累增，这一点在数周以来的 EIA 高频数据上得到明显体现。宏观前景不乐

观叠加需求季节性乏力，使得原油市场受到一定的负面影响，利多阶段性出尽后难以继续走强。

4 内需缺乏强力驱动

2023 年整体来看，OECD 发达经济体原油需求增速已陷入迟滞，以中国为主的新兴市场贡献了最主要的需求增量。

中国将全年 GDP 增长目标定调为 5%，这固然是个客观稳健的数字，但缺乏超预期的刺激因素。海关总署发布的数据显示,2024 年 1-2 月中国原油进口量为 8830.8 万吨,较上年同期增长 5.1%。然而，由于新能源汽车的占有率迅速提升，以及天然气卡车的使用增加，预计将在今年取代大约 2000 万吨的汽柴油消费量，占比约 10%-12%。

近期中石油研究院表示，中国原油需求正在进入低增长阶段，新能源转型开始替代对传统化石燃料的消费，“即使原油需求量仅增长 1%，依靠其他能源也足以支撑 5%的经济增长目标”。不过石化行业整体处于产能扩张周期，燃料消费也仍符合季节性规律，原油总需求将继续保持稳健，只是难以出现爆发式增长的利好驱动。

5 短期利多时有发生

美国高频数据显示意外去库，以及俄罗斯地缘事件突发，短期对原油市场又一次形成支撑。

EIA 周度数据显示，截至 3 月 8 日当周，美国商业原油库存减少 153.6 万桶，低于五年同期均值水平约 3%，WTI 交割地库欣原油库存减少 22 万桶。当期，美国本土原油产量减少 10 万桶/日至 1310 万桶/日，在创下历史最高记录后转而持稳。下游炼厂开工处于低位，但汽油等成品油库存不足，促进炼厂活动逐渐回暖，进而带动原油库存略有回落。宏观层面上，2 月美国消费者物价指数(CPI)环比上涨 0.4%，同比上涨 3.2%，美联储近期降息的预期变得渺茫。尽管宏观背景和季节性因素对油价构成一定压力，但近期数据表明供需关系边际正在好转。

此外地缘政治方面，俄罗斯最大石化企业所属的三座炼油厂遭到乌克兰无人机袭击，加沙战役仍在继续，红海危机尚未解决，对原油走势仍然偶有提振。

6 高位区间震荡蓄势

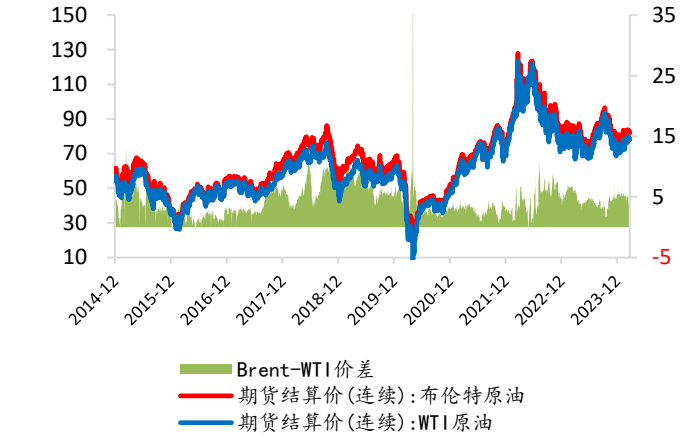
国际原油市场多空因素交织，交易者仍在反复评估权衡。一方面，供应端维持减产的确定性增强，支撑油价在相对高位震荡偏强；另一方面，在美国降息节奏不确定的背景下，全球经济复苏难以形成共振，需求端仍缺乏强力驱动，令油价进一步向上突破的难度较大。

尽管原油市场处于季节性过剩周期，但指向未来供需收紧的利多因素仍存，只要全球总供应量增长受限，随着 5-6 月北半球油品消费旺季开始，原油市场将有望重新转入偏紧平衡状态。此外，地缘政治等风险溢价较为保守，测算约在 2 美元/桶左右，当前区间并不算是高估的。

一言以蔽之，站在三到六个月的中长期角度，原油供应端保持收缩克制，需求端处于低谷回暖，油价将在震荡运行中为重心抬升蓄势。

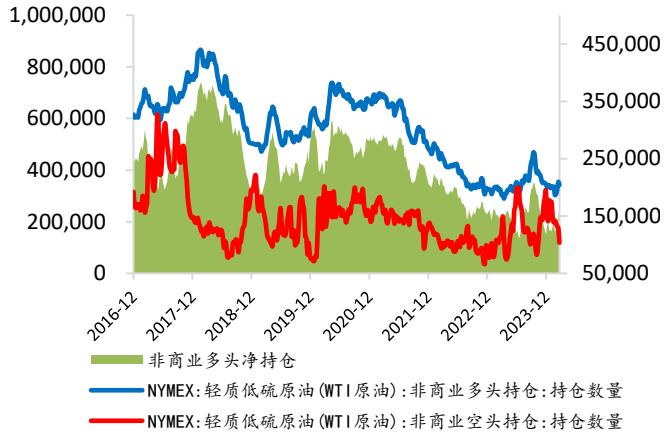
7 原油期现数据

图表 30：国际原油期货价格



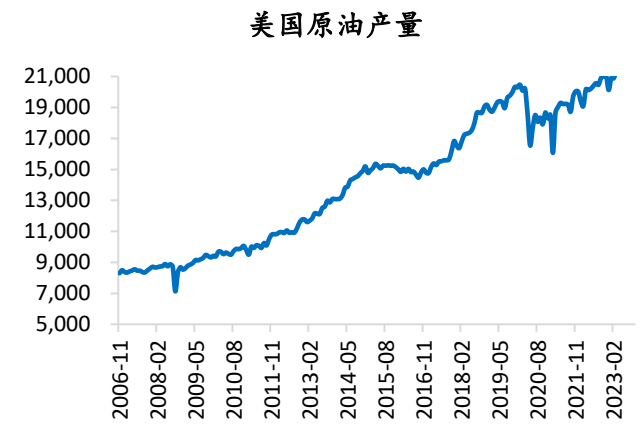
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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



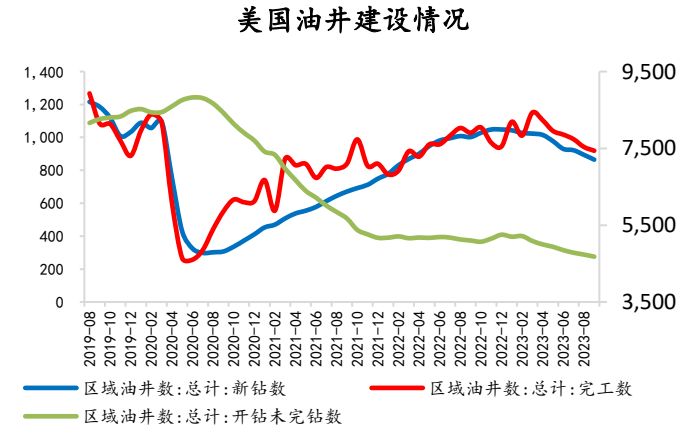
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 33：沙特原油产量



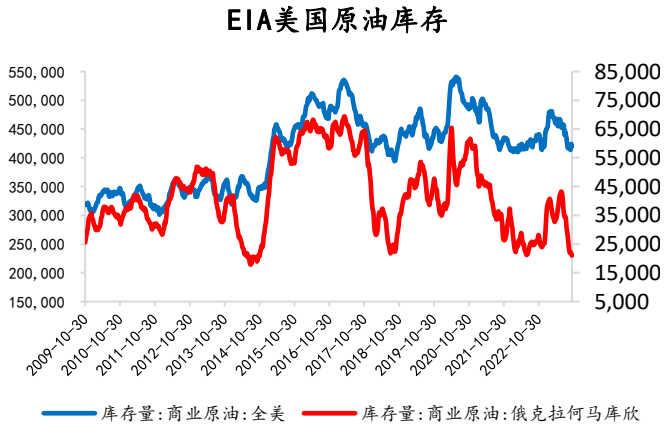
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 34：美国油井建设情况



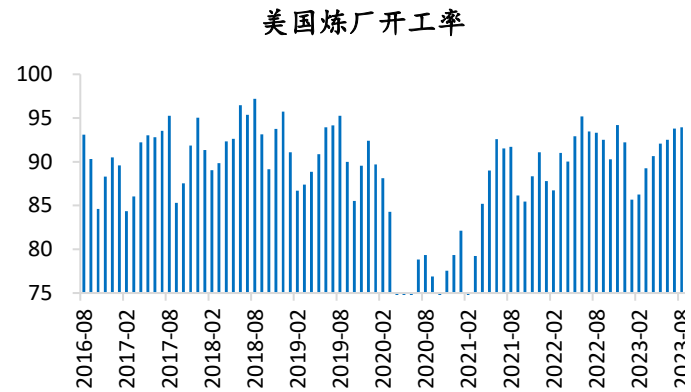
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 35：EIA 原油库存



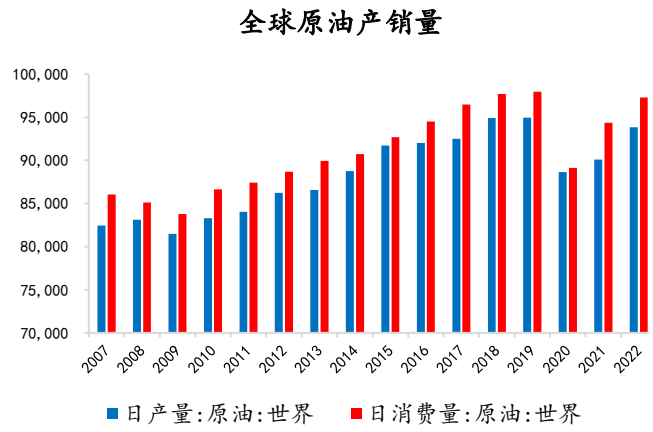
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 内外市场走势分化

近期，泰国原产地胶水等原料价格持续攀升，外盘天然橡胶价格跟随成本水涨船高，尤其是以烟片胶为标的的日本橡胶市场涨幅较大。不过，国内外天然橡胶走势分化明显，沪胶期货企稳盘整为主，国产全乳胶现货甚至离海南产区综合成本还有一定差距，主要是产业因素和市场预期等方面存在差异。

从实际情况来看，即使橡胶价格受成本支撑走强，但由于原料价格涨幅高于成品，加工企业的利润压缩，而下游橡胶制品需求不温不火，成本难以沿产业链向下传递，面粉比面包贵并不是常态。展望后市，当前全球天然橡胶原料产出处于一年中最低的时期，但一个月左右国内云南产区即将零星试割，新一轮割胶季进度将取决于天气，未来原料供应尚存在不确定性。此外，近期泰铢和日元汇率大幅贬值，而人民币汇率保持相对坚挺，也是造成内外盘差异的一个原因。

2 原料涨价成本支撑

由于泰国产区减产背景下的天气炒作，日本天然橡胶期货在烟片原料支撑下持续新高，亦刺激沪胶市场拉涨行情。

3 月东南亚整体进入低产或停割期，泰国北部发布恶劣天气预警，或将对橡胶树等作物造成一定损害，贸易商指出可能会扰乱供应。受此影响，当地胶水价格达到 70-72 泰铢/公斤，烟片价格达到 82-83 泰铢/公斤，原料成本高位上涨带动橡胶价格重心不断抬升。另据 ANRPC 预测，2024 年全球天然橡胶产量将略有增长，但需求增长更为迅速，可能会产生供应缺口。

然而我们认为，三季度前沪胶走势整体或呈前高后低，题材炒作带来的高点对于沽空 9 月合约具有较好的风险收益比。

3 终端需求表现平淡

尽管上游停割季原料偏紧，但终端汽车市场表现不佳，拖累天然橡胶价格重心。

根据中汽协统计数据，2024 年 2 月全国汽车产销分别完成 150.6 万辆和 158.4 万辆，环比分别下降 37.5%和 35.1%，同比分别下降 25.9%和 19.9%；1-2 月汽车产销累计分别完成 391.9 万辆和 402.6 万辆，比上年同期分别增长 8.1%和 11.1%。第一商用车网数据显示，2024 年 2 月中国重卡市场销售约 5.3 万辆左右（开票口径，包含出口和新能源），环比下降 45%，比上年同期的 7.7 万辆减少约 2.4 万辆或 31%；1-2 月国内重卡市场累计销售各类车型约 15 万辆，比上年同期增长 19%。

2023 年中国由于疫情期间基数较低，而出现了明显的正增长，2024 年由于基数恢复正常，同比继续大幅增长的难度较大。全球天然橡胶整体需求表现乏力，欧美汽车行业难以有效提振，海外很可能会录得负增长。预计上半年橡胶延续低位宽幅震荡走势，参考成本线仍有一定回调空间。

4 多空交织近强远弱

东南亚产胶国整体进入低产期，国内产区也正处于停割季，新胶原料供应偏紧的现状一个月内难以改变。节后以来，国内轮胎开工率稳步回升，轮胎企业订单较为充足，刚需提货支撑青岛橡胶出库。近期青岛地区天然橡胶总库存继续降至 66.2 万吨，保税区和一般贸易库存均有去化。

不过，随时间推移利多因素将逐渐出尽，国内云南产区预计 4 月泼水节后将陆续进入试割状态，全球原料供应最低的时期将会过去。同时，原料涨价使得下游轮胎企业利润遭到挤压，以及全钢胎成品库存较高的问题仍未解决，后续对原料橡胶的采购积极性较为有限。

目前天然橡胶基本面多空因素并存，国储收储和天气炒作等多头题材虚无缥缈，而新季割胶上市只是时间问题，因此未来数月期货市场大概率呈近强远弱的格局。

5 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。

6 经典空配牛短熊长

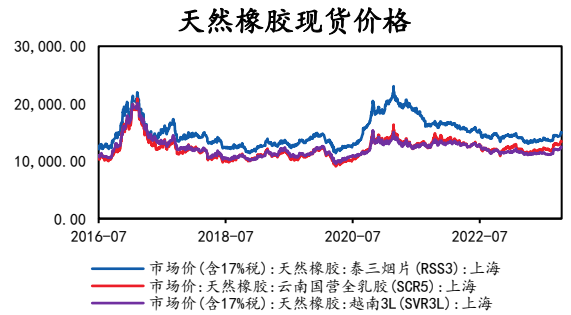
天然橡胶在十年以上的周期上将开启下一轮牛市，然而很难以这个超长期思路看待常规的市场走势。回顾 2023-2024 天然橡胶生产年度，泰国供应端因天气多雨和利润不佳等原因，整体料将出现一定减产，但宏观经济下行压力不容乐观，下游汽车轮胎需求也同样面临疫情解除第二年的后劲乏力。在不出现重大意外的情况下，天然橡胶基本面将继续维持宽松格局，供需缺乏核心利好驱动，价格低位偏弱运行为主。

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



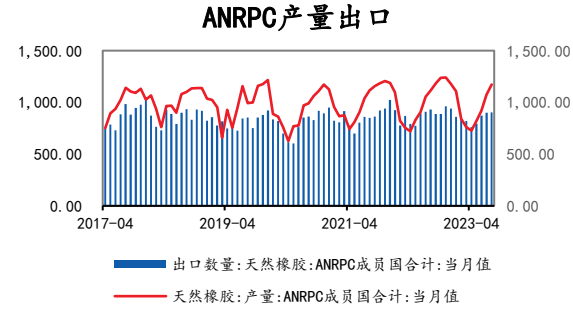
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 38：合成橡胶价格



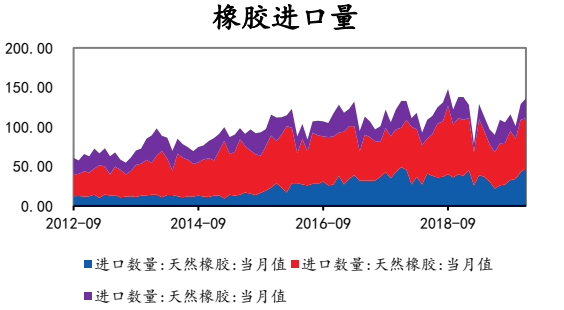
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 39：ANRPC 产量出口



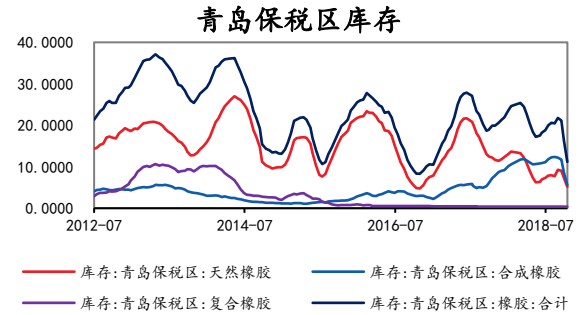
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 40：橡胶进口量



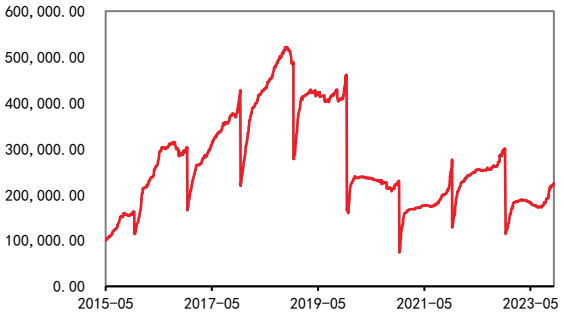
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 41：青岛保税区库存



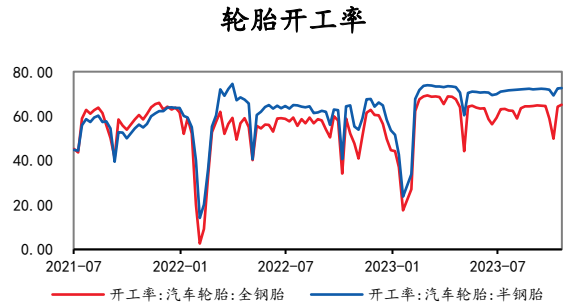
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 42：上期所注册仓单



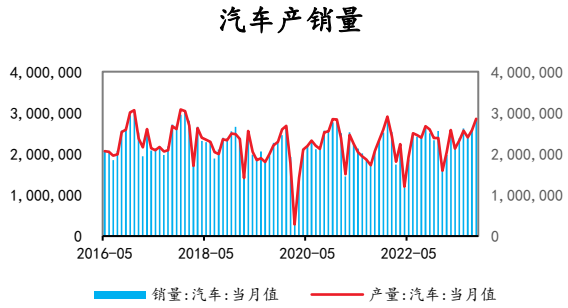
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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：内外盘强势共振，棕榈油连刷高点

1 外部豆类市场分析

马来西亚棕榈油库存下降，减产周期或延长

马来西亚棕榈油局（MPOB）公布的月报显示，马来西亚 2 月毛棕榈油产量环比下降 10.18%至 126 万吨，棕榈油出口量锐减 24.75%至 102 万吨，2 月底马来西亚棕榈油库存环比下滑 5%降至 192 万吨，创七个月最低。有机构指出，受此前极端天气的影响，市场预计 3-4 月产地棕榈油库存增长乏力，季节性增产周期可能要到 5 月后才会出现。加上斋月备货提振需求，马来西亚棕榈油市场受到资金关注，强势大涨突破一年多高点。

美国农业部小幅下调巴西大豆产量，巴西大豆收割率达到六成

美国农业部在 3 月供需报告中，将巴西大豆产量预估值从上月的 1.56 亿吨小幅下调至 1.55 亿吨,低于报告前分析师预估的 1.5228 亿吨;阿根廷大豆产量预估值维持上月的 5000 万吨不变，较去年的 2500 万吨产量增长一倍。南美大豆整体产量较上年大幅增长。继美国农业部之后，巴西分析机构 Conab 将巴西大豆产量预估值下调至 1.46858 亿吨。该机构表示，由于大豆生长期开始时的不利天气影响，巴西大部分地区大豆单产远低于预期。目前巴西大豆收割率已接近六成，市场密切关注巴西剩余大豆收割及单产情况。来自南美的供应压力有所下降，为 CBOT 豆油市场止跌回升提供重要支撑。

国际原油强势反弹，棕榈油生物燃料需求向好

近期，受地缘政治紧张影响，国际原油价格出现连续反弹，技术上升至去年 11 月初高点，并带动大宗商品市场整体走强。原油价格上涨令市场对生物燃油需求前景转向乐观。印尼棕榈油协会（GAPKI）表示，该国可能在 2024 年下半年执行 B40 政策，会增加更多国内消费。GAPKI 预计印尼国内消费量为 2540 万吨，预计同比增长 9%。

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。

棕榈油买船大幅下滑，库存下降提振价格走强

受产地棕榈油价格强势上涨影响，国内棕榈油进口成本大幅提高，进口利润倒挂程度加深，企业进口积极性下降，进口量同比回落。截止 3 月 14 日，棕榈油进口成本已达到 8683 元/吨，创下逾一年新高，而进口利润达到负 393 元 /吨。从目前船期跟踪情况看，3、4 月份船期买船依然偏少，棕榈油去库周期至少要持续到 4 月末。据中国粮油商务网监测显示，截止上周末，国内三大食用油库存总量为 199.65 万吨,周度下降 2.8 万吨。其中国内棕榈油库存总量为 57.8 万吨，周度减少 5.4 万吨。库存降速加快是近期国内棕榈油强势领涨的主要动力。

油脂价差失衡，需求替代效应有望趋强

受近期棕榈油强势大涨影响，国内三大植物油价差关系出现异常波动，供给端的差异表现造成

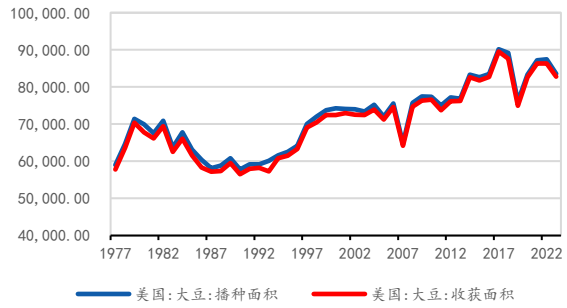
豆棕和菜棕的价差均已降至历史低位附近。三大油脂供应面的差异在短期内仍难扭转，近月合约价差回归正常的概率不高，但随着远期产地棕榈油产量恢复，库存止降回升，远月合约价差将趋于正常。此外，油脂价差失衡也会导致需求替代效应增强，尤其是棕榈油性价比下降，来自豆油和菜油的替代消费将回升，从而从需求端促进棕榈油与其他油脂间的价差关系向合理水平回归。

3 油脂油料市场展望

在南美大豆整体保持增产预期下，美豆出口需求表现较为低迷，CBOT 大豆市场在本轮触底反弹过程中，来自供需基本面的支撑较为有限，主要还是商品基金减持净空头寸所导致的技术反弹。因此，美豆反弹基础相对薄弱，反弹的持续性仍需进一步观察。美国农业部将于 3 月底公布种植意向报告，届时美豆播种面积的增减将对接下来的市场运行起到较强指导作用。从目前机构评估看，2024 年美豆播种面积增加的概率较大。棕榈油市场内外盘保持强势联动，资金炒作氛围浓郁，整体仍处于上涨趋势之中，同时需要注意在豆类市场整体偏空格局未改变以前，获利回吐压力的释放随时可能打乱市场运行节奏。豆粕市场经过连续反弹后，技术上仍有上涨空间，但需要下游需求和美豆的配合。豆一期货市场本周继续减仓上行对此前超跌行情展开修正，大型企业接连入市收购有助于缓解供应压力，短期仍会跟随相关品种波动。

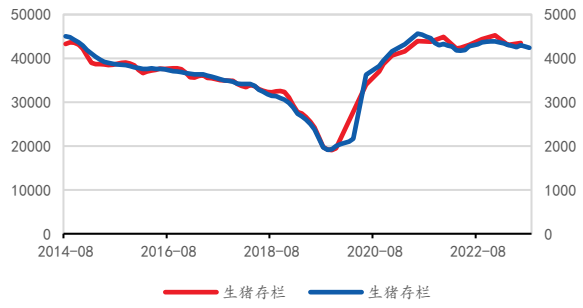
4 油脂油料市场主要数据

图表 45：美国大豆种植收获面积



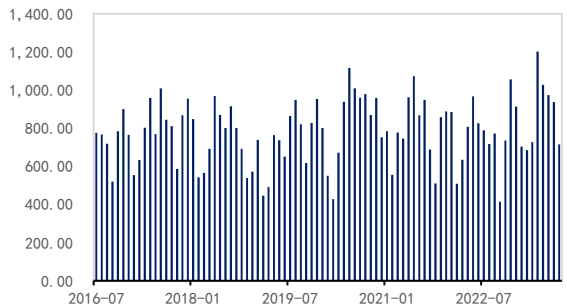
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 46：国内生猪存栏量



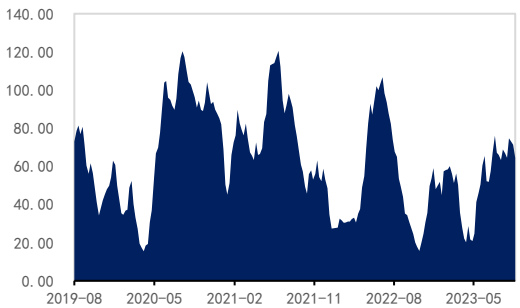
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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