中金财富期货策略周报（2024 年第 10 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：对于当前金融属性催生的行情，大部分受益品种已经处在相对高位，追高的性价很差。尤其是从基本面的角度看，目前工业品的供需关系依然一般，尤其是地产偏差。建议避免追高操作。

股指期货：我们认为指数从全局反弹进入震荡分化，但市场正本清源之后，仍处在情绪回升阶段，总体而言预期依然向上，继续关注调整之后买入机会。

铜：美联储货币周期切换提振铜金融属性。矿山老化、水资源短缺、缺电、前期资本投入不足、资源国政策收紧，供应端的种种干扰促使市场预期铜矿供应放缓或提前催化，连续下跌的精矿加工费也佐证了原料紧缺的现实，原料紧缺已然传导至精铜环节，基本面预期也从供应过剩转向至紧平衡，这将在中期支撑铜价中枢的上行。而当下国内的消费并不理想，库存超预期累积，高铜价压制下游需求明显受抑，铜价目前大涨停留在炒作预期阶段，后续需要消费的进一步验证。目前可能受资金博弈影响短线剧烈震荡，保持逢低买入的操作思路，谨慎追多。

锌：矿紧锭松的格局短期内难以改善，TC 下行后部分炼厂 总体利润已经开始倒挂，倒逼冶炼减产只是时间问题。初端企业开工均恢复正轨，终端订单延续分化。下游高价接货情绪不佳，现货延续小幅贴水，且受部分进口锌锭补充影响，社会库存延续增加且已较去年同期略高，前期库存绝对量低位的支撑逻辑减弱。消费不及预期，且价格高位，或有回调，或以震荡思路为宜。

钢材：上周钢材价格触底反弹，螺纹主力周涨幅 3%，铁矿主力周涨幅 6.1%。空头的大规模离场是价格上涨的主要动力，此外钢材下游基本面的边际好转也带动情绪走向乐观。尽管如此，我们认为上周属于反弹而不是反转，钢市供强需弱的基本格局没有发生改变，目前不是抄底的时机，依旧可以关注反弹后空头配置的机会。

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：巴西大豆收割进度过六成，阿根廷大豆即将进入收割期，南美大豆整体增产格局已经确定。随着南美天气窗口收窄，此时阿根廷过度降雨引发的天气炒作已经不具有持续性。美国农业部将于 3 月 28 日公布种植意向报告，目前美豆 11 月合约和玉米 12 月合约比值约为 2.54，美国农民种植大豆的收益高于玉米。无论是美国农业部二月展望论坛给出的数据还是分析机构作出的评估，2024 年美豆播种面积增加的概率很大。棕榈油市场高成本低库存炒作尚未结束，但棕榈油和其他油脂价差失衡，需求替代效应将成为棕榈油反弹的重要阻力。豆粕市场冲高回落，反弹节奏有所放缓，低库存仍支持市场抗跌。豆一期货市场在反弹到企业收购价格水平后，跟涨动力明显下降，在自身供过于求和进口大豆拍卖压力下进入主动调整状态。

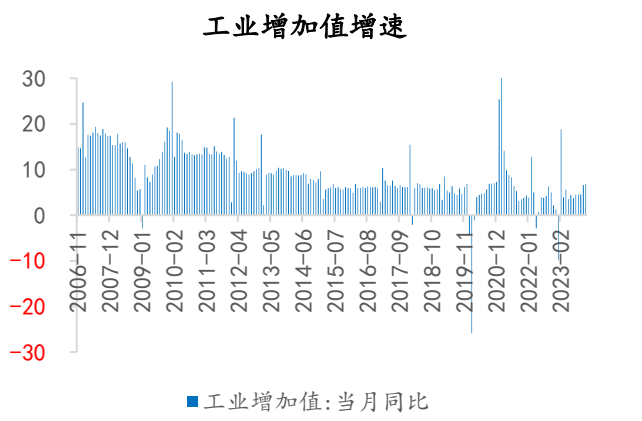
目录

周度策略：“旧经济”依然偏弱 ..... - 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 生产高频数据为何与总量数据有较大分歧 ..... - 7 -
3 资金面维持韧性 ..... - 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 近期价格下跌在交易什么？ ..... - 15 -
2 价格是反弹还是反转？ ..... - 15 -
3 复工复产加快 但整体偏弱 ..... - 15 -
4 钢材期货现货数据 ..... - 16 -
原油 ..... - 18 -
1 机构普遍谨慎看涨 ..... - 18 -
2 利空消化供需改善 ..... - 18 -
3 中美炼厂集中春检 ..... - 18 -
4 高频数据支持去库 ..... - 18 -
5 战略储备回购启动 ..... - 19 -
6 高位区间震荡蓄势 ..... - 19 -
7 原油期现数据 ..... - 19 -
天然橡胶 ..... - 22 -
1 利多因素积聚推涨 ..... - 22 -
2 机构展望偏向乐观 ..... - 22 -
3 现货压力显著减轻 ..... - 22 -
4 终端需求刺激政策 ..... - 23 -
5 顺应产业季节规律 ..... - 23 -
6 震荡筑底重心抬升 ..... - 23 -
7 橡胶期现数据 ..... - 23 -
油脂油料：美豆震荡上行，国内油粕强势反弹 ..... - 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 -

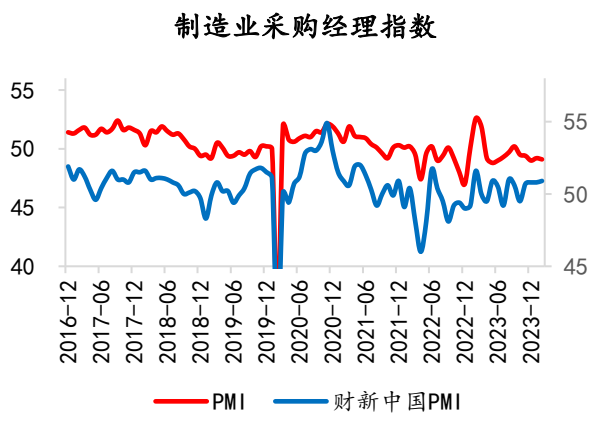
重要经济指标概况

图表 1：国内工业增加值增速



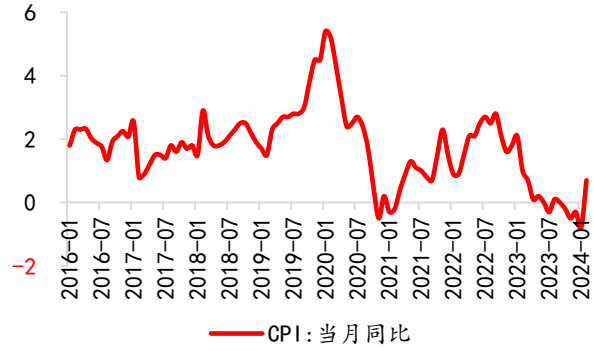
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 2：中国制造业采购经理指数



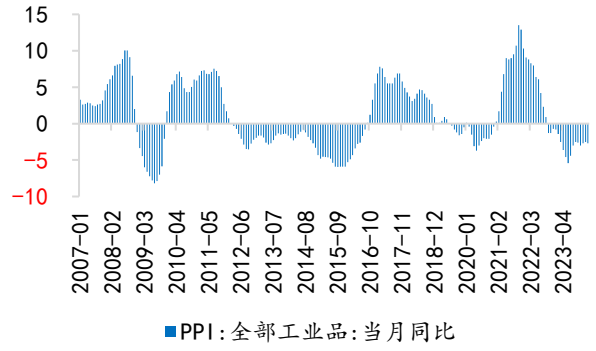
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 3：中国居民消费价格指数



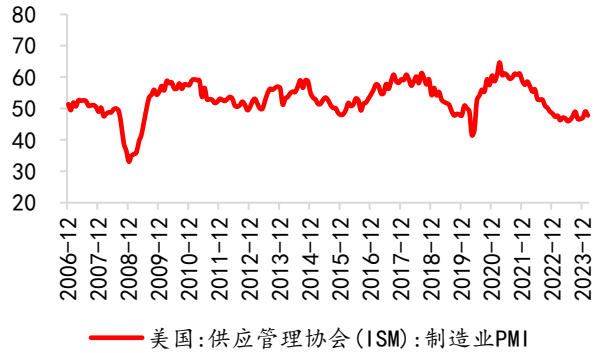
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 4：中国工业生产者出厂价格指数



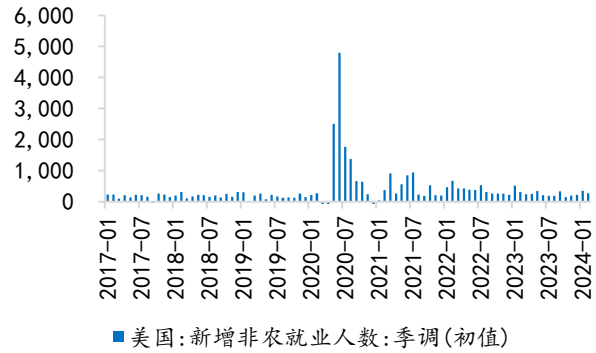
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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：“旧经济”依然偏弱

工业品的极致分化行情仍在继续。但是需要注意的是，即使基本面较好的品种如铜，剔除掉其金融属性，也需要接受现实的检验。而一些与实体经济关联度几乎为零的品种，是观察金融属性的核心，如黄金。对于这轮情绪助推的行情，我们仍觉得除非是纯金融属性品种，否则其上行空间仍将有限。

旧经济依然偏弱

1-2 月经济数据表现略好于市场预期。规模以上工业增加值累计同比 7.0%（市场预期 4.3%）；社会消费品零售总额累计同比 5.5%（市场预期 5.4%）；城镇固定资产投资额累计同比 4.2%（市场预期 3.0%），其中房地产投资累计同比-9.0%，基建投资累计同比 9.0%，制造业投资累计同比 9.4%。

从结构上看，供给端动能好于需求端，主要拉动来自于政策托举与外需回暖。在需求端，外需动能边际增强，内需动能初步改善，其中固定资产投资动能小幅增强，结构上延续去年末的走势，与公共部门相关的基建和制造业投资表现强劲，社会消费品零售额动能稳中有升，房地产投资收缩则未见改善。供给表现亮眼，工业生产动能大幅增强，服务业生产动能有所改善。

消费方面，消费温和修复主要有几个方面的原因：一是假日经济提振服务消费；二是消费升级与耐用品消费不断扩容；三是地产后周期商品消费增速有所加快，对整体的拖累有所减弱；四是 2 月 CPI 超预期反弹，亦有助于消费名义增速回升。总体看实物消费较弱，服务消费回升明显。

因此，经济回升的主要动能来自出口，以及受其影响较大的制造业。

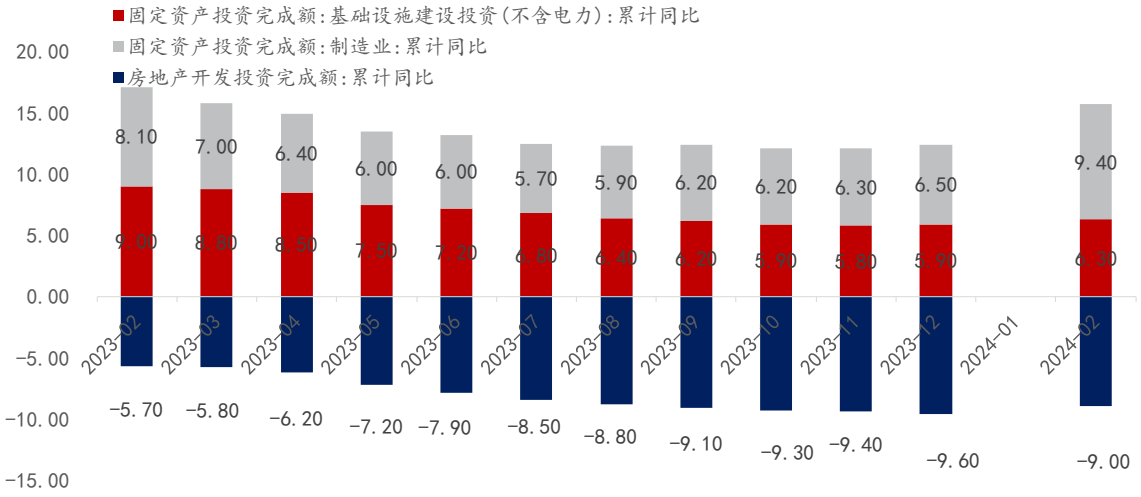
但是从细节看，出口方面仍待加强。从 2023 年 6 月份开始，出口增速开始筑底回升，出口数量逐步转正对出口增速带来正向拉动作用，而出口价格始终保持低位压制出口上行。产品单价的下行主要受到产能过剩和汇率低位的影响，一方面产能过剩和汇率低位促使企业增强产品出口的动力，而带来的商品的降价则不利于 PPI 修复改善。因此，出口的上行对于 PPI 的拉动效果比较弱，需要这些产品的出口带动中上游产业链的上行才会影响到 PPI。

地产依然弱势，基建尚未发力，旧经济依然较弱。

3 月 22 日，国务院总理李强召开国常会，会上听取关于优化房地产政策、促进行业平稳健康发展的汇报，并对行业的定调、已采取的相关政策以及未来的政策方向作出指示。

本地会议对行业的定调是“房地产产业链条长、涉及面广，事关人民群众切身利益，事关经济社会发展大局”。上一次官方对行业的类似定调发生在 2022 年 12 月，中央财办解读中央经济工作会议精神的论述中（原文：“充分认识到房地产行业的重要性。房地产链条长、涉及面广，是国民经济支柱产业”）。本次定调直接由国务院发声，并且进一步突出行业对民生以及经济的重要性，说明中央对稳定房地产市场的坚定决心。与此同时，也对去年以来所采取的因城施策、落实保交楼以及降低房贷利率的举措予以肯定。

图表 1：固定资产投资三项



资料来源：wind 资讯，中金财富期货

金融属性对工业品的提振有限

以铜为代表的新经济表现较强，地产链较弱，但是新经济的景气度也较为有限。

以有色为例。今年两会期间，政府强调了产业高端化、智能化、绿色化的发展方向，这一政策导向为有色金属市场注入了新的活力。特别是在低空经济、新能源、半导体等新兴产业领域，预计将迎来国央企产能的大规模扩张。国资委对中央汽车企业的新能源汽车业务进行单独考核，以及发改委对新能源车产业“提质、降本、扩量”的政策支持，都是推动有色金属需求增长的重要因素。

尽管中游国央企的产能扩张对有色金属等上游产业构成了实质性的利好，但也应注意到，新能源等行业的中下游供求格局并未出现根本性的变化。这意味着，当前有色金属市场的上涨更多地是结构性的，而非总量上的再通胀预期。

仍然不建议追高

对于当前金融属性催生的行情，大部分受益品种已经处在相对高位，追高的性价很差。尤其是从基本面的角度看，目前工业品的供需关系依然一般，尤其是地产偏差。建议避免追高操作。

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 23 日	国务院总理李强：进一步优化房地产政策	推动城市房地产融资协调机制落地见效	地产市场政策加码
	3 月 22 日	中国央行：法定存款准备金率仍有下降的空间	央行副行长宣昌能表示，除了关注信贷总量外，还要更加注重引导金融机构信贷平稳投放	货币政策继续宽松
数据	3 月 22 日	美国 3 月制造业 PMI 创近两年新高，服务业低迷	3 月美国制造业商业活动表现强劲，创下近两年来的最快增速	通胀压力急速攀升
	3 月 21 日	1-2 月社会消费品零售总额同比增长 5.5%	汽车类零售增长 8.7%	升级类商品销售较快
事件	3 月 21 日	美联储如期继续按兵不动，今年三次降息预期不变	今年三次降息预期不变，警告此后利率高于预期	美联储降息可能最终仍不及预期

资料来源：中金财富期货研究所

2 生产高频数据为何与总量数据有较大分歧

工业增加值调查样本的调整和高频数据样本的有偏性是高频数据与总量数据分歧加大的重要因素。

前两月工业增加值同比增长 7.0%，其中制造业增加值同比增长 7.7%，二者比去年年末和去年同期水平均有明显提高，大幅好于市场预期。https://www.hibor.com.cn（慧博投研资讯）并且，这也与前两月生产高频数据表现较大差异。从上周的情况看，生产高频数据虽然环比仍在改善，但同比增速普遍较弱。那么，是什么原因导致生产的高频数据与总量数据呈现出截然不同的表现呢？我们认为可能有两方面的原因。

其一，工业增加值的样本进行了调整。工业增加值的统计口径是年主营业务收入 2000 万元及以上企业。这意味着每年有部分企业达到规模纳入调查范围，也有部分企业因规模变小退出调查范围。从前两月行业数据看，跟新质生产力、高技术产业相关的行业增速较快，而传统行业增速偏慢。再考虑到高频数据近两年来的表现，有可能退出调查范围是一些传统行业，而纳入范围的行业可能是新质生产力或高技术产业相关的行业，即使有些行业看起来是传统行业。。例如，近年来我国新能源智能车生产保持较快增长，高频数据中轮胎的开工率始终处于较高水平，对应的橡胶和塑料制品业增加值今年前两月同比增长 13.1%。

其二，前两月出口明显超预期，对应出口交货值同期增速已经由负转正，从去年的-3.9%回升至 0.4%。这意味着出口产业链相关行业增加值增速较快。例如，汽车制造业前两月同比增长 9.8%，化学原料和化学制品制造业同比增长 10.0%。但生产高频数据中，钢铁、水泥等传统行业数据数量占比较高，水泥对应的非金属矿物制品业前两月增速仅为 3.9%，明显落后于全部增速。增长较快的行业高频数据整体占比不高也可能是高频与总量数据背离的重要原因之一。

3 资金面维持韧性

当前流动性需求不强，央行投放缩量信号意义偏中性。

开年以来流动性需求有所减少。开年至今，信贷投放速度不快，加上专项债发行偏慢，银行体系的流动性需求有所减少。尽管本周央行逆回购和 MLF 均缩量，但资金面没有太大的波动，也印证了这一现状。

回顾过去两年经验，OMO 缩量更多是流动性供大于需的结果，对资金面指示意义有限：

一是 2022 年 7 月-8 月，逆回购投放先在 7 月初由 100 亿降至 30 亿，后在 7 月末-8 月又降至 20 亿，但 DR001 持续下行，一度跌破 1.0%，直到 8 月末资金面开始转紧。

二是 2023 年 3 月-7 月，逆回购投放力度从 3 月初开始下降，同时期 DR001 中枢从 1.8%附近持续下降至 1.3%附近。

避免资金沉淀空转要求下，或指示了现阶段资金利率下限。如果未来政策节奏有所变化、政府债券发行加速，将对资金面造成扰动。由于当前流动性传导机制并不畅通，即使近期资金面宽松，股份行流动性偏紧的局面并未改善，如果债券发行或信贷投放提速，流动性分层的情况可能会再度加剧。

4 宏观策略

对于当前金融属性催生的行情，大部分受益品种已经处在相对高位，追高的性价很差。尤其是从基本面的角度看，目前工业品的供需关系依然一般，尤其是地产偏差。建议避免追高操作

5 股指期货市场分析

指数高位震荡

上周两市延续反弹。其中沪深 300 周-0.7%，上证 50 周-0.99%，中证 500 周-1.28%，中证 1000 周+0.72%。

北上资金方面，由于人民币存在一定贬值的情况，上周北上资金净卖出 A 股 77.76 亿元。

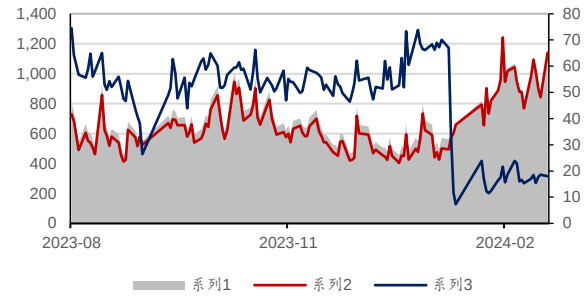
上周五人民币打破横盘异动，当日人民币兑美元即期汇率突破 7.2，日内贬值幅度达 0.41%，展望后市，上半年人民币贬值压力仍较大。本周五人民币日内贬值幅度较大，一方面与当日监管管控或有放松有关，在岸汇率在管控放开后波动较大；另一方面，亦受今年内外部因素的影响：一则，国内地产销售仍较为疲软，此情形下国内地产主导的信用扩张难以启动，利率水平在宏观压力下持续下行，目前尚未看到反转驱动；二则，美国经济基本面韧性仍较强，市场对降息预期持续延后，美债利率出现反弹、美元指数走强；三则，中美货币政策周期仍在分化，中美利差再度下行，意味着人民币仍将承受较大贬值压力。展望后市，上半年人民币仍有一定贬值压力，预计人民币兑美元即期汇率或将在 7.1-7.3 的范围内区间震荡。

继续关注调整之后的机会

客观而言，目前缺乏增长预期上修动力、累计涨幅较大以及临近一季报，市场存在正常回吐压力；但也应看到，在年初增长预期探底与微观结构出清后，尽管现阶段增长数据差强人意，但整体预期未出现进一步下修，相对稳定。这意味着指数级反弹后，仍是结构行情，分化不代表结束。

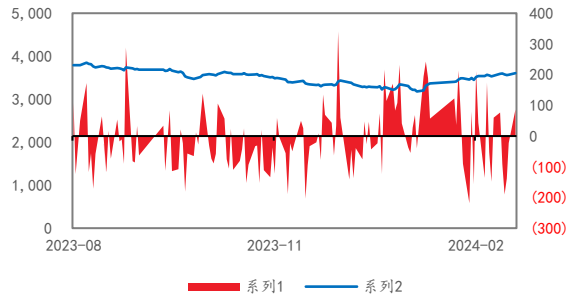
中国密集地“对外开放”、国务院常务会议强调“进一步优化房地产政策”、“大规模设备更新和消费品以旧换新”、以及重要托底力量的存在有助于结构性改善与稳定风险偏好。综上，我们认为指数从全局反弹进入震荡分化，但总体而言预期依然向上，继续关注调整之后买入机会。

图表 8：融资融券数据图



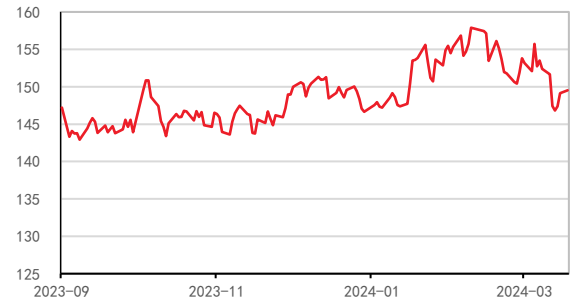
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 9：合约持仓和市场表现



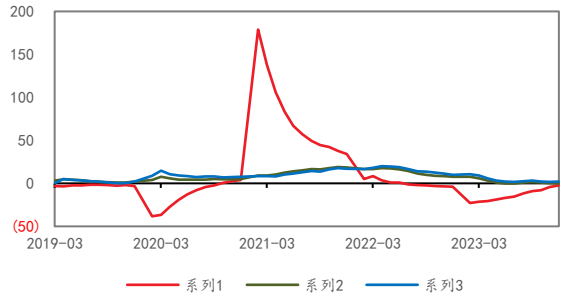
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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

全球精矿供应低于预期

行业扰动因素较多，全球核心铜矿企业产量大多不及年初指引。2024 年铜矿产量指引也经历了几次变动，水资源供给（智利）、矿石品位及矿石变硬（智利和秘鲁）、生产运营进度低于预期等问题犹存。Codelco 位于智利的 El Teniente 部门的岩石爆炸释放了大量能量，影响了其设施；Anglo American 位于智利的 Los Bronces 变电站发生火灾。Antofagasta 受到持续缺乏降雨和海水淡化厂重新安排扩建等影响，也影响了全年产量。First Quantum Mineral 位于赞比亚的 Sentinel 矿开采的岩石非常坚硬，产量提升速度低于预期。铜资源量仍相对丰富，可供开采 45 年左右，但从品位看，铜资源的品位呈现下降趋势。根据我国规定，硫化铜矿石的工业品位要求含铜在 0.4%以上，富矿的工业品位含铜在 1%以上才适合开采，可以看出目前全球铜矿平均品位已接近贫矿水平，部分长期开采铜矿的国家，其主力矿山已接近生命周期的末期，即使是新开发矿山，品位也大不如前。以紫金旗下巨龙铜业为例，选矿平均品。味约 0.34%，并且位于西藏自治区，属于全球海拔最高的高原矿山。Codelco 位于智利的 Ministro Hales、Chuquicamata 和 Gabriela Mistral 自然灾害条件原因铜矿产量低于预期。全球最大铜矿之一的 Cobre 铜矿，巴拿马铜矿的停产以及英美资源 Los Bronces 铜矿的减产，使全球铜精矿 2024 年的产量将比预期减少约 40 万吨，铜精矿产量增速由预期的 3.5%下滑至 1.95%。

国内产能增速有限

市场对于 2024 年铜矿供应平衡的预期彻底扭转为短缺，国内铜冶炼现货加工费已连续 22 周下滑至 15.28 美元/吨的十余年来新低水平，铜冶炼平均利润水平已陷入亏损状态。当前冶炼厂盘面亏损已达到 1500 元/吨，在亏损压力下，国内国家部委与大型铜冶炼企业开会协商减产。另外冶炼企业大多计划提前检修，根据 SMM，4 月将有 7 家冶炼厂要检修涉及和炼产能为 121 万吨，5 月将有 8 家冶炼厂要检修涉及粗炼产能为 184 万吨，6 月将有 8 家冶炼厂要检修涉及粗炼产能为 156 万吨，预计二季度国内冶炼厂停产检修产能或涉及 320 万吨。铜矿短期的逻辑向精炼铜延伸，使市场对于铜供应问题的逻辑彻底发酵。原料紧缺已然传导至精铜环节，长期来看铜价值中枢或持续上行。

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

美联储货币周期切换提振铜金融属性。矿山老化、水资源短缺、缺电、前期资本投入不足、资源国政策收紧，供应端的种种干扰促使市场预期铜矿供应放缓或提前催化，连续下跌的精矿加工费也佐证了原料紧缺的现实，原料紧缺已然传导至精铜环节，基本面预期也从供应过剩转向至紧平衡，这将在中期支撑铜价中枢的上行。而当下国内的消费并不理想，库存超预期累积，高铜价压制下游需求明显受抑，铜价目前大涨停留在炒作预期阶段，后续需要消费的进一步验证。目前可能受资金博弈影响短线剧烈震荡，保持逢低买入的操作思路，谨慎追多。

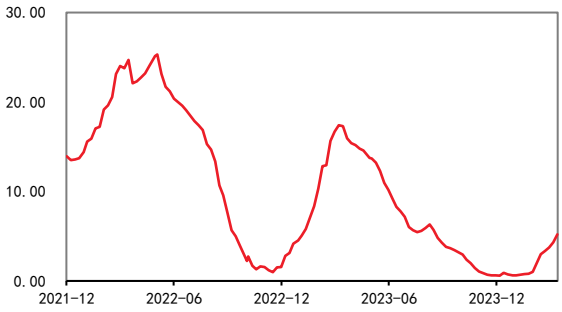
3 铜期货现货数据

图表 12：长江有色铜价



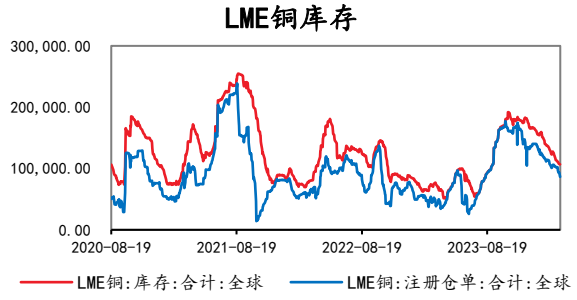
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 13：上海保税区铜库存



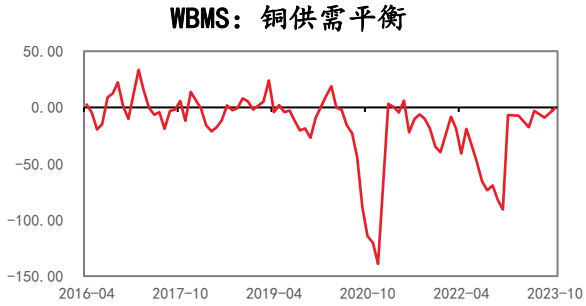
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 14：LME 铜库存



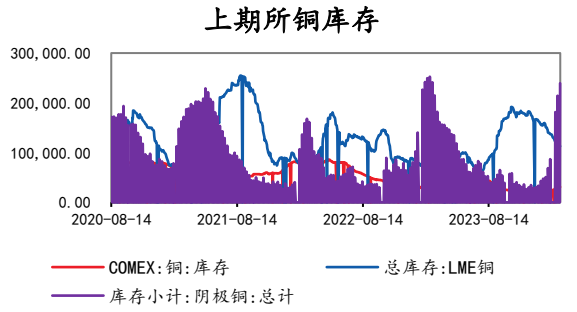
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 15：WBMS 供需平衡



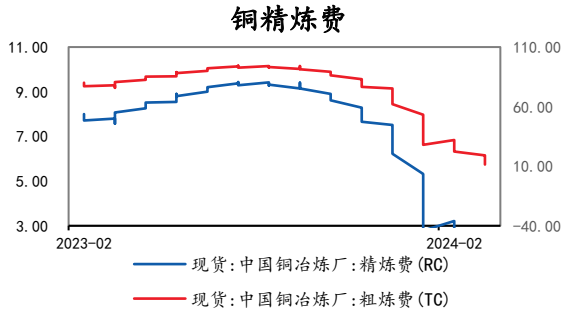
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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，3 月镀锌板块开工不及预期，开工率处于历史低位，且镀锌板价格在黑色系带动下有所下降。氧化锌和锌合金板块开工较好，下游板块强弱分化明显。从现货端来看，锌价上涨后下游承接力度较弱，贸易商虽有挺价情绪，但下游企业在锌价上涨后观望情绪浓厚。据 SMM 调研了解，铁塔企业原料库存在 3 天左右刚需为主，下游囤货意愿偏弱，现货端整体偏弱运行。2024 年，国内房地产行业仍处于艰难磨底阶段，从恒大，碧桂园等著名房企暴雷到万 科债务延期，房地产新开工和销售表现疲软。2024 年，1-2 月房地产投资累计增速下降 9% ，前值下降 9.6%，跌幅小幅收窄。新开工面积累计同比扩大 9.3 个百分点至下跌 29.7%。而随着“保交楼”政策进入尾声，房地产竣工面积累计同比下降 20.2%，环比上个月巨幅回落，跌至 16 个月的低位。

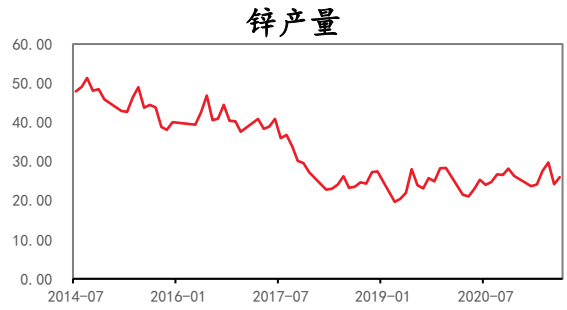
2 总结

矿紧锭松的格局短期内难以改善，TC 下行后部分炼厂 总体利润已经开始倒挂，倒逼冶炼减产只是时间问题。初端企业开工均恢复正轨，终端订单延续分化。下游高价接货情绪不佳，现货延续小幅贴水，且受部分进口锌锭补充影响，社会库存延续增加且已较去年同期略高，前期库

存绝对量低位的支撑逻辑减弱。消费不及预期，且价格高位，或有回调，或以震荡思路为宜。

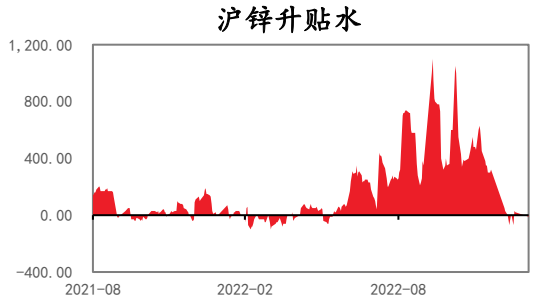
3 锌期货现货数据

图表 18：锌产量



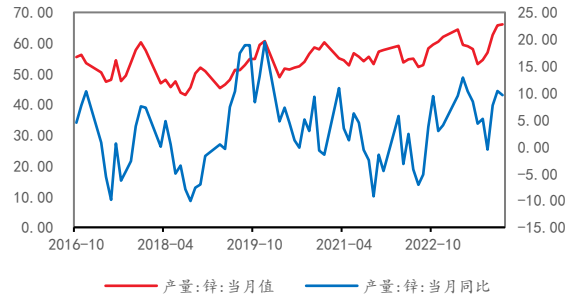
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 19：锌升贴水



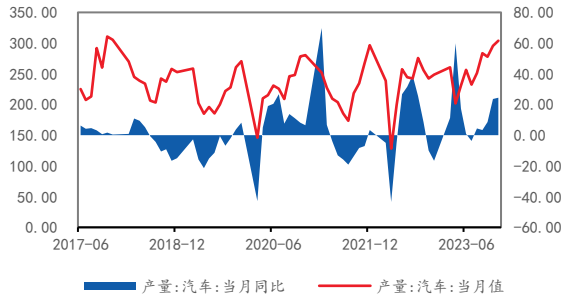
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 价格是反弹还是反转？

上周钢材库存终于迎来了拐点，社会库存和工厂库存由增转降，也给市场带来了久违的利多消息。

不仅如此，从最新公布的 1-2 月钢材的出口数据来看，钢材外需依旧强劲，今年年 1-2 月中国累计出口钢材 1591.2 万吨，同比增长 32.6%。1-2 月中国累计进口铁矿砂及其精矿 20945.2 万吨，同比增长 8.1%。在去年高基数之下，钢材出口依旧维持这 2 位数的增长，远超市场预期。

尽管如此，我们认为目前钢价的上升是属于反弹，而非反转。下游需求的复苏依旧没有超出季节性的变化规律。此外，从整体来看，钢材市场供应过剩的基本格局没有发生改变。供应过剩之下，钢厂卷价格、卷出口常态，还需要花钱购买高价原料。

我们认为本轮价格 – 原料的螺旋下跌模式还没有打断的迹象，长期下跌的趋势没有发生改变。

3 复工复产加快 但整体偏弱

春节后连续五周下降之后，铁水产量小幅回升，钢厂逐步复产，但变化依旧低于季节性。

上周全国高炉产能利用率回落、电炉产能利用率回升、钢材产量下降，国内 247 家钢厂高炉产能利用率为 82.8%，环比+0.2%，同比-6.5%，91 家电弧炉产能利用率为 51.9%，环比+0.3%，同比-9.6%，五大品种钢材周产量为 848.3 万吨，环比-0.1%，同比-11.6%；日均铁水产量略增 0.6 万吨至 221.4 万吨。

在库存方面，上周五大品种钢材周社会库存为 1709.3 万吨，环比-2.9%，同比+13%，钢厂库存为 731.5 万吨，环比-2%，同比+21%；钢材总库存有增转降，环比-2.6%，下游需求复苏加快，但依旧较往年慢。

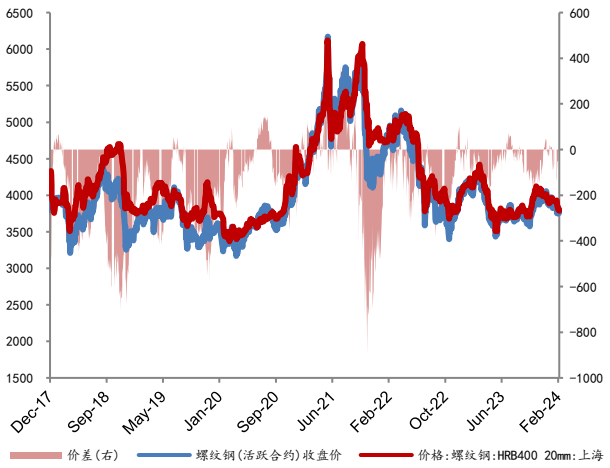
从消费情况来看，上周种钢材周表观消费为 913.5 万吨，环比+10%，同比-8.7%，其中螺纹钢周表观消费 246.4 万吨，环比+16%，同比-23.6%

3 小结

上周钢材价格触底反弹，螺纹主力周涨幅 3%，铁矿主力周涨幅 6.1%。空头的大规模离场是价格上涨的主要动力，此外钢材下游基本面的边际好转也带动情绪走向乐观。尽管如此，我们认为上周属于反弹而不是反转，钢市供强需弱的基本格局没有发生改变，目前不是抄底的时机，依旧可以关注反弹后空头配置的机会。

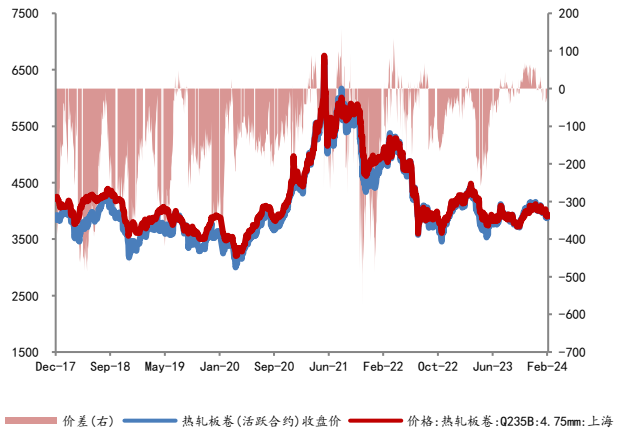
4 钢材期货现货数据

图表 22：螺纹期现价差



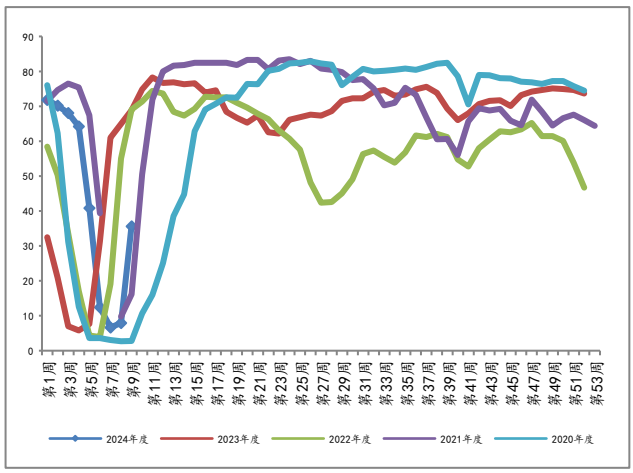
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 23：热卷期现价差



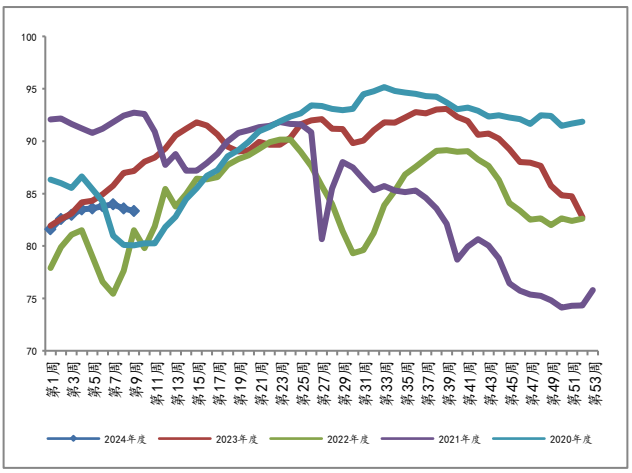
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 24：85 家独立电弧炉钢厂：开工率：中国（周）



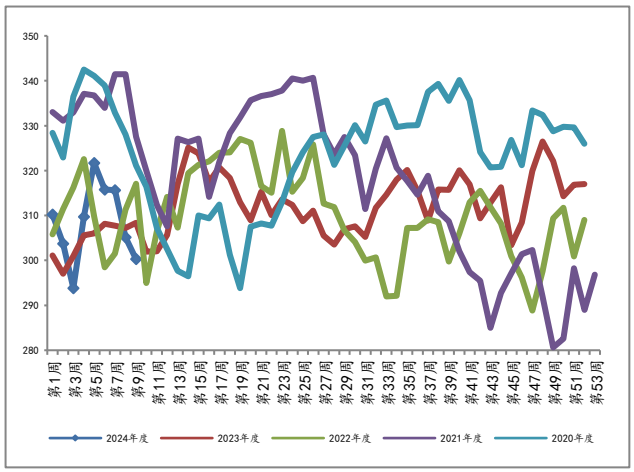
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 25：247 家钢铁企业：高炉产能利用率：中国（周）



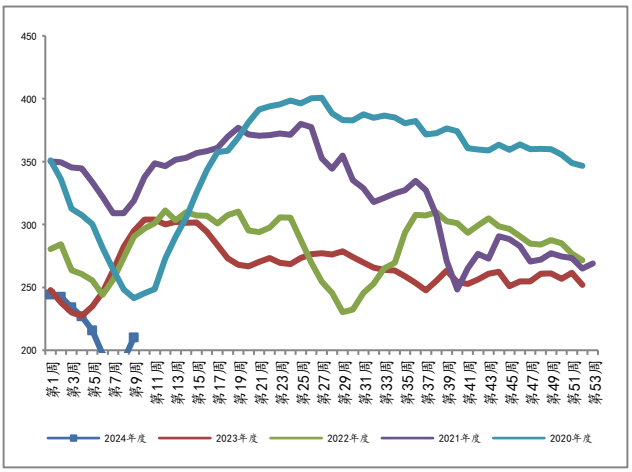
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 26：螺纹钢：建筑钢材钢铁企业：实际产量（周）



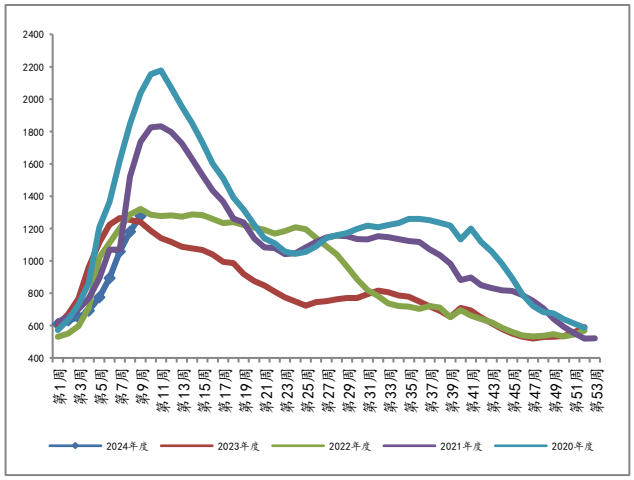
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 27：热轧板卷：钢铁企业：实际产量：（周）



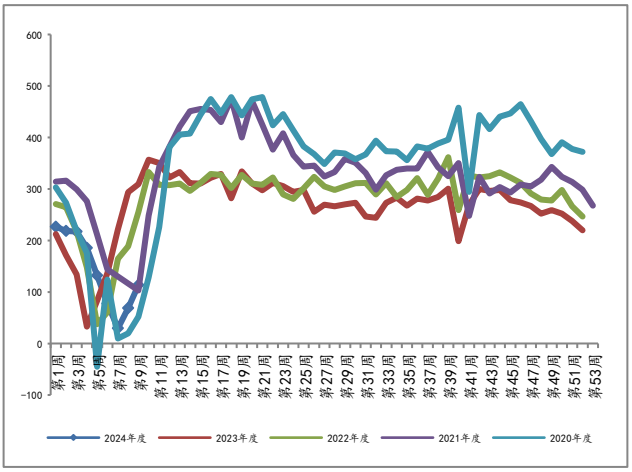
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

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 机构普遍谨慎看涨

近期，国际原油价格位于震荡区间上沿，并有向更高位突破迹象。业界普遍抱有共识，OPEC 及其盟友在今年剩余时间里将继续保持限产，而 5-6 月北半球夏季消费高峰期即将到来，原油市场将重新达到平衡。以上述供需预期为前提，国际能源署 IEA 认为，原油市场将进入紧张状态乃至出现短缺，这一情形或将贯穿 2024 年，该机构修正了早些时候曾预测的供应过剩局面。此外，助推油价上涨的短期因素还包括，美国 EIA 库存数据意外下滑，乌克兰袭击俄罗斯炼油厂等。不过鉴于市场对非 OPEC+产量增长，以及亚洲需求后劲不足的担忧，可能会影响走势进一步上涨的节奏，但未来数月油价重心仍有一定抬升空间。

2 利空消化供需改善

原油基本面阶段性利空因素出尽，市场开始反映未来转向紧平衡的预期。

自 2020 年 5 月以来，国际原油价格重心较前些年显著抬升，其主要原因是 OPEC+始终坚持减产，将原油供应维持在较低水平，目前这一措施将继续延长至二季度。近两年来，美国页岩油产量逐渐回升并刷新历史高位记录，但业内普遍认为今年增速将显著放缓。考虑到俄罗斯、伊朗等在灰色市场上销售的原油增长面临瓶颈，上半年全球原油总供应量有望保持克制。

一季度北半球油品消费处于传统淡季，后期随着气温回暖，汽油等燃料消费将逐渐恢复，美国和国内炼厂开工率均呈触底回升态势，预计原油加工需求将开始季节性增长。全球经济复苏不均衡、节奏迟滞，尤其是制造业表现低迷，虽然美国通胀水平已经受控，但降息预期大幅推迟，宏观层面中性偏空。

整体来看，原油市场当前处于一年中压力较大的时期，5 月开始供需平衡将有望进一步改善，中东地缘政治存在升级的风险，油价重心在震荡中或仍有上升空间。

3 中美炼厂集中春检

下游方面，北半球主要炼厂仍多受集中检修影响，整体开工率位于一年中的低谷。中国主营炼厂的裂解利润有所回升，但地方独立炼厂负荷连续环比下降，4 月部分国内炼厂即将进入春季检修期，影响原油加工需求的释放。北美炼化行业在运营节奏上通常比国内早一两个月，随着天气逐渐转暖和炼厂年检结束，对原油的需求将有显著提升，只是美联储限制性的利率政策仍对终端消费有所打压。油品出口大国俄罗斯的情况比较特殊，今年因乌克兰无人机袭击而关闭的炼油产能累计达 460 万吨，约占总产能的 7%。近期乌克兰对俄罗斯炼油设施的袭击愈加频繁，一方面影响原油炼化需求，另一方面导致成品油供应受限。展望后市，在夏季出行高峰期到来之前，原油市场需求端回暖是有限的，但年中以后传统旺季叠加美联储降息预期或将落地，将刺激油价走势保持强劲。

4 高频数据支持去库

近期原油市场高频数据持续向好，三大机构数月以来首次给出一致的去库预期，二季度供需收紧预期有望支撑原油价格偏强运行。

EIA 最新数据显示：截至上周，美国商业原油库存减少 195.2 万桶，降幅为今年 1 月以后最大；汽油库存减少 331 万桶，前值减少 566.2 万桶；精炼油库存增加 62.4 万桶，前值增加 88.8 万桶；美国战略石油储备库存增加 75 万桶至 3.623 亿桶，升至去年 4 月以来最高。值得注意的是，美国原油出口量大幅增加 173.4 万桶/日至 488.1 万桶/日，这主要是俄乌战争改变局域原油贸易流向所致。

就短期而言，EIA 数据去库虽然符合预期，但在国际油价冲高之后，成品油难以匹配原油的强势表现，体现在欧美市场裂解价差走弱。我们初步认为，炼厂检修结束和消费旺季到来之前，原油走势维持高位震荡盘整，多头信心较为充足。

5 战略储备回购启动

虽然 3 月仍处于原油市场季节性累库阶段，但 EIA 高频数据显示目前没有太大的库存压力，美国将持续回补战略原油储备，这样又额外增加了原油采购需求。美国能源部长在剑桥能源周上表示，到 2024 年底，美国战略原油储备规模将恢复到两年前大规模抛售前的水平或者更高。回顾俄乌战争爆发导致油价飙升后，美国拜登政府曾宣布将释放 1.8 亿桶原油，这是史上最大规模的 SPR 出售，此后战略储备降至 80 年代以来低位。但由于 2022 年国会授权的销售此前被取消，使得 2024-2027 年本应出售的另外 1.4 亿桶原油得以保留，成为近期 SPR 回升的一部分原因。截至最近，美国战略原油储备规模为 3.62 亿桶，而 2022 年 3 月抛储前高达 5.65 亿桶，这意味着未来美国将从市场上采购超过 2 亿桶原油。美国能源部未提供今年收储的具体数量，业界估计到年底将大约补充 4000 万桶原油，回购的目标价格在 79 美元桶以下，这也从侧面指出后续原油走势预期偏强。

6 高位区间震荡蓄势

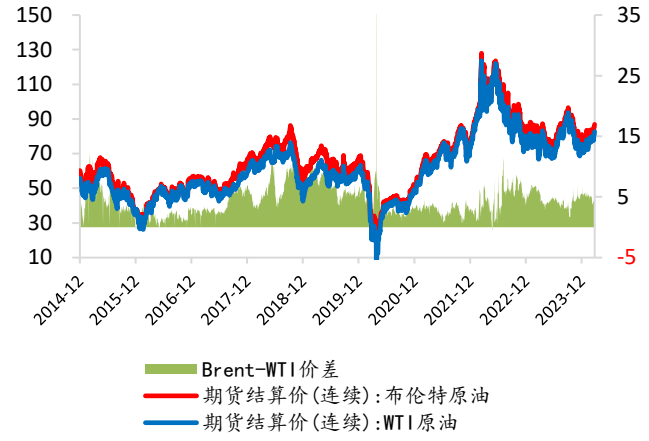
国际原油市场多空因素交织，交易者仍在反复评估权衡。一方面，供应端维持减产的确定性增强，支撑油价在相对高位震荡偏强；另一方面，在美国降息节奏不确定的背景下，全球经济复苏难以形成共振，需求端仍缺乏强力驱动，令油价进一步向上突破的难度较大。

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。

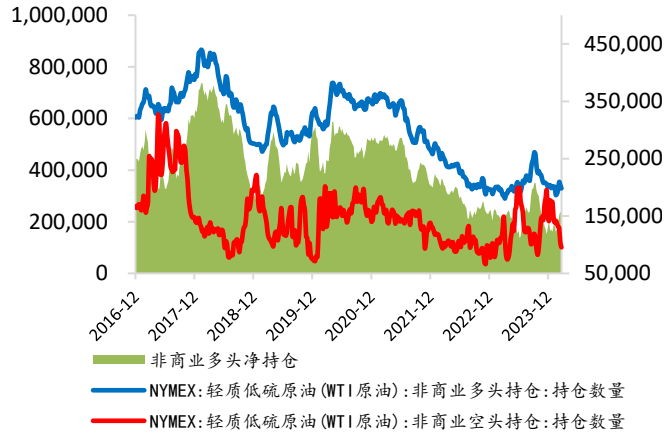
7 原油期现数据

图表 30：国际原油期货价格



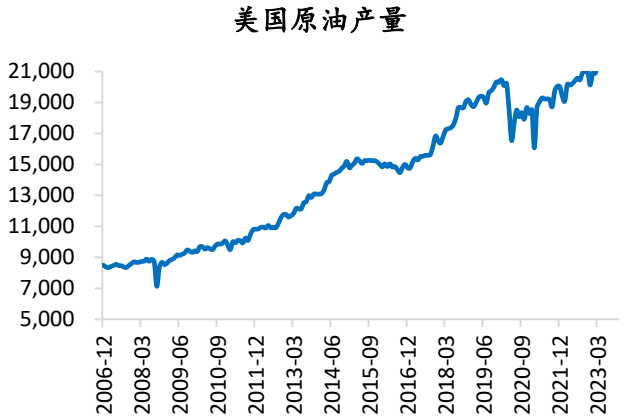
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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



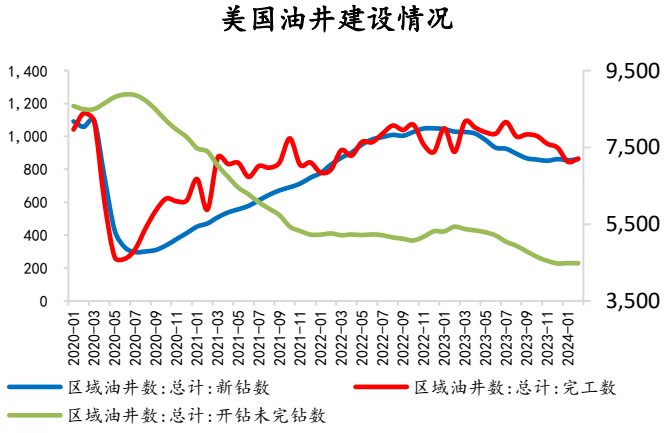
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 33：沙特原油产量



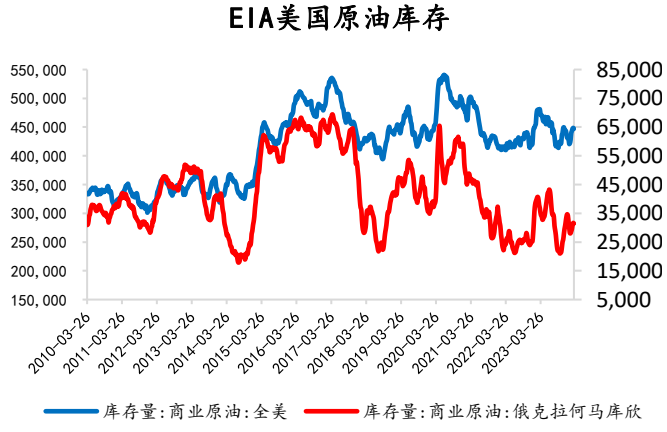
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 34：美国油井建设情况



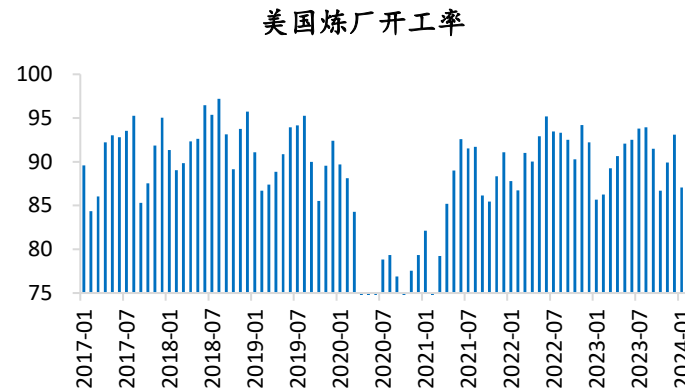
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 35：EIA 原油库存



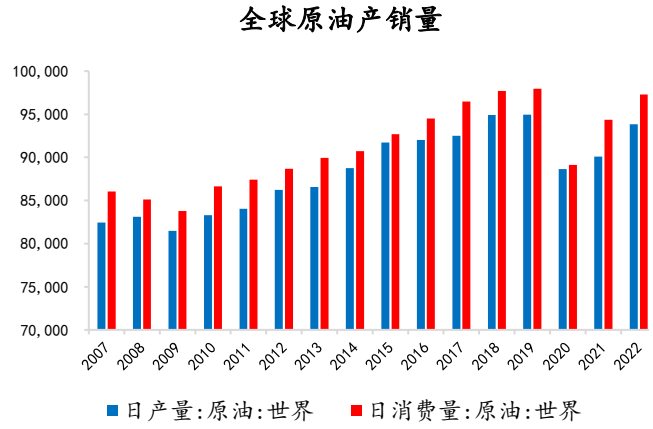
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 利多因素积聚推涨

近期，沪胶价格意外表现强势，市场情绪罕见地逆季节性转向多头，这是基本面多因素共同作用的结果。

目前天然橡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 机构展望偏向乐观

ANRPC 最新发布的报告显示：2024 年 2 月全球天然橡胶产量料降至 99.5 万吨，同比微幅减少 0.1%，环比上月下滑 20.5%；1-2 月产量较上年同期增加 0.6%至 224.6 万吨。2024 年 2 月全球天然橡胶消费量料降至 115 万吨，同比减少 10.6%，环比上月下滑 10.9%；1-2 月消费量较上年同期增加 8.5%至 244 万吨。ANRPC 预测：2024 年全球天然橡胶产量将增长 1.5%至 1450.8 万吨，其中，泰国-0.5%、印尼-5.1%、马来西亚+2.9%、越南+2.9%、中国+4.2%、印度+6%、其他国家+7.3%。2024 年全球天然橡胶消费量将增长 4%至 1582.6 万吨，其中，中国+7.1%、马来西亚+45.4%、印度+3%、泰国+1%、印尼+2.9%、越南+6%、其他国家-3.8%。

尽管对经济和需求前景的长期担忧挥之不去，但当前节点上天然橡胶结构性紧张是事实，叠加国际局势中各种不确定性因素，令市场情绪罕见地转向多头。

3 现货压力显著减轻

日前泰国农业及合作社部表示，泰橡胶局收报的天然橡胶价格最高（烟片胶）已经超过 90 泰铢/公斤，达到过去 7 年以来的最高水平，预计短期内仍将保持上涨趋势。产地橡胶报盘大幅攀升，固然有低产期的季节性因素，但主要交易的是减产预期。

2023 年底到 2024 年初的上一轮割胶旺季，主产国产出不及预期，造成出口货源减少。1 月泰国天然橡胶（含乳胶、烟片胶、标胶、混合胶、复合胶及其他）出口量合计 32.91 万吨，环比下降 7.36%，同比减少 24.34%，其中主要出口至中国的混合胶减量最为显著。

由于国内天然橡胶市场高度依赖进口，船期到港入库不及下游提货出库，令青岛地区库存出现边际去化。截至 3 月中旬，青岛地区天然橡胶一般贸易库库存 41.73 万吨，环比下滑 2.51%；青岛保税区内库存 12.61 万吨，环比下降 2.63%；青岛天然橡胶社会库存 54.34，较上期减少 1.42 万吨。

由此可见，国内橡胶现货供应压力明显减轻，短期市场情绪转多确实是有依据的。

4 终端需求刺激政策

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%。

政策方面，国务院印发《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》的通知，其中明确提到开展汽车以旧换新，加快淘汰国三及以下排放标准营运类柴油货车。未来这一政策的实施将刺激乘用车尤其是重卡销量，以及相应的橡胶轮胎配套，对于平淡的橡胶需求无疑是一剂强心针，但具体措施仍有待明确和进一步解读。

5 顺应产业季节规律

一句话总结，泰国供应处于淡季而中国需求处于旺季，本轮天然橡胶结构性行情具有一定基础，其强度和持续性超过单纯的题材炒作。

从产业情况来看，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，到 5 月前后会迎来新季开割，原料供应尚存在不确定性。如果天气物候适宜，割胶进程顺利，新胶上量明显时，减产预期将会被证伪。

按照历史经验，对于沪胶这一传统空配品种而言，利空出尽是利多的逻辑有待商榷，期现非标基差扩大到一定程度，则为产业资金非标套利提供条件，宜关注 9 月合约逢高沽空的机会。

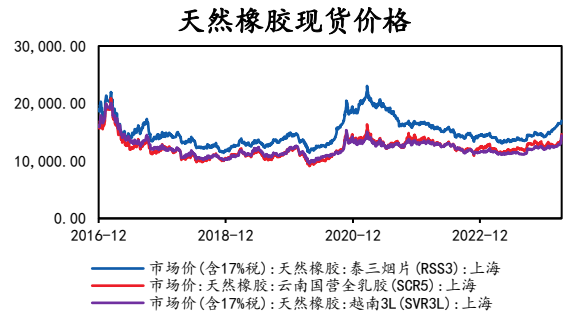
6 震荡筑底重心抬升

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，现阶段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。

7 橡胶期现数据

图表：天然橡胶现货价格



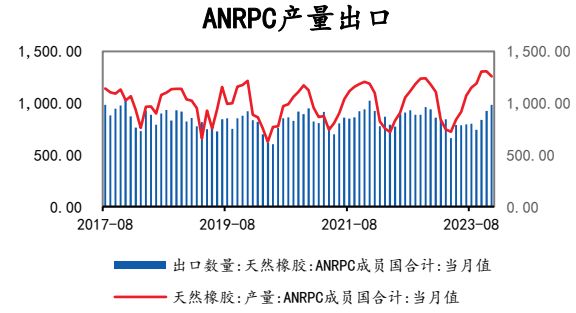
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 38：合成橡胶价格



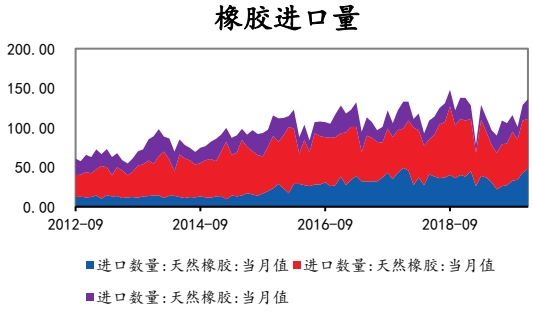
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 39：ANRPC 产量出口



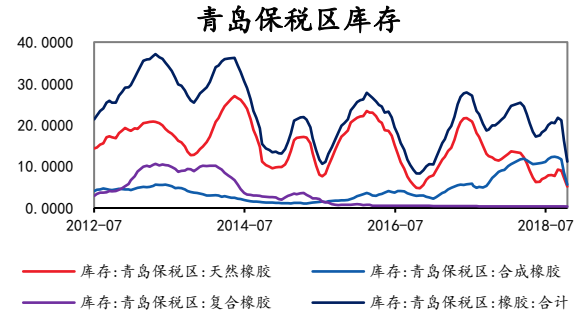
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 40：橡胶进口量



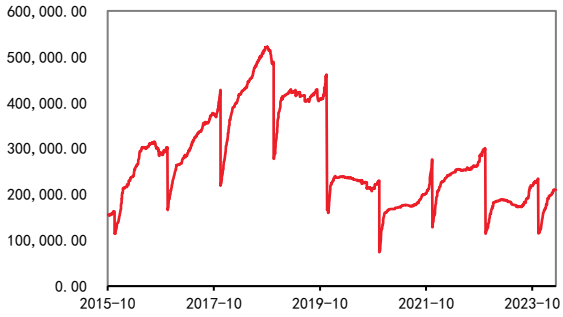
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 41：青岛保税区库存



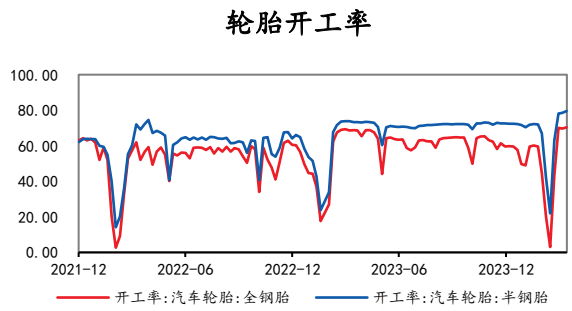
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 42：上期所注册仓单



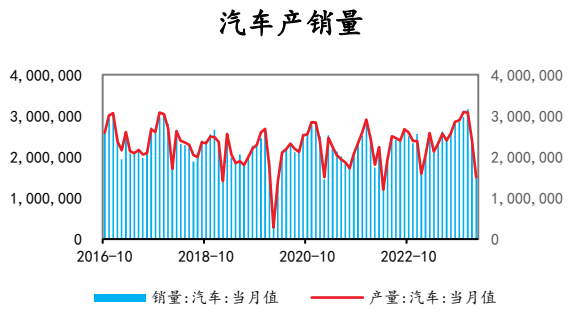
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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：美豆震荡上行，国内油粕强势反弹

1 外部豆类市场分析

巴西大豆收割过六成，机构评估的产量存差异

根据农业咨询公司 AgRural 发布的报告，截至 3 月 14 日，巴西大豆收割率达到 63%，比前一周提高了 8 个百分点，略高于去年同期的 62%。该机构预估的巴西大豆产量为 1.477 亿吨，较 1 月预估的 1.501 亿吨下滑，原因是此前主产区作物单产受到了恶劣天气的影响。农业咨询公司 Safras & Mercado 预计巴西大豆产量为 1.486 亿吨，较 2 月预测值下调 0.32%，较上年创纪录的 1.578 亿吨低 5.8%。美国农业部在 3 月报告中下调巴西大豆产量至 1.55 亿吨。尽管巴西大豆产量低于去年，但仍处于历史偏高水平，并且由于阿根廷大豆强势增产，全球远期大豆供应保持宽松格局。

美国 2 月大豆压榨量好于预期，出口销售回暖

美国全国油籽加工商协会（NOPA）周一发布的月报显示，美国 2 月大豆压榨量为 1.86194 亿蒲式耳，为历年同期最高水平，环比增加 0.2%，同比增幅达到 12.6%。美国国内需求保持旺盛，部分缓解了美豆出口低迷对价格的影响。美国农业部公布的周度出口销售报告显示，截至 3 月 14 日当周，美国大豆出口销售合计净增 49.43 万吨，处于市场预估区间。本周有出口商向美国农业部报告向未知目的地出口销售了 12 万吨大豆，这是自上月底以来的首次大单出口报告，美国大豆出口有回暖迹象。

马来西亚棕榈油出口增加，产量增幅待确认

调查机构发布的数据显示，马来西亚 3 月 1-20 日棕榈油出口环比增幅在 7.4%-16.3%，出口增速好于 3 月上半月。马来西亚棕榈油出口回升提振买盘情绪，而近日俄乌冲突升级导致敖德萨港口设施受损，市场对黑海地区粮油出口的担忧也是推升本轮油脂强势上涨的原因之一。另外，南部半岛棕榈油压榨商协会（SPPOMA）发布的数据显示，3 月 1-20 日马来西亚棕榈油产量环比增加 22.4%。市场在等待马来西亚棕榈油协会（MPOA）的产量数据加以确认。从目前机构给出的数据看，尚难判断 3 月底库存变化，马来西亚通常从 3 月开始进入棕榈油产量旺季。

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。

大豆压榨量下降，国内豆粕库存快速回落

2、3 月份通常是国内大豆季节性到港淡季，国内油厂因进口大豆供应不足，存在停机等豆现象。部分油厂挺价限提，豆粕库存在近几周明显下滑，统计显示，截至 3 月 15 日，国内主要油厂豆粕库存为 57 万吨，周度下降 12 万吨。美豆反弹进一步刺激市场看涨情绪，下游需求端担心后续断货，贸易商采购积极性提高，带动豆粕近远月成交均放量，推动豆粕价格持续反弹。目前生猪市场也出现了淡季上涨情况，集团厂、散户纷纷压栏，二次育肥积极入场，出栏体重走高，对豆粕消费也形成一定利好。整体来看，阶段性供应紧张中短期还将持续，对豆粕价格保

持坚挺仍有支撑。

棕榈油因高成本低库存受到资金爆炒

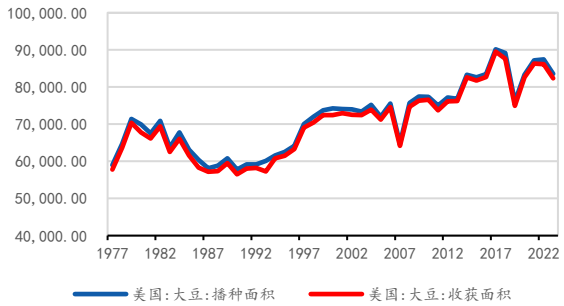
受产地棕榈油价格强势上涨影响，国内棕榈油进口成本大幅提高，进口利润倒挂程度加深，企业进口积极性下降，2024 年 1-2 月棕榈油进口量总计为 39 万吨，同比下降 37.3%。截止 3 月 21 日，棕榈油进口成本为 8804 元/吨，较上周增加 121 元/吨，而进口利润为负 244 元/吨，较上周回升 149 元 /吨。从目前船期跟踪情况看，进口利润低迷导致 3、4 月份船期买船依然偏少，棕榈油去库周期至少要持续到 4 月末。据中国粮油商务网监测显示，截止上周末，国内三大食用油库存总量为 195.77 万吨，周度下降 3.88 万吨，三大油脂库存均不同程度下降。其中食用棕榈油库存为 52.9 万吨，周度下降 0.54 万吨，降幅明显收窄，有趋稳迹象。随着国内棕榈油低库存得到改善，以及棕榈油性价比下降，资金对棕榈油的炒作情绪也将降温。

3 油脂油料市场展望

巴西大豆收割进度过六成，阿根廷大豆即将进入收割期，南美大豆整体增产格局已经确定。随着南美天气窗口收窄，此时的阿根廷过度降雨引发的天气炒作已经不具有持续性。美国农业部将于 3 月 28 日公布种植意向报告，目前美豆 11 月合约和玉米 12 月合约比值约为 2.54，美国农民种植大豆的收益高于玉米。无论是美国农业部二月展望论坛给出的数据还是分析机构作出的评估，2024 年美豆播种面积增加的概率很大。棕榈油市场高成本低库存炒作尚未结束，但棕榈油和其他油脂价差失衡，需求替代效应将成为棕榈油反弹的重要阻力。豆粕市场冲高回落，反弹节奏有所放缓，低库存仍支持市场抗跌。豆一期货市场在反弹到企业收购价格水平后，跟涨动力明显下降，在自身供过于求和进口大豆拍卖压力下进入主动调整状态。

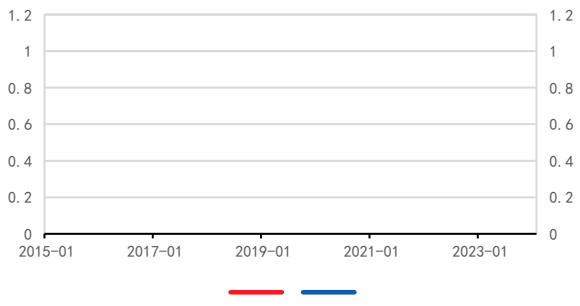
4 油脂油料市场主要数据

图表 45：美国大豆种植收获面积



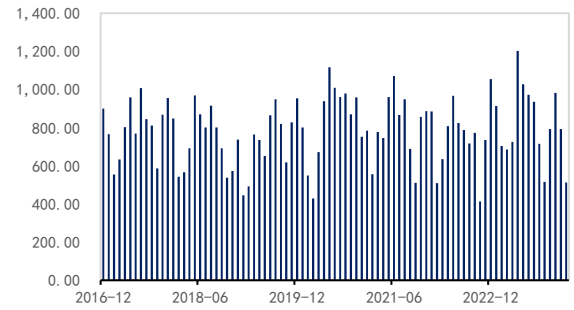
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 46：国内生猪存栏量



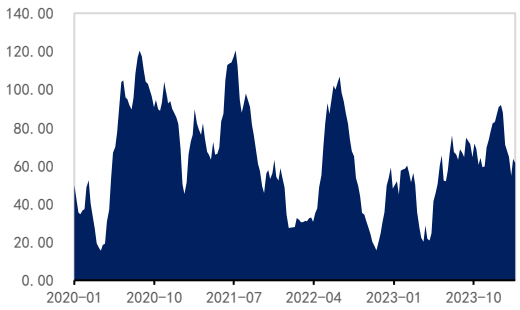
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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