# 中金财富期货策略周报（2024 年第 13 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：**我们两周前已经强调，对于因金融属性而大幅上涨的海外定价工业品，我们应该承认短期基本面对价格的影响已经不大重要，尊重盘面和情绪是基本操作。这个策略在上周可以有效应对超预期行情的影响。对于卖保的企业而言，部分有色金属品种的大幅上扬，正在制造较好的卖保机会，但是需要等待这波情绪充分释放之后。

**股指期货：**我们之前强调，四月份的业绩考对指数造成较大压力，但是周末的国九条为资本市场长期发展指明了道路，建议积极关注指数调整企稳之后的买入机会。

**铜：**在流动性宽松预期的背景下，有色金属价格整体偏强势。矿端延续偏紧局面，供应增速或放缓，4 月国内冶炼企业逐步开启传统检修，产能释放受限。下游由于此前高铜价的影响，原料库存消耗较快，4 月存在被动补库的需求。在流动性宽松预期的背景下，有色金属价格整体偏强势。在宏观面与基本面的共振下，资金面继续主导盘面，铜价更是首当其冲走势一路高歌，顺势而为，维持多头思路对待。

**锌：**供应端锌精矿年度加工费落地 165 美元/吨，相较于去年同期降幅高达 40%。低加工费之下国内 3 月产量下滑，3 月国内精炼锌产量环比增加 0.53 万吨至 50.79 万吨同比下降 8.78%。4 月云南、河南及广西地区炼厂有减产预期，初步估计涉及产能达 33 万吨减产预期持续发酵。终端需求略显疲软，下游未见明显改善，3 月钢材价格大幅下行，镀锌厂利润不佳，市场信心不足。市场情绪大幅转好，轮动效应下，预计锌价偏强震荡为主。

**钢材：**上周，钢材价格继续反弹，原料价格的支撑是反弹的主要的支撑力。美国 3 月通胀再次高于预期，已经是连续第三个月超出市场预期，美联储 6 月降息的希望破灭，以黄金为首的美元资产大幅上涨，铁矿作为外盘定价的美元资产也逆势跟涨。当前钢市出于金三银四的需求旺季，下游需求正边际好转，进一步助力市场情绪向好。我们认为从基本面的角度来看，钢市的真实需求同比还在恶化，但从宏观和情绪的角度来看，短期走势还会偏强。

**原油：**国际原油市场表现为弱现实强预期，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：**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。

**油脂油料：**随着南美大豆丰产预期逐步兑现和天气窗口持续收窄，市场的关注点将转向美国春季大豆播种。美国农业部月度供需报告释放利空信息，MPOB 月报即将公布，马来西亚棕榈油等待新指引。产地棕榈油步入增产周期，二季度国内新增棕榈油买船将显著回升。4-6 月进口大豆月均到港量预计在 1000 万吨左右，油厂开机率提高改善豆油供给形势。国内油脂库存回升态势将进一步延续，棕榈油相对于其他油脂的过度升水需要修复，油脂市场整体进入震荡调整模式的概率在增加。当然，目前国际地缘政治形势错综复杂，不排除突发因素对油脂市场运行节奏造成干扰。美豆连跌令成本驱动增强，豆粕市场反弹受阻震荡跟跌，但受南美升贴水走高和国内刚需提振仍较美豆抗跌。豆一期货市场在反弹到企业收购价格水平后，上涨动力明显下降，在自身供过于求且缺少现货和政策支撑下，反弹空间持续受限，震荡僵局尚难打破。

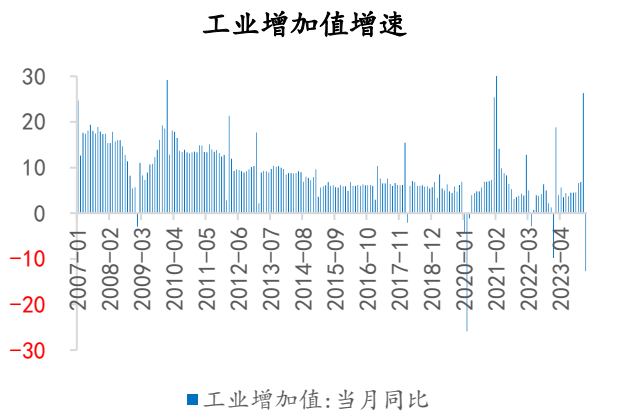
# 目录

周度策略：黄金延续强势，外围定价品种金融属性加强 ..... - 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 四月仍是观察期 ..... - 7 -
3 维持宽松，资金分层现象显著缓解 ..... - 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 美国通胀预期再起 ..... - 16 -
2 下游需求持续萎缩 ..... - 16 -
3 政策利好有望延续 ..... - 16 -
4 复工复产加快 但整体偏弱 ..... - 17 -
6 钢材期货现货数据 ..... - 17 -
原油 ..... - 20 -
1 多重因素推涨油价 ..... - 20 -
2 俄乌战争收紧供应 ..... - 20 -
3 需求增速意外调降 ..... - 20 -
4 密切关注地缘政治 ..... - 21 -
5 联储降息预期延后 ..... - 21 -
6 高位区间震荡蓄势 ..... - 21 -
7 原油期现数据 ..... - 22 -
天然橡胶 ..... - 24 -
1 减产周期早期阶段 ..... - 24 -
2 利润亏损产能出清 ..... - 24 -
3 天气干旱影响开割 ..... - 24 -
4 需求存在淡季预期 ..... - 25 -
5 港口库存季节高位 ..... - 25 -
6 震荡筑底重心抬升 ..... - 25 -
7 橡胶期现数据 ..... - 26 -

油脂油料：美豆承压回落，国内豆类市场弱势跟跌 ..... - 29 -
1 外部豆类市场分析 ..... - 29 -
2 国内豆类市场分析 ..... - 29 -
3 油脂油料市场展望 ..... - 30 -
4 油脂油料市场主要数据 ..... - 30 -

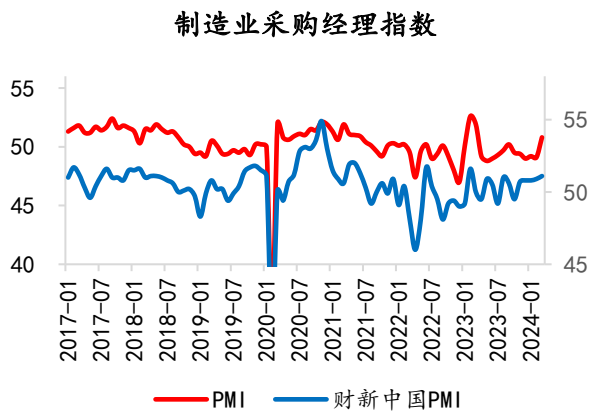
## 重要经济指标概况

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



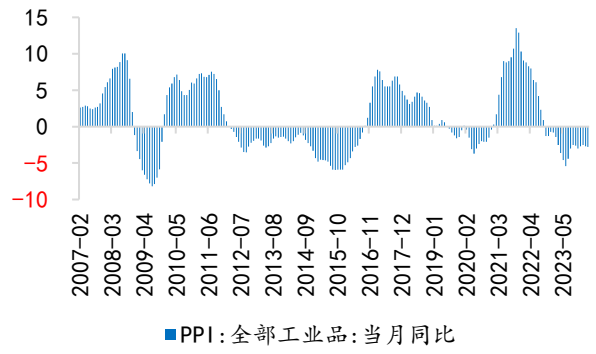

资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 3：中国居民消费价格指数



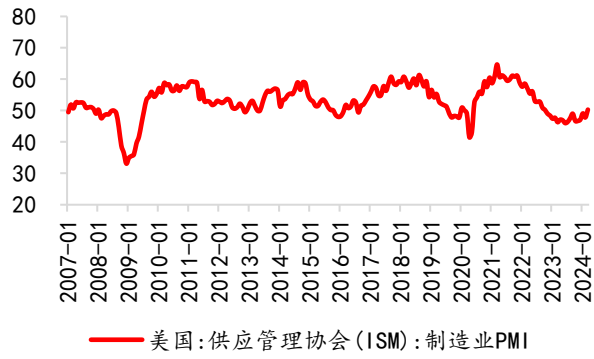

资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 4：中国工业生产者出厂价格指数



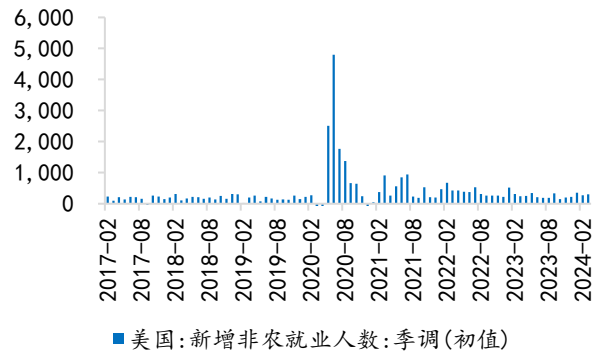

资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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：黄金延续强势，外围定价品种金融属性加强

我们上周强调，当前商品市场中最耀眼的品种就是黄金。目前国际金价依然在不断刷新历史新高。金价的上扬将国际定价的大宗品种推上一个新的高度，甚至内盘定价的工业品也摆脱了地产疲弱的束缚。目前的市场，适合多观察情绪，暂时淡化基本面对行情的影响。

### 美元类资产表现，对短期走势影响较大

我们之前强调了美元类资产集体历史新高这个历史背景。至此，这个因素已经成为近期主导大宗走势的最核心因素。

以美股为例。

截止 2024 年 4 月 11 日，当前美股标普 500 指数的市盈率和市净率分别在 25.8 倍和 4.7 倍，分别处在历史分位数的 93.3%（1954 年至今）和 95.1%（1990 年至今）。从估值指标看，当前美股处在明显的高估状态。市盈率指标等于市值除以上市公司盈利，有时候会受分母盈利的异常波动影响较大，典型情况就是在经济衰退期，企业盈利很差，此时即使股价不高也会出现市盈率指标很高，典型情况如 1991 年、2009 年等，都是出现在经济衰退过程中。市净率则受影响较小，因此如果市盈率和市净率同时很高，则更能说明股票资产价格处在高估位置，历史上最典型的高估状态是在 2000 年和 2021 年。当前标普 500 指数市净率已经与 2000 年和 2021 年时高点接近，市盈率低于 2021 年时（主要因为 2021 年疫情后分母盈利较低），但也与 2000 年时水平相去不远。

*图表 1：标普 500 市盈率估值水平*




*资料来源：世界黄金协会，中金财富期货*

### 出口走弱，需求仍待强化

按美元计价，3 月单月，我国进出口总值 5008.1 亿美元，同比下降 5.1%。其中，出口 2796.8 亿美元，同比下降 7.5%；进口 2211.3 亿美元，同比下降 1.9%；贸易顺差 585.5 亿美元。一季度来看，我国货物贸易进出口总值 1.43 万亿美元，同比增长 1.5%。其中，出口 8075 亿美元，同比增长 1.5%；进口 6238.4 亿美元，同比增长 1.5%。

按人民币计价，3 月，我国货物贸易进出口总值 3.56 万亿元人民币，同比下降 1.3%。其中，出口 1.99 万亿元，同比下降 3.8%；进口 1.57 万亿元，同比增长 2%；贸易顺差 4158.6 亿元。一季度来看，我国货物贸易进出口总值 10.17 万亿元，同比增长 5%。从规模看，历史同期首次突破 10 万亿元；从增速看，创 6 个季度以来新高。

汇率以及基数原因是出口数据变化的重要原因。出口以美元计价同比-7.5%，对照汇率看，去年 3 月汇率是 6.9，今年是 7.2 以上，影响在 5%左右。以 RMB 计价的出口，同比-3.8%，也存在基数原因，去年 1-2 月出口相对低迷，出口大幅下滑，但是去年 3 月集中交付导致单月+14.8%，这种高基数对今年 3 月出口有明显影响，这对出口数据有一定影响。

但是，剔除这些因素，3 月份的出口数据显示外需回升也较为波折，从稳增长的角度看，政策仍需加力。

**策略上跟随为主**

我们两周前已经强调，对于因金融属性而大幅上涨的海外定价工业品，我们应该承认短期基本面对价格的影响已经不大重要，尊重盘面和情绪是基本操作。这个策略在上周可以有效应对超预期行情的影响。对于卖保的企业而言，部分有色金属品种的大幅上扬，正在制造较好的卖保机会，但是需要等待这波情绪充分释放之后。

# 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 | 4 月 12 日 | 中央财政将和地方政府联动，推动汽车、家电等耐用消费品以旧换新 | 。欧元区 2 月 PPI 环比下降 1%，为去年 5 月以来最大降幅 | 欧央行可能率先降息 |
| | 4 月 10 日 | 欧央行如期维持利率不变，发出更明确“降息”信号 | 预计到 6 月降息 19 个基点，年底前降息 73 个基点。 | 欧央行政策基本面跟随美联储 |
| 数据 | 4 月 12 日 | 中国 3 月 CPI 同比增速缩窄至 0.1%，PPI 同比降幅扩大至 2.8% | 3 月 CPI 环比下降 1.0%，前值为上涨 1.0%，时隔三个月再度转跌。核心 CPI 同比上涨 0.6%，涨幅比前月缩窄 0.6 个百分点。PPI 连续第 18 个月同比下降。 | CPI 低于预期 |
| | 4 月 11 日 | 美国 3 月 PPI 同环比均低于预期，同比上涨 2.1%，为去年 4 月以来最高 | 3 月商品价格进一步下行，服务价格的增速也有所放缓。 | 美联储降息预期下降 |
| 事件 | 4 月 5 日 | 美国财长耶伦访华 | 访华取得三方面重要进展，防止双边关系无意识间走向恶化。 | 中美关系走向依然曲折 |

*资料来源：中金财富期货研究所*

## 2 四月仍是观察期

上周新房销售再度明显回落，地方专项债发行放缓，上中下游生产延续分化，水泥、沥青等需求仍然偏弱，后续经济、政策会怎么走？

基于“6 大维度”高频数据，近半月的主要变化有：一是 3 月下半月的喜变成了忧，即“新房销售环比回升、强于季节性；专项债发行加快”均有明显回落；二是上游生产分化、但绝对值仍然偏弱，中下游生产有韧性；三是沥青、水泥等生产仍弱，库存明显回升，指向基建实物工作量仍然欠佳。往后看，继续提示：鉴于当前宏观与微观尚有“温差”，未来 1-2 个月可能是经济、政策、市场预期的重要观察期，短期紧盯：1）4 月底的政治局会议，尤其是对当前经济的定调；2）已有政策的细化落地，包括超长期特别国债、PSL、专项债的细化部署与节奏，央行可能的对冲性降准，设备更新、消费品以旧换新等配套政策；3）地方“抓落实”，包括“三大工程”进展（跟踪水泥、沥青等中观指标）、大省挑大梁、地方化债等。

供给：上中下游开工分化，仍然呈现“上游弱、下游强”的特征。中上游看，近半月，247 家高炉开工率环比续升 1.4 个百分点至 78.1%，相比 2023 年、2019 年同期分别偏低 6.4、2.0 个百分点。焦化企业环比续降 1.4 个百分点至 60.5%，续创 2016 年有数据以来同期新低，主因近期焦煤价格下跌、压缩焦企利润。石油沥青装置开工率环比再降 3.5 个百分点至 28.0%，相比 2023 年、2019 年同期分别偏低 9.8、17.4 个百分点。水泥粉磨开工率环比续升 2.2 个百分点至 50.7%、仍为同期次低，升幅弱于季节规律（2018-2023 年同期均值升 6.6 个百分点），相

比 2023 年、2019 年同期分别偏低 2.4、16.4 个百分点。

下游看，汽车半钢胎开工环比回落 1.1 个百分点至 79.2%、仍为同期最高，相比 2023 年、2019 年同期分别偏高 6.0、19.4 个百分点。江浙涤纶长丝开工环比续升 0.1 个百分点至 90.4%，同比偏高 7.8 个百分点、但相比 2019 年同期偏低 8.1 个百分点。

## 3 维持宽松，资金分层现象显著缓解

资金供需方面，本周银行资金供给量有所下降。4 月 8-12 日，银行体系日均净融出 4.3 万亿元，低于前一周的 4.8 万亿元。拆分结构来看，大行日均融出 3.9 万亿，较前一周的 4.3 万亿有所下降，股份行融出小幅下降，日均融出 6500 亿+（前一周为 7000 亿+），不过较 3 月末之前持续净融入的状态已经大幅缓解。在资金供给量下滑的情况下，非银资金需求也在跟随下滑，使得银行和非银拆借资金利差进一步缓解。五类主要非银机构日均净融入资金 5.4 万亿元，较前一周的 5.6 万亿元有所下滑，这其中主要是理财、保险融入在下滑。在当前资金供给方仍然充裕的情况下，非银机构主动降杠杆，使得银行和非银资金利差进一步缩窄。

票据市场：大行持续买入票据，1M 票据利率上行。

4 月 7-12 日，1 个月票据利率上行，3 个月和 6 个月期限小幅下行，大行持续净买入票据。1M 票据利率上行 17bp 至 1.84%，3M 和 6M 均分别下行 3bp 至 1.57%、1.54%。本周大行继续净买入票据，截止 4 月 12 日，4 月累计净买入 1818 亿元（2023 年 4 月累计净买入 2214 亿元）。

公开市场：4 月以来，单日逆回购投放量降至 20 亿元。

4 月 7-12 日，逆回购日内投放量均为 20 亿元。截至 4 月 12 日，逆回购余额为 120 亿元，较 4 月 3 日的 4060 亿元显著下降。往后看，下周进入税期，叠加 MLF 到期，短期投放量可能有所上升。

## 4 宏观策略

我们两周前已经强调，对于因金融属性而大幅上涨的海外定价工业品，我们应该承认短期基本面对价格的影响已经不大重要，尊重盘面和情绪是基本操作。这个策略在上周可以有效应对超预期行情的影响。对于卖保的企业而言，部分有色金属品种的大幅上扬，正在制造较好的卖保机会，但是需要等待这波情绪充分释放之后。

## 5 股指期货市场分析

### 指数震荡回落

上周两市震荡回落。其中沪深 300 周-2.56%，上证 50 周-2.31%，中证 500 周-1.81%，中证 1000 周-2.95%。

北上资金方面，北向资金本周合计净卖出 114.68 亿元。周净卖出额创近 11 周新高。

节奏上来看，本周受到的事件扰动较多，周一受清明期间出行数据影响消费板块大幅下跌，周三惠誉下调我国主权信用展望和周五 3 月金融、出口数据不及预期则令市场对经济复苏节奏产

生一定调整，本周整体还是延续了 3 月下旬触顶后向下整理的态势。主要股指本周普跌，其中上证指数表现较好跌 1.62%，创业板指跌幅最大为 4.21%。风格上稳定和周期大幅跑赢，金融、成长和消费之间差异不大，反应了当下市场集中交易上游资源股的特征。

**关注调整之后买入机会**

周末最重要的就是，新国九条比之前两次更强调监管，淡化提高直接融资比例，其正面影响可能会更持久，甚至堪比 1934 年美国证券交易委员会成立，随后是美股百年慢牛。新国九条 1-2 年内的短期影响，直接改变股市微观资金结构，以后没有增量资金，靠分红和回购也可能会有牛市。长期影响比之前 2004 年股权分置改革和 2014 年鼓励并购重组和放松私募发展更持久。

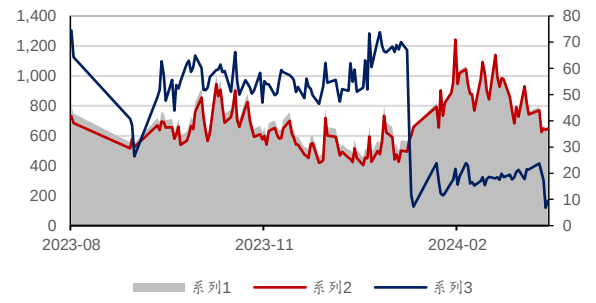
美国证券交易委员会促成了美股慢牛。

美国 GDP 在 1894 年已经超越英国全球第一，但股市直到 1932 年之后才是慢牛，美股 1932 年之前的半个世纪是半个世纪的震荡，期间有大牛，也有大熊，但指数中枢没怎么抬升。核心原因恰恰是监管，大萧条之前，美国经济增速虽然高，但监管不完善，内幕交易股价操纵盛行、信息披露不完善，1933 年美国国会出台第一部全国性的证券业法规《1933 年证券法》，主要规范证券发行人的信息披露。《1934 年证券交易法》颁布，该法案对证券操纵和欺诈进行了界定，证券诉讼中的辩方举证得以建立，大大规范证券交易行为，并促成了美国证券交易委员会（SEC）的建立。从此美国慢牛开启。

2004 年国九条，后续最重要的变化是股权分置改革，让原始股东给新股东让利，促成了 2006-2007 年的牛市。2014 年国九条，对股市影响最大的政策是鼓励并购重组和放松私募发展，促成了杠杆资金借道私募加速流入股市。 但这一次不同的是，如果是通过增强监管、鼓励分红的方式改变股市格局，比股权分置改革、杠杆资金带来的红利会更持久。因为分红只要合理，可以源源不断。而且这一次政策中提高直接融资规模的重要性下降，这与之前两次国九条有本质的不同。

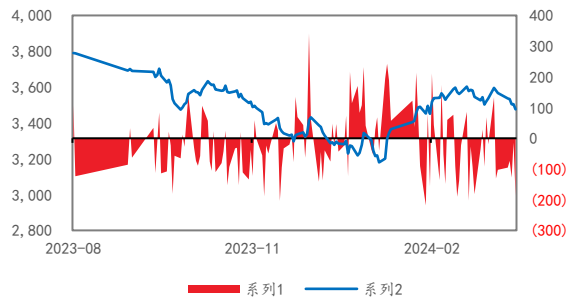
我们之前强调，四月份的业绩考对指数造成较大压力，但是周末的国九条为资本市场长期发展指明了道路，建议积极关注指数调整企稳之后的买入机会。

*图表 8：融资融券数据图*



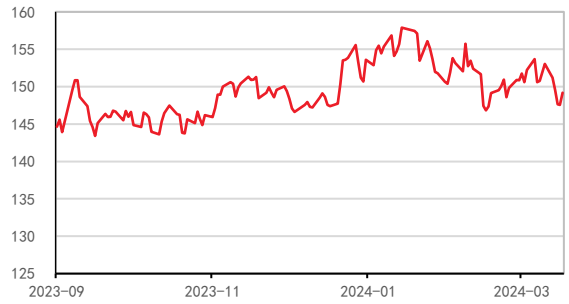

*资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所*

*图表 9：合约持仓和市场表现*



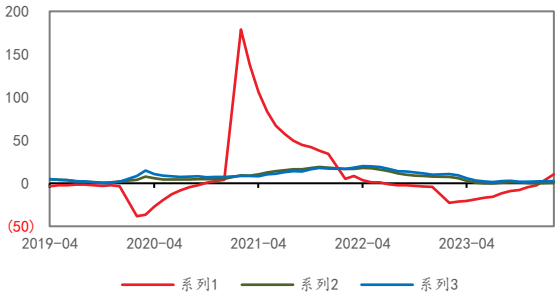

*资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所*

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，选矿平均品级约 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

今年以来，铜精矿加工费一路上涨。截至三月初，市场已出现近零报价。从一季度表现来看，铜矿吃紧程度更甚于预期，导致 TC 下滑快于预期，且刷新历史记录。故 CSPT 小组在上海召开 2024 年第一季度总经理办公会议，此次会议决定暂不设定二季度现货铜精矿采购指导加工费，但倡议联合减产，建议减产幅度 5-10%。长单与零单冶炼利润出现明显剪刀差，从炼厂当下表现来看，联合减产后的被动减产成为年内可能性的选择。一季度以来，由于铜精矿的供应短缺，国产精炼铜产量表现不及预期，二季度炼厂检修影响产量预计 18.5 万吨，高于去年同期 14.52 万吨。进入 2 季度冶炼厂将进入密集检修期，据 SMM 调研，4 月将有 7 家冶炼厂要检修涉及粗炼产能为 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。进入 4 月，国内铜冶炼企业进入集中检修期，产量受影响程度加大，产能释放受到限制，再加上铜加工费仍未止跌，未来可能还会有额外的减产动作，这进一步引发了市场对供应紧张的担忧。国内进口清关数量预估有所增加，但增幅或受限于进口持续亏损态势，预计进口量有限。

### 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。

新能源汽车产销来看，3 月新能源汽车产销将逐渐回升，中汽协预计 2024 年新能源汽车销量将达 1150 万辆，增量约为 205 万辆，同比增速放缓至 21.7%。燃油车消费超预期，新能源汽车延续高增拉动铜需求。传统终端行业需求复苏平稳缓慢，但逐步进入旺季周期。

## 2 结论

在流动性宽松预期的背景下，有色金属价格整体偏强势。矿端延续偏紧局面，供应增速或放缓，4 月国内冶炼企业逐步开启传统检修，产能释放受限。下游由于此前高铜价的影响，原料库存消耗较快，4 月存在被动补库的需求。在流动性宽松预期的背景下，有色金属价格整体偏强势。在宏观面与基本面的共振下，资金面继续主导盘面，铜价更是首当其冲走势一路高歌，顺势而为，维持多头思路对待。

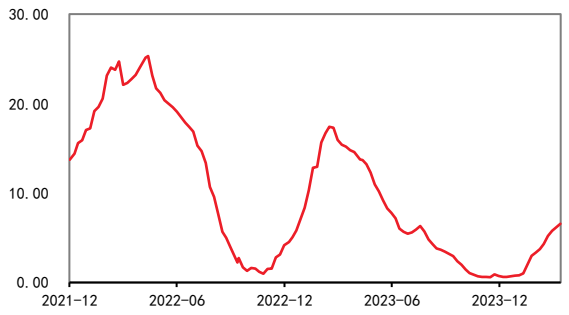
## 3 铜期货现货数据

图表 12：长江有色铜价



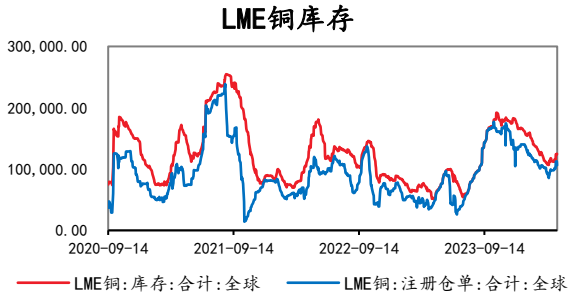

资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 13：上海保税区铜库存



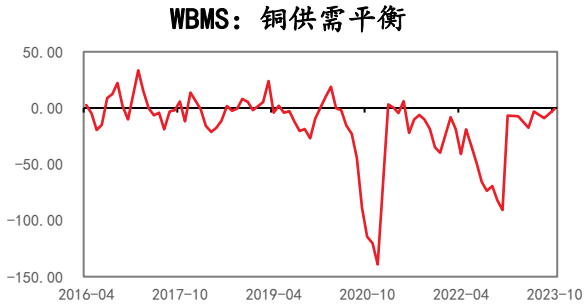

资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 14：LME 铜库存



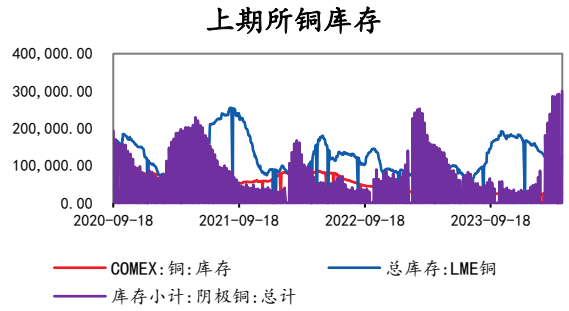

资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 15：WBMS 供需平衡



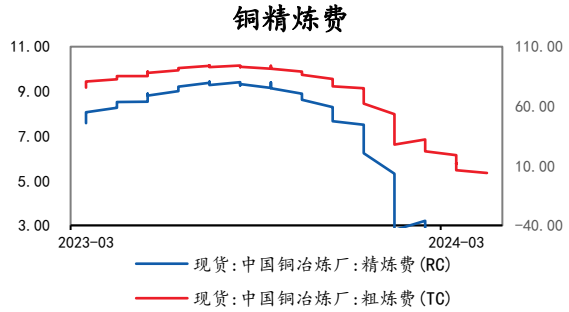

资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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。

当前锌矿供应现实非常紧缺。国产锌精矿加工费均价 3800 元/金属吨，进口锌精矿加工费均价 80 美元/干吨。据了解，部分地区实际报价甚至低至 3500 元/金属吨。但当前锌价距离 2023 年中 1.86 万/吨的低点已上行 2000 元/吨，且火烧云、OZ、Kipushi 等大规模锌矿山逐步投产，未来锌矿供应预计从 24 年 3 季度起逐步企稳回升。

### 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。

### 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。

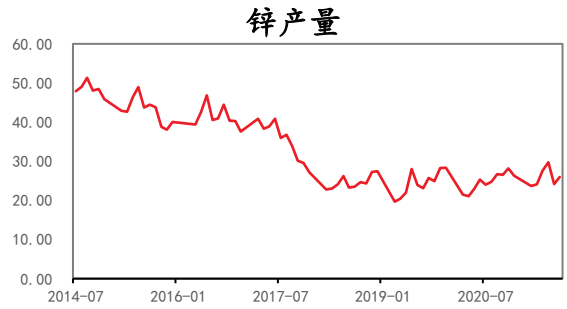
## 2 总结

供应端锌精矿年度加工费落地 165 美元/吨，相较于去年同期降幅高达 40%。低加工费之下国内 3 月产量下滑，3 月国内精炼锌产量环比增加 0.53 万吨至 50.79 万吨同比下降 8.78%。4 月云南、河南及广西地区炼厂有减产预期，初步估计涉及产能达 33 万吨减产预期持续发酵。终端需求略显疲软，下游未见明显改善，3 月钢材价格大幅下行，镀锌厂利润不佳，市场信心不足。

市场情绪大幅转好，轮动效应下，预计锌价偏强震荡为主。

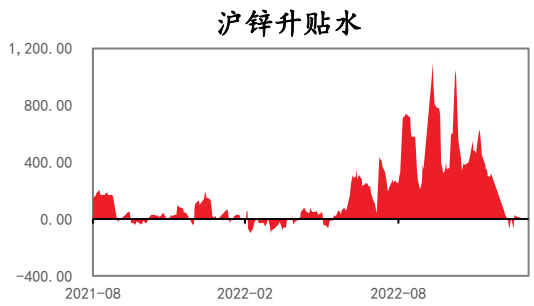
## 3 锌期货现货数据

图表 18：锌产量



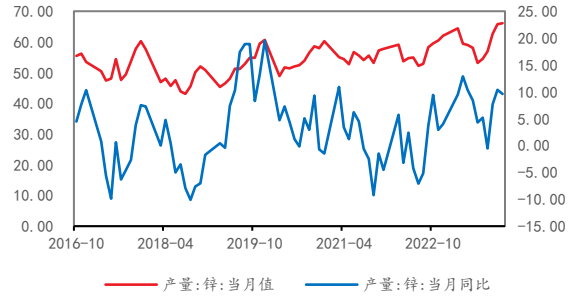

资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 19：锌升贴水



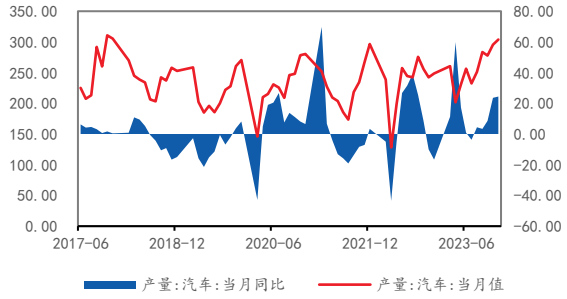

资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 美国通胀预期再起

上周美国 CPI 数据公布，3 月 CPI 同比增速 3.5%，较 2 月上升 0.3%，核心 CPI 同比增长 3.8%较 2 月持平，两者的季调环比增速都未 0.4%，连续第三个超出市场预期。

从去年 12 月，美国 CPI 有掉头向下的趋势，美联储也因此放出降息的预期，市场也开始交易降息预期，美元资产大幅上涨，股票、地产、比特币和黄金均创下历史新高。资产的的上涨又给居民净资产大幅改善，带来财富效应，消费也维持强劲。进入到 24 年后，CPI 数据连续反弹，美联储态度由鸽转鹰，市场对降息预期已从 6 月推迟到了 9 月，更是有可能推迟到第四季度。

目前全球地缘政治再度紧张，无论是俄乌、巴以、也门还是伊以，地缘升级的风险越来越大，全球供应链的扰动还在加深，海外通胀有抬头的迹象，我们认为当前市场预期依旧偏乐观。高息环境的持续还将持续较长时间。

## 2 下游需求持续萎缩

钢铁行业，房地产、基建、制造业与出口是主要下游，其中又以房地产和基建为主，占比超过 50%。

从房地产来看，行业下行尚未见底。国家统计局数据显示 1-2 月份，全国房地产开发投资同比下降 9.0%；新建商品房销售面积同比下降 20.5%；房地产开发企业到位资金同比下降 24.1%。房企资金紧缺的问题依旧显著，在房屋价格下降的过程中，新房销售持续下降，买地的新开工的意愿低。

从基建来看，去年 12 月国务院发文严控 12 个债务高风险省份新增基建项目，且除要求 12 个省份外，周边部分地区也同步主动着手解决地债问题，这导致基建项目及资金到位大减。工程款由过去的下级地市拨付专项债改为由省级财政拨付，更严的审批流程和更长的审批时间导致了工程项目材料采购的时间延后，减少了工地建筑用钢的需求。

从制造业来看，家电和汽车需求有所增加。1-2 月国内空调产量同比增长 18.8%；冰箱产量同比增长 12.8%；洗衣机产量同比增长 18.5%；彩电产量 2533.1 万台，同比增长 4.5%。此外，《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》有望推动制造业需求进一步增长。

从出口来看，2024 年 1-2 月钢材的出口依旧强劲，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，出口的高增长受益于人民币贬值和俄乌冲突后俄乌钢材出口真空，持续性不强。

## 3 政策利好有望延续

根据国家发展改革委官方网站 2024 年 4 月 3 日发布的消息，今年国家将持续实施全国粗钢产量的调控工作。此举旨在以节能降碳为核心，通过区分不同情况、既保障又施压、分类指导及

扶持优质企业淘汰落后产能，推进钢铁行业的结构调整和优化，促进行业的高质量发展。为了更好地执行产能和产量的调控任务，相关部门将联手进行全国钢铁冶炼企业装备基础信息的详细调查。

回顾自 2021 年初以来的政策性粗钢压产措施，我们看到了从要求确保粗钢产量同比下降的初步政策，到 2022 年 4 月发改委宣布继续实施粗钢压产计划，再到 2023 年调控政策的调整为“平控”。过去三年中，粗钢产量增速经历了 2021 年的-3%、2022 年的-1.9%到 2023 年的+0.6%的变化。

虽然最新公告中未具体说明 2024 年的粗钢产量调控计划，但结合过去几年的政策走向来看，2024 年粗钢产量同比下降的可能性较大，这一政策导向预计将继续利好市场。

## 4 复工复产加快 但整体偏弱

上周全国高炉产能利用率与钢材产量同步回升。国内 247 家钢厂的高炉产能利用率达到了 84.1%，环比增加了 0.5%，同比下降了 7.7%。91 家电弧炉的产能利用率降至 51.7%，环比下降了 0.8%，同比下降了 8.7%。

五大品种钢材的周产量为 856.2 万吨，环比下降了 1.0%，同比下降了 12.9%。尽管长流程产出增加，上周日均铁水产量增加了 1.2 万吨，达到 224.8 万吨，但由于钢厂检修增多，钢材产量小幅回落。

在库存方面，上周五大品种钢材的社会库存量降至 1551.9 万吨，环比下降了 3.8%，同比增长了 7.1%。钢厂库存减少到 581.3 万吨，环比大幅下降了 7.3%，同比略增长了 0.7%。钢材总库存呈现回落趋势，环比下降了 4.8%，去库幅度较前一周扩大了 0.5%。

上周五大品种钢材的周表观消费量为 964.2 万吨，环比略降了 0.1%，同比减少了 4.0%。其中，螺纹钢的周表观消费量为 286.6 万吨，环比增长了 3.9%，同比下降了 7.8%。尽管螺纹钢需求继续回升，但板材需求小幅回落。建筑钢材的周成交量恢复至 17.14 万吨，环比增加了 3.9%。

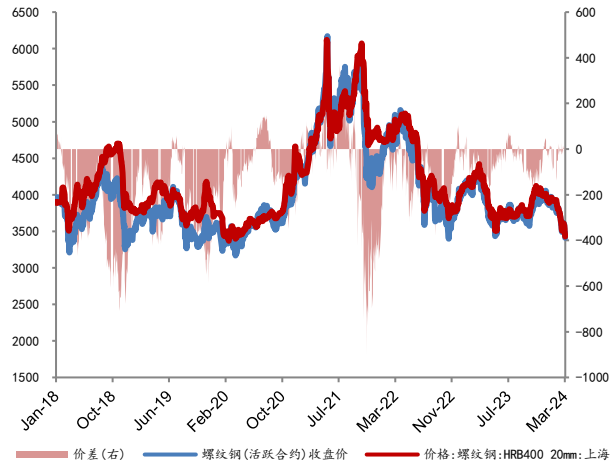
钢材现货价格在经历下跌后趋于稳定，主流钢材品种的即期毛利有所改善。247 家钢厂的盈利率提升到了 38.11%，环比增加了 4.8%。

## 5 小结

上周，钢材价格继续反弹，原料价格的支撑是反弹的主要的支撑力。美国 3 月通胀再次高于预期，已经是连续第三个月超出市场预期，美联储 6 月降息的希望破灭，以黄金为首的美元资产大幅上涨，铁矿作为外盘定价的美元资产也逆势跟涨。当前钢市出于金三银四的需求旺季，下游需求正边际好转，进一步助力市场情绪向好。我们认为从基本面的角度来看，钢市的真实需求同比还在恶化，但从宏观和情绪的角度来看，短期走势还会偏强。

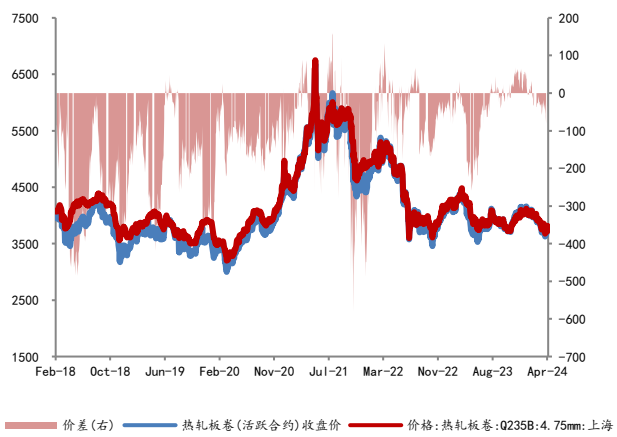
## 6 钢材期货现货数据

图表 22：螺纹期现价差



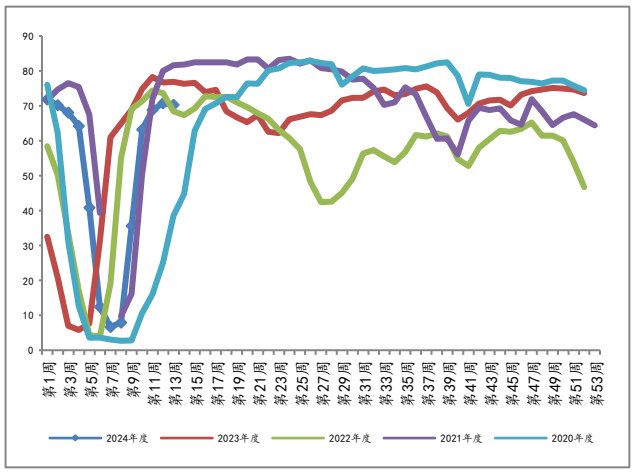

资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 23：热卷期现价差



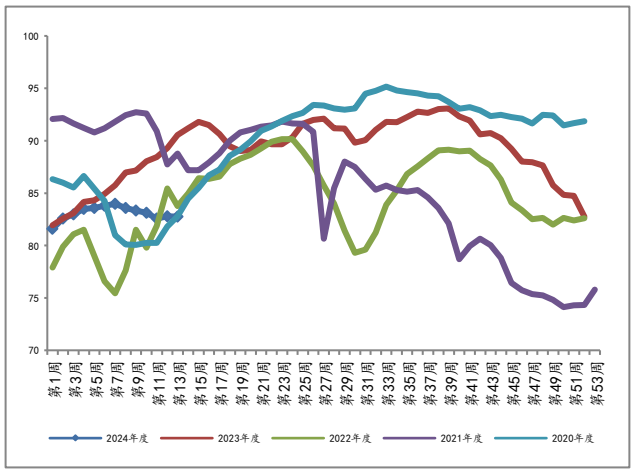

资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 24：85 家独立电弧炉钢厂：开工率：中国（周）



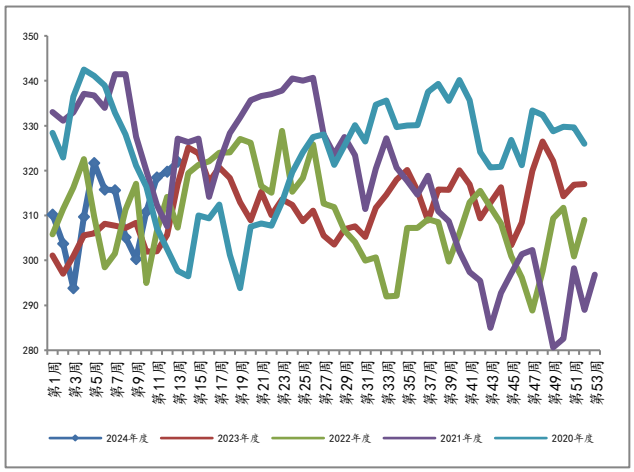

资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 25：247 家钢铁企业：高炉产能利用率：中国（周）



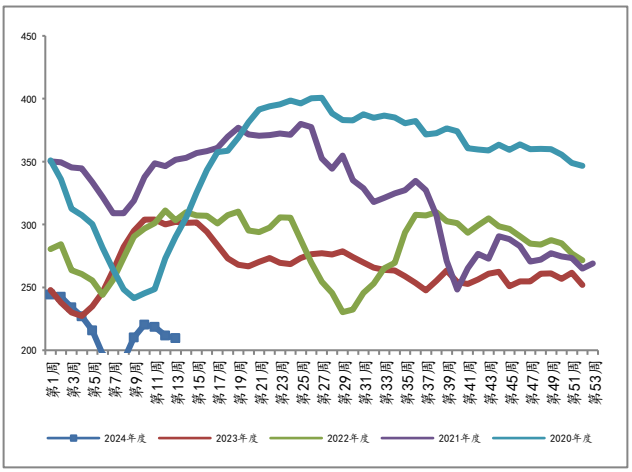

资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 26：螺纹钢：建筑钢材钢铁企业：实际产量（周）



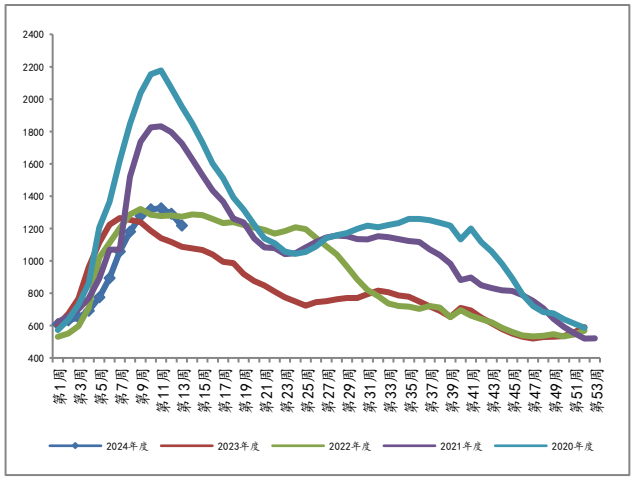

资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 27：热轧板卷：钢铁企业：实际产量：（周）



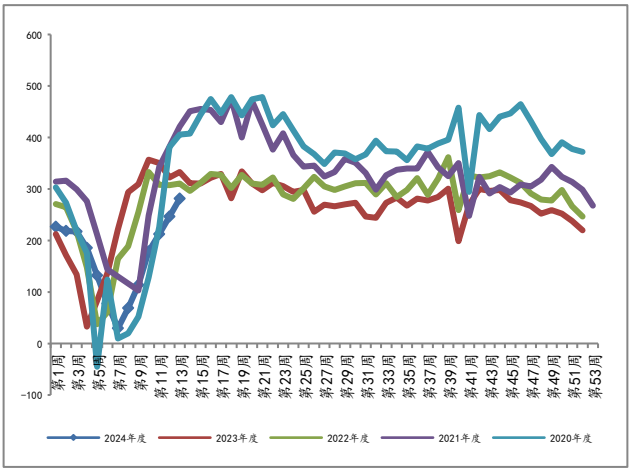

资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

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 多重因素推涨油价

姑且不论地缘风险溢价是否低估，按照正常的季节性规律，后续原油市场行情大概率仍有走强空间。

供应方面，现阶段 OPEC+决定将自愿减产延续至二季度，但其给市场预期带来的影响不仅局限于上半年。对此，EIA 大幅修正二季度全球原油供需平衡表，并上调油价预测 4 美元之多；IEA 市场判断的基本情形直接假定 OPEC+减产将进一步延续至年底。

需求方面，从中美炼厂历史检修周期来看，二季度检修量通常随时间递减，即原油加工量匹配终端消费的增加。3 月开始，全球最大消费国美国的炼油厂开工率逐渐回归，中国作为第二大消费国和最大进口国，主营炼厂也进入春检并将于后期陆续重启，整体炼化需求仍有进一步提升空间。

我们初步预计未来三到六个月，持续收紧的原油供应，强劲的夏季汽油需求，以及升级的地缘政治局势，可能会成为推动国际油价达到 90 甚至 100 美元的组合拳。

## 2 俄乌战争收紧供应

地缘政治方面，近期俄罗斯炼厂遇袭受损情况愈演愈烈，最终结果将刺激成品油及原油价格上涨。

截至目前，在乌克兰持续的无人机袭击下，有将近 15%的俄罗斯炼油厂产能遭受损失，这一情况仍在不断发生。俄罗斯炼厂遇袭对原油供需的影响较为复杂，具体分析如下。首先，炼厂遇袭作为地缘突发事件，已经造成市场应激性炒涨和风险溢价重估。其次，俄罗斯炼厂产能因不可抗力下线后，炼化需求减量将会部分体现在原油出口增量上，国际市场供应增加构成利空因素。然后，在西方严厉制裁下俄罗斯原油大买家只有中国和印度，扩展原油出口的渠道有限，近期俄罗斯要求本土石油生产商控产以履行 OPEC+减产约定，表明该国更倾向于通过减产措施来重新匹配供需平衡。最后，俄罗斯汽柴油等产量和出口的下降，最终会通过全球贸易流反映为欧洲成品油市场供应紧张，裂解价差拉大将刺激炼厂对原油的需求。

综上，从完整逻辑来看，俄乌战争演变到直接打击能源设施的阶段，对原油市场总体表现为利好驱动。

## 3 需求增速意外调降

在地缘溢价推动原油走强后，美国能源信息署（EIA）意外断崖式调降原油需求预测，短期给市场投资者造成一定困惑。

具体数据来看，EIA 将 2024 年全球原油需求增速预期骤然下调 48 万桶/日至 95 万桶/日，前值为 143 万桶/日；将 2025 年全球原油需求增速预期下调 3 万桶/日至 135 万桶/日，前值为 138 万桶/日。按照常识，在机构月度报告的频率下，原油基本面尤其需求端不太可能发生如此剧

烈的变化。EIA 对此的解释为，预期大幅变动是因为调整了对全球原油消费量的评估数据，回想到去年同样是 EIA 调整统计范围，使得 8 月以后的美国原油产量数据大幅跳增。因此我们认为，原油需求前景并未发生显著劣化，这更多是 EIA 更改统计口径所致。

不过 EIA 还是上调了国际原油估值，预计 2024 年 Brent 原油价格为 88.55 美元/桶，前值 87.00 美元/桶。当然，若油价长期高于 90 美元水平将会对消费形成负反馈，OPEC+也有动机适当恢复部分闲置产能，但就二三季度而言，供需再平衡和季节性去库大概率将把油价推升至更高的位置。

## 4 密切关注地缘政治

原油市场不确定性因素正在积聚，短期内可能会使混乱程度上升。

首先是以色列悍然轰炸伊朗驻叙利亚大使馆，伊朗最高领袖誓言报复，自本次巴以冲突爆发以来，外界最担心的情形莫过于伊朗直接介入，现在形势发展到比过去几个月更为严峻的程度。然后航运方面，红海危机迫使更多西方海运巨头更改船舶航线，以免遭到也门胡塞武装的打击，此举造成国际水域在途原油浮仓的规模增加了 1 亿桶之多。此外，美国对委内瑞拉原油出口制裁的临时豁免即将于 4 月 18 日到期，一些国际买家已经停止从委内瑞拉购买原油。

当前，全球多个国家地区地缘政治局势紧张，给原油市场带来了额外的压力，这些问题都进一步加剧了原油供应端的不稳定性，国际油价为此赋予了大约 5-6 美元/桶的溢价。

## 5 联储降息预期延后

随着今年国际油价一路上行，汽油等燃料价格上涨令市场再次关注美国通胀问题，以及由此引发的对美联储降息预期的修正。

统计显示，3 月美国 CPI 同比增速从上期的 3.2%升至 3.5%，核心 CPI 同比增长持平于前值 3.8%，两者季调后环比增速均为 0.4%，连续第三个月超出市场预期。根据中金的观点，美国通胀连续超预期的一个重要原因在于，美联储过早的给出了降息指引，这导致金融市场条件实际转向宽松，令经济弹性增强的同时也让通胀愈加顽固。自 2023 年底以来，市场已经提前交易降息预期，体现为大类资产价格的全面上涨，如果美联储现在进入降息周期，反而容易引发严重的二次通胀。因此，最新的 CPI 数据大幅削弱了美联储降息的概率，中金下调美联储降息预测后认为，今年美联储或只降息一次，降息时点或后延至四季度。

尽管当前美国通胀问题已经和能源价格相关性大幅减弱，但降息预期阶段性证伪表明宏观环境整体仍偏利空，在原油上涨趋势中构成调整的理由。

## 6 高位区间震荡蓄势

国际原油市场表现为弱现实强预期，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。

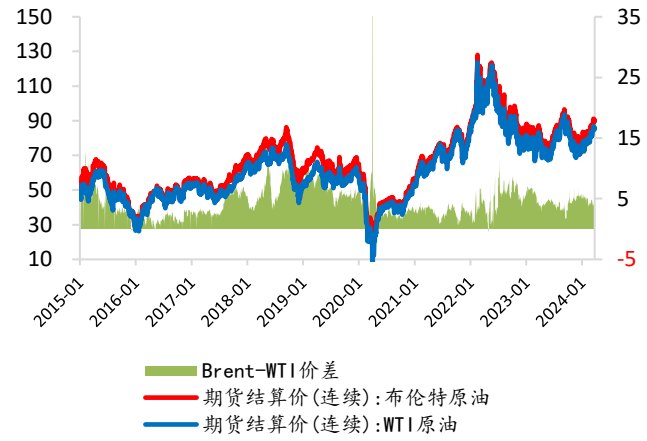
尽管原油市场处于季节性过剩周期，但指向未来供需收紧的利多因素仍存，只要全球总供应量

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。粗略测算，目前市场对地缘政治赋予的溢价约在 4 美元/桶左右，并未被高估的地缘政治风险令交易者不敢轻易押注空头。

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。

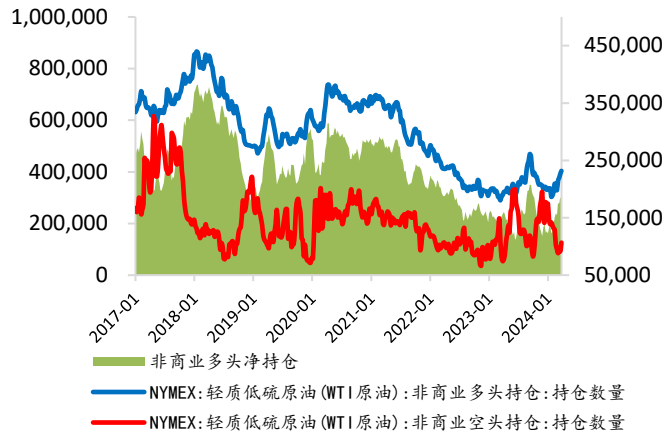
## 7 原油期现数据

图表 30：国际原油期货价格



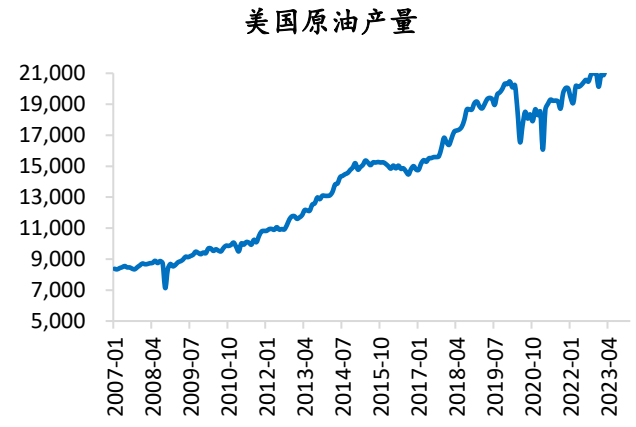

资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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



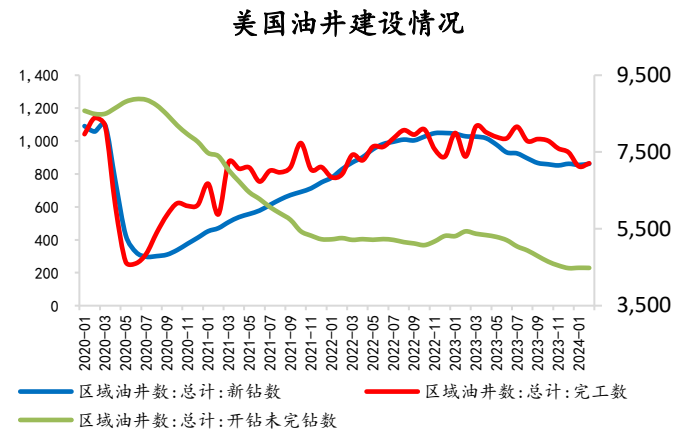

资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 33：沙特原油产量



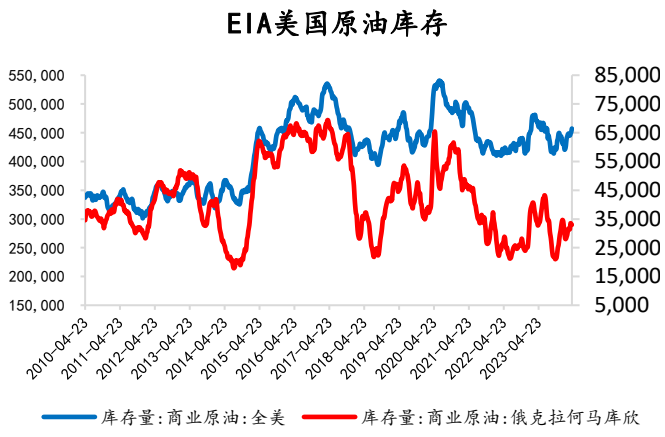

资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 34：美国油井建设情况



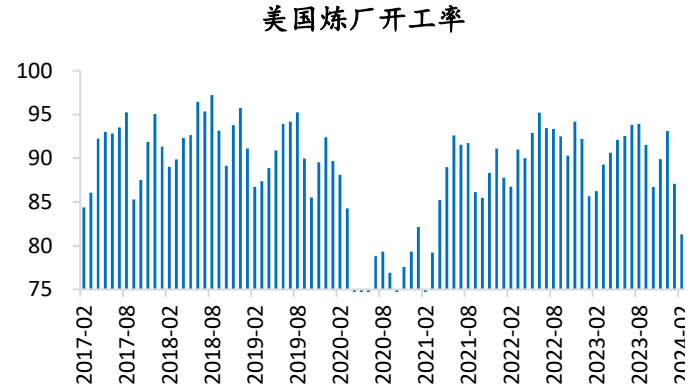

资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 35：EIA 原油库存



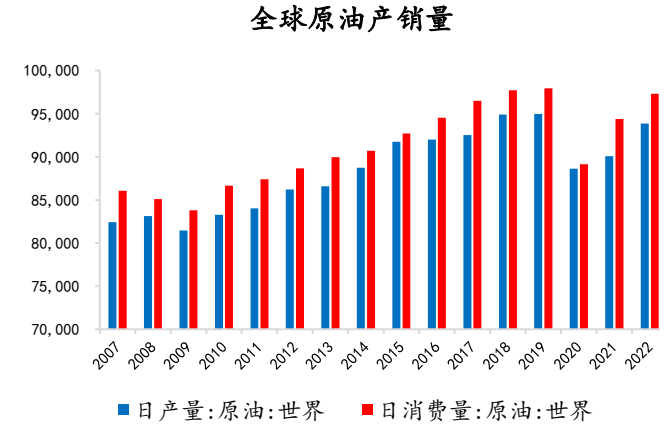

资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 减产周期早期阶段

从天然橡胶行业大周期的角度，2023 年 ANRPC 整体上到达产量增长触顶的状态，2024 年有望开启全球去库存的过程，但具体到国内市场可能会有所滞后。

产量数据直观来看，2023 年全球天然橡胶总产量为 1457 万吨，较 2022 年减少约 70 万吨或 4.5%。除拉尼娜现象等天气因素造成的减产外，其内生原因主要是传统产胶国橡胶树老化和缺乏养护，导致种植园亩产降低，以及部分被榴莲等作物替代性种植。在东南亚主产区出现显著减产的同时，非洲科特迪瓦等新兴产胶国产能高速释放，供应端形成一定对冲，不过全球整体已进入到减产周期的早期阶段。

今年新季开割在即，全球第一大产胶国泰国的供应水平仍最为关键，在印尼和马来西亚持续减产，越南出口增速下滑的情况下，泰国是影响国际橡胶市场的最大变量。不考虑极端情景假设，2024 年泰国产量释放的空间相对有限，天然橡胶市场料将处于供需再平衡的状态。

## 2 利润亏损产能出清

众所周知，造成天然橡胶十余年熊市的主要原因是供应过剩，那么结束本轮熊市则需要成本利润逻辑主导的产能出清。

早在 2022 年开始，全球主要产胶国天然橡胶加工利润持续下滑，又经过 2024 年初原料价格新一轮强劲上涨，泰国、马来西亚、印尼和越南的加工厂多处于亏损状态，成本最低的非洲科特迪瓦加工利润也从 300 美元/吨降到数十美元，总体来看上游加工利润下降程度已经非常严重。目前，泰国胶水收购价格高达 70 泰铢/公斤，杯胶价格维持在近 60 泰铢，原料价格触顶回落后整体仍然偏高。在产区今年天气正常的前提下，理论上高价将刺激提前开割和原料大量释放，但如果上游环节仍表现出面粉比面包贵的怪象，则会倒逼供应端的可持续性。

天然橡胶生产具有农产品属性，即期价格往往是下期供应的调节器，而供需平衡关系则是定价的基准，因此我们认为随着行业大周期拐点的临近，橡胶价格重心应较往年同期逐渐抬升。

## 3 天气干旱影响开割

按照正常的季节性规律，国内外天然橡胶产区将开展新一轮割胶，然而最近的天气情况给开割带来了不确定性。

此前，云南西双版纳地区橡胶树长势良好，局部已经在 3 月下旬陆续试割，但 4 月上旬天气延续干旱状态，导致橡胶树易出现黄叶现象，部分前期开割的胶林再次停割。东南亚也面临持续的高温干旱天气，尤其是泰国南部主产区割胶受到影响带来减产预期，且船货到港存在一定缩量预期，贸易商囤货惜售的心态较强。通常进入二季度中后期，原料胶水等将会季节性放量，成本支撑减弱将使得橡胶价格下滑。不过目前来看还未出现明显利空变化，新胶供应仍然受限，原料价格偏强运行。即使接下来旱情缓解并正常开割，若浓乳生产利润较好，还需注意对原料胶水的分流问题。

短期橡胶市场多空分歧较大，现货交投同样出现一定混乱，重点关注上游产区新季开割上量的兑现情况。

## 4 需求存在淡季预期

下游需求来看，国内轮胎行业开工和市场数据显示，经过春节后一个多月的显著复苏，使得橡胶基本面得到逐步改善，但二季度至 7-8 月期间或将有转弱迹象。

在 3 月厂商争取开门红之后，国内轮胎企业开工出现类似去年的分化态势。全钢胎工厂成品库存难以持续去化，厂家迫于累库对开工进行调整；但与此同时，半钢胎开工率却保持稳中有升，主要受出口市场良好表现支撑。不过轮胎三大细分市场来看，配套季节性下滑，替换不温不火，仅靠出口订单显得独木难支。

前期天然橡胶价格上涨，轮胎生产成本抬升对开工形成较大压力，主流轮胎企业大幅上调产品价格，但产业链成本传导是否顺畅有待观察。后期随着夏季到来，炎热天气将限制轮胎开工率，终端汽车市场也将进入传统产销淡季。目前天然橡胶下游需求端整体表现尚可，但未来数月或缺乏新的利多因素提振。

## 5 港口库存季节高位

近期，国内天然橡胶主港库存环比略增，但总体压力相比往年尚属正常水平。截至 4 月初，青岛地区天然橡胶保税和一般贸易库存共计 55.55 万吨；其中，青岛保税区区内库存为 12.5 万吨，同上期基本持平；一般贸易库库存为 43.05 万吨，较上期增加 1.15 万吨或 2.74%。中国天然橡胶社会库存为 154.39 万吨，环比上期下降 1.94 万吨或 1.24%。

从全球天然橡胶价差结构和贸易流来看，中国是最大的天然橡胶消费国和进口国，目前也基本上是橡胶价格最低的区域，再加上业界传统的非标套利模式，可以说国内库存承接了全世界过剩的产能。中国大部分橡胶货源依赖从泰国等东南亚产地进口，山东青岛是全球最大的天然橡胶集散地，过去五年经过反复的累库和去库周期，目前港口库存处在 50 余万吨的季节性高位，但如果后期供应端放量不明显，则有望转入阶段性去库状态。

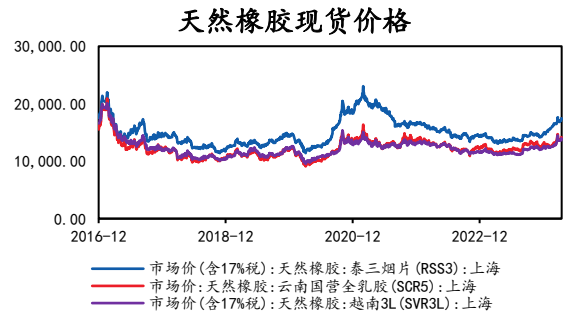
## 6 震荡筑底重心抬升

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。

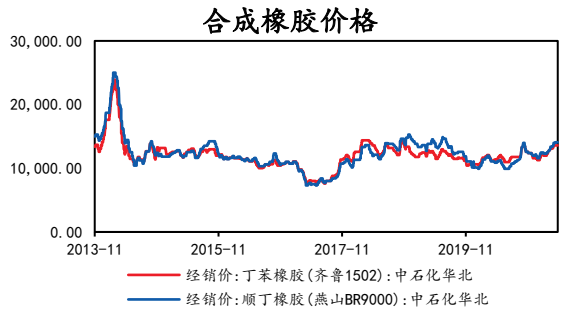
## 7 橡胶期现数据

图表：天然橡胶现货价格



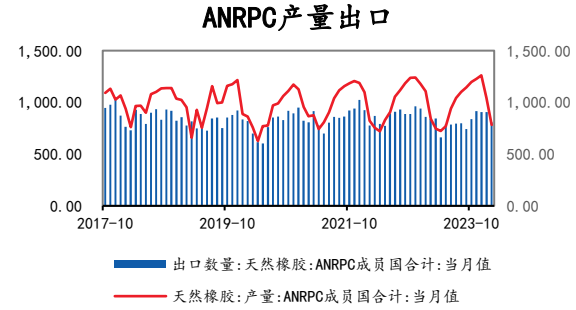

资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 38：合成橡胶价格



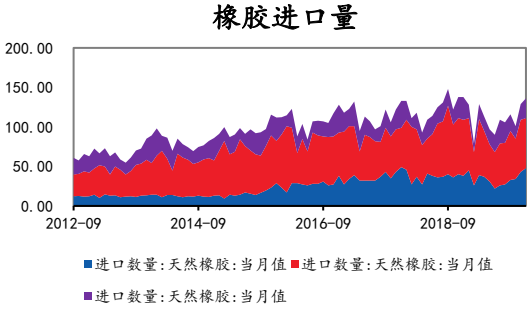

资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 39：ANRPC 产量出口



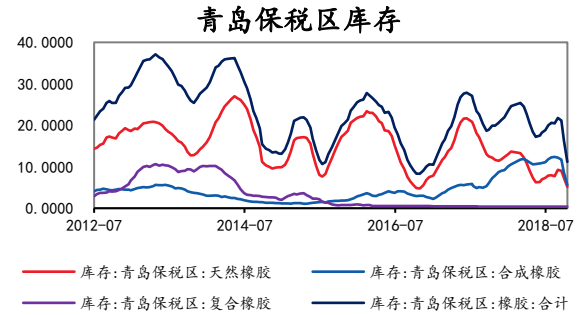

资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 40：橡胶进口量



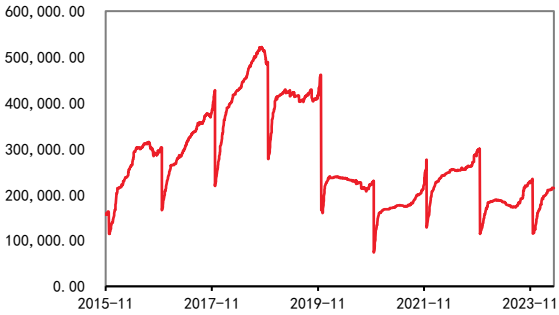

资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 41：青岛保税区库存



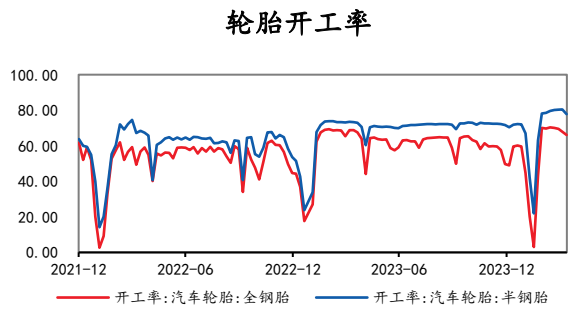

资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 42：上期所注册仓单



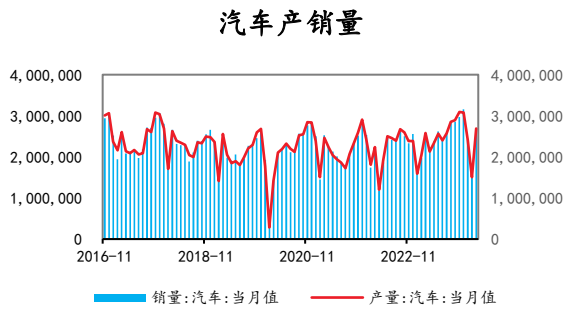

资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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：美豆承压回落，国内豆类市场弱势跟跌

## 1 外部豆类市场分析

### 美国农业部 4 月供需报告利空程度高于预期

美国农业部（USDA）于 4 月 11 日公布月度供需报告。本次报告中 USDA 未对南美主产国大豆产量数据作出调整，巴西和阿根廷大豆产量预估值与上月持平，分别为 1.55 亿吨和 5000 万吨。由于其他分析机构目前评估的巴西大豆产量普遍在 1.5 亿吨之下，报告前市场对 USDA 下调巴西大豆产量抱有较强预期，因此本次报告对市场形成利空影响。南美大豆主产国保持丰产状态，全球大豆供应前景依旧乐观。CBOT 大豆市场在报告后维持弱势下行节奏。

### 巴西大豆收割近尾声，阿根廷大豆收割过一成

根据咨询机构 AgRural 的报告，截至 4 月 4 日，巴西大豆收获进度为 78%，低于去年同期的 82%。巴西大豆收割近尾声，对国际市场出口能力持续提升。与美国农业部预估巴西 1.55 亿吨产量形成鲜明对比的是，巴西国家商品供应公司（Conab）本周四表示，因头号生产地马托格罗索州的恶劣天气导致产量下降，该公司将巴西大豆产量预测值下调到 1.46522 亿吨，较去年下滑 5.2%。由于分析机构连续下调巴西大豆产量，巴西港口升贴水报价震荡回升，为国际大豆价格提供抗跌支撑。布宜诺斯艾利斯谷物交易所本周四发布周报，下调了阿根廷大豆产量预期。该交易所将阿根廷大豆产量预期从 5250 万吨下调至 5100 万吨，较美国农业部预估值高 100 万吨。报告还称，阿根廷大豆收获已经完成约 10.6%。

### 美豆即将进入播种期，天气条件利于播种

美国农业部通常在每年 4 月中旬开始发布美豆作物生长报告，届时将对美豆周度播种及各项生长指标作出评价。天气预报显示，未来 6-10 日美豆主产州气温高于正常，降水量普遍偏高，播种推迟的风险很低。美国农业部在 3 月 29 日公布种植意向报告，预计 2024 年美国大豆播种面积为 8651 万英亩，报告前市场预估均值为 8653 万英亩亩，较上年增加 291 万英亩。新季美豆播种面积预增，是未来美豆产量增长的基础保障。

### 马来西亚 3 月底棕榈油库存预计下降，高价对需求的抑制效应显现

自 2 月初以来，马来西亚棕榈油市场转入反弹节奏，在国际油脂市场中处于领涨地位。地缘政治紧张以及产地棕榈油库存连降是棕榈油持续反弹的主要动力。受开斋节假期影响，马来西亚棕榈油局（MPOB）月度供需报告推迟到 4 月 15 日公布。报告前一项调查显示，因出口增幅高于产量增幅，马来西亚 3 月底棕榈油库存预计较上月下降 6.65%，至 8 个月低位 179 万吨。虽然棕榈油库存偏低仍对价格有支撑，但棕榈油价格较其他油脂的高升水已经对棕榈油需求构成新挑战。其中印度官方通报的 3 月棕榈油进口量已下滑至 10 个月最低水平，如果棕榈油与其他油脂的价差关系得不到修正，高价对需求的抑制作用将进一步体现，国际进口商将寻找需求替代，以减少棕榈油需求的方式促使油脂价差回归正常。

## 2 国内豆类市场分析

### 进口巴西大豆到港量增加，油厂开工率提升

据 Mysteel 对国内主要油厂调查数据显示：2024 年第 14 周（3 月 30 日至 4 月 5 日），全国主要油厂大豆库存增加，豆粕库存下降。其中大豆库存为 377.42 万吨，较上周增加 66.08 万吨，增幅 21.22%，同比去年增加 96.12 万吨，增幅 34.17%；上周油厂压榨量小幅下降，125 家油厂大豆实际压榨量为 149.05 万吨，开机率为 43%，油厂开机率仍旧维持较低水平。近两周进口大

豆到港逐渐增多，国内进口大豆库存也开始回升，预计随着国内油厂大豆陆续到港，开机率也会继续回升，供给由紧张趋于宽松。豆粕库存为 30 万吨，较上周减少 1.28 万吨，减幅 4.09%，同比去年减少 4.44 万吨，减幅 12.89%；当周开机率较低导致豆粕产出较少，饲料企业豆粕刚性补库，油厂豆粕库存小幅下降。预计 4 月上旬豆粕库存将继续回落，4 月中下旬随着进口大豆到港增多，油厂大豆周度压榨量或提升至 200 万吨以上，届时豆粕库存将止降回升。

**清明假期后国内油脂库存止降回升，油脂市场炒作情绪开始降温**

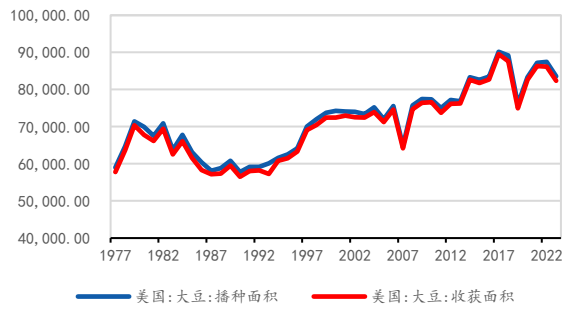
受前期进口棕榈油成本倒挂和买船不足影响，国内三大食用油库存呈现连续下降状态。进入 4 月初，随着进口大豆压榨量回升以及产地棕榈油成本下降，国内油脂库存止跌回升。中国粮油商务网公布的数据显示，截止 4 月 5 日当周，国内三大食用油库存总量为 180.72 万吨，周度增加 2.42 万吨。其中豆油库存为 87.4 万吨，周度增加 0.01 万吨；棕榈油库存为 56.09 万吨，周度增加 3.13 万吨；菜油库存为 37.22 万吨，周度下降 0.72 万吨。三大食用油库存形势好转，尤其是豆油库存预计将随进口大豆压榨量提升而快速增加，国内油脂现货承压大幅下跌，市场炒作情绪出现降温迹象，油脂期货市场纷纷自高点回落，对节较大涨幅展开修正。

## 3 油脂油料市场展望

随着南美大豆丰产预期逐步兑现和天气窗口持续收窄，市场的关注点将转向美国春季大豆播种。美国农业部月度供需报告释放利空信息，MPOB 月报即将公布，马来西亚棕榈油等待新指引。产地棕榈油步入增产周期，二季度国内新增棕榈油买船将显著回升。4-6 月进口大豆月均到港量预计在 1000 万吨左右，油厂开机率提高改善豆油供给形势。国内油脂库存回升态势将进一步延续，棕榈油相对于其他油脂的过度升水需要修复，油脂市场整体进入震荡调整模式的概率在增加。当然，目前国际地缘政治形势错综复杂，不排除突发因素对油脂市场运行节奏造成干扰。美豆连跌令成本驱动增强，豆粕市场反弹受阻震荡跟跌，但受南美升贴水走高和国内刚需提振仍较美豆抗跌。豆一期货市场在反弹到企业收购价格水平后，上涨动力明显下降，在自身供过于求且缺少现货和政策支撑下，反弹空间持续受限，震荡僵局尚难打破。

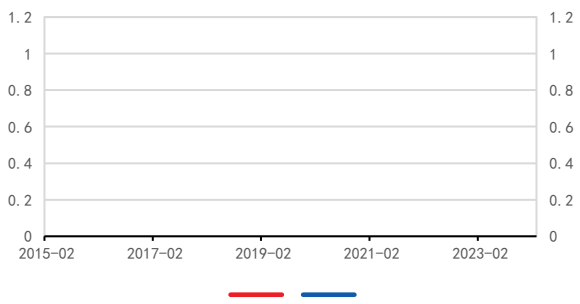
## 4 油脂油料市场主要数据

*图表 45：美国大豆种植收获面积*



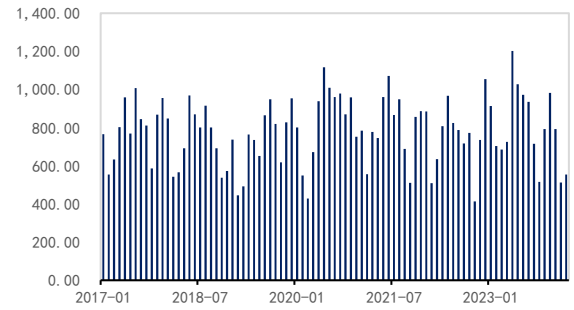

*资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所*

*图表 46：国内生猪存栏量*



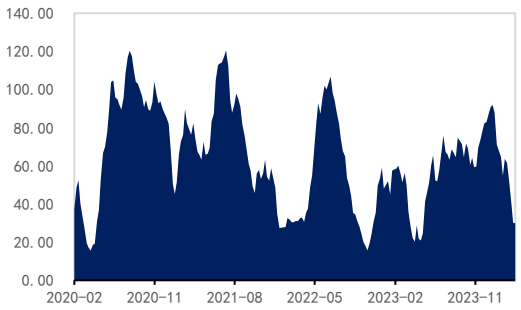

*资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所*

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