中金财富期货策略周报（2024 年第 14 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

宏观策略：根据当前的宏观需求状况，我们认为大部分工业品不存在明显低估的情况，甚至部分处在高位的品种，对于原材料生产商来说，还存在较好的卖保价值。因此，当前行情下，适当注意情绪回落后价格回落的风险。

股指期货：低利率和资产荒背景下，红利主线将反复演绎。上周监管层对分红和退市相关问题回应后，微盘股指数明显修复，并明确了“资本市场高质量发展”的基调，质地优良、现金流充裕、分红稳定的企业将获得溢价。因此，我们建议继续关注蓝筹类指数的逢调整做多机会。

铜：因铜矿品味下降、工人罢工、产铜国环保问题或者政局不稳等扰动因素，铜冶炼企业可能通过提前检修、降低负荷以及加大原料结构调整和放缓新产能释放进度的多种举措来应对利润下滑。交易所调整铜等期货保证金比例，限仓和涨跌停板幅度调整，加速资金关注度。铜价目前走势已基本脱离基本面，更多由资金和情绪推动。CFTC 多头持仓近期大幅增加，已逼近 2021 年高位。短期预计铜价仍有冲高可能，后续关注铜持仓资金变化。

锌：国内政策基调中性偏多，经济景气度延续回升。北方矿山仍处于检修停产状态，炼厂原料压力较大，部分炼厂抢购港口货，原料端延续前期偏紧格局，对锌价提供一定的支撑。国内初端企业开工率不及同期，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。地产新开工走弱将逐步传导至 竣工端。供应端维持紧俏现实，但需求无向上提振的情况下社库持续累库，锌价波动下行。有色板块乐观情绪较浓，资金看涨情绪不减。

钢材：近期地缘政治风险上升，海外定价商品普涨，国内来看，万亿特别国债将加速落地，带动市场情绪走强。从基本面上来看，上周全国高炉产能利用率与钢材产量同步回升，钢厂库存超预期去化，供需关系边际好转。我们认为，本周情绪与基本面共振的情况还将延续，市场仍将维持较强的表现。

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：美豆进入播种季，面积预增叠加良好开局，为未来实现稳产增产奠定基础。CBOT 大豆市场在南美供给压力和自身出口需求疲弱的拖累下持续承压下行，而美国豆油市场更是击穿前期技术低点，弱势外溢效应增强，导致包括马来西亚棕榈油在内的全球油脂市场整体走弱。随着产地棕榈油步入增产周期和进口巴西大豆集中到港，国内油脂供应能力将逐步回升，库存炒作情绪持续下降。目前内外盘油脂市场已形成弱势共振，技术指标转空，市场处于震荡下行节奏。棕榈油与其他油脂间的不合理价差关系有望在本轮下跌过程中逐步得到修正。相比美豆市场弱势表现，国内豆粕市场在低库存支撑下仍表现较为抗跌，市场维持内强外弱、粕强油弱的运行特征。豆一期货市场因缺少现货和政策支撑，跟随周边品种连续回落，尤其在国内供过于求的基本面影响下，豆一期货下行压力依然较大。此外，当前中东局势复杂多变，需注意规避突发因素对市场情绪的冲击。

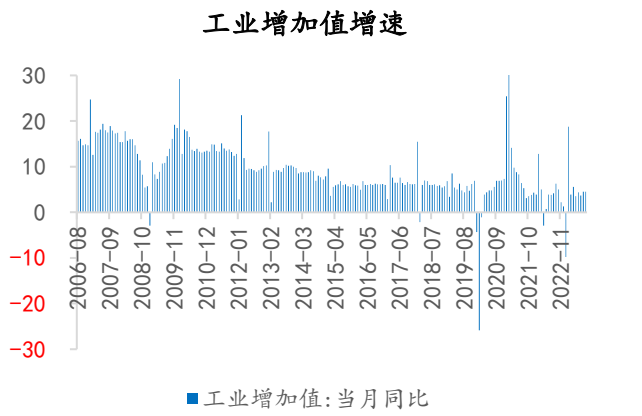
目录

目录 ..... 错误!未定义书签。
铜 ..... 错误!未定义书签。
1 影响因素 ..... 错误!未定义书签。
油脂油料：CBOT 豆油破位下跌，国内油脂市场承压回落 ..... 错误!未定义书签。
1 外部豆类市场分析 ..... 错误!未定义书签。
周度策略：经济数据超预期 需求隐忧尚存 ..... - 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 宏观高频数据周报：商品房销售有所回落，出口指数略有回暖 ..... - 7 -
3 央行会收紧流动性吗 ..... - 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 地缘政治风险上升 ..... - 16 -
2 地产需求仍在恶化 ..... - 16 -
3 政策利好有望延续 ..... - 16 -
4 复工复产加快 ..... - 17 -
6 钢材期货现货数据 ..... - 17 -
原油 ..... - 20 -
1 伊以冲突正式爆发 ..... - 20 -
2 俄乌战争收紧供应 ..... - 20 -
3 首要关注地缘政治 ..... - 20 -
4 需求前景近强远弱 ..... - 21 -
5 联储降息预期延后 ..... - 21 -
6 高位震荡蓄势走强 ..... - 22 -
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 云南干旱开割不畅 ..... - 24 -
4 全球供应压力减轻 ..... - 24 -
5 需求面临年中淡季 ..... - 25 -
6 震荡筑底重心抬升 ..... - 25 -
7 橡胶期现数据 ..... - 25 -
油脂油料：CBOT 豆油破位下跌，国内油脂市场承压回落 ..... - 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 -

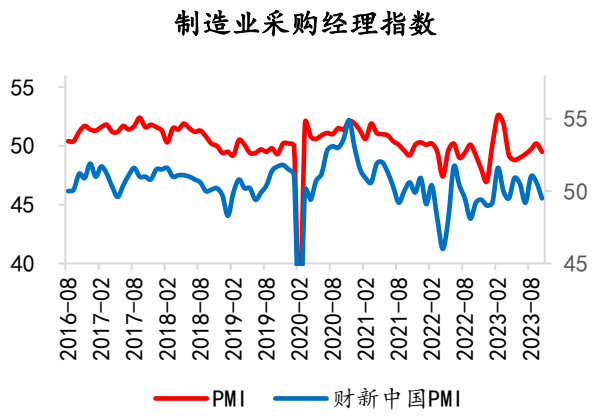
重要经济指标概况

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



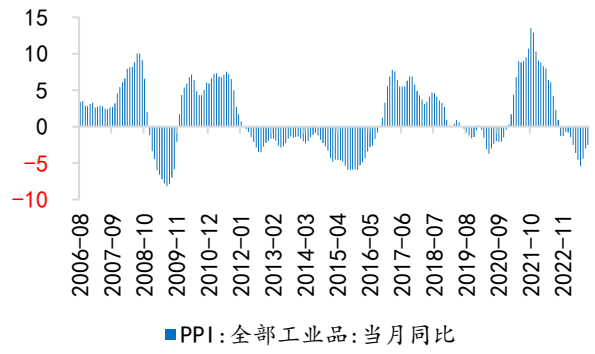
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 3：中国居民消费价格指数



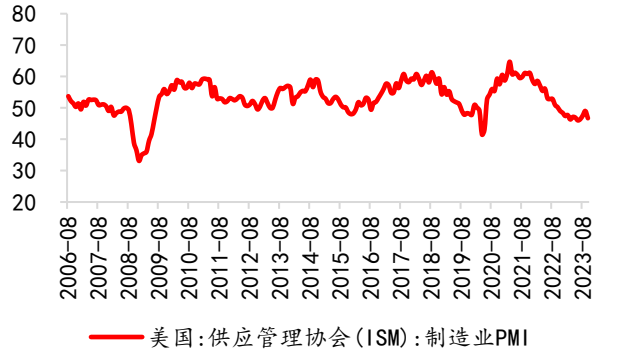
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 4：中国工业生产者出厂价格指数



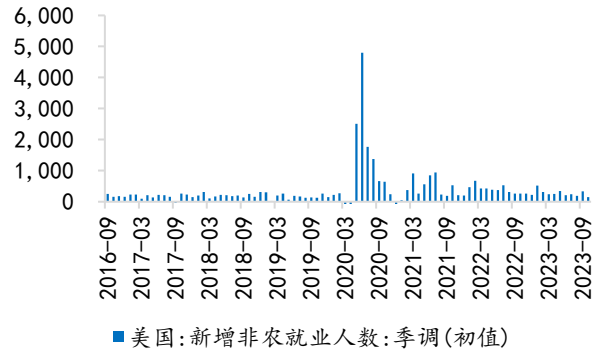
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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：经济数据超预期 需求隐忧尚存

一季度经济数据超预期，加上以有色和原油为代表的强势板块带来的情绪提振，近期工业品出现明显的反弹行情。对于黑色系和建材类，前期跌幅较大，存在明显的超跌反弹动能；对于贵金属、有色和原油等海外定价的大宗，近期一直处于强势态势，这类海外定价的大宗商品强势，是工业品强势的重要原因。

一季度经济数据好于预期

经济运行稳中向好，价格较弱或反映需求层面存在隐忧。2024 年一季度我国 GDP 不变价同比增速达到 5.3%，既高于 2023 年四季度的 5.2%，也优于 2023 年同期的 4.5%。总体来看，受益于宏观政策靠前发力，我国经济经济持续回升、开局良好。但是，用 GDP 现价同比与 GDP 不变价同比的差值衡量价格走势，总体依然延续 2023 年二季度以来的价格疲弱态势，可能反映出我国经济在需求层面存在隐忧，后续持续关注宏观需求的改善情况。

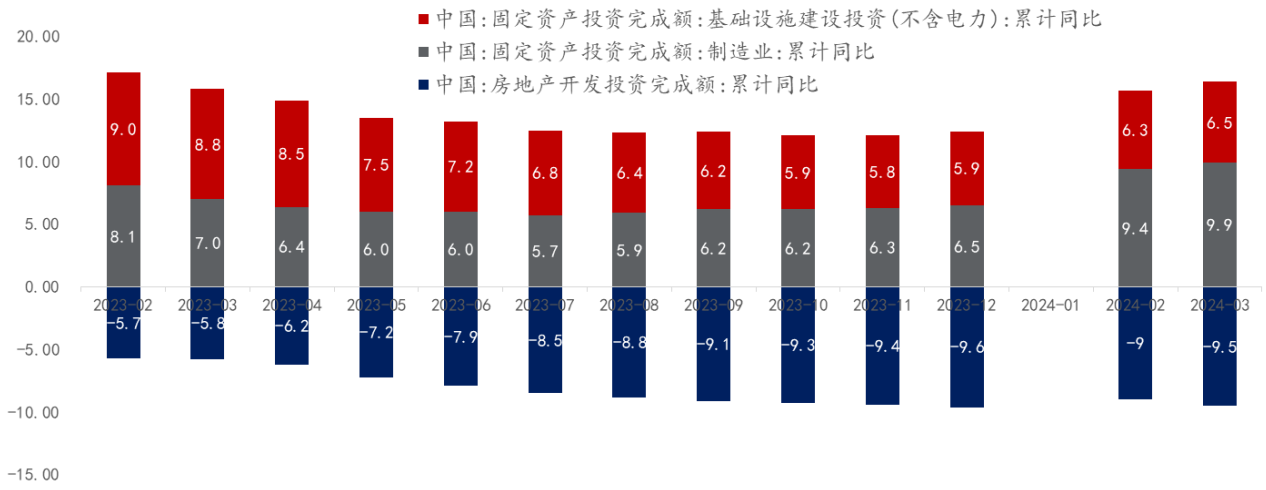
数据上看，工业增加值累计同比增速承压，工业生产仍待进一步观察。2024 年 3 月我国规模以上工业增加值累计同比增速为 6.1%，环比前一期下行 0.9 个百分点。主要因有效需求不足产生拖累，2024 年一季度工业产能利用率降至历史同期低位。工业增加值同比增速面临一定压力，后续应继续关注工业生产回升的持续性。

固定资产投资累计同比较上月小幅上行，制造业投资增速边际改善。2024 年 1-3 月固定资产投资累计同比增长 4.5%，环比上一期上行 0.3 个百分点。固定资产投资内部，地产投资累计同比-9.5%，较上一期下行 0.5 个百分点；老口径基建投资累计同比 8.75%，较上一期下降 0.19 个百分点；制造业投资累计同比 9.9%，较上一期上行 0.5 个百分点。从当月同比的角度来看，制造业及地产投资当月同比增速小幅改善，但基建投资增速小幅回落。

零售方面，累计同比小幅下行，反映消费动能持续性仍待观察。2024 年 1-3 月社零消费累计同比增速为 4.7%，较前一期下行 0.8 个百分点；餐饮零售累计同比增速为 10.8%，较前一期下行 1.7 个百分点。低基数影响淡去后，2024 年 1-3 月社零消费及餐饮消费增速均明显放缓，反映消费动能持续性仍待观察。从未来走势看，随着稳增长政策持续落地，有望推动实现居民收入改善和消费稳定增长之间良性循环。

中国经济保持韧性、稳中向好，但短期来看有效需求不足或仍产生一定制约， 2024 年 3 月经济数据表明，中国经济依然保持韧性、长期稳中向好，但短期来看有效需求不足或仍制约经济运行，经济仍处于修复进程中。

图表 1：固定资产投资数据



资料来源：世界黄金协会，中金财富期货

适当注意情绪回落对国际定价大宗的影响

虽然当前市场情绪依然较为高亢，但是目前商品市场面临的宏观需求强度依然相对有限。尤其是地产和外需仍处于缓慢复苏状态，预计商品市场 2024 年上半年将延续去库，补库周期或在下半年来临。此外，根据周期嵌套理论，当前正处于康波周期的萧条阶段、库兹涅茨周期的末期以及朱格拉周期的中后期，多重叠加下经济向下的压力增大，因此下一轮补库周期的高度将会有限。从行业来看，上游资源采选业和原材料加工业大多处于主动补库和被动去库阶段，但企业补库意愿提升的主要原因或是大宗商品价格回升、企业利润好转，而非下游实际需求的显著改善，换言之，需求端驱动全行业补库的因素并未到来，仅依靠短期原材料涨价的上游补库很难持续，弹性也会受限。

库存周期理论在具体商品上有一定的适用性，但也存在库存变动连续性偏弱以及库存数据真实性存疑两个问题。在对各主要工业品的库存情况进行具体分析后，我们认为二季度，煤焦延续去库，铜、螺纹钢等延续去库或小幅累库，铝、铁矿石、纯碱、玻璃大概率明显累库。此外，被动去库期和主动补库期的商品价格表现通常优于被动补库期和主动去库期，但主动补库不一定对应着价格上涨。考虑到当前部分产业存在产能过剩和需求不足的问题，即使企业有补库行为，很大概率会出现弱补库，商品价格仍存在下跌的可能性。

因此，对于强金融因素带来的行情提升，注意情绪回落后价格回落的风险。

策略上跟随为主

根据当前的宏观需求状况，我们认为大部分工业品不存在明显低估的情况，甚至部分处在高位的品种，对于原材料生产商来说，还存在较好的卖保价值。因此，当前行情下，适当注意情绪回落后价格回落的风险。

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 19 日	央行：未来货币政策还有空间	将密切观察政策效果、用好储备政策。今年一季度贷款投放比例向历史平均水平回归	货币宽松作为稳增长的配套政策将延续
	4 月 18 日	国家发改委：认为出口商品多了就是产能过剩了，这是站不住脚的	在市场经济条件下，供需平衡是相对的、不平衡是普遍的	驳斥海外对于中国商品过剩的言论
数据	4 月 17 日	中国一季度 GDP 同比增长 5.3%	GDP 增速超预期	基建投资和制造业投资增速加快，有效对冲房地产投资下滑扩大
	4 月 17 日	IMF 上调全球今年 GDP 增长预期	美国的过度开支可能会重新点燃通胀，推高融资成本，给全球经济造成长期的财政和金融失衡风险。	美国经济增长过度依赖举债
事件	4 月 19 日	以色列导弹袭击伊朗	中方：反对任何导致局势进一步升级的行为	地缘政策的风险依然较大

资料来源：中金财富期货研究所

2 宏观高频数据周报：商品房销售有所回落，出口指数略有回暖

上周国内经济恢复斜率边际放缓。一是，投资实物工作量稳步形成，对工业品需求存在一定支撑，但部分原材料库存高企，制约生产上行弹性。二是，线下经济活跃度走弱，货运物流、地铁客运、电影票房等环比走弱，居民期待“以旧换新”政策落地，短期在以汽车为代表的消费方面持观望态度。三是，新房和二手房销售同、环比均走弱，房地产市场“寻底”中。

工业：生产分化。1）钢铁产量跌幅收窄，去库存延续。上周日均铁水产量、高炉开工率环比恢复，同比跌幅收窄。成材方面，前期偏弱的钢铁建材生产小幅恢复，库存已降至 2020 年以来同期低点；前期较强的钢铁板材产量自高位小幅回落，库存自高位缓慢去化。2）水泥产需均有恢复，库存逐步累积。4 月 10 日-16 日水泥出库量、基建水泥直供量同比增速分别为-29.1%和-2.4%。上周水泥磨机运转率提速 4.4 个百分点至 46.1%，跌幅明显收窄。3）石油沥青开工回落，库存高位、需求不振、亏损严重均制约生产恢复。除沥青外，其他主要化工品生产大多走弱，成本随原油价格抬升，需求和价格未有明显起色，厂商盈利空间相对有限。4）汽车轮胎开工偏强。其中半钢胎开工率升至 2015 年以来高位。汽车出口及内需偏强，支撑轮胎需求。

地产：销售环比回落，同比跌幅扩大。1）新房方面，近 7 日 61 个样本城市新房日均成交面积环比回落，其中三线和四五线城市环比跌幅更大；日均成交面积同比-39.5%，相比 2019 至 2021 年同期均值跌 5 到 6 成。2）二手房方面，近 7 日（截至 4 月 19 日），15 个样本城市二手房日均成交面积环比小幅回落，同比增速约-16%，跌幅扩大。

内需：线下经济活跃度走弱。1）货运物流指数回落。近 7 日整车货运流量指数、公共物流园吞吐量指数、主要快递企业分拨中心吞吐量指数均环比回落，同比增速分别为-4.5%、-5.6%、-4.2%，同比跌幅均扩大。2）客运及居民消费方面，近 7 日 24 城地铁客运量回落、同比涨幅收窄，百度迁徙指数低于去年同期，电影票房收入环比有所回落。据乘联会统计，4 月 1-14 日，乘用车市场零售量同比-11%，较上月同期下降 3%。

外需：稳步恢复。上周港口吞吐量同比正增长。截至 4 月 14 日当周，港口累计完成集装箱吞吐量、货物吞吐量分别较去年同期增 10.6%、1.7%。4 月前 10 日韩国出口金额同比增 21.6%，高于 3 月的 3.1%。4 月以来，中国出口集装箱运价指数连续 3 周提升。

3 央行会收紧流动性吗

央行有没有可能突然收紧流动性？这是最近市场较为担心的问题。

对比历史，因为机构行为或者央行关切而收缩流动性，典型年份是 2013 年、2016 年、2019 年和 2020 年。

回溯历史，2013 年因为打击同业违规行为而发生钱荒，市场的不解在于打击力度与基本面相对不符，考虑到当下宏观基本面的复杂性和金融防风险的底线，我们合理预期 2013 年 6 月的可能性极低。

2016 年机构委外+杠杆+套利，央行行为有理有据，基本面确定企稳，政治局会议明确政策重心转向，由此开启金融去杠杆的大幕和债券市场转向。对比 2016 年，基本面和政策面似乎都还没有类似转向的可能。

2019 年，一季度开门红和高层对于空转套利的关注，带来央行两个月的流动性收紧，当然因为基本面再度转弱和中美贸易摩擦加剧，以及后续包商事件等，流动性再度转为宽松。这一状态可能在某种程度上最为接近于当下时点的情形。

值得一提的是，2012 年以来二季度债市反转的年份除了 2013 年就是 2020 年，当时虽然也有空转套利、利率水平不能过低等多种提示，但是债市反转的关键原因在于中国率先走出疫情，基本面 V 型反转，而且资金利率确实足够低（甚至一度低于走廊下限）。

基于上述四段历史的对比，我们有如下观点：

我们需要重视和关注央行的态度，但是在资金利率处于 1.8%上方，基本面 V 型改善的可能性偏小，宏观内外环境依然复杂，中小金融机构风险仍需防范化解的背景下，流动性宽裕，利率维持在地位。

4 宏观策略

根据当前的宏观需求状况，我们认为大部分工业品不存在明显低估的情况，甚至部分处在高位的品种，对于原材料生产商来说，还存在较好的卖保价值。因此，当前行情下，适当注意情绪回落后价格回落的风险。

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+1.89%，上证 50 周+2.38%，中证 500 周+0.71%，中证 1000 周-1.39%。

北上资金方面，北上资金本周净流出 66.9 亿元；融资资金前四个交易日合计净流出 29.6 亿元；

新成立偏股类公募基金 21.9 亿份，较前期上升 11.4 亿份；ETF 净赎回，对应净流入 8.1 亿元。

一季度经济数据来看，整体 GDP 增速超市场预期改善，大类行业中存在较大分化。改善的主要驱动来自制造业、信息软件和信息技术服务业和租赁和商务服务业。细分行业工业增加值两年复合增速普遍回暖，主要在上游资源品、部分机械制造、和电力、TMT、食品加工等领域。对应的核心工业品产量两年复合增速大多呈现改善的趋势，如资源品（纯碱、有色金属）、机械设备相关（发动机、发电机组、汽车、电梯、工业机器人、船舶等）、太阳能电池、集成电路、通信基站设备等产量均相比 1-2 月两年复合增速均提升。

分析师一致盈利预测方面，年初以来，分析师对 2024 年全部 A 股一致盈利预测有所下调，细分行业中预计绝对增速较高的行业主要有信息技术领域的计算机、电子、传媒，消费服务领域的社会服务、商贸零售、以及国防军工、医药生物、基础化工等行业。年初以来对石油石化、农林牧渔、家用电器、轻工制造几个行业的盈利预期有所上调。

A 股盈利在 23 年三季度已经出现触底回升，23 年四季度至 2024 年来看随着经济复苏的持续推进，在低基数和库存、盈利周期的影响下，预计 24 年全年 A 股盈利有望逐季改善，并在 2024 年年底左右达到较高水平。结合经济数据、分析师一致盈利预测以及我们跟踪的行业中观景气情况，预计 24 年全 A 和非金融石油石化预计增速在 6-10%左右。

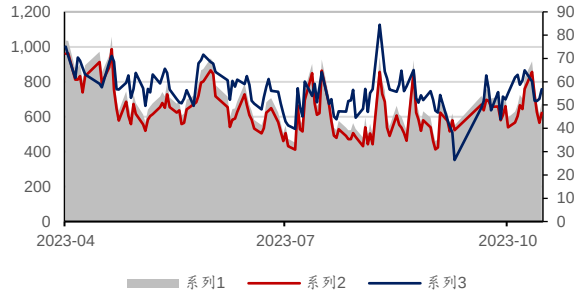
建议关注红利风格

上周 A 股指数波动加大，市场风格显著分化，大盘红利风格占优。红利指数、中字头央企指数周内分别上涨 4.6%、5.7%，而小盘、微盘股呈现剧烈波动，万得微盘股指数周跌幅达 12%。新国九条明确了资本市场严监管基调，新规鼓励分红并大幅削减“壳”资源价值，市场担忧小盘股退市风险，同时分红占优的大盘价值股获得溢价。资金面，上周两市成交额小幅抬升，北向资金和融资资金均净流出，重要股东二级市场净增持。大宗商品方面，基本金属、贵金属价格维持强势，黑色系商品延续反弹，国际油价回落至 90 美元/桶下方。

展望后市，返璞归真，价值红利为矛。低利率和资产荒背景下，红利主线将反复演绎。上周监管层对分红和退市相关问题回应后，微盘股指数明显修复，并明确了“资本市场高质量发展”的基调，质地优良、现金流充裕、分红稳定的企业将获得溢价。四月下旬，市场聚焦重点在于企业财报和政治局会议。一季度经济总量增速超出预期，预计政治局会议将延续两会基调，重点在于抓好已出台政策的贯彻落实，强刺激必要性不高；与此同时，国内经济仍面临部分行业产能过剩、价格持续负增的隐忧，企业一季报整体盈利弹性受到制约，而上市公司重视分红有望强化 A 股价值红利风格。

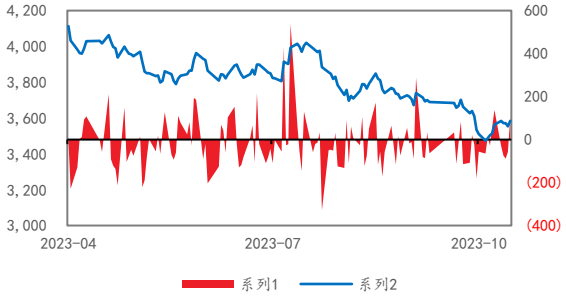
。

图表 8：融资融券数据图



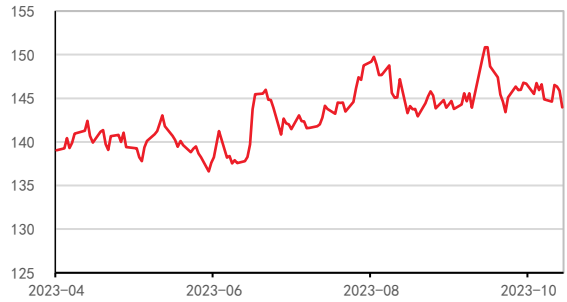
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 9：合约持仓和市场表现



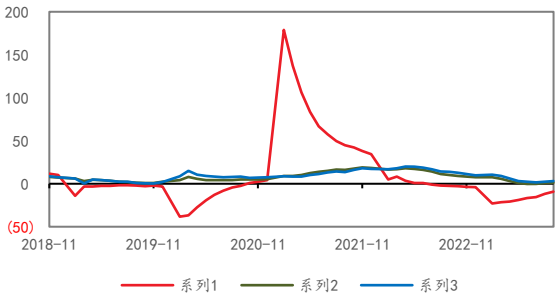
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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

在高价铜，下游消费降温显著，多数企业订单处于不温不火的状态。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，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

因铜矿品味下降、工人罢工、产铜国环保问题或者政局不稳等扰动因素，铜冶炼企业可能通过提前检修、降低负荷以及加大原料结构调整和放缓新产能释放进度的多种举措来应对利润下滑。交易所调整铜等期货保证金比例，限仓和涨跌停板幅度调整，加速资金关注度。铜价目前走势已基本脱离基本面，更多由资金和情绪推动。CFTC 多头持仓近期大幅增加，已逼近 2021 年高位。短期预计铜价仍有冲高可能，后续关注铜持仓资金变化。

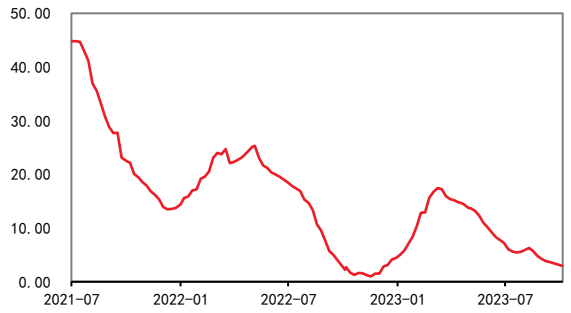
3 铜期货现货数据

图表 12：长江有色铜价



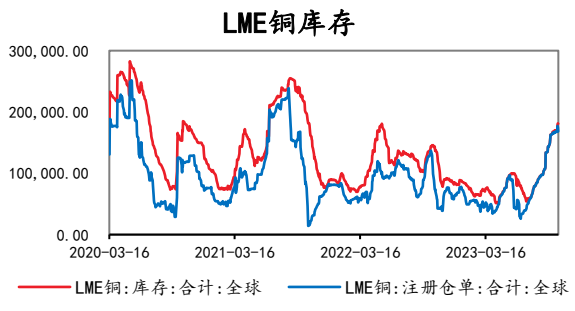
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 13：上海保税区铜库存



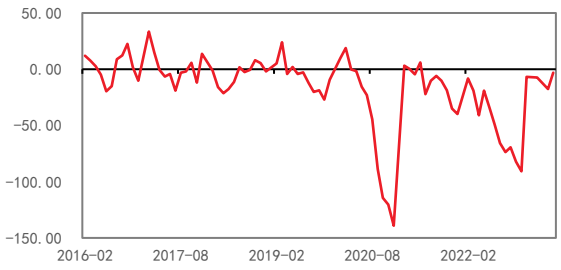
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 14：LME 铜库存



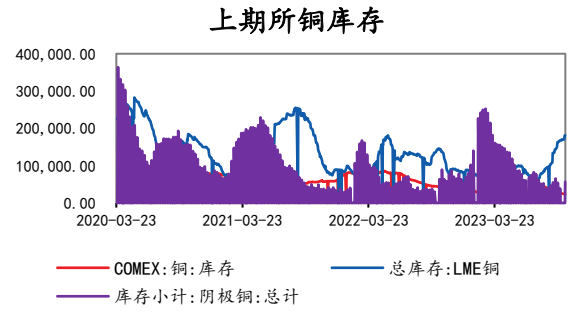
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 15：WBMS 供需平衡



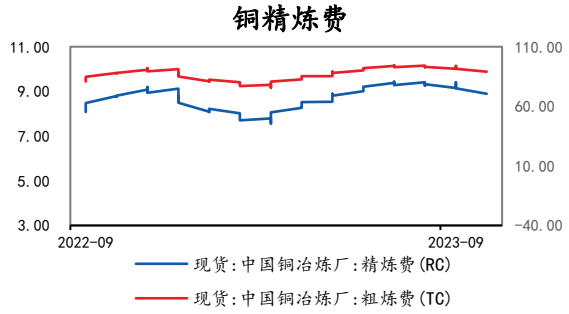
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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。从主要矿企产量指引来看，多数矿企 2024 年产量同比变化不大，部分矿企产量同比增加，其中 Newmont 的 Peñasquito 矿恢复运营带来明显增量；MMG 洪水冲击影响解除，产量恢复；GrupMexico 则受益于 Buenavista 矿投产运营，产量同比增加。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。2024 年 3 月 SMM 中国精炼锌产量为 52.55 万吨，环比增 加 2.3 万吨，高于预期，同比下降 5.61%，1-3 月累计产量 159.5 万吨，累计同比增加 1.63%，略高预计值。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。

订单略有好转

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。

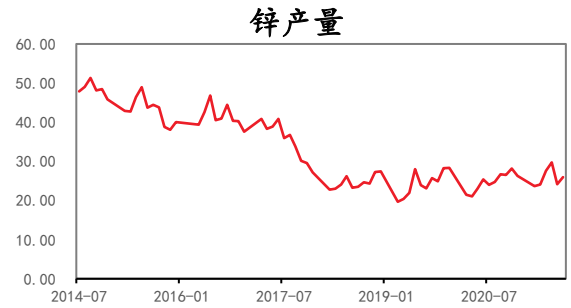
2 总结

国内政策基调中性偏多，经济景气度延续回升。北方矿山仍处于检修停产状态，炼厂原料压力

较大，部分炼厂抢购港口货，原料端延续前期偏紧格局，对锌价提供一定的支撑。国内初端企业开工率不及同期，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。地产新开工走弱将逐步传导至 竣工端。供应端维持紧俏现实，但需求无向上提振的情况下社库持续累库，锌价波动下行。有色板块乐观情绪较浓，资金看涨情绪不减。

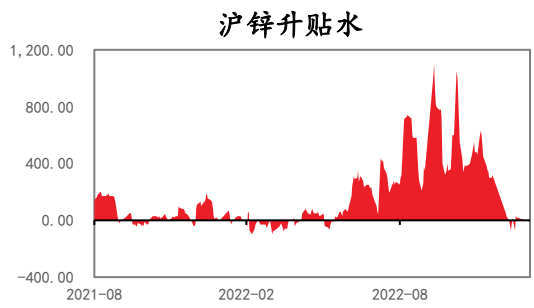
3 锌期货现货数据

图表 18：锌产量



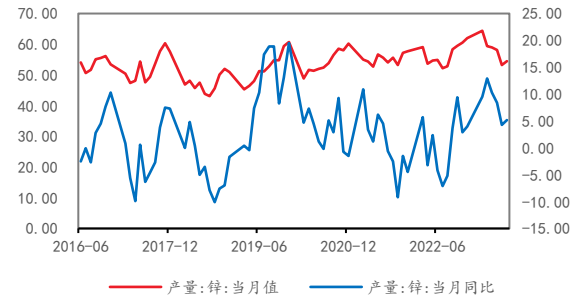
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 19：锌升贴水



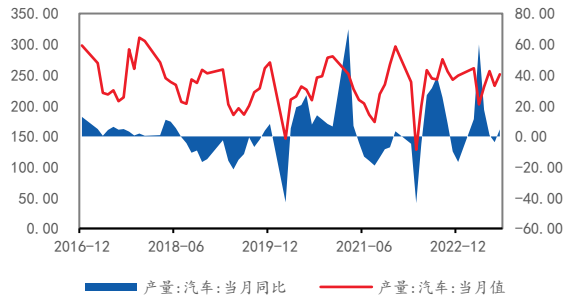
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 地缘政治风险上升

上周五，新闻报道，以色列导弹击中了伊朗伊斯法罕，当地传出爆炸声。该地区是伊朗重要的核设施所在地，若核设施被伊朗打击，伊以之间将没有挽回的余地，因此黄金与原油短时间大幅上涨。

但从后续消息来看，以色列并没有使用导弹袭击伊朗，伊斯法罕也没有发生爆炸。根据伊朗国家电视台报道，当地时间 19 日零时 30 分左右，伊朗防空部队在伊斯法罕上空发现 3 架无人机，便在空中拦截，将其摧毁，伊斯法罕一切正常，地面没有发生爆炸。国际原子能机构也发文宣布伊朗核设施未受损。

尽管从结果上来看，伊以冲突升级被证伪，黄金与原油的价格迅速回落，但并不代表地缘政治风险有所下降，而恰恰相反，地缘政治的风险还在持续上升。

地缘风险上升，加剧了市场对美元的不信任与对黄金的需求，以美元定价的金融资产大幅上涨。同时，大宗商品价格的上涨又会推动美国通胀数据的上升，进而导致美联储降息的推迟甚至是进一步加息。铁矿同样是美元定价商品，目前走势较强，不宜轻易从基本面的角度看空。

2 地产需求仍在恶化

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 1-3 月份，全国房地产开发投资同比下降 11.1%较 1-2 月扩大 2.1%；新建商品房销售面积同比下降 19.4%，较 1-2 月收窄 1.1%；新建商品房销售额同比下降 27.6%较 1-2 月收窄 1.4%；房屋新开工面积同比下降 28.7%；房地产开发企业到位资金同比下降 26%，跌幅较 1-2 月扩大 1.9%。房企资金紧缺依旧是目前地产行业最大的问题所在，房企买地能力与买地意愿都较低，新开工自然上不去。

目前统计局已停止公布土地成交数据，对于现阶段土地的情况，我们只能从地方数据上从小看大。以地方为例，苏州市区 2024 年国有建设用地供应计划发布，其中商品住宅用地供应近 185 公顷，对比 2023 年供应缩减近 63.5%；重庆地区 2024 年的住宅用地计划供应 996 公顷，相比去年减少了 159 公顷，约 14%，相比 2022 年，缩减 48%；成都主城五区 2024 年商品住宅用地计划供应 6941 亩，降幅约 24%；沈阳 2024 年商品住宅用地计划供应 189 亩，较 2023 年上升 35%，但较 2022 年下降 60%。

从能查到的城市土地计划供应来看，不是腰斩就是近年新低。出现这个情况的主要原因就是房企的资金紧张，各房企多在拼命降库存去杠杆，而不是买地新开工。土拍作为房地产行业的先行指标，土地供应的腰斩，代表着未来 1 年左右新开工面积仍将维持低位。

3 政策利好有望延续

4 月 17 日，国家发改委宣布将加快推动超长期特别国债等举措落地，18 日发改委组织召开 2023 年增发国债项目实施推进工作电视电话会议，通报项目进展和督导情况，对发现的问题及时纠偏整改，进一步压实地方主体责任，推动所有增发国债项目于今年 6 月底前开工建设。

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。

国债是基建资金的重要来源，超长期国债的连续发行将有效的对冲基建项目资金紧张的局面。类比专项债，作为项目资本金的比例不能超过 25%，万亿特别国债可拉动的总投资至少在 4 万亿。

1-2 月和 3 月，基建投资分别为 1.5 万亿和 2.2 万亿，增速分别未 9%和 8.6%，增速有所放缓，但随着特别国债的发行，增速有望超于 2023 年。

4 复工复产加快

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 84.6%，环比增加了 0.5%，同比下降了 6.9%。91 家电弧炉的产能利用率降至 51.1%，环比下降了 0.6%，同比下降了 7.5%。

五大品种钢材的周产量为 860.5 万吨，环比增加了 0.5%，同比下降了 10.8%。长流程产出增加，上周日均铁水产量增加了 1.5 万吨，达到 226.3 万吨。由于前期钢厂利润的修复推动了复产节奏，长流程企业的产量增加推动了钢材产量的同步回升。

在库存方面，上周五大品种钢材的社会库存量降至 1491.6 万吨，环比下降了 3.9%，同比增长了 5.2%。钢厂库存减少到 542.5 万吨，环比下降了 6.7%，同比下降了 4.9%。钢材总库存呈现回落趋势，环比下降了 4.6%，去库幅度较前一周收窄了 0.2%。这反映了厂库和社库去库速度的维持，以及下游消费强度的延续。

上周五大品种钢材的周表观消费量为 959.6 万吨，环比下降了 0.5%，同比减少了 4.3%。其中，螺纹钢的周表观消费量为 281.6 万吨，环比下降了 1.7%，同比下降了 12.4%。尽管螺纹钢需求小幅下滑，建筑钢材的周成交量恢复至 15.58 万吨，环比下降了 9.1%。

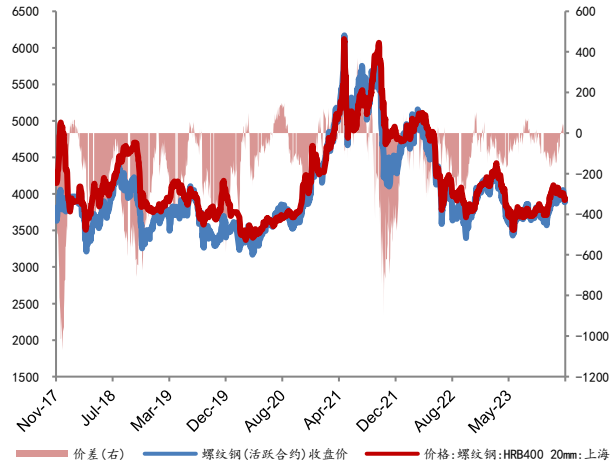
钢材现货价格持续反弹，主流钢材品种的即期毛利略有下降。247 家钢厂的盈利率显著提升到了 48.5%，环比增加了 10.4%。

5 小结

近期地缘政治风险上升，海外定价商品普涨，国内来看，万亿特别国债将加速落地，带动市场情绪走强。从基本面上来看，上周全国高炉产能利用率与钢材产量同步回升，钢厂库存超预期去化，供需关系边际好转。我们认为，本周情绪与基本面共振的情况还将延续，市场仍将维持较强的表现。

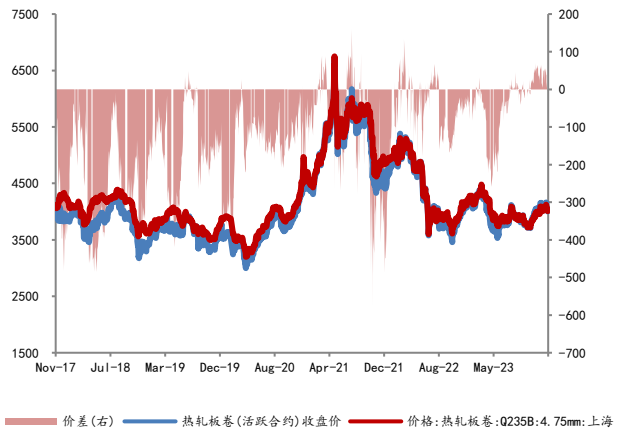
6 钢材期货现货数据

图表 22：螺纹期现价差



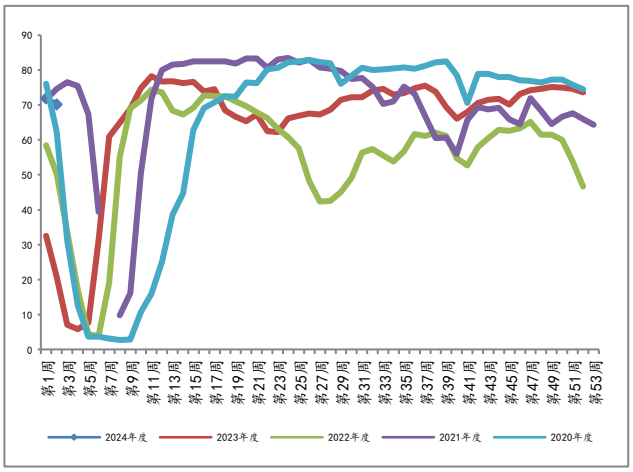
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 23：热卷期现价差



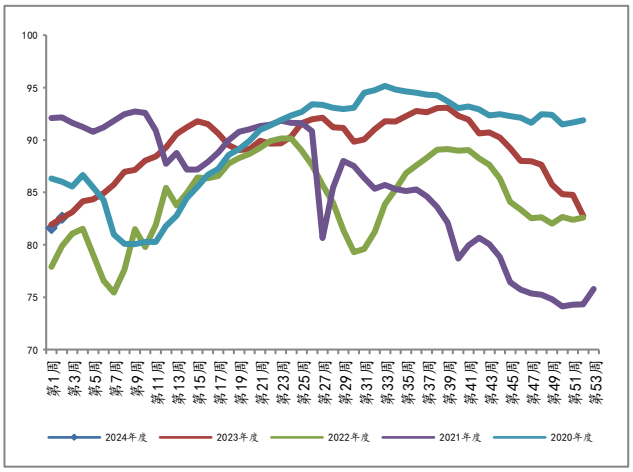
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 24：85 家独立电弧炉钢厂：开工率：中国（周）



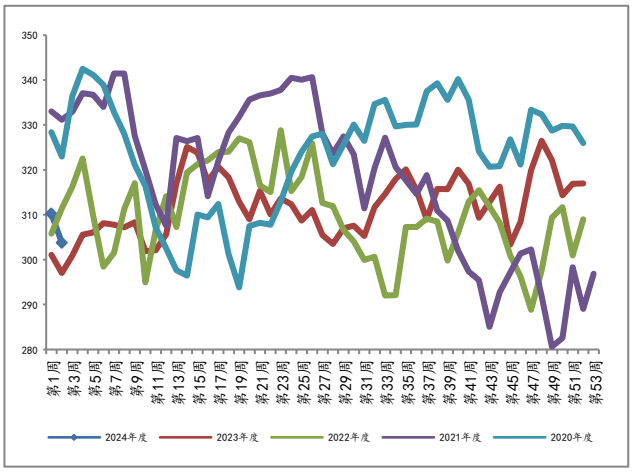
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 25：247 家钢铁企业：高炉产能利用率：中国（周）



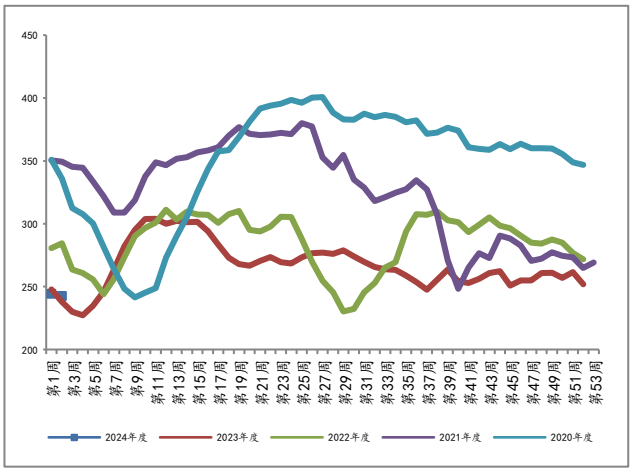
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 26：螺纹钢：建筑钢材钢铁企业：实际产量（周）



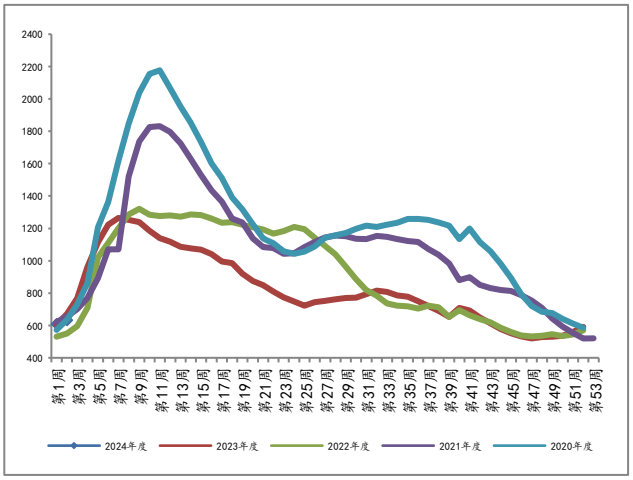
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 27：热轧板卷：钢铁企业：实际产量：（周）



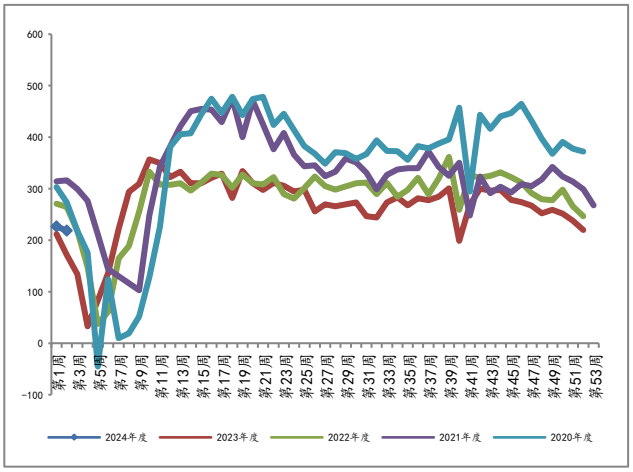
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

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 伊以冲突正式爆发

据新华社援引外媒报道称，伊朗伊斯兰革命卫队开始对以色列目标发动大规模导弹和无人机袭击，事件的发生给本来动荡的原油市场造成了更大的不确定性。在伊朗发动反击后，据以色列方面宣称，截至目前伊朗共发射 150 枚导弹，但造成的破坏较为轻微。伊朗官方代表透露，伊朗对以色列的报复可以被视为已经结束，如果以色列再生事端会有更严厉的后果，并警告美国不应介入。

此次行动作为对以色列轰炸伊朗驻叙利亚大使馆的回击，兑现了伊朗领袖此前复仇的誓言。从实际结果来看，伊朗主要意图在于维护其中东地缘大国地位，树立说话算数、有仇必报的形象，展示抵抗之弧的意志和力量，但将战争扩大化并不符合伊朗的政治利益。伊朗选择适度进行有限回击，是出于避免事态失控的考虑，接下来全世界都在观望以色列会进行何种程度的反应。目前以色列已经从加沙地带撤出了绝大部分兵力，对未来可能的进攻和防御做出部署。

伊朗对以色列发动导弹和无人机袭击后，全球密切关注以色列将采取何种反击行动。就目前而言，全球社交媒体上已有大量视频显示，伊朗本土、伊拉克、叙利亚和黎巴嫩部分地区疑似遭到以色列的报复性轰炸，事态有朝着进一步恶化的方向演变。不过，拜登在与内塔尼亚胡的通话中表示，美国将反对以色列对伊朗的任何反击，并且不会参与其中，由此可见中东大规模战争仍是美方不愿意面对的。

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 首要关注地缘政治

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。

中东地缘政治是原油交易的一大经典题材，根据以往经验，资金有意利用此类事件哄抬炒作，

短时间给市场注入大量溢价。正常如果后续各方保持相对克制，不造成冲突的大规模升级，未能对全球原油体系造成实质性冲击，伊朗原油出口制裁的边际影响力近年来也已经弱化，则这部分溢价将很快被抹平。但鉴于本轮巴以冲突暴露出来的以色列行事风格，确实很难排除事态升级的可能性，一旦伊朗和美国深度介入引发霍尔木兹海峡危机，油价的上行风险将是不可估量的。

我们此前曾经详细论述，市场对地缘问题的交易逻辑存在经典的三阶段，在起初的应激性上涨过后，接着是利多出尽的调整需求，但仍然无法排除根源性的风险因子，例如原油生产设施、出口终端和主要航路遭遇不可抗力导致供应中断。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。

4 需求前景近强远弱

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。

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 高位震荡蓄势走强

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。

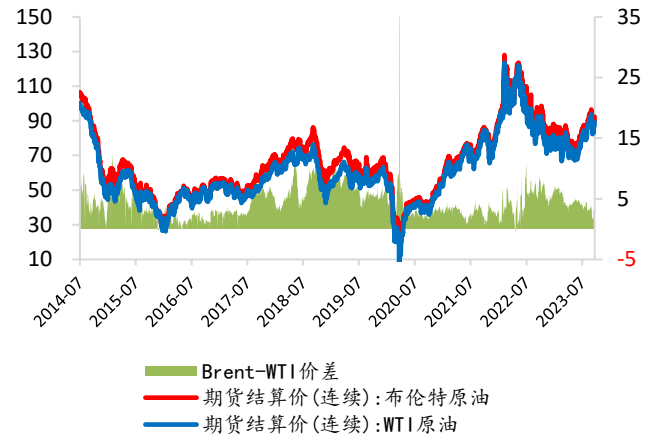
供应方面，现阶段 OPEC+决定将自愿减产延续至二季度，但其给市场预期带来的影响不仅局限于上半年。对此，EIA 大幅修正二季度全球原油供需平衡表，并上调油价预测 4 美元之多；IEA 市场判断的基本情形直接假定 OPEC+减产将进一步延续至年底。

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。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。

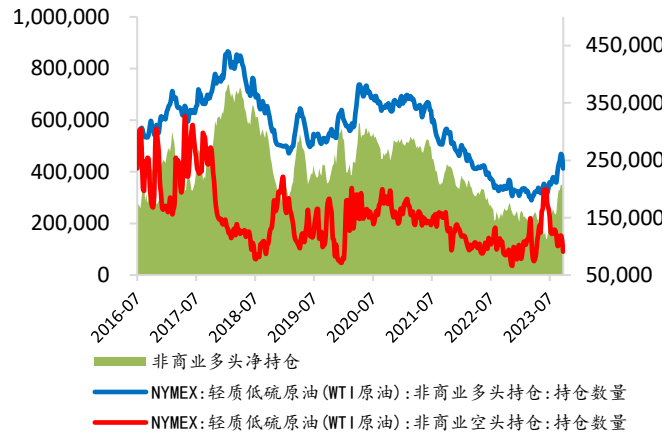
7 原油期现数据

图表 30：国际原油期货价格



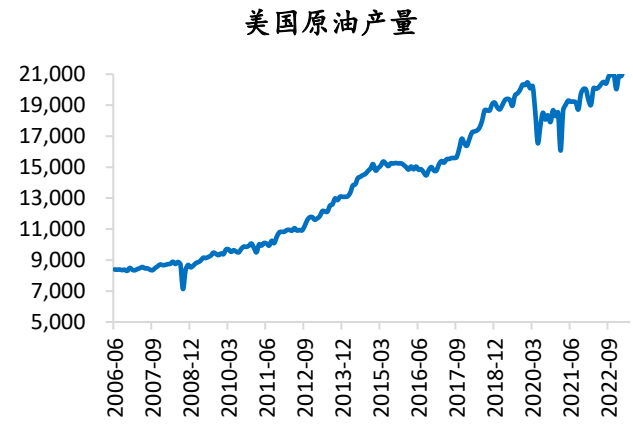
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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



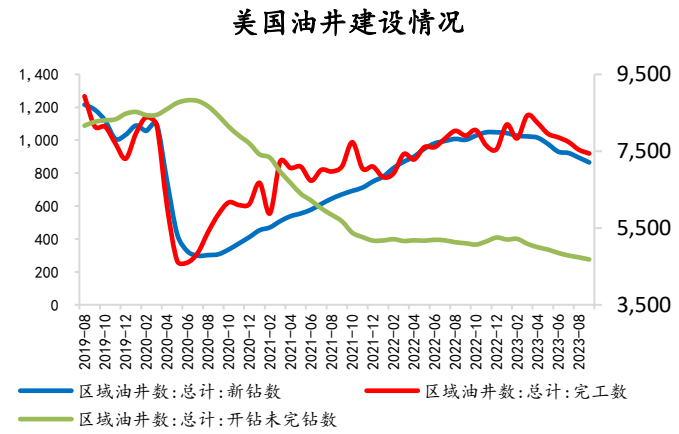
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 33：沙特原油产量



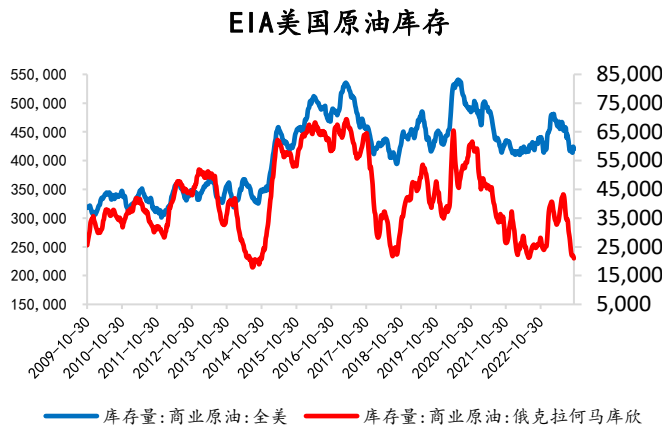
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 34：美国油井建设情况



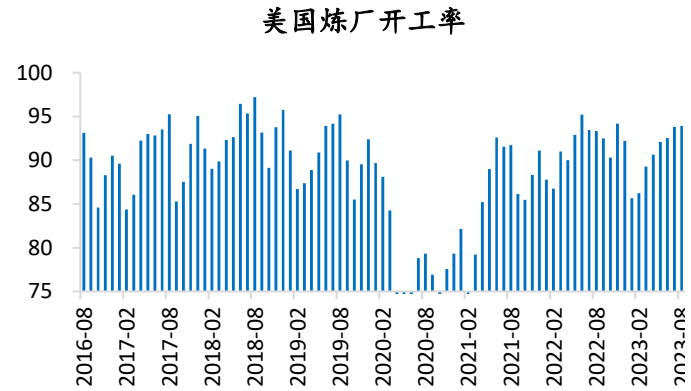
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 35：EIA 原油库存



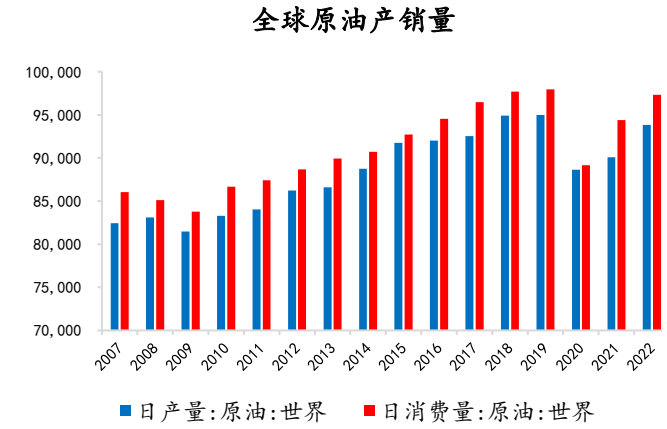
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 云南干旱开割不畅

受国内云南产区天气影响，新季提前开割预期或被证伪，支撑天然橡胶价格处于同比高位。

3 月下旬以来，云南西双版纳产区降雨偏少气温偏高，面临的干旱风险等级较大，市场担忧持续干旱会影响正常开割进程。进入 4 月后，云南产区干旱导致橡胶树黄叶，部分已经开割的胶园再次停割。海南产区也因天气物候问题计划开割时间延后，至此国内整体开割情况不佳，原料释放不及预期。此外，沪胶标的全乳胶与浓缩乳胶均以胶水作为原料，二者排产情况会根据价差利润变化调整，目前浓乳的生产利润较好。即使国内产区正常开割，浓乳原料分流的效应或较强，从而造成交割品全乳胶产量减少，进一步支撑沪胶价格。

4 全球供应压力减轻

在国内云南产区新季开割不畅的同时，东南亚主产区今年上游情况亦不乐观。一季度以来，泰国橡胶原料价格持续攀升，胶水从年初的 55.3 泰铢/公斤最高触及 81.2 泰铢/公斤，尽管开割预期令原料价格小幅回调，但高温少雨天气下仍保持高位坚挺。

泰国是全球第一大天然橡胶生产和出口国，对国内流通市场上现货供应起到决定性作用。受宏观经济、产业周期和自然气候影响，在 2023-2024 割胶年度，泰国橡胶供应出现历史性的拐头向下，其产量和出口规模下降趋势延续至今。2024 年 1-2 月，泰国橡胶产量同比下降 0.39%至 87.1 万吨，南部主产区旺季不旺并步入减产停割阶段。全球天然橡胶产量亦出现同步下滑，ANRPC 报告显示，2024 年 2 月全球橡胶产量同比降至 99.5 万吨。叠加内外盘利润倒挂结构，国内橡胶进口量更不及预期，2 月累计进口 32 万吨，同比下降 16%。

在原料收购价格延续高位，供应偏紧现状未有明显缓解的情况下，对天然橡胶形成较强支撑，胶价重心高于近年同期水平。

5 需求面临年中淡季

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。

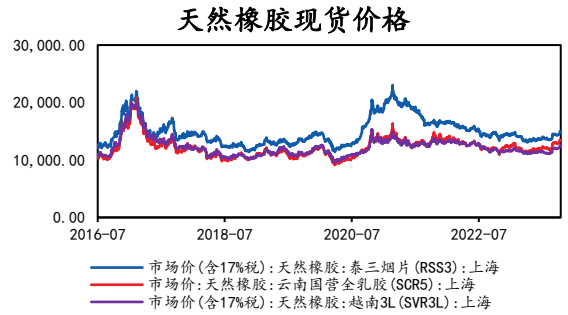
6 震荡筑底重心抬升

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 2 。

7 橡胶期现数据

图表：天然橡胶现货价格



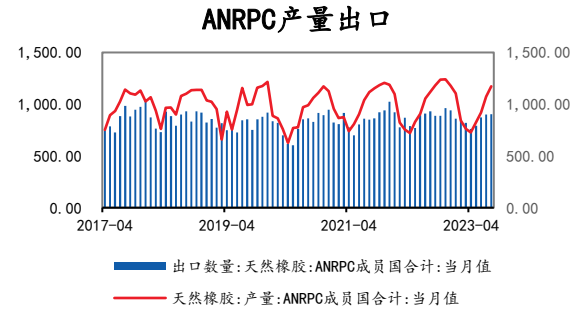
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 38：合成橡胶价格



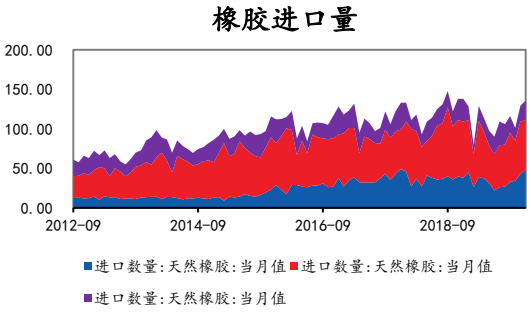
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 39：ANRPC 产量出口



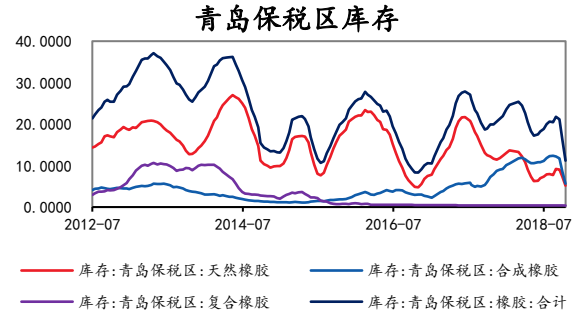
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 40：橡胶进口量



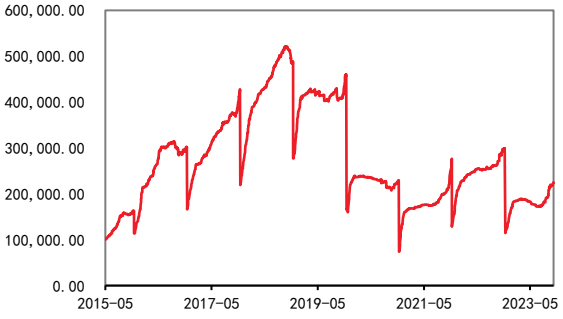
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 41：青岛保税区库存



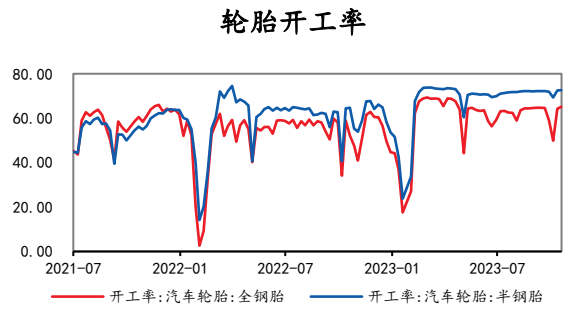
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 42：上期所注册仓单



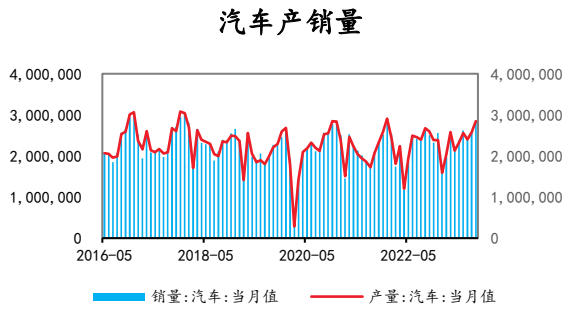
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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：CBOT 豆油破位下跌，国内油脂市场承压回落

1 外部豆类市场分析

巴西大豆收割近尾声，阿根廷大豆收割过一成

进入 4 月中旬，巴西大豆收割率已过八成，美国农业部在 4 月供需报告中维持巴 1.55 亿吨产量不变，较其他机构的评估值高出 500-1000 万吨。阿根廷大豆正处收割初期，机构发布的收割率刚过 10%。目前包括美国农业部在内的机构对阿根廷大豆产量的预估值普遍在 5000 万吨之上。阿根廷大豆产量较上年实现翻番，有效地对冲了巴西大豆减产对全球大豆供需格局的影响。随着南美天气窗口逐渐关闭和产量预期逐步兑现，市场的关注点将转向北半球大豆生产。

美豆拉开种植大幕，首份报告好于预期

美国农业部于 4 月 15 日发布 2024 年首份作物生长报告。报告显示，截至 4 月 14 日当周，美国大豆种植率为 3%，高于市场预期的 2%，五年均值为 1%。美国农业部在 3 月底的种植意向报告中，预计 2024 年美国大豆播种面积为 8651 万英亩，较上年增加 291 万英亩，同比提升 3.48%。美豆面积预增得到良好开局配合，有助于稳固未来产量前景。

雷亚尔贬值令巴西大豆销售压力陡增，美豆出口承压

近期，受美联储降息预期减弱以及地缘政治动荡刺激避险需求影响，美元对全球多数货币大幅升值，其中巴西雷亚尔兑美元汇率跌至 2023 年 3 月以来的最低水平，巴西农户对以美元计价的大豆的销售压力迅速增加，巴西大豆集中涌向国际市场，继续挤占美豆出口份额。美国农业部公布美豆周度出口销售报告显示，截止 4 月 11 日当周，美国大豆出口销售合计净增 74.90 万吨，基本符合市场预期。当前市场年度累计出口量为 4128.3 万吨，较去年同期下滑 17.6%。随着南美大豆成为国际市场供应主流，预计美豆出口将继续承压。

棕榈油库存降幅超预期，增产周期令市场反应较为平静

马来西亚棕榈油局（MPOB）于 4 月 15 日公布月度供需报告。报告显示，3 月份马来西亚棕榈油产量环比增加 10.6%至 139.2 万吨，出口环比增加 28.6%至 131.8 万吨，国内消费环比下降 17.7%至 30.2 万吨，库存环比下降 10.7%至 171.5 万吨，库存降至 10 个月低点。由于市场对棕榈油库存下降早有预期并提前消化，因此对本次报告反响较为平静。受产地棕榈油步入季节性增产周期以及 CBOT 豆油连续下跌影响，棕榈油市场很快重回调整节奏，与其他油脂间失衡的价差关系得以继续修正。

2 国内豆类市场分析

3 月进口大豆大幅下降，4 月进口量预计显著回升

国家海关总署公布的数据显示 2024 年 3 月中国大豆进口量为 554.1 万吨，同比降低 15.2%。2024 年一季度中国共进口 1858 万吨大豆，比上年同期的 2083 万吨减少 10.8%，创下四年同期最低。进口大豆供应不足是近期国内豆粕市场相对美豆抗跌的主要原因。不过，随着进口巴西大豆到港量不断增加，国内大豆市场的供应将日渐充裕。根据 Mysteel 跟踪发船数据对月度到港预估来看，4 月大豆到港预估 957 万吨，5 月份大豆到港预估 1146 万吨。进口大豆到港量提升，油厂开机率也将提高，预计国内豆粕库存将随之改善。

国内油脂库存再度转降，远期供应改善削弱库存对价格的支撑

受 3 月份进口大豆和油脂数量下降影响，国内三大油脂周度库存再度转降。中国粮油商务网公

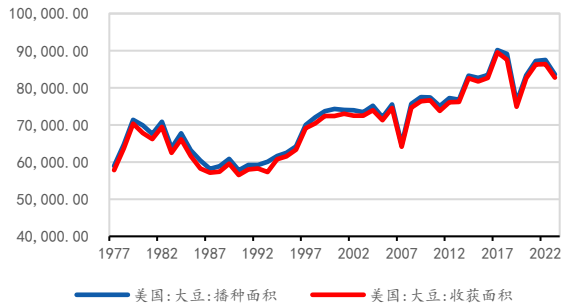
布的数据显示，截止 4 月 12 日当周，国内三大食用油库存总量为 187.66 万吨，周度减少 4.2 万吨。其中豆油库存为 97.77 万吨，周度增加 0.2 万吨；食用棕榈油库存为 45.67 万吨，周度下降 4.51 万吨；菜油库存为 44.22 万吨，周度增加 0.11 万吨。三大食用油库存下降并未阻止国内油脂市场弱势调整状态。随着进口棕榈油利润回升，国内买船增加，其他油脂对棕榈油需求替代趋强，市场普遍预计国内棕榈油供给紧张局面将逐步缓解。

3 油脂油料市场展望

美豆进入播种季，面积预增叠加良好开局，为未来实现稳产增产奠定基础。CBOT 大豆市场在南美供给压力和自身出口需求疲弱的拖累下持续承压下行，而美国豆油市场更是击穿前期技术低点，弱势外溢效应增强，导致包括马来西亚棕榈油在内的全球油脂市场整体走弱。随着产地棕榈油步入增产周期和进口巴西大豆集中到港，国内油脂供应能力将逐步回升，库存炒作情绪持续下降。目前内外盘油脂市场已形成弱势共振，技术指标转空，市场处于震荡下行节奏。棕榈油与其他油脂间的不合理价差关系有望在本轮下跌过程中逐步得到修正。相比美豆市场弱势表现，国内豆粕市场在低库存支撑下仍表现较为抗跌，市场维持内强外弱、粕强油弱的运行特征。豆一期货市场因缺少现货和政策支撑，跟随周边品种连续回落，尤其在国内供过于求的基本面影响下，豆一期货下行压力依然较大。此外，当前中东局势复杂多变，需注意规避突发因素对市场情绪的冲击。

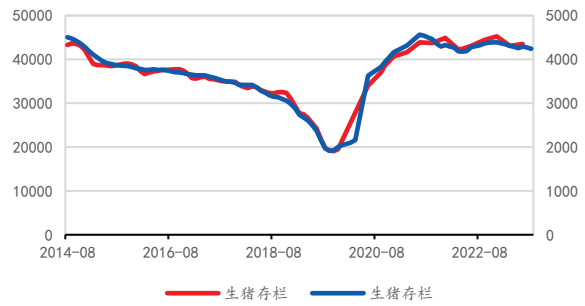
4 油脂油料市场主要数据

图表 45：美国大豆种植收获面积



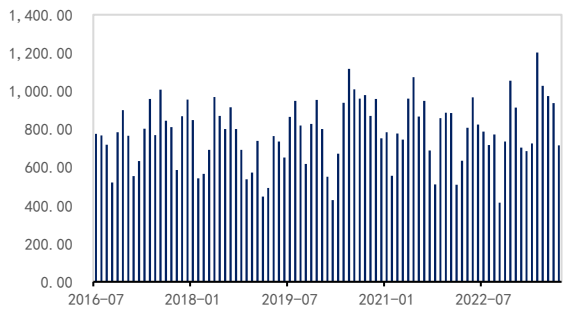
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 46：国内生猪存栏量



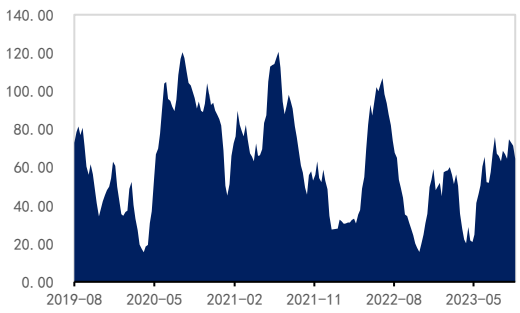
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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