中金财富期货策略周报（2024 年第 15 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：从供需关系的角度看，目前大宗商品市场上不具备大幅上涨的基础。但是从美元类资产极度强势，以及资产荒的角度看，目前工业品走势仍然非常强劲。基本面短期内失效的情况在资产价格中也非常常见，因此我们认为应该继续尊重盘面，工业品的价格震荡偏强的概率较大。但是部分高位的品种，存在较好的卖出保值机会。

股指期货：我们建议继续关注指数逢低买入机会，一是全球经济温和复苏背景下，海外补库有望拉动出口；二是随着稳增长政策发力，国内经济有望延续震荡修复，但修复斜率受地产制约较为温和。因此，我们认为以上证指数为代表的宽基或呈现震荡上涨的慢涨格局。

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。近期电解铜出口窗口打开，加剧内贸货源供应减少。铜杆企业一季度开工率同比去年小幅下滑，传统领域表现清淡。铜价目前走势已基本脱离基本面，更多由资金和情绪推动。短期在情绪推动下，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：上周高炉、电炉产能利用率同步走高，铁水产量进一步升高，尽管较往年同期比依旧较弱，但环比却是稳步上升，因此原料需求走强，带动原料价格强势反弹。从结果上来看，钢材的供需并没有出现明显的过剩，制造业与出口的旺盛需求抵消了部分地产需求的下行，财政逐步发力又进一步改善了基建的需求预期。库存快速去化之下，我们认为当前钢价将维持较强的表现。

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：当前，巴西大豆收割已近尾声，巴西大豆凭借价格优势继续挤压美豆出口份额。阿根廷大豆收割进度明显滞后，但随着降雨天气结束，收割进度有望加快。本年度南美天气窗口期基本结束，南美天气炒作再难掀起波澜。美国大豆播种稳步推进，面积预增为未来产量增加奠定基础。CBOT 大豆市场上行驱动不足，维持弱势震荡状态。欧洲低温天气引发菜籽减产担忧，油脂市场因菜籽油强势反弹而使调整节奏受到干扰，但马来西亚棕榈油出口下降且进入增产周期，前期超涨行情的回吐压力尚未完全释放，棕榈油与其他油脂间的价差失衡现象仍有调整空间。同美豆相比，国内豆粕市场仍表现出现较好的抗跌性，巴西大豆升贴水报价保持坚挺，国际海运费止跌回升，均对豆粕成本端起到重要支撑，预计国内豆粕市场跟涨不跟跌现象仍会持续。豆一期货市场因缺少现货和政策支撑，而且国内供过于求的现状长期难改，市场受关注程度下降，价格很难打破 4600-4800 元/吨区间。此外，当前地缘政治局势不确定性较大，需注意防范突发因素对市场的影响。

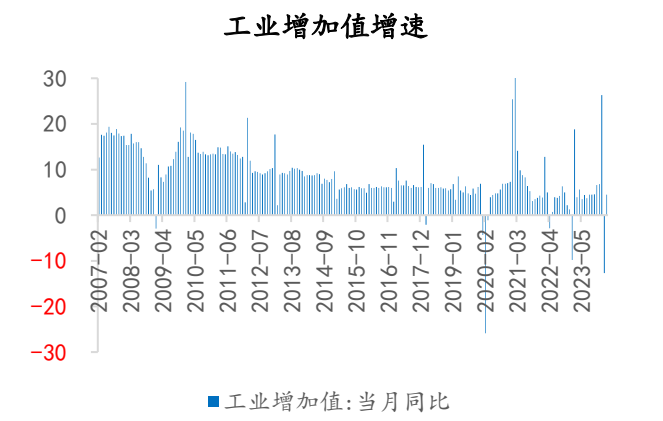
目录

周度策略：市场情绪依然强劲 工业品继续强势 ..... - 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 国内旧经济增长动能连续两周明显抬升 ..... - 7 -
3 央行：税期扰动有限，资金维持均衡 ..... - 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 政策利好有望延续 ..... - 16 -
2 地产需求仍在恶化 ..... - 16 -
3 复工复产加快 ..... - 16 -
6 钢材期货现货数据 ..... - 17 -
原油 ..... - 20 -
1 伊以冲突过程复盘 ..... - 20 -
2 象征意义大于实质 ..... - 20 -
3 失控代价难以承受 ..... - 20 -
4 闲置产能安全冗余 ..... - 21 -
5 去库利多提振有限 ..... - 21 -
6 高位震荡蓄势走强 ..... - 21 -
7 原油期现数据 ..... - 21 -
天然橡胶 ..... - 24 -
1 云南干旱阻碍开割 ..... - 24 -
2 原料短缺担忧不大 ..... - 24 -
3 泰国供应增长触顶 ..... - 24 -
4 需求缺乏核心驱动 ..... - 25 -
5 主港库存压力减缓 ..... - 25 -
6 震荡筑底重心抬升 ..... - 25 -
7 橡胶期现数据 ..... - 26 -
油脂油料：欧洲低温天气引发菜籽减产担忧，国内油脂市场异常波动 ..... - 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 -

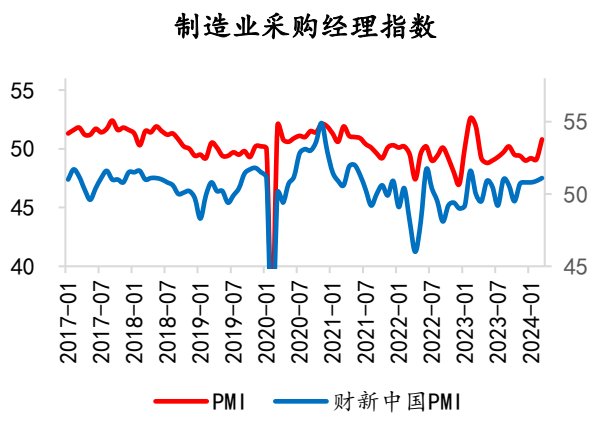
重要经济指标概况

图表 1：国内工业增加值增速



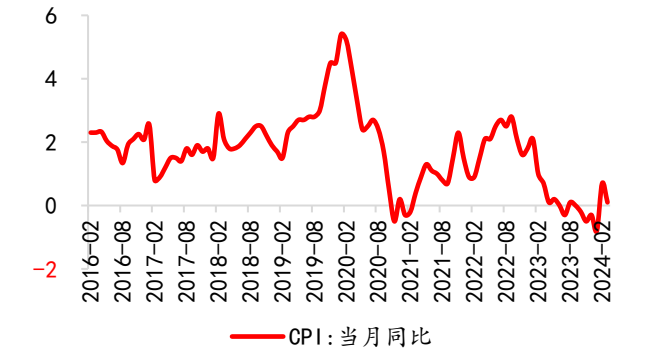
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 2：中国制造业采购经理指数



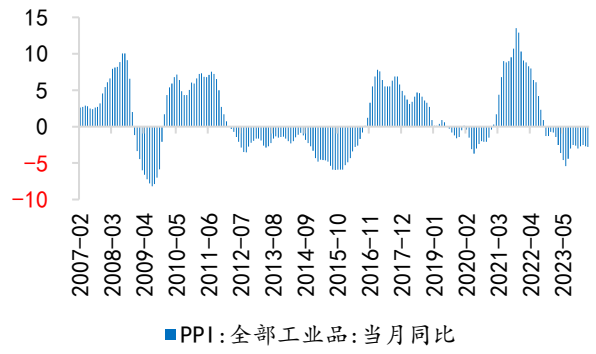
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 3：中国居民消费价格指数



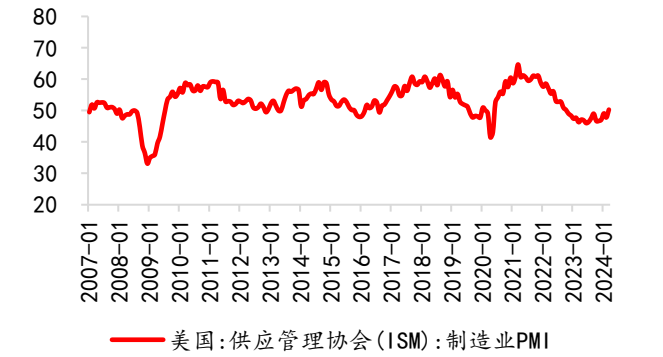
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 4：中国工业生产者出厂价格指数



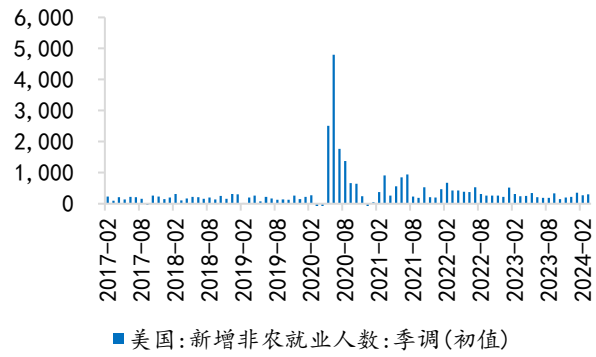
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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：市场情绪依然强劲 工业品继续强势

黄金连续大涨回落之后，铜价接替黄金成为大宗商品的涨价先锋，伦敦铜现货价格回到 1 万美元以上位置，是一个标志性的事件。其他的大部分工业品也呈现跟随走强的态势。美国的经济数据显示其存在滞涨的压力，但是美元类资产势头之强，仍超出想象，金融属性是当前大类资产强势的绝对主导因素。

一季度经济数据好于预期

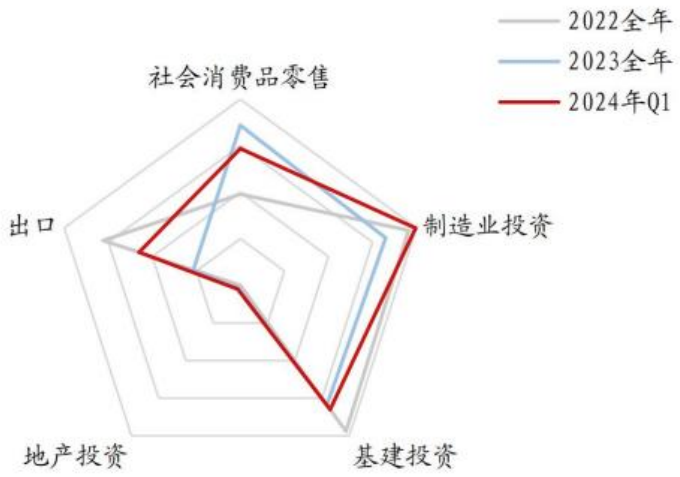
我们之前做过一季度的经济数据解读，一季度经济呈现“复苏与分化”的态势。经济的亮点这里不再赘述，但是不足方面在于，居民收入和就业改善程度或有限，部分行业产能过剩，房价和通胀预期仍需夯实，经济内生循环构建尚需时日。

政策、出口驱动下需求端的复苏与分化。今年一季度经济复苏可以归结为四条线索。一是，今年是疫情正常化后的第二年，春节效应下出行类、服务类消费进一步释放。二是，去年四季度增发国债大多在今年一季度落地见效，基建投资维持韧性；三是，海外补库存周期对应国内出口以及相关制造业生产和投资的改善。四是政策推动经济结构加快转型，发展新质生产力、设备更新等政策带动相关制造业投资加快。另一方面，今年一季度经济分化比较明显，主要体现在，地产及其上下游继续调整；消费品内部表现分化，耐用类、日常类表现不及社交类、出行类、服务类，耐用品类社零增速受政策影响而波动。

二季度经济有望延续改善，政策驱动领域是亮点。首先是今年政策组合是“积极财政政策+稳健货币政策+促消费政策+地产政策优化+结构性改革”。对应到基建，专项债、特别国债等财政资金到位将加快二季度基建实物总量形成；制造业投资方面，设备更新、高技术投资政策的积极影响继续体现；消费方面，以旧换新等促消费政策依然是支撑消费修复的重要因素。货币政策支持上，在央行继续推动重点领域金融服务，降低融资成本的目标下，二季度仍可期待存款利率调降对融资成本下行的推动。其次是美国库存周期低位，出口改善的持续性可以期待。从前瞻指标看，一季度美国消费信心、投资信心、经济活动等指数低位回升。

维持通胀由筑底走向企稳的判断，但改善幅度有限，结构性不均衡延续；中长期形态可能仍是波浪式、曲折式。节奏上，二季度政策驱动内需扩大、输入性通胀等带动国内价格企稳，但产能利用率提升制约价格弹性；三季度受高基数影响，通胀读数将有所回摆；四季度则要看内生动能复苏程度、外需走势、国内外补库存进程以及国内重点领域供给侧结构性改革效果，国内开启主动补库存可能是一个亮点。

图表 1：经济增长的结构性



资料来源：wind 资讯，中金财富期货

美国经济形成“类滞胀”格局

一季度美国经济呈现出量缩价涨的特征。不变价 GDP 增速走低，环比折年增速 1.6%，已经连续第三个季度放缓，同比增速 3%，较前值下降 0.1pct。PCE 价格指数回升，核心 CPE 回升 3.4%，前值 2.8%。增长放缓、通胀回温，美国经济滞胀又有重新抬头的风险。

净出口、商品消费、私人部门库存是拖累增长的主要因素。一是进口大增导致贸易逆差扩大。一季度美国进口环比大增 7.2%（前值 2.2%），而出口仅增长了 0.9%（前值 5.1%）。去除价格因素的进口增长，说明美国的国内需求并没有很差。二是汽车消费下滑。汽车及其汽车消费对一季度美国实际 GDP 的贡献为-0.25%，是拖累最大的项。除此之外，仅有休闲商品和车辆、汽油和其他能源商品的贡献率为负。三是私人部门库存减少。一季度，私人部门库存对美国经济增长形成-0.35%的拖累。私人部门的库存减少，说明仍在去库周期中。

实际可支配收入微涨、储蓄率走低。一季度美国居民名义可支配收入环比增长 1.1%，去除价格影响后，不变价的人均可支配收入环比仅增长 0.1%。储蓄率下滑至 3.6%，自 2023 年 Q2 开始，美国的储蓄率已经是连续第三个季度下滑。美国通胀增速虽然自去年以来放缓，但物价依然较高，储蓄率的下滑说明一部分美国家庭的生活成本压力可能较大。未来原油和其他大宗商品价格走高的趋势可能仍将持续，美国通胀可能将继续反弹，拖累居民储蓄率继续向下。

综合来看，美国的需求其实没有数据表现出来的那么弱。净出口和私人部门库存的下滑虽然拖累了实际 GDP 增速，却反而是需求向好的结果。商品消费弱、服务消费走强，不能说明美国居民整体的消费能力和消费意愿已经下降，但高利率和顽固的通胀确实消耗了部分美国家庭的储蓄，对消费产生了结构性的影响。住宅投资仍强、设备投资也不弱，利率走高对于企业和地产部门投资的影响依然较小。

因此，现在定义美国经济为“滞胀”为时过早，美国的“胀”的压力增加，但是还不存在“滞”的问题。这从美元类资产价格走势也能看出。美国的“胀”同样体现在资产价格上，这是大宗商品金融属性偏强的重要原因

策略上跟随为主

从供需关系的角度看，目前大宗商品市场上不具备大幅上涨的基础。但是从美元类资产极度强势，以及资产荒的角度看，目前工业品走势仍然非常强劲。基本面短期内失效的情况在资产价格中也非常常见，因此我们认为应该继续尊重盘面，工业品的价格震荡偏强的概率较大。但是部分高位的品种，存在较好的卖出保值机会。

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 24 日	习近平主持召开新时代推动西部大开发座谈会	进一步形成大保护大开放高质量发展新格局。	政策继续推动经济均衡发展
	4 月 23 日	日本央行将讨论日元快速贬值问题	日本央行正在密切关注核心通胀率，以此权衡进一步加息的时机	日本加息的概率上升
数据	4 月 26 日	美国一季度实际 GDP 初值 1.6%，创两年来最低	核心 PCE 物价一年来首次加速	美国降息时间延后至 12 月
	4 月 23 日	欧元区 4 月综合 PMI 创近一年新高	服务业持续复苏、制造业严重下滑	欧洲经济依然面临困难
事件	4 月 24 日	瑞银罕见上调 MSCI 中国指数的评级至超配	瑞银指出中国股市投资机会	A 股估值有望回升

资料来源：中金财富期货研究所

2 国内旧经济增长动能连续两周明显抬升

国内旧经济增长动能连续两周明显抬升。3 月国内一般公共预算收入同比-2.4%，较 1-2 月（-2.3%）跌幅扩大。3 月收入进度完成 7.3%，为 2019 年至今次低水平。3 月一般公共支出同比-2.9%，较前值（6.7%）下降较多。3 月支出进度 9.2%，为 2018 年至今最低。结构上，3 月民生类支出同比增速-2.8%，较前值（2.0%）有所下行；基建相关支出 3 月同比增速-5.5%，较前值（16.7%）显著下降。

整体来看，一季度——特别是 3 月份国内财政收入偏弱，财政支出降速较为明显。预计二三季度随着专项债发行提速，叠加特别国债落地，国内财政支出增速将明显提振，或对基建投资形成有效支撑，也将推动国信高频宏观扩散指数维持上升走势。

上周国信高频宏观扩散指数 A 维持正数，指数 B 明显上行。从分项来看，上周投资、房地产领域景气明显上升，消费领域景气变化不大。从季节性比较来看，上周指数 B 标准化后明显上行，表现明显优于历史平均水平，指向国内旧经济的增长动能继续明显抬升。

基于国信高频宏观扩散指数对资产价格进行预测，显示当前国内利率和上证综合指数均偏低，预计下周（2024 年 5 月 3 日所在周）十年期国债利率、上证综合指数均将上行。

3 央行：税期扰动有限，资金维持均衡

上周资金面概况：波动上升

临近月末，资金面波动有所上升，DR 上行大于幅度大于 R。年初以来，资金面整体维持平稳，体现在资金利率波动显著下降，不过最近一周，资金利率波动有所上升，主要体现在 DR001 和 DR007 上行幅度加大，不过 R 系利率上行幅度相对较小，使得资金分层现象继续缓解。

大行融出在显著缩量，同时提价发存单，或反映其负债压力有所上升。究其原因，当前政府债发行尚未大幅加速，从票据利率来看 4 月信贷也未明显加快，银行融出缩量可能是由于手工补息取消造成银行存款流失，负债压力开始显现。

公开市场：临近跨月，央行逆回购投放维持 20 亿元

4 月 22-26 日，央行投放与到期量持平。周内来看，临近跨月，逆回购投放量仍维持在 20 亿元。截至 4 月 26 日，逆回购余额为 100 亿元，与上周五持平。

票据市场：票据利率继续下行，大行净买入票据规模高于去年同期

4 月 22-26 日，各期限票据利率继续下行，4 月以来大行买入票据规模超出去年同期。4 月 26 日相对 19 日，1M 票据利率下行 3bp 至 1.71%，3M 下行 1bp 至 1.54%，6M 下行 4bp 至 1.44%。上周大行于周一、周三转向小幅卖出票据，周度买入量较上周明显下降，但仍延续净买入趋势。截止 4 月 26 日，4 月累计净买入 3787 亿元（3 月累计净卖出 3145 亿元，2023 年 4 月累计净买入 2214 亿元）。

4 宏观策略

从供需关系的角度看，目前大宗商品市场上不具备大幅上涨的基础。但是从美元类资产极度强势，以及资产荒的角度看，目前工业品走势仍然非常强劲。基本面短期内失效的情况在资产价格中也非常常见，因此我们认为应该继续尊重盘面，工业品的价格震荡偏强的概率较大。但是部分高位的品种，存在较好的卖出保值机会。

5 股指期货市场分析

指数震荡反弹

上周两市延续反弹。其中沪深 300 周+1.2%，上证 50 周+1.29%，中证 500 周+1.08%，中证 1000 周+2.88%。

北上资金全周净买入 257.96 亿，其中沪股通净买入 164.54 亿，深股通净买入 93.42 亿，特别是周五北上资金单日净买入创历史新高（224 亿）。

溯源拉了一下数据，历史上只有 5 次单日净买入超 200 亿记录。而每一次“撒欢乐豆”一样买入之后，A 股均走出了不小的上升行情。

比如 2019.1.8 日，单日净买入 206 亿，随后 3 个月上证指数大涨约 40%，再比如 2019.11.26 日，单日净买入 214 亿，随后上证指数涨约 20%。

券商是指数冲关催化剂。

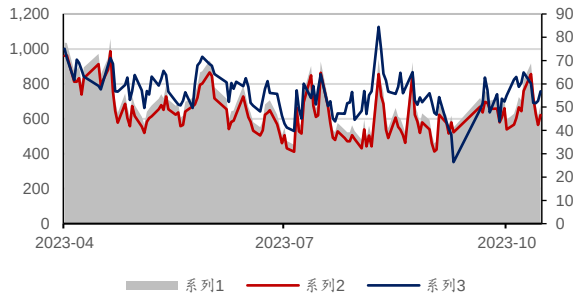
主流预期认为牛市中券商上涨和指数点位简单正相关，通过复盘可以发现并非如此。事实上，相较于上证的涨幅幅度和位置高低，上证指数所处的位置区间对券商的投资指引意义更重要，也即券商股是指数冲关的催化剂。这点在 2005 至 2007 年、2013 至 2015 年、2018 年至 2021 年三轮上行周期中均体现的较为充分。原因在于，券商的超额收益，其实是投资者抬高其估值的过程，本质上取决于投资者对 A 股指数空间的预期，其中关键的一点，预期往往被提前反映。

继续关注调整买入机会

就大势研判而言，核心方法论在于，我国宏观经济是影响 A 股整体走势的核心变量。自 2023 年 12 月 PMI 低点 49%以来，2024 年 1 月至 3 月 PMI 呈现持续修复态势，3 月制造业 PMI 录得 50.8%再度回升至荣枯线上，指数亦震荡修复。

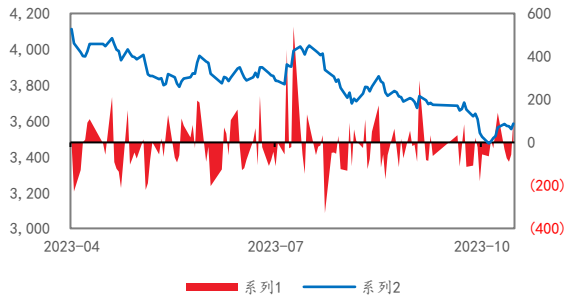
展望 2024 年二季度，一则，全球经济温和复苏背景下，海外补库有望拉动出口；二则，随着稳增长政策发力，国内经济有望延续震荡修复，但修复斜率受地产制约较为温和。因此，我们认为，以上证指数为代表的宽基或呈现震荡上涨的慢涨格局。

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



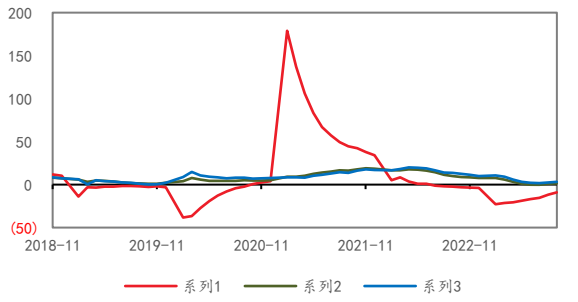
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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。近期电解铜出口窗口打开，加剧内贸货源供应减少。铜杆企业一季度开工率同比去年小幅下滑，传统领域表现清淡。铜价目前走势已基本脱离基本面，更多由资金和情绪推动。短期在情绪推动下，铜价仍有冲高可能，后续关注铜持仓资金变化。

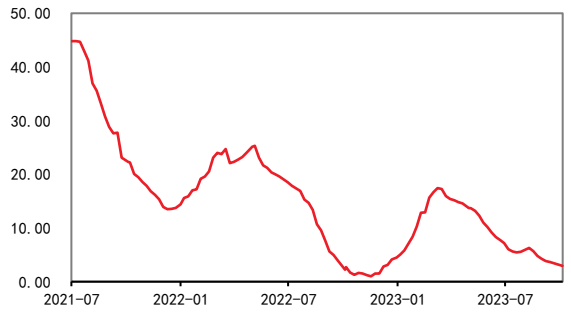
3 铜期货现货数据

图表 12：长江有色铜价



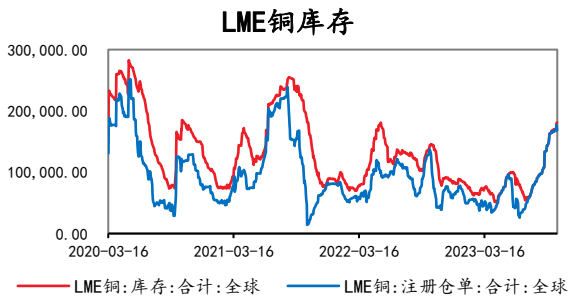
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 13：上海保税区铜库存



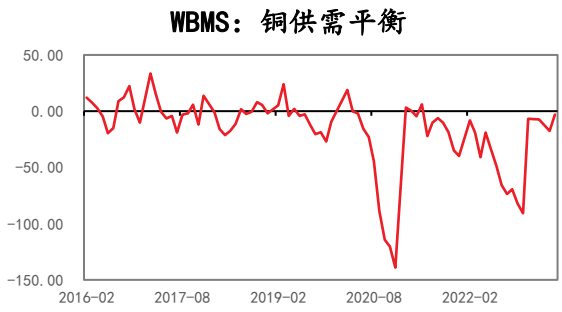
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 14：LME 铜库存



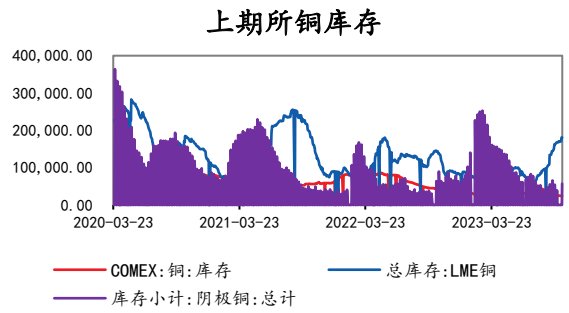
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 15：WBMS 供需平衡



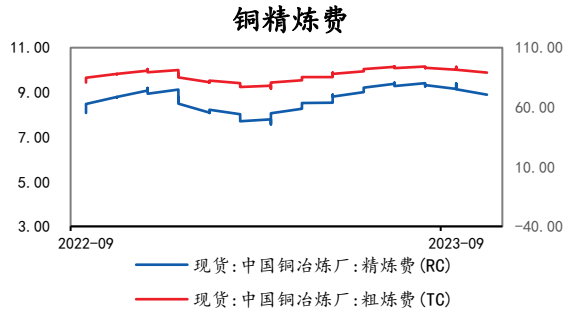
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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。

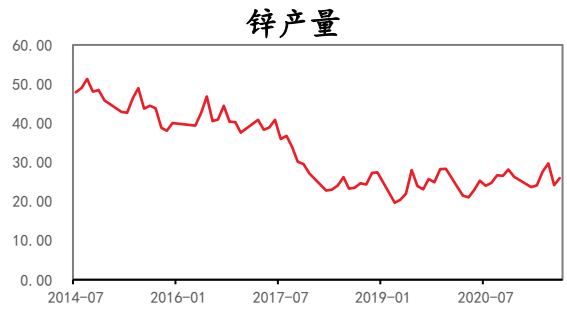
2024 年，国内房地产行业仍处于艰难磨底阶段，从恒大，碧桂园等著名房企暴雷到万 科债务延期，房地产新开工和销售表现疲软。2024 年 1-2 月房地产投资累计增速下降 9% ，前值下降 9.6%，跌幅小幅收窄。新开工面积累计同比扩大 9.3%至下跌 29.7%。而随着“保交楼”政策进入尾声，房地产竣工面积累计同比下降 20.2%，环比上个月巨幅回落，跌至 16 个月的低位。

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。

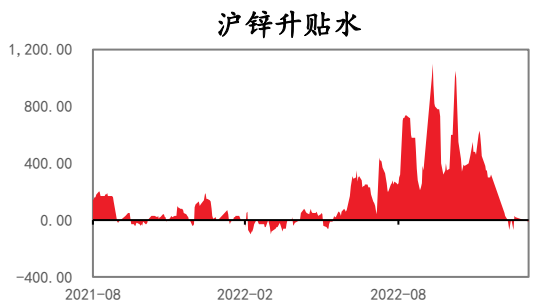
3 锌期货现货数据

图表 18：锌产量



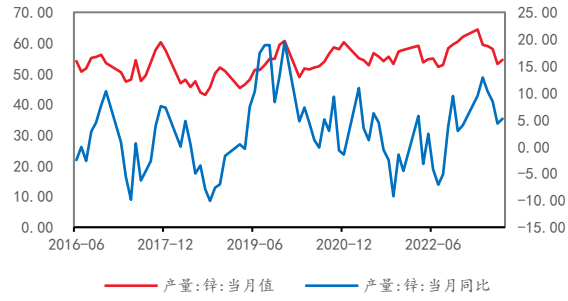
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 19：锌升贴水



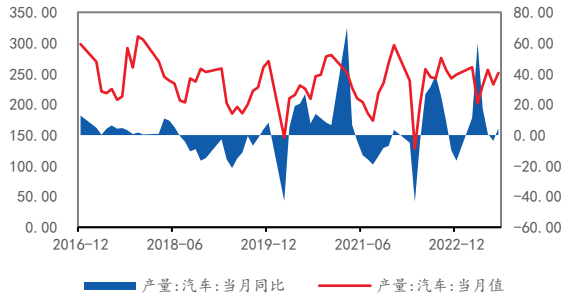
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 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，增速有望超越 2023 年。

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 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 85.6%，环比增加了 0.9%，同比下降了 5.1%。91 家电弧炉的产能利用率升至 51.9%，环比增加了 0.8%，同比下降了 5.3%。

五大品种钢材的周产量为 864.0 万吨，环比增加了 0.4%，同比下降了 9.6%。上周长流程产量继续恢复，日均铁水产量增加了 2.5 万吨，达到 228.8 万吨。由于前期钢厂利润的修复推动了复产节奏，并且持续的去库活动缓解了钢厂的资金压力，钢材产量实现了同步增加。

在库存方面，上周五大品种钢材的社会库存量降至 1427.7 万吨，环比下降了 4.3%，同比增长了 4.5%。钢厂库存减少到 512.5 万吨，环比下降了 5.5%，同比下降了 10.6%。钢材总库存呈现回落趋势，环比下降了 4.6%，去库幅度与前一周持平。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 957.9 万吨，环比略降了 0.2%，同比减少了 4.6%。其中，螺纹钢的周表观消费量为 288.0 万吨，环比增长了 2.3%，同比下降了 12.5%。尽管螺纹钢需求再度回升，但建筑钢材的周成交量回落至 13.54 万吨，环比下降了 13.1%。

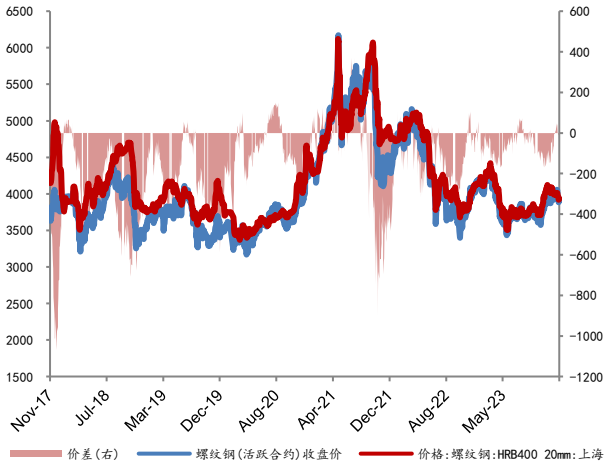
钢材现货价格在本周经历了震荡运行，主流钢材品种的即期毛利回落。247 家钢厂的盈利率提升到了 50.63%，环比增加了 2.1%。

5 小结

上周高炉、电炉产能利用率同步走高，铁水产量进一步升高，尽管较往年同期比依旧较弱，但环比却是稳步上升，因此原料需求走强，带动原料价格强势反弹。从结果上来看，钢材的供需并没有出现明显的过剩，制造业与出口的旺盛需求抵消了部分地产需求的下行，财政逐步发力又进一步改善了基建的需求预期。库存快速去化之下，我们认为当前钢价将维持较强的表现。

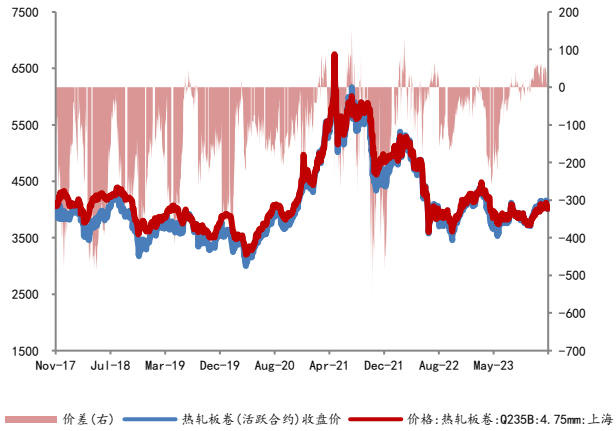
6 钢材期货现货数据

图表 22：螺纹期现价差



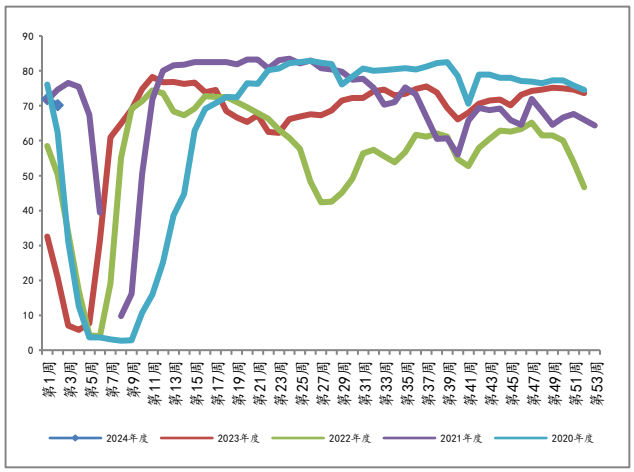
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 23：热卷期现价差



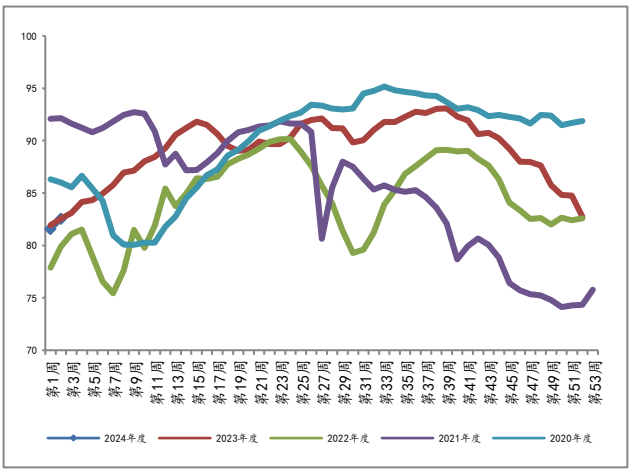
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 24：85 家独立电弧炉钢厂：开工率：中国（周）



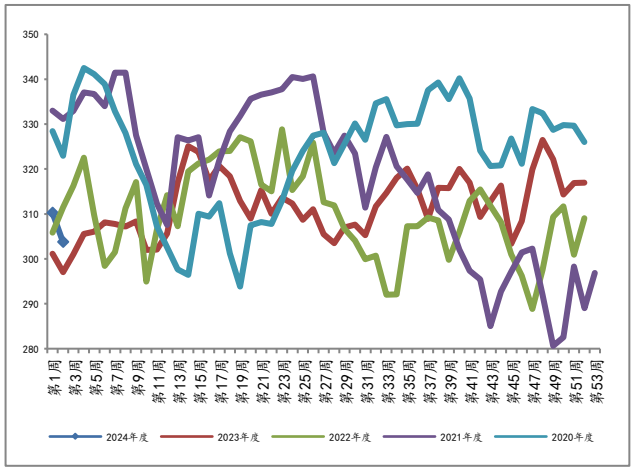
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 25：247 家钢铁企业：高炉产能利用率：中国（周）



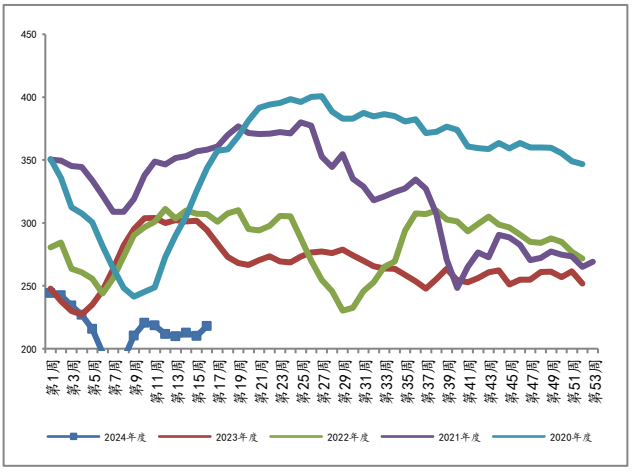
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 26：螺纹钢：建筑钢材钢铁企业：实际产量（周）



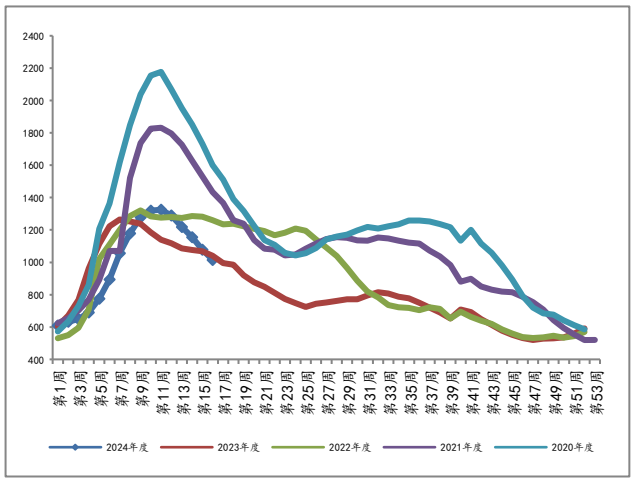
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 27：热轧板卷：钢铁企业：实际产量：（周）



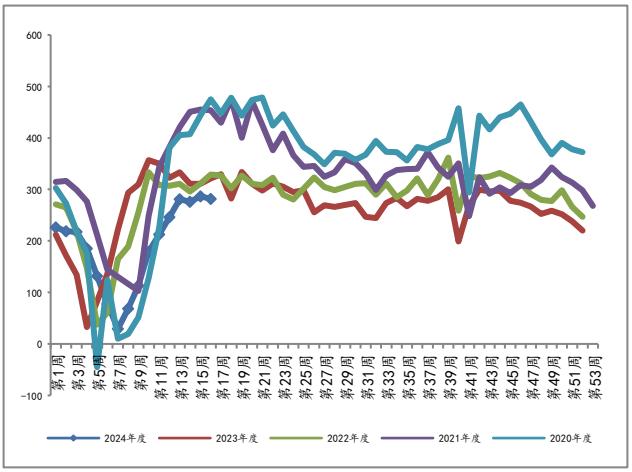
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

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 伊以冲突过程复盘

据新华社援引外媒报道称，上周伊朗伊斯兰革命卫队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，该国官方代表透露，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。在遭到伊朗大量导弹袭击后，以色列疑似出手还击，但事后缺乏伊朗遭受重大损失的可信证据，尤其是核设施和军事基地，更为关键的是德黑兰方面对此反响较为平淡，并无愤怒报复之类的表态。此外，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。

2 象征意义大于实质

复盘事件过程与市场心态，从加沙冲突到红海危机再到伊朗下场，中东地缘局势持续外溢升级，再加上一些外媒不实报导煽风点火，消息一出引发冲突扩大化乃至中东战争的预期，油价一度应声大涨。但就目前而言，局势演变较为温和，事件似乎并未引发以色列和美国的激烈反应，对伊朗原油出口实施制裁的边际影响力近年来也已经弱化。鉴于各方表现整体较为克制，市场对原油供应中断的担忧减轻，获利多头纷纷平仓。

此时，市场方才又一次如梦初醒，本次事件更多是雷声大雨点小的政治作秀，事实上各方都不希望冲突演变为全面战争，伊以两国回合制的烟花表演旨在摆明国际立场和稳定国内情绪。于是，国际油价迅速回吐了全部涨幅，甚至录得一定幅度的下跌。

3 失控代价难以承受

眼下看起来，伊以冲突继续升级的担忧基本消退，市场认为短期中东地缘问题对原油供应的影响不大，风险情绪降温令油价走势承压。尽管后续仍偶有摩擦，但无论从政治、军事还是经济立场上，各方都没有理由放任中东局势失控。

包括伊朗在内，全体 OPEC 产油国的经济都高度依赖出售石油，显然油价 80 美元比 60 美元对财政收支更加有利。当然，油价长期高于 100 美元也并非好事，因为能源需求和货币政策将对此产生负反馈，最后全球经济衰颓令产油国变得无利可图。对美西方国家而言，如若发生实质性的原油供应中断，将导致严重的能源危机和二次通胀，令美联储欧央行加息成果毁于一旦。因此，当前国际原油市场的供需平衡位置非常合适，这一体系的稳定性受到威胁是各方都难以接受的。

4 闲置产能安全冗余

关于此番地缘问题引发的过山车行情，我们初步认为，短期风险情绪炒作为王，长期要看供需平衡是否被打破。

首先需要明确一个基本事实:Brent 原油能够升至 80 美元以上高位,并不是中东局势升级所致,而是主要依靠 OPEC+长期坚持减产。我们此前论述过，2024 年开始美国页岩油供应增速全面放缓，OPEC+重新获得了国际原油市场的话语权，这意味着该组织对于供应和价格具有更大的主动管控能力。抛开地缘政治因素，假设三季度需求旺季和大幅去库兑现，原油价格可能会上涨 5-10 美元，从而赋予 OPEC+适当增产的动机，以稳定市场和实现收益最大化。

客观来看，目前 OPEC+拥有大约 500 万桶/日的闲置产能，这足以填补大多数情况下的区域供应中断，从而避免破坏性的油价飙升。当然，OPEC+增产无法应对霍尔木兹海峡关闭的极端情形，不过从最近几次冲突表现来看，伊朗威胁封锁该地区暂时是小概率事件。尽管仍存在一系列不确定性，全球原油供应体系的冗余量对油价重心起到较强的稳定作用，除非发生更严重的局势升级。

5 去库利多提振有限

近期原油市场库存出现季节性去库迹象，但在当前市场环境下对行情提振有限。美国能源信息署（EIA）数据显示，截至 4 月 19 日当周，美国商业原油库存减少 636.8 万桶至 4.53625 亿桶，预期增加 82.5 万桶，前值增加 273.5 万桶。然而从需求端来看，北美炼厂开工率虽有回升但仍偏低，5 月开始即将进入夏季出行高峰期，主要造成汽油供需较为紧张，但短期柴油供给依然宽松，柴油裂解持续下滑，故成品油整体利润低迷的状态仍未结束。综上，由于成品油市场暂时还没体现出旺季逻辑，因而原油库存高频数据并未被解读为明显利多因素。宏观层面上，由于经济弹性和 CPI 涨幅均超出预期，美联储议息会议持谨慎态度，近月降息基本无望，不宜对降息节奏过度乐观，从而令油价上方空间受到限制。

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。

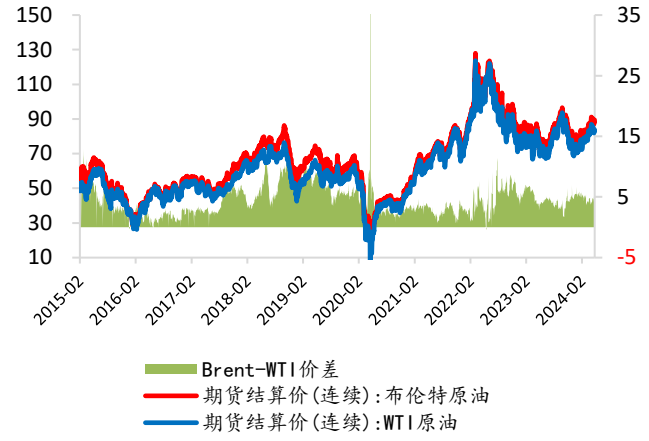
供应方面，现阶段 OPEC+决定将自愿减产延续至二季度，但其给市场预期带来的影响不仅局限于上半年。对此，EIA 大幅修正二季度全球原油供需平衡表，并上调油价预测 4 美元之多；IEA 市场判断的基本情形直接假定 OPEC+减产将进一步延续至年底。

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。

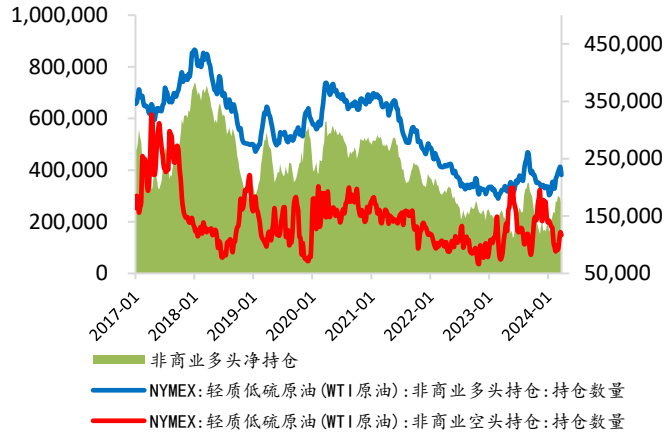
7 原油期现数据

图表 30：国际原油期货价格



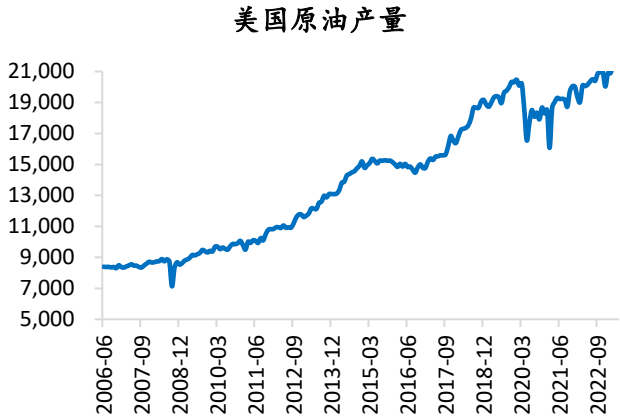
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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



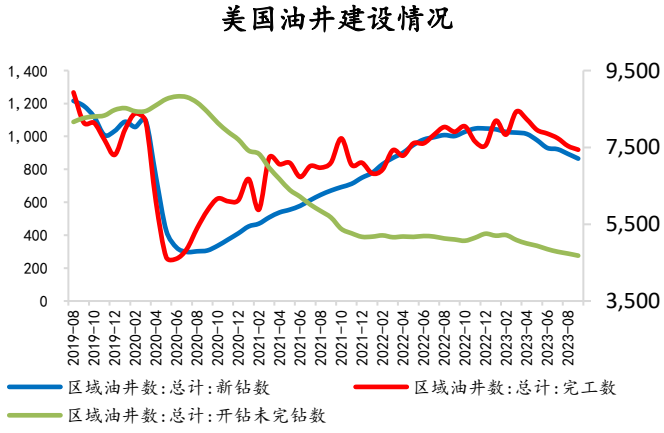
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 33：沙特原油产量



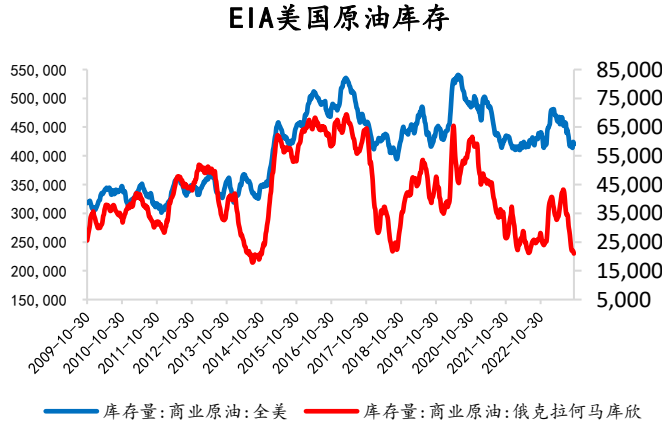
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 34：美国油井建设情况



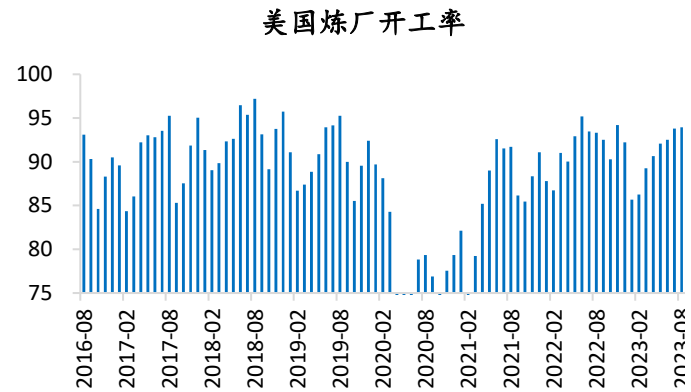
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 35：EIA 原油库存



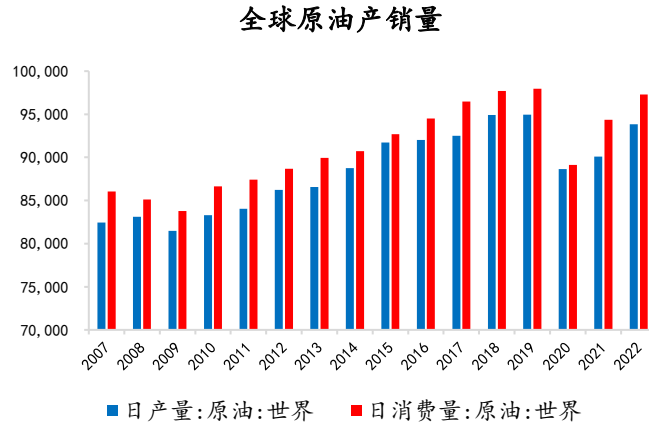
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 云南干旱阻碍开割

国内云南产区天气因素反复扰动，新季供应释放有限，原料虽有回调但仍处高位，令橡胶现货价格尚未出现大幅下跌。

按照正常年份自然规律，云南版纳地区橡胶林应在 3 月底到 4 月初开割，今年物候进程一度达到开割条件，白粉病等病虫害风险不高。但 4 月以来，当地降雨持续偏少，高温干旱超出预期，并没有如期出现大规模的开割，局部重演去年开割后再次停割的情况。全球整体来看，自泼水节（宋干节）过后，东南亚天然橡胶进入增产期，泰国北部及东北部地区开割在即，越南产区试割，国内海南产区逐步开割，原料收购行情在抗跌中逐渐转头向下。

接下来密切关注产区天气，适度降雨将有利于原料产出增加，降雨过大也会导致胶水收集受阻，预计总产量将随时间温和递增。鉴于新胶上市时间逐步临近，再加上显性库存基本集中在国内，高供应预期令沪胶价格承压，年中前后反弹空间有限。

2 原料短缺担忧不大

近五年来，中国本土天然橡胶产量平均约在 80 万吨以上，理论上最大产能为 120 万吨左右。其中，云南产区天然橡胶产量在 45 万吨以上，在全国总产量占比超过 60%。云南省天然橡胶种植地区包括西双版纳的景洪和勐腊（64%）、普洱（20%）、临沧（11%）、以及红河（5%），其中以版纳地区占主导地位。云南当地天然橡胶初加工企业有 173 家，设计总产能为每年 150 万吨左右，但目前实际运行产能仅为理论值的 30%，生产的橡胶品种以 SCRWF（交割品），SCR10 和 SCR20 为主。

根据最新了解到的情况，今年云南主要产区新季试割开始顺利，但随后持续的高温干旱天气打破了预期，目前整体开割进度出现延迟。不过当地橡胶加工厂多认为，全年来看正常不担忧原料短缺问题，浓乳需求方面对原料分流有限。综合业界判断，今年国产胶现货价格底部或抬升至 11000 元/吨左右，未来将难以回到 10000 元/吨以下。

3 泰国供应增长触顶

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/公斤一度上涨至 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%。供应偏紧现状未有明显缓

解的情况下，胶价重心仍有一定支撑。

4 需求缺乏核心驱动

尽管成本及供应端相对坚挺，但天然橡胶需求端缺乏明显利好改善，实盘采买心态谨慎，实际成交偏弱。橡胶下游行业整体表现不佳，需求恢复程度十分一般。

轮胎企业开工负荷较为平稳但不算很高，近期个别企业因库存压力过大而主动检修，使得国内橡胶轮胎开工小幅回落，其中全钢胎对产能利用率拖累明显，半钢胎受出口订单支撑较为稳定。其他橡胶制品企业订单普遍不佳，且原料成本上升压制成品利润空间。国内汽车市场在政策激励下逐步回暖，但面临年中产销淡季，看不到核心增长驱动，终端仍亟需改善。青岛地区天然橡胶库存尚处同期正常水平，低价货源的消化对橡胶行情起到托底作用，但具体还是要看下游实际出货表现。

二季度天然橡胶基本面多空交织，供需两端均有较大不确定性，目前位置比较尴尬，走势也并不明朗，宜多看少动。

5 主港库存压力减缓

天然橡胶供需两端利好支撑均有松动迹象，行情转入季节性弱势阶段，后市两三个月或进一步劣化。不过，近期青岛地区天然橡胶总库存出现回落，截至 4 月下旬，青岛地区天然橡胶保税和一般贸易库存量合计 60.91 万吨，环比上期减少 2.5 万吨或 3.94%；其中，保税区库存 8.28 万吨，降幅 4.21%；一般贸易库存 52.63 万吨，降幅 3.90%。

青岛主港橡胶去库的主要原因，并非下游需求有实质性回暖，而是东南亚主产区前期减产对进口的滞后效应。海关总署数据显示，2024 年 3 月中国进口天然及合成橡胶（含胶乳）65.0 万吨，同比下降 11.7%；1-3 月进口橡胶合计 181 万吨，较上年同期减少 12.3%。后期天然橡胶市场随季节变化面临下行风险，上下游缺乏明显利多驱动，仅依靠原料成本支撑为主，走势上预计反复震荡筑底，但底部应较近年应有所抬升。

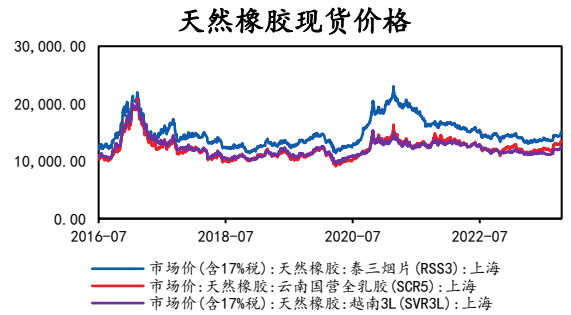
6 震荡筑底重心抬升

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



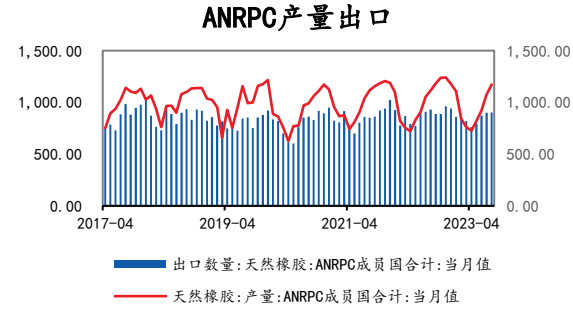
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 38：合成橡胶价格



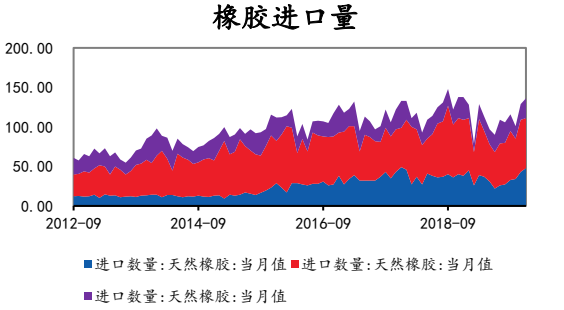
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 39：ANRPC 产量出口



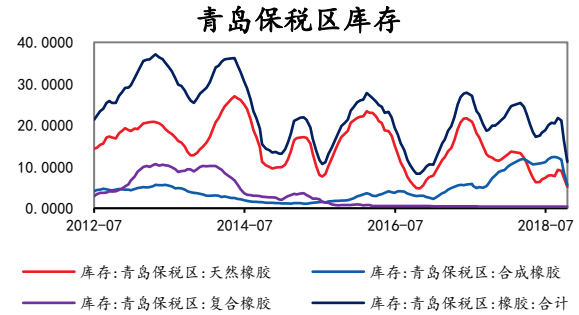
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 40：橡胶进口量



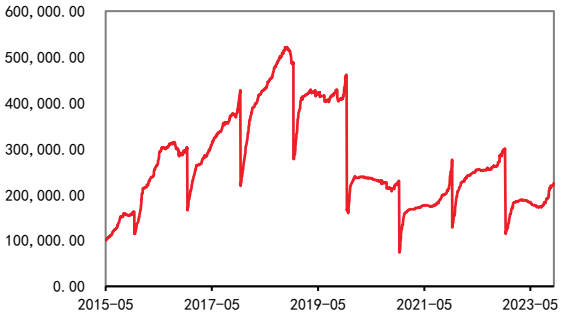
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 41：青岛保税区库存



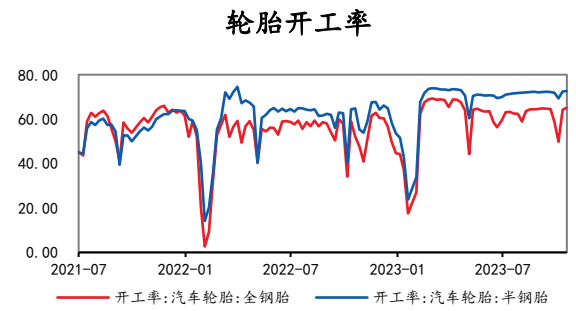
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 42：上期所注册仓单



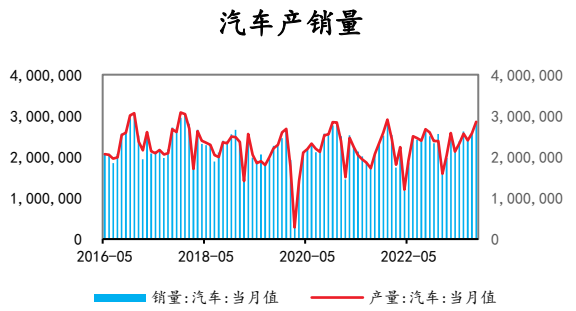
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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：欧洲低温天气引发菜籽减产担忧，国内油脂市场异常波动

1 外部豆类市场分析

欧洲多地遭遇低温灾害，菜籽减产担忧升温

近日，来自欧洲多地的天气预报显示，法国、德国、波兰等遭遇了较为严重的霜冻，部分产区甚至出现了冰冻灾害。目前，欧洲产区油菜正处在开花与结荚期，是决定油菜籽单产水平的关键阶段，反常天气的出现，引发市场对欧洲菜籽减产的担忧。欧盟是全球重要的油菜种植地之一，主要分布在法国、德国、英国、波兰等国家。欧盟油菜籽的收获时间主要集中在八月到十月，不同国家和不同地区由于气候和地形等原因，油菜生长和收获时间可能会有所不同。按照美国农业部的评估，2023/2024 年度欧盟菜籽产量 2000 万吨，进口 550 万吨，出口 55 万吨。欧盟是油菜籽净进口国，产量下降将使欧盟增加菜籽进口规模，全球菜籽原有的供需平衡关系将受到冲击。

国际菜籽价格上涨，中国进口菜籽成本提高

中国是全球油菜籽主要进口国之一，2023 年共进口油菜籽 549.14 万吨，其中自加拿大的油菜籽进口量为 505.0 万吨，处于进口来源国第一位。虽然中国直接进口的欧洲菜籽数量不大，但此次欧洲油菜遭遇低温雨雪天气影响，引发的减产炒作已经推高国际菜籽价格，进而会导致中国进口菜籽和以进口菜籽压榨的菜油成本上升。受此影响，国内菜籽油期货在资金推动下强势上涨，并带动油脂板块整体回升。另外，2023 年中国共进口 236 万吨菜籽油，其中 57%来自俄罗斯，12%来自阿联酋，10%来自白俄罗斯。本次欧洲大陆遭遇的低温天气基本不会对我国菜油进口造成直接影响。

美豆开局正常，下周降雨可能延迟播种

美国农业部于 4 月 22 日发布的作物生长报告显示，截至 4 月 21 日当周，美国大豆种植率为 8%，高于市场预期的 7%，去年同期为 8%，五年均值为 4%。气象信息显示，未来一周美国中部的潮湿天气可能放慢种植进度，随后的温暖天气将提高土壤温度。当前正值美豆播种初期，天气因素对行情的提振作用仍显不足。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。

马来西亚棕榈油出口由增转降，高温预警范围减少

本周三家调研机构相继公布马来西亚 4 月 1-25 日棕榈油出口环比数据，船运调查机构 ITS 的为增加 1.53%，船运调查机构 SGS 为下降 6.6%，独立检验机构 AmSpec 减少 0.49%。尽管三家机构公布的数据略有差异，但出口增幅均较 4 月前 20 天回落。根据南部半岛棕榈油压榨商协会的最新数据，马来西亚在 2024 年 4 月 1 日至 20 日期间，棕榈油单产同比下降 6.47%，出油率下降 0.13%，产量下降 7.15%。马来西亚棕榈油协会（MPOA）发布的数据，马来西亚 4 月 1-20 日棕榈油产量预估增加 4.5%。马来西亚棕榈油出口增幅快速回落，而马来西亚气象局缩减高温预警范围，在季节性增产周期的大背景下，棕榈油市场的利多支撑减弱，增加盘面下行压力。

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。

进口大豆压榨量快速升高，豆粕库存有望迎来拐点

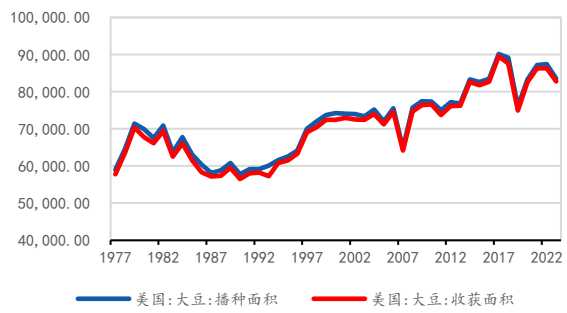
根据 Mysteel 农产品对全国主要油厂的调查情况，第 16 周（4 月 13 日至 4 月 19 日）125 家油厂大豆实际压榨量为 195.17 万吨，开机率为 56%。预计第 17 周国内油厂开机率小幅下降，油厂大豆压榨量预计 191.98 万吨，开机率为 55%。受进口大豆到港量增加影响，全国主要油厂大豆库存、豆粕库存均上升。其中大豆库存为 355.65 万吨，周度增加 0.79 万吨，增幅 0.22%，同比去年增加 48.71 万吨，增幅 15.87%；豆粕库存为 44.25 万吨，较周度增加 10.68 万吨，增幅 31.81%，比去年同期增加 19.61 万吨，增幅 79.59%；当前国内大豆到港节奏适中，全国油厂大豆和豆粕库存压力尚未完全体现，但豆粕库存出现触底回升，在后期大豆到港量增加的背景下，有望保持累库状态。

3 油脂油料市场展望

当前，巴西大豆收割已近尾声，巴西大豆凭借价格优势继续挤压美豆出口份额。阿根廷大豆收割进度明显滞后，但随着降雨天气结束，收割进度有望加快。本年度南美天气窗口期基本结束，南美天气炒作再难掀起波澜。美国大豆播种稳步推进，面积预增为未来产量增加奠定基础。CBOT 大豆市场上行驱动不足，维持弱势震荡状态。欧洲低温天气引发菜籽减产担忧，油脂市场因菜籽油强势反弹而使调整节奏受到干扰，但马来西亚棕榈油出口下降且进入增产周期，前期超涨行情的回吐压力尚未完全释放，棕榈油与其他油脂间的价差失衡现象仍有调整空间。同美豆相比，国内豆粕市场仍表现出现较好的抗跌性，巴西大豆升贴水报价保持坚挺，国际海运费止跌回升，均对豆粕成本端起到重要支撑，预计国内豆粕市场跟涨不跟跌现象仍会持续。豆一期货市场因缺少现货和政策支撑，而且国内供过于求的现状长期难改，市场受关注程度下降，价格很难打破 4600-4800 元/吨区间。此外，当前地缘政治局势不确定性较大，需注意防范突发因素对市场的影响。

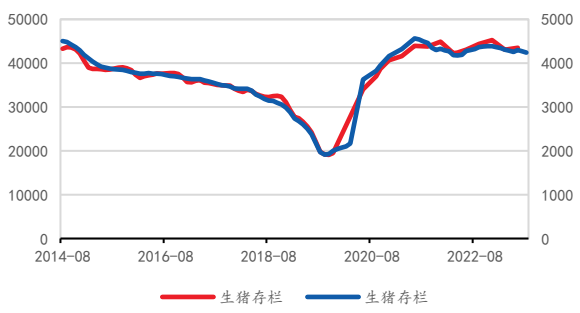
4 油脂油料市场主要数据

图表 45：美国大豆种植收获面积



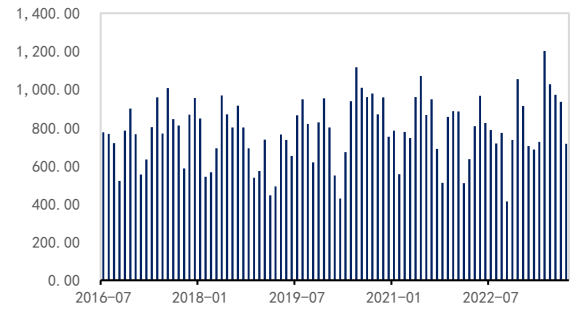
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 46：国内生猪存栏量



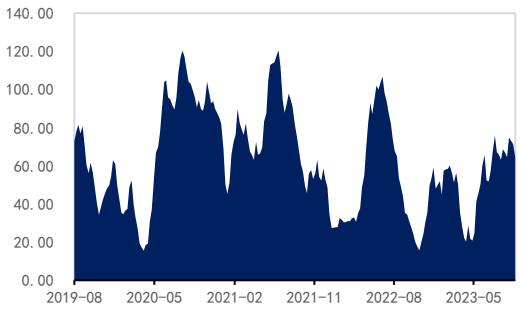
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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