

中金财富期货策略周报（2024年第43期）

研究员：

张伟

从业资格编号：F0251993

投资咨询编号：Z0013973

zhangwei@cicc.com.cn

刘紳

从业资格编号：F3041660

投资咨询编号：Z0015324

liushen@cicc.com.cn

于瑞光

从业资格编号：F0231832

投资咨询编号：Z0000756

yuruiguang@cicc.com.cn

李小薇

从业资格编号：F0270867

投资咨询编号：Z0012784

lixiaowei@cicc.com.cn

卢意

从业资格编号：F03091457

投资咨询编号：Z0019923

yi2.lu@cicc.com.cn

周度投资观点

宏观策略：当前经济仍处于“强预期、弱现实”阶段，市场对政策仍有较强期待，预计后续的政策大概率维持动态校准、逐步加码的态势，12月中央经济工作会议前仍有预期发酵空间，且仍是市场波动的主要原因。

股指期货：本轮A股市场是较为典型的流动性驱动行情，上涨跟过去两段行情（2015年上半年和2019年一季度）存在许多相似之处：当前中美信用周期从分歧走向共振宽松，但基本面复苏斜率仍待提升，资本市场在充裕的流动性环境下急速上涨，小盘和成长风格明显占优。

铜：国内加工费、进口比价小幅回升，加工费维持低位徘徊。现货冶炼利润持续亏损，电解铜产量相对受限。下游加工企业临近年底或有冲量计划，但对于高价铜的接受度仍欠佳，因此多采用逢低采买的策略进行补货。现货方面，华东华南现货地区升水，且本周大幅上涨，远期合约有所走弱但整体依旧维持Contango，远期预期向好。市场更加关注金融市场表现，以及12月中旬举办的中央经济工作会议，整体维持震荡思路。

锌：矿端紧缺格局仍难以扭转，TC预计维持低位，因此冶炼厂仍处亏损状态。冶炼厂产量预计维持低位，叠加11月下旬进口窗口关闭，供应端处于偏弱状态。四季度末本身已经进入到消费淡季，但国内近期消费表现略好于预期，虽然北方镀锌企业在采暖季会受到环保影响，不过，整体开工增幅较为明显。锌价维持近强远弱，供应端的矛盾仍存，锌价或高位运行为主。

钢材：进入年底，政策预期依旧是钢市的主要驱动因素。中央政治局召开了经济会议，会议强调了经济回升的趋势，并突出了我国在多个领域取得的重要进展，整体表述较去年更加乐观。本周三、周四将召开中央经济工作会议，尽管市场对内需刺激政策和地产政策有所期待，但预计超预期的正向消息可能性较低。投资者应关注会议落地后可能带来的回调风险。

原油：此前华尔街机构普遍认为，到2024年底原油市场将从供应偏紧过渡到供需平衡，到2025年将出现严重过剩，届时油价在60-70美元运行或成为常态。展望后市，鉴于国际原油估值水平仍然较高，未来3-6个月或存在一定的下跌空间，到明年一季度大概率前高后低，我们倾向于中长期原油价格的下行风险超过上行风险。

橡胶：东南亚主产区产能扩张进入瓶颈期，未来整体供应增量有限，今年国内去库节奏亦十分罕见，天然橡胶基本面主要矛盾并不突出，令期货盘面重心整体明显上移。展望2024-2025割胶年度，天然橡胶供需格局从过剩转向紧平衡，易产生供不应求的结构性行情，当前策略上不宜追涨可逢回调做多。

油脂油料：2024年美豆产量实现史上次高，出口和国内需求成为支撑豆价抗跌的主要因素。美国农业部12月10日将公布月度供需报告，预计对美豆主要指标不会作出明显调整。马来西亚洪灾削弱棕榈油产量，为棕榈油价格保持强势提供内在支撑。MPOB将于12月10日发布月度供需报告，11月库存下调概率较大。印尼B40计划即将落地，供弱需强仍是外部棕榈油市场的主要特征。近期国内三大油脂品种在各自基本面指引下维持分化行情的概率依然较大。巴西大豆种植接近尾声，新豆收割大幕将于本月底陆续展开。美豆出口期与巴西大豆重合，受巴西大豆升贴水报价下降影响，巴西大豆较美豆的比价优势提升。全球大豆供给压力不断攀升，国内豆粕市场在南美供应压力下率先破位，由于南美大豆缺少减产天气威胁，外部供应压力难以化解，国内豆粕市场缺少上行驱动，有望维持弱势震荡状态。如得到美豆弱势配合，继续向下寻找支撑的概率依然较大。中储粮托市收购有助于大豆现货止跌，但国产大豆因缺少压榨需求而无法化解长期供应过剩压力，南美大豆丰产预期推动进口大豆成本回落，缺少现货配合，豆一期货市场上行驱动仍显不足。

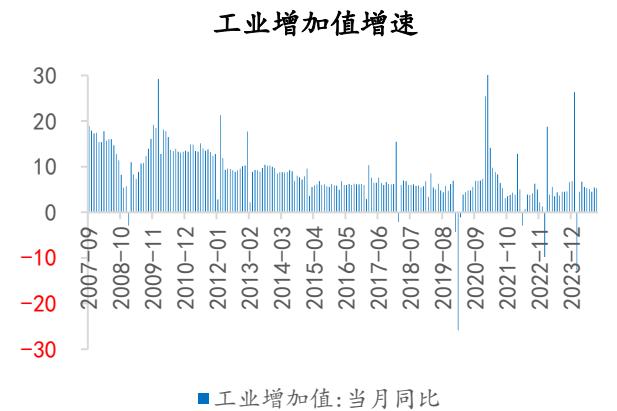
目录

周度策略: 等待新一轮政策落地	- 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 高频数据继续消费改善	- 7 -
3 流动性交易能否跨年?	- 7 -
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	- 11 -
3 铜期货现货数据	- 12 -
锌	- 13 -
1 锌: 影响因素	- 13 -
2 总结	- 13 -
钢材	- 15 -
1 政策预期落地	- 15 -
2 11月二手房数据向好	- 15 -
3 铁水产量持续下滑 去库速度放缓	- 16 -
4 小结	- 17 -
5 钢材期货现货数据	- 17 -
原油	- 19 -
1 远期看跌成为主调	- 19 -
2 外界预期延长减产	- 19 -
3 实际供应持续回升	- 19 -
4 渐进增产大势所趋	- 20 -
5 过剩加剧油价承压	- 20 -
6 下行风险高于上行	- 20 -
7 原油期现数据	- 20 -
天然橡胶	- 23 -
1 产业周期大局为重	- 23 -
2 天气题材反复炒作	- 23 -
3 供应放量尚未证伪	- 23 -
4 需求缺乏实质改善	- 23 -
5 政策导向不宜悲观	- 24 -
6 胶价重拾上升趋势	- 24 -
7 橡胶期现数据	- 24 -
油脂油料: 美豆弱势震荡, 国内豆粕市场破位下跌	- 28 -

1 外部豆类市场分析.....	- 28 -
2 国内豆类市场分析.....	- 28 -
3 油脂油料市场展望.....	- 28 -
4 油脂油料市场主要数据	- 29 -

重要经济指标概况

图表 1：国内工业增加值增速



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 3：中国居民消费价格指数



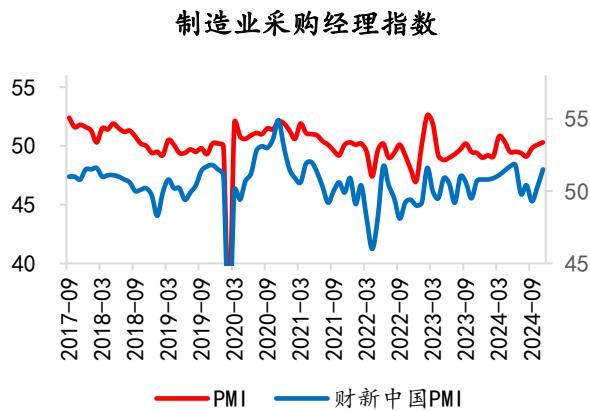
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 5：美国制造业采购经理指数



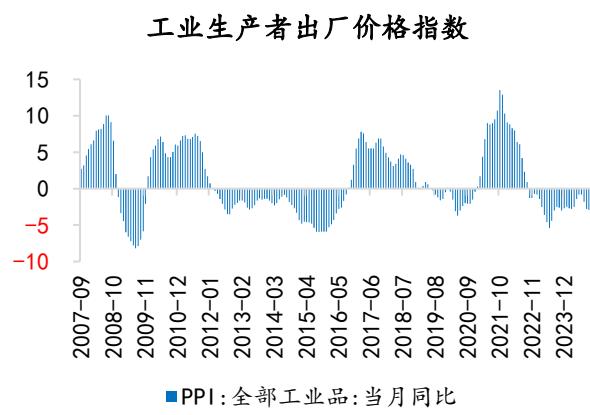
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 2：中国制造业采购经理指数



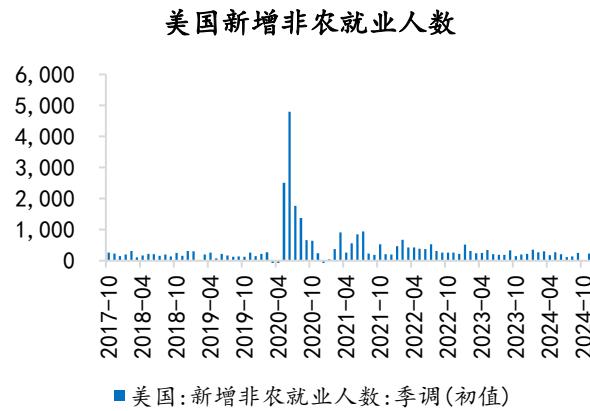
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 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 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：等待新一轮政策落地

当前经济仍处于“强预期、弱现实”阶段，市场对政策仍有较强期待，预计后续的政策大概率维持动态校准、逐步加码的态势，12月中央经济工作会议前仍有预期发酵空间。在预期政策加码的过程中关注两方面，一是广义财政扩张，二是房地产领域的“止跌回稳”。前者重点在于对明年财政的定调以及各项财政政策工具的具体规模，后者重点在于地产回稳带动通胀预期改善和对消费掣肘的改善。

政策走向和力度仍是市场的主要驱动之一

从经济数据看，下游消费延续复苏，中游行业景气有所回升，上游景气度则有所分化。

上游行业景气有所分化。建材中的玻璃和水泥价格冲高。跟踪的主要化工产品的价格大多出现了修复。有色金属方面，铜、铝期货价格小幅下行，稀土价格指数转跌，但是碳酸锂的价格在久跌后近两个月出现了回升。11月焦煤和动力煤价格小幅回落；钢铁价格总体波动幅度较小。WTI原油月均价格处于相对低位，库存则小幅上升。

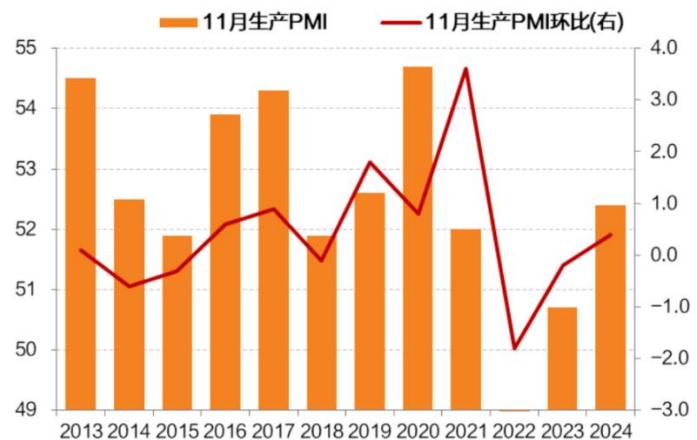
中游行业多数景气回升。由于本轮电子的大周期，全球和亚洲半导体销售额保持高增长。交通运输方面，快递收入和业务量同比双双增加。机械重卡方面，挖掘机销量持续高增，重卡销量跌幅收窄。动力电池产量和装车量保持高增长。光伏价格仍保持低位运行，部分产品实现止跌。随着后续行业龙头带头涨价及行业自律逐步实现，光伏产业链价格有望出现回升。

下游消费延续恢复态势。随着一系列消费刺激政策，社零同比继续增长。其中家电和汽车行业直接受益政策，销量增长较为明显。10月微型电子计算机同比产量也有所增加。食品饮料中的乳制品和高端白酒的价格仍未摆脱下跌趋势。农业方面，11月份，肉类价格小幅波动，而国际粮价则多出现了下跌。地产指标走势出现分化，销售数据跌幅收窄而开发数据跌幅扩大。

12月的中央经济工作会议时间确定，中央政治局会议的定调也较为重要。11月PMI和高频数据显示，“926”政治局会议后的政策取得了阶段性成效。企业存货回补、地产成交中枢抬升、消费低位震荡，全年经济增长目标实现的可能性进一步提升。

不过经济中期之内能否彻底企稳仍然面临诸多不确定性，因此市场对12月的中央经济工作会议高度关注，也在持续定价。经济工作会议上关于稳增长政策的力度、节奏和方式，对资本市场的走势将会产生较大影响。

图表 1：生产 PMI 及环比



资料来源：wind 资讯，中金财富期货

美国就业市场依然稳健

美国就业明显修复。11月美国新增非农就业为 22.7 万人，明显好于 10 月的 3.6 万人，连续 3 个月平均新增就业人数也回升至 17.2 万人。这很大程度与美国罢工和飓风等因素消散有关。

新增就业重要贡献仍是服务业。商品生产就业增加 3.4 万人，贡献新增就业的 15% 左右，尤其是制造业增加 2.2 万人。服务业新增就业近 16.0 万人，远好于 10 月的 4.2 万人，贡献了新增就业的 70% 左右。

失业率小幅上升。11 月失业率为 4.2%，较 10 月回升 0.1 个百分点。其中，成年男子失业率为 3.9%，与 10 月持平；成年女子失业率为 3.9%，较 10 月增加 0.3 个百分点，是主要贡献项；青少年失业率则下行 0.6 个百分点至 13.2%。

市场降息略有修复，整体变化不大。美联储或在 12 月继续降息 25bp，但大概率会削减 2025 年降息预期。一则当前劳动力市场继续走软或仍将持续，因此继续降息可以对经济起到一定的托底作用；二则当前美国利率水平仍相对较高，在劳动力市场处于较为充分就业的状态下，进一步降低利率至中性利率水平较为合适。但美联储大概率会削减 2025 年降息预期。当前劳动力市场处于充分就业水平，且保持韧性，对于通胀上行虽然没有明显的推动作用，但会对通胀起到一定的支撑作用，因此通胀回落的斜率或将进一步放缓，美联储或需要更多的时间来确保通胀不会出现反弹，并确定中性利率的水平。我们认为 2025 年美联储或将改为季度降息，基准情形下降息 2-3 次，且很有可能不及预期。

政策预期仍是市场波动的主要原因

当前经济仍处于“强预期、弱现实”阶段，市场对政策仍有较强期待，预计后续的政策大概率维持动态校准、逐步加码的态势，12 月中央经济工作会议前仍有预期发酵空间，且仍是市场波动的主要原因。

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	12月6日	蓝佛安: 加快落实一揽子隐性债务化解政策	要加快债券发行使用, 尽早发挥政策和资金效益	化债将继续加快落地
	12月5日	新华社: 稳住楼市、股市两个“风向标”	破除“增速崇拜”	不破除“速度崇拜”, 习惯于铺摊子、上项目, 即使暂时把速度抬上去, 也会透支未来的增长。
数据	12月7日	美国 11 月非农新增就业 22.7 万人	创半年来最大增幅	不足以影响美联储本月降息
	12月4日	中国 11 月财新制造业 PMI 升至 51.5	创五个月新高, 加速扩张	宏观经济进一步回稳
事件	12月4日	中国商务部: 原则上不予许可镓、锗、锑、超硬材料相关两用物项对美国出口	对于上述出口实施更严格的最终用户和最终用途审查。	对美国贸易战、科技战的实质回应

资料来源: 中金财富期货研究所

2 高频数据继续消费改善

进入12月, 经济持续改善。截至12月5日, 30大中城市商品房周均成交面积46.9万平米, 同比增长23.1%。11月30城商品房销量同比增长19.8%, 其中一线、二线和三线城市分别增长50.1%、13.6%和1.6%, 一线城市销量显著回升带动整体销量增长, 由于全国层面的数据中三四线城市销量占比更高, 因此统计局的数据会比30城数据更弱; 18城二手房周均成交面积43.5万平米, 破近年来新高, 同比增长63.8%。参考日本情况, 核心城市群的房地产市场有望率先触底回升, 房价、销量、房地产投资等指标回暖, 但是全国层面的数据可能还将继续探底, 并且一二线城市对三四线城市的带动效应减弱, 替代效应增强。

汽车: 11月30日当周, 乘用车厂家批发同比-9%, 厂家零售同比0%, 11月最后一周销量增速回落。据乘联会初步统计, 11月全国乘用车市场零售销量同比增长18%, 环比增长8%, 其中新能源乘用车市场零售销量同比增长52%, 渗透率为52.2%。12月5日当周全钢胎开工率为58.9%, 比上周下降1.1个百分点, 半钢胎开工率为79.0%, 比上周下降0.1个百分点, 基本保持稳定。

电厂耗煤量基本稳定, 工业生产有所走弱。截至12月2日, 南方电厂耗煤量环比上升0.9%, 基本稳定。截至12月4日, 石油沥青装置开工率为28.9%, 环比下降3.6个百分点, 回落较快; 涤纶长丝开工率为89.3%, 环比上升0.4个百分点, 继续保持高位稳定; PTA产业链负荷率分化, 上游上升1.8个百分点, 中下游分别下降0.6和0.3个百分点。

3 流动性交易能否跨年?

股债双牛为何出现？本轮行情呈现出较为明显的流动性驱动的特征。

从A股市场看，9月以来市场的反弹更依赖于流动性逻辑。9月19日美联储降息落地、9月24日央行降息降准，中美货币政策迎来共振，市场流动性明显改善。但由于政策向基本面传导仍有滞后，叠加特朗普胜选后外部需求不确定性增加，基本面向上空间尚未打开、基于盈利的交易受限。因此市场呈现出较为明显的流动性驱动的特征，一方面从成交来看，10月以来A股量能中枢近2万亿，而2024年前9个月日均成交额不足8000亿；其次两融余额在9月中旬尚不足1.4万亿，到12月初已经快速攀升至1.8万亿，融资买入额占比也从7%升至10%附近。

另一方面，低价股、小市值显著跑赢核心蓝筹指数，自9月24日以来，低价股、小市值相对沪深300的超额收益分别63.9%和21.3%。此外，我们构建的大小盘轮动指数于11月11日突破主要运行区间上沿20%，显示小市值、题材风格处于超涨状态。

历史经验显示，每一轮经济探底后的政策转向大多会带来信心的转向，进而推动复苏交易（在推动股市向好的同时推动债券利率走高）。而本轮的“股债双牛”显然并非复苏交易，而是资产荒+流动性宽松带来的“水牛”。

从内部看，投资者对于政策预期逐渐回归理性，一方面，经济工作会议重在定调，不会提出具体政策细则，另一方面，为应对明年特朗普上台后增加的潜在不确定性，短期内政策不会出尽底牌，因此，市场已经形成相对中性的预期，会议结束后大概率不会出现“利好出清”式的资金出逃。

4 宏观策略

当前经济仍处于“强预期、弱现实”阶段，市场对政策仍有较强期待，预计后续的政策大概率维持动态校准、逐步加码的态势，12月中央经济工作会议前仍有预期发酵空间，且仍是市场波动的主要原因。

5 股指期货市场分析

两市震荡上行

上周两市震荡回落，其中沪深300指数+1.44%，上证50指数+1.54%，中证500指数+2.17%，中证1000指数+2.59%。

市场估值继续稳步提升。

上周A股总体PE(TTM)较上上周从18.48倍升至18.92倍，PB(LF)较上上周从1.56倍升至1.59倍；A股整体剔除金融服务业PE(TTM)较上上周从29.03倍升至29.67倍，PB(LF)较上上周从2.09倍升至2.13倍；

创业板PE(TTM)较上上周从59.96倍升至61.48倍，PB(LF)较上上周从3.43倍升至3.52倍；科创板PE(TTM)较上上周从132.15倍升至133.87倍，PB(LF)较上上周从3.82倍升至3.87倍；

创业板相对于沪深300的相对PE(TTM)较上上周从4.77倍升至4.80倍，相对PB(LF)较上

上周从 2.61 倍升至 2.62 倍；科创板相对于沪深 300 的相对 PE (TTM) 较上上周从 10.52 降至 10.46；相对 PB (LF) 较上上周从 2.90 降至 2.88；

A 股总体总市值较上上周上升 2.36%；A 股总体剔除金融服务业总市值较上上周上升 2.21%；上周 A 股非金融 ERP 较上上周从 1.36% 升至 1.42%；股债收益差较上上周从 -0.06% 升至 0.04%。

从动态估值的角度看：上周 A 股重点公司总体全动态 PE 较上上周从 13.33 倍升至 13.65 倍；A 股重点公司总体剔除金融服务业全动态 PE 较上上周从 18.89 倍升至 19.19 倍；创业板重点公司全动态 PE 较上上周从 28.52 倍升至 29.21 倍；科创板重点公司全动态 PE 较上上周从 69.35 倍降至 68.04 倍；创业板与沪深 300 重点公司的相对全动态 PE 维持上上周 2.44 不变；科创板与沪深 300 重点公司的相对全动态 PE 较上上周从 5.94 降至 5.69。

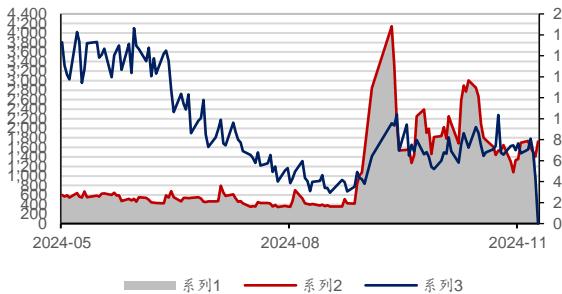
流动性和情绪仍将助推指数

政策方面，新华社 12 月 5 日的文章标识，千字当头！千方百计提振消费、扩大需求 稳住楼市、股市两个“风向标”，政策端对于稳股市的态度可谓明确。

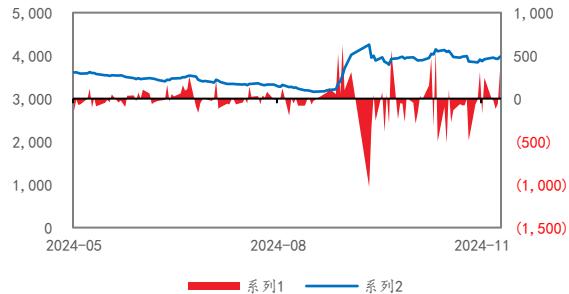
流动性和估值方面，12 月 2 日 10 年期国债收益率低于 2%，在未来宽松货币政策有望持续情形下，市场中长期利率中枢可能进一步下移，市场中高收益率资产荒进一步加剧，股票资产相对债券资产的性价比进一步提升。目前理财产品及存款利率的预期回报率均在下降，各类型资产的预期回报率均在下滑，居民存款和净存款飙升，居民待投资金大幅增加。在这种资产荒的状态下，若后续权益市场赚钱效应持续改善，居民存款向权益市场搬家，理论上 A 股将有较大的上行空间。

本轮 A 股市场是较为典型的流动性驱动行情，上涨跟过去两段行情（2015 年上半年和 2019 年一季度）存在许多相似之处：当前中美信用周期从分歧走向共振宽松，但基本面复苏斜率仍待提升，资本市场在充裕的流动性环境下急速上涨，小盘和成长风格明显占优。

图表 8：融资融券数据图



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

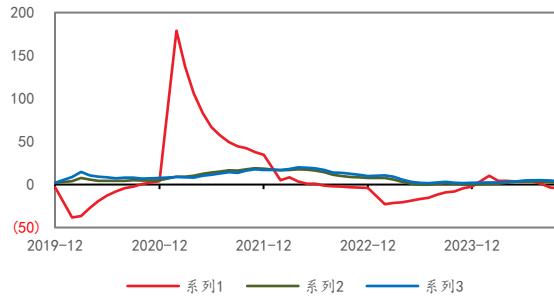
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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

海外矿端扰动再起

必和必拓(BHP)已与智利 Escondida 铜矿工会初步达成薪资协议, Ero Gopper 旗下巴西 Tucumá 项目或于 7 月投产、Capstone Gopper 旗下智利 Mantoverde 矿山已达满产且 24 年或生产 2.5 万吨铜、三菱 MMC 旗下智利 Mantoverde 铜矿已经开始生产铜精矿并将于 24 年四季度全面投产且产量或达 8-9 万吨, 或使国内 8 月铜精矿生产和进口量环比增加。近年来全球主要矿业资源国产出国普遍面临生产事故、品位下降、产量减少、环保政策等因素挑战, 导致全球资源矿山停产等因素的威胁加大。智利 Escondida 罢工风险解除后伦丁矿业旗下的 Caserones 铜矿举行规模为 300 名工人的罢工行动, 预计短期或影响该项目一半左右的产能。

原材料紧缺格局下, 国内产量增长有限

近年来全球主要矿业资源国产出国普遍面临生产事故、品位下降、产量减少、环保政策等因素挑战, 导致全球资源矿山停产等因素的威胁加大。一二季度加工费下滑幅度明显, TC 自年初的 53.30 美元/千吨下滑至 6 月底的 2.60 美元/千吨, 9 月以来, 受内外冶炼厂突发事故影响, 现货精矿供应紧张略得到缓解, 加工费小幅回暖, 但中长期看, 铜矿供应偏紧依然对于 TC 价格的反弹形成限制作用。

今年 1-10 月我国精铜累计产量达 996 万吨, 同比增长 5.1%。10 月份全国主要冶炼厂产能利用率维持 79.6%。10 月精铜减产不及预期, 主要国内冶炼厂零星检修对产能利用率影响偏弱, 随着国内废铜政策的逐步明朗, 再生铜杆加工企业积极复产, 精废价差逐渐走扩, 10 月国内废铜供应逐步上升, 原计划冶炼厂因废料和冷料短缺造成的减产预期基本没有兑现, 预计 11 月产量将维持在 100 万左右的高位。

需求复苏, 但低于预期

精铜杆企业整体生产进度表现不一, 企业观望情绪浓厚, 只有部分原料缺乏的企业会加大采购量, 但整体订单实际上未见明显好转。企业更多维持正常生产节奏, 寻找新客户, 扩大增长点, 市场依然由大型企业献增量, 中小企业表现偏弱。目前铜价相对稳定但仍处于较高水平, 部分下游客户对高价铜保持谨慎, 仅维持基本需求的采购。而且, 终端需求总量有限, 导致线缆企业面临供过于求的局面。

国家统计局发布数据显示, 1-10 月份全国房地产开发投资 86309 亿元, 同比下降 10.3% (按可比口径计算); 其中, 住宅投资 65644 亿元, 下降 10.4%。1-10 月份房地产开发企业房屋施工面积 720660 万平方米, 同比下降 12.4%。其中, 住宅施工面积 504493 万平方米, 下降 12.9%。房屋新开工面积 61227 万平方米, 下降 22.6%。其中, 住宅新开工面积 44569 万平方米, 下降 22.7%。房屋竣工面积 41995 万平方米, 下降 23.9%。其中, 住宅竣工面积 30702 万平方米, 下降 23.4%。

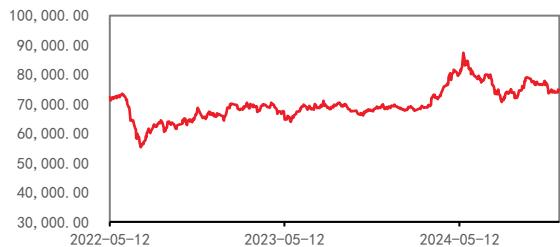
2 结论

国内加工费、进口比价小幅回升，加工费维持低位徘徊。现货冶炼利润持续亏损，电解铜产量相对受限。下游加工企业临近年底或有冲量计划，但对于高价铜的接受度仍欠佳，因此多采用逢低采买的策略进行补货。现货方面，华东华南现货地区升水，且本周大幅上涨，远期合约有所走弱但整体依旧维持 Contango，远期预期向好。市场更加关注金融市场表现，以及12月中旬举办的中央经济工作会议，整体维持震荡思路。

3 铜期货现货数据

图表 12：长江有色铜价

长江有色市场铜：平均价



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 14：LME 铜库存

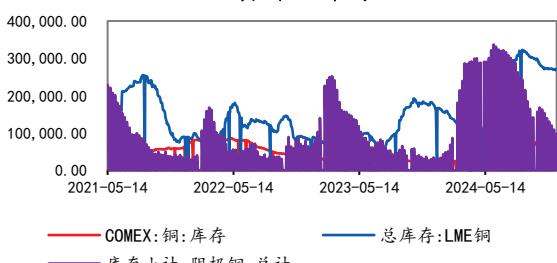
LME铜库存



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

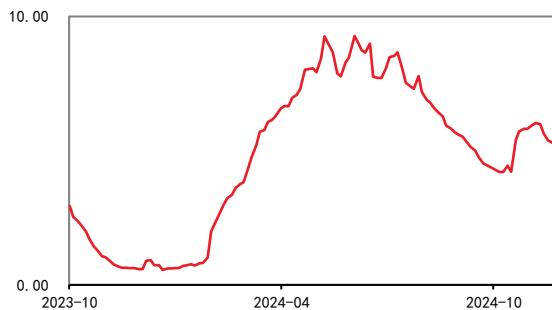
图表 16：上海期货交易所铜库存

上期所铜库存



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

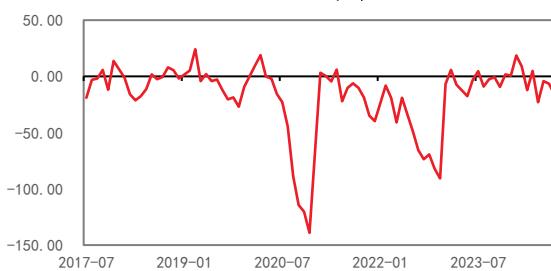
图表 13：上海保税区铜库存



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 15：WBMS 供需平衡

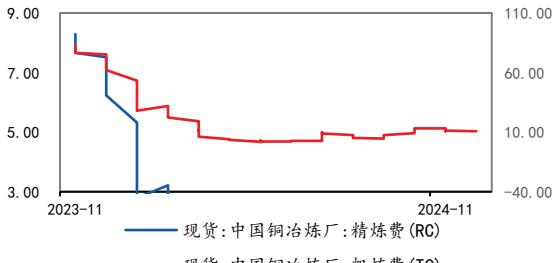
WBMS：铜供需平衡



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 17：铜精炼费

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

偏紧仍为年内主基调

因天气、品味、罢工等因素扰动，海外矿山扰动不断，部分矿山项目延后，全球矿端偏紧格局暂未改善。根据百川盈孚调研结果显示，艾芬豪的刚果 Kipushi 已经在 6 月中旬投产出矿，预计最大产能可达 25 万吨，2024 年预期出产量 4-5 万吨；俄罗斯的 OZ 矿延迟复产，乐观预期 2024 年年底出产，预计下半年难以带来增量。国内前期因暴雨等因素减产矿企逐步恢复正常，部分矿山有新增减产。月内陕西某铅锌矿已复产发货销售；四川某铅锌矿企业 8 月暂停生产，月内暂无锌精矿供应，目前已恢复运行；云南某矿山锌精矿产量下降，暂无外售锌精矿，9 月预计难提产；吉林某矿山因附近修路导致运输受阻，暂未对外发货。

2024 年 1-10 月国产锌精矿产量 313.4 万吨，同比下滑 0.2%。由于国内普遍面临原矿品位下降的问题，加上北方矿山多有季节性减停产情况，且安全环保检查较为频繁，所以今年国内锌矿产出节奏偏慢。

精炼锌产量持续受制约，期锌近强远弱结构暂未改

11 月国内外锌精矿加工费分别报 1500 元/金属吨和 -40 美元/干吨，均值分别环比增加 50 元/金属吨和持平，TC 上调难度较大，难以带动炼厂利润好转。矿端收紧和终端需求疲弱挤压引发对炼厂减产担忧。国内炼厂产量超预期下降，1-10 月中国精炼锌产量累计为 516.5 万吨，同比减少 5.26%。产量的下滑主要集中在三季度后，这与加工费及炼厂利润的走势是一致的。锌矿紧缺是今年锌产业链最突出的矛盾，目前仍在持续，且在中短期内无显著改善的预期。

1-9 月累计进口锌精矿 285.28 万吨，累计同比降低 19.23%。四季度冬储加剧炼厂对于矿端资源争夺，精炼锌产量维持低位。海外欧洲炼厂利润倒挂，供应压力边际减弱，现货溢价走高反映市场对于精炼锌供应偏紧的紧张情绪。

镀锌开工率回升

1-10 月国内镀锌板(带)累计出口 1066 万吨，累计同比 +16.21%；同期统计钢厂生产镀锌板(带)累计产量 4,161 万吨，累计同比 -2.64%。虽然出口需求旺盛，但是考虑特朗普政府对华关税态度强硬，出口对镀锌板材的支持作用将明显下滑。

中汽协数据显示，10 月新能源汽车产销量分别完成 146.3 万辆和 143 万辆，同比分别增长 48% 和 49.6%，增速继续加快。新能源汽车新车销量达到汽车新车总销量的 46.8%。1-10 月新能源汽车产销分别完成 977.9 万辆和 975 万辆，同比分别增长 33% 和 33.9%，新能源汽车新车销量达到汽车新车总销量的 39.6%。四季度是国内消费旺季，补贴力度加大带动国内换新需求明显增加可部分抵消出口减弱，预计四季度国内汽车产量表现仍较好，但海外汽车产量可能持续偏弱。

2 总结

矿端紧缺格局仍难以扭转，TC 预计维持低位，因此冶炼厂仍处亏损状态。冶炼厂产量预计维持低位，叠加 11 月下旬进口窗口关闭，供应端处于偏弱状态。四季度末本身已经进入到消费淡季，但国内近期消费表现略好于预期，虽然北方镀锌企业在采暖季会受到环保影响，不过，整体开工增幅较为明显。锌价维持近强远弱，供应端的矛盾仍存，锌价或高位运行为主。

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



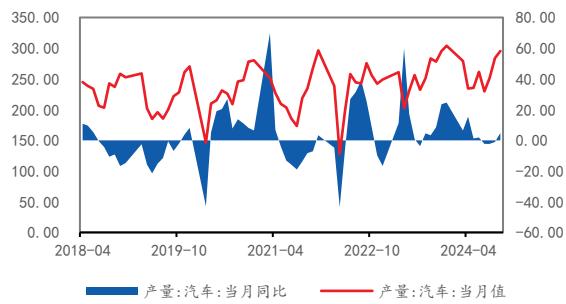
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 政策预期落地

12月8日，中共中央政治局召开会议，分析研究2024年经济工作。

会议强调了稳中求进的工作总基调，提出要全面贯彻落实党的二十大精神，推动高质量发展，深化改革开放，强化宏观调控，统筹扩大内需和深化供给侧结构性改革，实施积极的财政政策和稳健的货币政策，增强经济活力，防范化解风险，并特别关注民生保障和社会稳定。会议还明确了通过科技创新引领产业升级，加强国内需求的双轮驱动，提升产业链韧性，促进消费和投资良性循环，推动现代化产业体系建设，同时继续深化改革开放，扩大外贸外资合作，防范金融风险，并强调绿色低碳发展。

与2023年12月会议相比，2024年12月的中央政治局会议通稿在宏观基调和政策着力点上均有所调整与深化。首先，从时间节点上看，2024年经济运行已结束全面恢复的初始阶段，会议对“高质量发展扎实推进”“现代化产业体系建设取得重要进展”以及科技创新突破有了更为明确的总结。这与2023年末和2024年9月的表述相比，更强调经济恢复从初期回升转向了深化巩固，展现出对产业升级和创新成果的阶段性肯定。

从政策导向看，2024年12月会议中“加大宏观调控力度”“着力推动高质量发展”和“着重扩大内需”得到再次强化，并明确提出要在深化供给侧结构性改革的同时实现与内需扩张的统筹推进。这一思路与2024年9月以及2023年12月会议的基调一脉相承，但当下更强调“以进促稳、先立后破”以及强化“逆周期和跨周期调节”，显示出政策的细化与执行层面的前移。同时，会议明确要求增强宏观政策取向的一致性，加强经济宣传和舆论引导，这在此前的会议通稿中并未如此突出，体现出当前对于市场预期管理和社会信心修复的迫切性。

从改革和开放的表述中可以看到，2024年12月的通稿强调以科技创新引领现代化产业体系建设，并提出要扩大高水平对外开放，巩固外贸外资基本盘。这与此前强调“改革开放全面深化”相比更有针对性，重点已从单纯强调深化改革、扩大开放的原则性话语，转向对产业安全、科技自立、外贸外资稳定的务实要求。与2023年末及2024年9月相比，当前的政策取向更注重安全韧性与风险防控，也更强调通过制度创新和环境优化来激发内生动力与市场信心。

整体而言，2024年12月的政治局会议通稿在方向上沿袭了此前稳字当头、进中求稳的基调，但在经济治理、改革开放、科技创新以及风险防控等关键领域有更为务实和细致的部署。。

2 11月二手房数据向好

根据中国房地产指数系统百城价格指数对全国100个城市的调查数据，2024年11月房地产市场呈现出不同区域的结构性变化。整体来看，二手住宅市场延续了下跌态势，但降幅有所收窄；而新建住宅市场则显现出小幅的结构性上涨。住房租赁市场持续处于淡季，需求相对低迷，租金环比略有下降。

具体而言，11月百城二手住宅平均价格为14278元/平方米，环比下跌0.57%，跌幅较10月收窄0.03个百分点；同比下跌7.29%。新建住宅方面，百城新建住宅平均价格为16592元/平方

米，环比上涨 0.36%，同比上涨 2.40%。新房市场受优质改善项目入市的推动，价格呈现结构性上涨。

在二手住宅市场中，11 月环比下跌的城市数量为 96 个，较 10 月有所减少。深圳、成都、乌鲁木齐和东营四城的二手房价格环比止跌转涨，打破了连续 7 个月全跌的局面，释放出积极的市场信号。一线城市的二手房价格环比跌幅较小，深圳结束了连续 18 个月的下跌局面，成交量和市场情绪明显回升；北京、上海和广州的价格跌幅也进一步收窄。

在新建住宅市场方面，11 月一线和二线城市的新房价格环比分别上涨 0.69% 和 0.33%。特别是上海和宁波的部分高价改善项目入市，推动了新房价格的结构性上涨。三四线城市的新房价格环比下跌幅度较小，仅为 0.04%。

租赁市场方面，11 月全国 50 个城市住宅平均租金为 35.6 元/平方米/月，环比下跌 0.66%，同比下跌 3.18%。由于需求处于低位，租金在重点城市普遍小幅下跌，整体租赁市场继续保持在淡季状态。

成交方面，受政策利好刺激，重点城市的新房和二手房市场出现活跃迹象。11 月 30 个重点城市的新房销售面积环比增长 12.4%，同比增长 20.6%；20 个重点城市的二手房成交套数环比增长 11.7%，同比增长 26.3%。特别是深圳的新房和二手房成交量同比均翻倍增长。

在政策方面，中央和地方政府继续释放利好信号，进一步推动市场回稳。中央层面，财政部、税务总局、住建部联合发布优化税收政策，进一步降低契税和土地增值税负担。地方方面，多个城市出台购房补贴、提高贷款额度、放宽首付比例等政策，进一步激活市场需求。

总的来看，虽然二手住宅市场仍面临一定压力，但随着政策的不断加码和市场的逐步回稳，房地产市场的负面预期已有所缓解。未来，随着政策的持续发力，市场有望继续稳定回升。

3 铁水产量持续下滑 去库速度放缓

上周全国高炉及电炉产能利用率回落。国内 247 家钢厂高炉产能利用率为 87.3%，环比下降了 0.5 个百分点，同比上升了 1.6 个百分点；91 家电炉产能利用率为 52.4%，环比下降了 0.1 个百分点，同比下降了 8.7 个百分点。五大品种钢材的周产量为 861.2 万吨，环比略降，同比下降了 5.2%。上周长流程产量继续回落，日均铁水产量下降了 1.2 万吨至 232.6 万吨。近期钢厂盈利比例持续下行，淡季检修增多，钢材产量同步回落。

在库存方面，上周五大品种钢材的周社会库存为 783.1 万吨，环比下降了 0.6%，同比下降了 10.5%。钢厂库存为 377.0 万吨，环比下降了 2.2%，同比下降了 10.8%。钢材总库存环比下降了 1.1%，降幅较上周收窄了 0.2 个百分点。螺纹钢厂库降幅明显，热卷库存降幅收窄。

根据产量与总库存数据汇总后的五大品种钢材周表观消费为 874.6 万吨，环比下降了 0.3%，同比下降了 4.9%。其中，螺纹钢周表观消费量为 227.6 万吨，环比增长了 1.0%，同比下降了 12.1%。本周五大品种钢材的表需转弱，淡季来临，钢材需求整体偏弱。建筑钢材的周成交量为 11.3 万吨，环比上周下降了 0.8%。

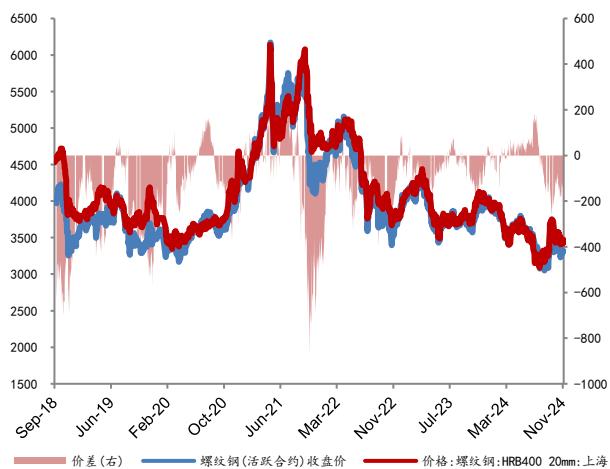
上周钢材现货价格走弱，主流钢材品种的即期毛利小幅回落。247 家钢厂的盈利率降至 49.7%，环比下降了 2.3 个百分点。

4 小结

进入年底，政策预期依旧是钢市的主要驱动因素。中央政治局召开了经济会议，会议强调了经济回升的趋势，并突出了我国在多个领域取得的重要进展，整体表述较去年更加乐观。本周三、周四将召开中央经济工作会议，尽管市场对内需刺激政策和地产政策有所期待，但预计超预期的正向消息可能性较低。投资者应关注会议落地后可能带来的回调风险。

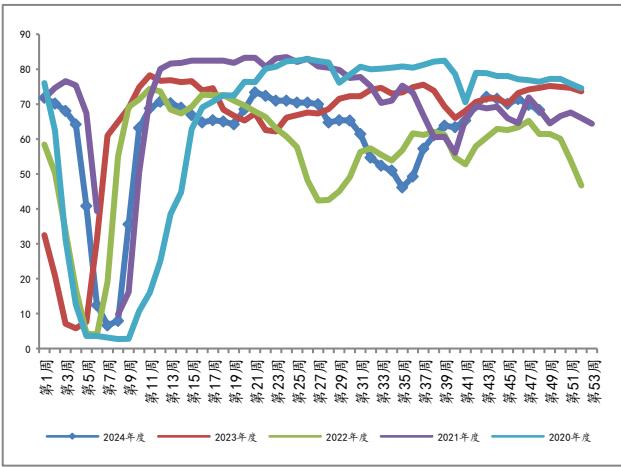
5 钢材期货现货数据

图表 22：螺纹期现货价差



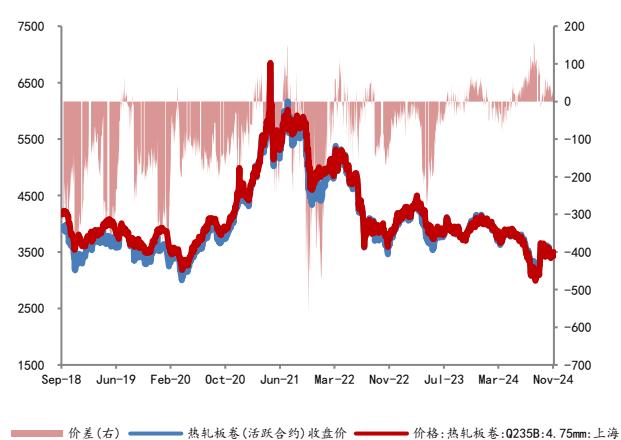
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 24：85家独立电弧炉钢厂：开工率：中国（周）



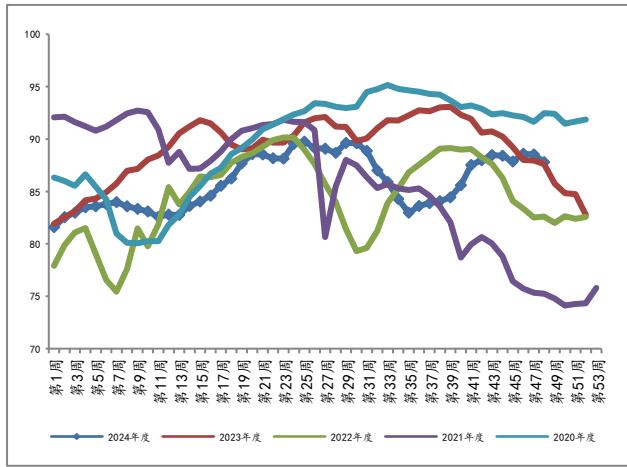
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 23：热卷期现货价差



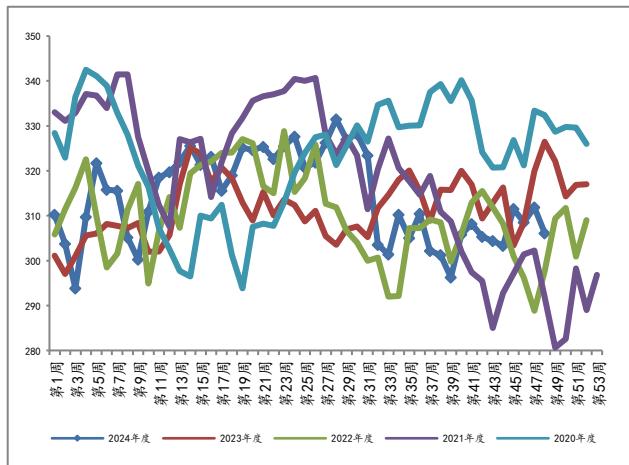
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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

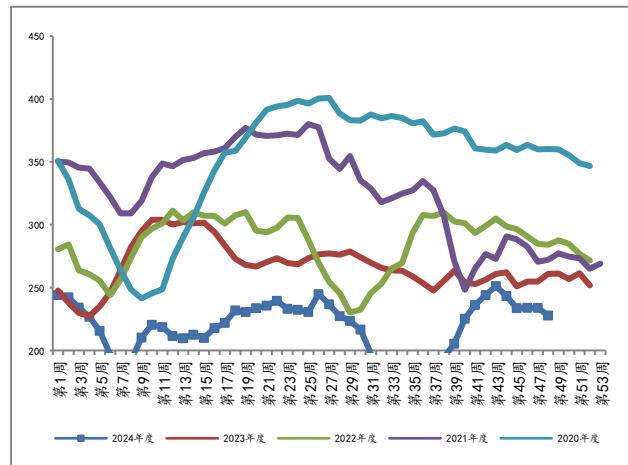
图表 26：螺纹钢：建筑钢材钢铁企业：实际产量
(周)



资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

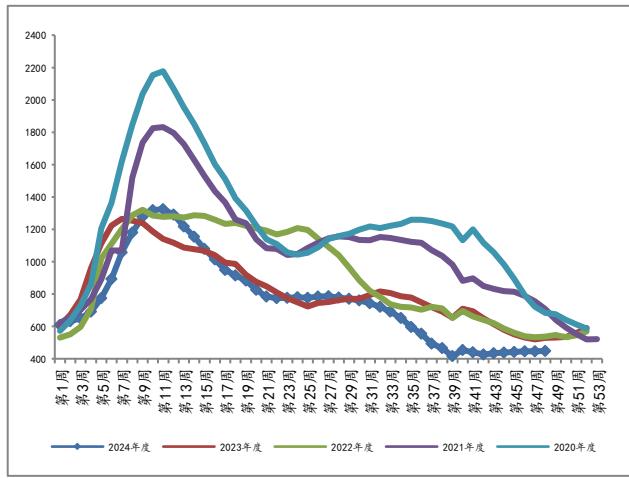
图表 27：热轧板卷：钢铁企业：实际产量：(周)

图表 27：热轧板卷：钢铁企业：实际产量：(周)



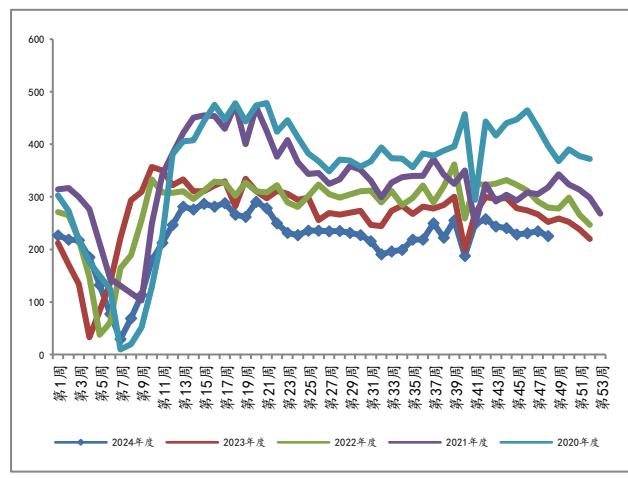
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

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 远期看跌成为主调

2024年原油走势已经无甚悬念，而2025年供应过剩担忧和风险偏好退潮，这一预期强化了市场看跌情绪，油价重心很可能会跌破今年的平均水平。

目前，黎以达成停火协议给中东地缘局势降温，自巴以冲突爆发一年多以来，几乎没有造成任何原油生产中断，主要供应风险已经得到化解，这是近期油价下跌的催化剂。

目前，原油市场最为关注的是12月OPEC+部长级会议，日程已经重新安排到12月5日，外界普遍认为该组织大概率将延长现行减产计划，以应对油价持续的疲弱行情。虽然此举可暂时提供支撑，但长期供应过剩的前景依旧打压油价。

综上，国际原油市场整体呈看跌基调，下行风险占据主导地位，Brent考验70美元大关支撑。

2 外界预期延长减产

据外媒援引消息人士称，OPEC+在5日的会议上很可能会将现行的自愿减产延长到2025年一季度末，为国际原油市场注入利多情绪提振。

从该组织内部来看，俄罗斯、哈萨克斯坦和伊拉克减产执行率回升，分歧不大的情况下预计OPEC+减产政策仍可维系。从外部条件来看，国际原油期货价格持续走低，但较2020年之前利润仍相对可观，以沙特为代表的石油输出国在此时缺乏价格战的动机，除了延长自愿减产几乎没有别的选项。从时间节点来看，年末到次年二季度初是全球原油和油品消费的传统淡季，将减产退出时间适当推迟3个月，既可避免加重季节性严重过剩的压力，又能留出时间评估特朗普上台对页岩油产量的影响。

尽管像前几次那样，延长减产可能在短期内支撑油价，但长期难以抵消基本面供需失衡的压力。

3 实际供应持续回升

石油输出国组织(OPEC)原油产量连续两个月增加，给增产计划和油价走势施加压力。根据第三方统计数据，11月OPEC平均原油产量达到2702万桶/日，环比上月增加约12万桶/日。

首先，利比亚之前受不可抗力中断的供应恢复，当时该国最大油田Sharara曾一度被迫关闭，重启后利比亚原油产量增加11万桶/日至114万桶/日，回归的这部分在OPEC新增产量中占比最大。其次，由于阿联酋获得了单独破例的产量豁免，被允许在2025年期间逐步增产30万桶/日的权利，该国将原油产量提高了9万桶/日至326万桶/日。另一方面，伊拉克屈服于沙特施加的压力，连续三个月实现减产，该国原油产量下降了7万桶/日至406万桶/日，但仍略高于其协议配额。

整体来看，沙特以外的OPEC核心成员国原油产量整体回升，使供应过剩的悲观论调得到加强，原油市场悲观氛围令机构纷纷转向长期空头。

4 漸進增產大勢所趨

在当前的油价运行区间，OPEC+仍通过控制产量维持市场平衡，但类似 2017-2019 年的情形，该组织的定价话语权正逐渐被削弱。

主流能源机构预计，2025 年 OPEC+原油供应将仅增长 29 万桶/日，远低于非 OPEC+高达 140 万桶/日的增量。具体来看，美国、巴西、加拿大和圭亚那将是未来原油供应增长的主要来源。美国页岩油行业重新繁荣，以及墨西哥湾的新产能上线，将推动全美年均产量增长 35 万桶/日。此外，巴西和圭亚那的新项目将在 2024-2026 年间集中投产，预计将分别为两国贡献约 30 和 12 万桶/日的产能。反观需求端，全球经济增长放缓，新兴市场复苏乏力，新能源结构转型，以及美元走强等因素，对原油和油品消费造成打压。

买方和第三方机构普遍认为，2025 年全球原油需求增量仅有 110-120 万桶/日，这将与供应增量难以匹配。因此，非 OPEC+产油国的持续增产对 OPEC+减产构成压力，迫使 OPEC+启动渐进式增产是大势所趋，甚至不排除 2020 年价格战的极端情景。

5 過剩加劇油价承壓

主流能源机构几乎一致认为，在 2024 年底到 2025 年初开始，全球原油市场将进入历史性的供应过剩阶段。根据 ICIS 的模型估计，2024 年四季度全球原油市场的正敞口维持在 50 万桶/日左右，2025 年全球原油需求增量约为 118 万桶/日，供应增量约为 160 万桶/日，其中 130 万桶/日来自非 OPEC+产油国。抛开美国页岩油产量的继续增长，OPEC 及其盟友持有高达 700 万桶/日的庞大闲置产能，如果逐步退出自愿减产计划开始执行，现货市场供应过剩将会大幅加剧。国际能源署（IEA）预测，到 2025 年全球原油市场过剩敞口将超过 100 万桶/日，相当于动态供需平衡的 1%以上，这个数字其实是非常显著的。

由此可见，原油基本面已经处于偏宽松的格局，且明年一季度有额外的季节性下行压力。2024 年 Brent 原油即期平均价格在 80 美元/桶左右，根据高盛预测，2025 年将下降 5%至 76 美元/桶左右。

6 下行風險高於上行

在中东地缘局势降温后，原油供应端预期恢复稳定，华尔街主流投行下调明年油价估值重心。高盛预测，2025 年国际基准 Brent 原油平均价格为 76 美元/桶，油价主要运行区间有可能处于 70-85 美元区间。

这一预测也代表了大多数投资机构观点，随着俄乌和中东地缘政治的长期演变，市场已经逐渐打消对原油供应中断的担忧，转而关注即将到来的供应过剩。迄今为止发生的冲突并未影响到原油行业设施，而且沙特等产油大国的闲置产能极高，因此地缘政治被赋予的溢价有限。不过，问题一日未解决，风险都将持续存在，无法排除偶发事件的不可控风险。

总体而言，我们认为机构观点具有参考价值，虽然预测仍不免于过高或者过低，但我们倾向于中期原油价格的下行风险超过上行风险。

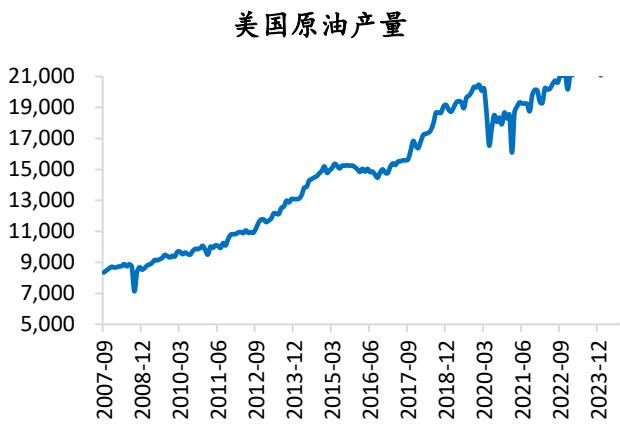
7 原油期现数据

图表 30：国际原油期货价格



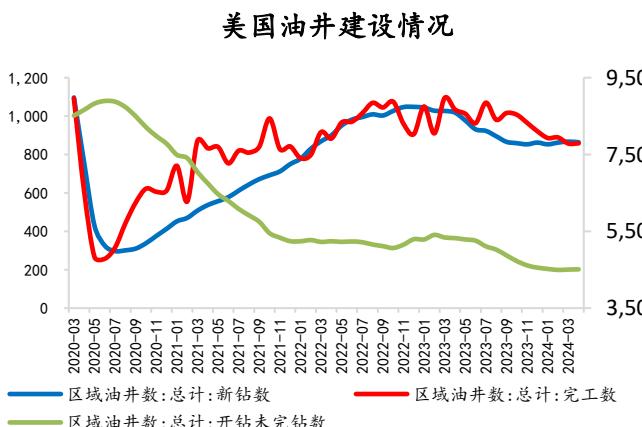
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 32：美国原油产量



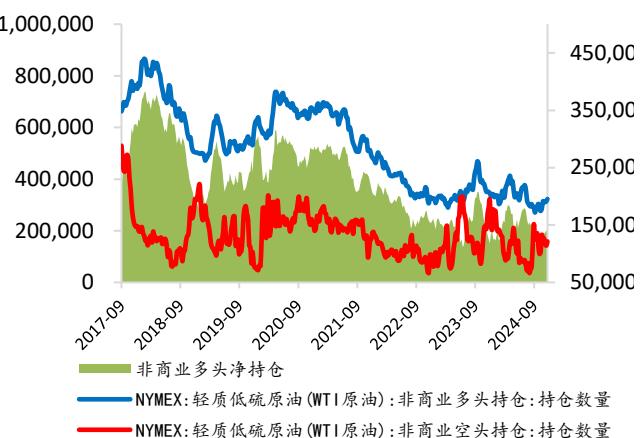
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 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 31：CFTC 原油期货持仓



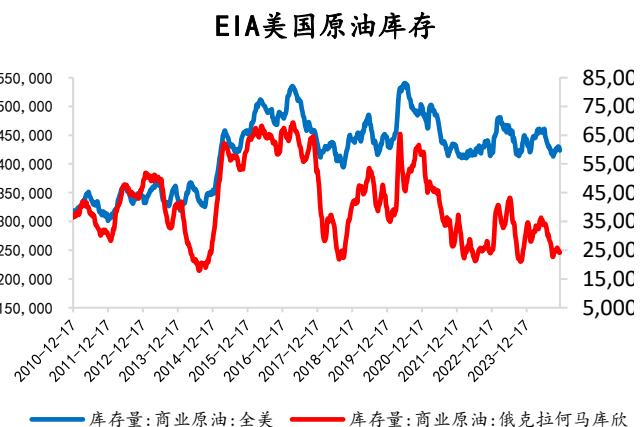
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 33：沙特原油产量



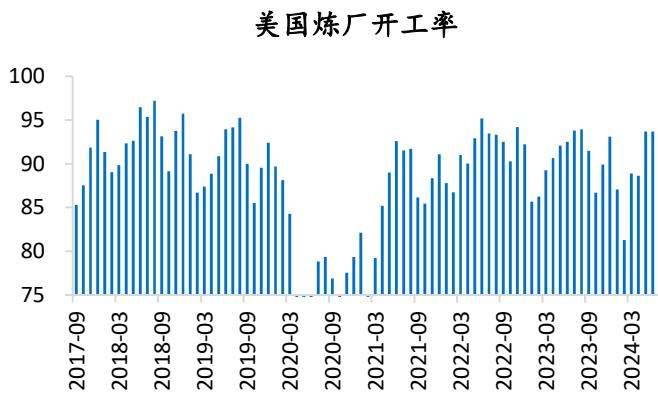
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 35：EIA 原油库存

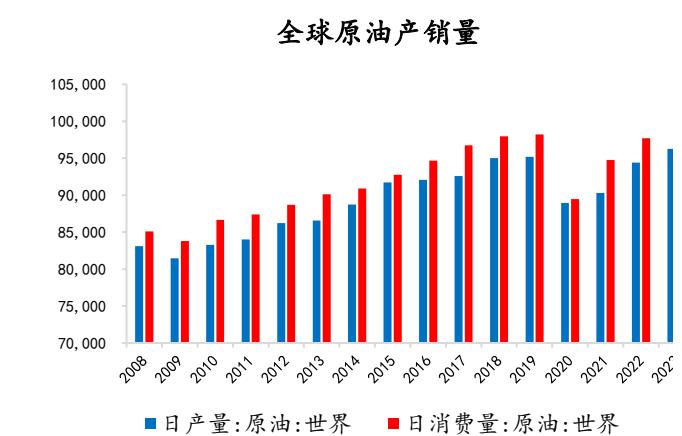


资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 36：美国炼厂开工率



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

资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

天然橡胶

1 产业周期大局为重

天然橡胶主要趋势仍取决于产业周期，从全球天然橡胶供应结构来看，东南亚传统产胶国仍是影响全球供应的核心变量，不过未来供应增长将更多来自于非洲新兴产胶国。

从近五年数据来看，世界第一大产胶国泰国天然橡胶产量从历史高位逐渐回落，由于2012年以后新种植面积萎缩，未来割胶面积增长有限。印度尼西亚和马来西亚减产则十分明显，主要原因是橡胶树龄结构老化严重，局部区域砍伐淘汰加速，造成产量大幅下滑。非洲科特迪瓦天然橡胶产量呈加速增长态势，该国政府扶持下种植面积逐年扩大，且树龄青壮单产较高。

预计2024-2025年，排除短期极端天气影响，全球天然橡胶产量将整体持稳，难有较大增幅并可能出现负增长，但原料高价刺激下仍有一定供应弹性。

2 天气题材反复炒作

沪胶期货盘面再度反弹，强势表现主要依靠供应端利多驱动。国外天然橡胶产区正处于割胶旺季，但近期受降雨天气和局部洪涝灾害影响，使得今年减产预期得到强化。

11月中下旬以来，泰国南部地区强降雨引发洪水导致8个府橡胶园受灾，涉及的种植面积超过500万莱。未来降雨天气仍将时有发生，对后续原料产出造成扰动，不利的自然因素导致主产区天然橡胶供应遭到损失。另一方面，国内产区表现相对平稳，基本符合季节性规律。进入12月国内将陆续停割，其中云南地区已基本停割，海南地区气温降低令胶水的干胶含量下降，对原料价格具有一定支撑。

部分交易者参考2016年行情，同样也是泰国主产区发生洪涝灾害，异常天气引发旺季不旺的担忧，短期应谨慎关注原料胶水价格的变动。

3 供应放量尚未证伪

上游方面，国内云南产区基本停割，东南亚主产区正值传统旺季，但泰国南部地区持续降雨，胶水放量不及预期，短期出现一定利多因素。

EUDR延迟后外盘商对华销售意愿增强，配合国内套利盘加仓，此外中国对最不发达国家100%税目产品零关税政策于12月开始执行，有利于缅甸、老挝等国天然橡胶进口。四季度供应端整体维持递增趋势，反映在国内现货库存持续累积。截至11月末，青岛地区天然橡胶保税和一般贸易合计库存量42.35万吨，环比上期基本持平；其中保税区库存5.53万吨，一般贸易库存36.82万吨。

总体上，接下来天然橡胶供应端压力较大，反弹上涨缺乏持续驱动，天气题材消退后谨防回调风险，但原料价格坚挺抗跌具有一定支撑。

4 需求缺乏实质改善

近期天然橡胶价格强势反弹，主要是供应端泰国多雨和云南停割，短期刺激多头信心增加，但下游需求出现实质性改善，才是胶价长期维持高位的锚定。

截至11月底，中国橡胶轮胎企业全钢胎开工率为59.95%，环比下降2.65个百分点；半钢胎样本开工率为79.09%，环比下降0.08个百分点。乘用车市场延续金九银十的较好表现，但有提前透支明年订单之嫌，商用车尤其重卡销量仍延续较大的同比跌幅。国内需求呈季节性转弱趋势，下游由于原料高涨利润欠佳，厂商实单采购意向偏淡，成交多为贸易商补货交单。

总体上，天然橡胶供需两端压力仍然较大，但原料挺价下报盘依旧高企，期货盘面短期技术性偏强。

5 政策导向不宜悲观

此前，欧洲议会通过了将欧盟零毁林法案（EUDR）推迟12个月实施的决议，并通过了一系列修正案以削弱该法案的效力，目前的天然橡胶价格已经对这一预期进行消化。

从今年欧盟天然橡胶进口情况来看，此前二三季度贸易商曾大量提前抢购符合EUDR标准的天然橡胶，由此造成泰国出口到中国的天然橡胶货源大量分流，也是数月以来国内进口同比大幅下滑的重要原因之一。EUDR宣布推迟施行后，意味着今年四季度到明年一季度期间，欧盟对天然橡胶的补库需求下滑，导致这一部分货源重新流向中国，目前青岛地区已经观察到天然橡胶库存边际累积。

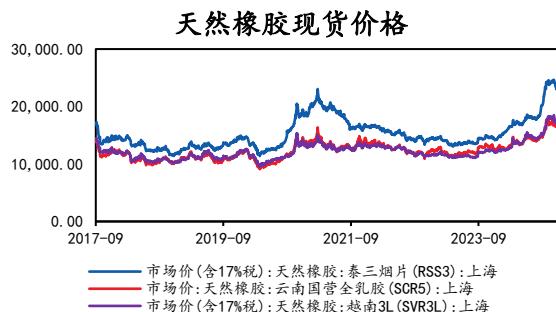
不过更长期来看，到2025年底EUDR仍将执行，贸易商补库和国内进口分流的情形或将重演，今年预期落空出尽后明年依然构成利好。另一方面，泰国橡胶管理局（RAOT）宣布启动2025财年的橡胶延缓销售计划，也将对原料价格形成支撑，因此橡胶走势不宜过度悲观。

6 胶价重拾上升趋势

天然橡胶行业受困于严重过剩，自2018年以来长期位于历史底部震荡，但近年来随着供需改善和成本抬升，国际橡胶市场价格时隔十余年或重拾上涨趋势。东南亚主产区产能扩张进入瓶颈期，未来整体供应增量有限，今年国内去库节奏亦十分罕见，天然橡胶基本面主要矛盾并不突出，令期货盘面重心整体明显上移。展望2024-2025割胶年度，天然橡胶供需格局从过剩转向紧平衡，易产生供不应求的结构性行情，当前策略上不宜追涨可逢回调做多。

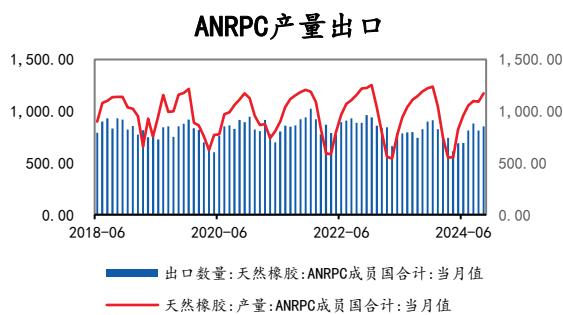
7 橡胶期现数据

图表：天然橡胶现货价格



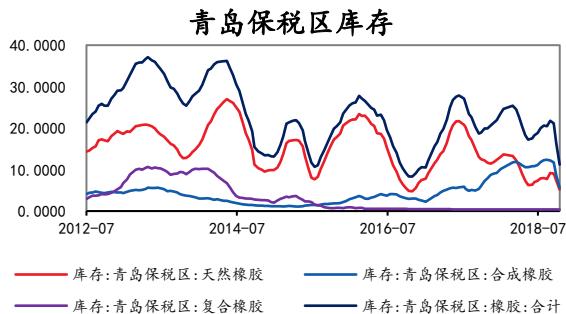
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 39: ANRPC 产量出口



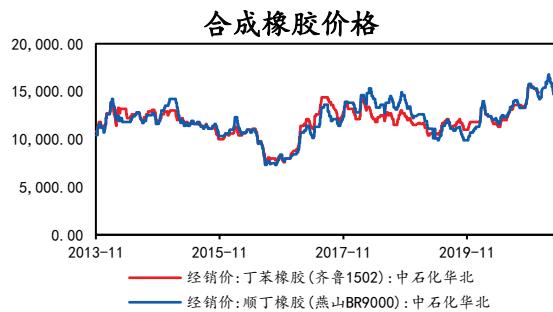
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 41: 青岛保税区库存



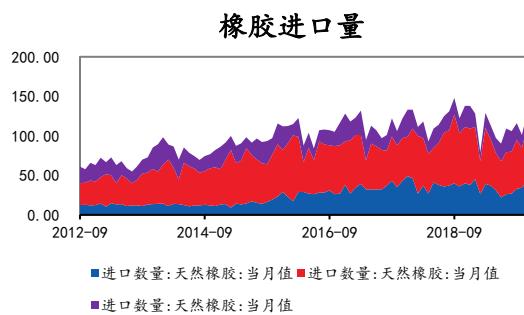
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 38: 合成橡胶价格



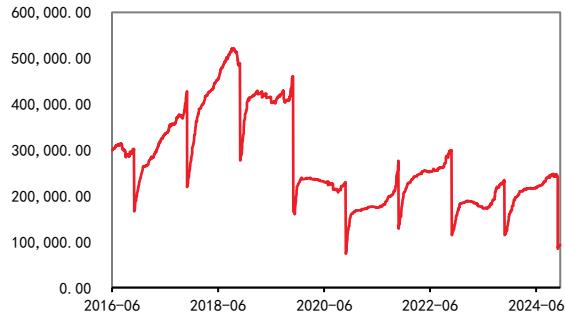
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 40: 橡胶进口量



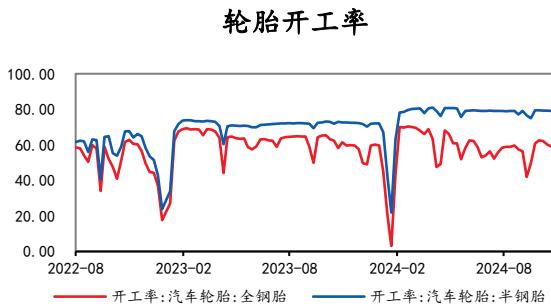
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 42: 上期所注册仓单



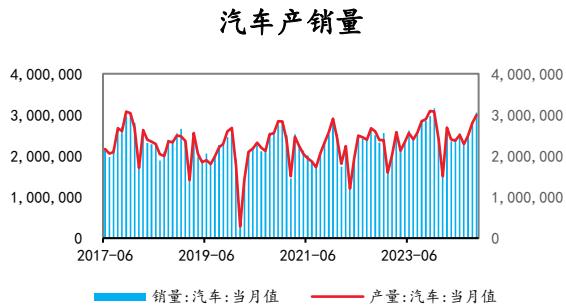
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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: 美豆弱势震荡, 国内豆粕市场破位下跌

1 外部豆类市场分析

巴西大豆播种近尾声, 机构调高巴西大豆产量预估值

近期降雨继续加快巴西大豆种植率, 巴西国家商品供应公司(Conab)公布的数据显示, 截至12月1日, 巴西大豆种植率为90%, 较去年同期高6.9个百分点。目前巴西大豆播种已近尾声, 阿根廷大豆种植率已接近一半, 南美地区的天气条件有利于作物生长。农业咨询机构Celeres和StoneX近日均上调了对巴西大豆产量的预估至纪录新高, 两家机构预估的巴西最新大豆产量分别为1.708亿吨和1.662亿吨。此外咨询机构Agroconsult最新预估的巴西大豆产量为1.722亿吨。南美大豆开局良好, 产区接连出现的降雨正在减少旱情发生的概率。在南美大豆供应压力下, 美豆市场反弹乏力, 主力合约期价维持在1000美分下方震荡运行。

马来西亚洪水引发棕榈油减产担忧, 预计MPOB月报将下调库存

受11月下旬持续强降雨影响, 马来西亚半岛遭遇十年来最严重的洪水袭击, 引发市场对棕榈油减产的担忧。如果洪灾持续影响种植园, 棕榈油产量降幅将明显扩大, 这将给棕榈油期价提供重要支撑。南部半岛棕榈油压榨商协会(SPPOMA)发布的数据显示, 11月马来西亚棕榈油产量环比下降5.3%。三家调研机构发布的数据显示, 马来西亚11月棕榈油出口环比下降9.3%、10.4%和23.1%。高价对需求的抑制效应持续显现。在MPOB于12月10日公布月度供需报告前, 一项调查显示, 由于暴雨干扰生产, 预计11月底马来西亚棕榈油库存将下滑至179万吨, 环比下降5.1%。产地棕榈油减产预期以及印尼积极启动B40计划, 供弱需强是近期棕榈油价格持续高位运行的内在原因。

2 国内豆类市场分析

棕榈油库存持续收紧提振价格保持坚挺, 豆油和菜油弱势震荡

近期三大油脂走势出现分化, 棕榈油期价引领油脂板块重回前期高位, 市场持续围绕行业政策预期和天气题材运行。豆油市场因南美大豆供应压力而跟涨乏力, 另受美国潜在关税调整预期而止跌回稳。菜籽油先抑后扬, 加拿大调低菜籽产量缓解了国内进口菜籽供应压力, 为菜油价格止跌回升创造条件。中国粮油商务网监测数据显示, 截止上周末, 国内三大食用油库存总量为215.34万吨, 周度下降3.23万吨, 其中食用棕榈油库存降幅最大。国内棕榈油进口成本高企, 进口利润持续倒挂难以打开进口窗口, 库存紧张仍是棕榈油价格抗跌的关键支撑。菜油和豆油经过连续调整后出现止跌迹象, 但南美大豆丰产预期仍是限制豆油和菜油市场回升空间的主要阻力。三大油脂基本面差异扩大导致行情出现严重分化, 多空分歧可能继续加剧短期震荡。

国内豆粕保持去库节奏, 南美升贴水报价下跌令粕价承压破位

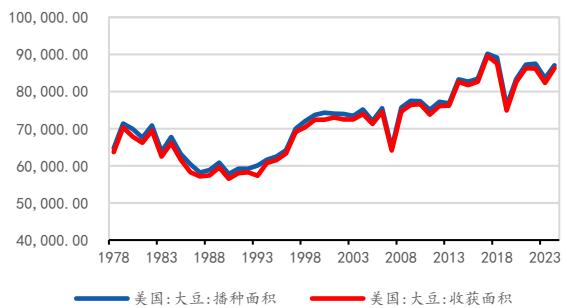
中国粮油商务网监测数据显示, 截止上周末, 国内豆粕库存量为78.4万吨, 周度减少2.8万吨; 进口菜籽压榨的菜粕库存由7.7万吨升至8.5万吨, 连刷历史新高。受巴西大豆丰产压力释放, 叠加巴西货币雷亚尔不断贬值, 巴西农户提前销售意愿较强, 使得巴西大豆升贴水报价提前下跌, 受此影响, 国内进口大豆到港成本快速下降, 豆粕价格跟随成本快速回落。现货市场购销清淡, 维持刚需补库为主, 悲观情绪笼罩市场, 豆粕成交惨淡。豆粕期货市场抛压再起, 期价连刷新低。期现货市场弱势共振, 国内粕类市场较美豆表现更弱, 整体保持下跌节奏。

3 油脂油料市场展望

2024年美豆产量实现史上次高，出口和国内需求成为支撑豆价抗跌的主要因素。美国农业部12月10日将公布月度供需报告，预计对美豆主要指标不会作出明显调整。马来西亚洪灾削弱棕榈油产量，为棕榈油价格保持强势提供内在支撑。MPOB将于12月10日发布月度供需报告，11月库存下调概率较大。印尼B40计划即将落地，供弱需强仍是外部棕榈油市场的主要特征。近期国内三大油脂品种在各自基本面指引下维持分化行情的概率依然较大。巴西大豆种植接近尾声，新豆收割大幕将于本月底陆续展开。美豆出口期与巴西大豆重合，受巴西大豆升贴水报价下降影响，巴西大豆较美豆的比价优势提升。全球大豆供给压力不断攀升，国内豆粕市场在南美供应压力下率先破位，由于南美大豆缺少减产天气威胁，外部供应压力难以化解，国内豆粕市场缺少上行驱动，有望维持弱势震荡状态，如能得到美豆弱势配合，有可能继续向下寻找支撑。中储粮托市收购有助于大豆现货止跌，但国产大豆因缺少压榨需求而无法化解长期供应过剩压力，南美大豆丰产预期推动进口大豆成本回落，缺少现货配合，豆一期货市场上行驱动仍显不足。

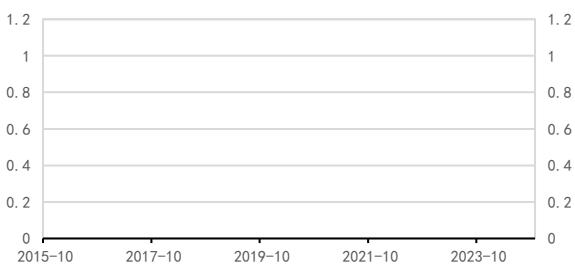
4 油脂油料市场主要数据

图表45：美国大豆种植收获面积



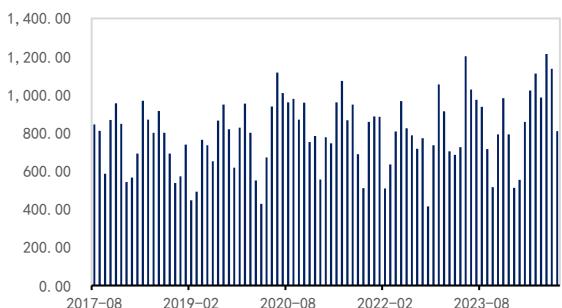
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表46：国内生猪存栏量



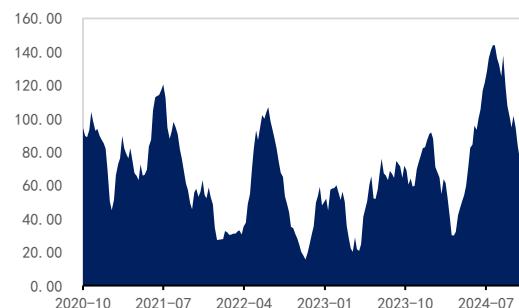
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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.ciccwmpf.cn/>

地址：深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦4203—4205单元

