

## 中金财富期货策略周报（2024 年第 44 期）

研究员：

### 周度投资视点

张伟

从业资格编号：F0251993

投资咨询编号：Z0013973

zhangwei@cicc.com.cn

刘坤

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

**宏观策略：**中央经济工作会议提出了一系列政策进行应对，针对国内需求不足的问题，对外部环境不利影响加深，表达出更大程度的重视，显示宏观政策已经充分评估到。会议特别强调要实施积极有为的宏观政策，更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策，预期管理明显加强。但是考虑到刺激政策较为温和，预计“强预期、弱现实”的格局难以变化。

**股指期货：**继续关注调整之后买入机会。一方面，中央经济工作会议明确要求“稳住股市”，同时有中央银行金融稳定功能托底。二方面，尽管经济基本面改善幅度偏弱，但效果仍在逐步显现，经济基本面向好趋势未改变。

**铜：**中央定调明年经济工作“更加积极的财政政策”、“适度宽松货币政策”后，市场解读是略超预期，市场情绪回暖。智利矿业公司安托法加斯塔和江西铜业已达成协议，同意大幅降低 2025 年的铜精矿加工费，将明年的铜精矿加工费和精炼费(TC/RC)定为每吨 21.25 美元和每磅 2.125 美分，较 2024 年 80 美元/8 美分的基准价格下跌了 73.4%。国内加工费、进口比价小幅回升，加工费维持低位徘徊。12 月精炼铜产量呈现增速，前期检修的产能出现复产。精废价差扩大后，废铜供应持续增加，对铜产业供应端产生的冲击。政策强预期带动盘面，铜价维持高位运行。

**锌：**矿端紧缺格局仍难以扭转，加工费近期有所回暖，冶炼厂原料库存天数有所增加，已至 20 天以上，因此国内的原料压力有所缓解。11 月国内精炼锌产量超预期增加，12 月产量预计继续保持高位。下游消费整体处于淡季，近期受天气转冷影响略显疲弱；临近年底，消费进一步发力的空间有限。供应端的矛盾仍存，锌价或高位震荡为主。

**钢材：**上周，政治局经济会议和中央经济工作会议相继落地，市场再度进入政策真空期。会议内容强调了稳楼市、提振内需和消费的重要性，计划明年实施更加宽松的货币政策、更积极的财政政策，提升赤字率等。总体来看，会议内容在一定程度上超出了市场预期，但由于政策主要聚焦于长效机制，短期内的需求提振有限，导致市场出现了买预期、卖事实的现象，预计近期市场将逐步回归基本面逻辑。

**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：**美国农业部月度供需报告落地，美豆出口需求虽对美豆价格有支撑，但南美大豆整体产量被上调，来自南美的供给压力仍是美豆上行的主要阻力。MPOB 12 月供需报告中的库存降幅低于预期引发市场抛售压力，短期获利回吐盘释放后，产地棕榈油的利多题材有望为盘面提供抗跌支撑。调研机构发布的 12 月上旬数据显示，马来西亚棕榈油产量环比下降 15.89%，出口环比小幅增加。印尼 B40 计划的实施进展同样是市场关注的重点。国内棕榈油进口深度倒挂，进口船期偏低，低库存对价格支撑作用依然明显。全球大豆供给压力不断攀升，国内豆粕市场在供强需弱压力下更弱美豆一筹。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，很难摆脱低位震荡状态。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不足，弱势寻底状态仍未结束。

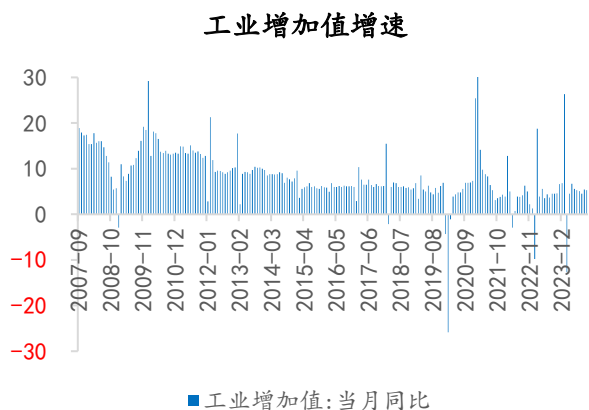
## 目录

周度策略：政策温和，重视预期管理.....	- 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 M1 增速好转 .....	- 7 -
3 后续资金面利好因素仍然偏多 .....	- 7 -
4 宏观策略.....	- 8 -
5 股指期货市场分析 .....	- 8 -
铜.....	- 10 -
1 影响因素 .....	- 10 -
2 结论.....	- 11 -
3 铜期货现货数据 .....	- 11 -
锌.....	- 12 -
1 锌：影响因素 .....	- 12 -
2 总结.....	- 12 -
钢材.....	- 14 -
1 政治局经济会议落地 .....	- 14 -
2 中央经济工作会议落地.....	- 14 -
3 铁水产量小幅下降 库存持续去化.....	- 15 -
4 小结 .....	- 16 -
5 钢材期货现货数据 .....	- 16 -
原油.....	- 18 -
1 减产延长至一季度 .....	- 18 -
2 过剩预期仍然难改 .....	- 18 -
3 沙特下调官方售价 .....	- 18 -
4 叙利亚黑天鹅事件 .....	- 18 -
5 对俄制裁变数犹存 .....	- 19 -
6 下行风险高于上行 .....	- 19 -
7 原油期现数据 .....	- 19 -
天然橡胶.....	- 22 -
1 产业周期大局为重 .....	- 22 -
2 泰国天气扰动频发 .....	- 22 -
3 国内逐渐减产停割 .....	- 22 -
4 进口数量边际回升 .....	- 23 -
5 需求改善需要时间 .....	- 23 -
6 胶价重拾上升趋势 .....	- 23 -
7 橡胶期现数据 .....	- 23 -
油脂油料：美豆弱势震荡，国内豆粕市场连创新低.....	- 27 -

1 外部豆类市场分析.....	- 27 -
2 国内豆类市场分析.....	- 27 -
3 油脂油料市场展望.....	- 28 -
4 油脂油料市场主要数据 .....	- 28 -

## 重要经济指标概况

图表 1: 国内工业增加值增速



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 3: 中国居民消费价格指数



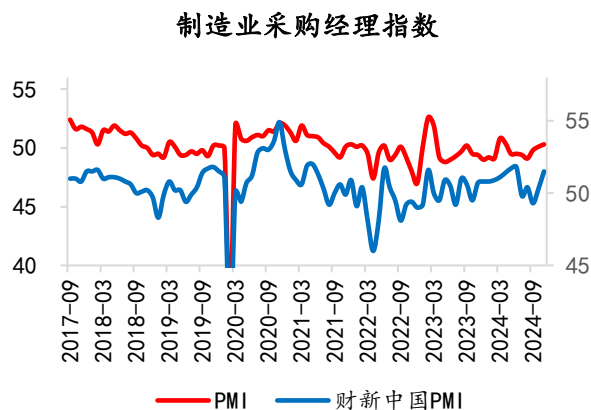
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 5: 美国制造业采购经理指数



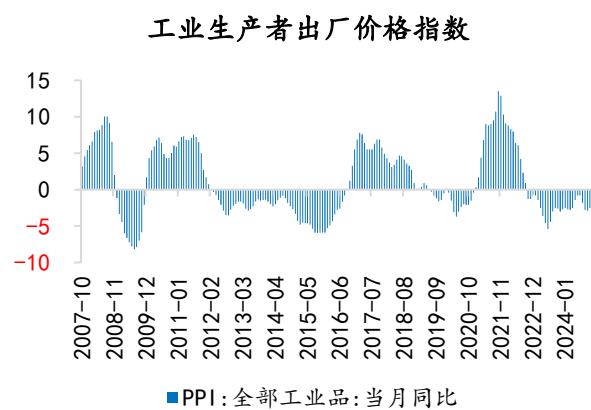
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 2: 中国制造业采购经理指数



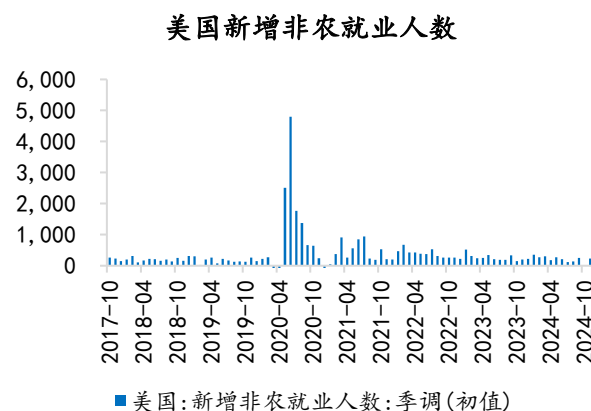
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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：政策温和，重视预期管理

中央经济工作会议结束，部分投资者认为刺激力度不够预期，引发市场的调整。政策本身基本符合前期市场反映的乐观预期，但是政策表述期的预期高峰已出现，后续进一步政策表述对市场的提振作用将钝化，市场有望进入平淡期。

### 政策温和，预期引导加强

中央经济工作会议，对市场关切，几乎事事有回应。我们梳理了 7 个对资本市场预期可能产生直接影响的内容：

一是，此次中央经济工作会议特别强调预期管理：“稳住楼市股市”表述延续。同时，首尾呼应两次提到预期管理相关表述。一是经济工作总体要求部分，提到“稳定预期”。二是在重点工作后，强调政策执行力的段落，提到了“加强预期管理”“协同推进政策实施和预期引导”。股票市场定价预期，924 之后政策布局对资本市场相对友好的环境延续。

二是，宏观政策要更加积极有为。明确了财政发力的三个资金来源：提升赤字率，增加发行超长期特别国债，增加地方政府专项债发行使用。货币宽松方向明确，降准降息，保持流动性充裕。25 年充分对冲的决心，对中期基本面改善预期是重要保护。

三是，政策发力方向，刺激消费权重显著提升符合预期。重点工作中，内需拉动排名第一，消费是重点；新质生产力排名第二。内需拉动里面，“两新”在“两重”前。

四是，在发展新质生产力重点工作中，特别提到了“综合整治内卷式竞争”。25 年供给压力缓和才是最明确的趋势，不论新老经济，供给都在出清途中。

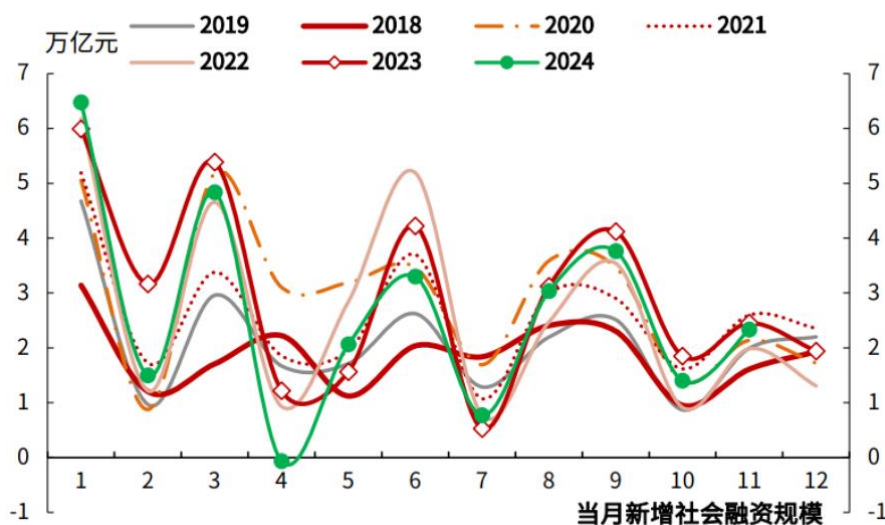
五是，在加强党对经济工作领导的段落，对加强政策执行有专门的表述。强化政策执行，管理层重视，市场也会跟踪观察。

六是，提到了中央银行探索金融稳定功能。市场对平准基金期待高，维稳力量客观存在，但具体方式可能与市场期待有所差异。

七是，2025 年是“十五五”布局年，总结“十四五”，展望“十五五”的进程已经开始。

明年经济工作的核心思路是温和刺激，不是大干快上。具体政策措施安排上，也体现了温和刺激的特征。后续财政政策落地可能基本在预期内，难超预期。因此，政策的影响进入钝化期，对盘面的影响逐渐减弱。

图表 1：社融增速好于预期



资料来源：wind 资讯，中金财富期货

### 美联储大概率继续小幅降息

美国 11 月通胀数据整体符合预期，CPI 同比上涨 2.7%，上月 2.6%；CPI 环比上涨 0.3%，前值为 0.2%；核心 CPI 同比上涨 3.3%，上月 3.3%；核心 CPI 环比上涨 0.3%，前值为 0.3%。

居所通胀环比回落，二手车环比增速较快。

结构上，核心服务通胀仍然有韧性，环比持平，但同比略微下降，商品虽然继续通缩，但幅度收窄，或很快转正。二手车通胀环比增速较快，环比增长 2%，同比负增长 3.4%，未来或转正。领先指标 Manheim 的二手车价格指数最近已经开始触底回升，11 月同比回到正值，环比增长 1.27%。核心服务通胀中居所通胀环比增长回落，同比继续下降，是通胀数据里较积极的信号。居所 11 月环比增长 0.3%，上月 0.4%；居所同比增长 4.7%，上月 4.9%。

美联储年内继续降息或是大概率。

通胀符合预期，市场对美联储 12 月降息的预期边际增强，降息的概率从不到 90%，增长到约 95%。2025 年 3 次降息的概率也从不到 50%升到 50%。2025 年降息一次的概率变化不大，数据前后都是 95%左右；降息 2 次的概率从 76%上升到 80%。我们认为目前美国就业和通胀的数据意味着美联储接下来仍大概率降息。

### 政策扰动逐渐结束

中央经济工作会议提出了一系列政策进行应对，针对国内需求不足的问题，对外部环境不利影响加深，表达出更大程度的重视，显示宏观政策已经充分评估到。会议特别强调要实施积极有为的宏观政策，更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策，预期管理明显加强。但是考虑到刺激政策较为温和，预计“强预期、弱现实”的格局难以变化。



## 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 13 日	财政部、税务总局：在全国范围实施个人养老金个人所得税优惠政策	个人向个人养老金资金账户的缴费，按照 12000 元/年的限额标准，在综合所得或经营所得中据实扣除	对计入个人养老金资金账户的投资收益暂不征收个人所得税
	12 月 10 日	政治局会议：明年要实施更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策，加强超常规逆周期调节	稳住楼市股市，防范化解重点领域风险和外部冲击。	政策力度依然明显
数据	12 月 14 日	M1 降幅收窄至 3.7%	M1 降幅收窄，M2 增速回落，M1-M2 增速剪刀差有所缩窄。	金融数据改善明显
	12 月 15 日	美国 11 月 PPI 通胀意外加速	创五个月最高环比增速	上周首次申请失业救济人数不降反增至 24.2 万。
事件	12 月 12 日	中央经济工作会议召开	事事有回应	扩大内需的导向明显

资料来源：中金财富期货研究所

### 2 M1 增速好转

11 月企业存贷款数据分化，显示化债资金开始注入企业，或是 M1 加速回暖的主因。11 月企业贷款同比少增 5721 亿，和连续改善的 PMI、核心通胀数据并不一致。另一方面，11 月企业存款出现积极变化，同比多增 4913 亿。结合 11 月以来政府债务加速发行，部分化债资金或已注入企业。企业流动性改善直接反映在 M1（+2.4pct 至 -3.7%）改善之中。

财政融资到隐性债务化解的时滞较短，也令社融存量增速持平于上月。11 月社融的主要拖累来源于企业信贷，主要贡献来源于政府债券，二者相互对冲。另外，居民信贷小幅回落但相对平稳，和房地产销售走势基本一致。这样的数据结构也令 11 月社融存量同比持平于 7.8%。考虑到短期内财政化债模式是主导，12 月社融结构或也和 11 月高度类似。

M2 增速的小幅下行，主要源于非银存款的回落，以及财政存款的小幅增加。9 月、10 月 M2 同比增速出现反弹，一大因素源于股票市场回暖带动非银存款增加。但随着股票市场波动收窄，11 月非银存款同比少增达 13900 亿，成为 M2 增速回落的主要原因。另外，财政债务融资较多令 11 月财政存款同比多增 4693 亿，也是 M2 增速回落的因素之一。

12 月政治局会议、中央经济工作会议宏观政策定调积极程度较为罕见，“更加积极有为”。两次会议将财政、货币政策基调定为“更加积极”、“适度宽松”，较年初政府工作报告的“积极”、“稳健”明显加码。财政政策“更加积极”为 1993 年以来首次提出，货币政策“适度宽松”为 2011 年以来首次提及，指向后续宏观政策调控力度可期。

### 3 后续资金面利好因素仍然偏多

资金利率仍然在较高位震荡，从影响因子来看，一是政府债缴款仍然维持在较高位，上周（12 月 9-13 日）净缴款仍然达到 7000 亿+；二是央行并未开始大量投放中长期资金，上周（12 月 9-13 日）仅通过短期逆回购净投放 1844 亿元；三是税期准备期，也对资金面存在扰动。

尽管资金面并未转松，但行情由长及短，存单也在抢跑宽松预期，曲线牛平。12 月 13 日相对 6 日，3 个月、6 个月、9 个月和 1 年期存单到期收益率分别下行 6bp、9bp、9.5bp 和 10.5bp，曲线形态倒挂，主要是本轮行情由长及短启动，长期限存单更多跟随长端定价，往后短期限存单或存在更多收益机会。由于本轮长端利率行情快而极致，带动 10 年国债和 1 年存单收益率从一周前的 24bp 左右快速下行至 14bp，相对滞后的存单年内仍有进一步的补涨空间，尤其是 12 月最后两周，中长期资金的释放有望带动资金面转松。

从今年的情况来看，10 年国债和 1 年存单收益率利差中枢多在 20-30bp 左右，按照当前 10 年国债收益率 1.78% 估算，年内 1 年存单至少可以下行至 1.5-1.6% 附近，即仍有 5-15bp 左右的下行空间。

往后看资金面利好因素仍然偏多，预计资金利率大幅上行的概率不大，可能维持当前均衡略偏紧的状态，R007 或在 1.8-1.9% 附近。如果降准落地，将助力资金面进一步转松。

## 4 宏观策略

中央经济工作会议提出了一系列政策进行应对，针对国内需求不足的问题，对外部环境不利影响加深，表达出更大程度的重视，显示宏观政策已经充分评估到。会议特别强调要实施积极有为的宏观政策，更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策，预期管理明显加强。但是考虑到刺激政策较为温和，预计“强预期、弱现实”的格局难以变化。

## 5 股指期货市场分析

### 两市震荡上行

上周五指数明显回落，主要原因在于：市场所期待的中央经济工作会议终落地，而此前基于此预期的上涨有获利了结意愿。

一方面，市场提前对政治局会议和中央经济工作会议有乐观预期并取得了较高累积涨幅。在 2024/11/27 日市场便开始期待中央政治局会议和中央经济工作会议，直至 2024/12/12 日中央经济工作会议落地前，对会议的持续乐观期待主导了这阶段市场上涨同时在前期大涨基础上累积了一定涨幅，重要宽基指数如万得微盘涨 12.9%、中证 2000 涨 12.0%、中证 1000 涨 8.5%、创业板指涨 6.6%、科创 50 涨 6.2%、上证指数涨 6.2%，行业层面如商贸零售涨 20.5%、纺服、传媒、社服、机械、美护、计算机、轻工等行业涨幅均超 10%。

二方面，在中央政治局会议召开后，市场期待的情绪从最乐观开始有所收敛，具体表现为次日市场大幅高开后持续回落，最后仅剩小幅上涨，当日市场表现意味着对会议预期走向落地消化。

三方面，经过前期预期的持续提升后，中央经济工作会议尽管定调偏乐观，但已经不算超预期，中央经济工作会议内容在中央政治局会议的基础上补充了细节，但整体基调一致。

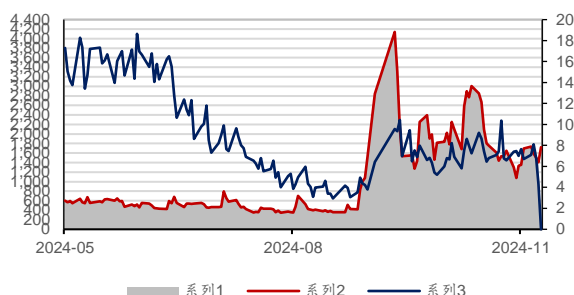
### 指数回调仍具买入价值



短期市场将回归震荡行情。924 以来对政策的乐观预期和重大催化事件主导了市场上涨，尤其是对各种高层会议的期待。而中央经济工作会议结束后接下来将进入到传统的政策空窗期，因此催化市场上涨的高层会议期待将有所减少。

但也无需担心市场出现较大幅度的调整。一方面，中央经济工作会议明确要求“稳住股市”，同时有中央银行金融稳定功能托底。二方面，尽管经济基本面改善幅度偏弱，但效果仍在逐步显现，经济基本面向好趋势未改变，但市场更期待经济出现更大更超预期的积极变化。三方面，年底年初市场流动性充裕无忧，甚至预期降准降息。

图表 8：融资融券数据图



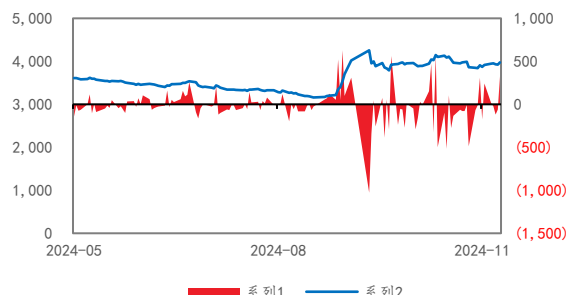
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 10：恒生 AH 溢价指数



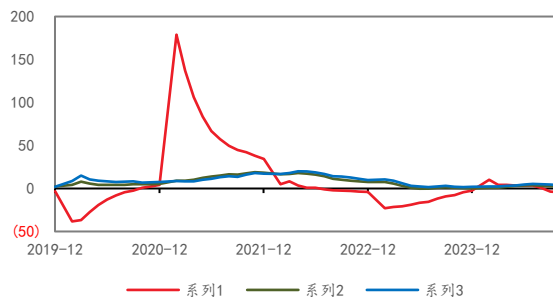
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 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 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 Tucumã 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。

#### 供应端趋于宽松

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。

据 SMM，11 月国内电解铜产量环比增加 0.94 万吨到 100.51 万吨，且较预期上升 2.42 万吨，预计 12 月国内电解铜产量环比大幅增加 3.17 万吨，丰因此前检修产能陆续复产，前期投产的冶炼厂加快投产速度，此外部分冶炼厂为追赶年度生产计划在 12 月也增加了产量，令 12 月预期产量大幅增加。10-11 月国内电解铜进口窗口总体维持打开状态，进口货源流入较多，且下游需求尚可，多数预计流入市场而非入库，另外据 SMM 了解，12 月来自南美及日韩的货源较多，12 月进口铜整体到货量较多。潜在风险仍存，警惕精废价差扩大后，废铜供应持续增加，对铜产业供应端产生的冲击；

#### 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

中央定调明年经济工作“更加积极的财政政策”、“适度宽松货币政策”后，市场解读是略超预期，市场情绪回暖。智利矿业公司安托法加斯塔和江西铜业已达成协议，同意大幅降低 2025 年的铜精矿加工费，将明年的铜精矿加工费和精炼费(TC/RC)定为每吨 21.25 美元和每磅 2.125 美分，较 2024 年 80 美元/8 美分的基准价格下跌了 73.4%。国内加工费、进口比价小幅回升，加工费维持低位徘徊。12 月精炼铜产量呈现增速，前期检修的产能出现复产。精废价差扩大后，废铜供应持续增加，对铜产业供应端产生的冲击。政策强预期带动盘面，铜价维持高位运行。

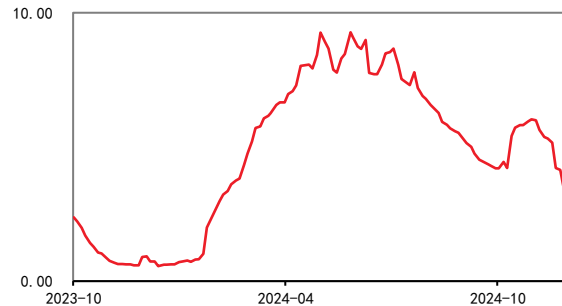
## 3 铜期货现货数据

图表 12: 长江有色铜价



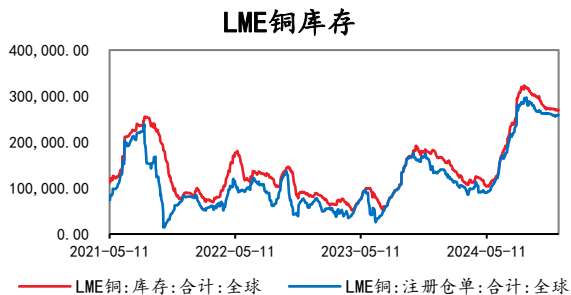
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 13: 上海保税区铜库存



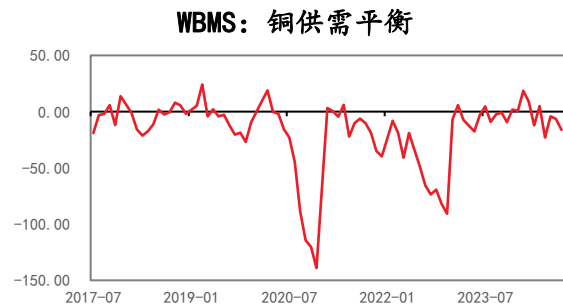
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 14: LME 铜库存



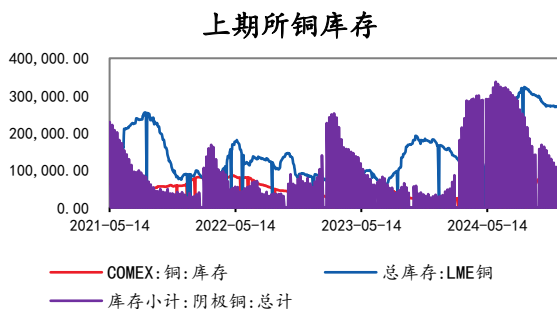
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 15: WBMS 供需平衡



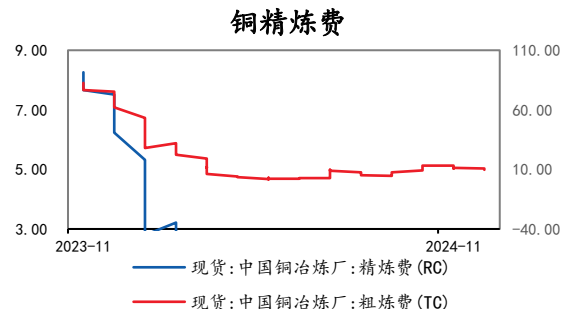
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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

#### 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，预计最大年产能可达 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。

#### 年底供应压力有所加大

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，冶炼厂原料库存天数有所增加，已至 20 天以上，因此国内的原料压力有所缓解。11 月国内精炼锌产量超预期增加，绝对水平达到 50.98 万吨，SMM 预计国内 12 月产量将进一步提升至 53.65 万吨。冶炼产量的提升若切实落地，预计供应端对价格的支撑将减弱。沪伦比价修复，现货锌锭进口亏损收窄至 250 元/吨附近，供应压力小幅增加。

#### 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。

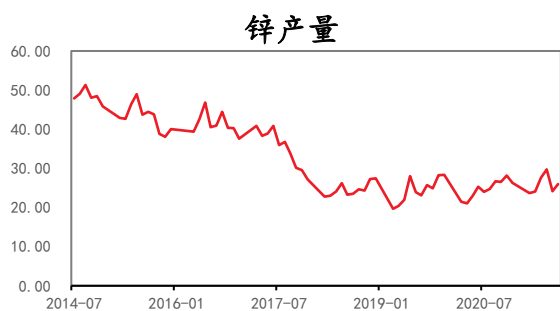
中汽协数据显示，11 月汽车产销分别完成 343.7 万辆和 331.6 万辆，环比分别增长 14.7%和 8.6%，同比分别增长 11.1%和 11.7%，月度产销创历史新高。1-11 月汽车产销分别完成 2790.3 万辆和 2794 万辆，同比分别增长 2.9%和 3.7%，汽车产量增速较 1-10 月扩大 1.1%，销量增速扩大 1 个百分点。新能源汽车新车销量达到汽车新车总销量的 40.3%。四季度是国内消费旺季，补贴力度加大带动国内换新需求明显增加可部分抵消出口减弱，预计四季度国内汽车产量表现仍较好，但海外汽车产量可能持续偏弱。

## 2 总结

矿端紧缺格局仍难以扭转，加工费近期有所回暖，冶炼厂原料库存天数有所增加，已至 20 天以上，因此国内的原料压力有所缓解。11 月国内精炼锌产量超预期增加，12 月产量预计继续保持高位。下游消费整体处于淡季，近期受天气转冷影响略显疲弱；临近年底，消费进一步发力的空间有限。供应端的矛盾仍存，锌价或高位震荡为主。

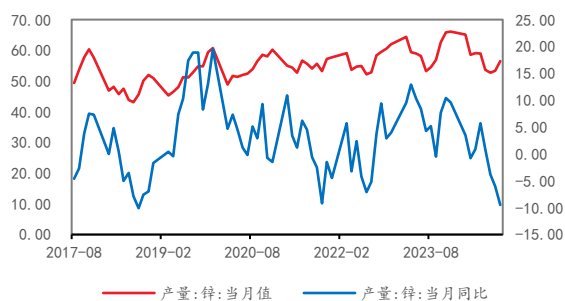
### 3 锌期货现货数据

图表 18：锌产量



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 20：锌产销变化



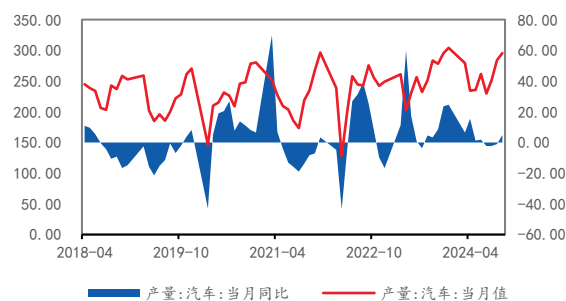
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 19：锌升贴水



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 政治局经济会议落地

12 月 9 日，中共中央政治局召开会议，分析研究 2024 年经济工作。2025 年中央政治局经济工作会议的要点围绕稳中求进的基调，强调推动高质量发展，深化改革，激发经济活力，并根据外部挑战与国内发展需求进行调控。与 2024 年的经济工作会议相比，2025 年通稿的几个关键点既有延续性，也表现出一些变化。

首先，2025 年更加明确强调宏观政策的“组合拳”，提出实施更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策，并强化逆周期政策调节。这一表述与过去的表态有所不同，通常财政政策表述为“积极”，而 2020 年疫情期间才明确增加“更加”积极的措辞，启动了大规模基建刺激。此外，“适度宽松”的货币政策取代了过去“稳健”的表述，标志着政策的调整。这一变化意味着当前经济形势较过去更加严峻，尤其与 2008 年全球金融危机后的政策反应相似。

其次，房地产领域的政策表述有所调整。2025 年特别强调要“稳住楼市股市”，并明确提出“提高投资效益”，这表明房地产市场的稳定与股市的投资回报将成为明年经济政策的核心关注之一。与 2024 年 9 月的表述相比，房地产政策的措辞更加明确，调控目标也从“止跌回稳”转向了更加积极的稳定性发展。这一转变标志着房地产市场的政策方向更加聚焦于长期稳定与健康发展，而不仅仅是短期的止跌回升。

此外，2025 年特别关注“十四五”规划的收官与“十五五”规划的起步，体现了阶段性目标的完成与未来规划的紧密结合。相比之下，2024 年则更侧重于稳定经济回升和推动经济持续健康发展。2025 年会议还特别强调了“绿色转型”和“区域战略”的加强，突显了环保和区域协调发展的重要性，这表明政府对生态文明建设和区域均衡发展的重视程度进一步提升。2024 年虽然也强调了民生保障和生态建设，但未将绿色转型提到如此突出的位置。

总体而言，2025 年经济工作会议在延续 2024 年政策的基础上，进一步加大了财政和货币政策的刺激力度，并在房地产调控上采取了更加明确和积极的措施。这些变化预示着未来宏观经济政策将更加注重推动内需增长、稳定市场预期，并增强经济的韧性与可持续性。

### 2 中央经济工作会议落地

2024 年 12 月 11 日至 12 日召开的中央经济工作会议，着重分析了 2024 年经济工作，并部署了 2025 年经济任务。会议明确提出，2025 年经济政策的核心在于进一步扩大内需，推动高质量发展，强化改革措施，并应对外部不确定性和内部经济结构性挑战。整体而言，会议聚焦于扩大内需、财政和货币政策的协调性、房地产政策的优化以及加大“双碳”政策的实施力度。

首先，在扩大内需方面，会议强调要积极采取措施刺激消费，并通过促进中低收入群体的收入增长和消费能力提升，扩大消费需求。特别是要实施提振消费专项行动，并加大对“两新”政策的支持力度。会议还指出，要适度增加中央预算内投资，通过政府投资引导社会投资，推动服务消费和文化旅游业的恢复与增长，努力形成强大的内需拉动效应。

在货币政策方面，会议明确指出，2025 年要实施适度宽松的货币政策，发挥货币政策的双重功

能，通过降准、降息等手段保持流动性充裕，并确保货币供应量与经济增长预期相匹配。与以往的“稳健”货币政策相比，这一表述显示了更为积极的调控态度，特别是在面对国内外经济压力和不确定因素时，适度宽松将成为未来货币政策的关键特征。

财政政策方面，会议提出要实施更加积极的财政政策，进一步提高财政赤字率，增加财政支出力度，确保政策持续发力。特别是加大对“两重”项目的支持，增强基础设施建设和新兴产业发展的资金投入。此外，会议还强调了要加大对民生的投入，特别是提高退休人员基本养老金、城乡居民医保财政补助等，确保民生保障不缺位。

在房地产政策上，会议指出，2025 年要继续“稳住楼市股市”，并明确提出要提高投资效益。这意味着房地产市场的稳定将继续是经济政策的重点，调控措施将更加注重引导市场稳定，并推动房地产市场的健康发展。与 2024 年 9 月的“止跌回稳”措辞相比，2025 年对房地产市场的调控目标更加明确，进一步强调房地产市场的持续稳健发展，并力求通过政策引导促进市场预期的稳定。

最后，在“双碳”政策方面，会议提到，要加大绿色转型力度，推动经济社会全面绿色转型。特别是在推动碳排放达峰和碳中和方面，政策措施将持续加强，鼓励绿色技术和低碳产业的发展，推动全国碳市场的建设，并进一步完善绿色建筑等新兴产业的发展模式。此外，会议还强调了加大生态文明建设的力度，推动绿色低碳产业健康发展，确保我国在应对气候变化和推动绿色经济转型方面取得更大突破。

总体而言，2025 年的中央经济工作会议在延续 2024 年政策基础上，进一步加大了内需拉动和宏观政策刺激力度，同时在房地产市场和绿色转型方面作出更加明确的政策部署。这些政策措施的综合发力，旨在推动我国经济在复杂环境中实现稳步增长，为未来的可持续发展奠定基础。

### 3 铁水产量小幅下降 库存持续去化

上周全国高炉产能利用率持平于前一周，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%，环比持平，同比上升了 2.5 个百分点；91 家电炉产能利用率为 52.1%，环比下降了 0.3 个百分点，同比下降了 10.0 个百分点。五大品种钢材的周产量为 860.7 万吨，环比略降 0.1%，同比下降了 5.4%。上周长流程产量继续回落，日均铁水产量下降了 0.1 万吨至 232.4 万吨。近期钢厂盈利比例持续下行，淡季减产和检修增多，导致钢材供应减少。

在库存方面，上周五大品种钢材的周社会库存为 776.1 万吨，环比下降了 0.9%，同比下降了 10.6%。钢厂库存为 363.0 万吨，环比下降了 3.7%，同比下降了 15.6%。钢材总库存环比下降了 1.8%，降幅较上周扩大了 0.7 个百分点。螺纹钢的社会库存和厂库均出现明显下降，热卷库存则小幅累积。

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 881.7 万吨，环比增长了 0.8%，同比下降了 3.1%。其中，螺纹钢的周表观消费为 237.7 万吨，环比增长了 4.4%，同比下降了 5.6%。本周五大品种钢材的需求普遍走强，螺纹钢需求改善明显，建筑钢材的周成交量为 11.5 万吨，环比上周增加了 1.5%。

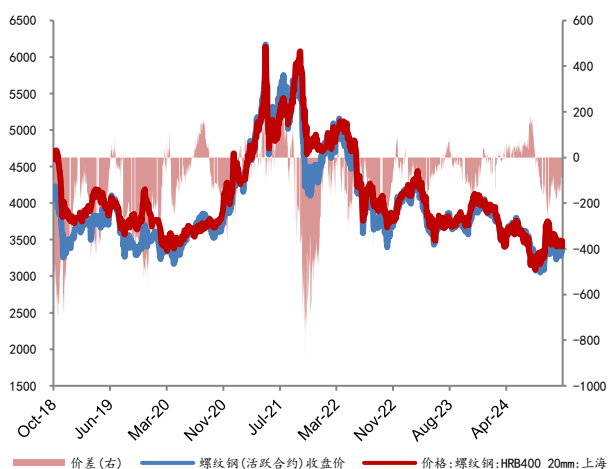
上周主流钢材品种的即期毛利略有下降。247 家钢厂的盈利率降至 48.0%，环比下降了 1.7 个百分点。

#### 4 小结

上周，政治局经济会议和中央经济工作会议相继落地，市场再度进入政策真空期。会议内容强调了稳楼市、提振内需和消费的重要性，计划明年实施更加宽松的货币政策、更积极的财政政策，提升赤字率等。总体来看，会议内容在一定程度上超出了市场预期，但由于政策主要聚焦于长效机制，短期内的需求提振有限，导致市场出现了买预期、卖事实的现象，预计近期市场将逐步回归基本面逻辑。

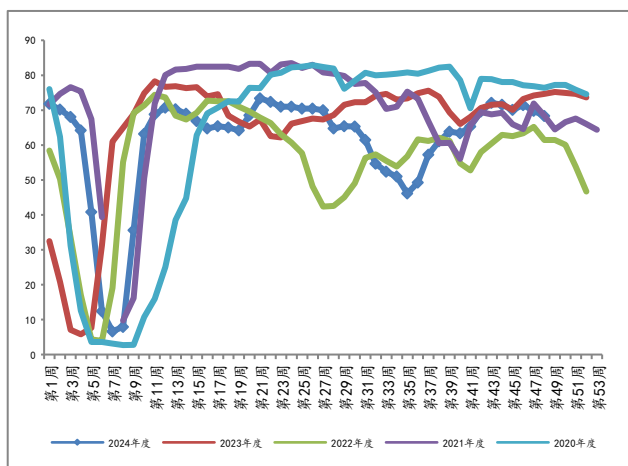
#### 5 钢材期货现货数据

图表 22：螺纹期现价差



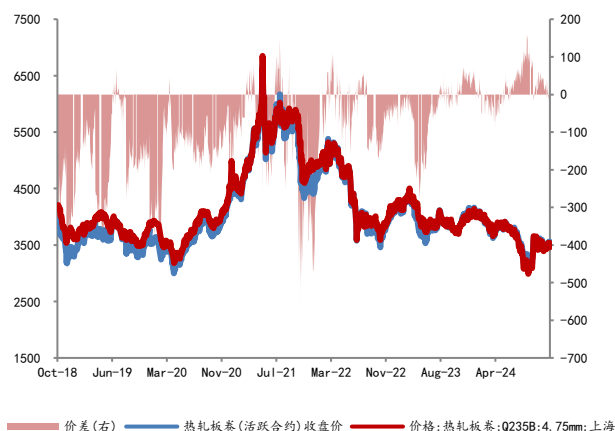
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 24：85 家独立电弧炉钢厂：开工率：中国（周）



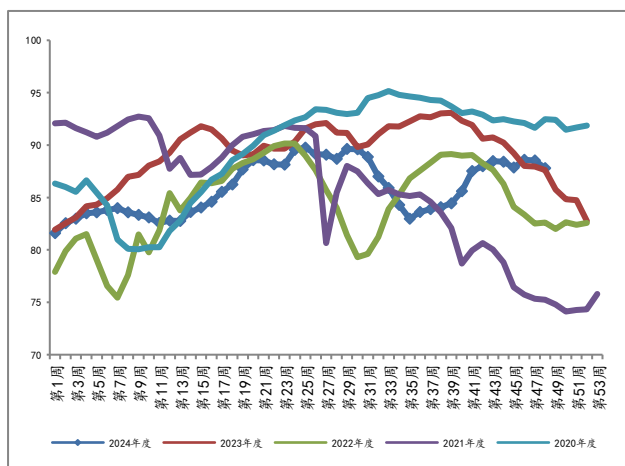
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 23：热卷期现价差



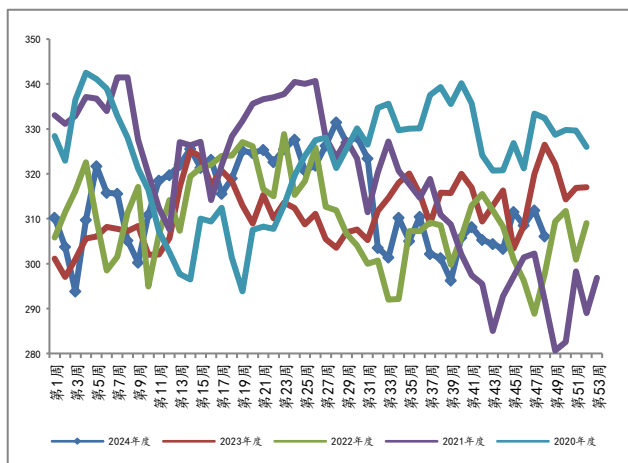
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 25：247 家钢铁企业：高炉产能利用率：中国（周）



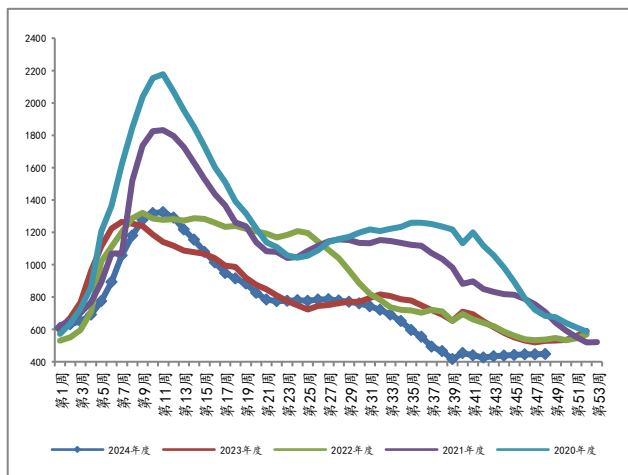
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 26：螺纹钢：建筑钢材钢铁企业：实际产量（周）



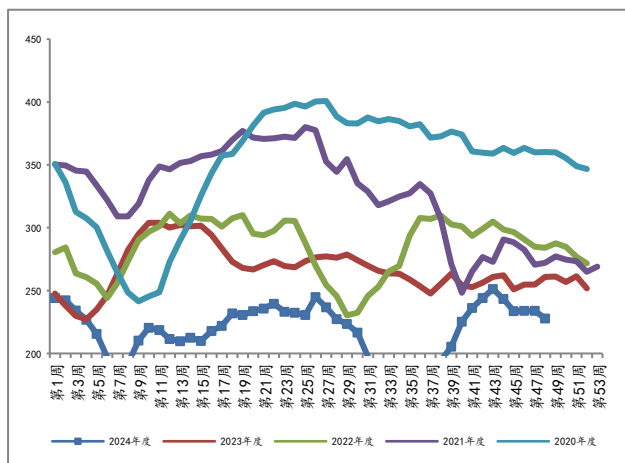
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 28：螺纹钢：总库存：中国（周）



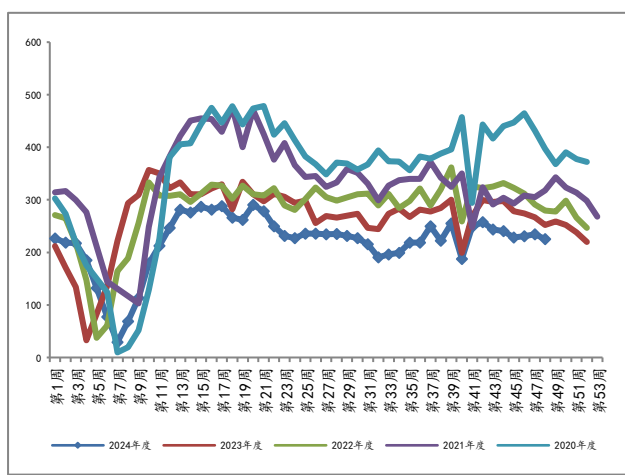
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 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 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 减产延长至一季度

在 2024 年最后一次部长级会议上，OPEC+宣布将 220 万桶/日的自愿减产计划再延长 3 个月至 2025 年 3 月底，随后从 2025 年 4 月至 2026 年 9 月底逐步恢复增产，并单独允许阿联酋提高 30 万桶/日产量配额，其余协议减产部分延长至 2026 年底。

过去两年以来，由于 OPEC+持续深化减产进程，一方面市场份额不断收缩，另一方面维持油价愈发吃力，令减产联盟面临严峻的内外部挑战。OPEC+以沙特为主导，通过供给侧调控维持原油市场稳定，70 美元左右的油价仍利润可观，坐拥大量闲置产能的成员国有强烈的增产意愿，同时也给非 OPEC+产油国提供了增产条件，另外 OPEC+内部豁免减产的成员国产量明显提高。

按照最新版本协议推算，2025 年 OPEC+产量理论上将逐步增加 52 万桶/日，比推迟之前的预期减少了 87 万桶/日，令供需矛盾得到一定程度的缓解。不过，全球原油需求低增速前景较为确定，在自愿减产逐步退出的背景下仍面临过剩，对油价走势构成下行压力。

### 2 过剩预期仍然难改

OPEC 及其盟友宣布再度推迟增产，以沙特和俄罗斯为首的八个成员国将在 2025 年 3 月底之前保持 220 万桶/日的自愿减产额度。此举表明，现阶段 OPEC+的政策方向仍是控产保价，但这一目标面临需求疲软和竞争对手带来的沉重压力。主流机构认为，尽管沙特主导 OPEC+坚持限制产量，但美国为主的非 OPEC+供应增长已经能够满足持续放缓的需求增速，从而降低全球对 OPEC+原油的需求，因而预计未来原油市场将出现严重过剩。国际能源署(IEA)最新一期报告指出，鉴于能源结构转型导致中国等亚洲市场原油需求低迷，2025 年全球原油平衡表将面临超过 100 万桶/日的过剩敞口，足以抵消美国对伊朗和委内瑞拉的制裁力度，并缓冲中东地缘政治风险的潜在影响。

### 3 沙特下调官方售价

OPEC 第一大原油出口国沙特宣布，沙特阿美下调 2025 年 1 月面向亚洲销售的全部油品价格，将旗舰产品阿拉伯轻质原油官方售价下调 80 美分/桶，较阿曼/迪拜均价升水从 1.7 美元/桶下调至 0.9 美元/桶，中质和重质原油售价亦下调 70 美分/桶。此外，沙特阿美还下调了销往西北欧和地中海地区的原油价格，但北美地区定价没有任何变化。

在 OPEC+公布最新的减产政策后，市场仍面临需求前景不佳和非 OPEC+竞争的压力，降价销售的做法表明其真实预期并不乐观。尽管推迟增产的决定挽回了灾难性过剩，但是这并不足以让市场回到紧平衡的状态。每年一季度通常为北半球消费淡季，需求走弱令油价重心大概率下行，缺乏利好驱动使得盘面上涨困难。

### 4 叙利亚黑天鹅事件

中东地缘局势再出黑天鹅事件，执叙利亚牛耳的阿萨德政权在短短一个星期土崩瓦解，其倒台



速度令人大跌眼镜。此次推翻阿萨德的主要力量是沙姆解放组织（HTS），目前叙利亚境内有土耳其、美国、俄罗斯、伊朗等多方直接或间接扶持代理人参战，令该国局势陷入四分五裂之中。未来叙利亚的命运走向，我们认为可以参考卡扎菲垮台后的利比亚，建立联邦国家的可能性较低，大概率呈多股割据势力相互制衡的局面。关于该事件与原油走势的关系，如我们此前论述，市场交易者只相信实际造成的供应中断，叙利亚并不是主要产油国之一，因此短期来看对油价影响不大。然而，中东地区的战略平衡被进一步打破，伊朗为首的抵抗之弧遭到重创，倘若后续叙利亚内战外溢到伊拉克，不排除对原油供应和价格产生显著影响。

## 5 对俄制裁变数犹存

自俄乌战争以来，美国拜登当局通过对俄罗斯原油出口实施制裁，以限制其财政收入，但同时又担忧全球原油供应减少，油价上涨加剧美国通胀压力。在特朗普即将走马上任之际，拜登政府正考虑对俄罗斯实施新一轮制裁，理由是当前市场供应充足和油价走软。经过长期的严格制裁，俄罗斯-欧洲-亚洲原油贸易流已经完全重构。俄罗斯国有石油公司 Rosneft 已同意向印度炼油企业信实 Reliance 每天供应近 50 万桶原油，这是两国有史以来最大的一笔能源交易，这项为期 10 年的协议占全球供应量的 0.5%，按目前的价格计算每年价值约 130 亿美元。拜登政府卸任前酝酿对俄罗斯最后一轮制裁，而特朗普上任后大概率将重新加强对伊朗、委内瑞拉的制裁，令原油市场仍有一定结构性问题的变数。

## 6 下行风险高于上行

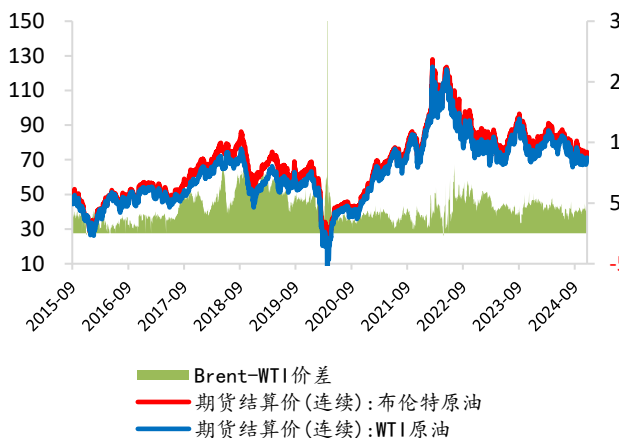
在中东地缘局势降温后，原油供应端预期恢复稳定，华尔街主流投行下调明年油价估值重心。高盛预测，2025 年国际基准 Brent 原油平均价格为 76 美元/桶，油价主要运行区间有可能处于 70-85 美元区间。

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。

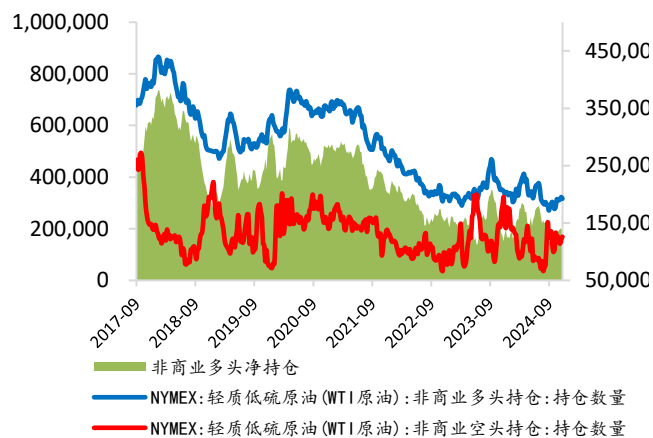
## 7 原油期现数据

图表 30：国际原油期货价格



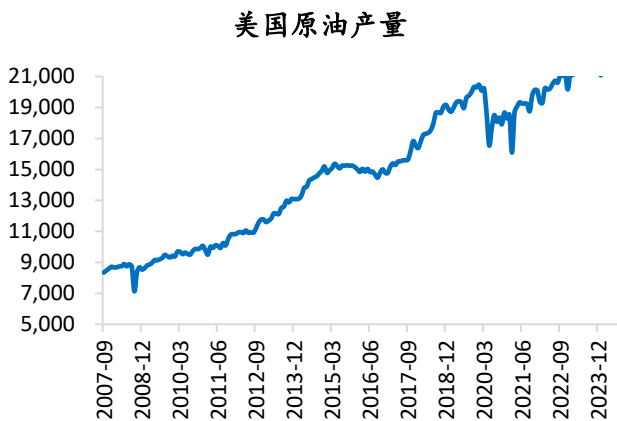
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 31：CFTC 原油期货持仓



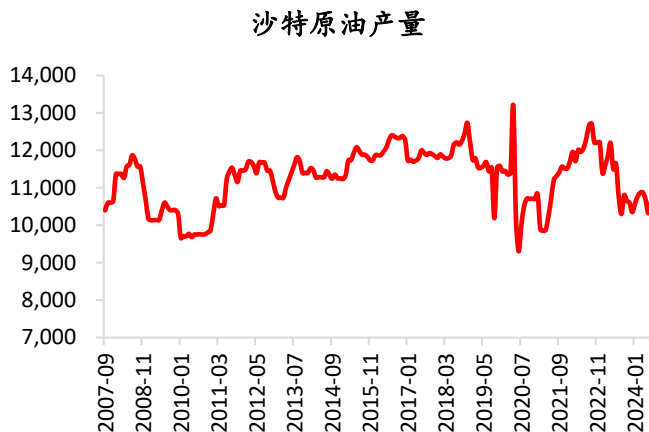
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 32：美国原油产量



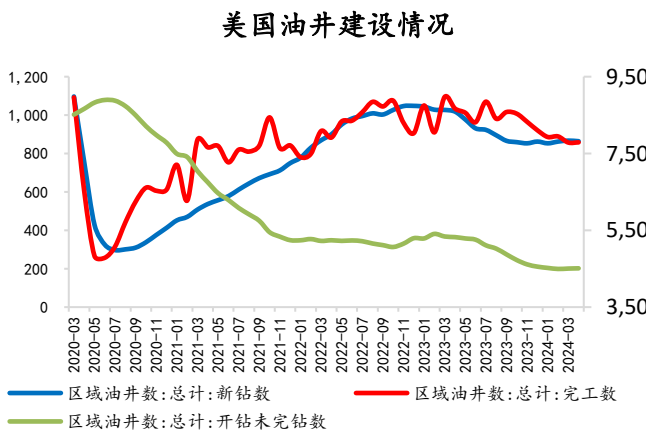
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 33：沙特原油产量



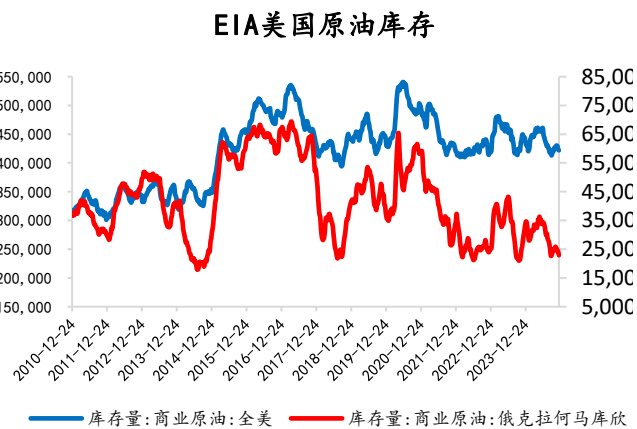
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 34：美国油井建设情况



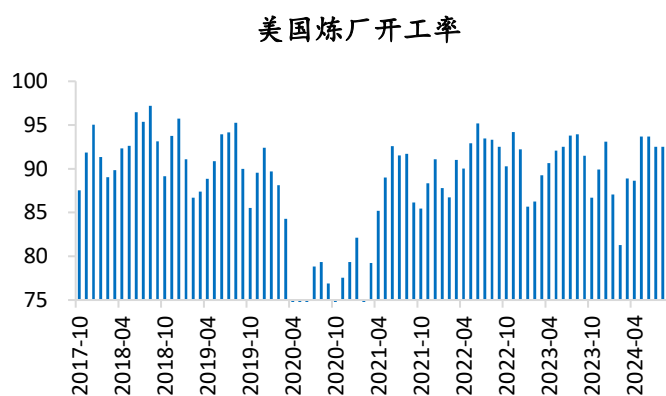
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 35：EIA 原油库存



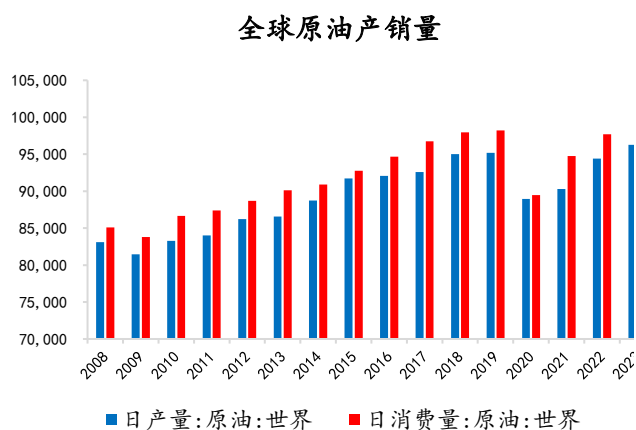
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 产业周期大局为重

近期沪胶盘面高位震荡，处于季节性偏强运行阶段。

国内云南产区全面停割后，海南也逐渐进入减产季，原料坚挺支撑 RU 表现强势。泰国割胶旺季原料上量节奏，但南部地区降雨过多干扰割胶作业，胶水收购价格较为抗跌。下游方面，轮胎企业开工率在年底出现回落，但中国即将出台大规模刺激政策，有利于终端消费持续改善预期，观察到显著效果存在一定滞后。目前正值国内厂商对橡胶的冬储备货窗口期，补库积极性将维持一段时间。不过，国内天然橡胶库存近期出现小幅反弹，截至 12 月初，中国天然橡胶社会库存为 113.5 万吨，环比增加 0.44 万吨或 0.39%，尤其是青岛地区现货边际累库，表明实际供应压力正在回升。

综上，主要受自然因素影响，2024 年全球天然橡胶减产令供需整体收紧，12 月到 1 月季节性利多仍存，短期橡胶价格预计延续震荡偏强。

### 2 泰国天气扰动频发

2024 年迄今，天然橡胶原料价格处于近年来高位水平，成本端为橡胶价格上涨提供了核心驱动。

以重要原料胶水为例：1 月初割胶旺季放量，胶水价格下滑至年内最低点 55.0 泰铢/公斤，随后在减产停割期企稳回升；二季度物候条件不佳令新季开割延迟，局部地区橡胶树受白粉病影响落叶，另一方面加工厂加紧储备 EUDR 原料，刺激胶水收购价格节节攀升；到 6 月中旬，胶水价格上涨至年内最高点 82.2 泰铢/公斤，创 2017 年 2 月以来新高；三季度泰国产区物候条件逐渐恢复，但期间暴雨、台风、洪涝等极端天气频发，导致原料季节性增量远不及预期，胶水价格有所回调但坚挺抗跌；进入四季度，泰国东北部及北部地区割胶工作顺畅，且高价刺激胶农生产积极性，但南部主产区降雨异常偏多，传统旺产季仍存在一定变数。然而，与去年同期相比，原料胶水价格录得约 30% 的显著涨幅，支撑天然橡胶价格维持高位盘整。

### 3 国内逐渐减产停割

2024 年国内天然橡胶产区原料产出一波三折，收购价格呈震荡高企态势。

以云南西双版纳地区为例：今年低点出现在 3 月底，原料价格回落至 12500 元/吨；二季度初期气候高温干旱，割胶作业推进并不顺利，开割面积迟迟难以扩大，局部甚至出现二次停割现象；年中以后受降雨增多影响，胶水释放依旧偏低，供应维持偏紧状态；7-9 月降水量过大，部分加工厂停产抗汛，另外替代种植指标通关较少造成结构性偏紧，10 月初原料价格攀升至年内最高 17400 元/吨；进入四季度，产区天气好转割胶顺畅，带动原料季节性上量，但从 11 月开始逐渐减产，目前已基本全面停割，胶农存在惜售情绪，原料价格相对坚挺。

海南地区情况类似，清明前后割胶工作陆续展开，但原料产出亦处于偏低水平，再加上台风“摩羯”强势来袭，造成部分橡胶树断裂受损，令整体供应增量有限。

#### 4 进口数量边际回升

今年大部分时间内，中国进口自泰国的天然橡胶货源数量同比锐减，令国内现货供应持续偏紧。

整体来看，泰国前 10 个月全品类橡胶出口总量为 343.9 万吨，同比下降了 5.4%。但由于异常天气等自然因素以及 EUDR 等市场因素，中国作为泰国天然橡胶第一大买家，今年贸易量却出现了显著下滑。2024 年 1-10 月，泰国出口到中国的天然橡胶（不含复合、混合橡胶）合计 76.7 万吨，较上年同期下降 13%；同期，泰国出口到中国的混合胶数量总计 101.8 万吨，同比降幅高达 26%。

然而，随着原料季节性上量和 EUDR 推迟执行，更多泰国橡胶货源生产出来并流向中国。海关总署发布的数据显示，2024 年 11 月中国天然及合成橡胶（含胶乳）进口量达到了 71.2 万吨，较上年同期的 68.5 万吨增长 3.9%。1-11 月进口总量为 649.8 万吨，较上年同期累计下降 10.1% 但降幅边际缩窄，继续关注海外产区天气及外盘商货物交付情况。

#### 5 需求改善需要时间

天然橡胶下游需求暂未显著好转，终端消费情况有待改善。

近期，国内全钢胎有一定检修安排，部分企业出货节奏放缓；半钢胎开工负荷维持稳定，雪地胎排产逐步收尾，四季胎部分规格缺口尚存，仍维持较高景气状态。冬季是汽车轮胎行业传统需求淡季，预计 12 月橡胶轮胎开工率整体或将有所下滑，11 月以来的累库也会对 12 月企业排产形成抑制。

11 月中国重卡市场共计销售约 6.9 万辆（批发口径，包含出口和新能源），环比增长 4%，同比下降 3%；2024 年 1-11 月，全国重卡市场销售各类车型约 81.8 万辆，比上年同期减少约 5%。经济工作会议后有望对汽车在内的大消费出台刺激举措，但政策见效需要时间验证，应谨防胶价冲高后支撑不足的回落风险。

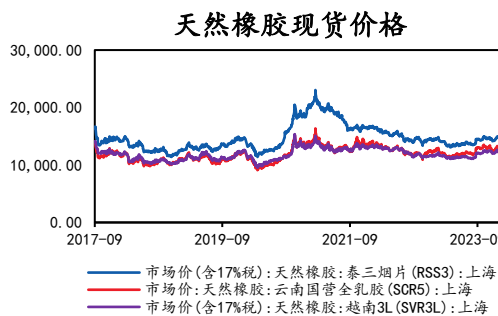
#### 6 胶价重拾上升趋势

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

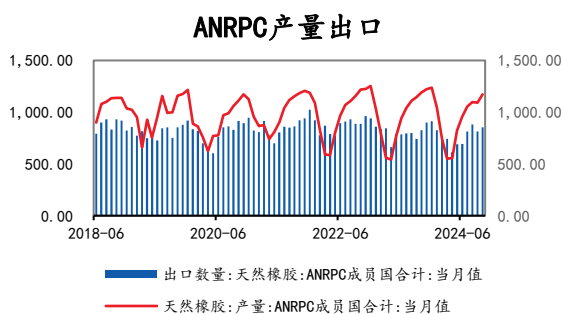


图表：天然橡胶现货价格



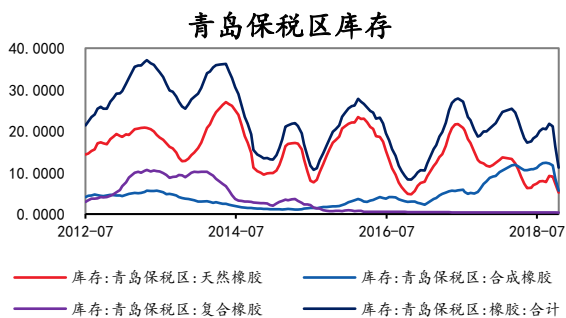
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 39: ANRPC 产量出口



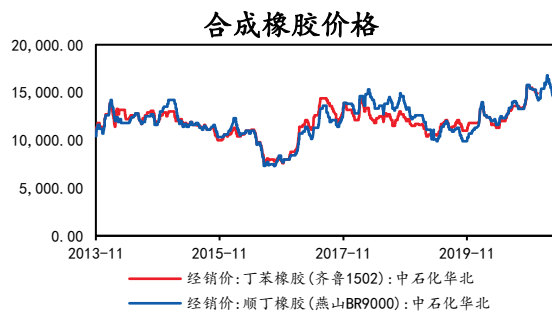
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 41: 青岛保税区库存



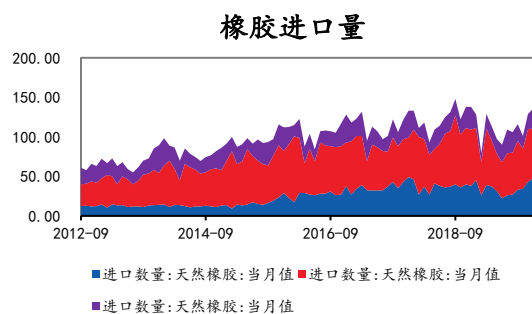
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 38: 合成橡胶价格



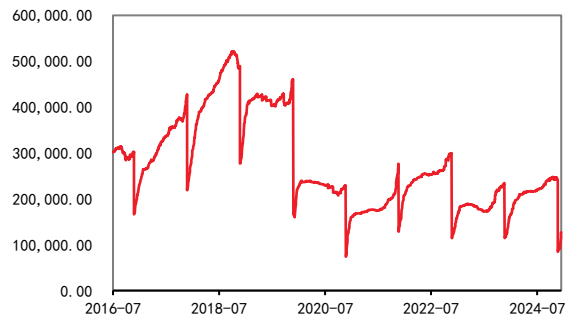
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 40: 橡胶进口量



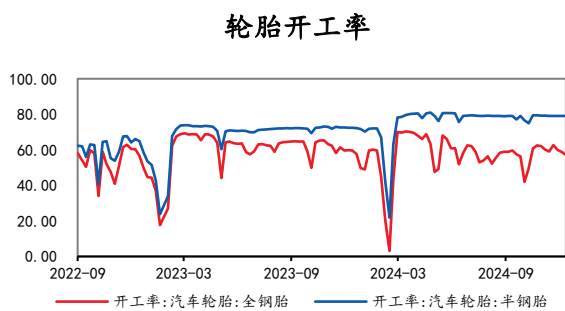
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 42: 上期所注册仓单



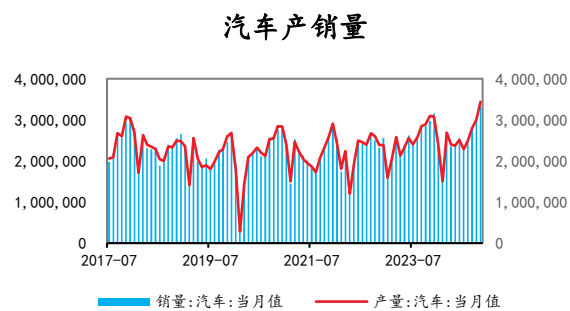
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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，国内豆粕市场连刷新低

### 1 外部豆类市场分析

#### 美国农业部维持巴西大豆产量不变，调高阿根廷大豆产量预估值

美国农业部于 12 月 10 日发布月度供需报告，本月维持 2024/2025 年度美国大豆供需数据不变，出口估计为 18.25 亿蒲，上年 3.42 亿蒲；压榨估计为 24.10 亿蒲，上年 22.87 亿蒲；大豆期末库存估计为 4.7 亿蒲，上年 3.42 亿蒲；美国大豆年度农场平均价格调低 0.6 美元至 10.20 美元/蒲，低于上年的 12.40 美元/蒲。本月将 2024/2025 年度美国豆油期末库存调低 0.3 亿磅至 15.06 亿磅，因为豆油出口大幅调高 5 亿磅，达到 11 亿磅，远高于上年的 6.17 亿磅。就全球数据而言，阿根廷大豆产量调高 100 万吨至 5200 万吨，巴西产量维持 1.69 亿吨不变。从目前南美大豆生产情况来看，南美大豆开局良好，天气条件整体正常，缺少减产天气威胁，南美大豆产量前景保持乐观，全球大豆供给环境将更为宽松。受南美供应压力影响，美豆价格维持弱势震荡状态，无力突破 1000 美分关口压制。

#### 加拿大统计局调减菜籽产量，供给担忧提振菜籽价格反弹

本周，加拿大统计局发布报告，报告显示，加拿大新作菜籽产量预估值同比减少 7% 左右，报告前市场预估产量同比持平或略增。加拿大是全球主要菜籽生产国，该国调降菜籽产量对全球菜籽供需产生重要影响。由于加拿大菜籽产量超出市场预期，导致 ICE 菜籽合约从 578 加元/吨上涨至 620 加元/吨以上。此外，截至 12 月初，加拿大菜籽 2024/2025 年度累计出口 388.83 万吨，同比增加 91.9%，保持较强势头，强化了远月供需转紧的预期。

#### MPOB 月报弱于预期，马来西亚棕榈油高位调整

马来西亚棕榈油局（MPOB）公布的月报显示，马来西亚 11 月棕榈油产量为 162.13 万吨，环比减少 9.75%；11 月棕榈油出口为 148.7 万吨，环比减少 14.74%；11 月底棕榈油库存量为 183.6 万吨，环比减少 2.60%，降幅低于报告前市场预期的 5.1%。从生产端来看，当前产地棕榈油处于传统生产淡季，主产国部分区域 11 月下旬出现的强降雨引发洪涝，对生产造成不利影响，从而导致棕榈油产量下降。11 月马来西亚棕榈油出口大幅下滑，主要原因是高价格抑制海外需求。随着中国等市场需求减弱，洗船情况逐渐增加，马来西亚棕榈油出口不佳表现仍会持续。从库存情况来看，马来西亚棕榈油库存连续两个月下滑，虽然去库速度不及市场预期，但 11 月数值处于历史中等水平、低于前两年同期。从消费端分析，因价差持续高位倒挂，豆油对棕榈油替代较为明显，但印尼 B40 计划即将启动，新增棕榈油消费需求仍是价格的重要支撑。整体来看，本月报告由于库存调降幅度不及预期，预期差对市场形成偏空影响。因此，报告公布后马盘棕榈油大幅下跌。

### 2 国内豆类市场分析

#### 油脂品种走势分化，低库存支撑棕榈油价格抗跌

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 211.14 万吨，周度下降 4.2 万吨，豆油库存降幅超过棕榈油和菜油库存增幅。其中，豆油库存为 113.14 万吨，周度下降 1.4 万吨，进口大豆压榨量下滑是豆油库存下降的主要原因。国内进口压榨菜油库存量为 49.9 万吨，较前一周增加 0.4 万吨；国内棕榈油库存总量为 48.1 万吨，较上周的 45.7 万吨增加 2.4 万吨。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分

化，棕榈油价格较其他油脂的高升水状态仍难有效修复。

### 国内豆粕去库节奏加快，南美供应压力令粕价连创新低

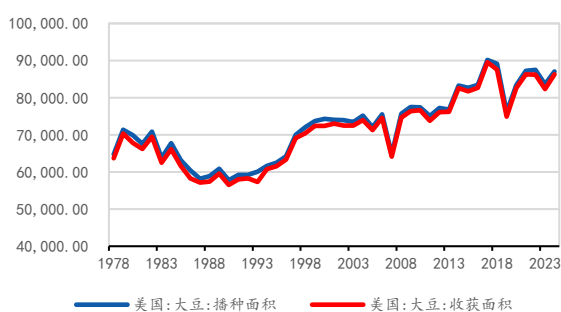
中国 11 月份共进口大豆 715.4 万吨，低于市场预期。中国粮油商务网监测数据显示，截止上周末，国内豆粕库存量为 61.9 万吨，周度下降 16.5 万吨。受巴西大豆丰产压力释放，叠加巴西货币雷亚尔不断贬值，巴西农户提前销售意愿较强，使得巴西大豆升贴水报价提前下跌，受此影响，国内进口大豆到港成本快速下降，豆粕市场跟随成本快速回落。现货市场购销清淡，维持刚需补库为主，悲观情绪笼罩市场，豆粕成交量萎缩。豆粕期货市场抛压再起，期价连创新低。期现货市场弱势共振，国内粕类市场较美豆更弱一筹，技术上连创新低，保持下跌节奏。

## 3 油脂油料市场展望

美国农业部月度供需报告落地，美豆出口需求虽对美豆价格有支撑，但南美大豆整体产量被上调，来自南美的供给压力仍是美豆上行的主要阻力。MPOB 12 月供需报告中的库存降幅低于预期引发市场抛售压力，短期获利回吐盘释放后，产地棕榈油的利多题材有望为盘面提供抗跌支撑。调研机构发布的 12 月上旬数据显示，马来西亚棕榈油产量环比下降 15.89%，出口环比小幅增加。印尼 B40 计划的实施进展同样是市场关注的重点。国内棕榈油进口深度倒挂，进口船期偏低，低库存对价格支撑作用依然明显。全球大豆供给压力不断攀升，国内豆粕市场在供强需弱压力下更弱美豆一筹。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，很难摆脱低位震荡状态。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不足，弱势寻底状态仍未结束。

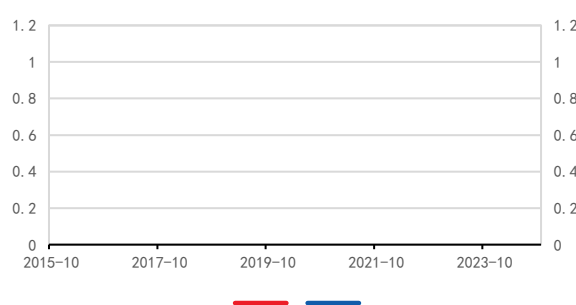
## 4 油脂油料市场主要数据

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

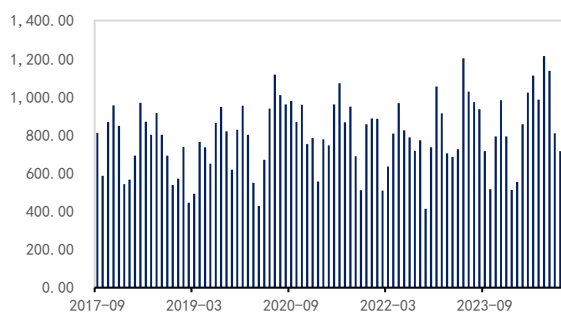
图表 46：国内生猪存栏量



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

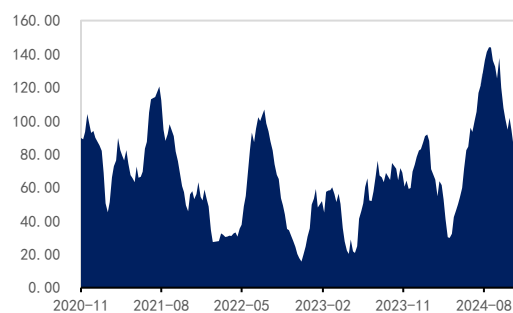


图表 47：大豆进口数量



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

