

## 中金财富期货策略周报（2024年第45期）

研究员：

张伟

从业资格编号：F0251993

投资咨询编号：Z0013973

[zhangwei@cicc.com.cn](mailto:zhangwei@cicc.com.cn)

刘紳

从业资格编号：F3041660

投资咨询编号：Z0015324

[liushen@cicc.com.cn](mailto: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](mailto: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](mailto: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](mailto:yi2.lu@cicc.com.cn)

## 周度投资观点

**宏观策略：**经济平稳运行，但仍有环节出现扰动，且边际修复的速度未显著增加，复苏行业受政策的影响明显。因此，经济数据要想超预期，下一阶段还需政策持续发力。目前工业品处在政策和数据都较为静默的阶段，区间震荡概率较大。

**股指期货：**短期视角下，大小盘风格面临再均衡过程，但内需数据企稳前，大盘占优的趋势尚未形成，市场结构上仍将延续小票占优、主题偏强的格局。不过需要注意的是，近期蓝筹相对较强，除了政策端的催化，也与特朗普即将上台，其政策预期相关。因此整体看市场风格趋向于混合。

**铜：**11月份铜精矿2025年长单迟迟未定，铜精矿原料供应也表现较为紧张，加之新投产产能释放速度较慢，11月份产量出现同环比双减的情况。但进口抬升，进口弥补国内产量不足，国内废铜供给延续抬升，但较去年同期下降。精铜杆、再生铜杆、铜管企业产能利用率回升，高开工率带动铜消费需求。12月车市有望迎来“翘尾行情”同时，政府补贴新增冬季保暖商品，需求端边际存在韧性，利好铜市。供需矛盾不突出下，建议以区间震荡思路对待。

**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。需求企业开工相对平稳，但实际新增订单有限，不过春节前夕，库存持续去化，来到近年来季节性相对低点。供应端的矛盾仍存，锌价或高位震荡为主。

**钢材：**重要会议相继落地，政策预期由强转弱，市场开始关注基本面交易。当前淡季特征明显，终端需求仍呈下降趋势，政策真空期较强，市场对明年需求较为悲观，冬储需求不见释放迹象，短期钢价偏弱运行概率较大。

**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：**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。本轮产能扩张进入瓶颈期，未来整体供应增量有限，天然橡胶过剩的主要矛盾并不突出，令期货盘面重心整体明显上移。展望2025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：**南美大豆开局状态良好，创纪录的产量预期将深化全球大豆供应格局，成为推动全球大豆价格震荡下行的主要动力。随着南美大豆陆续进入生长期，天气因素受关注的程度将持续加强。尽管南美大豆在生长期内很难做到风调雨顺，但巴西大豆1.7亿吨创纪录的产量预期将大大提高不利天气的“容错空间”，小级别的恶劣天气无法扭转全球大豆供需失衡，也无法提振资金掀起大规模减产炒作行情。国内豆粕市场因成本依赖，与美豆市场运行节奏始终保持较强联动性，来自国内养殖端的需求驱动较为有限，外部供应压力与国内需求疲弱预期相叠加，粕价无力主动摆脱弱势。国内油脂板块继续受到外部油脂市场的影响，经过此番回落，市场看涨情绪受挫，炒作动力下降，随着南美大豆增产等利空题材逐渐占据上风，油脂板块重回强势的难度较大。中储粮增加收购库点，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，叠加南美大豆丰产预期推动进口大豆成本回落，国产大豆需求前景堪忧，豆价仍处于寻底节奏之中。

回升。

## 目录

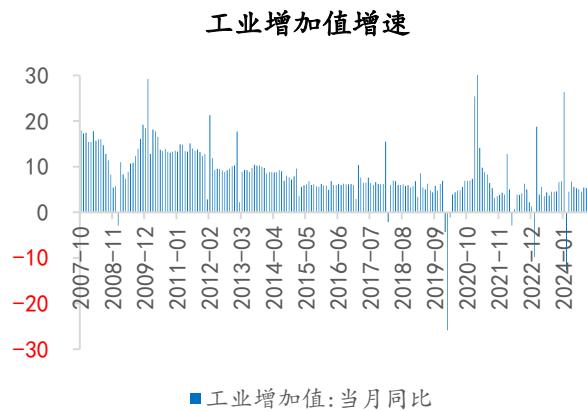
周度策略：经济数据继续小幅改善，但市场情绪较为平淡 .....	- 5 -
宏观经济、市场策略和股指期货行业分析 .....	- 7 -
1 一周重大宏观政策、事件和数据解读 .....	- 7 -
2 11月财政收入端继续改善，支出端边际放缓- .....	- 7 -
3 跨年资金面或无忧 .....	- 8 -
4 宏观策略 .....	- 8 -
5 股指期货行业分析 .....	- 8 -
铜 .....	- 11 -
1 影响因素 .....	- 11 -
2 结论 .....	- 12 -
3 铜期货现货数据 .....	- 12 -
锌 .....	- 13 -
1 锌：影响因素 .....	- 13 -
2 总结 .....	- 13 -
钢材 .....	- 15 -
1 政策真空期 .....	- 15 -
2 地产数据回顾 .....	- 15 -
3 铁水产量小幅下降 库存持续去化 .....	- 16 -
4 小结 .....	- 16 -
5 钢材期货现货数据 .....	- 16 -
原油 .....	- 18 -
1 悲观情绪得到修复 .....	- 18 -
2 市场预期较为温和 .....	- 18 -
3 经济刺激改善需求 .....	- 18 -
4 OPEC 预测后知后觉 .....	- 18 -
5 降息节奏或将放缓 .....	- 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 上游题材仍未证伪 .....	- 22 -
2 进口数量边际回升 .....	- 22 -
3 国内库存逐渐累积 .....	- 22 -
4 汽车销量显著增长 .....	- 23 -
5 天然合成价差收窄 .....	- 23 -
6 胶价重拾上升趋势 .....	- 23 -
7 橡胶期现数据 .....	- 23 -
油脂油料：内外盘弱势联动，国内油脂市场承压下挫 .....	- 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



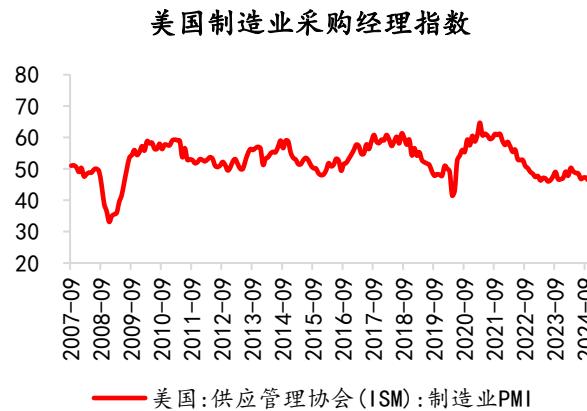
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 3：中国居民消费价格指数



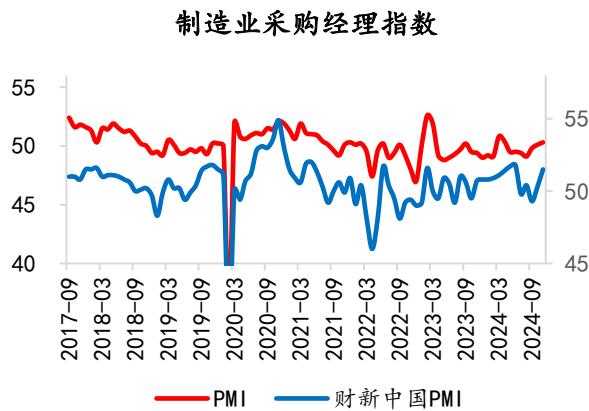
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 5：美国制造业采购经理指数



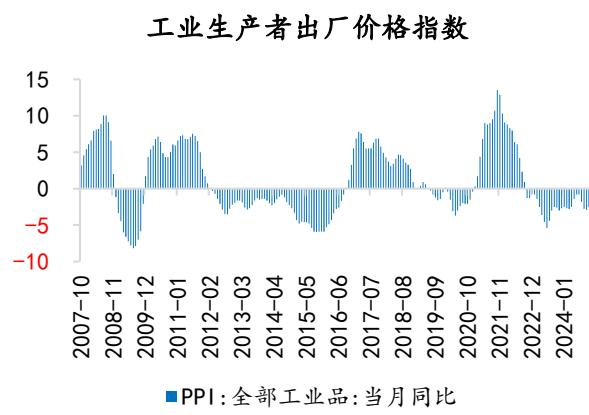
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 2：中国制造业采购经理指数



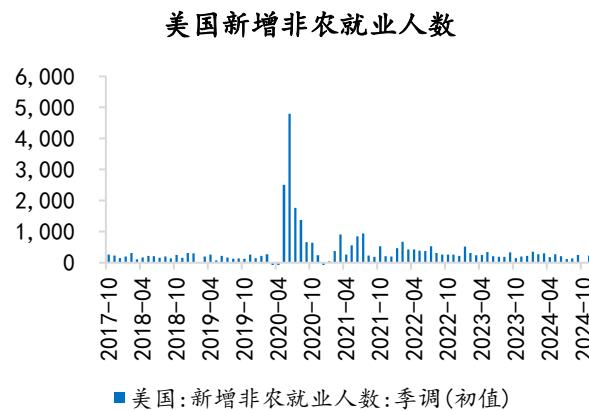
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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：经济数据继续小幅改善，但市场情绪较为平淡

经济数据显示11月经济增长动能有所放缓。制造业景气度、工业增加值、地产销售有所回升，但消费及出口回落、固定资产投资修复偏慢，总体来看居民及企业信心修复仍需时日，扩内需政策仍需进一步加码，因此市场情绪端变化不大。

### 经济数据继续小幅改善

房地产方面，成交同比保持正增长。新建住房市场看，最近两周（12月7日至12月20日），全国30大中城市商品房成交面积平均值较上两周环比回落3.3%，从季节性上看好于2023年同期，较2021、2022、2023年同期分别同比-15.4%、+5.2%、+12.8%。一线城市成交面积同比保持正增，较2021、2022、2023年同期分别同比+2.6%、+31.8%、+39.2%。

二手房市场看，价格方面，截至12月9日，二手房出售挂牌价指数延续回落；成交量方面，最近两周（12月7日至12月20日），北京、上海、深圳二手房成交面积延续历史高位，较2023年同期分别同比+84%、+547%、+132%。

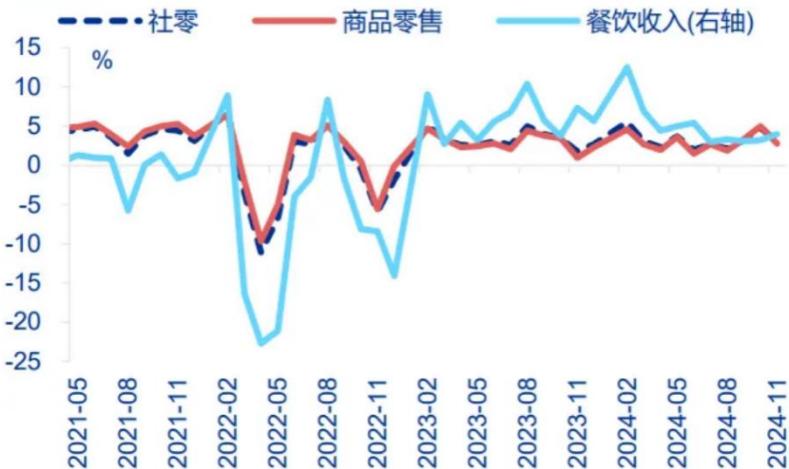
基建开工：开工率分化运行，绝对值仍处于历史同期低位。最近两周（12月7日至12月20日），石油沥青装置开工率先升后降，绝对值处历史同期较低位置；磨机运转率、水泥发运率有所下降，绝对值仍处于历史同期低位。

工业生产端，化工链开工分化运行，汽车半钢胎开工延续高位。最近两周，化工链开工率分化运行，汽车轮胎开工率升降分化，高炉、焦炉开工率有所下降。

需求端，地产链需求偏弱，乘用车销量同比震荡上行。工业需求端，12月前15天，电厂煤炭日耗均值整体较11月有所回升，煤炭重点电厂平均日耗环比上升7.0%。消费需求端，最近两周，乘用车四周滚动销量同比震荡上行。

整体看，经济数据的特征没有明显变化，政策传导相对直接的领域景气改善，但传导相对间接的领域景气下行。

图表1：消费数据出现回落



资料来源：wind资讯，中金财富期货

美联储的鹰派言论是真实的吗？

美联储在12月会议上如期降息25BP，但市场也将之理解为“鹰派降息”。“鹰派”的体现：一是，点阵图给出的明年降息预测为从4次降至2次，而市场交易（期货市场定价）和经济学家调查的预期是3次。二是，美联储官员对本月降息存在较大分歧，票委Hammack和其他3位没有投票权的参与者反对降息，支持维持利率不变。三是，彭博研究的文本分析显示，鲍威尔开场措辞的情绪指数较11月边际更为强硬。

但如果从经济预测来看，点阵图给出的明年降息预测可能“鹰”得恰如其分。美联储此次将明年4季度的核心PCE价格指数同比预测从2.2%提高至2.5%，对失业率的预测从4.4%下调至4.3%，这一预测与彭博调查的市场预期完全一致。美联储不会严格按照货币政策规则的指引行事，但也会参考。若按照货币政策规则，9月SEP给出的“2.2%核心PCE同比+4.4%失业率”预测组合，符合明年降息4次的点阵图预测；此次SEP给出的“2.5%核心PCE同比+4.3%的失业率”预测组合，也符合明年降息2次的点阵图预测。虽然官员们认为明年通胀风险和不确定性较高，但基于目前的基准情景，点阵图并未显示出“鹰派”，而是中性。

目前美联储的表态是否包含了特朗普明年加税的预期？目前看尚未考虑。2025年出现2次降息仅仅是概率的加总，很难恰好兑现这个幅度；要么更少、要么更多。但这不取决于鲍威尔，而取决于特朗普；2025年没有货币政策，只有货币对策。

### 工业品波动率有望继续下降

经济平稳运行，但仍有环节出现扰动，且边际修复的速度未显著增加，复苏行业受政策的影响明显。因此，经济数据要想超预期，下一阶段还需政策持续发力。目前工业品处在政策和数据都较为静默的阶段，区间震荡概率较大。

## 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19日	中央农村工作会议在京召开	习近平对做好“三农”工作作出重要指示	有序推进第二轮土地承包到期后再延长三十年试点
	12月21日	特朗普对欧洲发“最后通牒”：买更多的美国石油、天然气，不然征关税！	欧盟官员和成员国一直在为潜在的贸易攻势做准备	美国已经是欧洲最大的LNG供应国
数据	12月18日	11月社会消费品零售同比增3%	除汽车以外的消费品零售额38998亿元，增长2.5%	消费补贴政策效果明显
	12月21日	美国11月核心PCE环比涨幅为5月以来最小	美国11月PCE物价指数同比增2.4%，预期2.5%	11月整体PCE和核心PCE都表现温和
事件	12月16日	韩国国会通过尹锡悦总统弹劾案	总统职务立即停止，宪法法院将决定是否罢免	韩国政坛自2022年总统选举以来加剧极化和撕裂

资料来源：中金财富期货研究所

### 2 11月财政收入端继续改善，支出端边际放缓

11月全国一般公共预算收入同比增长11.0%，为连续第三个月正增长，增速较上个月加快5.5个百分点。其中，税收收入同比正增，增速较10月加快3.5个百分点至5.3%，带动一般公共预算收入结构边际改善。背后是在9月底一揽子增量政策出台后，政策效果逐步显现，近两个月主要宏观经济指标普遍回升，带动税基改善。另外，11月非税收入同比延续高增，增速较10月加快0.8个百分点至40.4%。

分税种来看，除了消费税、进口相关税种外，11月主要税种收入同比增速均有不同程度加快，其中企业所得税、个人所得税、印花税等税种收入同比较快增长。具体来看，11月企业所得税收入同比高增37.0%，增速显著高于上月的5.2%，或反映工业企业效应边际改善；11月个人所得税收入同比增速从上月的5.6%加快至11.4%，一方面源于去年下半年出台的个税减税政策翘尾减收影响减退，另一方面源于近期楼市回暖带动当月二手房交易继续升温；11月增值税收入同比增速转正至1.4%，较上月加快2.6个百分点，主要源于当月工业生产小幅提速，以及PPI同比降幅收窄；11月印花税同比107.0%，增速显著高于上月的25.9%，除因基数走低外，也受当月证券市场交易活跃度升温带动。另外，11月楼市回暖，当月房地产相关的土地增值税收入同比降幅较上月收窄7.1个百分点至6.2%，但契税收入同比降幅扩大7.8个百分点至21.7%，主要与契税减税政策有关。

11月一般公共预算支出同比增长3.8%，增速较10月放缓6.6个百分点。1-11月累计，一般公共预算支出同比增长2.8%，增速较前值小幅加快0.1个百分点。从分项来看，11月各分项财政支出增速普遍放缓，其中，基建类支出同比增速高位回落，城乡社区事务、农林水事务、交通运输、节能环保四项支出合计同比增长9.8%，增速较上月大幅放缓19.5个百分点。民生类

支出方面，尽管教育、卫生健康等分项支出增速均转负，但社保就业支出同比仍保持两位数高增，增速较10月小幅回落1.1个百分点至14.9%。整体上看，11月预算内支出结构继续向稳增长和稳就业方向倾斜。

### 3 跨年资金面或无忧

税期过后，资金面转松。支持跨年的资金(R014)下行至2.05%，而去年同期跨年资金成本在3.0%以上(6月末、9月末跨季资金分别在2.3%、2.0%)，反映当前资金面相对平稳。资金面转松的背后，主要是银行融出能力重新回到4.8万亿的高位。存单行情仍然相对滞后。12月20日相对13日，3个月、6个月、9个月和1年期存单到期收益率分别-0.6bp、+1bp、-0.6bp、-1.5bp，整体处于不温不火的状态。反观其他品种，10年国债利率下行7.5bp，短端1年国开债下行8.0bp，带动10年国债和1年存单利差进一步压缩至8bp，1年存单和1年国开利差走阔至28bp，相对滞后的存单处于极有性价比的状态。从历史经验来看，10年国债和1年存单利差压缩至10bp以下，1年存单和1年国开利差走阔至30bp附近，存单均有希望迎来补涨。

资金面也有望延续新“月末效应”。本周(12月23-27日)资金面利好因素偏多，一是央行可能继续投放资金呵护跨年，25日MLF续作(参考前月相同到期规模，MLF续作9000亿元+买断式回购8000亿元)，同时可能继续净买入国债(可能规模约2000亿元)，预计合计投放中长期资金近2万亿元；二是政府债缴款高峰结束，此前集中发行的置换债也在持续支出。由于年内2万亿置换债基本在12月中旬之前发行完毕，预计年内将释出绝大部分资金，较快的置换进度对资金面也构成利好。

### 4 宏观策略

经济平稳运行，但仍有环节出现扰动，且边际修复的速度未显著增加，复苏行业受政策的影响明显。因此，经济数据要想超预期，下一阶段还需政策持续发力。目前工业品处在政策和数据都较为静默的阶段，区间震荡概率较大。

### 5 股指期货市场分析

#### 两市震荡分化

上周两市震荡下行，主要在于市场情绪端回落，中小类指数走势明显偏弱。上证50周+0.4%，沪深300周-0.14%，中证500周-1.19%，中证1000周-1.31%

上周蓝筹相对较强，除了政策端的催化，也与特朗普即将上台，其政策预期相关。

小盘内部或将进入轮动加速阶段。近年来，小/大盘比价走势以小盘风格的涨跌方向为主导项，背后是近年小盘风格波动率较大盘更高，因此小/大盘比价走势与全A指数走势具有较高同向性。小盘近期波动放大，背后有三点原因：一是短端性价比有所降低。如小/大盘比价走势接近年内阻力位高点，反映本轮市场反转以来，小盘风格的阶段性性价比有所降低。二是小盘风格内部的一轮完整轮动已近结束。我们以2023年底的中证2000成分股作为小盘池，并将池内全部成分股赋予不同中信风格，等权观察不同小盘子风格的相对走势，自今年9月13日中证2000指数整体开启上行后，小盘风格内部沿着小盘金融-小盘成长-小盘消费先后占优的顺序完成了

一轮完整的内部轮动，相继助力中证2000指数达到近期高点。三是小盘背后的资金面扰动。如1)融资余额的放缓（表征更青睐小盘风格的活跃资金开始降低头寸），2)量化监管政策的预期扰动也导致了近期小盘回调，3)近期长端利率下行较快，部分负债端成本较为刚性及再投资压力较大的资金，如险资，在开门红较为稳健的背景下也有需求进一步加大对红利方向的配置。考虑当前仍处于经济预期交易阶段，大盘风格主升并引导风格扭转的可能性偏弱，后续关于小/大盘比价走势的路径推演大概率仅为两种，一是再度切换至小盘成长相对占优，二是通过大盘更为抗跌的方式转至大盘风格相对占优。

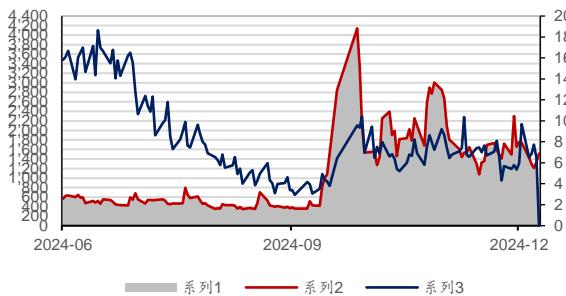
### 指数企稳后继续买入

近期美股波动幅度较大，以及美联储明年降息的预期下降，海外货币政策的变化对于A股的影响更多在于节奏而非方向。

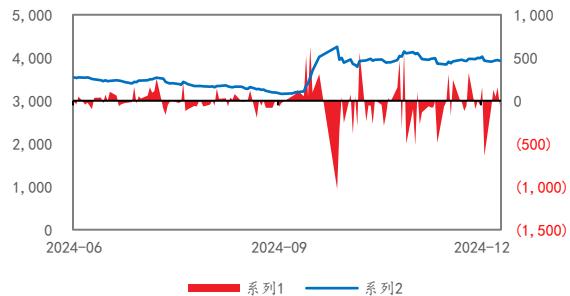
短期超预期上行的美债利率或一定程度冲击短期A股风险偏好，但本轮A股并非外资主导，国内财政发力落地+货币政策宽松基调并未发生改变，A股估值修复行情趋势不改。上周开始市场将进入政策与数据的阶段性空窗期，市场大概率进入跨年行情的配置之中。

短期视角下，大小盘风格面临再均衡过程，但内需数据企稳前，大盘占优的趋势尚未形成，市场结构上仍将延续小票占优、主题偏强的格局。不过需要注意的是，近期蓝筹相对较强，除了政策端的催化，也与特朗普即将上台，其政策预期相关。因此整体看市场风格趋向于混合。

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

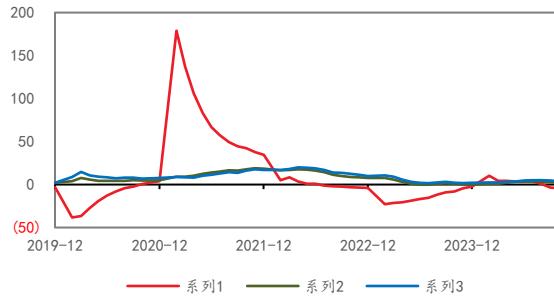
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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。

### 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，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贡献增量，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

11月份铜精矿2025年长单迟迟未定，铜精矿原料供应也表现较为紧张，加之新投产产能释放速度较慢，11月份产量出现同环比双减的情况。但进口抬升，进口弥补国内产量不足，国内废铜供给延续抬升，但较去年同期下降。精铜杆、再生铜杆、铜管企业产能利用率回升，高开工率带动铜消费需求。12月车市有望迎来“翘尾行情”同时，政府补贴新增冬季保暖商品，需求端边际存在韧性，利好铜市。供需矛盾不突出下，建议以区间震荡思路对待。

## 3 铜期货现货数据

图表 12：长江有色铜价

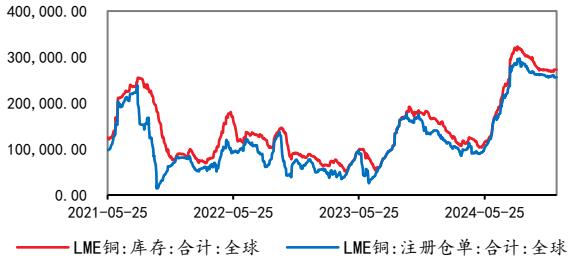
长江有色市场铜：平均价



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 14：LME 铜库存

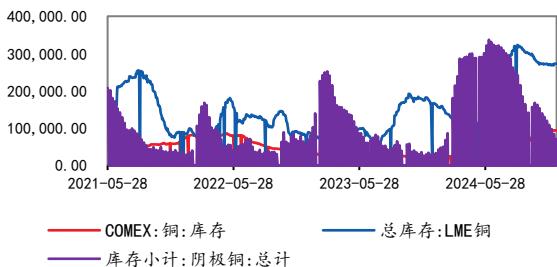
LME铜库存



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

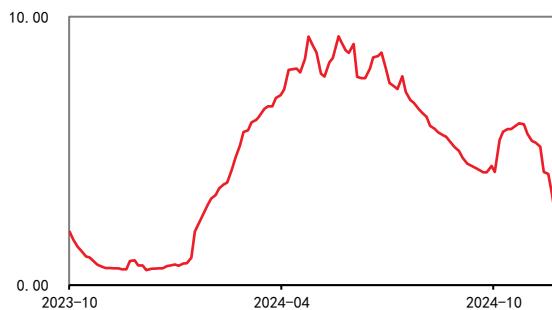
图表 16：上海期货交易所铜库存

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

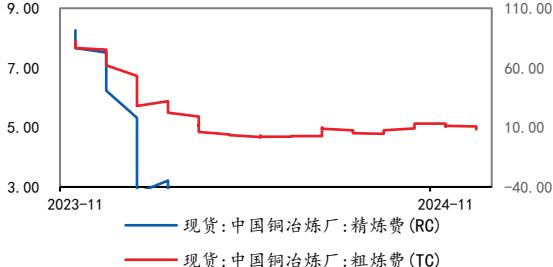
WBMS：铜供需平衡



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。

#### 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。需求企业开工相对平稳，但实际新增订单有限，不过春节前夕，库存持续去化，来到近年来季节性相对低点。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



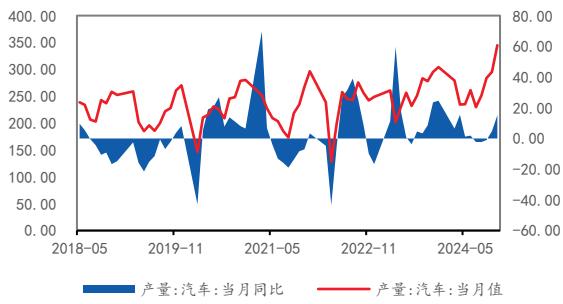
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 政策真空期

在刚刚结束的政治局经济会议和中央经济工作会议后，市场进入了一个新的政策真空期。虽然政策的力度不小，但下一轮实质性政策的出台预计要到明年两会期间。因此，在接下来的几个月里，市场将缺乏强有力的政策预期支撑，进入一个更加依赖基本面的阶段。

回顾2024年钢材市场，今年供应强、需求弱的特征依然非常明显。钢材产能过剩和需求走弱仍然是市场的主要矛盾，导致了钢价的持续走弱。然而，尽管基本面表现不佳，钢价在年内依然出现了两次较为明显的上涨，一次在5月，一次在9-10月。这两个涨幅的背后，都是由强政策预期带动的。在政策预期的推动下，市场情绪得到了提振，钢价短期快速反弹。

随着进入年底，市场将面临政策的空档期，预计下一次有实质性政策出台的时机会在明年两会期间。在此期间，缺乏强有力的政策支持，钢材市场将更多地由弱基本面主导。预计短期内钢价走势将偏弱。

### 2 地产数据回顾

2024年1-11月，房地产行业依旧处于下行周期，一些指标显示出市场有恢复的迹象，但迹象比较弱。整体来看，房地产开发投资延续了下行趋势，同比下降10.4%，降幅较1-10月的10.3%略有扩大。不过，销售端的表现明显改善，销售面积和销售额的累计同比降幅连续几个月收窄。

具体来看，1-11月新建商品房销售面积为8.6亿平方米，同比下降14.3%，降幅较1-10月收窄1.5个百分点。11月单月商品房销售面积为0.8亿平方米，同比小幅增长。销售额方面，1-11月累计销售额为8.5万亿元，同比下降19.2%，降幅较1-10月收窄1.7个百分点。11月单月商品房销售额为0.8万亿元，同比下降16.3%，降幅较上月进一步收窄。

在新开工方面，1-11月房屋新开工面积为6.7亿平方米，同比下降23.0%，降幅较1-10月的22.6%略有扩大。房地产企业对新开工项目的积极性仍然不足，市场对未来的预期较为谨慎。11月单月新开工面积同比下降25.7%，降幅较10月的17.7%进一步扩大。

竣工方面，1-11月全国房屋竣工面积为4.8亿平方米，同比下降26.2%，降幅较1-10月收窄了0.5个百分点。11月单月竣工面积为5179万平方米，环比增长51%，同比降幅收窄11个百分点。

在土地市场方面，1-11月全国住宅建设用地成交面积同比下降21.0%，与10月的降幅一致，表明开发商在拿地端依然保持谨慎态度。

资金方面，1-11月房地产开发企业的到位资金为9.7万亿元，同比下降18.0%，降幅较1-10月的19.2%收窄1.2个百分点。尽管资金到位有所改善，但其中个人按揭贷款同比下降30.4%，显示购房者的融资需求依然疲软，购房信心尚未完全恢复。

总的来说，2024年1-11月房地产市场仍面临较大压力，销售端的边际好转及政策的持续发力在一定程度上改善了市场的预期。

### 3 铁水产量小幅下降 库存持续去化

本周全国高炉产能利用率及电炉产能利用率回落。国内247家钢厂高炉产能利用率为86.1%，环比下降1.2个百分点，同比上升1.4个百分点；91家电炉产能利用率为52.0%，环比下降0.1个百分点，同比下降10.1个百分点。五大品种钢材的周产量为849.9万吨，环比下降了1.3%，同比下降了6.2%。本周长流程产量继续回落，日均铁水产量下降了3.0万吨至229.4万吨，近期钢厂在淡季减产和检修增多的背景下，钢材供应减少，盈利偏弱。

在库存方面，本周五大品种钢材的社会库存为767.8万吨，环比下降了1.1%，同比下降了11.2%。钢厂库存为350.6万吨，环比下降了3.4%，同比下降了22.7%。钢材总库存环比下降了1.8%，降幅与上周持平。螺纹钢的社会库存和厂库降幅较大，热卷的社会库存持续累积。

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870.7万吨，环比下降了1.2%，同比下降了1.7%。其中，螺纹钢的周表观消费为238.7万吨，环比增长了0.4%，同比增长了0.3%。本周五大品种钢材的需求普遍走弱，淡季特征明显，建筑钢材的周成交量为10.9万吨，环比下降了5.3%。

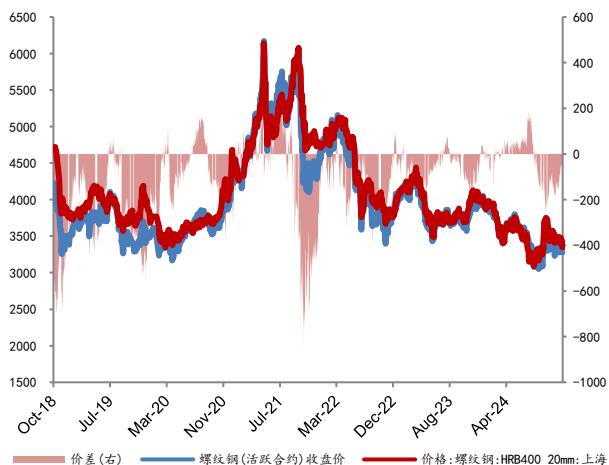
上周钢材现货价格偏弱运行，主流钢材品种的即期毛利略有下降。247家钢厂的盈利率为48.5%，环比增长了0.5个百分点。

### 4 小结

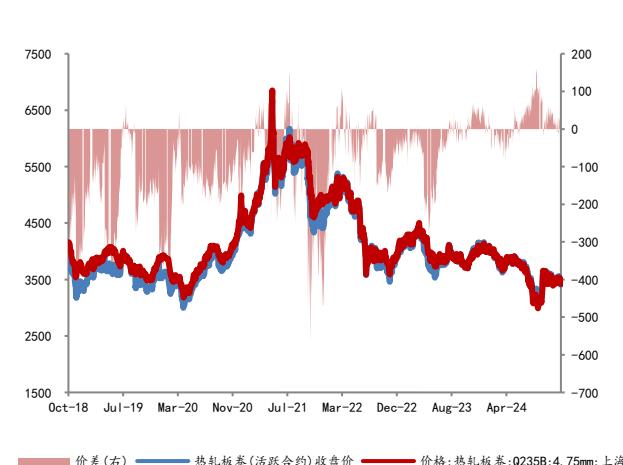
重要会议相继落地，政策预期由强转弱，市场开始关注基本面交易。当前淡季特征明显，终端需求仍呈下降趋势，政策真空期较强，市场对明年需求较为悲观，冬储需求不见释放迹象，短期钢价偏弱运行概率较大。

### 5 钢材期货现货数据

图表 22：螺纹期现货价差



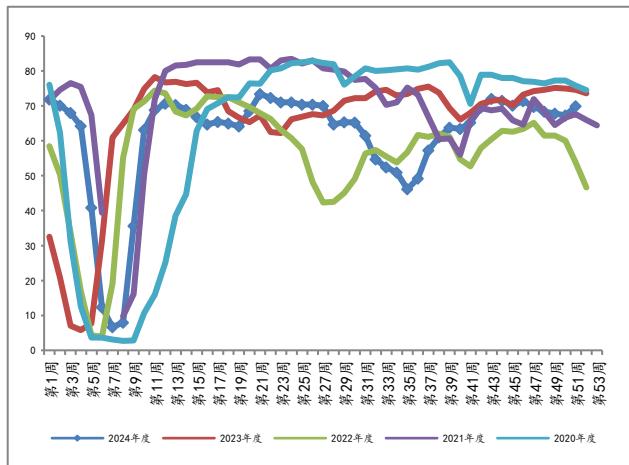
图表 23：热卷期现货价差



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

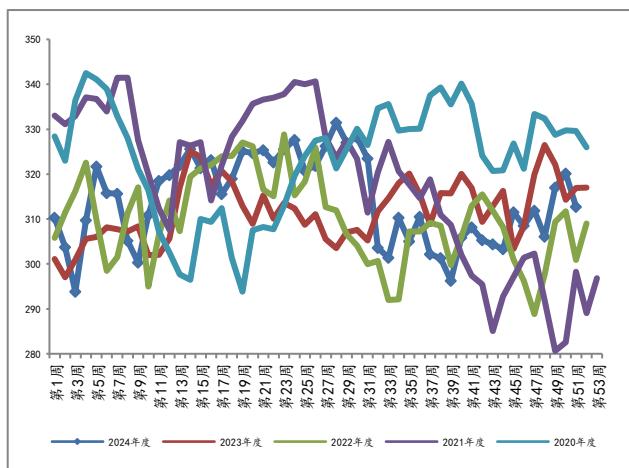
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 24: 85家独立电弧炉钢厂：开工率：中国（周）



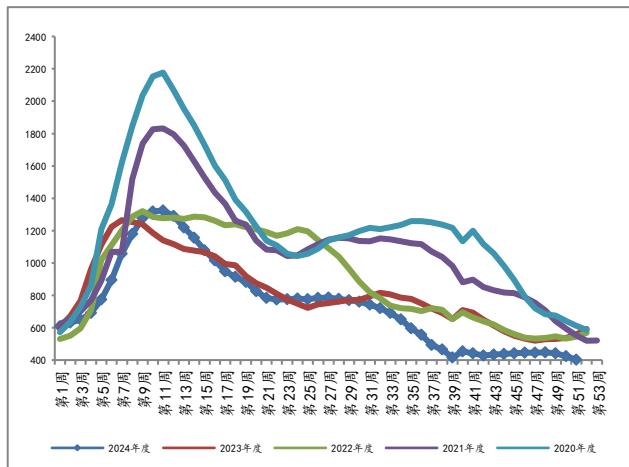
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 26: 螺纹钢：建筑钢材钢铁企业：实际产量（周）



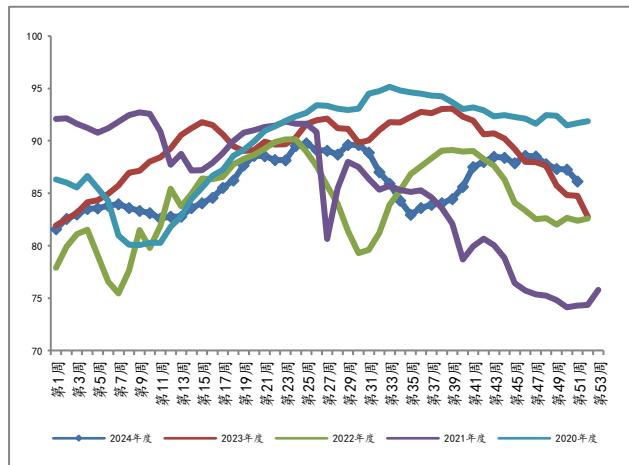
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 28: 螺纹钢：总库存：中国（周）



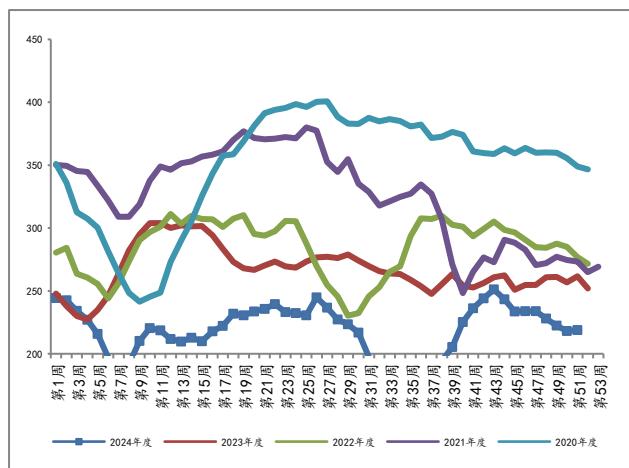
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 25: 247家钢铁企业：高炉产能利用率：中国（周）



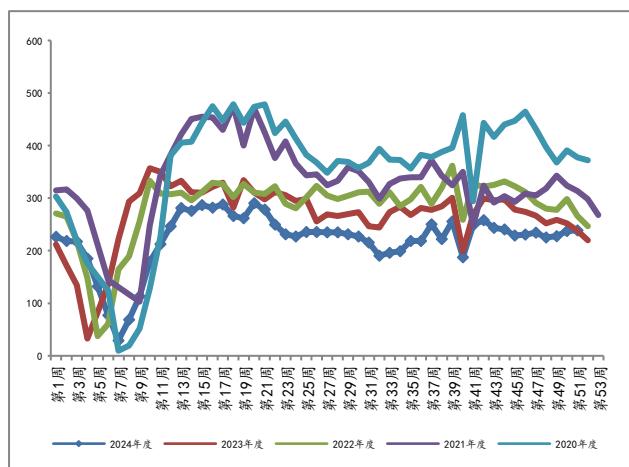
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 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 悲观情绪得到修复

近期，国际油价从颓势中止跌企稳，应首要归功于 OPEC+延续减产政策。虽然我们此前指出，减产的边际效应已经极大递减，但倘若增产预期兑现则油价将不可避免地崩跌。从最新发布的月报数据来看，OPEC+减产执行率提升至 95.01%，同前期相比，俄罗斯、伊拉克和哈萨克斯坦均更好地完成配额目标，实际上只有阿联酋获得增产许可，市场对减产政策延长至 2025 年一季度末充满信心。

由此可见，OPEC+减产依然是原油市场定盘星，只要这一协议能够得到存续，油价继续下行的风险就相对可控。未来两三个月，进入消费淡季固然缺乏驱动，但只要没有超预期重大利空因素出现，油价大概率在当前的相对高位震荡运行。

### 2 市场预期较为温和

从近期油价走势对 OPEC+政策的反馈来看，原油市场的核心逻辑仍取决于供应端，具体而言，主要产油国策略由过去的价格战转变为温和竞争，而一些小产油国则面临增产能力的瓶颈。历史上沙特、美国和俄罗斯三足鼎立的格局不复存在，OPEC 及其盟友以减产协议联合在一起，通过调控剩余产能对油价产生更大的边际影响，美国页岩油行业受制于资本开支和资源劣化面临产量达峰，两大势力围绕 70 美元附近的中高油价展开非对称博弈。

我们认为，展望长期原油市场格局，以沙特为首的 OPEC+维持高油价意愿和能力并没有显著弱化，美国在特朗普 2.0 时代或难重现爆发式增产，但新能源转型令全球原油需求放缓，剔除季节性因素的严重过剩或偏紧概率都不大。

### 3 经济刺激改善需求

原油投资者正在重新评估明年的供需平衡预期，因为 OPEC+延长减产和亚洲大国需求回暖，或将使原油基本面边际改善，油价仍可保持在中高位区间运行。

中国拟出台一揽子强效经济刺激措施，提振宏观回暖的乐观预期，也给能源消费带来积极影响，有望重新成为全球原油需求增长的驱动。美国能源信息署（EIA）发布的月度能源展望报告预测，2025 年全球原油日均消费量为 1.043 亿桶；观点偏空的国际能源署（IEA）也认为，2025 年全球原油需求将增长 110 万桶/日达到 1.039 亿桶/日。

虽然机构普遍预计，国际原油市场仍然会出现显著的供应过剩，但需求数据的修订使得过剩敞口缩窄。在供应相当充裕和需求保持韧性的情况下，油价重心很难向上或向下突破目前的震荡区间。

### 4 OPEC 预测后知后觉

OPEC 最新月度报告显示，将 2024 年全球原油需求增长预期下调了 21 万桶/日至 161 万桶/日（前值为 182 万桶/日），录得年内迄今最大幅度的下修，今年全球原油日均消费量将达到

1.0382亿桶；将2025年全球原油需求增长预期从154万桶/日下调至145万桶/日。自7月以来，OPEC连续五个月下调对今明两年的全球原油需求增长预测，距离最高值已经累计下调27%。OPEC官方表示，这一修订参考了最新出炉的数据，主要是经合组织和亚太地区的需求增长预期悲观。

尽管经过多次下调，但OPEC公布的原油需求预测仍异常高于其他主流机构，2024年的估值远超出国际能源署（IEA）和高盛，甚至和沙特阿美差异甚大，并且与实际消费情况不一致。然而我们认为，OPEC不单对原油市场平衡的劣化后知后觉，同样也对明年中国经济刺激带来的回暖不够重视，因而需求预期的最新下修并不构成额外利空。

## 5 降息节奏或将放缓

近期国际原油市场基本面有力回稳，但宏观金融属性转向偏空。

OPEC+部长级会议确认减产之后，供需过剩预期改善令油价下行驱动有所减弱，而EIA库存尚未观察到显著累库，从另一方面给油价带来支撑。截至12月13日当周，美国除却战略储备的商业原油库存减少90万桶至4.21亿桶，降幅虽不及预期但仍反季下降，美国汽油库存增加234.8万桶，成品油环比累库速度暂时放缓。

然而，在12月18日美联储FOMC会议上，尽管宣布降息25个基点符合预期，但美联储表态释放出鹰派信号，即倾向于在2025年减少降息次数，市场风险偏好降温利空原油等大宗商品。总体来看，目前油价走势仍处于区间内运行，情绪释放后进入横盘震荡阶段。

## 6 下行风险高于上行

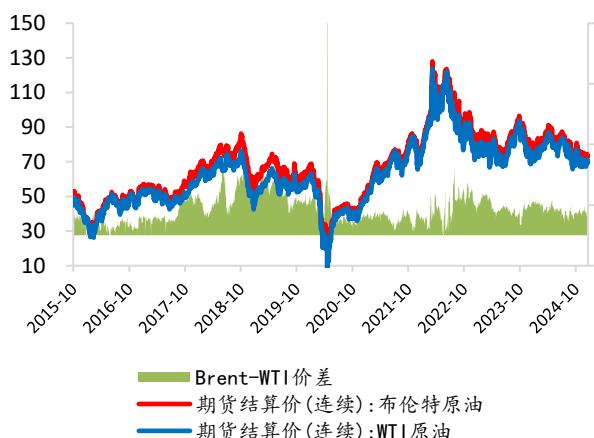
在中东地缘局势降温后，原油供应端预期恢复稳定，华尔街主流投行下调明年油价估值重心。高盛预测，2025年国际基准Brent原油平均价格为76美元/桶，油价主要运行区间有可能处于70-85美元区间。

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。

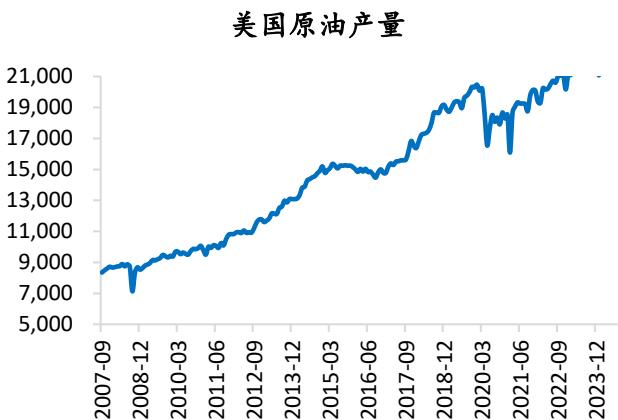
## 7 原油期现数据

图表 30：国际原油期货价格



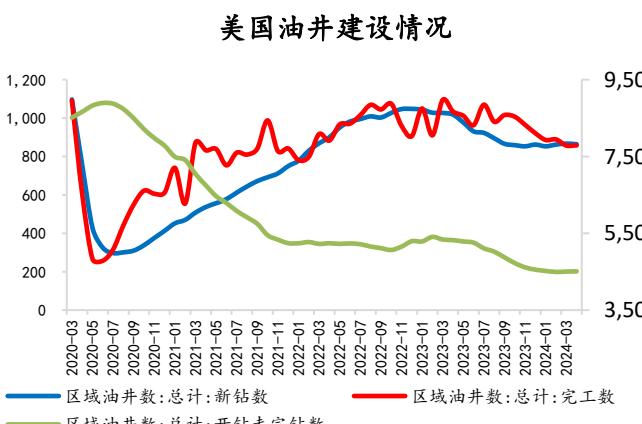
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 32：美国原油产量



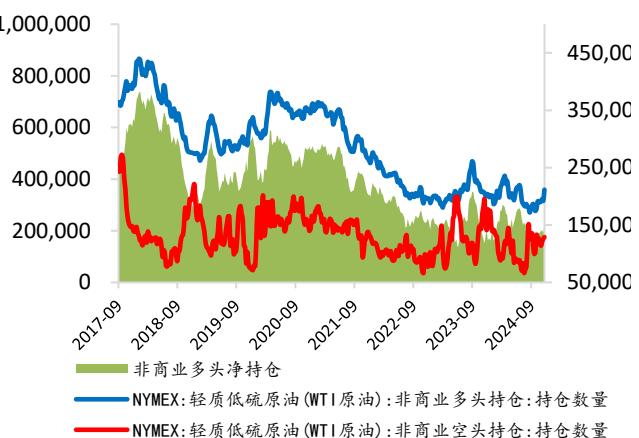
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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



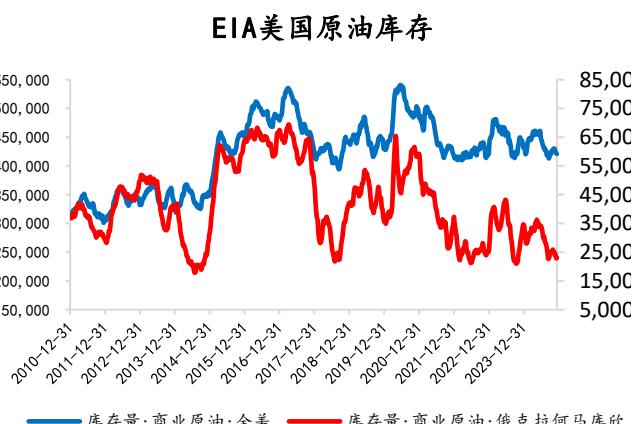
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 33：沙特原油产量



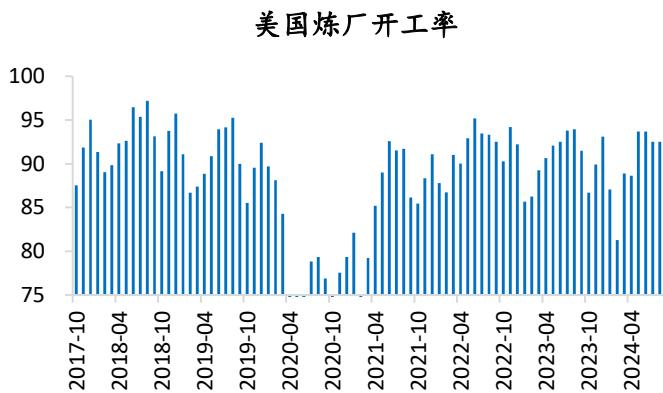
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 35：EIA 原油库存

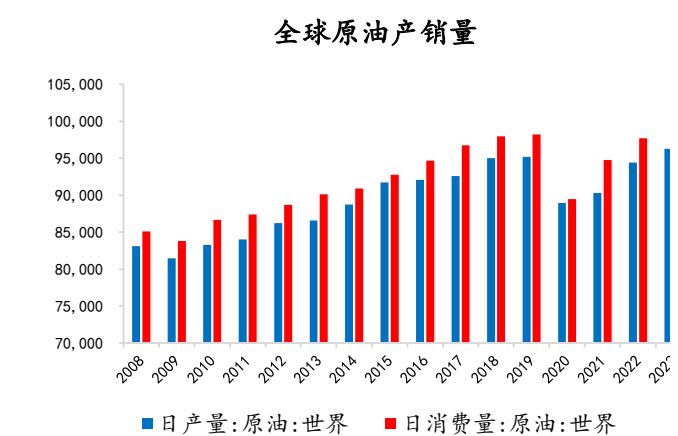


资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 上游题材仍未证伪

天然橡胶走势高位震荡，利多因素出尽后行情表现僵持。泰国旺产季割胶工作恢复迟缓，不过南部主产区阶段性降雨延续，1月或对割胶进程仍有干扰，原料价格或保持坚挺，题材炒作仍有余地。下游厂商采购欠佳，二盘商亦无意低出，青岛地区累库速度提升令现货压力增加，但国内库存整体处于相对低位。当前天然橡胶基本面多空因素并存，年度减产几乎坐实，上游成本支撑较强，但仅仅依靠供应收缩难以维持上涨趋势。

我们注意到，今年沪胶市场以交易供应端预期为主，在这种题材炒作模式下，只要减产不能被证伪，胶价强势就得以延续。12月国内产区逐步减产停割后处于空窗期，接下来需要观察到明年1月泰国供应旺季是否兑现。如果泰国天气正常保证原料如期上量，则沪胶多头逻辑将被证伪，胶水价格明显下跌；假如旺季不旺甚至减产超预期，胶价长期上涨趋势有望被强化。

### 2 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，由于EUDR政策推迟一年执行，四季度国际市场需求放缓，EUDR货源高溢价逐渐修复，对中国市场出口分流减弱，随着原料季节性上量，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。参考往年天然橡胶进口规律，12月进口量将呈现季节性增加的趋势。

### 3 国内库存逐渐累积

海外主产区进入旺产季，泰国南部地区近期降雨天气出现缓和，后续仍有上量预期，原料收购价格边际回落。全球天然橡胶产量的季节性增长，反映到国内现货市场，本周青岛港口转为累库。考虑到采购船期的滞后问题，估计在12月下旬以后到港货源陆续增多，青岛保税区仓库转入累库阶段。另外，此前国储局抛储货源逐步流入市场，且部分进入青岛地区一般贸易仓库，也将造成一般贸易库存累积。

截至12月上旬，国内天然橡胶社会库存116.3万吨，环比增加2.8万吨或2.5%；其中深色胶库存为64.5万吨，环比增加2.5%；浅色胶库存为51.8万吨，环比增加2.5%。未来国内天然橡胶供应压力整体存在增加预期，但产区天气因素扰动频繁，原料释放节奏不温不火，因此青

岛主港天然橡胶库存呈缓慢累库的状态，对市场行情仍具有一定支撑。

#### 4 汽车销量显著增长

橡胶终端汽车市场热度延续，随着以旧换新政策效果显现，国内购车需求进一步释放。

中国汽车工业协会公布数据显示，11月全国汽车产销量分别完成343.7万辆和331.6万辆，同比分别增长11.1%和11.7%，环比分别增长14.7%和8.6%；其中，11月乘用车产销量分别完成310.9万辆和300.1万辆，同比分别增长14.9%和15.2%；1-11月乘用车产销分别完成2445.9万辆和2443.5万辆，较上年同期分别增长4.3%和5%。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%。

总体来看，11月中国汽车产销量同环比实现双增，月度产销均创历史新高，主要是乘用车市场表现强势，新能源汽车快速增长，起到较强支撑作用，但商用车尤其重卡销量依然堪忧。如果12月汽车市场继续向好，全年产销量将有望达到3000万辆以上规模，对天然橡胶价格维持高位起到有效支撑。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。

#### 5 天然合成价差收窄

相比天然橡胶整体的强势表现，合成橡胶走势相对震荡偏弱，尤其在三季度以来，BR与RU及NR走势分化明显，这主要是由基本面差异所致。

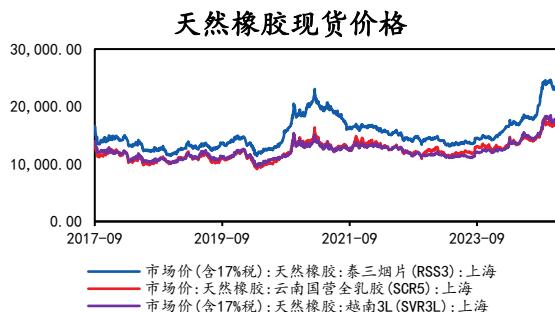
不过目前来看，随着11月丁二烯价格加速下跌，多数下游行业利润修复带动开工回升，需求支撑下丁二烯止跌企稳，加上外销厂家多数出货压力不大，使得丁二烯原料成本端再次反弹。丁二烯橡胶方面，供应端恢复正常生产，需求端面临季节性走弱，基本面理应趋于宽松。但由于合成橡胶与替代品天然橡胶价差过于走阔，RU-BR长时间的高升水令下游采买低成本合成胶意愿提升，据了解当前部分轮胎企业替代比例达10%，从而支撑合成胶企稳回升，未来天然-合成橡胶价差存在继续收窄的可能。

#### 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。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。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2025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。

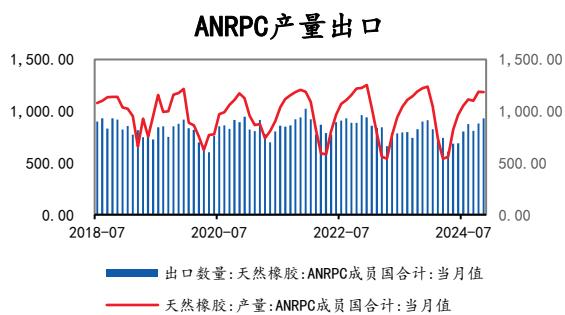
#### 7 橡胶期现数据

图表：天然橡胶现货价格



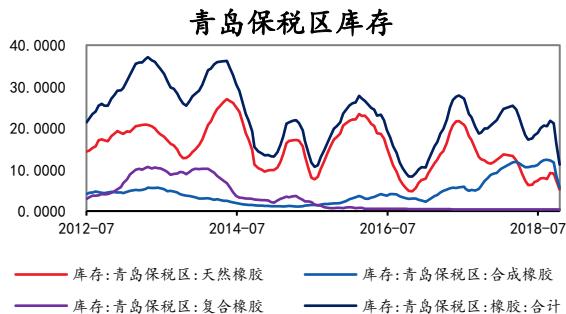
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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



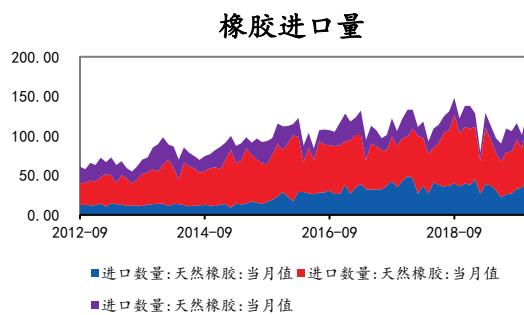
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 38: 合成橡胶价格



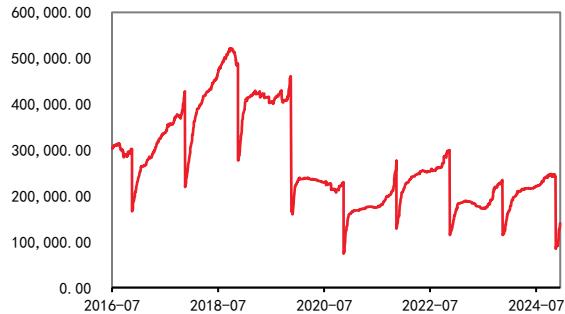
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 40: 橡胶进口量



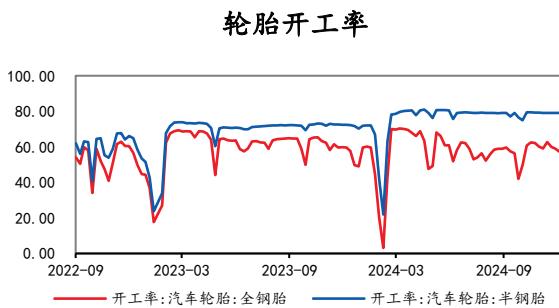
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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



图表 44：汽车产销量





## 油脂油料：内外盘弱势联动，国内油脂市场承压下挫

### 1 外部豆类市场分析

#### 美国国内大豆压榨需求维持高位，豆油库存回升

NOPA 发布的压榨月报显示，美国 11 月大豆压榨量从之前一个月的历史高位下滑，且低于多数贸易商预估。报告显示，美国 11 月共压榨大豆 1.93185 亿蒲式耳，低于平均预估的 1.96713 亿蒲式耳，但仍创历年 11 月压榨量的纪录高位，较 2023 年 11 月压榨量 1.89038 亿蒲式耳增长 2.2%。虽然美国大豆压榨量较上月有所回落，但美豆油库存连续两个月回升。

#### 巴西大豆播种基本结束，产量预期保持乐观

近期，巴西大豆作物区天气条件整体正常，该国大豆种植进度有序推进。咨询机构 Safras & Mercado 的调查数据显示，截至 12 月 13 日，巴西 2024/25 年度大豆种植面积已达到预期总面积的 97.9%，高于去年同期的 95.3% 和过去五年同期平均值 95.1%。巴西国家商品供应公司 (CONAB) 公布的数据显示，截至 12 月 15 日，巴西 2024/25 年度大豆播种进度为 96.8%，去年同期的播种进度为 94.6%，该国主要作物周已全部完成播种计划。CONAB 预计 2024/25 年度巴西大豆产量为 1.66211 亿吨，比上月预测值调高 7 万吨，较上年增长 12.5%。农业咨询机构 AgRural 近日表示，巴西大豆种植已接近完成，该机构预计巴西大豆产量为 1.715 亿吨。美国农业部在 12 月供需报告中，维持对巴西大豆产量 1.69 亿吨的预测不变。整体来看，巴西大豆良好开局为实现创纪录产量预期打下重要基础，也提升了巴西大豆在生长期对不利天气的容忍度。

#### 阿根廷大豆播种过六成，南美大豆丰产预期将深化全球大豆供应

布宜诺斯艾利斯谷物交易所 (BAGE) 表示，截至 12 月 11 日，阿根廷 2024/25 年大豆播种进度为 64.7%，比一周前的 53.8% 高出 10.9%，比去年同期提高 5.2%。大豆作物评级优良的比例为 65%，明显高于去年同期的 30%。该交易所预测 2024/25 年度阿根廷大豆产量为 5080 万吨，比上年的 5020 万吨提高 60 万吨。美国农业部在 12 月供需报告中预计 2024/25 年度阿根廷大豆产量为 5200 万吨，高于上月从的 5100 万吨。12 月 11 日，罗萨里奥谷物交易所预计 2024/25 年度阿根廷大豆产量达到 5300 万吨到 5350 万吨。美国农业部最新预计南美主要大豆出口国的产量规模在 2.353 亿吨，同比增加 1989 万吨。如果南美能实现预期产量，全球大豆供应格局将更为宽松。从当前南美大豆良好开局和天气展望看，南美大豆在 2025 年上半年实现预期产量的概率较大。

#### 印尼即将启动 B40 计划，分阶段实施降低棕榈油消费预期

按照印尼政府规定，该国将从 2025 年 1 月 1 日起扩大其生物柴油掺混比率，即将生物柴油中棕榈油的强制性掺入比例从目前的 35% 提高到 40%，即 B40 计划。2024 年全球棕榈油价格大幅上涨，印尼 B40 计划引发的供给担忧功不可没。随着 B40 计划实施日期临近，近日传出印尼行业参与者寻求分阶段实施。如果 B40 计划最终采取分阶段实施方案，这将导致印尼对棕榈油的新增消费低于预期，对全球棕榈油供给的影响也将打折扣。本周马来西亚棕榈油市场连续多日下跌，除受印尼 B40 计划影响外，出口下滑也增加了市场抛压。船运调查机构 ITS 公布的数据显示，马来西亚 12 月 1-15 日棕榈油产品出口环比下滑 9.8%，AmSpec Agri 的同期数据为下滑 6.7%，SGS 的同期数据为下滑 8.2%。另据南部半岛棕榈油压榨商协会 (SPPOMA) 发布的数据显示，马来西亚 12 月 1-15 棕榈油产量环比下降 19.6%，降幅较前 10 日扩大。如果产量降幅保持扩大，供给端大幅收缩有望为棕榈油价格连跌带来缓冲。

### 2 国内豆类市场分析

## 国内棕榈油库存回升，南美大豆增产压力获重视

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 213.13 万吨，周度增加 1.99 万吨。其中棕榈油库存增加 3.21 万吨，豆油库存下降 1.79 万吨。国内棕榈油库存回升，主要是需求下降所致。受棕榈油与豆油等其他油脂的价差不断扩大影响，除部分必须使用棕榈油的领域外，消费替代导致棕榈油的需求被极度压缩。随着产地棕榈油市场进入高位调整节奏，国内棕榈油市场炒作情绪降温，棕榈油进口成本创下七周新低。与此同时，来自南美大豆的丰产压力推动进口大豆成本连续回落，豆油在宽松的供给预期和成本下降的影响下，跌幅显著扩大，对棕榈油市场的弱势影响也在加强。整体来看，南美大豆丰产压力重获市场重视，油脂板块内外盘、期现货弱势联动，技术抛压叠加获利多头减持，油脂市场处于弱势调整节奏。

## 豆粕库存止降转升，期现联动粕价连刷新低

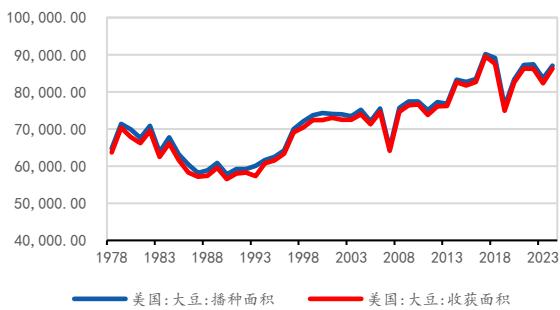
受 11 月中国进口大豆低于预期影响，12 月初，国内油厂大豆和豆粕库存不断回落，全国豆粕库存低于去年同期。其中华南地区部分油厂甚至出现停机等豆现象，并引发当地豆粕价格快速反弹。随着近日进口大豆通关速度加快，市场预计华南地区供应紧张问题将很快得到解决。中国粮油商务网监测数据显示，截止 12 月 13 日，国内豆粕库存量为 65.8 万吨，周度增加 3.9 万吨。前期国内豆粕库存下降主要是油厂开工率下降所致，并非来自需求端。国内豆粕库存再度止降回升，供应压力削弱油厂挺价能力，豆粕市场期现弱势联动，粕价纷纷破位下行。在当前南美大豆供给压力下，巴西大豆升贴水报价开始承压回落，国内进口大豆成本降速加快，国内豆粕市场缺少止跌支撑，表现较美豆更弱一筹。

## 3 油脂油料市场展望

南美大豆开局状态良好，创纪录的产量预期将深化全球大豆供应格局，成为推动全球大豆价格震荡下行的主要动力。随着南美大豆陆续进入生长期，天气因素受关注的程度将持续加强。尽管南美大豆在生长期内很难做到风调雨顺，但巴西大豆 1.7 亿吨创纪录的产量预期将大大提高不利天气的“容错空间”，小级别的恶劣天气无法扭转全球大豆供需失衡，也无力提振资金掀起大规模减产炒作行情。国内豆粕市场因成本依赖，与美豆市场运行节奏始终保持较强联动性，来自国内养殖端的需求驱动较为有限，外部供应压力与国内需求疲弱预期相叠加，粕价无力主动摆脱弱势。国内油脂板块继续受到外部油脂市场的影响，经过此番回落，市场看涨情绪受挫，炒作动力下降，随着南美大豆增产等利空题材逐渐占据上风，油脂板块重回强势的难度较大。中储粮增加收购库点，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，叠加南美大豆丰产预期推动进口大豆成本回落，国产大豆需求前景堪忧，豆价仍处于寻底节奏之中。

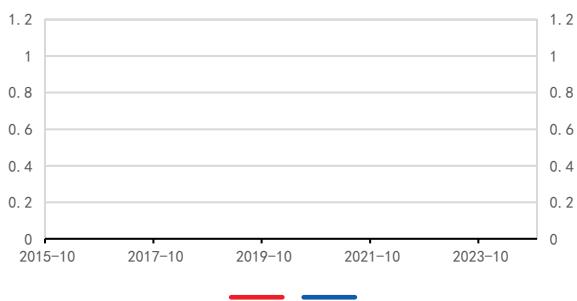
## 4 油脂油料市场主要数据

图表 45：美国大豆种植收获面积



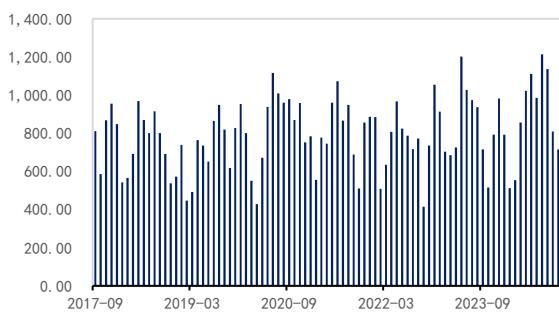
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 46：国内生猪存栏量



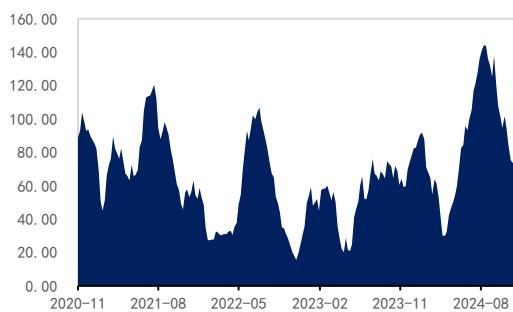
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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

