

中金财富期货策略周报（2024 年第 46 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：经济平稳运行，没有强势变化。高频数据看，耐用品消费如汽车零售增速放缓，非耐用品消费如纺织服装和轻工制造显示出需求改善，服务消费中电影和游乐消费偏弱，而旅游消费有边际改善。整体看宏观面变化不大，市场预期也保持平稳，工业品维持偏震荡的态势。

股指期货：整体看，指数的走势依然取决于市场情绪，考虑到政策对楼市和股市已有定调，因此指数下行的空间较为有限，但是目前处于市场驱动的真真空期，以及春节即将来临，预计指数维持区间震荡的态势不变。短期内重点关注蓝筹板块的估值修复机会。

铜：Anoheistm 与江西铜业确定 2025 年铜矿长单 TCRC 分别为 21.25 美元/吨和 2.125 美分/吨铜精矿长单 TC 超预助回落。国内 TC/RC 费用低位震荡，年末炼厂厂长单谈判费用同比下降超过 70%，矿端不足扰动仍存。反向开票可能分地区逐步实施，1 月废铜回收略受影响，加上冬季回收量减少，原料端紧张加剧。下游进入年底模式，价格窄幅波动，现货成交清淡。消费支撑减弱，价格重心震荡略有下移，建议以区间震荡思路对待。

锌：国产矿和进口矿的加工费不断下滑，甚至在 7 月底开始出现进口加工费跌至负数，锌冶炼利润出现严重倒挂，冶炼厂陆续出现减产，锌矿供应的短缺的现实在二季度开始向国内冶炼厂减产有效过渡。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：政策真空期，市场交易转向基本面。10 月后钢企利润大幅改善，钢厂停产检修积极性不高，叠加当前淡季特征明显，终端需求仍呈下降趋势，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：随着南美大豆陆续完成播种进入生长期，天气因素受关注的程度将持续加强。作为全球最大的豆粕和豆油出口国，阿根廷大豆产区出现的旱情开始引发市场关注，美豆在上周探出四年低点后，获得天气买盘支撑，再度向 1000 美分关口进发。由于巴西大豆增产预期强烈，对阿根廷大豆局部减产有对冲作用，天气题材能否持续发酵仍需进一步观察。国内豆粕市场在 12 月初因巴西升贴水快速下降而出现较美豆超跌行情，近日随着需求端回暖以及美豆上涨配合，进入止跌反弹节奏，对此前弱势行情展开修正，但反弹的高度仍取决于美豆和南美天气的配合程度。国内油脂市场走势较为分化，棕榈油涨势受阻后油脂间价差得到部分修正，趋势型走势仍需要外盘指引。豆一期货在农产品整体走强的背景下超跌反弹。中储粮增加收购库点且提高收购价格，有助于改善国产大豆市场弱势预期。关注产区企业收购动态与贸易商入市积极性，豆一期货市场继续上行仍需要现货加以配合。

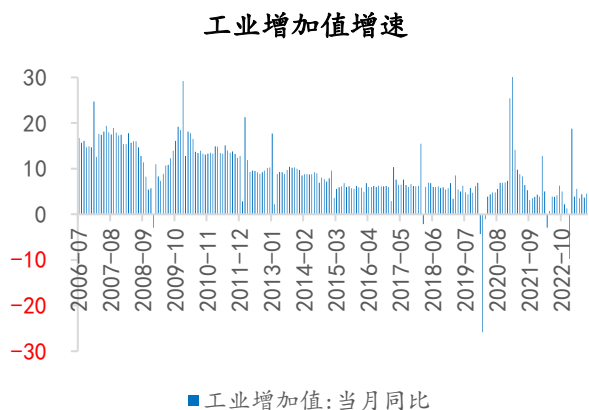
目录

周度策略：经济数据变化不大 工业品进入季节性淡季	- 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 11 月工业企业利润分析：下游行业盈利增速逆势回升	- 7 -
3 “降准”未落地但市场流动性保持充裕	- 8 -
4 宏观策略	- 8 -
5 股指期货市场分析	- 8 -
铜	- 11 -
1 影响因素	- 11 -
2 结论	- 12 -
3 铜期货现货数据	- 12 -
锌	- 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 铁水产量下降 库存去化速度放缓	- 16 -
4 小结	- 16 -
5 钢材期货现货数据	- 16 -
原油	- 19 -
1 2025 原油前景黯淡	- 19 -
2 投行机构唱衰预期	- 19 -
3 供需过剩基准情景	- 19 -
4 节假日消费难改颓势	- 19 -
5 强势美元施压油价	- 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 供需格局保持平衡	- 23 -
2 泰国处于供应旺季	- 23 -
3 天气好转全面上量	- 23 -
4 汽车销量显著增长	- 23 -
5 天然合成价差收窄	- 24 -
6 胶价重拾上升趋势	- 24 -
7 橡胶期现数据	- 24 -
油脂油料：美豆震荡回升，低库存提振国内粕价反弹	- 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



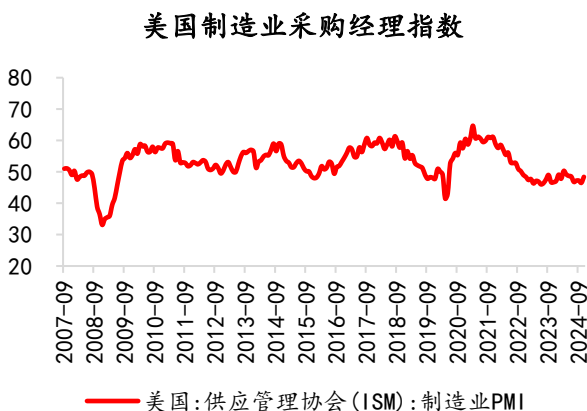
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 3: 中国居民消费价格指数



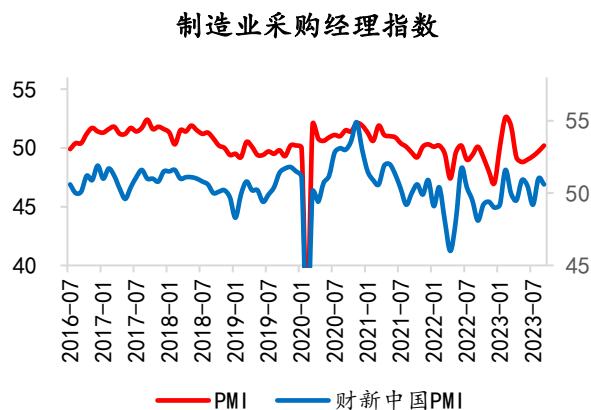
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 5: 美国制造业采购经理指数



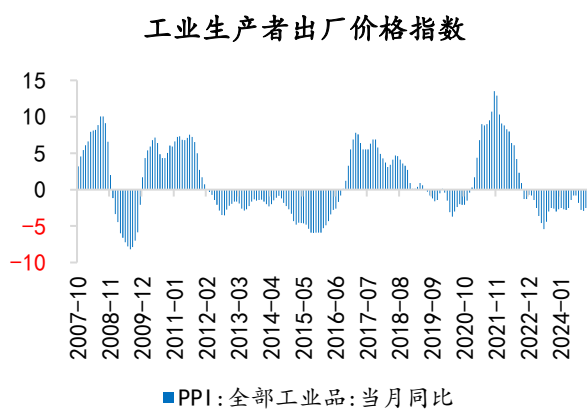
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 2: 中国制造业采购经理指数



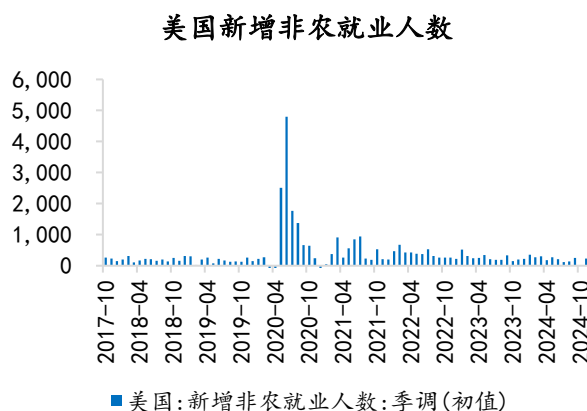
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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：经济数据变化不大 工业品进入季节性淡季

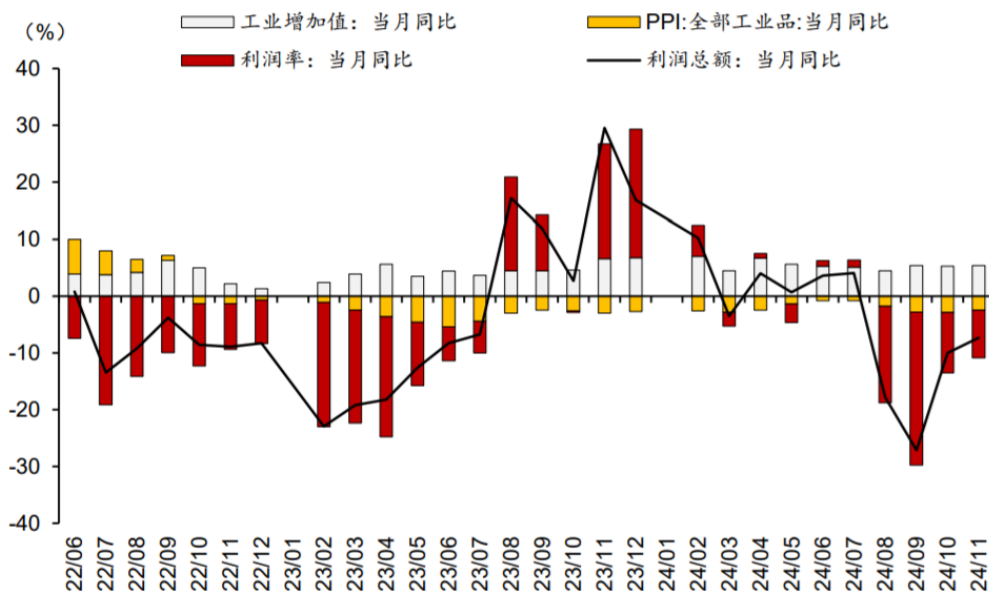
宏观经济数据仍在温和改善，但是在特朗普即将就任，以及财政细则仍未出台的情况下，市场仍缺乏强驱动因素，叠加季节性消费淡季，大部分商品维持区间震荡的走势。

政策端对企业盈利数据的改善催化明显

2024 年 11 月工业企业利润当月降幅继续收窄，11 月份当月全国规模以上工业企业利润同比下降 7.3%，较 10 月份收窄 2.7 个百分点，工业企业营收利润率有所回升。在价格下行、有效需求不足、成本高位、高基数的多重压力中，加力有效需求仍是破局关键。“两新”政策对相关产业利润支撑积极，高技术行业对工业企业利润有一定支撑引领作用。

随着存量政策及一揽子增量政策协同发力，或有望充分化解各类风险，风险偏好的回升或快于以企业利润为代表的经济基本面回升。

图表 1：企业利润降幅继续收窄



资料来源：wind 资讯，中金财富期货

“十四五”是蓄势蓄力的五年，“十五五”将是发力追赶的五年，考虑到中美博弈是各项决策的统领性目标，名义 GDP 作为最直接的国力比较方式，需要迎头赶上。在此背景下，需要经济、物价、汇率三管齐下共振发力，**财政政策可能是未来的核心着力点**，未来将逐步加码并提高向需求侧尤其是消费端倾斜的比例，但这一过程可能较为波折、漫长。可能面临较多次的政策调整，以及外部压力的倒逼。

12 月 23-24 日，全国财政会议在北京召开。会议指出，2025 年要实施更加积极的财政政策，持续用力、更加给力，打好政策“组合拳”：一是提高财政赤字率、二是安排更大规模政府债券以提供支持、三是大力优化支出结构、四是持续用力防范化解重点领域风险、五是进一步增加对地方转移支付。

会议强调 2025 年着力抓好六方面工作：一是支持扩大国内需求、二是支持现代化产业体系建设、三是支持保障和改善民生、四是支持城乡区域融合发展、五是支持生态文明建设、六是支

持高水平对外开放。12 月 24-25 日，全国住房城乡建设工作会议在北京召开。本次会议系统总结 2024 年工作，部署进一步全面深化住房城乡建设领域改革，明确 2025 年重点任务，奋力推进住房城乡建设事业高质量发展。会议明确了 2025 年全国住建工作的五项重点任务：即持续用力推动房地产市场止跌回稳，推动构建房地产发展新模式，大力实施城市更新，打造“中国建造”升级版，建设安全、舒适、绿色、智慧的好房子。

整体看，目前经济数据在宏观政策的支持下继续回升，呈现一定的“被动性”，预计财政发力将参考特朗普的政策相机抉择，是最值得期待的宏观政策。

美债利率维持高位

期限溢价推升 10 年美债利率至 4.6%，10 年期与 2 年期利差走阔。上周（12 月 23 日-12 月 27 日）美债利率高位震荡，10 年与 2 年美债利率走势分化。10 年美债利率全周升 10.3bps 至 4.625%，2 年美债利率全周升 1.6bps 至 4.310%。上周海外市场逢圣诞假期，宏观数据与市场交易较为平淡。年底偏紧的流动性、12 月 FOMC 会议后鹰派情绪与特朗普交易行情持续，叠加数据真空期等因素，共同推升美债利率居高不下：①从风险中性利率与期限溢价视角看，截至最新 10 年美债期限溢价升至 0.434%，为 2023 年 10 月以来的高位，风险中性利率则因本周降息预期变动不大而基本持平（图 2）；②从实际利率与通胀预期视角看，近期 10 年期盈亏平衡通胀预期变动不大，而 10 年期 TIP 实际利率快速上行（图 3）；③从 10Y2Y 利差角度看，自 12 月 FOMC 会议以来，降息预期的回调带动 2 年、10 年美债利率大幅上行，但 10 年美债利率上行幅度大于 2 年，10 年-2 年美债利差快速走阔。

综合来看，期限溢价的飙升推升实际利率，是上周 10 年美债利率延续 4.6% 的高位难下的主要原因，而其背后是特朗普交易对明年经济带来的增长和通胀溢价、政府停摆危机和债务上限隐忧带来流动性溢价，以及近期海外市场假期期间交投平淡、流动性偏紧、市场情绪演绎至极端的结果。

进入 2025 年，非农与通胀数据或双双拐头向下，美联储很可能在上半年兑现 50bps 的降息，25 上半年的美债利率或再度迎来阶段性的下行趋势。短期看，当前 4.6% 附近的美债利率配置性价比较强。这也对国内的汇率和货币政策空间提供一定的支撑。

工业品波动率有望继续下降

经济平稳运行，没有强势变化。高频数据看，耐用品消费如汽车零售增速放缓，非耐用品消费如纺织服装和轻工制造显示出需求改善，服务消费中电影和游乐消费偏弱，而旅游消费有边际改善。整体看宏观面变化不大，市场预期也保持平稳，工业品维持偏震荡的态势。

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 24 日	国办：扩大地方专项债券投向领域	“正负清单”双向把控，提高用作项目资本金的比例，将低空经济、算力设备及辅助设备基础设施等纳入项目资本金范围	开展专项债券项目“自审自发”试点，在 10 个省份及雄安新区下放项目审核权限。
	12 月 25 日	中国人民银行连续五个月缩量续作 MLF	连续三个月保持利率不变，大额净回笼 1.15 万亿	央行认为当前市场流动性充裕
数据	12 月 26 日	11 月工业企业利润降幅收窄	11 月单月，规上工业企业利润同比增长-7.3%，增速较 10 月份回升 2.7 个百分点	工业企业利润继续好转
	12 月 27 日	今年美国假日季的零售销售同比增长 3.8%	而 2023 年的增幅为 3.1%	美国消费依然稳健
事件	12 月 26 日	第五次经济普查提升 2023 年 GDP	第五次经济普查带来的第三产业上修约占 2023 年 GDP 的 2.1 个百分点	不会对 2024 年经济增速产生影响

资料来源：中金财富期货研究所

2 11 月工业企业利润分析：下游行业盈利增速逆势回升

2024 年 12 月 27 日，国家统计局发布 11 月全国规模以上工业企业绩效数据。11 月份，规模以上工业企业营业收入累计同比增速为 1.8%（10 月为 1.9%）；规模以上工业企业利润累计同比增速为-4.7%（10 月为-4.3%）。

11 月工业企业利润累计同比增速延续下行，营业收入累计同比增速较上月下降 0.1 个百分点，PPI 累计同比增速与上月持平，工业增加值累计同比增速连续 4 个月保持不变，利润率累计增速下行继续制约累计利润表现。当月维度上，11 月当月 PPI 增速回升 0.4 个百分点，工业增加值增速较上月回升 0.1 个百分点，当月利润率同比降幅收窄 1.8 个百分点，均对当月利润增速形成支撑。考虑到去年同期基数的大幅上升，工业企业盈利的当月改善幅度比数据反映的更为积极。

上游采选业整体利润降幅扩大，细分行业 PPI 降幅普遍收窄，但进入年末淡季后产量增速明显下降。有色金属矿采选与黑色金属矿采选、非金属矿采选、石油和天然气开采利润增速下行，仅煤炭采选业利润增速出现小幅改善。

中游原材料制造利润表现仍然偏弱，整体利润增速与上月基本持平。化学纤维制造和有色金属冶炼加工业仍然是中游原材料行业利润的主要支撑。石油煤炭及燃料加工、非金属矿物制品和黑色金属冶炼加工的利润同比降幅持续收窄，金属制品同比增速略有上升，废弃资源综合利用的同比增速由负转正，而化学原料及制品的利润增速持续回落。

中游装备制造业整体利润增速再度正转负，高技术制造业表现较好。从价格的视角看，当月 PPI 同

比增速与上月基本持平、部分行业稍有改善；量的视角看，多个行业增加值当月同比增速有所回升，但总体水平不及全年中枢，叠加成本上升的拖累，使得累计利润增速仍处于下行通道。分行业来看，铁路船舶航空航天、机械和设备修理业的累计利润增速表现最好，专用设备制造、金属制品、电气机械及器材制造业的利润跌幅明显收窄，而汽车制造、计算机通信和电子设备的利润增速回落幅度较大，对中游装备制造业利润增速形成明显拖累。

下游行业累计利润增速逆势回升，显示促消费政策持续显效。11 月份消费品制造业利润同比增长 22.0%，拉动全部工业利润增长 3.7 个百分点。除了酒饮料茶制造业的特殊情况外，烟草业、纺织服装服饰业、皮毛羽和制鞋、文教工美体育娱乐用品业利润增速均有小幅增长，但同时其他行业利润增速也出现不同程度下降。

当前企业盈利已跨过增速拐点，当月利润增速转入回升通道。但由于当月增速仅录得-7.3%，仍明显低于全年中枢，使得累计利润增速仍较上月进一步下降。

3 “降准”未落地但市场流动性保持充裕

“降准”预期落空和 MLF 净回笼，不改变基础货币投放成本下行。

本月有 1.45 万亿 MLF 到期，而上周央行仅续作 3000 亿，净回笼 1.15 万亿，单月净回笼规模创下 2018 年以来最高规模，同时 25 日缴准日前后“降准”落空，被市场理解为流动性收紧的信号，但是“降准”预期落空和 MLF 净回笼应分开理解：（1）从 MLF 操作看，在 MLF 淡化政策利率色彩之后，MLF 采用市场化的利率招标，目前 2.0% 的 MLF 操作利率高于 1.60% 左右的 1 年期同业存单融资利率，在考虑融资成本后，金融机构“向市场借钱”优于“向央行借钱”，MLF 缩量操作反而是流动性更加充裕的反应，同时也反应出来 MLF 操作利率还有继续下调的空间；

（2）进入 12 月份，银行间市场流动性供给转向均衡宽松，商业银行融出规模也有增量，同时 12 月份央行或仍有买断式逆回购和国债净买入的操作，后两者均是基础货币的有效补充，在流动性均衡宽松的状态下，降准就应选择更加“适时”的时机，明年 1-2 月份市场将重新聚焦“降准”是否落地。

从上周流动性投放来看，尽管“降准”落空并且 MLF 净回笼，但本质上是市场对更低融资渠道的选择，基础货币的投放成本仍然处于下行渠道，更低成本的流动性投放或将逐步转化为更低融资成本的实体经济流动性。

4 宏观策略

经济平稳运行，没有强势变化。高频数据看，耐用品消费如汽车零售增速放缓，非耐用品消费如纺织服装和轻工制造显示出需求改善，服务消费中电影和游乐消费偏弱，而旅游消费有边际改善。整体看宏观面变化不大，市场预期也保持平稳，工业品维持偏震荡的态势。

5 股指期货市场分析

两市震荡分化

上周蓝筹股明显强势，表现强于中小类指数，其中上证 50 周+2.01%，沪深 300 周+1.36%，中证 500 周-0.3%，中证 1000 周-1.6%。

国庆节后迄今，在政策利好支撑、技术面密集成交区换手压力共同作用下，A 股市场已经震荡整理近三个月。往后看，技术面及政策面将进一步支撑 A 股市场震荡偏强。一是成交额下降意味着场内资金换手压力降低，为市场走出新一轮行情提供有利条件。二是 2024 年中央经济工作会议强调“实施更加积极有为的宏观政策”、“实施更加积极的财政政策”、“实施适度宽松的货币政策”，预计 2025 年增量政策仍有进一步出台预期，为经济边际改善及资本市场稳中向好提供支撑。截至 2024 年 12 月 29 日，万得全 A 市盈率（TTM）估值为 18.85 倍，低于近十年的历史 44.84% 时期，万得全 A 市净率估值为 1.60 倍，低于近十年的历史 78.3% 时期。从市盈率来看，A 股市场已初步完成估值修复，预计后续走势主要看政策面及经济面。

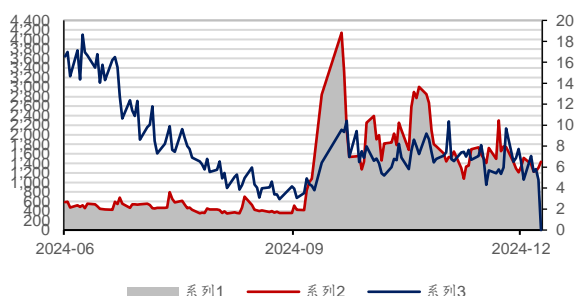
继续重点关注蓝筹机会

配置资金有望持续进场，A 股开门红行情可期。本周市场震荡分化，红利股有所走强。11 月工业企业盈利增速仍在下行，但降幅相较此前两个月有所收窄。我们认为财政发力支撑下，2025 年一季度国内库存有望回补并维持前期高位震荡。下周起配置资金有望持续加速进场，2025 年一季度资金面有望对市场形成较强支撑，A 股整体下行风险可控。

长周期视角下，机构重仓股跑赢市场有两种类型，一种是熊市抗跌，机构重仓股业绩韧性对冲估值收缩；另一种类似于 2019-2020 年，属于景气赛道+外资共振。当前机构重仓股相对万得全 A 的超额收益已到达历史低点，但由于后续基本面大概率流动性宽松+弱复苏组合，景气赛道稀缺，长周期向上的拐点需要等待。中期维度，从基金发行角度看，1-3 个月内的基金增量资金或较为有限，且仓位提升空间不大，但跨年行情机构重仓股跑赢全 A 的概率大，且脉冲效益在春节前后达到顶峰。近期机构重仓股表现较好的个股集中在高股息、TMT 和出海三大方向，似乎回到了年初时的配置思路，其中高股息和 TMT 有较大的后续加仓空间。机构重仓股本质也是一种风格，当前属于星星之火的阶段，中短期可以逐步重视，春节前是有利的窗口，春节后需要看经济预期能否进一步改善，景气赛道能否出现。

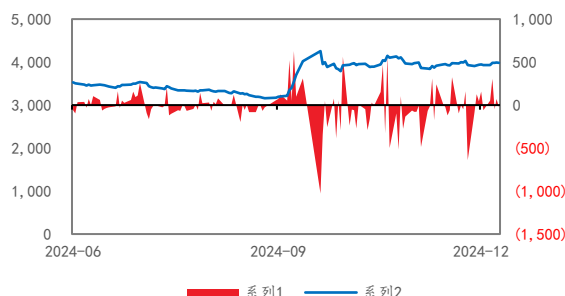
整体看，指数的走势依然取决于市场情绪，考虑到政策对楼市和股市已有定调，因此指数下行的空间较为有限，但是目前处于市场驱动的真真空期，以及春节即将来临，预计指数维持区间震荡的态势不变。短期内重点关注蓝筹板块的估值修复机会。

图表 8：融资融券数据图



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 9：合约持仓和市场表现



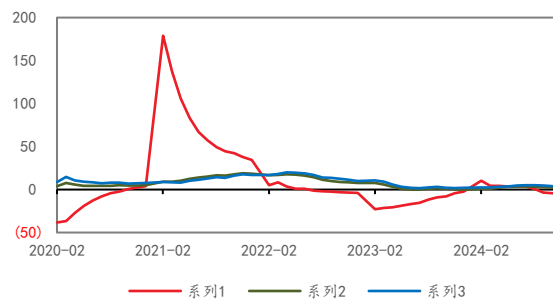
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 10: 恒生 AH 溢价指数



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 11: 工业企业运行情况



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

铜

1 影响因素

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

下游进入年底模式，价格窄幅波动，现货成交清淡。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下游消费主体线缆需求季节性减弱，可能存在一定的工厂库存，后期仍有累库预期，关注炼厂发货节奏。

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

Anoheistm 与江西铜业确定 2025 年铜矿长单 TCRC 分别为 21.25 美元/吨和 2.125 美分/吨铜精矿长单 TC 超预助回落。国内 TC/RC 费用低位震荡,年末炼厂长单谈判费用同比下降超过 70%,矿端不足扰动仍存。反向开票可能分地区逐步实施,1 月废铜回收略受影响,加上冬季回收量减少,原料端紧张加剧。下游进入年底模式,价格窄幅波动,现货成交清淡。供应充足,消费支撑减弱,价格重心震荡略有下移,建议以区间震荡思路对待。

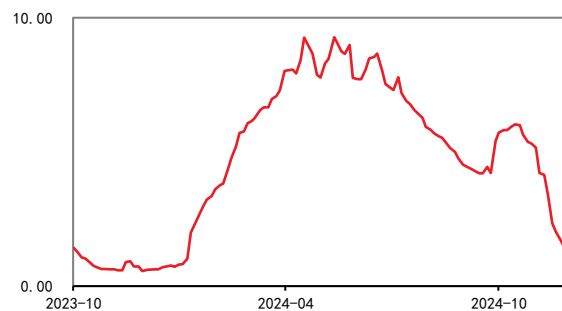
3 铜期货现货数据

图表 12: 长江有色铜价



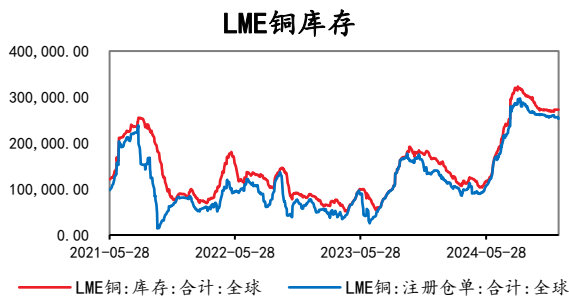
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 13: 上海保税区铜库存



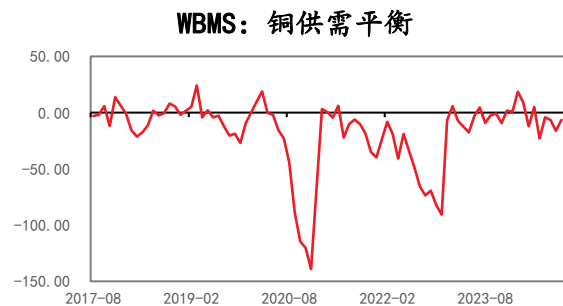
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 14: LME 铜库存



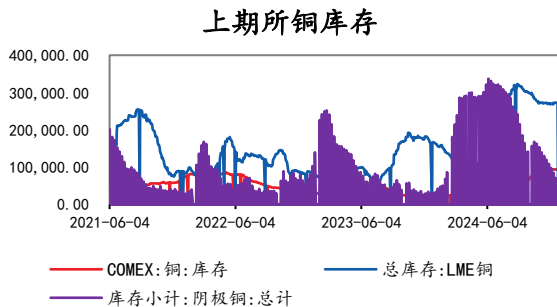
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 15: WBMS 供需平衡



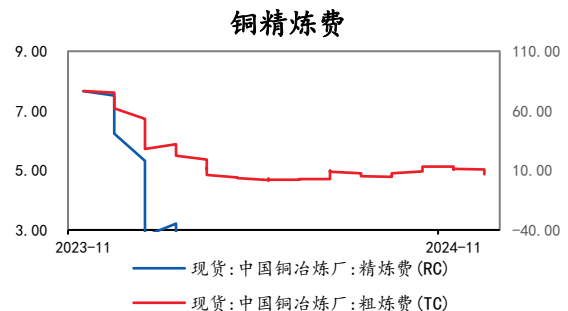
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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。

冶炼产量在矿端紧缺的影响下呈现萎缩状态

在今年 8 月的行业会议上，冶炼厂由于原料短缺和生产利润倒挂的原因，14 家冶炼企业（合计产能达 417 万吨，占全国原生锌冶炼总产能的 70%）计划联合减产，但实际减产效果不佳，阻力主要来自于中大型炼厂。据 SMM 数据，2024 年 1-11 月国内锌锭累计产量为 564.69 万吨，同比减少 6.38%。预计全年国内锌锭产量约 614 万吨，同比减少 7.18%。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。

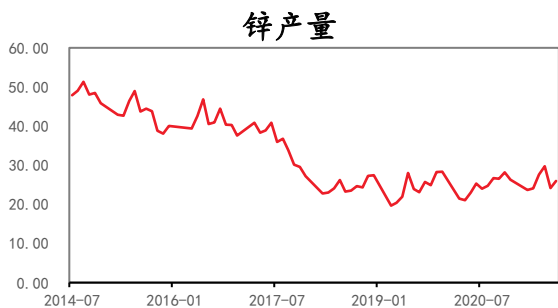
2 总结

国产矿和进口矿的加工费不断下滑，甚至在 7 月底开始出现进口加工费跌至负数，锌冶炼利润出现严重倒挂，冶炼厂陆续出现减产，锌矿供应的短缺的现实在二季度开始向国内冶炼厂减产有效过渡。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



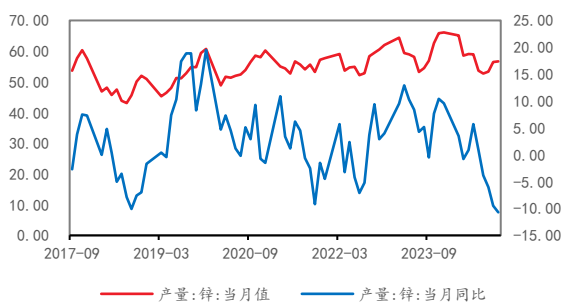
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 19: 锌升贴水



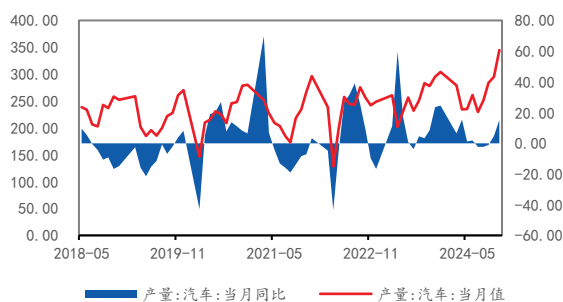
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 政策真空期

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 铁水产量下降 库存去化速度放缓

上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 85.5%，环比下降 0.6 个百分点，同比上升 2.8 个百分点；91 家电炉产能利用率为 51.9%，环比下降 0.1 个百分点，同比下降 9.5 个百分点。五大品种钢材的周产量为 843.5 万吨，环比下降了 0.8%，同比下降了 4.8%。上周长流程产量继续回落，日均铁水产量下降了 1.6 万吨至 227.8 万吨。由于需求淡季，钢厂减产和检修增多，螺纹钢和热卷产量同步下滑。

在库存方面，上周五大品种钢材的周社会库存为 759.1 万吨，环比下降了 1.1%，同比下降了 14.4%。钢厂库存为 350.3 万吨，环比下降了 0.1%，同比下降了 22.4%。钢材总库存环比下降了 0.8%，降幅较上周收窄了 1.0 个百分点。螺纹钢和热卷的社会库存均持续回落，厂库略有累积。

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 852.5 万吨，环比下降了 2.1%，同比下降了 1.6%。其中，螺纹钢的周表观消费为 219.6 万吨，环比下降了 8.0%，同比下降了 0.2%。上周五大品种钢材的需求普遍走弱，螺纹钢的需求降幅明显。建筑钢材的周成交量为 10.9 万吨，环比上周增长了 0.5%。

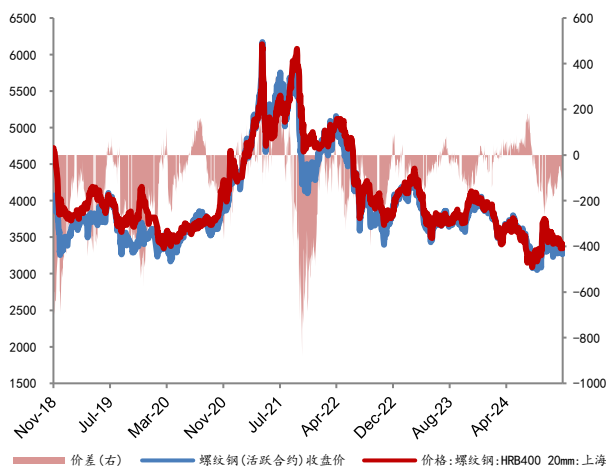
上周钢材现货价格震荡偏弱运行，主流钢材品种的即期毛利与上周基本持平。247 家钢厂的盈利率为 49.7%，环比增长了 1.2 个百分点。

4 小结

政策真空期，市场交易转向基本面。10 月后钢企利润大幅改善，钢厂停产检修积极性不高，叠加当前淡季特征明显，终端需求仍呈下降趋势，冬储需求不见释放迹象，短期钢价偏弱运行概率较大。

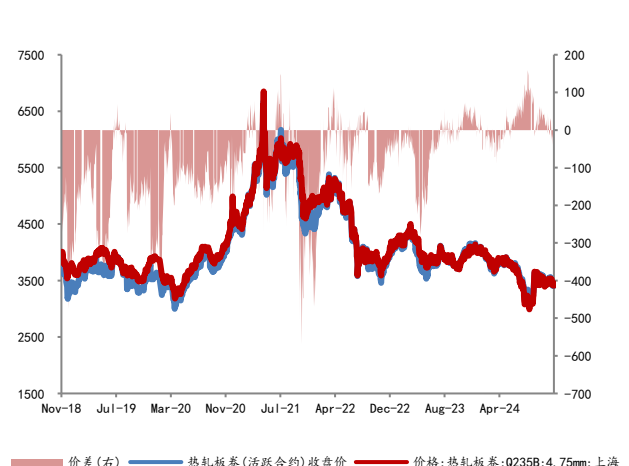
5 钢材期货现货数据

图表 22：螺纹期现价差



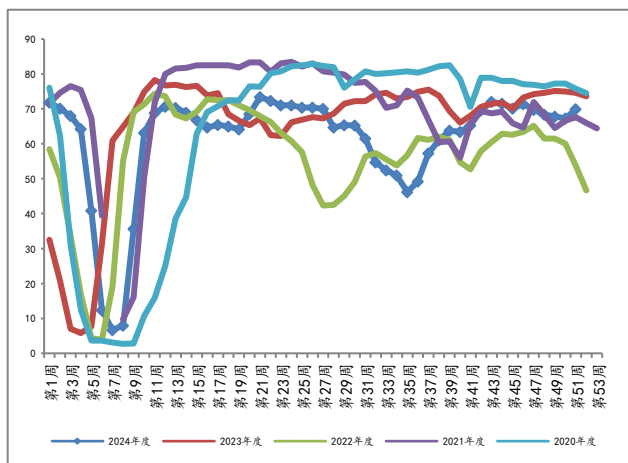
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 23：热卷期现价差



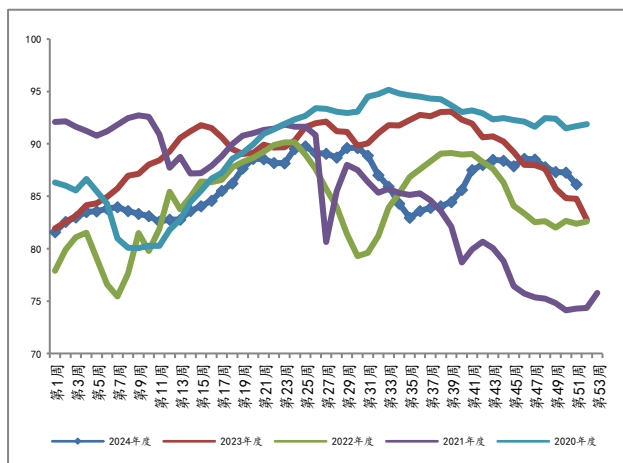
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 24：85 家独立电弧炉钢厂：开工率：中国（周）



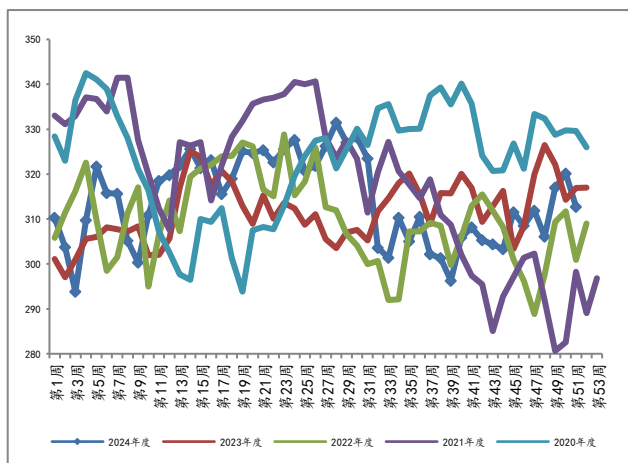
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 25：247 家钢铁企业：高炉产能利用率：中国（周）



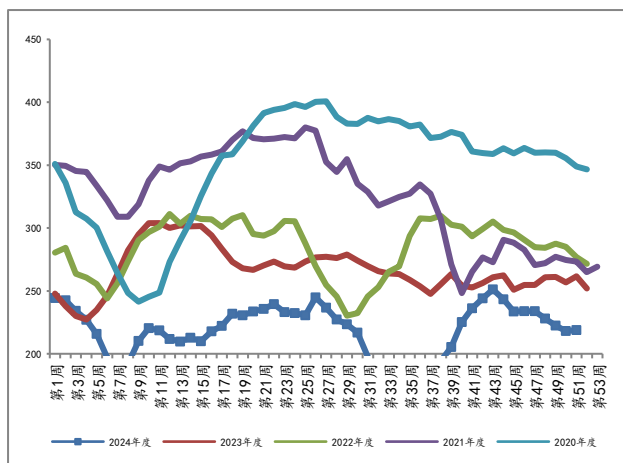
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 26：螺纹钢：建筑钢材钢铁企业：实际产量（周）



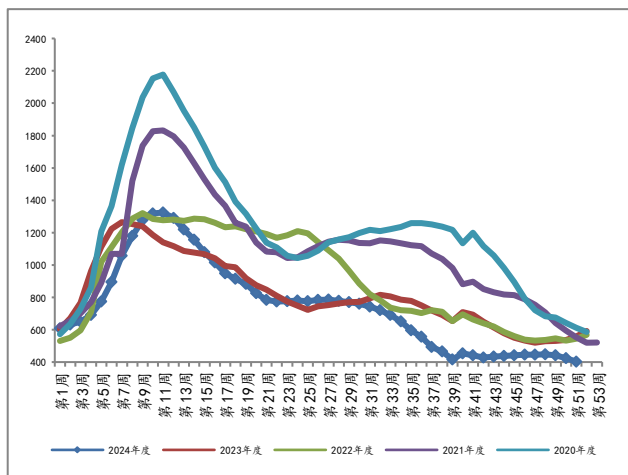
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 27：热轧板卷：钢铁企业：实际产量：（周）



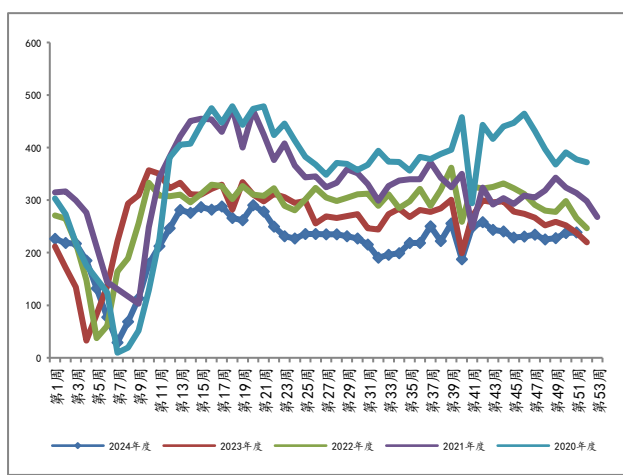
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 28：螺纹钢：总库存：中国（周）



资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 29：螺纹钢：消费量（周）



资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

原油

1 2025 原油前景黯淡

权威能源机构普遍预计，2025 年国际原油整体将倾向于偏空，由于全球原油供应和需求增长失衡，市场或将迎来一轮熊市，但不同的情景假设下，油价面临的下行风险程度各不相同。

最具决定性的因素是，OPEC+ 决定将 220 万桶/日的减产计划推迟到 2025 年一季度，此举抑制了供应的过快增长，但美国等非 OPEC+ 输出仍将造成显著过剩。国际能源署 IEA 预测，如果减产在 4 月开始解除，2025 年过剩敞口可能从 95 万桶/日增加至 140 万桶/日。

包括 IEA 在内的多数主流机构预计，2025 年 Brent 原油均价将在 74 美元/桶左右，反映出供需宽松的基本面形势。但考虑到特朗普贸易保护主义死灰复燃，如果全球经济急剧恶化，国际局势紧张升级，特别是主要经济体出现困难，油价不排除发生极端波动的可能。

2 投行机构唱衰预期

除了三大能源机构外，主流金融投资机构亦普遍不看好明年原油市场表现。

高盛预计，2025 年 Brent 原油均价将保持在 76 美元/桶左右。惠誉评级认为，2025 年油价将从 2024 年 80 美元/桶降至 70 美元/桶。摩根大通预计，2025 年 Brent 原油将降至 73 美元/桶，WTI 原油将降至 64 美元/桶。美国银行预计，2025 年 Brent 和 WTI 原油均价分别仅为 65 和 61 美元/桶。花旗尤为悲观，称油价将在 2025 年中期逐渐下降至 60 美元/桶，并在 2026 年保持这一水平。尽管华尔街投行对 2025 年国际原油价格的预测存在一定分歧，但大致区间围绕 65-75 美元/桶附近。

市场公认的逻辑是，即将出现的供需过剩敞口驱动油价下跌，主要下行风险包括 OPEC+ 增产和特朗普贸易战，主要上行风险仍来自中东地缘局势。整体来看，2025 年原油市场或将呈震荡下行趋势，油价总体预期偏向悲观。

3 供需过剩基准情景

国际能源署 IEA 公布的数据显示，2024 年 11 月，全球原油供应环比增加 13 万桶/日至 1.034 亿桶/日，尽管 OPEC+ 增产计划一拖再拖，但今年原油总产量预计仍将比去年增加 63 万桶/日。到 2025 年，全球原油供应预测将增至 1.048 亿桶/日，其中非 OPEC+ 产量增加约 150 万桶/日，美国页岩油仍为最主要的来源。尽管西方国家正在收紧对俄罗斯原油出口的制裁，且 OPEC+ 仍处于最大减产状态，但原油市场整体宽松格局难以改变。假如 OPEC+ 自明年二季度起逐步解除自愿减产，全球原油供应敞口或将扩大至 140 万桶/日。在基准的过剩场景下，2025 年国际油价将较今年下移约 6-10 美元，一季度面临较大的季节性下行压力。

4 节假日消费难改颓势

圣诞假期欧美燃油需求有所增加，美国商业原油库存持续下降，市场同时预期亚洲需求将逐步改善，短期存在一定利多提振。圣诞节期间，机场客运量增长明显，全美日均旅客安检数

量达到 240 万人次，比 2019 年同期的历史最高纪录高出近 10%。尽管旅客出行需求旺盛，但航空燃油消费量仍未恢复到疫情前水平，难以对原油需求提供更多利好驱动。更深层的原因是，欧美发达经济体原油需求增长较为乏力，未来绝大部分需求增量都将集中在非 OECD 国家，特别是亚洲新兴市场，中国、印度等发展中大国预计贡献近 60% 的原油需求增长，且这一比重仍在持续增加。短期来看，节假日因素对市场节奏有所影响，但原油供需过剩的基本面逻辑未变，重心下移的主要趋势难以扭转。

5 强势美元施压油价

除了自身基本面的过剩预期，降息放缓和美元走强也加剧了油价下行的压力。美联储在最新的货币政策声明中强调，将在 2025 年采取更加谨慎的降息步伐，市场对此解读为未来全球经济复苏可能会受到抑制，进而拖累原油在内的能源需求。受美联储鹰派立场影响，美元指数攀升至近两年来高位，直接利空以美元计价的国际原油价格，迫使非美元地区买家在购买原油时将支付更高成本，从而减少了消费意愿。

随着 2025 年全球原油供需格局转向宽松，市场仍面临较大的不确定性，目前国际油价可能继续在当前区间内震荡整理，但若全球经济增长放缓的预期进一步加深，商品属性和金融属性共同作用下，油价面临进一步下行的风险。

6 下行风险高于上行

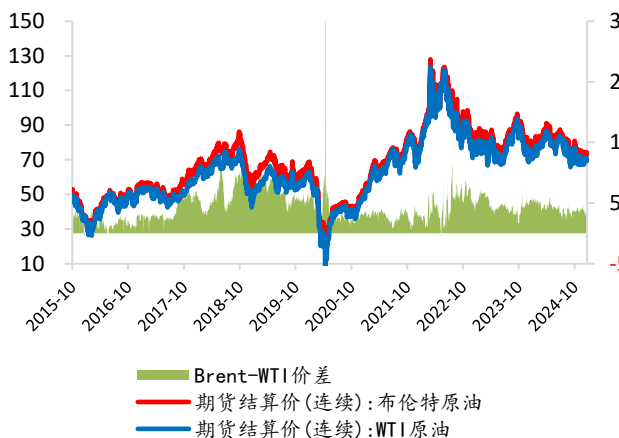
在中东地缘局势降温后，原油供应端预期恢复稳定，华尔街主流投行下调明年油价估值重心。高盛预测，2025 年国际基准 Brent 原油平均价格为 76 美元/桶，油价主要运行区间有可能处于 70-85 美元区间。

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。

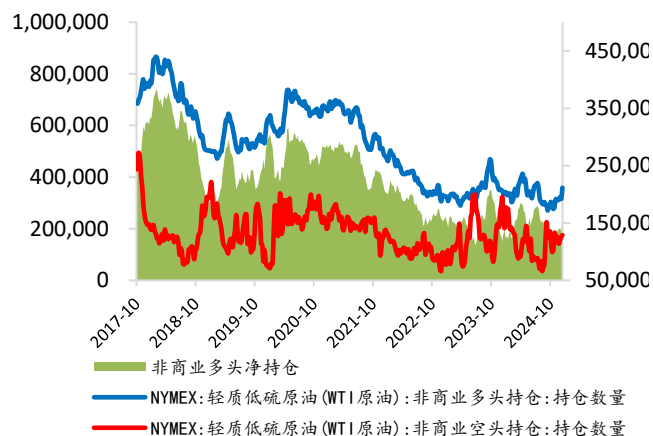
7 原油期现数据

图表 30：国际原油期货价格



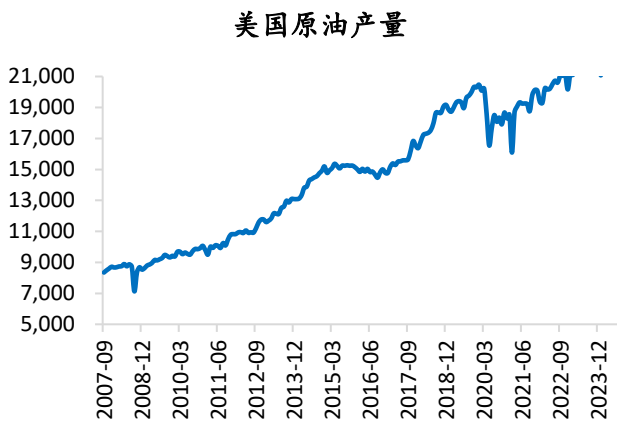
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 31：CFTC 原油期货持仓



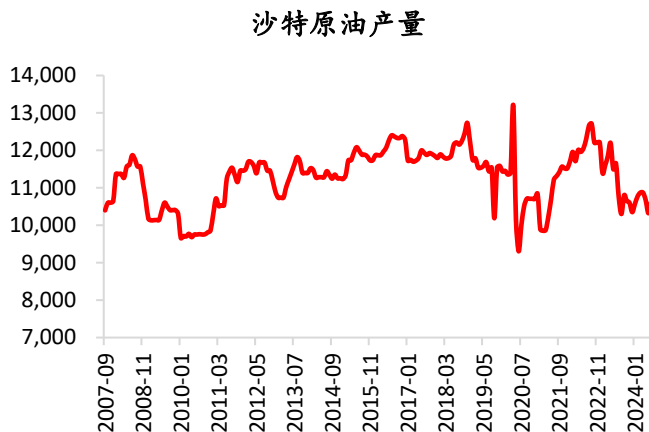
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 32：美国原油产量



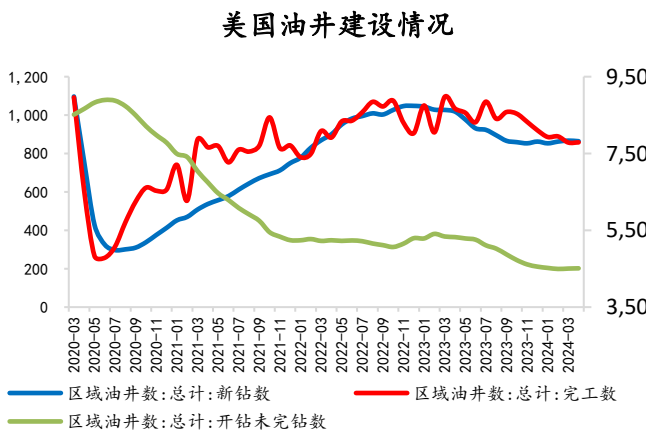
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 33：沙特原油产量



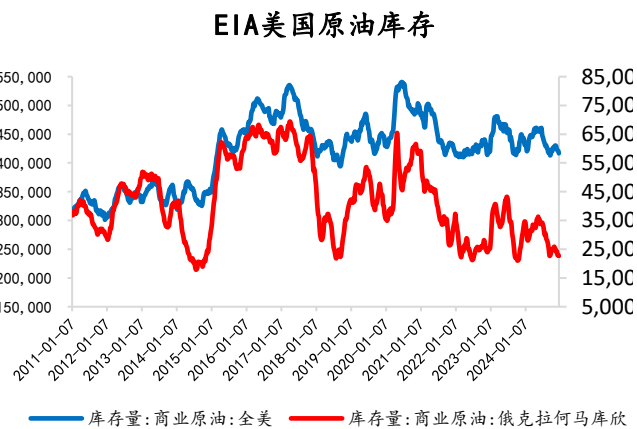
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 34：美国油井建设情况



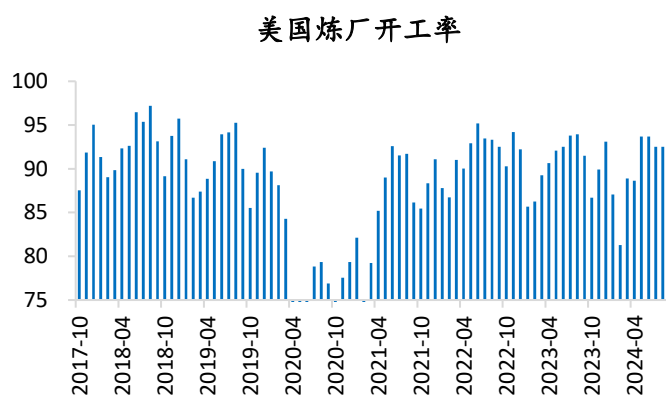
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 35：EIA 原油库存



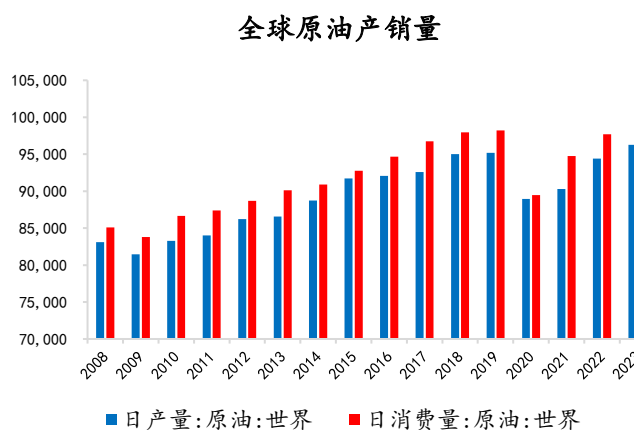
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 供需格局保持平衡

ANRPC 最新发布的月度报告预测，11 月全球天然橡胶产量估计同比减少 1.1%至 141.7 万吨，环比上月增加 3.7%，前 11 个月产量估计增加 2.3%至 1269.1 万吨；11 月全球天然橡胶消费量估计同比增长 2.5%至 127.5 万吨，环比上月下降 1.4%，前 11 个月估计减少 2.8%至 1353.7 万吨。全年来看，2024 年全球天然橡胶产量预计增加 4.5%至 1453.9 万吨；其中，泰国-0.4%、印尼+12.3%、中国+4.1%、印度+6%、越南-2%、马来西亚+0.6%、其他国家+11.6%。2024 年全球天然橡胶消费量预计增加 1.4%至 1538 万吨；其中，中国+3.1%、印度+3%、泰国+1.1%、印尼-18.9%、马来西亚-17.2%、越南+0.5%、斯里兰卡增 41.3%、其他国家+1.5%。

从报告可见，天然橡胶价格冲高回落的主因是，在未来宏观经济不确定的情况下，高价面临需求端负反馈的阻力。

2 泰国处于供应旺季

今年全球天然橡胶主产国基本已进入产能收缩周期，不过季节性最大供应压力仍将出现在 1 月泰国割胶高峰期。据悉，泰国橡胶管理局（RAOT）正式启动 2025 财年“橡胶延缓销售”项目，即橡胶局将从参与项目的胶农和种植园收购橡胶产品，等待橡胶价格合适的时机再出售。该项目可在一定程度上避免橡胶货源集中流入市场，减少橡胶价格波动，帮助生产者规避下行风险。此外，天气作为天然橡胶供应端最大的不确定因素，泰国南部降雨未来依然不稳定，令本轮割胶年度减产预期仍存，需持续关注到停割前这段时期的情况。

3 天气好转全面上量

主产区天气是天然橡胶基本面最为有力的利多驱动因素，原料成本坚挺支撑橡胶期现价格。

12 月上旬泰国南部地区连续强降雨，引发局部出现洪涝灾害，令割胶作业明显受阻。不过目前泰国气象局已经撤销了暴雨预警，12 月中旬以后泰国南部仍有短暂降雨，但强度和持续性明显减弱。回顾往年泰国主产区降雨过多时，胶农和加工厂都会受到影响，可一旦天气开始好转，上游生产环节将快速恢复。从更大的气候周期来看，今年冬天到明年春天拉尼娜现象的强度预期有所减弱，后期发生极端天气的概率降低。

大方向上看，海外橡胶原料将进入季节性增产阶段，接下来重点关注库存情况，特别是反映进口量的青岛港口库存变动。

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。

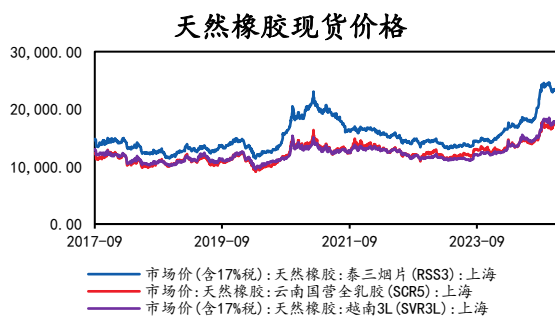
不过目前来看，随着 11 月丁二烯价格加速下跌，多数下游行业利润修复带动开工回升，需求支撑下丁二烯止跌企稳，加上外销厂家多数出货压力不大，使得丁二烯原料成本端再次反弹。丁二烯橡胶方面，供应端恢复正常生产，需求端面临季节性走弱，基本面理应趋于宽松。但由于合成橡胶与替代品天然橡胶价差过于走阔，RU-BR 长时间的高升水令下游采买低成本合成胶意愿提升，据了解当前部分轮胎企业替代比例达 10%，从而支撑合成胶企稳回升，未来天然-合成橡胶价差存在继续收窄的可能。

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。

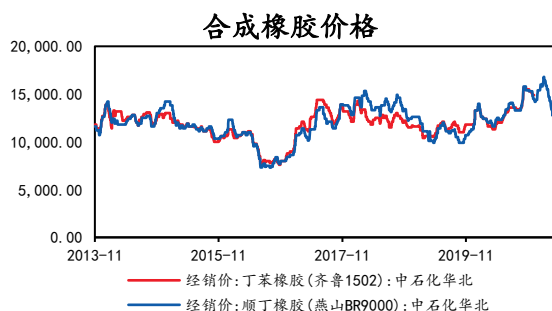
7 橡胶期现数据

图表：天然橡胶现货价格



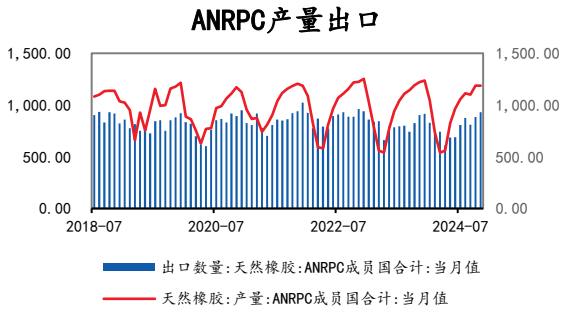
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 38：合成橡胶价格



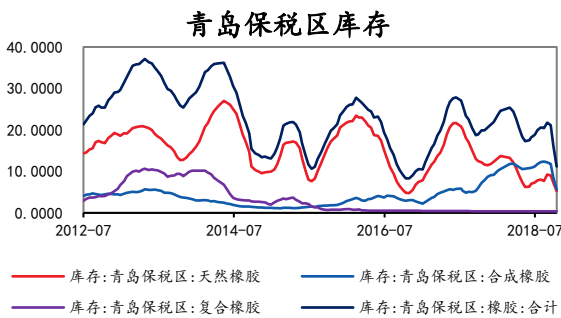
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 39: ANRPC 产量出口



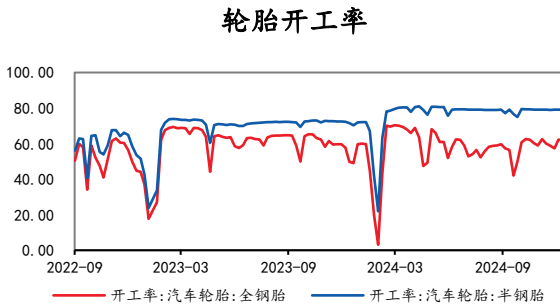
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 41: 青岛保税区库存



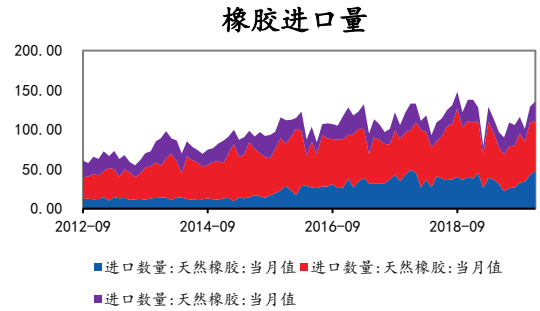
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 43: 轮胎开工率



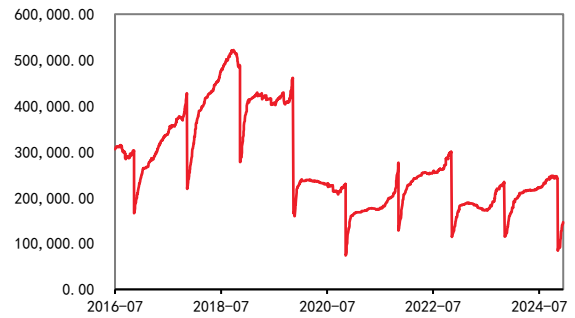
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 40: 橡胶进口量



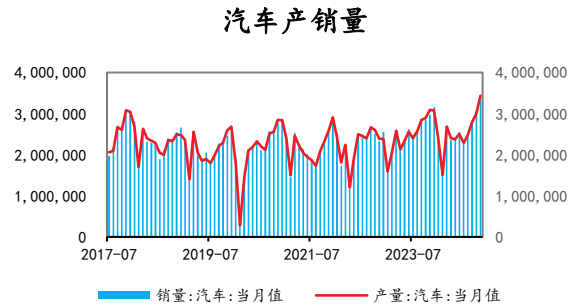
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 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：美豆震荡回升，低库存提振国内粕价反弹

1 外部豆类市场分析

阿根廷大豆播种过七成，南美天气影响力逐渐提升

布宜诺斯艾利斯谷物交易所（BAGE）表示，布宜诺斯艾利斯谷物交易所（BAGE）表示，截至 12 月 18 日当周，阿根廷 2024/2025 年度大豆种植进度为 76.60%，较上周进度增加 11.90%。美国农业部在 12 月供需报告中预计阿根廷大豆产量为 5200 万吨。作为全球最大的豆粕和豆油出口国，阿根廷大豆产区出现的旱情引发市场关注。由于巴西大豆产量规模预计在 1.7 亿吨左右，巴西强劲增产预期可提高阿根廷旱情的“容错空间”。整体来看，随着南美大豆陆续进入生长关键期，市场对南美产区天气变化的敏感性也在提升。

马来西亚棕榈油供需双降，市场陷入横盘模式

马来西亚棕榈油协会（MPOA）发布的数据显示 12 月 1-20 日棕榈油产量预估环比减少 9.94%。南部半岛棕榈油压榨商协会（SPPOMA）发布的数据显示，2024 年 12 月 1-20 日，南马来西亚棕榈油产量环比减少 14.83%。船货检验机构 ITS 和 AmSpec Agri 发布的数据显示，12 月 1-25 日棕榈油产品出口环比下降 1.1%-4.0%，降幅较前 20 日收窄。马来西亚棕榈油局（MPOB）表示，受此前强降雨影响收购和运输，马来西亚 12 月份棕榈油产量将连续第四个月下滑，12 月底棕榈油可能连续第三个月下降。马来西亚棕榈油市场呈现供需双降状态，无法为价格提供明确指引。随着新年临近，市场对印尼如何实施 B40 计划的关注度持续提升。

印尼即将启动 B40 计划，分阶段实施将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，近期印尼政府部门多次强调将如期启动 B40 计划，但也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将减弱。

2 国内豆类市场分析

豆油性价比比较高，节前备货需求增加

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 211.78 万吨，周度下降 1.35 万吨，各品种库存均有不同程度下降。近期油厂开工率有所下降，生产端影响豆油供应量。随着节日需求陆续启动，豆油因性价比比较高而受到消费端青睐。国内终端豆油需求持续向好与美豆止跌反弹，共同推动豆油价格稳步回升，油脂间的价差关系得到部分修正。国内棕榈油库存维持低位，进口利润倒挂导致近月买船不足，产地棕榈油处于季节性减产周期等题材为国内棕榈油带来支撑。整体来看，产地棕榈油市场表现仍是影响国内棕榈油价格走势的关键。菜油基本面维持偏弱状态，库存处于相对高位，市场继续消化加拿大菜籽减产以及中加贸易关系的影响。随着节日需求效应提升，需求端对菜油市场有抗跌支撑。

豆粕库存跌至近五年同期低点，需求回暖提振粕价止跌反弹

受近期需求回暖提振，国内豆粕库存降速加快。中国粮油商务网监测数据显示，截止上周末，国内豆粕库存总量为 61 万吨，周度下降 4.8 万吨，接近五年同期最低水平。进口大豆库存总量为 591.9 万吨，为近五年同期次高水平。巴西大豆升贴水报价止跌企稳，美豆连续回升，成

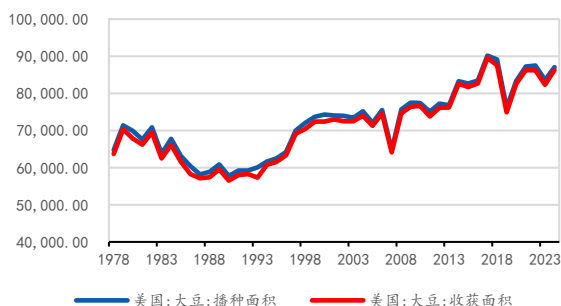
本端对粕价形成正向驱动，市场看空预期下降。南美大豆陆续进入生长关键期，风险买盘增持天气升水意愿提升。国内禽畜养殖进入春节前育肥阶段，需求端对粕价的提升作用趋强。

3 油脂油料市场展望

随着南美大豆陆续完成播种进入生长期，天气因素受关注的程度将持续加强。作为全球最大的豆粕和豆油出口国，阿根廷大豆产区出现的旱情开始引发市场关注，美豆在上周探出四年低点后，获得天气买盘支撑，再度向 1000 美分关口进发。由于巴西大豆增产预期强烈，对阿根廷大豆局部减产有对冲作用，天气题材能否持续发酵仍需进一步观察。国内豆粕市场在 12 月初因巴西升贴水快速下降而出现较美豆超跌行情，近日随着需求端回暖以及美豆上涨配合，进入止跌反弹节奏，对此前弱势行情展开修正，但反弹的高度仍取决于美豆和南美天气的配合程度。国内油脂市场市场走势较为分化，棕榈油涨势受阻后油脂间价差得到部分修正，趋势型走势仍需要外盘指引。豆一期货在农产品整体走强的背景下超跌反弹。中储粮增加收购库点且提高收购价格，有助于改善国产大豆市场弱势预期。关注产区企业收购动态与贸易商入市积极性，豆一期货市场继续上行仍需要现货加以配合。

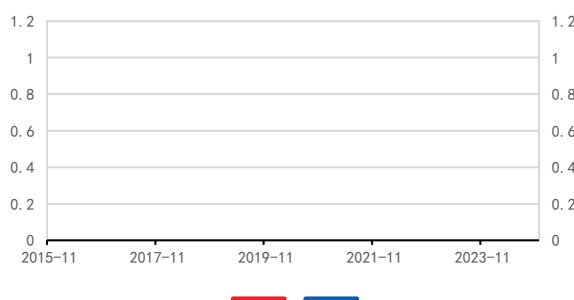
4 油脂油料市场主要数据

图表 45：美国大豆种植收获面积



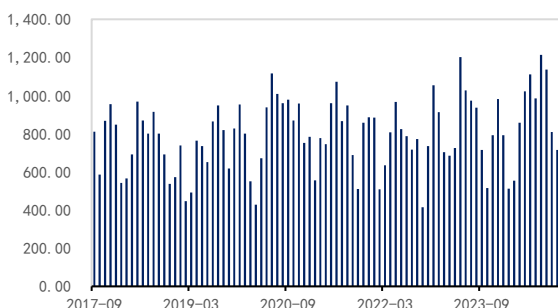
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 46：国内生猪存栏量



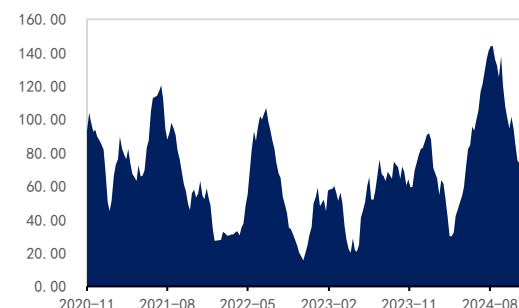
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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.cicccwmf.cn/>

地址：深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦4203—4205单元