

预期交易、高波动机会持续存在

报告要点

2024 年大宗商品策略包含两条主线：（1）海外线，美国通胀调控进入后半程，此时服务业价格趋于走弱，而商品端价格将因海外补库周期逐渐触底回升，具体体现在铜铝等有色价格，或将触底形成多头交易机会；（2）国内线，政策形成黑色和建材多头机会，但政策扩张与国内补库周期的互动决定价格节奏。

摘要：

2024 年大宗商品策略包含两条主线：（1）海外线，美国通胀调控进入后半程，此时服务业价格趋于走弱，而商品端价格将因海外补库周期逐渐触底回升，具体体现在铜铝等有色价格，或将形成多头交易机会。（2）国内线，影响黑色和建材，政策扩张与国内补库周期的互动形成价格节奏，形成多头机会。（3）农产品单独配置。

原油：做多风险较大。在中美关系缓和背景下，短期地缘风险拉涨原油概率下降，此时油价或维持波动状态。我们认为价格中枢到 80-90 美元/桶，但此时将面临美国带来的需求端压力。如果供给端出现问题，或短期脉冲上行至 100 美元/桶。美联储长期通胀预期与 WTI 油价高相关，回落至 2%对应 WTI 油价在 80 美元/桶以下。

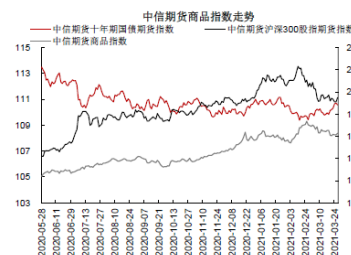
有色：有色与海外库存周期相关，交易补库周期带来的交易机会，风险端在于供给。

贵金属：美国着陆、欧元区复苏、风险溢价持续都对贵金属形成支撑，24 年上半年就可能形成向上行情，24 年下半年震荡，价格银强于金。

黑色：“低库存+低利润”+国内财政扩张预期形成多头交易，如库存周期共振价格持续上涨，否则传统旺季价格将回落。建材端供需变化激烈，仍将给予新机会。

农产品：24 年上半年预计猪价仍然延续低迷走势，春节前猪价反弹。24 年下半年供少需增，生猪价格或开始走强。

风险提示：1. 美联储货币政策变化； 2. 国内经济复苏不及预期



大宗商品策略团队

张文
从业资格号 F3077272
投资咨询号 Z0018864
邮箱: zhangwen@citicsf.com

屈涛
从业资格号 F3048194
投资咨询号 Z0015547
邮箱: qutao@citicsf.com

目录

摘要:	1
一、总览: 海外通胀调控进入后半程, 国内稳增长带来预期交易机会	3
二、国内线: 四、五月前多头交易预期, 现实需等待补库周期共振	4
(一) 黑色系: 低库存、万亿国债抬升赤字率, 多头溢价或持续至四、五月份	4
(二) 三季度拉涨部分原因来自汇率预期交易, 补库周期尚需等待确认	7
(三) 真实需求预期: 地产端仍有不确定性, 基建拉升预期交易	11
(四) 建材端: 需求或有支撑, 关注供给扰动	13
三、海外线: 原油价格有顶部压制, 有色关注需求复苏驱动	16
(一) 原油: 总需求 & 总供给定价, 使 WTI 维持 70-80 美元波动, 地缘风险预计短期平复	16
(二) 有色: 关注滞胀交易结束, 和中美补库周期带来的多头机会	18
(二) 铝: 供给上方空间有限, 需求韧性仍存	22
(三) 贵金属: 金龙献瑞, 火树银花	23
四、农产品: 猪周期较为明朗, 上半年或仍承压	25
(一) 产能: 行业去化节奏分化, 去产能速度或加快	25
(二) 供应: 24 年上半年对应母猪产能仍偏高	27
(三) 需求: 春节过后季节性需求淡季	29
(四) 猪价走势预测: 预计 24 年下半年迎来价格拐点	30
四、地缘端: 预计大宗商品价格高波动将持续	31
免责声明	33

一、总览：海外通胀调控进入后半程，国内稳增长带来预期交易机会

近两年大宗商品价格波动主要由宏观经济主导，包含 2 条主线：（1）海外经济体货币收紧，杀需求抑制通胀；（2）国内托举经济复苏，同时致力经济动能升级，化解金融风险。除两条主线外，我们本次还强调地缘端的新变化。

展望 2024 年，我们认为两条主线变化如下：

1. 国内线，主要影响黑色、建材等国内定价品种。我们认为，今年四季度直到明年 4 月前，黑色系均将有较强支撑，并有宏观多头交易机会。主要原因是，低库存下，在实际需求检验前，宏观都将带来支持溢价。市场通常太过强调预测最终供需结果，但在需求检验期前，商品近似资产定价，预期溢价将支撑黑色系带来多头交易机会，这是金融资产定价与商品供需定价差异带来的交易机会，其中原料端波动性大于成材。但最终需求将是实际需求与预期的验证。我们通过观察补库周期发现，当前市场信心并不稳固，地产端复苏力度仍有不确定性。而建材端我们认为保交楼交付使得需求预期并不悲观，供给端不确定需要单独分析，不排除 24 年纯碱供应放量。

2. 海外线，主要影响原油和有色价格。我们认为海外通胀调控进入下半场，但对原油价格依然形成压制，WTI 中枢价格为 WTI 70-80 美元/桶，除非地缘风险出现才可能突破，但目前看全球多边风险将短期缓和，将使得油价维持波动状态。而有色和贵金属价格却建议以偏多思路对待。主要原因在于，（1）商品金融化后，铜的宏观需求预期影响将大于供需缺口影响；（2）总需求（美欧日）与总供给（中俄沙特）关系边际好转下，滞胀状态趋于缓解，铜油比回升，通胀回落，需求预期反而得到改善；（3）中美需求预期均有向好可能，伴随海外通胀回落，货币转向，美国补库周期或与国内政策拉动共振，而欧元区的基础设施建设预期也会对需求预期形成提振，我们认为铜、铝在短期触底后，均有多头机会。而贵金属因为通胀走弱，货币转向，也将迎来机会，不排除 23 年底就将尝试前高。

3. 农产品自成独立品种，可关注猪周期，24 年上半年价格或仍将压制，或下半年才有机会反弹。

4. 地缘端：我们强调未来宏观与商品的新变量，将使得大宗商品价格高波动持续，我们新增地缘风险指数持续观测。

后面部分我们详细阐述分析过程。第二部分分析国内线，分析预期交易和节奏把握方法；第三部分分析海外线，阐述原油、有色和贵金属的分析过程，我们

关注有色和贵金属的多头交易机会；第四部分分析猪周期，或先抑后扬；最后分析地缘经济的长期影响。

二、国内线：四、五月前多头交易预期，现实需等待补库周期共振

（一）黑色系：低库存、万亿国债抬升赤字率，多头溢价或持续至四、五月份

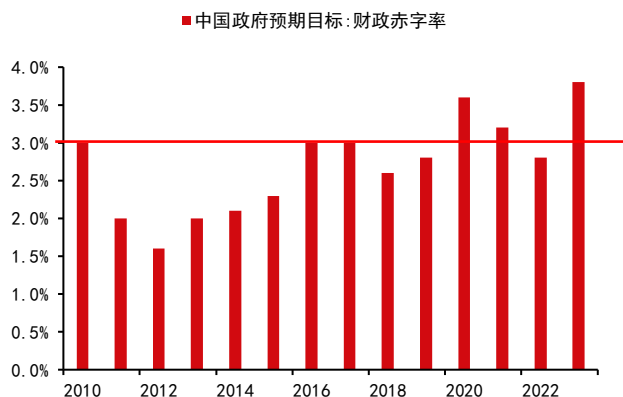
我们认为，今年四季度直到明年 4 月前，黑色系均将有较强支撑，并有宏观多头交易机会。主要原因是，低库存下，在实际需求检验前，宏观都将带来支持溢价。市场通常太过强调预测最终供需结果，但在需求检验期前，商品近似资产定价，预期溢价将支撑黑色系带来多头交易机会，这是金融资产对未来定价与商品即期供需定价的差异。

1. 今年财政赤字率提高到 3.8% 释放了未来中央政府加杠杆的信号，明年表明赤字率或将接近，3 月前不会被证伪，为黑色系持续提供溢价。2023 年 10 月 24 日全国人大批准中央财政增发 2023 年国债 10000 亿元，财政赤字率由 3% 提高到 3.8%。3% 是国际通用的财政赤字率红线。2010-2022 年间，我国仅在 2020 年与 2021 年的疫情时期将财政赤字率提高到 3.0% 以上，其余年份均没有超过红线。因此，今年财政赤字率提高到 3.8% 具有明显的信号意义，未来中央加杠杆的空间已经打开，这对黑色系提供了明确的预期支撑。

2. 参照历史经验，结合当前经济形势，2024 年中央政府继续加杠杆的概率较高。历史上我国年中增发一般国债、提高赤字率仅 3 次，分别是 1998 年 8 月、1999 年 8 月和 2000 年 8 月。与今年 10 月万亿国债增发类似的历史情景是 1998 年 8 月，增发 1000 亿元国债。而当时的经济背景是“国内市场需求不旺，外贸出口增幅下降，居民储蓄倾向增强，银行货币回笼大幅度增加，已经出现了某些通货紧缩的迹象，单纯依靠货币政策支持经济增长越来越受到限制。”这与我国当前情景有部分近似，也支撑了扩张预期，2024 年中央政府很可能继续加杠杆，对黑色系商品提供溢价。

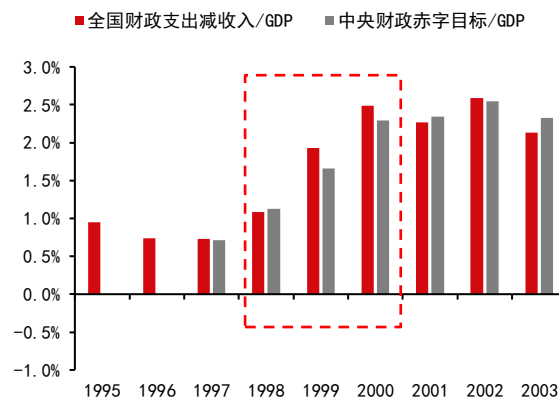
3. 国内黑色系商品低库存，为预期交易提供支撑。观察成材、铁矿、双焦，除热卷外库存都处于近五年相对低位，库销比低。低利润背景下，钢厂选择采取低库存、以销定产的模式来降低风险，这为宏观溢价交易产生带来基础。而需求预期高涨验证前，随着原料价格高企，市场也会为预防最终需求上涨预期落地而形成投资性补库，此时价格趋势将形成，尤其是在冬储即将来临、焦煤供应不顺畅的阶段。

图 1: 2010 年以来中国政府财政赤字率预期目标



资料来源: Wind 中信期货研究所

图 2: 1998 年左右财政赤字率实际值与政府目标



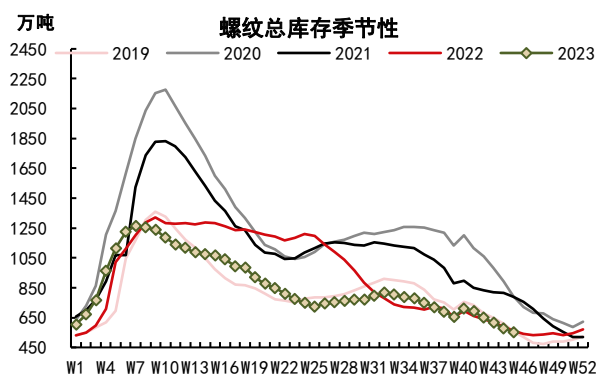
资料来源: Wind 中信期货研究所

表 1: 中央财政增发国债、调增赤字的政策汇总

时间	政策要点	主要内容
2023 年 10 月	增发国债 调增赤字	中央财政增发 2023 年国债 10000 亿元, 其中, 今年拟安排使用 5000 亿元, 结转明年使用 5000 亿元。增发国债资金全部通过转移支付方式安排给地方, 集中力量支持灾后恢复重建和弥补防灾减灾救灾短板。全国财政赤字将由 38800 亿元增加到 48800 亿元, 预计赤字率由 3% 提高到 3.8% 左右。
1998 年 8 月	增发国债 调增赤字	为扩大国内需求, 拉动经济增长, 促进国民经济持续快速健康发展, 财政部增发 1000 亿元长期国债, 作为国家预算内基础设施性建设专项投资, 用于国民经济和社会发展急需的基础设施建设投入。这 1000 亿元国债, 在今明两年纳入国家预算, 打入财政赤字, 今年列入中央预算支出 500 亿元, 中央财政赤字将由年初预算的 460 亿元扩大到 960 亿元。
1999 年 8 月	增发国债 调增赤字	增发 600 亿元国债用于增加固定资产投资。中央财政赤字上调至 1803 亿元。
2000 年 8 月	增发国债 调增赤字	财政部增发 500 亿元长期建设国债用于增加固定资产投资。新增国债基本用于在建的国债项目建设, 促使这批项目早日竣工, 发挥效益。中央财政赤字由 2000 年初预算的 2298 亿元扩大到 2798 亿元。

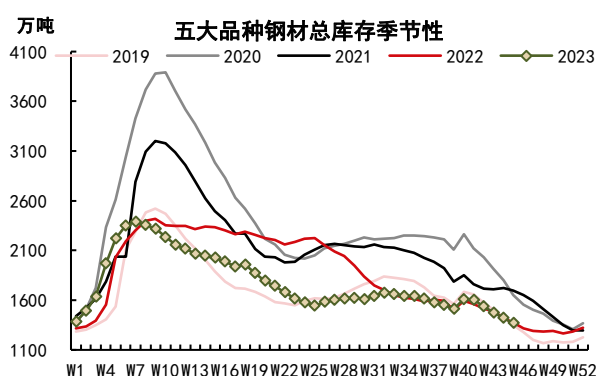
资料来源: 网络 中信期货研究所

图表1：螺纹总库存季节性：近五年低位



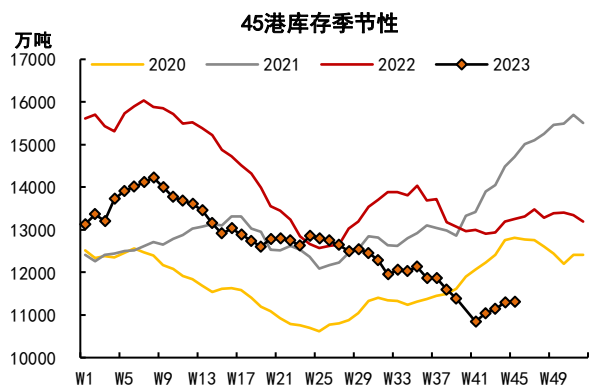
资料来源：Wind、Mysteel、中信期货研究所

图表3：五大品种总库存季节性：近五年低位



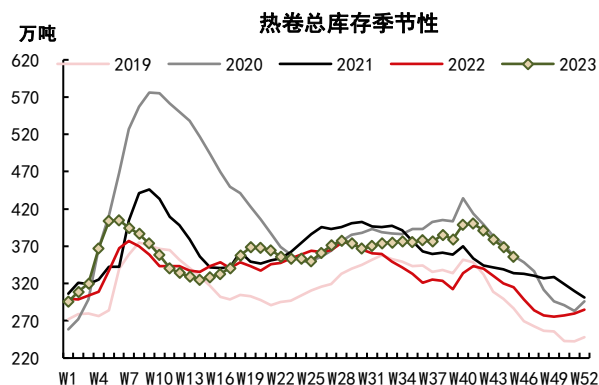
资料来源：Wind、Mysteel、中信期货研究所

图表5：45 港库存季节性



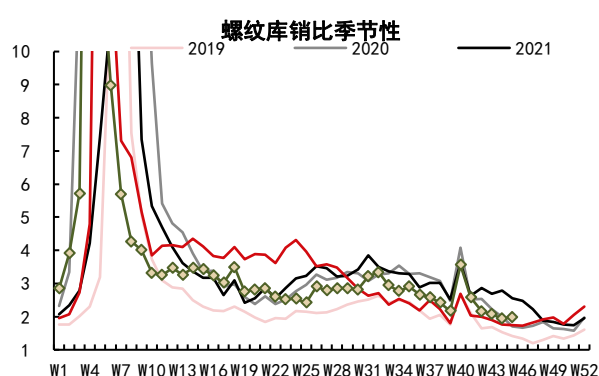
资料来源：Wind、Mysteel、中信期货研究所

图表2：热卷总库存季节性：相对高位



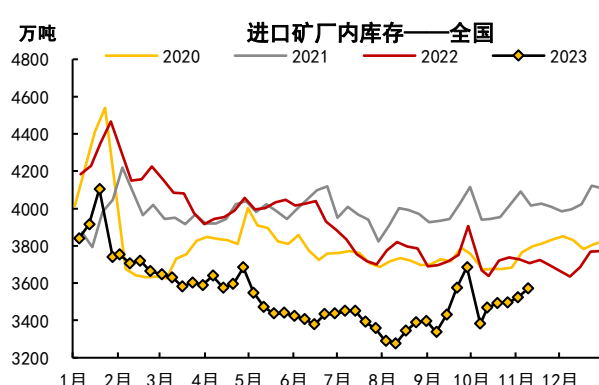
资料来源：Wind、Mysteel、中信期货研究所

图表4：螺纹库销比季节性：近五年低位



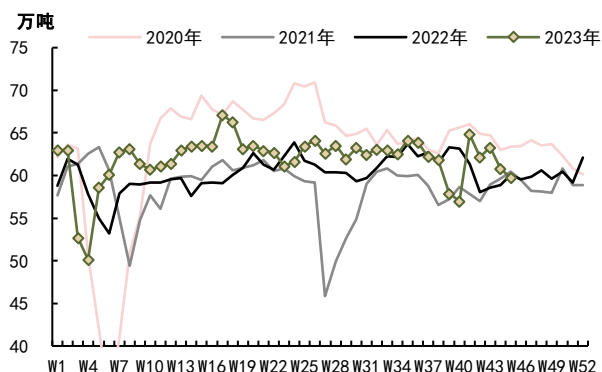
资料来源：Wind、Mysteel、中信期货研究所

图表6：进口矿产内库存



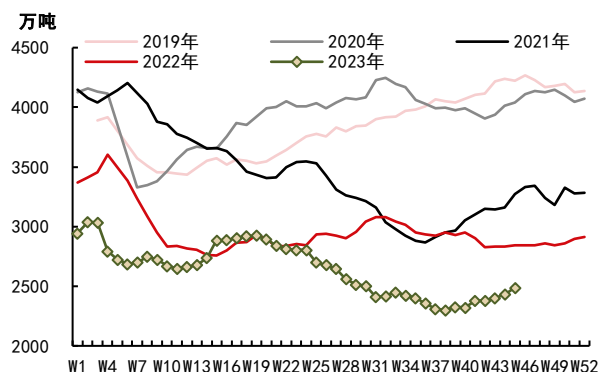
资料来源：Wind、Mysteel、中信期货研究所

图表7：110 家洗煤厂日均产量



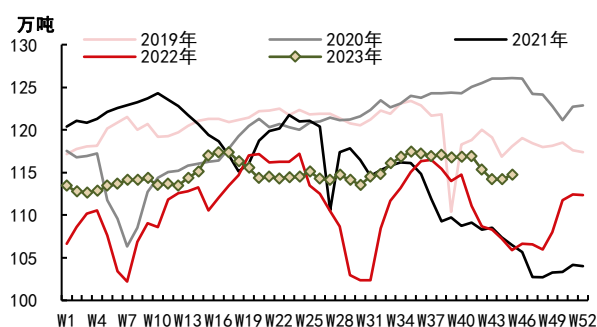
资料来源：Wind、Mysteel、中信期货研究所

图表8：焦煤总库存



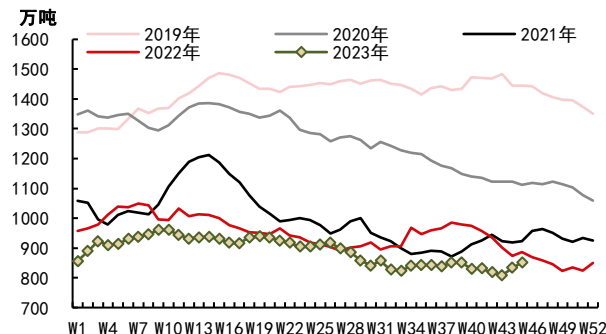
资料来源：Wind、Mysteel、中信期货研究所

图表9：焦炭日均产量



资料来源：Wind、Mysteel、中信期货研究所

图表10：焦炭总库存

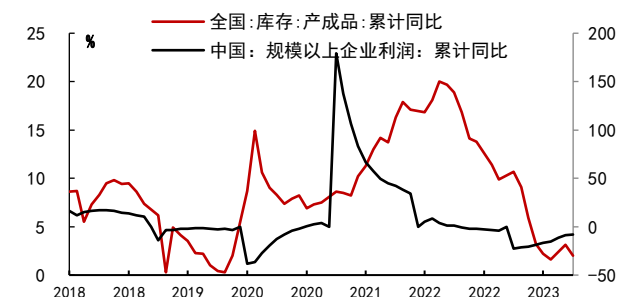


资料来源：Wind、Mysteel、中信期货研究所

（二）三季度拉涨部分原因来自汇率预期交易，补库周期尚需等待确认

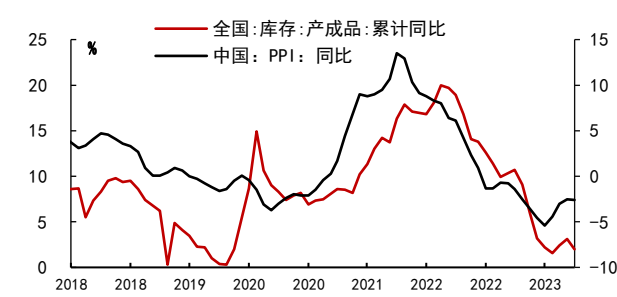
宏观溢价交易，需面临企业情绪和未来现实供需落地的考验，我们用补库周期表示政策端预期和现实状况的互动反应，即主动补库代表政策支持带来企业信心修复。从库存周期的数据看，1-10 月规模以上工业企业利润累计同比增速为-7.8%（1-9 月为-9%），规模以上工业企业利润增速仍然保持正值，录得 2.61%（8 月 17.6%，9 月 12.1%），但从趋势端看速度放缓。从 PPI 增长的角度看，9 月 PPI 而 9 月的名义库存与实际库存均出现拐头向下，显示库存周期仍存反复。这体现经济尽管正在复苏，但企业信心尚未完全恢复，仍需进一步等待观察。我们不能将三季度商品价格上涨和 PPI 反弹完全归结为补库周期已经开始，即实体经济与政策预期已经彻底产生共振。

图表11：产成品库存和工业企业利润：利润修复平缓



资料来源：Wind、Mysteel、中信期货研究所

图表12：产成品库存和 PPI 同比：10 月出现下滑



资料来源：Wind、Mysteel、中信期货研究所

回头看 2023 年三季度，国内大宗商品价格普涨带来 PPI 反弹，我们认为部分原因是需求转暖，但也有部分原因来自汇率预期的变化。

2022 年 8 月后，如图所示，全球主要定价商品内外价差与汇率相关性明显抬升。这主要是由于在去年 8 月后，由于国内和海外货币政策目标的差异，国内汇率政策目标切换，从与美元保持范围内一致转向为锚定其他一揽子货币，美元指数与汇率相关性抬升。

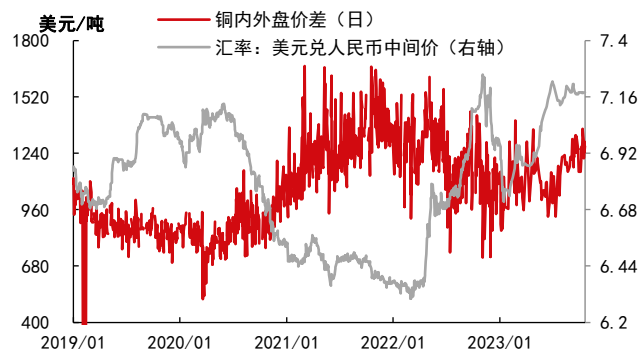
图表13：2022 年 5-7 月：美国加息美元指数抬升，人民币相对稳定，8 月后同向，近期再度保持稳定并升值



资料来源：Wind、中信期货研究所

在三季度，国内经济仍有不确定性，这导致对于汇率风险规避的需求令全球定价商品出现普涨，内外价差拉大，体现汇率风险溢价。我们发现铜、铝、锌、原油、黄金白银、豆粕豆二内外价差均出现扩张。而当 10 月后，人民币出现企稳，尽管当时经济数据进一步出现向好，但反而商品价格是出现下跌。

图 3：铜：内外盘价差



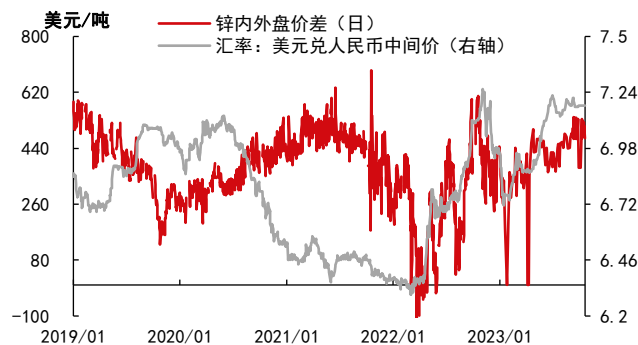
资料来源：Bloomberg 中信期货研究所

图 4：铝：内外盘价差



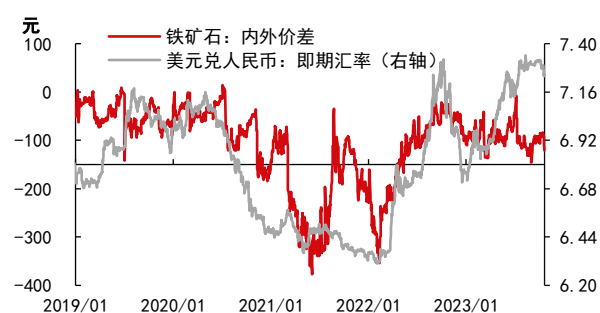
资料来源：Wind iFind 隆众资讯 中信期货研究所

图 5：锌：内外盘价差



资料来源：Bloomberg 中信期货研究所

图 6：铁矿石：内外盘价差



资料来源：Wind iFind 隆众资讯 中信期货研究所

图 7：黄金内外盘价差



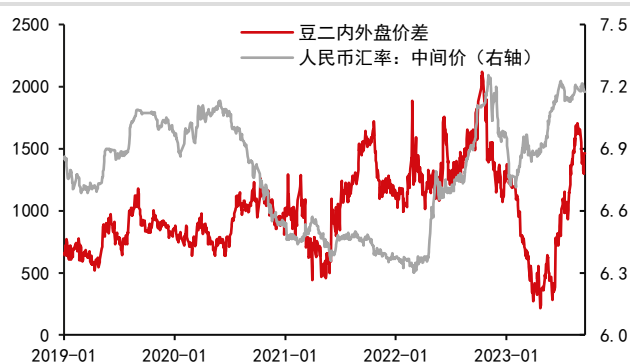
资料来源：Wind iFind SMM 中信期货研究所

图 8：白银内外盘价差



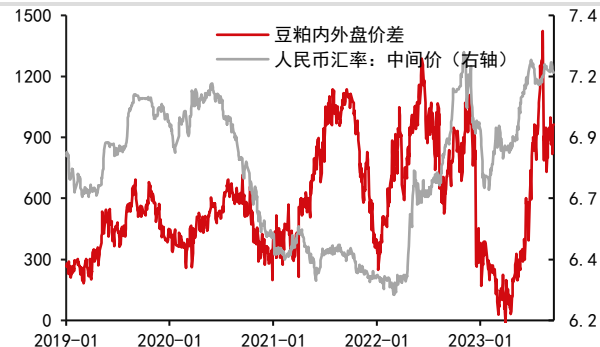
资料来源：Wind iFind SMM 中信期货研究所

图 9：豆二内外盘价差



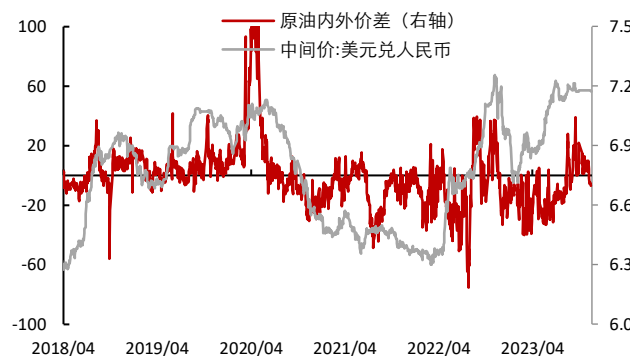
资料来源：Wind iFind SMM 中信期货研究所

图 10：豆粕内外盘价差



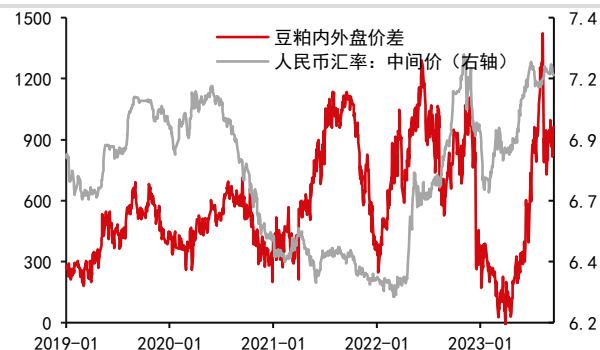
资料来源：Wind iFind SMM 中信期货研究所

图 11：原油内外价差



资料来源：Wind iFind SMM 中信期货研究所

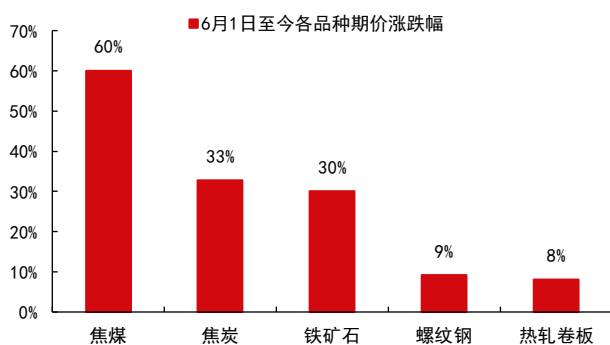
图 12：豆粕内外盘价差



资料来源：Wind iFind SMM 中信期货研究所

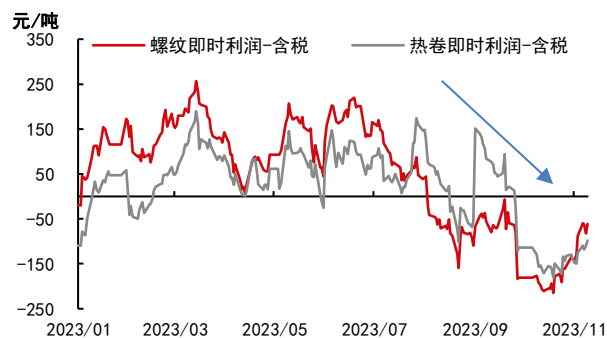
这也可以从下游利润情况反映。以黑色系为代表，目前价格上涨最为明显的仍然是收到海外影响较大的铁矿和焦煤，但是下游实际需求方——钢厂，在万亿国债政策出台前，实际仍处于持续亏损状态，螺矿比仍持续下行，这体现了企业信心仍然需要时间恢复。当政策预期带来宏观交易后，我们仍然需要等待下游补库周期真正到来，才能形成共振，需关注 4 月 5 月的需求成色。

图表14：6 月至今黑色各品种期价涨跌幅（截止至 11.10 日）



资料来源：Wind、中信期货研究所

图表15：钢材即时利润下降（含税）



资料来源：Wind、中信期货研究所

图表16：螺矿比（期货结算价）：螺矿比持续下行，也部分体现需求端复苏仍待观察



资料来源：Wind、中信期货研究所

（三）真实需求预期：地产端仍有不确定性，基建拉升预期交易

据此，我们针对需求端分析，认为基建端托底实际需求，地产预期边际向好，但仍然从投资端对需求产生不确定性。我们认为，需要等待 4 月 5 月消费旺季才能真正验证需求成色，此时黑色多头产生不确定性。

1. 地产：对钢材需求拉动仍然难见起色

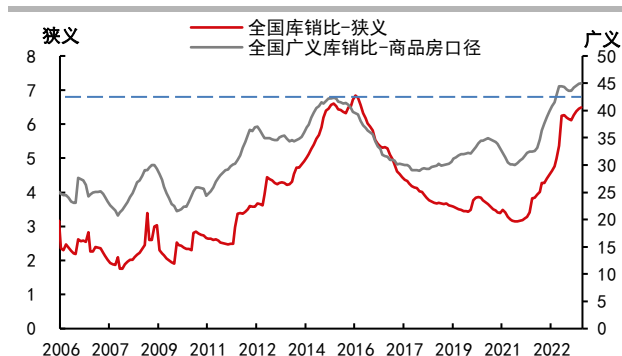
地产今年销售持续低迷，尽管地产政策出现了明显了放松（核心城市放松认房不认贷，降低首付比等），但目前数据仍然不佳。与螺矿需求最相关的新开工部分处于地产链上较弱的一环，因此预计需求也将受阻。

居民不愿购房的核心原因在于房价尚未企稳和收入预期不确定下扩杠杆信心不足。前者在“房住不炒”的大背景下房价逆流而上的可能性不大，后者也需等待整体经济复苏，疫后疤痕效应如失业率与居民收入等长期变量缓和之后才能逐渐修复。

从库销比的数据也可以看到，目前地产的库存压力已经超过 2014 年的水平。我们认为，新开工的实质好转还需要等到销售的实质起色，甚至是库存进入一个去化的状态。地产端对于钢材实际需求的拉动在 2024 年可能仍很难有很大的起色。

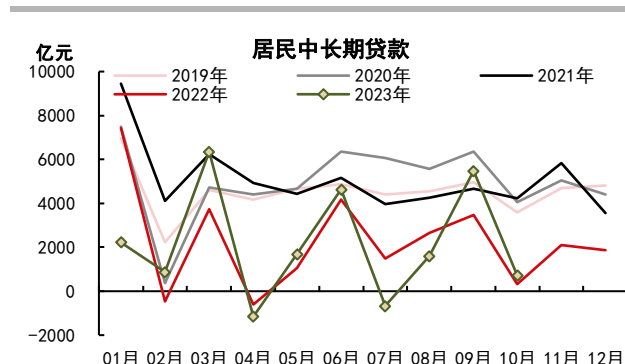
中信期货大宗商品 2024 年年度策略报告

图表17：地产库存仍处高位



资料来源：Wind、中信期货研究所

图表18：居民缩表意愿限制地产销售



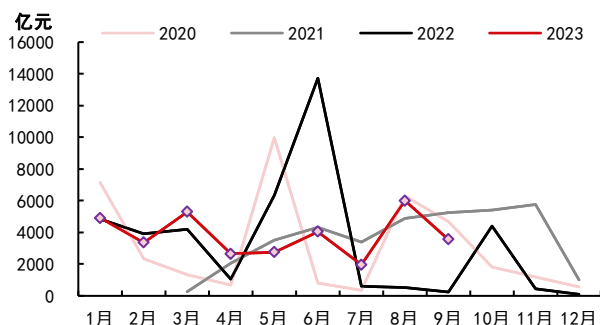
资料来源：Wind、中信期货研究所

2. 基建：最早 24 年 1 月形成实物工作量，观察落地效果

万亿国债所能推动的实物工作量相对可观，或于明年旺季形成规模需求量。从拉动力度看，本次特别国债由政府统筹规划管理，能够用作基建项目资本金，所能撬动的杠杆乘数或高于地方政府专项债，能够拉动的商品需求量因而也相对可观。在使用节奏上，今年拟安排使用 5000 亿元，明年用完剩下的 5000 亿，再叠加债券从开始发行到投入使用存在 1-3 个月时滞，资金或将在今年一月份开始形成实物工作量。

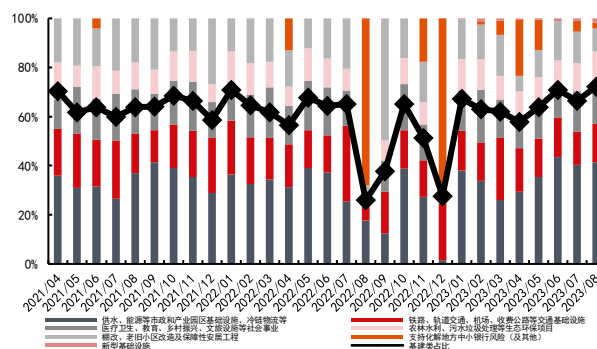
稳增长背景下，集中发行专项债再次成为政策工具之一。今年专项债发行进度整体不及预期，滞后发行的部分或待明年兑现。今年专项债共发行约 3.47 万亿元，监管部门通知地方，要求在专项债 9 月底之前发行完毕，10 月底前使用完毕。但截止到 9 月底，发行进度仅约 91%。而往年设立目标后的完成度均在 96% 以上。再往后看一个月，截止到 10 月底，专项债仍然还剩 1200 亿元左右未发行。结合专项债落地至实物工作量需要约 3 个月，今年专项债对于基建的拖动或弱于预期，但也给明年旺季留有一定空间和余地。从专项债投向来看，23 年下半年专项债主要投向领域仍为市政和产业园区基础设施，占比约 36%。而传统“铁公基”类项目分配资金相对有限，仅占比 15%。从发行质量来看，三季度专项债作资本金中，有约 69% 用作交运，其中有 43% 用于铁路工程，约有 334.75 亿元，运用至交运的专项债资金质量相对较高，能够撬动的资金数量相对可观。

图表19：1-9 月专项债发行约 34547 亿元



资料来源：Wind、财政部、中信期货研究所

图表20：专项债投向分析



资料来源：Wind、财政部、中信期货研究所

（四）建材端：需求或有支撑，关注供给扰动

至于建材方面，考虑到近期纯碱供给扰动，我们独立分析。

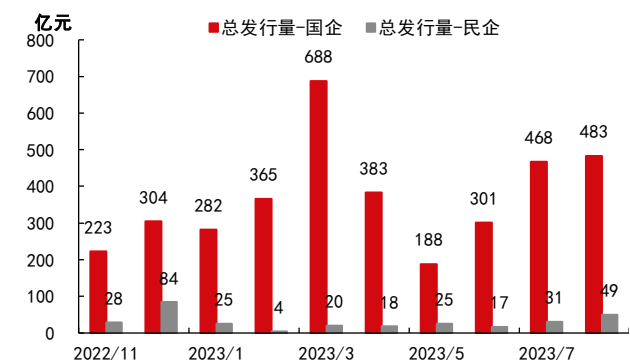
1. 玻璃：成本端和需求端均有不确定性，波动性加大

玻璃需求主要来自地产竣工端，不确定的是保交楼交付的资金到位情况，缺口本身预计仍高。目前市场预期，自 22 年以来低位的新开工数据将拖累明年的竣工量，但我们认为，保交楼交付仍有缺口未完成。我们曾以开工与期房销售来计算竣工缺口，计算出竣工缺口在 7.1-12.3 亿平方米。今年 1-9 月房屋竣工面积 48705 万平方米，增长 19.8%，剩余缺口仍未补完。

随着保竣工的不断推进，剩余缺口的完成难度逐渐加大，存量烂尾项目的货值逐步降低导致资金流入的顺畅度下降，此时亟需政策推进，这是玻璃的核心矛盾。若地产需求侧的放松政策带动短期销售转暖，房企现金流紧张的问题缓解后，竣工端商品需求或依旧能直接受到提振。但从相关央行结构性货币政策工具的使用情况来看，整体进度偏缓。截止到 9 月末，保交楼贷款支持计划使用 56 亿元，其额度为 2000 亿。本季度使用 51 亿元，或表明政策开始加快该工具的使用，但绝对水平依旧偏低。同时房企纾困专项再贷款以及租赁住房贷款支持计划仍没有任何新增。展望明年，融资端方面，若有类似三只箭扩容、重启 PSL 等工具出现，或对竣工端资金有一定拉动。

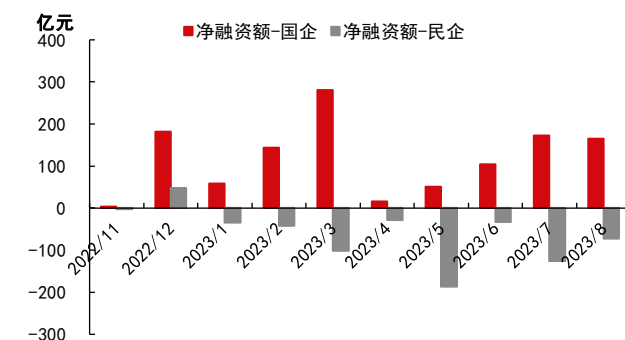
中信期货大宗商品 2024 年年度策略报告

图表21：地产债总发行量（亿元）



资料来源：Wind、中信期货研究所

图表22：地产债净融资额（亿元）



资料来源：Wind、中信期货研究所

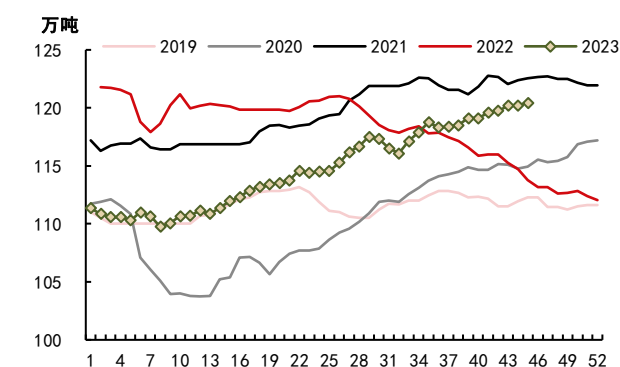
图表23：相关结构性货币政策工具使用情况

工具名称	额度（亿元）	23年9月末余额	23年6月末余额	23年3月末余额	22年12月末余额
保交楼贷款支持计划	2000	56	5	5	0
房企纾困专项再贷款	800	0	0	0	未出台
租赁住房贷款支持计划	1000	0	0	0	未出台

资料来源：中国人民银行、中信期货研究所

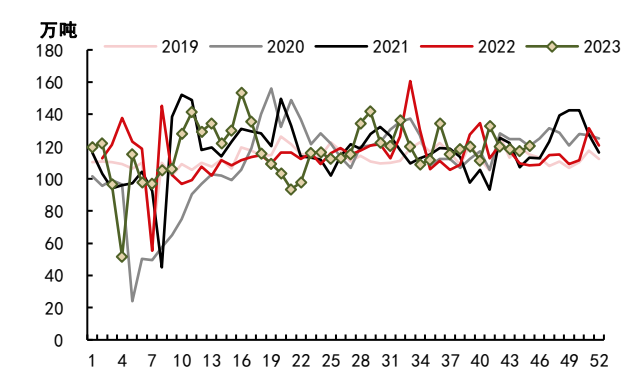
从产业层面来看，玻璃供给端也有不确定。高利润的背景下，玻璃复产驱动依旧存在，产量仍有进一步释放的空间。而成本端看，纯碱供给预计也有上升可能，使得玻璃的利润空间进一步打开。

图表24：玻璃产量相比去年上升



资料来源：Wind、Mysteel、中信期货研究所

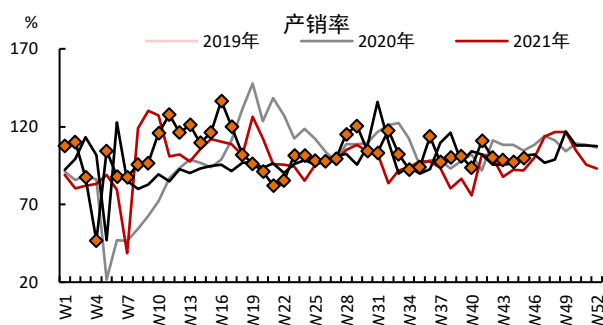
图表25：玻璃表观需求今年偏强



资料来源：Wind、Mysteel、中信期货研究所

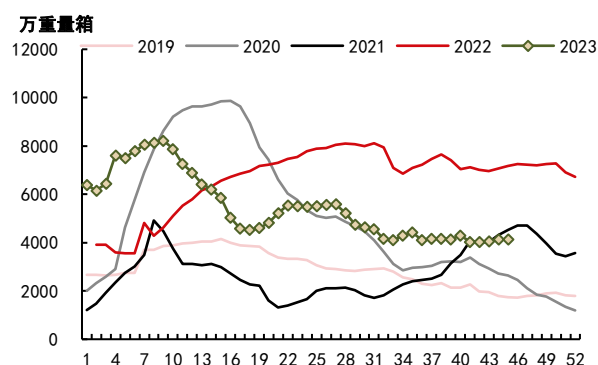
中信期货大宗商品 2024 年年度策略报告

图表26：玻璃产销率



资料来源：Wind、Mysteel、中信期货研究所

图表27：玻璃库存

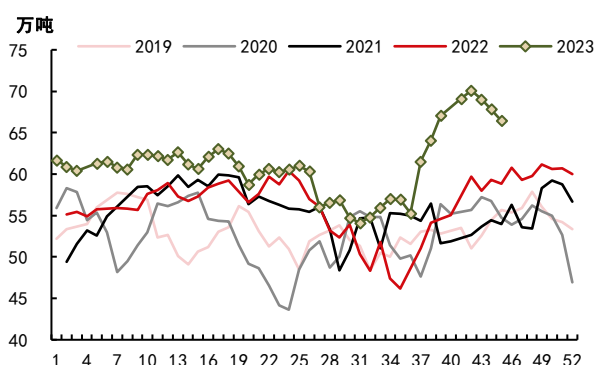


资料来源：Wind、Mysteel、中信期货研究所

2. 纯碱：短期供需偏紧，长期利空因素仍存

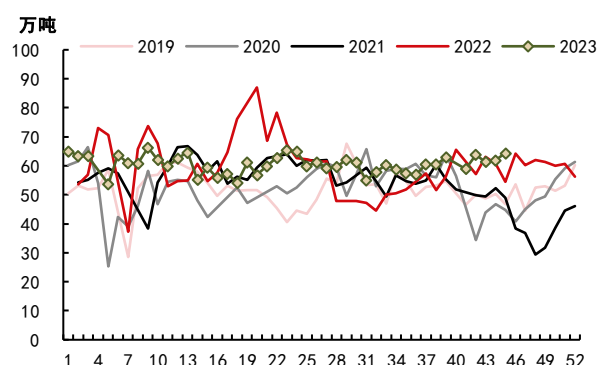
纯碱当前核心变量在于库存，供应端来看，未来或将逐步上升。目前远兴一、二线已全部投产，叠加碱厂检修高峰已过，未来产量或逐渐走高。但正如前文所述，高利润下玻璃产量仍有增量空间，下游生产偏强，库存绝对水平较低的背景下供需仍有缺口，但已有逐渐修复之势。目前基本面供需仍旧过剩，但过剩更多在轻碱端，重碱端在限产下紧平衡甚至由于新产量扰动出现缺口，若后续环保限产延续且金山远兴投产未出，则重碱累库预期可能出现打破。但展望明年，在投产全部落地以及短期扰动消化后，供应端大幅增长，需求增速不及供应，远期供需或将逐步走宽。

图表28：纯碱产量



资料来源：Wind、Mysteel、中信期货研究所

图表29：纯碱表观需求



资料来源：Wind、Mysteel、中信期货研究所

三、海外线：原油价格有顶部压制，有色关注需求复苏驱动

海外线主要影响原油和有色价格。我们认为海外通胀调控进入下半场，但对原油价格依然形成压制，WTI 中枢价格为 WTI 70-80 美元/桶，除非地缘风险出现才可能突破，但目前看全球多边风险将短期缓和。有色价格却建议以偏多思路对待。尽管铜预期供给增加，但我们却不十分看空，反而关注“滞胀”结束后，中美欧经济预期向好下的上涨交易机会。

（一）原油：总需求 & 总供给定价，使 WTI 维持 70-80 美元波动，地缘风险预计短期平复

美国通胀预期实现 2%的前提——WTI 原油价格不超过 80 美元

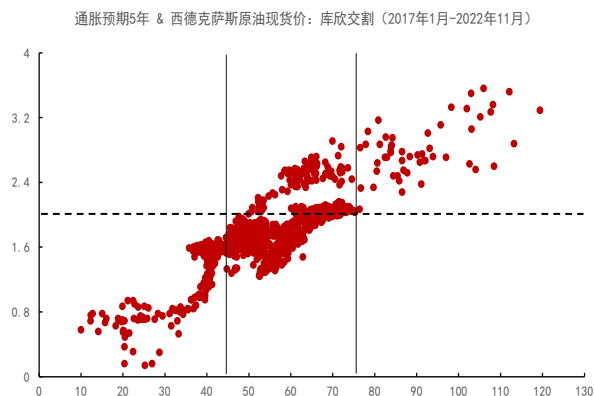
美联储货币政策无法瞬时作用于实体经济，具有滞后性，这使得我们很难直接对总供给——原油和总需求——美联储货币政策关系做出静态分析。但是我们可以通过美联储关注的中间变量——盈亏平衡通胀率找到联系，进而对原油从需求端定价。

2023 年我们持续强调原油价格多头难以实现的逻辑。将 5 年和 10 年通胀预期与 WTI 原油价格（总供给代表）作散点图可以发现，二者具有非常强的正相关性（0.845）。美联储锚定的 2%长期通胀预期，WTI 原油价格将始终在 44-77 美元/桶之间，如果给这个定价增加 10%的波动区间，那么 WTI 原油价格就不应超过 80 美元/桶，这就是宏观的总需求定价。每当原油价格超过 80 美元/桶，通胀预期也常上涨至 2.2%以上，使得美联储收紧预期增强，美国政府也将采取行动。因此，即使出现了 23 年三季度沙特和俄罗斯减产导致的价格上涨，最终货币政策和美国政府对产量的调控也会使原油回到估值区间。

总供给定价则来自于欧佩克的财政盈亏平衡成本，三季度原油价格上涨的主要原因来自沙特和俄罗斯的减产行为。随着中美关系缓和，沙特和俄罗斯对原油供给的限制预计也将减弱，这点从近期俄罗斯海运出口原油数量上升可以说明。2024 年将是总供给（中国、沙特、俄罗斯）与总需求（美国、欧洲、日本）关系缓和的一年。考虑 OPEC 的财政平衡成本在 70-75 美元/桶附近，这时 WTI 原油价格我们判断仍然维持在 70-80 美元/桶的中枢区间范围，除非地缘关系再度转差。美国能源部的公告显示，希望在今年 12 月和明年 1 月购买 600 万桶原油补充战略石油储备，价格的上限为 79 美元/桶，也与我们的分析判断一致。

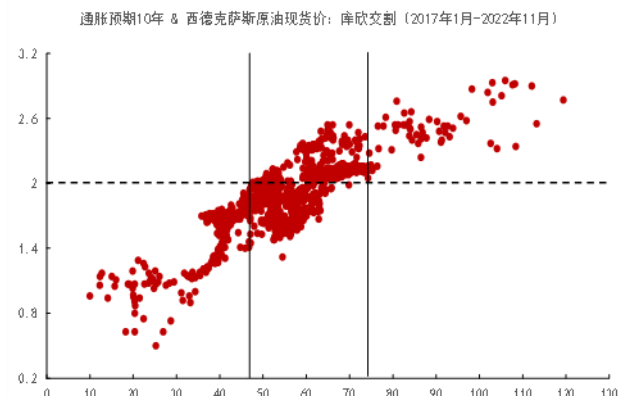
中信期货大宗商品 2024 年年度策略报告

图表30：5 年通胀预期 2%：WTI 油价 47-76.5 美元



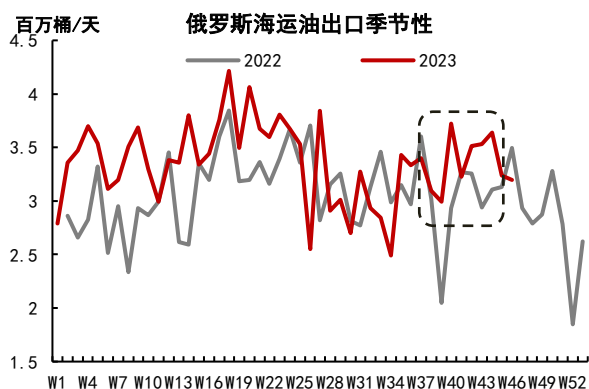
资料来源：Wind、Mysteel、中信期货研究所

图表31：10 年通胀预期 2%：WTI 油价 46.7-75.3 美元



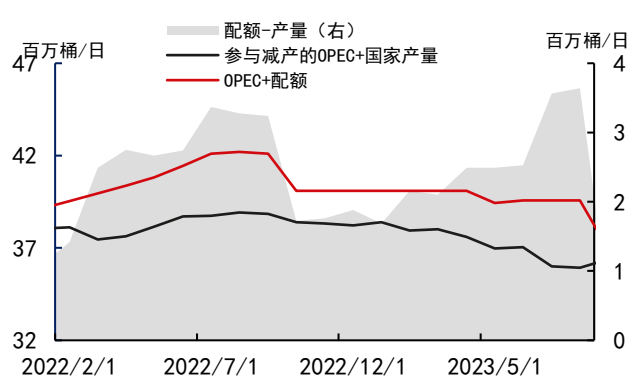
资料来源：Wind、Mysteel、中信期货研究所

图表32：近期俄罗斯海运油进出口重新上升



资料来源：Wind、Mysteel、中信期货研究所

图表33：目前 OPEC+ 整体产量处于配额以内，产能足够



资料来源：Wind、Mysteel、中信期货研究所

从原油需求看，主要机构上调 2024 年国内经济增速以及原油需求预期，但问题或不大。EIA 预测显示，2024 年全球原油产量和需求将同步增加，预计供需两边转宽。根据 EIA 的预测，2024 年全球原油日均需求将达到 1.024 亿桶，较 2023 年增加 139.7 万桶/天，这也侧面显示 2024 年全球经济需求或比想象中具备韧性。

中信期货大宗商品 2024 年年度策略报告

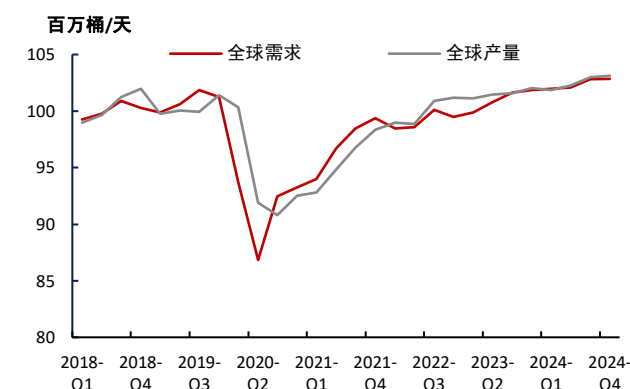
图表34：OPEC 上调 2024 年原油需求预期

单位：百万桶/天

全球原油需求	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	2023	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	2024	变动
美洲	24.52	25.21	25.35	24.94	25.01	24.70	25.38	25.55	25.10	25.19	0.18
——美国	19.92	20.50	20.47	20.05	20.24	20.06	20.64	20.62	20.19	20.38	0.14
欧洲	13.11	13.54	13.79	13.37	13.45	13.16	13.60	13.86	13.41	13.51	0.06
亚太	7.81	6.96	7.10	7.65	7.38	7.84	6.98	7.13	7.65	7.40	0.02
OECD 合计	45.43	45.71	46.23	45.96	45.84	45.70	45.96	46.54	46.16	46.09	0.26
中国	15.73	16.06	16.27	16.29	16.09	16.30	16.52	16.89	16.96	16.67	0.58
印度	5.40	5.40	5.17	5.50	5.37	5.63	5.64	5.40	5.69	5.59	0.22
其他亚洲国家	9.34	9.48	9.03	9.18	9.26	9.60	9.73	9.39	9.54	9.57	0.31
拉丁美洲	6.60	6.70	6.73	6.68	6.68	6.79	6.88	6.95	6.84	6.87	0.19
中东	8.63	8.32	8.86	8.73	8.64	8.91	8.76	9.41	8.98	9.02	0.38
非洲	4.59	4.24	4.30	4.88	4.50	4.70	4.42	4.48	5.01	4.65	0.15
俄罗斯	3.83	3.59	3.74	4.01	3.79	3.89	3.70	3.89	4.08	3.89	0.10
其他欧亚大陆											
国	1.24	1.21	1.02	1.23	1.17	1.27	1.24	1.08	1.28	1.22	0.04
欧洲国家	0.79	0.77	0.75	0.83	0.79	0.81	0.78	0.77	0.84	0.80	0.01
非 OECD 合计	56.15	55.76	55.88	57.32	56.28	57.90	57.68	58.25	59.22	58.27	1.99
全球需求	101.58	101.47	102.11	103.28	102.11	103.60	103.64	104.79	105.38	104.36	2.25

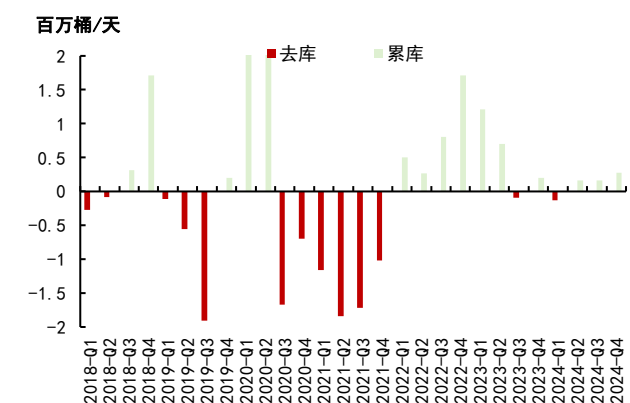
资料来源：Wind、中信期货研究所

图表35：EIA 预测 24 年全球产量和增速均将上行



资料来源：Wind、Mysteel、中信期货研究所

图表36：EIA 预测 24 年全球原油库存端矛盾不大



资料来源：Wind、Mysteel、中信期货研究所

（二）有色：关注滞胀交易结束，和中美补库周期带来的多头机会

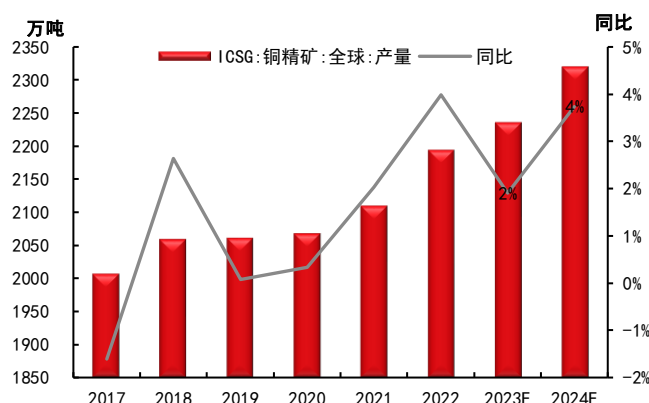
1. 铜：不看空，关注需求预期转向带来的多头机会

供给端看，铜供给 2024 年预计增加。矿端，根据 ICSG，全球铜矿产量预计同比增加 3.7%（2023 年增长 1.9%）。新建及扩建矿山将继续贡献铜矿增量。2022–2024 年期间新建及扩建的主要铜矿项目包括：刚果民主共和国的 Kamo a Kakula 和 Tenke 铜矿、秘鲁的 Quellaveco 和 Torromoch o 铜矿、智利的 Quebrada Blanca

QB2 铜矿以及俄罗斯的 Malmyzhskoye 和 Udokan 铜矿。

包括智利、中国、印尼、巴拿马及美国在内的受运营开工限制的国家预计将在 2024 年提高生产率。冶炼端，2023-2024 年全球精铜产量的增长主要是由于中国电解产能的不断扩张。并且，据 ICSG，2024 年印尼、印度和美国也将新增冶炼产能，因此，预计 2023-2024 年全球电解铜产量增速分别为 3.8% 和 4.6%。

图表37：2024 年全球铜矿产量预计增加 3.7%



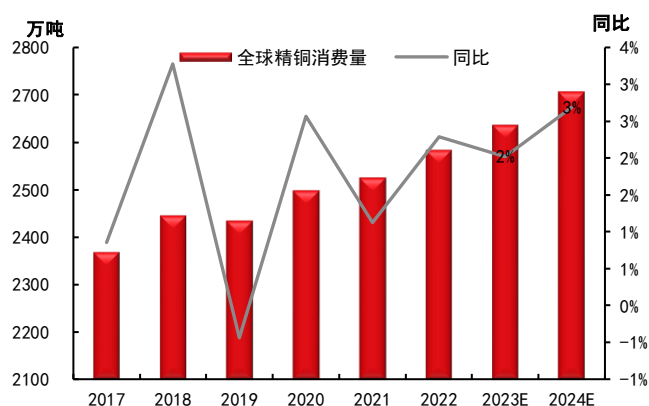
资料来源：ICSG SMM 中信期货研究所

2024 年全球精铜产量预计增加 4.6%



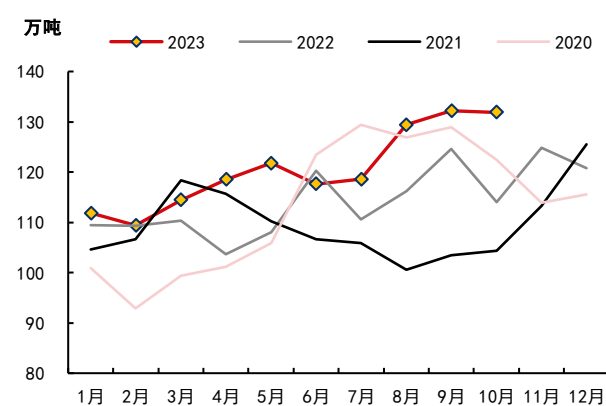
资料来源：ICSG SMM 中信期货研究所

2024 年全球精铜消费量预计增加 2.7%



资料来源：ICSG SMM 中信期货研究所

2020-2023 年国内精铜表观需求变化

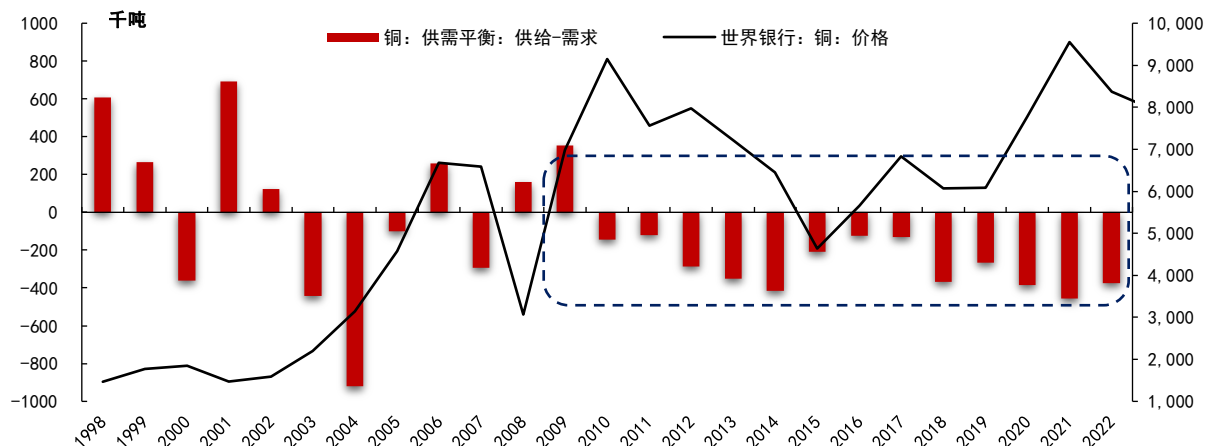


资料来源：SMM 中信期货研究所

2024 年在全球冶炼产能继续增长的背景下，ICSG 预计全球精铜供给预计将会过剩，于 10 月上调了 2024 年精铜的供给过剩量至 46.7 万吨。但我们不认为铜价将明显承压。

主要原因是，我们发现 2008 年之后，铜价与最终的供需缺口相关性下降，价格走势更多受到需求预期，也就是宏观预期的影响。如下图所示，2012-2014 年，铜供需平衡趋于紧张，但由于美联储开始货币收紧，同时国内选择对过剩行业去产能，所以价格仍然下跌；而 16 年-17 年供给紧张趋缓，但在国内棚改带动地产和家电需求的预期下，铜期货价格依然大涨，这显示的需求预期的作用强于实际的生产是否过剩的作用，我们需要重点关注需求预期。

图表38：全球铜供需平衡和铜年度涨跌幅：供需缺口与铜价关系减弱



资料来源：Wind、中信期货研究所

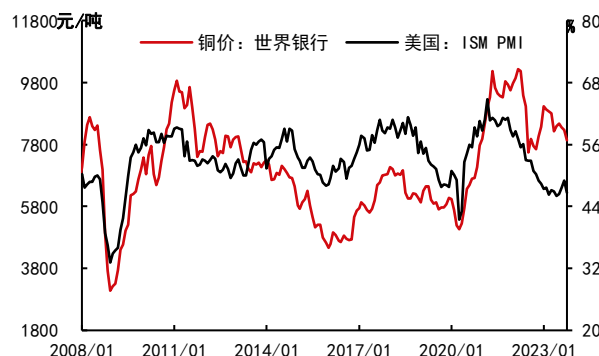
回归到铜的需求预期，首先，铜的滞胀交易正趋于终止。可以发现，三季度铜价大跌主要来自于美国供给端（劳动力市场、原油）带来的滞胀交易。如图所示，表征需求与供给之比的铜油比在三季度大幅下跌，而隐含加息预期的抗通胀债券利率与通胀预期之比却在上涨，体现了滞胀的交易逻辑。如原油分析部分所示，我们预期地缘端影响趋于缓解，中美关系和欧佩克及俄罗斯限产趋于缓解，那么铜价将因此获得支撑。

图表39：铜油比体现美国滞胀交易情况，预计缓解



资料来源：Wind、Mysteel、中信期货研究所

图表40：铜价与美国 PMI 呈现正相关

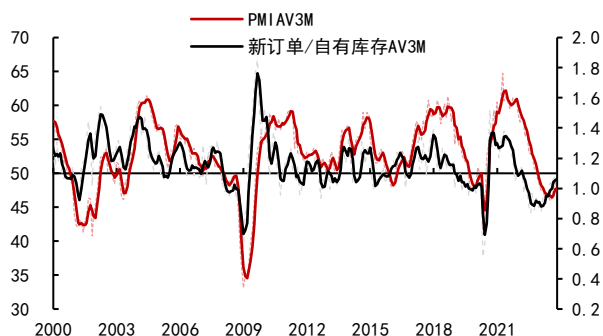


资料来源：Wind、Mysteel、中信期货研究所

再看中美欧的需求预期，也验证铜价即将迎来拐点。先说美国，可以发现美国 PMI 与铜价具备高相关性。但 2022 年的特殊性在于，在低库存的背景下，22 年 8 月到 23 年 8 月，尽管美国制造业 PMI 持续下行，国内经济也经历一轮波折，但价格却始终实现企稳，这应于铜矿开采难度上升，以及未来对于新能源的需求预期有关。根据 WBMS 的数据，2023 年 8 月，全球精炼铜产量 230.4 万吨，消费量 239.5 万吨，供应短缺 9.1 万吨。此外，1990-2019 年期间发现的 224 个铜矿床中，仅有 16 个是过去十年间发现的，而全球主要矿企及金属贸易商也曾表示，矿端短缺或最早于 2025 年出现，这使得铜价获得了支撑。

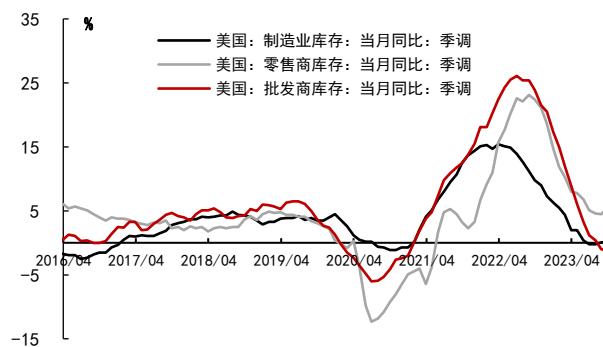
而从美国的库存周期看，我们预计美国库存将于 24 年一季度实现触底。伴随市场预期 24 年 6 月实现降息，中美关系出现向好，那么补库周期共振或也将对铜需求实现预期支撑。

图表41：新订单/自有库存，领先库存周期 7 个月



资料来源：Wind、Mysteel、中信期货研究所

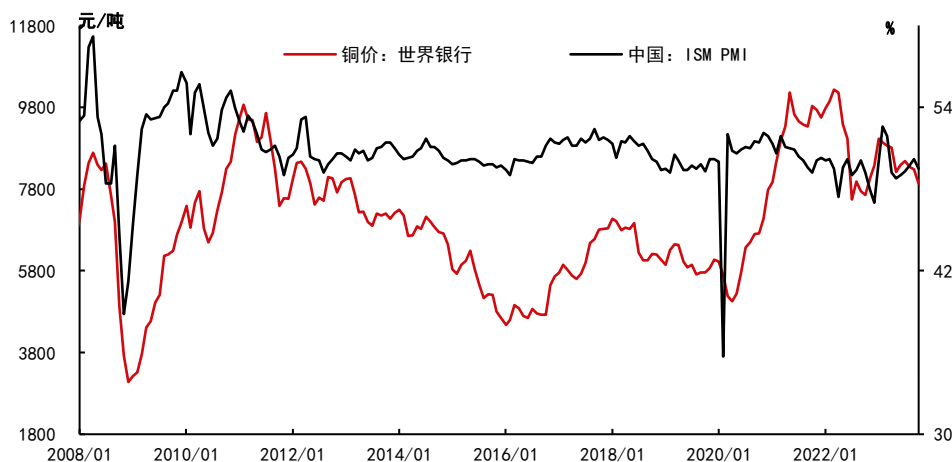
图表42：美国三大库存开始出现磨底征兆



资料来源：Wind、Mysteel、中信期货研究所

从国内视角看，万亿国债的规模支持，以及 24 年预计 3%以上的赤字率，也将使得国内基建端预期可期。相关分析已在黑色系部分说明，在此不表。考虑 2035 年远景目标之一是人均国内生产总值达到中等发达国家水平。2021-2035 年我国目标经济总量或人均收入翻一番。这意味着从 2020 年往后，GDP 年平均增长需到达 4.73%，这意味着 24 年经济增长的目标或将维持在 5%，这意味着 24 年国内需求不会差。美国供给端改善、国内需求向好或令铜价并不悲观。

图表43：铜价与国内 PMI 走势同样相关性较强

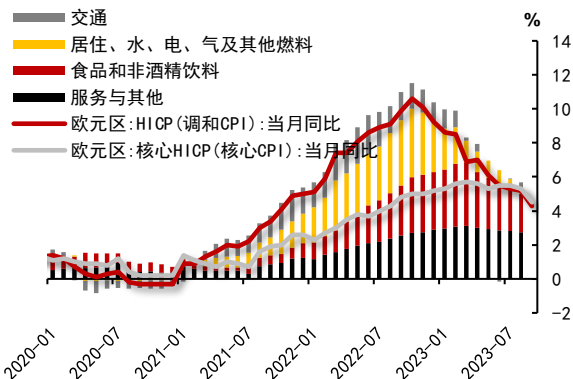


资料来源：Wind、中信期货研究所

最后看欧元区状态，我们认为伴随欧洲通胀回落，其投资需求预期也将拉动。可以发现，欧元区尽管通胀威胁相比美国更强，但在其持续收紧的状态下通胀得以迅速回落，并且相比美国，债务负担实现下降。那么，当年中实现降息目标，是否维持经济稳定目标就会被重新提及？11 月 24 日，彭博社提出欧盟将制定一项规模高达 5840 亿欧元（约合人民币 4.55 万亿元）的计划，对欧洲的电网进行

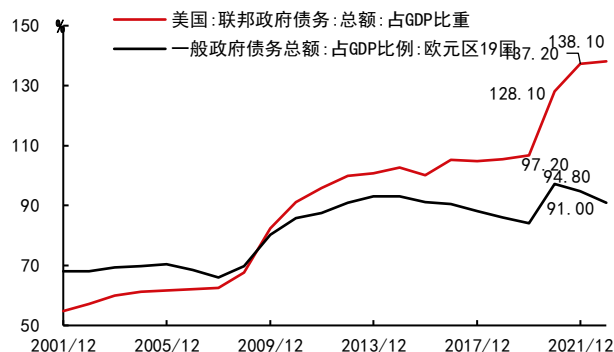
全面检修和升级，以应对越来越多可再生能源带来的电力，这似乎提供了一个信号，将于中美形成共振。

图表44：欧元区通胀处于持续回落路径



资料来源：Wind、Mysteel、中信期货研究所

图表45：疫情后欧盟债务压力相比美国下降



资料来源：Wind、Mysteel、中信期货研究所

（二）铝：供给上方空间有限，需求韧性仍存

未来铝的供应端仍有约束。首先，国内的运行产能已接近天花板。据 SMM，截至 11 月，国内电解铝建成产能约为 4519 万吨（包括部分已建成未投产或未退出产能），国内电解铝运行产能增长至 4299 万吨附近，已经接近先前国内规定的电解铝产能限制的 4500 万吨，未来新增产能投产或较为有限。

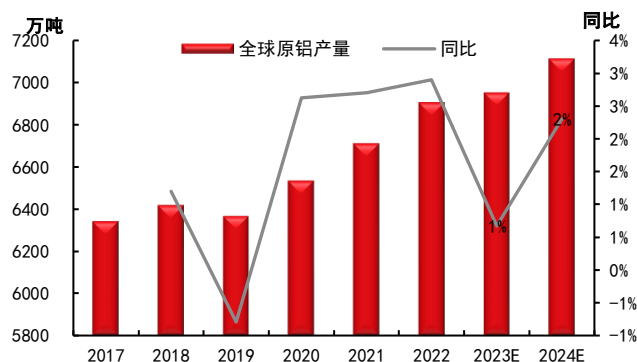
其次，季节性的限电限产限制电解铝产能。四季度，随着云南进入枯水期，云南地区电解铝企业已于 10 月底开始陆续停槽减产。10 月 30 日，据 SMM，云南省内四家电解铝厂减产幅度基本在 9%-40%之间。并且，根据企业反馈的减产程度估算，总的减产规模预计为 115 万吨，预计影响 11-12 月电解铝产能约 13 万吨。

最后，从以往云南降雨的季节性规律来看，云南此次减产落地预计也将影响至 2024 年上半年国内电解铝产量。海外方面，据 IAI，2023 年 1-9 月全球原铝产量为 5242.6 万吨，同比增长 2.6%，增量主要来自中国及东南亚区域，中国以外的电解铝产量约为 2150 万吨，同比增长 2.3%。从 2023 年的情况来看，海外电解铝产能变化较小，据 SMM 统计，2023 年海外有少量的复产产能释放，总计约为 40.54 万吨。除此之外，今年海外也有部分新增产能投产，主要集中在印尼、印度、中东等地区。据 SMM 统计，2022 年至今，海外电解铝产能新增约 106 万吨，尚有 616 万吨的产能正在建设中。然而，由于海外铝厂建设周期长、部分地区基础设施不完善，预计未来三年其他海外新增项目的投产将较为缓慢。而复产方面，欧洲等地所面临的复产成本及电解槽设备老旧等问题或将限制该地区的全面复产进度，因此，预计 2024 年海外新增及复产产能有限，新增产能预计主要来自于印尼华青、俄铝泰舍特铝业。综合来看，预计 2024 年全球原铝产量同比增 2.1%。

需求方面，铝正处于传统需求向新需求转换的过程中，新能源需求仍然值得关注。从近几年来，国内铝下游需求增速来看，包括光伏、电车在内的新能源用铝需求的稳步增长有望进一步弱化传统地产建筑用铝占比。新能源方面，光伏新

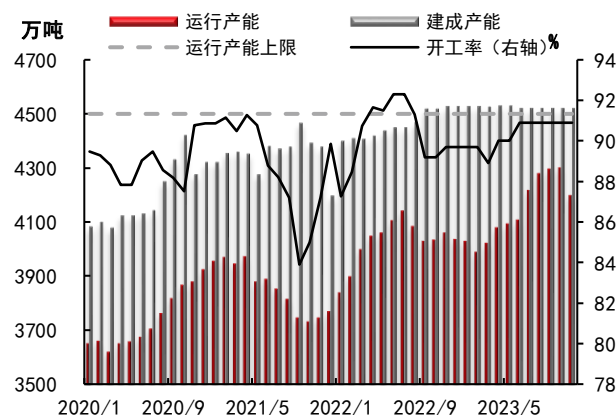
增装机的稳高增长、分布式光伏渗透率的提高、新能源车对于传统燃油车的替代、以及汽车轻量化的趋势将继续推动铝消费的增长。地产建筑方面，由于铝的消费集中在竣工端，2023 年，在保交楼政策的引导下，地产竣工端回暖对铝消费形成一定支撑。结合前文分析，我们对铝价 24 年上半年价格也偏乐观。不确定的是，24 年上半年竣工周期预期结束后，保交楼交付的空缺量是否能提供新的需求支撑。

图表46：2024 年全球原铝产量预计增加 2.3%



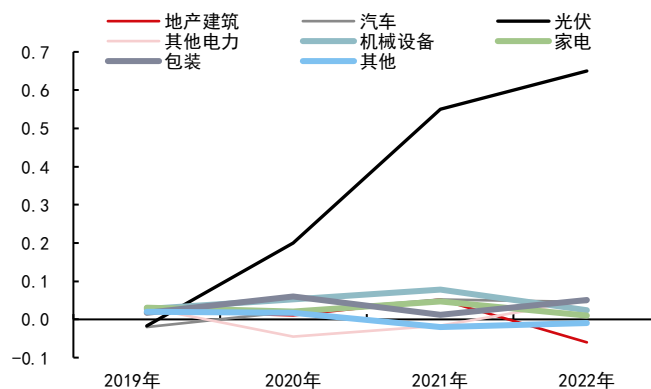
资料来源：Wind SMM 中信期货研究所

图表47：未来国内电解铝新增产能有限



资料来源：SMM 中信期货研究所

图表48：国内电解铝下游消费板块增速变化



资料来源：Wind SMM 中信期货研究所

图表49：竣工端的高增长至少持续至 2024 年上半年



资料来源：Wind 中信期货研究所

(三) 贵金属：金龙献瑞，火树银花

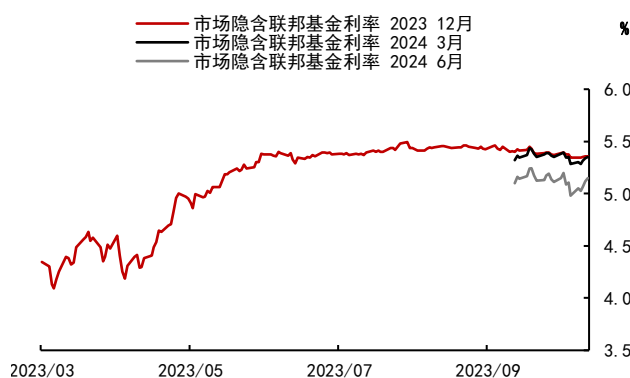
我们认为，(1) 美国加息高点已至，通胀处于回落区间，伴随中美关系缓和，供给端压力释放、原油价格走弱都使得加息趋于中止，上半年或有年中降息预期交易；(2) 美国 24 年财政退坡，货币政策后遗症使得整体经济先抑后扬，支撑贵金属；(3) 商品端率先触底以及低库存使得白银价格机会相比黄金更强；(4) 在俄乌、巴以冲突的背景下，全球经济主体处于分分合合状态，美元信用风险长期抬升了黄金价格。

综上，我们预测，Comex 黄金价格 1960 美元/盎司，白银 22-23 美元/盎司为

可关注底部，预计 24 年上半年就将交易降息和通胀回落预期，价格开始走高，并且海外需求将进一步走弱并触底。下半年，随着市场对利率高点时间不确定，以及经济供给端的约束，使得价格或维持高位震荡，不排除价格试探前期高点并突破。

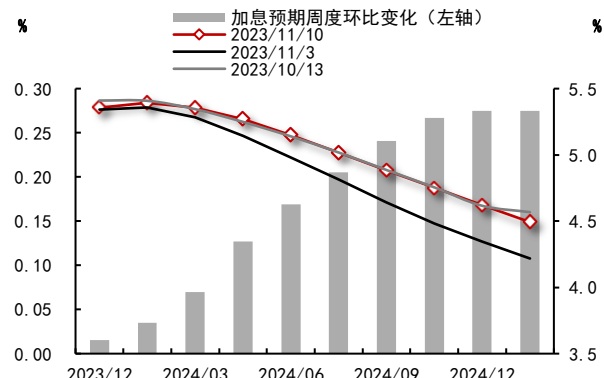
白银方面，低库存和经济触底后的需求预期都使得其价格波动强于黄金，价格或突破 26 美元/盎司，不排除更高可能，国内银价有破前高可能。

图表50：12、3 月、6 月 FOMC 市场隐含利率走势



资料来源：Wind SMM 中信期货研究所

图表51：市场计价美联储加息进入尾声



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表52：12、劳动力市场：平均每每周工时和时薪下降趋势



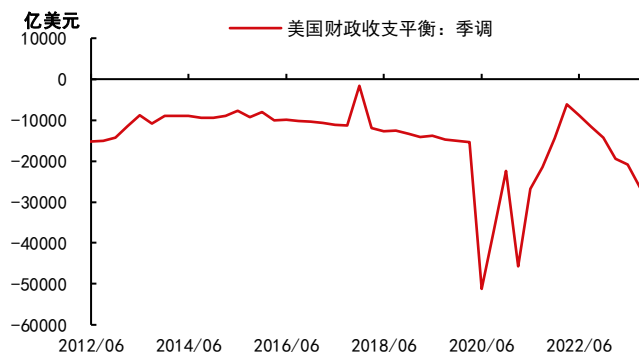
资料来源：Wind SMM 中信期货研究所

图表53：非农生产薪资季调环比回落至正常区间



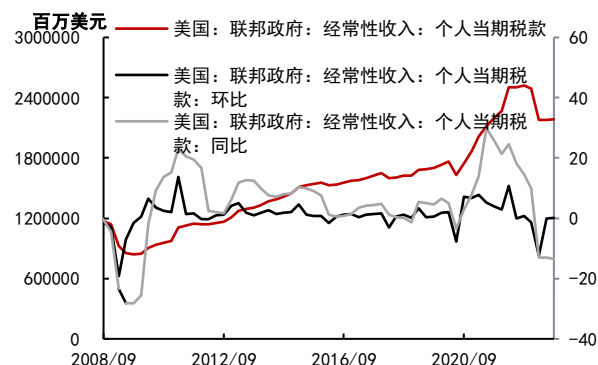
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表54：23 年美国财政收支逆差扩大支撑经济



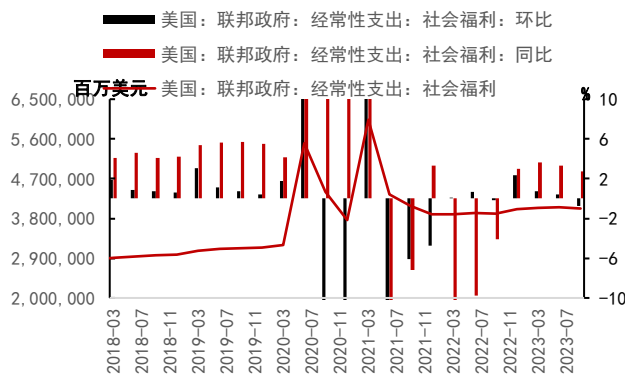
资料来源：Wind SMM 中信期货研究所

图表55：美国经常性收入个人税收开始下降



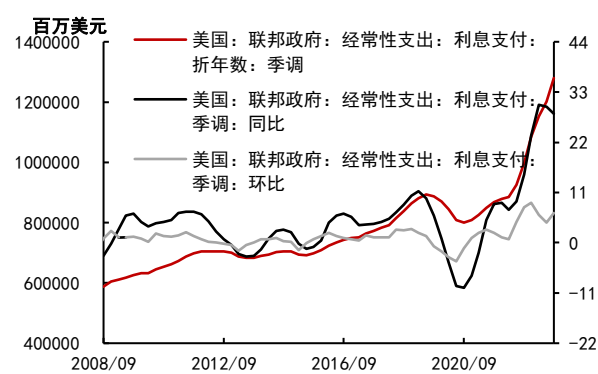
资料来源：Wind 中信期货研究所

图表56：美国社会福利支出相比疫情前扩张



资料来源：Wind SMM 中信期货研究所

图表57：高利率环境下，美国政府利息支出明显上升



资料来源：Wind 中信期货研究所

四、农产品：猪周期较为明朗，上半年或仍承压

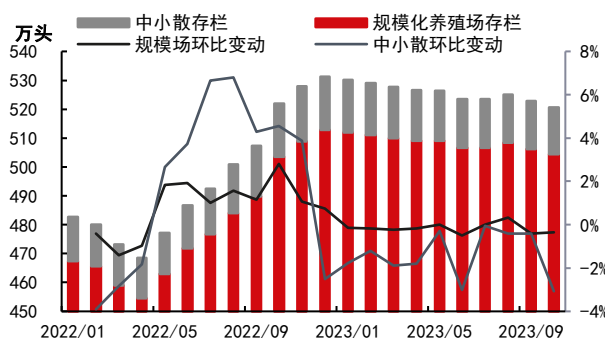
（一）产能：行业去化节奏分化，去产能速度或加快

随着8月下旬以来猪价持续性走低,需求不及预期,养殖利润跌幅再度加深。叠加疫病影响,市场情绪持续低迷,10月份母猪产能去化速度加快。以钢联样本企业统计数据为例,2023年10月综合养殖场能繁母猪存栏量为520.62万头,同比下跌0.23%,环比下跌0.44%,跌幅小幅加深,今年以来去化幅度达到2.02%;其中规模场能繁母猪存栏量环比下跌0.35%,中小散能繁母猪存栏量环比下跌3.07%。

本轮母猪去化过程中,规模厂和中小散结构出现分化,规模厂去化速度较慢,散户去化速度快。截至10月今年规模场整体去化幅度为1.61%,中小散去化幅度为13.15%。行业去化节奏的分化或反映在长期亏损情况下,规模场的资金实力相对雄厚,用资金对抗周期底部的意愿和能力相对较强,而中小散在疫病、养殖成

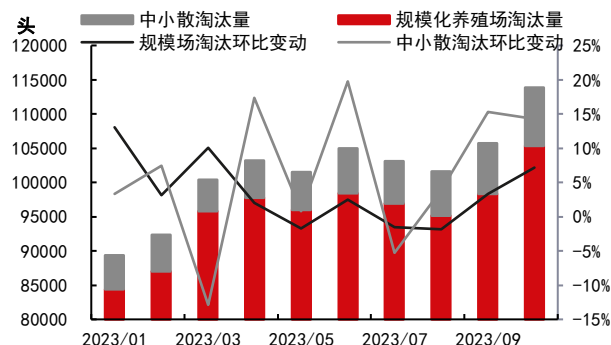
本、利润亏损等多方压力下持续被动去库。

图表58：能繁母猪存栏数（钢联）



资料来源：Mysteel 中信期货研究所

图表59：母猪淘汰量



资料来源：Mysteel 中信期货研究所

年初至今，母猪产能整体保持去化节奏，但本轮周期中产能去化的速度较为缓慢。官方数据显示9月母猪存栏量为4240万头（正常保有量4100万头），截至9月本轮母猪去化幅度为3.42%，钢联数据显示本轮母猪去化幅度为2.02%。与前一轮的母猪去化时长10个月、去化幅度8.48%的进度相比，目前母猪去化速度仍然偏慢。

图表60：二元母猪价格



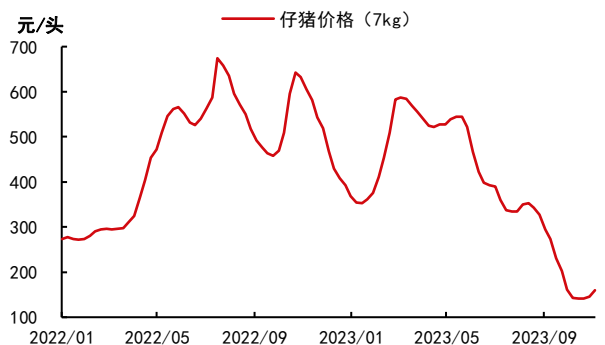
资料来源：Mysteel 中信期货研究所

图表61：淘汰母猪价格



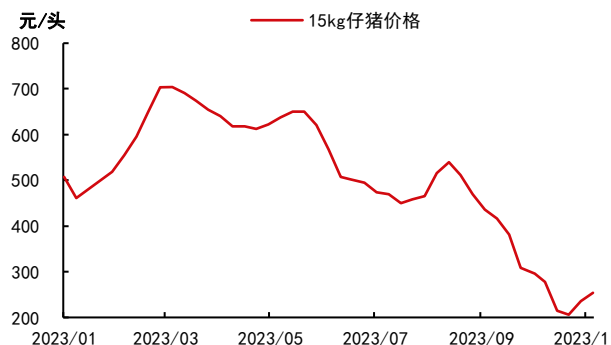
资料来源：Mysteel 中信期货研究所

图表62：仔猪价格



资料来源：Mysteel 中信期货研究所

图表63：二元母猪价格



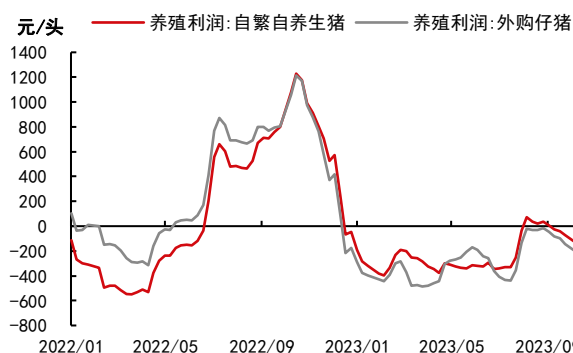
资料来源：涌益咨询 中信期货研究所

9 月以来淘汰母猪价格持续下滑，国庆后跌幅加深，反映产能的加速去化进程，同时二元母猪价格延续低迷走势。7kg 和 15kg 仔猪价格自 9 月以来持续下跌，目前有所反弹。后续来看，在疫病反复、恐慌情绪、资金压力共振下，母猪端或继续加速淘汰。

（二）供应：24 年上半年对应母猪产能仍偏高

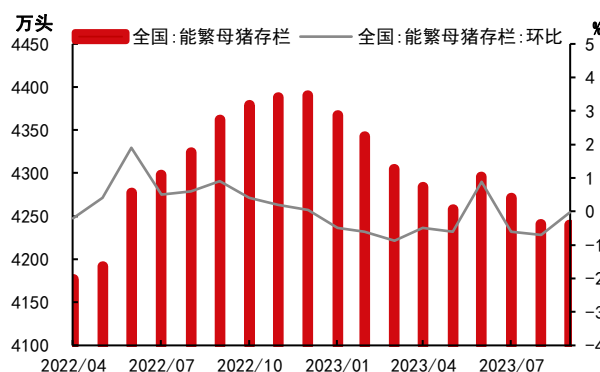
能繁母猪的产能兑现为十个月后的生猪出栏，2023 年上半年的去化缓慢，预计明年一季度供给压力仍在。利润是驱动能繁母猪产能变动的核心驱动，养殖利润降幅在 2022 年底落入负区间。自今年年初以来，母猪产能整体保持去化节奏，但本轮周期中去化速度较为缓慢。明年上半年生猪出栏量对应今年 3-8 月的母猪产能，分别为 4305、4284、4258、4296、4271、4241 万头，尽管已经在趋势下行，但仍然是偏高水平，这部分产能对应着明年上半年生猪供应压力仍在。

图表64：养殖利润



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表65：能繁母猪存栏（农业农村部）

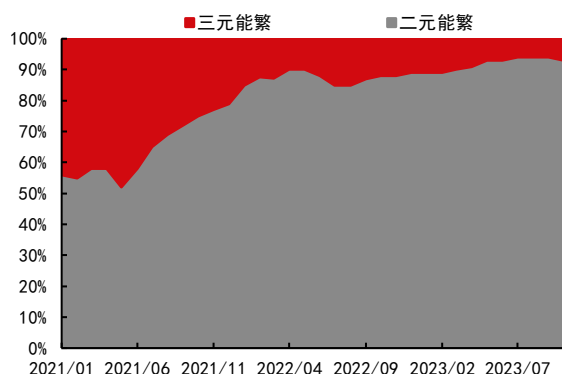


资料来源：Wind 中信期货研究所

母猪二元占比不断抬升，生产效率维持高位。自 21 年 5 月开始，能繁母猪中二元能繁比例逐步上升，23 年 10 月占比达到 93%以上，母猪结构持续优化。二元母猪在配种成功率、乳猪成活率和胎龄等方面均优于三元母猪，这部分比例的上升或对后续生猪出栏量有促进作用。据涌益数据显示，自去年三月开始，母猪的配种数和分娩窝数环比整体得到提升，受疫病影响窝均健仔数一度下跌，但今年二月以来也开始恢复。母猪生产质量及数量的提高，对生猪的出栏增量或有提升。

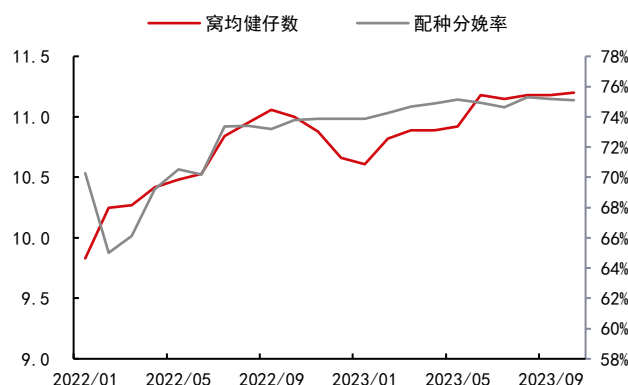
中信期货大宗商品 2024 年年度策略报告

图表66：能繁母猪占比结构



资料来源：涌益咨询 中信期货研究所

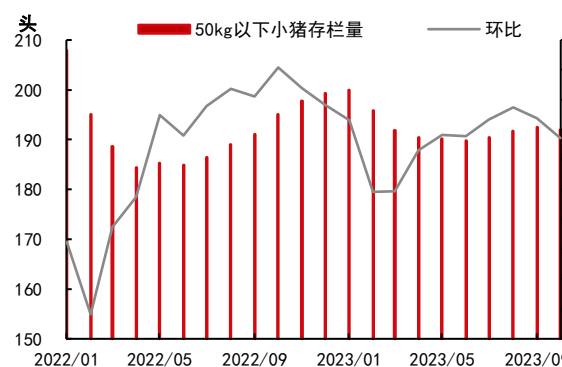
图表67：能繁母猪生产效率



资料来源：涌益咨询 中信期货研究所

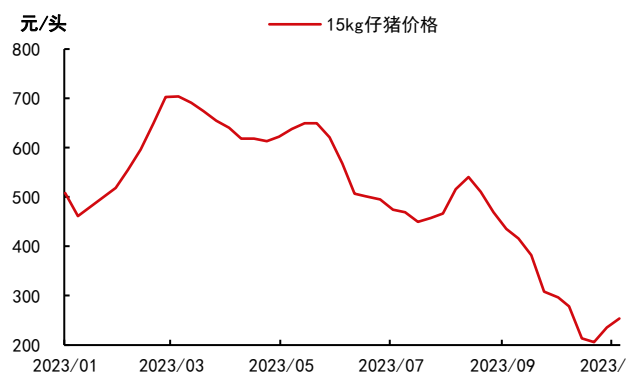
小猪存栏是较好的修正中长期观测的指标。母猪存栏决定长期供给，而小猪存栏能够较好的修正中期供给。这是由于配种分娩率、产房存活率、断奶成活率等指标的变化均会影响未来的真实出栏量，且小猪并非调运的主要群体，样本小猪存栏的变化能够较为准确的反映小猪出生的情况。10 月份 50kg 以下小猪存栏量有所下行，且仔猪价格 10 月以来处在低位，反映了行业的补栏积极性较弱，对应明年一季度后供给压力的缓解。

图表68：小猪存栏量



资料来源：涌益咨询 中信期货研究所

图表69：仔猪价格

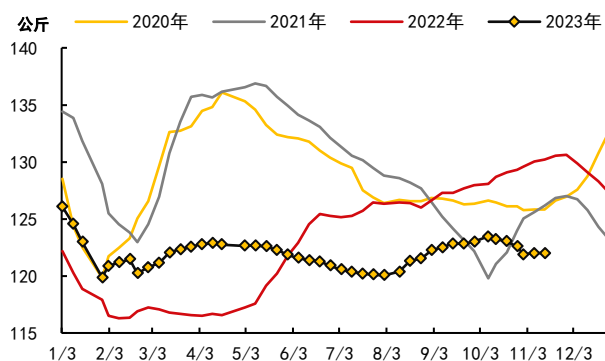


资料来源：涌益咨询 中信期货研究所

短期节奏方面，压栏和二育的投机操作对价格影响较大。近两年生猪价格较大的波动主要受压栏和二育驱动影响，今年七月下旬至八月上旬生猪出栏价超预期上涨，基于标肥价差的扩大、天气的变化以及体重水平的走低，同时受价格上涨预期的驱动，短期内形成了“压栏—涨价—压栏”的正向循环，市场二育和压栏情绪的积极情绪刺激猪价上涨。目前疫情尚未结束，随着气温进一步走低，不排除疫情再次反复的可能。疫情不散二育不敢大肆进场，整体谨慎，零星进出。短期来看，月末仍是二育补栏的主要时间窗口期，所以若价格短期回调后出现上行驱动，二育进场积极性会再次提升，从而推动猪价的上行，供给压力有后置的

风险。目前来看，压栏和二育的进出时间点和饲养时间长短较难把握，养殖端会根据价格的高低做出及时的判断和动作，从而限制价格波动的幅度，后续需要持续跟踪观测二育及压栏节奏。

图表70：生猪出栏体重



资料来源：涌益咨询 中信期货研究所

图表71：标肥价差



资料来源：涌益咨询 中信期货研究所

总体来看，前期资金的大量涌入以及行业集中度的提升、养殖技术的进步使得能繁母猪的产能调整具有较大的弹性，本轮产能去化幅度较慢，3-8 月的能繁母猪仍然偏高，加之生产性能的提升，预计 2024 年上半年生猪出栏量仍然偏高。

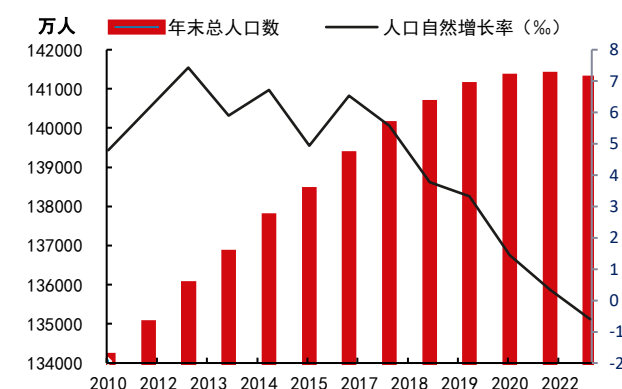
（三）需求：春节过后季节性需求淡季

不同于其供应端，猪肉的消费情况难以通过对应的指标进行直接、高频的观测，对于目前的生猪需求，本节首先通过人口结构、收入增速方面的数据对整体消费潜力进行分析，然后从微观屠宰等数据看当前需求的真实情况及预期。

长期来看，我国的猪肉消费增长空间较为有限，居民收入下降，人口增长和人均消费两方面都限制了猪肉的终端需求。从人口增长来看，我国人口增长红利带来的消费高速增长期已经结束，总人口在 2021 年已经见顶，下行趋势难以逆转。人口结构持续恶化，人口老龄化加速，65 岁以上人口占比已经从 2010 年的 8.9% 上升至 2022 年的 14.90%，如此庞大和快速发展的老年人口会持续削弱经济消费潜力，对消费需求带来较大的抑制。此外，近十多年以来居民人均可支配收入增速总体也呈下行趋势，居民收入预期未得到改善，民众的消费潜力也有所萎缩。

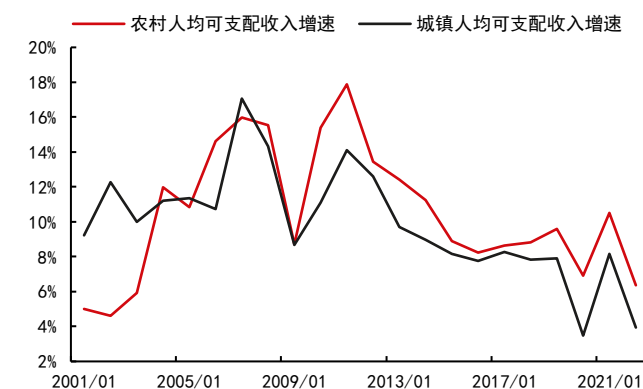
中信期货大宗商品 2024 年年度策略报告

图表72：我国总人口数以及人口自然增长率



资料来源：Wind 中信期货研究所

图表73：农村和城市人均可支配收入增速



资料来源：Wind 中信期货研究所

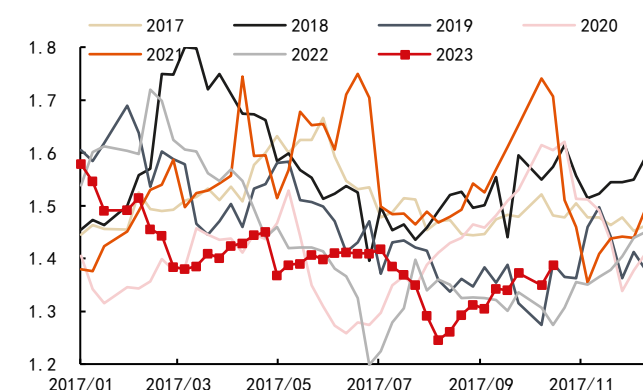
生猪消费存在典型的季节性特征，由于天气转凉叠加各种节假日需求，春节前是猪肉的传统消费旺季，屠宰企业屠宰量和开工率均会大幅上行。但节后猪肉需求会季节性回落，当前的终端真实消费量可能不如预期的恢复程度。拿肉猪比价来衡量终端的走货情况，肉猪比较低的时候，可能意味着猪肉终端消费较弱；肉猪比价上行，说明终端消费较好。当前肉猪比价为 1.39，处于历史偏低水平，今年以来肉猪比价整体走势偏低，说明今年猪肉终端消费水平的恢复力度有限。

图表74：屠宰量与开工率



资料来源：Mysteel 中信期货研究所

图表75：肉猪比价



资料来源：Wind 中信期货研究所

整体来看，随着春节前进入消费需求旺季，节日以及腌腊需求会带动猪肉消费量的增长，需求的旺盛对价格会有支撑。节后季节性淡季，需求回落，叠加疫后消费恢复弱于预期，仍需警惕需求弱于预期的风险。

（四）猪价走势预测：预计 24 年下半年迎来价格拐点

今年母猪产能的去化，决定了 2024 年生猪出栏量的环比下降趋势。从 24 年上半年来看，需求淡季为主，由于 23 年上半年母猪产能去化幅度不足，预计猪价仍然延续低迷走势，春节前猪价重心或上移但高度有限。24 年下半年，预计逐渐兑现产能加速去化带来的供给量下降，同时消费端逐渐步入旺季，供少需增，生

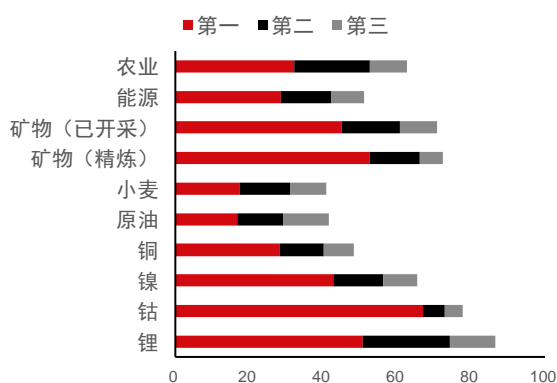
猪价格或开始走强，养殖进入稳定盈利阶段。

四、地缘端：预计大宗商品价格高波动将持续

类似于 22 年俄乌、23 年巴以冲突，我们认为 24 年仍需继续关注潜在的地缘风险，它仍是大宗商品价格波动上升的潜在影响因素。

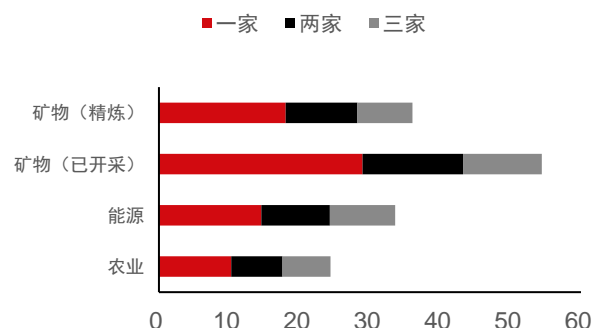
根据 IMF 10 月经济预测对潜在大宗商品风险的分享，可以发现，全球大宗商品三大生产国对于农业、有色金属、能源的供给占比均在 50% 以上，而大约 35% 的国家能源进口来源不超过三个国家，25% 国家的进口来源不超过 2 个国家，显示商品供需的集中性。

图表76：全球大宗商品三大生产国的占比份额



资料来源：IMF 中信期货研究所

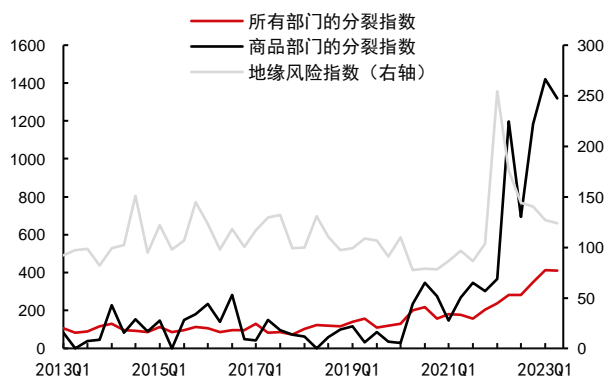
图表77：仅从一家、两家或三家供应商进口的国家比例



资料来源：IMF 中信期货研究所

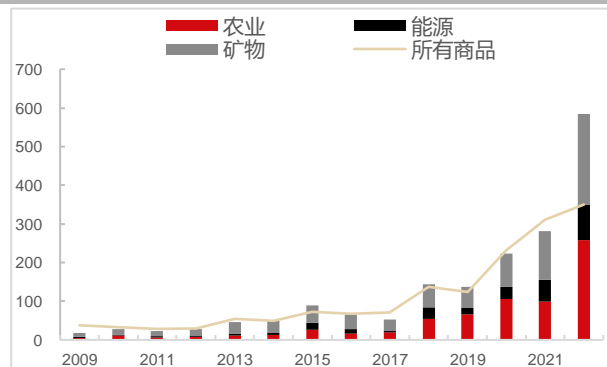
而根据全球市场的地缘风险指数和地区市场的分裂情况看，自 22 年 3 月俄乌冲突后，全球地缘风险指数、地区市场的分裂指数、以及商品部门的分裂指数均大幅度拉升，商品部分的分裂指数从 366.58 上升至 23 年二季度的 1319.93，体现全球市场分化对大宗商品供需的潜在风险。

图表78：区域市场与全球分裂指数



资料来源：Mysteel 中信期货研究所

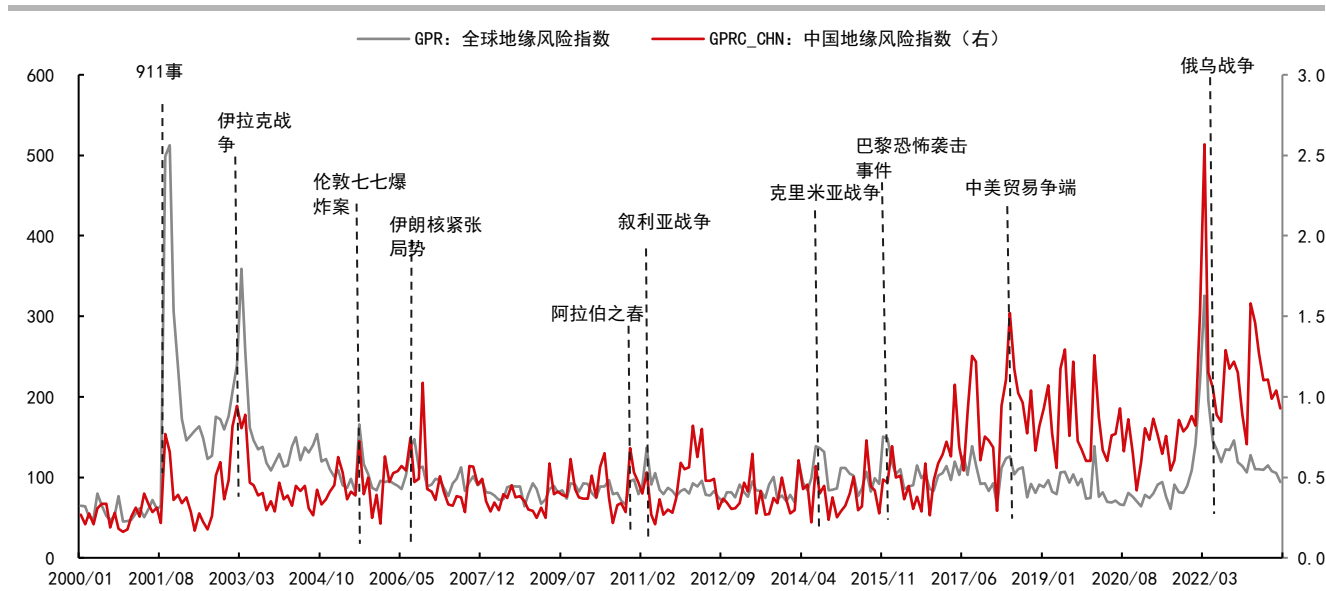
图表79：按部门分列的贸易干预数量



资料来源：Wind 中信期货研究所

而从国内情况看，近年来全球和国内经济面临的地缘政治风险复杂多变，尤其是国内地缘风险指数整体走高，波动也在不断增大。如图所示，在 2018 年中美贸易冲突后，国内的地缘风险指数相比较 2018 年之前出现了明显的抬升。尽管当前中美关系获得了改善，但是仍需密切关注全球多边环境和地缘风险，这将是未来宏观和商品分析不可或缺的一项。

图表80：国内地缘风险指数 2018 年之后中枢和波动抬升



资料来源: <https://www.policyuncertainty.com/gpr.html> 中信期货研究所

免责声明

除非另有说明，中信期货有限公司（以下简称“中信期货”）拥有本报告的版权和/或其他相关知识产权。未经中信期货有限公司事先书面许可，任何单位或个人不得以任何方式复制、转载、引用、刊登、发表、发行、修改、翻译此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，本报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为中信期货所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记。未经中信期货或商标所有权人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。

如果在任何国家或地区管辖范围内，本报告内容或其适用与任何政府机构、监管机构、自律组织或者清算机构的法律、规则或规定内容相抵触，或者中信期货未被授权在当地提供这种信息或服务，那么本报告的内容并不意图提供给这些地区的个人或组织，任何个人或组织也不得在当地查看或使用本报告。本报告所载的内容并非适用于所有国家或地区或者适用于所有人。此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且中信期货不会因接收人收到此报告而视其为客户。

尽管本报告中所包含的信息是我们于发布之时从我们认为可靠的渠道获得，但中信期货对于本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性以及完整性不作任何明确或隐含的保证。因此任何人不得对本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性及完整性产生任何依赖，且中信期货不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。本报告不应取代个人的独立判断。本报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表中信期货或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下。我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告不构成任何投资、法律、会计或税务建议，且不担保任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成中信期货给予阁下的任何私人咨询建议。

中信期货有限公司

深圳总部 地址：深圳市福田区中心三路 8 号卓越时代广场（二期）北座 13 层 1301-1305、14 层

邮编：518048

电话：400-990-8826