中金财富期货策略周报（2023 年第 1 期）

研究员：

张伟

从业资格编号：F0251993

投资咨询编号：Z0013973

zhangwei@tqfutures.com

刘绅

从业资格编号：F3041660

投资咨询编号：TZ014346

liushen@tqfutures.com

于瑞光

从业资格编号：T040666

投资咨询编号：TZ002416

yuruiguang@tqfutures.com

李小薇

从业资格编号：F0270867

投资咨询编号：Z0012784

lixiaowei@tqfutures.com

周度投资视点

宏观策略：从市场的表现看，近期市场与之前的市场结构没有明显变化，即预期主导盘面，内外盘分化大，定价逻辑也显著分层。考虑到短期内经济仍将受到冲击，情绪主导的行情大幅回升之后，注意供需关系形成的压力，操作上避免追高。

股指期货：对于指数，随着环境的进一步改善，风险偏好也在回升，共识在进一步凝聚，市场在中期有望走出各板块轮动的螺旋式上行，因此我们继续关注调整之后的机会。

铜：目前铜矿 IC 仍处于高位，未来在大型矿山陆续投产的背景下，铜矿趋于宽松已成市场共识。近几个月的铜现货紧张主要来自于检修和新投产产能的滞后性释放等冶炼端受到的扰动，而周内也依然呈现国内产量不足及进口窗口关闭导致的进口补充有限，从而依旧体现为低库存及供应紧张，但整体上近两月铜产量呈现同比增长，后续随着冶炼厂生产恢复以及新产能投放落地，铜产量继续实现增长，中期供应走向宽松。受疫情影响和消费淡季到来，铜材加工企业开工率回落。临近年末，季节性淡季、企业关账检修等问题也是拖累开工率下滑的另一因素。整体上，对海外衰退及美联储紧缩持续的担忧令宏观承压，短期在疫情影响下供需双弱，特别是国内消费有待修复，铜价面临下行压力。

锌：国内锌矿供应较为宽松，加工费环比小增，炼厂利润居高不下，供应增加逐步兑现，厂库库存小幅增加。需求端，受消费淡季、春节假期临近及南方感染高峰，用工短缺企业顺势放假等因素影响，初端企业开工率均出现持续回落，消费疲态尽显。需求下滑叠加货源 少量入库，社会库存累积迹象。整体来看，国内防控持续放松叠加前期 感染高峰城市交通恢复，市场情绪走暖。短期锌价预计继续区间震荡，操作上应顺着宏观情绪，以高抛低吸，波段操作思路为主。

钢材：目前距离春节所剩事件不多，各地冬储政策已基本出台，受限于较高的价格，贸易商冬储的动力不足，钢联周度数据也能有所印证，上周螺纹表需环比下降 14%，显著低于近 5 年同期水平。贸易商的谨慎态度或说现货商们对节后预期并无想象中乐观，但是在现在的时间节点上，节后钢材需求强弱尚不可知，需求预期既无法证实也无法证伪，短期市场仍将由强预期的情绪支配。

原油：原油供应端和需求端的刚性都非常强，全世界既无法在短时间内生产更多原油，亦难很快大量放弃消费原油，这是其他一般商品所不具有的特殊性。现阶段国际原油市场由供应紧张和需求衰退双重主线逻辑并行，多空因素已经在反复拉锯中得到充分体现，市面上极度看涨或极度看空的论调显然都有失公允。预计油价将在接近当前水平的“交易走廊”震荡运行，未来原油市场在相对高位上的高波动性表现将成为常态。

橡胶：天然橡胶的自然生产规律决定，通常 8-10 年为一个漫长的行业经济周期。全球天然橡胶行业正处于本轮景气周期底部偏右侧的位置，整体上从前些年严重的供应过剩回归供需关系的相对平衡。剔除金融属性和风险情绪的因素，只有当供需关系转入紧平衡阶段，宏观经济和中观行业周期形成正向共振，才能够证实橡胶主要趋势反转上行的到来。天然橡胶绝对价格仍处于低估值位置，但基本面积贫积弱的现状亦不会立即好转。

油脂油料：阿根廷降雨打乱美豆天气炒作节奏，而国际原油在今年头两个交易日遭遇了自 1991 年以来的最大两日百分比跌幅，原油暴跌为包括豆类商品在内的大宗商品市场带来系统性冲击。国内豆粕期货市场在成本和预期影响下跟随外盘展开调整行情。尽管春节前饲企集中备货会提升豆粕价格的抗跌性，但需求端对豆粕价格的影响力度远不及供应端。国内豆粕库存处于升势，南美大豆保持丰产预期，在南美启动下一轮天气炒作前，国内豆粕期货市场跟随美豆震荡调整的概率较大。国内油脂市场的下跌压力主要来自外盘，棕榈油库存进入下降周期，春节前油脂需求整体向好，国内油脂供应压力减弱，不支持价格过度回调。豆一期货供需相对独立，增产和需求低迷导致供应压力不断后移，现货反弹乏力，期货盘面仍处震荡筑底状态。

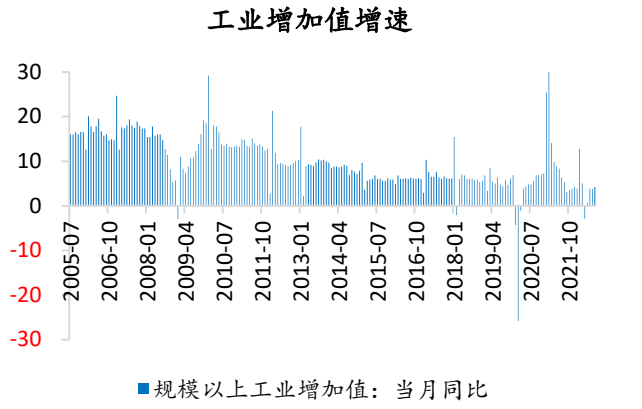
目 录

周度策略：地产政策再加码 工业品震荡向上 - 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 疫情高峰逐渐结束 - 7 -
3 流动性：央行净回笼资金逾 1.6 万亿元 但是流动性依然充足 - 8 -
4 宏观策略 - 8 -
5 股指期货市场分析 - 8 -
铜 - 10 -
1 影响因素 - 10 -
2 结论 - 11 -
3 铜期货现货数据 - 11 -
锌 - 13 -
1 锌：影响因素 - 13 -
2 总结 - 13 -
3 锌期货现货数据 - 13 -
钢材 - 15 -
1 国内首轮疫情达峰 - 15 -
2 政策底显现，地产行业复苏有望 - 16 -
3 小结 - 16 -
4 钢材期货现货数据 - 16 -
原油 - 19 -
1 全球经济衰退主线 - 19 -
2 原油供应仍不稳定 - 19 -
3 能源需求复苏放缓 - 19 -
4 货币政策保持紧缩 - 21 -
5 防控优化硬核重启 - 21 -
6 相对高位震荡走廊 - 22 -
天然橡胶 - 23 -
1 低位震荡乏善可陈 - 23 -
2 供应延续过剩局面 - 23 -
3 需求难有突出表现 - 23 -
4 逢低修复逢高空配 - 25 -
5 市场出清周期漫长 - 25 -
6 辩证看待基本形势 - 25 -
油脂油料：美豆反弹受阻，国内豆类市场承压回落 - 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 -
免责条款 ..... - 30 -

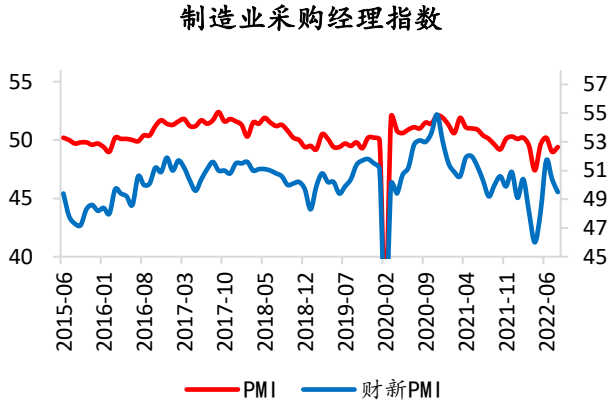
重要经济指标概况

图表 1：国内工业增加值增速



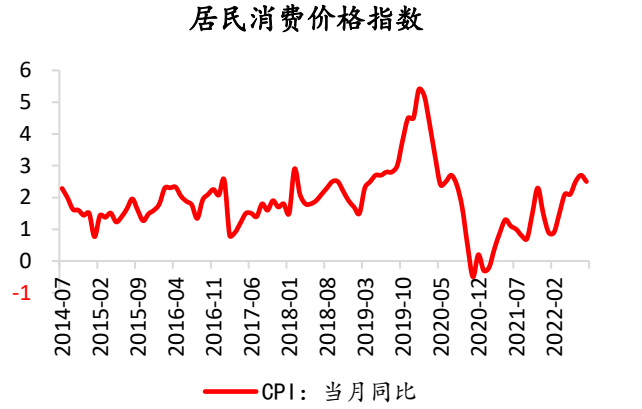
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 2：中国制造业采购经理指数



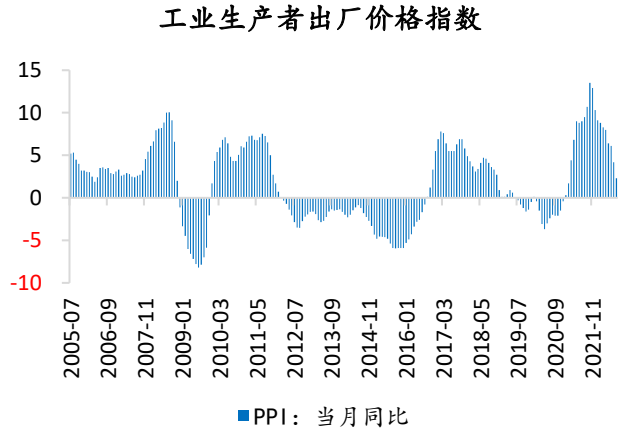
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 3：中国居民消费价格指数



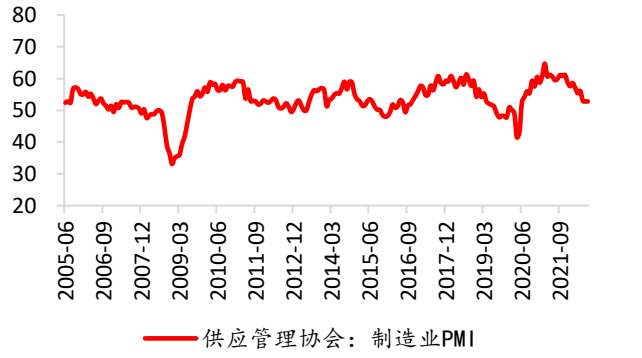
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 4：中国工业生产者出厂价格指数



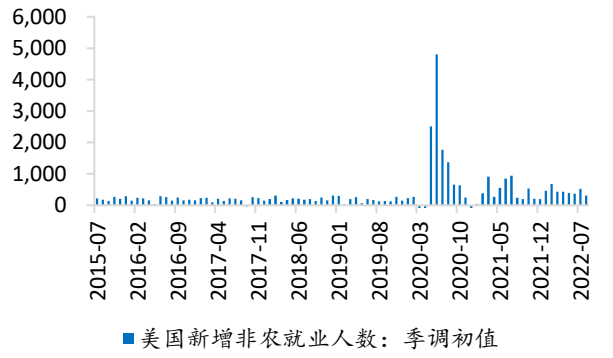
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 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 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：地产政策再加码 工业品震荡向上

本周工业品在季节性消费淡季，以及海外宽松政策预期下行的压力下一度回落。但是周四出台的地产政策刺激内盘工业品再度大幅回升，即使外盘定价的工业品也显著反弹。以螺纹为达标的工业品再度回到近 3 个月的高位，市场情绪成为盘面最大的支撑因素。需要注意的是，政策和情绪虽然对盘面影响很大，但是真实的供需关系仍是压力，建议追高须谨慎。

地产政策持续加码

1 月 5 日的地产政策是典型的从需求侧刺激地产的政策。主要包括下调首套房贷利率以及支持二套房的政策。

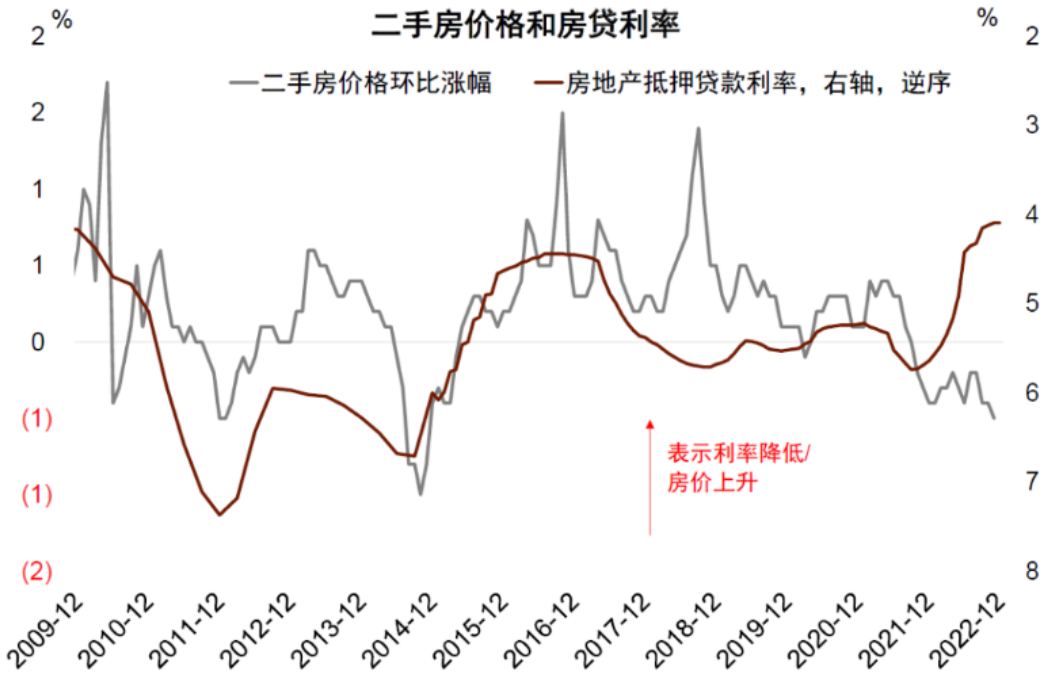
1 月 5 日，根据央行官网，央行、银保监会发布通知，决定建立首套住房贷款利率政策动态调整机制，新建商品住宅销售价格环比和同比连续 3 个月均下降的城市，可阶段性维持、下调或取消当地首套住房贷款利率政策下限。房贷利率调整机制要求：评估期内新建商品住宅销售价格环比和同比连续 3 个月均下降的城市，阶段性放宽首套住房商业性个人住房贷款下限；地方政府因城施策，可自主决定自下一个季度起，阶段性维持、下调或取消当地首套住房商业个人住房贷款下限；采取阶段性下调或取消当地首套住房商业性个人住房贷款利率下限的城市，如果后续评估期内新建商品住宅销售价格环比和同比连续 3 个月均上涨，应自下一个季度起，恢复执行全国统一的首套住房商业性个人住房贷款利率下限。值得注意的是，通知规定，二套住房商业性个人住房贷款利率下限按现行规定执行。

从实际情况看，二三线城市住宅价格指数连续三月同比环比均下降。2022 年 1-11 月，全国商品住宅累计销售均价同比下降 3.06%，同比降幅自 2022 年 5 月开始逐月收窄。从全国范围看，2022 年 9-11 月连续 3 个月，70 个大中城市住宅价格指数环比和同比均下降。从城市能级看，2022 年 9-11 月，一线城市的新建商品住宅价格指数同比持续正增长、环比持续下降；二线城市和三线城市的同比、环比均持续负增长。从具体城市看，在全国直辖市、省会城市、计划单列市等 35 个重点城市的样本池中，2022 年 9-11 月连续 3 个月新建商品住宅销售价格环比、同比均下降的城市就有 12 个，占样本池城市个数的 34%。可见这个政策的出台，对地产方面的影响是很大的。

因此 1 月 5 日的政策实质是“房住不炒”基础上着力支持刚需。

商业性个人住房贷款利率下限主要由央行、银保监会确定全国层面的利率下限、各地方政府按因城施策确定当地利率下限两个层面决定。目前，全国层面的首套住房商贷利率下限为 LPR 减 20 个 bp，二套住房商贷利率下限为 LPR 上浮 60 个 bp，目前 5 年期 LPR 为 4.30%，相应的首套和二套住房的商贷利率下限分别为 4.10%、4.90%。此次针对首套住房的商贷利率下限的动态调整政策在“房住不炒”的基础上着力支持刚需，有助于房地产市场平稳健康运行的长效机制的形成。

图表 7：二手房价格和房贷利率



资料来源：wind，中金公司

从市场的表现看，乐观情绪是市场最大的支撑因素。2022 年四季度的主要经济数据均表现疲弱，新冠疫情反复对工业生产、商业经营服务均构成负面影响，令经济发展环境恶化，生产及消费活动进一步降温。但是从政策走向看，我国已逐步放宽严格的防疫封锁措施和取消大规模的核酸检测，疫情防控已进入新阶段。地产政策方面，前期抑制地产行业的政策几乎全部清除，随着市场对经济加速复苏的期望不断升温，市场预期政策上将推出更多刺激措施，这就是当前市场乐观情绪的根源。

海外宽松预期再度下行

美国持续强劲的劳动力市场，一直是宽松预期的最大压力。

有“小非农”之称的 ADP 就业报告显示，12 月美国私人部门就业人口增长 23.5 万，约为分析师预期增幅 15 万的 1.6 倍，也远超 11 月上修后的增加人数 18.2 万。美国劳工部公布的上周国内首次申请失业救济人数环比减少 2.1 万，降至三个月来低谷，向单周历史低位靠近，并未如市场预期持平前一周。

就业和失业数据显示，尽管美联储一再激进加息，美国劳动力市场仍供应吃紧、就业增长仍强韧，可能推动薪资上涨。而在 12 月加息后的记者会上，薪资正是美联储主席鲍威尔强调的 2023 年抗通胀关键问题。

持续强劲的就业数据强化市场对美联储还有空间保持加息的预期，令市场担忧美联储会将更高的利率保持更久。部分美联储官员的表态也火上浇油。1 月 4 日公布的美联储 12 月会议纪要释放鹰派信号后，亚特兰大联储主席博斯蒂克表示，通胀仍太高，联储遏制通胀还有很多工作要做；堪萨斯城联储主席乔治称，美联储应该让利率超过 5%，并保持到 2024 年。

美联储目前态度坚决，美联储官员在公开场合以及会议纪要中强调不会撤回加息和紧缩的态

度，因为这很有可能导致经济滞胀，在这种情形下，通胀预期将变得根深蒂固。作为最危险的一种可能性，美联储的政策可能会带来高失业率、低增长率和高物价三重冲击，比衰退更为严重。因此整体看，海外的风险偏好依然较为低迷。

市场情绪仍是行情的主导因素 注意追高风险

从市场的表现看，近期市场与之前的市场结构没有明显变化，即预期主导盘面，内外盘分化大，定价逻辑也显著分层。考虑到短期内经济仍将受到冲击，情绪主导的行情大幅回升之后，注意供需关系形成的压力，操作上避免追高。

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 8：一周重大宏观政策、事件和数据解读

类别	时间	政策/数据	内容	点评
政策	1 月 6 日	住建部：对于购买第一套住房的要大力支持	对于购买第一套住房的要大力支持。首付比、首套利率该降的都要降下来。	需求侧的政策逐渐出台
	1 月 5 日	美联储发布七个月来最鹰派会议纪要	12 月纪要显示联储担心市场太乐观、警告利率或高于预期	无人预计 2023 年适合降息
数据	1 月 6 日	12 月美国“小非农”就业人口增幅约为市场预期的 1.6 倍	上周首次申请失业救济人数意外降至三个月低谷	美国劳动力市场依然韧性很大
	1 月 5 日	12 月 ISM 制造业连续第二个月萎缩	美国 12 月 ISM 制造业指数下滑至 48.4，连续第二个月萎缩	制造业指数、新订单分项指数、产出分项指数均创 2020 年 5 月份以来新低。
事件	1 月 3 日	IMF 警告：今年全球三分之一经济体将遭遇衰退	今年全球三分之一的经济体将受到经济衰退冲击	新的一年将“比过去一年更加艰难”

资料来源：中金财富期货研究所

2 疫情高峰逐渐结束

目前疫情相关关键词的搜索指数已经加速回落，说明目前疫情冲峰阶段已过。地区角度，北上广深等一线城市受到的疫情冲击较为严重，当前正在加速恢复。

根据全球经验，一般疫情放开到达峰往往经历 1~2 个月，新加坡、中国台湾达峰较快（1 个月），韩国、日本达峰较缓（2 个月），中国大陆的情况符合上述规律，从“新冠”关键词搜索频次来看，本轮疫情达峰大概经历了 1 个月（11 月底~12 月底），未来恢复到疫情低点一般需要 2 个月。

消费活动：北京、广州地铁出行加速恢复，上海、深圳紧随其后；线下活动拐点已至，服务消费开始回暖。服务消费方面，截至目前，12 月电影票房收入同比增速为-42.3%（前值-70.8%），12 月主要城市地铁客运量同比增速为-45.5%（前值-26.8%），其中北上广深地铁出行皆有改善

迹象，服务消费开始回暖；

元旦期间，我国服务消费改善，其中电影票房同比-48.4%（好于国庆期间的-64.6%），旅游接待同比增长 0.4%（弱于国庆期间的 19.0%）；国内航班数据同比-31.5%（较 12 月-41.0%有所改善）。对标海外，目前我国票房、旅游恢复至疫情前四成，相较于海外的恢复至八成的稳态，还有接近一半的修复空间，预计恢复节奏在 2 月会进一步提速。

3 流动性：央行净回笼资金逾 1.6 万亿元 但是流动性依然充足

本周，央行共开展 570 亿元 7 天期逆回购操作，因共有 16580 亿元 7+14 天期逆回购到期，当周实现净回笼 16010 亿元，并创下单周历史新高。

跨年后流动性充裕，本周央行 7 天期逆回购操作量维持小额，连续 4 日实现资金净回笼。具体来看，周一为元旦假日，周二至周五央行分别净回笼 5340 亿元、3270 亿元、3560 亿元、3840 亿元。上述公开市场操作的利率保持平稳，7 天期逆回购在 2.0%。

本周出现大规模净回笼是因为此前央行为了应对跨年资金需求开展了大规模的 14 天和 7 天逆回购操作，属于正常现象，并没有收紧货币政策的意思。不过，相对于去年底隔夜利率一直在 1%以下的情况，今年春节前资金面边际有所收敛。

2023 年财政和央行大概率相互配合，关注 1 月 LPR 降息的可能性。其认为 MLF 和 LPR 降息的可能性都存在，但 LPR 降息概率大于 MLF 降息，通过 LPR 降息推进宽信用可能是政策合意路径。

下周将有 1270 亿元逆回购到期，分别为 570 亿元 7 天期逆回购与 700 亿元 14 天期逆回购。

下周二至周五 7 天期逆回购将分别到期 500、30、20、20 亿元。下周一至周三 14 天期逆回购将分别到期 430、140、130 亿元。另外，下周无 MLF 到期。

4 宏观策略

从市场的表现看，近期市场与之前的市场结构没有明显变化，即预期主导盘面，内外盘分化大，定价逻辑也显著分层。考虑到短期内经济仍将受到冲击，情绪主导的行情大幅回升之后，注意供需关系形成的压力，操作上避免追高。

5 股指期货市场分析

新年首周两市大幅上涨

2923 年首周 A 股呈现强势特征，沪深 300 指数涨 2.82%，上证 50 涨 2.97%，中证 500 涨 2.53%，中证 1000 涨 3.48%

北上资金首周大幅买入，本周 4 个交易日累计净买入 200.65 亿元。

市场情绪改善是指数走强的主要原因，我们认为以下因素较为重要

首先是海外流动性边际放松叠加政策推动盈利修复预期，外资持续净流入；截至目前已经连续 9 周净流入合计超 1000 亿，其中 1 月 5 日净流入 127.53 亿。近期 A 股大涨原因有三：其一，

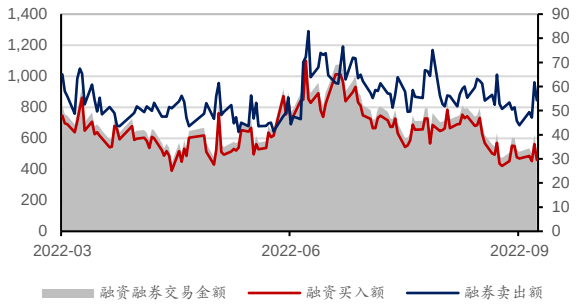
估值处于历史低位。各大指数估值均处于历史底部区域，尤其是恒生指数大幅上涨。其二，防疫政策持续优化，疫情扰动逐渐减弱。防疫政策“二十条”、“新十条”和调整为“乙管乙类”的通知均明显提振市场情绪，虽然疫情爆发对于市场存在扰动，但从一线城市地铁客运量来看，北上广深均已进入修复阶段，疫情影响逐渐减弱。其三，“三支箭”齐发缓和地产风险。央行要求金融支持房地产市场平稳健康发展，随后房企融资“三支箭”快速落地，对地产信用风险的担忧有所缓和，12 月以来地产定增募资额明显上行，融资环境改善。后续来看，外资持续流入趋势不变，政策推动基本面修复，A 股走势持续偏强。

预计指数继续维持震荡偏强的走势

受防控政策再度优化及北向资金流入大幅增加影响，市场大幅上涨，投资者情绪也出现明显好转。而随着疫情的达峰和新冠感染乙类乙管，居民的生产生活将逐渐恢复，疫情扰动对经济和 A 股市场的影响都将边际减弱。同时，稳经济、扩内需政策的发力将带动经济温和复苏，上市公司盈利的下行周期接近尾声，公司整体业绩将逐渐改善。此外，随着美国通胀的下行和美联储加息节奏的放缓，外资流入的趋势亦将延续。因此，我们认为市场虽然短期仍可能出现震荡反复，但本轮的春季行情仍将表现较好。

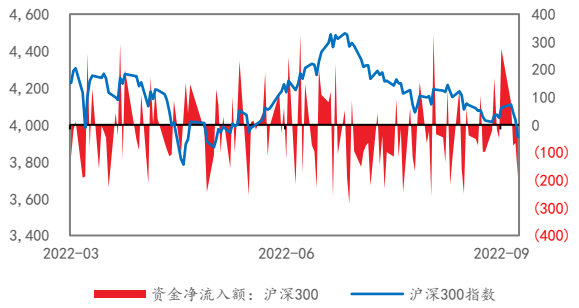
因此，对于指数，随着环境的进一步改善，风险偏好也在回升，共识在进一步凝聚，市场在中期有望走出各板块轮动的螺旋式上行。

图表 9：融资融券数据图



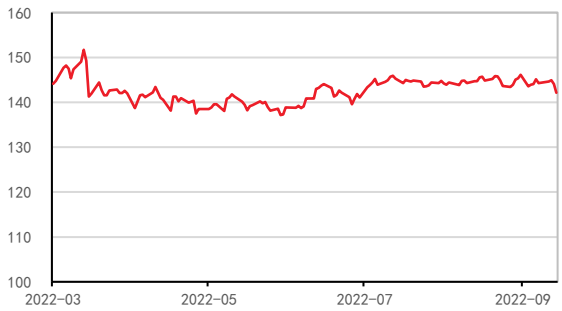
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 10：合约持仓和市场表现



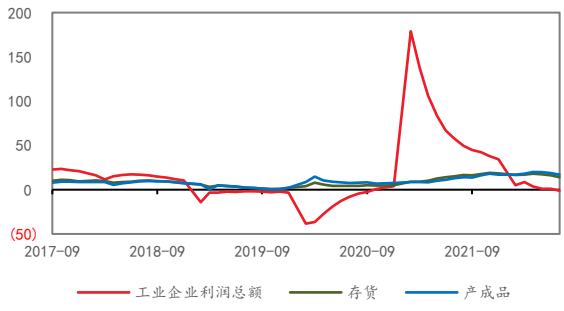
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 11：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 12：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

全球精矿供应有所恢复

就全球供需格局而言，WBMS 世界金属统计局数据显示，今年 1-8 月期间全球铜市供应短缺 65.7 万吨。自今年以来，南美矿山供应形势较为动荡不安，智利、秘鲁铜矿的各种事故屡有发生，二三线铜矿生产国则保持较高的生产积极性，加之今年的新增产能也较大，因此全球矿端的供应虽不及前期预期，但增量仍较为可观。根据国际铜业研究组织（ICSG）公布的数据，2022 年 1-10 月全球铜矿产量累计为 2274 万吨，累计同比增加 5.07%；产能利用率达到 82.1%。

进入四季度，2023 年铜精矿长单谈判逐步启动，中国头部炼厂代表也将与海外矿山谈判敲定 2023 年的铜精矿长单 TC 的 Benchmark。多家大型炼厂预计 2023 年铜精矿长单 Benchmark 将达到 90 美元/干吨以上，甚至 90 美元中位。进口矿的加工费持续走高意味着全球市场铜精矿继续处于宽松状态。

国内电解铜供应逐步释放

据 ICSG 数据，1-11 月累计产量为 941.21 万吨，同比+3.37%；远低于年初的产量增速预期。国内铜精矿供应宽松，加工费指数持续上涨，加之硫酸价格止跌反弹，促使矿产铜单吨冶炼利润不低于 1500 元，可观的利润有利于提振电解铜冶炼企业的生产积极性和新扩建项目的落地速度。据第三方调研可知，12 月处于检修状态的冶炼企业约有三家，且均集中在粗炼端，在粗铜供应紧张的情况下，或影响电解铜产量的释放，但大冶有色的新投项目已开始出量。今年新增电解产能 110 万吨，但受疫情和资金链影响新投和复产项目进度不断推迟，集中在四季度才开始释放，导致下半年出现了矿松锭紧，精炼产量释放持续低于预期，但相信明年产量释放会提速，缓解供应紧张。

废铜进口量增幅明显

废铜作为冶炼及加工两个环节的原料，在冶炼端作为铜精矿的原料替代品，中国电解铜中 21%左右的产量是利用废铜产出，在加工端作为电解铜的替代品，8-10%铜材原料来自废料，废铜供应的松紧，将直接改变电解铜的供需结构。随着 40 号文开始正式实施，废铜市场观望情绪浓郁。进口方面，1-10 月我国废铜累计进口 147 万实物吨，同比增长 7.61%。废铜国内供应紧张，精废价差处于历史同期较低位置，废铜贸易商捂货惜售。 去年随着废铜进口新政的实施，符合标准的进口废铜可以以再生资源的身份自由进入国内市场，且随着时间的推进，相关操作愈加成熟。废铜进口量将继续保持增加趋势。

需求进入淡季

从有色金属下游消费终端领域看国内房地产数据继续下滑，1-11 月房屋新开工面积、竣工面积、商品房销售面积累计增速分别下行至-38.90、-19%、-23.30%；国内汽车行业 11 月销量、产量势头减弱，前 11 月累计产销量分别同比增长 3.30%、6.10%；国内基础设施建设投资 022 年前 11 月累计增速上升至 11.65%；而国内 1-11 月电网基本建设投资完成额累计同比下滑至 2.60%

新兴行业的需求是终端需求的亮点。新能源中包括电动车、光伏、储能、风电以及新基建的 5G 建设，均是铜消费的新增长点。但在 2022 年预计会给铜消费带来 2%左右的增长，绝对数还是在低位，到 2025 年才是爆发的时间，预计到 2030 年这些领域将带动铜消费 10%以上的增长。

海外延续低库存

截至 12 月初，国内电解铜社会库存不足 11 万吨，保税区库存约 2.5 万吨，全球电解铜显性库存（SHFE+LME+COMEX+保税库）约 21 万吨，近半个多月均出现小幅程度的增加。整体来看，国内外库存都出现小幅累库，低库存对铜价的支撑将会有所减弱。随着国内电解铜产量增加，消费走弱，电解铜社会库存或将进入累库周期，预计将在 12 月中下旬逐步显现，若累库兑现，基本面的强支 撑逻辑将转弱。

2 结论

目前铜矿 TC 仍处于高位，未来在大型矿山陆续投产的背景下，铜矿趋于宽松已成市场共识。近几个月的铜现货紧张主要来自于检修和新投产产能的滞后性释放等冶炼端受到的扰动，而周内也依然呈现国内产量不足及进口窗口关闭导致的进口补充有限，从而依旧体现为低库存及供应紧张，但整体上近两月铜产量呈现同比增长，后续随着冶炼厂生产恢复以及新产能投放落地，铜产量继续实现增长，中期供应走向宽松。受疫情影响和消费淡季到来，铜材加工企业开工率回落。临近年末，季节性淡季、企业关账检修等问题也是拖累开工率下滑的另一因素。整体上，对海外衰退及美联储紧缩持续的担忧令宏观承压，短期在疫情影响下供需双弱，特别是国内消费有待修复，铜价面临下行压力。

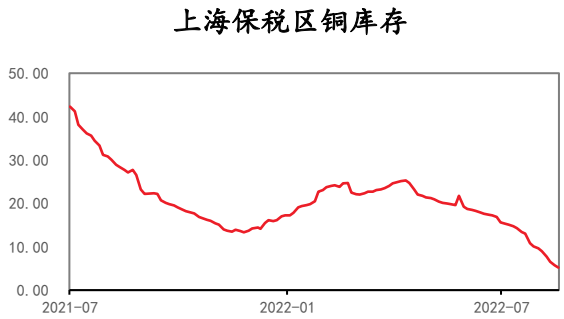
3 铜期货现货数据

图表 13：长江有色铜价



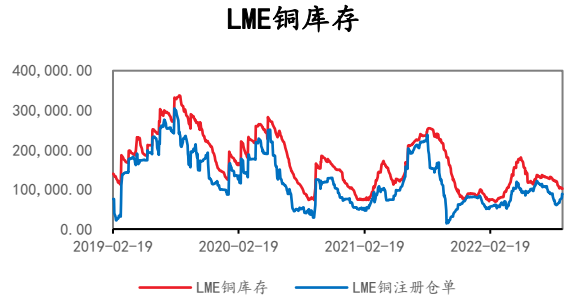
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 14：上海保税区铜库存



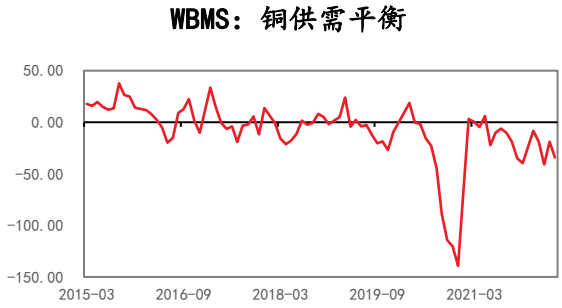
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 15：LME 铜库存



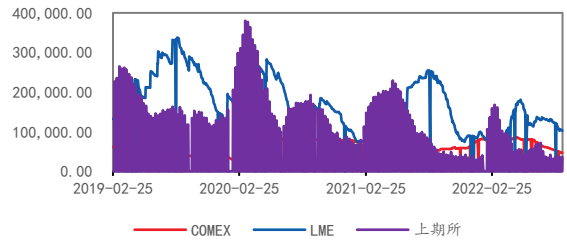
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 16：WBMS 供需平衡



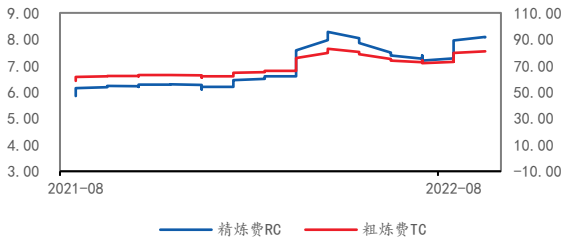
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 17：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 18：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

海外锌矿供应或在较高的利润驱动下走向宽松

据 ILZSG 数据统计，今年 1-9 月全球锌矿产量为 922.6 万吨，较去年同期减少 32.3 万吨。当前来看，预期中的矿端供应增量仍未兑现。大多企业的 2022 年产量指引同比均有所下调，这其中主要是由于海外矿山品位降低、计划外检修、社会动荡以及新增产能投产进度缓慢等因素的影响。其中澳大利亚受疫情和劳工短缺问题影响，包括 Dugald River、Century Tailings 等多座澳洲矿山的产量明显降低。另外秘鲁 Antamina 等大矿品位降低。Glencore 旗下位于哈萨克斯坦新投产的 Zhairem 矿山生产进度不及预期。增量部分来看，Vedanta 其位于非洲的 Gamsberg 锌矿回收率有一定提高，2022 年计划产量预计同比去年或增加 13-19 万吨，Teck Resource 2022 年计划产量预计同比去年增加 12.7-16.2 万吨，增量主要来源于其旗下位于阿拉斯加的 Red Dog。

11 月锌锭产量继续回升

国内冶炼方面，2022 年由于意外事故、原料紧张、运输受限、利润微薄、高温限电等问题，冶炼厂存在较多计划外检修。据 SMM 统计 1-11 月冶炼厂产量累计 545.2 万吨，预计 12 月炼厂产量 54.7 万吨，全年累计量 599.9 万吨，同比去年的 608.04 万吨减少 8 万吨；由于当前持续上涨的加工费带给了冶炼厂超 1000 元/吨的可观利润，在冶炼厂外部干扰因素陆续解决以后，预计将逐步刺激冶炼厂带来更高的产量。

全球经济依然处在下滑通道中，国内基建以及地产投资相对低迷

压铸锌合金、氧化锌也主要用在基建地产、汽车等领域。截至 2022 年 12 月中下旬，下游初级加工端镀锌开工率、压铸锌开工率、氧化锌开工率分别为 61.89%、46.77%、54.4%，与年初相比，镀锌开工率基本持平，压铸锌开工率回落 18.1 个百分点，氧化锌开工率回落 4 个百分点，反映出下游需求疲软。下游消费淡季下对高加锌接受度价差，同时受环保及疫情影响用工，初端消费企业开工均回落，且部分企业计划 12 月中下旬提前放假，消费偏态较明显。

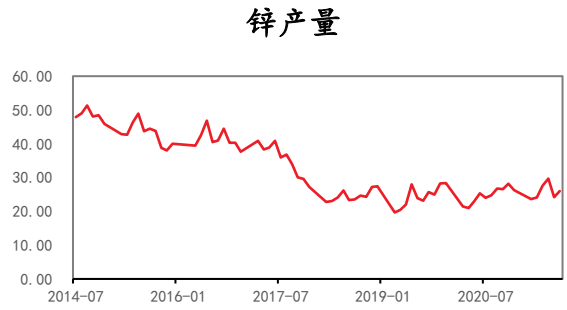
据中国汽车工业协会数据，1-10 月汽车产销分别完成 2224.2 万辆和 2197.5 万辆，同比分别增长 7.9%和 4.6%。增速较 1-9 月分别扩大 0.5%和 0.3%。在政府减购置税等政策的刺激下，中国汽车销量持续快增长。就新能源汽车市场而言，表现相对抢眼。

2 总结

国内锌矿供应较为宽松，加工费环比小增，炼厂利润居高不下，供应增加逐步兑现，厂库库存小幅增加。需求端，受消费淡季、春节假期临近及南方感染高峰，用工短缺企业顺势放假等因素影响，初端企业开工率均出现持续回落，消费疲态尽显。需求下滑叠加货源少量入库，社会库存累积迹象。整体来看，国内防控持续放松叠加前期 感染高峰城市交通恢复，市场情绪走暖。短期锌价预计继续区间震荡，操作上应顺着宏观情绪，以高抛低吸，波段操作思路为主。

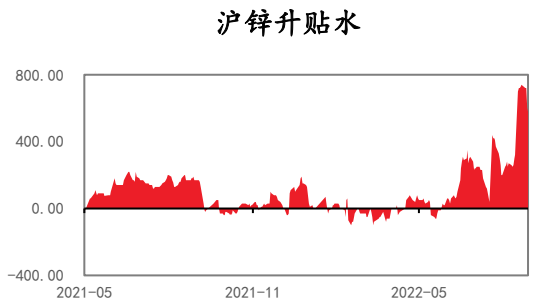
3 锌期货现货数据

图表 19：锌产量



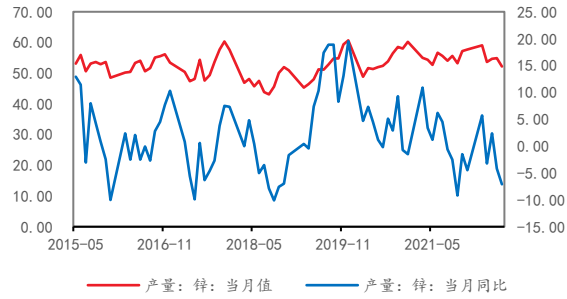
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 20：锌升贴水



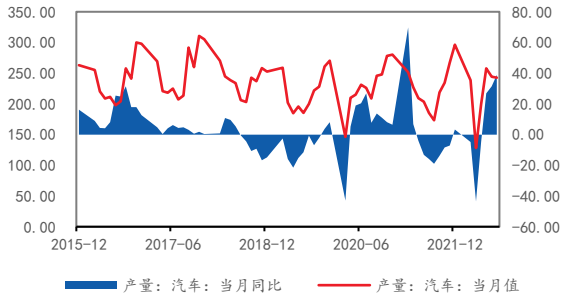
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 21：锌产销变化



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 22：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 国内首轮疫情达峰

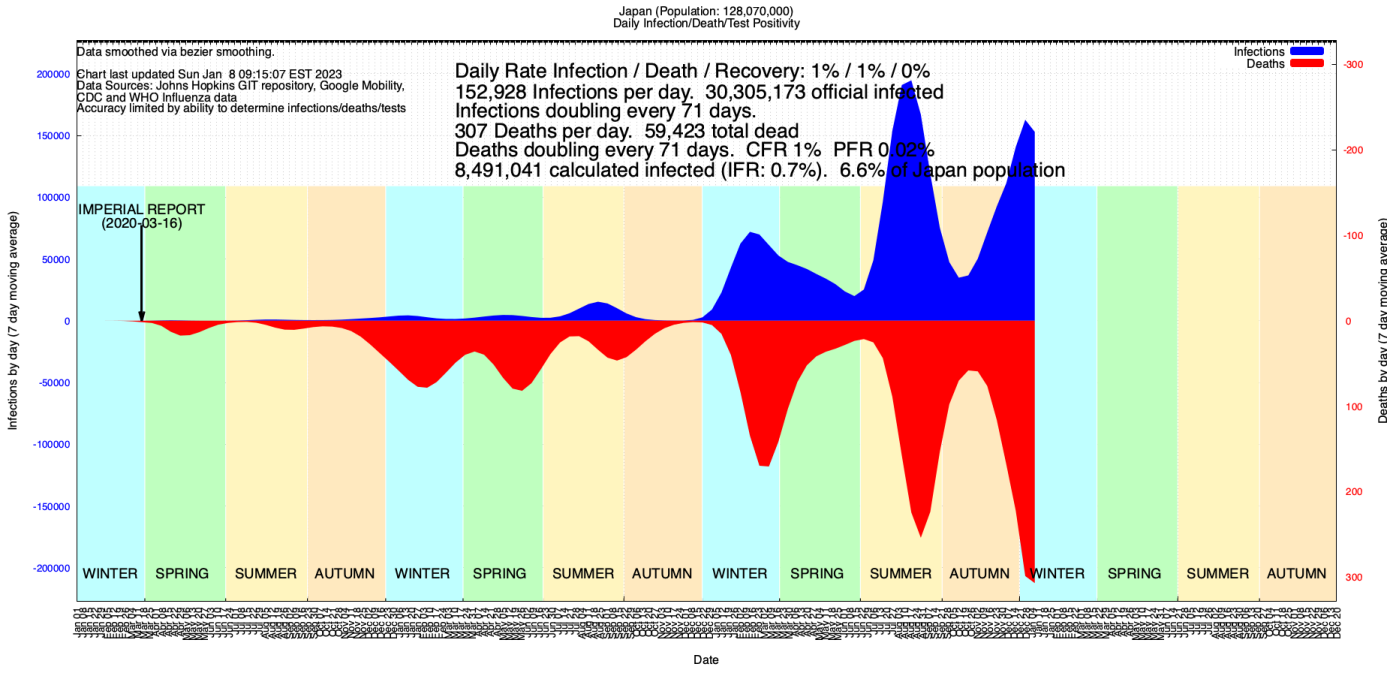
距离 12 月 7 日全国疫情管控的放开已有一个月有余，这一个月里全国疫情迅速扩散，大部分城市已“达峰”并开始逐步复苏，生活似乎在不断向 2019 年靠近，市场情绪也一致预期需求正在逐步向好。

但从海外其他国家的疫情发展情况来看，疫情更可能是对经济及生活产生持续的扰动。以日本为例，22 年年初疫情管控政策开始逐步放开，并在 3 月首次达峰后日均感染人数开始下降，但从 7 月开始再次上升，直致 8 月达年内最高值。目前，日本正在经历第三次疫情感染高峰，本次感染是否达峰还尚不可知，但我们可以看到，日本 22 年度 3 轮疫情感染人数并没有呈现下降趋势，反而死亡人数在屡创新高，这说明重症比例正在增加。

另一个值得注意的点是，日本 8 月和 12 月疫情，均是 BA.5 系列毒株引发，而并非最新的 BQ.1.1 与 XBB.1.5 引发。日本首轮疫情爆发于 22 年 1 月，达峰于 3 月；二轮疫情爆发于 7 月，达峰于 8 月；三轮疫情爆发于 11 月，或达峰于 12 月。从日本情况可预测，每轮疫情后的宁静期约为 4 个月。此外，不止是日本，从韩国、新加坡等国疫情发展，我们也可能得出类似的结论。

我们认为，中国有着更为复杂人口结构、更多的人口与更大的地域面积，面对传染性更强的 BQ.1.1 与 XBB.1.5 的考验下，我国疫情间隔时间或将比日新韩更短。我国首轮疫情开始于 22 年 12 月，那么下一轮疫情达峰于 4-5 月。

图表 23：海外主要经济体管控节奏



资料来源：Gregory Travis，中金财富期货研究所

2 政策底显现，地产行业复苏有望

去年 11 月以来，地产利好政策频出，从“第二支箭”，到央行、银保监会出台了 16 项救市措施，到“第三支箭”证监会允许房企上市融资，政策的核心开始转向了支持房企融资，政策底已确定出现。

23 年是二十大的开局之年，做好经济工作意义重大。高层也多次强调房地产行业的重要性，12 月中央经济工作会议对房地产供需两端均给出明确政策方向，“稳”是明年行业主基调，预计行业政策将围绕“确保房地产市场平稳发展”、“防范化解房地产风险”展开，支持性政策将继续发力。

政策的第一个切入点是“保交楼”，去年 7 月多地出现期房“停工-断供”的现象，严重打击了市场信心，房屋销售持续低迷。“保交楼”将是稳地产的重中之重，去年所出台的相关政策也将逐一落地，以促进房地产业平稳健康发展，逐步推动房地产业向新发展模式过渡。

政策的第二个切入点为支持刚性和改善性住房需求。去年 12 月的中央经济工作会议上“支持各地从当地实际出发完善房地产政策，支持刚性和改善性住房需求”的表述再次出现，我们预计 23 年的购房成本仍将继续下降，包括房贷利率和交易税费等。

本轮政策的出台总结过往房地产的政策，从供需两端全面支持房地产市场平稳健康发展，其核心是企业债务展期、支持房企融资、促进购房者信心恢复，支持购房信贷。我们认为地产行业政策底已经显现，随着房企资金紧张的局面改善及销售的回暖，地产行业在今年复苏有望。

3 小结

疫情防控放松以后，全国疫情迅速扩散，大部分城市已“达峰”并开始逐步复苏，需求复苏的预期也在不断在钢价中体现。

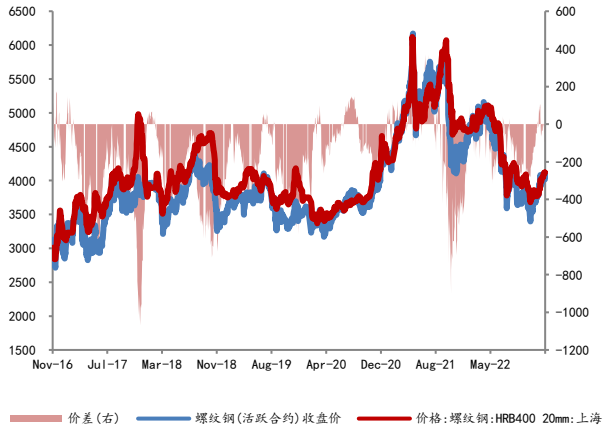
从现实层面来看，钢市目前呈现供需双弱的局面，上周螺纹表需环比下降 14%，显著低于近 5 年同期水平，但这在短期却并不重要，因为复苏的预期是目前交易的主要逻辑。在现在的时间点上，今年春节后的钢材需求强弱尚不可知，强预期短期内无法证伪，因此在今年钢市需求旺季需求到来前，市场大概率仍将由强预期的情绪支配。

尽管政策出现了转向，但地产行业并没有想象中乐观。从冬储贸易商谨慎的态度也可以看出一二，疫情的扰动也将不断出现，地产销售端的恢复还有很长的路要走，而只有房屋销售的企稳，才能使得企业销售回款得到改善，从而形成良性循环。

23 年海外主要经济体进入加息周期，欧美等国或将经历经济衰退，我国出口下行压力大；照海外其他国家疫情防控经验，我国疫情大概率反复，消费刺激难。不难看出，地产行业是为数不多可发力的地方，可持续关注地产销售端对政策的反应。

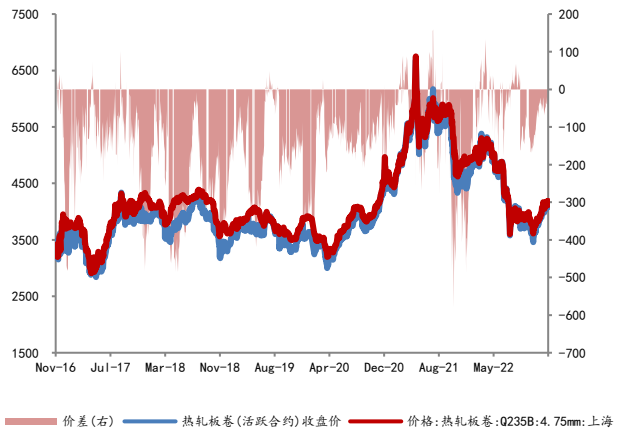
4 钢材期货现货数据

图表 24：螺纹期现价差



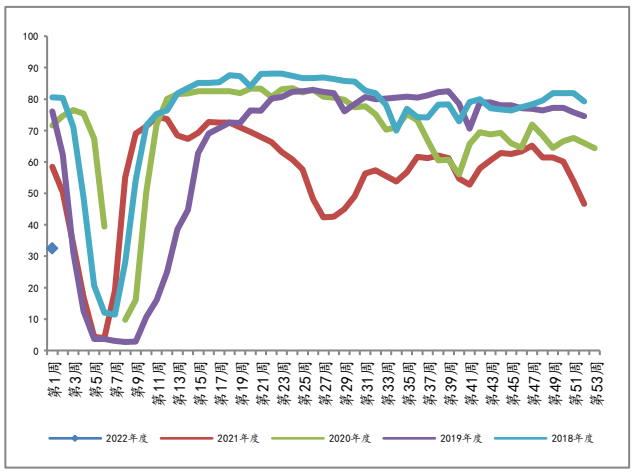
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 25：热卷期现价差



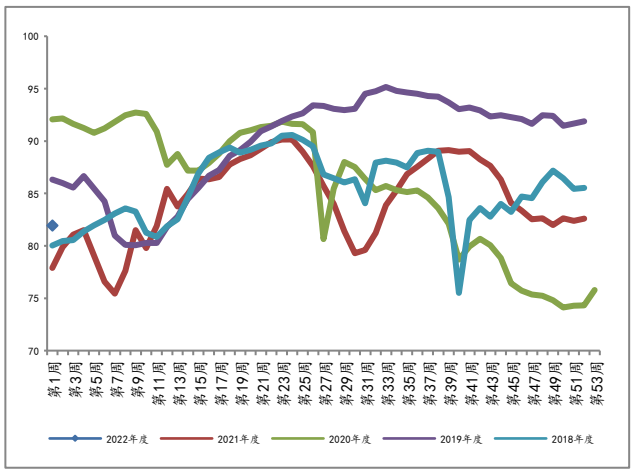
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 26：85 家独立电弧炉钢厂：开工率：中国（周）



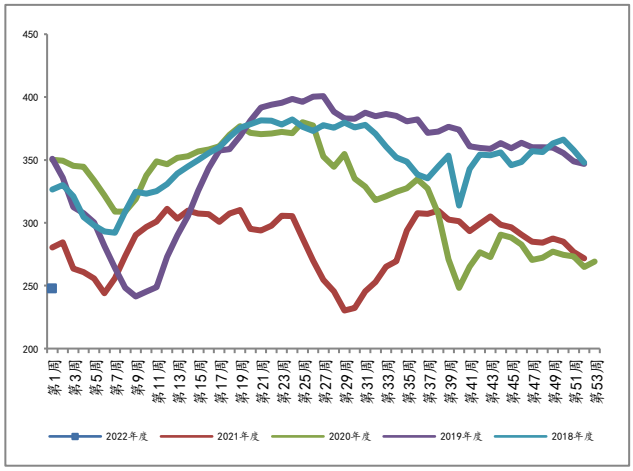
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 27：247 家钢铁企业：高炉产能利用率：中国（周）



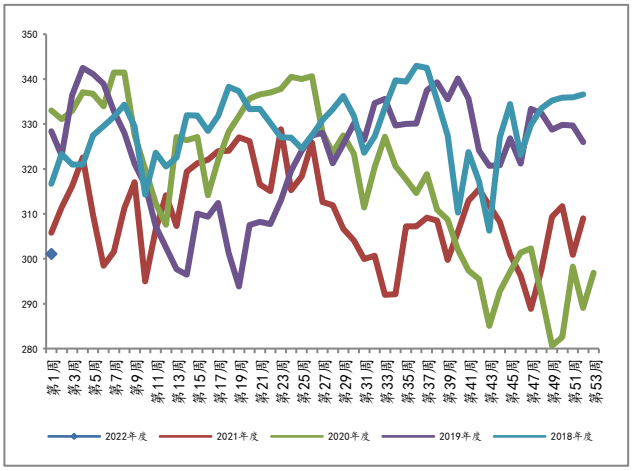
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 28：螺纹钢：建筑钢材钢铁企业：实际产量（周）



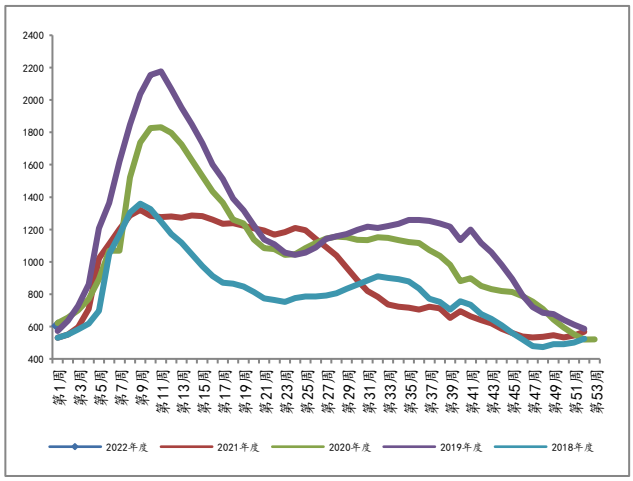
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 29：热轧板卷：钢铁企业：实际产量：（周）



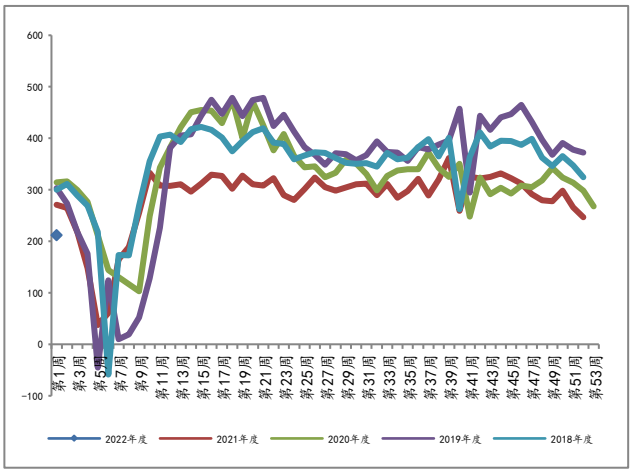
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 30：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 31：铜精炼费



资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

原油

1 全球经济衰退主线

站在宏观层面上看，2023 年市场的主线交易逻辑是全球经济衰退预期，这对于原油等大宗商品而言同样是一个重大风险。IMF 世界经济展望将 2023 年全球经济增速预估值下调 0.2 个百分点至 2.7%，宏观下行压力迟滞了需求复苏节奏。三大能源机构持续唱衰未来需求前景，其中 EIA 将 2023 年原油市场需求增长预估值大幅下调至 100 万桶/日。不过，随着防疫优化和重新开放，中国有望再次成为全球原油需求增长的引擎，给予了市场一定的想象空间，未来需求端或有超预期表现也未可知。

2 原油供应仍不稳定

2023 年原油供应端同样面临 OPEC+减产、俄乌战争以及欧美制裁等诸多因素的影响。OPEC+现行的 200 万桶/日减产计划将延续到 2023 年底。作为对西方限价令的回应，俄罗斯禁止向实行价格上限的国家输送原油及油品，并将会在 2023 年初削减产量 5-7%。美国页岩油行业受制于资本开支不足，产能扩增相当缓慢，且存在回补战略石油储备的需要。其他产油国或多或少面临各种不确定性。总体来讲，2023 年对于原油仍是多事之秋，市场难以摆脱不稳定状态，但较低的供应弹性将为油价提供托底性支撑。

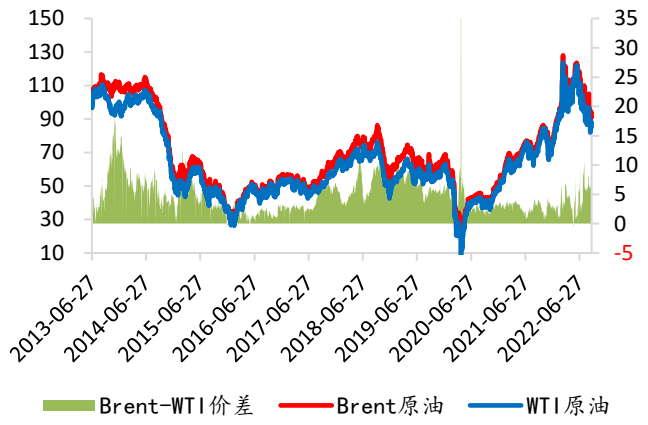
3 能源需求复苏放缓

在原油市场预期差反复修正之后，原油供应紧张和需求下滑均不及此前预期般严重。鉴于欧盟对俄罗斯海运原油出口的限价令暂未被触发，市场焦点越来越转向需求减少的程度。

简析 OPEC 最新发布的月报，其核心是下调了未来全球原油需求预期。OPEC 预计，2023 年一季度，全球对该组织平均原油需求为 2893 万桶/日，较此前预估值下修 38 万桶/日，略高于 11 月 OPEC 平均原油产量 2883 万桶/日。展望 2023 全年，全球原油需求将增加 220 万桶/日至 1.0177 亿桶/日，基本恢复到 2020 年，其中主要需求增量来自非 OECD 国家。

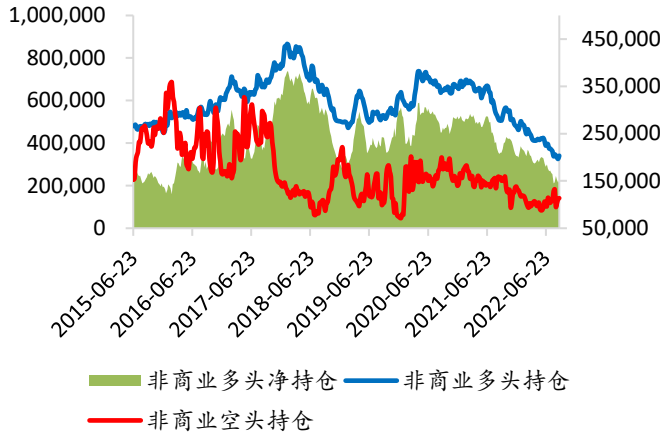
根据 OPEC 的数据，目前来看原油市场将达到一个基本平衡的状态，而非之前所认为的会出现供应缺口，甚至应该担忧油品需求疲软的问题。OPEC 得出的结论是，2022 年全球经济衰退造成的深远影响正变得相当明显，2023 年仍将充满诸多不确定性因素，不过基于温和衰退预期下的需求破坏，大概率也不会像此前担忧的那么糟糕。

图表 32：国际原油期货价格



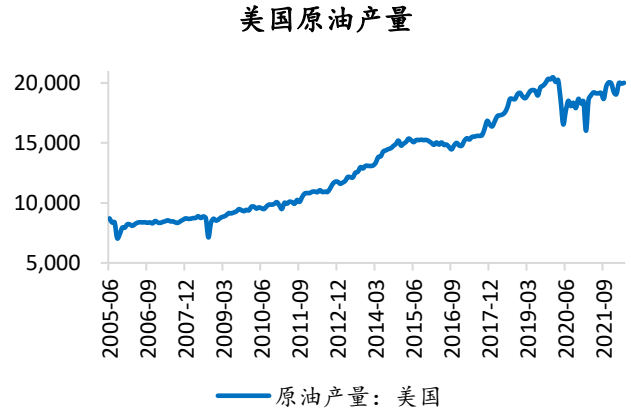
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 33：CFTC 原油期货持仓



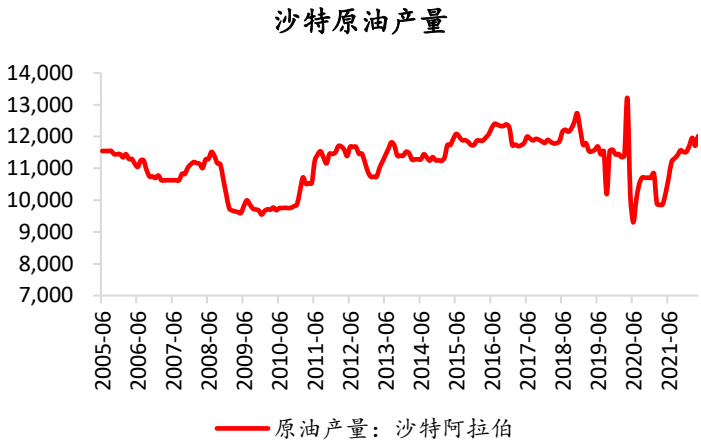
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 34：美国原油产量



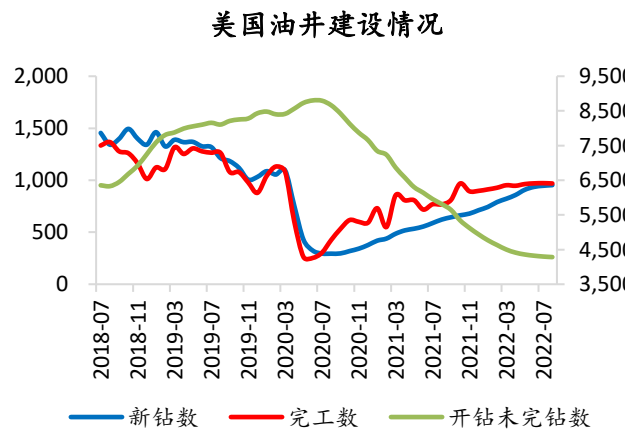
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 35：沙特原油产量



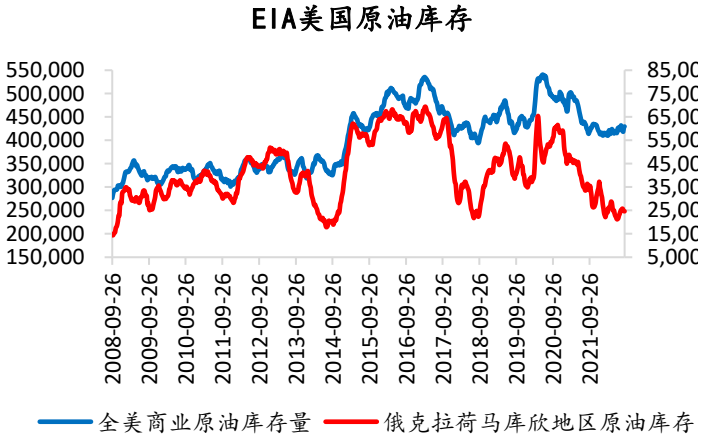
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 36：美国油井建设情况



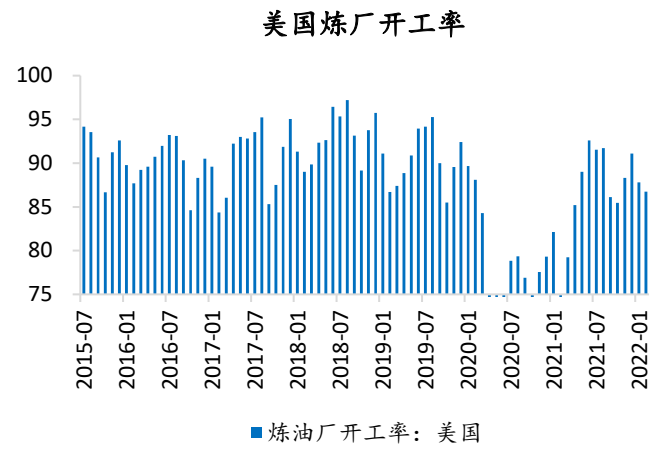
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 37：EIA 原油库存



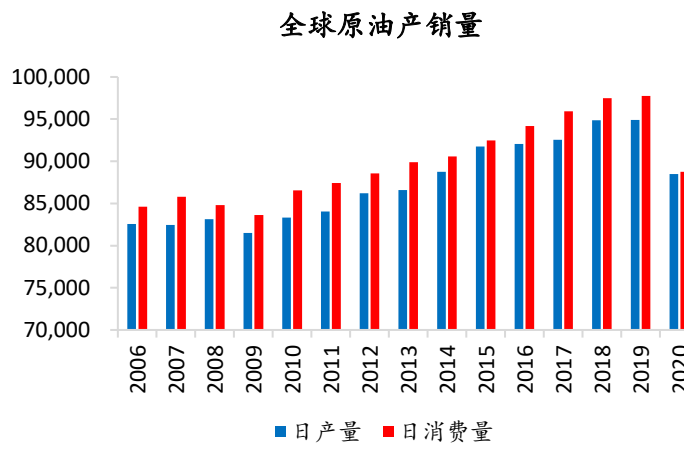
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 38：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 39：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

4 货币政策保持紧缩

自 2022 年 3 月以来，美联储为对抗高通胀连续暴力加息，引发欧美乃至全球经济衰退的危机，由此三大能源机构纷纷看空未来全球原油需求前景，成为油价重心下移的一个主导逻辑。

不过，随着美国通胀水平见顶回落，美联储加息路径有望趋于和缓。虽然 11 月美国 CPI 同比上涨 7.1%，仍远高于美联储设定的 2%长期通胀目标，但通胀数据已经比市场预期的略有好转。得益于此，12 月美联储为首的西方央行放缓加息节奏至 50 个基点，2023 年 2 月美联储加息 25 个基点的可能性亦不低。

在美联储加息节奏放缓的预期下，乐观情绪提振大宗商品风险偏好回升，原油市场有望转入震荡企稳运行。但是，美联储仍向外界释放将坚决对抗通胀的鹰派表态，利率长期维持高位理论上不利于经济复苏和油价回升。

5 防控优化硬核重启

中国是世界第二大原油消费国和最大的原油净进口国，长期贡献全球原油需求最主要的增量。从国内疫情发展和防疫政策不难看出，原油市场需求端明显呈现出强预期弱现实的特征。

在长期执行动态清零政策后，我国放宽了严格的防疫限制措施，以最大限度地重新开放经济，引发了此前围绕中国原油需求增加的乐观情绪。然而，这也必然会在短期给社会生产生活秩序造成一定麻烦。如我们此前预计的那样，虽然防疫优化和放开带来经济恢复的良好预期，但随之而来的是感染人数激增、医疗挤兑压力和工作岗位空缺等现实问题，重新引发市场对中国能源需求短期骤降的担忧。

参考此前欧美疫情发展规律，这种略显混乱的局面将持续一段时间，直到获得群体性免疫后才能恢复常态。现阶段难以避免的是，能源化工相关的生产消费活动短期大幅下滑，不过长期来看，经济重启无疑有利于需求复苏，对原油需求端构成稳健支撑。和很多其他商品一样，原油市场也在经历强预期弱现实的碰撞，从而给盘面带来了更多波动性。

6 相对高位震荡走廊

展望 2023 上半年，国际原油市场相较去年同期将处于供需偏宽松的格局。除了供应端预期差之外，原油供需平衡很大程度上取决于全球经济前景。尽管国际原油长期定价逻辑较为明晰，然时下各种因素错综复杂，短期市场观点莫衷一是。

不过长期来看，全球原油产能扩张有限、需求预期升温、库存仍处低位，Brent 基准价格重心或仍将稳定在 80-90 美元/桶左右的区间。若油价跌至 70 美元/桶左右时，美国将回购以补充战略石油储备，OPEC 也大概率发起更大规模的防御性减产，这将对原油走势形成托底支撑。

无论如何，现阶段国际原油市场表现较过去三年更为理性，我们认为当前价格已经对各种因素做出较为充分和公允的反映。我们仍然坚持此前观点：中期油价走势将维持相对高位上的区间震荡，高低极值出现的概率和可持续性都不大。

天然橡胶

1 低位震荡乏善可陈

天然橡胶供应端整体维持稳定增长，需求端强预期弱现实状态，供需平衡博弈将在中长期影响橡胶价格震荡运行的中枢。

供应方面，东南亚主产区降雨偏多，对割胶作业造成一定阻碍；国内云南全面停割，海南低温天气，支撑原料价格坚挺。需求方面，山东地区全钢胎和半钢胎开工率持续走软，终端消费市场景气度低。库存方面，青岛保税区延续小幅累库节奏，社会库存增长幅度明显，RU 新增注册仓单小幅增加。近期期货盘面交割利润偏好，套保盘交割意愿增强。在产业逻辑偏空的背景下，预计后市沪胶维持成本线上下区间波动。

天然橡胶基本面乏善可陈，在宏观预期多空分歧较大的情况下，市场信心有所减弱，沪胶基差贴水幅度再度扩大，预计春节后可能仍将有一波下跌，尤其是成本线上方过高位置很难存在持续性。

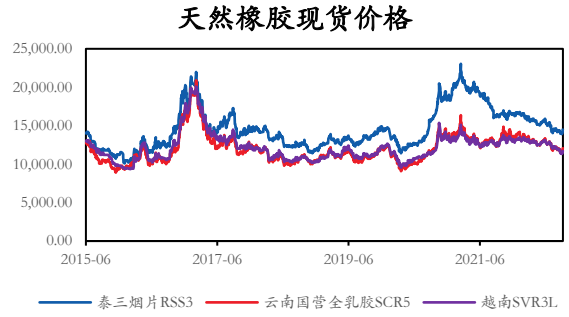
2 供应延续过剩局面

2023 年伊始，天然橡胶产业链依然是熟悉的样貌。上游整体延续增长趋势，ANRPC 割胶面积处于历史顶峰，若天气不出现重大意外，结合树龄、单产情况推算，预计今年全球天然橡胶供应将继续小幅增长。国内天然橡胶对外依存度极高，在海外需求受经济衰退影响走弱的情况下，东南亚货源将更多出口到中国市场。此外，考虑到深色胶弱浅色胶强的价差结构，非标套利窗口依然存在，预计今年橡胶进口量将继续回升，令国内供应水平上升 2-3%左右。综上，2023 年天然橡胶市场整体仍将是偏宽松格局。

3 需求难有突出表现

2023 年是时隔三年之后全面开放的第一年，在经过疫情爆发的短暂混乱之后，中国经济有望迎来一轮复苏，橡胶需求端同样将受到内需回暖提振。橡胶下游汽车轮胎行业可细分为配套、替换、出口三大需求。配套方面，重卡销量由于同比基数极低，或将有 20%左右的修复程度，乘用车尤其新能源汽车仍是新车需求的增长点。替换方面，主要体现在物流状况好转带动下，对中长途公路运输景气度的改善。出口方面，受西方央行紧缩货币政策影响，预计发达经济体依然主打衰退逻辑，轮胎订单需求继续走弱。整体来看，橡胶需求增长缺乏突出的驱动因素，较难产生超预期利多表现。

图表 40：天然橡胶现货价格



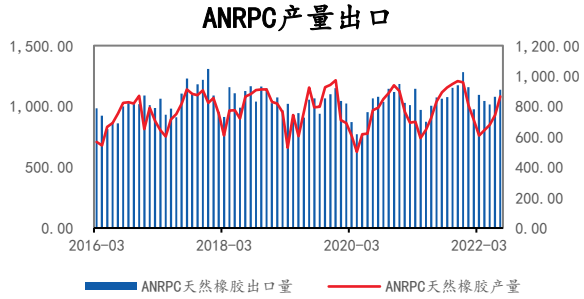
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 41：合成橡胶价格



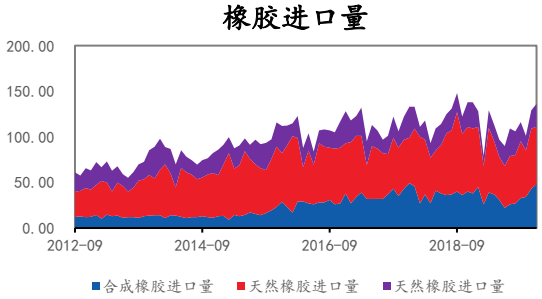
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 42：ANRPC 产量出口



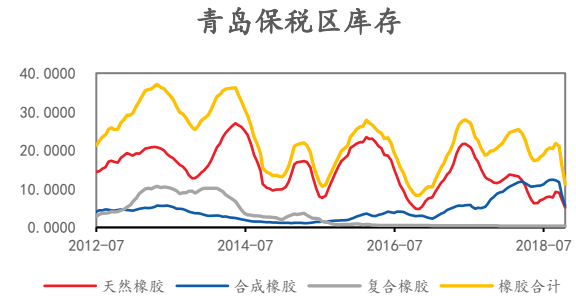
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 43：橡胶进口量



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 44：青岛保税区库存



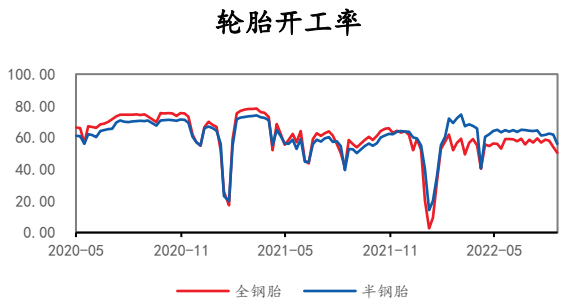
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 45：上期所注册仓单



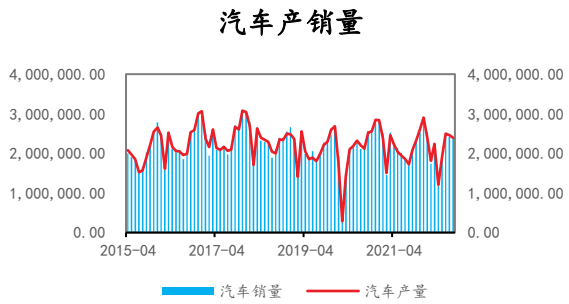
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 46：轮胎开工率



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 47：汽车产销量



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

4 逢低修复逢高空配

整体来看，2023 年国际国内天然橡胶市场仍将延续偏宽松状态，若天气正常不会出现紧缺，过剩局面也难以进一步加剧，供需矛盾并不突出。在缺乏明确方向性指引的情况下，较难出现持久的趋势性行情，预计橡胶价格重心仍将依托成本区间，受内外部宏观及市场情绪左右而波动。站在当前估值处于历史性底部的位置上，预计多头机会更多来自超跌后的绝对估值修复，例如市场交易中国重新开放后的经济复苏逻辑。但橡胶行业周期尚未摆脱弱势基调，假设大宗商品市场转向欧美经济衰退逻辑，则橡胶反弹后仍不失为经典的逢高空配品种。

5 市场出清周期漫长

从 2022 年初至今，国内国际橡胶市场价格整体呈下降趋势。

我们此前曾分析，尽管天然橡胶行业存在严重的供应过剩问题，但已经在 2018-2019 年得到充分消化，并且难以产生新的重大利空。因此，近一年来的胶价下跌主要受中国需求疲软以及欧美经济衰退的影响，考虑到 2023 年宏观层面不确定性犹存，可能导致天然橡胶需求增长的进一步放缓。就眼前而言，美联储货币紧缩政策不会很快转向，中国经济复苏仍然存在于预期中，2023 年全球经济前景尚难言乐观，有机构预计 2023 年全球天然橡胶需求增长将维持在 2.8%左右。

天然橡胶的产能出清正常将是一个缓慢的过程，主要由老树保养欠妥加速淘汰和（翻）新种植面积跟进不足来实现。上游橡胶种植业目前已处于原料成本激增的压力下，成品橡胶价格下跌无疑是雪上加霜，也不排除发生出现小概率极端情景，令胶价深度崩盘以提前走完本轮熊市周期。而在常规的供需再平衡下，橡胶走势难以摆脱围绕成本线长期震荡筑底的局面。

6 辩证看待基本形势

橡胶本身并没有什么特别的利空，主要受市场担忧经济衰退的预期主导，这将成为未来分析基本形势的关键性因素。天然橡胶基本面长期积贫积弱，金融属性相对商品属性较强，当市场对宏观下行的预期占据主导时，一旦股票和商品出现普跌，投资者心态较为悲观，对自身表现较差的橡胶极易造成情绪杀。然每当盘面向下偏离盈亏平衡线，上游生产利润被极度压缩，限制

了胶价极度下行的空间。

由此可见，橡胶短期走势不乏情绪为王，须做好面对极端波动的准备；但也正因市场是非理性的，同时为价值投资提供较大的安全边际。我们深刻地认识到，盈亏同源性在此时体现的淋漓尽致。抛开短期走势的随机性，天然橡胶是一个规律性很强的品种。中长期天然橡胶维持宽松格局，供需缺乏利好驱动，价格震荡偏弱运行为主。尤其 2023 年前几个月市场形势空前复杂，在基本面得到实质性改善之前，应偏向防御性思维。底部将是一个复杂漫长的过程，但时间最终将给橡胶市场重新带来平衡。

油脂油料：美豆反弹受阻，国内豆类市场承压回落

1 外部豆类市场分析

阿根廷降雨令天气炒作暂时熄火

元旦假日期间，阿根廷部分大豆作物区迎来降雨，缓解了该国大豆种植和早期生长压力。美豆天气炒作情绪快速降温，在豆价涨至六个月高位后遭遇回吐压力，出现急跌行情。阿根廷农业部公布的数据显示，截至 12 月 29 日当周，阿根廷大豆种植进度为 82%，落后于去年同期的 86%。美国农业部在 12 月报告中预估阿根廷大豆产量为 4950 万吨，在各机构预估值中处于偏高水平。目前阿根廷大豆仍处天气敏感期，市场密切关注近期该国天气变化。如果旱情得不到有效改善，天气炒作情绪随时可能卷土重来。

巴西大豆产量前景保持乐观

巴西大豆已经完成播种，开局明显好于去年。目前该国天气状况基本正常，包括美国农业部在内的各机构预估的巴西大豆产量多在 1.52 亿吨之上，整体保持乐观预期。巴西头号产区马托格罗索州的早熟大豆已经进入收割期，标志着新季南美大豆开始供应国际市场。随着巴西大豆供应能力提高，巴西大豆与美国大豆出口将出现重叠期，美豆出口面临来自南美的竞争压力也将逐步显现。目前来看，巴西大豆增产幅度可以覆盖阿根廷大豆减产量，南美大豆总产量依然保持创纪录预期，一定程度上削弱了阿根廷天气炒作的持续性。

马来西亚 12 月棕榈油产量下降，1 月前五日出口骤降

据马来西亚棕榈油协会(MPOA)发布的数据，马来西亚 12 月 1-31 日棕榈油产量预估减 4.42%。马来西亚棕榈油局（MPOB）下周将发布月度供需报告，报告前市场预计马来西亚 12 月底的棕榈油库存为 217 万吨，环比减少 5.3%；12 月棕榈油产量预计下滑 3%至 163 万吨，出口下滑 1%至 150 万吨。市场密切关注 MPOB 官方报告。船运调查机构 ITS 公布的数据显示，马来西亚 1 月 1-5 日棕榈油出口量环比锐减 68.2%。

印尼调整棕榈油出口政策，马来西亚棕榈油出口有望受益

印尼政府宣布自 1 月 1 日起收紧棕榈油出口规则，将国内市场义务（DMO）的出口配套系数从此前的 1：8 降到 1：6，这意味着印尼棕榈油出口额度将减少，在一定程度上有利于促进同处竞争地位的马来西亚棕榈油的出口。同时，印尼政府宣布从 2 月 1 日起将生物柴油掺混率从 30%(B30)提高到 35%(B35)，预计提升棕榈油消费量 85 万—90 万吨。尽管印尼政府上述举措对马来西亚棕榈油市场有利好效应，但由于受到元旦假日后国际原油市场暴跌冲击，马来西亚棕榈油市场出现较大调整。

2 国内豆类市场分析

国内豆粕库存连续六周回升，累库效应制约价格反弹

11 月下旬以来，受压榨利润回升和进口大豆到港量增加影响，国内油厂周度大豆压榨量始终保持在 200 万吨左右，国内豆粕库存触底回升，连续六周增长，有效改善了国内豆粕供应形势。根据机构统计的数据，截至 1 月 1 日，国内沿海地区豆粕库存量约为 58 万吨，周度增幅高于 5 万吨，较一个月前增加 29 万吨，与去年同期差距缩小至 2 万吨，基本接近过去三年库存均值。随着春节前油厂开机率保持高位，国内豆粕累库效应仍将持续。国内豆粕供应形势持续改善，油厂挺粕动力减弱，市场追高信心下降。

国内棕榈油库存出现拐点，春节前油脂需求回暖

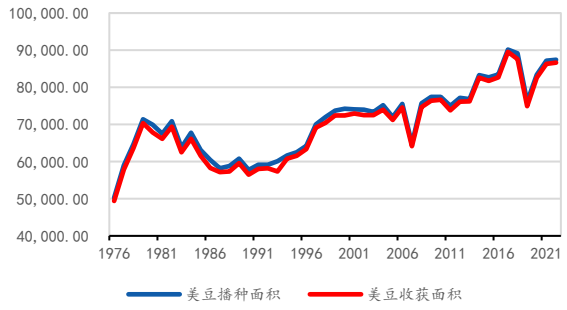
根据业内机构统计，截至 1 月 2 日，国内棕榈油库存为 89.7 万吨，周度下降 3.5 万吨，去年同期为 50.1 万吨。国内棕榈油库存自 2022 年 9 月底进入回升通道，在连增十二周后出现拐点。由于目前棕榈油进口仍处于倒挂状态，结合季节性规律，预计棕榈油库存仍有望继续回落。目前国内进口大豆周度压榨量仍维持在 200 万吨左右，豆油库存保持稳中回升状态。随着国内经济活动逐步恢复以及春节前各类企业备货需求增加，需求端对油脂价格的支撑作用有望趋强。本周国内油脂反弹受阻大幅回落，主要是受到外部原油和国际植物油市场下跌的拖累。外部市场弱势表现从成本和预期上冲击国内油脂市场，从节日需求角度看，国内油脂市场主动下跌动力并不强。

3 油脂油料市场展望

阿根廷降雨打乱美豆天气炒作节奏，而国际原油在今年头两个交易日遭遇了自 1991 年以来的最大两日百分比跌幅，原油暴跌为包括豆类商品在内的大宗商品市场带来系统性冲击。国内豆粕期货市场在成本和预期影响下跟随外盘展开调整行情。尽管春节前饲企集中备货会提升豆粕价格的抗跌性，但需求端对豆粕价格的影响力度远不及供应端。国内豆粕库存处于升势，南美大豆保持丰产预期，在南美启动下一轮天气炒作前，国内豆粕期货市场跟随美豆震荡调整的概率较大。国内油脂市场的下跌压力主要来自外盘，棕榈油库存进入下降周期，春节前油脂需求整体向好，国内油脂供应压力减弱，不支持价格过度回调。豆一期货供需相对独立，增产和需求低迷导致供应压力不断后移，现货反弹乏力，期货盘面仍处震荡筑底状态。

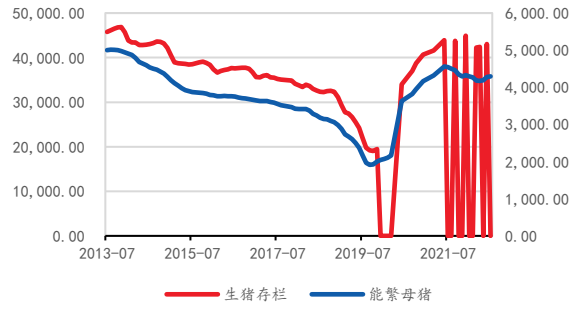
4 油脂油料市场主要数据

图表 48：美国大豆种植收获面积



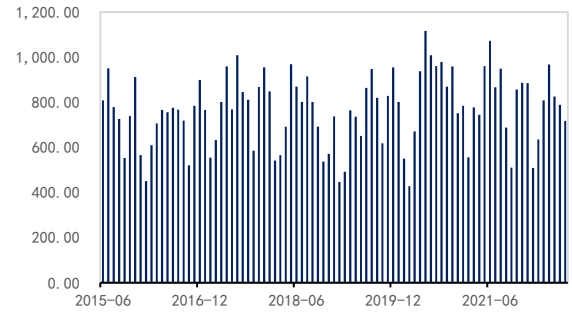
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 49：国内生猪存栏量



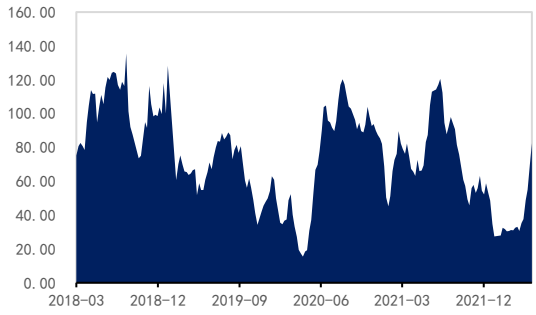
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 50：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 51：国内豆粕库存



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

免责条款

本报告由中金财富期货有限公司（以下简称“中金财富期货”）提供，旨为派发给本公司客户及特定对象使用。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网站及本公司授权的渠道，由公司授权机构承担相关刊载或转发责任，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中金财富期货认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中金财富期货可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券、期货的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中金财富期货有限公司

公司网站：http://www.tqfutures.com/

地址：深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦4203－4205单元

邮编：518038

传真：0755-82912900

总机：0755-82912900