中金财富期货策略周报（2023 年第 2 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：疫情防控对经济的约束趋近于零，以及国内地产政策基本转向，对市场情绪的提振都非常明显，因此近期工业品的反弹主要是情绪主导的行情。需要注意的是，当前市场情绪处在抢跑阶段，仍需要面对今年四季度和明年一季度的经济现状，对于已经大涨的品种，注意追高的风险。

股指期货：预计春季行情还将延续，节前外资持续流入，推动传统消费和金融板块上行，春节后关注内资接力，市场有望迎来三大积极因素：两会预期、疫后修复和海外环境好转。建议继续把握做多窗口，节后市场胜率高，继续关注各大指数的机会

铜：铜矿供应将可能会增长，加工费上涨印证了海外铜精矿宽松的预期。预计明年国内铜精矿产量和进口仍会继续增长，整体供应将维持宽松。12 月国内精铜虽同比延续增长，但环比下滑，产量不及预期主要是检修冶炼产能超预期。铜矿转化偏慢的问题或依然存在，在加工费将继续处于高位的情况下，这对于国内冶炼厂来说仍有足够动力去全力生产，而今年冶炼企业限电因素会有所缓和，产量趋向增速。需求面临季节性走弱以及疫情扩散的双重冲击，元日后铜杆订单减量较为明显，上周开工率下滑 3.9%至 56.42%。消费走弱，而产量维持在偏高位，供需进一步趋松，沪铜累库拐点逐步出现。整体来看，经济复苏乐观预期支撑铜价，但随着短期利好情绪消散，需求走弱带来的累库压力将限制进一步上行高度，预计沪铜主力继续上涨空间有限。

锌：供应端看，欧洲天然气大幅下挫，炼厂利润修复，但尚未出现更多炼厂复产信息。国内 1 月加工费维持高位，炼厂原料库存充沛，且利润可观，春节期间多正常生产，精炼锌供应维持高位预期不改。需求端呈现弱现实强预期格局，国内步入春节假期，下游消费淡季效应越发明显，叠加疫情冲击，企业提前放假增多。但内外库存绝对值仍处近年低位，且海外存挤仓基础，对锌价有托底作用，限制锌价下方空间，预计 1 月内外锌价区间内震荡偏弱运行。

钢材：目前距离春节所剩时间不多，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。此外，长流程及短流程钢的利润仍维持在负值，钢厂开工积极性不高。受限于贸易商低热情和钢厂的低积极性，钢材库存维持在很低的水平，从目前来看，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，低库存将刺激情绪继续走高，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：国际原油价格结束此前连跌强势反弹，带动大宗商品市场整体回暖。美国农业部月度供需报告意外调低美豆产量，与阿根廷大豆减产预期形成叠加效应，在南美大豆天气关键期内，美豆市场在天气炒作盘提振下保持易张难跌的概率依然较大。国内豆粕市场在成本和预期影响下重回反弹节奏，阿根廷天气是影响国内豆粕价格反弹持续性的关键。由于巴西大豆保持增产预期，一定程度上会影响资金对阿根廷天气的炒作力度，需要注意把握市场运行节奏。国内油脂市场的下跌压力主要来自外盘，尤其是马来西亚棕榈油连跌带动国内棕榈油成本回落，供应压力升高削弱油厂挺价能力。继续关注进口澳大利亚菜籽进展，国内油脂板块短期内有望维持震荡下行状态。豆一期货供需相对独立，在连续走弱跌破种植成本后，市场抗跌性明显趋强，短期有望震荡回升修正此前超跌。

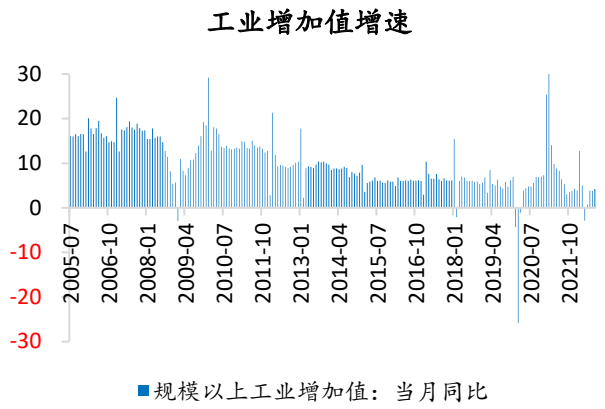
目 录

周度策略：情绪修复行情进入加速阶段 ..... - 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 出口弱势或将持续 ..... - 7 -
3 流动性：央行千亿元逆回购呵护流动性 ..... - 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 ..... - 14 -
1 锌：影响因素 ..... - 14 -
2 总结 ..... - 14 -
3 锌期货现货数据 ..... - 15 -
钢材 ..... - 16 -
1 国内首轮疫情达峰 ..... - 16 -
2 政策底显现，地产行业复苏有望 ..... - 16 -
3 小结 ..... - 17 -
4 钢材期货现货数据 ..... - 17 -
原油 ..... - 20 -
1 开年油市充满挑战 ..... - 20 -
2 OPEC 持紧平衡观点 ..... - 20 -
3 EIA 预判长期下行 ..... - 20 -
4 控产政策仍将延续 ..... - 22 -
5 地缘政治理性定价 ..... - 22 -
6 相对高位震荡走廊 ..... - 22 -
天然橡胶 ..... - 24 -
1 现货实际成交冷清 ..... - 24 -
2 市场观望氛围浓厚 ..... - 24 -
3 需求难有突出表现 ..... - 24 -
4 交割逻辑支撑犹存 ..... - 26 -
5 上下趋势均有限制 ..... - 26 -
6 超跌修复逢高空配 ..... - 26 -
油脂油料：美豆止跌回升，国内豆类市场粕强油弱 ..... - 28 -
1 外部豆类市场分析 ..... - 28 -
2 国内豆类市场分析 ..... - 28 -

3 油脂油料市场展望 ..... - 29 -
4 油脂油料市场主要数据 ..... - 29 -
免责条款 ..... - 31 -

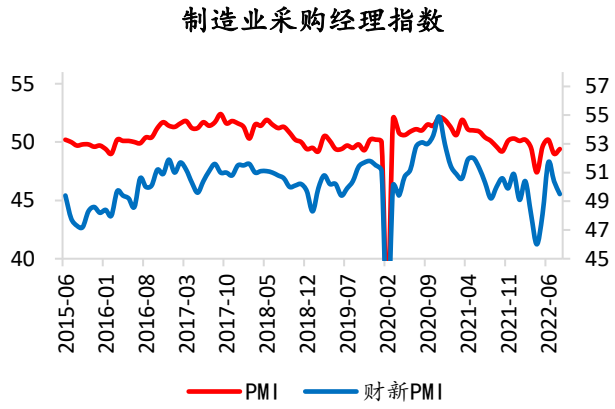
重要经济指标概况

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



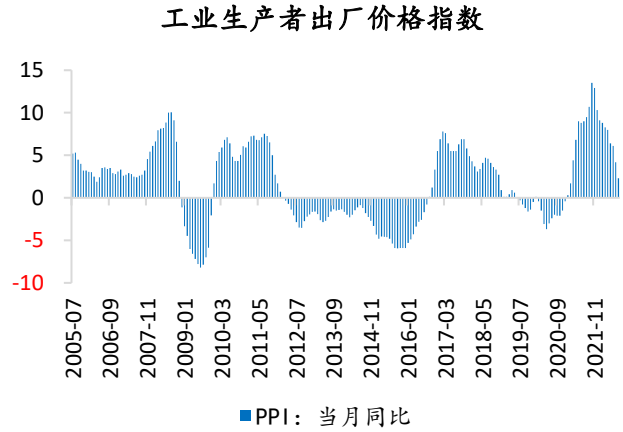
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 3：中国居民消费价格指数



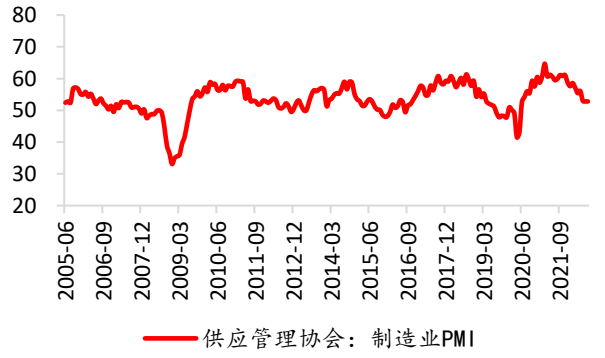
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 4：中国工业生产者出厂价格指数



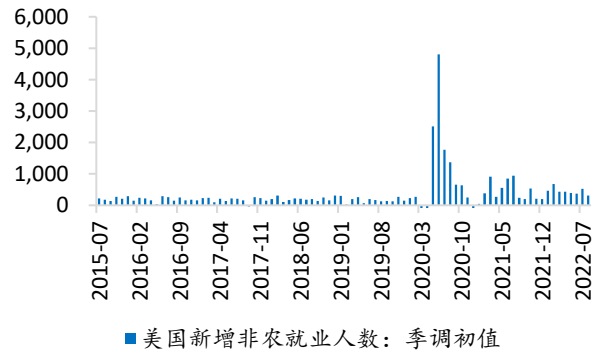
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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：情绪修复行情进入加速阶段

本周工业品延续大涨的格局，其中螺纹钢在 11 周之类出现了高达 10 周的上涨，这种强度的走势，在过去三年中比较罕见，足见市场情绪之强势，同样强势的还有外围定价的铜、建材类的纯碱等品种。从基本面的角度看，当前处在春节前需求的淡季，供需关系并没有明显的变化，但是价格出现如此大的变化，可见市场情绪对行情的影响之大。

经济复苏的节奏推演

防疫放开后国内经济（主要是消费）复苏如何演绎？这是疫情三年来有待展望的问题。我们认为总结这些已放开经济体消费复苏的经验，对于预判 2023 年中国经济的前景有很大的借鉴意义。事实上，从那些先于中国内地放开经济体的案例来看，其消费扩张在路径、节奏、幅度上均存在着一定差异，从而在不同的经济体之间出现了明显的分化。我们选择了一些最具代表性的经济体案例，通过观察可以发现，疫情防控放开后经济复苏分为三大类型：“立竿见影”型，“差强人意”型，“收效甚微”型。

“立竿见影”型经济体主要得益于政府的高补贴以及居民超额储蓄的释放，导致消费在放开后强劲反弹。以美国、新加坡、澳大利亚最为明显，由于政府补贴直接转移支付，个人可支配收入显著提高，消费修复反弹大动力足。从修复时长来看，“立竿见影”型经济体在防疫政策放开后的 2 个月内消费普遍修复超 90%。

“差强人意”型经济体财政补贴未能惠及家庭，居民储蓄率居高不下导致消费在放开后修复缓慢，以日本、德国、越南最为明显。财政政策补贴主要针对企业，未能直接进行支付转移。修复路径呈现倒“V”，修复持续性差。

“收效甚微”型经济体由于财政政策缓不济急或过早退场，使得消费在疫情反复扰动下苟延残喘，以英国、韩国、中国香港为主。这些经济体的财政政策倾向于对中小型企业补贴或草草收场，因此消费的修复动力明显不足，整体恢复态势疲软，平均较疫情前增长趋势仍存在 5%以上的缺口。

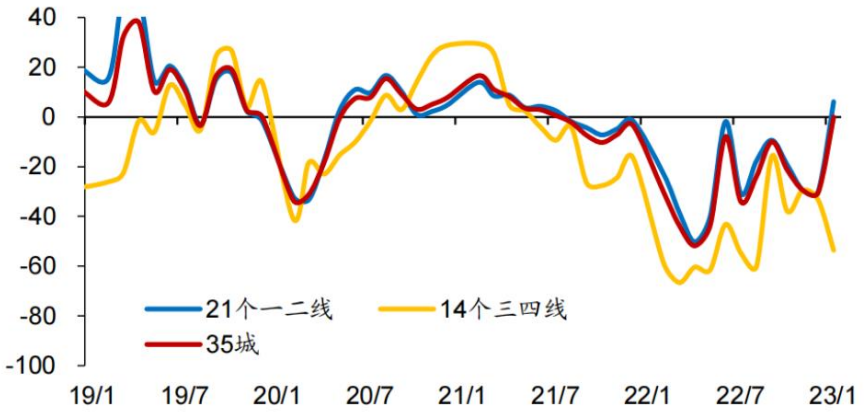
通过横向对比不难看出，各经济体财政刺激的规模与投放结构与其消费的修复程度具有显著的正相关型。疫后要想得到强劲的消费反弹，消费迅速恢复，财政刺激力度必须大，且应是普惠性较强的现金及消费券。而相较之下，财政刺激倾向企业补贴的效果则明显不如前者。

对于 2023 年中国消费复苏的前景而言，成为“立竿见影”型当然是最理想的结果，但也要避免沦为“收效甚微”型。因此，通过寻找那些在放开的宏观环境上与当下中国相似的经济体，便可以对 2023 年中国消费的回升给出一个相对合理的区间。出于可比性的考虑，我们认为这个区间的上限可以比照新加坡，下限则可以我国台湾地区。新加坡在 2022 年 4 月全面放开后的半年时间中，补了 2.1%的消费缺口，线性外推下，全年预计可以弥补 4-5%的消费缺口；我国台湾地区，在 4 月全面放开后仅仅补了 0.8%的缺口，全年预计可以弥补 1.6%的消费缺口。由此看来，我们预计 2023 年在防疫政策大幅优化下，我国消费补缺口的区间为 1.5%-5%。

因此，考虑到我国的疫情防控政策已经开始优化，现在进入疫情流行期，大概率还有三个月左右。过了流行期后，我国进入后疫情时期，经济可能恢复，由于不直接执行高补贴的政策，所

以 2023 年一季度的情况还会差一点，因此对于过于乐观的情绪主导的行情，注意一季度经济数据不及预期的风险。

图表 7：35 城房屋销售增速



资料来源：wind，中金公司

美国通胀加快下行

12 月美国通胀加快回落，同环比数据均符合市场预期。12 月 CPI 同比增 6.5%，前值 7.1%；季调后 CPI 环比-0.1%；核心 CPI 同比增 5.7%，前值 6.0%。

12 月美国通胀如期回落、下行速度加快，2 月加息幅度有望进一步放缓至 25bp。当前美国通胀压力的缓解依然是结构性的，能源和二手车等耐用品价格趋势性回落，而住房等服务价格仍然维持韧性，尚未形成放缓趋势。我们预计随着上半年通胀下行速度加快，3 月或迎来加息终点，但年内降息概率偏低。

从分项看，12 月，能源价格环比跌幅扩大至 4.5%，上月跌幅为 1.6%，连续两个月环比下跌，主要与石油减产预期转弱、需求前景回落有关；商品方面，二手车和卡车价格环比为-2.5%，上月为-2.9%，延续回落态势；核心服务方面，住房价格环比在上月回落至 0.6%后，环比再度抬升至 0.8%，依旧维持韧性；医疗护理服务价格环比在连续两个月转负后，回升至 0.1%，可能与美国冬季疫情进入高峰，导致医疗需求增多有关。

从数据看，通胀结构性回落背景下，年内降息仍较难期待。当前美国通胀回落趋势进一步明确，但通胀压力的缓解依然是结构性的，其衍生的结果可能是加息终点的提早到来，以及降息时点的延后。

一方面，能源价格走弱、商品价格趋势性下行，将带动美国 CPI 同比持续回落。预计一季度末 CPI 同比可能回落至 5%以内，二季度末可能回落至 3%附近。因此，伴随上半年美国通胀下行速度加快，或将于 3 月迎来加息终点，利率终点为 5%。3 月迎来加息终点的概率上升至 77%。另一方面，住房价格粘性、劳动力市场缓慢降温，不仅意味着年内 CPI 同比难以回落至 2%目标范围内，也在增加美国经济软着陆概率，使得美联储较难释放降息预期。

另外，尽管前期房价回落已经传导至新签租约价格，但 CPI 住宅价格环比仍处在高位，涨幅尚未出现放缓趋势，何时回落仍然具有不确定性。12 月美国服务业薪资增速持续回落、非制造业 PMI 跌破荣枯线，指向服务需求开始降温。但是，鉴于居民超额储蓄尚在、居民偿债负担较低、

劳动力供给刚性约束难解，将支撑消费慢速退坡。

整体看，市场对于通胀见顶，以及趋势下行的观点已经形成，美国通胀和美联储加息对全球经济的影响仍在减弱。

市场情绪已经渲染到较高水平 追高注意风险

从市场的表现看，当前宏观基本面无明显变化，大部分工业品进入季节性的消费淡季，供需关系相对稳定。从市场的表现看，连续上涨的工业品主要受到情绪因素的影响，部分品种已经进入到加速上行阶段，对于已经“前置”了的行情，我们仍提示注意追高的风险。

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 13 日	李克强:要保持政策稳定性，提振民营企业信心，支持平台经济健康持续发展	当前经济保持恢复态势，但市场主体特别是中小微企业、个体工商户困难较大，并且遇到新问题	保持政策稳定性，继续抓好稳经济一揽子政策和接续措施落实
	1 月 11 日	中国央行、银保监会：各主要银行要合理把握信贷投放节奏，适度靠前发力	加大金融对国内需求和供给体系的支持，做好对基建投资、小微企业、科技创新、制造业、绿色发展等重点领域的金融服务	加大政策力度，推动经济运行整体好转
数据	1 月 12 日	我国 12 月 CPI 同比增 1.8%，PPI 同比下降 0.7%	中国 CPI 比上年上涨 2.0%，PPI 上涨 4.1%	核心 CPI 回暖，PPI 或继续回落。猪肉价格是拉低 CPI 的主要原因，出行、娱乐服务类价格已初步呈环比上行态势，整体改善
	1 月 11 日	中国 12 月新增社融 1.31 万亿，新增人民币贷款 1.4 万亿，M2 增速 11.8%	12 月社融同比跌破了 10%，主要是企业债和地方债发行拖累	从信贷数据看，企业中长期修复明显，远好于历年同期，可见稳增长在持续发力
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 出口弱势或将持续

2022 年 12 月以美元计价出口同比-9.9%（11 月为-8.9%）、进口同比-7.5%（11 月为-10.6%），皆略高于市场预期（Bloomberg 出口、进口市场预期分别为-11.1%、-10.0%）。基数因素有所回落，但海外终端需求下行叠加去库存压力或是出口降幅扩大的主因。

供需两端皆承压。从供给来看，12 月疫情政策优化后出现了短期感染上升，一方面造成了短期劳动力供给不足，另一方面也造成了短期物流受阻，12 月 PMI 从业人员环比下降 2.6ppt 至

44.8%，供应商配送时间分项环比下降 6.6ppt 至 40.1%。这些都使 12 月工业生产受到了一定影响，PMI 生产环比下滑 3.2ppt 至 44.6%。11 月受到疫情影响较大的手机出口在 12 月仍保持在低位，同比-29%（11 月为-33%）。从需求来看，12 月全球综合 PMI 虽然边际小幅上升至 48.2%（11 月为 48%），但是连续第五个月处于收缩区间，显示海外终端需求下行压力仍大。从价格来看，我们计算的 12 月出口金额/出口货运量同比增速进一步回落，或显示对于整体出口来说，海外需求回落的贡献或略大一些。

除了海外终端需求下行压力，去库存压力也仍在。我们在 11 月进出口点评中已经阐述了美国去库存的压力，实际上这种压力对于欧元区来说也是存在的。从欧元区 PMI 产成品库存分项来看，2022 年 9 月开始从历史高点回落，体现了在终端需求回落的背景下，欧元区的去库存压力或也额外加大了中国外需的下行。

3 流动性：央行千亿元逆回购呵护流动性

临近春节假期，央行资金供应逐渐加力。1 月 13 日，央行开展 7 天期和 14 天期逆回购操作合计 1320 亿元，连续第 3 日放量且连续实施千亿级操作，主要是加大了 14 天逆回购操作力度，此举彰显出有关部门维护春节假期前流动性平稳的态度。

央行根据春节假期前流动性供求和市场利率变化，灵活、精准实施调控，有利于呵护市场流动性合理充裕，防范市场利率大幅波动，营造对稳经济、强信心有利的流动性环境。1 月 13 日，央行开展 550 亿元 7 天期逆回购操作，并开展 770 亿元 14 天期逆回购操作，规模较前一日增加 150 亿元。自 11 日起，央行加大逆回购操作力度，并恢复开展 14 天期逆回购操作，实施跨春节假期资金投放。

央行加大流动性投放是应对春节假期前资金需求的有效举措，维护流动性合理充裕的意图明显。

按照往年经验，春节假期前，居民和企业取现需求会集中增加。考虑到防疫政策优化调整，今年返乡过年人数料明显增多，春节假期前取现因素对银行体系短期流动性的影响或有所加大。春节假期前，央行仍将以中期借贷便利(MLF)、公开市场逆回购操作等方式加大流动性投放，维护春节假期前流动性平稳，同时为保持信贷支持实体经济的力度、推动经济运行整体好转营造有利的流动性环境。

4 宏观策略

从市场的表现看，当前宏观基本面无明显变化，大部分工业品进入季节性的消费淡季，供需关系相对稳定。从市场的表现看，连续上涨的工业品主要受到情绪因素的影响，部分品种已经进入到加速上行阶段，对于已经“前置”了的行情，我们仍提示注意追高的风险。

5 股指期货市场分析

A 股市场延续上涨态势

2023 年首周 A 股呈现强势特征，沪深 300 指数涨 2.35%，上证 50 涨 2.72%，中证 500 涨 0.75%，中证 1000 涨 0.26%

北上资金连续 10 周净买入，本周买入额 439.97 亿元，创 55 周以来新高。

沪指连续上涨重新逼近 3200 点。本周蓝筹类股票表现较好，券商、保险、食品饮料、煤炭等板块涨幅靠前，军工、房地产、软件等表现逊色。

以市值变动计算，31 个申万一级行业中，本周有 24 个行业北上资金持股市值增长。食品饮料、电力设备、非银金融三个行业持股市值增长超百亿。食品饮料行业的持股市值增幅最高，达到 213.2 亿元，最新持股市值 3556.52 亿元，持股市值也是行业第一。本周食品饮料行业指数涨幅达到 4%。

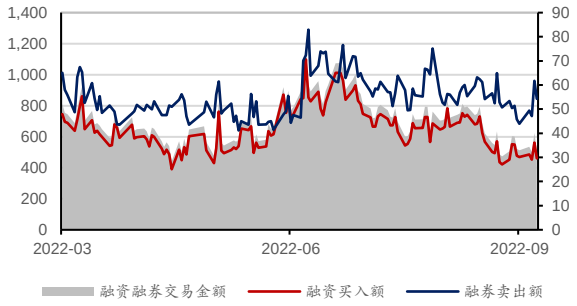
预计“节前效应”明显 但指数仍将延续强势

从市场历史规律来看，各 A 股主要指数春节前上涨胜率最高为创业板蓝筹和成长，均为 90%，春节后胜率最高的品种也集中在创业板。赔率方面，春节前后通常为普涨行情，成长板块在春节后表现较为强劲，创业板年后一月平均上涨幅度超 10%。

结合地方两会给出的目标，预计全国两会可能提出 5%左右的经济增长目标，相比 2022 年疫情冲击下的经济增速，将呈现出显著的修复态势。近期主要城市拥堵延时指数呈现上升态势，出行状况持续恢复，疫情对经济冲击最大的阶段已经过去；海外方面，美国最新的 CPI 已经降至 6.5%，工资通胀也有所缓解，消费者信心指数近期有所回升，市场对美联储 2 月加息 25 基点的预期已达 90%，同时不排除今年年底降息的可能性，一季度整体海外环境大概率偏积极。总体看，后续外部流动性预期改善和风险偏好进一步提升也有利于成长股表现。

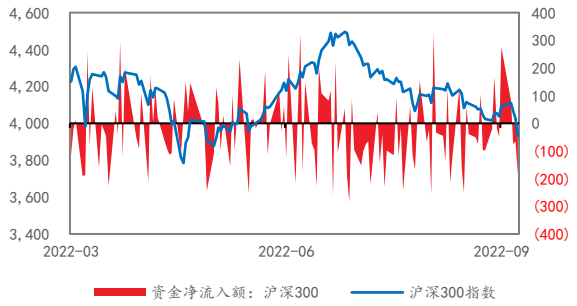
预计春季行情还将延续，节前外资持续流入，推动传统消费和金融板块上行，春节后关注内资接力，市场有望迎来三大积极因素：两会预期、疫后修复和海外环境好转。建议继续把握做多窗口，节后市场胜率高，继续关注各大指数的机会。

图表 9：融资融券数据图



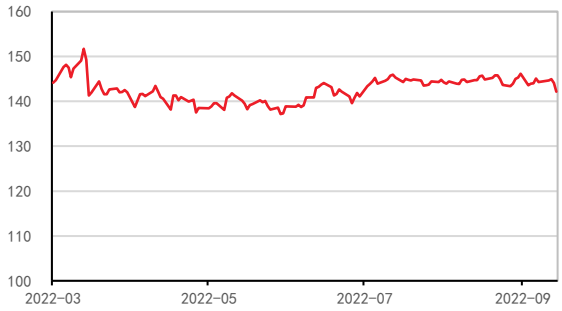
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 10：合约持仓和市场表现



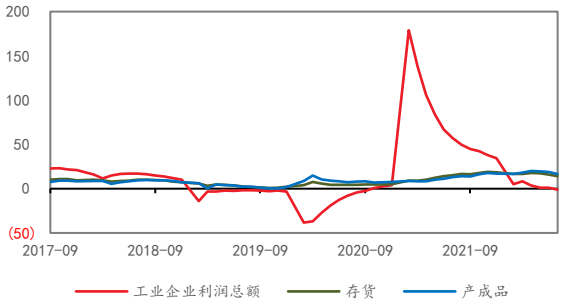
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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

铜矿供应将可能会增长，加工费上涨印证了海外铜精矿宽松的预期。预计明年国内铜精矿产量和进口仍会继续增长，整体供应将维持宽松。12 月国内精铜虽同比延续增长，但环比下滑，产量不及预期主要是检修冶炼产能超预期。铜矿转化偏慢的问题或依然存在，在加工费将继续处于高位的情况下，这对于国内冶炼厂来说仍有足够动力去全力生产，而今年冶炼企业限电因素会有所缓和，产量趋向增速。需求面临季节性走弱以及疫情扩散的双重冲击，元日后铜杆订单减量较为明显，上周开工率下滑 3.9%至 56.42%。消费走弱，而产量维持在偏高位，供需进一步趋松，沪铜累库拐点逐步出现。整体来看，经济复苏乐观预期支撑铜价，但随着短期利好情绪消散，需求走弱带来的累库压力将限制进一步上行高度，预计沪铜主力继续上涨空间有限。

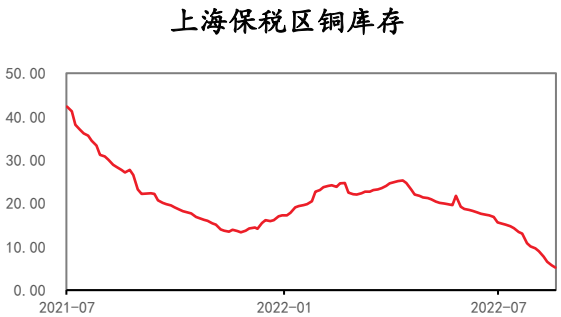
3 铜期货现货数据

图表 13：长江有色铜价



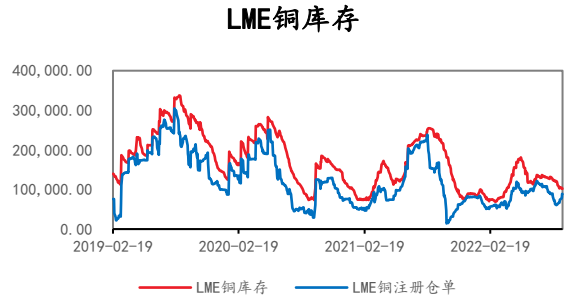
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 14：上海保税区铜库存



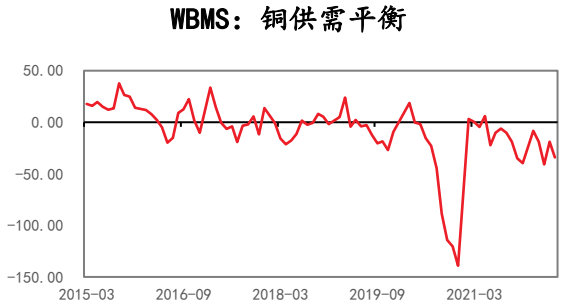
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 15：LME 铜库存



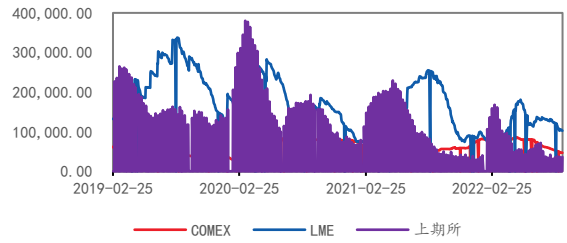
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 16：WBMS 供需平衡



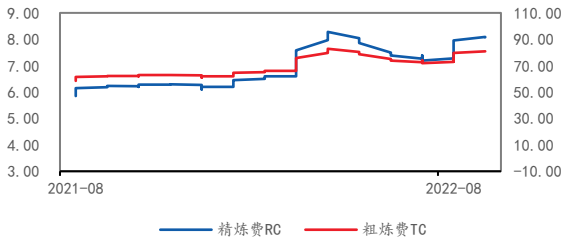
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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

ILZSG 最新数据显示，2022 年 1-10 月全球锌矿产量 1024.3 万吨，累计同比减少 3.1%。全年产量预计达 1269 万吨，同比降低 0.86%。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。

进口情况看，海关数据显示，2022 年 11 月精炼锌进口量为 11,628.36 吨，环比猛增 1054.62%，同比下降 44.77%。精炼锌出口 1865.4 吨，净进口 9763 吨。1-11 月累计净出口量 9067 吨，去年同期为净进口量 41.9 万吨。从目前精炼锌进口利润情况看，2022 年精炼锌进口窗口多处于关闭状态，仅三季度阶段性开启，进口亏损叠加海外供应偏紧，令精炼锌净进口量维持在低位。从目前贸易商签订长单的意愿并不高，预计 2023 年精炼锌进口量将维持低位。

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

2022 年 12 月国内初端消费均呈现回落态势，一方面，北方地区天气转冷，部分户外作业 开工受限，同时月中河北等地短暂环保检查也限制镀锌企业开工；而地产等终端五金、卫浴 需求不佳，及出口需求同比偏弱，也倒逼压铸锌合金企业开工维持环比回落；氧化锌企业开 工率相对平稳，但终端订单持续性不强且消费占比较小，提振有限。另一方面，12 月以来随 着疫情管控不断放松，各地感染人数快速上升，用工短缺下也导致部分企业减停产或提前房 间，拖累初端企业开工需求。进去 2023 年 1 月，临近春节假期，部分企业计划月中旬放假，需 求延续回落态势，预计企业开工率环比继续回落。

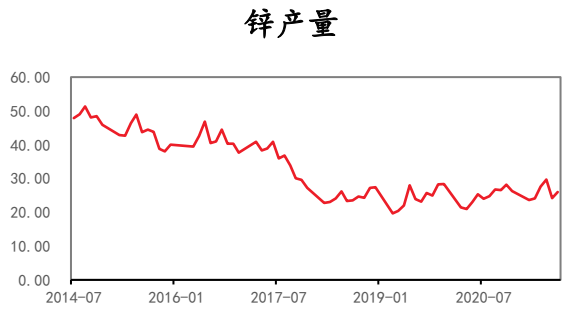
中汽协数据显示，2022 年 1-11 月，汽车产销分别达到 2462.8 万辆和 2430.2 万辆，同比分别增长 6.1%和 3.3%，累计增速较 1-10 月放缓。在政策端发力及汽车出口势头良好等因素拉动下，自 6 月份以来汽车产销持续保持快速增长。全年看，汽车销量或达 2680 万辆，同比增长 2%

2 总结

供应端看，欧洲天然气大幅下挫，炼厂利润修复，但尚未出现更多炼厂复产信息。国内 1 月加工费维持高位，炼厂原料库存充沛，且利润可观，春节期间多正常生产，精炼锌供应维持高位预期不改。需求端呈现弱现实强预期格局，国内步入春节假期，下游消费淡季效应越发明显，叠加疫情冲击，企业提前放假增多。但内外库存绝对值仍处近年低位，且海外存挤仓基础，对锌价有托底作用，限制锌价下方空间，预计 1 月内外锌价区间内震荡偏弱运行。

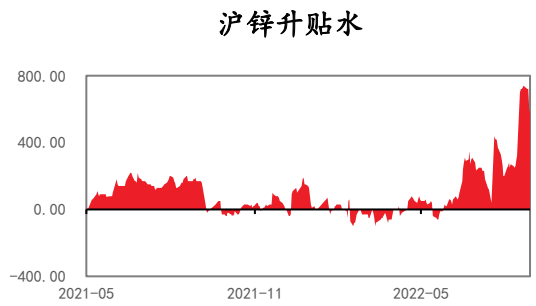
3 锌期货现货数据

图表 19：锌产量



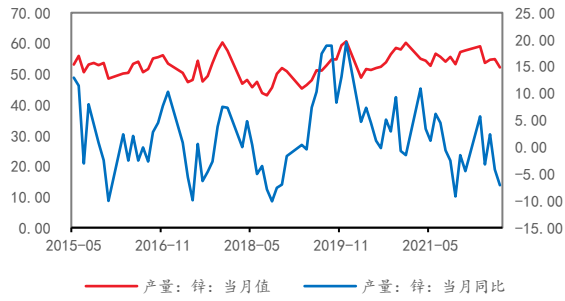
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 20：锌升贴水



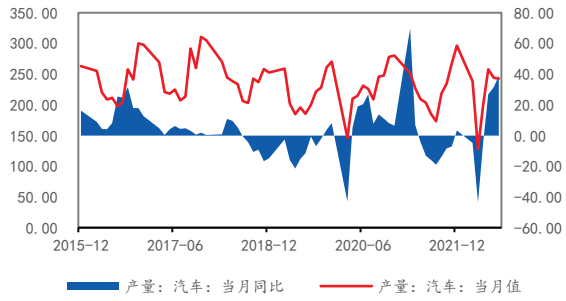
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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

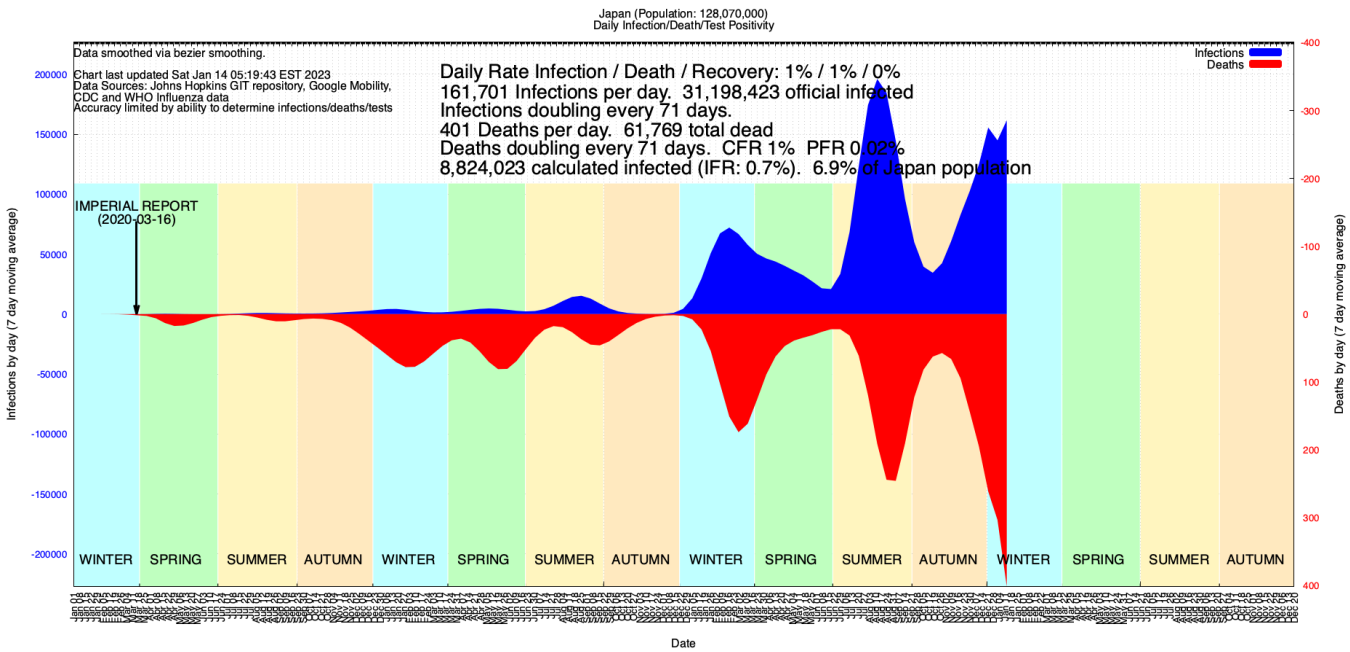
距离 12 月 7 日全国疫情管控的放开已有一个月有余，这一个月里全国疫情迅速扩散，大部分城市已“达峰”并开始逐步复苏，生活似乎在不断向 2019 年靠近，市场情绪也一致预期需求正在逐步向好。

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，每轮疫情达峰间隔约为 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。

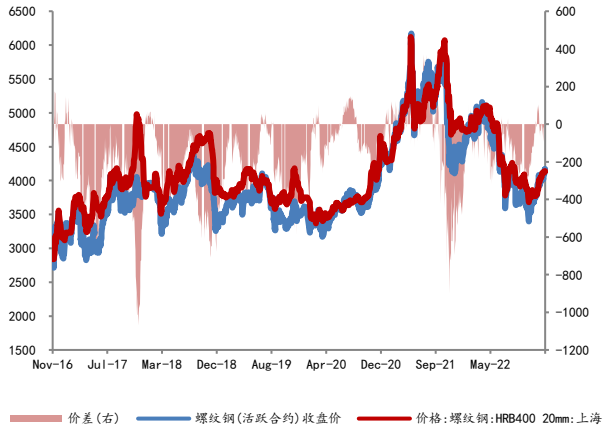
从现实层面来看，钢市目前呈现供需双弱的局面，上周螺纹表需环比下降 14%，显著低于近 5 年同期水平，但这在短期却并不重要，因为复苏的预期是目前交易的主要逻辑。在现在的时间点上，今年春节后的钢材需求强弱尚不可知，强预期短期内无法证伪，因此在今年钢市需求旺季需求到来前，市场大概率仍将由强预期的情绪支配。

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。

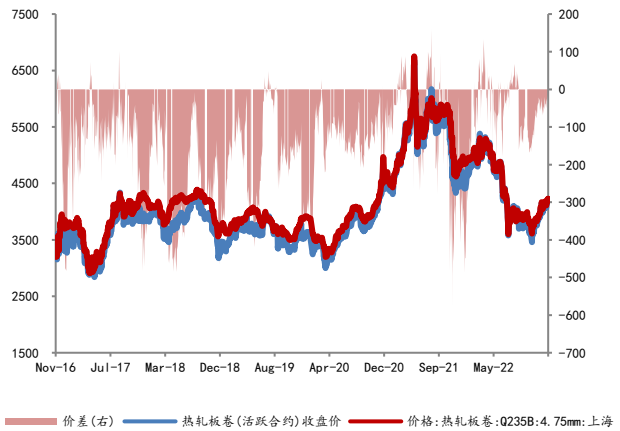
4 钢材期货现货数据

图表 24：螺纹期现价差



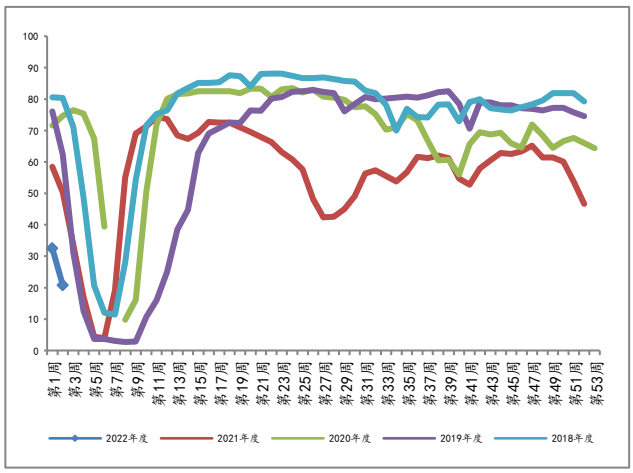
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 25：热卷期现价差



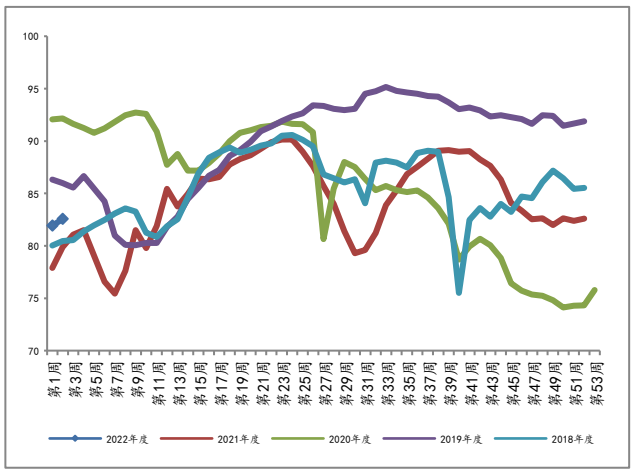
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 26：85 家独立电弧炉钢厂：开工率：中国（周）



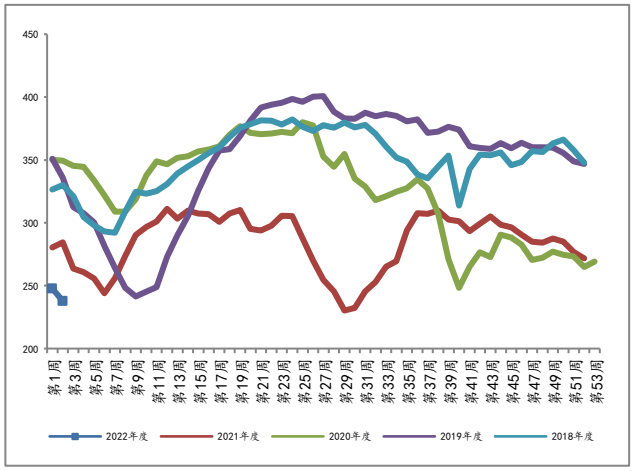
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 27：247 家钢铁企业：高炉产能利用率：中国（周）



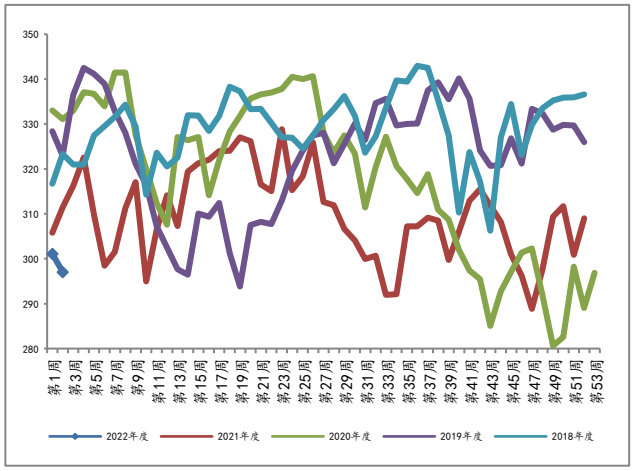
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 28：螺纹钢：建筑钢材钢铁企业：实际产量（周）



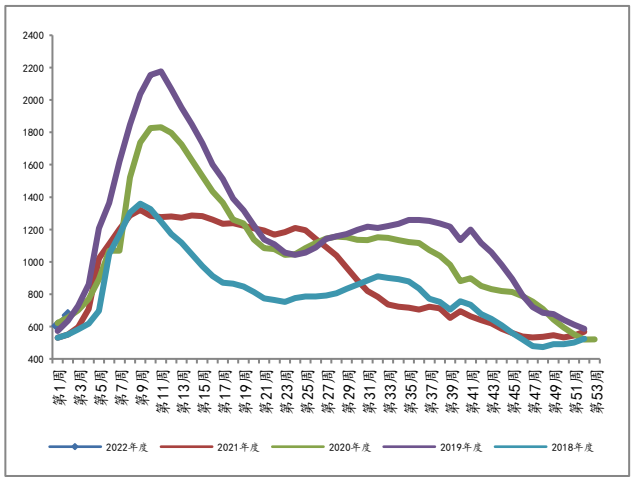
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 29：热轧板卷：钢铁企业：实际产量：（周）



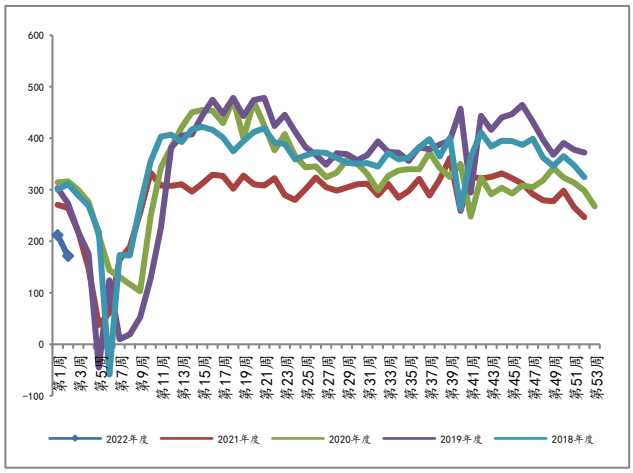
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

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 开年油市充满挑战

2023 年原油市场已基本从供应中断的恐慌中走出，供需双双减量后正重新转入再平衡状态。随着俄乌战争引发的地缘政治失去主导，前期赋予的风险溢价大部分被挤出市场。未来的新局面是，原油供应端弹性仍较低，需求端复苏面临挑战，市场供需层面仍是十分脆弱多变的。

沙特阿美下调了 2 月销往亚洲所有类型原油的官方售价，旗舰品种阿拉伯轻质原油售价下调至较迪拜/阿曼原油基准升水 1.80 美元/桶，为 2021 年 11 月以来的最低水平。沙特降价这一信号表明，全球经济复苏背景下原油需求仍然低迷。受近期疫情高峰以及春节临近等因素影响，亚洲地区原油消费意愿减弱，放大了短期市场的担忧情绪。显然，此前对于原油需求恢复的乐观预期正在和惨淡现实发生激烈碰撞，这可能意味着 2023 年初一段时间原油市场仍将维持高波动性。

2 OPEC 持紧平衡观点

根据 OPEC 发布的 2022 年 12 月报告，预计 2023 年一季度全球原油需求量为 1.0087 亿桶/日，OPEC 原油产量维持在 2893 万桶/日，OPEC 液化石油气和非常规油气供应量为 544 万桶/日，非 OPEC 供应量为 6650 万桶/日。供应端仍将决定油价下限，OPEC+出于保价目的，目前实行以 2022 年 8 月产量为锚点的减产 200 万桶/日方案。不过在具体操作过程中，由于各成员国执行力度差异较大，实际减产数量不及标的，2022 年 12 月 OPEC 原油产量为 2914 万桶/日。

由此看来，只要 OPEC+限产政策框架仍长期延续，年内全球原油市场基本能够实现供需平衡或紧平衡状态。

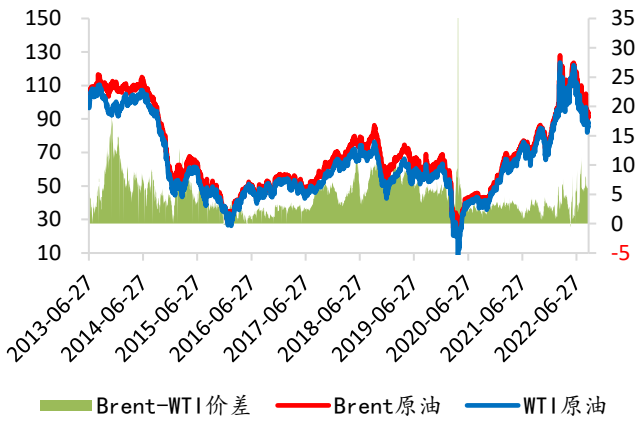
3 EIA 预判长期下行

EIA 发布最新一期月度能源展望报告，核心观点是：在未来全球经济和市场的不确定环境下，国际原油价格长期趋势表现为重心下移。

EIA 预计，2023 年全球原油需求增加 105 万桶/日，2024 年继续增加 172 万桶/日；预计 2024 年全球液体燃料消费量将从 2022 年的平均 9940 万桶/日增加到 1.022 亿桶/日。俄罗斯石油供应的不确定性仍将存在，尤其是在 2023 年前期；同时，中国经济重启和防疫放宽带来了更多需求结果预测的不确定性。总体而言，EIA 倾向于认为在未来两年内，全球原油产量将超过消费量，从去库存回到累库存周期。

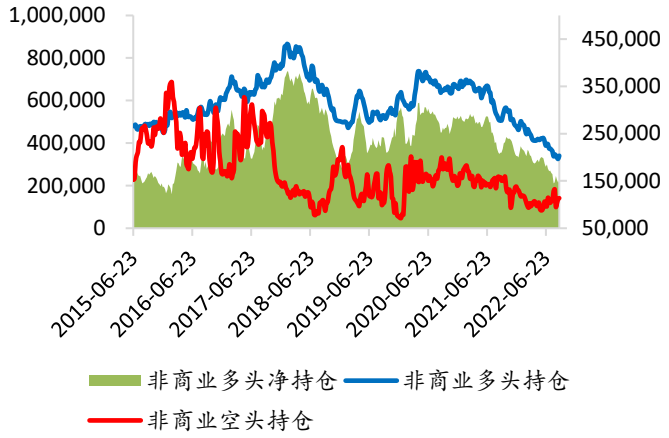
该机构预计，2023 年 Brent 原油平均价格为 83 美元/桶，和当前油价运行中枢基本吻合，2024 年将继续下跌至 78 美元/桶，即面临长期的下行压力。

图表 32：国际原油期货价格



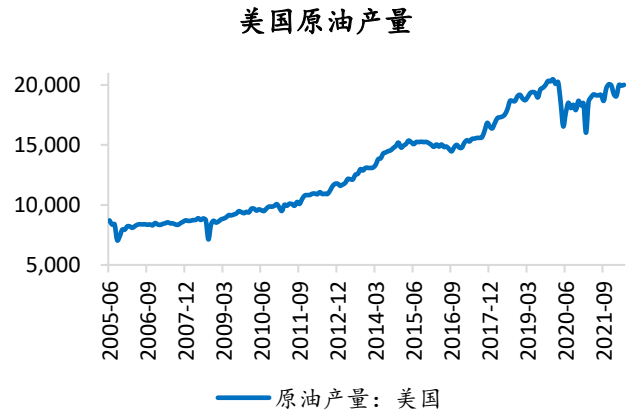
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 33：CFTC 原油期货持仓



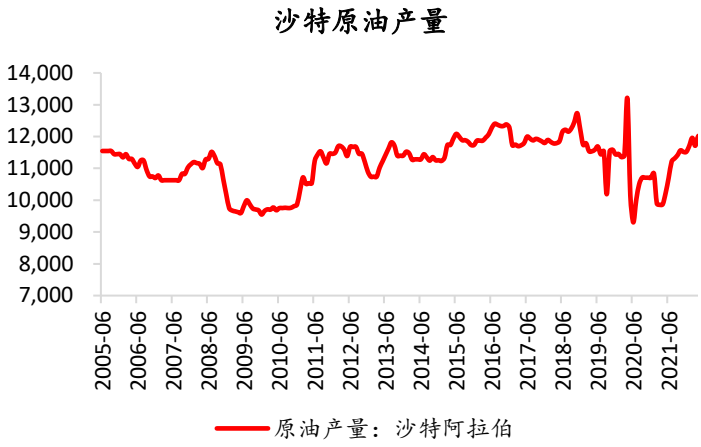
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 34：美国原油产量



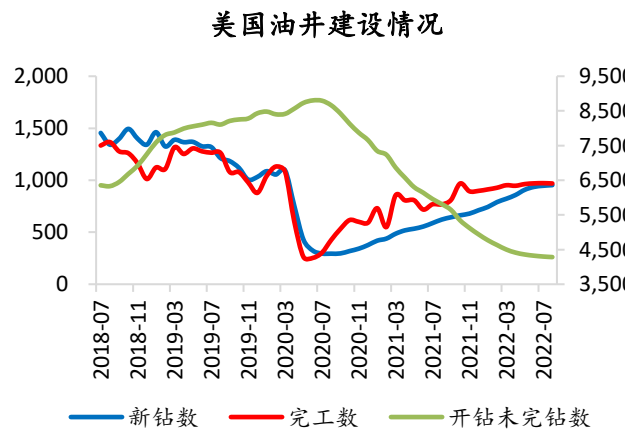
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 35：沙特原油产量



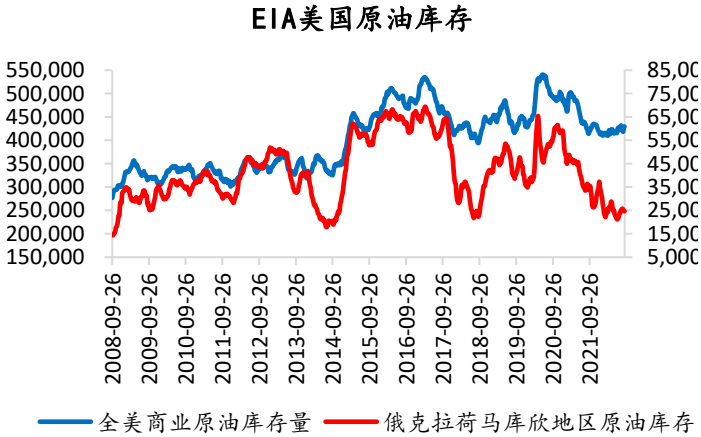
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 36：美国油井建设情况



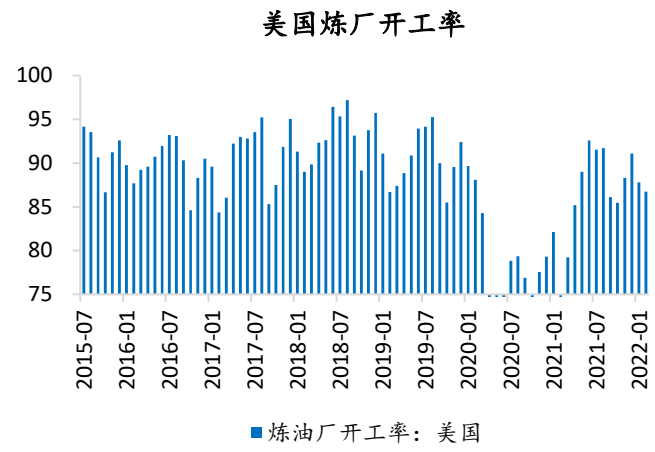
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 37：EIA 原油库存



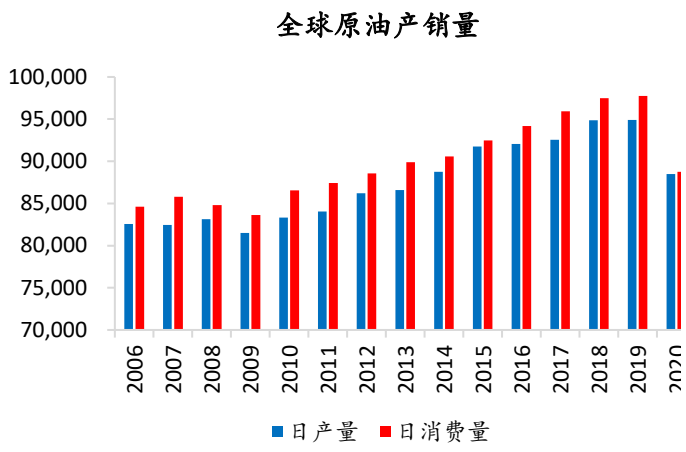
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 控产政策仍将延续

根据 OPEC+长期宗旨和最新表态，我们认为在 2023 年该组织仍将对原油产量施以政策性约束。

自 2020 年疫情发生以来，对全球原油市场造成巨大冲击，OPEC+通过强化限产来平衡市场供需及推高国际油价。2022 年大部分时间 OPEC+转入增产阶段，但在四季度再次达成了新的减产协议。归根结底，OPEC+产量政策框架得以存续的本质原因是，以海湾国家为代表的产油国需要满足财政收支。在当前 80-90 美元/桶的油价中枢区间，沙特、阿联酋等主要产油国基本都实现了财政盈余，这意味着未来进一步减产推升油价的动机并不强烈。此外，中东作为三洲五海之地，地缘政治因素永远应加以考量。页岩油革命后美国和沙特的关系从客户变成竞争对手，俄乌战争爆发让 OPEC+与西方的关系变得微妙，这使得 2023 年国际局势对 OPEC+产量政策调整的影响明显放大。

5 地缘政治理性定价

随着俄乌战争转入长期相持阶段，2023 年俄罗斯原油供应变化仍将是市场平衡的决定性因素之一。目前看来，西方制裁对俄罗斯原油出口产生了一定但有限的影响，俄罗斯也在相应地采取对策，双方围绕能源领域展开博弈。

首先，俄罗斯改变传统原油贸易流，向印度、中国等不接受价格上限机制的亚洲客户大幅倾斜。其次，种种迹象表明，俄罗斯一直都在通过灰色市场向欧洲出口原油，比如，使用第三方船只将俄罗斯原油装运到海外炼油厂精炼，或者将俄油和其他油品混兑来模糊产地，最终变相出现在欧洲市场。最后，俄罗斯正在组建庞大船队，设计新的贸易方式，自行提供航运保理服务，从根本上克制西方制裁手段，但估计无法完全抵消负面影响。

我们目前判断，俄罗斯原油供应整体是收紧的，但紧缺程度不及此前预期，对原油走势形成托底支撑，但难以驱动油价飙升。

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 现货实际成交冷清

新年伊始，随着经济开放重启，宏观预期逐渐转向，沪胶从去年极端悲观情绪中走出。期货筑底企稳给现货也带来信心，国内贸易商无意低出，买盘多集中在套利环节。

上游方面，东南亚主产区由旺产季逐渐向减产停割期过渡，供应商储备淡季原料，成本端存在一定支撑。下游方面，国内需求复苏缓慢，终端消费持续低迷，加上今年春节假期较早到来，部分企业提前停工放长假，海外经济衰退订单欠佳。

综上，市场实际供销两淡，是橡胶表现偏弱的主要原因。现阶段处于防疫放开后第一波感染高峰后期，生产消费等社会经济生活受到较大影响，有观点认为春节前后仍将有一轮疫情反弹，短期橡胶在内的大部分商品整体交投氛围冷清。

2 市场观望氛围浓厚

过去的一个月内，进口天然橡胶人民币市场主流价格整体亦冲高回落。

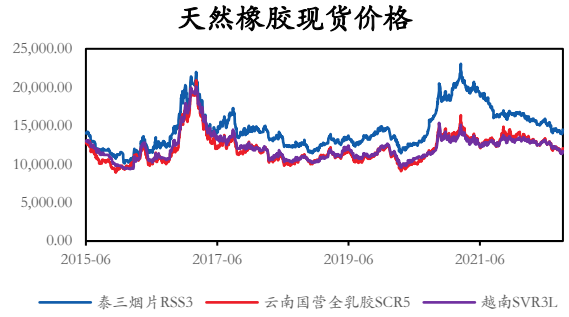
前期防控优化的宏观利好释放，使得市场预期层面信心增强，带动天然橡胶的金融属性。泰国、越南主产区降雨偏多，旺季割胶作业受到影响，胶水收购价格表现坚挺，且当地橡胶加工厂生产成本增加，贸易商利润受到挤压，不得不提高外盘船货价格。在同一时期，国内云南产区全面停割，海南产区低温减产，原料胶水收购价格上涨。国内贸易商由于前期进口利润倒挂，进口拿货积极性降低，港口现货累积程度不及预期。

然而，橡胶下游需求依旧低迷，轮胎及制品企业整体开工仅维持在 5-6 成左右，内需外销订单不足，成品库存居高不下，厂家对原料采购意愿不高，节前刚需备货有限。随着东南亚降雨天气减少，产地原料价格松动，外盘船货价格走低。全国疫情感染达到第一波高峰，工业企业到岗工人不足，元旦—春节期间部分企业放长假。实际终端需求继续疲弱，对现货价格形成拖累，年前市场陷入浓厚的观望氛围中。

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，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。

图表 40：天然橡胶现货价格



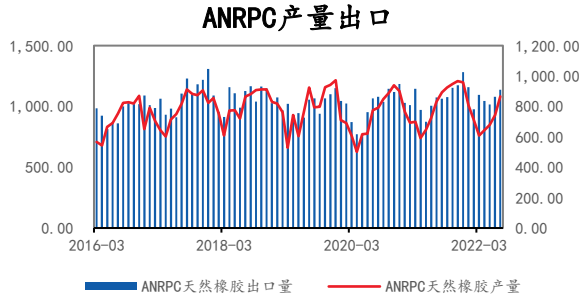
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 41：合成橡胶价格



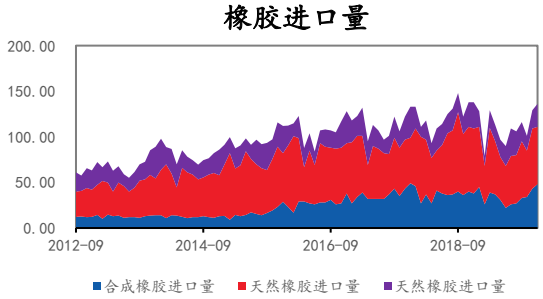
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 42：ANRPC 产量出口



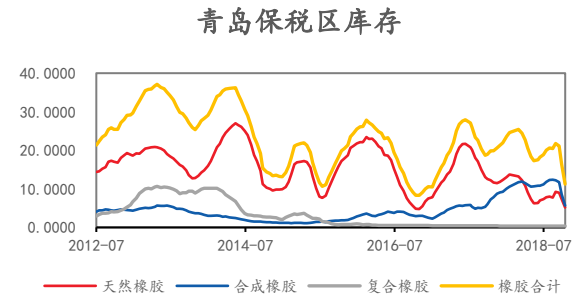
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 43：橡胶进口量



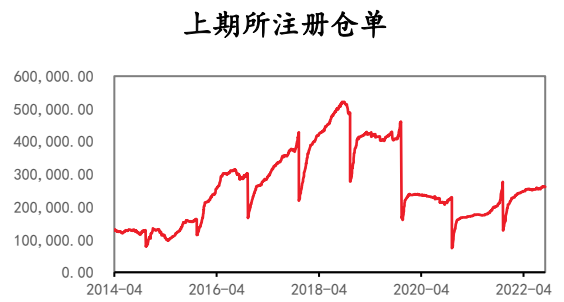
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 44：青岛保税区库存



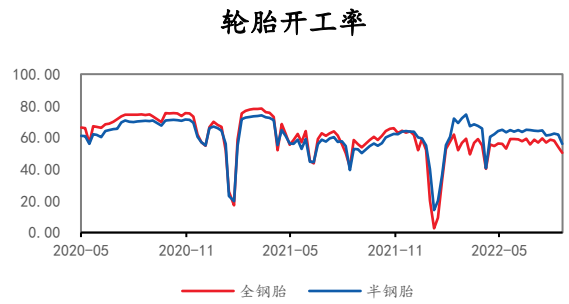
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 45：上期所注册仓单



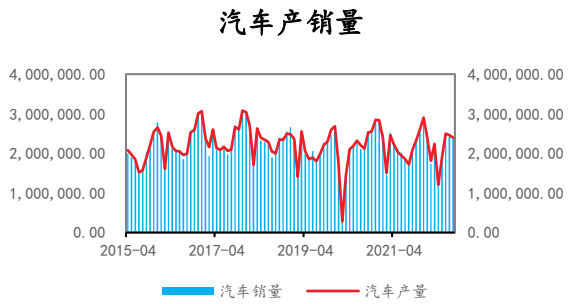
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 交割逻辑支撑犹存

从交割逻辑层面上，过去一年上期所交割库天然橡胶库存整体呈缓慢增加的趋势。直观比较来看，2022 年上期所天然橡胶库存显著低于 2016-2019 年同期水平，但略高于 2020-2021 年同期水平。这主要因为，本轮割胶年度沪胶主力交割品国产全乳胶产量是不及预期的。首先，海南产区开割从 5 月意外大幅推迟到 7 月，2022 年可割胶月份减少，导致国产胶减产。其次，5-6 月浓缩乳胶生产利润较高，原料收购价差令胶水大量分流向浓乳厂，挤压全乳胶产量。最重要的是，下半年橡胶期货走势持续下行，重心长期运行于国产成本线附近，全乳胶交割利润不足，抑制加工厂生产积极性。在 11 月老胶仓单强制注销后，上期所天然橡胶库存断崖式下跌，最低降至 14.86 万吨，近年来仅略高于 2020 年同期的 13.69 万吨。随着 11-12 月后续补充入库，交易所库存开始回升，但预计到 4 月中下旬新胶上市之前，国产全乳胶仓单库存仍将处于低位，为沪胶提供了一定的交割逻辑支撑。

5 上下趋势均有限制

天然橡胶的基本逻辑十分明确：供应决定地板，需求决定天花板。

如我们年报中强调，2023 年仍然处于全球天然橡胶产能达峰年份，但按照种植面积和割胶树龄推算，未来多年供应压力都不会再显著增加了。至于 2022 年橡胶弱势下行的表现，终端需求持续低迷构成了主要利空因素，叠加美联储激进加息对金融属性造成冲击。在橡胶时隔近两年跌破盈亏平衡线后，展望 2023 年市场形势有望转好，宏观面利空影响可能减弱，预计 2023 尤其三季度以后，橡胶价格将略有同比回升。季节性规律来看，3-6 月是重卡市场销售高峰，金九银十是乘用车产销旺季，年中则是汽车轮胎行业传统淡季。下游需求驱动下，橡胶全年走势仍将表现为两边高中间低的特征。

尽管相比 2022 年经济复苏可期，然宏观层面和自身供需大幅改善的可能性不大，橡胶相对估值回升的空间有限。

6 超跌修复逢高空配

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 年全球经济前景不确定性犹存，可能导致天然橡胶需求增长的进一步放缓。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。

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。

油脂油料：美豆止跌回升，国内豆类市场粕强油弱

1 外部豆类市场分析

美国农业部月度供需报告：意外下调美豆产量，阿根廷大豆大幅减产

美国农业部在最新的月度报告中预计 2022 年美豆播种面积为 8750 万英亩，收割面积较上月下调 30 万英亩至 8630 万英亩，美豆单产从上月的 50.2 蒲式耳/英亩下调到 49.5 普式耳/英亩，美豆产量则从上月的 1.1827 亿吨下降到 1.1638 亿吨，较上年下降 515 万吨.美豆内需为 6437 万吨，出口为 5416 万吨，美豆期末库存 572 万吨，上述三项数据均较上月小幅回落。美国农业部在 1 月大幅调整美豆产量并不多见，报告对美豆价格有利多效应。

美国农业部对南美大豆产量调整幅度较大。预计新年度（2022/2023 年度）巴西大豆产量为 1.53 亿吨，较上月预估值调高 100 万吨，继续保持丰产预期。巴西天气状况基本正常，早熟大豆已经开始收割。阿根廷大豆产量预计为 4550 万吨，较上月预估值调低 400 万吨。近期阿根廷作物区遭遇的干热天气造成种植进度延误和大豆优良率严重下降，市场对阿根廷大豆减产的担忧情绪持续上升，布宜诺斯艾利斯谷物交易所将阿根廷大豆产量预估值由此前的 4800 万吨调低到 4100 万吨，而罗萨里奥谷物交易所的预估值更是降到了 3700 万吨。

中国大豆进口量由上月的 9800 万吨下调到 9600 万吨。中国大豆产量预估值由上月的 1840 万吨上调到 2033 万吨。中国国家统计局评估的最新产量为 2030 万吨。

受各主要产豆国产量变动影响，2022/2023 年度全球大豆供需平衡表中多项数据作出调整，其中全球产量由上月的 3.9117 亿吨下降到 3.8801 亿吨，全球大豆出口和进口量均较上月下调近 200 万吨，期末库存则由上月预估的 1.0271 亿吨增加到 1.0352 亿吨。

美国农业部 1 月报告超出市场预期，尤其是美豆产量下调实属意外，对美豆价格的提振作用较为明显。当前市场关注点集中在阿根廷大豆生长和天气形势上。根据商品气象集团的预测，未来 10 天，预计阿根廷三分之二的作物带将出现炎热干燥天气。每年一季度通常是南美大豆生长的关键期，在减产预期下，美豆市场往往易张难跌。

马来西亚棕榈油局 12 月月报基本符合市场预期，1 月上旬出口骤降

马来西亚棕榈油局（MPOB）本周发布 12 月棕榈油产供销数据，报告显示，马来西亚 12 月棕榈油产量为 162 万吨，环比降 3.68%；出口为 147 万吨，环比降 3.48%；月末库存为 219 万吨，环比降 4.09%。虽然马来西亚在 12 月连续第二个月去库，但月末库存基本符合市场预期，并未对行情造成明显影响。因对印度出口放缓，三家船运调查机构发布的数据显示，马来西亚 1 月 1-10 日棕榈油产品出口环比减少 44.6%-51%。马来西亚棕榈油 1 月上旬骤降，来自需求层面的担忧情绪仍是困扰棕榈油价格回升的关键。此外，马来西亚棕榈油局表示，2023 年该国棕榈油产量预计为 1900 万吨，高于 2022 年的 1845 万吨。印尼棕榈油协会表示，该国 2023 年棕榈油产量将从去年的 5133 万吨下降到 5082 万吨。东南亚主产区棕榈油产量基本稳定，有助于保障全球植物油供应。

2 国内豆类市场分析

国内豆粕库存连续七周回升，南美天气因素提振粕价抗跌

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，国内主要油厂周度大豆压榨量一直保持在 200 万吨左右，豆粕供应一改前期的紧张状态，逐渐走向宽松，但豆粕需求增长缓慢，油厂豆粕库存止跌回升连续七周增长，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 6 日，国内沿海地区豆粕库存量约为 58.75 万吨，较去年同期高出 9 万吨，进入库存恢复期。随着节前备货高峰结束，预计国内豆粕累库效应仍将持续。本周国内豆粕市场先抑后扬克服库存回升压力重启反弹节奏，主要是来自阿根廷干旱天气造成的减产预期有进一步升温之势，豆粕买盘明显受到天气炒作情绪提振。

油脂内外盘弱势联动，进口澳大利亚菜籽传闻打压菜籽油价格

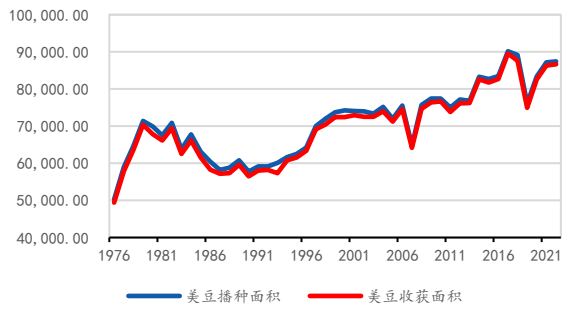
受国内港口大豆库存增加以及油厂保持较高开工率影响，国内豆油库存小幅增长。国内棕榈油库存震荡回落降至一个多月低点。国内经济活动逐步恢复以及春节前企业备货带动油脂消费回升，但国际油脂价格回落叠加人民币升值，棕榈油进口成本降至近三个月低位，削弱节前消费对油脂价格的提振效果。此外，关于中国将进口澳大利亚菜籽的传闻持续发酵，导致菜籽油价格遭遇重挫。预计进口菜籽一季度到港量充足，而且菜油进口利润也在大幅修复，如果开放澳大利亚菜籽进口，国内菜籽供应将更趋宽松，有望推动菜油库存止降回升。

3 油脂油料市场展望

国际原油价格结束此前连跌强势反弹，带动大宗商品市场整体回暖。美国农业部月度供需报告意外调低美豆产量，与阿根廷大豆减产预期形成叠加效应，在南美大豆天气关键期内，美豆市场在天气炒作盘提振下保持易张难跌的概率依然较大。国内豆粕市场在成本和预期影响下重回反弹节奏，阿根廷天气是影响国内豆粕价格反弹持续性的关键。由于巴西大豆保持增产预期，一定程度上会影响资金对阿根廷天气的炒作力度，需要注意把握市场运行节奏。国内油脂市场的下跌压力主要来自外盘，尤其是马来西亚棕榈油连跌带动国内棕榈油成本回落，供应压力升高削弱油厂挺价能力。继续关注进口澳大利亚菜籽进展，国内油脂板块短期内有望维持震荡下行状态。豆一期货供需相对独立，在连续走弱跌破种植成本后，市场抗跌性明显趋强，短期有望震荡回升修正此前超跌。

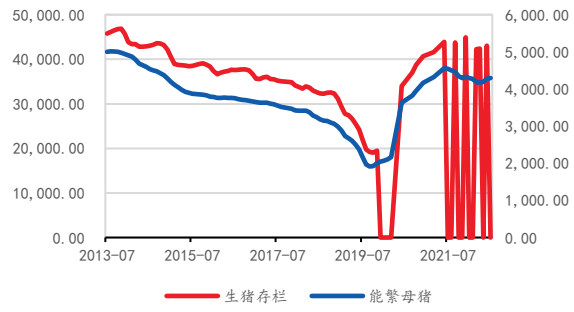
4 油脂油料市场主要数据

图表 48：美国大豆种植收获面积



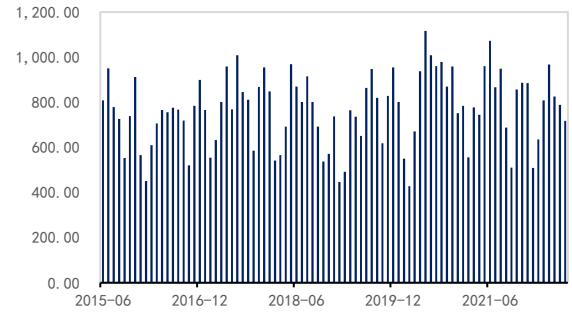
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 49：国内生猪存栏量



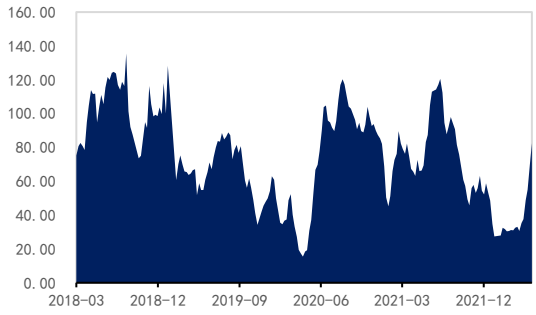
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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