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：商品在节后还未完全复工而生产还在进行的情况下，主要还是消化节前的期现库存。期现在建头寸的时候是需求，在解头寸的时候是额外供给。需求的恢复还需要时间去确认，因此元宵节后的经济数据需要密切关注。在国内经济从低位回升的过程，商品整体的调整幅度不会很大。往 2-3 月看，国内属性的商品可能以区间震荡的状态完成对季节性累积库存的消化。价格的高点可能在 5 月前后看到。

股指期货：我国经济复苏的确定性较高，除了消费之外，地产链可能也将有逐步的复苏，经济与盈利也将随之修复。经济与盈利的同比修复将是下一阶段支撑市场的核心动力。整体看无论从情绪还是数据看，预计指数仍将维持强势，建议关注指数调整后的机会。

铜：供应端，南美矿端干扰事件频发，铜精矿加工费连续下行但仍处高位。春节期间冶炼厂持续运行部分炼厂结束检修，冶炼厂利润较好促使 1 月电解铜产量不断释放。国内春节传统需求淡季，节前下游提前放假开工率大幅下滑，国内出现季节性累库。国内稳地产、稳经济政策频出，复苏预期较强，关注后续国内复苏兑现情况。铜价继续维持震荡思路。

锌：冬季已经过半，但欧洲天然气库存依旧充沛，能源危机担忧的消散令欧洲天然气及电价延续震荡回落，欧洲炼厂利润转正，存复产的预期。国内 1 月加工费维持高位，炼厂原料库存充沛，且利润可观。高利润刺激下春节期间多数炼厂维持正常生产，而下游厂家普遍放假，社库累库速度快于往年水平，另外贸易商也进入放假阶段，现货市场难见成交。整体看，锌价或维持高位震荡，后续关注复苏兑现需求情况。

钢材：随着美联储议息会议落下帷幕，市场的不确定因素再度减小，钢市大有利好出尽的态势，但目前的大级别逻辑仍是中国经济复苏。自 11 月以来钢市已有较大涨幅，目前距离 3/4 月份旺季越来越近，钢需的首场考研即将到来，节后地产销售端的低迷让市场的强预期有所消退。我们认为，市场目前还是由预期主导，在我国经济复苏的总基调不变的情况下，旺季需求被证伪前，市场仍将保持曲折向上的态势。

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：一季度是南美大豆生长的关键期，在阿根廷减产警报解除前，天气炒作情绪随时可能卷土重来，美豆市场维持震荡偏强运行的概率依然较大。巴西大豆收割进度虽然不及去年，但丰产形势基本确立。巴西大豆增产幅度高于阿根廷大豆减产幅度，全球远期大豆供应保持宽松局面。市场密切关注 2 月 8 日美国农业部月度供需报告对南美主产国产量的最新评估。马来西亚季节性减产可在一定程度上降低出口下降对库存的影响，印尼于 2 月 1 日开始实施 B35 生物柴油计划，该国可供出口的棕榈油减少可能为马来西亚棕榈油出口改善带来转机。国内油脂期货市场在春节后先扬后抑，市场对消费复苏的交易暂告段落，来自外盘的成本驱动逐渐占据主导，商品普跌格局下油脂仍可能继续向下寻找支撑，技术低点的支撑性面临考验。当豆类市场下跌压力集中在油脂释放后，国内豆粕市场的抗跌性会进一步趋强，粕强油弱分化局面仍有望延续。豆一期货在利多政策提振下对前期超跌展开连续修正，随着节后现货市场回暖，豆一期货维持震荡偏强走势的概率依然较大。

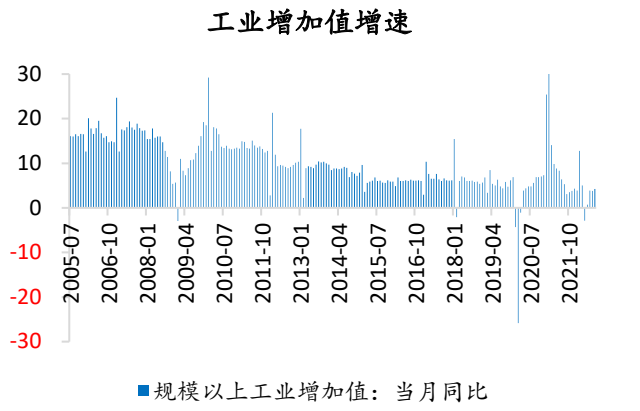
目 录

周度策略：部分“复苏交易”过度的品种出现调整 ..... - 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 一月份行业复苏情况 ..... - 7 -
3 流动性：逆回购重回千亿元下方 2 月资金面或维持收敛态势 ..... - 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 政策底显现 ..... - 16 -
2 需求在曲折中复苏 ..... - 17 -
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 -

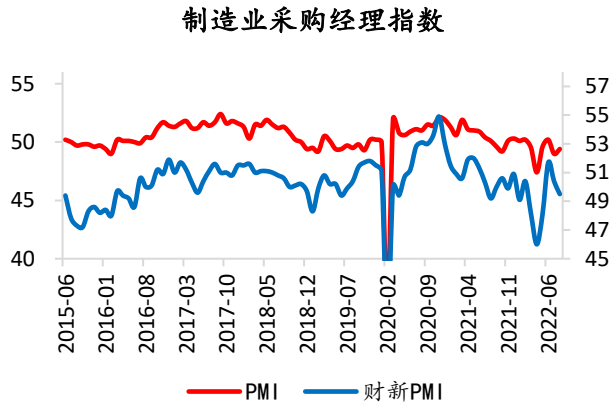
重要经济指标概况

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



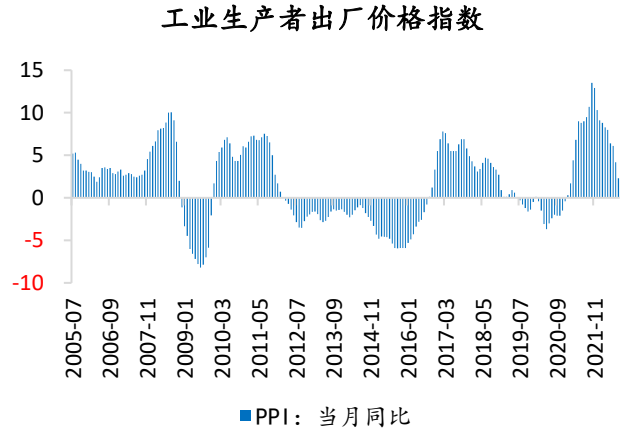
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 3：中国居民消费价格指数



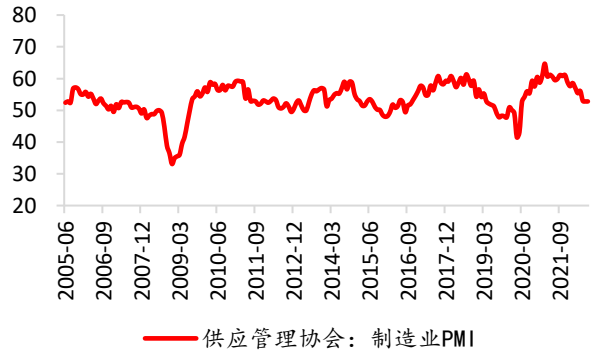
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 4：中国工业生产者出厂价格指数



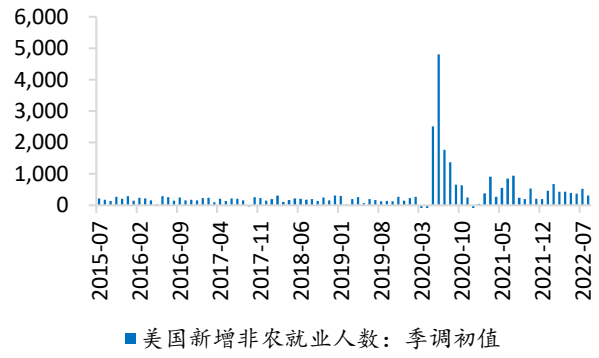
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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：部分“复苏交易”过度的品种出现调整

2022 年末开始，市场开始交易中国经济复苏和美联储转向宽松。这种情绪在一月末渲染到极致，表现最为明显的是铜距离历史新高仅一步之遥，内盘定价的钢材、建材等品种也大幅反弹。然而由于建筑行业还未完全复工，甚至钢厂的开工率也为完全恢复，钢材消费以消耗库存为主，因此这种强势的上行走势是情绪变化的造成的。由于部分品种情绪过度，本周以铜和钢材为代表的品种大幅调整，其中铜周跌幅 4.72%，钢材周跌幅 2.97%。当然，由于今年经济增速回到潜在水平是确定的，我们认为当前情况下工业品出现倒 V 向下的概率不大，但是追高存在风险。

经济数据仍处在相对真空期

我们从春节的消费数据来看，数据存在结构亮点，但是整体未超预期。

根据国家税务总局发布的增值税发票数据，2023 年春节假期，全国消费相关行业销售收入同比增长 12.2%，相比 2019 年同期的复合增速为 12.4%（2019-2022 年春节假期的三年复合增速为 12.5%），呈现温和复苏态势。

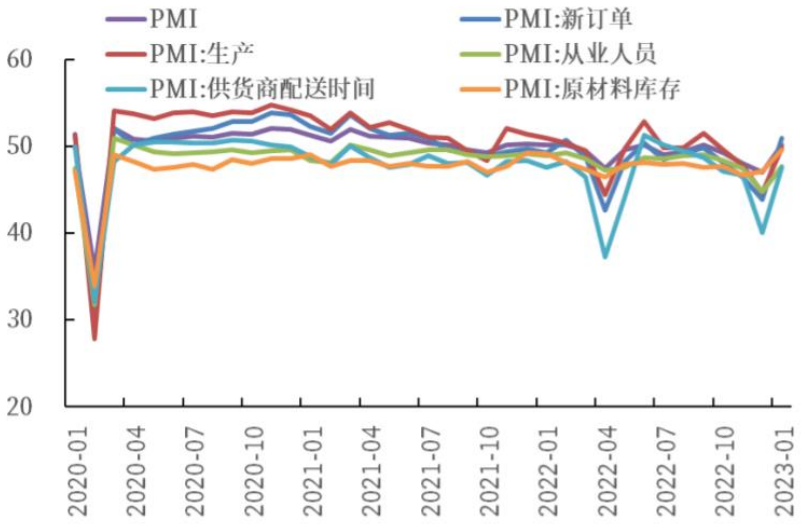
分商品类型看，商品消费同比增长 10%，服务消费同比增长 13.5%。商品消费中，果品蔬菜、粮油食品、肉禽蛋奶的销售收入同比增速均实现 30%左右，指向春节期间走亲访友、宴席聚会的场景得到复苏。服务消费中，景区、商圈表现较为亮眼，超越疫情前水平；餐饮、酒店基本恢复至 2019 年同期水平。

从 PMI 数据表现看，“修复”的特征非常明显

1 月 PMI 显示疫情影响大幅消退，内需带动下供需双双改善。1 月生产和新订单 PMI 分别为 49.8%、50.9%（前值为 44.6%、43.9%），其中需求重返扩张区间，改善力度大于生产，或与春节有关。生产、新订单 PMI 作为环比数据逆季节性改善主要受到疫情影响减弱的推动（2015-2019 年同期平均都为下降），作为印证，受疫情影响较严重的物流运输环节也有所好转，供货商配送时间 PMI 为 47.6%（40.1%）。分行业看，农副食品加工、医药、通用设备、铁路船舶航空航天设备等行业的生产 PMI 和新订单 PMI 均位于扩张区间，其中医药制造业产需增长明显，均升至 65.0%以上高位景气区间。此外，新出口订单 PMI 也小幅回升至 46.1%（44.2%），或与欧元区衰退风险放缓有关，1 月欧元区 PMI 为 48.8%（47.8%）。

虽然数据显著改善，但是需要看到的是预期仍然强于实际，PMI 重回 50%以上和去年 12 月基数低也有一定关系。因此后续政策发力、需求改善、堵点减少具有确定性，核心问题是内需环比修复的斜率能否维持。考虑到 1 月中、小型企业生产 PMI 提升不多，当前经济修复远未触顶，伴随着时间推移（中小企业多为劳动密集型企业，其中包含大量消费品行业），中小企业有望回到正常经营的轨道，带动整体经济再进一步修复。

图表 7：PMI 分项指标



资料来源：wind，中金财富期货研究所

美国劳动力市场对短期情绪有影响

美联储在 1 月份议息会议中显示出鸽派，这对欧美股市和大宗商品形成较大提振，但是劳动力市场数据显示美国经济短期内进入衰退的概率不大。

美国劳动力市场表现强劲，大幅超预期，失业率进一步下降。美国 1 月季调后非农就业人口增加 51.7 万人，远高于预期的 18.9 万人，较上月 26 万人(修正后)大幅上升，为 2022 年 8 月以来的最大增幅。失业率从 2022 年 12 月 3.5%继续下降至 3.4%，低于预期的 3.6%，失业率为自 1969 年 6 月以来的最小值。目前失业率处于历史最低位，从就业市场而言美国经济距离衰退仍存在一定距离。

1 月新增非农就业人数为何大幅超预期增长？一方面，美国服务业需求回升推动了新增就业人数增长反弹。由于服务行业就业人数占非农就业总人数总量的 80%以上，因而服务业就业成为非农就业的主导因素，二者增长趋势几乎一致。目前消费者习惯逐步由商品转向服务，导致服务消费始终具有较高韧性，并且 1 月非制造业 PMI 新订单指数录得 60.4 的高位水平，近期服务业需求有所回升。另一方面，美国就业市场紧张程度上升，劳动力供给短缺推动就业增长。当前美国劳动力供给仍十分短缺，劳动参与率上升主要由统计数据修订导致，劳动参与率仍在 62.1%与 62.4%范围内波动，职位空缺数与失业人数比率继续上升至 2.06 的高位。劳动力市场供不应求推动就业强劲增长，职位空缺程度更高的行业，其每月就业人数的增速也会更高。

对于美联储紧缩路径而言，短期或较难看到美国薪资环比增速大幅放缓，这将导致除住房外核心服务项通胀增速出现明确回落趋势的时点仍具有高不确定性。当前美国劳动力市场强劲增长存在推升消费支出以及薪资增速的可能性，并且中国经济复苏、欧洲经济向好叠加未来地缘政治冲突加剧的可能性（包括中东局势变化）都将构成美国通胀的上行风险，需警惕美联储加息幅度高于超预期以及降息晚于预期的可能性。

注意预期“打满”品种的追高风险

商品在节后还未完全复工而生产还在进行的情况下，主要还是消化节前的期现库存。期现在建头寸的时候是需求，在解头寸的时候是额外供给。需求的恢复还需要时间去确认，因此元宵节后的经济数据需要密切关注。在国内经济从低位回升的过程，商品整体的调整幅度不会很大。往 2-3 月看，国内属性的商品可能以区间震荡的状态完成对季节性累积库存的消化。价格的高点可能在 5 月前后看到。

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	2 月 2 日	欧洲央行如期加息 50 基点	欧洲央行如期加息 50 基点，承诺 3 月再加 50 基点后评估后续路径	欧洲股市几乎创历史新高
	2 月 1 日	美联储如期继续放慢加息至 25 基点	美联储主席鲍威尔表示，通胀有所缓和但仍处于高位	美联储释放明显的鸽派信号
数据	2 月 4 日	美国就业数据大幅超预期	美国 1 月季调后非农就业人口增加 51.7 万人，远高于预期的 18.9 万人	为 2022 年 8 月以来的最大增幅。失业率从 2022 年 12 月 3.5%继续下降至 3.4%
	1 月 31 日	我国 1 月份 PMI 回升至扩张区间	1 月 3 项 PMI 指数均升至扩张区间，经济景气水平明显回升，制造业供需两端双双回暖，需求端复苏快于生产端。	经济复苏态势确立
事件	2 月 4 日	外交部发言人就美方宣布推迟美国务卿布林肯访华行程答记者问	民用飞艇是一次不可抗力导致的意外情况	美国一些政客、媒体借题发挥，对中国攻击抹黑，中方坚决反对

资料来源：中金财富期货研究所

2 一月份行业复苏情况

疫情达峰后，1 月制造业 PMI 重新回到景气扩张。从主要分项看，由于物流和人力改善，供应商配送指标环比上行达 7.5 个点；我们知道，常规时段和疫后不同，配送改善一般是需求不佳的特征，因此配送指标在 PMI 设计中是逆向指标。1 月配送分项回升反而下拉制造业 PMI 1.1 个点。排除这一指标的扰动，制造业 PMI 实际上还要更高一些。

15 个主要制造业中，6 个行业位于 50 以上的景气扩张区间，较前值增加了 5 个，分别是通用设备、汽车、农副食品、化工、化纤橡塑。10 个行业 PMI 环比上行，其中医药以环比上行幅度 14.2 个点遥遥领先，然后是农副食品、汽车、非金属矿、电气机械、石油炼焦、化工等。如果扣除掉供应商配送指标的干扰，景气上行的行业将由 10 个增加至 12 个。简单来说，1 月的环比复苏还是具有行业广泛性的。

我们可以进一步做一个粗略的测算，即剔除医药行业、物流配送指标两个异常因素。1 月医药

行业 PMI 环比上行 14.2 个点至 80.9。按医药行业增加值占整体制造业比重的 3.4%计算，医药对 1 月制造业 PMI 的拉动为 0.48 个点左右，剔除配送指标后对制造业 PMI 的拉动为 0.54 个点左右。这里需要指出的是，医药对整体值的实际影响低于这一数字，因为整体 PMI 指标还要进行季节调整。1 月制造业 PMI50.1，剔除配送的负向拖累（1.1 个点）和医药的正向贡献（0.54 个点），1 月制造业 PMI 仍处于景气扩张区间。

从绝对景气度来看，行业由高到低分别为医药、汽车、化工、农副食品、通用设备、化纤橡塑。以相较历史区间（过去 4 年）的分位值消除行业中枢差异后，医药、化工、通用设备景气分位值在 80%以上，景气相对领先；除此以外，黑色、汽车、化纤橡塑、电气机械分位值也在 60%-80%之间；外需占比较高的计算机、纺服等产业绝对景气和分位值均明显偏低。

3 流动性：逆回购重回千亿元下方 2 月资金面或维持收敛态势

节后，公开市场暂未沿用 14 天期逆回购，仍保持加量操作 7 天期逆回购，1 月 28 日至 2 月 1 日的操作量均在千亿元以上，合计 11490 亿元，逆回购整体到期 15200 亿元，净回笼达 3710 亿元，2 日为节后首次逆回购重回千亿元以下。

目前资金仍较为宽松，Shibor 短端品种集体下行。3 日隔夜品种下行 48.4bp 报 1.635%，7 天期下行 8.6bp 报 1.959%，14 天期下行 14.4bp 报 1.927%，1 个月期下行 1.5bp 报 2.19%。此外，银行间隔夜回购利率 2 日盘初大幅下行逾 40 个基点来到 1.7%下方，以基点计的单日跌幅势创 1 月 4 日来最大，7 天期回购利率亦走低至 2%以下。截至 2 日收盘，隔夜回购利率较上交易日下行 49.31bp，报 1.6300%；7 天期回购利率下行 12bp，报 1.9100%。

进入 2023 年 1 月以来，在税期、春节取现等季节性因素及宽信用消耗流动性等多因素扰动下，央行对应加大投放，资金面总体仍维持均衡，但资金利率中枢有所抬升、波动加大。

预计春节后至“两会”前会是地方债集中发行高峰所在，由此带来整体政府债净融资的提升和或有供给影响。随着全国疫情达峰后影响减弱，春节期间消费特别是线下场景消费呈现加速复苏态势，但更全面的生产投资各环节修复程度还有待观察。预计 2 月央行或将维持总体平稳的操作态势，2 月 MLF 可能小幅增量续作，但可能不会有更进一步的行为。

4 宏观策略

商品在节后还未完全复工而生产还在进行的情况下，主要还是消化节前的期现库存。期现在建头寸的时候是需求，在解头寸的时候是额外供给。需求的恢复还需要时间去确认，因此元宵节后的经济数据需要密切关注。在国内经济从低位回升的过程，商品整体的调整幅度不会很大。往 2-3 月看，国内属性的商品可能以区间震荡的状态完成对季节性累积库存的消化。价格的高点可能在 5 月前后看到。

5 股指期货市场分析

指数冲高回落

指数连续上涨之后出现回落，其中沪深 300 指数周跌幅 0.95%，上证 50 指数周跌幅 2.19%，中证 500 指数周涨幅 1.48%，中证 1000 指数周涨幅 2.79%。

本周，北上资金再度大幅净买入 A 股 342 亿元，交投活跃度也大幅提升，全周共成交 5829 亿元，创近 8 个月来新高。沪股通累计净买入快速逼近万亿元大关，深股通累计净买入距 9000 亿元也仅一步之遥。即使受春节长假影响，1 月只有 3 个完整的交易周，但北上资金疯狂加仓 A 股 1413 亿元，是历史上唯一一次净买入超千亿元的月份。

目前四个指数的交易拥挤度分别位于 99%（处在同样拥挤水平的历史时间点为：21 年 3 月、18 年 1 月和 15 年 5 月）、73%、53%和 41%分位。从短期交易状态来看，港股的拥挤度较为极端，但剩下三个指数的交易拥挤度还在相对合理的区间。对于外资而言，港股市场的交易成本更小，因此乐观预期的定价程度也更饱满，外资对 A 股的乐观预期仍有一定定价空间，从拥挤度来看进程过半。

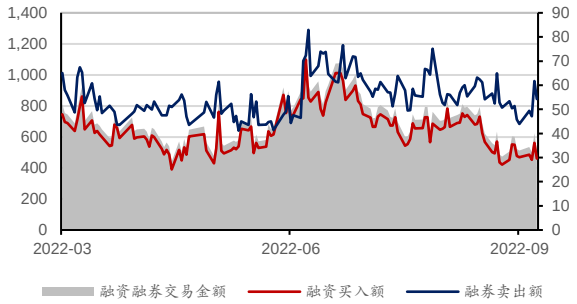
继续关注调整之后的机会

我们首先在再度确定这轮行情的性质就是修复行情。

首先可以确定的是，目前盈利预期的下调不会对市场造成显著压力。从历史来看，岁末年初盈利增速预期的下调在大多数年份并不会给市场造成显著压力。此外，去年由于疫情扰动对经济活动产生了较为显著的影响，A 股市场的震荡行情已经充分反映了企业盈利承压以及盈利预期的下调风险。因此，当前盈利预期下调不会成为市场的显著压。

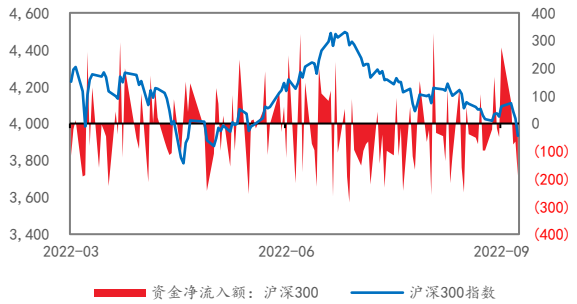
景气回升预期或仍将持续。2023 年 1 月制造业 PMI 重回扩张区间，春节后地铁客运量恢复明显，已经逐步超过 2019 年同期水平，此外，春节后旅客发送量仍然高于 2021 年、2022 年同期水平。从当前来看，我国经济景气不断回升，在经济数据迎来“开门红”的背景下，景气回升预期或仍将持续。经济数据同比的修复将是下一阶段支撑市场的核心动力。随着疫情感染人数高峰的结束，我国经济复苏的确定性较高，除了消费之外，地产链可能也将有逐步的复苏，经济与盈利也将随之修复。经济与盈利的同比修复将是下一阶段支撑市场的核心动力。

图表 9：融资融券数据图



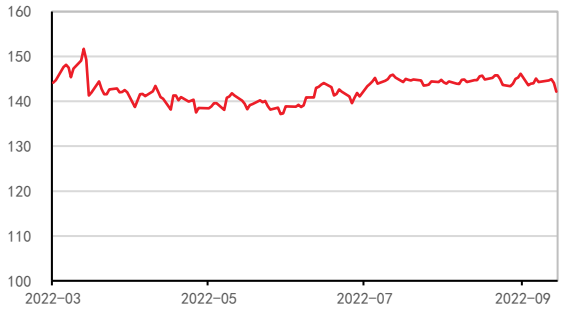
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 10：合约持仓和市场表现



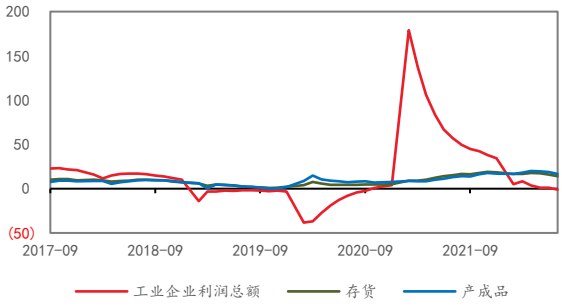
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 ICSG，11 月全球铜矿产量 187.7 万吨，同比增长 3.53%，1-11 月累计铜矿产量 1994.3 万吨，同比增长 3.48%。

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,12 月中国电解铜产量为 87 万吨，环比下降 3.3%，同比持平；且较预期的 88.79 万吨低 1.79 万吨。1-12 月累计产量为 1028.21 万吨，同比增加 3.07%，增量为 30.62 万吨。春节期间冶炼厂正常运行。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。CSPT 维持 2023 年第一季度的铜精矿处理和精炼费用（TC/RCs）不变，继续位于多年高位，因为全球铜精矿供应预期增加。2023 年第一季度的 TC/RC 将保持在每吨 93 美元和每磅 9.3 美分，和 2022 年第四季度持平。截至 1 月 20 日全国硫酸（98%）市场价为 24.8 元/吨，硫酸价格低位冶炼利润受抑。

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

供应端，南美矿端干扰事件频发，铜精矿加工费连续下行但仍处高位。春节期间冶炼厂持续运行部分炼厂结束检修，冶炼厂利润较好促使 1 月电解铜产量不断释放。国内春节传统需求淡季，节前下游提前放假开工率大幅下滑，国内出现季节性累库。国内稳地产、稳经济政策频出，复苏预期较强，关注后续国内复苏兑现情况。铜价继续维持震荡思路。

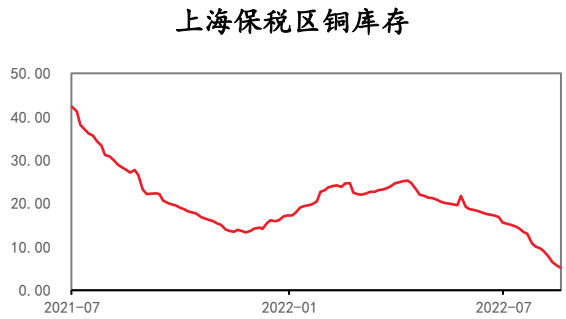
3 铜期货现货数据

图表 13：长江有色铜价



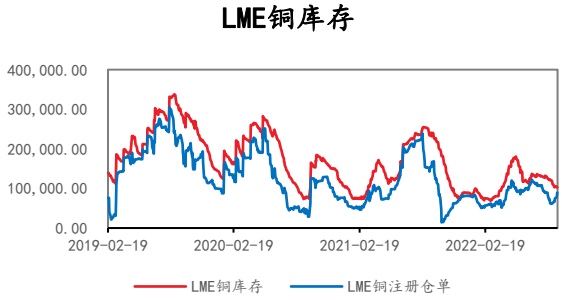
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 14：上海保税区铜库存



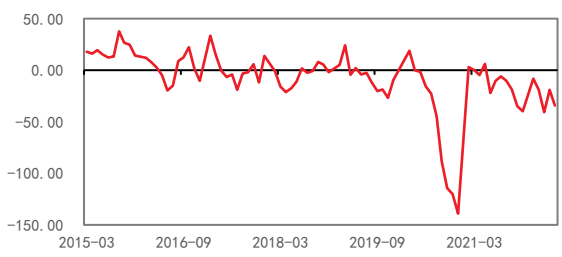
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 15：LME 铜库存



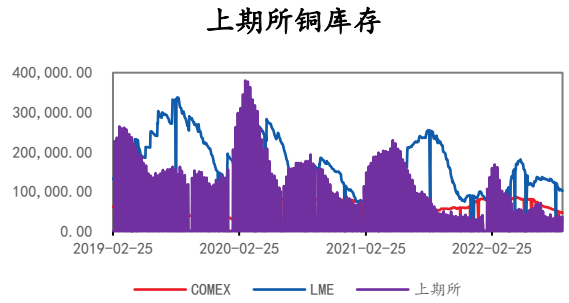
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 16：WBMS 供需平衡



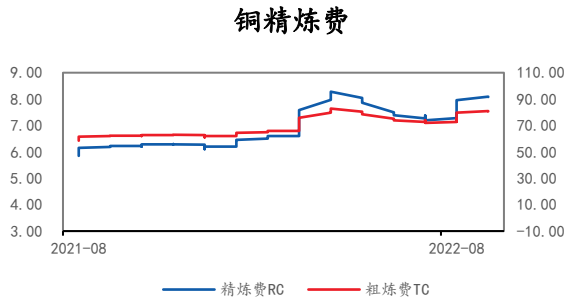
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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。

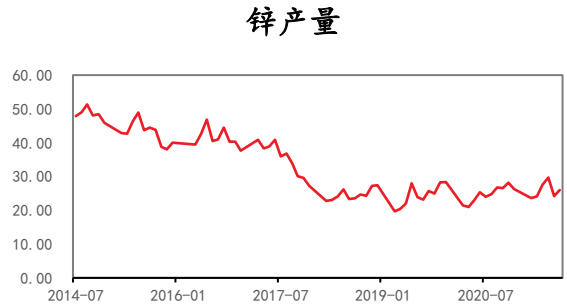
中汽协数据显示，2022 年 1-11 月，汽车产销分别达到 2462.8 万辆和 2430.2 万辆，同比分别增长 6.1%和 3.3%，累计增速较 1-10 月放缓。在政策端发力及汽车出口势头良好等因素拉动下，自 6 月份以来汽车产销持续保持快速增长。全年看，汽车销量或达 2680 万辆，同比增长 2%

2 总结

冬季已经过半，但欧洲天然气库存依旧充沛，能源危机担忧的消散令欧洲天然气及电价延续震荡回落，欧洲炼厂利润转正，存复产的预期。国内 1 月加工费维持高位，炼厂原料库存充沛，且利润可观。高利润刺激下春节期间多数炼厂维持正常生产，而下游厂家普遍放假，社库累库速度快于往年水平，另外贸易商也进入放假阶段，现货市场难见成交。整体看，锌价或维持高位震荡，后续关注复苏兑现需求情况。

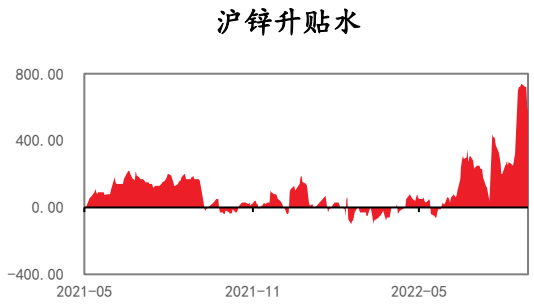
3 锌期货现货数据

图表 19：锌产量



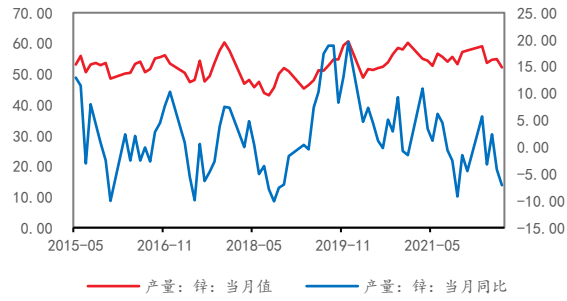
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 20：锌升贴水



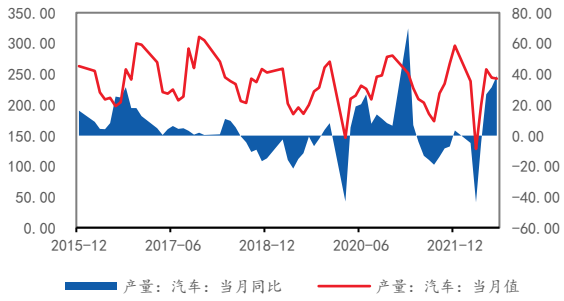
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 政策底显现

22 年 11 月以来，地产行业政策不断加码，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，地产行业供给侧的融资段的约束得到了极大的缓解。此外，防疫政策的优化使之疫情对经济及需求端的约束得到释放，市场开始最大限度的交易经济复苏或说房市复苏的逻辑。

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”是今年行业主基调，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。

地产及防疫政策的转向，意味着地产行业最差的政策环境已经过去，地产行业基本面的底也即将到来。

图表 23：近年来地产行业重大政策

1 月 6 日		针对出险企业项目的承债式收购，相关并购贷款不再计入“三条红线”相关指标。
2 月 8 日	央行、银保监会	保障性租赁住房有关贷款不纳入房地产贷款集中管理
3 月 16 日	国务院金融委	关于房地产企业，要及时研究和提出有力有效的防范化解风险应对方案，提出向新发展模式转型的配套措
4 月 18 日	央行、外汇局	金融机构要区分项目风险与企业集团风险，加大对优质项目的支持力度
5 月 25 日	国务院稳住经济大盘会议	适当提高宏观杠杆率，加强逆周期调节，支持财务可持续的企业适当加杠杆，尽快矫正对民营房企信贷收
6 月 24 日	深交所	鼓励优质房地产企业发行公司债券兼并收购出险房地产企业项目
7 月 26 日	银保监会、住建部、央行	推动中小银行不良贷款处置支持政策措施落地实施。支持地方做好保交楼”工作
8 月 16 日	中债增	中债增公司对示范房企发行中票开展全额担保
10 月 20 日	证监会	允许少里涉房但不以房地产为主业的企业在 A 股市场融资
11 月 8 日	交易商协会	“第二支箭”延期并扩容，可支持约 2500 亿元民企债券融资
11 月 9 日	中债增	意向民营房企可向中债增公司提出增信需求
11 月 11 日	央行、银保监会	“金融 16 条”：对央国企和民企一视同仁，开发贷、信托贷款等半年内到期的可以展期 1 年，戴励信托
11 月 12 日	银保监会、住建部、央行	指导银行向优质房企出具保函置换预售监管资金
11 月 21 日	央行、银保监会、证监会	支持民营房企发债融资
11 月 28 日	证监会	“第三支箭”：恢复涉房上市公司并购重组及配套融资；恢复上市房企和涉房上市公司再融资；调整完善
12 月 14 日	中共中央、国务院	《扩大内需战略规划纲要》，坚持住房不炒、加强房地产市场预期引导，探索新的发展模式，支持居民合
12 月 21 日	证监会	大力支持房地产市场平稳发展，加大力度、加快速度抓好资本市场各项政策支持措施落地见效，助力房地
1 月 5 日	住建部	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

资料来源：Gregory Travis，中金财富期货研究所

2 需求在曲折中复苏

地产行业的复苏不是一蹴而就，钢材需求的复苏也不会走 V 型反转，需求在曲折中前进更符合可观规律。

三支箭对房企融资端的修复主要还是集中在头部企业，而其它中小企业所享受到的政策扶持力度较小。此外，房地产开发投资资金来源里，销售回款占总资金比重接近 50%，而地产销售端迟迟不见起色，居民消费信心至今不足，销售端的回暖为时尚早。

地产行业的钢需集中在新开工上，但目前新开工面积仍处于加速下跌的过程中。这也符合现实逻辑，大部分房企资金紧张的局面只是停止恶化，但并非得到缓解。在房价下行，销售预期不强的背景下，房企并新开工动力不足。

保交楼政策的推进，促使房企将有限的资金用于赶工和交付上，因此我们可以看到竣工面积随在下降，但跌势却大幅收窄。

新开工与竣工面积的剪刀差，导致施工面积——地产行业钢需的基本盘，在加速退出，而这个过程仍将持续，直至销售端的回暖，房企的开发意愿的回升。

3 小结

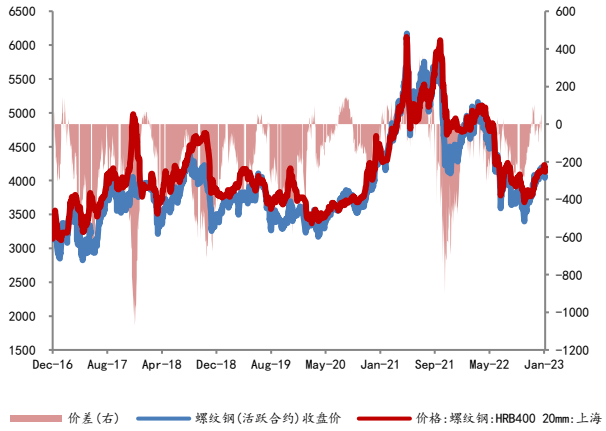
钢市的主要逻辑仍是国内经济复苏，房地产行业的低点大概率将在今年出现，但钢材相关需求的恢复过程不会一帆风顺。

尽管政策出现了转向，但地产行业并没有想象中乐观。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。

我们认为，地产销售端的回暖至少要在二季度才能看到，而新开工和施工测得改善可能要到下半年。目前市场已将地产复苏的预期打满，而现实与预期的落差将造成钢价有较大的波动。

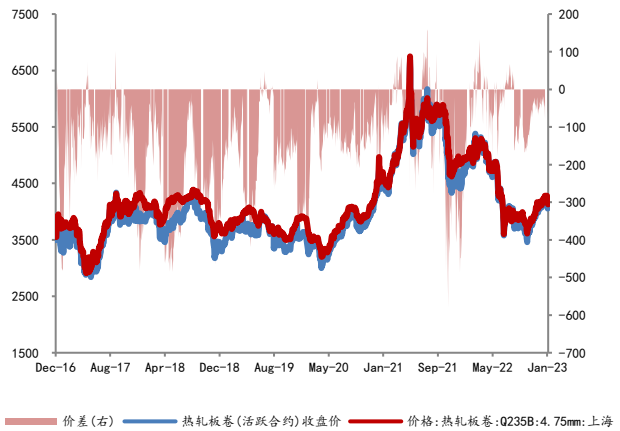
4 钢材期货现货数据

图表 24：螺纹期现价差



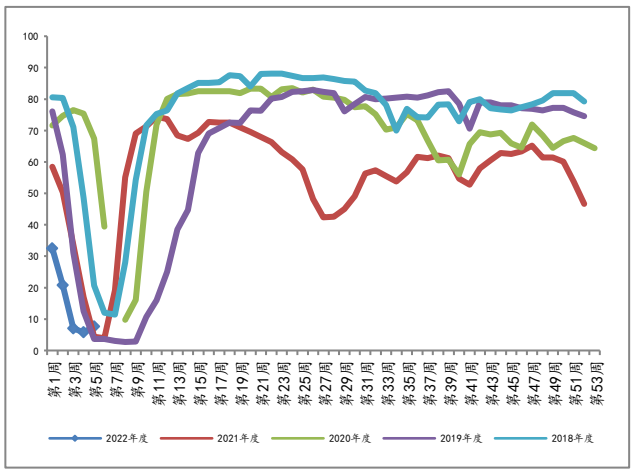
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 25：热卷期现价差



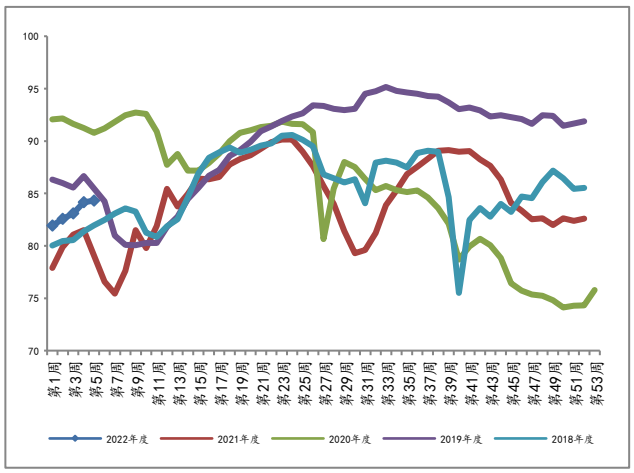
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 26：85 家独立电弧炉钢厂：开工率：中国（周）



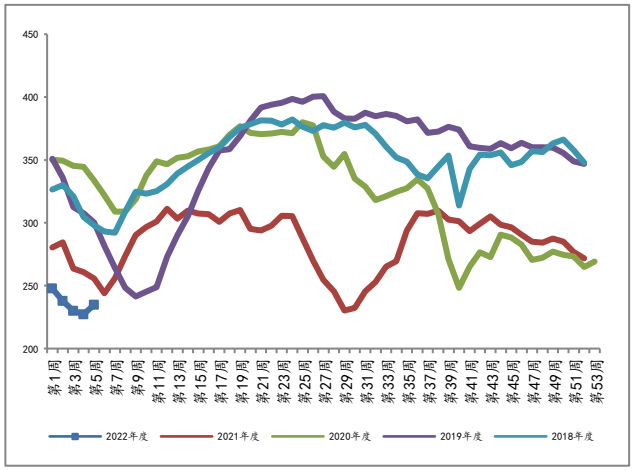
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 27：247 家钢铁企业：高炉产能利用率：中国（周）



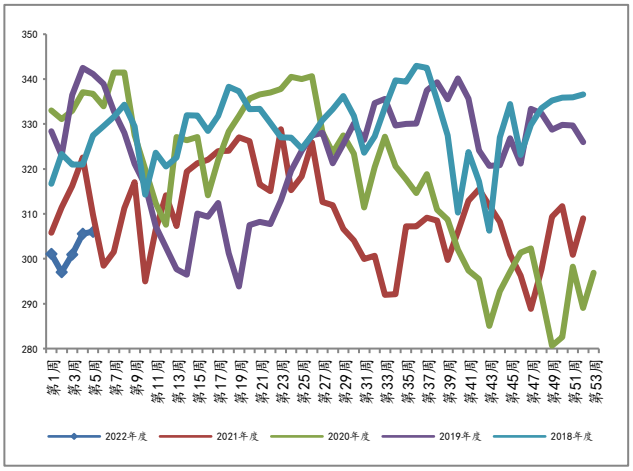
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 28：螺纹钢：建筑钢材钢铁企业：实际产量（周）



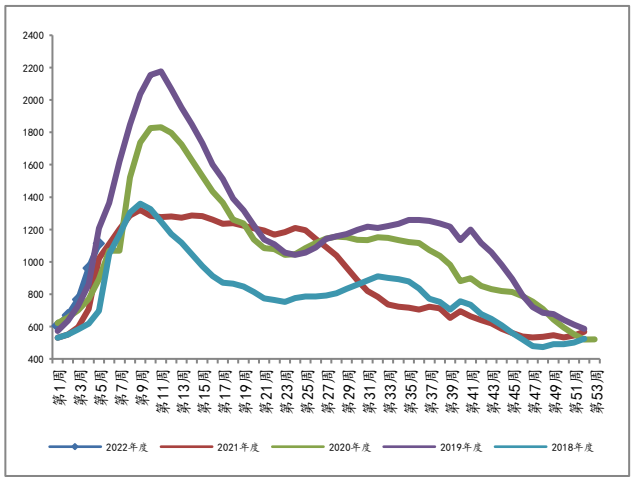
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 29：热轧板卷：钢铁企业：实际产量：（周）



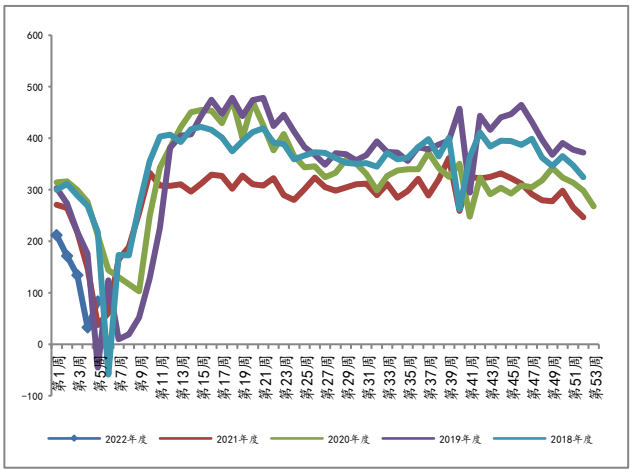
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

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。

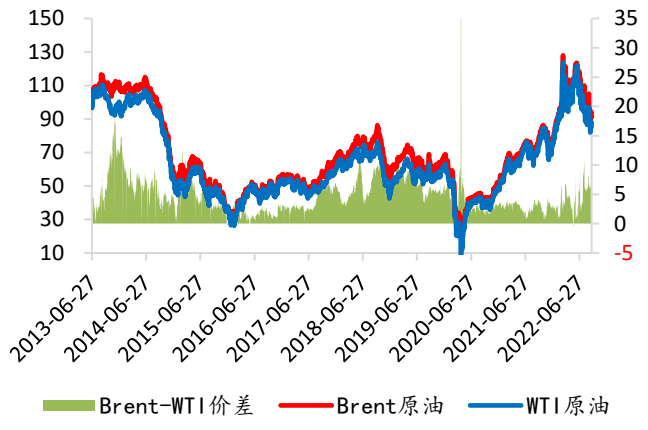
3 EIA 预判长期下行

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。

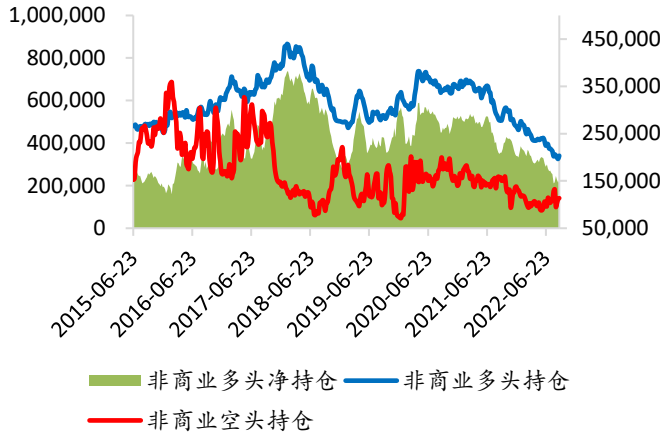
该机构预计，2023 年 Brent 原油平均价格为 83 美元/桶，和当前油价运行中枢基本吻合，2024 年将继续下跌至 78 美元/桶，即面临长期的下行压力。

图表 32：国际原油期货价格



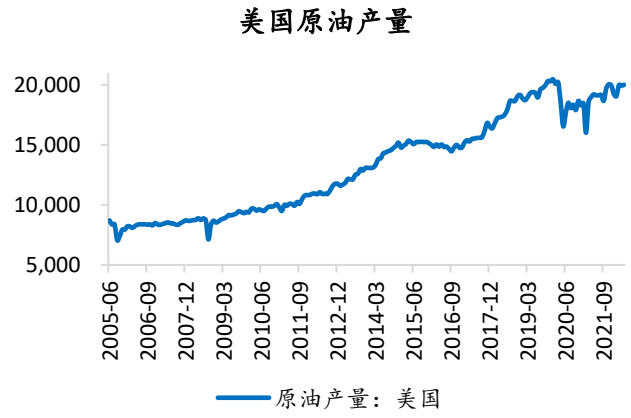
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 33：CFTC 原油期货持仓



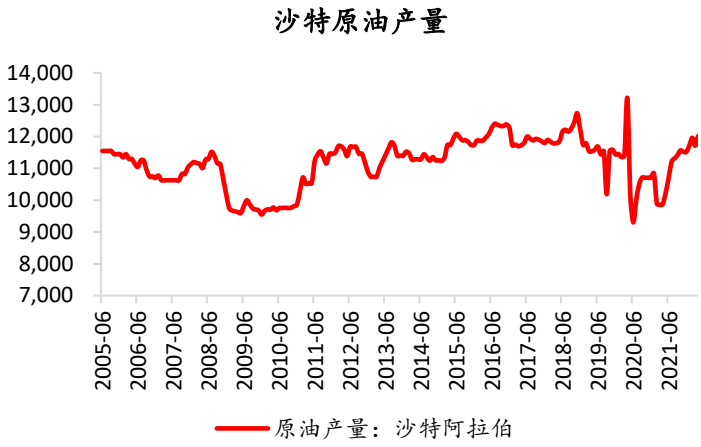
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 34：美国原油产量



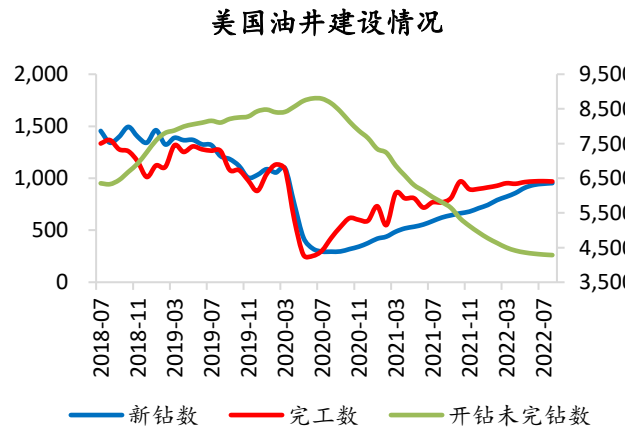
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 35：沙特原油产量



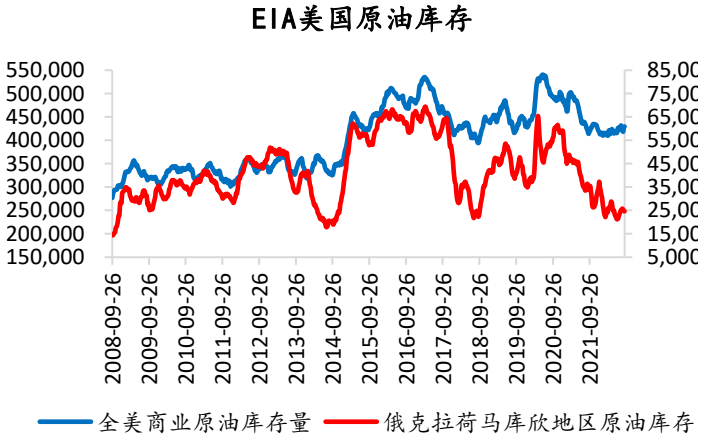
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 36：美国油井建设情况



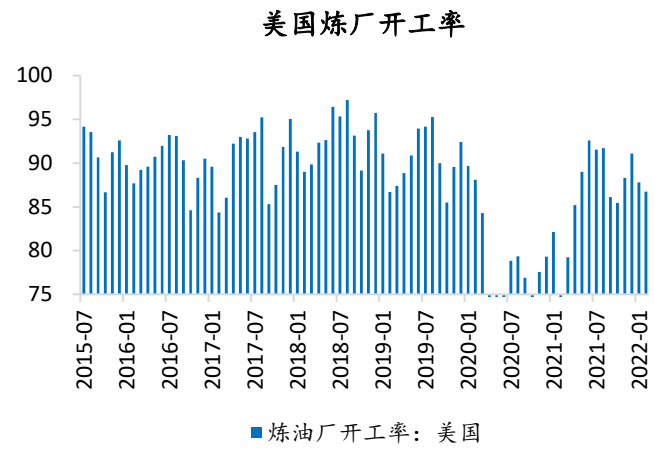
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 37：EIA 原油库存



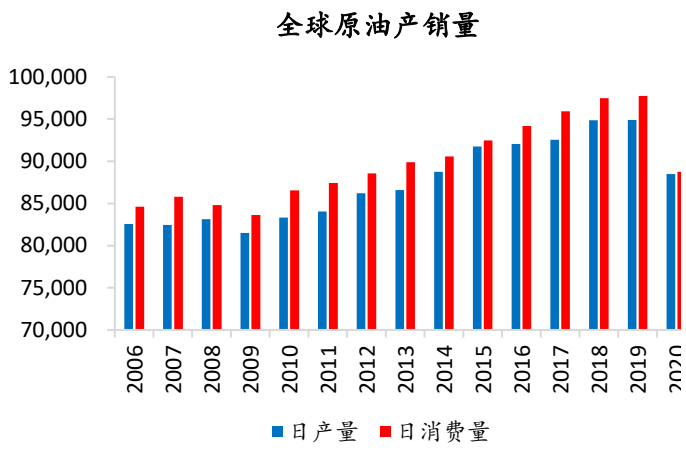
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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。

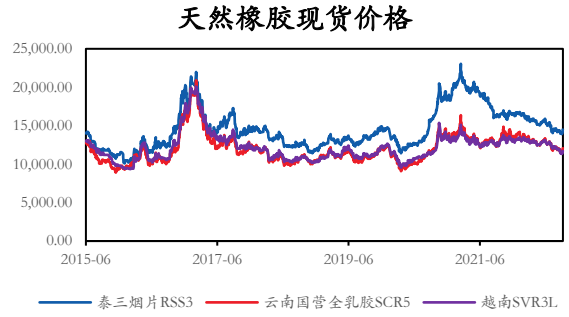
前期防控优化的宏观利好释放，使得市场预期层面信心增强，带动天然橡胶的金融属性。泰国、越南主产区降雨偏多，旺季割胶作业受到影响，胶水收购价格表现坚挺，且当地橡胶加工厂生产成本增加，贸易商利润受到挤压，不得不提高外盘船货价格。在同一时期，国内云南产区全面停割，海南产区低温减产，原料胶水收购价格上涨。国内贸易商由于前期进口利润倒挂，进口拿货积极性降低，港口现货累积程度不及预期。

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



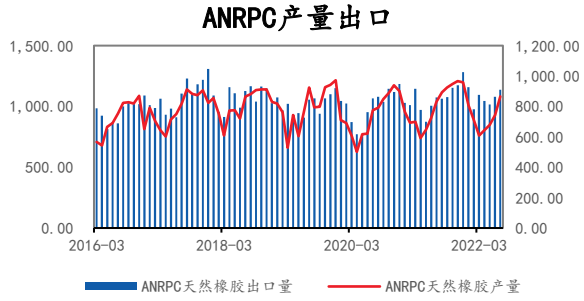
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 41：合成橡胶价格



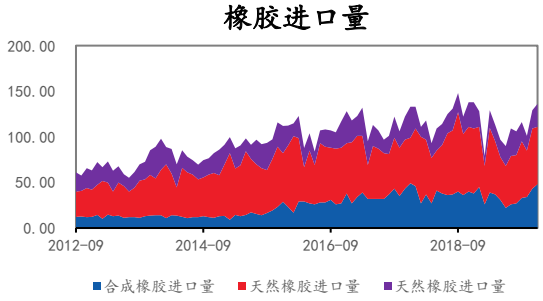
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 42：ANRPC 产量出口



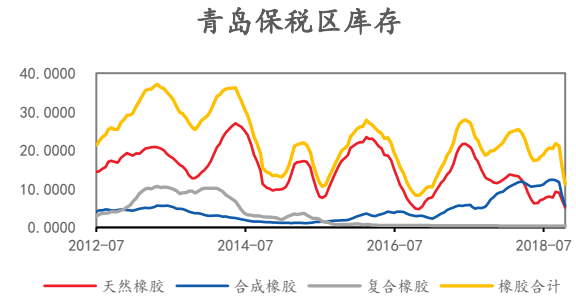
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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



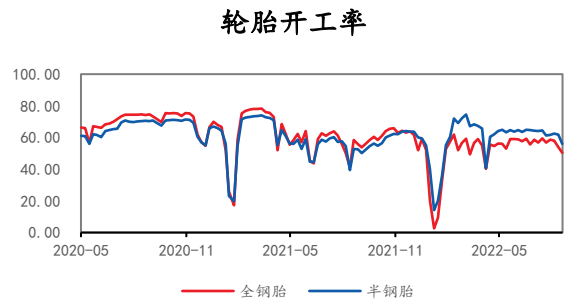
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 45：上期所注册仓单



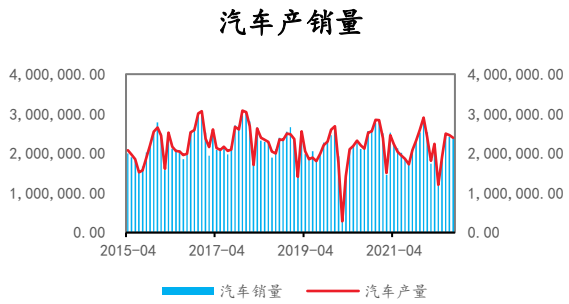
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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

美豆周度出口数据偏低

美国农业部公布的出口销售周报显示，截至 1 月 26 日当周，美国 2022/2023 年度大豆出口净销售为 73.6 万吨,前一周为 114.6 万吨,较前四周均值下滑 18%,处于市场预估净增区间 70-130 万吨的下沿。其中向中国出口净销售 78.24 万吨。当周美国 2023/2024 年度大豆净销售 19.2 万吨，前一周为 12.9 万吨，市场预估区间为 0-30 万吨。

阿根廷天气形势严峻，减产炒作尚未结束

美国农业部在 1 月供需报告中将 2022/2023 年度阿根廷大豆产量预估值由此前的 4950 万吨下调到 4550 万吨，一些调研机构评估的阿根廷大豆产量甚至降到 3700 万吨。尽管上周的降雨缓解了部分大豆作物的生长压力，但最新的天气预报显示，阿根廷天气近期将再度转为干燥。阿根廷布宜诺斯艾利斯谷物交易所数据显示，截至 2 月 2 日，2022/23 年度阿根廷大豆作物状况评级较差为 46%(上周为 54%，去年 20%)；一般为 42%(上周 39%，去年 42%)；优良为 12%(上周 7%，去年 38%)。由此可见市场对阿根廷大豆减产的忧虑并未见底。阿根廷作为全球第三大大豆生产国，虽然每年大豆直接出口量不大，但该国是全球重要的豆粕和豆油出口国，对全球豆价有较大影响。一旦阿根廷大豆产区再度受到恶劣天气困扰，减产忧虑将迅速发酵，为美豆市场保持强势运行提供重要支撑。

马来西亚 1 月份棕榈油出口和产量均大幅下降

受国际需求萎缩影响，马来西亚 1 月棕榈油出口降幅超过预期，成为价格上行的重要阻力。独立检验公司 Amspec Agri 发布的数据显示，马来西亚 1 月 1-31 日棕榈油产品出口量为 106.63 万吨，较去年 12 月的 145.7 万吨下降 26.82%。船运调查机构 ITS 和 SGS 发布的同期棕榈油出口环比降幅分别为 27%和 26.4%。马来西亚棕榈油对三大主要市场的出口全线下滑，其中对印度出口降幅尤为显著。虽然马来西亚棕榈油出口下滑打压市场买盘人气，但产量下降对价格起到一定支撑作用。南部半岛棕榈油压榨商协会（SPPOMA）发布的数据显示，1 月 1-31 日马来西亚棕榈油产量环比减少 27%，季节性减产特征较为突出。此外，马来西亚南部地区近期遭遇暴雨侵袭，并导致上千人流离失所，市场担心洪水可能使当地棕榈油产量进一步受损。

2 国内豆类市场分析

刚需与高基差并存，豆粕期货回调空间受限

国家统计局公布的数据显示,2022 年全国生猪出栏 69995 万头,同比增加 2867 万头,增长 4.3%,2022 年末全国生猪存栏 45256 万头，同比增加 333 万头，增长 0.7%。其中能繁母猪存栏 4390 万头，同比增加 62 万头，增长 1.4%。能繁母猪存栏已相当于 4100 万头正常保有量的 107.1%,高于合理区间上沿的 105%。国内维持高位的能繁母猪存栏量，有助于维持豆粕需求的稳定。与此同时，国内豆粕现货居高不下，与 5 月豆粕期货的价差维持在 750-800 元/吨高位。在阿根廷潜在利多天气支撑下，美豆高位震荡导致进口大豆成本偏高，国内豆粕现货在交割月前连续暴跌的概率并不大。因此，国内豆粕期货市场在现货和成本以及刚需等因素支撑下，并不具备较大回调空间。

内外盘形成弱势联动，国内油脂板块集体回落

受国内防疫政策措施优化和感染率大幅下降影响，春节期间居民出行需求强势增长，带动线下

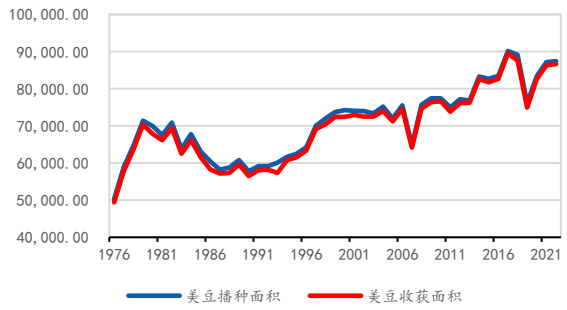
聚会场景修复，旅游、影院、餐饮等行业普遍受益，市场对国内经济复苏的预期进一步增强，随着元宵节后各类学校陆续恢复正常教学秩序，返城务工人员增多，劳动密集型企业也将复工复产，油脂消费前景有望继续获得改善。但从春节后油脂期货冲高回落的市场表现看，国内消费增长对价格的提振仍受到来自油脂进口成本下降的牵扯，这在棕榈油市场表现尤为明显。受马来西亚棕榈油出口大幅下降拖累，国内进口棕榈油成本快速下跌。据测算，2 月 2 日国内棕榈油进口成本跌至 7770 元/吨，并带动棕榈油期货快速回落。此外，由于春节后国内棕榈油库存仍在 100 万吨之上，高出去年同期 65 万吨，宽松的供应形势与商品普跌格局相叠加，国内油脂期货纷纷进入快速调整状态。

3 油脂油料市场展望

一季度是南美大豆生长的关键期，在阿根廷减产警报解除前，天气炒作情绪随时可能卷土重来，美豆市场维持震荡偏强运行的概率依然较大。巴西大豆收割进度虽然不及去年，但丰产形势基本确立。巴西大豆增产幅度高于阿根廷大豆减产幅度，全球远期大豆供应保持宽松局面。市场密切关注 2 月 8 日美国农业部月度供需报告对南美主产国产量的最新评估。马来西亚季节性减产可在一定程度上降低出口下降对库存的影响，印尼于 2 月 1 日开始实施 B35 生物柴油计划，该国可供出口的棕榈油减少可能为马来西亚棕榈油出口改善带来转机。国内油脂期货市场在春节后先扬后抑，市场对消费复苏的交易暂告段落，来自外盘的成本驱动逐渐占据主导，商品普跌格局下油脂仍可能继续向下寻找支撑，技术低点的支撑性面临考验。当豆类市场下跌压力集中在油脂释放后，国内豆粕市场的抗跌性会进一步趋强，粕强油弱分化局面仍有望延续。豆一期货在利多政策提振下对前期超跌展开连续修正，随着节后现货市场回暖，豆一期货维持震荡偏强走势的概率依然较大。

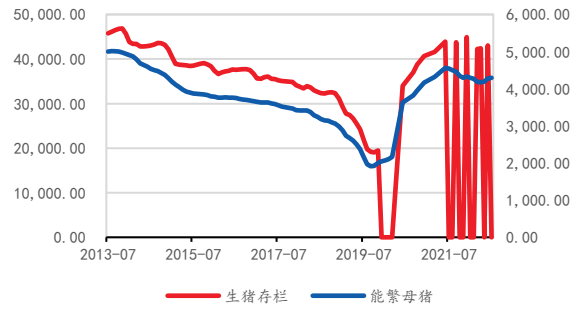
4 油脂油料市场主要数据

图表 48：美国大豆种植收获面积



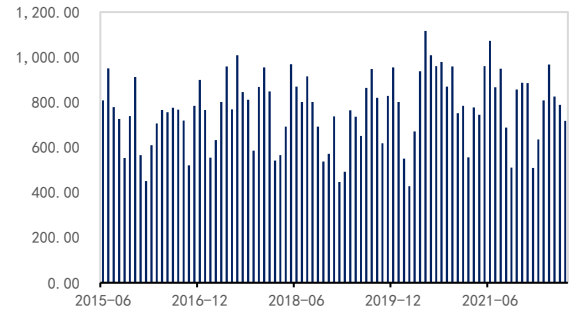
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 49：国内生猪存栏量



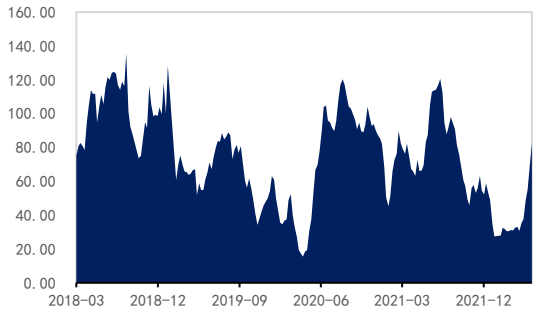
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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