中金财富期货策略周报（2023 年第 4 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：目前美联储政策以及美国经济是否衰退对大宗商品影响不大，大宗市场的关注重点在于中国经济状况，因此包括即将公布的 1 月金融数据等经济数据对市场的预期影响较大。整体看工业品经历情绪助推的行情之后，处在等待经济数据验证的震荡阶段。

股指期货：从情绪和政策，以及经济数据的角度看，当前的指数易涨难跌。由于看好中国经济复苏，市场情绪仍较为乐观；另外政策上偏暖，各类稳增长政策陆续出台；另外 1 月份的金融数据显示资金投放和需求都超预期，这对市场情绪和经济复苏都有较大的影响。

铜：海外秘鲁抗议活动加剧，原料供应扰动危机供应预期急剧收紧。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。预计强预期和弱现实的博弈还将继续，短期沪铜将围绕 7 万的关口做阶段性整理。

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。高利润刺激下多数炼厂维持正常生产。需求方面，由于今年春节较往年提前，且终端企业及加工企业放假较彻底，年前下游整体订单差于往年。本周开始镀锌、压铸锌合金开工率有所增加。 宏观乐观情绪降温，锌市供强需弱现实持续，预计锌价或表现偏弱震荡走势。

钢材：本周二晚，美国将公布 1 月 CPI 数据，该数据在很大程度上绑定了美联储的货币政策走势，若该值高于预期，美联储加息上限将更高，也意味着美国经济衰退的可能性将更大，衰退的更深。就钢市而言，目前仍是由预期主导，短期来看海外宏观情绪也将对其产生较大影响，但从长期来看我国经济复苏仍是钢市今年的最主要逻辑，而该逻辑目前并没有发生改变。我们认为短期市场或受悲观情绪影响，但中长期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：南美天气仍是近期市场关注的重点。随着阿根廷大豆陆续进入生长关键，在该国旱情警报解除前，市场仍会维持阿根廷大豆产量下调预期，美豆在阿根廷天气题材支撑下调整空间将受限。国内豆粕市场与美豆走势基本同步，在南美天气关键期同样对利多题材较为敏感。豆粕现货保持对期货的较高升水，在进口巴西大豆大量到港以前，豆粕期货市场并不具备较大调整空间，维持高位反复震荡行情的概率依然较大。随着 MPOB 月报落地引发油脂市场急跌，市场的关注点将重回印尼棕榈油出口和国内使用政策上来，加上马来西亚 2 月上旬出口数据大幅攀升，油脂市场利空因素释放后有望重新企稳，可维持区间震荡思路适量参与油脂市场交易。国内豆一期货在触底反弹后虽累积部分获利盘，但在现货持续回暖和政策提振下仍保持反弹节奏，从成本和种植收益角度看，目前豆一期货价格仍处于偏低水平。

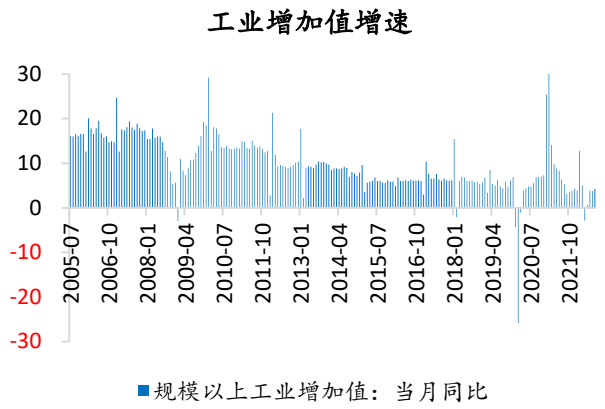
目 录

周度策略：“情绪化行情”逐渐降温 密切关注经济数据的变化 ..... - 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 美国劳动力市场“噪音”较大 ..... - 7 -
3 流动性：央行实行万亿净投放 ..... - 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 ..... - 14 -
钢材 ..... - 15 -
1 1 月社融数据亮眼 ..... - 15 -
2 需求在曲折中复苏 ..... - 15 -
3 小结 ..... - 16 -
4 钢材期货现货数据 ..... - 16 -
原油 ..... - 18 -
1 高盛唱多 100 美元 ..... - 18 -
2 OPEC 限产按兵不动 ..... - 18 -
3 对俄油品制裁落地 ..... - 18 -
4 需求预期触底回升 ..... - 20 -
5 美油库存季节累积 ..... - 21 -
6 相对高位震荡走廊 ..... - 21 -
天然橡胶 ..... - 22 -
1 预期出尽打回原形 ..... - 22 -
2 关注需求恢复程度 ..... - 22 -
3 前低后高内外分化 ..... - 22 -
4 底部明晰反弹存疑 ..... - 24 -
5 情绪切换技术下跌 ..... - 24 -
6 超跌修复逢高空配 ..... - 24 -
油脂油料：美豆止跌回升，国内豆类市场粕强油弱 ..... - 26 -
1 外部豆类市场分析 ..... - 26 -

2 国内豆类市场分析 ..... - 26 -
3 油脂油料市场展望 ..... - 27 -
4 油脂油料市场主要数据 ..... - 27 -
免责条款 ..... - 29 -

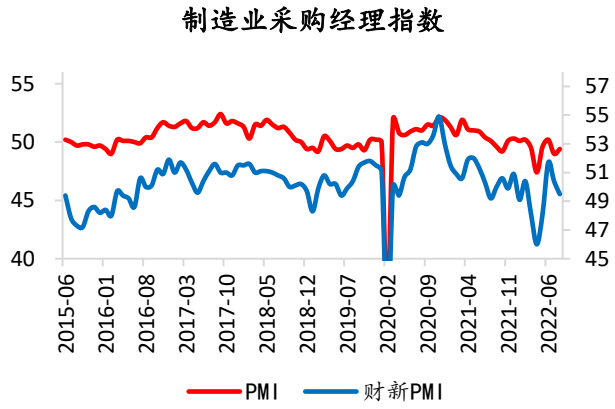
重要经济指标概况

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



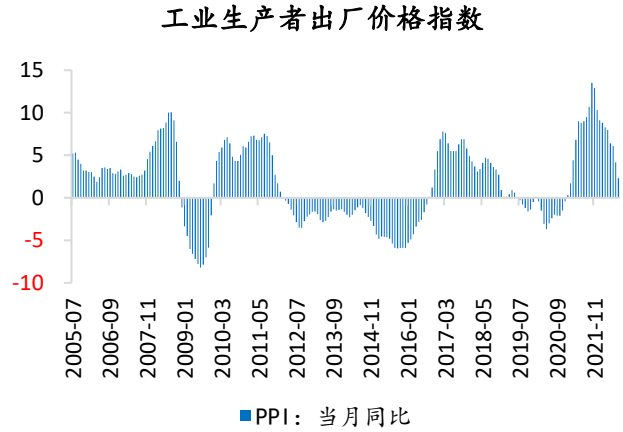
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 3：中国居民消费价格指数



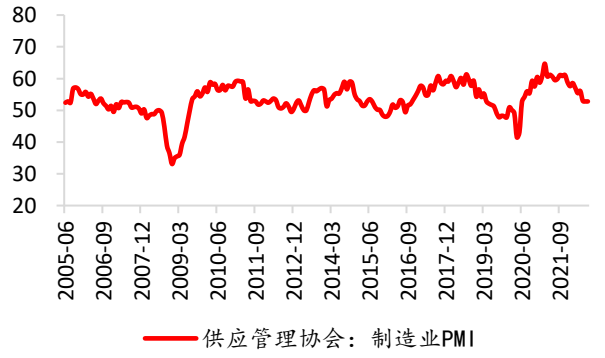
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 4：中国工业生产者出厂价格指数



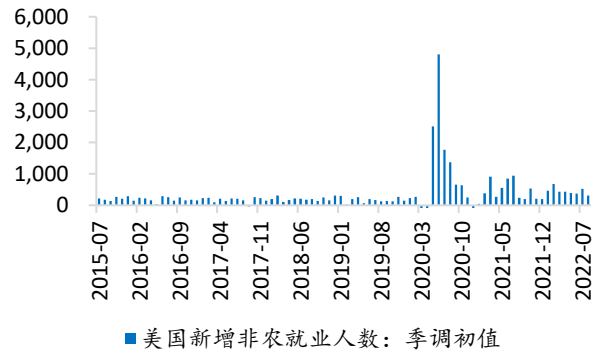
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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：“情绪化行情”逐渐降温 密切关注经济数据的变化

这一轮工业品的反弹行情发生在岁末年初的冬季，冬季是工业品需求受季节性影响较大的阶段，因此我们可以看到工业品供需关系在这个阶段并没有明显变化，但是工业品却出现了较大的行情。究其原因，是市场的预期出现了明显的变化，其中最大的变化就是市场普遍预期我国经济在今年将回到潜在的增速 5%附近，这相对 2022 年的 3%将明显回升，对应的工业品的需求也将显著回升，随后情绪支撑的行情诞生，这就是这一轮反弹行情的核心。从目前工业品走势看，当前的情绪行情逐渐趋于平淡。

从“情绪逻辑”到“复苏逻辑”

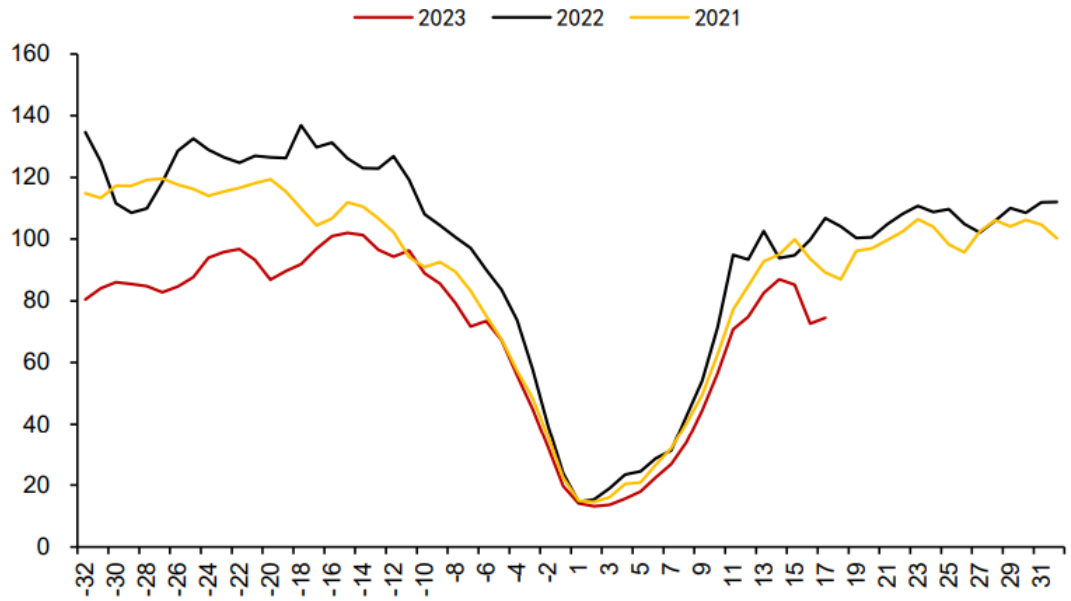
通过对数据的追踪，我们发现 2023 年节后返岗强度不及预期。

从上班出行强度指数:2022<2023<2021.并且东部地区、一二线城市等人口流入地区的开工情况较差;建筑项目方面，今年节后开复工率明显低于 2021 和 2022。全国层面的上班出行强度指数已经超过 2022 年，但仍然比 2021 年低 3.4%左右。东部地区、一二线城市等人口流入地区的开工情况较差，说明春运返岗不足是制约开工的主要条件。分地理区域来看，东部地区上班出行强度恢复较差，仅相当于 2021 年的 93.7%，其他地区都接近 100%。分能级城市来看，恢复情况:一线<二线<三线及以下，其中三线及以下城市已经恢复至 2021 年的 99.3%，一线城市仅恢复至 86.3%。。

以百度迁徙指数来看，今年春运节后返岗强度不及预期。以百度迁徙指数在春节后 15 天相比节前 15 天的增幅来衡量返岗强度，考虑到节前存在提前返乡，今年这一增幅理应显著高于前几年，但实际上，今年节后 15 天的迁徙指数比节前 15 天高 27.6%，低于 2021 年，这说明节后返岗并没有达到应有强度。建筑业(包括基建+房建)开工弱于前两年。根据百年建筑网在节后对上万个建筑工程项目的调研，正月十七样本项目开复工率为 38.4%，低于 2021 和 2022 年同期。人员返岗较慢是建筑业开工弱的主要原因。此外，水泥和石油沥青等行业开工率低于往年同期，也能佐证建筑业开工偏慢的结论。

当然，考虑到今年是疫情三年来最大规模春运，春运前 30 天总规模较 2022 年增长 55%，较 2021 年翻一倍多，大规模春运必然会影响节后复工。一般元宵节后会迎来第二个春运高峰，开工也会随之加快。

图表 7：整车货运物流弱于去年



资料来源：wind，中金公司

因此，对于当前的行情而言，由于以建筑业为代表的到岗仍未完全恢复，建议等到后期数据的变化。

海外交易“美联储停止加息”的最乐观情况

海外交易逻辑，正在对美国软着陆，以及加息迅速暂停，这种概率最低的情景定价。市场低估了联储加息持续性的影响，美国经济大概率步入衰退。抢跑的降息预期短期会出现调整，预计下一次的降息预期在海外盈利预期下修之后，因此对应的美股先下后上，商品市场则主要受中国经济的影响。预计二季度之后宽松预期交易的逻辑将再度重演，贵金属交易窗口逐渐打开，美元指数走弱，美债收益率大趋势回落。

那么为什么美国的就业市场如此超预期呢？非周期性行业是美国新增就业的主要贡献来源。休闲酒店、教育医疗等非周期性行业对加息和利率并不敏感，同时伴随着服务业疫后修复的红利，企业利润受到的冲击相对较小，仍在大量招聘员工，由于这两个行业属于劳动密集型行业，因此几乎贡献了一半的新增就业。而对利率更敏感的金融、科技、房地产等行业已经开始裁员，但裁员数量并不能对冲上述两个行业的新增就业规模。

当前美国数据由于非周期性行业和疫后修复的原因，使得加息对企业利润和就业的影响更加钝化和滞后，提高了货币政策的滞后性，这意味着限制性利率的持续时间可能被市场低估，但同时也增大了美国经济衰退的风险。

因此，对于目前就开始交易美国货币政策趋于宽松，经济不会衰退，为时尚早，需要注意这个因素变化对商品市场影响的风险。

市场情绪已经渲染到较高水平 追高注意风险

目前美联储政策以及美国经济是否衰退对大宗商品影响不大，大宗市场的关注重点在于中国经济状况，因此包括即将公布的 1 月金融数据等经济数据对市场的预期影响较大。整体看工业品

经历情绪助推的行情之后，处在等待经济数据验证的震荡阶段。

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 8 日	河南首批“保交楼”交房时间表出炉：10 月底前全部交付	第一批专项借款项目 10 月底前全部建成交付、第二批年底前交付 50%目标	需求侧的政策逐渐出台
	2 月 10 日	中国 1 月 CPI 同比增长 2.1%，PPI 同比下降 0.8%	中国 1 月 CPI 同比 2.1%，较前值 1.8%微涨，环比上涨 0.8%。	受春节效应和疫情防控政策优化调整等因素影响，CPI 有所上涨；因国际原油价格波动和国内煤炭价格下行等因素，PPI 继续下降。
数据	2 月 10 日	两年和十年期美债收益率曲线盘中创四十年最严重倒挂	发出未来一年左右将衰退的警报	倒挂的数据发出未来一年左右将衰退的警报
	2 月 8 日	中国 1 月外汇储备 31844.6 亿美元	较 12 月上升 568 亿美元	黄金储备为 6512 万盎司，环比增加 48 万盎司，为连续第三个月增加。
事件	2 月 6 日	土耳其发生严重地震	土耳其南部地区接连发生两次 7.8 级地震	相当于 130 颗原子弹爆炸 43 秒

资料来源：中金财富期货研究所

2 美国劳动力市场“噪音”较大

美东时间 2 月 3 日周五 21：30，美国劳工局公布的数据显示，1 月新增非农就业 51.7 万，远高于前值 26 万、预期值 18.9 万；平均时薪环比增速降至 0.3%，与预期一致。失业率继续降至 3.4%，低于预期 3.6%；劳动参与率升至 62.4%，预期 62.3%。

分行业来看，新增非农主要由专业和商业服务、教育医疗业、休闲酒店业贡献，信息业出现就业萎缩。另政府部门贡献了 7.4 万新增就业。观察经过标准化处理后各行业职位空缺率与失业率的组合可以看到，目前大多数行业空缺率高出均值 1.5-2.5 个标准差，失业率低于均值 1 个标准差以上。高空缺+高失业的行业是未来贡献就业增量的主力：休闲住宿业。低空缺+高失业行业存在就业压力：运输仓储、信息业。

近期薪资增速的领先指标空缺率与失业率之比有所反弹。如果失业率继续维持在历史底部，薪资增速回归正常的过程将不乏波折。我们将总工时和时薪的变化加总作为名义劳动报酬收入的代理指标，计算显示，1 月工时总量大幅超预期上升，劳动报酬增长幅度由 12 月的 7.34%回升至 8.56%，已经显著高于当前通胀水平（12 月@6.5%），意味着消费信心最近可能出现修复。

这期数据印证了美国就业市场仍然强势，但除此之外，统计方法上的技术性因素也导致 1 月份

非农数据噪声较大。造成 1 月数据巨大预期差的具体统计参数调整包括：首先基期调整：BLS 每年公布 1 月非农数据时会依据就业和工资季度普查（QCEW）数据调整上一年 3 月（2022.3）的就业数据，并以此为新的基准相应调节前后共 21 个月（2021.4-2022.12）的数据，2022 年 3 月基准非农就业人数的上修幅度为 0.4%。其次是季调因子：除了基数调整导致的季节性以外，真正的季节性因素如气候、假日等也导致了 1 月就业人数较低，对应较大的季调幅度，历年来 1 月份季调幅度惯常都是出现约 300 万的大幅度上修，数据本身及预期差的量级往往也较其他月份更大。而今年总体来看气温较往年更为温和，根据家庭调查数据显示，1 月因天气原因不工作的人数为 28.4 万人，对比近 5 年同期平均 38 万人明显减少。季节性因素影响减弱导致整体就业人数较 12 月仅下降约 250 万人，低于历史均值，季调后，数据相对地就被上修到了远超预期的程度。

3 流动性：央行实行万亿净投放

近期银行间资金面一路走紧引起市场的关注，7 天加权平均利率从 1.9%快速上行。2 月 8 日起央行连续净投放资金超万亿，利率仍维持在 2.4%之上。

今年春节前，央行提前重启 14 天逆回购并加大投放力度，最高约形成了 2.2 万亿元的到期量，按照节日效应，节后流通中的现金（M0）回流银行体系，将使得资金面由紧转松。

对于银行缺钱的原因，目前市场主要有两类判断：“摩擦性缺钱”和“复苏性缺钱”。

第一个原因是“摩擦性缺钱”。即春节后逆回购资金回笼与 M0 回流银行体系速度差引起的“流动性摩擦”。

另外的因素是“复苏性缺钱”。从过往经验看，节后现金回流银行体系通常会在 12-21 天内完成，该过程应已经接近尾声。资金利率中枢的抬升原因有二，融资需求修复和银行流动性预期偏谨慎。

4 宏观策略

目前美联储政策以及美国经济是否衰退对大宗商品影响不大，大宗市场的关注重点在于中国经济状况，因此包括即将公布的 1 月金融数据等经济数据对市场的预期影响较大。整体看工业品经历情绪助推的行情之后，处在等待经济数据验证的震荡阶段。

5 股指期货市场分析

指数小幅震荡

本周指数维持小幅震荡的走势，其中沪深 300 指数跌 0.85%，上证 50 跌 1.01%，中证 500 跌 0.15%，中证 1000 涨 0.73%

北上资金维持买入，本周累计净买入 29 亿元，但是流入速度显著放缓。

指数出现小幅的调整，但是整体走势仍将温和。

北上资金走势对指数的影响较大。从北向资金净流入的方向和标的看，1 月份北向资金净买入

的行业风格以科技成长和消费医药为主，银行保险的流入力度也较大，而对大宗周期的买入力度处于较低水平。而从 1 月份上涨的统计看，显然消费风格占据绝对优势，也是市场上涨的主力军。基本上，北向资金趋势性流入和各大指数上涨也保持着一定的同步性。而即便在春节之后北向资金小幅流出之下，实际上科技成长板块又迎来表现，但整体没有脱离此前北向资金大幅流入的方向。

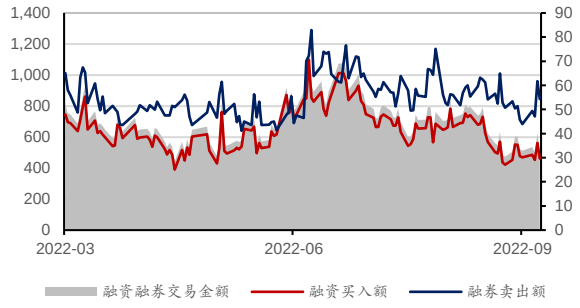
因此，北上资金主导了当前指数走势的节奏。

建议继续关注调整之后的机会

从情绪和政策，以及经济数据的角度看，当前的指数易涨难跌。由于看好中国经济复苏，市场情绪仍较为乐观；另外政策上偏暖，各类稳增长政策陆续出台；另外 1 月份的金融数据显示资金投放和需求都超预期，这对市场情绪和经济复苏都有较大的影响。

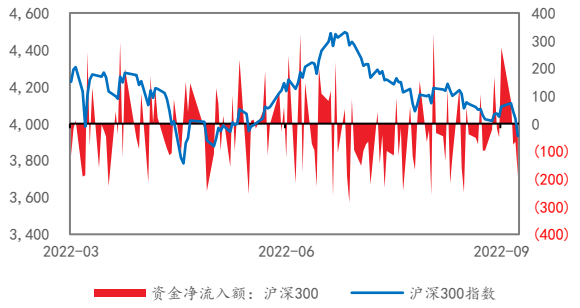
从行业的基本面来看，本轮盈利快速下行周期已经结束，而且从最新公布的数据以及春节期间的情况来看，经济已经出现了复苏回暖迹象。当前市场上成长板块走势较强。以往底部反转行情初期各类宽基指数的收益差距不大，行情特征更多是轮动而不是切换，而且从绝对数值来看，偏成长类的宽基指数在第一波行情中的收益率平均而言要更高一些。另外，从名义经济增速的角度上看， 2023 年经济出现较大向上弹性的可能性并不大，更可能会是温和的 L 型复苏，这种环境下，成长股预计还是会有更好的机会，因此我们认为后期成长类指数将继续强于蓝筹类指数。

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



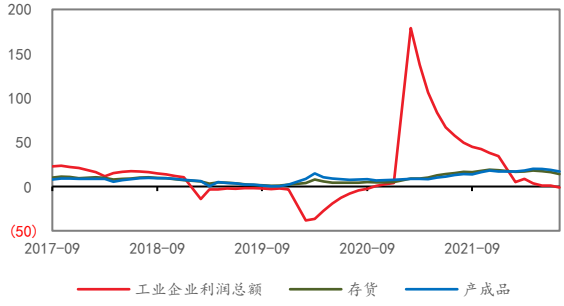
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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

海外秘鲁抗议活动加剧，原料供应扰动危机供应预期急剧收紧。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。预计强预期和弱现实的博弈还将继续，短期沪铜将围绕 7 万的关口做阶段性整理。

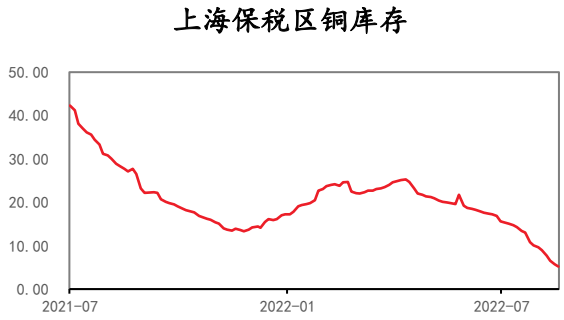
3 铜期货现货数据

图表 13：长江有色铜价



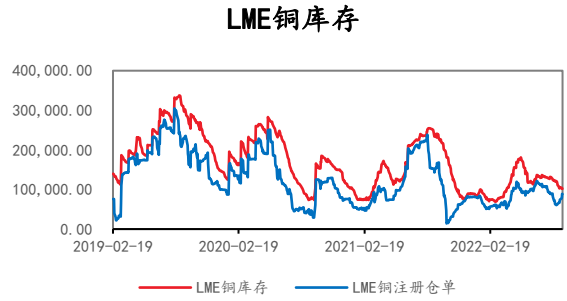
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 14：上海保税区铜库存



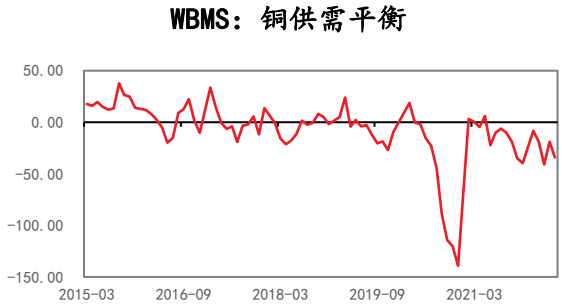
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 15：LME 铜库存



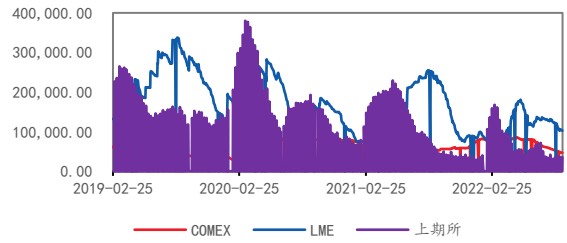
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 16：WBMS 供需平衡



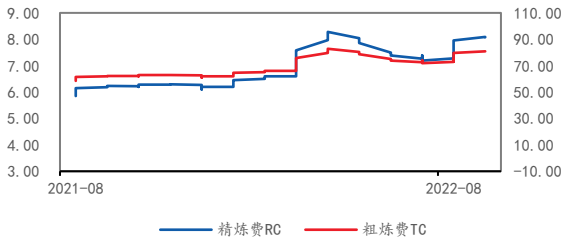
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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。

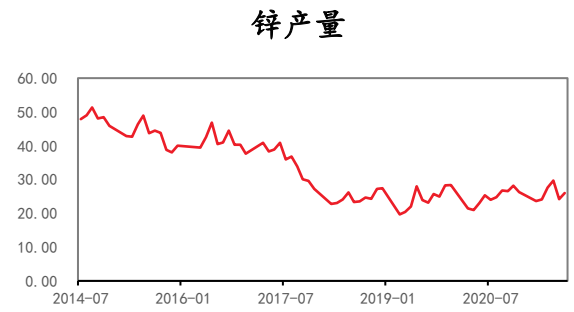
中汽协数据显示，2022 年 1-11 月，汽车产销分别达到 2462.8 万辆和 2430.2 万辆，同比分别增长 6.1%和 3.3%，累计增速较 1-10 月放缓。在政策端发力及汽车出口势头良好等因素拉动下，自 6 月份以来汽车产销持续保持快速增长。全年看，汽车销量或达 2680 万辆，同比增长 2%

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。需求方面，由于今年春节较往年提前，且终端企业及加工企业放假较彻底，年前下游整体订单差于往年。本周开始镀锌、压铸锌合金开工率有所增加。 宏观乐观情绪降温，锌市供强需弱现实持续，预计锌价或表现偏弱震荡走势。

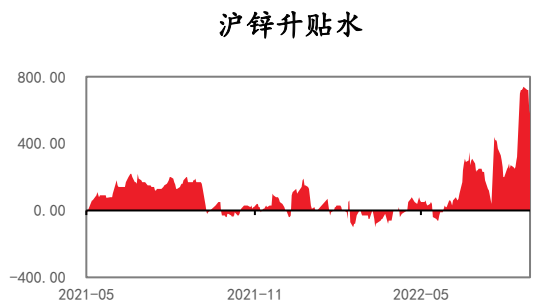
3 锌期货现货数据

图表 19：锌产量



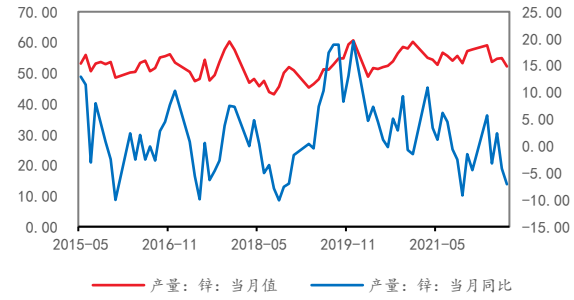
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 20：锌升贴水



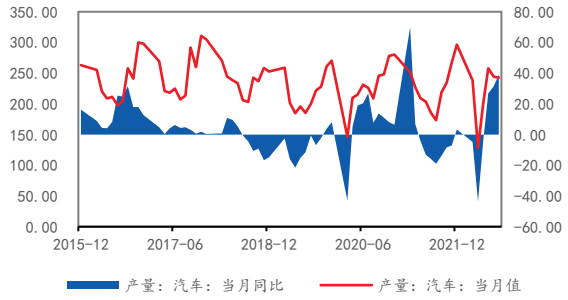
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 1 月社融数据亮眼

2023 年 2 月 10 日，央行发布 2023 年 1 月金融数据，中国 2023 年 1 月新增人民币贷款 4.9 万亿元，同比多增 9227 亿元；新增社会融资规模 5.98 万亿元，同比增速 9.4%，较前值下滑 0.2 个百分点；M2 同比 12.6%，前值 11.8%，M1 货币供应同比 6.7%，前值 3.7%，M0 货币供应同比 7.9%。

1 月人民币贷款增加 4.9 万亿元，同比多增 9227 亿元，是历史上最大的单月信贷增量。细分来看，其中企（事）业单位贷款增加 4.68 亿元，住户贷款增加 2572 亿元，同比少增 5858 亿元。住户存款增加 6.2 万亿元，非金融企业存款减少 7155 万亿元，财政性存款增加 6828 亿元，非银行业金融机构存款减增加 1.01 万亿元：住户存款同比多增近 8000 亿元。

1 月社融数据说明居民的消费信心仍不足，消费意愿也还在下降，对未来资产价值与收入水平持有不太乐观的预期，因此居民更多倾向于储蓄而非消费。我们也可以从中看出，居民的购房意愿仍在下降，地产销售端尚未见底，销售端的恢复的节奏依旧偏慢。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%，地产行业的复苏离不开销售端的回暖，目前来看地产行业复苏过程还处于萌芽阶段。

尽管如此，考虑到今年全国稳增长的主基调，高层也在今年多次表示地产行业是中国国民经济的产业，地产行业的政策倾向已发生转向。随着地产政策的不断加码，保交楼专项借款的落地、住房公积金贷款利率的下调、首套住房贷款利率政策动态调整机制的建立下，过去两年所被抑制的合理住房需求大概率将得到释放，只是还需时间。

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。

从基本面数据来看，下游需求处于历年同期较低水平。根据百年建筑网的节后建筑行业工地复工率统计，截至正月十七，全国工程项目复工率为 38.4%，显著低于 22 年的 51%与 21 年的 48.6%，

下游需求恢复速度低于市场预期。

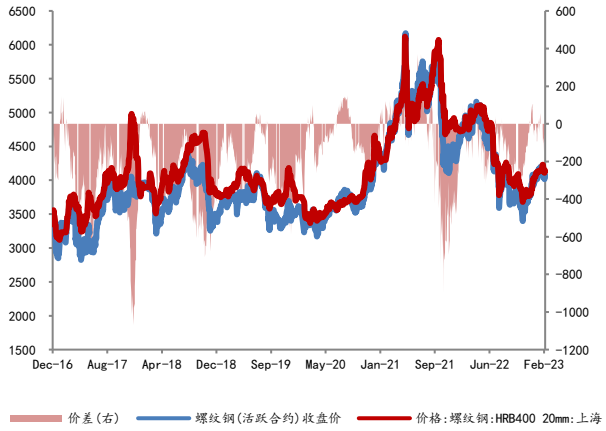
3 小结

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，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。

目前钢价反弹已有 3 月有余，当前价格已计入地产行业复苏的强预期，而这强预期可能需要更多的验证。我国经济复苏是大势所趋，但过程将不会一帆风顺。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。

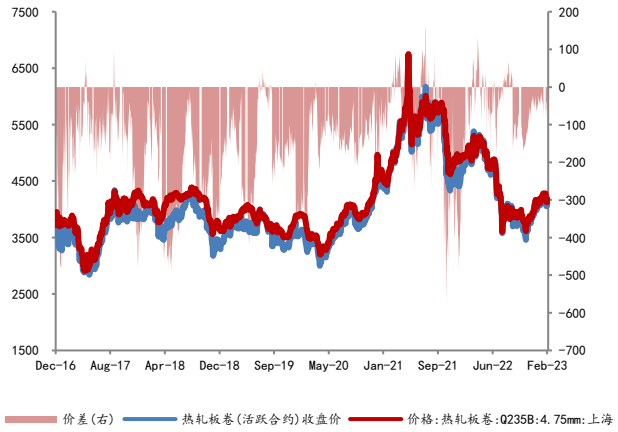
4 钢材期货现货数据

图表 23：螺纹期现价差



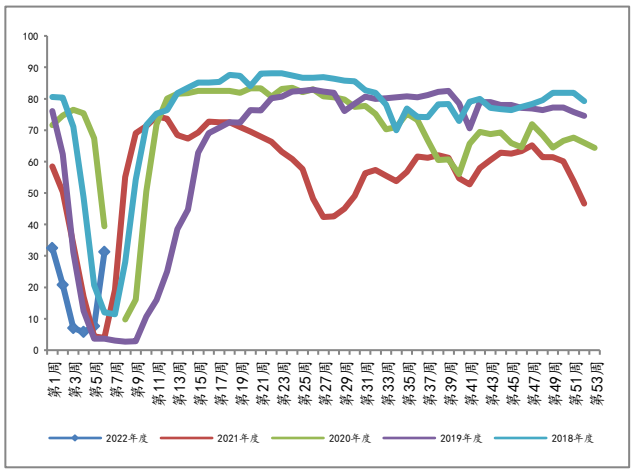
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 24：热卷期现价差



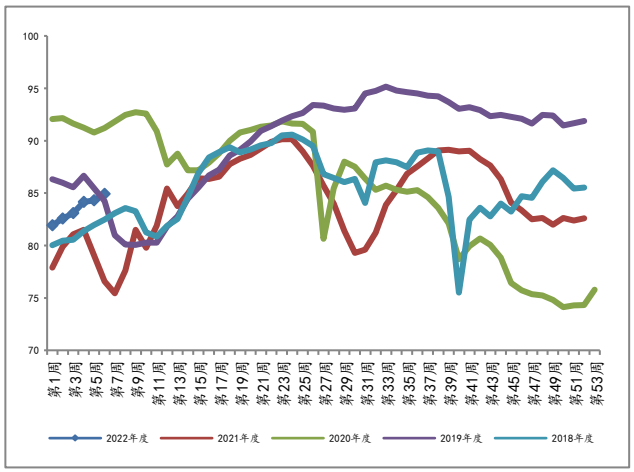
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 25：85 家独立电弧炉钢厂：开工率：中国（周）



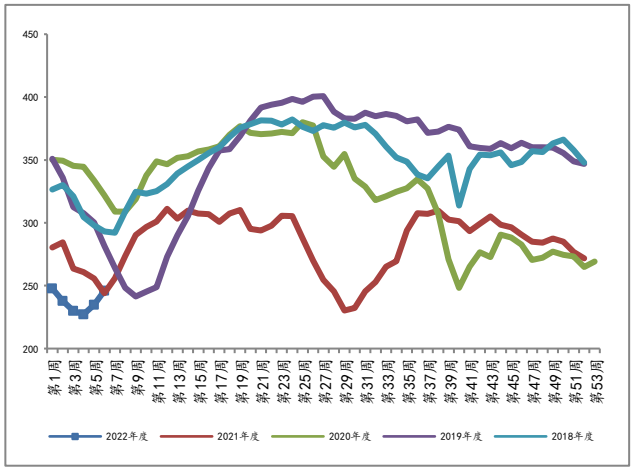
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 26：247 家钢铁企业：高炉产能利用率：中国（周）



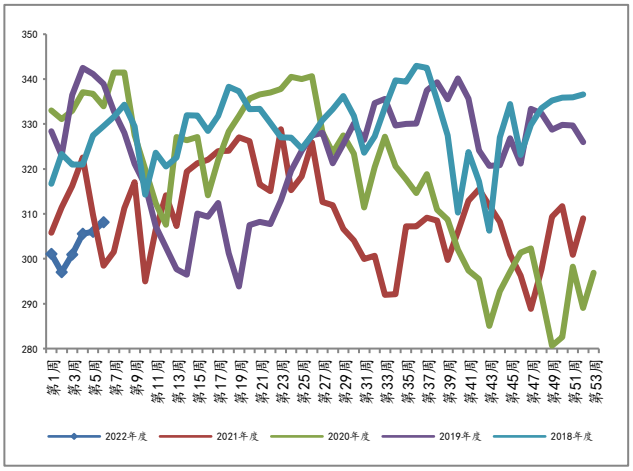
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 27：螺纹钢：建筑钢材钢铁企业：实际产量（周）



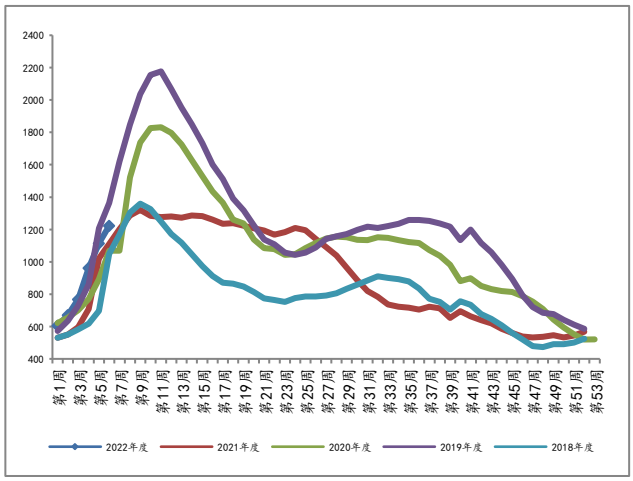
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 28：热轧板卷：钢铁企业：实际产量：（周）



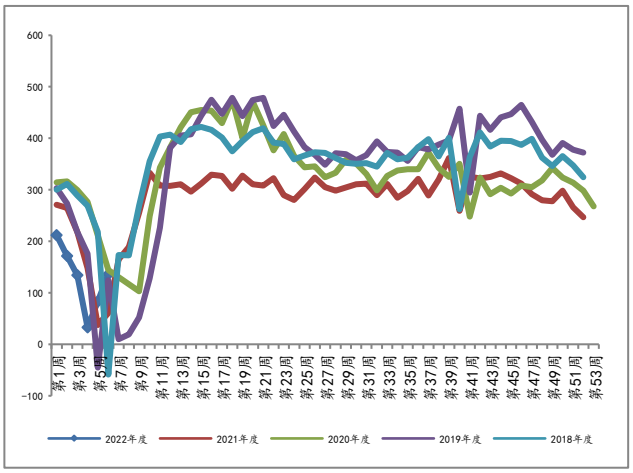
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 29：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 30：铜精炼费



资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

原油

1 高盛唱多 100 美元

尽管国际原油市场短期不明朗，大多头高盛乐观表示，今年油价将有望重新升至 100 美元/桶以上，主要理由是供应不足叠加需求复苏。

全球石油行业缺乏满足正常需求的生产支出，这将是 2023-2024 年油价上涨的重要驱动因素。沙特能源大臣阿卜杜勒-阿齐兹警告称，能源领域投资不足可能导致未来能源市场供应短缺。他特别强调，西方对俄罗斯的制裁禁运等手段会导致严重后果，就是在我们最需要的时候出现能源短缺。

国际能源署（IEA）署长表示，随着世界第二大原油消费国和最大进口国中国的经济复苏，预计 2023 年全球原油需求增量的一半左右将由中国贡献。如果中国原油需求强劲增长，那么 OPEC+国家将有必要重新审视他们的原油产量政策。此外，全球原油及油品贸易路线正在洗牌，俄罗斯将更多原油销往中国和印度等亚洲市场，而欧洲将从美国和中东寻求燃料进口替代渠道。

综上高盛认为，随着闲置产能耗尽和制裁导致出口下降，未来原油可能遭遇严重的供应问题，叠加中国消费需求全面恢复的预期，Brent 油价重心将从目前的 80 美元/桶左右升至 100 美元/桶以上。我们的观点是，全球原油市场仍面临供需失衡的风险，但基于美联储加息周期下的宏观衰退预期，油价上行空间和持续时间都将受到持续压制。

2 OPEC 限产按兵不动

近期，原油市场供应仍不宽裕，但基本符合预期。OPEC 是全球最主要的石油输出国组织，最新数据表明其供应水平不及预期。路透调研显示，2023 年 1 月 OPEC 原油产量为 2887 万桶/日，环比去年 12 月下降 5 万桶/日。主要原因是伊拉克产出水平下降，而海湾地区其他成员国继续执行减产协议，使得 1 月协议的履行率上升到 172%，超过上月的 161%。

OPEC+联合部长级监督委员会（JMMC）会议结果符合市场预期，OPEC+代表称不建议对现阶段原油产量目标进行任何调整。理论上，OPEC+仍将维持去年 12 月决定的 200 万桶/日的减产规模，在有明确信号显示市场需要更多或更少的原油供应之前，该组织希望保持现状。OPEC+之所以按兵不动，很大程度上是在押注中国的重新开放将会促使原油需求反弹，以及需要时间评估欧美对俄罗斯制裁造成的实际影响。JMMC 将于 4 月 3 日举行下次会议，但暂无计划在 6 月会议之前审查其产量政策，但必要的情况下，可以要求召开全面的 OPEC+会议。

在最新公布的月报中，OPEC 预计 2023 年一季度原油市场供需将大体保持平衡，OPEC 平均需要提供 2885 万桶/日的原油。相关结果证实了我们此前的判断，即 OPEC 缺乏进一步炒涨的动机，旨在将 Brent 价格重心维持在大约 85 美元附近，从而赚取长期稳定的高油价红利。

3 对俄油品制裁落地

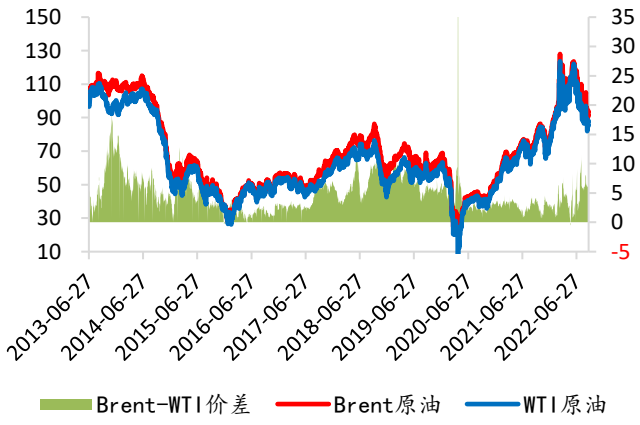
西方对俄罗斯海运原油限价令已经实行月余，但其对俄罗斯原油生产和出口影响不及此前预

期，至少短期来看全球原油供应紧缺的风险有限。

根据贸易商和能源咨询机构数据，亚洲市场成功吸收了相当一部分俄罗斯海运出口原油，缓冲了西方对俄制裁的影响。相关追踪显示，1 月至少有 510 万吨乌拉尔原油从俄罗斯在欧洲的港口普里莫斯克（Primorsk）、乌斯季卢加（Ust-Luga）和新罗西斯克（Novorossiysk）运往亚洲。1 月最终销售给亚洲买家的乌拉尔原油装船量可能达到约 700 万吨，环比 12 月增加约 200 万吨。尤其是印度对俄罗斯原油需求增长发力，2023 年 1 月印度从俄罗斯进口原油达到创记录的 170 万桶/日。印度炼厂将其加工成石油产品后，再大量出口到欧美等国市场，这使得西方对俄制裁部分失效。

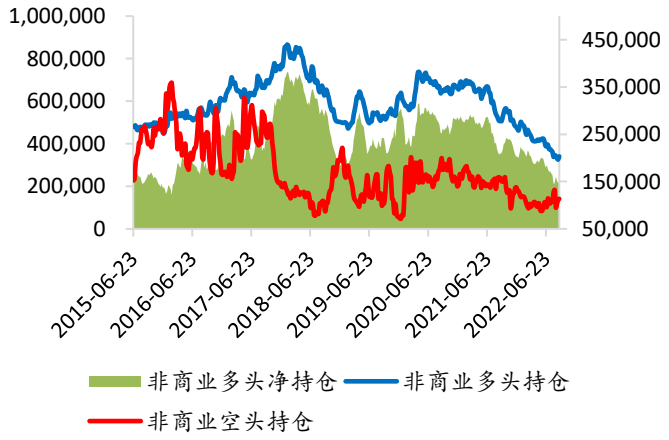
不过，相比针对原油的制裁，2 月 5 日起执行的对俄成品油制裁引发市场更多关注，尤其是欧洲柴油市场可能会遭受较大冲击。2022 年，欧盟和英国一半以上的柴油进口份额来自俄罗斯，如果无法继续进口俄罗斯柴油，巨大的缺口在短时间内难以得到补充。届时可能导致的结果是，一边欧洲柴油储备坐吃山空，另一边俄罗斯炼厂原油库存累积，后市重点关注制裁的实际后果。

图表 31：国际原油期货价格



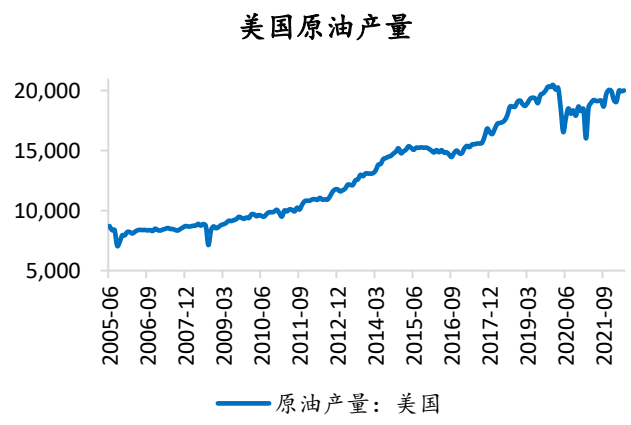
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 32：CFTC 原油期货持仓



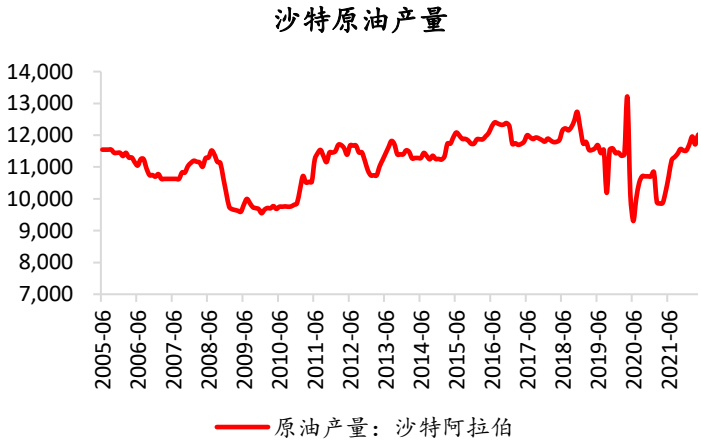
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 33：美国原油产量



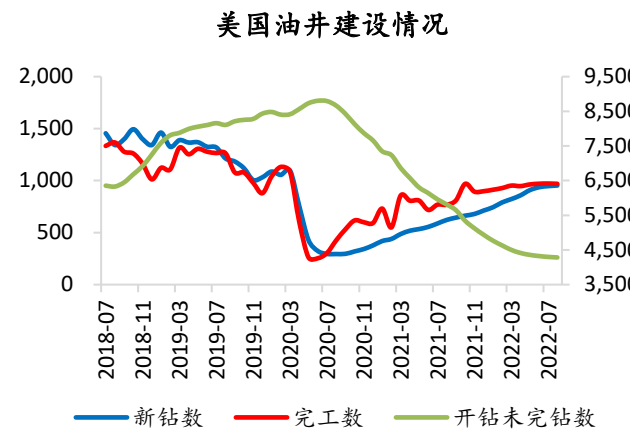
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 34：沙特原油产量



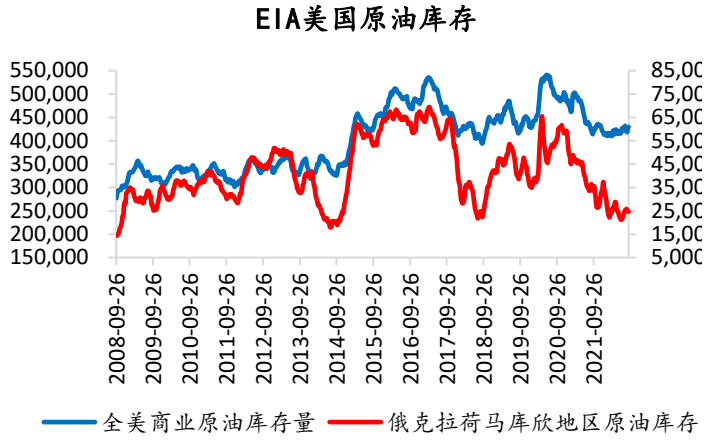
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 35：美国油井建设情况



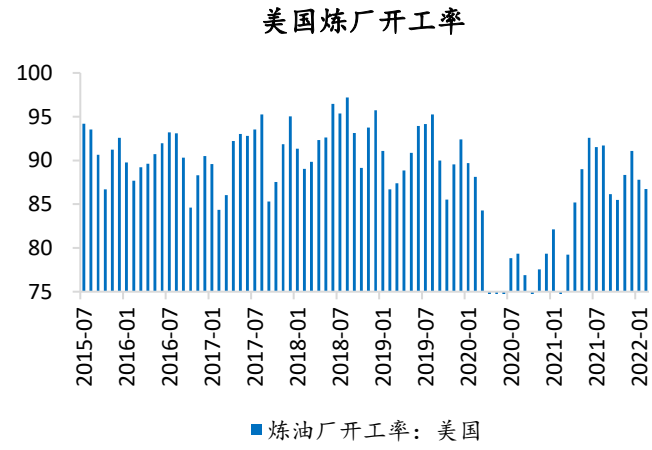
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 36：EIA 原油库存



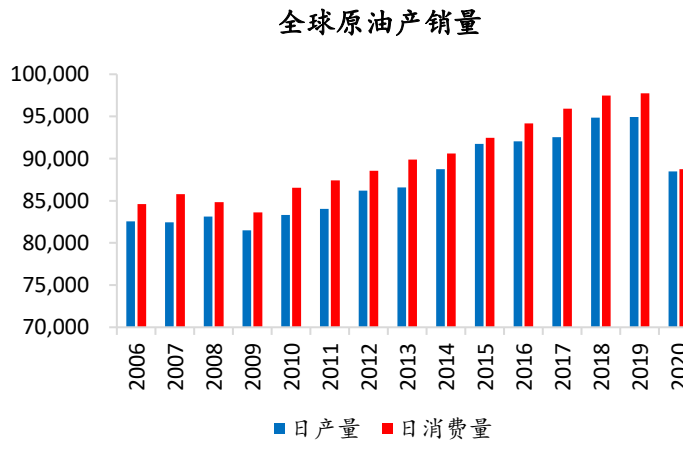
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 37：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 38：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 需求预期触底回升

2023 年原油市场需求前景偏向乐观，至少不会比过去一年更为悲观，从而给油价维持相对高位提供了依据。

OPEC 发布的 1 月报告中预计，2023 年全球原油需求将增加 222 万桶/日或 2.2%，与此前预测基本持平。特别地，预计中国原油需求将在 2023 年增长 51 万桶/日。OPEC 对今年世界经济复苏持积极态度，主要原因是由于亚洲大国放宽了防疫限制，亚洲原油需求将出现反弹并推动全球增长。

国际能源署(IEA)更为乐观地表示，取消防疫限制将提振 2023 年全球原油需求创纪录新高。尽管欧美大方向可能延续温和衰退，但中国经济复苏将维系地缘乃至全球经济体稳健，并引领全球原油需求回升。不过就目前来看，需求端向好更多停留在预期层面，而暂未在现实中充分体现出来。

5 美油库存季节累积

美国能源信息署（EIA）数据显示，近期美国原油市场库存增至 2021 年 6 月以来最高水平。截至 2 月 3 日当周，美国商业原油库存增加 242.3 万桶至 4.551 亿桶，俄克拉荷马州库欣交割中心的原油库存增加约 100 万桶。近期美国原油产量和进口增加，是导致商业库存累积的主要原因。在持续的偏高油价刺激下，美国原油产量攀升至 1230 万桶/日，达到 2020 年 4 月以来最高，同时美国原油净进口量增加 36.7 万桶/日。当周美国炼厂炼油量增加 44.9 万桶/日，产能利用率上升 2.2 个百分点至 87.9%，但由于需求仍处于传统淡季，美国油品库存也有所上升。EIA 数据显示，美国汽油库存增加约 500 万桶至 2.396 亿桶，包括柴油和取暖油在内的馏分油库存增加约 290 万桶至 1.205 亿桶。目前美国成品油需求与 2020 年初疫情前基本持平，剔除季节性因素累库压力暂时不大，关注后续需求恢复的进展情况。

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：在新的决定性因素出现之前，国际油价将维持相对高位上的交易走廊状态，高低极值出现的概率和可持续性都不大。

天然橡胶

1 预期出尽打回原形

天然橡胶预期炒作落空后打回原形，并逐渐转入跌无可跌的底部震荡态势。

国内产区已经停割，海外产区在 2 月底也将进入停割期，后续两三个月的季节性低产期将对原料价格形成支撑。下游轮胎工厂节后复工复产，成品去库带动开工率上升，需求有望进一步恢复。全球原料供应季节性收缩，经济复苏刺激消费回暖，天然橡胶产业链目前来看，上游存在利多而下游等待验证，低位继续下跌的动能或将减缓。

后市对宏观的预期比较乐观，今年国内经济增速至少比去年要好很多，不过还需要一些时间来体现。橡胶低位不宜过度看空，向上空间亦受限，中长期仍需关注终端需求好转如何兑现。

2 关注需求恢复程度

目前，国内橡胶市场最应关注的是产业链下游需求的恢复情况。

2023 年 1 月中国轮胎产量大幅下滑，全钢胎和半钢胎产量分别为 589 和 2206 万条，同比分别下降 30%和 36.8%。1 月国内轮胎企业成品库存平均为 47.5 天，较上月环比减少 1.5 天。经过春节假期，轮胎企业停产放假工人返乡，山东地区轮胎开工率下滑严重。据了解，大多数轮胎企业已经逐步复工复产，部分工厂人员仍有欠缺，预计元宵节后一周工人到岗率基本正常。轮胎开工率仍在恢复阶段，近期将继续提升，整体将高于去年同期水平。随着厂商出货情况改善，轮胎成品库存逐渐开始消化，2 月初实际走货较为顺畅。目前轮胎库存已有明显去库迹象，预计 2-3 月车市争取开门红，带动轮胎去库加速，对橡胶原材料采买节奏也将有所提振。

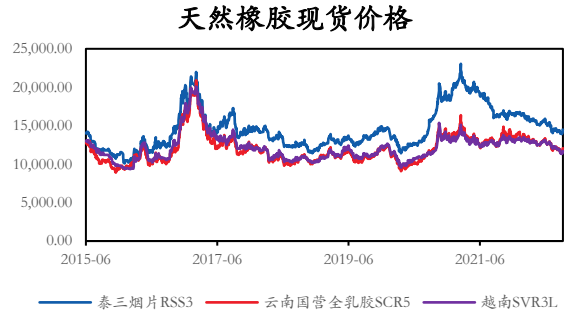
3 前低后高内外分化

2023 年天然橡胶市场需求整体将呈前低后高，内外分化的特征。

诚然，当前国内相关产业链需求表现非常疲弱，天然橡胶社会库存持续增加，轮胎厂成品库存居高难下。轮胎制造业作为橡胶的直接下游，近一年来长期处于成品库存严重积压状态，预计开放后营销情况将逐渐好转，轮胎企业可能会进入去库存阶段。终端汽车市场尤其重卡销量依然惨淡，但在长时间低迷期过后，重卡行业有望迎来复苏和边际增长。与此形成反差的是，海外市场受经济衰退周期影响需求萎缩，中国轮胎出口在同比高基数下大概率出现明显下滑。

总结橡胶市场需求的矛盾，未来强预期弱现实将在碰撞中靠拢，内需修复与外需滑坡并存，这一过程的兑现或贯穿全年。

图表 39：天然橡胶现货价格



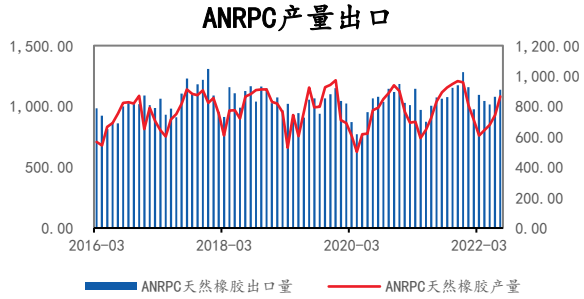
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 40：合成橡胶价格



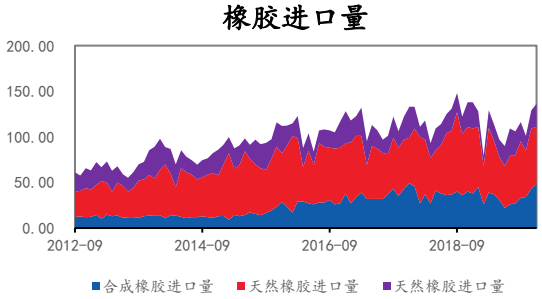
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 41：ANRPC 产量出口



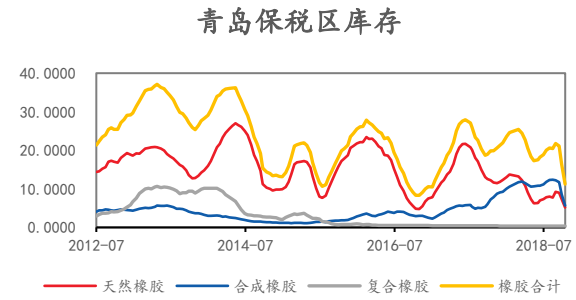
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 42：橡胶进口量



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 43：青岛保税区库存



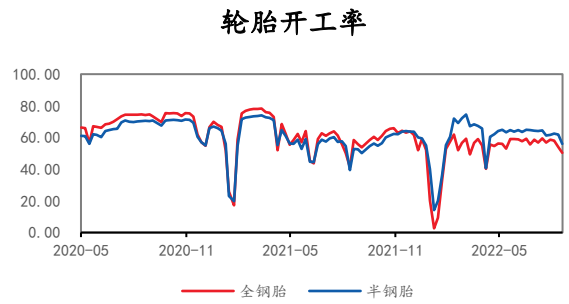
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 44：上期所注册仓单



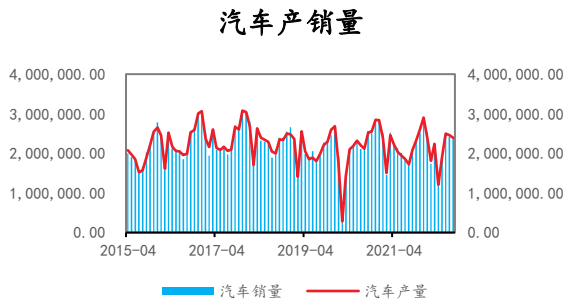
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 45：轮胎开工率



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 46：汽车产销量



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

4 底部明晰反弹存疑

经过漫长的震荡筑底，天然橡胶底部愈发清晰和坚实，但也并非所有观点都一致认为将会走强。简单梳理橡胶基本面，供应端逐渐向低产期过渡，不过延后公布的进口数据来看，后期进口量依然不小；需求端下游轮胎企业开工率处于全年低谷，但汽车市场 3 月促销政策通常较多；库存方面橡胶社会库存仍在小幅累库，轮胎成品库存居高不下。

虽然橡胶基本面未有显著改观，市场主要是对中国经济恢复充满信心，多头交易宏观预期意愿较强。虽然复苏的大方向可期，但经济和需求的回升需要真实数据的支撑，个别品种的炒涨泡沫并不符合现实，何况橡胶更为疲弱，产业链下游无力接受价格传导。总的来说，橡胶近月供应压力整体不大，且对后期需求抱有乐观态度，然实际情况有待新的数据公布。

5 情绪切换技术下跌

我们认为，橡胶自身基本面并无明显变化，本轮行情主要归结为技术性下跌所致，市场情绪的转变令盘面走势由多转空。

此前，RU2301 合约交割品库存相对持仓量偏少，交割逻辑带动 RU2305 合约走强并拉大 5-9 月差，交割后多头货权过度集中，引发空头在新主力上为虚盘博弈。但无论如何，远低于 13000 左右成本线的位置下跌空间有限，前高 13500-13600 附近则成为有效的压力参考，短期关注盘面走势止跌转弱稳。

美联储议息会议延续小幅加息路径，令短期市场心态趋于谨慎，节前做多宏观预期的热情降温，投资者风险偏好回落。原本多头炒作宏观刺激政策传导至橡胶产业链，从而带动终端汽车轮胎消费回暖，但惨淡的行业数据给之前的乐观预期迎头一盆冷水。不过随着多头踩踏造成胶价暴跌，这一预期差逐渐得到释放，超跌后有望阶段性修复企稳。根据历史经验，每年春节后至三季度末，沪胶转入震荡偏弱格局的概率较大，期间成本线上做多风险将有所增加。

6 超跌修复逢高空配

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。

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

美豆国内需求下降，美国农业部小幅调高美豆库存

美国农业部于 2023 年 2 月 8 日公布 2 月供需报告。本次报告中，美国农业部对美豆供应数据未做调整，预计 2022 年美豆播种面积为 8750 万英亩，收割面积为 8630 万英亩，美豆单产为 49.5 蒲式耳/英亩，美豆产量与上月持平仍为 1.1638 亿吨。由于受去年 12 月美国多地异常恶劣的天气影响，美国大豆压榨速度放缓，美国农业部将美国国内大豆压榨需求下调 41 万吨至 6069 万吨。受此影响，美国大豆期末库存预估值由上月的 572 万吨增加到 613 万吨。相比阿根廷大豆减产，美豆期末库存小幅调高对美豆市场的利空影响十分有限。

阿根廷大豆产量再遭下调，巴西产量维持创纪录预期

美国农业部在 2 月供需报告中将阿根廷大豆产量预估值由上月的 4550 万吨下调到 4100 万吨，环比下调 450 万吨，较去年 12 月预估值下调了 850 万吨，足见阿根廷恶劣天气条件对该国大豆产量的影响之大。相比其他调研机构的数据，美国农业部对阿根廷大豆产量的评估仍显偏高。罗萨里奥谷物交易所已将阿根廷大豆产量预估值从此前的 3700 万吨下调至 3450 万吨，为过去 14 年来的最低产量。目前正值阿根廷大豆生长期，该国旱情尚未有效缓解，不排除后期产量继续被调低。受阿根廷大豆产量下调影响，美国农业部将 2022/2023 年度全球大豆产量由上月的 3.8801 亿吨下调至 3.8301 亿吨。对于巴西大豆，美国农业部维持 1.53 亿吨产量的评估。当前巴西大豆已进入收割季，但收割进度因降雨而落后去年。虽然巴西大豆上市节奏放缓，但该国大豆实现创纪录产量已经成为各方共识，并在一定程度上削弱了资金对阿根廷大豆减产的炒作。

印尼调整棕榈油出口政策引关注

印尼相关部门近日表示，该国将在 4 月底之前暂停现有的棕榈油出口许可，以消化出口商从去年底开始积累的大量出口配额。印尼根据“国内市场义务”(DMO)的政策，对向国内市场销售一定比例产品的棕榈油公司发放出口配额。DMO 目前允许的出口量是这些公司在国内销售量的六倍。印尼是全球最大的棕榈油生产国和出口国，该国收紧棕榈油出口政策，对全球棕榈油贸易和价格有显著影响，因此受到市场广泛关注。马来西亚作为印尼棕榈油出口市场的主要竞争者，印尼收紧棕榈油出口政策对马盘棕榈油价格起到一定提振作用。

马来西亚 1 月份棕榈油出口大幅下降，1 月末库存不降反升

马来西亚棕榈油局（MPOB）周五公布的 1 月供需报告显示，马来西亚 1 月棕榈油产量环比下降 14.73%，至 138 万吨；1 月棕榈油出口环比下降幅度高达 22.96%，至 114 万吨。受出口降幅高于产量降幅影响，马来西亚 1 月末棕榈油库存较上月增加 3.26%，至 227 万吨。报告前市场预计马来西亚 1 月末棕榈油库存将降至 218 万吨并达到五个月低位。受报告中棕榈油库存数据远高于市场预期影响，马来西亚棕榈油期货承压大跌，并带动相关植物油市场整体走弱。不过对于 2 月份出口需求，数据显示有明显好转迹象，据船运调查机构 ITS 最新数据显示，马来西亚 2 月 1-10 日棕榈油出口量为 345080 吨，上月同期为 247711 吨，环比增加 39.31%。

2 国内豆类市场分析

国内大豆压榨量逐步恢复，豆粕库存高于去年同期

春节后随着国内油厂开机率提高，大豆周度压榨量逐步恢复到节前的 200 万吨左右。国内生猪存量维持高位，节后饲企刚需补库较活跃，豆粕库存重回 40 万吨之上。据业内机构统计，截至 2 月 3 日，国内沿海主要油厂豆粕库存为 43.4 万吨，周度减少 2.5 万吨，比上年同期增加 21 万吨，国内豆粕供应仍保持较充足状态。受盘面压榨利润不佳以及巴西大豆上市进度延迟影响，国内进口商一季度对南美大豆采购量不及去年。据统计，截至 2 月 3 日，国内 3、4、5 月船期采购进度分别为 86%、30%、15%。机构预计 2 月和 3 月中国大豆进口量分别为 587 万吨和 615 万吨，低于去年同期进口量。受此影响，油厂对豆粕的挺价动力依然偏强，国内豆粕现货价格整体运行在 4500 元/吨的偏高位置。

国内油脂消费受关注，油脂板块仍处区间震荡状态

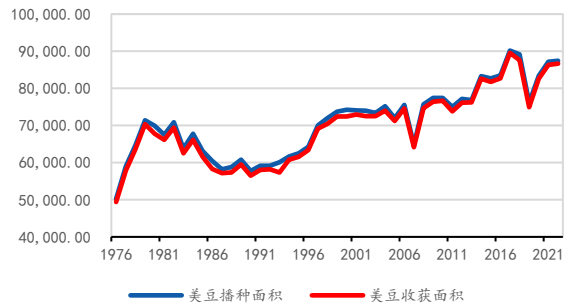
春节过后，国内油脂消费回暖预期一度提振油脂价格止跌回升。随着节日效应结束，油脂市场购销趋于正常，来自消费层面的提振作用减弱，国内油脂市场走势有重回供应驱动的迹象。由于国内棕榈油全部依靠进口，马来西亚棕榈油涨跌在成本和预期上对国内油脂板块影响很大。受 MPOB 月度报告利空影响，国内油脂期货市场整体结束反弹再度进入调整局面。此外，受国内三大植物油库存增减变化不同影响，各油脂品种走势出现分化，其中菜籽油因库存攀升而反弹乏力，与豆油和棕榈油之间呈现跟跌不跟涨现象。根据业内调研机构的统计数据，当前国内豆油库存量约为 89.1 万吨，较上周的 88.3 万吨增加 0.8 万吨，环比增加 0.87%；国内棕榈油库存总量为 87.5 万吨，结束两连增；进口压榨菜籽油库存为 17.3 万吨，连续四周攀升，刷新两个月高位。尽管近期油脂市场波动频繁，但从整体上看，国内三大油脂期货仍保持区间震荡状态。

3 油脂油料市场展望

南美天气仍是近期市场关注的重点。随着阿根廷大豆陆续进入生长关键，在该国旱情警报解除前，市场仍会维持阿根廷大豆产量下调预期，美豆在阿根廷天气题材支撑下调整空间将受限。国内豆粕市场与美豆走势基本同步，在南美天气关键期同样对利多题材较为敏感。豆粕现货保持对期货的较高升水，在进口巴西大豆大量到港以前，豆粕期货市场并不具备较大调整空间，维持高位反复震荡行情的概率依然较大。随着 MPOB 月报落地引发油脂市场急跌，市场的关注点将重回印尼棕榈油出口和国内使用政策上来，加上马来西亚 2 月上旬出口数据大幅攀升，油脂市场利空因素释放后有望重新企稳，可维持区间震荡思路适量参与油脂市场交易。国内豆一期货在触底反弹后虽累积部分获利盘，但在现货持续回暖和政策提振下仍保持反弹节奏，从成本和种植收益角度看，目前豆一期货价格仍处于偏低水平。

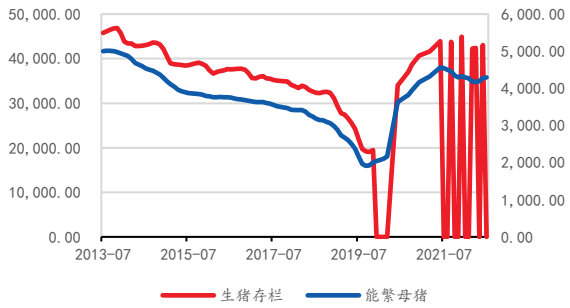
4 油脂油料市场主要数据

图表 47：美国大豆种植收获面积



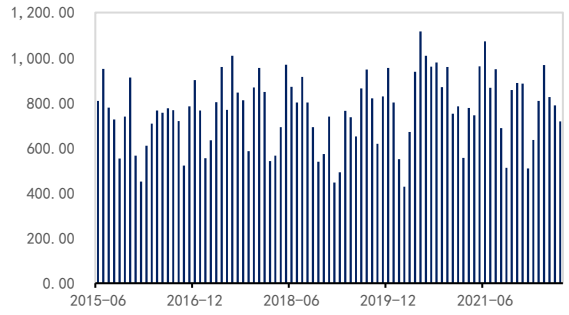
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 48：国内生猪存栏量



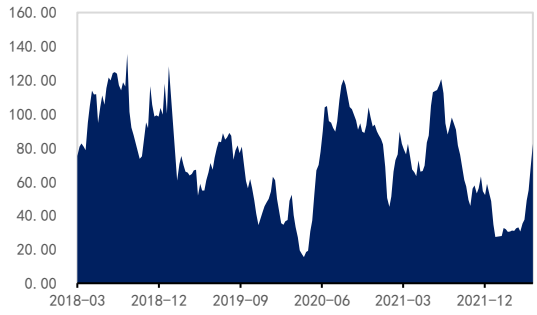
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 49：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 50：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