中金财富期货策略周报（2023 年第 5 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：当前工业品的交易逻辑已经从情绪修复过渡到经济复苏，从观察到的数据看，经济已进入低斜率修复期，预计这种态势仍将维持。前期工业品在情绪的影响下已经显著修复，因此在没有强的驱动因素出现之前，建议耐心等到新的驱动因素，我们的策略仍是耐心等待调整之后的买入机会。

股指期货：指数修复之后，美元流动性短期面临折返压力，但内需恢复的动力仍在、预期仍在；躁动窗口临近尾声，内外资金情绪升至高位，但宏观政策目前转向可能性较低。因此，接下来的情景可能是：分子预期向上、分母预期向下，指数并不存在大的调整风险。

铜：秘鲁抗议活动持续，在社区抗议活动增加包括矿山于第二季度停产逾 50 天的影响下，产量同比减少 12%。供应持续扰动，带动铜价上行。国内新投产铜冶炼厂持续释放产量，福建等铜冶炼厂结束检修并恢复至正常水平，高生产利润或使中国 2 月电解铜生产量环比增加。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。总结，宏观情绪有待验证，供需基本面趋紧，提振铜价。

锌：欧洲能源价格回落后，炼厂利润修复至盈利，存复产预期。锌矿供应偏宽松，加工费上升明显，2 月锌精矿加工费 5100 元/吨。同时，锌价高位，冶炼利润尚可，冶炼开工率上升。从下游开工率来看，镀锌、压铸锌合金开工已有快速回升，镀锌复工速度相对较快，后续关注库存消速度。整体上，短期宏观乐观情绪降温，锌市供强需弱现实持续，预计锌价或将继续表现震荡走势。

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：目前正处南美大豆生长关键期，美豆在阿根廷天气警报解除前有望保持抗跌状态，但巴西大豆保持丰产预期且收割提速，削弱市场对阿根廷大豆减产的炒作力度。国内豆粕市场因库存回升和美豆滞涨而上行受阻，油厂主动降价令豆粕基差回落。随着进口巴西大豆陆续到港，远期进口大豆供应形势将进一步改善，豆粕期货市场形成单边走势的难度较大，有望在震荡中继续收敛基差。油脂市场跟随外盘止跌回升，套利资金调整持仓令油粕强弱格局频繁切换，关注后期国内需求变化，可维持区间震荡思路顺应市场节奏适量参与油脂期货交易。国内豆一期货因缺乏内在消费支撑，目前的反弹局面主要来自政策预期。从成本和种植收益角度看，豆一期货价格仍有上行空间。

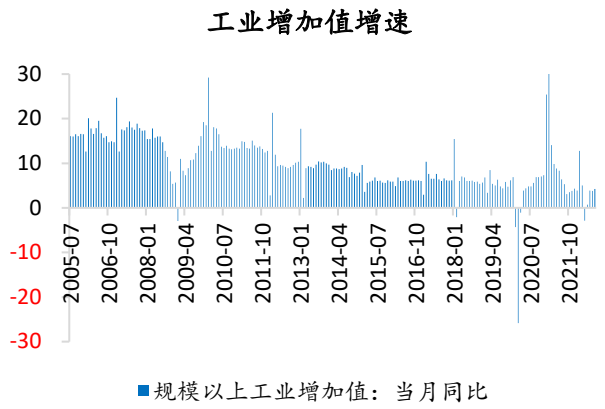
目 录

周度策略：宏观经济观察：低斜率修复 ..... - 5 -
宏观经济、市场策略和股指期货市场分析 ..... - 6 -
1 一周重大宏观政策、事件和数据解读 ..... - 6 -
2 疫后经济修复的关键在就业 ..... - 7 -
3 流动性：央行大手笔逆回购 短期内降息降准可能性降低 ..... - 8 -
4 宏观策略 ..... - 8 -
5 股指期货市场分析 ..... - 8 -
铜 ..... - 10 -
1 铜：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 需求复苏在曲折中潜心 ..... - 15 -
3 小结 ..... - 16 -
4 钢材期货现货数据 ..... - 16 -
原油 ..... - 18 -
1 俄方高调宣布减产 ..... - 18 -
2 油品制裁低估之嫌 ..... - 18 -
3 OPEC 上调需求预期 ..... - 18 -
4 美国计划抛售 SPR ..... - 20 -
5 EIA 周度库存激增 ..... - 20 -
6 相对高位震荡走廊 ..... - 21 -
天然橡胶 ..... - 22 -
1 弱势震荡等待验证 ..... - 22 -
2 国内减产进口滞后 ..... - 22 -
3 实盘冷清胶价磨底 ..... - 22 -
4 产业链中下游去库 ..... - 24 -
5 供需企稳低位抗跌 ..... - 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 -

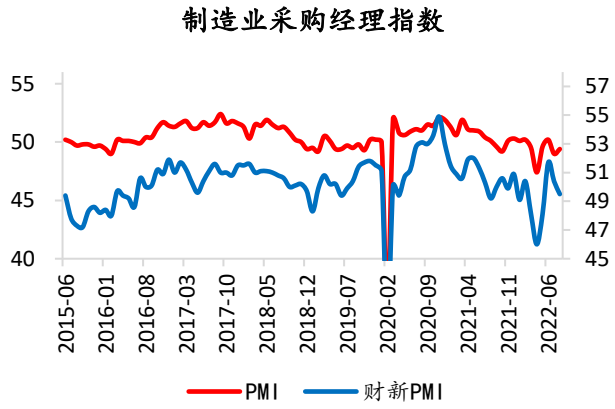
重要经济指标概况

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



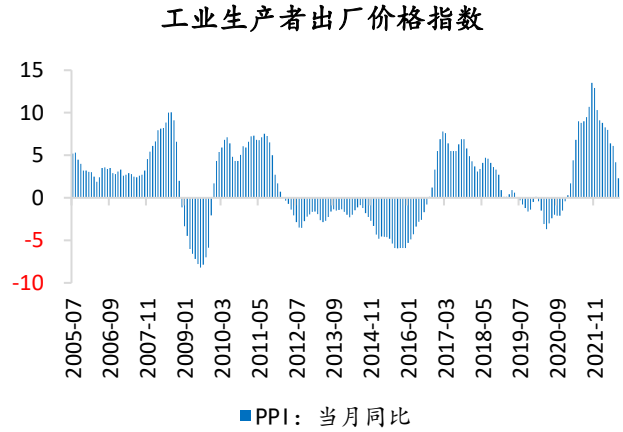
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 3：中国居民消费价格指数



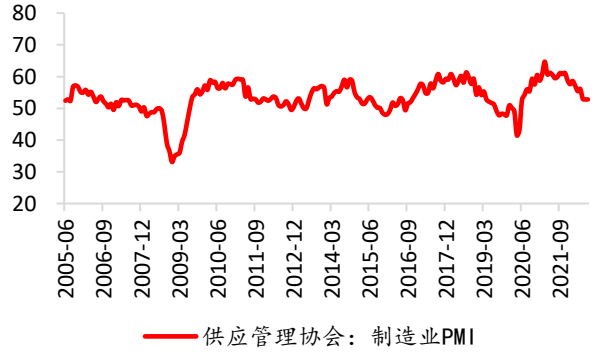
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 4：中国工业生产者出厂价格指数



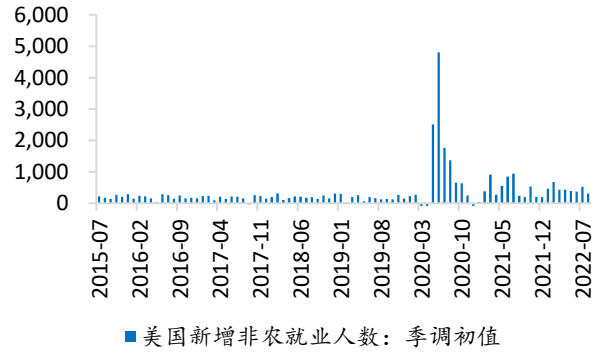
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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：宏观经济观察：低斜率修复

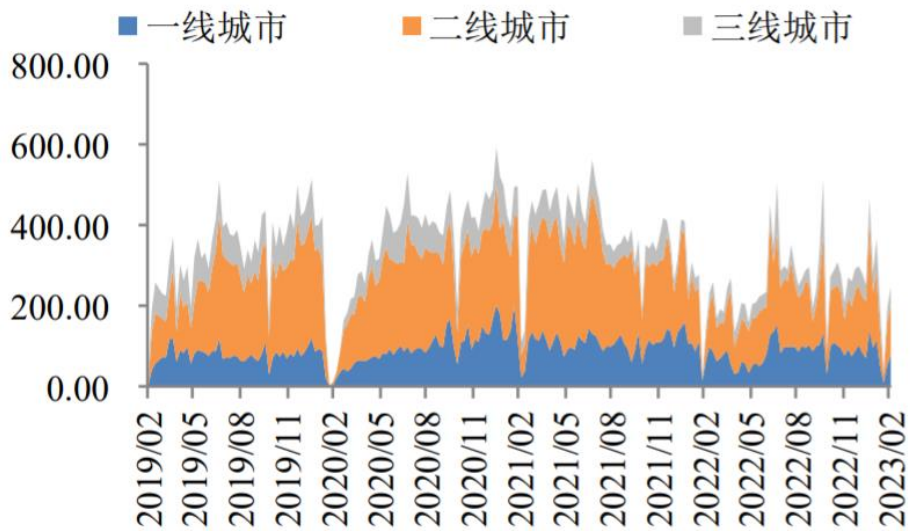
上周经历一定幅度的调整之后，本周工业品出现反弹，螺纹反弹幅度接近 3%，逼近前期反弹的高点，建材类品种大多维持类似走势。而处在相对高位的铜也出现止跌信号，由于有色普遍处在相对较高的位置，因此有色金属反弹幅度有限。原油仍处在大幅波动阶段，但是震荡的趋势未变。

宏观经济观察：低水平、低斜率修复期

从高频的数据看，经济已进入低斜率修复期。首先是生产形势继续温和修复。上周开工率、产能利用率以及产量等高频数据环比继续改善，但同比仍低，仅个别指标接近去年平均水平，表明生产处于低水平、低斜率修复阶段。其次是，2 月以来重点城市地铁客运量快速回升。截至 2 月 16 日，北京、上海、广州、深圳、成都、重庆、西安、武汉、南京九大城市地铁周客运量近 3.8 亿人次，同比增长 17%。随着人口大规模回流大城市，居民消费和商品房销售形势有望改善。第三，1 月楼市普遍呈现回暖态势。1 月 70 个大中城市中一手房价格环比上涨城市 36 个，相对上月增加 21 个，二手房价格环比上涨城市 13 个，相对上月增加 6 个。一线城市房价环比由跌转涨，二三线城市房价环比跌幅收敛。

因此，高频数据显示生产和消费进入低水平、低斜率修复期，从政策的角度看，短期政策不轻易退出但也不过度发力。首先是疫后自然的修复红利仍在提振经济，二来疫情三年供给出清、若过度刺激易引发通胀。正如我们此前提到的，政策呈现有序释放的阶段，经济复苏斜率趋平也更可持续。

图表 7：房地产成交情况



资料来源：wind，中金公司

美国通胀下行放缓

1 月美国 CPI 通胀 6.4%（预期 6.2%），较前值回落 0.1pct；核心 CPI 通胀 5.6%（预期 5.5%），较前值回落 0.1pct。整体看，美国的通胀回落不及预期。

美国通胀下行不及预期的主要原因在于原油下行速度放缓，以及美国服务业对通胀的影响。

国际油价企稳回升驱动能源价格上行，能源项 CPI 同比增速 8.7%，较前值上行 1.4pct，结束了连续六个月的下跌，拉动 CPI 通胀 0.6pct；环比增速 2.0%，较前值上行 5.1pct，为去年 7 月以来最大单月涨幅。

食品通胀在基数效应影响下连续第五个月回落，但环比动能反弹，其服务分项环比动能大幅反弹，商品分项环比动能仍在下行。食品项同比增速 10.1%，较前值回落 0.3pct，拉动 CPI 通胀 1.4pct；环比增速 0.5%，较前值上行 0.1pct。从其分项动能看，商品项环比增速再回落 0.1pct 至 0.4%，服务项环比增速则反弹 0.2pct 至 0.6%。

前瞻地看，中国经济疫后重启或引致原油价格进一步上行，俄乌冲突发展或令粮食、能源通胀不确定性上升，能源分项或由美国 CPI 环比增速的边际拖累项转为边际拉升项。

1 月通胀数据超出市场预期，主因在于通胀广度有所反弹。但是无论如何，随着加息周期向更高更久推进，通胀反弹或不具备可持续性，美国通胀仍将于年中回落至 3%附近。

因此，对于通胀方面的变化就是，市场“通胀快速回落，联储快速转鸽”的预期继 1 月非农就业数据超预期后进一步被扭转。美元隔夜利率曲线显示市场认为美联储仍会在 3 月加息 25bp，并可能在 5-6 月继续加息 25-50bp。市场对终点利率的预测已升至 5.25%以上，同时大幅降低了对下半年的降息幅度的预测，认为今年下半年美联储将降息 20bp。考虑到美国职位空缺仍在历史高位，对就业市场和经济形成支撑，年内美联储降息的概率已经不大。

预计工业品将震荡等待新的驱动因素

整体看，当前工业品的交易逻辑已经从情绪修复过渡到经济复苏，从观察到的数据看，经济已进入低斜率修复期，预计这种态势仍将维持。前期工业品在情绪的影响下已经显著修复，因此在没有强的驱动因素出现之前，建议耐心等到新的驱动因素，我们的策略仍是耐心等待调整之后的买入机会。

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 14 日	美国将进一步释放 2600 万桶战略石油储备	快速释放石油储备之后，今年美国继续大规模释放	未来美国如何回补这些快速释放的战略石油储备并未提及
	2 月 12 日	2023 年中央一号文件公布，提出做好 2023 年全面推进乡村振兴重点工作	全文共九个部分	推动全面推进乡村振兴不断取得新进展、农业强国建设开好局起好步
数据	2 月 17 日	美国 1 月份 PPI 超预期	1 月美国 PPI（生产者价格指数）环比增长 0.7%，前值为-0.2%	显示美国通胀有一定韧性
	2 月 16 日	一线城市新房价格环比转涨	2023 年 1 月份，70 个大中城市中商品住宅销售价格环比上涨城市个数增加；其中一线城市商品住宅销售价格环比转涨	房地产市场出现修复
事件	2 月 14 日	伊朗总统访华	应中华人民共和国主席习近平邀请，伊朗伊斯兰共和国总统莱希于 2 月 14 日至 16 日对中国进行国事访问	国际社会高度关注莱希此次中国之行，多家外媒发文对中伊合作前景表示看好

资料来源：中金财富期货研究所

2 疫后经济修复的关键在就业

疫情期间生产端增长的结构特征。三年疫情期间和疫情前相比，中国第一产业增长表现较强劲；第二产业虽然受建筑业拖累，但在工业拉动下增长表现亦偏强；第三产业中，仅有金融业增长表现和疫情前相差不大，其余各子行业增长表现均明显偏弱。考虑到第一产业和第二产业是实物生产部门，而第三产业并不会直接产出实物产品，可以将第三产业看成实物产品的管理和分配部门。按此划分，中国实物生产部门（即第一产业+第二产业）遭受的冲击非常小，甚至三年疫情期间实物生产部门的 GDP 平均增速较 2019 年还有所提升；但分配部门（即第三产业）遭遇的疫情冲击力度较大。

疫情期间需求端增长的结构特征。需求端方面，三年疫情期间中国实物消费普遍遭遇重大冲击；实物投资中则主要是房地产开发投资受到较大的负面冲击，而制造业投资逆势上升，整体投资增速较疫情前下行但幅度不大；实物出口则普遍大幅增长。

疫情期间生产端与需求端增长结构特征的匹配与归因分析。三年疫情期间中国实施了“动态清零”防控政策，这很好地保护了国民身体健康，但也极大地扭曲了就业市场，导致相当一部分民众难以通过就业参与到经济蛋糕的分配中来。就业和收入受阻无疑会直接拉低消费，同时对房地产需求构成较大的负面影响（而房地产融资政策的收紧进一步放大了这种影响）。

三年疫情期间中国的实物生产部门（即第一产业+第二产业）平稳运行，实物生产部门的 GDP 平均增速甚至高于 2019 年，表明疫情期间中国实物生产部门的产能和产量均稳步提升，这也蕴含着中国整体实物需求增速也平稳运行的事实，其中出口需求高增是实物生产和需求能够平稳运行的关键所在。

疫情期间中国经济增长的结构特征给后续经济修复带来的启示。考虑到三年疫情期间中国的实

物生产部门平稳运行，产能未遭遇破坏，疫情主要冲击了分配部门，因此疫后中国经济修复的关键在于打通从生产到分配的通道，而这个通道是否畅通最直观的表现就是就业情况。2023 年在中国政府经济刺激政策的有力支持下，预计中国会较快建立起“就业上升——>需求上升——>就业上升”的正向反馈循环，推动国内经济较快地向上修复。

建立“就业上升——>需求上升——>就业上升”的正向反馈循环，最关键和困难的地方在于如何推动初始的就业上升，这或需要政府强有力的经济刺激政策来达成，这意味着 2023 年国内财政支出很可能前置而非后置。

3 流动性：央行大手笔逆回购 短期内降息降准可能性降低

2023 年 2 月 17 日人民银行以利率招标方式开展了 8350 亿元 7 天期逆回购操作，中标利率 2.00%，与此前持平。数据显示，2 月 17 日 2030 亿元逆回购到期，央行当日净投放 6320 亿元。2 月 13 日至 2 月 17 日，央行累计开展 16620 亿元逆回购、超额续作 4990 亿元 MLF。随着央行大手笔祭出流动性，市场认为短期内降息降准的必要性降低。

从逆回购的量上看，周一为 460 亿，周二立刻扩容至 910 亿，周三则到了 2030 亿，并且开展了 4990 亿元中期借贷便利(MLF)操作，周四央行公开市场开展 4870 亿元 7 天期逆回购操作，中标利率 2.0%，周五则进一步放量至 8350 亿元，中标利率为 2%，与此前持平，该逆回购操作规模创逾三年单日新高。因当日有 2030 亿元 7 天期逆回购到期，实现净投放 6320 亿元，创逆回购口径净投放纪录新高。

4 宏观策略

当前工业品的交易逻辑已经从情绪修复过渡到经济复苏，从观察到的数据看，经济已进入低斜率修复期，预计这种态势仍将维持。前期工业品在情绪的影响下已经显著修复，因此在没有强的驱动因素出现之前，建议耐心等到新的驱动因素，我们的策略仍是耐心等待调整之后的买入机会。

5 股指期货市场分析

指数出现回调行情

本周两市在连续反弹之后出现明显调整行情，其中沪深 300 周-1.75%，上证 50 周-1.18%，中证 500 周-1.53%，中证 1000 周-1.53%

北向资金本周累计净流入 82.51 亿元。其中，沪股通合计净流入 51.45 亿元，深股通合计净流入 31.06 亿元。整体看北上资金流入流出情况已经正常。

本周全 A 指数冲高回落，且风格发生剧烈变化，尤其是小盘成长风格，在盘中跌幅较大。自本轮行情以来，沪指也多次止步于 3300 点。

节后，支撑小盘成长跑赢的原因有三：其一，节后，较为乐观的复苏预期下修，压制了大盘指数表现。其二，超额流动性（M2-社融剪刀差）再创新高，进一步推升了小盘股估值溢价。其三，除了基本面因素外，还有一个最为关键的，就是资金情绪。春节后，外资阶段退潮的同时，

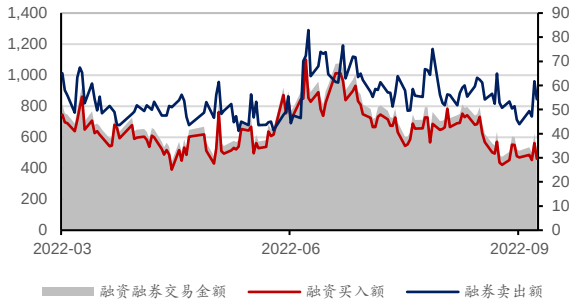
内资迅速跟进，尤其是两融以及个人投资者情绪，过去 3 周非常快速的拉升。简单说，节前“外资强、内资弱”，节后“外资弱、内资强”，一正一反导致了节后风格的均衡化。

建议关注调整之后的买入机会

自 2022 年 11 月指数反弹以来，指数的变化在于：估值端，部分核心资产估值修复至疫情前高位；驱动力来看，三大贝塔中，美元流动性于近期出现了折返；资金面，继外资之后，以两融、个人投资者为代表的内资情绪也拉升至高位。所以我们看到，当指数再度升至 3300 点一线时，上行动力受阻。且由于阻力多来自于资金情绪、美元流动性等分母端变量，导致市场回调时，板块排序为：大盘>小盘（内资情绪）>成长（资金情绪+美元流动性）。

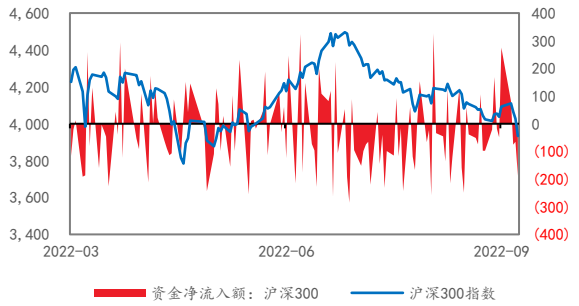
基本面贝塔向上的方向不变，只是节奏存在变数；基本面贝塔中，美元流动性短期面临折返压力，但内需恢复的动力仍在、预期仍在；躁动窗口临近尾声，内外资金情绪升至高位，但宏观政策目前转向可能性较低。因此，接下来的情景可能是：分子预期向上、分母预期向下，指数并不存在大的调整风险。

图表 9：融资融券数据图



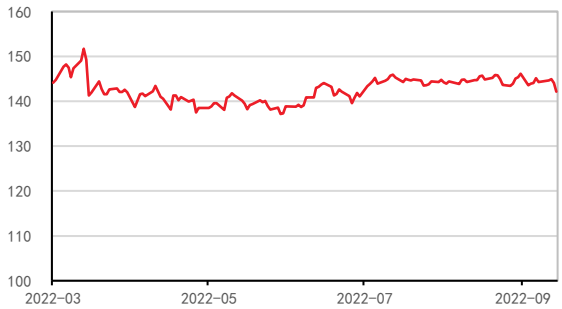
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 10：合约持仓和市场表现



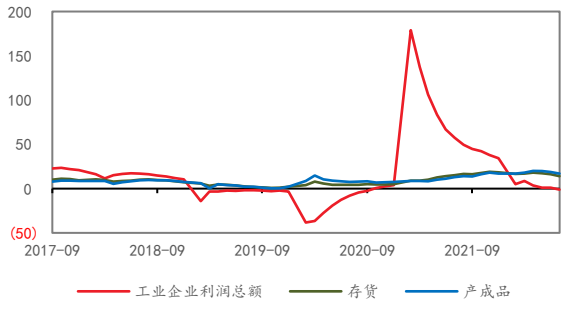
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 铜：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

由于疫情结束后农民工返乡，复工节奏较前两年更慢，本周下游基本都开工，但普遍反映新订单少，大企业以做节前订单为主，小企业生产情况差，节后第二周 SMM 统计的主流加工行业开工率整体低于去年同期。精铜制杆企业开工回升 20.3 个百分点，再生铜杆开工回升 39.2 个百分点；2023 年 2 月 空调重点企业产量排产和出口排产分别同比回升 21.9%和回升 10%；国内 1 月 1-31 日汽车销售数据同比下降 41%。

再生铜杆企业复产效率明显高于之前，多数再生铜杆企业皆已进入常规生产阶段，元宵节后 最后一批再生铜杆企业复产也已完成，目前市场整体复工复产进度也基本能达到 95%以上，虽存在个 别企业尚未恢复生产，但因产能不大影响相对较小；上周，铜管工厂开工基本恢复，装置负荷区域性 上调，市场需求存向好预期，带动产量增加。

低库存支撑铜价

12 月至 1 月中旬国内经历疫情高峰，导致下游放假较往年提前，节后累库水平更高。节后第一周国内主流消费地社会库存 30 万吨，较去年节后第一周高 11 万吨，总库存仍保持在近几年同期最低水平。极端低库存有利于抬高价格支撑，且一旦需求增加，价格弹性较大。

2 结论

秘鲁抗议活动持续，在社区抗议活动增加包括矿山于第二季度停产逾 50 天的影响下，产量同比减少 12%。供应持续扰动，带动铜价上行。国内新投产铜冶炼厂持续释放产量，福建等铜冶炼厂结束检修并恢复至正常水平，高生产利润或使中国 2 月电解铜生产量环比增加。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。总结，宏观情绪有待验证，供需基本面趋紧，提振铜价。

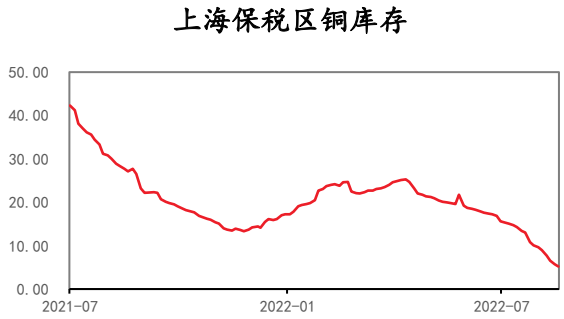
3 铜期货现货数据

图表 13：长江有色铜价



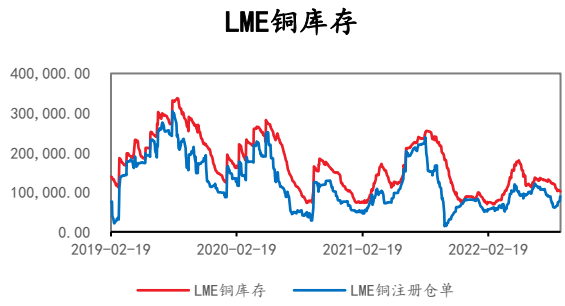
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 14：上海保税区铜库存



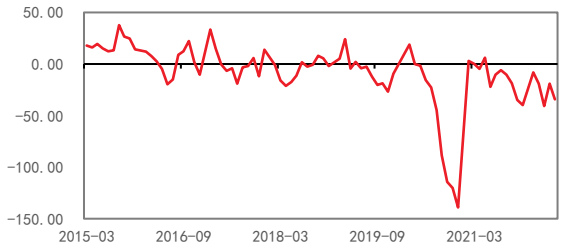
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 15：LME 铜库存



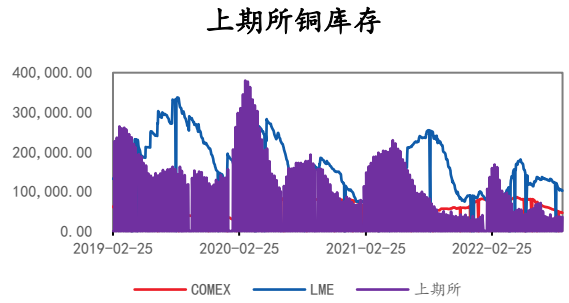
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 16：WBMS 供需平衡



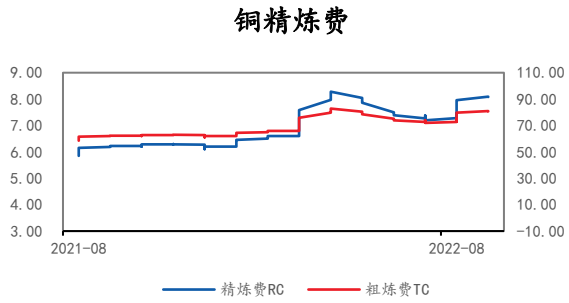
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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

全球锌矿供应情况 ILZSG 最新数据显示，2022 年 1-11 月全球锌矿产量 1141.6 万吨，累计同比减少 2.1%。全年产量预计达 1269 万吨，同比降低 0.86%。其中，海外锌矿产量 932 万吨，同比增加 1.97%。内锌矿产量 337 万吨，累计同比减少 7.9%。

国内锌矿总体供应较为充沛，从内外加工费走势可以作证。2 月国产锌矿月度加工费报价在 4800-5400 元/金属吨，进口矿月度加工费报价在 250-280 美元/干吨，环比均持平，保持在较高水平，也显示目前国内原料端供应较为宽松。国内疫情减弱，对矿山生产干扰边际下滑，叠加少量新增产能释放，预计产量达 347 万吨，同比增 3%。

加工费持续高位，冶炼厂利润高企

欧洲天然气价格自去年 12 月高点已回落 60%，各国电价回落幅度超 80%。目前欧洲大多数锌冶炼厂冶炼利润已经回正，市场对锌炼厂复产预期有所抬升。不过，目前欧洲炼厂尚未有新的复产消息，短期欧洲精炼锌供应依旧偏紧，后期仍需持续跟踪。1-12 月累计产量 600.35 万吨，累计同比下滑 1.26%；锌锭进口利润持续亏损，进口量持续低位。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。

国内炼厂利润仍较为可观，同时前期对冶炼构成限制的限电、疫情等扰动因素已基本解决，1 月锌锭产量较为符合预期，当期冶炼平均利润可观，除四川及湖南等再生锌厂按计划检修放假、云南及内蒙部分炼厂常规检修外，其余原生锌厂生产积极性较高。新增项目方面，今年大型新增冶炼项目之一的河南金利已经接近满产；预计 2 月锌锭产量达约 50.16 万吨。

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

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。节后第一周，从下游开工率来看，本周开始镀锌、压铸锌合金开工已有快速回升，镀锌复工相对较快，镀锌结构件企业相较于 镀锌管企业开工较晚，一方面受制于来料加工的掣肘，另一方面终端项目开工要于正月十五以后，加工型企业仍处于等待周期，少量已经开工的企业也以检修或少量生产为主，不过对于节后订单大部分企业持相对乐观的态度，特别是对交通运输和光伏、铁塔的订单持较高期待。

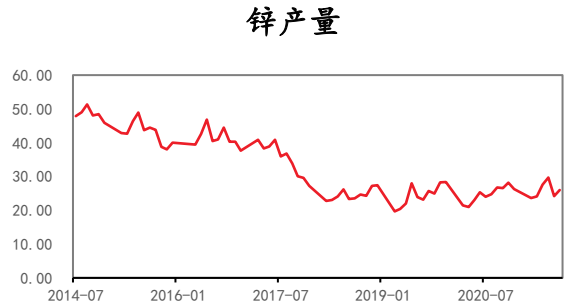
终端项目开工环比明显回升但低于去年同期，其中基建项目开复工情况要好于地产；汽车板块受消费提前透支，一季度或偏弱，但中长期稳中有增；家电板块也将跟 随地产修复。不过，目前下游初端企业尚未完全复工，消费启动或至元宵节后，库存延续季节性增加。

2 总结

欧洲能源价格回落后，炼厂利润修复至盈利，存复产预期。锌矿供应偏宽松，加工费上升明显，2 月锌精矿加工费 5100 元/吨。同时，锌价高位，冶炼利润尚可，冶炼开工率上升。从下游开工率来看，镀锌、压铸锌合金开工已有快速回升，镀锌复工速度相对较快，后续关注库存消速度。整体上，短期宏观乐观情绪降温，锌市供强需弱现实持续，预计锌价或将继续表现震荡走势。

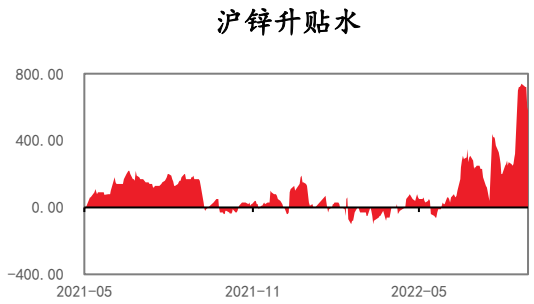
3 锌期货现货数据

图表 19：锌产量



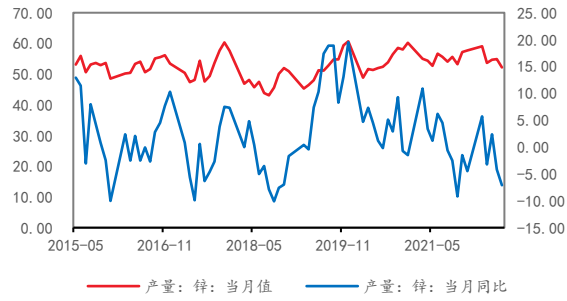
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 20：锌升贴水



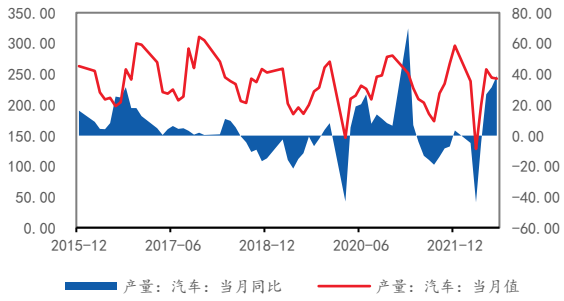
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 需求复苏在曲折中潜心

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。

从 1 月 11 日，首批改善优质房企资产负债表的名单来看，优质民营房企仅有 5 家；因出现过公开市场实质违约的房企划分为风险民企，如融创、世茂、金科、泰禾等，这类民企占比 44%；出现过债务展期或交换要约的房企划分为预警民企，如合景泰富、大唐、港龙等，这类民企占比 22%。

尽管有“三支箭”的加持，但占民营房企大多数的风险民企流动性压力依旧较大，大部分风险民企无法享受到融资政策的支持。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。

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，但并非得到扭转。

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。

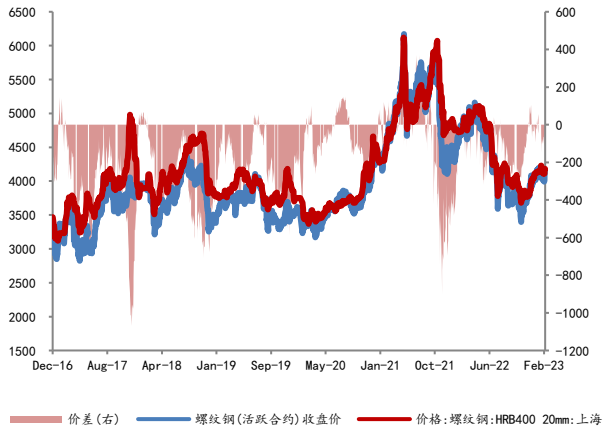
3 小结

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，地产销售端的回暖在乐观情况下会在二季度看到，届时预期或将与基本面达到共振，年内钢价高点或同时出现。

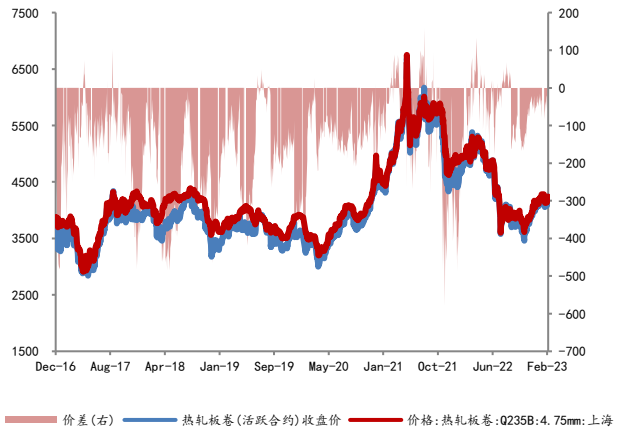
4 钢材期货现货数据

图表 23：螺纹期现价差



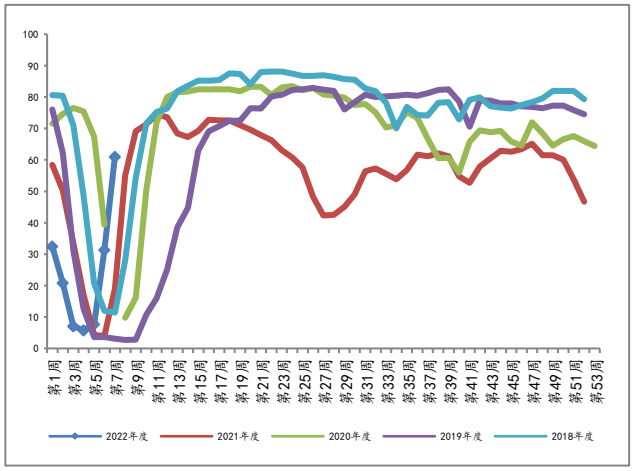
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 24：热卷期现价差



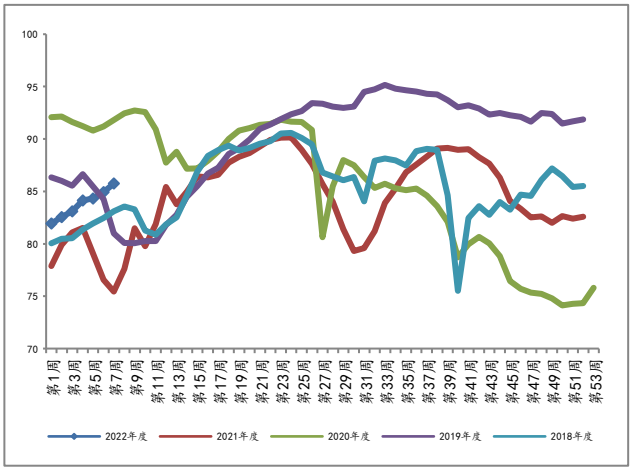
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 25：85 家独立电弧炉钢厂：开工率：中国（周）



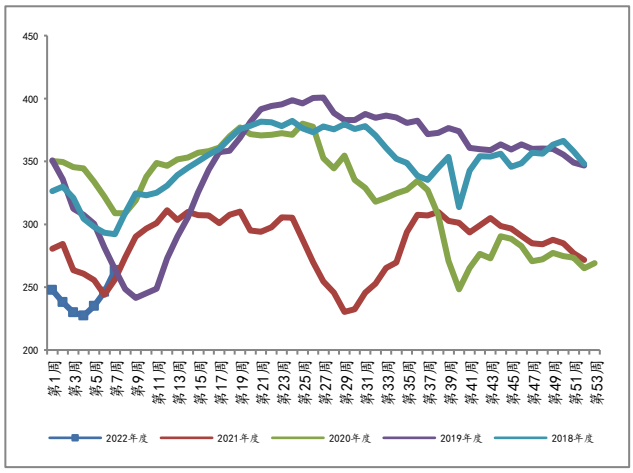
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 26：247 家钢铁企业：高炉产能利用率：中国（周）



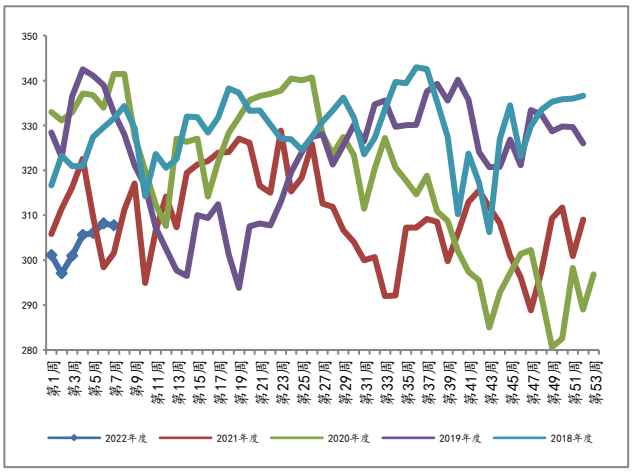
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 27：螺纹钢：建筑钢材钢铁企业：实际产量（周）



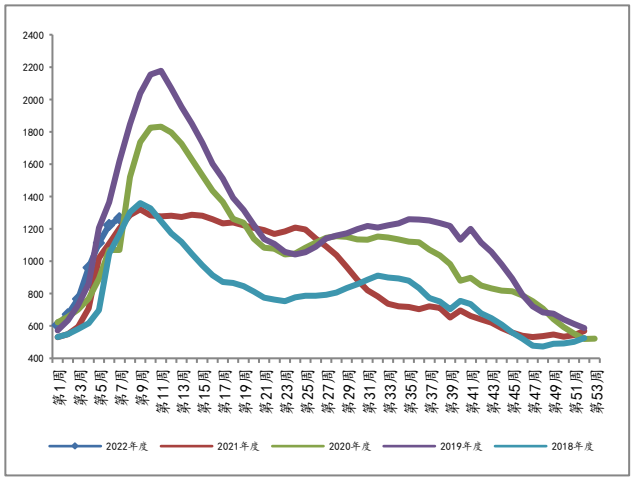
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 28：热轧板卷：钢铁企业：实际产量：（周）



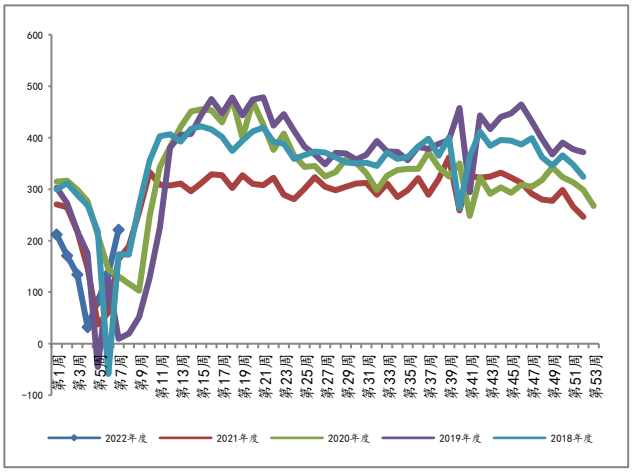
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

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 俄方高调宣布减产

俄罗斯主管能源的副总理诺瓦克表示，该国决定将在 3 月下调原油产量 50 万桶/日，大约相当于总产量的 5%。根据其官方表述，俄罗斯做出减产决定前没有与其他任何方面磋商过，而对于俄罗斯单方面减产的做法，OPEC 产油国予以默认并暂不打算采取行动。

事实上，2022 年俄罗斯原油产量并没有因战争和制裁而下降，在印度等国加大购买力度提振下，反而增长 2%至 5.35 亿吨，约合 1070 万桶/日。随着西方一系列制裁落地，2023 年俄罗斯原油尤其成品油出口将面临更严峻的挑战，1-2 月俄罗斯原油产量下滑至 980-990 万桶/日。如果 OPEC 不增加产量来填补俄罗斯的损失，原油市场供需紧平衡将进一步被推向紧缺状态。

在此之前，西方国家先后对俄罗斯海运出口的原油及制品设定价格上限，俄方则反复重申，将不会向实施限价的国家和个人供应原油和油品。由于俄罗斯出售的原油折价后通常不高于 60 美元的限价，这一机制暂未对全球原油供应造成太大的实质性破坏。然而本次俄罗斯的主动反击让市场意识到，不应低估当前原油面临的地缘政治风险。

众所周知，俄罗斯并不是不能出口原油和油品，只是被欧美单方面设定了价格上限，因而我们猜测，其主要意图在于向外界释放其减产保价而非降价促销的信号。对比沙特享受的高油价红利，俄罗斯迫切希望改变自俄乌战争以来，被迫大幅折价销售石油的局面。俄罗斯国家杜马提出了一项法案，规定 4 月俄罗斯出售原油价格对 Brent 贴水将限制在 34 美元/桶，接下来逐月分别降至 31、28 和 25 美元/桶。

俄罗斯宣布减产是本次油价快速反弹最直接的导火索，供应端收紧叠加中国需求恢复，令短期市场情绪转向乐观。然而全球经济温和衰退预期仍存，大宗商品市场整体缺乏信心，50 万桶/日的减产规模也不足以撬动新一轮牛市行情。真正需要强调的是，在全世界缺乏富余产能和库存偏低的情况下，一些不可控的突发性因素随时可能引发市场炒作，尤其在油价震荡走势的区间下方，这一风险应格外引起重视。

2 油品制裁低估之嫌

其实，俄罗斯在很久以前就警告将针对西方制裁进行反制，只是金融市场对此并未做好充分的预期。之所以在成品油限价令推出的节点上宣布减产，很大程度是因为相对原油市场而言，俄罗斯成品油市场的情况有些特殊。在设置价格上限之前，俄罗斯成品油价格与全球主流价格大体相当。就目前而言限价的影响暂时有限，但如果未来成品油价格水涨船高，就会造成俄罗斯油品折扣幅度加大。

尽管俄罗斯可以将大部分原油出口从欧洲转向亚太地区，但原油产品贸易流的改变将困难得多，主要问题还是如何处置多余的成品油。由于亚洲的主要原油进口国—例如中国和印度，其本身也是成品油出口国，一种可行方案是利用当地庞大的炼油产能将俄罗斯原油加工并销往欧洲。无论如何，西方对俄罗斯的制裁的确正在破坏能源市场，增大潜在供应端风险发生的概率。

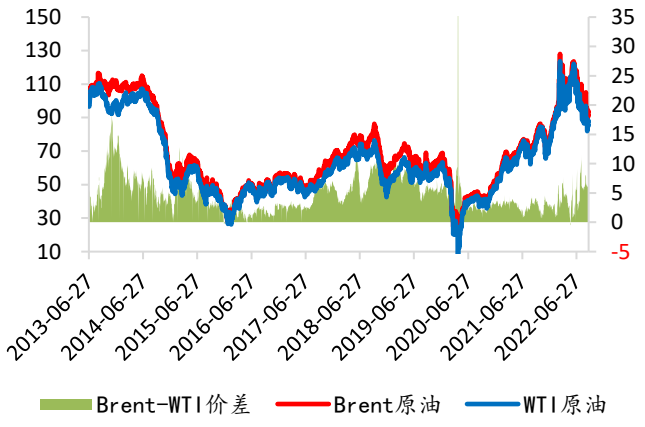
3 OPEC 上调需求预期

OPEC 发布最新一期月报，系数月以来首次上调了今年全球原油需求增长预期。OPEC 预测，2023 年全球原油需求将增加 232 万桶/日或 2.3%，总量达到 1.0187 亿桶/日，较上月的预估值上调 10 万桶/日。报告还将 2023 年全球经济增速预期从 2.5%上调至 2.6%，并强调中国重新开放是全球经济和能源消费复苏的主要动力。

另一方面，OPEC 下调了成员国和俄罗斯的供应预测，预计原油市场将继续保持趋紧。由于沙特、伊拉克等国减产，1 月 OPEC 原油产量下降 4.9 万桶/日至 2888 万桶/日；受西方制裁和主动减产影响，2023 年 3 月以后俄罗斯原油产量也将明显下滑。

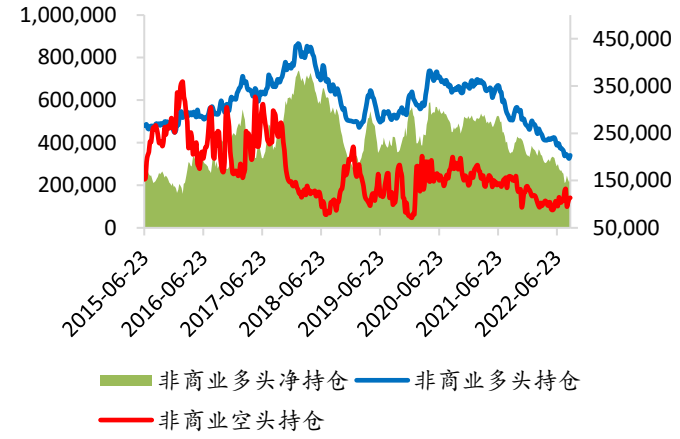
OPEC 综合认为，今年全球经济放缓仍是大势所趋，通胀高企依然会带来美联储加息压力，对原油等大宗商品潜在的各项负面因素犹存。在这样的动态平衡中，自去年 12 月以来，国际油价一直保持在相对稳定的震荡区间。

图表 31：国际原油期货价格



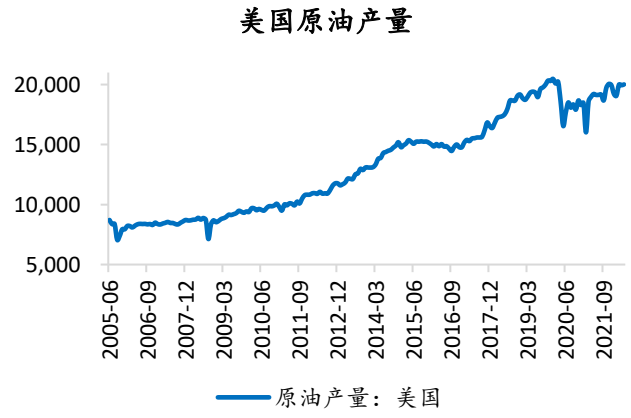
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 32：CFTC 原油期货持仓



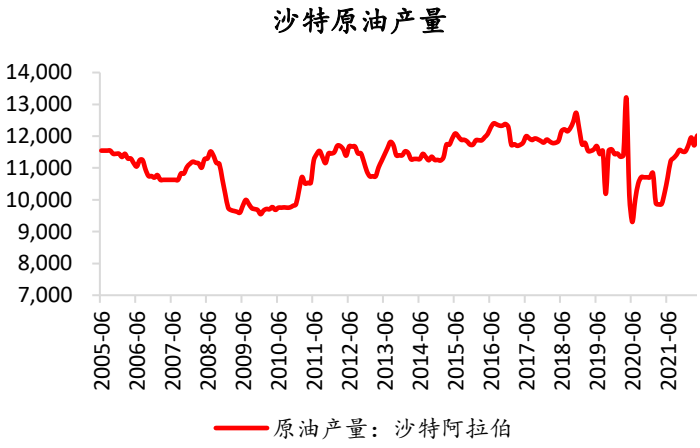
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 33：美国原油产量



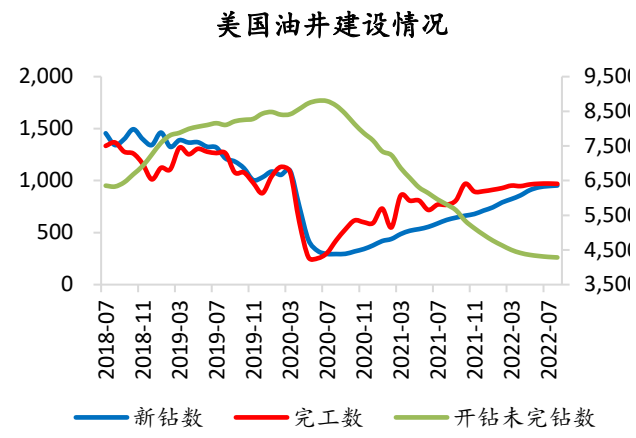
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 34：沙特原油产量



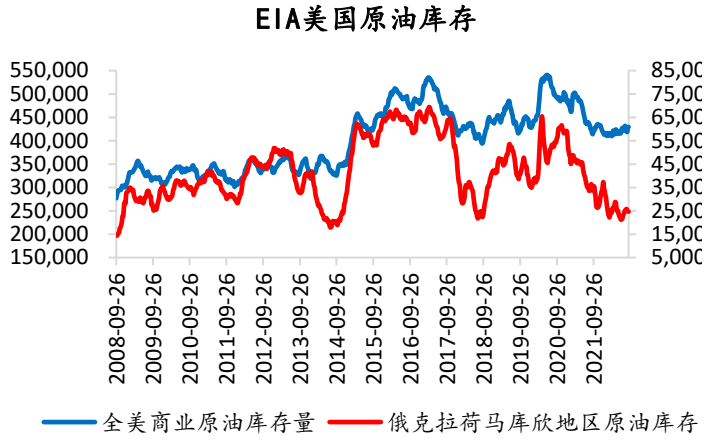
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 35：美国油井建设情况



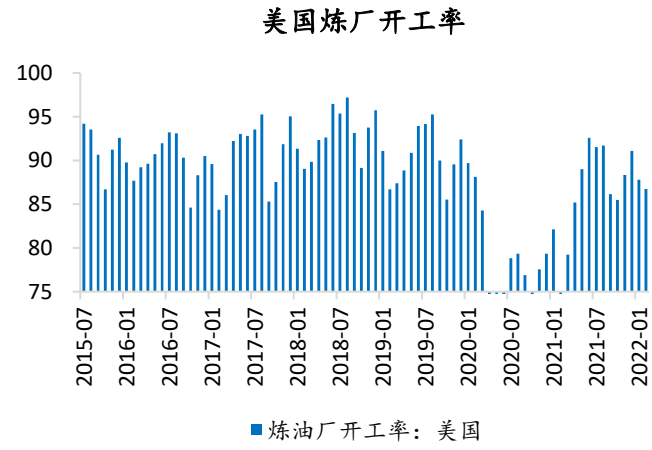
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 36：EIA 原油库存



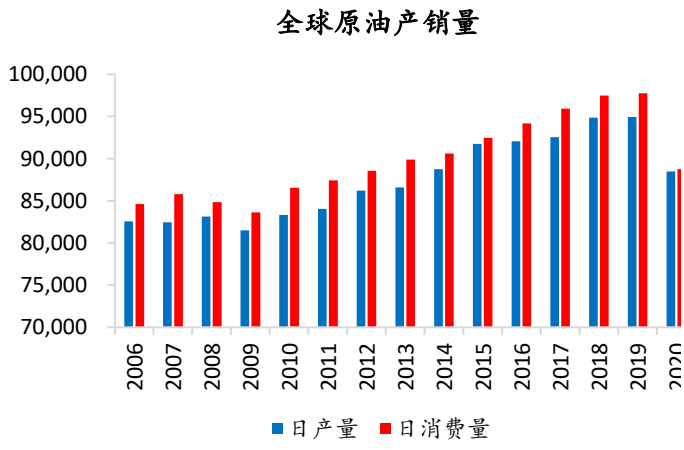
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 美国计划抛售 SPR

美国再次计划抛售战略石油储备(SPR)，但这一消息并不令市场感到惊讶。拜登政府宣布拟从战略储备库存中再出售 2600 万桶原油，预计将在今年 4-6 月之间交付。据悉，本次抛储是美国国会几年前批准的本财年销售计划的一部分。目前，美国战略石油储备总量约为 3.71 亿桶，处于 1983 年以来的最低水平，本次抛储兑现后将进一步降至约 3.45 亿桶，这对该国的能源安全来说无疑是不稳定的。

美国能源部已寻求叫停 2015 年立法要求的部分原油销售，以便能够重新补充储备。此外，国会要求在 2024-2027 财年释放约 1.4 亿桶原油，但在去年 12 月国会批准了拜登支出法案中的一项条款后，这部分计划就被取消了。2022 年美国抛售战略储备曾经对风头正盛的油价造成打压，但我们假设若未来油价走弱至 70 美元左右，SPR 回补计划同样将形成支撑。

5 EIA 周度库存激增

过去一周美国原油库存超预期激增，短期对国际原油走势构成压力。美国能源信息署(EIA)公布的数据显示，截至 2 月 10 日当周，美国商业原油库存意外激增 1628.3 万桶至 4.71394 亿桶，创 2021 年 6 月以来最高水平，俄克拉荷马州库欣地区原油库存增长 65.9 万桶至 3971.1 万桶。美国原油库存增加幅度如此之大，主要原因是近期美国原油供应持续回升。近两周以来，美国原油日均产量达到 1230 万桶，比去年同期水平增加 70 万桶/日。

国际能源署(IEA)曾在报告中指出，在 2023 上半年全球原油供应将超过需求，美国原油市场的阶段性累库符合这一预判。然而应该意识到，单凭美国原油库存周度数据增减并不能说明市场供需平衡问题。包括战略石油储备在内，美国原油库存总量仍显著低于上年同期 15.4%。随着春季检修收尾和夏季出行高峰到来，美国炼油厂产能利用率将恢复正常，从而带动原油的季节性去库。

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 弱势震荡等待验证

橡胶宏观预期与基本面现状激烈碰撞过后，进入低位震荡整理的状态。

全球天然橡胶产区由高产期向低产期过度，4 月中下旬之前供应将保持缩量。虽然春节期间我国消费数据超预期，但节后下游开工进度缓慢，且汽车轮胎成品库存偏高，厂商去库压力较大。叠加前期进口橡胶到港增加，导致青岛保税库和贸易库均出现环比累库，打压期现价格。跳出个别品种，今年春节后在经济复苏、政策刺激和市场开放的背景下，就内需而言整体是有利于大宗商品的。至于天然橡胶产业链，尤其终端消费在未来会如何改善，需要多长时间，中下游去库存进度，这些具体情况还有待后市验证。目前来看，减产停割季橡胶价格低迷，贸易商出货意愿不高，盘面继续下跌的空间有限。

2 国内减产进口滞后

2-3 月份正值全球天然橡胶低产期，但进口增长滞后部分抵消了国内产量下滑，现货市场总供应量仍较为庞大。

从近年中国天然橡胶产量数据来看，整体呈触顶回落的趋势。据卓创统计，2022 全年国内天然橡胶产量为 74.34 万吨，比去年大幅下降 9.54%，其中海南产区减产导致年度产量损失明显。然而，中国天然橡胶进口依存度高达 85%以上，进口胶是国内市场供应的最主要部分。自 2017 年沪胶非标套利贸易兴起后，中国天然橡胶（以混合胶为主）年度进口量突破 500 万吨，随后的 2018-2022 年橡胶进口量保持在 500-600 万吨左右，2022 年由于非标基差持续走强，中国天然橡胶进口量上涨 12.77%至 606.05 万吨，创历史最高水平。

综合考虑产量和进口量，天然橡胶市场供应压力在 2023 年仍将持续，价格重心整体难有大幅抬升。

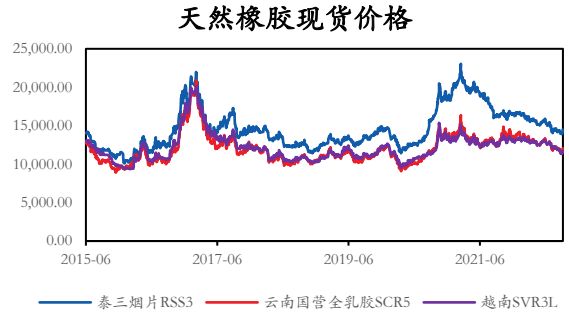
3 实盘冷清胶价磨底

尽管胶价再次跌向近年低位，后市供需矛盾料将难以更加激化。

泰国海关公布的数据显示，2022 年 12 月，泰国橡胶（乳胶、烟片胶、标准胶、混合胶、复合胶及其他）出口量为 38.89 万吨，同比下降 12.33%，环比下降 10.62%。受供需两端因素影响，泰国天然橡胶供应减量明显。刚刚过去的这轮割胶旺季，泰国南部主产区降雨偏多影响作业，令原料释放不及预期。中国是泰国橡胶最主要的出口市场，内需整体表现不佳，尤其对高价货源接盘意愿不足。

目前泰国东北部、北部逐步停割，南部降雨偏多易受真菌病危害，橡胶原料产出持续下降，叠加泰铢升值令加工厂成本利润恶化，未来两三个月难以造成供应压力。国内下游企业订单情况仍然欠佳，成品高库存抑制厂商提货需求，后期泰国橡胶出口市场仍受制约。在宏观形势转暖的预期下，外盘商无意低价出货，国内贸易商更是买涨不买跌，橡胶在冷淡的交投氛围下继续磨底。

图表 39：天然橡胶现货价格



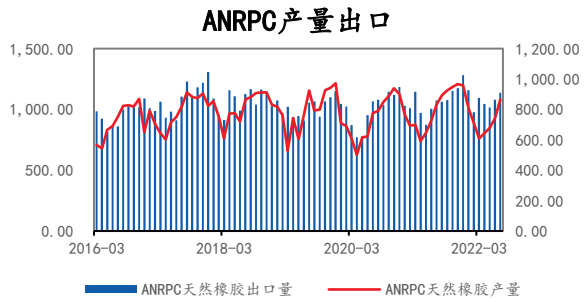
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 40：合成橡胶价格



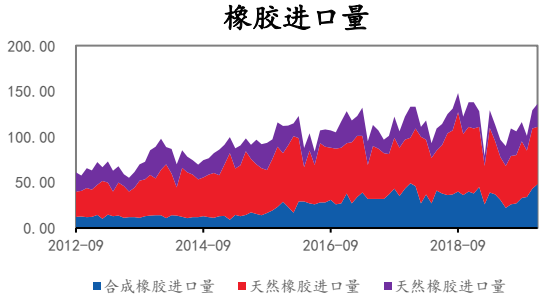
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 41：ANRPC 产量出口



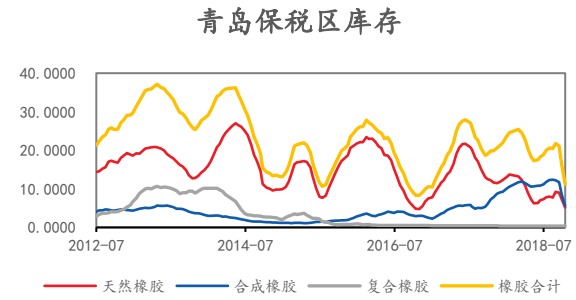
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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



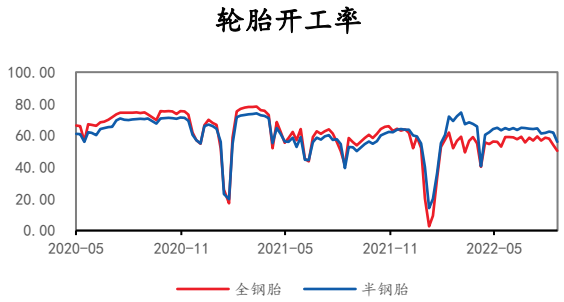
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 44：上期所注册仓单



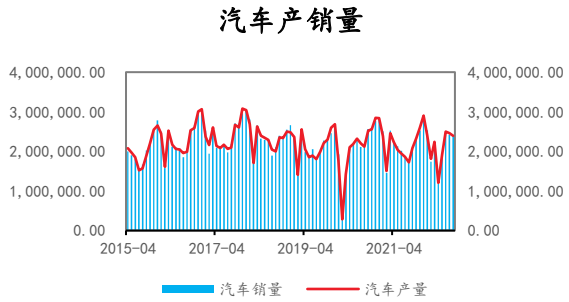
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 产业链中下游去库

整体来看，尽管国内经济复苏尚不及预期，但供应增量压力减轻叠加下游需求边际向好，天然橡胶产业链库存状况有望得到改善。

去年长期以来，国内天然橡胶库存呈累库状态，截至 2023 年 2 月上旬，中国天然橡胶社会库存总计 126.9 万吨，环比仍有 2.54%的增幅。但从最近的仓库出入库数据来看，由于轮胎厂开工率趋于回升，橡胶出货量出现拐点，预计累库节奏或有所放缓。下游轮胎成品库存年后亦得到一定去化，截至最近统计，国内橡胶轮胎企业全钢胎成品库存 39 天，半钢胎成品库存 40 天，环比下降 5 天左右。

然而，橡胶基本面好转迹象暂不明显，应持续关注实际需求和复工情况，观察产业链去库速度，以及 2-3 月终端车市的销售数据。中短期内，沪胶超跌修复空间依然受需求制约，终端消费回暖需要较长时间来进行验证。

5 供需企稳低位抗跌

我们坚持认为，到二季度中期前后，天然橡胶供需关系优化的概率大于劣化。

机构统计数据显示，近期下游轮胎企业开工率大幅回升。截至 2 月 9 日，中国全钢胎样本企业开工率为 64.65%，半钢胎样本企业开工率为 71.50%，同比增幅均超过 50 个百分点。春节后轮胎出货顺畅，企业内需外销订单集中交付，成品库存明显降低，甚至出现常规型号缺货现象。轮胎企业排产积极性高涨，将产能利用率提升并维持在近一年来相对高位水平，以补齐当前的订单缺口。

此外供应端来看，东南亚主产区逐步向减产期过渡，国内产区仍将停割两个月，在此期间全球天然橡胶产量季节性下滑趋势几乎是确定的。割胶淡季叠加需求复苏的背景下，沪胶盘面和基差收缩至低位后的抗跌能力不可小觑。

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

阿根廷大豆优良率不到 10%，减产风险仍未解除

阿根廷布宜诺斯艾利斯谷物交易所报告称，截至 2 月 16 日当周，阿根廷 2022/23 年度大豆作物状况评级较差为 56%(上周为 48%，去年 23%)；一般为 35%(上周 39%，去年 42%)；优良为 9%(上周 13%，去年 35%)。布宜诺斯艾利斯谷物交易所表示，由于上周的热浪和已经持续数月的干旱影响，该机构将在目前 3800 万吨产量的基础上继续下调阿根廷大豆产量。美国农业部在 2 月供需报告中将阿根廷大豆产量预估值下调到 4100 万吨，罗萨里奥谷物交易所预计阿根廷大豆产量将下降至 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，不排除后期分析机构继续调低产量。

巴西大豆产量维持创纪录预期，削弱阿根廷减产炒作强度

农业咨询机构 AgRural 本周指出，由于巴西南部的南里奥格兰德州遭受严重干旱，预计那里的农民将收获 1610 万吨大豆，较 1 月预估值减少 430 万吨。受此影响，该机构将巴西大豆产量预测值从之前的 1.529 亿吨下调至 1.509 亿吨。美国农业部在 2 月报告中维持巴西大豆 1.53 亿吨产量的评估。当前巴西大豆已进入收割季，但收割进度受降雨影响偏慢。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。

马来西亚 2 月上半月棕榈油出口增幅回落，印尼政策受关注

三家机构陆续发布 2 月 1-15 日马来西亚棕榈油出口数据，ITS 的棕榈油出口环比增幅为 18.4%，Amspec Agri 的环比增幅为 8.9%，SGS 的环比数据为下降 0.9%，虽然各机构的数据存在较大差异，但同 2 月 1-10 日相比，出口增幅均有明显回落。马来西亚 2 月棕榈油出口形势好转缓解了 MPOB 月度报告的利空影响。南部半岛棕榈油压榨商协会（SPPOMA）发布的数据显示，2 月 1-15 日马来西亚棕榈油产量环比增加 3.05%。此外，市场也在密切关注印尼出口政策。该国出口商上周表示，由于国内食用油价格不断上涨，印尼将重新审视棕榈油出口配额比例。受此影响，市场评估未来三个月内预计将有 40 万至 80 万吨的印尼棕榈油无法进入全球市场。印尼本月将生物柴油掺混标准从 30%调整至 35%，进一步刺激该国棕榈油消费量，对国际棕榈油市场有利多效应。

2 国内豆类市场分析

国家鼓励扩种大豆油料作物，深入实施饲用豆粕减量替代行动

中共中央、国务院本周发布指导“三农”工作的中央一号文件，提出了关于做好 2023 年全面推进乡村振兴重点工作的意见。意见提出，加力扩种大豆油料。深入推进大豆和油料产能提升工程。扎实推进大豆玉米带状复合种植，支持东北、黄淮海地区开展粮豆轮作，稳步开发利用盐碱地种植大豆。完善玉米大豆生产者补贴，实施好大豆完全成本保险和种植收入保险试点。统筹油菜综合性扶持措施，推行稻油轮作，大力开发利用冬闲田种植油菜。支持木本油料发展，实施加快油茶产业发展三年行动，落实油茶扩种和低产低效林改造任务。深入实施饲用豆粕减量替代行动。

中央一号文件已经连续多年提及扩种大豆油料，2022 年中国大豆产量大幅提高并站上 2000 万吨平台，起到了维护国家粮油安全和降低大豆进口依赖的作用。2023 年中央一号文件再度强调加力扩种大豆油料，而目前的种植比较收益可能削弱政策效果。从黑龙江产区看，农户种植大豆的收益比种植玉米大约低 4000 元/公顷，农民自主扩大大豆种植的积极性很弱。因此，需要在政策层面进一步出台有利于保障农户种豆效益的配套措施，或者通过市场的力量实现玉米和大豆种植效益的平衡。

国内豆粕上行受阻，油脂板块止跌回升

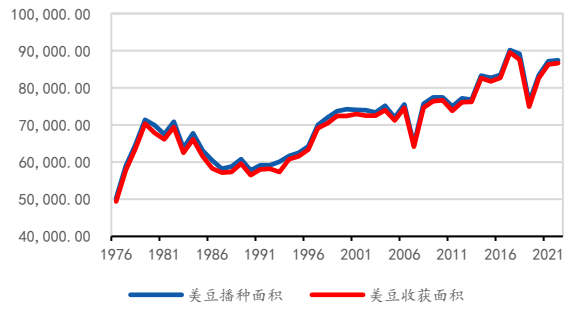
春节后国内沿海油厂开机压榨量连续回升，豆粕库存增长供应充足。市场对阿根廷天气炒作力度下降，美豆高位盘整削弱成本端影响力。在传统需求淡季下油厂看涨信心不足，目前库存水平较去年同期高出 30 余万吨，本周油厂降价去库压力增大，豆粕现货市场跌势加快，多地成交价格刷新 5 个半月低点。国内油脂市场方面，受各类学校陆续开学改善油脂需求，本周国内油脂成交量小幅攀升，油脂整体库存回落，在豆粕承压调整后油厂挺油动力有所提升。此外，内外盘油脂保持强势联动，尤其是 CBOT 豆油和马来西亚棕榈油止跌回升后，国内油脂市场看涨情绪重获激励，迅速结束调整止跌回升，整体仍维持区间震荡特征。

3 油脂油料市场展望

目前正处南美大豆生长关键期，美豆在阿根廷天气警报解除前有望保持抗跌状态，但巴西大豆保持丰产预期且收割提速，削弱市场对阿根廷大豆减产的炒作力度。国内豆粕市场因库存回升和美豆滞涨而上行受阻，油厂主动降价令豆粕基差回落。随着进口巴西大豆陆续到港，远期进口大豆供应形势将进一步改善，豆粕期货市场形成单边走势的难度较大，有望在震荡中继续收敛基差。油脂市场跟随外盘止跌回升，套利资金调整持仓令油粕强弱格局频繁切换，关注后期国内需求变化，可维持区间震荡思路顺应市场节奏适量参与油脂期货交易。国内豆一期货因缺乏内在消费支撑，目前的反弹局面主要来自政策预期。从成本和种植收益角度看，豆一期货价格仍有上行空间。

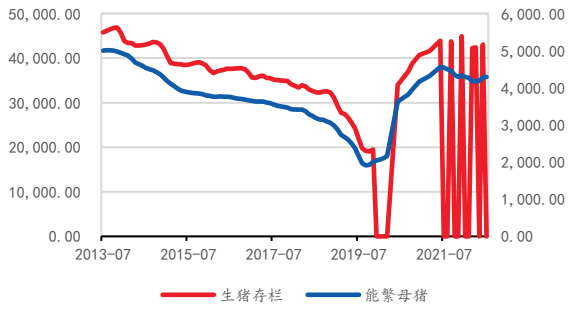
4 油脂油料市场主要数据

图表 47：美国大豆种植收获面积



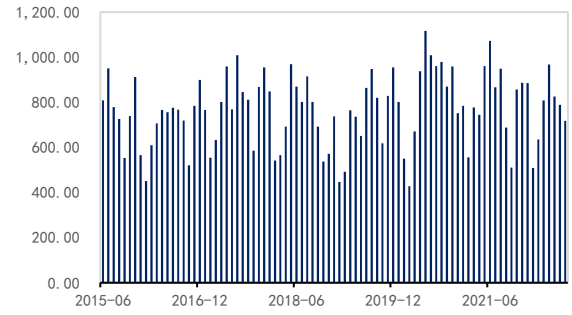
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 48：国内生猪存栏量



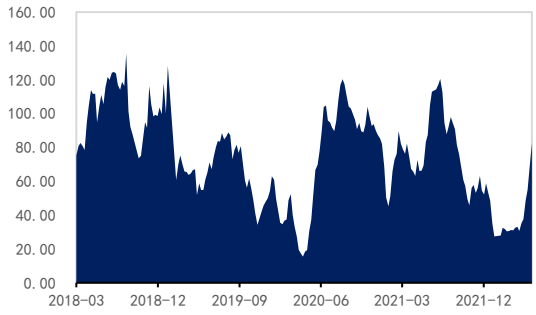
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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