中金财富期货策略周报（2023 年第 6 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：我们在上周强调乐观情绪渲染到极致，注意预期被现实交叉验证之后震荡的风险，目前看市场波动反映了这一现实。但是考虑到经济复苏后期加速的概率大，以及库存周期逐渐转向下游“主动补库存”。因此，如果目前位置工业品大幅回落，可关注买入机会。

股指期货：当前的行情从“情绪修复”过渡到“春季躁动”，整体向上的态势不变。在春季躁动演绎过程中，市场往往出现一定震荡，但整体趋势仍然向上。

铜：欧美近期经济表现略好，市场交易美联储加息放缓预期，美元走弱。另一方面，国内政策预期向好，短期处于数据真空期，未有数据验证前，市场持续交易后市经济复苏乐观预期。秘鲁暴力抗还在延续，南美铜矿的供应扰动仍在，海外铜库存持续走低，国内季节性叠库节奏也放缓，整体低库存对铜价依然有较强的支撑。冶炼端，后续随着冶炼厂生产恢复以及新产能投放落地，铜产量继续实现增长，中期供应走向宽松。下游企业复工复产快速推进，供需面在边际好转。然国内仍在累库，但累库节奏放缓，全球低库存对铜价的支持依然存在。且国内宏观预期向好不变，铜价后市依然看好。

锌：供应上，国内冶炼厂加工费持续上调，炼厂生产积极性较高，很多地区冶炼厂追产及提产，加上新投产产能落地，产量释放，国内存在较大过剩压力。需求端，下游开工稳步进行中，开工继续上涨，但具体的终端订单情况尚未有明显增加，随着终端陆续复产，订单情况仍需时间验证，同时因企业成品库容有限，终端订单若未能如期兑现，不排除倒逼企业减产的可能。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：上周螺纹厂库由升转降，社库也即将迎来去库的拐点。从库存上来看，螺纹总库存水平创近 5 年同期水平的新低。今年节后表需恢复较快，而供给受低利润影响复苏速度不甚理想。自去年 11 月以来，强预期推动钢价触底反弹，随着 3/4 月份旺季的到来，强预期将面临现实需求的检验。从地产行业的高频数据来看，旺季需求未必能与强预期完好承接，在目前海外预期之下下行的背景下，钢价的反弹路径将较曲折。

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：美豆因阿根廷减产预期而保持抗跌状态，但随着巴西大豆丰产预期不断兑现以及收割提速，新的供应压力正在削弱资金对阿根廷大豆减产的炒作力度。国内豆粕市场遭遇需求滑坡，供大于需令油厂无力挺价，全国豆粕现货均价已跌至近半年低位。4 月份将迎来进口巴西大豆到港高峰期，国内远期进口大豆供应形势好转也阻碍豆粕期货上行。豆粕基差连续收敛，期货市场对现货的指引作用有望进一步趋强。国内豆粕市场与美豆同步性下降，跟跌不跟涨现象有望延续。油脂市场跟随外盘震荡回升，但品种间因供需差异而出现明显分化，豆油和棕榈油走势强于菜籽油。在油脂板块反弹至震荡区间上沿附近后，市场反弹动力有所减弱，需注意获利回吐压力，关注国内需求变化，可保持区间震荡思路适量参与油脂期货交易。国内豆一期货在反弹至 5600 元/吨时出现分歧，由于缺乏内在消费支撑，要想继续开拓上行空间，仍需要政策面给与新的利多支持。

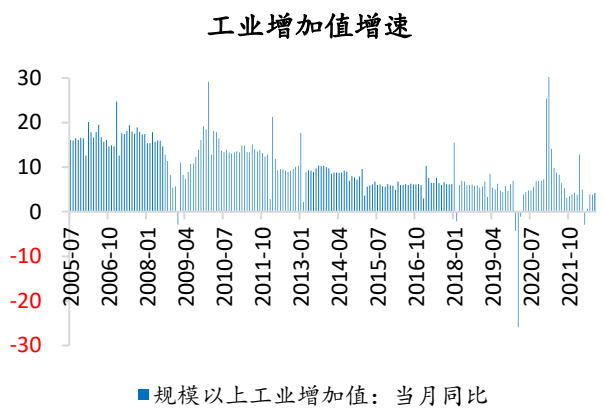
目 录

周度策略：情绪继续修正 工业品大幅震荡 - 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 经济继续如期回升 - 7 -
3 流动性：流动性边际趋紧 - 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 旺季来临 现实需求面临考验 - 15 -
2 需求复苏在曲折中前行 - 15 -
3 小结 - 16 -
4 钢材期货现货数据 - 16 -
原油 - 18 -
1 供应损失不及预期 - 18 -
2 俄油出口数据强劲 - 18 -
3 加息周期仍将延续 - 18 -
4 沙特强调尊重市场 - 20 -
5 OPEC 上调需求预测 - 20 -
6 相对高位震荡走廊 - 21 -
天然橡胶 - 22 -
1 弱势磨底泡沫挤出 - 22 -
2 大势复苏变数犹存 - 22 -
3 供应基数长期施压 - 22 -
4 产业链中下游去库 - 24 -
5 估值低位关注反弹 - 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 -

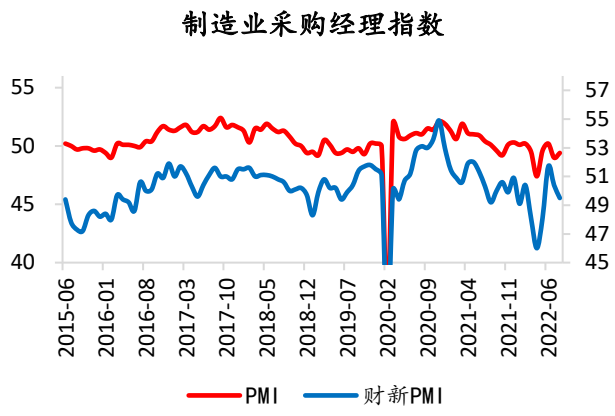
重要经济指标概况

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



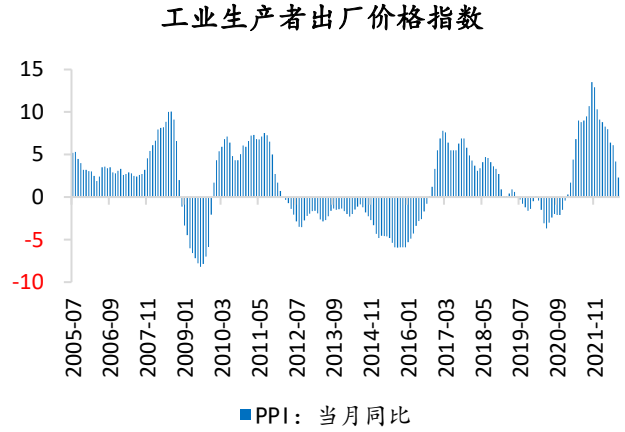
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 3：中国居民消费价格指数



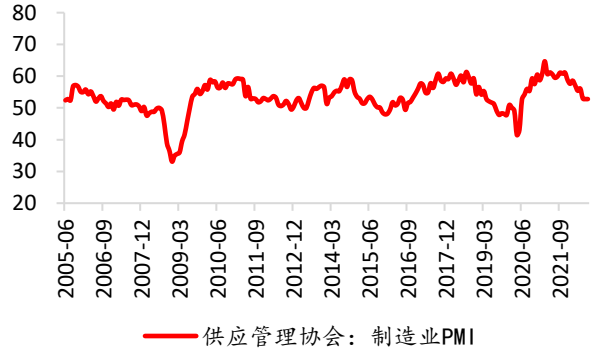
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 4：中国工业生产者出厂价格指数



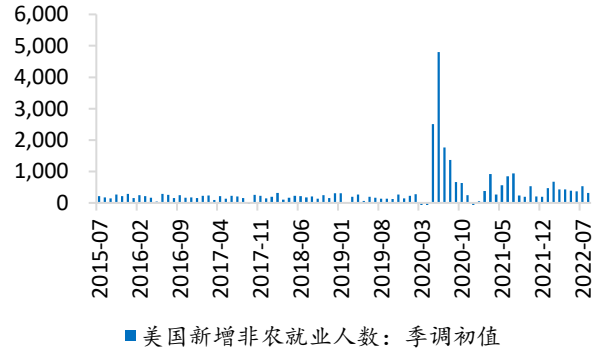
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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：情绪继续修正 工业品大幅震荡

上周市场关注度较高的工业品一度创出反弹新高，但是随后在经济数据并未显著超预期，以及美国通胀速度放缓的情况下又大幅回落，振幅较大。内盘品种看，螺纹主力合约一度逼近4300 元，但是后半周回到 4200 以下；沪铜也一度再次回到 7 万元整数关口，但是周四周五大跌。在宏观经济复苏的阶段，出现这种情况的主要原因在于国内经济修复的斜率尚未明显超预期，但是外围美国通胀水平回落不及预期，对市场情绪造成显著的负面影响。

宏观经济恢复尚未有明显超季节性的表现

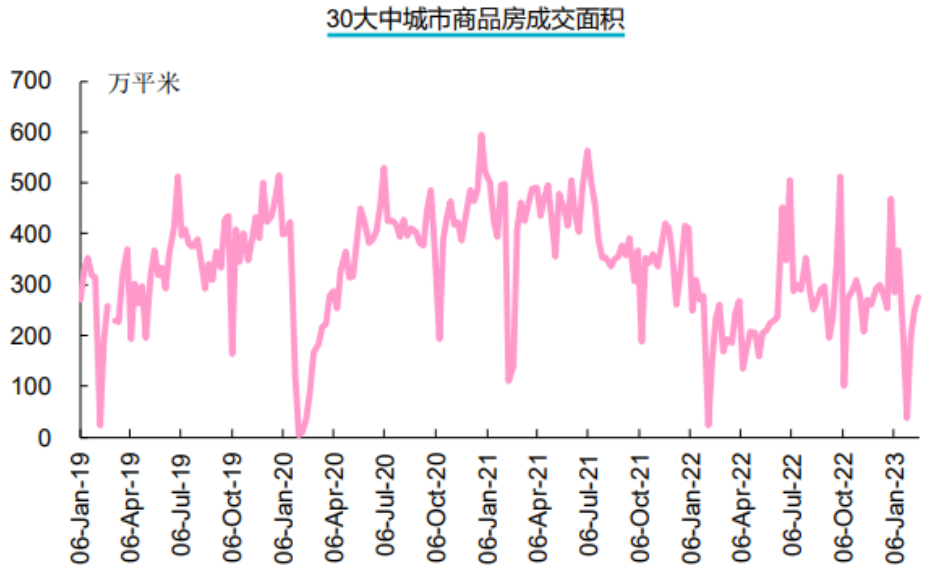
客流物流的回流进入尾声。从数据看，节后跨省市的大规模人口流动可能已接近尾声。与往年不同的是，由于疫情防控放开的原因，今年的节后返工潮拉得更长。往年节后大规模的返工潮大约在正月二十左右基本结束，人口流动开始趋于稳定，而今年延续至正月底。从主要城市的市内交通来看，当前一线城市的市内出行仍然处于陡峭上升阶段，市内出行流量已超过 2022 年高点，较 2019 年疫情前的常态相比仍然偏弱，但也仅有 5%左右的差距。航班架次反映的商务活动出行热度 2 月开始温和回落，全国整车货运流量结束节后快速修复的态势，转为常态化震荡，表现略强于去年同期，但仍然弱于 2021 年。

脉冲式反弹之后，生产修复力度暂未超季节性。纵向来看，截止目前节后的复工复产力度在元宵节后一周达到高峰，此后向上的斜率有所放缓，但这可能是部分建筑施工类行业复工偏晚，导致各行业的复工接力出现断档所致，总体上生产仍然维持继续修复的趋势。修复的力度大致与往年的季节性变化幅度相当，未见到明显的超季节性修复特征。

内需等待新的接力，外需仍然偏弱。商品及服务消费方面，本周房地产市场景气度较快复苏，30 城商品房成交面积环比转正达 22.0%。地市方面，100 城土地成交规模基本持平，环比-0.3%。居民出行持续改善，本周 10 大城市地铁日均客运量环比继续上涨，达到 2019 年同期的 124%。2 月第三周汽车消费出现回落，乘用车日均销量环比-5.0%。春节档临近尾声，本周日均票房环比录得-49.9%。建筑施工类行业大面积复工后，才能迎来第二波修复接力。外需暂未见到回暖迹象，本周 CCFI 指数回落 39.5 点至 1094.05 点，同比跌幅小幅扩大。美国红皮书零售同比小幅回升至 5.3%。在进口方面，CRB 指数小幅上升至 555.8 点，BDI 指数上行 101.4 点至 659，进口需求变化不大，小幅改善。

在经济修复没有强信号出现的情况下，工业品大幅上行的态势也受到影响，中国经济是工业品市场波动的主要原因。

图表 7：房地产成交显著回升



资料来源：wind，中金公司

美国通胀“最乐观的情况”开始修正

我们在半个月前的策略中提到：“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”。

从近期的情况看，先是美国 1 月份通胀下行不及预期，其次是美国劳动力市场韧性十足，到现在 PPI 也不及预期，PCE 超预期上行，美国通胀快速下行的预期正式被打破。

2 月 24 日，美国商务部的最新数据显示，美国 1 月 PCE 物价指数同比上涨 5.4%，预期 5%，前值 5%。剔除波动较大的食品和能源价格后，美联储更看重的通胀指标——核心 PCE 物价指数 1 月同比上涨 4.7%，预期 4.3%，前值 4.6%，其中消费者支出创 2021 年以来最大增幅。

个人消费支出价格指数较上月上涨 0.6%，为去年 6 月份以来的最大涨幅。扣除食品和能源，核心物价指数也攀升 0.6%。经物价变动调整后的个人支出增长 1.1%，较去年年底有所反弹。

如果按照这个趋势，经济活动强劲和通胀降温进展慢于此前预期，可能迫使美联储的加息时间比预期更久。数据公布后，利率市场认为，美联储下个月会议加息 50 个基点的风险正在上升。与 3 月 22 日会议相关的 OTS 合约暗示加息 33 个基点，即有 28%的几率加息 50 个基点。至此，市场最乐观的预期彻底打破，美股道指上周大跌 3%。

在美国劳动力市场韧性依然较强的情况下。展望 2023 上半年，在美国经济没有明显走弱、加息终点未能明确前，美联储和市场都会感受到较大压力，美股可能维持长时间震荡波动，并对市场情绪造成较大影响。

建议关注工业品调整之后的买入机会

我们在上周强调乐观情绪渲染到极致，注意预期被现实交叉验证之后震荡的风险，目前看市场波动反映了这一现实。但是考虑到经济复苏后期加速的概率大，以及库存周期逐渐转向下游“主动补库存”。因此，如果目前位置工业品大幅回落，可关注买入机会。

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 7：一周重大宏观政策、事件和数据解读

类别	时间	政策/数据	内容	点评
政策	2 月 24 日	央行四季度货币政策执行报告：推动综合融资成本稳中有降，改善优质头部房企资产负债状况	利率调控以我为主，推动综合融资成本稳中有降	稳经济、复苏经济双管齐下
	2 月 23 日	美联储纪要：几乎全体支持放缓加息	投资者相比衰退更担心通胀，警告美股估值高	通胀下行放缓对美国市场影响较大。
数据	2 月 25 日	美国 1 月 PCE 物价指数同比未放缓增长	环比意外创五个月最高增速	软着陆希望渺茫。通胀意外火爆，美国股债双杀
	2 月 24 日	42 个主要城市新房成交面积环比上升 14%	其中一线环比上升较多城市为广州、北京，分别环比上升 34%、7%	房地产市场呈现一定复苏迹象
事件	2 月 23 日	外媒：伊拉克计划首次允许与中国的贸易直接以人民币结算	据路透社报道，伊拉克中央银行 22 日表示，伊拉克计划首次允许与中国的贸易直接以人民币结算，以此改善外汇储备	人民币国际化的依然呈现加速态势

资料来源：中金财富期货研究所

2 经济继续如期回升

客流物流的回流进入尾声。从数据看，节后跨省市的大规模人口流动可能已接近尾声。与往年不同的是，由于疫情防控放开的原因，今年的节后返工潮拉得更长。往年节后大规模的返工潮大约在正月二十左右基本结束，人口流动开始趋于稳定，而今年延续至正月底。从主要城市的市内交通来看，当前一线城市的市内出行仍然处于陡峭上升阶段，市内出行流量已超过 2022 年高点，较 2019 年疫情前的常态相比仍然偏弱，但也仅有 5%左右的差距。航班架次反映的商务活动出行热度 2 月开始温和回落，全国整车货运流量结束节后快速修复的态势，转为常态化震荡，表现略强于去年同期，但仍然弱于 2021 年。

脉冲式反弹之后，生产修复力度暂未超季节性。纵向来看，截止目前节后的复工复产力度在元宵节后一周达到高峰，此后向上的斜率有所放缓，但这可能是部分建筑施工类行业复工偏晚，导致各行业的复工接力出现断档所致，总体上生产仍然维持继续修复的趋势。修复的力度大致与往年的季节性变化幅度相当，未见到明显的超季节性修复特征。

内需等待新的接力，外需仍然偏弱。商品及服务消费方面，本周房地产市场景气度较快复苏，30 城商品房成交面积环比转正达 22.0%。地市方面，100 城土地成交规模基本持平，环比-0.3%。居民出行持续改善，本周 10 大城市地铁日均客运量环比继续上涨，达到 2019 年同期的 124%。2 月第三周汽车消费出现回落，乘用车日均销量环比-5.0%。春节档临近尾声，本周日均票房环比录得-49.9%。建筑施工类行业大面积复工后，才能迎来第二波修复接力。外需暂未见到回暖迹象，本周 CCFI 指数回落 39.5 点至 1094.05 点，同比跌幅小幅扩大。美国红皮书零售同比小幅回升至 5.3%。在进口方面，CRB 指数小幅上升至 555.8 点，BDI 指数上行 101.4 点至 659，进口需求变化不大，小幅改善。

3 流动性：流动性边际趋紧

央行上周在公开市场上净投放资金规模达到 14900 亿元，本周累计净回笼 1720 亿元。本周一至周三，央行持续进行资金净投放，资金规模分别为 2240 亿、590 亿和 970 亿元。随着央行释放流动性，隔夜回购利率也在本周三出现了七个交易日来的首次回落，当日走低至 1.8%下方。央行从周四开始，通过公开市场操作大幅回收流动性。周四、周五净回笼资金的规模分别为 1870 亿、3650 亿元。利率方面，隔夜回购利率持续走低，7 天期品种还位于 2.2%附近的高位。

每周超万亿 OMO 滚续难以持续，这会使得市场资金面波动加大，因而央行可能降准以降低后续 OMO 滚续操作的压力，预计后续降准的可能性相对更高。下周将有近 1.5 万亿元的 7 天期逆回购到期。但下周资金面临跨越，届时要密切关注资金面的波动。

4 宏观策略

我们在上周强调乐观情绪渲染到极致，注意预期被现实交叉验证之后震荡的风险，目前看市场波动反映了这一现实。但是考虑到经济复苏后期加速的概率大，以及库存周期逐渐转向下游“主动补库存”。因此，如果目前位置工业品大幅回落，可关注买入机会。

5 股指期货市场分析

指数小幅波动

本周指数维持小幅震荡的走势，其中沪深 300 指数涨 0.66%，上证 50 涨 0.49%，中证 500 涨 1.66%，中证 1000 涨 1.11%

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。

北上资金终结了此前连续 14 周的净买入，净卖出 41.25 亿元。交投意愿急剧下降，上周五仅成交 749 亿元，创年内新低。北上资金防御风格再占上风，上周净买入银行股逾 13 亿元，为加仓最多的行业。

指数进入典型的震荡阶段，主要原因除了北上资金流入放缓之外，也与市场的预期存在关系。北上资金流入放缓，除了前期流入幅度过大，也与近期美国通胀预期下行不及预期有关。美元指数和美债收益率回升，人民币汇率小幅走贬，也对北上资金流向产生影响。另外，目前处在政策真空期，经济复苏斜率未超预期，也对市场情绪产生影响。

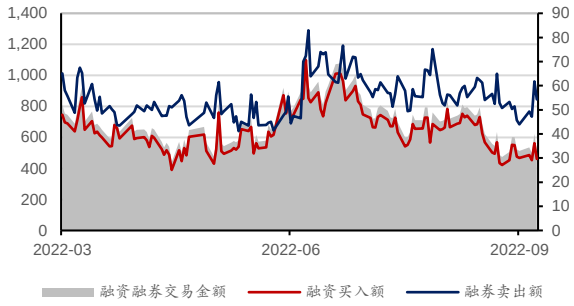
建议关注调整之后的买入机会

当前指数的走势符合春节躁动的特征。

通过对历史的复盘，在春季躁动期间，行业轮动比较容易出现加速。此外，经济复苏初期及股市上涨的初期也容易出现加速。而不同的情景之间也可以相互叠加。春季躁动期间，由于数据真空期投资逻辑短期无法被证伪，行业轮动容易加快。春季躁动期间，通常处于经济及政策数据的真空期，投资逻辑在短期内无法被证伪，市场容易受到各种预期及部分高频数据的影响，行业轮动速度往往也会出现加快。

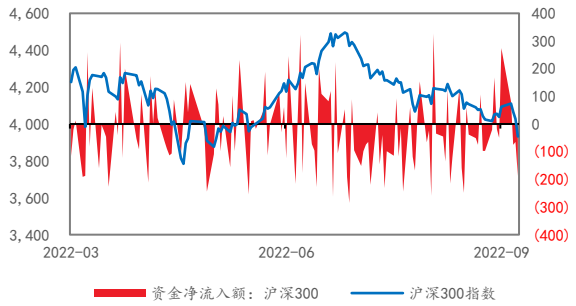
在春季躁动演绎过程中，市场往往出现一定震荡，但整体趋势仍然向上，春季躁动仍在进行中。此外，经济处于复苏早期，以及股市可能正处于上涨初期对于行业轮动的加速也有推动作用。

图表 8：融资融券数据图



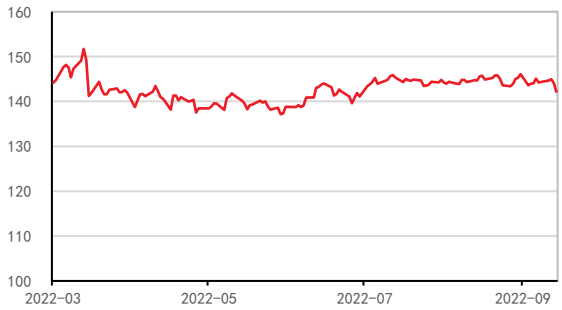
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 9：合约持仓和市场表现



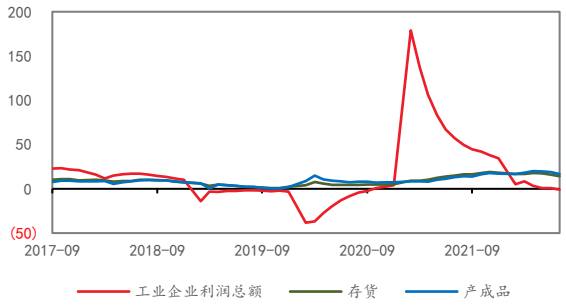
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 10：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 11：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

国内铜精矿加工费虽有下滑但仍处高位，冶炼厂利润较好，但粗铜供应有限限制产量释放。进入 2 月，之前检修的 2 家冶炼厂将恢复正常生产，我们预计单这两家的增量就多达到 3 万多吨；再加上没有春节因素的干扰多数冶炼厂恢复到正常的开工率；这些均是令 2 月产量明显增加的原因。预计 2 月国内电解铜产量为 89.93 万吨，环比上升 4.6 万吨上升 5.39%，同比上升 7.6%。1-2 月累计产量预计为 175.26 万吨，同比增加 5.97%，增加 9.88 万吨。预计随着冶炼厂生产恢复以及新产能投放落地，铜产量继续实现增长，中期供应走向宽松。

进口方面，2022 年 12 月未锻造的铜及铜材进口量为 514049 吨，同比减少 12.7%， 1-12 月累计进口 5870880 吨，同比增加 6.2%；12 月电解铜进口为 347367 吨，同比减少 13.13%，1-12 月累计进口 3671261 吨，同比增加 6.74%。

现货方面，元宵节后，下游复工复产加快推进，需求持续改善，现货市场成交有所好转。在上周现货换月后，1#电解铜现货对当月 2303 合约再度转为小幅贴水状态。今年贸易长单开始交付，当前进口窗口持续关闭，冶炼厂检修等状况，流通货源偏紧；且在近月合约 contango 结构扩大情况下，冶炼厂出货换现意愿降低，现货贴水或将持续收窄转为升水状态。

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；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。

铜在风电中的具体应用组件为塔筒电缆、机组内部升压器、机组外部升压器、风电场内部电缆、电机、开关设备、控制电线和电缆、接地电线和电缆等，应用范围较广。对 于海上风电来说，各组件的铜使用强度均较陆上风电有所提升，尤其是电缆，电缆铜用量占比可高达 59%。尽管不同技术对铜使用强度略有影响，但由于电机和增速箱用铜量在风电场 整体的比例不高（8%—21%），整体影响有限

2 结论

欧美近期经济表现略好，市场交易美联储加息放缓预期，美元走弱。另一方面，国内政策预期向好，短期处于数据真空期，未有数据验证前，市场持续交易后市经济复苏乐观预期。秘鲁暴力抗还在延续，南美铜矿的供应扰动仍在，海外铜库存持续走低，国内季节性叠库节奏也放缓，整体低库存对铜价依然有较强的支撑。冶炼端，后续随着冶炼厂生产恢复以及新产能投放落地，铜产量继续实现增长，中期供应走向宽松。下游企业复工复产快速推进，供需面在边际好转。然国内仍在累库，但累库节奏放缓，全球低库存对铜价的支持依然存在。且国内宏观预期向好不变，铜价后市依然看好。

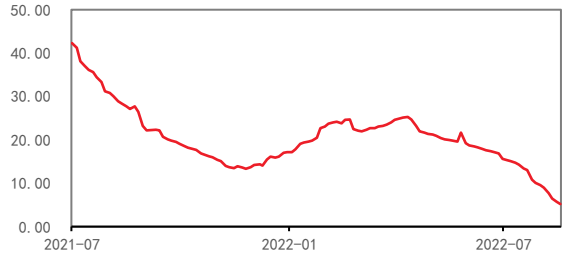
3 铜期货现货数据

图表 12：长江有色铜价



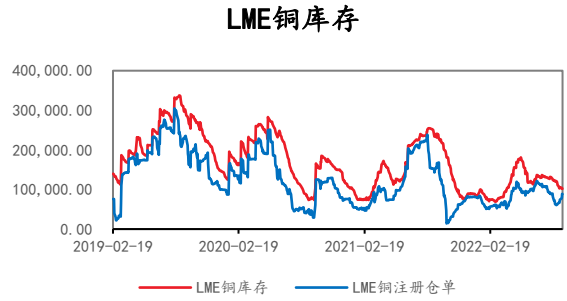
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 13：上海保税区铜库存



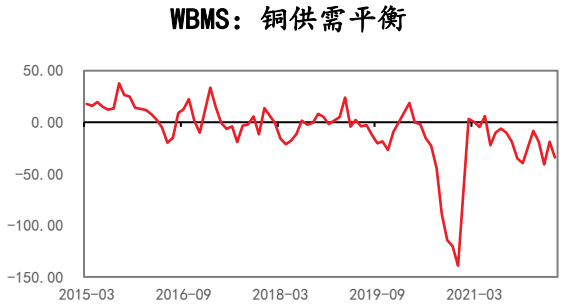
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 14：LME 铜库存



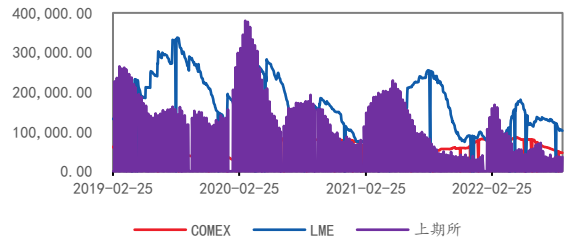
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 15：WBMS 供需平衡



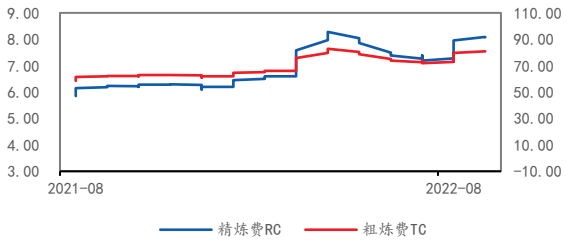
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 16：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 17：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，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。

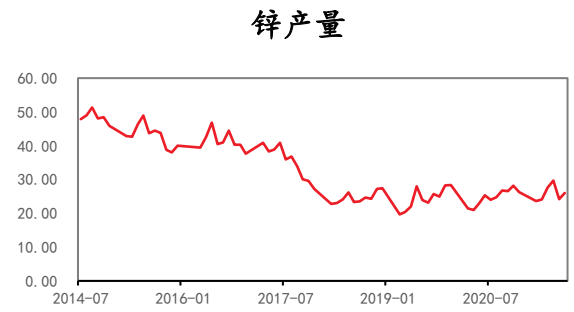
终端项目开工环比明显回升但低于去年同期，其中基建项目开复工情况要好于地产；汽车板块受消费提前透支，一季度或偏弱，但中长期稳中有增；家电板块也将跟 随地产修复。不过，目前下游初端企业尚未完全复工，消费启动或至元宵节后，库存延续季节性增加。

2 总结

供应上，国内冶炼厂加工费持续上调，炼厂生产积极性较高，很多地区冶炼厂追产及提产，加上新投产产能落地，产量释放，国内存在较大过剩压力。需求端，下游开工稳步进行中，开工继续上涨，但具体的终端订单情况尚未有明显增加，随着终端陆续复产，订单情况仍需时间验证，同时因企业成品库容有限，终端订单若未能如期兑现，不排除倒逼企业减产的可能。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。

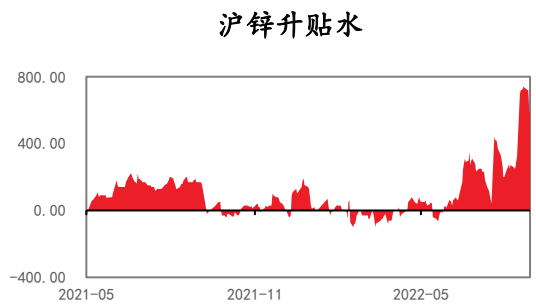
3 锌期货现货数据

图表 18：锌产量



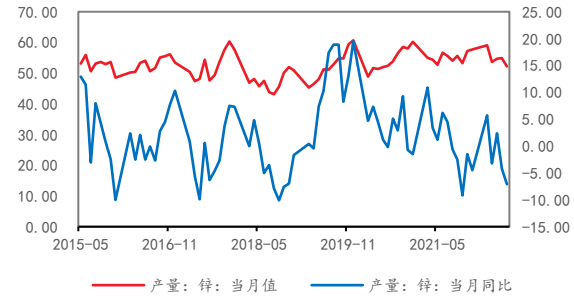
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 19：锌升贴水



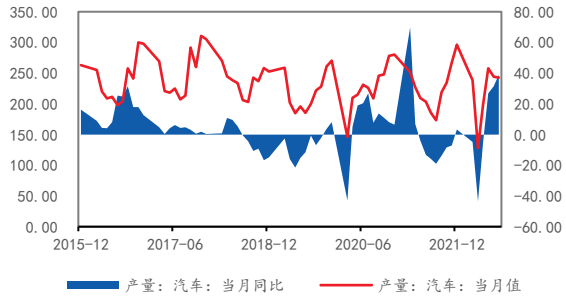
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 20：锌产销变化



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 21：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 旺季来临 现实需求面临考验

上周螺纹周度表观消费 294 万吨，环比上升 72 万吨；上周全国建材日均成交量 16.5 万吨，环比上升 2.07 万吨。从现实需求上来看，节后钢市恢复较好，下游施工特别是基建项目复工较快，大部分地区好于去年同期时间。根据百年建筑调研数据现实，截至 2 月 21 日（二月初二），全国 12220 个工程项目开复工率为 86.1%，较 2 月 14 日（正月廿四）提升 9.6 个百分点，农历同比提升 5.7 个百分点。

尽管今年节后目前下游复工复产速度较往年快，但上周现实需求回升幅度有所放缓。近期期钢价格已创去年 11 月以来新高，由强预期所支撑的价格逻辑将迎来考验，但在旺季需求真正到来前，强预期仍无法被证伪，而情绪仍将继续主导近期钢价。

从情绪上来看，近期钢市受海外宏观数据影响。2 月 24 日，美国 1 月核心 PCE 物价指数现实同比上涨 4.7%，较预期 4.3%高，这加大了交易者对美联储加息的高点更高及时间更长的预期。美联储下个月加息 50 个基点的可能性在增加，美元指数大幅反弹，国内的乐观情绪也收到影响。

今年钢市的主要逻辑较为清晰，即近年需求最差的时段已经过去，我国经济将逐步复苏，楼市也随之好转。钢价自去年 11 月以来，由强预期支撑已有较大幅度的反弹，而进一步的上升则需现实需求的配合。

2 需求复苏在曲折中前行

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。

从周度高频数据来看，近两个月来地产销售端正在回暖，但具有明显的结构性失衡，一二线城市与其他城市在出现分化，需求复苏的程度仍待考证。

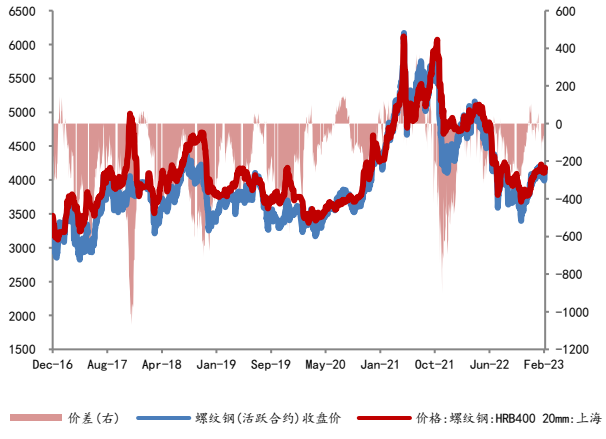
3 小结

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。

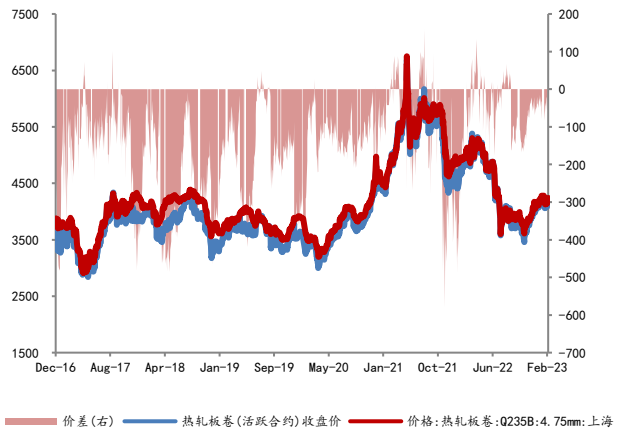
4 钢材期货现货数据

图表 22：螺纹期现价差



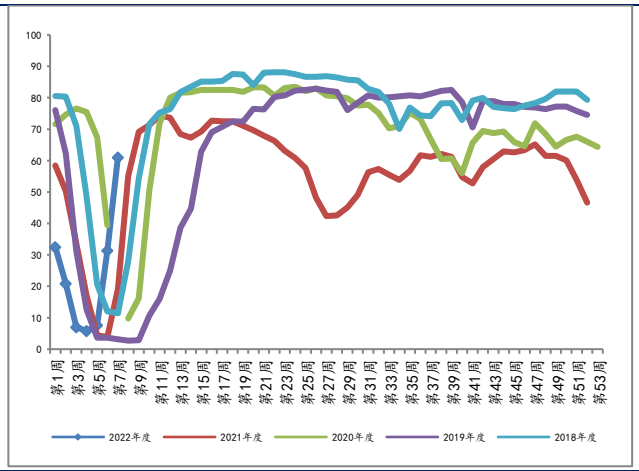
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 23：热卷期现价差



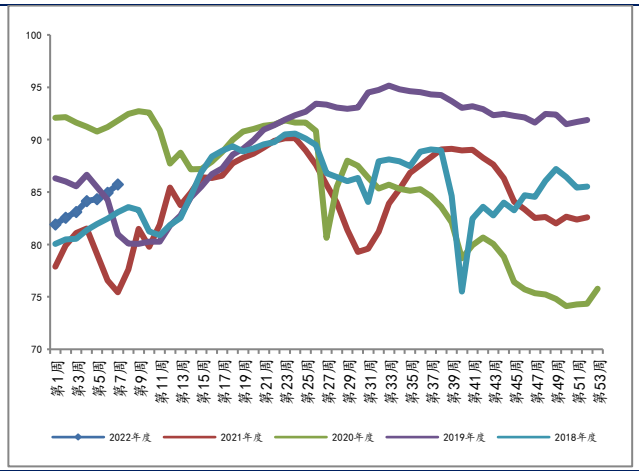
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 24：85 家独立电弧炉钢厂：开工率：中国（周）



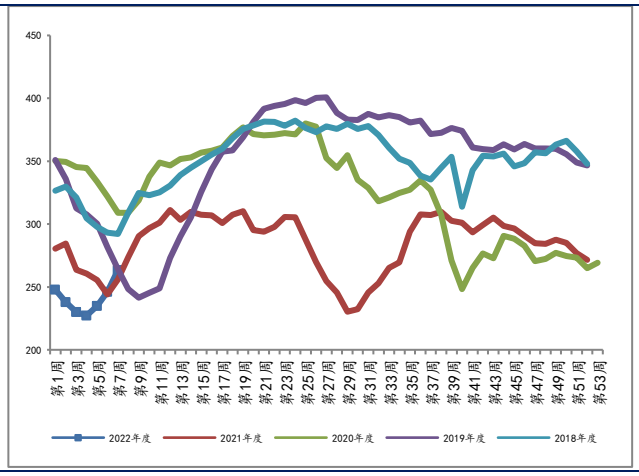
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 25：247 家钢铁企业：高炉产能利用率：中国（周）



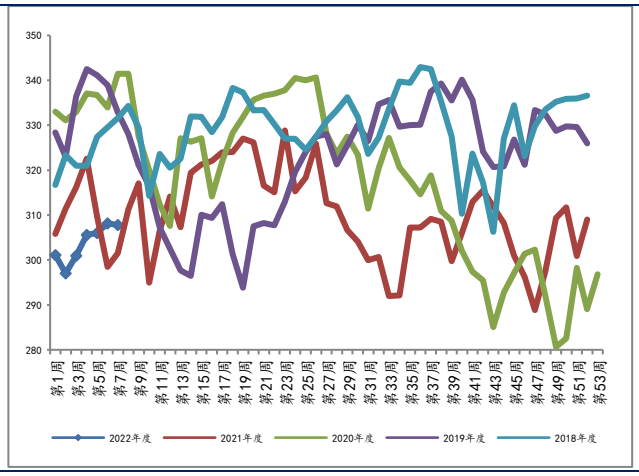
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 26：螺纹钢：建筑钢材钢铁企业：实际产量（周）



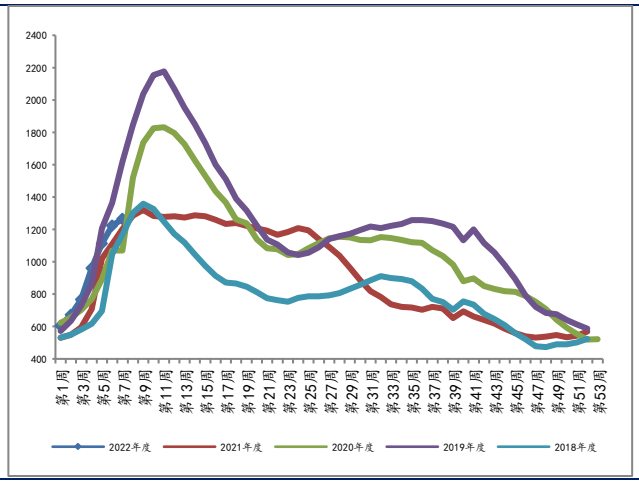
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 27：热轧板卷：钢铁企业：实际产量：（周）



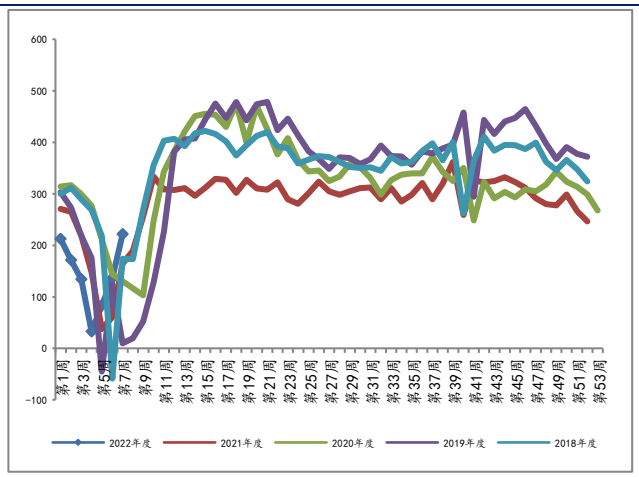
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 28：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 29：铜精炼费



资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

原油

1 供应损失不及预期

类似去年俄乌战争发生之初，本次俄罗斯宣布减产对于原油市场供应端也造成了一定预期差。尽管西方针对原油和成品油贸易实施制裁，但俄罗斯近几个月的油品产量和出口要比预期好得多。

统计数据显示，2023 年 1 月俄罗斯原油产量仅略低于俄乌战争前 16 万桶/日，同期俄罗斯原油出口量甚至环比有所回升。西方能源机构普遍认为，在欧盟对俄罗斯制裁落地后，俄罗斯油品供应将受运力影响而回落，但船运数据显示制裁效果暂且有限。因此，EIA 将 2023 年俄罗斯原油供应预期上调 40 万桶/日，IEA 也将一季度俄罗斯供应预期上调了 50 万桶日，俄罗斯实际供应削减力度或将低于此前的预期。

2 俄油出口数据强劲

俄罗斯宣布将在 3 月减产 50 万桶/日，但目前实际出口不降反升，是造成短期原油市场回调的主因。油轮追踪数据显示，上周俄罗斯原油出口量激增 26%，这固然有上期低基数的因素，但波罗的海、黑海以及远东地区的所有出口终端出货量的确达到了数周以来新高，四周平均值也呈上升趋势。尤其是亚洲地区表现出惊人的购买力，每天大约有 320 万桶原油流向中国、印度、土耳其和其他未知目的地，创下自 2022 年初以来的最高记录。具体来看，中国重新开放后新增的需求很大程度上由俄罗斯的供应来满足，印度则将俄罗斯原油及精炼后的油品转手销往欧洲。

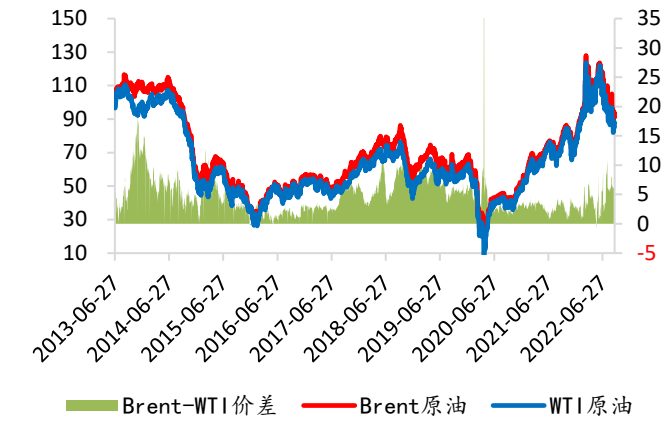
全球原油市场仍然维系大致的紧平衡格局，主要参与各方不发生重大变故的前提下，目前未观察到新的因素能将市场推离这样的自稳状态，因此油价大概率仍将高位震荡拉锯。

3 加息周期仍将延续

除了当前国际原油市场供应相对充足外，外界普遍预期美联储仍将延续加息以遏制通胀，从而打压了经济和需求前景，这是近期油价下挫的另一原因。

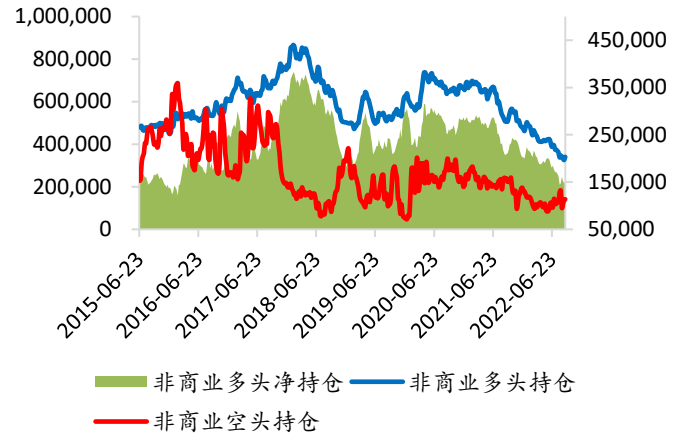
回顾我们在年报中所述，美联储加息是压制油价的一项重大长期性因素。众所周知，近年来美联储货币政策的制定最主要参考两项指标：代表经济和就业状况的非农数据，和反映通货膨胀水平的 CPI。最近公布的美国经济数据显示，美国失业率尚可而通胀仍远高于 2%的目标水平，这意味着美联储仍具有足够的空间和决心提高借贷成本，外界猜测在接下来 3 月和 5 月的 FOMC 会议上将至少有 25 个基点的升息空间。在美联储进一步收紧货币政策的预期下，可能会拖累经济表现并打压能源需求，同时提振美元走强影响原油定价。

图表 30：国际原油期货价格



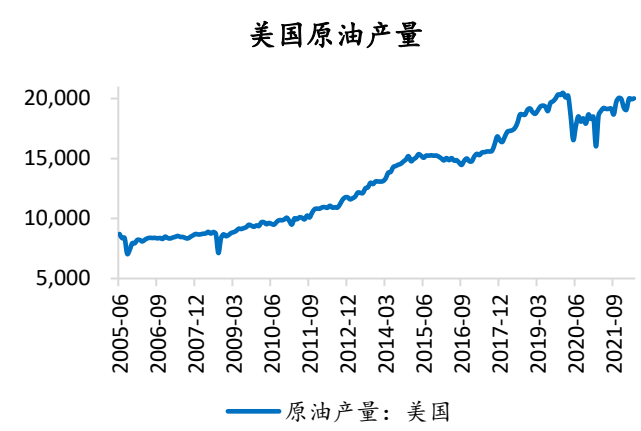
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 31：CFTC 原油期货持仓



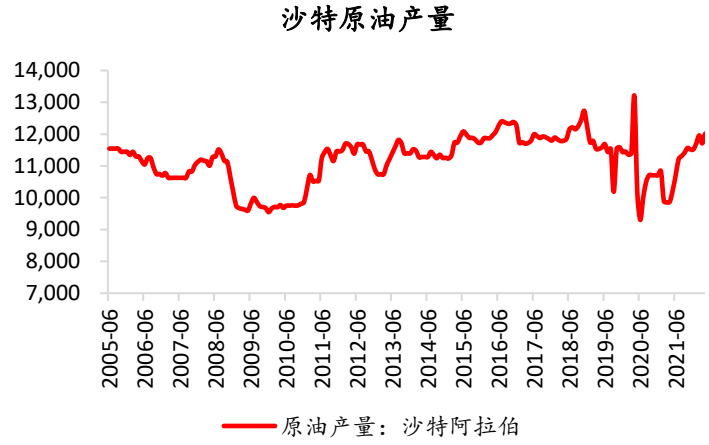
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 32：美国原油产量



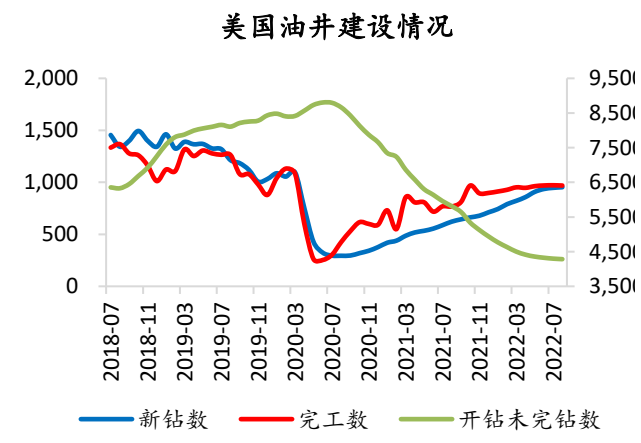
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 33：沙特原油产量



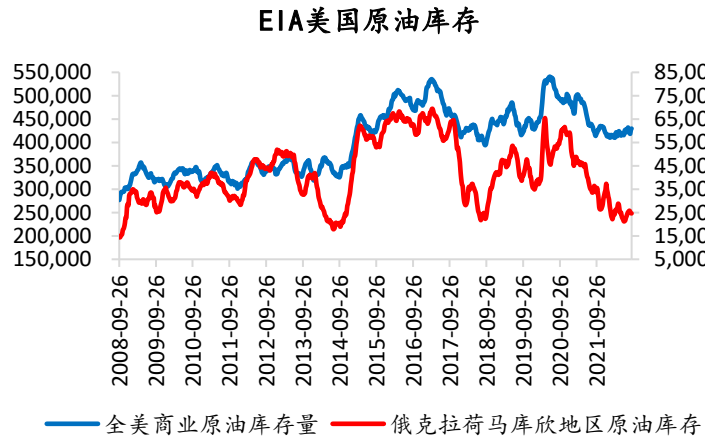
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 34：美国油井建设情况



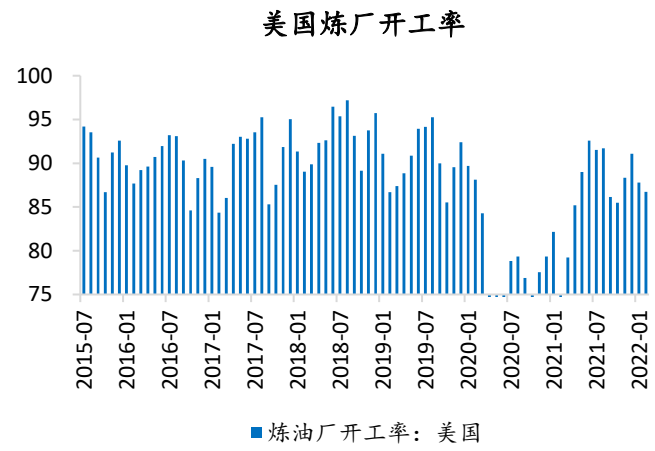
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 35：EIA 原油库存



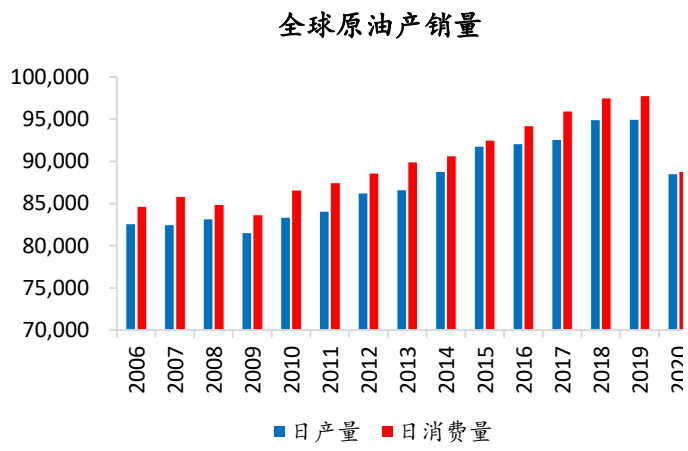
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 36：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 37：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 沙特强调尊重市场

在市场对原油供应预期莫衷一是之际，近日沙特能源大臣声明：OPEC 的原油产量政策是基于市场基本面，而不是政治偏见。这番表述的意思是，沙特领导 OPEC 做出的决定没有被政治化，成员国就原油产量水平达成一致的协议，是完全尊重市场供需关系事实的。

回顾 2022 年 11 月以来，OPEC+重新开始削减 200 万桶/日的原油产量配额，并对欧美的批评进行一系列辩护和回击；而最近在俄罗斯宣布 3 月减产之后，OPEC+联盟亦声明不打算因此改变其产量目标。关于西方对俄罗斯原油及油品制裁一事，OPEC 选择暂时维持其产量政策不变，对供应端变化采取观望态度。OPEC 仍会稳定限产的主线，在必要时可以灵活调整其配额。

事实上，主要产油国原油产量下降及储备产能不足，或将是今明两年全球原油市场面临的最大问题，更应该担心未来是否有足够的供应而非需求。从这个角度上看，当前国际油价重心稳定在相对合理的位置。

5 OPEC 上调需求预测

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。

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 弱势磨底泡沫挤出

天然橡胶虽反复弱势磨底，但每逢低位亦要看到修复机会。

自疫情防控全面优化调整以后，2023 年稳经济成为全国发力的主旋律，多地政策方向中基建和物流依然在列。随着基建工程和物流运输的逐渐恢复，轮胎行业尤其是全钢胎或将有转机。今年春节过后，轮胎企业开机启动时间相较近年有所提前，轮胎开工率明显迅速回升。终端汽车市场争取 2-3 月销量开门红，长期以来轮胎成品高库存的状况出现松动，产业链下游有效去库将对原料采买形成提振。

此外经过前期大跌，目前沪胶盘面处于历史偏低的估值水平，炒作经济复苏预期的泡沫很大程度已经被挤出，至于修复性反弹的潜在空间和持续时间，则主要取决于需求边际转暖的节奏。

2 大势复苏变数犹存

虽然 2023 年初期沪胶延续筑底的弱势局面，但中国经济复苏是大势所趋，将拉动内需增长，也包括天然橡胶需求预期向好。

从近期轮胎行业数据的恢复性增长，以及春节后成品库存高位回落，在新增供应压力有限的本轮割胶年度，偏下游需求主导的橡胶轮胎产业链将获得有效提振。然而应该意识到，全球尤其欧美仍面临长期的温和衰退，难免对国内复苏进程造成干扰，橡胶行业自身供需矛盾仍积重难返，每逢胶价上涨过高亦会遇到较大阻力。

此外，近年来，大宗商品市场对于宏观事件和货币政策等做出的反应相对迅速而强烈，鉴于全球经济和金融市场环境存在诸多不确定性，天然橡胶这类金融属性较强的品种应对外部环境影响保持高度关注。

综上来看，未来天然橡胶价格整体或将呈中低区间上的震荡走势，以当前绝对估值底部作为参考，后市胶价小幅回升的概率偏大。

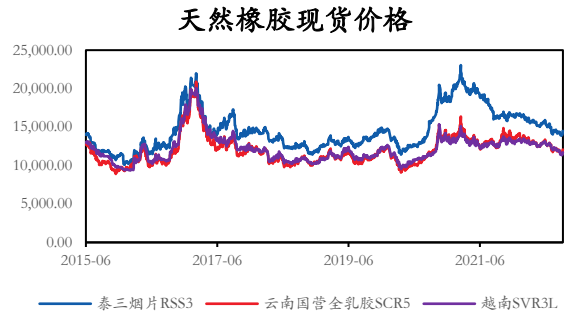
3 供应基数长期施压

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。

图表 38：天然橡胶现货价格



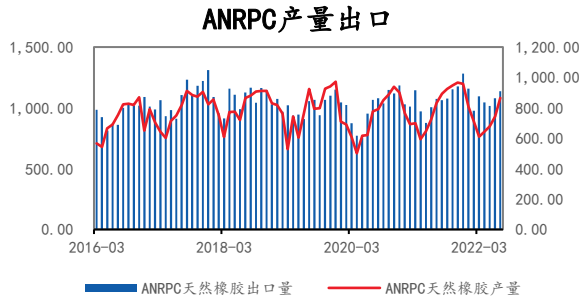
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 39：合成橡胶价格



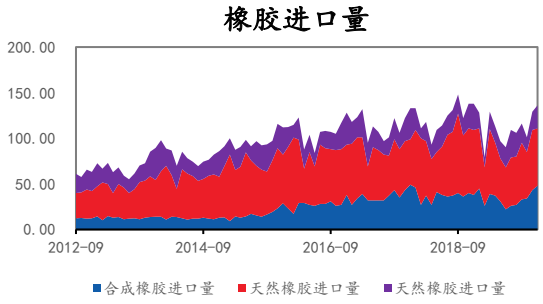
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 40：ANRPC 产量出口



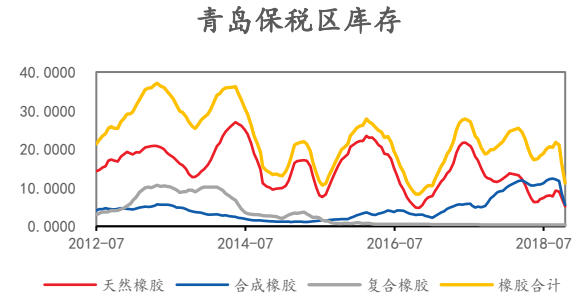
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 41：橡胶进口量



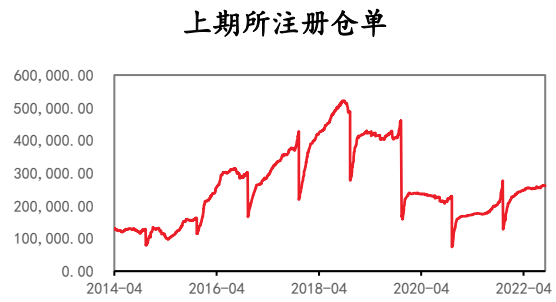
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 42：青岛保税区库存



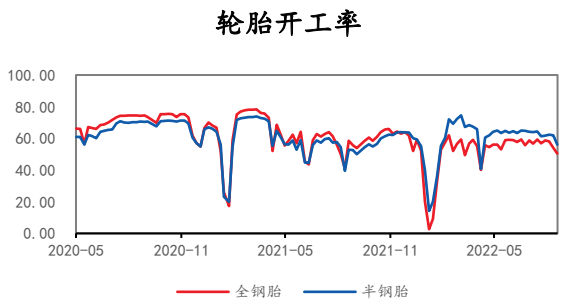
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 43：上期所注册仓单



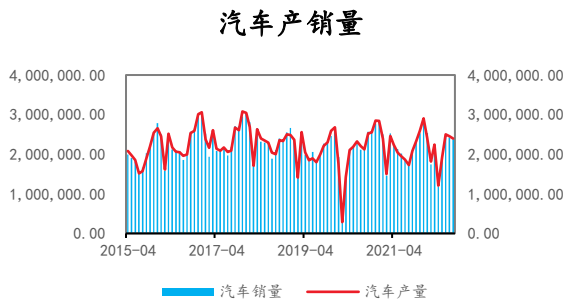
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 44：轮胎开工率



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 45：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 估值低位关注反弹

站在目前沪胶的相对位置而言，鉴于房地产行业的政策信号明显，对大宗商品市场形成一定提振，橡胶金融属性逐渐和基本面修复形成正向共振之势。

近期下游轮胎企业复工复产加速，轮胎开工率已经恢复到节前水平，理论上对橡胶的直接需求正在持续好转。然而终端依旧未见起色，现货交投买气不足，青岛保税区延续小幅累库节奏。橡胶产业链恢复的关键在于终端需求，观察未来一两个月汽车销量同环比增长情况，即内需市场的承接消化能力。

近两周的结构性筑底行情，主要是橡胶行业的实际复苏节奏与此前的乐观情绪形成了预期差，这一点已经体现在期现基差和月间价差的变动上。现在沪胶处于跌无可跌的底部，向下空间较为有限，多头信心亟待修复，其标志是深色胶库存拐点的到来。

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

美国农业部发布展望报告，预计 2023 年美豆面积保持稳定

美国农业部于 2 月 23-24 日召开年度展望论坛，该论坛上发布的供需预测显示，2023/2024 年度美国大豆供应、压榨、出口和期末库存都将同比增长。2022/2024 年度美国大豆供应预计达到 48 亿蒲，同比增加 4%。美国大豆产量预计为 45 亿蒲，同比提高 5%，主要是因为在正常天气情况下单产预计提高到 52.0 蒲/英亩。美豆种植面积与 2022/2023 年度持平，为 8750 万英亩。从需求来看，受美国油粕需求增长，生物燃料原料价格高企影响，美国大豆压榨量预计达到创纪录的 23.1 亿蒲。美国农业部二月论坛会对新年度美豆主要供需指标做出初步评估，有一定参考意义，但此次报告对市场的影响力远不及三月底基于调查做出的种植意向报告。

阿根廷大豆减产预期犹存，美豆保持高位运行

受极端天气影响，阿根廷大豆产量再遭下调。布宜诺斯艾利斯谷物交易所本周四发布最新报告显示，阿根廷大豆产量预计为 3350 万吨，低于该机构此前预估的 3800 万吨。罗萨里奥谷物交易所表示，阿根廷农业遭受的干旱为过去 60 年来最严重。目前阿根廷极端天气仍未有明显改善，不排除机构继续调减该国大豆产量。尽管阿根廷每年直接出口的大豆数量并不高，但阿根廷作为全球最大的豆粕和豆油生产国，该国大豆严重减产，将波及全球豆粕和豆油供应，成为近期市场关注的重点，CBOT 大豆期货市场也因此维持高位运行状态。

马来西亚棕榈油出口形势好转

受 1 月份印度需求大幅下降和中国春节放假等因素拖累，马来西亚 1 月棕榈油出口大幅下降。马来西亚棕榈油局(MPOB)发布的报告显示，该国 1 月棕榈油出口量仅为 114 万吨，较去年 12 月降幅高达 23%，为近 9 个月来最低水平。进入 2 月份，随着中国需求回升以及印尼调整棕榈油出口政策，马来西亚棕榈油出口形势得到明显改善。近日，三家调查机构 ITS、Amspec Agri 和 SGS 陆续公布马来西亚 2 月 1-20 日棕榈油出口数据，较上月同期增幅分别为 33.1%、27.7%和 8.83%，均较 2 月 1-15 日有较大提高。目前距离穆斯林斋月还有一个月时间，消费旺季的集中备货将继续提振马来西亚棕榈油出口，从而为支撑棕榈油价格维持偏强运行。

印尼收紧棕榈油出口政策，马来西亚棕榈油出口受益

印尼是全球最大的棕榈油生产国和出口国，该国频繁调整棕榈油出口政策，对全球棕榈油贸易和价格有显著影响。2 月初，印尼相关部门表示，该国将在 4 月底之前冻结部分棕榈油出口许可，以消化出口商从去年底开始积累的大量出口配额。美国农业部下属的海外农业服务局对此发布评估报告称，如果印尼政府冻结三分之二棕榈油出口，预计未来三个月将有 40 万—80 万吨印尼棕榈油将被禁止进入国际市场。此外，印尼政府将 2 月 16-28 日毛棕榈油参考价设定在每吨 880.03 美元，高于 2 月 1 日-15 日的每吨 879.31 美元。根据这一参考价，印尼在此期间的毛棕榈油出口关税为每吨 74 美元，出口专项税为每吨 95 美元，此前这两项税分别每吨 52 美元和 90 美元。印尼收紧棕榈油出口政策并上调棕榈油出口关税，有助于提升同处竞争地位的马来西亚棕榈油的出口。

2 国内豆类市场分析

消费预期回暖，棕榈油价格重心随成本提高

全国三大油脂库存互有增减，整体保持平稳。据机构统计的数据显示，截至 2023 年 2 月 17 日，全国重点地区棕榈油商业库存约 96.11 万吨，较上周减少 1.9 万吨；全国重点地区豆油商业库存约 78.59 万吨，较上周减少 0.46 万吨；华东菜油库存 14.43 万吨，较上周增加 1.85 万吨。随着近日全国各类学校陆续开学，油脂现货需求回暖信号进一步加强。与此同时，受马盘棕榈油价格反弹影响，国内进口棕榈油成本连续攀升。据测算，2 月 21 日进口棕榈油到岸价为 1005 美元/吨，进口成本价为 8265 元/吨，达到近七周高点位置。由于国内棕榈油供应完全依赖进口，因此成本是影响国内棕榈油市场的重要因素之一，在成本上升后，棕榈油期货价格重心随之抬高。

需求不振，豆粕现货跌至半年新低

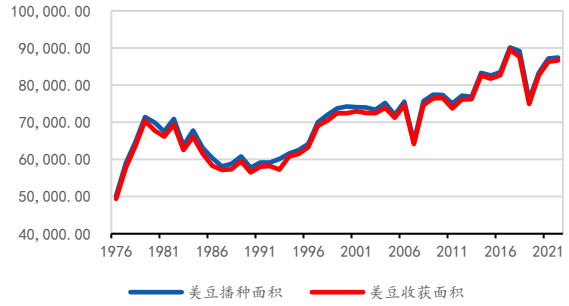
受国内养殖产品在春节前集中出栏影响，春节后一段时间通常为豆粕需求淡季。2 月份国内生猪价格持续下行，养猪业陷入深度亏损，养殖企业千方百计降低成本，蛋白粕减量替代再获重视，豆粕需求呈现快速下降态势。据统计，截至本周五，国内沿海豆粕报价多运行在 4340-4520 元/吨之间，触及近半年低点，各地现货市场多呈现量价齐跌现象。在美豆维持高位运行以及国内部分油厂相继发布停机计划后，豆粕现货市场跌势不止，足见当前国内养殖需求之弱。此外，从船期跟踪来看，尽管 2-3 月国内大豆到港量不高，但预计从 4 月开始，随着巴西大豆发运能力提升，国内进口大豆供应形势将明显好转。远期供应保持宽松预期，令油厂挺粕动力下降。

3 油脂油料市场展望

美豆因阿根廷减产预期而保持抗跌状态，但随着巴西大豆丰产预期不断兑现以及收割提速，新的供应压力正在削弱资金对阿根廷大豆减产的炒作力度。国内豆粕市场遭遇需求滑坡，供大于需令油厂无力挺价，全国豆粕现货均价已跌至近半年低位。4 月份将迎来进口巴西大豆到港高峰期，国内远期进口大豆供应形势好转也阻碍豆粕期货上行。豆粕基差连续收敛，期货市场对现货的指引作用有望进一步趋强。国内豆粕市场与美豆同步性下降，跟跌不跟涨现象有望延续。油脂市场跟随外盘震荡回升，但品种间因供需差异而出现明显分化，豆油和棕榈油走势强于菜籽油。在油脂板块反弹至震荡区间上沿附近后，市场反弹动力有所减弱，需注意获利回吐压力，关注国内需求变化，可保持区间震荡思路适量参与油脂期货交易。国内豆一期货在反弹至 5600 元/吨时出现分歧，由于缺乏内在消费支撑，要想继续开拓上行空间，仍需要政策面给与新的利多支持。

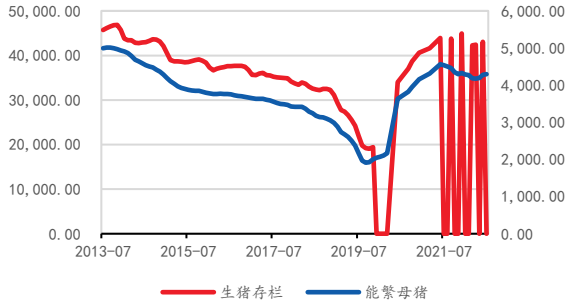
4 油脂油料市场主要数据

图表 46：美国大豆种植收获面积



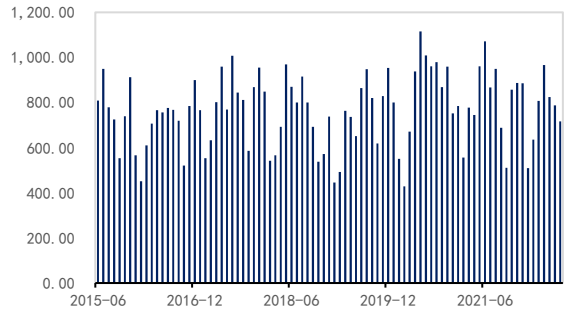
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 47：国内生猪存栏量



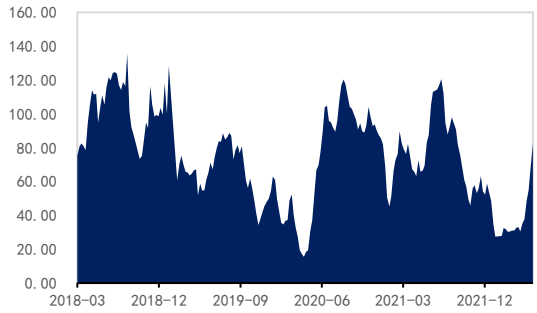
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 48：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 49：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