中金财富期货策略周报（2023 年第 7 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：当前宏观经济处在修复加速的阶段，且短期内难以出现较大的扰动因素，因此短期内工业品市场仍将维持震荡偏强的走势。随着十年期美债收益率回升到 4%上方，预计其向上的空间也已经不大。整体看工业品市场面临的环境依然较好，且确定性较强，继续关注工业品调整之后的买入机会。

股指期货：尽管 PMI 超预期回升透露经济主体活力明显修复，但政府工作报告并未透露强刺激信号，同时美联储加息步长重回 50bp 的风险仍在，市场风险偏好内部提振有限，外部扰动依旧，市场仍未脱离整体震荡行情的范畴。策略上看，调整后仍可买入，但是追高存在风险。

铜：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。受秘鲁抗议活动影响，供给端风险仍存。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。下游需求在高价抑制下表现不佳，下游采购十分谨慎，整体消费跟进乏力，叠加沪铜库存保持累积态势加上进口铜清关到国内，导致低库存支撑价格减弱，铜价上涨乏力，价格或仍表现为震荡，预计价格区间 66000-71000 元/吨，不宜追高。

锌：海外法国炼厂复产导致欧洲炼厂复产的预期增加。锌冶炼厂减产，据 SMM 调研，目前曲靖部分炼厂考虑在 3 月提前检修，其他炼厂或小幅减产 10-20%左右，预计限电带来的影响量在 5000-6000 吨/月，其他地区炼厂目前暂无限电减产的通知，锌冶炼企业开工率回升及高利润驱使下的矿产锌高负荷生产有望带动精炼锌产量同比转正增长，锌锭供应产出或继续不及预期。节后下游复工，开工率大幅上升，但地产销售仍难见起色，开发商资金短缺或限制下游后续开工。两会召开在即，市场多以观望情绪为主。

钢材：第十四届全国人民代表大会在北京正式召开，其中政府工作报告中提出了今年发展主要预期目标——国内生产总之增长 5%左右。该目标相较往年低，但考虑到目前的国内外宏观环境，5%左右增速目标较为务实，实现的可能性大。从上周钢市周度数据来看，螺纹产量及供给都处于较快的上升阶段，库存也较往年提前进入了去库的阶段，市场对钢市旺季需求普遍看好。

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：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，市场的关注点逐渐从南美转向新季美豆种植。美国农业部在二月展望论坛中初步预计 2023 年美豆面积稳定在 8750 万英亩，在单产保持正常的情况下，美豆产量有望同比增加 5%。美国农业部 3 月底将正式发布 2023 年大豆种植意向报告，该报告对新季美豆生产的指导作用更强，因而受关注的程度更高。国内豆粕现货市场遭遇需求困境，各地价格连跌不止。随着进口巴西大豆陆续到港，远期供应形势更为宽松，豆粕期货市场对现货市场的指引作用变强，短期价格可能维持震荡下行态势。油脂市场受外盘棕榈油的影响程度在提升，品种间因供需差异而走势出现分化。其中国内豆油市场受美豆下跌影响，主动反弹能力可能受限，棕榈油仍是油脂板块的风向标，并有望继续强化油强粕弱的运行节奏。豆一期货因缺乏内在消费支撑，5 月合约在 5600 元/吨附近遭遇较强阻力，技术上调整节奏尚未结束，可继续等待买入时机。

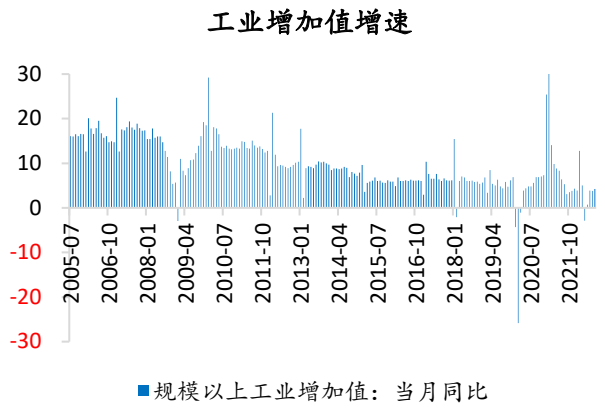
目 录

经济复苏 乐观情绪仍将支配市场 ..... - 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 内需回升较快 外需无明显变化 ..... - 7 -
3 流动性：短期流动性明显缓解 ..... - 8 -
4 宏观策略 ..... - 8 -
5 股指期货市场分析 ..... - 8 -
铜 ..... - 11 -
1 铜：影响因素 ..... - 11 -
2 结论 ..... - 12 -
3 铜期货现货数据 ..... - 12 -
锌 ..... - 14 -
1 锌：影响因素 ..... - 14 -
2 总结 ..... - 15 -
3 锌期货现货数据 ..... - 15 -
钢材 ..... - 16 -
1 旺季来临 现实需求面临考验 ..... - 16 -
2 需求复苏在曲折中前行 ..... - 16 -
3 小结 ..... - 17 -
4 钢材期货现货数据 ..... - 17 -
原油 ..... - 19 -
1 供应波兰管道关停 ..... - 19 -
2 俄油实际大量流通 ..... - 19 -
3 短期库存差强人意 ..... - 19 -
4 内外宏观预期迥异 ..... - 21 -
5 多空均衡缺乏指引 ..... - 21 -
6 相对高位震荡走廊 ..... - 21 -
天然橡胶 ..... - 23 -
1 供需两弱等待验证 ..... - 23 -
2 回归平衡筑底企稳 ..... - 23 -
3 现货抗跌消耗库存 ..... - 23 -
4 国内产能保持稳定 ..... - 25 -
5 历史经验阶段弱势 ..... - 25 -
6 超跌修复逢高空配 ..... - 25 -
油脂油料：美豆止跌回升，国内豆类市场粕强油弱 ..... - 27 -
1 外部豆类市场分析 ..... - 27 -
2 国内豆类市场分析 ..... - 27 -

3 油脂油料市场展望 ..... - 28 -
4 油脂油料市场主要数据 ..... - 28 -
免责条款 ..... - 30 -

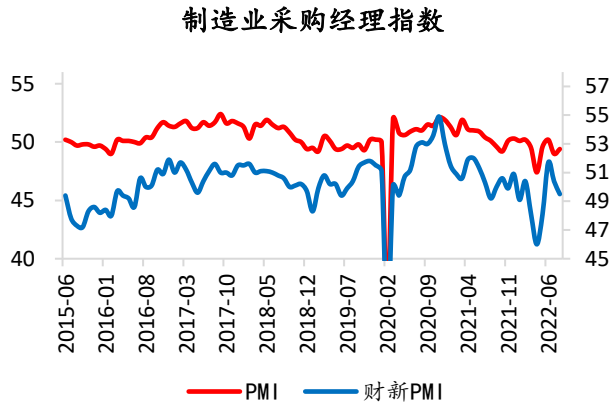
重要经济指标概况

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



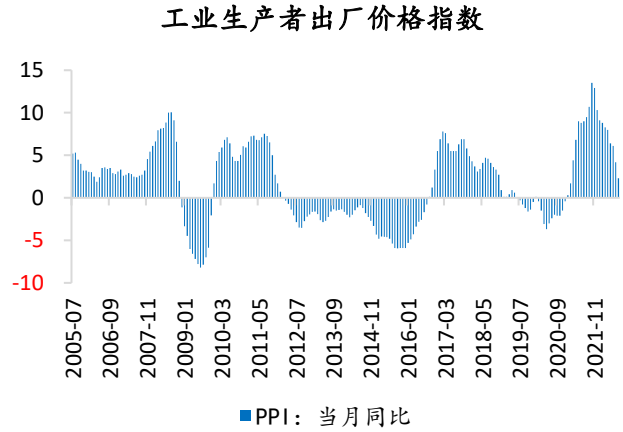
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 3：中国居民消费价格指数



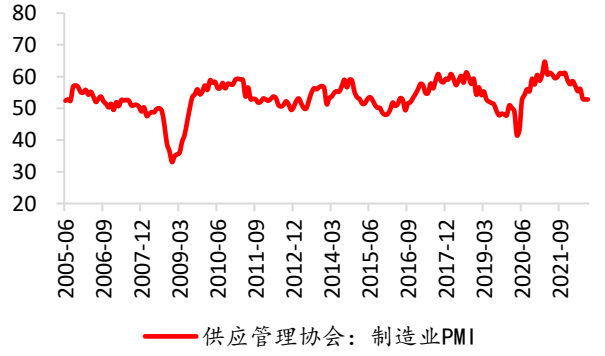
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 4：中国工业生产者出厂价格指数



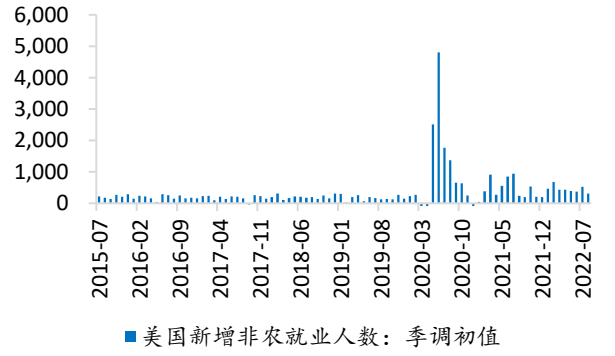
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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

经济复苏 乐观情绪仍将支配市场

随着 2 月 PMI 数据的公布，宏观经济回升的动能进一步得到验证，商品市场呈现震荡偏强的走势。从结构上看，内盘定价的工业品走势偏强，如黑色系等品种；外围定价的品种由于所处位置较高，加上欧美加息导致的外需相对较弱，维持偏震荡的走势。

经济继续向上 短期内上行动能无虞

2 月疫情影响与节假日因素消退，我国经济修复加速向好。制造业 PMI 环比上升 2.5pct 至 52.6%，录得 2012 年 5 月以来最高值。非制造业 PMI 环比上升 1.9pct 至 56.3%。制造业与非制造业景气度均连续第二个月位于扩张区间。

随着企业生产活动全面正常化，制造业修复动能增强，产需两端景气度均显著提升。在生产端，2 月生产指数超季节性因素大幅提升 6.9pct 至 56.7%，时隔五个月重返扩张区间。在需求端，新订单指数环比提升 3.2pct 至 54.1%，连续第二个月位于扩张区间；出口订单指数环比大幅提升 6.3pct 至 52.4%，自 2021 年 5 月以来首次位于扩张区间。

非制造业商务活动指数环比提升 1.9pct 至 56.3%，连续第二个月位于扩张区间，录得 2021 年 3 月以来最高值，建筑业与服务业景气度均持续改善。一方面，节后重大项目开工建设，基建等投资活动维持高景气；另一方面，服务消费场景全面恢复，假日消费余温及出行类消费反弹持续提振服务业修复动能。建筑业景气度仍处扩张区间，基建投资仍是重要支撑。建筑业经营活动指数提升 3.8pct 至 60.2%，持续位于高景气区间；节假日等季节性因素消退，春季各类工程集中开复工，土木工程经营活动指数 65.4%，环比大幅提升 22.1pct，重返扩张区间。房地产景气度提升 1.9pct 至 50.4%，自 2021 年 5 月以来首次位于扩张区间。服务业景气度持续回升。服务业经营活动指数环比提升 1.6pct 至 55.6%，位于 2020 年 12 月以来的最高点。生产性和消费性服务业经营活动指数分别提升 3.5pct、2.4pct 至 58.2%、58.3%，连续第二个月位于扩张区间。出行类消费需求反弹，带动各类运输业及住宿业复苏，道路、航空和铁路运输业经营活动指数分别提升 21.6pct、4.9pct 和 0.7pct，住宿业经营活动指数大幅提升 16.2pct。服务业从业人员指数为 48.7%，环比上升 3.2pct，但仍位于收缩区间。

1-2 月经济处于复苏状态，呈现逐渐加速的态势，那么未来几个月会怎么表现呢？3-4 月，预计复苏仍会延续。一方面，从高频读数来看，无论环比还是同比，预计都会向上。环比而言，经济的季节性规律决定着 3-4 月的状态好于 1-2 月。例如，螺纹钢表观消费，3-4 月好于 1-2 月。同比而言。去年 3 月开始，疫情加剧，带来偏低的基数。另一方面，经济仍有三个动能（稳增长政策两会后加快落地、限额以下消费改善、高能级城市地产销售改善）驱动着经济向上。而，经济的下行风险，如外需再下一个台阶、政策收缩、财政后劲不足等，目前尚难看到。

图表 7：PMI 中生产和新订单指数情况



资料来源：wind，中金公司

美债收益率再度上行对市场影响可能有限

2 月以来，美债收益率快速攀升，上周再度突破 4%大关。催化剂主要包括：基本面上看，软着陆和通胀反弹信号加强，加息预期升温，带动债券收益率走高。技术面上看，美债前期涨幅可观，长短端倒挂程度持续加深，在加息周期未走完背景下，下行空间受阻，对利空更为敏感。如果从美联储态度上，近期多次提及近期流动性不紧反松的担忧，同时对股债双杀一定默许，市场对政策缺乏期待。

目前市场再度关注利率的终点，对于未来走势判断，由于加息终点大概率在 5-5.5%区间，且可能停留一段时间，短期美十债收益率仍有冲破前高 4.3%的可能，但中长期来看，加息趋于尾声，关注美债收益率届时触顶后大类资产的配置价值。

我们认为美股是情绪的风向标之一。对于美股和国内市场，本轮美债收益率上行的冲击相对弱化。一方面，本轮利率上行，有超跌反弹的情况存在，且尚未冲破前高，对情绪的冲击不如去年。另一方面，通胀回落只是速度存疑，大方向暂时可以保证。

建议密切关注美国劳动力市场，这是判断美联储政策走向的核心。

2 月经济数据发布后，市场的通胀预期开始向美联储观点调整，市场认为，如果服务业通胀持续高位，CPI 翘尾因素和房租项的下行压力有可能被对冲掉。如果美国失业率在 2023 年底未反弹至 4%上方，那么核心 PCE 仍将位于 3.5%以上的高位，联储将会继续保持加息动作并维持较高利率水平，目前市场就在对此情形对之前对通胀下行过于乐观的情形进行修正。疫后美国经济的系统性变化干扰了我们对周期性的判断，但时薪增速与职位空缺的高位回落表明周期性因素开始发挥作用，一旦周期性因素占上风美国失业率将快速回升，届时联储会很快调整政策信号，预计这一时机出现在 Q2 末到 Q3 初。

预计工业品仍将震荡向上

当前宏观经济处在修复加速的阶段，且短期内难以出现较大的扰动因素，因此短期内工业品市

场仍将维持震荡偏强的走势。随着十年期美债收益率回升到 4%上方，预计其向上的空间也已经不大。整体看工业品市场面临的环境依然较好，且确定性较强，继续关注工业品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	3 月 2 日	刘鹤调研集成电路企业并主持召开座谈会	发展集成电路产业必须发挥新型举国体制优势，用好政府和市场两方面力量	集成电路是现代化产业体系的核心枢纽，关系国家安全和中国式现代化进程。
	3 月 3 日	欧央行行长拉加德：只有在通胀率保证在 2%的情况下，才可能降息	欧央行纪要：担心过度加息的危险为时过早	欧元区 2 月核心通胀超预期上行，同比初值 5.6%，创纪录新高
数据	3 月 3 日	财新服务业 PMI 55	新订单增速创两年来最高纪录	连续两个月处于扩张区间。企业信心轻微回落，但仍保持强劲
	3 月 3 日	美国 2 月制造业 PMI 改善，物价支付指数超预期大幅走高	美国 2 月 Markit 服务业 PMI 升至 50.6，创 2022 年 6 月份以来新高	就业分项指数终值升至 51.5，创 2022 年 9 月份以来终值新高
事件	3 月 5 日	政府工作报告提出今年发展主要预期目标	国内生产总值增长 5%左右	城镇新增就业 1200 万人左右；居民消费价格涨幅 3%左右；粮食产量保持在 1.3 万亿斤以上

资料来源：中金财富期货研究所

2 内需回升较快 外需无明显变化

工业增加值回升。2 月制造业 PMI 上升至 52.6%，创十多年新高。春节后半钢胎等开工率明显回升且超过去年同期。我们预计 1-2 月份工业增加值同比增长 2.5%，较 12 月份 1.3%回升。

零售明显恢复。去年底防疫政策放开后，消费经历短期疫情冲击后逐步恢复。春节期间，商务部监测的零售和餐饮企业销售额同比增长 6.8%。春节后主要城市地铁客运量明显回升且超过去年同期水平。我们预计 1-2 月份零售同比增长 5%，较 12 月同比增速 1.8%进一步回升。

投资增长总体平稳。根据百年建筑网调查，全国 1 万多个工程项目今年春节后开复工慢于往年，春节后第三周第四周恢复至高于去年同期水平，但仍然低于 2021 年同期。1、2 月份，土木工程建筑业 PMI 先降后升，两个月均值和过去两年基本持平。我们预计 1-2 月份固定资产投资累计同比增长 3%，和 12 月单月同比增速 3.1%基本持平。

出口仍面临下行压力。2 月份制造业 PMI 出口订单指数回升至 52.4%。韩国公布今年 1-2 月出口累计同比下降 12.1%，跌幅较 12 月 10.1%扩大。我们预计 1-2 月出口同比下降 9%，进口同比下降 9%，贸易顺差 997 亿美元。

通胀总体回落。1 月 CPI 同比增速受春节错位影响明显上行。2 月以来食品价格总体回落，核心 CPI 可能也会季节性回落。我们预计 2 月 CPI 同比增长 1.6%左右，较 1 月 2.1%明显回落。2 月制造业 PMI 购进价格指数回升 2.2 个百分点至 54.4%，出厂价格指数回升 2.5 个百分点至 51.2，PPI 环比可能回升。但 PPI 去年 2 月基数较高，预计同比增速从 1 月-0.8%回落至-1%左右。

信贷可能继续同比多增，社融同比增速可能回升。2 月份以来票据融资利率维持高位。我们预计 2 月新增贷款 1.4 万亿元左右，超过去年同期约 1.2 万亿水平。根据 Wind 统计，2 月以来政府债券净融资高于去年同期。我们预计 2 月新增社融 2.2 万亿元，高于去年同期约 1.2 万亿元规模；存量社融同比增速从前月 9.4%回升至 9.7%；M2 同比增速从前月 12.6%回升至 12.8%。

3 流动性：短期流动性明显缓解

为维护市场流动性平稳，央行在上周一（2 月 27 日）和周二（2 月 28 日）均进行了大额资金投放，单日净投放规模分别为 660 亿元和 3310 亿元。资金价格在周一、周二均出现了大幅上涨，银行间隔夜回购利率一度走高至 2%上方。周三（3 月 1 日）开始，由于跨过月末，央行开始逐步回笼市场流动性。周三至周五（3 月 3 日）资金净回笼规模分别为 1930 亿元、2270 亿元、4520 亿元。资金利率也在持续走低，银行间隔夜回购利率于周五已经回落至 1.25%附近，7 天期回购利率也稳定在 2%附近。3 月流动性压力主要来自政府债供给、缴准两个方面，潜在流动性缺口预计在 1 万亿左右。银行一季度信贷投放动能较强，MLF（中期借贷便利）大概率延续超量续作，不排除后续降准的可能性。资金价格方面，资金利率料向政策利率回归。

市场情绪看，情绪较为谨慎。因为当前市场预期未来资金利率上行，同业存单利率定价偏高。目前国股行 1 年期存单利率高于 MLF 利率。国有大行 1 年期同业存单发行利率上行 2BP 至 2.75%，股份行 1 年期同业存单发行也上行 2BP 至 2.76%。当前利率互换合约隐含的利率持续走高，当前已基本与 2021 年年中相当。FR007 互换利率已经来到 2.45%，创 2021 年 7 月以来的新高。

4 宏观策略

当前宏观经济处在修复加速的阶段，且短期内难以出现较大的扰动因素，因此短期内工业品市场仍将维持震荡偏强的走势。随着十年期美债收益率回升到 4%上方，预计其向上的空间也已经不大。整体看工业品市场面临的环境依然较好，且确定性较强，继续关注工业品调整之后的买入机会。

5 股指期货市场分析

指数创反弹新高

本周两市继续上行，主要指数均创反弹以来新高，其中沪深 300 周+1.71%，上证 50 周+1.72%，中证 500 周+0.78%，中证 1000 周+0.33%

本周初，北向资金在美元走强，人民币回落的情况下承接上周后期的净流出态势，不过这一情况自周三起出现逆转，连续三个交易日回补“加仓”，北向资金上周累计成交 4215.77 亿元，成交净买入 66.19 亿元。

上周蓝筹板块表现强势，中国特色的估值体系影响较大。今年国资委提出将按照“一利五率”指标考核，聚焦“一增一稳四提升”目标，其中重点强调“中央企业利润总额增速高于全国 GDP 增速”、“对标世界一流企业企业价值创造行动”、“加大科创工作和产业升级”，二级市场可以参考“利润增长”、“估值对标”、“科创升级”三条线索。目前上证 50 之中，央国企市值占比高、估值水平偏低：市值占比方面，央企（45%）>地方国企（24%）>民营企业（16%）>公众企业（15%）；市净率估值方面，民营企业（4.2x）>地方国企（3.7x）>公众企业（1.1x）>央企（0.9x）。随着 “估值对标”世界一流企业，国企改革或为支撑今年上证 50 上升的重要利好。

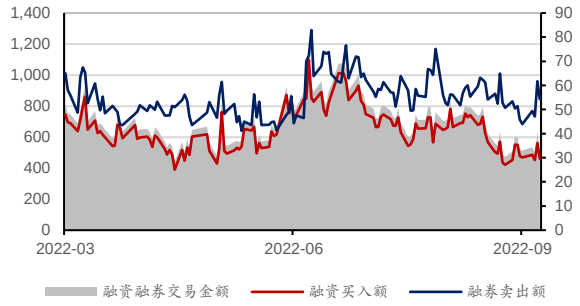
调整后仍可买入 但是追高存在风险

2 月 PMI 大幅改善。春节后返乡人员陆续复工复产，生产、新订单较快提升，生产略强于消费。就业有望明显改善，从业人员指数首次回升至荣枯线上方。国内大部分地区已经完成疫情达峰退坡，服务业 PMI 进入 55%以上高景气区间。值得关注的是小型企业 PMI 回升至荣枯线之上，预示着市场微观主体活力明显修复。

政策下国企价值存在回升的空间。国企 PB 估值折价约 48%，地产链折价更多。汽车交运、和地产链条的国企相对同行业非国企估值折价 40%-50%，国有资产估值水平有较大提升空间。国企全球估值比较来看，A 股整体 PB 明显溢价，但国企相对溢价小，且国企轻工、社服、石化、公用折价 50%-90%。

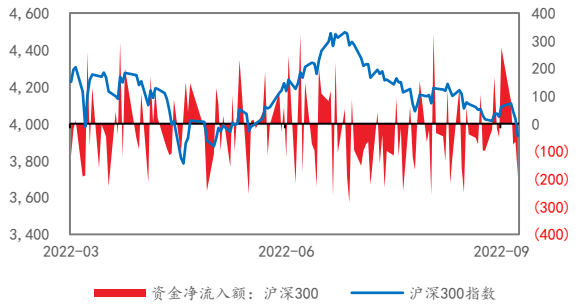
展望后市，尽管 PMI 超预期回升透露经济主体活力明显修复，但政府工作报告并未透露强刺激信号，同时美联储加息步长重回 50bp 的风险仍在，市场风险偏好内部提振有限，外部扰动依旧，市场仍未脱离整体震荡行情的范畴。策略上看，调整后仍可买入，但是追高存在风险。

图表 9：融资融券数据图



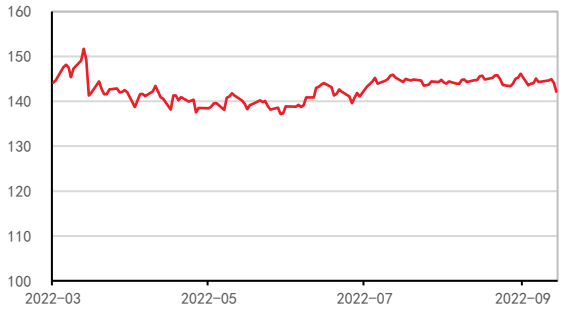
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 10：合约持仓和市场表现



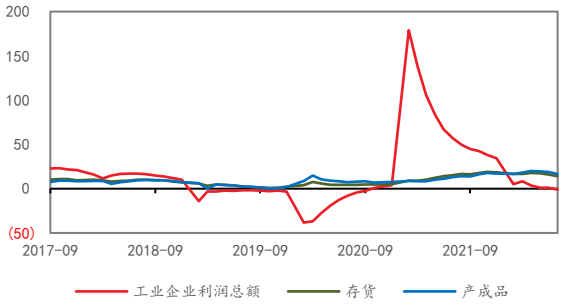
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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

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。

受益于消费复苏，发力于新兴领域

1 月铜材开工率处于淡季，年后有望陆续恢复。据百川盈孚统计，1 月铜材产量为 216.4 万吨，环比上涨 2.76%，同 比上涨 4.46%。1 月铜材行业整体开工率为 41.15%，环比下降 24.48 个百分点，同比下降 33.64%；主要系年前疫情影响以及 2023 年春节放假较早。

2022 年我国电网工程投资完成额为 5012 亿元，同比增长 1.2%。“十四五”期间，国家电网计划投入 3500 亿美元(约合 2.23 万亿元)，推进电网转型升级，意味着 2023-2025 年中国电网投资仍有巨大增幅空间，进而促进对铜的需求

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

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。受秘鲁抗议活动影响，供给端风险仍存。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。下游需求在高价抑制下表现不佳，下游采购十分谨慎，整体消费跟进乏力，叠加沪铜库存保持累积态势加上进口铜清关到国内，导致低库存支撑价格减弱，铜价上涨乏力，价格或仍表现为震荡，预计价格区间 66000-71000 元/吨，不宜追高。

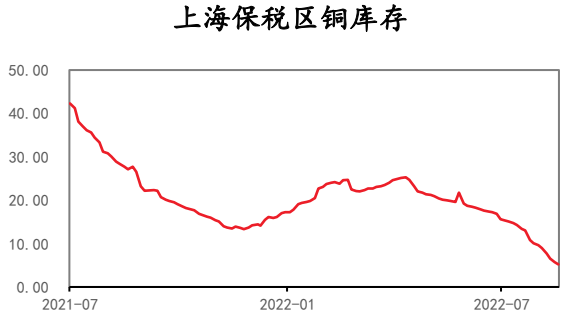
3 铜期货现货数据

图表 13：长江有色铜价



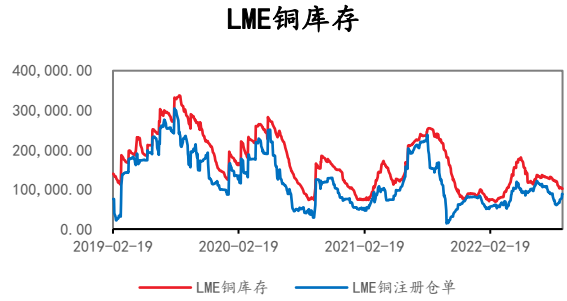
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 14：上海保税区铜库存



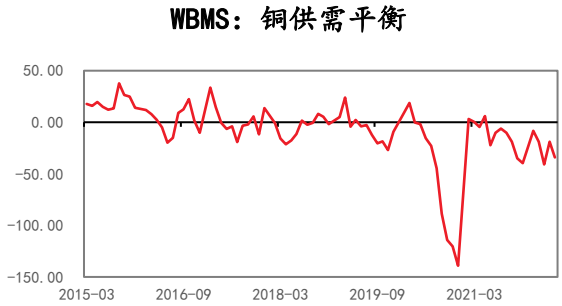
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 15：LME 铜库存



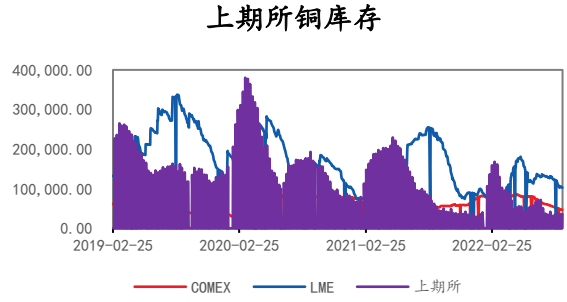
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 16：WBMS 供需平衡



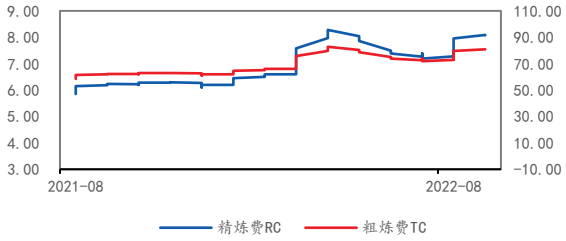
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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%。

高利润下炼厂维持高产量

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，2 月国内精炼锌产量环比减少 0.96 万吨至 50.16 万吨，同比去年增加 4.42 万吨或 9.43%。1-2 月累计产量预计为 101.28 万吨，同比增长 3.68 万吨。2 月国内炼厂除湖南部分炼厂检修外，其他地区炼厂基本稳定生产，整体锌冶炼厂开工率预计环比进一步抬升。新投产方面，河南金利目前已经日产 300 余吨，运行产能已经几乎逼近设计产能。江西思远 目前试生产初期，日产量较低。

下游初端节后恢复超预期

需求方面，下游观望情绪浓厚，消费受到一定抑制。另外，精废杆价差仍利好再生铜杆消费，但从再生铜杆企业了，订单却并不理想。无论是精铜杆还是再生铜杆，消费都略显无力，可见终端消费之一般，预计短期内精铜杆行业开工率将保持较低水平。

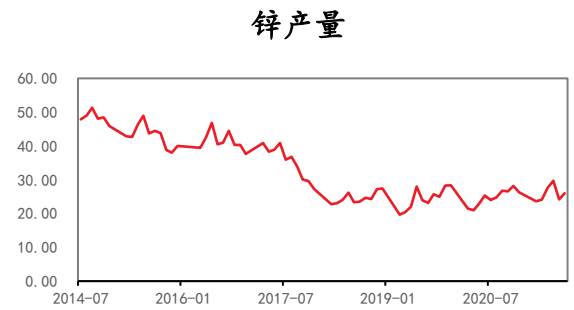
终端项目开工环比明显回升但低于去年同期，其中基建项目开复工情况要好于地产；汽车板块 2 月乘用车零售销量 135 万辆，环比增加 4.3%，1-2 月合计 264 万辆，较去年同期下滑 20%以上，这与近期下游反映新订单不足相吻合，消费的回升力度非常弱，要注意旺季实际需求偏弱的可能性。家电板块也将跟 随地产修复。不过，目前下游初端企业尚未完全复工，消费启动或至元宵节后，库存延续季节性增加。

2 总结

海外法国炼厂复产导致欧洲炼厂复产的预期增加。锌冶炼厂减产，据 SMM 调研，目前曲靖部分炼厂考虑在 3 月提前检修，其他炼厂或小幅减产 10-20%左右，预计限电带来的影响量在 5000-6000 吨/月，其他地区炼厂目前暂无限电减产的通知，锌冶炼企业开工率回升及高利润驱使下的矿产锌高负荷生产有望带动精炼锌产量同比转正增长，锌锭供应产出或继续不及预期。节后下游复工，开工率大幅上升，但地产销售仍难见起色，开发商资金短缺或限制下游后续开工。两会召开在即，市场多以观望情绪为主。

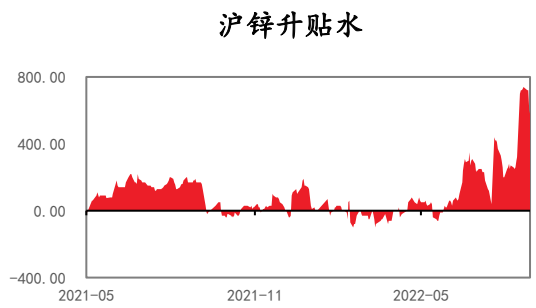
3 锌期货现货数据

图表 19：锌产量



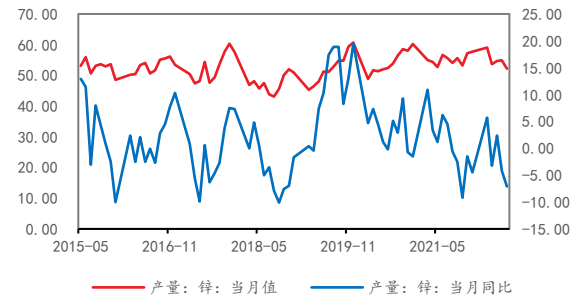
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 20：锌升贴水



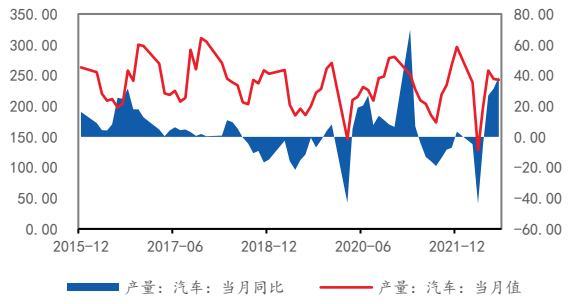
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 旺季来临 现实需求面临考验

上周螺纹周度表观消费 309.39 万吨，环比上升 15.71 万吨；上周全国建材日均成交量 17.4 万吨，环比上升 0.9 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，但环比来看，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，两会提出 2023 年整体经济目标，其中 GDP 增速 5%左右，该值为近年来最低目标，引发了投资者对经济恢复难度及力度的担忧。理性来看，该目标虽相较往年低，但考虑到目前的国内外宏观环境，5%左右增速目标贴近务实，实现的可能性大。

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。

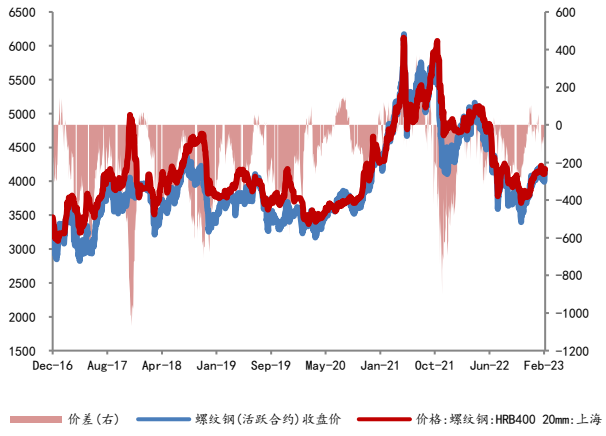
3 小结

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、政策或将与基本面达到共振，年内钢价高点或同时出现。

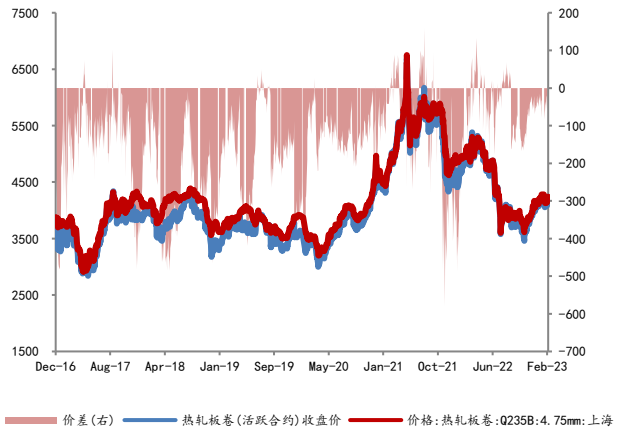
4 钢材期货现货数据

图表 23：螺纹期现价差



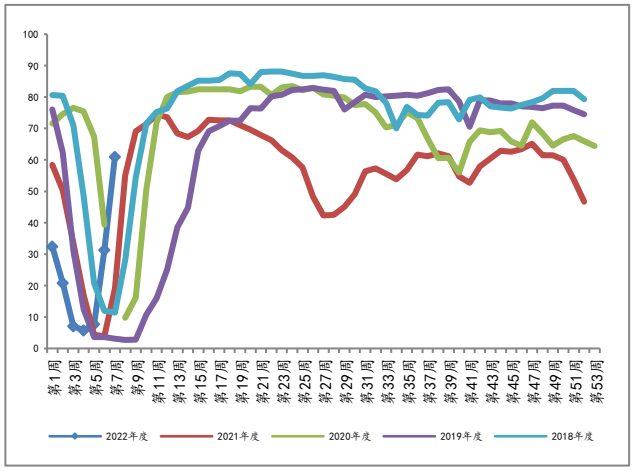
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 24：热卷期现价差



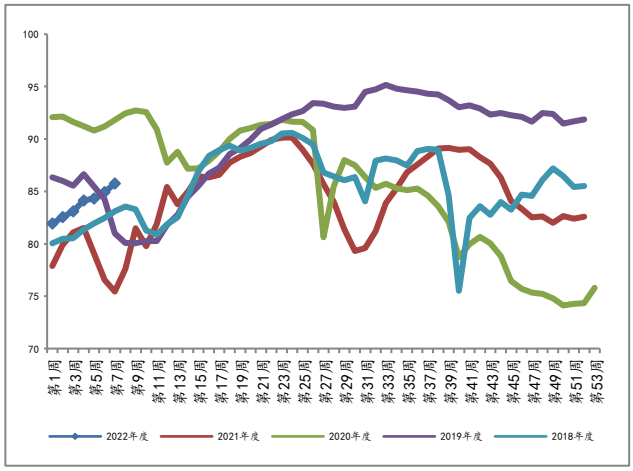
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 25：85 家独立电弧炉钢厂：开工率：中国（周）



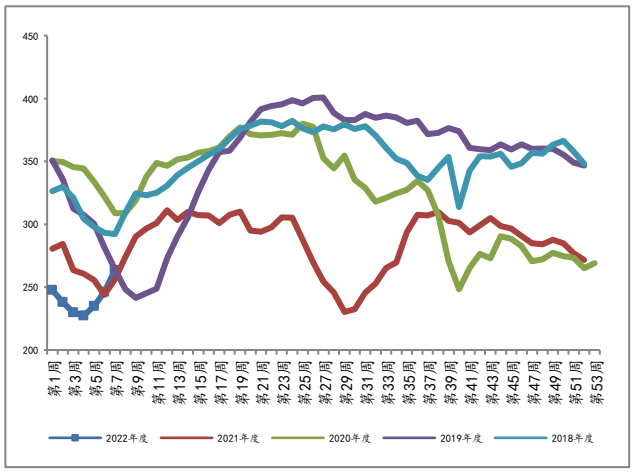
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 26：247 家钢铁企业：高炉产能利用率：中国（周）



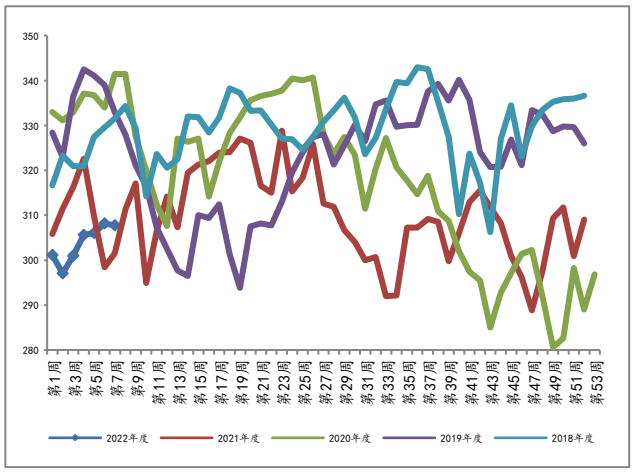
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 27：螺纹钢：建筑钢材钢铁企业：实际产量（周）



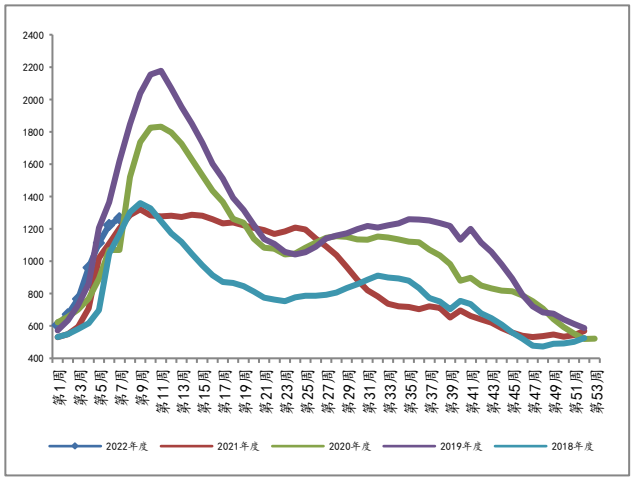
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 28：热轧板卷：钢铁企业：实际产量：（周）



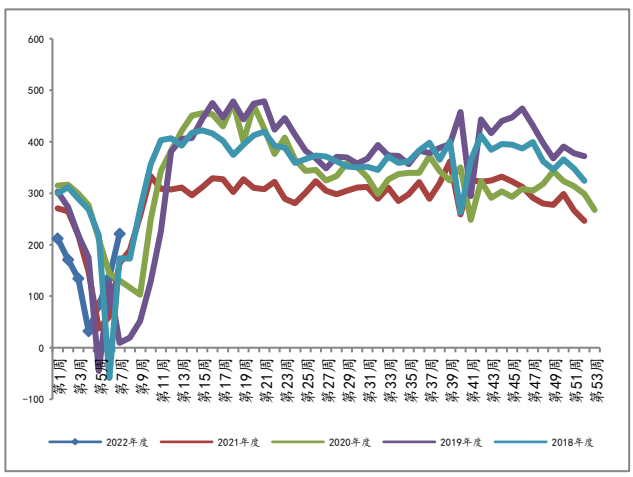
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

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 供应波兰管道关停

据报道，俄罗斯已经停止通过 Druzhba 输油管道向波兰提供原油，该事件重新引发市场对欧洲能源问题的关注。该条输油管路起点在俄罗斯西南部萨马拉州，北线经白俄罗斯通往德国和波兰，南线经乌克兰通往捷克、斯洛伐克和匈牙利。波兰奥伦石油公司表示，俄罗斯已经停止对波兰的原油供应，但该国只有 10%的原油来自俄罗斯，将向北海、中东或美湾等其他渠道寻求替代。欧盟对俄罗斯能源制裁的对象为海运出口原油及制品，但由于匈牙利等成员国的坚持，通过输油管道出口的原油得到豁免。波兰充当援乌急先锋的角色，俄罗斯原油禁售意在敲打欧洲对俄乌战争的干预。

尽管经过一年多时间，欧盟对俄罗斯原油的进口依赖度已经极大降低，但供应紧张和成本上升仍造成困扰。我们认为，在产能不足和地缘紧张的背景下，国际油价看跌的空间是有限的。

2 俄油实际大量流通

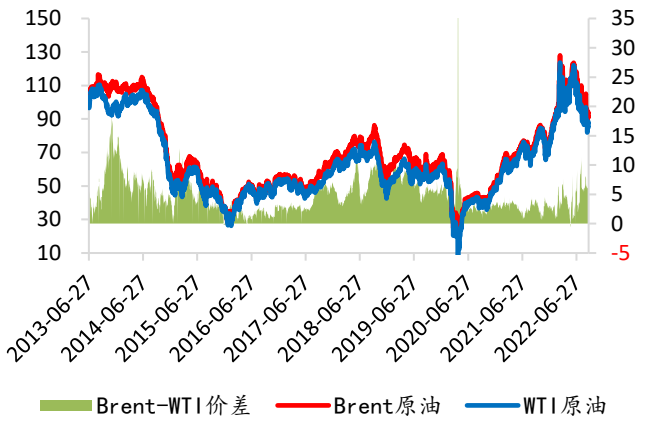
除了停止通过管线向波兰输送原油外，俄罗斯计划在 3 月将其西部港口的石油出口量削减达 25%，超过了此前宣布的 50 万桶/日的减产幅度。但与此反差鲜明的是，当前国际原油现货市场似乎供应充足。有迹象显示，全球海上漂浮的油轮中存有大量俄罗斯出口的原油和成品油，浮仓库存情况远高于外界预期。

另一方面，欧盟在俄乌战争爆发一周年之际通过了第十轮对俄制裁方案，但就目前而言，西方实施的限价令并没有完全奏效。在对俄罗斯出口原油实施价格上限后，俄罗斯从出售原油中获得的收入并没有遭受明显损失。俄罗斯石油泛滥加剧了现货市场上的隐性库存，也许全球原油实际供需平衡状态较三大机构统计略为宽松，但假若原油供应出现过剩时，预计 OPEC 将采取减产手段以限制油价下跌。

3 短期库存差强人意

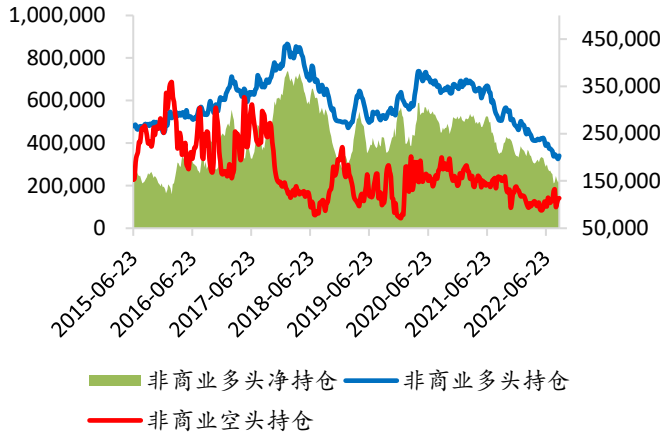
相较此前数周，美国 EIA 短期报告差强人意，令国际油价在摇摆中企稳反弹。美国能源信息署（EIA）数据显示，截至 2 月 24 日当周，美国商业原油库存小幅增加 120 万桶，WTI 交割中心库欣原油库存增加 30 万桶。值得注意的是，EIA 发布的数据包括对近期原油库存的上修，这表明 EIA 不仅低估了美国原油产量，还低估了原油净进口量，甚至可能高估了炼油厂产能利用率，今年 2-3 月或将是近年来美国炼厂最长的季节性检修期。总而言之，EIA 统计的美国商业原油库存连续第十周保持增长趋势，但录得年初以来最小的周度增幅，这预示着累库节奏或已出现放缓。此外，当期美国原油出口量达到 560 万桶/日，须知页岩油革命前美国几乎没有任何石油出口，这一数字创下了惊人的历史新高。考虑到欧盟对俄制裁带来的替代性需求，总体而言原油市场上行风险略大于下行。

图表 31：国际原油期货价格



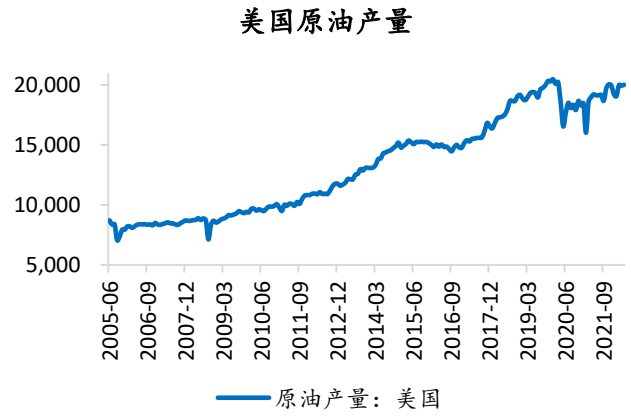
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 32：CFTC 原油期货持仓



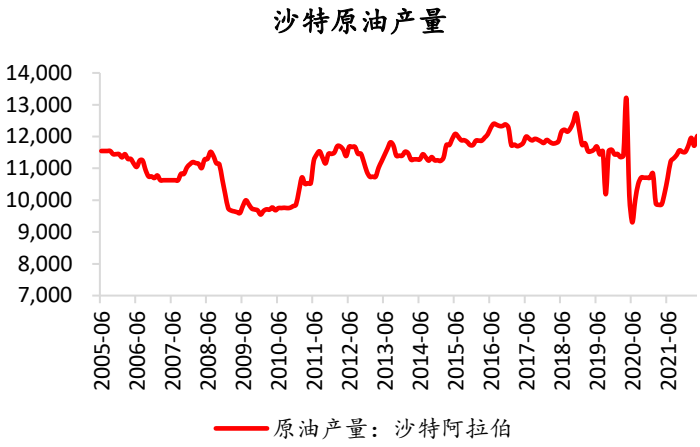
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 33：美国原油产量



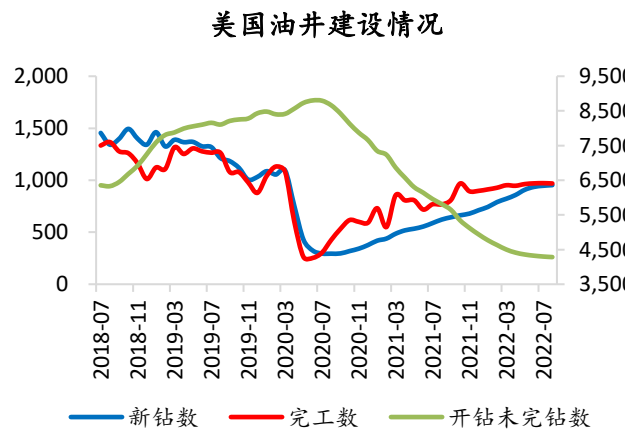
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 34：沙特原油产量



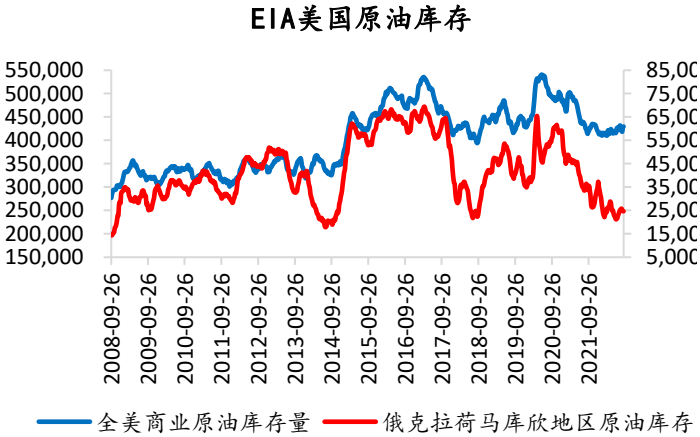
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 35：美国油井建设情况



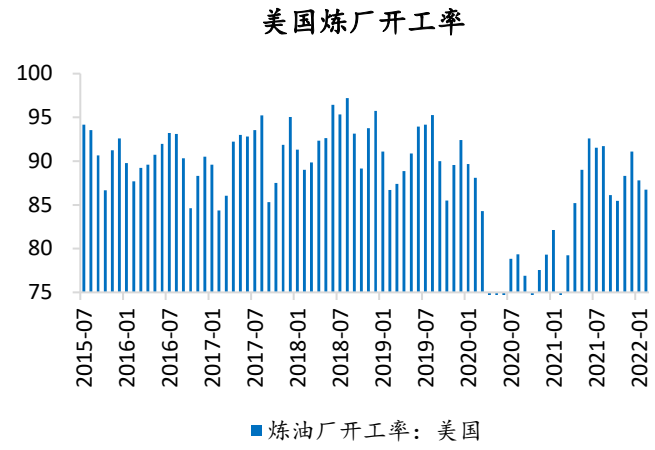
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 36：EIA 原油库存



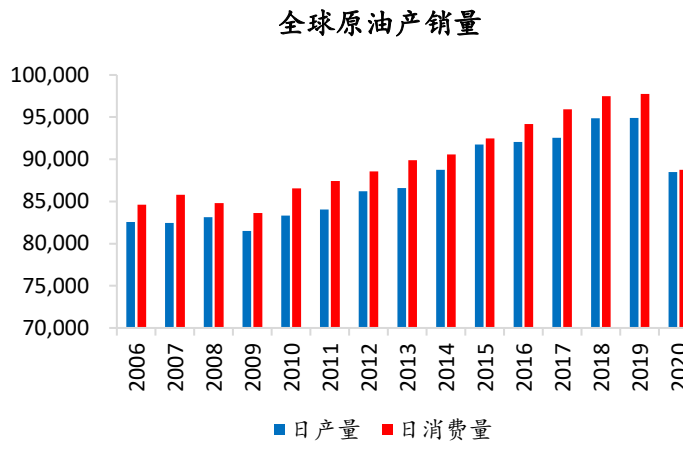
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 内外宏观预期迥异

市场押注中国经济复苏将增加原油需求，支撑油价保持在偏高的区间。最新公布的 PMI 数据验证了中国经济正全面复苏，2 月中国官方制造业 PMI 由 50.1 升至 52.6，财新制造业 PMI 由 49.2 升至 51.6，均超出此前预期，同时商业信心增强至近两年高点。实际上，随着社会生产生活逐渐恢复正常，国内制造业供应和需求都呈扩大态势。在为期三年的疫情防控优化后，全球金融市场都在期待中国经济复苏，并推高原油等大宗商品的需求。

然而另一方面，市场对美联储为首的西方央行坚持鹰派立场深感担忧，美国经济软着陆还是陷入衰退争议犹存。目前货币市场正在交易加息峰值预期，美联储将至少加息至 5.25%-5.50%的门槛，这将导致经济增长放缓和需求前景黯淡，给油价上涨限制了一个天花板。

5 多空均衡缺乏指引

目前，国际原油基本面多空交织，中短期缺乏方向性指引。

一方面，原油市场仍维持大致平衡的格局。近期市场对俄罗斯供应下降的忧虑加剧，叠加中国需求恢复的预期向好，对油价形成坚实的托底。另一方面，市场风险偏好已较前期明显降温。美国强劲的经济数据和顽固的通胀水平，加强了市场对美联储延续加息的预期，使得油价受到明显压制。整体而言，当前全球原油市场供应略大于需求，美国商业原油库存回到近两年来最高水平。

近期华尔街主流投行下调对原油价格预测，高盛估计 2023 年二季度 Brent 原油均价为 90 美元/桶，可能要到年底才能达到 100 美元/桶，下修的主要原因是俄罗斯原油退出不及预期，可能带来适度的阶段性过剩。

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 供需两弱等待验证

国内天然橡胶市场在熊市环境下陷入供需两弱的困局。

供应方面，3 月国内处于停割期，东南亚进入低产期，割胶淡季总体供应压力有限。鉴于泰国 1 月仍有较大产量，按照一个多月的船期来算，目前仍有部分进口货源体现青岛港口库存上。3 月随着到港量逐步减少，国内天然橡胶现货流通或将收紧，预计 RU-NR 价差有望继续保持缩窄。

需求方面，节后以来下游需求出现明显恢复，轮胎厂开工率基本回升至正常水平，下游订单持续上升带来原料采购需求反弹。目前轮胎厂进入产销两旺阶段，成品库存压力开始缓解，但在被新的汽车产销数据证实之前，终端消化能力或仍然有限。

库存方面，国内天然橡胶社会库存延续累库趋势，在上述供需环比改善的预期下，近期库存增幅有所放缓，但截至最新统计仍未观察到去库拐点。预计后市橡胶价格低位坚挺抗跌但反弹空间有限，仍需看到青岛港口库存的实质去化。

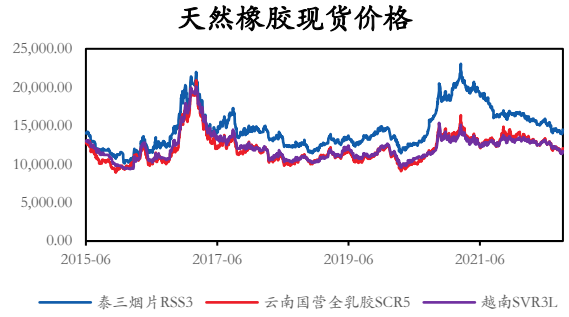
2 回归平衡筑底企稳

沪胶延续偏低位震荡局面，但底部支撑同样较为坚实。天然橡胶生产国协会(ANRPC)发布最新一期月报，统计数据显示，1 月全球天然橡胶产量估计为 132 万吨，需求量估计为 104.8 万吨；该组织预计 2023 年全球天然橡胶产量将达到 1469.3 万吨，消费量将达到 1473.8 万吨，整体维持向供需平衡回归的趋势。不过就目前来看，橡胶基本面中短期仍难有实质性好转。截至 2023 年 2 月 19 日，中国天然橡胶社会库存为 128.1 万吨，较上期增加 0.19 万吨，累库节奏有所放缓。随着国内社会经济活动逐渐恢复，中长期消费前景依然乐观，橡胶供需结构整体呈供应周期达峰而需求稳步增长的态势，预计橡胶价格会在震荡中筑底企稳。

3 现货抗跌消耗库存

天然橡胶现货市场近期表现较为抗跌，尤其是泰混、3L 等国内主要流通品种，但短时间内向上拉涨的可能性也不大。全球天然橡胶产区基本均已进入低产季，泰国北部和东北部停割、南部减产，马来西亚、印尼北部进入减产期，越南主产区处于停割期，橡胶总体产量及出口量大幅下降，将在 3 月达到一年中的最低点。下游轮胎整体开工率持续回升，原料价格低廉吸引买盘抄底意愿，对需求形成一定支撑。但终端消费复苏相对滞后，1 月中国汽车市场产销量大幅下滑，不过存在春节和疫情等因素扰动，预计三月将迎来回暖。当前橡胶供需关系暂时保持稳定，在新一轮割胶季逐步开展前，主要以消耗年前储备的库存为主，胶价若要趋势性上涨仍须终端需求的配合。

图表 39：天然橡胶现货价格



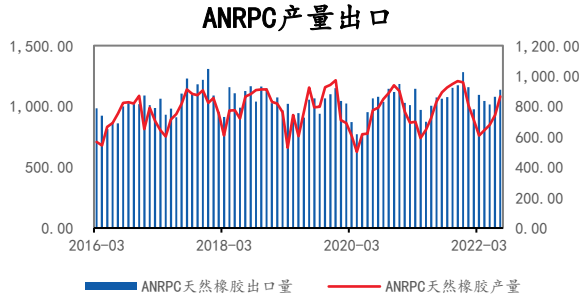
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 40：合成橡胶价格



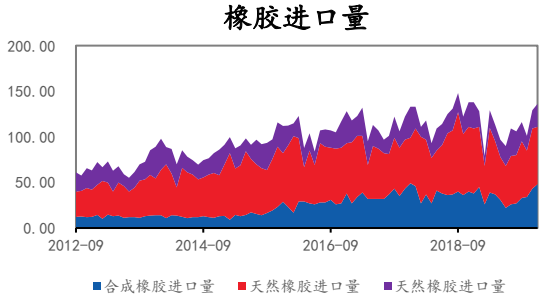
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 41：ANRPC 产量出口



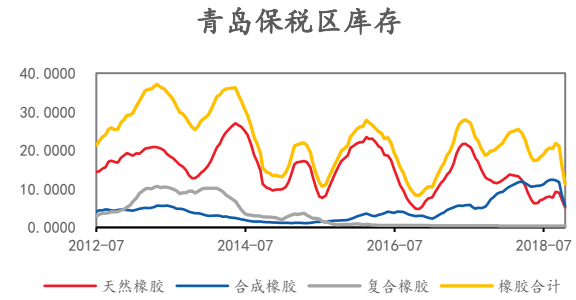
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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



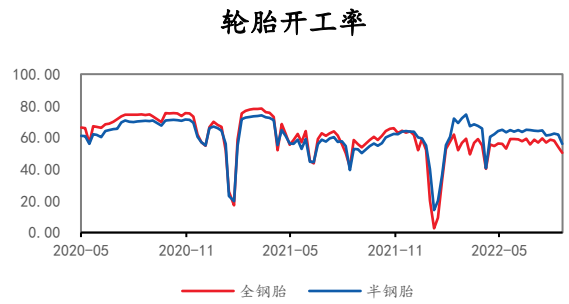
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 44：上期所注册仓单



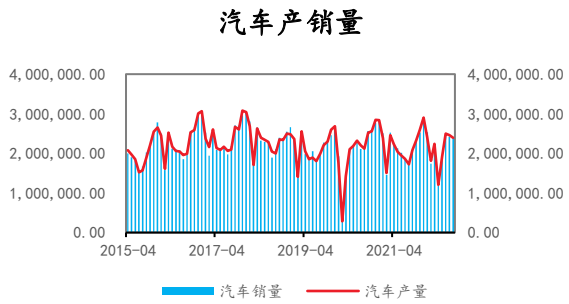
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 国内产能保持稳定

目前国内产区正处于一年中橡胶产量最低的阶段，但鉴于其四大战略物资的重要地位，因利润微薄或亏损诱发大规模去产能的可能性并不高。关注云南省关于天然橡胶上游种植业相关方案，日前云南省委农村工作领导小组办公室、省农业农村厅、省农垦局联合发布《云南省天然橡胶产业三年行动实施方案(2022—2024)》，明确到 2024 年全省天然橡胶种植面积和产量分别稳定在 850 万亩和 46 万吨以上，全产业链产值由 2021 年的 180 亿元增加到 250 亿元。

在终端消费恢复有限的同时，新一年割胶作业预计将在 4 月中下旬展开，后期供应压力也会逐步增加。国内种植面积和产能稳定的前提下，影响交割品生产的因素主要考虑天气、病虫害和原料分流等。目前橡胶供需关系仍未见实质性好转，但依托现货价格及成本支撑，长期保持筑底整理形态，逢情绪市超跌则修复回升的概率增加。

5 历史经验阶段弱势

从过去十年的历史走势来看，3 月到年中以后通常是沪胶表现阶段性偏弱的时期。虽然基本面来看，3 月是全球天然橡胶季节性低产期，但同时也存在诸多利空因素，比如国内橡胶库存高位累积，以及 4 月泼水节后逐步开展割胶作业。不过，2023 年春节后轮胎企业装置开工率持续升温，截至 2 月末国内全钢胎和半钢胎开工率分别维持在 68.89%和 73.66%，对原料橡胶的直接需求带来一定提振。中下游轮胎行业的明显恢复，有利于消化成品库存乃至一部分社会库存，为天然橡胶产业链整体带来一定的积极信号，但终端车市的显著回暖仍然需要一两个月的时间验证。预计 3 月沪胶维持低位震荡或震荡偏弱走势，万二左右继续下行的可能性不大，多头信心真正修复则有待后市终端消费的实质性改善。

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

多空分歧加剧，美豆市场剧烈震荡

2 月 28 日，受月底前商品基金了结头寸影响，CBOT 大豆期货市场出现暴跌行情，5 月大豆期货合约创下 1 月 10 日以来最低，月度跌幅超过 3%，为去年 9 月以来的首次月度下跌。随后在低吸买盘进场推动下，美豆市场止跌回升，对此前的连续下跌行情展开修正。美豆本次急跌行情表面上可解读为基金月底调仓，但实质上是资金对阿根廷天气炒作显露疲态，在巴西大豆即将兑现的供应压力下及时规避风险。从本周美豆市场宽幅震荡表现看，多空双方对当前美豆市场的分歧在加剧。

巴西大豆收割过三成，阿根廷大豆减产预期可能触底

巴西大豆实现创纪录产量已获得各方认可，咨询公司 AgRural 表示，截至 2 月 23 日，巴西农户的大豆收割工作已经完成 33%，去年同期收割进度为 43%。随着巴西大豆收割进度加快并对国际市场供应能力提升，国际买家更愿意采购成本相对偏低的巴西大豆，不利于同处竞争的地位的美豆出口。阿根廷大豆减产预期一度推动美豆价格长时间高位运行，虽然当前阿根廷大豆产区的旱情并未获得有效改善，但在此前机构的评估中，阿根廷大豆产量甚至被下调至 3450 万吨的过去 14 年来最低水平，显然阿根廷大豆产量后期被继续下调的空间已经受限。在巴西大豆增产压力下，阿根廷大豆减产对市场的影响逐渐弱化。

东南亚暴雨成灾，棕榈油生产形势不乐观

南部半岛棕榈油压榨商协会（SPPOMA）发布的数据显示，2 月 1-28 日马来西亚棕榈油产量较上月同期增加 1.9%。近期，印尼和马来西亚多地出现过度降雨，洪灾不但导致劳动力不足而削减棕榈油产量，还会使毛棕榈油品质下降并中断供应。马来西亚棕榈油局（MPOB）的月度供需报告将于 3 月 10 日公布，在较为严重的洪涝灾害影响下，马来西亚 2 月棕榈油产量可能不及预期。马来西亚气象局对该国多地发布持续降雨警告，市场担心 3 月棕榈油产量将受到较大影响。在洪涝灾害天气结束前，资金炒作情绪仍会对棕榈油盘面形成较强支撑。

印度调整葵花籽油进口关税，黑海粮食外运协议存变数

印度政府本周决定取消从 4 月 1 日开始的新财年 20 万吨毛葵花籽油免税进口配额，这是继 1 月份印度取消毛豆油免税进口配额的又一调税措施。从统计数据看，2023 年 1 月，印度棕榈油进口量出现大幅下降，而葵花籽油进口增幅超过 50%。取消葵花籽油和毛豆油的免税进口配额，将抑制印度对葵花籽油和毛豆油的进口，从而提升棕榈油的进口比例。印度是马来西亚棕榈油的最大出口市场，市场评估此次调税将使印度购买更多棕榈油以满足该国需求。此外，黑海粮食出口协议因即将到期而再获关注，俄罗斯表示只有在本国农业生产商利益得到保证下，才会同意延长该协议。俄乌葵花籽油出口量占到全球的 80%左右，该协议能否继续实施对全球植物油市场影响显著。

2 国内豆类市场分析

国内棕榈油库存维持高位，价格随成本攀升

根据分析机构统计的数据，截至 3 月 1 日，国内沿海地区食用棕榈油库存 81 万吨（加上工棕 96 万吨），周环比增加 2 万吨，月环比减少 1 万吨，同比增加 51 万吨。监测显示，3 月 1 日，马来西亚 2023 年 3 月船期 24 度棕榈油 CNF 报价 1025 美元/吨，折合到港完税成本 8575 元/吨，比国内棕榈油 2305 期货合约高 305 元/吨；2023 年 4-6 月船期棕榈油 CNF 报价 1020 美元/吨，折合到港完税成本 8450 元/吨，比 2305 合约高 180 元/吨。从本周国内棕榈油市场表现看，成本驱动十分突出。2 月份棕榈油预计到港 40 万吨，整体供应充裕。随着国内尤其是南方地区气温回升，华东、华南部分地区低度棕榈油开始替代豆油，棕榈油成交情况较 1 月份明显好转，贸易商集中补货，加之餐饮消费恢复，国内棕榈油需求预期向好，加上马来西亚棕榈油存在减产预期，短期内国内棕榈油市场跟随外盘保持震荡偏强运行节奏的概率依然较大。

国内豆粕供需双弱，豆粕基差持续收敛

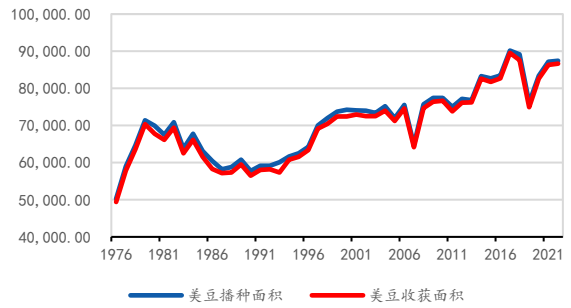
受国内养殖产品在春节前集中出栏影响，春节后一段时间内通常为豆粕需求淡季。2 月份国内生猪价格低迷，养猪业陷入深度亏损，养殖企业千方百计降低成本，蛋白粕减量替代再获重视，豆粕需求呈现快速下降态势。受大豆到港量减少影响，部分油厂降低开机率，但豆粕库存仍保持高位运行。最新的库存统计显示，截至 2 月 24 日，国内沿海豆粕库存量为 59.4 万吨，较前一周小幅增加 1.1 万吨，较去年同期偏高 29.3 万吨。与此同时，国内豆粕现货市场呈现量价齐跌现象，多地成交价格已跌至半年多低位，其中东莞豆粕最新报价已跌至 4100 元/吨，较去年 11 月 20 日的高点 5600 元/吨下跌幅度高达 1500 元/吨。尽管豆粕期货市场近期也在下跌，但跌幅不及现货，豆粕基差收敛速度出现加快势头。此外，从船期跟踪来看，2-3 月国内大豆到港量并不高，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好转。在远期供应保持宽松预期，国内豆粕市场的调整行情更具主动性。

3 油脂油料市场展望

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，市场的关注点逐渐从南美转向新季美豆种植。美国农业部在二月展望论坛中初步预计 2023 年美豆面积稳定在 8750 万英亩，在单产保持正常的情况下，美豆产量有望同比增加 5%。美国农业部 3 月底将正式发布 2023 年大豆种植意向报告，该报告对新季美豆生产的指导作用更强，因而受关注的程度更高。国内豆粕现货市场遭遇需求困境，各地价格连跌不止。随着进口巴西大豆陆续到港，远期供应形势更为宽松，豆粕期货市场对现货市场的指引作用变强，短期价格可能维持震荡下行态势。油脂市场受外盘棕榈油的影响程度在提升，品种间因供需差异而走势出现分化。其中国内豆油市场受美豆下跌影响，主动反弹能力可能受限，棕榈油仍是油脂板块的风向标，并有望继续强化油强粕弱的运行节奏。豆一期货因缺乏内在消费支撑，5 月合约在 5600 元/吨附近遭遇较强阻力，技术上调整节奏尚未结束，可继续等待买入时机。

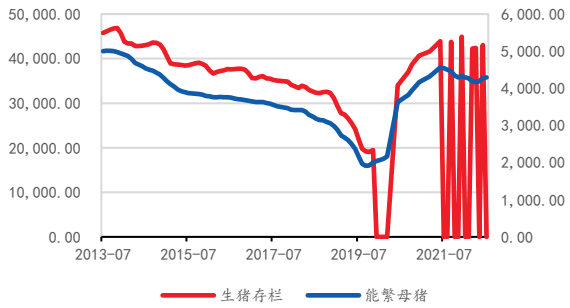
4 油脂油料市场主要数据

图表 47：美国大豆种植收获面积



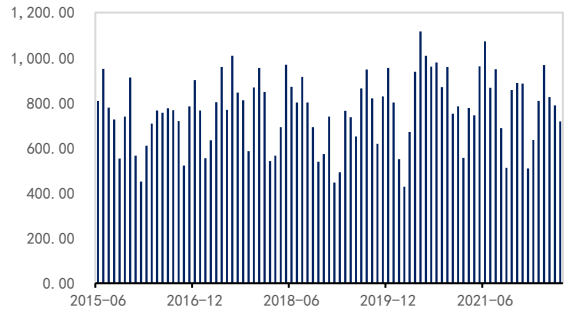
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 48：国内生猪存栏量



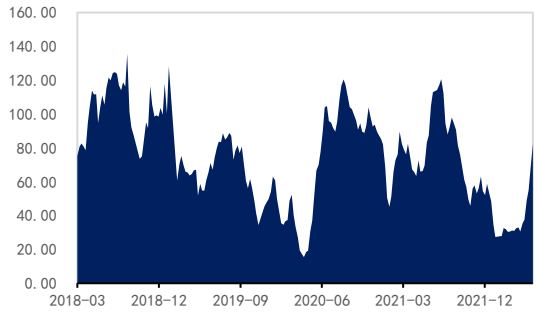
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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