中金财富期货策略周报（2023 年第 8 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：硅谷银行倒闭可能导致美联储改变其激进的加息态度，金融数据显示经济复苏的融资数据支持依然较强。整体看当前商品市场面临的宏观环境依然较好，如果市场因市场情绪或者事件影响而显著回落，仍可关注调整后的买入机会。

股指期货：我们认为当前市场是结构性调整行情，压制因素包括美联储 3 月加息 50 个基点，硅谷银行破产，两会 GDP 目标不高等因素。这种影响偏短期，决定指数的走势的中长期因素依然向好，如经济复苏，流动性状况均维持较好水平，建议继续关注调整之后的买入机会。

铜：秘鲁的 Las Bambas 铜矿和 Antapaccay 铜矿先后因为社区及政治问题停产。而后出现印尼最大铜矿 Grasberg 因洪水而停产。全球铜矿干扰加剧，有望对铜价形成较强支撑。铜矿端呈现增量多于减量的态势，未来大型矿山陆续投产，铜矿趋于宽松为市场共识，犹动不改宽松趋势。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，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：上周统计局公布了 2 月社融和信贷数据，社融同比多增长 1.95 万亿，新增信贷同比多增近 6000 亿元，其中，居民贷款同比多增超 5400 亿元、结束了 15 个月的同比少增。社融和信贷的连续高增长，增强了今年经济复苏的确定性。就房地产行业而言，政策持续加码，疫情管控放宽，购房需求正在回升。2 月 30 个大中城市的商品房成交面积月均值同比增长 32%，说明地产消费端开始回暖。今年 2 季度钢市政策、预期、基本面共振冲高钢价的可能性在上升。

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：黑海粮食出口协议将于 3 月 18 日到期，尽管目前市场评估到期后续签的概率较大，但不确定性同样不容忽视。CBOT 豆油市场本周大幅下挫，连破两个技术支撑点，已跌至去年 7 月末位置，弱势特征十分明显。马来西亚棕榈油市场因遭遇洪灾，于 CBOT 豆油市场的联动性下降。阿根廷大豆减产警报仍未解除，但未能催生新一波资金炒作，市场关注点将转向美国农业部 3 月底发布的 2023 年大豆种植意向报告。本周国内油脂市场在菜籽油的领跌下整体大幅回落，油脂需求不及预期，进口原料集中到港形成的压力开始在盘面显现，短期走势仍不乐观。国内豆粕现货市场延续弱势震荡行情，期货随美豆止跌回升，在油脂承压下跌后豆粕抗跌性增强，粕强油弱格局仍有望持续。豆一期货对政策依赖度进一步提高，5400 元/吨可能成为豆一期货新的市场底和政策底。

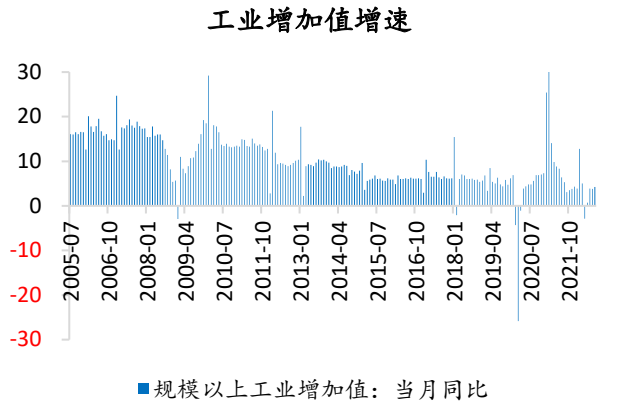
目 录

周度策略：融资需求结构性改善有效 需求是否“脉冲”有待进一步观察 ..... - 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 消费继续回升 ..... - 7 -
3 关注央行对流动性的态度 ..... - 8 -
4 宏观策略 ..... - 8 -
5 股指期货市场分析 ..... - 8 -
铜 ..... - 10 -
1 影响因素 ..... - 10 -
2 结论 ..... - 11 -
3 铜期货现货数据 ..... - 11 -
锌 ..... - 13 -
1 锌：影响因素 ..... - 13 -
2 总结 ..... - 13 -
3 锌期货现货数据 ..... - 14 -
钢材 ..... - 15 -
1 市场波动上升 全球风险偏好下降 ..... - 15 -
2 2 月金融数据向好 ..... - 15 -
3 旺季来临 供给端面临考验 ..... - 15 -
4 小结 ..... - 16 -
4 钢材期货现货数据 ..... - 16 -
原油 ..... - 18 -
1 沙特强调尊重市场 ..... - 18 -
2 俄油减产并未体现 ..... - 18 -
3 内需复苏外部衰退 ..... - 18 -
4 实盘交投氛围较好 ..... - 20 -
5 多空制衡区间难破 ..... - 20 -
6 相对高位震荡走廊 ..... - 21 -
天然橡胶 ..... - 22 -
1 历史经验阶段弱势 ..... - 22 -
2 减产停割难言利好 ..... - 22 -
3 终端需求改善不足 ..... - 22 -
4 下游环节矛盾重重 ..... - 24 -
5 现实预期结合看待 ..... - 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 -

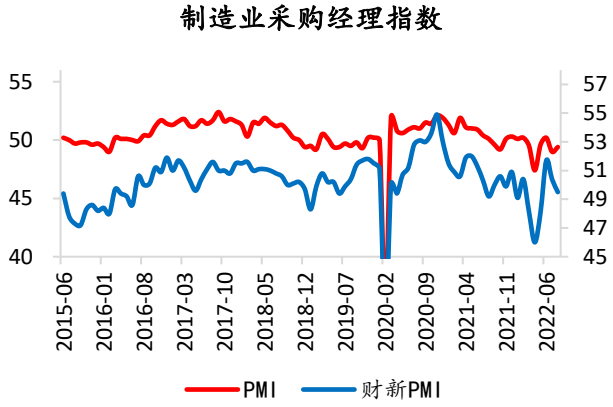
重要经济指标概况

图表 1：国内工业增加值增速



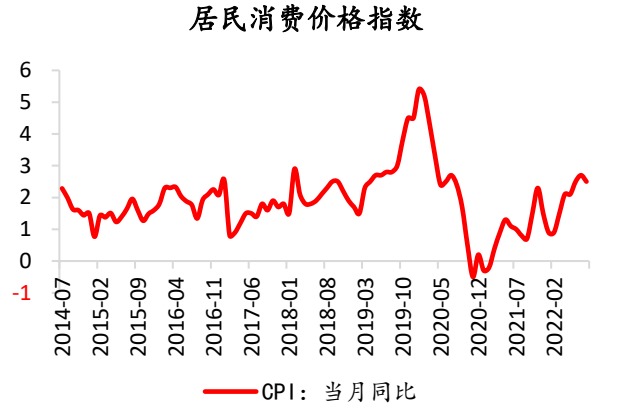
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 2：中国制造业采购经理指数



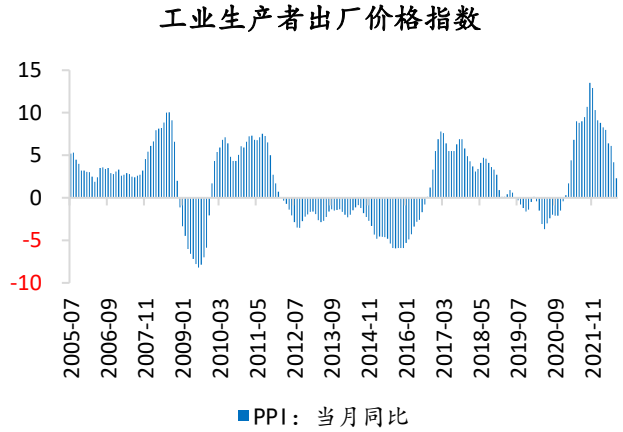
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 3：中国居民消费价格指数



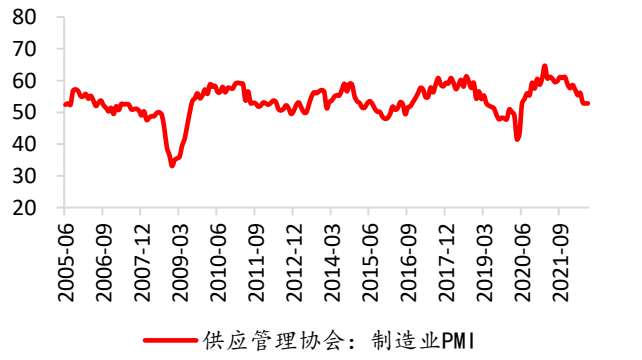
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 4：中国工业生产者出厂价格指数



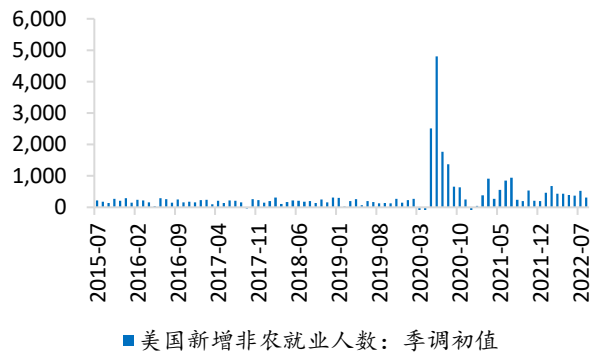
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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：融资需求结构性改善有效 需求是否“脉冲”有待进一步观察

随着需求的进一步回升，以内盘为代表的工业品整体处在较强的水平，其中螺纹创反弹新高具有较强代表性。但是前期处在高位的有色金属等品种表现疲弱，比如铜在 1 月底创反弹新高后一直处在高位的震荡区间。从宏观形势看，美联储加息的利率上限提升，以及国内对经济复苏脉冲的担忧，是市场分歧的关键所在。

融资需求结构性改善有限

上周备受关注的融资数据公布。2023 年 2 月新增人民币贷款 1.81 万亿，前值 4.90 万亿，市场预期 1.43 万亿。新增社会融资规模 3.16 万亿，前值 5.98 万亿，市场预期 2.08 万亿。M1 同比 5.8%，前值 6.7%。M2 同比 12.9%，前值 12.6%，市场预期 12.3%。

单单从数据上看，2 月新增社会融资规模优于季节性，社融总量持续优化，这份数据较为亮眼。但是拆分之后，可以看到结构性的改善方面，依然有待提升。

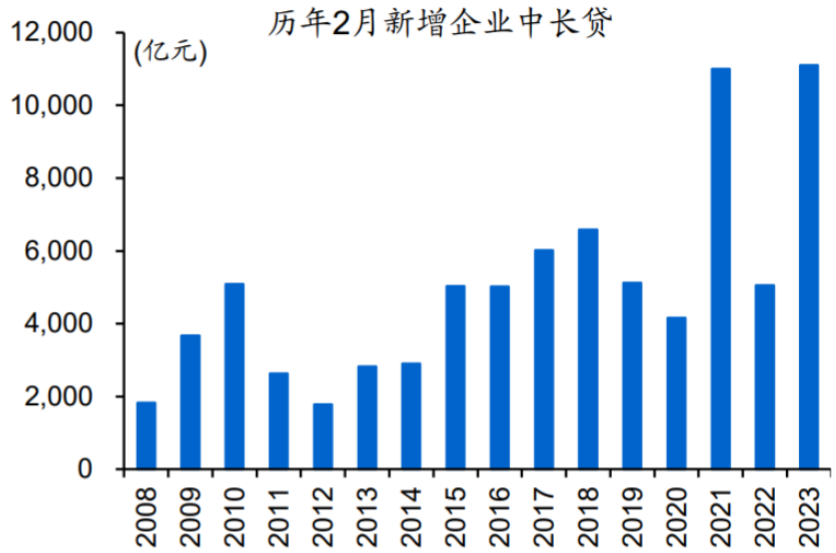
超过市场预期最大的是 2 月新增社融数据，规模上同比大幅多增近 2 万亿元，细分上看主要由信贷、未贴现汇票和政府债券三部分贡献。今年 1-2 月政府债券累计融资超 1.2 万亿，创下 2017 年以来同期新高，表明财政依然前置发力。根据财政预算草案，2023 年的专项债额度为 3.8 万亿，加上去年仍有部分未使用的空间，叠加政策性开发性金融工具的支撑，有望带动投资保持高增长。

那么市场关注度最高实际融资需求回暖了么？企业与居民长期贷款仍然呈现延续了 2022 年至今的背离情况，2 月新增企业中长贷 1.1 万亿，为 2017 年至今最高水平；而居民中长贷仅新增 0.086 万亿，季节性视角下尽管较上月有所好转但仍然偏弱。企业中长贷持续高于季节性，反映了相对于过往同期而言企业投资意愿有所好转。2 月信贷数据依然呈现“企业强、居民弱”的格局，企业信贷持续扩张源于政策加力和预期改善。综合看 1-2 月数据，居民部门贷款同比依然少增，结构方面，短贷表现明显优于中长贷，或反映了前期积压的消费需求逐渐释放；而 2 月居民中长贷绝对水平仍低。

M2 高增主要是基数的因素。M2 增速创近七年新高主要有三方面因素的作用，首先，去年同期基数偏低；其次，财政积极靠前发力背景下，政府债券融资额高增；最后，经济回暖和政策加力带动信贷投放强劲。此外，居民预防性储蓄意愿依然较强也是导致 M2 增速走高的原因之一。2 月份 M1 增速走低、M1 与 M2 剪刀差走扩或指向企业实际投资需求较弱、资金的活化程度依然较低。我们预计，总量层面的货币政策力度或逐步回归常态，全面宽松的概率较低，而结构性货币政策的作用将进一步扩大。

因此，后续可以看到的是，政府债券对社融形成的支撑在其他月份或将有所减弱，宽信用持续性是否能够得到验证，成为经济能否走强的先行指标。

图表 7：新增中长期贷款维持高位



资料来源：wind，中金公司

硅谷银行倒闭可能导致美联储态度变化

上周两大事件对美联储加息预期有明显影响，其一是非农数据，其二是硅谷银行倒闭。

美国 2 月新增非农就业人数 31.1 万，远高于预期的 22.5 万。该数据连续 11 个月超过预期，表明美国就业市场依然强劲。不过，同时公布的失业率升至 3.6%，预期和前值均为 3.4%。薪资增速 4.6%也不及预期的 4.8%，环比增速 0.24%也创了一年最低。整体看，非农就业报告显示就业市场依然火爆。

硅谷银行的倒闭，是一个重大事件，这里白话阐述下该银行为什么倒闭。

2020 年疫情爆发，从特朗普到拜登，从联邦政府到州政府，在 20-21 两年开启了史无前例的大放水，在巨额的量化宽松之下，硅谷的优质企业广受吹捧，以零成本获得了大量的贷款。这些硅谷的企业把从金融机构借到的钱，都存在了硅谷银行里面，硅谷银行拿到了大量存款，却面临硅谷企业没有信贷需求，就在美联储 0%利率时期，买了大量 1%利率的美债与房债（MBS）。

2022 年，拜登政府开启了大幅加息，一年的时间内，将美联储利率拉至 4.5%，并预计将加息持续到 23 年底并逼近 6%，使得市面上的债券收益率升至 5%~7%，导致买了 1%债券的硅谷银行面临巨额的浮亏。纳指 2022 年大幅下跌，导致硅谷公司账面资金持续下滑，美联储的利率激增，又导致大量的硅谷公司选择从硅谷银行取钱还债，引发了硅谷银行没钱偿还客户，最哦中破产。

从风险本身来看，硅谷银行具有一定特殊性，主要集中在风险偏好较高的科技创新和加密货币领域，其他大的系统性重要银行暂时没有出现类似风险。2008 年全球金融危机后，美国金融监管加强，银行杠杆率和资本充足率明显改进，有助于降低金融部门发生系统性风险的概率。

但是对市场情绪和科创行公司的影响，可能会比较深远。

预计硅谷银行的英国子公司料将宣布破产，能否拿到存款和给员工发薪水的疑虑在该国初创企业创始中引发了恐慌。周六，约 180 家科技公司的负责人致函英国财政大臣杰里米·亨特请求政

府出手干预。存款损失有可能破坏行业并使生态系统倒退 20 年，许多企业将在一夜之间陷入非自愿清算。英国只是个开头。硅谷银行在加拿大、丹麦、德国、印度、以色列和瑞典等国家都有分行。创始人们警告称，如果政府不干预，该行的倒闭可能会在全球各地剿灭初创企业。

预计美联储将重估其激进加息对市场的影响，预计美联储 3 月加息 25 基点成为大概率事件。

继续关注调整后的买入机会

硅谷银行倒闭可能导致美联储改变其激进的加息态度，金融数据显示经济复苏的融资数据支持依然较强。整体看当前商品市场面临的宏观环境依然较好，如果市场因市场情绪或者事件影响而显著回落，仍可关注调整后的买入机会。

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 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	3 月 9 日	美联储主席鲍威尔：美联储尚未决定 3 月加息幅度	美联储表示未来数据将有强烈影响	3 月份加息幅度可能因硅谷银行影响而下行至 25 个基点。
	3 月 8 日	车市价格战 2.0 打响	湖北省购车补贴最高可达 9 万元，5 万多买辆 SUV	促销费政策将继续加强
数据	3 月 10 日	2 月 CPI 同比增长 1%，PPI 同比下降 1.4%	CPI 回升缓慢显示经济复苏动能依然需要加强	促消费空间较大
	3 月 10 日	美国 2 月非农新增就业 31.1 万，失业率升至 3.6%	失业率和薪资增速令期货市场对 3 月加息 50 个基点的押注降至不足 50%	市场消化掉了今年底降息 25 个基点的可能性。
事件	3 月 11 日	硅谷银行倒闭	当地时间 3 月 10 日，根据美国联邦存款保险公司发布的一份声明，美国加州金融保护和创新部当日宣布关闭美国硅谷银行。	硅谷银行是美联储加息最重大影响事件

资料来源：中金财富期货研究所

2 消费继续回升

数据显示消费继续呈现明显的复苏态势。

城际流动韧性凸显，百度迁徙同比增速走强。2 月下旬后，返校返工大潮逐步退去，但全国百度迁徙指数依旧保持良好韧性，回落的斜率较历年同期更缓。从同比来看，受益于基数走低，3 月 1 日-7 日当周，全国百度迁徙规模指数快速回升至 78.8%。即便考虑基数扰动，与 2021 年无疫情的时期的城际流动相比，百度迁徙指数同比增速也稳定在 50%以上。总体来看，城际流动富有韧性，表现强于近 4 年同期。

文旅消费支撑城际流动，恢复率或在稳步提升。以分城市的百度迁徙数据作为切入点，观察各城市人员流入规模的变化以及净流入规模的大小。发现 3 月 1 日-7 日，全国人员净流入规模最高的城市为昆明市，高于人员流入规模更高的一线城市。更进一步地，从净流入规模占总流入规模的占比来看，排名前 10 名的城市分别来自西藏（5 地）、海南（2 地）、甘肃（酒泉）、新疆（吐鲁番）、安徽（池州-九华山所在地），均属于旅游城市。此外，从长江交运监测的美兰机场客流量数据来看，近期美兰机场客流量已经恢复到 2019 年同期 95%以上的水平。

其他数据方面，3 月第 1 周，终端需求增速仍强，生产恢复偏慢。就上周数据来看：1）30 城新房销售同比增速续升，乘用车交强险登记量回升速度放缓，市内消费热度仍强，文旅消费持续修复；2）日耗同比增速回落，螺纹回升趋势放缓，水泥产销整体向好；3）美元走强、大宗走弱，国内工业品价格以涨为主；4）库存大多去化，螺纹库存由补转去，水泥库存续降。春节以来，商圈人流数据连续 4 周走强，但上周 10 城商圈人流首现环比走弱。分城市来看，10 城中有 7 城商圈人流环比走弱，另有 3 城也仅是小幅回升。10 城商圈人流转弱，并不代表消费整体转弱，10 城商圈绝对水平仍高于 2019 年以来同期。但环比走弱。

3 关注央行对流动性的态度

具体来看，本周央行面临过万亿的 7 天期逆回购到期量，央行周一（3 月 6 日）至周五（3 月 10 日）连续进行了小额逆回购。其中，周一至周四，央行的逆回购操作量均没有超过百亿。但本周资金面并不见紧张，银行间 7 天期回购利率持续在 2%附近徘徊。

下周 7 天期逆回购到期规模将大幅缩减至 320 亿元。

周三将有 2000 亿元 MLF 到期，届时要重点关注央行的操作规模和利率情况。

预计 3 月份 MLF 投放量讲加大，2 月信贷小幅上行，3 月信贷仍可能大幅回升，实体融资需求和银行超储偏低的矛盾仍需要央行释放长期流动性，降准是不能排除的，幅度 25BP 或 50BP 都有可能，3 月份 MLF 投放量预计或在 5000 亿以上。

4 宏观策略

硅谷银行倒闭可能导致美联储改变其激进的加息态度，金融数据显示经济复苏的融资数据支持依然较强。整体看当前商品市场面临的宏观环境依然较好，如果市场因市场情绪或者事件影响而显著回落，仍可关注调整后的买入机会。

5 股指期货市场分析

指数明显调整

本周两市明显调整，主要指数均出现较大幅度回落，其中沪深 300 周-3.96%，上证 50 周-4.98%，中证 500 周-2.9%，中证 1000 周-2.43%

上周北上资金大幅净卖出 105.98 亿元，为今年以来第 2 次周净卖出，创近 5 个月来最大周净卖出。

2022 年 10 月底 A 股市场反弹动力在于中国经济修复预期、美联储加息放缓或暂停预期。随着

2023 年《政府工作报告》设定 5%经济增长预期目标、市场预期美联储本轮利率终点从年初 4.89%调升至目前的 5.6%，A 股市场此前反弹的两重动力均不同程度削弱。而硅谷银行倒闭事件亦冲击市场脆弱情绪，市场流动性风险有所增加。上周，受美元流动性以及中国经济共同影响的港股市场明显受冲击，恒生指数的走势极具代表性，A 股市场北上资金流出也凸显这种压力

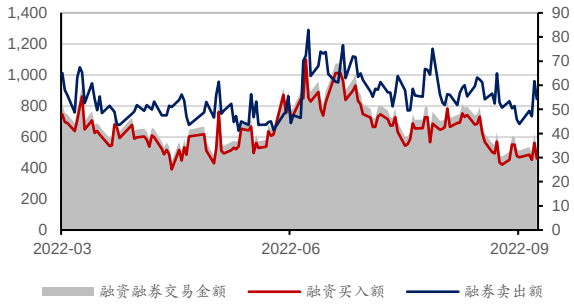
建议继续关注调整之后的买入机会

我们认为当前市场是结构性调整行情。

对于影响因素，我们上文分析过，这种影响偏短期，决定指数的走势的中长期因素依然向好。

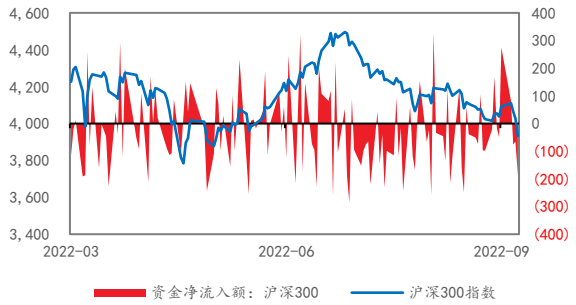
2 月份国内金融数据普遍超预期，总量和结构均有改善，其中社融增速在连续 5 个月持续下行后出现大幅回升，“M2 增速-社融增速”衡量的剩余流动性环境当前依然较为宽松。从过去历史经验看，我国社融同比增速向上拐点往往多领先于 GDP 增速的向上拐点，实际上高频数据显示当前我国经济已经开始出现复苏势头。从资本市场表现看，过去社融增速回升阶段 A 股市场整体表现往往较好。

图表 8：融资融券数据图



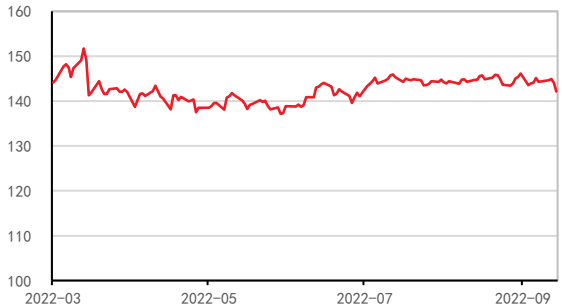
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 9：合约持仓和市场表现



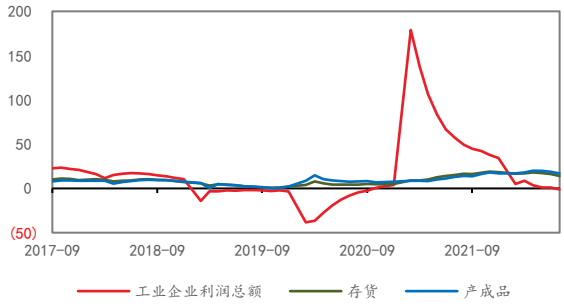
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 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。智利国家铜业委员会（Cochilco）3 月 2 日表示，智利 1 月份铜产量增长 2.9%至 437,900 吨。其中： Codelco 的铜产量同比增长 5.1%至 127,000 吨；必和必拓控股的 Escondida 铜矿 的铜产量增长 15.2%至 93,300 吨；Collahuasi 铜矿的铜产量同比下降 16.4%至 42,900 吨。

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，12 月铜精矿进口 210.3 万吨，同比增长 2.1%，环比下降 12.8%；精铜进口量 36.4 万吨，环比下降 4.4%，同比下降 12.8%。2022 年 12 月，美元持续走软，人民币不断升值，精铜进口窗口保持关闭，进口亏损幅度较 2022 年 11 月继续扩大，不利于清关进口。

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。其中，1 月份，铜杆、铜管、铜板带开工率较上月 均出现明显下降，产量下滑。

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

秘鲁的 Las Bambas 铜矿和 Antapaccay 铜矿先后因为社区及政治问题停产。而后出现印尼最大铜矿 Grasberg 因洪水而停产。全球铜矿干扰加剧，有望对铜价形成较强支撑。铜矿端呈现增量多于减量的态势，未来大型矿山陆续投产，铜矿趋于宽松为市场共识，犹动不改宽松趋势。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，价格或仍表现为震荡，预计价格区间 66000-71000 元/吨，不宜追高。

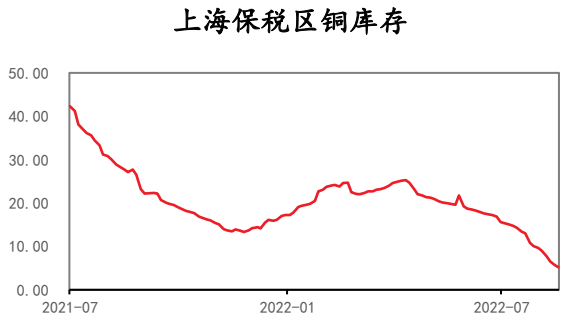
3 铜期货现货数据

图表 12：长江有色铜价



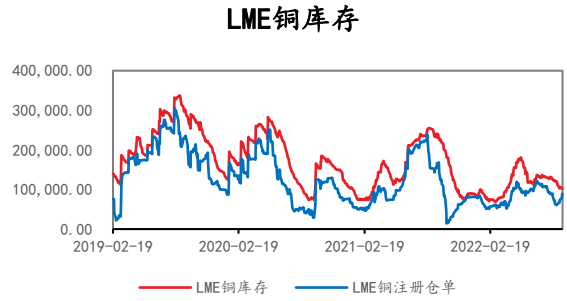
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 13：上海保税区铜库存



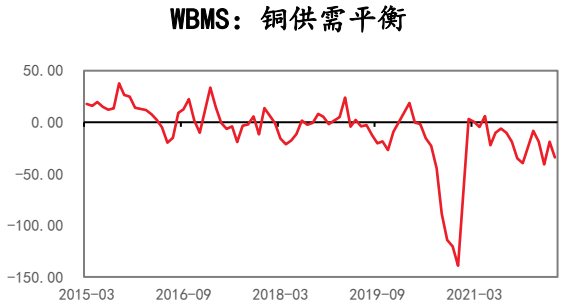
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 14：LME 铜库存



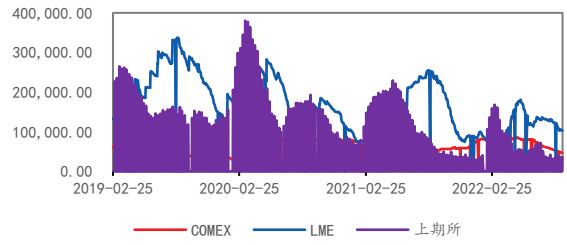
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 15：WBMS 供需平衡



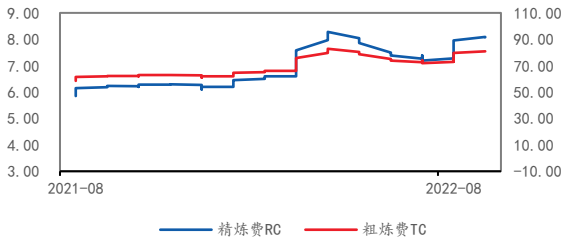
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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%。

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。

随着锌矿供应端增长传导至冶炼端，精炼锌产量整体上会有所增加。近期云南因枯水期电力紧张，高耗能企业需要限电生产，锌冶炼也受到了影响。目前云南已有多家精炼锌冶炼工厂收到限电通知，部分冶炼厂将 今年检修计划提前，以期将生产影响控制在最小，目前预估减量或在 1 万余吨附近。此外蒙自矿冶计划于 3 月常规检修 1 个月，预计 影响量在 6000 余吨。因此，预计 3 月国内精炼锌产量环比或有较大减量

下游初端节后恢复超预期

下游初级加工端镀锌开工率、压铸锌开工率、氧化锌开工率分别为 79.92%、60.16%、61.6%，较 1 月下旬分别回升 79 %、50%、52 %，显示出复工复产推动下游初级加工端开工率回升。预计短期需求或难继续有明显改善，大部分镀锌管大厂基本维持较高的开工。3 月能否迎来传统消费旺季存疑，重点需关注两会政策落地情况。

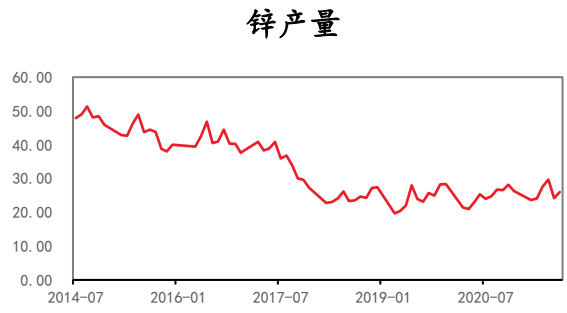
终端项目开工环比明显回升但低于去年同期，其中基建项目开复工情况要好于地产；汽车板块 2 月乘用车零售销量 135 万辆，环比增加 4.3%，1-2 月合计 264 万辆，较去年同期下滑 20%以上，这与近期下游反映新订单不足相吻合，消费的回升力度非常弱，要注意旺季实际需求偏弱的可能性。家电板块也将跟 随地产修复。不过，目前下游初端企业尚未完全复工，消费启动或至元宵节后，库存延续季节性增加。

2 总结

欧洲新星法国炼厂 3 月初复产，但在能源供给问题未完全解决及全球锌矿供应增量不大背景下，炼厂是否集中大规模复产仍存不确定性。近期云南水电问题也波及锌冶炼，部分炼厂提前检修，且枯水期结束前影响存扩大可能，同时河南金利新增产能生产不稳定，精炼锌供应增量再度不及预期，增速有望放缓。需求端看，开工加速恢复，受益于基建项目复工且预期向好提振，镀锌板块恢复好于同期水平。整体来看，锌价难现趋势行情，上方受美元压力、海外供应增加预期及国内消费复苏强度尚待观察等因素制约，下方受国内供应扰动以及低库存支撑。预计 3 月锌价仍以震荡运行为主，沪锌主要运行区间在 22800-24500 元/吨。

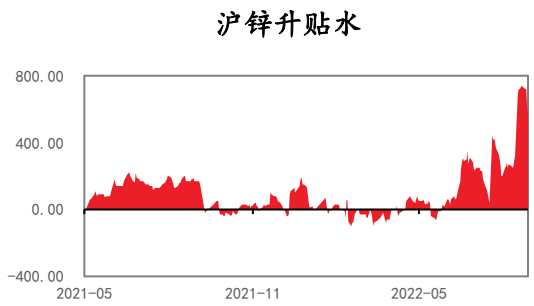
3 锌期货现货数据

图表 18：锌产量



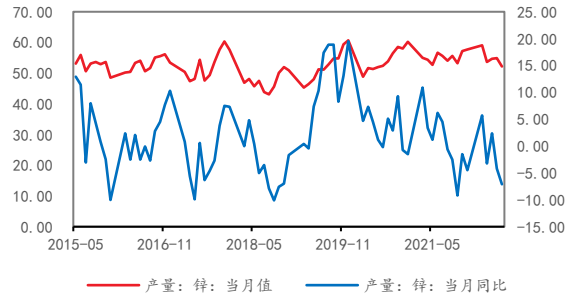
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 19：锌升贴水



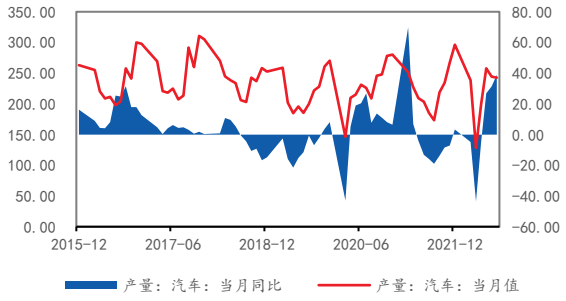
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 市场波动上升 全球风险偏好下降

上周美国时间 3 月 8 号美国硅谷银行宣布出售 210 亿美元证券，带来 18 亿美元的亏损，还将完成 22.5 亿美元融资，导致硅谷银行短期内暴跌 60%以上，随后停牌，并于第二天被接管，导致正式破产。

从暴雷到破产不到 48 小时，硅谷银行事件引发了全球投资者对黑天鹅事件发生担忧，担心 2008 年雷曼兄弟危机再现，投资者风险偏好的下降。

去年 11 月起，全球金融资产受美通胀数据放缓和国内疫情防控政策优化影响开启触底反弹之路。如今美通胀有反弹的迹象，若硅谷银行的破产引发一系列黑天鹅事件，美联储的加息路径将再次充满不确定性，而不确定性的上升则将导致市场波动率的上升。

2 2 月金融数据向好

上周统计局公布了 2 月社融和信贷数据，社融同比多增长 1.95 万亿，新增信贷同比多增近 6000 亿元，其中，居民贷款同比多增超 5400 亿元、结束了 15 个月的同比少增。社融和信贷的连续高增长，增强了今年经济复苏的确定性。

住户贷款增加 2081 亿元，同比增加 5450 亿元。其中，短期贷款增加 1218 亿元，中长期贷款增加 863 亿元。在去年的低基数（短期贷款-2911 亿元，中长期贷款-459 亿元）的对比下，2 月居民部门信贷明显改善，分别同比增加 4129 和 1322 亿元。

就房地产行业而言，政策持续加码，疫情管控放宽，购房需求正在回升。2 月 30 个大中城市的商品房成交面积月均值同比增长 32%，说明地产消费端的回暖过程已经开启。尽管这个过程才刚刚开始，但对市场情绪的影响却不容小觑，今年 2 季度宏观政策、预期、基本面共振冲高钢价的可能性在上升。

3 旺季来临 供给端面临考验

上周螺纹周度表观消费 356 万吨，环比上升 47 万吨；上周全国建材日均成交量 18.06 万吨，环比上升 0.64 万吨。从现实层面上来看，旺季正在逐步开启，供应虽也在增长，但需求恢复速度更快，供需缺口在扩大。

从目前来看，现实需求对强预期的承接效果向好，下游施工复工复产积极性高。需求端在经济复态势明显的背景下更为确定，而供给端的不确定性却有所增加。

根据 Mysteel 的调研数据现实，247 家钢厂高炉开工率 82.00%，环比上周增加 0.93%，同比去年增加 11.15%；高炉炼铁产能利用率 88.03%，环比增加 0.89%，同比增加 8.26%；日均铁水产量 236.47 万吨，环比增加 2.11 万吨，同比增加 21.41 万吨。

今年供给端的政策限制较过去两年大幅减小，供给的下降主要源自钢材利润的不足，随着钢价的持续上升，钢厂利润也在随之回暖，钢厂复工复产的进程也在加快。

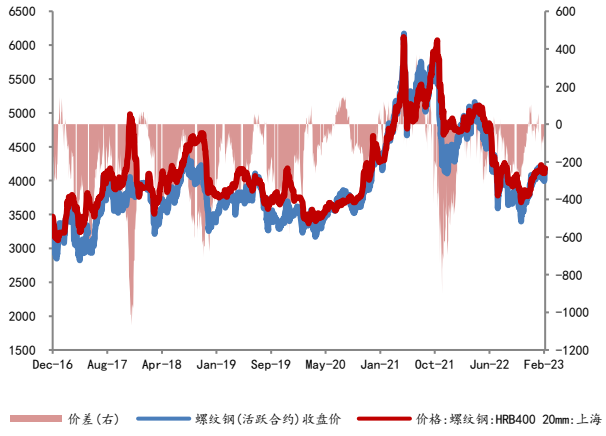
4 小结

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 4 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，二季度预期、政策或将与基本面达到共振，年内钢价高点或同时出现。

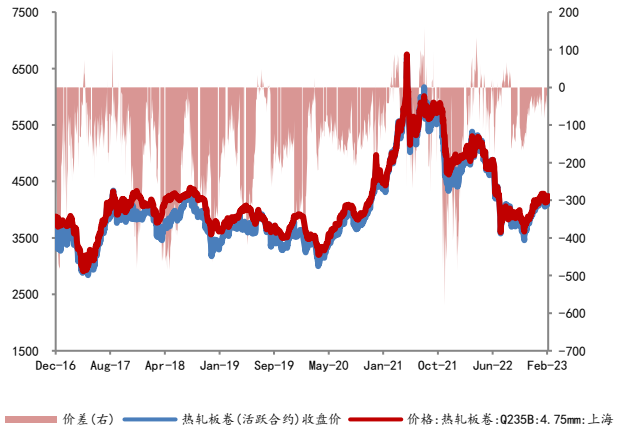
4 钢材期货现货数据

图表 22：螺纹期现价差



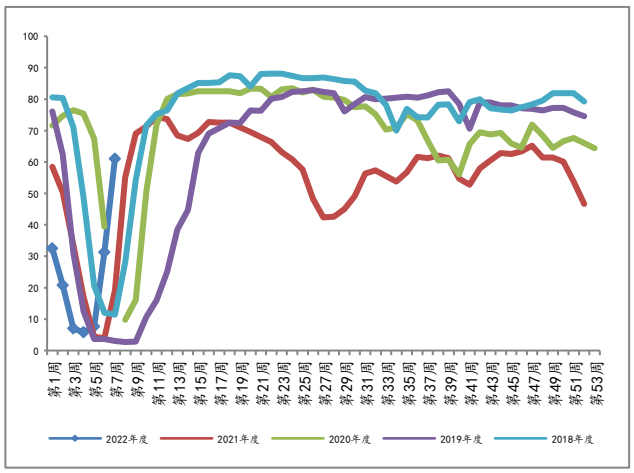
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 23：热卷期现价差



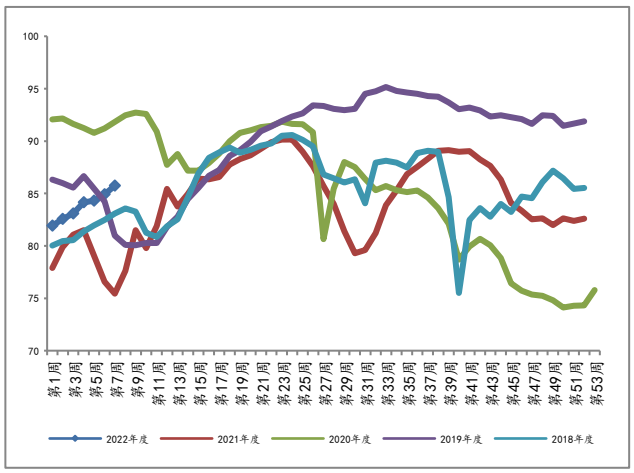
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 24：85 家独立电弧炉钢厂：开工率：中国（周）



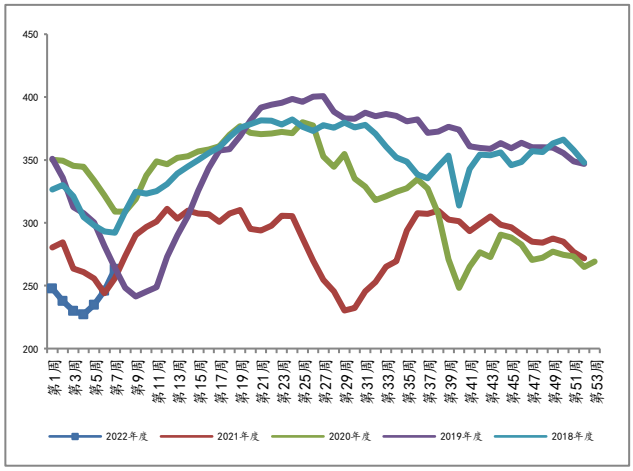
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 25：247 家钢铁企业：高炉产能利用率：中国（周）



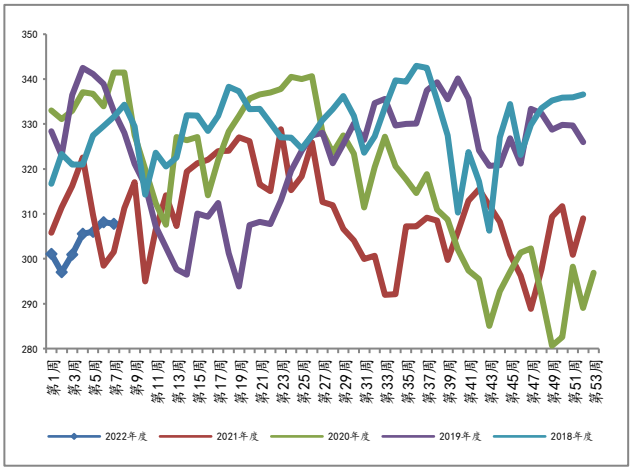
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 26：螺纹钢：建筑钢材钢铁企业：实际产量（周）



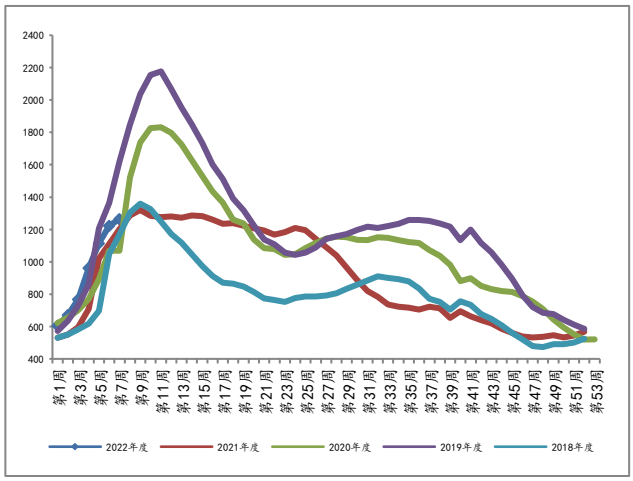
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 27：热轧板卷：钢铁企业：实际产量：（周）



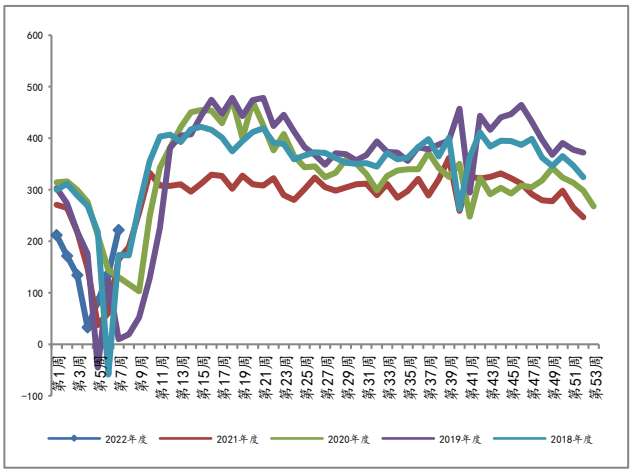
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

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 沙特强调尊重市场

在市场对原油供应预期莫衷一是之际，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。沙特重申，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。

2 俄油减产并未体现

目前俄罗斯真实的供应水平究竟如何，是困扰实物原油市场的一大疑云。我们的核心观点是，从贸易商、油轮追踪等数据来看，全球原油供需的紧张程度并不及预期，这一点也在原油期货交易中形成基本共识。

在西方对俄罗斯的一系列制裁，尤其是海运原油和成品油限价令下，传统的全球能源贸易流已经发生了颠覆性改变。自俄乌战争以来，俄罗斯长期以大幅折价售卖其原油及制品，根据船舶追踪数据和贸易来源，2022 年 11 月后阿联酋大约接收了 150 万桶来自俄罗斯的货源，据信有三四百艘“幽灵船队”运输俄罗斯原油。种种迹象表明，制裁禁令并没有对实物原油交投造成显著冲击，通过某些渠道俄罗斯原油出口规模得以维系。如果承认俄罗斯减产的影响尚未在市场中体现，则潜在的任何供应中断都有可能导致油价的上行风险。

3 内需复苏外部衰退

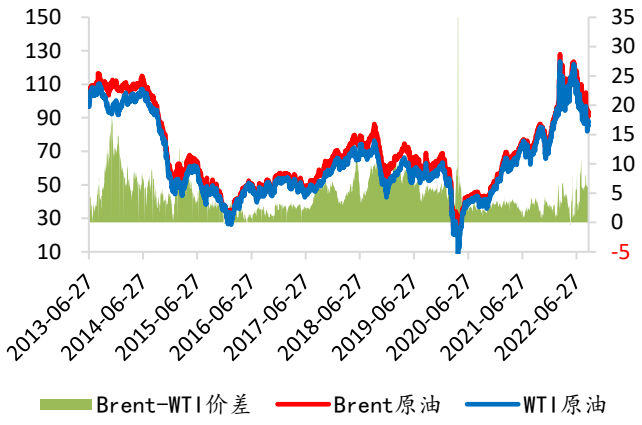
由于年初中国原油进口数据不佳，以及美联储鹰派表态超出预期，加剧了市场对经济衰退和需求滑坡的担忧，国际油价短期回落但仍处于震荡区间。

统计数据显示，2023 年 1-2 月中国原油进口量折合 1044 万桶/日，同比下降 1.3%，进口疲软主要因炼厂在春节期间减少了采购。实际上，海关同时公布了今年前两个月的贸易数据，意在平滑节假因素波动。随着社会经济活动回暖，炼油企业将重建库存，从而拉动二季度原油进口回升。

美联储主席鲍威尔在证词中重申了偏激进加息的倾向，但强调尚未就此作出决策，关于 3 月 21-22 日会议预期结果，主要仍将参考通胀水平和就业数据。据 CME 美联储观察工具，3 月加息 25 个基点的概率为 22.1%，加息 50 个基点的概率为 77.9%。

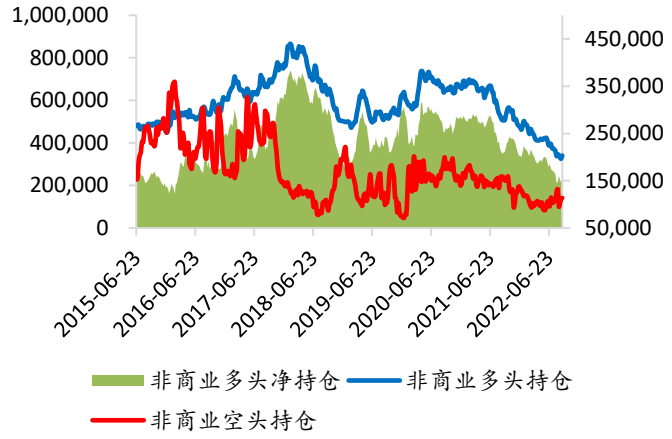
后市原油需求端来看，仍将长期受到中国经济复苏和美联储加息这两个博弈因素的共同主导。

图表 30：国际原油期货价格



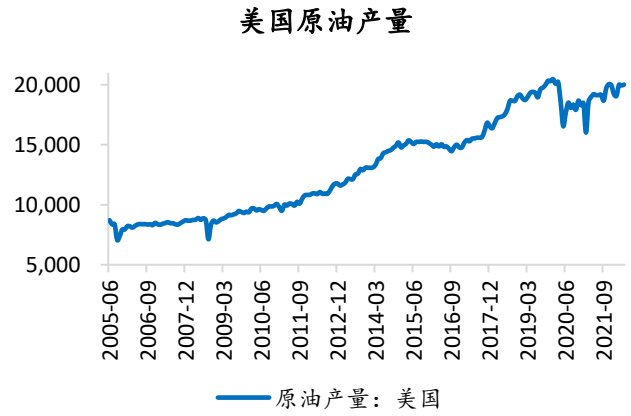
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 31：CFTC 原油期货持仓



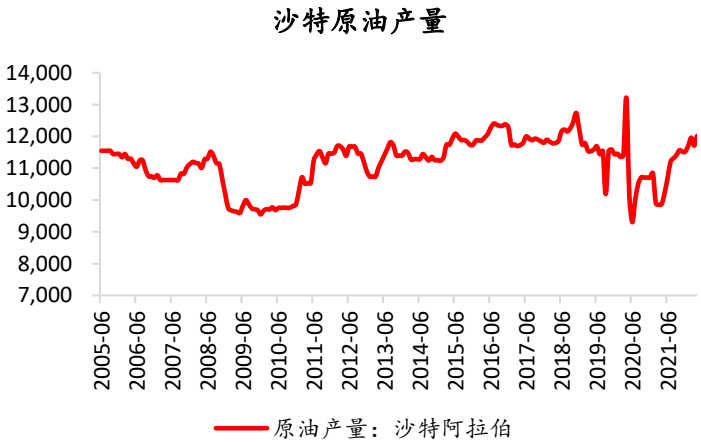
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 32：美国原油产量



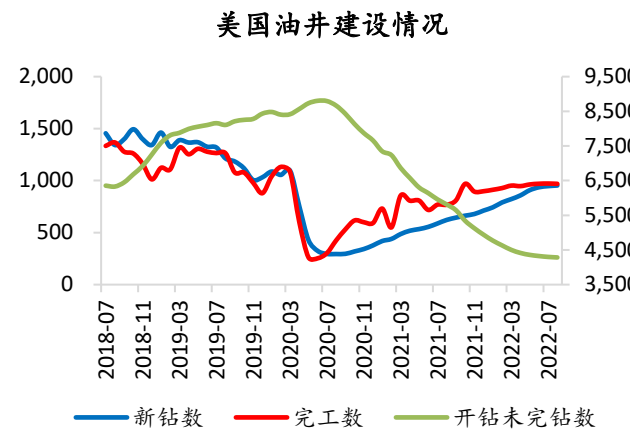
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 33：沙特原油产量



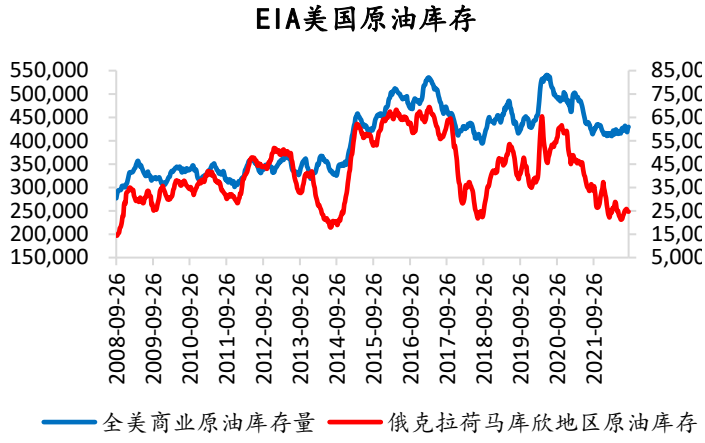
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 34：美国油井建设情况



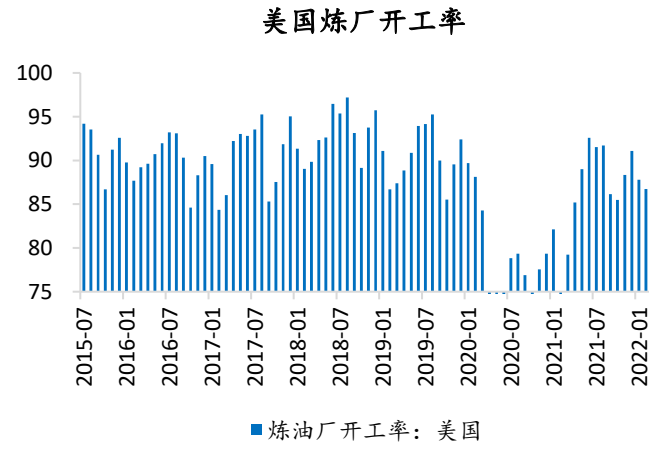
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 35：EIA 原油库存



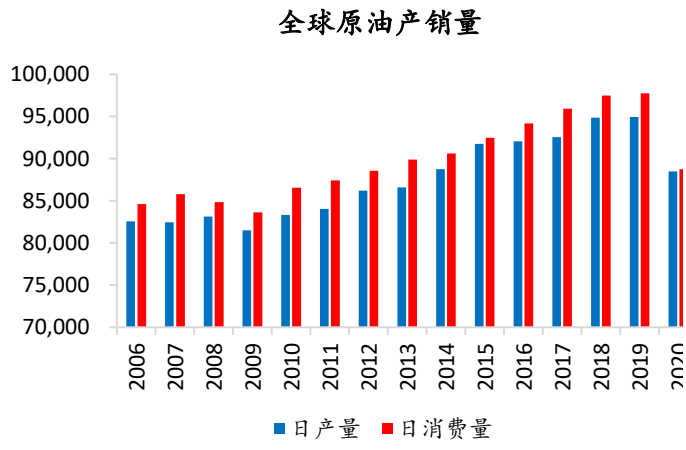
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 实盘交投氛围较好

在经历一系列情绪面波动后，近期原油市场定价逻辑再次回归自身基本面，尤其是需求端。

从过去两周的短期数据来看，北美汽油消费转暖带动库存下滑，汽油裂解价差环比回升；柴油裂解价差大幅收窄后已处于偏低区间，且全球 VGO 燃料供应仍不算宽裕，未来柴油裂解价差或再度走强。如果接下来汽柴油生产利润出现同步上涨，将在炼厂环节对原油价格起到支撑。虽然 2 月 EIA、API 等统计口径的油品库存数据大幅累积，但欧美季节性累库的利空基本出尽，随着气温转暖或将进入去库阶段，且原油和成品油的绝对库存数量仍处于历史中低水平。另一方面，亚洲地区炼厂对原油采购仍贡献主要的需求增量，尤其是中国主营炼厂和大型民营炼化的补库活动较为积极。

原油长期上限由需求端决定，实盘交投氛围良好，是油价重心维持相对高位的合理依据。

5 多空制衡区间难破

我们此前曾提出，中长期原油市场上行风险大于下行。全球原油产能紧张，俄乌战争和欧美制裁，中国复苏引领需求增长，都将支持国际油价维持高位。然而，能源成本高企意味着通胀顽固，迫使美联储为首的西方央行延续紧缩的货币政策。美联储主席鲍威尔近日发表证词称，承诺将继续抗击高通胀，在必要时加快紧缩步伐，这反过来将增加经济衰退的可能性，并对油价造成压力。

目前原油市场存在诸多影响因素，且这些因素相互制衡，难以形成一边倒的局面，缺乏单一强势的主线逻辑。我们认为，现阶段业界对于油价震荡运行达成高度一致的共识，除非出现新的颠覆性影响因素，原油走势暂时无法突破这一区间。在此区间内，油价短期波动则带有很强情绪性和随机性，从周度库存数据到宏观预期摇摆，都可能会带来一定调整空间，依托下沿逢低滚动做多仍具有风险收益比。

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 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，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，万二左右继续大幅下行的可能性不大，多头信心真正修复则有待后市终端消费的实质性改善。

2 减产停割难言利好

天然橡胶供应端保持减产趋势，全球原料产量进入到一年中最低的阶段。

国内云南、海南产区早在 2022 年底已完全停割，新季最早要等到泼水节前后开始试割。泰国北部、东北部产区在 1 月落叶期逐步减产，2 月原料产出降至 1-2 成；泰国南部主产区 1 月仍处于旺产季，但今年雨水偏多干扰割胶作业，2 月也开始持续减产。越南产区进入 2 月后全面停割。总体来看，现在是原料产出青黄不接的时期，新胶供应出现明显下滑。

尽管在上游停割季支撑下，沪胶盘面却被压制在近年来底部的位置，其主要逻辑依旧是终端需求提振不足。站在交易层面上，原料成本和现货价格已经不应视为利好，仅在极度悲观的超跌状态下起到托底作用，在消费复苏得到证明或证伪之前，橡胶市场波动性或将放大。

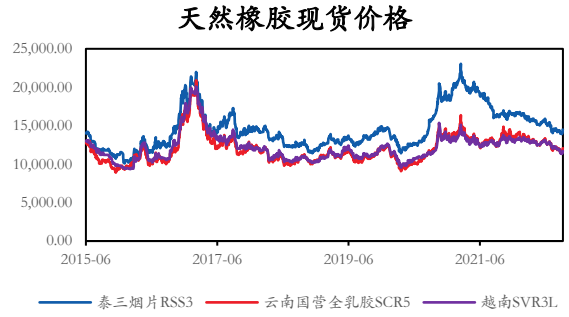
3 终端需求改善不足

目前，国内橡胶市场仍面临下游强复苏预期弱消费现实的问题。轮胎企业排产旺盛这点毋庸置疑，轮胎开工率一直都在回升，对原料橡胶存在刚需补库支撑。然而近期沪胶走势不强反弱，说明还要有车市产销的配合才能让胶价获得更大的上涨空间。

作为产业链终端最重要的指标之一，据第一商用车网消息，2023 年 2 月全国重卡市场大约销售 6.8 万辆左右（开票口径），环比 1 月大增 50%，比去年同期的 5.94 万辆增长 15%。另一方面，据中国汽车流通协会数据，2023 年 2 月中国汽车经销商库存预警指数为 58.1%，同比上升 2.0 个百分点，环比下降 3.7 个百分点，仍位于荣枯线之上。

我们认为，在环比反弹趋势和同比较低基数下，3 月终端消费大概率会得到一定改善。不过需求全面恢复尚待时日，且当前各环节库存较高，短期橡胶难以摆脱偏弱震荡的状态。

图表 38：天然橡胶现货价格



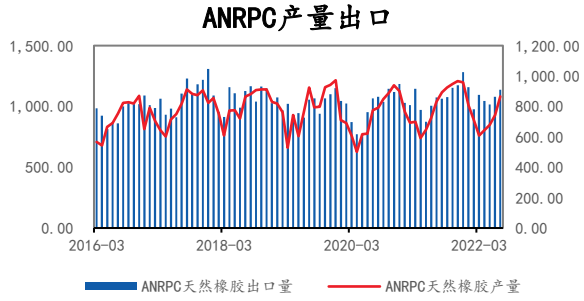
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 39：合成橡胶价格



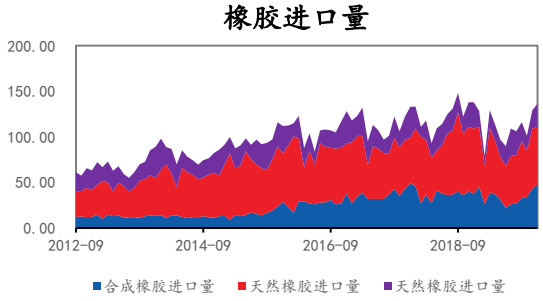
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 40：ANRPC 产量出口



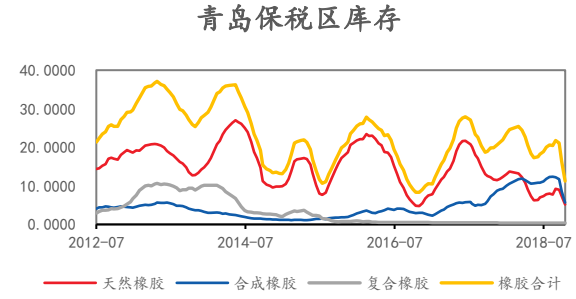
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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



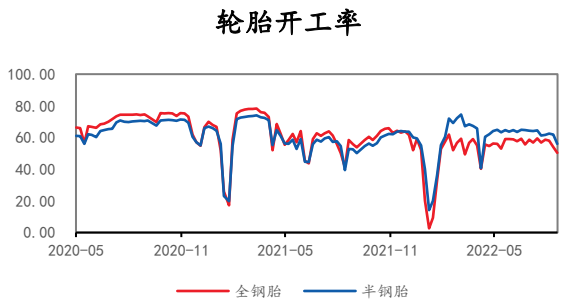
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 43：上期所注册仓单



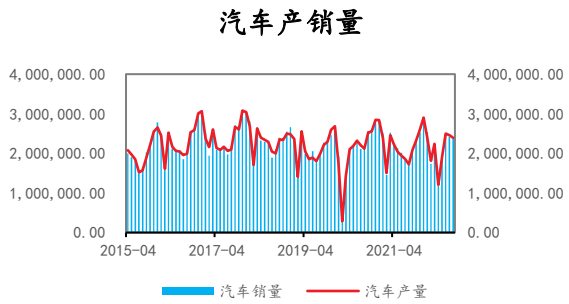
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 下游环节矛盾重重

当前天然橡胶产业链存在一个奇特现象：上游季节性减产但中游库存并未下滑，下游轮胎开工强势但终端消费仍然萎靡，重重矛盾使得胶价难以前行。时值一年中全球橡胶原料产出最低的月份，然而截至 2 月末，国内天然橡胶社会库存录得 127.6 万吨，其中深色胶社会库存 71 万吨，累库节奏暂缓但总量依然庞大。山东地区样本轮胎企业开工率维持高位，甚至出现部分型号轮胎缺货问题，料将继续保持高排产的运营状态。然而进入 3 月随着前期订单逐步到位，轮胎厂-代理商-经销商的产销节奏将层层放缓，终端消费能否兴旺仍是产业链去库存进程的决定性因素。当前国内经济和需求复苏情况略弱于预期，沪胶或在弱势中逐渐企稳，后市需重点关注青岛地区库存变化和终端实际消费表现。

5 现实预期结合看待

我们认为，对于天然橡胶后市走势强弱，应结合基本面和市场预期变化加以看待。

供应端来看，3 月东南亚主产区处于季节性低产期，橡胶原料产量将出现明显的环比下滑。但若国内云南产区新季开割顺利，叠加前期进口货源到港，国内天然橡胶社会库存仍将维持高位。需求端来看，轮胎企业开工率持续回升至近年偏高水平，成品库存天数也出现明显下降，橡胶产业链中下游阻滞的问题得到一定缓解。不过上月国内汽车市场产销数据仍然偏弱，终端消费后续发力有待验证。金融属性来看，3-5 市场对月美联储加息预期偏强，外围市场尚未摆脱经济衰退的危机。

近月沪胶大概率延续低位震荡走势，如果终端消费产生良好的正向反馈，则需求预期好转启动反弹行情；倘若新季原料放量而需求难有起色，则胶价将在成本线下方长期运行。

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

美国农业部大幅调减阿根廷大豆产量预估值

美国农业部于 3 月 8 日公布了新的月度供需报告，阿根廷大豆产量预估是各方关注的重点。美国农业部预计 2022/2023 年度阿根廷大豆产量预计为 3300 万吨，较上月预估值调低 800 万吨，下调幅度高于报告前市场预期水平。美国农业部在一个月内将阿根廷大豆产量进行如此大规模下调并不常见，足见阿根廷大豆生产形势之严峻。至此，阿根廷大豆产量较上年度下降 1090 万吨，降幅高达 24.8%。目前的 3300 万吨产量已处于过去 20 年中的最低水平。罗萨里奥谷物交易所在最新报告中，将阿根廷大豆产量由上月的 3450 万吨下调到 2700 万吨。

巴西大豆收割进度加快，逐渐兑现丰产预期

巴西农业部下属的商品分析机构-国家商品供应公司（CONAB）近日表示，截至 3 月 6 日，巴西 2022/2023 年度大豆收获进度为 43.9%，比一周前推进了 9.9 个百分点。美国农业部预计 2022/2023 年度巴西大豆产量为 1.53 亿吨，与上月预估值保持一致。随着巴西大豆收割进度加快，该国对国际市场的供应能力大幅提升。巴西全国谷物出口商协会周四表示，该国 3 月大豆出口量预计将达到 1466.2 万吨，高于去年同期的 1216 万吨。巴西大豆实现丰产预期且出口快速恢复，部分抵消资金对阿根廷大豆减产的炒作。

马来西亚暴雨成灾，2 月棕榈油多项指标低于预期

马来西亚和印尼多地从 2 月末开始遭遇持续暴雨侵袭，造成多地灾情严重。作为全球重要棕榈油产地，东南亚出现的洪灾迅速引发棕榈油减产担忧，成为近期马来西亚棕榈油市场强于 CBOT 豆油市场的重要支撑。马来西亚棕榈油局（MPOB）于 3 月 10 日公布 2 月份棕榈油供需报告，报告显示，马来西亚 2023 年 2 月棕榈油库存为 212 万吨，环比减少 6.56%，库存降至去年 8 月以来最低，主要是因为产量和进口大幅下滑所致。2 月棕榈油产量为 125 万吨，环比减少 9.35%，洪灾导致产量降至一年低点，且已连续第四个月下降。2 月棕榈油出口为 111 万吨，环比减少 1.99%，进口 52446 吨，环比减少 63.81%。整体来看，MPOB 本次报告的利多程度超过市场预期。

2 国内豆类市场分析

中储粮提价收购国产大豆，豆一期货止跌反弹

中储粮本周发布公告称，按照国家有关部门安排，该集团于近日在黑龙江、内蒙古两个大豆主产区启动新增 2022 年产国产大豆收购计划，并取消了原定于 3 月 10 日进行的 29166 吨国产陈豆拍卖。这是针对近期国产大豆价格连续回落的重要调控手段。中储粮呼伦贝尔以及大杨树直属库发布通知，将大豆收购入库价格调整为 2.775 元/斤（5550 元/吨），较上周收购价格上调 0.05 元/斤。目前国产大豆市场内生消费动力不足，农户余豆较上年同期明显偏多，市场主体购销意愿不足。由于玉米种植收益远高于大豆，如果在春季生产前市场比价关系维持失衡状态，农民种豆积极性将进一步受挫，将很难实现 2023 年大豆增产的政策目标，国家相关部门为此

及时出台措施，稳定和提升大豆价格的政策信号相当明显。本周豆一期货市场在政策刺激下，迅速止跌回升，有望重回此前震荡偏强运行节奏。

大豆和植物油进口量高于预期，国内油脂供应较为宽松

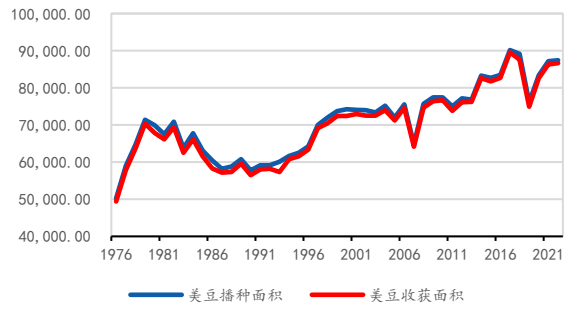
海关公布的数据显示，2023 年 1-2 月中国进口 1617 万吨大豆，同比增长 16.1%，进口增幅高于预期；1-2 月中国共进口植物油 138.1 万吨，同比增幅高达 86.8%。最新库存监测显示，全国三大油脂库存互有增减，但整体库存继续回升，其中棕榈油和菜油库存增幅高于豆油库存降幅。截至 2023 年 3 月 3 日，全国重点地区棕榈油商业库存约 102.88 万吨，周度增加 5.06 万吨，比上年同期增加 70.93 万吨；菜油库存约为 22.98 万吨，周度增加 3.09 万吨；豆油商业库存约 74.01 万吨，周度减少 2.37 万吨，与上年同期基本持平。随着 4 月份进口巴西大豆到港量增加和油厂开工率提高，国内豆油产量将进入增长阶段。2 月份全国豆油成交总量为 35.15 万吨，较一月减少 7.4 万吨。春节后油脂需求进入淡季，国内油脂供应整体保持宽松，需求端对油脂价格的主动拉升力依然不足。

3 油脂油料市场展望

黑海粮食出口协议将于 3 月 18 日到期，尽管目前市场评估到期后续签的概率较大，但不确定性同样不容忽视。CBOT 豆油市场本周大幅下挫，连破两个技术支撑点，已跌至去年 7 月末位置，弱势特征十分明显。马来西亚棕榈油市场因遭遇洪灾，于 CBOT 豆油市场的联动性下降。阿根廷大豆减产警报仍未解除，但未能催生新一波资金炒作，市场关注点将转向美国农业部 3 月底发布的 2023 年大豆种植意向报告。本周国内油脂市场在菜籽油的领跌下整体大幅回落，油脂需求不及预期，进口原料集中到港形成的压力开始在盘面显现，短期走势仍不乐观。国内豆粕现货市场延续弱势震荡行情，期货随美豆止跌回升，在油脂承压下跌后豆粕抗跌性增强，粕强油弱格局仍有望持续。随着豆粕基差回归正常，国内豆粕期货市场与美豆的联动性有望增强，在美豆滞涨和国内豆粕现货缺少需求提振的背景下，国内豆粕期货市场上行空间恐将受限。豆一期货对政策依赖度进一步提高，5400 元/吨可能成为豆一期货新的市场底和政策底。

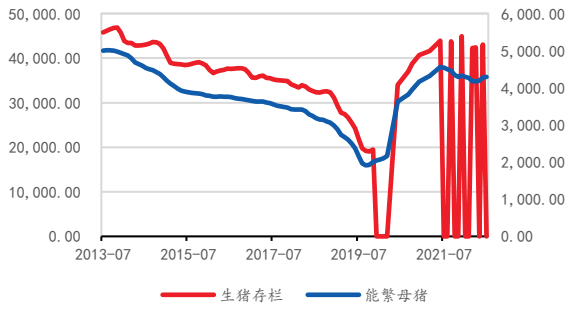
4 油脂油料市场主要数据

图表 46：美国大豆种植收获面积



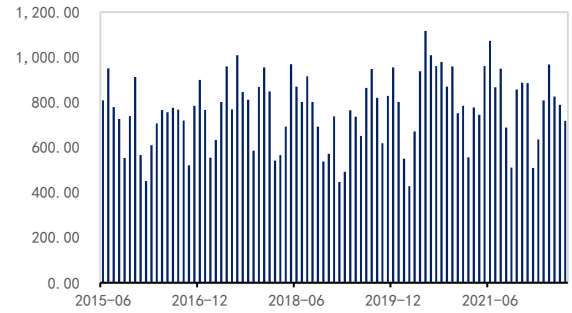
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 47：国内生猪存栏量



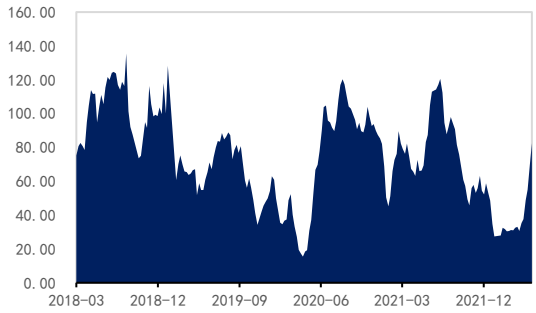
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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