中金财富期货策略周报（2023 年第 9 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：硅谷银行和瑞信事件对市场情绪造成较大影响，在衰退的预期下，以原油为代表的品种跌幅较大。但是考虑到这次欧美银行业风险难以演变成系统性的风险，加上国内经济仍处在复苏态势，如果工业品跌幅过大则存在反应过度的嫌疑，如果出现这种情况，建议关注调整之后的买入机会。

股指期货：当前国内的宏观状况是，经济恢复尚不稳固，降准释放长期流动性，近期指数在外围银行风险的扰动下大幅回落，但是对国内经济无实质影响，指数有望震荡修复。

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：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，目前宏观逻辑仍占据价格影响的主导，也需要关注国内需求端复苏对价格支撑的持续性。

钢材：上周两会正式结束，1-2 月的宏观数据也陆续公布了，今年经济恢复的路径更加清晰，整体需求相对不足，需求刺激政策仍将继续加码。我们可以看到，央行决定 3 月 27 日降低金融机构存款准备金率 0.25 个百分点，将释放长期资金 5000 亿左右，宽松的货币政策将继续维持。金三银四为传统钢材旺季，今年也是防疫政策优化后的首个旺季，需求强劲，但受海外市场银行流动性危机爆发的影响，避险情绪在不断加强。我们预计短期黑色板块波动将比较大，本周四凌晨美联储议息会议将对情绪产生重大影响。

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：随着欧美金融监管部门和银行间采取救助措施，硅谷银行和瑞信银行引发的风险担忧有所缓和，但市场情绪的平复仍需要时间，来自宏观层面的系统性影响仍是近期大宗商品市场关注的重点。CBOT 大豆市场对阿根廷大豆减产反应较为平静，美豆出口面临巴西的激烈竞争，美国农业部 3 月底的种植意向报告有望为未来市场提供更有效的指引。马来西亚棕榈油市场在 3 月出口猛增和产量大幅下降利多支撑下，主动下跌空间有限，一旦宏观压力减弱，有望率先企稳回升。国内油脂期货经历本周急跌，供应宽松预期得到较快释放，尤其是菜籽油和其他油脂间的价差已经进入偏低状态，只要外部金融市场不再出现新的恐慌，国内油脂市场止跌的回升的概率将明显趋强，油弱粕强的局面随时可能得到修正。国内豆粕市场因现货需求弱而缺少主动反弹能力，后期走势会更加依赖美豆和油脂表现，甚至可能在油粕强弱关系转换后出现补跌行情。豆一期货市场尽管有政策支撑，但因供大于求导致市场看涨信心不足，本周回吐掉上周因中储粮提价收购引发的大部分涨幅，价格重心再次回落到 5450 元/吨附近，如果大幅提高种豆补贴政策落地，远期豆价上涨的难度将变大。

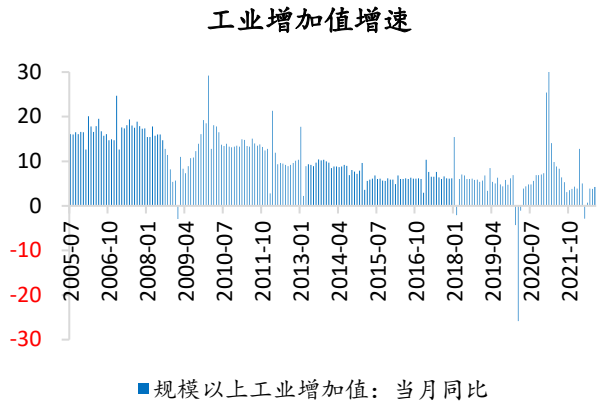
目 录

周度策略：关注情绪下行带来的波段机会 ..... - 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 经济复苏方向明确但力度不强 ..... - 8 -
3 结构性货币政策是主导 ..... - 9 -
4 宏观策略 ..... - 9 -
5 股指期货市场分析 ..... - 9 -
铜 ..... - 11 -
1 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 ..... - 14 -
3 锌期货现货数据 ..... - 15 -
钢材 ..... - 16 -
1 海外风险进一步上升 全球风险偏好下降 ..... - 16 -
2 1-2 月地产数据向好 ..... - 16 -
3 旺季来临 现实需求强 ..... - 16 -
4 小结 ..... - 17 -
5 钢材期货现货数据 ..... - 17 -
原油 ..... - 19 -
1 硅谷银行暴雷风波 ..... - 19 -
2 美国或难免硬着陆 ..... - 19 -
3 联储加息骑虎难下 ..... - 19 -
4 机构预计小幅过剩 ..... - 21 -
5 情绪市先于基本面 ..... - 21 -
6 多空制衡交易走廊 ..... - 22 -
天然橡胶 ..... - 23 -
1 弱势阶段胶价超跌 ..... - 23 -
2 供需预期发生劣化 ..... - 23 -
3 各个环节矛盾重重 ..... - 23 -
4 终端消费复苏阻滞 ..... - 25 -
5 汽车促销托底需求 ..... - 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 ..... - 28 -
3 油脂油料市场展望 ..... - 28 -
4 油脂油料市场主要数据 ..... - 29 -
免责条款 ..... 错误!未定义书签。

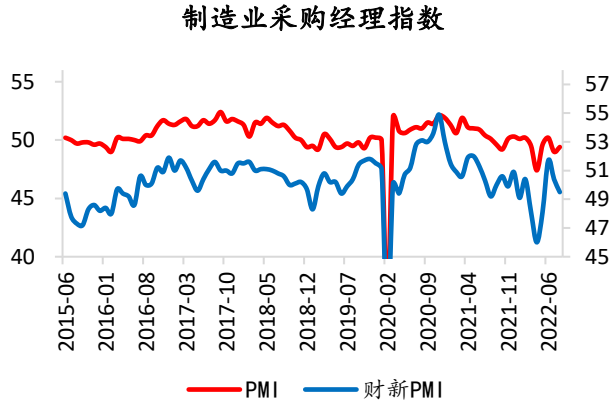
重要经济指标概况

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



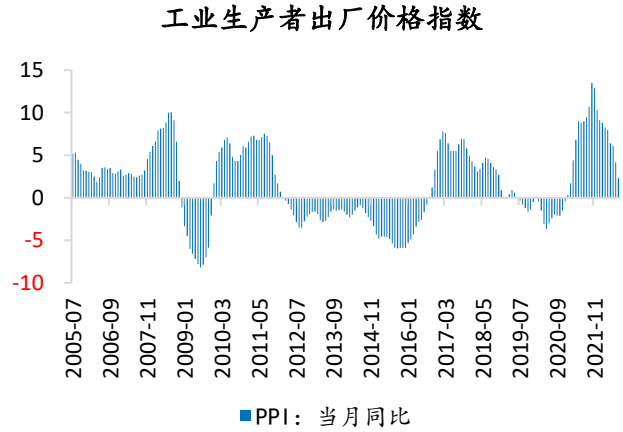
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 3：中国居民消费价格指数



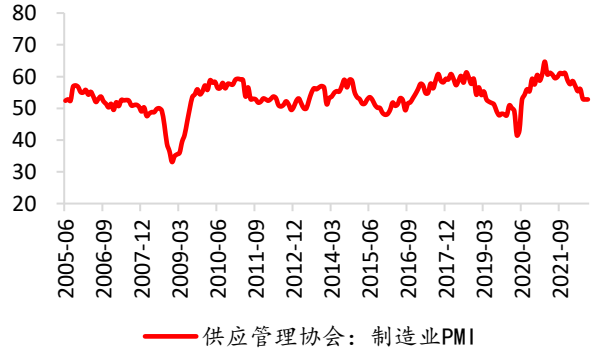
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 4：中国工业生产者出厂价格指数



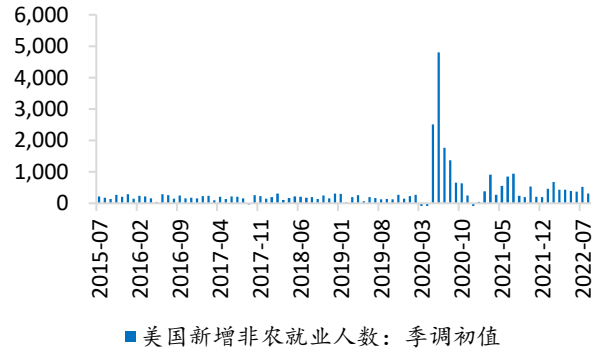
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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：关注情绪下行带来的波段机会

美国硅谷银行和瑞信相继发生风险事件，美国出现了害怕小银行危机而导致大面积的银行挤兑，欧美股市大幅回落，大宗商品也在情绪的压制下大幅下行，原油一周大跌近 13%，有色金属也跟随下跌，内盘定价工业品则相对温和，但是化工类因为原油大跌而导致的成本下行，跌幅较大。

欧美银行危机对市场情绪影响较大

3 月 10 日，全美第 16 大银行硅谷银行（资产规模 2120 亿美元）在引发市场恐慌两天后被美国联邦保险公司（FDIC）迅速接管，成为美国史上规模第二大的银行倒闭事件。3 月 12 日，全美第 29 大银行签名银行（资产规模 1104 亿美元）倒闭，成为美国史上第三大银行破产事件。加上 3 月 8 日规模较小的银门银行（资产规模 113 亿美元）终止运营，一周内美国已有 3 家银行倒闭。尽管美国监管部门迅速采取措施，但动荡尚未完全平息。

引爆硅谷银行的导火线是流动性（挤兑）危机和恐慌情绪，而究其根源则是激进加息下银行的债券持仓浮亏，以及科技初创公司（硅谷银行的主要储户）在加息周期中的困境中快速消耗的现金存款。

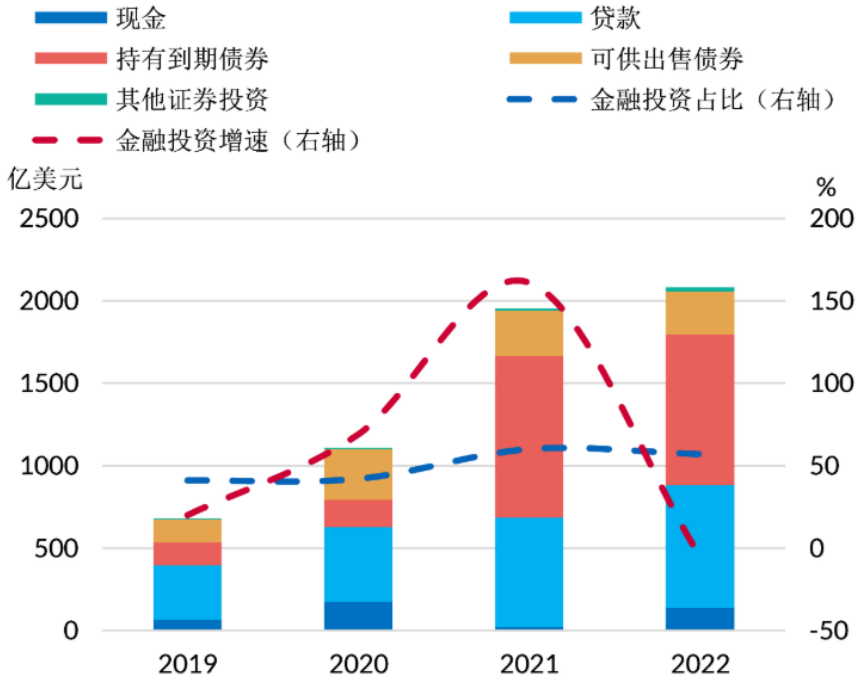
当前倒闭的三家银行，只是高利率下金融体系风险浮出水面的冰山一角，折射出高利率叠加流动性收紧之下美国金融体系脆弱性显著上升。这进一步加大了美联储的货币政策决策的难度，为全球经济和金融市场带来新的巨大不确定性。

考虑到通胀回落后其韧性将逐步显现，以及近期全球金融市场脆弱性不断凸显，美联储可能会未雨绸缪，重提通胀目标修改的老议题为政策转向争取空间。综合考虑各经济因素对加息路径的影响，当前影响加息因素的权重应该是：风险>通胀>就业。美联储停止加息或降息的可能性不会很大。美联储或于 3 月和 5 月各加息 25 个基点，随后结束加息进程。

美欧市场情绪震荡之际，欧央行加息 50bp，抗通胀决心不变。

欧央行 3 月会议加息 50bp，并随时准备动用流动性工具保障金融稳定。得益于能源价格回落，欧元区通胀水平有所降低，但核心通胀仍然居高不下。与此同时，欧元区失业率持续走低，劳动力市场强劲增加了工资上行压力，这将导致欧元区核心通胀短期内难以下降。除加息 50bp 外，欧央行将按计划继续缩表，未来三个月 APP 投资组合月均减少 150 亿欧元。对于近期市场较为关注的银行业金融风险，拉加德表示，不会在价格稳定和金融稳定之间做出权衡，欧央行有不同的政策工具来分别应对两类问题。欧央行强调，欧元区银行业具有一定韧性，拥有强大的资本和流动性头寸，完全有能力为欧元区金融体系提供流动性支持。本轮全球主要经济体加息进程持续较久，欧美央行加息幅度与节奏较以往更强，未来全球金融脆弱性将持续凸显，各类小型危机或也将更加频繁发生甚至演变为全球金融危机，欧央行紧缩幅度或将逐步退坡。

图表 7：硅谷银行资产结构



资料来源：wind，中金公司

经济复苏未超预期 政策力度加大

从前两个月的经济表现看，经济复苏仍难言强劲，因此政策力度进一步加大。

工业增加值累计同比增速 2.4%，环比 0.12%。固定资产投资累计同比 5.5%。社会消费品零售总额累计同比 3.5%。

工业生产增速回暖，制造业增速上行，采矿业、电力、燃气及水的生产和供应业回落。年后生产快速修复，铁路、船舶、航空航天等运输设备同比涨幅最快，稳增长政策效果有所显现，中游设备制造业景气度不弱，出口韧性带来的支撑延续。高技术产业增速放缓，工业机器人、集成电路产量跌幅继续加深。原煤和天然气生产增速加快，煤炭进口大幅回升，水泥和钢材增速上行。服务业生产指数上行，疫情影响快速衰减，线下消费和服务快速修复。今年春节返乡人次大幅提升。道路运输、航空运输、邮政、住宿、租赁及商务服务等行业景气度较高。

投资整体上行，房地产投资跌幅收窄，销售转好，竣工增速转正。2 月为传统成交淡季，政策放松，前期疫情影响下累积的需求释放，销售增速上行。房企资金来源跌幅收窄，销售上行带来一定提振，但房企资金链依然承压，拿地依然谨慎，“集中供地”也影响了拿地节奏。房企新开工、施工跌幅收窄，保交房政策下，竣工增速快速转向正增。房地产投资短期压力仍大。

基建投资提振效果延续，制造业投资边际回落。专项债投放节奏前置给基建形成支撑，基建投资中电力投资为重要拉动。今年专项债新增额度虽然高于 2022 年，但实际资金量低于去年。预期上半年基建增速有望维持高位，但高基数可能带来一定拖累。疫后企业经济逐步转好，但春节、疫后生产、高基数作用带来一定影响。新兴产业的产品生产增速放缓，未来仍有一定上行空间。

消费增速反弹，餐饮收入快速反弹转正，形成较强拉动，限额以上消费弱于社零。消费半径的

扩大，连续两年低基数作用和春节走亲访友等给上涨形成一定拉动。限额以上企业零售修复速度慢于整体，小型企业、个体工商户等得到较多修复。消费者信心指数底部小幅上行，消费者信心不足问题依然存在。餐饮、化妆品、金银珠宝等可选消费提振最为显著，房地产下游消费好转，政策优惠退出形成提前消费的影响下，汽车消费转弱。

2023 年 3 月 17 日，央行定于 3 月 27 日下调存款准备金率 0.25 个百分点。本次降准，主因应是对冲性降准、呵护资金面，也有对商业银行负债端成本较高、当前经济修复力度偏弱的考量。从经济形势看，当前经济并非“强现实”，政策仍将全力稳增长、稳信心，一大抓手是中央加杠杆，反映到货币端：宽松还是大方向，尤其是扩信贷为主的结构性宽松，短期内再降准降息的可能性下降，后续经济复苏情况紧盯地产链。

商品市场尚不存在系统性风险

硅谷银行和瑞信事件对市场情绪造成较大影响，在衰退的预期下，以原油为代表的品种跌幅较大。但是考虑到这次欧美银行业风险难以演变成系统性的风险，加上国内经济仍处在复苏态势，如果工业品跌幅过大则存在反应过度的嫌疑，如果出现这种情况，建议关注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 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 17 日	中国央行全面降准，下调金融机构存款准备金率 0.25 个百分点	政策宽松助力经济复苏	3 月或 4 月 LPR 特别是 5 年期以上 LPR 有望下行。
	3 月 16 日	欧央行继续激进加息 50 基点	未提供加息指引	预计高通胀将更持久
数据	3 月 15 日	1-2 月社会消费品零售总额同比增长	1—2 月份，社会消费品零售总额 77067 亿元，同比增长 3.5%。其中，除汽车以外的消费品零售额 70409 亿元，增长 5.0%	消费数据反弹
	3 月 15 日	美国 2 月 PPI 通胀意外下降	美国 2 月 PPI 环比降 0.1%，远低于预期；同比增 4.6%，为 2021 年 3 月来最低	零售销售继续降温，环比降 0.4%
事件	3 月 13 日	美联储救助硅谷银行	美联储紧急于 3 月 12 日宣布规模为 250 亿美元的银行定期融资计划（BTFP），向所有美国联邦保险存款机构提供最长一年的贷款	防止风险扩散，美国出台多项政策

资料来源：中金财富期货研究所

2 经济复苏方向明确但力度不强

1-2 月经济修复明显，但整体未超预期。

2023 年 1-2 月，经济总体上呈明显复苏态势。以支出法计，今年 1-2 月，除进出口数据外，其余数据均有不同程度改善，尤其是此前对经济拖累较严重的消费和地产投资，2023 年前 2 月均有较明显的改善。展望后续，我国经济在疫情防控放开对经济的环比推高结束后，依然面临着不小的压力和不确定性：一是全球需求走弱之下，后续出口预计仍将持续下滑，对我国经济的拖累作用将持续加大。二是 1-2 月消费虽然总体呈修复态势，但 2 月单月社零环比录得历史性负值，叠加 2 月弱于季节性的核心 CPI 环比，我国消费后续的修复速度和程度仍将面临考验。三是 1-2 月房地产销售虽然改善明显，但疫情期间压抑的购房需求释放完毕之后，后续居民内在购房需求的回升能否支撑整个房地产价值链条重回正循环，仍需进一步观察。

消费方面，2023 年 1-2 月，社零当月同比+3.5%，去年 10 月、11 月和 12 月为负后首次实现转正，好于市场预期的+2.9%。但 2023 年 2 月，社零环比录得-0.02%，为 2011 年至今 2 月社零环比唯一的负值。今年前 2 个月社零同比超市场预期显示 1-2 月消费总体的复苏势头较强，但单独 2 月社零环比历史上首次为负也显示，在疫情放开叠加春节假期对消费环比的推高结束后，消费复苏势头的持续性后续面临着较大的考验。

投资方面，2023 年 1-2，固投同比+5.5%，较去年 12 月+2.4PCTS，其中，制造业和基建投资增速上行，二者投资增速均明显高于固投同比增速，房地产投资增速仍然为负，依然是固投的主要拖累项，但下滑幅度较去年 12 月明显缩窄。

2023 年 1-2 月，制造业投资增速+8.1%，较去年 12 月+0.7PCTS，但较去年全年增速-1.0PCTS，带动 1-2 月固投总体增速+2.4PCTS2023 年 1-2 月，房地产投资增速-5.7%，较去年 12 月+7.0PCTS，降幅大幅收窄，带动 1-2 月固投增速-1.6PCTS。

3 结构性货币政策是主导

结构性货币政策是主导。

从货币政策工具来看，当下央行中长期流动性的投放更依赖结构性工具，而非总量工具。回顾 2022 年，2022 年 MLF 余额并未增长，结构性货币政策工具余额增长 1.17 万亿。其中支小，支农相关工具增长 2857 万亿，再贴现余额回落 320 亿，PSL 增长 3511 亿，碳减排，科技创新再贷款阶段性货币政策工具增长 5661 亿。

结构性货币政策使重点领域信贷事实上得到了较低的融资成本。结构性货币政策工具较低的利率（0%、0.5%、1%、1.75%、2%、2.4%，MLF 是 2.75%）预示政策扶持的领域可以拿到低成本资金，更有效的促进金融资源向小微企业、绿色发展、科技创新等重点领域倾斜。

结构性货币政策可能加大银行间流动性的波动。结构性货币政策由于“先贷后借”的机制，有可能造成央行“报销”基础货币的时间差。这一错位有可能引至短期银行间流动性感受偏紧。

4 宏观策略

硅谷银行和瑞信事件对市场情绪造成较大影响，在衰退的预期下，以原油为代表的品种跌幅较大。但是考虑到这次欧美银行业风险难以演变成系统性的风险，加上国内经济仍处在复苏态势，如果工业品跌幅过大则存在反应过度的嫌疑，如果出现这种情况，建议关注疯调整之后的买入机会。

5 股指期货市场分析

指数维持震荡

本周两市较为震荡，主要指数周度幅度不大，其中沪深 300 周-0.21%，上证 50 周-0.3%，中证 500 周-0.35%，中证 1000 周-0.91%

本周，沪深港通双向大扩容正式落地，北上资金大幅净买入 A 股 147.8 亿元，创 1 个多月来新高，成交也较上周增加逾 20%。南向资金净买入逾 112 亿元，连续第 3 周净买入超百亿元。分市场看，北上资金加仓主要集中在深市，深股通净买入 125.66 亿元，沪股通净买入 22.14 亿元。

自证监会主席易会满在 2022 金融街论坛年会上首提“中国特色的估值体系”以来，市场对国央企上市公司的关注度显著提升。结合近期国企改革三年行动收官、新一轮国企改革行动谋划等事件性催化，“国企改革”成为市场主线之一。如何实现“中国特色估值体系”成为市场谈论的一大热点。

2023 年 3 月 3 日，国资委启动国有企业对标世界一流企业价值创造行动，做强做优做大国有企业，低估值国企有望迎来估值提升。政策层面高度重视国有企业价值实现，央国企价值重估进

行，通过比较海内外和央国企龙头公司市盈率和市盈率水平，寻找具备估值提升的行业。

市盈率和市净率均具有估值提升空间的行业：铁路运输、建筑与工程、保险、房地产物业；

市盈率具有估值提升空间的行业：计算机、电力、医疗保健设备；

市净率具有估值提升空间的行业：石油天然气、煤炭、航空、酒店、电信服务、生物科技、西药。

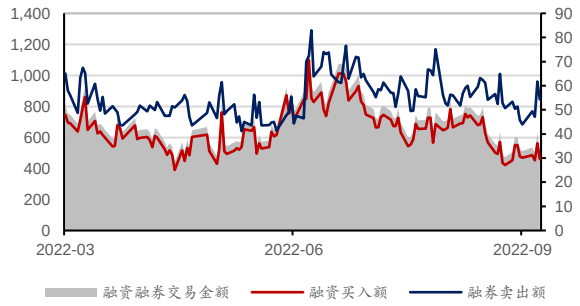
中国特色估值体系是近期指数上涨的主要动能。

建议继续关注调整之后的买入机会

降准将为市场注入增量资金，呵护流动性，稳定市场预期。政策方面，财政政策方面，预算赤字率或将上调以支持积极财政政策继续发力，货币政策维持稳健偏松，以我为主兼顾内外平衡，小幅调整存款准备金率释放一定幅度流动性，货币政策还将围绕各类结构性货币政策工具做加法，强化对重点领域和薄弱环节支持力度。

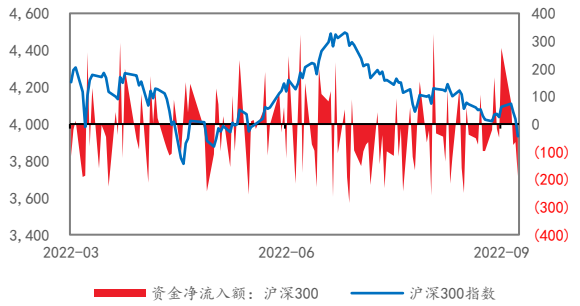
整体来看，降准将给实体经济带来积极影响。一旦降准实际落地，将对宏观经济运行、中小企业融资等方面带来支持，从而支撑经济稳步恢复。降准在降低融资成本的同时，也对股市带来间接提振作用。对股市来说，降准信号的释放，有助于提升市场风险偏好，大盘有望逐步震荡修复。

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



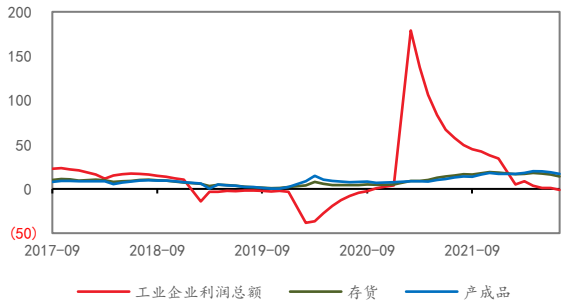
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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。

从 TC 来看，截至今年 3 月 3 日，进口铜精矿指数达到 77.64 美元/吨，较 1 月 20 日降低 3.09 美元/吨，延续了去年 11 月下旬以来的下跌趋势。铜矿趋于宽松为市场共识，扰动不改宽松趋势。

国内电解铜供应逐步释放

步入 2023 年，冶炼企业迎来新一年的生产计划期。2 月国内电解铜产量为 89.93 万吨，环比增长 4.6 万吨，涨幅 5.39%，同比上升 7.6%。虽然前期检修的 2 家冶炼厂恢复正常生产，有利于电解铜产量的增长。但 2 月生产天数较短、新投产的冶炼厂产量释放缓慢，个别冶炼厂仍面临冷料紧张的问题，以上诸多因素仍在一定程度上限制了电解铜产量的增幅。3 月尽管有 3 家冶炼厂有检修计划，但据了解该 3 家冶炼厂阳极板库存充足，3 月预计电解铜产量并不会因检修而受损。另外，华中地区新投产的冶炼厂 3 月的产量将进一步走高。根据各家排产情况，预计 3 月国内电解铜产量为维持增速。

进口方面，2023 年以来，电解铜进口持续处于亏损状态，进口窗口无法打开，截止 3 月 10 日，铜现货进口盈亏为-313.69 元/吨，进口亏损环比上周继续收窄，现货沪伦比值为 7.86。今年 1-2 月未锻造铜及铜材进口量约 87.9 万吨，同比下滑 9.3%。

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

海外宏观利空因素正在堆积，鲍威尔偏鹰态度大幅提高了 3 月加息 50BP 的概率，密切关注非农就业和美国 CPI 变化，同时美国银行业危机外溢风险仍存。南美铜矿的供应扰动仍在，受企业检修的影响，电解铜产量增长幅度有限。国内季节性叠库结束进入去库状态，低库存对铜价依然有较强的支撑。下游复工复产加快推进，但需求端还存在一定的分化，当前已进入消费旺季，现货市场升水走高验证了需求的好转。国内消费旺季仍有预期，预计铜价延续高位震荡整。

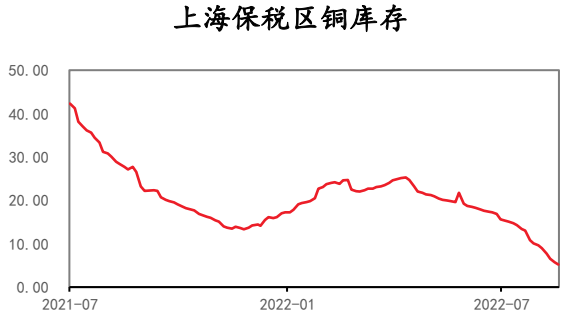
3 铜期货现货数据

图表 12：长江有色铜价



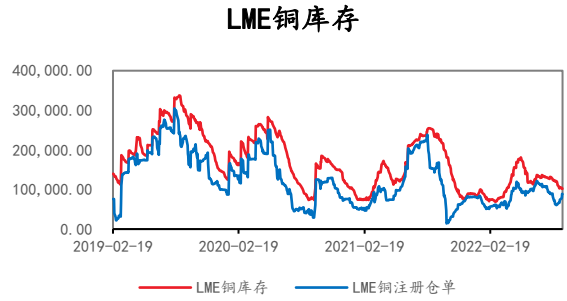
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 13：上海保税区铜库存



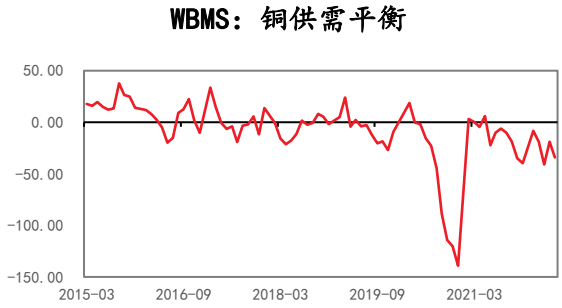
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 14：LME 铜库存



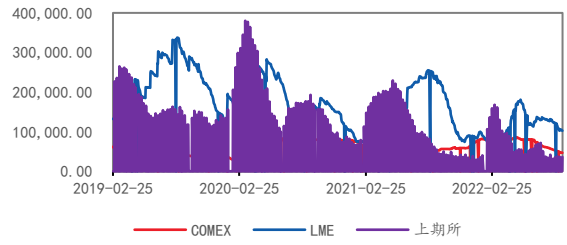
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 15：WBMS 供需平衡



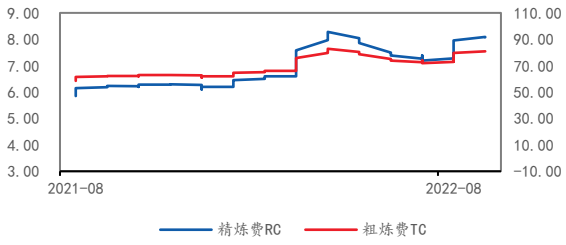
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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

海外基本面，欧洲冬季将慢慢结束，能源矛盾继续降温，气电价格维持偏低水平运行。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。欧洲锌冶炼仍有薄利，复产消息实际落地，Nyrstar 位于法国的 Auby 冶炼厂确定 3 月份开始复产，其余冶炼厂暂无跟进消息，涉及产能 17.2 万吨/年。海外消费预期转弱，盘面支撑力减弱，伦锌重心下挫。

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。

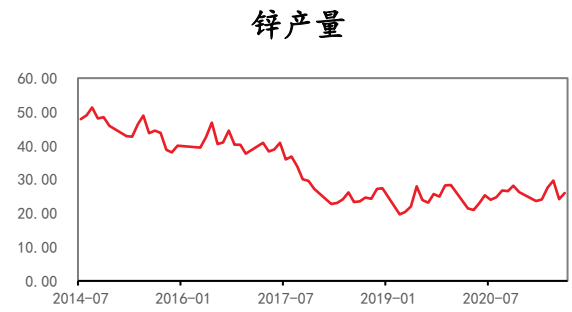
终端项目开工环比明显回升但低于去年同期，其中基建项目开复工情况要好于地产；汽车板块 2 月乘用车零售销量 135 万辆，环比增加 4.3%，1-2 月合计 264 万辆，较去年同期下滑 20%以上，这与近期下游反映新订单不足相吻合，消费的回升力度非常弱，要注意旺季实际需求偏弱的可能性。家电板块也将跟 随地产修复。不过，目前下游初端企业尚未完全复工，消费启动或至元宵节后，库存延续季节性增加。

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，目前宏观逻辑仍占据价格影响的主导，也需要关注国内需求端复苏对价格支撑的持续性。

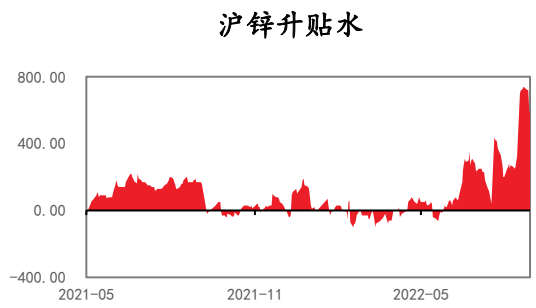
3 锌期货现货数据

图表 18：锌产量



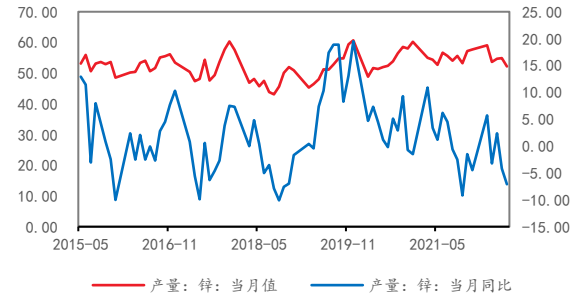
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 19：锌升贴水



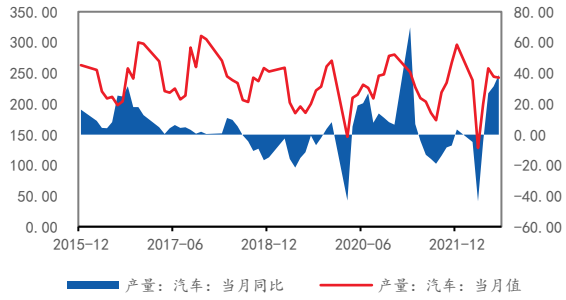
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 海外风险进一步上升 全球风险偏好下降

自硅谷银行宣布破产后，海外银行流动性危机进一步扩大。美国签字银行、第一共和银行及瑞士信贷相继出现流动性危机，短短 2 周已出现多家万亿规模银行出现危机。目前来看银行的流动性危机远未结束，存在危机进一步扩大的可能性，投资者的风险偏好在不断降低。

本次海外银行流动性危机始于美联储近 1 年来的激进加息，导致银行业普遍面临短资长配的问题，而美联储的激进加息导致美债大幅走弱，账面出现较大浮亏。同时，银行还面临经济下行，存款客户资金流出大的问题，从而演化成挤兑危机。

分析硅谷银行、签字银行、第一共和银行，我们可以看出，该情况并非特例，而是银行业普遍面临的问题。因此，美联储在上周紧急扩表 2970 亿美元，被迫由紧缩转向宽松，这几乎让美联储过去半年缩表的努力化为乌有。（美联储原本计划要达到每个月 950 亿美元的缩表上限）

本周四凌晨，美联储将召开议息会议，美联储将面临困难的选择。一边是顽固的通胀压力，另一边面临失控的银行业危机。无论美联储选择继续加息还是降息，都将对市场造成重大的影响。

2 1-2 月地产数据向好

上周统计局公布了 1-2 月的宏观数据，今年前两个月中国固定资产投资同比增长 5.5%，高达 5.4 万亿元；其中房地产行业投资同比下降 5.7%；资金来源同比下降 15.2%；商品房销售面积同比下跌 3.6%，商品房销售额同比下跌 0.1%；施工面积、竣工面积、新开工面积同比增速分别为-4.4%、8.0%和-9.4%。

从数据上来看，地产行业仍在下行，但降幅较去年全年已大幅收窄。这其中一方面得益于去年的低基数，另一方面也得益于地产行业信心的企稳。

地产行业最关键的环节是销售，截至 3 月 17 日，全国 30 大中城市商品房成交日均面积录得 46.7 万方，其中第一周、第二周、第三周数据分别录得 50、47、48 万方（2 月最后一周数据 48 万方），月均值环比进一步回升 15.6%，相较去年同期增长 26.2%。

尽管地产数据表现较好，但仍需对其可持续性保持警惕的心态。从房屋新开工和竣工面积的剪刀差，我们可以看出目前房企的重心仍放在竣工上，而拿地和新开工的动力不足。因此，当保交楼推动到一定程度后，地产的存量施工面积，是在不断萎缩的。地产的正向循环不仅需要房企开发能力（资金）得到改善，房企的开发意愿也不可或缺。

3 旺季来临 现实需求强

上周螺纹周度表观消费 350 万吨，环比下降 6.72 万吨；上周全国建材日均成交量 16.95 万吨，环比下降 1.58 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 82.29%，环比上周增加 0.35%，同比去年增加 4.28%；高炉炼铁产能利用率 88.44%，环比增加 0.47%，同比增加 8.01%；日均铁水产量 237.58 万吨，环比上升 0.47%，同比增加 7.65%。

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。

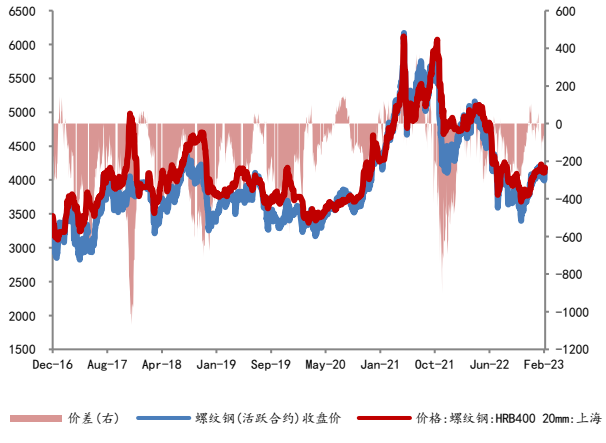
4 小结

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。

今年 3-5 月是防疫政策优化后的首个旺季，下游需求强劲，看涨情绪较浓，但受海外银行危机影响，避险情绪也在逐步加强。我们认为本周市场仍将继续维持分化的态势，一方面看好钢市需求，另一方面担忧海外银行业危机的扩大。本季度内需相对较确定，因此海外银行业危机的演变显得更为重要。本周四凌晨美联将召开储议息会议，对海外银行业危机的后续演变有重大的影响，建议投资者持续关注。

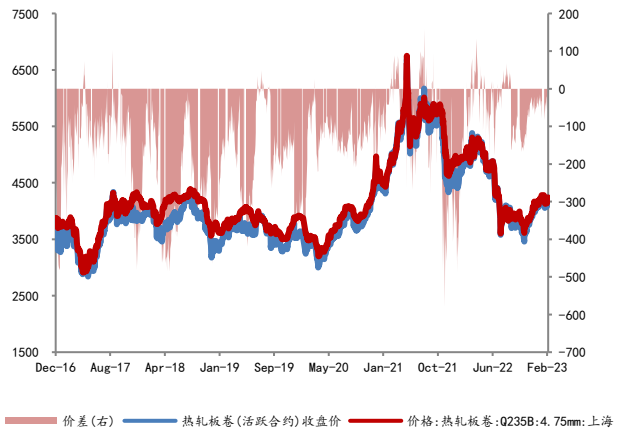
5 钢材期货现货数据

图表 22：螺纹期现价差



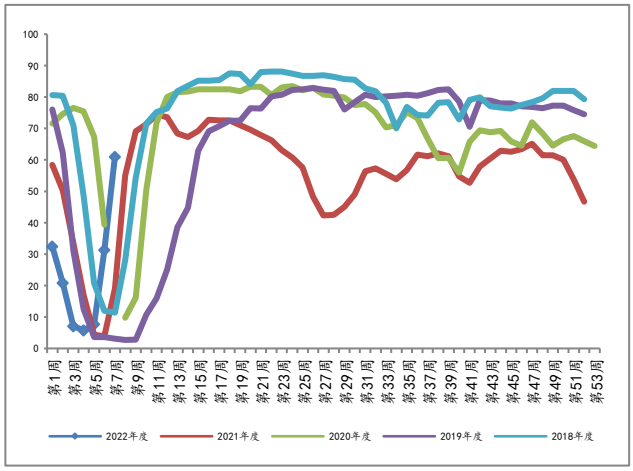
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 23：热卷期现价差



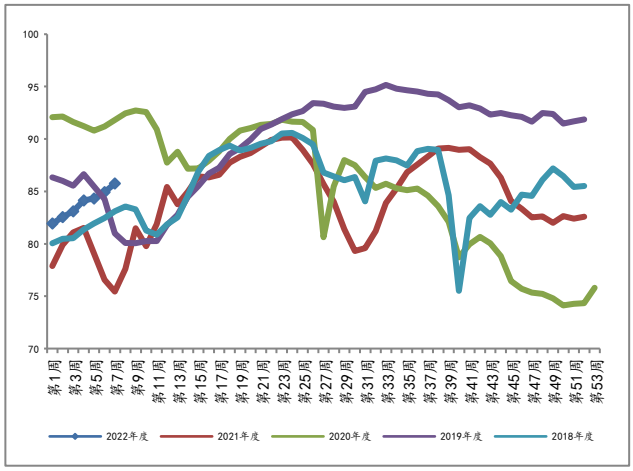
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 24：85 家独立电弧炉钢厂：开工率：中国（周）



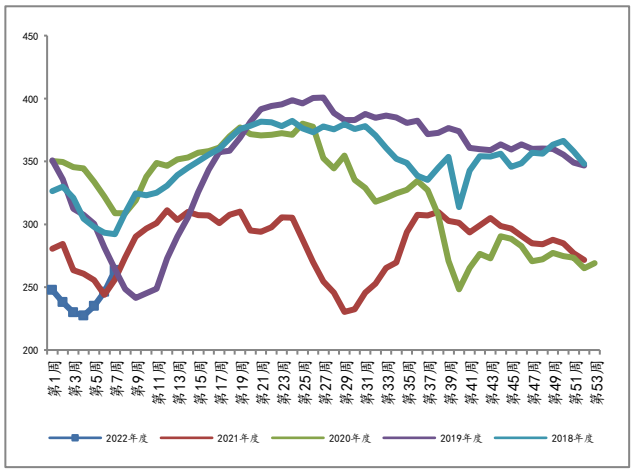
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 25：247 家钢铁企业：高炉产能利用率：中国（周）



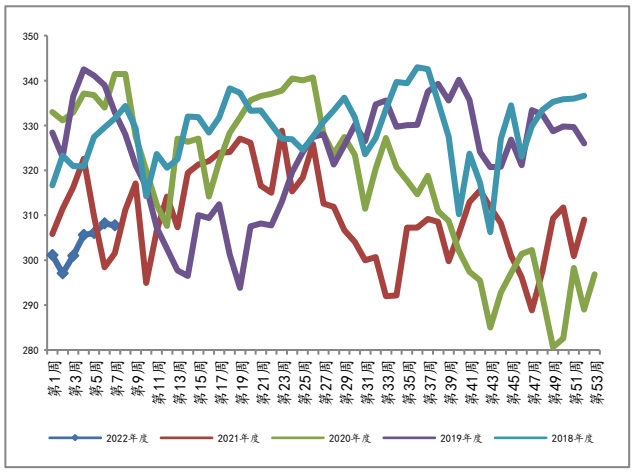
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 26：螺纹钢：建筑钢材钢铁企业：实际产量（周）



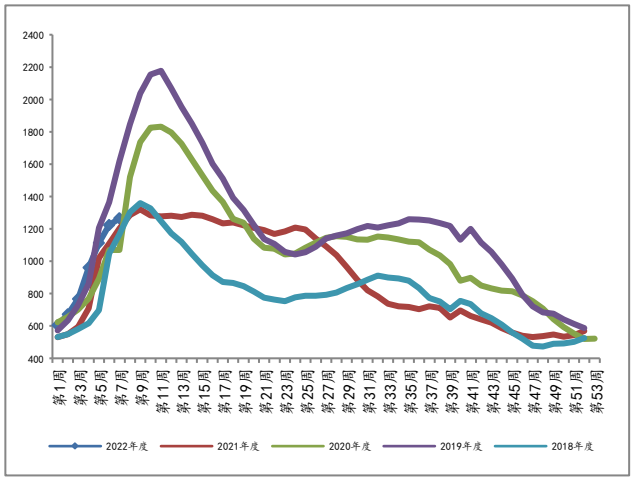
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 27：热轧板卷：钢铁企业：实际产量：（周）



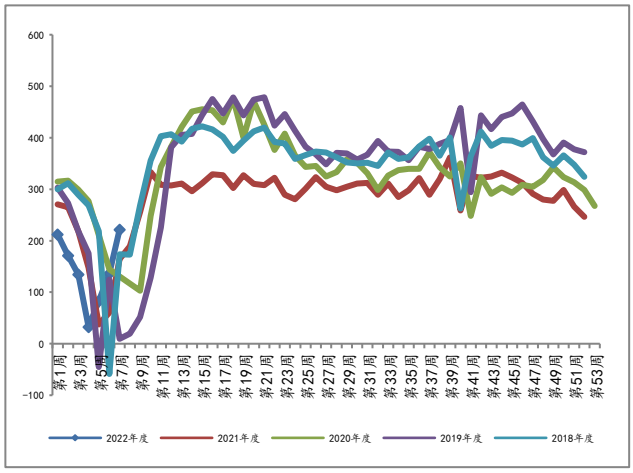
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

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 硅谷银行暴雷风波

近期发生的硅谷银行(SVB)暴雷事件，令市场重新调整对宏观经济和货币政策的预期，引发原油等大宗商品一系列连锁反应。

硅谷银行遭遇挤兑关闭，最大的锅要由美联储来背。该银行存款主要来源于初创科技企业，从前在低利率环境下风险投资大量涌入，这些存款多被投资于久期较长的持有至到期证券。2022 年以来美联储激进加息引发负债端收缩，导致硅谷银行持有的债券严重贬值，并面临巨大的流动性风险，最终遭遇挤兑风潮。

硅谷银行暴雷事件发酵，引发全球对于流动性风险蔓延的担忧。事发后美国监管机构迅速出手救急，鉴于次贷危机后其处置金融风险上的丰富经验，发生系统性危机的可能性不大。美国监管三部门美联储、美国财政部和美国联邦存款保险公司（FDIC）联合发声，传达了事态受控的关键信息，在沃尔克法则下美国大型银行资产负债表健康，中小银行风险对美国金融体系的冲击有限。

2 美国或难免硬着陆

SVB 事件使得原油市场交易逻辑发生转向，相比美联储可能的加息节奏调整，投资者更担心美国经济陷入衰退的风险。这家美国第 16 大银行的倒闭，也是美国历史上第二大银行倒闭案，引发了金融市场的震荡和恐慌，资金涌入美国国债和黄金等避险资产，同时规避原油为首的大宗商品。

美国监管机构已经关闭了 SVB，并为其所有存款提供担保，旨在确保所有储户都能提取存款，以避免出现一系列银行挤兑风潮。SVB 倒闭风波或能够顺利解决，但美国小型银行的准备金比例已降至 2010 年以来低位水平，美国中小企业的融资环境劣化是个不争的事实。

不客气地讲，相比一味将加息和遏制通胀划等号，维护稳定的金融环境才是美联储不应忘记的初衷。如果美联储仍长期保持鹰派作风，美国经济终将难以避免地陷入衰退。

3 联储加息骑虎难下

作为加息所必须付出的代价之一，本次黑天鹅事件在宏观层面造成扰动，美联储有理由将 3 月加息节奏放缓，甚至提前结束加息周期，但西方经济衰退仍是主线逻辑，市场还有其他重大风险需要评估。

美联储在制定货币政策时，主要参考的是左手通胀右手就业，自 2022 年以来一再重申加息的鹰派立场。

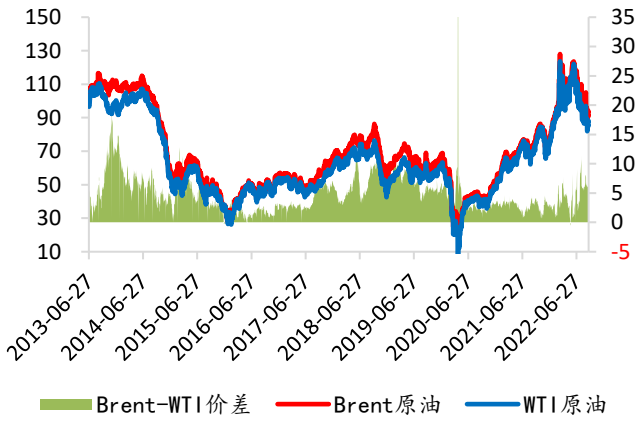
美国劳工统计局公布数据，2 月新增非农就业人口 31.1 万，显著高于市场预期值 22.5 万。强劲的就业市场显示经济仍具有韧性，尚能够支持较高的联邦基金利率水平。

另一方面，美国 2 月消费者物价指数即 CPI 上涨 0.4%（剔除波动较大的食品和能源价格的核心

CPI 上涨 0.5%），同比增长率从 5.6%放缓至 5.5%，年化通胀率从 6.4%降至 6%，美国通胀增速继续放缓但仍处于高位。

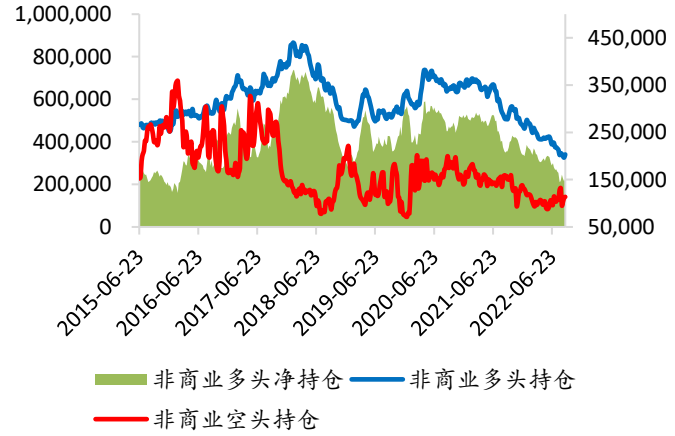
尽管这一结果基本与业界预测相符，却在 SVB 倒闭之际给美联储出了一道难题。如果就此结束加息并转向宽松，未来恶性通胀将一发不可收拾；倘若继续坚持强硬的鹰派立场，则会令美国经济软着陆的希望更加渺茫。

图表 30：国际原油期货价格



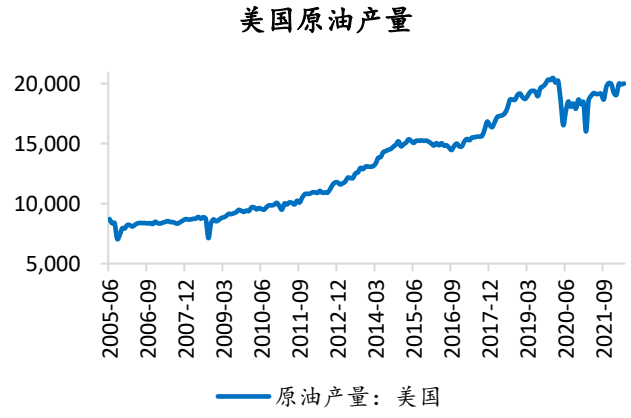
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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



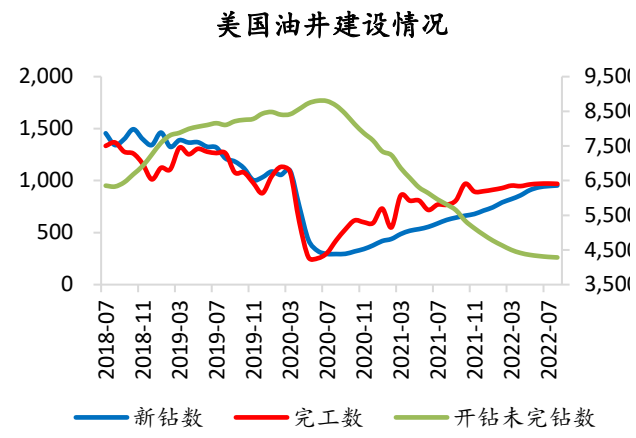
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 33：沙特原油产量



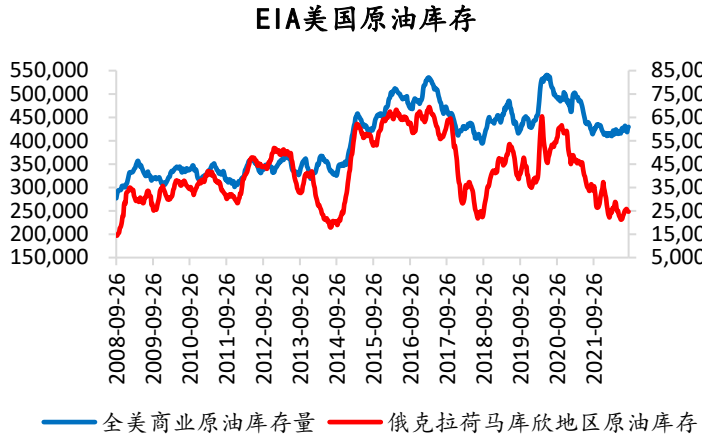
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 34：美国油井建设情况



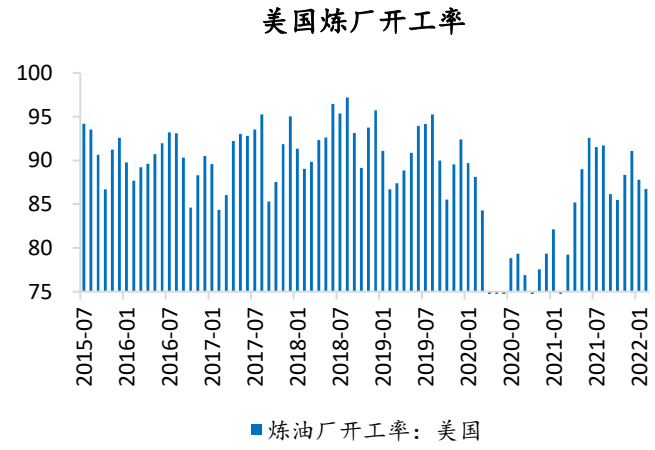
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 35：EIA 原油库存



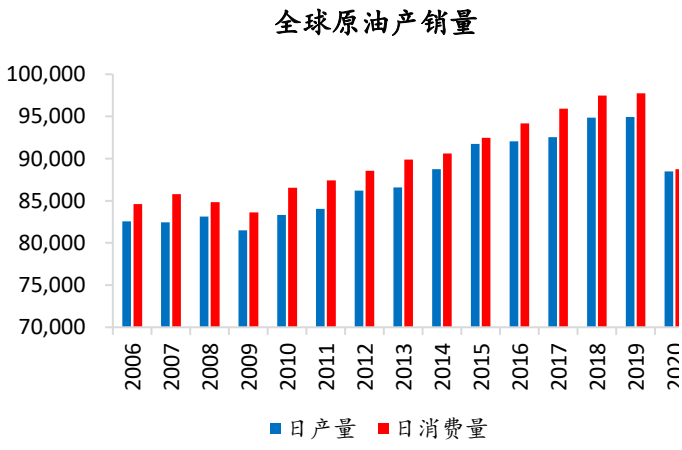
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 机构预计小幅过剩

硅谷银行倒闭事件一波未平，OPEC 月报又给出阶段性过剩的评估，加剧了市场对经济衰退的担忧情绪。

OPEC 在最新的月度报告中，仍然维持对 2023 年全球原油需求的预期，即增长 230 万桶/日至 1.019 亿桶/日，但中国需求增长的预期被欧美需求下滑所抵消。OPEC 目前的原油产量约为 2892 万桶/日，二季度预期或将下降 30 万桶/日。全球能源消费通常在冬季结束到夏季开始这段时间内表现低迷，因而原油市场可能在下月出现小幅的季节性过剩。

经济衰退和需求走弱的可能性增加，导致国际原油走势创年内新低。不过考虑到供应端种种问题，以及中国能源消费回暖，全年来看原油供需关系整体仍是较为平衡的。

5 情绪市先于基本面

客观地讲，当前原油基本面仍维持相当稳定的紧平衡状态，没有可信证据表明未来供需将发生严重劣化。然而，炒作经济复苏的乐观情绪消退，对衰退甚至大萧条的恐慌情绪加剧，原油等大宗商品面临下行风险。抛开短期情绪市的异常波动，我们认为原油基本面的改变不会很快出现，而接下来美联储的货币政策方向是至关重要的。当然，美联储任何关于放缓加息、甚至转向宽松的意向，都需要严谨推敲和审慎决定。后市初步来看，随着国际原油期货泡沫挤出和去杠杆化，我们认为油价将在动荡中保持一定程度的坚挺。

6 多空制衡交易走廊

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。

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。

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 弱势阶段胶价超跌

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。

基本面来看，海外主产区已进入减产停割季，全球供应保持收紧态势，不应忽视原料成本对胶价的支撑。然而，交投淡季下的显著累库仍在拖累橡胶价格，终端需求也尚未出现显著改善。此外，宏观经济数据和美联储加息等因素对橡胶金融属性作用较大，宜予以足够重视。

尽管按照往年规律来看，现在是沪胶传统弱势时期，但万二附近低位未免有超跌之嫌。实际上，近期橡胶基本面并没有发生严重劣化，后市须密切关注真实需求和库存变化情况，合理把握择时机会，并采取有效的风控措施。

2 供需预期发生劣化

近期橡胶基本面并未有明显变化，主要因预期劣化致使价格重心大幅下移，已经深度运行于成本线下方。

上游供应压力仍然不大，中游期现库存延续累库趋势但增幅放缓，问题出在下游终端矛盾沿产业链逐级倒逼。直接需求节后以来表现尚可，前期订单处理释放了大部分产能，1-2 月国内轮胎产量同比走高。但轮胎企业开工负荷的提升没有带来橡胶社会库存的去化，最近开工率录得年后首次回调，青岛地区橡胶出库量再度下滑。受制于终端消费传导不畅，在后续订单跟进不足的情况下，对轮胎开工高位支撑力度不足。此外，海外经济衰退预期下需求减弱，一方面对中国轮胎成品的订单减少，另一方面对原料橡胶的进口需求同样下降，导致国内轮胎出口放缓而天然橡胶进口压力加大。在偏利空的市场环境下，后市关注国内物候开割时间进程，以及 3-4 月终端车市产销情况，预计沪胶整体仍保持低位震荡。

3 各个环节矛盾重重

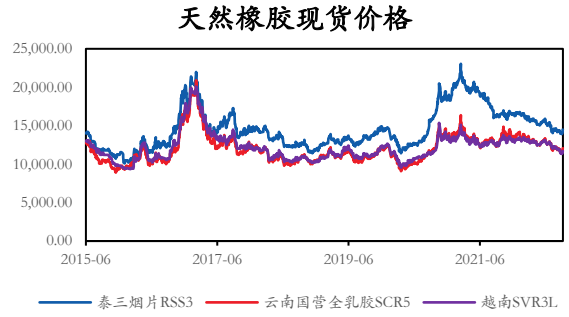
当前天然橡胶产业链存在一个奇特现象：上游季节性减产但中游库存并未下滑，下游轮胎开工强势但终端消费仍然萎靡，重重矛盾使得胶价难以前行。

近期，青岛地区天然橡胶库存量延续增长态势，且累库速度再次趋于扩大，主要因之前船期货源陆续到港，节奏上仍以累库为主。截至 2023 年 3 月 5 日，青岛地区天然橡胶保税库存和一般贸易库存合计 59.49 万吨，较上期增加 1.62 万吨，环比增幅 2.81%。其中，保税库存环比增加 2.89%至 10.73 万吨，一般贸易库存环比增加 2.79%至 48.76 万吨。

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。

图表 38：天然橡胶现货价格



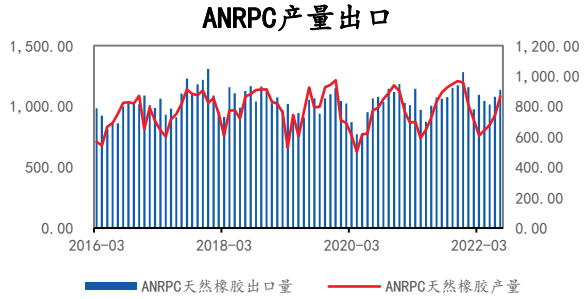
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 39：合成橡胶价格



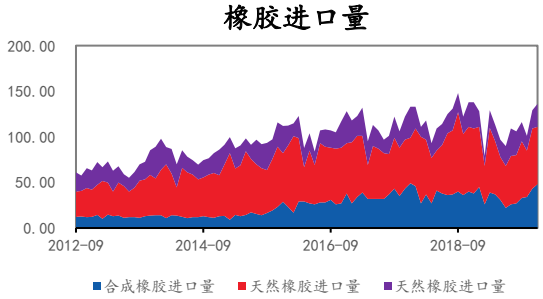
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 40：ANRPC 产量出口



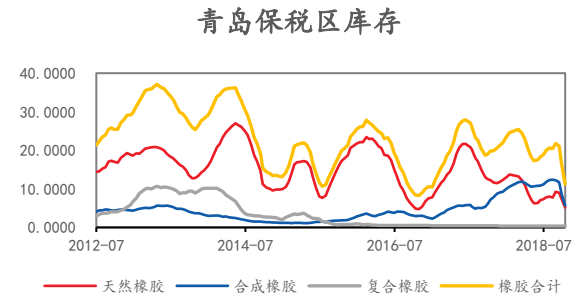
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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



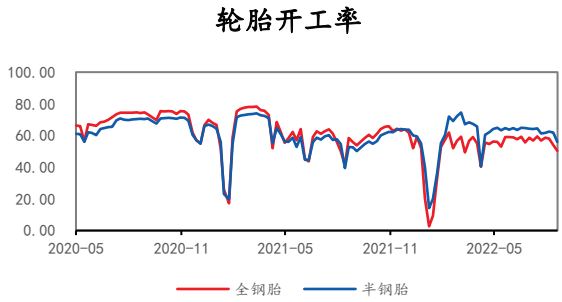
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 43：上期所注册仓单



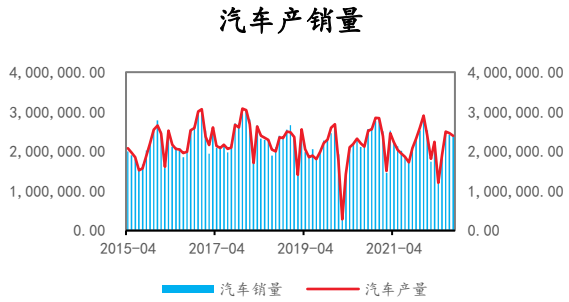
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 终端消费复苏阻滞

受外围宏观衰退及产业链终端阻滞的影响，天然橡胶在长期低位盘整后再度大幅下挫。

国内轮胎企业产能利用率仍保持高位运行，但新订单量已经减少，依靠补齐前期缺口维系，轮胎成品去库进程再次减慢。尤其是轮胎开工率节后首次出现回落，轮胎厂商整体出货尚可，但新订单增速放缓，对原料橡胶的采购能力减弱。截至最近，山东地区轮胎企业全钢胎开工负荷为 68.32%，环比走低 0.66 个百分点，高于去年同期 6.12 个百分点。目前主要矛盾仍在于终端消费方面，由于产业链传导不是非常顺畅，轮胎开工率继续提升的空间有限。从下游需求端观察，当前沪胶处于季节性弱势阶段，若下个月终端消费未能回暖，而国内产区新季开割顺利，则不排除供需矛盾会进一步恶化。

5 汽车促销托底需求

近期橡胶产业链终端有一个热点是，多地新闻报道汽车厂商大降价，引发社会和业界较大关注。自湖北省东风汽车开始，3 月以来多省份多汽车品牌加入价格战，从目前了解到的情况来看，预计将对终端汽车消费产生明显提振。2023 年 7 月 1 日起将实施国 6B 标准，按经验每次国标升级都会在车市掀起一波降价促销热潮。加上 2022 年四季度受疫情影响汽车销量极度低迷，很多经销商库存仍处于相对高位，将借机加速老车型清货。

中汽协已公布的数据并不乐观，2 月中国汽车市场产销分别达到 203.2 万辆和 197.6 万辆，同比分别增长 11.9%和 13.5%，环比分别增长 27.5%和 19.8%。平滑节假因素波动，1-2 月汽车产销累计完成 362.6 万辆和 362.5 万辆，仍较上年同期分别下降 14.5%和 15.2%。不过后续汽车降价有助于刺激消费回暖，进而对橡胶轮胎产业链去库起到一定促进作用。尽管当前沪胶情绪极度悲观，但市场仍对下游复苏抱有期望，橡胶价格逢超跌时具有触底反弹的机会。

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

美欧银行风险事件频发，大宗商品市场出现恐慌性下跌

近日，以美国硅谷银行宣布破产为标志的美国多家银行倒闭事件备受全球关注，而瑞信银行的信用风险事件令金融市场恐慌情绪进一步蔓延。市场担心欧美银行危机有可能演变成更大范围的金融危机，甚至会打乱欧美央行为治理通胀而采取的加息节奏。全球避险情绪因此迅速升温，包括大宗商品在内的金融资产遭到抛售，国际原油市场承压大幅下挫。在美国监管部门紧急出台措施防止更大危机后，市场的恐慌情绪略有缓解。此次风险事件暴露了美国和欧洲银行在管理上的漏洞，以及金融市场的脆弱性，无疑会增加 2023 年全球经济增长前景的复杂性。因此，目前风险资产所面临的系统性压力仍未完全解除，事件的后续影响仍需进一步观察。

巴西大豆收割过半，出口能力大幅提升

农业咨询机构 AgRural 发布的报告显示，截至 3 月 9 日当周，巴西大豆收割率为 53%，去年同期为 64%。其中最大的大豆生产州马托格罗索州的收割进度已接近 95%，为巴西大豆实现创纪录产量提供可靠保障。尽管巴西全国大豆收割率落后去年，但随着大豆收割过半以及丰产预期不断兑现，巴西大豆对全球的供应能力已大幅提高。巴西全国谷物出口商协会近日表示，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能力快速攀升，美豆出口面临的竞争压力日益显现，并在一定程度上削弱了市场对阿根廷大豆减产的炒作空间。

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%。布宜诺斯艾利斯谷物交易所本周将阿根廷大豆产量预估值由此前的 2900 万吨下调到 2500 万吨，降至 20 余年最低水平。当前美豆市场对阿根廷减产反应较为冷淡，除了巴西大豆实现创纪录产量削弱阿根廷减产的影响外，来自宏观层面的不确定性也限制市场追涨情绪。

马来西亚棕榈油 3 月上半月出口激增，产量大幅下降

本周，三家船运调查机构陆续发布了 3 月 1-15 日马来西亚棕榈油出口数据，其中 ITS 为环比增长 55%，Amspec Agri 为环比增长 71.6%，SGS 为环比增长 59%。此外，南部半岛棕榈油压榨商协会（SPPOMA）最新统计显示，3 月 1-15 日马来西亚棕榈油产量较上月同期下降 29.08%。马来西亚 2 月棕榈油库存降幅超过预期，3 月上半月产量大幅下降且出口猛增，预计 3 月末库存将维持低位。利多的基本面为近期棕榈油市场表现较为抗跌提供重要支撑。

黑海粮食外运协议已续签，延长天数减半

2022 年 7 月 22 日，在联合国的支持下，俄罗斯和乌克兰在土耳其签署了黑海粮食外运协议。这让数百万吨粮食得以从乌克兰港口运抵全球各地，全球粮食危机得以缓解。去年 11 月，经过各方谈判，这一协议被延长 120 天。随着 3 月 18 日该协议再度到期，各方围绕协议续签问题展开磋商。由于乌克兰是全球最大的葵花籽油生产国和出口国，该国能否顺利出口葵花籽油对国际油脂供应有重要影响。经过相关方磋商，3 月 14 日，俄罗斯方面表态同意续签黑海粮食外运协议，但延长时间为 60 天，为上一次延长天数的一半。黑海粮食外运协议得到续签，缓解了市场对全球油脂供应紧张的担忧，但此次延长天数大幅缩短，将增加两个月后该协议再度到期后的不确定性。

2 国内豆类市场分析

豆粕现货量价齐跌，豆粕期货承压回落

本周，国内豆粕现货报价呈现量价齐跌现象，截至周五，华南沿海豆粕报价已经跌破 4000 元/吨，较去年下半年高点回落幅度超过 1500 元/吨。金融恐慌情绪叠加库存压力，豆粕市场购销低迷，观望情绪持续升温，油厂挺价乏力，全国豆粕成交均价已降至 7 个月低点，且仍未见止跌迹象。据业内统计，上周全国大豆压榨量约为 143 万吨，豆粕库存约为 57 万吨，周度减少 7 万吨，较去年同期增加 26 万吨。受国内养殖业，尤其是生猪养殖陷入行业性亏损影响，饲企补栏积极性较差，对豆粕等饲料原料需求下降，加上菜粕、棉粕等其它性价比高的蛋白原料的替代影响，导致近期油厂豆粕去库速度放缓，并未因大豆压榨缩量而降低豆粕库存压力。在现货市场的低迷表现与美豆反弹乏力的共同影响下，国内豆粕期货市场本周震荡回落，豆粕基差保持收敛态势，多地已经降至正常水平。由于市场的恐慌情绪多在油脂期货上释放，豆粕期货整体表现较为抗跌。

进口植物油大幅攀升，菜籽油破位领跌

国家海关总署公布的数据显示，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%。据业内机构统计，全国三大油脂库存总量已达到 192 万吨，其中菜油库存超过 21 万吨，累库效应最为明显。受去年加拿大菜籽实现增产和中加关系改善影响，中国进口商采购的菜籽数量大幅攀升。据监测，2023 年 1—4 月份，预计将有 34 船共计 204 万吨进口菜籽到港，为历史同期最高水平。随着进口菜籽到港量增加和油厂开工率保持高位，菜油产出量增加将继续推动国内植物油供应保持宽松状态。因此，在本轮油脂市场下跌过程中，国内菜籽油因承受较大供应压力而率先破位，在三大油脂中呈现领跌状态。

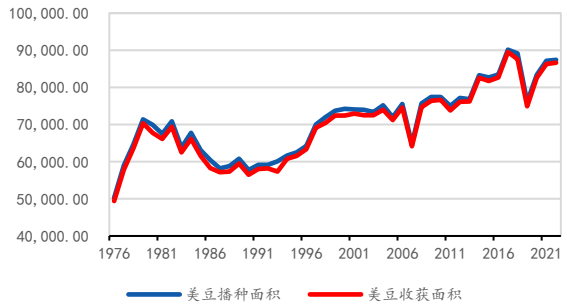
3 油脂油料市场展望

随着欧美金融监管部门和银行间采取救助措施，硅谷银行和瑞信银行引发的风险担忧有所缓和，但市场情绪的平复仍需要时间，来自宏观层面的系统性影响仍是近期大宗商品市场关注的重点。CBOT 大豆市场对阿根廷大豆减产反应较为平静，美豆出口面临巴西的激烈竞争，美国农业部 3 月底的种植意向报告有望为未来市场提供更有效的指引。马来西亚棕榈油市场在 3 月出口猛增和产量大幅下降利多支撑下，主动下跌空间有限，一旦宏观压力减弱，有望率先企稳回升。国内油脂期货经历本周急跌，供应宽松预期得到较快释放，尤其是菜籽油和其他油脂间的价差已经进入偏低状态，只要外部金融市场不再出现新的恐慌，国内油脂市场止跌的回升的概率将明显趋强，油弱粕强的局面随时可能得到修正。国内豆粕市场因现货需求弱而缺少主动反弹能力，后期走势会更加依赖美豆和油脂表现，甚至可能在油粕强弱关系转换后出现补跌行情。豆一期货市场尽管有政策支撑，但因供大于求导致市场看涨信心不足，本周回吐掉上周因中储

粮提价收购引发的大部分涨幅，价格重心再次回落到 5450 元/吨附近，如果大幅提高种豆补贴政策落地，远期豆价上涨的难度将变大。

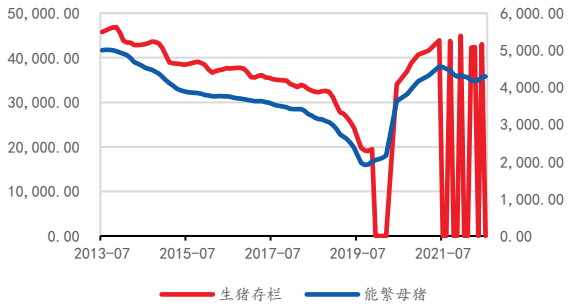
4 油脂油料市场主要数据

图表 46：美国大豆种植收获面积



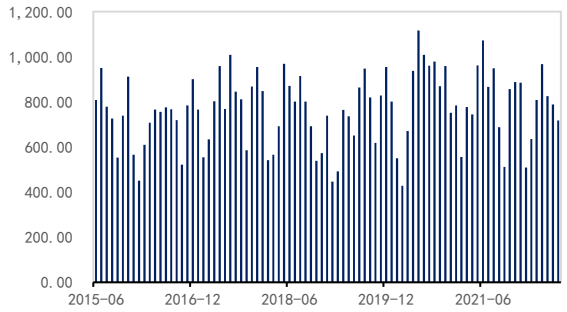
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 47：国内生猪存栏量



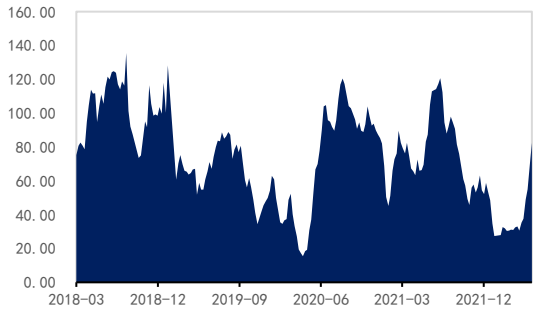
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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

法律声明

版权免责声明：本报告由中金财富期货有限公司提供，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，非通过正当渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

报告内容免责：本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本资料仅代表报告发布当日的判断，相关的分析意见及推测可能会根据中金财富期货研究所后续发布的研究报告在不发出通知的情形下做出更改。

报告使用免责： 本报告仅供在新媒体背景下研究观点的及时交流，普通投资者若使用本资料，有可能因缺乏解读服务而对报告中的关键假设、评级、目标价等内容产生理解上的歧义，进而造成投资损失。本资料仅供订投资者参考之用，并不构成对所述期货买卖的出价，在任何情况下，本报告的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。投资者不应单纯依靠本资料的信息而取代自身的独立判断，应自主作出投资决策并自行承担投资风险。我公司及研究人员不对投资者使用本资料涉及的信息所产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。

扫码立即下载中金财富期货APP

客服热线：4001087888

中金财富期货有限公司

公司网站：https://www.ciccwmf.cn/

地址：深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦4203—4205单元