中金财富期货策略周报（2023 年第 11 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：经济内生修复带来的融资需求、地产景气度修复、以及居民预期转变等内生因素驱动信用扩张已经成为事实，宏观经济很难出现失速或者下行超预期的风险。即使对于地产链的工业品，也不用过于悲观。

股指期货：二季度预计指数震荡向上，市场风格走向收敛。估值层面，目前万得全 A 的股债相对回报率为 2.64%，接近近十年的中位数，A 股市场已初步完成估值回归；业绩层面，第二季度国内经济继续向潜在增速回归，预测 2023 年成长板块业绩总体强于蓝筹板块；指数层面，业绩修复将支撑 A 股行情，预计 A 股指数二季度将震荡向上。

铜：海外矿端干扰基本平息，TC 重新抬头，矿端整体供应格局仍然宽松。矿端干扰解除后，加工费止跌回升反映铜精矿重回宽松格局，国内粗铜供应增加，加工费年后至今持续回升，3 月电解铜产量显著增加，预计 4 月高位小幅抬升，精铜供应量明显提升。随着传统消费旺季的来临，基建电网后期对铜需求的拉动作用将较明显，光伏板块强势表现也超出市场预期，有望成为铜需求的主要边际增量。短期面对海外经济数据走弱或仍有衰退交易与国内降息交易的博弈，宏观面风险仍然对铜价影响较大，沪铜以震荡趋势为主。

锌：能源价格高位回落，Nyrstar 于 2 月下旬宣布 Auby 于 3 月初复产，取暖季结束后复产预期增强。国内原料供应宽裕，加工费高位，4 月锌精矿加工费 4900 元/吨，冶炼利润尚可，冶炼开工率上升，产量边际上升。下游镀锌厂持续维持高开工，镀锌板库存去化；锌锭社库季节性去化。当前锌锭处于供需双强的局面，锌锭库存处于往年同期低位。整体长线锌价难掩颓势，主要由于上游产量预期高，下游消费强劲但难以相抵。后续沪锌或仍会在重心下移后的区间中继续震荡。

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。

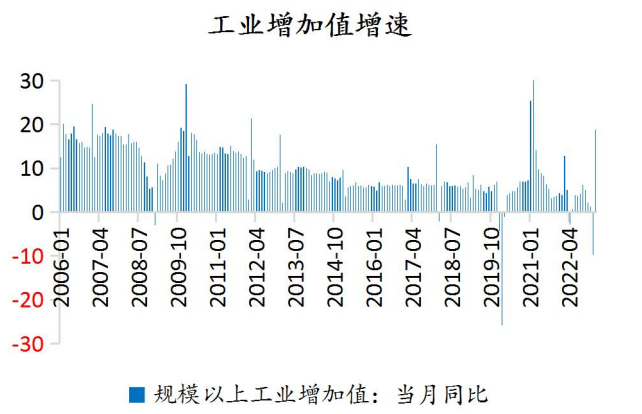
油脂油料：联合国粮农组织发布的最新数据显示，3 月份国际食品类商品价格基准指数连续 12 个月下跌，其中谷物和植物油价格下降是主因。供给端不断改善而需求端维持平稳，全球粮价整体保持下行节奏。随着马来西亚棕榈油局月度报告和美国农业部供需报告相继落地，市场的关注点将向马来西亚棕榈油出口和新季美豆种植上倾斜。当前美豆产区天气条件正常，利于大豆播种。巴西大豆出口进度加快正在挤压美豆出口份额，CBOT 大豆市场可炒作的利多题材有限，不支持价格持续上行。国内外油脂市场保持联动，触底后反弹修正行情暂告段落。随着巴西大豆到港量提升，4-5 月进口大豆到港将迎来高峰，单月的进口量甚至可能升至 1000 万吨左右，国内豆粕现货市场因供应不足导致的短期价格异动并不具备持续性，国内豆粕市场中长期供应宽松的基本格局仍是豆粕价格上涨的主要阻力。豆一期货市场仍未脱离弱势，国产大豆市场供大于求的基本面以及市场对 4 月 30 日收储政策结束后的市场走势普遍较悲观，在缺少政策提振下，豆一期货市场止跌反弹的难度依然较大。

目 录

周度策略：出口提振信心 对经济没必要悲观 ..... - 4 -
宏观经济、市场策略和股指期货市场分析 ..... - 6 -
1 一周重大宏观政策、事件和数据解读 ..... - 6 -
2 社融和通胀产生背离 ..... - 6 -
3 本周央行“精准调控”资金面 ..... - 7 -
4 宏观策略 ..... - 7 -
5 股指期货市场分析 ..... - 7 -
铜 ..... - 8 -
1 影响因素 ..... - 8 -
3 铜期货现货数据 ..... - 10 -
锌 ..... - 12 -
1 锌：影响因素 ..... - 12 -
2 总结 ..... - 13 -
3 锌期货现货数据 ..... - 13 -
原油 ..... - 14 -
1 OPEC+掌握话语权 ..... - 14 -
2 俄罗斯或兑现承诺 ..... - 14 -
3 维持亚洲供应水平 ..... - 14 -
4 期限结构再度转强 ..... - 15 -
5 加息周期或将走完 ..... - 15 -
6 多空制衡交易走廊 ..... - 15 -
7 原油期现数据 ..... - 16 -
天然橡胶 ..... - 18 -
1 过剩预期盘面承压 ..... - 18 -
2 停割支撑不复存在 ..... - 18 -
3 现货采购意愿不足 ..... - 18 -
4 去库拐点尚未到来 ..... - 18 -
5 基于估值看待强弱 ..... - 19 -
6 超跌修复逢高空配 ..... - 19 -
7 橡胶期现数据 ..... - 19 -
油脂油料：关键报告相继落地，油脂市场反弹节奏放缓 ..... - 21 -
1 外部豆类市场分析 ..... - 21 -
2 国内豆类市场分析 ..... - 21 -
3 油脂油料市场展望 ..... - 22 -
4 油脂油料市场主要数据 ..... - 22 -

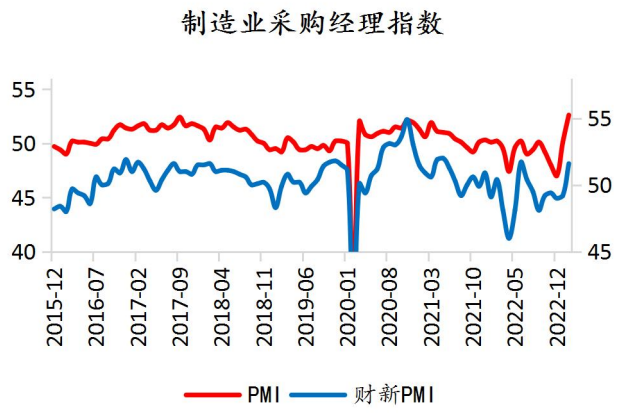
重要经济指标概况

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



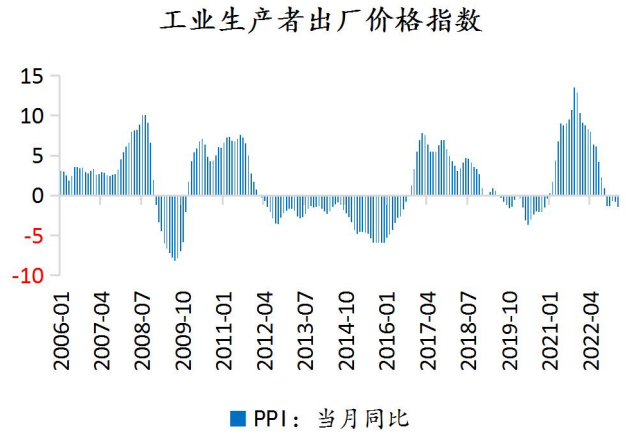
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 3：中国居民消费价格指数



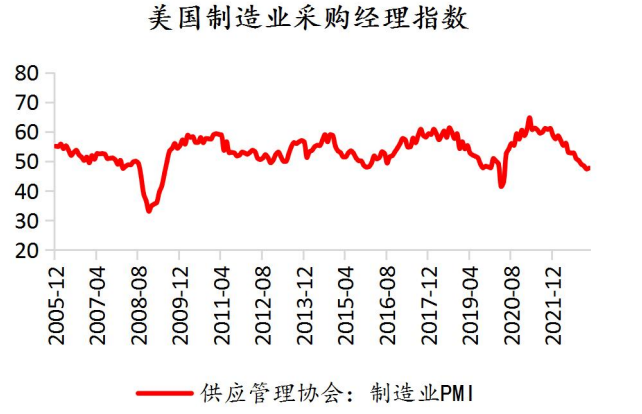
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 4：中国工业生产者出厂价格指数



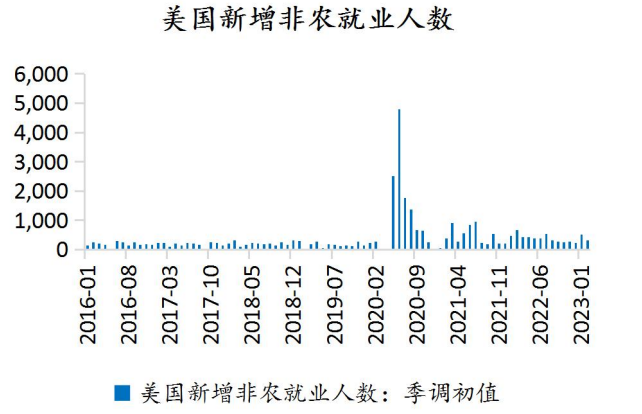
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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：出口提振信心 对经济没必要悲观

近期工业品市场分化较大，主要原因是国内经济数据指向地产和消费类的经济数据较差，因此地产链工业品相对于其他工业品走势明显偏弱。另外，市场上对经济复苏担忧的情绪一直较为浓厚，因此市场情绪也是影响地产链工业品价格重要因素。我们认为，市场对经济下行的担忧有过度的迹象，因此也提醒注意地产链追空的风险。

出口超预期，增强经济复苏的信心

出口远超预期可从需求侧和供给侧两方面解释：需求侧，“一带一路”、RECP 国家及发达经济体需求仍具韧性；供给侧，随着疫后复工复产，积压订单得到释放，带动 3 月出口强势反弹。

从贸易对象看，3 月我国对主要贸易伙伴出口同比增速均出现回升，对东盟、俄罗斯、非洲等新兴经济体出口表现亮眼；从贸易商品看，3 月汽车和轻工业产品出口增速大幅回升，高新技术产品成主要拖累项。

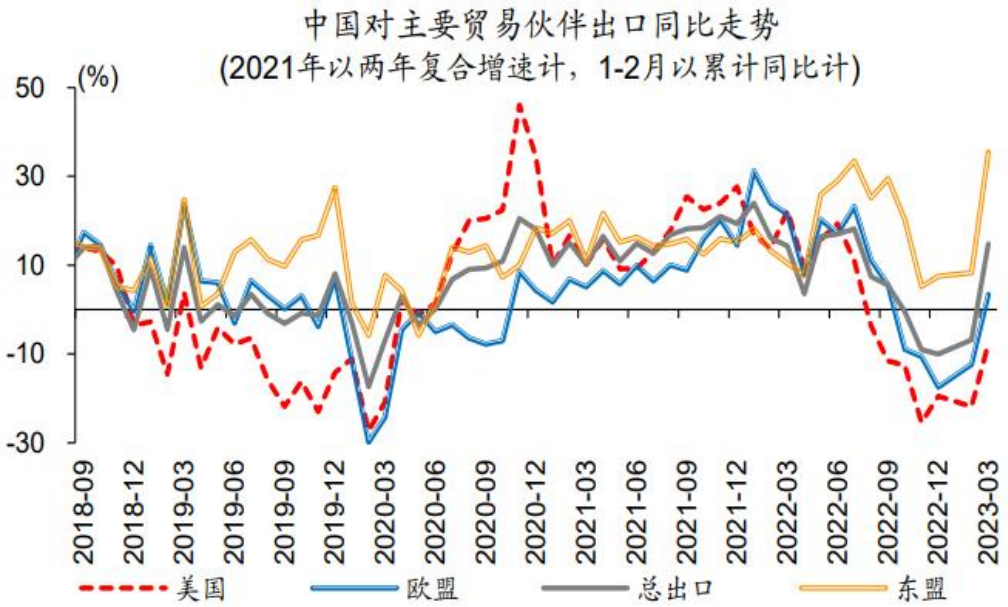
为什么出口远超预期？我们从两个角度看。从需求角度看，我国与“一带一路”及 RECP 国家贸易联系日益深化。东盟是我国第一大贸易伙伴，3 月对东盟出口占比升至 17.9%，出口同比增速高达 35.4%，拉动出口增长 5.4 个百分点；3 月对俄罗斯、非洲和拉丁美洲出口同比上升 136.4%、46.5%和 18.8%，拉动出口增长 1.9%、1.94%和 1.23%。其次是发达经济体需求仍具韧性。欧美等发达经济体未现明显衰退，美国 3 月新增非农就业人口 23.6 万人，失业率 3.5%，经济依然较为强劲。

从数据可以清晰看出，出口结构出现明显变化。其中，对东盟出口增速大幅上行至 35.4%，约贡献了出口增量的三分之一，除东盟外，俄罗斯、拉美和非洲国家对我国出口增速贡献也有上行，出口呈现转移趋势。

从供给侧的角度看，供给回升对出口有较大贡献。受疫情达峰影响，企业产能下降，1-2 月大量出口订单受到压制。随着疫后复工复产，积压订单得到释放，带动 3 月出口强势反弹；

顺差对一季度名义 GDP 的贡献有 1.6 个百分点，大幅超过市场预期。由此看，一季度名义 GDP 增长很可能在 4%以上（假定 1 季度增长超过 5%）。这意味着一季度名义 GDP 和企业盈利的增长可能超过市场预期。经济回升的预期也会升温。

图表 6：我国的出口结构



资料来源：wind，中金财富期货

居民债务温和扩张

从三月金融数据看，新增社融和信贷均延续了开年以来的强劲表现，人民币贷款几乎贡献了所有的社融同比增量，在上月信贷结构已有改善的基础上，本月这一改善更为显著，股票融资和债券融资则同比负增。

居民端信贷连续两个月实现同比多增，短贷和中长贷双双向好，一是居民风险偏好有所改善；二是去年同期居民信贷表现偏弱，基数较低；三是与同期地产销售走强、消费复苏相呼应。3 月新增居民户贷款 1.2 万亿，同比多增 4908 亿，去年则是同比少增 3940 亿。3 月居民短期贷款同比多增 2246 亿，主要是疫情防控措施优化调整后，居民部门消费倾向和风险偏好均有所修复，根据央行调查，一季度居民更多消费和更多投资的占比分别较上季度提升了 0.5 和 3.3 个百分点；居民中长期贷款同比多增 2613 亿，对应同期商品房销售改善（30 大中城市商品房成交面积同比增长超 40%）。

经济修复期居民债务有望持续扩张，信贷由企业“独挑大梁”转向由居民和企业共同推动。经济复苏将推动居民风险偏好改善、收入提升，即使居民杠杆率维持不变，GDP 增速提高将推动居民债务扩张，同时地产销售已走出低谷，而地产是居民债务扩张最大的驱动力。

企业中长期贷款延续高增长，意味着企业投资意愿也在好转。3 月新增企业中长期贷款 2.07 万亿，同比多增 7252 亿，我们理解开年企业中长期贷款持续高增，一是反映当前稳增长的力度偏强，政策性金融工具项目持续落地、重大项目推进带动基建相关融资需求；二是企业投资偏好可能随经济复苏而修复，3 月 BCI 企业投资前瞻指数比上月提升 2.2 个百分点。

如果居民端负债继续改善，经济稳定性将进一步加强。

无需对宏观经济过于悲观

经济内生修复带来的融资需求、地产景气度修复、以及居民预期转变等内生因素驱动信用扩张已经成为事实，宏观经济很难出现失速或者下行超预期的风险。即使对于地产链的工业品，也

不用过于悲观。

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	4 月 13 日	美联储纪要：5 月仍可能加息	二手房成交大幅增长系前期积压需求释放以及购房入学需求入市带动成交量回升所致	若北京‘一区一策’政策正式落地，将有利于北京房地产市场保持较高活跃度。
	4 月 12 日	北京市房山区拟试点“一区一策”调控措施	与中国领导人会晤中提出“亚洲货币基金”建议	中方对此持开放态度
数据	4 月 14 日	美国首次申请失业救济人数超预期回升至一年多高位	美国上周首次申领失业救济人数为 23.9 万人，预估为 23.5 万人，前值为 22.8 万人	就业市场显示加息的效果逐渐显现
	4 月 14 日	中国 3 月进出口全面超预期	出口同比增 14.8%	经济回升信心更加稳定
事件	4 月 12 日	巴西总统卢拉访华	国家主席习近平将在人民大会堂东门外广场举行仪式，欢迎巴西总统卢拉对中国进行国事访问	中巴这次相隔万里的“牵手”，引发国际社会高度关注

资料来源：中金财富期货研究所

2 社融和通胀产生背离

3 月 CPI 环比下降 0.3%，弱于历史季节性；核心 CPI 同比仍在 1%以下。再看 PPI，3 月同比录得-2.5%，较前值进一步走低 1.1 个百分点。CPI 同比低于 1%，PPI 同比负值，这样一份物价表现，市场将之定性为“通缩”。

反观金融数据，开年以来持续给市场带来惊喜。一开始只是新增融资总量超预期扩张，随后总量扩张同时结构逐步优化。直至 3 月，社融总量同比再上台阶，达到 10%，实现双位数增长；融资结构也几乎没有太多可挑剔之处，可以说 3 月社融数据几乎完美。

偏低的 CPI 反映当下国内有效需求不足，消费复苏弹性方面仍是延续“稳而不强”特征；PPI 更多反映全球经济处于经济周期下行阶段。工业和居民物价描述国内外实体需求偏冷，然而金融数据给出的确实另一番图景——融资需求偏热。

首先需要肯定今年以来居民信贷持续改善，与多个口径反馈出来的地产销售同比改善相吻合。只不过 3 月居民信贷超速放量有偶然因素，未来月份或难见到如此强度的居民信贷持续投放。换言之，今年融资的确转暖，但真实热度弱于 3 月社融直观读数。

开年实体通缩叠加居民信贷转暖，透过这组数据我们窥见当下宏观所处状态：

第一，实体需求通缩苗头说明我们无法回避实体经济活动偏弱现实。

第二，信用扩张同时有效需求不足，意味着剩余流动性持续积累。

第三，2023 年金融周期和实体周期错位，这决定了国内宏观交易更需要关注金融周期定价因素，即国内剩余流动性带来的投资机会。

3 本周央行“精准调控”资金面

周一至周四央行均投放了少量短期资金，投放规模分别为 160 亿元、30 亿元、70 亿元和 10 亿元。周五有 170 亿元 7 天期逆回购到期，央行在公开市场上净回笼资金 20 亿元。

本周市场资金面平稳，资金价格波动也不大，银行间 7 天回购利率一直徘徊在 2%的政策利率附近，债市加杠杆套息交易活跃，隔夜质押式回购交易量在上周四创下 7.1 万亿元的历史新高后，本周持续位于在 6.5 万亿元上方。

下周 7 天期逆回购到期规模为 540 亿元，需要注意的是，下周一（4 月 17 日）将有 1500 亿元 MLF 到期，届时要重点关注央行的操作规模和操作利率。

4 宏观策略

经济内生修复带来的融资需求、地产景气度修复、以及居民预期转变等内生因素驱动信用扩张已经成为事实，宏观经济很难出现失速或者下行超预期的风险。即使对于地产链的工业品，也不用过于悲观。

5 股指期货市场分析

指数维持震荡走势

本周两市维持震荡走势，其中中小类指数创出反弹新高。本周沪深 300 周-0.76%，上证 50 周-0.22%，中证 500 周-0.52 %，中证 1000 周-0.32%

本周北上资金变化不大，呈现小幅买入和卖出的情况。

2023 年预测盈利增速较高的高景气板块中，上游行业中的石油石化，中游行业中的交通运输，下游行业中的社会服务、商贸零售等消费相关板块，通信、传媒、计算机等数字经济相关板块相较 2022 年末盈利增速明显上修，市场对 2023 年消费、出行链条恢复信心增强，对数字经济板块表现较为期待。

下游及周期行业景气度改善明显，上游与周期更具配置性价比：截至 3 月末，钢铁、建筑材料、电子、计算机、传媒、通信、美容护理、房地产板块估值历史分位数水平提升幅度较大，均提升超过 15 个百分点。从行业分布来看，下游和周期行业受终端需求回升、政策支持等利好因素提振，估值提升幅度相较上游与中游行业更大，景气度改善更为明显。

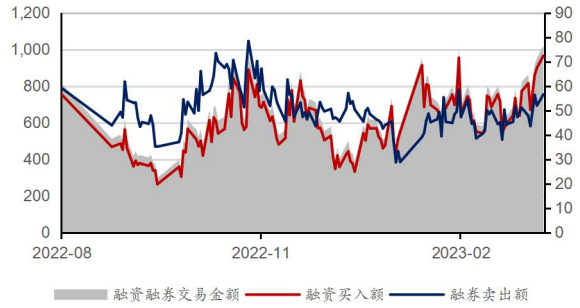
继续关注调整后买入机会

二季度国内经济增速将继续向潜在水平回归。2023 年一季度经济弱复苏势头明显，但经济增速特别是企业生产尚未修复至潜在增速水平，预计 2023 年二季度国内经济增速将继续向潜在水平回归：（1）政策端，《政府工作报告》提出 2023 年 GDP 增速目标为 5%，预计国内政策不会强刺激，政策更看重经济的内生修复；（2）投资端，虽然基建投资短期偏热，但 3 月份建筑

业 PMI 新订单指数大幅回落 11.9pct 至 50.2%，或暗示二季度基建投资可能偏缓；（3）消费端，2-3 月份的消费复苏力度仍低于预期。现阶段，住户存款持续走高，居民潜在消费能力尚可；但居民消费信心降低至历史低位，消费信心不足制约了消费复苏。2022 年房地产对经济的拖累作用为 30 年最大水平，2023 年 2 月份后国内地产量价齐升，地产基本面开始弱复苏。（4）出口端，2023 年一季度出口数据仍具有韧性。但如果 2023 年下半年欧美衰退或金融风险暴露，需提防海外需求存在断崖式下滑风险。

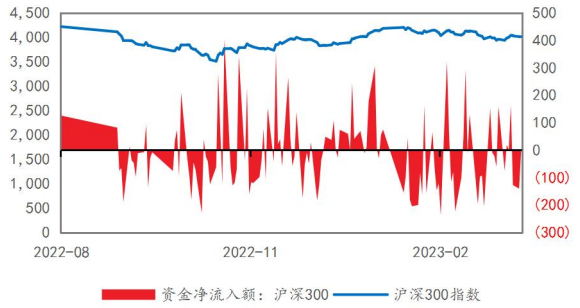
二季度预计指数震荡向上，市场风格走向收敛。估值层面，目前万得全 A 的股债相对回报率为 2.64%，接近近十年的中位数（2.38%），A 股市场已初步完成估值回归；业绩层面，第二季度国内经济继续向潜在增速回归，预测 2023 年成长板块业绩总体强于蓝筹板块；指数层面，业绩修复将支撑 A 股行情，预计 A 股指数二季度将震荡向上。

图表 9：融资融券数据图



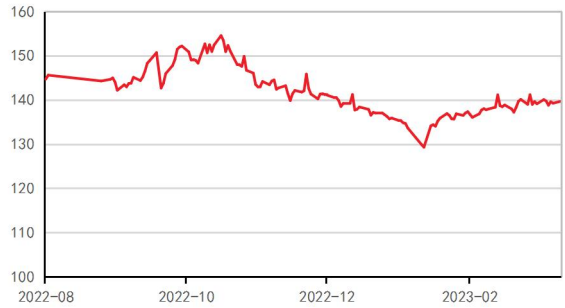
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 10：合约持仓和市场表现



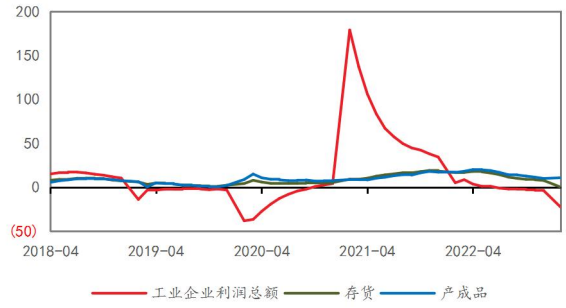
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 影响因素

全球精矿供应有所恢复

作为全球较大的铜生产国，智利生产情况对全球铜供需格局有重要影响。根据智利国家铜业委员会数据显示，2023 年 1 月智利铜产量为 43.79 万吨，同比增长 2.9%。其中 Codelco（智利国营）1 月产量 12.7 万吨，同比增 5.1%；必和必拓旗下的 Escondida(埃斯康迪达)1 月产量 9.33

万吨，同比增 15.2%。秘鲁作为第二大铜生产国，占据了全球约 10%的铜供应。秘鲁抗议活动减轻，生产阻力缓和，以及英美资源集团投资 55 亿美元的 Quellaveco 项目等新铜矿全面投产，预计今年秘鲁铜产量有望被推高。南美、非洲的扰动偶发，总体上对产量的影响相对有限，维持年报中对 2023 年铜精矿产量供应增速抬升的预期。

近期 CSPT 小组已敲定 2023 年二季度的现货铜精矿采购指导加工费为 90 美元/吨及 9.0 美分/磅，较 2023 年一季度现货铜精矿采购指导加工费 93 美元/吨及 9.3 美分/磅减少 3 美元/吨及 0.3 美分/磅，基本符合市场预期，高于 2023 年铜精矿长单加工费。一季度矿端干扰使得市场对二季度铜精矿宽松程度预期略低于年初，但仍处高位的加工费水平依然凸显矿端宽松格局。

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。据 SMM 预计 3 月国内电解铜产量为 94.95 万吨，环比上升 4.17 万吨，上升 4.59%，同比上升 11.9%。一方面，粗铜和废铜的供应量在春节后略有增加，冶炼厂采购冷料较容易，且冶炼厂的铜精矿库存较充裕。华中地区新投产的冶炼厂在 3 月的产量将继续上升；另一方面，虽然 3 月份有 3 家冶炼厂计划检修，但这些冶炼厂已将阳极板等原料补足，3 月实际产量不会受到检修的影响。一季度国内精炼铜产量约为 271.1 万吨，同比增加 21 万吨，增幅约 8.4%。尤其 3 月份产量迅速爬升，除了新扩建项目的爬产之外，由于冷料约束的打开，现有冶炼产能也明显提产。4 月有 6 家炼厂进入检修期，但已经备好充足的阳极铜原料，对产量影响较小，而产能投放时间仍主要集中在下半年，拖累冶炼企业开工的资金因素及限电因素也将有所缓和。

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

受到终端电网需求持续改善的拉动，3 月电缆线企业开工率超预期回升，但大中小型企业开工率分化严重。据 SMM 调研，2023 年 3 月电线电缆企业开工率为 87.06%，环比大涨 15.79%，同比增长 12.19%。其中大型企业开工率为 91.12%，同比增长 11.98%；中型企业开工率为 67.73%，同比增长 12.66%；小型企业开工率为 54.73%，同比大减 15.8%。经过三年疫情影响，线缆行业产能扩张速度较慢，大型企业产量贡献比重仍较大，终端需求改善反应在大型企业订单向好的速度较快，且大型企业一般原料备货较为充足，预计 4 月在大型企业开工率达到瓶颈之后，中

小企业的开工率仍然有较大的上升空间。

传统下游消费中，房地产需求边际改善，基建仍保持平稳增长部分对冲地产复苏较缓的压力；新能源、光伏和风电领域的新兴需求有望继续保持高增长态势，将支撑铜国内整体需求的增长。2022 年新增发电装机容量 199.74GW，同比增加 13.3%，其中光伏新增装机容量 87.41GW，同比增加 59.1%，风电新增装机容量 37.63GW，同比减少 20.9%，光伏和风电新增装机容量占比约 63%。就新能源汽车市场而言，表现相对抢眼。乘联会综合预估，3 月乘联会新能源乘用车厂商批发销量 60 万辆，环比增长 20%，同比增长 30%。一季度新能源乘用车开门红基本实现伴随着各大品牌在新能源汽车市场上的持续发力，新能源汽车呈现快速增量的势头，在销量、增速、渗透率等多个维度都表现出众，目前整体仍处于上升阶段

2 结论

海外矿端干扰基本平息，TC 重新抬头，矿端整体供应格局仍然宽松。矿端干扰解除后，加工费止跌回升反映铜精矿重回宽松格局，国内粗铜供应增加，加工费年后至今持续回升，3 月电解铜产量显著增加，预计 4 月高位小幅抬升，精铜供应量明显提升。随着传统消费旺季的来临，基建电网后期对铜需求的拉动作用将较明显，光伏板块强势表现也超出市场预期，有望成为铜需求的主要边际增量。短期面对海外经济数据走弱或仍有衰退交易与国内降息交易的博弈，宏观面风险仍然对铜价影响较大，沪铜以震荡趋势为主。

3 铜期货现货数据

图表 13：长江有色铜价



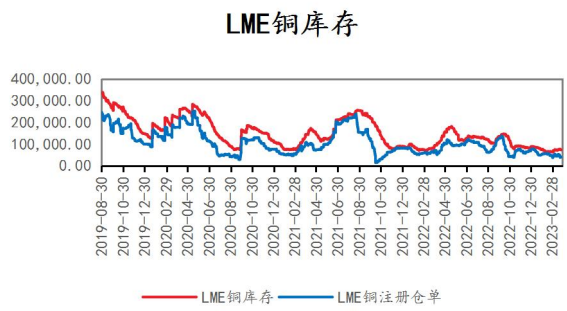
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 14：上海保税区铜库存



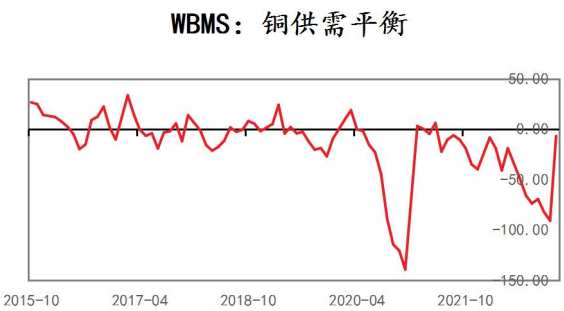
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 15：LME 铜库存



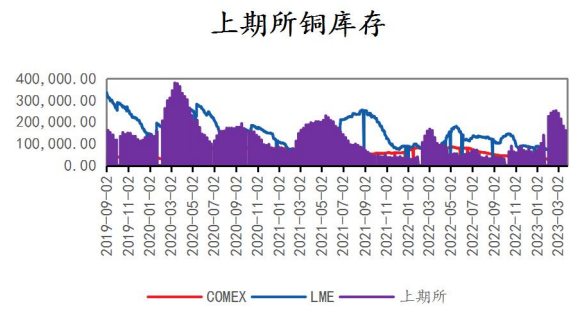
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 16：WBMS 供需平衡



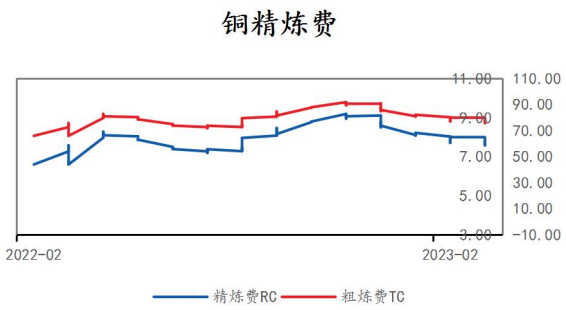
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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

矿端宽松，炼厂高利润

在 2023 年，海外主要矿山增量预计在 25 万吨左右，国内预计新增产能 8.2 万吨。2023 年全球 1 月锌矿产量为 97.89 万吨，中国 1 月锌矿产量为 28.00 万吨，占比为 28.60%。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%。2023 年国内矿产量相比于 2022 年将会有所宽松，但过剩幅度相对有限。

3 月加工费高位有所下调，进口 TC 由月初的 250 美元下调至 220 美元，国内南方 TC 由 2 月底的 6100 元下调至 5500 元，北方 TC 由 2 月底的 5900 元下调至 5700 元。整体国内 TC 下调幅度不大，而进口 TC 已下调至去年 9 月的水平，这一定程度上说明了海外矿端趋紧。

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。3 月精炼锌产量未 55.68 万吨，1-3 月累计同比增 6.62%，3 月河南金利锌冶炼厂产能成功达满，带来额外增量；目前锌冶炼利润降至 1350 元/吨，虽然收缩明显，但以为处于较高位置，冶炼厂有生产意愿；4 月有部分常规检修，但影响预计相对有限；内外比较依然没有给出比较好的进口窗口。

下游初端节后恢复超预期

锌下游行业镀锌、压铸合金、氧化锌等初级加工行业生产恢复较为良好，锌下游企业开工率在节后迅速回升到较高位置。当前镀锌等加工行业的成品库存、原材料库存尚有补库的需求与空间，但是镀锌板的生产利润却较为薄弱。疫情管控放开后，国内经济复苏预期较强，进而带动锌下游需求预期回暖。整体基建投资还是 2023 年的主要支撑，而边际的增量很可能来自房地产。

截止至 3 月底，镀锌企业开工率报 67.88%，月度减少 12.04%。上半月，黑色钢材价格延续偏强运行，镀锌贸易商采购积极，带动镀锌企业开工率维持偏高位；但进入下半月，钢材价格触顶，镀锌板行业买涨不买跌，新增订单下滑，导致大部分厂家出现库存待消化；叠加北方如河北唐山地区受环保管控、山东博兴地区更新变压器，影响部分企业生产，导致镀锌板块开工率出现大幅回落。

中汽协数据显示，我国 2 月汽车总销量 197.6 万辆，同比增长 13.5%。其中新能源汽车产销分别为 55.2 万辆及 52.5 万辆，市场占有率达 26.6%，其中销量同比大增 57.19%，环比增长 28.68%。2 月插电式混动汽车销量 14.9 万辆，同比大增 98.67%，占比进一步提升至 28.4%。新能源购置

税的减免政策仍然延续，预计二季度新能源汽车产销将延续好转。

2 总结

能源价格高位回落,Nyrstar 于 2 月下旬宣布 Auby 于 3 月初复产,取暖季结束后复产预期增强。国内原料供应宽裕，加工费高位，4 月锌精矿加工费 4900 元/吨，冶炼利润尚可，冶炼开工率上升，产量边际上升。下游镀锌厂持续维持高开工，镀锌板库存去化；锌锭社库季节性去化。当前锌锭处于供需双强的局面，锌锭库存处于往年同期低位。整体长线锌价难掩颓势，主要由于上游产量预期高，下游消费强劲但难以相抵。后续沪锌或仍会在重心下移后的区间中继续震荡。

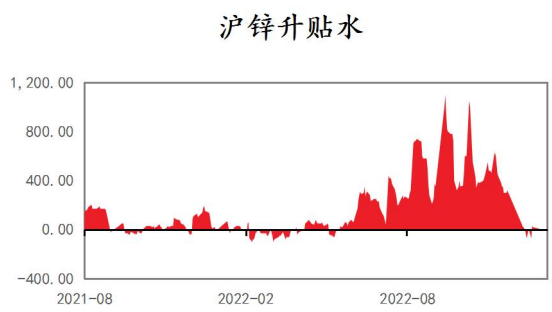
3 锌期货现货数据

图表 19：锌产量



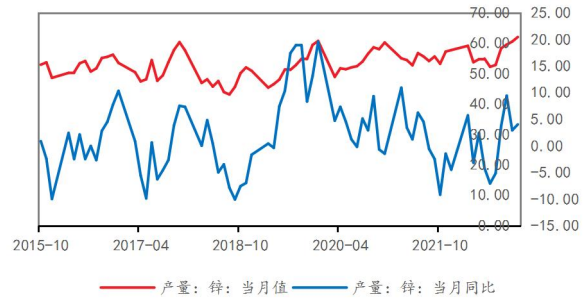
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 20：锌升贴水



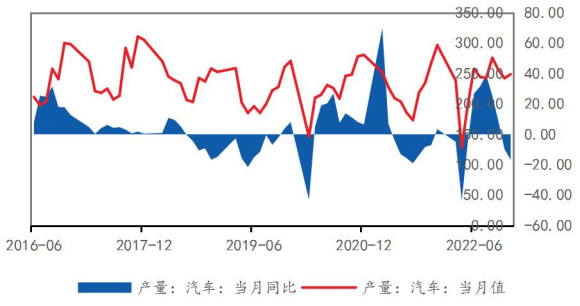
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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

原油

1 OPEC+掌握话语权

虽然本次 OPEC+减产实属市场意料之外，但也并非空穴来风。此前，美国曾表示在 67-72 美元区间回补战略石油储备，但欧美银行业爆雷导致油价大跌之后，美国调整了补库的目标价格（有传闻称低至 40 美元），并表示需要数年时间才能重新填满，此举成为激怒 OPEC+的导火索。油价回升无疑令美国的顽固通胀雪上加霜，美方批评了 OPEC+的决定，明确表示减产是不可取的，称将继续与产油国和消费国合作以降低美国汽油价格。但显而易见的是，目前 OPEC+是原油市场的话事人，非 OPEC+能做的相当有限，减产将会收紧原油供需，并将年内油价重心推升，不排除高点达到 100 美元或以上。

2 俄罗斯或兑现承诺

尽管俄罗斯早于 OPEC 宣布主动减产，但迟迟没有得到数据证实，外界普遍对此抱有质疑。然而上周俄罗斯海运原油数量大幅下降，表明减产计划或已开始执行。

最新的油轮追踪数据显示，截至 4 月 7 日当周，俄罗斯海运原油出口量环比上周大幅减少 124 万桶/日至 289 万桶/日，录得自 2 月欧盟对俄油品制裁落地以来最低水平。令业者惊讶的是，就在前一周俄油出货量仍然非常高，以至于四周移动均值仍有 334 万桶/日，高于年内迄今的平均水平。

作为对西方限价令的反制，俄罗斯此前承诺从 3 月起减产 50 万桶/日，后来在 OPEC+集体宣布减产时，俄罗斯将这一措施延长至 2023 年底。俄罗斯能源部声称，3 月该国原油产量减少了 70 万桶/日，虽然周度数据并不稳定，但出口大幅下滑可以作为产量下降的佐证，且未来俄罗斯海运原油出口进一步减少的可能性较大。

在 334 万桶/日的四周出口均值中，俄罗斯对亚洲客户的出货量占到 300 万桶/日以上。虽然运往中国和印度的原油统计上似乎有所减少，但大多数“初始目的地未知”的油轮最终都到达了亚洲地区。上周甚至有装载俄罗斯原油的船只进入西非加纳港口，这是不多见的。俄罗斯对欧洲国家的海运原油出口量降至 8.3 万桶/日，唯一的买家只有保加利亚。

在市场将信将疑之际，俄罗斯以实际行动表明其减产决心，波罗的海地区原油贸易已经几乎完全消失，此举对国际原油市场的影响不容小觑。

3 维持亚洲供应水平

在市场交易 OPEC+减产预期后，沙特等国却仍维持对亚洲炼油厂的原油供应，从而令油价在 80-90 美元附近徘徊不前。据业界反映，按计划沙特承诺追加减产 50 万桶/日，但沙特阿美公司将向亚洲买家提供 5 月全部原油合同的装运量；类似地，阿联酋宣布从 5 月起调降 14.4 万桶/日原油产量，但阿布扎比国家石油公司通告将在 6 月供应全部合同的数量。OPEC 销售指标分配备受关注，业者质疑自愿减产是否会真正得到落实，抑或只是为了炒涨油价的噱头。不过，鉴于该组织在报告中如此看好中国原油需求复苏，亚洲原油进口市场大概率仍将保持趋紧的格

局。辩证来看，正如 OPEC+所称，该组织的减产是偏防御性的，通过削减供应传递强力的基本面表达，以此平衡宏观前景衰退的利空影响。我们猜测，当前油价高位区间运行是 OPEC+博弈的理想状态，而非产生高低极值的剧烈波动。

4 期限结构再度转强

油价重心收复失地可视为对减产做出的反馈，而此后 OPEC+能否遵守减产协议、兑现配额承诺，将成为市场交易的热点题材。我们认为，OPEC+166 万桶/日的减产计划具有可行性，将改变原油市场的供需结构，令二季度原本小幅累库的预期转变为去库。作为 OPEC 核心成员国，沙特、阿联酋和科威特减产配额合计 77 万桶/日，鉴于其过去数年的执行力度，仅凭这三国减产也足以令市场去库。实际上，自 2020 年 OPEC+现行的限产框架成立以来，大部分时间里大多数成员国都较好地遵守了规定，本次减产持续到 2023 年底将对油价形成有力支撑。从原油的期限结构来看，目前观察到月差再度走强并转变为 Backwardation 结构，是市场保持强势的体现。

5 加息周期或将走完

美国 3 月消费者物价指数不及预期，外界对此解读为加息节奏放缓乃至暂停的预期，宏观和流动性层面对原油市场的压力减轻。

统计数据显示，美国 3 月 CPI 同比上升 5.0%，为 2021 年 5 月以来新低，低于预估值 5.1%，前值为 6.0%，较 2 月环比上升 0.1%。不过，继 2 月上涨 5.5%之后，3 月美国核心 CPI 又同比上升 5.6%。美国最新 CPI 同比增长放缓，其主要原因是 3 月国际油价大跌带来的汽油成本下降，但顽固的高租金令核心通胀压力持续升温。市场普遍认为，鉴于美国非农就业表现强劲，且核心通胀仍然过热，5 月美联储议息会议上再次加息 25 个基点的概率较大，但这很可能是年内最后一次加息。

目前来看，得益于美联储走完加息周期的乐观预期，加息对原油的利空影响或已阶段性出尽了，但持续高利率环境下欧美经济温和衰退预期犹存，给油价上涨限定了一个天花板。

6 多空制衡交易走廊

我们在 2022 年 7 月首次提出，原油市场将长期受供应紧张和经济衰退双重逻辑主导，即供应决定油价地板，宏观和需求决定天花板，这一观点已经数次得到验证。现阶段原油市场多空因素相互制衡，难以形成一边倒的局面，缺乏单一强势的主线逻辑。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。

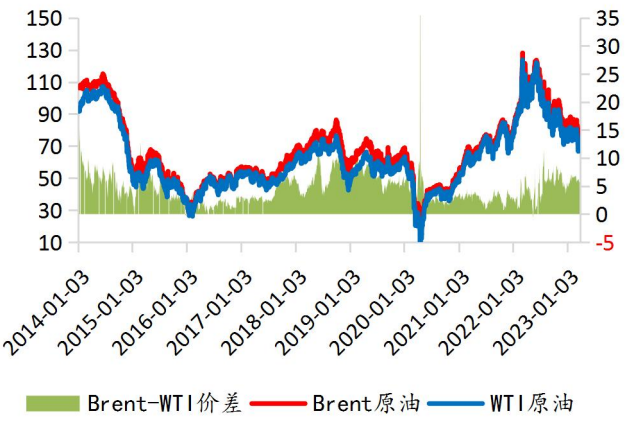
OPEC+本次减产行动是在风险情绪引发抛盘的背景下发起的，试图以强烈的信号令原油市场从经济衰退的主导下挣脱出来，但欧美陷入温和衰退陷阱似乎越来越深，说到底市场仍是在围绕供应更少还是需求更差来博弈。在一定的区间内，油价短期波动则带有很强情绪性和随机性，从周度库存数据到宏观预期摇摆，都可能会带来一定调整，但依托下沿逢低滚动做多仍具有风险收益比。

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。

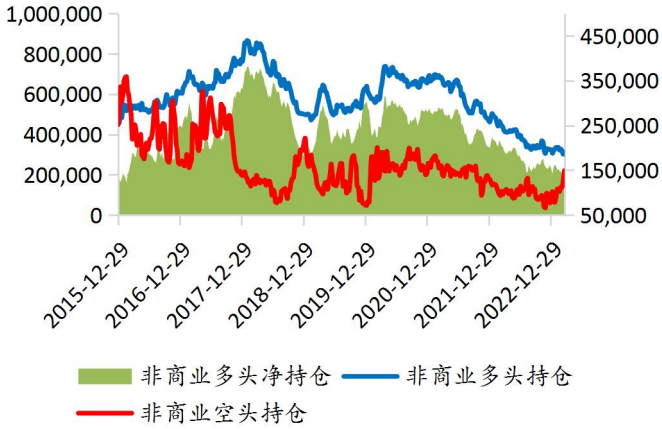
7 原油期现数据

图表 31：国际原油期货价格



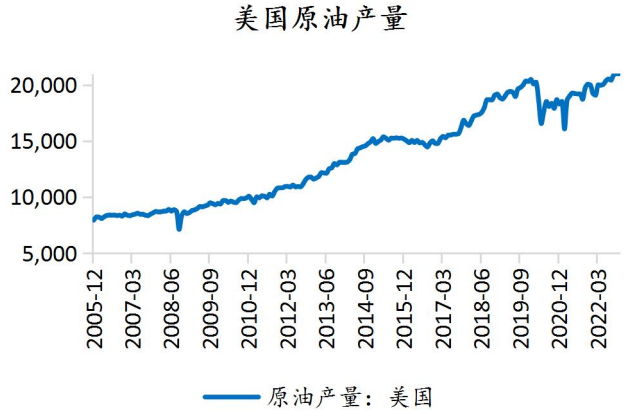
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 32：CFTC 原油期货持仓



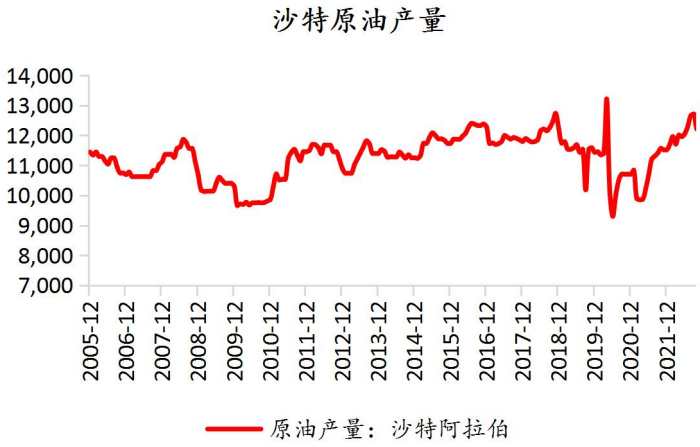
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 33：美国原油产量



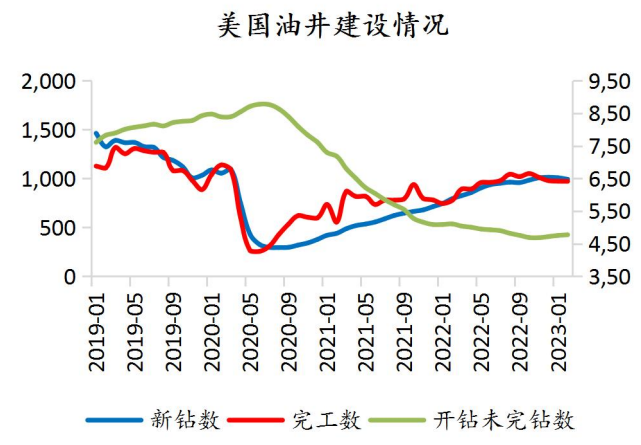
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 34：沙特原油产量



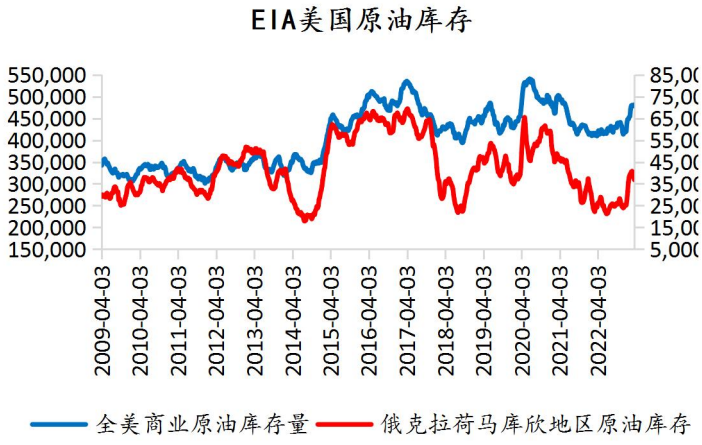
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 35：美国油井建设情况



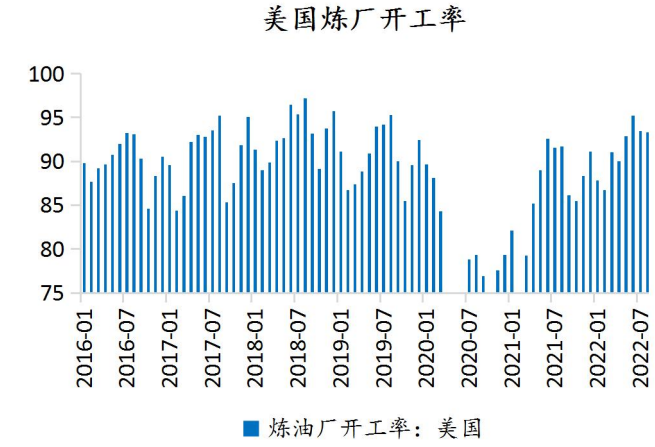
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 36：EIA 原油库存



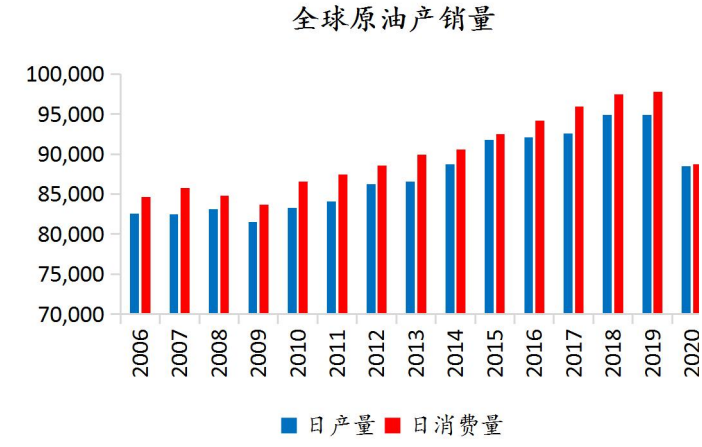
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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

天然橡胶

1 过剩预期盘面承压

近期橡胶基本面和市场情绪依然偏弱，空头主导下盘面承压明显。

4 月中旬泼水节开割到来，国内云南和海南部分地区已经开始试割，随着开割面积的扩大，新胶上市将对现货端造成一定冲击。下游轮胎及制品行业对橡胶需求表现稳淡，胶价虽低但厂商采购欠佳，整体交投氛围一般。由于前期进口船货陆续到港，而提货多数随用随采，青岛地区天然橡胶一般贸易和保税库存继续增加，累库趋势仍在延续。

未来若产区无极端天气病害，需求端无明显变化的情况下，橡胶市场将保持过剩状态。在外围恐慌情绪减弱，以及原油重新走强提振下，沪胶盘面能稳定在万二附近窄幅震荡已实属不易，期现价格逢反弹较高仍面临再次回调风险。

2 停割支撑不复存在

ANRPC 公布的数据显示，2 月全球天然橡胶产量为 850.9 万吨，同比增长 3.25%；1-2 月全球天然橡胶产量为 198.95 万吨，比上年同期增加 3.45%。一季度东南亚处于传统淡季，但全球天然橡胶产量仍录得同比增加，预计 4-5 月新胶供应将逐渐恢复。

国内产区来看，近期降雨有所增多，云南西双版纳局部地区爆发白粉病影响开割进度，海南部分地区少量开割。目前原料胶水产出数量微小，预计 4 月国内新胶释放或都将偏少，5 月以后或将提量加速。根据以往经验，未来相当长时间供应将呈递增趋势，胶价主要依赖极低位置上的成本支撑，关注云南、海南产区割胶进度。

3 现货采购意愿不足

沪胶从极度悲观的情绪杀中修复，但当前终端消费依旧表现平平，产业链自下而上的提振不强。国内天然橡胶市场需求整体淡稳，虽然胶价低迷但观望氛围浓厚，实盘成交量不多。中间贸易商逢低补货、轮仓为主，下游厂商维持低价刚需拿货。

轮胎制造业方面，近期工厂负荷高位回调，全钢胎开工率环比下降 3.5 个百分点至 65%，半钢胎开工率下降 0.6 个百分点至 73%。从轮胎成品库存来看，由于新订单跟进节奏放缓，轮胎去库存进度也出现迟滞，全钢胎和半钢胎平均库存周转天数分别在 32 和 31 天。

整体而言，轮胎企业如进入被动补库存状态，继续下调开工率的可能性较大，且部分中小企业回款速度缓慢，供应充足的情况下无意过多储备原料，令橡胶现货价格缺乏上涨动力。

4 去库拐点尚未到来

青岛主港天然橡胶库存仍未见去库拐点，下游各环节库存水平均偏高，且短期缺乏利好因素。

近期，青岛主港天然橡胶样本仓库入库率高于出库率，累库趋势仍在延续。据隆众资讯统计，截至 4 月上旬，青岛地区天然橡胶库存总量为 66.55 万吨，环比增加 2.34%；其中，一般贸易

库存环比增加 2.39%至 55.3 万吨，保税区库存环比增加 2.09%至 11.3 万吨。

鉴于橡胶社会库存处于近两年高位，需求远期订单支撑不足，产业链从原料到成品库存去化仍显乏力。另一方面，由于海外经济衰退导致需求疲软，东南亚天然橡胶货源转而向中国出口，大量橡胶库存被转移至国内，且仍在持续累库未见拐头迹象。后市库存拐点需要关注经济与终端需求恢复情况，橡胶若要摆脱弱势，一个前提是观察到产业链中下游好转对去库存的推动。

5 基于估值看待强弱

沪胶笼罩在浓厚的空头氛围中，行情反弹缺乏实质性支撑，悲观情绪需要时间消化。考虑现货端实际供应压力只增不减，供大于求的矛盾隐有激化之势，对橡胶价格构成严峻挑战。

天然橡胶基本面表现依旧积贫积弱，盘面在超跌修复后将迎来长期磨底阶段，预计 4 月行情大概率延续低位区间震荡格局。后市应结合胶价位置判断相对强弱变化，鉴于成本线支撑已经被深度击穿，利空充分反馈甚至过度交易时，可持中性思路看待。

我们维持基于估值的核心观点，即极端低位不宜过度悲观，反弹向上的空间有限。此外，虽然外围风险情绪已有缓和，但宏观不确定性犹存，仍需警惕沪胶金融属性波动。

6 超跌修复逢高空配

站在当前沪胶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。随着外围系统性风险有所释放，低位上亦跌无可跌有企稳迹象，但行情上涨缺乏实质性支撑，预期沪胶盘面在超跌修复后将迎来长期磨底阶段，或将延续金融属性主导的局面，继续以低位区间震荡思路为主。

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。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。

7 橡胶期现数据

图表 39：天然橡胶现货价格



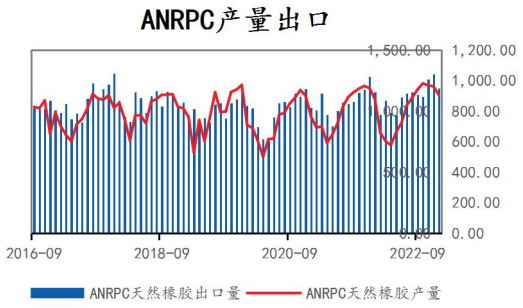
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 40：合成橡胶价格



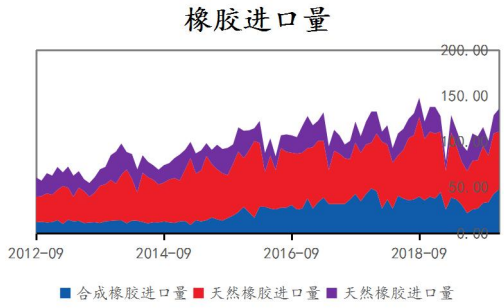
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 41：ANRPC 产量出口



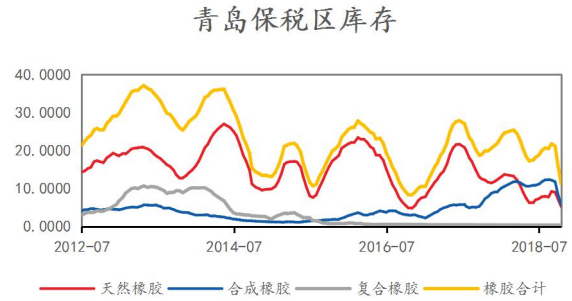
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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



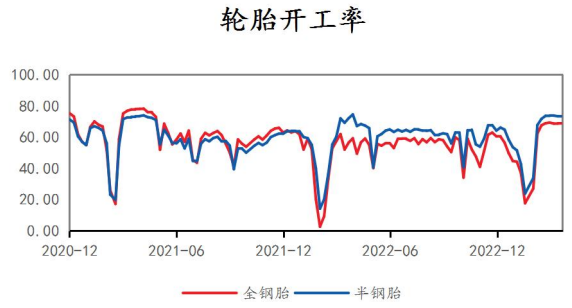
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 44：上期所注册仓单



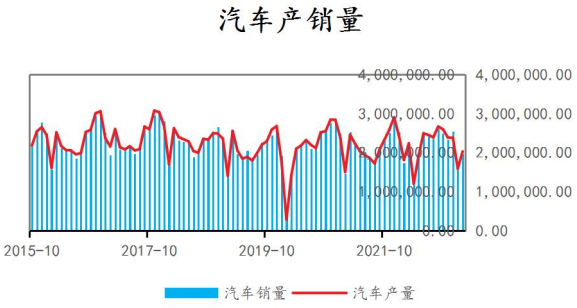
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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

油脂油料：关键报告相继落地，油脂市场反弹节奏放缓

1 外部豆类市场分析

美国农业部面积报告明显利多，新季美豆进入播种期

美国农业部在 3 月 31 日公布的种植意向报告中预计，2023 年美国大豆种植面积为 8750.5 万吨英亩，仅略高于去年 8745.5 万英亩的实际种植面积，明显低于报告前分析师平均预估的 8820 万英亩。美豆面积报告是评估 2023 年美豆生产的基础，美国农业部从 5 月份开始，将在供需报告中按照这一面积评估展开对新年度美豆产量的预测，直到 6 月 30 日根据实际种植情况再对面积作出调整。受美豆面积报告利多提振，CBOT 大豆期货市场迅速扭转跌势进入反弹状态。美国大豆即将进入播种期，最新的天气状况利于美国农民推进春季播种。

阿根廷大豆产量再遭下调，该国实施新一轮大豆美元计划

美国农业部在 4 月份供需报告中将阿根廷大豆产量预估值由上月的 3300 万吨调低到 2700 万吨，达到 23 年来最低水平，月度降幅高达 600 万吨，总产量较上年度的 4390 万吨下降 1690 万吨。阿根廷大豆遭遇严重减产，布宜诺斯艾利斯谷物交易所预计阿根廷将大幅增加大豆进口，阿根廷将从大豆净出口国转为净进口国。阿根廷政府宣布从 4 月 8 日到 5 月 31 日期间启动第三轮大豆美元计划，将大豆交易的汇率定在 300 比索兑 1 美元，高于当前官方汇率 210 比索，以便鼓励农户加快销售。阿根廷大豆美元计划旨在刺激第二和第三季约 150 亿美元的大豆出口以补充耗尽的外汇储备。从该计划执行首日表现看，由于相关细节尚不明朗，市场参与者积极性并不高。

巴西大豆收割近尾声，出口能力大幅提升

农业咨询机构 AgRural 发布的报告显示，截至 4 月 6 日，巴西 2022/23 年度的大豆收获进度为 82%，高于一周前的 76%，低于去年同期的 84%。尽管巴西全国大豆收割率落后去年，但随着大豆收割近尾声且丰产预期得到兑现，巴西大豆对全球的供应能力已大幅提高。美国农业部在 4 月供需报告种将巴西大豆产量上调 100 万吨至 1.54 亿吨，与主流分析机构的评估基本一致。市场预计巴西 4 月大豆出口量将超过 1400 万吨，较上年同期提高 300 万吨。由于巴西大豆收成创纪录，而中国需求放缓，目前巴西大豆现货升贴水报价已经降至历史低位水平，削弱了美豆反弹对进口大豆成本的提升效果。

马来西亚棕榈油 3 月库存低于预期，4 月上旬出口大幅下降

马来西亚棕榈油局（MPOB）4 月 10 日公布的棕榈油月度供需报告显示，3 月份马来西亚棕榈油产量为 129 万吨，环比增 2.77%；出口为 149 万吨，环比增 31.76%；月末库存为 167 万吨，环比降 21.08%。马来西亚 3 月份棕榈油库存数据好于预期，本次报告对市场的影响较为利多。船运调查机构发布的数据显示，马来西亚棕榈油 4 月 1-10 日出口环比下降 16%-35.6%。南部半岛棕榈油压榨商协会(SPPOMA)发布的数据显示，4 月 1-10 日马来西亚棕榈油产量环比增加 36.8%。当前马来西亚棕榈油产量增加出口疲弱，全球其他植物油供应充足，棕榈油市场反弹后劲可能不足。

2 国内豆类市场分析

中国一季度进口大豆大幅增长，国内通关速度偏慢导致豆粕现货紧缺

中国海关公布的数据显示，3 月份中国大豆进口量为 685 万吨，环比下降 2.7%，同比增长 7.9%，1-3 月累计进口大豆 2300 万吨，同比增长 13.5%，为一季度最高纪录。尽管国内一季度进口大

豆到港量大幅攀升，但受近期北方海关通关速度偏慢影响造成大豆到港卸货延误影响，部分地区豆源紧张，国内油厂压榨量下滑，下游提货较积极，豆粕市场量价齐升。上周豆粕库存大幅下降，预计本周豆粕产出量低于先前预期，油厂提粕动力因此大幅提升。随着巴西大豆到港量增加，预计二季度国内进口大豆总量将保持高位，为国内大豆和豆粕供应提供保障。进口大豆通关速度放缓只是暂时现象，容易造成供应压力后移。

进口植物油大幅增加，三大油脂供应保持宽松

海关总署公布的数据显示，3 月中国进口食用油 85.7 万吨，1-3 月累计进口 223.8 万吨，较去年同期的 104.6 万吨增加 114%。上周油厂开机率维持低位，下游提货亦放缓，豆油库存基本保持稳定。监测显示，4 月 10 日，全国主要油厂豆油库存 57 万吨，周环比持平，月环比减少 6 万吨，比上年同期减少 21 万吨，为近年来最低水平。3 月份大豆到港环比下降，豆油库存维持历史低位，4 月初大豆到港有所延迟，上周部分油厂仍然存在断豆停机现象，豆油累库进程或将延后。本周国内沿海地区棕榈油库存连续第四周下降。4 月 12 日，沿海地区食用棕榈油库存 76 万吨（加上工棕 89 万吨），周环比减少 2 万吨，月环比减少 7 万吨，同比增加 48 万吨。受进口菜籽压榨量大幅提升影响，国内菜油供给能力明显提高，菜油库存增势加快。随着 5 月份国产菜籽陆续上市，国内二季度菜籽和菜油供应将保持宽松。

供需失衡加剧，国产大豆供应压力持续后移

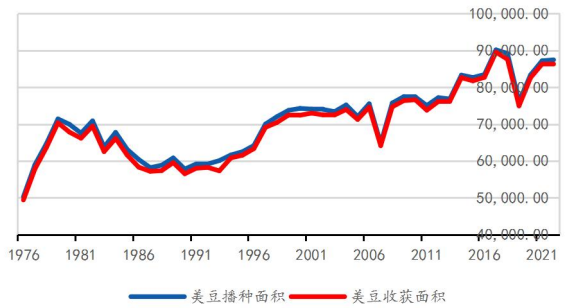
由于国产大豆在出油率和价格竞争上不及进口大豆，每年参与油用压榨的国产大豆仅 200 万吨左右，且主要集中在东北主产区，国产大豆主要用于满足国内食品加工需求，需求弹性较小。国产大豆在大幅增产的同时，国内需求保持平稳，进而造成国产大豆市场出现供过于求局面。2022 年国产大豆自秋季上市供应后，价格一路下滑。中储粮持续拍卖陈豆调控市场，但陈豆拍卖成交率始终不高，造成轮库困难，部分库点甚至出现满库停收现象。南方销区大豆自给率提高，而市场连跌导致贸易商和需求企业放缓采购节奏，造成北豆南运量较常年明显偏低。从目前国产大豆销售节奏看，尽管中储粮在产区扩大收购，但仍有大量大豆滞留在农户端，造成国产大豆供应压力不断向后移动，市场对 4 月底收储结束后的豆价走势缺乏信心，贸易商和企业入市收购积极性不高。本周豆一期货市场维持弱势震荡状态，新季远期合约甚至跌破 5000 元/吨关口，即是对远期供应压力的提前反应。

3 油脂油料市场展望

联合国粮农组织发布的最新数据显示，3 月份国际食品类商品价格基准指数连续 12 个月下跌，其中谷物和植物油价格下降是主因。供给端不断改善而需求端维持平稳，全球粮价整体保持下行节奏。随着马来西亚棕榈油局月度报告和美国农业部供需报告相继落地，市场的关注点将向马来西亚棕榈油出口和新季美豆种植上倾斜。当前美豆产区天气条件正常，利于大豆播种。巴西大豆出口进度加快正在挤压美豆出口份额，CBOT 大豆市场可炒作的利多题材有限，不支持价格持续上行。国内外油脂市场保持联动，触底后反弹修正行情暂告段落。随着巴西大豆到港量提升，4-5 月进口大豆到港将迎来高峰，单月的进口量甚至可能升至 1000 万吨左右，国内豆粕现货市场因供应不足导致的短期价格异动并不具备持续性，国内豆粕市场中长期供应宽松的基本格局仍是豆粕价格上涨的主要阻力。豆一期货市场仍未脱离弱势，国产大豆市场供大于求的基本面以及市场对 4 月 30 日收储政策结束后的市场走势普遍较悲观，在缺少政策提振下，豆一期货市场止跌反弹的难度依然较大。

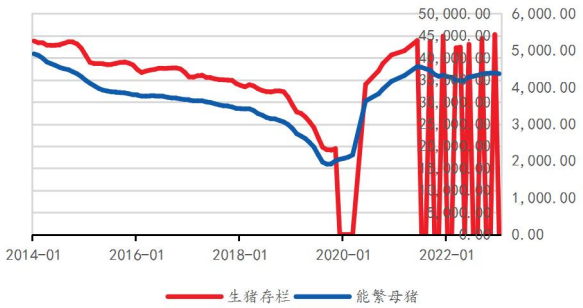
4 油脂油料市场主要数据

图表 47：美国大豆种植收获面积



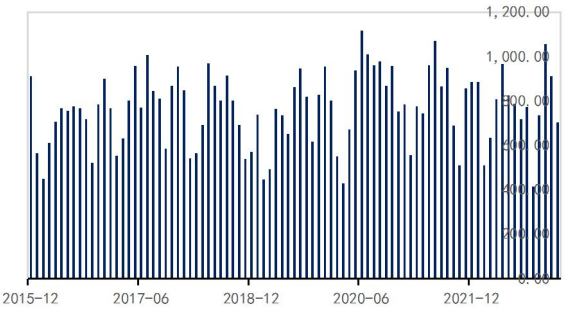
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 48：国内生猪存栏量



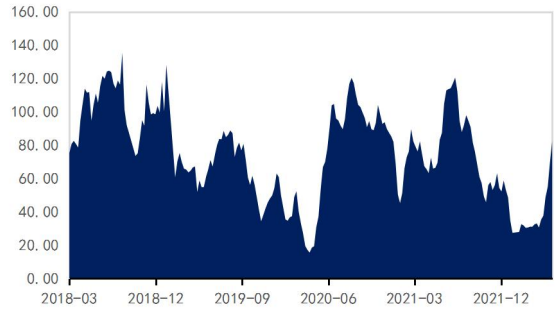
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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

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