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：4 月经济数据陆续公布，经济数据回落时间提前超出我们预期，一季度出现的背离现象逐步收敛，经济增长数据向财税收支数据靠拢，出口金额与出口交货值的差值也在收窄，共同指向经济内生动能不足。政策有待发力，价格、库存压力下需求端刺激的必要性上升，耐心等待政策的变化，也耐心等待调整的结束。

股指期货：尽管站在中期视角，库存周期将迎来底部的确认，但“弱预期、弱现实”的宏观状态仍会持续一段时间，这在放大了宏观波动的同时也使得政策预期重新向经济增长靠拢；大类资产价格隐含的悲观预期已较充分，对于 A 股而言，指数层面不存在大的下行风险，建议关注调整之后的买入机会。

铜：当前国内产量保持增长，检修炼厂原料备货充足，整体国内供应趋于恢复。需求来看，电网订单下滑线缆开工率回落导致铜杆需求低迷，新能源汽车销量边际转弱，白色家电排产维持高位但即将转入生产淡季，整体 5 月终端用铜需求难有增量。5 月国内炼厂检修偏多但总体产量保持高增长，整体供大于求的格局并未改变。中长期全球经济衰退担忧仍存，工业金属需求前景受抑制依旧存在，上方压力显著，预计铜价偏弱震荡。

锌：宏观利空加剧，目前欧洲冶炼厂复产预期逐步兑现，海外累库预期增强，伦锌承压。国内 4 月炼厂检修影响不及预期且部分超产，精炼锌产量略高于预期达 54 万吨，5 月产量预计再度录增至 55.98 万吨，供用压力有所强化。需求端看，节后下游企业以复工为主，带动企业开工率多大幅回升，但淡季预期下，新增订单量有限，需求仍较疲弱。宏观及基本面共振，锌价弱势运行。

钢材：传统的钢材需求旺季接近尾声，但终端需求仍不见起色，如今市场正在经历预期驱动向现实供需矛盾驱动的转变。从供给上来看，钢厂节后在逐步进入减产检修状态，产量在逐步下行，但由于原料价格的持续下跌，长流程钢的盈利能力反而正在修复，减产积极性不算不高。我们认为，在供需矛盾驱动的背景下，目前主动减产动力有限，被动减产压力小，需求相对较弱，钢价维持低位震荡的概率大。

原油：原油供应端和需求端的刚性都非常强，全世界既无法在短时间内生产更多原油，亦难很快大量放弃消费原油，这是其他一般商品所不具有的特殊性。现阶段国际原油市场由供应紧张和需求衰退双重主线逻辑并行，多空因素已经在反复拉锯中得到充分体现，市面上极度看涨或极度看空的论调显然都有失公允。预计油价将在接近当前水平的“交易走廊”震荡运行，未来原油市场在相对高位上的高波动性表现将成为常态。

橡胶：天然橡胶的自然生产规律决定，通常 8-10 年为一个漫长的行业经济周期。全球天然橡胶行业正处于本轮景气周期底部偏右侧的位置，整体上从前些年严重的供应过剩回归供需关系的相对平衡。剔除金融属性和风险情绪的因素，只有当供需关系转入紧平衡阶段，宏观经济和中观行业周期形成正向共振，才能够证实橡胶主要趋势反转上行的到来。天然橡胶绝对价格仍处于低估值位置，但基本面积贫积弱的现状亦不会立即好转。

油脂油料：美国大豆春播开局顺利，近期产区天气条件利于大豆播种和早期生长，降低了市场对美豆减产的炒作预期。巴西大豆实现丰产后出口压力持续增加，价格偏高的美豆出口竞争力大幅下降。美国农业部对新年度三大主产国的大豆产量作出增产预测，为远期豆类市场奠定利空主基调。美国地区性商业银行引发的金融风险尚未消除，美国债务违约风险大幅增加，一旦发生债务违约，对全球经济的恶劣影响不容小觑。国内油脂市场在供需双重压力下维持弱势，三大油脂期货技术上相继破位，价格重心整体震荡下移，不断深化去年秋季开启的熊市运行节奏。由于美豆下跌引发的成本传导压力集中在油脂上释放，以及受进口大豆到厂延迟和豆粕库存严重偏低等因素影响，国内油厂提高对豆粕和菜粕的挺价力度，从而延长粕强油弱格局的持续时间。近日黑龙江省深入农户展开大豆余粮调研并启动专项地方收储，为豆一期货市场抗跌带来支撑，由于地储政策持续到 6 月中旬，新季远月豆一期货市场跟涨仍显谨慎。

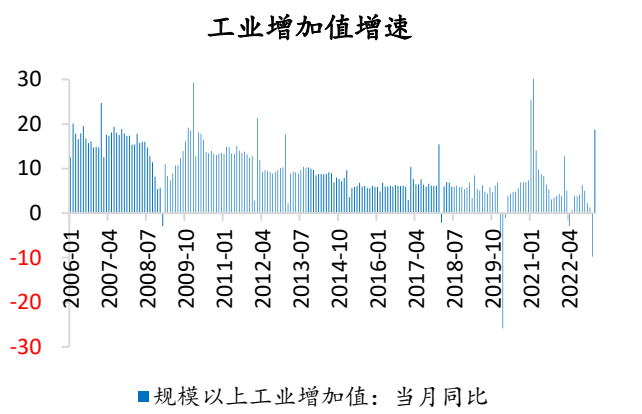
目 录

周度策略：复苏动能趋弱得到确认 关注稳增长政策 - 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 增长动能环比走弱 - 7 -
3 11 天 20 亿“地量”操作，资金面仍宽裕 - 8 -
4 宏观策略 - 8 -
5 股指期货市场分析 - 8 -
铜 - 9 -
1 影响因素 - 10 -
3 铜期货现货数据 - 11 -
锌 - 13 -
1 锌：影响因素 - 13 -
2 总结 - 14 -
3 锌期货现货数据 - 14 -
钢材 - 14 -
1 海外风险回升 避险情绪浓厚 - 14 -
2 国内经济修复预期转差 - 15 -
3 旺季已过 需求走弱 - 15 -
4 小结 - 16 -
5 钢材期货现货数据 - 16 -
原油 - 17 -
1 衰退预期照进现实 - 17 -
2 供需大致维持平衡 - 18 -
3 累库影响得到缓冲 - 18 -
4 美国回购战略储备 - 18 -
5 熊市诱因风险积蓄 - 18 -
6 多空制衡交易走廊 - 19 -
7 原油期现数据 - 19 -
天然橡胶 - 22 -
1 天气题材逐步证伪 - 22 -
2 轮储炒作消息存疑 - 22 -
3 港口累库持续施压 - 22 -
4 需求复苏尚未明朗 - 22 -
5 多头不利反弹受限 - 23 -
6 超跌修复逢高空配 - 23 -
7 橡胶期现数据 - 23 -
油脂油料：美豆破位下行，国内粕强油弱愈演愈烈 - 25 -

1 外部豆类市场分析 ..... - 25 -
2 国内豆类市场分析 ..... - 26 -
3 油脂油料市场展望 ..... - 26 -
4 油脂油料市场主要数据 ..... - 27 -

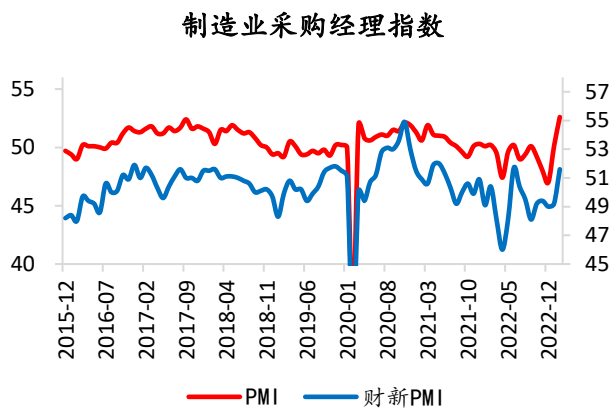
重要经济指标概况

图表 1：国内工业增加值增速



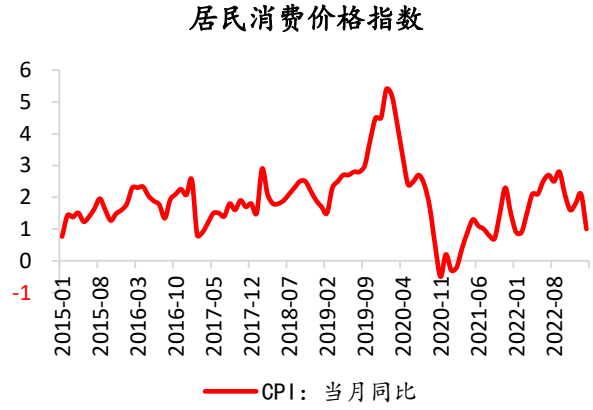
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 2：中国制造业采购经理指数



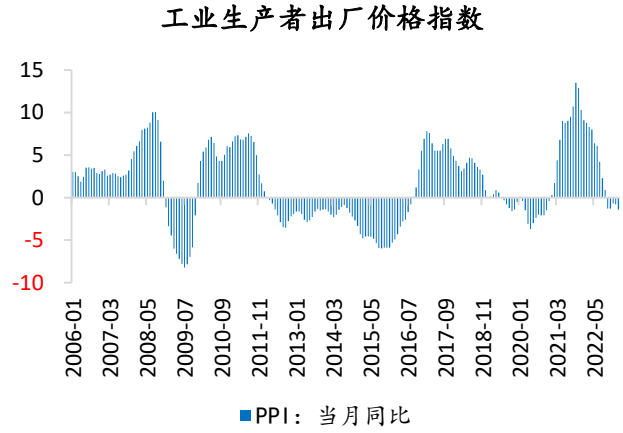
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 3：中国居民消费价格指数



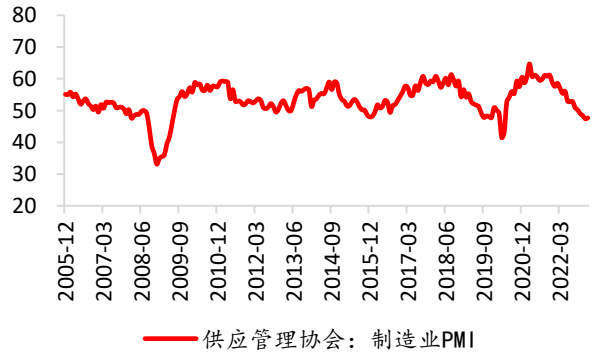
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 4：中国工业生产者出厂价格指数



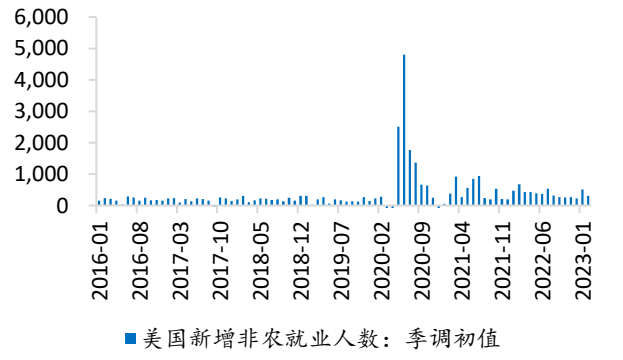
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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：复苏动能趋弱得到确认 关注稳增长政策

4 月份的经济数据公布之后，工业品市场出现大幅回落的走势，即使前期较为强势的国际定价品种也明显回落，如铜等品种。内盘方面， 4 月份地产成交数据在上旬就开始明显回落，引发地产链品种大幅下行。随后，在近期煤炭行业快速累库的情况下，煤炭价格明显回落，引发煤化工板块的成本坍塌行情。

三季度经济可能迎来弱复苏

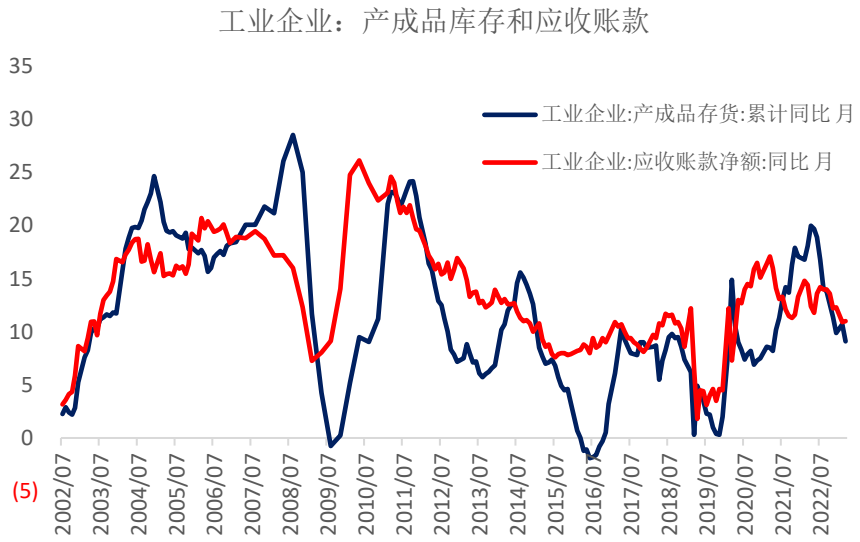
4 月回补性需求转弱，经济复苏动能减弱，导致多项数据不及预期。4 月 PMI、物价、高频等数据共同指向经济走弱，4 月经济数据的发布对此进行了印证。工业增加值、固定资产投资、社零数据均低于万得一致预期，尤其是工业增加值同比增速录得 5.6%，大幅低于预期的 9.7%。使用官方公布的环比季调观察，4 月工业增加值环比大幅回落，降至-0.47%，为 2020 年 2 月以来的新低，同时也是 2011 年有数据以来的 4 月环比增速的最低值。

工业疲弱的主要原因在于库存周期与产能周期均处于下行阶段。先看库存周期，工业企业财务数据显示，2022 年 4 月产成品存货同比达峰后进入下行通道，企业处于去库存阶段。2023 年 3 月的最新数据显示产成品存货同比增速为 9.1%，处于相对高位，这意味着库存仍待进一步消化。在去库存的过程中，企业生产意愿偏弱。再看产能周期。一季度，工业产销率已经降至 2000 年以来最低位，工业产能利用率已经降至 2017 年以来（除 2020 年一季度外）最低位，可见产能周期也处于下行阶段。前期制造业投资集中于政策支持力度较大的中高端制造业、装备制造业，导致相关行业出现了产能过剩的问题。整理各行业的产能利用率数据可以发现，产能过剩的行业主要是装备制造业，包含汽车制造业、电气机械、计算机通信等细分行业。因此，二季度处于总量政策的空窗期，库存、产能的问题可能需要依靠行业自身的力量出清。

新一轮库存周期预计在 2023 年三季度开启，届时经济也有望迎来弱复苏的拐点。主要理由仍是周期性因素，根据我国库销比与库存周期之间的经验规律，库销比拐点领先“主动补库存”约 12 个月。其次 3、4 月出口连续超预期，预计出口表现转好具备较强的持续性。加之出口是库存周期的领先指标，其反弹通常会引发企业加速去库，也预示着新一轮库存周期或将到来。

从规模以上工业企业数据看，库存周期已进入被动去库存阶段。而值得注意的是，虽然工业企业产成品库存名义增速已回落三个季度，但实际增速却依旧横在高位，反映降价去库存效果不佳。实际库存能否顺利去化、盈利能否改善？仍是未知数。

图表 1：工业企业产成品库存和应收账款



资料来源：wind，中金财富期货

美国经济温和衰退的概率在上升

自鲍威尔在 3 月 FOMC 会议表示后续政策路径将取决于信贷紧缩对加息的“替代效应”，信贷已成为观察联储政策的重要线索。回顾历史时期的信贷条件和规模变化，可以窥视本轮信贷条件变化对企业脆弱性和居民消费韧性的启示。

硅银事件后银行信贷大幅收缩，但实际上信贷条件在此前就已收紧。3 月以来，银行信贷规模大幅收缩，主要集中在证券和工商贷款。事实上，风波发生前的信贷条件较去年 3 月之前就已明显收紧。银行业风波之后，信贷又遭遇额外冲击。此前已紧缩的证券、工商贷款、汽车贷款加速收紧。同时，金融风险的暴露触发银行安全性转移，高风险的商业地产贷款急剧收缩。但是，居民部门的主要信贷来源住房贷款和消费信贷整体扩张。

我们可以复盘历史上美国信贷紧缩向实体经济的传导路径。信用收缩受到供给、需求的共同作用。供给端，金融风险可能是银行提高信贷标准的重要依据。需求端，融资成本高、周期修正等可能是减少贷款的原因。工商贷款对信贷条件收紧、经济环境变化更敏感。消费贷款可能需通过“企业融资难—盈利下降—减薪裁员—消费贷款降温”的间接路径降温。失业率大幅上升的历史时期，消费贷款增速往往下降。

美国银行的脆弱性就是上述过程的一个结果，从中小银行危机到中小企业信用风险。中小银行提供的贷款支持是美国中小企业的重要债务融资来源。此次流动性危机后，中小银行信用紧缩幅度显著大于大银行。关注“中小银行—中小企业—实体经济（就业）”的链条传导。

目前需求的韧性仍在，信贷条件收紧尚未传导至消费降温。从信贷构成来看，居民日常消费的偿债负担可能没有特别高。当前需求韧性集中在对经济、金融冲击敏感度较低的服务部门，目前车贷、学生贷款以外的消费贷款仍在扩张。本轮消费信贷若要持续降温，可能还需等待失业率连续上行。美国经济温和衰退的概率较高，预计消费信贷的降温也将是温和的。

美联储一定程度上进退两难，难以平衡的政策。一方面，对需求降温的诉求要求联储政策更紧；但另一方面，企业脆弱性又意味着联储如果再额外收紧，将可能触发金融风险。双向压力的联

储难以在不同部门间实现平衡，面临举棋不定的困境。

耐心等待调整行情结束

4 月经济数据陆续公布，经济数据回落时间提前超出我们预期，一季度出现的背离现象逐步收敛，经济增长数据向财税收支数据靠拢，出口金额与出口交货值的差值也在收窄，共同指向经济内生动能不足。政策有待发力，价格、库存压力下需求端刺激的必要性上升，耐心等待政策的变化，也耐心等待调整的结束。

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	5 月 19 日	发改委：解决就业问题，根本上还是要靠发展	将坚持以就业优先为导向，加强宏观政策协调配合，制定务实举措促进消费持续恢复，加快实施“十四五”规划 102 项重大工程	通过这些举措恢复和扩大需求，提升经济发展带动就业的能力。
	5 月 16 日	中国央行公布一季度货币政策执行报告，删除“不搞大水漫灌”、“警惕未来通胀反弹压力”，	疫情的伤痕效应尚未消退、利率水平适当向“稳健的直觉”靠拢。中国央行超额平价续作 MLF，没有“降息”。	多数官员表示，通胀依旧顽固，需要继续采取行动。
数据	5 月 17 日	4 月社会消费品零售增速创 2021 年 3 月来新高	饮、汽车、金银珠宝零售激增，其中餐饮收入 3751 亿元，增长 43.8%	消费增速明显提升
	5 月 18 日	中国 4 月 70 城房价:一线新房环比涨幅略扩，各线二手房环比回落明显	房价继续呈现弱势态势	房地产消费并未出现转折性
事件	5 月 17 日	上交所将召开沪市金融业专题座谈会	由上交所主办，工商银行承办的“沪市金融业专题座谈会”5 月 17 日召开，	此次会议讨论的重要内容为“在服务中国式现代化中促进金融业估值提升和高质量发展”。

资料来源：中金财富期货研究所

2 增长动能环比走弱

高频数据显示需求环比继续回落。居民出行维持较高景气度，工业生产总体保持稳健，但新房和二手房成交面积仍然弱于往年同期，土地成交环比上行。居民消费及交通出行维持较高景气度：18 城地铁客运量较 21/19 年同期上行 7.4%/12.7%；国内航班数环比微降 0.9%，但国际航班数环比上升 1.6%，分别为 19 年均值的 112.8%/50.4%。电影票房环比回落 1.7%，高于 21 年同期 16.6%；5 月 8-15 日乘用车销量环比回落 11.6%、但较 21 年同期上升 12.9%。出口需求日度指数（HDET）显示 5 月出口增速或将回落，高频拟合显示 PPI 或仍在探底。物流景气度相关指标表现分化：公路整车货运周环比上行 1.1%但物流园区吞吐景气指数环比回落 0.3%，分别为 19 年均值的 96.4%/90.4%。工业生产总体保持稳健：半钢胎/水泥/高炉企业开工率环比回升 0.6/0.9/1.3 个百分点，但焦化企业开工率环比回落 1.7 个百分点。地产方面，新房二手房成

交均仍弱于往年，土地成交环比上行：上周 30 城商品房成交面积较 21 年同期下行 34.9%；26 城二手房成交面积较 21 年同期下行 7.4%；5 月 8-14 日，土地成交面积环比+19.4%，同比高于去年近 6 成。

4 月经济活动同比受低基数提振但环比动能边际走弱：工业增加值同比增加 5.6%，社零同比增速上行至 18.4%。房地产投资同比降幅走阔至 7.3%，基建、制造业投资放缓。4 月城镇调查失业率回落至 5.2%，但 16-24 岁青年失业率上行至 20.4%。财政扩张力度有所下行：4 月中央+地方合并赤字（广义口径）为 760 亿元，同比少增 7309 亿元。1 季度央行货币政策执行报告显示，总量型货币政策有望保持稳健，结构性货币政策将继续发力支持内需回升。此外上周多国政要访华：首届“中国-中亚”峰会在西安举行。

3 11 天 20 亿“地量”操作，资金面仍宽裕

因有等额逆回购到期，实现零投放零回笼。值得注意的是，自 5 月 6 日以来，央行在公开市场已连续 11 天开展 20 亿元逆回购操作。

此后，公开市场经历了连续 11 天的 20 亿元逆回购操作，在这期间，面对共 480 亿元到期量，合计净回笼流动性 260 亿元。尤其在本周，公开市场操作的态度更为谨慎，除周一（5 月 15 日）净回笼 20 亿元外，其余 4 个交易日的逆回购操作量均完全对冲当日的到期量。

央行二季度货币政策的总体方向为“总量适度、节奏平稳”，更加突出稳的主基调。目前经济复苏出现分化迹象，同时海外央行加息接近尾声，此时的央行货币投行更多由宽松转向稳。对于利率水平的把握，央行将其总结为可采取“缩减原则”，符合“居中之道”，即决策时相对审慎，留出一定的回旋余地，适当向“稳健的直觉”靠拢。

4 宏观策略

4 月经济数据陆续公布，经济数据回落时间提前超出我们预期，一季度出现的背离现象逐步收敛，经济增长数据向财税收支数据靠拢，出口金额与出口交货值的差值也在收窄，共同指向经济内生动能不足。政策有待发力，价格、库存压力下需求端刺激的必要性上升，耐心等待政策的变化，也耐心等待调整的结束

5 股指期货市场分析

两市大幅回落

本周两市小幅震荡，主要指数维持震荡走势。具体到股指期货市场，本周沪深 300 周 0.17%，上证 50 周 0.09%，中证 500 周 0.42 %，中证 1000 周 0.28%

北上资金呈现净卖出。在人民币贬值的背景下，本周北向资金有三个交易日呈现单日净流出状态。数据显示，北向资金本周累计成交 5305.18 亿元，成交净卖出 16.91 亿元，周净卖出额创近 3 周新高。其中，沪股通合计净卖出 9.58 亿元，深股通合计净卖出 7.33 亿元。

欧美日股市上涨的主要因素，主要原因并非经济增长。2021 年进入的“通胀时代”改变了各国股市看中的因子：从高增长转向稳定的收益。从日本股市来看，这一驱动力体现为“股利”，

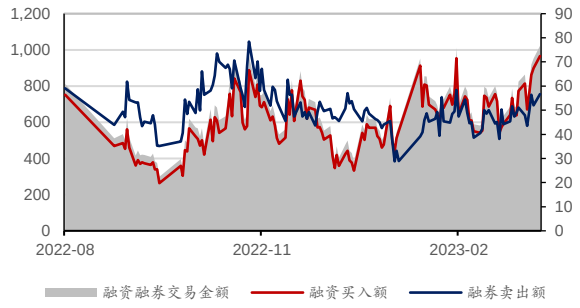
近期巴菲特投资“五大商社”成为了重视日本企业提供稳定收益和股利的一个标志性事件，2022 年日本上市企业分红也达到历史新高；从德国和英国股市来看，指数“新高”时一些不具备高增长能力的“价值股票”重新受到青睐。德国以制造业为主的 DAX 全收益指数、英国以传统行业（矿业公司、公用事业、制造业）为主的富时 100 价格指数，在 2021 年以来的高通胀环境下逆转了过去 10 年跑输成长性代表的美股的走势。法国 LVMH 集团成为股指涨幅的领头羊，反映的是由于通胀使社会阶层两极分化，消费也随之两极分化。另一方面，美股股市虽然并未创新高，但正演绎着人工智能与宽松预期双重驱动下的科技股反弹行情。

建议继续关注调整之后的机会

近期指数走弱，除了 TMT 板块的调整，经济方面的影响因素也存在。首先是经济预期的走弱。从经济数据来看，接连公布 4 月 PMI、新增社融、工业增加值同比、社零同比均低于预期。从资产价格来看，10 年期国债利率回落近 20BP 至 2.7%附近，接近于去年 11 月低点，同期股债商品也均有不同程度下行。从花旗经济意外指数来看，中国指数经历了年初的大幅超预期回暖，而 5 月后则急剧调整，相对弱于海外。

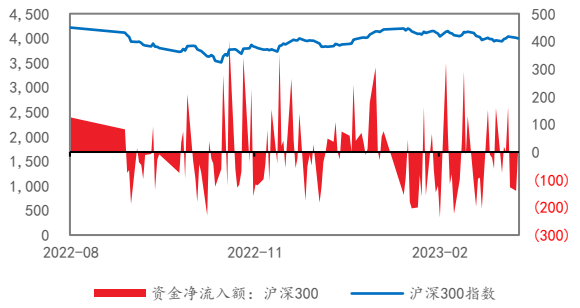
尽管站在中期视角，库存周期将迎来底部的确认，但“弱预期、弱现实”的宏观状态仍会持续一段时间，这在放大了宏观波动的同时也使得政策预期重新向经济增长靠拢；大类资产价格隐含的悲观预期已较充分，对于 A 股而言，指数层面不存在大的下行风险，建议关注调整之后的买入机会。

图表 8：融资融券数据图



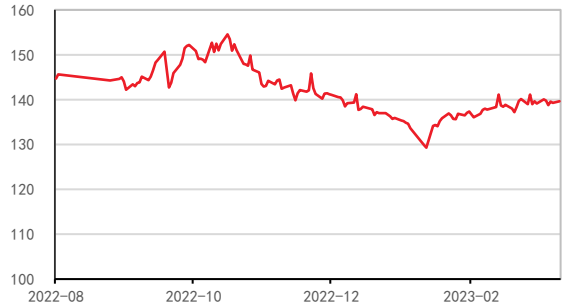
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 9：合约持仓和市场表现



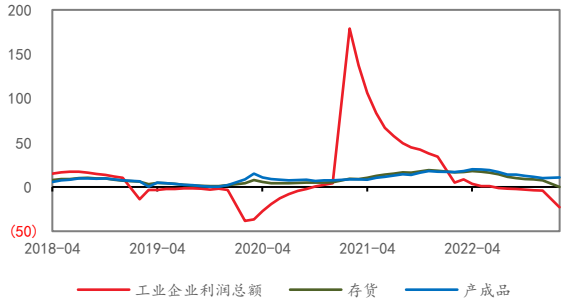
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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

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。

CSPT 小组敲定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 年一季度减少 3 美元/吨及 0.3 美分/磅，高于 2023 年铜精矿长单加工费 Benchmark88 美元/吨，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

4 月 SMM 中国电解铜产量为 97 万吨，环比增加 1.86 万吨，增幅为 2%，同比增加 17.2%；且较预期的 95.39 万吨多 1.61 万吨。进入 5 月，据 SMM 统计有 5 家冶炼厂有检修计划，另外 2 家推迟到 6 月，该 5 家冶炼厂预计合计影响量达到 3.03 万吨。大冶有色 10 万吨老线 3 月底已开始检修，检修时间从计划的 6 个月缩短至 4 个月左右，预计总体影响产量 5-10 万吨。赤峰金峰 40 万吨粗炼产线延长检修至 70 天，预计影响产量 3 万吨；黑龙江紫金铜业 5-6 月计划检修 20 天，预计减产 3000 吨。新项目方面，大冶有色老线加新线 4 月产量 5.8 万吨，4 月弘盛铜业新线已基金满产，祥光铜业及东营方圆老线正处于满负荷生产，整体来看国内供应仍然趋于恢复，检修影响较小。

据海关数据显示，2023 年 3 月精铜进口 24.0163 万吨，环比增加 5.4%，同比减少 20.0%；出口 4.7152 万吨，环比增加 13.1%，同比增加 4.5%。今年一季度整体进口量偏低，在海外出现超预期减产，欧美市场维持高现货升水以及国内需求平平的多重背景下，多数进口货源更多选择流向欧美市场，预计二季度提单量相对偏低，对供应补充有限。

受益于消费复苏，发力于新兴领域

精铜杆产能开工率较上周升高；国内 5 月铜材企业产能开工率或环比下降，具体而言：铜电线电缆、铜板带、铜箔产能开工率或环比升高；铜漆包线、铜管、黄铜棒产能开工率或环比下降。电网订单近期减少拖累华东铜杆企业谨慎排产，华南此前积压线缆订单节后有所释放，价格低位点价氛围浓厚，整体交投情况转暖。新能源汽车和光伏维持较高水平增速，白色家电正处于生产节奏最高峰但中期消费预期转弱，整体 5 月终端需求在旺季增量有限。

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

当前国内产量保持增长，检修炼厂原料备货充足，整体国内供应趋于恢复。需求来看，电网订单下滑线缆开工率回落导致铜杆需求低迷，新能源汽车销量边际转弱，白色家电排产维持高位但即将转入生产淡季，整体 5 月终端用铜需求难有增量。5 月国内炼厂检修偏多但总体产量保持高增长，整体供大于求的格局并未改变。中长期全球经济衰退担忧仍存，工业金属需求前景受抑制依旧存在，上方压力显著，预计铜价偏弱震荡。

3 铜期货现货数据

图表 12：长江有色铜价



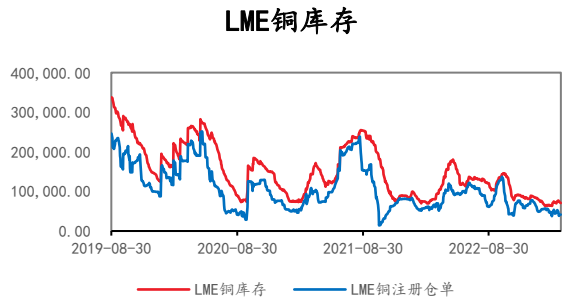
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 13：上海保税区铜库存



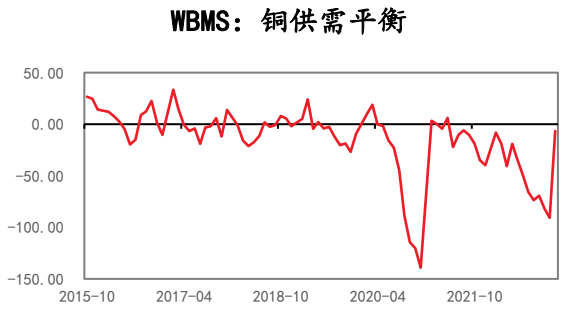
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 14：LME 铜库存



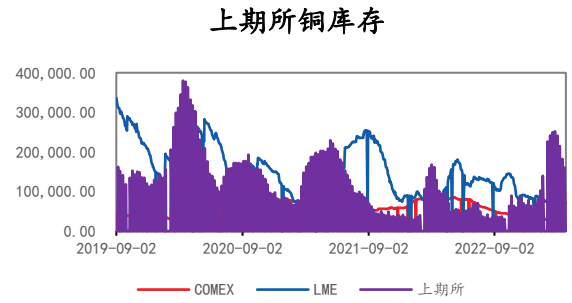
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 15：WBMS 供需平衡



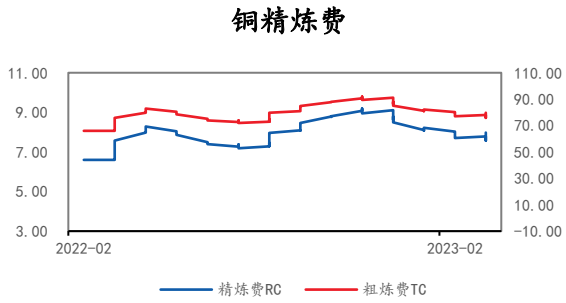
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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

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。根据 ILZSG 数据，2 月全球锌精矿产量同比小增 1.2%。秘鲁官方数据显示，该国 3 月份锌精矿产量录得 9.2 万吨，降幅扩大至 23.8%。梳理海外主要上市锌矿生产企业一季报，产量增长的有 Vedanta、Boliden、Lunding Mining、Nexa Resource 等，而产量下降的有 MMG、 Glencore、Teck Resources 等，当季海外锌精矿总产量预估有所下滑。根据海关数据，1-3 月我国锌精矿进口量同比增长约 29.3%，随着进口窗口开启，未来进口量有望延续较大幅 度增长。

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。

镀锌板企业周度产能利用率环比继续上升 0.08%至 66.12%。钢材市场需求未大幅增长，上周南方多降雨，北方多风沙天气，影响开工，且一季度房地产、基建新开工项目较多，但终端回款不佳，导致二季度新开工项目少，终端需求下降，“旺季不旺”。

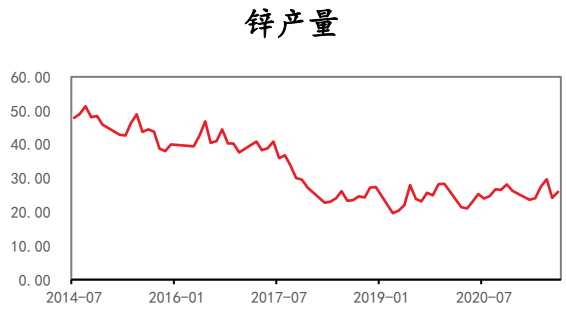
中汽协数据显示，我国 2 月汽车总销量 197.6 万辆，同比增长 13.5%。其中新能源汽车产销分别为 55.2 万辆及 52.5 万辆，市场占有率达 26.6%，其中销量同比大增 57.19%，环比增长 28.68%。2 月插电式混动汽车销量 14.9 万辆，同比大增 98.67%，占比进一步提升至 28.4%。新能源购置税的减免政策仍然延续，预计二季度新能源汽车产销将延续好转。

2 总结

宏观利空加剧，目前欧洲冶炼厂复产预期逐步兑现，海外累库预期增强，伦锌承压。国内 4 月炼厂检修影响不及预期且部分超产，精炼锌产量略高于预期达 54 万吨，5 月产量预计再度录增至 55.98 万吨，供用压力有所强化。需求端看，节后下游企业以复工为主，带动企业开工率多大幅回升，但淡季预期下，新增订单量有限，需求仍较疲弱。宏观及基本面共振，锌价弱势运行。

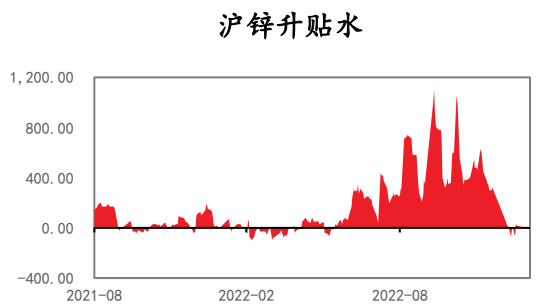
3 锌期货现货数据

图表 18：锌产量



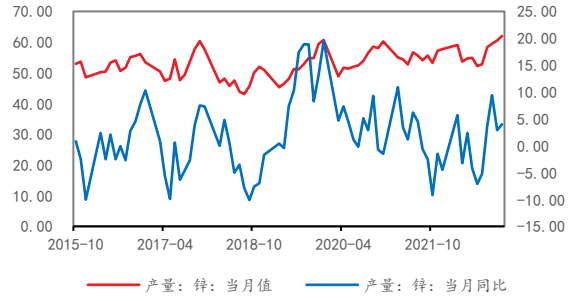
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 19：锌升贴水



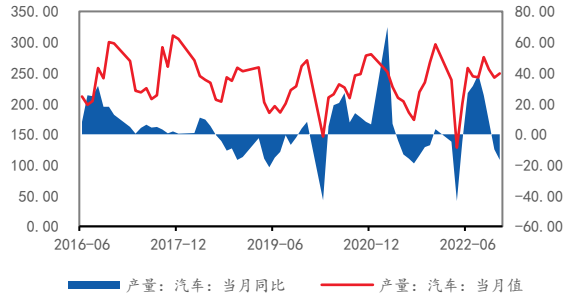
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 海外风险回升 避险情绪浓厚

近期全球金融市场主要面临三重压力，一是欧美高通胀及高利率，二是美国银行业危机，三是美国债务危机。三重压力之下，全球市场的避险情绪明显升温。

欧美主要经济体的通胀增速都还处于较高的水平，虽然美国通货膨胀率已连续 10 个月回落，但 4 月的通货膨胀的降幅明显放缓。剔除能源和食品，美国的 4 月的核心通胀增速仍在 5.5%的高位，且横盘已有 4 个月。22 年上半年美国 CPI 处于高速增长，22 年 6 月后则进入长达半年的横盘期，若今年下半年美国 CPI 环比增速仍维持在当前水平，则 CPI 数据则有很大概率反弹。这也意味着今年美国已经很难将 CPI 增速将在 2%以内，也意味着年内美国联邦利率下调的空间小。与美国相似，欧盟区的通胀韧性更甚，5 月利率决议公布后的新闻发布会上欧洲央行行长拉加德特地强调“欧洲央行不会暂停加息，这一点非常清楚”。目前欧美对高通胀的策略是调高利率来抑制总需求，高利率的长期维持将持续抑制总需求。

美国银行业危机近期也愈演愈烈，5 月 1 日美国第一共和银行宣布倒闭，预示着银行业危机并没有得到好转。第一共和银行倒闭原因与 3 月硅谷银行相似，一方面在高息环境下，持有到期类证券账面出现巨额亏损，另一方面客户类型单一，出现了挤兑风波。在挤兑潮来临之际，银行只能被迫抛售持有到期类债券，将浮亏转为实亏，放大了亏损，加剧了风险。该问题并非硅谷银行与第一共和银行独有，而是美国银行业的普遍问题，短期高利率仍将维持，因此银行业危机有扩大得可能性。

此外，美国债务上限已临近摊牌时刻，但美总统与国会众议院议长、共和党麦卡锡尚未达成一致意见。美国 1 年期国债信用违约掉期利率（CDS）已从 25 飙升至 149，创下过去十几年来的新高。1 年期 CDS 的价格飙升，说明市场对美债 1 年内违约的可能性越发的担忧，也说明美国债务违约的风险正在不断上升。尽管美债上限问题美两党最终达成一致得可能性很大，但悬而未决无疑抑制了全球金融市场的投资风险偏好。

2 国内经济修复预期转差

近期国内宏观数据陆续公布，无论是 CPI、社融还是固定资产投资数据，都表明国内经济恢复速度放缓。

4 月社会融资规模增量为 1.22 万亿元，市场预期为 1.72 万亿元，前值 5.38 万亿元；新增人民币贷款 7188 亿元，预期 1.13 万亿元，前值 3.89 万亿元；M2 同比增长 12.4%，预期 12.6%，前值 12.7%。

4 月固定资产投资单月同比增速 3.6%，较 3 月下滑 1.1 个百分点。基建、房地产、制造业投资单月增速分别为 7.9%、-7.3%、5.3%，较 3 月分别回落 2.0、1.4、0.9 个百分点。

4 月份新增社融与信贷远低于市场的预期，其中居民贷款是主要拖累。居民中长期贷款单月净减少 1156 亿元，比去年同期还要多减少 842 亿元，是有记录以来的最低水平。同时受房地产需求走弱拖累，固定资产投资增速也在放缓。上诉宏观数据都说明目前经济复苏不及预期，总需求不足。

3 旺季已过 需求走弱

螺纹产量 266.62 万吨，较上周减少 1.41 万吨，降幅 0.53%；螺纹厂库 231.37 万吨，较上周减少 12.36 万吨，降幅 5.07%；螺纹社库 644.01 万吨，较上周减少 31.65 万吨，降幅 4.68%；螺纹表需 310.63 万吨，较上周减少 23.49 万吨，降幅 7.03%。从现实层面上来看，受原料价格下行

影响，螺纹利润在价格下行之际反而得到修复，反而表需大幅下降。去年同期受上海疫情影响，需求为多年新低，今年表需与去年水平相当，反而说明需求走弱。

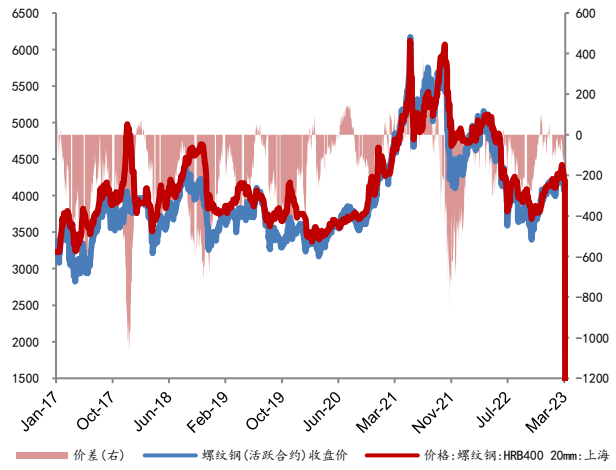
4 小结

钢市的主要逻辑由需求预期驱动转向了现实供需矛盾驱动。随着旺季的逐步过去，随着钢市传统旺季的过去，现实终端需求将逐步转弱，目前总库存的绝对水平处于历史低位，在需求走弱的背景下，供给的变化将显得更为重要。

供给的收缩主要由两个因素影响，一个为行政驱动的被动减产，另一个由利润驱动的主动减产。现在来看，行政减产力度不明显，全年粗钢产量平控、或同比下降目标不明确；而受原料价格下行影响，钢厂利润甚至在修复，主动减产动力不足。在上述供需关系不发生太大改变的背景下，我们认为钢价将维持低位震荡的态势。

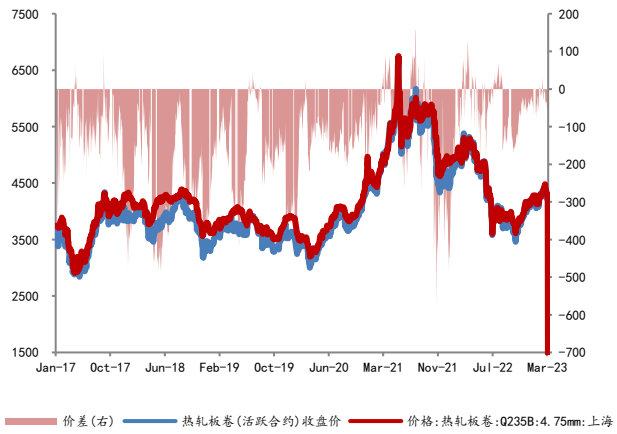
5 钢材期货现货数据

图表 22：螺纹期现价差



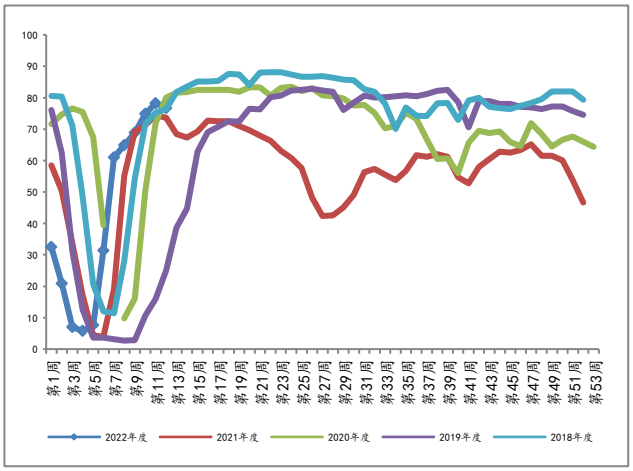
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 23：热卷期现价差



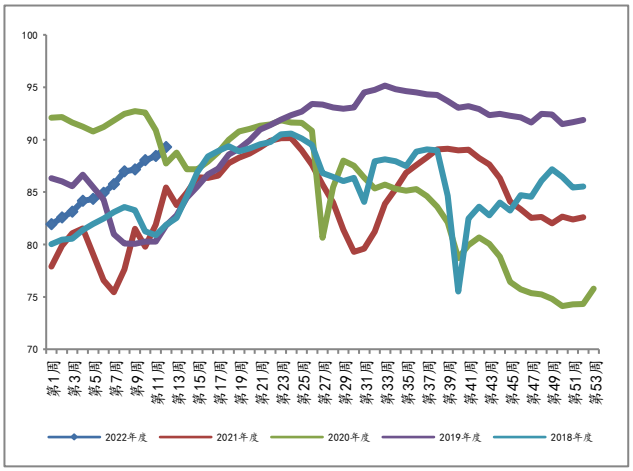
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 24：85 家独立电弧炉钢厂：开工率：中国（周）



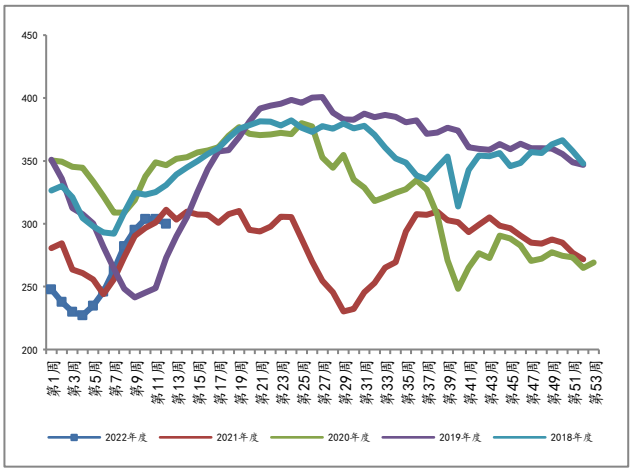
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 25：247 家钢铁企业：高炉产能利用率：中国（周）



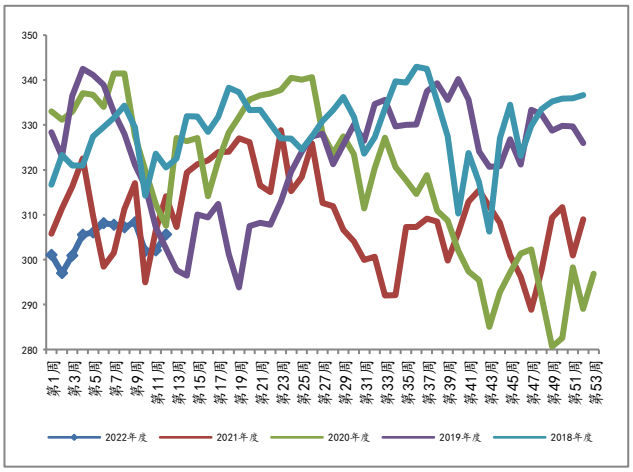
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 26：螺纹钢：建筑钢材钢铁企业：实际产量（周）



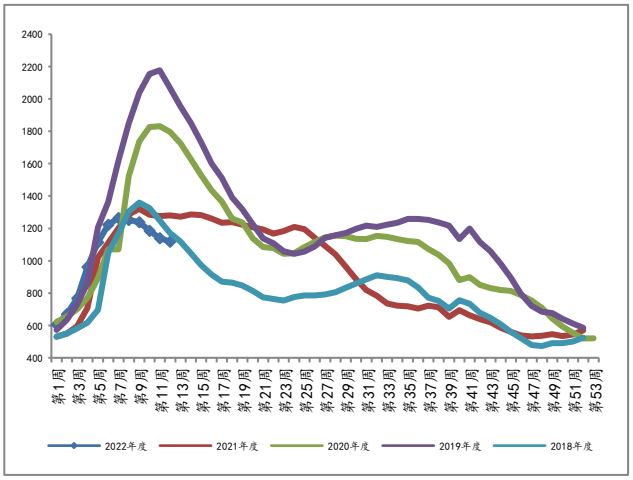
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 27：热轧板卷：钢铁企业：实际产量：（周）



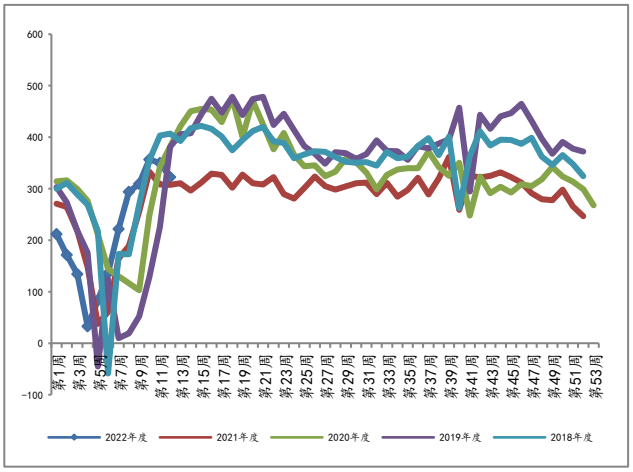
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

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：螺纹钢：消费量（周）



资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

原油

1 衰退预期照进现实

近期一个明显感触是，原油市场对宏观因素的敏感度正在增强，衰退预期逐渐开始照进现实。

根据联合国最新发布的《2023 年中期世界经济形势与展望》，其主旨为：在高通胀、高利率和其他系统性风险下，全球经济复苏的前景依然黯淡。报告预测，2023 年全球经济将增长约 2.3%，在 2024 年增长 2.5%。从新冠疫情到通货膨胀，再到高利率带来的融资成本上升和信贷条件收紧，世界经济仍面临长期低增速的问题，陷入停滞乃至衰退的风险增加。

虽然美联储暂停进一步加息，且市场抱有对 2023 年内会降息一次的预期，但美联储的紧缩货币政策尚可维持相当一段时间。总体来看，全球主要经济体弱于预期的经济数据增加了对衰退的忧虑，宏观利空因素限制了原油向上的空间，接下来油价重心或将下移到 70-80 美元附近徘

徊。

2 供需大致维持平衡

OPEC 发布的 5 月报告整体来看，数据与之前保持高度的连续性。

OPEC 对 2023 年全球经济增长预测为 2.6%，和前值一致，但特别指出美国等发达经济体存在一系列系统性风险，可能会给全球经济带来严重的后果。OPEC 对 2023 年全球原油需求增速预期维持在 230 万桶/日不变,其中将 2023 年中国原油需求增量从 76 万桶/日上调至 80 万桶/日，2023 年全球对 OPEC 原油需求的预估值稳定在 2930 万桶/日。

OPEC+的原油产量统计来看：4 月 OPEC 原油产量下降 19.1 万桶/日至 2860 万桶/日，沙特原油产量环比增加 9.5 万桶/日至 1050 万桶/日，3 月俄罗斯原油产量下降 30 万桶/日至 970 万桶/日。伊拉克石油部长表示，在 6 月 OPEC+下一次会议之前，没有被要求进一步削减供应，向市场释放出该组织暂不打算额外减产的信号。不过，中短期原油市场情况无需过度担忧，供需大体上仍将维持平衡状态。

3 累库影响得到缓冲

美国能源信息署(EIA)公布的数据显示，截至 5 月 12 日当周，美国商业原油库存增加 504 万桶至 4.6762 亿桶，俄克拉荷马州库欣地区原油库存增加 146 万桶至 3547 万桶。尽管美国原油库存录得超预期增加，但夏季出行高峰期即将到来，燃油消费将提振原油需求。当周，美国汽油库存减少 138 万桶至 2.1833 亿桶，包括柴油和取暖油在内的馏分油库存增加 8 万桶至 1.0623 亿桶，炼厂产能利用率上升 1 个百分点至 92.0%。

值得注意的是，美国总统拜登发表讲话称，“清楚美国债务违约将对美国经济和美国人民产生灾难性的后果”，重申美国不会出现债务违约，美国政府将继续与国会进行谈判，直到就预算相关问题达成协议。关于延长债务上限和避免违约的乐观预期抵消了原油库存增加的影响，短期油价仍以区间震荡为主。

4 美国回购战略储备

近日，美国能源部发布招标公告，宣布将购买 300 万桶含硫原油以回补战略石油储备（SPR），要求供应商在 5 月底前提交报价，6 月确定中标结果，并计划于 8 月交付。关于 SPR 操作的问题上美国能源部数月以来摇摆不定，最新表态是，“待国会授权的出售 2600 万桶战略石油储备的工作在 6 月完成后，届时将马上改变操作，转而寻求购买石油。”

为了平抑油价和压制通胀，美国拜登政府去年从战略石油储备中出售了 1.8 亿桶原油，这是有史以来规模最大的一次。本轮抛储造成 SPR 库存降至约 3.72 亿桶，达到 1983 年以来的最低水平,仅相当于目前美国不足 20 天的消费量。按照此前美国能源部说法,当油价处于或低于 67-72 美元/桶时，可能很快开始回购补充 SPR，因而该区间可作为对油价的一个支撑参考。

5 熊市诱因风险积蓄

受宏观下行与产量调控之间博弈的左右，原油市场维持震荡偏弱僵局，警惕系统性风险扩散对全球经济和能源需求的负面影响。

客观地讲，目前原油自身供需层面并没有发生实质性恶化。鉴于 OPEC 对供应端进行主动干预，以及能源化工消费的刚需托底，暂未对油价构成明显压力。然而，受全球经济衰退预期影响，金融市场整体风险偏好低迷，压低了对原油在内的大宗商品估值。从交易行为来看，宏观因素已经逐渐压倒供需因素，成为现阶段原油市场的主导逻辑。

即使抛开对经济周期论的争议，原油需求的边际下滑已经开始，在 EIA、IEA 和 OPEC 月报中对供需平衡预期的调整上均有体现。目前关于全球经济衰退问题，市场主要是对欧美前景持较为悲观态度，而寄希望于中国等亚太地区新兴市场需求延续增长趋势。中国经济重启后总体符合外界预期，但参考近期发布的宏观数据，国内需求同样缺乏增长亮点。

过去长期以来，国际原油维持相对高位上的震荡走势，但这个运行区间被向下击穿的概率正在增加，从而结束 2020-2022 年的牛市周期，转入下一个熊市阶段。

6 多空制衡交易走廊

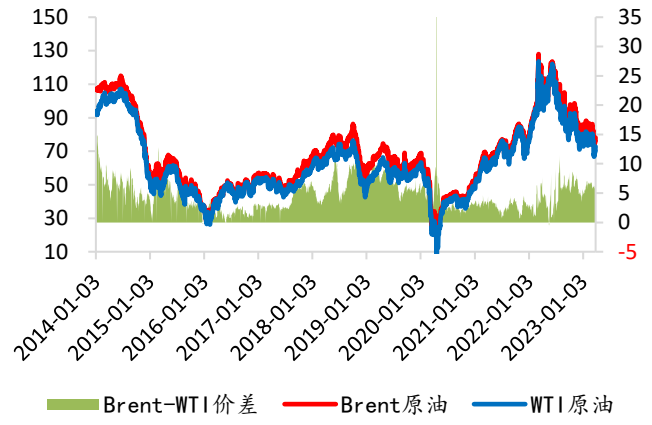
原油市场将长期受供应紧张和经济衰退双重逻辑主导，即供应决定油价地板，宏观和需求决定天花板，这一观点已经数次得到验证。OPEC 减产试图以强烈的信号令原油市场从经济衰退的主导下挣脱出来，但欧美陷入温和衰退陷阱似乎越来越深，说到底市场仍是在围绕供应更少还是需求更差来博弈。现阶段原油市场多空因素相互制衡，难以形成一边倒的局面，缺乏单一强势的主线逻辑。

在一定的区间内，油价短期波动则带有很强的随机性，但情绪市造成的冲击和混乱往往是暂时的，油价重心主要是基本面及预期，乃至更广泛的金融属性和资金面综合博弈的均衡结果。长期来看，宏观经济对原油的驱动仍然向下，而供应收紧与需求改善形成托底支撑，原油走势仍维持区间震荡观点，但中枢或将略向下调整。

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，国际油价将维持当前的交易走廊状态，高低极值出现的概率和可持续性都不大。

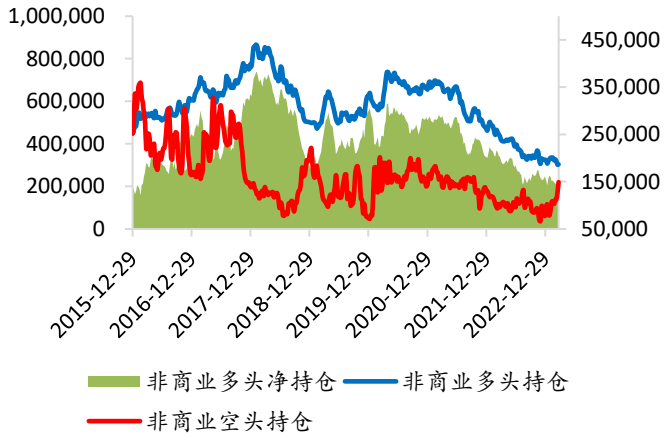
7 原油期现数据

图表 30：国际原油期货价格



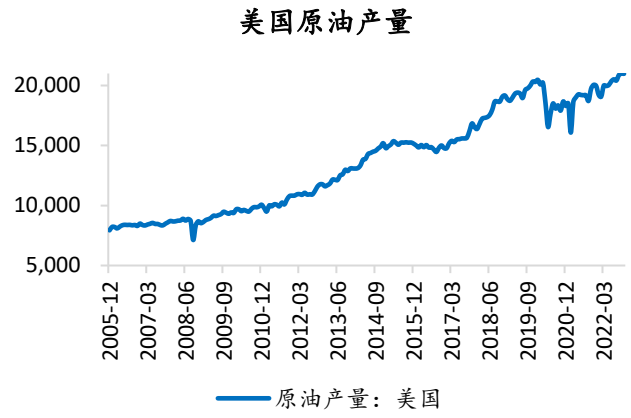
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 31：CFTC 原油期货持仓



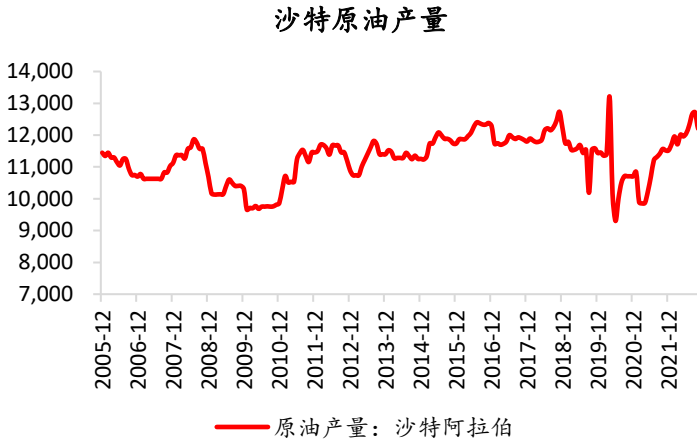
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 32：美国原油产量



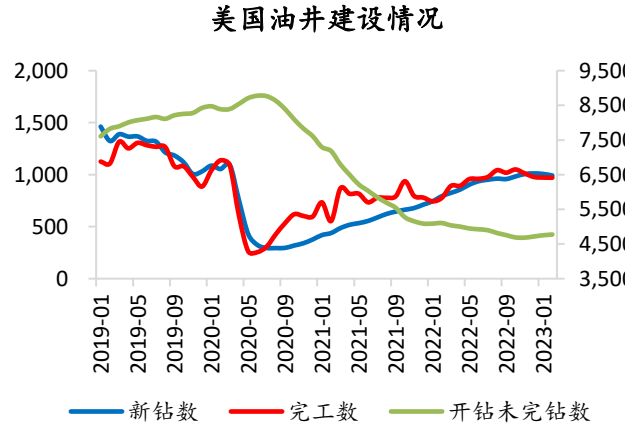
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 33：沙特原油产量



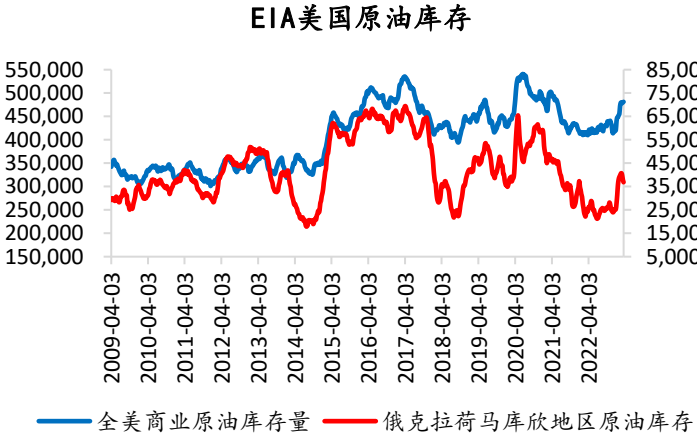
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 34：美国油井建设情况



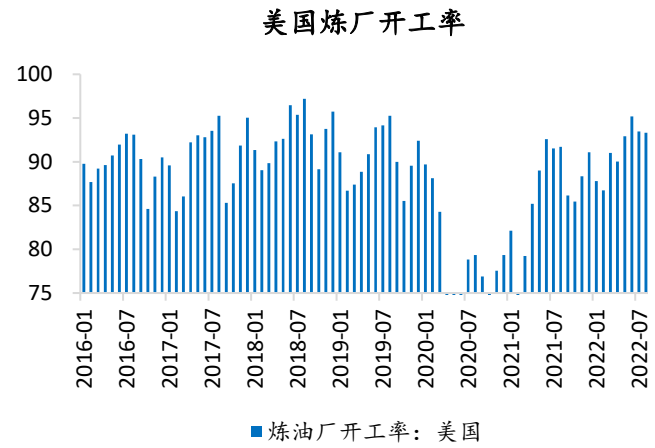
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 35：EIA 原油库存



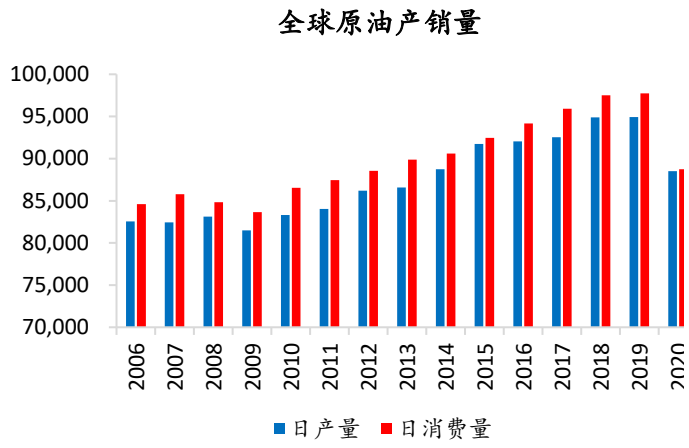
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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

天然橡胶

1 天气题材逐步证伪

回顾今年 3 月下旬开始，云南西双版纳部分地区爆发白粉病，随后 4 月高温天气降雨偏少，橡胶树大面积二次落叶导致开割推迟，勐腊等主产区域暂停割胶。进入 5 月，西双版纳地区连续降雨令旱情缓解，但前期部分橡胶树落叶严重，目前开割率整体仍偏低，原料胶水产出稀少。随着云南近期降雨增多，接下来应关注橡胶树新叶生长情况，预计 5 月下旬西双版纳开割面积或达到 50%以上。

如果今年天气情况整体仍不失常态，则国内天然橡胶总产量预计仍会有小幅增长。放眼全球各大产区，中国天然橡胶产量占比不足 8%，阶段性的丰产或欠收都难以给国际橡胶市场带来明显的波动。除非泰国受自然灾害造成大幅减产，否则天气题材引发的炒作终归得到证伪。5 月全球大部分产区将陆续迎来开割，中长期原料供应大概率随时间递增。

2 轮储炒作消息存疑

近期据业界传闻，国储将开会讨论天然橡胶轮储相关事宜，这一预测性说法成为沪胶走强的主要驱动因素，尤其是刺激 09 合约上涨。

姑且不论消息的真实性和可能性，从国内天然橡胶供需平衡表来看，整体大概率仍将维持供大于求的格局。据业界估算，2023 年橡胶社会库存或将增长 39 万吨左右，即使国储净轮入 5-10 万吨，也难以改变过剩现状和累库趋势。

不过值得注意的是，2010 年后国家橡胶轮储标的均为浅色胶，因而本次全乳胶及少部分烟片胶实行轮储的可能性较大，相当于具有一定的杠杆作用，对以浅色胶为交割品的 RU 期货合约结构性行情起到提振。

3 港口累库持续施压

相比存疑的消息面，目前国内天然橡胶库存仍无见顶迹象，沉重的累库压力是实际压制橡胶价格的主要利空因素。中国天然橡胶消费大部分依赖进口，青岛主港库存的变动情况能够直观反映橡胶产业链上下游的供需关系。今年中国天然橡胶进口量持续增加，带动青岛地区总库存持续屡创新高。

从港口统计数据上看，截至 5 月中旬天然橡胶库存总量已经达到了 88.12 万吨，超过 2020 年最高值 85.69 万吨。其实当前下游需求不能说很差，只是刚需难抵供应放量，港口库存高企是橡胶现货供需偏宽松的体现，这一矛盾得到化解前胶价仍将震荡找底为主。

从这个角度来看，后市沪胶走势尚不具备反转上行条件，不过胶价已经回到绝对估值低位，下行空间受到亏损抑制，应观察现货端季节性去库节点何时到来。

4 需求复苏尚未明朗

目前来看，国内天然橡胶供应短期难以上量，但下游需求复苏形势同样暂不明确。

轮胎制造业方面，五一节后轮胎企业开工下滑明显，不过同比仍高于去年水平。受假期旅游出行高峰提振，替换轮胎市场稍有起色，因此短期半钢胎需求略好于全钢胎。轮胎出口方面，尽管经济衰退下欧美订单大幅萎缩，但一带一路地区的订单增长部分抵消了欧美市场的缩量，因此轮胎出口数据略强于预期。终端汽车市场方面，2022 年底购置税优惠政策使得大量需求前置，后来 3 月车企大幅度降价促销，反而导致消费者观望情绪浓厚，一季度中国汽车市场消费乏善可陈。

随着年中汽车轮胎产销淡季的逐渐临近，5-6 月下游开始有走弱预期，企业对原料橡胶补库持谨慎态度。若无刺激性利好消息出现，预计橡胶走势将继续保持震荡偏弱运行。

5 多头不利反弹受限

本轮橡胶价格低位反弹行情，主要是交易供应扰动下交割品偏紧的预期，配合绝对估值修复的需要。

不过，云南产区干旱推迟开割的因素已经充分得到释放，客观来看，当地橡胶产量在全国流通市场中不到十分之一，参考去年海南产区 6-7 月才陆续开割，实际影响也并没有预期那么大。目前业界观点对橡胶轮储能否落地莫衷一是，后期也可能会以发放补贴的形式来代替。

我们认为，单凭短期局域性原料供应偏紧，乃至交割品浅色胶收储再平衡逻辑，在底部支撑盘面止跌尚讲得通，但据此炒作哄抬胶价恐站不住，若无明确的去库拐点出现，多空博弈的结果仍将是低位区间震荡。

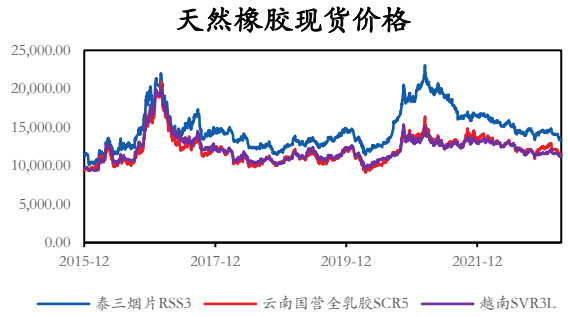
6 超跌修复逢高空配

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 38：天然橡胶现货价格



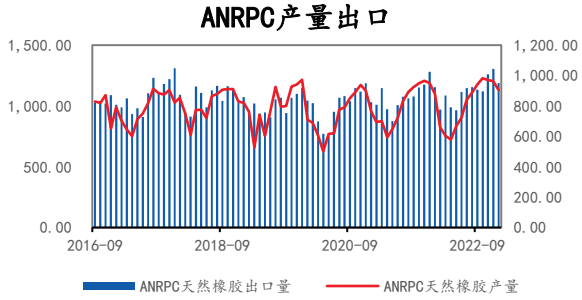
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 39：合成橡胶价格



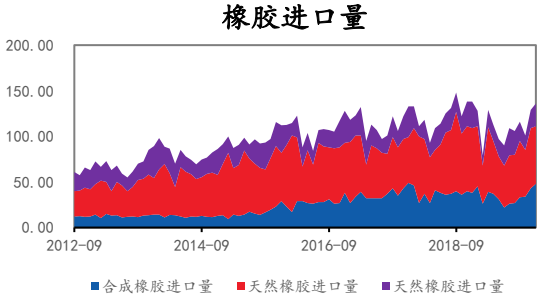
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 40：ANRPC 产量出口



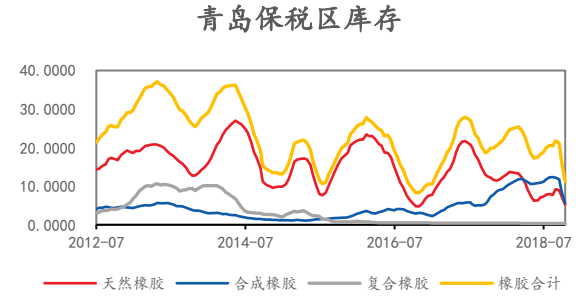
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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



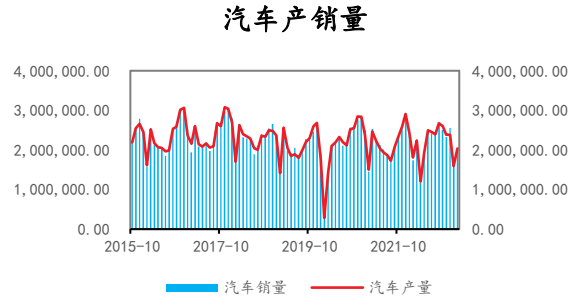
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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

油脂油料：美豆破位下行，国内粕强油弱愈演愈烈

1 外部豆类市场分析

新季美豆播种近半，产量预计创新高

美国农业部公布的作物生长报告显示，截止 5 月 14 日当周，美豆种植率为 49%，去年同期为 27%，五年均值为 36%；当周美豆出苗率为 20%，去年同期为 8%，五年均值为 11%。美国大豆良好的开局将有助于提升未来产量前景。美国农业部公布在最新月度供需报告中预计，2023 年美国大豆播种面积为 8750 万英亩，收割面积为 8670 万英亩，两者基本与去年持平；美豆单产预计为 52 蒲式耳/英亩，明显高于 2022 年的 49.5 普式耳/英亩，美豆产量预计达到 1.2274 亿吨亿吨，较上年增加 636 万吨。美豆内需为 6629 万吨，出口为 5375 万吨，美豆期末库存 911 万吨。美国农业部报告奠定新季美豆增产预期，报告后 CBOT 豆类市场呈现集体回落态势。

南美大豆产量预计大幅增加，全球大豆供应更趋宽松

对于 2023/2024 年度南美大豆供需展望，美国农业部预计新年度巴西大豆产量为 1.63 亿吨，继续保持趋势型增产状态。阿根廷大豆产量预计为 4800 万吨，恢复到该国正常产量水平。如果实现这一产量预期目标，南美主要大豆生产国大豆产量将同比增加 3190 万吨，将继续深化全球大豆供应宽松局面。受各主要大豆生产国均出现增产影响，2023/2024 年度全球大豆供需平衡表中多项数据出现较大变动，其中全球产量预计达到 4.1059 亿吨，上年度为 3.7042 亿吨，同比增加 4017 万吨；全球大豆出口量为 1.7241 亿吨，同比增加 414 万吨，期末库存则由上年度的 1.0104 亿吨增加到 1.225 亿吨。全球新增产量无法消化，很大一部分将以库存的形式储存起来，无疑将延长全球大豆供应宽松的周期。

印尼下调棕榈油出口税，马来西亚棕榈油进入增产周期

市场预估印尼 5 月棕榈油产量增幅超过两成，印尼贸易部近日下调该国 5 月 16-31 日期间毛棕榈油参考价格。根据新的参考价格，该国毛棕榈油出口关税为 74 美元/吨，出口专项税为 95 美元/吨，低于上一期间。印尼棕榈油出口成本下降，将对马来西亚棕榈油出口市场形成挤压。船运调查机构发布的马来西亚 5 月 1-15 日棕榈油产品出口环比增幅在 4%-5.2%。南部半岛棕榈油压榨商协会（SPPOMA）公布的数据显示，5 月 1-15 日马来西亚棕榈油产量环比增加 16.72%。马来西亚棕榈油即将进入季节性增产周期，预计未来几个月产量将持续提升。

黑海粮食运输协议获续签，油脂供应链担忧暂时缓解

经过各方多轮磋商，备受市场关注的黑海粮食运输协议终于在 5 月 18 日到期前获得续签。黑海粮食运输协议最初有效期是 120 天，于去年 11 月延长了 120 天，后又在今年 3 月延长了 60 天。本周延长后，协议下一次到期时间为 7 月 18 日。黑海粮食运输协议开通以来，对稳定欧洲及全球粮油供应发挥了重要作用。在本轮续签磋商过程中，外电报道俄罗斯曾表示这将是最后一次延长，这无疑会导致该协议再度到期时各方更加激烈的博弈，也为全球油脂市场增加新的不确定性。

2 国内豆类市场分析

海关调整检验政策，中国 4 月进口大豆量低于预期

国家海关总署发布的数据显示，2023 年 4 月中国进口大豆 726.3 万吨，环比增长 6%，同比下降 10%；1-4 月累计进口大豆 3028.6 万吨，同比增幅为 6.8%。中国 4 月进口大豆数量低于预期，与海关对进口大豆实施更严格的清关程序有关。据业内人士反馈，在新的检验政策下，病毒抽检由此前 5 船抽 1 船改为 5 船随机抽检，且抽检数量不确定；病毒检测由此前的 5~7 个工作日改为 7~10 个工作日，并需严格执行。另外，还将部分油厂可以提前把大豆拉回自己筒仓改为必须在港口筒仓做完检测。受此影响，进口大豆卸货时间将较此前推迟至多两周。

豆粕和菜粕库存严重偏低，现货市场保持强势运行

美豆连跌引发的成本下降被国内蛋白粕库存紧张所化解，油厂挺粕能力较强，本周国内豆粕现货与美豆市场呈现跟涨不跟跌现象。受进口大豆到厂延迟和部分油厂停机检修影响，上周国内大豆压榨量下降导致豆粕供应快速减少。据统计，国内豆粕库存量降至 17.1 万吨，周度降幅超过 10 万吨，为 2019 年以来最低水平。进口压榨菜粕库存为 2.1 万吨，周度减少 0.9 万吨，处于严重偏低状态。现货强势运行缓解了远期供应宽松对市场的影响，国内豆粕和菜粕市场“强现实、弱预期”特征仍在持续。

国内三大油脂供应保持宽松，油脂需求担忧加剧

海关总署公布的数据显示，4 月中国进口食用油 85.1 万吨，1-4 月累计进口 309 万吨，较去年同期的 130.7 万吨增加 136.5%。最新库存统计显示，截至 5 月 12 日，国内三大植物油库存总量稳中有降，整体仍保持宽松状态，豆油和棕榈油库存降幅明显超过菜油库存增幅。棕榈油库存总量为 64 万吨，降至近 7 个月多月最低水平，呈现连续下降态势。豆油商业库存约为 74.21 万吨，周度减少 4.78 万吨，主要是国内现阶段进口大豆到港延误后油厂开工率下降所致。国内进口压榨菜油库存高于 50 万吨，处于多年来同期高位水平。目前来看，国际大豆和棕榈油供应总体保持宽松格局，而国内物价指数连续回落引发需求不足的担忧，大宗商品市场整体承压回落，为油脂需求前景蒙上阴影。

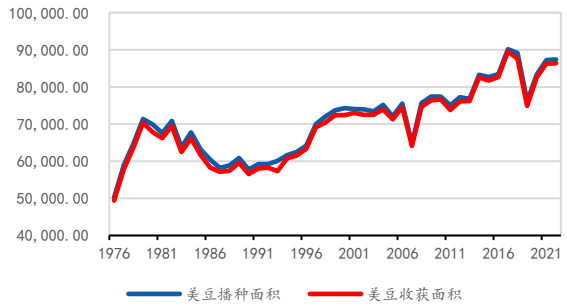
3 油脂油料市场展望

美国大豆春播开局顺利，近期产区天气条件利于大豆播种和早期生长，降低了市场对美豆减产的炒作预期。巴西大豆实现丰产后出口压力持续增加，价格偏高的美豆出口竞争力大幅下降。美国农业部对新年度三大主产国的大豆产量作出增产预测，为远期豆类市场奠定利空主基调。美国地区性商业银行引发的金融风险尚未消除，美国债务违约风险大幅增加，一旦发生债务违约，对全球经济的恶劣影响不容小觑。国内油脂市场在供需双重压力下维持弱势，三大油脂期货技术上相继破位，价格重心整体震荡下移，不断深化去年秋季开启的熊市运行节奏。由于美豆下跌引发的成本传导压力集中在油脂上释放，以及受进口大豆到厂延迟和豆粕库存严重偏低等因素影响，国内油厂提高对豆粕和菜粕的挺价力度，从而延长粕强油弱格局的持续时间。近

日黑龙江省深入农户展开大豆余粮调研并启动专项地方收储，为豆一期货市场抗跌带来支撑，由于地储政策持续到 6 月中旬，新季远月豆一期货市场跟涨仍显谨慎。

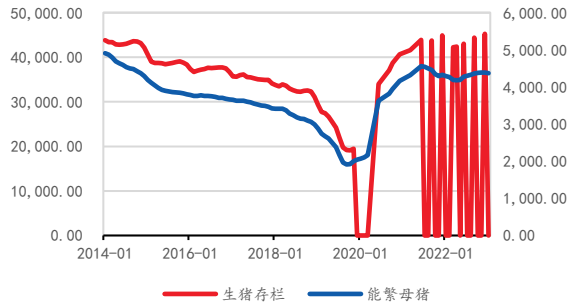
4 油脂油料市场主要数据

图表 46：美国大豆种植收获面积



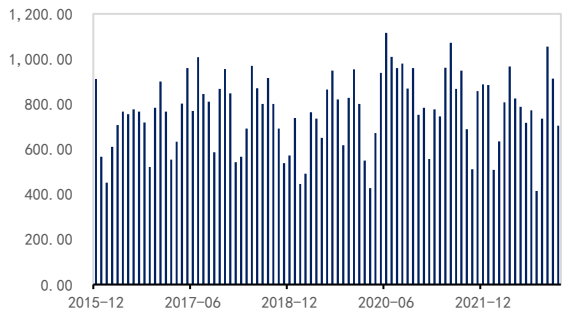
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 47：国内生猪存栏量



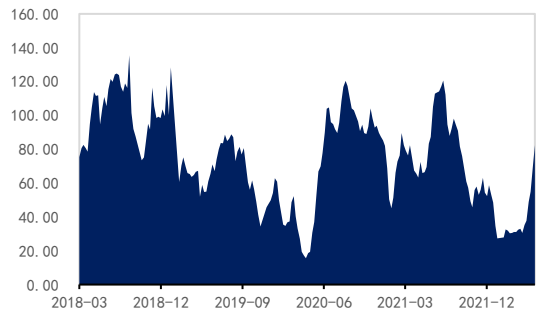
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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