中金财富期货策略周报（2023 年第 32 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：经济数据继续温和改善，但是并没有较大幅度的变化，整体看经济的扩张性仍需要加强。我们认为在没有强势财政政策刺激的情况下，宏观经济仍以温和的态势变化，不能支持工业品出现趋势性行情。

股指期货：对于当前指数，无论从短期还是中期看，向下的风险显著小于向上的风险，因此调整之后仍将是较好的买入机会。

铜：受到宏观经济疲软以及金属需求前景担忧的压力，铜价承压下行。10 月国内电解铜供应端或出现增长，一方面部分新增产能投放以及部分炼厂检修后复产，另一方面进口预计也将保持在高位。海外铜市现货过剩局面不改，叠加国内四季度冶炼厂产能释放产量继续增加，国内铜市供应压力也在增大。需求端，旺季不旺，国庆期间部分铜加工厂放假时间要长于去年水平，下游对订单保持谨慎态度。LME 的铜库存达到了近两年来的最高水平，在经历了多年的供应紧张之后，铜库存继续反弹，压制价格走势。整体弹性有限，宏观面叠加产业都对价格施压。

锌：美国 CPI 略高于市场预期，美元指数反弹，锌价承压。加工费呈弱化走势，但锌价持续走高提振冶炼厂利润，当前利润水平处于高位，冶炼厂生产积极性较大，在原料宽松与高利润刺激下，国内冶炼厂除个别企业处于检 修状态，其他冶炼厂维持正常开工，预计四季度将冶炼厂持续放量，叠加进口货源冲击，锌锭将维持宽供给格局。国内重磅刺激政策不断，地产板块有望修复。镀锌因保交楼和大基建获支撑，压铸锌合金内需和外需均不足，需求低于预期。但需关注宏观面对风险偏好情绪或构成压制，短期锌价偏强震荡运行。

钢材：近期双焦的炒作情绪降温，带动原料成本下降，钢材成本支撑减弱。尽管如此，双焦价格的下降并未改善钢厂盈利水平，目前钢厂盈利率跌至 30%，钢厂主动减产检修增加。从需求上来看，房企拿地与房屋销售仍在走弱，新开工降幅较大，近期改善预期不强。我们认为目前供需双弱的背景下，多空都没有明显优势，预计短期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：

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

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。

原油

1 市场戏剧冲突纷飞

近期国际原油市场的戏剧性表现，主要来自宏观层面和地缘政治带来的扰动，和原油自身基本面供需变化关系不大。

油脂油料：随着美国农业部月报落地和美豆收割进度加快，美豆产量将更为清晰，市场的关注点将转向美豆出口和南美大豆种植。CBOT 大豆市场在报告后出现强势止跌信号，显示市场对供应端的利空预期明显缓解。近日美豆接连收到出口大单，有望继续带动买盘人气回升，推动美豆继续对此前的调整行情展开修正。国内豆类市场承接美豆强势止跌回升，但油脂整体表现强于豆粕和菜粕。国内豆类市场的反弹持续性仍需美豆加以配合，否则，在当前国内

商品市场整体走弱的背景下，油脂和蛋白粕市场因需求不足涨势可能依然有限。东北主产区大豆上市量增加，不同蛋白含量的大豆价格差异较大，整体价格水平在 2.3 元/斤-2.50 元/斤，处于偏弱运行状态，无法为豆一期货市场带来更多上涨支撑。

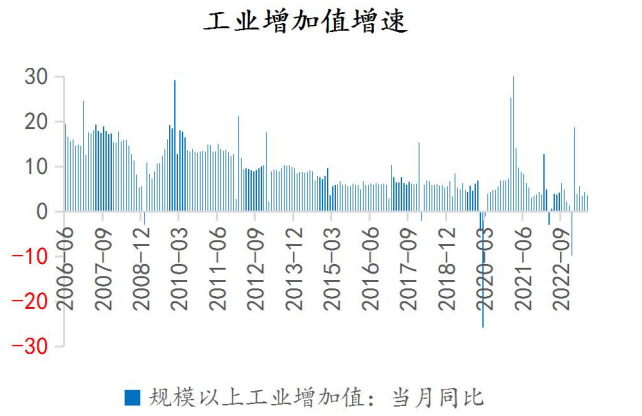
目录

周度策略："增量政策"仍是关键 ..... 错误！未定义书签。
宏观经济、市场策略和股指期货市场分析 ..... 错误！未定义书签。
1 一周重大宏观政策、事件和数据解读 ..... 错误！未定义书签。
2 高频数据：工业生产景气度有所回升 ..... 错误！未定义书签。
3 为何 8 月下旬资金偏紧？ ..... 错误！未定义书签。
4 宏观策略 ..... 错误！未定义书签。
5 股指期货市场分析 ..... 错误！未定义书签。
铜 ..... - 13 -
1 影响因素 ..... - 13 -
3 铜期货现货数据 ..... 错误！未定义书签。
锌 ..... 错误！未定义书签。
1 锌：影响因素 ..... 错误！未定义书签。
2 总结 ..... 错误！未定义书签。
3 锌期货现货数据 ..... 错误！未定义书签。
钢材 ..... 错误！未定义书签。
1 地产投资加速下行 ..... 错误！未定义书签。
2 宏观环境不确定性仍在 ..... 错误！未定义书签。
3 政策性压产引关注 ..... 错误！未定义书签。
5 小结 ..... 错误！未定义书签。
5 钢材期货现货数据 ..... 错误！未定义书签。
原油 ..... - 2 -
1 IEA：需求增速放缓 ..... - 2 -
2 EIA：后期缺口抹平 ..... - 22 -
3 OPEC：延续偏紧格局 ..... - 22 -
4 俄油突破制裁上限 ..... - 23 -
5 油价关联通胀加息 ..... - 23 -
6 多空制衡交易走廊 ..... - 23 -
7 原油期现数据 ..... - 24 -
天然橡胶 ..... 错误！未定义书签。
1 深浅色胶供应分化 ..... 错误！未定义书签。
2 终端淡季旺季转换 ..... 错误！未定义书签。
3 库存拐点或已到来 ..... 错误！未定义书签。
4 移仓换月布局 01 ..... 错误！未定义书签。
5 天然合成替代有限 ..... 错误！未定义书签。
6 超跌修复逢高空配 ..... 错误！未定义书签。
7 橡胶期现数据 ..... 错误！未定义书签。
油脂油料：美豆产量担忧再起，国内豆粕市场强势突破 ..... - 30 -

1 外部豆类市场分析 ..... - 30 -
2 国内豆类市场分析 ..... - 30 -
3 油脂油料市场展望 ..... - 31 -
4 油脂油料市场主要数据 ..... - 31 -

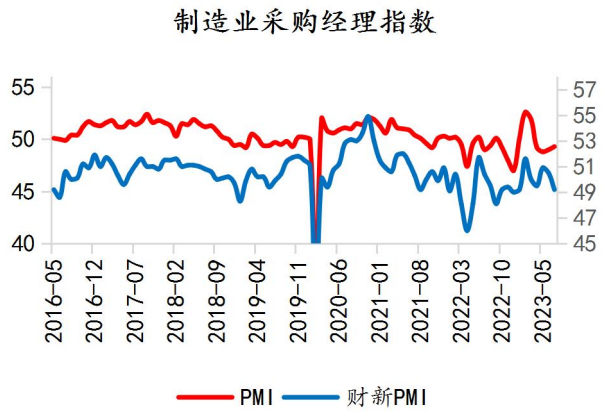
重要经济指标概况

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



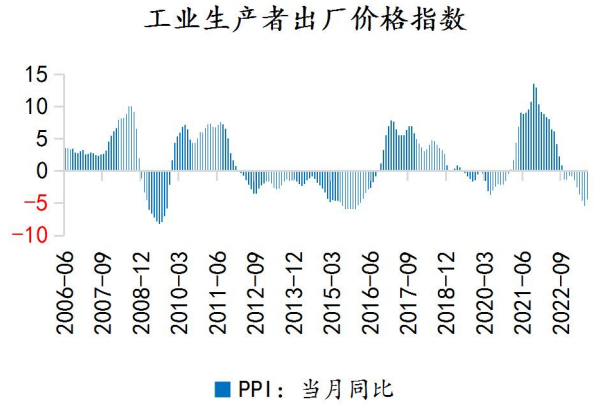
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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



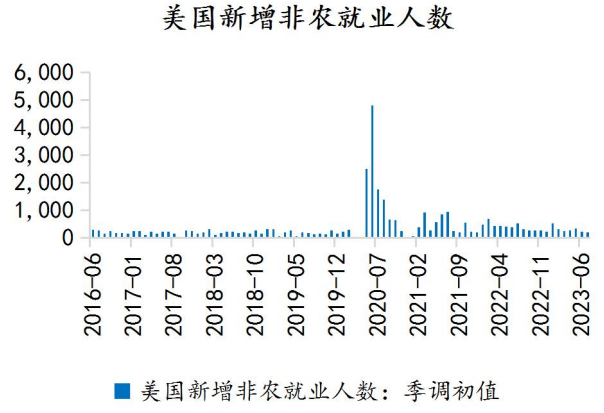
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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：经济继续改善 但是情绪错位下工业品偏弱

近期宏观面显示的数据继续出现改善的态势。出口方面，9 月份季调之后的出口数据环比上涨 2.2%；另外，9 月新增社融超预期，政策提振居民端好转，这对后期的消费数据有明显利多。但是从工业品的表现看，近期工业品价格连续回落，走势较弱。究其原因，是因为前期工业品在宏观经济未显著改善的情况下大幅上涨，目前经济数据如期温和改善，因此工业品在情绪的支配下又顺势回落。

出口数据超预期，但是内需仍弱

我们在二季度的报告中就指出，出口数据将在三季度改善，但是还是 9 月份的出口数据略超我们预期。

9 月中国出口同比增速为-6.2%（美元计价，前值-8.8%），降幅较上月进一步收窄，好于市场的一致预期-7.6%，季节性调整以后，9 月出口环比上涨 2.2%，较上月进一步改善。

出口数据的好转，主要与海外需求韧性有关，也与美国为代表的外需库存周期有关。

低基数和对欧日韩出口回升，共同推动出口增速降幅收窄。去年 9 月出口增速环比回落 1.8 个百分点，低基数对本月出口增速形成一定支撑，但不能解释出口环比增速的超预期回升。分出口国家或地区看，对欧盟、日本、韩国等发达经济体出口增速回升，是出口增速降幅收窄主因；分出口产品看，劳动密集型和其他产品是出口增速回升的主要贡献因素；从出口数量和出口价格看，预计量价共同推升出口增速，数量因素贡献相对更大一些。

价格上涨是进口增速降幅收窄的主要原因，国内需求恢复偏弱。去年 9 月份进口增速环比小幅提高，基数效应不能解释进口降幅的收窄。从进口量和价看，主要商品进口价格增速多数回升，但数量增速普遍环比回落，说明价格因素是进口增速回升的主要支撑；本月进口数量环比提高品种明显减少，说明国内需求仍显不足，地产和民企政策效果仍待观察。

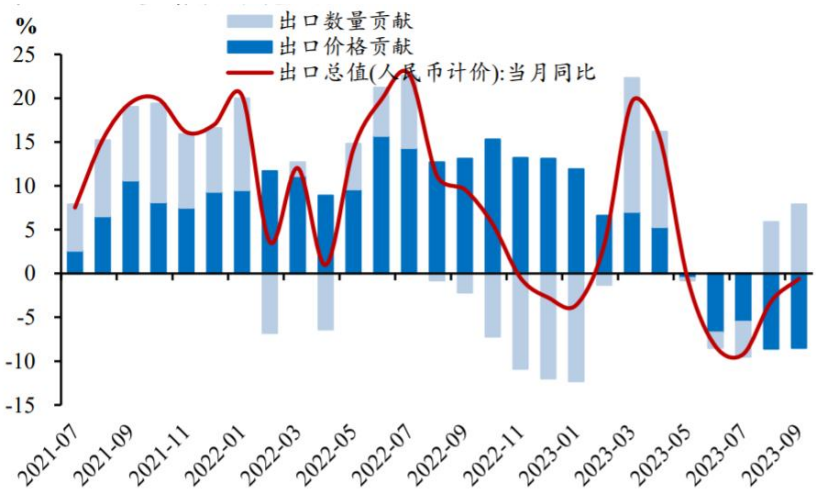
预计四季度出口中枢转正，全年增长-3%左右，主要原因四点。首先是低基数效应将决定四季度出口同比读数回升，年底增速或转正，其次是虽然外需放缓将继续对出口数量形成拖累，但拖累作用趋于减弱；三是 PPI 降幅收窄，价格因素对出口的拖累缓解；四是全球产业链重构对我国出口份额形成趋势性下降压力，但全产业链优势、贸易伙伴多元化以及出口结构持续优化，出口份额短期仍有支撑。

但是从物价的角度看，今年以来经济修复力度整体较弱，三季度以来向上弹性不足。

首先，从消费价格视角，去掉出行链（旅游、住宿和机票、餐饮）的影响后，今年以来核心通胀持续下行，三季度略有回升，但仍处于 2016 年以来的低位。从工业品价格视角，三季度以来，国内定价的 PPI 行业价格修复程度明显低于国外定价的 PPI 行业。

不管是从今明两年经济增长衔接、地产出清对经济影响边界的内部视角看，还是从内外经济竞速、中美博弈的外部视角来看，四季度我国经济稳增长的诉求有望明显提升，并且大概率将延续至明年。但 M1 同比仍在继续走低，信用扩张受阻，体现出企业和居民部门的预期依然较弱。在此背景下，破局之法似乎只能依赖于财政政策发力，加大政府债务置换力度和准财政的支出强度，以开启信用循环，货币政策也将予以配合。

图表 1：出口及分项



资料来源：wind，中金财富期货

美国核心通胀依然高企

美国整体通胀温和。9 月美国 CPI 同比为 3.7%，与上一月持平；环比为 0.4%，较上一月回落 0.2 个百分点。一方面，能源价格仍在上升，对通胀有向上推力；另一方面，二手车价格继续下跌，对通胀有向下拖力。

核心通胀延续下行。9 月核心 CPI 同比回落至 4.1%，主要来自于核心商品通胀的缓解，反而核心服务通胀出现一定隐患。一方面，核心服务通胀环比连续 3 个月回升；另一方面，除住房外的服务通胀连续回升至 1 月高点。

总的来说，9 月整体通胀和核心通胀的表现都明显得益于二手车价格的持续回落。后续需要警惕汽车行业罢工对二手车价格的影响以及核心服务通胀走势。一旦核心通胀出现明显反复，会对后续美联储货币政策产生一定干扰。

此外，考虑到美国经济仍有韧性，核心通胀压力仍大，年底核心通胀大概率仍在 3.5%以上。这离美联储的目标尚远，美联储短期出现降息的概率不大。

因此，总体看 9 月通胀数据超预期，指向美国通胀问题复杂性仍在，高利率环境仍需维持较长时间，以等待需求侧进一步降温，带动通胀数据冷却。但考虑到近期美债利率大幅上行带来金融环境收紧，美联储鹰派态度也有所软化，短期内进一步加息必要性降低。

加息预期降温，降息预期也大幅下降，当前外围情绪仍处在波动之中，没有明显的指向性，跟随经济数据和情绪的变化而变化。

工业品难以出现趋势性行情

经济数据继续温和改善，但是并没有较大幅度的变化，整体看经济的扩张性仍需要加强。我们认为在没有强势财政政策刺激的情况下，宏观经济仍以温和的态势变化，不能支持工业品出现趋势性行情。

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	10 月 13 日	国内各地密集推进特殊再融资债券，拟发行总额已超五千亿	福建、宁夏、云南、甘肃、大连等 5 地披露了拟发行特殊再融资债券文件	地方化债加速
	10 月 13 日	李强：进一步打好宏观政策组合拳，加强政策预研储备	要更加注重有力有效实施宏观政策调控，进一步打好宏观政策组合拳，加强政策预研储备	稳增长进一步加码
数据	10 月 13 日	9 月出口数据明显改善	9 月出口同比-6.2%，较上月-8.8%继续回升	好于一致预期-7.4%
	10 月 9 日	美国 9 月新增非农就业人口 33.6 万，远超预期	失业率 3.8%持平 8 月，薪资增长意外放缓	劳动力市场强势，美国经济依然偏强
事件	10 月 14 日	达利欧：世界大战可能性升至 50%	摩根大通 CEO 戴蒙：世界正经历几十年来最危险的时期	达利欧敦促世界领导人保持克制，不要轻举妄动，避免冲突继续扩大

资料来源：中金财富期货研究所

2、经济缓慢改善，仍需财政发力

7 月主要经济指标回落后，宏观政策逆周期调节力度明显加码，“政策底”确认，8 月主要经济指标明显回暖。生产方面，采矿业和制造业增速反弹带动规上工业增速触底回升。需求方面，消费和出口增速改善，投资增速降幅趋缓。物价方面，CPI 同比转正，PPI 同比降幅收窄，经济通缩压力缓解。政策方面，货币政策持续发力，降息降准支持实体经济发展；由于地方债压力和卖地收入不理想，财政政策明显偏于保守，以保障民生支出为主。

高技术制造业、装备制造业增势良好，制造业投资增速有所加快。回顾前三季度，制造业投资增速温和回落，于 7 月筑底、8 月开始增速加快，在去年同期基数较高的情况下增速加快，表明工业生产在政策组合拳接续发力的背景下，呈现回暖态势。制造业利润总额累计同比降幅持续大幅收窄、1-8 月制造业累计同比增速自今年二季度以来首次回升、9 月制造业 PMI 重返扩张区间，制造业相关宏观指标均释放出积极信号，且拉动力均指向装备制造业和高技术制造业。

基建投资仍是稳增长重要抓手，专项债加速发行有望助力四季度基建提速，但是力度依然有限。2023 年 8 月 28 日，国务院在预算执行报告中提出，在 9 月结束前争取将新增专项债发行完毕，并在 10 月结束前争取将发行资金使用完毕。2023 年已下达专项债额度剩余 4000 亿暂未发行，加上中小银行专项债额度，四季度预计有 6200 亿新增专项债待发行，可用于基础设施建设的资金总体充足。秋季是工程建设的黄金时期，预计施工进度将稳步推进，大量实体有望落地。在可用资金充足、项目储备丰富的背景下，四季度基建投资增速有望重回上升轨道。

预计三季度 GDP 增速为 4.9%。三季度经济增速较二季度明显回落，但经济有一些积极信号，不应过分悲观。当前宏观经济存在供需偏弱、房地产对经济的拖累较大、货币政策空间逼仄等问题，应该加速政策落地、稳增长要先提振楼市成交量、财政政策应更加有作为。

3、央行将采取削峰填谷的方式维持资金面平稳运行

国庆长假后，人民银行一直采取净回笼的操作。

具体来看，10 月 7 日-10 月 13 日，人民银行分别开展了 2000 亿元、200 亿元、200 亿元、200 亿元、670 亿元、1020 亿元、1620 亿元、950 亿元 7 天期逆回购操作，同期合计有 24470 亿元逆回购到期。这也意味着，假期后的 7 个交易日，央行通过公开市场回笼流动性达 1.78 万亿元。

两大因素是流动性偏紧的主要原因，9 月末央行投放的逆回购资金大量到期，流动性净回笼是节后资金面表现不及预期的原因之一。再者，债券发行与信贷投放的扰动仍存，银行体系资金融出意愿整体降低。一方面，国债增发以及特殊再融资债的发行使得市场担心利率债供给增加，银行作为利率债重要的配置力量，债券投资将会占用较多的资金。

另一方面，票据利率近期达到下半年的高点，银行信贷投放开始发力，大行的资金融出意愿或有所降低。最后，美元指数和美债利率在国庆假期期间持续走强，人民币贬值压力上升，市场也担忧货币政策可能受汇率问题掣肘。

10 月资金面很难重回之前宽松的态势，虽然面临内外均衡的约束，但从助力信贷投放、维护金融系统稳定的角度出发，资金面总体不至于进一步趋紧，上限较为明确。预计节后 R001 可能在 OM07 天附近波动，DR007 可能在 1.8%-2.2%区间内波动。

4 宏观策略

经济数据继续温和改善，但是并没有较大幅度的变化，整体看经济的扩张性仍需要加强。我们认为在没有强势财政政策刺激的情况下，宏观经济仍以温和的态势变化，不能支持工业品出现趋势性行情。

5 股指期货市场分析

指数震荡下行

节后首周，指数震荡偏弱，其中沪深 300 指数-0.71%；上证 50 指数-0.72%，中证 500 指数-1.01%，中证 1000 指数+0.05%。

经济数据持续改善。制造业 PMI 连续 4 月回升，9 月制造业 PMI 为 50.2%，已重回荣枯线上方；当前产成品库存水平已接近历史底部，去库存步入尾声，数据显示 PPI 已经出现拐点，后续库存同比拐点也有望在四季度或明年一季度出现。8 月规模以上工业企业利润同比增速为 17.2%，自去年下半年以来工业企业当月利润首次实现正增长，释放积极信号。

三季报业绩预告持续发布。当前全 A 共有 247 家披露中报业绩预告，占比 4.7%。此外全 A 预喜率 76.11%。创业板预喜率高于其余板块，业绩预喜企业主要集中在医药生物、机械设备、电子、汽车、电力设备、公用事业及计算机等行业。

中央汇金增持四大行，有利于提振市场信心，带动更多增量资金入场，医疗生物、电力设备、建筑材料、建筑装饰、家用电器等估值处于历史底部的行业或有望迎来估值修复。结合政策受

益情况、估值水平、三季度业绩预告以及行业组推荐情况，我们认为医药生物、电子、汽车有望迎来投资机会，建议关注人福医药、卓胜微、芯瑞达、保隆科技及伯特利等标的。

继续关注指数调整之后买入机会

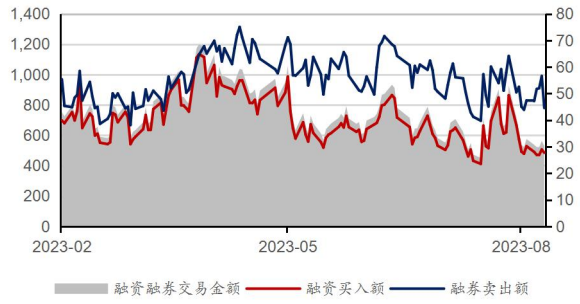
政策上，利好继续。提升融券保证金比例，取消上市公司高管、核心员工融券出借。发挥制度的逆周期调节作用

事实上近期政策一直传递积极信号，或带动增量资金持续流入。10 月 11 日，四大行分别发布公告称，汇金公司当日通过上海证券交易所交易系统增持四大行 A 股股份，汇金公司还表示拟在未来 6 个月内，以自身名义继续在二级市场增持四大行股份。从历史来看，汇金公司在二级市场增持之后，A 股市场通常企稳回升。从主要指数的市场表现来看，汇金公司增持或宣告增持后 60 个交易日里，上证 50 指数和上证指数上涨概率较大；分行业来看，汇金公司增持或宣告增持后 60 个交易日里，环保、银行等行业上涨概率较大。

短期关注资金的拐点，中期关注经济数据好转的持续性。整体来看，当前 A 股市场估值处于相对低位，市场下行压力主要来自于资金层面，随着汇金在二级市场增持四大行股份，市场信心有望逐步增强，或将推动增量资金持续流入 A 股市场，随着增量资金的涌入，A 股市场有望迎来反弹。短期关注资金的拐点。

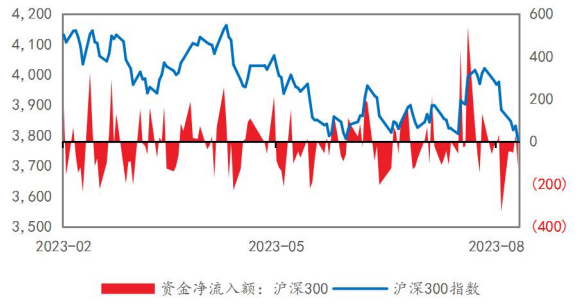
对于当前指数，无论从短期还是中期看，向下的风险显著小于向上的风险，因此调整之后仍将是较好的买入机会。

图表 9：融资融券数据图



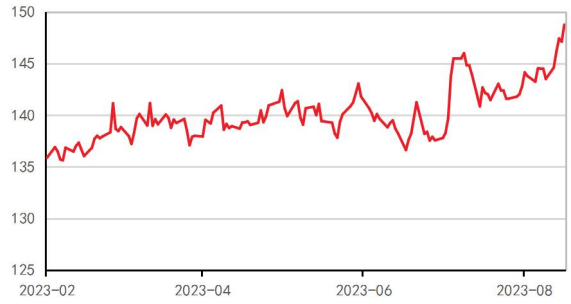
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 10：合约持仓和市场表现



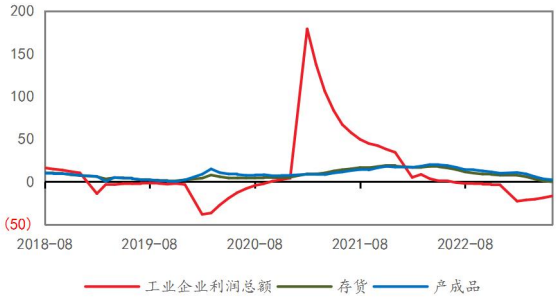
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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

根据上市公司的半年报，今年上半年样本矿企铜精矿产量同比增加 8 万吨，供应宽松符合预期。其中，上半年铜精矿减产主要是由于品位下滑（智利铜业）、突发事件影响（智利铜业、自由港、第一量子等），但目前来看突发扰动均已告一段落，新扩产项目产量持续释放，铜矿供应增量将有所持续。近年来全球矿业的收购增长，也令处于收购过程中的矿业资产面临不确定性，但收购完成之后有望带来产量的增长，包括赞比亚 Mopani 铜矿、博茨瓦纳 Khocmacao 铜矿。整体上，铜矿供应呈现增长及宽松态势。SMM 本周度进口铜精矿铜精矿加工费为 93 美元，CSPT 敲定 Q3 加工费指导价为 95 美元，安托法加斯塔与中国冶炼厂将 2024 年长单加工费敲定为 88 美元，也能佐证铜精矿供应维持充裕。

国内电解铜供应逐步释放

国内进口铜精矿加工费三季度持续在 90 元/吨以上的历史高水平运行，可以给予冶炼厂高额利润。1-8 月累计产量为 747.41 万吃，网比增加 77.18 万吨，增幅为 11.52%。进入 9 月，据 SMM 统计有 5 家冶炼厂有检修计划，但是华东新冶炼厂投产，预计检修整体对 9 月的产量影响较小。四季度冶炼检修逐渐减少，预计后续产量仍将继续爬披，可能突破百万吨/月。进口方面，8 月中国铜精矿进口量大幅增加，海关总署统计 2023 年 8 月中国铜矿砂及精矿进口量为 269.7 万吨，同比增加 18.81%，环比增加 36.56%。2023 年 1-8 月中国铜精矿累计进口量为 1811.31 万吨，累计同比增加 8.7%。8 月中国铜精矿进口量创中国铜精矿单月进口量记录。

需求复苏担忧上升

据中汽协会数据，汽车产销分别完成 257.5 万辆和 258.2 万辆，同比分别增长 7.5%和 8.4%。1-8 月汽车产销分别完成 1822.5 万辆和 1821 万辆，同比分别增长 7.4%和 8%。1-8 月新能源汽车产销分别完成 543.4 万辆和 537.4 万辆，同比分别增长 36.9%和 39.2%，市场占有率达到 29.5%。

房地产方面，1-8 月累计投资-8.8%，降幅较上月扩大 0.3%，销售面积-7.1%，降幅较上月扩大 0.6 个百分点，新开工面积-24.4%，降幅较上月收窄 0.1 个百分点，受保交房政策推动，竣工面积增长 19.2%。整体看 8 月投资和融资需求继续疲弱，特别是房地产的投资和销售继续下滑，不过工业生产和居民消费边际改善明显。

9 月初随着刺激政策兑现推动价格上涨，但终端订单不见改善，下游采购节奏继续受到价格影响，高价订单疲弱，按需补货。具体来看，分行业看新能源车环比增加，光伏保持强劲，电网需求有所提速，但房地产需求仍未见好转，基建方面仍受困于资金紧张，空调经历了一个异常

旺盛的淡季，未来增长点还需关增房地产是否有明显改善，出口订单有所回升，但幅度不大。

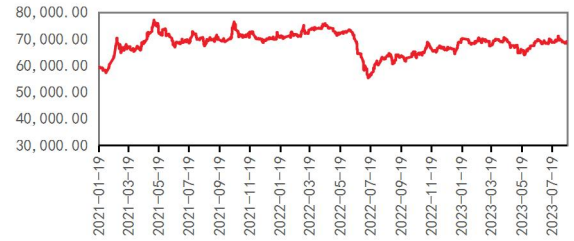
目前国内线缆企业生产仍在回升进程当中，虽然 9 月铜价回调对线缆企业原料备货有一定刺激作用，10 月线缆企业有望产销回升。10 月后线缆用铜将随季节因素逐渐减弱。电缆行业需求缺乏亮点，2023 年国网的计划投资额为 5200 亿元，较 22 年实际投资额增加 188 亿元。国内稳长的政策正在强力落地，金九银十传统消费旺季到来，铜的需求将有改善，但总体幅度不如需求。

2 结论

受到宏观经济疲软以及金属需求前景担忧的压力，铜价承压下行。10 月国内电解铜供应端或出现增长，一方面部分新增产能投放以及部分炼厂检修后复产，另一方面进口预计也将保持在高位。海外铜市现货过剩局面不改，叠加国内四季度冶炼厂产能释放产量继续增加，国内铜市供应压力也在增大。需求端，旺季不旺，国庆期间部分铜加工厂放假时间要长于去年水平，下游对订单保持谨慎态度。LME 的铜库存达到了近两年来的最高水平，在经历了多年的供应紧张之后，铜库存继续反弹，压制价格走势。整体弹性有限，宏观面叠加产业都对价格施压。

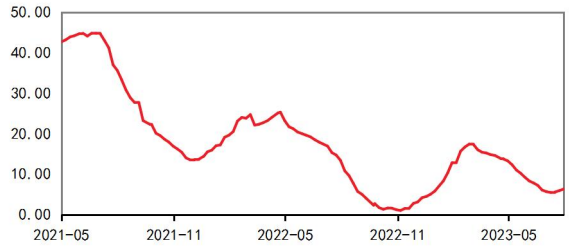
3 铜期货现货数据

图表 13：长江有色铜价



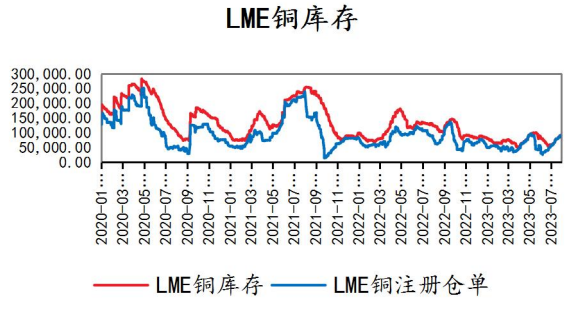
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 14：上海保税区铜库存



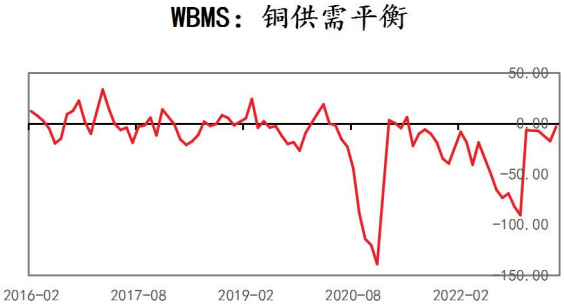
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 15：LME 铜库存



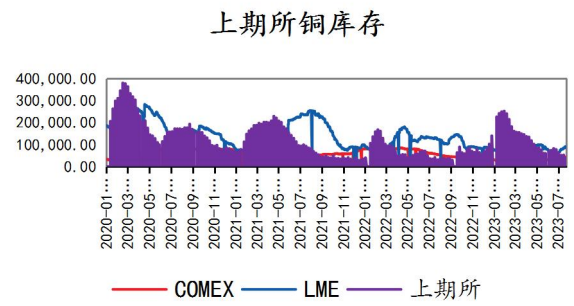
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 16：WBMS 供需平衡



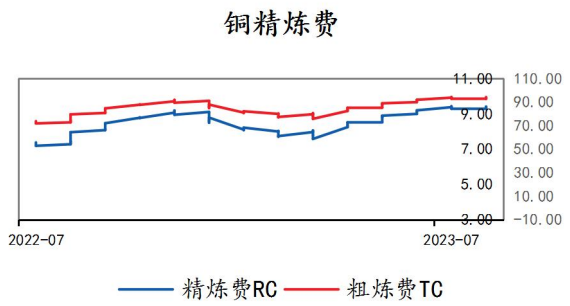
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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

ILZSG 数据显示，2023 年 7 月全球锌精矿产量 102.45 万吨，环比减少 4.72%（-5.08 万吨），同比增加 0.06%（+0.06 万吨）；2023 年 1-7 月全球锌精矿累计产量 709.94 万吨，累计同比减少 0.32%（-2.28 万吨），整体与去年相当。全球锌矿产量环比增加，而欧洲能源价格回落使欧洲冶炼厂利润修复，部分炼厂已有利润，部分产能宣布复产，海外锌精矿供应由偏紧转为宽松格局。国内矿山利润压缩后部分矿山调整选矿布局、技改，但此前部分未达产矿山提产，令锌矿月度产量维持环比微增。7 月矿山多维持正常生产，高温及部分地区限电影响或有限。

海关数据显示：6 月锌矿进口 39.06 万吨，环比增 13.5%，同比增 33.2%，进口量超预期，进口量前三国家为澳大利亚、秘鲁和南非。1-6 月累计进口量 227.82 万吨，累计进口同比增 25.4%。锌矿进口窗口开启周期较长，且进口矿利润高于国产矿，炼厂倾向于使用进口矿，进口矿将延续流入状态。

冶炼端供应趋于宽松

根据国家统计局数据，8 月国内精炼锌产出为 52.65 万吨，受预期外检修影响，产量不及预期。冶炼厂利润持续高位，生产积极性较高，除部分常规检修，其余企业维持满负荷生产，预计 9 月份产量能够重回 55 万吨以上高位。

进口方面，随着国内外消费分化，锌市呈现内强外弱格局，精炼锌进口窗口打开，此外 LME 库存持续去库，且多为东南亚仓库，后续货源或将流入国内，国内锌锭供给压力较强。

整体来看，国内冶炼厂原料充足，利润处于相对高位，企业生产积极性较高，除常规检修外，冶炼厂基本维持高开工，此外，内强外弱格局下，进口货源持续流入国内，预计四季度将维持供给宽松格局。

政策暖风频吹，静待旺季兑现

就锌主要下游而言，汽车、家电均保持一定增速，地产拖累较多。终端订单下滑，镀锌和压铸锌合金企业开工下滑，而氧化锌企业受益于轮胎行业较为稳健，开工有所回升；随着国庆节节前备库期来临，需求将有所回升。

乘联会预计，8 月狭义乘用车零售销量为 185 万辆，环比增长 4.7%，同比下降 1.3%。其中，新能源车零售为 70 万辆左右，环比增长 9.2%，同比增长 31.5%，渗透率约 37.8%。主因去年受疫情封城影响基数较低，叠加汽车市场普遍大降价以换取成交量，行业库存仍旧偏高，行业仍以弱复苏为主，预计下半年量边际增量或有限。

2 总结

美国 CPI 略高于市场预期，美元指数反弹，锌价承压。加工费呈弱化走势，但锌价持续走高提振冶炼厂利润，当前利润水平处于高位，冶炼厂生产积极性较大，在原料宽松与高利润刺激下，国内冶炼厂除个别企业处于检 修状态，其他冶炼厂维持正常开工，预计四季度将冶炼厂持续放量，叠加进口货源冲击，锌锭将维持宽供给格局。国内重磅刺激政策不断，地产板块有望修复。镀锌因保交楼和大基建获支撑，压铸锌合金内需和外需均不足，需求低于预期。但需关注宏观面对风险偏好情绪或构成压制，短期锌价偏强震荡运行。

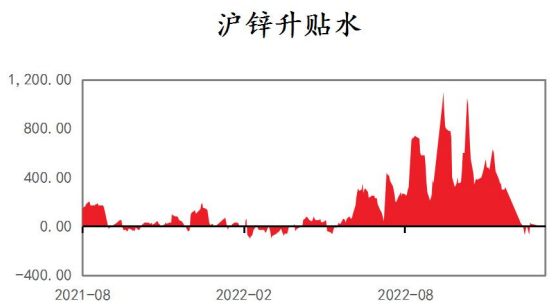
3 锌期货现货数据

图表 19：锌产量



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 20：锌升贴水



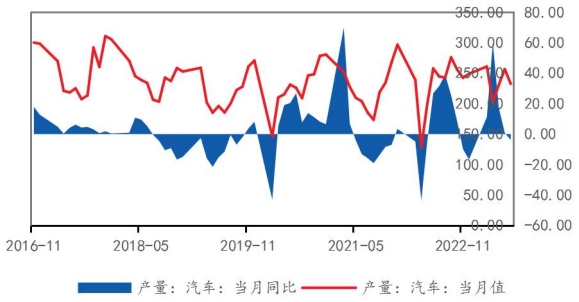
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 21：锌产销变化



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 22：终端汽车产量



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

钢材

1 地产依旧任重道远

从融资来看，地产融资环境还在恶化当中，9 月融资规模同比仍大幅下降，1-9 月融资总额同比降幅扩大。根据中指研究院统计，2023 年 9 月房地产企业非银融资总额为 349.3 亿元，同比大幅下降 51.1%，环比下降 49.9%。行业非银融资平均利率为 3.77%，同比上升 0.25 个百分点，环比上升 0.42 个百分点。2023 年 1-9 月房地产企业非银融资总额为 5859.3 亿元，同比下降 13.0%，降幅较上个月扩大 4.5 个百分点。

从房企销售来看，高低能级城市分化加剧，但同比仍大幅下行。一线城市单月销售面积和销售额环比上升 27%和 26%，同比分别下降 25%和 13%。其中环比提升与 8 月底认房不认贷政策出台后一线城市陆续跟进措施有关。二线城市单月销售面积和销售额环比上升 9%和 8%，同比下降 14%和 15%，1-9 月累计同比下降 3%和增长 1%。单月环比增速较 8 月略有上升，我们认为是政策陆续推进的效果在逐步得到兑现。三四线城市单月销售面积和销售额环比分别下降 6%和 1%，同比分别下降 45%和 44%，1-9 月累计同比分别下降 9%和 7%，销售在 8 月短暂环比回升后回落，且同比降幅扩大到今年以来较高的 40%以上的水平，累计降幅也在扩大。

从拿地数据来看，9 月各城市土地成交进一步下降，累计土地成交额降幅达三成。9 月 300 城推地建筑面积 4385 万平米，环比上升 32%、同比下降 42%（8 月-17%），成交建筑面积 2631.7 万平米，环比下降 16%、同比下降 51%（8 月-16%），土地流拍率上升到 22%（8 月 15%）、成交溢价率维持 4%，土地成交额 2050.9 亿元，环比下降 13%、同比下降 51%（8 月+30%）

2 地产政策持续发力

8 月 25 日，住房城乡建设部、中国人民银行、金融监管总局联合印发了《关于优化个人住房贷款中住房套数认定标准的通知》，推动落实购买首套房贷款“认房不用认贷”政策措施。

8 月 28 日，证监会宣布：房地产上市公司再融资不受破发、破净和亏损限制。

8 月 30 日，广州和深圳宣布执行“认房不认贷”政策。

8 月 31 日，中国人民银行、国家金融监督管理总局发布《关于调整优化差别化住房信贷政策的通知》

8 月 31 日，中国人民银行、国家金融监督管理总局发布《关于降低存量首套住房贷款利率有关事项的通知》

9 月 12 日，北京取消二手房限价

9 月 14 日，央行宣布于 2023 年 9 月 15 日下调金融机构存款准备金率 0.25 个百分点。

9 月 20 日，广州市除越秀，天河，海珠，白云（除边境 4 镇区），荔湾、南沙以外的，解除限购。对于限购区域，外地人社保五年改两年，限购一套，非限购区域本地和外地人不限购套数。

近期地产政策密集出台，在逐步放开地产行业的限制，从减税、降息、放宽购房限制、调低存

量房贷利率等多角度，多层次对地产行业进行刺激。我们认为，政策出台到落地到基本面体现还需要时间传导，在地产大幅下行及海外主要经济体处于加息周期的背景下，难以立即扭转下行趋势。

4 金九银十需求有待验证

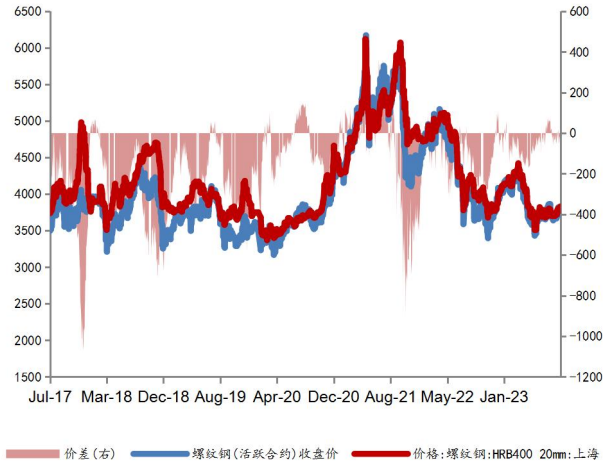
上周，五大品种周度产量 918.21 万吨，较上周下降了 5.2 万吨；五大品种钢厂库库存 488.52 万吨，较上周上升了 4.3 万吨；五大品种社会库存 1114.95 万吨，较上周减少 13.43 万吨%；五大品种表需 927.34 万吨，较上周增加 105.65 万吨。随着利润的恶化，钢厂主动减产检修增加以自救，铁水及钢材产量有望开启下行区间，但由于目前钢材产量总体较高，任需继续观察产量收缩力度。

5 小结

近期钢市处于供需双弱的局面，不但受基本面影响，情绪也受宏观环境影响。一方面，巴以冲突给世界带来巨大的不确定性，短期带动以原油、铁矿为首的国际定价商品炒作情绪升温，长期或进一步抑制下游需求；另一方面国内利好政策接连发布。我们认为目前下游需求仍较弱，但在情绪、政策、成本的影响下，钢价维持宽幅震荡的概率大。

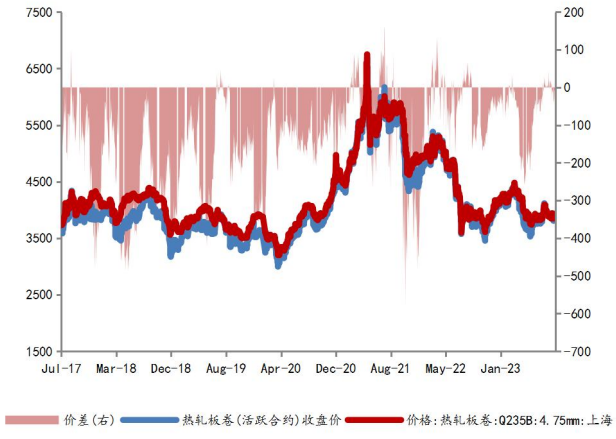
5 钢材期货现货数据

图表 1：螺纹期现价差



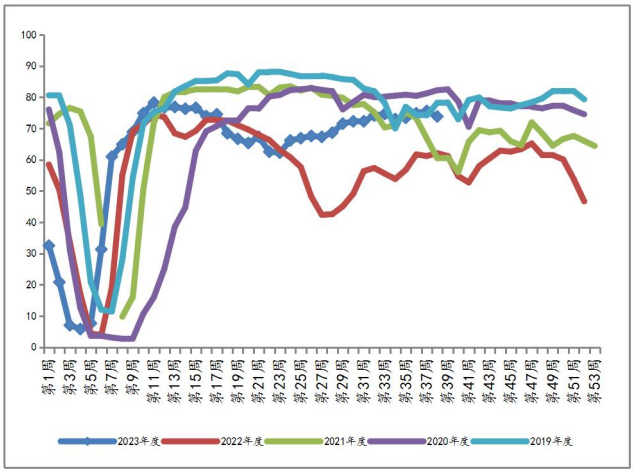
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 2：热卷期现价差



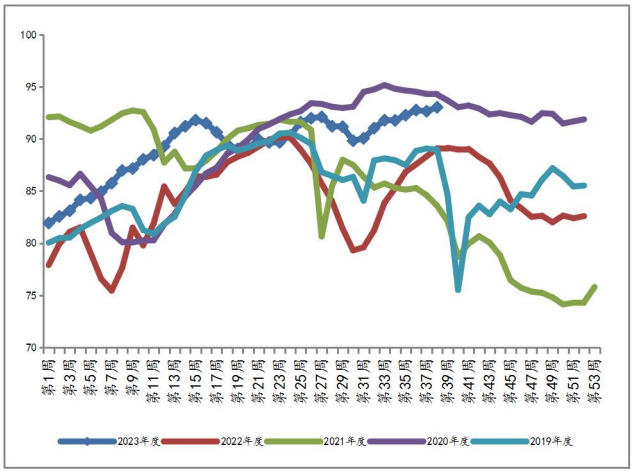
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 3：85 家独立电弧炉钢厂：开工率：中国（周）



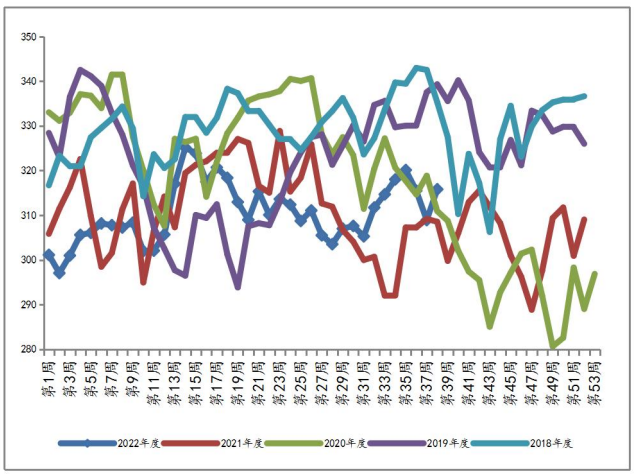
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 4：247 家钢铁企业：高炉产能利用率：中国（周）



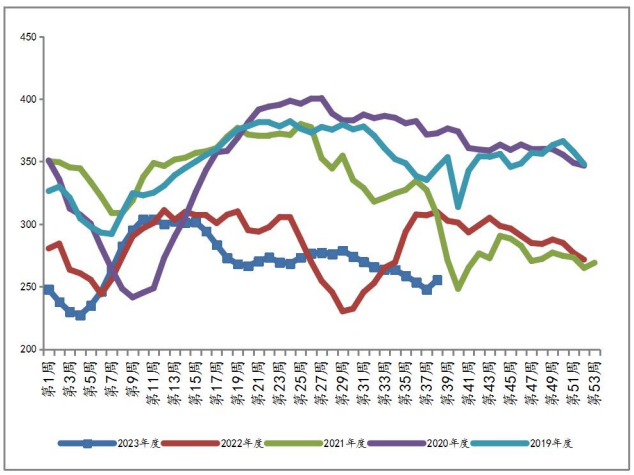
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 5：螺纹钢：建筑钢材钢铁企业：实际产量（周）



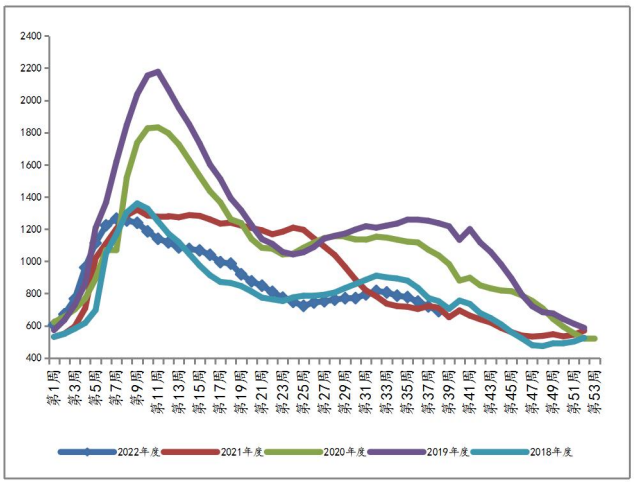
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 6：热轧板卷：钢铁企业：实际产量：（周）



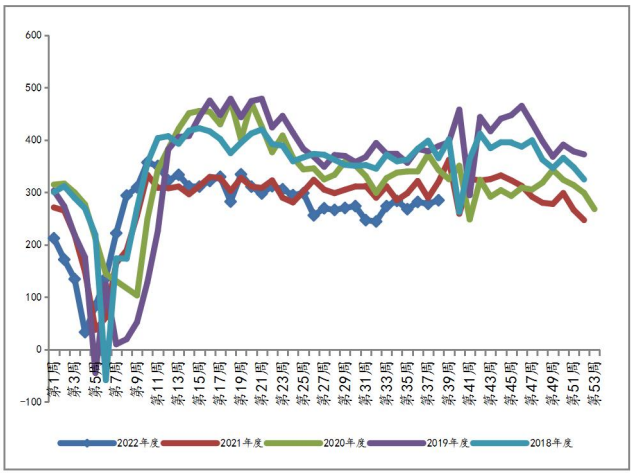
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 7：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 8：螺纹钢：消费量（周）



资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

原油

1 市场戏剧冲突纷飞

近期国际原油市场的戏剧性表现，主要来自宏观层面和地缘政治带来的扰动，和原油自身基本面供需变化关系不大。

自美联储再放鹰派言论后，市场对 11 月加息预期卷土重来，美元指数持续高位运行，以美元计价的国际原油期货估值承压，大宗商品整体风险偏好回落。紧接着，巴以爆发近二十年来最大规模的冲突事件，令中东的紧张局势再次加剧，引发对原油供应体系脆弱性的担忧情绪。

就目前而言，沙特等主要产油国原油产量没有受到该事件影响，短期的供需平衡和库存趋势也不太可能会立刻发生改变，这往往是决定油价重心的主要因素。然而，在突发事件的早期阶段信息尚不完整，随着时间推移不确定性仍有可能增加。后市大概率来看，原油市场将延续多空风险情绪的博弈，但油价高位上多头获利了结会带来一定回调预期。

2 巴以暂无直接影响

巴以冲突持续升级，事态扩大化的可能性牵动原油市场的神经。

目前，以色列安全内阁批准了对加沙地带进行可能导致战争的军事行为，这相当于对哈马斯正式宣战。国际社会呼吁双方停火并重启谈判，但以色列大概率将对加沙地带进行报复性打击和长期全面封锁。从周边地缘来看，巴以冲突可能直接波及到巴勒斯坦、叙利亚、黎巴嫩、约旦甚至埃及，以上均不是主要原油产区，暂时不会直接威胁到全球原油供应体系的稳定性。

然而，巴以冲突对原油市场平衡真正的影响在于，事态进展关系到沙特和伊朗在内的产油大国进一步决策。此前，沙特在美国的撮合下有意与以色列恢复正常外交，并有意释放原油产量来给市场降温。本次哈马斯的袭击无疑推迟了沙以关系的和解。另一方面，主流舆论认为哈马斯背后离不开伊朗的支持，如果伊朗参与冲突得到确认，将意味着该国原油出口可能再次受到严厉制裁。

经过俄乌战争后，国际原油市场在赋予地缘政治溢价上变得更为谨慎，因此原油定价逻辑是否改变，将取决于对供应量造成的实质性影响。

3 关注伊朗是否介入

目前，中东局势的焦点是巴以双方，但对原油市场的实际影响却集中在伊朗方面。

伊朗是哈马斯组织的主要支持者，但该国未承认与此次冲突有直接关系。自 2018 年特朗普政府单方面撕毁伊朗核协议以后，随着美国对伊朗制裁重启，到 2020 年伊朗原油销量一度降至 40 万桶/日左右。2022 年俄乌战争爆发，全球原油产能不足和供应紧张问题加剧，为缓解油价上涨造成的通胀，拜登政府在一定程度上默许了伊朗通过灰色渠道出口原油。第三方机构统计数据显示，8 月伊朗原油产量估计为 310 万桶/日，出口量回升至 200 万桶/日以上，达到制裁生效以来的最高水平。显然，美国并非不能阻断伊朗原油出口，而是采取了放任的执行方式，

以期伊朗出口增加部分抵消沙特减产，从而缓解现货紧张和抑制油价上涨。

巴以冲突升级后，鉴于伊朗与哈马斯的关系，美国可能会重新评估这一政策，不排除对伊朗制裁收紧的可能。

4 OPEC+表态稳供应

投资者关注巴以冲突进一步升级对原油供应的潜在影响，但从沙特和俄罗斯的表态来看，OPEC+将通力协作以缓冲原油市场的动荡。

俄罗斯副总理亚历山大·诺瓦克会见沙特能源部长阿卜杜勒-阿齐兹，两国将就油价走势和市场形势进行讨论。鉴于加沙地区事态存在激化预期，可能会加剧原油供应链中断的风险，沙特表示正在与区域和国际伙伴合作，以防止局势升级，并重申其稳定石油市场的努力。为缓解国际油品市场紧张，俄罗斯政府已放宽之前的成品油出口禁令，允许通过管道到达港口的柴油出口，前提是制造商至少将其 50%的柴油产量供给俄罗斯国内市场，对汽油出口的禁令仍然奏效。

近年来 OPEC+采取提前预判、主动干预的策略，其目的一是避免出现过剩导致油价下跌，二是抑制恐慌情绪造成剧烈波动，最终倾向于维持原油市场偏紧平衡状态的持续性。OPEC+减产累积了大量闲置产能，在伊朗无意介入冲突的情况下，暂时对油价的影响将是有限的。

5 替代货源仍难寻求

由于沙特和俄罗斯对原油供给持续管控，令全球原油现货流通市场极大收紧，海外原油买家正努力寻找 OPEC+货源的替代品。自页岩油革命以来，美国原油产量高速增长，近期 EIA 高频数据显示已经回升至 1290 万桶/日，接近 1300 万桶/日的历史峰值水平。然而页岩油井衰减速度较快，在缺乏长期资本开支的情况下，即使是维持这样的产能基数也很困难，未来美国原油产量增速十分有限。另一方面，据业内人士透露，加拿大从美湾终端出口的原油数量将大幅飙升，10 月的出货量预计将达到 1100 万桶，几乎是 9 月出口量的 6 倍。由于加拿大重质原油的最大买家—美国炼厂正在进行维护，因而有更多的原油被释放出来，流向亚洲和欧洲市场。虽然美国等非 OPEC+产油国贡献了原油供应的主要增量，但如果沙特明年继续执行预期管理政策，全球原油市场大幅去库的预期仍极易被进一步加强。

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。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。

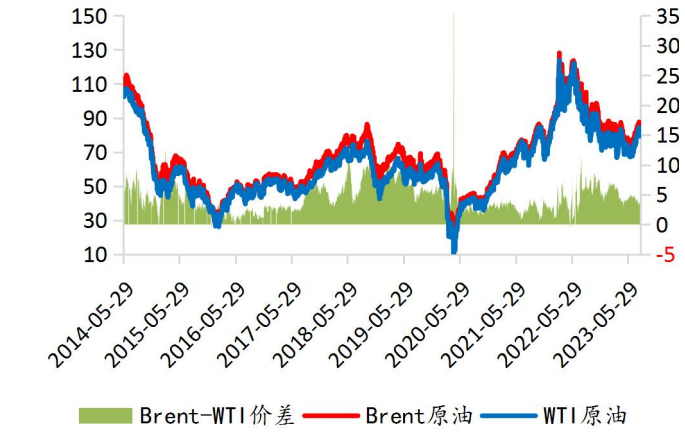
在一定的区间内，油价短期波动则带有很强的随机性，但情绪市造成的冲击和混乱往往是暂时的，油价重心主要是基本面及预期，乃至更广泛的金融属性和资金面综合博弈的均衡结果。长期来看，宏观经济对原油的驱动仍然向下，而供应收紧与需求改善形成托底支撑，原油走势仍维持区间震荡观点，但中枢或将略向下调整。

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。

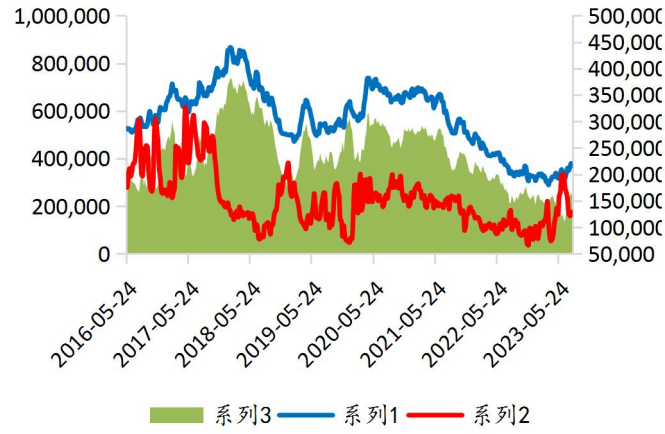
7 原油期现数据

图表 33：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 34：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 35：美国原油产量



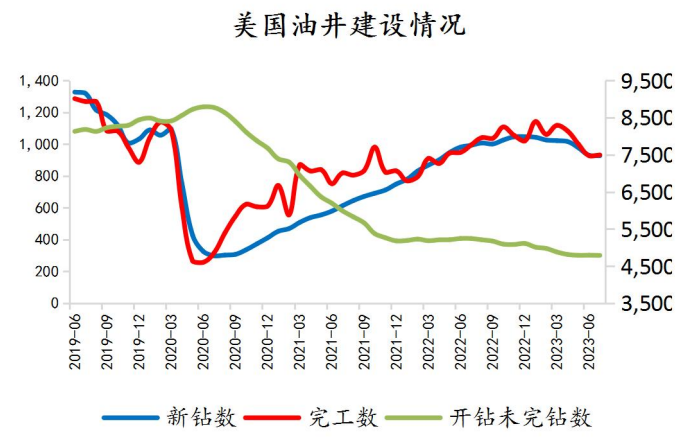
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 36：沙特原油产量



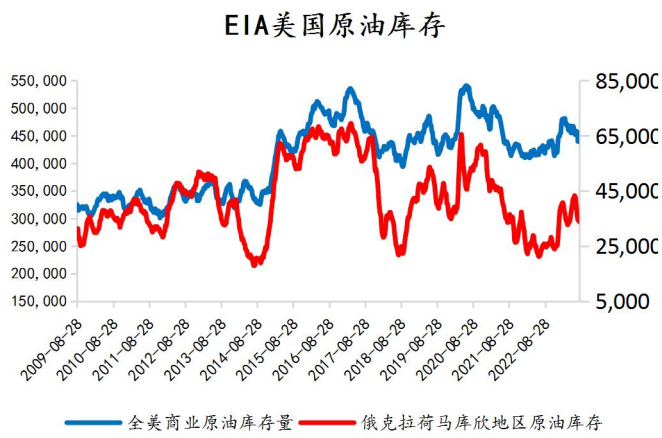
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 37：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 38：EIA 原油库存



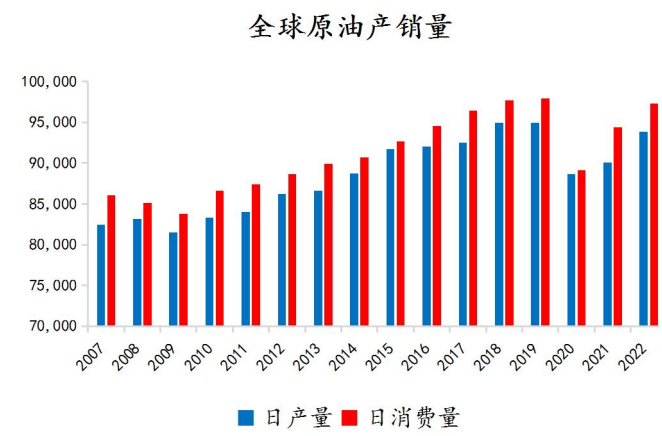
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 39：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 40：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 理性看待上涨节奏

基于对天然橡胶基本面变化及行业季节性规律的判断，我们维持中期橡胶整体走强的观点，价格上行的概率和空间料应大于下行，但 RU2401 合约仍存在较多不确定性因素。

按照沪胶往年通常的节奏，在 RU09 合约交割之前，沪胶-混合胶的非标期现价差将充分回归，套利盘资金离场。然后在 8-9 月筑底反弹的阶段，橡胶产业资金往往会进行反套操作，三季度后期到四季度前期，橡胶的趋势性上涨容易成为市场共识。

由于此前经历天气及轮储题材炒作，今年沪胶 RU2309-混合胶价差并没有充分回归，而在近期盘面急速拉涨后，沪胶 RU2401-混合胶价差已达 2650 元/吨以上，处于历史同期高位水平。如果非标期现价差进一步扩大，或将为后期行情剧烈波动埋下不稳定诱因。

需要明确的是，本轮胶价上涨的基本面基础并不牢固，当前的强势表现更多来自资金驱动。此前较低的套利盘仓位天然地有利于沪胶上涨，但这也意味着在盘面大幅拉升后，期现价差扩大给套利盘重新入场创造了条件，需深刻理解多空形势的转化。

接下来数周橡胶或延续偏多表现，对于投机交易者而言，可逢回调逐步介入多单，或布局沪胶 1-5 正套；产业资金可待沪胶超涨价差拉大，再入场进行非标期现套利，但需注意 RU2401-RU2405 价差走阔带来的浮亏压力和移仓成本。

2 供需平衡略显宽松

天然橡胶生产国协会 ANRPC 最新发布月度报告，指出天然橡胶市场开始面临供需过剩矛盾的加剧。

ANRPC 月报预测，2023 年 8 月全球天然橡胶产量估计为 137.7 万吨，同比增加 4.1%，环比增加 6.1%；全球天然橡胶消费量估计为 129.7 万吨，同比增加 0.9%，环比增加 10%。2023 年全球天然橡胶产量预计将增加 2%至 1488 万吨，其中泰国+2.5%、印尼+1.8%、马来西亚-2.9%、越南增 0.2%。2023 年全球天然橡胶消费量预计将增加 0.2%至 1556.7 万吨，其中中国+3.3%、印度+5.7%、泰国-26%、马来西亚+5.8%。

综合该报告的初步结论是，今年东南亚主产区物候条件对上游原料生产的影响暂属正常，而主要消费国的经济复苏和消费增长仍遭遇不利的外部因素，天然橡胶供应和需求在体量和增速上均出现不平衡，给期货和现货市场造成一定压力。即便如此，时值沪胶季节性偏强的窗口期，1 月合约具有天然的多头属性，橡胶表现在工业品板块中尚属坚挺。

3 四季度季节性偏强

展望四季度天然橡胶市场行情：供应端来看，未来若无异常天气情况，国内外产区将陆续进入旺产季。随着近期胶价重心抬升，令加工厂生产利润改善，新胶供应释放增量预期较强。需求端来看，轮胎企业开工高位持稳运行，多数厂家产销相对均衡，前期成品高库存压力已得到缓

解，短期排产暂无更多调整计划。产业链终端来看，国内市场处于金九银十消费旺季，预计汽车产销量将录得同环比明显回升，对天然橡胶刚需支撑较为平稳。短期橡胶盘面上涨，季节性利好已得到消化，基本面驱动因素不强。中期橡胶行业趋势来看，供应增量或大于需求增量，但今年过剩的供需矛盾并不突出。宏观氛围及商品联动来看，外围衰退预期整体缓和，国际原油价格屡创新高，大宗商品市场整体偏强运行，对天然橡胶具有一定提振效应。

4 产业上游压力有限

橡胶产业链上中游来看，目前压力仍然不算很大，基本面矛盾并不突出。10 月上旬国内产区原料收购价格维持高位，泰国原料收购价格亦有上涨，成本端对内外盘胶价仍具有一定支撑。青岛主港虽陆续有进口货源，但到港交货居多，现货端供应压力暂时不大。下游工厂受生产利润支撑仍保持较高开工，对原材料补库积极性较前期有所提高，天然橡胶社会库存呈高位窄幅去化的状态。今年由于各产区降水普遍偏多，导致割胶作业断断续续无法顺利开展，但随着东南亚降雨强度逐渐减弱，大趋势上全球橡胶原料产出开始放量。供给侧压力将使得供需矛盾凸显，但四季度橡胶仍具有一定的上涨概率，未来一是看需求回升是否匹配，二是关注产区天气受厄尔尼诺现象的影响。

5 合成橡胶明显走弱

近月以来，合成橡胶期货价格重心下移，市场表现整体由强转弱。在天然橡胶季节性走强阶段，合成橡胶走弱的主要原因是其自身供应过剩矛盾突出。

自今年春节后以来，国内顺丁橡胶月度产量以递增趋势为主，9 月顺丁橡胶产量为 10.3 万吨，比去年同期增长 17%，8-9 月连续维持在 10 万吨左右的历史同期高位，合成胶供应端较为宽松。检修计划方面，前期停车检修的锦州石化 9 万吨装置目前已正常运行，扬子石化 10 万吨装置月内将重启，对应的产能利用率将继续提升。下游方面，9 月国内顺丁橡胶实际消费量为 11.4 万吨，同比大幅增长 17.5%，年中以后月度消费量维持在 10 万吨以上，累计好于去年同期。虽然需求端差强人意，但未来大概率呈稳健的自然增长，难有超预期表现。

丁二烯橡胶现货延续弱势整理，交投氛围仍偏冷清，一方面是因为前期报价涨幅较大，另一方面是对供需预期转弱的反映。

6 超跌修复逢高空配

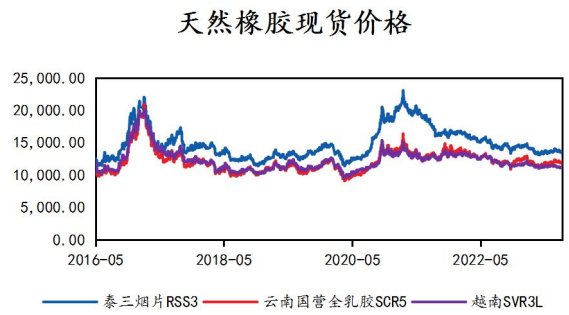
站在当前沪胶估值处于历史性底部的位置上，预计多头机会更多来自超跌后的绝对估值修复，例如市场交易中国重新开放后的经济复苏逻辑。随着外围系统性风险有所释放，低位上亦跌无可跌有企稳迹象，但行情上涨缺乏实质性支撑，预期沪胶盘面在超跌修复后将迎来长期磨底阶段，或将延续金融属性主导的局面，继续以低位区间震荡思路为主。

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：天然橡胶现货价格



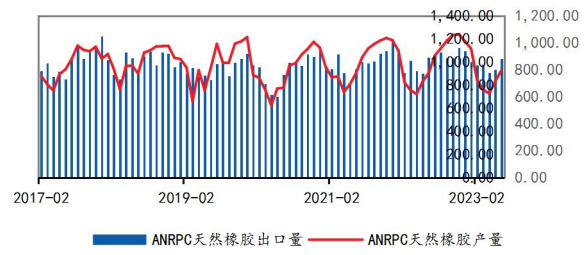
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 41：合成橡胶价格



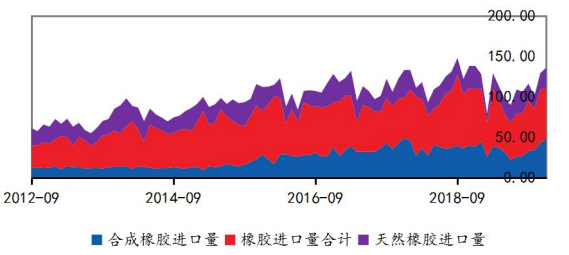
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 42：ANRPC 产量出口



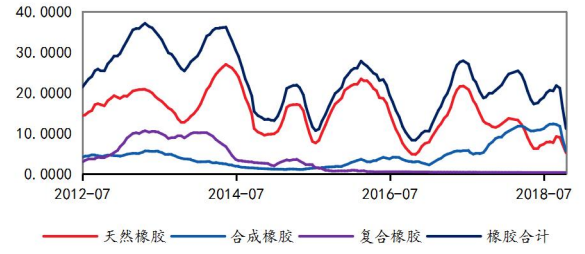
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 43：橡胶进口量



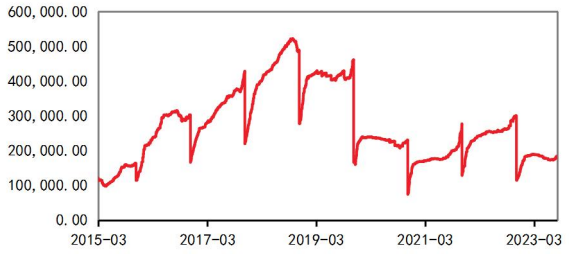
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 44：青岛保税区库存



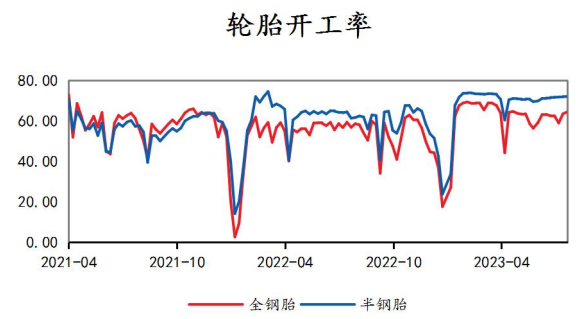
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 45：上期所注册仓单



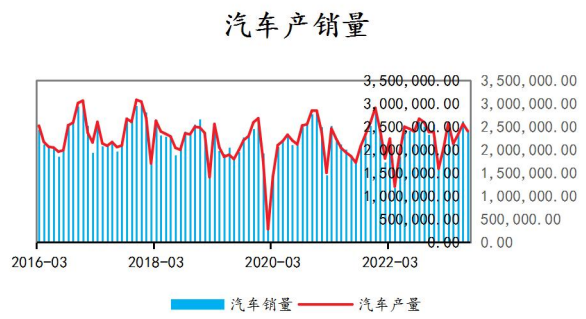
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 46：轮胎开工率



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 47：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：美豆产量下调，国内豆类市场止跌回升

1 外部豆类市场分析

美豆产量降幅超预期，美豆库存压力减弱

美国农业部在 10 月供需报告中预计 2023 年美豆播种面积为 8360 万英亩，收割面积为 8280 万英亩，两者与去月预测值持平；美豆单产从上月的 50.1 蒲式耳/英亩调低到 49.6 蒲式耳/英亩，低于报告前市场预期；美豆产量则由上月预计的 1.1284 亿吨下调到 1.17 亿吨，比上年减少 452 万吨。美豆内需为 6608 万吨，出口为 4776 万吨，美豆期末库存 598 万吨，延续下调态势。美国农业部预计 2023 年美豆将减产，与 7、8 月美国中西部作物带持续干旱有直接关系。

巴西大豆开局良好，南美大豆产量前景保持乐观

对于 2023/2024 年度南美大豆供需数据，美国农业部预计新年度（2023/2024 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。当前巴西大豆播种率已过一成，开局状态良好有助于强化丰产前景。阿根廷大豆尚未开始播种。如果巴西和阿根廷能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 3315 万吨，为远期全球大豆供应提供重要保障。

全球大豆供给宽松，产量同比增长近 3000 万吨

受美国大豆减产影响，2023/2024 年度全球大豆供需平衡表中多项数据出现变动，其中全球产量预计达到 3.995 亿吨，低于上月预估的 4.0133 亿吨，上年度为 3.7024 亿吨，同比增加 2926 万吨；全球大豆出口量为 1.6824 亿吨，较上年度下降 262 万吨；期末库存则由上年度的 1.0189 亿吨增加到 1.1562 亿吨。全球新增产量较大，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周期。

马来西亚 9 月棕榈油库存压力继续攀升，10 月上旬出口大幅增长

马来西亚棕榈油局（MPOB）10 月 10 日公布月度供需报告，报告显示，马来西亚棕榈 9 月份棕榈油产量环比增加 4.33%至 183 万吨，出口环比下降 2.11%至 120 万吨，9 月底库存环比增加 9.60%至 231 万吨，升至 11 个月高位。马来西亚棕榈油连续攀升的库存压力严重打压市场买盘人气，马盘棕榈油期货市场自 10 月初以来持续走弱，价格重心明显下移。船运调查机构 ITS 和 Amspec Agri 公布的马来西亚 10 月 1-10 日棕榈油出口环比增幅分别为 12.5%和 29.6%，市场密切关注棕榈油出口回暖态势能否延续以及对库存压力的缓解效果。

2 国内豆类市场分析

中国 9 月进口大豆量低于市场预期，进口食用植物油持续增长

国家海关总署公布的数据显示,9 月份中国进口大豆 715.4 万吨,较 8 月进口量下降 219.6 万吨;1-9 月中国累计进口大豆 7779.9 万吨，同比增长 14.4%。9 月份大豆进口量明显低于此前市场预估值。从月度进口量连续跟踪来看，今年 5 月中国大豆进口量曾达到 1202 万吨月度最高水平，随后出现逐月回落，9 月大豆进口量环比下降超过 200 万吨，国内进口大豆供给量下降速度明显加快。9 月中国进口食用植物油 91.6 万吨，较 8 月进口量下降 3.9 万吨，1-9 月共进口 714 万吨食用植物油，累计数量同比增幅为 93.9%。

节后豆粕供需双增，菜粕供给压力增加令价格反弹乏力

节后国内豆粕和菜粕市场出现补跌行情，集中释放长假期间外盘的弱势效应。豆粕市场供需均

有缓慢增加，尤其是价格大幅回落后下游成交和提货有所提升，不过市场交投相对谨慎，并未出现大量集中补库行情。周末受美豆强势反弹提振，豆粕现货价格止跌回升，但整体表现仍弱于外盘。因预计 10 月进口菜籽量大幅增加和水产养殖进入需求淡季，菜粕期货在供需双重阻力下表现更弱。

节后国内油脂需求下降，棕榈油累库效应加快

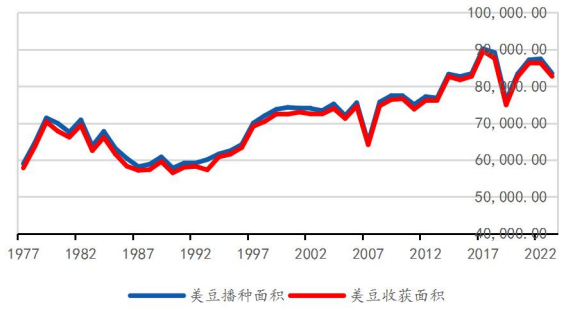
库存统计显示，截止上周末，国内三大食用油库存总量为 242.79 万吨，周度增加 10.83 万吨，同比仍保持 78.04%的增幅。从分项数据看，豆油库存为 119.80 万吨，周度增加 1.38 万吨，同比增加 40.05%；菜油库存为 47.81 万吨，周度下降 0.69 万吨，同比增加 239.08%；食用棕榈油库存为 75.18 万吨，周度增加 10.14 万吨，同比增加 104.68%。国内棕榈油累库速度加快，与外盘下跌的成本传导形成叠加。节前需求端集中采购，节后油脂需求下降，而四季度是棕榈油的需求淡季，供强需弱的基本格局仍是油脂价格回升的重要阻力。

3 油脂油料市场展望

随着美国农业部月报落地和美豆收割进度加快，美豆产量将更为清晰，市场的关注点将转向美豆出口和南美大豆种植。CBOT 大豆市场在报告后出现强势止跌信号，显示市场对供应端的利空预期明显缓解。近日美豆接连收到出口大单，有望继续带动买盘人气回升，推动美豆继续对此前的调整行情展开修正。国内豆类市场承接美豆强势止跌回升，但油脂整体表现强于豆粕和菜粕。国内豆类市场的反弹持续性仍需美豆加以配合，否则，在当前国内商品市场整体走弱的背景下，油脂和蛋白粕市场因需求不足涨势可能依然有限。东北主产区大豆上市量增加，不同蛋白含量的大豆价格差异较大，整体价格水平在 2.3 元/斤-2.50 元/斤，处于偏弱运行状态，无法为豆一期货市场带来更多上涨支撑。

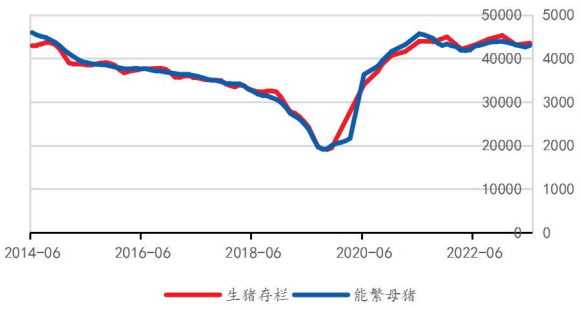
4 油脂油料市场主要数据

图表 48：美国大豆种植收获面积



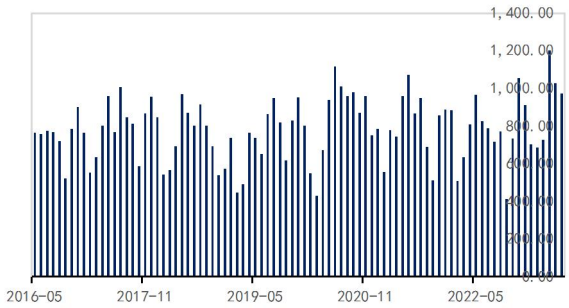
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 49：国内生猪存栏量



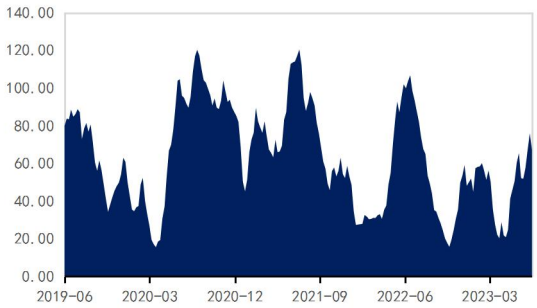
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 50：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 51：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