中金财富期货策略周报（2023 年第 31 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

美国大豆收割近尾声，2023 年美豆产量同比下降已成定局，市场的关注点从美豆供应转向美豆出口和南美大豆种植。巴西大豆播种率达到三成，尚未进入天气影响关键时段，近期出现的降雨缓解了市场对巴西大豆产量前景的担忧。CBOT 豆油市场自 8 月 21 日开启跌势以来，累计最大跌幅已超过 20%，技术上已经处于熊市运行状态。中国虽然不直接进口美国豆油，但 CBOT 豆油市场对包括马来西亚棕榈油在内的全球植物油市场具有较强影响力，可间接影响到国内油脂运行。国内油脂虽然触底回升，但主要是消息面的刺激，基本面仍处于供强需弱状态，反弹持续性仍有待观察。CBOT 豆粕创下半年高点，在套利资金调仓和市场情绪上对国内粕类期货市场有较强引领作用，市场延续粕强油弱的概率依然较大。国产大豆遭遇需求困境，现货上行乏力令豆一期货价格重心全面下移，短期虽触底回升，但上行空间依然受限。

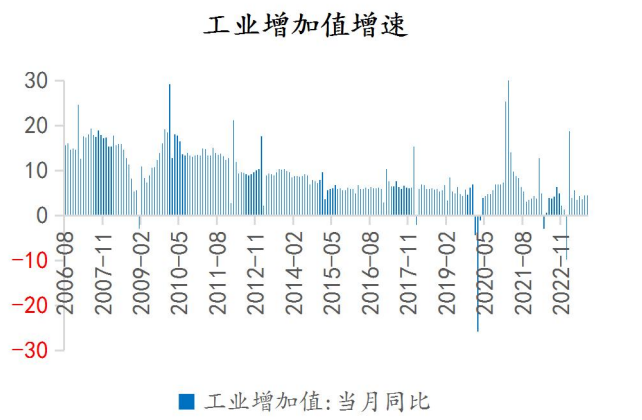
目录

周度策略：企业盈利继续改善 主动补库信号渐显 ..... - 5 -
宏观经济、市场策略和股指期货市场分析 ..... - 8 -
1 一周重大宏观政策、事件和数据解读 ..... - 8 -
2 万亿国债点评：中央加杠杆 ..... - 8 -
3 经济复苏，利率偏强 ..... - 9 -
4 宏观策略 ..... - 9 -
5 股指期货市场分析 ..... - 9 -
铜 ..... - 12 -
1 影响因素 ..... - 12 -
2 结论 ..... - 13 -
3 铜期货现货数据 ..... - 13 -
锌 ..... - 15 -
1 锌：影响因素 ..... - 15 -
2 总结 ..... - 15 -
3 锌期货现货数据 ..... - 16 -
钢材 ..... - 17 -
1“万亿国债”增发 ..... - 17 -
2 钢厂盈利负反馈持续加深 ..... - 17 -
3 铁水、钢材产量见顶 ..... - 17 -
4 小结 ..... - 18 -
5 钢材期货现货数据 ..... - 18 -
原油 ..... - 20 -
1 巴以局势扑朔迷离 ..... - 20 -
2 关键看实质性影响 ..... - 20 -
3 委内瑞拉制裁豁免 ..... - 20 -
4 宏观下行需求承压 ..... - 21 -
5 分歧加剧波动增大 ..... - 21 -
6 多空制衡交易走廊 ..... - 21 -
7 原油期现数据 ..... - 22 -
天然橡胶 ..... - 24 -
1 供需平衡略显宽松 ..... - 24 -
2 上游减产因素犹存 ..... - 24 -
3 原料坚挺利润下滑 ..... - 24 -
4 国产全乳新胶不多 ..... - 24 -
5 产业周期偏强阶段 ..... - 25 -
6 超跌修复逢高空配 ..... - 25 -
7 橡胶期现数据 ..... - 25 -

油脂油料：美豆宽幅震荡，国内油脂市场止跌回升 ..... - 29 -
1 外部豆类市场分析 ..... - 29 -
2 国内豆类市场分析 ..... - 29 -
3 油脂油料市场展望 ..... - 30 -
4 油脂油料市场主要数据 ..... - 30 -

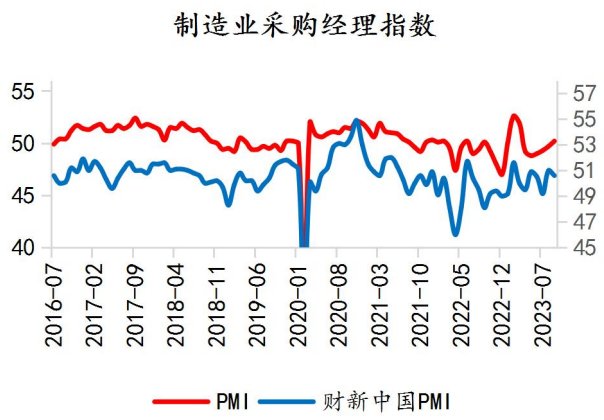
重要经济指标概况

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



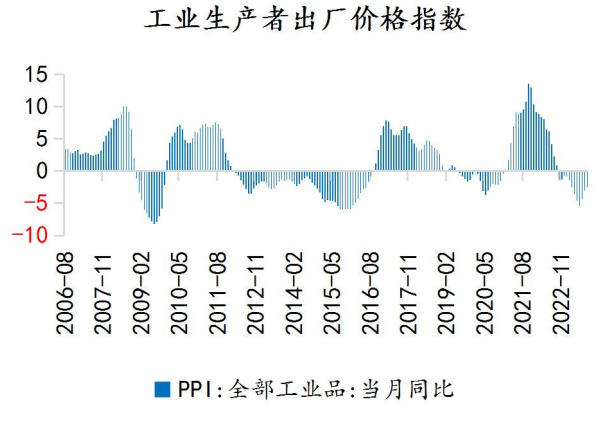
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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



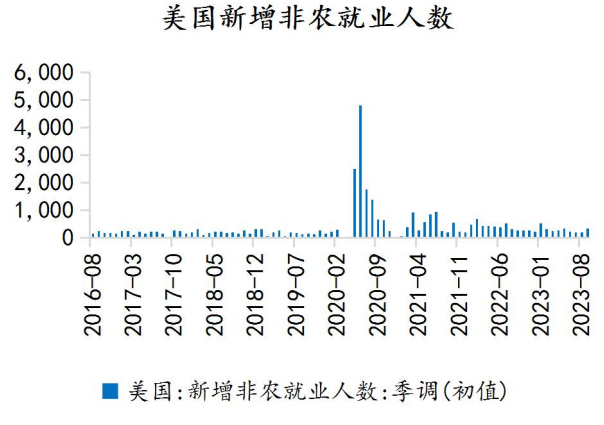
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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：企业盈利继续改善 主动补库信号渐显

工业品连续调整之后，近期出现了一定程度的反弹。我们在近期的策略介绍过，工业品的三季度来的走势与宏观预期波动强相关，与经济走势弱相关。因此在 10 月份出现了“经济数据如期改善，但是工业品价格明显回落”的走势。从近期的工业企业数据看，补库周期特征明显，宏观偏暖的特征不变，工业品普遍下跌之后，有所回升。

企业利润持续改善，占比由中上游向下游倾斜

10 月 27 日，国家统计局公布全国规模以上工业企业利润数据。1-9 月，工业企业利润同比-9%、前值-11.7%，营业收入同比持平、前值-0.3%。

工业增加值同比持平上月。价格拖累进一步改善，PPI 同比降幅较上月收窄 0.5 个百分点。营业利润率环比小幅降至 6.3%，同比延续较好表现，高出去年同期 0.4 个百分点。

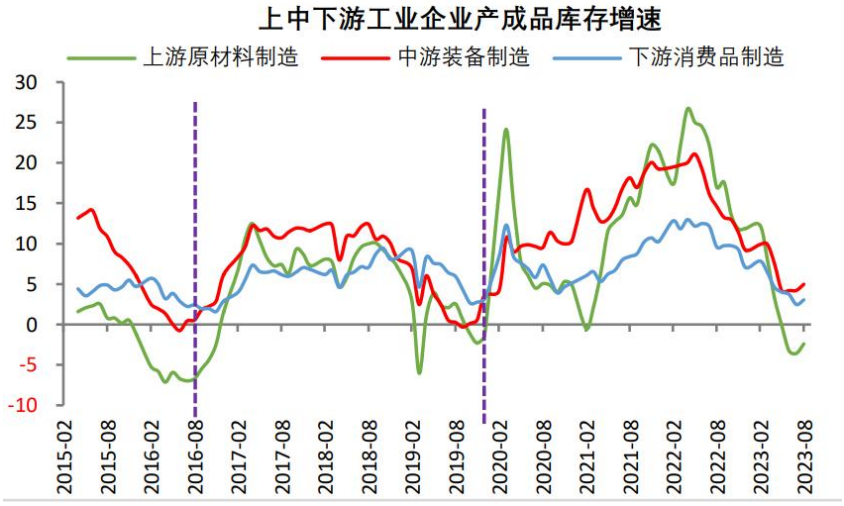
多数行业利润改善，占比由中上游向下游倾斜。9 月，利润占比最高的 20 个行业中，过半数行业的两年复合利润增速较上月出现上升。结构上看，上中游行业利润占比较上月下降 0.4 个百分点，下游行业较上月回升 0.7 个百分点。分所有制来看，国有企业利润大幅回升，其他所有制企业有涨有跌，但仍明显好于 7 月。

主要行业营收全面改善，中下游涨幅较大。9 月，工业企业营业收入当月同比 2.2%，两年复合同比 4.4%，均较 8 月上升 1.1 个百分点。分行业来看，14 个主要行业的营收增速均出现改善，尤其是中下游行业涨幅较大。分所有制来看，私营、股份制企业营收较上月回升，国有、外商企业较上月小幅下滑。

但是需要注意的是，针对这轮经济周期性回升的强度，不可过度乐观，总需求方面改善仍待加强。这轮经济回升受到中央财政超预期加杠杆、逆周期政策加力显效，加上企业转而小幅补库存等因素影响较大，周期性强，内生性待加强。

因此，从库存周期角度看，工业企业库存增速继续提高，但回升高度不宜高估。9 月工业企业产成品库存增速较上月提高 0.7 个百分点至 3.1%，连续两个月回升，一方面与低基数效应相关，另一方面源于上游商品价格上涨、需求有所恢复，导致部分企业补库意愿提高。往后看，PPI 降幅继续收窄和低基数效应等有望支撑库存增速继续提高，但库销比仍处于偏高水平，地产恢复不确定性犹存，企业库存提升或面临一些波折，且回升幅度不宜高估。

图表 1：上中下游产成品库存增速



资料来源：wind，中金财富期货

美国 5%的 GDP 增速 VS 5%的美债利率

当前美国经济出现罕见的短期强势，也承受着千钧之重。一方面是三季度 4.9%的经济增速相当于 2.5 倍潜在增速；另一方面是 5%的美债利率创 16 年来新高。这种 5%+5%的组合对美国经济十分罕见：上一次出现这种情况还是在 2006 年一季度，随后次贷危机的风险浮出水面；更上一次是 2000 年二季度，正值互联网泡沫破裂的前夜。由此可见，5%的 GDP 增速+5%的美债利率对美国经济不是常态，尤其是在当前全球经济疲软的背景下，那么这一次又将如何演绎？

首先对于 5%的经济增速而言，这显然是不可持续的。从当前的情况来看，明年上半年增速或将放缓至 2%，下半年存在加速下行的风险。不过，偏强的经济增速延续到今年四季度概率较大。

从外生的角度来看，“宽财政”抵消“紧货币”，助力美国经济的强劲上涨。这也是近期美国经济频超预期的主要原因。在 2023Q1，Q2 的 2.2%和 2.1%的环比折年增速中，政府支出分别贡献了 0.8ppt 及 0.6ppt。虽然在今年三季度接近 5%的高增下，政府支出略有逊色，不过依旧对三季度经济产生明显的正向刺激。有政府兜底的宽财政，也正如 IMF 预测，相比于其他国家，对 2023 年整体经济良好支撑，对冲掉了货币紧缩的冲击。

财政支持+强劲劳动力市场，支撑美国个人消费全面走强：无论是商品消费、服务消费，还是耐用品、非耐用品消费三季度均趋强。不过“宽财政”所带来的效果或不会太久，现在借钱的难度越来越大，这也是美债流动性风险的原因之一，因此这种力度会逐渐放缓。

而对于 5%的美债而言，持续性比 5%的经济增速更长。短期来看，美国经济强劲增长持续到四季度的问题不大。财政脉冲的效果难言大幅趋弱，叠加消费的继续优异的表现，都将继续支撑美债利率在 5%左右的高位震荡。其次，当前是一个特殊的环境：地缘政治风险再起扰动未来通胀走势，在通胀预期难言稳定下美债不再“保险”。由此推高了投资者对风险补偿的要求，也进一步让美债利率持续受到扰动。最后，美债供给变多的同时边际买家的减少也是美债上行的另一大原因。

美国整体库存处在较低水平，这对外需来说整体偏好，目前外需面临的环境逐渐改善。

财政支出对经济的正向支撑逐步下降，以及超储消耗殆尽后对消费的拖累，美国下行压力风险

犹存。但是除非美国经济迅速恶化甚至衰退，否则长端国债利率回落的过程将缓且平。因此高美债收益率对资产价格，尤其是美股定价的影响，似乎才刚开始。

预计工业品仍将维持震荡行情

自上周万亿的增量国债之后，宏观政策上财政突破红线发力的特征明显，这也表明稳增长的力度增加，这对市场情绪明显有所提振，且财政政策在复苏经济上的效果有目共睹，因此也提振了市场的预期。但是需要注意的是，当前经济周期性回升特征明显，以地产和民间投资为代表的数据显著改善，才是预期彻底转好的开始。对于当前的工业品，应以平淡的态度看待。

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	10 月 25 日	财政部：增发万亿国债	增发国债由中央承担还本付息，并将于今明两年安排使用，2023 年安排使用 5000 亿元，结转 2024 年使用 5000 亿元	稳增长的态势明显
	10 月 26 日	连续加息 10 次后,欧央行如期暂停加息	欧央行称高利率将进一步抑制需求，从而有助于降低通胀	市场普遍认为，欧央行加息周期已经结束。
数据	10 月 27 日	工业企业利润继续改善	1-9 月，工业企业利润同比-9%、前值-11.7%，营业收入同比持平、前值-0.3%	工业企业利润连续改善
	10 月 27 日	美国三季度实际 GDP 初值增长 4.9%，高于预期，创近两年来最快增速	季度通胀数据有所降温	经济数据难以长期维持如此高位
事件	10 月 27 日	多地爆发冲突	除了巴以冲突之外，美国轰炸叙利亚，印度和巴基斯坦，缅甸国内等多地发生冲突	地缘冲突密集发生

资料来源：中金财富期货研究所

2 万亿国债点评：中央加杠杆

10 月 24 日，国务院宣布增发国债并调整 2023 年中央预算方案。中央财政将在今年四季度增发 2023 年国债 1 万亿元，作为特别国债管理。今年全国财政赤字将因此由 3.88 万亿增加到 4.88 万亿，赤字率预计将由 3%升至 3.8%，增发的国债全部通过转移支付方式安排给地方，支持灾后恢复重建和弥补防灾减灾救灾短板。

我们可以看出明显的政策取向：夯实动能，蓄力来年。

7 月末政治局会议指出，我国经济运行压力面临新的困难挑战，国内需求不足，外部环境复杂严峻。根据会议精神，8 月中旬以来政策进入密集落地期，聚焦房地产、地方政府化债、资本市场、民营企业、税费优惠、人民币汇率、降准等诸多方面。

近期决策层“稳增长”的意愿进一步上升。三季度我国经济筑底回暖，但主要受到暑期消费脉冲驱动，复苏基础仍然有待巩固。9 月 28 日，在庆祝中华人民共和国成立 74 周年招待会上，习近平总书记强调要“努力实现全年经济社会发展目标”。10 月 13 日，李强总理在经济形势专家和企业家座谈会上指出，要在聚焦高质量的同时，“保持合理的经济增速”，要求“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，为实现经济社会发展目标提供有力支撑”。在此背景下，“不一般”的一万亿国债增发在四季度超预期落地。

由于今年经济增长大概率已“达标”，此次国债增发尽管于年内落地，但其作用的目标和效果将更多体现在明年。我国经济在前三季度累计增长 5.2%的基础上，四季度只需同比增长 4.4%，

即可达成全年“5%左右”的增长目标。在去年四季度 2.9%增速的基础上，这已“板上钉钉”。考虑到四季度通常是施工淡季，此次国债增发更多是为 2024 年经济工作开展打牢基础、做好准备。

3 经济复苏，利率偏强

宏观经济方面，9 月经济数据显示在 8 月触底后，经济延续修复趋势。从需求端来看，制造业投资持续上行，地产投资逐步企稳。消费增速继续上行，显示居民资产负债表继续修复。出口增速上行，电子类国际贸易有所改善。生产端 9 月生产继续加速，制造业、高技术产业较为明显。失业率回落，大型企业用人需求回升。通胀方面 CPI 回落，但后续预计再度上行；PPI 延续上行趋势。

10 月以来，央行超量续作 MLF，着力维持流动性充裕，临近月中缴税期，DR007 多处于政策利率以上，资金面中性略偏紧。同业存单发行利率多上行，后续到期量减少，发行利率上行压力边际减小。近期汇率贬值压力较大，资金面宽松空间或有限。票据利率较季末有所回落，信贷需求持续性较弱，大行的资金融出量较 9 月中下旬有所增加，资金面继续收紧压力降低。货币政策方面，央行在三季度金融统计数据新闻发布会上表示将进一步实施好稳健的货币政策，密切观察前期政策效果，加快推动政策生效；货币政策应对超预期挑战和变化还有充足空间和储备，将继续做好逆周期调节，为激活经济内生动力和活力营造适宜的货币金融环境。后续关注资金利率走势、汇率以及经济高频数据，警惕政策超预期风险。

9 月以来，收益率持续上行。从经济基本面来看，8 月份经济触底，9 月逐步从底部回升，各项数据显示经济修复的确定性在增强。工业企业产成品库存增速上行、制造业投资持续加速也显示新一轮库存周期上行或开始。货币政策方面，9 月以来资金利率中枢上移，社融与 M2 增速差继续回升，显示实体经济融资需求改善。从债券供需来看，四季度国债、地方政府特殊再融资债券供给量较大，对债市形成压制。总体而言，目前债市面临的利空因素逐步增多，利率预计易上难下。建议交易盘保持谨慎，配置盘如有需求可介入 3~5Y 国债。。

4 宏观策略

自上周万亿的增量国债之后，宏观政策上财政突破红线发力的特征明显，这也表明稳增长的力度增加，这对市场情绪明显有所提振，且财政政策在复苏经济上的效果有目共睹，因此也提振了市场的预期。但是需要注意的是，当前经济周期性回升特征明显，以地产和民间投资为代表的数据显著改善，才是预期彻底转好的开始。对于当前的工业品，应以平淡的态度看待。

5 股指期货市场分析

两市显著反弹，沪指收复 3000 点

上周两市表现较强，上周沪深 300 周+1.48%，上证 50 周+1.08%，中证 500 周+1.26%，中证 1000 周+2.47%，市场情绪从极度悲观中回升。

北向资金本周合计净卖出 4.46 亿元。为连续第 4 周净卖出，但是净流出的力度已然很小。上周北上资金一周累计成交 4917.59 亿元，成交净卖出 4.46 亿元，其中，深股通合计净卖出 15.29

亿元，沪股通合计净买入 10.83 亿元。

2022 年起全球金融条件进入紧缩状态，叠加地缘冲突频发，全球资金的风险偏好也受到一定程度的影响；MSCI 继续纳入仍需一定条件，部分资金对 A 股已经接近标配状态；在当前体量下，北向资金持股市值接近 2.5 万亿，未来北向资金流入斜率或降低、双向波动或加大。并且随着 A 股市场和国内机构投资者的发展，北向资金的话语权已经不如往昔，市场也应理性看待北向资金的行为，避免过度恐慌。配置主线也面临新的局面，北向资金对前期两大主线的配置比例已经较高，新能源产业面临竞争加剧、产能过剩、盈利下滑等压力，而其他科技主线则不同程度存在产业追赶、关键环节卡脖子、国际关系和局势复杂等问题，需要注意海外投资者对 A 股标的参与热情可能不及前期两大主线等可能的情景。因此，北上资金对当前行情影响较大，但是也不必过于担忧。

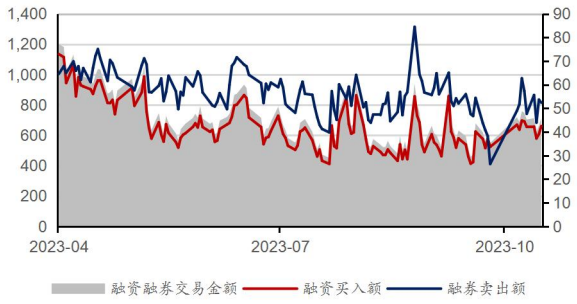
指数大跌将创造中线买入机会

本周市场“探底回升”形态非常明显。展望后市，预计市场或循序渐进构造“缓底”，行情难以再重现 2022 年 5 月和 11 月之后“一蹴而就”的特点。即尖底的概率不大。

此次指数很难出现一个尖底。熊市底部缓慢反转的条件：缺少标志性的宏大事件，流动性或宏观数据持续缓慢改善。比如 2012 年底和 2018 年底，之所以见底后反转快，主要是因为宏观事件、政策、逻辑和数据季度内形成了共振，所以反转速度较快。反转期间的宏大逻辑不一定是对的，但如果无法证伪，并且宏大叙事在逻辑上成立，反转就可以很快。而历史上有些底部起步是比较慢的，比如 2014 年中、2016 年 2 月，分别是流动性牛市和价值股结构性牛市的起点，但由于没有宏大事件的配合，刚开始回升速度并不快。即使是 2014 年的牛市，刚开始流动性改善、利率下降的阶段，股市上涨速度也是比较慢的。

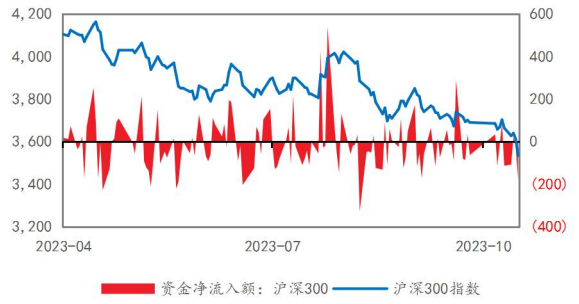
总结：指数处在绝对较低的位置，即使没有强驱动因素的影响，震荡向上的态势也将确立。对于指数而言，建议继续积极关注调整之后的买入机会。

图表 8：融资融券数据图



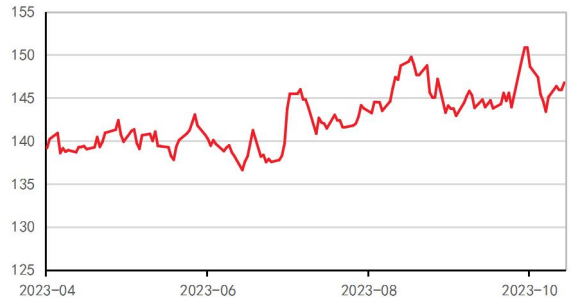
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 9：合约持仓和市场表现



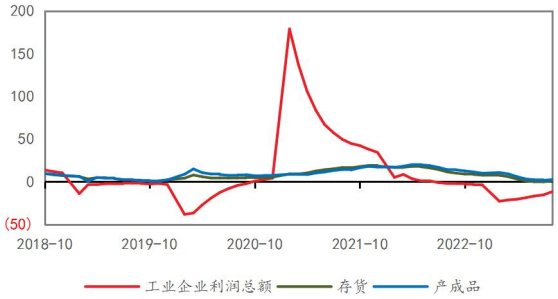
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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

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

进入 10 月，据 SMM 统计有 3 家冶炼厂有检修计划，且 10 月不少冶炼厂因假期因素负荷较 9 月略有降低，因此，我们认为 10 月的 产量会较 9 月小幅减少重新回落至 100 万吨以下。最后据 SMM 了解 10 月有 3 家冶炼厂开始投产，但实际有增量的只有 1 家，另外两家要到 11 月才会有增量。今年东营方言、祥光铜业的复产进程良好并以接近 40 万吨的满产，大冶 33 万吨新线产量下半年仍然维持满产，预计 4 季度电解铜的产量将持续维持在高位，并有可能突破百万吨每月。近期进口盈利空间进一步增加，到港货源维持稳定，预计 10 月到关量环比有所增长。

世界金属统计局(WBMS)周三公布的最新报告数据显示：据外电 9 月 20 日消息，2023 年 7 月，全球精炼铜产量为 220.48 万吨，消费量为 215.95 万吨，供应过剩 4.53 万吨。2023 年 1-7 月，全球精炼铜产量为 1573 万吨，消费量为 1557.32 万吨，供应过剩 15.68 万吨。

需求复苏担忧上升

三季度 GDP 增长 4.9%，累计增长 5.2%略超预期，预计四季度增长 4.4%即可达到全年增长 5%的目标。9 月消费同比增长 5.5%，三季度增速逐月提高，但环比仅增 0.05%，9 月工业生产同比增加 4.5%，增幅较 8 月持平。固定资产投资同比增长 3.1%，较上月回落 0.1%，其中制造业投资同比增长 6.2%，较上月提高 0.3%，基建投资同比增长 8.64%，较上月回落 0.3%，房地产投资同比-9.1%，降幅扩大 0.3%。房地产销售面积-7.5%，降幅扩大 0.4%，资金到位-13.5%，降幅扩大 0.6%，新开工下降 23.4%，环比提高 1%，主因去年降幅过大。整体看 9 月经济边际弱改善，主要是消费回升，制造业回升力度弱，房地产投资下滑对固定资产投资的拖累加重。

铜价受海外拖累下跌，国内需求逢低集中释放，沪铜需求持续好转。下游采购下单、提货节奏均表现良好，精铜杆行业订单延续向好。且精铜杆企业接单较多，排产充足，订单延续旺盛，令精铜杆现货市场热度持续回温。某中型铜杆厂表示 10 月份订单已经基本排满，工厂产能目前已全部拉满。铜板带行业开工率超预期反弹，而铜管和铜棒企业受制冷行业进入淡季产量大幅下滑的影响，开工率回落至 6 成左右。整体来看，传统行业旺季需求逐渐回归但整体增量不明显。

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%。

2 结论

在海外高利率持续更久和地缘冲突所引发的经济回落预期背景下，铜价快速下跌，走势疲弱。铜精矿现货加工费反弹，供给增量预期的确定性较需求恢复的确定性更强。近两月国产铜放量可观，进口货源充沛，供应十分宽松。盘面下跌后下游备货积极性提高，但消费端并未看到明显改善。全球经济衰退担忧仍存，有色金属需求前景受抑制依旧存在，铜价难有明显起色，以运行重心下移，承压走势对待。

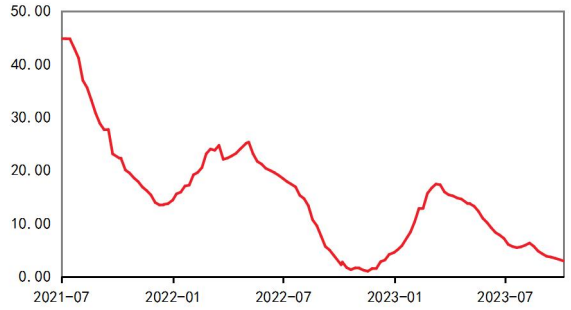
3 铜期货现货数据

图表 1：长江有色铜价



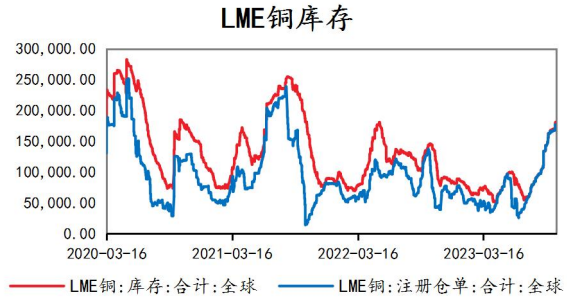
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 2：上海保税区铜库存



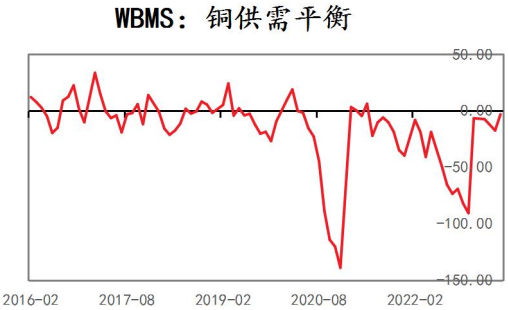
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 3：LME 铜库存



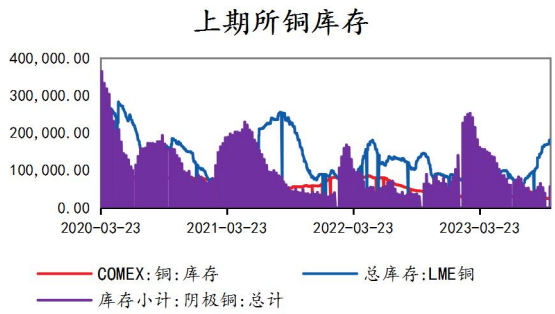
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 4：WBMS 供需平衡



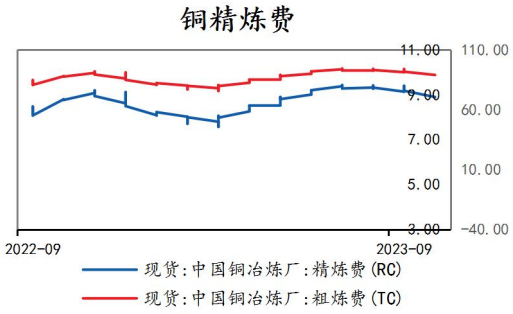
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 5：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 6：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 最新数据显示，2023 年 5 月全球锌矿产量 106.1 万吨，环比增加 2.12%。1-5 月累计产量 499.7 万吨，累计同比减少 0.95%。6 月以来海外锌矿供应干扰有所加大，欧洲 Boliden 公司暂停旗下 Tara 锌矿生产，纽蒙特公司旗下墨西哥铅锌矿因罢工产量受限。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

9 月国内精炼锌产量新增不及预期，但检修陆续结束后，在前期原料储备充裕的背景下，爬产意愿充足，据 SMM，2023 年 9 月中国精炼锌产量为 54.4 万吨，环比上涨 1.74 万吨，同比增加 7.94%，低于预期。主因北方部分冶炼厂检修时间延长，叠加四川、湖南地区复产节奏有所延缓。10 月，冶炼厂在前期原料备货充裕的背景下，加紧生产，预计 10 月产量环比增加约 5 万吨。

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

巴以冲突升级，资金避险情绪较重，有色承压。冶炼厂利润持续高位，企业生产积极性较高，除部分常规检修，其余企业维持满负荷生产。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。下游对高价接受度有限，成交相对冷清，压铸锌合金及氧化锌企业开工相对稳定。供增需减下，社会库存延续小幅累增。压铸锌合金及氧化锌企业开工相对稳定。长期来看，全球锌需求增速仍是落后于供给的，过剩趋势较难逆转，将明显限制长期锌价的上方空间。

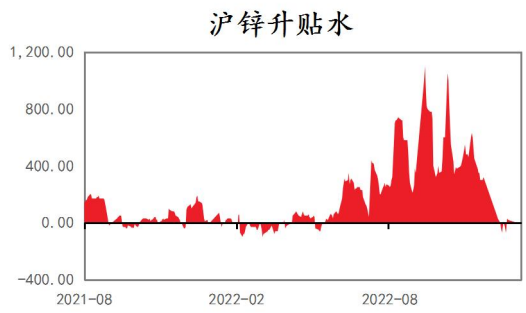
3 锌期货现货数据

图表 7：锌产量



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 8：锌升贴水



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 9：锌产销变化



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 10：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“万亿国债”增发

上周十四届全国人大常委会第六次会议表决通过了“四季度增发一般国债 10000 亿元，财政赤字率由 3%提高到 3.8%左右”的方案。

本次特别国债发行有下列几点值得关注：

1.首先特别国债主要用于投资建设，具体来说是八大方面：灾后恢复重建、重点防洪治理工程、自然灾害应急能力提升工程、其他重点防洪工程、灌区建设改造和重点水土流失治理工程、城市排水防涝能力提升行动、重点自然灾害综合防治体系建设工程、、东北地区和京津冀受灾地区等高标准农田建设。

2.本次增发国债计划全部通过转移支付的方式安排给地方，今年拟安排使用 5000 亿人民币，结转明年使用 5000 亿元，且国债的偿还由中央承担。

我们认为本次财政力度加大，钢铁、矿石等黑色品种为直接受益的大宗商品。今年全年广义基建投资有望稳定在 8%以上。基建领域的资本投入将对冲地产需求的大幅下滑，能在一定程度上稳住钢材下游需求。

2 钢厂盈利负反馈持续加深

根据钢联最新调研数据显示，上周 247 家钢铁企业盈利率由上周 19.05%继续下探至 16.47%，年度新低再度刷新。

目前成材与原料处于冰火两重天，铁矿为首的原料价格处于年度高值，但成材却处于年度低值。在此背景下，尽管钢铁行业盈利水平处于年度低值，但铁水产量却未见减少，这是极为不合理的。

从目前来看，随着钢厂的主动减产检修的持续增多，原料价格面临下降的压力。我们认为随着冬季的逐渐到来，无论是处于钢厂主动减产还是采暖季或环保或双碳压产政策出台的被动减产，铁水产量将逐渐下行，原料炒作的土壤在消失，减产–原料跌的负反馈将持续加强。

3 铁水、钢材产量见顶

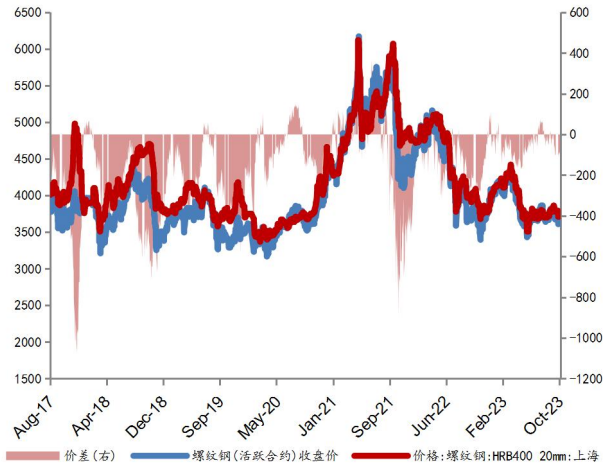
上周，全国高炉产能利用率环比微增，钢材产量回升，国内 247 家钢厂高炉产能利用率为 90.7%，环比+0.1pct，同比+3.1pct，91 家电弧炉产能利用率为 55.5%，环比+1.3pct，同比+1.7pct，五大品种钢材周产量为 906.1 万吨，环比+0.5%，同比-7.5%；长流程产出连续三周下行后回升，本周日均铁水产量增 0.3 万吨至 242.7 万吨，钢材产量同步回升，高炉与轧线复产比例增加；库存方面，本周五大品种钢材周社会库存为 1025.6 万吨，环比-4.6%，同比+2.2%，钢厂库存为 451.6 万吨，环比-2.3%，同比-5.6%；钢材总库存环比回落 3.9%，较上周降幅收窄 0.2pct，社库快速下行，钢厂发货略有放缓；本周由产量与总库存数据汇总后的五大品种钢材周表观消费为 966.7 万吨，环比-0.1%，同比-4.9%，其中螺纹钢周表观消费 296.1 万吨，环比-1.3%，同比-8.9%

4 小结

上周全国人大常委会表决通过了“四季度增发一般国债 10000 亿元，财政赤字率由 3%提高到 3.8%左右”的方案，对市场情绪有较大的提振，叠加必和必拓罢工事件影响，钢价有止跌的迹象。我们认为尽管目前情绪较好，但不能过于乐观。目前矿价、成材价格处于年度最高与较低区间，原料价格水分高，钢厂主被动减产可能性较大，谨防减产力度的扩大而导致的成本-钢价的负反馈。

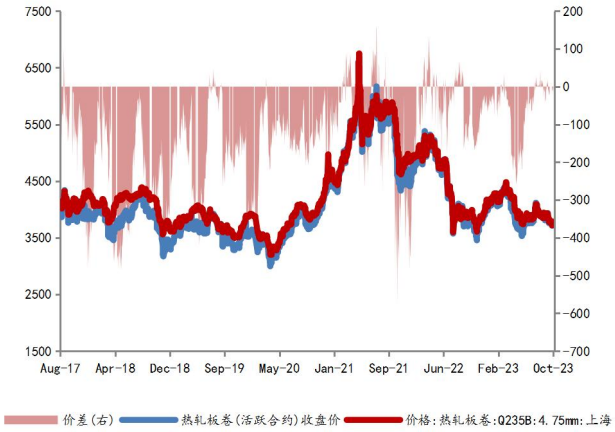
5 钢材期货现货数据

图表 1：螺纹期现价差



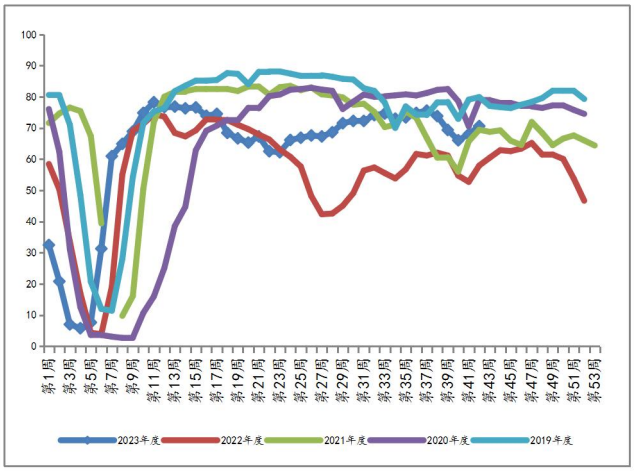
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 2：热卷期现价差



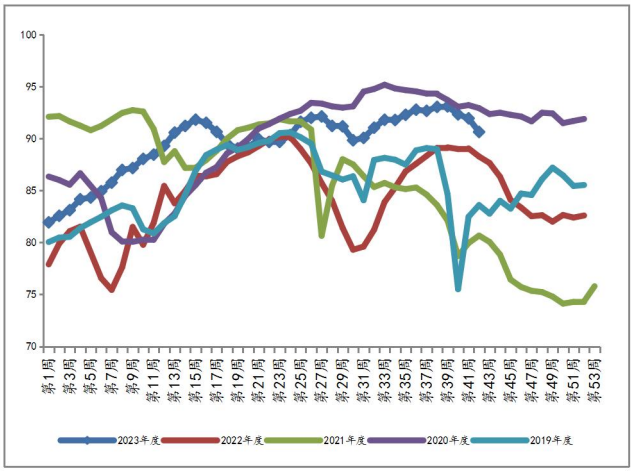
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 3：85 家独立电弧炉钢厂：开工率：中国（周）



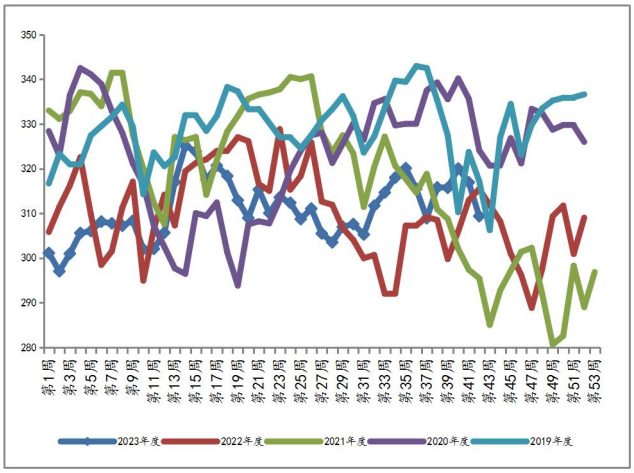
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 4：247 家钢铁企业：高炉产能利用率：中国（周）



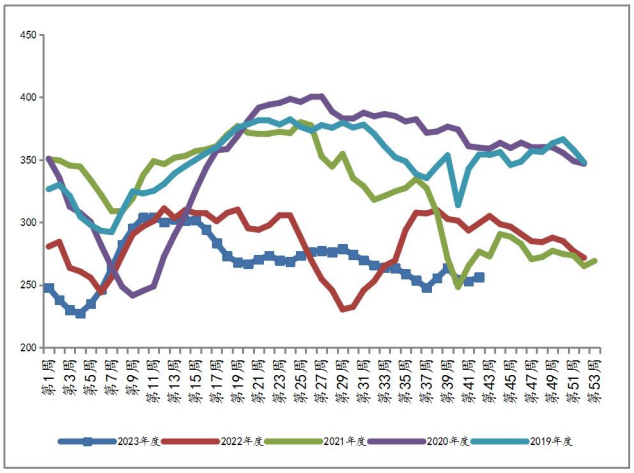
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 5：螺纹钢：建筑钢材钢铁企业：实际产量（周）



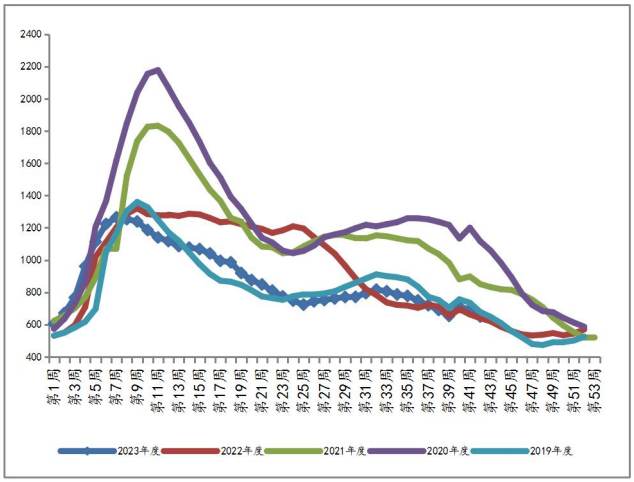
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 6：热轧板卷：钢铁企业：实际产量：（周）



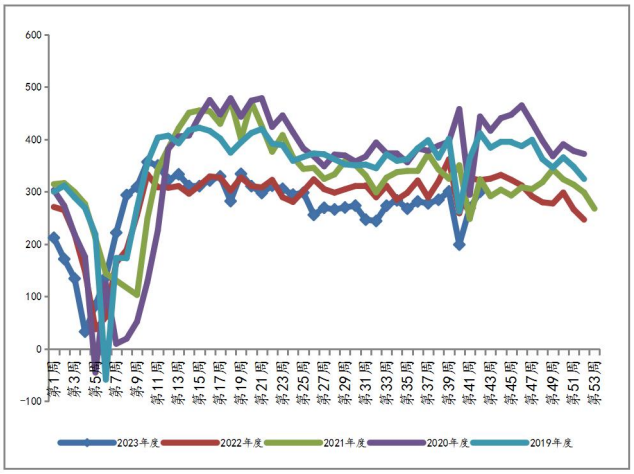
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

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 巴以局势扑朔迷离

中东局势的演变扑朔迷离， 之前外界普遍担心，以色列和哈马斯之间的冲突升级可能波及整个中东地缘范围，进而对全球原油供应安全施加挑战，但截至目前事态并未迅速扩大化。基于对遭受损失较大的顾虑，以色列尽管大举轰炸并陈兵边境，但入侵加沙地带的地面行动一再推迟，美国和伊朗尚未直接介入，从而看起来暂时遏制了中东战争爆发的风险。

不过未来一段时期内，中东地缘政治仍然是国际原油市场备受瞩目的因素。从目前的形势来看，以色列正在准备向加沙地带发动进攻，伊朗等国家及武装力量尝试进行反制，美西方域外势力也已介入。本次巴以冲突或将比以往持续更长时间，不排除演变为第六次中东战争的可能性，这将会给原油估值带来较大的不确定性。

经过 2022 年俄乌战争后，原油市场对地缘政治产生了“雷声大雨点小”的认知，学会谨慎地根据实际影响来不断修正估值，因而国际油价录得巴以冲突以来较大跌幅。

2 关键看实质性影响

市场反复校正地缘政治对油价冲击的评估，理论上，到目前为止冲突直接波及的地区都不出产原油，对供需的改变几乎为零，只要中东域内的第三方国家不介入，就意味着对原油供需平衡的长期影响不大。然而，如果假设冲突外溢甚至有引发第六次中东战争的风险，就不得不考虑外围的沙特和伊朗等国，其约占全球原油总产量的三分之一。

沙特王储和伊朗总统就巴以问题保持沟通，沙特已经冻结了与以色列关系正常化协议进程，伊朗呼吁对以色列实施包括石油禁运在内的制裁。现在看来，油价面临的最大上行风险来自伊朗，伊朗是否参与或参与到何种程度谜团重重，一旦伊朗的石油生产和出口被排除在可靠供应结构之外势必会造成严峻问题。

市场分析的原则是未来之事不可知，谨慎的投资者应控制持仓风险暴露，并及时依据地缘政治演变加以调整。

3 委内瑞拉制裁豁免

在地缘政治令全球原油供应预期收紧的同时，作为应对潜在能源危机的方案，美国宣布暂时豁免对委内瑞拉原油出口的制裁，这将会使马瑞原油重返美湾市场，但能在多大程度上对冲中东供应中断风险尚待商榷。

近期，委内瑞拉政府和该国反对派达成协议以确保 2024 年的“公平”选举，对此美国签发了为期六个月的许可证直至 2024 年 4 月 18 日，授权委内瑞拉能源部门进行交易，令该国原油出口制裁阶段性得到豁免。委内瑞拉理论原油储量高居全球首位，历史上美湾炼厂长期采购该国出产的重质原油，但特朗普时期以制裁手段强行终止了双边贸易往来，此后山东地炼成为委内瑞拉原油的主要买家。当前委内瑞拉原油产量大约恢复到 80 万桶/日，据悉该国可能会将原油产量再提高 20 万桶/日，不过实现增产的时间仍不确定。

委内瑞拉多年的经济崩溃几乎彻底摧毁了该国石油行业的发展，即使制裁解禁还面临资金和设备匮乏问题，西方主观上急切寻求替代货源渠道，但绝对体量来看实属杯水车薪。

4 宏观下行需求承压

以色列推迟了对加沙的地面入侵行动，令中东原油生产和运输暂时并未真正受到影响，现在确实很难赋予适当的地缘政治风险溢价。而另一方面，需求端对于高油价的负反馈在一定程度上被证实，最新高频数据显示，美国原油及成品油库存数据表现不佳，超出此前标普调查的分析师共识。

EIA 数据显示，截至 10 月 20 日当周，美国商业原油库存增加 137.2 万桶，打乱了此前数月连续大幅去库的趋势，美国第一大燃料产品汽油库存增加 15.6 万桶，和市场预期大相径庭。欧央行数据显示，整个欧元区银行贷款几乎持平，信贷状况恶化通常是经济衰退的一个征兆，制造业数据也能佐证欧洲经济的严峻形势。全球面临宏观下行压力，加上美联储关于加息的鹰派立场，市场对原油需求前景看法悲观，但中东地区爆发更大规模冲突也并非不可能，令交易者焦躁不安进退两难。

5 分歧加剧波动增大

巴以冲突造成的损害持续增加，但尚未沿地缘扩散到原油产区，在宏观预期压力下油价上涨趋势受阻。无论以色列未来是否将展开全面行动，至少目前原油市场迫在眉睫的供应风险似乎有限，获利多头削减头寸观望事态的进一步发展。

2022 年爆发的俄乌战争已经对全球化格局造成不可逆转的改变，巴以冲突又使得阿拉伯世界与西方阵营再次陷入对立，地缘政治局势向多边化、复杂化演变。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。整体而言，目前原油市场给地缘政治赋予的溢价是相对公允的，既对相关潜在风险做出反应，又无过度交易之嫌，后续应关注冲突升级情况及其造成的实质性影响。

后市大方向仍维持高位区间震荡观点，但多空博弈激化加剧了油价波动率，使得原油期货市场单边交易的难度增加，投资者应注重管控持仓风险。

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。

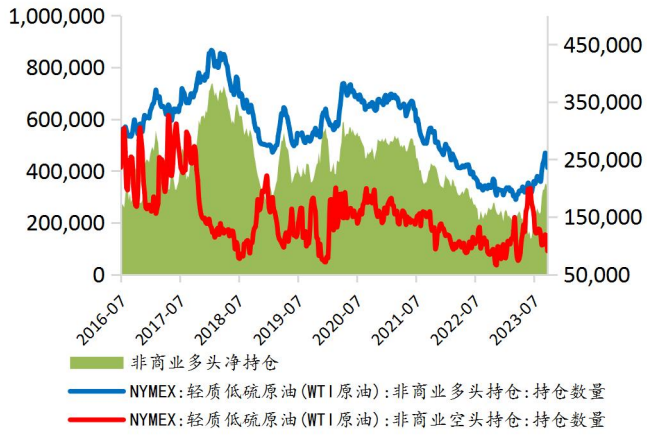
7 原油期现数据

图表 1：国际原油期货价格



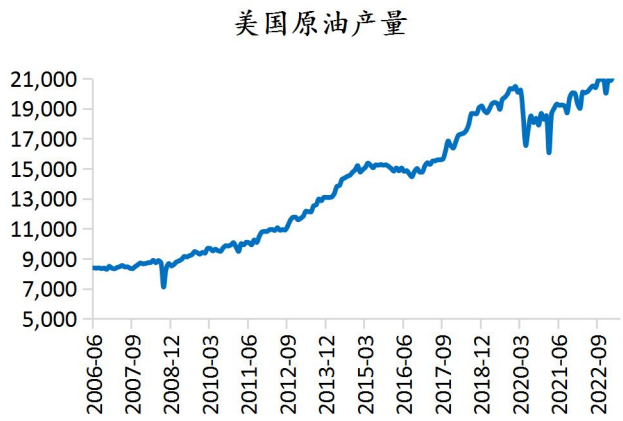
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 2：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 3：美国原油产量



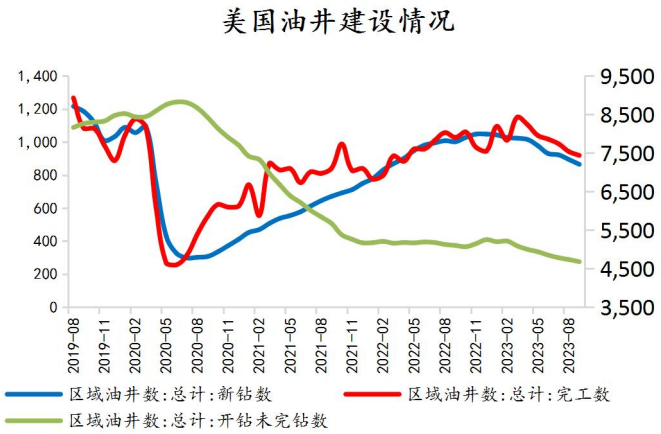
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 4：沙特原油产量



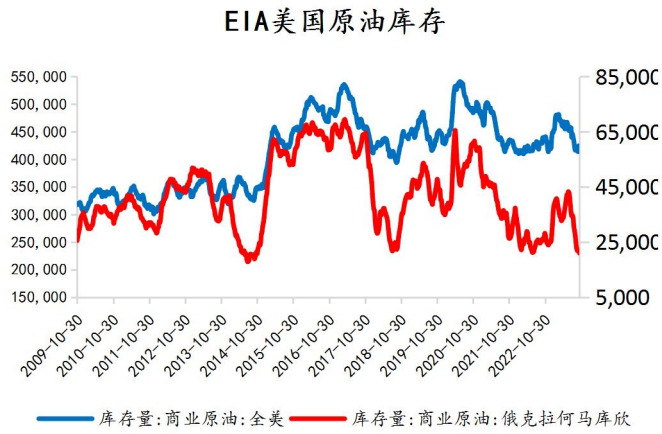
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 5：美国油井建设情况



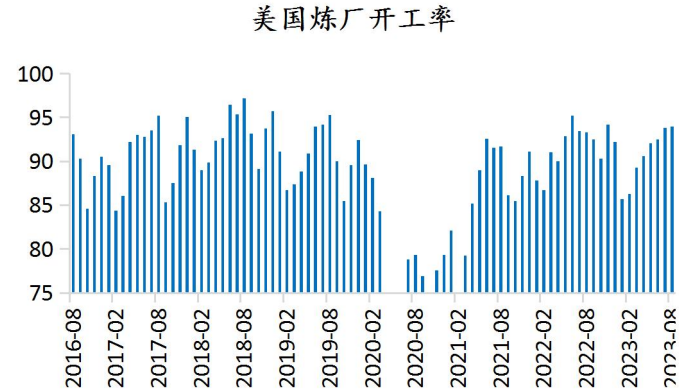
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 6：EIA 原油库存



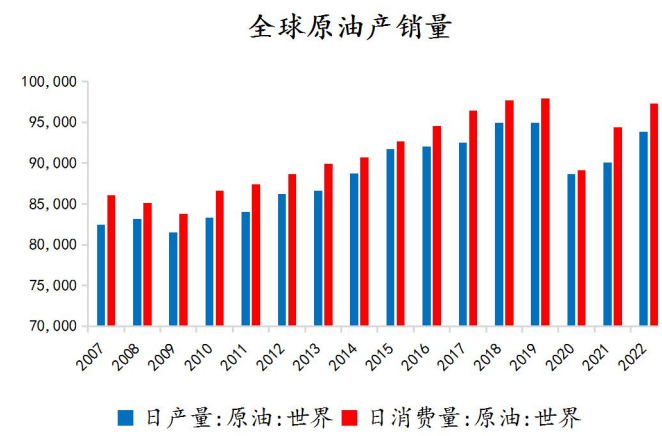
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 7：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 8：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 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。

2 上游减产因素犹存

海外主产区理论上已经向产胶旺季过渡，然而东南亚各产胶国降雨仍然不断，令割胶作业和胶水收集受阻，新胶上量进度明显不及预期，橡胶原料及成品现货价格整体都较为坚挺。

从季节性规律来看，泰国到 11 月仍将处于雨季，9-10 月降雨偏多尚属正常现象。10 月以后泰国东北部的降雨已经开始减少，而南部主产区降雨仍有反复。从 NOAA 的预测来看，11 月预计泰国降雨趋少而气温维持偏高，到 12 月接近正常值，降雨减弱有利于胶水的收集。

实际上，今年泰国总的降水量并不算异常过多，到目前为止的累计值与 2021 年同期接近。然而综合产业情况，开割前期干旱，胶价重心走低，新开割面积增速放缓，各种因素导致 2023 年天然橡胶产量预期将与前两年相差甚远。类似地，第二大产胶国印尼也面临树龄结构老化和加工利润低迷问题，今年减产已经是大概率事件。

3 原料坚挺利润下滑

时值全球天然橡胶全面向割胶旺季过渡，近期国内外产区降雨均有所减少，原料胶水供应预期增加。不过受之前的阶段性降雨影响，国内外橡胶市场价格重心抬高，产地供应端的成本支撑仍然偏强。胶水和杯胶收购价格已不低于 2021 年均值水平，原料端高企对加工厂利润造成挤压。经产业链传导，泰国橡胶出口利润下滑，反映到中国青岛港口库存的逆季节性去库，一段时间内深色胶供应仍将偏少。目前主流原料收购价格依旧报盘坚挺，未来三个月应关注泰国橡胶价格的供应弹性，即降雨天气逐渐转晴后，在相对高价下产量能否加速释放。

4 国产全乳新胶不多

关注点回到国内天然橡胶产区。云南版纳地区今年降雨持续偏少，前期出现干旱导致开割推迟，

后期雨季降雨不多，有利于开展割胶作业。目前云南当地盘面交割利润较好，给期货走势带来一定的回调压力。海南地区今年遭受数次热带风暴袭扰，9 月雨水相比往常偏多，预计 10 月下旬开始降雨将季节性趋少。虽然近期海南天气炒作成分较大，但天气往往是偏短期性题材，今年海南橡胶产量更多受产业因素影响，例如浓乳原料分流和劳动力不足，这解释了为什么在天气良好的情况下也会出现减产。

中国天然橡胶市场重度依赖进口，泰国货源占流通品的绝对主流，然而沪胶 01 合约的交易逻辑很大程度上是围绕交割品，即国产全乳胶的产量问题。从今年的预期来看，云南虽割胶时间较短，但交割品产量料较为稳定；海南交割品产量估计仅占 30%左右，但边际变化存在更大的不确定性。业界估计今年国内全乳胶产量将在 20 万吨左右，不及市场此前预期，考虑到收储的可能性，2023 年生产的全乳新胶流通量甚至可能会少于上年水平。中国整体较东南亚停割更早，云南将于 11 月下旬附近停割，海南将于年底前停割，应观察 01 合约新胶仓单和期货持仓是否匹配。

5 产业周期偏强阶段

天然橡胶产业逻辑来看，市场利多因素主要来自供应端，尤其是原料产出方面。今年夏季以来受厄尔尼诺现象影响，东南亚天然橡胶主产区天气时常不佳，使得原料收购价格稳中抬升。另一方面，业界关于国储收储消息的炒作再次鹊起，原本交割品全乳胶今年新胶产量偏少已经大势所趋，叠加收储的可能性将会使得 01 合约上仓单数量更加偏紧，对空头持仓规模起到一定限制。尽管国内天然橡胶社会库存绝对值仍然较高，但近数月以来持续逆季节性去库，此外听闻海外产地库存水平非常之低。

综合来看，在基本面预期改善与消息面炒作提振下，预计四季度橡胶价格重心应处于年内相对高位。后期进入 11-12 月旺产季，市场对天气情况的关注度提高，沪胶炒作题材较多，投机性需求有阶段性爆发的可能。

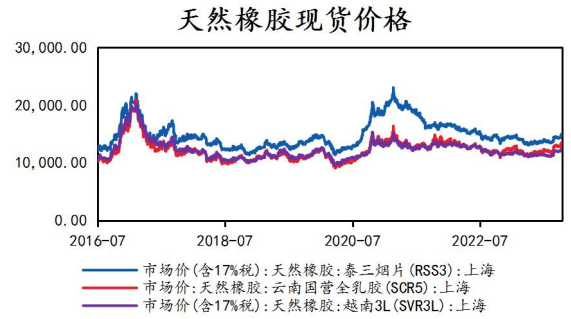
6 超跌修复逢高空配

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



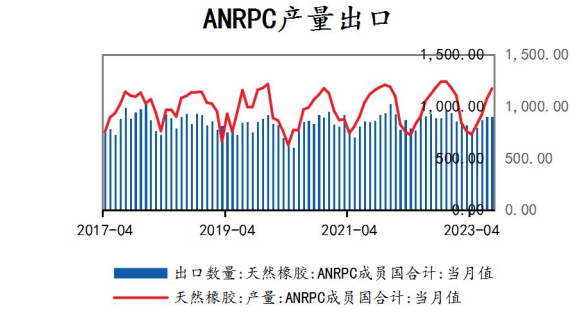
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 9：合成橡胶价格



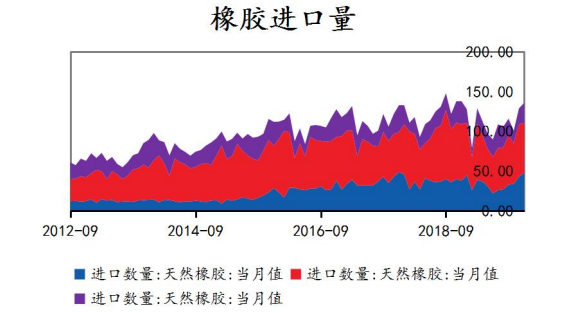
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 10：ANRPC 产量出口



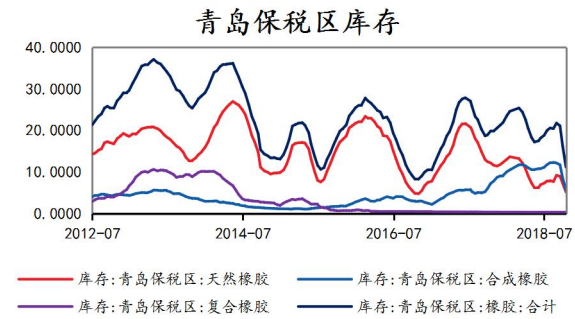
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 11：橡胶进口量



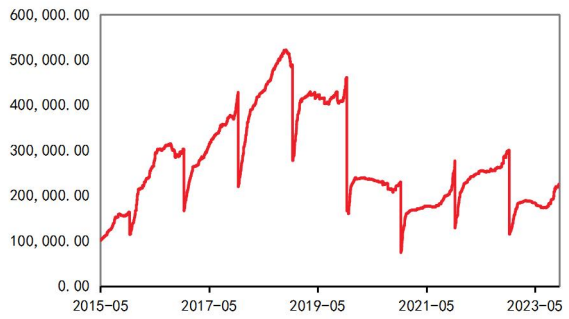
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 12：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 13：上期所注册仓单



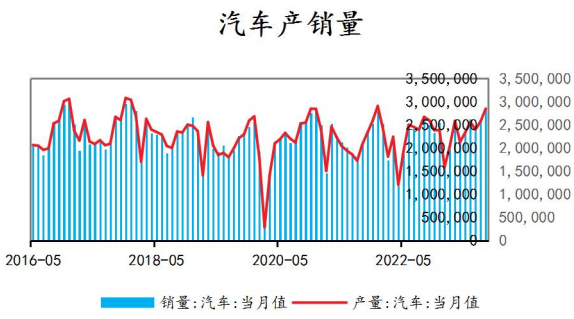
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 14：轮胎开工率



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 15：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：美豆宽幅震荡，国内油脂市场止跌回升 ..... - 29 -
1 外部豆类市场分析 ..... - 29 -
2 国内豆类市场分析 ..... - 29 -
3 油脂油料市场展望 ..... - 30 -
4 油脂油料市场主要数据 ..... - 30 -

油脂油料：美豆宽幅震荡，国内油脂市场止跌回升

1 外部豆类市场分析

美国收割过七成，CBOT 粕强油弱持续强化

美国农业部公布的作物生长报告显示，截至 10 月 22 日当周，美国大豆收割率为 76%，低于市场预期的 77%，去年同期为 78%，五年均值为 67%。美豆收割已过七成，新豆集中上市形成的季节性供应压力趋强，CBOT 大豆市场承压调整。上年度阿根廷大豆严重减产导致该国大豆压榨量不足，无法满足国际市场的豆粕供应，国际买家纷纷转向美国，美国豆粕出口需求强劲，提振 CBOT 豆粕价格强势上涨。与此同时，美国豆油生物燃料需求减弱，投机基金增持买粕卖油套利头寸，CBOT 豆油市场遭遇抛压连创调整新低，粕强油弱格局呈愈演愈烈之势。

美豆出口强劲，缓解季节性供应压力

近期，美国农业部公布的美国大豆和豆粕出口销售数据保持回暖态势，为处于季节性供应压力下的美国大豆市场带来抗跌支撑。截至 2023 年 10 月 19 日当周，美国 2023/24 年度大豆净销售量为 1,378,200 吨，创下年度新高，比上周高出 1%，比四周均值高出 43%，主要买家包括中国、墨西哥和孟加拉等地。当周美国 2023/24 年度豆粕净销售量为 507,500 吨，主要买家包括菲律宾、危地马拉和哥伦比亚等国。

巴西降雨预报缓解旱情，南美大豆保持丰产预期

自美国农业部 5 月份给出首份评估以来，南美大豆一直保持增产预期。根据美国农业部 10 月供需报告，2023/2024 年度巴西大豆产量为 1.63 亿吨，同比增加 700 万吨，保持趋势型增产状态。阿根廷大豆产量预计为 4800 万吨，同比增加 2300 万吨，恢复到该国正常产量水平。农业咨询机构 AgRural 表示，截至 10 月 19 日，巴西大豆种植率达到 30.2%，种植速度低于上年同期的 34.4%，但高于五年均值水平的 27.1%。受此影响，近期巴西天气状况备受市场关注。从本周巴西形势看，潮湿和温暖的空气在巴西北部和中西部占主导地位，并在东北部上空推进并形成厚云，给当地带来中到大雨，而巴西南部地区将出现最强降雨，之前干旱的天气以及彻底缓解。

马来西亚棕榈油产量回升出口下降，库存压力依然较大

据南部半岛棕榈油压榨商协会（SPPOMA）发布的数据显示，2023 年 10 月 1-20 日马来西亚棕榈油产量环比增加 5.5%，马来西亚棕榈油协会（MPOA）发布的同期产量环比增幅为 4.14%。船运调查机构 ITS 和 Amspec Agri 公布的马来西亚 10 月 1-25 日棕榈油出口环比分别下降 3%和 1.08%，出口由此前时段统计的增长转为下降。马来西亚 9 月棕榈油产量为 183 万吨，出口量为 119.6 万吨。从目前产量环比增长而出口环比下降的情况看，10 月底棕榈油库存量仍将继续攀升。9 月底马来西亚棕榈油库存达到 231.3 万吨，预计 10 月底累库程度在 10 万吨左右。每年四季度马来西亚棕榈油产量通常会逐月下降，但在当前厄尔尼诺影响下，季节性减产规律同样具有不确定性。

2 国内豆类市场分析

国内油脂库存维持高位，油脂价格宽幅震荡

据中国粮油商务网公布的统计数据，截止 10 月 20 日当周，国内三大食用油库存总量为 238.73 万吨，周度增加 5.93 万吨，同比增加 54.92%。从分项数据看，豆油库存为 113.46 万吨，周度增加 0.82 万吨，同比增加 30.91%；菜油库存为 47.68 万吨，周度下降 0.70 万吨，同比增加

238.40%；食用棕榈油库存为 77.59 万吨，周度增加 5.81 万吨，同比增加 45.46%。随着近期国内大豆周度大豆压榨量恢复到 200 万吨之上，预计豆油库存仍将继续回升。11 月中旬之后国内将迎来进口美豆到港高峰期，叠加进口菜籽到港压力，国内油脂供给前景保持宽松。本周国内油脂市场先抑后扬探底回升，主要与一则关于国内棕榈油 11 月船期有 1-3 船出现洗船的传闻有关。同时也反映出油脂价格回落后，吸引部分低位买盘进场。

国产大豆集中上市，大型企业下调收购价格令市场跌势加剧

东北主产区大豆收割已近尾声，目前正是新豆集中供应阶段。中储粮陈豆拍卖连续零成交，市场看空情绪升温。豆价高开低走令农民惜售，中小企业和贸易商多停收观望，象屿集团在黑龙江省的多家企业连续下调新豆收购价格，目前 39.5%-40%蛋白的过筛大豆收购价格讷河为 2.47 元/斤，富锦为 2.37 元/斤，低蛋白大豆收购价格更低。国家农业农村部评估的 2023 年中国大豆产量为 2146 万吨，远高于常年国产大豆食用消费量。近期国产大豆与进口大豆价差再度拉大，过剩的国产大豆可能无法进入压榨环节，供大于求持续困扰国产大豆价格市场。

进口菜籽到港压力大，豆粕与菜粕价差偏大

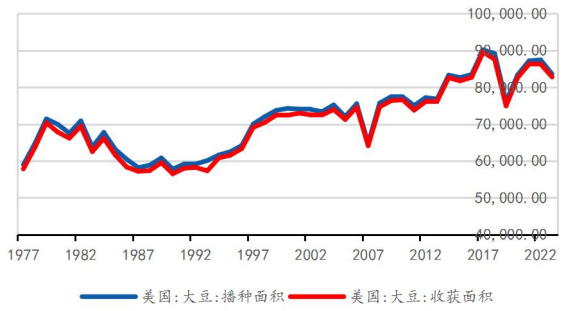
据海关数据显示，2023 年 9 月我国进口油菜籽 32.12 万吨，进口菜粕 17.76 万吨，进口量环比均明显减少，但同比均大幅增加，进口量依旧处于近几年同期较高水平。同时目前油菜籽压榨较好，国内买船较积极，据相关船期显示 10 月份菜籽到港量高达 40 万吨左右，供应整体充足，供应压力明显，对菜粕价格不利。与此同时，需求端水产旺季已过，水产市场继续萎缩，菜粕需求将继续下降，需求对菜粕价格支撑力度继续偏弱。10 月初以来，因国内菜粕价格快速下跌，豆菜粕价格差迅速扩大，本周虽有所修复，但仍处于偏大状态，来自菜粕市场的弱势表现也是拖累国内豆粕市场回暖的原因之一。

3 油脂油料市场展望

美国大豆收割近尾声，2023 年美豆产量同比下降已成定局，市场的关注点从美豆供应转向美豆出口和南美大豆种植。巴西大豆播种率达到三成，尚未进入天气影响关键时段，近期出现的降雨缓解了市场对巴西大豆产量前景的担忧。CBOT 豆油市场自 8 月 21 日开启跌势以来，累计最大跌幅已超过 20%，技术上已经处于熊市运行状态。中国虽然不直接进口美国豆油，但 CBOT 豆油市场对包括马来西亚棕榈油在内的全球植物油市场具有较强影响力，可间接影响到国内油脂运行。国内油脂虽然触底回升，但主要是消息面的刺激，基本面仍处于供强需弱状态，反弹持续性仍有待观察。CBOT 豆粕创下半年高点，在套利资金调仓和市场情绪上对国内粕类期货市场有较强引领作用，市场延续粕强油弱的概率依然较大。国产大豆遭遇需求困境，现货上行乏力令豆一期货价格重心全面下移，短期虽触底回升，但上行空间依然受限。

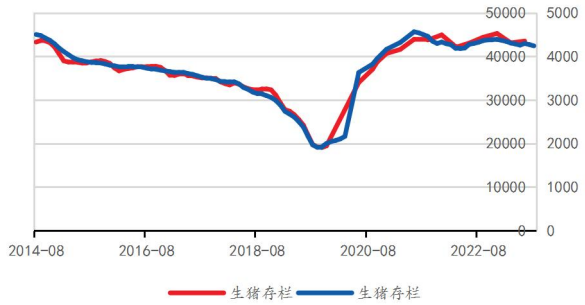
4 油脂油料市场主要数据

图表 46：美国大豆种植收获面积



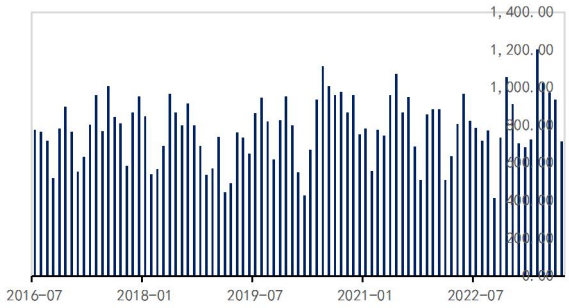
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 47：国内生猪存栏量



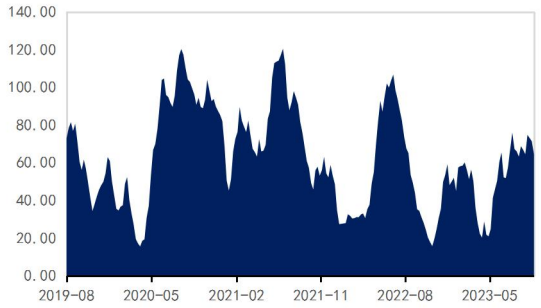
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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