中金财富期货策略周报（2023 年第 36 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：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。

股指期货：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。

铜：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。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，产量处于至高位，同时由于进口利润较好，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。全球库存高位回落，现货升水大幅反弹，国内供应短期略偏紧，传统行业旺季呈渐进式复苏节态势。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。

锌：巴以冲突升级，资金避险情绪较重，有色承压。锌精矿加工费不断下调，矿石供应逐步偏紧，即便是在 10 月精炼锌高产和进口的补充下，预计供应维持高位。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。基建、汽车和家电增速的对冲，国内需求还是保持了一定的韧性。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。

钢材：上周美联储议息会议继续按兵不动，维持基准利率在 5.25-5.5%区间，改善了市场对美联储进一步走鹰的预期，并加大押注美联储或结束加息周期，美元、美债随之回落，大宗商品价格大多回升。此外，国内情绪也受国债增发等政策刺激，炒作氛围浓厚。内外刺激之下，上周黑色系品种表现强势，其中以原料为最。尽管如此，我们认为钢市基本面未出现实质性好转，钢厂大多亏损，减产空间较大。由政策主导的乐观情绪持续性较差，叠加原料价格虚高，待情绪企稳后，钢价仍面临较大的下行压力。

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：美豆收割进度已近尾声，巴西和阿根廷降雨天气有利于大豆播种。CBOT 大豆市场在 1300 美分一线暂获支撑，粕强油弱格局十分明显，未来趋势型行情的演绎将更加依赖南美天气。巴西大豆通常在每年岁末年初进入生长关键期，在近半年的时间内，南美地区不出现极端天气的概率较小。由于目前市场对南美大豆产量评估普遍偏乐观，如遇减产天气，市场作出的利多反应可能更为强烈。国内豆粕市场因成本依赖与美豆走势基本同步，尤其是大豆压榨量下滑，豆粕库存震荡回落后，来自国内刚需对价格的支撑力在增强。菜粕库存压力下降，出现超跌补涨迹象，两者走势同步，有助于进一步拓展上行空间。油脂板块近期多空交织震荡剧烈，本周在印尼 DMO 政策刺激下重回反弹节奏，整体处于箱体震荡状态，市场密切关注下周 MPOB 和美国农业部报告提供的指引。受中储粮大豆收购价格低于预期影响，国产大豆市场反弹乏力，豆一期货维持弱势震荡，短期内缺少需求配合，上行阻力依然偏大。

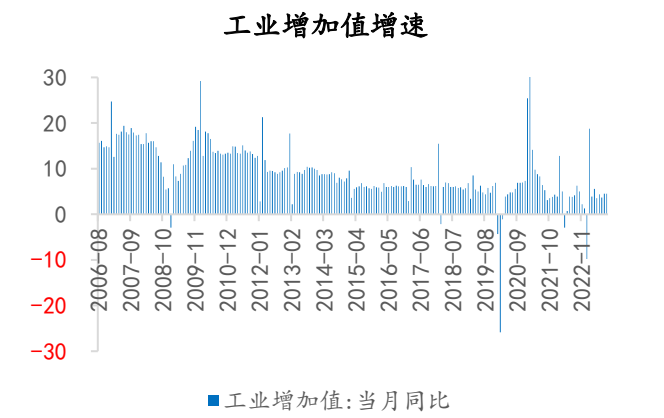
目录

周度策略：美联储政策转为“相机抉择”市场情绪继续恢复 ..... - 5 -
宏观经济、市场策略和股指期货市场分析 ..... - 7 -
1 一周重大宏观政策、事件和数据解读 ..... - 7 -
2 经济修复动能分化 ..... - 7 -
3 流动性将转为宽松 ..... - 8 -
4 宏观策略 ..... - 8 -
5 股指期货市场分析 ..... - 8 -
铜 ..... - 11 -
1 影响因素 ..... - 11 -
2 结论 ..... - 11 -
3 铜期货现货数据 ..... - 12 -
锌 ..... - 13 -
1 锌：影响因素 ..... - 13 -
2 总结 ..... - 13 -
3 锌期货现货数据 ..... - 14 -
钢材 ..... - 15 -
1 美联储再次暂停加息 ..... - 15 -
2 万亿国债增发，市场信息提振 ..... - 15 -
3 钢厂盈利未改善 ..... - 15 -
3 铁水产量见顶 ..... - 16 -
5 钢材期货现货数据 ..... - 16 -
原油 ..... - 19 -
1 地缘政治难以定价 ..... - 19 -
2 伊朗成为最大变量 ..... - 19 -
3 全球供应稳中有增 ..... - 19 -
4 需求季节下行承压 ..... - 19 -
5 看重事实回归理性 ..... - 20 -
6 多空制衡交易走廊 ..... - 20 -
7 原油期现数据 ..... - 20 -
天然橡胶 ..... - 23 -
1 上游减产利好消退 ..... - 23 -
2 现在不宜过早看空 ..... - 23 -
3 中游去库幅度放缓 ..... - 23 -
4 下游厂商刚需采购 ..... - 24 -
5 产业终端复苏尚可 ..... - 24 -
6 超跌修复逢高空配 ..... - 24 -
7 橡胶期现数据 ..... - 24 -

油脂油料：美豆止跌回升，国内豆类市场震荡反弹 ..... - 27 -
1 外部豆类市场分析 ..... - 27 -
2 国内豆类市场分析 ..... - 27 -
3 油脂油料市场展望 ..... - 28 -
4 油脂油料市场主要数据 ..... - 28 -

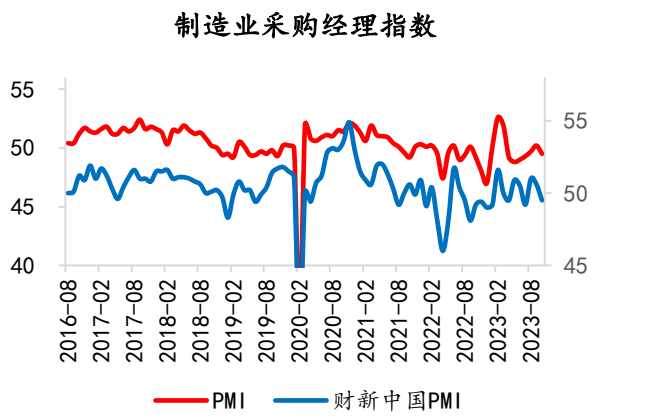
重要经济指标概况

图表 1：国内工业增加值增速



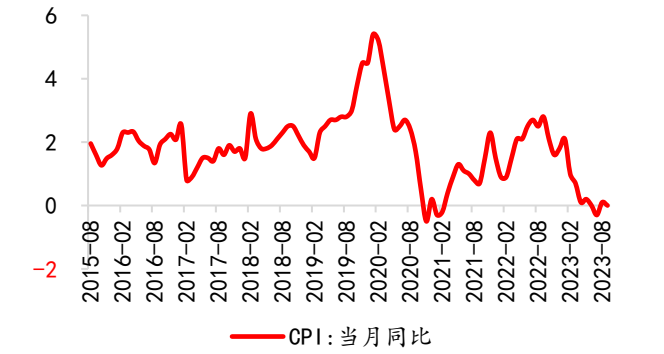
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 2：中国制造业采购经理指数



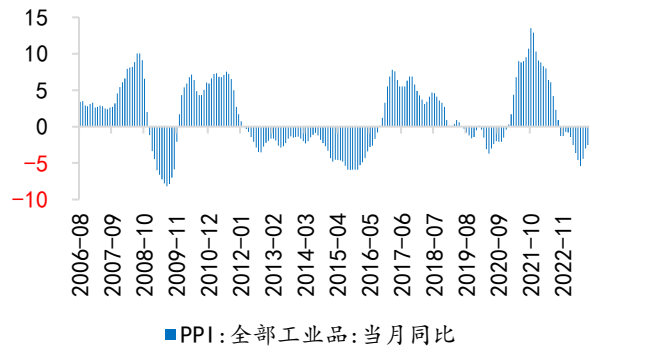
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 3：中国居民消费价格指数



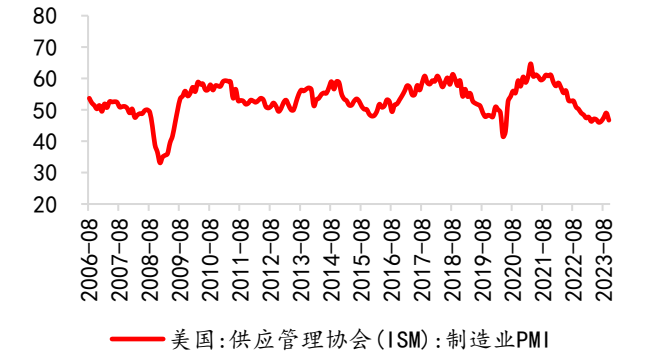
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 4：中国工业生产者出厂价格指数



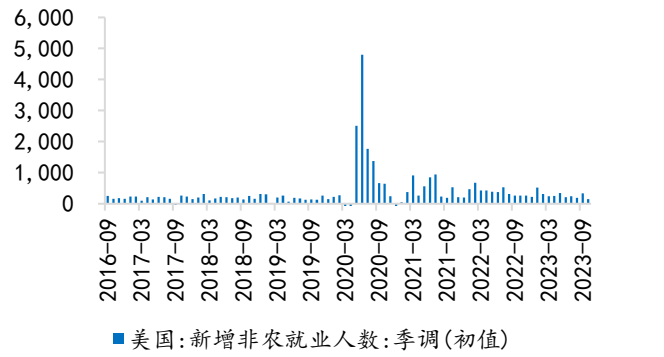
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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：美联储政策转为“相机抉择” 市场情绪继续恢复

上周工业品市场走出了明显的震荡上行态势，主要原因是宏观政策的偏暖带动。首先是 10 月下旬万亿增发国债激发了市场对稳增长加码的预期，本周美联储在议息会议上表达了明显的鸽派情绪，尤其是新增对金融环境收紧的担忧，引发市场情绪大幅好转，美债收益率明显回落，大类资产整体上行。

经济弱修复仍将持续

10 月 PMI 回落至荣枯线以下，显示经济复苏尚不稳固。PMI 回落的原因一是季节性因素以及假期因素带来的需求节奏错位，二是经济修复较缓，库存周期 U 型底。PMI 显示高技术产业对经济持续拉动，万亿新增国债落地，预计经济将延续温和修复趋势，经济 L 型底持续至 2024 年一季度之后。

10 月 PMI 回落至荣枯线以下的原因有二：一是 10 月存在季节性回落，以及假期因素带来的需求节奏错位，部分 9 月景气大幅提升的行业本月回踩；二是经济修复较缓、内生动力仍有不足，9、10 月平均 PMI 为 49.9%，仅小幅高于 8 月（49.7%）。

因此，剔除掉季节性因素，结合当前一系列稳增长政策，10 月的数据波动大概率不是经济新一轮收缩的开始，对于经济状况不需要悲观，还需继续观察后续政策落地和经济运行情况。经济基本面处于底部夯实阶段，无需悲观。

但是需要注意的是，PMI 与季节性之差收敛和 10 月 PMI 持续回升，意味着经济仍在温和复苏，但在地产政策效果尚需观察和新增专项债限额基本用尽的背景下短期难有显著回升，新增万亿国债大概率在 2024 年开始形成实物工作量。短期经济在前期政策下延续温和修复，当前政策增量效果以及未来可能的再通胀政策，大概率将在 2024 年上半年逐渐体现。

对于商品市场而言，尚无法从总需求的角度看到太大亮点，这一点务必需要注意。

美联储政策转向相机抉择

美国三季度经济增长显著超过趋势水平，且经济结构良好，呈现明显“滚动复苏”特征。

从当前的情况看，美国经济韧性有望延续，预计全年增长 2.5%左右。美国经济的韧性主要来自以下方面的原因：其一是财政刺激留有余温，政府支出不仅直接拉动增长，也拉动了私人消费与投资。其二是就业市场仍然紧俏，按目前趋势或仍需 7-8 个月才能大致恢复劳动力供需平衡；其三是不必担心超额储蓄耗尽，主因居民劳动报酬能够保证收入；第四是“再工业化”驱动投资、延缓去库存。

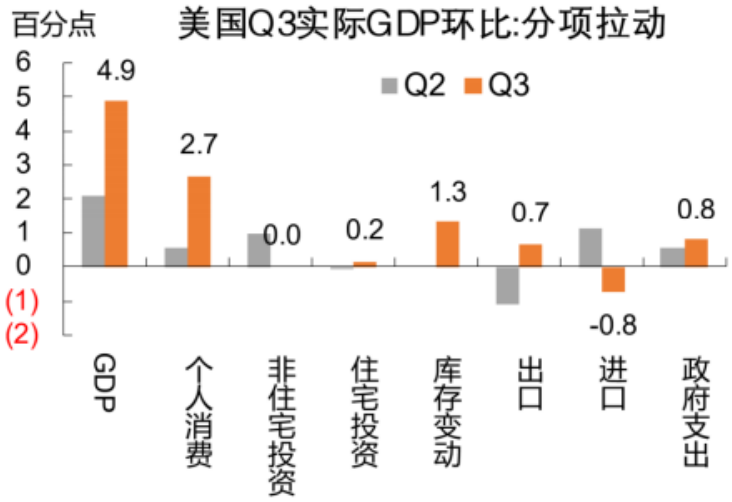
美联储当前的表态虽然仍为暂停加息，没有提到加息周期的结束与降息时点，我们本轮加息周期实际上已大概率结束。当前联储谨慎的表态主要还是考虑到预期管理的问题，防止市场过度提前交易。

加息路径上，我们维持年内联储将不再加息的判断。加息周期的尾声，加息终点的利率已不是市场关注的重点，而是高利率将持续多久。在联储关心的通胀方面，实际上按照环比 0.2%增长的中性假设下的推演，无论是整体通胀还是核心通胀，均会在 24 年 2 季度左右回归到 3%以下

的水平。所以在当前足够限制性水平的利率水平下，美联储转向安静的等待数据的回落。

因此，海外扰动也在美债利率见顶回落后将逐渐减小，外资流出压力边际减弱。后续在国内经济不断发出改善信号的情况下，外围因素对国内的压力减轻。

图表 7：美国 GDP 及拉动因素



资料来源：wind，中金财富期货

预计工业品仍将维持震荡行情

国内新增万亿国债，以及美联储鸽派的表态，接力提振市场情，工业品出现了明显的反弹。但是需要注意的是，正如我们对总需求的分析，当前尚不存在需求端的强驱动因素，因此对于工业品的反弹，需要注意部分品种可能正在出现卖保机会。

宏观经济、市场策略和股指期货市场分析

1 一周重大宏观政策、事件和数据解读

图表 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	11 月 3 日	中国央行、外汇局：因城施策指导城市政府精准实施差别化住房信贷政策	稳地产的政策频出	地产涉及到经济的稳定和风险防控，需要重点把握
	11 月 1 日	金融监管总局制定了《商业银行资本管理办法》	进一步完善商业银行资本监管规则，推动银行强化风险管理水平，提升服务实体经济质效。	又一项银行业基础监管制度迎来重要修订
数据	11 月 1 日	中国 10 月百城房价“分化”	新房价格环比涨幅扩大，二手房价格环比连跌 18 个月	新房价格环比涨幅扩大，二手房价格环比连跌 18 个月
	11 月 1 日	10 月官方制造业 PMI 回落至 49.5，非制造业 PMI 50.6	制造业 PMI 季节性回落	经济温和复苏的态势不会改变
事件	10 月 31 日	中央金融工作会议召开	本次会议的定调很高 “以加快建设金融强国为目标”，这在此前同规格的金融会议中从未出现过	制定了短期和长期发展目标

资料来源：中金财富期货研究所

2 经济修复动能分化

国内实体经济方面，国内经济温和修复，但结构有所分化。在需求端，消费、基建投资、制造业投资构成经济增长的主要拉动；而出口和房地产投资仍呈拖累。

前瞻地看，由于前三季度实际 GDP 累计同比增长 5.2%，四季度 GDP 增速有望在低基数下进一步上行，全年 GDP 增速大概率将超额完成“5%左右”的预期目标，基准情形下达到 5.2%。

金融形势方面，融资需求端，9 月政府债发行继续提速，1 万亿新增国债及特殊再融资债将推动年内社融存量增速稳步回升，受房贷政策放松支撑，居民贷款逐月改善，但由于工业生产增速低于实际 GDP，企业贷款修复缓慢；货币供给端，企业存款同比少增叠加资金继续回流国库，拖累 M2 同比增速下降 0.3pct 至 10.3%。

财政形势方面，9 月财政收入修复加快，但整体增长承压，叠加债务负担加重，制约支出扩张速度；赤字多增增加可用财力，收支压力仍然较大。四季度财政支出有望提速。一是 10 月特殊再融资债密集发行，将缓解地方政府还本付及财政收支压力。二是中央财政将在四季度增发 2023 年国债 1 万亿元。这一方面将有力补充地方政府财力、优化央地债务结构，另一方面将带动需求回暖，提振信心。

宏观政策方面，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。

3 流动性将转为宽松

11 月，资金面可能存在 5000 亿左右的流动性缺口，整体处于“紧平衡”状态。为平衡政府债发行带来的资金回笼压力，央行可能加大长期资金投放力度。在现有的政策工具箱中，降准、MLF、TMLF、PSL 与 SPV 均可提供长期资金供给，实际投放情况，取决于政府债的发行节奏与集中力度。下面，本文对资金面进行拆解：

首先，财政因素预计净回笼流动性约 1000~4000 亿元。未来两月，政府债融资将进入高峰。国债方面，总计有 1.5 万亿待发行，其中特别国债 1 万亿，剩余国债 5000 亿。根据财政部表态，下月将优先发行特别国债,剩余的 5000 国债可能延后,预计国债净融资规模约在 7000 亿左右。地方债关键是看特殊再融资债的发行情况。截至 29 日，全国共发行特殊再融资债 1.04 万亿。根据不同规模的再融资债发行额度计算，地方债净融资 3000 亿~6000 亿，政府债合计净融资规模约 1.1~1.4 万亿，扣除财政净支出等因素后，政府存款预计净回笼 1000~4000 亿。

其次，央行将加大长端资金投放力度。有 8500 亿的 MLF 到期，规模虽不及上年同期，但也录得全年峰值。在 21 日召开的第十四届全国人民代表大会常务委员会第六次会议上，潘行长谈及对下一步工作的考虑时淡去了“加大已出台货币政策实施力度，保持流动性合理充裕”的前期表述，而市场期待的降准亦迟迟未能落地，这给市场带来了一丝担忧。但从历史经验来看，11 月央行流动性调控常以净投放为主,而淡去“加大已出台货币政策实施力度”的另一重含义，可能是新的工具将接替发力。结合十月央行投放表现，本文认为：当前稳中偏松的倾向尚未改变，关键是投放节奏与投放力度能否与财政相协调，为平衡政府发债给资金面带来的压力，央行将增加长端资金投放。

4 宏观策略

国内新增万亿国债，以及美联储鸽派的表态，接力提振市场情，工业品出现了明显的反弹。但是需要注意的是，正如我们对总需求的分析，当前尚不存在需求端的强驱动因素，因此对于工业品的反弹，需要注意部分品种可能正在出现卖保机会。

5 股指期货市场分析

指数延续反弹

上周两市继续反弹，上周沪深 300 周+0.61%，上证 50 周+0.91%，中证 500 周+0.33%，中证 1000 周+0.95%，市场情绪有所回升。

北上资金继续呈现流入态势,北向资金本周合计净买入 5.56 亿元。周净买入额创近 12 周新高。北上资金一周累计成交 5815.19 亿元，成交净买入 5.56 亿元，其中，深股通合计净卖出 3.11 亿元，沪股通合计净买入 8.67 亿元。

A 股市场面临的环境进一步改善。

宏观方面，出口端，外需对出口的拖累有望缓解，叠加基数的进一步走低，出口有望继续改善。

投资端，地产端持续探底而制造业呈现改善，显示投资端新旧动能的转换，这一趋势或将延续；与此同时，基建投资有望在万亿国债支撑下延续相对景气。消费端，居民消费正处于逐步恢复过程中，但“地产链”相关消费仍待改善。此外，10 月 PMI 指数在假期因素扰动下有所反复，后续伴随假期因素的消退，以及万亿国债的发行，经济有望延续复苏态势。

流动性方面，海外 10 月暂停加息，符合市场预期。近期美债收益率上升推动金融环境收紧，降低联储加息必要性。尽管鲍威尔表示未来仍可能进一步收紧货币政策，但市场预期 12 月大概率将继续暂停加息。而降息周期的开启预计仍需等待至明年年中。综合而言，市场预计美联储加息周期已经结束。国内方面，10 月货币市场资金利率出现快速上行，主要源自政府债的发行。考虑到后续万亿国债的落地，以及巩固经济恢复基础的诉求，年内降准或加大长期资金投放力度仍旧可期。

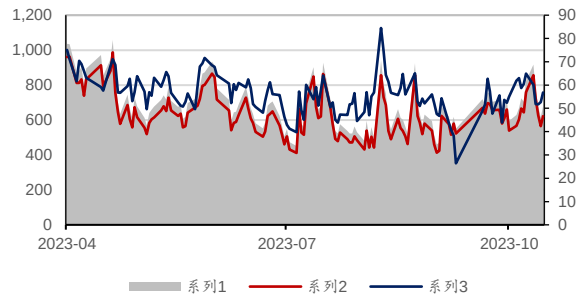
从 A 股的流动性来看，北上资金流出的态势得到遏制，汇金的增持彰显了管理层活跃资本市场的决心，融资资金也已现恢复，险资迎来重要的制度变革，这些变化对股市流动性的影响较为积极。此外，一级市场发行节奏和二级市场减持节奏也有所放缓，这为一二级市场的平衡提供了可能。总体来看，A 股流动性改善的条件已经具备。

指数大跌将创造中线买入机会

对于 A 股指数而言，基本面处在底部回升过程中，尽管 10 月数据或因十一长假而存在反复，但总体复苏态势已经形成。在四季度经济增速无忧的背景下，管理层还推出了万亿特别国债以呵护未来经济恢复的持续性，令基本面的中期预期得到保障。受益于基本面的改善，A 股在业绩端单季度不仅出现回升，并且已经转正，这为 A 股市场提供了坚实的基本面基础。在估值层面，目前估值水平处在低位，市场总体下行风险有限。伴随“活跃资本市场”政策的持续推动，以及汇金增持等呵护行为的到来，A 股的流动性预期正发生变化，这将有利于估值的回升过程。业绩和估值的助力，A 股市场正面临底部向上的机会。

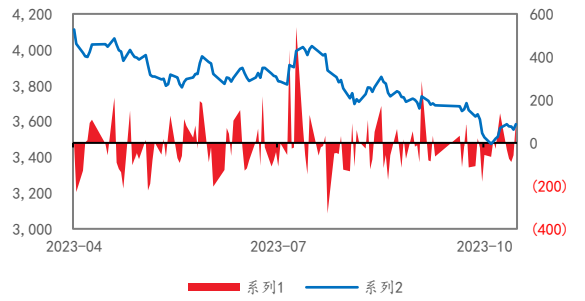
考虑到目前市场上不具备 V 型反弹的机会，因此构筑复杂底部的概率较大，如果指数在目前位置再度出现大幅回落，建议关注中线买入机会。

图表 9：融资融券数据图



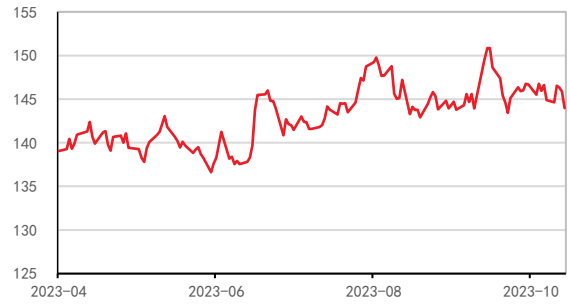
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 10：合约持仓和市场表现



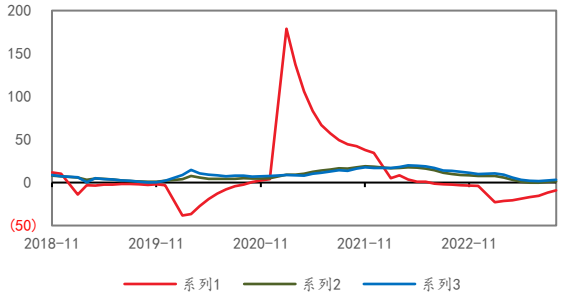
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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

9 月有 5 家冶炼厂有检修计划，但实际影响量并不大，预计 9 月国内电解钢产量为 98.61 万吨，环比微降 D.29 万吨降幅为 0.29%，同比上升 8.5%。1-9 月累计产量预计为 846.02 万吨，同比增加 11.15%，增加 84.89 万吨。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。

据海关总署，中国 2023 年 8 月进口铜废碎料进口 15.61 万吨，同比增 0.93%，环比增 4.63%;1-8 月累计进口 127.8 万吨，同比增 7.3%。

需求复苏担忧上升

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。

9 月国内汽车产销分别完成 285 万辆和 285.8 万辆，环比均增长 10.7%，同比分别增长 6.6%和 9.5%；1-9 月产销分别完成 2107.5 万辆和 2106.9 万辆，同比分 别增长 7.3%和 8.2%。

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。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，产量处于至高位，同时由于进口利润较好，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。全球库存高位回落，现货升水大幅反弹，国内供应短期略偏紧，传统行业旺季呈渐进式复苏节态势。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。

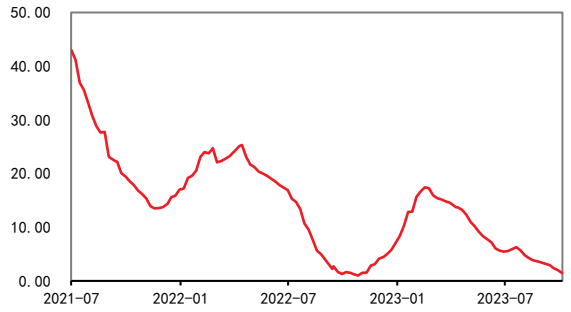
3 铜期货现货数据

图表 13：长江有色铜价



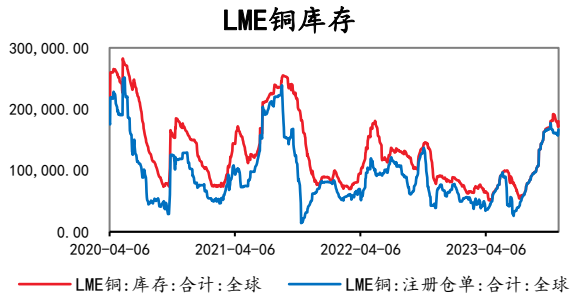
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 14：上海保税区铜库存



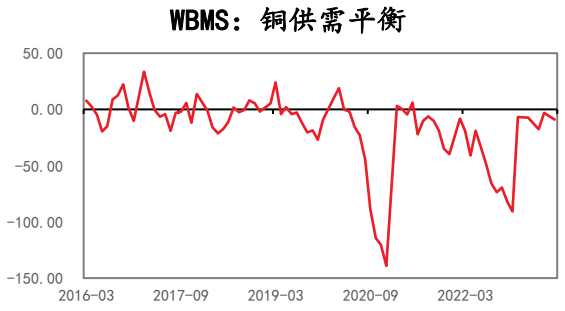
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 15：LME 铜库存



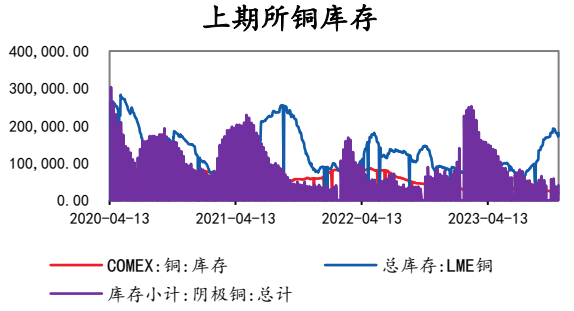
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 16：WBMS 供需平衡



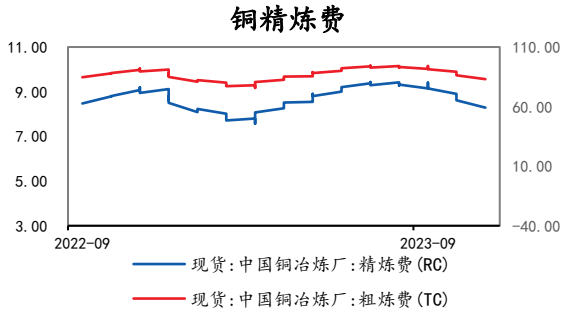
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 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。

跟据最新海关数据显示，9 月进口锌精矿为 43.2 万（实物吨），环比 0.92%，同比增加 10.61%，累计 2023 年锌精矿进口量为 353.2 万吨（实物吨），累计同比增加 22.78%。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

消费上国内经济数据表现较有韧性，而作为锌主要消费领域的地产除了竣工数据尚可外，其他数据表现依然较弱，基建数据亦无较大的边际增量，汽车、家电数据表现尚可，整体消费表现弱复苏，进而拖累镀锌开工。

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。

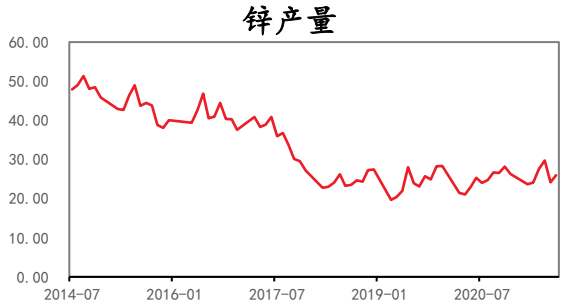
2 总结

巴以冲突升级，资金避险情绪较重，有色承压。锌精矿加工费不断下调，矿石供应逐步偏紧，

即便是在 10 月精炼锌高产和进口的补充下，预计供应维持高位。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。基建、汽车和家电增速的对冲，国内需求还是保持了一定的韧性。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。

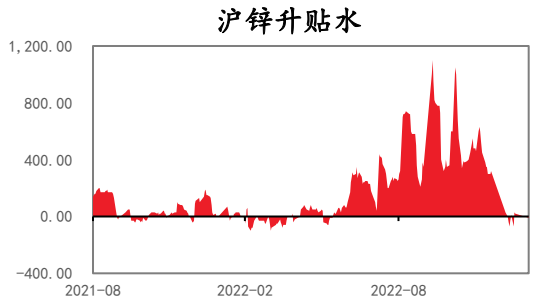
3 锌期货现货数据

图表 19：锌产量



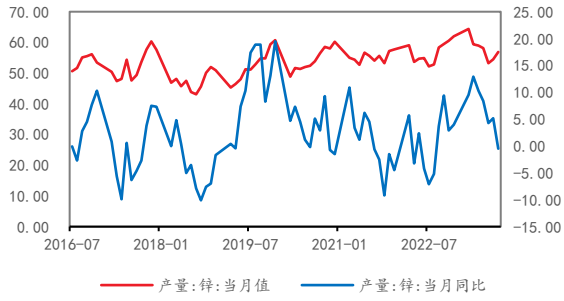
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 20：锌升贴水



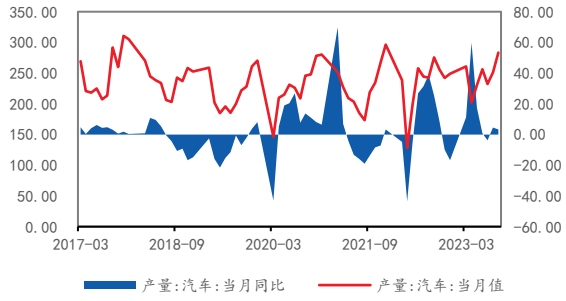
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 美联储再次暂停加息

上周三/四美联储召开了 11 月议息会议，维持联邦基金目标利率 5.25-5.5%不变，符合市场预期，并继续按照此前的计划实施缩表。

会议声明中，新增了“金融状况收紧”的表述并将其置于“信贷条件收紧”之前，反映出对近期长端美债收益率大幅上行的关注；对三季度经济表现的描述有所强化；同时仍保留了“额外紧缩幅度”这一措辞，反映出对进一步加息仍持开放态度。

会议发布会后，美股大幅上涨，美债收益率下行，市场对未来加息预期产生了巨大变化。根据芝商所 FedWatch 工具显示，12 月加息的概率由 1 一个月前的 30%下降到 5%，首次降息时间点也从明年 6 月提前到了明年 7 月，明年全年降息幅度的预期从 75bp 升至 100bp。

尽管市场预期向好，但目前尚不能认定加息周期就结束了。本次会议声明中提高了对经济的评估，主要也是因为吸取前两年供给意外的教训，不敢太早轻易松手，因此对于通胀目标也毫不松口。美联储认为美债利率上行，金融状况收紧可以代替加息，换句话说如果美债利率下行太快，则加息又有再度提起的必要。

2 万亿国债增发，市场信息提振

10 月 24 日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。国债增发虽对基本面影响有限，但对情绪却有较大的提振，改善了市场对明年财政政策力度的预期。

3 钢厂盈利未改善

根据钢联最新调研数据显示，上周 247 家钢铁企业盈利率维持在 16%附近。

目前成材与原料处于冰火两重天，铁矿为首的原料价格屡创新高，但成材却处于年度相对低值。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力度较小，短期高铁水产量对原料价格有较强支撑，加上海内外宏观利好，钢厂利润短期看不到改善的迹象。

尽管如此，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的概率都在上升，铁水产量下行是趋势，原料炒作的土壤将逐渐消失，减产-原料跌的负反馈有望加强。

3 铁水产量见顶

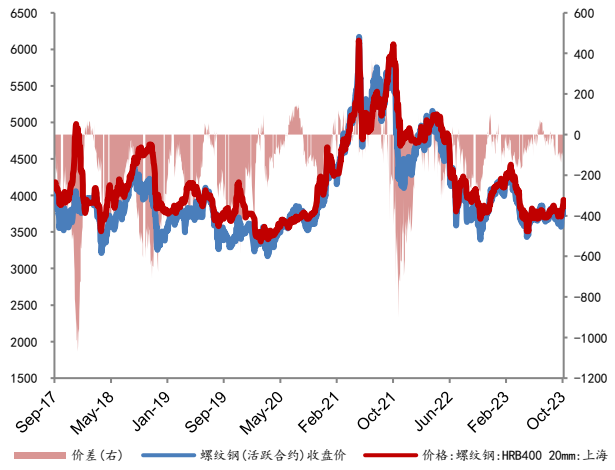
上周，全国高炉产能利用率环比回落，钢材产量小幅增加，国内 247 家钢厂高炉产能利用率为 90.2%，环比-0.5pct，同比+3.9pct，91 家电弧炉产能利用率为 55.2%，环比-0.3pct，同比持平，五大品种钢材周产量为 910.6 万吨，环比+0.5%，同比-5.0%；长流程产出小幅回落，本周日均铁水产量降 1.3 万吨至 241.4 万吨，钢材产量略增，后期钢厂检修增多或导致供给小幅下行；库存方面，本周五大品种钢材周社会库存为 987.7 万吨，环比-3.7%，同比+3.1%，钢厂库存为 433.9 万吨，环比-3.9%，同比-6.0%；钢材总库存环比回落 3.8%，较上周降幅收窄 0.2pct；五大品种钢材周表观消费为 966.2 万吨，环比-0.1%，同比-5.4%，其中螺纹钢周表观消费 297.9 万吨，环比+0.6%，同比-10.3%。

4 小结

上周美联储议息会议继续按兵不动，维持基准利率在 5.25-5.5%区间，改善了市场对美联储进一步走鹰的预期，并加大押注美联储或结束加息周期，美元、美债随之回落，大宗商品价格大多回升。此外，国内情绪也受国债增发等政策刺激，炒作氛围浓厚。内外刺激之下，上周黑色系品种表现强势，其中以原料为最。尽管如此，我们认为钢市基本面未出现实质性好转，钢厂大多亏损，减产空间较大。由政策主导的乐观情绪持续性较差，叠加原料价格虚高，待情绪企稳后，钢价仍面临较大的下行压力。

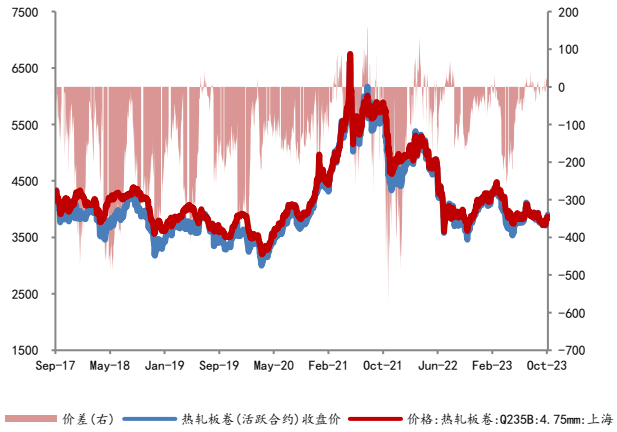
5 钢材期货现货数据

图表 23：螺纹期现价差



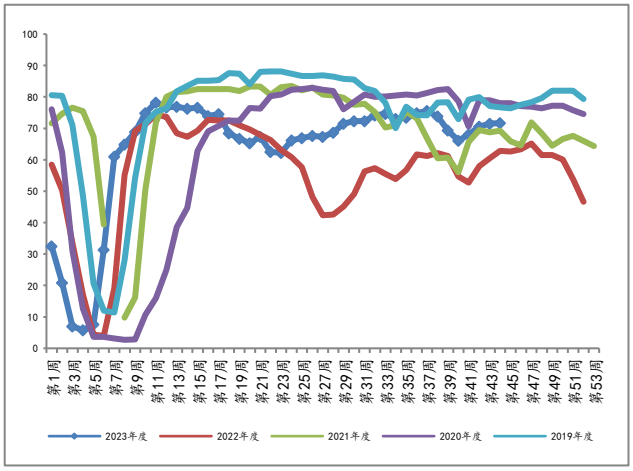
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 24：热卷期现价差



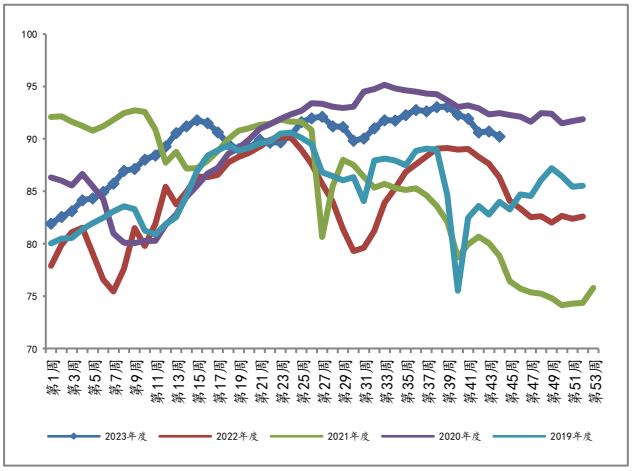
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 25：85 家独立电弧炉钢厂：开工率：中国（周）



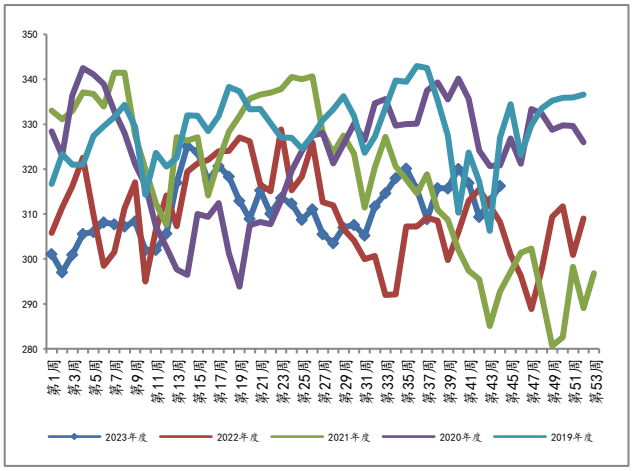
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 26：247 家钢铁企业：高炉产能利用率：中国（周）



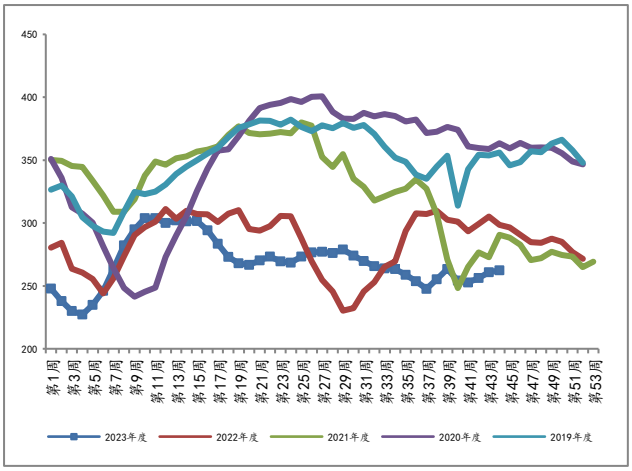
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 27：螺纹钢：建筑钢材钢铁企业：实际产量（周）



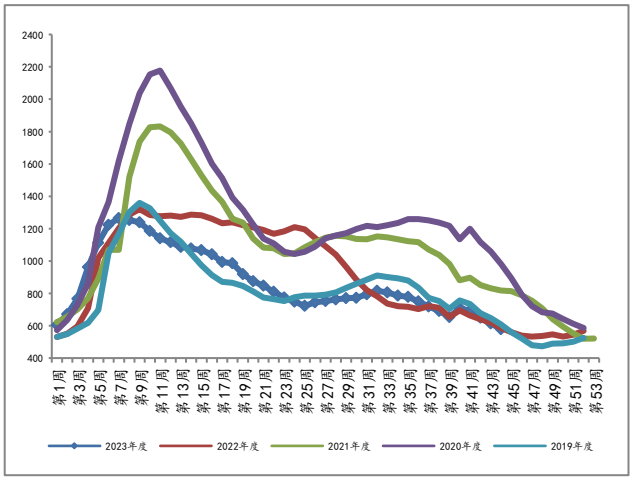
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 28：热轧板卷：钢铁企业：实际产量：（周）



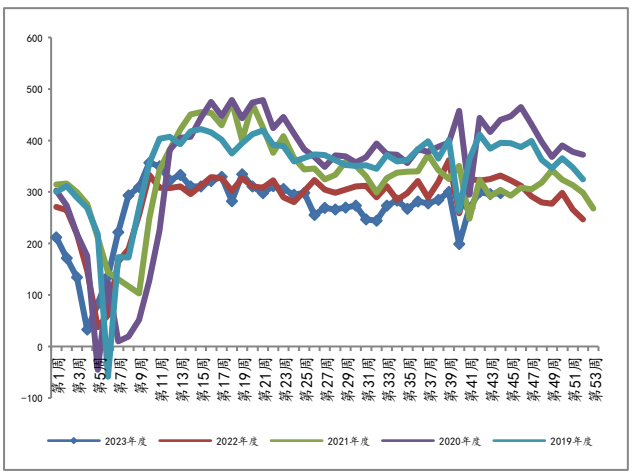
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 29：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 30：螺纹钢：消费量（周）



资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

原油

1 地缘政治难以定价

从国际油价走势的反馈来看，市场正在反复推敲地缘风险适当的溢价，投资者继续对中东局势发展保持敏感。

由于加沙地带的网络通讯已经中断，外界无法获取有关巴以冲突的即时信息，据信以色列已经分割包围了加沙北部，正在进行试探性的地面推进。单纯站在原油基本面的现实角度，全球原油供应并没有因此受到损失，也没有迹象表明沙特等国的油田和出口终端面临威胁，令多头炒作情绪暂时退潮。但毫无疑问的是，全球原油现货市场仍然相当紧张，低位库存水平下对供应中断几乎没有什么容错性。

因此，在这种形势下看空原油是不明智的，现在确实很难赋予适当的风险溢价，整个市场都在等待更多关于事态进展的消息。

2 伊朗成为最大变量

我们一再强调，油价面临的最大上行风险来自伊朗，市场担心地缘冲突扩散，最终可能波及到伊朗原油供应。近年来，伊朗原油产量和出口量迅速回升，目前约占 OPEC 原油总产量的 10%，边际变量上的影响力仅次于沙特。部分华尔街机构认为，假设伊朗下场导致该国原油出口下降 50 万桶/日，可能会使得 Brent 原油价格飙升至 100-110 美元。现在看来，最大的不确定性是伊朗是否参与或参与到何种程度，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。

3 全球供应稳中有增

中东地缘政治面临不确定性，令油价短期内波动加剧，但实际上四季度全球原油流通市场供应整体是环比增加的。

据第三方调查，10 月 OPEC 原油产量平均为 2790 万桶/日，环比 9 月增加 18 万桶/日，连续第三个月增长。尽管沙特带头自愿额外减产，但尼日利亚等非洲产油国产量增幅较明显，伊朗设法规避美国制裁恢复出口，因此减产难抵 OPEC 产量整体的稳步增长。

EIA 高频数据显示，美国页岩油产量回落，但全口径产量延续上升。8 月美国原油产量升至 1305 万桶/日，超过 2019 年 11 月 1300 万桶/日的前高，刷新月度历史记录，随后在 10 月初又创下 1320 万桶/日的周度记录新高。美国页岩油未来长期缺乏增产动力，但至少近年存量供应将十分充沛。

此前，外界普遍担忧巴以冲突可能造成原油供应中断风险，然而 OPEC 和美国原油产量均录得上升，对现货市场偏紧起到一定缓解，原油供应担忧情绪暂时退潮，但仍无法完全排除中东战争扩大的不确定性，因而不鼓励看空油价走势。

4 需求季节下行承压

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 最新数据显示，截至上周美国原油库存增加 77.3 万桶，造成累库的原因一是秋季检修维持高水平，二是当期美国原油净进口量增长。俄克拉荷马州库欣地区库存增加 27.2 万桶，由于炼厂利润回落迫使其将部分库存转入交割库，从而令交割库存不足的问题得到缓解。成品油方面，同样因为秋检和需求季节性滑坡，美国成品油特别是汽油库存正在进入季节性累库阶段。另外，美国战略石油储备继续保持低位，当前美国能源部回补 SPR 的意愿不强。鉴于经济先行指标不佳和长期需求预期减弱，人们越来越担心明年原油供需或将出现过剩，但至少现在原油流通市场仍然吃紧。

5 看重事实回归理性

回顾 2018 年伊核协议危机和 2022 年俄乌战争爆发之初，国际原油市场均走出不同程度的过山车行情。交易者经历了太多地缘政治炒作的落空，对其产生了“雷声大雨点小”的认知，狼来了效应令市场已经脱敏，不再相信多头鼓吹的想象空间，而是学会谨慎地根据实际影响来不断修正估值。

但毫无疑问的是，全球原油现货市场仍然相当紧张，低位库存水平下对供应中断几乎没有什么容错性。当前 Brent 基准 85-90 美元的定价显然是基于局面可控的假设，但倘若中东不幸爆发大规模战争，市场也不会对此置若罔闻，“你无法忽视房间里的一头大象”，原油价格仍面临较大的上行风险。

负责任地讲，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。

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。

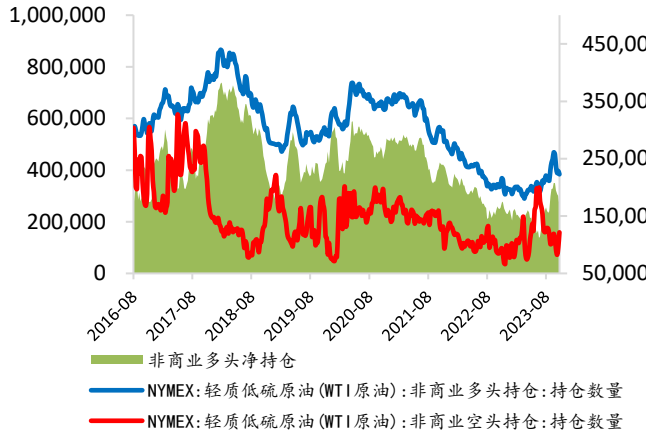
7 原油期现数据

图表 31：国际原油期货价格



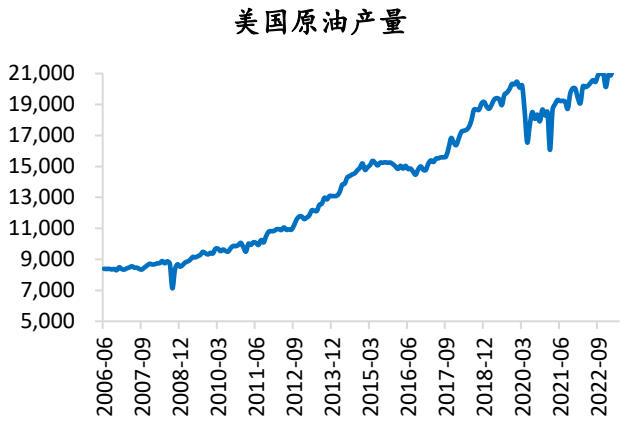
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 32：CFTC 原油期货持仓



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 33：美国原油产量



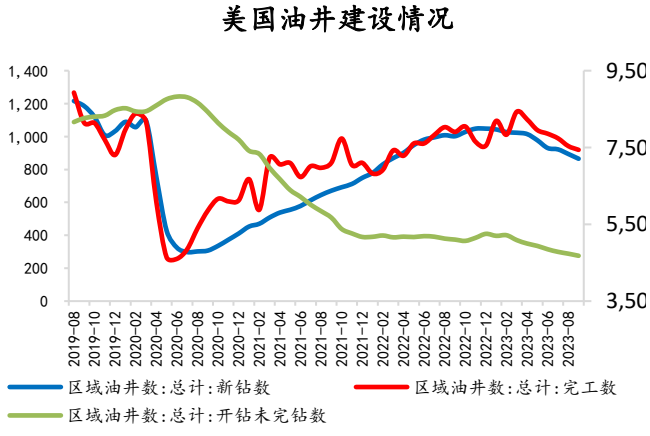
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 34：沙特原油产量



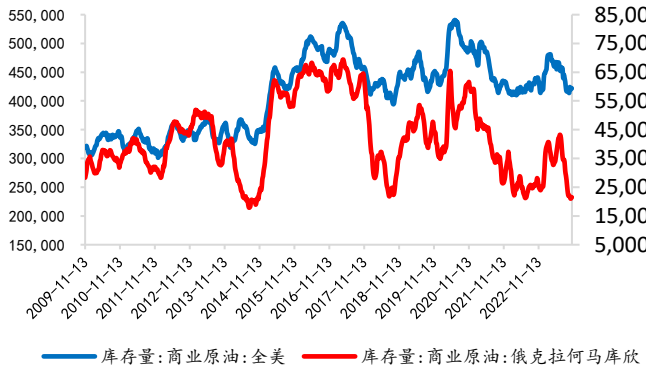
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 35：美国油井建设情况



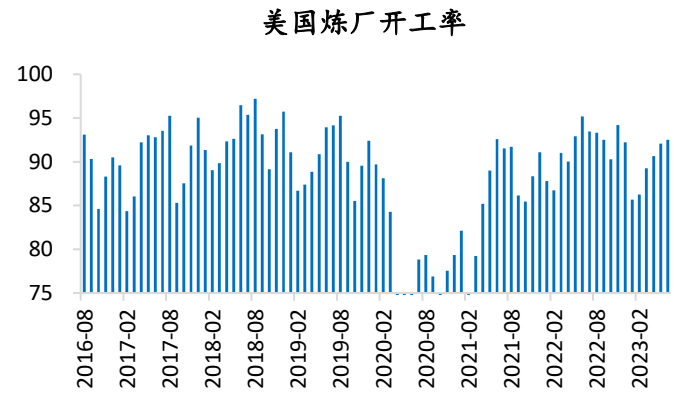
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 36：EIA 原油库存



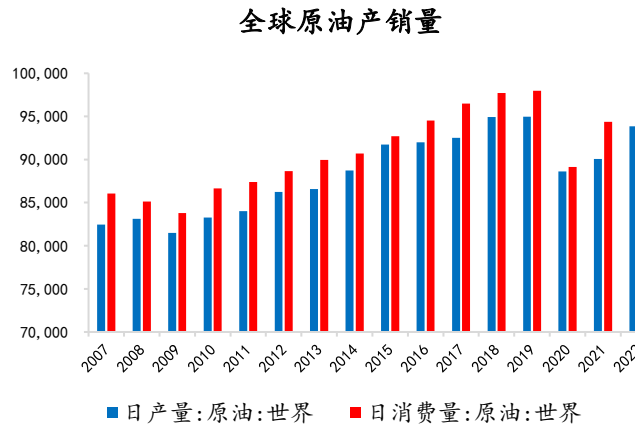
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 37：美国炼厂开工率



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 38：世界原油供需平衡



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

天然橡胶

1 上游减产利好消退

天然橡胶上游供应端利好逐渐消化，下游需求端相对稳定，价格冲高后大幅回落。

国内外产区降雨偏多的问题开始缓解，尤其是国内云南版纳地区物候适宜割胶，多头的自然因素将随时间推移而减少。泰国南部主产区短期内由于雨水暂未放量，原料价格依旧维持高位，美金船货价格小幅下调，出口利润进一步压缩。青岛主港陆续有船货到港，但到港交货居多，现货端供应压力暂时不大。值得注意的是，非洲新兴产胶国科特迪瓦受自然因素干扰较小，预计 2023 年该国天然橡胶产量将达到创纪录的 150 万吨，部分抵消了主产国减产的影响。尽管成本及供应端对橡胶价格仍具有支撑，但高价面临比较大的压力，贸易商及工厂实盘成交情况并不乐观。

本次沪胶行情波动剧烈也有资金面博弈的缘故，整体来看，近期橡胶基本面利好因子有所减弱，原料端仍存在挺价支撑，胶价依托成本区间震荡为主。

2 现在不宜过早看空

随着天气扰动减弱和割胶旺季临近，天然橡胶前期利多因素逐渐消化。近期，前期天气不佳的泰国产区明显转好，原料端对现货的支撑略有松动。具体来看，泰国东北部降雨减少，南部主产区依旧偏多，杯胶价格出现下滑，而胶水价格保持坚挺，仍有工厂囤积胶水的现象。

尽管自然因素导致的减产开始消退，雨季过后海内外原料产出大概率放量，但四季度我们不建议过度看空橡胶行情。由于沪胶期货合约设计问题，这段时期表现通常偏强势，到年底前后依托成本线易涨难跌。退一步即使后期产区天气理想，前期减产损失量也无法弥补，旺季预期全面兑现也要到明年 1 月，加上一个月左右的船期，国内现货市场将在 2 月之后感受到压力，至少目前青岛地区库存去化趋势难以逆转。

根据以往经验，临近年底市场会更倾向于交易宏观预期，天然橡胶回调后或将转入震荡整理态势。

3 中游去库幅度放缓

中游环节方面，国内天然橡胶社会库存虽延续降库趋势，但去库幅度偏缓。统计数据显示，截至 10 月底，青岛地区天然橡胶保税和一般贸易合计库存为 74.32 万吨，环比上期减少 0.79 万吨或 1.06%；其中，保税区库存环比增加 2.67%至 11.57 万吨，一般贸易库存环比减少 1.71%至 62.76 万吨。从出入库情况来看，青岛天然橡胶样本保税仓库入库率减少 1.59 个百分点，出库率减少 2.07 个百分点；一般贸易仓库入库率增加 0.64 个百分点，出库率增加 0.81 个百分点。

造成现货端去库放缓的原因是，下游厂商对原材料涨价产生抵触情绪，库存充裕的情况下采买积极性不高。国内轮胎企业产能利用率大稳小动，半钢胎企业排产多平稳运行，以填补缺货产品库存。全钢胎销售压力逐步增大，成品库存进一步提升，部分中小企业有自主控产行为，对轮胎整体产能利用率形成一定拖累。

4 下游厂商刚需采购

天然橡胶期货走势大幅回调，市场做多情绪依旧不佳，主要原因是中下游去库存节奏不理想。

需求端来看，轮胎企业开工率维持相对高位，其中半钢胎明显好于全钢胎，旺季轮胎替换及配套需求有所改善。国家统计局数据显示，2023 年 9 月中国橡胶轮胎外胎产量为 8702.8 条，同比增长 15.2%；前三季度国内橡胶轮胎外胎产量为 73136.2 万条，同比增长 14.3%。不过，根据我们对行业的了解，金九银十过后橡胶轮胎产业链需求传导或将放缓，厂商前期原料补库较为充足，多以消耗库存为主。出口市场亦有回落，订单数量尚且居多。采购成本的上升导致工厂短期拿货意愿有所降低，下游刚需提货的情况下，青岛地区天然橡胶总库存仍在持续去化，但出货节奏有所放缓。目前橡胶现货市场表现不景气，高价货源实盘成交清淡。

5 产业终端复苏尚可

产业链终端对于橡胶走势有一定提振，乘用车和重卡销量好于预期，金九银十橡胶现货市场成交积极性改善。

据中国汽车工业协会月度信息发布会，今年三季度全国汽车市场产销情况整体表现好于预期。中汽协数据显示，2023 年 9 月，中国汽车产销量分别达到 285 万辆和 285.8 万辆，同比分别增长 6.6%和 9.5%，环比均增长 10.7%，产销量创历史同期新高。前三季度，中国汽车累计产销量分别达 2107.5 万辆和 2106.9 万辆，比去年同期分别增长 7.3%和 8.2%。细分市场来看，9 月乘用车产销分别为 249.6 万辆和 248.7 万辆，总体保持良好发展势头；商用车产销呈企稳增长态势，尤其是卡客车环比出现两位数增长；新能源汽车销售继续保持较快增长，市场占有率达到 31.6%。

随着各项稳增长、促消费举措持续落地，政策面利好效应不断累积，今年国内汽车市场表现出“淡季不淡、旺季更旺”的特征，金九银十热度或将延续，全年料将实现恢复性增长，令天然橡胶终端需求摆脱一蹶不振的状态，重新获得了稳健有力的支撑。

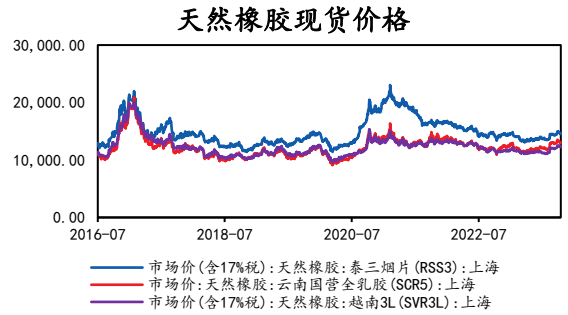
6 超跌修复逢高空配

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



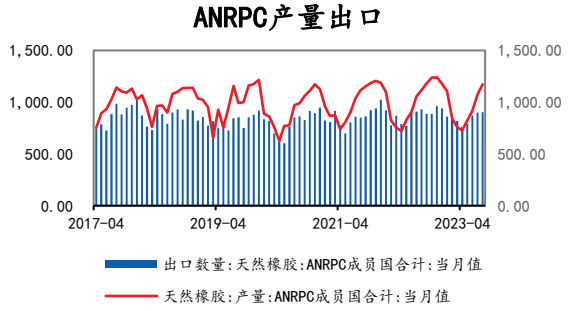
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 39：合成橡胶价格



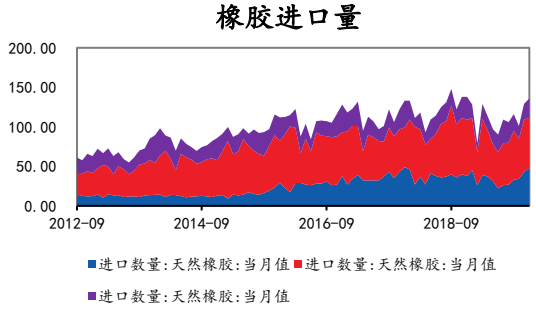
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 40：ANRPC 产量出口



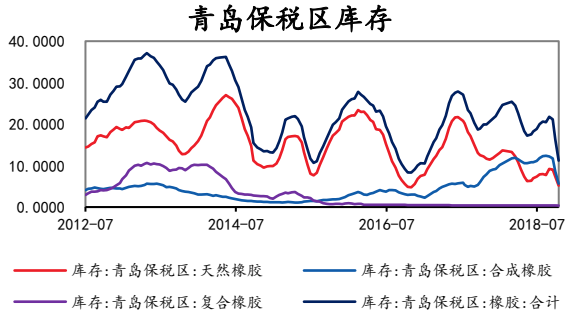
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 41：橡胶进口量



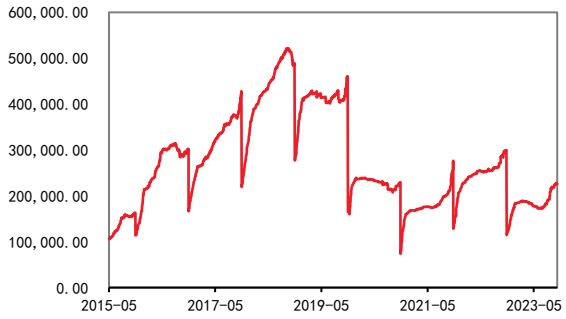
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 42：青岛保税区库存



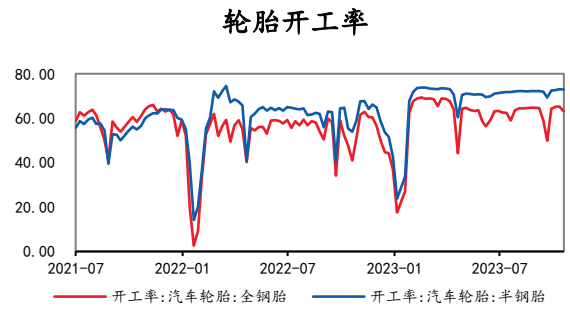
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 43：上期所注册仓单



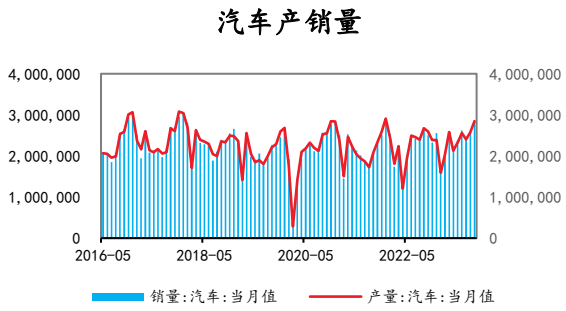
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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：美豆止跌回升，国内豆类市场震荡反弹

1 外部豆类市场分析

美豆收割过八成，美豆价格受到 1300 美分关口支撑

美国农业部公布的周度作物生长报告显示，截至 10 月 29 日当周，美国大豆收割率为 85%，符合市场预期，去年同期为 87%，五年均值为 78%。预计未来两周美豆将完成收割工作。2023 年美豆产量基本确定，市场对美豆供给的关注度下降，美豆需求和南美大豆生产逐渐成为市场交易的重点。近日有消息显示，中国大宗商品进口商代表团在美国签署了价值数十亿美元的美国农产品采购协议，其中大豆仍是重头戏。时隔六年，中美两国再次签署类似协议，来自中国的需求无疑为处于集中上市阶段的美豆带来抗跌支撑。与此同时，南美大豆种植条件改善，继续保持丰产预期，远期供给压力犹存。本周 CBOT 大豆市场在 1300 美分/蒲式耳附近获得支撑，逐渐企稳回升，粕强油弱分化特征十分突出。

南美降雨缓解旱情，丰产预期依然较强

随着阿根廷进入大豆播种窗口期，新季南美大豆生产全面展开。巴西近日旱情因降雨而出现缓解，农业咨询机构 AgRural 表示，截至 10 月 26 日，巴西大豆种植率达到 40%，去年同期为 46%，高于五年均值水平。罗萨里奥谷物交易所表示，阿根廷农业中心地带上周迎来急需的降雨，未来几天将有更多降水，有利于阿根廷从干旱中恢复。随着天气条件改善，阿根廷大豆播种将大范围展开。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。目前的天气状况尚未影响到机构调整南美大豆产量评估，南美大豆保持丰产预期，是美豆上行的重要阻力。

马来西亚棕榈油 10 月出口增长，印尼宣布继续实施 DMO 政策

船运调查机构 ITS、AmSpecAgri 和 SGS 发布的数据显示，10 月份马来西亚棕榈油产品出口量环比分别增加 6.6%、8.9%和 10.89%。由于市场评估出口增长将被产量增加所抵消，预计 10 月底棕榈油库存将继续回升，11 月 10 日马来西亚棕榈油局（MPOB）的月度报告将对库存等关键数据作出评估。另外，印尼贸易部官员表示，该国将在 2024 年继续对棕榈油实施国内市场义务（DMO）政策，以保持食用油价格稳定。根据 DMO 协议，生产商只有在国内市场销售部分产品后才能出口。印尼是全球最大的棕榈油出口国，该国继续实施 DMO 政策引发市场对国际棕榈油供应的担忧，是本周国际棕榈油价格止跌回升的主要原因。

2 国内豆类市场分析

国内油厂开工率下降，豆粕库存小幅回落

根据调研机构对全国主要油厂的调查情况显示，第 43 周（10 月 21 日至 10 月 27 日）全国 123 家油厂大豆实际压榨量为 176.7 万吨，开机率为 51%；较预估低 16.6 万吨。预计第 44 周（10 月 28 日至 11 月 3 日）国内油厂开机率小幅下调，油厂大豆压榨量预计为 174.46 万吨，开机率为 50%。受大豆压榨量下滑影响，全国主要油厂豆粕库存降至 72.1 万吨，周度减少 1.99 万吨，减幅 2.69%，同比去年增加 49.37 万吨，增幅 217.20%；本周油厂豆粕库存小幅下降，主要是大豆压榨量下滑所致。从近期大豆到港情况看，预计下周压榨量继续回落，豆粕库存或将继续下滑，为价格企稳回升提供支撑。

国产大豆收购价格低于预期，豆一期货维持低位震荡状态

随着国产大豆收割结束，10 月 30 日中储粮开始挂牌收购新季国产大豆，收购价格在 2.51 元/斤左右。2023 年国产大豆收购价格略高于当前主产区大豆现货价格，但较去年的 2.775 元/斤下调了 0.275 元/斤，明显低于市场预期。国家农业农村部预计 2023 年国产大豆产量为 2146 万吨，在满足国内食用需求后仍有 500 万吨的剩余。继 2022 年之后，国产大豆供大于求局面再度深化，中储粮收购将成为市场的主要购销渠道，企业和贸易商入市积极性不高，无法有效活跃市场，而且收购价格很难高于 2.51 元/斤，缺少需求提振的国产大豆市场上行空间恐受限。此外，11 月 3 日中储粮油脂公司拍卖 35156 吨国产陈豆，成交率 100%。

三大油脂库存总量回落，多重利好刺激豆油市场领涨

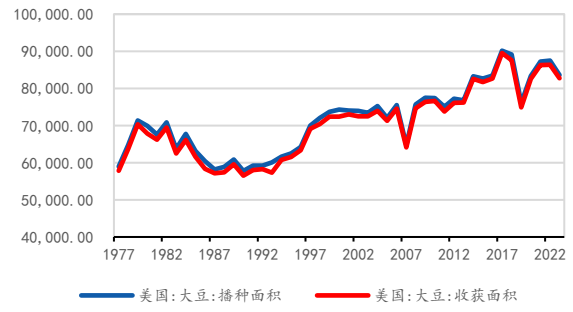
国内油脂方面，统计显示，国内三大食用油库存总量为 235.33 万吨，周度下降 3.40 万吨，其中豆油和菜油库存降幅超过棕榈油库存增幅。国内油脂累库进度放缓，为油脂价格带来抗跌支撑。棕榈油市场因印尼继续实施 DMO 政策而强势反弹，内外盘棕榈油形成强势联动，对豆油和菜籽油的利多效应也明显增强。此外，有关进口大豆洗船的传言仍在发酵，市场担心 11 月和 12 月进口大豆实际到港量将低于预期，进而影响国内油厂开工率恢复，豆油去库节奏可能因此加快。与此同时，巴西帕拉纳瓜港口因火灾关闭影响大豆装运，也进一步强化市场对后期进口大豆到港不足的担忧。

3 油脂油料市场展望

美豆收割进度已近尾声，巴西和阿根廷降雨天气有利于大豆播种。CBOT 大豆市场在 1300 美分一线暂获支撑，粕强油弱格局十分明显，未来趋势型行情的演绎将更加依赖南美天气。巴西大豆通常在每年岁末年初进入生长关键期，在近半年的时间内，南美地区不出现极端天气的概率较小。由于目前市场对南美大豆产量评估普遍偏乐观，如遇减产天气，市场作出的利多反应可能更为强烈。国内豆粕市场因成本依赖与美豆走势基本同步，尤其是大豆压榨量下滑，豆粕库存震荡回落后，来自国内刚需对价格的支撑力在增强。菜粕库存压力下降，出现超跌补涨迹象，两者走势同步，有助于进一步拓展上行空间。油脂板块近期多空交织震荡剧烈，本周在印尼 DMO 政策刺激下重回反弹节奏，整体处于箱体震荡状态，市场密切关注下周 MPOB 和美国农业部报告提供的指引。受中储粮大豆收购价格低于预期影响，国产大豆市场反弹乏力，豆一期货维持弱势震荡，短期内缺少需求配合，上行阻力依然偏大。

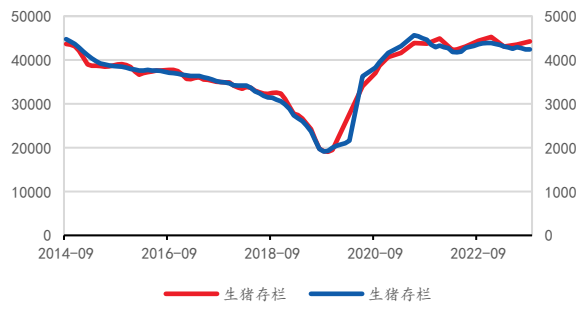
4 油脂油料市场主要数据

图表 46：美国大豆种植收获面积



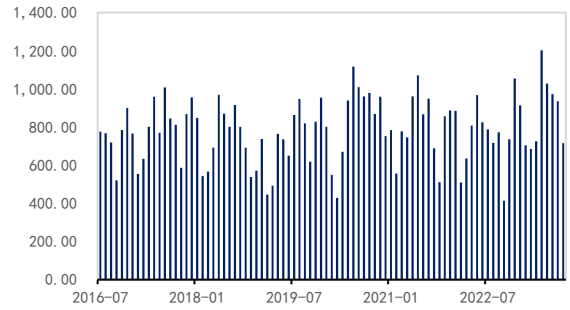
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 47：国内生猪存栏量



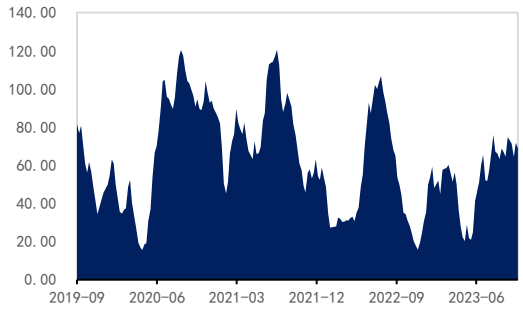
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 48：大豆进口数量



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 49：国内豆粕库存



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

法律声明

版权免责声明：本报告由中金财富期货有限公司提供，未经中金财富期货事先书面同意，不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司授权的渠道，由公司授权机构承担相关刊载或转发责任，非通过正当渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

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

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

扫码立即下载中金财富期货APP

客服热线：4001087888

中金财富期货有限公司

公司网站：https://www.ciccwmf.cn/

地址：深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦4203—4205单元