中金财富期货策略周报（2023 年第 37 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：就宏观面的表现看，物价指数的低迷显示需求仍需进一步修复；目前可以期待的是今年财政发力后置，四季度地方再融资债、万亿国债逐步落地，将有利于进一步改善需求，因此对于经济没必要太悲观，但是也未到显著乐观的时候。

股指期货：建议继续关注调整之后的买入机会。10 月国内制造业 PMI 回落至收缩区间，景气短期波动，但随着稳增长政策加码、中美缓和推进，中国经济长期向好的势头不变，叠加美联储转鸽，A 股面临的宏观环境依然较好，叠加目前位置较低，建议继续关注指数调整之后的买入机会。

铜：宏观面，国内经济保持筑底态势，海外将进入真空期，除了一些常规的经济增长与通胀数据以外，并没有更多政策相关的会议进行，对市场的扰动有限。全球铜矿产量较去年小幅增长，而国内铜矿进口量增速远高于全球铜矿产增速。近两月国产铜放量可观，进口货源充沛，供应十分宽松。消费旺季进入尾声需求有待观察，国内消费疲软未达到预期。近期铜价反弹至支撑压力互换位 68000 附近后再度回落，预计无重大宏观利好的前提下突破存在压力，铜价重回宽震荡格局，区间 65500-68500。

锌：Nyrstar 两座矿山意外停产，以及欧洲天然气供应压力增大，价格出现波动，库存与供应紧张的风险之间进行权衡，远期价格有上升风险。与此同时，云南进入枯水期，传出水电限产的消息，水力发电减少，对后续云南省内的精炼锌产量或产生影响。而下游受京津冀地区环保管控及订单不佳影响，开工均有不同程度的下滑，预计随着天气逐渐转冷，终端消费弱化，需求端难有根本性好转。短期锌受宏观情绪向上和矿端扰动影响，整体震荡偏强，但也需警惕需求证伪和高锌价的负反馈效应。

钢材：上周钢材五大品种供需双降，库存也持续去化，铁水维持在相对高位，对原料支撑较强。从涨幅上来看，原料涨幅远大于成材，说明价格上涨主要由原料驱动。目前铁水产量较高，原料持续强势得概率大，但铁矿处于年度新高，焦炭也接近年度最高值，对于上行空间不能过于乐观。我们认为短期价格仍随原料上涨，但中长期面临下行压力。

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：在美国农业部月度供需报告落地后，CBOT 大豆市场结束此前反弹节奏大幅回落，市场出现拐点的概率明显上升。美豆回落的成本驱动直接体现在国内豆粕价格上。国内豆粕市场承压大幅回落，出现明显转弱信号。南美大豆保持丰产预期，随着阿根廷大豆播种有序推进，南美天气对豆价的影响力将逐步提升。马来西亚棕榈油局（MPOB）的月度报告虽然利空程度低于市场预期，但该国不断攀升的棕榈油库存压力仍是制约棕榈油价格的重要因素。马来西亚棕榈油产量仍在增长，尚未进入季节性减产周期。国内三大油脂期货走势略有分化，来自菜籽油市场的供给压力同样对豆油和棕榈油市场反弹形成牵制，能否结束震荡整理行情仍需要新题材的注入。国产大豆市场在中储粮政策底的支撑下震荡回升，但也受到美豆和国内相关市场的影响。由于当前现货价格普遍低于中储粮收购价格 2.51 元/斤，豆一期货的上行空间依然受限，有望维持区间震荡行情。

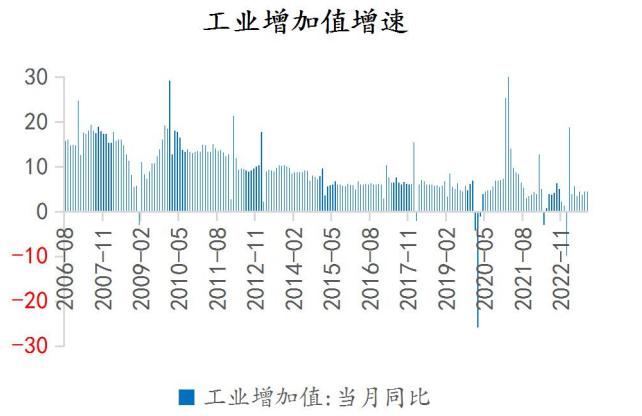
目录

周度策略：总需求难有超强回升 注意工业品波动风险 ..... - 5 -
宏观经济、市场策略和股指期货市场分析 ..... - 6 -
1 一周重大宏观政策、事件和数据解读 ..... - 6 -
2 出口并没有趋势性走坏 ..... - 7 -
3 降准概率提升 ..... - 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 -
宏观面，国内经济保持筑底态势，海外将进入真空期，除了一些常规的经济增长与通胀数据以外，并没有更多政策相关的会议进行，对市场的扰动有限。全球铜矿产量较去年小幅增长，而国内铜矿进口量增速远高于全球铜矿产增速。近两月国产铜放量可观，进口货源充沛，供应十分宽松。消费旺季进入尾声需求有待观察，目前来看下游消费意愿不强，国内消费疲软。近期铜价反弹至支撑压力互换位 68000 附近后再度回落，预计无重大宏观利好的前提下突破存在压力，铜价重回宽震荡格局，区间 65500-68500。 ..... - 12 -
3 铜期货现货数据 ..... - 12 -
锌 ..... - 14 -
1 锌：影响因素 ..... - 14 -
2 总结 ..... - 14 -
3 锌期货现货数据 ..... - 15 -
钢材 ..... - 16 -
1 铁水降幅不及预期 ..... - 16 -
2 海外情绪好转 ..... - 16 -
3 万亿国债增发，市场信心提振 ..... - 16 -
4 铁水产量见顶 ..... - 17 -
5 钢材期货现货数据 ..... - 17 -
原油 ..... - 20 -
1 利多证伪利空来袭 ..... - 20 -
2 全球供应稳中有增 ..... - 20 -
3 需求前景仍然堪忧 ..... - 20 -
4 中国进口后劲乏力 ..... - 21 -
5 加息暂停鹰派难改 ..... - 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 上游供应利多消退 ..... - 24 -
2 中游去库幅度放缓 ..... - 24 -
3 厄尔尼诺概率较大 ..... - 24 -

4 偏强阶段变数犹存 ..... - 25 -
5 估值低位优势减弱 ..... - 25 -
6 超跌修复逢高空配 ..... - 25 -
7 橡胶期现数据 ..... - 26 -
油脂油料：美豆冲高回落，国内豆粕市场承压调整 ..... - 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 -

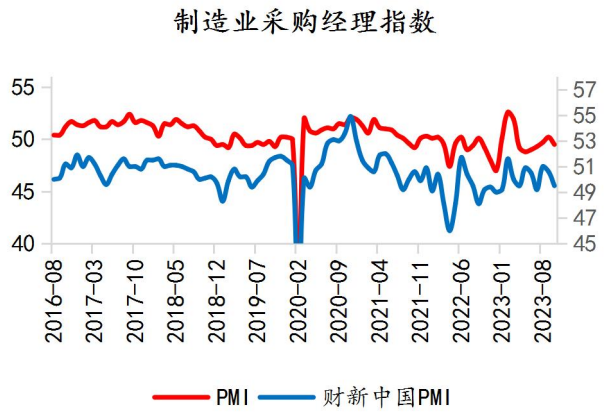
重要经济指标概况

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



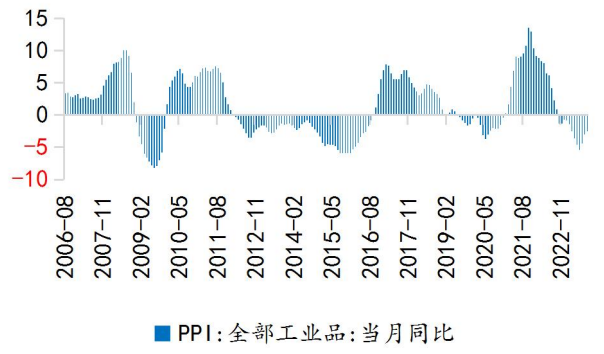
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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



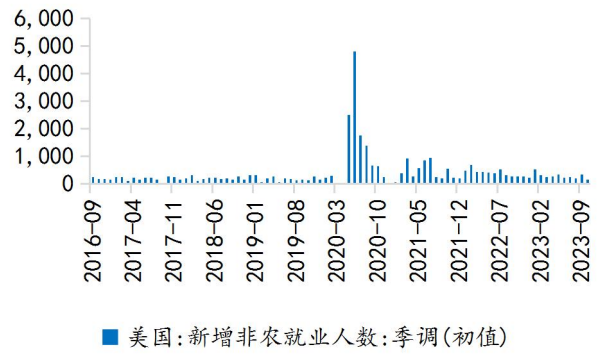
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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：总需求难有超强回升 注意工业品波动风险

近期商品市场走势仍以震荡为主，除了部分基本面变化较大的品种如矿石、纯碱等品种，其他品种相对温和。近期原油价格大幅回落，类似于完成了补跌行情，油价的波动也未显著影响其他品种。宏观上看，经济数据变化不大，因此，如果工业品出现大幅度行情，应注意情绪过度的风险。

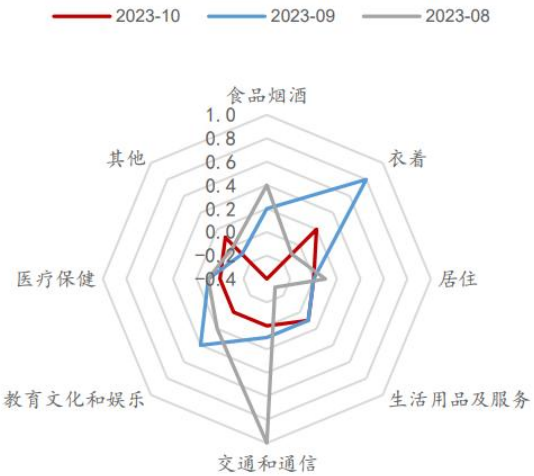
通胀数据指向的需求依然不急预期

10 月 CPI 同比-0.2%，时隔两月后再度转负，环比季节性下降 0.1%。PPI 自 6 月以来的同比回升势头受阻，10 月为-2.6%（前值-2.5%）。再通胀进程显得“吃力”，让人对经济复苏的质疑增加。

如果要溯源，我们从具体数据来看，消费和地产仍是最大的压制原因。继 9 月服务 CPI 偏离季节性变化后，10 月消费品 CPI 也与季节性变化相背离，显示制约消费品价格好转压力仍在。在油价给 CPI 的压制缓解下，消费品仍与季节性变化背离的关键或是猪肉消费旺季不旺。同时，地产压制也是核心 CPI 环比下降以及居住项、衣着等多个分项不及季节性变化的关键。

进口大增或反映在 PPI 的超预期。10 月 PPI 同比降幅略有扩大，但仍好于市场预期。PPI 同比降幅扩大与出厂价格和主要原材料价格 PMI 同步下滑有关。其中，主要原材料价格仍在扩张区间，但出厂价格却已经降至收缩区间。10 月进口大增背后是国内大宗补库带来的影响，主要是对上游的价格影响较大。分行业来看，煤炭开采和洗选业环比上涨最高。我们认为，采掘工业涨幅较大，背后或是因为国内定价的煤炭需求增多而供给偏紧带来的价格上涨。往后看，10 月工业品价格季节性回落后，月末再度上升，显示 PPI 降幅收窄仍具备可持续性。

图表 7：CPI 同比和环比



资料来源：wind，中金财富期货

高频数据方面，整体处在较弱的阶段，30 城商品房销售同比降幅再度走阔。11 月 1-7 日，30 大中城市商品房日均销售面积为 28.4 万平方米，较 10 月同期（10.3 万平）环比上升 174.7%，较去年 11 月（36.8 万平）下降 22.9%，较 2021 年 11 月（45.3 万平）下降 37.4%，较 2020 年 11 月（61.2 万平）下降 53.6%。分区域来看一线、二线和三线城市销售面积分别同比下降 35.4%、

下降 13.4%、下降 30.7%。

从价格端数据，以及高频的数据来看，当前总需求的回升依然相对平缓。

美联储的平衡术

美联储近期对其政策意图指向不明，使得市场预期出现较大波动。

11 月议息会议中，美联储表示金融条件收紧纳入美联储关注，但是随后在鲍威尔在国际货币基金组织（IMF）的会议上表示，没有信心政策已收到足够紧的程度让通胀降至 2%，重申保持谨慎，但如果合适，美联储将毫不迟疑地加息。

美联储对经济和政策形势判断整体延续，最主要的增量信息在于将金融条件加入了观测范围，也是本次会议讨论评估的重点内容。而近期最重要的金融条件变化是美债收益率的大幅上行，会前，10 年期美债收益率一度于 10 月 25 日触及 4.957%的高位，美国企业和家庭的借贷成本不断上升，企业盈利和股票估值降低，对经济构成压力。围绕美债收益率美联储也有直接关注讨论，多位联储官员在近期的演讲发言中曾多次传递长端收益率大幅上行可以替代进一步加息的必要性的核心观点。鲍威尔在 10 月 20 日纽约经济俱乐部讲话时提及，美债收益率上升可能意味着加息必要性降低。

但是美债收益率回落之后，鲍威尔重申 2%通胀的重要性。

对此，我们的观点是，12 月加息与否将取决于经济数据，但末次加息对资产价格的影响已然趋弱。基于未来三个季度美国经济暂时软着陆、通胀难实现 2%目标的基准假设，预计明年 6 月前美联储很难降息。

工业品难有强趋势行情

就宏观面的表现看，物价指数的低迷显示需求仍需进一步修复；目前可以期待的是今年财政发力后置，四季度地方再融资债、万亿国债逐步落地，将有利于进一步改善需求，因此对于经济没必要太悲观，但是也未到显著乐观的时候。

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 9 日	外管局:加强外汇市场管理，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定	完善外汇市场“宏观审慎+微观监管”两位一体管理框架	健全外汇市场法规体系，加强外汇市场交易行为监管
	11 月 8 日	中国央行：推动中国金融市场高质量发展，助力加快建设金融强国	应启动需求侧、供给端、资产负债端新一轮结构性改革	落实中央金融工作会议的决定
数据	11 月 10 日	美国失业数据增加	美国 9 月份非农业部门新增就业 33.6 万人，失业率环比持平，仍维持在 3.8%	这一数据创造了自今年 2 月以来的最高值
	11 月 10 日	10 月 CPI 同比下降 0.2%	10 月 CPI 由平转跌	价格数据显示需求依然较弱
事件	11 月 8 日	外交部回应：中美领导人将于本月 15 日在旧金山举行会谈	中美领导人计划 11 月 15 日在旧金山亚太经济合作组织峰会期间举行双边会谈	中美关系有望破冰

资料来源：中金财富期货研究所

2 出口并没有趋势性走坏

以美元计，中国 10 月出口同比下降 6.4%，前值为同比下降 6.2%；10 月进口同比上升 3.0%，前值为同比下降 6.3%；10 月贸易顺差 565.3 亿美元，前值为 778.3 亿美元。

从原因上看，欧盟需求下滑超预期，出口降幅有所扩大。

10 月摩根大通全球制造业 PMI 为 48.8%，较前值有所回落，连续 14 个月处在 50%荣枯线以下；韩国出口同比 13 个月以来首次由负转正，主因基数回落。出口在 9 月超季节性增长后 10 月超季节性回落，10 月出口金额两年复合同比增速为-3.3%，低于 9 月的-0.4%，一方面可能是前期出口高增对当前有所透支，另一方面则反映外需回暖缺乏支撑力。总体来看，欧美高利率下商品消费承压，外需仍处于下滑区间。

对欧盟、日韩等发达经济体出口下滑超预期。分国别看，10 月我国对发达经济体出口下滑较为明显。发达经济体中欧盟、日本、韩国对我国的出口拖累增加，而东盟对我国的出口拖累下降。从外需看，发达经济体与新兴经济体多数回落，且多数仍处于收缩区间。

劳动密集型产品出口降幅扩大，汽车链产品维持正增长。分产品看，农产品与原材料、电子产业链产品分别拖累 10 月出口同比增速 0.9、1.0 个百分点，对总出口的拖累作用较前值均有所下降；劳动密集型产品拖累出口同比增速 1.9 个百分点，拖累作用较前值扩大；汽车产业链产品拉动出口增长 1.2 个百分点。量价拆分来看，价格拖累仍为出口下滑主要原因，稀土、成品油、肥料、钢材、铝材等原材料产品价格贡献均为负，此外在边际变化上，集成电路、箱包、家电、陶瓷产品对出口的价格贡献较 9 月进一步降低，或反映其需求有所回落。

但从季节性与基数看，10 月出口超季节性回落，但考虑到 4 季度欧美即将进入节假日，零售商可能已经开启部分补库存，历史数据显示 11—12 月出口环比仍具备较大季节性回升可能，且同期出口基数已有所回落，以过去 5 年出口环比平均值估算 11 月出口金额，11 月出口同比约为-1.2%。总的来看，后续外需虽仍存压力，但随着外需的季节性回暖及同期出口金额基数回

落，出口同比读数或将有所回升。

从同比拆解来看，本月出口低于预期的主要原因是出口新增动能有所回落，但考虑到主要贸易对象国经济基本面未出现显著变化，海外需求仍具备一定韧性，我们维持出口趋势仍在改善的观点。

3 降准概率提升

2023 年 10 月狭义流动性回顾：10 月资金利率整体有所收敛，跨月波动进一步放大。节奏上，月初狭义流动性维持相对偏松，银行间质押式回购成交量基本保持在 7 万亿元附近，月末最低回落至 3 万亿元以下。10 月 R001 均值为 2.01%，较 9 月抬升 25bp，R007 均值为 2.33%，较 9 月抬升 22bp；DR001、DR007 均值分别为 1.78%、1.98%，较 9 月上行 2bp、2bp。10 月资金量价整体回归中性，一方面与缴税高峰及政府债供给放量有关，另一方面也受到月末非银资金缺口较大等影响。

2023 年 11 月狭义流动性展望：综合现金漏损、外汇占款，财政存款、缴准压力、公开市场到期量等因素，2023 年 11 月超储率或从 10 月的 1.5%回落至 1.3%附近。

现金漏损：从季节性看，11 月居民和企业取现需求环比进一步提升，预计 11 月 M0 将环比增加约 1500 亿元左右。

外汇占款：美国经济短期有所放缓及中美利差收敛的背景下，人民币汇率的贬值压力有所缓解。外汇占款或小幅增加约 300 亿元，对流动性影响不大。

政府存款：预计 9 月政府存款环比增加约 2000 亿元。政府发债方面，国债上，我们假设 11 月、12 月各增发 5000 亿元国债，再结合第四季度国债发行计划及到期量（6800 亿元到期）来看，预计国债净融资约 8000 亿元。地方债方面，再融资压力发行高峰可能逐步过去，预计净融资约 2000 亿元。综合来看，11 月政府债券净融资约 10000 亿元。财政收支具有明显的季节性，再结合财政部要求落实好减税降费，收支差额预计在-8000 亿元左右，预计政府存款环比增加 2000 亿。

货币政策方面，降息概率不大，降准窗口可能提前。考虑到当前个人住房贷款利率对 LPR 的引导依赖降低，因此短期继续调降 LPR 的迫切性下降。降准方面，全年降准空间在 54bp，也就意味着经历过 2 次普降 25bp 之后，降准空间基本释放完毕。不过，考虑到 10 月之后后 MLF 到期压力进一步加大以及地方化债规模存在不确定性，如果流动性缺口阶段性放大，也不排除 11 至 12 月再次降准的可能。

4 宏观策略

就宏观面的表现看，物价指数的低迷显示需求仍需进一步修复；目前可以期待的是今年财政发力后置，四季度地方再融资债、万亿国债逐步落地，将有利于进一步改善需求，因此对于经济没必要太悲观，但是也未到显著乐观的时候。

5 股指期货市场分析

指数第三周反弹

上周两市继续反弹，已是连续第三周反弹。其中沪深 300 周+0.07%，上证 50 周+0.81%，中证 500 周+0.1.72%，中证 1000 周+1.93%，市场情绪较为稳定。

北上资金依然呈现卖出态势，北向资金本周合计净卖出 79.53 亿元。周净卖出额创近 3 周新高。

目前市场走势健康，指数处在连续反弹之后的上行乏力期。

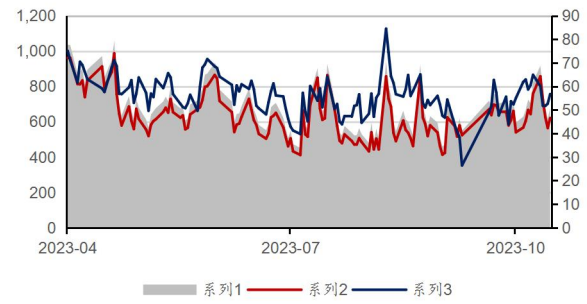
政策方面，央行行长潘功胜在 2023 年金融街论坛年会上表示，“下一阶段，货币政策将更加注重跨周期和逆周期调节”。与此同时，风险方面，潘功胜行长重点强调了中小金融机构、房地产金融和地方债务风险。稳增长与防风险政策正在逐步推进中。此外，证监会主席易会满也在论坛上表示“大力度推进投资端改革”，即推动中长期资金入市各项配套政策落地；同时交易所正式出台优化再融资的具体举措，基于当前市场的承受能力，“适当收紧上市公司再融资”，这将有助于市场流动性的改善。

指数大跌将创造中线买入机会

继续关注调整之后的买入机会。

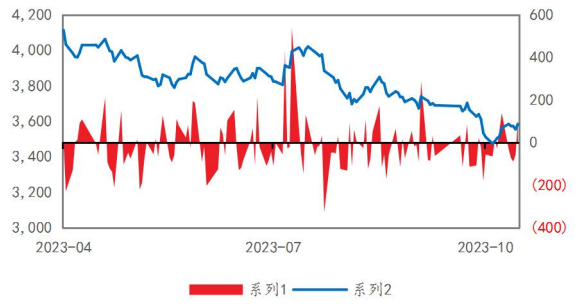
目前市场三季报 A 股盈利有所回升，确认二季度为盈利底。10 月国内制造业 PMI 回落至收缩区间，景气短期波动，但随着稳增长政策加码、中美缓和推进，中国经济长期向好的势头不变，叠加美联储转鸽，A 股面临的宏观环境依然较好，叠加目前位置较低，建议继续关注指数调整之后的买入机会。

图表 9：融资融券数据图



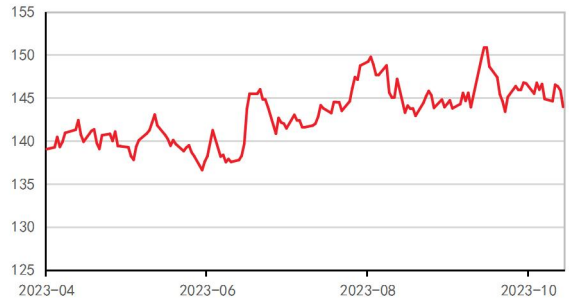
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 10：合约持仓和市场表现



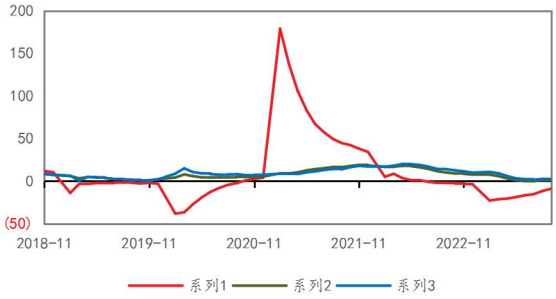
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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。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

据 ICSG 统计全球精铜产量 225 万吨，环比增 6 万吨，龙头公司陆续公布三季度产量，普遍开始回升。国内 11 月仅有 1 家铜冶炼厂检修，华中某铜冶炼厂技改升级项目结束推迟至 11 月中旬，四季度大致在月度 100 万吨左右但因非洲铜或因四季度物流紧张缓解而发货增加，或使中国电解铜 11 月生产和进口量均环比增加而供给趋松，整体看国内表观供应上台阶。

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

据 SMM 调研，2023 年 10 月电线电缆企业样本开工率为 90.72%（调研企业 64 家，产能共 364.3 万吨）环比增长 2.67 个百分点，同比增长 10.22%，高于预期值 4.23%；其中，大型企业开工率为 94.47%；中型企业开工率为 74.48%；小型企业开工率为 76.11%。华北雾霾严重致部分再生和精铜杆企业减停产且订单转移至江西等，使电线电缆厂采购意愿依然疲软，新增订单趋弱使多家大型精铜杆厂成品库存增加而生产节奏放缓。

9 月铜材产量 201 万吨，环比增加 15 万吨，旺季效应已体现。从 SMM 统计 9 月下旬铜价下跌后铜杆企业开工率环比开始提高，10 月下游订单集中释放，铜杆开工率持续提高到年内最高，实际需求继续提高，但 10 月最后一周生产大幅转弱，高铜价和淡季影响突显。

地产新开工和施工弱势未改，竣工表现仍较突出，带动竣工端需求。1-9 月房地产新开工施工面积累计同比减 23.4%，降幅较上月缩 1%；房地产施工面积累计同比减 7.1%，降幅较上月持平；房地产竣工面积累计同比增 19.8%，增幅较上月扩 0.6%；商品房销售面积累计同比减 7.5%，降幅较上月扩 0.4%。10 月部分城市宣布更大范围取消限购的政策，但刺激效果不佳已成定局。在销售持续低迷的情况下，房企资金链吃紧，投资下行压力更强。

2 结论

宏观面，国内经济保持筑底态势，海外将进入真空期，除了一些常规的经济增长与通胀数据以外，并没有更多政策相关的会议进行，对市场的扰动有限。全球铜矿产量较去年小幅增长，而国内铜矿进口量增速远高于全球铜矿产增速。近两月国产铜放量可观，进口货源充沛，供应十分宽松。消费旺季进入尾声需求有待观察，目前来看下游消费意愿不强，国内消费疲软。近期铜价反弹至支撑压力互换位 68000 附近后再度回落，预计无重大宏观利好的前提下突破存在压力，铜价重回宽震荡格局，区间 65500-68500。

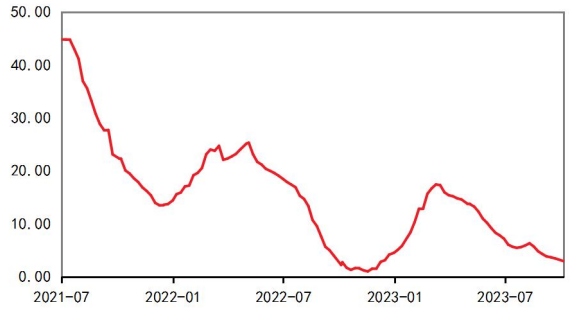
3 铜期货现货数据

图表 13：长江有色铜价



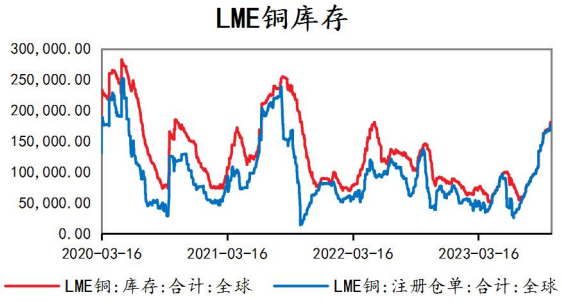
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 14：上海保税区铜库存



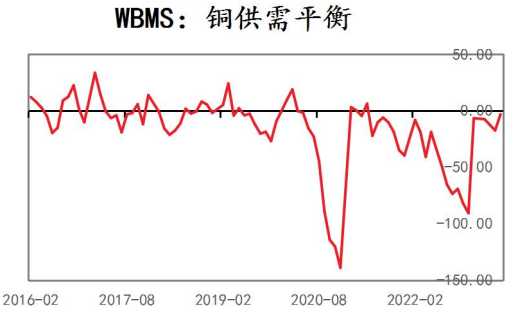
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 15：LME 铜库存



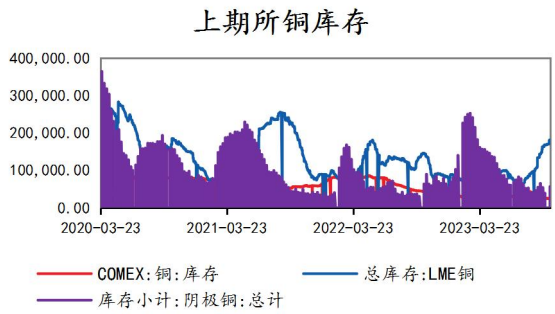
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 16：WBMS 供需平衡



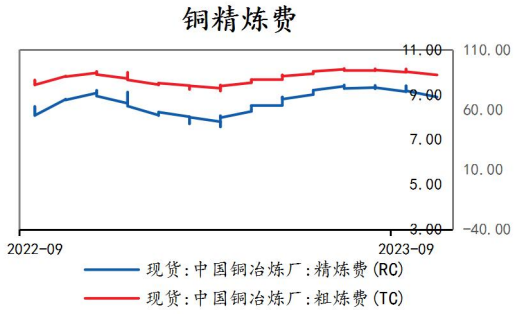
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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。但近期 Nyrstar 公司宣布将于 11 月 30 日关闭田纳西州的两个锌矿，即戈登斯维尔和坎伯兰，两座矿山年产量约在 3.8-4.5 万金属吨附近，虽然矿量不大，但将使得锌矿市场供应再度收紧，对锌价有一定支撑。

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

2023 年锌冶炼新投产和复产主要集中在下半年，冶炼厂产能释放积极，9 月精炼锌冶炼开工率 86.43%。11 月锌精矿国产月度 TC 减少 150 元/吨至 4800 元/金属吨，9 月国内精炼锌产量新增不及预期。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。

环保管控，镀锌企业受限开工下调

临近行业淡季，消费需求逐渐转弱，市场连续成交状态不佳，锌下游板块开工率均有所下滑，镀锌、压铸、氧化锌开工率分别录得 60.2%、45.85%、61.1%。镀锌企业因环保管控限产，采买减弱，镀锌企业开工率下降 2.2 个%，产量随之下滑。终端转弱叠加京津冀高速公路出现不同时段封路，汽车运输受限，成品库存累积。

中国汽车工业协会的数据显示，9 月当月汽车产销延续增长态势，产销量均创历史同期新高。9 月份，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 至 9 月份汽车产销分别完成 2107.5 万辆和 2106.9 万辆，同比分别增长 7.3%和 8.2%。

2 总结

Nyrstar 两座矿山意外停产，以及欧洲天然气供应压力增大，价格出现波动，库存与供应紧张的风险之间进行权衡，远期价格有上升风险。与此同时，云南进入枯水期，传出水电限产的消息，水力发电减少，对后续云南省内的精炼锌产量或产生影响。而下游受京津冀地区环保管控及订单不佳影响，开工均有不同程度的下滑，预计随着天气逐渐转冷，终端消费弱化，需求端难有根本性好转。短期锌受宏观情绪向上和矿端扰动影响，整体震荡偏强，但也需警惕需求证伪和高锌价的负反馈效应。

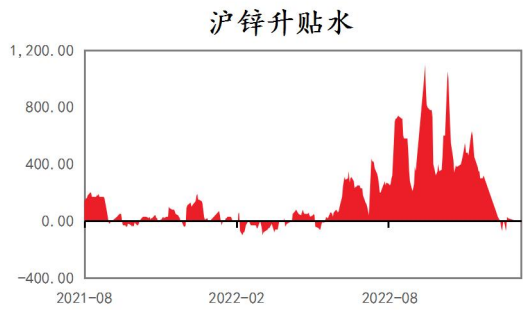
3 锌期货现货数据

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 铁水降幅不及预期

在政策的接连刺激下，铁水下行 – 原料需求下降 – 成本下降 – 钢材价格下降的负反馈没有出现。

根据钢联最新调研数据显示，上周 247 家钢铁企业盈利率为 20.78%，较前一周上升 4%。改善主要发生在电炉钢，而高炉钢仍普遍亏损并未得到改善。

铁水维持高产量对原料价格有较强支撑，我们可以看到上周铁矿价格变动+1.74%，焦炭+1.97%，焦煤+3.42%，而螺纹只有 0.88%。成材价格明显是由原料带动起来。

而铁矿合约价格呈现远强近弱的格局，螺纹呈现近强远弱的格局，说明原料的未来预期是强于成材的，而对成材未来预期是较为悲观的。

目前铁矿价格创年度新高，双焦价格也即将突破年度高点。我们认为在铁水维持高产量的背景下，短期原料难以下降，因此成材也短期难跌。

2 海外情绪好转

11 月 14 日至 17 日，我国最高领导人将赴美国举行中美元首会晤同时出席亚太经合组织第三十次领导人非正式会议。两国最高领导人会晤，说明中美关系有所缓和，给市场带来较好的预期。

此外，11 月 2 日美联储召开的 11 月议息会议表明将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。

尽管市场预期向好，但并不意味着最坏的时候已经过去。中美对抗并不会因为短期的缓和而结束，美联储暂停加息也不意味着加息就结束了。

3 万亿国债增发，市场信心提振

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。

4 铁水产量见顶

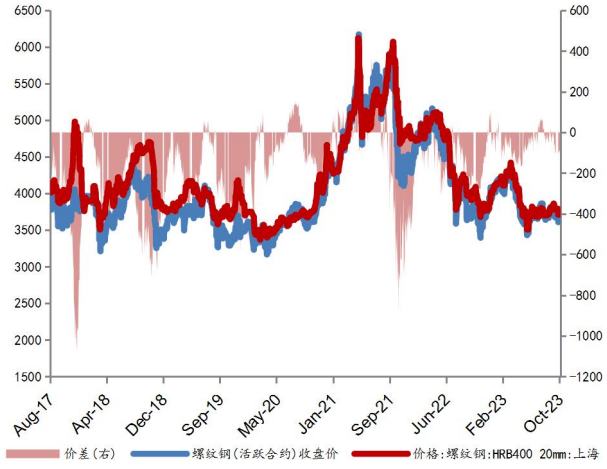
上周，国内 247 家钢厂高炉产能利用率为 89.2%，环比-1.0pct，同比+5.1pct，91 家电弧炉产能利用率为 55.7%，环比+0.5pct，同比+0.6pct，五大品种钢材周产量为 873.4 万吨，环比-4.1%，同比-7.1%；长流程产出回落，上周日均铁水产量降 2.7 万吨至 238.72 万吨，部分钢厂例行检修减产导致钢材产量明显下滑；库存方面，上周五大品种钢材周社会库存为 948.6 万吨，环比-4.0%，同比+3.2%，钢厂库存为 419.5 万吨，环比-3.3%，同比-8.1%；钢材总库存环比回落 3.8%，较上周降幅持平，去库速度维持；上周五大品种钢材周表观消费为 926.8 万吨，环比-4.1%，同比-5.8%，其中螺纹钢周表观消费 278.1 万吨，环比-6.6%，同比-13.8%。

4 小结

上周钢材五大品种供需双降，库存也持续去化，铁水维持在相对高位，对原料支撑较强。从涨幅上来看，原料涨幅远大于成材，说明价格上涨主要由原料驱动。目前铁水产量较高，原料持续强势得概率大，但铁矿处于年度新高，焦炭也接近年度最高值，对于上行空间不能过于乐观。我们认为短期价格仍随原料上涨，但中长期面临下行压力。

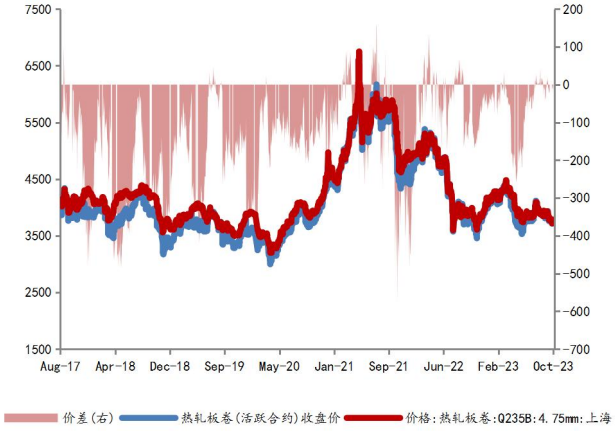
5 钢材期货现货数据

图表 23：螺纹期现价差



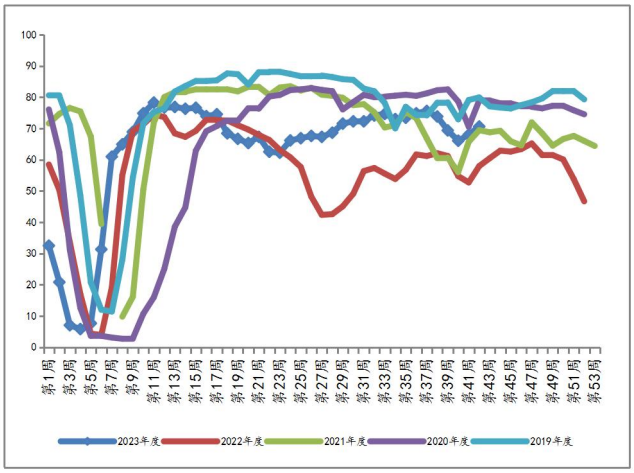
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 24：热卷期现价差



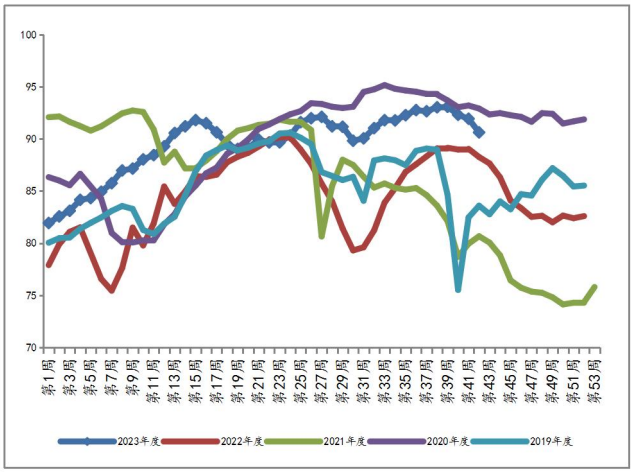
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 25：85 家独立电弧炉钢厂：开工率：中国（周）



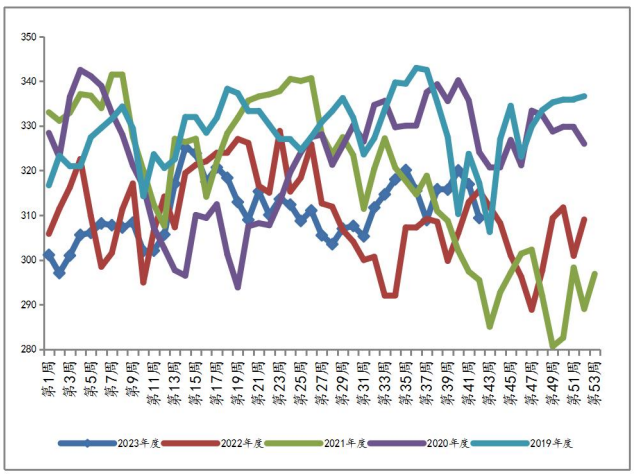
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 26：247 家钢铁企业：高炉产能利用率：中国（周）



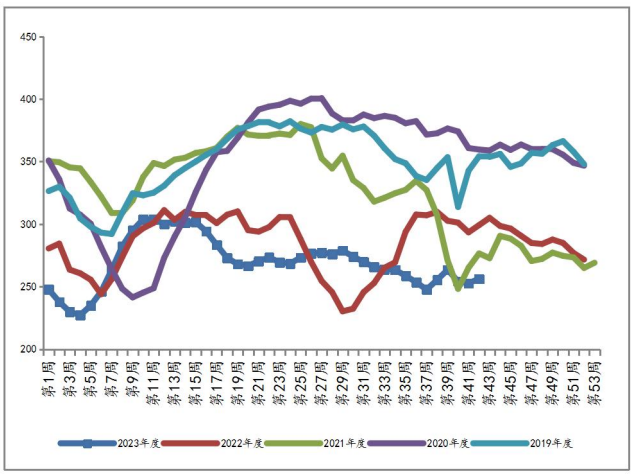
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 27：螺纹钢：建筑钢材钢铁企业：实际产量（周）



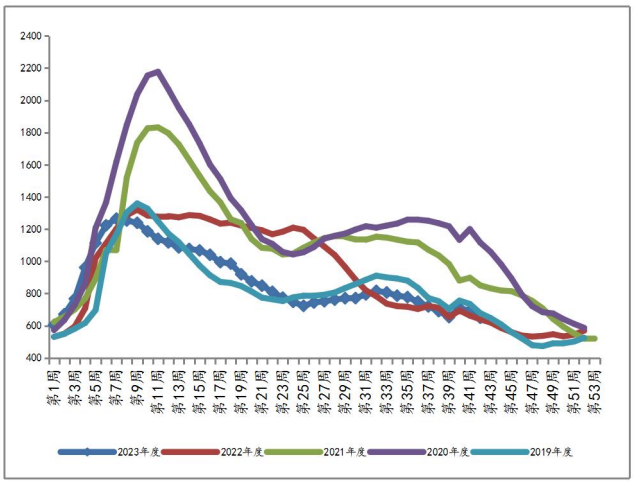
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 28：热轧板卷：钢铁企业：实际产量：（周）



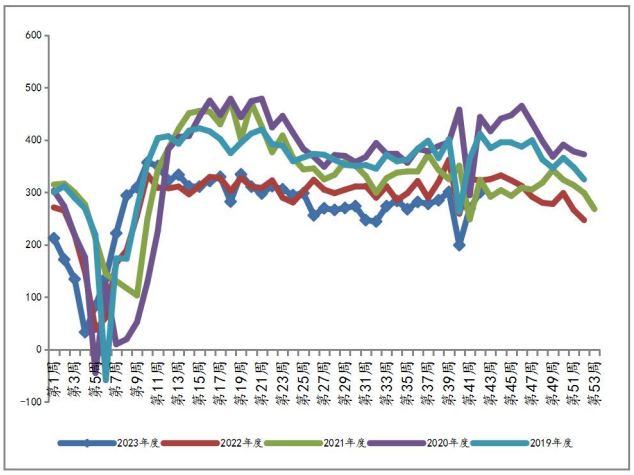
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

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 利多证伪利空来袭

近期国际油价大幅下挫，主要原因可以归结为两方面，供应端利好阶段性证伪和需求端利空卷土重来。

巴以问题没有向更大规模升级，地缘政治热度下降影响减弱，且目前战事并未影响到全球原油供给，因此市场基本回吐了冲突爆发以来的风险溢价。另外，全球经济复苏呈不均衡、不稳定、不及预期的特点，对能源需求的压制凸显，令石油化工产业链自下而上逐步转弱。

当前汽油等燃料消费进入淡季，中美成品油市场均开始季节性滑坡，主流能源机构下调全球原油需求预期。同时，近月 OPEC 除沙特以外成员国，以及美国页岩油产量回升，原油供需平衡表边际发生松动，对未来市场预期正在从紧缺转为过剩。

在基本面和情绪作用下，短期油价仍面临进一步回调风险，然而，区间下沿也意味着多头安全边际，在俄乌、中东局势转向全面对抗的背景下，黑天鹅翻飞的原油市场仍面临难以预测的上行风险因素。

2 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。

3 需求前景仍然堪忧

尽管外界持续评估加沙危机对供应潜在的威胁，但原油市场的注意力又转向了需求端，国际油价跌幅几乎完全抹去了地缘政治风险溢价。

北半球夏季出行高峰期过后，美国能源消费总体符合季节性下滑的预期。由于汽油裂解利润走软，美国炼油厂集中降负检修，四季度产能利用率或降至 90%左右，低于今年大部分时间的水平。虽然炼厂更多地转向生产馏分油，但相比产量削减，汽油需求下降也很快，因而可以保持

供需平衡和价格平稳。另一方面，美国能源部宣布了一项补充招标，将在 2024 年 1 月交付至多 300 万桶石油，目前 SPR 回补规模对需求的提振较为有限。

宏观层面和季节性规律叠加，对美国原油及油品需求构成压力，未来冬季几个月整体表现偏弱为主。

4 中国进口后劲乏力

中国是全球第二大原油消费国和最大的原油进口国，中国今年的原油进口需求保持强劲，但库存推测一直在稳步积累，如果油价重心维持高位，未来进口意愿或将不那么积极。

机构普遍认为，本轮油价急跌主要归结于中国原油贸易数据不及预期。10 月中国原油进口量为 1150 万桶/日，较 9 月环比略有上升，但明显低于夏季水平大约 100 万桶/日。相比之前创纪录的原油加工量，最新的进口数据无疑是令人失望的。事实上，今年前 10 个月中国原油进口量累计同比增长了 14%，然而鉴于去年疫情封锁造成基数较低，明年需求数据将难以提供新的增长红利。

展望后市，在全球油品消费持续低迷的环境下，预计中国将在接下来几个月内减少原油进口，并同时减少精炼产品的出口。在缺乏基本面实质性支撑的情况下，原油市场的紧平衡状态有边际松动的迹象，这一点也从沙特阿美下调 12 月官方石油售价（OSP）上得到佐证。

5 加息暂停鹰派难改

原油走势长期以来受宏观利空压制，其主要以美联储加息为标志。本次美联储暂停加息如期落地，但市场对此解读偏悲观，因为有更多迹象表明美国经济正在降温。

美国最新公布的 10 月非农数据仅新增 15 万人，就业率不及预期使得美联储再次暂停加息步伐。在此之前，外界普遍对 11 月美联储维持联邦基金利率不变抱有确定观点，可以说美联储一看通胀二看非农的套路已经板上钉钉。即便如此，鲍威尔仍重申鹰派立场，坚称目前降息不在美联储考虑范围之内。显而易见的是，长达两年的高油价已经让美国通胀问题变得十分顽固，同时经济周期指向美联储加息已经到了尾声，未来或将维持高利率较长一段时间，但留给进一步加息操作的空间不大了。

在没有新的超预期利空情况下，预计原油价格将维持在高位水平震荡盘整，等待可能发生的重大风险事件指引。

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。

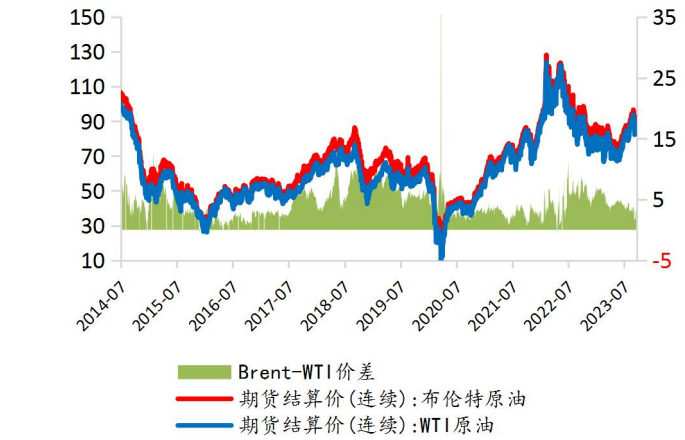
在一定的区间内，油价短期波动则带有很强的随机性，但情绪市造成的冲击和混乱往往是暂时的，油价重心主要是基本面及预期，乃至更广泛的金融属性和资金面综合博弈的均衡结果。长期来看，宏观经济对原油的驱动仍然向下，而供应收紧与需求改善形成托底支撑，原油走势仍

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。

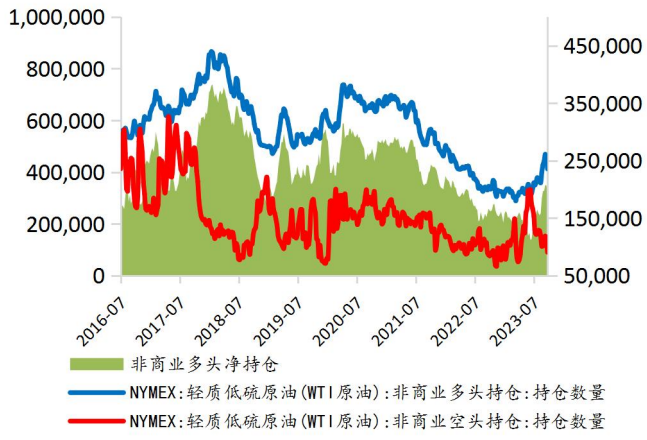
7 原油期现数据

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



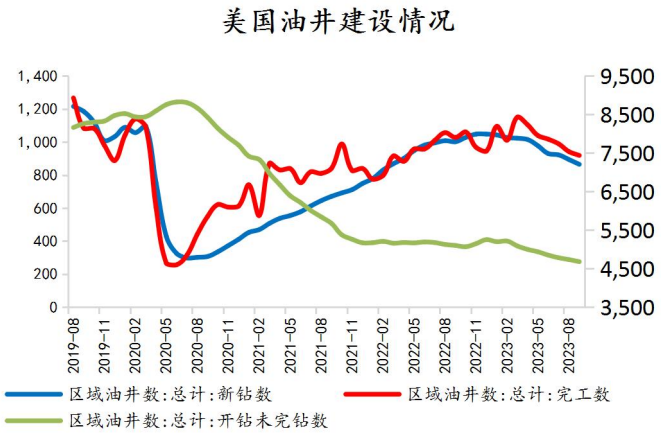
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 34：沙特原油产量



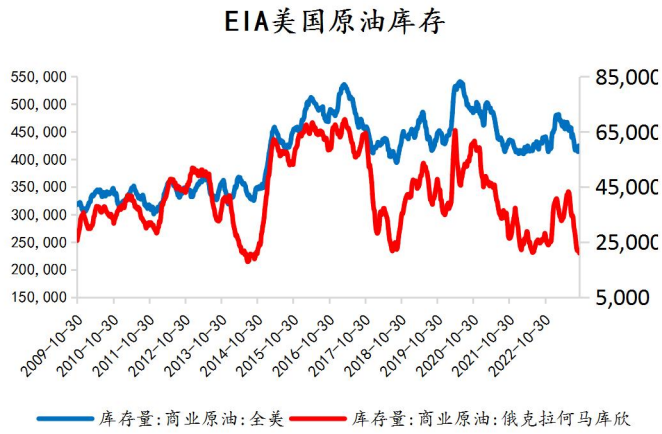
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 35：美国油井建设情况



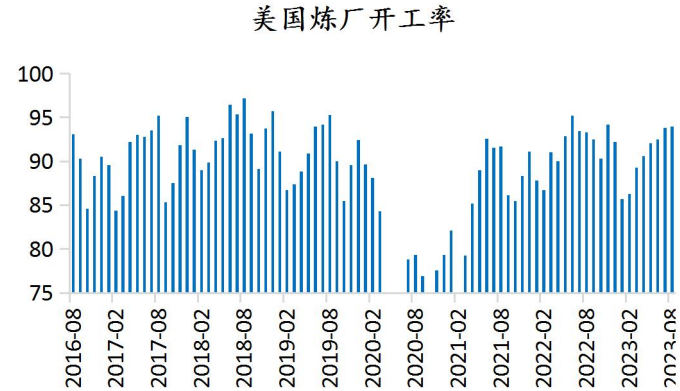
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 36：EIA 原油库存



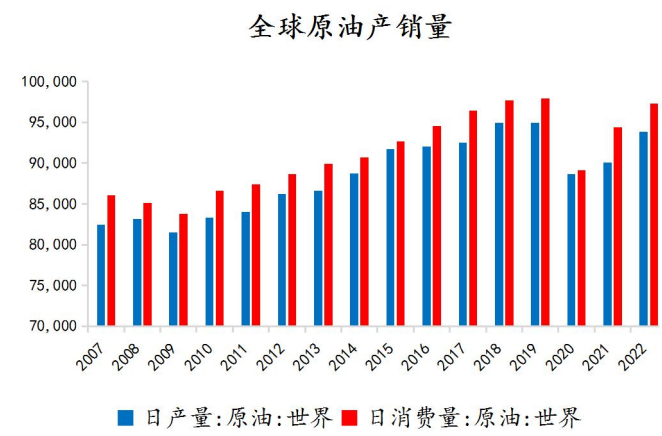
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 上游供应利多消退

上游方面，随着割胶旺季临近和天气扰动减弱，国内外产区降雨偏多的问题开始缓解，多头的自然因素将随时间推移而减少。

11 月东南亚天然橡胶主产区开始进入旺产季，前期天气不佳的泰国产区明显转好，胶水有望快速放量，原料端对现货的支撑略有松动。按照传统规律，11 月下旬国内云南产区将逐步减产停割，但考虑到今年全乳胶交割利润较好，如果气温不迅速转冷，部分胶园有适当延迟停割的预期。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。

2 中游去库幅度放缓

中游环节上，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。考虑到前期长约替换，预计 11 月混合胶进口量相对偏少，而标胶进口量增多，因此青岛地区一般贸易仓库库存或仍维持去库状态。

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。

国内天然橡胶社会库存虽延续降库趋势，但去库幅度偏缓。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。

3 厄尔尼诺概率较大

近期，东南亚主产区和国内海南地区降雨均有减少，橡胶天气炒作题材热度逐渐消退，然而发生厄尔尼诺事件的确定性正在增强。

中国气象局最新发布，目前赤道中东太平洋已进入厄尔尼诺状态，预计即将形成一次中等强度厄尔尼诺事件，并将持续到冬季。按照中国对厄尔尼诺/拉尼娜的判别方法，当 Nino3.4 指数 3 个月滑动平均值达到或超过 0.5℃时，即进入厄尔尼诺状态；如果这种状况持续 5 个月或更长时间，即形成一次厄尔尼诺事件。根据国内外动力气候模式和统计方法预测，预计 11 月赤道中东太平洋海温将持续超过 0.5℃，2023/2024 年冬季厄尔尼诺事件将持续，峰值强度在 1.5℃~2℃之间，强度为中等，类型为东部型。

厄尔尼诺现象会导致全球气候不稳定，气象灾害频发，按照历史规律，东南亚将可能出现严重

干旱，2024 年有可能创下新的全球最高气温纪录，成为史上最热的夏天。因此，对于 RU2401 乃至更远期的合约，天气仍将是主线逻辑之一。

4 偏强阶段变数犹存

尽管自然因素导致减产的预期下降，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尚未逆转。

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。后期受产区天气和加工利润等因素影响，天然橡胶仍有局部或结构性减产可能，关注国内停割节奏和泰国主产区情况。

5 估值低位优势减弱

从 2023-2024 割胶年度整体来看，全球天然橡胶市场仍面临供应和需求增长不平衡的长期问题。不过由于其自身的季节性规律，橡胶期货走势在 8 月下旬逐渐触底反弹，目前震荡回升至年内偏高位区间。

国内外现货价格方面，云南国营全乳胶上海地区报价大约在 13000 元 / 吨，泰国曼谷 RSS3 的 FOB 均价维持在 60 泰铢/公斤，对比近年来处于中高位水平，仅低于 2016、2020 及 2021 年同期。沪胶固然是大宗商品一个价值洼地，但前期的低估值优势已经削弱，未来仍然要参考供需平衡的边际变化。

不出意外的话，未来两三个月，天然橡胶供应端大概率维持稳中有增、加速放量的态势，另一方面下游需求端较为稳定，出现超预期增长的可能性也较低。因此，位于当前区间的胶价上下空间暂时均较为有限。

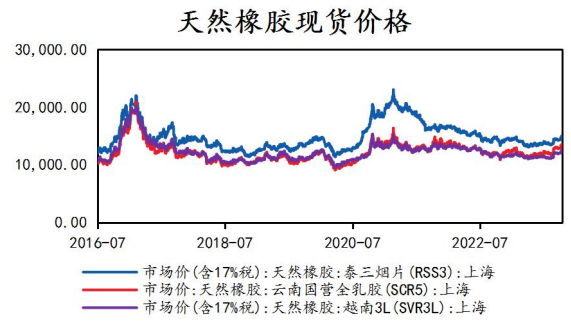
6 超跌修复逢高空配

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。

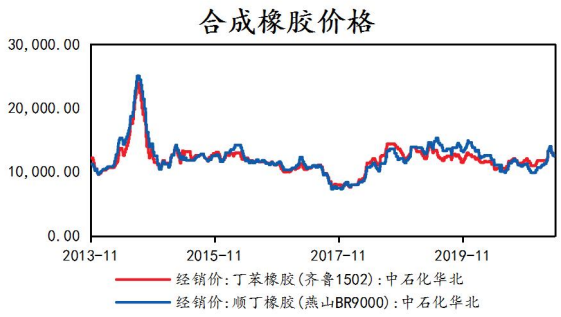
7 橡胶期现数据

图表：天然橡胶现货价格



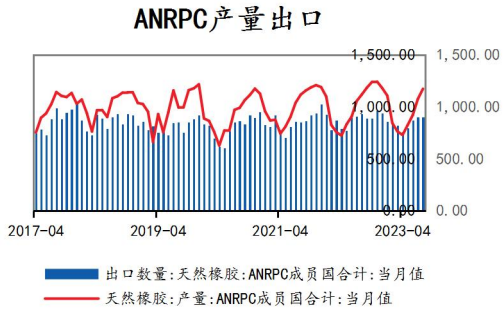
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 39：合成橡胶价格



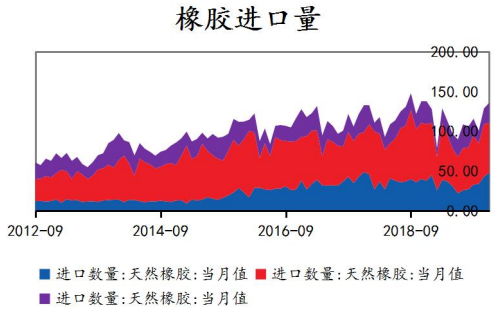
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 40：ANRPC 产量出口



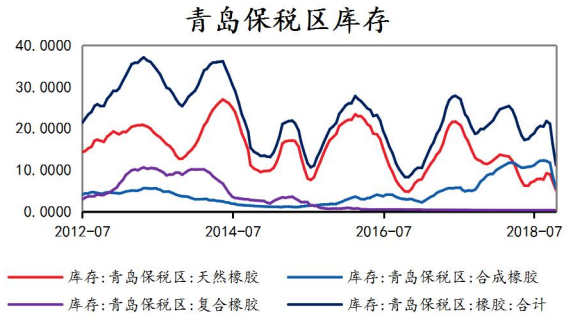
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 41：橡胶进口量



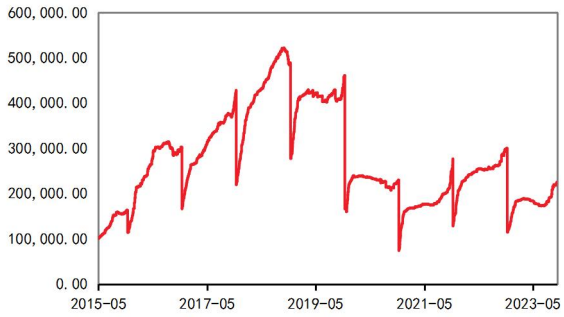
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 42：青岛保税区库存



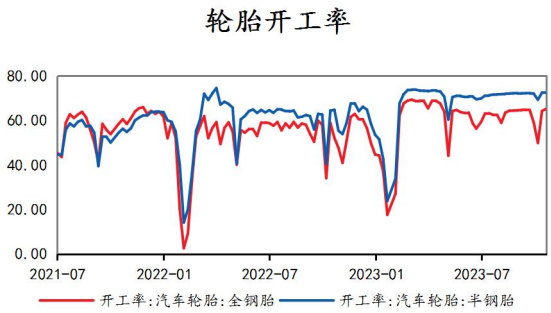
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 43：上期所注册仓单



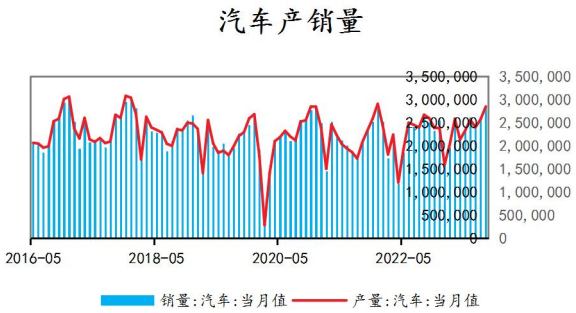
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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：美豆冲高回落，国内豆粕市场承压调整 ..... - 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 -

油脂油料：美豆冲高回落，国内豆粕市场承压调整

1 外部豆类市场分析

美豆产量小幅调高，美豆价格承压大跌

美国农业部于 11 月 9 日公布月度供需报告，在本次报告中，美国农业部将美豆单产由上月的 49.6 蒲式耳/英亩调高到 49.9 蒲式耳/英亩，将美豆总产量调高到 41.29 亿蒲式耳，美豆期末库存由上月的 2.20 亿蒲式耳增加到 2.45 亿蒲式耳，美豆主要供应指标均高于报告前市场预期。美国农业部在本月报告中维持巴西和阿根廷大豆产量不变，分别为 1.63 亿吨和 4800 万吨，但预计 2023/2024 年度全球大豆期末库存将创下纪录高位。受美国农业部报告利空影响，CBOT 大豆市场承压大跌，周初以来的涨幅全部被抹去。

巴西北旱南涝，阿根廷降雨利于大豆播种

当前巴西大豆播种进度过半，但播种进度为近四年同期最慢。巴西作物区天气良莠不齐，南涝北旱现象较突出，未来仍存在较大不确定性，尚无法为大豆产量提供有效指引。巴西作物机构 Conab 最新评估的巴西大豆产量为 1.6242 亿吨，较上次评估值小幅提高。阿根廷大豆刚刚开始播种，布宜诺斯艾利斯谷物交易所表示，随着降雨改善阿根廷大部分旱情，该国农户种植大豆的面积可能超过最初预期。

马来西亚棕榈油延续累库状态，10 月库存增幅低于预期

马来西亚棕榈油局（MPOB）11 月 10 日公布了马来西亚棕榈油供需数据。其中，10 月毛棕榈油产量为 193.7 万吨，环比增加近 5.9%，稍低于报告前市场 190-196 万吨的产量预估；10 月棕榈油出口 146.6 万吨，环比大幅增加 21%，高于机构预估的出口 127-130 万吨区间上沿，实际出口量显著高于预期。10 月进口棕榈油 4.8 万吨，接近 5 万吨的进口预估。10 月底马来西亚棕榈油库存升至 244.9 万吨，环比增加 5.8%，市场预估库存为 260-270 万吨，实际库存明显低于预期。10 月表观需求为 38.3 万吨，环比虽然减少，但也处于单月较高水平。综合来看，由于 10 月马来西亚棕榈油出口超过预期，导致 10 月底棕榈油库存低于市场预期。受预期差影响，本次报告对棕榈油市场有利多效应，但马来西亚不断攀升的棕榈油库存仍是价格上行的主要阻力。

2 国内豆类市场分析

国产大豆保持增产势头，供过于求格局继续深化

2023 年年初，国家针对我国大豆生产，提出“扩大豆、扩油料、提单产、提品质，力争新增大豆油料面积 1000 万亩以上”的指导意见，2023 年中国大豆实现了增产目标。国家粮油信息中心发布的月报显示，2023 年中国大豆产量为 2080 万吨，其中 250 万吨用于压榨，预计大豆食用及工业消费量为 1680 万吨，继续保持供大于需状态。国家粮食和物资储备局副局长卢景波 5 月 11 日在国新办发布会上表示，2022 年中国大豆产量突破 2000 万吨，由于国产大豆主要用于食用，做豆制品、豆浆、豆腐等，年消费量在 1300-1500 万吨，满足食用消费后还有 500 万吨左右节余。如果再考虑到每年进口 100 万吨左右的俄罗斯非转基因大豆，国内食用大豆供给过剩程度将进一步升高。这也是导致 2023 年国产大豆价格较上年大幅回落的主要原因。

进口大豆高速增长，内外价差因素不利国产大豆需求回升

中国海关 11 月 7 日公布的数据显示，2023 年 10 月中国进口大豆 515.8 万吨，虽不及预期，但较去年同期增长 25%；1—10 月大豆进口总量为 8241.5 万吨，同比增加 14.6%。由于四季度是

国内进口美豆的高峰期，市场预计 11 月份到港大豆数量将达到 1200 万吨，预计 2023 年全年进口量将突破 1 亿吨，将再创历史新高。由于国产大豆价格高于进口大豆价格，过剩的国产大豆因缺少价格优势而无法进入压榨环节消费，只能以库存的形势被动储存起来，对国产大豆价格的压制效应长期存在。2023 年 8 月间，曾出现过进口大豆价格高于国产大豆价格现象，在此期间，中储粮陈豆拍卖成交火爆，国产大豆价格也出现连续回升。目前国产大豆和进口大豆的价差水平显然不利于国产大豆需求的回升。

国内油厂开工率下降，豆粕库存连续回落

根据调研机构对全国主要油厂的调查数据，第 44 周（10 月 28 日至 11 月 3 日）全国 123 家油厂大豆实际压榨量为 169.54 万吨，开机率为 49%；较预估低 4.92 万吨。预计第 45 周（11 月 4 日至 11 月 10 日）国内油厂开机率小幅增加，油厂大豆压榨量预计 175.3 万吨，开机率为 51%。受大豆压榨量下滑影响，123 家油厂豆粕库存为 68.09 万吨，较上周减少 6.66 万吨，减幅 8.84%。本周油厂豆粕库存降幅较大，主要是压榨量下降所致，来自需求端的变化不大。市场密切关注 CBOT 大豆下跌后在成本和预期上对国内豆粕市场的弱势冲击。

进口植物油继续高速增长，三大油脂库存总量止跌回升

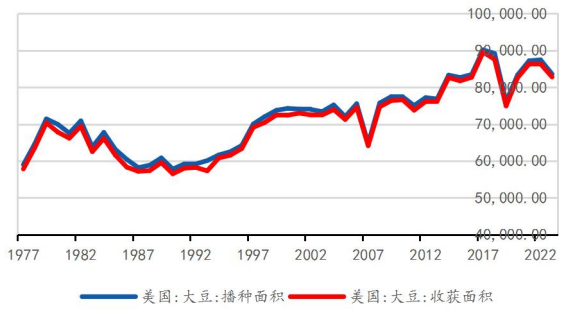
中国海关公布的数据显示，10 月进口食用植物油 94.5 万吨，1-10 月累计进口量达到 809.1 万吨，同比增加 82.7%，保持高速增长态势，为稳定国内油脂供应提供重要保障。据中国粮油商务网的监测数据显示，国内三大食用油库存总量为 243.51 万吨，周度增加 8.18 万吨，其中棕榈油和菜油库存显著回升，豆油库存因大豆压榨量下滑而小幅回落。受本周中国进口商大量采购美国大豆影响，国内远期进口大豆供应趋向宽松，而企业的套保需求也会相应增加。国内棕榈油市场本周处于横盘震荡状态，市场驱动力相对匮乏。菜油市场仍在密切关注进口菜籽到港情况，在巨量菜籽到港压力下，菜油价格反弹乏力，维持低位震荡，尚未摆脱弱势。

3 油脂油料市场展望

在美国农业部月度供需报告落地后，CBOT 大豆市场结束此前反弹节奏大幅回落，市场出现拐点的概率明显上升。美豆回落的成本驱动直接体现在国内豆粕价格上。国内豆粕市场承压大幅回落，出现明显转弱信号。南美大豆保持丰产预期，随着阿根廷大豆播种有序推进，南美天气对豆价的影响力将逐步提升。马来西亚棕榈油局（MPOB）的月度报告虽然利空程度低于市场预期，但该国不断攀升的棕榈油库存压力仍是制约棕榈油价格的重要因素。马来西亚棕榈油产量仍在增长，尚未进入季节性减产周期。国内三大油脂期货走势略有分化，来自菜籽油市场的供给压力同样对豆油和棕榈油市场反弹形成牵制，能否结束震荡整理行情仍需要新题材的注入。国产大豆市场在中储粮政策底的支撑下震荡回升，但也受到美豆和国内相关市场的影响。由于当前现货价格普遍低于中储粮收购价格 2.51 元/斤，豆一期货的上行空间依然受限，有望维持区间震荡行情。

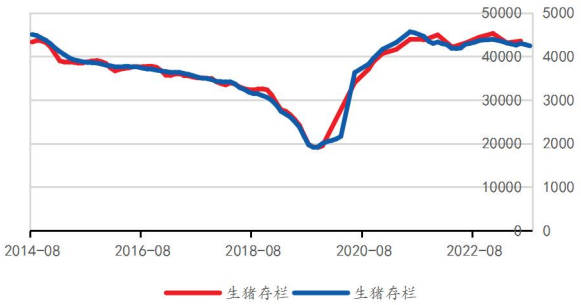
4 油脂油料市场主要数据

图表 46：美国大豆种植收获面积



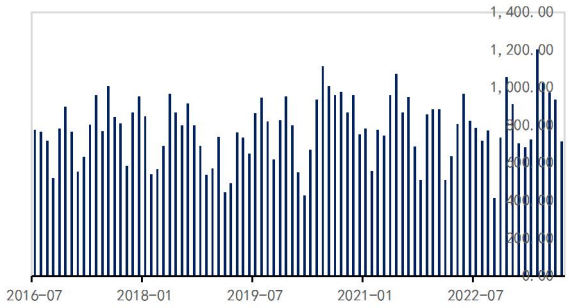
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 47：国内生猪存栏量



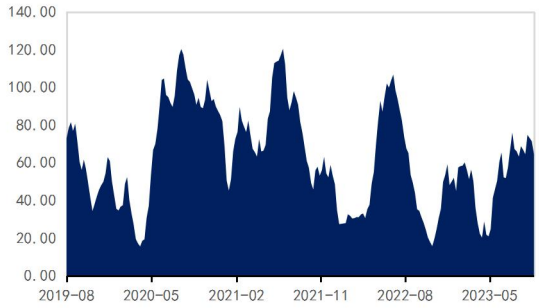
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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