中金财富期货策略周报（2023 年第 38 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：宏观博弈仍在持续，美联储的表态依旧表示进一步升息的大门仍然敞开，打击市场前期对降息的乐观情绪。国内还需看政策对需求的提振力度。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。国内产量维持高位，进口量边际改善，洋山铜溢价继续抬升，供应偏紧格局缓解，现货升水有下降的趋势。电网端 9 月投资完成额回升，空调旺季效应滞后，地产端数据待恢复，风光新领域表现尚可。国内经济数据增速不及预期，出口增速超预期下滑，内部经济复苏缓慢、外需前景黯淡，预计铜价将维持震荡偏弱的走势。

锌：美联储偏鹰暗示保留进一步加息的可能性，国内政策频发，市场预期的来回摆动也对价格造成了震荡的干扰。俄罗斯 Ozernoye 工厂发生火灾，预计产能 35 万吨的铅锌矿投产推迟，加重市场对锌矿供应的担忧。加工费重心下移、冶炼利润尚可，冶炼厂开工动力十足，产量已就维持高位。11 月国内消费淡季开启，终端汽车和家电表现超预期，终端地产指标偏弱。下游采购对涨价敏感，现货升水明显下行。从当前的市场格局来看，资金继续推动的动能不足，预计短期延续高位震荡。

钢材：上周统计局数据现实，地产行业仍处于加速下行，投资额、销售额、销售面积与新开工降幅都呈扩大趋势，唯有竣工面积维持高增长。随着存量项目的完结，没有土拍、新开工的补充，竣工面积高增长的局面无法维持，我们不看好明年的地产需求，明年下游需求将靠基建托底。短起来看，万亿国债与融资政策的预期已被打满，监管机构也介入了铁矿石市场，我们认为原料与成材价格上涨的趋势难以维系。

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：随着南美大豆播种持续推进，南美天气对 CBOT 大豆市场的影响力进一步提升。厄尔尼诺现象增加了南美大豆生产周期内天气的复杂性，市场涨跌预期也将随着天气变化进行快速调整，多空博弈将加剧美豆市场波动。此外，国际原油价格近期出现大幅调整行情，作为大宗商品的领头羊，原油下跌对大宗商品市场的弱势影响不可忽视。国内三大油脂期货在各自基本面引领下强弱表现虽有差异，但市场整体呈现冲高回落态势，尤其是菜籽油在巨大的供给压力下正滑向前期低点，对豆油和棕榈油市场的拖累效应仍在释放。国内豆粕和菜粕市场因缺少需求支撑，与美豆市场的弱势联动更为明显，菜粕期货同样在供应压力下逼近前期低点，存在继续下跌的可能。国产大豆市场在中储粮政策底的支撑下震荡回升，近期东北多地雨雪天气增加运输压力，产区大豆现货回暖为豆一期货独立走强提供动力，但由于国产大豆在食用领域供大于求，价格上涨预期不宜过高。

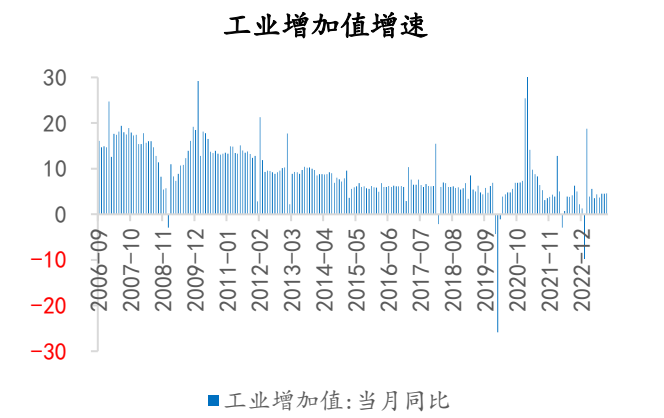
目录

周度策略：地产下行是今年最大的拖累 ..... - 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 修复动能边际减弱 ..... - 7 -
3 央行大手笔公开操作 ..... - 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 ..... - 14 -
3 锌期货现货数据 ..... - 14 -
钢材 ..... - 15 -
1 10 月地产数据依旧较弱 ..... - 15 -
2 万亿国债增发，市场信心提振 ..... - 15 -
3 铁水产量见顶 ..... - 16 -
5 钢材期货现货数据 ..... - 16 -
原油 ..... - 18 -
1 市场风格迅速切换 ..... - 18 -
2 非 OPEC+供应大增 ..... - 18 -
3 需求前景近强远弱 ..... - 18 -
4 关注明年减产动向 ..... - 18 -
5 油价重心略向下移 ..... - 19 -
6 多空制衡交易走廊 ..... - 19 -
7 原油期现数据 ..... - 19 -
天然橡胶 ..... - 22 -
1 利多消化震荡盘整 ..... - 22 -
2 年内供应增量有限 ..... - 22 -
3 需求转淡产品积压 ..... - 22 -
4 去库放缓等待拐点 ..... - 23 -
5 估值低位优势减弱 ..... - 23 -
6 超跌修复逢高空配 ..... - 23 -
7 橡胶期现数据 ..... - 24 -
1 外部豆类市场分析 ..... - 26 -
2 国内豆类市场分析 ..... - 26 -

3 油脂油料市场展望 ..... - 27 -
4 油脂油料市场主要数据 ..... - 27 -

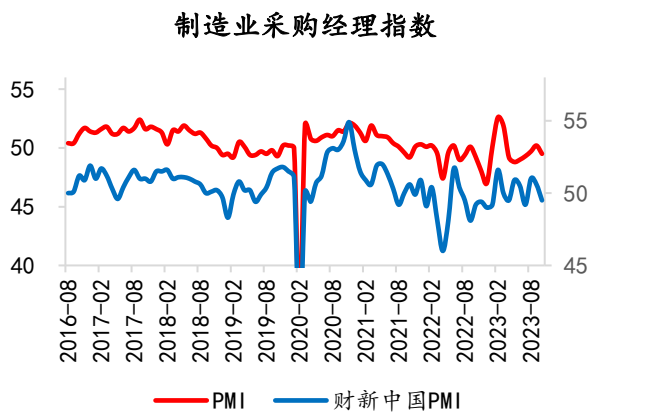
重要经济指标概况

图表 1：国内工业增加值增速



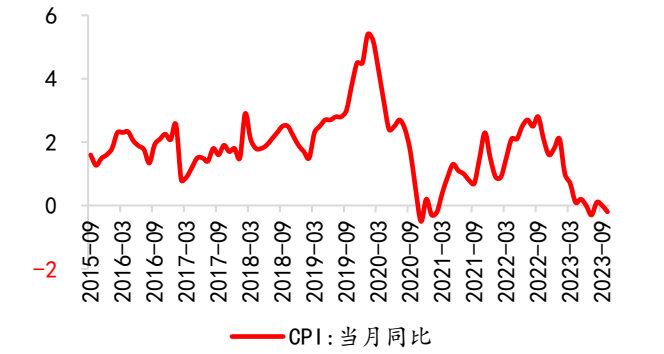
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 2：中国制造业采购经理指数



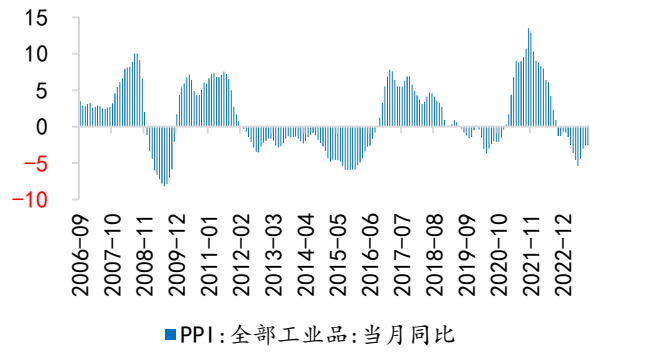
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 3：中国居民消费价格指数



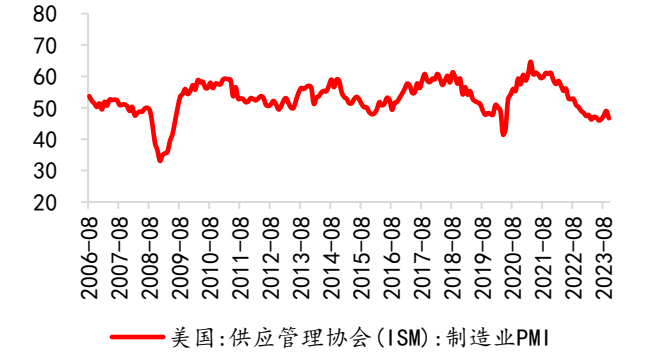
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 4：中国工业生产者出厂价格指数



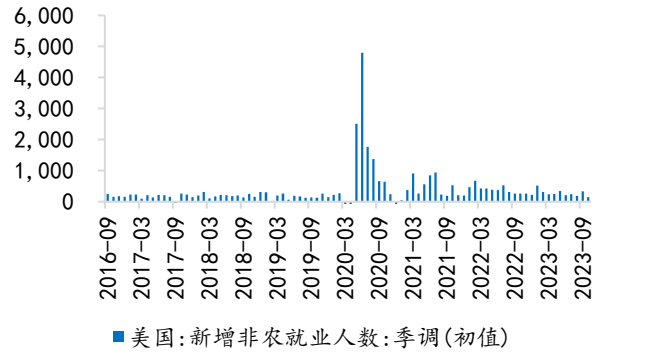
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 5：美国制造业采购经理指数



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 6：美国新增非农就业人数



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

周度策略：地产下行是今年最大的拖累

近期工业品市场分化明显，前期强势的原油大幅回落，周跌幅 5.42%，已经连续三周大幅下跌，但是近期黑色系大幅反弹，尤其是矿石的走势极其强势，连续四周的周涨幅在 4%以上，累计涨幅近 20%，带动黑色系集体走强，其他品种走势相对温和，没有一致性。本周的经济数据方面，国内的特征是经济温和复苏，海外的特征是通胀降温，宏观面依然偏温和。

通胀数据指向的需求依然不急预期

10 月经济运行总体表现平稳，保持了韧性。投资方面，房地产投资的拖累作用仍然较大，基建投资和制造业投资保持平稳;进出口方面，外需走弱的拖累下 10 月出口同比下滑幅度超 9 月和市场预期，进口同比今年 3 月以来首次转正，导致 1-10 月净出口对经济由 1-9 月的支撑转为拖累,1-10 月累计净出口额同比录得-3.9%;消费方面,虽然 10 月社零环比仍然弱于历史同期，但 10 月社零同比较 9 月上行,超过市场预期。

综合来看，10 月经济运行中亮点和薄弱环节同样突出。在消费边际转好、基建投资、制造业投资和工业生产保持韧性的同时，房地产投资和出口对经济的拖累作用相对明显。结合 10 月再次步入荣枯线之下的制造业 PMI，往后看，经济的企稳仍需稳增长政策持续支撑。考虑当前经济运行基本态势和去年基数，全年 GDP 增速 5%以上难度不大。

地产下行是经济最大的拖累，因此投资端仍需加强，否则经济的内生动能依然不足。

10 月房地产投资增速-11.3%，与 9 月持平，带动 10 月固投增速-2.5%。10 月房地产相关数据仍然具有四个主要特征:其一是房地产开发投资降幅仍然达到 10%以上，房企投资意愿依然不高。其二是居民购买新房意愿仍然不高。10 月商品房销售额降幅仍然分别达 8%以上和 10%以上。10 月，商品房销售额和销售面积环比分别排在近 10 年同月由高到低的第 9 位和第 10 位。第三是房企开发资金同比降幅略缩窄，但降幅仍然高达 17%，且国内贷款同比再次转负，显示房企融资仍然不畅。第四是房屋施工面积同比降幅再次扩大，房企仍忙于保交楼。10 月房地产施工端依然延续此前的趋势，竣工面积和新开工面积劈叉加大。

图表 7：土地购置面积



资料来源：wind，中金财富期货

针对当前情况，如果短期内地产企稳难度较大，需要财政上积极发力，财政数据上看，10 月财

政收入端增长依然乏力，财政支出端加大发力较为明显，故财政收支压力仍大。

因此，整体看，当前宏观经济仍主要是周期性回升，内生动能仍待加强。

美国通胀趋势下行的预期正在形成

海外市场最大的变化是，美国通胀的韧性被击碎，通胀趋势下行和降息的预期正在形成。

美国 10 月 CPI 为 3.2%，数据仅略好于预期（3.3%），为什么引起市场的狂欢？

核心 CPI 的韧性主要体现在服务上，商品的通胀 10 月微升到 0.1%，服务的通胀同比增长 5.5%，较上月下降，环比增速回落到 0.3%，上月 0.6%。从 CPI 的权重来看，尽管商品通胀已经不是通胀的主要问题，但由于核心商品占比仅为核心服务大概一半，核心服务价格的缓慢回落中，核心 CPI 可能仍然会表现出韧性。

住宅通胀是主要拖累项，但是房价和房租都已经开始下行。

住宅的通胀目前仍然是每月所有分项增长的最大贡献者，贡献 7 成。居所通胀仍处于高位，10 月同比增长 6.7%，但缓慢回落，上月 7.1%；房租和房价的同比都已经位于低位。从目前的趋势看，未来短期住房相关通胀仍然是拖累通胀保持高位的分项。但 CPI 住宅通胀跟随房租和房价下行继续缓慢回落或将持续。

因此，未来美国通胀的路径是，11 月和 12 月美国通胀将稳中趋降，2024 年仍将保持下行但节奏较缓慢、到年底核心 CPI 同比可能仍在 2.5%附近。本次数据公布后，美联储再加息概率已降至 0%、明年降息 100bp 概率接近 100%。目前市场已经开始进入交易降息预期的阶段。

以震荡思路对待当前的工业品

目前看宏观面仍没有强驱动，从工业品的走势分化也可以看出宏观经济对品种的影响不大。我们认为原油、黑色系甚至部分化工（如纯碱）强势波动是自身基本面造成的，除了这些品种之外，工业品整体的震荡趋势不变。

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 14 日	央行：强化系统性风险、影子银行和金融科技创新监测分析。	央行指出，银行业占主体地位，银行稳则金融稳	二季度全国近 4000 家商业银行中，绝大部分银行处在安全边界内
	11 月 15 日	商务部：四季度推动出台促进新能源汽车贸易合作、提升加工贸易发展水平等专项政策	商务部四季度将抓好三方面的提升，进一步推动外贸促稳提质	出口和地产是政策重点关注的方向之一
数据	11 月 16 日	美国单周首次申请失业救济人数创近三个月新高	上周美国首次申请失业救济人数超预期回升至 23.1 万	美国劳动力市场继续降温
	11 月 16 日	10 月社会消费品零售总额同比增 7.6%	连续三个月回升，汽车类零售同比增长 11.4%	消费回升超预期
事件	11 月 15 日	习近平出现 APEC 会议	习近平同美国总统拜登开始中美元首会晤	双方坚持相互尊重、和平共处、合作共赢，完全可以超越分歧，找到两个大国正确相处之道

资料来源：中金财富期货研究所

2 修复动能边际减弱

10 月规模以上工业增加值当月同比 4.6%,两年复合 4.8%;社会消费品零售总额当月同比 7.6%，两年复合 3.5%；城镇固定资产投资额累计同比 2.9%，两年复合 4.3%。其中，房地产投资累计同比-9.3%，两年复合-12.4%；全口径基建投资累计同比 8.3%，两年复合 9.8%；制造业投资累计同比 6.2%，两年复合 7.9%。

10 月经济修复动能有所转弱。在需求端，内外需景气度同步向下。外需动能较今年二、三季度有所放缓，10 月出口增速超季节性回落。内需之中，固定资产投资季调环比 0.1%，连续两个月环比增速放缓，其中，基建和制造业动能高位趋缓，房地产存量去化与增量改善双双遇阻，销售与投资降幅双双扩张。社零总额季调环比 0.07%，连续第二个月环比低增长。受需求端拖累，供给端工业和服务业生产动能均改善乏力，工业增加值季调环比虽较前月小幅回升 0.05pct 至 0.39%，但相较疫前同期水平持续处于低位。由于供需失衡的格局仍在持续，10 月价格延续弱势，CPI 通胀再度转负，PPI 通胀持续低迷。

地产和消费是经济数据关注的焦点，地产方面我们上面介绍过，不再赘述，关于消费，“同比向上、动能向下”的态势明显。

10 月社会消费品零售总额当月同比增速较上月上行 2.1pct 至 7.6%，低基数主导下实际修复动能略有放缓，环比低于疫前季节性中枢。节假日消费提振效果有限，消费复苏动能仍偏弱。

社零修复格局延续上月，商品零售与餐饮服务消费复苏进程均持续放缓，两年复合增速分别下行 0.3pct、2.1pct 至 3.5%、3.7%。其中，汽车消费保持高增，地产周期类消费仍处收缩。

前瞻地看，11 月社零将延续“同比向上、动能向下”的态势，低基数推高同比增速，居民收入偏弱压制实际修复动能。其中，出行社交类消费需求边际减弱，汽车消费的“金九银十”或将延续，地产周期类消费降幅或再收窄。

3 央行大手笔公开操作

具体来看，月中时点，央行上周持续通过逆回购操作释放流动性、呵护资金平稳。周一至周五，央行累计逆回购净投放 5110 亿元。

值得注意的是，11 月 15 日央行开展了 14500 亿元中期借贷便利（MLF）操作，利率则维持在 2.50%，与此前持平。央行通过 MLF 操作实现资金净投放 6000 亿元，净投放规模创自 2016 年 12 月以来新高。央行在公告中解释本月 MLF 操作是为“对冲税期高峰、政府债券发行缴款等短期因素的影响，同时适当供应中长期基础货币”。

周一将公布 11 月贷款市场报价利率(LPR)。分析师预计后续 LPR 保持不变概率较大，降准仍有空间。鉴于本月 MLF 操作利率不动，加之政策面正在引导银行降低实体经济融资成本，以及存量首套房贷利率较大幅度下调，银行净息差承压，报价行降低 LPR 加点的动力不足，预计本月两期限品种的 LPR 报价或均保持不变。11 月 20 日（下周一）将公布最新 LPR。

在当前至年底之间择机降准概率较大。首先，本阶段降准有助于降低金融机构的资金成本，缓解其净息差压力，增强金融支持实体经济的可持续性。同时降准的政策红利经银行体系传导至借款人后，还具有促进融资成本下降的作用。

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

指数小幅震荡

上周两市小幅震荡，走势温和。其中沪深 300 周-0.51%，上证 50 周-0.66%，中证 500 周+1.05%，中证 1000 周+1.82%，中小市值公司走势较强。

北向资金继续呈现净卖出态势，上周合计净卖出 49.75 亿元。

目前市场仍较为正常。

总体来看，上周指数走势正常，表现偏强。从市场环境来看，10 月经济呈现结构性亮点，生产保持稳定、消费以及社融信贷新增规模好于预期，不过固定投资继续回落，房地产投资仍待改善，经济恢复基础尚不稳固。另外，信贷结构仍有待优化。考虑到近期增发万亿国债或指向 2024 年 GDP 目标可能仍定为 5%左右的偏高水平，宏观政策有靠前发力的必要，从而为明年做好布局，后续对增量政策的想象空间可适当打开。资金面方面，央行投放万亿流动性，积极呵护市场流动性。不过当前资金面依旧偏紧，考虑到当前国内经济复苏基础仍有待巩固，叠加财政部提前下达 2024 年度部分新增地方政府债务额度所带来的流动性担忧，资金并不具备持续收紧基础，当前降准空间或已打开。从技术面来看，指数震荡小幅走高，市场赚钱效应仍表现偏好，两市量能表现温和。考虑到当前经济恢复基础尚不牢固，国内需求不足制约仍较突出，后续政策仍有发力空间。此外，中美关系阶段性缓和，驱动市场风险偏好回升。随着情绪面的修复和

做多力量的持续积累，市场有望企稳修复，关注两市量能变化以及北向资金流向。

指数如果明显调整仍可买入

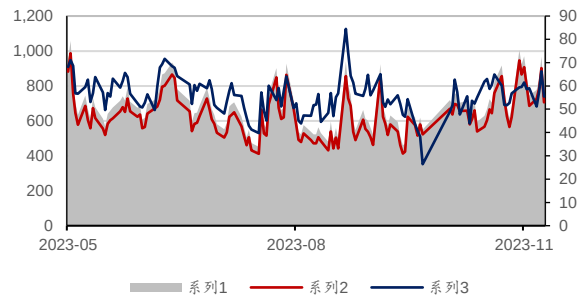
继续关注调整之后的买入机会。

上周市场情绪如期冲高回落，整体节奏仍较为健康，高位题材股回落也将助力下一阶段主线确立。板块来看，市场风格继续偏向中小成长，北证 50 与科创 100 大幅领涨，国证 2000 优于中证 500，中证 500 优于沪深 300，市场风格特征明显，体现了市场对目前宏观状态的最佳选择。行业表现上，传媒、计算机、通信等行业涨幅均超 3%，科技题材继续活跃，煤炭、房地产、电力设备及新能源等板块也有相关催化，涨幅均超 2%，而食品饮料、石化、钢铁、有色等顺周期方向延续低迷。

本轮市场反弹行情的核心是创业板指，连续放量拉升后，呈现走出底部的特征，但是短期明显步入超买状态，需要市场情绪降温之后再参与，板块来看，这轮传媒指数底部反弹近 20%，主要是风险偏好回升驱动。从领涨板块来看，这轮反弹的起始点是华为产业链，其次是减肥药，然后带动汽车、消费电子、半导体等方向，并一直蔓延到整个 TMT 板块，最近开始传导到算力，反弹动能以市场情绪改善板块为主。

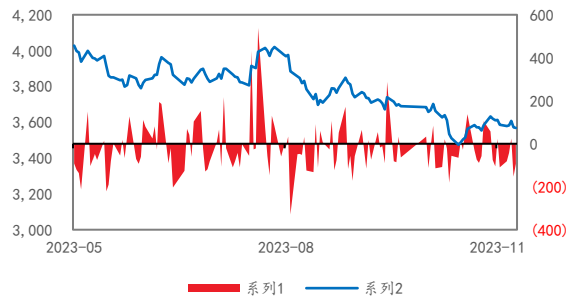
短期内宏观方面动能需要加强，因此指数走势较为震荡，尤其是连续反弹三周之后，指数出现在整固较为正常。中小指数强于蓝筹指数也显示情绪是当前市场的主要驱动。目前我们的策略仍是关注指数调整之后的买入机会。

图表 9：融资融券数据图



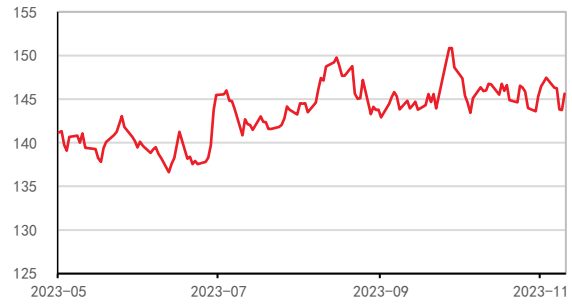
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 10：合约持仓和市场表现



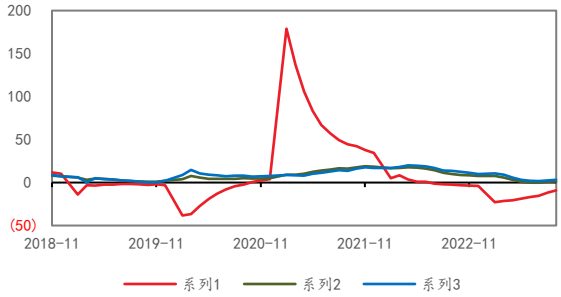
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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。

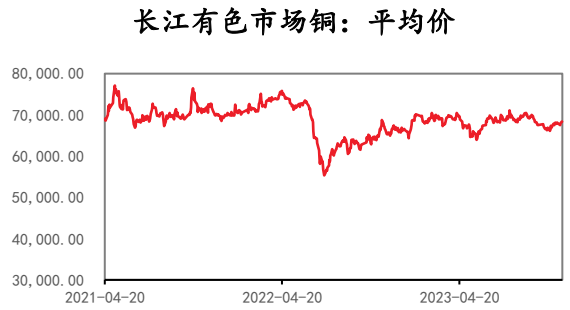
2 结论

宏观博弈仍在持续，美联储的表态依旧表示进一步升息的大门仍然敞开，打击市场前期对降息

的乐观情绪。国内还需看政策对需求的提振力度。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。国内产量维持高位，进口量边际改善，洋山铜溢价继续抬升，供应偏紧格局缓解，现货升水有下降的趋势。电网端 9 月投资完成额回升，空调旺季效应滞后，地产端数据待恢复，风光新领域表现尚可。国内经济数据增速不及预期，出口增速超预期下滑，内部经济复苏缓慢、外需前景黯淡，预计铜价将维持震荡偏弱的走势。

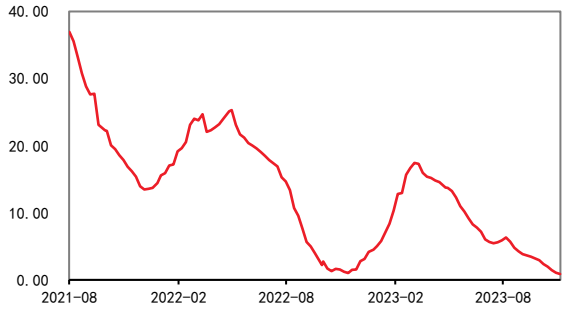
3 铜期货现货数据

图表 13：长江有色铜价



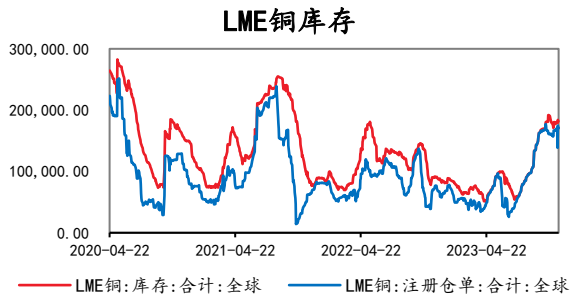
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 14：上海保税区铜库存



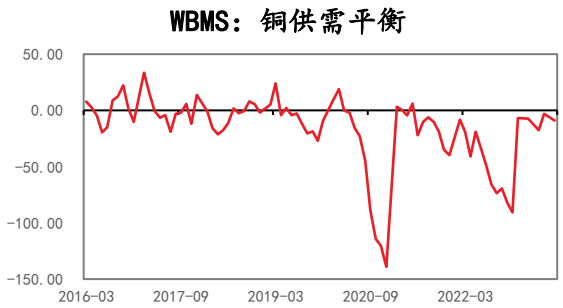
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 15：LME 铜库存



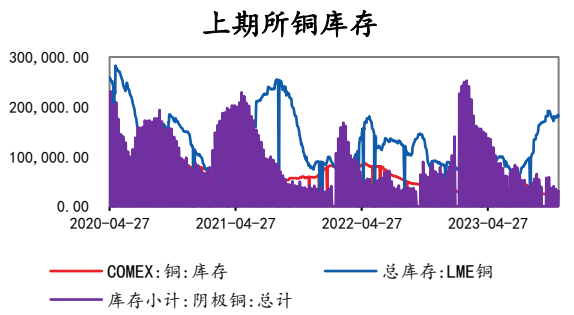
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 16：WBMS 供需平衡



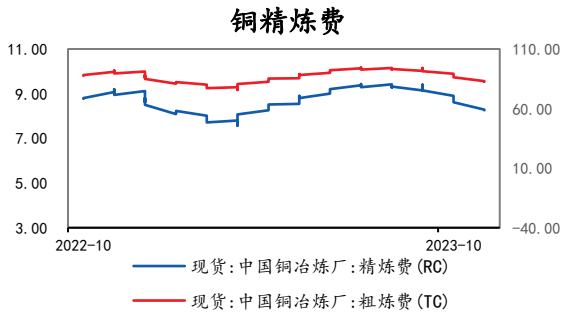
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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

海外方面，继中小型矿山成本抬升之后，俄罗斯 Ozernoye 工厂发生火灾，预计产能 35 万吨的铅锌矿投产推迟，加重市场对锌矿供应的担忧。同时，Nyrstar 宣布将于 11 月 30 日暂停旗下 Middle Tennessee Mines 的生产，因其利润微薄。Middle Tennessee 年产量约 4-6 万吨，成本位于 95%分位线上。11 月国产矿加工费 4800 元/吨、环比-150 元/吨，11 月进口矿加工费 100 美元/干吨，环比-10 美元/干吨。锌价上涨，但加工费出现下滑，矿产锌冶炼利润徘徊在 500 元/吨。国内个别矿山仍处于停产或检修状态，加之北方高纬度地区的矿山生产将受到天气环境的干扰，逐步开启季节性停产，矿企生产将过渡至淡季，国产矿量将有所下降。10 月中旬开始，锌精矿进口窗口关闭，但前期锁价货物仍可流入国内，叠加国内冶炼企业产成品量高企，以及存在冬储备库的需求，对进口矿的主动采购欲望亦较强。

冶炼端供应趋于宽松

云南地区的精炼锌企业也收到了限电文件，预计限电幅度约 10%，但考虑到往年云南限电对锌的实际影响多不及预期，且锌冶炼的 耗电量不高，在当地水位处于合理区间时，对精炼锌的产量限制比较有限。冶炼始终盈利，有利于企业的生产积极性。原料供应虽紧，但不影响企业的正常排产，除个别冶炼企业常规检修外，基本维持正常生产。中国精炼锌产量为 60.46 万吨，环比 上涨 6.06 万吨，同比增加 17.6%，高于预期。1-10 月精炼锌累计产量 545.2 万吨，同比增加 10.65%。主因除了湖南和甘肃的冶炼厂检修外，其他的企业基本恢复正常生产，市场扰动因素较少，企业生产积极性较高。

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

初端各板块开工均有不同程度的下滑，除天气、环保要求限制企业开工外，部分订单疲弱也降低企业积极性，其中镀锌板块北方订单走弱、南方订单持稳，合金下游仅圣诞相关出口订单略有好转。

北方地区环保限产基本解除，下游整体开工小幅回升。镀锌企业恢复限产前的开工情况，镀锌开工率上升 3.2 点至 63.40%，压铸锌合金开工率上升 1.27 点至 47.12%，氧化锌开工率下降 1 点至 60.10%。压铸锌合金往年圣诞等常规利好尚未出现明显好转。合金企业开工率窄幅上抬，但海外圣诞订单较往年偏弱， 企业开工上行缺乏持续性；氧化锌企业因轮胎及饲料板块消费均走弱而小幅下行。

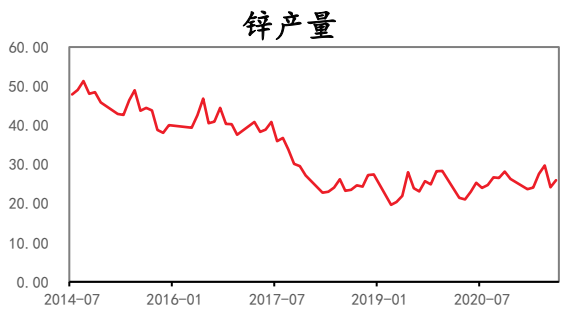
据中汽协，9 月国内汽车产销分别完成 285 万辆和 285.8 万辆，环比均增长 10.7%，同比分别增长 6.6%和 9.5%；1-9 月产销分别完成 2107.5 万辆和 2106.9 万辆，同比分 别增长 7.3%和 8.2%。在国家促消费政策及车企优惠促销 等因素驱动下，购车需求持续释放，汽车市场整体呈现旺季更旺的特点，环比同比均实现增长。

2 总结

美联储偏鹰暗示保留进一步加息的可能性，国内政策频发，市场预期的来回摆动也对价格造成了震荡的干扰。俄罗斯 Ozernoye 工厂发生火灾，预计产能 35 万吨的铅锌矿投产推迟，加重市场对锌矿供应的担忧。加工费重心下移、冶炼利润尚可，冶炼厂开工动力十足，产量已就维持高位。11 月国内消费淡季开启，终端汽车和家电表现超预期，终端地产指标偏弱。下游采购对涨价敏感，现货升水明显下行。从当前的市场格局来看，资金继续推动的动能不足，预计短期延续高位震荡。

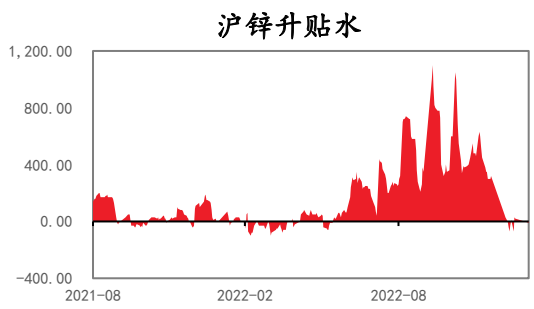
3 锌期货现货数据

图表 19：锌产量



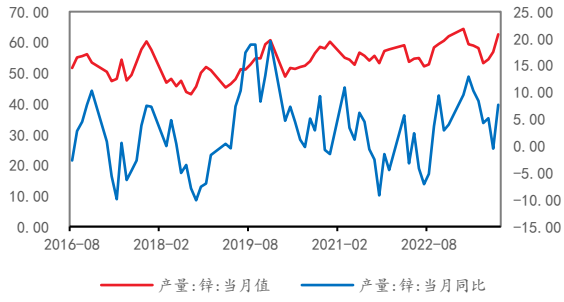
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 20：锌升贴水



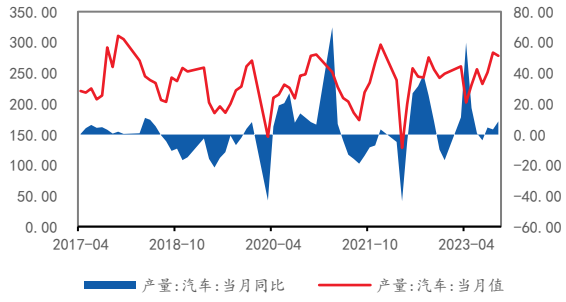
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 10 月地产数据依旧较弱

10 月全国房地产投资同比继续下跌 11.3%，9 月为-11%，房屋新开工面积同比跌幅走阔至-21.2%，9 月为-15.2%，竣工面积同比升幅缩小至 13.3%，9 月为 25.3%。10 月地产投资与新开工依旧较弱，房屋竣工面积增速有所下滑。

10 月新房销售同比跌幅没有改善，10 月全国商品房销售面积和金额同比-11%和-8.11%，9 月为-10.1%和-13.6%。销售金额与销售面积降幅有所分化，销售金额边际有所改善但销售面积跌幅扩大，其中的差异主要因为近期政策支持多偏重于高能和超高能城市有关。

10 月地产资金到位情况继续恶化。2023 年 1-10 月房地产开发企业累计到位资金同比增速为-13.8%，9 月为-13.5%。10 月单月到位资金同比增速为-17%，9 月为-18.8%；其中，国内贷款同比增速为-9.6%，9 月为 3.4%；自筹资金同比增速为-17.7%，9 月为-15.4%；定金及预收款同比增速为-19.7%，9 月为-25.7%:个人按揭贷款同比增速为-15.7%，9 月为-26.8%。总体来看，目前房企资金依旧偏紧，我们认为随着进一步落实中央金融工作会议上所提出的“一视同仁满足不同所有制房地产企业合理融资需求”相关举措，融资环境会有所改善，但由于住房销售还未有实质性改善，房企资金紧张的局面还有延续较长时间。

2 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。

此外，或有一万亿融资计划，央行考虑通过专项借款、抵押补充贷款(PSL)等政策工具，分阶段通过政策性银行提供中长期低成本资金，以支持所谓的“三大工程”建设，最终金额可能会发生变化。10 月底举行的中央金融工作会议上提出加快”三大工程”建设，即包括了保障性住房、城中村改造和平急两用基础设施。这项政策中的 PSL 威力巨大，其本质是超宽松的非常规货币工具，效果超过 QE，MMT。PSL 与一般放水的最大区别在于非市场化定价，以低利率直接给银行再贷款，然后间接给机构或个人发钱。

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 铁水产量见顶

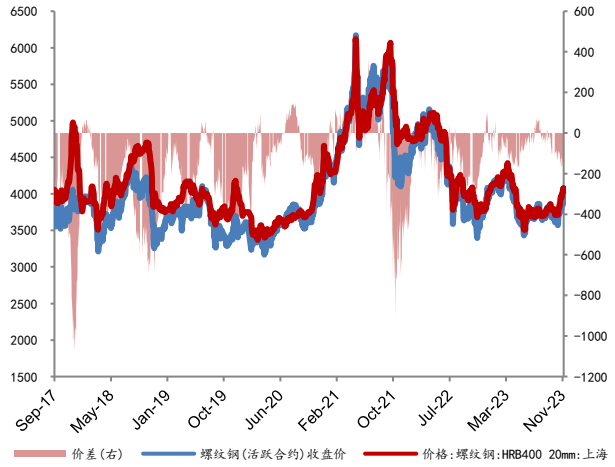
上周，国内 247 家钢厂高炉产能利用率为 88.0%，环比-1.2pct，同比+4.6pct，91 家电弧炉产能利用率为 57.5%，环比+1.7pct，同比+2.1pct，五大品种钢材周产量为 895.1 万吨，环比+2.5%，同比-3.6%；长流程产出回落，上周日均铁水产量降 3.3 万吨至 235.47 万吨；库存方面，上周五大品种钢材周社会库存为 923.0 万吨，环比-2.7%，同比+4.3%，钢厂库存为 413.8 万吨，环比-1.4%，同比-3.8%；钢材总库存环比回落 2.3%，较上周降幅收窄 1.5pct；上周由产量与总库存数据汇总后的五大品种钢材周表观消费为 926.3 万吨，环比-0.1%，同比-2.0%，其中螺纹钢周表观消费 274.1 万吨，环比-1.4%，同比-5.9%；上周 247 家钢厂盈利率为 28.99%，环比+8.2pct。

4 小结

上周统计局数据现实，地产行业仍处于加速下行，投资额、销售额、销售面积与新开工降幅都呈扩大趋势，唯有竣工面积维持高增长。随着存量项目的完结，没有土拍、新开工的补充，竣工面积高增长的局面无法维持，我们不看好明年的地产需求，明年下游需求将靠基建托底。短起来看，万亿国债与融资政策的预期已被打满，监管机构也介入了铁矿石市场，我们认为原料与成材价格上涨的趋势难以维系。

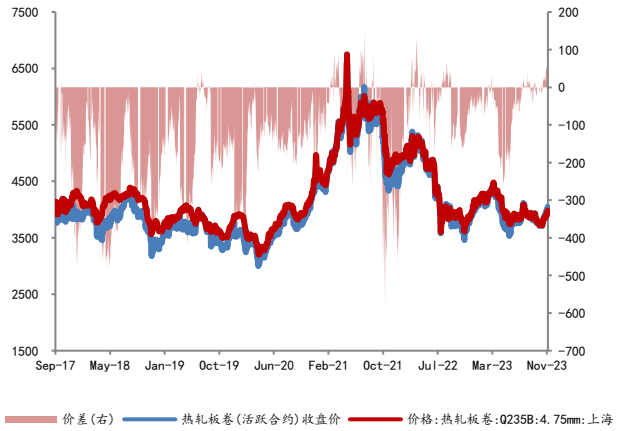
5 钢材期货现货数据

图表 23：螺纹期现价差



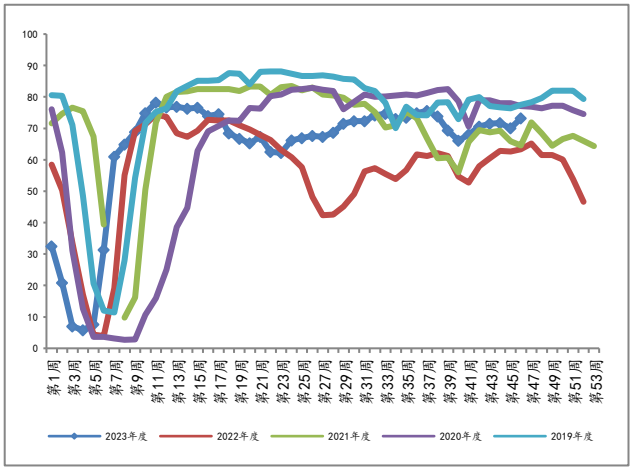
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 24：热卷期现价差



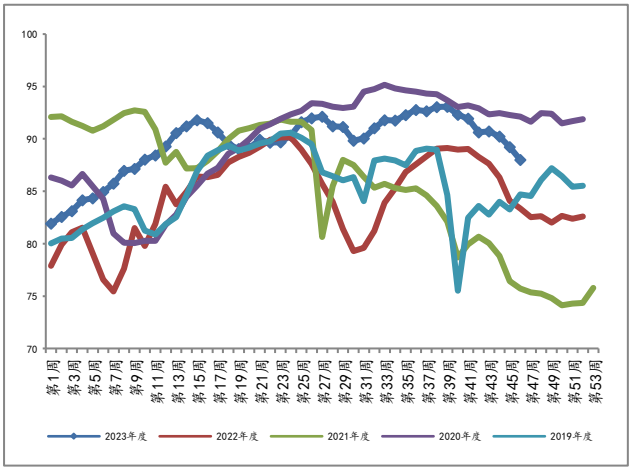
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 25：85 家独立电弧炉钢厂：开工率：中国（周）



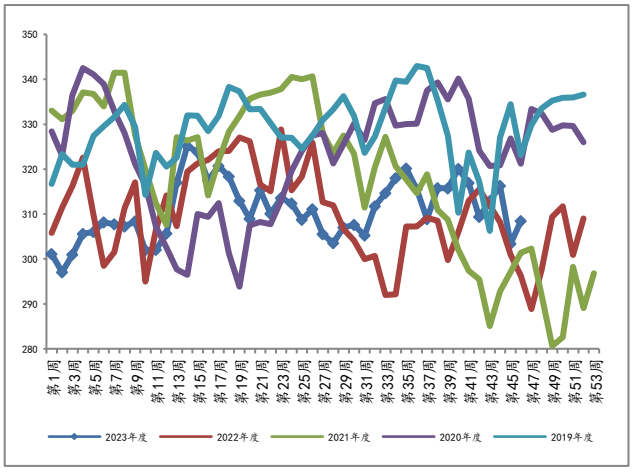
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 26：247 家钢铁企业：高炉产能利用率：中国（周）



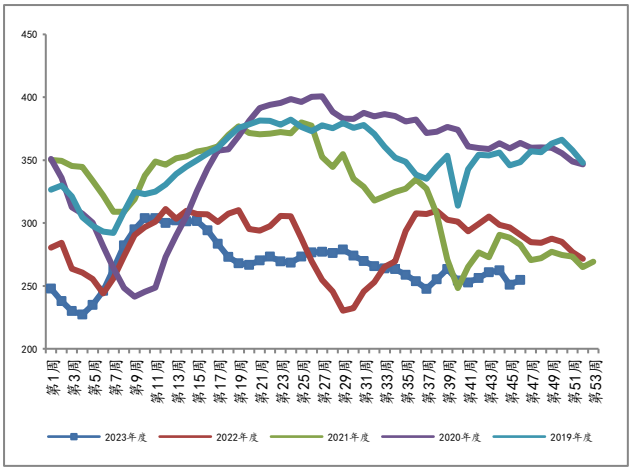
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 27：螺纹钢：建筑钢材钢铁企业：实际产量（周）



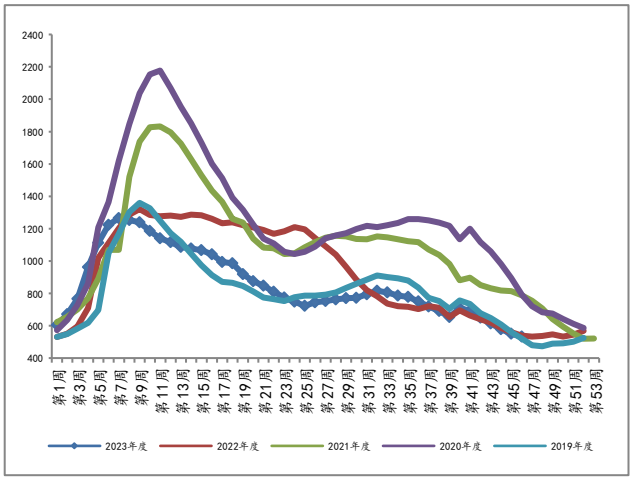
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 28：热轧板卷：钢铁企业：实际产量：（周）



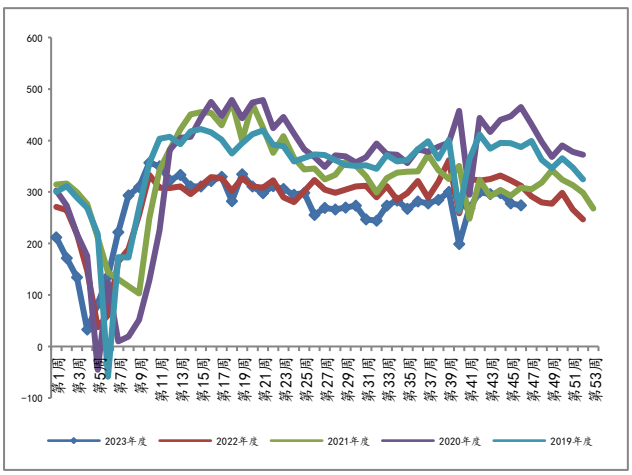
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

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 市场风格迅速切换

现在国际原油市场的情况与一个月前形成鲜明对比，即使基本面并没有发生实质性转变，资金面多空情绪切换要快得多，投机性买盘了结和机构加空给油价走势带来压力。

巴以冲突爆发的前两周局势，令人想起赎罪日战争后阿拉伯对西方原油禁运，原本业界预期全球原油供应将面临重大威胁。然而事实上，非但沙特的油田和出口终端丝毫未受影响，就连风口浪尖上的伊朗原油供应量竟不降反升。此外，今年宏观层面掩盖了传统的供需因素，投资者对全球经济复苏不及预期的担忧日益加剧，而将基本面定价逻辑边缘化。例如，尽管中国 10 月的原油进口量同比增幅达 13.5%，但市场解读将其归因于去年基数过低，忽视了绝对体量仍有 1140 万桶/日之高。自 9 月底降至历史低位以来，美国商业原油库存一直保持稳中有升，令原油近月价格和日历价差都面临着持续下行压力，表明市场对原油及成品油市场前景转向悲观。

2 非 OPEC+供应大增

供应方面，OPEC 和非 OPEC 产油国原油产量继续回升。按照 OPEC 自身统计口径，10 月该组织原油产量环比增加 8 万桶/日至 2790 万桶/日，同时对 9 月产量统计从之前的 2775 万桶/日上修至 2782 万桶/日。报告将 2023 年非 OPEC 原油产量预测上调 10 万桶/日至 180 万桶/日，对 2024 年预测维持 140 万桶/日不变。

特别需要强调的是，美国再次成为全球原油供应最大的增长来源。今年以来，美国页岩油行业增产态势强劲，但早期的高频数据一直低估了美国原油产量的真实水平，在 8 月以后的月度数据上才体现出明确的上行趋势。美国原油产量已经回到 1300 万桶/日左右的历史峰值，达到或超过了疫情前水平，可靠依据表明仍在逐渐增加。

3 需求前景近强远弱

需求方面，OPEC 将 2023 年全球原油需求增速由 244 万桶/日上调至 250 万桶/日，预计全球原油总需求量将达到 1.043 亿桶/日，对 2024 年需求增长预测维持 225 万桶/日不变。OPEC 如此乐观的主要依据是，今年以中国为主的非 OECD 国家经济活动复苏，贡献了全球原油需求主要增量部分（近 240 万桶/日），而 OECD 国家原油需求仅增长 8.2 万桶/日。最新数据显示，10 月中国原油进口量仍保持 1140 万桶/日的高位，累计原油进口量同比大幅增长，OPEC 认为中国能源消费实际表现被市场低估。

OPEC 估计，在供需偏紧的局面下，2023 年三季度原油市场可能出现了 100 万桶/日的缺口。全球原油贸易量从疫情、制裁等破坏中回升，叠加 OPEC+的主动干预政策，美国和全球原油库存在今年 7-9 月出现大幅去化。近期由于大型炼油厂集中检修，美国原油库存开始季节性累库，但总体而言，全球原油库存仍然低于过去五年的移动平均水平。

4 关注明年减产动向

回顾自 2020 年 5 月大减产开始，OPEC+重新掌握原油定价话语权，但过去三年以来对市场的影响力逐渐边际减弱。根据供需平衡推算，理论上 OPEC 提供原油数量的平衡点为 2908 万桶/日，而今年非 OPEC 产油国的产量预计为每天 7303 万桶。尽管如此，相比美国低集中度的页岩油行业，OPEC 及其盟友协同一致的行动仍对市场定价具有较强的统治力。经过近年来市场环境的考验，沙特联合俄罗斯领导 OPEC+达成的原油限产协议长期存续，目前已经发展为提前预测和主动干预，以维持原油市场的平衡稳定，因而限制了油价极端上行或下行波动的风险。

为应对地缘炒作阶段性落空造成的下跌，11 月沙特和俄罗斯两大产油国再次声明，确认会延长之前实施的额外限产措施一直到 2023 年底，但力度上没有得到实质性加强。OPEC+将在 12 月重新审视减产计划，并最终在延长减产时限，扩大减产规模，亦或是提高原油产量的方案中做出选择。市场已经完全消化了减产的利多因素，从目前的供需平衡表来看，假如沙特明年退出 100 万桶/日的额外减产，将导致一季度出现明显的累库。不过 OPEC+仍然是支撑油价的重要力量，关注该组织 2024 年产量政策的新动态，除非减产再度加码，否则将成为强弩之末。

5 油价重心略向下移

近期国际油价大幅回调是不争的事实，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。

全球经济复苏呈不均衡、不稳定、不及预期的特点，长期对能源需求形成压制，当前汽油等燃料消费季节性下滑，令石油化工产业链自下而上逐步转弱。同时，OPEC 除沙特以外成员国以及美国原油产量回升，令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，后期原油走势面临一定下行风险，不过 OPEC+限产政策仍是支撑油价的重要力量。根据市场的基本形势预判，在排除不可抗力的常规假设下，国际原油中长期价格重心或将回落至 70-80 美元的区间内承压运行。

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。

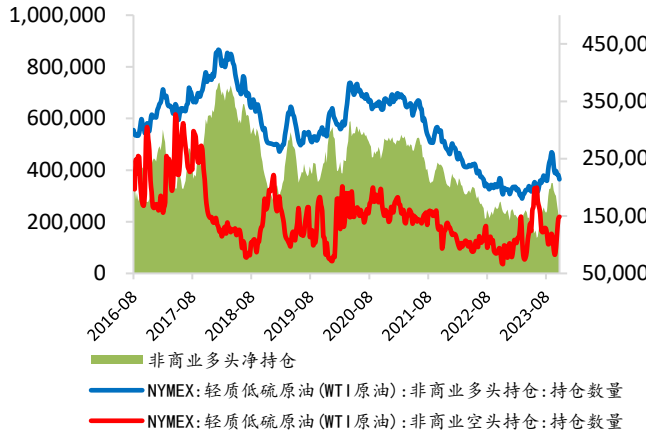
7 原油期现数据

图表 31：国际原油期货价格



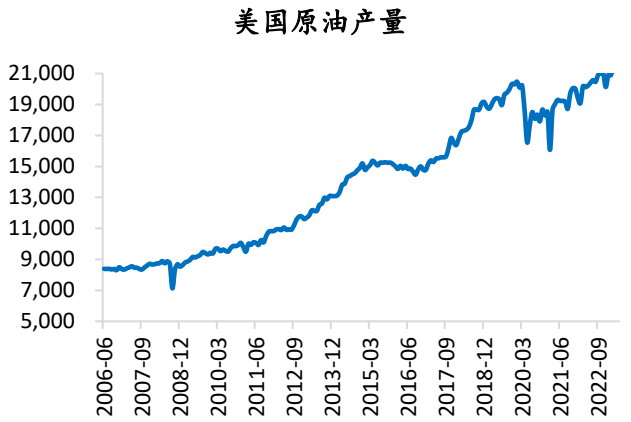
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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



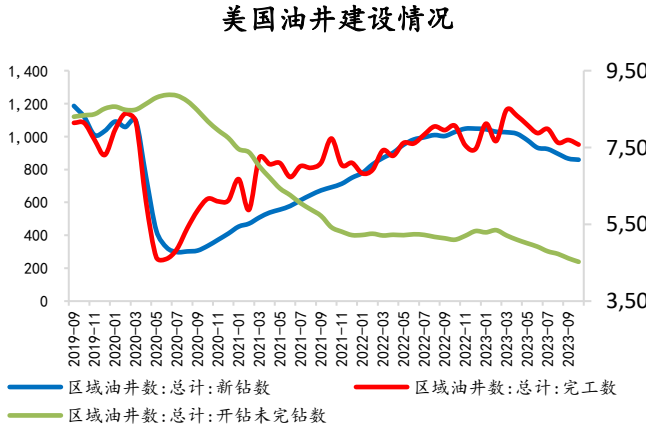
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 34：沙特原油产量



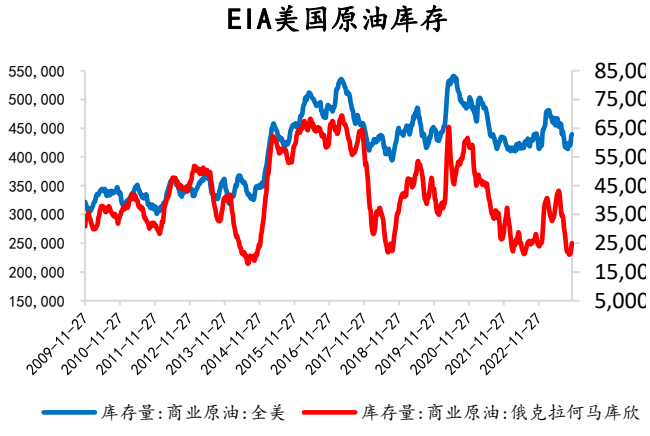
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 35：美国油井建设情况



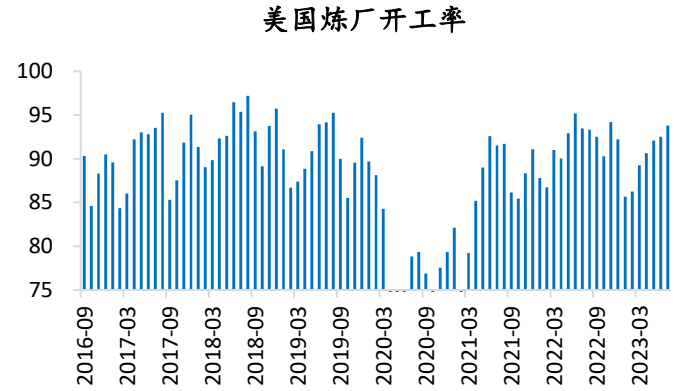
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 36：EIA 原油库存



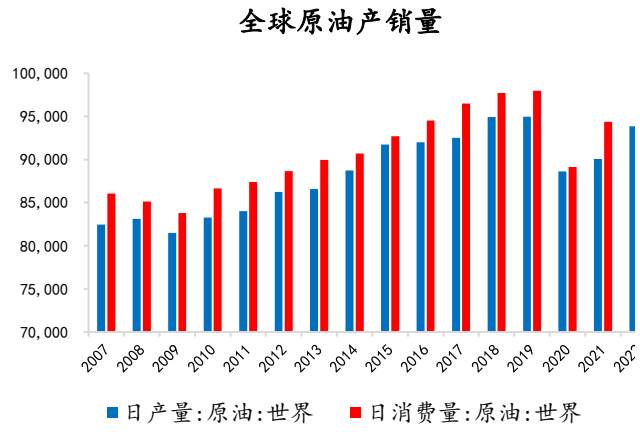
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 利多消化震荡盘整

近期天然橡胶市场利多因素开始降温，并且缺乏新的炒作题材，资金开始重新将其作为空配品种。

前期胶价上涨的主要驱动来自供应端，但泰国旺季减产预期一定程度上落空，原料收购价格承压下行。国内天然橡胶社会库存仍延续下降趋势，但青岛地区美金胶现货陆续有船期到港，尤其是标胶到港量明显增加，由于近端 NR 价格走弱，后期进口到港数量预计将继续增长。下游金九银十高峰期已过，未来并没有强劲的主动补库存需求，因此目前产业链库存周期进入到主动补库末期和被动补库前期的阶段。

如我们此前所述，沪胶当前估值处于同期偏高位置，基本面支撑减弱的情况下或转入震荡盘整，但在年底前下行空间或将有限。

2 年内供应增量有限

中国天然橡胶最主要来源是从泰国进口，因此泰国橡胶出口量对于供应端是一个略显滞后但较为可靠的指标。预计泰国天然橡胶出口或呈季节性回升，但对内盘供应压力暂时有限。

2023 割胶年度受天气影响，尤其泰国南部主产区新胶释放不及预期，自 5 月以后泰国天然橡胶出口处于近五年来低位水平。泰国海关公布数据显示，2023 年 9 月该国天然橡胶出口量为 30.78 万吨（含乳胶及混合胶，乳胶未折干），同比大幅减少 25.05%；前三季度泰国天然橡胶累计出口量为 330.7 万吨，低于上年同期 7.1%。

10 月随着降雨偏多的情况缓解，泰国产区逐步进入增产期，北部和东北部地区新胶提速上量，估计橡胶出口有望扭转同环比下滑，恢复季节性增长的局面。不过，泰国南部主产区占全国总产量的 60%-70%，10-11 月该地区胶水释放增速仍不及预期，全年泰国橡胶减产正在成为业界共识。

今年天然橡胶供应端主要扰动是：初期高温干旱导致开割时间推迟，随后雨季降雨持续偏多又令割胶作业受阻，算下来本轮割胶周期可生产天数减少很多，即使旺产季顺利也难以回补前期造成的产量损失。考虑到泰国到青岛主港船期在一个月左右，预计国内现货市场将在明年 1-2 月迎来供应高峰，因此年内剩余时间沪胶季节性偏强的逻辑尚且稳固。

3 需求转淡产品积压

在原料端不发生意外变故的前提下，产业链下游对胶价重心起到决定性作用，终端改善才能驱动持续上涨趋势。

今年各地汽车消费政策频频出台，汽车产销量的提升拉动轮胎配套市场需求增长，海外轮胎市场订单表现持续较好，使得轮胎企业开工率长期居稳高位，对橡胶价格形成有力支撑。现阶段轮胎行业处于景气周期，尤其半钢胎开工好于全钢胎，轮胎企业利润也得到明显改善。四季度

轮胎市场逐渐进入消费淡季，样本企业产能利用率统计上稳中偏弱运行。具体来看，半钢胎雪地胎排产进入尾声，内销四季胎排产增加但出货较为缓慢，随着成品库存再度累积，开工率提升空间有限。全钢胎方面，进入淡季销售压力有增无减，目前部分中小企业库存已升至高位，有主动降低排产计划。

在需求走弱的预期下，下游厂商对原料橡胶的补库意愿不佳，产业链下游库存向中游传导，青岛地区天然橡胶去库进程放缓。叠加上游原料供应放量，四季度后期橡胶供需将持续承压。

4 去库放缓等待拐点

目前下游需求整体季节性下滑，产业链自下而上库存累积，影响到中游库存变化节奏。

截至 11 月中上旬，青岛地区天然橡胶一般贸易和保税区库存合计为 65.77 万吨，较上期减少 1.18 万吨。整体上延续前期的去库趋势，不过去库进度较为缓慢，主要是一般贸易库存继续下降，保税区库存持平或微幅增加。短期进口橡胶到港量或继续增加，保税区内标胶持续累库预期偏强，使得青岛地区橡胶总库存去库幅度放缓。另一方面，收储消息炒作逐渐淡化，支撑力度有所减弱。

随着时间推移，供给侧和消费端压力都会不断增加，最终将体现为库存的季节性拐点到来，但短期料难有明显变动，年内胶价下方空间有限。

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

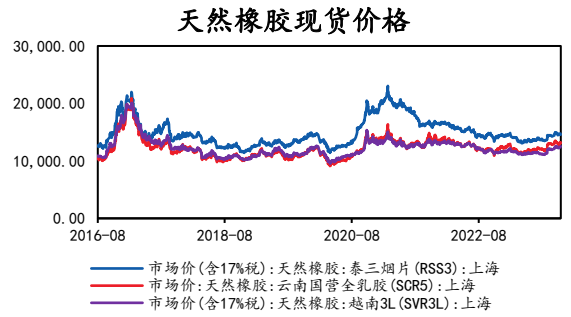
站在当前沪胶估值处于历史性底部的位置上，预计多头机会更多来自超跌后的绝对估值修复，例如市场交易中国重新开放后的经济复苏逻辑。随着外围系统性风险有所释放，低位上亦跌无可跌有企稳迹象，但行情上涨缺乏实质性支撑，预期沪胶盘面在超跌修复后将迎来长期磨底阶段，或将延续金融属性主导的局面，继续以低位区间震荡思路为主。

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



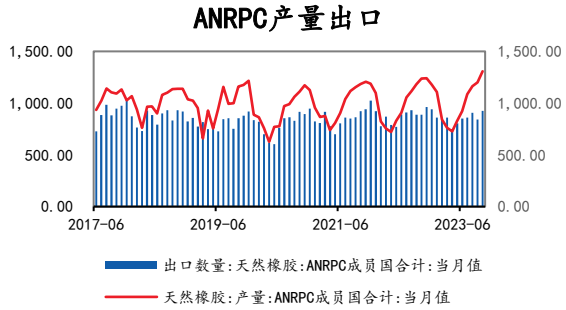
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 39：合成橡胶价格



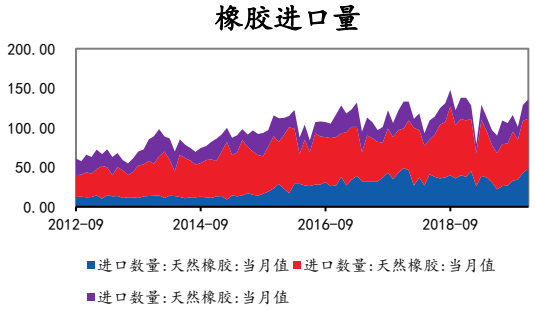
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 40：ANRPC 产量出口



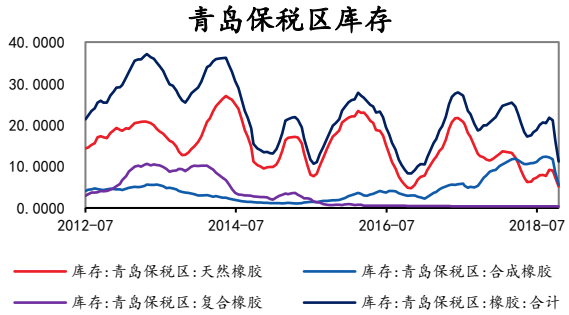
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 41：橡胶进口量



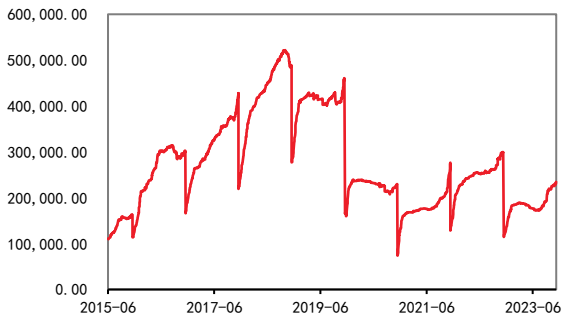
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 42：青岛保税区库存



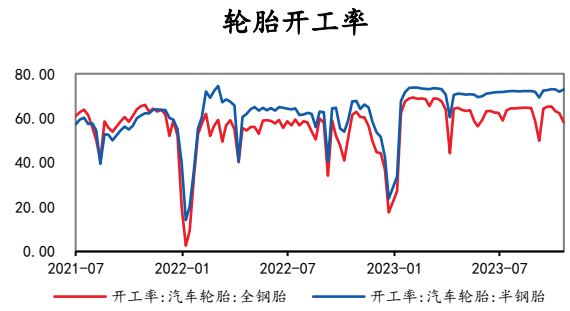
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 43：上期所注册仓单



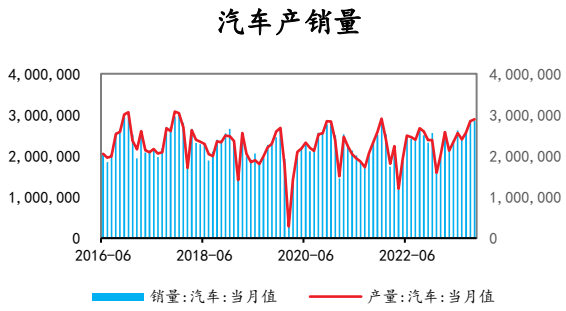
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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

1 外部豆类市场分析

巴西作物区旱涝不均，天气不确定性引发美豆剧烈波动

随着南美大豆进入新一轮生产周期，市场对南美天气和大豆产量前景的关注度逐渐提升。美国农业部在 11 月 9 日公布的月度供需报告中，维持对巴西大豆 1.63 亿吨和阿根廷大豆 4800 万吨产量的乐观预期，但是由于近期巴西天气形势并不理想，部分机构开始下调巴西大豆产量预估值。农业咨询机构 AgRural 表示，截至 11 月 11 日，巴西大豆播种进度为 61%，低于去年同期的 69%，该机构将巴西大豆产量预估值由上月的 1.646 亿吨下调到 1.635 亿吨，并表示可能因天气问题在月底之前进一步下调产量预估。巴西北旱南涝的天气特征导致大豆播种进度延迟，并为未来大豆产量带来威胁。本周初 CBOT 大豆市场买盘活跃，基本收复 9 月初以来的跌幅，但随着周末巴西降雨预报改善产量前景，美豆市场随即冲高回落大幅调整。巴西大豆生产尚未进入关键时段，市场围绕天气变化与产量预期的波动仍会反复出现。

阿根廷降雨利于大豆播种，可部分对冲巴西减产风险

受近期降雨改善种植条件影响，阿根廷布宜诺斯艾利斯谷物交易所本周上调该国大豆播种面积预测，将阿根廷大豆播种由此前预测的 1710 万公顷调高到 1730 万公顷。该交易所表示，阿根廷大豆种植完成率为 18%。美国农业部预计阿根廷大豆产量将恢复至 4800 万吨的正常水平，同比增产量高达 2300 万吨。阿根廷大豆保持增产预期，有助于降低巴西大豆如果遭遇减产对全球大豆供应的影响。

美豆内需外需强劲，缓解季节性供应压力

美国全国油籽加工商协会（NOPA）发布的月报显示，美国 10 月大豆压榨量达到 1.89774 亿蒲式耳，环比增长 14.7%，同比增长 2.9%，创下历史高位。美豆内需强劲增长的同时，来自中国的进口需求也带动美豆外需全面增长。美国农业部发布的周度出口销售报告显示，截止 11 月 9 日当周，美国大豆出口销售净增 391.84 万吨，周度大豆出口销售量创下 11 年高位。从本周接连有民间出口商向美国农业部报告大单出口看，美豆出口需求依然强劲。美国大豆内需外需双双大增，一定程度上缓解了美豆集中上市形成的季节性供应压力。

马来西亚棕榈油 11 月上半月保持增长，减产周期尚未到来

从三家船运调查机构发布的出口高频数据看，马来西亚 11 月 1-15 日棕榈油出口量环比增幅在 6.4%-9.8%之间，延续上月增长势头。据南部半岛棕榈油压榨商协会（SPPOMA）数据显示，2023 年 11 月 1-10 日马来西亚棕榈油单产增加 4.34%，出油率减少 0.26%，产量增加 2.90%。通常情况下，马来西亚棕榈油产量从 10 月份开始转入冬季减产周期，但受厄尔尼诺现象影响，10 月份棕榈油月度产量创出年度最高，目前仍保持增产状态。由于 10 月底马来西亚棕榈油库存已经达到 245 万吨的历史高位，如果减产周期延后，库存压力可能在 11 月底继续攀升。供应压力下棕榈油市场反弹高度依然可能受限。

2 国内豆类市场分析

内外盘保持联动，成本端对油粕价格驱动力显著提升

CBOT 大豆市场涨跌变化，直接影响国内大豆进口成本升降，进而带动油厂调整下游产品价格。本周 CBOT 大豆市场先扬后抑宽幅波动，进口大豆成本也跟随剧烈震荡。按照美豆 1 月合约 1352 美分/蒲式耳、美湾大豆（12 月船期）C&F 报价 583 美元/吨核算，12 月装船美豆理论成本为 4747 元/吨，较本周美豆高点时核算的成本下降近 100 元/吨。

豆粕现货需求疲弱，豆粕期货跟随美豆冲高回落

当前国内进口大豆和豆粕供应充足，生猪养殖处于亏损状态，终端需求整体偏弱，无力拉动豆粕价格回升。短期内国内豆粕供应大于需求，现货基差已承压回落至 100 元/吨之内，贸易商出货压力增加，饲企补库动力不强，多采取滚动补库随用随采策略。根据 Mysteel 农产品对全国主要油厂的调查情况显示，第 45 周（11 月 4 日至 11 月 10 日）123 家油厂大豆实际压榨量为 169.8 万吨，开机率为 49%；较预估低 5.5 万吨。预计第 46 周（11 月 11 日至 11 月 17 日）国内油厂开机率小幅上调，油厂大豆压榨量预计 185 万吨，开机率为 53%。第 45 周国内 123 家油厂豆粕库存为 72.96 万吨，较上周增加 4.87 万吨，增幅 7.15%。从油厂开机情况和终端需求看，国内豆粕累库情况近期仍有望延续。

进口菜籽量激增，菜油期货再度领跌

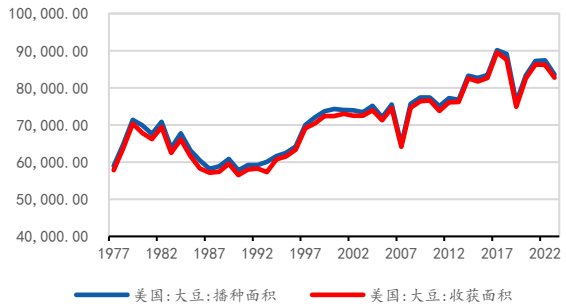
油菜籽进口量和库存量均大幅增加，菜油远期供给保持充裕。根据中国粮油商务网的监测数据，11 月、12 月油菜籽进口量预估分别为 45 万吨和 67 万吨，处于月度较高水平，菜油月度进口量预计也在 10 万吨左右。截止第 45 周末，11 月进口油菜籽实际到港量累计 5 船约 32.1 万吨，进口菜籽库存总量为 38.1 万吨，周度增加 22.1 万吨，去年同期仅为 9 万吨。在不断增加的供给压力下，国内菜油价格大幅下滑。菜油期货在三大油脂期货中走势最弱，在南美天气炒作降温后，菜油期货率先进入调整状态，在得到其他油脂弱势配合后，菜籽油期货再度逼近前期低点，不排除进一步下探的可能。目前两广地区豆油和菜油现货价差收缩至 100 元/吨，两者 1 月期货盘面价差也已接近 200 元/吨。在菜油库存压力缓解前，两者的价差关系可能继续保持收敛状态。

3 油脂油料市场展望

随着南美大豆播种持续推进，南美天气对 CBOT 大豆市场的影响力进一步提升。厄尔尼诺现象增加了南美大豆生产周期内天气的复杂性，市场涨跌预期也将随着天气变化进行快速调整，多空博弈将加剧美豆市场波动。此外，国际原油价格近期出现大幅调整行情，作为大宗商品的领头羊，原油下跌对大宗商品市场的弱势影响不可忽视。国内三大油脂期货在各自基本面引领下强弱表现虽有差异，但市场整体呈现冲高回落态势，尤其是菜籽油在巨大的供给压力下正滑向前期低点，对豆油和棕榈油市场的拖累效应仍在释放。国内豆粕和菜粕市场因缺少需求支撑，与美豆市场的弱势联动更为明显，菜粕期货同样在供应压力下逼近前期低点，存在继续下跌的可能。国产大豆市场在中储粮政策底的支撑下震荡回升，近期东北多地雨雪天气增加运输压力，产区大豆现货回暖为豆一期货独立走强提供动力，但由于国产大豆在食用领域供大于求，价格上涨预期不宜过高。

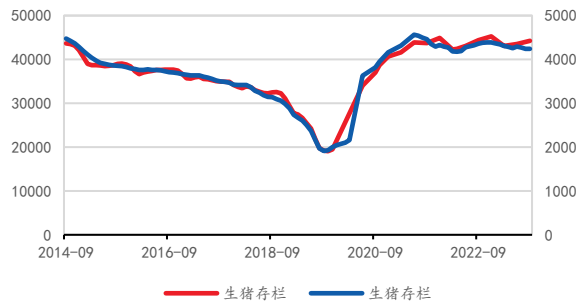
4 油脂油料市场主要数据

图表 46：美国大豆种植收获面积



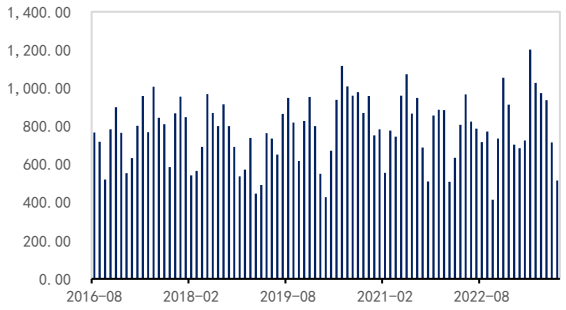
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 47：国内生猪存栏量



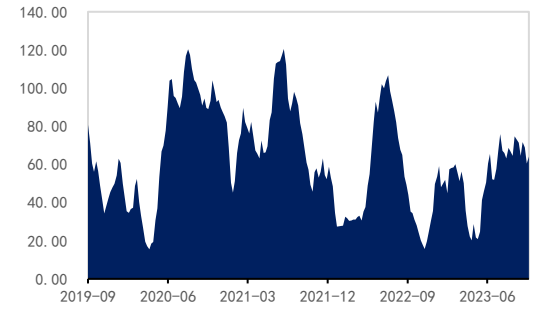
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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