中金财富期货策略周报（2023 年第 39 期）

研究员：

张伟

从业资格编号：F0251993

投资咨询编号：Z0013973

weik.zhang@cicc.com.cn

刘绅

从业资格编号：F3041660

投资咨询编号：TZ014346

shen.liu@cicc.com.cn

于瑞光

从业资格编号：T040666

投资咨询编号：TZ002416

ruiguang.yu@cicc.com.cn

李小薇

从业资格编号：F0270867

投资咨询编号：Z0012784

xiaowei.li@cicc.com.cn

周度投资视点

宏观策略：目前看宏观面情绪偏暖，但是宏观经济呈现典型的“生产热、需求冷”的状况，因此商品市场面临的供需关系依然不够扎实。对于工业品而言，政策环境偏暖限制其跌幅，但是需求不足也限制其上行空间，震荡难解。

股指期货：指数连续反弹后回落，我们认为这种走势依然健康。考虑到指数所处的绝对位置较低，即使驱动因素相对平淡，但是压制因素逐渐缓解，因此我们仍推荐指数逢调整做多机会。

铜：美国通胀超预期改善，进而降息预期升温，美元持续下行利好铜价。三季度主要铜矿企业产量加总同比增长逾 6%。尽管产量增长，当季海外铜矿生产仍存在意料外的干扰因素，比如计划外检修、异常天气等，全年铜矿供应增长预期下调。近期加工费高位回落，从接近 93 美元/吨跌至 84.4 美元/吨，同样表明原料供应边际收紧。国内产量维持高位，进口量边际改善，洋山铜溢价继续抬升，供应趋于宽松。需求来看，终端电网发电冲量对线缆需求回升带动精铜杆企业开工率显著上升，但制冷行业遇冷压制铜管和铜棒消费，新兴产业增长较快但消费总量有限，供需维持紧平衡格局不改，国内库存继续下探。在宏观主导价格的驱动下，预计铜价将维持震荡向上走势。

锌：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：上周地产行业再出重磅政策，一个是提出了“三个不低于”，一个是起草一份房企白名单，将为给 50 家左右房企提供包括信贷、债权和股权融资等多方面的支持，另一个是监管允许银行向房企提供无抵押的贷款。本轮政策着重解决房企资金紧张的问题，维系房地产行业安危，避免系统性风险的发生。政策对情绪的提振是毋庸置疑的，但对下游钢需的改善程度仍持有怀疑的态度，此外，由于近期原料价格的支撑在减弱，我们对钢价并不乐观。

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。

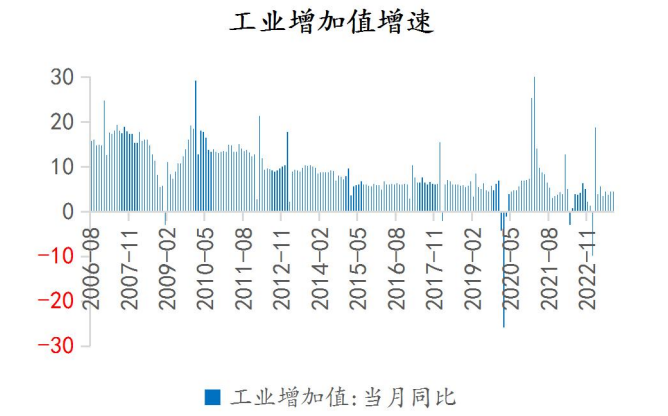
油脂油料：南美天气仍是国内外豆类市场交易的重点。巴西大豆播种进度滞后以及降雨分布不均，减产担忧是支撑美豆抗跌的主要动力，但由于南美大豆并未遭遇实质性减产，推动美豆持续走高的基础尚不牢固。多空双方围绕天气变化展开激烈博弈，美豆市场维持反复震荡行情的概率依然较大。在美豆市场缺少方向感之际，国内豆粕市场同样很难形成趋势型走势。由于国内进口大豆和菜籽集中到港形成的供给压力不断显现，可能削弱国内豆粕和菜粕市场同美豆的跟涨力度。国内油脂市场仍会与马来西亚棕榈油市场保持联动，同时也会受到油料供给增加以及油厂开工率提高的影响，而国际原油市场的宽幅震荡也会影响市场情绪的变化，短期惯性调整的概率偏大。豆一期货市场仍在延续政策行情，除少部分进入国储库外，大部分现货仍滞留在农户手里，缺少现货配合的豆一期货市场上涨空间依然受限。

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 ..... - 4 -
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 经济修复动能分化 ..... - 6 -
3 流动性将转为宽松 ..... - 7 -
4 宏观策略 ..... - 7 -
5 股指期货市场分析 ..... - 7 -

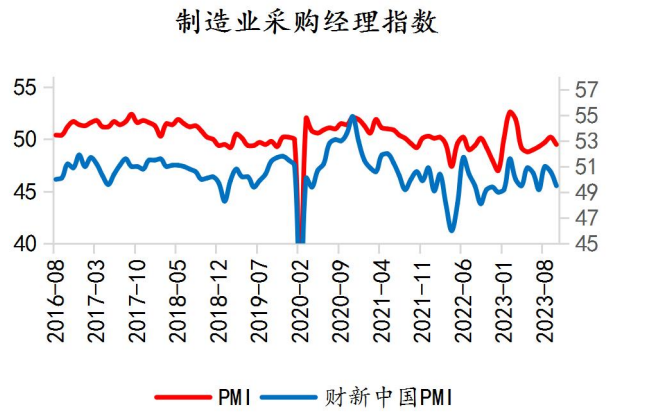
重要经济指标概况

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



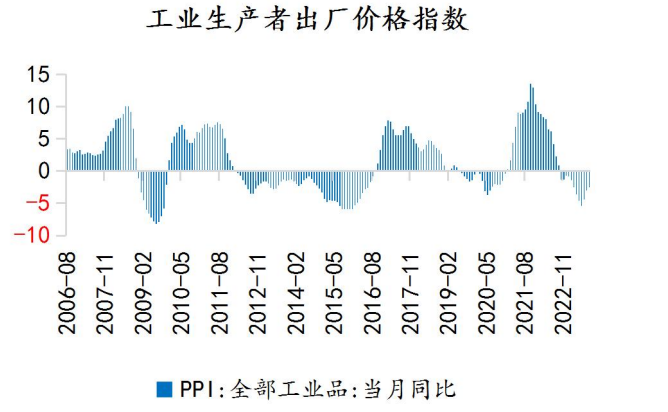
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 3：中国居民消费价格指数



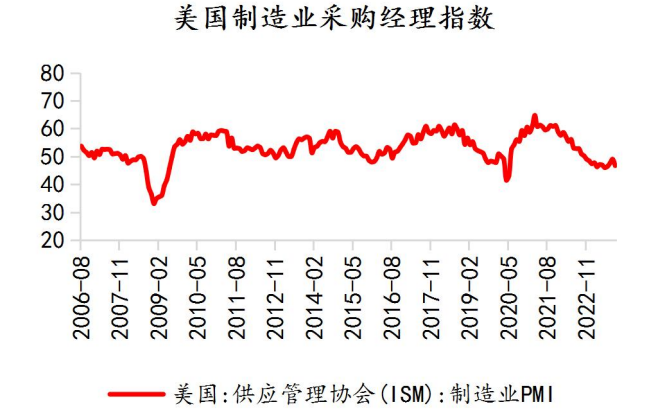
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 4：中国工业生产者出厂价格指数



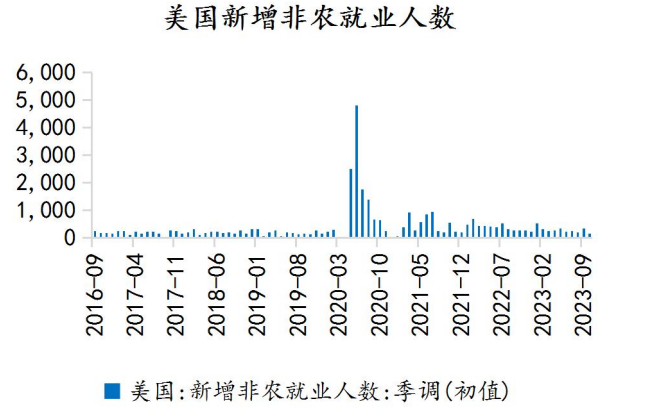
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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：外围紧缩趋于终结 国内地产政策密集推进

近期工业品市场走势偏强，主要原因是宏观方面情绪偏强。从政策上看，海外开始密集交易美联储加息见顶，以及明年上半年之前的降息预期；国内方面，地产政策继续推进，尤其是融资方面的变化，显示出地产稳增长的力度有加大的倾向。在宏观环境和情绪暖度较强的情况下，利多因素很大程度上限制了工业品的下行空间，但是不可否认的是，工业品上行的动能也不足，因此转向横盘震荡的概率较大。

地产政策稳步推进

中央层面于融资端持续发声支持楼市企稳，为楼市修复助力。11 月 7 日人民银行、住建部、金融监管总局、证监会召集数家房企座谈召开融资座谈会，了解房企资金状况和融资需求。11 月 17 日中国人民银行、金融监管总局、证监会三部门会议强调，针对不同所有制房企一视同仁，均需保持信贷、债券、股权等融资渠道的畅通，对正常经营的房地产企业不惜贷、抽贷、断贷，支持不同所有制房地产企业的合理融资需求。

地方政策密集出台，以上海的政策最具代表性。

11 月 21 日，人民银行上海总部、金融监管总局上海监管局、上海证监局、上海市地方金融监管局、上海市科委联合召开金融机构座谈会，研究部署相关工作。会议要求，金融机构要落实好房地产“金融 16 条”，坚持“两个毫不动摇”，一视同仁满足不同所有制房地产企业合理融资需求。对正常经营的房地产企业不惜贷、抽贷、断贷。继续用好“第二支箭”支持民营房地产企业发债融资。

我们以前阐述过，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。

但是需要注意的是，地产投资面临的压力依然明显。

2000 年以来的中国房地产市场发展了二十多年，经历了供求基本平衡、供不应求的刚需阶段以及投机阶段。未来随着城镇化进程的持续放缓，地产市场可能会重新回到刚需驱动，供给与刚性需求逐步匹配。如果在 2030 年之前实现住宅销售套数与住宅竣工套数的基本匹配，对应住宅销售套数大致可能需按照每年-5%的增速发展。

因此，基于供需关系的中性假设，预计明年新开工面积下降 10%，降幅低于今年和去年，销售面积和房地产投资下降 5%左右，降幅较今年收窄。房地产对 GDP 增长的拖累程度下降，

就经济数据而言，目前的经济周期性修复的特征明显，内生动能不足，这点我们之前反复提及。

10 月宏观经济数据表现分化，其中工业增加值、服务业生产、社零额增速以及社融存量同比增速均较前值边际改善；就业状况保持稳定，城镇调查失业率与 9 月持平；固定资产投资延续回落趋势，特别是房地产投资降幅延续年初以来逐月扩大之势，较前值回落 0.2 个百分点至-9.3%，对经济的拖累不减，出口当月跌幅也小幅扩大。此外物价水平小幅回调，CPI 同比由正转负，核心 CPI 低位回落，PPI 降幅走扩，需求疲弱之下价格水平依旧偏低。总体上看，经济修复的积极因素主要体现在生产端，包括出口、投资在内的需求修复持续偏弱。

图表 7：房地产基本数据



资料来源：wind，中金财富期货

美联储微调过于亢奋的降息预期

美联储 11 月议息会议纪要显示，美联储官员对于降息，没有市场情绪那么乐观。

美联储会议纪要显示，通胀压力仍大，存在上行风险。就通胀现状来看，当前通胀处于高位，呈现出继续放缓的趋势，不过依然需要保持谨慎。就通胀前景来看，尽管通胀在过去一年中有所缓和，但仍远远高于委员会 2%的长期目标。并强调，通胀有可能更持久，有上行风险。委员会预计，到今年年底 PCE 同比增速将接近 3.0%，核心 PCE 同比将在 3.5%左右。要到 2026 年，PCE 总体和核心价格通胀率才能接近 2%。

美联储对经济的看法是趋于温和。经济保持活力，有下行风险。就经济现状来看，美国经济在 3 季度强劲增长，劳动力市场依然紧张，就业岗位继续增长。就经济前景来看，累积的政策收紧和金融条件收紧对家庭和企业的影响可能比预期的更大。更高或更持久的通货膨胀将需要进一步收紧货币政策，抑制经济增长。委员会预计，4 季度 GDP 增速将明显低于 3 季度，由于货币政策的滞后效应将抑制经济活动，预计未来 2 年实际 GDP 增速将慢于潜在增长，到 2026 年与潜在增长保持一致。

美联储认为，货币政策保持限制性，降息暂无信号。就货币政策现状来看，目前的货币政策立场是限制性的，并对经济活动和通货膨胀产生下行压力。就货币政策前景来看，委员会将谨慎行事，每次会议的政策决定将继续基于收到的全部信息及其对经济前景的影响以及风险平衡。如果收到的信息表明委员会的通胀目标进展不足，则进一步收紧货币政策是适当的。在通胀明显朝着委员会的目标持续下降之前，政策保持一段时间的限制性立场是合适的。

整体来看，当前市场交易过于亢奋的降息预期尚不合适，以美国未来一个阶段的经济数据看，也很难出现大幅度的跳跌。因此我们认为美元指数和美债收益率短期内下行空间也有限

以震荡思路对待当前的工业品

目前看宏观面情绪偏暖，但是宏观经济呈现典型的“生产热、需求冷”的状况，因此商品市场

面临的供需关系依然不够扎实。对于工业品而言，政策环境偏暖限制其跌幅，但是需求不足也限制其上行空间，震荡难解。

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 19 日	中国 11 月“不降息”，1 年期、5 年期 LPR 均维持不变。	年内已进行两次降息，经济基本面整体延续改善	在 MLF 大幅超额续作的背景下，短期降准的空间也被缩窄
	11 月 20 日	美联储纪要:重申谨慎行事，改变利率立场需要更多证据	美联储官员不愿得出已完成加息的结论，但他们可能愿意至少今年内都保持利率不变	美联储给过于乐观的市场情绪降温
数据	11 月 23 日	欧元区 11 月 PMI 初值回暖	但仍连续六个月低于荣枯线	欧元区 11 月制造业和服务业的均有所改善，新订单的降幅较为温和
	11 月 22 日	美国消费者长期通胀预期创 2011 年来新高	短期通胀预期创七个月新高	通胀尚未到快速下行阶段
事件	11 月 22 日	习近平出席金砖国家领导人巴以问题特别视频峰会	习近平：金砖国家就巴以问题发出正义之声、和平之声 非常及时、非常必要	中方呼吁尽快召开更具权威性的国际和会，凝聚国际促和共识，推动巴勒斯坦问题早日得到全面、公正、持久解决

资料来源：中金财富期货研究所

2 金融数据点评：总量上行，政策左右结构

财政托举社融。10 月社会融资好于季节性，融资规模增量为 1.85 万亿元，同比多增 9108 亿元。社融存量同比增速也小幅反弹，10 月同比为 9.3%，较前值增加 0.3 个百分点。社融主要由财政托举，10 月政府债券融资 15600 亿元，同比多增 12809 亿元。

政策左右结构。10 月社融的结构特征可能反映了政策的取向，一方面，财政发力维稳经济，同时严控新增债务，特别是地方融资平台的隐性债务，体现为政府债券与企业债券发行的一增一减；另一方面，为活跃资本市场而严控股权融资，9 月和 10 月非金融企业境内股票融资量明显低于季节性水平。

票据拉高贷款。新增人民币贷款与去年同期以及季节性水平相当，10 月增加 7384 亿元，同比多增 1058 亿元，但剔除非银金融机构贷款之后，社融分项下的人民币贷款增量低于季节性水平。从新增人民币贷款结构来看，企业短贷好于长贷，居民长贷好于短贷，总体冲量特征较为明显：票据融资 3176 亿元，同比多增 1271 亿元。10 月票据融资高于季节性水平，同时国股银行票据转贴利率在 10 月明显下行。

货币增速放缓，剪刀差扩大。10 月末，M2 同比增长 10.3%，与前值持平；M1 同比增长 1.9%，

较前值下降 0.2 个百分点。M2 与 M1 同比增速差为 8.4%，较前值扩大 0.2 个百分点。人民币新增存款略高于季节性水平，其中，政府、非金融企业和非银金融机构存款同比分别多增 2300、3048 和 3020 亿元，居民户存款同比少增 1266 亿元。

二季度的社融明显下行，鉴于社融的滞后影响，年底的经济特别是制造业仍有转弱的可能性。在这种背景下，一定程度的股弱债强仍有可能。

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

指数冲高回落

上周两市冲高回落，以沪指为代表的指数一度反弹创反弹新高，但是随后回落。其中沪深 300 周-0.84%，上证 50 周-1.01%，中证 500 周-1.08%，中证 1000 周-1.35%，指数普遍回落。

北向资金上周合计净卖出 31.60 亿元。为连续第 3 周净卖出。

我们认为，目前指数的仍较为正常。

本周市场最大的变化就是北交所的成交呈现暴增的态势。本周一至周五，北交所的日成交量分别为 37.8 亿、102.4 亿、131 亿、155.7 亿、172.9 亿，成交量暴增超 4 倍。

近期北交所大涨，主要原因有四方面：一是政策利好不断落地；二是市场高度关注的转板预期

显著增强，吸引了资金对于北交所的关注；三是流动性持续改善，在新的投资者适当性安排下，科创板投资者可直接平移开通北交所账户；四是估值相对低位，北证 50 估值处于底部区间，向上修复的空间较大。

北交所的活跃对主板市场产生明显影响，指数顺势出现调整。

建议继续关注买入机会

指数出现调整行情，如果再度下行，可关注逢低买入机会。

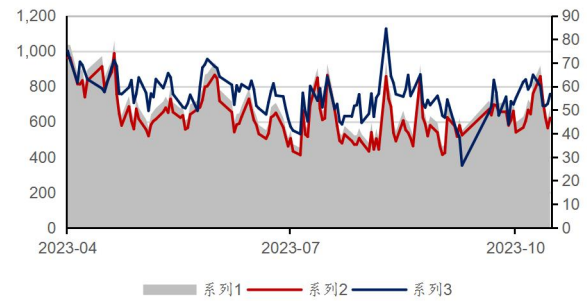
上周市场情绪如期冲高回落，整体节奏仍较为健康，高位题材股回落也将助力下一阶段主线确

目前经济数据指向的特征是，指数底部是一个复杂的结构。2023 年以来，A 股的趋势指标主要是居民部门的经济数据，特别是房价；而波动指标则是企业部门的经济数据，如 PMI、社融、PPI、工业增加值增速等。目前看这些指标都是波动的态势。

目前可以观察最新的经济数据情况：10 月房价增速与上月持平，CPI 增速回落。固定资产投资增速回落，社零增速上升，工业增加值增速上升。因此综合来看我们认为市场仍将维持震荡走势。

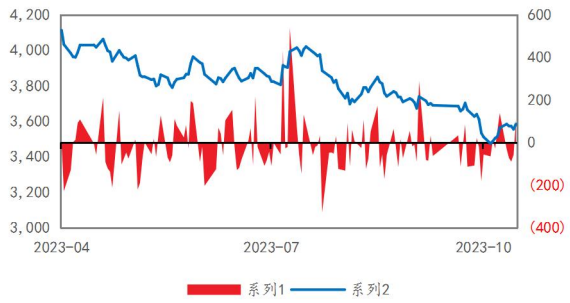
考虑到指数所处的绝对位置较低，即使驱动因素相对平淡，但是压制因素逐渐缓解，因此我们仍推荐指数逢调整做多机会。

图表 9：融资融券数据图



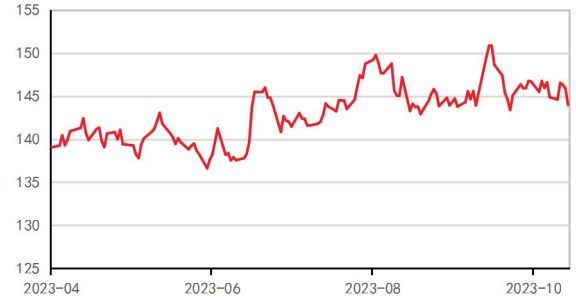
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 10：合约持仓和市场表现



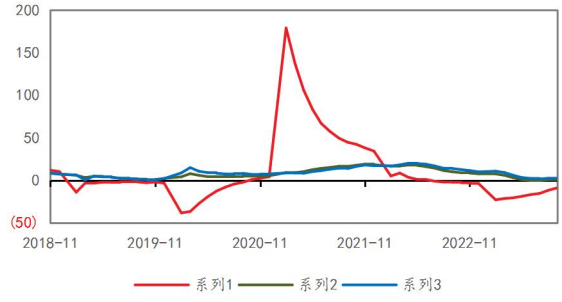
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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

根据美国地质调查局（USGS）2023 年公布的数据，全球已探明的铜矿储量为 8.9 亿金属吨，其中印度尼西亚铜储量为 2400 万吨，约占世界铜储量总量的 2.69%，在全球中排名第十。2014 年 1 月 12 日，印尼政府实施原矿出口禁令，主要针对的是镍、铝、锡、黄金、银和铬这六种金属的原矿或精矿出口。对于铜，印尼政府规定出口的铜矿必须经过最低加工要求，即出口的铜精矿中金属铜的最低含量不能低于 15%。此外，出口铜矿的公司需要在 2014 年支付税率为 25%的累进税，到 2015 年上半年税率提高至 35%，2015 年下半年 40%、2016 年上半年 50%、2016 年下半年 60%。禁止镍矿出口后的“成功经验”，进一步推动该国的铜精矿出口禁令，只允许精炼铜产品出口。新税率有效期为 2023 年 7 月 17 日至 2023 年 12 月，在 2024 年 1 月再次上调，从 2024 年 1 月 1 日起，铜精矿的出口税率将上涨至 7.5%至 15%。市场上流通的铜精矿将开始大幅收缩，对铜矿对外依存度高的国家构成非常不利的影响，从而倒逼一些成本比较高的冶炼厂退出市场。

国内电解铜供应逐步释放

中国铜冶炼厂与海外矿企 24 年长单加工费谈判分歧较大，现货成交清淡使中国主流港口铜精矿库存量增加；北方以矿产粗铜为主且以长单交付为主，广西南国冶炼厂二期、白银有色和中条山有色已于 10 月点火投料或增产矿产粗铜，浙富控股兰溪 12 万吨产能废铜系统正在爬产但因原材料供给偏紧或降低废产粗铜，或使国内 11 月粗铜生产量或环比增加有限而难改供给预期偏紧；华中某铜冶炼厂技改升级项目结束推迟至 11 月中旬，致国内 11 月有 2 家铜冶炼厂检修，但因白银和中条山有色等新投产能缓慢释放产量、非洲铜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。

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

美国通胀超预期改善，进而降息预期升温，美元持续下行利好铜价。三季度主要铜矿企业产量加总同比增长逾 6%。尽管产量增长，当季海外铜矿生产仍 存在意料外的干扰因素，比如计划外检修、异常天气等，全年铜矿供应增长预期下调。近期加工费高位回落，从接近 93 美元/吨跌至 84.4 美元/吨，同样表明原料供应边际收紧。国内产量维持高位，进口量边际改善，洋山铜溢价继续抬升，供应趋于宽松。需求来看，终端电网发电冲量对线缆需求回升带动精铜杆企业开工率显著上升，但制冷行业遇冷压制铜管和铜棒消费，新兴产业增长较快但消费总量有限，供需维持紧平衡格局不改，国内库存继续下探。在宏观主导价格的驱动下，预计铜价将维持震荡向上走势。

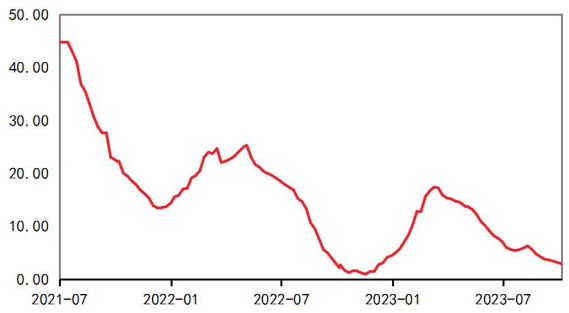
3 铜期货现货数据

图表 13：长江有色铜价



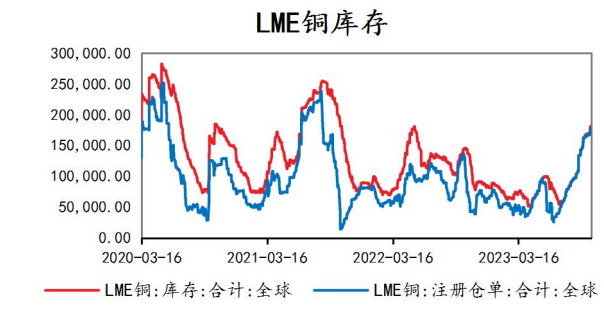
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 14：上海保税区铜库存



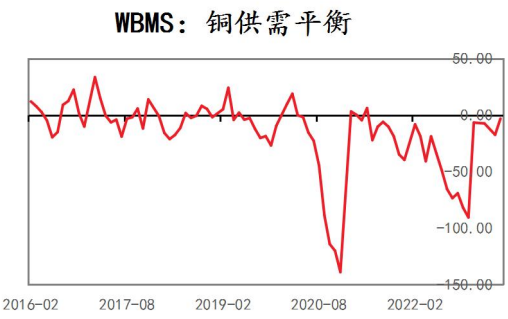
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 15：LME 铜库存



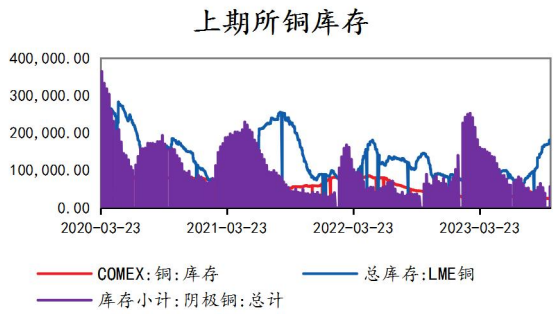
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 16：WBMS 供需平衡



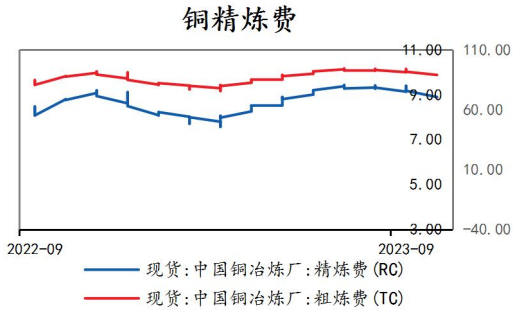
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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

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。

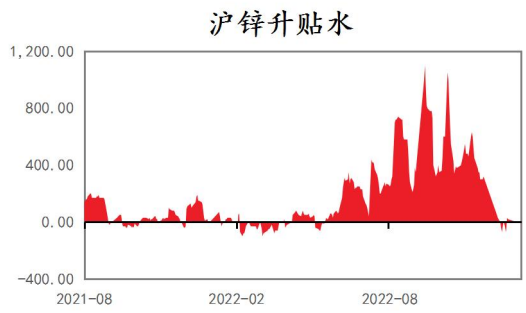
3 锌期货现货数据

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 重磅地产政策出台

11 月 20 日，财新报道，金融监管部门在召开的金融机构座谈会上，讨论了多项房地产金融放松政策。会议上提出了“三个不低于”，即各家银行自身房地产贷款增速不低于银行行业平均房地产贷款增速，对非国有房企对公贷款增速不低于本行房地产增速，对非国有房企个人按揭增速不低于本行按揭增速。

我国地产行业下行始于“三条红线”政策，限制了房地产企业的债务水平，包括限制其净负债率、资产负债率和现金短债比。“三条红线”政策导致房地产企业面临资金链紧张的问题，大部分民营企业都出现了债务违约情况，以至于房地产行业有发生系统性风险的可能。

“三个不低于”政策的提出，表明监管部门正在寻求平衡“三条红线”政策对房地产市场的影响，尤其是在对房地产企业融资约束的同时，保持市场的稳定性和银行体系的流动性。

具体来说：

1. **银行自身房地产贷款增速不低于银行行业平均房地产贷款增速：**意味着各银行不能无视市场条件而盲目压缩房地产贷款，尤其是在当前房地产行业压力加大的情况下，银行需要保持一定的房地产贷款增速，以支持行业的发展。
2. **非国有房企对公贷款增速不低于本行房地产增速：**说明监管层着力解决民营房企融资难的问题，意在从规则上消除银行对国企与非国企的歧视。
3. **非国有房企个人按揭增速不低于本行按揭增速：**确保了对非国有房企的个人购房者能够获得必要的按揭贷款，增加非有房企商品房竞争力。

“三个不低于”政策的出台，着力于解决房企资金紧张的局面，不仅如此，更是起草了一份房企白名单，将为给 50 家左右房企提供包括信贷、债权和股权融资等多方面的支持，房企资金恶化的情况有望得到缓解。尽管如此，房企资金紧张的局面还会持续较长时间，因为房企的主要汇款仍靠房屋销售，目前房企销售还未见改善。

2 发改委再次发生监管铁矿石市场

11 月 23 日，发改委发文：针对近期铁矿石价格出现连续过快上涨的异动情况，国家发展改革委价格司、市场监管总局价监竞争局、中国证监会期货部组织部分铁矿石贸易企业和期货公司召开会议，了解有关企业参与铁矿石现货和期货交易情况，要求有关企业依法合规经营，不得捏造散布涨价信息，不得故意渲染涨价氛围，不得囤积居奇，不得哄抬价格，不得过度投机炒作，不得操纵期货市场。

此外，发改委、交通运输部水运局、市场监管总局组织主要港口企业召开会议，了解港口铁矿石库存、堆存装卸收费等有关情况，研究加强港口铁矿石监管。

这是本年度发改委第七次喊话铁矿石。本次发改委目的在于收集和分析港口铁矿石的库存量、货权归属、周转效率以及相关费用，以此判断市场中是否存在操纵行为，监控铁矿石的运输流

程，包括到港、卸货、库存周转等各个环节，有助于精确打击市场操作，炒作行为。

3 铁水产量见顶

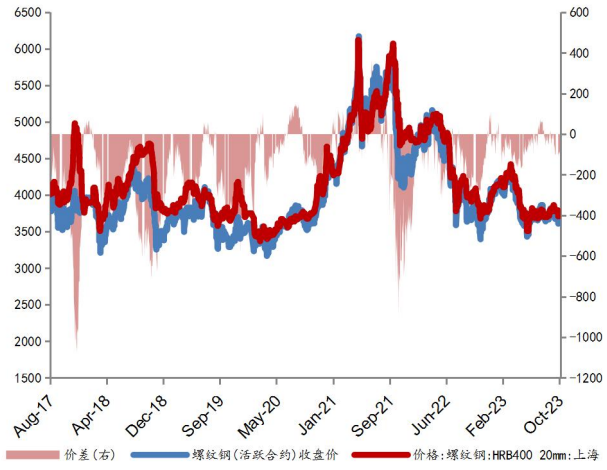
上周，国内 247 家钢厂高炉产能利用率为 87.9%，环比-0.1pct，同比+5.4pct，91 家电弧炉产能利用率为 59.7%，环比+2.3pct，同比+4.1pct，五大品种钢材周产量为 910.0 万吨，环比+1.7%，同比-1.1%；长流程产出回落，上周日均铁水产量降 0.2 万吨至 235.27 万吨，近期钢厂利润显著好转，钢材生产节奏加快；库存方面，上周五大品种钢材周社会库存为 897.2 万吨，环比-2.8%，同比+4.8%，钢厂库存为 412.8 万吨，环比-0.2%，同比-4.7%；钢材总库存环比回落 2.0%，较前一周降幅收窄 0.3pct，周内北方天气好转，需求阶段性回暖，社库去化速度维持；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 936.8 万吨，环比+1.1%，同比+0.5%，其中螺纹钢周表观消费 266.9 万吨，环比-2.6%，同比-4.6%。

4 小结

上周地产行业再出重磅政策，一个是提出了“三个不低于”，一个是起草一份房企白名单，将为给 50 家左右房企提供包括信贷、债权和股权融资等多方面的支持，另一个是监管允许银行向房企提供无抵押的贷款。本轮政策着重解决房企资金紧张的问题，维系房地产行业安危，避免系统性风险的发生。政策对情绪的提振是毋庸置疑的，但冰冻三尺非一日之寒，地产的下行是多个环节出现问题，一个环节的改善并不能使得情况出现逆转。

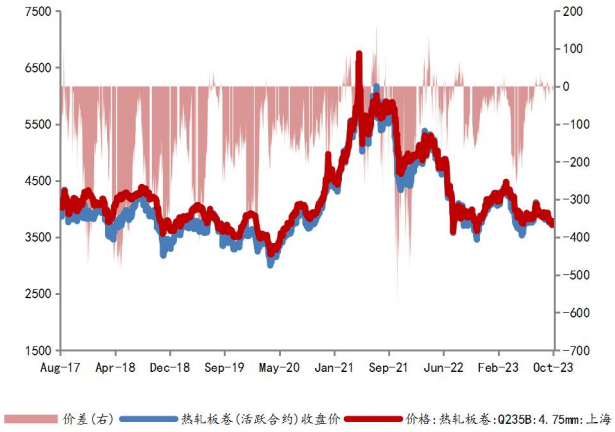
5 钢材期货现货数据

图表 23：螺纹期现价差



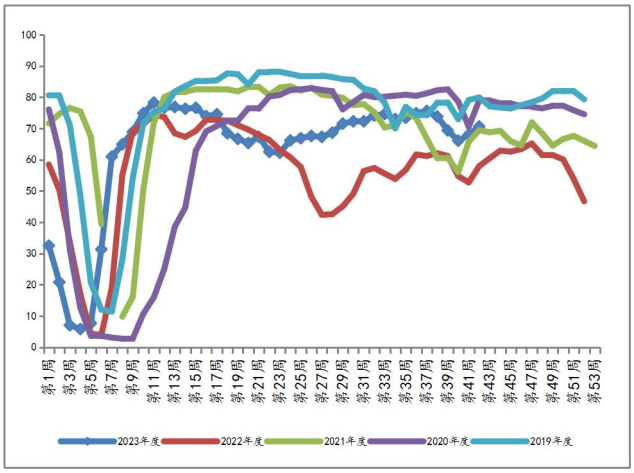
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 24：热卷期现价差



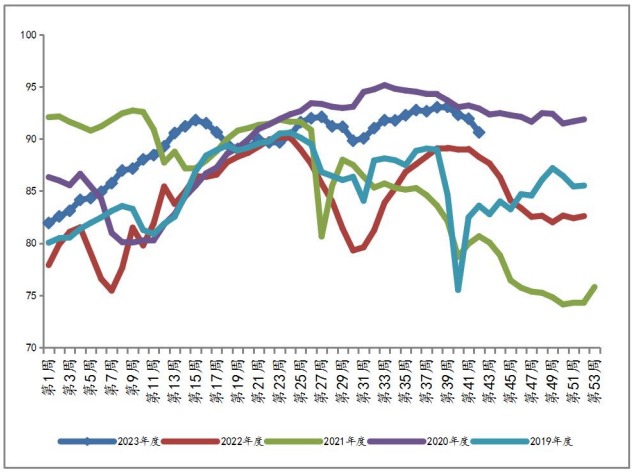
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 25：85 家独立电弧炉钢厂：开工率：中国（周）



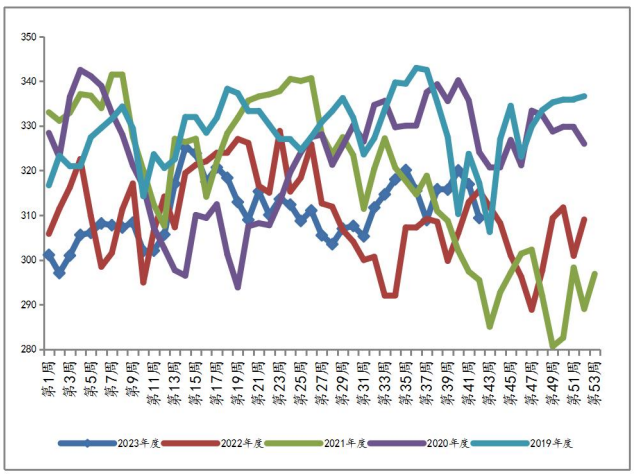
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 26：247 家钢铁企业：高炉产能利用率：中国（周）



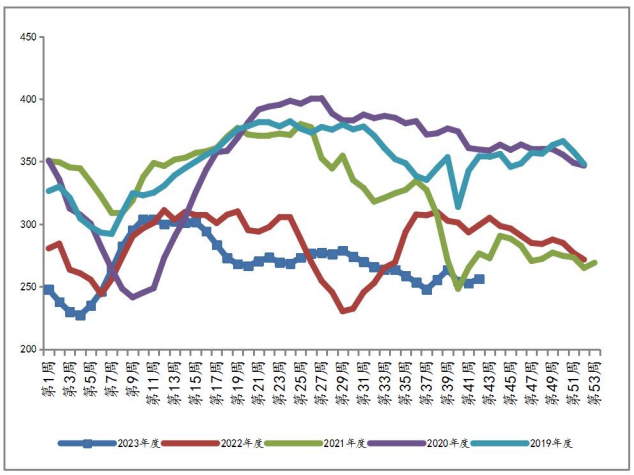
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 27：螺纹钢：建筑钢材钢铁企业：实际产量（周）



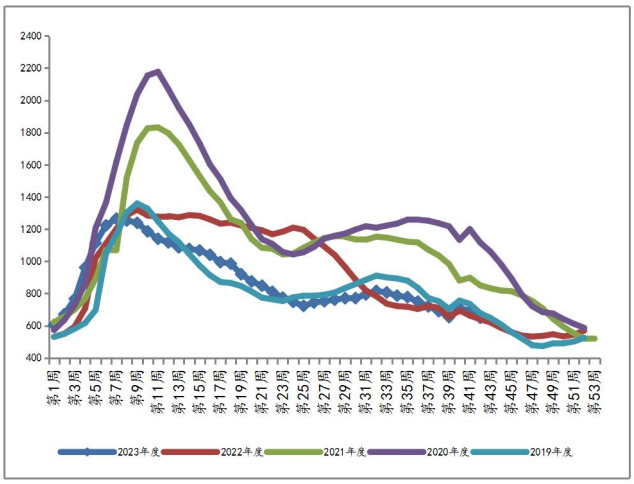
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 28：热轧板卷：钢铁企业：实际产量：（周）



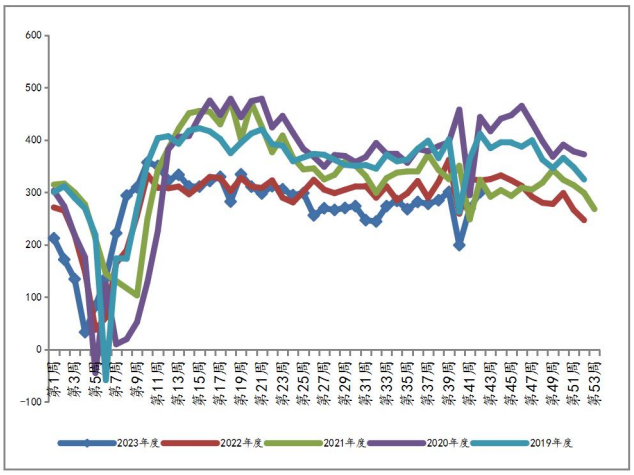
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

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

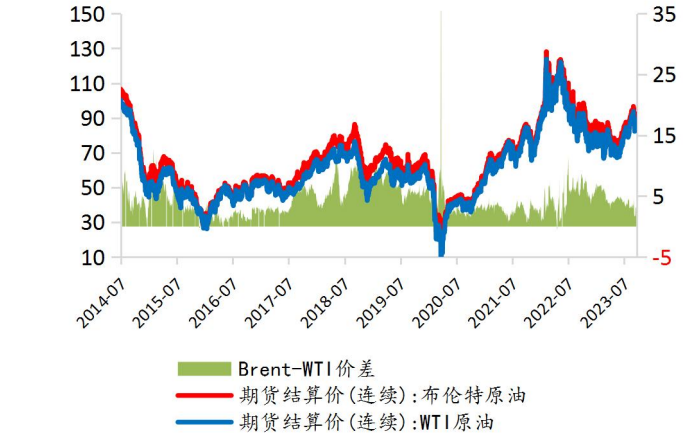
原油市场将长期受供应紧张和经济衰退双重逻辑主导，即供应决定油价地板，宏观和需求决定天花板，这一观点已经数次得到验证。现阶段原油市场多空因素相互制衡，难以形成一边倒的局面，缺乏单一强势的主线逻辑。

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。

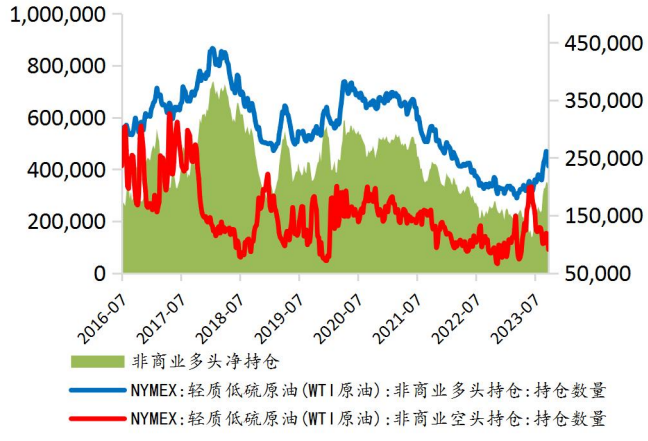
7 原油期现数据

图表 31：国际原油期货价格



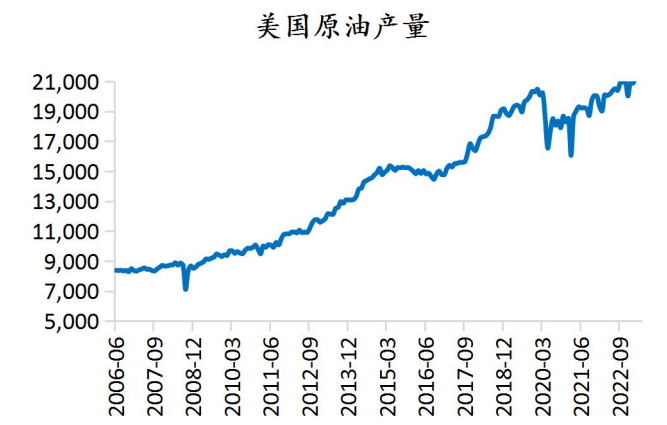
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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



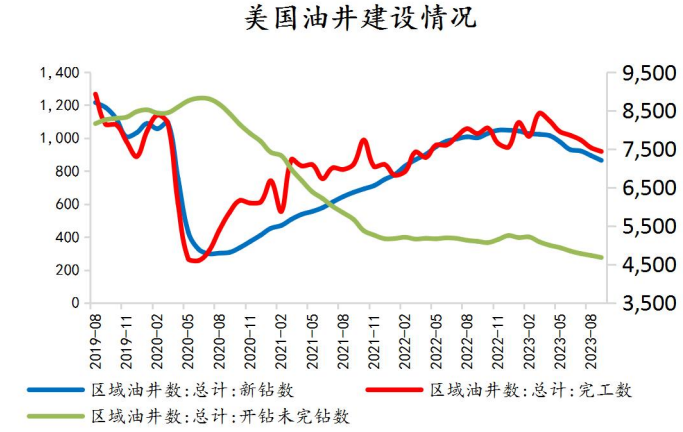
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 34：沙特原油产量



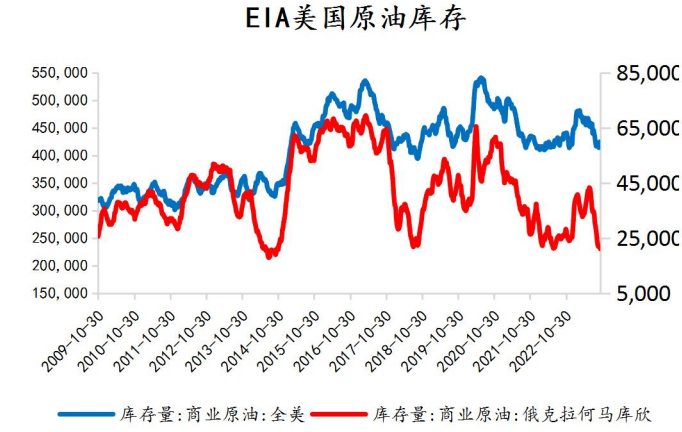
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 35：美国油井建设情况



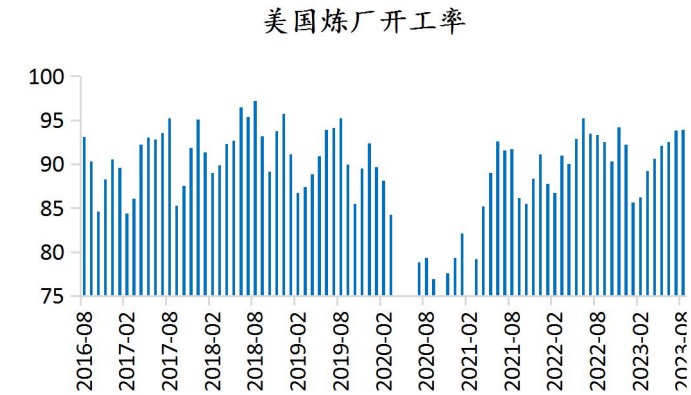
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 36：EIA 原油库存



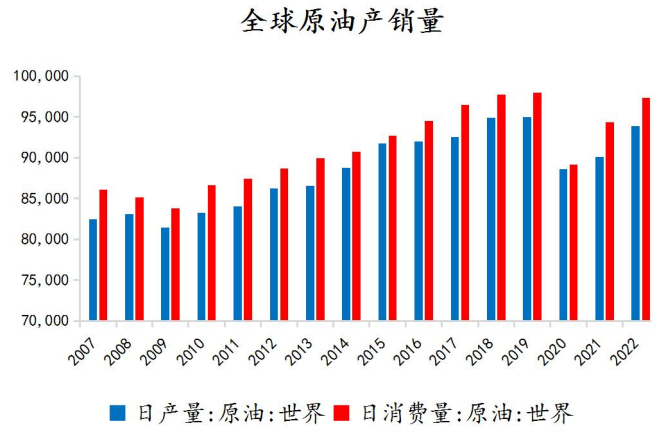
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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

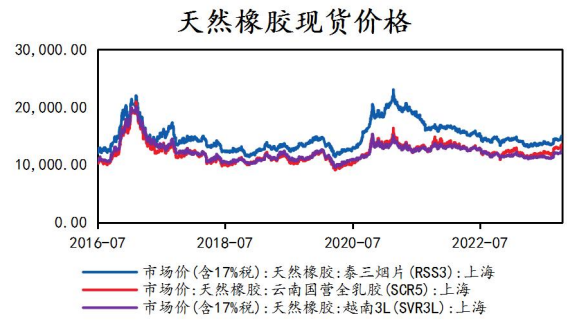
站在当前沪胶估值处于历史性底部的位置上，预计多头机会更多来自超跌后的绝对估值修复，例如市场交易中国重新开放后的经济复苏逻辑。随着外围系统性风险有所释放，低位上亦跌无可跌有企稳迹象，但行情上涨缺乏实质性支撑，预期沪胶盘面在超跌修复后将迎来长期磨底阶段，或将延续金融属性主导的局面，继续以低位区间震荡思路为主。

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



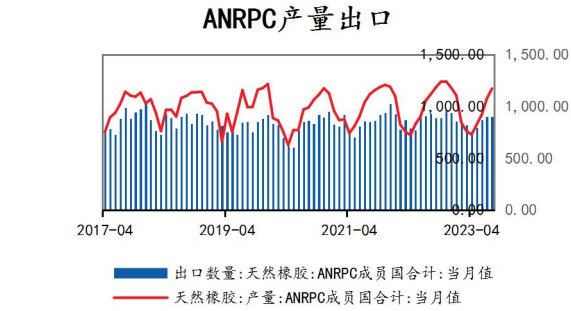
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 39：合成橡胶价格



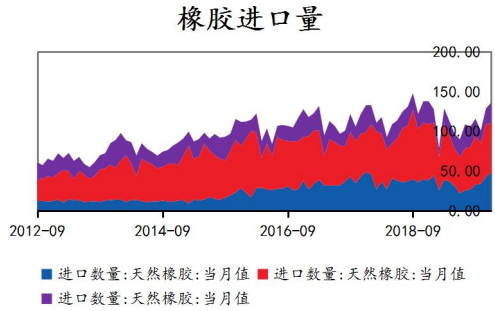
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 40：ANRPC 产量出口



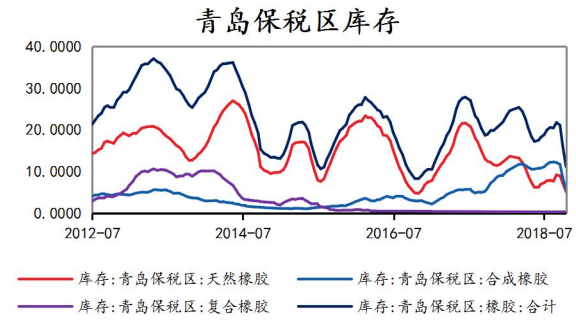
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 41：橡胶进口量



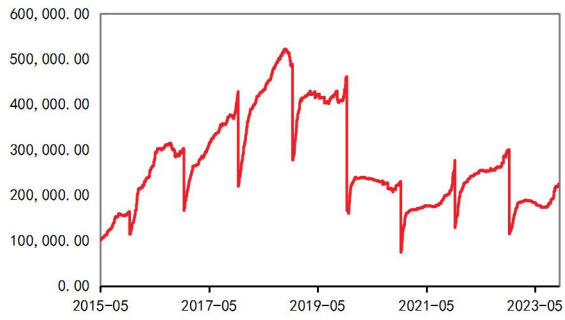
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 42：青岛保税区库存



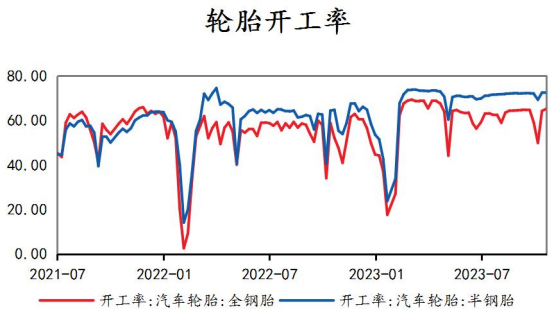
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 43：上期所注册仓单



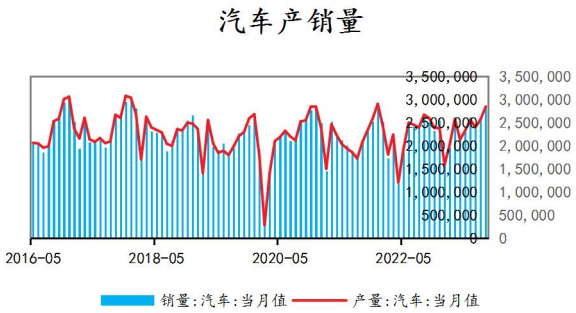
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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

油脂油料：美豆宽幅震荡，国内油粕市场承压调整

1 外部豆类市场分析

巴西大豆播种进度偏慢，美豆围绕巴西天气反复震荡

分析机构 AgRural 表示，截至 11 月 16 日，巴西大豆种植完成率为 68%，去年同期为 80%，这一种植进度创下近四年同期以来最慢水平。该机构在 11 月初时曾小幅下调巴西大豆产量预估值，并表示将根据天气情况决定月底前是否继续对此作出调整。尽管巴西部分地区天气条件不佳，但包括美国农业部在内的主流机构多维持巴西大豆丰产预期，产量预估值普遍在 1.61 亿吨之上。巴西是全球最大的大豆生产国和出口国，该国大豆产量变化对全球市场影响深远。从本周 CBOT 大豆市场表现看，多空双方正围绕天气展开激烈博弈。

阿根廷天气利于大豆播种，可部分对冲巴西减产风险

布宜诺斯艾利斯谷物交易所表示，阿根廷大豆作物发芽和生长良好，目前该国播种率已完成 34.8%。上年度阿根廷大豆出现严重减产，市场预计本年度阿根廷大豆有望恢复至正常产量水平 4800 万吨，同比增产幅度高达 2300 万吨左右，如能兑现，有助于缓解巴西部分减产的影响。

阿根廷政局突变，大豆政策的不确定性引关注

在新一轮阿根廷总统大选中，极右翼选举联盟“自由前进党”候选人米莱宣布获胜，将于 12 月 10 日出任该国总统。由于米莱在竞选期间提出了包括阿根廷用美元取代本国货币在内的多项极端主张，该国政局演变备受全球关注。阿根廷是全球最大的豆粕和豆油出口国，该国农户过去一直被鼓励通过有利的汇率出售大豆和相关产品，一旦该国调整汇率政策，农户的销售意愿也需要时间加以适应。此外，米莱竞选期间发表的对华不友好讲话也可能引发中阿关系生变。中国是阿根廷第二大贸易伙伴和出口目的地，对于阿根廷农牧业来说，与中国脱钩的代价无疑是十分巨大的。

马来西亚棕榈油产量下降、出口下滑，惠誉看空明年棕榈油市场

南部半岛棕榈油压榨商协会（SPPOMA）发布的数据显示，11 月 1-20 日马来西亚棕榈油产量环比减少 6.01%，马来西亚棕榈油协会（MPOA）公布的同期产量降幅为 3.89%。冬季通常为马来西亚棕榈油的减产阶段，受厄尔尼诺现象影响，今年的季节性减产周期较常年延后。船运调查机构公布出口高频数据显示，11 月 1-20 日马来西亚棕榈油出口环比下降 2.2%-9%。出口下滑将抵消产量下降对库存的影响。另外，惠誉国际看空明年棕榈油市场，认为随着全球天气形态的转变，作物天气有利于棕榈油和其他植物油产量增加。该机构将马来西亚 2024 年棕榈油基准期货合约均价从今年的每吨 830 美元下调到每吨 650 美元。

2 国内豆类市场分析

国内大豆压榨量提升，豆粕供给保持宽松状态

受进口大豆到港量提升影响，国内大豆压榨量近两周快速增加。根据中国粮油商务网监测的数据，截止 11 月 18 日，国内油厂平均开机率由此前一周的 46.42%提高到 50.17%。全国油厂周度大豆压榨总量达到 192.03 万吨，周度增加 15.32 万吨，预计本周将攀升至 223 万吨，开机率进一步增加到 58%以上，将创下近年新高。大豆压榨量升高推动国内豆粕库存继续增长。监测数据显示，截止 11 月 18 日，国内豆粕库存量未 67.8 万吨，周度增加 0.7 万吨。当前国内生猪存栏量维持高位运行，猪价反弹乏力，不同类型的养殖企业整体亏损的局面仍未得到改善。部分品牌饲料调低售价，贸易商入市采购积极性不高，豆粕基差报价持续收窄，从需求端向供

给端传导的降价压力仍有待释放。11-12 月进口大豆到港量预计达到 2000 万吨，叠加近百万吨进口菜籽，国内油料供给压力进一步趋强。

供强需弱，国内油脂市场承压调整

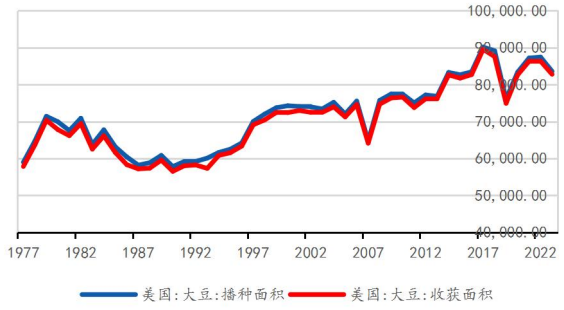
随着进口大豆和进口菜籽到港压力不断显现，国内油脂市场承受的供给压力明显增加。据机构统计，截止上周末国内三大食用油库存总量为 241.04 万吨，周度增加 1.5 万吨，其中豆油和菜油库存增加抵消了棕榈油库存的下降。四季度是国内棕榈油的消费淡季，但受前期豆油与棕榈油和菜油价差关系变动影响，豆油性价比偏低，来自棕榈油和菜油对豆油的消费替代提升。在国内大豆压榨量大幅提升后，豆油累库进度加快有助于修正油脂品种间失衡的价差关系。本周国内商品市场出现大幅回落走势，在此背景下，国内油脂板块跟随商品大势整体回落。国内豆油和棕榈油期货整体下跌，价格重心明显下移，技术上调整信号明显加强。菜籽油期货维持低位震荡状态，在前期低点附近震荡。

3 油脂油料市场展望

南美天气仍是国内外豆类市场交易的重点。巴西大豆播种进度滞后以及降雨分布不均，减产担忧是支撑美豆抗跌的主要动力，但由于南美大豆并未遭遇实质性减产，推动美豆持续走高的基础尚不牢固。多空双方围绕天气变化展开激烈博弈，美豆市场维持反复震荡行情的概率依然较大。在美豆市场缺少方向感之际，国内豆粕市场同样很难形成趋势型走势。由于国内进口大豆和菜籽集中到港形成的供给压力不断显现，可能削弱国内豆粕和菜粕市场同美豆的跟涨力度。国内油脂市场仍会与马来西亚棕榈油市场保持联动，同时也会受到油料供给增加以及油厂开工率提高的影响，而国际原油市场的宽幅震荡也会影响市场情绪的变化，短期惯性调整的概率偏大。豆一期货市场仍在延续政策行情，除少部分进入国储库外，大部分现货仍滞留在农户手里，缺少现货配合的豆一期货市场上涨空间依然受限。

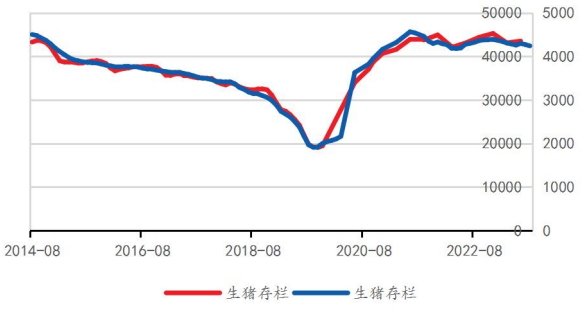
4 油脂油料市场主要数据

图表 46：美国大豆种植收获面积



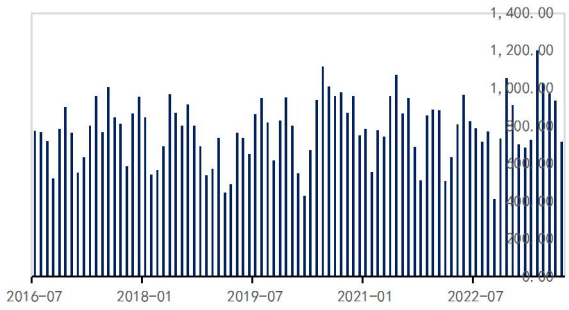
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 47：国内生猪存栏量



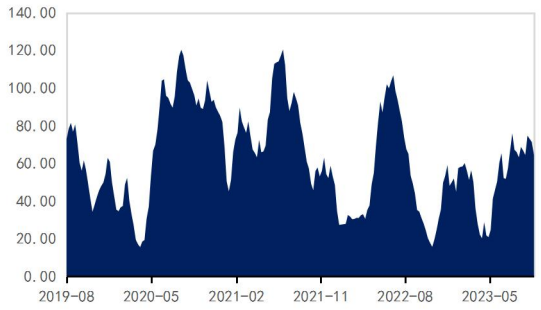
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 48：大豆进口数量



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 49：国内豆粕库存



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

法律声明

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

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

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

扫码立即下载中金财富期货APP

客服热线：4001087888

中金财富期货有限公司

公司网站：https://www.ciccwmf.cn/

地址：深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦4203—4205单元