中金财富期货策略周报（2023 年第 40 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：目前市场处在典型的“政策强、现实弱”的阶段，因此大宗商品市场最大的支撑来自对政策的预期，但是供需关系将很大程度上抑制价格的上行空间。因此，我们认为短期内工业品很难有强的趋势性，注意部分涨幅较大品种的回落风险。

股指期货：从当前的宏观环境和指数的估值，无论是横向还是纵向对比，我们认为其具有较高的安全边际和投资性价比，调整仍是买入机会。

铜：海外供应扰动频发，近期国内进口铜到货增加，智利国家铜业 Rajo inca 项目建设进度亦达到 60%以上并开启采矿，但第一量子已暂停全球重要铜矿山 Cobre Panama 铜矿生产，供应紧张担忧仍存。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。高价对需求抑制效应强化，全球库存继续回落，现货升水换月后大幅上升国内仍然维持低库存水平，传统行业需求韧性较强，新兴产业用铜增速较快，整体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，国家发展和改革委员会再次与铁矿石市场相关方进行了对话，然而铁矿石价格的下降进程并未如预期那般顺畅。这主要是由于原材料价格的下调导致成品钢材的利润有所改善，反而激励了钢材产量的增加而非减少，从而加剧了原材料供需的紧张局势。钢价及钢材利润之所以维持在较低水平，根本原因在于产能过剩以及在产业链中的话语权相对较弱。我们认为，如果成品钢材的产量维持在高位，那么原材料价格的下跌将会受阻，同时钢材价格的上涨也将面临困难，后续需关注监管动向及钢产量变化。

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：目前为南美天气炒作初期，尽管有部分机构开始下调巴西大豆产量预估值，但美豆市场仍未形成连贯走势，反复震荡的行情特征正是天气变幻莫测下市场分歧的体现。巴西大豆播种进度滞后，北旱南涝的引发的减产担忧仍在持续。阿根廷天气条件良好，大豆播种有序推进。阿根廷大豆丰产预期可在一定程度上对冲巴西减产对市场的影响。马来西亚棕榈油进入季节性减产周期，11 月出口数据和库存变化还有待 MPOB 报告加以确认。国内进口大豆和菜籽到港压力攀升，棕榈油进入冬季需求淡季，市场的下跌压力更易在棕榈油市场体现。国内油脂库存处于高位，在商品普遍承压调整的背景下油脂买盘动力不足，存在调整空间。豆粕和菜粕市场同样承受供应压力，内弱外强跟跌不跟涨局面仍有可能延续。豆一期货市场反弹到位后遭遇获利盘打压再度走弱，食用大豆供过于求，国家对加工企业补贴政策尚不明朗，缺少现货配合的豆一期货市场有望维持震荡等待指引。

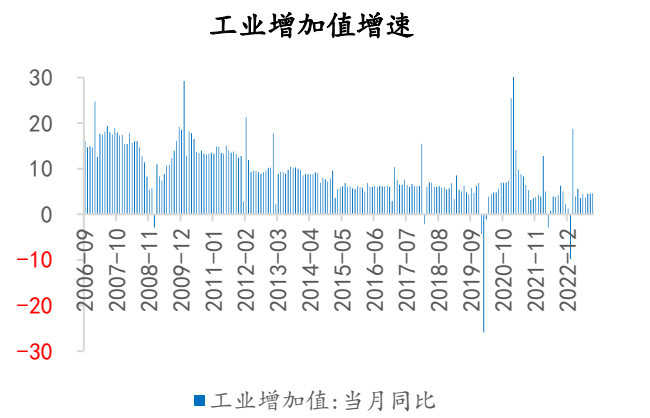
目录

周度策略：经济边际降温 关注年底重要会议 - 5 -
宏观经济、市场策略和股指期货市场分析 - 7 -
1 一周重大宏观政策、事件和数据解读 - 7 -
2 宏观经济仍需政策助力 - 7 -
3 央行加码逆回购 - 8 -
4 宏观策略 - 8 -
5 股指期货市场分析 - 8 -
铜 - 10 -
1 影响因素 - 10 -
2 结论 - 11 -
3 铜期货现货数据 - 11 -
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 地产政策持续发力 - 15 -
2 发改委发声监管铁矿石市场 - 15 -
3 利润好转 铁水产量不减反增 - 15 -
5 钢材期货现货数据 - 16 -
原油 - 18 -
1 OPEC 会议推迟风波 - 18 -
2 配额诉求得到满足 - 18 -
3 联盟内部分歧加重 - 18 -
4 明年仍有过剩预期 - 18 -
5 前景转弱重心下移 - 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 沪胶意外深幅大跌 - 22 -
2 全年减产大势所趋 - 22 -
3 下游开始转入淡季 - 22 -
4 库存拐点尚未到来 - 22 -
5 需求劣化迹象明显 - 23 -
6 超跌修复逢高空配 - 23 -
7 橡胶期现数据 - 23 -
油脂油料：美豆围绕巴西天气窄幅波动，国内油粕市场表现偏弱 - 26 -

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 -

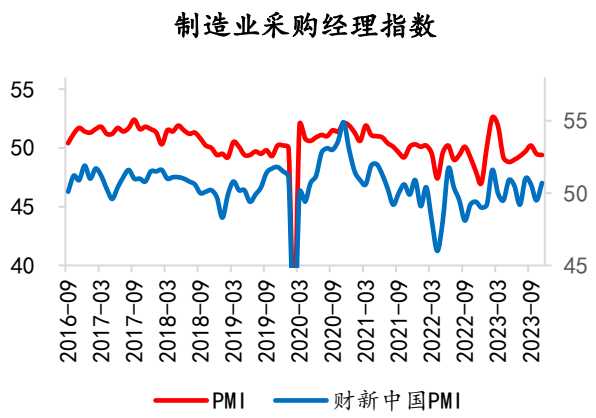
重要经济指标概况

图表 1：国内工业增加值增速



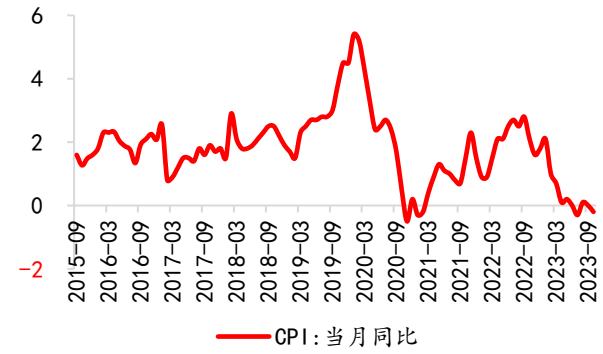
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 2：中国制造业采购经理指数



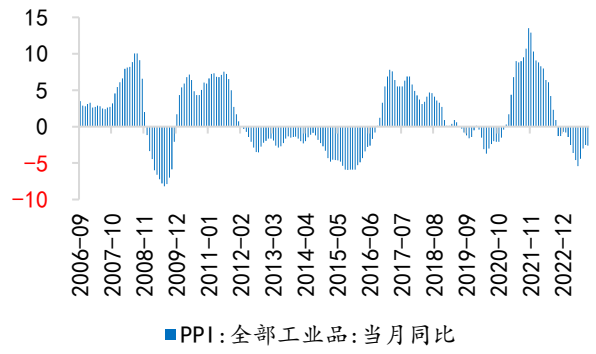
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 3：中国居民消费价格指数



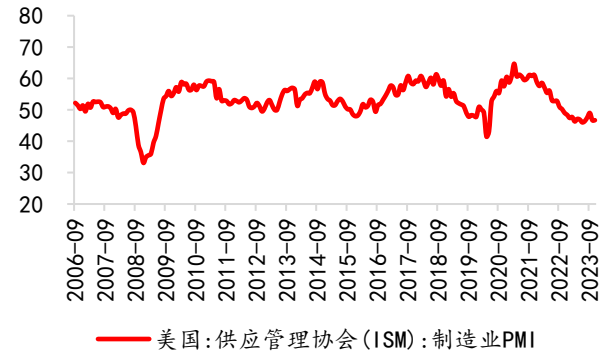
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 4：中国工业生产者出厂价格指数



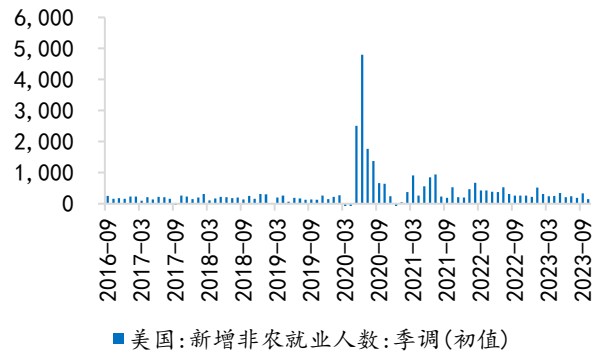
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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：经济边际降温 关注年底重要会议

我们在近期的策略强调，工业品在“强政策、弱现实”的背景下，部分工业品价格大幅反弹，比如“铜博士”的走势。另外部分品种出现明显的炒作特征，如铁矿石、纯碱等品种，刺激了产业链品种的大幅上涨，对于这些品种，注意非理性因素对价格的影响。

PMI 数据显示经济修复边际减弱

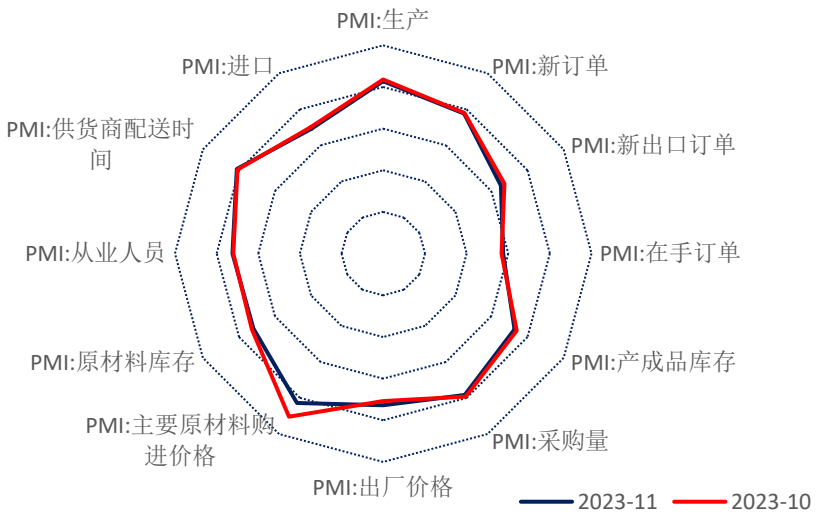
11 月制造业 PMI 为 49.4，较前值下降 0.1pct，继续小幅下滑。主要构成项中，生产和新订单的供需继续小幅回落，是 11 月 PMI 下降主因。其他分项中，进出口订单、原材料和产成品价格是滞后季节性最大的 4 项。其中价格因素延续 10 月份原材料价格扩张、产成品价格处收缩的局面，但利润端压力较上月收窄。

供需端看，需求不足现象在 10 月份还只是集中于高耗能行业，但是当前有扩大至“整个制造业”趋势。根据统计局数据，市场需求不足行业由 10 月份的“纺织、化学原料及化学制品、黑色金属冶炼及压延加工等高耗能行业占比超六成的企业”扩大至 11 月份的整个“制造业占比超六成的企业”。若当前需求侧无重大改善，加上部分制造业进入传统淡季，春节前供需双弱局面则将持续。

11 月服务业 PMI 初值是 49.3，较前值降 0.8pct，续创年内新低，进入收缩区间。服务业 PMI 方面，整体景气度与往年 11 月基本一致。随着假期效应消退，各构成项继续季节性全面下滑，以价格项下滑幅度最大。具体行业看，居民出行和消费相关服务业景气回落，电信广播电视及卫星传输服务、货币金融服务、资本市场服务景气升温。背后与假期结束，报复性消费支出转向投资理财支出有关，但是与宏观经济态势也明显相关。

11 月建筑业 PMI 为 55.0，较前值升 1.5pct。建筑业 PMI 各分项中，订单拉动的从业人员、投入品价格景气上升是 11 月建筑业景气回暖的主因。未来几个月进入建筑业淡季，PMI 能否保持扩张区间，不确定性极高，需进一步观察近期地产政策落实。

图表 7：PMI 分项



资料来源：wind，中金财富期货

市场开始交易美联储降息预期

外围市场开始正式交易降息预期。

美国四季度增长动能明显降温，消费和地产的支撑力度可能减弱。亚特兰大联储、纽约联储等 Now cast 模型指示四季度增长动能较三季度明显放缓。感恩节假期消费数据整体偏弱。Adobe Analytics 数据显示，感恩节假期线上销售同比增速为 7.8%，与万事达卡 Spending Pulse 提供的“黑五”线上零售增速接近（8.5%），但是根据万事达卡的数据，线下增速仅为 1%，整体销售增速仅为 2.5%；美国零售联合会预测今年 11-12 月节假日销售增速为 3%-4%，与 2019 年相当，远低于 2020-2021 年。此外，截至 11 月中旬，BEA 刷卡消费快速回落，4 周移动降至-3.1%；Redbook 零售指数也显示 11 月零售增速高位回落。地产可能低位震荡。受长端美债利率回落的影响，30 年期固定房贷利率回落至 7.3%，房贷申请量低位小幅反弹，但 Red fin 数据显示 11 月房屋销售量持续回落，新屋销售和成屋销售环比均超预期下行。投资方面，10 月核心资本品订单环比回落超预期，地方联储 PMI 资本支出计划回落，指示企业投资前景仍然承压。

10 月新增非农就业明显回落。10 月美国新增非农就业 15.0 万，大幅低于 9 月的 29.7 万人；失业率上行 0.1pct 至 3.9%；劳动参与率回落至 62.7%。9 月岗位空缺小幅回升，但离职率维持在低位，且高频数据指示岗位空缺未来会继续回落。

根据 CME Fed Watch 数据显示，当前市场认为美联储在明年 5 月开启降息周期的可能性约为 60%，预计到 2024 年底利率将下降约 100 个基点。

“乐观”的市场和不断“泼凉水”的美联储在 2024 年利率政策立场上的分歧，无疑将增加明年美联储行动的复杂性，想要准确预测美联储究竟何时会行动并不容易。但是从目前的情况看，目前市场正在交易明年上半年降息的预期。

工业品仍缺乏大趋势

目前市场处在典型的“政策强、现实弱”的阶段，因此大宗商品市场最大的支撑来自对政策的预期，但是供需关系将很大程度上抑制价格的上行空间。因此，我们认为短期内工业品很难有强的趋势性，注意部分涨幅较大品种的回落风险。

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 28 日	央行等八部门联合印发《关于强化金融支持举措 助力民营经济发展壮大的通知》	明确金融服务民营企业目标和重点，强调从民营企业融资需求特点出发畅通多元化融资渠道。	稳增长政策继续多方位出台
	11 月 27 日	全国政协座谈会聚焦房地产市场	全国政协委员围绕推动建立房地产业发展新模式、落实房地产长效管理机制等发言	稳地产政策仍将出台
数据	11 月 30 日	11 月制造业 PMI 延续回落	PMI 回落 0.1%至 49.4%	宏观经济仍需政策加力
	11 月 30 日	美房价指数创历史新高	美国房价连升八个月	供需关系是房价上涨的主要原因
事件	12 月 1 日	OPEC+同意额外再削减供应 100 万桶/日	沙特延长其已有的额外减产，俄罗斯石油出口削减幅度扩大	油价受需求不足的影响偏弱

资料来源：中金财富期货研究所

2 宏观经济仍需政策助力

11 月中采制造业 PMI 环比回落 0.1 至 49.4，弱于季节性且连续 2 个月回落。其中生产指数（-0.2 至 50.7）环比弱于季节性（+0.2），新订单指数（-0.1 至 49.4）环比也有所回落。而考察今年以来整体情况，新订单在 6-8 月持续超季节性后，9 月以来整体弱于季节性，这也是导致生产指数在 7-9 月滞后较强改善后，10 月以来连续较大幅度走弱的原因。同时，目前更靠近终端的批发零售贸易商库存明显低于工业库存，也一定程度上加剧了制造业生产走弱的幅度。

投资需求改善，但消费与出口走弱压制整体需求。商品需求方面，内需订单基本稳定于 49.9，但新出口订单回落 0.5 至 46.3。而拆分内需来看，投资需求积极改善，建筑业 PMI 明显反弹 1.5 至 55，一方面显示前期专项债加快发行对基建投资的支撑，同时或也反映房企复工项目增加对于地产投资的短期支撑。另一方面，前几月消费品订单持续改善后，虽然本次统计局解读中未再提及消费品订单，但在投资需求恢复时内需订单仅是持平前值，或意味着本月消费品订单有所走弱，而其他行业 PMI 有所改善。此外观察服务业 PMI，也确实呈现出服务消费转弱现象，单月回落 0.8 至 49.3。从行业看，与居民出行和消费密切相关的服务行业景气回落，一方面与国庆假期形成的较高基数有关，但同时也反映城镇劳动参与率最快提升的阶段过去后，服务消费最直接驱动的动能也开始出现弱化。

需求内生动能仍需政策呵护。11 月 PMI 数据显示，在城镇劳动参与率快速提升的阶段过去后，量的增长对于服务消费和商品消费的支撑开始边际减弱，而人均收入受财产性、转移性收入的拖累表现仍偏弱，因此总收入（人均 x 量）的恢复速度开始放缓。在此过程中，整体工业品需求恢复出现波折，这也相应导致工业生产开始弱化，尤其是在终端贸易商库存更低的背景下，

制造业生产面临双重挤压。虽然稳增长政策加快推动基建投资反弹，地产融资放宽适配未来半年内更多达到复工时点的地产项目，也将推动后续地产投资短期回补，但消费动能走弱的风险或压制经济恢复的幅度。尤其是按“开工-停工-复工-投资”的传导规律，明年下半年地产投资潜在下行压力可能更大，这也需要政策进一步加码形成对冲。

3 央行加码逆回购

11 月以来，人民银行连续多日的逆回购操作引发关注。

截至 11 月 30 日，人民银行已连续近 20 个工作日大幅操作数千亿元级别的逆回购。就在前一个工作日 11 月 29 日，人民银行同样开展了 4380 亿元 7 天期逆回购操作，因当日有 4600 亿元逆回购到期，公开市场净回笼 220 亿元。

除了短期流动性外，11 月 15 日，人民银行更是超额开展了 1 年期 14500 亿元中期借贷便利(MLF)操作，实现净投放 6000 亿元，规模创年内新高。

近期资金面属于短期波动，主要受公开市场工具到期量较大，月末、年末临近，政府债券发行量相对较大，以及宽信用、缴税、缴准等影响；但宏观政策继续偏积极，加上人民银行运用多种货币工具积极呵护，预计资金面短期波动幅度有限，整体有望保持合理充裕格局。

4 宏观策略

目前市场处在典型的“政策强、现实弱”的阶段，因此大宗商品市场最大的支撑来自对政策的预期，但是供需关系将很大程度上抑制价格的上行空间。因此，我们认为短期内工业品很难有强的趋势性，注意部分涨幅较大品种的回落风险。

5 股指期货市场分析

指数小幅震荡

上周两市普遍回落。其中沪深 300 周-1.56%，上证 50 周-1.63%，中证 500 周-0.06%，中证 1000 周+0.24%，其中上证 50 一度创年内新低的走势。

北上资金一周累计成交 5724.37 亿元，成交净买入 16.08 亿元，结束三周来的连续流出。其中，深股通合计净卖出 23.16 亿元，沪股通合计净买入 39.24 亿元。

我们认为，目前指数的仍较为正常。

企业盈利方面，2023 年 1-10 月规模以上工业企业利润总额累计同比下降 7.80%，较 1-9 月降幅收窄 1.20pct，降幅连续 8 个月收窄。分不同类型企业看，国有企业、股份制企业和私营企业利润同比跌幅均较上月有所收窄，企业利润持续修复。

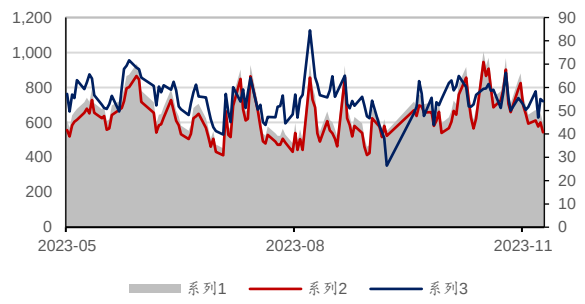
A 股市场流动性环境有望改善，截至 11 月 27 日，本月产业资本延续净减持态势，但北向资金净流出 A 股市场规模收窄、新成立偏股型基金份额发行数量大幅回升、限售解禁规模继续减少，叠加近期中美关系缓和、美元指数和美债收益率持续回落为市场带来积极影响，预计市场风险偏好将进一步回升，A 股市场流动性环境有望改善。

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。

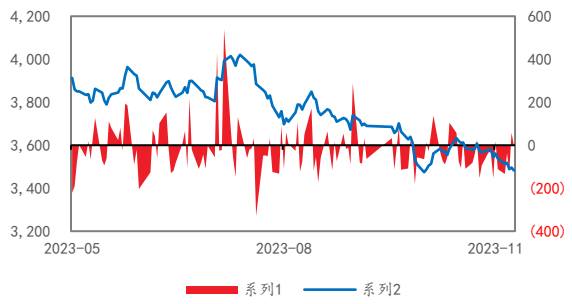
从 12 月份的市场环境来看，高利率下全球经济不断放缓，叠加通胀数据回落，市场提前押注加息周期结束，人民币汇率强劲回升。国内市场方面，10 月经济呈现结构性亮点，11 月 PMI 指数继续回落，经济恢复基础尚不稳固，增发万亿国债、一线城市地产政策调整优化、三季度货币政策执行报告定调支持稳增长等动向指向 2024 年政策总基调将偏扩张，2024 年 GDP 目标可能仍定为 5%左右的偏高水平，宏观政策有靠前发力的必要为明年做好布局，后续对增量政策的想象空间可适当打开。资金面方面，11 月资金面偏紧的格局未得到明显的改善，降准空间或已打开。11 月减持力度趋稳，股权融资继续降温，两融资金表现较为活跃，活跃资本市场政策效能持续释放。从技术面来看，11 月指数高开低走，涨跌不一，北证 50 指数表现强势，月 K 线涨超 25%。对于当前指数的估值，无论是横向还是纵向对比，我们认为其具有较高的安全边际和投资性价比。

图表 9：融资融券数据图



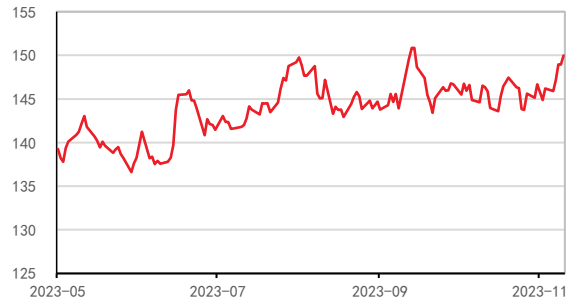
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 10：合约持仓和市场表现



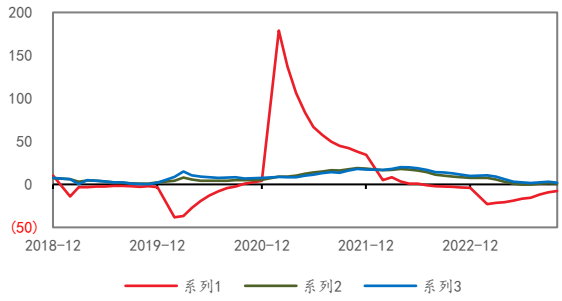
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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

海外供应扰动频发，近期国内进口铜到货增加，智利国家铜业 Rajo inca 项目建设进度亦达到 60%以上并开启采矿，但第一量子已暂停全球重要铜矿山 Cobre Panama 铜矿生产，供应紧张担忧仍存。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。高价对需求抑制效应强化，全球库存继续回落，现货升水换月后大幅上升国内仍然维持低库存水平，传统行业需求韧性较强，新兴产业用铜增速较快，整体预计铜价将维持震荡向上走势。

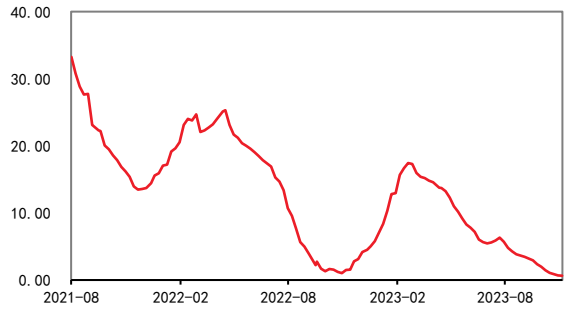
3 铜期货现货数据

图表 13：长江有色铜价



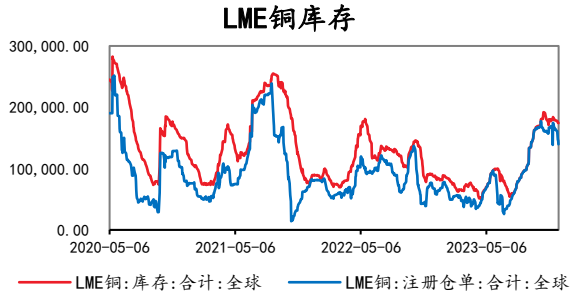
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 14：上海保税区铜库存



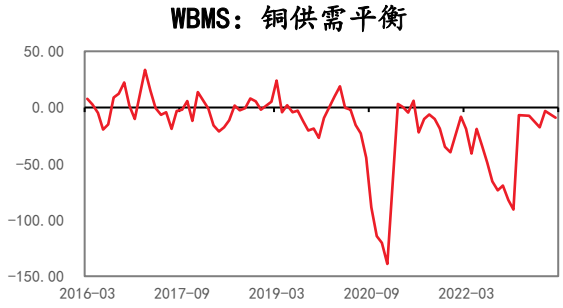
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 15：LME 铜库存



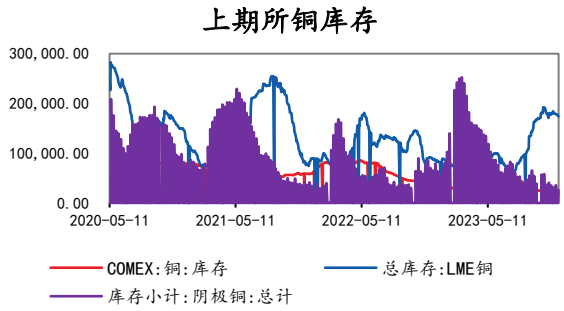
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 16：WBMS 供需平衡



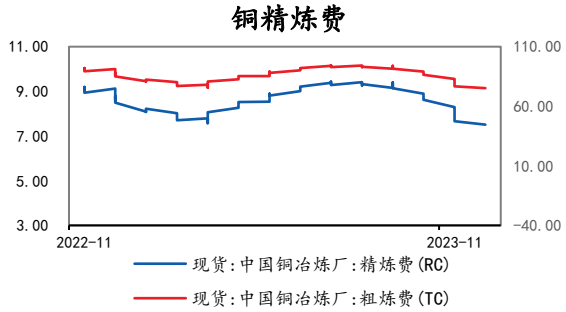
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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。

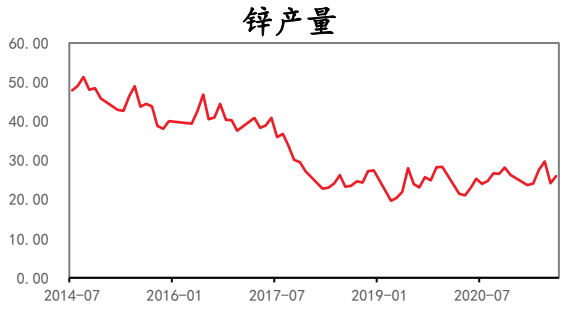
据中汽协，9 月国内汽车产销分别完成 285 万辆和 285.8 万辆，环比均增长 10.7%，同比分别增长 6.6%和 9.5%；1-9 月产销分别完成 2107.5 万辆和 2106.9 万辆，同比分 别增长 7.3%和 8.2%。在国家促消费政策及车企优惠促销 等因素驱动下，购车需求持续释放，汽车市场整体呈现旺季更旺的特点，环比同比均实现增长。

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。矿端趋紧格局愈发明显，加工费下移，但冶炼厂利润尚且处于高位，炼厂生产积极性较大，除常规检修外，炼厂基本维持满负荷生产，在国内锌锭产量高企，进口货源仍有补充。下游限产结束京津翼企业逐渐恢复生产，短期沪锌走势延续高位震荡。

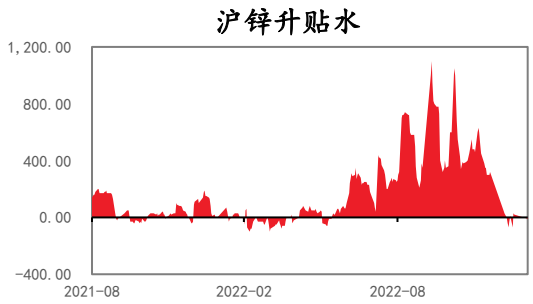
3 锌期货现货数据

图表 19：锌产量



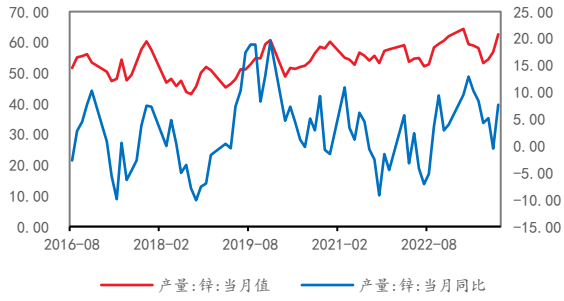
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 20：锌升贴水



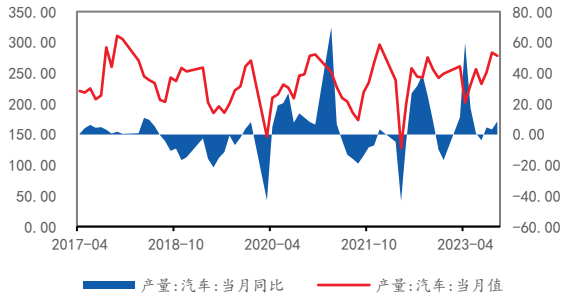
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 地产政策持续发力

从 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，到万亿融资计划，到中央金融工作会议上提出加快”三大工程”建设，到 11 月 20 日金融监管部门金融机构座谈会上提出“三个不低于”，政策在持续不断的出台，对地产行业的悲观情绪也在一点点改善。央行行长潘功胜也在本周表示，预计中国房地产市场的已经见底，市场情绪和价格都呈现正常化的趋势。

简单来讲，房地产周期是：拍地 – 新开工 – 预售 – 施工 – 竣工。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，导致房企资金紧张，有限的资金只能用于赶工和交付。目前，地产行业除了竣工速度仍保持增长，拍地、新开工、销售和施工面积都仍保持较大的下降速度。

地产行业的下行始于资金紧张，但拜托下行却不仅需要解决资金紧张的问题。土拍、新开工与商品房销售等环节也需一一打通。我们认为目前地产行业可能见底，但至少在底部的时间还会维持较长时间。

2 发改委发声监管铁矿石市场

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。

11 月 24 日，国家发展改革委发布消息称，近日，国家发展改革委价格司会同交通运输部水运局、国家市场监管总局价监竞争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，强化行业自律，合理设置库场使用相关规则，加快货物周转，坚决防范利用廉价场地囤积居奇和投机炒作，切实维护市场秩序。

其后，11 月 27 日，国家发展改革委再度发文表示，为进一步了解部分商品价格指数编制发布情况，服务市场价格合理形成，近期，国家发展改革委价格司对多家机构编制发布的钢材、铁矿石、锂、棕榈油等多种商品价格指数开展调研，了解相关价格指数编制方案、数据采集计算发布制度等情况，研究促进价格指数市场健康有序发展。

本月是发改委今年第七次喊话铁矿石，矿价短期虽然没有跌下来，但是多头信心受到影响。由于铁水近期表现较强，所以发改委加强监管到矿价下行还需要一定的时间来传导。

3 利润好转 铁水产量不减反增

上周，全国高炉产能利用率微幅下降，而钢材产量整体呈现回升态势。具体来看，国内 247 家钢厂的高炉产能利用率为 87.6%，环比下降 0.3 个百分点，同比增长 5.0%。与此同时，91 家电

弧炉的产能利用率小幅增长至 60.0%，环比上升 0.3 个百分点，同比增长 5.6%。从产量上来看，五大品种钢材的总周产量达到 920.9 万吨，环比增长 1.2%；长流程产小幅回落，日均铁水产量降至 234.39 万吨，减少了 0.9 万吨。这一变化可能是由于近期利润的回复，导致部分钢厂选择复产。

在库存方面，上周五大品种钢材的社会库存为 887.8 万吨，环比下降 1.0%，同比增加了 4.2%。钢厂库存为 421.1 万吨，环比上升 2.0%，同比减少了 2.0%。整体钢材库存环比下降 0.1%，较上周降幅收窄 1.9%，这表明去库力度有所减弱，需求淡季的特征逐渐显现。

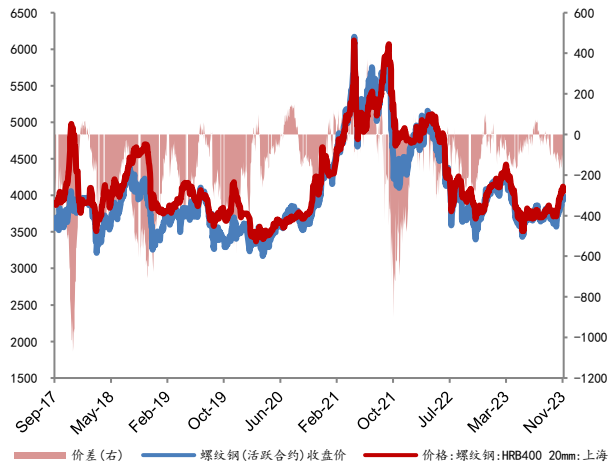
从消费情况来看，上周五大品种钢材的表观消费量为 922.0 万吨，环比下降 1.6%，同比减少 1.1%。其中，螺纹钢的表观消费量为 252.1 万吨，环比下降 5.5%，同比减少 9.9%，显示出螺纹钢需求的持续淡季弱势。

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。

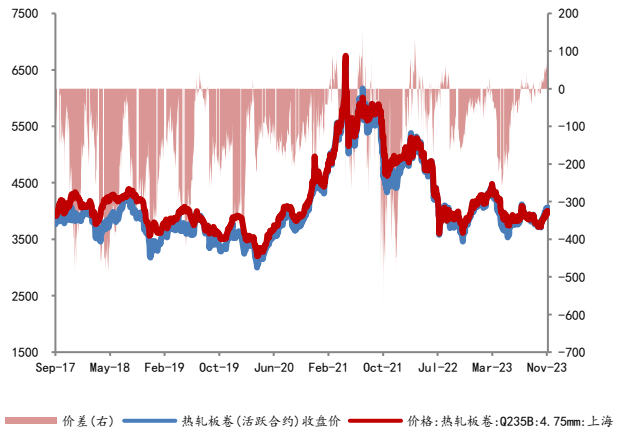
5 钢材期货现货数据

图表 23：螺纹期现价差



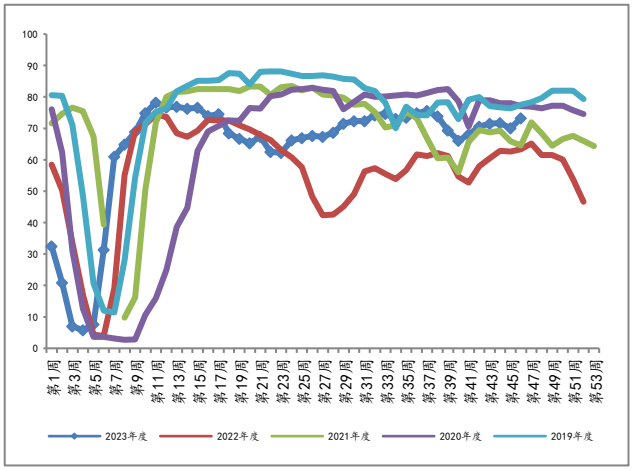
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 24：热卷期现价差



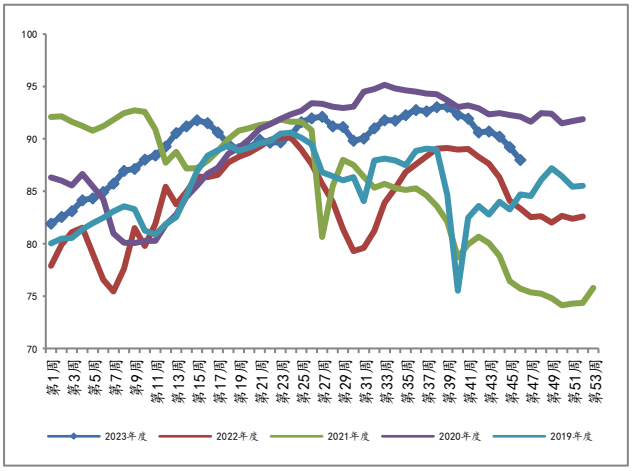
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 25：85 家独立电弧炉钢厂：开工率：中国（周）



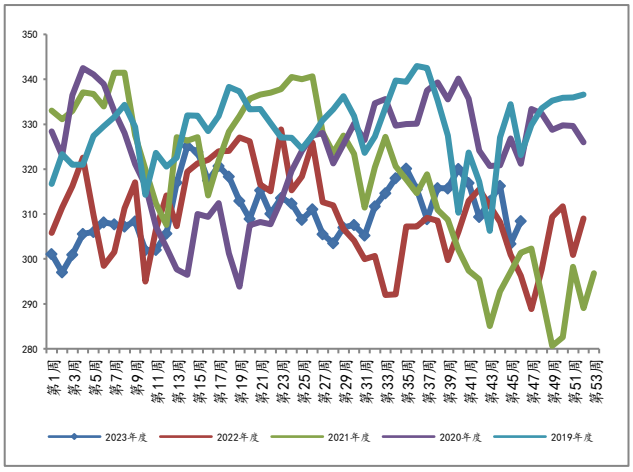
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 26：247 家钢铁企业：高炉产能利用率：中国（周）



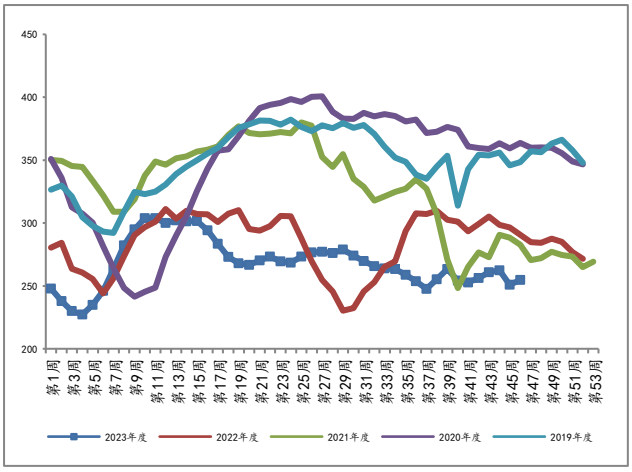
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 27：螺纹钢：建筑钢材钢铁企业：实际产量（周）



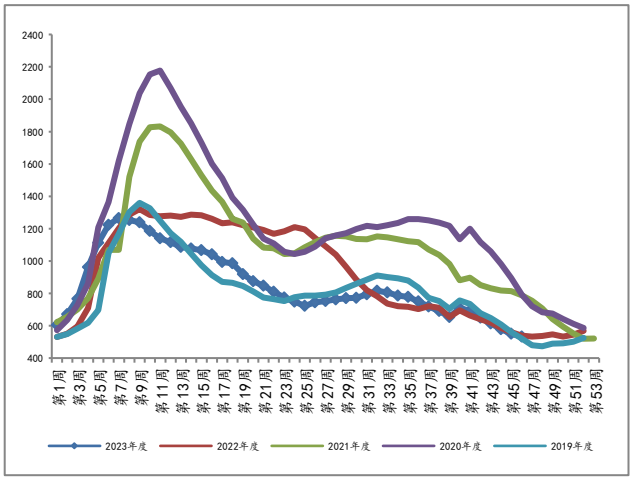
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 28：热轧板卷：钢铁企业：实际产量：（周）



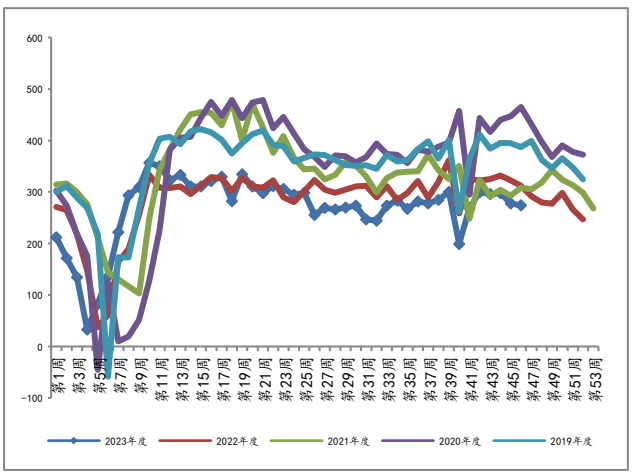
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

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 OPEC 会议推迟风波

近期原油市场消息纷纭，原计划拟于 11 月 26 日召开 OPEC+部长级会议推迟四天至 11 月 30 举行，此事件引发油价反复波动。OPEC+现行的限产框架已经稳定运行多年，这种例行大会改期是不寻常的，显然该组织内部又一次发生了矛盾。按照 OPEC+提前一个月决定产量政策的传统，本次会议上将讨论是否进一步强化原油减产力度，而联盟内部就减产事项或存在较大分歧，主要问题是海湾产油国和非洲产油国利益冲突，成员国难以达成一致意见。此前外界普遍预期，OPEC+减产举措至少将顺利延续至明年，但减产规模的不确定性引发投资者担忧。另一方面，全球经济复苏节奏迟滞，近数周以来美国商业原油库存大幅增加，需求转弱预期叠加季节性累库周期，令原油市场表现偏空。

2 配额诉求得到满足

OPEC 非洲成员国安哥拉和尼日利亚正推动提高原油产量水平，从而令该组织内部发生矛盾，业界担忧可能会威胁到明年减产协议的存续，尤其是沙特自愿减产的 100 万桶/日。自 2023 下半年以来，沙特独自额外减产支撑油价，而尼日利亚和安哥拉等国大力增产以享受高油价红利，它们对沙特主导下的产量配额限制表示不满。针对本次事件，OPEC 参考了之前阿联酋的解决方案。以往的原油减产问题上，阿联酋也曾与沙特产生矛盾，不满协议对其产量配额的限制。在 2023 年 6 月的会议上，OPEC 同意阿联酋上调配额，允许该国 2024 年原油产量增加 20 万桶/日到 321.9 万桶/日，阿联酋将在明年初加大其旗舰产品 Murban 原油的出口。

3 联盟内部分歧加重

自 2016 年减产联盟初具雏形时起，该组织部分成员国对产量配额分配的争论一直存在，由于决议需要全体一致通过，会议搁浅的事件也偶有发生。本次推迟之前，外界普遍预期 OPEC 延长甚至强化减产，而现在产生的预期差则加重了市场分歧。对于 OPEC+成员国而言，对高油价的诉求是该组织的共同利益，但各国话语权和目标价位相差很大。减产的领导者沙特为支持其“愿景 2030 计划”，需要国际原油价格维持高达 85 美元/桶，而最重要的盟友俄罗斯在 60 美元/桶的价格上即可获得满意的利润。市场影响力上，产量最大的沙特和俄罗斯担负起限产稳价的主要任务，而一些原油产量占比较小的成员国，则希望扩产来实现高油价红利的最大化。由此可见，OPEC+联盟作为一个纪律约束较为松散的组织，深化减产一旦涉及到具体成员国的配额问题，往往容易产生内部矛盾。

4 明年仍有过剩预期

以国际能源署（IEA）为代表的西方主流机构认为，即使将现有的减产计划继续递延，预计 2024 年全球原油市场大概率仍将出现轻微的过剩。回顾三季度原油走势的强劲表现，主要原因是供应收紧和需求旺季使得市场阶段性处于短缺状态，体现在美国以及全球原油库存的大幅去库上。当可用的原油库存处于较低水平时，意味着一旦供应端发生意外，造成波动的风险将被放大。

今年以来，沙特、俄罗斯以及其他 OPEC+成员国累计减产份额已经达到 516 万桶/日，相当于全球原油日均需求量的 5%，留给该组织进一步施展的空间并不大。虽然考虑到中东地区不稳定的地缘局势可能会改变供需平衡格局，但外界对未来原油需求的预期不断降低，明年一季度供过于求的情形仍将存在，令国际油价承压震荡偏弱。

5 前景转弱重心下移

OPEC+的供给侧调控仍提供支撑但边际减弱，巴以冲突带来的地缘政治溢价完全消散，美国自身原油产量创新高，以及放松对委内瑞拉制裁（该国目前产量升至 85 万桶/日），令现货供应偏紧的局面发生松动。在此节点上，OPEC+成员国之间的矛盾加剧，增大了原油市场的不确定性。参考前车之鉴，OPEC+减产谈判破裂后果极其严重，这是各方都不愿意发生的；但 OPEC+限产框架仍然存续，加上目前原油绝对库存仍然偏低，短期或仍对油价起托底作用。无论如何，即使 OPEC+将减产协议延长至明年，预计一季度全球原油供需平衡表仍将略有过剩，这将对油价造成进一步的下行压力。综合来看，短期供应端暂无重大利空，中长期油价重心或较前期有所下降。

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。

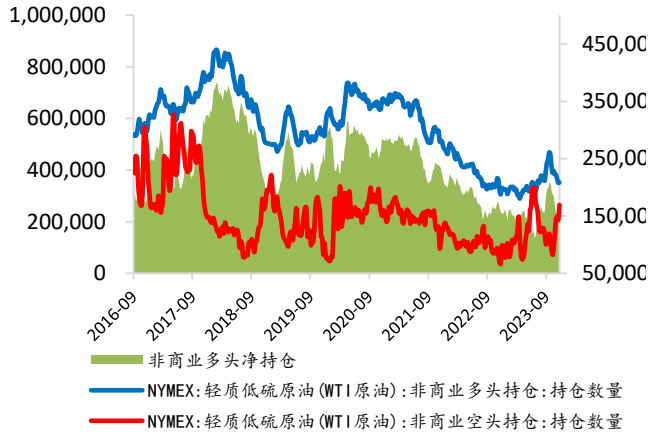
7 原油期现数据

图表 31：国际原油期货价格



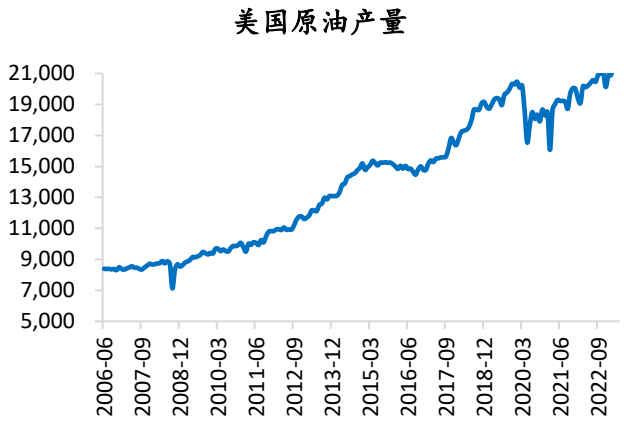
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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



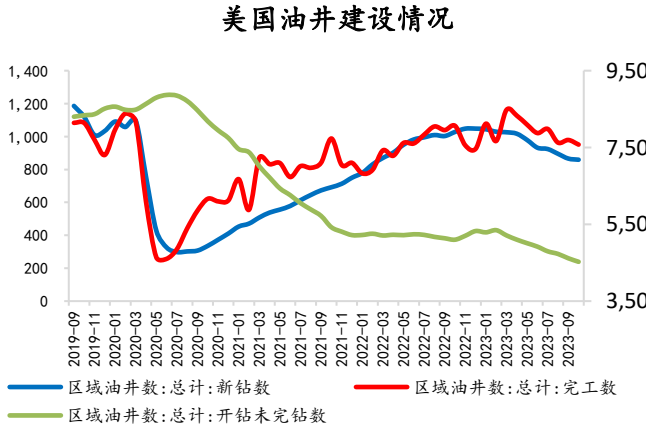
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 34：沙特原油产量



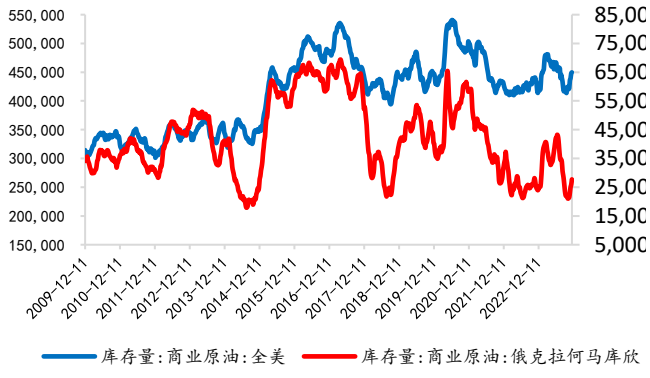
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 35：美国油井建设情况



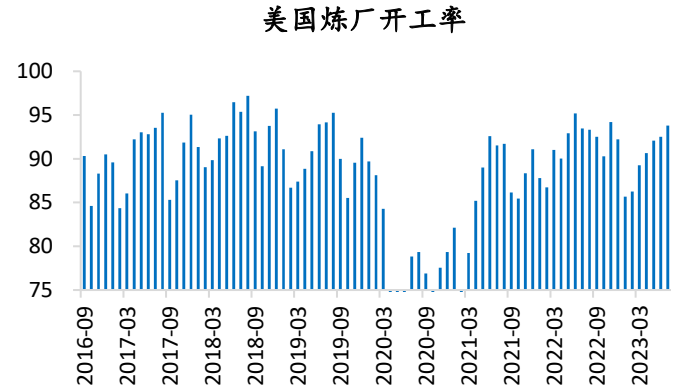
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 36：EIA 原油库存



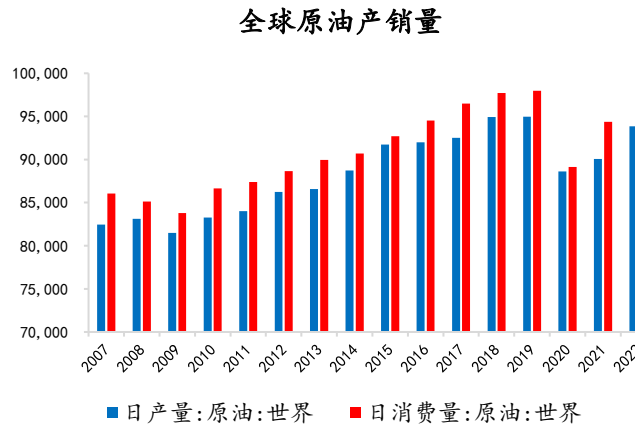
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 沪胶意外深幅大跌

短期沪胶价格大幅走跌，符合季节性规律但不确定性因素仍然较多。

我们早在 2020 年提出，天然橡胶在十年以上的周期上将开启下一轮牛市，然而很难以这个超长期思路看待常规的市场走势。回顾 2023-2024 天然橡胶生产年度，泰国供应端因天气多雨和利润不佳等原因，整体料将出现一定减产，但宏观经济下行压力不容乐观，下游汽车轮胎需求也同样面临疫情解除第二年的后劲乏力。展望明年一季度，按照交易所品种设计规则，每年 11 月 RU 合约老胶仓单集中注销，大量流出冲击现货市场；但另一方面，2024 年新胶仓单目前仅有 11 万吨左右，令后期仓单炒作的可能性增加。尽管 RU05 合约往往较 01 偏弱，但潜在的厄尔尼诺和收储传闻给明年带来的不确定性都相当大。

就目前来看，沪胶虽然重心重回万四一线，但期货升水幅度仍偏大，低估值优势并不明显。综上，当前的时间和位置上沪胶行情波动可能承受的考验较大，宜多看少动为主。

2 全年减产大势所趋

云南产区计划 11 月底逐步进入停割期，海南将于 12 月底前停割，国内胶水产出受限。泰国、越南产区降雨减少，原料供应预期增强，原料收购价格稳中下行。不过，今年东南亚过多的降雨减少了割胶作业的时间窗口，相当微薄的利润也打击胶农的生产积极性。泰国作为全球最大的天然橡胶生产国，从当地种植园经理和贸易商了解到，业内人士预计今年泰国天然橡胶产量将减少 8-10%到 460-470 万吨，是 2020 年疫情发生以后的最低水平。未来在新开割面积下降的情况下，我们推测泰国天然橡胶供应增长趋势将结束并逐年转入下行。尽管这不改变该品种的季节性规律，但过剩格局的边际改善或将令胶价底部区间有所抬升。

3 下游开始转入淡季

橡胶下游行业整体运行较为平稳，但随着时间推移，预计需求端走弱态势将会愈发明显。从近期统计来看，轮胎企业产能利用率持稳中存在差异性分化，其中半钢胎样本企业产能利用率延续稳定，全钢胎样本企业产能利用率有进一步走低预期。前期半钢胎主要受外贸订单支撑，厂家库存储备低位，短期排产计划仍将维持高位。然而，全钢胎企业整体库存水平高位累积，令走货销售压力山大，为缓解成品库存连续数周积压的状况，部分企业采取主动限产降负计划。因此，国内全钢轮胎开工率显著低于半钢轮胎，并对轮胎行业整体产能利用率形成拖拽。随着需求端进入年终传统淡季，轮胎配套、替换市场需求走低，圣诞节备货结束后海外订单也开始下滑，国内轮胎企业生产采买活动转弱，未来将体现在青岛地区天然橡胶库存的累库拐点上。

4 库存拐点尚未到来

抛开近期沪胶的大幅下跌，今年上游天气和下游需求对产业链中间环节去库的支撑作用很强。据统计，截至 2023 年 11 月末，青岛地区天然橡胶保税和一般贸易合计库存量为 70.01 万吨，

环比上期减少 1.42 万吨或 1.99%；其中，保税区库存减少至 11.5 万吨，一般贸易库存减少至 58.51 万吨。样本保税仓库入库率减少 1.86 个百分点，出库率减少 0.72 个百分点；一般贸易仓库入库率增加 0.73 个百分点，出库率增加 1.26 个百分点。近数月以来，青岛地区天然橡胶库存维持周度去库 1-1.5 万吨的幅度，12 月按照这个速度推算，2023 全年橡胶累库大约在 10 万吨，远低于年初 20 万吨左右的预期。泰国旺产季新胶放量反映到青岛地区尚待时日，山东轮胎企业开工率应该不至于迅速塌陷，未来数周多空因素并存，胶价下探后转入震荡整理概率高于继续单边下跌。

5 需求劣化迹象明显

金九银十旺季过后，国内汽车轮胎行业表现出明显的转淡迹象。中汽协统计数据显示，2023 年 10 月中国汽车产销分别完成 289.1 万辆和 285.3 万辆，同比分别增长 11.2%和 13.8%，产销量继 9 月后再创当月历史同期新高。1-10 月，国内汽车产销累计分别完成 2401.6 万辆和 2396.7 万辆，比上年同期分别增长 8%和 9.1%。不过，滞后的利多数据已经被市场消化，随着后期终端车市消费季节性下滑，将自下而上造成产业链库存积压，反过来使供应过剩的压力凸显。

尽管半钢胎企业排产仍处强弩之末，但临近年底疲态已现。由于终端配套及替换需求走弱，轮胎企业和经销商销售压力较大，轮胎成品库存再次高位积压。受到库存累积和订单减少拖累，轮胎企业特别是全钢胎开工率承压，部分有主动降低排产计划，对原料橡胶的采购意愿不佳。天然橡胶贸易商随行就市出货，厂商按刚需谨慎采买，业内维持观望心态为主。此外，鉴于人民币兑美元汇率贬值的趋势出现扭转，未来天然橡胶进口成本将有所下滑。

预计短期沪胶走势超跌后维持低位震荡，如无异常变故，则年底至明年一季度，橡胶基本面劣化带来的弱势局面将会越来越明显。

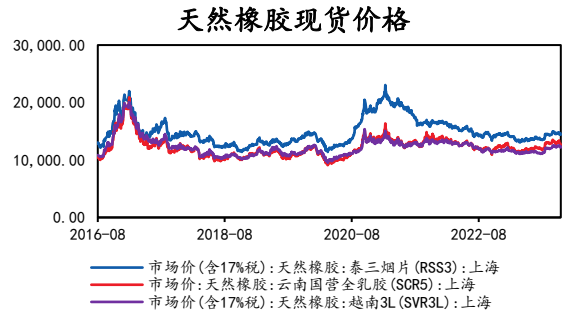
6 超跌修复逢高空配

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



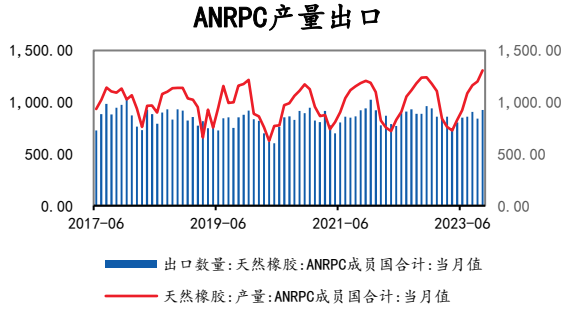
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 39：合成橡胶价格



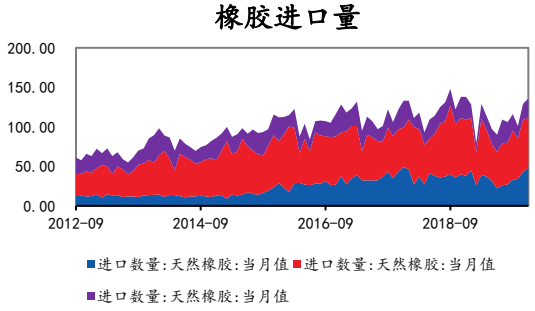
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 40：ANRPC 产量出口



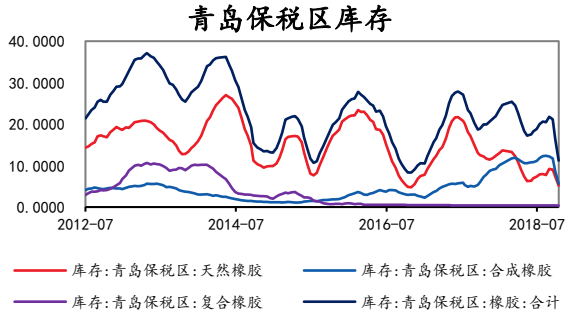
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 41：橡胶进口量



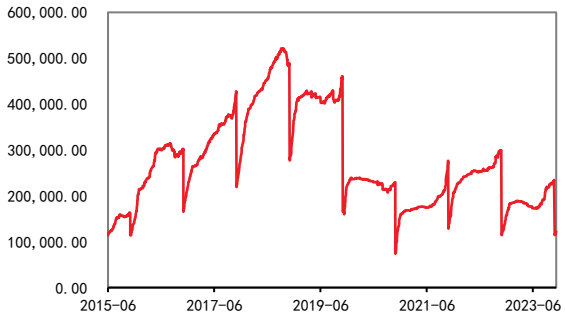
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 42：青岛保税区库存



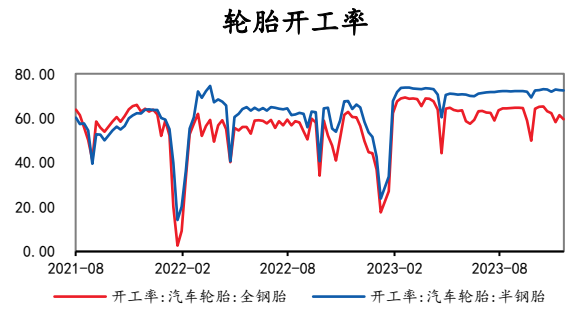
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 43：上期所注册仓单



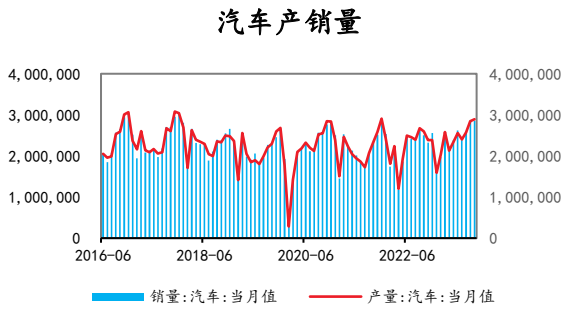
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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：美豆围绕巴西天气窄幅波动，国内油粕市场表现偏弱

1 外部豆类市场分析

巴西大豆种植进度偏慢，产量预估值遭下调

近一个月以来，CBOT 大豆期货市场波动率增大，围绕巴西天气变化呈现反复震荡状态，多数时间运行在 1320-1380 美分区间之内。农业咨询公司 AgRural 表示，截至 11 月 23 日，巴西大豆种植率为 74%，远远落后于去年同期的 87%，创下 8 年来最低水平。该机构表示，巴西南涝北旱降雨不均是造成大豆播种进度偏慢的主要原因。近日多家分析机构结合巴西天气形势纷纷调降巴西大豆产量预估值，部分机构发布的产量预估值已较最初下降了 1000 万吨，市场密切关注下月初美国农业部官方报告对巴西大豆产量的新评估，期待报告能为美豆市场提供新指引。

机构对马来西亚 11 月棕榈油出口统计出现明显分歧

南部半岛棕榈油压榨商协会(SPPOMA)预计 11 月 1-25 日马来西亚棕榈油产量环比下降 4.88%。受潮湿天气引发洪水并干扰收割，预计 11 月底棕榈油产量可能进一步下滑。三家船运调查机构相继发布马来西亚 11 月棕榈油出口数据，统计结果存在较大差异。船运调查机构 ITS 发布的 11 月棕榈油出口量为 1530673 吨，较上月同期出口的 1384725 吨增加 10.54%，马来西亚独立检验机构 AmSpec 公布的同期棕榈油出口量为 1382883 吨，上月同期为 1345051 吨，环比增加 2.81%,而船运调查机构 SGS 公布的 11 月棕榈油出口量为 1412888 吨,较上月同期减少 3.38%。马来西亚棕榈油局（MPOB）12 月 11 日公布的月度报告将为市场提供更明确指引。

印尼上调毛棕榈油参考价

印尼贸易部周三将该国 12 月 1-15 日毛棕榈油参考价格从目前的每吨 750.54 美元上调到 795.14 美元。基于新的参考价格，印尼毛棕榈油出口关税和专项税分别为每吨 33 美元和 85 美元，高于目前的每吨 18 美元和 75 美元。印尼棕榈油出口成本提高，有助于提升同处竞争地位的马来西亚棕榈油扩大出口。印尼政府每半个月要调整一次毛棕榈油参考价格，对国际棕榈油市场具有一定影响。

2 国内豆类市场分析

国内大豆压榨量低于预期，豆粕需求低迷拖累价格走弱

统计机构监测的数据显示，截止 11 月 24 日当周,全国 111 家油厂大豆实际压榨量为 186.77 万吨,开机率为 63%;较预估低 2.92 万吨。当周大豆库存为 458.73 万吨,较上周增加 12.33 万吨,增幅 2.76%,同比去年增加 115.59 万吨,增幅 33.69%;豆粕库存为 62.2 万吨,较上周增加 0.24 万吨,增幅 0.39%,同比去年增加 42.03 万吨,增幅 208.38%。本周国内各区域豆粕现货价格继续下跌，沿海区域多数油厂报价跌破 4000 元/吨，主流价格在 3990-3960 元/吨，较前一周下降 120-150 元/吨。各区域现货与豆粕 2401 合约的基差均价较上周继续回落，沿海主要市场现货基差本周均价约为 10-90 元/吨。本周广西豆粕和菜粕现货价差为 1090 元/吨，较上周小幅收窄 20 元/吨。本周国内豆粕现货表现弱于期货盘面，油厂开机率下调，但国内大豆供应充足，豆粕库存也不低，同时下游养殖多数处于亏损状态，原料采购多以随采随为主，逢低补库，整体需求保持疲软状态，无力从需求端拉动价格回升。短期国内供应大于需求，现货基差继续承压运行。国内豆粕需求偏弱以及进口大豆到港压力增加是豆粕市场表现弱于美豆的主要原因。

进口油籽到港压力来袭，国内油脂库存充裕

四季度为国内进口大豆和菜籽到港旺季，从船期跟踪情况看，预计 11 月至明年 1 月进口大豆

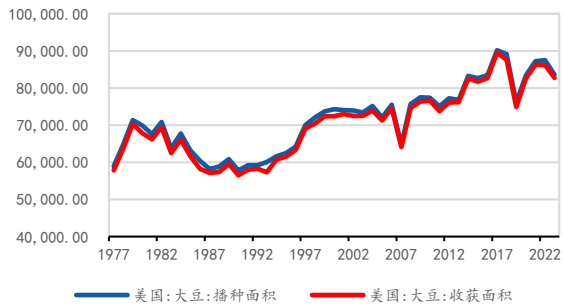
到港规模将超过 2700 万吨，加上年底前有近百万吨进口菜籽到港，国内原料供给持续增加。近期国内油厂开工率快速攀升，豆油供给能力进一步改善。中国粮油商务网监测的数据显示，截至 11 月 24 日，国内三大食用油库存总量为 238.22 万吨，周度下降 2.82 万吨，其中豆油库存的回升不及棕榈油和菜油库存的回落。上周菜籽压榨量显著回升，但由于菜油和豆油价差失衡，菜油性价比提高，下游提货量增加，市场需求好于其他油脂。棕榈油库存下降主要是由于进口利润倒挂程度扩大导致部分油厂减少进口所致。整体来看，国内油脂供应较为宽松，对价格的主动提升能力相对不足。

3 油脂油料市场展望

目前为南美天气炒作初期，尽管有部分机构开始下调巴西大豆产量预估值，但美豆市场仍未形成连贯走势，反复震荡的行情特征正是天气变幻莫测下市场分歧的体现。巴西大豆播种进度滞后，北旱南涝的引发的减产担忧仍在持续。阿根廷天气条件良好，大豆播种有序推进。阿根廷大豆丰产预期可在一定程度上对冲巴西减产对市场的影响。马来西亚棕榈油进入季节性减产周期,11 月出口数据和库存变化还有待 MPOB 报告加以确认。国内进口大豆和菜籽到港压力攀升，棕榈油进入冬季需求淡季，市场的下跌压力更易在棕榈油市场体现。国内油脂库存处于高位，在商品普遍承压调整的背景下油脂买盘动力不足，存在调整空间。豆粕和菜粕市场同样承受供应压力，内弱外强跟跌不跟涨局面仍有可能延续。豆一期货市场反弹到位后遭遇获利盘打压再度走弱，食用大豆供过于求，国家对加工企业补贴政策尚不明朗，缺少现货配合的豆一期货市场有望维持震荡等待指引。

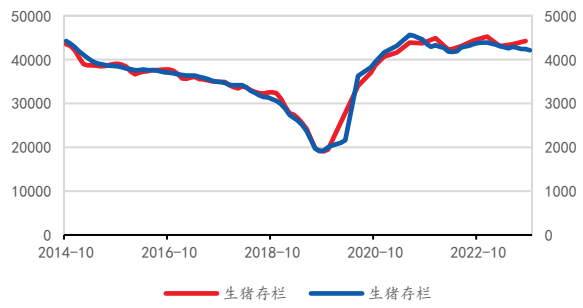
4 油脂油料市场主要数据

图表 46：美国大豆种植收获面积



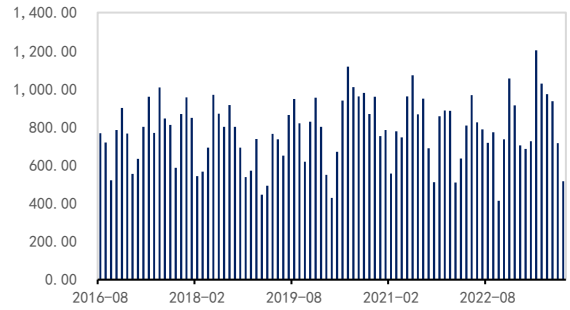
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 47：国内生猪存栏量



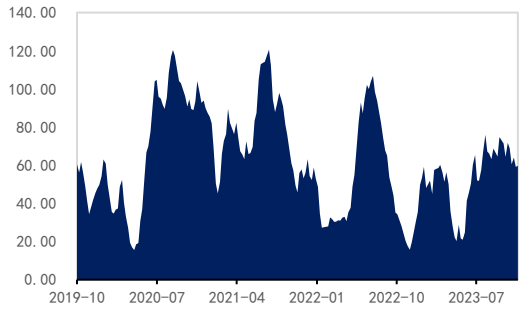
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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