中金财富期货策略周报（2023 年第 0 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：从经济数据、政策以及流动性看，当前的指数不应如此弱势，因此核心在于市场的情绪偏弱。我们仍建议适当关注左侧的机会，注意控制擦仓位。

铜：美国通胀超预期改善叠加经济数据走弱，进而降息预期升温，美元持续下行推升铜价。近期铜价走势围绕宏观情绪变化，宽幅震荡为主。近期铜矿干扰增多，尤其是巴拿马铜矿停产的事情，给铜矿供应构成了极大的不确定性，TC 一路下滑至 81.36 美元/吨。铜精矿供应延续此前充裕状态，以及在高利润下 11 月国内电解铜产量维持增速，当前国内低库存高升水较为明显，不过高升水对下游消费产生抑制。基本面进入季节性淡季，铜价维持震荡思路。

锌：矿端趋紧格局愈发明显，加工费下移，当前国产 TC 降至 4500 元/金属吨，进口 TC 降至 90 美元/吨。年底广西、新疆有新增投产计划，锌锭国内开工应继续高位运行，供应压力加大。下游消费环保扰动因素减弱，镀锌及压铸锌合金板块开工有所回升，但消费淡季下终端消费难有大幅改善，消费端对锌价支撑有限。淡季效应下，锌价维持震荡思路为宜。

钢材：上周五，中共中央政治局 12 月 8 日召开会议分析研究 2024 年经济工作，会议指出明年要坚持稳中求进、以进促稳、先立后破，强化宏观政策逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策。政治局会议的召开，再一次提高了市场对与明年地产行业的政策期待。我们认为随着原料支撑的走强与预期的向好，钢价偏强震荡的可能性大。

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。

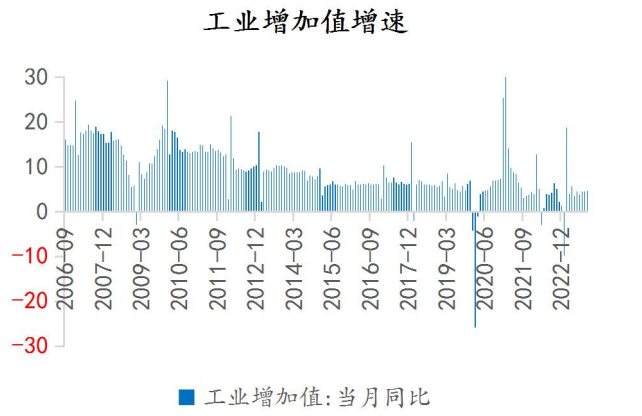
油脂油料：巴西近日降雨预报缓解市场对该国大豆产量下降的担忧，天气炒作情绪有所降温。USDA 对巴西大豆调降幅度低于预期，CBOT 大豆期货市场反弹受阻再度释放天气升水。目前为巴西大豆生产初期，正在发生的厄尔尼诺现象将增加巴西未来天气的复杂性。在南美大豆进入生长关键阶段后，天气扰动造成的美豆波动仍将持续。马来西亚棕榈油进入季节性减产周期，库存回落可提高棕榈油价格的抗跌性。国内油脂市场急跌释放风险后获得低位买盘支撑，11 月大豆进口量低于预期令豆油期货表现相对抗跌。国内商品市场触底回升也进一步提振买盘人气，油脂期货纷纷自低点回升，出现止跌反弹迹象。进口大豆通关延迟缓解供应压力，为豆粕和菜粕市场带来支撑，豆粕和菜粕期货有望保持震荡回升态势。豆一期货市场在现货下跌压力下大幅回落，压榨补贴传闻迟迟未能落地，市场买盘信心不足，在食用大豆供过于求的基本格局下，豆一期货市场走势仍不乐观。

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 -

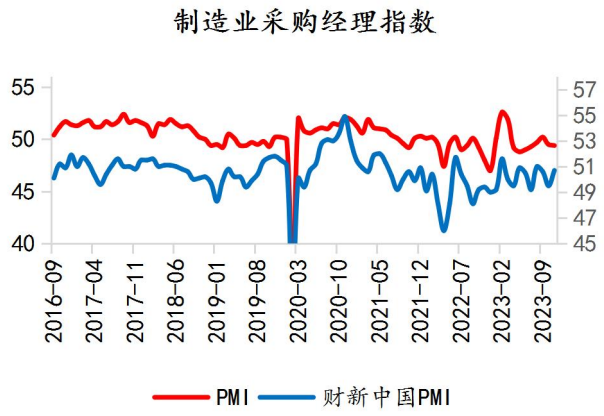
重要经济指标概况

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



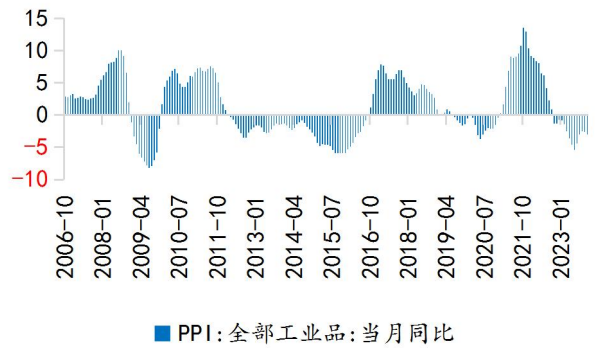
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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



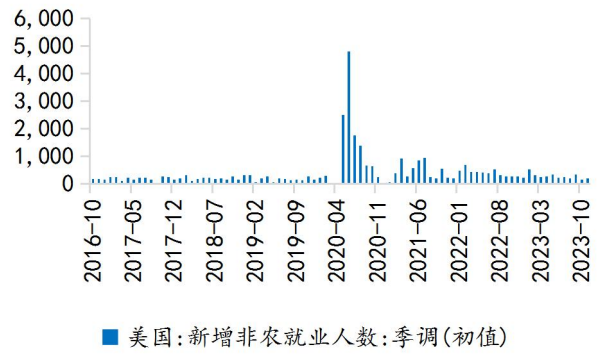
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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：政策暖，经济平淡

接近年底，中美之间都出现一定程度的“政策暖、经济平淡”的特征，这也是近期工业品价格支撑和压力的主要影响因素。政策上，海外开始密集交易降息预期，国内则开始交易年底经济工作会议，中美都步入宽松的局面；经济上，从我国 PMI 数据以及美国就业数据看，整体仍较为平淡。因此，商品市场处在支撑和压力都比较明显的阶段。

出口数据好转，但没有明确的指向性

12 月 7 日海关总署公布 11 月份进出口数据：11 月商品出口 2919.3 亿美元，同比增速转正至 0.5%（前值为-6.4%），商品进口 2235.4 亿美元，同比增长-0.6%，贸易顺差 683.9 亿美元。

出口增速回正，主要受到年末双节生产需求、海外制造业景气度边际改善和亚洲供应链加速复苏提振。首先是随着年末的圣诞节、元旦双节生产需求，海外需求维持较高韧性，这一季节性需求有望延续至下个月；其次是 11 月欧美日经济体制造业 PMI 边际改善；第三是全球半导体需求改善，9 月全球半导体销售额环比增长 1.9%，连续 7 个月实现环比增长，对东亚半导体产业链生产出口带来持续支撑。从产业链国家出口来看，11 月复苏态势继续改善，韩国出口增速 7.8%，越南出口增速 6.5%，连续三个月正增长，反映亚洲供应链在加速恢复。

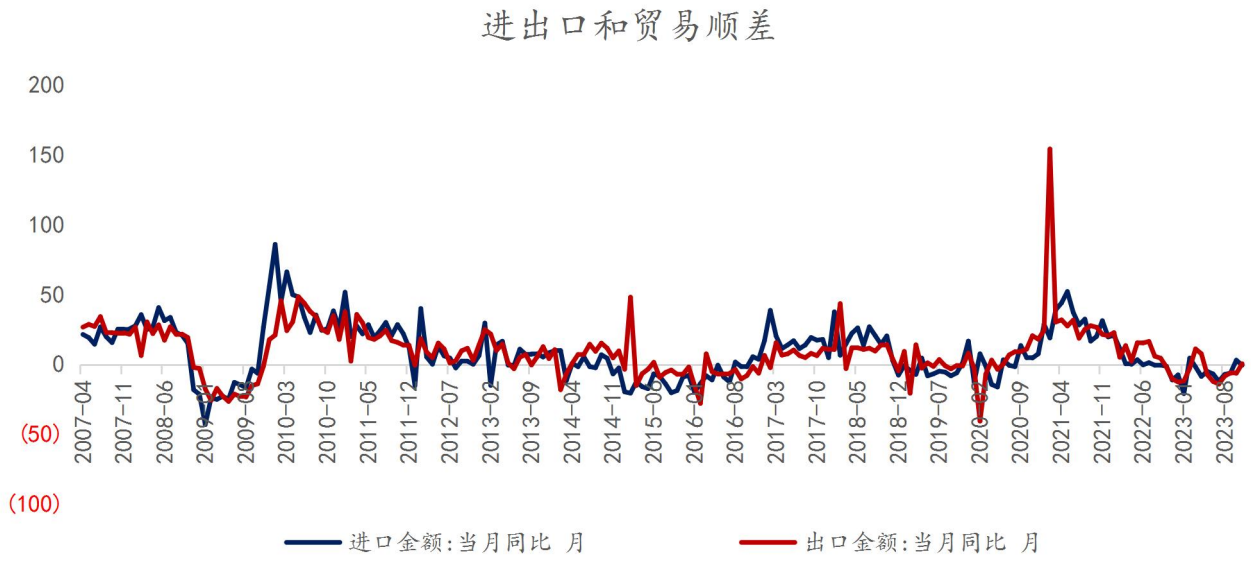
美俄是出口贡献率主要拉动地区，对东盟、日韩台产业链地区出口修复改善。11 月对美出口拉动我国出口增速 1.14 个百分点（前值为-1.3%），这一正向拉动下个月有望延续，对俄罗斯出口拉动我国出口增速 0.98%，短期内正向贡献将延续。对东盟六大经济体国家出口增速跌幅全面收窄。对产业链国家日本(-8.3%)、韩国(-3.6%)、台湾地区(6.4%)出口均呈现修复改善。

出口表现较平稳，未来将继续改善。11 月份出口增速回正主要受到年末双节生产需求、海外制造业景气度边际改善和亚洲供应链加速复苏提振，随着海上集装箱运输能力进一步改善和全球半导体、消费电子进入上行区间，后续出口有望迎来持续改善。

因此，从出口的数据看，阶级性因素（周期）和结构性因素是出口回升的主要原因，因此暂时无明确的指向性。

但是需要注意的是，11 月低基数背景下，进口再度转负、低于预期。从主要商品看，数量下滑的影响更突出，年内预计延续这一特征，也对应 11 月制造业 PMI 生产及相关分项继续回落，需求恢复的基础仍需巩固。因此从进口数据，我们看到了国内的需求仍需提升。

图表 7：进出口数据：同比



资料来源：wind，中金财富期货

降息预期抢跑至 2024 年 3 月

近期美联储官员对通胀前景更乐观的表态加剧了市场对美联储降息的乐观预期，当前市场预期明年 3 月降息概率高达 63%。基准情形下，明年经济与通胀的回落意味着产出缺口与通胀缺口的收敛，为美联储降息提供充分与必要条件。但短期来看，美联储降息仍然面临“实现通胀目标”这一重要考核，这意味着通胀回落的可持续性尚需更长时间论证。因此，短期警惕风险，当前过于乐观的降息预期存在纠偏风险，尤其是金融条件因降息预期而过度放松倒逼美联储重新释放鹰派信号。

中期交易降息时点，美联储货币政策从“非常紧”到“相对紧”的叙事与流动性环境的边际改善已经开启。长期关注降息幅度，中性利率的抬升对应着美联储面临更有限的降息幅度，长期高利率的环境仍将持续。。

至于美联储 11 月会议给"最后一次加息"仍留有悬念，但这其实是“口不惠而实至”。美联储到了一个“只说不做”的阶段，因此兑现这“最后一次加息”很可能是遥不可及的，所以将会一直保留一次加息的“悬念”，以引导金融市场收紧，从而最终达到“软着陆”的状态。

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。债券市场预计，明年美联储将降息 92 个基点，都远高于美联储官员对明年 50 个基点降息的预期。

因此，目前市场交易 3 月降息，有提前交易的嫌疑。

工业品仍缺乏大趋势

从目前市场交易的核心逻辑看，美联储加息进入终点以及降息的预期仍是主流。我们认为，当前市场面临的“政策热、需求平淡”的特征依然明显。工业品在基本面上存在明显的支撑和压力，难有趋势性行情。

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	12 月 6 日	易会满：加快建设安全、规范、透明、开放、有活力、有韧性的资本市场。	下一步将围绕健全资本市场功能，推出更多务实举措。	加强资本市场建设
	12 月 4 日	潘功胜：以金融高质量发展服务中国式现代化	中国人民银行将配合有关部门和少数高风险机构相对集中的省份制定实施中小银行改革化险方案	金融支持实体经济健康发展
数据	12 月 8 日	11 月出口同比 4 月以来首次转正	进口下降 0.6%	进口数据显示内需仍需加强
	12 月 7 日	“小非农”ADP 就业人数增加 10.3 万人	工资增速创两年多来新低	数据不及预期，因此利好降息预期
事件	12 月 8 日	中新两国将互免签证	新加坡相关搜索量瞬间增八成，有望成春节热门目的地	自由贸易协定进一步升级

资料来源：中金财富期货研究所

2 出口的结构性亮点仍将延续

11 月出口环比增速与季节性基本持平，但受益于] 2022 年低基数，同比增速由负转正。11 月出口同比增速 0.5%，前值为-6.4%，市场预期 0.7%。11 月环比增速 6.2%，与季节性基本持平，但考虑到上月出口环比为历史新低，近两个月出口动能仍整体偏弱。

11 月出口同比增速转正，符合我们 7 月以来对年底出口同比增速转正的判断。往后看，我们仍然认为出口动能最差的时候已经过去，预计环比增速与季节性基本持平，2024 年出口将较 2023 年有所改善，但也存在几项逆风因素。具体来看，后续对出口有积极拉动的因素在于：（1）价格拖累因素减弱。价格是 2023 年最重要的拖累因素，而数量则略有增长，但预计 2024 年价格拖累将有所减缓。（2）海外商品部门有触底迹象，商品消费、制造业 PMI 和制造业生产，在经历前期大幅下滑后，有触底企稳迹象。结构上，预计汽车和新能源产品受益于高性价比和较低的成本优势，在 2024 年的表现仍将明显优于整体出口。

但 2024 年出口仍有一些逆风因素：（1）近期海外经济动能下滑速度过快，尤其是制造业 PMI 和劳动力市场走弱速度较快，后续对海外商品消费的拖累程度，仍存在较大的不确定性。（2）高利率之下，预计海外地产在 2024 年上半年仍将处于弱势。海外地产周期的重启，仍需等待 2024 年下半年联储降息周期的开启和长端利率的进一步下行。（3）当前海外汽车消费有走弱趋势、库存走高。

分国家和地区来看，对多数主要经济出口增速回升。其中对美国出口增速由负转正，回升 16 个百分点至 7.3%。对俄罗斯、其他金砖国家、韩国和东盟出口回升也较为明显，分别回升

16/14/13/8 个百分点，至 34%、15%、-4%和-7%。但对欧盟出口增速小幅下滑 2 个百分点，至-14.5%。

3 跨年流动性会紧张吗？

年内流动性缺口多大？从资金供需角度来看，预计今年 12 月财政存款环比减少约 8400 亿元，M0 环比增加约 3600 亿元，缴准规模或为 1800 亿元，外汇占款环比增加约 200 亿元。整体看，排除逆回购和 MLF 到期因素的情况下，12 月不存在流动性缺口，银行体系资金维持基本稳定，资金供需情况优于 10 月和 11 月。

跨年资金面无忧了么？12 月流动性需求主要来自两方面，一是年末信贷投放或明显强于往年同期水平；二是公开市场到期和存量规模较高，流动性压力和资金面扰动仍存。央行动作方面，临近年末资金扰动有所加大，降准仍是政策可选项。不过，考虑到央行再提“资金空转”的审慎态度，不排除在不降准的背景下，央行延续超额续作 MLF 以及加大逆回购投放力度来对冲跨年需求的可能。总结来说，12 月资金面或延续紧平衡的态势，上中旬同业存单利率缺乏下行动力，年末或有望阶段性回落。对于债市而言，考虑到重要会议即将召开带来不确定性，以及资金面紧平衡的态势，长债收益率或保持窄幅震荡。

4 宏观策略

从目前市场交易的核心逻辑看，美联储加息进入终点以及降息的预期仍是主流。我们认为，当前市场面临的“政策热、需求平淡”的特征依然明显。工业品在基本面上存在明显的支撑和压力，难有趋势性行情。

5 股指期货市场分析

指数震荡走弱

上周两市普遍回落。其中沪深 300 周-2.4%，上证 50 周-2.99%，中证 500 周-1.24%，中证 1000 周-2.07%，其中沪深 300 指数和上证 50 都创年内新低的走势。

北向资金本周合计净卖出 57.87 亿元。周净卖出额创近 4 周新高。

从影响因素看，宏观和流动性方面并未存在如此大的压力，指数下跌的主要原因在于情绪低迷。

从经济来看，经济企稳向好趋势不变（已逐步确认 PPI 与全 A 盈利拐点），但复苏之路并非坦途，11 月制造业 PMI 为 49.4%连续两个月低于荣枯线，制造业需求放缓、生产景气度回落，显示国内经济修复动能放缓，也为即将召开的重要会议预留更多预期空间。内部流动性方面，M1 与 M2、社融持续背离，投资信心仍有待进提振。

建议适当关注左侧买入机会

我们上周建议：“指数出现调整行情，如果再度下行，可关注逢低买入机会。”

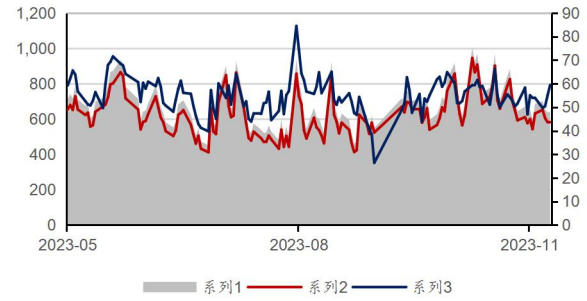
来两周将进入到政策观察阶段，中央经济工作会议将定调明年的政策方向，并带来市场信心的重要重建契机。除此之外，监管能否在引入中长期资金等方面有更多的增量动作落地，也对市

场信心的恢复有较大帮助。而未来一阶段市场的主要风险则来自于经济数据对未来基本面预判的影响，以及北上资金的扰动等。短期而言市场处在机遇与风险并存的阶段，总体上机遇大于风险。

A 股情绪修复遭遇波折，市场对“稳增长”政策存在预期差，预期差的弥合有望重新带来市场的上涨动能。

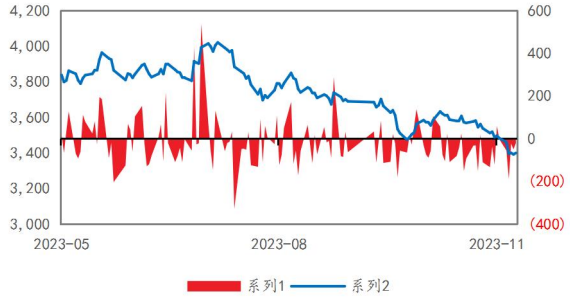
从经济数据、政策以及流动性看，当前的指数不应如此弱势，因此核心在于市场的情绪偏弱。我们仍建议适当关注左侧的机会，注意控制擦仓位。

图表 9：融资融券数据图



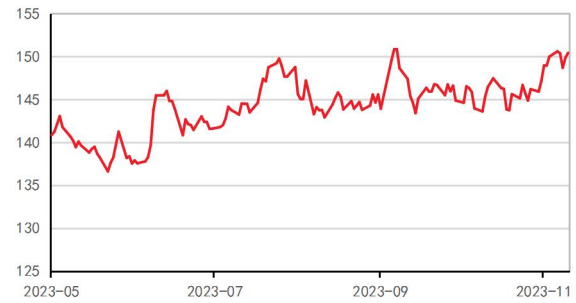
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 10：合约持仓和市场表现



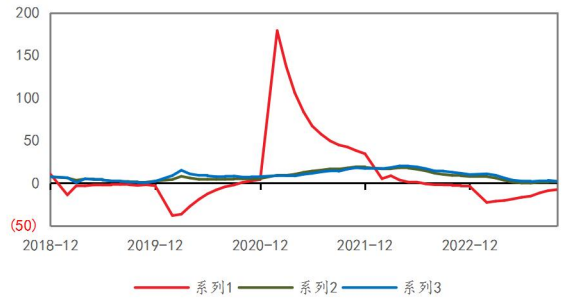
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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叠加经济数据走弱，进而降息预期升温，美元持续下行推升铜价。近期铜价走势围绕宏观情绪变化，宽幅震荡为主。近期铜矿干扰增多，尤其是巴拿马铜矿停产的事情，给铜矿供应构成了极大的不确定性，TC 一路下滑至 81.36 美元/吨。铜精矿供应延续此前充裕状态，以及在高利润下 11 月国内电解铜产量维持增速，当前国内低库存高升水较为明显，不过高升水对下游消费产生抑制。基本面进入季节性淡季，铜价维持震荡思路。

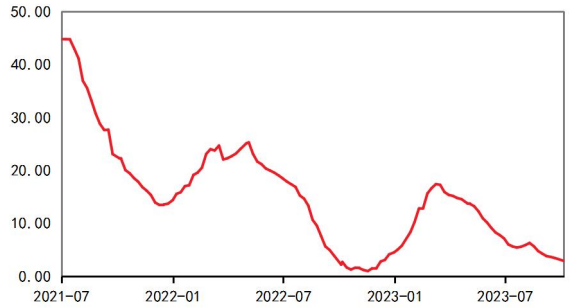
3 铜期货现货数据

图表 13：长江有色铜价



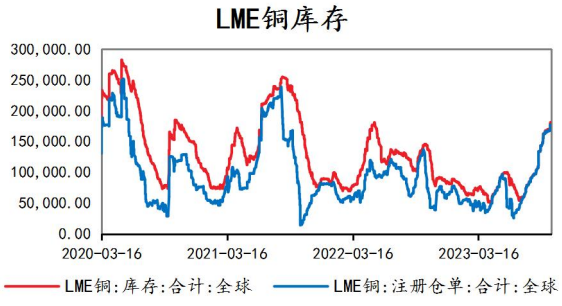
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 14：上海保税区铜库存



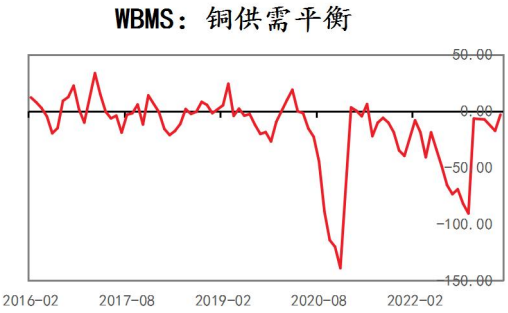
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 15：LME 铜库存



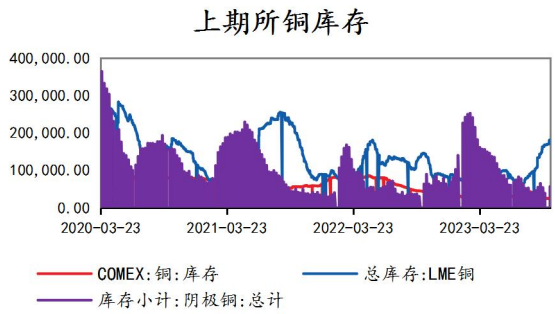
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 16：WBMS 供需平衡



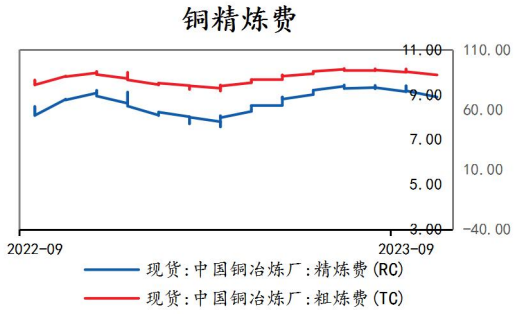
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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，1-10 月汽车产销分别完成 2224.2 万辆和 2197.5 万辆，同比分别增长 7.9%和 4.6%。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

矿端趋紧格局愈发明显，加工费下移，当前国产 TC 降至 4500 元/金属吨，进口 TC 降至 90 美元/吨。年底广西、新疆有新增投产计划，锌锭国内开工应继续高位运行，供应压力加大。下游消费环保扰动因素减弱，镀锌及压铸锌合金板块开工有所回升，但消费淡季下终端消费难有大幅改善，消费端对锌价支撑有限。淡季效应下，锌价维持震荡思路为宜。

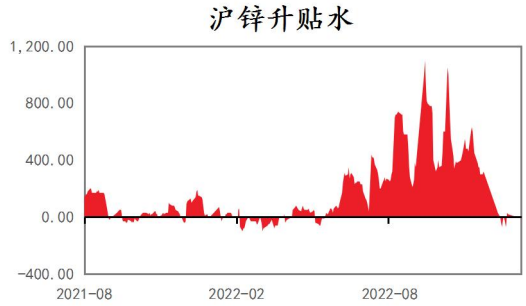
3 锌期货现货数据

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



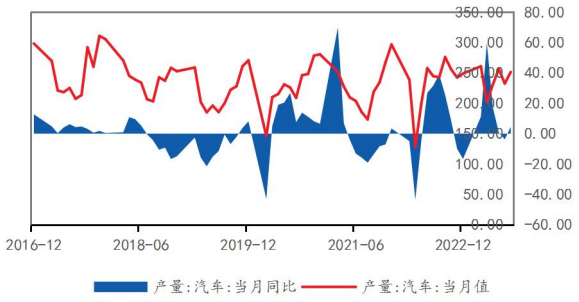
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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

2024 年的中国经济工作方针已于 12 月 8 日由中共中央政治局会议中明确提出。会议强调，明年的经济工作要坚持稳中求进的原则，同时强化宏观政策的逆周期和跨周期调节。继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策将是关键。

自 10 月 24 日第十四届全国人大常委会第六次会议决定增发一般国债 10000 亿元，将财政赤字率提高至 3.8%左右，政策层面的积极调整已连续展开。接着是万亿融资计划，以及中央金融工作会议上提出加快“三大工程”建设的决策，至 11 月 20 日金融监管部门与金融机构的座谈会提出的“三个不低于”方针，这一系列政策的持续出台，逐步改善了地产行业的悲观情绪。

房地产周期的各个阶段，包括土地拍卖、新开工、预售、施工以及竣工，都反映了这一行业的健康状况。我国地产行业的下行趋势始于“三条红线”政策，该政策限制了房地产企业的债务水平，导致房企面临资金紧张，使得有限的资金主要用于赶工和交付。目前，除了竣工速度仍在增长外，土地拍卖、新开工、销售和施工面积均呈现较大的下降趋势。

地产行业的下行虽然始于资金紧张，但其复苏不仅仅依赖于解决资金问题。土地拍卖、新开工和商品房销售等关键环节也需相继改善。综合当前形势，我们认为地产行业可能已接近底部，但在底部的时间可能仍然会持续较长。

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。

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。

12 月以来，发改委对于铁矿的监管动作有所放缓，并未有进一步监管的措施传出，在铁水和钢材产量维持较高，钢厂原料库存维持在比较低的背景下，铁矿价格再次冲高。

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。

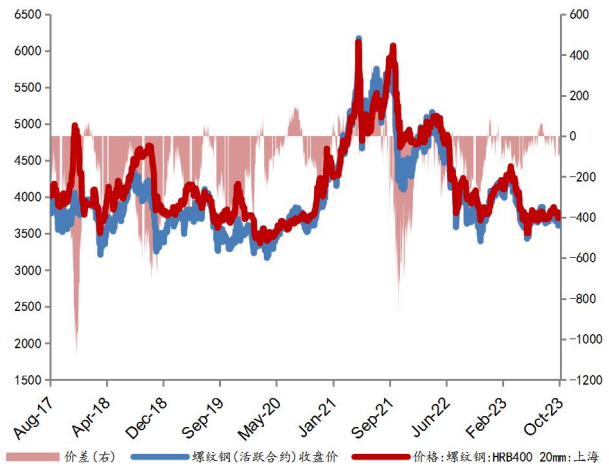
从消费情况来看，上周五大品种钢材的表观消费量为 922.0 万吨，环比下降 1.6%，同比减少 1.1%。其中，螺纹钢的表观消费量为 252.1 万吨，环比下降 5.5%，同比减少 9.9%，显示出螺纹钢需求的持续淡季弱势。

4 小结

上周政治局经济会议召开，再次强调了逆周期和跨周期调节，结合近期地产行业的重磅政策，如提出了“三个不低于”，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，还有监管允许银行向房企提供无抵押的贷款，市场对于明年的政策预期有了更高的期待，带动情绪进一步向好。

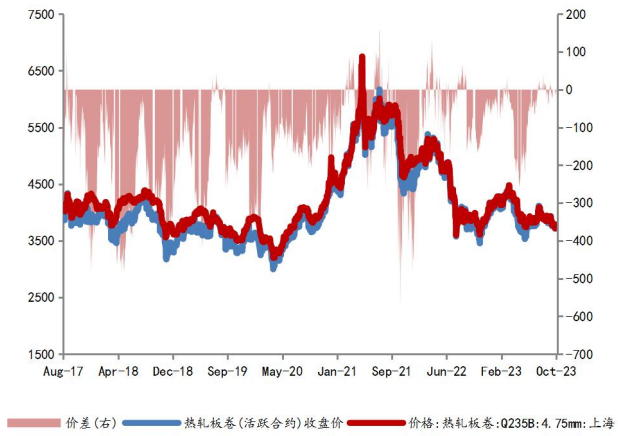
5 钢材期货现货数据

图表 23：螺纹期现价差



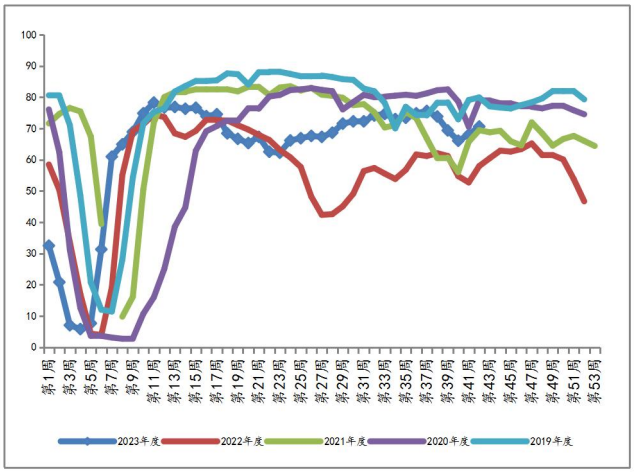
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 24：热卷期现价差



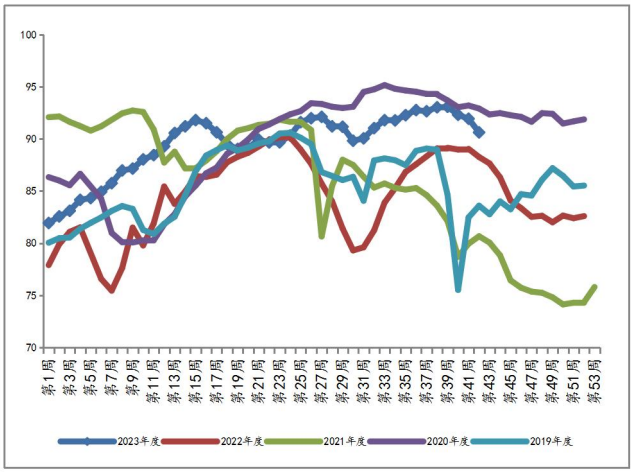
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 25：85 家独立电弧炉钢厂：开工率：中国（周）



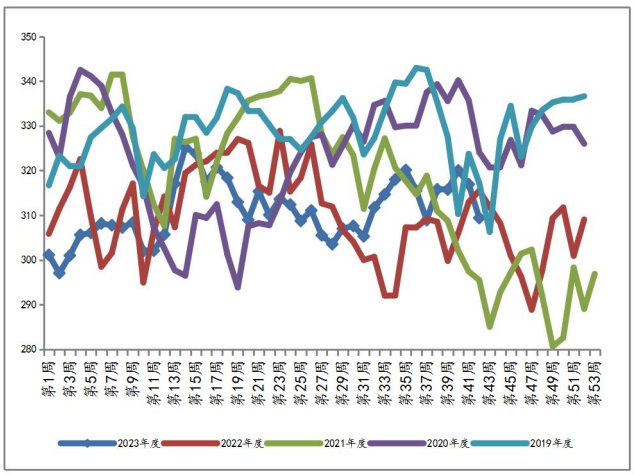
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 26：247 家钢铁企业：高炉产能利用率：中国（周）



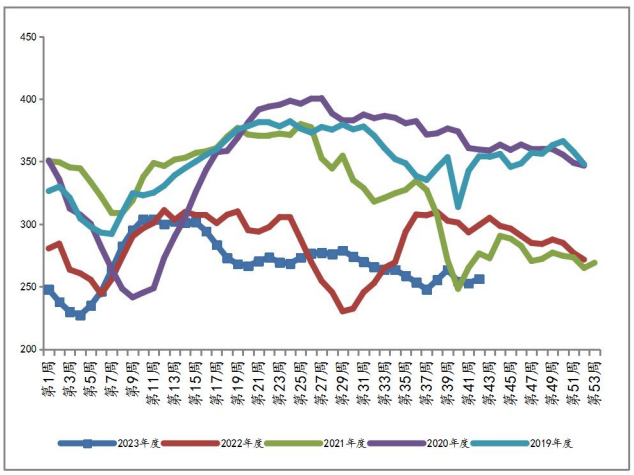
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 27：螺纹钢：建筑钢材钢铁企业：实际产量（周）



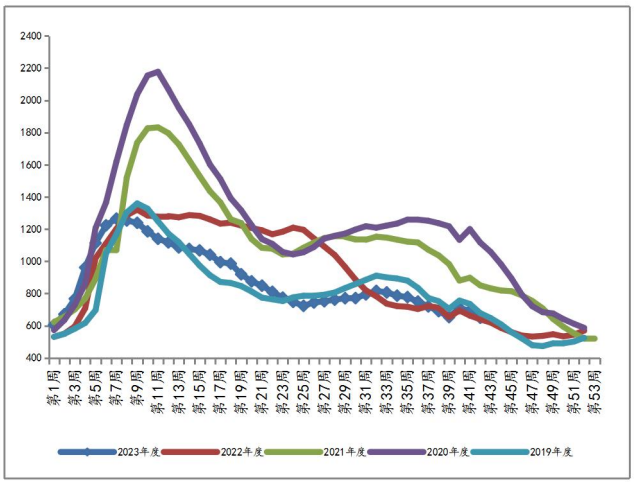
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 28：热轧板卷：钢铁企业：实际产量：（周）



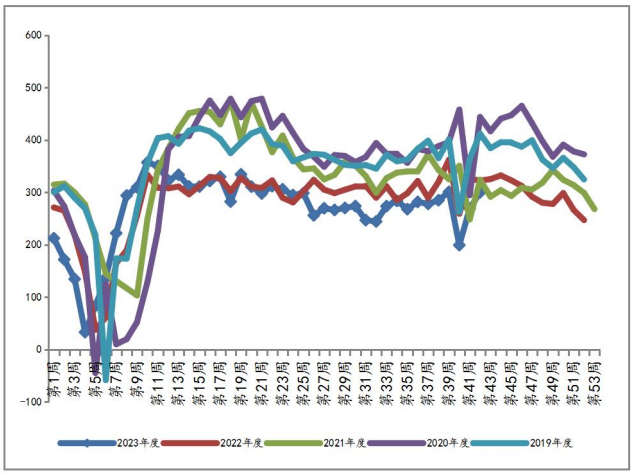
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

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 自愿声明减产

在经过一番波折后，本次 OPEC+会议艰难达成“自愿性”减产协议，整体结果令原油多头感到失望。

OPEC+成员国声明，在 2024 年初将其原油总产量在现有基础上再减少 100 万桶/日，即将自愿减产总量定为 220 万桶/日。但问题在于，本次减产并不是作为 OPEC+协议签署的，而是由成员国以自愿形式各自宣布的，使得后续履约缺乏制度性保障。关于减产执行问题，当前市场比较确定的是，沙特延长 100 万桶/日的额外减产，以及俄罗斯 30 万桶/日的原油出口限制，至于其他成员国历来难以严格遵守减产计划，令投资者对实际减产情况抱有质疑态度。

综合测算，在 2024 年一季度期间，OPEC 较目标基准水平自愿削减原油产量合计约 170 万桶/日。可以肯定的是，OPEC+减产框架依旧会继续发挥作用，相较 2023 年 10 月产量统计，2024 年一季度各成员国减产退出规模预计从原来的 138 万桶/日减少到 26 万桶/日。其中，如果核心产油国沙特和阿联酋维持当前产量水平，则 OPEC+在年初仍可实现约 34 万桶/日的实际减产效果。俄罗斯方面，相较 2023 年 5-6 月平均出口量的基准，明年将继续削减 30 万桶/日的原油出口量和 20 万桶/日的成品油出口量。

回顾历次 OPEC+会议，无论达成一致意见与否，至少都会给出一个明确的答案，而本次结果是以似是而非的形式呈现的。市场普遍解读 OPEC+在 2024 年的减产力度不及预期，且后期履约率缺乏正式协议保证，令国际油价延续震荡偏弱走势。

2 实际履约缺乏保证

本次 OPEC+会议的主要问题集中在尼日利亚和安哥拉对原油产量配额之争。需要明确的是，OPEC 是一个地缘跨度较大、内部组织相对松散的机构，不同于沙特、阿联酋等海湾地区的核心成员国，非洲和拉美地区产油国受投资、技术等条件的限制，在 OPEC 执行减产政策的同时，它们甚至无法达到协议允许的产量上限。即便如此戏剧性，这些国家也不愿因此被削减原油生产配额，这就为矛盾埋下了伏笔。

今年宏观下行叠加油价回落，对尼日利亚和安哥拉的经济和财政造成较大冲击，两国都极度依赖石油和天然气行业，在外汇储备方面都面临着巨大压力，此时石油美元收入显得尤为重要。在沙特试图再次稳定市场之际，两大非洲产油国效仿此前阿联酋提出了增加配额的强烈诉求，为避免协议谈判破裂，对安哥拉和尼日利亚的配额大概率将会上调。此外，近期伊朗原油供应大幅提高，以及俄罗斯成品油出口回升，已经令减产纪律受到动摇，明年 OPEC+调控手段能否继续奏效亟待检验。

3 供给调控效果存疑

很显然，本次 OPEC+的口头协议缺乏说服力，此后国际油价表现一直弱势。

OPEC+产油国同意在 2024 年一季度从市场上自愿削减约 220 万桶/日的原油，当然这一数字包

括沙特 100 万桶/日的自愿减产和俄罗斯 30 万桶/日的出口削减，其他成员国的减产承诺存在执行层面上的问题。沙特向来是减产的核心领导和中坚力量，但该国继续独力承担减产的意愿正在降低，转而强调中小产油国履约的重要性，这也是引发尼日利亚和安哥拉意见分歧的原因。随着美国页岩油行业重现繁荣和原油产量创历史新高，沙特等 OPEC+成员国面临既要在短期内支撑油价，又要维持长期市场份额的矛盾。未来实际能够削减多少产量，联盟内部还有多大斡旋空间，以及在明年全球经济放缓的预期下，单靠供给侧调控进行重新匹配能否奏效，这些疑点都还有待商榷。即使 OPEC+已经在纸面上重新平衡了市场供需，这些减产措施也要到明年 1 月才开始实施，这意味着直到合规协议初步明确之前，原油市场都将是充满动荡和高度不确定的。

4 消费淡季售价下调

国际原油近期愈发弱势的表现，归根结底是对市场前景缺乏信心。

即使促成减产也无力遏制原油现货的疲软表现，沙特被迫将其销往亚洲的原油官方售价下调至 2 月以来的最低水平。根据价目表，沙特阿美公司将 2024 年 1 月销往亚洲的旗舰产品阿拉伯轻质原油售价较中东基准原油的溢价下调了 50 美分至 3.50 美元/桶，这也是自 6 月以来沙特首次降低其官方原油售价。沙特降价是对市场现状的妥协，由于能源消费进入淡季，同时美国乃至 OPEC+部分成员国供应激增，沙特的原油产品市场竞争力已经走弱。

美国能源信息署（EIA）公布的数据显示，截至 12 月 1 日当周，美国汽油库存大幅增加 542 万桶，远超此前业界预期的五倍之多。在 2024 年一季度，成品油库存的增加将继续成为原油交易的重要指标之一，经济前景不佳令汽油等燃料消费受到破坏，目前市场更关注需求而不是供应。进入北半球冬季全球油品消费季节性疲软，悲观的需求预期叠加 OPEC+减产合规问题，令原油价格重心将整体下移。

5 业界担忧政策逆转

当前，国际原油现货贸易的形势出现与 2018-2019 年相似的端倪，这意味着持续减产提振油价的措施一旦被证明缺乏成效，沙特原油生产与销售政策可能会出现戏剧性的逆转。

OPEC+同意在 2024 年一季度总共减产 220 万桶/日以阻止出现供应过剩，其中大约一半的减产份额来自沙特，如果联盟整体履约诚意不足，以让渡大量市场份额为代价的沙特就会成为唯一的受害者。目前，原油市场平衡面临的主要问题是，美国页岩油行业今年再次出现爆发式增长，美国原油产量屡创新高达到 1320 万桶/日的历史记录。另一方面，沙特领导的减产缺乏其他 OPEC 成员国的支持，阿联酋、尼日利亚等国继续生产更多原油，而伊朗正在蚕食沙特在中国原油进口市场中所占份额。

更糟糕的是，全球原油需求表现疲弱且后劲乏力，这令人想起 2020 年初新冠疫情大流行时的情况。越来越多业界人士担忧，如果油价下跌令减产无效化，则不排除沙特逆转其产量政策，从限产保价转向大幅增产以重新夺取市场份额。

6 多空制衡交易走廊

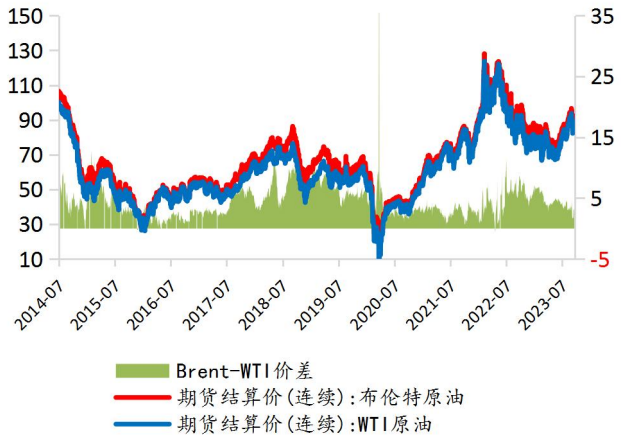
原油市场将长期受供应紧张和经济衰退双重逻辑主导，即供应决定油价地板，宏观和需求决定天花板，这一观点已经数次得到验证。现阶段原油市场多空因素相互制衡，难以形成一边倒的局面，缺乏单一强势的主线逻辑。

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。

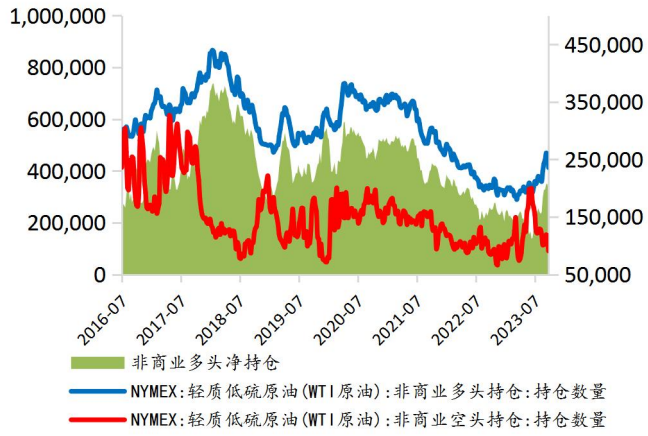
7 原油期现数据

图表 31：国际原油期货价格



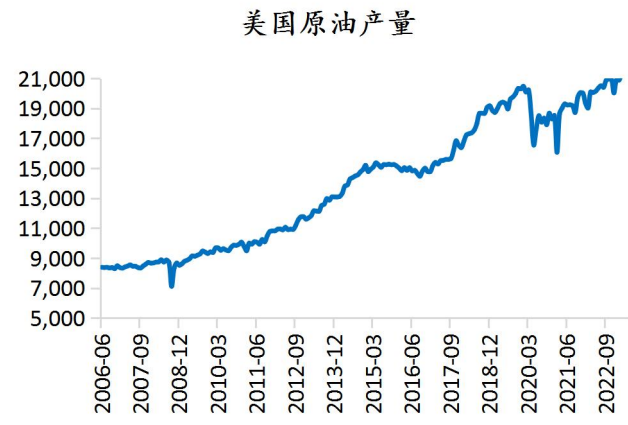
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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



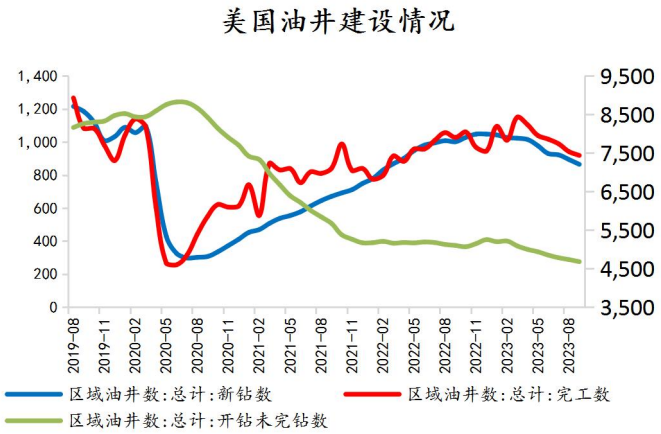
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 34：沙特原油产量



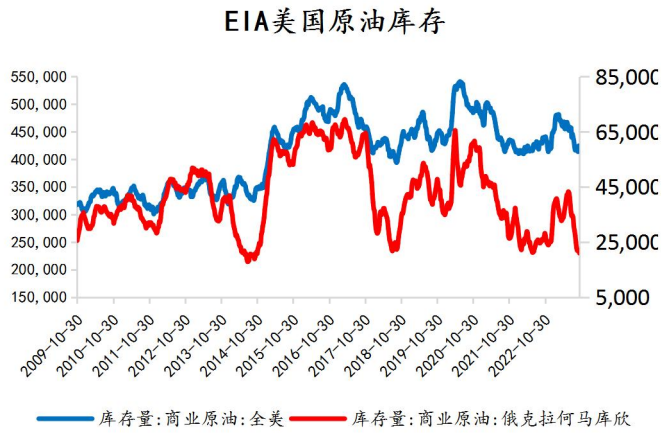
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 35：美国油井建设情况



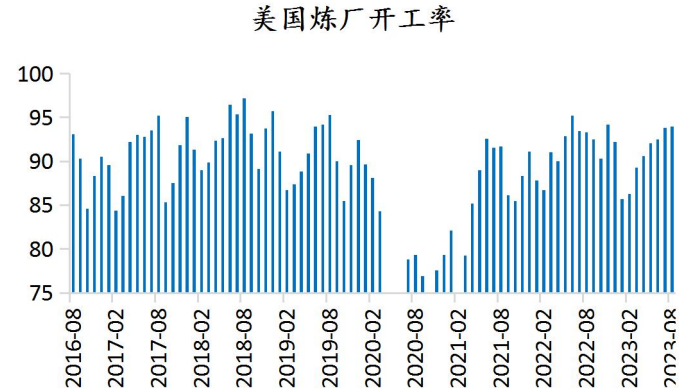
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 36：EIA 原油库存



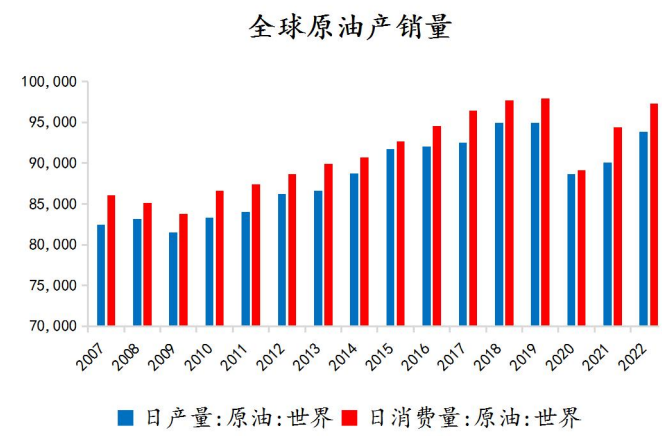
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 盘面不确定性较多

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。

就目前来看，沪胶虽大幅下行，但期货仍有一定升水幅度，低估值优势并不明显。沪胶期货正值走交割逻辑的时间窗口，从基差收敛的角度看，近月合约仍存在一定升水，基差有进一步收敛的空间。如前所述供需表现弱势，难以指望现货价格上涨，最终大概率依靠期货下跌。

当前值得注意的问题是，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完毕。一方面，大量转现流出固然对现货市场造成冲击；但另一方面，这也意味着目前新胶仓单量仅有 12 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，当前的时间和位置上沪胶行情波动可能承受的考验较大。

2 需求担忧大于供应

客观来看，今年天然橡胶产区物候进程和整体产量情况并不理想，只是当前市场侧重反映需求转弱预期，而选择性无视成本端支撑。

国内云南产区已经迎来停割季，海南地区将于 12 月逐渐停割，东南亚部分地区亦有减产。最重要的泰国南部产区，刚经历异常持久的雨季，部分地区遭遇洪水，原料胶水产出较往年同期明显稀少。雨季结束后，明年又存在厄尔尼诺现象的预期，接下来可能会出现严重的干旱，对天然橡胶的生产和销售还要继续跟进。

理论上，2023-2024 年度泰国橡胶行业尚未摆脱天气影响，后市橡胶价格走势面临很大不确定因素，但原料端的利多效应过早开始消退，海内外减产以及青岛地区去库存对胶价的支撑作用明显减弱。预计沪胶超跌后有望进入盘整阶段，基差收敛后偏弱震荡将持续一段时间。

3 泰国减产几成定局

据泰国媒体消息，泰国橡胶管理局对 2023 年天然橡胶供应水平预估值做出下修。关于泰国橡胶行业形势及全球橡胶生产状况，该机构官员预计，2023 年全球天然橡胶供应量将较上年增长 2.0%，较此前预测的 2.5%有所下调；预计 2023 年全球橡胶需求量较上年增加 0.17%，超过全球天然橡胶产量 68.7 万吨。泰国仍为第一大天然橡胶生产来源国，保持全球橡胶出口市场 43%的份额。鉴于最主要贸易对象中国经济和需求企稳，可能会促使橡胶使用量增加，预计四季度泰国天然橡胶出口量为 112.59 万吨，2023 全年出口总量为 426.7 万吨，但较上年减少 4%。此外据悉，泰国橡胶行业承诺响应当局提高胶价的政策，落实减少供应的一系列措施。近期泰国四大橡胶协会商议，将实施区域停割计划，目标是 10 万莱橡胶林，希望能够在明年三个月的停割期实现 6700 吨的减产目标。由此可见，天然橡胶供需过剩的局面相比前些年应略有缓解，随着胶价回落至低位区间，将重新获得一定支撑。

4 淡季需求劣化明显

橡胶下游行业整体运行较为平稳，但随着时间推移进入传统淡季，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。半钢胎主要受前期外贸订单支撑，长时间维持景气状态，但强弩之末疲态已现。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淡季，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，圣诞节备货结束后海外订单也开始下滑。国内轮胎企业生产活动转弱，对原料橡胶的采购意愿不佳，反过来使供应过剩的压力凸显。预计年底至明年春节前后，橡胶需求淡季带来的基本面劣化将会越来越明显。

5 轮储消息可能释出

近期，围绕轮储相关的消息面受到一定关注。回顾中国天然橡胶国储历史，自 2007 年开始一共进行过 9 次收储和 3 次抛储，总计收储天然橡胶约 59 万吨，总计抛储天然橡胶约 10 万吨。最近一次收储时间是在 2014 年 12 月，收购国产全乳胶 12.85 万吨；最近一次抛储时间是在 2023 年 7 月，抛售库存全乳胶 2.4 万吨。理论上，国储作为市场平衡的调节手段，收储将收紧供应从而令价格上涨，反之抛储将释放库存导致价格下跌。然而从实际结果来看，轮储对橡胶价格的影响并不是绝对的，需要结合具体的市场形势而论。以 2007 年抛储和 2013 年以后的 4 次收储为例，由于当时橡胶供需失衡导致期货盘面发生异动；其余时候则可能带动短期价格上涨或下跌，也可能对价格走势影响不大。目前来看，国内橡胶市场处于供大于求的过剩局面，业界传闻本次收储量大约在 10 万吨左右，标的为新产季全乳胶。逢沪胶跌至较低的位置上，收储消息释出可能会在短期内帮助盘面止跌企稳，但长期仍由供需关系决定震荡筑底的大趋势。

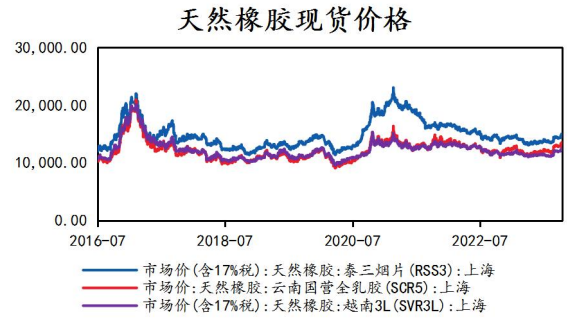
6 超跌修复逢高空配

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



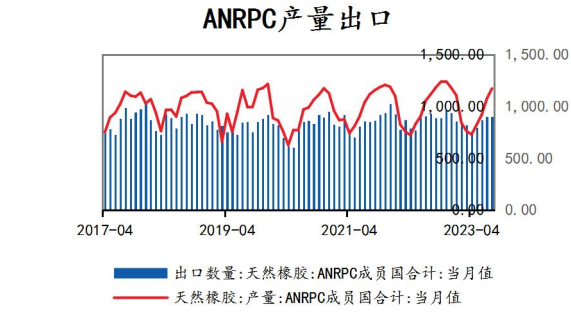
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 39：合成橡胶价格



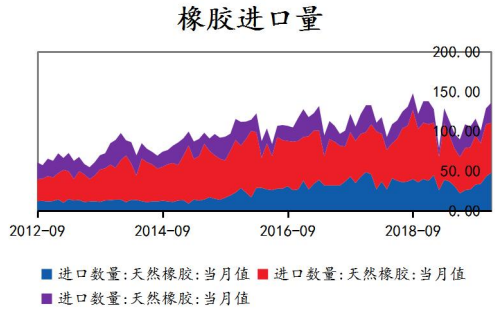
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 40：ANRPC 产量出口



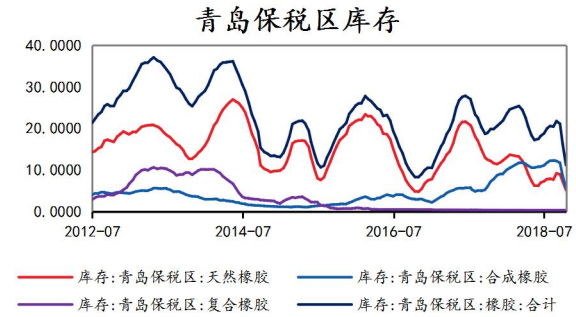
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 41：橡胶进口量



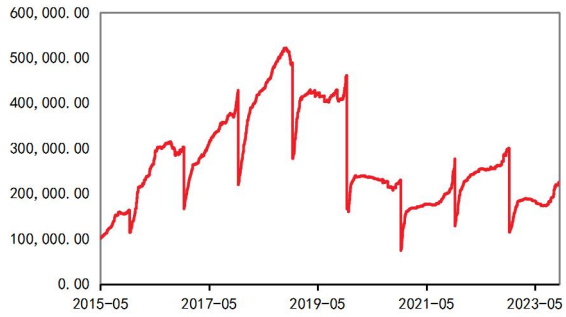
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 42：青岛保税区库存



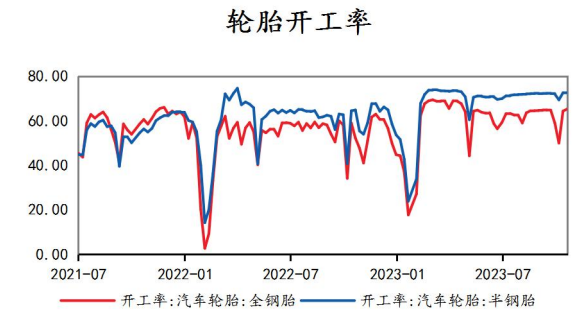
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 43：上期所注册仓单



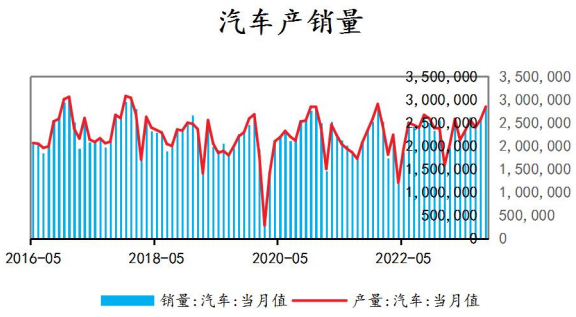
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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：美豆弱势震荡，国内油粕市场探底回升

1 外部豆类市场分析

巴西降雨预报缓解减产担忧，美豆回吐天气升水

随着巴西大豆种植接近尾声，降雨预报改善巴西北部旱情形势，CBOT 大豆期货市场承压连续调整，回吐此前不利天气引发的价格升水。农业咨询公司 AgRural 表示，截至 11 月 30 日，巴西大豆播种工作完成 85%，之前一周为 74%，去年同期为 91%。目前巴西大豆尚处生产初期，及时有效的降雨可以改善大豆生长条件，有助于缓解市场对巴西大豆产量下降的担忧。

美国农业部对巴西产量预估高于市场普遍预测

12 月 8 日美国农业部公布月度供需报告，评估的巴西大豆产量为 1.61 亿吨，不但高于大多数分析机构的估计，也高于报告前分析师预测的平均值 1.6016 亿吨。如能实现这一产量目标，巴西大豆仍将实现创纪录产量水平，为稳定和深化全球大豆供应起到重要作用。受报告利空影响,CBOT 大豆市场先扬后抑大幅失守日内高点。美国农业部在 12 月报告中维持阿根廷大豆 4800 万吨的产量预测。阿根廷产区天气条件基本正常，大豆开局良好，如能实现 4800 万吨增产目标，可在很大程度上对冲掉巴西大豆减产的影响。

马来西亚棕榈油出口增、产量降，库存压力有望缓解

南部半岛棕榈油压榨商协会（SPPOMA）预计 11 月 1-30 日马来西亚棕榈油产量环比下降 8.61%。三家船运调查机构 ITS、AmSpec Agri 和 SGS 公布的马来西亚 11 月 1-30 日棕榈油出口环比变化有增有减，市场静待 12 月 11 日马来西亚棕榈油局（MPOB）一锤定音。MPOB 月报前，一项调查显示，受出口上升、产量下降影响，马来西亚 11 月底棕榈油库存预计为 4 月份以来首次下降。棕榈油库存预计为 244 万吨，环比减少 0.48%，结束连续六个月增长状态。此外，每年 11 月至次年 2 月通常为东南亚棕榈油产量淡季，供给端压力仍有下降空间。

加拿大统计局调高菜籽产量，全球菜籽供应压力增加

加拿大统计局本周一将该国 2023/2024 年度菜籽产量从 9 月份预估的 1740 万吨上调至 1832.8 万吨，相较上年度菜籽产量 1869.5 仅减少了 36.7 万吨，幅度降至为 2%。数据相较前期菜籽减产预期程度减弱，同时欧洲和澳大利亚菜籽产量也纷纷上调，全球菜籽供应压力增加，为菜系商品价格施压。

2 国内豆类市场分析

11 月进口大豆量低于预期，降低国内大豆压榨压力

海关总署周四发布的数据显示，2023 年 11 月份中国大豆进口量为 792 万吨，比 10 月份的 516 万吨增长 53.5%，比去年 11 月的 735 万吨提高 7.8%，但较此前市场预期的 11 月将有近 1000 万吨到港明显偏低。11 月实际进口大豆量低于预期，与海关发放进口许可的时间比以前更长，导致大豆通关延迟有关。数据显示，2023 年 1 至 11 月份，中国大豆进口量为 8963 万吨，同比提高 13.3%。11 月中国大豆进口量低于预期，将放慢油厂大豆开机率，有助于缓解豆粕和豆油库存升高的压力。此外，海关数据还显示，11 月食用油进口步伐放慢。11 月中国食用油进口量为 92.4 万吨，略低于 10 月的 95 万吨，也低于去年 11 月的进口量 114 万吨。2023 年 1-11 月食用油进口量为 901.5 万吨，同比增长 62.0%。

供给增加需求下降，国内三大植物油库存攀升

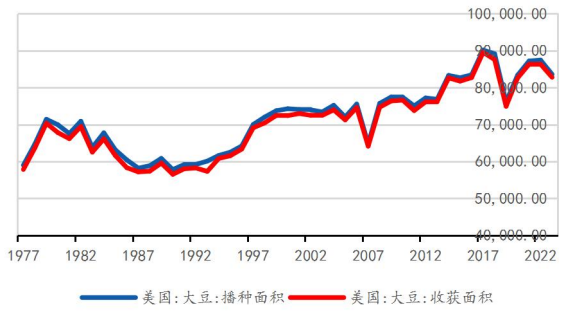
据 Mysteel 调研显示，上周国内三大油脂整体库存大幅升高。截至 2023 年 12 月 1 日，全国重点地区豆油、棕榈油、菜油三大油脂商业库存总量为 223.6 万吨，较上周增加 4.86 万吨，增幅 2.17%；较去年同期三大油脂商业库存 187.11 万吨增加 41.36 万吨，增幅 22.10%。其中棕榈油商业库存为 96.52 万吨，周度增加 0.295 万吨；豆油商业库存约 97.01 万吨，周度增加 1.21 万吨，增幅 1.26%。受进口大豆实际到港量低于预期影响，国内油厂开机率下降，预计本周油厂大豆周度压榨量降至 183.27 万吨，继续在 200 万吨之下运行。国内棕榈油基本维持进口利润倒挂状态，企业进口动力不足。冬季为棕榈油消费淡季，豆油对棕榈油的消费替代增加，这也是本轮下跌行情中棕榈油表现弱于豆油的主要原因。经过本周大幅下跌，油脂价格风险大幅释放，低位买盘进场动力趋强，存在超跌反弹的可能。

3 油脂油料市场展望

巴西近日降雨预报缓解市场对该国大豆产量下降的担忧，天气炒作情绪有所降温。USDA 对巴西大豆调降幅度低于预期，CBOT 大豆期货市场反弹受阻再度释放天气升水。目前为巴西大豆生产初期，正在发生的厄尔尼诺现象将增加巴西未来天气的复杂性。在南美大豆进入生长关键阶段后，天气扰动造成的美豆波动仍将持续。马来西亚棕榈油进入季节性减产周期，库存回落可提高棕榈油价格的抗跌性。国内油脂市场急跌释放风险后获得低位买盘支撑，11 月大豆进口量低于预期令豆油期货表现相对抗跌。国内商品市场触底回升也进一步提振买盘人气，油脂期货纷纷自低点回升，出现止跌反弹迹象。进口大豆通关延迟缓解供应压力，为豆粕和菜粕市场带来支撑，豆粕和菜粕期货有望保持震荡回升态势。豆一期货市场在现货下跌压力下大幅回落，压榨补贴传闻迟迟未能落地，市场买盘信心不足，在食用大豆供过于求的基本格局下，豆一期货市场走势仍不乐观。

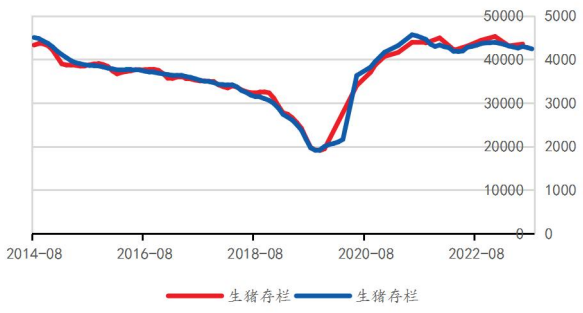
4 油脂油料市场主要数据

图表 46：美国大豆种植收获面积



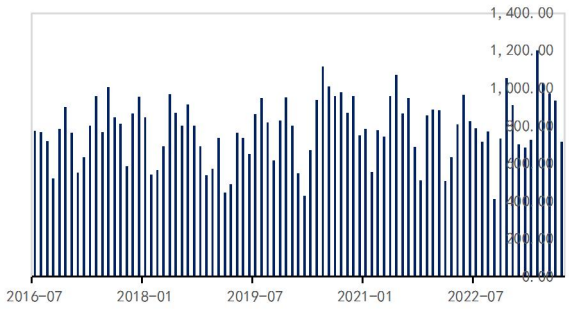
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 47：国内生猪存栏量



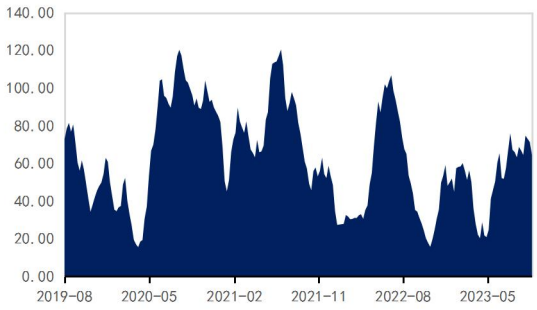
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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