中金财富期货策略周报（2023 年第 42 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：从目前经济数据看，剔除基数效应来看，工业景气度下滑，投资有所分化，消费修复力度偏弱，反映经济边际修复力度转弱。伴随着中央加杠杆发力稳增长，货币政策进一步宽松仍可期待，未来经济的修复力度有望增强。但是目前指向的供需关系来看，不宜对工业品价格做过高的预测。

股指期货：当前沪深 300 风险溢价升至近三年均值+2 倍标准差附近，指向房地产景气度弱势使得投资者倾向于将中长期问题在短期定价。后市 A 股将从交易“政策预期”向“政策效果”过渡，市场最悲观的情绪有望释放完毕，市场虽弱，但是指数亦将触底。

铜：在美联储暂缓加息及国内政策信号提振下，铜价或能保持高位运行。精矿供应宽松格局趋弱，铜矿加工费 TC 持续回落。11 月底中国铜矿加工费 TC 录得 76.6 美元/干吨，较 10 月底下降 9.7 美元/干吨。11 月国内精铜产量超预期下滑至 96.08 万吨，显著低于预期和前值，主因部分冶炼厂缺粗铜、检修和新点火产能释放不及预期，12 月环比料好转，在高利润下 12 月国内电解铜产量维持增速。高升水抵触情绪较强，整体消费平平，未有明显亮眼表现。铜价未有重大矛盾，单边驱动力不足，年末仍以宽幅震荡为主。

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。海外锌矿陆续减产后，远期原料偏紧预期仍在，下方存在一定支撑。国内 11 月精炼锌产量不及预期，因部分企业超预期减停产。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。

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。

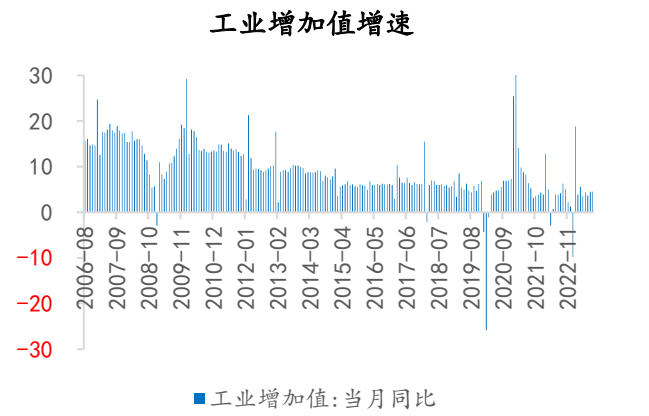
油脂油料：近日，CBOT 大豆期货市场围绕巴西天气变化反复震荡，正在全球发生的厄尔尼诺现象受到各方关注。随着南美大豆陆续结束播种期进入生长期，天气因素对市场的影响有望进一步趋强，多空双方将围绕南美大豆产量前景展开更为激烈的争夺。马来西亚棕榈油进入季节性减产周期，出口表现不佳可能打乱库存下降节奏，而原油市场的弱势表现也令棕榈油买盘动力不足。国内油脂市场供大于求状况仍在持续，内外盘和期现货市场形成弱势联动，油脂板块再度滑向前期低点，甚至存在破位风险。进口大豆通关恢复正常，改善国内大豆供应紧张局面，油厂开工率提高，前期较为抗跌的豆粕和菜粕期货市场出现补跌迹象。豆一期货市场因政策性收储支撑减弱而连续承压下行，在食用大豆供过于求的背景下，缺少需求端消化过剩库存，豆一期货市场仍难言乐观。

目录

周度策略：供需格局改善有限 ..... - 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 寒潮扰动产需 ..... - 6 -
3 央行采取“缩短放长”模式 ..... - 7 -
4 宏观策略 ..... - 7 -
5 股指期货市场分析 ..... - 7 -
铜 ..... - 10 -
1 影响因素 ..... - 10 -
2 结论 ..... - 10 -
3 铜期货现货数据 ..... - 11 -
锌 ..... - 12 -
1 锌：影响因素 ..... - 12 -
2 总结 ..... - 13 -
3 锌期货现货数据 ..... - 13 -
原油 ..... - 14 -
1 减产履约效力存疑 ..... - 14 -
2 需求前景亮点难寻 ..... - 14 -
3 OPEC 报告过度乐观 ..... - 14 -
4 缺乏核心利好驱动 ..... - 15 -
5 业界担忧政策逆转 ..... - 15 -
6 多空制衡交易走廊 ..... - 15 -
7 原油期现数据 ..... - 16 -
天然橡胶 ..... - 18 -
1 原料成本托底支撑 ..... - 18 -
2 主要产区出现减产 ..... - 18 -
3 需求预期稳中下滑 ..... - 18 -
4 轮储消息可能释出 ..... - 18 -
5 合成橡胶价格松动 ..... - 19 -
6 超跌修复逢高空配 ..... - 19 -
7 橡胶期现数据 ..... - 19 -
油脂油料：巴西降雨预报令美豆反弹受阻，国内油粕市场承压调整 ..... - 22 -
1 外部豆类市场分析 ..... - 22 -
2 国内豆类市场分析 ..... - 22 -
3 油脂油料市场展望 ..... - 23 -
4 油脂油料市场主要数据 ..... - 23 -

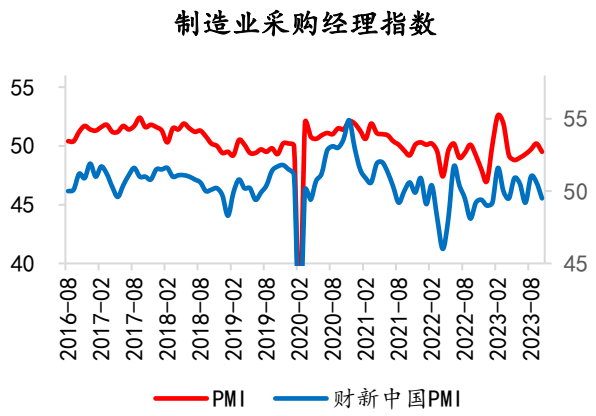
重要经济指标概况

图表 1：国内工业增加值增速



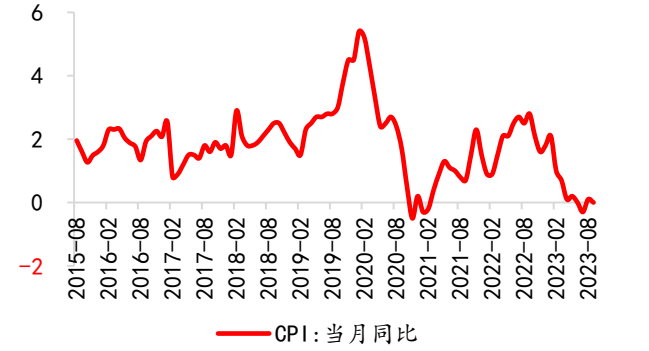
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 2：中国制造业采购经理指数



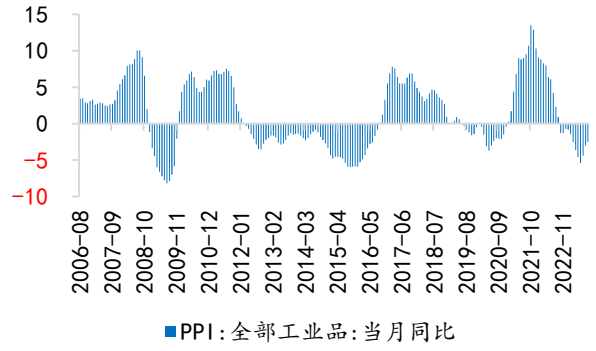
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 3：中国居民消费价格指数



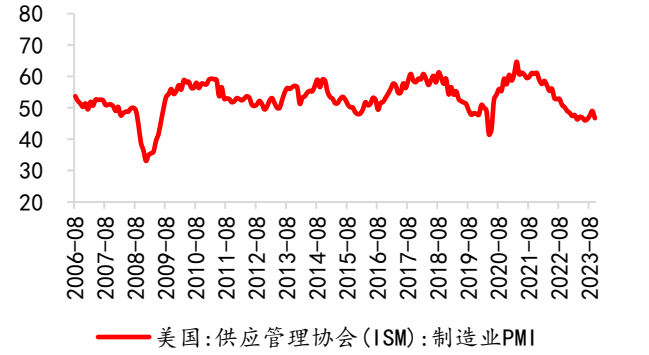
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 4：中国工业生产者出厂价格指数



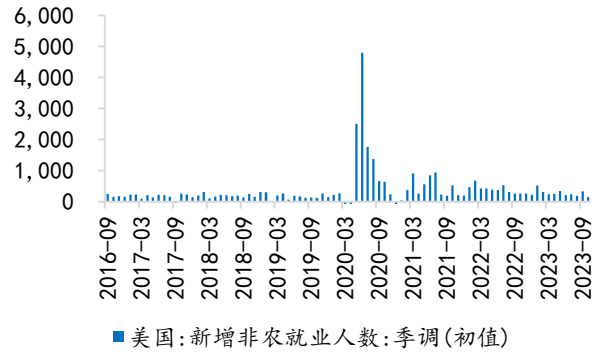
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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：供需格局改善有限

美联储在 12 月份的议息会议上明牌表示将降息，随后大宗商品正式进入交易“降息预期”的时间，因此近期原油、黄金、铜等商品均出现明显反弹。但是需要注意的是，金融方面的利多偏强对实际的供需关系影响有限，因此对于这种因素导致的冲高行情，注意追高风险。

生产端加速，但供需格局才是关键

11 月经济整体稳健，乐观预期隐现。消费稍低于预期，投资平稳，生产走高。根据 11 月的增长数据推测 4 季度 GDP 增速可能在 5.2%左右，全年可以实现 5.2%的增长，2023 年经济平稳收官。11 月来看，消费环比基本平稳，投资中房地产的下行被制造业和基建上行抵消，生产剔除基数影响仍然走高，整体经济表现稳中有进。

消费小幅低于预期，居民生活消费结构并未有太大的变化。生活食品类消费增速相对稳定，建筑装潢材料和文化办公用品仍然是拖累项。外出餐饮继续回升，但是有基数方面的原因。房地产市场恢复不足、在资本市场波动的环境中，财富效应消失，居民消费偏谨慎。4 季度预计增长 7.9%，全年增长 7.1%。

固定资产投资稳定，制造业投资强势，基建上行。1-11 月固定资产投资额同比增长 2.9%（前值 2.9%），民间固定资产投资下降 0.5%（前值-0.5%），均保持不变。制造业投资中，电气机械及器材制造、汽车、化学原料及化学制品、有色金属冶炼投资处于高位。基建投资小幅下滑，分行业看依然集中在铁路和水利建设，道路项目和地方政府主导的公共设施业增速下降。11 月政府融资大幅高于以往，未来基建会逐步加速。

房地产行业仍然回落，生产改善但需求不足。房地产投资继续下滑，1-11 月房地产开发投资累计同比下降 9.4%，前值-9.3%。生产端，施工和新开工面积有所起色，当月同比 18 个月来首次转正，竣工增速边际增速下降。从土地流转来看，11 月份 100 大中城市土地成交面积增速同比下降 44.59%，房企开始在经历上个月的刺激后房企拿地意愿再次下滑。销售端，商品房销售面积和商品房销售额下滑幅度再度扩大。高频数据上，30 城成交面积也显示商品房销售低迷。开发资金上，国内贷款和企业自筹资金下滑趋势连续收窄，但订金及预收款和个人按揭贷款降幅继续扩大，依然显示出需求不足。综合来看房地产提振政策稍有见效。

11 月工业与服务业增速都相对稳定，尤其是 11 月电子、汽车、电气等“新动能”明显加速，医药也收窄降幅。但现在问题的关键是中央经济工作会议所指出的“有效需求不足、部分行业产能过剩”，以及由此导致的 CPI 与 PPI 持续负值，这限制了货币政策效果，加重了社会各类债务人的负担，影响了企业盈利预期，也影响了居民收入预期尤其是财富收入预期。政策重心应进一步向终端需求倾斜，同时稳定房地产市场和资本市场，稳定财富效应。

“生产热、需求冷”的状况已经持续较长时间，显示经济复苏的内生动能依然要加强，指向的供需关系方面，仍不容十分乐观。

图表 7：进出口数据：同比



资料来源：wind，中金财富期货

降息进入“明牌”区间

12 月 13 日，美联储货币政策委员会宣布，联邦基金利率的目标区间维持在 5.25%到 5.50%不变，符合市场普遍预期。本次决议声明新增评价，经济活动相比三季度强劲步伐已放缓，重申通胀高企，但新增说辞过去一年通胀已放缓；利率指引新增一词，称将考虑需要的“任何”额外紧缩程度，被视为加息立场软化。

会后公布的利率点阵图显示，过半美联储官员预计明年至少降息三次，近三成官员预计至少降四次；经济预测显示，与 9 月预测相比，美联储将今年 GDP 预期增速上调 50 个基点至 2.6%，小幅下修 2024 年经济增长预测 0.1 个百分点至 1.4%。下调今明后年 PCE 通胀预期，其中今年 PCE 和核心 PCE 预期均大幅下调 50 个基点，分别至 2.8%和 3.2%。

鲍威尔表示，尽管美联储不排除适当时候进一步加息的可能性，但相信利率可能已经达到或接近峰值；虽然鲍威尔仍然措辞谨慎，拒绝宣告抗击通胀胜利，但美联储会议已经开始讨论降息时间点的问题。供给侧已基本恢复至疫情前水平，美国经济软着陆成为可能，暗示即使明年经济实现增长也会降息。

在 12 月议息会议前，市场预期降息的时点已前置到明年 5 月，但美联储并未警告市场跑得太快，反而主动开启降息叙事逻辑，选择向市场预期“靠拢”，为什么会出现这种情况？首先是美国对通胀下行较有信心，通胀韧性偏强但依然处于降温通道中，明年四个季度美国 CPI 同比将逐级而下，年底有望回归到 2%左右。二是美国经济软着陆迹象明显，短期难以出现较大的衰退风险，但随着通胀压力趋弱，美联储货币政策框架中，就业和经济的权重将持续升高。10 月美国职位空缺数已经下滑至 2021 年 3 月以来低点。

但是需要注意的是，美联储政策立场发生鸽派转向，但不宜过早定价降息时点，即使降息，由于目前美国经济重点系于服务业，对商品市场的供需关系影响也有限。

工业品仍缺乏大趋势

从目前经济数据看，剔除基数效应来看，工业景气度下滑，投资有所分化，消费修复力度偏弱，反映经济边际修复力度转弱。伴随着中央加杠杆发力稳增长，货币政策进一步宽松仍可期待，未来经济的修复力度有望增强。但是目前指向的供需关系来看，不宜对工业品价格做过高的预测。

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 11 日	中共中央政治局召开会议	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	预计将体现在更重视货币政策的实际效果，而非信贷社融的增速
	12 月 14 日	美联储维持利率不变	美联储声明公开讨论明年降息	市场进入交易降息预期阶段
数据	12 月 13 日	11 月新增社融 2.45 万亿元，新增人民币贷款 1.09 万亿元，M2 同比上涨 10%	M2 同比增长 10%，增速分别比 10 月末和上年同期低 0.3 和 2.4 个百分点	金融数据显示内生动力仍需加强
	12 月 14 日	美国 11 月零售销售意外坚挺，环比增长 0.3%，超出预期	11 月核心零售环比增长 0.7%，远超前值和预期值 0.2%。	通胀韧性不可低估
事件	12 月 15 日	北京、上海下调商品房首付比例	北京下调商品房首付比例，城区二套降至 50%，普宅标准上调，首套房首付比例统一降至 30%。	房地产政策进一步释放

资料来源：中金财富期货研究所

2 寒潮扰动产需

上周全国寒潮、雨雪天气多发，客货运呈现回落，基建地产实物工作量形成放缓，拖累水泥、沥青等工业品产需，助推蔬果农产品价格。不过，新房销售环比反弹，外需运价有所回升，二者受天气影响相对有限。

生产：工业生产分化，铁水、水泥及沥青生产均走弱，但钢铁成材、部分化工品生产弱修复。1）铁水减产，钢铁成材产量微增。分品种看成材，与地产相关建材产量微增，库存小幅提升；受制造业和出口支撑的板材产量持平高位，库存继续下行。2）水泥产需回落。本周全国水泥出库量、基建水泥直供量环比回落。上周水泥生产继续回落，磨机运转率降至历史同期低点；库存下滑，水泥库容比低于去年同期。3）石油沥青开工率明显下滑。冬季沥青需求季节性回落，部分大中型企业停产、减产，主动去库存，后续重点关注冬储需求表现。4）汽车轮胎开工率分化。多用于乘用车和轻卡的汽车半钢胎开工率持平于历史同期高位；多用于重卡的汽车全钢胎开工率本周微降，低于历史同期均值。

地产：1）新房销售环比反弹。本周 61 个样本城市新房日均成交面积环比反弹，同比增速-25%，弱于-21%的 11 月均值。从移动平均 4 周的同比增速看，11 月以来一线城市新房销售同比增速逐步回升、由负转正，二线城市同比增速略有下行；然而，三线及四五线城市同比增速较快回

落，可能再一定程度上受高能级城市政策放松挤压。本周北京、上海优化购房政策，调整普宅认定标准，降低首付比例及贷款利率，政策松绑力度较大，但对全国房地产销售的信号意义或大于实际意义。2）二手房销售同比正增长。本周 15 个样本城市二手房日均成交面积微降，较去年同期高 21%，较历史同期均值低近 4 成。3）土地市场弱修复，近四周百城土地供应略弱于去年同期，成交同比回落 3 至 4 成，土地成交溢价率徘徊在低位。

内需：受雨雪、降温天气影响，本周客货运指标大多回落。货运相关的整车货运流量指数、公共物流园吞吐量、主要快递分拨中心吞吐量均环比下行，同比增速转负；国内客运执飞航班减少，地铁客运量小幅回落。商品消费方面，乘联会统计的 12 月上旬乘用车市场零售同比去年同期增长 7%,较 11 月 25%的涨幅收窄;产业在线统计的 12 第 1 周家电零售额同比上涨 14.9%,表现强于 11 月的 9%.。

3 央行采取“缩短放长”模式

人民银行 2023 年 12 月 15 日公告称，为维护银行体系流动性合理充裕，对冲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，2023 年 12 月 15 日人民银行开展 14500 亿元中期借贷便利（MLF）操作和 500 亿元公开市场逆回购操作，有助于满足金融机构的资金需求。当日共有 1970 亿元逆回购和 6500 亿元 MLF 到期，实现了流动性净投放 6530 亿元。价格方面，MLF 操作利率维持 2.5%不变，7 天逆回购操作利率维持 1.8%不变。

MLF 量宽价平，净投放规模突破历史新高以补充银行间中长期流动性。价格层面，本次操作中 1 年期 MLF 利率与 7 天逆回购利率均维持不变。数量层面，本次 MLF 操作延续了 11 月 14500 亿元的天量投放规模，而 MLF 净投放规模达到了 8000 亿元，是 MLF 在 2014 年 10 月作为主要数量端货币政策工具投入使用以来的最高单月净投放规模，预计将有助于改善当前商业银行缺长钱的格局。另一方面，有别于 11 月 MLF 和逆回购均采取了超额续作的模式，本次 MLF 超额续作的同时逆回购仅仅投放了 500 亿元,实现了 1470 亿元的短端流动性净回笼,9、10 月的“缩短放长”的操作模式回归。

央行回归“缩短放长”操作模式，意在防止资金空转和脱实向虚。往后看，政策预期博弈阶段或告一段落，流动性维持平稳。

4 宏观策略

从目前经济数据看，剔除基数效应来看，工业景气度下滑，投资有所分化，消费修复力度偏弱，反映经济边际修复力度转弱。伴随着中央加杠杆发力稳增长，货币政策进一步宽松仍可期待，未来经济的修复力度有望增强。但是目前指向的供需关系来看，不宜对工业品价格做过高的预测。

5 股指期货市场分析

蓝筹指数创出新低

上周两市普遍回落。其中沪深 300 周-1.7%，上证 50 周-1.59%，中证 500 周-0.88%，中证 1000 周-0.86%，其中沪深 300 指数和上证 50 都创年内新低的走势。

上周北上资金净流出 185.76 亿元，之前一周净流出 57.87 亿元。

当前现状：经济平淡，政策方面偏暖，市场信息低迷。一方面中央经济工作会议定调偏稳，强调财政政策适度加力，要求多出有利于稳增长的政策，而当前市场政策预期整体较为悲观，内部风险偏好仍有待提振，后续重点关注政策落地能否超预期。二方面 11 月经济数据整体弱于预期，经济仍是慢修复大趋势和预期未变。三方面美联储 12 月议息会议释放了较强的鸽派信号，外部风险偏好有所提振。后续市场出现上涨动能可能需要政策落地超预期或者经济数据超预期修复的契机。。

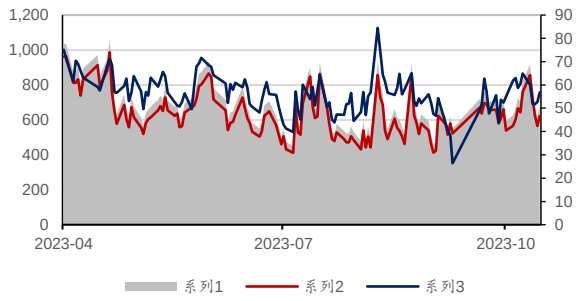
建议适当关注左侧买入机会

市场仍是情绪极度悲观阶段，但是指数下行空间有限，适当关注左侧机会。

当前就是底部，下行空间有限。（1）分子端：经济和盈利修复预期延续。一是 11 月新增信贷同比回落，处于筑顶趋势中。二是 11 月工业增加值、社零增速持续上升。三是保增长政策可能进一步出台和落实使得后续经济和盈利修复趋势延续。（2）流动性：海外宽松预期上升，国内流动性可能进一步宽松；股市资金依然偏弱，净增持规模明显回升，可能的增量资金在于保险等长期资金以及外资流出的放缓。（3）风险偏好：情绪已极度悲观，政策支撑下当前可能就是底部。

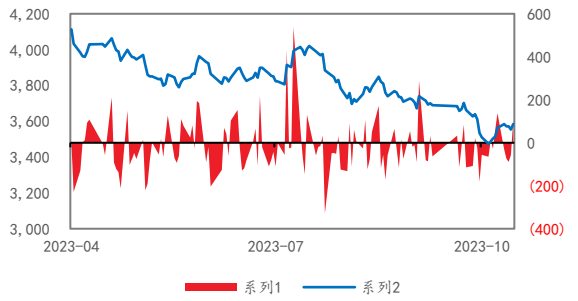
当前沪深 300 风险溢价升至近三年均值+2 倍标准差附近，指向房地产景气度弱势使得投资者倾向于将中长期问题在短期定价。后市 A 股将从交易“政策预期”向“政策效果”过渡，市场最悲观的情绪有望释放完毕，市场虽弱，但是指数亦将触底。

图表 9：融资融券数据图



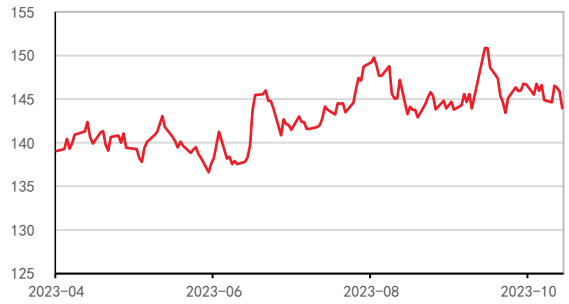
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 10：合约持仓和市场表现



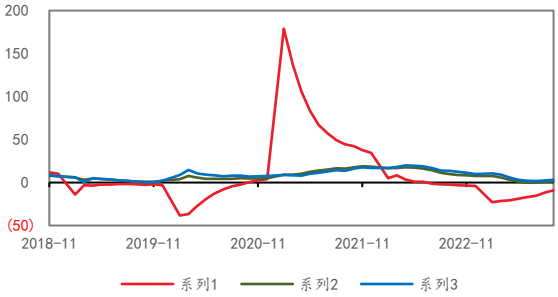
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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。

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。

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

在美联储暂缓加息及国内政策信号提振下，铜价或能保持高位运行。精矿供应宽松格局趋弱，铜矿加工费 TC 持续回落。11 月底中国铜矿加工费 TC 录得 76.6 美元/干吨，较 10 月底下降 9.7 美元/干吨。11 月国内精铜产量超预期下滑至 96.08 万吨，显著低于预期和前值，主因部分冶炼厂缺粗铜、检修和新点火产能释放不及预期，12 月环比料好转，在高利润下 12 月国内电解铜产量维持增速。高升水抵触情绪较强，整体消费平平，未有明显亮眼表现。铜价未有重大矛盾，单边驱动力不足，年末仍以宽幅震荡为主。

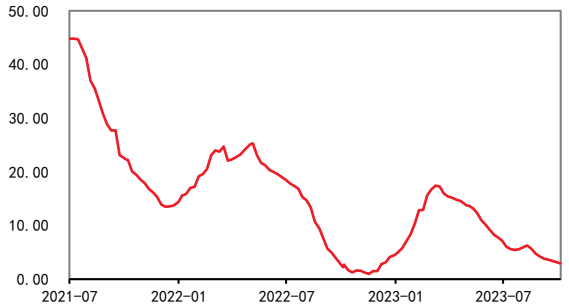
3 铜期货现货数据

图表 13：长江有色铜价



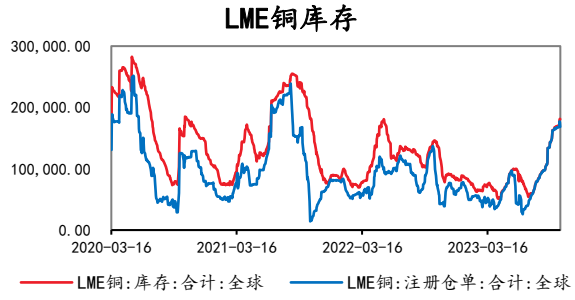
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 14：上海保税区铜库存



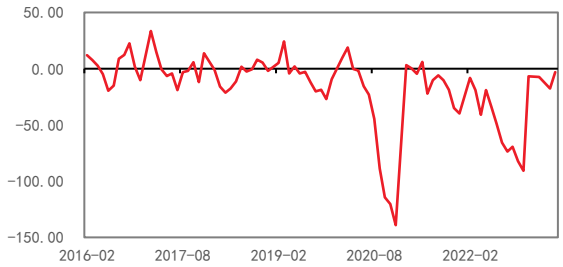
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 15：LME 铜库存



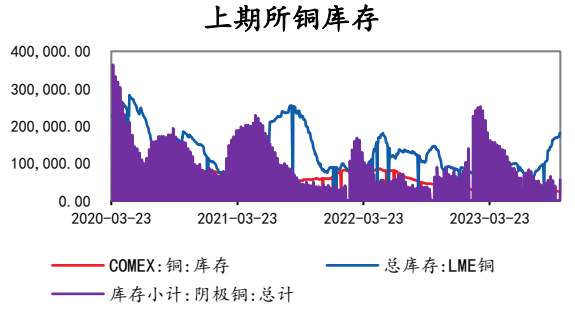
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 16：WBMS 供需平衡



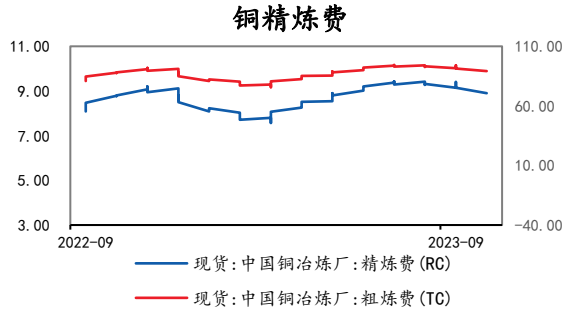
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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

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。

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。

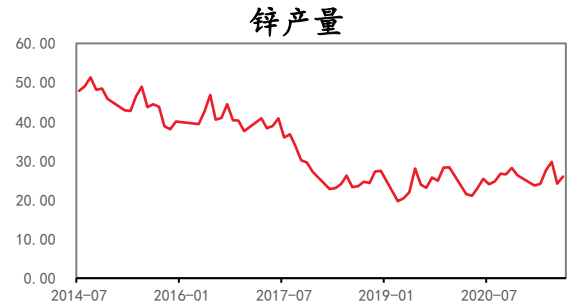
据中汽协，1-10 月汽车产销分别完成 2224.2 万辆和 2197.5 万辆，同比分别增长 7.9%和 4.6%。在国家促消费政策及车企优惠促销等因素驱动下，购车需求持续释放，汽车市场整体呈现旺季更旺的特点，环比同比均实现增长。

2 总结

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。海外锌矿陆续减产后，远期原料偏紧预期仍在，下方存在一定支撑。国内 11 月精炼锌产量不及预期，因部分企业超预期减停产。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。

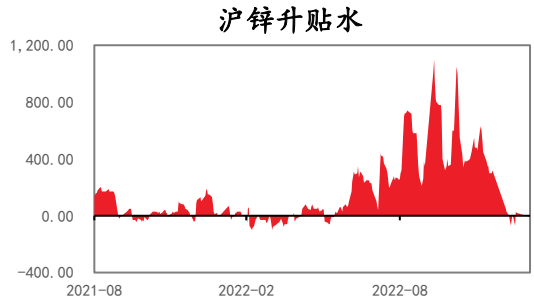
3 锌期货现货数据

图表 19：锌产量



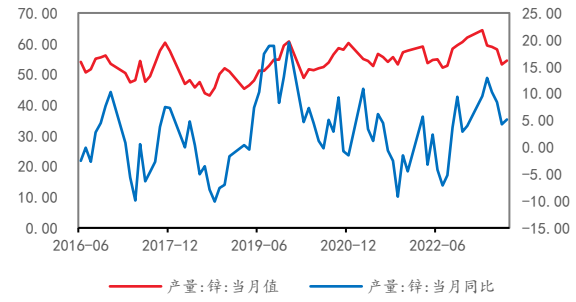
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 20：锌升贴水



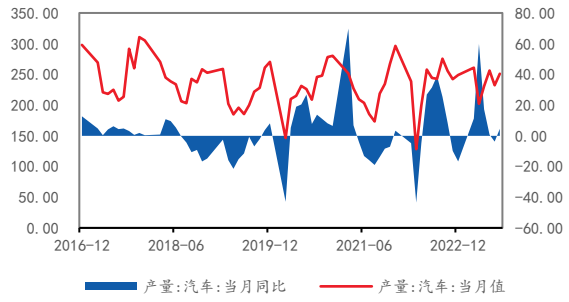
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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

原油

1 减产履约效力存疑

目前原油市场的焦点继续集中在 OEPC+减产的执行度上。2020 年 5 月迄今，OPEC+减产政策一直都是原油市场再平衡的核心驱动，但供给侧调控对油价的提振效果边际递减，已经从三季度大幅去库转向累库阶段。不过最近有统计显示，11 月 OPEC+原油产量录得环比下降，结束了下半年的持续递增态势。

此前 OPEC 及其盟友是以自愿形式宣布减产，缺乏协议对履约的制度性保障，问题是进一步减产要到 2024 年 1 月才会实施，考虑到统计的滞后性，到 2 月初之前外界缺乏对 1 月原油产量的公开数据。即新的减产计划只延长了三个月，而减产情况坐实需要一到两个月，这对原油市场而言是一段很长的时间。

关注 OPEC、EIA 和 IEA 最新发布的月度报告对全球原油市场均衡做出的预测和修正，以及美国宏观数据和美联储利率政策提供的指引，以重新评估宏观经济和原油需求的前景。在任何量化的可信数据出炉之前，国际油价仍将处于低位波动状态，且缺乏方向性指引。

2 需求前景亮点难寻

市场之所以不信任 OPEC+能够收紧供需平衡，主要是对未来数月全球主要经济体原油需求前景并不看好。

在本轮美联储加息周期的尾声，美国经济放缓的迹象越来越明显，无论从工业产值、消费支出还是劳动力市场，近期数据都表现出降温的迹象。宏观经济前景堪忧的背景下，需求疲软的预期拖累原油市场表现。目前正值北半球燃料消费淡季，需求走弱令美国原油和成品油库存大幅攀升，预计明年一季度将出现小幅或中等程度的过剩。最近国际油价表现疲软吸引了美国回购战略石油储备的需求，拜登政府已寻求在 2024 年 3 月为 SPR 补充 300 万桶，理论上将为油价提供托底支撑，但这一规模尚不足以缓解市场对消费走弱的担忧。

11 月中国官方消费者价格指数同环比均录得较大跌幅，引发市场对第二大经济体总需求减弱的预期。经过俄乌战争的洗牌，欧洲大部分地区要么处于衰退之中，要么接近衰退边缘，令原油在内的大宗商品形势严峻。根据美国国家海洋和大气管理局预测，今年冬季美国大部地区的气温将远高于平均水平，异常的暖冬将大大减少对燃油的供暖需求。此间倘若原油供应继续超出预期，消费淡季大量货源充斥市场，则将给油价走势持续造成压力。

3 OPEC 报告过度乐观

尽管国际原油价格近期大幅下行，但 OPEC 在最新一期月报中仍对未来原油市场持谨慎乐观态度。

供应方面，OPEC 预计 2023 年非 OPEC 原油供应量将增长 180 万桶/日，其中美国预计将贡献增量的 70%左右；到 2024 年非 OPEC 原油供应量将继续增长 140 万桶/日。具体来看，推动供应增长的主要来源包括美国页岩油项目，北海近海项目以及加拿大油砂项目的扩张（巴西将加入

OPEC 故不计入）。

需求方面，OPEC 报告对 2023 年全球原油需求增速维持在 250 万桶/日不变，预计 2024 年原油需求增速为 220 万桶/日。今年全球原油需求增长动力主要来自于中国为主的非 OECD 国家和地区，预计该部分原油需求总共将增加近 240 万桶/日，而 OECD 国家原油需求增加仅 10 万桶/日。

库存方面，根据 OPEC 截至 10 月的初步数据，OECD 商业原油库存总量为 28.18 亿桶，环比减少 1280 万桶，大幅低于 2015-2019 年的平均值 1.28 亿桶。OPEC 预测，2024 年一季度将出现约 180 万桶/日的供需缺口，该组织承诺从明年 1 月起自愿追加减产，将使得缺口进一步扩大。

4 缺乏核心利好驱动

原油市场多空博弈缺乏更多新题材，油价徘徊在 70 美元上方等待进一步指引。外界普遍对 OPEC 成员是否遵守承诺存疑，该组织深化减产的计划也未能阻止油价下跌，西方主流能源机构均认为明年一季度原油市场将出现小幅过剩，与 OPEC 报告大幅短缺的观点大相径庭。我们认为，在有数据能证实 OPEC 执行减产之前，原油走势大概率会陷入困境。

2023 下半年国际原油市场呈现过山车行情，沙特减产以及巴以冲突刺激油价冲高后，近数周来又持续大幅下跌，已基本回到年中前位置。从宏观和基本面来看，现阶段原油市场缺乏实质性利好提振，投资者情绪偏消极悲观，预计年末到明年一季度，油价走势或仍面临下行压力。鉴于全球经济和能源需求疲弱，再结合主要产油国财政盈亏平衡，我们预计 Brent70 美元/桶附近或成为最近的一个托底支撑位。

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

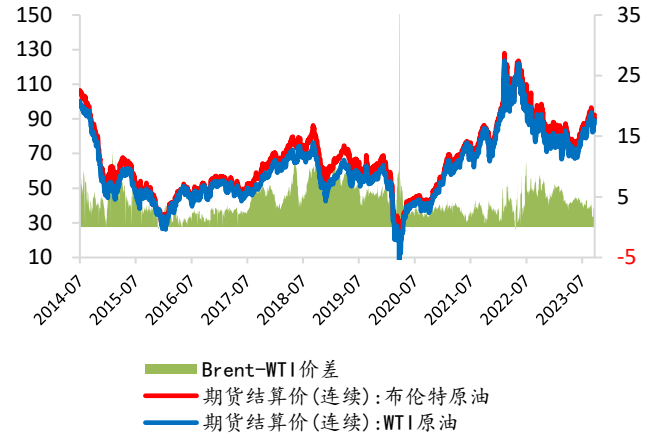
原油市场将长期受供应紧张和经济衰退双重逻辑主导，即供应决定油价地板，宏观和需求决定天花板，这一观点已经数次得到验证。现阶段原油市场多空因素相互制衡，难以形成一边倒的局面，缺乏单一强势的主线逻辑。

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。

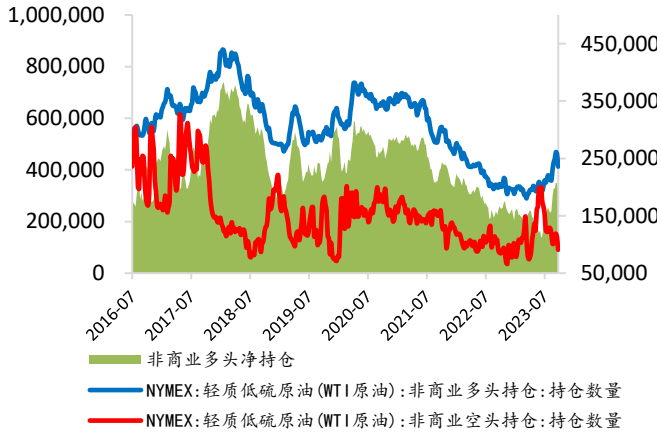
7 原油期现数据

图表 23：国际原油期货价格



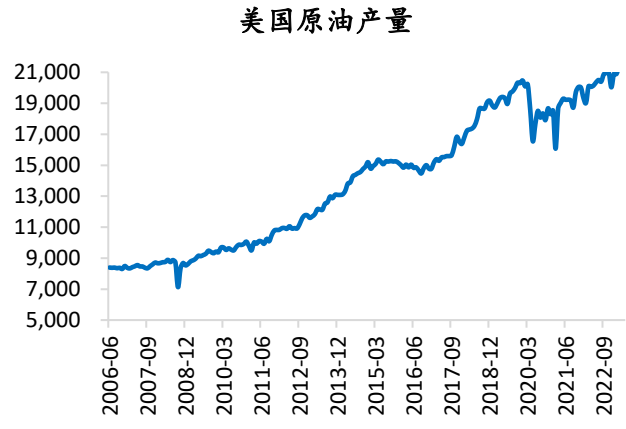
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 24：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 25：美国原油产量



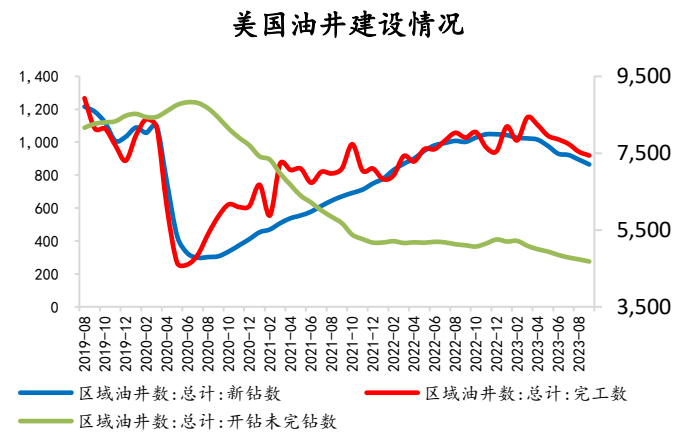
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 26：沙特原油产量



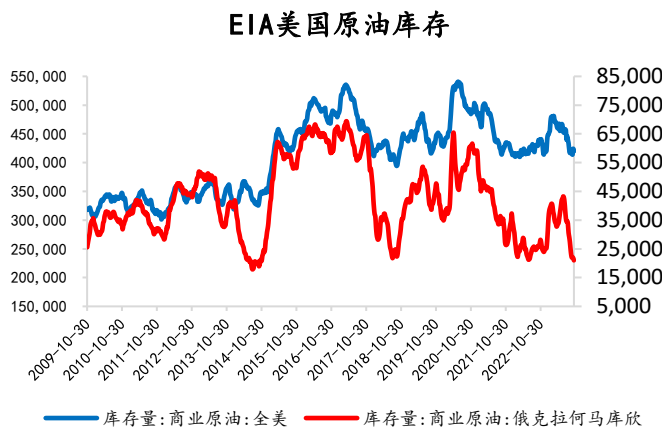
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 27：美国油井建设情况



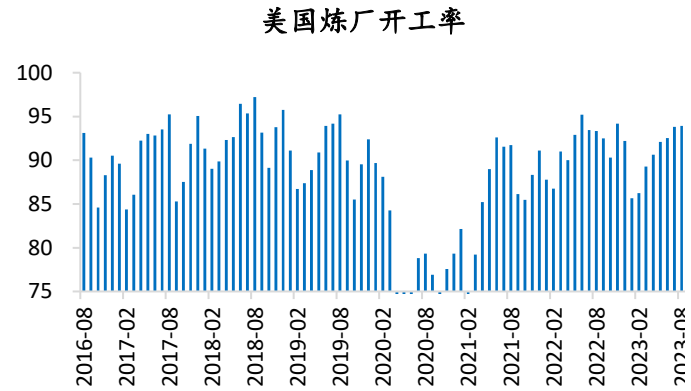
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 28：EIA 原油库存



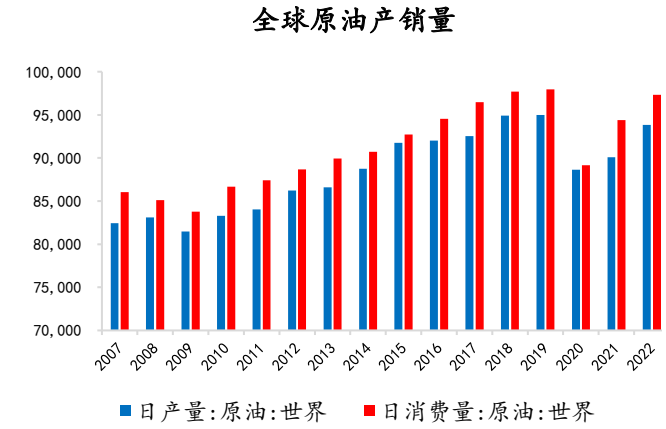
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 29：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 30：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 原料成本托底支撑

尽管沪胶基本面缺乏上行动力，但低位时仍不应忽视供应端的支撑。

当前云南产区已经进入停割期，海南地区也将向减产过渡，国内橡胶原料产出进入持续下降的阶段，将一直到明年 4-5 月新一轮开割季。东南亚主产区尤其是泰国南部和越南地区近期降雨减少，雨季结束后海外原料上量预期明显，但今年整体降雨偏多令可割胶时间减少，泰国、印尼等主要产胶国全年减产成为大概率事件。展望未来一两个月，供应释放拖拽原料价格走弱，但加工厂生产利润已处于低位，原料收购价格松动空间有限。

近期青岛地区天然橡胶总库存继续回落，保税区和一般贸易库存均有下降，整体保持去库化的趋势，产业链中上游环节利多因素犹存。综上，预计本轮割胶季主流原料收购价格应持稳运行，减产在一定程度上仍对胶价起到托底作用，但单凭成本端支撑不足以驱动胶价上涨。在国内产区陆续停割与海外旺季逐渐上量相博弈的阶段，应谨防低位追空的风险。

2 主要产区出现减产

随着近十年来胶价长期低迷，东南亚地区橡胶树翻种不足，树龄结构出现不可逆性老化。加上传统产胶国泰国、马来西亚、越南等国产业经济转型发展，加大了橡胶下游高附加值产品延伸，胶农也有转行从事其他工作的选择，从而平衡了产地供需关系。泰国、印尼和后起之秀越南占据国际天然橡胶市场贸易额的绝大部分，这三国的原料生产加工情况至关重要。2023 年由于东南亚雨季意外偏长和加工利润微薄，有机构估计全球天然橡胶可能会减产 7%左右。2024 年考虑到中等强度的厄尔尼诺事件将对开割季造成影响，结合主产国可割胶面积和历史数据预测，泰国产量-4.5%(产量占 33%)，印尼-11%(产量占 21%)，越南-0.7%(产量占 9%)，2024 年全球天然橡胶或将在 2023 年的基础上再减产 5.58%。

3 需求预期稳中下滑

考虑橡胶下游方面，轮胎开工率以及汽车终端需求在未来都有下滑的预期。今年半钢胎行业景气度良好，对轮胎整体开工形成提振，短期样本企业产能利用率仍维持稳定运行为主。在订单充足的支撑下，轮胎厂半钢胎排产持续维持高位，但全钢胎则压力偏大。11-12 月随着消费淡季到来，终端需求进一步弱化，全钢胎产销压力不断增加，开工负荷存在下滑预期。近期由于替换市场表现不佳，厂家和贸易商出货不畅，成品库存呈增长趋势。为缓解出货和库存压力，部分轮胎企业主动对生产做出调整，减产停车检修令开工有所走低。受此影响，下游对原材料采购缺乏增长点，需求支撑不足是橡胶价格趋弱的重要原因。不过轮胎出口市场表现尚可，一定程度上平衡了供需，开工暂时不至于出现崩跌。天然橡胶需求端若无明显利多刺激，走势向上驱动乏力，预计依托成本线震荡偏弱运行。

4 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。

5 合成橡胶价格松动

由于原料成本支撑松动，丁二烯橡胶价格下行空间逐渐打开。12 月部分丁二烯装置开始复产，推动行业开工率回升，国内产量存在增长预期。此前外盘丁二烯价格高企，导致贸易商进口缩量，是国内供应整体偏低的原因，但四季度海外丁二烯价格跟随原油回调，后续到港量或有所增加。预计丁二烯企业及港口低库存状态将有所改变，尤其是港口库存有累库预期。国内顺丁橡胶目前产量仍维持高位，生产企业库存偏高，市场实盘成交氛围清淡，下游观望意愿较强，在高开工和高库存背景下出货压力持续较大。BR 主力合约升水山东地区主流市场价 200 元/吨左右时，容易产生买现货空期货的无风险套利空间，将给盘面上方增加抛压，但下方估值仍受到丁二烯成本端支撑。

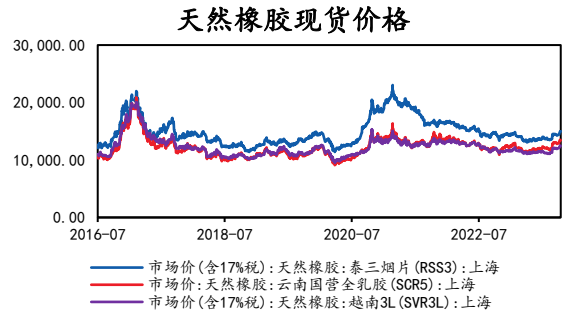
6 超跌修复逢高空配

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



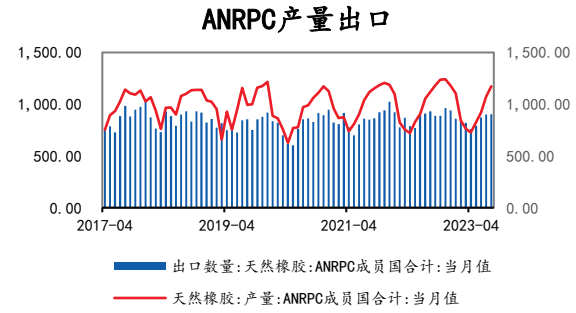
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 31：合成橡胶价格



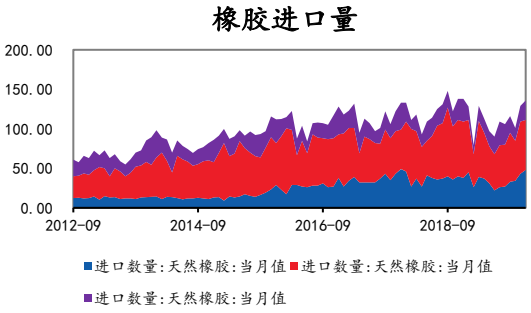
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 32：ANRPC 产量出口



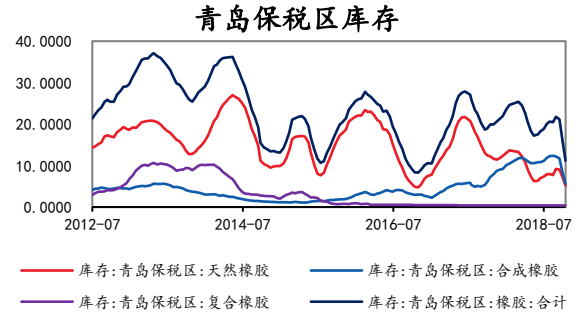
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 33：橡胶进口量



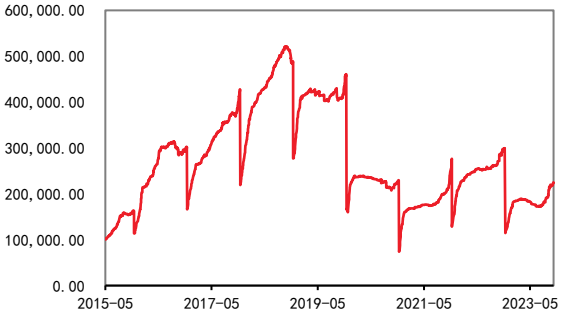
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 34：青岛保税区库存



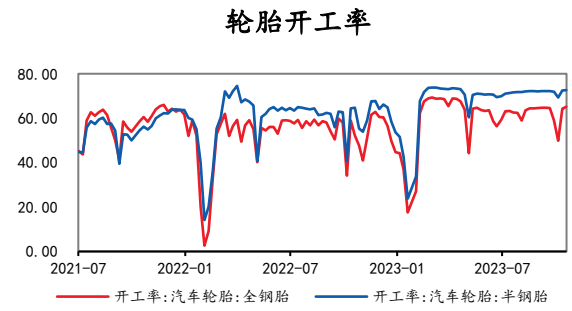
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 35：上期所注册仓单



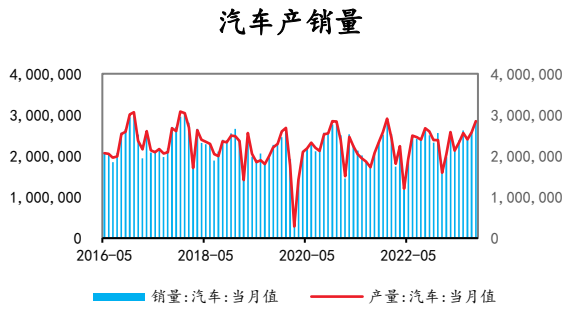
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 36：轮胎开工率



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 37：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：巴西降雨预报令美豆反弹受阻，国内油粕市场承压调整

1 外部豆类市场分析

美国农业部调低巴西大豆产量预估，但降幅低于市场预期

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。

巴西降雨预报缓解减产担忧，美豆市场围绕巴西天气反复震荡

巴西大豆方面，咨询机构 AgRural 本周发布的数据显示，截至 12 月 7 日当周，巴西 2023/24 年度大豆播种面积已达到计划面积的91%,一周前为 85%,去年同期为 95%。AgRural 将 2023/2024 年度巴西大豆产量调低到 1.591 亿吨，而 11 月 9 日的预测为 1.635 亿吨，10 月份预测为 1.646 亿吨，可见巴西大豆产区早期天气条件不佳，引发机构纷纷调低产量预测值。与此同时，目前巴西大豆尚未进入生长关键期，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。因此，近期 CBOT 大豆市场围绕南美天气呈现反复震荡状态，能否走出连贯持续的行情仍需要南美大豆产量进一步明晰化。

MPOB 月报基本符合市场预期，马来西亚棕榈油 12 月 1-10 日出口环比下降

马来西亚棕榈油局（MPOB）本周公布的数据显示，11 月马来西亚棕榈油产量 178.9 万吨，环比减少 7.66%。此前机构预估产量 181-182 万吨，实际产量稍低于预期。11 月马来西亚棕榈油出口 139.7 万吨，环比减少 5.67%，此前机构预估出口 152-153 万吨，实际出口明显低于预期。11 月马来西亚棕榈油进口 3.97 万吨，机构预估进口 4.6-5 万吨，稍低于预期。虽然 11 月马来西亚棕榈油出口明显低于预期，但 11 月马来西亚棕榈油表需超预期达 46 万吨，所以 11 月底马来西亚棕榈油库存为 242 万吨，环比减少 1.09%，低于机构预估的库存 244-248 万吨。11 月 MPOB 报告较预期略显偏多。12 月产量下降预期为市场带来止跌动力，但出口疲软仍使市场涨幅受限。船运调查机构发布的数据显示,12 月 1-10 日马来西亚棕榈油出口环比下降 4.1%-7.4%。

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

海关总署上周发布的数据显示，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%。

三大油脂供应充足，价格上行受阻

据 Mysteel 调研显示,上周国内三大油脂整体库存继续攀升。截至 2023 年 12 月 8 日,截至 2023

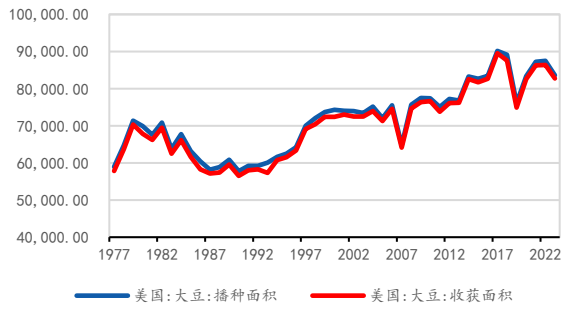
年 12 月 8 日，全国重点地区豆油、棕榈油、菜油三大油脂商业库存总量为 232.55 万吨，周度增加 2.29 万吨，增幅 0.99%；其中豆油库存为 100.23 万吨，周度增加 1.42 万吨；棕榈油库存为 94.37 万吨，周度下降 2.15 万吨；菜油库存为 37.95 万吨，周度增加 3.02 万吨。同 2022 年同期三大油脂商业库存 188.61 万吨相比，目前偏高 43.94 万吨，增幅 23.30%。国内油脂市场处于供大于求状态。棕榈油买船较大量，库存处于多年以来的高位；菜油因大量进口俄罗斯菜籽，对国内市场的冲击仍在持续，非转基因菜油与转基因菜油的价差几乎平水；豆油因进口大豆集中到港，油厂大豆库存充足，开工率维持高位，豆油库存回升较快。目前国内三大油脂库存比去年库存低位时高出近 100 万吨，在国内消费整体不活跃之际，油脂价格因库存偏高整体走势较为低迷。

3 油脂油料市场展望

近日，CBOT 大豆期货市场围绕巴西天气变化反复震荡，正在全球发生的厄尔尼诺现象受到各方关注。随着南美大豆陆续结束播种期进入生长期，天气因素对市场的影响有望进一步趋强，多空双方将围绕南美大豆产量前景展开更为激烈的争夺。马来西亚棕榈油进入季节性减产周期，出口表现不佳可能打乱库存下降节奏，而原油市场的弱势表现也令棕榈油买盘动力不足。国内油脂市场供大于求状况仍在持续，内外盘和期现货市场形成弱势联动，油脂板块再度滑向前期低点，甚至存在破位风险。进口大豆通关恢复正常，改善国内大豆供应紧张局面，油厂开工率提高，前期较为抗跌的豆粕和菜粕期货市场出现补跌迹象。豆一期货市场因政策性收储支撑减弱而连续承压下行，在食用大豆供过于求的背景下，缺少需求端消化过剩库存，豆一期货市场仍难言乐观。

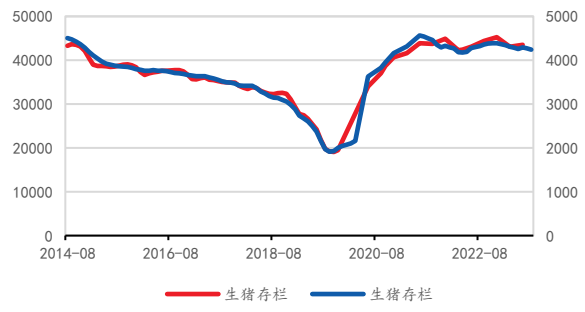
4 油脂油料市场主要数据

图表 38：美国大豆种植收获面积



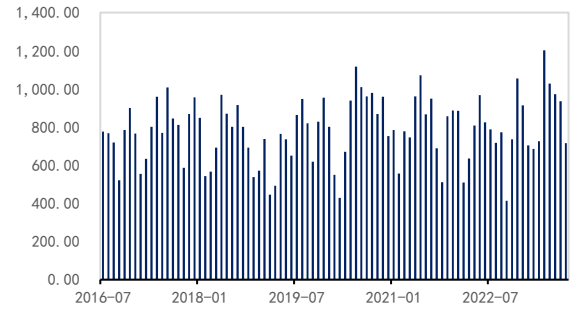
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 39：国内生猪存栏量



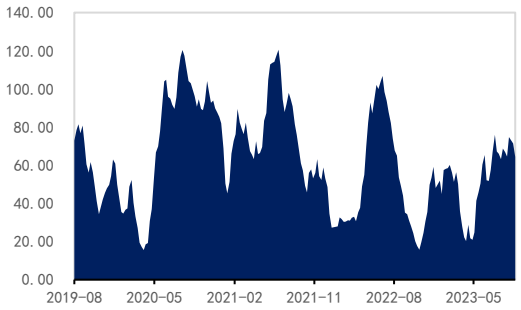
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 40：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 41：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