中金财富期货策略周报（2023 年第 19 期）

研究员：

张伟

从业资格编号：F0251993

投资咨询编号：Z0013973

zhangwei@tqfutures.com

刘绅

从业资格编号：F3041660

投资咨询编号：TZ014346

liushen@tqfutures.com

于瑞光

从业资格编号：T040666

投资咨询编号：TZ002416

yuruiguang@tqfutures.com

李小薇

从业资格编号：F0270867

投资咨询编号：Z0012784

lixiaowei@tqfutures.com

周度投资视点

宏观策略：整体看，市场已经进入“弱现实、强预期”的逻辑中。从经济回升的角度看，目前经济存在压力，政策能在多大程度改善下半年的经济前景，亦或经济能否自发重回复苏，仍需要观望。对于当前的反弹，注意避免追高，尽量关注回调后的机会。

股指期货：指数大幅反弹之后，阶段反弹还是持续向上，政策力度、复苏强度、基本面修复是行情走势的关键。由于大部分板块都受益政策回升，流动性向好，人民币贬值等压力缓解，建议继续关注指数调整后机会。

铜：随着美债上限达成一致，过去一个月最大的利空因素得以释放，情绪回暖提振短期铜价走势。不过，美联储议息会议即将召开，铜市场存不确定性。矿山供应逐步恢复，国内炼厂检修较多，铜精矿将趋于宽松，TC 仍有上行空间。5 月电解铜进口窗口处于间歇性打开状态，预计整体进口量将较 4 月环比有所增加。海外衰退忧虑下，需求持续偏弱，下游订单明显降温，加工开工率回落，企业当前在手订单已不足，传统淡季后续终端需求难言乐观。总之，当前海外端整体交易逻辑未变，欧美经济衰退以及下游消费淡季特征更加明显，预计铜价回归宽振荡格局。

锌：随着锌价小幅企稳回升，冶炼厂利润压缩得到缓解。进入 6 月，由国内多数炼厂生产相对稳定，除云南部分炼厂减产以外，其他地区减量则主要因检修导致，但不影响产量，1 至 5 月精炼锌累计产量达到 267.4 万吨，同比增加 7.7%。由于当前锌下游进入消费淡季，整体来看新增订单量较少，企业开工积极性不高，维持偏弱震荡。美联储暂停加息，宏观情绪回暖，但交投氛围冷淡，需求仍然疲软，持续驱动价格上行动力不足，维持宽幅震荡为主。

钢材：上周地产数据公布，行业投资增速重回加速下行阶段，过去所面临的资金紧张、销售需求不足等问题再度出现，房企开发投资意愿不足、居民购房信心不足，地产循环再度陷入困境。尽管如此，地产下行压力越大，则政策发力预期则越大。本月 MLF 利率的下调，大概率带动 5 年期以上的 LPR 利率下调，政策预期对价格有所支撑，但需注意政策力度不足的风险。

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。

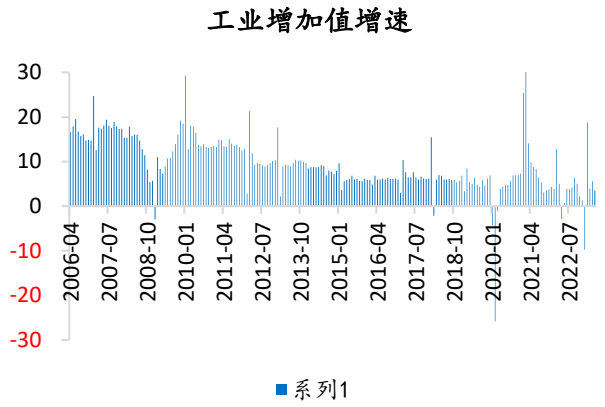
油脂油料：2023 年美豆天气炒作来势汹汹，随着美豆进入生长期，美豆产区天气影响力将进一步提升。从历史行情看，美豆生长期内市场往往易涨难跌。美联储暂停加息节奏，宏观压力减弱，以 CRB 指数为代表的大宗商品市场整体大幅反弹，商品市场看涨人气保持回升态势。国内豆粕现货市场因库存回升而涨势受限，但期货市场在美豆反弹的成本驱动和预期转变后呈现强势上涨态势，仓量配合良好，正在打开新的上涨空间。国内油脂期货市场同样收益于美豆天气炒作，技术上突破 60 日均线，技术指标全面走强，短期仍有惯性冲高潜力，有望继续对此前的超跌行情展开修正。国产大豆市场同样在美豆天气炒作下强势回升，有望跟随商品整体强势进入反弹节奏。

目录

周度策略：经济数据平淡市场再度开始交易预期 ..... - 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 国常会释放积极信号 ..... - 6 -
3 央行加量逆回购呵护市场流动性 ..... - 7 -
4 宏观策略 ..... - 7 -
5 股指期货市场分析 ..... - 7 -
钢材 ..... - 10 -
1 海外风险进一步缓解 ..... - 10 -
2 5 月地产不及预期 ..... - 10 -
4 小结 ..... - 11 -
5 钢材期货现货数据 ..... - 11 -
原油 ..... - 13 -
1 基本形势偏多转空 ..... - 13 -
2 需求前景不被看好 ..... - 13 -
3 关注供应增长潜力 ..... - 13 -
4 沙特减产效果打折 ..... - 14 -
5 风险偏好或有回升 ..... - 14 -
6 多空制衡交易走廊 ..... - 14 -
7 原油期现数据 ..... - 15 -
天然橡胶 ..... - 17 -
1 中期整体偏弱运行 ..... - 17 -
2 新胶上市暂未放量 ..... - 17 -
3 深浅色胶结构分化 ..... - 17 -
4 下游需求预期割裂 ..... - 17 -
5 青岛库存或将见顶 ..... - 18 -
6 超跌修复逢高空配 ..... - 18 -
7 橡胶期现数据 ..... - 18 -
油脂油料：美豆掀起天气炒作潮，国内豆类市场强势反弹 ..... - 21 -
1 外部豆类市场分析 ..... - 21 -
2 国内豆类市场分析 ..... - 21 -
3 油脂油料市场展望 ..... - 22 -
4 油脂油料市场主要数据 ..... - 22 -

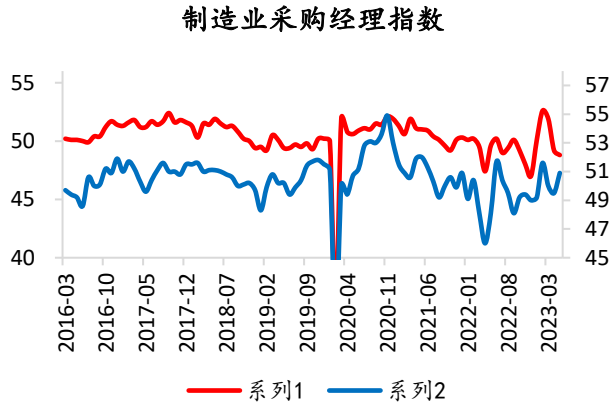
重要经济指标概况

图表 1：国内工业增加值增速



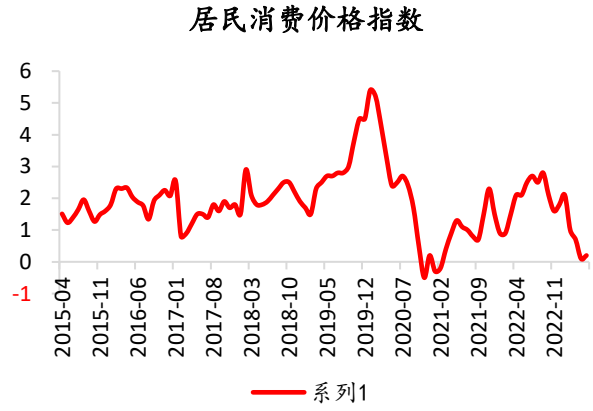
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 2：中国制造业采购经理指数



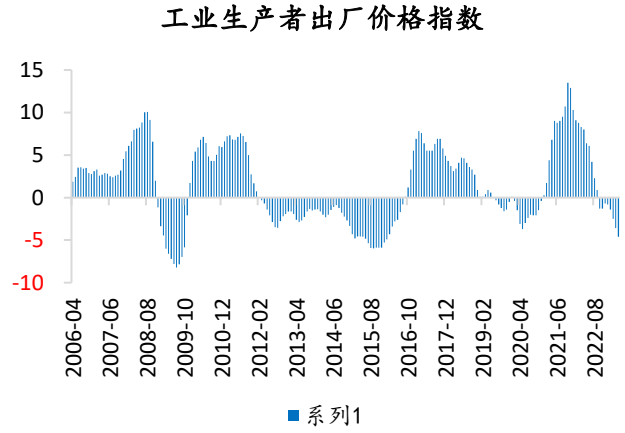
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 3：中国居民消费价格指数



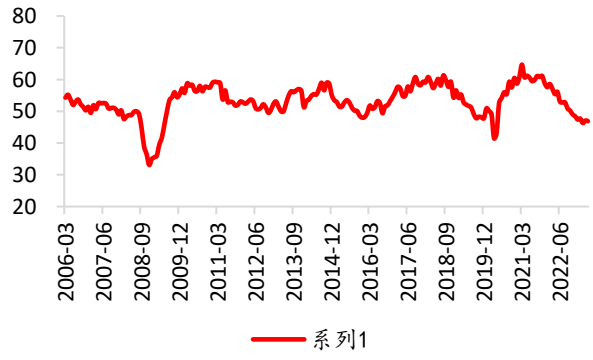
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 4：中国工业生产者出厂价格指数



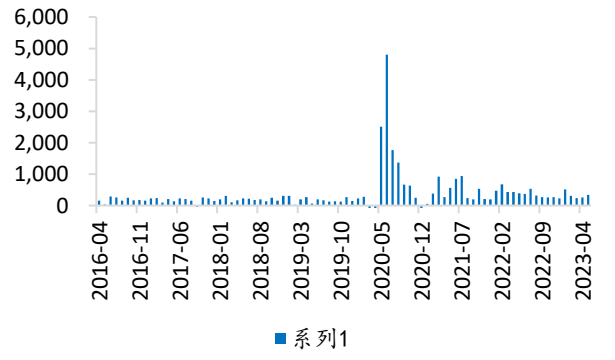
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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：经济数据平淡市场再度开始交易预期

5 月份的经济数据表现平平，尤其是市场关注度较高的地产板块较为弱势，无论是新开工、销售还是融资，同比数据均明显下滑，消费端数据增长也不及预期，叠加之前的出口，就业数据，可见当前经济并未显著好转。但是在前期工业品大幅回落已经一定程度消化了数据利空，以及经济数据全线回落的情况下，市场对“稳增长”的预期升温，部分品种开始交易政策回升的预期。

经济数据弱于预期

5 月份的经济数据显示，经济回升面临的压力依然较大。取两年的平均值看，估算 4 月实际 GDP 增速约为 3.0-3.1%，5 月小幅回升至 3.2%，照此推算 2 季度实际 GDP 增速在 3.2%左右，上半年在 3.9%左右。今年两会提出的全年经济增速目标是当年同比 5.0%左右，对应两年同比 4.0%左右，由此可见二季度的增速水平明显低于全年目标；一季度超预期恢复的成果基本被二季度抹平，上半年增速已经略低于全年目标；4 月失业率逆势下降是滞后指标，随着 5 月走平，后续几个月有回升压力。

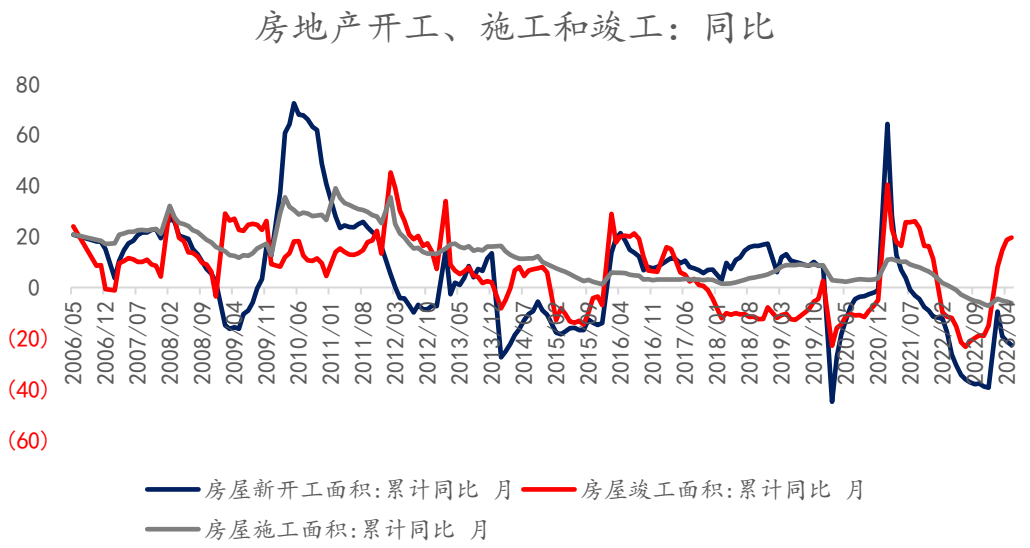
我们这里取一个核心数据，即大家关注度很高的地产数据来看，地产状况仍较为困难。

整体看，房地产市场仍在下行。5 月单月房地产投资额为 10187 亿元，同比减少 10.5%；5 月单月新开工面积为 8503 万方，同比减少 27.3%；原因有两个方面，其一是 2022 年城投获取的项目开工率较低；另一方面在新房销售承压的背景下，房企新开工意愿不足。竣工方面，5 月单月竣工面积为 4148 万方，同比增长 24.4%。一方面是当前处在销售的旺季；另一方面“保交楼”正在持续推进中，整体进度虽然稍慢，但今年资金正在陆续落实到项目，预计全年竣工增长 8%-12%。销售面积方面，5 月房屋销售面积同比下滑 3%，原因是前期积压的需求释放完毕，以及部分核心城市小幅放松但力度有限，对整体购房者的信心提振作用较弱。资金来源方面，5 月单月到位资金为 1.08 万亿元，同比减少 7.4%，主要是“三支箭”政策出台半年多，对多数民营房企融资端的帮助效果并不显著，使得房企整体到位资金表现依然偏弱。

那么如何看待下半年的房地产投资状况？今年时间已经接近过半。但是房地产市场弱势的状况非常明显。在全国整体土地成交规模处于低位、房企新开工意愿不高、施工面积趋势性萎缩等。我们预计 2023 年房地产开发投资额乐观情况下总额为 12.4 万亿，悲观情况下预计为 12.1 万亿元，相对于 2022 年分别同比-6.3%和-8.6%。

在目前的情况下，宏观政策处在变化的敏感期。从达成全年经济目标和稳就业的角度，下半年需要有增量政策落地见效，假设后续经济增速保持在新的平台水平，全年 GDP 当年同比增速仅略高于 4%。因此随着降息先行落地，接下来到 7 月底政治局会议前后的 2 个月是重要的政策观察和窗口期。对于资产价格和风格，在降息带动利率下行之前，温和的顺周期修复交易已经进行了两周左右，下一阶段的核心将是评估政策效果，即落地政策能在多大程度改善下半年的经济前景，亦或经济能否自发重回复苏，宏观逻辑将在这个过程中重新确定方向。

图表 1：房地产投资增速



资料来源：wind，中金财富期货

美联储：路径清晰相机抉择

美国劳工统计局公布数据显示，2023 年 5 月 CPI 同比增长 4.0%（预期 4.1%）；季调后环比增长 0.1%（预期 0.1%）。核心 CPI 同比增长 5.3%（预期 5.2%），环比增长 0.4%（预期 0.4%）。6 月 14 日，美联储议息会议决定本月保持政策利率不变，但是通过 SEP 预测暗示年内还有 50BP 加息幅度。

虽然 6 月美联储维持利率不变，但是通过 SEP 预测暗示年内还有 50BP 加息，鹰派程度超出市场预期。SEP 预测显示，大多数官员赞同进一步收紧政策利率。18 位美联储官员中，有 12 位认为到今年底联邦基金利率应超过 5.5%，其中 9 位认为应再加息 50BP 至 5.5-5.75%。此外，今年四季度实际 GDP 同比增速预期大幅上修，没有官员预测今年四季度会出现衰退。

为何美联储大幅上修加息路径？主要原因可能有以下两个：其一是美联储失去等待此前政策的紧缩效应带动通胀逐渐回落的耐心，因为持续的高通胀将带来更加严重的经济损失。高通胀持续的时间越久，越容易引起公众的注意和通胀预期的失锚，工人寻求工资提升的意愿越强，工资-通胀螺旋的影响也越深重。其次是美联储意图通过更加鹰派的点阵图提供前瞻指引，引导公众预期，防止资产价格过度回升。

因此，当前美联储的政策就是：路径清晰，相机抉择。加息对资产价格已经无直接的影响。

关注积极信号的出现

整体看，市场已经进入“弱现实、强预期”的逻辑中。从经济回升的角度看，目前经济存在压力，政策能在多大程度改善下半年的经济前景，亦或经济能否自发重回复苏，仍需要观望。对于当前的反弹，注意避免追高，尽量关注回调后的机会。

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 7：一周重大宏观政策、事件和数据解读

类别	时间	政策/数据	内容	点评
政策	6 月 17 日	发改委：将在六方面重点发力，抓紧制定出台恢复和扩大消费的政策	要求地方发改部门加大稳就业工作力度；并且，发改委继续推动出台促进新能源汽车产业发展的政策举措	稳经济力度进一步加强
	6 月 15 日	欧央行暗示再加息	加快建设高效规范、公平竞争、充分开放的全国统一大市场	充分发挥我国经济纵深广阔的优势，提高资源配置效率
数据	6 月 15 日	5 月经济数据公布	统计局：消费和投资逐步恢复，房地产开发建设仍比较低迷，房地产市场还在缓慢恢复，外贸韧性继续显现	稳增长政策将进一步推进
	6 月 15 日	美国 5 月零售销售意外增长，环比升 0.3%	预期为-0.2%	美国消费数据仍相对强势
事件	6 月 17 日	习近平会见比尔·盖茨	主席表示，中美关系的基础在民间，我们始终寄希望于美国人民，希望两国人民友好下去	美国商界领袖持续访问中国，凸显中国对全球经济的重要影响

资料来源：中金财富期货研究所

2 国常会释放积极信号

高频数据看，经济面临的压力依然明显，国常会落地一些列政策，促进经济平稳恢复。

实体经济：本周工业开工率稳中有升，居民线下经济活跃度有所提升，工业品及农产品价格反弹，但房地产销售和土地市场依然低迷。

生产端看：工业开工率稳中有升。黑色产业链生产全线回升，得益于价格反弹和盈利修复。基建投资托底水泥、石油沥青等工业品需求。结合微观调研信息看，目前基建存量项目施工稳定，拟建项目在陆续开工。纺织产业链下游涤纶长丝、江浙织机开工率均上行，疫情防控优化后居民消费需求回暖形成支撑。汽车产业链景气度处于高位。多用于乘用车和轻卡的半钢胎开工率表现更强，高于去年和历史同期均值；主要用于重型商用车的全钢胎开工率本周有所回落，主要受设备检修影响。

需求端看，商品房新房销售偏弱，本周日均成交较去年同期低四成以上，不及历史同期均值的半数，一二三线城市新房销售弱于去年同期及历史均值。二手房销售未延续强劲表现，日均成交面积回落至历史均值以下。居民线下经济活跃度提升，乘用车日均销量维持在高位，国内及国际航空客运流量、地铁客运及市内交通活跃度同步提升。国内货运物流总体平稳，整车货运流量有所恢复，但快递物流吞吐量指标略有下行。外需中国出口集装箱运价指数上行，通往美西、澳新、东西非及南美的运价均上涨。

物价上看，南华工业品指数连续 3 周上涨。黑色商品、有色金属和玻璃等主要商品价格均上涨，

仅水泥价格回落。农产品价格有所回升。

3 央行加量逆回购呵护市场流动性

资金面边际转紧。

税期影响资金面。反映流动性宽松的重要指标均有上行，16 日 DR001 上行 49.92 基点至 1.9371%，DR007 上行 12.49 基点至 1.9416%，GC001 上行 26.1 基点至 2.1720%。

6 月 16 日，央行公告称，为对冲税期高峰等因素的影响，维护银行体系流动性合理充裕，16 日央行公开市场开展 420 亿元 7 天期逆回购操作，中标利率 1.9%。由于有 20 亿元 7 天期逆回购到期，当日公开市场实现净投放 400 亿元。

央行下调逆回购利率 0.1 个百分点，“降息”的意图已经明显。

背后有两个原因：一是二季度以来经济修复力度稳中偏弱，楼市也再度出现转弱势头，需要稳增长政策适时发力。本次政策利率下调，叠加近期银行存款利率调降，将有效带动企业和居民实际贷款利率下行，进而刺激信贷需求，推动消费和投资提速。更为重要的是，本次政策利率下调，释放了明确的稳增长信号，将有效提振消费和投资信心，推动房地产行业尽快实现软着陆

4 宏观策略

整体看，市场已经进入“弱现实、强预期”的逻辑中。从经济回升的角度看，目前经济存在压力，政策能在多大程度改善下半年的经济前景，亦或经济能否自发重回复苏，仍需要观望。对于当前的反弹，注意避免追高，尽量关注回调后的机会。

5 股指期货市场分析

两市连续反弹

本周两市明显回落，具体到股指期货市场，本周沪深 300 一周大涨 3.3%，上证 50 周+2.24，中证 500 周+4.76%，中证 1000 周+2.67%

北上资金呈现净买入。全周合计净买入 143.91 亿元，创 3 个月来新高。

上周 A 股市场延续低位反弹，积极因素逐渐增加。上周公布的 5 月金融和经济数据显示需求仍有待恢复，政策呵护力度明显加大，国内降息落地，重点产业支持持续推进。在此背景下，A 股市场延续反弹，日均成交额回升至 1 万亿元以上，北上资金单周净流入约 144 亿元，中信一级行业中有 9 成行业有正收益，食品饮料、汽车、电力设备及新能源等行业涨幅领先，约 6%-8%，通信、计算机等 TMT 行业也有 4%-6%左右的涨幅，另外，仅有电力及公用事业、银行和石油石化 3 个行业小幅下跌。

从总量层面看，货币宽松先行，支持经济回升政策有望陆续发布。目前政策呵护经济增长的力度明显提升，6 月 13 日，央行先后将 7 天期逆回购操作利率和各期限 SLF 利率下调了 10bp；6 月 15 日，央行小幅超额续作 MLF，操作利率亦调降 10bp；6 月 20 日 LPR 报价有望跟随下调。并且，6 月 16 日召开的国常会围绕加大宏观政策调控力度、着力扩大有效需求、做强做优实体

经济、防范化解重点领域风险等四个方面研究提出了一批政策措施，会议明确强调“必须采取更加有力的措施，增强发展动能，优化经济结构，推动经济持续回升向好”，“具备条件的政策措施要及时出台、抓紧实施，同时加强政策措施的储备，最大限度发挥政策综合效应”。

从产业层面看，政策加码对科技型企业和央企的融资支持。第一，6 月 14 日国资委召开专题会，提出中央企业要以上市公司为平台开展并购重组，助力提高核心竞争力、增强核心功能；并且，证监会有关部门负责同志也从资本市场监管角度对央企控股上市公司进一步通过并购重组提质增效、做优做强提出了期望和建议。第二，国常会审议通过《加大力度支持科技型企业融资行动方案》，强调引导金融机构为科技型企业提供全生命周期的多元化接力式金融服务，把支持初创期科技型企业作为重中之重，加快形成以股权投资为主、“股贷债保”联动的金融服务支撑体系等。第三，证监会主席易会满在 6 月 13 日证监会举行的专题党课上强调建设中国特色现代资本市场是对证监会系统的全方位考验，要加强顶层设计，明确建设中国特色现代资本市场的总体思路、重要原则和任务目标，围绕支持高水平科技自立自强、服务现代化产业体系建设、投资端改革、加强资本市场监管等重点领域研究制定一揽子政策措施，增强系统集成效应。

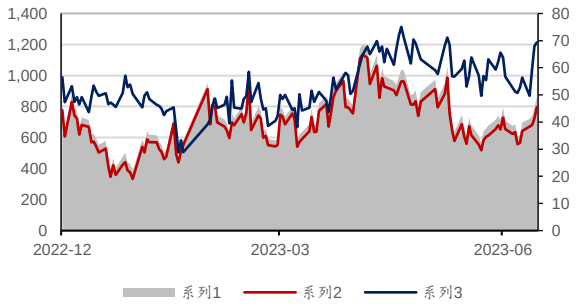
继续关注买入机会

目前 A 股主要指数估值仍处于历史 40%以下分位，支持政策加码有利于提振市场情绪，短期震荡修复有望延续。TMT 和中特估板块是主要的活跃板块；另一方面，大消费/新能源等超跌板块仍有估值修复空间。

本轮反弹聚焦两端，分化存真的 AI 与超跌反弹的核心资产。AI 产业链整体赚钱效应变强，分化度小幅提高，强势板块重回算力侧，5 月下旬至今算力基础设施整体涨幅超过 12%。6 月 8 日至今的大盘反弹中，风格偏中小的中证 500 和中证 1000 涨幅不及大盘风格明显的中证 100 和沪深 300，创业板指更是上涨超过 5%。核心资产和创业板的上涨更多可以理解为悲观情绪充分释放后的估值修复。近期市场部分交易权重仍在后续政策预期与增量政策落地，新能源车本轮上涨典型受益于近期相关政策呵护。

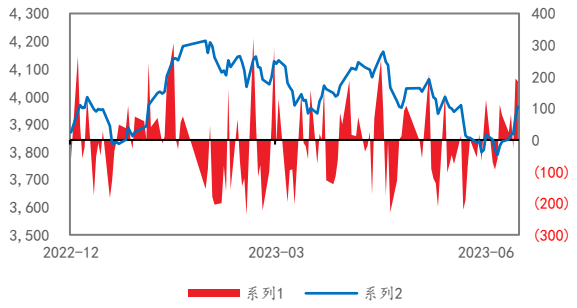
阶段反弹还是持续向上，政策力度、复苏强度、基本面修复是行情走势的关键。由于大部分板块都受益政策回升，流动性向好，人民币贬值等压力缓解，建议继续关注指数调整后机会。

图表 8：融资融券数据图



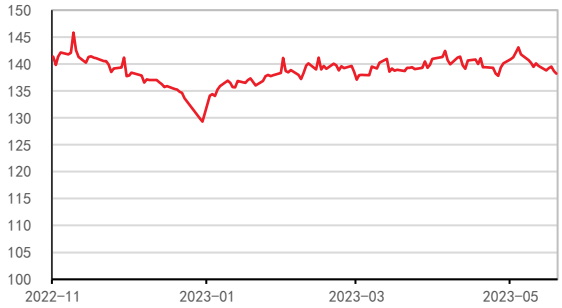
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 9：合约持仓和市场表现



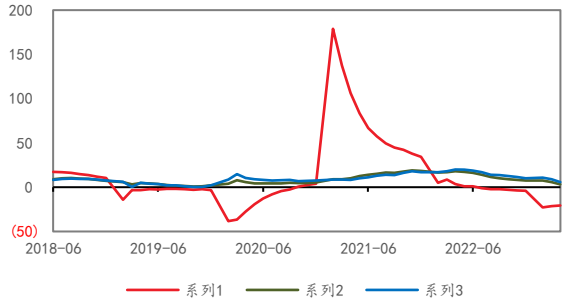
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 10：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 11：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

随着锌价小幅企稳回升，冶炼厂利润压缩得到缓解。进入 6 月，由国内多数炼厂生产相对稳定，除云南部分炼厂减产以外，其他地区减量则主要因检修导致，但不影响产量，1 至 5 月精炼锌累计产量达到 267.4 万吨，同比增加 7.7%。由于当前锌下游进入消费淡季，整体来看新增订单量较少，企业开工积极性不高，维持偏弱震荡。美联储暂停加息，宏观情绪回暖，但交投氛围冷淡，需求仍然疲软，持续驱动价格上行动力不足，维持宽幅震荡为主。

钢材

1 海外风险进一步缓解

上周，美国 CPI 数据和美联储议息会议终于落地了，市场的不确定性再次降低。现在已经到年中了，对下半年市场的形势也在逐步清晰。

从通胀数据来看，5 月美国的 CPI 同比为 4%，不到去年高点 9.1%的一半不到，但同比仍维持着增长的态势。去年 4、5、6 月是 CPI 高速增长的 3 个月，今年 4、5、6 月同比增速放缓是很正常的。同样从去年 CPI 数据推算，下个月所公布的 6 月 CPI 数据将继续放缓，有望降至 3.2%，这将进一步缓解紧张的市场情绪。

从美联储的议息会议来看，本月暂停加息，符合市场预期，但从所公布的点阵图数据来看，今年仍可能继续加息 2 次。但不关加息几次，本轮加息都已进入尾声，加息的预期已被计价，接下来高息维持时与美国经济是否经历衰退则显得更为重要。

2 5 月地产不及预期

1-5 月，全国房地产开发投资额同比下降 7.2%，降幅较 1-4 月扩大 1.0 个百分点；5 月单月同比下降 10.5%，降幅较 4 月扩大 3.2%；

1-5 月，商品房销售面积同比下降 0.9%，5 月单月同比下降 3.0%；

1-5 月，全国房屋新开工面积同比下降 22.6%，降幅较 1-4 月扩大 1.4 个百分点；5 月单月同比下降 27.3%，降幅与 4 月相符；

1-5 月，全国房屋施工面积同比下降 6.2%，较 1-4 月降幅扩大 0.6 个百分点。

1-5 月，全国房屋竣工面积，同比增长 19.6%，较 1-4 月提升 0.8 个百分点。5 月单月同比上升 24.4%，较 4 月回落 18%；

1-5 月房企资金来源合计同比降幅扩大至 6.6%；5 月单月定金及预收款同比增长 4.5%（4 月 29.3%），个人按揭贷款同比增长 22%（4 月 22%），国内贷款同比下降 14.7%（4 月 12.4%）

从数据上来看，房地产投资增速重回加速下行区间，资金到位情况继续恶化。从房屋销售来看，销售面积和销售额呈分化的态势，反应了销售端的好转主要集中在高能级城市，而低能级城市暂无起色。相似的是，房屋竣工面积和新开工面积同样呈现两级分化，但 5 月竣工面积的增速较 4 月已大幅放缓，这或预示着保交楼政策的高峰在逐渐过去，其对下游需求的带动将不断减弱。此时，房企与居民的信心尚未建立，反而有减弱的趋势。房企资金紧张的局面有恶化的趋势，一方面宽货币政策的钱未流入房企（国内贷款的增速进一步下降），另一方面，居民信心不足，房屋销售回款再度回落。

3 供强需弱 边际改善

上周，螺纹产量 268.5 万吨，较上周减少 0.97 万吨，降幅为 0.36%；螺纹厂库 202.37 万吨，较上周减少 2.14 万吨，降幅为 1.05%；螺纹社库 545.73 万吨，较上周减少 23.83 万吨，降幅为 4.18%；

螺纹表需 294.46 万吨，较上周减少 11.07 万吨，降幅为 3.63%。从现实层面上来看，螺纹需求继续下行，随着高温多雨的到来，需求还会持续下滑。从供给端来看，螺纹产量缓慢下降，部分地区重提限产政策，产量有望进一步降低。尽管螺纹产量有所下降，但铁水日均产出却在上行，部分螺纹产能转向了其他品种钢材。目前库存仍在去化之中，整体位置处于近 5 年低值。

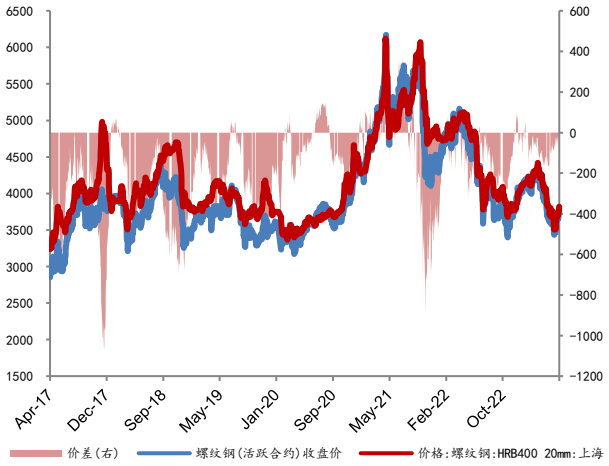
4 小结

钢市的主要逻辑由需求预期驱动转向了现实供需矛盾驱动。目前来看，钢材市场仍将面临供应过剩、需求不足的基本面情况，但低库存对价格有所支撑。

尽管如此，目前钢价已跌破去年低点，市场悲观情绪也在不断发散，随着美国债务上限问题的解决、美联储加息路径的逐渐清晰，最坏的时点正在过去。同时，我国宏观干预政策也在逐步出台。后续可关注稳增长及压产政策，由于钢材库存总体较低，宏观经济条件和情绪企稳后可能会带来较强的补库需求。

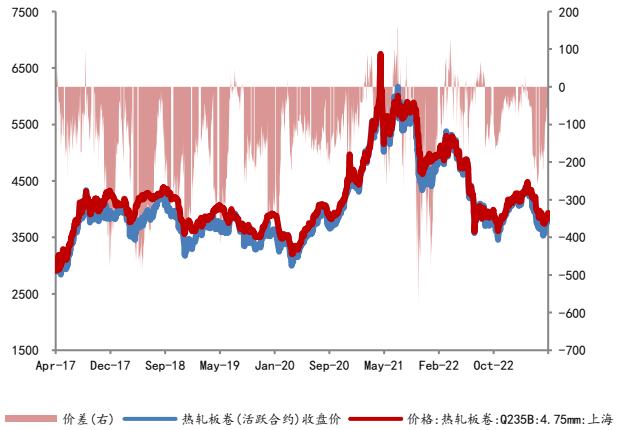
5 钢材期货现货数据

图表 12：螺纹期现价差



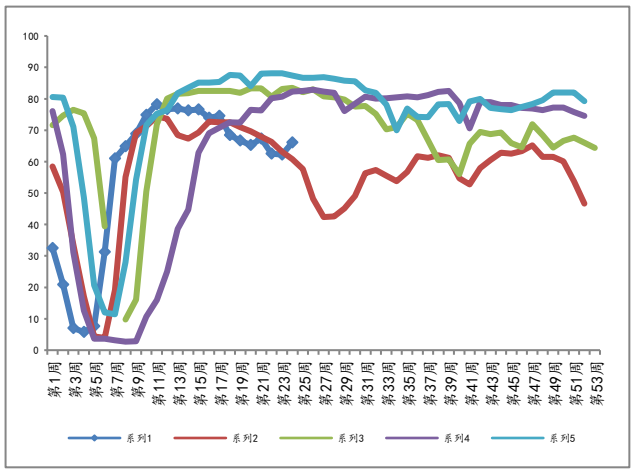
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 13：热卷期现价差



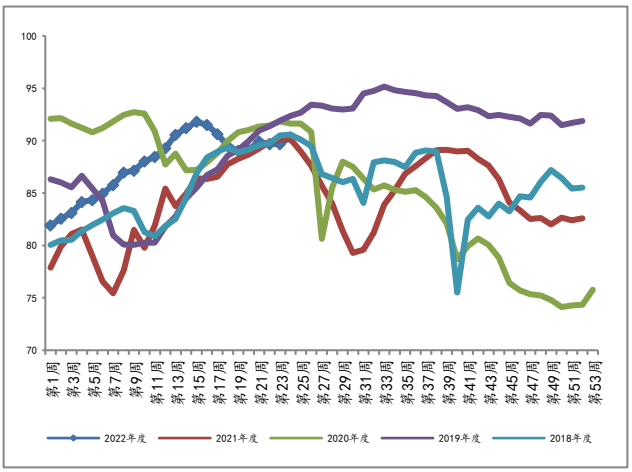
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 14：85 家独立电弧炉钢厂：开工率：中国（周）



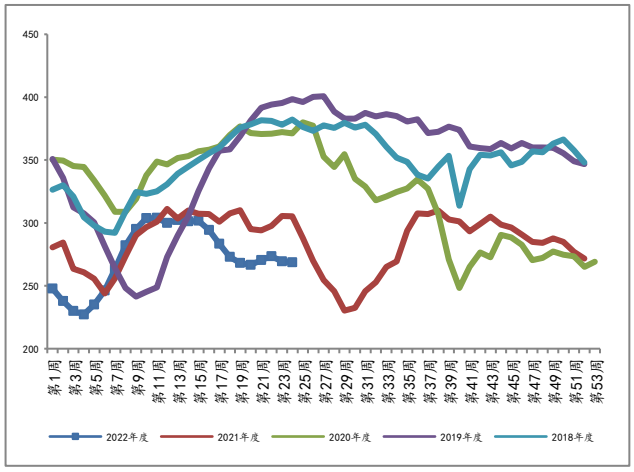
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 15：247 家钢铁企业：高炉产能利用率：中国（周）



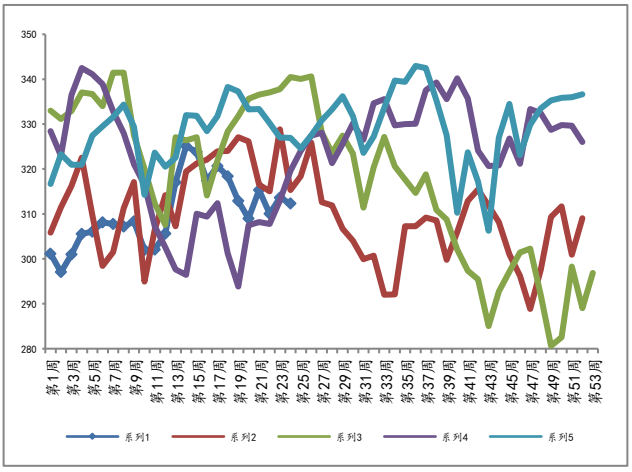
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 16：螺纹钢：建筑钢材钢铁企业：实际产量（周）



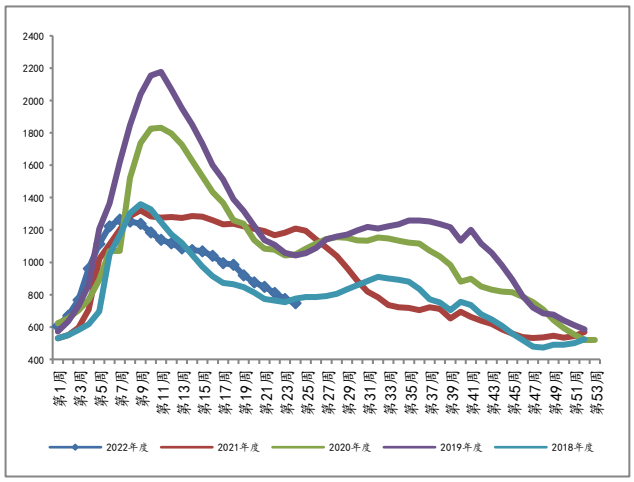
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 17：热轧板卷：钢铁企业：实际产量：（周）



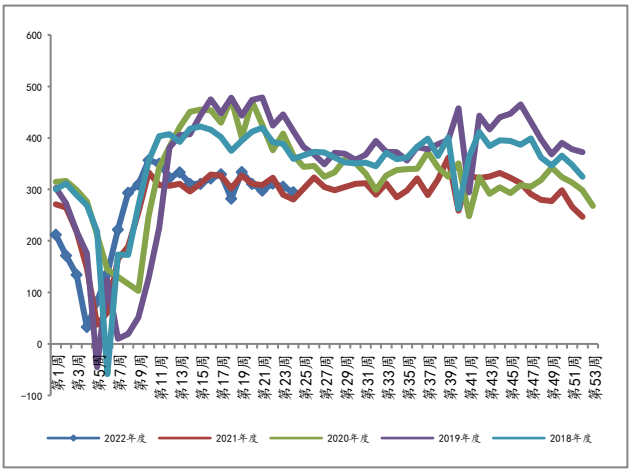
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 18：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 19：螺纹钢：消费量（周）



资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

原油

1 基本形势偏多转空

原油市场的基本形势已较为清晰：全球经济复苏乏力的担忧挥之不去，以及俄罗斯大量流出的廉价货源，令主流机构连续下调国际油价估值。就连一惯唱多油价的高盛，也推翻了此前对 Brent 上涨至 100 美元/桶的预测。

经过美联储一年多以来的连续强力加息，美西方经济放缓甚至温和衰退的迹象已经在大宗商品等实体市场显现，尽管 6 月美联储暂时跳过加息，但高利率和信贷收紧将至少在年内剩余时间里拖累经济和油价表现。今年早些时候业界寄希望于，随着中国和印度等新兴市场进一步增长，原油供需平衡将在下半年收紧，然而国内消费疲软令需求前景不及预期。

全球经济复苏遇阻拖累油价大幅下跌，就连沙特宣布 7 月额外减产也未能挽回颓势，这说明当前阶段宏观层面的下行风险可能会压倒供给侧调控的影响力。后市基本面对油价起到偏托底性作用，预计 Brent 价格维持 70-80 美元附近区间运行的概率较大，逢悲观情绪释放或有低位反弹，但持续性上行动力不足。

2 需求前景不被看好

如我们此前预计，OPEC+延长减产并没有成为油价上涨的驱动，后市仍主要关注宏观经济和能源需求，这将直接影响到市场风险偏好的表现。

发达经济体方面，美国政府关于债务上限和预算法案达成，暂时避免了陷入债务违约的风险。从就业数据来看，尽管美国 5 月非农数据表现强劲，但最新的初请失业金人数显示出劳动力市场放缓的迹象。货币和信用收缩的环境下，西方宏观经济面临下行压力，原油需求前景也不被看好。EIA 在最新发布的月报中，将 2023 年美国原油需求增速由 19 万桶/日下调至 15 万桶/日。

鉴于欧美消费市场表现不佳，包括 OPEC 在内的一些机构转而押宝，中国及印度等新兴市场需求回升。客观来讲，中国经济整体仍处于复苏阶段中，原油进口量和炼厂加工量保持较高水平。但需要注意的是，当前国内终端消费疲软令需求不及预期。以石化产业链为例，上下游品种利润分化明显，原料成本端相对坚挺，而制品价格持续下行。产业经营惨淡将会引发负反馈效应，即产品亏损到一定程度，无法支撑高昂的原料价格，从而导致原油重心的回落。

3 关注供应增长潜力

近期原油走势的偏弱表现，除了对宏观下行和需求前景的担忧之外，供应端收缩程度不及预期，甚至具有潜在的增长点，这也引发了市场的广泛争论。

首先是第二大原油出口国俄罗斯，其在西方多轮制裁下原油行业生产仍保持相当的韧性，这是可能导致 OPEC+限产政策失效的最大风险。在沙特不断追加减产份额的同时，俄罗斯原油出口量却不降反升，须知这些海运出口货源均以低于 60 美元/桶的价格上限销售，从量和价两个方面对市场造成冲击。其次，美国与伊朗关于核协议的谈判一直断断续续，伊朗也被视为原油供

应增长的一大潜在来源。此外，在 2022 年 11 月雪佛龙获得美国政府批准后，将继续在委内瑞拉的项目上提高原油产量。

高盛分别将 2023 年俄罗斯、伊朗和委内瑞拉原油产量预测分别上调 40、35 和 5 万桶/日。在全球经济放缓和需求乏力的情况下，原油实际流通量远超预期，或者出现新的供应来源，将使得供需紧平衡状态面临被打破的风险，因此原油投机性多头持仓降至近年低位水平。

4 沙特减产效果打折

和 4 月初的情形不同，沙特本次单独做出减产承诺，对原油市场带来的提振不及预期。为支持沙特王储萨勒曼推行的“沙特愿景 2030”计划，石油大臣阿卜杜勒-阿齐兹必须将原油价格保持在一个经济上可行的水平，业界估计 Brent 基准油价需要升至 80 美元/桶以上，才能平衡沙特的扩张性财政预算。基于这一目的，沙特不惜将自身原油产量调降至 900 万桶/日，以牺牲大量市场份额为代价来收紧供应。

然而 OPEC 第二大产油国阿联酋坚持增产诉求，俄罗斯仍在向市场大量倾销廉价原油货源，油价上涨幅度很可能无法弥补沙特产量下降造成的收入损失。市场反应不及预期的另一个原因是，沙特额外减产一个月并不能抵消宏观层面的不确定性因素。接下来如果 Brent 价格保持在 70-80 美元区间，推测沙特可能会继续延长减产，若油价重心跌破 70 美元，则不排除沙特会加大减产力度。无论如何，当前的宏观形势给 OPEC+调控市场增添了更多挑战，单纯的减产或难以取得像 2021 年那样的成效。

5 风险偏好或有回升

原油市场表现长期受经济和需求前景的悲观预期困扰，然而最近国内外宏观氛围出现一定转机，中短期风险偏好或有回升。

日前的议息会议结果符合预期，美联储将维持联邦基金利率不变，但暗示不排除进一步收紧流动性的可能。统计数据显示，5 月美国消费者价格指数（CPI）微幅上涨 0.1%，而不包括食品和能源的核心 CPI 小幅攀升了 0.4%。众所周知，近年来美联储短期货币政策调整主要参考通胀和非农数据，最新结果似乎证实通胀正朝着好的方向发展，从而给联邦公开市场委员会足够的理由在本次会议上跳过加息。

另一方面，中国长期贡献全球原油需求的主要增量，千呼万唤始出来的政策红利开始提振能化消费前景。自防疫封锁放开后，国内经济复苏节奏未能如预期般强势，这被认为是油价走软的原因之一。现在政策面转向经济刺激计划，中国人民银行宣布将七天期回购操作利率从 2%下调至 1.9%，降息给未来需求提供了新的增长点。

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。OPEC 减产试图以强烈的信号令原油市场从经济衰退的主导下挣脱出来，但欧美陷入温和衰退陷阱似乎越来越深，说到底市场仍是在围绕供应更少还是需求更差来博弈。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

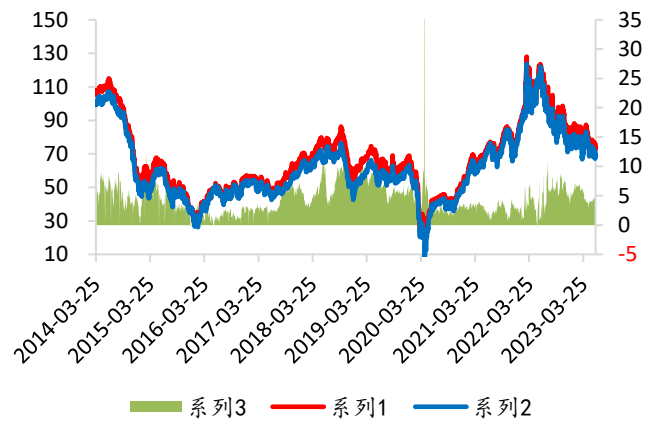
的主线逻辑。

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。

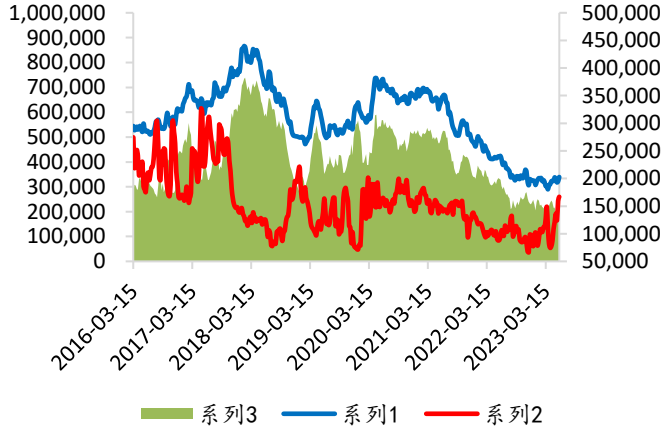
7 原油期现数据

图表 20：国际原油期货价格



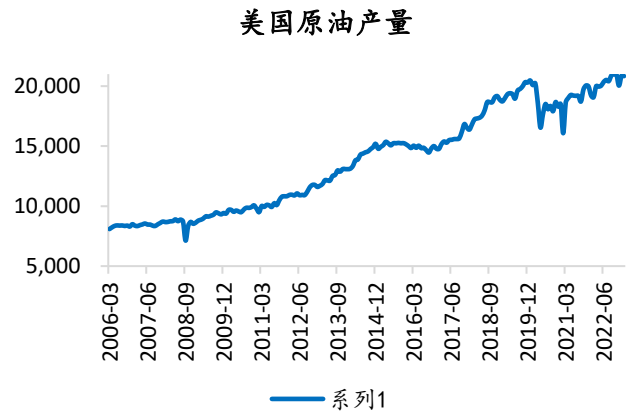
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 21：CFTC 原油期货持仓



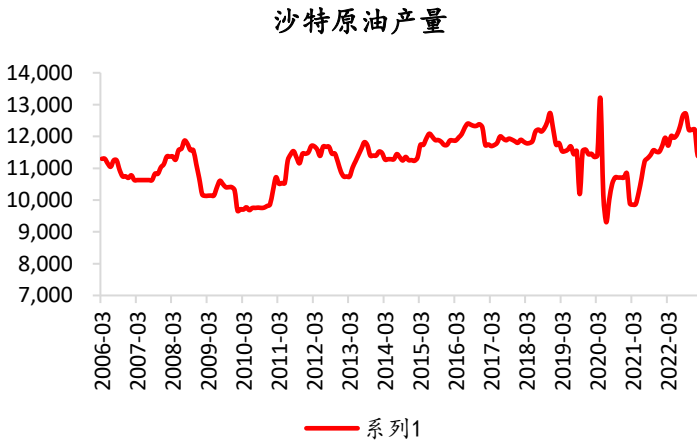
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 22：美国原油产量



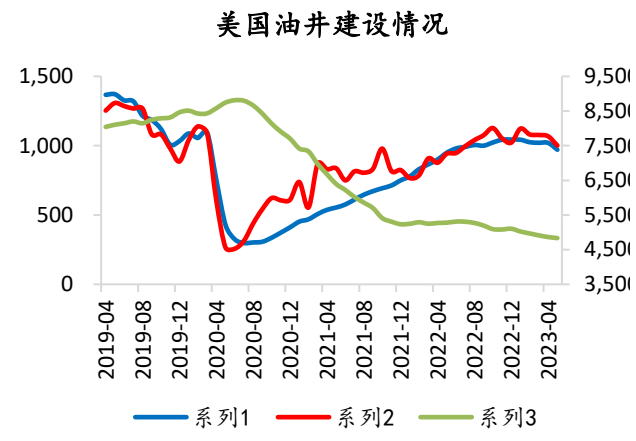
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 23：沙特原油产量



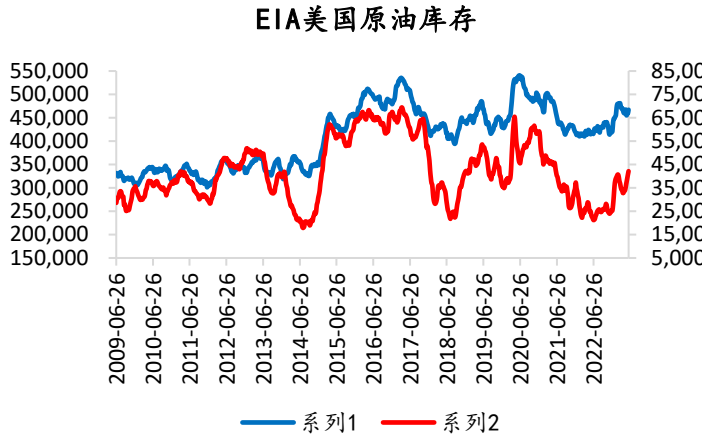
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 24：美国油井建设情况



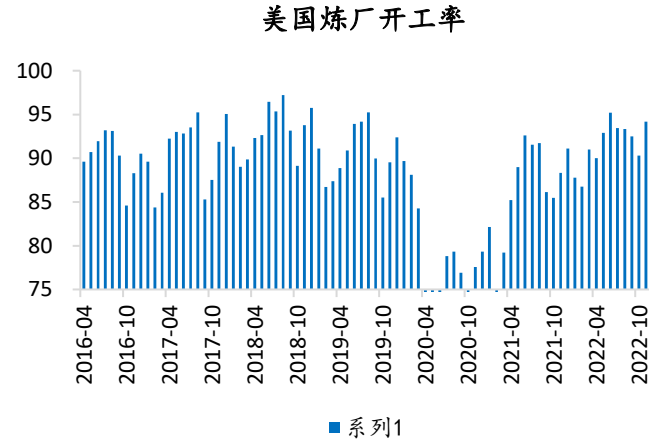
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 25：EIA 原油库存



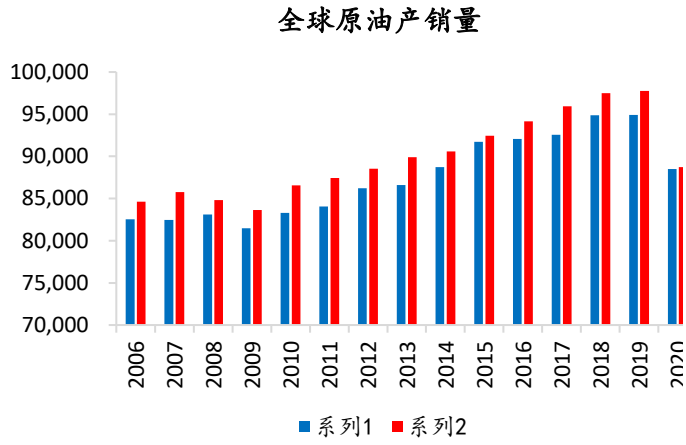
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 26：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 27：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 中期整体偏弱运行

近期沪胶反复震荡，但缺乏实质性利好推动，依托估值底部跟随情绪起落。

国内橡胶现货价格变化相对不大，万二左右以下较少有跟跌情况，后期云南原料供应增加预期下，胶水价格或有小幅下滑，拖拽期现价格下行。产业链来看，近期轮胎企业开工率保持在同期高位水平，但轮胎成品库存也在增加。内销市场低迷导致下游企业走货不畅，不少工厂排产意愿降低，消化厂库存量压力，对原料橡胶的采购需求表现欠佳。5 月全国汽车市场产销数据好于预期，但 6-8 月即将进入年中传统淡季，大概率将环比出现下滑。

基本面的弱平衡格局下，橡胶难以出现持续性上涨趋势，但胶价依托绝对低估值下跌空间也有限，二三季度将延续低位震荡运行。其中变数应关注各类题材，例如产区天气、收储政策，以及房地产等行业的政策性指引。

2 新胶上市暂未放量

今年国内云南产区开割初期延迟，随后又迎来为期两三个月的雨季，胶水产出数量较少，原料端仍有支撑，短期限制胶价下跌空间。东南亚主产区方面，泰国开割进程同样偏缓，原料产出提量有限，胶水收购价格坚挺，工厂加工利润不断挤压，成品橡胶生产积极性一般。越南产区开割率推进至 7-8 成，产量恢复到五成左右。

现阶段各大产区全面开割逐渐推进，但实际上量速度仍然偏慢，短期内受天气影响，难以出现大量原料涌入市场的情况。不过随着时间推移，降雨充沛终归有利于割胶，高库存矛盾会继续显现，预计到 7-8 月基本面还将劣化。在较大的上中游压力下，天然橡胶供需两弱的格局将逐渐转变为供强需弱，偏空头市场中胶价反弹冲高后多易回落。

3 深浅色胶结构分化

不同于大类天然橡胶的是，沪胶主要交割品国产全乳胶今年或面临结构性偏紧，浅色胶和深色胶库存存在分化预期。回顾 5 月初，业界传闻称国储将收储 10 万吨新胶，叠加当时云南干旱推迟开割，一时间胶价应声上涨。该消息的真实性到目前尚不得而知，就市场反馈而言几乎证伪。橡胶轮储 10 万吨对于全球产量和中国消费量不过九牛一毛，对天然橡胶行业供需的影响可忽略不计。

不过需要注意的是，国储轮储和推迟开割直接作用的对象是 RU 合约交割品国产全乳胶。目前国内全年国产全乳产量仅在 20-25 万吨附近，倘若收储占比将高达 40-50%；参考去年受海南产区开割推迟三个月影响，全年交割品减产至仅 17 万吨左右。但就眼下来看，进入 6 月物候条件明显改善，云南产区预计将于中旬前后全面开割，天然橡胶进入季节性的增产期，预计干胶的数量不会太少，胶价上涨依旧缺乏驱动。

4 下游需求预期割裂

若后续供应端没有新题材的情况下，胶价重心取决于需求端改善程度，目前天然橡胶产业链下游分歧较大。从轮胎制造业来看，今年春节以来国内轮胎企业开工、产量和出口数据同比表现尚可，至少还是差强人意的。但终端汽车市场来看，由于前期优惠政策造成需求前置，今年国内汽车销售数据相对疲软，车企价格战也未能令消费有明显起色。下半年，海外需求受经济衰退和汽车芯片荒影响，出口总体上亦偏悲观。

造成这种割裂的原因主要是不同市场主体预期不同，尤其是内需基于中国经济复苏的逻辑，此前市场对今年经济形势的预期过高，由于实际需求回暖不及预期，市场交易逻辑开始从预期转向现实。预计到三季度后期，胶价整体仍以承压运行为主，价格处于历史绝对低位时才能刺激做多意愿，而反弹到一定程度又会留出下跌空间。

5 青岛库存或将见顶

客观来讲，国内实际需求并没有那么差，青岛主港橡胶现货库存的持续攀升，很大程度上是进口量过大导致的，海外需求滑坡导致大量东南亚货源涌入国内，加剧了现货市场的过剩压力。最近，青岛地区天然橡胶库存边际上见顶回落，但是否结束累库转入去库仍有待观察。

截至 6 月中上旬统计，青岛地区天然橡胶一般贸易和保税合计库存量 91.8 万吨，环比上期微幅下降 0.12 万吨或 0.13%。具体来看，样本一般贸易仓库入库率下降程度高于出库率，样本保税仓库入库率增加程度不及出库率。不过随着时间推移，预计到 7-8 月橡胶供需关系还将劣化，高库存矛盾会继续显现，库存绝对数量依然对现货端构成压制。

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 28：天然橡胶现货价格



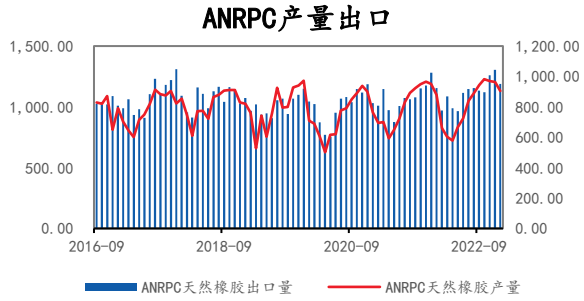
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 29：合成橡胶价格



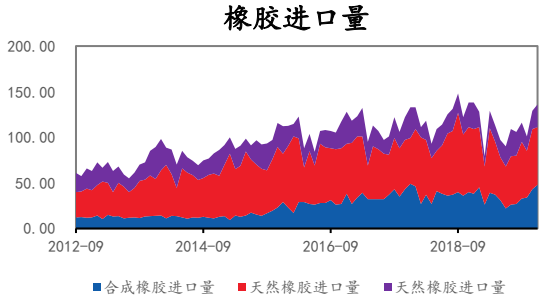
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 30：ANRPC 产量出口



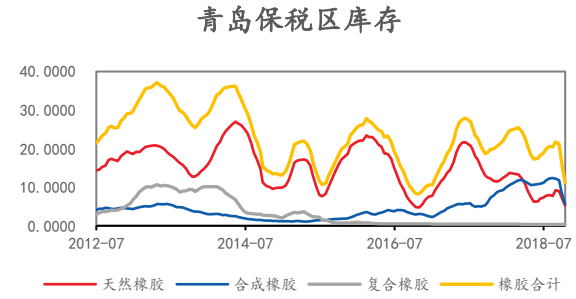
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 31：橡胶进口量



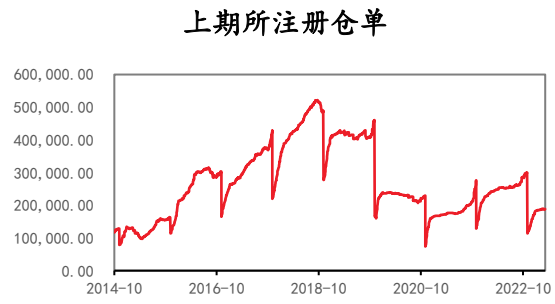
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 32：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 33：上期所注册仓单



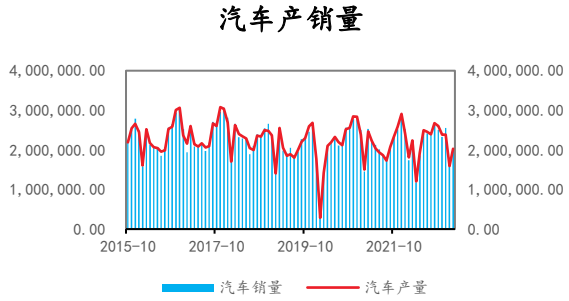
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 34：轮胎开工率



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 35：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：美豆掀起天气炒作潮，国内豆类市场强势反弹

1 外部豆类市场分析

美豆产区旱情扩大，CBOT 大豆市场强势上涨

美国农业部公布的作物生长报告显示，截至 6 月 11 日当周，美国大豆优良率为 59%，低于市场预期的 60%，上年同期为 70%。当周美豆种植率达到 96%，美豆出苗率为 86%，去年同期为 68%，五年均值为 70%。6 月 15 日公布的美国干旱监测显示，美国农业产区的干旱状况正快速扩大，约 57%的玉米耕地正经历干旱，约 51%的大豆耕地处于干旱，这两个数字均比一周前提高了 12%。美国气候预测中心发布的未来三个月季节性干旱展望显示，从衣阿华州东部到伊利诺伊州、印第安纳州和俄亥俄州大部分地区的干旱将持续到 9 月份。此前公布的季度展望报告一直显示土壤湿度较为正常。此次季度展望形势突然恶化，引发美豆减产担忧，美豆市场因此强势大涨。整体来看，2023 年 CBOT 豆类市场天气炒作行情已经启动，随着美豆进入生长期，产区天气将成为市场交易的重点。

美国国内大豆需求回升，豆油库存远低于预期

美国全国油籽加工商协会（NOPA）公布的报告显示，美国 5 月大豆压榨量达到 1.77915 亿蒲式耳，创下历史同期最高纪录。报告前分析师预计 5 月 NOPA 大豆压榨量为 1.7588 亿蒲式耳。尽管美国国内大豆压榨量提升，但 NOPA 报告显示 5 月 31 日会员企业的豆油库存为 18.72 亿磅，低于 4 月底的 19.57 亿磅，也远低于报告前市场预期的 19.42 亿磅。美国 5 月大豆压榨量大幅攀升而豆油库存不增反降，显示美国国内需求正在转好，这也是近期美国豆油强势反弹的重要动力之一。

马来西亚棕油出口形势不佳，印尼棕榈油出口成本下降

据船运调查机构 ITS 数据显示，马来西亚 6 月 1—15 日棕榈油出口量为 464380 吨，上月同期为 557090 吨，环比减少 16.64%。独立检验机构 AmSpec 公布的同期数据显示，棕榈油出口量为 437101 吨，上月同期为 523042 吨，环比减少 16.43%。据南部半岛棕榈油压榨商协会（SPPOMA）数据显示，2023 年 6 月 1-10 日马来西亚棕榈油单产减少 11.56%，出油率减少 0.04%，产量减少 11.77%。另外，印尼政府计划调低 6 月 16-30 日期间的毛棕榈油参考价，按照新参考价，印尼毛棕榈油出口税和出口专项税均将大幅下降。本周马来西亚棕榈油市场反弹主要来自外部刺激，自身供需基本面提供的上涨动力仍显不足。

2 国内豆类市场分析

国内豆粕库存增加，现货涨势弱于期货

据业内机构对国内主要油厂的调查数据显示：2023 年第 23 周（6.2-6.9），全国主要油厂大豆库存、豆粕库存均上升。其中大豆库存为 460.04 万吨，较上周增加 10.46 万吨，增幅 2.33%，同比去年减少 125.13 万吨，减幅 21.38%；样本点调整后大豆库存为 469.84 万吨，较上周增加 13.36 万吨，增幅 2.93%。大豆库存连续五周增加，大豆累库趋势不变，5 月份我国大豆进口 1202 万吨，为单月最高纪录，近期大量大豆进港，带动油厂开机率攀升，后期供应预期充裕，预计 6-7 月大豆到港量继续保持较高水平，国内大豆累库趋势不改。豆粕库存为 47.23 万吨，较上周增加 1.12 万吨，增幅 2.43%，同比去年减少 47.87 万吨，减幅 50.43%；样本点调整后豆粕库存为 50.13 万吨，较上周增加 1.72 万吨，增幅 3.55%。豆粕库存连续四周回升，国内油厂压榨量维持 200 万吨高位，下游提货转好，豆粕库存小幅回升，在高开机的情况下，预计后期豆粕将继续累库。在国内豆粕累库预期下，豆粕现货市场本周表现较为平稳，美豆天气炒作情绪对现

货的提振效果明显弱于期货市场。

国内植物油库存继续增加，油脂价格与外盘联动趋强

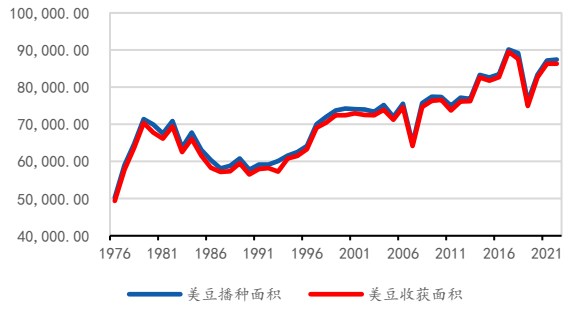
海关总署公布的数据显示，5 月中国进口食用油 64.6 万吨，1-5 月累计进口 373.6 万吨，较去年同期的 162.8 万吨增加 129.5%。库存统计显示，上周国内三大植物油库存整体继续增长，其中豆油库存量为 100.3 万吨，进口压榨菜油库存为 58.2 万吨，棕榈油库存为 47.2 万吨。近期棕榈油采购量明显增加，库存有望止跌回升。整体来看，国内油脂市场因进口量和压榨量回升，供应前景依然偏向宽松。目前外盘天气炒作如火如荼，CBOT 豆油和马来西亚棕榈油均出现强势反弹，成本及预期的变化正激励国内油脂市场对前期超跌行情展开修正。

3 油脂油料市场展望

2023 年美豆天气炒作来势汹汹，随着美豆进入生长期，美豆产区天气影响力将进一步提升。从历史行情看，美豆生长期内市场往往易涨难跌。美联储暂停加息节奏，宏观压力减弱，以 CRB 指数为代表的大宗商品市场整体大幅反弹，商品市场看涨人气保持回升态势。国内豆粕现货市场因库存回升而涨势受限，但期货市场在美豆反弹的成本驱动和预期转变后呈现强势上涨态势，仓量配合良好，正在打开新的上涨空间。国内油脂期货市场同样收益于美豆天气炒作，技术上突破 60 日均线，技术指标全面走强，短期仍有惯性冲高潜力，有望继续对此前的超跌行情展开修正。国产大豆市场同样在美豆天气炒作下强势回升，有望跟随商品整体强势进入反弹节奏。

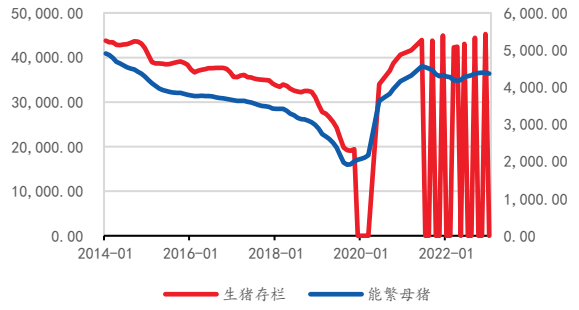
4 油脂油料市场主要数据

图表 36：美国大豆种植收获面积



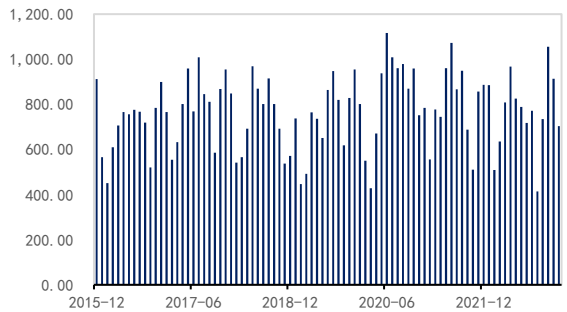
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 37：国内生猪存栏量



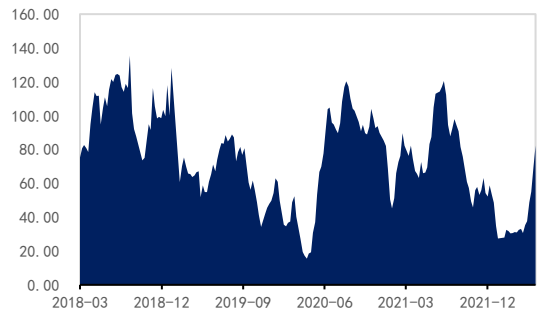
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 38：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 39：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