中金财富期货策略周报（2023 年第 20 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：经济数据看，价格的回升和库存的继续降低都体现出需求处于底部并有企稳回升的特征，未来的修复斜率也将取决于政策的进一步明晰。目前仍须对 PPI 修复的环比斜率保持观察，从基数考虑目前 PPI 已经接近底部，但其修复力度需要结合政策判断，同比增速仍可能经历两到三个季度的负增长。产成品库存的进一步下行也工业品库存周期接近底部的观察，需求偏弱下的主动去库存短期可能继续，但未来有望向被动去库存转换。对于工业品，注意基本面边际改善大的品种重点重视，否则仍处在磨底的阶段。

股指期货：策略上看，后市市场走强的概率逐渐增加。经济与盈利数据的同比回升将是市场上行的核心动力，当前整体经济与盈利仍然处于修复的初期，尤其是盈利数据的改善才刚刚开始。有望看到经济与盈利的进一步好转，在经历了前期由于业绩压力、政策预期以及交易集中带来的阶段性调整之后，市场或将重回上行轨道。

铜：宏观方面，海外紧缩政策预期仍在铜价上方盘旋，国内宏观政策暖风频吹。从基本面来看，供应端仍持续放量，五月铜矿进口量创历史新高，原材料供应宽松正在兑现。下游需求偏弱，开工持续下滑，据反馈目前终端订单仍较为低迷，地产和基建均难见起色，新能源板块难以带动整体需求明显走强。国内强政策预期和内外低库存支撑本轮铜价强势反弹，当前内外经济现实仍然偏弱，下游订单受到明显抑制。总体向上驱动不足，铜价维持震荡。

锌：全球锌矿过剩量级进一步收窄。市场传言嘉能可将复产德国炼厂，精炼锌仍存供应恢复预期。国内方面，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，检修地区主要集中在广西、河南、甘肃、陕西、内蒙等地区。另进入 7 月，北方多数炼厂亦开始检修，预计整体精炼锌产量将进一步减少。下游开工率因端午假期而下降，且假期出货较少，社会库存增加明显。宏观情绪近期调头，基本面缺乏明显上行动力，预计近期沪锌重回偏弱震荡状态。

钢材：上周黑色版块价格总体向上，上涨主要受预期影响。目前是钢市季节性淡季，淡季走的主要是预期，预期好价格就涨，预期差，价格就跌。李强总理在达沃斯论坛表示，中国经济回升向好的态势明显 全年有望实现 5%左右的预期增长目标,这对市场情绪有较强的提振。我们认为，在 7 月下旬中央政治局会议召开前，市场对于政策的强预期无法证伪，市场仍将维持偏强运行的态势。

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。

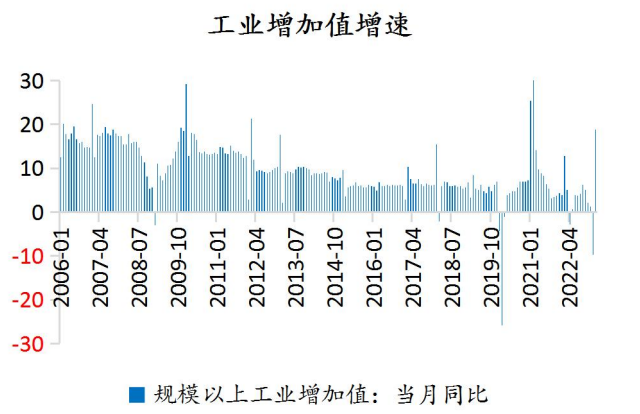
油脂油料：

目 录

周度策略：PMI 环比好转 稳增长力度提升 ..... - 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 二季度货币政策报告：稳增长预期继续提升 ..... - 6 -
3 收益率季末冲高，但流动性依然宽松 ..... - 7 -
4 宏观策略 ..... - 8 -
经济数据看，价格的回升和库存的继续降低都体现出需求处于底部并有企稳回升的特征，未来的修复斜率也将取决于政策的进一步明晰。目前仍须对 PPI 修复的环比斜率保持观察，从基数考虑目前 PPI 已经接近底部，但其修复力度需要结合政策判断，同比增速仍可能经历两到三个季度的负增长。产成品库存的进一步下行也工业品库存周期接近底部的观察，需求偏弱下的主动去库存短期可能继续，但未来有望向被动去库存转换。对于工业品，注意基本面边际改善大的品种重点重视，否则仍处在磨底的阶段。 ..... - 8 -
5 股指期货市场分析 ..... - 8 -
钢材 ..... - 10 -
1 6 月 PMI 小幅企稳 ..... - 10 -
2 土地成交面积继续走弱 ..... - 10 -
4 小结 ..... - 11 -
5 钢材期货现货数据 ..... - 11 -
原油 ..... - 13 -
1 市场观点分歧加剧 ..... - 13 -
2 加息衰退预期犹存 ..... - 13 -
3 关注下行周期前兆 ..... - 13 -
4 库存骤降短期提振 ..... - 14 -
5 俄乌局势横生插曲 ..... - 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 底部震荡涨跌有限 ..... - 17 -
2 产区供应逐渐放量 ..... - 17 -
3 轮胎开工难以提升 ..... - 17 -
4 终端车市缓慢复苏 ..... - 18 -
5 年中前后传统低谷 ..... - 18 -
6 超跌修复逢高空配 ..... - 18 -
7 橡胶期现数据 ..... - 19 -

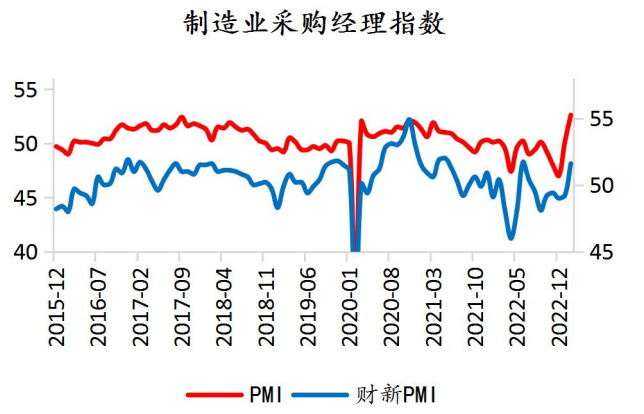
重要经济指标概况

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



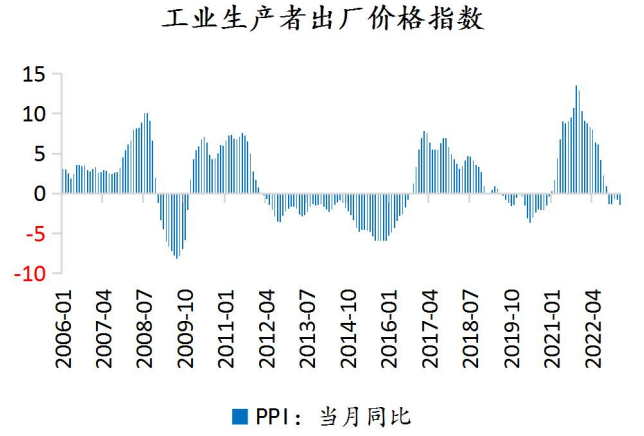
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 3：中国居民消费价格指数



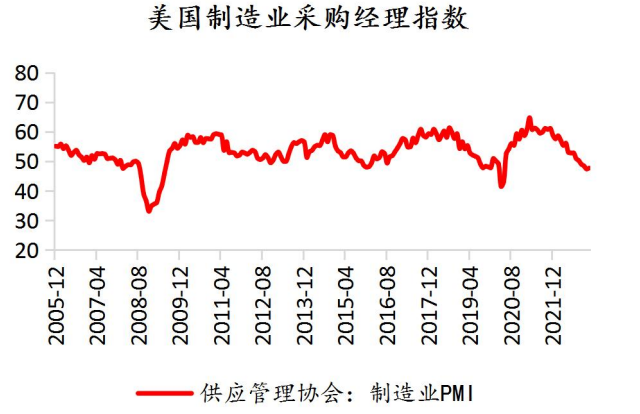
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 4：中国工业生产者出厂价格指数



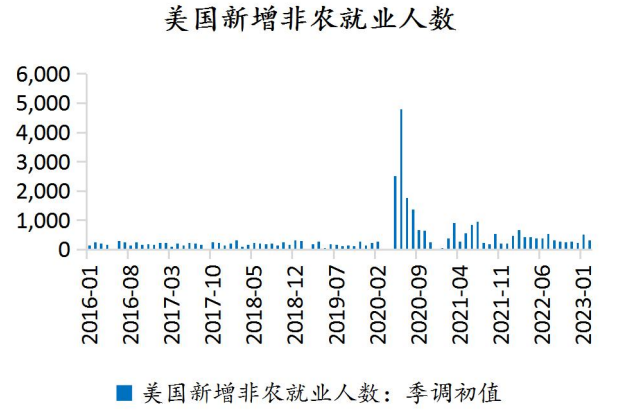
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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：PMI 环比好转 稳增长力度提升

在经历连续下跌之后，工业品价格近期开始呈现震荡回升的态势。虽然有美国经济数据好于预期导致紧缩周期拉长的预期，以及人民币贬值的预期也对情绪产生影响，但是随着稳增长政策继续加码，市场情绪出现好转，工业品震荡回升。需要注意的是，对于这种预期回升导致的反弹，注意品种基本面边际改善情况，如果边际改善有限，注意追涨的风险。

PMI 数据环比好转

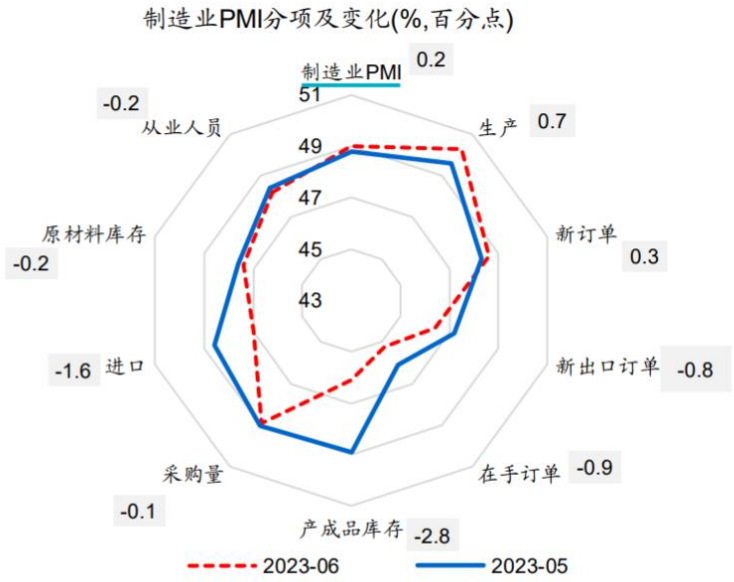
6 月官方制造业 PMI 回升 0.2 至 49，剔除工业库存向服务业转移的影响，6 月当期制造业 PMI 改善幅度更大（+0.5），经济动能环比探底的过程可能已接近结束。6 月 PMI 回升，若剔除库存向服务业转移的影响，单月改善幅度更大。

6 月制造业景气度表现具有几个特征：一是产需同步改善，但需求恢复明显慢于生产修复。二是制造业企业继续去库，原材料和产成品仍延续去化。三是制造业企业价格端仍在收缩，预计 6 月 PPI 同比或仍有继续下探压力。4、5 月景气度的脆弱点主要集中在需求端，而 6 月需求下降势头放缓，但仍面临需求不足问题。企业调查数据显示，反映需求不足的企业占比进一步提高也表明需求回升仍需进一步夯实。制造业景气度结构上，大中型企业＞小型企业；高技术制造业＞装备制造业＞消费品行业。

非制造业整体增量需求释放不足，但内部走势出现分化。6 月非制造业商务活动指数连续 3 个月下降，其中，服务业景气度扩张态势正在向着常态水平回归；在基建增长部分对冲地产弱势之下，整体建筑业景气度略有回调。因此短期内，基建投资的增长仍能在一定程度上弥补地产投资偏弱带来的影响。在新订单层面，6 月非制造业新订单指数与 5 月表现持平，这主要是非制造业整体增量需求的释放不足导致。结构上看，建筑业和服务业新订单均在收缩区间，但二者走势略有分化。其中，服务业新订单指数改善，而建筑业新订单指数回落。

综合来看，经济下行斜率最快阶段或已过去。二季度以来经济复苏动能放缓，制造业和非制造业景气度均在快速放缓。6 月制造业景气度小幅改善，但尚未回归到扩张区间，显示制造业的景气度仍旧需要进一步夯实，但我们认为经济下行斜率最快的阶段可能已经过去。第一，当前市场需求已经呈现出下降势头放缓趋势。6 月份，我国经济恢复势头在经历了 4、5 月份的连续放缓后，开始进入趋稳运行状态，市场需求下降势头放缓。第二，政策层面上，6 月降息落地后，逆回购操作利率和 SLF 利率在内的政策利率下调有助于进一步降低实体经济融资成本。此外，政府部门的稳增长政策措施仍在陆续出台，在政策逆周期调控之下，经济环比下行斜率最快的阶段可能已经过去。

图表 1：制造业 PMI



资料来源：wind，中金财富期货

6 月 PMI 的边际小幅改善主要得益于价格指数的回升和产需的恢复。往后看，国内产需修复大概率继续，而海外需求在主要发达经济体加息周期下受到压制，外需短期内难以出现显著好转，出口仍将面临压力。另一方面，需要关注 PMI 价格指数的回升能否持续，价格指数回升能否反映为 6 月 PPI 环比改善，这对后续库存周期演绎的判断至关重要，也对国内经济信心恢复有重要意义。

我们之前一直强调，即使没有政策的推动，今年三四季度经济复苏的内生动能可能也会开始边际走强，而不是继续回落。二季度大概率是今年经济复苏动能的环比低点，在透支效应衰退、内生增长动能修复、库存周期见底的共同作用下，三四季度经济或将环比改善，进入“N 字形”复苏的第三阶段。

稳增长预期继续加强

6 月以来，市场对稳增长政策的预期不断升温，政策在供需两端均有发力。促消费方面，新能源汽车和家电下乡是主要抓手；扩投资方面，第二批专项债项目申报已开始，解决项目储备不足问题；财政减税降费强化对科技创新中小微企业的支持。

除稳增长政策之外，高质量发展与开放合作也在同步进行。主要包括为科技型企业提供全生命周期的多元化接力式金融服务；推动国企重组与整合；加强同“一带一路”和德法等欧盟国家全方位合作。

预计未来“轻踩油门”式的微刺激政策还将陆续落地。当前制约预期的核心变量在地产端，预计下半年在二十届三中全会前后，地产新发展模式将更加清晰，有望为房地产市场增添确定性因素。

央行货币政策报告给出了更明确指引。去年 Q4 货政报告曾出现过“加大宏观政策调控力度”，但在今年 Q1 货政报告中删除，今年 Q2 重提“加大宏观政策调控力度”并将今年 Q1 货政报告中“信贷总量适度”改为“信贷合理增长”。这说明货币政策和信用政策的力度在二季度短暂

放缓后，目前正在进入重新发力期，6 月 13 日降息是政策宽松的一个标志性信号。

关注积极信号的出现

经济数据看，价格的回升和库存的继续降低都体现出需求处于底部并有企稳回升的特征，未来的修复斜率也将取决于政策的进一步明晰。目前仍须对 PPI 修复的环比斜率保持观察，从基数考虑目前 PPI 已经接近底部，但其修复力度需要结合政策判断，同比增速仍可能经历两到三个季度的负增长。产成品库存的进一步下行也工业品库存周期接近底部的观察，需求偏弱下的主动去库存短期可能继续，但未来有望向被动去库存转换。对于工业品，注意基本面边际改善大的品种重点重视，否则仍处在磨底的阶段。

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	6 月 30 日	中国央行召开二季度例会	删除对结构性货币政策的描述，改称“保持再贷款再贴现工具的稳定性”	删除“有效防范化解优质头部房企风险”。
	6 月 30 日	国常会：审议通过《关于促进家居消费的若干措施》	会议指出，家居消费涉及领域多、上下游链条长、规模体量大，采取针对性措施加以提振，有利于带动居民消费增长和经济恢复	稳增长继续加码
数据	7 月 1 日	中国 6 月官方制造业 PMI 49，非制造业 PMI 53.2	总体产出继续位于景气区间，制造业有所改善	经济环比好转
	7 月 1 日	美国 5 月 PCE 物价指数同比回落至 3.8%	个人消费支出停滞	通胀预期降温
事件	6 月 30 日	法国爆发持续骚乱	法国已在全国部署了约 4.5 万名警察等安保人员维持治安	法国骚乱有向邻国蔓延的态势

资料来源：中金财富期货研究所

2 二季度货币政策报告：稳增长预期继续提升

央行二季度通稿总结：国内经济仍在修复，但内生动力不足，且外需不确定性上升。周期性货币政策强调加大逆周期调节力度，重在促消费、提振民间投资、以及稳地产；结构性货币政策强调保持对普惠小微、民营企业、以及保交楼的支持力度。往前看，当前到 7 月底可能是“稳增长”窗口期，货币宽松之外，包括财政宽松、稳房价预期等在内的一揽子政策更值得关注。具体看：

（1）在国内外经济形势方面，例会表示全球贸易投资面临下行压力、且不确定性上升，而国内经济恢复内生动力不强。例会指出外部环境更趋复杂严峻、国际经济贸易投资放缓，并延续 1 季度有关全球通胀高企、海外主要央行紧缩效应持续显现及全球金融风险上升的论述；国内方面，例会认为国内经济仍在修复，但供给回升快于需求、需求驱动不足。

（2）在周期性货币政策方面，例会强调加大逆周期调节力度，突出促消费、激发民间投资、以及稳地产。与 1 季度相比，2 季度例会强调加大宏观政策调控力度，切实支持扩大内需；政策重心包括通过改善消费环境、降低居民信贷成本等措施来促消费，以及通过增强政府投资对民间投资的引导作用、降低企业融资成本、以及激发经营主体活力等措施以提振民间投资。此外，央行再次提出要促进房地产市场平稳健康发展。

（3）在结构性货币政策方面，例会进一步明确了政策聚焦的重点领域，主要包括“三农”、小微、民营企业、以及保交楼等。继 1 季度例会提出结构性货币政策“聚焦重点、合理适度、有进有退”后，2 季度例会提出保持再贷款再贴现工具的稳定性，延续实施普惠小微贷款支持工具和保交楼贷款支持计划，反映“三农”、小微、民营企业、以及保交楼等领域可能是结构性货币政策的重心。在例会公告发布之前，央行还宣布增加支农支小再贷款、再贴现额度 2,000 亿元，进一步加大对“三农”、小微和民营企业的支持力度。

（4）在汇率机制改革方面，例会强调稳定汇率预期、防止汇率大幅波动。5 月中旬以来，人民币兑美元汇率有所波动，由此例会表示要采取综合措施来稳定人民币汇率预期、防范汇率大幅波动的风险。

（5）房地产政策方面，例会强调支持刚需以及改善性购房需求。与 1 季度例会强调从供给端防范化解优质头部房企风险、以及保交楼不同，本次例会首先提到因城施策支持刚性和改善性住房需求的需求端措施，其次才是保交楼以及增加保障性住房。预计部分城市需求端限购限贷政策可能进一步放松，不排除一线城市跟进的可能性。

（6）政策协调方面，例会强调改善社会预期、增强内生动力。例会表示要把发挥政策效力和激发经营主体活力结合起来，以统筹推动经济运行持续好转、内生动力持续增强、社会预期持续改善、风险隐患持续化解。。

3 收益率季末冲高，但流动性依然宽松

6 月 29 日，交易所国债逆回购短期利率拉升。截至收盘，7 天期以内沪深两市各期限品种收益率均超过 5%，1 天期品种甚至超过了 6%。

纵观 6 月流动性方面，6 月资金面先松，后紧，后转松。6 月前半段，资金利率较为宽松，质押式回购成交量突破历史新高。月中后，受税期、缴准等原因影响，虽有降息加持，但资金利率仍然不断收紧。6 月下旬后，央行加大对资金面的呵护力度，资金利率重新回落，整体跨季流动性压力不大。6 月 DR007 中枢 1.89%，相比 5 月上行 4bp。

针对季末的特征，央行在 6.26-6.30 公开市场进行大规模投放。

公开市场净投放 5570 亿元。其中，7 天期逆回购投放规模为 9730 亿元，到期规模 4160 亿元。

央行 7 月降息的概率下降。6 月降息是“稳增长组合拳”的起点，后续可能会有财政、信用、地产等一系列政策出台，无论是对后续稳增长政策的预期博弈，还是基本面的可能改善，都很难形成连续的降息预期。此外，受美欧央行后续可能继续加息、以及中国与海外发达国家经济周期错位的影响，人民币汇率二季度后贬值压力较大，6 月央行顶住海外降息压力，逆势降息后汇率进一步单边加速贬值，受汇率压力掣肘，短期内再次降息的可能性较低。

4 宏观策略

经济数据看，价格的回升和库存的继续降低都体现出需求处于底部并有企稳回升的特征，未来的修复斜率也将取决于政策的进一步明晰。目前仍须对 PPI 修复的环比斜率保持观察，从基数考虑目前 PPI 已经接近底部，但其修复力度需要结合政策判断，同比增速仍可能经历两到三个季度的负增长。产成品库存的进一步下行也工业品库存周期接近底部的观察，需求偏弱下的主动去库存短期可能继续，但未来有望向被动去库存转换。对于工业品，注意基本面边际改善大的品种重点重视，否则仍处在磨底的阶段。

5 股指期货市场分析

两市走势震荡

本周两市下跌后回升，本周沪深 300 周-0.56%，上证 50 周-1.07%，中证 500 周+0.13 %，中证 1000 周+0.82%。

一周内北上资金净流出 84.81 亿，其中沪股通净流出 90.22 亿，深股通净流入 5.41 亿，总成交额 5947.56 亿，持有创业板和科创板的市值减少约 47.03 亿，北上资金持仓总市值 23746.66 亿，持股名单总流通市值 666593.98 亿，占比 3.56%。

6 月市场震荡小幅收涨，月内演绎出了较长时间的 TMT 主线行情，甚至 TMT 扩散催化了自动化设备行情，但到月末行业重新回到了快速轮动的特征。

从上半年的市场行情看，市场上半年走势震荡，上证指数累计涨幅为 3.65%。2023 年上半年，经济现实与投资者的预期均发生了巨大的变化，在两者的不断交织中，上证指数的走势也较为震荡，年初时上证指数在 3000 点附近，而在年中时一度超过 3400 点，截至 6 月 30 日，收盘点位为 3202，上半年累计上涨 3.65%。

板块上看，经济弱复苏背景下，行业分化较为明显，有独立景气的 TMT 涨幅居前，而复苏链普遍较弱。虽然从总量层面来看，上证指数并没有出现波澜壮阔的行情，但是在结构上，各个行业的分化却较为明显。在经济弱复苏的背景之下，在数字经济、AIGC 浪潮等因素的催化下，有独立景气的 TMT 板块涨幅大幅领先，通信、传媒及计算机在上半年的涨幅分别达到了 51%、43%、28%。而受 CPI、地产数据低迷的影响，消费及地产板块普遍表现不佳，包括商贸零售、房地产、美容护理、建筑建材等行业，上半年均收跌。

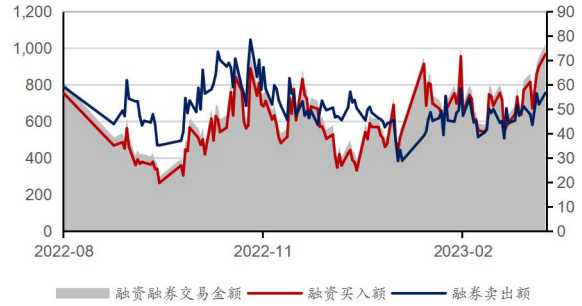
预计情绪缓解，但是市场上行难度依然较大

展望 7 月，市场关注的中央政治局会议和美联储议息会议均将在月底落地，然而在定调落地前，宏观经济数据或事件容易对市场预期产生双向扰动，由此有可能会加大市场的波动，但无忧大涨大跌。经济层面延续环比增长动能放缓态势，但放缓态势有望改善；货币政策方面，流动性延续宽松以待，7 月降准降息概率在降低。然而经济和流动性均并非是市场当前的核心关注点和核心因素所在，政策预期才是。

策略上看，后市市场走强的概率逐渐增加。经济与盈利数据的同比回升将是市场上行的核心动力，当前整体经济与盈利仍然处于修复的初期，尤其是盈利数据的改善才刚刚开始。有望看到经济与盈利的进一步好转，在经历了前期由于业绩压力、政策预期以及交易集中带来的阶段性

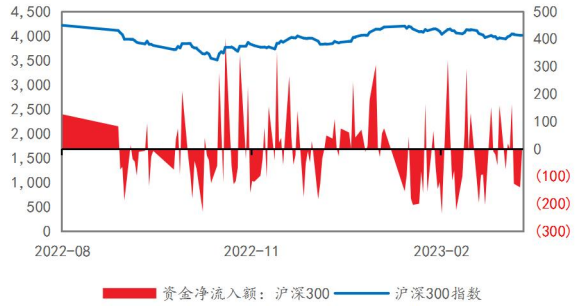
调整之后，市场或将重回上行轨道。

图表 9：融资融券数据图



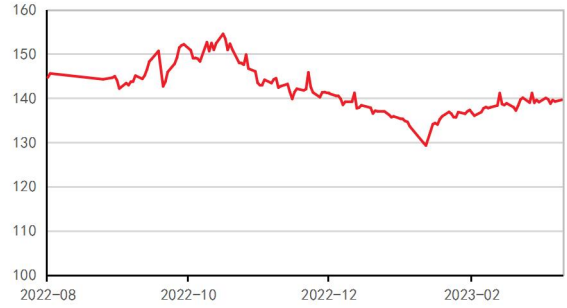
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 10：合约持仓和市场表现



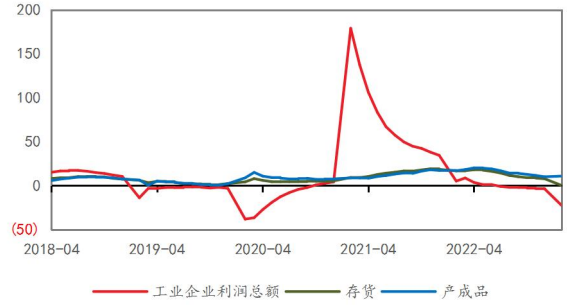
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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

锌：全球锌矿过剩量级进一步收窄。市场传言嘉能可将复产德国炼厂，精炼锌仍存供应恢复预期。国内方面，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，检修地区主要集中在广西、河南、甘肃、陕西、内蒙等地区。另进入 7 月，北方多数炼厂亦开始检修，预计整体精炼锌产量将进一步减少。下游开工率因端午假期而下降，且假期出货较少，社会库存增加明显。宏观情绪近期调头，基本面缺乏明显上行动力，预计近期沪锌重回偏弱震荡状态。

钢材

1 6 月 PMI 小幅企稳

6 月制造业 PMI 指数录得 49%，环比上升 0.2%。多数行业景气度下降的趋势发生转变，调查的 21 个行业中有 12 个 PMI 环比上升，比 5 月份多 4 个。尽管如此，但 PMI 还是低于 50%的临界值，说明制造业还在萎缩当中，反应了市场需求依旧不足的现状。

具体来看，建筑业商务活动指数录得 55.7%，环比下降 2.5%，但仍处于扩张期间，其中，土木工程建筑业商务活动指数和新订单指数分别为 64.3%和 53.9%，比上月上升 2.6%和 2.2 个%，说明基建投资还在持续发力。但是，6 月房屋建筑业新订单指数低于 50%，说明房屋建设方面的景气度依旧不足。

房屋建设方面的景气度不足一方面是因为地产销售进一步走弱，6 月 30 大中城市新建商品房日均成交面积（截至 6 月 29 日）环比下降 2.6%至 40.1 万平方米，为 2018 年来同期的最低值。房屋销售回款速度缓慢进一步加剧房企资金压力，拖累开工建设能力。另一方面也是纾困资金到位率低、到位速度慢拖累了保交楼施工进度。据百年建筑网披露，5 月全国各地 1114 个保交楼项目交付率仅为 34%。

2 土地成交面积继续走弱

6 月，北京、广州、成都、杭州、苏州、长沙等多个城市进行了集中土拍，但受提质减量供地策略的影响，6 月全国土地市场成交规模仍在历史低位。全国土地成交的热度主要集中在一线城市，如北京、广州、成都等地。

根据 CRIC 统计，一线城市本月共成交土地 245 万平方米，环比大增 159%，但同比下降了 55%，成交金额高达 731 亿元，占 300 城总成交金额的 34%，环比上月大增 468%。

二线城市的成交规模则大幅下降，成交建面仅为 860 万平方米，环比降幅高达 50%，同比降幅高达 77%。而二线城市的成交也主要集中在热门城市，如长沙成交建面为 110 万平方米，郑州为 84 万平方米、成都为 80 万平方米，此外成交惨淡。

三线城市成交建面为 3879 万平方米，环比下降 25%，同比下降 59%。同二线城市，三线城市土地成交也呈明显的两极分化，主要集中在长三角、珠三角地区，为成交主力，其余地区土拍多以低价成交。

3 供强需弱 库存累积

上周，螺纹产量 276.51 万吨，较上周增加 3.24 万吨，增幅为 1.19%；螺纹厂库 203.50 万吨，较上周增加 10.87 万吨，增幅为 5.64%；螺纹社库 540.35 万吨，较上周增加 9.87 万吨，增幅为 1.86%；螺纹表需 255.77 万吨，较上周减少 42.48 万吨，降幅为 14.24%。从现实层面上来看，螺纹需求继续下行，但供给却在扭降为升，这主要是收到预期影响。李强总理在达沃斯论坛表示，中国经济回升向好的态势明显 全年有望实现 5%左右的预期增长目标后，市场预期再次走强。

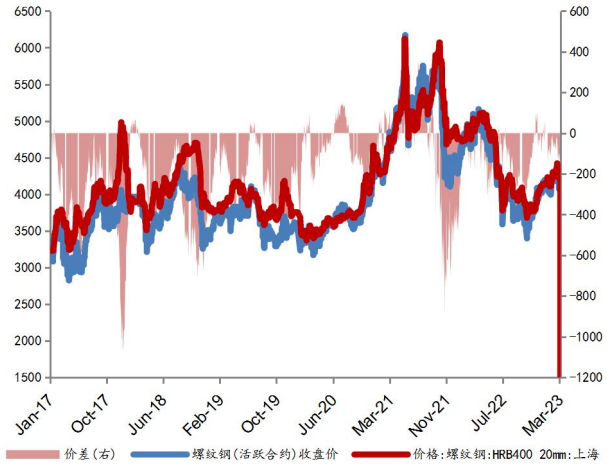
4 小结

钢市的主要逻辑再次从现实供需驱动转向了预期驱动。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。

目前是钢市季节性淡季，淡季走的主要是预期，预期好价格就涨，预期差，价格就跌。李强总理在达沃斯论坛表示，中国经济回升向好的态势明显全年有望实 5%左右的预期增长目标，这对市场情绪有较强的提振。我们认为，在 7 月下旬中央政治局会议召开前，市场对于政策的强预期无法证伪，市场仍将维持偏强运行的态势。

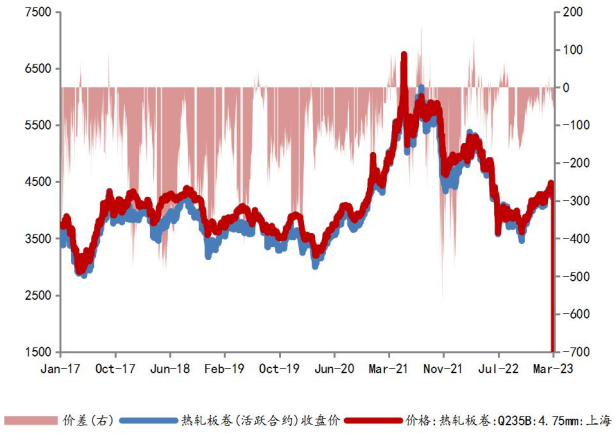
5 钢材期货现货数据

图表 23：螺纹期现价差



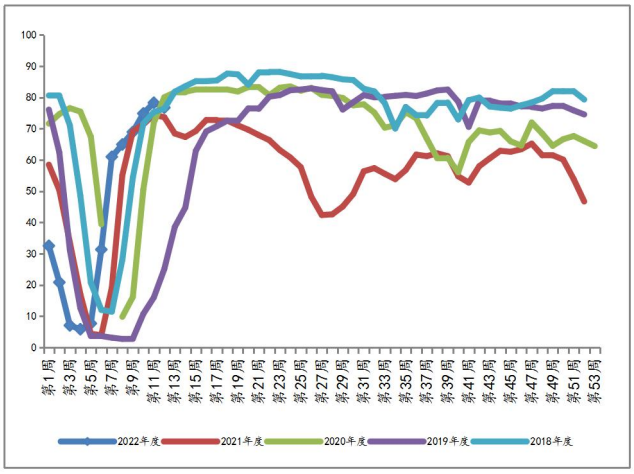
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 24：热卷期现价差



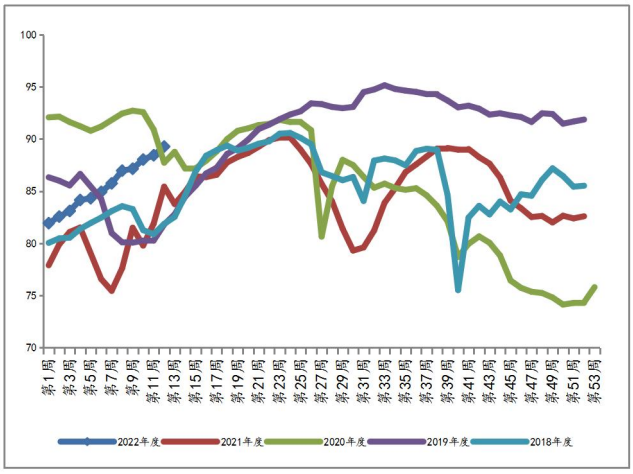
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 25：85 家独立电弧炉钢厂：开工率：中国（周）



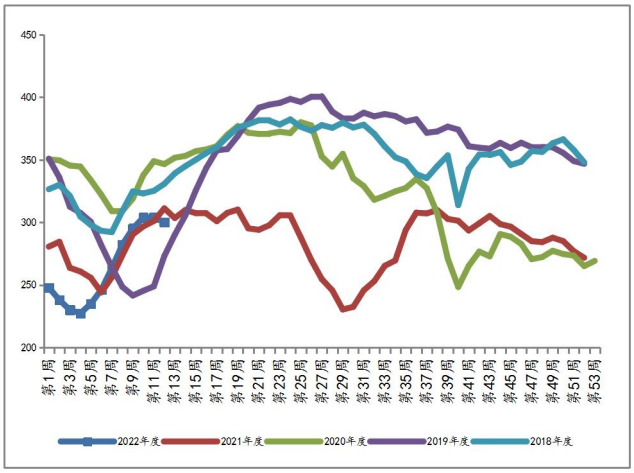
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 26：247 家钢铁企业：高炉产能利用率：中国（周）



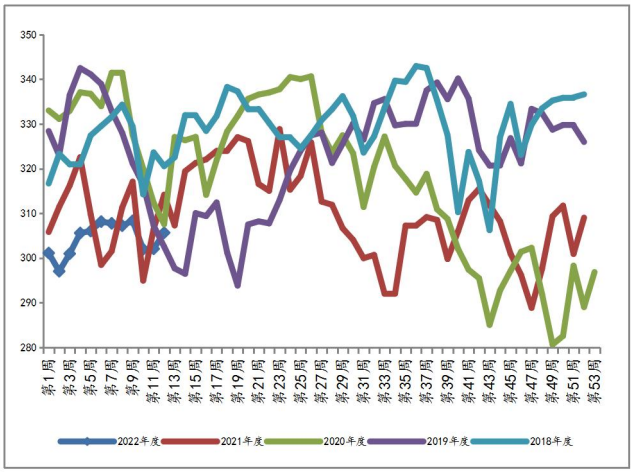
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 27：螺纹钢：建筑钢材钢铁企业：实际产量（周）



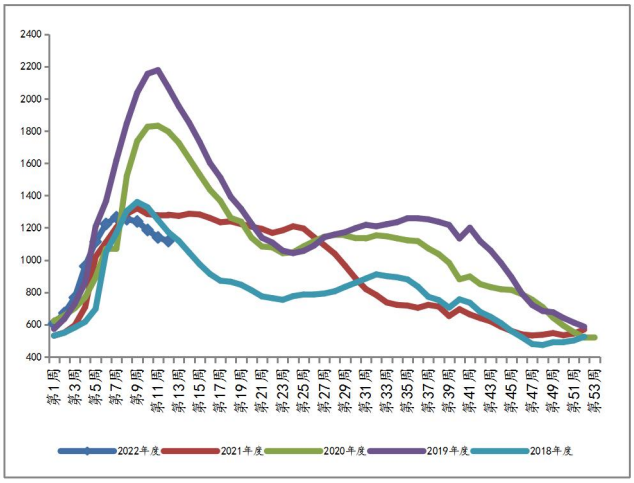
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 28：热轧板卷：钢铁企业：实际产量：（周）



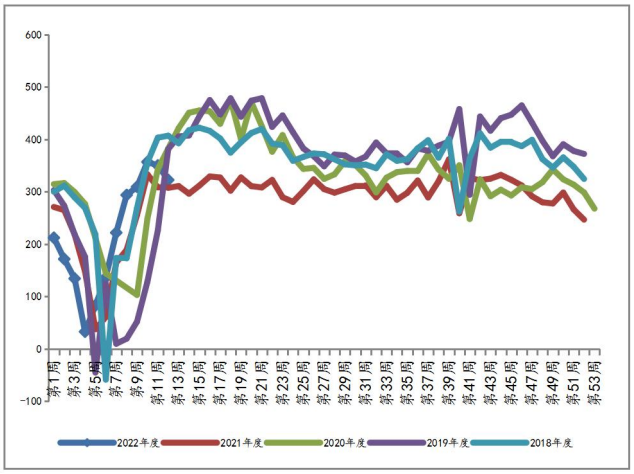
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 29：螺纹钢：总库存：中国（周）



资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 30：螺纹钢：消费量（周）



资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

原油

1 市场观点分歧加剧

2023 年已经过半，然而国际原油市场上多空分歧仍在加剧。

造成混乱的主要原因是，原油基本面出现很多意料之外的因素，例如 OPEC+再次强化减产，俄罗斯原油出口韧性十足，中国经济复苏不及预期，欧美加息和衰退担忧挥之不去，等等。以沙特为代表的观点是，对今年剩余时间内原油市场表现感到压力，力求阻止油价跌至 70 美元以下。另一方面，美国债务危机暂时得到解决，通胀环比下滑令美联储暂停加息，全球宏观风险情绪得到阶段性修复。从季节性规律来看，下半年原油市场要比上半年偏紧，主流能源机构维持供需缺口的预判，基本面定价逻辑开始回归。不过美联储仍有两次加息预期，欧美经济并不能确保软着陆，仍将从金融属性和现实供需两个层面削弱油价大幅上涨的动力，市场保持多空因素交织的状态。

2 加息衰退预期犹存

毫不夸张地讲，当前原油市场宏观因素几乎主宰一切，而全球经济备受关注的是美联储货币政策的指引。

根据美联储点阵图外界普遍预计，今年大概率还要加息两次。CME 美联储观察工具显示，7 月美联储加息 25 个基点的概率为 76.9%，届时美国联邦基金利率将升至 5.25%-5.50%区间；尚显遥远的 9 月也存在加息 25 个基点的预期。整个西方发达经济体跟随美国为主，欧元区利率市场预计欧央行今年也将再加息两次，每次 25 个基点。欧央行已发出信号，将监控核心通胀作为首要目标，而对疲弱的经济指标和加剧的衰退风险充耳不闻。

众所周知，在本轮加息周期的节奏把控上，美联储主要参考通胀和非农两大数据。若通胀高企而非农理想，则倾向于选择暴力加息；若通胀回落且非农走弱，则会温和加息甚至暂停加息。对此国际金融市场不断有批评声音，指出美联储是在一个高频的世界做出低频的决策，意即后知后觉，动作迟钝，缺乏前瞻性。

金融投资者对宏观下行保持警惕，令市场避险情绪上升，导致原油等大宗商品的风险偏好极度低迷。

3 关注下行周期前兆

相比沙特等传统海湾产油国，美国页岩油行业对油价走势更为敏感。近期我们注意到一个信号，美国活跃钻井平台数量出现下降，业界有观点认为这是原油市场进入下行周期的征兆。

油田服务公司 BakerHughes 统计数据显示，2023 年迄今，美国活跃的原油和天然气钻井平台数量下降了 11%至 695 座，这通常被视为行业景气度的重要先行指标。今年以来，美国四大陆上钻探公司的股价平均下跌达 32%，与美股指数甚至能源板块表现相去甚远，投资者担心这可能预示着未来经济放缓带来原油需求下降。

不过，参考埃克森美孚和雪佛龙等石油巨头的运营状况，据信其足以在低至 60 美元附近的油价上盈利，因而不会很快修改资本支出计划，一段时期钻机数量尚可基本保持稳定。从这个角度再次佐证了我们的观点，即国际原油市场早已经过这一轮牛市顶点，但在较为平衡的供需关系支撑下，亦难以很快转入熊市模式。

4 库存骤降短期提振

数月以来宏观面逐渐压倒基本面，构成原油走势的关键利空因素。然而，近期 EIA 原油库存数据超预期骤降，再次提醒市场供需并未失衡，令国际油价再次获得支撑。

美国能源信息署（EIA）报告显示，截至 6 月 23 日当周，美国除却战略储备的商业原油库存骤降达 960.3 万桶至 4.54 亿桶，降幅远超市场预期，录得 2023 年初以来最低值。美国战略石油储备(SPR)库存减少 135.1 万桶至 3.486 亿桶，为 1983 年以来最低水平。同期美国汽油库存上升 60.3 万桶，精炼油库存增加 12.3 万桶，炼油厂设备产能利用率为 92.2%。

分项数据来看，这次猛烈去库的直接原因是美国原油出口大增，由于俄罗斯出口原油的折扣力度收缩，而 WTI-Brent 价差相对较弱，为美国原油出口提升了性价比。但无论如何，EIA 数据出炉后还是缓和了市场的悲观情绪。在大宗商品整体风险偏好低迷的背景下，国际油价承压趋弱，持续遭受下行风险冲击。大幅去库的利好提振油价反弹，至少稳住了区间震荡的局面。

高频数据的去库并非偶然因素，本质上是当前及未来两三个月原油市场平衡的体现。马上进入 7 月，沙特将开始执行额外的 100 万桶/日减产计划，俄罗斯难有更多原油可卖，供应端整体进一步收缩。另一方面，北半球已经步入夏季，美国传统出行高峰期将刺激汽油等燃料需求，带动原油库存季节性去化。供需存在阶段性改善预期，这意味着油价走势或将迎来一波回暖。

5 俄乌局势横生插曲

近日，俄罗斯内部形势及俄乌战争局面变数横生。俄罗斯是三大产油国之一、OPEC 最重要的盟友，由此引发市场对该国原油生产前景的质疑。虽然本次事态已经在一日之内戏剧性结束，但俄罗斯局势日益不稳定，市场不得不重新考虑地缘风险溢价。人们担心出现类似利比亚内战的情况，例如油田和运输管道遭遇不可抗力，可能会损害俄罗斯原油出口能力。

然而粗糙来讲，毕竟俄罗斯不是利比亚，至于何种程度的风险溢价，则取决于事件的后续处理及影响。事实上，俄罗斯原油供应情况恰恰相反，该国正在生产和出口更多的原油，且低于欧盟设定的 60 美元价格上限，用薄利多销的方式获得收入以支持经济和战争。

因此，在俄罗斯内部问题真正发酵之前，我们初步认为，现在地缘政治对原油市场的影响暂时不大。

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

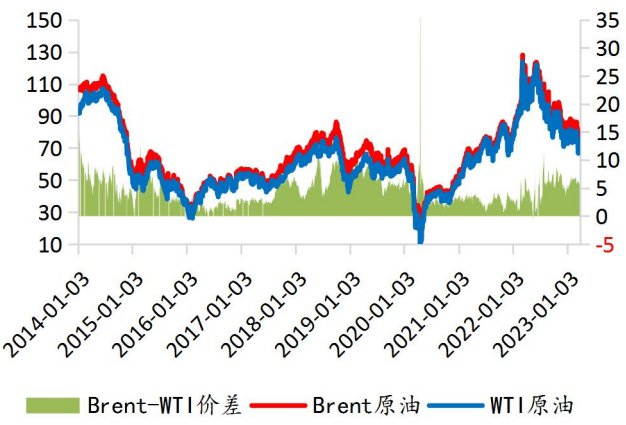
的主线逻辑。

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。

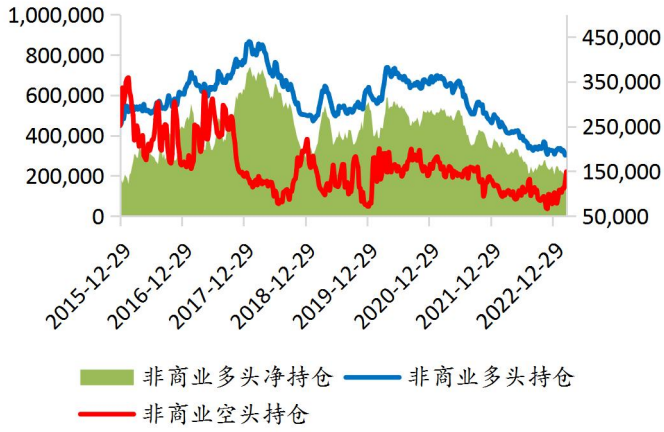
7 原油期现数据

图表 31：国际原油期货价格



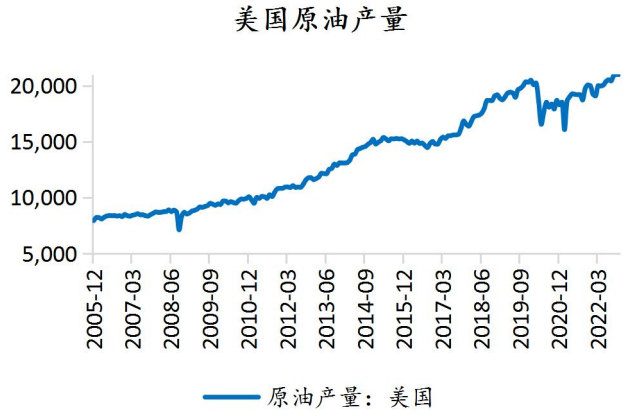
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 32：CFTC 原油期货持仓



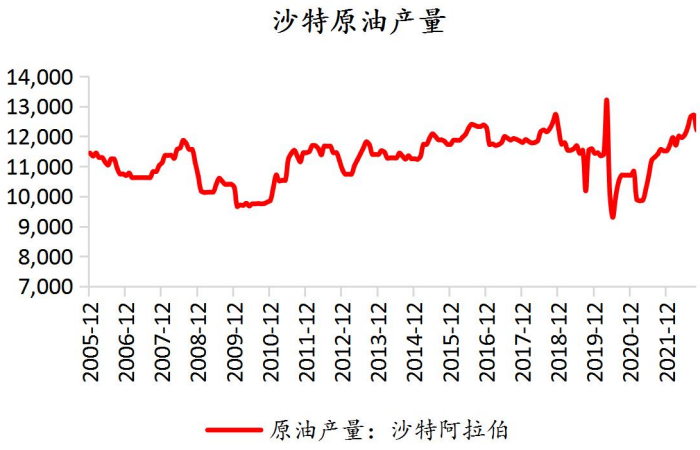
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 33：美国原油产量



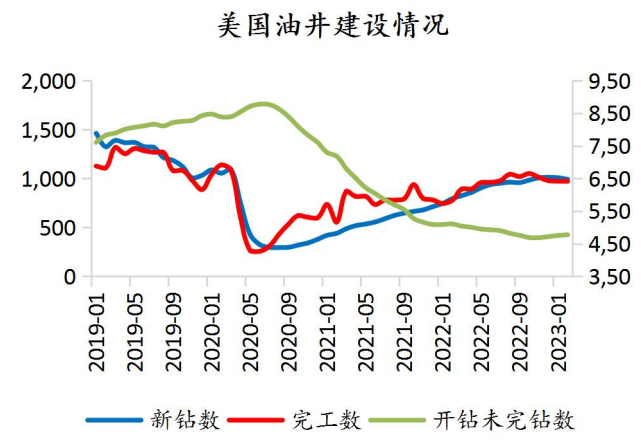
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 34：沙特原油产量



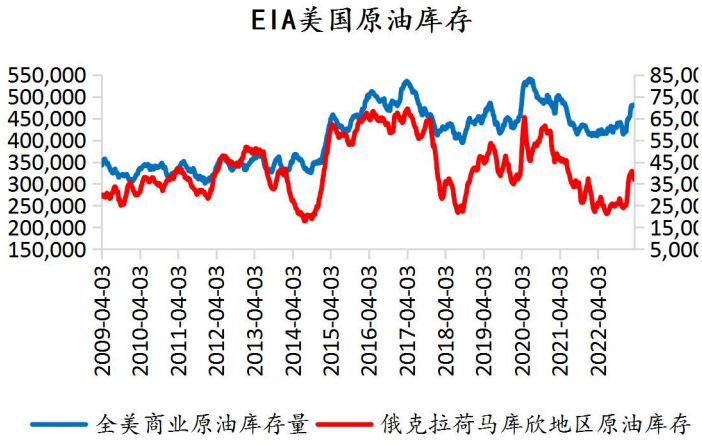
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 35：美国油井建设情况



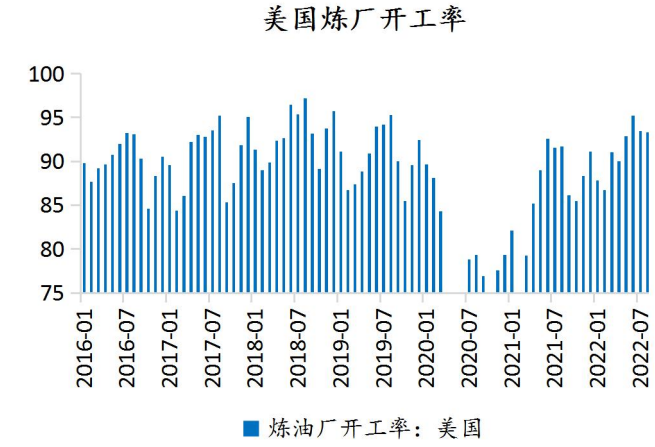
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 36：EIA 原油库存



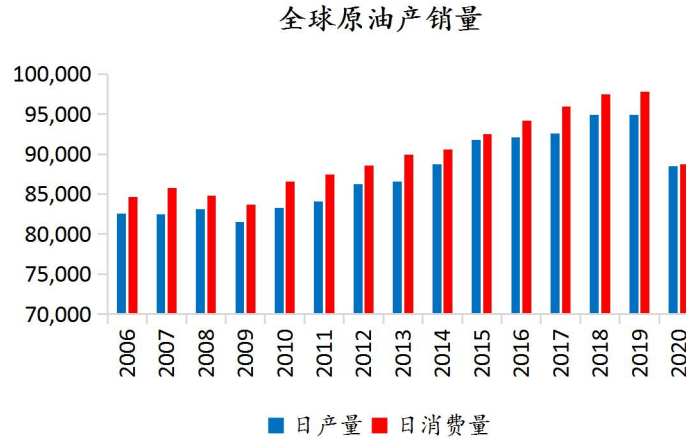
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 底部震荡涨跌有限

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 产区供应逐渐放量

天然橡胶市场核心矛盾仍集中在周期性叠加季节性的供应过剩问题，且长短期形势存在一定分化。

国内产区处于新季开割早期，适逢雨季干扰作业，胶水上量不足，原料成本端相对坚挺，加工厂利润空间有限，部分牌号产量偏少，对现货报盘具有支撑。不过，产业链下游企业成品库存高压拖累排产需求，叠加传统淡季开工率下滑，对原料橡胶采购订单表现欠佳。目前云南和海南地区已开始大面积割胶，大量原料产出预期对 6 月下旬以后的橡胶价格构成沉重压力。

展望后市数月，全球天然橡胶主产区进入季节性的增产期，现货供应端持续递增。国内外产区原料产出正常将明显放量，泰国原料产出已进入提量阶段，待降雨缓和原料产出或将阶段性增加，进口替代种植指标也将下达，预计天然橡胶现货供应保持充裕。7-8 月沪胶期货走势仍有再度下行的可能，盘面见底可能还是要等到今年的 8-9 月前后，风险因素是轮储尚未得到证实或证伪。

3 轮胎开工难以提升

橡胶直接下游需求水平实际尚可，但年中淡季开始到来，难以支撑基本面向好发展。

隆众统计数据显示，截至 6 月中旬，中国全钢胎样本企业开工率为 64.92%，半钢胎样本企业开工率为 78.35%，同比分别增加 3.22%和 11.31%。多数轮胎企业生产经营延续平稳，个别全钢胎生产线检修对整体样本形成一定拖拽。据中国橡胶信息贸易网消息，2023 年 5 月中国橡胶轮胎外胎产量为 8532.4 万条，同比增加 20.9%；1-5 月轮胎产量较上年同期增加 14%至 3.884 亿条。

轮胎企业产能利用率仍维持相对高位运行，全钢胎和半钢胎出现一定分化，内销市场出货平淡销量转弱，淡季库存有再次走高迹象。但意外的是，前期市场对欧美订单滑坡情况过度悲观，且面向东南亚、中东和俄罗斯市场的发展抵消了欧美潜在的缩量，实际上轮胎出口数据反而是

略强于预期的。

不过，天然橡胶需求沿产业链向下表现出明显的逐级递减特征。轮胎企业销售压力不减，成品库存长期积压，倒逼轮胎尤其全钢胎排产受到抑制。

4 终端车市缓慢复苏

今年橡胶产业链下游恢复程度不及预期，尤其是终端市场仅处于弱复苏阶段，尚未确信进入回暖阶段。

终端汽车市场方面，根据中汽协及乘联会等机构统计，今年以来中国汽车市场销量整体较去年累计同期有所好转，但消费缺乏明显的增长亮点。5 月中国乘用车市场销量在 175 万辆左右，延续环比小幅上升趋势，汽车行业经营状况整体温和回暖。5 月全国重卡市场大约销售 7 万辆左右，环比下滑 16%，同比增长 42%。

后期关注国内稳增长政策的实施对国内消费需求的刺激效果，尤其是橡胶轮胎产业链成品库存的去化情况，若无重大利好前提下胶价上涨空间有限。

5 年中前后传统低谷

依据历史经验，年中前后如无重大变故，天然橡胶市场表现缺乏亮点。

供应方面，目前国内外主产区仍未大规模上量，但随着雨季物候条件恢复有利，预计后期原料产量将逐步回升。

需求方面，内需低迷使得产业链下游走货不畅，产成品库存堆积令轮胎企业等用户对原料橡胶的采购需求欠佳。

库存方面，最近青岛地区橡胶库存短期拐点出现，但国内社会库存绝对数量已处于高位，对现货端仍有较大压制。

消息方面，业界对于国储轮储传闻仍无定论，如无进一步消息推进，则交易逻辑上基本证伪。

基差方面，目前沪胶期现价差处于历史同期较高位置，而绝对价格处于历史低位，相对限制了下行空间。

综上研判，天然橡胶基本面将延续弱势，缺乏趋势性上涨的核心驱动，未来两三个月走势依旧承压，短期行情则跟随宏观情绪和大宗商品波动为主。

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 39：天然橡胶现货价格



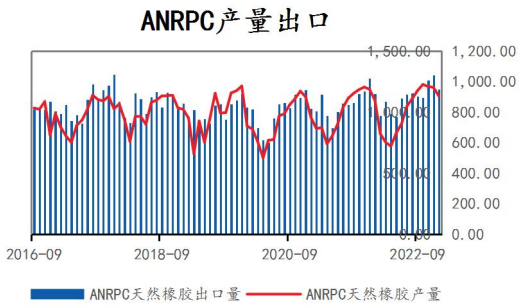
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 40：合成橡胶价格



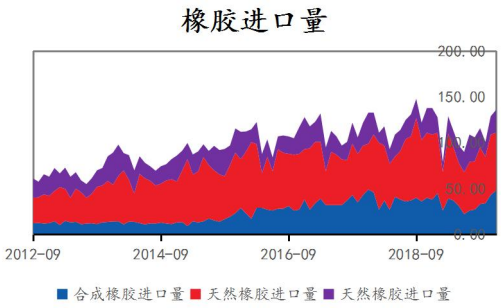
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 41：ANRPC 产量出口



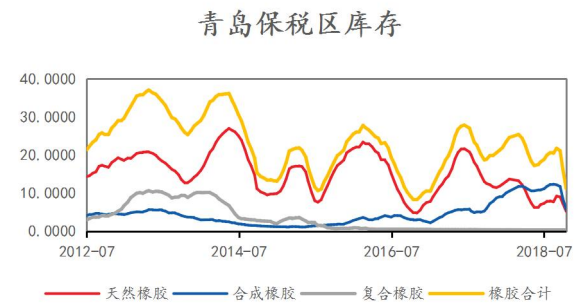
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 42：橡胶进口量



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 43：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 44：上期所注册仓单



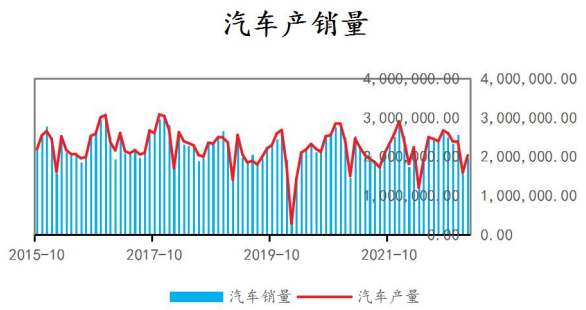
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 45：轮胎开工率



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 46：汽车产销量



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所