中金财富期货策略周报（2023 年第 21 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：海外铜矿供应扰动减弱，铜矿产量回升。全球铜矿产能处于扩张周期，受益于存量修复和新增产能集中投放，全年矿端边际增量约 84 万吨，达到增量峰值，此后两三年增长放缓。进入 6 月中国国内铜冶炼厂检修增多，国内精铜产量稳步提升。夏季异常高温支撑了空调产量快速上涨和铜管需求上升，低库存有效支撑铜价。海外需求增速放缓，国内需求弱复苏，传统领域耗铜增量有限，新兴领域成为消费主要增长点。供应趋于宽松，进口将逐步增加，升水难有进一步下降；叠加淡季消费明显减弱，现货紧张矛盾整体是逐步缓解的，总体向上驱动不足，铜价维持震荡。

锌：由于海外能源价格的下滑，炼厂复产与扩产意愿增强，供应端继续存宽松预期。锌矿宽松，TC 加工费持稳。进口 TC 维持在 190 美元左右，国内南方 TC 维持在 4800 元，北方 TC 维持在 5000 元。1 至 5 月精炼锌累计产量达到 267.4 万吨，同比增加 7.7%。此外，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产。下游刚需补库为主，原料库存下降。国家利好政策推进，下游经销商采买镀锌管小幅提升；镀锌结构件方面，以国家电网、南方电网、光伏订单为主，零单散单情况依旧低迷。内强外弱，沪锌供给压力依旧。

钢材：上周黑色版块先扬后抑，走势主要受预期影响。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。目前显示需求在不停走弱，但强刺激政策未有出台迹象，预期有所转弱。尽管如此，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，市场仍将维持的运行的态势。

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：美国农业部面积报告直接将美豆由种植初期的增产预期转变为减产预期，美豆市场的运行基调也有此前的看跌转为看涨。由于中国市场对大豆原料供应过度依赖进口，美豆大幅上涨直接推升国内植物油和豆粕菜粕等相关商品的进口或生产成本，成本驱动是国内豆类市场全线跟涨的内在原因。虽然 7、8 月是国内进口大豆到港的高峰期，国内供应整体并不会出现明显短缺，但在美豆减产炒作下，国内资金看涨情绪高涨，讲继续保持对利多因素的敏感性。随着美豆生长关键期的到来，市场将继续围绕美豆产量前景及天气变化展开更为激烈的博弈。美豆市场进入季节性易涨难跌状态，国内油脂和蛋白粕市场仍具备跟涨空间，但也需防范美豆产区天气条件改善引发的回吐风险。国产大豆市场在跟随美豆对此前超跌行情进行修正后，由于缺少现货层面配合，上行动力明显减弱并回吐部分涨幅，后期能否重启升势需要进一步观察。

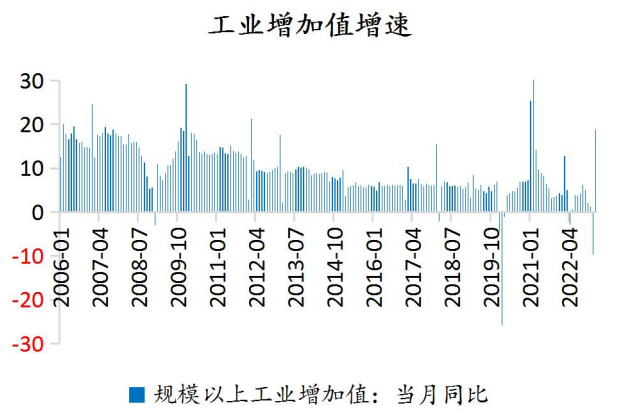
目录

周度策略：经济数据平淡市场再度开始交易预期 ..... - 5 -
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 ..... - 7 -
3 央行加量逆回购呵护市场流动性 ..... - 7 -
4 宏观策略 ..... - 8 -
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。 ..... - 8 -
5 股指期货市场分析 ..... - 8 -
铜 ..... - 11 -
1 影响因素 ..... - 11 -
3 铜期货现货数据 ..... - 12 -
锌 ..... - 14 -
1 锌：影响因素 ..... - 14 -
2 总结 ..... - 14 -
3 锌期货现货数据 ..... - 15 -
钢材 ..... - 16 -
1 6 月 PMI 小幅企稳 ..... - 16 -
2 土地成交面积继续走弱 ..... - 16 -
4 小结 ..... - 16 -
5 钢材期货现货数据 ..... - 17 -
原油 ..... - 19 -
1 市场表现难超预期 ..... - 19 -
2 加息衰退压力长存 ..... - 19 -
3 沙俄两国强化减产 ..... - 19 -
4 美页岩油遭遇瓶颈 ..... - 20 -
5 印度用人民币结算 ..... - 20 -
6 多空制衡交易走廊 ..... - 21 -
7 原油期现数据 ..... - 21 -
天然橡胶 ..... - 23 -
1 纸面预测大致均衡 ..... - 23 -
2 产能达峰出清漫长 ..... - 23 -
3 雨季关注产区天气 ..... - 23 -
4 进口放缓出口尚可 ..... - 24 -
5 去库拐点有待确认 ..... - 24 -
6 超跌修复逢高空配 ..... - 24 -
7 橡胶期现数据 ..... - 25 -

油脂油料：美豆减产忧虑升温，国内外豆类市场强势运行 ..... - 27 -
1 外部豆类市场分析 ..... - 27 -
美豆面积大幅下调，引发产量担忧 ..... - 27 -
美豆优良率持续下降，单产预期下调 ..... - 27 -
黑海粮食外运协议即将到期，续签存在不确定性 ..... - 27 -
为减少俄乌冲突对世界粮食市场的影响，2022 年 7 月，俄乌两国与土耳其、联合国达成黑海粮食外运协议。该协议经过多次延期，即将于 7 月 18 日再度到期。俄罗斯方面此前已经多次表示，由于俄食品和化肥出口正常化的协议至今未被履行，俄罗斯准备退出这一协议。市场担心，一旦该协议终止执行，全球植物油供应链将受到负面影响，这也是近期全球植物油市场整体走强的原因之一。近日，欧盟为换取俄罗斯同意延长黑海粮食协议，考虑对俄银行制裁作出让步。欧盟正在考虑允许俄农业银行成立一个子公司，该子公司将与国际资金清算系统（SWIFT）相连，用于支付与粮食出口有关交易的结算。联合国和俄罗斯或于未来几天在日内瓦就粮食运输协议问题展开会谈，会谈结果将受到市场广泛关注。 ..... - 27 -
马来西亚棕榈油 6 月库存预计升高，近期走势较被动 ..... - 27 -
马来西亚棕榈油协会（MPOA）发布的数据显示，该国 6 月棕榈油产量预计减少 7.39%。7 月 10 日马来西亚棕榈油局（MPOB）将发布月度供需报告。报告前一项调查显示，受出口下降影响，6 月底马来西亚棕榈油库存预计达到 186 万吨的四个月高点，较上个月增加 10.5%。另据南部半岛棕榈油压榨商协会（SPPOMA）数据显示，2023 年 7 月 1-5 日马来西亚棕榈油单产增加 45.83%，出油率减少 0.27%，产量增加 43.75%。由于库存水平上升且处于季节性增产周期，马来西亚棕榈油市场缺少主动性上涨动力。 ..... - 27 -
2 国内豆类市场分析 ..... - 28 -
成本驱动提升豆粕价格，但国内豆粕库存连续七周攀升 ..... - 28 -
内外盘油脂保持联动，国内油脂市场保持反弹节奏 ..... - 28 -
3 油脂油料市场展望 ..... - 28 -
4 油脂油料市场主要数据 ..... - 28 -

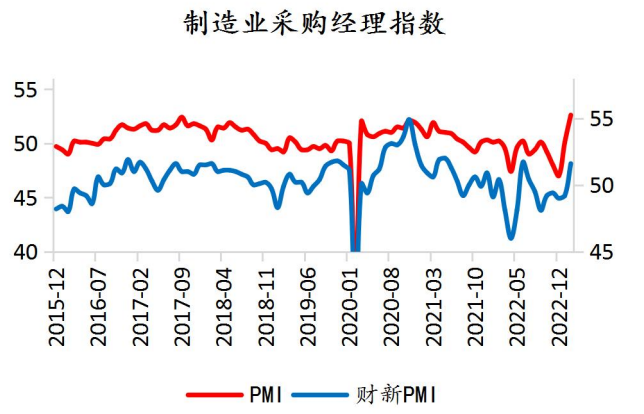
重要经济指标概况

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



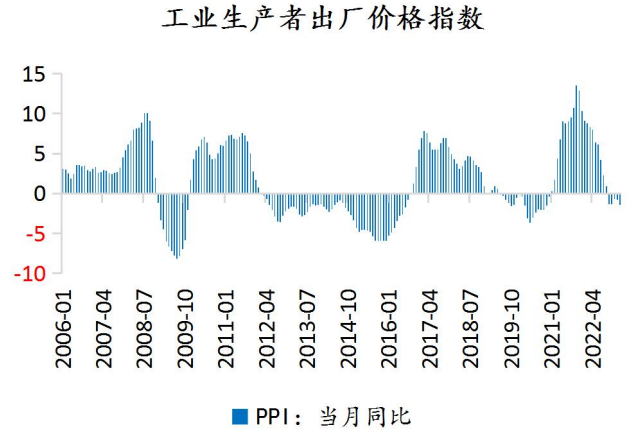
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 3：中国居民消费价格指数



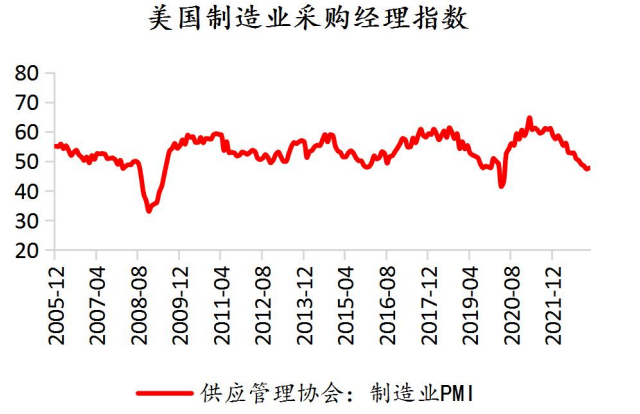
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 4：中国工业生产者出厂价格指数



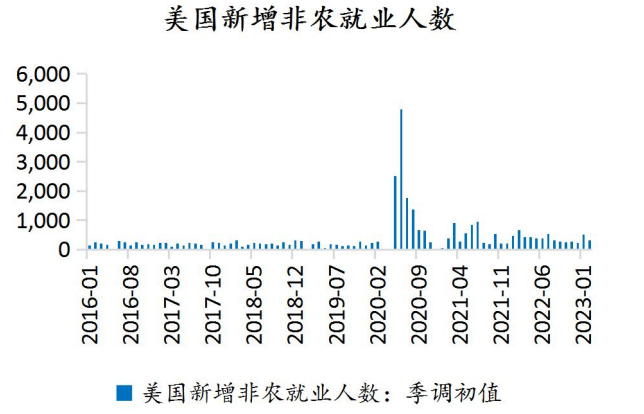
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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。

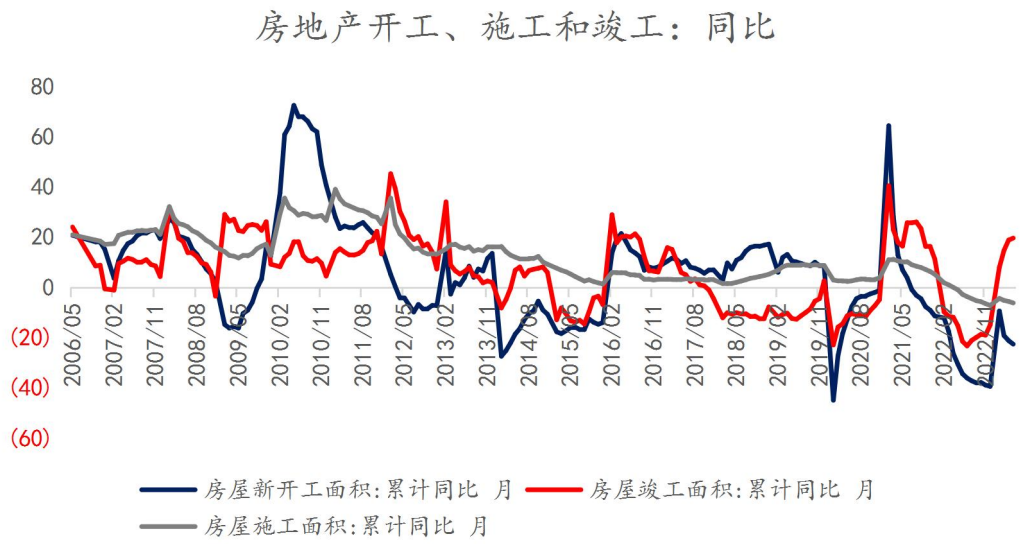
我们这里取一个核心数据，即大家关注度很高的地产数据来看，地产状况仍较为困难。

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 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 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。

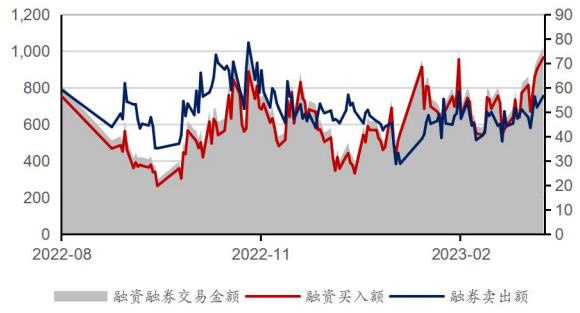
继续关注买入机会

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。

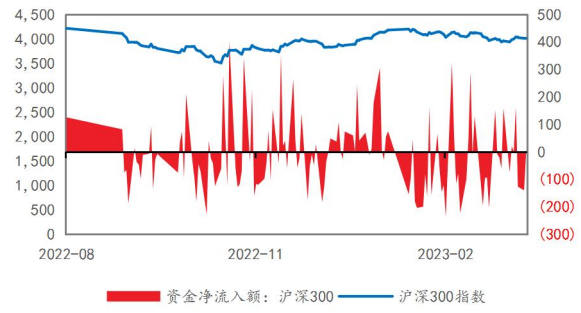
阶段反弹还是持续向上，政策力度、复苏强度、基本面修复是行情走势的关键。由于大部分板块都受益政策回升，流动性向好，人民币贬值等压力缓解，建议继续关注指数调整后机会。

图表 9：融资融券数据图



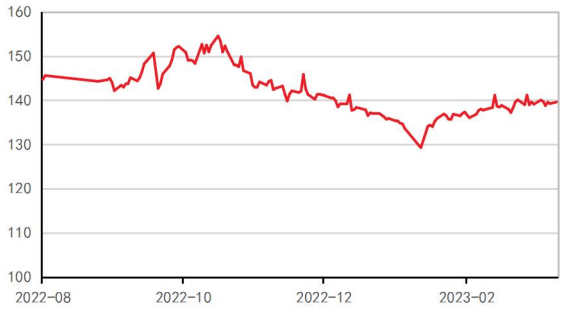
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 10：合约持仓和市场表现



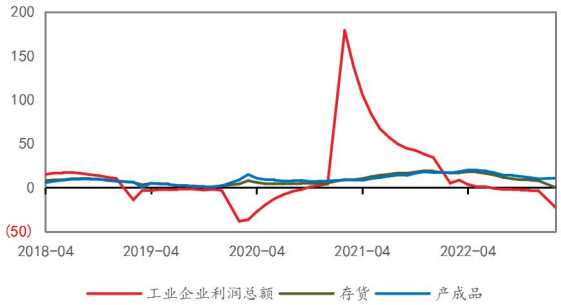
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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

全球主要大型矿商 2023 年总产量将达 1357.7 万吨，同比 2022 年产量将增产 90.3 万吨。铜精矿加工费持续回升，铜精矿现货 TC 报价在 90.55 美元/吨，较 3 月份低点回升 14.97 美元/吨，绝对值水平仍处近年高位，高加工费凸显矿端宽松格局。其主要原因是海外铜精矿干扰因素基本被排除，铜精矿海外运输恢复正常，海外矿业投资前景相对乐观，铜精矿供应相对充足。下半年国内铜精矿需求将保持平稳，而随着新建项目产能的陆续投放，整体预计下半年加工费仍将维持高位。

5 月中国铜矿砂及其精矿进口量 255.7 万吨，同比增长 0.2%。此前海外发运端和生产端的负面干扰率降低，生产和发运问题的解决直接改善海外铜精矿发往中国的发运量，进而使得 5 月的铜精矿进口量大增并创下月度进口量记录。

国内电解铜供应逐步释放

根据 SMM 统计数据，今年 6 月我国电解铜产量小幅下滑至 91.79 万吨，环比下降 4.3%，同比增加 7.1%，1-6 月我国电解铜累计产量达 555.92 万吨，同比增长 11.06%。上半年国内精铜产量连月维持高位，年初以来我国新增精炼产能投放主要来自于大冶阳 新弘盛(设计产能 40 万吨)和江西国兴(新建后总产能 18 万吨)。6 月检修量增多，产量环比预计仍有下调，但同比继续保持增长。随着废铜供应回升以及检修逐步减少，下半年电解铜产量将逐步回升至高位。

海关总署公布的数据显示，2023 年 5 月进口精炼铜 29.51 万吨，同比下滑 4.02%，1-5 月累计进口 135.89 万吨，同比下滑 9.65%。中国经济复苏依然不平衡，金属需求疲软，加上国内产量高企，抑制了进口需求。

受益于消费复苏，发力于新兴领域

精铜杆产能开工率较上周下降，传统消费淡季来临使国内基建与房地产行业需求增量有限，或使 6 月铜材企业产能开工率环比下降，具体而言：铜箔产能开工率或环比升高；铜电线电缆、铜漆包线、铜板带、铜管、黄铜棒产能开工率或环比下降。以上说明国内电解铜价格走高抑制下游采购意愿而现货成交清淡，多以长单提货或按需采购为主，采购大幅降低，采购量也十分有限。

传统下游消费中，房地产表现依旧疲软，政策刺激地产竣工销售边际改善效果逐渐显现，增速跌幅趋于收窄，但新开工面积增速依旧下滑，目前房地产表现好坏参半。基建仍保持平稳增长部分对冲地产复苏较缓的压力；进入 6 月以后，部分经销商为了完成上半年销售目标而开展促销冲量活动以及少量国六排放车型的清库存策略，会促进客户购车需求提升，但整体来看 6 月是传统汽车消费淡季，预计需求提升幅度不会太大。总体来看，电网投资增速平稳，新能源汽车和光伏保持高增长，白色家电排产边际走弱，风电增速低迷，新兴领域消费增量难以抵消传统领域的消费滑坡，整体需求仍有压力，6 月终端需求在传统端或逐渐步入淡季。

2 结论

海外铜矿供应扰动减弱，铜矿产量回升。全球铜矿产能处于扩张周期，受益于存量修复和新增产能集中投放，全年矿端边际增量约 84 万吨，达到增量峰值，此后两三年增长放缓。进入 6 月中国国内铜冶炼厂检修增多，国内精铜产量稳步提升。夏季异常高温支撑了空调产量快速上涨和铜管需求上升，低库存有效支撑铜价。海外需求增速放缓，国内需求弱复苏，传统领域耗铜增量有限，新兴领域成为消费主要增长点。供应趋于宽松，进口将逐步增加，升水难有进一步下降；叠加淡季消费明显减弱，现货紧张矛盾整体是逐步缓解的，总体向上驱动不足，铜价维持震荡。

3 铜期货现货数据

图表 13：长江有色铜价



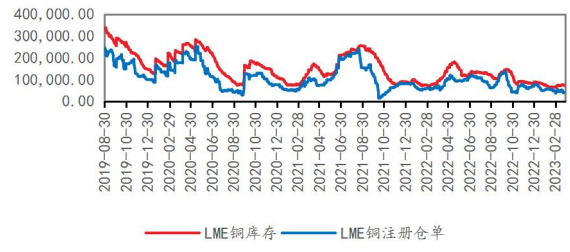
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 14：上海保税区铜库存



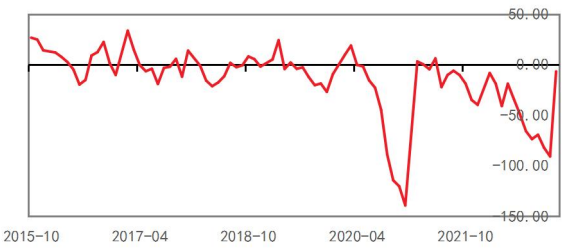
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 15：LME 铜库存



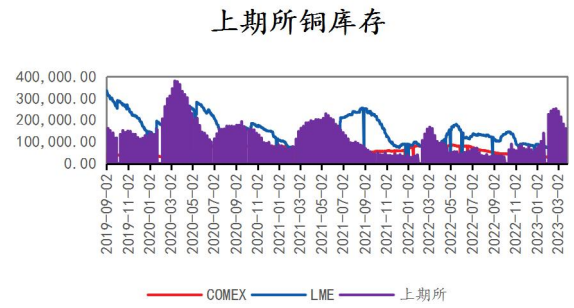
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 16：WBMS 供需平衡



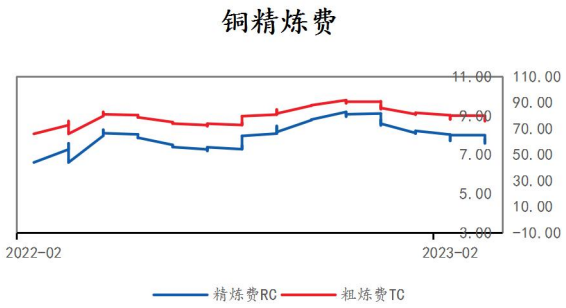
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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

在 2023 年，海外主要矿山增量预计在 25 万吨左右，国内预计新增产能 8.2 万吨。根据 ILZSG 数据，2 月全球锌精矿产量同比小增 1.2%。秘鲁官方数据显示，该国 3 月份锌精矿产量录得 9.2 万吨，降幅扩大至 23.8%。全球锌矿产量环比增加，而欧洲 能源价格回落使欧洲冶炼厂利润修复，部分炼厂已有利润，部分产能宣布复产，海外锌精矿供应由偏紧转为宽松格局。

5 月进口锌精矿为 34.42 万（实物吨），环比增加 7.49%，同比增加 41.14%， 累计 2023 年锌精矿进口量为 188.76 万吨（实物吨），累计同比增加 23.86%。

冶炼端供应趋于宽松

上半年高 TC 叠加锌锭冶炼二八分成制，高利润使国内锌锭产量维持高位。月国内精炼锌产量环比减少 2.87 万吨至 53.59 万吨，同比增加 9.7%；1 至 6 月累计产量达到 321 万吨，累计同比增加 8.03%；进入 6 月，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，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。

5 月我国进口矿约为 34.42 万实物吨，环比增加 2.40 万吨/7.49%，同比增加 10.03 万吨/41.14%；今年 1-5 月我国累计进口锌精矿 188.76 万实物吨，同比增加 36.36 万吨/23.86%。自 4 月份开始，进口矿生产利润持续领先于国产矿，目前利润优势约为 747 元/吨，后续进口矿数量或继续维持高位。

下游初端节后恢复超预期

宏观压制，叠加黑色走弱，镀锌板块 5 月产量震荡下滑。41 家镀锌板样本企业本月开工环比下滑，预计回落至 64%左右。随着金三银四旺季结束，镀锌板块即将迎来需求淡季。6 月海外宏观压力尚存，国内经济复苏较为温和，地产行业修复缓慢，需求步入传统淡季，镀锌开工或将震荡偏弱，对锌的需求难有回暖。

电网订单近期减少拖累华东铜杆企业谨慎排产，华南此前积压线缆订单节后有所释放，价格低位点价氛围浓厚，整体交投情况转暖。新能源汽车和光伏维持较高水平增速，白色家电正处于生产节奏最高峰但中期消费预期转弱，整体 5 月终端需求在旺季增量有限。

2 总结

由于海外能源价格的下滑，炼厂复产与扩产意愿增强，供应端继续存宽松预期。锌矿宽松，TC 加工费持稳。进口 TC 维持在 190 美元左右，国内南方 TC 维持在 4800 元，北方 TC 维持在 5000

元。1 至 5 月精炼锌累计产量达到 267.4 万吨，同比增加 7.7%。此外，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产。下游刚需补库为主，原料库存下降。国家利好政策推进，下游经销商采买镀锌管小幅提升；镀锌结构件方面，以国家电网、南方电网、光伏订单为主，零单散单情况依旧低迷。内强外弱，沪锌供给压力依旧。

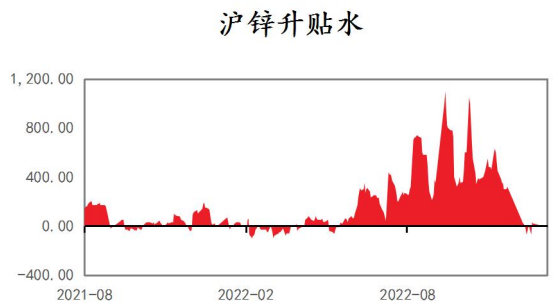
3 锌期货现货数据

图表 19：锌产量



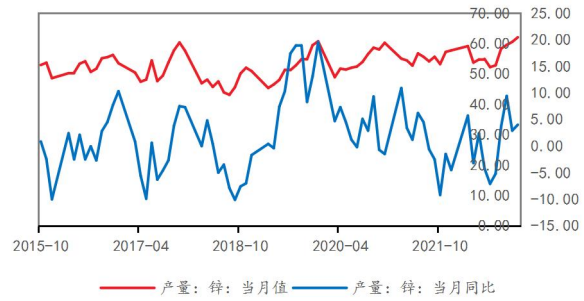
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 20：锌升贴水



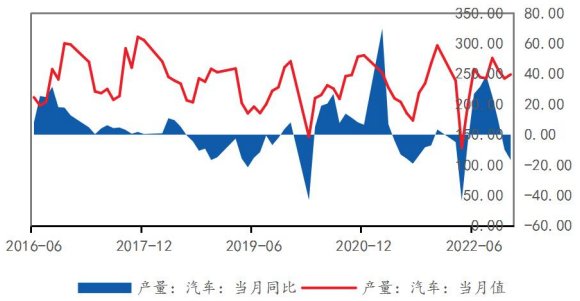
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 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 277.20 万吨，较上周增加 0.69 万吨，增幅为 0.25%；螺纹厂库 196.76 万吨，较上周减少 6.74 万吨，降幅为 3.31%；螺纹社库 554.96 万吨，较上周增加 14.61 万吨，增幅为 2.70%；螺纹表需 269.33 万吨，较上周增加 13.56 万吨，增幅 5.30%。从现实层面上来看，螺纹供给连续三周回升，但本周需求扭降为升。其主要原因是贸易商预期较好，拿货较前一周积极，而终端受高温多雨影响，拿货动力不足。

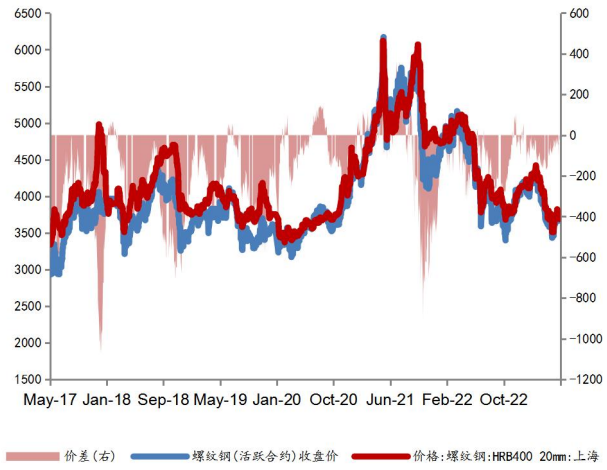
4 小结

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。目前需求在不断走弱，但刺激政策迟迟未出台，预期有所减弱，但在 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，市场仍将维持震荡的运行态势。

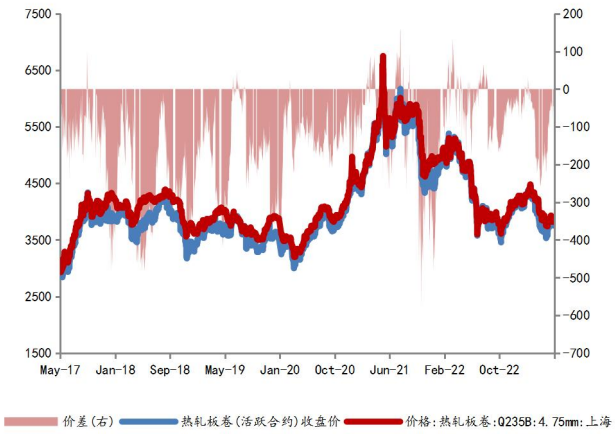
5 钢材期货现货数据

图表 1：螺纹期现价差



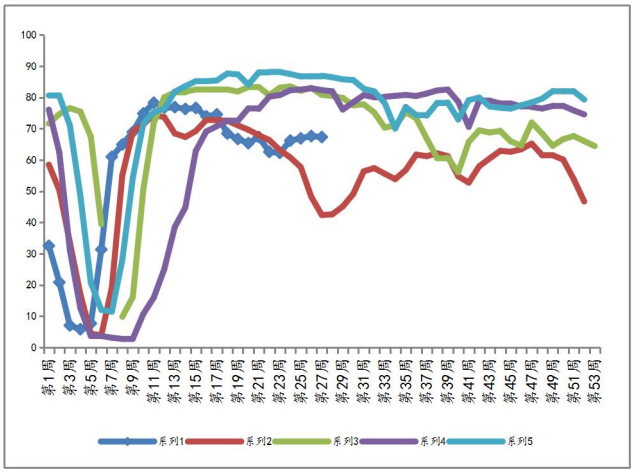
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 2：热卷期现价差



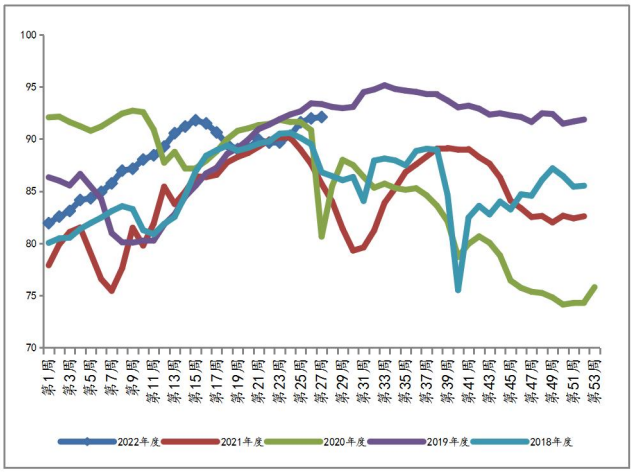
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 3：85 家独立电弧炉钢厂：开工率：中国（周）



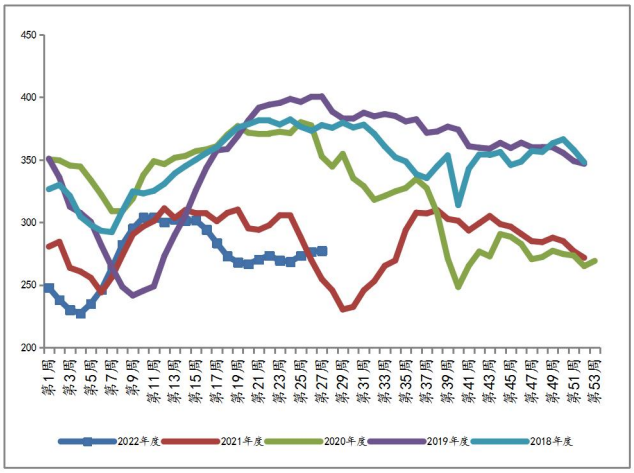
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 4：247 家钢铁企业：高炉产能利用率：中国（周）



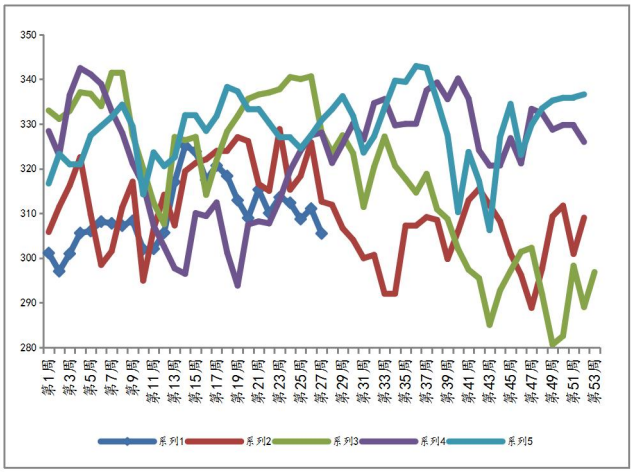
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 5：螺纹钢：建筑钢材钢铁企业：实际产量（周）



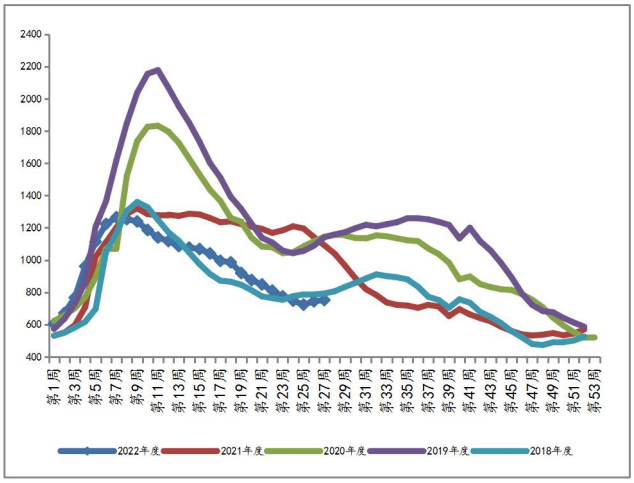
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 6：热轧板卷：钢铁企业：实际产量：（周）



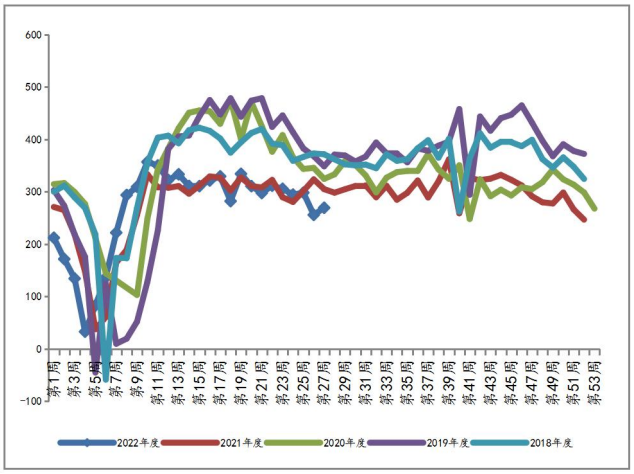
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 7：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 8：螺纹钢：消费量（周）



资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

原油

1 市场表现难超预期

2023 年已经过半，然而国际原油市场上多空分歧仍在加剧。

近期供需季节性改善支撑原油走势企稳反弹，但投资者仍对经济前景和能源需求忧心忡忡，拖累油价重心长期下移。尽管俄罗斯正在尽可能多地开采和出售原油，但 OPEC+减产协议持续稳定市场，尤其是 7 月沙特自愿追加了配额，美国活跃石油钻井数量亦难持续回升，理论上难以出现严重的供应过剩。另一方面，美国逾 200 万桶/日的炼油产能季节性回归，叠加中国原油进口强劲的先行指标，都预示着 7 月国际原油现货市场将会趋紧。

随着美国 GDP 数据保持良好，如果制造业和服务业继续好转，市场对经济衰退的看法有所缓和，有利于经济软着陆的概率增加。然而，这些数据不太可能驱散宏观层面的悲观情绪，而是容易被倾向于解读为，美联储将有更大程度上踩刹车的空间。在加息阴影的笼罩下，全年原油市场整体难有超预期表现。

2 加息衰退压力长存

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 沙俄两国强化减产

在 7 月 OPEC+会议召开之际，该组织两大领导者沙特和俄罗斯接连宣布将在 8 月进行额外减产，巩固了原油供应端收缩的预期。

俄罗斯主管能源的副总理诺瓦克表示，俄罗斯将在 8 月减少 50 万桶/日的原油出口。今年 3 月俄罗斯宣布减产 50 万桶/日，后又延长至年底。但该国实际原油出口量不降反升，引发了外界对 OPEC+减产效果的质疑，沙特对此也颇有微词。需要注意的是，本次俄罗斯明确表示减少的

是原油出口量而不是产量。

沙特在同一天宣布，7 月该国开始实施的额外减产 100 万桶/日计划，将延长 1 个月至 8 月底，并可能还会延长。目前，沙特原油平均产量已下降至 900 万桶/日左右，远低于美国和俄罗斯。主要产油国强化减产政策，进一步提升了三季度原油市场去库的概率，基本面估值或具备一定向上修复的空间。

4 美页岩油遭遇瓶颈

进入 7 月，原油市场供应端受沙特额外减产的支撑，另一方面美国页岩油复苏正遭遇瓶颈。

相比传统中东产油国，美国页岩油勘探开采周期相对迅速，但油井衰减枯竭速度也同样很快，需要不断钻探补充才能保持足够的产量。但在过去三年，美国众多页岩油生产商大幅减少钻探活动，现在已经很难弥补之前大量消耗的库存油井。即使加大资本性投资支出，也无法快速增加页岩油产量，一些规模较小的页岩油生产商经营成本高企，不得不放慢开采速度。

众所周知，页岩油行业发展最大的掣肘就是高昂的开采成本。2021 年美国原油平均开采成本一度降至 35 美元/桶左右，但随着通胀和人力成本上升，美国原油开采成本又回升至 40 美元/桶以上，而海湾地区平均成本低于 10 美元/桶。今年美国原油产量增长缓慢，基本维持在 1200-1230 万桶/日左右，难以进一步回到巅峰水平，预计年内原油市场因供应放量导致过剩的风险不高。

5 印度用人民币结算

据当地媒体报道，印度已经开始有炼油厂使用人民币对从俄罗斯进口原油贸易进行结算。

自俄乌战争爆发后，西方对俄罗斯原油出口的制裁，深刻地改变了全球原油原本的贸易流。印度是排在中美之后的第三大原油消费国和仅次于中国的第二大原油进口国。在打折廉价货源的诱惑下，印度迅速成为俄罗斯海运原油的最大买家。2023 年 6 月印度进口俄罗斯原油数量创历史新高，超过了从沙特和伊拉克进口量的总和。然而复杂的国际局势变化，令印度头疼如何解决购买俄罗斯原油的支付问题。

鉴于俄罗斯早已被美国踢出 SWIFT，且该国不愿意接受印度卢比，那么印度炼油厂使用人民币等第三方货币付款就成为了可选项。据悉，印度石油公司是印度最大的俄罗斯原油客户，该公司在今年 6 月首次尝试以人民币支付部分进口俄罗斯原油的款项。另外，印度进口的俄罗斯原油约有 40%流向私营炼油厂，有消息称至少两家大厂也在使用人民币结算。目前尚无法确定印度炼油厂用人民币结算具体多大数量的俄罗斯原油。

此前，印度曾对人民币结算表现出极大的抵触情绪，但终究还是迫于现实需要做出了让步。俄罗斯原油出口重心已经从欧洲全面转向亚洲，倘若因结算纠纷引发滞销问题，将导致出现大量供应过剩的风险。印度同意人民币结算，更好地重新匹配了供需，有利于原油市场的平衡。但囿于其炼化规模的增长潜能，现阶段印度炼油工业仍将主要服务于该国本土的需求，不太可能去竞争国际成品油市场，这决定了印度在原油市场有限的影响力。

印度使用人民币购买原油的行为本身，对原油市场更多是一种巩固，但难以形成向上驱动。不

过在国际局势的百年未有之大变局中，接下来可能会看到更多国家在贸易中使用人民币在内的非美元货币，这种趋势将会重塑全球原油市场的交易模式，对全球货币体系、金融秩序和石油美元产生深远的影响。

6 多空制衡交易走廊

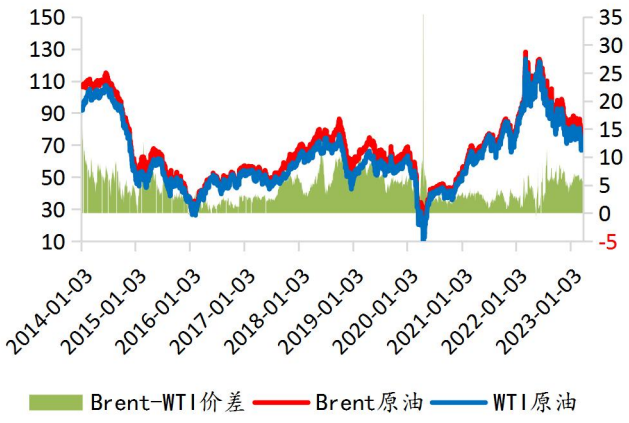
原油市场将长期受供应紧张和经济衰退双重逻辑主导，即供应决定油价地板，宏观和需求决定天花板，这一观点已经数次得到验证。OPEC 减产试图以强烈的信号令原油市场从经济衰退的主导下挣脱出来，但欧美陷入温和衰退陷阱似乎越来越深，说到底市场仍是在围绕供应更少还是需求更差来博弈。现阶段原油市场多空因素相互制衡，难以形成一边倒的局面，缺乏单一强势的主线逻辑。

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。

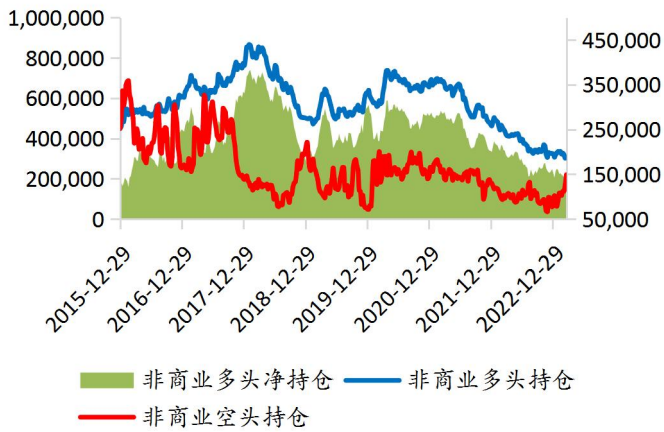
7 原油期现数据

图表 31：国际原油期货价格



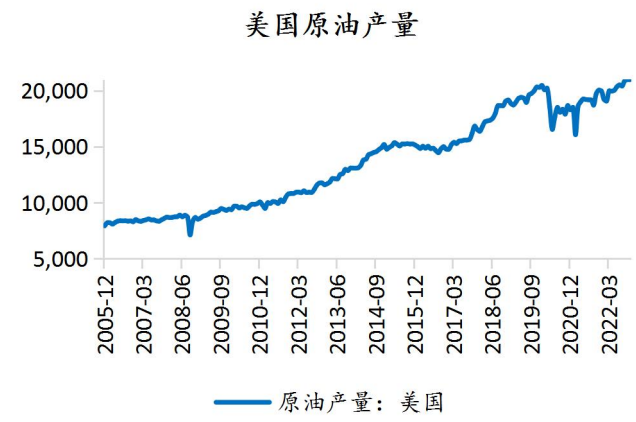
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 32：CFTC 原油期货持仓



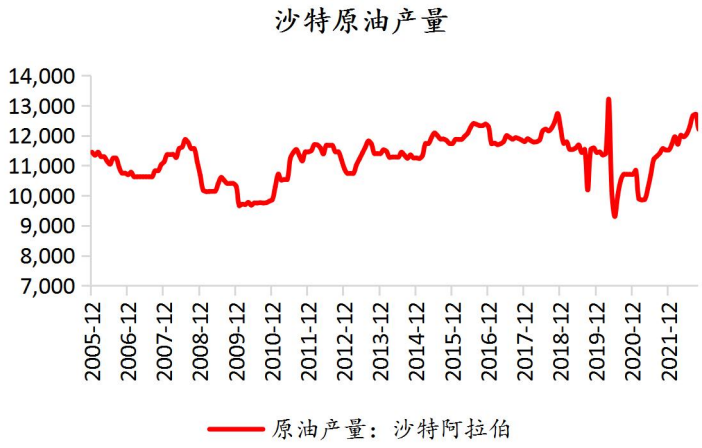
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 33：美国原油产量



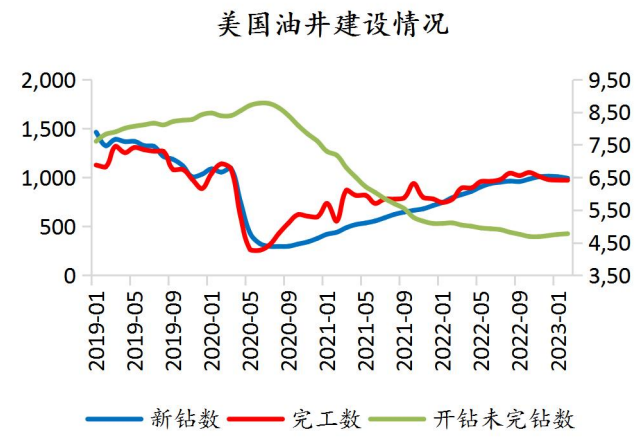
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 34：沙特原油产量



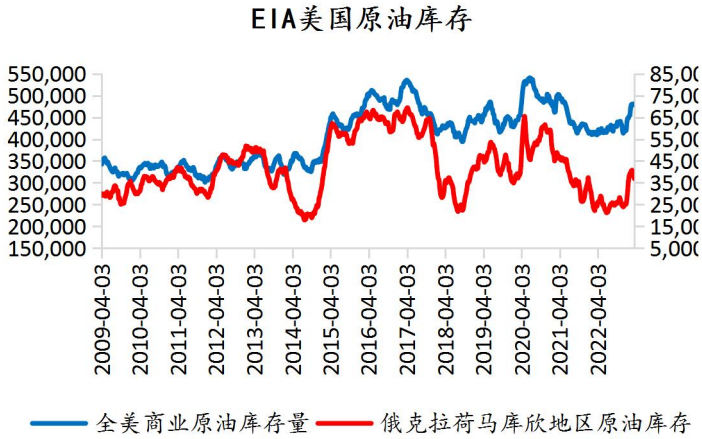
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 35：美国油井建设情况



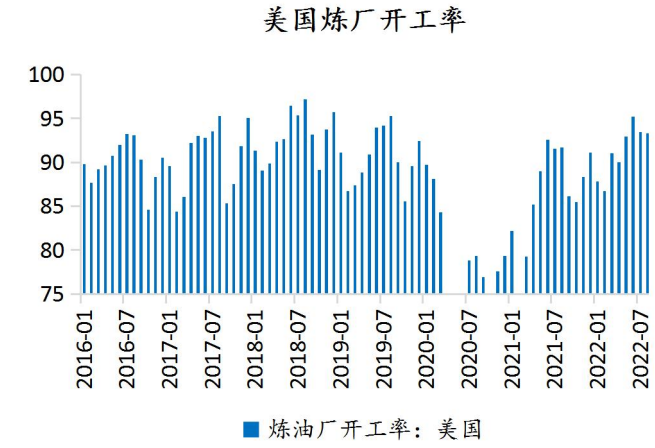
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 36：EIA 原油库存



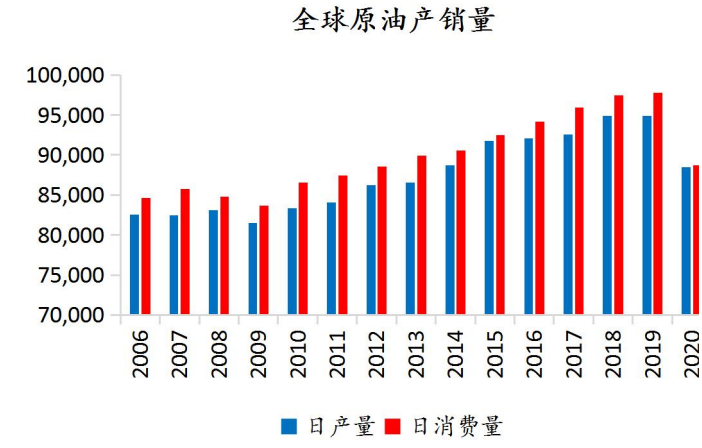
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 纸面预测大致均衡

回顾早已过去的 2023 年一季度，橡胶市场无疑是极度过剩的：全球第一大产胶国泰国天然橡胶产量高达 152 万吨，较上年同期大幅增加 19.1%；最大的需求方中国天然橡胶表观消费量为 37 万吨，同比增加 13.8%，但去年同期基数较低。

ANRPC 最新数据显示：5 月全球天然橡胶产量料同比增长 0.3%至 100.6 万吨，天然橡胶消费量料同比增加 3.5%至 127.2 万吨。ANRPC 对 2023 全年预测：全球天然橡胶产量增长 2.5%至 1488.8 万吨，其中，泰国+2.5%、印尼+1.8%、马来西亚+11.4%、越南+0.1%；全球天然橡胶消费量增加 0.3%至 1511.8 万吨，其中，中国+4.3%、印度+1.9%、马来西亚+5.8%、泰国-26%。

纸面数据来看，全球天然橡胶供需情况整体上大致平衡，然而进入年中淡季的实际情况是，橡胶市场正重新面对供需惨淡的现实逻辑。

2 产能达峰出清漫长

根据天然橡胶生产国协会 ANRPC 统计，我们认为全球天然橡胶本轮产能扩张周期仍未结束，这是长期制约胶价的最大利空因素。

从理论开割面积来看，上轮橡胶价格高点出现在 2011 年，引发 2010-2012 年间东南亚大面积种植高潮。根据橡胶树 7 年左右可以割胶的规律，计算第 n 年开割面积=(n-1)年开割面积+(n-7)年新增种植面积-(n-1)年翻种面积。结合新种面积的增减趋势，理论上 2019 年全球天然橡胶产区开割面积增速触顶，从 2020 年开始新增开割面积将会放缓。

事实上，2020 年国内外天然橡胶产量出现明显的下降，但这主要是受疫情和当年物候影响导致的减产。我们的确观察到，2021-2022 年全球天然橡胶产量增长呈边际下滑态势，但这只是相对增速的下降，而不是产量绝对值的下降。橡胶树龄 10 年左右进入产胶壮年期，正常割胶寿命长达 20 年以上，且橡胶林维护成本极低，除非发生重大变故轻易不会砍伐。

综上所述，现在处于橡胶供应增速放缓而仍在惯性扩张的阶段，待全球天然橡胶产量真正达峰以后，仍将在相当长的时间内维持庞大基数，只能依靠老树淘汰与新树开割面积之差来缓慢进行出清，然而这个去产能的过程也同样是不可逆的。

3 雨季关注产区天气

目前，全球天然橡胶主产区已经进入雨季，前期干旱的影响基本消退。

东南亚降水量和往年同期基本持平或略偏少，泰国受到高温天气影响，不利于橡胶树出胶，原料胶水产出偏低。云南版纳地区近期雨水充沛，但持续的雨季导致割胶作业受阻，新胶上市进程再次推延，原料产出较往年同期偏低。海南今年物候条件正常，原料如期放量，日均收胶约 4000 吨左右。

在干旱和收储影响证伪后，橡胶供应端已无新的炒作题材，尤其是产量季节性递增和库存反季

节性累积，使得近端表现乏力。根据以往经验，RU09 合约是沪胶三个主力合约中最弱势的，7-8 月期间通常无法依靠供应端驱动上涨行情，但下半年厄尔尼诺现象正在酝酿中，移仓换月后 RU01 合约存在天气炒作的可能性。

4 进口放缓出口尚可

橡胶产业链进出口方面，中国所处的环节较为特殊，本身既是全球第一大天然橡胶进口国和消费国，同时也是最主要的橡胶轮胎出口国，来料加工贸易占相当大的比重。

进口方面，回顾 2022-2023 年割胶季，由于海外衰退预期造成需求滑坡，大量东南亚出产的橡胶货源转而流入国内市场。5 月中国天然橡胶进口量为 47.28 万吨，同比增长 39.96%；1-5 月中国进口天然橡胶共计 276.71 万吨，比上年同期增加 20.38%。不过随着海外需求缓慢恢复，预计出口至中国的橡胶比例将降至 50%以下，2023 下半年中国橡胶进口量或将逐步同比减少，但也只是相对于 2022 年同期，绝对数量上仍然较多。

出口方面，国内橡胶下游行业整体迎来淡季，轮胎配套和替换需求双双转弱，只有轮胎出口订单意外地表现较好。2023 年 1-5 月，中国半钢胎出口量总计 9483.9 万条，同比增长 17.23%，全钢胎出口量也有接近 10%的同比增长。美国是中国轮胎企业最大的海外单一市场，由于其本土产能增加，后期对中国轮胎需求将出现下滑。

进出口整体来看，对国内橡胶供需关系的影响大概率中性偏空。

5 去库拐点有待确认

由于 2022-2023 产季原料丰收，以及东南亚向中国出口增多，今年国内天然橡胶社会库存出现反季节性的累库现象。进入下半年，青岛地区橡胶库存累增趋势放缓，目前观察到边际上的去库迹象。

截至 2023 年 7 月初，中国天然橡胶社会库存为 159 万吨，较上期下降 1.12%；青岛地区天然橡胶一般贸易库 16 家样本库存为 68.74 万吨，较上期减少 2.19%。一方面进口船期持续到港，另一方面下游轮胎厂逢低采买情绪好转，短期一般贸易出库率大于入库率。不过，中下游成品库存积累和终端消费走弱，令橡胶用户对原料补库存在犹豫，出货情况并不乐观。

未来国内橡胶库存或见顶后小幅回落，但整体库存水平仍处于高位，目前尚不能确认去库拐点，对期现货价格形成压制。

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 39：天然橡胶现货价格



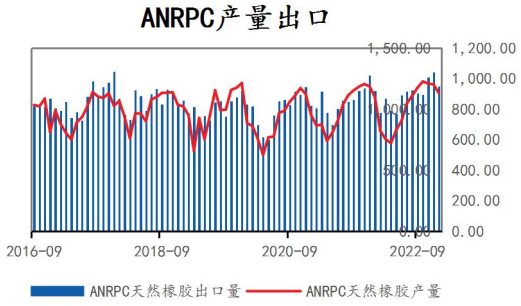
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 40：合成橡胶价格



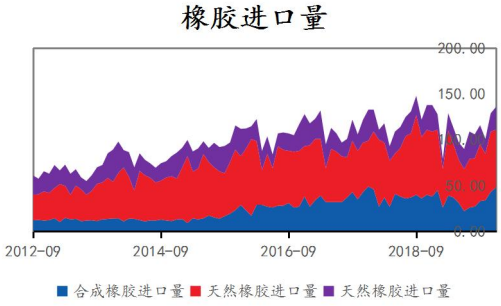
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 41：ANRPC 产量出口



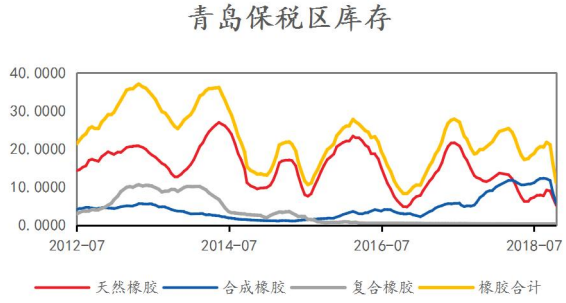
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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



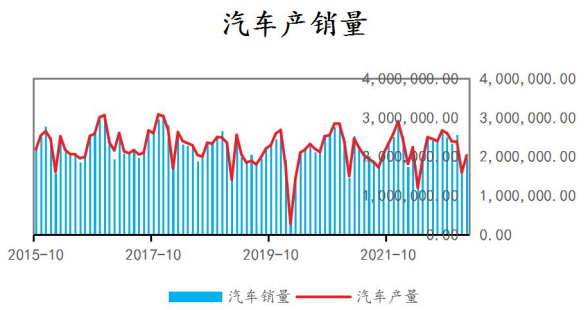
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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

油脂油料：美豆减产忧虑升温，国内外豆类市场强势运行

1 外部豆类市场分析

美豆面积大幅下调，引发产量担忧

美国农业部于 6 月 30 日公布了美豆面积和季度库存两个重要报告，其中的面积报告明显超出市场预期，引发 CBOT 豆类市场应声大涨。美国农业部预计美国 2023 年大豆种植面积为 8350.5 万英亩，同比减少 5%，较 3 月预估值低 400 万英亩，较报告前市场预估均值低 417 万英亩，本次面积数据能如此低于市场预期，是市场始料未及的。在季度库存报告中，美国农业部预计，截至 6 月 1 日，美国大豆库存为 7.96 亿蒲式耳，低于市场预期的 8.12 亿蒲式耳。美国农业部干旱监测显示，上周美国大豆产区旱情面积进一步扩大，约 63%的大豆作物受到干旱影响。由于 5 月下旬以来美国中西部多地降雨不足，叠加此次面积下降的影响，市场对未来美豆产量下降的担忧急速升温，炒作情绪进一步放大推动美豆价格加速上涨。

美豆优良率持续下降，单产预期下调

上周美国中西部作物带降雨天气未能改变美豆优良率下滑趋势。美国农业部公布的周度作物生长报告显示，截至 2023 年 7 月 2 日当周，美国大豆优良率为 50%，低于市场预期的 52%，较去年同期偏低 13 个百分点。美国农业部将于 7 月 12 日公布月度供需报告，本月报告将按照新的面积对美豆产量作出新评估。结合目前美豆优良率情况，预计美豆单产将出现明显下降。在面积和单产双双下降的影响下，2023 年美豆产量有望大幅下调。美豆原有的增产预期已变成减产预期，资金的投资方向和市场的运行主线已经改变，美豆市场处于反弹周期。

黑海粮食外运协议即将到期，续签存在不确定性

为减少俄乌冲突对世界粮食市场的影响，2022 年 7 月，俄乌两国与土耳其、联合国达成黑海粮食外运协议。该协议经过多次延期，即将于 7 月 18 日再度到期。俄罗斯方面此前已经多次表示，由于俄食品和化肥出口正常化的协议至今未被履行，俄罗斯准备退出这一协议。市场担心，一旦该协议终止执行，全球植物油供应链将受到负面影响，这也是近期全球植物油市场整体走强的原因之一。近日，欧盟为换取俄罗斯同意延长黑海粮食协议，考虑对俄银行制裁作出让步。欧盟正在考虑允许俄农业银行成立一个子公司，该子公司将与国际资金清算系统（SWIFT）相连，用于支付与粮食出口有关交易的结算。联合国和俄罗斯或于未来几天在日内瓦就粮食运输协议问题展开会谈，会谈结果将受到市场广泛关注。

马来西亚棕榈油 6 月库存预计升高，近期走势较被动

马来西亚棕榈油协会（MPOA）发布的数据显示，该国 6 月棕榈油产量预计减少 7.39%。7 月 10 日马来西亚棕榈油局（MPOB）将发布月度供需报告。报告前一项调查显示，受出口下降影响，6 月底马来西亚棕榈油库存预计达到 186 万吨的四个月高点，较上个月增加 10.5%。另据南部半岛棕榈油压榨商协会(SPPOMA)数据显示，2023 年 7 月 1-5 日马来西亚棕榈油单产增加 45.83%，出油率减少 0.27%，产量增加 43.75%。由于库存水平上升且处于季节性增产周期，马来西亚棕榈油市场缺少主动性上涨动力。

2 国内豆类市场分析

成本驱动提升豆粕价格，但国内豆粕库存连续七周攀升

本周国内各区域豆粕价格普遍大幅上涨，沿海油厂主流报价在 4130-4230 元/吨，周度涨幅在 240-280 元/吨。各区域豆粕现货基差均价较为稳定，沿海主要市场现货基差（M2309 合约）本周均价约为 140-270 元/吨。据 Mysteel 对国内主要油厂调查数据显示： 2023 年第 26 周全国主要油厂大豆库存、豆粕库存均上升。其中大豆库存为 471.34 万吨，周度增加 69.67 万吨，同比去年减少 74.54 万吨。油厂开机率较前几周有所下降，周度压榨从 200 万吨以上下降至 180 万吨，预计 7 月大豆累库趋势不改，后期重点关注各地区实际大豆库存及开机情况。豆粕库存为 71.12 万吨，较上周增加 1.37 万吨，增幅 1.96%，同比去年减少 36.32 万吨，减幅 33.8%。国内豆粕库存连续第七周回升，显示下游提货积极性较差。周度豆粕表观消费量仅为 125.79 万吨，较上周减少 10.66 万吨，油厂豆粕库存将继续保持累库趋势。由此可见，成本驱动仍是国内豆粕市场近期强势运行的主要原因，国内累库状态可能限制市场涨幅。

内外盘油脂保持联动，国内油脂市场保持反弹节奏

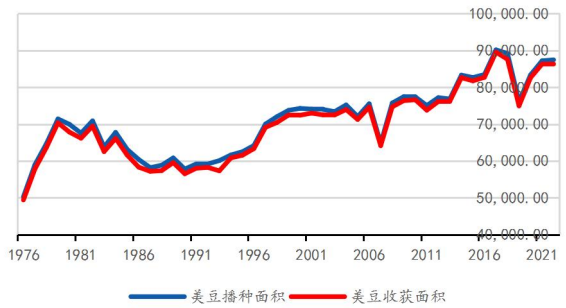
受美豆减产预期炒作，外部油脂市场强势上涨，国内看涨情绪高涨，油厂纷纷大幅提高植物油报价。据 Mysteel 调研显示，截至 2023 年 6 月 30 日，全国重点地区豆油商业库存约 100.74 万吨，周度增加 2.07 万吨。本周菜油市场表现强于豆油和棕榈油。从菜油自身基本面来看，目前国内菜油供应依然宽松，但远期菜籽受天气因素以及大豆产量影响，供应紧张预期更为强烈。国内菜油需求持续恢复，进口菜油和菜籽到港高峰期已过，国内压榨厂开机率下降，支撑菜油价格维持坚挺。据 Mysteel 调研显示，截至 2023 年 6 月 30 日，全国重点地区棕榈油商业库存约 56.46 万吨，周度增加 7.57 万吨，增幅 15.48%；比 2022 年同期增加 34.9 万吨，增幅 161.87%。本周棕榈油进口成本有所下降，截止到 7 月 6 日马来西亚棕榈油离岸价为 860 美元/吨，较上周四上涨 18 美元/吨；进口到岸价为 880 美元/吨，较上周四上涨 18 美元/吨；核算的进口成本价为 7669 元/吨，较上周四上涨 81 元/吨。由于国内棕榈油完全依赖进口，成本端的变化对棕榈油价格影响较为突出。

3 油脂油料市场展望

美国农业部面积报告直接将美豆由种植初期的增产预期转变为减产预期，美豆市场的运行基调也有此前的看跌转为看涨。由于中国市场对大豆原料供应过度依赖进口，美豆大幅上涨直接推升国内植物油和豆粕菜粕等相关商品的进口或生产成本，成本驱动是国内豆类市场全线跟涨的内在原因。虽然 7、8 月是国内进口大豆到港的高峰期，国内供应整体并不会出现明显短缺，但在美豆减产炒作下，国内资金看涨情绪高涨，讲继续保持对利多因素的敏感性。随着美豆生长关键期的到来，市场将继续围绕美豆产量前景及天气变化展开更为激烈的博弈。美豆市场进入季节性易涨难跌状态，国内油脂和蛋白粕市场仍具备跟涨空间，但也需防范美豆产区天气条件改善引发的回吐风险。国产大豆市场在跟随美豆对此前超跌行情进行修正后，由于缺少现货层面配合，上行动力明显减弱并回吐部分涨幅，后期能否重启升势需要进一步观察。

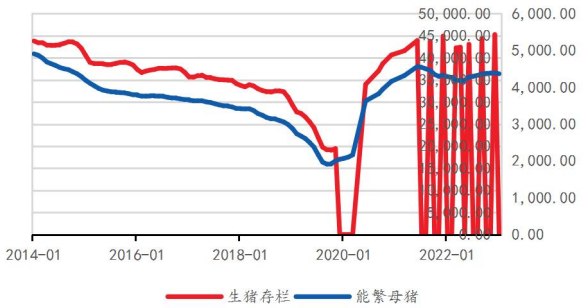
4 油脂油料市场主要数据

图表 47：美国大豆种植收获面积



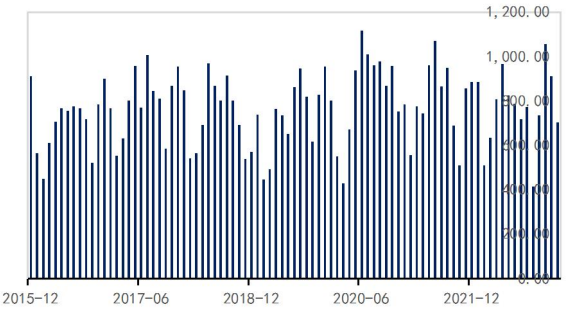
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 48：国内生猪存栏量



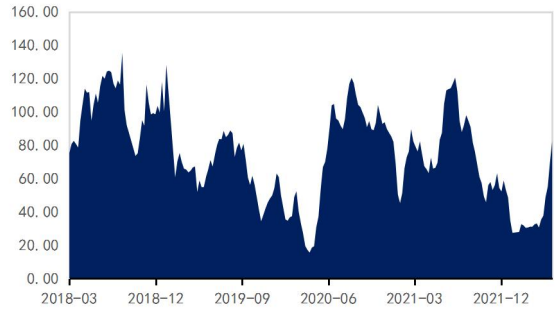
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 49：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 50：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