中金财富期货策略周报（2023 年第 22 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：近期商品市场普遍反弹，除了对政策的预期之外，前期部分品种跌幅较大也是重要原因。经历一轮普遍的修复行情之后，部分品种仍有回升动能，但是基本面相对一般，且供需关系较弱的品种，注意追高的风险。

股指期货：随着重要会议的临近，市场政策博弈加剧，预期有所反复，导致市场出现明显的震荡波动。预计后续出台大规模刺激政策的可能性不大。且由于前期 AI（TMT 板块）主线已进入调整阶段，市场缺乏明确的主线，整体观望情绪较为浓厚，因此对后市偏向谨慎，短期行情或仍以震荡为主。

铜：原料供应趋松，此前海外发运端和生产端的负面干扰率降低，全球铜矿产能处于扩张周期，在目前的高加工费下，冶炼厂仍存在生产利润，7 月目前也暂无新增检修企业，因此从当前的利润水平以及排产计划来看，预计今年电解铜供应仍将形成有增无减的局面。需求面来看，电网增速平稳，光伏和新能源汽车保持高增长，地产复苏乏力，空调延续排产高峰，风电增速低迷，整体终端用铜需求保持平稳。淡季预期下供需转向宽平衡，整体维持区间震荡行情。

锌：6 月海外锌精矿供应干扰提升，国内锌精矿供需有所转松，中国精炼锌产量环比减少。进口锌键也持续流入，供应处于宽松状态。消费端整体处于淡季，下游对高价锌采买谨慎，叠加进口锌流入，库存继续累库，现货升水持续下滑。整体来看，鉴于当前偏弱的基本面，及易摇摆的预期，锌价趋势性走势仍不强，维持震荡。

钢材：上周二季度宏观数据及 6 月地产数据公布，数据显示市场需求在逐步恢复，但经济整体仍较弱。地产开发投资、新开工等指标尚未止跌，仅竣工数据在保交楼的背景下维持正增长。临近月底，宏观刺激政策频发，市场预期有所好转。本周或将召开中央政治局会议，积极情绪仍将支配市场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：美豆进入天气关键期，美豆面积被大幅调降后单产备受各方关注。从目前的天气预报来看，未来 7-10 天，美豆主产区中大部分地区仍将维持干燥少雨状态，一旦减产威胁得到强化，资金随时可能增持天气升水，从而推动美豆市场拓展新的上涨空间。美豆产量由增转降，导致美豆市场对当前的利多因素更为敏感，进入典型的易涨难跌状态。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。国内油脂和蛋白粕市场自 6 月初以来累积较大涨幅，市场每次冲高都面临着获利回吐盘的打压，但只要美豆天气炒作尚未结束而维持强势运行，国内油脂和蛋白粕市场一般不会出现较大的回调，内外盘整体运行的方向还会保持一致。国产大豆市场供需相对独立，由于缺少现货反弹配合，近期出现连续调整，市场的下跌压力可能并未充分释放，需要与其他豆类品种区别对待。

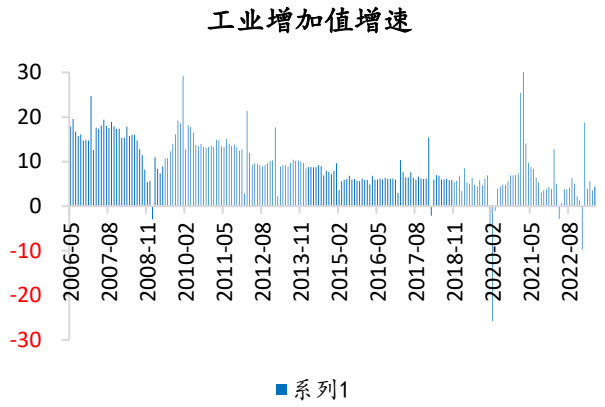
目录

周度策略：地产数据仍弱 市场等待政策指引 - 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 央行继续向市场投放资金 - 7 -
4 宏观策略 - 8 -
5 股指期货市场分析 - 8 -
铜 - 10 -
1 影响因素 - 10 -
3 铜期货现货数据 - 11 -
锌 - 13 -
1 锌：影响因素 - 13 -
2 总结 - 13 -
3 锌期货现货数据 - 13 -
钢材 - 15 -
1 经济数据不及预期 - 15 -
2 刺激政策逐步落地 - 15 -
4 小结 - 16 -
5 钢材期货现货数据 - 16 -
原油 - 18 -
1 机构预期供需缺口 - 18 -
2 裂解利润差强人意 - 18 -
3 俄油供应保持稳定 - 18 -
4 突破价格上限制裁 - 19 -
5 不确定性因素犹存 - 19 -
6 多空制衡交易走廊 - 19 -
7 原油期现数据 - 20 -
天然橡胶 - 22 -
1 厄尔尼诺天气炒作 - 22 -
2 去产能周期仍漫长 - 22 -
3 进口超量反季累库 - 22 -
4 淡季需求略超预期 - 23 -
5 震荡反复观望待机 - 23 -
6 超跌修复逢高空配 - 23 -
7 橡胶期现数据 - 24 -
油脂油料：美豆炒作情绪再度升温，国内豆类市场强势跟涨 - 26 -
1 外部豆类市场分析 - 26 -

2 国内豆类市场分析 ..... - 26 -
3 油脂油料市场展望 ..... - 27 -
4 油脂油料市场主要数据 ..... - 27 -

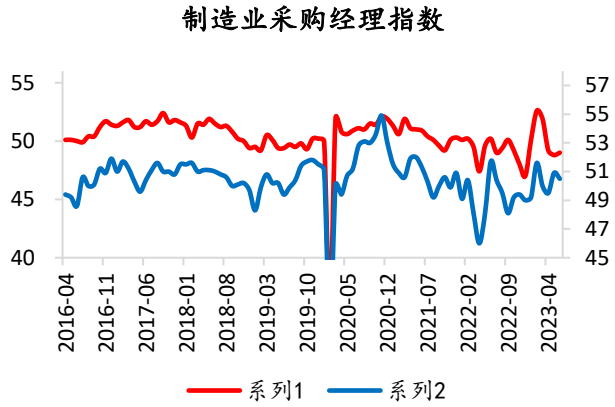
重要经济指标概况

图表 1：国内工业增加值增速



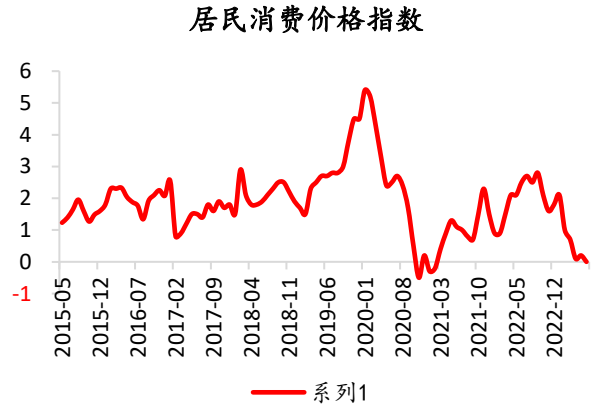
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 2：中国制造业采购经理指数



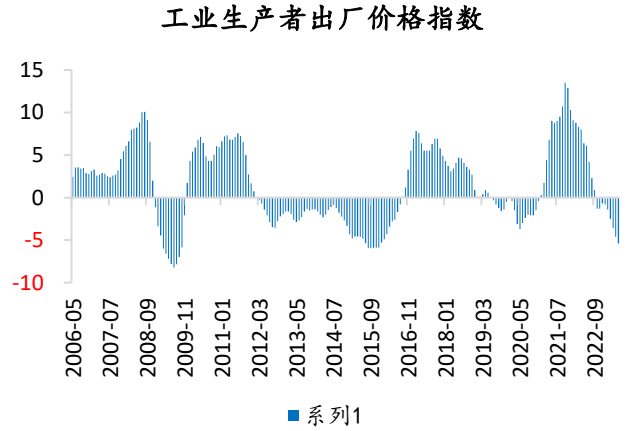
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 3：中国居民消费价格指数



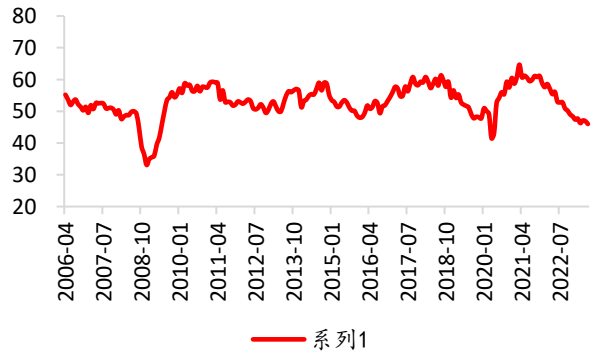
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 4：中国工业生产者出厂价格指数



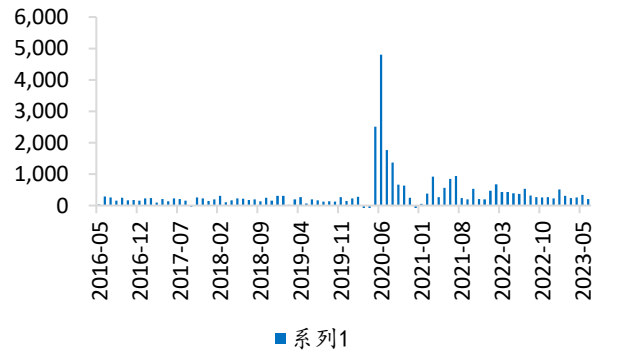
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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：地产数据仍弱 市场等待政策指引

7 月以来，工业品尤其是内盘工业品普遍反弹，以尿素和纯碱为代表的品种出现较大幅度的上涨。但是从经济数据的表现看，经济数据仍相对低迷，因此这轮反弹行情带有较为浓厚的情绪色彩。因此，对于基本面改善不大的板块，注意追高的风险。

地产数据依然弱势

地产是近期宏观中的热点之一，也是政策关注度很高的板块。只不过近期地产数据依然低迷，对商品市场有较大影响。

截至 7 月 22 日的最新数据，30 大中城市商品房成交面积 177.9 万平方米，环周下行 6.9%，其中一、二线城市商品房成交面积环周分别下降 13.2%、14.8%至 50.7 万平方米、84.2 万平方米，三线城市商品房成交面积环周上升 27.4%至 43.0 万平方米。

上半年地产政策重点围绕三个方向发力：鼓励居民加杠杆，盘活存量资产，缩减交易周期，但未能遏制地产下行态势。今年来地产政策力度不可谓不大，首先是建立首套住房贷款利率政策动态调整机制，多座城市突破贷款利率下限，百城主流首套房贷利率已降至 4%，6 月份 5 年期 LPR 再度调降 10bp；其次是启动不动产私募投资基金试点工作等政策旨在盘活存量房产，增加市场供给和流动性；第三是“带押过户”试点的推广有助于缩短有抵押房产交易周期，加速二手房流转交易，实际落地情况不及预期。

但是，政策效果实属一般，房地产市场“先扬后抑”特征愈发明显。随着积压需求释放完毕，二季度地产修复整体乏力，5 月商品住宅单月销售面积同比增速即由 4 月的 8.1%降至-10.1%，从高频数据看，6 月全国商品住宅销售同比降幅或将进一步扩大，7 月销售数据正如我们上面所说的，进一步下行。

对于地产方面，近期已经有常州对存量房贷进行调整的传闻，足见政策仍有明显空间。

存量房贷调整不仅仅关系带地产行业，与消费业密切相关。根据居民贷款数据，在个人住房贷款平均期限为 18 年的基本假设基础上，我们测算得出当前存量房贷年利息在 2 万亿以上，假设存量房贷利率的调整目标点是 5 年 LPR（基准）+10bp（加点），即 4.30%，存量房贷利率调整可能每年降低房贷利息超 4000 亿元。这部分资金释放对消费将产生明显的影响。

政治局会议即将召开，市场也在等待政策方面的进一步指引。

图表 1：房地产高频数据

变化率，单位（%）			环比上期	相比2022年	相比19-22年均值	走势图:相比2022年	更新日期
商品房销售（本周）	二手房:15个样本城市		-3.2	-23.0	-50.2		07-21
	新房	57个样本城市	-6.3	-43.0	-61.5		07-21
		其中:一线	2.8	-28.4	-28.8		07-21
		新一线	5.1	-29.0	-40.9		07-21
		二线	-12.1	-43.0	-75.2		07-21
		三线	-7.8	-57.1	-73.4		07-21
		四五线	-28.5	-28.6	-69.8		07-21
土地一级市场（近四周）	百城土地成交面积	全部	-8.7	-38.8	-37.4		07-16
		其中:一线	-2.7	51.4	11.7		07-16
		二线	-16.3	-64.0	-64.2		07-16
		三线	-6.5	-25.8	-22.1		07-16
	百城土地供应面积		-6.7	-33.7	-35.8		07-16
	百城土地成交溢价率(差值)		2.1	3.5	-2.9		07-16

资料来源：wind，中金财富期货

海外：需求进一步降温

上周的海外数据显示，美国零售不及预期，英国 CPI 大幅走低。

7 月 18 日美国商务部公布数据显示，美国 6 月零售销售环比增长 0.2%，低于预期 0.5%，7 月联储大概率继续加息，对消费者需求或将有所抑制；同日，耶伦表示美国劳动力市场降温在帮助减缓美国通胀方面发挥着关键作用，重申美国将避免经济衰退，近期市场对美国经济韧性的讨论颇多，仍需时刻关注数据层面的变化；同日，美国财政部最新 TIC 显示，5 月日本和中国继续减持美债，主要考虑到 5 月美债违约风波问题，同时黄金也成为全球官方资本加仓避险资产的重要选择。

7 月 19 日，数据显示 6 月英国 CPI 同比增长 7.9%，低于市场预期，市场减少对英国央行加息的押注。欧元区 6 月调和 CPI 同比终值上涨 5.5%，与初值一致，但核心调和 CPI 同比增长 5.5%，高于初值 5.4%，欧元区核心通胀仍具有韧性，事实上这一轮欧美的通胀虽然下降，但是核心通胀下行幅度依然不大。

预计美联储在 7 月 FOMC 不会释放太多信息，基准情形下预测美联储 7 月 FOMC 决议加息 25bps，并继续强调数据依赖的货政策略。但是这次加息之后，加息将进入真正的尾声阶段。

反弹之后 注意分化

近期商品市场普遍反弹，除了对政策的预期之外，前期部分品种跌幅较大也是重要原因。经历一轮普遍的修复行情之后，部分品种仍有回升动能，但是基本面相对一般，且供需关系较弱的品种，注意追高的风险。

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	7 月 22 日	会议审议通过《关于在超大特大城市积极稳步推进城中村改造的指导意见》	在超大特大城市积极稳步实施城中村改造是改善民生、扩大内需、推动城市高质量发展的一项重要举措。	有利的缓解地产对固定资产投资的拖累。
	7 月 21 日	国家发改委：近期将推出促进民营经济发展若干举措	国家发改委副主任李春临表示，围绕《促进民营经济发展壮大的意见》的落实落地，国家发改委将于近期推出相关配套政策举措	稳定民营经济是稳增长的重要政策因素
数据	7 月 19 日	中国二季度 GDP 同比增 6.3%	消费继续回暖，工业企业生产加快，制造业投资维持韧性	稳增长政策将仍需加强
	7 月 20 日	英国通胀降温超预期，创 15 个月新低	英国 6 月 CPI 同比上涨 7.9%，低于预期的 8.2%，远低于 5 月前值的 8.7%	欧洲通胀也出现积极改善
事件	7 月 23 日	政策剑指“特定短线交易“”	为落实《证券法》要求，规范监管工作，保护中小投资者利益，稳定市场预期	新规将有利于规范特定投资者短线交易监管，稳定市场预期，增强 A 股市场吸引力

资料来源：中金财富期货研究所

2 国常会释放积极信号

实体经济：上周工业上游开工率转弱，中下游汽车及纺织产业链景气度依然向好。居民线下经济活跃度表现平稳，房地产销售进一步走弱。

1、生产：上游开工率转弱。1）黑色产业链生产转弱。上周全国高炉开工率、螺纹钢开工率和独立焦化企业开工率同比走弱，主要钢厂日均铁水产量也有所下行。2）上周石油沥青开工率同比增速进一步放缓，因去年同期基建实物工作量较快形成。水泥景气度走低，价格继续调整，出库量环比下降，较去年同期降近 4 成；基建水泥直供量微降，约较去年同期低 16%。3）纺织产业链中下游聚酯切片、涤纶长丝、江浙织机开工率表现平稳，强于去年同期；上游 PTA 开工率提升，基本持平于历史同期均值。出行社交活动支撑着纺织产业链的下游需求。4）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自高位进一步抬升；主要用于重型商用车的全钢胎开工率强于去年同期，但弱于历史均值。

2、需求：1）上周新房销售继续走弱。57 个样本城市新房日均成交面积不及去年同期的 6 成、历史同期均值的 4 成。15 个样本城市二手房环比趋稳，较去年同期低近 2 成以上，约为历史同期均值的半数。各层级城市新房销售表现依然分化，相比于去年同期而言，一线城市及新一线城市商品房销售面积低近 3 成、二线城市低 4 成、三线低近 6 成。近四周百城土地成交面积进一步回落，绝对水平较去年同期低近 4 成。2）居民线下经济活跃度处于高位。上周国际及港澳台航班流量、百度迁徙指数进一步提升，国内客运航班、主要城市地铁客运量、电影日均票房收入处于 2019 年以来同期高点。据乘联会统计，7 月第 2 周乘用车零售销量较去年同期增 7%。3）外需中国出口集装箱运价下行，但跌幅收窄。

3 央行继续向市场投放资金

上周，央行进行 1120 亿元逆回购操作和 1030 亿元中期借贷便利（MLF）操作，因上周有 310 亿元逆回购和 1000 亿元中期借贷便利（MLF）到期，上周公开市场全口径实现净投放 840 亿元。

上周为月中税期走款阶段，资金面波动较大，为维护银行间流动性，央行上周公开市场操作以投放资金为主。周一至周四，央行逆回购操作分别投放资金 310、130、230、210 亿元。上周五税期已过，央行逆回购操作小幅回笼 70 亿元。上述逆回购中标利率均维持在 1.9%。

近期银行体系流动性保持充裕，上月到期 MLF 得到小幅超额续做符合预期，并释放出支持银行加大信贷投放力度的政策信号。当前，我国货币政策空间较为充足，为保持货币信贷合理增长，推动企业融资和居民信贷成本稳中有降，进一步降息、降准皆有可能。新的降准举措可能在三季度落地。

另外，上周 7 月（贷款市场报价利率）LPR 报价出炉：一年期 LPR 3.55%，预期 3.55%，前值 3.55%；五年期 LPR4.2%，预期 4.2%，前值 4.2%。东方金诚表示，7 月 LPR 报价保持不变符合市场预期。后期若降准落地，有望带动 LPR 报价单独下调。

4 宏观策略

近期商品市场普遍反弹，除了对政策的预期之外，前期部分品种跌幅较大也是重要原因。经历一轮普遍的修复行情之后，部分品种仍有回升动能，但是基本面相对一般，且供需关系较弱的品种，注意追高的风险。

5 股指期货市场分析

两市出现调整

上周两市明显回落，具体到股指期货市场，上周沪深 300 一周跌 1.98%，上证 50 周-1.52，中证 500 周-1.74%，中证 1000 周-2.19%

上周，北上资金先抑后扬，7 月 18 日一度净卖出 87.65 亿元，为年内第二大单日净卖出，7 月 19 日继续净卖出 49.32 亿元，为年内第八大单日净卖出。随后两日，北上资金开始回流，全周合计净卖出 75.24 亿元，为年内第五大周净卖出。

从市场情绪来看，7 月以来，市场情绪持续走弱，个人投资者似乎成为最后一个悲观的群体，融资余额保持了下降的趋势。但其他投资者对国内经济和股票市场似乎更加乐观，北上资金小幅回升，ETF 也延续净申购态势。当前市场对于长久期问题较为担忧，虽然近期政策明显发力，但是市场的反馈依然较为不佳。

本周全部 A 股估值水平较上周下行，PE（TTM）为 13.9，较上周下行 0.3，处于历史估值水平的 29.6%分位数。板块估值多数下跌，其中，美容护理、建筑材料、农林牧渔、房地产板块上涨较多，计算机、电子、传媒下跌较多。

耐心等待调整行情结束

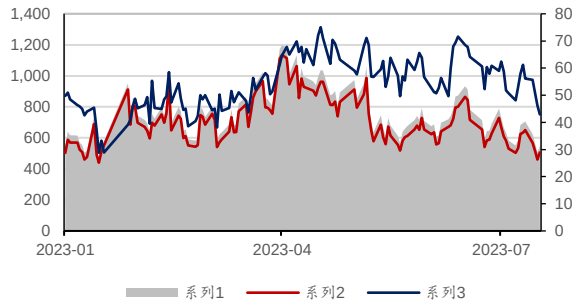
美联储加息临近尾声；关注政策支持方向。海外方面，7 月美联储大概率再度加息 25bp，同时近期经济数据显示美国通胀动能逐渐减弱，经济下行压力加大。预计美联储再次加息的概率较

低，加息周期已临近尾声。国内方面，二季度经济增速不及市场预期，但 6 月工业增加值同比增速有所扩大，工业生产修复加快。同时，消费方面也呈现出温和复苏态势。投资方面，虽然地产投资降幅扩大，但基建投资仍维持较高增速。整体来看，经济有筑底企稳的迹象。

另外，本周迎来了多项政策催化，政府密集出台了多项促消费政策，同时管理层接连在支持民营经济、稳汇率等多方面发布了重要政策，但市场却经历了连续调整。一方面，市场对宏观经济持续复苏的预期相对谨慎，整体市场信心和市场情绪偏弱。另一方面，随着月底政治局会议的临近，市场在等待对当前经济形势和未来政策走向的定调，因此对现阶段政策效果的评估相对更加谨慎。

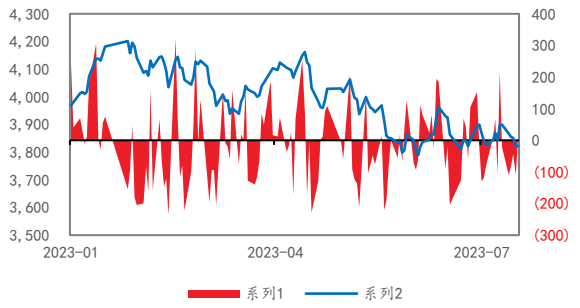
展望后市，整体经济数据显示我国经济复苏势头仍然偏弱，同时近期政策持续出台，周五盘后国常会表示将加大对城中村改造的政策支持。随着重要会议的临近，市场政策博弈加剧，预期有所反复，或将导致市场出现明显的震荡波动。我们认为后续出台大规模刺激政策的可能性不大。且由于前期 AI 主线已进入调整阶段，市场缺乏明确的主线，整体观望情绪较为浓厚，因此对后市偏向谨慎，短期行情或仍以震荡为主。

图表 8：融资融券数据图



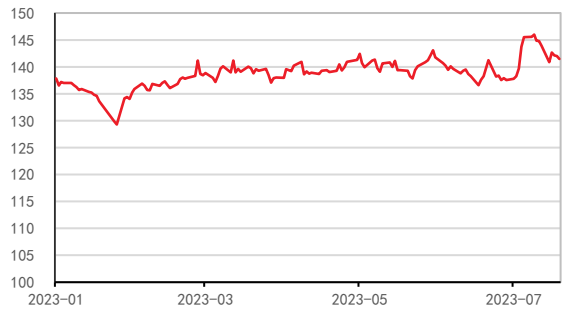
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 9：合约持仓和市场表现



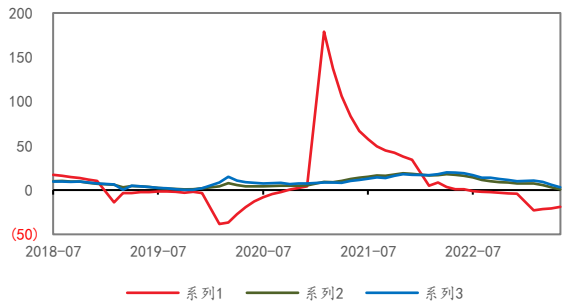
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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

铜

1 影响因素

全球精矿供应有所恢复

根据国际铜业研究组织（ICSG）数据，2023 年 1-4 月全球铜矿产量 709.5 万吨，累计同比增加 2.07%。另据 SMM，智利 1-4 月产量 166.54 万金属吨，累计同比减少 1.93%；秘鲁 1-4 月产量 83.24 万金属吨，同比增加 14.99%。疫情初步正常化，全球供应链逐步恢复，海外港口矿石或讲快速运回国内。大型铜矿在年初社会动荡造成停工后已经恢复运营，秘鲁铜矿产量快速回升。其中，一季度矿端干扰因素较多，包括恶劣天气、品位下滑、政治局势等。随着海外主要铜矿山新投产及扩建项目放量，铜矿供应趋于宽松。

下半年全球铜矿供需延续偏宽松的状态。7 月 6 日 CSPT 小组于运城敲定 2023 年三季度的现货铜精矿采购指导加工费为 95 美元/吨，较 2023 年二季度 90 美元/吨增加 5 美元，并创 CSPT 小组 2017 年四 季度现货铜精矿采购指导加工费的新高。

国内电解铜供应逐步释放

冶炼加工费的全面上行，利润维持在 1000-1500 元，对于冶炼厂来说是一个非常不错的盈利。在利润水平以及排产计划来，精炼铜的产量增速上行。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%。据 SMM 统计有 7 家冶炼厂有检修计划，该 7 家冶炼厂预计合计影响量为 6 万多吨，几家大型冶炼厂检修影响量主要出现在 7 月，因而使得总体检修量略超此前预期。往后看，国内冶炼厂集中检修基本结束，新增产能有望集中下半年释放。其中，新增产能项目以中条山、国润铜业以及白银有色三家为主，预计下半年国内新增 46 万吨精铜产能。下半年检修主要集中在 9 月，其余时间检修情况较少，国内冶炼厂将维持产能利用率高位。预计下半年国内精铜产量依然高企，精炼铜供应呈现宽松预期。

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

原料供应趋松，此前海外发运端和生产端的负面干扰率降低，全球铜矿产能处于扩张周期，在目前的高加工费下，冶炼厂仍存在生产利润，7 月目前也暂无新增检修企业，因此从当前的利润水平以及排产计划来看，预计今年电解铜供应仍将形成有增无减的局面。需求面来看，电网增速平稳，光伏和新能源汽车保持高增长，地产复苏乏力，空调延续排产高峰，风电增速低迷，整体终端用铜需求保持平稳。淡季预期下供需转向宽平衡，整体维持区间震荡行情。

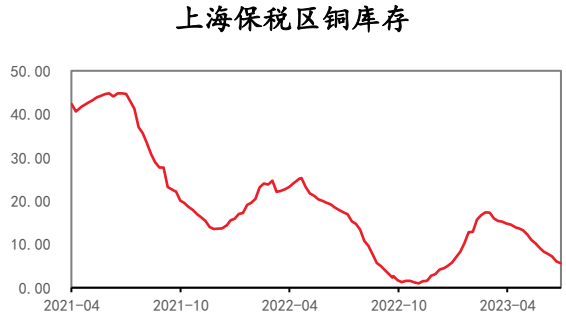
3 铜期货现货数据

图表 12：长江有色铜价



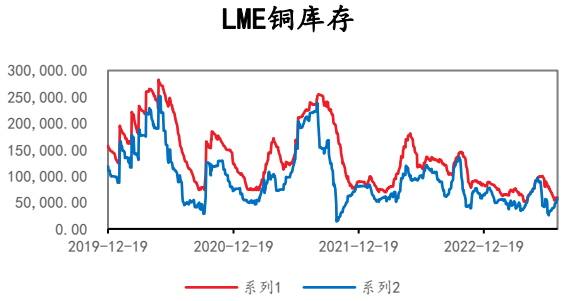
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 13：上海保税区铜库存



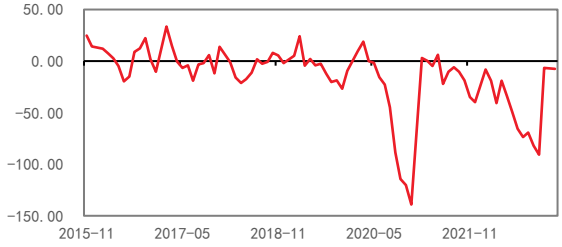
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 14：LME 铜库存



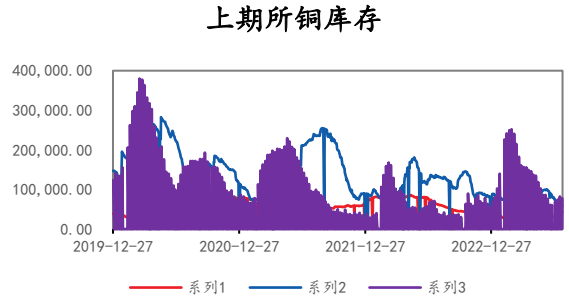
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 15：WBMS 供需平衡



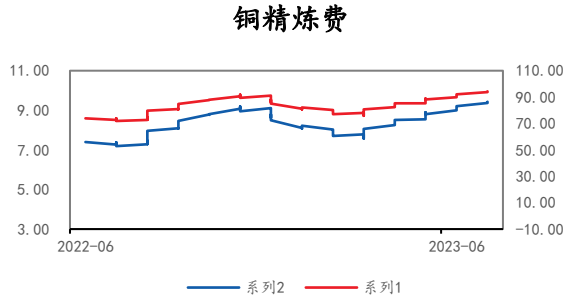
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 16：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 17：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

根据 ILZSG 数据，4 月全球锌精矿产量转为同比增长 5.5%。根据秘鲁矿业部数据， 该国 4 月锌精矿产量同比增加 3.1 至 13.1 万吨，环比亦增加 2.9 万吨。6 月以来，海外锌矿供应干扰有所加大，欧洲 Boliden 公司暂停旗下 Tara 锌矿生产，纽蒙特公司旗下墨西哥铅锌矿因罢工产量受限。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。

加工费方面，6 月国产和进口锌精矿加工费走势背离，进口锌精矿加工费环比下滑而国产锌精矿加工费环比抬升，表明进口矿供需偏紧而国产矿供需边际略松。

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%；根据冶炼厂排产情况，7 月锌锭环比减量在 0.8 万吨左右，而 8 月国内冶炼厂常规检修扩大，北方预计检修影响量在 3 万吨左右，国内供应有减量预期；但随着海外冶炼厂逐渐复产，同时内强外弱格局延续，国外货源持续流入国内，弥补国内减量，锌锭供给持续宽松。

下游初端节后恢复超预期

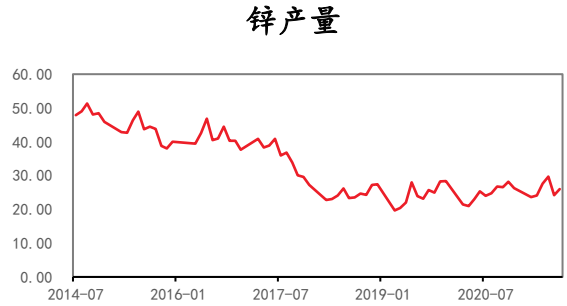
5 月中国精炼锌表观消费量同比增长约 18.3%，净进口环比持平的假设下，6 月国内精炼锌表观消费增长约 3.5%，1-6 月累计表观消费增长约 11.4%。6 月锌锭初级加工企业开工 率先抑后扬，其中镀锌和氧化锌开工率高于去年同期，压铸锌合金开工率低于去年同期。6 月海外宏观压力尚存，国内经济复苏较为温和，地产行业修复缓慢，需求步入传统淡季，镀锌开工或将震荡偏弱，对锌的需求难有回暖。

2 总结

6 月海外锌精矿供应干扰提升，国内锌精矿供需有所转松，中国精炼锌产量环比减少。进口锌键也持续流入，供应处于宽松状态。消费端整体处于淡季，下游对高价锌采买谨慎，叠加进口锌流入，库存继续累库，现货升水持续下滑。整体来看，鉴于当前偏弱的基本面，及易摇摆的预期，锌价趋势性走势仍不强，维持震荡。

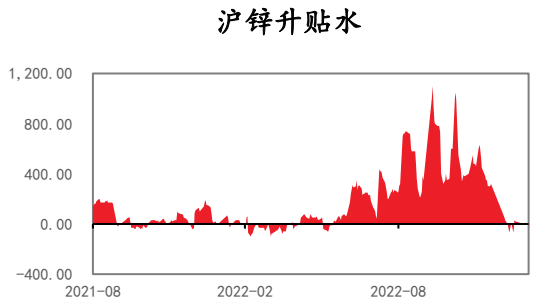
3 锌期货现货数据

图表 18：锌产量



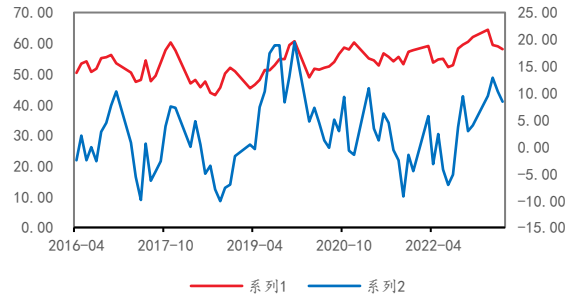
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 19：锌升贴水



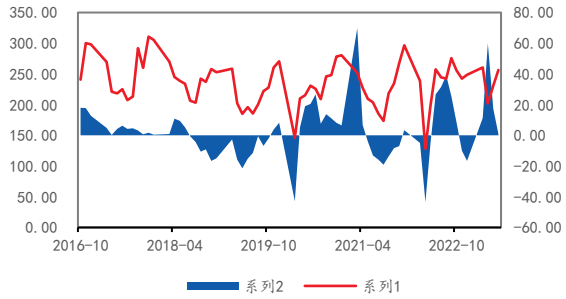
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 20：锌产销变化



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 21：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 经济数据不及预期

2 季度 GDP 同比上升 6.3%，低于万德口径市场平均预期的 6.8%。GDP 环比增长 0.8%，低于一季度的 2.2%，高于去年四季度的 0.5%。两年复合增速 3.3%，说明要实现全年 5%的增速目标，下半年 GDP 同比增速需达到 4.6%，两年复合增速需达到 4%。

具体到地产，2023 年上半年，全国房地产开发投资额为 5.9 万亿元，同比下降 7.9%，降幅较 1-5 月扩大 0.7 个百分点；6 月单月，全国房地产开发投资额为 1.3 万亿元，同比下降 10.3%。其中，上半年住宅开发投资额为 4.4 万亿元，同比下降 7.3%，占房地产开发投资比重为 75.9%。

2023 年上半年，全国房屋新开工面积为 5.0 亿平方米，同比下降 24.3%，降幅较 1-5 月扩大 1.7 个百分点；6 月单月，全国房屋新开工面积约为 1.0 亿平方米，同比下降 30.3%。其中，上半年住宅新开工面积为 3.6 亿平方米，同比下降 24.9%。

2023 年上半年，全国房屋施工面积为 79.2 亿平方米，同比下降 6.6%，较 1-5 月降幅扩大 0.4 个百分点。其中，住宅施工面积为 55.7 亿平方米，同比下降 6.9%。

房屋竣工面积：2023 年上半年，全国房屋竣工面积为 3.4 亿平方米，同比增长 19.0%，较 1-5 月下降 0.6 个百分点。其中，住宅竣工面积为 2.5 亿平方米，同比增长 18.5%。

2023 年上半年，房地产开发企业到位资金为 6.9 万亿元，同比下降 9.8%。其中国内贷款为 0.9 万亿元，同比下降 11.1%，较 1-5 月降幅扩大 0.6 个百分点；自筹资金为 2.1 万亿元，同比下降 23.4%，较 1-5 月降幅扩大 1.8 个百分点；定金及预收款为 2.4 万亿元，同比下降 0.9%，较 1-5 月下降 5.3 个百分点；个人按揭贷款为 1.2 万亿元，同比增长 2.7%，较 1-5 月下降 3.8 个百分点。

二季度经济数据偏弱很大程度受地产快速回落的影响，在 6 月五年期以上 LPR 下调 10 个基点后，地产销售并没有好转，地产开发投资、新开工等指标尚未止跌，仅竣工数据在保交楼的背景下维持正增长。地产数据愈是不及预期，愈是加强了市场对未来刺激政策的期待。

2 刺激政策逐步落地

近期宏观层面不断有利好消息传出，刺激政策在不断落地。

7 月 18 日，13 部门共同推出《关于促进家居消费的若干措施的通知》，出台了具体的围绕稳定大宗消费、促进汽车消费和电子产品消费等方面扩大消费的具体政策，主要有家电下乡补贴、新能源车购置以及下乡补贴、支持充电桩及新能源汽车相关基础设施建设等。

7 月 19 日，推出支持民营经济发展状大的 31 条，将支持民营经济发展上升到了一个新的高度，包括很多领域放开民营企业的准入限制，要求央国企兑付民企应付款项、完善政策诚信的履约机制，将机关、事业单位的违约毁约、拖欠账款、拒不履行司法裁判等纳入全国信息共享平台。

7 月 20 号，推出《关于促进电子产品消费的若干措施》其中主要有持续推动家电下乡，推动电子产品升级，支持以旧换新、支持升级更新、放开二手车交易异地迁入政策、二手车出口政策

放开等。

7 月 21 日，国常会审议通过《关于在超大特大城市积极稳步推进城中村改造的指导意见》，里面提到在超大特大城市积极稳步实施城中村改造是改善民生、扩大内需、推动城市高质量发展的一项重要举措。当前房地产新开工面积仍在下降，竣工面积在增加，施工面积整体下降，在超大城市推进城中村改造，除了可改善居民住房品质之外，还有望协同为地产开发投资注入更多增量。

目前我国超大城市有 7 个，特大城市 14 个，若城中村改造全部落地实施，将对钢材需求起到巨大的提振作用。不过同时我们也要注意，这次改造，补偿以房屋安置为主，不是货币化棚改，较 16-17 年力度要弱。

3 供强需弱 库存累积

上周，螺纹产量 278.8 万吨，较上周增加 2.74 万吨，增幅为 0.99%；螺纹厂库 202.28 万吨，较上周减少 1.36 万吨，降幅为 0.67%；螺纹社库 568.28 万吨，较上周增加 10.27 万吨，增幅为 1.84%；螺纹表需 269.89 万吨，较上周增加 3.76 万吨，增幅 1.41%。从现实层面上来看，螺纹利润持续好转，供给小幅增加，需求虽属于历史低值，但总体库存亦处于历史低值，在宏观预期较强的背景下，情绪较为积极。

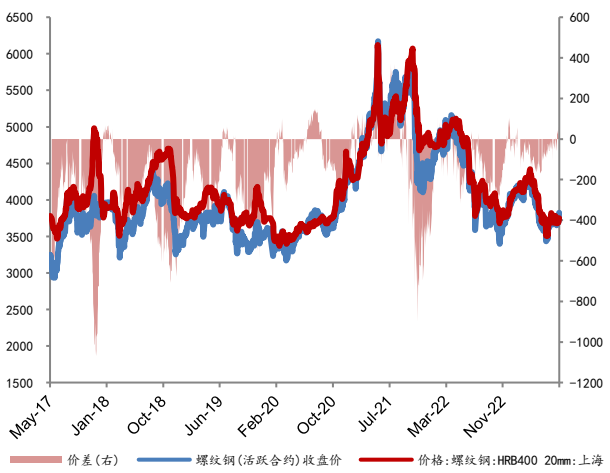
4 小结

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。6 月宏观及二季度经济数据公布后，刺激政策在逐步落地，深化了市场的强预期。本周或将召开中央政治局会议，积极情绪仍将支配市场维持偏强运行的态势。

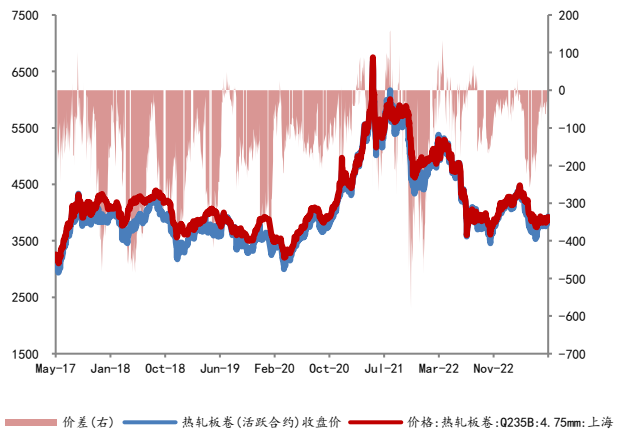
5 钢材期货现货数据

图表 22：螺纹期现价差



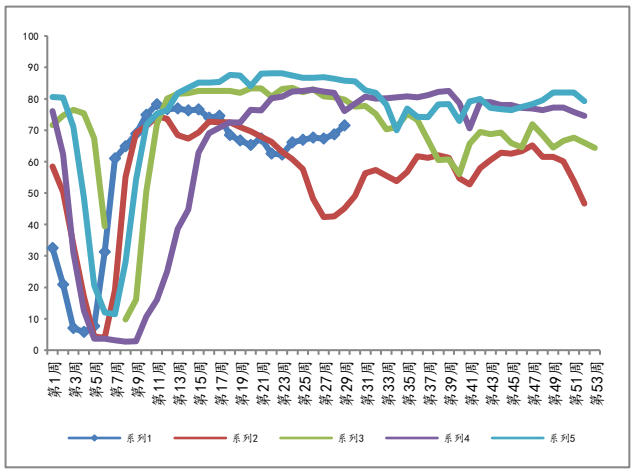
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 23：热卷期现价差



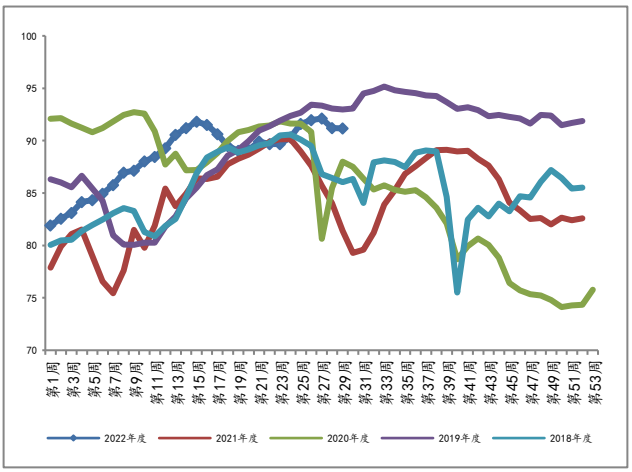
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 24：85 家独立电弧炉钢厂：开工率：中国（周）



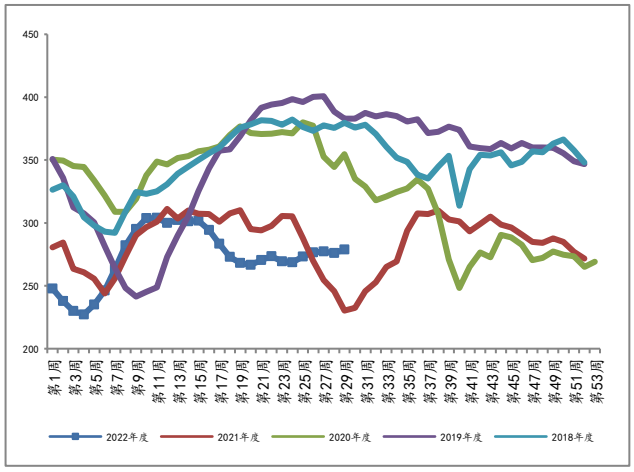
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 25：247 家钢铁企业：高炉产能利用率：中国（周）



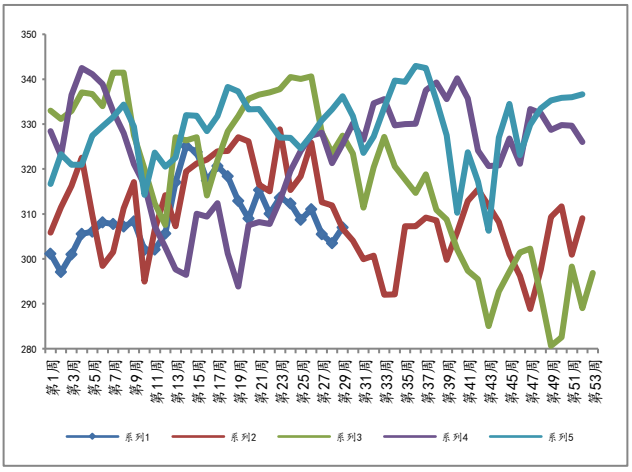
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 26：螺纹钢：建筑钢材钢铁企业：实际产量（周）



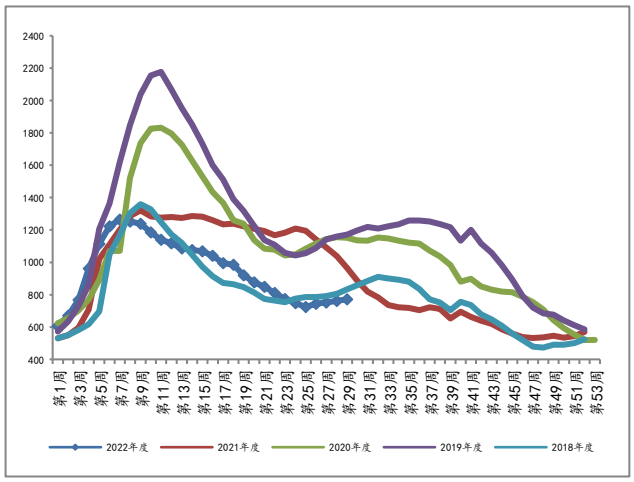
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 27：热轧板卷：钢铁企业：实际产量：（周）



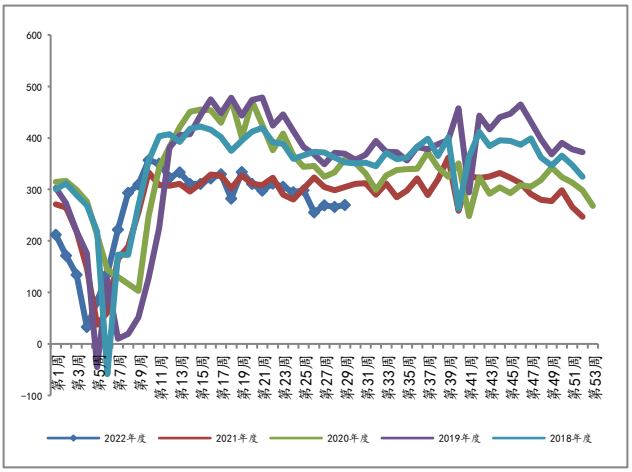
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 28：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 29：螺纹钢：消费量（周）



资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

原油

1 机构预期供需缺口

目前西方主要能源机构看法是，随着原油供需平衡的阶段性收紧，2023 下半年全球原油市场将转向去库。

美国能源信息署 EIA 在最新一期月报中指出，2023 下半年全球原油供需缺口预计为 68 万桶/日，全年供需缺口预计为 6 万桶/日，到 2024 年全球原油市场将延续供不应求的状态，缺口预计为 23 万桶/日。国际能源署 IEA 月报观点类似但更为夸张，预计 2023 下半年原油供需缺口或达到 170 万桶/日，全年供需缺口为 60 万桶/日，到 2024 年全球原油市场缺口为 40 万桶/日。

三季度原油供应保持稳定而需求边际好转，EIA 和 IEA 基于此预期给出原油市场延续去库的判断。具体来看，OPEC 执行减产且俄罗斯限制出口的情况下，使得 8 月供应端进一步收紧；叠加夏季北半球出行高峰期，促使需求端将有较好表现，未来一段时期内原油基本面支撑较为强劲。

此前，三大能源机构中仅 OPEC 对 2023 年全球原油需求复苏持乐观态度，目前 EIA 和 IEA 也认为下半年全球原油供需结构将出现很大程度好转。展望全年，在原油供应端延续低弹性和海外经济温和衰退的基准假设下，市场基本形势仍较为稳固。但考虑到欧美高利率对经济破坏的滞后效应，如果最终无法实现软着陆，则宏观和需求走弱将压制油价上涨空间。

2 裂解利润差强人意

近期国际油价出现明显回暖，但能否继续上涨仍然存疑，需求前景堪忧令投资者格外担心原油市场后期表现。

从全球范围内来看，欧美激进加息导致经济衰退越来越难以避免，中国疲弱的经济数据显示复苏弱于预期，2023 上半年原油市场需求表现不佳，一定程度体现在成品油裂解价差上。今年柴油裂解价差持续走弱，各主要区域都较为疲软，主要是柴油对经济增速的反应敏感，全球宏观下行压力造成了价格泡沫的挤出效应。相比之下，随着疫情结束和交通运输恢复，全球汽油消费保持相对强势，叠加北半球进入传统旅游旺季，中美汽油裂解价差均维持偏强运行。

成品油裂解价差整体上亮点不多，可剔除前期季节性因素来看，目前裂解利润尚处于往年同期偏高水平，这意味着今年原油需求端虽无超预期表现，但也还算是差强人意，至少没有对原油走势构成重大利空，不过需警惕三季度过后裂解价差仍有回落空间。

3 俄油供应保持稳定

无论之前西方实施的多轮制裁，还是 OPEC+自愿提出的减产，俄罗斯原油供应大概率仍将保持稳定。

目前，俄罗斯已经不再公布其原油产量数据，市场较难评估减产目标是否完成。从第三方统计的出口数据来看，今年 1-5 月俄罗斯海运原油出口量持续增加，5 月升至平均 370 万桶/日，但 Rystad Energy 最新统计显示，6 月俄罗斯海运原油出口量已经回落至 319 万桶/日。2023 年迄

今，俄罗斯原油海运出口量同比偏高，但这主要是补偿 Druzhba 管道原油出口量减少所致。就总体而言，6 月俄罗斯原油出口量约为 474 万桶/日，剔除季节性因素低于平均水平 25 万桶/日。

从 6 月以后的数据初步来看，估计俄罗斯原油供应大致符合其宣布的目标以及 OPEC+减产政策的要求。接下来为了配合沙特的额外减产，俄罗斯宣布将在 8 月减少 50 万桶/日的出口量。可见在维持原油市场稳定，尽可能让油价保持在目标区间的基本立场上，俄罗斯与 OPEC 是具有共同利益的，这也为下半年原油供需平衡收紧奠定了基调，降低了油价暴跌的风险。

4 突破价格上限制裁

近期，俄罗斯旗舰油品乌拉尔原油价格首次超过 G7 针对该国海运原油出口设定的 60 美元/桶上限。G7 设计的价格上限政策旨在：保持足够的原油供应以防止通胀冲击的同时，尽量减少俄罗斯出售能源的收入。俄罗斯原油出口突破西方单方面设定的价格上限，某种意义上宣告了制裁正在失去效力。

自欧盟实施价格上限以来，俄罗斯只有将原油售价调降至 60 美元以下才能使用西方提供的航运和保险等服务。在遭受制裁后，俄罗斯组建起数量庞大的油轮，能够在不依赖西方公司的情况下向世界各地的买家分销原油。影子船队的大幅扩张，以及替代西方保险和结算体系的其他选择，将使得俄罗斯原油等货物继续在全球流动。

抛开宏观及预期层面因素，就现货供需层面而言，俄罗斯长期以低于 60 美元的价格大量抛售原油，是导致前期油价下跌的重要原因。本次事件标志着，俄罗斯在开发亚洲市场销售渠道上已取得初步成果，未来料将逐渐摆脱薄利多销的模式，从而减轻在量价上对现货端的冲击，令三季度原油市场均衡状态更为稳定。

5 不确定性因素犹存

近期由于不可抗力因素，非洲产油国主要油田陷入停产，令全球原油供应短期缩减。据外媒报道，受当地抗议活动扰乱，利比亚西南部的大型油田 Sharara 已处于完全关闭状态，在中断之前的产量约有 25-26 万桶/日。此前，利比亚另一处产量 7 万桶/日的 El Feel 油田也因遭到袭击而停产。此外，非洲最大的产油国尼日利亚也出现了供应中断，该国的 Forcados 出口终端因发生泄露已被关闭检查。

OPEC 的非洲成员国产能并不低，在该组织中占据一席之地，但当地局势时常动荡不安，油田和港口易遭遇不可抗力，且基础设施老旧导致故障多发，实际产量往往并不稳定。在俄罗斯原油出口受到制裁后，利比亚原油多流向法国及南欧地区，其供应中断短时或对欧洲现货供应造成一定吃紧。我们之前曾指出，悲观的宏观预期令原油市场缺乏容错性，但在紧平衡状态下供应端同样十分脆弱。

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

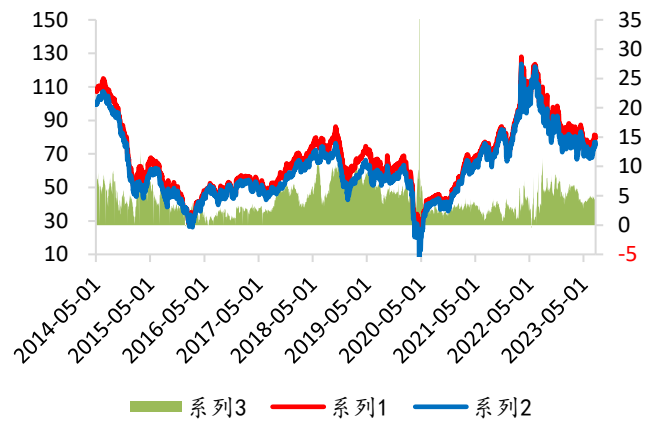
导下挣脱出来，但欧美陷入温和衰退陷阱似乎越来越深，说到底市场仍是在围绕供应更少还是需求更差来博弈。现阶段原油市场多空因素相互制衡，难以形成一边倒的局面，缺乏单一强势的主线逻辑。

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。

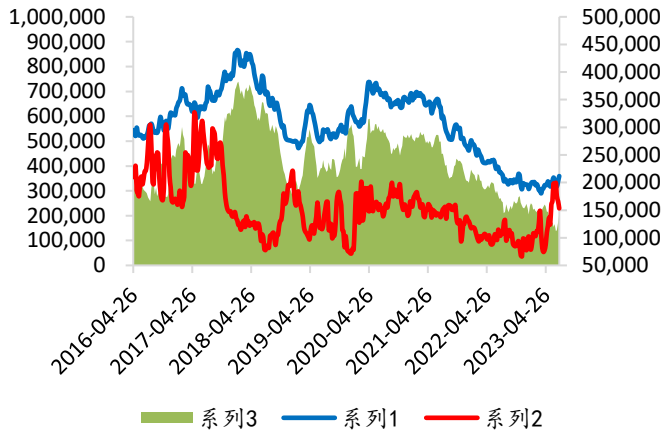
7 原油期现数据

图表 30：国际原油期货价格



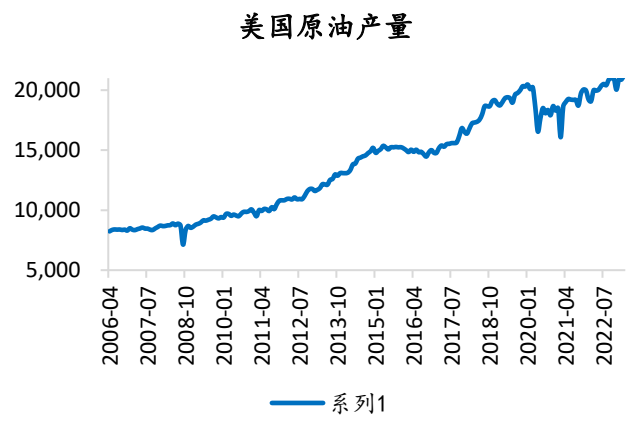
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 31：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 32：美国原油产量



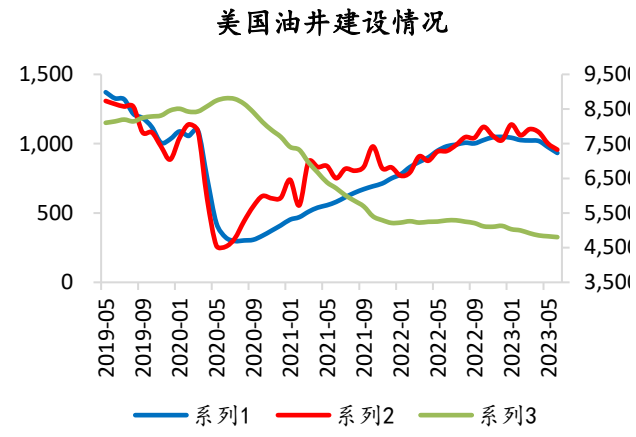
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 33：沙特原油产量



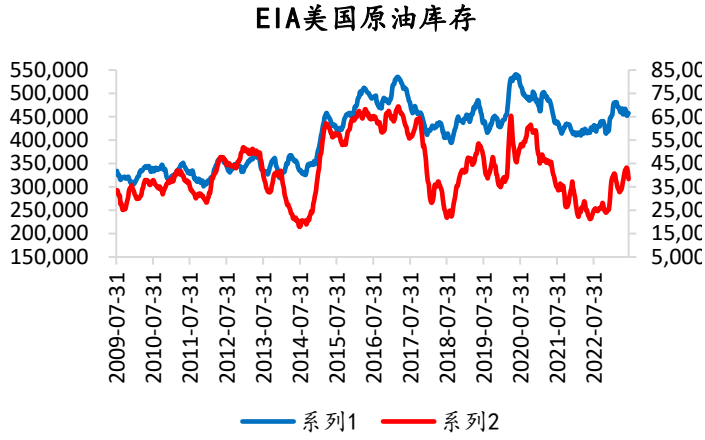
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 34：美国油井建设情况



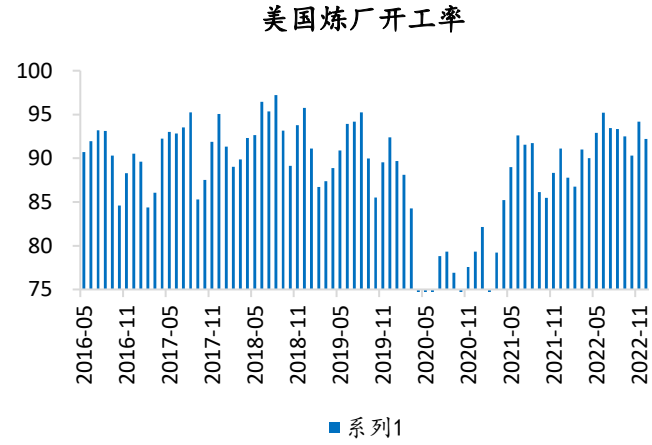
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 35：EIA 原油库存



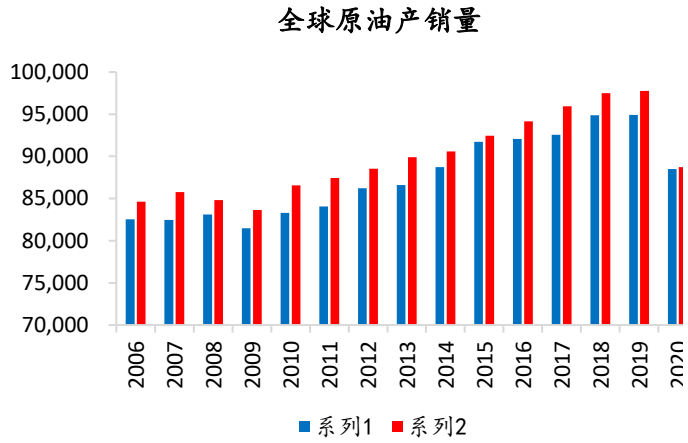
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 36：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 37：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 厄尔尼诺天气炒作

天然橡胶期货盘面强势反弹，厄尔尼诺现象对东南亚产胶国供应预期带来一定想象空间，再次提振市场看多情绪。

泰国国家气象局报告显示，泰国已经处于厄尔尼诺状态，预计今年 7-9 月降雨量可能偏少，而气温则较高。厄尔尼诺现象的定义是东部赤道太平洋海区表层水温异常偏高，目前该区域平均水面温度较正常情况偏高约 0.6-2.9 摄氏度，该现象将持续到 2024 年 1-3 月。厄尔尼诺可能会导致东南亚地区今明两年降水量进一步降低，而泰国作为最大的产胶国，严重干旱或导致天然橡胶出现减产。

市场正在交易未来极端天气预期的题材炒作，叠加前期沪胶估值处于历史低位，使得盘面迎来修复性反弹。不过，近期泰国降雨并没有特别少，事实上 5 月以来泰国累计降水量已出现明显回升，6 月接近历史均值水平。7-8 月橡胶基本面供需矛盾依然突出，将限制胶价进一步上涨的空间。

2 去产能周期仍漫长

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。

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 进口超量反季累库

进口方面，中国海关总署最新公布的数据显示，2023 年 6 月中国进口天然及合成橡胶（含胶乳）合计 63.3 万吨，同比大幅增加 18.1%；上半年中国进口天然及合成橡胶（含胶乳）共计 400.6 万吨，较 2022 年同期增长约 18%。

库存方面，卓创调研数据显示，截至 7 月中旬，青岛一般贸易库天然橡胶 16 家样本库存为 68.38

万吨，较上期增加 0.56%；青岛保税区内天然橡胶 17 家样本库存为 19.625 万吨，较上期减少 1.16%；青岛地区天然橡胶合计库存约 88 万吨，较上期增加 0.15 万吨。

2023 上半年由于进口的超量供应造成反季节性累库，三季度预计将为今年仅有的去库阶段，去库幅度和节奏决定了下半年整个橡胶产业链能否出现实质性改观。就目前而言，青岛地区深色胶库存稳居高位，产业链中下游成品库存堆积，尚未观察到强劲的去库转机。

4 淡季需求略超预期

客观来讲，橡胶下游需求整体差强人意，终端汽车市场淡季表现甚至略超预期。

中汽协数据显示:6 月中国汽车市场产销分别完成 256.1 万辆和 262.2 万辆,同比分别增长 2.5%和 4.8%，环比分别增长 9.8%和 10.1%；上半年汽车产销累计分别完成 1324.8 万辆和 1323.9 万辆，比去年同期分别增长 9.3%和 9.8%。

第一商用车网数据显示：6 月全国重卡市场约销售 7.4 万辆(开票口径，包含出口和新能源)，同比大幅增长 34%，环比略下滑 4.4%，自春节以来连续录得同比增长；上半年重卡市场累计销售 47.6 万辆，比去年同期增加了 25%。

乘联会数据显示:6 月新能源乘用车批发销量达到 76.1 万辆,同比增长 33.4%,环比增长 12.1%；上半年累计批发 354.4 万辆，比去年同期增长 43.7%。

如果终端市场消费持续好转，将逐级带动轮胎和橡胶库存去化，可据此判断橡胶基本面是否有实质性改善的机会。不过进入 7-8 月传统淡季，终端汽车产销累计增速或将较前期出现回落，对橡胶产业链去库的带动作用减弱。

5 震荡反复观望待机

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 月传统淡季通常无法依靠供需改善驱动上涨行情。不过每当沪胶估值处于历史低位，在跌无可跌的状态下，不乏各种炒作契机带来修复性反弹。

短期消息面炒作可在一定程度上提振市场，但长期基本面难以支撑胶价维持高位，趋势性上涨依旧受阻。鉴于沪胶多头信心薄弱且存在非标套利盘参与，胶价反弹也就意味着冲高回落风险，盘面大概率继续维持反复筑底的走势。

目前橡胶基本面整体偏空，但距离低点仍有下跌空间，多空入市的时机都不太好，行情延续震荡整理状态，宜谨慎观望待机为主。

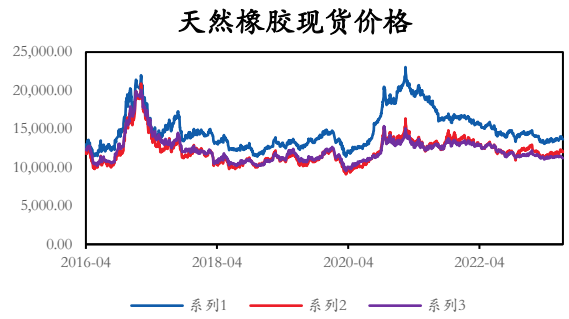
6 超跌修复逢高空配

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 38：天然橡胶现货价格



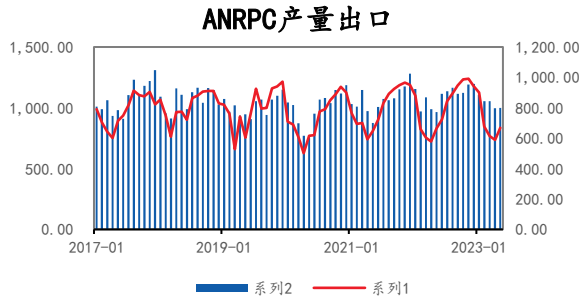
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 39：合成橡胶价格



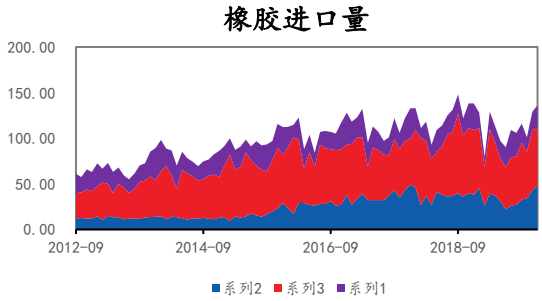
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 40：ANRPC 产量出口



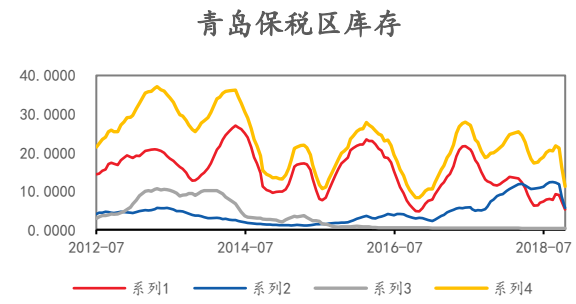
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 41：橡胶进口量



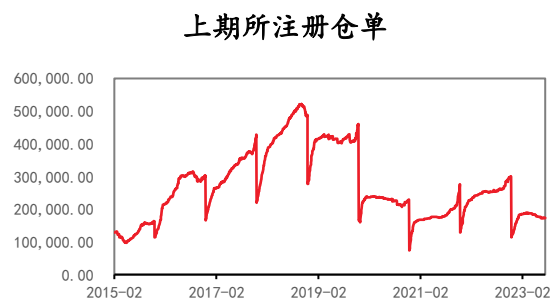
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 42：青岛保税区库存



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 43：上期所注册仓单



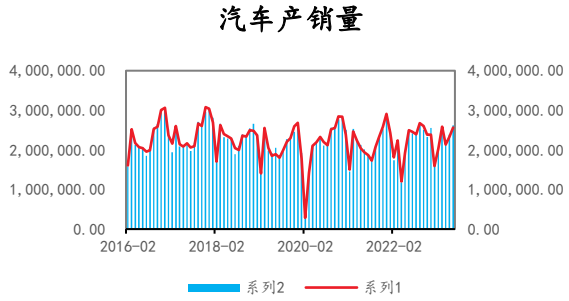
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 44：轮胎开工率



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 45：汽车产销量



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

油脂油料：美豆炒作情绪再度升温，国内豆类市场强势跟涨

1 外部豆类市场分析

美豆优良率回升，天气忧虑尚未解除

本周美国农业部公布的美豆周度生长数据显示，截至 2023 年 7 月 16 日当周，美国大豆优良率为 55%，高于市场预期的 53%，前一周为 51%，上年同期为 61%；开花率为 56%，上一周为 39%，上年同期为 46%；结荚率为 20%，上一周为 10%，上年同期为 13%。美豆优良率水平连续两周回升，同时开花率和结荚率均高于去年同期，显示美豆产区旱情有所缓和，这在美国农业部发布干旱报告中也有体现。截至 7 月 18 日当周，约 50%的美国大豆种植区域受到干旱影响，而此前一周为 57%，去年同期为 26%；约 55%的美国玉米种植区域受到干旱影响，而此前一周为 64%，去年同期为 29%；约 17%的美国棉花种植区域受到干旱影响，而此前一周为 15%，去年同期为 66%。2023 年美豆面积大幅下调，导致市场对美豆的增产预期变成减产预期，在美豆进入生长关键阶段，市场对利多题材的敏感性上升，任何威胁到产量的不利天气都可能推动美豆市场掀起新一轮炒作行情。

美国 6 月大豆压榨量低于预期

美国全国油籽加工商协会（NOPA）发布的 6 月份压榨数据显示，6 月份美国大豆压榨量低于预期，降至 9 个月来的新低。NOPA 的会员企业占到美国大豆压榨量的 95%份额。6 月份协会会员企业压榨大豆 1.65023 亿蒲，比 5 月份的 1.77915 亿蒲减少 7.2%，创下 2022 年 9 月以来的最低值。今年 6 月份的大豆压榨量比去年 6 月份的 1.64677 万蒲增加 0.2%，但低于 2020 年 6 月创下的历史纪录。

俄罗斯退出黑海粮食外运协议，供应担忧推动全球粮价反弹

本周俄罗斯高级官员宣布，黑海粮食外运协议已“终止”。该官员表示，俄方终止该协议的原因是其他签署国尚未履行协议中有关俄罗斯的一些条款。并强调一旦协议中与俄罗斯相关的部分得到履行，俄罗斯方面将立即重新恢复履行协议。由于俄罗斯和乌克兰是全球重要的小麦和葵花籽油等粮油商品出口国，俄罗斯宣布退出黑海粮食外运协议意味着俄乌紧张局势有升级恶化的风险。近日，乌克兰重要港口基础设施遭到破坏，市场担心黑海地区甚至全球粮油商品贸易链将遭到破坏，供给担忧迅速升温，全球小麦、玉米和植物油价格纷纷大幅上涨。

马来西亚 7 月份棕榈油出口和产量均回升

据船运调查机构 ITS 的数据显示，马来西亚 7 月 1-20 日棕榈油出口量为 754214 吨，上月同期为 632345 吨，环比增加 19.27%。马来西亚独立检验机构 AmSpec 数据显示，马来西亚 7 月 1-20 日棕榈油出口量为 687098 吨，较上月同期环比增加 10.06%。据南部半岛棕榈油压榨商协会（SPPOMA）数据显示，2023 年 7 月 1-15 日马来西亚棕榈油单产增加 8.86%，出油率减少 0.29%，产量增加 7%。马来西亚棕榈油出口增幅高于产量增幅，有助于缓解库存压力。近期印尼和马来西亚棕榈油产区降雨结束，陆续迎来干燥天气，有利于棕榈油生产。夏季是东南亚棕榈油生产的旺季，预期产量回升削弱了棕榈油价格上涨的主动性。本周棕榈油市场反弹主要是受美豆天气炒作以及加拿大菜籽减产和黑海地区粮油贸易受阻等外部因素影响。

2 国内豆类市场分析

中国 6 月进口大豆量环比回落，豆粕价格跟随美豆反弹

国家海关总署公布的数据显示，中国 6 月进口大豆 1027 万吨，环比 5 月进口量减少 175 万吨，

环比减幅 14.6%；1-6 月累计进口大豆 5257.5 万吨，同比增长 13.6%。6 月中国进口大豆虽较 5 月回落，但绝对量仍在 1000 万吨之上，为国内大豆供应提供重要保障。预计本周（7 月 15 日至 7 月 21 日）国内油厂开机率继续上升，油厂大豆压榨量预计为 196.79 万吨，开机率为 66.13%。本周国内各区域豆粕价格继续上涨，沿海区域油厂主流价格在 4260-4380 元/吨，较上周上涨 80-130 元/吨，市场的反弹动力主要来自于美豆天气炒作下的成本驱动。由于豆粕现货涨幅低于期货，各地豆粕基差普遍较上周回落，沿海主要市场豆粕基差本周均价约为 110-240 元/吨。受下游提货量增加影响，国内豆粕库存下降。中国粮油商务网监测的数据显示，7 月 14 日国内主要油厂豆粕库存 53.8 万吨，周度下降 0.3 万吨。由于国内进口压榨菜粕库存仅为 0.7 万吨，持续处于低水平提振菜粕价格保持高位运行。豆菜粕价差收窄也在一定程度上提振豆粕需求。

中国 6 月进口植物油大幅增加

国家海关总署公布的数据显示，中国 6 月进口食用植物油（不含棕榈油硬脂）76.1 万吨，高于 5 月份的 64.6 万吨，同比增加 50.7 万吨；1-6 月累计进口 449.6 万吨，同比增加 261.5 万吨，增幅 139%。从分项数据看，6 月中国三大油脂进口量同比均大幅增加。海关数据显示，6 月份我国进口棕榈油（不含棕榈油硬脂，下同）23 万吨，同比增加 215.2%，2023 年 1-6 月累计进口 162 万吨，同比增加 187.5%；6 月份进口菜籽油 21 万吨，同比增加 195.4%，1-6 月累计进口 118 万吨，同比增加 115.3%；6 月份中国进口豆油 5 万吨，同比增加 55%，1-5 月累计进口 18 万吨，同比增加 40.2%。

国内三大油脂库存回升，油脂价格与外盘保持较强联动

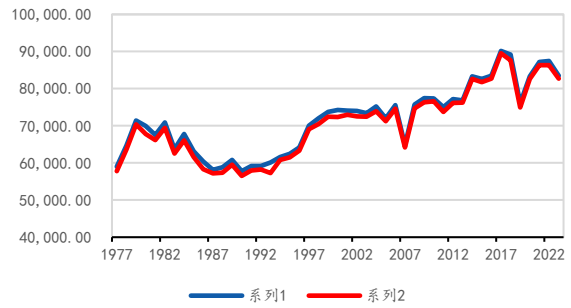
分析机构发布的库存统计显示，截止 7 月 14 日，国内三大植物油库存总量为 213.16 万吨，周度增加 7.47 万吨，同比增加 45.37%。其中豆油和棕榈油库存回升弥补了菜油库存的下降。具体来看，全国主要油厂豆油库存 90 万吨，周环比增加 3 万吨，月环比增加 8 万吨，同比减少 2 万吨。上周油厂开机率提高，但下游提货稍显逊色，豆油库存小幅提高，本月大豆继续大量到港，从目前下游提货和终端消费情况看，短期内豆油累库趋势将持续。全国重点地区棕榈油商业库存约 66.75 万吨，较上周增加 7.47 万吨，增幅 12.6%；比去年同期增加 34.89 万吨，增幅 109.51%。全国菜籽压榨量小幅减少，菜油库存小幅下降。菜油需求处于淡季，菜油和菜籽到港有所减少以及压榨厂开机率下降，国内菜油库存少量去库现象，为菜油价格抗跌提供支撑。外部油脂市场仍是影响国内油脂价格的关键所在，美豆减产以及俄乌局势对市场预期的影响仍在持续。

3 油脂油料市场展望

美豆进入天气关键期，美豆面积被大幅调降后单产备受各方关注。从目前的天气预报来看，未来 7-10 天，美豆主产区中大部分地区仍将维持干燥少雨状态，一旦减产威胁得到强化，资金随时可能增持天气升水，从而推动美豆市场拓展新的上涨空间。美豆产量由增转降，导致美豆市场对当前的利多因素更为敏感，进入典型的易涨难跌状态。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。国内油脂和蛋白粕市场自 6 月初以来累积较大涨幅，市场每次冲高都面临着获利回吐盘的打压，但只要美豆天气炒作尚未结束而维持强势运行，国内油脂和蛋白粕市场一般不会出现较大的回调，内外盘整体运行的方向还会保持一致。国产大豆市场供需相对独立，由于缺少现货反弹配合，近期出现连续调整，市场的下跌压力可能并未充分释放，需要与其他豆类品种区别对待。

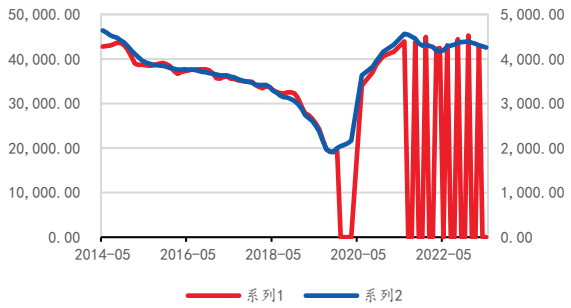
4 油脂油料市场主要数据

图表 46：美国大豆种植收获面积



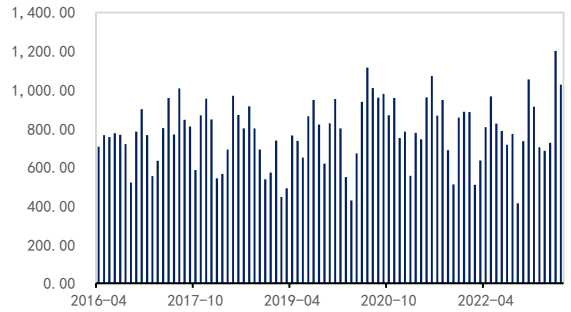
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 47：国内生猪存栏量



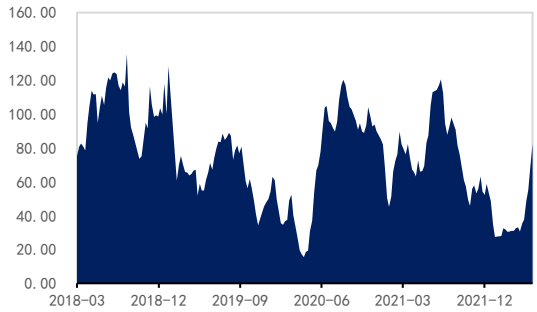
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 48：大豆进口数量



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 49：国内豆粕库存



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

法律声明

版权免责声明：本报告由中金财富期货有限公司提供，未经中金财富期货事先书面同意，不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司授权的渠道，由公司授权机构承担相关刊载或转发责任，非通过正当渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

报告内容免责：本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本资料仅代表报告发布当日的判断，相关的分析意见及推测可能会根据中金财富期货研究所后续发布的研究报告在不发出通知的情形下做出更改。

报告使用免责：本报告仅供在新媒体背景下研究观点的及时交流，普通投资者若使用本资料，有可能因缺乏解读服务而对报告中的关键假设、评级、目标价等内容产生理解上的歧义，进而造成投资损失。本资料仅供订投资者参考之用，并不构成对所述期货买卖的出价，在任何情况下，本报告的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。投资者不应单纯依靠本资料的信息而取代自身的独立判断，应自主作出投资决策并自行承担投资风险。我公司及研究人员不对投资者使用本资料涉及的信息所产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。

扫码立即下载中金财富期货APP

客服热线：4001087888

中金财富期货有限公司

公司网站：https://www.ciccwmf.cn/

地址：深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦4203—4205单元