中金财富期货策略周报（2023 年第 23 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：从当前的市场情况看，宏观经济进入“强预期+弱现实”的阶段，当前阶段市场的政策的预期很高，尤其是包括“活跃资本市场”以及地产中的“城中村改造”等政策都属于重大变动。当前市场受情绪和预期的影响很大，需要注意的是，大部分工业品大幅反弹之后，估值得到显著修复，虽然市场整体维持强势，但是注意追高的风险。

股指期货：“要活跃资本市场，提振投资者信心”提出，预计资本市场投资端改革行动有望加速出台，如果后续政策逐渐落地，有助力提振投资者信心，以大蓝筹为代表的蓝筹板块有望助力指数继续走强。

铜：海外铜矿处于增产周期，但矿端扰动仍存。7 月有 7 家铜冶炼厂检修或影 响 6 万多吨产量且不乏大型铜冶炼厂，或使中国电解铜 7 月生产量环比减少，8 月或仅有 1 家但 9 月或有 6 家铜冶炼厂检修整体看淡季效应进一步加深，但 7 月国内炼厂产量继续小减，比价不利影响报关，供需两弱，淡季过半累库远远不及预期，实际现货压力不大。沪铜盘面已基本吸收宏观面利多因素，需求面因季节性因素需求有偏弱预期，追高同样缺乏动力，整体维持区间震荡行情。

锌：国内矿山基本维持正常生产，原料端持续宽松，锌精矿加工费上行空间尚存，冶炼厂生产积极性较高，锌锭产量趋于增加趋势，叠加低价进口锌冲击，供应端维持偏宽松。下游三大板块需求弱势，镀锌开工小幅震荡，压铸锌合金和氧化锌受天气及订单等因素影响，开工短期难有较大回暖，库存累库压力较强。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：随着政治局会议的召开，地产行业的刺激政策也在密集出台。近期除了有城中村项目改造，住建部也在近期强调要落实好降低首套房首付比例、减免改善型住房换购税费与房贷”认房不认贷“等政策措施。我们可以看到这样一个趋势，过去给地产行业的”枷锁“正在去化，地产行业的紧箍咒有望进一步放松。目前住建部尚未明确”认房不认贷“等政策的实施范围，若能在一二线城市落实，将进一步刺激钢市炒作情绪。

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：美国干旱监测报告显示，截至 7 月 25 日当周，约 53%的美国大豆种植区域受到干旱影响，而此前一周为 50%，去年同期为 26%。因此来自天气层面的潜在利多仍是美豆季节性抗跌的重要支撑。目前，美豆正处于开花结荚的生长关键期，距离天气窗口关闭尚有一个月左右时间，天气因素仍是当前美豆市场交易的主要题材，美豆价格会随着天气变化产生剧烈波动。黑海紧张局势升级，俄罗斯虽表态目前不可能重返黑海粮食运输协议，但仍为未来恢复执行该协议留有余地，并表示近期将向部分非洲国家免费提供粮食。黑海地区物流受阻主要影响谷物和植物油，对国际大豆市场的直接影响并不大。此外，2023 年巴西大豆实现了创纪录产量，对国际市场供给能力大幅提升，预计该国新季产量规模在 1.63 亿吨，巴西丰产可在一定程度上增加市场对美豆减产的容忍度。国内豆粕市场因进口依赖而美豆运行基本一致，也会受到国内进口大豆到港节奏和需求层面的影响。由于粕类期货市场在此前连续上涨过程中累积大量获利盘，随着高位分歧扩大，获利回吐压力可能加剧盘面震荡。国内油脂市场涨势趋缓，能否重启升势需要外盘油脂提供指引，但在当前国内商品市场普涨格局下，油脂板块调整空间并不大。国产大豆市场供需相对独立，与外盘联动性较弱，受现货持续低迷和中储粮降价抛售等因素影响仍未脱离弱势。

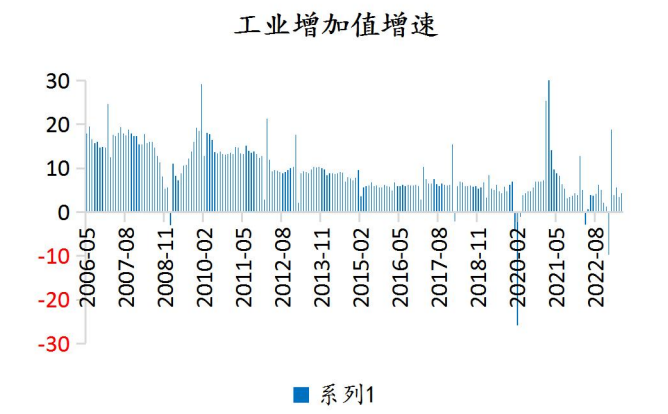
目 录

周度策略：政策扭转市场情绪 但仍须注意追高风险 - 6 -
宏观经济、市场策略和股指期货市场分析 - 8 -
1 一周重大宏观政策、事件和数据解读 - 8 -
2 工业去库存进入探底阶段 - 8 -
3 央行加码进行逆回购 资金面维持宽松 - 9 -
4 宏观策略 - 9 -
5 股指期货市场分析 - 9 -
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 地产市场供求关系发生重大变化 - 16 -
2 刺激政策逐步落地 - 16 -
4 小结 - 17 -
5 钢材期货现货数据 - 17 -
原油 - 20 -
1 机构预期供需缺口 - 20 -
2 美油增产后劲不足 - 20 -
3 俄油供应保持稳定 - 20 -
4 旺季去库不及预期 - 21 -
5 加息周期或已见顶 - 21 -
6 多空制衡交易走廊 - 21 -
7 原油期现数据 - 22 -
天然橡胶 - 24 -
1 橡胶遵循季节规律 - 24 -
2 原料上量暂时有限 - 24 -
3 国际货源大量输入 - 24 -
4 淡季需求略超预期 - 25 -
5 过剩局面仍将延续 - 25 -
6 超跌修复逢高空配 - 25 -
7 橡胶期现数据 - 26 -
油脂油料：美豆天气前景转好，国内豆类市场承压调整 - 28 -
1 外部豆类市场分析 - 28 -

2 国内豆类市场分析 ..... - 28 -
3 油脂油料市场展望 ..... - 29 -
4 油脂油料市场主要数据 ..... - 29 -

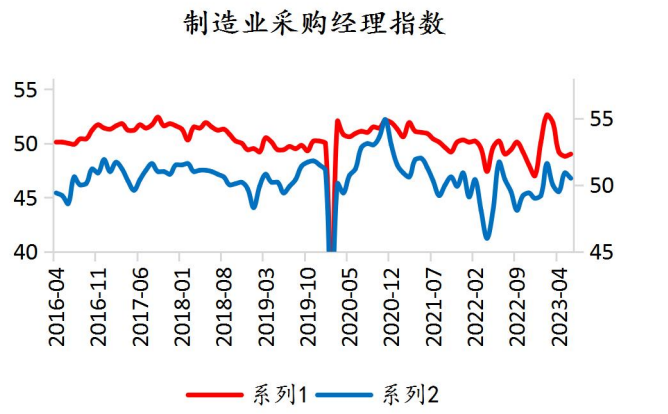
重要经济指标概况

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



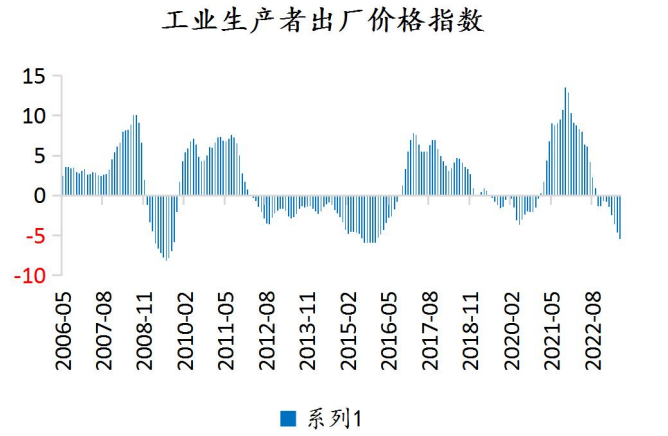
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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



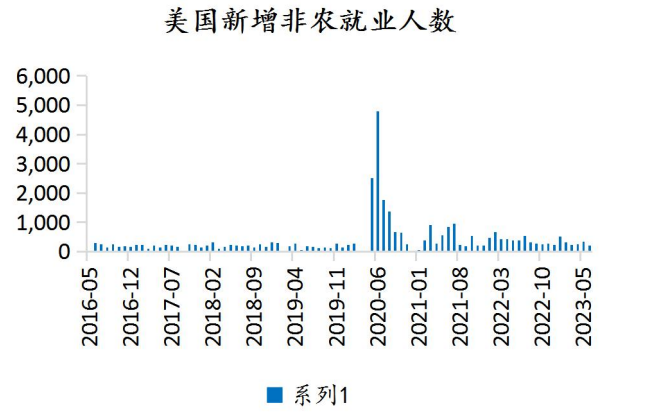
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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：政策扭转市场情绪 但仍须注意追高风险

上周市场在政治局会议的刺激下大幅上涨，尤其是内盘定价的品种和地产链大幅上涨。比如纯碱的近月合约在上两周大幅上行的情况下继续大幅上行，前期极度弱势的大塑料类也明显反弹。经历这轮反弹之后，大部分品种估值得到明显修复，开始经受供需关系的检验。

政治局会议定调下半年政策走向

7 月份的政治局会议是一次很关键的会议，从会议可以窥见政策的意图和走向，目前商品市场和股市逐渐进入政策友好阶段。

我们简单总结下政治局会议的要点：

首先是对经济形势的判断。会议认为，我国经济面临新的困难挑战，恢复呈“曲折式前进”特征。一方面，当前经济面临新的困难挑战，主要体现在国内需求不足、一些企业经营困难、重点领域风险隐患较多、外部环境复杂严峻四个方面。另一方面，会议提出疫后“经济恢复是一个波浪式发展、曲折式前进的过程”，要对经济恢复有更多的信心和耐心，适度提高经济增速容忍度。

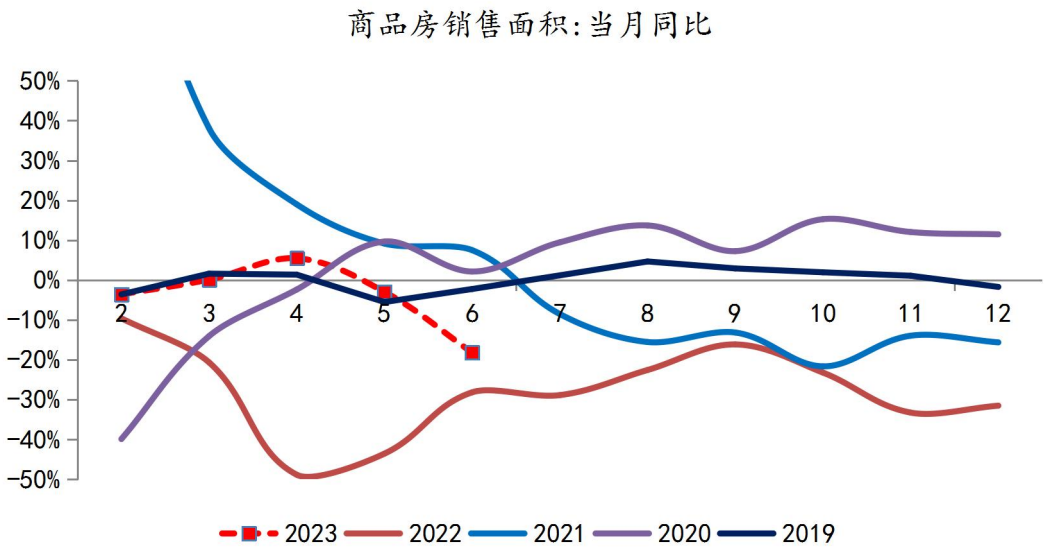
其次是下半年工作目标：扩内需、提信心、防风险。对于下半年经济目标，会议强调“加大宏观政策调控力度，着力扩大内需、提振信心、防范风险”。着重理解：一是宏观政策加力窗口期将开启；二是目标针对性强，直面短期经济困难和挑战；三是在经济增长中将兼顾质与量、当前和长远。

第三是下一阶段重点工作：兼顾短期扩内需和长期产业升级。首要是积极扩大国内需求；持续大力推动现代化产业体系建设；坚持“两个毫不动摇”，切实优化民企发展环境；适时调整优化房地产政策，制定实施一揽子化债方案；把稳就业提高到战略高度通盘考虑。

还有两个非常重要的方面，那就是针对资本市场和房地产市场。资本市场方面，会议较为罕见的提及“要活跃资本市场，提振投资者信心”，这对权益市场意味着成交的恢复，而流动性的改善过程，将为权益市场估值回升提供流动性溢价。房地产方面，会议定调“房地产市场供求关系发生重大变化”，并表示将“适时调整优化房地产政策”，意味着过去在楼市过热阶段陆续出台的政策在应对当前市场状况时存在一定的边际优化空间，前期针对需求端的限制政策或将因城施策逐步转为对需求端的呵护。

从会议的情况看，政策定调更加积极。会议提到“加强逆周期调节和政策储备”，而上次政治局会议提到“逆周期调节”还是 2019 年，当时实施了大规模减税降费、LPR 改革释放红利带动利率下调、一系列促进大宗消费和农村消费的政策，以及地产因城施策边际调整。具体到今年，预计地产和消费端的刺激政策仍非常值得期待。

图表 1：房地产销售数据



资料来源：wind，中金财富期货

美国加息后期，关注衰退预期

虽然美联储如期加息，但是本月议息会议增量信息较少，美联储重申经济韧性与数据依赖。对于此后利率路径，鲍威尔重申数据依赖的原则，称可能会在 9 月再次加息或者保持稳定，将逐次会议进行决定。此外，美联储经济学家对经济韧性的评估提高。除了在会议声明中将经济活动描述为持续温和扩张，鲍威尔会后发布会还提到，美联储经济学家不再预测发生经济衰退。而在 6 月的会议纪要中显示，美联储的工作人员还认为今年晚些时候会出现温和衰退。

那么如何看待美国经济，衰退还是周期性放缓？会有经济不放缓的 CPI 下行吗？历史上看，通胀快速回落均伴随衰退，没有完美降低通胀同时避免经济衰退的“软着陆”。本轮加息周期中，通胀在经济没有明显放缓的前提下较快回落，主要受益于疫后全球供应链的修复和能源价格的回落，此后若想通胀继续回落且不发生反弹或需居民资产负债表得到进一步削弱，对应非农时薪同比回落至 17-19 年的均值 3%左右。而未来职位空缺和工资增速回落是否仍不会带来失业率攀升、未伴随失业率上升的通胀回落是否有反弹风险均有待观察。

策略上，关注四季度加息节奏及衰退预期扰动。紧缩周期后期，市场走势多由加息预期及衰退预期主导。从 6 月通胀数据看，领先指标的回落态势或已反映到 CPI 价格中，叠加高基数，三季度核心通胀的回落态势较为确定，美联储加息概率不大，预计美债收益率将震荡向下。四季度市场主线或转向衰退交易，若 PMI 服务业指数回落至荣枯线下，则衰退迹象初步确认，市场会交易衰退；若经济韧性仍强，则美联储或推迟明年降息时点，对经济的前瞻指引依然不好。

关注积极信号的出现

从当前的市场情况看，宏观经济进入“强预期+弱现实”的阶段，当前阶段市场的政策的预期很高，尤其是包括“活跃资本市场”以及地产中的“城中村改造”等政策都属于重大变动。当前市场受情绪和预期的影响很大，需要注意的是，大部分工业品大幅反弹之后，估值得到显著修复，虽然市场整体维持强势，但是注意追高的风险。

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 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	7 月 28 日	住建部：要继续巩固房地产市场企稳回升态势。	要继续巩固房地产市场企稳回升态势，大力支持刚性和改善性住房需求	房地产政策有望进一步调整
	7 月 27 日	美联储加息 25 个基点	7 月议息会议美联储如期加息 25 个基点，符合市场预期	加息是否结束充满了不确定性
数据	7 月 28 日	中国 6 月规模以上工业企业利润同比-8.3%	降幅较 5 月份收窄 4.3 个百分点，为连续第四个月收窄	七成以上行业盈利较一季度改善，制造业盈利改善明显
	7 月 27 日	美国二季度 GDP 增 2.4%大超预期	强劲消费者支出带动下，美国二季度 GDP 迅猛增长，远超预期	远远超出市场预期的 1.8%
事件	7 月 24 日	IMF 上调 2023 年全球经济增速至 3%	但警告称经济并未完全走出下行风险	全球经济整体走势依然偏弱

资料来源：中金财富期货研究所

2 工业去库存进入探底阶段

6 月，价格因素拖累工业企业营收增速进一步下降，但营业收入利润率显著回升，带动工业企业利润同比降幅继续收窄。从成本费用的拆分来看，工业企业营收利润率的同比降幅收窄，主要得益于每百元营业收入中的成本和费用同比增速均显著下降，而这又与上游工业品价格的下跌和财政货币政策的支持有关。随着制造业的成本压力逐步缓解，其营业收入利润率有望持续回升，从而为制造业库存周期的开启积蓄动能。如果财政货币政策能够进一步发力帮助企业降低费用，则将提供更大助力。

工业企业资产和负债扩张速度进一步放缓，资产负债率创 2014 年 11 月以来新高。不过，6 月负债增速降幅更大、向资产增速靠拢，显示出工业企业有降低杠杆的趋向，资产负债率抬升或近尾声。此外，从工业总资产增速对制造业投资的领先性来看，未来一个季度制造业投资仍有回落压力。民营企业的总资产扩张速度仍然明显快于国有和外资企业，在稳增长中发挥着重要作用。这也是我们一直强调的，当前稳制造业投资在很大程度上就是稳民间投资，中央高规格强调提振民营企业家信心正当其时。

工业企业去库存或将进入探底和筑底阶段。6 月工业企业产成品存货同比进一步下滑至 2.2%，已处于 1996 年有数据以来的 7.3%分位水平，制造业去库存的主要下行势能应已得到体现。但我们认为，本轮补库存的开启可能要到今年底到明年初之间：1）从库存周期的领先指标——产出缺口来看，我们计算的 6 月最新产出缺口数据呈现出回升的初步迹象，如果后续能够证实产出缺口收敛趋势，则今年 12 月前后有望看到工业补库存周期启动。2）考察此前分别于 2011 年和 2014 年开启的去库存过程。这两轮库存增速的降幅分别为 13.4 和 18.3 个百分点，本轮降幅已达 17.8 个百分点，从幅度上具有可比性。而这两轮去库存进程均持续了 22 个月，本次

若时长相近则可能持续到 2024 年 2 月前后。

3 央行加码进行逆回购 资金面维持宽松

本周以来，央行逐日增加逆回购操作量。具体来看，7 月 25 日，央行开展 440 亿元逆回购操作；7 月 26 日，央行开展 1040 亿元逆回购操作。7 月 27 日，央行公告称，为维护月末流动性平稳，以利率招标方式开展了 7 天期 1140 亿元逆回购操作，利率维持 1.9%。

得益于央行及时补充市场流动性，月末资金面并未出现转紧趋势。截至 27 日收盘，DR007 加权平均利率下行 1.67 个基点至 1.8268%，GC001 下行 8.7 个基点至 1.765%。

在政策定调稳增长的情况下，流动性维持宽松将是常态。

4 宏观策略

从当前的市场情况看，宏观经济进入“强预期+弱现实”的阶段，当前阶段市场的政策的预期很高，尤其是包括“活跃资本市场”以及地产中的“城中村改造”等政策都属于重大变动。当前市场受情绪和预期的影响很大，需要注意的是，大部分工业品大幅反弹之后，估值得到显著修复，注意追高的风险。

5 股指期货市场分析

两市大幅反弹

本周两市在政策的刺激下大幅反弹，具体到股指期货市场，本周沪深 300 周大涨 4.47%，上证 50 周+5.49，中证 500 周+1.98 %，中证 1000 周+1%

345.06 亿元。周净买入额创近 26 周新高。北上资金一周累计成交 5428.97 亿元，成交净买入 345.06 亿元，其中，深股通合计净买入 143.42 亿元，沪股通合计净买入 201.64 亿元。

政策发力，市场情绪得到明显提振，是指数大涨的最重要原因。

政策方面，近期密集出台了多项政策。政策高度重视民营经济发展问题，7 月《中共中央国务院关于促进民营经济发展壮大的意见》发布，国家发改委随后发布促进民间投资的 17 项具体措施。针对扩大消费需求，商务部和国家发改委分别发布促进家居、汽车、电子产品消费的若干措施。7 月中央政治局会议重提“逆周期调节”，明确“加大宏观政策调控力度”，且未提“房住不炒”。虽未言及使用专项债结存限额、增加政策性银行信贷额度、推出新一批政策性开发性金融工具等，但财政货币政策加码发力的空间较大。

政策扭转市场弱势螺旋，关注调整买入机会

我们之前一直强调调整之后的买入机会，但是政策变化之后，市场的乐观程度超出市场预期，尤其是罕见的“活跃资本市场”发言，对市场情绪提振很大。

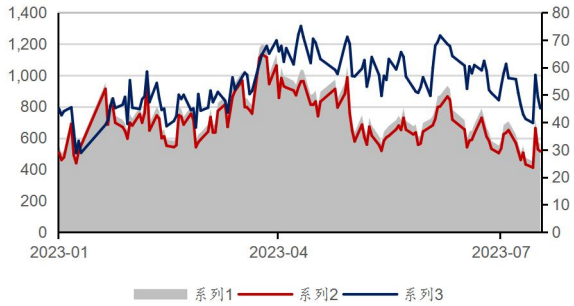
本次政治局会议是历史上首次提出“要活跃资本市场，提振投资者信心”，此前主要提法是“推进或保持资本市场平稳健康发展”。只有在 2018 年 10 月底会议上提到“激发市场活力”，2018 年 10 月也对应股市底部位置。本次表态体现了资本市场对稳经济、提信心的重要作用，后续

或有相关政策延续，例如引入中长期资金等方面。

《资本市场投资端改革行动方案》是证监会正在研究制定的一项政策，作为打造中国特色现代资本市场的政策框架之一，旨在实现投融资两端平衡协调发展，引导各类中长期资金提高权益投资实际比重，提升资本市场功能和吸引力，形成资本市场功能充分发挥、各类资金保值增值、助力实体经济高质量发展高效协同的新局面。

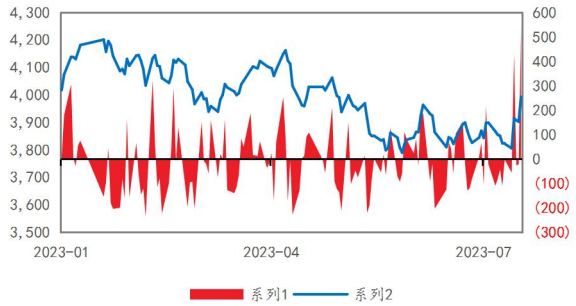
“要活跃资本市场，提振投资者信心”提出，预计资本市场投资端改革行动有望加速出台，如果后续政策逐渐落地，有助力提振投资者信心，以大蓝筹为代表的蓝筹板块有望助力指数继续走强。

图表 9：融资融券数据图



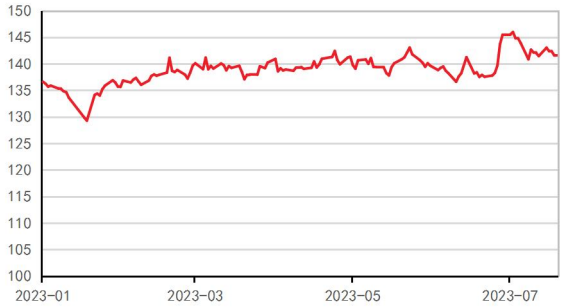
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 10：合约持仓和市场表现



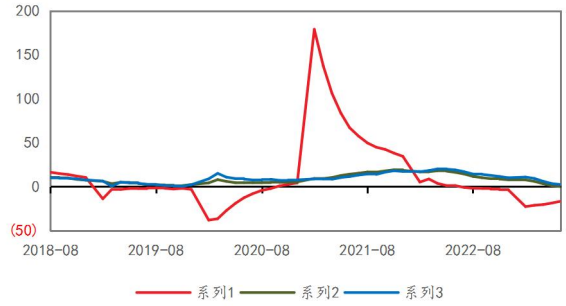
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 11：恒生 AH 溢价指数



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 12：工业企业运行情况



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

铜

1 影响因素

全球精矿供应有所恢复

根据国际铜业研究组织（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

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 7 月铜材企业产能开工率环比下降，具体而言：铜电线电缆、铜箔产能开工率或环比升高；铜漆包线、铜板带、铜管、黄铜棒产能开工率或环比下降。以上说明传统消费淡季使国内电解铜下游入市采购意愿不高而现货成交以少数贸易商和大型终端企业为主。

传统终端下游消费中，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 7 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

海外铜矿处于增产周期，但矿端扰动仍存。7 月有 7 家铜冶炼厂检修或影 响 6 万多吨产量且不乏大型铜冶炼厂，或使中国电解铜 7 月生产量环比减少，8 月或仅有 1 家但 9 月或有 6 家铜冶炼厂检修整体看淡季效应进一步加深，但 7 月国内炼厂产量继续小减，比价不利影响报关，供需两弱，淡季过半累库远远不及预期，实际现货压力不大。沪铜盘面已基本吸收宏观面利多因素，需求面因季节性因素需求有偏弱预期，追高同样缺乏动力，整体维持区间震荡行情。

3 铜期货现货数据

图表 13：长江有色铜价



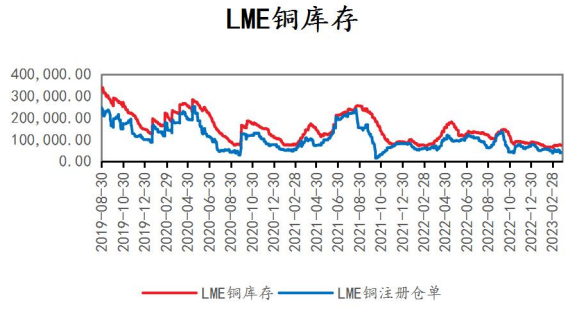
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 14：上海保税区铜库存



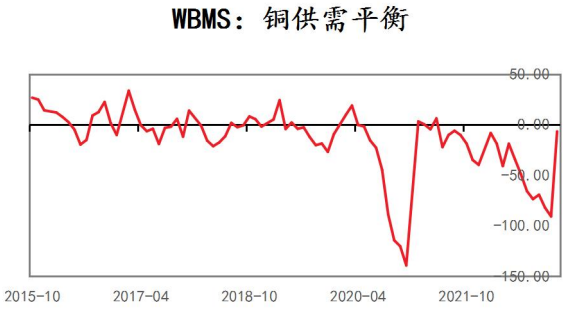
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 15：LME 铜库存



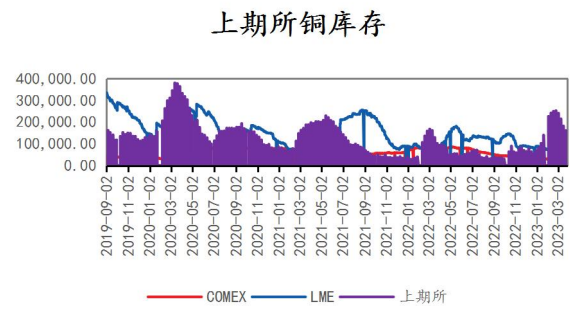
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 16：WBMS 供需平衡



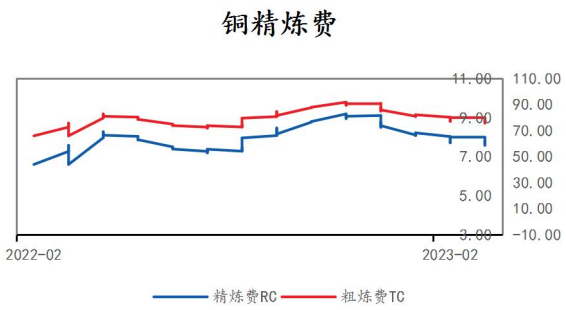
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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

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。国内冶炼厂利润快速收窄至约 500 元/吨左右。6 月 SMM 中国精炼锌产量为 55.25 万吨，环比下降 1.2 万吨或环比下降 2.13%，同比增加 13.1%，超过预期值。1 至 6 月精炼锌累计产量达到 322.6 万吨，同比增加 8.59%。其中 6 月国内锌合金产量为 78227 万吨，环比减少 7720 吨。7-8 月进入集中检修期，SMM 预计 2023 年 7 月国内精炼锌产量环比减少 0.8 万吨至 54.45 万吨，同比增加 14.42%；1 至 7 月累计产量达到 377.1 万吨，累计同比增加 9.4%。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

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。随着气温逐渐升高，华东、华南地区压铸锌合金厂家受限电政策影响，调整为午后保温、晚间开工的节奏，尽管整体开工时长变化不大，但高温下终端订单消化缓慢，压铸锌合金企业新订单数量减少，日后或出现企业陆续减产的情况。预计开工率或持续下滑。汽车和家电端的促消费政策较多，国内前 5 个月累计产出汽车 1068.7 万辆，同比增加 11%；在促销费和地产竣工高增速的带动下，家电表现亮眼，冰箱、空调、洗衣机同比均有两位数增幅。在弱复苏的总体态势下，当前国内锌消费较为平淡，市场普遍预计后续宏观调控政策将加码，但要注意政策力度不及预期的风险。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

国内矿山基本维持正常生产，原料端持续宽松，锌精矿加工费上行空间尚存，冶炼厂生产积极

性较高，锌锭产量趋于增加趋势，叠加低价进口锌冲击，供应端维持偏宽松。下游三大板块需求弱势，镀锌开工小幅震荡，压铸锌合金和氧化锌受天气及订单等因素影响，开工短期难有较大回暖，库存累库压力较强。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。

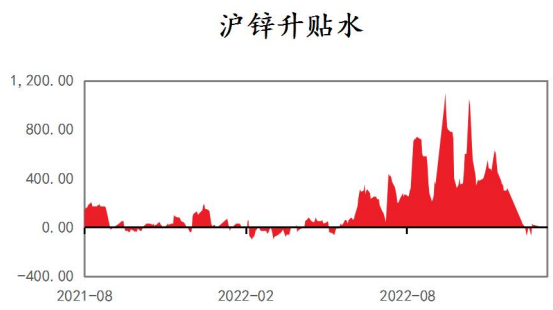
3 锌期货现货数据

图表 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



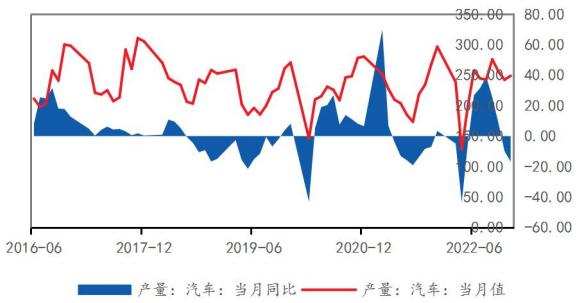
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 地产市场供求关系发生重大变化

7 月 24 日，中共中央政治局经济会议在北京召开，会议分析研究了当下的经济形势，同时部署了下半年经济工作。

政治局经济会议对地产行业相关表诉非常的克制，关键词有“调整优化房地产政策”、“积极推进城中村改造”、“防范风险”、“因城施策”、“解决刚需和改善性需求”。本次会议内容删除了“住房不炒”相关表诉，并将房地产放在防范风险的首位，说明在接下来的至少半年，“调整优化房地产政策”将成为宏观调控的重中之重。

尽管如此，删除“住房不炒”，“调整优化房地产政策”并不意味着高层对地产态度的转向。例如《指导意见》，城中村改造并非棚改货币化的 2.0 版本。

首先限定了城市的范围，仅在 21 座超大和特大城市，这 21 个城市的商品房成交面积占总销售面积的 17%，商品房成交面积占总销售面积的 15%，本次规模较之前货币化棚改小。

其次，现在的城中村改造以修缮、重修为主，而之前的棚改是拆迁为主。维修与重建具有本质的区别，对原料及人力需求也大有不同。

最后，本轮城中村改造对资金来源表诉模糊，强调“鼓励和支持民间资本参与”，说明国家不准备推出专项资金通道，资金具有不确定性。

结合《城中村改造指导意见》所强调的：“成熟一个推进一个，实施一项做成一项”，可以看出城中村改造是一个长期的过程，而非棚改货币化一般，一两年内迅速扭转地产颓势。综上，我们认为，高层对于地产行业政策的核心在于企稳，稳住不跌，而非救市。

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。

7 月 21 日，住建部强调要落实好降低首套房首付比例、减免改善型住房换购税费与房贷“认房不认贷”等政策措施。

我们可以看到这样一个趋势，过去给地产行业的“枷锁”正在去化，地产行业的紧箍咒有望进一步放松。

3 供需双弱 库存累积

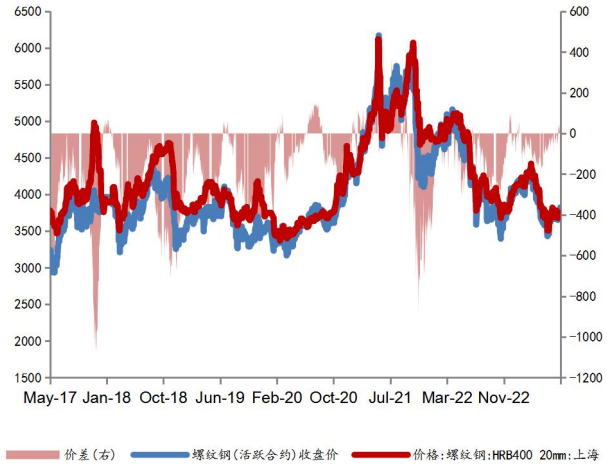
上周，螺纹产量 274.12 万吨，较上周减少 4.68 万吨，降幅为 1.68%；螺纹厂库 193.02 万吨，较上周减少 9.26 万吨，降幅为 4.58%；螺纹社库 578.19 万吨，较上周增加 9.91 万吨，增幅为 1.74%；螺纹表需 273.47 万吨，较上周增加 3.58 万吨，增幅 1.33%。从现实层面上来看，螺纹产量持续回落，需求属于历史低值，总体库存亦处于历史低值，在宏观预期较强的背景下，情绪主要集中于需求预期。

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。政治局会议召开后，宏观及地产行业刺激政策密集落地，尽管钢市基本面较弱，但对下半年预期在不断增强。目前强预期已在价格上有所反馈，建议投资者谨慎追高。

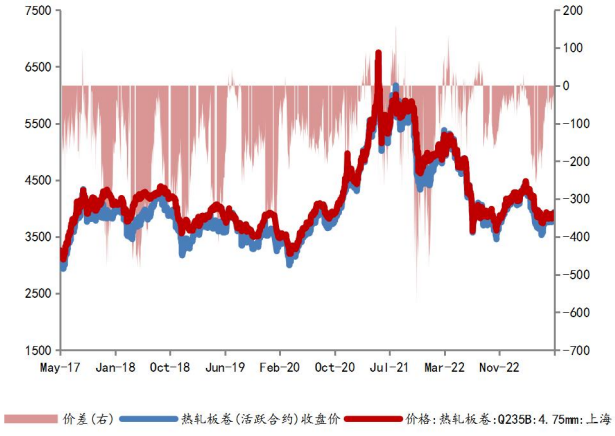
5 钢材期货现货数据

图表 1：螺纹期现价差



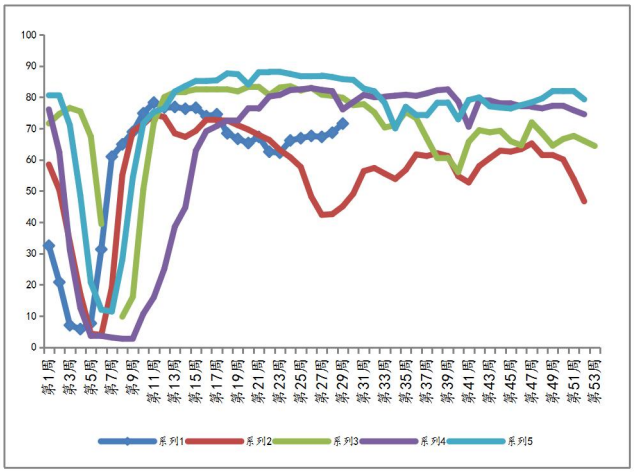
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 2：热卷期现价差



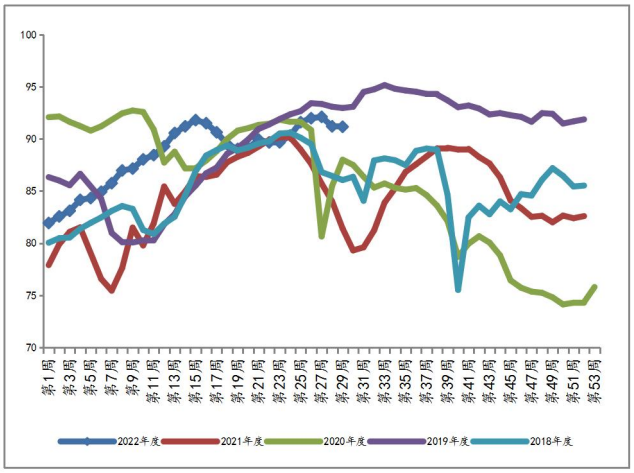
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 3：85 家独立电弧炉钢厂：开工率：中国（周）



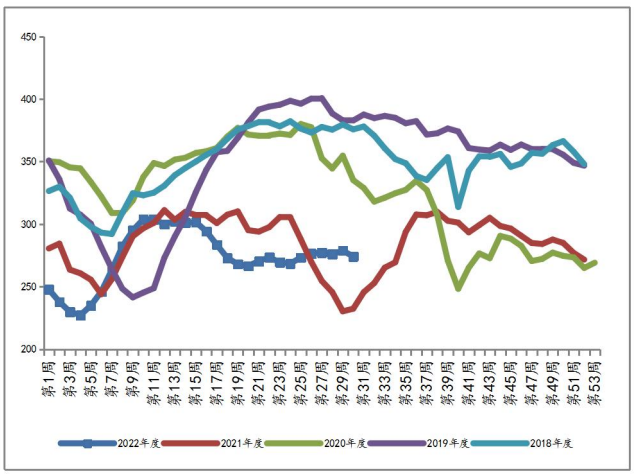
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 4：247 家钢铁企业：高炉产能利用率：中国（周）



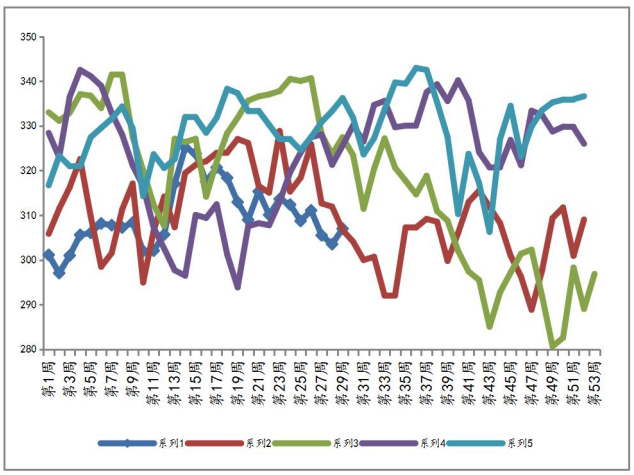
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 5：螺纹钢：建筑钢材钢铁企业：实际产量（周）



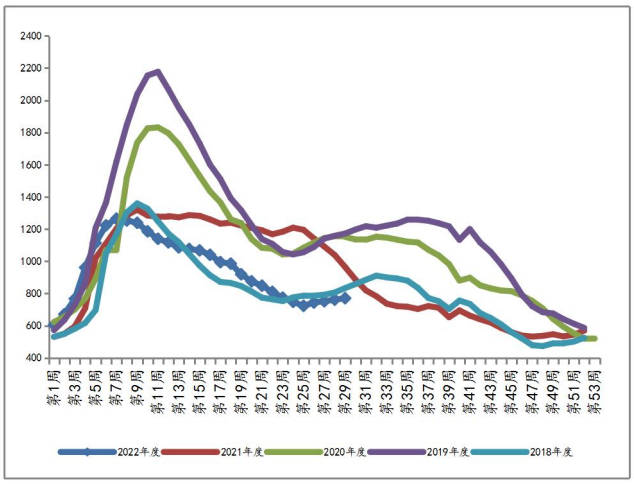
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 6：热轧板卷：钢铁企业：实际产量：（周）



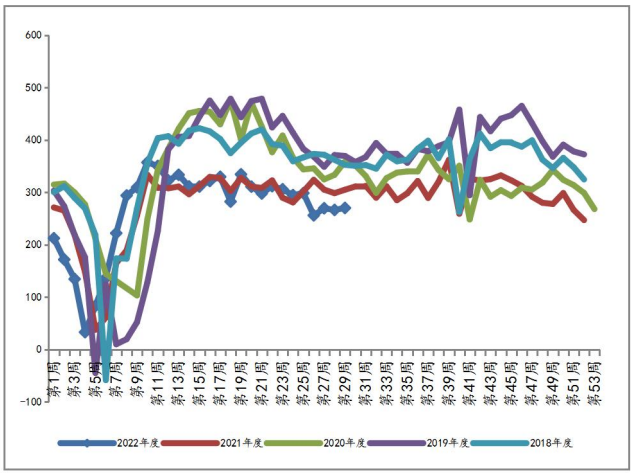
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

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 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 美油增产后劲不足

在高油价的刺激下，2021-2022 年美国原油产量从低点上显著反弹，近期已经升至 1270 万桶/日，但行业数据暗示未来增速将会回落。

油田服务公司 Baker Hughes 统计发布的活跃石油钻井平台数量指标，被用于观察钻井活动和未来产量。最新情况是，美国活跃石油钻井平台数量减少 7 座至 530 座，比 2022 年底的峰值水平下降了 15%，录得近 16 个月以来的最低水平，这可能预示着美国页岩油行业的复苏节奏将从现在开始大幅放缓。

另一方面，现阶段人类社会生产活动并未如预想般迅速淘汰原油等传统能源，最近的 G20 会议上未能就逐步减少化石燃料的使用达成共识，使得向可再生能源的过渡变得更加复杂。全球原油需求自疫情中恢复后，在中国和印度的带动下，正在重回并刷新历史高位。高盛预计，三季度原油市场供需缺口将接近 200 万桶/日，此间油价难以出现趋势性大跌。

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 旺季去库不及预期

美国原油市场高频数据显示，高利率对经济的损害正在体现在能源消费上。

美国能源信息署（EIA）统计，截至 7 月 21 日当周，美国商业原油库存小幅减少 60 万桶，远低于此前标普分析师调查平均预计的 440 万桶。成品油方面，当周美国汽油库存减少 78.6 万桶，包括柴油在内的馏分油库存减少 24.5 万桶。美国原油及油品的去库程度均显著低于预期，美国炼油厂产能利用率暂时止步于 93.4%，这解释了一部分直接原因。

然而更深层次的问题是，如果传统旅游旺季对汽油等燃料消费强劲，本应观察到出现更大幅度的去库，可事实上加油站汽油供应数据经过两周大幅下滑后才录得企稳，这从侧面说明了加息对经济和需求的伤害。如果市场对欧美经济衰退硬着陆的担忧卷土重来，那么在这个夏季过后，需求端面临的风险将很快重新主导原油定价逻辑。

5 加息周期或已见顶

尽管基本面存在较为稳固的支撑，国际原油相当程度上交易的是宏观预期逻辑。7 月 25-26 日召开的议息会议上，美联储如期将联邦基金利率上调 25 个基点，达到 5.25%-5.50%的区间。

自 2022 年 3 月起，美联储开启历史上最为激进的一轮加息周期。可以简单理解为，美国联邦基金利率是经济增长的领先指标，而通胀尤其是核心 CPI 是利率的预测指标。尽管流动性收紧和借贷成本已经极大提高，美国经济依然表现出很高的韧性，不过我们注意到，近期 EIA 公布的高频数据显示需求正在出现裂缝。美国商业原油库存季节性去库降幅不及业内预期，主要是汽油旺季消费低于同期水平。欧美为对抗高通胀采取的激进加息代价已经显现，若长期维持高利率环境，则越来越难以避免陷入温和衰退。

外界普遍预计美联储本轮加息周期或已见顶，但 2%的理想通胀时期一去不复返，在历史高位利率下美联储仍不愿放松鹰派立场，2023 下半年全球经济问题不太可能会得到解决。

6 多空制衡交易走廊

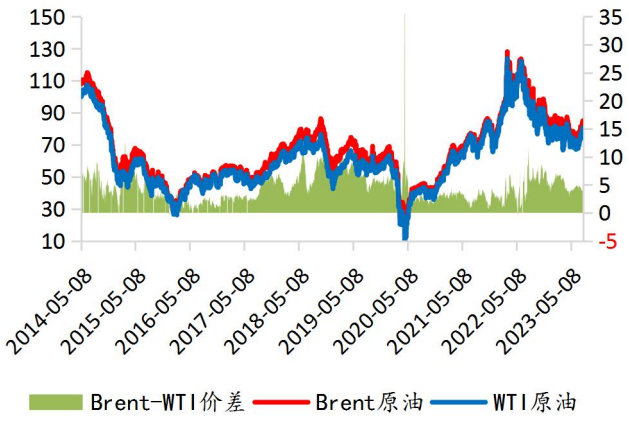
原油市场将长期受供应紧张和经济衰退双重逻辑主导，即供应决定油价地板，宏观和需求决定天花板，这一观点已经数次得到验证。OPEC 减产试图以强烈的信号令原油市场从经济衰退的主导下挣脱出来，但欧美陷入温和衰退陷阱似乎越来越深，说到底市场仍是在围绕供应更少还是需求更差来博弈。现阶段原油市场多空因素相互制衡，难以形成一边倒的局面，缺乏单一强势的主线逻辑。

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。

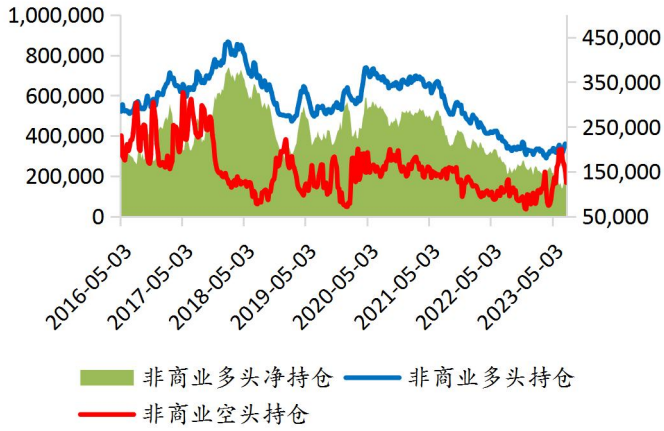
7 原油期现数据

图表 31：国际原油期货价格



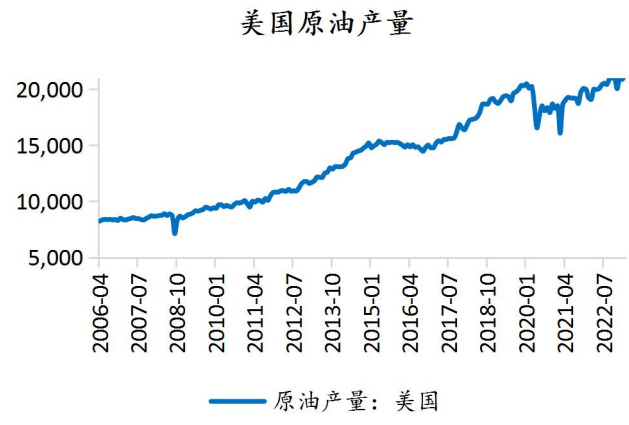
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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



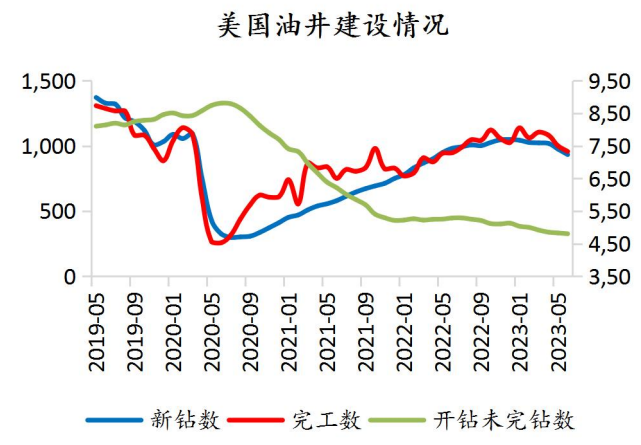
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 34：沙特原油产量



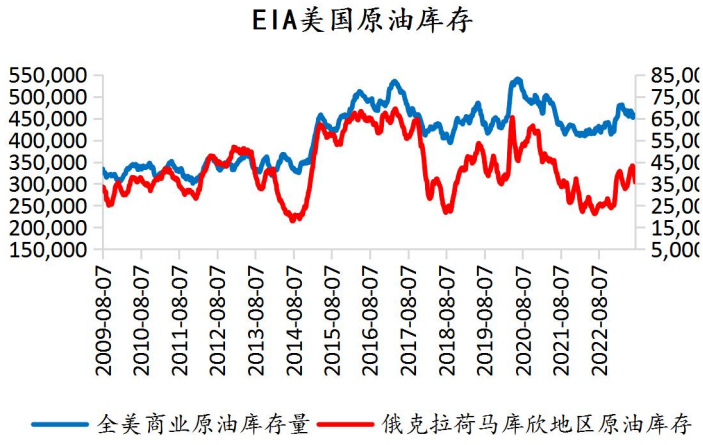
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 35：美国油井建设情况



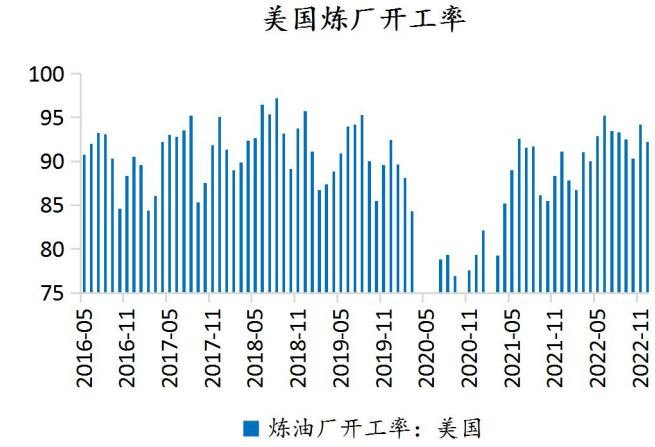
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 36：EIA 原油库存



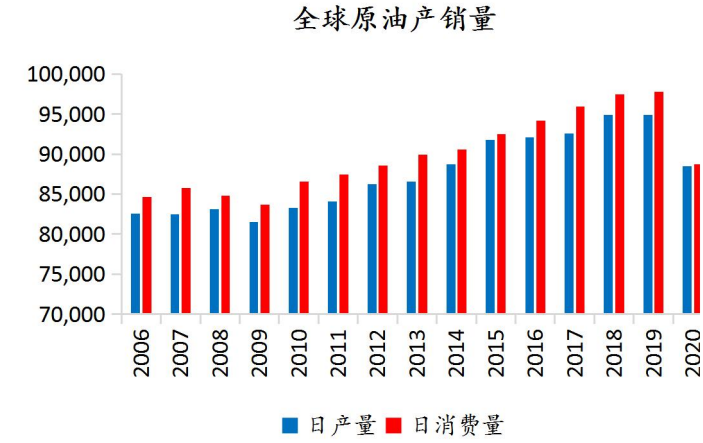
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 橡胶遵循季节规律

通常全年来看，国内天然橡胶市场呈现出明显的两边高、中间低行情，2023 上半年橡胶走势上亦是前高后低，目前维持弱势震荡筑底状态。

上游供应方面，新胶原料产出具有周期性规律，每年主产区都会经历减产-停割-开割-上量的过程。由于上一轮割胶旺季进口超量，即使在 2023 年停割期市场也一直未能摆脱过剩的压制，6-7 月以后各产区逐步放量向高产期过渡，天然橡胶供应旺季特征持续增强。

下游需求方面，7-8 月是传统消费淡季，高温天气及内需欠佳制约轮胎企业开工，对原料橡胶的采购意愿低迷。待到金九银十传统消费旺季，终端汽车市场销量增长对橡胶行情会有一定提振，但在当前经济弱稳环境下，橡胶制品企业经营较为困难，年末橡胶需求或重回疲弱。

综上所述，现阶段天然橡胶基本面形势来看，供强需弱的格局暂未得到实质性改善，仍缺乏趋势性上涨驱动。展望后市，预计下半年天然橡胶走势仍将符合供需的季节性特点，但与正常年景相比或不及同期表现，主要风险是厄尔尼诺对东南亚产区的影响。

2 原料上量暂时有限

目前天然橡胶上游原料端压力有限，支撑国内现货市场价格保持稳定。

东南亚主产区雨季对割胶作业造成阻碍，当地加工厂利润仍处于亏损状态，不利于橡胶成品的释放，叠加国内橡胶市场表现低迷，令泰国烟片胶和 20 号胶进口窗口都处于关闭状态。中国云南和海南产区胶水产出呈稳定放量的态势，降雨强度有所减弱，但仍需注意台风等极端天气的影响。尽管橡胶原料及成品价格继续下跌的动力减弱，但国内外季节性增产期供应整体还是逐步上升的趋势，压制现货价格难以反弹。

不过，橡胶长周期上处于历史底部位置，绝对估值偏低，继续向下的空间不大，预计维持低位窄幅震荡整理，主要变化将来自宏观局势、产区天气以及主港库存等因素。

3 国际货源大量输入

中国天然橡胶进口依存度极高，现货市场供应压力直接体现在泰国等主产国出口转移至国内青岛主港的过程中。2023 上半年，泰国出口天然橡胶（不含复合橡胶）合计为 130.7 万吨，较 2022 年同期大幅下降 23%。其中，出口标胶 71.6 万吨同比减少 15%，乳胶 40.2 万吨减 32%，烟片胶 17.8 万吨减 25%。泰国天然橡胶出口量降幅明显，但对华出口数量依然持稳，上半年泰国出口到中国天然橡胶合计 51.7 万吨，同比基本持平。

由于海外工厂需求疲弱，加上非标套利的现货买盘，导致大量天然橡胶货源流入国内青岛地区。截至 7 月下旬，青岛保税区内 17 家样本库存为 19.385 万吨，一般贸易库 16 家样本库存为 68.05 万吨，环比上期均有小幅下降，但整体绝对数量仍然庞大。随着淡季需求减弱和供应压力凸显，橡胶现货价格难有大涨，也限制了期货的向上空间。

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。

轮胎制造业方面，进入夏季国内轮胎企业产能利用率环比走低，排产灵活调整但仍平稳运行。截至最新统计，山东地区全钢胎开工负荷为 62.14%，国内半钢胎开工负荷为 71.90%，均同比增长但环比小幅下滑。轮胎企业内需出货压力较大，而出口市场支撑较强，成品库存整体缓慢累积，预计轮胎企业产能利用率维持稳中偏弱运行。

2023 年 6 月中国橡胶轮胎外胎产量为 8577.2 万条，同比增加 11.4%；上半年橡胶轮胎外胎产量较去年同期增加 13.9%至 4.75471 亿条。年中淡季橡胶下游需求缺乏驱动，叠加原料供应处于递增阶段，市场表现以弱势震荡为主。

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 过剩局面仍将延续

三季度天然橡胶市场结构料将维持过剩局面。

今年 3-5 月东南亚产胶国和中国云南地区均发生一定程度的干旱天气，从而导致开割推迟和初期低产。6 月开始降雨天气增多，国内外产区供应逐渐恢复至正常水平，三季度原料将进入全面上量阶段。考虑到 7-8 月雨季容易对胶水造成稀释，影响割胶作业的正常开展，待 9 月降雨减弱以后，东南亚产胶国供应压力会更为显著地增强。橡胶加工厂方面，由于今年手套需求大幅下滑，浓乳胶行情大幅弱于去年，对全乳胶原料分流预期不多，预计交割品生产情况正常。橡胶下游需求仍处于弱复苏阶段，难以支撑较大的供应增量，这种供需增速差异直观体现在库存环节上。在国内套利需求旺盛和海外需求弱势的背景下，东南亚橡胶货源持续向中国市场转移，目前青岛地区库存压力处于近三年来偏高水平，制约胶价短期内难有较大的修复预期。

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



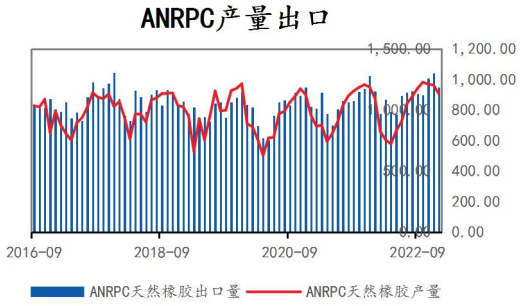
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 40：合成橡胶价格



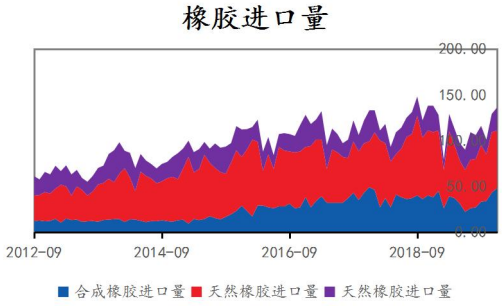
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 41：ANRPC 产量出口



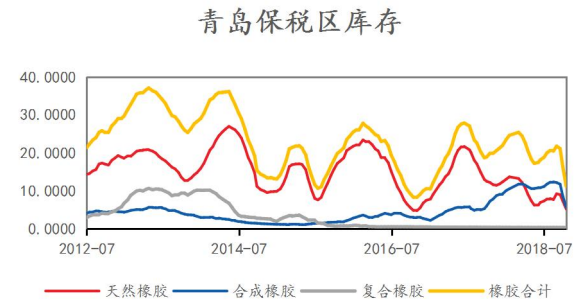
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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



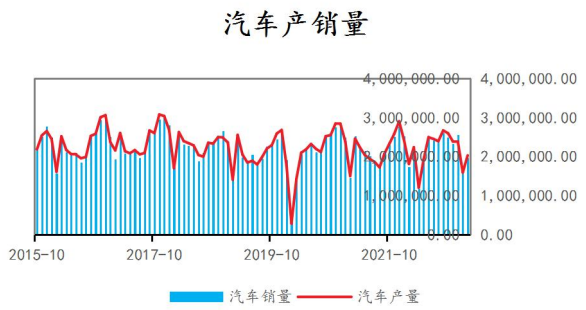
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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：美豆天气前景转好，国内豆类市场承压调整

1 外部豆类市场分析

美豆优良率偏低，天气扰动依然显著

美国农业部公布的周度作物生长报告显示，截至 7 月 23 日当周，美豆优良率为 54%，低于市场预期的 55%，较上周下降一个百分点，去年同期为 59%。当周美豆开花率为 70%，五年均值为 66%；美豆结荚率为 35%，五年均值为 31%。美国农业部在 6 月底大幅下调美豆种植面积，导致美豆由增产预期变为供需紧平衡，市场对美豆天气的敏感性也因此提升。最新天气预报显示，随着 8 月份美国中西部大豆进入结荚期，天气形势整体利于作物生长。当前正值美豆生长关键阶段，天气因素是美豆市场交易的重点，在美豆减产威胁减弱的预期下，美豆市场回吐天气升水的概率也将变大。

黑海局势紧张，全球粮价出现异动

近日，在俄罗斯终止黑海粮食运输协议后，俄乌冲突呈升级态势，乌克兰港口多个粮食出口基础设施遭到破坏，引发市场对全球粮食安全的担忧。乌克兰和俄罗斯是全球重要的谷物和葵花籽油出口国，2022 年俄乌冲突爆发之初曾引发全球粮油价格飙升，此次黑海局势升级同样引发全球粮油价格异动。CBOT 小麦和玉米等谷物价格迅速攀升，美国豆油市场也创出数月新高。由于在黑海粮食运输协议停止执行前，俄罗斯就多次表态不会续签，投机基金对此早有预期，因此导致国际谷物和油脂市场整体表现较为理性。

马来西亚 7 月棕榈油出口增幅大于产量增幅

船运调查机构 ITS 发布的数据显示，马来西亚 7 月 1-25 日棕榈油产品出口环比增加 17.8%，独立检验公司 Amspec Agri 公布的同期增幅为 10.8%，船运调查机构 SGS 公布的同期增幅为 12.73%。南部半岛棕榈油压榨商协会（SPPOMA）发布的数据显示，7 月 1-25 日马来西亚棕榈油产量环比增长 2.10%，增幅低于市场预期。从上述数据可以看出，马来西亚 7 月棕榈油出口增幅远高于产量增幅，预计 7 月底库存压力将进一步下降。本周马来西亚棕榈油市场冲高回落，明显受到马币走强和 CBOT 豆油连续回落的拖累。

2 国内豆类市场分析

国内大豆周度压榨量突破 220 万吨，豆粕库存显著回升

受进口大豆到港充足以及油厂压榨利润高企影响，国内主要油厂大豆压榨量维持高位运行。据中国粮油商务网监测的数据显示，上周国内油厂平均开机率为 59.29%，全国油厂大豆压榨总量达到 222.30 万吨，刷新六个多月新高。由于豆粕产出量大于下游提货量，国内豆粕库存由此前的 53.8 万吨升至 61.8 万吨。预计本周大豆压榨量可能逼近 230 万吨新高，豆粕库存将继续攀升。当前进口大豆和豆粕库存较为宽松，导致本轮市场反弹过程中现货涨幅低于期货，多地豆粕基差呈连续收敛状态，其中张家港地区豆粕现货相对于豆粕 2309 合约甚至出现负基差。目前来看，国内豆粕市场本轮涨势主要是受美豆上涨的成本驱动和突发事件的影响。

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%。

国内三大油脂库存继续回升，油脂市场呈现内强外弱特征

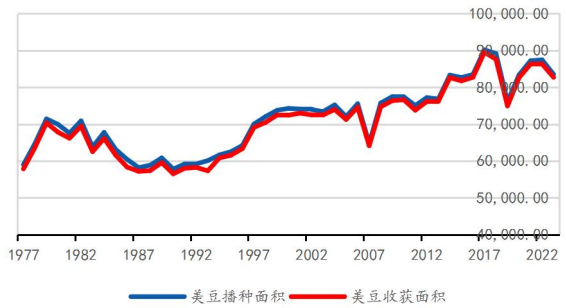
分析机构发布的库存统计显示，截止 7 月 21 日，国内三大植物油库存总量达到 225.89 万吨，周度增加 12.73 万吨，较去年同期高 53.70%。其中豆油和棕榈油库存明显增加，菜油库存小幅下降。其中全国主要油厂豆油库存 93 万吨，周环比增加 3 万吨，月环比增加 7 万吨，同比增加 4 万吨。上周油厂开机率提高，下游提货相对平稳，豆油库存小幅提高，本月大豆继续大量到港，豆油累库趋势不变，需关注下游提货和终端豆油对菜油替代消费情况。沿海菜油现货库存连续第四周下降，去库加快也对价格形成支撑。中国同印尼签署农产品采购协议，预计将有更多印尼棕榈油出口到中国。国内棕榈油因库存上升且成本下降而表现较弱，豆油市场受巴西港口装运延迟可能导致进口大豆到港量减少而相对抗跌。本周外部油脂市场整体冲高回落，国内油脂市场维持高位震荡状态，品种间虽有分化，但整体表现强于外盘。

3 油脂油料市场展望

美国干旱监测报告显示，截至 7 月 25 日当周，约 53%的美国大豆种植区域受到干旱影响，而此前一周为 50%，去年同期为 26%。因此来自天气层面的潜在利多仍是美豆季节性抗跌的重要支撑。目前，美豆正处于开花结荚的生长关键期，距离天气窗口关闭尚有一个月左右时间，天气因素仍是当前美豆市场交易的主要题材，美豆价格会随着天气变化产生剧烈波动。黑海紧张局势升级，俄罗斯虽表态目前不可能重返黑海粮食运输协议，但仍为未来恢复执行该协议留有余地，并表示近期将向部分非洲国家免费提供粮食。黑海地区物流受阻主要影响谷物和植物油，对国际大豆市场的直接影响并不大。此外，2023 年巴西大豆实现了创纪录产量，对国际市场供给能力大幅提升，预计该国新季产量规模在 1.63 亿吨，巴西丰产可在一定程度上增加市场对美豆减产的容忍度。国内豆粕市场因进口依赖而美豆运行基本一致，也会受到国内进口大豆到港节奏和需求层面的影响。由于粕类期货市场在此前连续上涨过程中累积大量获利盘，随着高位分歧扩大，获利回吐压力可能加剧盘面震荡。国内油脂市场涨势趋缓，能否重启升势需要外盘油脂提供指引，但在当前国内商品市场普涨格局下，油脂板块调整空间并不大。国产大豆市场供需相对独立，与外盘联动性较弱，受现货持续低迷和中储粮降价抛售等因素影响仍未脱离弱势。

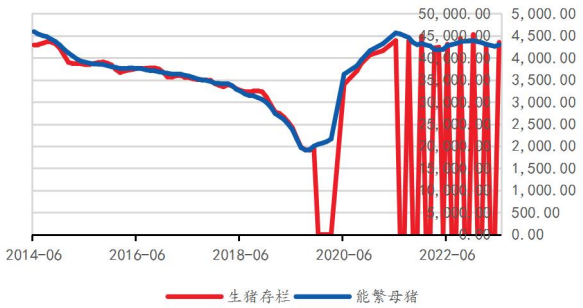
4 油脂油料市场主要数据

图表 47：美国大豆种植收获面积



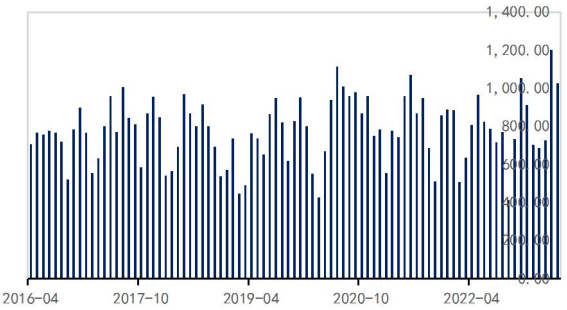
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 48：国内生猪存栏量



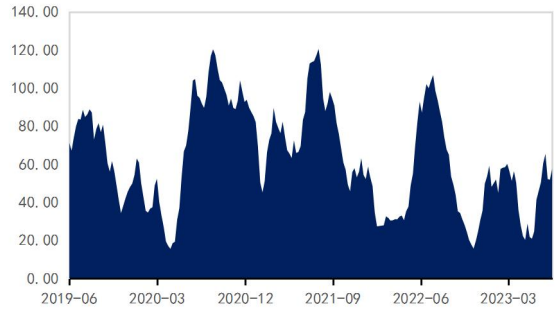
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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