中金财富期货策略周报（2023 年第 26 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：宏观面上看，前期商品连续大幅反弹之后，在经济数据的影响在回落，但是考虑到政策预期依然存在，以及经济周期性回升的动能，当前市场仍是区间震荡的态势。从目前阶段看，工业品的高点相对低点更容易寻找，建议继续关注基本面改善有限品种的逢高卖保机会。

股指期货：历史上 A 股“政策底”后，市场底部区间往往需要反复夯实，等待政策效果的验证。站在当下，从估值的角度看， A 股已位于中长期价值配置区间。本轮“政策底”探明后，A 股大概率会维持在一定区间来回震荡，短期内继续大跌的概率较低，如果出现大幅调整，可关注波段做多机会。

铜：矿端维持充裕，进口铜精矿 TC 持续上涨，高利润下精炼铜产量将上行，供给端压力边际增加。8 月在消费进入淡季，高铜价对下游消费有明显抑制，消费疲软。国内房地产、制造业实体经济的不温不火对铜价构成了负面影响。国内利好政策刺激及低库存支撑下，铜价中枢上抬，不过当前市场情绪逐步回归理性，在经济可能放缓的担忧下，前期涨幅易回吐，预计铜价震荡整理为主。

锌：随着欧佩克宣布延长减产时间，市场对原油远期供应产生担忧，同时带动了欧洲能源价格快速上涨，海外供应增量预期减弱。锌精矿进口利润走缩，进口 TC 下调，表明进口锌精矿供应环比收紧，但较国产矿依然有一定优势。国产矿 TC 短期走高，国产矿供给相对充足。而国内正值夏天用电高峰，加之今年过热的天气和西部地区降水偏低，令部分地区限电限产预期升温。7 月 SMM 中国精炼锌产量为 55.11 万吨，环比下降 0.14 万吨或环比下降 0.26%，同比增加 15.79%，略超预期值。需求端处于消费淡季，镀锌近期受基建提振订单开始修复，但压铸合金、氧化锌开工仍较为低迷，总体水平与往年差别不大。需求端处于消费淡季，镀锌近期受基建提振订单开始修复，但压铸合金、氧化锌开工仍较为低迷，总体水平与往年差别不大。整体来看，目前支撑锌价反弹的更多在情绪及预期层面，现实层面需求并未脱离淡季表现。在宏观与基本面缺乏共振下，锌价反弹持续性较差，预计 8 月宽幅运行。

钢材：上周统计局公布了 7 月地产数据，从数据上来看，房地产投资增速加速下行，是民间投资的主要拖累项，短期地产投资没有企稳和回升的迹象，下半年大概率将继续维持低位运行的态势，对长期钢需造成不利影响。短期来看，目前处于淡旺季切换的时间点，钢价的主要逻辑将逐步由预期向现实转换。

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：受 8 月底美豆主产区天气可能再度恶化影响，CBOT 大豆市场止跌回升，11 月大豆合约在 1300 美分关口获得较强支撑。但随着美豆天气窗口收窄，天气炒作力度已经明显不及前两个月。分析机构 Pro Farmer 即将启动秋季作物巡查，该机构对美豆产量的评估对市场有较强影响，可能成为下周影响美豆走势的关键因素。马来西亚棕榈油出口强劲增长带动价格大幅反弹，外部油脂市场回暖改善国内市场人气，国内油脂市场在经历近半个月调整后，此前所累积的获利回吐压力得到部分释放，随着节日需求效应增强，需求端对价格的提升力增强。当前国内豆粕市场处于强势状态，在国内进口大豆供应收紧预期下，坚挺的现货依然是豆粕期货市场抗跌的主要支撑，如果能得到美豆反弹配合，国内豆粕期货市场仍有惯性上涨空间。国产大豆市场因上年大幅增产导致价格重心大幅下移，直至近期与进口大豆通常每吨近千元的价差基本被抹平。本周受豆二期货强势反弹带动，豆一期货出现大幅上涨，11 月大豆合约在技术上形成突破，有望继续对此前超跌展开修正。

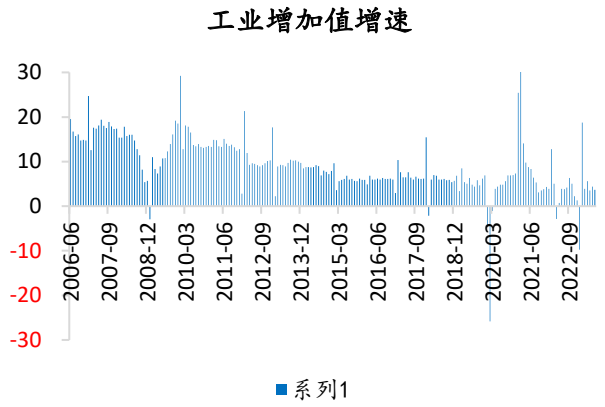
目录

周度策略：“增量政策”仍是关键 ..... - 5 -
宏观经济、市场策略和股指期货市场分析 ..... - 7 -
1 一周重大宏观政策、事件和数据解读 ..... - 7 -
2 高频数据：工业生产景气度有所回升 ..... - 7 -
3 为何 8 月下旬资金偏紧？ ..... - 8 -
4 宏观策略 ..... - 8 -
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 ..... - 15 -
3 锌期货现货数据 ..... - 15 -
钢材 ..... - 16 -
1 地产投资加速下行 ..... - 16 -
2 宏观环境不确定性仍在 ..... - 16 -
3 政策性压产引关注 ..... - 17 -
5 小结 ..... - 17 -
5 钢材期货现货数据 ..... - 17 -
原油 ..... - 20 -
1 IEA：需求增速放缓 ..... - 20 -
2 EIA：后期缺口抹平 ..... - 20 -
3 OPEC：延续偏紧格局 ..... - 20 -
4 俄油突破制裁上限 ..... - 20 -
5 油价关联通胀加息 ..... - 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 深浅色胶供应分化 ..... - 24 -
2 终端淡季旺季转换 ..... - 24 -
3 库存拐点或已到来 ..... - 24 -
4 移仓换月布局 01 ..... - 24 -
5 天然合成替代有限 ..... - 25 -
6 超跌修复逢高空配 ..... - 25 -
7 橡胶期现数据 ..... - 25 -
油脂油料：美豆产量担忧再起，国内豆粕市场强势突破 ..... - 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 -

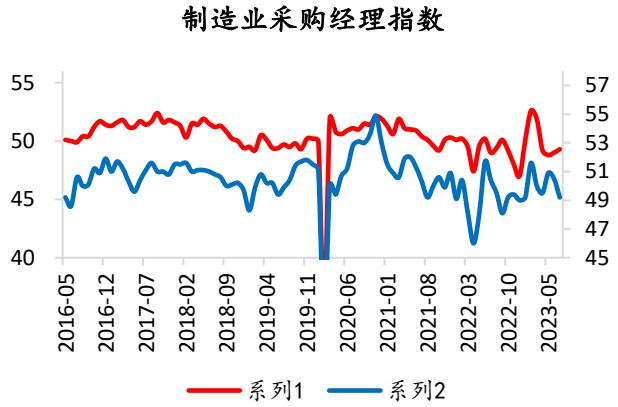
重要经济指标概况

图表 1：国内工业增加值增速



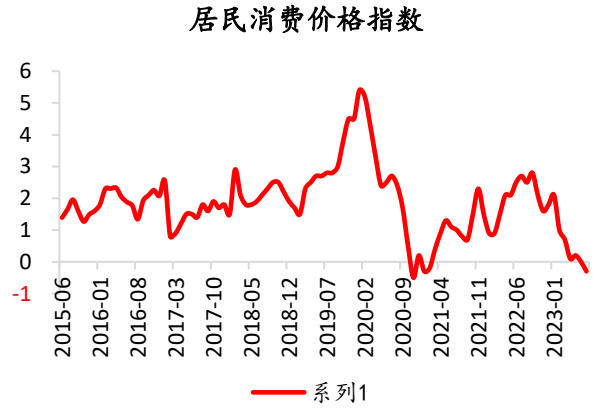
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 2：中国制造业采购经理指数



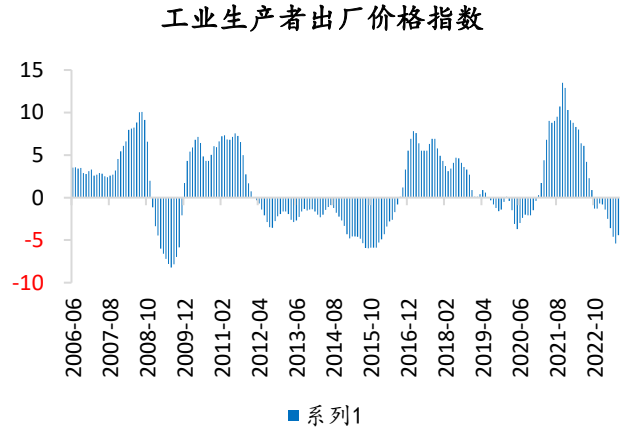
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 3：中国居民消费价格指数



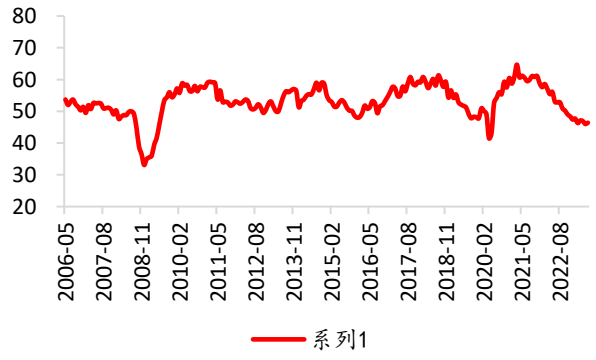
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 4：中国工业生产者出厂价格指数



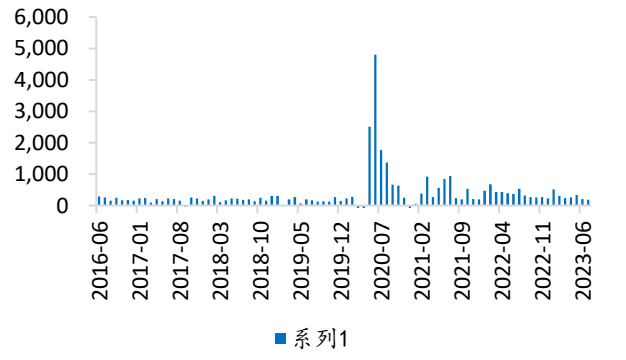
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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：“增量政策”仍是关键

上周商品市场延续分化的态势，与经济关联度较高的铜明显回落，但是也受到较强的支撑，地产端的螺纹钢走势较弱，但是 PVC、聚丙烯等品种回落后大幅反弹。整体看，除了原油受到供应的影响走势较为独立之外，其他品种呈现宽幅震荡的格局。

“增量政策”非常关键

关于近期的经济数据，我们在近期的报告陆陆续续解读过，无论是从宏观经济运行数据如投资、消费，还是从金融数据如 M2、社融，还是从价格端的数据如 PPI 来看，经济复苏的动能仍待加强。今天我们从另外一个角度，从央行的角度解读政策端对宏观经济的看法。

8 月 17 日晚，央行发布《2023 年第二季度货币政策执行报告》，重点部分值得密切关注。

对于经济形势的判断，报告基本延续 7 月政治局会议表述，认为“当前外部环境复杂严峻，国内经济运行也面临新的困难挑战”，较一季度货币政策执行报告“需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力得到缓解”、“国内经济内生动力还不强，需求仍然不足”等提法，明显情绪明显增加。

从指代看，国际环境复杂严峻一是指国际政治形势依旧严峻，地缘博弈持续紧张，世界经济逆全球化风险上升，我国面临的外部打压遏制风险趋于上行；二是发达经济体本轮加息对全球经济金融的累积效应还将持续显现，金融市场不确定性和避险情绪依旧存在，全球流动性收紧的风险可能进一步向新兴市场经济体溢出；三是受欧美通胀下行缓慢，而劳动力市场表现持续强劲的影响，全球主要经济体经济前景和货币政策不确定性上升，全球经济复苏动能减弱。

国内经济运行面临新的困难挑战主要体现在：一是国内需求不足矛盾依旧突出，如消费端居民收入预期不稳，消费恢复还需时间，投资端民间投资信心不足，1-7 月份民间固定资产投资同比下降 0.5%，低于全部投资 3.9 个百分点。二是一些企业面临的难题，如 1-6 月份规上制造业企业每百元营业收入中的成本达到近九年来最高水平，规上工业企业利润同比降幅仍在 10%以上，小型企业 PMI 仍处在 50%临界值下方，且大幅低于大型企业 PMI。三是重点领域风险隐患较多，主要体现为地方财政收支平衡压力加大、部分房地产企业尤其是民营房企风险集中暴露、高风险中小金融机构经营风险增多。四是世界经济逆全球化风险上升叠加国内经济转型升级，部分行业存在生产线外迁现象。

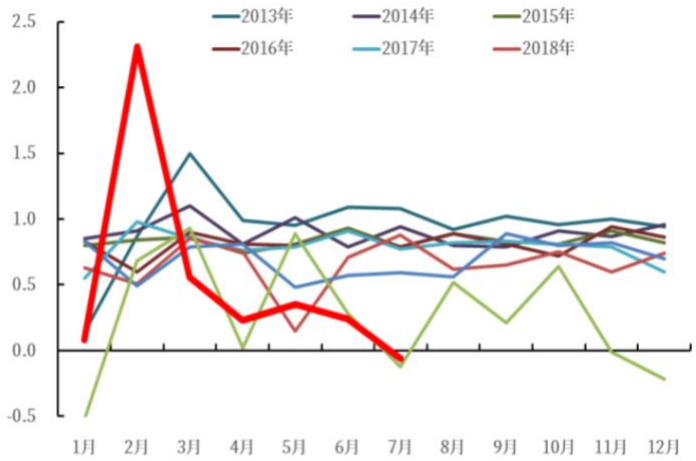
从对经济的判断就能看出央行欲提升稳增长力度的态度，报告重提“加大宏观政策调控力度”、“更好发挥货币政策工具的总量和结构双重功能”，并删去一季度报告中“搞好跨周期调节”的表述；同时指出政策目标由一季度的“三个兼顾”（兼顾短期和长期、经济增长和物价稳定、内部均衡和外部均衡），变为“不断推动经济运行持续好转、内生动力持续增强、社会预期持续改善、风险隐患持续化解”。反映出两点信号：一是未来货币宽松加力的指向明确；二是当前政策重心已转向全力稳增长、提信心和化风险。

其他关于地产、汇率、地方债方面的政策，也凸显央行稳增长的决心。

从货币政策的角度预测，预计央行将从流动性和利率两个层面为此创造适宜的宽松环境，除了流动性宽裕之外，预计债务置换、金融机构贷款展期、地方政府出让持有股权化债路径都值得

期待

图表 1：消费环比相对历年 7 月偏弱



资料来源：wind，中金财富期货

海外“通胀韧性”或正式成型

海外方面，主要矛盾仍是通胀预期，除了 7 月美国 CPI 通胀 3.2%，终结十二连跌之外，近期的经济数据显示通胀方面并不那么如预期。

美国通胀下行的阻碍来自三个方面：一是服务消费回落节奏慢于商品，二是房租、二手车通胀出现反复的特征，三是劳动力市场仍然紧张。

6 月的零售数据指向美国耐用品消费已在减速，7 月通胀数据进一步印证了这一趋势仍在扩张。商品通胀跌至 0.8%，对 CPI 通胀贡献跌至 0.17pct，各分项通胀出现普跌。环比来看，商品价格已连续 2 个月下跌。7 月商品价格跌幅走阔至 0.3%，除医疗用品外的主要分项价格均在下跌，且跌幅普遍较 6 月扩大。

但是，服务通胀已成为通胀下行的最大阻碍。7 月服务通胀仍高达 6.1%，环比增速仍高达 0.4%，对 CPI 通胀贡献仍高达 3.47pct。三大因素支撑服务通胀保持韧性。一是服务消费受疫情冲击远大于商品，从实际个人消费支出看服务消费至今相较疫前趋势水平仍有缺口。二是美国房地产库存处于低位，供给瓶颈给房地产市场带来滞涨压力，对房租形成支撑。三是劳动力市场仍处于供小于求的状态之中，薪资增速对服务通胀仍有支撑。

可以推测，需求收缩对物价的影响仍将从商品向服务扩散，无论 CPI 通胀还是核心 CPI 通胀反弹空间均受限。考虑到房租通胀处于对高利率相对不敏感的“滞胀”状态，劳动力市场总体仍然紧张，后续核心通胀回落速度或低于预期，去通胀“最后一公里”道阻且长。

继续双向震荡的思路

宏观面上看，前期商品连续大幅反弹之后，在经济数据的影响在回落，但是考虑到政策预期依然存在，以及经济周期性回升的动能，当前市场仍是区间震荡的态势。从目前阶段看，工业品的高点相对低点更容易寻找，建议继续关注基本面改善有限品种的逢高卖保机会。

宏观经济、市场策略和股指期货市场分析

1 一周重大宏观政策、事件和数据解读

图表 7：一周重大宏观政策、事件和数据解读

类别	时间	政策/数据	内容	点评
政策	8 月 17 日	央行重磅报告：坚决防范汇率超调风险、支持地方债务风险化解、适时调整房地产政策	我国经济供需总体平衡，不存在长期通缩或通胀的基础	央行加大宏观政策调控力度
	8 月 16 日	美联储会议纪要偏鹰：警告重大通胀上行风险	美联储开始担心通胀韧性的风险	美联储对加息更谨慎
数据	8 月 15 日	1-7 月房地产开发投资同比降 8.5%	7 月房地产投资增速环比继续回落	房地产稳增长的需求依然较大。
	8 月 15 日	7 月社会消费品零售同比增 2.5%，不及预期	收入对消费预期影响明显	大众服务消费偏强
事件	8 月 18 日	证监会:现阶段 T+0 不成熟，研究延长交易时间，调降印花税呼吁已关注	证监会提出下一步将从加快投资端改革，大力发展权益类基金；提高上市公司投资吸引力；优化完善交易机制，提升交易便利性等 7 方面活跃市场	证监会继续密集出台活跃资本市场的政策

资料来源：中金财富期货研究所

2 高频数据：工业生产景气度有所回升

上周工业开工率多数回升，螺纹钢库存环比转负。30 大中城市商品房销售小幅回升，一、二线城市销售均有贡献。上周出口集装箱运价指数持续上涨，热门航线运价多数上涨。上周黑色大宗商品价格多数下跌，猪肉批发价环比转负。

生产端，各产业链开工率多数回升。上周钢铁产业链开工率环比有所提高。其中，全国高炉开工率环比上升 0.3 个百分点至 84.1%，焦化企业开工率环比上升 0.4%。汽车轮胎开工率环比均升，其中汽车半钢胎开工率环比上升 0.1 个百分点至 72.1%；汽车全钢胎开工率上升 1.4 个百分点至 64.4%。化工产业链开工率环比均升，上周 PTA 开工率上升 4.3 个百分点至 81.8%，涤纶长丝开工率环比上升 0.3%，纯碱开工率上升 2.1 个百分点至 79.9%。焦炉生产率环比上升 0.5 个百分点。上周基建相关的石油沥青装置开工率环比上升 1.1 个百分点至 45.8%；上周水泥磨机运转率环比上升 12.0 个百分点至 44.7%。

库存方面，上周钢材库存去化，螺纹钢社库+厂库环比减少 1.2%。电解铝库存环比降幅加大至 7.6%。铁矿石库存环比增加 0.9%。独立焦化厂焦煤可用天数环比延长 3.0%。

需求端，上周地产销售回升，电影票房回落。上周 30 个大中城市商品房日均成交面积环比上升 1.9%，绝对水平仍处 2019 年以来同期新低。上周百城土地供应面积环比增加 14.8%，成交土地面积环比减少 52.5%，百城土地成交溢价率下降至 3.0%。上周乘用车批发、零售环比均有

回升。8 月第二周全国乘用车零售、批发日均销量分别为 4.8 万辆和 5.3 万辆，环比上周分别增加 19.7%、51.2%。上周电影日均票房收入 1.8 亿元，环比下降 33.0%。上周 9 城地铁日均客运量为 4385 万人次，环比下降 1.1%。外贸方面，上周 CCFI 指数环比上涨 1.7%。上周重点港口货物吞吐量环比和同比均上升 10.3%；集装箱吞吐量环比上涨 15.0%。

价格方面，黑色商品价格多数下跌，农产品价格有涨有跌。上周沥青期货收盘价周均值环比上涨 1.1%；全国浮法玻璃价格周均值环比上涨 1.7%。上周焦煤价格周均值环比下跌 0.1%，动力煤价格周均值环比跌幅走阔至 2.9%。铁矿石价格周均值环比下跌 0.7%，螺纹钢价格周均值均环比下跌 0.6%。上周水泥价格指数均值环比下降 0.1%。主要农产品中，猪肉批发价环比下跌 0.9%，28 种重点监测蔬菜批发价环比上涨 1.6%，7 种重点监测水果批发价环比持平，鸡蛋批发价环比上涨 1.3%。

3 为何 8 月下旬资金偏紧？

8 月第三周尽管央行资金投放力度较大，但资金面明显趋紧上周资金面发生明显变化，隔夜利率 DR001 和 R001 均上行超 60 个 bp，单周上行幅度创 6 月中税期以来最高；7 天利率 DR007 也上行了 15.85 个 bp，单周上升幅度创 6 月底跨季时点以来最高；然而从央行公开市场操作看，上周二开始央行逆回购投放大幅放量，全周逆回购操作实现资金净投放达 7570 亿元，单周净投放额仅次于年初 1 月中旬和 3 月底跨季时点。央行在逆回购操作公告中也提到是为对冲税期和政府债券发行缴款因素影响，尽管如此，大行及股份行融出不似前期积极，资金面仍然明显收紧。

上周政府债券发行缴款压力并不大，税期扰动也低于 7 月。虽然央行在公开市场交易公告中提到对冲政府债券发行融资加速和税期扰动影响，但从政府债券发行缴款数据看，上周政府债券发行缴款压力并不大，发行方面，国债+地方政府债+政金债合计发行了 5182.58 亿元，低于上周的 5811.17 亿元；缴款方面，国债+地方政府债+政金债合计缴款了 5467.52 亿元，低于上周的 6492.55 亿元，无论是从发行还是缴款看，上周资金压力均低于上周，政府债券发行缴款并不足以构成上周资金利率大幅上行的原因。上周内存在 8 月税期，税期因素往往对月中资金面形成扰动，但从缴税额来看，4 月、7 月、10 月往往是年内缴税额高点，8 月缴税额较低，缴税压力较小，缴税对资金面的扰动或应低于 7 月。

8 月中下旬资金面趋紧或存在存款行为导致的季节性因素。梳理历年资金面走势，我们发现 8 月中下旬资金面往往趋紧，指向其中或存在季节性因素，而存款行为的季节性规律或是 8 月资金面季节性趋紧的根源。8 月存款增量往往较 7 月明显多增，这种季节性变化或与 7 月较 6 月少增出于同样的原因，即 6 月在银行存款考核压力下存款大幅多增，部分理财资金“暂时”转回存款，至 7 月这一趋势逆转，存款再次流向理财，而 8 月更像是前两个月存款大幅波动的缓冲，8-9 月存款增量较为平缓，年中存款的“异常”变化逐步回归常态，8 月存款增量较 7 月多增导致银行缴准压力上升，这或是 8 月中下旬资金面趋紧的关键原因。向后看，下周地方政府债券发行计划明显增加，由于存在年内专项债余额于 9 月内完成发行的要求，下周地方债发行计划大幅增加或意味着 8 月下旬开始进入地方债融资加速阶段，地方债融资加速或进一步放大资金面波动幅度，需警惕 8 月下旬资金面超季节性趋紧的可能。

4 宏观策略

宏观面上看，前期商品连续大幅反弹之后，在经济数据的影响在回落，但是考虑到政策预期依然存在，以及经济周期性回升的动能，当前市场仍是区间震荡的态势。从目前阶段看，工业品的高点相对低点更容易寻找，建议继续关注基本面改善有限品种的逢高卖保机会。

5 股指期货市场分析

两市震荡回升

上周两市震荡回升，具体到股指期货市场，上周沪深 300 一周-2.58%，上证 50 周-2.39，中证 500 周-2.29%，中证 1000 周-2.97%，其中中证 500 和中证 1000 都创年内新低。

上周，上周北上资金继续大幅净卖出逾 291 亿元，再创年内单周净卖出新高。分市场看，沪股通净卖出逾 137 亿元，亦为年内最大单周净卖出；深股通净卖出近 154 亿元，为 2020 年 3 月疫情以来最大周净卖出。

近期指数超预期调整的原因：景气度投资过于深入人心，景气度以外的逻辑难以形成共识。最近两周，市场出现了超预期的调整，这一调整的背后，有自上而下经济弱的原因，但考虑到近期顺周期的表现，能够明显看到，随着政策预期的变化，顺周期板块逐渐偏强，这说明经济弱的影响可能不是 8 月市场调整的主要原因。因此主要原因可能是自下而上的。2016-2021 年景气度投资过于深入人心，景气度以外的逻辑难以形成共识，而年初以来大部分乐观的逻辑（AI、中特估、政策）都不是以业绩驱动为主的逻辑，一旦有阶段性上涨后，持续性往往不足。

密切关注指数调整之后的机会

我们认为指数在目前位置再度回落，存在较好的短期做多机会。

首先，宏观政策上，各项呵护措施已在落地。8 月 15 日，央行分别调降 1 年期 MLF 和 7 天逆回购操作利率 15BP 与 10BP，为自 6 月以来的年内第二次降息。其中，MLF 利率降幅更大，有望引导国债收益率、LPR 等更大幅度下行，降低政府与实体经济融资成本。8 月 17 日，央行 2023 年二季度货币政策执行报告进一步推出促进融资和信贷成本降低、必要时可新设结构性工具、统筹协调金融支持化债等增量部署。

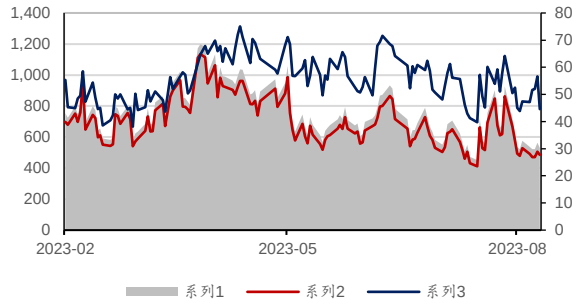
其次，资本市场政策上，监管层也积极发力推动市场信心修复。8 月 18 日，证监会有关负责人就活跃资本市场、提振投资者信心答记者问时，明确表示将推出加强一、二级市场的逆周期调节、鼓励推动上市公司分红回购、降低交易成本、深化并购重组市场化改革、发展权益类基金等利好举措。8 月 17 日，科创板 32 家企业集中披露回购预案。参考 2010 年以来的 4 轮市场底，回购规模增加往往对应市场从底部回升。

另外，市场供需关系上也有所改善，从四大蓝筹 ETF 净申购情况来看，当前市场也已处于底部区域。参考历史经验，每当 A 股快速下跌时，投资者往往加大申购以华夏上证 50 ETF、华泰柏瑞沪深 300ETF、华安上证 180ETF 和华夏沪深 300ETF 为代表的蓝筹 ETF，而随着这四支 ETF 净申赎金额逐渐达到阶段性高点后，市场大概率也将迎来回升。7 月以来，四大蓝筹 ETF 的净申赎份额加速上行，当前已处于历史极高水平，或代表 A 股当前已处于底部区域。

历史上 A 股“政策底”后，市场底部区间往往需要反复夯实，等待政策效果的验证。站在当下，从估值的角度看， A 股已位于中长期价值配置区间。本轮“政策底”探明后，A 股大概率会维

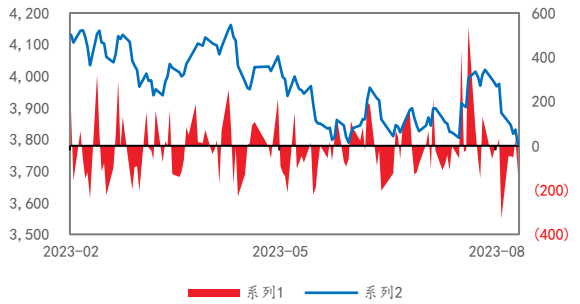
持在一定区间来回震荡，短期内继续大跌的概率较低，如果出现大幅调整，可关注波段做多机会。

图表 8：融资融券数据图



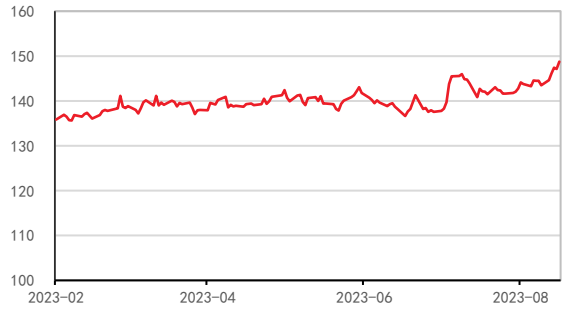
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 9：合约持仓和市场表现



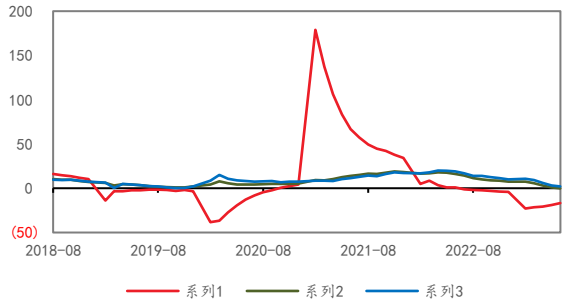
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 10：恒生 AH 溢价指数



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 11：工业企业运行情况



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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。铜精矿现货加工费 TC 指数持续攀升，主要是近期全球矿山干扰率较低，海外新建项目产能投产进程顺利及秘鲁、非洲刚果和印尼等产量的不断提升，整体看全球铜精矿供应仍然较为宽松。

国内粗铜加工费持稳，现货/长单冶炼利润仍处偏高位，硫酸市场延续弱势，预计 8 月产量会创历史单月新高，据 SMM 统计仅有 1 家冶炼厂有检修计划，再加上前期检修的冶炼厂陆续复产和新厂投产后产量的释放，而且在没有原料紧张的限制下，料 8 月全国总产量将大幅增加。同时，洛阳钼业在非洲积压的约 2 万吨电解铜正在陆续到港、Codelco 季度长单追标量将于 8 月下旬逐渐流入，或使中国电解铜 8 月生产量和进口量环比增加而供给预期偏松。

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，数据 7 月国内电解铜产量 92.59 万吨环比增 0.9%，同比增 10.2%，8 月国内冶炼厂检修影响减弱，产量预计环比仍增。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。

需求复苏担忧上升

中国制造业活动在 7 月份连续第四个月出现萎缩，工业企业利润出现两位数下滑。这一情况表明，作为工业金属的主要消费行业，中国的制造业需求前景短期内难以改善。7 月全国精铜杆产量合计 83.82 万吨，较 5 月份下滑 1.52 万吨，开工率为 65.3%，环比下滑 0.58%。其中华东地区铜杆产量总产量为 54.4 万吨，开工率为 67.29%；华南地区铜杆产量总产量为 14.09 万吨，开工率为 66.18%。

目前，新能源用铜对需求仍有一定支撑，在汽车消费刺激政策及季节性备库需求下，终端需求有所增加。7 月新能源汽车产销量分别为 80.5 万辆和 78 万辆，同比分别增长 30.6%和 31.6%，7 月市场占有率达 32.7%，7 月新能源汽车出口为 29.1 万辆，同比继续增长 23.3%，1-7 月新能源汽车销量累计达 452.6 万辆，同比增长 41.7%。数据来看，随着扩大内需的政策基调中强调将着力提振汽车等领域的大宗消费，配合新一轮汽车降价促销税费减免等政策的落地实施，我国汽车消费潜力有望得到充分释放，新能源汽车将进一步向上打开销量通道，预计今年将超预期完成中汽协年初预计的 30%的同比扩张目标。

2 结论

矿端维持充裕，进口铜精矿 TC 持续上涨，高利润下精炼铜产量将上行，供给端压力边际增加。8 月在消费进入淡季，高铜价对下游消费有明显抑制，消费疲软。国内房地产、制造业实体经济的不温不火对铜价构成了负面影响。国内利好政策刺激及低库存支撑下，铜价中枢上抬，不过当前市场情绪逐步回归理性，在经济可能放缓的担忧下，前期涨幅易回吐，预计铜价震荡整理为主。

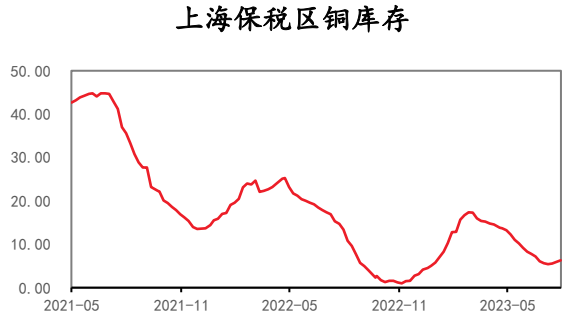
3 铜期货现货数据

图表 12：长江有色铜价



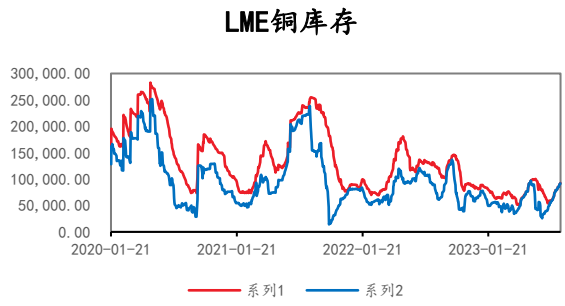
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 13：上海保税区铜库存



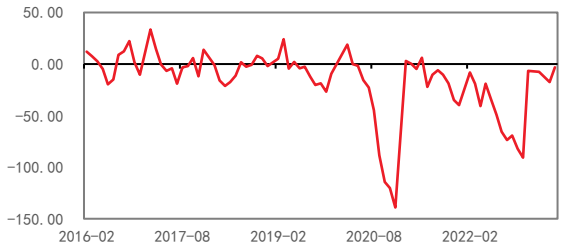
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 14：LME 铜库存



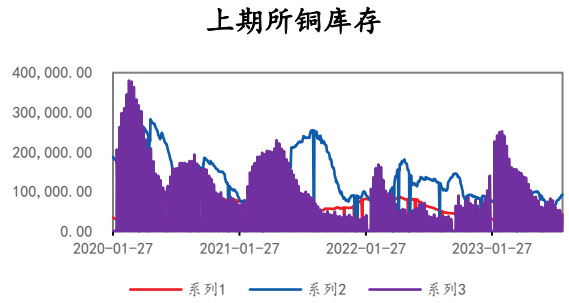
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 15：WBMS 供需平衡



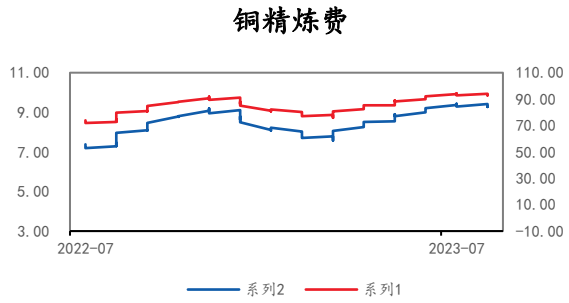
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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

ILZSG 最新数据显示，2023 年 5 月全球锌矿产量 106.1 万吨，环比增加 2.12%。1-5 月累计产量 499.7 万吨，累计同比减少 0.95%。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。国内矿山利润压缩后部分矿山调整选矿布局、技改，但此前部分未达产矿山提产，令锌矿月度产量维持环比微增。7 月矿山多维持正常生产，高温及部分地区限电影响或有限。

海关数据显示;6 月锌矿进口 39.06 万吨，环比增 13.5%，同比增 33.2%，进口量超预期，进口量前三国家为澳大利亚、秘鲁和南非。1-6 月累计进口量 227.82 万吨，累计进口同比增 25.4%。锌矿进口窗口开启周期较长，且进口矿利润高于国产矿，炼厂倾向于使用进口矿，进口矿将延续流入状态。

冶炼端供应趋于宽松

7 月 SMM 中国精炼锌产量为 55.11 万吨，环比下降 0.14 万吨或环比下降 0.26%，同比增加 15.79%，略超预期值。1 至 7 月精炼锌累计产量达到 377.7 万吨，同比增加 9.59%。高加工费下，8 月炼厂生产积极性较高。7-8 月进入集中检修期，7 月国内冶炼厂减量主要集中在内蒙古、陕西、甘肃和新疆等地，整体影响量略低于预期，主要是一方面冶炼厂基本按计划检修，除新疆外没有超预期检修停产的情况。7 月锌价小幅回升,冶炼厂利润增加，部分冶炼厂检修后提产速度较快贡献一部分增量。总体而言，国内精炼锌产量没有受到炼厂检修影响维持高位。

海关数据显示，1-6 月累计进口 9.83 万吨，累计同比上涨 100.53%。1-6 月合计精炼锌出口 0.46 万吨，即 2023 年 6 月净进口 9.37 万吨，精炼锌进口大幅上涨，主要是进口窗口间歇性开启，同时海外冶炼厂复产和消费不佳下，助长了进口锌流入量，进口锌不断冲击现货市场。

下游初端节后恢复超预期

下游三大板块需求弱势，台风影响逐渐消散，在黑色价格弱势下，镀锌开工难有较 大回升；压铸锌合金和氧化锌企业因订单增速有限，开工弱稳为主。河北部分地区受泄洪区影响，原料及燃料到货周期延长，开工有所下滑。8 月来看订单量仍不理想，利润不断被压榨，厂家减产情绪高涨。镀锌管方面，由于整体来看钢材价格持续震荡，经销商持观望态度，不过多备库，叠加低价竞争愈演愈烈，加工费处于低位，镀锌管企业利润受到压制，部分企业已经出现倒挂情况，目前镀锌管企业的成品库存未见大量去库情况，倒逼企业减少开工，整体来看镀锌管企业目前维持产销平衡，今年台风等气候因素干扰，主要影响到镀锌管主要生产地区河北与天津，开工和有所影响。

1-6 月，全国房地产开发投资额同比下降 7.9%；新开工面积同比大幅下滑 24.3%；施工面积同比下降 6.6%；竣工面 积同比增长 19%；销售面积同比下降 5.3%。新开工面积同比跌幅放大，

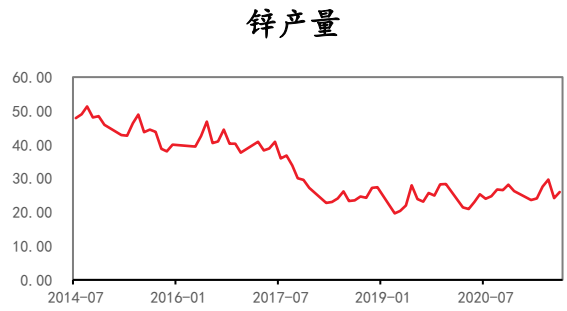
竣工面积同比回升明显。政治局会议相关政策落地有望带动建筑用锌需求回升，且改善空间较大，但地产的显著改善还需要时间；同时政策有望带动基建、家电以及汽车相关用锌需求维持增长，且需求改善空间较大，尽管这一过程需要的时间更长。

2 总结

随着欧佩克宣布延长减产时间，市场对原油远期供应产生担忧，同时带动了欧洲能源价格快速上涨，海外供应增量预期减弱。锌精矿进口利润走缩，进口 TC 下调，表明进口锌精矿供应环比收紧，但较国产矿依然有一定优势。国产矿 TC 短期走高，国产矿供给相对充足。而国内正值夏天用电高峰，加之今年过热的天气和西部地区降水偏低，令部分地区限电限产预期升温。7 月 SMM 中国精炼锌产量为 55.11 万吨，环比下降 0.14 万吨或环比下降 0.26%，同比增加 15.79%，略超预期值。需求端处于消费淡季，镀锌近期受基建提振订单开始修复，但压铸合金、氧化锌开工仍较为低迷，总体水平与往年差别不大。需求端处于消费淡季，镀锌近期受基建提振订单开始修复，但压铸合金、氧化锌开工仍较为低迷，总体水平与往年差别不大。整体来看，目前支撑锌价反弹的更多在情绪及预期层面，现实层面需求并未脱离淡季表现。在宏观与基本面缺乏共振下，锌价反弹持续性较差，预计 8 月宽幅运行。

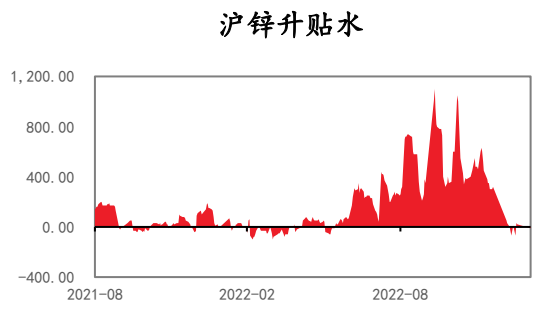
3 锌期货现货数据

图表 18：锌产量



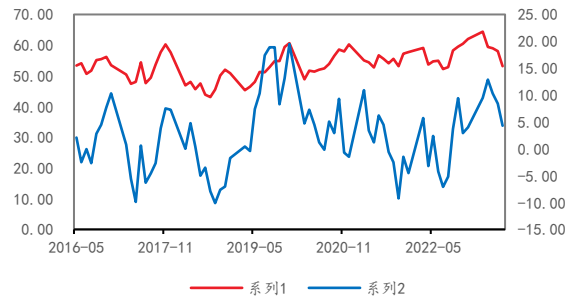
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 19：锌升贴水



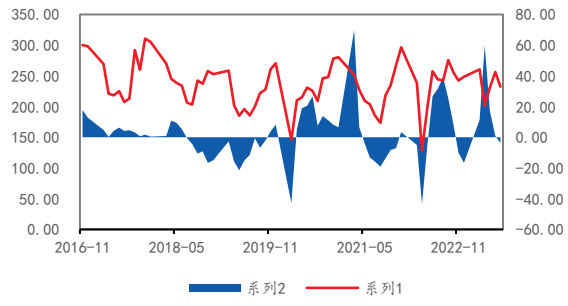
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 地产投资加速下行

1-7 月，全国房地产开发投资额同比下降 8.5%，降幅较 1-6 月扩大 0.6 个百分点。7 月单月同比下降 12.2%，降幅较 6 月扩大 1.9%；

1-7 月，商品房销售面积同比下降 6.5%，降幅较 1-6 月扩大 1.2 个百分点。7 月单月同比下降 18.2%，降幅较 6 月同比收窄 2.7%；

1-7 月，商品房销售额同比下降 1.5%，较 1-6 月下降 2.6 个百分点。7 月单月同比下降 19.2%，降幅与 6 月相当；

1-7 月，全国房屋施工面积同比下降 6.8%，降幅较 1-6 月扩大 0.2 个百分点。

1-7 月，全国房屋新开工面积同比下降 25.1%，降幅较 1-6 月扩大 0.2 个百分点。7 月单月同比下降 26.5%，降幅 6 月收窄 5.8%；

1-7 月，全国房屋竣工面积，同比增长 20.5%，升幅较 1-6 月提升 0.5 个百分点。7 月单月同比上升 33.1%，升幅较 6 月扩大 12.8%；

1-7 月房企资金来源合计同比降幅扩大至 11.2%；7 月单月定金及预收款同比下降 21.9%（4 月-19.5%），个人按揭贷款同比下降 24.4%（4 月-12.5%），国内贷款同比下降 15%（4 月-13.9%）

从数据上来看，房地产投资增速加速下行，仍是民间投资的拖累项。房屋销售面积和销售额同步下跌，反映了当下市场复苏存在很大压力，居民的购房信心和购房能力未得到改善。同时，房屋销售的进一步走弱也给房企资金带来了更大的压力。

房屋新开工持续承压，开工意愿弱累积同比降幅仍在扩大，而竣工面积维持高增长，主要是受保交楼的影响。新开工与竣工面积剪刀差扩大，说明地产循环未被打通，一方面销售回款不足，另一方面有限的资金需用于还债和交付，导致拿地、开工则进入恶性循环。

短期来看，地产投资没有企稳回升的迹象，下半年大概率将继续维持低位运行的态势，对长期钢需造成不利影响。

2 宏观环境不确定性仍在

近期碧桂园债务违约、中植系暴雷，再次给市场敲响了警钟，并引发了市场对地产行业引起系统性风险的担忧。从美国 7 月 FOMC 会议纪要来看，美联储倾向于进一步提高利息以控制通胀，进一步加息的可能性增加，且高息环境大概率将维持至明年，宏观环境不确定性增加。本周六，美联储主席鲍威尔将在全球央行会议上发表讲话，短期避险情绪较高。

上月政治局经济会议将防范地产风险防止首位，显示出高层对地产行业的重视。我们认为，经历 2 年多对地产行业风险的出清，当前地产风险整体可控，引发系统性风险的可能性不大。

上周央行下调了 MLF 利息 15 个基点，本周一将发布 LPR 利息的调整情况。若 LPR 降息大于 10 个基点，对地产行业及钢材市场的情绪都会有较好的提振，若 LPR 降息只是 10 个基点，市场

情绪变化则不大。

3 政策性压产引关注

上周，粗钢限产政策再次发酵，部分钢厂称已收到限产通知。例如天津、山东、江苏甚至河北地区都传出了具体的限产指标与限产时间。尽管如此，粗钢压产信息多是咨询机构向钢厂调研反馈所得，除了唐山、云南等地出台了限产文件，其他地区并无官方文件。

从统计局所公布的粗钢数据显示，2023 年 1-7 月全国粗钢产量共 6.27 亿吨，同比增长 3.5%，同比增加 2120 万吨。按平控目标推算下，以统计局数据口径 8-12 月粗钢产量均值未 255.8 万吨/日，较去年 8-12 月的 263.8 万吨/日下降 3.04%，环比本年度 7 月下降 37.05 万吨，降幅达 12.65%。

尽管如此，限产政策目前未对市场造成太大的影响。一方面是因为目前没有具体执行的方案和时间，另一方面也是因为没有减产预期，仅平控的话对全国粗钢供给的影响相对有限，主要压力由河北、江苏、山东等地承担，而其他地区平控完成难度不大。

4 供需双弱 库存累积

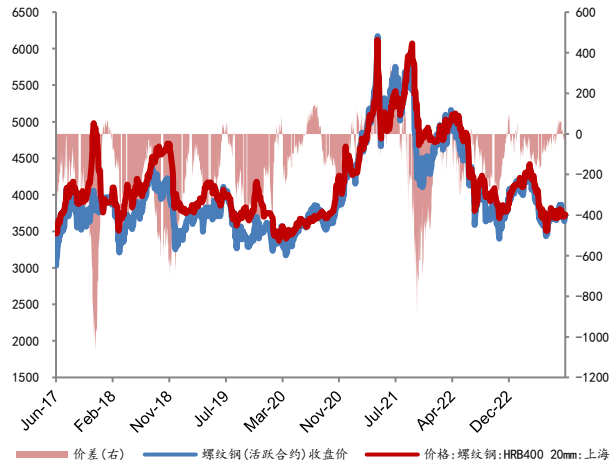
上周，螺纹产量 263.8 万吨，较上周减少 1.87 万吨，降幅为 0.7%；螺纹厂库 204.28 万吨，较上周减少 0.98 万吨，降幅为 0.48%；螺纹社库 602.12 万吨，较上周减少 8.55 万吨，降幅为 1.4%；螺纹表需 273.33 万吨，较上周增加 29.24 万吨，增幅为 11.98%。从现实层面上来看，螺纹产量连续四周下降，而厂库、社库首次增转降，表需也由降转增。随着天气的进一步好转，螺纹表需将进一步回升，但由于下游需求较弱，需求复苏高度具有一定不确定性。

5 小结

从统计局公布了 7 月地产数据，从数据上来看，房地产投资增速加速下行，是民间投资的主要拖累项，短期地产投资没有企稳和回升的迹象，下半年大概率将继续维持低位运行的态势，对长期钢需造成不利影响。短期来看，目前处于淡旺季切换的时间点，钢价的主要逻辑将逐步由预期向现实转换。

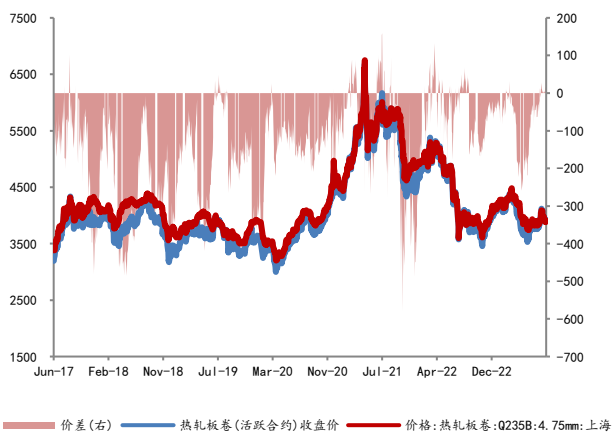
5 钢材期货现货数据

图表 22：螺纹期现价差



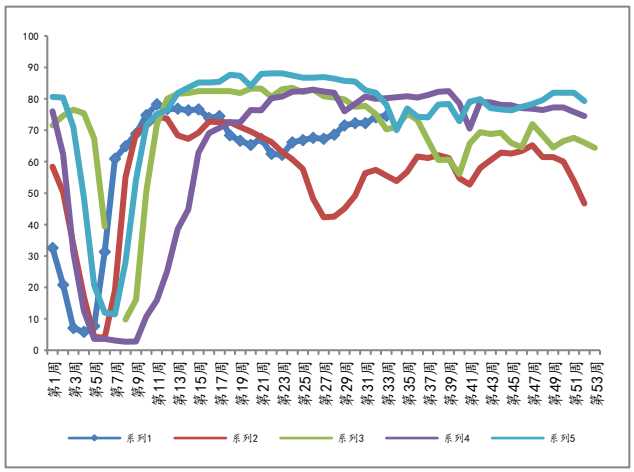
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 23：热卷期现价差



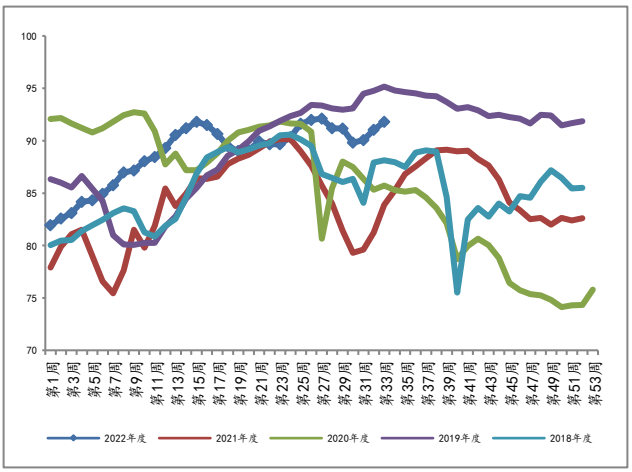
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 24：85 家独立电弧炉钢厂：开工率：中国（周）



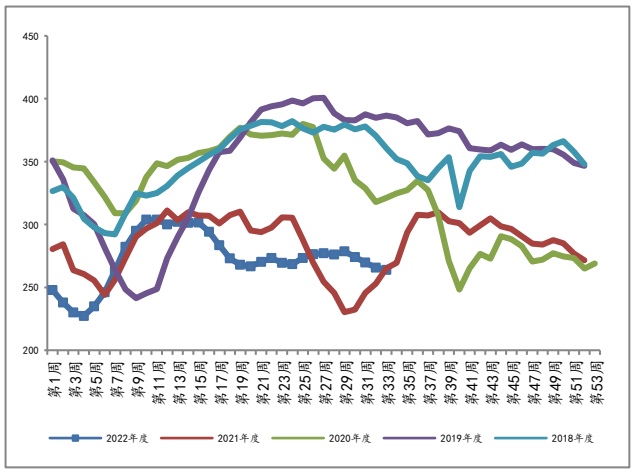
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 25：247 家钢铁企业：高炉产能利用率：中国（周）



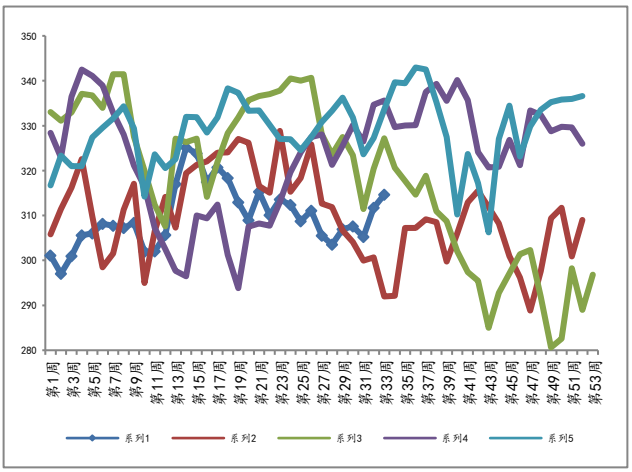
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 26：螺纹钢：建筑钢材钢铁企业：实际产量（周）



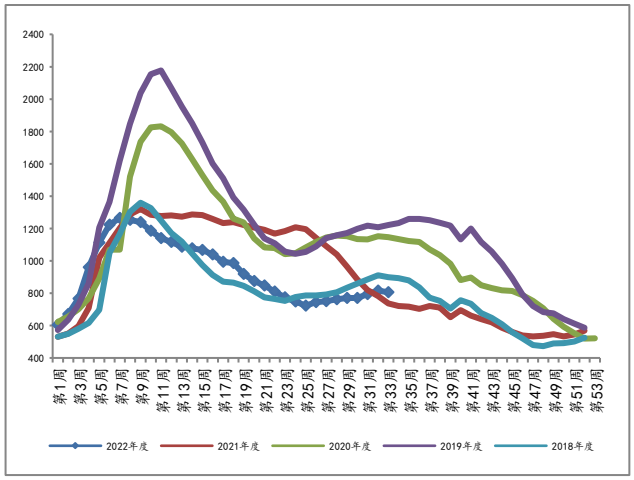
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 27：热轧板卷：钢铁企业：实际产量：（周）



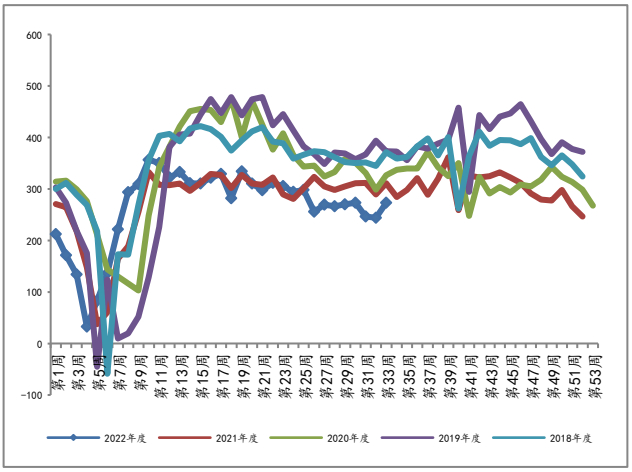
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

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 IEA：需求增速放缓

在供应收紧和需求旺盛的提振下，全球原油市场中期保持偏紧平衡格局。

国际能源署 IEA 对今年的原油需求持乐观态度，预计 2023 年全球原油需求将增加 220 万桶/日，尤其是中国将贡献需求增量的 70%以上。夏季旅行的燃料消费，发电用油的增加，以及石化炼厂开工活跃，推动三季度全球原油库存的季节性去化。然而到三季度末至四季度初，全球原油去库的速度将会有所放缓，如果市场高估了中国需求增速，则实际出现的供需缺口或不及预期。

更长期来看，欧美经济将面临困难，国内复苏节奏偏迟缓，宏观低迷令未来原油需求前景仍不乐观。IEA 预测，明年全球原油需求增速将慢于此前预期，2024 年原油需求增长将大幅放缓至 100 万桶/日，较上期预估值下调 15 万桶/日。

2 EIA：后期缺口抹平

美国能源信息署(EIA)最新发布的月度报告中，对未来美国原油供应和全球原油供需平衡的预测做出了较大调整。

EIA 预计，2023 年美国原油产量将增加 85 万桶/日，达到创纪录的 1276 万桶/日；到 2024 年美国原油产量将增加 33 万桶/日，达到 1309 万桶/日。在新冠疫情重挫原油需求之前，2019 年度美国原油产量的历史记录为 1230 万桶/日，此后页岩油钻探活动受资本支出限制，且成本上升压缩了利润空间。不过，近两年油价重心回升刺激钻探回暖，油井生产率的提高也有助于美国原油产量的提升。需求方面，EIA 预计 2023 年美国原油消费量将增加 20 万桶/日至 2050 万桶/日，到 2024 年将增至 2070 万桶/日。

本次 EIA 更改了之前对于 2023 年全球原油市场出现短缺的预测，鉴于非 OPEC+产油国原油产量增速比预期更快，预计三季度的结构性偏紧过后，全球原油产量增长将与需求保持同步，并从 2024 年二季度开始对原油价格产生下行压力。

3 OPEC：延续偏紧格局

相对西方能源机构 EIA 和 IEA，OPEC 最新一期月报观点仍相对偏乐观。

统计数据显示，7 月 OPEC 原油产量环比大幅减少 83.6 万桶/日至 2731 万桶/日。其中，沙特原油产量减少 96.8 万桶/日至 902 万桶/日，基本兑现了自愿额外减产的承诺，其余成员国增减变化不大。经济和需求前景方面，OPEC 基本维持上期判断：将 2023 年全球经济增长预测从 2.6%上调至 2.7%，将 2024 年全球经济增长预测从 2.5%上调至 2.6%；预计 2023 年全球原油需求增速为 244 万桶/日，将 2024 年全球原油需求增速预期下调 5 万桶/日至 250 万桶/日。

目前 OPEC+整体坚持限产政策的态度较为坚决，叠加全球成品油旺季市场消费火爆，至少在三季度全球原油市场料将延续去库格局，但年内晚些时候仍将面临下行风险。

4 俄油突破制裁上限

目前的公开数据初步证实，俄罗斯已经放弃大量倾销廉价石油的模式，出口规模下降而价格提升。

油轮追踪统计显示，俄罗斯原油出口量从 5 月高点 520 万桶/日下降至 7 月的 460 万桶/日，为 2023 年以来最低水平。预计至少在未来一两个月，俄罗斯原油出口量将继续保持在相对低位，以履行其削减出口的承诺。国际能源署 IEA 数据显示，7 月俄罗斯海运原油加权平均价格升至 64.41 美元/桶；俄罗斯财政部公布，过去的一个月乌拉尔原油均价达到 70.33 美元/桶，俄罗斯销售原油的平均折扣减少至 13.9 美元/桶。

鉴于 G7 给俄罗斯海运出口原油设定的价格上限为 60 美元/桶，这说明俄罗斯已经在很大程度上摆脱对西方航运服务体系的依赖，从而令制裁逐渐失效。在降低出口量的情况下，7 月俄罗斯销售原油及成品油共获得约 153 亿美元的收入，环比 6 月增长近 20%。然而欧美对此反应麻木，相比制裁俄罗斯，美国政府更加担忧原油供应紧缺导致油价更大幅度上涨，一旦发生二次通胀将使其经济和货币政策面临严峻考验。

5 油价关联通胀加息

美国最新公布的通胀情况好于预期，美联储接下来再次加息的概率有限，进一步缓解了市场对原油等大宗商品需求的担忧情绪。

美国劳工局最新统计数据显示，7 月美国 CPI 同比增长 3.2%，低于预期的 3.3%；剔除波动更大的食品和能源，7 月美国核心 CPI 同比增长 4.7%，与预期持平。尽管目前原油价格回升至相对高位，该数据仍被解读为美国二次通胀风险降低的信号，同时也降低了美联储继续加息的预期。据 CME 的美联储观察工具，9 月美联储维持联邦基金利率区间在 5.25%-5.50%不变的概率为 90.5%，再次加息 25 个基点的概率为 9.5%；到 11 月维持目标利率水平不变的概率为 74.7%，累计加息 25 个基点的概率为 23.7%，累计加息 50 个基点的概率为 1.7%。

从宏观层面上看，三季度原油市场表现料延续强势，短期上行风险仍高于下行，但年内晚些时候美国经济预期显著放缓，或将迫使油价重心再度下移。此外，现阶段国际原油的强势表现将再度推升美国通胀压力，通过美联储的货币紧缩反过来抑制经济和需求，造成油价上涨趋势的钝化。

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。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。

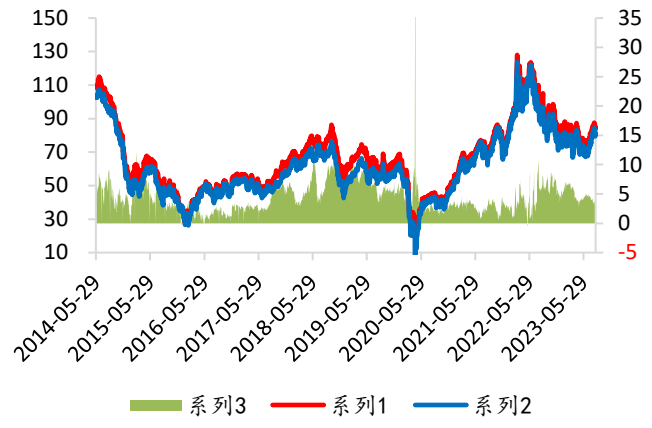
在一定的区间内，油价短期波动则带有很强的随机性，但情绪市造成的冲击和混乱往往是暂时的，油价重心主要是基本面及预期，乃至更广泛的金融属性和资金面综合博弈的均衡结果。长期来看，宏观经济对原油的驱动仍然向下，而供应收紧与需求改善形成托底支撑，原油走势仍维持区间震荡观点，但中枢或将略向下调整。

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。

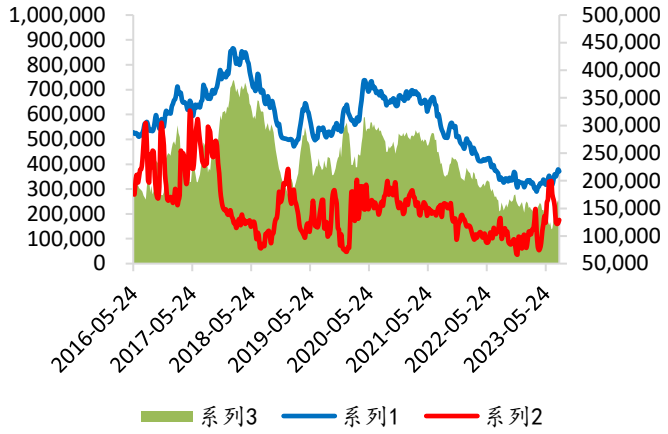
7 原油期现数据

图表 30：国际原油期货价格



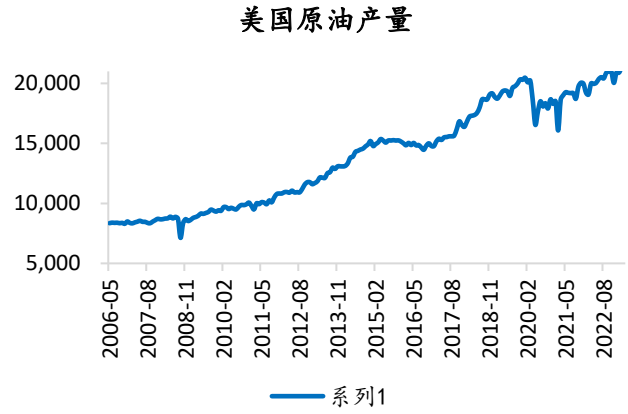
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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



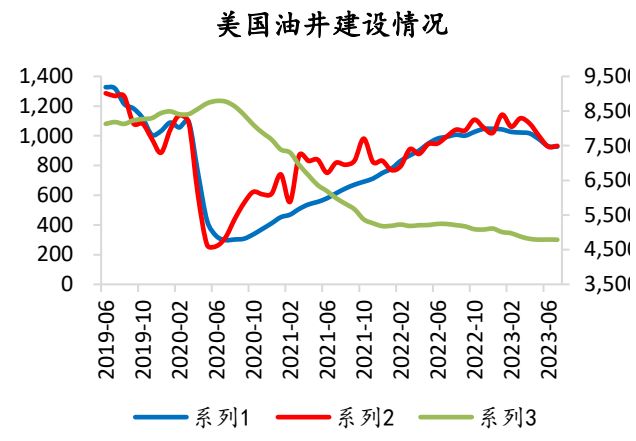
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 33：沙特原油产量



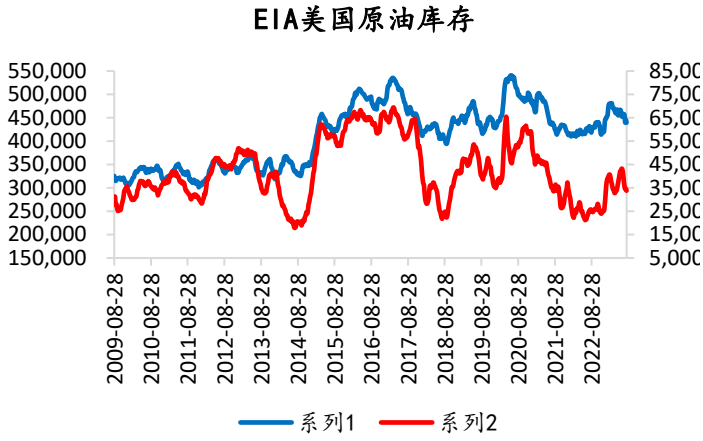
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 34：美国油井建设情况



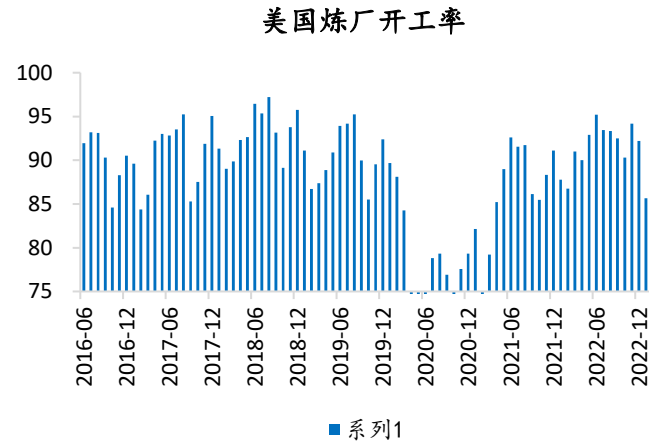
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 35：EIA 原油库存



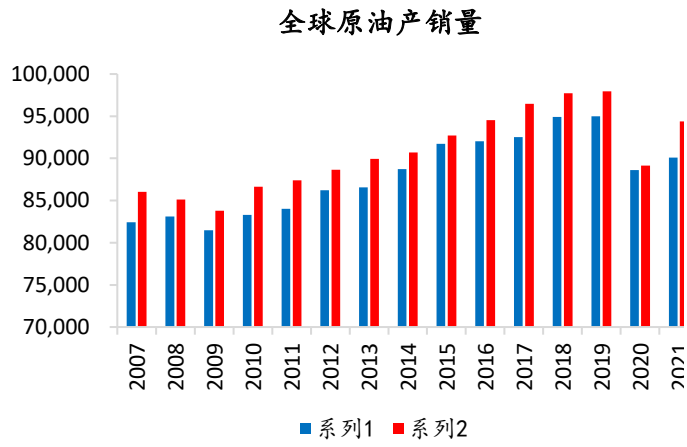
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 深浅色胶供应分化

东南亚主产区逐渐向产胶旺季过渡，但降雨偏多阻碍割胶工作开展，新胶上量进度不及预期，原料价格低迷使得上游加工厂生产利润倒挂，也抑制了天然橡胶成品产量的大幅增加。国内产区方面，云南版纳地区降水量预报偏高，海南后期或仍有台风干扰，对正常割胶造成影响。近期，云南和海南当地浓乳理论加工利润上调，RU 交割品盘面利润弱于浓乳，预计国内浅色胶供应或将偏弱。国产新胶上市令浅色胶呈累库趋势，而深色胶库存小幅去化，RU 和 NR 价差收缩逻辑延续。宜关注后续深色胶去库幅度，这一因素很大程度上将决定四季度橡胶价格反弹高度及持续时间。

2 终端淡季旺季转换

近期，天然橡胶终端需求较为平淡，表现出标准的淡季特征。

汽车市场方面，2023 年 7 月，中国汽车产销量分别为 240.1 万辆和 238.7 万辆，同比下降 2.2%和 1.4%，环比下降 6.2%和 9%；1-7 月中国汽车累计产销量分别为 1565 万辆和 1562.6 万辆，比上年同期增长 7.4%和 7.9%。

7 月国内乘用车市场零售 177.5 万辆，同比下降 2.3%，环比下降 6.3%；今年以来乘用车市场累计零售 1129.9 万辆，同比增长 1.9%。

7 月全国重卡市场大约销售 6.5 万辆左右（开票口径，包含出口和新能源），比上年同期的 4.5 万辆大幅增长 44%，环比 6 月季节性下滑 25%；1-7 月，重卡市场累计销售 55.3 万辆，同比累计增幅达 30%，今年自春节以来连续六个月录得同比增长。

总的来说，宏观大环境下终端消费意愿不强，橡胶轮胎产业链自下而上库存压力依旧很大，但剔除季节性因素，7 月汽车零售达到历史次高，金九银十旺季或将可期。

3 库存拐点或已到来

近期，国内天然橡胶库存高频数据观察到拐头向下的趋势，季节性去库周期千呼万唤始出来。

截至 2023 年 8 月中旬，青岛地区天然橡胶一般贸易和保税库合计库存量 90.62 万吨，较上期环比减少 2.07%。其中，一般贸易库存环比减少 2%至 76.71 万吨，保税区库存环比减少 2.46%至 13.9 万吨。青岛天然橡胶样本保税仓库入库率减少 1.28 个百分点，出库率增加 3.15 个百分点；一般贸易仓库入库率减少 0.85 个百分点，出库率增加 0.86 个百分点。

就目前来看，青岛地区天然橡胶库存已经回落至近三个月内的低点，预期中的三季度去库拐点很可能已经出现，后续重点关注进口船期到港的情况。尽管库存已经不再边际增加，但前期非标套利积累的基数仍十分庞大，对期现价格反弹构成压力。

4 移仓换月布局 01

近期，国内宏观经济数据偏空令大宗商品市场信心受挫，沪胶整体表现仍然偏弱，市场整体交投乏力，未能打破震荡筑底形态。

就目前而言，东南亚产区原料收购价格持续下跌，部分进口利润倒挂，青岛港口库存压力放缓，可以观察到边际去库的迹象。2023 下半年发生厄尔尼诺现象的概率较大，或将在年末到明年初开始出现气候异常，如遇高温干旱则会对割胶作业造成极大影响，因此主要产胶国泰国和印度尼西亚有一定旺季减产预期。

RU2309 合约已经进入交割月，沪胶主力移仓换月至 RU2401 合约，该合约目前绝对估值偏低，供应端缩量的可能使得位于历史底部的胶价继续下行空间有限，沪胶非标基差及深浅色胶价差受库存拐点和期现回归逻辑主导，策略上宜逢低逐步建立 1 月多单为主。

5 天然合成替代有限

天然橡胶与合成橡胶均大量应用于轮胎制造业，其主要差异在于，不同种类的轮胎中二者用量占比不同。在轮胎生产工艺中，由于现阶段技术问题，天然橡胶与合成橡胶存在一定的性能互补，但无法相互大幅替代。实践中，各家轮胎企业使用配方的比例也不尽相同，且会根据原料价格变动有所调整。据以往调研结果来看，当合成橡胶-天然橡胶价差大于 500 元/吨时，部分小型轮胎厂可能会调配使用比例；当二者价差大于 2000 元/吨时，部分大型轮胎企业会在保证产品质量和性能稳定的基础上，适当增加较便宜的胶种用量以降低生产成本。综上，天然橡胶和合成橡胶需求端互为替代品的属性并不算强，但随着价差绝对值走扩到一定程度，均值回归的概率通常会相应地增加。

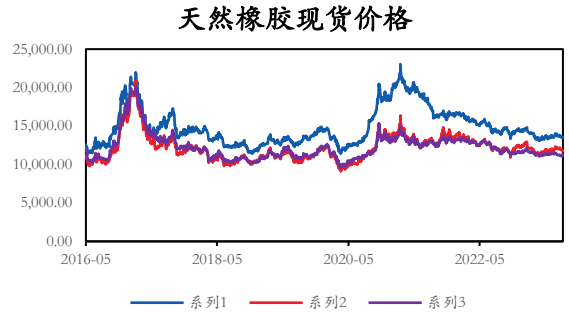
6 超跌修复逢高空配

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：天然橡胶现货价格



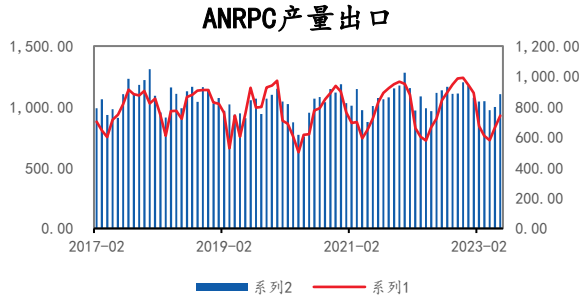
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 38：合成橡胶价格



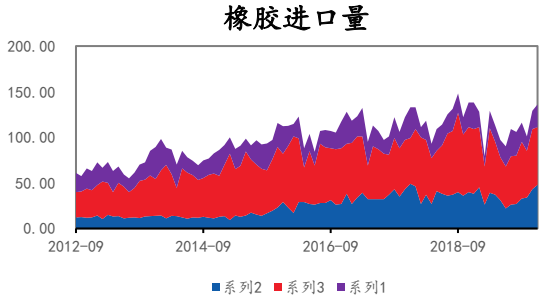
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 39：ANRPC 产量出口



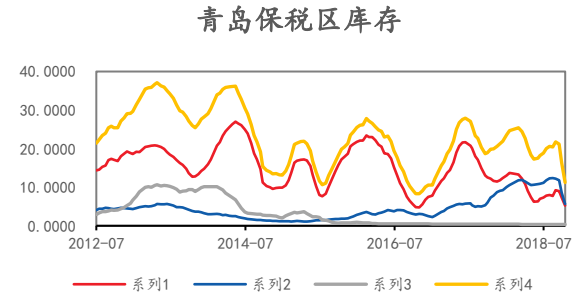
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 40：橡胶进口量



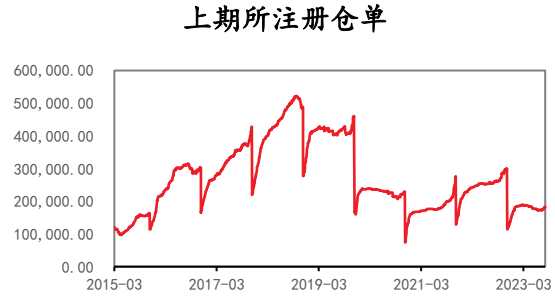
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 41：青岛保税区库存



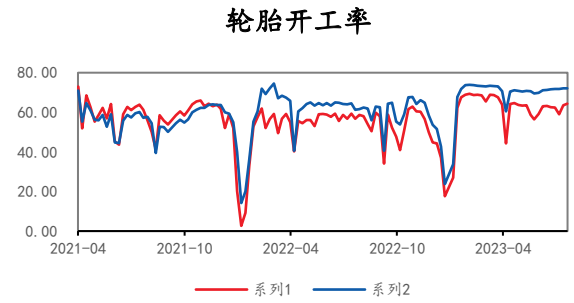
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 42：上期所注册仓单



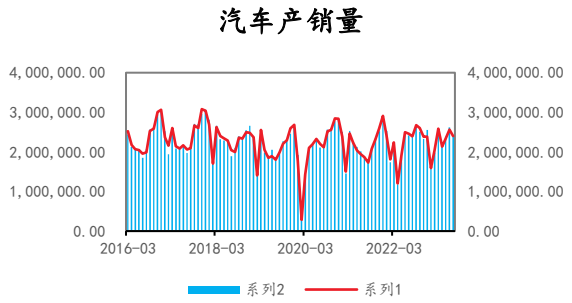
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 43：轮胎开工率



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 44：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：美豆产量担忧再起，国内豆粕市场强势突破

1 外部豆类市场分析

美豆优良率大幅回升，8 月下旬天气形势不佳

美国农业部公布的周度作物生长报告显示，截至 8 月 13 日当周，美国大豆优良率为 59%，远高于市场预期的 55%。当周美豆开花率为 94%，结荚率为 78%，均高于上年同期和五年均值。最新天气预报显示，8 月下旬美豆主产区将迎来高温少雨天气，市场担心将影响美豆生长。8 月为美豆生长关键期，在美豆天气窗口关闭前，市场仍对不利天气保持高度敏感。美国农业部发布的最新干旱报告显示，截至 8 月 15 日当周，约 38%的美国大豆种植区域受到干旱影响，而此前一周为 43%，去年同期为 24%。整体来看，美豆天气市已接近尾声，即使有炒作情绪，也很难推动美豆市场再度出现大幅度反弹行情。

美豆单产和总产降幅高于市场预期，南美产量前景保持乐观

美国农业部公布的最新月度供需报告显示，美国 2023/2024 年度大豆产量预估为 42.05 亿蒲式耳，单产预估为每英亩 50.9 蒲式耳，报告前分析师平均预测的 42.46 亿蒲式耳总产量和 51.3 蒲式耳/英亩单产。受美豆产量低于预期影响，美豆期末库存将收紧至 2.45 亿蒲式耳的八年低位。美国农业部报告后美豆市场不涨反跌，主要和近期美豆产区天气条件持续改善有关。良好的天气前景有助于美豆产量止降回升，从而削弱了本月报告对市场利多效应。此外，美国农业部维持对巴西新年度大豆产量 1.63 亿吨的预测，预计阿根廷大豆产量也将由 2500 万吨恢复到 4800 万吨的正常水平。当美国大豆产量确定后，南美大豆宽松的供给前景对市场的影响将逐渐趋强。

美国 7 月大豆压榨量高于预期

全美油籽加工商协会(NOPA)8 月 15 日周二发布的月度报告显示，美国 7 月大豆压榨量高于预期。NOPA 会员单位约占美国大豆压榨量的 95%左右。NOPA 报告显示，会员单位 7 月共压榨大豆 1.73303 亿蒲式耳，为同期纪录高位。该水平较 6 月的 1.65023 亿蒲式耳增加 5%，较上年同期的 1.70220 亿蒲式耳增长 1.8%。7 月压榨量高于分析师预估均值 1.71337 亿蒲式耳。分析师的预估区间为 1.651-1.78 亿蒲式耳，预估中值为 1.70408 亿蒲式耳。报告显示，截至 7 月 31 日，NOPA 会员单位的豆油库存降至十个月低点 15.27 亿磅，低于 6 月末的 16.90 亿磅以及 2022 年 7 月底的 16.84 亿磅。此前分析师平均预估 7 月末豆油库存料为 16.87 亿磅。预估区间介于 16.20-17.40 亿磅，预估中值为 17.02 亿磅。NOPA 报告亦显示，美国 7 月豆粕产量为 4,102,593 短吨；豆油产量为 20.63564 亿磅。

马来西亚棕榈油 8 月上半月出口大幅增长

据马来西亚独立检验机构 AmSpecAgri 发布的数据显示，马来西亚 8 月 1 日至 15 日棕榈油出口量为 633585 吨，上月同期为 510249 吨，环比增加 24.2%。据马来西亚船运调查机构 ITS 发布的数据显示，马来西亚 8 月 1 日至 15 日棕榈油出口量为 658475 吨，上月同期为 554054 吨，环比增加 18.9%。需求回暖提振买盘信心，马来西亚棕榈油市场止跌回升重回反弹节奏。据南部半岛棕榈油压榨商协会（SPPOMA）数据显示，2023 年 8 月 1 日-15 日马来西亚棕榈油单产增加 1.66%，出油率增加 0.28%，产量增加 3.13%。马来西亚 8 月上半月出口增幅远超过产量增幅，预计将降低 8 月底库存压力。

2 国内豆类市场分析

进口大豆预计逐月回落，供给担忧提振豆粕保持强势

8 月初以来，关于海关加强进口大豆检疫环节监管的传闻受到各方关注。受此影响，进口大豆到厂进度将较此前延长，进而影响到油厂加工开工率，豆粕供应收紧预期为油厂挺粕提供重要支撑，是导致近期国内豆粕市场与美豆不同步的重要原因之一。今年 4 月，海关总署曾对进口大豆实施更严格的检疫措施，当时进口大豆到港和到厂节奏均受到不同程度影响，企业被动停机等豆，开工率大幅下降，并造成国内豆粕库存甚至降至 20 万吨以下的严重偏紧状态。目前国内豆粕库存在 66 万吨左右，低于过去两年同期水平，而且周度降速加快。此外，从机构对国内各港口到船预估情况看，8 月进口大豆到港总量预计在 940 万吨左右，9 月 600 万吨，10 月 450 万吨。进口大豆逐月回落，国内进口大豆供应趋紧预期不断升温，推动国内豆粕市场保持强势并不断刷新价格高点。

进口油脂高速增长，节前需求逐渐启动

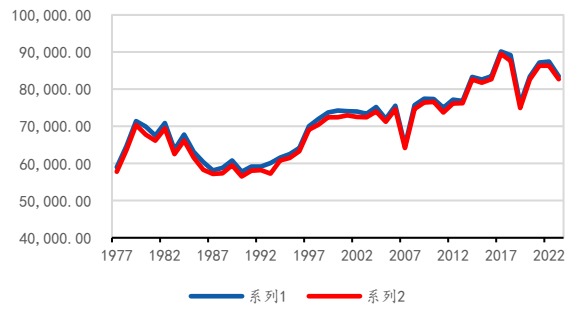
海关公布数据显示，2023 年 7 月，中国进口植物油 77.8 万吨，较上月增加 1.7 万吨；1-7 月累计进口 527.4 万吨，同比增长 119.0%。库存统计显示，截止上周末，国内三大油脂库存总量小幅回升，其中豆油库存为 127.21 万吨，周度增加 0.09 万吨；食用棕榈油库存为 51.95 万吨，周度增加 0.86 万吨；菜油库存为 49.44 万吨，周度下降 0.7 万吨。随着国庆中秋节日需求启动，国内油脂需求逐渐活跃，对价格的支撑作用有所增强。此外，受海关收紧进口大豆检疫措施影响大豆到厂进度，进而导致部分企业被迫停机等豆，油厂对豆油和豆粕的挺价动力提升，这也是近期国内豆油市场整体强于其他油脂的主要原因。

3 油脂油料市场展望

受 8 月底美豆主产区天气可能再度恶化影响，CBOT 大豆市场止跌回升，11 月大豆合约在 1300 美分关口获得较强支撑。但随着美豆天气窗口收窄，天气炒作力度已经明显不及前两个月。分析机构 Pro Farmer 即将启动秋季作物巡查，该机构对美豆产量的评估对市场有较强影响，可能成为下周影响美豆走势的关键因素。马来西亚棕榈油出口强劲增长带动价格大幅反弹，外部油脂市场回暖改善国内市场人气，国内油脂市场在经历近半个月调整后，此前所累积的获利回吐压力得到部分释放，随着节日需求效应增强，需求端对价格的提升力增强。当前国内豆粕市场处于强势状态，在国内进口大豆供应收紧预期下，坚挺的现货依然是豆粕期货市场抗跌的主要支撑，如果能得到美豆反弹配合，国内豆粕期货市场仍有惯性上涨空间。国产大豆市场因上年大幅增产导致价格重心大幅下移，直至近期与进口大豆通常每吨近千元的价差基本被抹平。本周受豆二期货强势反弹带动，豆一期货出现大幅上涨，11 月大豆合约在技术上形成突破，有望继续对此前超跌展开修正。

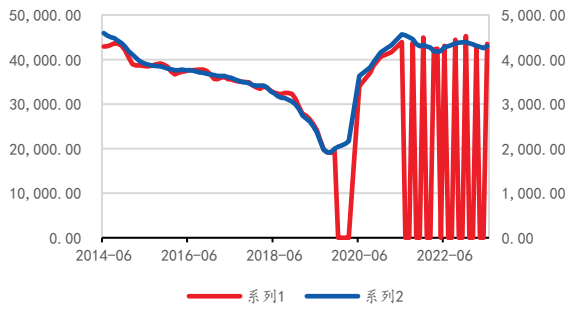
4 油脂油料市场主要数据

图表 45：美国大豆种植收获面积



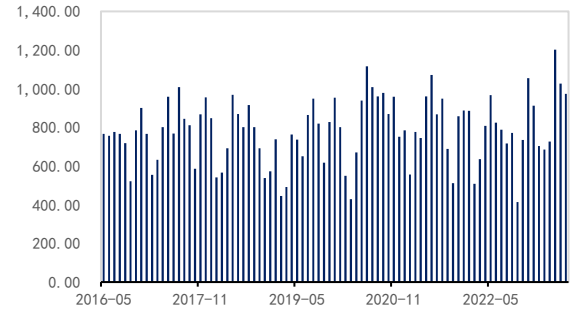
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 46：国内生猪存栏量



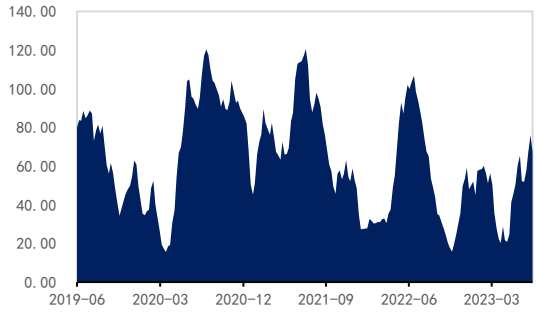
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 47：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 48：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