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：政治局会议以来，政策成为市场走势的主导因素，我们认为政策的落地并产生效应是关注的重点，尤其是地产政策以及城投化债方面政策的变化，关系到宏观经济的走向和回升力度。在没有强势政策落地的情况下，预计市场以震荡为主。

股指期货：周末政策上出台多项刺激股市的措施，根据历史经验，措施落地后，A 股往往能走出一个向上行情，但持续性取决于后续产业周期走向、经济复苏力度及资本市场改革等其他政策端能否发力。因此短期内指数偏强的态势基本面确定。

铜：国内铜矿趋宽，进口紧张问题有望解决。铜精矿现货 TC 已经涨到了 94.03 美元这种极高的位置，刷新近 2 年新高。副产品硫酸市场延续弱势，7 月电解铜产量超预期，预计 8 月产量会创历史单月新高，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：国产矿 TC 短期走高，国产矿供给相对充足。7 月国内精炼锌产量仍在 55 万吨以上，原料市场较为宽裕、叠加炼厂利润回升导致冶炼环比回落程度不及预期，季节性外的检修较少，冶炼实际收缩程度有限。汽车、家电均保持一定增速，地产拖累较多，7 月基建增速亦有一定的回落，关注政策何时落地及落地后的效果市场仍有所疑虑。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：上周钢材价格仍呈震荡走势，原料价格走强，带动吨钢利润下降。上周末美联储主席鲍威尔在杰克逊霍尔年会发表讲话，讲话中性偏鹰，但 9 月加息的概率小幅下降。我们认为，在原料价格的支撑下，钢价下行空间有限，在旺季需求复苏不及预期的背景下，上行驱动有限，钢价维持宽幅震荡的概率大。

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：

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

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。

原油

1 供需博弈近强远弱

总结原油市场的交易逻辑，阶段性受 OPEC+收紧供应和需求前景悲观两端博弈左右，整体仍未摆脱全球经济放缓的大环境，最终反映到供需平衡关系上来。

油脂油料：

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

油脂油料：美豆产区再度出现高温干热天气，CBOT 大豆期货市场因担心美豆减产而止跌回升。随着美豆天气窗口逐渐收窄，美豆价格因天气因素的上涨空间将受限。市场等待分析机构 Pro Farmer 的秋季作物巡查报告能为美豆产量提供新指引。马来西亚棕榈油出口强劲提升价格的抗跌性，CBOT 豆油市场在挑战前高未果，技术上可能形成双顶形态。外部油脂市场走势分化对国内油脂的引领性下降，但随着学校开学和中秋国庆等季节性需求效应增强，国内需求对油脂价格的提升力增强。国内豆油市场率先打破震荡僵局，在进口大豆供应收紧预期下强势突破，并带动棕榈油和菜籽油市场反弹，如能得到外盘配合，有望继续拓展上行空间。国产大豆市场继续跟随进口大豆波动，两者原有的价差关系被打破后，需求替代效应有望继续提升豆一期货的抗跌性。

油脂油料：美豆产区天气转差，国内豆类市场高位震荡

1 外部豆类市场分析

美豆优良率回升，月底前高温再度来袭

美国农业部公布的周度作物生长报告显示，截至 8 月 20 日当周，截止 8 月 20 日当周，美国大豆优良率为 59%，低于市场预期的 60%，去年同期为 57%；当周美豆开花率为 96%，与去年和五年均值持平；结荚率为 86%，高于去年和五年均值。最新天气预报显示，美国中西部大片地区预计在月底前将迎来极端高温天气，市场担心炎热少雨天气可能会在大豆生长的关键时期

损害产量前景。美国农业部在 8 月供需报告中调降美豆单产和总产，至此美国 2023 年大豆产量预期已经低于上年，在美豆天气窗口关闭前，炒作情绪对威胁产量的恶劣天气依然敏感。

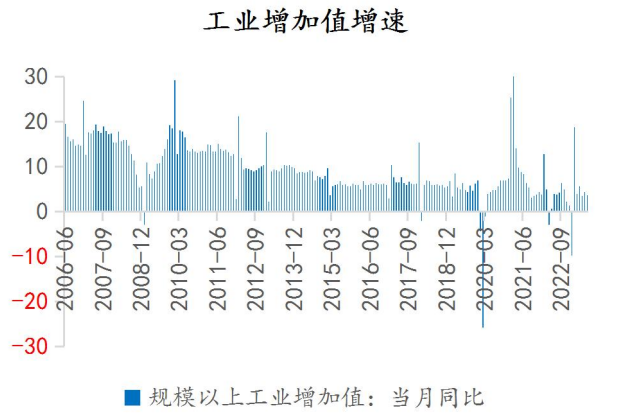
目录

周度策略："增量政策"仍是关键 ..... 错误！未定义书签。
宏观经济、市场策略和股指期货市场分析 ..... 错误！未定义书签。
1 一周重大宏观政策、事件和数据解读 ..... 错误！未定义书签。
2 高频数据：工业生产景气度有所回升 ..... 错误！未定义书签。
3 为何 8 月下旬资金偏紧？ ..... 错误！未定义书签。
4 宏观策略 ..... 错误！未定义书签。
5 股指期货市场分析 ..... 错误！未定义书签。
铜 ..... - 13 -
1 影响因素 ..... - 13 -
3 铜期货现货数据 ..... 错误！未定义书签。
锌 ..... 错误！未定义书签。
1 锌：影响因素 ..... 错误！未定义书签。
2 总结 ..... 错误！未定义书签。
3 锌期货现货数据 ..... 错误！未定义书签。
钢材 ..... 错误！未定义书签。
1 地产投资加速下行 ..... 错误！未定义书签。
2 宏观环境不确定性仍在 ..... 错误！未定义书签。
3 政策性压产引关注 ..... 错误！未定义书签。
5 小结 ..... 错误！未定义书签。
5 钢材期货现货数据 ..... 错误！未定义书签。
原油 ..... - 2 -
1 IEA：需求增速放缓 ..... - 2 -
2 EIA：后期缺口抹平 ..... - 21 -
3 OPEC：延续偏紧格局 ..... - 21 -
4 俄油突破制裁上限 ..... - 21 -
5 油价关联通胀加息 ..... - 22 -
6 多空制衡交易走廊 ..... - 22 -
7 原油期现数据 ..... - 23 -
天然橡胶 ..... 错误！未定义书签。
1 深浅色胶供应分化 ..... 错误！未定义书签。
2 终端淡季旺季转换 ..... 错误！未定义书签。
3 库存拐点或已到来 ..... 错误！未定义书签。
4 移仓换月布局 01 ..... 错误！未定义书签。
5 天然合成替代有限 ..... 错误！未定义书签。
6 超跌修复逢高空配 ..... 错误！未定义书签。
7 橡胶期现数据 ..... 错误！未定义书签。
油脂油料：美豆产量担忧再起，国内豆粕市场强势突破 ..... - 3 -

1 外部豆类市场分析 ..... - 3 -
2 国内豆类市场分析 ..... - 29 -
3 油脂油料市场展望 ..... - 30 -
4 油脂油料市场主要数据 ..... - 30 -

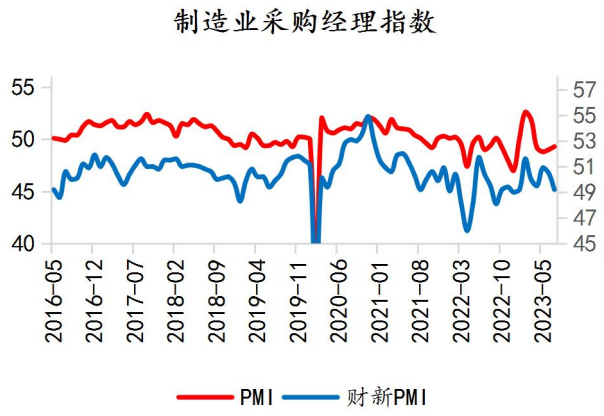
重要经济指标概况

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



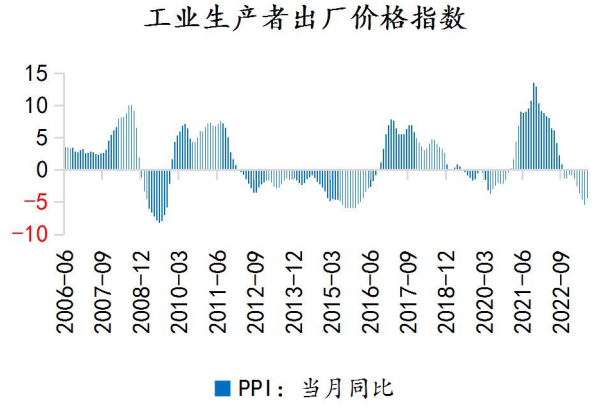
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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



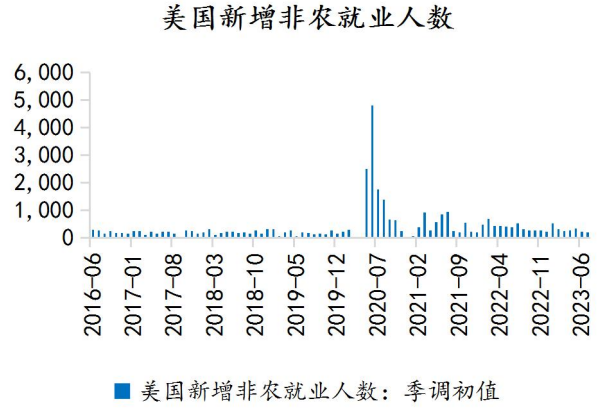
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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：市场情绪趋于平稳 后续政策仍是关键

上周商品市场延续了震荡的走势，品种之间呈现分化的态势，有色金属类走势震荡，化工类在原油反弹以及估值修复情况下表现较强，黑色和建材系整体偏弱。整体看工业品维持偏震荡的态势，处在驱动较弱的阶段。

继续关注政策方面的变化

国内经济方面，我们认为外需取决于海外经济状况，基建关注后续工具的使用，消费有待于就业和经济的回升。而地产方面，在中国经济周期中的影响依然较大，因此是我们关注政策端变化的重要窗口。

在过去几轮经济周期中，地产销售和投资的恢复对中国经济的企稳通常都会发较大作用。七月政治局会议指出“我国房地产市场供求关系发生重大变化”。这也意味着，本轮经济复苏可能很难重新依赖地产需求的回升。

从日本、美国地产长周期拐点之后经济复苏的经验来看，实现劳动力和资产市场的出清是改善经济内生性动能的决定性因素。由于中国地产上下游为民营企业主导，中国劳动力市场和资产市场的出清情况可能好于上世纪 90 年代的日本。伴随着出清的持续推进，辅以稳增长的政策支持，预计地产对我国经济的“较大拖累”可能不会晚于明年 2 季度。

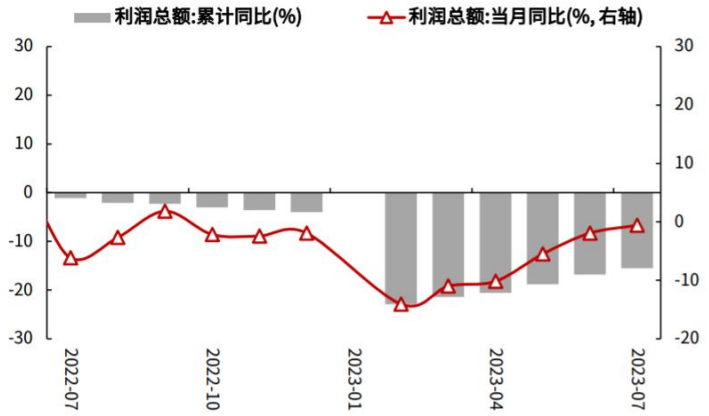
IMF 的统计表明，即使是地产金融危机之后的衰退，平均衰退时间也不超过两年，如果考虑一个标准差的波动，差不多为三年。从 2021 年下半年算起，伴随着出清的进行，我们预计，中国经济的复苏最晚或不会晚于 2024 年 2 季度。

目前地产政策仍是以托底思路为主。不同城市房地产政策放松结构力度或有别。 7 月 24 日的政治局会议表述，地产领域的关键变化可能并不是删去了“房住不炒”的表述，而是市场的基本结构问题，即“地产市场是供大于求还是供不应求”。这不仅是一个宏观维度的讨论，需要基于“具体城市，具体区域的供需结构是什么？”。目前而言，二三线城市显然是处在“供过于求”的格局，但一线城市的部分区域则始终处在是“供不应求”，所以我们在政策层面看到的是一线城市的地产政策放松力度有限；但二三线城市开始出现了松动，目前需要密切关注包括一线城市在内的政策变化。

其次是关注地方政府一揽子化债政策松动：本次计划发行特殊再融资债券核心是为了置换地方政府的隐性债务；在规模上，由于前期我国结存的专项债额度总规模在 2 万亿左右，参考 2022 年三季度动用 5000 亿限额，本次额度在 1.5 万亿左右略高于预期，反映了财政层面对于隐债管理问题关注度较高。从各地债务限额余额来看，总规模可能不超过 2 万亿，与存量隐债规模相比仍显得杯水车薪，因此下一阶段化债重点将从存量隐债“清零”转变为降低付息成本。与控制债务规模相比，降低付息成本更为重要。债务余额是存量指标，真正决定偿债压力的是付息成本，通过降低利率的方式控制付息成本是降低债务负担的重要途径。另外，国有股权转让可能成为重要手段。在地方土地收入下滑的背景下，地方政府持有的上市公司股权为化债提供了潜在空间。第三是重塑地方造血能力是关键，亟需实施新一轮央地改革。包括为地方寻找新的主体税种、理顺中央与地方的财权与事权关系等。

因此，地产政策和化债政策，是当前宏观政策的核心关注因素。

图表 7：工业企业利润仍未转正



资料来源：wind，中金财富期货

美联储保留加息选项

威尔的发言相较 7 月会议以来的信号略偏鹰派。

“鹰派”的部分主要体现在，鲍威尔提到经济可能不会如期降温的风险，至少说明美联储对货币政策进一步加码持更为开放的态度。但好在鲍威尔在讲话开篇和结尾都称，美联储将“谨慎行事”；在“中性利率”的问题上，鲍威尔并未“吓唬”市场，仅称无法确定具体的中性利率水平。

鲍威尔讲话后，市场对年内再加息一次的预期有所升温，但主要资产反应相对平淡、并未出现“恐慌”。CME 数据显示，9 月和 11 月至少加息一次的概率，由前一日的 49.4%上升至 55.5%。对市场而言，虽然美国经济上行只是一个风险情形，但仍可能引发市场波动。

因为政策和市场对这一风险的关注增多，可能引发公众对美国经济潜在增长能力的重估，以及“中性利率”是否需要上调的讨论。

短期来看，货币政策的不确定性上升，或阶段抬升美债利率波动中枢，也可能令美元汇率处于偏强水平，不利于美股、大类资产等风险资产表现。

根据鲍威尔“数据依赖”原则，下周即将公布的非农就业报告和 PCE 数据将对市场的影响可能持续偏大。因此，11 月以前，是否加息是市场关注的焦点。

继续关注政策的力度

政治局会议以来，政策成为市场走势的主导因素，我们认为政策的落地并产生效应是关注的重点，尤其是地产政策以及城投化债方面政策的变化，关系到宏观经济的走向和回升力度。在没有强势政策落地的情况下，预计市场以震荡为主。

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	8 月 27 日	证监会出台多项措施稳定市场	利好政策包括降印花税，收紧 IPO，控制股东减持，降低融资保证金	刺激市场的政策将明显提振市场情绪
	8 月 26 日	三部门推动落实购买首套房贷款“认房不用认贷”政策措施	推动落实购买首套房贷款“认房不用认贷”政策措施。此项政策作为政策工具，供城市自主选用	地产政策进一步加强
数据	8 月 26 日	规模以上工业企业营业收入累计同比增速为-0.5%	规模以上工业企业利润累计同比增速为-15.5%（1-6 月为-16.8%）	工业企业利润增速继续收窄
	8 月 21 日	1-7 月累计，全国一般公共预算收入 139334 亿元，同比增长 11.5%	1-7 月累计，全国政府性基金预算收入 28596 亿元，同比下降 14.3%，支出 49147 亿元，同比下降 23.3%	财政收支依然较弱
事件	8 月 24 日	金砖扩容	邀请沙特、埃及、阿联酋、阿根廷、伊朗、埃塞俄比亚正式成为金砖大家庭成员。	金砖国家扩容，在国际经济中地位进一步提升

资料来源：中金财富期货研究所

2 企业营收和利润继续回升

7 月规模以上工业企业营收和利润双双改善，反映目前工业企业盈利逐步企稳的状态。但 7 月利润修复幅度低于我们此前预测，主要原因在于营收利润率改善不及预期，这或与近期国内大宗商品价格表现走强导致成本端下行相对有限有关。从名义库存表现看，工业企业延续去库态势，但反映库销状况的产成品周转天数仍高位运行，需求端的疲弱或拉长去库节奏以及延缓补库周期的到来。往前看，在 PPI 同比回升的基础上，工业企业利润改善趋势有望延续。

7 月规模以上工业企业营收和利润同比增速分别为-1.4%和-6.7%，两项指标较前值双双回升。7 月规模以上工业企业利润总额同比增速继续上行，较 6 月回升 1.6 个百分点至-6.7%，实现连续 4 个月的改善；营收增速同样小幅回升，跌幅较 6 月收窄 1.2 个百分点至-1.4%（图 1）。7 月分所有制企业来看，国有控股企业利润总额同比增速为-15.3%，前值为-32%；股份制企业同比增速为-5.8%，前值为-8.3%；私营企业利润同比增速为 9.3%，前值为 36.4%；外资企业利润总额同比增速为-10%，前值为-9.7%（图 2）。国有企业、股份制企业利润增速整体呈改善趋势。

7 月利润增速改善主要源于价格因素的支撑，成本压力有所缓解。从结构拆分看，7 月工业企业生产呈现量跌价升格局，成本端边际上也有所改善（图 3）。具体看：1）7 月工业增加值同比增速降至 3.7%，前值为 4.4%；2）7 月 PPI 同比跌幅收窄，录得-4.4%，前值为-5.4%，8 月我们认为 PPI 同比有望继续修复；3）根据我们测算，7 月当月营收利润率较 6 月明显下行，这是 7 月利润增速未能出现大幅改善的重要原因。从统计局公布数据看，1-7 月累计营收利润率较 1-6 月环比下降 0.02 个百分点至 5.39%。和去年同期相比，1-7 月营收利润率降幅依然收窄了 1.0 个百分点，前值为 1.12 个百分点，主要与大宗商品价格低位运行下，中下游工业企业成本压力缓解有关。7 月每百元营收中成本同比减少 0.55 元，为今年以来首次。

3 银行间市场流动性维持平衡偏紧态势

8 月 15 日央行超预期降息，加大逆回购投放力度。但反常的是，资金面反而边际收紧，DR001 显著上行。近期离岸市场人民币资金也较为紧张，香港隔夜人民币拆借利率一度飙升。近期在案和离岸资金面缘何收紧？

8 月中下旬以来国有大行资金供给显著减少，在岸资金面应声转紧。

资金市场中，国有大行一直扮演着资金供给方角色，尤其今年以来国有大行融资融出规模与 DR001 波动高度一致。资金面松紧，我们首先观察大行融出行为。近几个交易日国有大行资金供给显著下降。国有大行单日质押式回购净融出规模从 8 月 14 日的 4.3 万亿快速下滑，最低降至 3.2 万亿，DR001 同步从 1.3%上行至 1.9%。

8 月下旬资金面偏紧，我们认为主要原因还是在专项债供给增多。

缴税是资金面收紧的原因，但应该不是最重要的。8 月 15 日是本月税期，一般税期附近交易日，国有大行资金供给均会显著下降。但本月税期前后，国有大行融出资金规模波动超过往年，税起因素不是最关键的。

专项债供给增大，或是近期资金面偏紧的主要原因。今年专项债额度需要在 9 月发行完毕。4-7 月发行节奏偏慢，8 月下旬专项债才加快发行，对资金面带来一定扰动。本周地方政府债发行规模达 4501 亿元，创年内单周发行规模新高。

4 宏观策略

政治局会议以来，政策成为市场走势的主导因素，我们认为政策的落地并产生效应是关注的重点，尤其是地产政策以及城投化债方面政策的变化，关系到宏观经济的走向和回升力度。在没有强势政策落地的情况下，预计市场以震荡为主。

5 股指期货市场分析

多个指数创出年内新低

在市场情绪低迷，以及外资流出等因素的影响下，上周多个指数创出调整新低，上周沪深 300 周-1.98%，上证 50 周-0.89%，中证 500 周-3.4%，中证 1000 周-3.89%，其中中证 500 和中证 1000 几乎逼近年内低点。

在 A 股弱势以及人民币贬值压力的双重影响下，北上资金上周大幅卖出，北上资金一周合计净流出 224.2 亿元，已连续三周净流出在 200 亿元以上，其中沪股通净流出 137.31 亿元，深股通净流出 86.88 亿元。

市场呈现明显的弱势：首先是近期市场显著缩量。万得全 A 滚动 5 日成交额持续在 8000 亿元以下徘徊，这是投资者信心低迷的体现；其次是海外金融紧缩方向不变，美债利率创下 16 年新高，美债美股市场的隐含波动率都趋势性提升。

国内制造业景气程度在环比改善。中国 7 月制造业 PMI 改善，新订单环比上行明显，产成品库存停止回落；工业企业产销率回到历史正常水平，为库存周期保留了弹性。

外资流出，主要是四个因素，按重要性依次是经济下行担忧、风险事件、海外流动性预期恶化

以及快速上涨后的止盈。

政策放大招 指数短期将保持强势

资本市场迎来重磅利好，证监会连发四条政策，显示政府活跃资本市场的决心，四条政策如下：

1. 自 2023 年 8 月 28 日起，证券交易印花税实施减半征收；

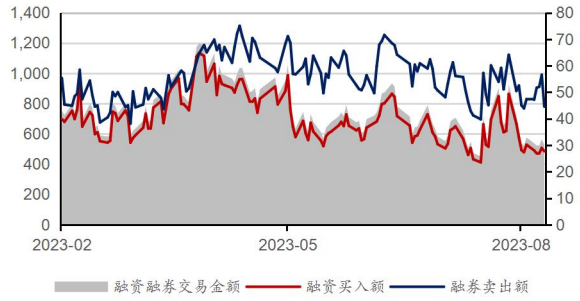
2. 规范相关方减持行为，鼓励承诺不减持股份或者延长股份锁定期，从严控制其他上市公司股东减持总量，引导其根据市场形势合理安排减持节奏，要求上市公司存在破发、破净情形，或者最近三年未进行现金分红、累计现金分红金额低于最近三年年均净利润 30%的，控股股东、实际控制人不得通过二级市场减持本公司股份。

3. 阶段性收紧 IPO 节奏，促进投融资两端的动态平衡（房地产上市公司再融资不受破发、破净和亏损限制）；

4. 将投资者融资买入证券时的融资保证金最低比例由 100%降低至 80%。

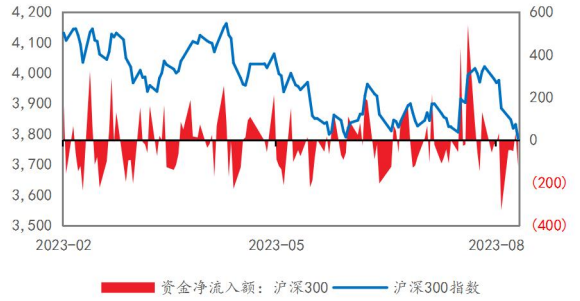
周末政策上出台多项刺激股市的措施，根据历史经验，措施落地后，A 股往往能走出一个向上行情，但持续性取决于后续产业周期走向、经济复苏力度及资本市场改革等其他政策端能否发力。因此短期内指数偏强的态势基本面确定。

图表 9：融资融券数据图



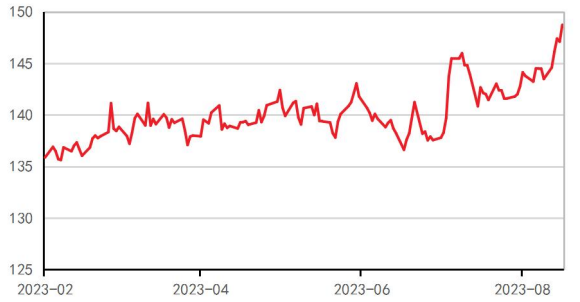
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 10：合约持仓和市场表现



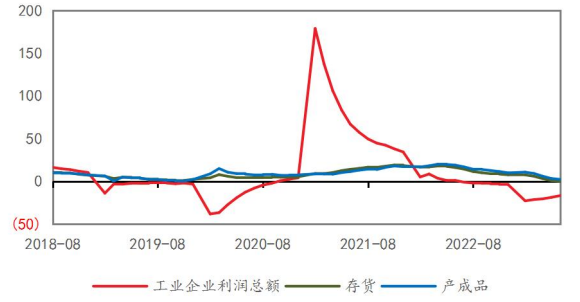
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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。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%。

1-7 月电网工程投资完成额 2473 亿元，同比+10.4%；7 月单月电网工程投资完成额 419 亿元，同比+25.4%。截至 7 月底，全国累计发电装机容量约 27.4 亿千瓦，同比增长 11.5%。1-7 月新增发电装机容量 17216 万千瓦，同比+103.91%；7 月单月新增发电装机容量 3120 万千瓦，同比+103.52%。1-7 月全国主要发电企业电源工程完成投资 4013 亿元，同比+54.4%；7 月单月电源工程完成投资 694 亿元，同比+57.01%

2 结论

国内铜矿趋宽，进口紧张问题有望解决。铜精矿现货 TC 已经涨到了 94.03 美元这种极高的位置，刷新近 2 年新高。副产品硫酸市场延续弱势，7 月电解铜产量超预期，预计 8 月产量会创历史单月新高，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 13：长江有色铜价



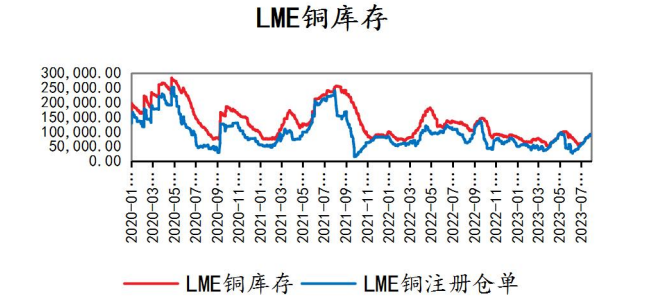
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 14：上海保税区铜库存



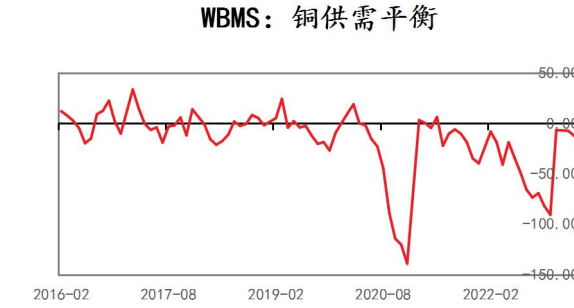
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 15：LME 铜库存



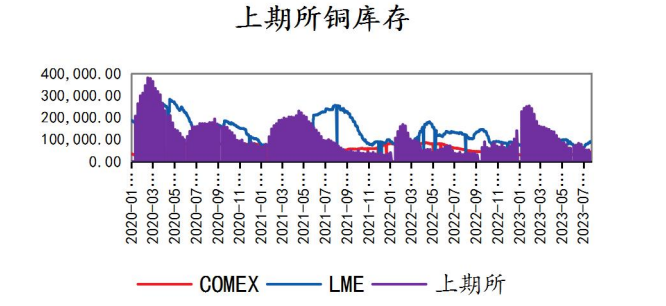
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 16：WBMS 供需平衡



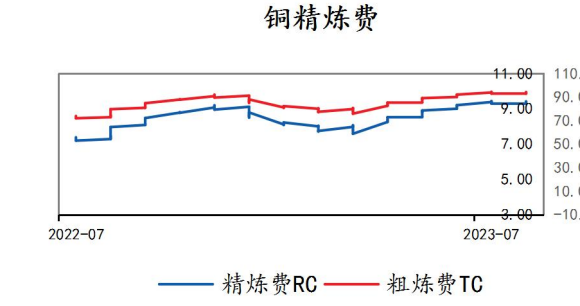
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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

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。

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。总的来说，汽车、家电均保持一定增速，地产拖累较多，7 月基建增速亦有一定的回落，考虑到上半年专项债发行速度偏慢，下半年基建预计也难有更多的增幅。7 月底的政策定调偏积极，但具体政策何时落地及落地后的效果市场仍有所疑虑。

2 总结

国产矿 TC 短期走高，国产矿供给相对充足。7 月国内精炼锌产量仍在 55 万吨以上，原料市场较为宽裕、叠加炼厂利润回升导致冶炼环比回落程度不及预期，季节性外的检修较少，冶炼实际收缩程度有限。汽车、家电均保持一定增速，地产拖累较多，7 月基建增速亦有一定的回落，关注政策何时落地及落地后的效果市场仍有所疑虑。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。

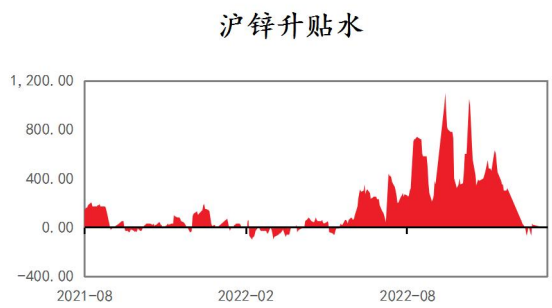
3 锌期货现货数据

图表 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



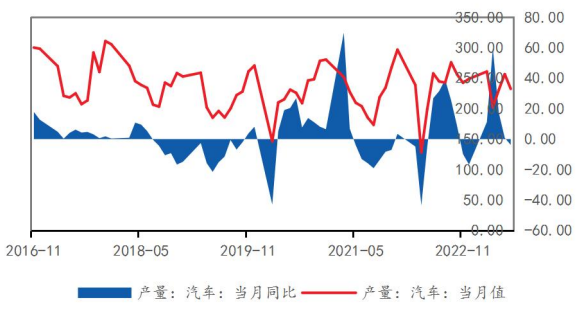
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 海外宏观环境尚未企稳

上周五晚，美联储主席鲍威尔在杰克逊霍尔的全球央行年会上发表了重要讲话。

鲍威尔在开篇就说“给定我们已经走了那么远，在将要召开的数次会议中，我们将处于一个可以稳慎行事的位置，并评估新的数据和不断变化的前景和风险。”他在回顾近期经济数据时，对 6 月、7 月的通胀数据表现感到很满意。这让市场调低了 9 月份美联储将在继续加息的可能性。

尽管 9 月加息的可能性降低，但并不代表鲍威尔本次讲话偏鸽。鲍威尔在本次讲话中强调了美联储坚持 2%的通胀目标，并表明后续会将注意力放在核心通胀上。目前美国的核心通胀仍在 5%之上，距离 2%的通胀目标还有较长距离。因此，鲍威尔表明“如果需要，我们会进一步提高利率，并打算将政策利率维持在一个限制性水平，直到我们确信通胀向着我们的目标持续下降。”

我们认为鲍威尔讲话整体偏中性，金融市场的波动也属于近两年来较小的水平。从他的讲话中，多空都能找到理由支撑，市场大概率也将继续延续之前的态势，直到新的驱动出现。

2 地产政策持续发力

8 月 25 日，住房城乡建设部、中国人民银行、金融监管总局联合印发了《关于优化个人住房贷款中住房套数认定标准的通知》，推动落实购买首套房贷款“认房不用认贷”政策措施。

什么是“认房不用认贷”。“认房不认贷”指的是商业银行在确定贷款比例时，只按照家庭名下是否有房来认定，不管购房家庭是否有住房贷款记录。这主要用于效刺激“改善住房者”的需求。

认房不认贷政策在 7 月底就首次被提起，但并无进一步推动的后续。本次人民银行与金融监管局参与进来后，政策落地的可能性在增加。

我们认为，该政策对三四线城市房市刺激较为有限，对一二线城市影响较大。由于一线城市是否执行将成为政策有效性的重点。

此外，城中村改造方案也在逐步推进，多市已出台方案。根据多个城市已经出台的城中村改造方案来看，改造力度偏强，属于大拆大建，且货币化安置并未完全杜绝。

我们认为随着地产下行压力的增大，政策托底力度还会持续增强。城中村改造及“认房不认贷”等政策将继续为地产需求托底。

4 供需双弱 库存累积

上周，螺纹产量 263.45 万吨，较上周减少 0.35 万吨，降幅为 0.13%；螺纹厂库 196.93 万吨，较上周减少 7.35 万吨，降幅为 3.6%；螺纹社库 589.41 万吨，较上周减少 12.71 万吨，降幅为 2.11%；螺纹表需 283.51 万吨，较上周增加 10.18 万吨，增幅为 3.72%。从现实层面上来看，螺

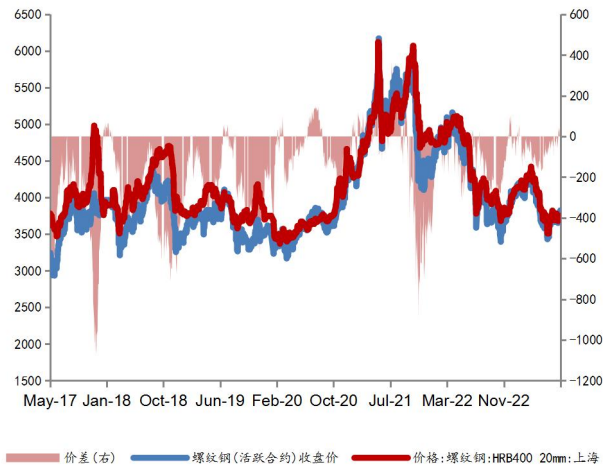
纹产量连续五周下降，而厂库、社库连续两周减少，表需也连续两周增加。随着天气的进一步好转，螺纹表需将进一步回升，但由于下游需求较弱，需求复苏高度具有一定不确定性。

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。

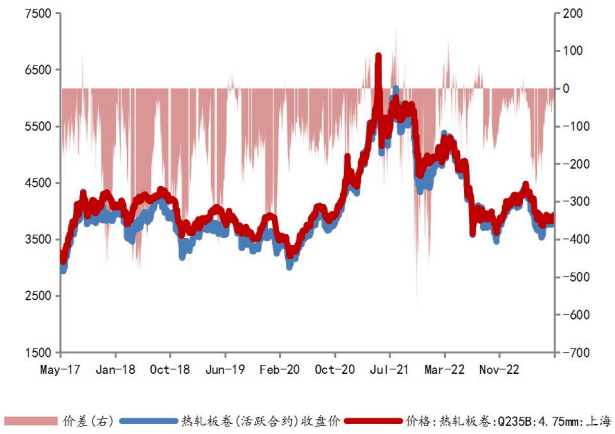
5 钢材期货现货数据

图表 1：螺纹期现价差



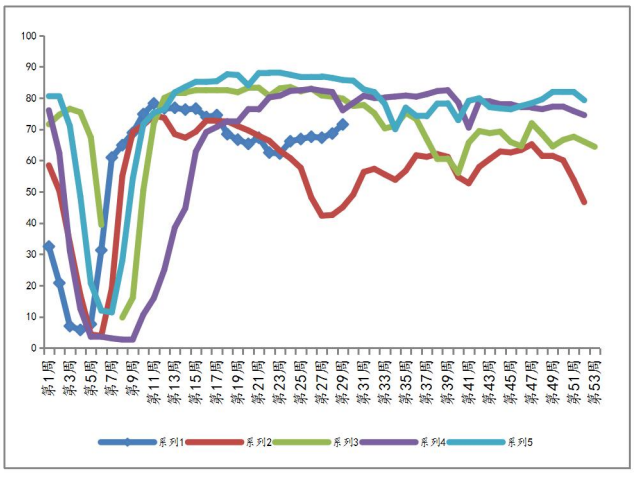
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 2：热卷期现价差



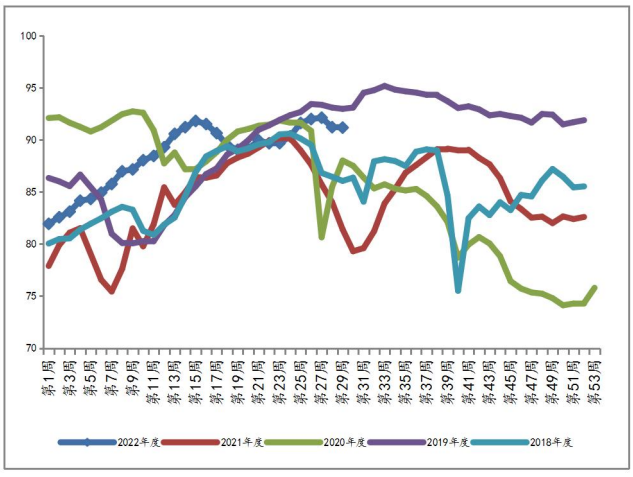
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 3：85 家独立电弧炉钢厂：开工率：中国（周）



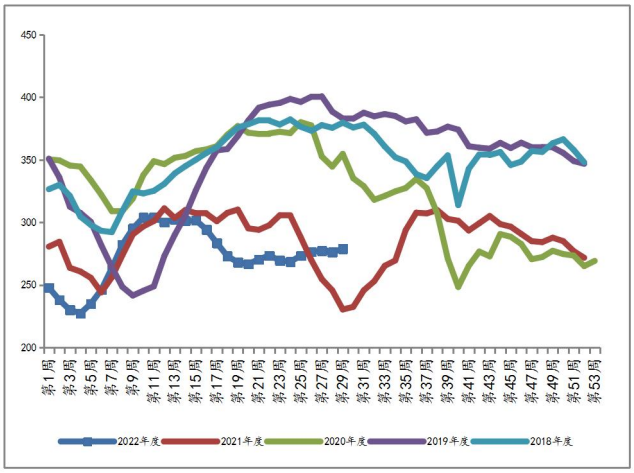
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 4：247 家钢铁企业：高炉产能利用率：中国（周）



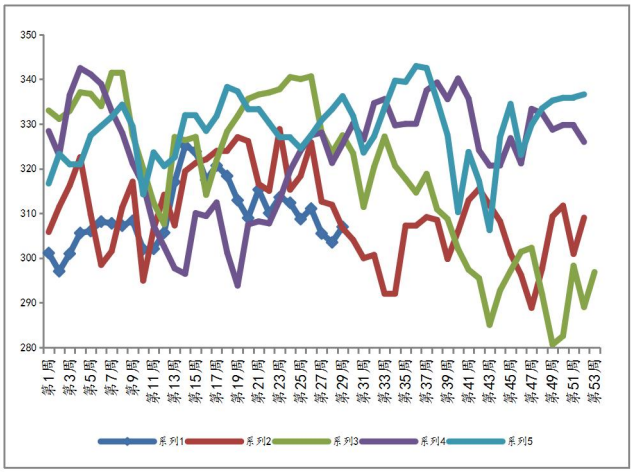
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 5：螺纹钢：建筑钢材钢铁企业：实际产量（周）



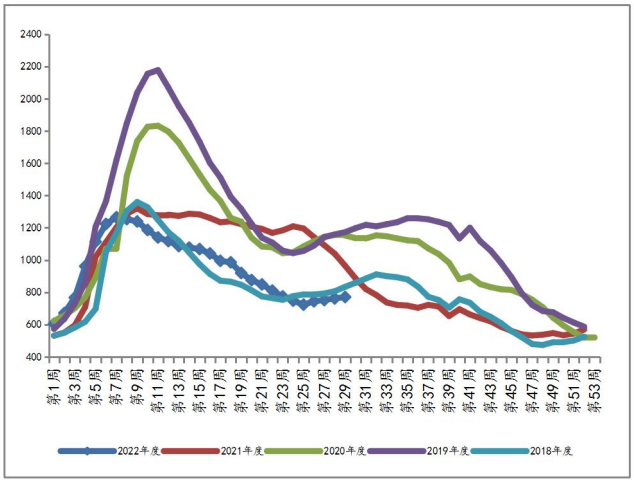
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 6：热轧板卷：钢铁企业：实际产量：（周）



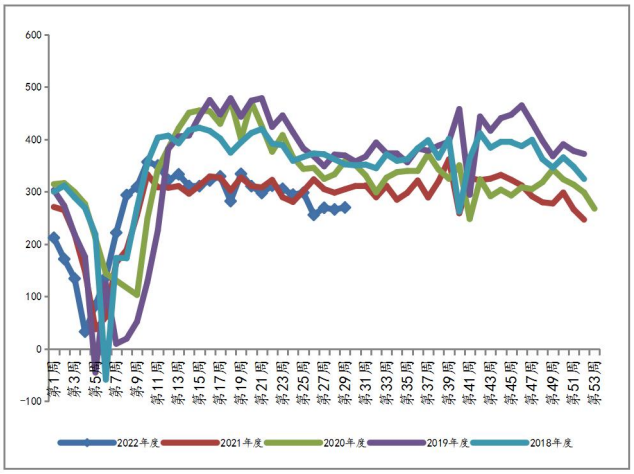
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

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 供需博弈近强远弱

总结原油市场的交易逻辑，阶段性受 OPEC+收紧供应和需求前景悲观两端博弈左右，整体仍未摆脱全球经济放缓的大环境，最终反映到供需平衡关系上来。

7-8 月 OPEC+减产政策履行较好，尤其是沙特和俄罗斯额外限制供应，在传统燃油消费旺季的配合下，三季度国际原油市场出现较大的供需缺口。短期来看我们认为，9 月沙特自愿减产存续且出行高峰期尾声，主要不确定性来自 9 月以后产油国政策，以及中国炼厂采购的下降。当前原油基本面依然偏强，支持近端油价保持坚挺，延续重心高位震荡格局。

然而长期来看，美国乃至全球经济将在数月后面临大幅放缓，欧美进一步加息空间和高利率维持时间尚难确定，宏观层面压力挥之不去，应警惕避险情绪爆发的风险，重点关注美国通胀、就业情况和 EIA 原油库存变化。

2 宏观利空卷土重来

原油价格重心长期由总体需求决定，而需求端受到全球经济增速放缓和制造业衰退的制约，今年亚洲主要国家经济尤其是房地产行业的困境加剧了担忧情绪，此外美元走强也被视为原油等国际定价大宗商品的利空因素。美国经济数据表现持续强劲，市场猜测美联储可能会将联邦基金利率提至更高水平，且本轮加息时间周期超出此前预期。因此，对全球经济的担忧重新加剧，软着陆的希望再次渺茫。

近期高频数据显示，美国燃料需求出现回落，而美国原油产量创疫情后新高。尽管美国商业原油库存和战略石油储备均保持在偏低位置，但这在很大程度上归因于石油输出国组织收紧了供应。10 月以后沙特能否延长自愿减产尚不确定，同时美国燃油消费高峰期退潮，预计原油市场基本面将出现劣化。

3 去库周期尚在延续

美国能源信息署（EIA）数据显示，截至 8 月 18 日当周，不包括战略石油储备的美国商业原油库存减少 610 万桶至 4.335 亿桶，低于同期 5 年均值水平约 2%。尽管美国原油库存录得大幅下降，但成品油库存有所回升。EIA 公布，当周美国汽油库存增加 150 万桶，馏分油库存增加 90 万桶，但仍分别低于同期 5 年均值 5%和 16%。当周美国炼油厂的平均加工量为 1680 万桶/日，产能利用率维持在 94.5%的较高水平。

虽然国际原油现货端暂时保持紧俏，但经济和需求前景仍存在较多不确定性。美国出行高峰期逐渐进入尾声，对汽油等燃料需求将出现环比下滑，库存的季节性周期从去库转向累库阶段。市场正在重新评估原油供需平衡，国际油价存在承压回落的风险，需关注宏观情绪导向和最新的高频数据变动。

4 旺季进口不及预期

OPEC 等主流机构对中国能源消费寄予厚望，认为中国将贡献今年全球原油需求增量的主要部分。然而，中国炼厂在传统旺季倾向于消耗前期库存，并在油价上涨时放慢采购速度。

由于原油进口量回升，叠加炼厂季节性集中检修，自今年 4 月底以来，中国陆上原油库存连续三个月平均攀升超过 110 万桶/日，并于 7 月底创下 10.2 亿桶的新纪录。尽管中国原油进口依赖度极高，但在如此充裕的库存水平下，足够国内炼厂维持一段时间的生产活动。

大型国营炼厂通常对原油价格上涨较为敏感，为应对 7-8 月旺季原油市场过热，采取提前储备库存的策略。鉴于当前国内炼厂原油炼化水平超过了进口量和本土产量之和，说明正在从过去积累的库存中提取原油使用。

2023 年 6 月，中国原油进口量接近创纪录的 1267 万桶/日，相比之下，7 月中国原油进口大幅下降至 1029 万桶/日。虽然同比仍录得 17%的增幅，但去年防疫封锁造成基数太低，不具有参考意义。

国内需求复苏节奏弱于预期，加之库存巨量积累和采购进度放慢，平衡表和能源机构的判断出现一定分歧。如果三季度原油供需缺口不及预期，待旺季过后需求走低，则长期原油价格具有回调空间。

5 燃油涨价通胀施压

美国夏季出行高峰已进入后期，然而成品油库存出现结构性偏紧，令汽油售价再次飙升。根据美国汽车协会（AAA）统计数据，近日强劲的需求和一系列炼油厂停工将全美平均汽油零售价推升至 3.86 美元/加仑，创下年内新高。秋季以后随着旅行逐渐退潮，美国汽油价格往往会开始下跌，在这个时候逆势上涨是不寻常的。

过去数周得克萨斯州创纪录的高温天气，导致美国炼油厂的成品油产量短期下降 2%。今年以来，美国汽油库存持续低于五年均值水平，最近降至约 2.164 亿桶。在这种情况下，炼油产能的短暂中断也容易导致成品油供应大幅下降和汽油价格飙升。每年的飓风季节即将到来，加之今年发生厄尔尼诺现象，根据以往经验，飓风可造成美国墨西哥湾沿岸的炼油厂产能临时关闭数日。

燃油价格上涨可能会给 8 月的通胀数据带来上行压力，并诱发美联储进一步的加息机制。回顾二季度，能源价格尤其是原油和燃油的同比回落，是 5-6 月美国 CPI 增速放缓的主要原因。但原油及油品价格再度反弹，或许意味着美国通胀率会在 8 月出现回升，至少将表现的相当顽固。美联储会议纪要显示，部分官员对控制通胀态度仍极为鹰派，市场预期不排除年内继续加息的可能。

尽管美国汽油价格上涨刺激炼厂开工，短期对原油价格形成支撑，但这并不能说明需求表现真正强劲。相反，市场对全球经济复苏忧心忡忡，需要警惕能源需求不及预期的风险，后期油价重心大概率震荡中略向下移。

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

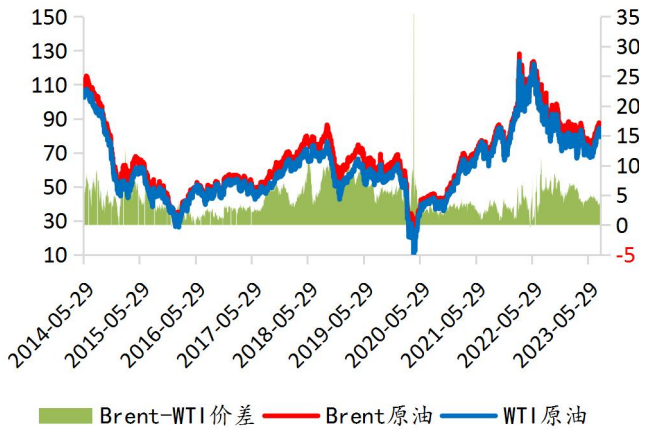
局面，缺乏单一强势的主线逻辑。

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。

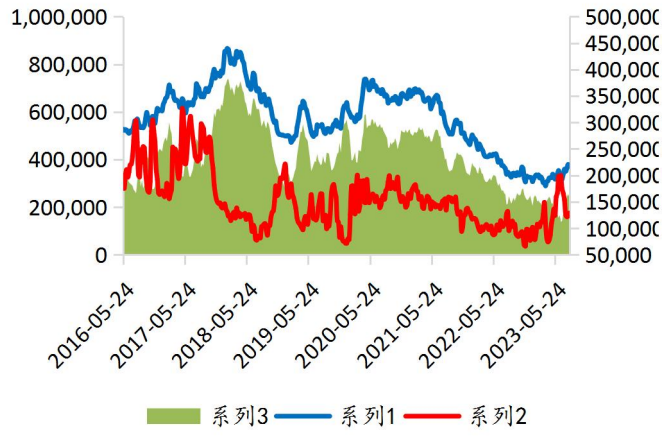
7 原油期现数据

图表 33：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 34：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 35：美国原油产量



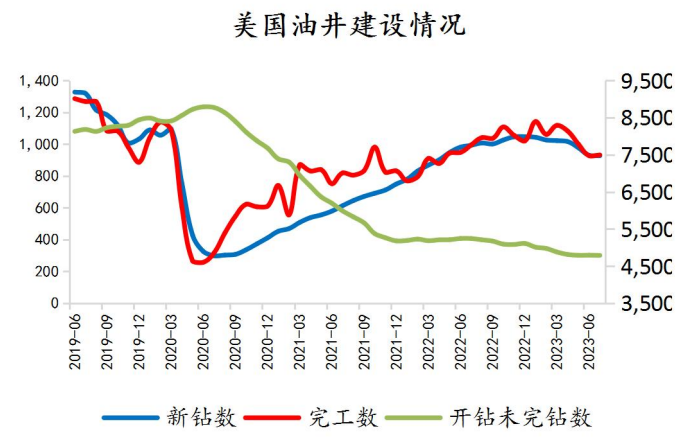
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 36：沙特原油产量



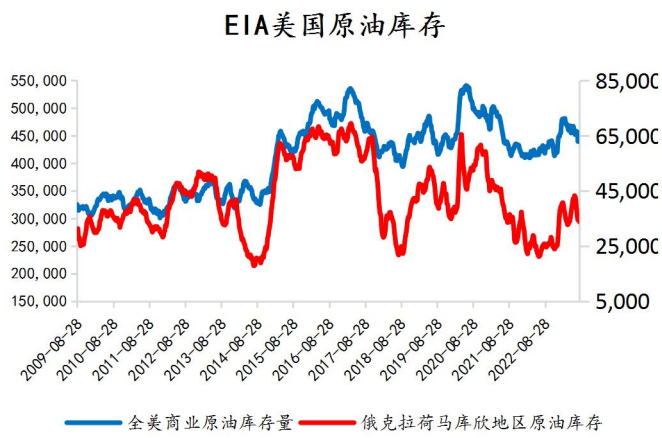
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 37：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 38：EIA 原油库存



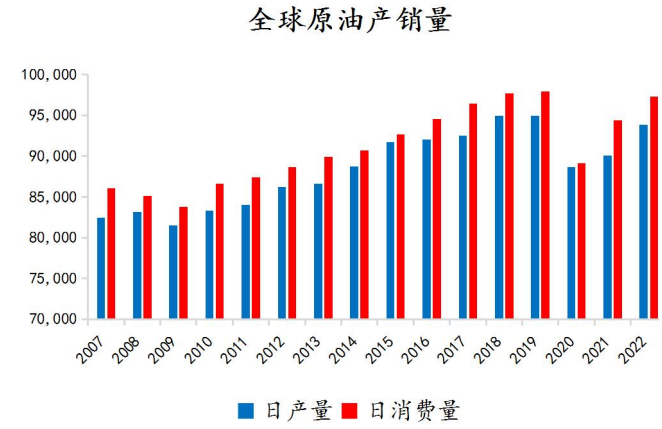
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 39：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 40：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 基本面将供需双增

天然橡胶基本面变化来看，预计近月平衡表将从供需两弱逐渐转向供需两旺的格局。

供应方面，今年由于厄尔尼诺现象的发生，令泰国、越南等产区降雨干扰较多，割胶作业开展受限，原料产出放量进度不及预期。随着后期雨季逐渐过去，东南亚及国内产区向高产期过渡，新胶供应料将转向宽松。

需求方面，中国轮胎企业开工从传统淡季低谷小幅回升，终端零售表现差强人意。统计显示截至 8 月中旬，中国全钢胎样本企业开工率为 65.74%，同比+8.18%，环比+2.38%；半钢胎样本企业开工率为 78.50%，同比+14.20%，环比基本持平。目前不同轮胎品类排产分化较大，半钢胎外贸订单充足，多数产能难以满足订单需求，内销缺货现象愈发明显。

综上，即将到来的金九银十，天然橡胶供需两端都将有一定增长，整体表现大概率震荡筑底回升。

2 过剩矛盾依旧突出

全球天然橡胶行业整体供需保持大致平衡，但国内市场供应过剩矛盾依旧突出。

天然橡胶生产国协会(ANRPC)最新发布的报告显示：7 月全球天然橡胶产量估计为 127.1 万吨，同比增长 2.1%，环比增加 14.9%；7 月全球天然橡胶消费量估计为 131.4 万吨，同比增长 3.1%，环比增加 0.8%。ANRPC 预计，2023 年全球天然橡胶产量料将增加 2.5%至 1493.7 万吨，全球天然橡胶消费量料增加 0.4%至 1560.1 万吨。

2023 年 7 月，中国进口天然橡胶（包含乳胶、混合胶）共计 50.91 万吨，同比增长 5.89%。环比上涨 0.94%；1-7 月中国进口天然橡胶共计 378.06 万吨，比去年同期大幅增加 17.66%。2023 年 7 月中国合成橡胶产量为 74.4 万吨，同比增加 7.7%；1-7 月中国合成橡胶累计产量为 499.9 万吨，比去年同期增加 7.6%。

总体来看，国内橡胶市场未来预期宽松，如果三季度进口和库存降幅不明显，则后期仍将面临较大的供应压力。

3 泰国上量不及预期

泰国天然橡胶出口量呈季节性环比回落态势，主要受天气及市场因素影响，新胶上量进度缓慢，产量处于近年同期低位。

据泰国海关公布数据显示，2023 年 6 月泰国天然橡胶（含乳胶、烟片胶、标胶、混合胶、复合胶及其他橡胶）合计出口 34.40 万吨，同比下降 17.30%，环比下降 9.34%；上半年泰国天然橡胶累计出口 241.09 万吨，比去年同期下降 2.85%。排除主要非标流通品来看，泰国纯天然橡胶出口量同比降幅显著。6 月泰国狭义天然橡胶（不含混合胶和复合胶）合计出口 19.38 万吨，同比下降 28.63%，环比下降 4.44%；上半年泰国狭义天然橡胶累计出口 120.70 万吨，比去年

同期下降 23.25%。

今年雨季以来，泰国南部主产区降雨偏多，干扰割胶作业令胶水难以顺畅放。国际橡胶市场表现疲弱，尤其是中国需求尚未明显改善，交投清淡对报盘形成压制。当地橡胶加工厂成本居高而利润遭挤压，生产出货积极性有限，降低了后续国内进口集港的压力。

4 现货贸易交投清淡

上游产地方面，7-8 月泰国产区进入提产季，橡胶原料开始上量，新胶产出环比增加。然而今年物候条件不尽如人意，局部高温干旱局部连绵多雨，令胶水释放整体节奏不畅，产量仍不及往年同期水平。原料价格的相对坚挺，令本地多数橡胶加工厂利润微薄，在无库存压力的情况下，供应商低价出货意愿不强。

下游市场方面，受基本面疲弱拖累，国内主要流通品混合胶现货表现弱势，沪胶-混合胶非标基差走阔，套利盘缺乏入场动机，市场以轮仓为主。轮胎工厂及其他橡胶制品企业维持刚需补货，原料采购和开工积极性均处于相对平淡的状态。

上下游交投冷清的局面下，估计 7-8 月泰国天然橡胶出口至中国的环比增量有限，反映在青岛港口库存的阶段性去化，对盘面的压力或有所减轻，然亦暂时缺乏上行驱动。

5 表现疲弱情绪低迷

天然橡胶市场基本面超预期变化不大，主要受宏观面主导及消息面扰动，整体维持低位区间震荡走势。国内外产区原料虽阶段性放量，但降雨偏多阻碍割胶作业，尤其是东南亚供应存在一定的下降预期。此外由于人民币大幅贬值，国内贸易商进口成本抬升，预计后期到港货源将会偏少。下游轮胎行业开工负荷暂稳，厂商常态化按刚需拿货，对天然橡胶存在支撑但缺乏提振。国内天然橡胶社会库存呈边际去化趋势，深色胶库存降幅较大，浅色胶基本持平，但后期能否持续去库存在不确定性。天然橡胶估值处于历史底部，但宏观及市场情绪偏空，短期缺乏上行驱动。

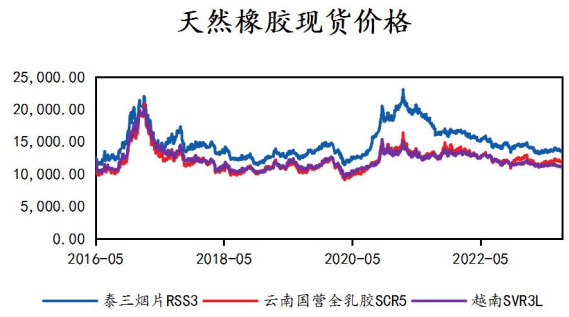
6 超跌修复逢高空配

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



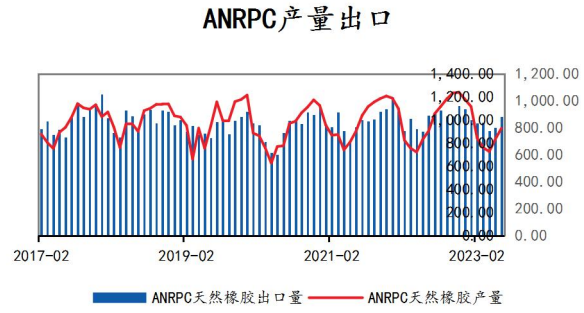
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 41：合成橡胶价格



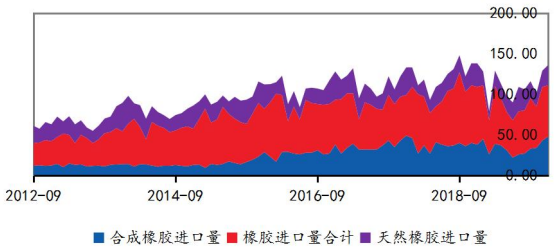
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 42：ANRPC 产量出口



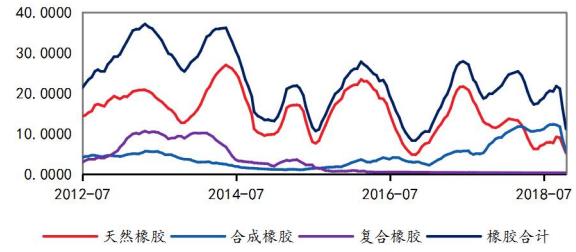
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 43：橡胶进口量



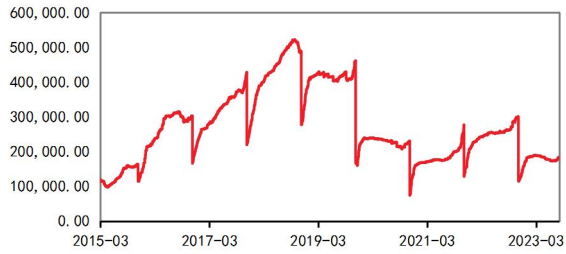
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 44：青岛保税区库存



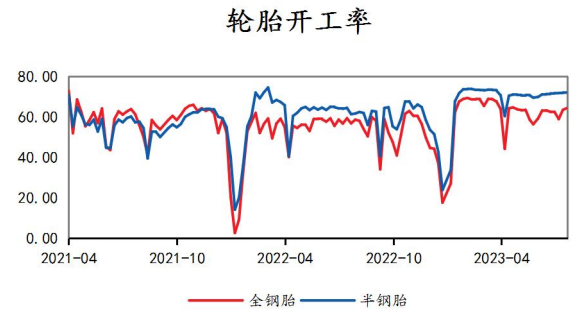
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 45：上期所注册仓单



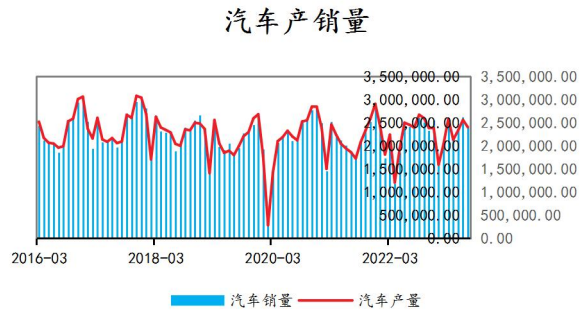
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 46：轮胎开工率



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 47：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：美豆产区天气转差，国内豆类市场高位震荡

1 外部豆类市场分析

美豆优良率回升，月底前高温再度来袭

美国农业部公布的周度作物生长报告显示，截至 8 月 20 日当周，截止 8 月 20 日当周，美国大豆优良率为 59%，低于市场预期的 60%，去年同期为 57%；当周美豆开花率为 96%，与去年和五年均值持平；结荚率为 86%，高于去年和五年均值。最新天气预报显示，美国中西部大片地区预计在月底前将迎来极端高温天气，市场担心炎热少雨天气可能会在大豆生长的关键时期损害产量前景。美国农业部在 8 月供需报告中调降美豆单产和总产，至此美国 2023 年大豆产量预期已经低于上年，在美豆天气窗口关闭前，炒作情绪对威胁产量的恶劣天气依然敏感。

Pro Farmer 开展巡查，报告数据备受关注

分析机构 Pro Farmer 正在开展一年一度的作物巡查活动，将对美国 7 个主要大豆生产州进行实地考察，其中包括伊利诺伊州、爱荷华州、内布拉斯加州、明尼苏达州、印第安纳州、俄亥俄州和南达科他州的 1000 多块大豆田。ProFarmer 将在考察结束后发表全美大豆单产和产量预估，这份报告是美豆最终定产前的一份关键性报告，历来对美豆行情影响较大。从本周公布的几份报告看，除爱荷华州西部部分地区的大豆结荚数低于去年和三年均值水平，多数主产州大豆平均结荚数和整体生长情况好于往年。

马来西亚棕榈油 8 月 1-20 日出口增幅高于产量增幅

南部半岛棕榈油压榨商协会（SPPOMA）发布的数据显示，马来西亚 8 月 1-20 日棕榈油产量环比增长 7%，马来西亚棕榈油协会（MPOA）发布的同期增幅为 5.34%。船运调查机构 ITS 发布的数据显示，马来西亚 8 月 1-20 日棕榈油产品出口环比增加 9.8%，Amspec Agri 发布的同期增幅为 17.4%。马来西亚棕榈油局（MPOB）表示该国 9 月毛棕榈油出口关税维持在 8%不变，同时上调参考价格。印尼棕榈油协会公布的数据显示，印尼 6 月棕榈油出口较去年同期增长 43%，该国 6 月棕榈油产量环比下降 12.8%，库存环比下降 21.7%。印尼棕榈油出口增长势头强劲，将挤占马来西亚棕榈油出口份额，成为近期棕榈油市场上行的重要阻力。

2 国内豆类市场分析

进口大豆供应收紧预期强烈，国内豆粕现货突破 5000 元/吨

8 月初以来，关于海关加强进口大豆检疫环节监管的传闻持续发酵，成为推动近期豆粕市场强势上涨导火索。市场担心进口大豆通关速度放缓影响企业生产安排，豆粕供应收紧预期为油厂挺粕提供重要支撑，而豆粕终端消费步入旺季，需方采购活跃。豆粕市场供需两旺，推动价格大幅反弹，沿海多地报价触及 5000 元/吨关口，达到年内最高水平。中国 7 月进口大豆 973.1 万吨，较上月下降 5.2%。由于前期巴拿马运河出现拥堵以及国内远期大豆采购偏慢，市场预计未来几个月国内进口大豆到港量将持续下降。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。进口大豆到港量逐月回落，国内供应收紧预期不断升温，是国内豆粕市场保持强势并与美豆市场呈现跟涨不跟跌现象的原因之一。

人民币持续贬值，提升豆粕成本支撑力

除了 CBOT 大豆价格外，汇率变动也会对国内大豆进口成本产生重要影响。据测算，人民币兑美元汇率如果贬值 2%左右，则每船大豆进口成本大约会增加 300 万元人民币。2023 年年初至今，美元兑人民币兑汇率从最低的 6.6900 升至 8 月 17 日年内最高的 7.3168，人民币累积贬值幅度达到 9.36%。截至 2023 年 8 月 21 日，美湾 10 月船期大豆到中国港口完税成本为 4854 元/吨；巴西 10 月船期大豆到中国港口完税成本为 4839 元/吨。因此，人民币贬值会抬升大豆进口成本和豆粕生产成本，从而会降低国内豆粕市场与美豆的弱势联动，造成市场出现外弱内强特征。与此同时，人民币贬值也会削弱企业采购动力，使国内远期进口大豆和豆粕供应趋紧，同样会提升市场看涨预期。

大商所扩大豆粕、豆油、黄大豆 2 号部分指定厂库标准仓单最大量，期货逼仓风险下降

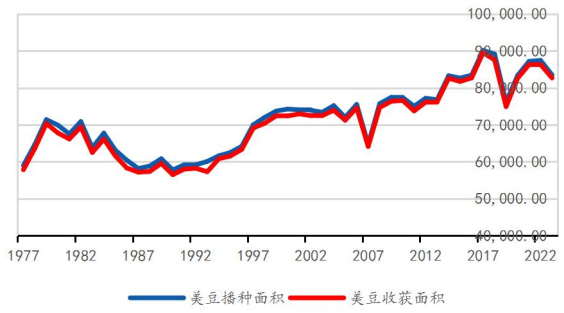
为应对部分豆类品种临近交割月仍有大量持仓的现状，大连商品交易所本周发布公告，扩大豆粕、豆油、黄大豆 2 号部分指定厂库标准仓单最大量。其中豆粕方面，包括邦基三维油脂有限公司和中粮佳悦（天津）有限公司等 8 家交割厂库的豆粕期货标准仓单最大量和日发货速度均有大幅提高。调整后，上述 8 家厂库标准仓单最大量由此前的 203550 吨增加到 326550 吨，增幅为 60%，可更好的满足交割需求。受此影响，豆粕期货市场持续上涨势头有所放缓，但由于现货居高不下，期货近月合约回调空间受到限制，远月合约同样在高基差影响下表现较为抗跌。

3 油脂油料市场展望

美豆产区再度出现高温干热天气，CBOT 大豆期货市场因担心美豆减产而止跌回升。随着美豆天气窗口逐渐收窄，美豆价格因天气因素的上涨空间将受限。市场等待分析机构 Pro Farmer 的秋季作物巡查报告能为美豆产量提供新指引。马来西亚棕榈油出口强劲提升价格的抗跌性，CBOT 豆油市场在挑战前高未果，技术上可能形成双顶形态。外部油脂市场走势分化对国内油脂的引领性下降，但随着学校开学和中秋国庆等季节性需求效应增强，国内需求对油脂价格的提升力增强。国内豆油市场率先打破震荡僵局，在进口大豆供应收紧预期下强势突破，并带动棕榈油和菜籽油市场反弹，如能得到外盘配合，有望继续拓展上行空间。国产大豆市场继续跟随进口大豆波动，两者原有的价差关系被打破后，需求替代效应有望继续提升豆一期货的抗跌性。

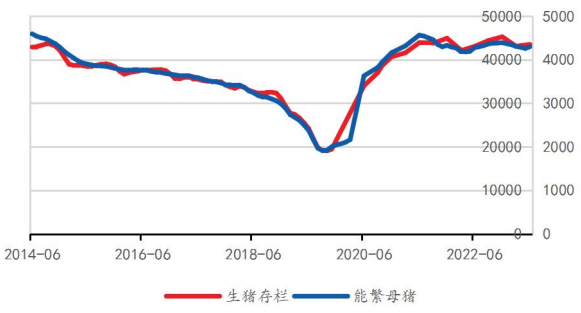
4 油脂油料市场主要数据

图表 48：美国大豆种植收获面积



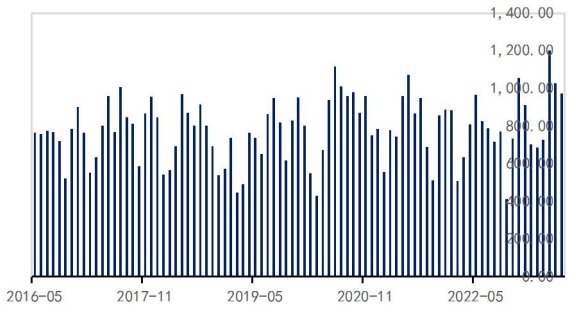
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 49：国内生猪存栏量



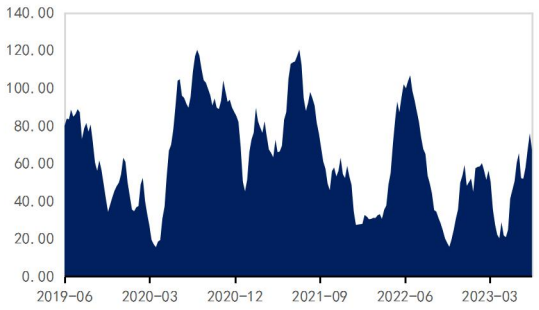
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 50：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 51：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