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：数据周期性回升，加上政策密集且重磅出台，以及美国经济数据回落下的加息终止预期，近期工业品价格大幅上行。我们认为工业品价格的上涨仍呈现较为典型的政策和事件驱动特征，考虑到市场强势特征明显，目前位置逆势操作实无必要，但是仍可积极关注上冲乏力之后的卖保机会。

股指期货：无论是从盈利的角度看，还是从估值的角度看，指数面临的宏观环境都显著改善，虽然指数仍然存在波动，但是建议积极关注调整之后的买入机会。

铜：铜矿加工费的上行，刷新近 2 年新高，而进口铜矿冶炼费继续上行，越过了 2021 年以来的高点，意味着铜矿供需并不紧张。精废价差虽然有回落，进口废铜供应处于严重亏损。据 SMM 统计 4 季度有检修计划的冶炼厂将明显减少，9 月有 6 家，10 月有 3 家，11 月有 1 家，12 月暂时没有。因此预计 9 月产量将小幅下降，但之后几个月产量都将维持在高位。下游因铜价较高采购情绪不高，仅按需采购，现货升贴水走低。在基本面趋紧、政策预期支撑下，价格在当前基础上企稳继续小幅回升试高。但受宏观前景未明风险，短期驱动不明显，铜价震荡格局或难达破，沪铜主力波动区间参考 68000-70000。

锌：澳大利亚罢工风险解除，欧洲天然气价格大幅回落，能源端暂时对锌价提振有限。国内精炼锌产量维持同比高位，比价上行后精炼锌进口窗口开启，进口流入下供应仍趋松。下游临近淡季尾声，初端企业开工有望环比改善。当前锌市供增需弱格局尚未改变，下游开工暂未 出现明显好转，库存延续大幅下滑，且降至较低水平，带动现货升水走扩，提供支撑，短期锌价有望企稳。关注国内政策落地情况及“金九银十”传统消费旺季兑现情况。

钢材：上周地产政策密集出台，钢价受到情绪的提振出现上涨。目前正处于淡旺季切换的时点，但由于台风天气及杭州亚运会召开的影响，下游需求释放将延后。地产政策的松绑对预期有较好的改善，但进一步向上的空间较难打开。我们认为短期受政策的影响，钢价维持震荡偏强运行的可能性大。

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：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：进入 9 月份，随着美国大豆逐渐成熟，天气因素对美豆价格的影响力会进一步下降。近年来，9 月份美国中西部气温多维持正常，美豆作物区发生早霜的概率较小。从 9 月下旬开始，美国农业部将公布美豆收割率指标，届时美豆产量将更为清晰，本年度美豆市场已难再掀起大规模天气炒作行情。马来西亚棕榈油出口下降，来自印尼的低价棕榈油正在挤占马来西亚棕榈油的出口份额，外盘棕榈油主动反弹动力下降，关注机构对 MPOB 月度报告的预估。国内油脂市场步入需求旺季，需求端的利好以及成本升高有望推动油脂市场保持强势运行。供给偏紧仍支撑豆粕价格高位运行，但高价对需求的抑制效应增加市场继续反弹的难度。国内豆粕市场连续上涨后累积较大获利盘，一旦美豆调整和国内需求下滑，获利回吐压力也会拖累价格上行。国产大豆与进口大豆原有的价差关系改变后，国产大豆需求持续好转，国储拍卖成交火爆，豆一期货市场处于反弹节奏。

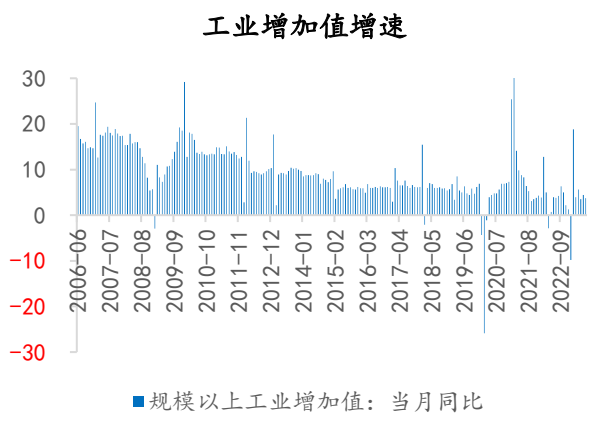
目录

周度策略：市场情绪冲顶 注意部分品种卖保机会 ..... - 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 认房不认贷政策的影响 ..... - 7 -
3 上周央行公开市场净投放 6810 亿元，本周超 1.4 万亿逆回购到期 ..... - 8 -
4 宏观策略 ..... - 8 -
5 股指期货市场分析 ..... - 8 -
铜 ..... - 11 -
1 影响因素 ..... - 11 -
3 铜期货现货数据 ..... - 12 -
锌 ..... - 13 -
1 锌：影响因素 ..... - 13 -
2 总结 ..... - 14 -
3 锌期货现货数据 ..... - 14 -
钢材 ..... - 16 -
1 认房不认贷落地 ..... - 16 -
2 地产政策持续发力 ..... - 16 -
5 小结 ..... - 17 -
5 钢材期货现货数据 ..... - 17 -
原油 ..... - 19 -
1 多空博弈近强远弱 ..... - 19 -
2 供需缺口预计缩窄 ..... - 19 -
3 关注沙特减产去留 ..... - 19 -
4 飓风季节多有扰动 ..... - 20 -
5 地缘风险影响有限 ..... - 20 -
6 多空制衡交易走廊 ..... - 20 -
7 原油期现数据 ..... - 21 -
天然橡胶 ..... - 23 -
1 供需转向旺季格局 ..... - 23 -
2 内外市场大致平衡 ..... - 23 -
3 原料提量进度不佳 ..... - 23 -
4 现货贸易交投清淡 ..... - 24 -
5 合成橡胶成本挺价 ..... - 24 -
6 超跌修复逢高空配 ..... - 24 -
7 橡胶期现数据 ..... - 24 -
油脂油料：美豆冲高回落，国内豆类市场高位震荡 ..... - 27 -
1 外部豆类市场分析 ..... - 27 -

2 国内豆类市场分析 ..... - 27 -
3 油脂油料市场展望 ..... - 28 -
4 油脂油料市场主要数据 ..... - 28 -

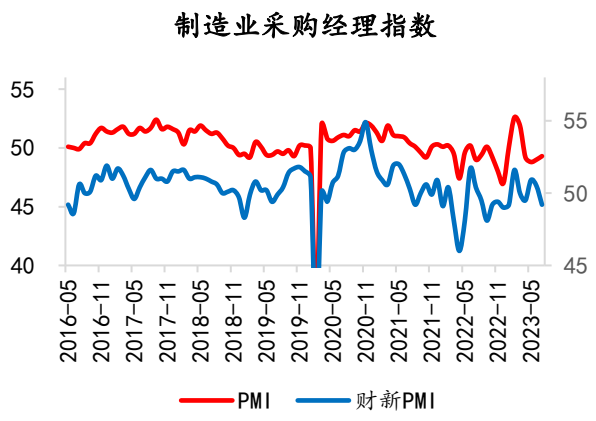
重要经济指标概况

图表 1：国内工业增加值增速



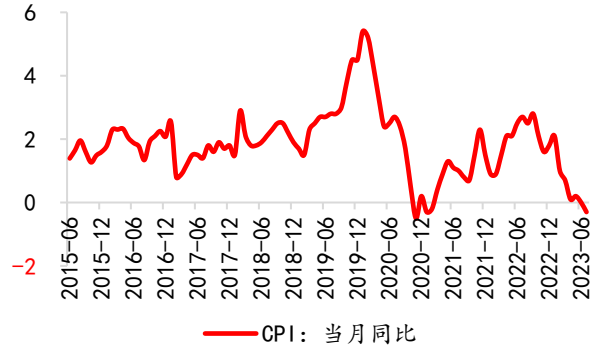
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 2：中国制造业采购经理指数



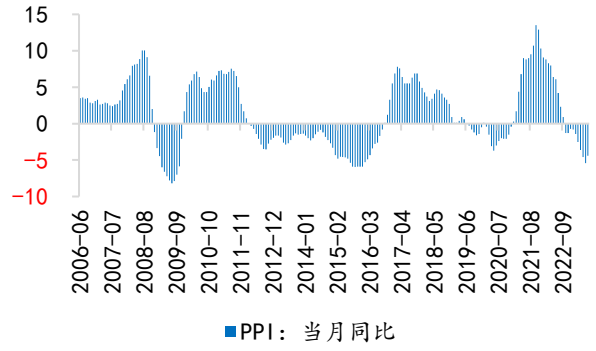
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 3：中国居民消费价格指数



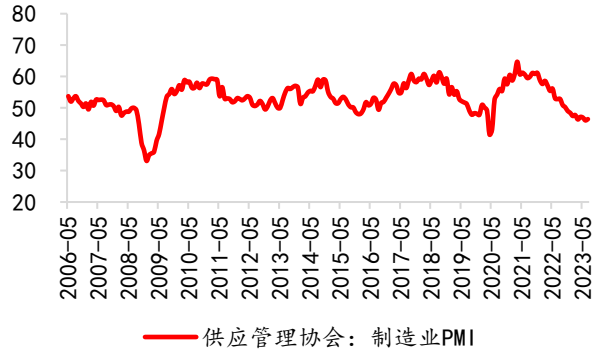
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 4：中国工业生产者出厂价格指数



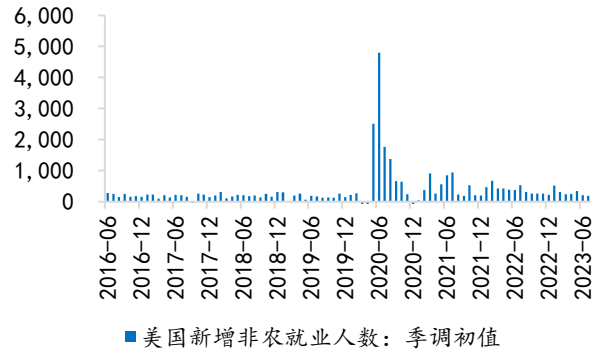
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 5：美国制造业采购经理指数



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 6：美国新增非农就业人数



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

周度策略：市场情绪冲顶 注意部分品种卖保机会

上周商品市场明显上行，除了基本面较好的纯碱等品种之外，大部分工业品都显著上行，显示情绪继续升温。宏观面上看，除了 PMI 数据进一步回升之外，地产政策继续“放大招”，尤其是一线城市加入的“认房不认贷”。因此，内需波动扩张与政策密集发力之下，使得市场情绪进一步升温。

继续关注政策方面的变化

8 月制造业 PMI 是 49.7%，相比 6 月回升 0.4 个百分点，高于市场预期。从需求端看，国内需求改善较为显著，8 月新订单指数为 50.2%，较 7 月上升 0.7 个百分点，连续 4 个月收缩后再次回到荣枯线上；从生产端看，市场需求回暖带动企业生产加快，加之极端天气影响减弱，8 月生产指数较 7 月升高 1.7 个百分点至 51.9%，连续 3 个月扩张。

8 月以来政策密集推出，企业预期继续改善，但企业招工意愿仍偏弱；进出口情况来看，新出口订单和进口指数均继续回升，进口指数回升幅度更大，但都在收缩。短期看，内需有望受政策提振继续改善，进口景气度或继续升高，而欧美加息时滞效应逐渐显现，出口压力仍在；从行业来看，装备制造业和消费品制造业的需求释放较快。

不同规模企业景气度回升，进出口方面有所分化。分企业规模看，8 月，不同规模企业景气度均回升，供需两端的景气度均有所改善，但中小企业景气度仍在收缩区间。进出口方面有所分化，大型企业进口指数扩张，出口指数仍在收缩，中小企业进出口指数均在收缩区间。其中，大型企业的进出口指数均上升，中型企业进出口指数均回落，小型企业的出口指数上升，进口指数下降。从业人员和企业预期方面，不同规模企业预期指数上升，小型企业从业人员指数继续走低。8 月下旬，财政部提出加强财税支持政策落实，促进中小企业高质量发展，金融管理部门也提出畅通民营企业股、债、贷三种融资渠道。政策支持之下，中小企业景气度有望得到改善。

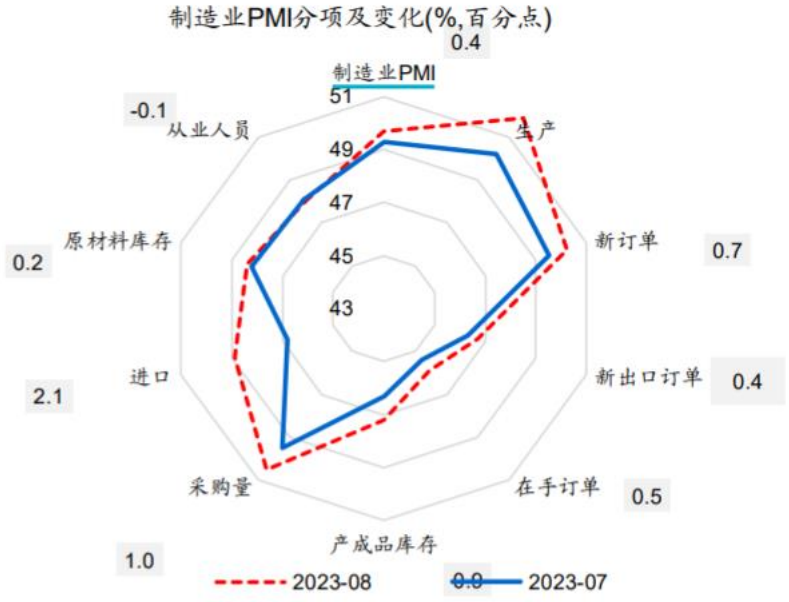
随着稳增长政策发力，企业生产加快，采购需求增多，采购量指数自今年 3 月以来首次回到扩张区间。由于采购活动增多，以及国际大宗商品价格上涨，主要原材料购进价格指数继续升高 4.1 个百分点至 56.5%，出厂价格指数也升高 3.4 个百分点至 52.0%。与此相应，企业资金状况也有所改善。

地产政策变化对需求影响很大，我们简单测算一下新政对内需的影响

一是投资方面，预计首付比例下调和“认房不认贷”两项政策可带动地产销售提高 3.5%~8.1%，拉动房地产投资回升约 1.2%~2.9%。二是消费方面，预计存量房贷利率下降可节约居民部门房贷利息支出约 1600 亿元/年，拉动消费增速约提高 0.2-0.3 个百分点。三是综合一揽子地产刺激政策对投资和消费需求的带动，预计将拉动 GDP 提高 0.3~0.6 个百分点。

因此，市场情绪的上行，并非没有道理，但是我们仍需要密切关注地产销售和投资方面的变化。

图表 7：生产和新订单指数对 PMI 贡献较大



资料来源：wind，中金财富期货

美国就业逐渐趋于正常

美国 8 月新增非农就业 18.7 万，预期 17 万；失业率 3.8%，预期 3.5%；时薪同比 4.3%，预期 4.3%；时薪环比 0.2%，预期 0.3%。

密秘藏在细节之中

首先是新增就业放缓的趋势未被打破。虽然 8 月份非农新增就业人数超出市场预期，但考虑到过去两个月数据的显著下修以及近三个月持续低于疫情前增长中枢的情况来看，就业增长放缓的趋势并未被打破。

其次是供需缺口收窄。供给修复、需求降温，推动就业市场供需缺口进一步收窄；最近三个月，临时就业服务行业的就业人数加速下降，也侧面体现出这一特征。7 月份，美国劳动力供需缺口从 320.8 万下降至 298.6 万，去年一季度最高时为 605.5 万。临时就业服务业的就业人数加速下降，也侧面体现出劳动力供需持续再平衡。临时就业服务行业主要由在短期内向客户企业提供工人以补充劳动力的机构组成，除此类机构行政人员外，临时工人也归属于该行业就业范畴。去年 11 月以来，临时就业服务行业的就业人数开始下降，最近三个月降幅进一步加速。

就业增长的广泛性已略低于疫情前水平。8 月份，衡量就业增长广泛性的扩散指数小幅上行，但仍略低于疫情前的中枢水平。就业扩散指数为新增就业为正的三级行业个数所有三级行业的比例，8 月份，就业扩散指数三月移动平均从 58.5%上行 59.2%，而 2015-2019 年的中枢为 61%。

美联储加息周期结束的概率较大，但维持鹰牌口风和高利率仍有必要。对联储而言，只要中长期通胀预期稳定，停止加息，然后维持鹰牌和高利率水平，避免金融条件提前宽松对去通胀下半程不利，让通胀、就业继续逐渐冷却，是一个较优的选择。

继续关注政策的力度

数据周期性回升，加上政策密集且重磅出台，以及美国经济数据回落下的加息终止预期，近期

工业品价格大幅上行。我们认为工业品价格的上涨仍呈现较为典型的政策和事件驱动特征，目前位置逆势操作实无必要，但是仍可积极关注上冲乏力之后的卖保机会。

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 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 29 日	发改委：下半年要加大宏观政策调控力度，着力扩大内需	因城施策用好政策工具箱，优化供地结构	稳增长政策继续
	8 月 29 日	财政部等两部门：年终奖扣税优惠政策延长四年。	此举旨在减轻纳税人负担，对年终奖产生重大影响。两种计税方式相差可能上万元。	降税优惠政策延续
数据	8 月 31 日	8 月 PMI 数据回升	8 月 PMI 指数，制造业 PMI 为 49.7，前值 49.3	经济继续呈现回升态势
	8 月 31 日	美国 8 月非农就业人数增加 18.7 万人超过预期	但 6、7 月就业数据合计较修正前低 11 万人，失业率上升幅度超出预期	，互换市场显示年内美联储再度加息的可能性下降
事件	9 月 2 日	四个一线城市全部宣布认房不认贷	继广州深圳两天前官宣“认房不认贷”新政，上海北京也在 9 月 1 日相继官宣执行“认房不认贷”。	稳地产的政策延续

资料来源：中金财富期货研究所

2 认房不认贷政策的影响

认房不认贷全面推开，首套房贷利率有限下调。政治局会议至今的新一轮结构性放松，主要集中在三个方面：

其一认房不认贷的全面推开，有助于一二线城市小部分因异地工作调动而在原限制政策下无法用足自身债务杠杆购买常住地首套住房的居民释放刚性需求，也有助于首套置换的狭义改善性需求的释放。总体上二线城市受益人群明显大于一线城市，一线城市受益人群比例较低。由于 2015 年之后房价上涨速度显著大于居民收入增幅，一线城市置换性需求能否释放的关键在于是否具有可持续的债务偿还能力。

第二，存量首套房贷利率下调以“原贷款发放时”所在城市首套商贷利率政策下限为下限，实际上调整的是数年前商业银行在发放房贷时的超过政策底线的“超额利润”，以及对原“认房认贷”政策执行期内购买的、当前“认房不认贷”政策框架下可以被重新认定为首套住房的居民购房时的“首套二套利差”，并非将存量房贷利率下调至当前水平。

第三，统一首套、二套住房全国最低首付款比例下限。这一政策目前仍强调因城施策，未来政策不确定性较大，我们目前认为二三线城市放松至全国下限标准的概率极大，而一线城市概率较低，未来走向仍需观察。

直接影响展望：地产需求见底提前，货币政策放松空间有限。地产需求见底或有所提前，而难

以迅速 V 型反弹，从结构来看，二线城市可能率先企稳回暖，三线重建人口吸纳能力需要时间，一线城市地产重新趋势向上则还需等待房价收入比更趋健康，预计全年住宅销售面积同比-8.2%。2）间接影响之一：地产政策结构性放松与个税小幅减税共同作用，可选商品消费有望在年底年初环比趋势企稳并温和改善。3）间接影响之二：为避免对投资性投机性地产需求释放错误信号，货币政策在年底之前实施向 1 年期倾斜的降息概率进一步提升，不建议对 5 年期 LPR 降息期待过高；降准作为长期流动性投放的最低成本、高效率方式仍值得关注。4）间接影响之三：货币政策中性偏松方向确认之后，在美元指数仍大概率高位运行的展望之下，人民银行稳定汇率的非常态化工具手段更加灵活使用的必要性提升，人民币汇率年内大概率 7.2 附近平稳运行，趋势性拐点仍需等待。

3 上周央行公开市场净投放 6810 亿元，本周超 1.4 万亿逆回购到期

上周资金面临跨月，央行持续大额净投放逆回购资金，累计达 6810 亿元。资金面由紧转松。

具体来看，为维护市场流动性稳定，周一至周四，央行连续四天进行了大额逆回购操作，四日累计操作规模超 13000 亿元，累计净投放资金逾 8000 亿元。周五完成跨月后，央行开始回笼流动性，当日资金净回笼资金 1200 亿。

上周市场流动性也由紧转松。周一周二，资金面持续紧张，资金价格高企，隔夜回购利率一度升至两个月来的高位，7 天期回购利率也高出政策利率近 40 个基点。随着央行持续大额净投放，资金面在周三后开始好转，隔夜和 7 天回购利率显著回落。

本周 7 天期逆回购到期规模较大，将有 14090 亿元到期。其中，周一至周三每日到期量均超过 3000 亿元，周四到期 2090 亿元，周五到期 1010 亿元。

经测算，9 月存在一定的流动性缺口，但影响可控。预计跨季结束后 DR007 或将再度回落至政策利率附近。

4 宏观策略

数据周期性回升，加上政策密集且重磅出台，以及美国经济数据回落下的加息终止预期，近期工业品价格大幅上行。我们认为工业品价格的上涨仍呈现较为典型的政策和事件驱动特征，考虑到市场强势特征明显，目前位置逆势操作实无必要，但是仍可积极关注上冲乏力之后的卖保机会。

5 股指期货市场分析

两市震荡上行

在多项政策的刺激下，两市震荡上行，，上周沪深 300 周+2.22%，上证 50 周+1.89%，中证 500 周+3.04%，中证 1000 周+3.88%，其中中证 500 和中证 1000 几乎逼近年内低点。

受台风影响，北上资金上周只有 4 个交易日，净卖出 157 亿元，为连续第 4 周净卖出。分市场看，沪股通净卖出 120 亿元，深股通流出趋势则持续缓解，上周仅净卖出 37 亿元。

国内经济积极因素增多，地产金融加速器支撑作用值得期待。8 月国内经济边际改善，财新制

造业 PMI 重回 50 以上，PPI 低位企稳，工业企业利润负增长收窄；产成品库存增速虽然继续回落，但已接近短周期底部。政策方面，继续加码，尤其地产需求侧政策放宽力度增强：在新供求关系下，降低存量贷款利率以及全国范围内“认房不认贷”有助于改善地产预期，且政策端仍有储备，从而有限度的恢复地产金融加速器作用，支撑经济增长。总体上，下半年经济温和修复，通胀低位回升是大概率情形。

海外衰退迹象增多，紧缩已近尾声。美国制造业 PMI 已连续 10 个月处于萎缩区间，硬指标耐用品订单也显示疲态，非农薪资增速下滑，核心 PCE 价格指数在回落趋势中，滞后指标失业率回升。总体而言，美联储 9 月加息概率较低，年底或有一次加息，但不改变美国本轮紧缩接近尾声的判断。大类资产方面，美元指数，美债利率后续高位回落概率较高。全球风险资金有望触发再平衡，新兴市场资金改善。随着中美关系缓和，人民币汇率波动趋稳，外资 8 月大幅净流出有望逆转，人民币资产有望向上均值回归。。

继续关注调整之后买入机会

指数方面，无论是盈利增速，还是估值（主要是情绪），都处在回升的阶段，建议继续关注指数调整之后的买入机会。

企业盈利方面。8 月 PMI 数据显示内需向好的积极因素不断增加，产需双双回暖带动 8 月经济预期持续回升，其中内需回暖预期下企业采购意愿回升，库存持续去化。但也需要看到，当前内需回暖的基础仍有待巩固：外需拖累依旧较大，从业人员指数仍在低位徘徊，内需实质性企稳仍需要一段时间的政策支撑。根据最新披露的中报数据,A 股盈利增速仍处于寻底过程之中，但结合我们的盈利预测模型，工业企业利润增速已经出现了明显触底回升迹象，预计 A 股盈利将在下半年迎来拐点。

情绪方面，主要是三个因素：

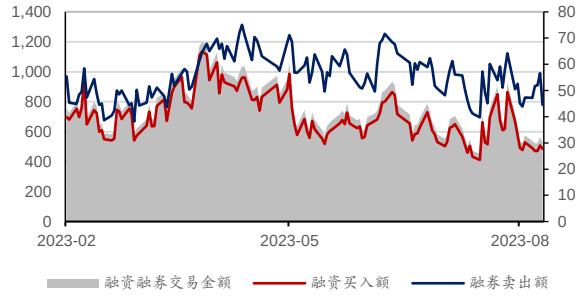
地产政策密集出台，8 月国内经济边际改善，财新制造业 PMI 重回 50 以上。

劳动力市场松动，紧缩已近尾声，预计今年不再进行加息。

随着活跃资本市场实施方案落地，A 股的资金生态有望改善。国内经济与人民币汇率企稳，北上资金净流出峰值已过，进入到底部观察区间。从过往规律看，单日净流入超 50 亿元是逆转的一个资金信号。

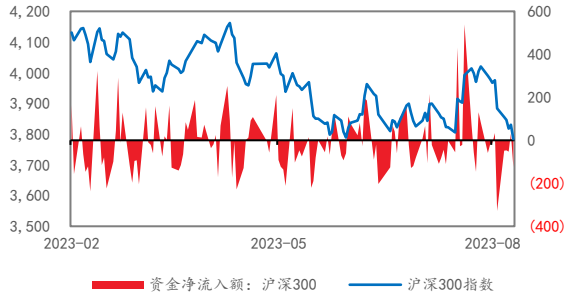
总结来看，无论是从盈利的角度看，还是从估值的角度看，指数面临的宏观环境都显著改善，虽然指数仍然存在波动，但是建议积极关注调整之后的买入机会。

图表 9：融资融券数据图



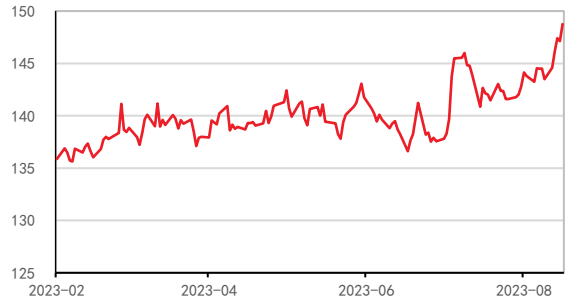
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 10：合约持仓和市场表现



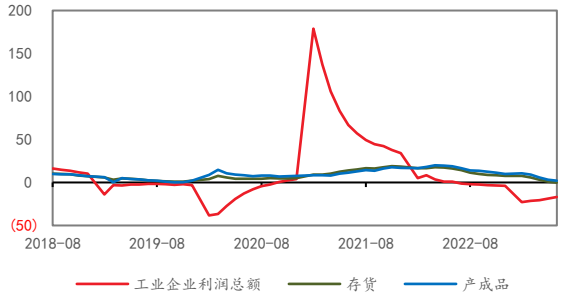
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 11：恒生 AH 溢价指数



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 12：工业企业运行情况



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

铜

1 影响因素

全球精矿供应有所恢复

根据上市公司的半年报，今年上半年样本矿企铜精矿产量同比增加 8 万吨，供应宽松符合预期。其中，上半年铜精矿减产主要是由于品位下滑（智利铜业）、突发事件影响（智利铜业、自由港、第一量子等），但目前来看突发扰动均已告一段落，新扩产项目产量持续释放，铜矿供应增量将有所持续。铜精矿加工费持续攀升，CSPT 将三季度 TC/RC 定为 95 美元/吨、9.5 美分/磅，超出了年初的基准价 88 美元/吨、8.8 美分/磅，创下五年内的新高。同时，目前零单 TC 达到约 94 美元/吨，同样达到 2019 年以来的高位。铜矿加工费的上行，意味着今年铜矿供应宽松格局未改，而近期干扰事件发生的频率较前期明显减弱，同样给加工费带来了支撑。

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

铜矿加工费的上行，刷新近 2 年新高，而进口铜矿冶炼费继续上行，越过了 2021 年以来的高点，意味着铜矿供需并不紧张。精废价差虽然有回落，进口废铜供应处于严重亏损。据 SMM 统计 4 季度有检修计划的冶炼厂将明显减少，9 月有 6 家，10 月有 3 家，11 月有 1 家，12 月暂时没有。因此预计 9 月产量将小幅下降，但之后几个月产量都将维持在高位。下游因铜价较高采购情绪不高，仅按需采购，现货升贴水走低。在基本面趋紧、政策预期支撑下，价格在当前

基础上企稳继续小幅回升试高。但受宏观前景未明风险，短期驱动不明显，铜价震荡格局或难达破，沪铜主力波动区间参考 68000-70000。

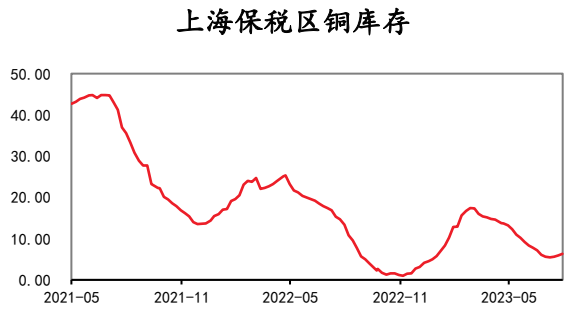
3 铜期货现货数据

图表 13：长江有色铜价



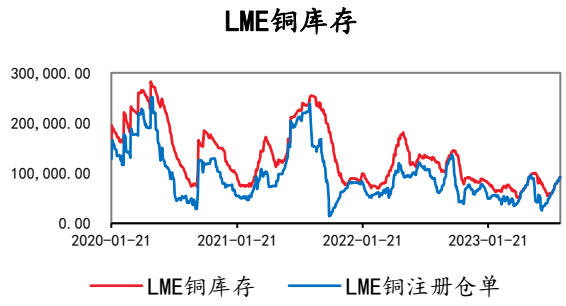
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 14：上海保税区铜库存



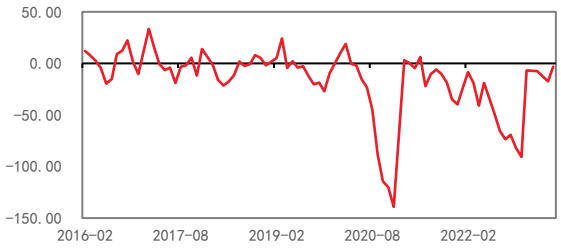
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 15：LME 铜库存



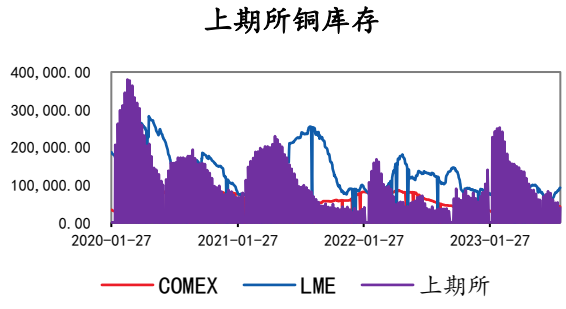
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 16：WBMS 供需平衡



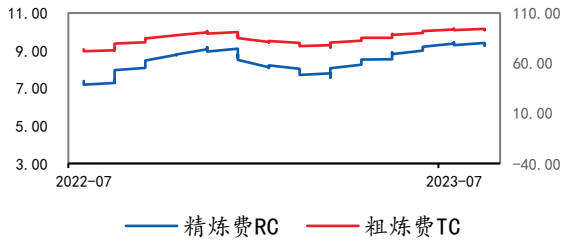
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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。

7 月精炼锌净进口 7.64 万吨，同比由零转正，环比增 73%，1-7 月累计净进口 17.01 万吨，去年为净出口状态。7 月精炼锌产量+进口约 62.75 万吨，同比增 97.2%，1-7 月产量+进口总量 394.75 万吨，累计同比增 14.9%。锌矿进口窗口再开启，原料充裕及利润修复下，炼厂额外检修驱动不强，供应维持高位，叠加锌锭进口窗口临近开启，进口存流入预期下，供应压力不减。

下游初端节后恢复超预期

2023 年 1-7 月，有色下游企业经历了持续终端负反馈后，目前国内外与产业政策的利好预期不断加大，其中铜为代表的有色板块不乏上演冲高回落式的“弱现实强预期”题材炒作行情，然而阶段性上涨主要因投资者对国内外货币政策流动性缓和与相关实体产业政策刺激预期的提前下注。

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。

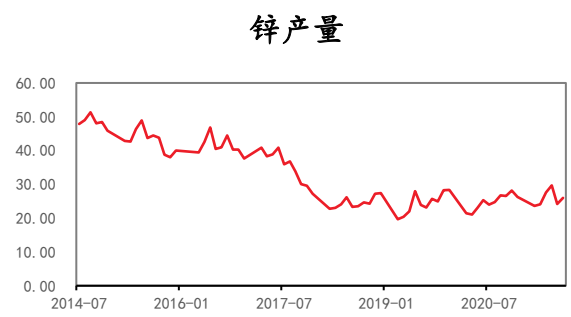
乘联会预计，8 月狭义乘用车零售销量为 185 万辆，环比增长 4.7%，同比下降 1.3%。其中，新能源车零售为 70 万辆左右，环比增长 9.2%，同比增长 31.5%，渗透率约 37.8%。主因去年受疫情封城影响基数较低，叠加汽车市场普遍大降价以换取成交量，行业库存仍旧偏高，行业仍以弱复苏为主，预计下半年量边际增量或有限。

2 总结

澳大利亚罢工风险解除，欧洲天然气价格大幅回落，能源端暂时对锌价提振有限。国内精炼锌产量维持同比高位，比价上行后精炼锌进口窗口开启，进口流入下供应仍趋松。下游临近淡季尾声，初端企业开工有望环比改善。当前锌市供增需弱格局尚未改变，下游开工暂未 出现明显好转，库存延续大幅下滑，且降至较低水平，带动现货升水走扩，提供支撑，短期锌价有望企稳。关注国内政策落地情况及“金九银十”传统消费旺季兑现情况。

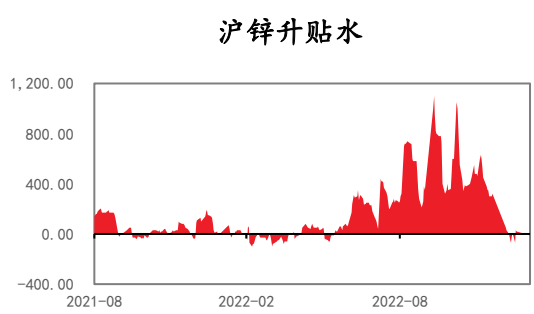
3 锌期货现货数据

图表 19：锌产量



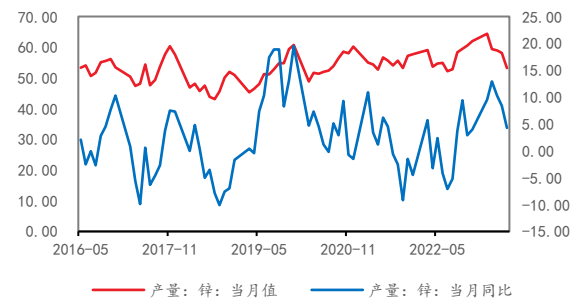
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 20：锌升贴水



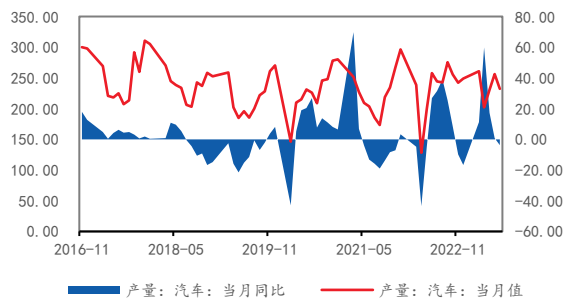
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 认房不认贷落地

继广州、深圳 8 月 30 日宣布执行“认房不认贷”后，上海和北京也在 9 月 1 日先后宣布执行“认房不认贷”政策。至此，四大一线城市全部落地实施“认房不认贷”政策。

什么是“认房不认贷”。

认房是指：家庭成员名下在当地有几套房，如果在当地有一套或以上住房，就不算首套房。

认贷是指：成员名下是否有未还清的房贷，如果还有房贷，就不算首套房。有的城市是只要有过房贷记录，即使还清了，也不算首套房。

认房不认贷是指：只要你在当地没有房子，也不管你有没有房贷，都可以算做首套房。但如果你当地有房子，不管你有没有房贷，都不能算做首套房。就是算不算首套房，只看你在当地有没有房子，不管你在其他城市有没有房子。

该政策目前在全国多执行，但对一二线城市是较大的利好，而对更多三四线城市则更多是利空。因为该政策主要针对在三四线城市有房，而在一二线城市无房的群集，以及一二线城市改善型需求群体。

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。

8 月 28 日，证监会宣布：房地产上市公司再融资不受破发、破净和亏损限制。

8 月 30 日，广州和深圳宣布执行“认房不认贷”政策。

8 月 31 日，中国人民银行、国家金融监督管理总局发布《关于调整优化差别化住房信贷政策的通知》

8 月 31 日，中国人民银行、国家金融监督管理总局发布《关于降低存量首套住房贷款利率有关事项的通知》

近期地产政策密集出台，在逐步放开地产行业的限制，从减税、降息、放宽购房限制、调低存量房贷利率等多角度，多层次对地产行业进行刺激。我们认为，政策出台到落地到基本面体现还需要时间传导，在地产大幅下行及海外主要经济体处于加息周期的背景下，难以立即扭转下行趋势。

4 供需双弱 库存累积

上周，本周螺纹产量 258.73 万吨，较上周减少 4.72 万吨，降幅为 1.79%；螺纹厂库 195.88 万吨，较上周减少 1.05 万吨，降幅为 0.53%；螺纹社库 581.60 万吨，较上周减少 7.81 万吨，降幅为 1.33%；螺纹表需 267.59 万吨，较上周减少 15.92 万吨，降幅为 5.62%。从现实层面上来

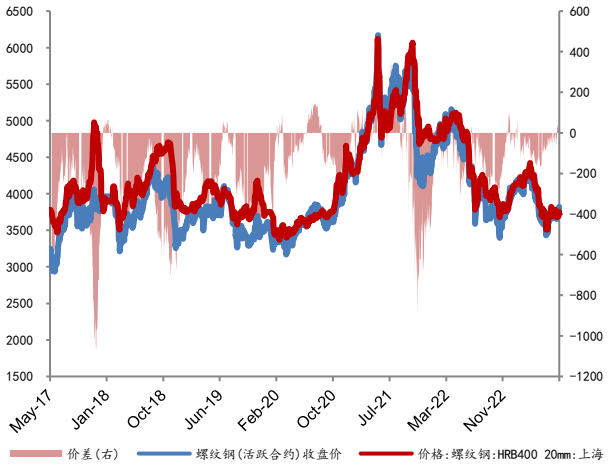
看，螺纹产量连续六周下降，而厂库、社库连续三周减少，表需由增转讲。目前处于钢市需求淡旺切换之际，受台风及杭州亚运会影响，下游需求复苏不及预期。

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，但地产刺激政策密集出台，对悲观的情绪有所缓解，8 月地产数据有望好转。短期来看，受宏观情绪提振及旺季需求预期，钢价维持偏强震荡的可能性大，长期来看受经济下行压力及地产下行压力的影响，钢价难以走出单边上行行情。

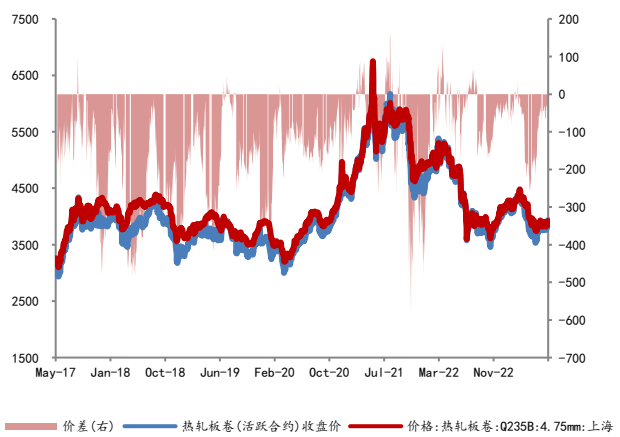
5 钢材期货现货数据

图表 23：螺纹期现价差



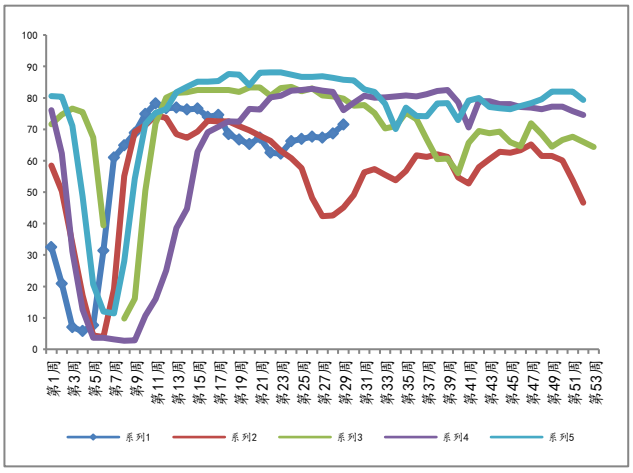
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 24：热卷期现价差



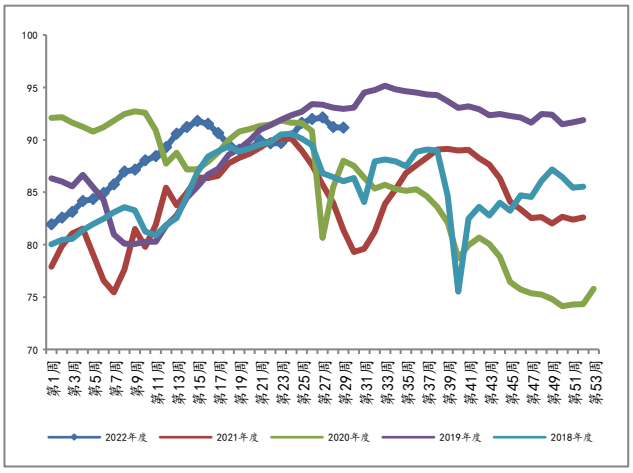
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 25：85 家独立电弧炉钢厂：开工率：中国（周）



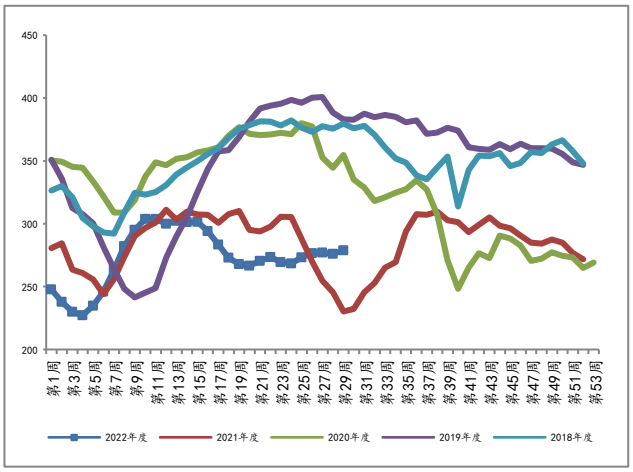
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 26：247 家钢铁企业：高炉产能利用率：中国（周）



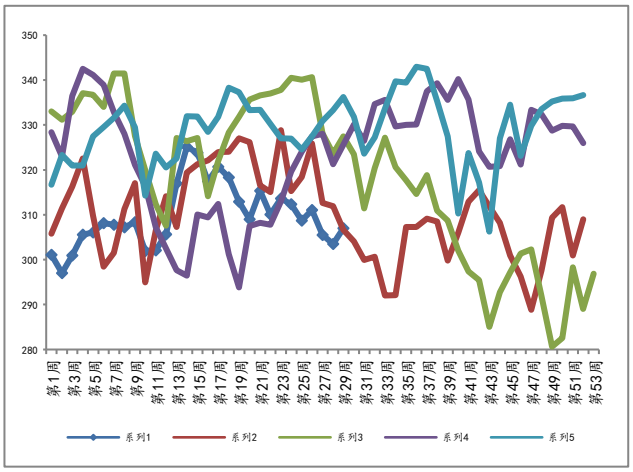
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 27：螺纹钢：建筑钢材钢铁企业：实际产量（周）



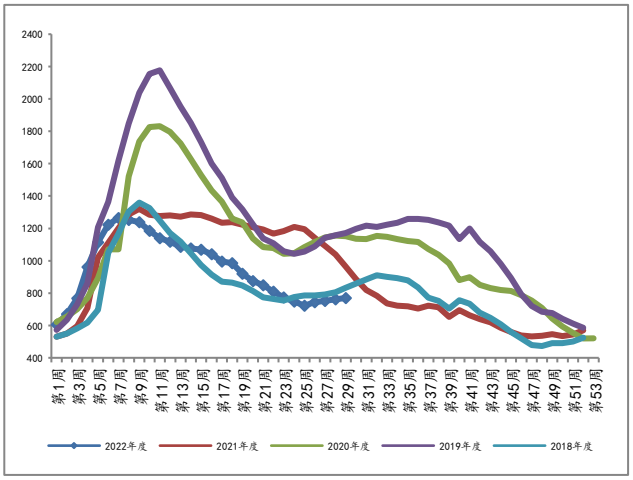
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 28：热轧板卷：钢铁企业：实际产量：（周）



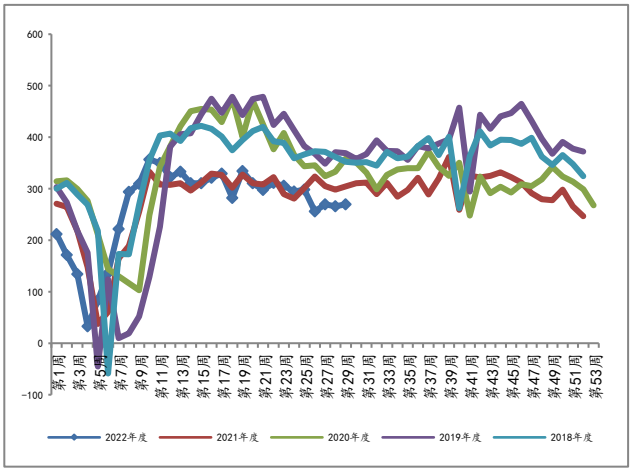
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 29：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 30：螺纹钢：消费量（周）



资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

原油

1 多空博弈近强远弱

目前，原油市场仍暂时保持供不应求的格局，体现在油品库存下降和月差走强。

供应端最重要的因素是沙特是否延续减产，市场预期沙特将把 100 万桶/日的额外减产延至 10 月底，关注这一预期能否兑现。需求端按照偏中性评估，今年全球油品需求预计将增长大约 200 万桶/日，短期成品油裂解价差依然强势，对炼厂开工和原油需求形成支撑。在需求旺季窗口彻底关闭前，只要炼厂产能利用率保持偏高水平，原油库存延续去库态势，则原油价格则很难出现大幅下跌。不过，美联储仍将坚持鹰派相当长时间，美国汽油旺季需求低于预期，中国炼厂进口需求同样低于预期，利空因素将在四季度逐渐体现。

基本面多空博弈之下，原油走势维持高位区间震荡，时间轴上表现为近强远弱。

2 供需缺口预计缩窄

美国能源信息署（EIA）发布最新一期原油市场月度报告。

供应方面，EIA 预计，2023 年全球原油供应将增加 142 万桶/日至 10130 万桶/日，到 2024 年全球原油供应将增加 170 万桶/日。其中，2023 年 OPEC 原油产量将减少 61 万桶/日至 2806 万桶/日，但在 2024 年 OPEC 原油产量将回升 44 万桶/日；2023 年非 OPEC 原油产量将增加 211 万桶/日，2024 年非 OPEC 原油产量将增加 123 万桶/日；2023 年美国原油产量将增加 85 万桶/日至 1276 万桶/日，2024 年美国原油产量将增加 33 万桶/日。

需求方面，EIA 预计，2023 年全球原油需求将增加 176 万桶/日至 1.0119 亿桶/日，到 2024 年全球原油需求将增加 161 万桶/日。EIA 综合预计，2023 年全球原油供需过剩 11 万桶/日，到 2024 年全球原油供需过剩 20 万桶/日。

根据 EIA 的预测结果分析，由于全球能化消费整体缺乏超预期增长，叠加美国等非 OPEC+产油国复苏，原油市场供需平衡将由当前的缺口再次转向过剩。

3 关注沙特减产去留

原油供应端目前的关键是，沙特能否继续延长 100 万桶/日的自愿减产计划。上次沙特将额外减产措施延长至 9 月底，并表示可能继续顺延下去，7 月 OPEC+原油产量重新降至近两年来低点，主要就是拜沙特减产开始生效所赐。

综合多方统计来看，在沙特减产的同时，阿联酋、伊拉克、科威特及一些非洲产油国的原油产量均有不同程度的增加，甚至伊朗原油出口渠道的扩张也被美国默许。此外，在持续稳定高油价的刺激下，美国本土页岩油产量正在向历史记录持续回升。

另一方面，沙特大力主导减产保价并不是没有成本的，7-8 月该国原油产量已经降至 900 万桶/日低位，在全球原油产量排名滑落至第三位，供给侧调控付出了牺牲市场份额的高昂代价。参考 2021 年 OPEC+政策调整路径，有观点认为沙特在高强度减产 3 个月后，或将开始逐步退出减

产。

在 OPEC+内外部不确定性的扰动下，沙特已经显得独木难支。如果沙特将自愿减产计划延长至 10 月底，对原油市场的利好支撑将会边际减弱；倘若沙特恢复 100 万桶/日的产量，则会对油价构成重大利空。

4 飓风季节多有扰动

随着美国墨西哥湾区进入传统的飓风季节，未来一段时间天气因素对美国原油市场供需或将造成不容忽视的影响。对于原油产业链而言，根据以往经验，美湾地区的飓风及其引发的风暴潮会扰乱正常作业，严重者造成一定的人员伤亡和财产损失。具体来看，极端天气的发生将导致上游钻井和下游炼厂关闭，但通常后者恢复需要更长时间，也就是说对需求端的影响程度大于供应端。

不过近年来，飓风对石化行业造成的破坏已经被极大降低，自 2005 年飓风卡特里娜重创路易斯安那州以后，美湾地区海上钻井平台和沿岸炼油厂加强防护措施，并在之后承受住飓风哈维和艾达的考验。目前，飓风伊达利亚在美国墨西哥湾沿岸登陆，当地部分设施临时疏散人员，对原油开采炼化活动的扰动较为有限。

综上我们认为，美湾飓风对于原油市场可视为一项暂时性的偏利空因素，但潜在的短期需求破坏，叠加出行转淡的季节性趋势，可能会削弱原油和成品油市场的结构性偏紧。

5 地缘风险影响有限

当前原油市场消息面因素较多， OPEC 非洲成员国加蓬局势动荡，应密切关注事态发展。据在该国开展业务的西方石油公司反映，尚无迹象显示原油生产遭到变故打断。由于加蓬原油产量相对较低，对全球市场供应的影响是非常有限的，OPEC 有足够多的闲置产能来弥补缺口。因此，原油市场题材炒作的可能性不大，不过季节性去库周期仍在延续。美国能源信息署 EIA 数据显示，截至 8 月 25 日当周，美国商业原油库存超预期减少 1060 万桶，在夏季出行高峰尾声之际仍录得较大降幅。抛开纷纭的消息面，炼厂经营的持续活跃对原油现货保持着强劲的吸引力，油价维持在相对高位仍有一定支撑。

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。

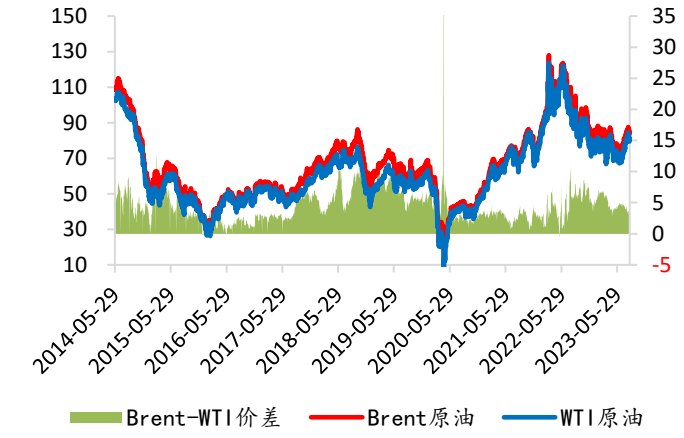
在一定的区间内，油价短期波动则带有很强的随机性，但情绪市造成的冲击和混乱往往是暂时的，油价重心主要是基本面及预期，乃至更广泛的金融属性和资金面综合博弈的均衡结果。长期来看，宏观经济对原油的驱动仍然向下，而供应收紧与需求改善形成托底支撑，原油走势仍维持区间震荡观点，但中枢或将略向下调整。

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。

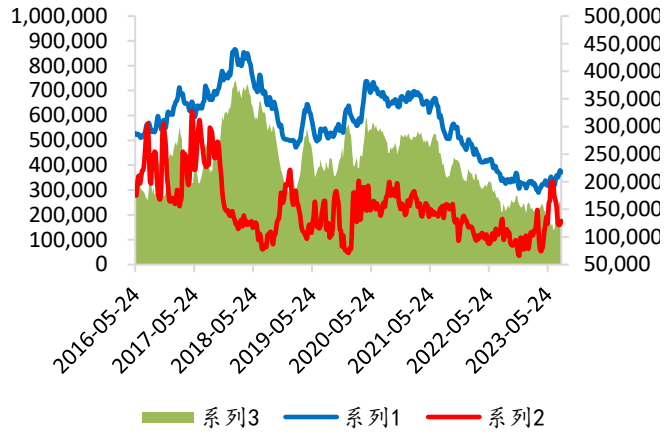
7 原油期现数据

图表 31：国际原油期货价格



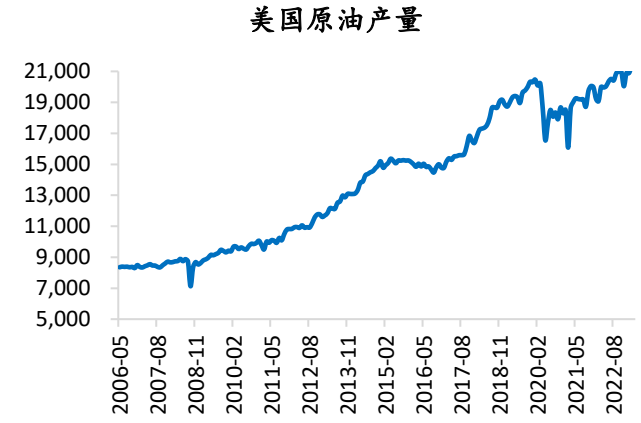
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 32：CFTC 原油期货持仓



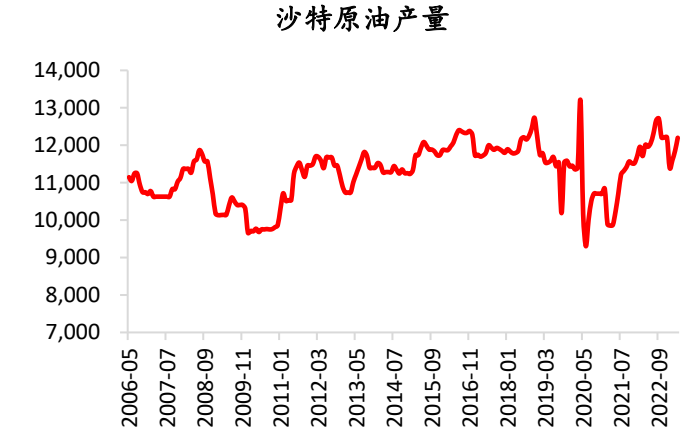
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 33：美国原油产量



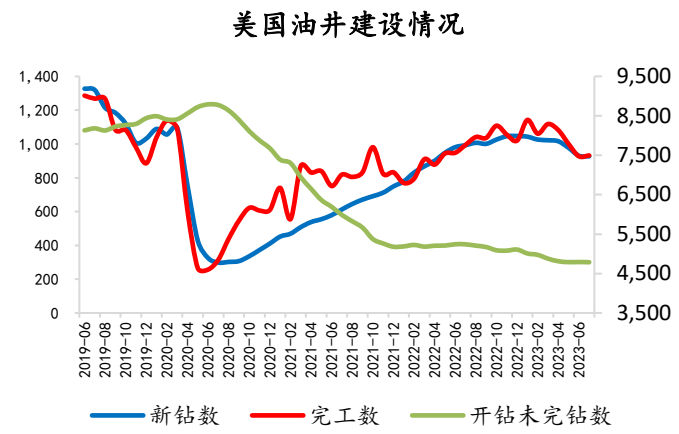
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 34：沙特原油产量



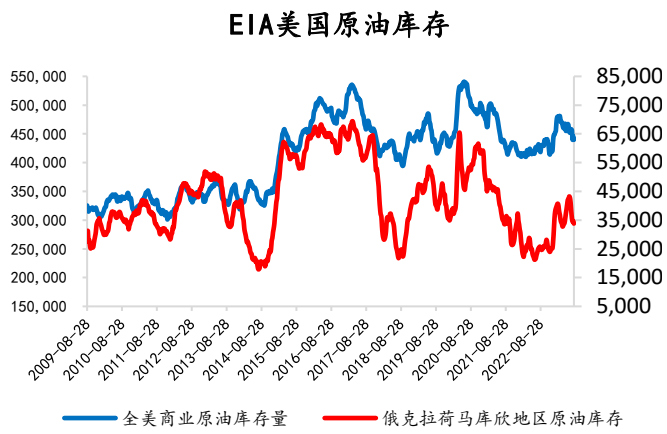
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 35：美国油井建设情况



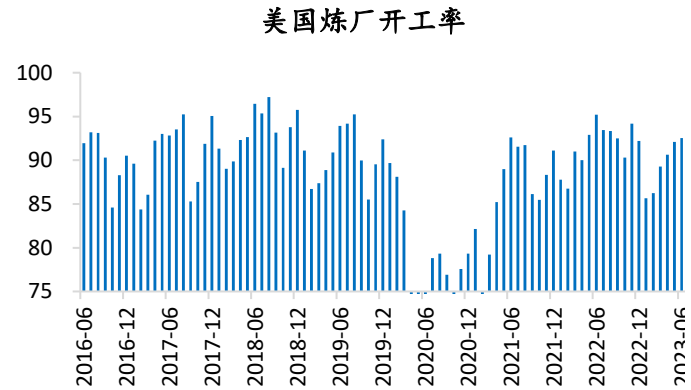
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 36：EIA 原油库存



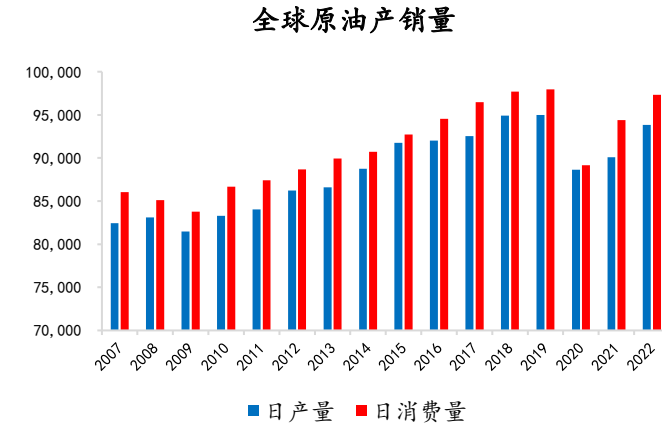
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 供需转向旺季格局

目前，天然橡胶基本面边际转好，上下游均有利多迹象，且绝对估值仍然不高。

上游原料方面，泰国、越南等主产区受降雨影响，割胶工作开展不畅，原料产出持续偏少，原料收购价格维持坚挺，成本驱动对胶价底部形成有效支撑。新胶放量节奏趋缓，国内进口货源季节性回落，近月青岛港口橡胶库存持续下降。

下游需求方面，传统消费淡季即将结束，轮胎企业开工率恢复，汽车市场产销量有望回升，厂商提前备货令需求端驱动逻辑启动。不过，天然橡胶行业仍未摆脱过剩格局，需求红利大概维持两个月左右，随后是割胶旺季供应放量，而社会库存一直处于高位。

宏观层面上，美联储 7 月会议纪要利空影响逐渐消化，国内疲弱的宏观数据促使更多稳增长政策出台，强预期或将重新主导大宗商品市场。

综上，天然橡胶平衡表将从供需两弱逐渐转向供需两旺的格局，在商品属性和金融属性双双好转的支撑下，预计沪胶整体表现大概率震荡回升。但不出现极端天气的情况下，对期价上涨的幅度和持续时间不宜抱有过多幻想。

2 内外市场大致平衡

纸面数据来看，全球天然橡胶行业供需预期整体保持均衡。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。

天然橡胶产业逻辑来看，ANRPC 公布的 7 月全球橡胶产量维持小幅增产的节奏，但国内 7-8 月进口到港船期数量预计环比回落，同比增长有限，近期青岛保税区库存出现持续下降。国内云南西双版纳降雨较之前有所减少，但海南仍将遇到降雨和台风等不利天气。全年来看，海南天然橡胶产量或有小幅减少，但由于今年浓乳-全乳价差造成的原料分流较弱，当地加工厂以生产全乳胶为主，沪胶交割品短缺的概率不大。

3 原料提量进度不佳

供应方面，今年由于厄尔尼诺现象的发生，天然橡胶主要产区受天气影响，割胶作业开展受限，原料胶水价格维持坚挺。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。目前，东南亚尤其是泰国北部、越南等产区降雨干扰较多，原料产出放量进度不及预期，短期内预计新胶难以大量涌现。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。

4 现货贸易交投清淡

由于产地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。进口贸易商补货积极性不高，深色胶货源到港量出现下降，进而传导至仓库入库率下降。下游轮胎及其他橡胶制品企业排产持稳，逢低价适当刚需补货，带动整体库存小幅边际去化。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。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。

5 合成橡胶成本挺价

不同于天然橡胶，合成橡胶市场主要由成本端驱动，尤其是上游重要原料丁二烯价格。近月丁二烯走势持续坚挺，对合成橡胶价格存在托底支撑。上游装置方面，国内丁二烯橡胶装置开工率整体回落，不过台橡宇部 7.2 万吨顺丁橡胶装置重启，后续装置复工量大于检修量，短期供应将有所增加。作为液体化工，库容对丁二烯影响较大，目前丁二烯库存并不低。鉴于下游 ABS 等产品由于利润问题，存在下调开工负荷的可能，丁二烯或将继续小幅累库，但顺丁胶库存绝对水平不高。由于合成橡胶交割品数量稀少，是天然的多头品种，因此上市以来期货盘面升水较大。合成胶以及原料丁二烯基本面矛盾并不突出，将呈供需双旺的格局，价格以区间震荡运行为主。

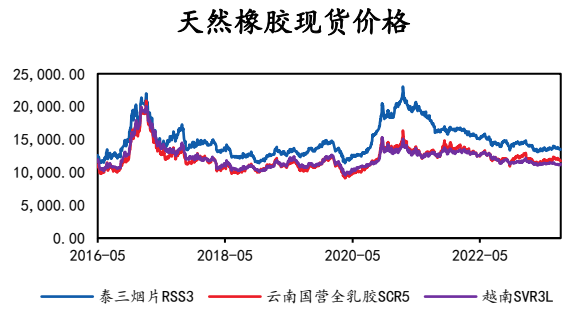
6 超跌修复逢高空配

站在当前沪胶估值处于历史性底部的位置上，预计多头机会更多来自超跌后的绝对估值修复，例如市场交易中国重新开放后的经济复苏逻辑。随着外围系统性风险有所释放，低位上亦跌无可跌有企稳迹象，但行情上涨缺乏实质性支撑，预期沪胶盘面在超跌修复后将迎来长期磨底阶段，或将延续金融属性主导的局面，继续以低位区间震荡思路为主。

整体来看，2023 年国际国内天然橡胶市场仍将延续偏宽松状态，若天气正常不会出现紧缺，过剩局面也难以进一步加剧，供需矛盾并不突出。在缺乏明确方向性指引的情况下，较难出现持久的趋势性行情，预计橡胶价格重心仍将依托成本区间，受内外部宏观及市场情绪左右而波动。橡胶行业周期尚未摆脱弱势基调，假设大宗商品市场转向欧美经济衰退逻辑，则橡胶反弹后仍不失为经典的逢高空配品种。

7 橡胶期现数据

图表：天然橡胶现货价格



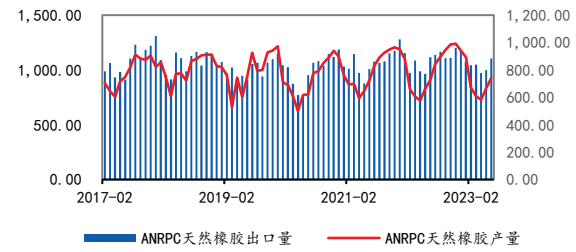
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 39：合成橡胶价格



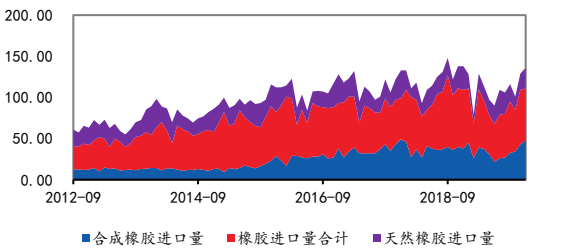
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 40：ANRPC 产量出口



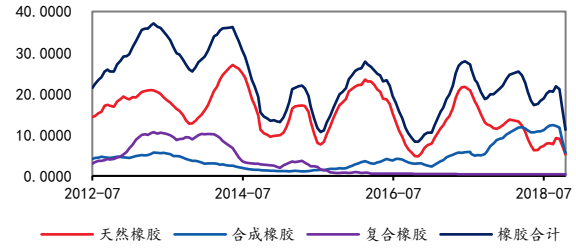
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 41：橡胶进口量



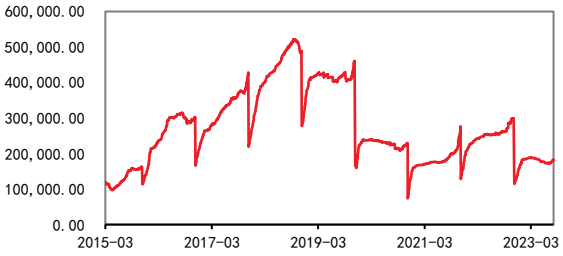
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 42：青岛保税区库存



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 43：上期所注册仓单



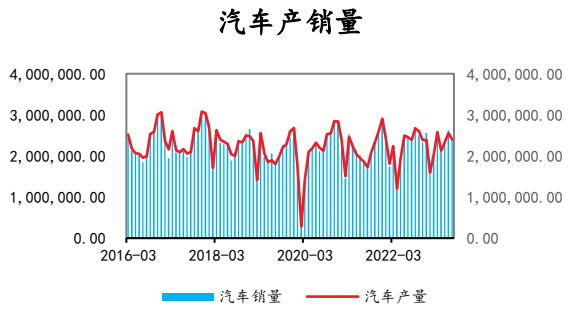
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 44：轮胎开工率



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 45：汽车产销量



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

油脂油料：美豆冲高回落，国内豆类市场高位震荡

1 外部豆类市场分析

美豆产区天气再度恶化，但优良率好于预期

8 月中旬以来，美国中西部大豆作物区出现极端干热天气，给大豆生长带来不小压力，并引发市场对美豆产量下降的担忧，是近期 CBOT 大豆市场连续反弹的主要推力。美国农业部发布的周度作物生长报告显示，截至 8 月 27 日当周，美国大豆优良率为 58%，低于前一周的 59%，但高于市场预期的 56%。当周美国大豆结荚率为 91%，落叶率为 5%，略高于去年同期水平。天气预报显示，预计未来两周美豆主产区气温温和，降雨量低于正常水平。随着美豆天气窗口逐渐关闭，美豆产量将更为清晰，除非有超预期的减产出现，否则 CBOT 大豆价格突破 7 月下旬高点的难度很大。

ProFarmer 公布巡查报告，美豆产量低于预期

分析机构 ProFarmer 上周对美国 7 个主要大豆生产州进行一年一度的作物巡查活动，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 在考察结束后发表了全美大豆单产和产量预估报告，该机构预计 2023 年美国大豆产量为 41.10 亿蒲式耳，平均单产为每英亩 49.7 蒲式耳，两者均低于美国农业部 8 月供需报告中的预估值。ProFarmer 的这份巡查报告是美豆最终定产前的一份关键性报告，增加了美国农业部在 9 月供需报告中下调美豆单产和总产的可能。

马来西亚 8 月棕榈油出口下降，库存压力攀升

据南部半岛棕榈油压榨商协会（SPPOMA）数据显示，2023 年 8 月 1-25 日马来西亚棕榈油单产增加 9.12%，出油率增加 0.35%，产量增加 11%。船运调查机构 ITS 发布的数据显示，马来西亚 8 月 1-31 日棕榈油出口量为 1201488 吨，7 月 1-31 日数据为 1238438 吨，环比减少 2.98%。马来西亚棕榈油局（MPOB）将于 9 月 11 日公布月度供需报告，从目前产量增加和出口下降情况看，预计 8 月底棕榈油库存压力将攀升。此外，东南亚各地出现的厄尔尼诺现象也引发市场关注。市场担心干热天气将造成亚洲棕榈油和其他植物油供应减少。

2 国内豆类市场分析

高价对需求的抑制效应显现，豆粕价格上行遇阻

据 Mysteel 对国内主要油厂调查数据显示：2023 年第 34 周（8 月 18 日至 8 月 25 日），全国主要油厂大豆库存上升，豆粕库存下降。其中大豆库存为 545.3 万吨，较上周增加 56.95 万吨，增幅 11.66%，同比去年增加 10.69 万吨，增幅 2%。上周全国主要油厂进口大豆库存增幅较大，上周国内大豆到港较多，接近 230 万吨，但上周油厂压榨量小幅下降至 170 万吨，导致大豆库存在本周出现大幅回升，预计近期油厂开机率将继续小幅下降，本周大豆到港或将有所减少，预计大豆库存将小幅累库。统计显示，豆粕库存为 65.18 万吨，较上周减少 1.34 万吨，减幅 2.01%，同比去年减少 3.72 万吨，减幅 5.4%。国内豆粕库存继续小幅下降。与此同时，美豆天气窗口逐渐关闭令天气炒作情绪降温，国内高价豆粕对需求的抑制效应显现，全国豆粕成交量连续下降，油厂挺价动力减弱，市场涨势出现放缓迹象。

国内油脂库存压力下降，节日需求提振效应增强

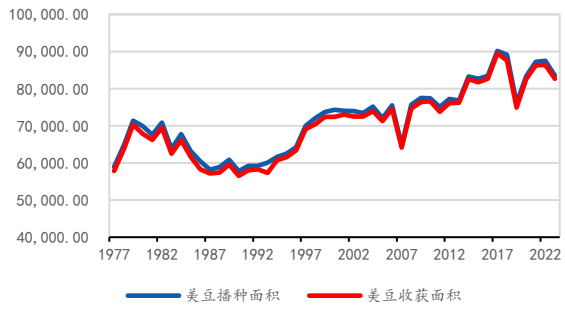
据中国粮油商务网发布的监测数据，截止上周末，国内三大油脂库存总量为 230.86 万吨，周度下降 3.89 万吨。其中豆油和棕榈油库存降幅超过菜油库存的增幅。随着秋季学生开学以及中秋和国庆双节临近，消费端对油脂的采购已经陆续展开，豆油表观消费量出现明显增加。此外，受进口大豆到港量回落影响，国内油厂开工率也逐步下降，预计周度大豆压榨量将降至 190 万吨左右，豆油新增供给将减少。近期美豆因天气炒作再度反弹，国内进口大豆成本提升，油厂对豆油的挺价力度也在增强。从现货和期货盘面表现看，近期国内油脂市场在豆油的领涨下整体震荡回升，表现强于马来西亚棕榈油，来自国内需求端的提振效应有望继续支撑油脂市场高位运行。

3 油脂油料市场展望

进入 9 月份，随着美国大豆逐渐成熟，天气因素对美豆价格的影响力会进一步下降。近年来，9 月份美国中西部气温多维持正常，美豆作物区发生早霜的概率较小。从 9 月下旬开始，美国农业部将公布美豆收割率指标，届时美豆产量将更为清晰，本年度美豆市场已难再掀起大规模天气炒作行情。马来西亚棕榈油出口下降，来自印尼的低价棕榈油正在挤占马来西亚棕榈油的出口份额，外盘棕榈油主动反弹动力下降，关注机构对 MPOB 月度报告的预估。国内油脂市场步入需求旺季，需求端的利好以及成本升高有望推动油脂市场保持强势运行。供给偏紧仍支撑豆粕价格高位运行，但高价对需求的抑制效应增加市场继续反弹的难度。国内豆粕市场连续上涨后累积较大获利盘，一旦美豆调整和国内需求下滑，获利回吐压力也会拖累价格上行。国产大豆与进口大豆原有的价差关系改变后，国产大豆需求持续好转，国储拍卖成交火爆，豆一期货市场处于反弹节奏。

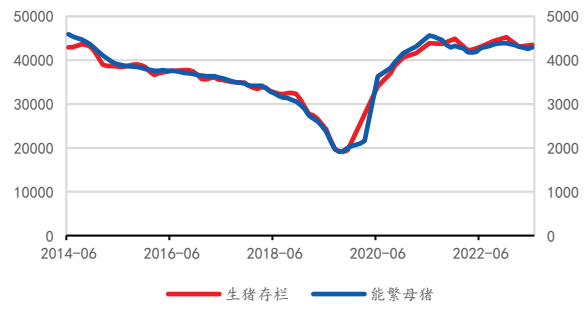
4 油脂油料市场主要数据

图表 46：美国大豆种植收获面积



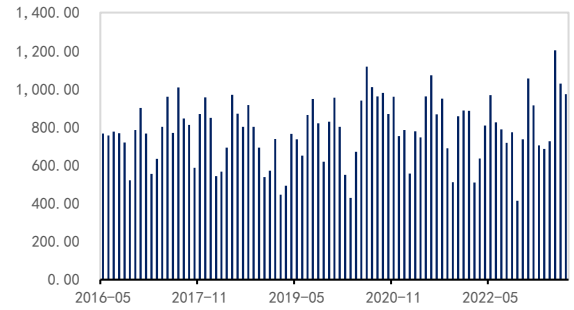
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 47：国内生猪存栏量



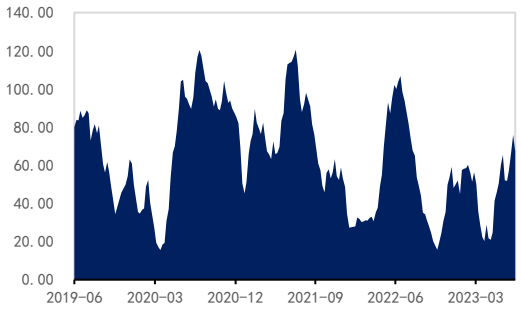
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 48：大豆进口数量



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 49：国内豆粕库存



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

法律声明

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

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

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

扫码立即下载中金财富期货APP

客服热线：4001087888

中金财富期货有限公司

公司网站：https://www.ciccwmf.cn/

地址：深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦4203—4205单元