中金财富期货策略周报（2023 年第 30 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：经济数据已经看到了明显的好转，这将是带动市场上行的关键，随着政策效果的不断显现，顺周期行业也将逐渐好转。但是需要注意，近期工业品价格的大幅反弹，已经很大程度上反馈了经济周期性回升这一基本面，考虑到宏观经济趋势性上行难度依然较大，对于近期已经涨幅过大的工业品，注意其回落的风险。

股指期货：经济上看，政策助力加大信贷投放，持续释放稳增长信号；政策上对违规行为打击力度加大。随着市场主体信心逐渐好转，经济持续恢复向好，A 股市场震荡向上概率较大，建议关注逢低买入机会。

铜：近期央行、发改委等部门打出宏观调控政策组合拳，楼市迎来多项重磅利好政策刺激，短期或极大地维稳资本市场，有色价格高位运行。基本面来看，TC 维持高位，生产商的积极性较高，中国精炼铜产量保持稳步增长，中国精炼铜进口量边际持续改善，国内精铜供应趋于宽松。整体看终端需求还未见好转，但对旺季仍存向好预期，下游对价格高度敏感，坚持逢低补货操作，价格支撑体现，但上行还需等待终端需求活跃。国内市场弱现实与强预期的政策交易还在继续，弱现实特征出现一些边际好转，地产相关政策落地能否带动后端销售传导至前端需要观察，但市场总体对“金九银十”仍有期待，预期支撑与预期差交易是国内宏观逻辑的变化。沪铜价格向上弹性或被放大，主要波动区间在 68000-71000 元/吨之间。

锌：矿端受进口矿加工费下行、四季度国内锌矿进入淡季及冬储需要等因素影响，国内矿有偏紧预期。8 月国内精炼锌产出为 52.65 万吨，受预期外检修影响，产量不及预期，随着检修结束，预计 9 月份产量能够重回 55 万吨以上。国内重磅刺激政策不断，地产板块有望修复，基建及汽车高频数据环比改善，有望抵消家电板块减量。社会库存同比维持低位，交易所仓单量也在相对低位，同时在宏观政策的刺激下，预计锌价维持震荡偏强运行。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：上周随着煤矿的逐步复产，钢价的成本支撑有所减弱，带动钢价下调。地产行业在接连出台重大刺激政策后，也进入消化期。随着金九银十的到来，钢材市场讲逐步进入需求验证期，价格或重新回归基本面。我们认为，在国家宏观调控发力，地产刺激政策频出的背景下，钢价下行的空间有限，在强预期与弱现实之间宽幅震荡的可能性大。

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：尽管部分机构评估的美豆产量低于美国农业部 9 月供需报告的预测值，但随着美国大豆逐渐成熟并开启收割大幕，本年度美豆市场的天气市行情已接近尾声，即使后期产量下调也很难再推动美豆大幅上涨。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。美国农业部即将公布美豆收割率，美豆产量更为清晰，新豆集中上市形成的季节性供应压力将陆续显现。9 月上旬马来西亚棕榈油出口继续大幅下降，棕榈油累库效应将持续为市场施压。马盘棕榈油市场形成连跌局面，技术形态显现双顶结构，成本传导不利于国内棕榈油市场反弹。加拿大菜籽产量下调以及中加关系趋紧，菜籽油基本面多空交织可能加剧盘面震荡。国内豆粕现货市场因高价抑制需求而进入调整状态，中秋国庆长假临近，需求端集中备货以及高基差有助于缓解市场跌势。东北主产区新季大豆临近收割，在连续抛储和季节性供应压力下，豆一期货市场涨势受限，与豆二期货的价差关系仍不稳定，大豆市场整体仍未脱离调整节奏。

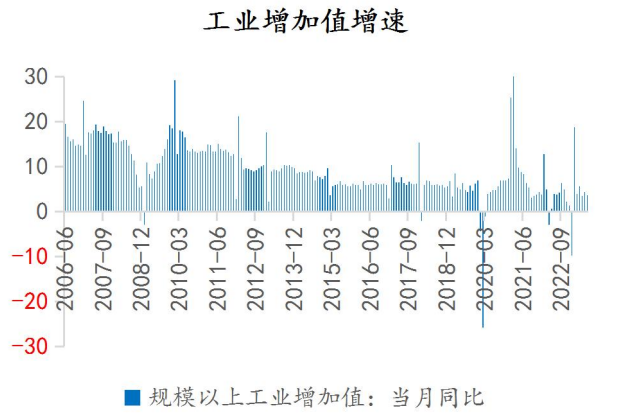
目录

周度策略：经济边际改善 但尚不足以形成新趋势 ..... - 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：多数变化不大 ..... - 7 -
3 央行加码续作 MLF ..... - 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 ..... - 14 -
1 锌：影响因素 ..... - 14 -
2 总结 ..... - 14 -
3 锌期货现货数据 ..... - 15 -
钢材 ..... - 16 -
1 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 ..... - 20 -
1 近强远弱前高后低 ..... - 20 -
2 利好兑现等待拐点 ..... - 20 -
3 沙特掌握定价权重 ..... - 20 -
4 需求转淡仍具韧性 ..... - 21 -
5 关注三大机构前瞻 ..... - 21 -
6 多空制衡交易走廊 ..... - 21 -
7 原油期现数据 ..... - 21 -
天然橡胶 ..... - 24 -
1 合成橡胶拉涨天然 ..... - 24 -
2 现货市场流通偏紧 ..... - 24 -
3 国内产区割胶不畅 ..... - 24 -
4 库存去化压力减轻 ..... - 25 -
5 理性看待上涨节奏 ..... - 25 -
6 超跌修复逢高空配 ..... - 25 -
7 橡胶期现数据 ..... - 26 -
油脂油料：报告利空施压，国内外豆类市场承压调整 ..... - 28 -
1 外部豆类市场分析 ..... - 28 -

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

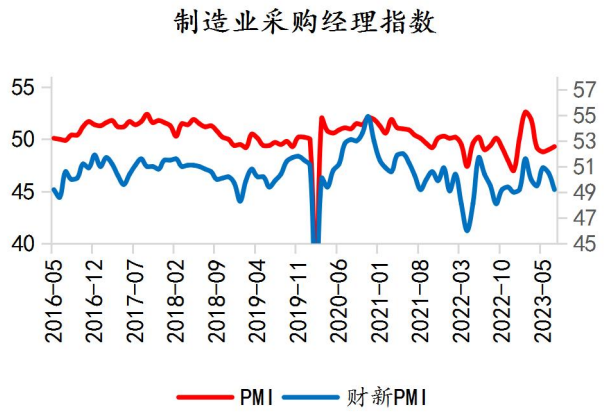
重要经济指标概况

图表 1：国内工业增加值增速



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 2：中国制造业采购经理指数



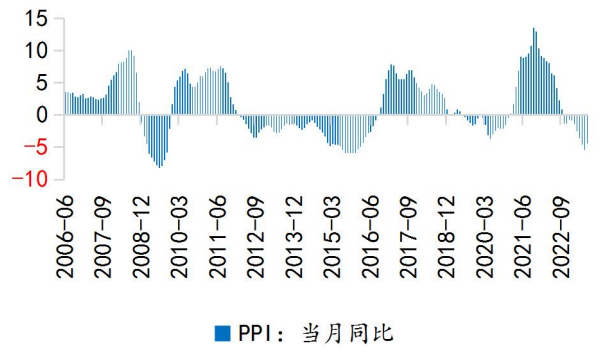
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 3：中国居民消费价格指数



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 4：中国工业生产者出厂价格指数



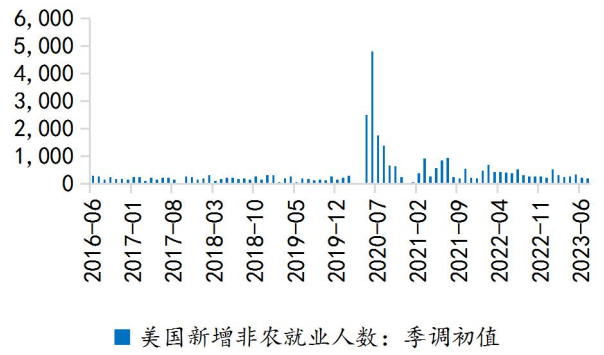
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 5：美国制造业采购经理指数



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 6：美国新增非农就业人数



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

周度策略：经济边际改善 但尚不足以形成新趋势

我们上周强调过，工业品连续大幅上涨，部分品种的走势已经脱离了基本面。从近期公布的 8 月份经济数据看，积极因素增多，经济边际改善，包括楼市都出现了曲折改善的态势。但是，经济复苏的程度与工业品的表现还存在差异，对于前期持续强势的工业品，我们的观点不变，部分工业品存在卖保的机会。

8 月经济恢复势头良好

在前期稳增长政策的推动下，8 月经济恢复势头整体向好，主要指标边际改善。消费（社会零售）增速好于预期，服务消费热度较高；制造业投资增速进一步加快，高技术制造业增势较好；工业和服务业生产均有提速。专项债发行节奏加快，基建保持较高增速；房地产仍处筑底阶段，支持政策或将继续推进。

社会零售增速高于预期，商品消费增速有所加快，服务消费热度仍高。8 月，社零总额为 3.8 万亿元，当月同比 4.6%，前值 2.5%。分大类看，餐饮收入同比 12.4%，前值 15.8%；商品零售同比 3.7%，前值 1%。全国服务零售额同比增长 19.4%，虽较 7 月降 0.9 个百分点，但仍大幅高于商品消费，服务消费市场热度仍高。

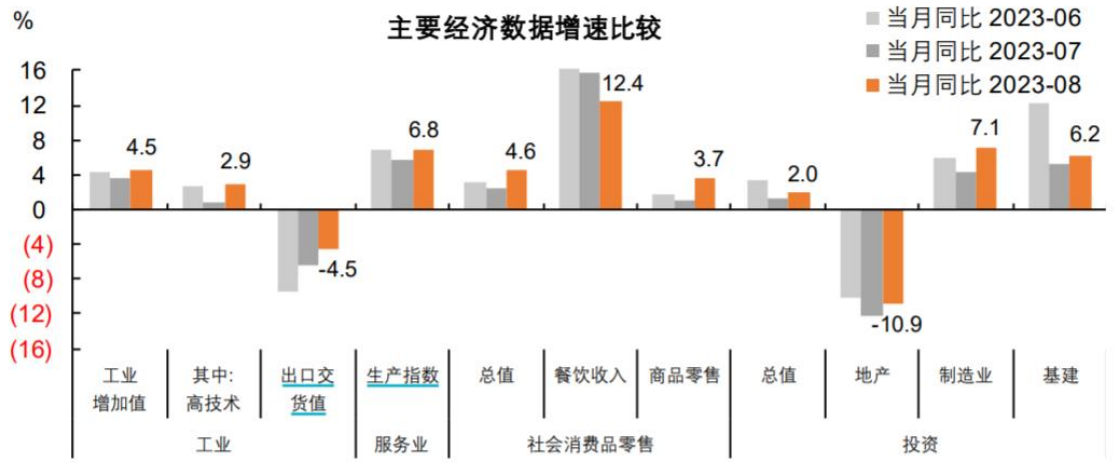
8 月除汽车之外的消费品零售额当月同比 5.1%，高于社会零售总额的 4.6%；汽车类零售额同比 1.1%，较 7 月上升 2.6 个百分点，汽车消费“淡季不淡”。9 月汽车零售基数偏高，当月增速可能难有大幅提升。地产竣工端消费整体改善。受较低基数影响，8 月化妆品、金银珠宝消费增速均有明显加快，但持续性有待观察；家具类、家用电器和音像器材类消费有所改善，二者分别较前值上升 4.7 个、2.6 个百分点。

固定资产投资增速小幅下降。8 月固定资产投资完成额累计同比 3.2%，前值 3.4%。制造业投资增速有所加快。8 月制造业投资累计同比 5.9%，前值 5.7%。8 月制造业 PMI 继续回升，新订单指数重回扩张区间，价格指数也回升明显，工业企业利润增速降幅也在不断收窄。8 月高技术制造业投资累计同比 11.2%，高于全部制造业投资 5.3 个百分点。

基建投资增速仍然较高。8 月狭义基建投资累计同比 6.4%，前值 6.8%。从资金来源看，8 月地方政府新增专项债发行 5946 亿元，单月发行规模为今年以来最高。未来还有约 5000 亿元的发行空间，基建投资增速仍有一定支撑。房地产投资增速小幅下行，近期楼市活跃度有所提升。8 月房地产开发投资累计同比-8.8%，较前值下降 0.3 个百分点，降幅继续收窄。分项指标看，竣工面积增速虽略有下降但仍处高位，新开工面积略有好转，销售面积增速继续下探。8 月末以来，房地产政策支持力度明显加大，热点地区的部分楼盘到访量和认购量明显增加，后续支持政策可能将继续推进，预计 9 月份住宅成交数据或将环比改善。

整体来看，经济形势有所好转，但内生增长动力仍有待提升。8 月经济数据呈现出较全面的边际改善，而主要短板也是地产，9 月下旬地产销售的走势是宏观面的关键线索之一。

图表 7：主要经济数据的变化



资料来源：wind，中金财富期货

美国通胀韧性依然存在

美国 8 月整体 CPI 通胀 3.7%略超预期，环比 0.6%与预期一致。向上拉动项方面，以能源增速快（环比+5.6%），住房水平高（同比 7.3%）为主。核心 CPI 方面，8 月核心 CPI 环比小幅回升至 0.3%，同比 4.3%持续回落。非住房核心 CPI 同比则下探至 2.2%。核心商品 8 月环比-0.1%，同比回落至 0.2%。其中二手车环比-1.2%，为 8 月 CPI 主要拖累项。

能源为 8 月 CPI 主要拉动项，其影响向交通运输服务价格传导。7 月油价涨幅可能在 8 月通胀数据中体现：8 月汽油（+10.6%）、燃油（+9.1%）、电力（+0.2%）、天然气（+0.1%）环比均有增加，其中汽油贡献大半。8 月交通运输服务 CPI（+2%）回升体现油价传导效应，其中机票价格环比增长回正至 4.9%。未来油价压力可能继续向运输业转移，制约服务业的降温。

住房为核心 CPI 增长的最大拉动项，目前在快速回落。8 月核心服务环比 0.4%，与前值持平，同比小幅回落至 5.9%（前值 6.1%）。8 月住房价格同比继续回落至 7.3%，前值 7.7%，对核心 CPI 增长的贡献仍超 70%。业主等价租金同比 7.3%，主要住所租金同比 7.8%基本按领先指标趋势下行。预计下半年住房价格回落将继续主导核心服务通胀降温。

下半年，能源价格回升趋势或将延续，美国降通胀仍面临多层次风险。短期来看，9 月油价持续回升。更长期来看，OPEC+主要成员国持续减产、去年同期基数走低均指向能源价格回升风险。能源价格如果稳步走高，其影响将逐步扩散至交通运输甚至商品生产行业成本，这对美国各层次通胀指标都将产生压力。

8 月数据未对市场造成过多扰动，数据公布后市场判断 9 月不加息。本期 CPI 数据略超预期，但不足以让美联储马上做出反应，市场也反应较平，9 月不加息概率升高至 97%，11、12 月加息概率小幅回升至 40%左右。近期美联储鹰派表态与美国经济实际表现给再次加息留有可能性，未来美国能否顺利降通胀仍需关注后续数据。

波段为王

经济数据已经看到了明显的好转，这将是带动市场上行的关键，随着政策效果的不断显现，顺周期行业也将逐渐好转。但是需要注意，近期工业品价格的大幅反弹，已经很大程度上反馈了经济周期性回升这一基本面，考虑到宏观经济趋势性上行难度依然较大，对于近期已经涨幅过

大的工业品，注意其回落的风险。

宏观经济、市场策略和股指期货市场分析

1 一周重大宏观政策、事件和数据解读

图表 8：一周重大宏观政策、事件和数据解读

类别	时间	政策/数据	内容	点评
政策	9 月 14 日	央行年内第二次全面降准	下调 25 个基点，释放资金约 5000 亿元	稳增长政策继续推进
	9 月 13 日	欧央行加息 25 基点	下调今明后三年经济预期，下调明后年核心通胀预期	预期欧央行有八成概率结束加息
数据	9 月 13 日	8 月当月社零消费较 2021 年同期的两年平均增速约为 5.0%	较前月提高 2.4 个百分点	消费数据好转，略超预期
	9 月 14 日	8 月零售销售环比增 0.6%远超预期	汽油价格强势支撑	油价对美国经济的影响仍在继续
事件	9 月 17 日	第 20 届中国—东盟博览会、中国—东盟商务与投资峰会开幕	本届东博会的主题是“和合共生 建家园，命运与共向未来——推动‘一带一路’高质量发展和打造经济增长中心”。	一带一路的各项活动陆续开始

资料来源：中金财富期货研究所

2 高频数据：多数变化不大

生产：12 个指标中，有 9 个指标更新。其中，6 个指标与 37 周保持一致，1 个指标上升，2 个指标下降，多数指标处中位以上。钢材，高炉开工率未更新、唐山钢厂产能利用率未更新、日均钢材产量保持近五年次高、日均粗钢产量上升至近五年最高。汽车，全钢胎开工率保持近五年中位、半钢胎开工率保持近五年最高。化工，焦化企业开工率未更新、PTA 开工率保持近五年中位、PX 开工率下降至近五年最低、涤纶长丝开工率保持近五年次低、涤纶短纤负荷率保持近五年中位。运输，公路运价指数下降至近五年次高。

消费：6 个指标中，有 4 个指标更新。其中，4 个指标与 37 周保持一致，多数指标处中位以下。汽车，乘用车零售量保持近五年次低。轻纺，中国轻纺城成交量保持近五年中位。商品，义乌小商品价格指数未更新、中关村电子产品价格未更新。电影，日均电影票房保持近五年中位。人流，29 城地铁客运量保持近五年最高。

投资：11 个指标中，有 9 个指标更新。其中，7 个指标与 37 周保持一致，1 个指标上升，1 个指标下降，多数指标处中位以下。地产，30 城商品房成交面积保持近五年最低、二手房成交面积保持近五年中位。钢材，钢材价格未更新、建材成交量保持近五年次低、建材库存未更新、建材需求上升至近五年次低。玻璃，玻璃价格保持近五年次高。沥青，石油沥青开工率保持近五年次高、沥青价格保持近五年最高。水泥，水泥价格保持近五年最低、混凝土价格保持近五年最低。

出口：4 个指标中，有 4 个指标更新。其中，4 个指标与 37 周保持一致，多数指标处中位以下。国内，CCFI 价格保持近五年次低、SCFI 价格保持近五年次低。海外，东南亚集装箱运价指数保持近五年中位、BDI 指数保持近五年次低。

价格：21 个指标中，有 18 个指标更新。其中，17 个指标与 37 周保持一致，1 个指标上升，多数指标处中位以上。农业，农产品价格保持近五年中位、粮价格未更新、油价格未更新、蔬菜价格保持近五年次高、水果价格保持近五年最高、猪肉价格保持近五年次低、牛肉价格保持近五年次低、羊肉价格保持近五年最低、鸡肉价格保持近五年中位、鸡蛋价格上升至近五年最高、水产品价格保持近五年中位。工业，工业品价格保持近五年最高、金属价格保持近五年最高、有色价格保持近五年最高、黑色价格保持近五年最高、能化价格保持近五年最高、动力煤价格未更新、焦煤价格保持近五年最高、原油价格保持近五年最高、布伦特原油价格保持近五年最高、WTI 原油价格保持近五年最高。

3 央行加码续作 MLF

为维护银行体系流动性合理充裕，保持季末流动性平稳，9 月 15 日中国人民银行开展 1390 亿元公开市场逆回购操作和 5910 亿元中期借贷便利（MLF）操作，充分满足了金融机构需求。鉴于当日有 3630 亿元逆回购和 4000 亿元 MLF 到期，故央行全口径实现净回笼 330 亿元。

在 1390 亿元的逆回购操作规模中，有 340 亿元为 14 天期逆回购，这也是央行自今年 1 月下旬以来首次重启 14 天期逆回购，操作利率为 1.95%，较前次开展时的 2.15%下调了 20 个基点。而此次 7 天期逆回购、MLF 操作利率则分别维持 1.8%、2.5%不变。

MLF 续作大幅加量的直接原因在于，近期受信贷投放力度显著加大、专项债发行正在经历年内最高峰等因素影响，9 月份以来市场利率大幅上行，意味着银行体系流动性正在收紧，MLF 操作需求相应上升。

9 月份以来 DR007（银行间市场存款类机构 7 天期回购加权平均利率）均值为 1.87%，高于当前短期政策利率（1.8%）水平，表明资金面偏紧。

4 宏观策略

经济数据已经看到了明显的好转，这将是带动市场上行的关键，随着政策效果的不断显现，顺周期行业也将逐渐好转。但是需要注意，近期工业品价格的大幅反弹，已经很大程度上反馈了经济周期性回升这一基本面，考虑到宏观经济趋势性上行难度依然较大，对于近期已经涨幅过大的工业品，注意其回落的风险。

5 股指期货市场分析

两市震荡回落

两市在汇率下行等因素的影响下震荡下行，上周沪深 300 周-0.83%，上证 50 周-0.2%，中证 500 周-0.07%，中证 1000 周-0.38%，整体看指数呈现弱势。

本周，北上资金再度净卖出逾 152 亿元，连续第六周流出 A 股。分市场看，沪股通净卖出 44.55

亿元，深股通净卖出 107.52 亿元。

全球来看，PE 历史分位最高的是道琼斯工业指数(93.9%)，对应估值(25.9 倍)；最低的是英国富时 100(0.4%)，对应估值(9.8 倍)。港股行业：PE 历史分位最高的是可选消费(68.5%)，对应估值(33.5 倍)；最低的是金融(4.0%)，对应估值(5.9 倍)。美股行业：PE 历史分位最高的是信息技术(96.6%)，对应估值(37.3 倍)；最低的是能源(15.8%)，对应估值(9.4 倍)。

A 股指数，PE 历史分位最高的是中证 1000(41.6%)，对应估值(38.0 倍)；最低的是创业板指(1.9%)，对应估值(29.4 倍)。A 股风格：PE 历史分位最高的是周期(37.3%)，对应估值(20.0 倍)；最低的是金融(10.9%)，对应估值(7.1 倍)。A 股行业：PE 历史分位最高的是商贸零售(98.9%)，对应估值(782.7 倍)；最低的是电力设备及新能源(0.4%)，对应估值(20.2 倍)。全 A 营收同比增速环比有所回落，主板整体毛利率环比微跌。

积极因素增多 指数继续磨底

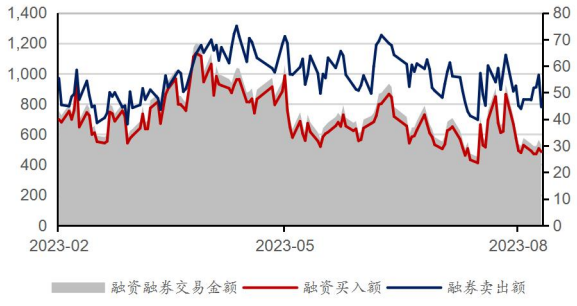
经济数据好转。消费明显改善。8 月社会消费品零售总额同比增长 4.6%，较 7 月回升 2.1 个百分点。固定资产投资有待加强。前 8 个月全国固定资产投资同比增长 3.2%，较前 7 个月回落 0.2 个百分点。民间固定资产投资同比下降 0.7%。前 8 个月房地产开发投资同比下降 8.8%。工业生产有所回升。8 月工业增加值同比实际增长 4.5%。就业状况有所改善，8 月全国城镇调查失业率为 5.2%，比上月下降 0.1 个百分点。8 月多项经济指标边际改善，积极因素累积增多，经济继续恢复向好。

8 月社会融资规模同比增长 9%，当月新增 3.12 万亿元；M2 同比增长 10.6%，M1 同比增长 2.2%。社融增速小幅回升，结构有待进一步改善，主要贡献项是政府债券和企业债券，当月分别新增 1.18 万亿元和 2698 亿元。信贷方面，企业和居民中长期贷款同比有所下降，信贷结构有待改善。央行宣布下调金融机构存款准备金率 0.25 个百分点。这是年内第二次降准，按存款余额 246 万亿元计算，预计释放流动性规模超过 6000 亿元。降准有利于支持经济复苏，改善市场预期。为银行补充流动性，支持政府债券发行，鼓励银行加大信贷投放。

政策上对违规减持，融券做空自己公司股票的行为打击加强。

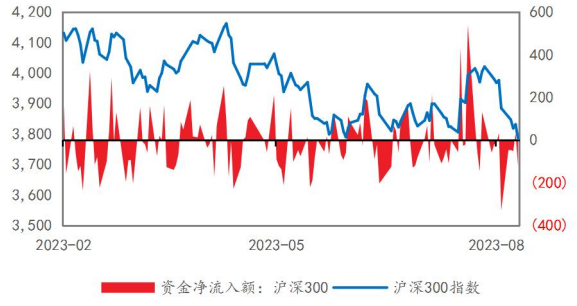
经济上看，政策助力加大信贷投放，持续释放稳增长信号；政策上对违规行为打击力度加大。随着市场主体信心逐渐好转，经济持续恢复向好，A 股市场震荡向上概率较大，建议关注逢低买入机会。

图表 9：融资融券数据图



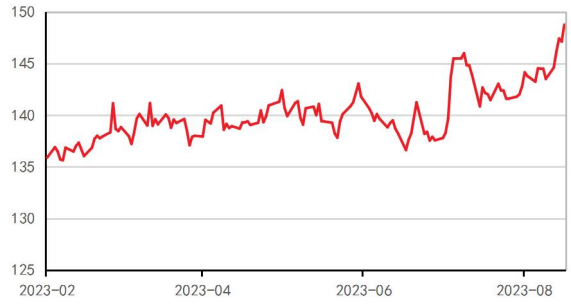
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 10：合约持仓和市场表现



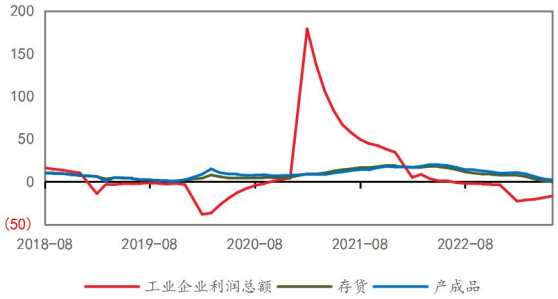
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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，从铜矿粗炼费用来看，8 月现货 TC 持续运行在 92-94 美元/吨的高位区间，反映铜精矿供应依然宽松，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

CSPT 小组敲定的三季度现货铜精矿采购指导加工费为 95 美元/吨及 9.5 美分/磅，较 2023 年二季度增加 5 美元/吨及 0.5 美分/磅，高于 2023 年铜精矿长单加工费 Benchmark88 美元/吨，高位的加工费水平依然凸显矿端宽松格局。

进入 8 月，铜冶炼行业的检修明显减少，有望提振 8 月产量出现较大幅度提升。在原料相对充足、加工费维持高位、硫酸价格仍有短期反弹迹象等利好因素下，SMM 预计 8 月精铜产量将达 98 万吨，创年内及历史新高。1-8 月累计产量 747 万吨，同比增加 77 万吨。铜陵金冠计划 9 月短修 15 天，预计减产 1 万吨；安徽友进冠华计划 9 月检修 1 个月左右，预计减产 1.6 万吨；富冶和鼎 15 万吨老线 9-10 月计划检修 35 天，预计减产 1 万吨，金隆铜业 9-10 月计划检 30 天，预计减产 1 万吨，9 月国内检修较为集中，产量预计环比下滑。但进口比价利好，进口可能持续增加，表观供应增长强。

需求复苏担忧上升

精铜制杆企业受地产类线缆订单趋弱以及成品库存偏高等影响开工率暂未突破 7 成；铜板带箔企业在新能源端的订单表现较好、但在电子消费以及电力金具行业订单走弱，开工率基本与往年持平。进入传统九月旺季，消费季节性回升确定性强，但高价抑制需求，下游很可能通过调整采购节奏的方式避免追涨，从而抑制价格短时间内大幅上涨。

电力与基建方面，国家统计局数据显示，1-7 月我国电网投资完成额 2473 亿，同比增长 10.4%。1-7 月我国电源工程投资完成额 4013 亿，同比增长 54.4%。今年特高压和储能电网订单增速明显，中低压电网订单增速稍显乏力，8 月国网和南网均有集中下单情况且多于 9 月进行交货，为企业生产提供支撑；同时，因 9 月气候适宜施工建设，下游工程项目多于当前季节“赶工期”，这将直接带动铜线缆需求增长，提振行业开工率。

家电消费方面，7 月国内家电消费继续改善，空调、冰箱、冷柜、洗衣机产量累计同比分别回升至 17.9%、13.8%、5.2%、19.9%。炎夏催化空调销量释放，叠加前期抑制的消费需求逐步释

放，国内空调销量回暖；海外冰洗出口好转。房地产迎来重磅利好政策，楼市信心短期维稳，家电消费需求将得到修复。

汽车行业，7 月汽车销量增速继续放缓，当月同比降幅 3%。不过，新能源车维持高速发展，7 月销量同比增长 26%。整体来看，电网建设、新能源车应用以及家电消费进一步改善是支撑需求维持旺盛。随着国内宏观调控政策的不断加码，旺季的需求回暖预期正在不断强化。

2 结论

近期央行、发改委等部门打出宏观调控政策组合拳，楼市迎来多项重磅利好政策刺激，短期或极大地维稳资本市场，有色价格高位运行。基本面来看，TC 维持高位，生产商的积极性较高，中国精炼铜产量保持稳步增长，中国精炼铜进口量边际持续改善，国内精铜供应趋于宽松。整体看终端需求还未见好转，但对旺季仍存向好预期，下游对价格高度敏感，坚持逢低补货操作，价格支撑体现，但上行还需等待终端需求活跃。国内市场弱现实与强预期的政策交易还在继续，弱现实特征出现一些边际好转，地产相关政策落地能否带动后端销售传导至前端需要观察，但市场总体对“金九银十”仍有期待，预期支撑与预期差交易是国内宏观逻辑的变化。沪铜价格向上弹性或被放大，主要波动区间在 68000-71000 元/吨之间。

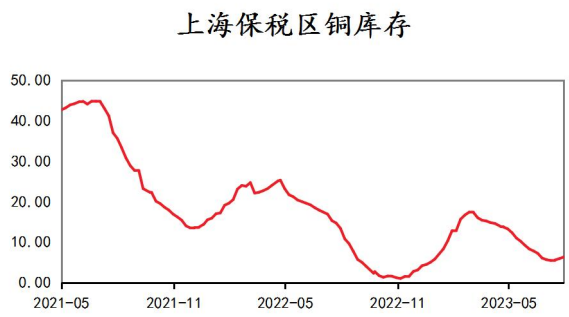
3 铜期货现货数据

图表 13：长江有色铜价



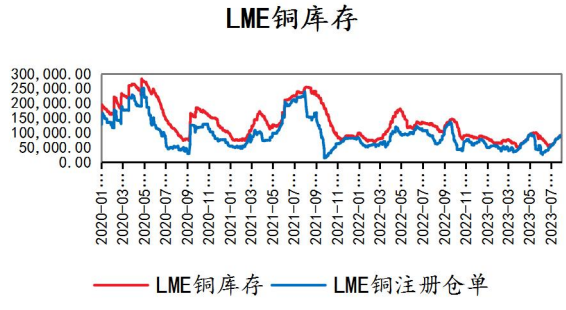
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 14：上海保税区铜库存



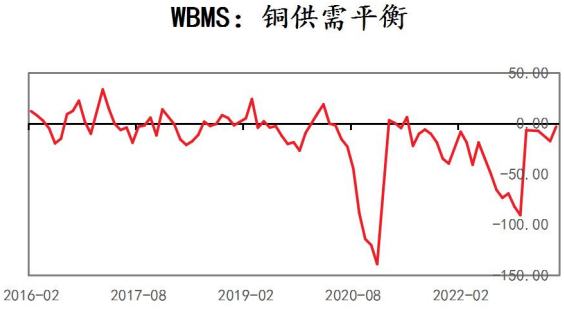
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 15：LME 铜库存



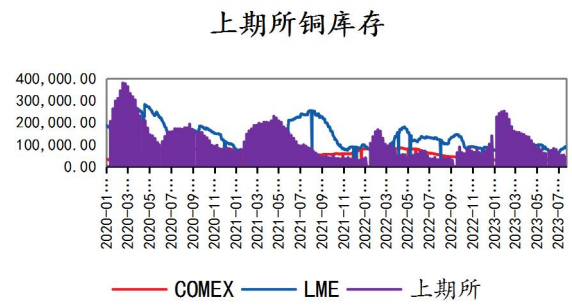
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 16：WBMS 供需平衡



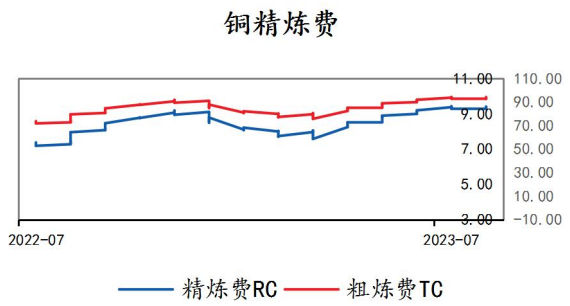
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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

根据国家统计局数据，7 月精炼锌产量 53.2 万吨，1-7 月累计产量 401.5 万吨，较 6 月环比下滑约 5 万吨。国内方面，北方冶炼厂紫金和兴安铜锌逐步恢复生产，赤峰中色进入检修，铁路运输逐步恢复，叠加跨区域流转逐步到货，北方供应或有缓解，但考虑到时间传导和价格走势，预计升水较难快速下行，但这也变相导致上海和广东基差较为坚挺。

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 5 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，约 62.7 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。

政策暖风频吹，静待旺季兑现

就锌主要下游而言，汽车、家电均保持一定增速，地产拖累较多。7 月底，国内政策，尤其地产政策加速推出，宏观预期有所转好，市场情绪好转。“保交楼”政策对镀锌订单继续提供支撑，周度开工率环比略上行至 65.89%，但镀锌消费更多倚仗地产新开工，当前地产新开工不足，待验证金九银十旺季是否起效。下游需求分化，镀锌及氧化锌开工整体好于压铸锌合金。

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

矿端受进口矿加工费下行、四季度国内锌矿进入淡季及冬储需要等因素影响，国内矿有偏紧预期。8 月国内精炼锌产出为 52.65 万吨，受预期外检修影响，产量不及预期，随着检修结束，预计 9 月份产量能够重回 55 万吨以上。国内重磅刺激政策不断，地产板块有望修复，基建及汽车高频数据环比改善，有望抵消家电板块减量。社会库存同比维持低位，交易所仓单量也在相对低位，同时在宏观政策的刺激下，预计锌价维持震荡偏强运行。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。

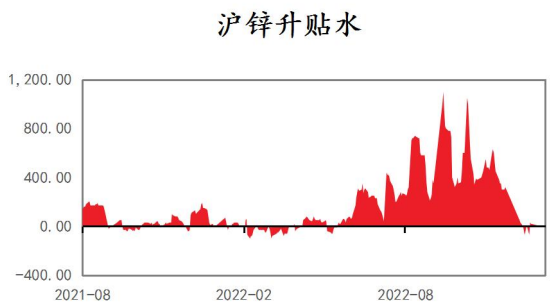
3 锌期货现货数据

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



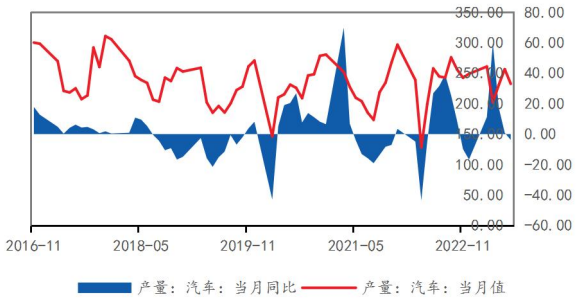
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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

1-8 月，全国房地产开发投资额同比下降 8.8%，降幅较 1-7 月扩大 0.3 个百分点。8 月单月同比下降 11%，降幅较 7 月缩小 0.8%；

1-8 月，商品房销售面积同比下降 7.1%，降幅较 1-7 月扩大 0.6 个百分点。8 月单月同比下降 12.2%，降幅较 7 月同比收窄 3.2%；

1-8 月，商品房销售额同比下降 3.2%，较 1-7 月扩大 1.7 个百分点。8 月单月同比下降 16.4%，降幅与 7 月缩小 2.9%；

1-8 月，全国房屋施工面积同比下降 7.1%，降幅较 1-7 月扩大 0.3 个百分点。

1-8 月，全国房屋新开工面积同比下降 24.9%，降幅较 1-7 月缩小 0.2 个百分点。8 月单月同比下降 23%，降幅 7 月收窄 3.5%；

1-8 月，全国房屋竣工面积，同比增长 19.2%，升幅较 1-7 月缩小 1.3 个百分点。8 月单月同比上升 10.6%，升幅较 7 月缩小 12.5%；

1-8 月房企资金来源合计同比降幅扩大至 12.9%；国内贷款同比下降 24.9%（7 月-14.9%），8 月单月定金及预收款同比下降 32.2%（7 月-7.3%），个人按揭贷款同比下降 27.5%（4 月-24.4%）

从数据上来看，房地产投资增速仍在下降，但降幅有所收窄。8 月以来地产刺激政策不断，地产投资增速降幅未来有望进一步减缓。房屋销售面积和销售额的同步下降，反映出地产行业的复苏仍存在很大的压力，短期难以扭转。居民的购房信心和购房能力有待加强，同时销售的走弱表明房企资金紧张的问题没有得到缓解。

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》

9 月 12 日，北京取消二手房限价

9 月 14 日，央行宣布于 2023 年 9 月 15 日下调金融机构存款准备金率 0.25 个百分点。

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 金九银十 需求有待验证

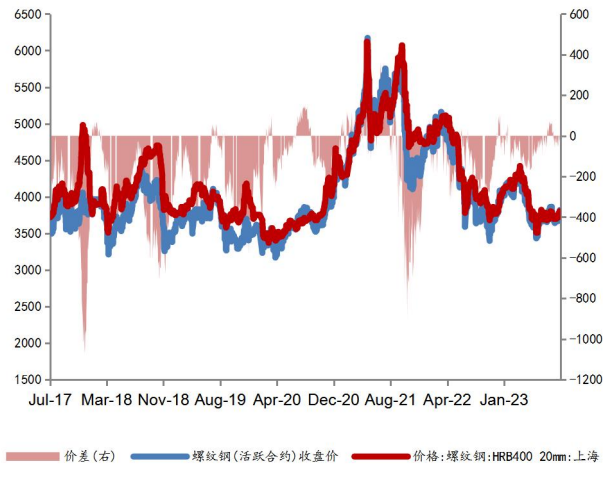
上周，五大品种周度产量 903.82 万吨，较上周下降了 18.58 万吨；五大品种钢厂库库存 431 万吨，较上周减少 2.59 万吨；五大品种社会库存 1148.03 万吨，较上周减少 34.45 万吨，降幅 1.27%；五大品种表需 940.86 万吨，较上周减少 4.02 万吨。钢材产量继续下调，螺纹、热卷、中厚板降幅都再 6 万吨左右；总库存保持去化，其中又以螺纹去库较为显著；表需表现一般。目前处于节前备货期，钢材产量不升反降，说明高价原料开始对产量产生负反馈。

5 小结

从统计局公布了 8 月地产数据，从数据上来看，房地产投资增速仍在下行，但降幅有收窄的迹象。从 8 月宏观经济数据及地产数据来看，房市刺激政策初见成效，虽不能立马扭转地产下行的趋势，但有望不断改善。总体而言，8 月经济及地产下滑的势头都有所放缓，但地产行业下行的趋势没有结束，下游需求复苏仍受到抑制，而粗钢和钢材的产量不断触及年度高值，更是给钢价上涨趋势蒙上阴影。

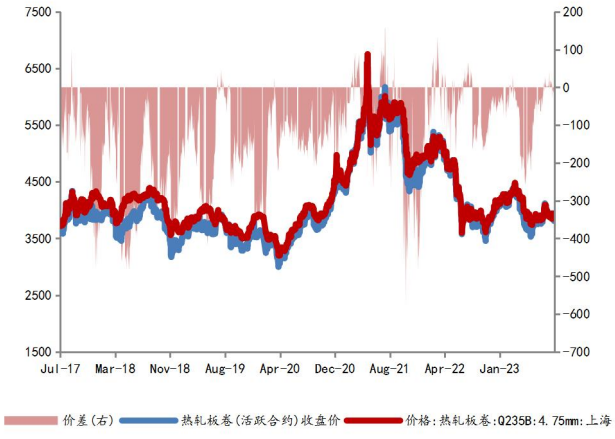
5 钢材期货现货数据

图表 1：螺纹期现价差



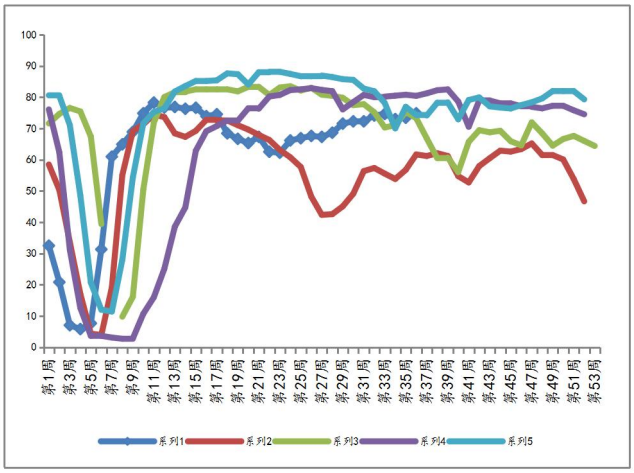
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 2：热卷期现价差



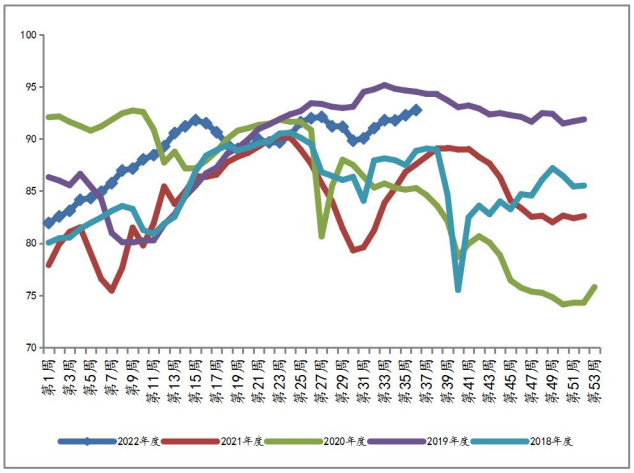
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 3：85 家独立电弧炉钢厂：开工率：中国（周）



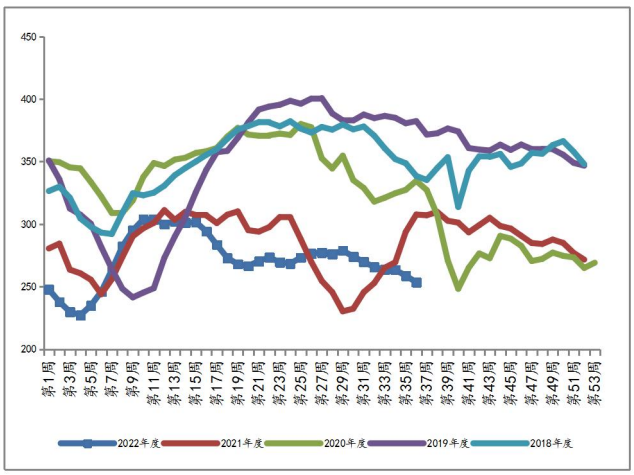
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 4：247 家钢铁企业：高炉产能利用率：中国（周）



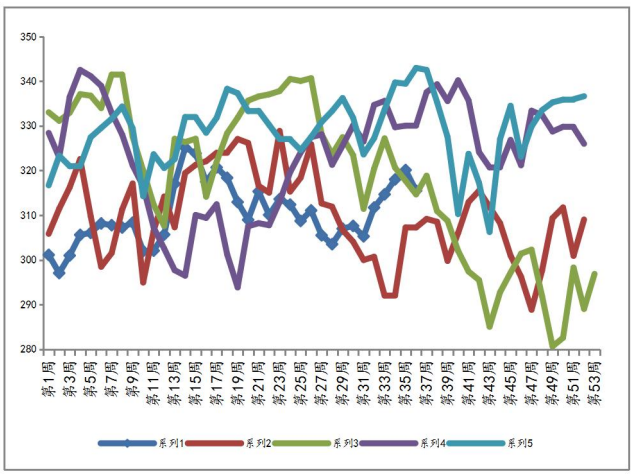
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 5：螺纹钢：建筑钢材钢铁企业：实际产量（周）



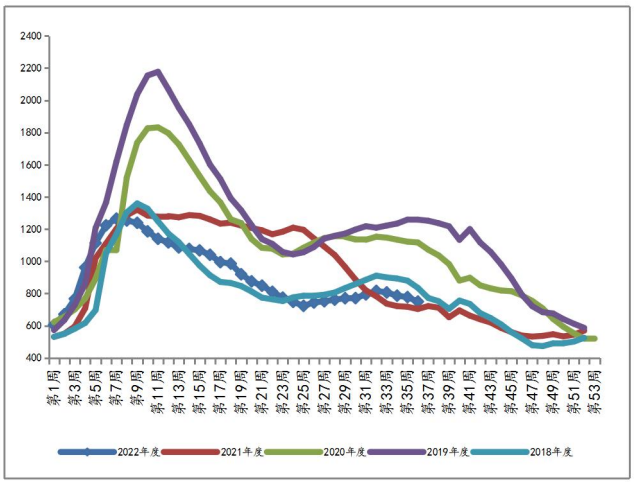
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 6：热轧板卷：钢铁企业：实际产量：（周）



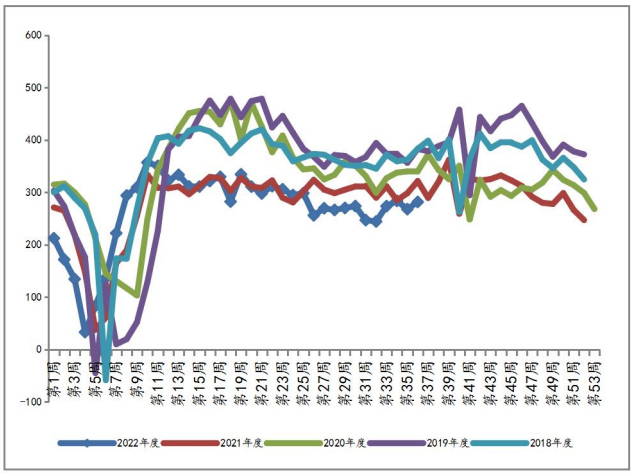
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

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 近强远弱前高后低

在供应紧张带来的上行压力下，国际原油价格已经达到 2022 年的平均水平。

OPEC+减产造成较大的供应缺口，配合三季度需求旺季，原油市场整体表现偏紧。鉴于全球原油仍处于去库阶段，叠加油品裂解价差处于高位，油价长期趋势拐点或将延后，短期难以出现深跌。然而，全球能源消费将从旺季逐步转入淡季，10 月以后汽油需求回落是大概率事件，四季度原油供需缺口将较三季度收缩，市场可能会出现边际弱化。

展望 2023 年内剩余时间，鉴于海内外宏观层面仍存在相当大的不确定性，油价进一步上涨驱动预计将衰减，后期可能会呈冲高回落走势。接下来主要关注原油库存和裂解利润高频数据，但在基本面实质性转弱之前不看好左侧做空。

2 利好兑现等待拐点

近期国际油价大幅上涨，固然有商品情绪整体回暖的原因，但离不开原油自身基本面的偏强。

目前原油市场最大的利多因素是，沙特和俄罗斯领导 OPEC+减产的持续时间超出预期，供应端长期收紧刺激油价再上新高。与此同时，全球原油库存也在持续下降，美国商业原油库存低于 5 年均值水平，美国战略石油储备更是降至数十年来最低，低库存状态放大了供应端波动造成的上行风险。但不应忽视一个问题，本次减产计划并没有令原油供应进一步下降，只是延长了当前供需偏紧的格局。而北半球夏季旅行旺季已过，原油需求端逐渐开始季节性走弱，汽柴油裂解价差出现下滑迹象。

因此我们认为，利好兑现是一个多头获利了结的机会，但空头入场仍需等待时机，需要关注成品油的累库拐点。

3 沙特掌握定价权重

供应端来看，虽然产油国三巨头中，目前沙特原油产量屈居末位，但实际上该国具有最大的定价话语权。

美国跃居全球第一大产油国，但其自身也是全球第一大原油消费国，仍在一定程度上结构性依赖进口，且美国战略石油储备已经降至历史绝对低位，无法再次大幅释放库存。俄罗斯原油和凝析油产量较为稳定，该国使用主权财富基金对油价波动削峰填谷，其增产和减产的弹性都不大，在俄乌战争受西方制裁以后，俄罗斯原油只能以大幅折价出售，在现货市场中议价能力处于弱势。沙特尽管已经因减产主动让渡了大量市场份额，其原油产量从近年来最高水平 1200 万桶/日大幅降至约 900 万桶/日，但该国仍然对国际原油流通市场具有最大的边际影响力。

综上，沙特领导 OPEC 制定的生产政策，堪比调节世界原油供应松紧的油阀，但不排除美国通过政治手段对市场造成冲击的可能，例如放宽对伊朗制裁等。中短期内，全球原油供应存在上限，市场基本面呈偏紧平衡的格局，支撑油价保持高位震荡运行。

4 需求转淡仍具韧性

中长期来看，需求端仍然是油价重心高低的决定性因素，后期需观察全球成品油消费能否匹配原油的强势。

三季度北半球汽油消费旺季达峰以后，将在秋季出现季节性回落。在三季度末到四季度初，北美汽油开始切换冬季规格令成本降低。能源市场可能会提前交易汽油利润走弱逻辑，但鉴于美国汽油处于低库存状态，短期仍有一定支撑。近期柴油成为油品消费的焦点，由于对俄罗斯成品油施加制裁，欧盟进口柴油转向亚太和中东地区。亚太柴油需求季节性走高，且部分炼厂存在检修，柴油供应偏紧使得裂解利润回升。

宏观层面看，中国经济数据能否持续复苏，是验证原油需求增长的核心变量，在经济托底政策接二连三出台，预期宏观和需求有企稳回升的空间。此外，由于美国经济仍将维持一定韧性，市场从衰退预期再次转向软着陆预期。若没有新的宏观重大利空因素，油价维持高位震荡的局面暂难改变。

5 关注三大机构前瞻

市场对全球供应结构性偏紧的预期令原油走势得到支撑，国际油价创年内新高。市场关注的焦点再次从与经济衰退相关的需求风险，转移到对潜在供应短缺的担忧上。在沙特和俄罗斯近期宣布延长减产协议至年底后，即便长期趋势仍将表现为前高后低，但基于紧张的现货市场情况，油价短期向上突破是当前的最小阻力路径。此前参考 OPEC+2021 年减产路径，能源机构普遍认为，沙特自愿减产将从四季度开始逐步退出，但目前原油市场缺口仍高达近 200 万桶/日，后期或继续为油价维持高位提供充分支撑。接下来应关注国际能源署 IEA、美国能源信息署 EIA 和石油输出国组织 OPEC 发布的原油市场月度展望报告。

6 多空制衡交易走廊

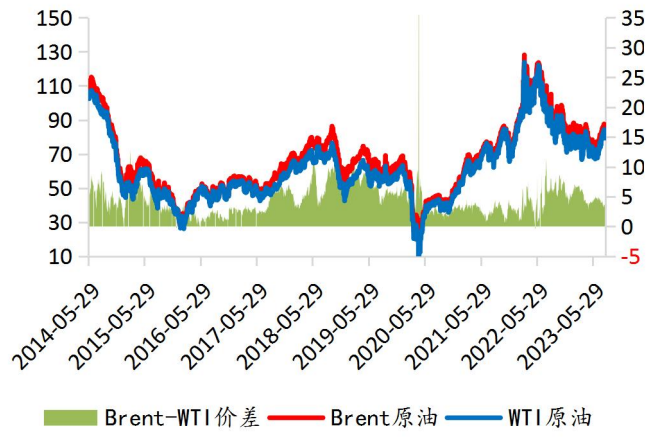
原油市场将长期受供应紧张和经济衰退双重逻辑主导，即供应决定油价地板，宏观和需求决定天花板，这一观点已经数次得到验证。现阶段原油市场多空因素相互制衡，难以形成一边倒的局面，缺乏单一强势的主线逻辑。

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。

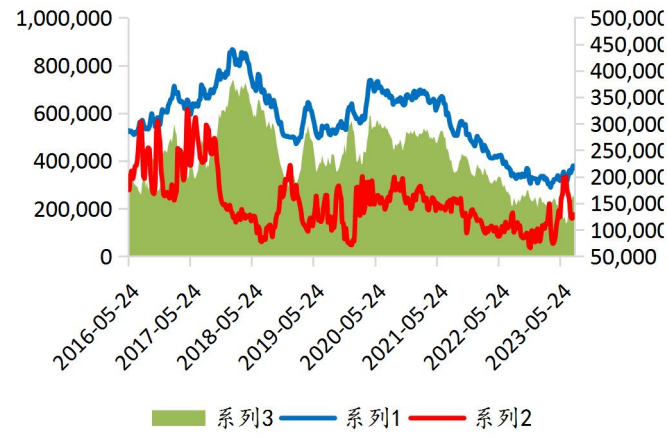
7 原油期现数据

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



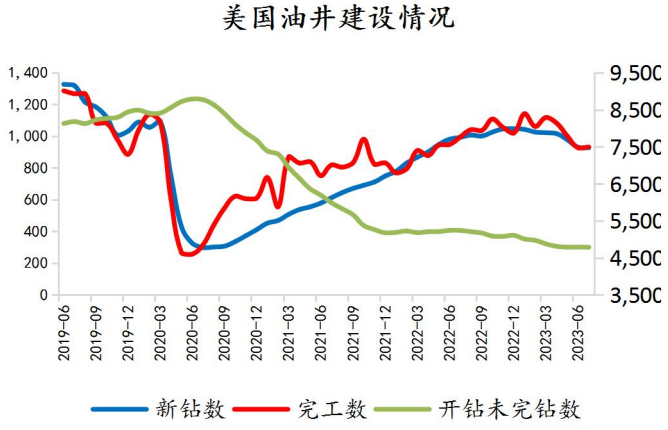
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 36：沙特原油产量



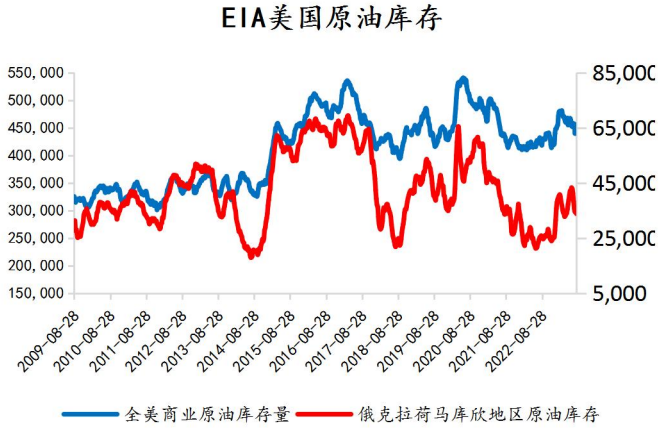
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 37：美国油井建设情况



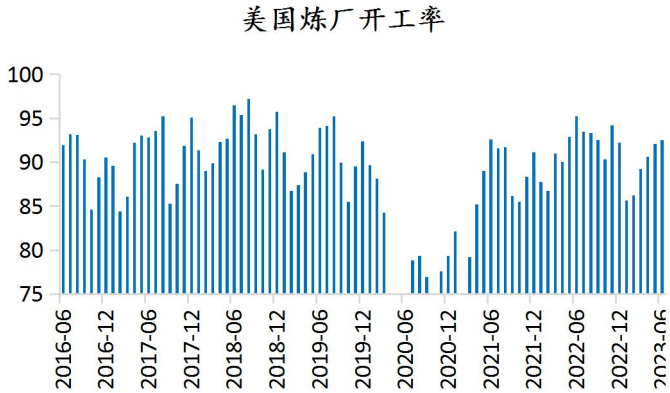
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 38：EIA 原油库存



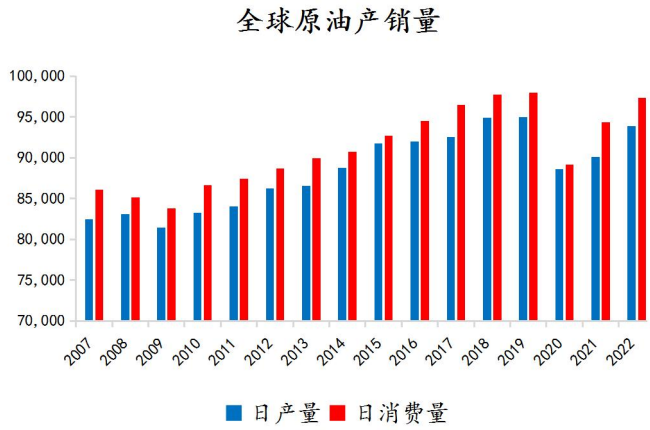
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 合成橡胶拉涨天然

近期橡胶市场开启大幅上涨行情，三大橡胶期货品种整体来看，主要原因是丁二烯橡胶期货（BR）炒作 1 月合约交割品偏紧的预期，盘中曾一度录得全线涨停，并带动天然橡胶期货（RU）及 20 号胶期货（NR）表现强劲。目前丁二烯橡胶市场逐渐回归理性，现货交投情绪趋缓，但基本面支撑下短期价格或将维持偏强运行。

成本端丁二烯受外盘价格上涨提振，国内报盘高位坚挺，但丁二烯港口库存高企，未来供应宽松预期压制进一步上涨空间。上游方面，据隆众资讯统计，锦州石化和扬子石化顺丁橡胶装置继续停车，四川石化 15 万吨顺丁橡胶装置将停车检修。因此，国内高顺顺丁橡胶开工率和产量小幅下滑，短期内货源供应预计较少。下游方面，国内半钢胎开工率维持景气，内需市场表现一般，海外订单情况较好。库存方面，由于下游厂商对高价跟进乏力，顺丁橡胶厂家被动累库，而贸易商主动去库。

综合来看，合成橡胶原料成本端驱动料将减弱，但供需暂时相对平衡，期货盘面回调后或震荡整理，关注丁二烯港口库存和顺丁橡胶现货成交情况。

2 现货市场流通偏紧

抛开丁二烯橡胶交割品是否紧缺的争议，天然橡胶自身基本面亦存在一定支撑。

目前，天然橡胶上游环节供应低于预期，为季节性上涨提供了基础条件。虽然全球产区割胶面积仍显过剩，但今年持续性降雨导致原料释放不足，国内外产区迟迟未能顺畅放量。ANRPC 截至 7 月的累计产量仅同比增长 0.9%，泰国等东南亚产胶国产量预期相较 2022 年有所下降。国内云南和海南产区原料价格小幅上涨，近期浓乳利润较高且库存低位，浓乳-全乳理论加工利润同步缩小，海南当地胶水进浓乳厂较进全乳厂价格再度出现升水，存在原料争夺分流的情况。此外，日本橡胶市场大涨也对内盘起到一定的刺激作用，业界传闻日本最近在全球大量采购天然橡胶这一重要战略物资。

综上，国内外橡胶交割品及流通品均有偏紧预期，但目前价格拉涨后已经相对充分计价，若无实质性利好则连续上涨乏力，短期或将震荡整理。

3 国内产区割胶不畅

2023 年迄今，国内云南产区天然橡胶产出情况先后遭遇各种问题，一直难以顺畅放量。自 3 月底开始，西双版纳部分地区爆发白粉病，大约影响 30%-40%的割胶面积，橡胶树二次落叶导致全面开割推迟。4 月泼水节后，白粉病不严重的区域逐渐开割，但高温天气降雨偏少，原料胶水产出稀少，中下旬勐腊、勐捧等主要产地一度停割。五一过后，西双版纳地区连续降雨令旱情缓解，但由于前期物候条件不佳，整体开割率仍然偏低。6-7 月受阶段性、区域性的降雨影响，原料产出节奏不畅。8 月西双版纳地区降雨偏多偏涝，割胶时间仅有 10 天左右。后期随着雨季结束天气好转，预计胶水产出将有所恢复，但全年国产胶供应水平较往年或将偏低。另

外，泰国今年新胶产量亦不及预期，当地胶水收购价格也在持续上涨，原料成本端对胶价形成有效支撑。

4 库存去化压力减轻

中游环节来看，青岛港口天然橡胶库存延续小幅去库趋势，对胶价构成托底支撑。

近期，东南亚主产区降雨偏多，原料胶水释放受阻，标胶及混合胶到港货源偏少，青岛地区现货库存边际回落。截至 9 月初，青岛保税区区内天然橡胶库存为 18.57 万吨，较上期减少 1.59%；青岛地区天然橡胶一般贸易库库存为 62.36 万吨，较上期减少 1.90%；天然橡胶库存合计 80.93 万吨，较上期减少 1.51 万吨。另一方面，下游迎来传统消费旺季，半钢胎成品库存也呈现环比小幅去库态势，需求环比改善提高了橡胶出库率。

在供应偏紧和库存去化的刺激下，沪胶市场多头信心增强，泰混现货价格表现强势。考虑到非标价差居高不下，吸引套利盘入场动机，期价大幅拉涨后有获利了结的抛压，现货贸易和终端采购则谨慎观望为主，胶价短期或将震荡调整。

5 理性看待上涨节奏

基于对天然橡胶基本面变化及行业季节性规律的判断，我们维持中期橡胶整体走强的观点，价格上行的概率和空间料应大于下行，但 RU2401 合约仍存在较多不确定性因素。

按照沪胶往年通常的节奏，在 RU09 合约交割之前，沪胶-混合胶的非标期现价差将充分回归，套利盘资金离场。然后在 8-9 月筑底反弹的阶段，橡胶产业资金往往会进行反套操作，三季度后期到四季度前期，橡胶的趋势性上涨容易成为市场共识。

由于此前经历天气及轮储题材炒作，今年沪胶 RU2309-混合胶价差并没有充分回归，而在近期盘面急速拉涨后，沪胶 RU2401-混合胶价差已达 2650 元/吨以上，处于历史同期高位水平。如果非标期现价差进一步扩大，或将为后期行情剧烈波动埋下不稳定诱因。

需要明确的是，本轮胶价上涨的基本面基础并不牢固，当前的强势表现更多来自资金驱动。此前较低的套利盘仓位天然地有利于沪胶上涨，但这也意味着在盘面大幅拉升后，期现价差扩大给套利盘重新入场创造了条件，需深刻理解多空形势的转化。

接下来数周橡胶或延续偏多表现，对于投机交易者而言，可逢回调逐步介入多单，或布局沪胶 1-5 正套；产业资金可待沪胶超涨价差拉大，再入场进行非标期现套利，但需注意 RU2401-RU2405 价差走阔带来的浮亏压力和移仓成本。

6 超跌修复逢高空配

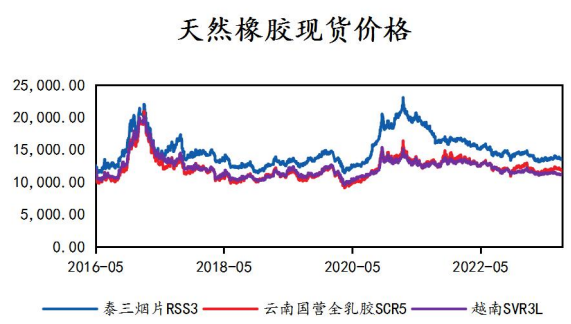
站在当前沪胶估值处于历史性底部的位置上，预计多头机会更多来自超跌后的绝对估值修复，例如市场交易中国重新开放后的经济复苏逻辑。随着外围系统性风险有所释放，低位上亦跌无可跌有企稳迹象，但行情上涨缺乏实质性支撑，预期沪胶盘面在超跌修复后将迎来长期磨底阶段，或将延续金融属性主导的局面，继续以低位区间震荡思路为主。

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



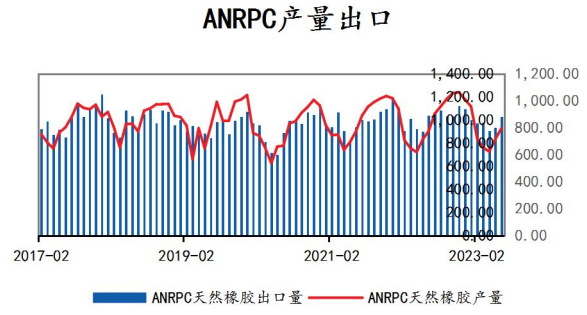
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 41：合成橡胶价格



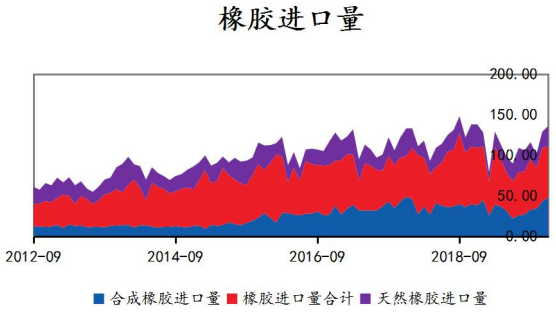
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 42：ANRPC 产量出口



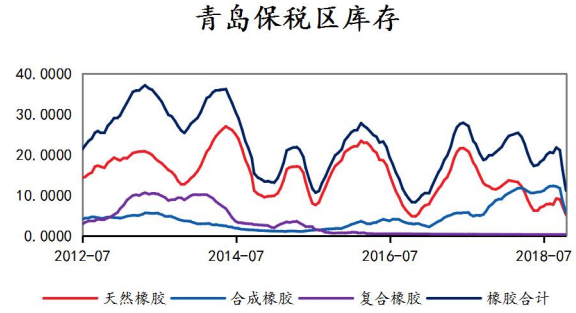
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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



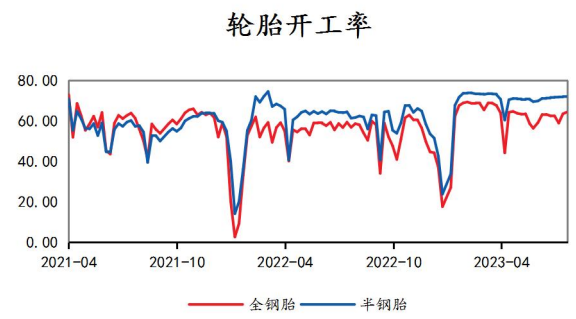
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 45：上期所注册仓单



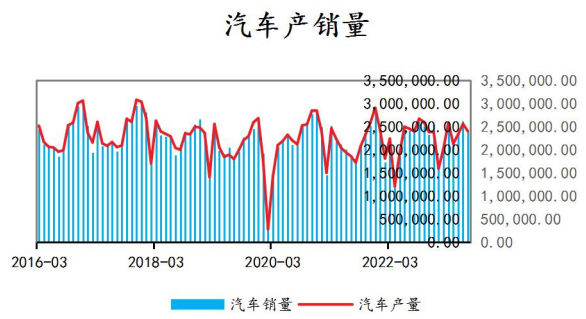
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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：报告利空施压，国内外豆类市场承压调整

1 外部豆类市场分析

美国农业部调低美豆单产和总产，美豆即将进入收割期

美国农业部于 9 月 12 日公布月度供需报告，报告最新评估，2023/2024 年度美国大豆单产和总产量分别为 50.1 蒲式耳/英亩和 41.46 亿蒲式耳，上月预估值分别为 50.9 蒲式耳/英亩和 42.05 亿蒲式耳，报告前市场预期值分别为 50.2 蒲式耳/英亩和 41.57 亿蒲式耳。对于南美大豆，美国农业部维持巴西 1.63 亿吨、阿根廷 4800 万吨的产量预测。美国农业部公布的最新作物生长报告显示，截至 9 月 10 日当周，美国大豆优良率为 52%，较上周下降一个百分点，但高于市场预期的 51%，上年同期为 56%。当周美国大豆落叶率为 31%，去年同期为 20%，五年均值为 25%。美豆即将进入收割阶段，随着美豆产量越来越清晰，天气买盘加速离场、美国新豆上市和南美宽松供应预期对市场的阻力效应在增强。

美豆对华出口检验量下降，巴西大豆出口量继续回落

截至 2023 年 9 月 7 日的一周，美国对中国装出大豆 12.53 万吨；上一周对中国装运大豆 14.77 万吨；当周美国大豆出口检验量为 31.01 万吨，对华大豆出口检验量占到该周出口检验总量的 40.4%。截止到 9 月 7 日的过去四周，美国对华大豆检验装船量累计为 38.64 万吨。2023/24 年度(始于 9 月 1 日)美国大豆出口检验总量累计达到 310,073 吨，同比减少 21.3%。其中对中国出口检验量累计达到 27.3 万吨，占比 88.04%。巴西全国谷物出口商协会(ANEC)的数据显示，巴西 9 月份大豆出口量估计为 708.9 万吨，低于上周预估的 732.0 万吨。作为对比，8 月份出口量为 760.8 万吨，去年 9 月份的出口量为 358.5 万吨。如果预测成为现实，9 月份的大豆出口量将会是 1 月份以来的最低值。

巴西大豆即将进入播种期，南美大豆产量前景保持乐观

按照巴西政府的规定，该国大豆在每年 6 月收割结束后，将进入为期 3 个月的强制休耕期。随着休耕期结束，巴西新季大豆播种将陆续展开。目前包括美国农业部在内的各主流机构评估的巴西 2023/2024 年度大豆产量普遍在 1.62 亿吨之上，继续保持增产势头。布宜诺斯艾利斯谷物交易所近期表示，受厄尔尼诺现象带来的降水影响，该国新季大豆产量预计为 5000 万吨，创过去五年之最，远高于上一年度的 2100 万吨。随着美豆定产，来自南美大豆的增产预期正成为市场的主要阻力。巴西大豆生产周期较长，天气影响更为复杂多变，在美豆产量逐渐明晰后，市场的关注点将转向南美大豆种植和生长情况。目前各方对巴西大豆产量评估较为乐观，并且主要是基于正常天气条件下展开的趋势型预测。近年来全球多地极端天气频发，未来巴西能否实现预定目标仍充满较大不确定性。

马来西亚 8 月棕榈油产量升、出口降、库存大幅增加

马来西亚棕榈油局（MPOB）9 月 11 日公布的月度供需报告出现明显利空效应，MPOB 评估 8 月份马来西亚棕榈油产量环比增加 8.9%至 175 万吨，出口环比下降 9.79%至 122 万吨，8 月底库存环比增加 22.5%至 212 万吨，升至 7 个月高位。快速攀升的库存压力严重打压市场买盘人气。船运调查机构 ITS、AmSpecAgri 和 SGS 公布的数据显示，马来西亚 9 月 1-10 日棕榈油产品出口环比降幅分别为 11.2%、20.38%和 14.8%。马来西亚 8 月底库存增幅高于预期与 9 月上旬出口继续大幅下降形成叠加效应，偏空的基本面数据推动棕榈油价格重心大幅回落。

2 国内豆类市场分析

进口植物油高速增长，国内棕榈油累库效应明显

国家海关总署公布的数据显示，8 月份中国共进口食用植物油 95.5 万吨，较 7 月进口量增加 17.7 万吨，1-8 月累计进口 622.9 万吨食用植物油，同比增幅高达 114.4%。进口植物油高速增长，为国内油脂供应提供重要保障。库存统计显示，截止上周末，国内三大食用油库存总量为 227.32 万吨，周度下降 3.86 万吨，同比仍保持 87.30%的增幅。从分项数据看，豆油和菜油库存分别较上周下降 5.05 万吨和 1.01 万吨，棕榈油库存升至 60.67 万吨，周度增加 2.21 万吨，较去年同期高出 118.55%，国内棕榈油累库效应仍在持续，与进口成本下滑共同为价格施压，也削弱了双节前油脂需求旺季对价格的提振效果，是造成近期国内棕榈油期货领跌的主要原因。

现货需求下降，豆粕市场承压调整

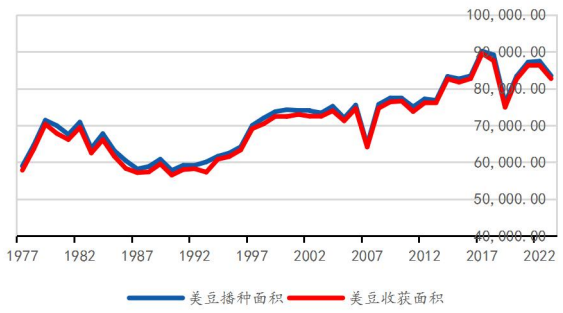
截止本周五，国内沿海豆粕现货报价多运行在 4580-4770 元/吨之间，其中张家港报价 4580 元/吨，天津报价 4770 元/吨，东莞报价 4640 元/吨。美豆跌势趋缓，粕价连续回落刺激部分需求，节前需方集中备货带动现货成交量有所回升，但现货市场仍未脱离调整节奏。据机构对全国主要油厂的跟踪统计，截止上周末，国内豆粕库存为 68.76 万吨，周度减少 3.26 万吨，减幅 4.53%，同比去年增加 17.6 万吨，增幅 34.4%；样本点调整后豆粕库存为 70.76 万吨，较上周减少 3.56 万吨，减幅 4.79%。国内豆粕库存小幅下降，除国内油厂大豆压榨量下降外，节前饲企集中备货也带动豆粕提货量增加。本周国内豆粕期货和现货市场整体维持弱势，主要是美豆下跌带动成本回落并动摇国内看涨预期所致。

3 油脂油料市场展望

尽管部分机构评估的美豆产量低于美国农业部 9 月供需报告的预测值，但随着美国大豆逐渐成熟并开启收割大幕，本年度美豆市场的天气市行情已接近尾声，即使后期产量下调也很难再推动美豆大幅上涨。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。美国农业部即将公布美豆收割率，美豆产量更为清晰，新豆集中上市形成的季节性供应压力将陆续显现。9 月上旬马来西亚棕榈油出口继续大幅下降，棕榈油累库效应将持续为市场施压。马盘棕榈油市场形成连跌局面，技术形态显现双顶结构，不利于国内棕榈油市场反弹。加拿大菜籽产量下调以及中加关系趋紧，菜籽油基本面多空交织可能加剧盘面震荡。国内豆粕现货市场因高价抑制需求而进入调整状态，中秋国庆长假临近，需求端集中备货以及高基差有助于缓解市场跌势。东北主产区新季大豆临近收割，在连续抛储和季节性供应压力下，豆一期货市场涨势受限，与豆二期货联动性增强，整体仍未脱离调整节奏。

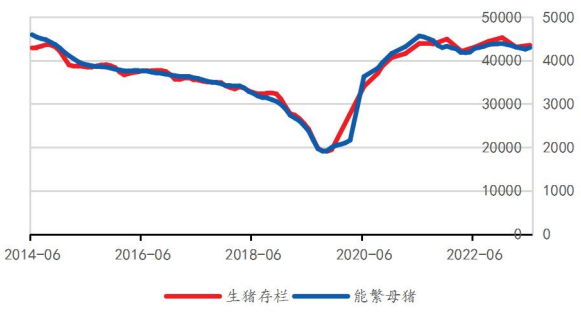
4 油脂油料市场主要数据

图表 48：美国大豆种植收获面积



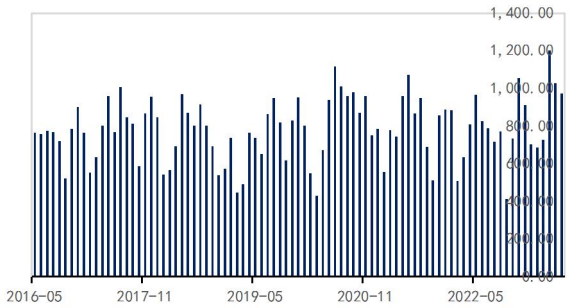
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 49：国内生猪存栏量



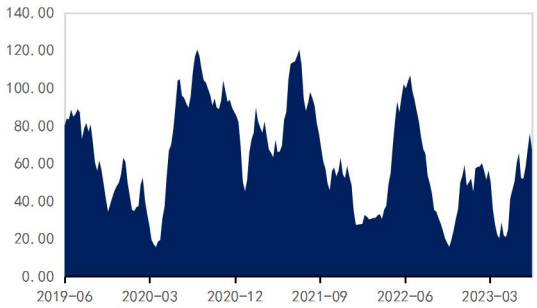
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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