中金财富期货策略周报（2023 年第 31 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：内外需未出现明显改善，一定程度上会压制工业品的上行空间。以及油价涨幅超预期，人民币贬值以及资金等结构性因素难以持续，因此对于工业品而言，目前位置不宜过于乐观，部分高位的工业品，存在卖保的机会。

股指期货：宏观经济改善，政策上活跃资本市场的利多频出，汇率的影响逐渐接近峰值，关键是指数连续大幅调整之后存在反弹的需要。因此我们认为短期内适当乐观，可关注调整之后的买入机会，中期看，目前位置指数再度大幅向下的空间有限，如果出现明显调整，也是较好的中期机会。

铜：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。高铜价+高升水的情况下使得下游市场观望态度较浓。近期来看，进入 9 月以来需求并没有达到传统旺季的预期，下游补库意愿较低，整体消费复苏较为缓慢。政策密集出台，具体落地效果待观察。总的来说，宏观方面也存在着海外经济不稳定性及国内稳增长的预期，因此铜价始终在目前价位高位徘徊，甚至略表现平静，但越临近国庆长假也蕴含着波动加大的风险，铜价走势将出现反复，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。冶炼厂利润持续高位，生产积极性较高，除部分常规检修，其余企业维持满负荷生产；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 万吨以上高位。国内重磅刺激政策不断，地产板块有望修复。镀锌因保交楼和大基建获支撑，压铸锌合金内需和外需均不足，而氧化锌企业受益于轮胎行业较为稳健，开工有所回升；随着国庆节节前备库期来临，需求将有所回升。目前消费表现略不及预期，锌价短期内再上冲的可能性受限。

钢材：上周美联储会议维持了 5.25%-5.5%的联邦基准利率符合市场预期，但美联储主席鲍威尔鹰派发言大幅降低了市场对明年降息的预期，导致美元指数走强，金融资产及大宗商品价格下行。本周是节前最后一周，下游补库已基本完成，基本面驱动力逐步减弱，长假时间较长，建议投资者止盈或离场以控制风险。

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。

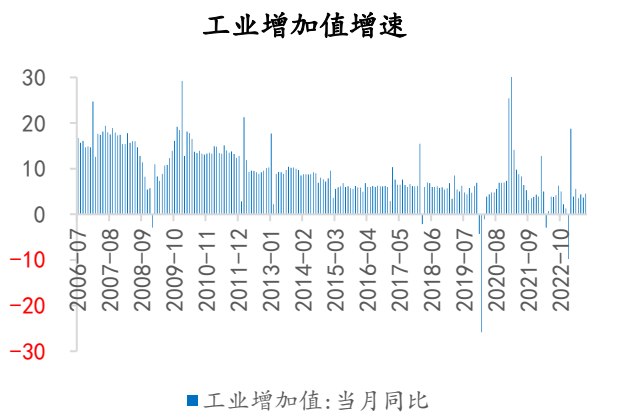
目录

周度策略：经济环比明显改善 但是目前不可过度乐观 ..... - 5 -
宏观经济、市场策略和股指期货市场分析 ..... - 6 -
1 一周重大宏观政策、事件和数据解读 ..... - 6 -
2 宏观经济：回暖迹象已现，但仍需政策发力 ..... - 7 -
3 资金活性仍较弱 ..... - 8 -
4 宏观策略 ..... - 8 -
5 股指期货市场分析 ..... - 8 -
铜 ..... - 10 -
1 影响因素 ..... - 10 -
3 铜期货现货数据 ..... - 11 -
锌 ..... - 13 -
1 锌：影响因素 ..... - 13 -
2 总结 ..... - 13 -
3 锌期货现货数据 ..... - 14 -
钢材 ..... - 15 -
1 美联储议息会议落地 ..... - 15 -
2 地产政策持续发力 ..... - 15 -
3 金九银十 需求有待验证 ..... - 16 -
4 小结 ..... - 16 -
5 钢材期货现货数据 ..... - 16 -
原油 ..... - 18 -
1 减产支撑油价冲高 ..... - 18 -
2 OPEC：需求显著复苏 ..... - 18 -
3 IEA:强现实弱预期 ..... - 18 -
4 EIA：缺口难以抵补 ..... - 19 -
5 库存去化趋势延续 ..... - 19 -
6 多空制衡交易走廊 ..... - 20 -
7 原油期现数据 ..... - 20 -
天然橡胶 ..... - 22 -
1 理性看待上涨节奏 ..... - 22 -
2 供需矛盾得到缓解 ..... - 22 -
3 轮胎开工维持高位 ..... - 22 -
4 终端消费景气回暖 ..... - 23 -
5 合成橡胶成本支撑 ..... - 23 -
6 超跌修复逢高空配 ..... - 23 -
7 橡胶期现数据 ..... - 23 -
油脂油料：报告利空施压，国内外豆类市场承压调整 ..... - 26 -

1 外部豆类市场分析 ..... - 26 -
2 国内豆类市场分析 ..... - 26 -
3 油脂油料市场展望 ..... - 27 -
4 油脂油料市场主要数据 ..... - 27 -

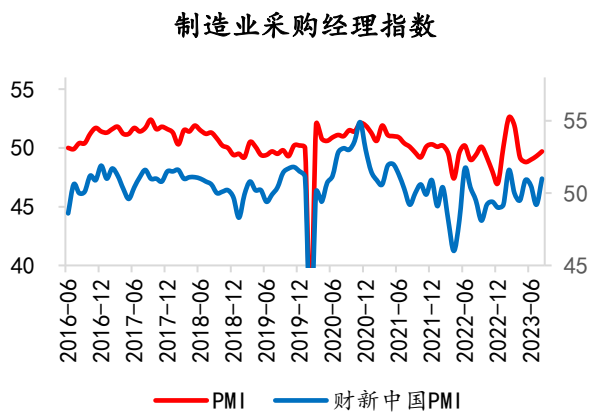
重要经济指标概况

图表 1：国内工业增加值增速



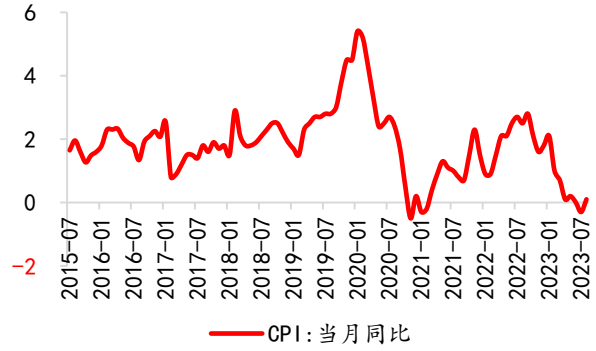
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 2：中国制造业采购经理指数



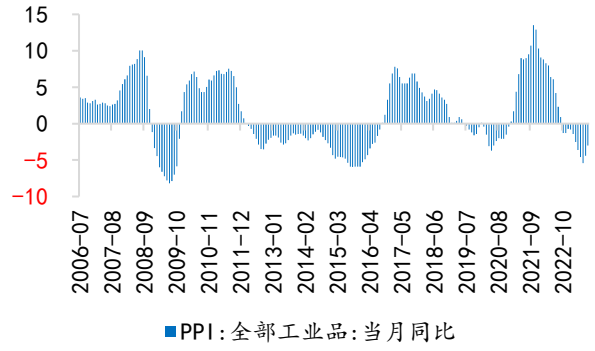
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 3：中国居民消费价格指数



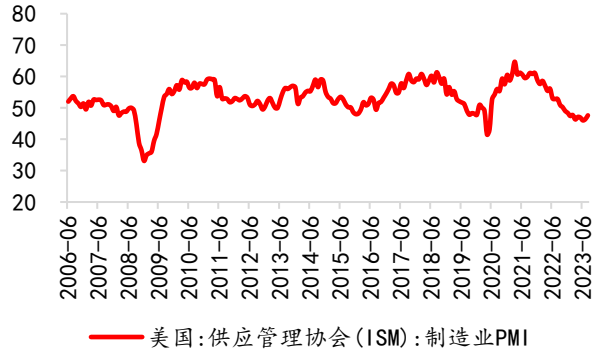
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 4：中国工业生产者出厂价格指数



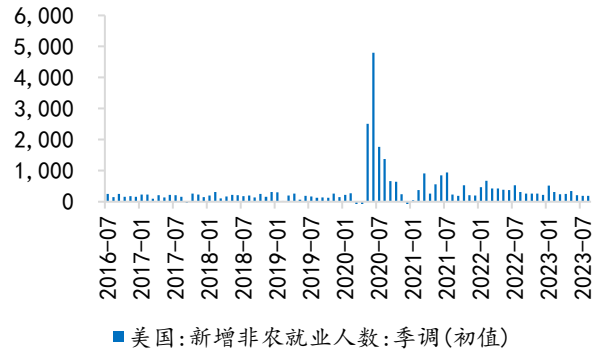
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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：经济环比明显改善 但是目前不可过度乐观

工业品从 4 月份以来经历两轮明显的反弹，第一轮是 5 月 26 日-7 月 31 日，回升幅度为 13.1%；第二轮是 8 月 8 日以来，截至 9 月 15 日反弹幅度为 10.0%。值得注意的是，在 8 月以来的第二轮反弹中，股市和商品市场出现了明显的背离，显示宏观之外的部分因素在主导市场反弹，其中包括了油价涨幅超预期，人民币贬值以及资金等因素，这一点务必需要注意。

8 月经济恢复势头良好

目前宏观经济一个显著的特征是，经济边际修复，但是主导内外需的地产和出口依然较为低迷。

8 月份的经济数据可以看出，工业、服务业生产边际改善，工业增加值与服务业生产指数边际回升；暑期提振消费需求改善，社零额增速边际回升，基建投资持续发挥“压舱石”作用，上年基数走低下出口增速降幅收窄；CPI 由负转正、PPI 降幅延续收窄；此外社融数据也较前值有所回升。

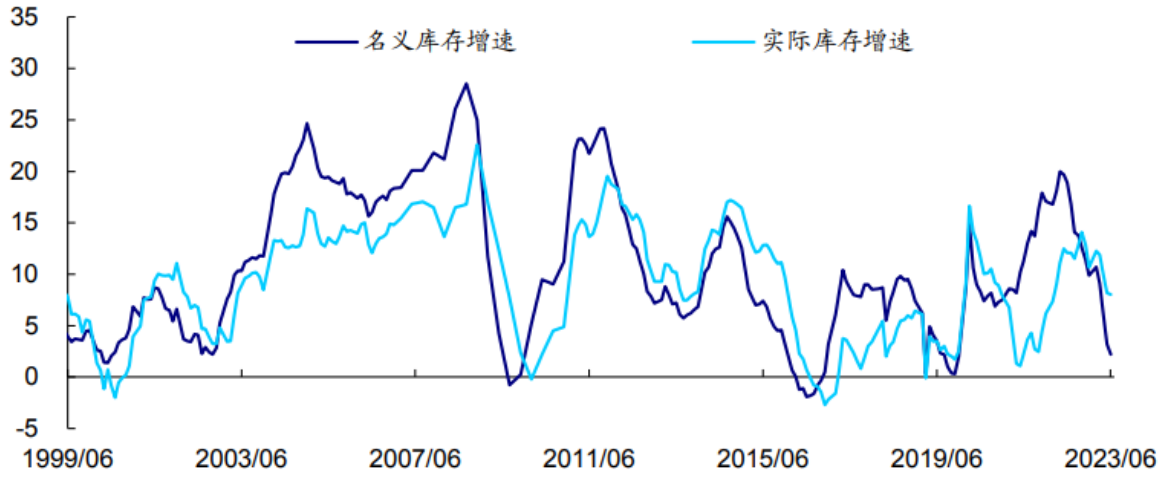
整体来看，二季度以来的经济回落的态势得到初步遏制，稳增长政策的效果初步显现。但是也要看到，除出口增速为负值之外，受房地产降幅走扩拖累，固定资产投资增速较前值回落；居民部门扩表意愿仍偏弱，企业活力也存在不足；此外本月人民币汇率承压也有所加大。稳增长的政策效果仍待观察。

从 8 月以来的高频数据看，截至 9 月中旬，与基建相关的石油沥青开工率、水泥发运率保持较高水平，但是与房地产相关的大中城市成交土地占地面积、二手房出售挂牌价指数则波动回落，此外 8 月下旬以来电影票房、国内航班执行数等与消费相关的高频指数也有所走弱，后续经济回升的力度仍需要政策呵护，提高居民部门收入相关的促消费政策、取消限购等稳地产政策或仍需提速加码。

政策上看，年内二次降准超预期落地，进一步宽信用，一揽子化债方案、城中村改造、地产优化等有望持续推出。后续结构性货币政策、财政政策、产业政策等还需互相配合，经济有望不断回升改善，预计全年经济增速在 4.9%-5.2%之间。

季度数据看，预计三、四季度或分别增长 4.9%、5.5%。

图表 7：剔除价格因素之后的实际库存水平



资料来源：wind，中金财富期货

美国：加息逼近终点，但降息仍遥远

9 月 FOMC 会议整体偏“鹰”。美联储点阵图指向年内还有一次加息空间，基本延续了杰克逊霍尔会议的发言指引，符合预期；但大幅上调了 2024 年和 2025 年的利率中值，指出明年降息空间缩窄、降息时点后移，超过市场预期，并引发美股调整。

美联储将继续谨慎权衡，一会一议。一方面，美国经济正在缓慢降温的轨道中，劳动力市场逐步松动，薪资增速放缓，使得居民总收入增速在 5 月以来有所下滑；但另一方面，近期油价上涨、罢工事件或导致通胀风险再度抬升，通胀水平年内降至 2%目标难度依然较大。预计美联储将谨慎权衡，一会一议。但整体来看，市场需要忍受更长的高利率环境，明年降息的空间或进一步缩窄、时点将进一步后置。

我们可以简单从劳动力市场来佐证上述结论。

美国经济正在缓慢降温的轨道中，但速度偏慢，韧性较强。一方面，去年年底以来居民收入持续改善，7 月以来增速有所放缓，但依然处于相对高位。2022 年下半年以来，美国居民可支配收入增速缓慢上行，名义增速在 2023 年 4 月跳增至 8%以上，实际增速则从去年的负增长转正至 5 月的 4%。究其原因，除工资收入保持粘性之外，政府转移支付收入增加及个税征税标准上调均有贡献。

从 5 月以来，居民收入增速缓慢回落，总收入增速和可支配收入增速均出现回落，其中工资增速放缓的影响最大。究其原因，随着就业参与率持续提升，就业市场开始松动，就业缺口持续收敛，工人议价能力下滑，薪资增速放缓。不过，目前就业市场还未恢复到美联储合意水平，鲍威尔也在本次发布会提出，劳动力市场依然吃紧，但供需较之前更为平衡。

注意高位工业品回落的风险

内外需未出现明显改善，一定程度上会压制工业品的上行空间。以及油价涨幅超预期，人民币贬值以及资金等结构性因素难以持续，因此对于工业品而言，目前位置不宜过于乐观，部分高位的工业品，存在卖保的机会。

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	9 月 21 日	美联储暗示年内仍有一次加息	美联储 9 月议息会议不加息，但是点阵图预测年内仍会加息一次	降息空间的下行对市场影响更大
	9 月 21 日	央行、财政部、发改委就人民币汇率、政策空间、民营经济表态	央行表示，存量房贷利率将在 10 月底前完成调整	人民币对美元不是人民币汇率的全部
数据	9 月 20 日	8 月财政收入增长承压	国有土地出让收入累计同比下降 19.6%，一般公共预算支出累计同比增长 3.8%	收入减速，但是支出增速
	9 月 22 日	美国 9 月服务业 PMI 创 1 月来新低	美国 9 月 Markit 服务业 PMI 初值 50.2，创今年 1 月以来最低	推动经济放缓的是服务业
事件	9 月 17 日	俄罗斯禁止汽油和柴油出口	禁令可能在冬季来临前扰乱全球燃料供应	影响关键在于禁令持续时间

资料来源：中金财富期货研究所

2 宏观经济：回暖迹象已现，但仍需政策发力

目前经济面临的状况是：经济已经回暖，但是政策仍需发力。

工业生产有结构性增长，持续好转需政策发力。8 月工业增加值同比增长 4.5%，其中，制造业为拉动工业增加值上升的主要因素，中游制造业增速较上游有明显改善，下游需求逐步显现。能源品类中，水电出力反弹，为年内首次正增长。生产端出现结构性增长，上游工业生产增长量逐步向中下游传导。结合金融数据略有下滑，需求端企业经营活力、居民端收入及财富增长均不佳，导致下游需求不及预期，向上传导较为困难，工业增加值的平稳增长还需政策发力。

基建投资剔除基数效应后企稳回升，未来有望保持韧性。8 月基建投资（全口径）累计同比增长 8.96%，剔除基数影响后基建投资（不含电力）两年复合增速回升至 7.3%，基建投资对经济支撑力度仍保持韧性。9 本月高炉开工率、日均铁水产量、粗钢产量等高频数据向好，显示当前基建供应端整体情况良好。8 月监管强调今年新增专项债券力争 9 月底前基本发行完毕，用于项目建设的专项债券资金力争 10 月底前使用完毕。在供应端和资金端双重发力的情况下，四季度基建投资有望保持韧性。

制造业投资表现一般，预计四季度将略有好转。制造业投资环比几乎持平，主因在于实体经济仍处于修复期，内生动力不足，信心修复仍需政策配合。预计稳增长及地产政策陆续出台后，四季度制造业投资应有好转。

房地产市场还处于低位运行的调整阶段，在多项刺激政策出台的影响下，略有回暖迹象。1-8 月房屋新开工面积同比降幅与竣工面积同比增幅均有收窄，当月销售面积微增，到位资金减少，地产政策对于商品房交易的刺激力度与可持续性有待进一步观察市场反应。由于地产政策松动效果显现需要时间，预计 9-10 月商品房销售情况或将有一定程度的回暖，到位资金补充与库存周期去化可能优先改善。

社零消费超预期回暖，结构仍偏必需，出行相关有望较快恢复。以餐饮为代表的服务消费和以

化妆品、石油及制品的出行前准备消费对社零拉动作用明显。必选消费保持较强韧性，可选消费 9 月有望改善，整体消费结构仍偏必需，复苏仍在路上。

3 资金活性仍较弱

8 月金融机构口径下新增人民币贷款达到 13600 亿，其中居民部门新增人民币贷款为 3922 亿、企业部门新增人民币贷款为 9488 亿。同比角度观察，企业部门的信贷需求仍要强于居民部门。8 月企业新增信贷同比多增 738 亿，对比居民部门新增信贷同比少增 658 亿。伴随“存量房贷利率下调”“认房不认贷”等政策的陆续出台，房地产销售或边际回暖，由此也会一定程度上刺激居民部门的贷款需求。但由于政策从出台到发酵再到成效显现需要一定的时间，我们预计未来几个月的居民新增信贷需求将持续改善。

资金活跃度仍较弱。8 月 M1 同比增速录得 2.2%，较上月回落 0.1 个百分点；M2 同比增速录得 10.6%，同样较上月回落 0.1 个百分点。M1 和 M1 同比增速双双回落意味着当前在货币供应边际减少的同时，资金的活性也在进一步弱化。一般而言，当宏观经济处于上行景气周期，企业和居民会更偏好流动性更强的资金以备扩产或消费，因此 M1 同比增速通常会高于 M2。但当前 M2 增速已达历史高位，一季度均值为 12.7%，二季度均值为 11.8%，且其增速显著高于 M1，表明市场或许并不缺乏流动性，而更多是以储蓄等形式淤积在金融体系内部。

4 宏观策略

内外需未出现明显改善，一定程度上会压制工业品的上行空间。以及油价涨幅超预期，人民币贬值以及资金等结构性因素难以持续，因此对于工业品而言，目前位置不宜过于乐观，部分高位的工业品，存在卖保的机会。

5 股指期货市场分析

两市先跌后涨

两市先跌后涨，指数在上周五大幅回升，一阳收回全周跌幅，上周沪深 300 周+0.81%，上证 50 周+1.43%，中证 500 周-0.1%，中证 1000 周-0.08%，市场情绪有所回升。

上周北上资金结束连续流出，净买入 0.29 亿元。其中沪股通净卖出 4.40 亿元，深股通净买入 4.69 亿元。

从市场环境来看，四部门积极回应经济热点，释放多重政策信号，进一步稳定市场预期。9 月美联储维持利率不变，明年降息幅度预期回落，释放出一定的鹰派信号。但中国稳健货币政策坚持以我为主，将继续精准有力实施好稳健的货币政策，加强逆周期调节和政策储备，以高质量金融服务助力高质量发展。资金面方面，9 月 LPR 利率维持不变，央行投放市场流动性，维护季末流动性平稳。从技术面来看，指数弱势调整，不过周五指数强势上涨，三大指数涨超 1%，提振市场情绪。目前市场从中期看，处在底部区域震荡调整。

继续关注买入机会

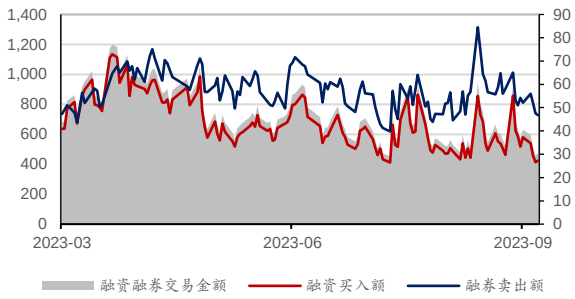
近期以来我们的观点一直未变，那就是关注买入机会，目前仍持有这种观点。

为落实中美两国元首巴厘岛会晤重要共识，根据国务院副总理、中美经贸中方牵头人何立峰与美国财政部部长珍妮特.耶伦达成的共识，中美双方商定，成立经济领域工作组，包括“经济工作组”和“金融工作组”。“经济工作组”由中美两国财政部副部长级官员牵头，“金融工作组”由中国人民银行和美国财政部副部长级官员牵头。两个工作组将定期、不定期举行会议，就经济、金融领域相关问题加强沟通和交流。

另外，市场情绪也将显著改善。

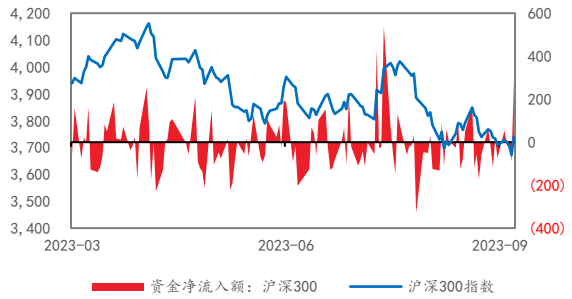
宏观经济改善，政策上活跃资本市场的利多频出，汇率的影响逐渐接近峰值，关键是指数连续大幅调整之后存在反弹的需要。因此我们认为短期内适当乐观，可关注调整之后的买入机会，中期看，目前位置指数再度大幅向下的空间有限，如果出现明显调整，也是较好的中期机会。

图表 9：融资融券数据图



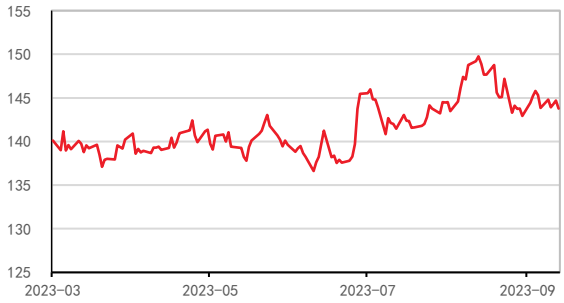
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 10：合约持仓和市场表现



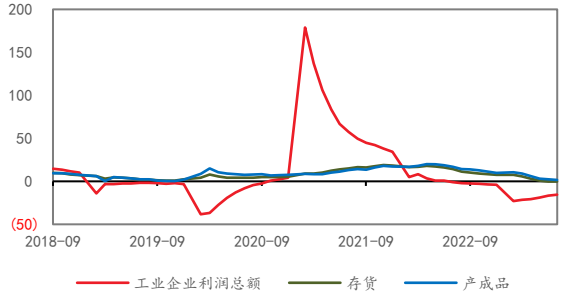
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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。近年来全球矿业的收购增长，也令处于收购过程中的矿业资产面临不确定性，但收购完成之后有望带来产量的增长，包括赞比亚 Mopani 铜矿、博茨瓦纳 Khocmacao 铜矿。整体上，铜矿供应呈现增长及宽松态势。SMM 本周度进口铜精矿铜精矿加工费为 93 美元，CSPT 敲定 Q3 加工费指导价为 95 美元，安托法加斯塔与中国冶炼厂将 2024 年长单加工费敲定为 88 美元，也能佐证铜精矿供应维持充裕。

国内电解铜供应逐步释放

1-8 月累计产量为 747.41 万吃，网比增加 77.18 万吨，增幅为 11.52%。进入 9 月，据 SMM 统计有 5 家冶炼厂有检修计划，但是华东新冶炼厂投产，预计检修整体对 9 月的产量影响较小。四季度冶炼检修逐渐减少，预计后续产量仍将继续爬披，可能突破百万吨/月。

进口方面，8 月中国铜精矿进口量大幅增加，海关总署统计 2023 年 8 月中国铜矿砂及精矿进口量为 269.7 万吨，同比增加 18.81%，环比增加 36.56%。2023 年 1-8 月中国铜精矿累计进口量为 1811.31 万吨，累计同比增加 8.7%。8 月中国铜精矿进口量创中国铜精矿单月进 口量记录。

需求复苏担忧上升

据中汽协会数据，汽车产销分别完成 257.5 万辆和 258.2 万辆，同比分别增长 7.5%和 8.4%。1-8 月汽车产销分别完成 1822.5 万辆和 1821 万辆，同比分别增长 7.4%和 8%。1-8 月，新能源汽车产销分别完成 543.4 万辆和 537.4 万辆，同比分别增长 36.9%和 39.2%，市场占有率达到 29.5%。

房地产方面，1-8 月累计投资-8.8%，降幅较上月扩大 0.3%，销售面积-7.1%，降幅较上月扩大 0.6 个百分点，新开工面积-24.4%，降幅较上月收窄 0.1 个百分点，受保交房政策推动，竣工面积增长 19.2%。整体看 8 月投资和融资需求继续疲弱，特别是房地产的投资和销售继续下滑，不过工业生产和居民消费边际改善明显。

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。

9 月初随着刺激政策兑现推动价格上涨，但终端订单不见改善，下游采购节奏继续受到价格影响，高价订单疲弱，按需补货。具体来看，分行业看新能源车环比增加，光伏保持强劲，电网

需求有所提速，但房地产需求仍未见好转，基建方面仍受困于资金紧张，空调经历了一个异常旺盛的淡季，未来增长点还需关增房地产是否有明显改善，出口订单有所回升，但幅度不大。国内稳长的政策正在强力落地，金九银十传统消费旺季到来，随着国内房地产政策放松和风光电，基建等项目加速，铜的需求将有明显改善，叠加铜国内淡季去库超预期，预计 9 月基本面对铜价有支撑。

2 结论

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。高铜价+高升水的情况下使得下游市场观望态度较浓。近期来看，进入 9 月以来需求并没有达到传统旺季的预期，下游补库意愿较低，整体消费复苏较为缓慢。政策密集出台，具体落地效果待观察。总的来说，宏观方面也存在着海外经济不稳定性及国内稳增长的预期，因此铜价始终在目前价位高位徘徊，甚至略表现平静，但越临近国庆长假也蕴含着波动加大的风险，铜价走势将出现反复，价格向上弹性或被放大，主要波动区间在 68000-71000 元/吨之间。

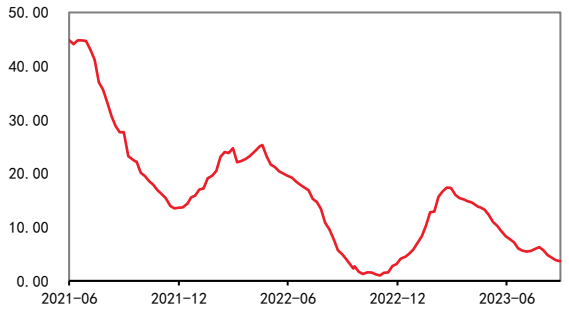
3 铜期货现货数据

图表 13：长江有色铜价



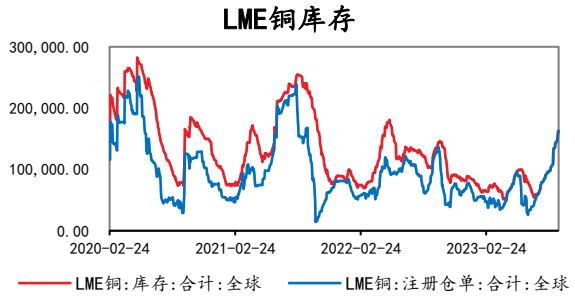
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 14：上海保税区铜库存



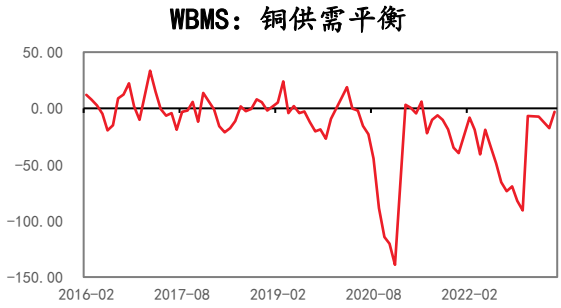
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 15：LME 铜库存



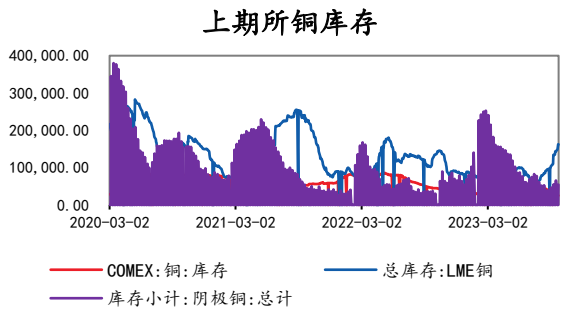
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 16：WBMS 供需平衡



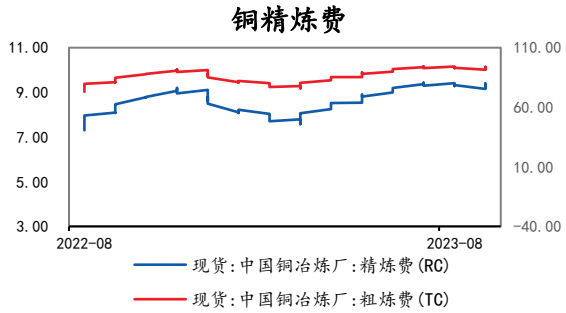
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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，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。冶炼厂利润持续高位，生产积极性较高，除部分常规检修，其余企业维持满负荷生产，预计 9 月份产量能够重回 55 万吨以上高位。

进口方面，随着国内外消费分化，锌市呈现内强外弱格局，精炼锌进口窗口打开，此外 LME 库存持续去库，且多为东南亚仓库，后续货源或将流入国内，国内锌锭供给压力较强。

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。终端订单下滑，镀锌和压铸锌合金企业开工下滑，而氧化锌企业受益于轮胎行业较为稳健，开工有所回升；随着国庆节节前备库期来临，需求将有所回升。

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。

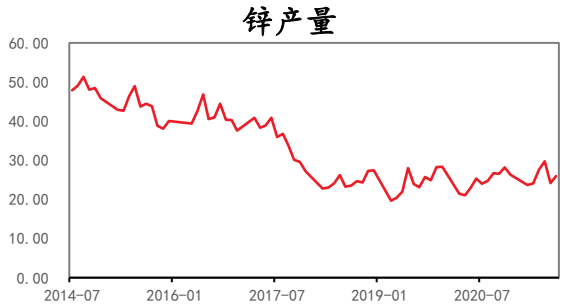
2 总结

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。冶炼厂利润持续高位，生产积极性较高，除部分常规检修，其余企业维持满负荷生产；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 万吨以上高位。国内重磅刺激政策不断，地产板块有望修复。镀锌因保交

楼和大基建获支撑，压铸锌合金内需和外需均不足，而氧化锌企业受益于轮胎行业较为稳健，开工有所回升；随着国庆节节前备库期来临，需求将有所回升。目前消费表现略不及预期，锌价短期内再上冲的可能性受限。

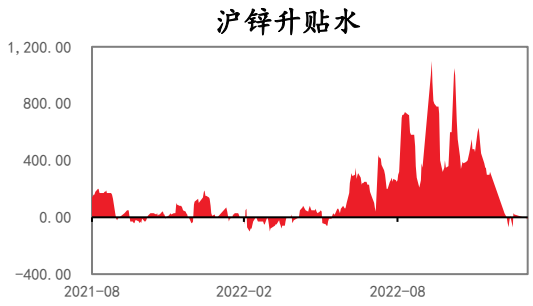
3 锌期货现货数据

图表 19：锌产量



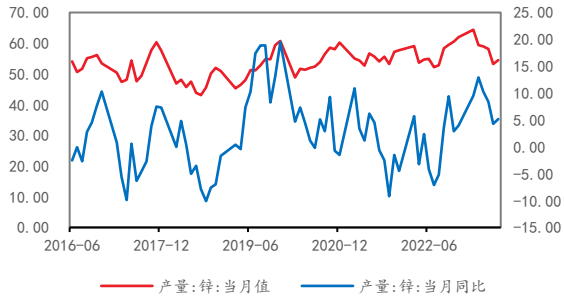
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 20：锌升贴水



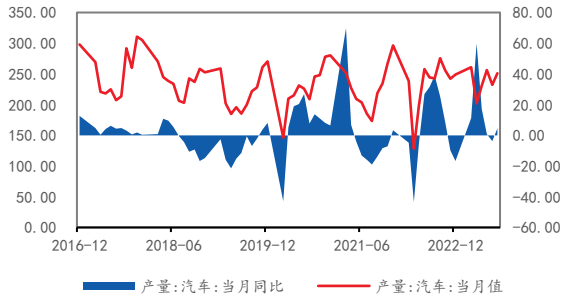
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 美联储议息会议落地

9 月 21 日凌晨，美联储议息会议，最终美联储是选择暂停加息，联邦基准利率维持在 5.25%-5.5%的水平。

尽管加息暂停，但美联储主席在会议后发表了鹰派讲话。他表示：“美联储准备在适当的情况下进一步加息，并打算将货币政策保持在限制性水平，直到可以确信通胀正朝着 2%的设定目标持续下降。”

结合加息路径点阵图的信息，美联储在今年年内或还将加息一次。此外，降息的时间预期也随之推迟，这意味着高息环境将维持更长时间。受此影响，美国股市三大指数有张转跌，美国国债也遭到抛售，2 年、5 年、10 年期美国国债收益率均上升到了十多年来的最高值。

6 月和 9 月，美联储多数决策者都认为今年应该加息到 5.5%-5.75%，但最大的区别在于调高了明后两年的终端利率预期。6 月是预期 2024 终端利率在 4.5%，而 9 月点阵图则预期 2024 终端利率在 5.25%-5.5%，同时把 2025 年的终端利率预期，也从 3.25%，上调到 3.75%。

高息时间的延长将大大增加美国经济衰退的可能性，经济软着陆的难度增加，也给市场带来了更多的不确定性。

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。

9 月 20 日，广州市除越秀，天河，海珠，白云（除边境 4 镇区），荔湾、南沙以外的，解除限购。对于限购区域，外地人社保五年改两年，限购一套，非限购区域本地和外地人不限购套数。

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。

3 金九银十 需求有待验证

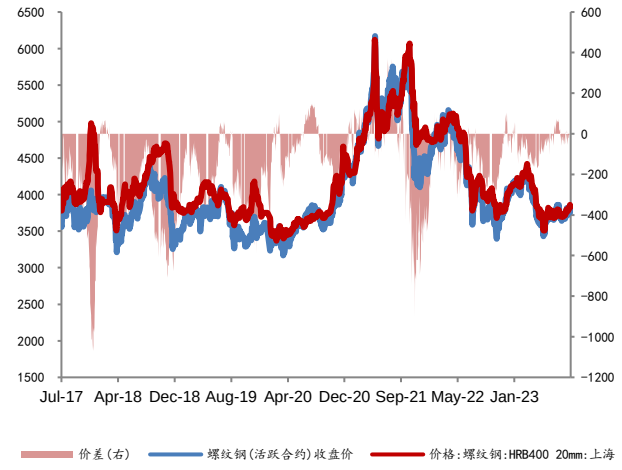
上周，螺纹产量 255.37 万吨，较上周增加 7.7 万吨，增幅为 3.11%；螺纹厂库 178.32 万吨，较上周减少 4.43 万吨，降幅为 2.42%；螺纹社库 512.1 万吨，较上周减少 24.79 万吨，降幅为 4.62%；螺纹表需 284.59 万吨，较上周增加 6.89 万吨，增幅为 2.48%。螺纹产量继续上升，铁水日均产量更是创年度高值，但总库存还保持去化的态势，表需也在持续增加。目前来看金九银十需求短期尚无法证伪，需求的持续性有待进一步观察。

4 小结

近期钢市基本面变动较小，但情绪受宏观环境影响较大。一方面美联储鹰派的表态，带动市场情绪向悲观下转变；另一方面国内利好政策接连发布。我们认为目前下游需求仍较弱，但在情绪、政策、成本的影响下，钢价维持宽幅震荡的概率大。

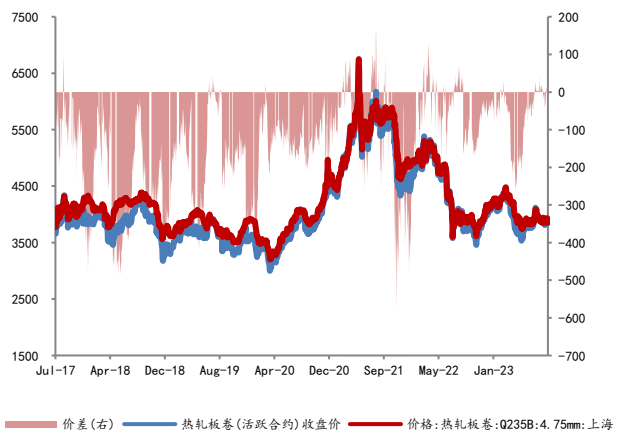
5 钢材期货现货数据

图表 23：螺纹期现价差



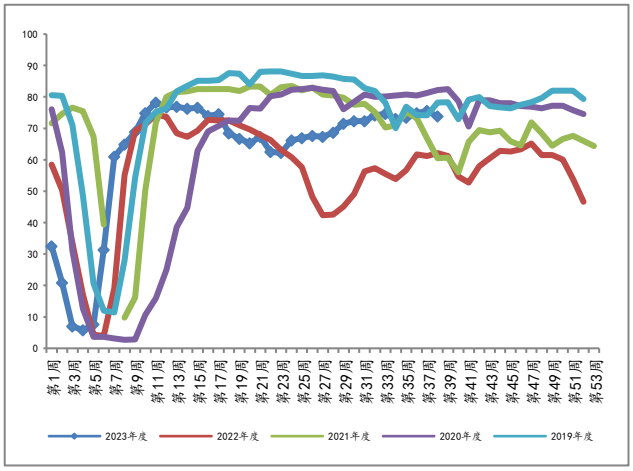
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 24：热卷期现价差



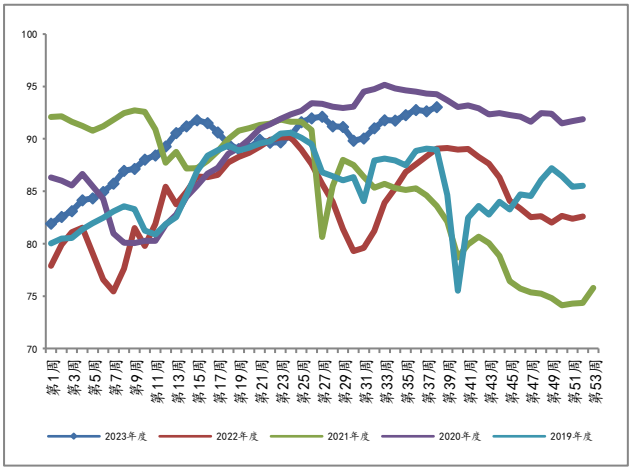
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 25：85 家独立电弧炉钢厂：开工率：中国（周）



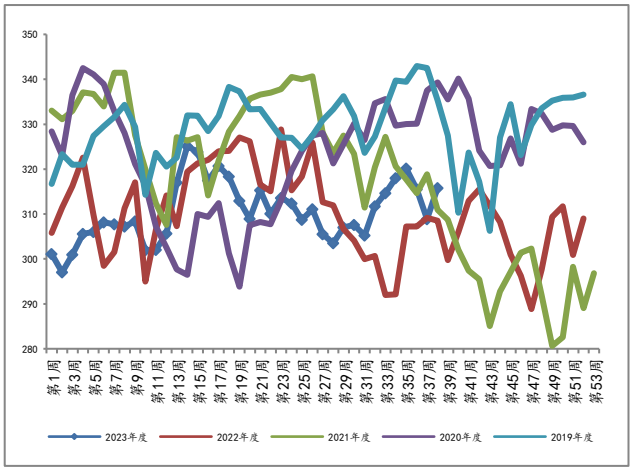
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 26：247 家钢铁企业：高炉产能利用率：中国（周）



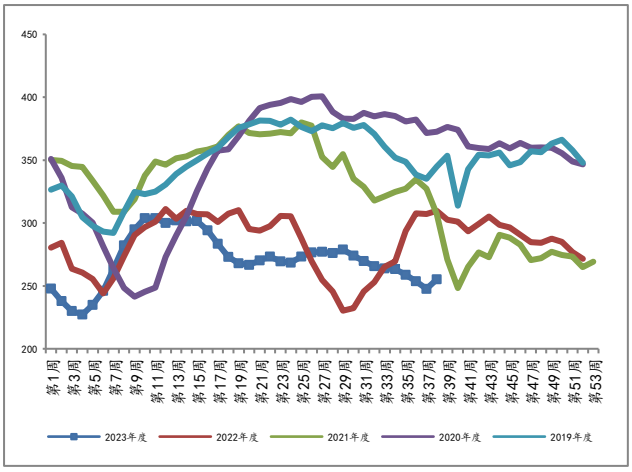
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 27：螺纹钢：建筑钢材钢铁企业：实际产量（周）



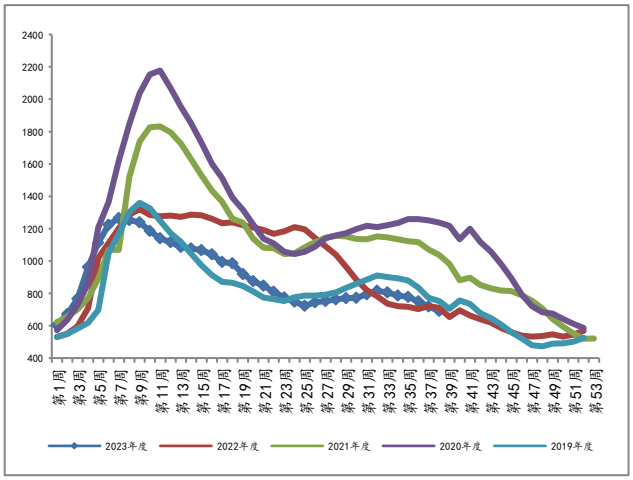
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 28：热轧板卷：钢铁企业：实际产量：（周）



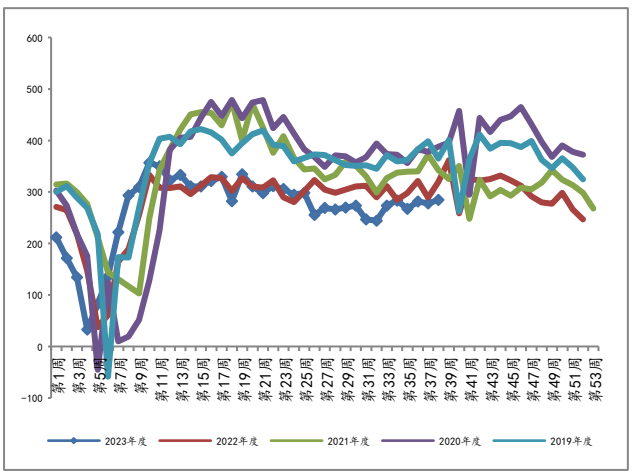
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

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 减产支撑油价冲高

本轮国际油价大幅上涨，究其最主要的利多因素是，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屡创新高。

自 2022 年 10 月本轮 OPEC+减产启动以来，由于投资不足或运营中断等困扰，大多数成员国纷纷遭受产量损失，于是沙特选择单独采取行动以支撑油价。回顾 6 月会议中，在与 OPEC+盟友达成的减产协议基础之上，沙特在 7 月进一步额外减产，此后逐月延长并最终生效到年底。这意味着，在整个 2023 下半年里，沙特原油日均产量将维持在 900 万桶左右，为近若干年来的最低水平。

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。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。三季度末原油市场缺口仍高达近 200 万桶/日，即使明年沙特逐步退出额外减产，油价维持高位仍具有充分支撑。

2 OPEC：需求显著复苏

石油输出国组织（OPEC）发布最新一期原油市场月报，维持此前对今明两年全球原油需求显著增长的预测。

宏观层面 OPEC 预计，2023 年世界经济将增长 2.7%，对 2024 年的经济增速预测维持在 2.6%。从近期的经济数据来看，尽管高利率环境下通胀仍然顽固，但欧美主要经济体表现仍然好于预期。此外，亚洲新兴经济体增速可能进一步上行，尤其是中国经济复苏将贡献主要的全球原油需求增量。

基于宏观的韧性和增长惯性，OPEC 预测，2023 年全球原油需求将增长 244 万桶/日至 1.021 亿桶/日，2024 年将增长 225 万桶/日至 1.043 亿桶/日，与上期预估值持平。报告中指出，2023 年全球原油需求将超过 2019 年疫情前水平，鉴于旅游业、航空业和驾车出行的复苏，经济活动的恢复增长将推动原油需求继续上升。

需要注意的是，OPEC 自身站在原油卖方立场，对市场前景的看法要比西方能源机构更加乐观。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。

3 IEA:强现实弱预期

继 OPEC 给出年内原油需求强劲的预测后，国际能源署（IEA）也维持对 2023 年全球原油需求增长 220 万桶/日的判断。然而关于 2024 年原油市场需求前景，IEA 做出了增长 100 万桶/日的保守估计，与 OPEC 的增长 225 万桶/日产生较大分歧。

国际能源署更倾向于代表西方原油消费者的立场，其对 2024 年原油需求增长持谨慎态度，主

要依据是经合组织（OECD）原油需求预计将进入长期下行阶段。至于 OPEC 寄予厚望的中国市场，IEA 认为中国能源消费在疫情结束的恢复性增长过后，明年或仅有匹配经济增长水平的增量。中国市场高频数据显示，国内原油加工量继续攀升至创纪录高位，但三季度中国原油进口量较上半年有所回落，主要因本轮国际油价大幅上涨，中国主营炼厂裂解价差收窄、利润压缩，转而消耗前期原油库存，以缓解成本抬升的压力。

国际油价强势拉升之后，应重点关注需求端的变化，虽然原油现货供应十分紧张，但下游消化高价货源亦非常吃力，明年一季度原油市场或将重新回到负反馈模式。按照新能源转型进度推测，全球对原油等化石燃料的需求将于 2030 年左右达峰，并逐渐转入负增长状态。

4 EIA：缺口难以抵补

未来全球原油供应端趋势是，OPEC 传统产油国限产框架长期存续，新增原油供应将主要来源于美国为代表的非 OPEC 产油国。

8 月 OPEC 原油产量增加 11.3 万桶/日，达到 2745 万桶/日，环比出现回升但仍处于近一年来低位。沙特仍在履行自愿额外减产，8 月沙特原油产量减少 8.8 万桶/日至 897 万桶/日，已下降到历史绝对低位水平，OPEC 原油总产量小幅回升主要因伊朗等国产量增幅较大。

无论如何，今年截至到 8 月期间，沙特和俄罗斯领导 OPEC+依然实现了总计约 200 万桶/日的减产计划，而同时美国等非 OPEC+原油增产高达 190 万桶/日。美国能源信息署（EIA）预计，2023 年美国原油产量将增加 87 万桶/日至 1278 万桶/日，到 2024 年美国原油产量将继续增加 38 万桶/日，均较此前预估值有所上修。EIA 高频数据显示，近期美国本土原油产量已经升至 1290 万桶/日，恢复到 2020 年 3 月 WTI 原油暴跌之前的最高水平。

尽管如此，OPEC 的持续限产令原油市场全面去库，8 月全球原油库存减少 7630 万桶，降至一年多以来的最低水平。目前非 OPEC+增产仍难以填补 OPEC+减产，尤其是沙特自愿大幅减产带来的供应缺口，业界预期沙特在年内不太可能更新其产量政策，因此原油市场短期上行风险更大。

5 库存去化趋势延续

在沙特对原油产量进行预期管理的政策下，综合三大机构供需平衡表来看，三季度原油市场去库的惯性仍将延续。

美国能源信息署(EIA)高频数据显示，截至 9 月 15 日当周，美国原油库存减少 210 万桶至 4.1846 亿桶，基本符合业界预期。NYMEX 原油期货交割地俄克拉荷马州库欣地区原油库存减少 206 万桶至 2290 万桶，为一年多以来最低水平。成品油方面，当期美国汽油库存减少 83.1 万桶至 2.1948 亿桶，包括柴油和取暖油在内的馏分油库存下降 290 万桶至 1.1967 亿桶。美国炼油厂产能利用率环比上期下滑 1.8 个百分点至 91.9%，原油加工量下降 49.6 万桶/日至 1630 万桶/日。由于炼厂启动检修，对原油的加工量减少，进而导致成品油库存降低。

一方面，低库存状态下原油强势局面难改，短期内不排除油价可能再次冲高；另一方面，燃油价格和通胀数据水涨船高，宏观负反馈等不确定性因素随之增加。

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。

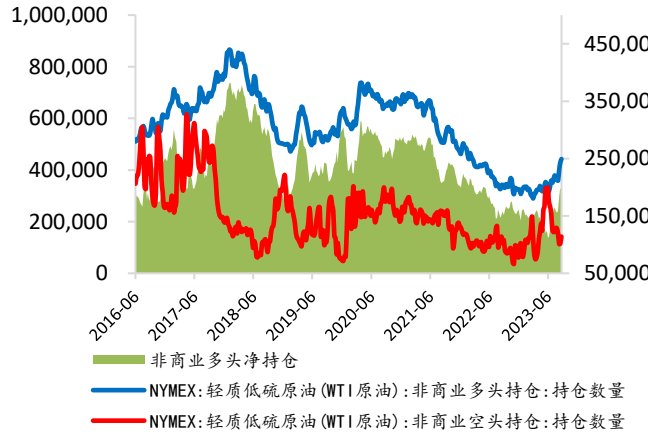
7 原油期现数据

图表 31：国际原油期货价格



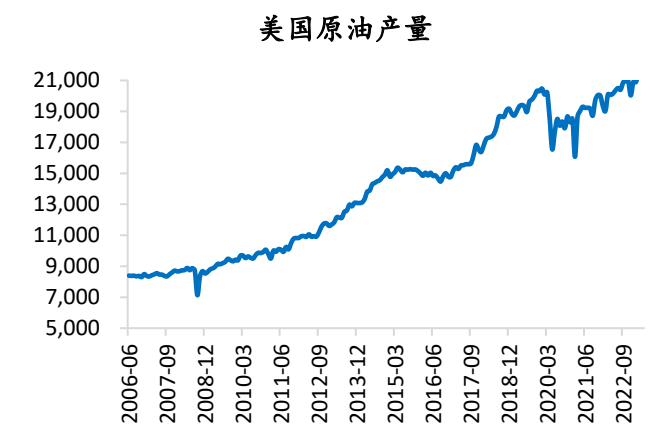
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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



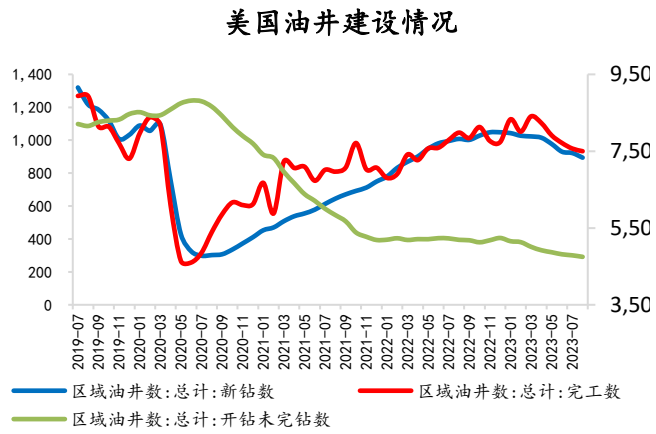
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 34：沙特原油产量



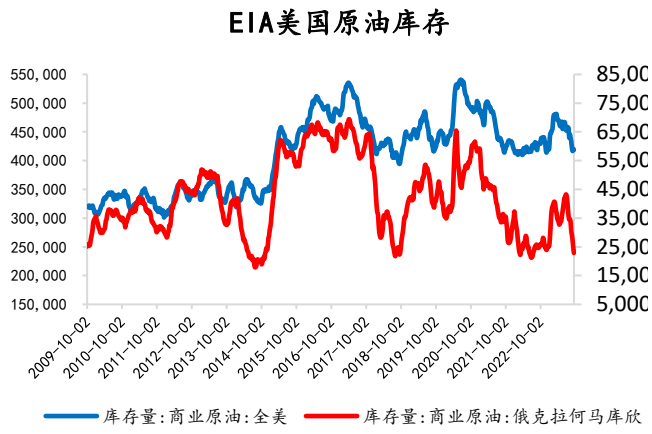
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 35：美国油井建设情况



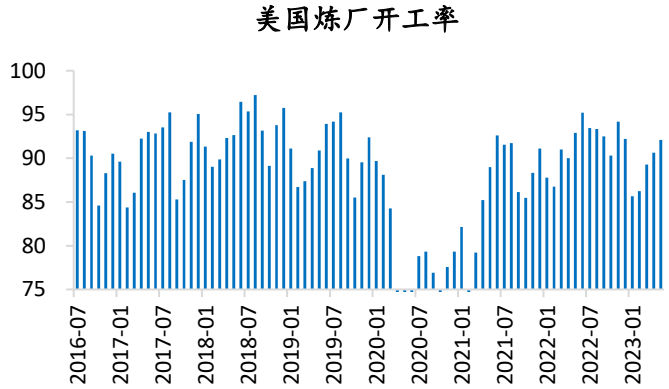
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 36：EIA 原油库存



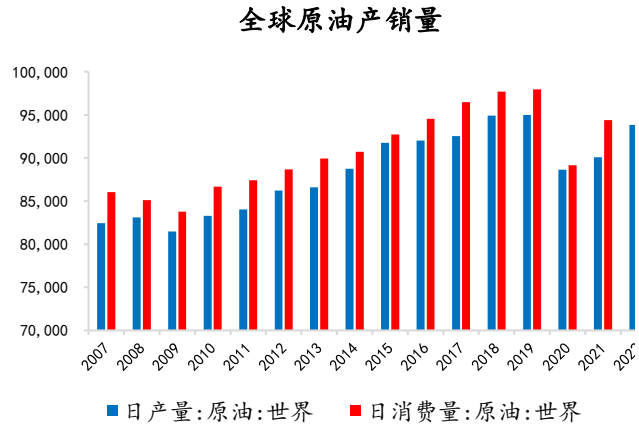
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 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。

2 供需矛盾得到缓解

天然橡胶市场走强的自身原因，主要是上游供应压力不及预期，淡化了基本面供需矛盾。今年雨季国内外产区降雨偏强，导致原料胶水产出不畅，8 月中下旬后加工厂之间原料争夺激化，胶水等收购价格明显上涨，推高天然橡胶的生产成本。海外主产国新胶供应同样受限，国内进口到港压力暂缓。另一方面，乳胶制品需求持续回暖，下游厂商维持高开工率，原料储备不断消化后目前库存水平偏低，买盘活跃令天然乳胶市场重新抬头。随着需求旺季到来，橡胶供需平衡预期偏正向，期现市场情绪较为乐观。考虑到短期胶价拉涨过速，预计将跟随商品市场整体氛围，呈现震荡偏强整理态势。

3 轮胎开工维持高位

橡胶主要下游轮胎行业转暖，需求端季节性走强十分明显。在内需和外销市场利多因素提振下，轮胎企业开工延续高位运行状态。截至 9 月中旬，山东地区橡胶轮胎企业全钢胎开工负荷为 64.38%，同比增长 14.31%；国内橡胶轮胎企业半钢胎开工负荷为 72.56%，高于去年同期 16.29%。时值国内传统消费旺季，对轮胎开工产生较强支撑，总体需求呈持续改善态势。前期检修的全钢胎企业逐步复工至正常水平，带动全钢胎样本企业产能利用率恢复性提升，目前企业订单相对充足。半钢胎出口维持高增速，叠加海外雪地胎需求高峰期，外贸订单虽高位有所回落，但仍足以支撑半钢胎排产基本平稳。下游厂商按需补货令青岛地区深色胶库存保持去化趋势，但胶价反弹后买盘意愿减弱，短期拖累胶价进一步上行空间。

4 终端消费景气回暖

终端汽车行业方面，8 月产销数据同环比均有所改善，逐渐摆脱年中淡季的惨淡行情。2023 年 8 月，中国汽车产销量分别达 257.5 万辆和 258.2 万辆，同比分别增长 7.5%和 8.4%，环比分别增长 7.2%和 8.2%。1-8 月中国汽车产销量累计分别达 1822.5 万辆和 1821 万辆，比上年同期分别增长 7.4%和 8%，产销保持同步稳定增长态势。重卡是橡胶终端需求的中流砥柱，2023 年 8 月，全国重卡市场约销售 6.9 万辆（开票口径，包含出口和新能源），同比去年 8 月的 4.62 万辆增长 49%，环比 7 月上升 13%。1-8 月重卡累计销售 61.9 万辆，比上年同期增长 31%，累计增幅扩大 2 个百分点。进入 9 月以后，中国汽车市场迎来传统消费旺季，在多地刺激消费政策出台下，后市汽车产销有望维持较高的景气度。橡胶终端需求的季节性回暖，有利于产业链自下而上去库，基本面供需矛盾得到缓解，市场多头信心持续恢复。

5 合成橡胶成本支撑

丁二烯橡胶资金炒作情绪降温，盘面维持相对高位震荡整理。鉴于上游成本端表现强势，且国内顺丁橡胶货源不多，合成橡胶产业链上中下游齐涨价，丁二烯与丁二烯橡胶现货价格均持续上调。成本端，近期受原油与外盘价格走高提振，国内丁二烯价格持续上涨，尽管港口库存仍相对较高，但去库速度较为显著，库存难以缓解紧张预期。供应端，部分顺丁橡胶装置重启提负运行，令国内高顺顺丁橡胶开工率和产量有所回升，然而短期现货供应偏少，且部分装置仍有检修计划。需求端，内需旺季回暖叠加出口订单强劲，轮胎行业尤其半钢胎开工率维持景气，多家轮胎企业因原材料上涨发布产品涨价通知。库存端，由于现货交易跟进乏力，顺丁橡胶企业持续被动累库，而贸易商主动去库。综合来看，丁二烯走强、装置检修和需求平稳等因素整体偏利好，丁二烯橡胶期货预计短期仍将震荡偏强运行，关注丁二烯港口库存变化和顺丁橡胶现货成交情况。

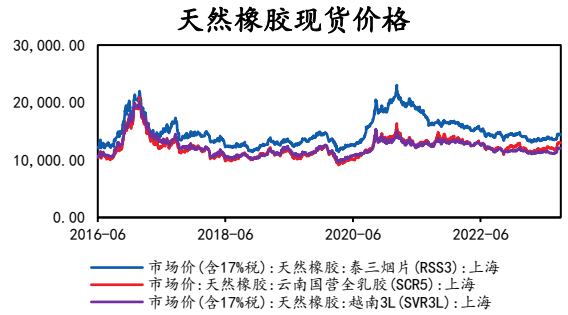
6 超跌修复逢高空配

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



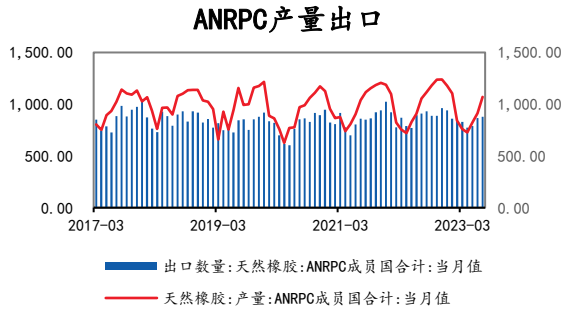
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 39：合成橡胶价格



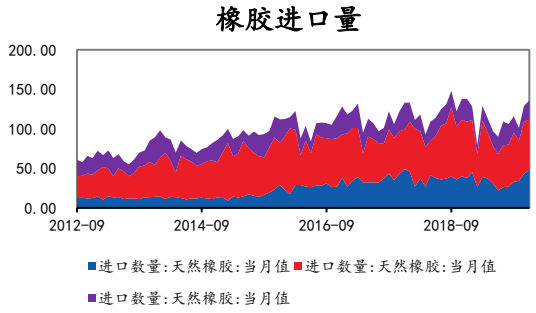
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 40：ANRPC 产量出口



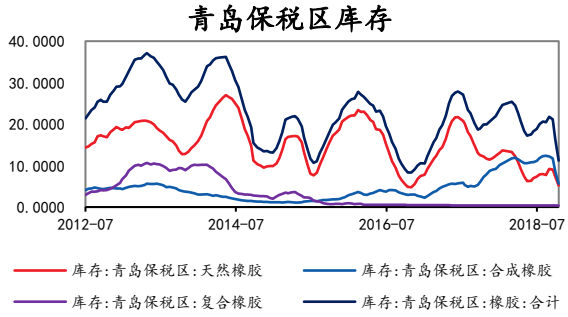
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 41：橡胶进口量



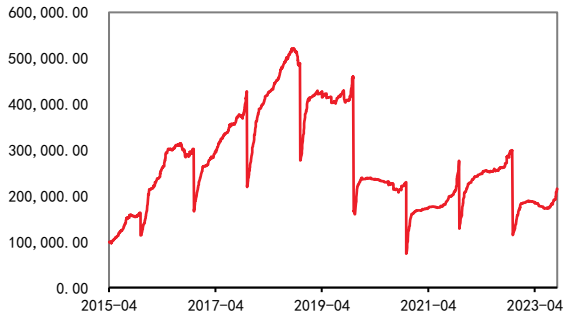
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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



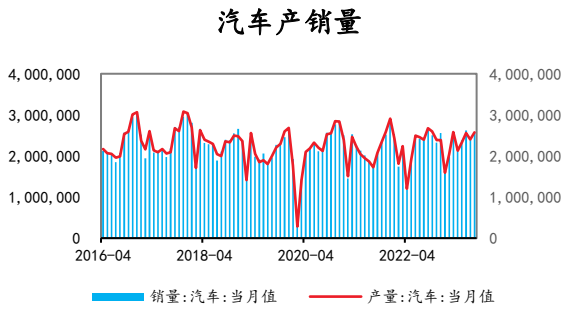
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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：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

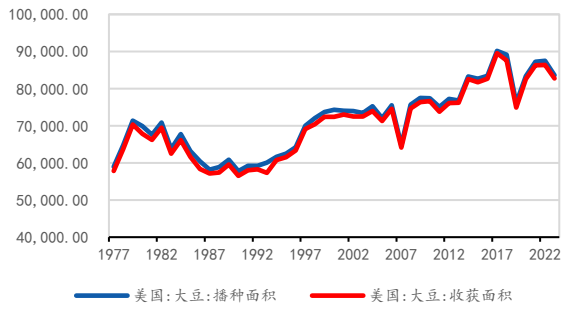
截止本周五，国内沿海豆粕现货报价多运行在 4580-4770 元/吨之间，其中张家港报价 4580 元/吨，天津报价 4770 元/吨，东莞报价 4640 元/吨。美豆跌势趋缓，粕价连续回落刺激部分需求，节前需方集中备货带动现货成交量有所回升，但现货市场仍未脱离调整节奏。据机构对全国主要油厂的跟踪统计，截止上周末，国内豆粕库存为 68.76 万吨，周度减少 3.26 万吨，减幅 4.53%，同比去年增加 17.6 万吨，增幅 34.4%；样本点调整后豆粕库存为 70.76 万吨，较上周减少 3.56 万吨，减幅 4.79%。国内豆粕库存小幅下降，除国内油厂大豆压榨量下降外，节前饲企集中备货也带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

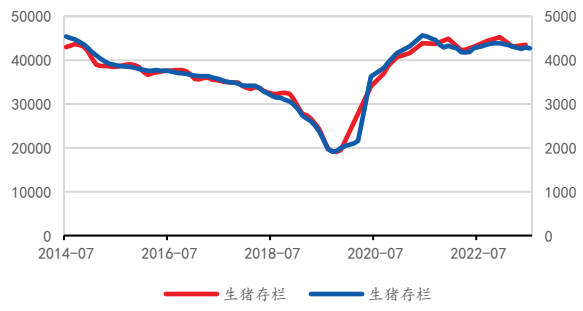
4 油脂油料市场主要数据

图表 46：美国大豆种植收获面积



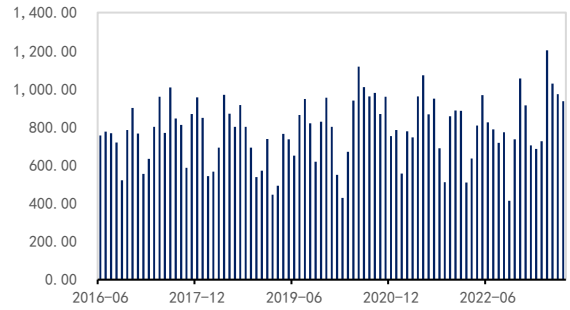
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 47：国内生猪存栏量



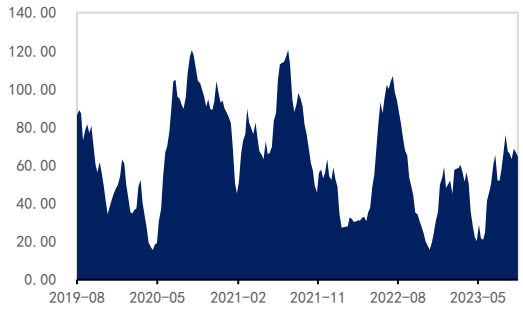
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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