

中信期货大宗商品月度论坛（2023年7月期）会议纪要

投资咨询业务资格：
证监许可【2012】669号

报告要点

7月27日，中信期货大宗商品月度论坛（2023年7月期）在线上举行，中信期货为大家全面汇报了大宗商品各行业的核心逻辑与观点。

摘要：

报告人：

1、大宗商品：近期经济和政策变化对商品价格的影响

屈涛 中信期货研究所大宗商品策略组资深研究员

2、能源：炎夏进入下半场，能源基本面走势分化

朱子悦/聂鑫妍 中信期货研究所能源转型与碳中和组高级研究员

3、油气及制品：原油和成品油价格升温，后市基本面如何？

桂晨曦/周晨 中信期货研究所油气及制品组高级研究员

4、化工：近月回归现实，化工或渐承压

黄谦 中信期货研究所化工组资深研究员

5、有色与新材料：预期与现实供需博弈加剧，有色金属或存结构性机会

李苏横 中信期货研究所所有色与新材料组资深研究员

6、黑色建材：供应扰动风险再起，预期交易进入尾声

俞尘泯 中信期货研究所黑色建材组资深研究员

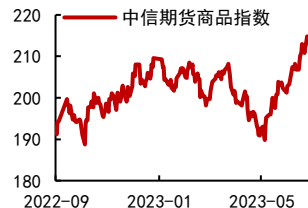
7、贵金属：美联储利率决议对贵金属有何影响？

张文/张皓云 中信期货研究所大宗商品策略组研究员

8、农产品：气候扰动与政策调控多发，后期农业品种走势如何？

李青 中信期货研究所农业组首席研究员

风险因素：海内外政策力度及效果，供需扰动。



商品研究团队

研究员：

李兴彪

从业资格号 F3048193

投资咨询号 Z0015543

张文

从业资格号 F3077272

投资咨询号 Z0018864

俞尘泯

从业资格号 F3093484

投资咨询号 Z0017179

沈照明

从业资格号 F3074367

投资咨询号 Z0015479

胡佳鹏

从业资格号 F3039655

投资咨询号 Z0013196

朱子悦

从业资格号 F03090679

投资咨询号 Z0016871

吴静雯

从业资格号 F3083970

投资咨询号 Z0016293

李青

从业资格号 F3056728

投资咨询号 Z0014122

桂晨曦

从业资格号 F3023159

投资咨询号 Z0013632

屈涛

从业资格号 F3048194

投资咨询号 Z0015547

重要提示：本报告非期货交易咨询业务项下服务，其中的观点和信息仅供参考之用，不构成对任何人的投资建议。中信期货不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。如本报告涉及行业分析或上市公司相关内容，旨在对期货市场及其相关性进行比较论证，列举解释期货品种相关特性及潜在风险，不涉及对其行业或上市公司的相关推荐，不构成对任何主体进行或不进行某项行为的建议或意见，不得将本报告的任何内容据以作为中信期货所作的承诺或声明。在任何情况下，任何主体依据本报告所进行的任何作为或不作为，中信期货不承担任何责任。

一、大宗商品：近期经济和政策变化对商品价格的影响

本月大宗商品普遍上涨。具体来看，上月末因个人消费支出和净出口数据上调导致美国一季度 GDP 环比折年率从 1.3% 上修至 2.0%，开启了有色板块的上行。大家可以关注一下本轮有色行情的起点，尤其是一些板块指数的起点，基本都是数据发布的 29 日当天及次日。美国农业部 7 月种植面积预期差开启了农产品尤其是豆类相关的上行。月中美国 6 月 CPI 和核心 CPI 增速又不及预期，带来加息预期的减弱，进一步提振了风险偏好和商品的上行。国内央行、金融监管局意外延长金融支持房地产市场平稳健康发展有关政策期限打响了黑色上行的发令枪。极端高温天气引发全球能源需求预期提振，带动天然气、煤炭等价格上行。最近的包括政治局会议对房地产市场最新的政策表述中未提房住不炒，而更新为“适应我国房地产市场供求关系发生重大变化的新形势，适时调整优化房地产政策，因城施策用好政策工具箱”，也是引发了市场对彻底放开限购限售等的进一步猜想，对地产行业和地产企业的信心又有所增强，工业品迎来新一轮的上行。

回到策略上来，我们认为前期的主线即海外流动性和实体经济受加息影响而承压并未发生变化，仍将对包括原油在内的能源和包括铜、铝等在内的有色金属价格形成压制。但节奏上我们认为近期发生了一些变化，我们也及时进行了提示。

能源方面，受前期北半球高温天气以及海外出行旺季拉动，能源包括天然气、煤炭等价格出现了反弹。但随着目前北半球年内气温高点逐步到来，后期气温中枢或将逐步下移，相关的用能需求也将逐步减弱。而且目前市场对供应端的利多交易比较充分，我们认为中期来看能源仍将承压。

有色方面，虽然基本面来看大多数品种相对偏弱，但近期市场信心的提振和对政策刺激的预期支撑有色价格整体偏强。从近期数据来看，海外制造业订单和生产仍然受加息带来的需求走弱影响相对明显，这仍将持续施压有色板块中铜等相关品种。

虽然目前衰退预期有所降温，多数品种的 Back 结构，尤其是黑色等板块有明显修复。但正如美联储 7 月利率决议中所提到的，我们要持续关注加息带来的滞后性影响，而且目前来看还不能完全排除年内进一步加息的可能，仍需要关注通胀和劳动力市场数据的变化。因此，我们从主线逻辑出发，认为目前市场存在的主要预期差已经像钟摆一样从前期的极度悲观预期和没那么悲观的现实之间的差，向极度乐观的预期和可能无法兑现预期的现实的差。所以，从后市来看，我们仍然建议关注能源和有色逢高抛空的机会。当然随着市场对预期交易的收尾，我们也需要对这些品种的基本面变化进行更深入的跟踪。

二、能源：炎夏进入下半场，能源基本面走势分化

（一）原油：供应收紧基本面偏强，关注油品库存去化与宏观预期的摇摆

7月起沙特正式减产100万桶/日，而俄油减量炒作有所回归，供应减量逐步兑现；夏季出行旺季来临，需求预期偏强，叠加宏观压制放缓，7月原油基本面表现是较强的。

8月沙特仍将延续自愿减产，美国产量亦有边际下降的风险，但近期俄罗斯原油出口量持稳，俄油减量炒作或有所降温。全球制造业仍在探底过程中，工业用油需求短期或仍表现萎靡，但旺季交通用油需求有望维持强势，基本面仍然偏紧，关注油品库存去化进展与宏观预期的摇摆。

（二）煤炭：旺季煤炭市场整体以区间震荡看待，情绪影响为主

其一，今年进入旺季前，煤炭社会库存已经达到近年来最高水平，虽然进入7月后日耗持续拉升，但沿海电厂库存并未出现明显消化，且预计旺季结束之后，库存依然在偏高位水平，这将成为煤炭市场的“压舱石”，近期现货反弹至900元/吨左右市场情绪又再度降温，因此夏季煤炭“上有顶”。其二，5月份煤价大跌之后，悲观的市场氛围及内贸、进口煤发运倒挂大大增加了贸易商参与现货交易的难度，不管是国内和进口煤的发运量都出现了下降，尤其表现在环渤海港口的库存高位回落，这导致市场现货的流动性进一步收紧，在旺季预期和部分终端的少量刚需支撑下，现货下跌空间有限，甚至表现偏强，因此“下游底”。高库存的压力和流动性不足的支撑，使煤炭现货区间震荡，其中情绪影响更多，波动节奏更多取决于贸易商与下游采购之间的博弈。

夏季结束之后，市场仍可能有下行风险，可能继续往中长期合同的合理区间回归，需要关注日耗表现及下游去库节奏。但目前市场似乎就此形成了一致性预期，或可导致接下来的下行不如预期中顺畅。

供应端保障有力，但可能出现边际减量。保供仍为主基调，6月份全国原煤日产量达到1300万吨高位，但近期国内煤炭生产受到安检、煤矿检修扰动，鄂尔多斯、山西部分区域煤炭生产出现小幅减量。进口发运数据显示，6月份开始，全球海运煤炭发往中国的数量出现了显著下降，但海关公布的6月份进口量为3987万吨，因此发运数据的下滑可能出现在7月进口数据中。

库存总量依然偏高，继续向下游转移。中游港口库存高位回落至2600万吨以下，虽然整体处于历年来较高水平，但中游流动性收缩确实给到市场情绪支撑。下游沿海电厂库存迟迟没有消化，6月末全国统调电厂存煤达到1.99亿吨的历史新高，实际新增采购需求有限，同样压制市场信心。由于供应端发生大幅减量的概率较小，预计夏季旺季结束后，产业链仍处于库存偏高状态。

火电用煤靠天气拉动，非电需求相对疲软。今年1-6月，全国用电量同比增长5%，二产增速放缓，高耗能行业用电拉动作用边际减弱。近年来，气温对用电的影响越来越突出，我国电力负荷“冬夏”双高峰特征日趋明显，夏季降温及冬季取暖负荷占比越来越大，部分省份夏季降温负荷占最高用电负荷比重达到40%-

50%，甚至超过 50%。上半年水电偏差，火电补位，全社会发电量同比增长 3.8%，其中火电、核电、风电、太阳能发电分别增长 7.5%、6.5%、16.0%、7.4%，水电同比下降 22.9%。非电行业中，钢铁、建材、煤化工行业需求在夏季表现相对疲软。

海外需求缺少亮点。印度电厂煤炭库存高位持稳，但其日耗即将面临季节性下滑，因此印度买家在海外煤炭市场的采购较弱，亚太煤价的风向标依然看中国。欧洲在经历了去年的能源紧张之后，今年其煤炭及天然气库存水平健康，清洁能源高发也压制了煤电需求，因此欧洲较大概率仍将维持其去煤化进程。

（三）天然气：需求涨幅不及供应端，高库存压制持续，基本面表现相对僵持

欧洲：淡季基本面弱势运行，满库提前压制 LNG 进口意愿。

挪威最大气田及加工厂检修于 7 月中下旬恢复，供应宽幅上调，累库速度不减反增，供应盈余压制下气价再度筑底。

进入 8 月，欧洲进入秋季检修密集期，供应端，挪威仍有二轮检修计划，日均影响量水平与 6 月检修期基本持平，但同时工业部门同样存在秋季检修特征，届时工业部门消费同样会出现短时下行，供需双弱，基本面表现预期较差。需求端年内累计同比下降 12%，主要影响因素来自主动节能、可再生能源替代以及产能退出，这几个因素引起的减量预计贯穿下半年，因此在经济衰退背景下，欧洲需求表现将持续悲观预期。管道气的维稳叠加需求持续下行，欧洲累库速度不仅未出现夏季常见的回落，还在近期出现了反弹，注库速度的高企使得其满库时点进一步自 10 月提前至 9 月，当前最新库存已累库近 85%水平，因此后续欧洲不仅补库无压，甚至存在主动降低 LNG 进口的趋势。

美国：供需双强，但全年盈余局面相对确定。

7 月夏季的持续炎热天气支撑美气价重心持续上调。但随着气价的回升，产量端同样出现一定复苏，因此短期来看，气价进一步上行空间不足。近期热浪天气有所好转，对应电力消费存下行预期，据 EIA 以及花旗预测，美国全年天然气盈余量或在 1-3bcf/d，高库存压制下，下半年美国天然气基本面将持续承压。

（四）欧洲电价：三季度电价上行风险增加，重点关注 8 月欧洲夏季极端高温概率

（1）近期：三季度通常为欧洲电力消费淡季，用电负荷相对偏低。目前欧洲气候在经历一波热浪后回复正常，电价偏弱运行。但需警惕欧洲 8 月高温的持续时长是否会影响到水电及核电出力。（2）新能源出力将主导电价波动，出力增加时电价下行，重点观测欧洲新能源出力预期。（3）欧洲中期天气预测中心预测欧洲夏季气温将高于往年，2023 年三季度水力发电和核电仍面临气候风险。2023 年夏季北欧及南欧的地面气温将继续高于往年常值。尤其是南欧地区 7 月份的地面

气温或大幅高于常值，或造成与 2022 年相同的久旱气候。因此，从极端气候的角度来看，欧洲夏季的水电及核电的出力情况不容乐观。考虑到大幅增加的新能源装机，欧洲电力供应短缺程度将低于 2022 年。

（五）航运：7 月航运市场走势或分化

集装箱正值传统运输旺季。美国零售商库存整体下行，加拿大、美国港口工 7 月国际油价在地缘支撑偏强、金融压力缓和和供需预期改善的共同影响之下，国际油价持续上涨。美元，运价涨幅巨大。上期所的集运指数（欧线）期货上市临近，将为企业提供有力的套保工具。欧洲航线船东挺价，8 月运价有望震荡上行。油轮方面，逐步步入下半年需求旺季，OPEC 减产影响逐步兑现，VLCC 拉长运距。近期国内成品油轮套利窗口打开，关注新一批成品油出口配额下发，MR 型运价震荡上行。干散货方面，国内铁矿石库存依然低位叠加政策端有所好转，加之夏季台风天气扰动，预计 BDI 有望边际反弹。LNG 和 LPG 运价震荡运行，LNG 进入补库期，但 TTF 价格压制及高库存使得运价上涨斜率偏缓，预计较难复现去年高景气。

三、油气及制品：原油和成品油价格升温，后市基本面如何？

对于近期原油和中国成品油市场的看法

（一）国际油价方面，我们认为油价暂时维持 70-100 美元的宽幅震荡预期。原油供需现实边际改善，但宏观悲观预期施压近端油价偏弱。后续关注需求预期兑现程度。如温和衰退导致需求回落，可能在 70-80 区间偏弱运行；如果需求维持目前修复进展，可能 80-90；如果提前复苏启动去库周期，可能升至 90-100。

原油三重属性方面

1、金融压力有所缓和。1) 美国 6 月通胀超预期降温，CPI 和核心 CPI 分别同比+3.0%/4.8%，较 5 月的+4.0%和+5.4%继续回落，缓解了市场对美联储恢复激进加息的担忧，市场对于美国经济软着陆的预期增强。昨日的美联储鲍威尔在新闻发布会中指出，未来美联储将根据核心通胀进展，决定加息或者不加息，并且将认为美国经济增长前景不再衰退。在当前美国经济软着陆预期较强的情形下，加息可能将不再能大幅地抑制需求，因此金融压力对原油市场的影响有所缓和。但是需要提醒的是，由于美国高利率将保持更久，起码年内不会进入降息周期，持续的高利率将可能导致全球金融条件持续收紧，因此未来金融压力仍然存在。欧元区经济前景不佳，未来加息抑制通胀的道路比美国更加艰难，需要重点关注欧元区经济进展对全球宏观以及原油需求的影响。2) 金融情绪略微改善，七月原

油和成品油期货基金多单增仓空单减仓，投机情绪略微改善。

2、地缘支撑向上。1) 沙特与俄罗斯强化减产，再度加剧了市场对原油供应担忧的预期。月初沙特宣布 8 月将继续延长 7 月开始的 100 万桶/日的自愿减产，产量将从 6 月约 996 万桶/日降至 900 万桶/日。同时全面上调原油出口官价。俄罗斯宣布 8 月将继续减少原油出口。从 7 月实际出口进展来看，沙特与俄罗斯也在兑现其减产计划，市场对原油供应的担忧逐渐增强。2) 美国 8 月页岩油产量预期下降和 7 月原油战略库存停止下降也为国际油价带来边际支撑。EIA 预计美国 8 月页岩油产量将微降 1.8 万桶/日至近 940 万桶/日，为自去年 12 月以来首次下降。美国战略储备库存当前仅存 3.47 亿桶，为四十年最低水平。此前美国能源部宣布下半年将启动战略库存回购，初步计划总量约 1200 万桶。7 月 EIA 周报公布的美国战略石油库存没有继续下降，因此战略储备释放压力降低，补库支撑边际改善。

3、供需动态均衡。在地缘支撑增强，金融压力缓和的情况下，全球原油供应下调，需求上调，预期提前进入去库周期，远端油价估值抬升。预计 23/24 年全球油品库存变化-6/-24 万桶/日，较上月预测值-41/-21 万桶/日。23/24 年全球原油供应+125/+147 万桶/日，较上月预期值-27/+15 万桶/日。23/24 年全球油品需求同比+175/+16 万桶/日，较上月调整+14/+9 万桶/日。

后市展望暂时维持半年报中原油供需动态平衡，国际油价维持宽幅震荡的观点。短期来看，情绪略微改善，油价重回高位，短期上涨动能边际减缓。从基本面角度来看，体现在本周国际油价继续上涨之后，原油轻重价差小幅上涨，即 OPEC+ 减产的中重质原油溢价回落，反映终端炼厂可能对当前中东油的高价格出现负反馈。中期来看，不考虑金融危机或地缘冲突等极端风险，在金融压力和地缘支撑的相互制衡下，下半年油价预计维持宽幅震荡。长期来看，待衰退预期消退，经济共振复苏后，可能迈入下轮趋势上行周期。信号关注全球油品进入去库趋势、美国产量开始下降、美联储启动降息、经济数据回升等。上行风险关注产油国地缘冲突，欧佩克和俄罗斯扩大减产，油品需求超预期等。下行风险关注金融系统风险；海外深度衰退；中国需求及政策不及预期等

（二）中国成品油

成品油重点关注 LPG 期货。绝对价格方面，7 月中下旬之前，LPG 跟随国际油价上涨，但是在价差走势方面可以总结为“海外 PG 相对原油估值趋稳，国内 PG 期货近端弱于远端

此前市场逻辑在于：1) 海外丙烷相对于原油的估值中枢稳定。整体来看，中东和美国发运同比较高，海外燃烧需求淡季，相对原油的估值中枢稳定。但月内也受到中东周度发运下降和巴拿马运河阶段拥挤等因素驱动小幅偏离中枢。2) 国内燃烧消费淡季，供强需弱导致民用气现货估值承压。一方面进口气估值稳定，无法给国产气估值提供上行驱动。另一方面，国内也处于燃烧淡季，而炼厂开工维持相对高位，供应压力下，估值抬升较难。3) 仓单压力续存，PG 期货近端承压。仓单逻辑是当前近端合约偏弱的主要原因，9 月合约仓单需集中注销出库。当前仓单同比高于往年同期并有可能继续增加。4) 远端计入旺季预期。一方面，PG2310 合约没有仓单压力，另一方面，10 月份国内外燃烧需求陆续恢复，LPG 进入消费旺季，通常市场会提前炒作旺季预期。总之，在弱现实、仓单压力和强预期导致 7 月 PG 近远月月差持续承压。

但是近期国内台风天气导致南方民用气价格大幅上涨，盘面受此影响上行。但近端仓单逻辑仍在，盘面博弈性增强。短期预计近弱远强和近端内弱外强延续。主要原因在于仓单压力延续，盘面未见减仓，近端仍然偏弱。远端预期犹存。

时间节点上重点关注周五或者下周一（7 月 31 日）CP 价格公布。风险提示：沙特超预期上调 8 月 CP 价格；国内民用气超预期上涨；仓单累积不及预期；盘面减仓超预期。

四、化工：近月回归现实，化工或渐承压

化工观点：短期反弹谨慎，中期有再次偏弱可能

6 月化工阶段性筑底反弹，偏底部震荡，相比 4、5 月跌势明显趋缓，基本符合我们上次策略会的预期。其中尿素反弹 13%，甲醇反弹 5%，高硫反弹 3%，而苯乙烯跌 8%，MEG 和沥青跌 3%。

本期观点整体还是上一期的延续，部分有调整，整体基调是【回归现实，或渐承压】。看好、推荐的三个方向，一是受益于原油等反弹的，像 SC，FU、LU 等，尤其是 FU。二是受益于成品油需求扩张的，像甲苯，纯苯，二甲苯等，纯苯和对二甲苯对应下游/上市品种是 EB 和 PTA。三是受益于海外需求扩张的，如尿素。

从逻辑角度，从三个方面去看：

1、受益于原油反弹

在过去一个月，SC 指数上涨 11%，FU 上涨 9%，LU 和沥青上涨 5-6%，可以看

到 SC 与国际油价变化高度一致，FU 次之，也好于 LU 和沥青。

我们更看好的是 FU，直接原因在于 FU 基本面超预期，一是供应的减量，除前期讨论的 OPEC 减产的影响之外，俄罗斯成品油出口的下降，也抬升高硫供应减量的可能性；二是需求的季节性抬升，因原油及天然气价格的反弹，提升了高硫燃油用于发电的经济性。

低硫燃油方面，中东地区供应的压力限制了价格和裂解价差。基于品种之间的强弱，考虑多高硫空沥青，多高硫空低硫的对冲组合。

2、受益于成品需求扩张

需求旺季下，海外汽油供应中断频出，推高汽油价格及汽油裂解价差。汽油生产经济性提升的驱动下，调油需求得以释放，并带动亚洲市场芳烃价格强劲反弹，其中，月内亚洲甲苯价格反弹 140，涨幅 17%，纯苯反弹 120，涨幅 16%，PX 反弹 85，上涨 8.7%。

苯乙烯和 PTA 有较多的相似之处，一是上游原料供应都偏紧，纯苯和 PX 都是各自链条上利润分配较大的，苯乙烯和 PTA 生产利润较低；二是苯乙烯和 PTA 供应都比较宽松，产能大，投放多，市场流通货源比较充裕，基差整体不强；三是下游需求承受原料价格高位压力：苯乙烯下游除酚酮外，生产利润都在下滑；PTA 下游瓶片已转亏，POY、短纤小幅盈利，FDY 略好但边际也有转弱。

3、受益于海外需求扩张

演绎最为极致的是尿素，6月中旬尿素价格才触底，6月下旬、7月上旬及7月下旬尿素价格暴力上涨，比较少的交易日内价格涨幅都超过 10%。

一市场情绪从一个极端到另一个极端：从传统旺季去库预期下的库存的不断堆积，及中下游在价格下行过程中的主动去库，到价格企稳反弹后超量的再库存；

二尿素工厂库存 6 月份后加速下行，6 月前后工厂库存超过 100 万吨，近期已降至不到 20 万吨，从高点快速掉落，近期更是伴随价格的强反弹，部分接单火爆的企业出现停售，放大市场投机情绪；

三海外需求在扩张，受埃及出口管控影响，海外的持续上涨以及即将到来的印标对于国内出口情绪提振明显。

分品种来看，看弱供给潜力较大的，包括甲醇、塑料和 PP，PVC。

1、甲醇供需转向宽松：7月下旬至8月初多套前期检修装置将集中复产，内蒙古阿拉善沪蒙40万吨新增产能释放；7月伊朗装船速度较快，美国科氏8月份计划装10万吨货发往中国。

2、塑料/PP：进口有增量的预期，增幅可能是后期的主要关注点；8月东华能源、宁波金发PDH装置计划投产，宝丰MTO倒开车预计7月30日左右进行。新产能压力仍会压制PP基本面。

3、PVC：下半年PVC去库到正常水平的概率偏低，成本定价逻辑仍有效。若煤炭支撑放缓、烧碱利润修复，PVC价格重心有望下移。

总结一下，重点推荐三个方向，一是受益于原油反弹的FU，二是受益于成品油需求扩张的芳烃链，三是受益于即期海外需求扩张的尿素。**组合对冲上，重点推荐多L空PP/V，多尿素空甲醇，多高硫空沥青。**

五、有色与新材料：预期与现实供需博弈加剧，有色金属或存结构性机会

市场等待有关扩内需、稳房产的具体政策，政策预期面临现实需求的检验。外需走弱对我国出口的影响开始逐步显现，整体看国内下游需求订单环比走势仍然偏弱。

国内消费预期偏弱且海外经济存在衰退风险，有色大方向偏悲观，短期国内政策持续出台，需求改善预期较强，部分品种供应干扰较大的因素仍有反弹可能，但中期价格或逐步趋弱，建议反弹择机沽空。

（一）8月铜观点

供应端，矿端供应偏充裕，铜精矿加工费持续回升，洛阳钼业从刚果金发出的铜矿三季度逐步进入国内；伴随着国内检修放缓，预计国内精铜供应维持偏高位。需求端，7月国内铜消费伴随着经济放缓而走弱，不过仍有一定韧性，6月电网投资同比增速明显放缓，但家电保持高增长；海外消费延续偏弱格局。整体来看，8月预计供需延续偏宽松局面，但宏观预期反复仍是主导因素，铜价预计维持偏高位震荡，沪铜主力合约预计在6.7-7万之间波动。

（二）8月铝观点

自6月中旬复产以来，云南省电解铝运行产能累计增加125万吨+35万吨左右，投复产的产能已经开始集中释放产量，铸锭量有所增加，预计华南到货将显

著增加。需求端：市场对订单增长较为悲观，短期开工率仍在下滑。夏季高温及雨水天气制约建筑施工强度恢复，建筑链强预期弱现实持续演绎。国内产量增幅较大，但实际需求恢复较慢，预计库存去化持续放缓，铝锭贸易融资环节发酵，现货流通库存或增加，铝价难有持续反弹动力。区间为 1.75-1.85W，主要风险点在于国内经济复苏是否会超预期。

（三）8 月锌观点

国内 6 月份锌矿进口量仍然保持较高增速，同时加工费仍处于历史偏高位的水位，反映当前锌矿供应仍然较为宽松。虽然欧洲最大锌矿 Tara 锌矿宣布停产，对锌矿供应端产生扰动，但短期仍然无法扭转锌矿供应宽松的格局。需求端来看，海外受加息影响，经济逐渐走弱，锌锭需求也在下滑，海外锌现货贸易升水已经开始回落，同时 LME 锌库存在新加坡仓库大幅度交仓后也逐渐摆脱低库存状态。国内方面，7 月份下游开工率有所回升，下游存在一定补库需求，这使得锌锭表需呈现韧性，不过需求的持续性仍有待观察。当前国内锌锭库存也在累积，已经逐渐摆脱低库存状态。总结而言，锌锭供需仍然表现为过剩，国内外库存都在累积，预计 8 月份锌价上方压力较大，沪锌主力合约预计在 19000-21300 之间波动。

（四）8 月铅观点

1) 供给端：铅矿 TC 处于低位，原生铅供应受到一定约束，废铅料价格处于高位挤压再生铅炼厂利润，再生铅产量提升受限，精炼铅产量或小幅下滑但整体保持稳定；2) 需求端：高保有量的机动车、电动两/轮车支撑替换需求稳定，新装需求端汽车销量持续修复，但面临被锂&钠电池替代可能；3) 整体来看，疫情因素后置了居民部门的替换需求到今年春节后集中爆发，导致夏季的替换需求较疫情前或偏弱，废电池发生量收缩推升废铅蓄电池价格走高从而抬升再生铅成本，展望后市，八月沪铅需要关注强预期与弱现实的偏差，以及可能的软逼仓情绪升温，预计沪铅价格波动区间在 15500-17500 元/吨。

（五）8 月镍观点

菲律宾镍矿资源进一步大幅涌入，镍矿镍铁相对充裕，由于钢厂集中备库，铁价底部小幅反弹，电解镍边际新增产量进一步释放，同时 7、8 月进口依旧相对顺畅，俄镍流入压制现货市场升水，供强需弱逻辑持续施压镍价，但市场弹性也不容易忽视，继续关注硫酸镍跌价趋势演绎是否兑现。8 月主力合约运行区间预计 15W-17.5W。

（六）8月不锈钢观点

供需层面，7、8月产量预计维持高位，钢厂新增产能继续投放，社会库存存在累积预期，目前来看，钢厂头寸多集中于9月，8月交仓压力暂缓；而就需求来看，淡季之下实际需求预期难有明显好转，终端订单量未有明显增长，需求端驱动并不强烈，反倒持续存在供应端预期压制。成本端弱稳支撑短时价格，消息面，7月27日国储镍铁收储，总共招标10万吨不到，比预期少50万吨。8月主力合约运行区间预计1.46-1.58W。

（七）8月锡观点

供应端，目前国内锡矿供应紧张，尤其缅甸佤邦暂停锡矿开采的日期到来，国内8月锡矿供应将受到较大影响。需求端，主要消费板块表现偏弱有向好预期，目前全球手机和PC消费尚未复苏，半导体销售额也处在较低水平但环比微增，国内库存保持在高位未见明显去库拐点，也没有继续累库的趋势，消费复苏缓慢但随着消费旺季来临有向好预期。

整体来看，供给扰动有助于提振锡价，但库存偏高和需求较弱的现实对锡价形成压制，尽管8月份供应将受到明显缩减，但预计在需求明显改善和库存明显去化之前，8月锡价将维持震荡偏强走势，上行高度有限，主力合约区间预测23-28万。

（八）8月工业硅观点

供给端，四川地区步入丰水季，电价降到4毛以下，部分硅厂开始复产，但出于对电力问题的担忧，开工率回升幅度不大，当前开工率仍在50%以下。云南地区复产较为顺利，随着丰水期的来临，多数冶炼厂选择复产，当前开工率接近80%。新疆受大厂减产影响，开工率维持在50%附近，开工率相较往年偏低。需求端，多晶硅价格在经历前期的大幅度下跌后当前价格有一些企稳，随着多晶硅产能的陆续投放，对工业硅需求将会有一些提振。有机硅方面，有机硅价格弱势运行，终端需求未见明显改善，有机硅开工率仍然处于低位。总体而言，当前工业硅供给受到一定扰动，但现实需求并未出现明显改善，预计8月份工业硅价格将偏震荡运行，主力运行区间13000-14000元/吨。

（九）8月碳酸锂观点

供应面，全球上半年大多项目投产顺利，供应增量较大；国内锂盐供应受价格暴跌和云母停产有回落，但伴随着云母复产和锂资源进口增加，供应将在8月

大幅恢复。需求面，上一轮产业链正极企业补库导致需求有所增长，目前补库结束，正极企业需求高增长难以持续，终端消费在 5-6 月表现较好，但在去年下半年高基数的背景下，8 月终端销量同比增速将放缓，需求总体增长有限。总体来看，目前供需由紧平衡又逐步趋松，预计随着 8 月供应放量，供需增速分化加快，过剩量更为明显。8 月碳酸锂现货价可能在 20-30 万/吨水平震荡，远期将回落至合理水平。但由于目前期货是远期合约，反映明年年初的基本面走势，主力合约或将维持在 18-23 万元/吨震荡。

六、黑色：供应扰动风险再起，预期交易进入尾声

黑色板块 7 月延续 5 月底以来的涨幅，大逻辑我们认为没有很大变化，还是来自于 6 月份以来，宏观经济刺激政策预期不断增强，叠加产业端主动去库存警告一段落，导致盘面出现较大幅度反弹。进入 7 月后逐步进入验证政策的验证期，分歧加大。

从国内政策来看：

地产方面，在本周一的政治局会议后，我们认为重要的不是没有提及“房住不炒”，而是针对当前的地产形势，定调为“适应我国房地产市场供求关系发生重大变化的新形势，适时调整优化房地产政策”，后续的政策转向可能性提升。不过当前的在城镇化率及居民杠杆率的问题尚未得到有效解决，即使出台强刺激政策也没有办法扭转地产下行。21 号国常会提出的《关于在超大特大城市积极稳步推进城中村改造的指导意见》，本次提及的城中村改造是以政府引导、市场主导，企业实施的市场化行为，针对的是 21 个超大特大城市，是长周期的投资，主要是面向集体所有权用地的住宅、工业厂房和商业配套，进行通盘的改造，与保障房及平急两用基础设施相结合，资金来源主要是民间资本。我们认为这一轮的城中村改造规模和影响将小于 2014 年的棚改，安置方式有可能是房票安置，而非 2014 年的货币化安置，对于新房的销售提升影响较小，有类基建特征；同时目前依靠民间资本的介入依然较为艰难，虽然推进民间资本投资的支持政策，但市场信心不足的背景下，很难出现大范围投资的扩张。

基建方面，从预算内资金及自筹资金来看，下半年资金端压力将持续。从近期公共财政支出情况来看，基建类支出远低于整体水平，反映财政在基建领域发力意愿不足。此外对国家预算内资金的依赖度高的水利及公共设施占投资比重最高，在财政资金紧缺下增速提升空间不足。在商品房销售尚未显著好转的背景下，土地出让金支出持续下行或是大概率事件。目前可以期待的只有加快专项债发行

速度：一点确定性较高，预计会在三季度末至四季度初落地以及发行政策性金融工具。海外方面目前美国压力有限，经济向好明显；今年进一步加息的预期低于30%；但考虑到去年7月大宗商品价格下跌，存在低基数之下的反弹；由于近期的大宗商品反弹未计价这部分风险，需要关注8月公布的美国CPI数据。

整体而言当下需求偏弱，但供应压力不大。目前钢材需求季节性走弱，上周钢联口径五大材需求量环比回升25万吨至940万吨，产量增6.6万吨，库存仅累积0.5万吨。而且从库存结构而言，钢厂库存并未大幅累积。我们也向之前库存压力较大的东北和西北地区钢厂了解到目前钢材销售情况尚可，钢厂库存压力不大，尚不会出现像今年3月份的库存堰塞湖压力。

另外还是我们在上次会议中提到的粗钢产量平控的因素，截至今天，我们了解的情况是全国多数地区钢厂已接到口头通知，并且此次由国家层面的部委牵头，开会后下发到各省级部委执行。在确定会有限产的情况下，由于今年北方增产比例较大，后续减量压力突出，因此近一周内卷板价格大幅上涨。同时我们也观察到近期的钢铁股的价格涨势喜人，同样计价了行政性减产后利润扩张的预期。后续的关注焦点转移到何时限产以及如何执行限产上：目前我们认为短期仍然以利润调控为主，进入四季度后才会有行政性的强制执行。按照统计局口径，1-6月的日均粗钢产量295.9万吨，同比增加1.4%；如果要按照21年口径减产，相较于6月的粗钢生产强度，环比降幅为10.8%，按照22年口径，减产强度14.5%。由于对于旺季需求的环比改善期待和确定性，本周前三日的市场表现仍然以上涨为主：**在全行业低库、目前暂无钢厂长期检修的情况下，对应于金九银十的钢材平衡表预判相对乐观，同样也带动了炉料的上行。但如果陆续出现钢厂在淡季期间主动减停产，那么可能会成为8月盘面调整的重要激发点。**

从成本利润角度看，我们测算螺纹即时利润63元/吨，热卷即时利润48元/吨，钢材利润回落，但仍在盈亏平衡之上，在存在利润的情况下，钢厂很难自主执行限产计划。不过受唐山环保限产加严影响，预计本周日均铁水产量会下降2-3万吨，降至日均240万吨左右，短期铁水高点已现。炉料需求或将有所承压。供给端，铁矿石45港到港量共计2409万吨，环比增加59万吨，供应压力逐渐增加；考虑到7月初检修造成的阶段性发运减量影响结束，后期发运逐步回升，且8-9月为传统发运旺季，叠加海漂量较大，预计8月周均到港量在2300-2350万吨左右，对应铁水平衡点在242万吨。据此预计8月铁矿有望进入趋势性累库阶段。焦煤端，山西部分煤矿倒面，或在半个月产生一定影响，内蒙部分矿企坡度不合规，也有一定减量，若以164万吨/日的焦煤供应量推算，对应铁水平衡点

在 241 万吨/日。后期焦煤或从去库变为偏平衡状态。成本驱动将减弱。

综上，与 6 月宏观与产业共振的行情不同，7 月宏观经济预期力度下降，产业现实需求依然偏弱，钢材库存累积，炉料成本驱动减弱；我们认为对市场后续对于现实交易的比重会增加，一旦陆续政策出台后的表现不及预期，存在盘面快速下探的风险。当然目前库存水平不高，还有旺季拿货预期，同时部分品种的近月持仓较高，仍对盘面有一定支撑。但钢材升水的背景和煤焦减停产冲击的阶段性缓和，我们认为目前的风险仍然大于机会，建议 8 月以逢高卖空的思路为主。

七、贵金属：美联储利率决议对贵金属有何影响？

今日凌晨，美联储如期加息 25bp，总体来看，美联储本次议息会议新增信息有限，美联储维持了年内降息难度较大的措辞态度，但弱化了前瞻指引，对于 9 月是否再一次加息没有明确表态，线索还需要再即将出具的非农和通胀数据中去寻找，那么这样贵金属对于经济数据的敏感度可能会上升。同时我们看到近期原油、房价以及其他一些经济数据开始出现反复，所以短期内美联储弱化前瞻指引+经济数据反复，贵金属基本面尚不清晰，不确定性较大。基本面更为明确的利多尚待长线，长线来看，需求强度趋弱或回归，通胀也将逐步回落，此时利率也将趋于下降，形成贵金属基本面相对明确的利多。

首先从美联储声明来看，7 月和 6 月的声明几乎相差无几，有几处较小的变化，1、首先是因为加息 25bp，修改了利率区间相关的表述；2、在开头美联储对于经济增长的判断由温和（modest）转向适度（moderate），这是一种偏强的措辞修改，也体现了近期经济强度可能出现反复、美联储对于经济信心继续上升。从市场反应来看，美指、美债、贵金属在议息会议前后走势偏震荡，本次美联储议息会议相对比较平淡，一方面，市场前期已经充分计价；另一方面，美联储本次议息会议没有提供超预期的信息。

对于经济各个板块来看，美联储认为经济没有明显的降温，利率至少在年内还是要维持高位。

对于通胀，鲍威尔表示，通胀居高不下，核心通胀仍处于高位，往后看核心通胀是整体通胀走向更好的指标。鲍威尔还表示，虽然通胀已经在一定程度上得到了缓解，但不应过度解读单一的通胀数据。在此之上，我们认为 6 月份的通胀数据存在一定的基数效应，后续在基数效应消退美国通胀可能存在反复。而且目前美国的结构性价通胀仍然可能影响后续通胀下行的斜率。

对于就业，鲍威尔表示，劳动力市场十分紧俏，但供需失衡存在修复迹象。新增非农人数强劲，劳动力参与率自疫情以来回升，表征劳动力市场紧俏的职缺失业率之比见顶回落，名义薪资增速回落。但是劳动力需求还是远远劳动力供给，失业率仍然在极低的位置。劳动力市场仍然需要进一步放缓。

对于经济前瞻，一方面美联储认为近期经济活动适度增长，银行体系健全富有弹性；另一方面，美联储表示消费支出的增长同比放缓，尽管房地产反弹但同比仍然较弱，同时家庭和企业信贷状况的收紧可能对于经济活动造成压力。在回答记者提问时，鲍威尔回答表示美联储不再预测经济陷入衰退。我们认为美联储自身对于经济描述也是比较矛盾的，坐实这一点仍然需要7月议息会议的会议纪要，即将出局的经济数据，以及9月份的SEP。

对于未来货币政策路径，鲍威尔表示距离下一次会议，还有2份就业与通胀数据报告。未来将“逐会评估”整体通胀状况以及其他数据。

我们认为，本轮议息会议侧重点开始从通胀预期略偏至经济预期管理。那么经济端我们看到的是，原油、通胀等一些经济数据存在反复。又由于美联储在本次议息会议弱化了前瞻指引，所以预计短期价格对于经济数据的敏感度可能会上升。短期内建议避开这一个窗口，建议关注更为长期的思路。

长线思路主要最核心的驱动是在于需求强度的趋弱，所带来需求-新订单-生产就业链条的走弱，这样一来美联储的两大条件，通胀、就业都出现降温改善以后，美联储利率重心将会趋于下降。后续经济趋弱+利率重心下降可能一同在长期利好贵金属

从美国需求成绩来看，零售数据1月、4月是两次比较强势的上升，这两个时间节点对应去年通胀削减法案，新能源消费税额补贴的时间节点。也就是说需求端的强势没办法脱离财政政策。从消费者自身实力来看，美联储褐皮书定性美国消费者对于价格很敏感，包括最新出具的咨商会消费者信心也显示同样的内容，美国消费者还是在回避可选消费支出。多余储蓄也是持续在被消耗。按照目前的速度，多余储蓄基本年内就可以被消耗殆尽。而且我们可以看到所谓的多余储蓄的确存在贫富差异。由于消费结构的不同，中低收入人群持续受到通胀的压制，这一批人的消费预算美联储褐皮书是认为持续受到挤压的。那么这样一来，所以，后面随着债务上限限制可选财政支出、多于储蓄耗尽，需求端内生动力持续性是存在疑问的。如果认为需求会趋于走弱，那么后续新订单——生产——就业这个链条就会被带动走弱。

从 PMI 数据总览来看，制造业与非制造业增速都在边际放缓，新订单也持续承压。由于制造业对于经济周期更加敏感，长久以来美国实体经济部分以消耗累积订单维持生产，已经持续的处在收缩，还在主动去库阶段。非制造业虽然短期维持韧性，但是非制造业持续面临一个问题就是劳工短缺，劳工短缺则意味着薪资上涨，薪资上涨等于销售价格有支撑，阻碍通胀全面回落，总需求仍然受到压力，这样来说非制造业后续可能同样也难以逃脱边际收缩的命运。

在新订单回落背景下，美国职位空缺持续震荡下行了、雇佣离职与裁员分化开始收敛，这代表劳动力需求在降温、劳动力流动在降低，也侧面显示经济扩张已经收尾了。后续我们预计职位空缺会继续下行，因为如果职位空缺长期保持异常高的水平，刚才说的劳动力短缺-薪资-通胀-压制需求链条会持续演变，最终反馈到劳动力需求上。

那么，在我们对于美国需求端主导的内生经济循环强度有一个大致的判断以后，对于通胀走势判断也呼之欲出：需求走弱，通胀是会走弱的。往后看，美联储通胀的三大分类，目前供应链基本已经恢复正常，PMI 新订单持续收缩暗示商品需求萎靡，商品端通胀可能会继续趋于回落，业主等价租金这边逐步进入房价指引的拐点开始回落，除房价核心服务也将会在劳动力市场供给缺口收敛背景下降温。

综上，长期来看总需求强度趋于回落将带动通胀和就业下行美联储货币政策的两大条件，可能都会使美联储具备打开利率重心向下的空间。因此，经济却若与利率重心下移一同作用下，贵金属长线存在较为明显的利多。

八、农产品：气候扰动与政策调控多发，后期农业品种走势如何？

（一）生猪

供给方面，短期来看，今年初北方疫情造成仔猪存栏损失，对应 7 月-8 月生猪出栏存在阶段性断档缺口，且近期台风降雨天气，生猪出栏、运输受阻，生猪出栏量有所收紧，驱动价格出现反弹。生猪价格上涨后，进一步激发养殖户的压栏惜售情绪，二次育肥情绪也有所增强。当前，生猪出栏均重偏低，大猪库存较少，压栏、二育情绪起来后，生猪体重恢复至高均重需要一定时间，因此短期内生猪供应缺口或被放大。中期来看，压栏、二育只是生猪出栏量的后置，并不改变下半年的出栏总量。下半年的生猪出栏，对应今年初仍旧偏高的能繁母猪存栏

基数，且行业 MSY 在增加，因此供应依旧面临压力。随着压栏、二育的高体重猪出栏，生猪供应增加，基本面将重新转向宽松。长期来看，2023 年以来行业产能持续去化，一季度产能去化幅度相对温和，二季度有逐渐加速迹象。目前，养殖利润持续亏损，行业现金流情况恶化，预计下半年产能仍将继续去化，对应 2024 年二、三季度之后，生猪出栏压力逐渐下降，周期重新进入上行。

需求方面，目前依旧没有明显的向好迹象。下半年来看，一般存在季节性的好转，季节性变化在今年仍然会有，但是，与历史相比的同比增量就基本没有了。但季节性的变化已经反应到价格里。因此，需求对价格的判断影响不大，主要还是看供给。

操作策略：09 近期维持偏多判断；11 与 01 则关注远期偏空的机会；套利端，近期可关注近远正套。

风险因素：二育不及预期，宏观预期大幅波动。

（二）玉米

国内市场：玉米期货价格呈现冲高回落的趋势（2720-2797-2680~2700）。7 月上旬市场新季小麦收割后上市效率偏慢，预期 700~800 万吨，而市场认为只有 500~600 万吨/月，稻谷拍卖继续推迟，预期从 7 月推迟到 8 月，市场需求仍依赖玉米，局部甚至紧缺；预期的压力未能及时体现，导致玉米继续去库，贸易环节挺价销售，玉米价格持续反弹。玉米价格冲高后，贸易环节亏损缩小或者小有盈利，顾虑后期稻谷拍卖和雨季粮质风险，7 月中下旬后部分贸易开始加快现货销售；终端前期有所备货，需求表现平稳，采购积极性降低，国内玉米价格高位回落，随着饲用稻谷 8 月份开拍的信息传出，市场情绪相对偏弱；另外市场关注陈粮结余水平能否顺利衔接新季供应，玉米价格回调后震荡运行。

国际市场：美玉米 7 月上半月供应压力偏大低位震荡，下半月俄乌冲突加剧拉升期价反弹。6 月底公布的面积报告显示新季播种面积提高 210 万英亩超出市场预期，7 月份美农报告将单产从 181.5 调降至 177.5 高于市场预期，美玉米增产格局不变，7 月份美国天气好转，美玉米美豆优良率逐步回升，天气炒作关注度仍在但是热度降温，7 月上半月美玉米价格低位震荡。7 月 17 号开始俄乌冲突升级，黑海协议终止令市场关注乌克兰粮食出口风险，美麦美玉米价格因此大幅上涨，随着俄乌局势进入僵持，资金炒作热情退却，美麦美玉米高位回落，黑海协议的终止，暂时对美玉米供需格局影响较小，美玉米价格大概率重回基本面宽松向下的趋势中。

总体来看，国内玉米市场，继续关注饲用稻谷 8 月份拍卖落地的情况。目前东北贸易环节仍在积极出货，山东到粮震荡偏高，市场情绪相对承压。另外，整体玉米陈粮库存持续去化，贸易商让价幅度偏小，如果稻谷拍卖供应不及预期，玉米价格仍以区间震荡为主。国际市场持续关注北半球天气，以及巴西二季玉米装船出口效率，俄乌冲突的不确定性。

操作策略：1) DCE G2309 合约区间参考范围 2650-2800 元/吨；2) 美玉米：北美天气好转和黑海协议影响力下降后的下跌机会，主力合约区间参考 480-570 美分/蒲

风险因素：宏观预期大幅波动。

（三）蛋白粕

天气炒作下游备货，期现价格延续强势。蛋白粕市场自 6 月开启上涨，累计上涨 1000 多点。早期主要是美豆产区天气的利多，虽然 6 月底开始有降水出现，情况有改善，但累计降水仍偏少，美豆优良率表现也处于最近 5 年年同期几乎最低水平。往后看，天气炒作难言结束。预计 8 月份市场仍保持强势，但波动也会加剧。

我们从产区，国际贸易物流、国内油厂压榨、和饲料养殖消费几个环节来分析。

产区方面，美豆仍有 50%的面积处于干旱。而美国大豆、玉米主产州未来 6-10 日天气展望仍不太乐观。①美国大豆主产州未来 6-10 日 89%地区有较高的把握认为气温将高于正常水平，22%地区有较高的把握认为降水量将高于正常水平。②美国玉米主产州未来 6-10 日 83.33%地区有较高的把握认为气温将高于正常水平，28%地区有较高的把握认为降水量将高于正常水平。

国际贸易物流，最近巴西帕拉纳瓜港口出现了拥堵，因为巴西二茬玉米上市，与大豆同时出口共同造成了拥挤。巴西大豆升贴水报价已经和美豆持平，巴西 11 月 FOB 升贴水报价 130，24 年 2 月报价-50。产区 看强近月，看弱远月。从产区报价看，至少 3 季度市场延续强势。

国内油厂压榨方面，开机率最近连续两周走高至 63.68%。从豆粕销售情况看，油厂积极销售现货，兑现即期利润。油厂大豆采购进度大多到 9 月份，计划完成率超过 80%。之后月份采购偏慢，计划完成率不高，11 月只有个位数。

饲料养殖消费较好。6月豆粕表观消费是近5年以来最高水平，7月预计达到近5年同期偏高水平。原因主要有两个，一是当前生猪存栏绝对量偏高，二是近期猪价上涨，部分地区二育入场带动两个饲料原料采购量增长。预计8月份表观消费仍维持高位。今年中秋偏晚，和国庆连接，预计生猪出栏后移，利好豆粕消费。

菜籽粕方面，加菜籽和澳洲也有不同程度干旱，关注后续发展。水产需求仍处于旺季，近期台风对投料影响有限。菜粕跟随豆粕偏强运行。

黑海协议对蛋白粕影响有限。乌克兰有一些葵籽和葵粕的出口，在蛋白粕市场占比小。不是主要矛盾。

总体上，预计蛋白粕8月份延续强势。需要关注的是，8月供需报告是否下调单产以及降水。预计天气炒作落幕前，市场易涨难跌。更长维度，三季度末关注南美豆增产的压力，预计高价高利润驱使下，种植端增产大周期开启。

操作策略：维持9-1正套。

风险因素：宏观预期大幅波动。

（四）油脂

1、豆油：美豆种植面积下调后美豆供需趋紧概率增大，市场对美豆单产和天气的容忍度降低，从豆类的角度看油脂易涨难跌。上周及本周美豆产区降水再度偏少，本周及下周的美豆优良率、受干旱影响范围等数据预计将利多市场，且当前美豆优良率较低，USDA8月供需报告下调美豆单产的概率较大。国内8-10月进口大豆到港量预期减少，后期国内豆油库存或将逐步见顶回落。

2、棕油：受马棕种植面积下降、树龄老化影响，今年马棕增产幅度预计有限，后期马棕产量同比难有明显增加，马棕7月产量预计环增3%-7%，出口量预期环增10%-20%，马棕7月累库或不及预期。而印尼棕油产量增加明显，库存积累速度较快。豆棕价差的走扩利于提振棕油需求。近期国内棕油进口量较大，国内棕油继续累库概率较大。

3、菜油：加拿大干旱仍在持续，后期加拿大菜籽单产下调概率较大；澳大利亚菜籽单产同比已大幅调降，但今年以来澳大利亚降水并未明显减少，后期警惕澳大利亚菜籽产量高于预期的风险。国内进口方面，随着加拿大、俄罗斯等主要菜系出口国出口高峰的结束，国内菜系进口预期下降，国内菜油库存已连续4周

下降。

总结一下，在美豆单产预期下调，干旱影响持续，马棕增产有限，加拿大菜籽预期减产，国内菜系、大豆进口预期下降的条件下，后期油脂继续震荡偏强运行概率较大。

操作策略：建议暂时维持观望。

风险因素：原油大幅波动，宏观对商品超预期的扰动。

（五）白糖

7月以来，白糖呈现出震荡偏强的走势。我们认为主要受外盘影响。在过去的一个月中由于巴西两度增产不及预期，厄尔尼诺持续发酵带来的部分东南亚地区出旱情，海外原糖走势偏强，从6月底的22-23美分/磅的谷底走出，一度重新站上25美分/磅，这也带动了郑糖的强势上涨。

我们认为郑糖期货核心的矛盾仍然是弱需求，第三方库存去化速度偏慢，国产糖库存去化速度放缓以及下游仍在主动去库的周期之中导致了郑糖期货和现货的高基差，期货弱于现货。而白糖现货则是在表观供需偏紧的情况下，上游挺价惜售的结果。在这样一个强现实与弱预期的情况下，内外价差收敛逻辑暂时失效，盘面始终无法给出配额外进口成本利润。因此，我们认为接下来的一个月，郑糖仍将受外盘影响较大，主要受巴西增产预期兑现、厄尔尼诺事件发酵和宏观利空的影响，整体以高位震荡为主。值得注意的是，我们接下来要密切关注巴西增产预期的兑现情况，在两度同比增幅有限的情况下，我们需要重新谨慎思考23/24巴西榨季的产糖量，一旦巴西23/24榨季增产不及预期，原糖整体的价格中枢势必会有所上移。

（六）棉花

国际市场：美棉干旱指数环比提升，但并不严重，供应端暂时未见明显问题；需求延续疲弱，短时间内难有好转；基本面驱动不明显，本周中国发布抛储和滑准税配额公告，利多ICE棉价，带动内外价差收敛，但短期快速上涨后或有所调整。

国内市场：抛储及滑准税配额发放两大政策“靴子”均落地，抛储数量不定，市场解读存分歧，本次发放滑准税配额75万吨，符合市场预期，消息发布当日夜盘棉价有一定程度回调，但很快便反弹，显示出下方较强支撑。

供应端，新疆多次现高温天气，市场对新棉生长情况存忧虑，利多棉价；抛储及增发滑准税配额均有助于增加市场供给，缓解库存紧张的问题，9-1 价差受此影响回落；进口利润窗口的打开预计吸引内外套资金介入，进口量有望在下半年提升，但 6 月进口数据不及预期。需求端，下游仍处于淡季，纺织厂开机率环比继续下滑、成品库存累积，原料价格向下传导受阻，纱价跟涨乏力，纺纱利润亏损情况加剧。总体来看，下半年核心驱动在于新年度减产和籽棉预期抢收，中期来看，棉价仍有上涨空间。当前天气利多价格，产区高温不利于生长，单产存下调可能；需求不佳，纺织厂开机率下滑、成品累库、纺纱利润亏损，但目前负反馈不强，且不是核心矛盾，关注边际变化。抛储及增发滑准税配额公告发布，利空落地，盘面试压后显现较强支撑，近期关注抛储成交情况。

操作建议：单边 1 月合约逢低做多为主，上方参考 18000 元/吨；套利：1-5 价差逢低做正套、内外正套。

风险因素：宏观预期大幅波动。

（七）橡胶

RU 方面，目前市场所认可的收储版本为 3.2 万吨老胶、3.8 万吨新胶，抛储部分老胶。3.2 万吨不及市场原本预期的 7-10 万吨，所以我们 09 合约走弱幅度最大，以及 9-1 价差走弱。然而该收储方案中新胶部分除了 3.8 万吨以外，未来可能仍有后续多轮动作，因此在 01 合约上存在一定的预期差。而 NR 方面则继续受制于深色胶库存高企及终端消费较弱的基本面，盘面连周回落。混合胶现货方面下跌幅度不及 RU，使得非标基差缩小至 1700 点，但今年来看非标基差在 09 合约上大概率难以回归至前几年的水平。整体基本面方面变化不大，国内供应端已处于稳步上量阶段，近期海南上量之后原料价格有所下跌，而云南原料价格仍然维持，从利润来看目前均给出了 01 合约的交割利润。海外产区泰国整体原料供应小幅增加，不过当前需求疲软，导致割胶积极性不高。进口端，上半年天然类橡胶累计进口量 327.42 万吨，累计同比增加 20%。社会库存继续小幅累库维持高位，不过近段时间内整体走势稍平。需求端，乘用车销量持续火热表现，6 月出口数据指出汽车及零部件仍然是表现最好的板块。加之外贸雪地胎排产集中，支撑半钢胎开工。而全钢胎方面开工表现虽有回升，但后期预计仍然仅维持刚需发货水平，成品库存继续累库。后续来看，橡胶依旧会处于一个偏弱窄幅震荡的走势。

操作策略：建议继续观望。

风险因素：宏观预期大幅波动。

（八）纸浆

近期纸浆持续上涨。从市场消息看，昨日公布的产业数据都偏利空。一方面芬宝下调美金价格，另一方面 6 月欧洲港口再度增加，至 181.7 万吨。但盘面依旧强势上行，因此，根据观察，这一节点的上涨，并不来着与产业变化。供需维度，针叶浆国内货源较多，现货跟涨困难的情况一直存在，下游对现货上涨追高情绪不高。需求端，略有好转，部分纸品价格小幅走强。但下游的变化不足以解释当前行情。我们认为，这一波段的上涨只能解释为产业外资金在多配未上涨的商品带来的影响。而多配“低价”商品的核心是对未来经济好转的预期。因此，期货的预期交易使得价格不反应当前供需。**走势上，预计还能上冲，但美金完税价格在 5600 左右，主力能否越过此价，需要观察。**

操作策略：观望，关注标品交割套利机会。

风险因素：宏观预期大幅波动。

免责声明

除非另有说明，中信期货有限公司（以下简称“中信期货”）拥有本报告的版权和/或其他相关知识产权。未经中信期货有限公司事先书面许可，任何单位或个人不得以任何方式复制、转载、引用、刊登、发表、发行、修改、翻译此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，本报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为中信期货所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记。未经中信期货或商标所有人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。

如果在任何国家或地区管辖范围内，本报告内容或其适用与任何政府机构、监管机构、自律组织或者清算机构的法律、规则或规定内容相抵触，或者中信期货未被授权在当地提供这种信息或服务，那么本报告的内容并不意图提供给这些地区的个人或组织，任何个人或组织也不得在当地查看或使用本报告。本报告所载的内容并非适用于所有国家或地区或者适用于所有人。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且中信期货不会因接收人收到此报告而视其为客户。

尽管本报告中所包含的信息是我们于发布之时从我们认为可靠的渠道获得，但中信期货对于本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性以及完整性不作任何明确或隐含的保证。因此任何人不得对本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性及完整性产生任何依赖，且中信期货不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。本报告不应取代个人的独立判断。本报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表中信期货或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下。我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告不构成任何投资、法律、会计或税务建议，且不承担任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成中信期货给予阁下的任何私人咨询建议。

中信期货有限公司

深圳总部地址：深圳市福田区中心三路8号卓越时代广场（二期）北座13层1301-1305、14层

邮编：518048

电话：400-990-8826