

时至则为，过则去

投资咨询业务资格：
证监许可【2012】669号

报告要点

我们认为，下半年商品走势仍主要由宏观因素决定，其中包含两条主线：（1）海外需求走弱和货币政策变化；（2）国内稳经济政策的时机和选择。我们根据宏观判断，结合具体板块商品基本面强弱对能源、有色、贵金属、黑色、农产品提供策略建议。

摘要：

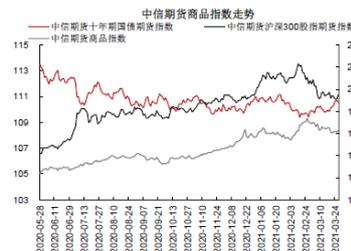
我们认为，下半年商品走势仍主要由宏观因素决定，其中包含两条主线：（1）海外需求走弱和货币政策变化；（2）国内稳经济政策的时机和选择。我们根据宏观判断，结合具体板块商品基本面强弱提供建议。

海外线，主要影响原油和有色商品价格。我们认为下半年海外需求将进一步回落，而核心通胀（服务业通胀）的韧性将使得今年货币政策转向较难，流动性和需求共振下，有色和原油将面对宏观约束的价格天花板。WTI 原油价格超过 80 美元可以偏空。有色价格方面，也以空头思路为主，根据供给和库存基本面情况，我们将空头机会排序：铝>铜>锌。贵金属方面，多头交易因经济数据扰动，延后至四季度。

国内线，主要影响黑色、建材等国内定价品种。我们认为，当前国内经济核心问题在于内需，内需核心变量在于收入。尽管地产是必选项，但悲观情绪下，仅用降息、因城施策也很难短期重新提振。基建方面，政策落地有三个月滞后，很大概率将错过金九银十，难以提振本年经济。因此 7 月较大概率期待的，或是来自于直接刺激消费、或者说收入端的政策，以此改善分配问题，拉动内需，此时配置在权益端而非商品端，今年三季度价格黑色系价格很难崛起，但将触底。我们建议 9、10 月份之后交易 24 年 01 合约多头，重新交易复苏周期，螺纹价格 3300 或是底部。建材方面，竣工周期将是地产周期中的最领先项，在 7 月国内刺激政策后，风险偏好修复或将利多建材板块。

至于农产品，由于天气和猪周期的相对独立性，可以作为商品端的单独配置存在。

风险提示：1. 国内政策力度不及预期； 2. 悲观情绪发酵



大宗商品策略团队

张文
从业资格号 F3077272
投资咨询号 Z0018864
邮箱: zhangwen@citicsf.com

屈涛
从业资格号 F3048194
投资咨询号 Z0015547
邮箱: qutao@citicsf.com

目录

摘要:	1
一、总览: 下半年商品或仍将面临宏观压力, 供需结构差异决定相对强弱, 变化或在四季度	3
二、海外线: 流动性和实际需求形成宏观压力, 利空原油和有色	4
(一) 美联储货币政策分析: 通胀是钥匙, 限制能源价格	4
(二) 经济指标观察, 需求仍将承压, 限制有色价格	6
三、国内线: 基建和地产有滞后性, 政策或集中于居民收入和企业利润, 对商品价格提振有限	10
(一) 当前国内经济特征: 痛点在信心, 信心解决在收入和利润	10
(二) 基建端中, 新增专项债和准财政工具可以期待, 但落地时间很难及时	11
(三) 基建和地产政策影响滞后, 对商品提振有限, 可观项为竣工周期下的玻璃	11
四、从下至上验证: 能源、有色、贵金属、黑色、农产品	12
(一) 能源: 原油承压, 煤炭反弹	13
(二) 有色: 整体承压, 压力铝 > 铜 > 锌	17
(三) 贵金属: 短期经济数据反弹, 交易时点错后至四季度	23
(四) 黑色: 三季度预计仍承压形成低点, 多头反弹机会关注明年合约	24
(五) 生猪: 筑底阶段, 四季度或有弱反弹	27
五、总结: 大趋势行情难现, 关注竣工周期	30
免责声明	31

一、总览：下半年商品或仍将面临宏观压力，供需结构差异决定相对强弱，变化或在四季度

我们认为，下半年商品走势仍主要由宏观因素决定，其中包含两条主线：（1）海外需求走弱和美联储货币政策变化；（2）国内稳经济政策的时机和选择。我们的思路是，在宏观判断基础上，结合具体板块商品基本面强弱提供建议。

海外线，主要影响原油、天然气和有色商品价格。我们认为下半年海外需求将进一步回落，而核心通胀（服务业通胀）的韧性将使得今年货币政策转向较难，流动性和需求共振下，有色和原油将面对宏观约束带来的价格天花板。**我们认为，WTI 原油价格区间在 70-80 美元/桶，在美联储通胀预期的约束下，价格超过 80 美元可以偏空。有色价格方面，也以空头思路为主，根据供给和库存基本面情况，我们将空头机会排序：铝>铜>锌。**

国内线，主要影响黑色、建材等国内定价品种。我们认为，当前国内经济核心问题在于内需，内需核心变量在于收入。尽管地产是必选项，但悲观情绪下，仅用降息或因城施策很难短期迅速提振风险偏好。基建方面，即使 7 月专项债加速发放并采用其他刺激政策工具（特别国债或政策性开放性金融工具），落地到实际需求也有三个月滞后，将很大概率错过金九银十，难以提振本年经济需求。因此我们认为，7 月较大概率提出的，除了新基建等，更多是来自于直接刺激消费、收入端、企业利润的政策，以此改善分配问题，拉动内需。因此，我们预计今年三季度，在实际需求检验价格成色的状态下，黑色系价格很难崛起，但将触底。之后随着居民消费端、以及新基建等刺激的落地，市场风险偏好将会修复，形成价格提振。**我们建议 9、10 月份之后交易 24 年 01 合约多头，重新交易复苏周期，螺纹价格 3300 或是底部。而建材方面，我们认为竣工周期将是地产周期中的最领先项，在 7 月国内刺激政策后，风险偏好修复或将利多建材板块，关注玻璃低位后的多头配置机会。**

至于农产品，由于天气和猪周期的相对独立性，可以作为商品端的单独配置存在，分散风险。我们认为 14 元/公斤已经接近猪肉价格底部，根据市场情绪四季度或有反弹可能。

后面部分我们详细阐述分析过程。第二部分介绍海外线，驱动来自实际需求预期和流动性政策变化；第三部分介绍国内线，阐释我们对后续国内政策选择及其影响的判断；第四部分对能源、有色、贵金属、黑色的供需基本面做梳理，实现自下而上的验证；第五部分在此基础上做策略总结。

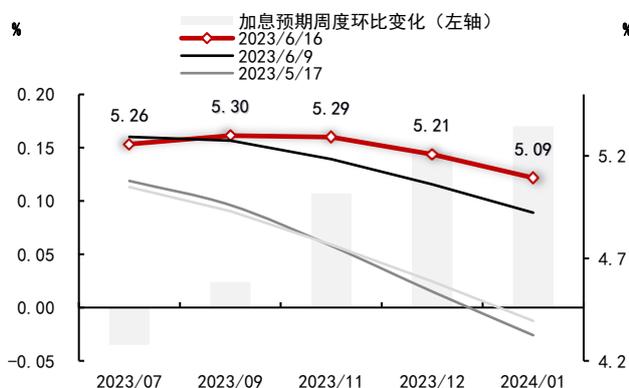
二、海外线：流动性和实际需求形成宏观压力， 利空原油和有色

海外宏观趋势主要影响原油、天然气、有色等商品，传导渠道有二：流动性和实际需求预期。我们从两个角度分别分析，认为下半年宏观依旧对商品价格形成利空。尽管实际需求方面中国占比也较高，但考虑到历史表现，以及与海外宏观的相关性比较，可以发现，有色和原油商品主要受到海外宏观因素影响。

（一）美联储货币政策分析：通胀是钥匙，限制能源价格

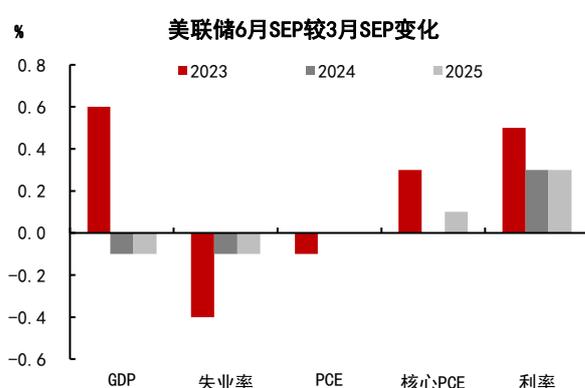
流动性主要由央行政策决定，从近期美联储表态看，年内很难实现降息且态度偏“鹰”，限制商品价格。6月SEP显示，美联储调升短端GDP、核心通胀，目标利率预期，调降失业预期。但即使出现对美国经济23年预期调升（由0.3调升至1%），但参考今年1季度经济增长1.1%，二季度经济预期2%左右，预计下半年需求仍将回落。而点阵图显示FOMC全面调升未来利率，中位数显示2023年内或仍有两次加息。尽管6月预测和3月预测的变化幅度较大，有预期管理之嫌，但预计仍将对商品价格形成利空。

图 1： 当前市场仅计入年内一次 25bp 加息



资料来源：Bloomberg 中信期货研究所

图 2： 6 月 SEP 调升未来利率水平预测



资料来源：FED 中信期货研究所

中信期货大宗商品 2023 年半年度策略报告

图 3: 美联储 6 月经济数据预测: 调升经济、利率预测, 调降通胀和失业率预测

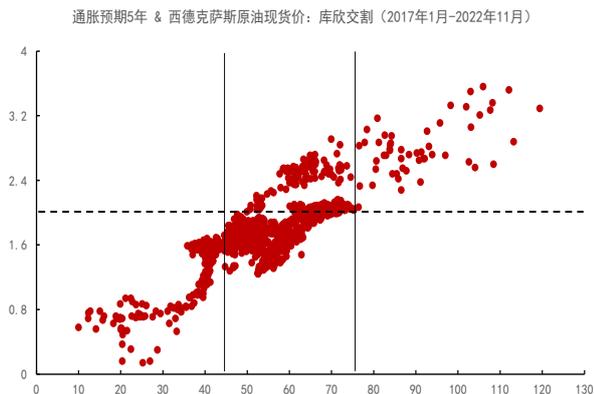
经济数据	中位数				中位趋势			
	2023	2024	2025	长期	2023	2024	2025	长期
真实 GDP 预测	1.0	1.1	1.8	1.8	0.7-1.2	0.9-1.5	1.6-2.0	1.7-2.0
今年 3 月预测	0.4	1.2	1.9	1.8	0.0-0.8	1.0-1.5	1.7-2.1	1.7-2.0
失业率预测	4.1	4.5	4.5	4.0	4.0-4.3	4.3-4.6	4.3-4.6	3.8-4.3
今年 3 月预测	4.5	4.6	4.6	4.0	4.0-4.7	4.3-4.9	4.3-4.8	3.8-4.3
通胀预测	3.2	2.5	2.1	2.0	3.0-3.5	2.3-2.8	2.0-2.4	2.0
今年 3 月预测	3.3	2.5	2.1	2.0	3.0-3.8	2.2-2.8	2.0-2.2	2.0
核心通胀预测	3.9	2.6	2.2		3.7-4.2	2.5-3.1	2.0-2.4	
今年 3 月预测	3.6	2.6	2.1		3.5-3.9	2.3-2.8	2.0-2.2	
目标加息路径								
联邦基金利率预测	5.6	4.6	3.4	2.5	5.4-5.6	4.4-5.1	2.9-4.1	2.5-2.8
今年 3 月预测	5.1	4.3	3.1	2.5	5.1-5.6	3.9-5.1	2.9-3.9	2.4-2.6

资料来源: Bloomberg 中信期货研究所

在此基础上我们重申宏观定价原油的观点: 美联储的中介目标将原油价格高点限制在 77-80 美元/桶, 我们在去年 11 月发布的 23 年年报《山还是山, 水还是水》中做过相应分析并得到验证。将 5 年和 10 年通胀预期与 WTI 原油价格 (总供给代表) 作散点图可以发现, 二者具有非常强的正相关性 (0.845)。美联储锚定的 2% 长期通胀预期下, 我们对历史原油价格划分区间, 发现 WTI 原油价格始终在 44-77 美元/桶之间。美国政府锚定的长期通胀目标注定了, 当原油价格因供给或地缘问题上涨, 美国政府和美联储一定会给予压力, 使之回复到目标通胀预期, 这压制了 23 年商品价格上涨的可能。

而从供给定价看, 除非涉及政治博弈, 否则 OPEC 同样没有依靠减产大幅拉动原油价格的动力。从图表可见, OPEC 成员国 2023 年的财政平衡成本最高在 65.8 美元/桶附近, 历史油价甚至低于 IMF 测算出的财政平衡成本。如果参考该标准, 欧洲布伦特原油价格仍有 20 美元/桶的下跌空间。参考历史均价价差, 美国 WTI 原油价格 70 美元/桶附近即可满足 OPEC 需要, 同时达到美联储锚定长期通胀目标 2% 的要求。

图 4: 5 年通胀预期 2%: WTI 油价 47-76.5 美元



数据来源: Wind 中信期货研究所

图 5: 10 年通胀预期 2%: WTI 油价 46.7-75.3 美元



数据来源: Wind 中信期货研究所

图 6: OPEC 主要成员国 23 年的财政盈亏成本约为 65.8 美元/桶, 在美国调控区间内



资料来源: IMF 中信期货研究所

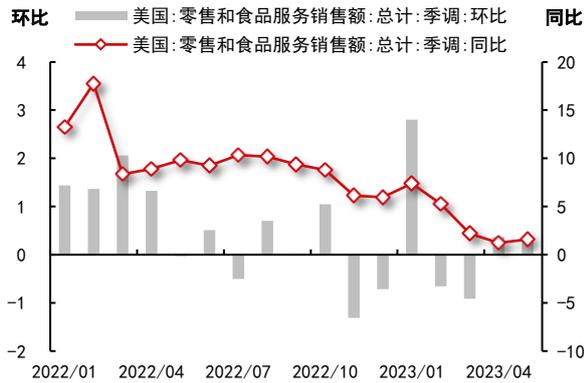
(二) 经济指标观察, 需求仍将承压, 限制有色价格

预计下半年需求-新订单-生产就业内生经济循环边际走弱, 利空商品需求。铜价与美国 PMI、美国库存周期有较强相关性, 预计下半年美国主动去库周期仍将持续, 将限制铜价及其他有色表现。

从消费数据看, 美国零售销售 4 月、5 月连续两月环比增长, 但同比数据增速持续边际下滑。叠加业主等价租金 CPI 持续高增长, 总体核心通胀增速高居不下。在消费者对价格敏感度上升背景下, 需求强度上升空间或已被自身限制。上半年零售与个人消费数据走强, 或与《通胀削减法案》中新能源消费税额抵相关, 叠加需求核心通胀弹性、财政补贴退坡、多余储蓄持续消耗, 需求端内生动力持续性存疑。美联储 5 月褐皮书显示, 全美经济整体持平, 但存在放缓迹象: 一些机构正在暂停招聘或裁员来应对更大的经济不确定性。消费者对价格的敏感度高于过去, 高通胀与疫情补助结束施压中低收入居民预算, 继续拖累消费者信心。再考虑货币政策传导的时滞性问题, 预计下半年需求或将走弱。

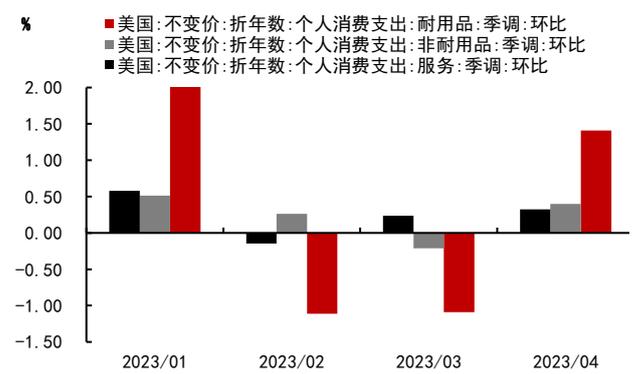
中信期货大宗商品 2023 年半年度策略报告

图 7: 美国零售销售短期环比韧性, 同比回落



资料来源: Wind 中信期货研究所

图 8: 1、4 月耐用品个人消费支出上涨, 2、3 月回落



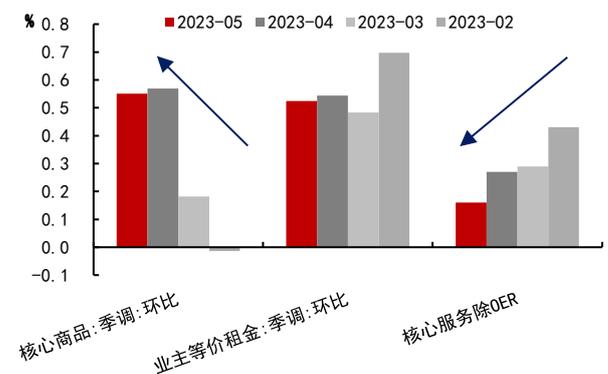
资料来源: Wind 中信期货研究所

图 9: 机动车销售与核心商品 CPI 同步



资料来源: Wind 中信期货研究所

图 10: 核心商品通胀环比增速反弹

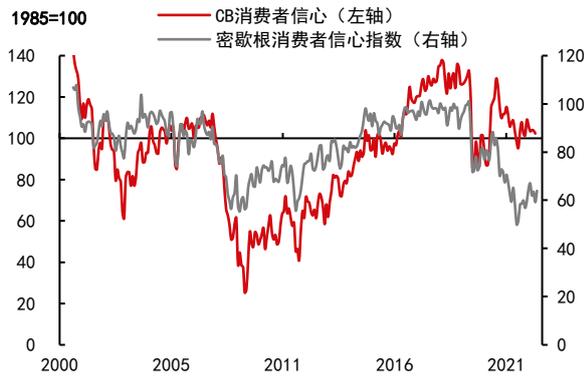


资料来源: Wind Bloomberg 中信期货研究所

个人储蓄低位徘徊, 居民收入支出结余仍未明显改善, 多余储蓄持续在被消耗。截至今年 6 月, 美国密歇根大学消费者信心、咨商会消费者信心仍未恢复至疫情前水平, 房屋、家庭耐用品、财务感知恶化状况改善程度有限。展望下半年, 美国消费者在面临自身消费能力支撑退坡之外, 预计在消费者价格敏感度提升背景下, 下半年消费者信心或临食品通胀回落缓慢、核心通胀韧性压制, 需求端内生动力持续性存疑。

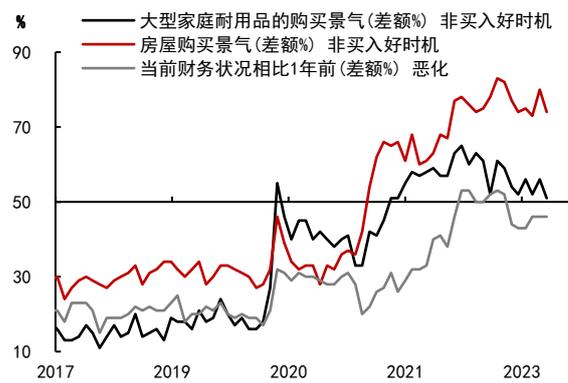
中信期货大宗商品 2023 年半年度策略报告

图 11: 消费者信心仍未恢复至疫情前水平



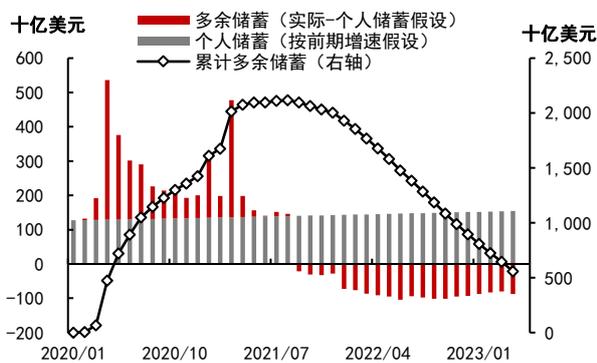
资料来源: Wind 中信期货研究所

图 12: 消费者信心细分恶化状况改善程度有限



资料来源: Wind 中信期货研究所

图 13: 多余储蓄持续被消耗



资料来源: Wind 中信期货研究所

图 14: 食品通胀回落缓慢、核心通胀韧性

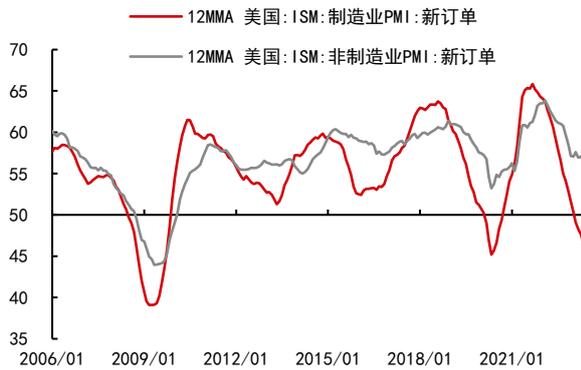


资料来源: Wind 中信期货研究所

从生产端看，美国 ISM 制造业 PMI 连续 9 月低于荣枯线，非制造业 PMI 连续四个月下滑，创 3 年新低。制造业与非制造业新订单 PMI 细分均见顶回落，制造业新订单持续处于收缩区间。ISM PMI 显示美国制造业持续消耗积压订单以维持当前生产，美国制造业持续位于主动去库周期；非制造业库存累积增速持续放缓，5 月 ISM 非制造业订单库存 PMI 由 49.7 收缩至 40.9。PMI 细分叙事持续显示新订单增长收缩，需求增长乏力。

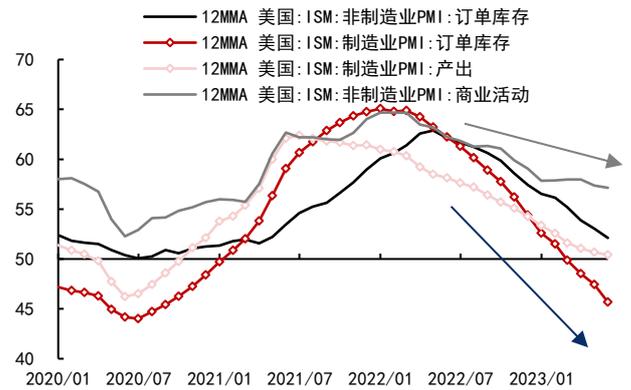
中信期货大宗商品 2023 年半年度策略报告

图 15: 制造业与非制造业新订单 PMI 细分均见顶回落



资料来源: Wind 中信期货研究所

图 16: 消耗积压订单以维持当前生产



资料来源: Wind 中信期货研究所

生产端与商品价格联系更加紧密，铜价与美国库存周期、美国 PMI 高度相关。我们发现，制造业 PMI 持续下滑，同时目前美国仍处于主动去库阶段。根据历史经验，此轮美国主动去库周期将持续到 2024 年，此前总需求因此承压。因此，实际需求端，宏观将利空铜价和其他有色品种。

图 17: 铜与美国制造业 PMI 相关性 0.53，高于国内



资料来源: Wind 中信期货研究所

图 18: 铜价与美国库存周期密切相关



资料来源: Wind 中信期货研究所

图 19: 美国制造业持续位于主动去库周期



资料来源: Wind 中信期货研究所

三、国内线：基建和地产有滞后性，政策或集中于居民收入和企业利润，对商品价格提振有限

(一) 当前国内经济特征：痛点在信心，信心解决在收入和利润

可以发现，二季度开始，国内的经济数据不佳，市场出现悲观预期，于是开始期待政府的积极政策。6月16日，李强主持召开国务院常务会议，会议指出，针对经济形势的变化，必须采取更加有力的措施，增强发展动能，优化经济结构，推动经济持续回升向好，并围绕加大宏观政策调控力度、着力扩大有效需求、做强做优实体经济、防范化解重点领域风险等四个方面，研究提出了一批政策措施。

我们认为，当前国内经济核心问题在于内需，内需核心变量在于收入。尽管地产是必选项，但悲观情绪下，仅用降息、因城施策也很难短期重新提振地产。基建方面，政策落地有三个月滞后，也将很大概率错过金九银十，难以提振本年经济。因此关于7月底可能召开的政治局会议的定调。较大概率期待的，或是来自于直接刺激消费、或者说收入端的政策，以此改善分配问题，拉动内需，此时配置在权益端而非商品端。

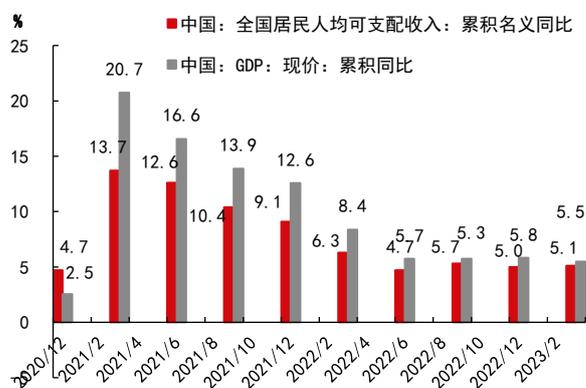
数据上看，国内居民预防性储蓄持续上升，居民收入分配不足，解释了内生需求不足的原因。截止2023年一季度，存贷差高达48.46万亿元，远高于疫情前41万亿元，居民超额储蓄约6万亿左右。从分配端看，自疫情开始，国内依靠财政刺激GDP维持增长，但与居民人均可支配收入增长不协调。23年一季度，国内居民人均可支配收入名义增长5.1%，但GDP增长5.5%，在基数效应作用下，国内居民收入恢复速度相比GDP复苏更慢，这导致了居民超额储蓄的上升。此时就出现了一旦过早撤出财政支持，经济就显示走弱。而如果不能及时使居民收入改善，企业恢复利润，那么悲观预期后的负反馈将进一步蚕食总需求，这两点并非仅是长期经济结构问题导致的，而有部分原因来自疫情后的“疤痕效应”，我们不能将疫情冲击后的持续影响与长期结构问题混为一谈。

图 20： 国内居民存贷差持续上升，体现避险情绪



资料来源：Wind 中信期货研究所

图 21： 分配问题：人均可支配收入增长跟不上 GDP



资料来源：Wind 中信期货研究所

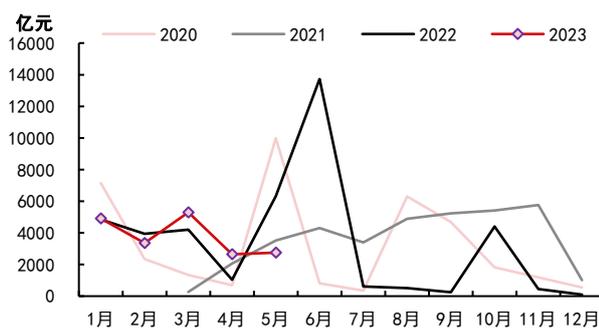
综上所述我们认为，下半年财政政策支持很有必要。但是方法上，或将更加集中于拉动“内需”，核心变量在于居民收入和企业利润。因此我们判断，政策端将更加集中于拉动居民收入和企业利润，即消费券发放和企业减税降费、增发制造业长期低息贷款等，对地产的直接刺激预期效果有限，此时不利于三季度商品价格，但有利于信心恢复后长期地产的修复过程。

（二）基建端中，新增专项债和准财政工具可以期待，但落地时间很难及时

除去拉动内需的政策，我们认为新增专项债和政策性开发性金融工具也可以期待，但或将集中于新基建和高端制造等，同时可能错过“金九银十”的窗口。由于上半年专项债发行较为克制，也给下半年专项债留有余地。如果再算上 1.15 万亿的结存空间，下半年专项债的理论发行空间为 1.9 万亿到 3.05 万亿，同比分别-5.22%，52.15%（去年使用 5029 亿元）。准财政工具在官方的表述中被多次提及，且去年已经发行 7400 亿，效果和力度较为可观，杠杆可以按照 10-13 倍左右估算。但与去年要求 6 月底前发行完毕不同，今年整体基建发力较为稳健。

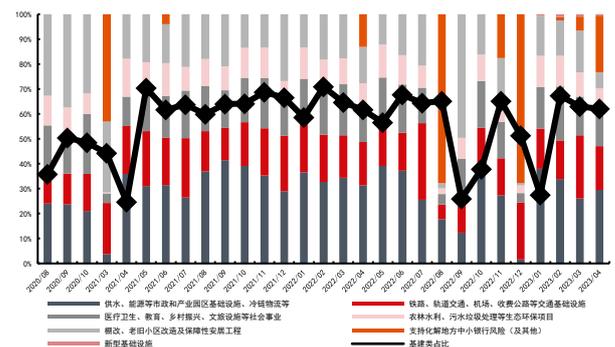
但专项债发行到形成实物工作量需要 3 个月左右的时间，因此如果专项债未能在近期形成发行高峰，受制于季节性因素，如果资金难以在金九银十之际到位，基建端的需求也能难有非常亮眼的表现，拉动需求。而根据央行 5 月 15 日的一季度货币执行报告中介绍，“持续发挥政策性开放性结构工具作用，增强政府投资和政府激励的引导作用，有效带动激发民间投资”的表述看，结构性工具也将集中于新基建，传统基建的需求拉动也将受限。

图 22： 专项债发行统计



资料来源：Wind 中信期货研究所

图 23： 专项债投向分析



资料来源：Wind 中信期货研究所

（三）基建和地产政策影响滞后，对商品提振有限，可观项为竣工周期下的玻璃

综上所述，我们认为，在检验需求质量节点的三季度，无论地产政策还是基建政策都将很难直接提振商品需求，拉动价格。之后演进复苏逻辑，更有可能的情况是，通过新基建拉动需求，消费券对居民收入和消费的补贴，减税降费带动企业

中信期货大宗商品 2023 年半年度策略报告

利润反弹，缓慢恢复市场信心，进而带动地产复苏的路径，此时金九银十后，如果价格形成低点，那么此时做多远月合约或具有性价比。

此外从地产周期看，复苏的路径为：资金回款-保交楼交付-销售回暖-带动投资上升的路径。参考竣工周期的领先性，我们认为 7 月政治局会议后，如果融资资金到位，那么竣工周期相关的玻璃需求回暖，值得关注。

2020 年至今，疫情叠加地产逆周期造成了很大的竣工和停工缺口。我们用开工与期房销售来计算竣工缺口，计算出竣工缺口在 7.1-12.3 亿平方米。其中，以销售维度测算的竣工缺口有较强的交付压力，为短期硬约束。再以更大的停工口径来算，利用开工、施工、竣工统计数据之间的勾稽关系，我们可以得到 2022 年的停工面积高达 10.4 亿平方米，占到当年施工比例的 11.6%。根据百年建筑网，1100+保交楼项目 5 月已交付比例仅达 34%。保交楼进度较慢，与资金到位难度大，地产销售依旧较弱有关。如果资金得到改善，那么需求端预计将拉动玻璃价格。

图 24： 施工缺口测算



资料来源：Wind 中信期货研究所

图 25： 竣工缺口测算



资料来源：Wind 中信期货研究所

图 26： 地产竣工表现相对良好，5 月累积同比 19.6%



资料来源：Wind 中信期货研究所

图 27： 基建投资增速变化



资料来源：Wind 中信期货研究所

四、从下至上验证：能源、有色、贵金属、黑

色、农产品

在两条宏观驱动主线下，我们分别对能源、有色、贵金属、黑色、农产品的产业基本面进行分析和预测，并提供相应策略思路。

（一）能源：原油承压，煤炭反弹

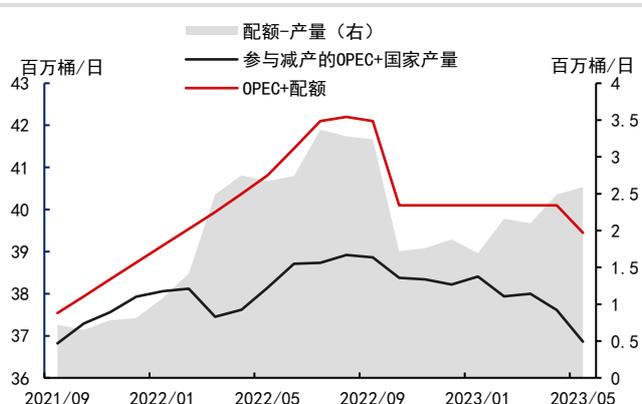
1. 原油：80 美元/桶以上逢高空

从第一部分可知，我们宏观定价原油价格区间在 70-80 美元/桶。近期原油价格承压，可以发现供给端价格支撑开始显现，这使得油价或重回 70 美元/桶上方。

6 月 5 日 OPEC+会议决定自愿性减产协议将从 2023 年底延长至明年底，且沙特在自愿性减产的基础上单独在 7 月进行一次 100 万桶/日的减产，IEA 与 EIA 预计石油格局中短期趋紧。2024 年欧佩克+日产量较目前下调月 140 万桶，至 4046 万桶。IEA 能源展望月报显示，今年全球石油需求将增长 240 万桶/日，达到创纪录的 1.023 亿桶/日。OPEC+全球石油供应量在 5 月份下降 66 万桶/日，至 1006 万桶/日；OPEC+石油产量将在 2023 年减少 47 万桶/日，2024 年减少 20 万桶/日。IEA 还预计，在短期内石油或出现供不应求。此外，根据 EIA 推算，预计未来全球原油供需格局将开始逐步趋紧。

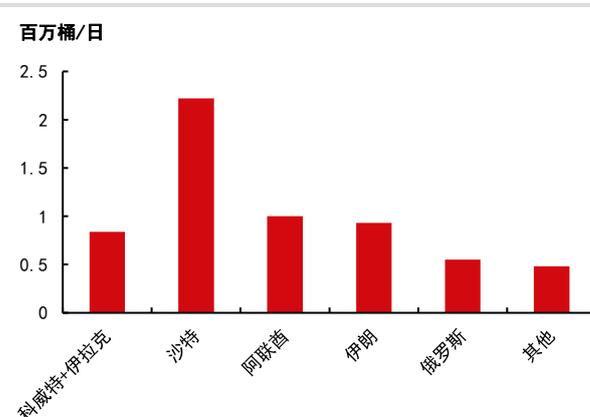
5 月 OPEC 产量继续下降，剩余产能上升：OPEC 5 月产量 2806.5 万桶/日，环比下降 46.4 万桶/日，主要减量来自中东国家，剔除豁免国后，实际下降 54.2 万桶/日。5 月参与配额生产的 OPEC+国家合计原油产量为 3686 万桶/日，环比下降 75 万桶/日，产量与配额的差距上升至 259 万桶/日左右。OPEC+剩余产能继续上升，高度集中于中东：截至 5 月末，OPEC+合计（不含豁免国）剩余产能接近 502 万桶/日，环比上升 53 万桶/日，增量来自减产幅度较大的中东国家，目前剩余产能中的 67.44%集中于中东四国。

图 28： OPEC+产量与配额



资料来源：Bloomberg 中信期货研究所

图 29： OPEC+剩余产能

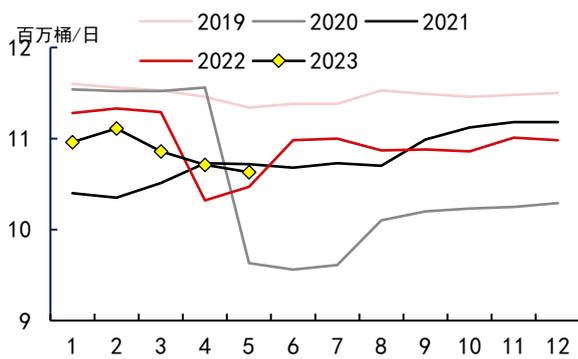


资料来源：iFind Wind Bloomberg 中信期货研究所

俄罗斯产量继续下滑，但油品出口量维持高位。EIA 数据显示 2023 年 5 月俄罗斯石油产量 1063 万桶/日，环比下降 8 万桶/日，基本完成减产目标。然而，俄罗斯

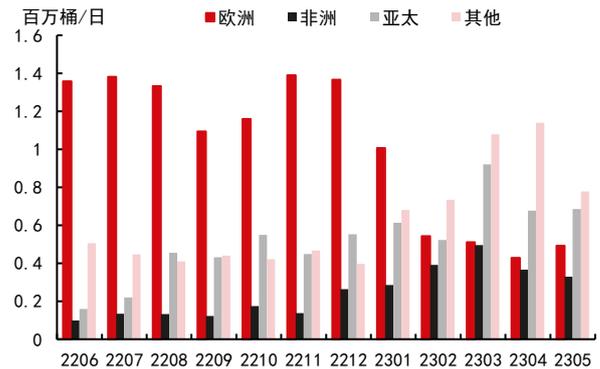
油品出口维持高位：5 月俄罗斯原油海运出口 526.6 万桶/日，环比上升 9 万桶/日，成品油海运出口 228 万桶/日，环比下降 32.8 万桶/日，合计油品出口量为 755 万桶/日。**成品油出口量下滑与其炼厂开工率下滑吻合，但合计出口量仍高于俄乌冲突前水平俄罗斯原油与成品油转运均较为顺利。**5 月印度进口海运俄原油 166 万桶/日，继续为最大的进口国，欧洲进口俄油量有所反弹，而俄罗斯成品油出口减量则主要来自中东以及未知目的地。

图 30: 俄罗斯石油产量



资料来源: Bloomberg 中信期货研究所

图 31: 俄罗斯成品油分地区出口



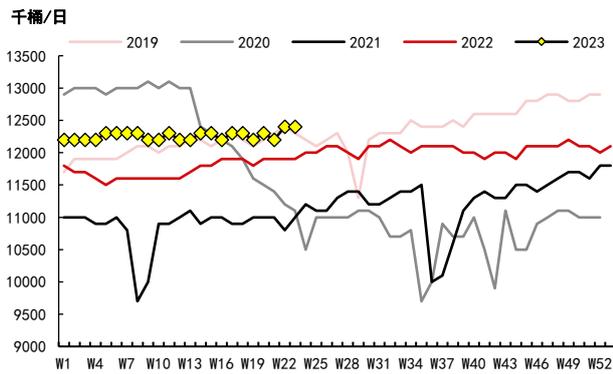
资料来源: iFind Wind Bloomberg 中信期货研究所

美国原油产量暂且维持稳定，完井数下降或拖累产量边际增速。截至 6 月 9 日当周，美国上半年原油产量持稳于 1225 万桶/日附近。但活跃钻机数量已较年初回落：6 月 9 日当周，美国钻机数量为 552 部，环比下降 4 部，四周平均滚动增幅-1.01%。美国本土活跃压裂队数为 268 个，环比上升 2 个，四周平均滚动为 0.59%。新钻井增速同样边际下滑：截至 2023 年 5 月美国新增钻井 971 个，环比下降 49 个；完井数 1001 个，环比下降 67 个，低于疫情前水平 200 个左右；开钻未完钻井下降 30 个至 4834 个，DUC 数量停止上升，新井完井数均大幅下降，与美国活跃钻机数下滑相吻合。

近期美国活跃钻机与压裂队数量均有所下滑，美国未来原油产量边际下滑预期加剧。此外，完井数量同比增速与 LEI 指数相关。随着 LEI 指数连续下行，在未来内生经济强度或趋弱背景下，完井同比增速或将见顶回落，并拖累美国原油产量。

中信期货大宗商品 2023 年半年度策略报告

图 32: 美国原油产量暂且维持稳定



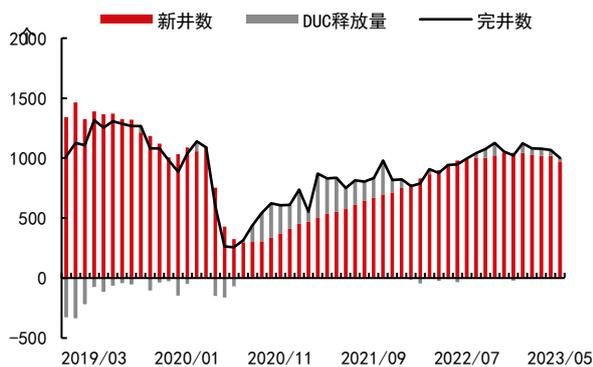
资料来源: Bloomberg 中信期货研究所

图 33: 美国完井、新井与 DUC 释放



资料来源: EIA 中信期货研究所

图 34: 美国产量与钻井数



资料来源: Bloomberg 中信期货研究所

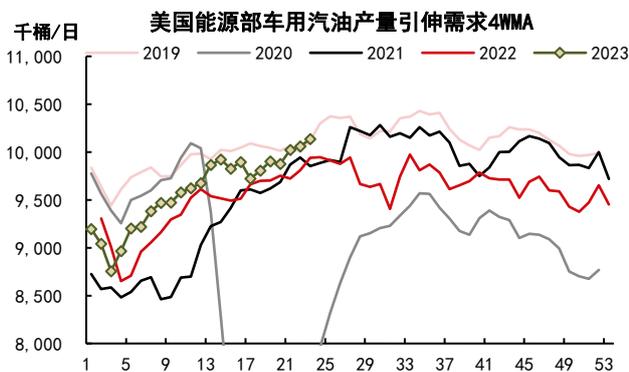
图 35: 已完工油井同比与 LEI 相关



资料来源: Bloomberg 中信期货研究所

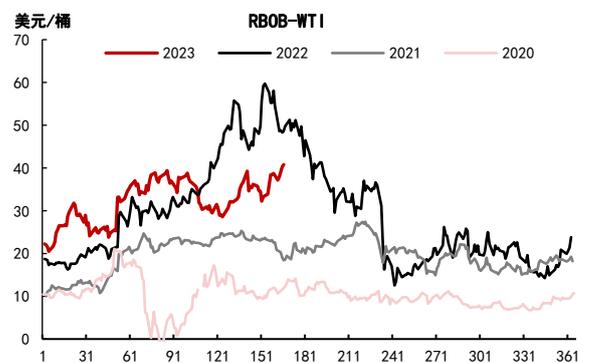
欧美国逐步进入出行旺季, 美国地产市场触底反弹, 形成成品油需求西方支撑。欧美消费者二季度末、三季度进入出行旺季有望支撑汽油消费需求。当前 RBOB-WTI 汽油裂解价差尚且位于上升趋势, 显示下游需求短期保持韧性。

图 36: 欧美消费者二季度末、三季度进入出行旺季



资料来源: Bloomberg 中信期货研究所

图 37: RBOB-WTI 汽油裂解价差尚且位于上升趋势



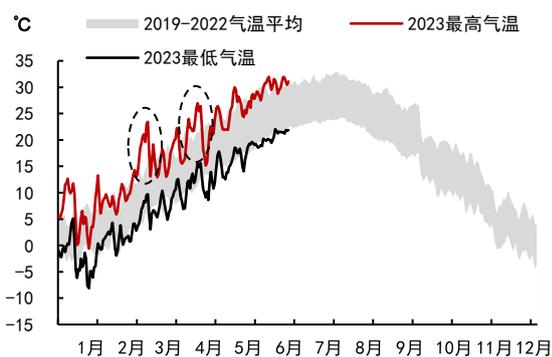
资料来源: Bloomberg 中信期货研究所

2. 煤炭：需求走弱，但厄尔尼诺现象带来支撑价格

当前煤炭工业需求走弱，厄尔尼诺是三季度非常值得关注的因素，或对当下国内供需两旺的动力煤市场需求侧形成进一步的拉动，对宽松的供需格局形成边际改善，并有助于动力煤价格企稳。

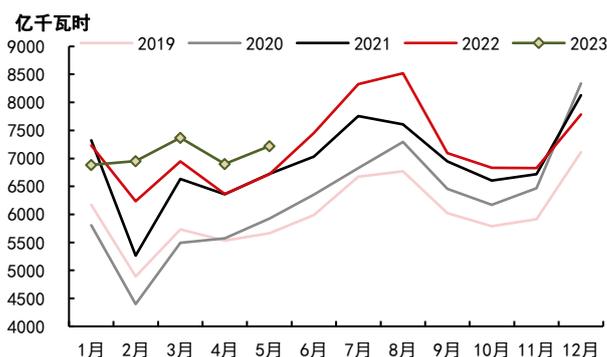
厄尔尼诺现象或将进一步推高三季度用电量。受到厄尔尼诺现象影响，三季度我国北方大部将迎来高温干旱天气。据国家气候中心预测，未来三个月赤道中东太平洋将维持厄尔尼诺状态，海温指数持续上升，将在今年秋季形成一次中等以上强度的东部型厄尔尼诺事件。厄尔尼诺对我国的影响主要是华北南部、华中北部、华东中部、西北地区东部等地气温偏高，而副热带高压偏南偏强则会导致南方地区降水偏多。据统计，今年以来京津冀以及山东等地有 21 个国家气象站日最高气温突破历史极值。今年前五个月我国用电量已处于近年同期高位，若厄尔尼诺现象导致北方气温进一步升高，或推高三季度用电量。

图 38：今年最高气温多次超过往年同期



资料来源：Bloomberg 中信期货研究所

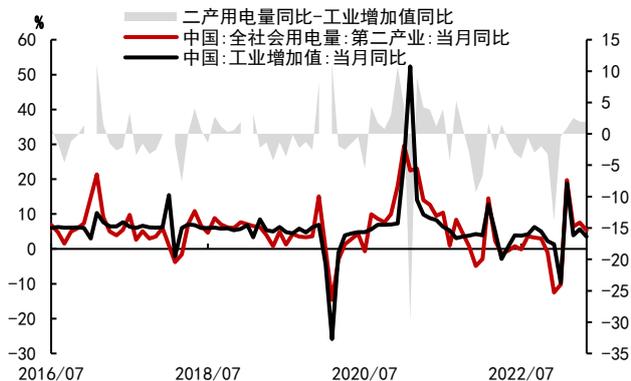
图 39：今年前 5 个月用电量处于同期高位



资料来源：Bloomberg 中信期货研究所

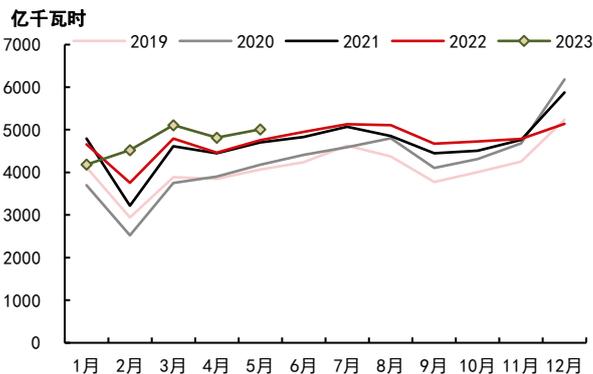
工业用电量未明显表现出显著回升倾向。我们认为，这并不表示工业用电量不会随温度升高而回升，主要原因可能与用电高峰产生的电力缺口会由工业企业熨平，政府也会优先确保居民用电有关。整体来看，厄尔尼诺现象极有可能进一步推高对气温敏感度高的居民、服务业用电量，并整体推升国内第三季度整体用电需求，使价格获得支撑。

图 40: 居民用电受到气温影响弹性较大



资料来源: Bloomberg Wind 中信期货研究所

图 41: 第二产业季节性相对不明显



资料来源: Bloomberg Wind 中信期货研究所

(二) 有色: 整体承压, 压力铝 > 铜 > 锌

我们认为, 下半年有色价格仍整体承压, 在供需基本面的验证下, 我们排序价格压力: 铝>铜>锌, 三季度由于供给趋松, 铝价或将明显承压, 铜价将持续受到宏观面压制, 锌价在成本支撑下弱势震荡。

1. 铜: 供给端维持增长预期, 库存短期低位

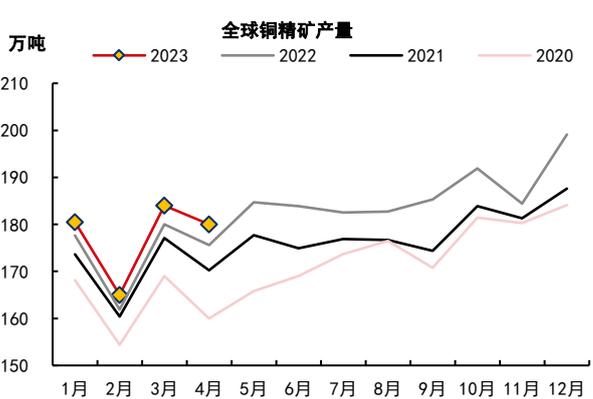
原料端, 预计下半年维持较为宽松的状态。根据 ICSG, 今年 1-4 月全球铜矿产量增长约 2.5%。一季度, 各地铜矿供给扰动较多, 而二季度以来, 随着全球各地矿端扰动事件平息及持续, 铜矿加工费也在不断上涨, 我们仍然维持 2023 年铜矿供给偏松的预期。ICSG 虽然下调了对于今年全球铜精矿产量同比增长的预期, 但受益于刚果的 Kamo a Kakula 和 Tenke 项目、秘鲁的 Quellaveco and Torromoch o 项目、以及智利的 Quebrada Blanca QB2 项目, 今年铜精矿产量仍然有望增加 3%。

图 42: 二季度以来, 铜精矿指数一路上涨



资料来源: SMM 中信期货研究所

图 43: 今年 1-4 月全球铜矿产量增长约 2.5%



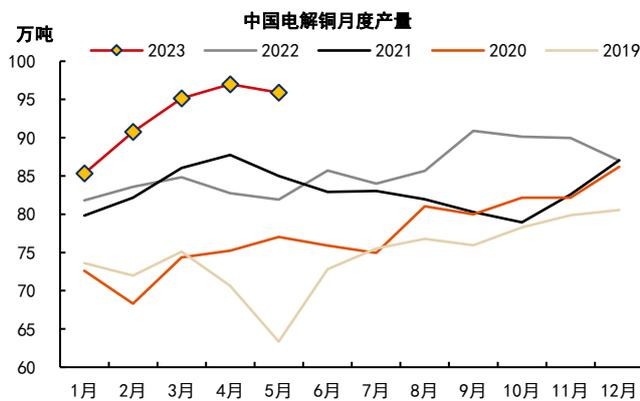
资料来源: ICSG Wind 中信期货研究所

冶炼端, 今年全球精铜产量仍然维持增长预期。1-4 月, 全球精铜产量增长约 8%, 这主要是归功于中国与刚果精铜产量的强劲表现。而展望今年剩余时间内

中信期货大宗商品 2023 年半年度策略报告

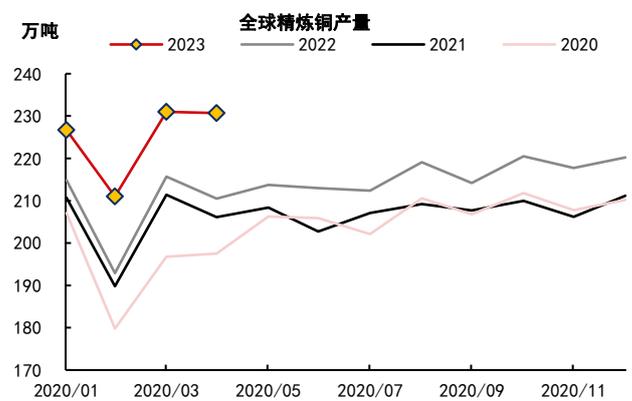
的精铜产量，据 ICSG，2023 年精铜产量将同比增加 2.6%，2024 年将增加 4.4%，这主要都是依靠中国电解铜产能的持续扩张。而国内方面，今年 1-5 月，全国电解铜产量达 464.13 万吨，同比增加 49.25 万吨，增幅 11.87%。从 5 月的情况来看，5 家冶炼厂进行计划内的检修，合计影响产量约 2.91 万吨，因此，5 月国内电解铜产量如期下降，录得 95.88 万吨，环比减少 1.12 万吨，同比增加 17%。而根据各家排产计划，SMM 预计 6 月国内电解铜产量为 93.19 万吨，环比降 2.69 万吨，主要是由于有 8 家冶炼厂有检修计划，合计影响产量 5.44 万吨；同时山东某新冶炼厂将正式投产，且前期检修的冶炼厂也将复产，有助于提升产量。另外，由于 7 月检修厂数减少，预计 7 月产量或小幅增加。

图 44: 国内电解铜今年以来维持高位



资料来源: SMM 中信期货研究所

图 45: 今年 1-4 月全球精铜产量增长约 8%



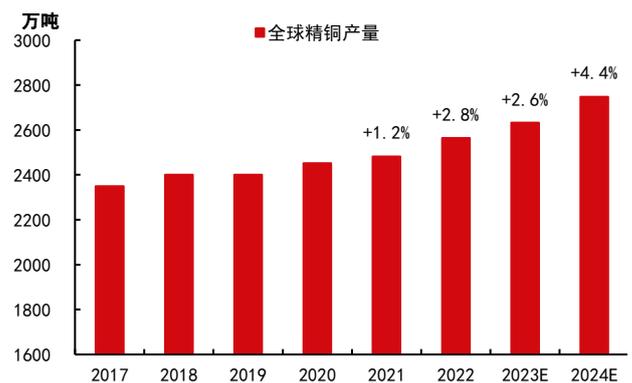
资料来源: ICSG Wind 中信期货研究所

图 46: 预计今年全球铜精矿产量同比增 3%



资料来源: ICSG 中信期货研究所

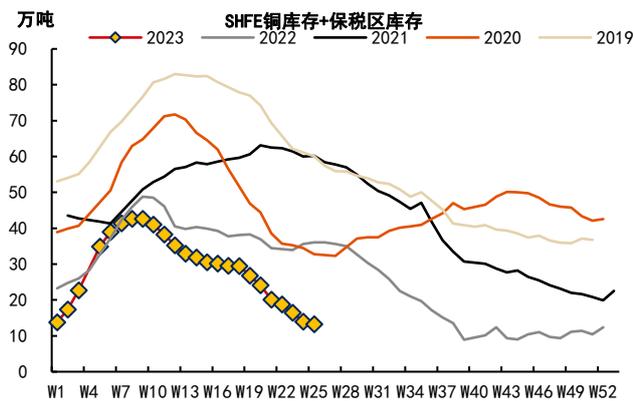
图 47: 预计今年全球精铜产量同比增 2.6%



资料来源: ICSG 中信期货研究所

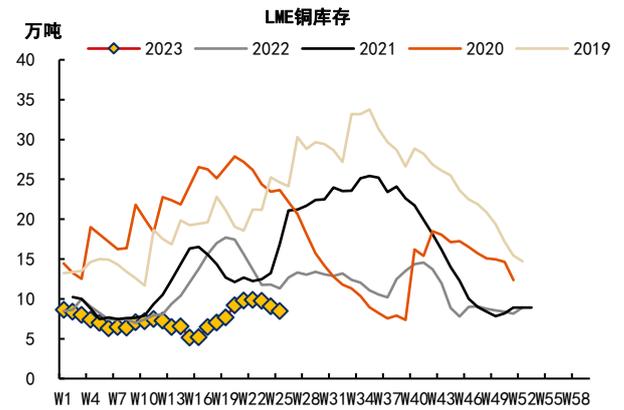
库存方面，全球显性库存偏低。二季度以来，全球铜显性库存不断下降。截至目前，上期所+保税区铜库存仅为 13.2 万吨，LME 铜库存仅为 8.5 万吨，明显低于往年同期。然而，由于供给仍然处于高位，而需求正进入传统消费淡季，三季度或有小幅的季节性累库。

图 48: 国内电解铜仍在低位去库



资料来源: SMM 中信期货研究所

图 49: LME 铜整体维持低位



资料来源: SMM 中信期货研究所

2. 铝: 三季度供应压力明显增加, 四季度或有所缓解

下半年, 川贵地区及内蒙古分别有复产产能约 20 万吨, 主要增量来自于云南地区, 因此, 下半年主要关注云南复产情况。

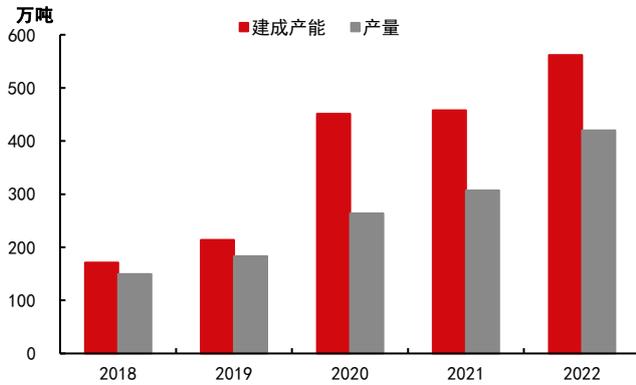
云南省从去年以来减产的基本情况如何? 云南共计 11 家在产的电解铝企业, 建成总产能 560 万吨, 指标产能 526 万吨。而历经两次大规模减产, 截至目前, 云南省内的减产总规模达到 200 万吨。第一次减产发生在去年 9 月份, 受天气干旱影响, 水力发电不足, 省内工业用电紧张, 电解铝企业响应用能管控, 在 9-10 月减产约 122 万吨。第二次减产为今年 1-2 月, 省内天气干旱, 水电再度承压, 电解铝企业再度减产约 78 万吨。目前共计 200 万吨的产能仍未能重启, 云南省省内电解铝运行产能仅为 326 万吨, 同比减少约 150 万吨。

电解铝的复产进度及预期如何? 从电力供应及生产工艺来看, 电解铝的复产进度较慢, 产能释放主要在三季度。1) 电力供应: 云南省发电供应增速低于需求增速, 同时, 两广地区夏季用电高峰来临, 云南省还需保供外送电力。因此, 从电力供应的角度来看, 云南省内电解铝或不具备迅速复产的条件。2) 生产工艺: 由于生产工艺的特殊性, 电解槽恢复生产需要经历的流程较长。根据 SMM 的测算, 电解铝企业复产一天约通电 2-4 台电解槽, 这相当于年化产能 0.2-0.4 万吨/日, 假设 6-7 月水电较多, 那么, 云南省 11 家电解铝厂的月复产规模约为 109 万吨。按照这样的速度, 达到去年 8 月的产能则需要近两个月的时间。

而从实际情况来看, 随着来水量增加, 云南省正式出台《关于全面放开负荷管理的通知》, 宣布自 6 月 17 日起全面放开目前管控的 419.4 万千瓦负荷管理用电负荷。如若复产顺利, 先前云南减产的共计 200 万吨产能有望复产约 90% 以上。且据 SMM 调研, 本周已有部分电解铝企业开始通电复产, 供应端的增加正对铝价不断施压。另外, 据 SMM 统计, 2023 年国内电解铝运行产能或在 10 月达到全年峰值 4200 万吨以上, 全年电解铝产量或达到 4123 万吨左右, 同比增加 2.9%。因此, 综合来看, 若按照目前的复产节奏, 供给压力的上升主要集中在三季度。

而往后，由于四季度属于传统的枯水期，预计供给压力将有所缓解。

图 50: 云南省电解铝建成产能及产量变化



资料来源: SMM 中信期货研究所

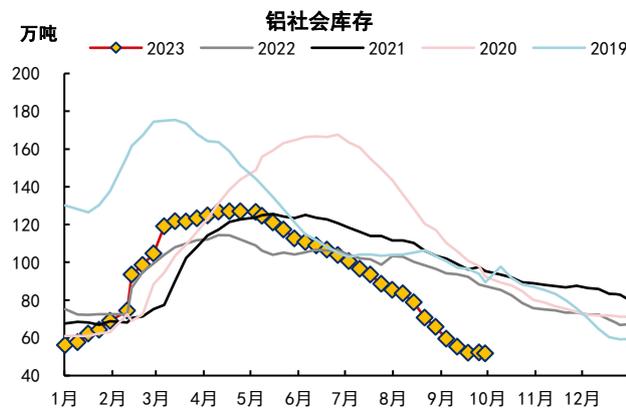
图 51: 去年 9 月起, 云南运行产能及产量不断下降



资料来源: SMM 中信期货研究所

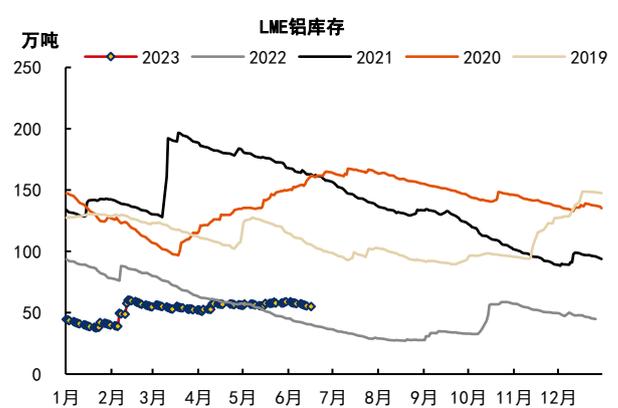
库存方面, 三季度铝或以累库为主。过去三个月, 国内电解铝社会库存持续去库, 目前处于近五年同期中的较低水平。而随着消费正式进入淡季, 铝初加工产品加工费不断下滑, 铝棒等产品出现减产预期, 铝锭于 6 月最后一周进入累库阶段。

图 52: 国内电解铝进入累库阶段



资料来源: SMM 中信期货研究所

图 53: LME 铝整体维持低位



资料来源: SMM 中信期货研究所

3. 锌: 供给过剩已转为现实, 短期反弹, 但预计之后仍承压

矿端, 2023 年锌矿加工费基准定价为 274 美元/吨, 这表明锌矿供应从大背景下来看处于宽松状态。根据国际铅锌协会, 再继 2022 年锌矿产量下跌 2.5% 后, 2023 年锌矿产量预计将达到 1286 万吨, 同比增加 3%, 而这主要是由澳大利亚、印度、巴西、哈萨克斯坦、墨西哥、南非和美国的产量预期增长所推动的。

冶炼端, 国内方面, 目前锌锭供给过剩预期已逐渐转为现实。2023 年 1-5 月国内精炼锌产量达 267.39 万吨, 同比增加 19.13 万吨, 增幅 7.7%。而从最新的单月情况来看, 5 月精炼锌产量略超预期, 产量为 56.45 万吨, 环比增加 2.45 万吨, 同比增幅 9.56%。据 SMM, 这主要是由于 5 月国内矿产锌中大型炼厂几乎维持

满负荷生产，仅陕西部分冶炼厂常规检修，另外，由于硫酸价格低迷，部分炼厂将检修计划提前。而展望后续，由于前期锌价重心下移叠加硫酸亏损的双重压力，炼厂盈利情况不佳，有炼厂已主动减产。但据 SMM 调研，部分再生锌企业和冶炼厂减产是出于正常检修，整体对供应扰动相对较小，预计 6 月精炼锌产量约为 53.59 万吨，环比减少 2.87 万吨。而针对下半年，一方面，进入 7 月，北方多数炼厂将开始检修，但下半年的检修多是出于季节性常规检修，在矿端过剩向锭端传导已成现实的背景下，预计检修的整体影响有限。

另外，随着进口窗口的开启，我国精炼锌进口量激增。4-5 月，由于海外衰退预期仍在，消费疲软，并且市场传言部分海外冶炼厂已然复产，叠加海外升贴水下行，在供大于求的情况下，LME 锌弱势运行。而国内虽然供给维持高位，消费不及预期，但仍有韧性，且社库处于低位，沪锌价格强于 LME 锌，不含税进口窗口开启，4 月精炼锌进口 1.57 万吨，环比增 22.51%，同比增 920.84%；5 月精炼锌进口 1.79 万吨，环比增 4.26%，同比增 451.75%；1-5 月累计进口 5.29 万吨，累计同比增加 13.57%。展望后续，6 月以来，随着美联储暂停加息，海外宏观情绪好转，且海外矿企有暂停生产情况发生，LME 锌走势偏强。而国内虽然有政策刺激预期，但是当前基本面仍然支撑不足，沪锌走势相对偏弱，在外强内弱的情况下，沪伦比向下调整。但是，据 SMM，不含税窗口或仍有间歇性开启机会，6 月精炼锌进口量约为 4 万吨。

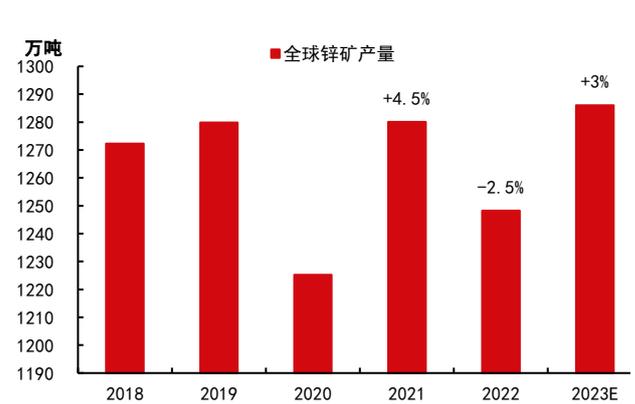
海外方面，继去年全球精炼锌产量同比下降 3.8%后，今年全球精炼锌产量预计将增加 3.1%至 1376 万吨。其中，除了中国的产量预计将大幅增加 4%外，ILZSG 预计澳大利亚、加拿大、印度、哈萨克斯坦和墨西哥的产量也会有所增加。而欧洲，去年由于能源价格大幅上涨导致产量下降 11.4%，今年，受能源价格回落以及大多数去年停产的炼厂复产的影响，今年产量预计将增加 2.3%。

图 54: 锌矿加工费正不断下行



资料来源: SMM 中信期货研究所

图 55: 2023 年锌矿产量预计将达到 1286 万吨



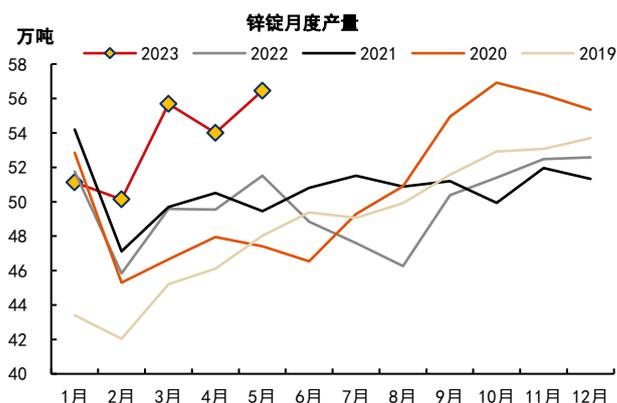
资料来源: ILZSG 中信期货研究所

图 56: 虽近期有所反弹, 但国内精炼锌企业利润明显收窄



资料来源: SMM 中信期货研究所

图 57: 锌矿供给释放已成现实



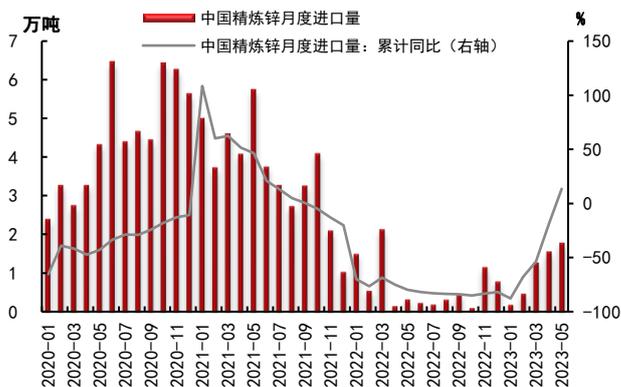
资料来源: SMM 中信期货研究所

图 58: 沪伦比走强



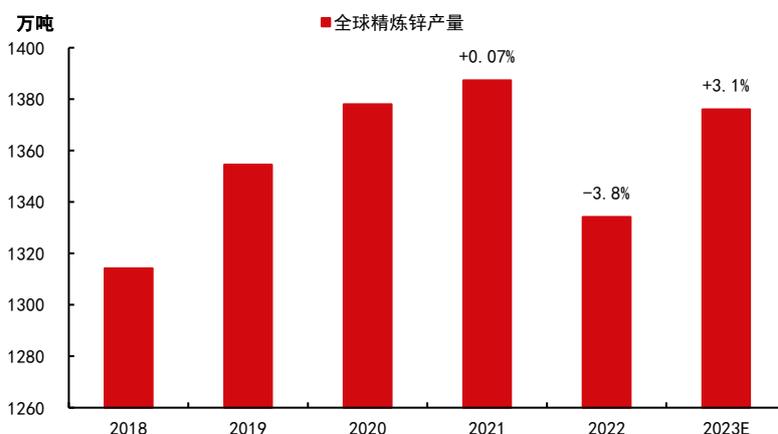
资料来源: SMM 中信期货研究所

图 59: 2023 年全球精炼锌产量预计达 1376 万吨



资料来源: SMM 中信期货研究所

图 60: 2023 年全球精炼锌产量预计达 1376 万吨

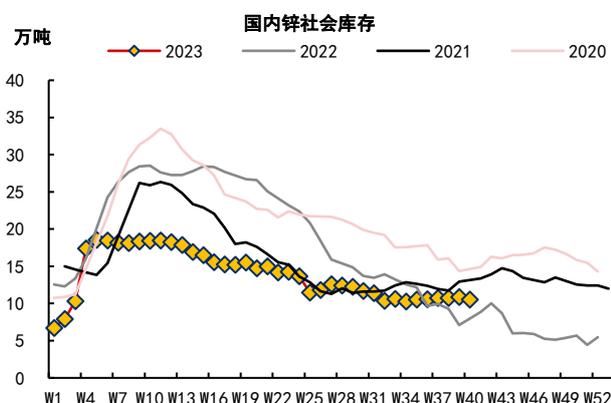


资料来源: ILZSG 中信期货研究所

库存方面, 锌预计三季度开始或仍有累库预期, 考虑宏观因素印象, 或仍很难明显向上。但随着“金九银十”传统消费旺季的到来, 三季度末累库情况或将

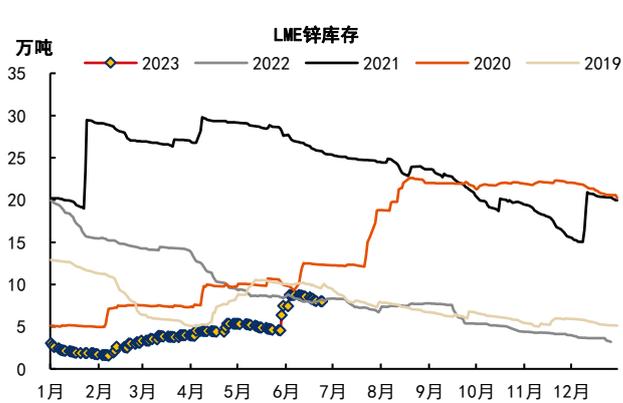
有所好转。

图 61: EPS 下游占比



资料来源: SMM 中信期货研究所

图 62: PS 下游占比



资料来源: SMM 中信期货研究所

(三) 贵金属: 短期经济数据反弹, 交易时点错后至四季度

贵金属可视为一种特殊的债券, 由于库存不灭性, 因此与美联储货币政策、经济状态和地缘政策更相关。分析 2023 年贵金属价格只要持续回答三个问题:

(1) 美联储何时转向, 是否降息? (2) 美国经济是否衰退, 何时衰退? (3) 美元指数反弹动力? 这些问题在不同时期预期的变化将影响当期价格表现变化。

我们认为, 由于拜登持续积极财政政策扰动, 近期美国经济指标反弹, 这使得美联储 7 月或继续加息, 贵金属将因此短暂承压。但高利率环境下, 拜登的积极财政政策也使得美国政府债务不可持续, 限制美国长期经济增长。只要美国仍然将通胀视作目标, 那么总需求回落→通胀回落→降息的节奏就是必然路径, 此时贵金属持续具有配置价值。考虑到货币政策的时滞性, 下半年总需求回落或为贵金属提供溢价, 时机或在四季度。而欧元区和日本货币收紧错位, 或限制美元指数反弹空间。

综上, 我们建议贵金属的多头交易时间点延后至三季度末或四季度, 价格支撑位设置为 1900 美元/盎司, 白银支撑位设置在 22-23 美元/盎司。时间是贵金属的朋友, 时间越靠后, 对贵金属价格将越有利。

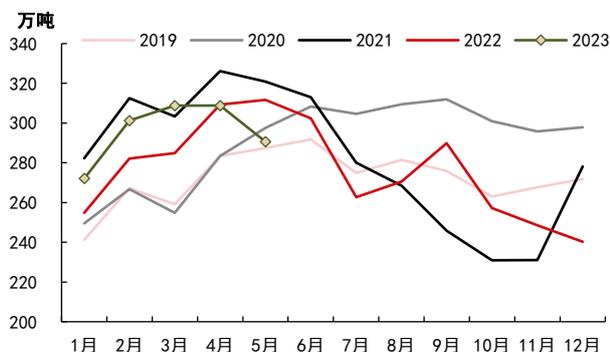
白银方面, 我们认为在总库存相比工业需求仍处高位的环境下, 其价格走势仍然主要跟随黄金, 预计支撑价位在 22-23 美元/盎司, 交易时点同样在三季度末和四季度。

(四) 黑色：三季度预计仍承压形成低点，多头反弹机会关注明年合约

1. 钢材：需求受限，供给端主动减产动力不足，平控减产预期仍存

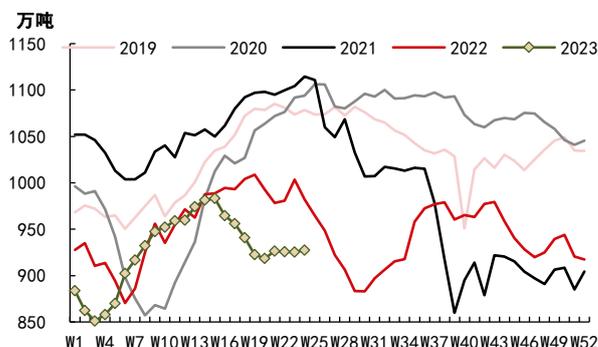
统计局口径下，1-5 月粗钢产量 4.45 亿吨，同比增长 2.2%。五月以来，由于原料成本坍塌，焦炭接连提降，钢厂利润有所修复，导致整体供给减产动能不足，部分钢厂趁势复产。往后看，淡季需求乏善可陈，需求承压之下仍有减产余地，但政策预期反复，淡季或难以走出流畅行情。从利润视角来看，目前钢厂利润依旧相对偏高，钢厂自主减产动力或仍然不足，在平控未实质落地前，预计铁水仍然维持高位运行。短流程方面，当前废钢成本对比铁水并没有较大的优势，给予钢材供给端的矛盾不大。但若后续短流程平电利润转正，或加剧钢材的供给矛盾。

图 63: 日均粗钢产量



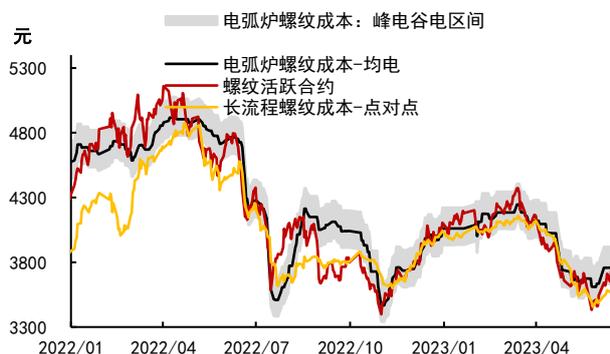
资料来源: Bloomberg Wind 中信期货研究所

图 64: 五大品种产量季节性



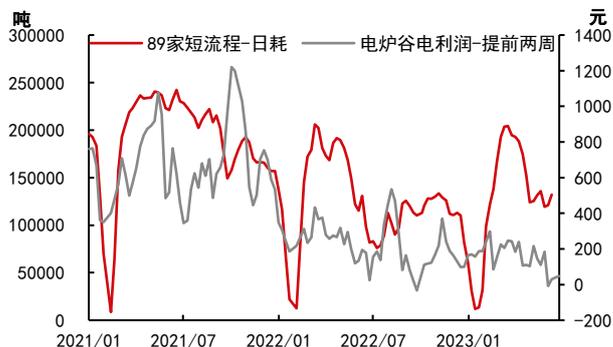
资料来源: Bloomberg Wind 中信期货研究所

图 65: 钢材长短流程成本



资料来源: Bloomberg Wind 中信期货研究所

图 66: 短流程日耗情况

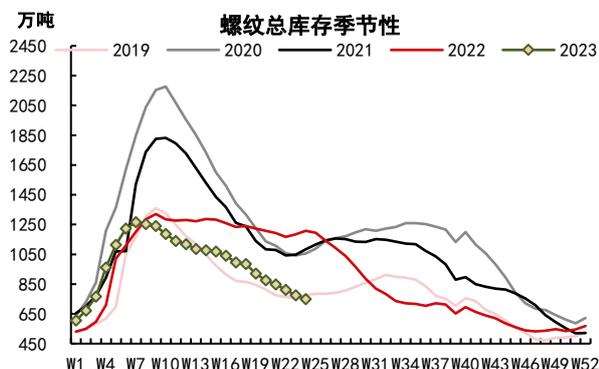


资料来源: Bloomberg Wind 中信期货研究所

库存方面，去化幅度放缓，绝对量处于低位。随着供给端仍有复产反复与需求端进入淡季的影响，目前库存去化幅度在逐步放缓，隐有矛盾积累之势。但从绝对水平上来看，钢材库存处于年内低位，矛盾不大。从制造业周期来看，目前

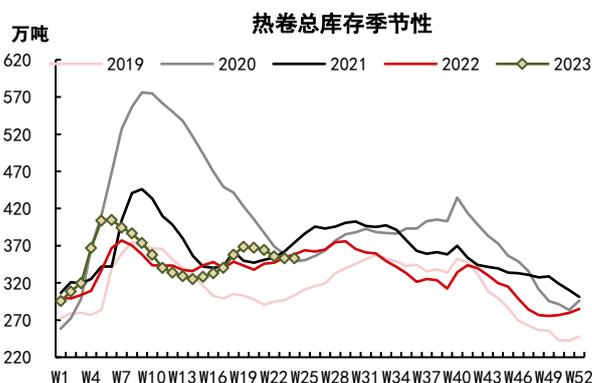
炼钢行业仍处于主动去库存周期，保持低位库存为降低风险的结果。低位的库存或将放大钢价上涨弹性，同时增加下跌安全壁垒，但核心矛盾仍在于终端需求的演变，结合前文分析，我们认为三季度或形成价格低点。

图 67: 螺纹总库存季节性



资料来源: Bloomberg Wind 中信期货研究所

图 68: 热卷总库存季节性

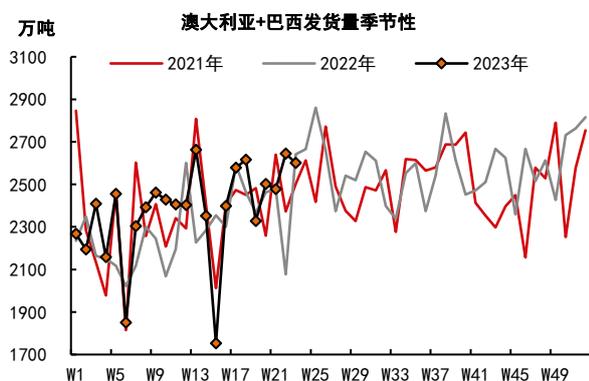


资料来源: Bloomberg Wind 中信期货研究所

2. 铁矿：港存压力初显，供需趋于宽松

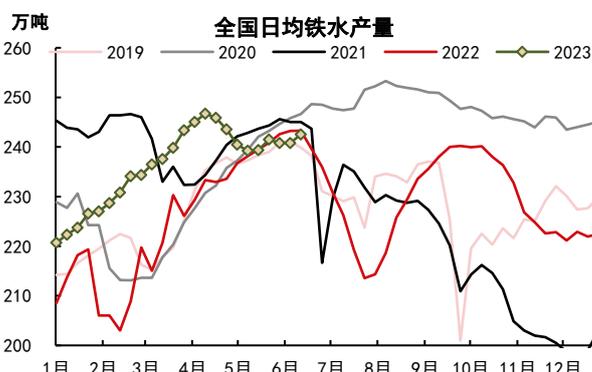
铁矿端，预计后续基本面趋于宽松，存在一定下行压力。近期在宏观政策预期提振，钢厂自身仍然存在偏高的利润的情况下，铁水仍然偏高位运行，短期铁矿需求仍然维持韧性，给予了矿价一定支撑。但下半年行政性减产落地概率较大，需求下滑预期持续存在，始终限制原料上涨高度。于此同时，铁矿的供给端将迎来传统季节旺季，根据发运推算，后续到港量将逐步回升。因此在需求预期下滑，供给量趋于增加的背景下，铁矿基本面或将逐步转松。此外，政策端的扰动或也将限制铁矿的高度。

图 69: 铁矿澳巴发货量



资料来源: Bloomberg Wind 中信期货研究所

图 70: 全国日均铁水产量

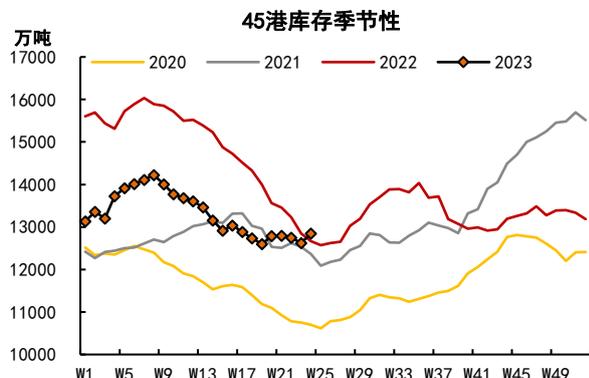


资料来源: Bloomberg Wind 中信期货研究所

从库存来看，目前港口库存开始累库，供需矛盾已初步显现。在利润偏低的情况下，钢厂厂内原料库存持续处于低位，仍以刚需补库为主。只有当钢材需求

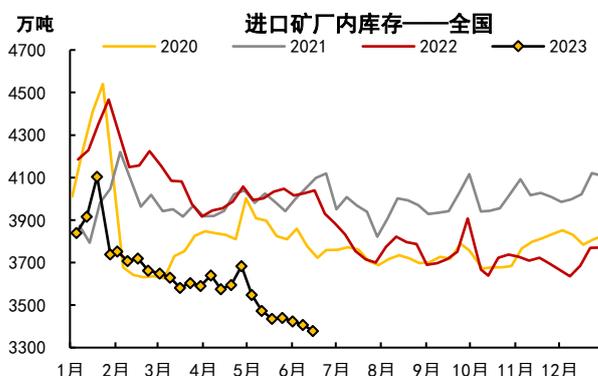
强劲，成材价格涨幅高于原料成本从而扩大利润之时，才有可能打破钢厂经营方式。因此总体来看，后续铁矿端仍面临一定下行压力。

图 71: 铁矿澳巴发货量



资料来源: Bloomberg Wind 中信期货研究所

图 72: 全国日均铁水产量

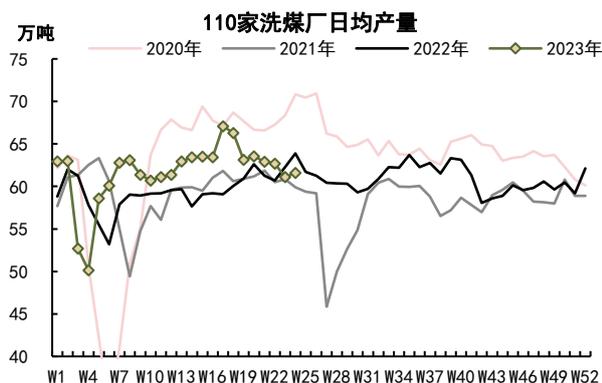


资料来源: Bloomberg Wind 中信期货研究所

3. 双焦：需求压力仍存，板块跟随需求弱势运行

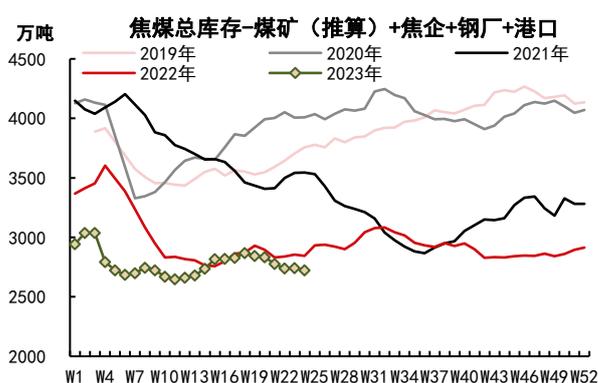
展望后市，双焦端仍然处于板块中较为弱势的部分。焦煤端，受动力煤下跌影响，煤炭板块持续承压。今年以来，市场在经历了大幅下跌后现已有企稳之势，近期随着宏观情绪的好转以及铁水的韧性，双焦板块亦有一定反弹。但后续同样由于平控减产以及需求淡季，焦煤供需过剩格局很难有实质改变，或仍维持弱势。价格压力下，下游仍采取按需补库的策略，焦钢企业库存持续走低。而焦炭端的议价能力较弱，自身基本面矛盾并不大，在低利润的基础上，焦炭的核心矛盾仍然在于终端需求、原料价格以及宏观预期对盘面的影响。

图 73: 110 家洗煤厂日均产量



资料来源: Bloomberg Wind 中信期货研究所

图 74: 焦煤总库存

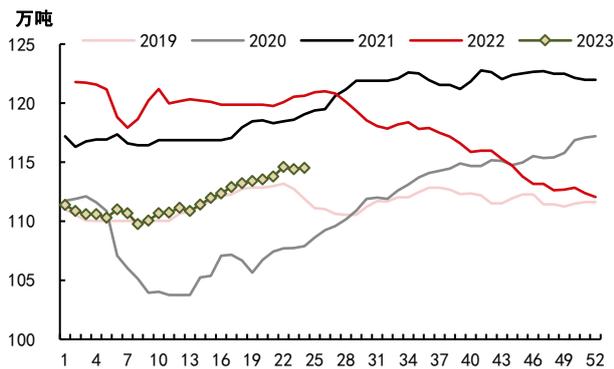


资料来源: Bloomberg Wind 中信期货研究所

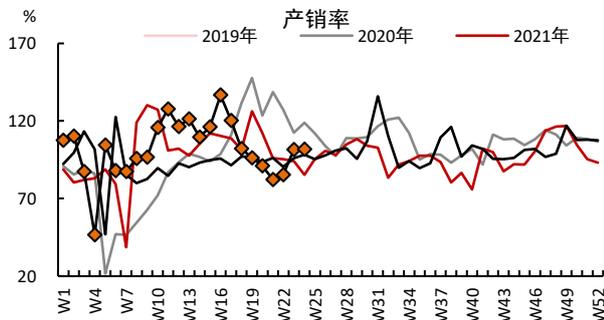
4. 玻璃：贴近竣工周期，政策力度决定需求成色

产业层面来看，高利润下，玻璃供给端仍有进一步释放的空间。玻璃复产或逐步加速，预计 6-7 月仍有 4 条线复产，日熔增加 2500 吨。然进入淡季，市场对

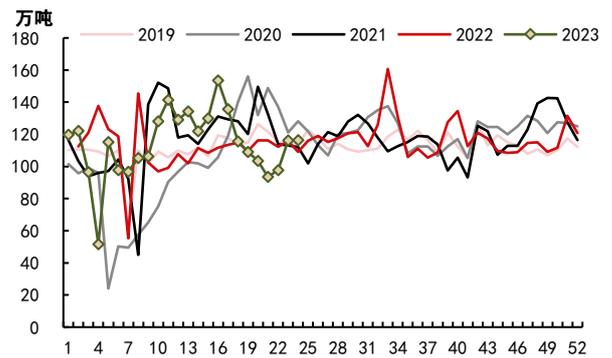
于下滑的需求有一定容忍度，在预期先行的情况下，下一季度的交易关键仍在于根据出台的政策来判断旺季金九银十的实际需求力度。目前所需关注的核心变量在于现货产销，若持续偏弱，则低位震荡。当前首要是关注终端需求能否承受库存的流动，深加工订单逐渐转好，产销决定价格走势，关注每周更新的表需。今年地产政策预期积极，且供应端仍有收缩空间，地产资金若能走强则对玻璃价格进行支撑。

图 75: 玻璃产量


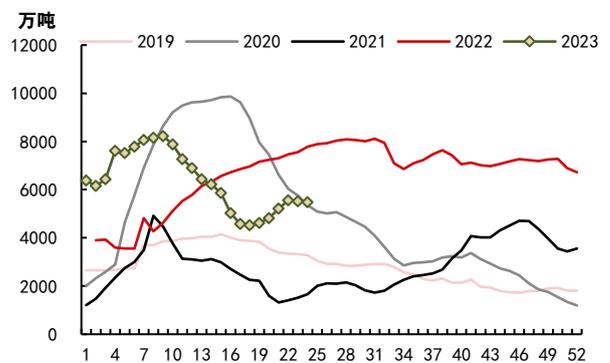
资料来源: Bloomberg Wind 中信期货研究所

图 77: 玻璃产销率


资料来源: Bloomberg Wind 中信期货研究所

图 76: 玻璃表观需求


资料来源: Bloomberg Wind 中信期货研究所

图 78: 玻璃库存


资料来源: Bloomberg Wind 中信期货研究所

(五) 生猪: 筑底阶段, 四季度或有弱反弹

2023 年猪周期整体进入下行周期。上半年，能繁母猪产能兑现，出栏商品猪供应充分，需求偏弱，供强需弱背景下猪价跌破成本线，持续在低位运行。下半年需求通常较上半年旺盛，从能繁母猪存栏量变动预测年底供应压力减小，叠加节日需求，预计猪价虽仍在区间内震荡，但或有阶段反弹可能。长期看，行业内集中的去产能仍然要观察仔猪销售情况和企业的资金压力。

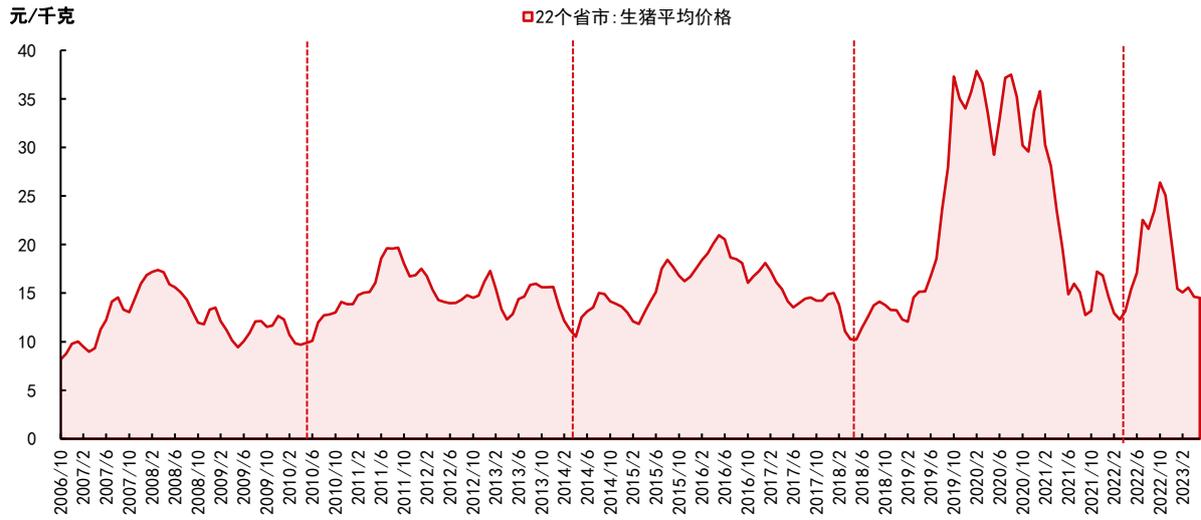
猪周期是生猪生产和销售过程中，价格周期性波动的现象，一轮猪周期时间通常为 3-4 年。本轮猪周期自 2022 年 4 月开始，在 10 月下旬达到 28.02 元/公斤的高位价格，本轮猪周期开启，是养殖端亏损驱动的去产能。22 年 10 月，在

中信期货大宗商品 2023 年半年度策略报告

疫情防控结合生产端压栏及二次育肥影响下，猪价开启下行模式，跌破成本价后持续低位运行。

据涌益咨询显示，截止至6月21日的周度全国生猪出栏均价14.37元/公斤，周环比涨幅0.70%，月环比涨幅1.34%，年同比降幅14.87%。目前猪价正处于探底期，价格低位运行导致养殖利润持续亏损，能繁母猪存栏逐月下降，企业现金流偏紧，后期或加速产能去化进度。

图 79： 生猪价格周期变动规律



资料来源：Wind 中信期货研究部

图 80： 生猪价格周期内相关数据

周期	周期长(月)	上行周期	下行周期	顶峰价	谷底价	主要驱动因素
2006.10—2010.04	43	18	25	17.38	8.18	蓝耳病
2010.05—2014.04	48	17	31	19.68	9.88	口蹄疫+仔猪腹泻
2014.05—2018.05	49	25	24	20.97	10.22	八项规定+环保+产能变化
2018.06—2022.03	46	27	19	37.88	11.48	疫情+新冠+产能变化
2022.04—	14(至今)					防疫+产能变化

资料来源：Wind 中信期货研究部

可通过能繁母猪产能判断后续猪周期节奏，预计三季度探底，四季度有可能反弹。能繁母猪的存栏量对应10个月后的生猪出栏量，从农业部数据观测来看，母猪产能从22年4月左右开始扩张，截至去年年底扩张幅度达到5.10%，这部分产能扩张对应23年上半年较高的生猪出栏量。今年以来随着生猪价格的快速下跌，母猪产能持续去化，据农业农村部统计数据显示，5月份全国能繁母猪存栏为4258万头，环比下降0.61%，总体去化幅度较慢。

自21年5月开始，能繁母猪中二元能繁比例逐步上升，23年5月占比达到

中信期货大宗商品 2023 年半年度策略报告

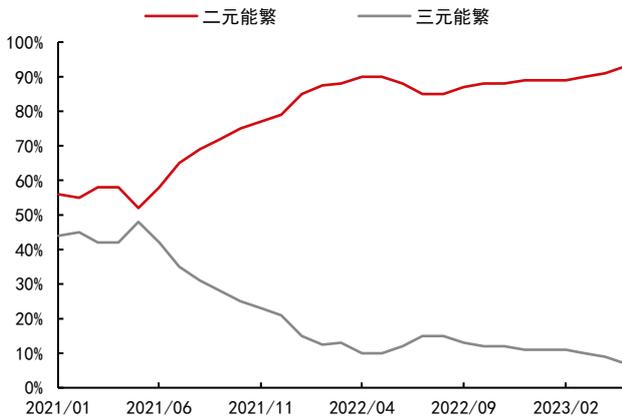
93%以上，母猪结构持续优化。二元母猪在配种成功率、乳猪成活率和胎龄等方面均优于三元母猪，这部分比例的上升或对 23 年生猪出栏量有促进作用。据涌益数据显示，自去年三月开始，母猪的配种数和分娩窝数环比整体得到提升，受疫病影响窝均健仔数一度下跌，但今年二月以来也开始恢复。前期母猪生产质量及数量的提高，对生猪的出栏量或有提升。

图 81: 能繁母猪存栏量走势变动



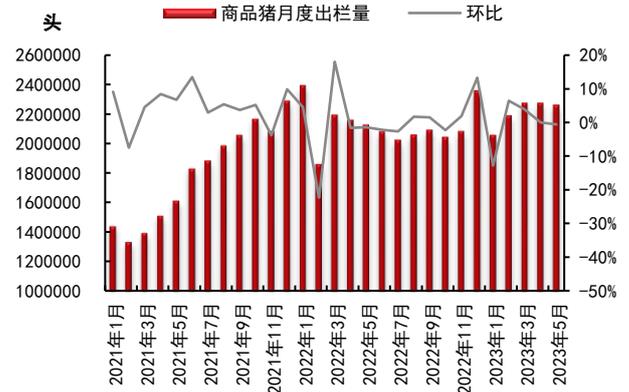
资料来源: Wind 中信期货研究部

图 83: 能繁母猪存栏结构



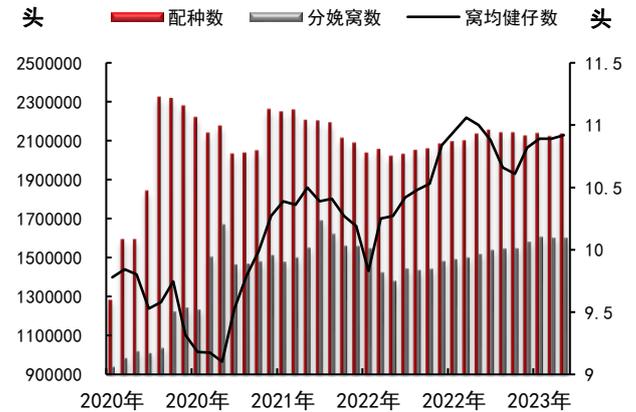
资料来源: 涌益咨询 中信期货研究部

图 82: 生猪出栏量变动



资料来源: 涌益咨询 中信期货研究部

图 84: 母猪生产指标



资料来源: 涌益咨询 中信期货研究部

去年 4-12 月母猪产能的扩张，以及存栏结构的改善，对应到今年 2-10 月的出栏供应是在增加的。从能繁母猪的变动预测今年下半年的生猪价格走势，预计今年三季度生猪的供应量仍然充足，供强需弱的格局较难改善，可能会出现旺季不旺的现象。10 月后期开始生猪出栏量受年初产能去化影响，供给量或出现下降趋势，需求方面受季节性因素以及节假日备货影响有所上升，受此影响，四季度生猪的价格会出现上升趋势。但由于今年以来的能繁母猪去化幅度有限，叠加目前偏高的冻品库存压制，价格上升的动力不会很强。

图 85: 2020 年来出栏生猪均重

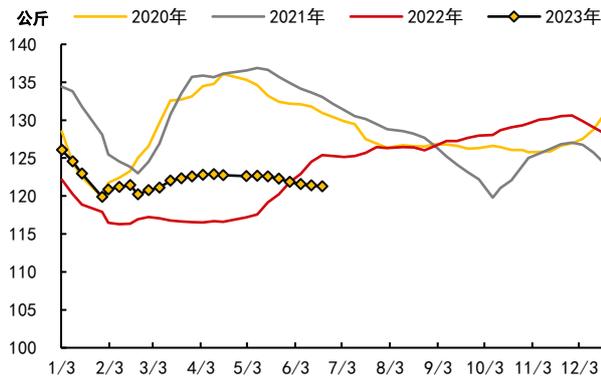
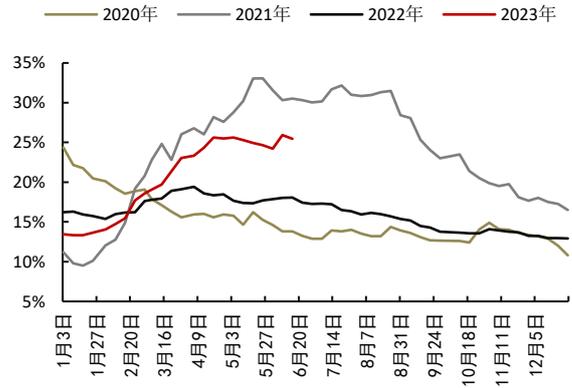


图 86: 冻品库存率



五、总结：大趋势行情难现，关注竣工周期

在国内海外两条主线下，我们预计下半年商品板块仍以承压为主难见起色。而宏观承压叠加品种低库存和产能的约束也使得价格很难形成大幅度的趋势。不过，阶段机会仍存，同时三季度的节点后或将迎来值得关注的建仓点。

原油：区间 70-80 美元/桶，WTI 原油价格超过 80 美元可以偏空；

有色：空头思路，空头机会排序：铝>铜>锌，铝价三季度或明显回落，铜价持续承压，锌价震荡；

贵金属：建议规避 7 月，三季度末和四季度重新考虑多头进场，黄金支撑位 1900 美元/盎司，白银 22-23 美元/盎司，人民币汇率端为价格提供安全边际；

黑色、建材：9、10 月或将形成价格低点，7 月政治局会议政策如果集中于消费、收入、企业利润，那么随着信心修复，四季度可交易远月合约。竣工周期作为本轮地产周期最前端，关注资金到位后可能的多头机会。

生猪：农产品相比其他工业商品具有独立对冲价值，预计生猪价格下方空间有限，四季度观察是否有反弹可能。

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权人的书面许可，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，且不担保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