

大宗商品研究框架及实战

程晟 CHENG SHENG
上海交通大学 安泰经济与管理学院
邮箱: cs__sjtu@sjtu.edu.cn

目录

1	商品期货介绍	2
1.1	基础知识	2
1.2	商品期货分类	3
2	商品期货研究框架（分品种）	4
2.1	农产品	4
2.1.1	生猪	4
2.1.2	玉米	5
2.1.3	大豆	7
2.1.4	豆粕豆油	10
2.1.5	白糖	12
2.2	有色金属	12
2.2.1	锌	12
3	商品期货研究实战	13
3.1	每周小结（07.01 ~ 07.07）	13
3.2	每周小结（07.08 ~ 07.14）	14
3.3	每周小结（07.15 ~ 07.21）	14
3.4	每周小结（07.22 ~07.28）	15
3.5	每周小结（07.29~08.04）	15
3.6	每周小结（08.05~08.11）	15

1 商品期货介绍

1.1 基础知识

期货合约是由期货交易所统一制定的，规定在未来某一特定时间、特定地点交割一定数量和质量的标准物的标准化合约。

期货合约标准化指的是除价格外，期货合约的所有条款都是预先由期货交易所规定好的。具体包括：交易品种、交易单位、报价单位、最小变动价位、每日价格最大波动限制、合约交割月份、交易时间、最后交易日、交割日期、交割品级、交割地点、交割方式、交易代码、上市交易所。

交易品种	豆粕	交易品种	阴极铜
交易单位	10吨/手	交易单位	5吨/手
报价单位	元（人民币）/吨	报价单位	元（人民币）/吨
最小变动价位	1元/吨	最小变动价位	10元/吨
涨跌停板幅度	上一交易日结算价的4%	每日价格最大波动限制	不超过上一交易日结算价±3%
合约月份	1, 3, 5, 7, 8, 9, 11, 12月	合约交割月份	1~12月
交易时间	每周一至周五9:00~11:30, 13:30~15:00	交易时间	上午 9:00~11:30 下午1:30~ 3:00
最后交易日	合约月份第10个交易日	最后交易日	合约交割月份的 15日(遇法定假日顺延)
最后交割日	最后交易日后第4个交易日	交割日期	最后交易日后连续五个工作日
交割等级	大连商品交易所豆粕交割质量标准	交割品级	标准品：标准阴极铜，符合国标GB/T467-1997 标准阴极铜规定，其中主成份铜加银含量不小于99.95%。 替代品：高纯阴极铜，符合国标GB/T467-1997 高纯阴极铜规定；或符合GB GB 1978-1996高纯阴极铜规定。
交割地点	大连商品交易所指定交割仓库	交割地点	交易所指定交割仓库
最低交易保证金	合约价值的5%	最低交易保证金	合约价值的 5%
交易手续费	不超过3元/手 （当前暂为2元/手）	交易手续费	不高于成交金额的万分之二(含风险准备金)
交割方式	实物交割	交割方式	实物交割
交易代码	M	交易代码	CU
上市交易所	大连商品交易所	上市交易所	上海期货交易所

图 1: 期货合约示例

主力合约指的是持仓量最大的合约。一般情况下，持仓量最大的合约，其成交量也是最大的。因为它是市场上最活跃的合约，也是最容易成交的合约，所以投机者基本上都在参与这个合约。

品种	合约月份	主力合约月份
金融期货	之后的 1、2、4、7 个月	下一个月
有色金属	之后的 12 个月	之后两个月
贵金属	之后 6 个偶数月和第一个奇数月	6 月和 12 月
其他商品	多为之后 12 个月	1、5、9 月

期货交易制度：

- 1. 双向交易制度：买入期货做多，卖出期货做空。
- 2. 保证金制度：交易者只需支付一定数额的保证金即可拥有合约价值数倍于保证金的额的期货合约。保证金一般在 10% 左右，品种之间有差异。靠近交割月、节假日或其他情况保证金比例会有调整
- 3. T+0 制度：买入期货当天即可卖出
- 4. 当日无负债结算制度：根据当日结算价，计算当天的亏损，金额会直接打入银行账户。
- 5. 强制平仓制度：（1）自然人最后调整日未能及时调整持仓（2）上期所、能源中心交割月持仓不符合整数倍规定（3）单交易者或实控组持仓超过限仓标准（4）其他违反交易所规则的情况。出现以上四种情况会被强制平仓

交易所	自然人退出日
上期所	最后交易日前第5个交易日
能源中心	最后交易日前第5个交易日（原油除外）
	最后交易日前第8个交易日（原油）
郑商所	不得持仓进入交割月
大商所	不得持仓进入交割月
广期所	不得持仓进入交割月
中金所	未通过国债托管账户审核的交易者需在交割月前第二个交易日收市前将临近的国债合约平仓（不限于自然人）

图 2: 自然人最后退出日

6. 涨跌停版制度：涨跌停幅度比例低于保证金比例。涨跌停板幅度会根据以下情况调整：（1）某合约价格出现同方向连续涨跌停板（2）遇国家法定长假（3）交易所认为市场风险明显变化（4）交易所认为的其他情况
7. 限仓制度：（1）临近交割月，合约需调整为交割单位整数倍（2）自然人最后退出日

1.2 商品期货分类



图 3: 商品期货种类

期货交易所	目前可交易的品种
上海期货交易所	铜、铝、锌、铅、天胶、燃油、黄金、螺纹、线材、白银、石油沥青、热轧卷板、锡、镍、原油、纸浆、铜期权等
大连商品交易所	大豆、豆粕、玉米、豆油、棕榈油、LLDPE、PVC、焦炭、焦煤、铁矿石、鸡蛋、胶合板、纤维板、铁矿石、聚丙烯、玉米淀粉、乙二醇、豆粕期权、玉米期权等
郑州商品交易所	强麦、普麦、棉花、白糖、PTA、菜籽油、早籼稻、甲醇、玻璃、油菜籽、菜籽粕、动力煤、粳稻、晚籼稻、铁合金、棉纱、苹果、白糖期权、棉花期权等
上海国际能源交易中心	原油、国际铜、低硫燃料油、20 号胶

表 1: 国内期货交易所可交易品种

2 商品期货研究框架（分品种）

2.1 农产品

2.1.1 生猪

1

核心观点：供给驱动价格。虽然需求因素也对价格产生一定影响，但整体而言需求端较为稳定，生猪价格的波动主要是由供给波动导致的。

供需概况：我国是生猪第一生产大国（约占 48.4%）和第一消费大国（约占 49%）。四川、湖南、河南、山东、湖北等地是我国生猪养殖大省，我国生猪养殖产能主要集中在中南、西南地区。需求方面，随着收入水平提升和消费结构调整，我国对猪肉的需求量长期呈下降趋势。进出口方面，猪肉金口占比较低（历年进口量占消费比例大约在 5% 左右，对市场影响不大），国内市场基本满足自给自足。

生产过程：原种猪场（核心群）为育种核心，种猪繁殖场（繁殖群）为中介及商品猪场（生产群）为基础，形成金字塔型结构体系。我国 95% 核心种猪资源依赖进口，2021 年全年引种约 3 万头。以杜洛克、长白和大白猪为祖代和父代品种配种形成的外三元生猪出肉率高、经济型强，目前我国生猪出栏量中占比超过 70%。

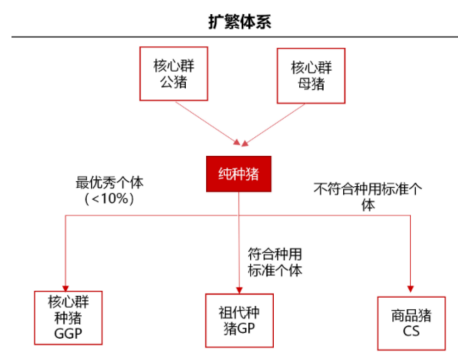


图 4: 生猪生产过程

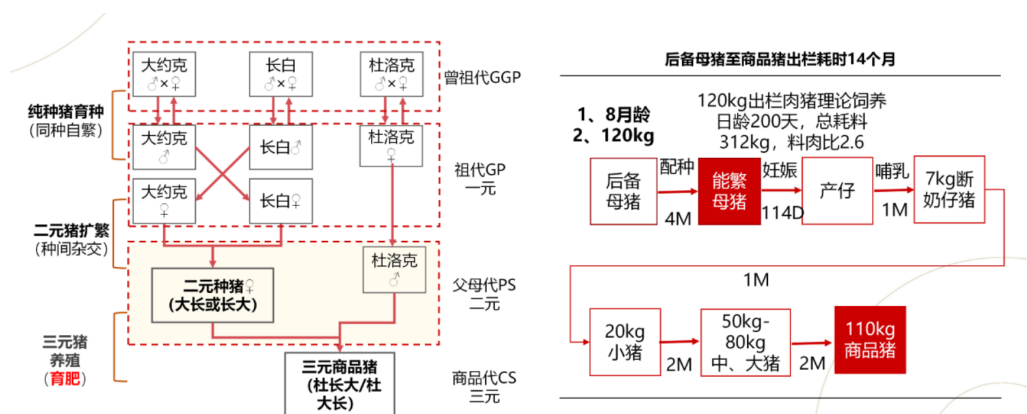


图 5: 生猪生产过程（续）

产业链：

1. 产业链上游为疫苗企业、饲料企业，产业链中游为养殖企业，产业链为屠宰及加工企业。其中产业链中游占主导地位，代表性的企业有：牧原股份、温氏股份、傲农生物、新五丰。

¹ 东证衍生品研究院‘生猪产业链研究框架’ https://mp.weixin.qq.com/s/ypWV9gM-FWicakNu_d47VQ

2. 产业链集中度有待提升，我国生猪养殖行业仍以散户为主，呈“大行业，小企业”特征。



图 6: 生猪产业集中度

3. 养殖企业根据养殖模式可以分为四类：母猪养殖、育肥养殖、自繁自养模式以及专业化养殖。

养殖模式	定义	特点
母猪养殖 (养母猪、出售仔猪)	市场购买繁殖能力强的母猪或者具有优良繁殖能力的种猪进行仔猪生产，将出产仔猪售卖给育肥养殖专业户获得经济收入	①前期投入少，资金回笼快，承担的风险相对较小，适合家庭及小规模养殖户。 ②依赖育肥养殖户，受市场调控程度较高，仔猪市场价格易受影响产生波动。
育肥养殖 (育肥出栏)	养殖人员根据养殖场所处环境和当地经济条件选择合适猪源（猪仔），育肥四个月后出栏	①适合小规模养殖户，根据养殖场的规模来确定生猪数量和前期投资成本。 ②生猪养殖周期短，市场风险比较小，能快速见到回报并提升整个养殖场的经济效益。
自繁自养养殖 (出售仔猪+育肥出栏)	结合母猪养殖模式和育肥养殖模式	①市场经济不景气的情况下，养殖户可以通过灵活的调整价格来持续销售，通过延长生猪养殖产业链来确保可以度过养殖行业低迷期。 ②需要较高的养殖环境和良好的经济基础以确保后期整个产业链的有序运作。
专业化养殖 (公司+农户)	生猪养殖企业和生猪养殖户的有机结合	①生猪养殖企业通过给生猪养殖户提供一整套的生猪养殖技术体系，包括养殖场建设、生猪检疫、前期的生猪养殖的培训学习以及后期的疫病的治疗和防控，直到生猪全部育肥后，相关企业人员检验合格后统一收购，养殖户获得资金开启下一轮的生猪养殖。 ②大幅度降低养殖户承担的市场风险，确保养殖户的经济效益。

图 7: 养殖模式

其中规模企业主要是自繁自养模式（如牧原股份，重资产，不易快速扩张）和“公司 + 农户”专业化养殖（如温氏股份，轻资产，容易快速扩张）。

行业特点：生猪产业具有周期性和季节性，每年消费旺季为 11 月、12 月和 1 月。生猪存在区域价差，且养殖大省与饲料大省高度重合。

2.1.2 玉米

2

政策梳理：

玉米作为三大主粮之一，价格受政策干预影响较大。影响玉米期货的主要政策分为两类：（1）收抛储政策；（2）进出口政策

临储收购政策即最低收购价政策：当粮食市场价低于最低价时，由国家指定的粮食企业以最低价进行收购，以此稳定市场价格，维护农民利益。玉米的临储政策经历了三个阶段：（1）2008 年玉米临时收储开启，政策直接定价；（2）2015 年 9 月，临储收购价首次下调，2016 年玉米临储政策正式宣告结束；（3）2016 年，抛储去库存，2020 年 Q3 库存正式耗尽。根据玉米的临抛储政策变动，玉米价格可以分成四个阶段：（1）前临储时代，格受需求增长和通胀驱动（2）临储时代：政策定价（3）去库存时，：价格以供需为主，政策为辅（4）市场化时代，供给端定价因子多元化

关于**玉米进出口政策**，2003 年国家发改委发布《农产品进口关税配额管理暂行方法》，我国玉米进口实施配额管理。从 2004 年起至今，玉米年进口配额均保持 720 万吨不变，其中国营份额占比 60%，民营

² 东证衍生品研究院“玉米产业链研究框架” https://mp.weixin.qq.com/s/cqsbtelI-8f_m0Uru8S6-aQ



图 8: 玉米价格历史阶段划分

份额占比 40%；配额内关税 1%，配额外关税 65%。2020 年起我国进口玉米开始超出配额，主要是进口政策出现了**边际放松**。国内玉米产需存在缺口，临储库存耗尽，国企受政策委托超配额进口，并通过拍卖流放于市场。此外，保税区还有以饲料名义的进口玉米粉，关税较低。

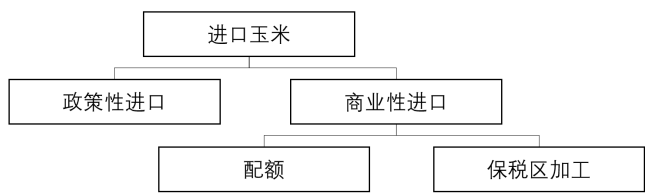


图 9: 玉米价格历史阶段划分

玉米产销格局

从全球格局来看，我国是全球第二大玉米生产国，以满足自用为主。2020 年起我国玉米进口占比逐渐提升。美国、中国、巴西是前三大产区，中国的主要进口国是美国、乌克兰、巴西。

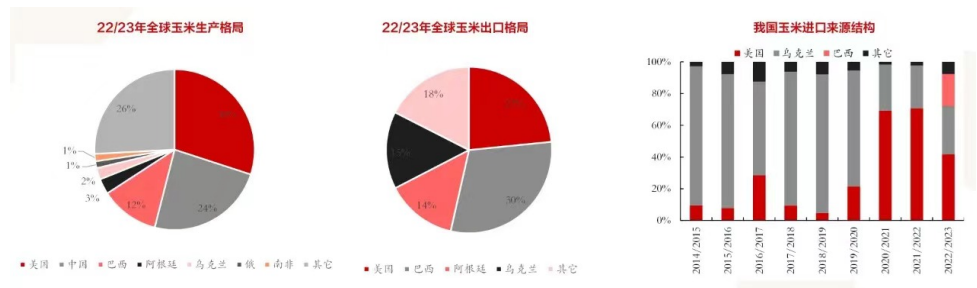


图 10: 全球玉米生产和进出口格局

我国玉米主产区是东北和华北地区，主销区在南方。玉米春种秋收，每年十月上市。大部分无储量条件的农民会在次年 3 月销售完毕，5 月后粮权基本转移到贸易商手中。**产量预期会影响玉米价格：播种前，面积预期是核心；播种后，要关注天气。**

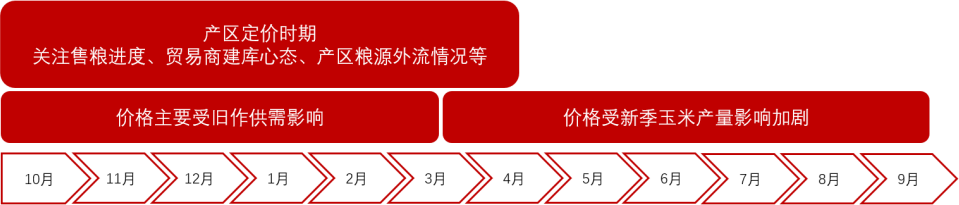


图 11: 玉米价格影响因子季节性变化

玉米的需求主要是饲料领域，占比约 60%。此外玉米深加工产业链（包括：淀粉产业链、氨基酸发酵、酒精发酵、有机酸发酵）也值得关注。玉米的替代品包括：小麦、稻谷、高粱、大麦、木薯干、碎米、麦麸、米糠等。

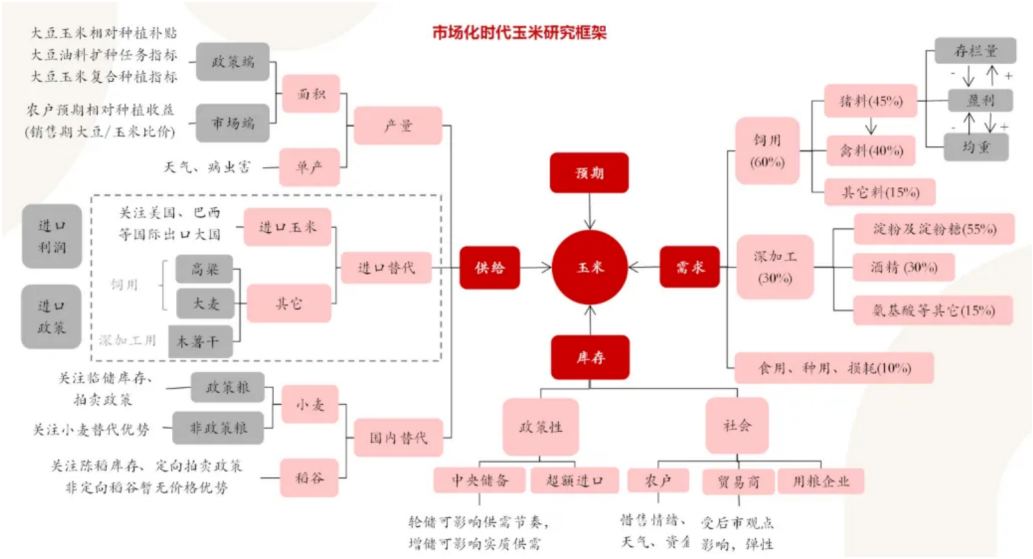


图 12: 玉米研究框架

2.1.3 大豆

3

产业链

大豆产业链分为上游种植、中游加工和下游消费。压榨是大豆产业链中一道重要的工序，压榨过后得到豆油和豆粕。豆油分为食用和工业加工两部分。豆粕可以加工成饲料。

³ 中信期货“大豆及大豆期货价格研究框架”

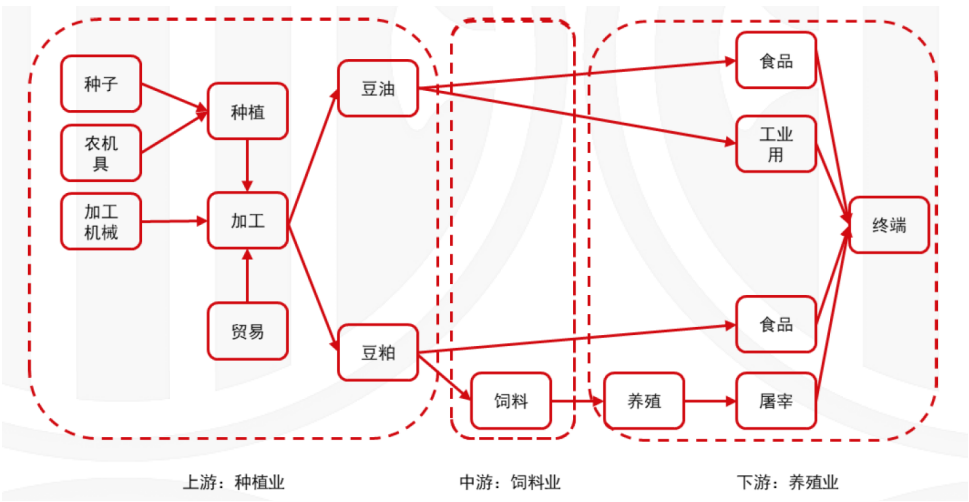


图 13: 大豆产业链

全球大豆供需格局

供给方面：北半球大豆种植周期为 4 月到 11 月，南半球大豆种植周期为 10 月到次年 5 月。大豆是第一大油料作物，出口量也位居第一。大豆产量集中在北美、南美和亚洲，美国、巴西、阿根廷是大豆的主产国。

需求方面：大豆主要消费方式以压榨为主。大豆的主要消费集中在美洲、欧洲和亚洲。主要消费国有中国、美国、巴西、阿根廷、欧盟、印度等。

大豆的贸易流向集中于南北美洲出口到亚洲。美国、巴西、阿根廷大豆出口的最主要流向都是中国。

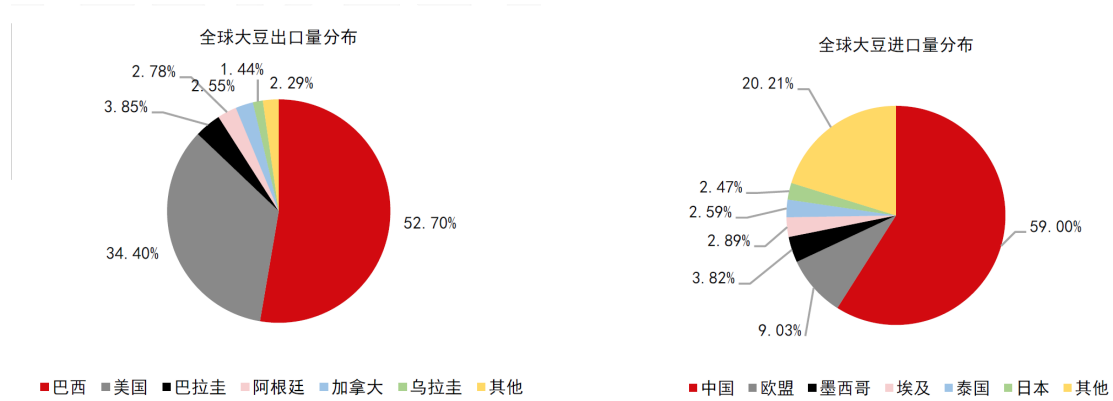


图 14: 大豆进出口格局

大豆定价权集中在美国，分为供需、期货市场定价、贸易链条三方面：

1. 大豆供需方面，美国通过补贴提高大豆种植者和大豆粮企的收益，保证了大豆种植者收益和美国大豆能够较为容易的较为容易的倾销到其他国家
2. 大豆期货市场方面，美国通过 CBOT（芝加哥期货交易所）掌握期货定价权
3. 大豆贸易链条方面，实行跨国粮企纵向一体化全球定价战略

中国大豆供需格局

中国大豆生产发展缓慢，产需缺口大，国产大豆供不应求。我国大豆进口量和对外依存度迅速增长，主要进口来源是美国和巴西。我国大豆进口量在第二季度最高，江苏、北京市进口量最大省、市。我国大豆出口量波动较大，绝对值偏小，主要出口目的地是韩国、日本，

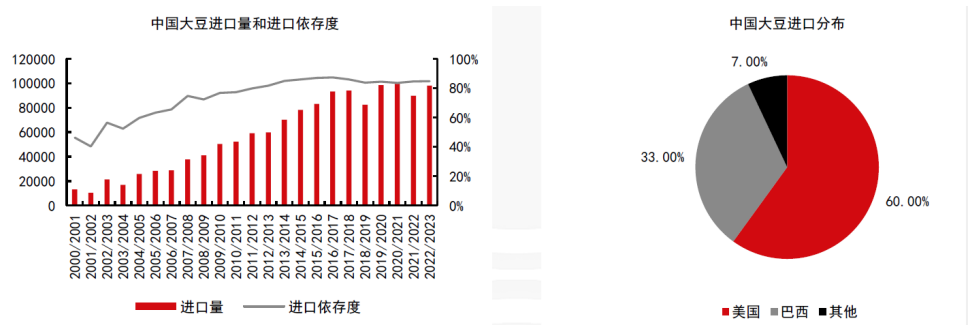


图 15: 我国大豆进口情况

大豆期货

黄大豆 1 号和黄大豆 2 号的区别:

- 1. **可交割范围不同:** 黄大豆 1 号合约只允许非转基因大豆参与交割; 黄大豆 2 号合约允许转基因大豆和非转基因大豆参与交割。黄大豆 1 号主要涵盖国内大豆, 黄大豆 2 号涵盖了美国和南美的大豆, 更加国际化。
- 2. **指标体系不同:** 黄大豆 1 号合约采用的是现行大豆国家标准为蓝本、以完整粒率为核心定等指标的食用大豆指标体系; 黄大豆 2 号合约采用以油脂用大豆国家标准为蓝本、以粗脂肪含量为核心定等指标的榨油用大豆指标体系。
- 3. **合约月份不同:** 黄大豆 1 号合约为 1 月、3 月、5 月、7 月、9 月、11 月。黄大豆 2 号合约为 1-12 月全年连续, 适应南北美收货时间不同, 供应全年各月份及各个月份进口量和港口库存都较大的特点, 满足风险管理需求。

大豆价格研究框架

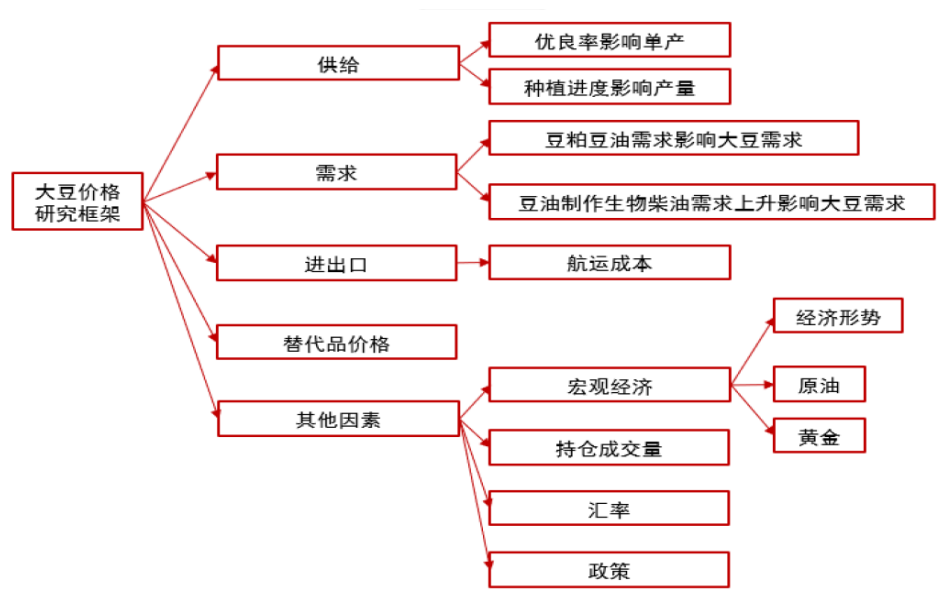


图 16: 大豆价格研究框架

替代品价格: 大豆的主要替代品是玉米, 正常而言, CBOT 大豆玉米比价在 2.45 左右, 一旦比价低于 2 或高于 2.5 都会引起二者种植面积大幅变化。

2.1.4 豆粕豆油

4

豆粕/豆油产业链：

豆粕是大豆提取豆油后得到的副产品，可以用作牲畜和家禽饲料的主要原料，也可以用来制作食品和化妆品，以及作为抗菌素原料使用。豆粕产业链上游是大豆种植、贸易和加工业，中游是饲料业、养殖业、食品加工业以及化妆品加工业，西游是终端消费者。

豆油是大豆经过压榨后提取出来的油脂，消费用途有食用消费、工业消费和医药消费。食用消费占主导，共计占 90%；医用和工业消费为辅，共计占 10%。豆油产业链上游是大豆种植、贸易和加工业，中游是餐饮业、食用油加工业、食品制造业和化工业、医药业，下游是终端消费者。

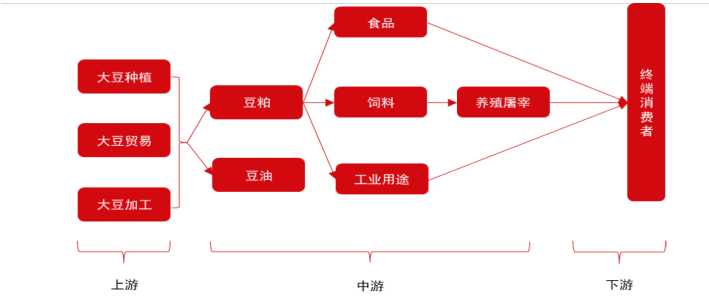


图 17: 豆粕产业链

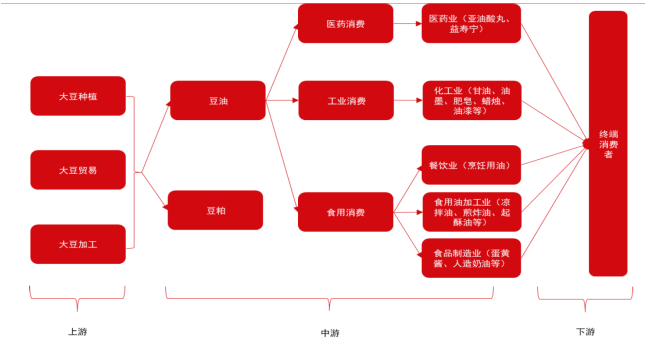


图 18: 豆油产业链

豆粕豆油期货合约

大连商品交易所豆粕合约		大连商品交易所豆油合约	
交易品种	豆粕	交易品种	大豆原油
交易单位	10 吨/手	交易单位	10 吨/手
报价单位	元（人民币）/吨	报价单位	元（人民币）/吨
最小变动价位	1 元/吨	最小变动价位	2 元/吨
涨跌停板幅度	上一交易日结算价的 4%	涨跌停板幅度	上一交易日结算价的 4%
合约月份	1, 3, 5, 7, 8, 9, 11, 12 月	合约月份	1, 3, 5, 7, 8, 9, 11, 12 月
交易时间	每周一至周五上午 9:00~11:30, 下午 13:30~15:00 以及交易所规定的其他时间	交易时间	每周一至周五上午 9:00~11:30, 下午 13:30~15:00 以及交易所规定的其他时间
最后交易日	合约月份第 10 个交易日	最后交易日	合约月份第 10 个交易日
最后交割日	最后交易日后第 3 个交易日	最后交割日	最后交易日后第 3 个交易日
交割等级	大连商品交易所豆粕质量标准（F/DCE M004-2020）	交割等级	大连商品交易所豆油质量标准（F/DCE Y002-2020）
交割地点	大连商品交易所豆粕指定交割仓库	交割地点	大连商品交易所豆油指定交割仓库
最低交易保证金	合约价值 5%	最低交易保证金	合约价值 5%
交割方式	实物交割	交割方式	实物交割
交割代码	M	交割代码	Y
上市交易所	大连商品交易所	上市交易所	大连商品交易所

图 19: 豆粕/豆油期货合约

豆粕供需

全球供给：豆粕保质期较短，仅能储存 40 天左右，因此长途运输豆粕性价比较低，各国多采取进口大豆、在本国生产豆粕的形式弥补本国国产大豆不足的需求。大豆的供给决定了豆粕的供给。大豆的供给参见上一小结。

⁴ 中信期货“豆粕豆油简介及期货价格研究框架”

全球消费：全球豆粕消费量呈现整体上升趋势。全球豆粕消费集中在中国、美国、欧盟和巴西。豆粕消费主要用于饲料，工业用途和食品用途极少。

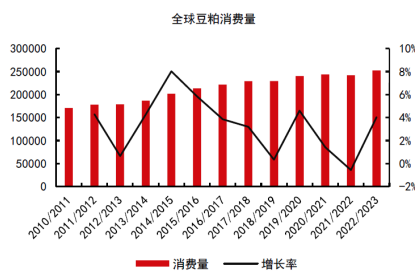


图 20: 豆粕消费格局

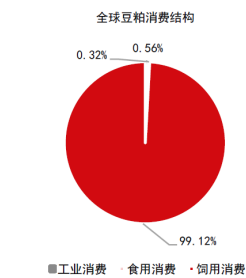
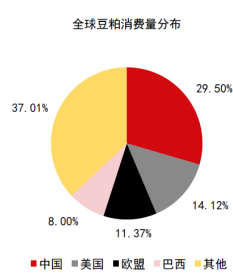


图 21: 豆粕消费结构

国内供给：由于上文已经提到的豆粕保质期原因，豆粕难以长期存放，多采用就地生产的形式满足需求。大豆的供给决定了豆粕供给。我国大豆生产集中在东北主产区、黄淮主产区和西南主产区。我国大豆压榨量迅速上升，增长速度远高于全球大豆压榨量。大豆进口来源集中，主要来自美国和巴西。进口量在第二季度最高。江苏、北京为大豆最大进口省市。

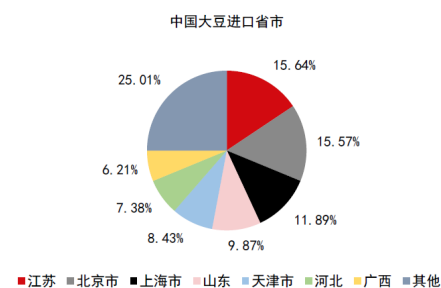
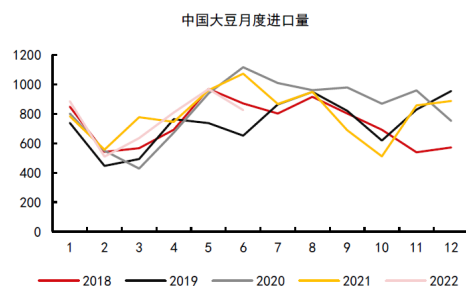


图 22: 国内大豆进口情况

国内消费：我国豆粕主要用于制造饲料。据 USDA 数据，2022/2023 年度，我国豆粕消费量 7429 万吨，其中饲用消费 7312 万吨，占中国豆粕总消费量的 98.42%，工业消费 118 万吨，仅占中国豆粕总消费量的 1.58%。饲用需求拉动我国豆粕需求量上升

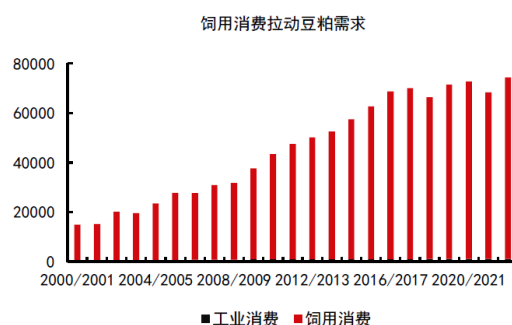
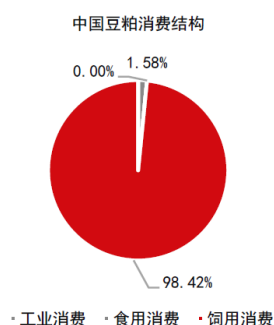


图 23: 国内豆粕消费情况

经历 2017 年-2018 年的下降后，我国饲料产量近年来持续回升。我国饲料生产主要种类为猪饲料和家禽饲料。豆粕在配合饲料和浓缩饲料中占比为 13%-16% 左右。猪饲料中豆粕占比较高。我国猪饲料中，豆粕占比 25%，玉米占比 66%，DDGS、氨基酸和其他占比 10%。

我国饲料需求具有一定的季节性。饲料需求可以通过月度饲料产量推测得知。一般而言，春节前的 12 月和 1 月，猪和肉禽大量出栏，出栏前需要育肥，对饲料的需求迅速上升，因此饲料总产量和猪饲料产量在 12 月-1 月较高。春节后两个月，一般是 3 月和 4 月，猪禽养殖存栏量大幅下降，出现饲料消费的淡季。

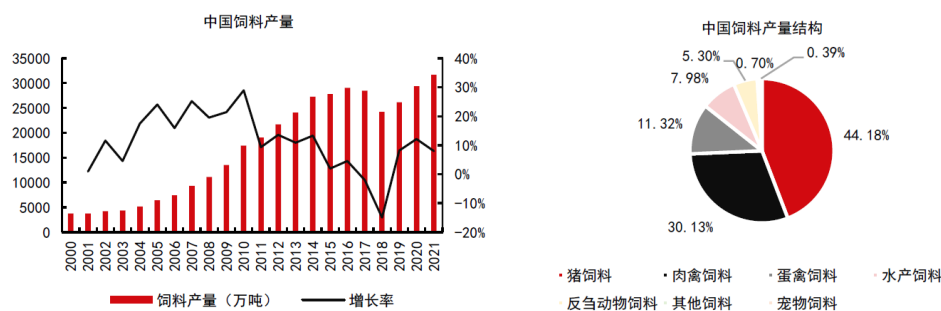


图 24: 中国饲料生产情况

之后由于畜禽补栏，存栏量上升，对饲料的需求随之上升，饲料产量进入上行周期。

豆粕价格影响因素

(1) 供给：

1. 大豆供应量：豆粕是大豆压榨得到的副产品，大豆供应量直接决定豆粕供应量。
2. 大豆价格：大豆价格的高低直接影响豆粕的生产成本。我国豆粕价格受进口大豆价格影响更深。
3. 豆粕产量和压榨利润：豆粕产量和豆粕价格一般反向相关。豆粕产量受到压榨利润、生产成本等因素影响，压榨利润和豆粕产量正向相关。压榨利润一定程度上影响豆粕价格。压榨利润高昂时，油厂提高压榨量，豆粕产量提高，下一阶段价格随之降低。
4. 豆粕库存：豆粕价格一般和库存反向相关。

2.1.5 白糖

2.2 有色金属

2.2.1 锌

5 6

品类介绍

锌是一种银白色略带蓝灰色的过渡金属，产量和消费量仅次于铜和铝，最主要用于钢材和钢结构件的表面镀层；锌合金能够用于汽车制造和机械行业。

供需分析

供给方面，**锌精矿**的主产国包括中国（占比 33%）、秘鲁、澳大利亚、印度、美国。中国锌矿主要分布在内蒙、云南、湖南、陕西。**精炼锌**的主产国为中国（49%）、韩国（7%）、印度（6%）、西班牙（4%）、日本（4%）。国内精炼矿主要分布在云南、湖南、陕西、内蒙、广西等。

我国锌矿和精炼锌均公布应求，锌矿进口国包括：澳大利亚、秘鲁、俄罗斯，精炼锌进口国包括澳大利亚、哈萨克斯坦、秘鲁、韩国。

成本端，能源成本和原材料价格变动会影响锌的生产成本。能源供应的稳定性和成本直接影响电解锌的生产效率。

需求方面，锌的初端下游产品包括：镀锌、压铸锌合金、黄铜、锌粉、氧化锌。锌的终端产品包括：基建、建筑、汽车、家电等。

关于锌的**库存**主要可以从三个维度分析：（1）LME 库存代表了海外的线性库存（2）国内锌锭社会库存为国内显性库存，其中包含了 SHFE 仓库库存（3）保税区库存指上海保税仓库内的锌锭库存，其出入库量于进口盈亏密切相关。三者之和代表了全球精炼锌显性库存。

⁵ 东证衍生品研究院 ‘锌产业链研究框架’ <https://mp.weixin.qq.com/s/n9-LhKuffbSCBAW6PW37gw>

⁶ 公众号 ‘矿业界’ ‘锌是如何定价的’ <https://mp.weixin.qq.com/s/6cZoD7xb5eS3-pjYh3sk1g>

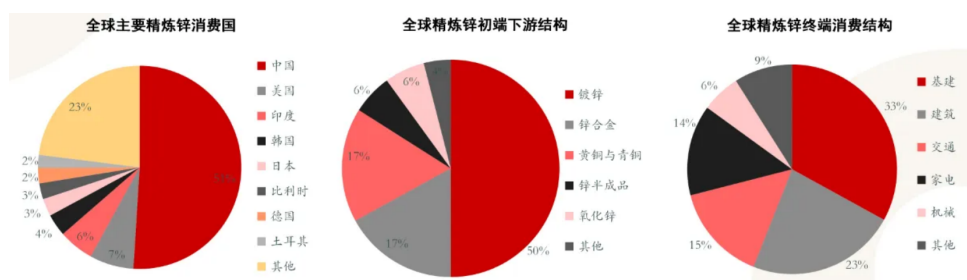


图 25: 锌下游端分布

国际市场动态和宏观

伦敦金属交易所 (LME) 是全球锌期货定价中心, 上海期货交易所 (SHFE) 是区域性锌期货价格中心。国际锌现货定价由 LME 主导, 现货价格于 LME 期货价格走势高度一致。国内锌定价也很大程度受 LME 锌库存和价格影响。

此外宏观的经济走势和地缘政治对锌价也有影响。

3 商品期货研究实战

3.1 每周小结 (07.01 ~ 07.07)

- **有色板块:** 铜方面, LME 伦铜本周连涨 5 日创下逾三周高位, 国内沪铜在连续下跌多周后反弹, 本周涨幅 2.91%。7 月进入高温淡季, 预计市场多空博弈加剧, 后续期货价格或将震荡反复。锌方面, 沪锌主力合约本周平稳, 市场传闻 7 月国内锌冶炼厂减产, 但需求淡季锌社会库存再度累库, 供需紧平衡, 锌价可能宽幅波动。
- **黑色板块:** 螺纹钢方面, 本周价格延续低位震荡, 大会临近及宏观情绪支撑近期价格企稳, 但弱势基本面并未改善, 上行驱动力不强。铁矿石方面, 本周连续上涨, 但周五遭遇回落, 当前终端需求处在低位, 但随着时间推移, 需求回升确定性较强, 后续走势震荡偏强。
- **能化板块:** 纯碱方面, 本周纯碱宽幅震荡, 先涨后跌, 5 日跌幅超 4%, 后续随着检修产能恢复, 价格或继续下行。橡胶方面, 本周价格下跌, 5 日跌幅超 3%, 橡胶供应季节性上升, 原料价格回落, 本周库存增加 2751 吨, 后续走势偏弱。
- **农产品板块:** 生猪方面, 本周主力合约小幅上涨, 生猪仍处于供给减量兑现期, 短期预计生猪震荡偏强。玉米方面, 近期总体震荡走强, 但终端刚需采购偏弱, 玉米深加工企业检修减产增多, 预计后续行情震荡偏弱。

品类聚焦: 玉米

进入 7 月, 粮权转移到贸易商手中, 且价格受新季玉米产量影响加剧。基于该时间背景, 对玉米的供给、需求和库存进行分析:

• 供给:

国外: 美国农业部作物进展报告显示玉米作物状况连续第四周下滑。截至 6 月 30 日, 玉米优良率降至 67%, 一周前为 69%, 上年同期为 51%, 市场预期为 68%。气象预报显示未来几天中西部天气转为炎热干燥, 可能不利于进入关键授粉期的玉米作物。6 月底美国农业部将今年美国玉米种植面积调高到 9150 万英亩, 比 3 月份调高 150 万英亩, 但是仍比上年减少 3%。(利多信号)

国内: 华北地区基层余粮见底, 贸易商手中粮源充足, 受间歇性降雨天气影响, 局部玉米物流相对不畅, 市场流通量有所减少; 东北地区价格坚挺, 贸易商低价惜售心态, 少量顺价出货。

- **需求：**华北地区多阴雨天气影响基层上量，深加工门前到货量不多，企业持续提价促收，而随着到货量快速增加，部分企业开始压价收购。用粮企业采购积极性不高，市场流通不快。
- **库存：**下游深加工企业玉米库存回落，饲企小幅增库。深加工企业加工亏损，开机率回落，淀粉库存回落。

天气炒作情绪消散，且下游采购意愿不强，短期内玉米价格震荡偏弱。长期看，美国玉米种植情况释放出利多信号，但由于时间线较长，后续不确定因素多，因此保持观望态度。

3.2 每周小结 (07.08 ~ 07.14)

- **有色板块：**铜方面，降息预期增强，需求端拉动，供应端铜精矿供应不及预期，国内处于去库存过程中，但铜价上行仍缺少基本面支撑，短期预计震荡调整为主。锌方面，国内去库不畅，资金关注淡季需求，多头阶段性离场。
- **黑色板块：**螺纹钢方面，钢市处于弱平衡态势，库存累积压力不大，大方向仍在震荡筑底。铁矿石方面，整体供需格局依然偏宽松，下半年粗钢调控预期上升，短期仍将震荡偏弱运行。
- **能化板块：**纯碱方面，碱厂开工率和产量仍维持高位，下游以刚需补库为主，现货市场价格平稳运行，期货市场价格持续走低。橡胶方面，目前市场供应端预期升温，但持续去库局势并未逆转，对胶价仍有支撑，短期内震荡运行。
- **农产品板块：**生猪方面，本周生猪震荡偏弱运行，养殖端情绪两极分化，终端消费位于周期性淡季，预计生猪期价短期宽幅震荡运行。玉米方面，本周玉米价格持续走弱，近期小麦替代优势增强，政策粮投放临近，预计玉米价格走弱。

品类聚焦：生猪

供给方面：农业农村部监测数据显示，5月末全国能繁母猪存栏量3996万头，环比增加0.25%，同比下降6.15%，较2022年12月下滑8.97%。6月出栏完成率为97.10%，上旬涨价期间，部分集团出栏节奏放缓，增重意向显现；中下旬，前期二育猪源陆续出栏，市场内供应量增加，养殖企业被动压栏，且因天气炎热，生猪增重变慢，部分企业猪源体重达不到出栏标准。7月计划总量较6月实际出栏量环比增加2.57%。

需求方面：7月天气炎热，处于需求淡季，需求对价格的拉动不大。

因此，根据能繁母猪情况推断下半年出栏处于收缩状态，且下半年逐渐进入需求旺季，消费整体好于上半年，因此预测生猪价格长期震荡上升。

3.3 每周小结 (07.15 ~ 07.21)

- **有色板块**铜方面，本周铜价大幅回落，市场开始计价降息下的衰退预期，基本面偏空市场对经济前景担忧加剧，预计仍有下行空间。锌方面，本周同样大幅回落，短期承压，矿供应紧张使锌供需紧平衡，预计中期宽幅波动。
- **黑色板块**螺纹钢方面，本周螺纹钢周初上涨，周中回落，本周国内大会闭幕，但黑金属预期不强，预计震荡偏弱。铁矿石方面，本周螺纹钢回落，铁矿供应端仍较为充足，港口库存充足，预计短期上行驱动不大。
- **能化板块**纯碱方面，本周纯碱小幅波动整体偏稳，纯碱市场供应量充足，下游需求低迷，预计短期纯碱承压运行。橡胶方面，本周橡胶周初下跌，周中持续回升，季节性供应压力逐渐增大，供需预期转弱。

- **农产品板块**生猪方面，本周生猪主力平稳上行，三季度供应收紧，需求回升，预计后续震荡上行。玉米方面，本周玉米低位震荡，尽管主产区天气良好利空，但贸易商囤粮弱于往年，终端消费也有所改善，后续玉米有望迎来回升。

3.4 每周小结 (07.22 ~07.28)

- **有色板块**铜方面，欧美制造业 PMI 遇冷影响外加市场对国内需求担忧加剧，本周铜主力连续下跌。但美联储议息会议将近降息预期升温同时央行月内二次 MLF 操作，市场悲观情绪缓和，因此铜价进一步下跌空间有限。锌方面，逻辑与铜相似，本周锌主力也遭遇下跌，但后续下跌空间不大，有望反弹。
- **黑色板块**螺纹钢方面，本周连续下跌后在周五迎来反弹，降息预期以及发改委政策支持大规模设备更新和消费品以旧换新，市场情绪有所缓和，预计后续钢价超跌反弹，但难有反转。铁矿石方面，本周连续下跌后周五飘红，宏观和政策的利好可能会导致铁矿石短期内引来反弹，但基本面供强需弱未改善，预计仍将偏弱运行。
- **能化板块**纯碱方面，本周纯碱走弱，七月纯碱供给端检修复产起头并进，但下游需求较弱，难有去库趋势，整体上供需宽松格局持续，预计继续震荡偏弱。橡胶方面，本周橡胶宽幅震荡，整体呈下降趋势。本周下游轮胎企业开工率有所走高，出口数据亮眼，但整体橡胶去库缓慢，预计走势震荡偏弱。
- **农产品板块**生猪方面，本周生猪主力宽幅震荡，下半年供给弱、需求强的基本面支撑，猪价预计震荡偏强。玉米方面，本周国内主力大幅下跌，华北、东北贸易商上量增多，随着后续库存消耗，预计短期内震荡为主。

3.5 每周小结 (07.29~08.04)

- **有色板块**：铜方面，本周铜震荡运行，宏观情绪有所好转，但淡季需求增加有限，由于底部价格支撑，预计后续下行空间有限。锌方面，本周锌有所反弹，整体而言下游逢低采购，需求疲软，没有足够动力支撑上行，预计震荡偏弱为主。
- **黑色板块**：螺纹钢方面，本周螺纹钢宽幅震荡，螺纹产线停产范围扩大，产量大幅下降，但由于需求同样低迷，去库受阻，预计后续宏观情绪褪去后继续以震荡偏弱为主。铁矿石方面，前受螺纹钢拖价格下落，后续有所反弹，目前供应端依旧充足，但受宏观情绪提振影响，价格或出现阶段性反弹。
- **能化板块**：纯碱方面，基本面中性偏空，供应充足，库存增加，且绝对值处于历史高位，预计震荡偏空。橡胶方面，本周盘面企稳回升，新一期社会库存小幅累库，现实供应端仍将有扰动，但需求没有将继续环比走弱迹象，同时低位价格有支撑，预计后续震荡偏多。
- **农产品板块**：生猪方面，本周猪价震荡走强，基本面变化不大，出栏逐渐放缓，下半年需求增加对价格有所支撑，预计震荡偏强。玉米方面，受资金和情绪影响本周先涨后跌，贸易商出货积极性高，下游需求不足，市场看空情绪浓，预计震荡偏弱。

3.6 每周小结 (08.05~08.11)

- **有色板块**：铜方面，本周沪铜低位震荡，美国就业数据遇冷，避险情绪加重，全球最大铜矿出现罢工停产，国内库存逐渐去化，海外持续累库，基本面出现外弱内强的格局，预计短期内铜价收到抑制。锌方面，本周锌宽幅震荡，周初大跌后周五又迎来收涨。国内外库存均有所下降，但需求依然较弱，锌难有上行动力，预计后续仍以震荡为主。

- **黑色板块：**螺纹钢方面，本周螺纹钢价格持续下跌。新旧国标交替，市场出现恐慌情绪，随着市场价格调整，影响逐渐消化，然而基本面仍未出现改善，预计后续偏弱为主。铁矿石方面，本周价格下落，宏观层面海外衰退交易加剧，基本面出现供需宽松格局，短期内仍以震荡偏弱为主。
- **能化板块：**纯碱方面，本周纯碱价格持续下跌，化工板块整体跟随商品下跌，基本面方面库存大幅累库，过剩格局凸显，预计震荡偏空。橡胶方面，本周盘面出现震荡反弹，价格连续上涨，主要受印度买盘驱动，然而需求端支撑有限，累库格局难见扭转，后续震荡为主。
- **农产品板块：**生猪方面，短期内猪价出现快速上涨，需求跟进有限，短期可能出现回调，但基本面整体变化不大，下半年需求增加对价格有所支撑，预计震荡偏强。玉米方面，本周玉米低位反弹，本次反弹主要归因为前期超跌，然而后续受衰退交易，以及天气良好丰产影响，以震荡偏弱为主。