中金财富期货策略周报（2024 年第 16 期）

研究员：

张伟

从 业资格编号：F0251993

投资咨询编号：Z0013973

weik.zhang@cicc.com.cn

刘绅

从业资格编号：F3041660

投资咨询编号：TZ014346

shen.liu@cicc.com.cn

于瑞光

从业资格编号：T040666

投资咨询编号：TZ002416

ruiguang.yu@cicc.com.cn

李小薇

从业资格编号：F0270867

投资咨询编号：Z0012784

xiaowei.li@cicc.com.cn

周度投资视点

宏观策略：从宏观经济的角度看，变化不大，但是金融属性和市场情绪依然处在高位。金融属性方面，美元类资产价格几乎全部处在历史最高位置，其外溢效应是有色等品种大涨的根本原因。市场情绪方面，国内地产政策等方面的变化对市场情绪提振也较为明显。我们需要强调的是，目前的供需关系不支持工业品出现整体大涨行情，对于部分高位品种，仍可以关注卖保机会。

股指期货： 4 月金融数据偏弱、经济数据预期偏弱以及一季度货政报告定调偏谨慎，可能对短期市场形成一定干扰、偏震荡运行。但中期看预计仍将维持震荡上行的走势，一方面政治局会议政策定调整体积极，近期地产政策也在密集松动，预计后续财政政策速度和力度也有望加快加大。另外外资流入的状况也没有明显改变。整体看情绪改善的影响大于经济数据的扰动，建议关注调整之后的买入机会，不要追高。

铜：海外矿端供应干扰不断，铜矿供应短缺。国内电解铜供应随着前期减产预期以及一季度 TC 加工费大幅下调而有所下降；下游需求随着铜价大幅上涨而有所下降，铜杆开工率一般，铜管积极应对旺季。铜精矿现货粗炼费维持历史低位，铜矿供应扰动加大，美英制裁俄罗斯金属以及中国经济政策偏积极是铜价超预期大涨的主要原因。在精炼铜供需没有大矛盾的情况下，铜价或震荡调整以寻找需求端支撑，后续持续关注铜持仓资金变化。

锌：国内政策基调中性偏多，经济景气度延续回升。一季度海外矿山增减互现，矿紧预期基本被验证。海外冶炼产量进一步增加，其产量的恢复可能进一步加剧矿端的紧张情况。国内炼厂 5 月虽暂无大规模检修计划，但预计炼厂将维持较低负荷产量。国内初端企业开工率不及同期，未见明显改善，3 月钢材价格大幅下行，镀锌厂利润不佳，市场信心不足。地产新开工走弱将逐步传导至竣工端。宏观情绪偏暖，有色市场氛围依旧偏多，家电以旧换新、电力侧潜在增量、专项债落地加速等诸多预期等待落地，有望刺激下游补库需求。近期下游需求改善或相对有限，短期内锌价或维持高位震荡。

钢材：在钢材市场，有“金三银四黑五月”的说法。随着传统旺季的结束和雨季的来临，上半年钢材需求将呈现季节性的减弱，政策对市场情绪的提振作用也逐渐减少，钢价的驱动逻辑将重新回归到基本面。

原油：国际原油市场表现为弱现实强预期，交易者仍在反复评估权衡。一方面，OPEC+维持减产的确定性增强，支撑油价在相对高位震荡偏强；另一方面，全球经济复苏难以形成共振，令油价进一步向上突破的难度较大。此外，地缘政治等风险溢价较为保守，当前区间并不算是高估的。站在三到六个月的中长期角度，原油供应端保持收缩克制，需求端处于低谷回暖，油价将在震荡运行中为重心抬升蓄势。

橡胶：基本面来看，现阶段天然橡胶供需过剩的矛盾得到缓和，支持价格重心出现小幅抬升。然而，宏观不确定性易作用于沪胶的金融属性，能否形成趋势性上涨存疑，大概率跟随资金情绪呈宽幅震荡筑底行情。单边策略上，我们仍坚持年中前沪胶整体偏空的观点，羸弱的基本面限制了上行空间，关注 RU2409 合约逢高沽空的机会。

油脂油料：巴西洪灾导致的减产引发美豆异常波动，CBOT 大豆市场自 1160 美分附近连续反弹，技术上已经升至 1 月份高点，既有对前期持续低迷行情的修正，也有空头基金集中离场导致的过度反应。随着巴西大豆减产程度得到确认，在南美整体保持丰产格局的大背景下，市场的炒作情绪逐渐降温，美豆市场出现连续回调行情。美国大豆开局保持正常，当前时段的天气因素对行情的影响力度有限，面积预增为未来产量增加奠定基础。马来西亚棕榈油增产抵消了欧洲菜籽减产的影响，CBOT 豆油和马来西亚棕榈油市场纷纷再探新低，重回此前下跌通道。国内油脂板块内部出现分化，但整体仍有惯性回落空间。棕榈油期货跟随外盘保持领跌状态，油脂间价差关系有望继续修正。国内豆粕市场跟随美豆波动，成本端仍是左右行情的关键。豆一期货市场因缺少现货和政策支撑，在国内供过于求基本现状以及相关品种的弱势拖累下，再度滑向前低寻找支撑。此外，国际地缘政治风险较大，需注意防范突发因素对豆类市场的影响。

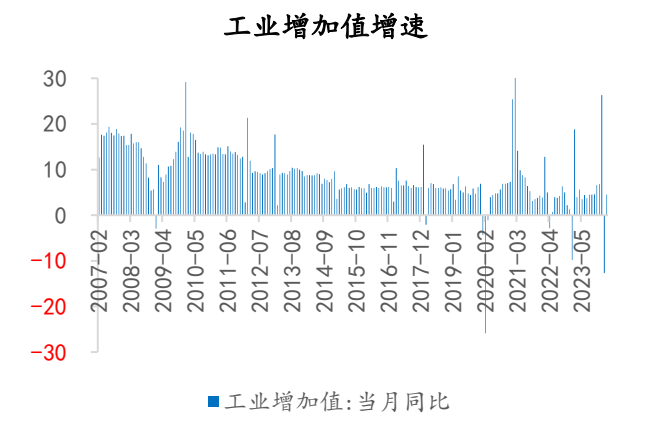
目录

周度策略：生产强于需求，外需强于内需 ..... - 5 -
宏观经济、市场策略和股指期货市场分析 ..... - 7 -
1 一周重大宏观政策、事件和数据解读 ..... - 7 -
2 地产限购政策放松，宏观数据噪声扰动增多 ..... - 7 -
3 如何理解社融负增 ..... - 8 -
4 宏观策略 ..... - 9 -
5 股指期货市场分析 ..... - 9 -
铜 ..... - 11 -
1 影响因素 ..... - 11 -
2 结论 ..... - 12 -
3 铜期货现货数据 ..... - 12 -
锌 ..... - 14 -
1 锌：影响因素 ..... - 14 -
2 总结 ..... - 14 -
3 锌期货现货数据 ..... - 15 -
钢材 ..... - 16 -
1 政策持续发力 ..... - 16 -
2 地产需求仍在恶化 ..... - 16 -
3 去库速度放缓 ..... - 17 -
6 钢材期货现货数据 ..... - 17 -
原油 ..... - 20 -
1 地缘政治溢价挤出 ..... - 20 -
2 闲置产能安全冗余 ..... - 20 -
3 减产执行情况一般 ..... - 20 -
4 供需收紧不及预期 ..... - 21 -
5 旺季去库难以证伪 ..... - 21 -
6 高位震荡蓄势走强 ..... - 21 -
7 原油期现数据 ..... - 22 -
天然橡胶 ..... - 24 -
1 云南产区旱情缓解 ..... - 24 -
2 全年产量或将微增 ..... - 24 -
3 库存节奏压力仍存 ..... - 24 -
4 下游淡季缺乏亮点 ..... - 24 -
5 环比趋弱同比走高 ..... - 25 -
6 震荡筑底重心抬升 ..... - 25 -
7 橡胶期现数据 ..... - 25 -
油脂油料：巴西洪灾引发市场剧烈波动，国内豆类商品冲高回落 ..... - 29 -

1 外部豆类市场分析 ..... - 29 -
2 国内豆类市场分析 ..... - 29 -
3 油脂油料市场展望 ..... - 30 -
4 油脂油料市场主要数据 ..... - 30 -

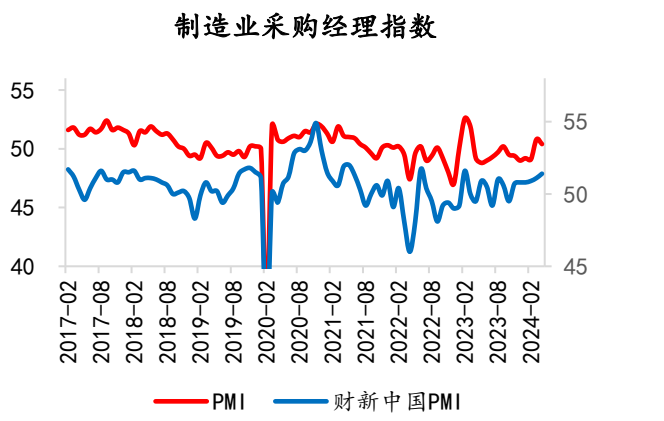
重要经济指标概况

图表 1：国内工业增加值增速



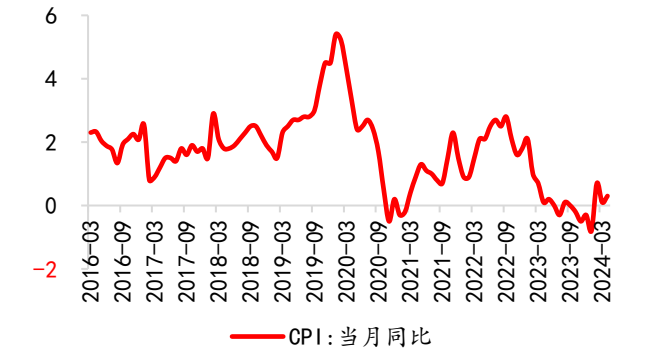
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 2：中国制造业采购经理指数



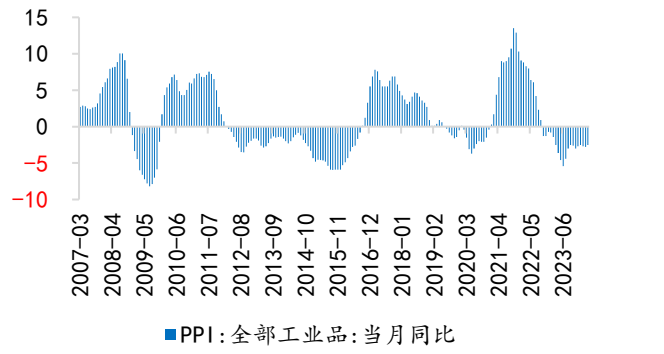
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 3：中国居民消费价格指数



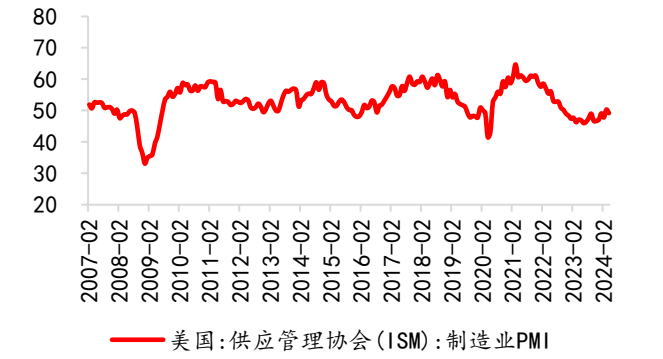
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 4：中国工业生产者出厂价格指数



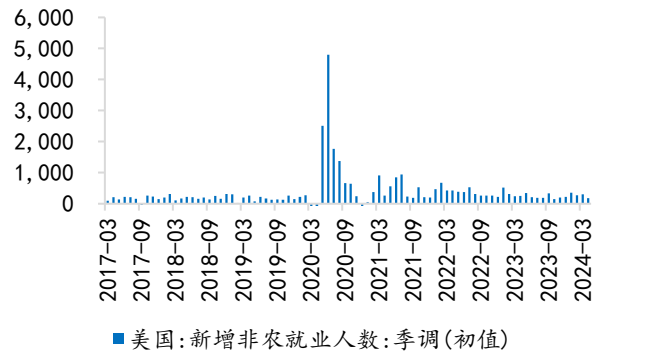
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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：生产强于需求，外需强于内需

经历通胀韧性打击之后，上周市场的降息预期再度升温，在美国初请失业人数超预期的情况下，降息预期再度回归。这轮大宗商品上涨的“始作俑者”黄金强势反弹，铜价再创新高。但是我们认为，金融属性对大宗商品的影响过长，过大。对于类似于铜这样的高位品种，仍具备卖出保值的价值。

宏观经济变化不大

产需上看，产能相对需求仍有过剩。

生产端景气度保持扩张。4 月制造业生产指数环比逆季节性上行 0.5pct 至 52.9%，是去年二季度以来最高值，一方面生产正值春旺，另一方面前期订单冲高对生产的提振效果显著。但就业未见起色，制造业、建筑业与服务业从业人员指数自去年二季度以来均持续位于收缩区间。

需求端出口仍具韧性，内需尚待巩固。需求端指数再次低于生产端，指向产能相对于需求或仍有过剩。4 月制造业内外需保持扩张，但环比均有回落，其中内需回落大于外需，新订单、新出口订单指数分别下行 1.9pct、0.7pct 至 51.1%、50.6%。非制造业方面，建筑业新订单受房屋建筑业拖累，服务业新订单企稳源自餐饮需求保持强劲，叠加部分小长假订单先期释放。

库存端，企业去库加快，前期库存积压初见缓解。4 月原材料、产成品库存指数环比回落，新订单与产成品库存指数差连续两个月位于近一年高位，对后续生产持续修复的压制或有减少。

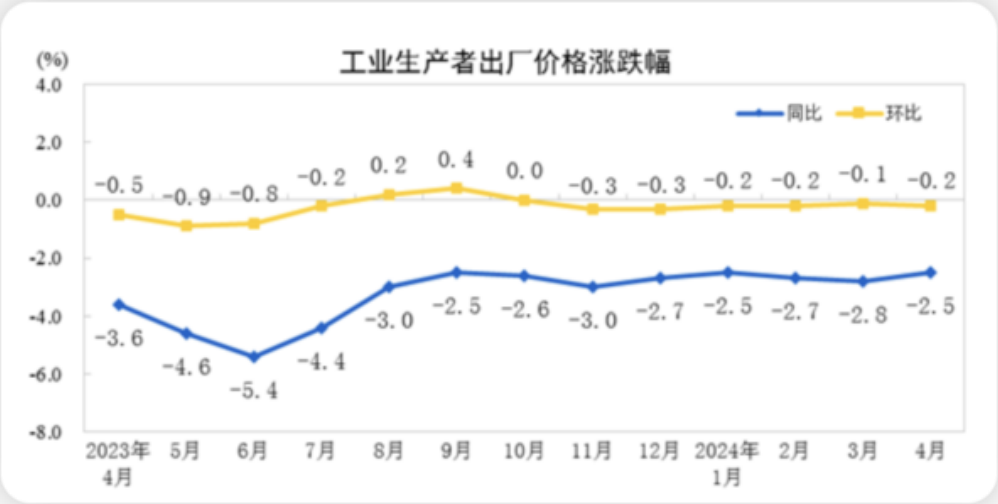
价格指数环比回升。生产加速修复持续推升原材料需求，叠加地缘因素，共同推动制造业原材料价格指数大幅上行 3.5pct 至 54%，上行幅度为去年三季度以来最高，指向 4 月 PPI 通胀压力或有所缓解。需求端“以价换量”已有改善，制造业出厂价格、建筑业与服务业收费价格指数均环比回升至略低于荣枯线，指向 4 月 CPI 通胀或温和上行。制造业生产强于需求的局面仍在延续，致原材料价格上行幅度大于出厂价格，或持续挤压企业盈利空间。

出口数据看，中国 4 月出口同比+1.5%，前值-7.5%；4 月进口同比+8.4%，前值-1.9%；4 月贸易顺差 723.5 亿美元，前值为 585.5 亿美元。出口改善主因消费品以价换量，生产资料需求尚不牢固

量价拆分来看，出口改善主要来源于部分消费品以价换量。出口价格贡献方面，多数重点产品 2024 年 4 月出口价格并未明显改善，粮食、稀土、箱包鞋靴、家用电器、液晶显示板等产品甚至出现价格同比贡献的明显下滑。出口数量贡献方面，为排除基数效应影响观察边际变化，采用三年复合同比贡献，鞋靴等出行消费品、集成电路与液晶显示板等消费电子产品以及汽车、家用电器出口数量贡献边际改善。量价拆分结果或表明：当前出口处于恢复前期，消费品以价换量带动出口在边际上温和回升，生产资料需求尚不牢固。

整体看，宏观经济变化不大，即“生产强于需求，外需强于内需”

图表 1：PPI 走势



资料来源：统计局，中金财富期货

美国就业市场真的转冷了吗？

4 月美国就业超预期转冷。新增非农就业人数 17.5 万（市场预期 24 万），失业率从 3.8%上升至 3.9%（市场预期 3.8%），劳动参与率维持在 62.7%（市场预期 62.7%），平均时薪环比增速下降至 0.2%（市场预期 0.3%），同比增速下降至 3.9%。

分解之后可以看到。受建筑、休闲酒店和政府就业共同拖累，4 月美国新增就业超预期走弱。一是降息预期收敛带来金融条件大幅收紧，新屋开工随之转冷，并驱动建筑业就业大幅降温。降息预期收敛驱动利率水平再度上行，对新屋开工构成压制，3 月新屋开工量年化值大幅下行至 132.1 万（2 月 154.9 万），受此影响 3 月建筑业职位空缺数大幅下跌至 27.4 万（2 月 45.6 万），并拖累 4 月建筑业新增就业跌至 0.9 万（3 月 4.0 万）。二是服务消费降温驱动休闲酒店就业显著收缩。财政力度减弱降低收入增速，通胀粘性侵蚀实际购买力，服务消费出现降温，休闲酒店就业未能延续高增。4 月美国服务业 PMI 自 2023 年以来首度跌至荣枯线以下，持续高增的休闲酒店新增就业跌至 0.5 万（3 月 5.3 万）。三是财政扩张降速开始传导至就业端。4 月政府新增就业断崖式滑落至 0.8 万（3 月 7.2 万），创 2023 年以来新低。

值得注意的是，由于美国反移民情绪日益高涨，移民对新增就业的支撑也有所减弱。4 月国外出生就业人数减少了 0.6 万，兼职就业人数减少了 8.9 万，但国内出生和全职就业人数仍在保持增长，移民与兼职就业同步走强的趋势发生了逆转。

拉长时间看，2023 年中以来，美国就业市场在高利率下极为缓慢地降温。2023 年下半年美国失业率中枢为 3.7%，2024 年至今失业率中枢为 3.8%，上行幅度仅 0.1pct。背后的原因在于，需求侧受到地产补库和人工智能等内生因素的托举，供给侧则受到劳动参与率修复停滞的影响。前瞻地看，美国就业市场或仍将呈现出较强韧性，此次数据可能只是降息预期逆转后产生的波动，而非趋势性反转。

我们认为通胀的韧性短期内依然存在，大选年财政政策易松难紧。过度交易降息预期目前看并不合适。

策略上跟随为主

从宏观经济的角度看，变化不大，但是金融属性和市场情绪依然处在高位。金融属性方面，美元类资产价格几乎全部处在历史最高位置，其外溢效应是有色等品种大涨的根本原因。市场情绪方面，国内地产政策等方面的变化对市场情绪提振也较为明显。我们需要强调的是，目前的供需关系不支持工业品出现整体大涨行情，对于部分高位品种，仍可以关注卖保机会。

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 7：一周重大宏观政策、事件和数据解读

类别	时间	政策/数据	内容	点评
政策	4 月 24 日	习近平：中方将继续扩大开放	中方将自主扩大电信、医疗等服务业对外开放，进一步开放市场	政策继续推动经济均衡发展
	5 月 10 日	瑞典央行 8 年来首度降息，为第二个宽松的发达国家	并表示如果通胀前景仍然保持不变，预计在下半年将再次降息两次	欧洲央行降息箭在弦上
数据	5 月 11 日	CPI 环比转涨	4 月份，CPI 环比上涨 0.1%，上月为下降 1.0%，同比上涨 0.3%，上月为上涨 0.1%	PPI 同比降幅收窄
	5 月 10 日	中国 4 月进口以美元计同比增长 8.4%，出口同比增长 1.5%	大宗商品进口量显著增加	出口仍有韧性
事件	4 月 24 日	杭州西安放松限购	目前只有一省六市未放松限购	稳地产政策力度仍在加大

资料来源：中金财富期货研究所

2 地产限购政策放松，宏观数据噪声扰动增多

除 6 个城市外全面放开地产限购，在顶层会议定调后各地政府纷纷推动放松限购，是对政治局会议定调的落实，组合拳之下地产库存有望加速去化，但地产放松限购的效果仍待进一步观察，居民资产负债表受损，主动缩表意愿强烈。其次，为加快形成新质生产力，工信部计划引导锂电池企业减少单纯产能扩张，释放了较强的政策信号。最后，宏观数据上，全球通胀高峰已经过去，但今年大宗商品的涨幅较为稳健，欧线集运价格也出现大幅上行。

全国除 6 个城市外全面放开地产限购。4 月政治局会议提出“继续坚持因城施策，压实地方政府、房地产企业、金融机构各方责任”，在顶层会议定调后各地政府纷纷推动放松限购，是对政治局会议定调的落实。据中指研究院，截至目前，仍然对住房实施限购的地方除海南省外，仅北京、上海、广州、深圳 4 个一线城市以及天津部分区域。地产政策边际宽松，地产“以旧换新”+取消限购正加速出台，组合拳之下地产库存有望加速去化。2024 年 2 月，房地产库存面积刷新历史新高上升至 7.6 亿平方米，上一轮的库存高点面积为 2016 年 2 月的 7.4 亿平方米。但地产放松限购的效果仍待进一步观察，背后主要的逻辑是地产经过两年的下行期，居民资产负债表受损，居民部门从追求利润最大化转为追求负债最小化，主动缩表意愿强烈，这一点从国民总储蓄率仍在高位一定程度上能够得到印证，也从 4 月的社融数据全面走弱窥探一二。

我们认为未来去库存可能的措施可以大致分为两类：一类以传统的放松限购为抓手，辅以降低利率、推进城镇化率、增加居民收入等传统刺激需求；一类或可通过以旧换新、成立住房银行和中国版“房地美”“房利美”等方式，收购库存用于盘活存量库存。地产开工链上的挖掘机销量率先有所回暖。

为加快形成新质生产力，工信部计划引导锂电池企业减少单纯产能扩张。为进一步加强锂离子电池行业管理，促进行业高质量发展，工信部出台《征求意见稿》，旨在引导企业减少单纯扩大产能的制造项目，加强技术创新、提高产品质量、降低生产成本。我们认为，产能利用率不低于 50%、研发及工艺改进的费用率不低于 3%的要求对尾部公司要求较高（锂电上市公司目前研发支出占比的三年均值为 5.4%，对头部影响不大），出清下可能会进一步优化行业格局。不过考虑到规范条件是鼓励和引导行业技术进步和规范发展的引导性文件，不具有行政审批的前置性和强制性，因此，此举释放的信号意义更大。

3 如何理解社融负增

5 月 11 日央行公布金融数据，2024 年 4 月新增社融-1987 亿元，去年同期新增 12249 亿元，1-4 月累计新增社融 127300 亿元，去年同期 157544 亿元，均表现为下降。具体来看：尽管社融负增并不多见，但本次数据波动与政策环境息息相关：（1）新增政府债券-984 亿元，去年同期 4548 亿元，可以解释社融总收缩幅度的 39%。开年至今政府债券发行进度偏缓，我们判断与投融资规范化影响到地方项目建设资金配套、往年前置程度较高等因素均有关，从各地的发债计划、发改委联合财政部完成的专项债券项目筛选、特别国债发行的箭在弦上等等信号来看，这一社融分项后续有望有明显改善；(2) 4 月新增未贴现银行承兑汇票-4486 亿元，去年同期-1345 亿元，可以解释社融总收缩幅度的 22%。值得注意的是，表内信贷中 4 月新增票据融资 8381 亿元，去年同期 1280 亿元，同比有大幅增加，从这个角度看，企业的总体用票规模并无下行甚至有所改善（两者相加，4 月单月 3895 亿元，去年同期 65 亿元），更多是贴现占比的变化；（3）4 月新增企业债券融资 493 亿元，股票融资 186 亿元，去年同期分别为 2940 亿元和 993 亿元，这两项直接融资渠道可以解释社融总收缩幅度的 23%，与资本市场强监管、房企信用债发行环境仍无明显改善等因素有关。

社融口径下，4 月新增人民币贷款 3306 亿元，去年同期 4431 亿元，同时结构也存在一定瑕疵：（1）新增票据融资达 8381 亿元，但总体“短期贷款及票据融资”一项仍然仅有 763 亿元，原因在于居民短期贷款（-3518 亿元，去年同期-1255 亿元）与企业短期贷款（-4100 亿元，去年同期-1099 亿元）均构成拖累；（2）居民中长期贷款-1666 亿元，去年同期-1156 亿元，系历史最低水平，意味着截至 4 月居民购房意愿仍无可持续的改观。不过 4 月末政治局会议强调“统筹研究消化存量房产和优化增量住房的政策措施”，从多地房地产“以旧换新”模式来看，多数会要求新房价格高于旧房（如太仓要求“旧房总价抵扣比例不得高于所购新房总价的 80%”），其中的资金缺口可能会对未来居民中长期贷款有所提振；（3）4 月企业新增中长期贷款 4100 亿元，去年同期 6669 亿元，开年至今累计同比为 10%（前值-7%），一方面企业融资需求偏弱，另一方面我们认为和今年财政发力偏缓也有一定联系，一些基于项目的融资有待后续发力。

4 月 M0 同比 10.8%，前值 11.0%，M1 同比-1.4%，前值 1.1%，M2 同比 7.2%，前值 8.3%，均呈现下行，其中 M1 变化幅度最大（较前值下行 2.5 个百分点），在此之前，仅有 2022 年 1 月春节错位导致 M1 同比增速录得负值。存款的角度，金融机构各项存款余额同比 6.6%，前值 7.9%。

一方面，4 月市场利率定价自律机制发布《关于禁止通过手工补息高息揽储维护存款市场竞争秩序的倡议》，明确要求银行不得以任何形式向客户承诺或支付突破存款利率授权上限的补息，一系列监管举措一定程度上影响存款，4 月企业新增存款-18725 亿元，去年同期 1408 亿元；另一方面，随着存款利率的下降趋势不断明确，近期存在存款向理财“搬家”的现象，居民存款端 4 月新增-18500 亿元，去年同期-12000 亿元，与此同时，4 月理财产品存续规模同比增长 7.6%，与前值持平，连续两个月为正，在此之前相当长一段时间都呈现负增。

4 宏观策略

从宏观经济的角度看，变化不大，但是金融属性和市场情绪依然处在高位。金融属性方面，美元类资产价格几乎全部处在历史最高位置，其外溢效应是有色等品种大涨的根本原因。市场情绪方面，国内地产政策等方面的变化对市场情绪提振也较为明显。我们需要强调的是，目前的供需关系不支持工业品出现整体大涨行情，对于部分高位品种，仍可以关注卖保机会。

5 股指期货市场分析

指数震荡反弹

上周两市延续反弹。其中沪深 300 周+1.72%，上证 50 周+1.8%，中证 500 周+1.73%，中证 1000 周+1.4%。

北向资金净买入 48.42 亿元，连续第三周净买入，今年以来北向资金累计净买入逾 790.86 亿元。南向资金 5 月 10 日净买入 65.05 亿港元。

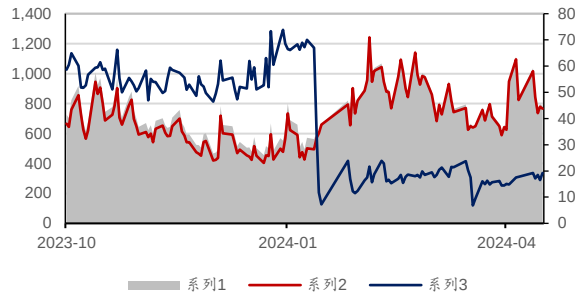
出口具有较强韧性。按人民币计价，中国 4 月出口 2.08 万亿元，增长 5.1%；进口 1.56 万亿元，增长 12.2%；贸易顺差 5134.5 亿元。我国对主要贸易伙伴出口增速都呈现改善，以美元计价，1-4 月对美国、欧盟、东盟、日本出口同比增速分别为-1%、-4.8%、+6.3%、-9.2%，除对日本降幅有所扩大外，其他三大贸易伙伴都均改善。机电产品出口继续保持较高增速，今年前 4 个月我国出口机电产品 4.62 万亿元，同比增长 6.9%。其中，自动数据处理设备及其零部件出口 4349.2 亿元，增长 9.7%；集成电路 3552.4 亿元，增长 23.5%。若海外需求保持韧性，贸易关系保持平稳，我国出口有望继续保持良好态势。

继续关注调整买入机会

4 月 30 日，中共中央政治局召开会议，会议再度强调发展风险投资、壮大耐心资本，是金融助力发展新质生产力的重要措施，对培育新兴产业和未来产业具有重要意义。会议明确提出“要积极发展风险投资，壮大耐心资本”，体现了党中央的高度重视，这也将成为做好金融“五篇大文章”的重要抓手。

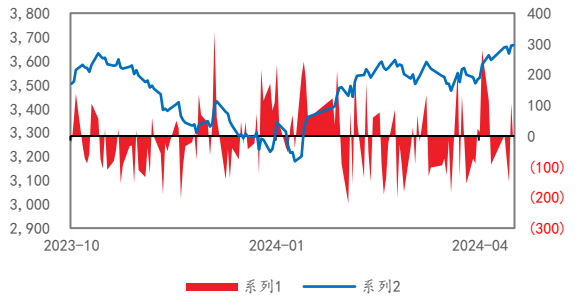
4 月金融数据偏弱、经济数据预期偏弱以及一季度货政报告定调偏谨慎，可能对短期市场形成一定干扰、偏震荡运行。但中期看预计仍将维持震荡上行的走势，一方面政治局会议政策定调整体积极，近期地产政策也在密集松动，预计后续财政政策速度和力度也有望加快加大。另外外资流入的状况也没有明显改变。整体看情绪改善的影响大于经济数据的扰动，建议关注调整之后的买入机会，不要追高。

图表 8：融资融券数据图



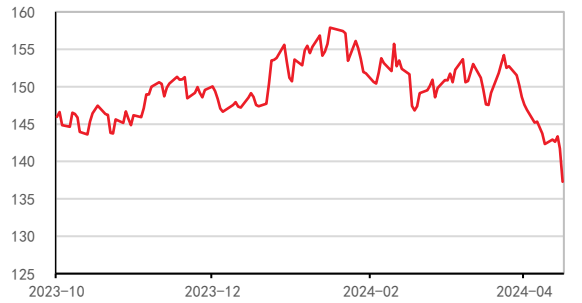
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 9：合约持仓和市场表现



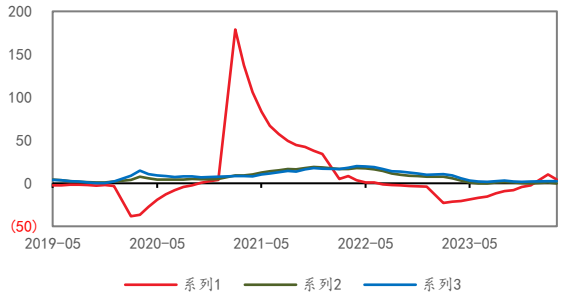
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 10：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 11：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

全球精矿供应低于预期

行业扰动因素较多，全球核心铜矿企业产量大多不及年初指引。2024 年铜矿产量指引也经历了几次变动，水资源供给（智利）、矿石品位及矿石变硬（智利和秘鲁）、生产运营进度低于预期等问题犹存。Codelco 位于智利的 El Teniente 部门的岩石爆炸释放了大量能量，影响了其设施；Anglo American 位于智利的 Los Bronces 变电站发生火灾。Antofagasta 受到持续缺乏降雨和海水淡化厂重新安排扩建等影响，也影响了全年产量。First Quantum Mineral 位于赞比亚的 Sentinel 矿开采的岩石非常坚硬，产量提升速度低于预期。铜资源量仍相对丰富，可供开采 45 年左右，但从品位看，铜资源的品位呈现下降趋势。根据我国规定，硫化铜矿石的工业品位要求含铜在 0.4%以上，富矿的工业品位含铜在 1%以上才适合开采，可以看出目前全球铜矿平均品位已接近贫矿水平，部分长期开采铜矿的国家，其主力矿山已接近生命周期的末期，即使是新开发矿山，品位也大不如前。以紫金旗下巨龙铜业为例，选矿平均品级约 0.34%，并且位于西藏自治区，属于全球海拔最高的高原矿山。Codelco 位于智利的 Ministro Hales、Chuquicamata 和 Gabriela Mistral 自然灾害条件原因铜矿产量低于预期。全球最大铜矿之一的 Cobre 铜矿，巴拿马铜矿的停产以及英美资源 Los Bronces 铜矿的减产，使全球铜精矿 2024 年的产量将比预期减少约 40 万吨，铜精矿产量增速由预期的 3.5%下滑至 1.95%。

国内产能增速有限

今年以来，铜精矿加工费一路下行，快速下滑至个位数，终对冶炼厂造成明显损伤。但鉴于加工费持续走低，冶炼厂利润减少，市场又转为预期部分冶炼厂会减产。对于国内冶炼厂减产进展情况，后期仍需走一步看一步，减产计划的不确定性依旧存在。若减产计划不及预期，届时对铜价会产生承压。SMM 预计，2024 年 3 月铜冶炼厂整体开工率 88%，较 2 月回升 4.2%。预计 4 月冶炼厂开工率会维持偏高位，5 月有待观察冶炼厂减产计划进展情况。5 月影响铜冶炼开工率的变量仍是冶炼厂减产计划执行情况，后期密切跟踪关注。

需求复苏担忧上升

在高价铜，下游消费降温显著，多数企业订单处于不温不火的状态。线缆企业表示因淡季来袭，下游需求量减弱，企业生产和新订单量难见增量。仅听闻某中型企业表示其建筑类订单因下游需年前赶工期，故对线缆需求有所增加，除此之外，其他行业均未听闻订单可见明显增势。从备货情况来看，由于订单表现不佳，备货的积极性也相应较低。据了解，仅部分企业对于 2024 年新能源汽车行业增长持乐观预期，其余行业均难以出现增长。

竣工面积同比下滑 20%，且新开工、施工面积大幅下滑，意味着后续竣工面积仍持续下降。商品房销售面积大幅下降，意味着装修等需求也大幅减少，整体房地产用铜需求将大幅弱于去年。今年空调、冰箱等电器仍保持较高增长，据了解今年出口大幅增长且厂家提前备货积极性较高，但商品房销售转弱可能拖累家电销售。预计空调排产在 6 月将逐步放缓，家电需求增长将逐步

放缓。

2024 年 1—3 月，汽车产销分别完成 660.6 万辆和 672 万辆，同比分别增长 6.4%和 10.6%。其中，新能源汽车产销分别完成 211.5 万辆和 209 万辆，同比分别增长 28.2%和 31.8%。新能源汽车新车销量达到汽车新车总销量的 31.1%。传统终端行业需求复苏平稳缓慢，但逐步进入旺季周期。

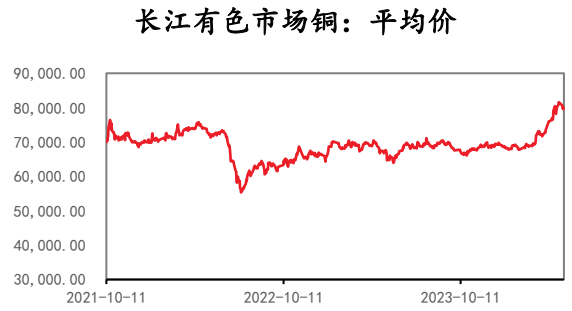
根据规划，“十四五”期间装机规划接近 60GW，由于前两年海风装机进度相对缓慢，2024 年海风新增有望达到 10GW-15GW。根据国家能源局方面消息，国家将加快构建新型电力系统，2024 年全国风电光伏新增装机 2 亿千瓦左右。此外在海外货币政策逐步转向宽松的背景下，全球经济存在复苏潜能，叠加海外市场政策推动，全球新能源电力装机有望持续高增。

2 结论

海外矿端供应干扰不断，铜矿供应短缺。国内电解铜供应随着前期减产预期以及一季度 TC 加工费大幅下调而有所下降；下游需求随着铜价大幅上涨而有所下降，铜杆开工率一般，铜管积极应对旺季。铜精矿现货粗炼费维持历史低位，铜矿供应扰动加大，美英制裁俄罗斯金属以及中国经济政策偏积极是铜价超预期大涨的主要原因。在精炼铜供需没有大矛盾的情况下，铜价或震荡调整以寻找需求端支撑，后续持续关注铜持仓资金变化。

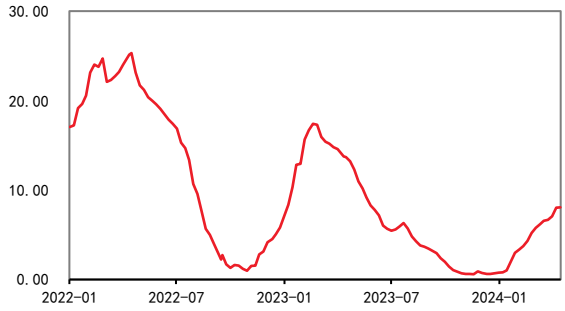
3 铜期货现货数据

图表 12：长江有色铜价



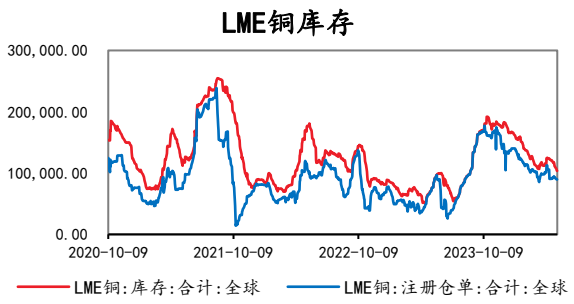
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 13：上海保税区铜库存



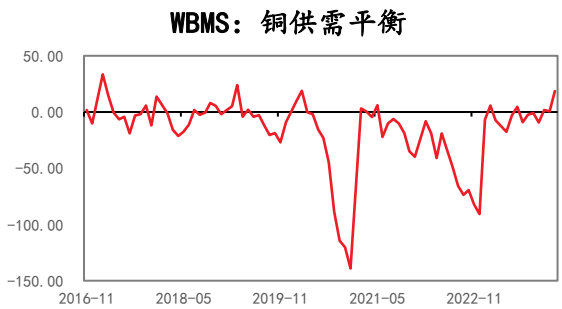
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 14：LME 铜库存



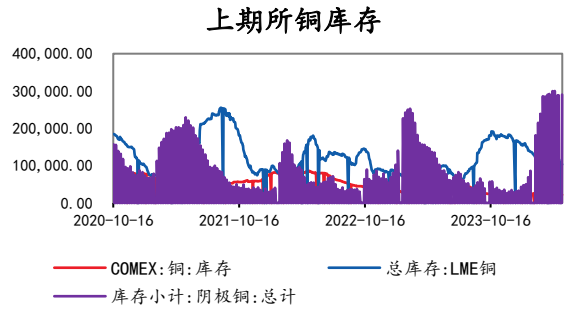
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 15：WBMS 供需平衡



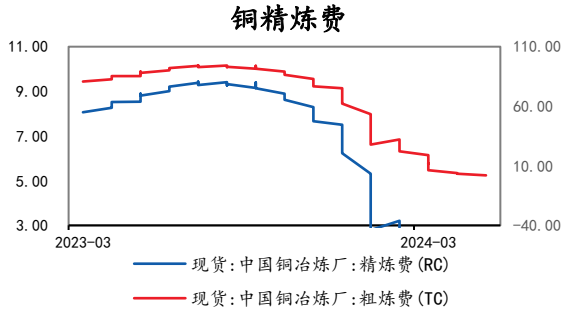
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 16：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 17：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

海外锌矿关闭规模持续扩大，供应整体趋紧逻辑不变

据国际铅锌研究小组（ILZSG）统计，2023 年全球锌精矿产量 1286 万吨，同比下降 5.1 万吨或 0.4%。矿山因利润下滑减产，矿石品位下降、工人罢工、项目提产不及预期、事故等因素下锌矿供应低于预期。从主要矿企产量指引来看，多数矿企 2024 年产量同比变化不大，部分矿企产量同比增加，其中 Newmont 的 Peñasquito 矿恢复运营带来明显增量；MMG 洪水冲击影响解除，产量恢复；GrupMexico 则受益于 Buenavista 矿投产运营，产量同比增加。目前北方部分地区锌矿企业仍处消费淡季，复产时间节点大约在 3-4 月份，预计锌矿产量会有走高预期。总的来看，目前国内外锌矿供应增速低于预期，矿山供给整体维持偏紧逻辑。

当前锌矿供应现实非常紧缺。国产锌精矿加工费均价 3800 元/金属吨，进口锌精矿加工费均价 80 美元/干吨。据了解，部分地区实际报价甚至低至 3500 元/金属吨。但当前锌价距离 2023 年中 1.86 万/吨的低点已上行 2000 元/吨，且火烧云、OZ、Kipushi 等大规模锌矿山逐步投产，未来锌矿供应预计从 24 年 3 季度起逐步企稳回升。

炼厂利润压缩，炼厂成本倒挂

根据国际铅锌研究小组（ILZSG）数据，并经安泰科修正，2023 年估计全球精锌产量 1407 万吨，同比增加 48 万吨或 3.5%，中国贡献主要增幅。2024 年 3 月 SMM 中国精炼锌产量为 52.55 万吨，环比增 加 2.3 万吨，高于预期，同比下降 5.61%，1-3 月累计产量 159.5 万吨，累计同比增加 1.63%，略高预计值。随着加工费的继续挤压，冶炼厂利润已然处于倒挂状态预计将继续传导至冶炼端;目前已经有葫芦岛、株冶、四环、商洛、宏达等冶炼厂加入 3 月检修计划 3 月供应恢复情况或有不及，国内供应端偏紧。

订单略有好转

市场即将迎来传统“金三银四”需求旺季，下游开工逐步提升，3 月镀锌板块开工不及预期，开工率处于历史低位，且镀锌板价格在黑色系带动下有所下降。氧化锌和锌合金板块开工较好，下游板块强弱分化明显。从现货端来看，锌价上涨后下游承接力度较弱，贸易商虽有挺价情绪，但下游企业在锌价上涨后观望情绪浓厚。据 SMM 调研了解，铁塔企业原料库存在 3 天左右刚需为主，下游囤货意愿偏弱，现货端整体偏弱运行。

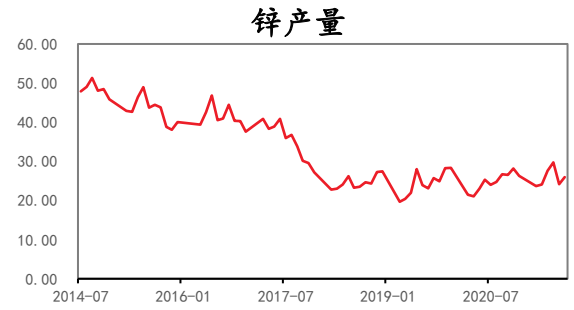
2024 年，国内房地产行业仍处于艰难磨底阶段，从恒大，碧桂园等著名房企暴雷到万 科债务延期，房地产新开工和销售表现疲软。2024 年 1-2 月房地产投资累计增速下降 9% ，前值下降 9.6%，跌幅小幅收窄。新开工面积累计同比扩大 9.3%至下跌 29.7%。而随着“保交楼”政策进入尾声，房地产竣工面积累计同比下降 20.2%，环比上个月巨幅回落，跌至 16 个月的低位。

2 总结

国内政策基调中性偏多，经济景气度延续回升。一季度海外矿山增减互现，矿紧预期基本被验证。海外冶炼产量进一步增加，其产量的恢复可能进一步加剧矿端的紧张情况。国内炼厂 5 月虽暂无大规模检修计划，但预计炼厂将维持较低负荷产量。国内初端企业开工率不及同期，未见明显改善，3 月钢材价格大幅下行，镀锌厂利润不佳，市场信心不足。地产新开工走弱将逐步传导至竣工端。宏观情绪偏暖，有色市场氛围依旧偏多，家电以旧换新、电力侧潜在增量、专项债落地加速等诸多预期等待落地，有望刺激下游补库需求。近期下游需求改善或相对有限，短期内锌价或维持高位震荡。

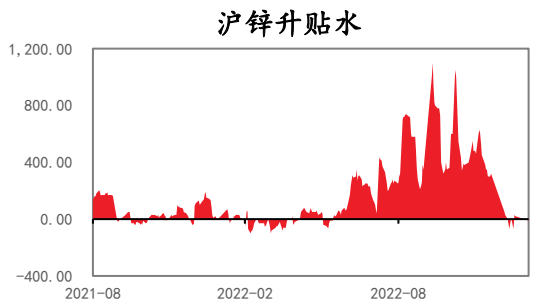
3 锌期货现货数据

图表 18：锌产量



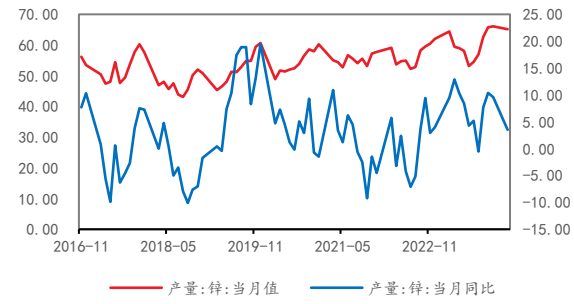
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 19：锌升贴水



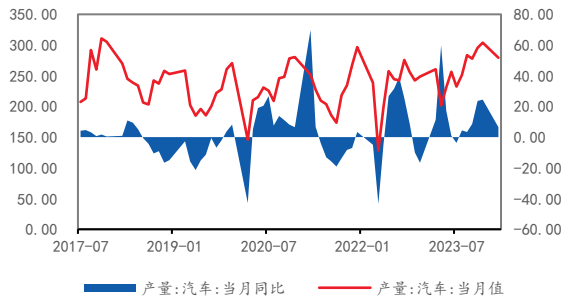
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 20：锌产销变化



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 21：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 政策持续发力

中国房地产行业的下行周期始于“三条红线”政策的实施，该政策限制了房地产企业的债务水平，导致房企面临资金紧张，限制了新开工项目。尽管自 2022 年以来陆续出台了多项地产救市政策，但刺激效果有限。

2023 年 7 月的政治局经济会议后，政策方向发生了显著转变。会议不仅强调了房地产市场供需关系的重大变化，还去除了“住房不炒”的相关表述，这标志着地产政策从限制转向支持。政府随后推出了一系列强力刺激政策，包括发行万亿专项国债、超长期特别国债、提高财政赤字率、开展万亿融资计划、推进“三大工程”等。

到了 2023 年 12 月的中央经济工作会议，再次强调了“稳中求进、以进促稳、先立后破”的政策方针，重视促进经济稳定的同时进行结构调整。2024 年 4 月的政治局经济会议进一步提出了统筹研究消化存量房产和优化增量住房的政策措施。

未来，地产利好政策有望继续出台，例如全面放开限购政策、进一步下调贷款利率下限，甚至将商品房改为公租房和保障房等。然而，尽管政策努力提振，其对房地产行业的实际提振作用相对有限。地产行业的周期变化往往遵循其客观规律，政策的引导能够缩短或延长周期，但难以根本逆转趋势。

比如“三大工程”项目是抵御房地产行业下行的重要举措，但因资金问题推动进程缓慢。比如特别国债的发行，对基建需求有较好的提振，但却因为缺乏优质项目落地难，以及部分地区为解决地方债问题导致资金到位不足。比如提出要消化存量房产，则避不开提高居民购房能力（收入）和购房信心（涨价）的问题，但各种经济数据和人口数据降低了居民购房信心，疫情三年居民收入负债也出现了恶化，购房能力也在下降。

地产行业的复苏需要政策、居民、房企三方协同，目前仅政策持续发力，但因地产财政收入（土地出让金）的下降缺乏真金白银的支持，因此行业的正循环构建难，负循环还在延续。

2 地产需求仍在恶化

钢铁行业，房地产、基建、制造业与出口是主要下游，其中又以房地产和基建为主，占比超过 50%。

从房地产来看，行业下行尚未见底。国家统计局数据显示 1-3 月份，全国房地产开发投资同比下降 11.1%较 1-2 月扩大 2.1%；新建商品房销售面积同比下降 19.4%，较 1-2 月收窄 1.1%；新建商品房销售额同比下降 27.6%较 1-2 月收窄 1.4%；房屋新开工面积同比下降 28.7%；房地产开发企业到位资金同比下降 26%，跌幅较 1-2 月扩大 1.9%。房企资金紧缺依旧是目前地产行业最大的问题所在，房企买地能力与买地意愿都较低，新开工自然上不去。

目前统计局已停止公布土地成交数据，对于现阶段土地的情况，我们只能从地方数据上从小看大。以地方为例，苏州市区 2024 年国有建设用地供应计划发布，其中商品住宅用地供应近 185 公顷，对比 2023 年供应缩减近 63.5%；重庆地区 2024 年的住宅用地计划供应 996 公顷，相比

去年减少了 159 公顷，约 14%，相比 2022 年，缩减 48%；成都主城五区 2024 年商品住宅用地计划供应 6941 亩，降幅约 24%；沈阳 2024 年商品住宅用地计划供应 189 亩，较 2023 年上升 35%，但较 2022 年下降 60%。

从能查到的城市土地计划供应来看，不是腰斩就是近年新低。出现这个情况的主要原因就是房企的资金紧张，各房企多在拼命降库存去杠杆，而不是买地新开工。土拍作为房地产行业的先行指标，土地供应的腰斩，不仅代表着未来 1 年左右新开工面积仍将维持低位，也预示着地方财政收入的恶化，降低地方基建等公共领域投资能力。

3 去库速度放缓

上周全国高炉产能利用率与钢材产量同步回升。国内 247 家钢厂的高炉产能利用率达到了 87.7%，环比增加了 1.5%，同比下降了 1.3%。五大品种钢材的周产量为 885.79 万吨，环比增加了 0.9%，同比下降了 4.0%。长流程产量持续恢复，上周日均铁水产量大增 3.9 万吨，达到 234.6 万吨，由于钢厂利润处于高位，推动了钢厂的复产节奏，除螺纹钢外其他钢材产量环比均有所回升。

在库存方面，上周五大品种钢材的社会库存量降至 1389.19 万吨，环比下降了 1.8%，同比增长了 4.4%。钢厂库存减少到 495.42 万吨，环比下降了 3.7%，同比下降了 8.6%。钢材总库存节后加速回落，环比下降了 2.3%，去库幅度较前一周扩大了 1.7%，这一降幅主要由建筑钢材贡献。

上周五大品种钢材的周表观消费量为 930.2 万吨，环比增长了 4.7%，同比下降了 7.7%。其中，螺纹钢的周表观消费量为 261.9 万吨，环比下降了 1.6%，同比下降了 21.6%。尽管五大品种钢材的表需环比有所改善，但螺纹钢需求环比回落，同比降幅扩大。建筑钢材的周成交量增至 13.8 万吨，环比增加了 6.5%。

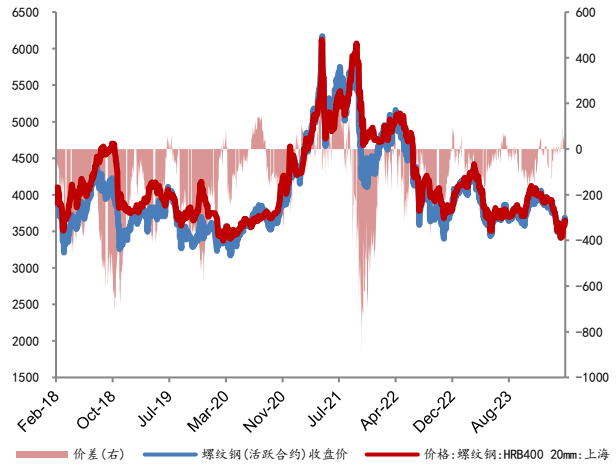
钢材现货价格本周小幅回调，主流钢材品种的即期毛利略有改善。247 家钢厂的盈利率为 51.94%，环比下降了 0.9%。

5 小结

在钢材市场，有“金三银四黑五月”的说法。随着传统旺季的结束和雨季的来临，上半年钢材需求将呈现季节性的减弱，政策对市场情绪的提振作用也逐渐减少，钢价的驱动逻辑将重新回归到基本面。

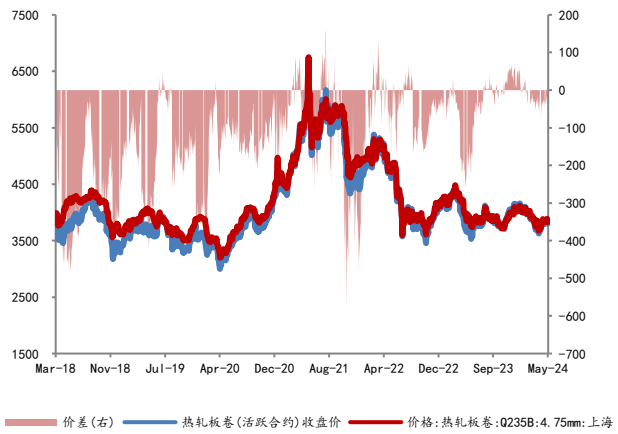
6 钢材期货现货数据

图表 22：螺纹期现价差



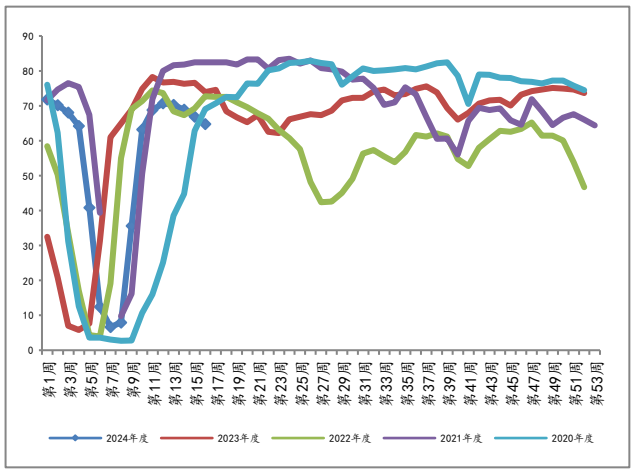
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 23：热卷期现价差



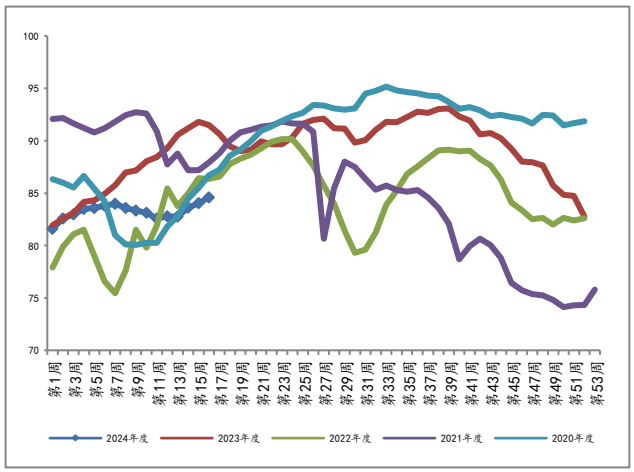
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 24：85 家独立电弧炉钢厂：开工率：中国（周）



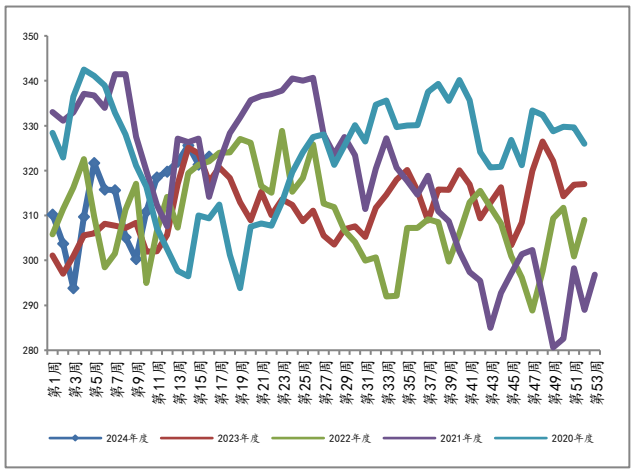
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 25：247 家钢铁企业：高炉产能利用率：中国（周）



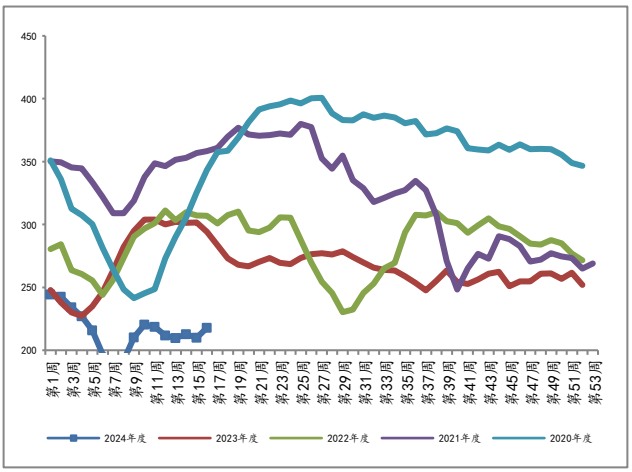
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 26：螺纹钢：建筑钢材钢铁企业：实际产量（周）



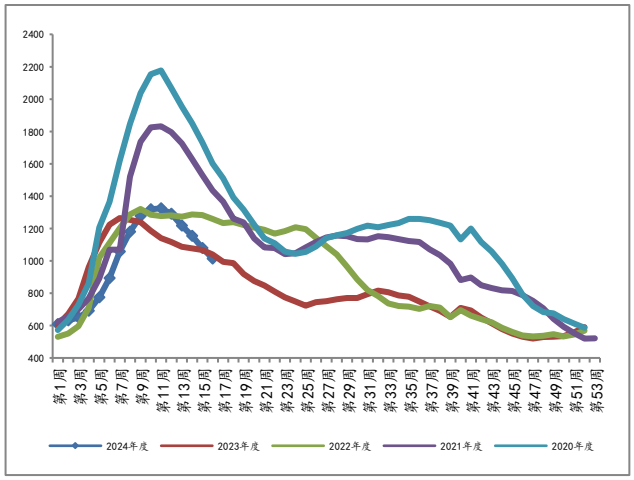
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 27：热轧板卷：钢铁企业：实际产量：（周）



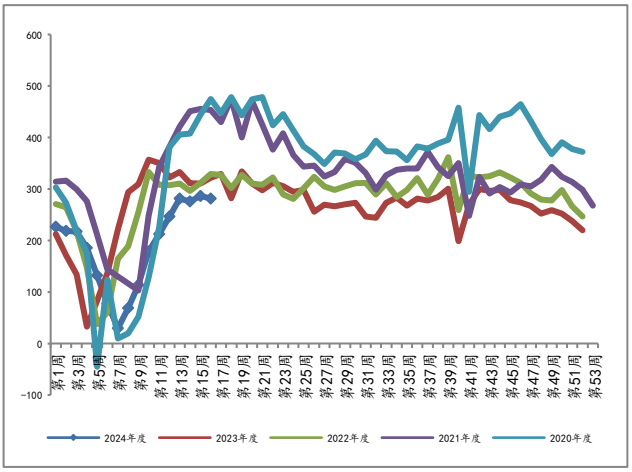
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 28：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 29：螺纹钢：消费量（周）



资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

原油

1 地缘政治溢价挤出

国际油价回落后受基本面支撑，维持在高位区间震荡运行，最大不确定性仍是以加沙问题为核心的中东局势。

近期，关于加沙地区停火的谈判一波三折，消息频繁、版本众多且相互矛盾。埃及方面称，该国在负责调停巴以冲突的事项上，取得了哈马斯一定的积极回应。然而，以色列军队入侵并占领了拉法口岸巴勒斯坦一侧，令停火谈判希望渺茫。与此同时，也门胡塞武装持续在红海对美以相关船只发动袭击，以此反对以色列在加沙的军事行动。

中东地缘政治存在一个悖论，即达成一项可能的协议将缓解眼下的紧张局势，但事实上巴以冲突却是从加沙持续外溢的，这令原油市场交易者对纷纭的消息面感到无所适从。就目前而言，油价走势依然在某种程度上对不断变化的局势做出反应，然而在任何实际供应中断或油运阻滞发生之前，市场愿意赋予的风险溢价是较为有限的。

2 闲置产能安全冗余

关于此番地缘问题引发的过山车行情，我们初步认为，短期风险情绪炒作为王，长期要看供需平衡是否被打破。

首先需要明确一个基本事实:Brent 原油能够升至 80 美元以上高位,并不是中东局势升级所致,而是主要依靠 OPEC+长期坚持减产。我们此前论述过，2024 年开始美国页岩油供应增速全面放缓，OPEC+重新获得了国际原油市场的话语权，这意味着该组织对于供应和价格具有更大的主动管控能力。抛开地缘政治因素，假设三季度需求旺季和大幅去库兑现，原油价格可能会上涨 5-10 美元，从而赋予 OPEC+适当增产的动机，以稳定市场和实现收益最大化。

客观来看，目前 OPEC+拥有大约 500 万桶/日的闲置产能，这足以填补大多数情况下的区域供应中断，从而避免破坏性的油价飙升。当然，OPEC+增产无法应对霍尔木兹海峡关闭的极端情形，不过从最近几次冲突表现来看，伊朗威胁封锁该地区暂时是小概率事件。尽管仍存在一系列不确定性，全球原油供应体系的冗余量对油价重心起到较强的稳定作用，除非发生更严重的局势升级。

3 减产执行情况一般

造成油价高位大幅回调的原因，除了我们前期提醒的地缘溢价挤出，还有原油供需实际偏紧程度不及预期。

媒体调查结果显示,4 月 OPEC 原油产量初步估计在 2681 万桶/日,环比上月减少约 5 万桶/日,大致上保持不变。利比亚早些时候受不可抗力关闭的油田重启，使得该国原油产量回升至 119 万桶/日；伊拉克原油产量增至 422 万桶/日，超出 OPEC+限产配额 22 万桶/日；阿联酋等其他成员国产量仍高于现行协议规定的水平，自愿减产的执行情况堪忧。据悉，一季度履约不佳的伊拉克和哈萨克斯坦提交计划，承诺在今年剩余时间内进一步减产，以补偿前期超额的供应量。

尽管新的减产计划尚未完成，但 OPEC 原油产量基本维持稳定，尤其是沙特坚持 100 万桶/日的额外减产，市场大方向上仍保持克制。OPEC+将于 6 月 1 日举行会议，决定是否将目前的减产政策延长至下半年。如果届时国际油价和地缘政治无大异动，我们认为供应端将起到持续温和调节作用。

4 供需收紧不及预期

目前，原油交易者对地缘政治表现出厌倦，市场将注意力转移到权威机构的统计数据上。

美国能源信息署(EIA)发布最新一期月度能源展望，报告中上调了对今年油品供应的预测，并同时下调全球能源需求预期，对短期油价的基本面指引偏利空。EIA 预计，2024 年全球原油和液体燃料总产量将增加 97 万桶/日至 1.0276 亿桶/日，超过上期给出的增长 85 万桶/日，主要是上调了 OPEC+以外地区的产量预测。EIA 预计，2024 年全球原油和液体燃料消费量将增长 92 万桶/日至 1.0284 亿桶/日，略低于上期预测 95 万桶/日的增幅，主要是下调了对发达经济体的需求预期。

按照 EIA 的统计口径来看，今年原油供应增速高于此前预期，而需求增速不及此前预期，表明市场供需可能没有设想中那么快转向偏紧。

5 旺季去库难以证伪

最新高频数据显示，美国原油市场库存出现环比下降，令国际原油价格短期走势止跌企稳。

美国能源信息署（EIA）公布，截至 5 月 3 日当周，美国商业原油库存减少 136.2 万桶至 4.595 亿桶,较前值增加 726.5 万桶大幅改善;同期美国战略原油储备规模环比增加 94.7 万桶至 3.672 亿桶，美国能源部门回购计划正在逐步推进。下游来看，上周美国炼厂平均开工率为 88.5%，高于前一周的 87.5%；美国炼厂日均原油加工量为 1590 万桶，环比增加 30.7 万桶；显然，炼厂活动的走强促使原油库存小幅下降。

我们之前论述，原油现货供需现在并不算很紧张，今年美国季节性去库进度不尽人意，加上地缘风险情绪出尽，令油价从前期峰值回落。不过，夏季燃料消费旺季预期难以证伪，若供应端依旧缺乏显著增长,三季度大概率将出现明显的缺口,预计 5-9 月油价走势整体处于偏强阶段。

6 高位震荡蓄势走强

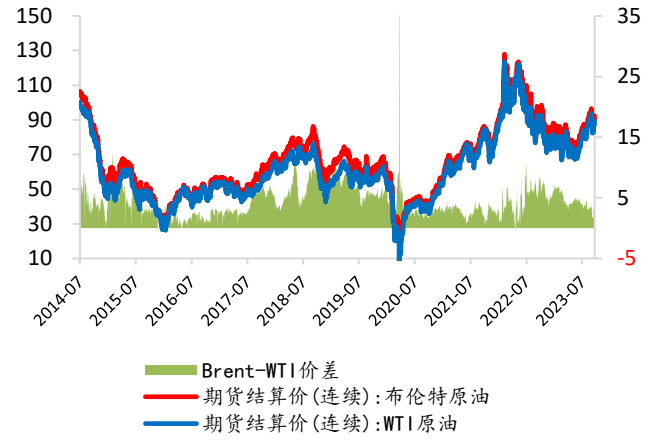
姑且不论地缘风险溢价是否低估，按照正常的季节性规律，后续原油市场行情大概率仍有走强空间。

供应方面，OPEC+减产政策将在上半年稳定延续，三季度如果油价异常偏高，预计有一定概率适当增产以调控市场,下一次重要会议将在 6 月举行。需求方面,当前美国炼厂年检基本收尾，4 月国内炼厂多处于春季集中检修期，5 月全球主要炼厂原油加工能力将显著回升，以配合即将到来的夏季燃油消费旺季。库存方面，尽管 2-4 月通常是一年中的被动累库阶段，但和历史同期相比今年的库存压力要小的多，EIA 高频数据 5-6 月有望观察到明显去库迹象。地缘政治方面，从巴以问题到红海危机再到伊以冲突，中东局势不断升级和扩大化，但目前各方都不希望爆发全面战争，原油市场地缘溢价被反复注入和挤出。

我们初步预计未来三到六个月，持续收紧的原油供应，强劲的夏季汽油需求，以及升级的地缘政治局势，可能会成为推动国际油价达到 90 甚至 100 美元的组合拳。

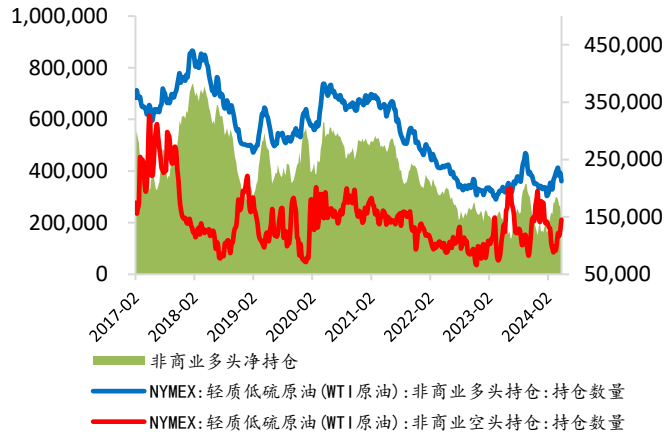
7 原油期现数据

图表 30：国际原油期货价格



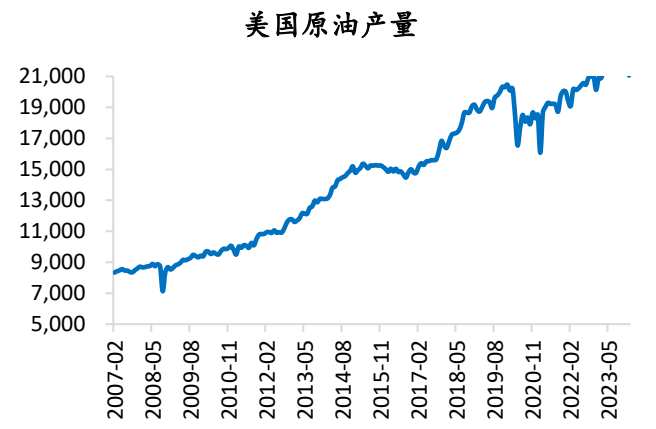
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 31：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 32：美国原油产量



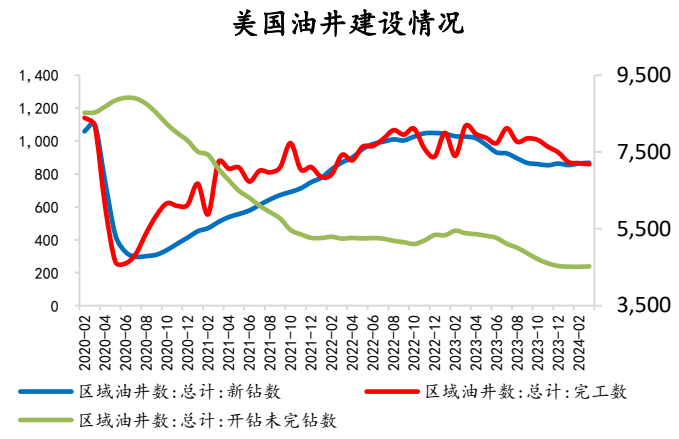
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 33：沙特原油产量



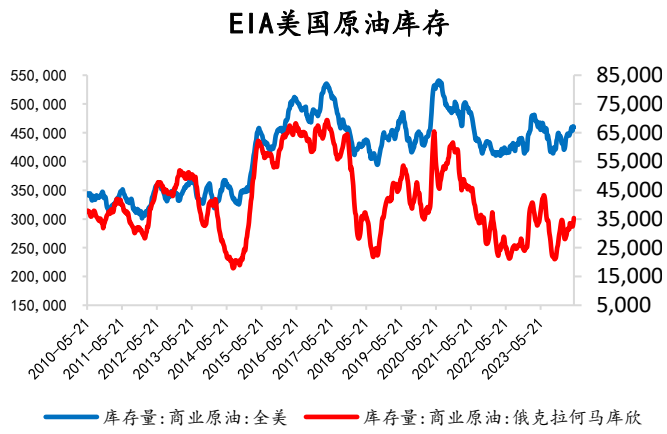
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 34：美国油井建设情况



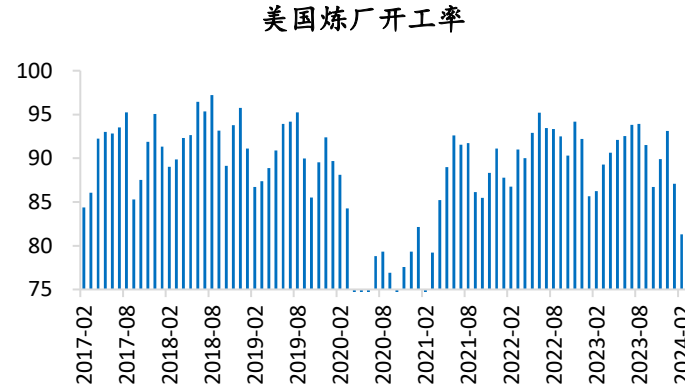
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 35：EIA 原油库存



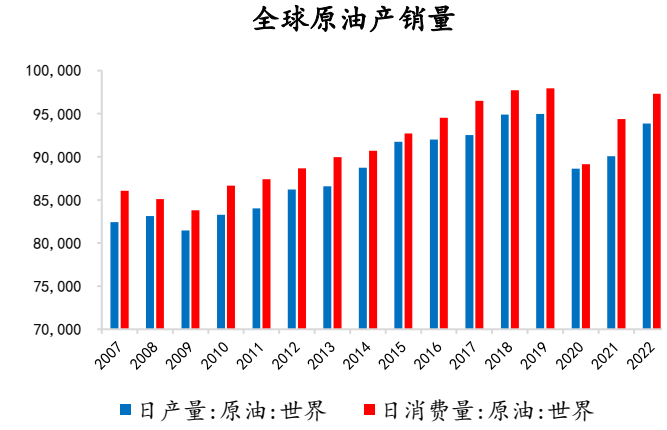
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 36：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 37：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 云南产区旱情缓解

天然橡胶现阶段更多依靠成本端支撑，上游仅存的利多条件随时间推移逐步消失。

目前国内产区已经陆续开割，备受关注的云南版纳地区干旱问题近期得到缓解，几场降雨过后前期停割的胶林再度得以开割，但整个云南产区开割面积尚不足三分之一，尤其是景洪地区因干旱进度不佳，海南地区降雨后收胶量增加较为显著。海外产区整体仍偏干旱，泰国雨水不足出胶量偏少，原料供应相对紧张，胶水-杯胶价差略有走扩。

后续关注国内外产区上量以及现货去库速度，预计随着后期雨季到来，原料胶水释放节奏虽不确定，但季节性上量是大势所趋。国产新乳胶上市时间逐步临近，供应增加的担忧令橡胶价格承压，但低价货源的消化仍有托底支撑。

2 全年产量或将微增

抛开产区天气和开割节奏问题，对于天然橡胶走势的决定性因素，我们更多强调产业周期规律，尤其是上游供应端。

理论上，一棵橡胶树的经济寿命可大致分为四个阶段，种植期 7 年，初产期 2-4 年，旺产期 10-15 年，衰老期 5-15 年。以泰国为代表的东南亚传统产胶国，由于历史最高价格刺激，上一轮橡胶树种植高峰期在 2012 年前后。据此推算，2019 年后亚洲天然橡胶产能增速达峰，2023 年左右产量增长逐渐触顶。

据 ANRPC 估计，2023 年全球天然橡胶产量约为 1430 万吨，2024 年开割面积大抵相近。虽然东南亚主产区已初步观察到减产迹象，但非洲科特迪瓦正处于高速增产期，使得 2024 年全球天然橡胶总产量预期不减或微增。

3 库存节奏压力仍存

目前，产地原料收购价格较前期高点有所回落，但仍处于近年相对高位，泰国胶水价格维持在 70 泰铢/公斤以上。尽管原料成本对胶价形成支撑，但新季开割将刺激胶农割胶积极性，给现货端带来更大的供应压力。

不过截至最近统计，青岛地区天然橡胶库存延续小幅环比回落态势。青岛主港橡胶去库的主要原因，并非下游需求有实质性回暖，而是东南亚主产区前期减产对进口的滞后效应。海关总署数据显示，2024 年 3 月中国进口天然及合成橡胶（含胶乳）65.0 万吨，同比下降 11.7%；1-3 月进口橡胶合计 181 万吨，较上年同期减少 12.3%。

短期胶价难以指望需求端提振，依目前产区上量和国内去库进程来看，如无有效驱动则库存仍将处于高位，或将重新进入累库通道，在此情形下支持逢高沽空思路。

4 下游淡季缺乏亮点

按照以往经验，年中前后天然橡胶期价难涨易跌，除了供应端季节性回升的原因，另一个重要因素在于需求端缺乏亮点。

下游轮胎企业开工率整体维持尚可，但全半钢轮胎产销分化极为明显。半钢胎在海外出口需求旺盛提振下，开工率不断提升至年内新高，3 月中国橡胶轮胎出口量同比增长 2%至 77 万吨，对原料橡胶补库积极性较好。然而，全钢轮胎需求依旧低迷，各企业库存天数不一但整体走货不畅，工厂成品累库将倒逼部分企业主动降低排产。终端汽车市场方面，4 月车企优惠政策延续，对未来汽车销量增长仍有红利，但临近 6-8 月传统淡季，产销数据预计环比表现不佳。

5 环比趋弱同比走高

天然橡胶现阶段缺乏利好驱动，走势偏弱震荡下行，考验下方成本线支撑，重点关注变数最大的产区天气问题。接下来如有适度降雨，将有利于原料产出增加，降雨过大也会导致胶水收集受阻，预计总产量将随时间温和递增。鉴于新胶上市时间逐步临近，再加上显性库存基本集中在国内，高供应预期令沪胶价格承压，年中前后反弹空间有限。

综上，5 月全球天然橡胶处于低产期向开割的过渡阶段，按照季节性规律来看，上游供应逐渐恢复而下游需求步入淡季，供需平衡指向偏宽松，预计胶价支撑减弱后将继续震荡探底。不过，随着产业周期自然乃至提前转入出清阶段，天然橡胶价格重心以及三季度前后的季节性低点，预计均会较往年均值逐步走高。

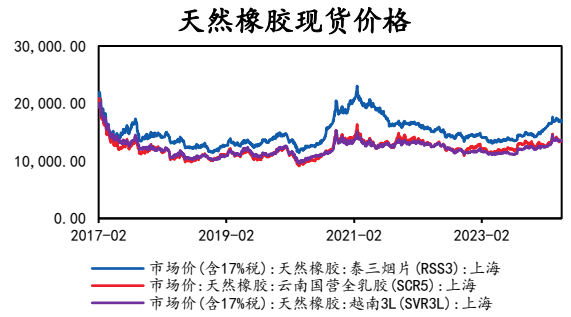
6 震荡筑底重心抬升

长期以来，天然橡胶都是一个偏向于空头配置的品种，除了 2017 年天气炒作和 2021 年宏观驱动造成昙花一现的上涨，在 2011-2023 年期间胶价整体走势呈熊市特征，目前仍处于历史性底部区间。究其原因，我们此前论述天然橡胶本轮产能扩张周期滞后效应漫长，叠加下游需求增长难以匹配供应，最终导致供需失衡成为常态。基本面来看，现阶段天然橡胶供需过剩的矛盾得到缓和，支持价格重心出现小幅抬升。然而，宏观不确定性易作用于沪胶的金融属性，能否形成趋势性上涨存疑，大概率跟随资金情绪呈宽幅震荡筑底行情。

单边策略上：我们仍坚持年中前沪胶整体偏空的观点，羸弱的基本面限制了上行空间，关注 RU2409 合约逢高沽空的机会；不过三季度末如果有绝对低位配合，01 合约往往会成为价值投资青睐的洼地，到四季度前期往往表现偏强、易涨难跌；待期货升水令期现基差拉大，又会为非标套利盘入场提供机会，产业资金买入现货抛空期货主导市场行情 2 。

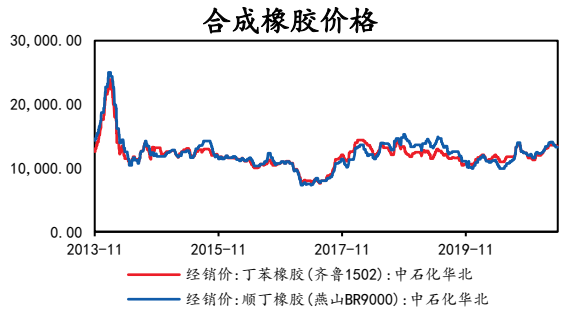
7 橡胶期现数据

图表：天然橡胶现货价格



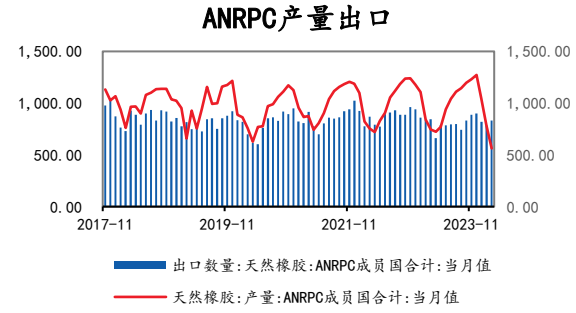
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 38：合成橡胶价格



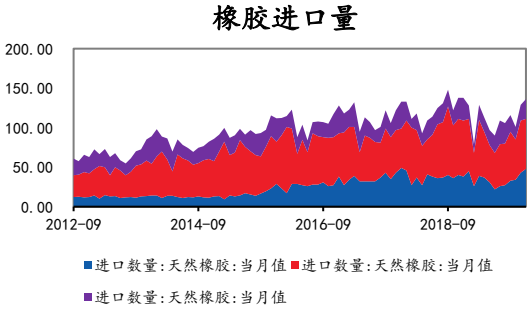
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 39：ANRPC 产量出口



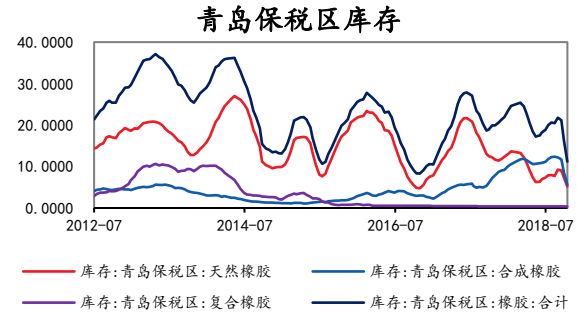
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 40：橡胶进口量



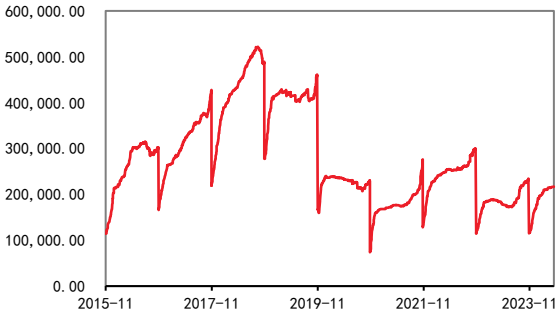
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 41：青岛保税区库存



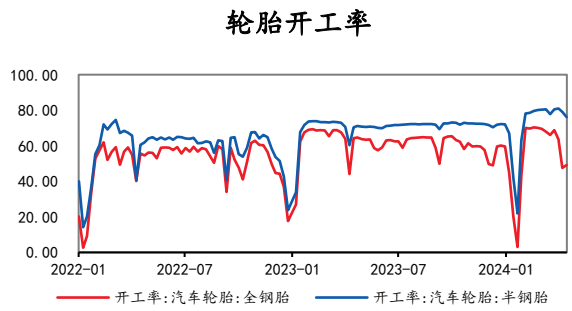
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 42：上期所注册仓单



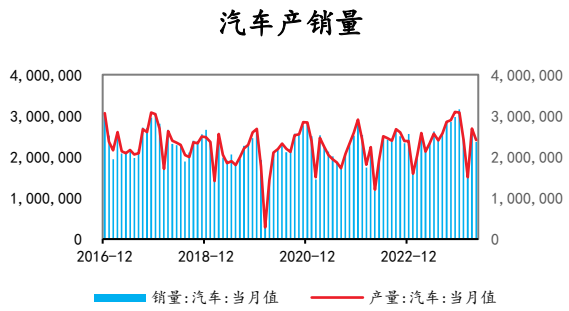
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 43：轮胎开工率



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 44：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：巴西洪灾引发市场剧烈波动，国内豆类商品冲高回落

1 外部豆类市场分析

巴西南部遭遇罕见洪灾，未收割大豆受损严重

受厄尔尼诺现象影响，巴西近一年来遭遇多次极端天气事件，主要表现为北部干旱，南部强降雨频繁。近日，巴西南部南里奥格兰德州发生“有史以来最严重的自然灾害”，暴雨和洪水影响了该州 496 个城市中的 341 个。南里奥格兰德州是巴西第二大大豆生产州，该州截至上周末仅收获 60%，成为本轮降雨受影响最大的地区。此前，巴西国家商品供应公司曾预计，南里奥格兰德州大豆产量有望恢复至 2188.7 万吨。五一期间，该州降雨仍未缓解。在暴雨淹没农田后，南里奥格兰德州的大豆收成前景持续恶化，该州约有四分之一大豆尚未收割。咨询机构 AgResource 表示，巴西南部南里奥格兰德州发生的严重洪灾可能导致大约 178 万吨的大豆损失。

巴西大豆收割近尾声，产量同比降幅有望扩大

根据巴西农业部下属国家商品供应公司 CONAB 发布的数据，截至 4 月 28 日，巴西大豆的收割工作已经完成 90.5%，去年同期的收割率为 93.7%，主要是南部地区过度降雨导致收割工作延迟。美国农业部在 4 月供需报告中预计巴西大豆产量为 1.55 亿吨，较其他机构的评估值高出 500-1000 万吨，较上年度巴西 1.62 亿吨产量下降 700 万吨，降幅为 4.3%。如果考虑到本次南里奥格兰德州受灾，巴西大豆产量降幅有望继续扩大。

阿根廷大豆收割延迟，大豆产量存在下调空间

阿根廷布宜诺斯艾利斯谷物交易所本周再次警告称，由于北部地区干热天气造成单产低于预期，当前 5100 万吨的阿根廷 2023/2024 年度大豆收成预估可能会被进一步下调。阿根廷是全球主要的豆油和豆粕出口国之一。布宜诺斯艾利斯谷物交易所在其每周作物报告中表示，在阿根廷东北部，收割有所延迟，单产低于预期。如果随着工作的推进，这种趋势仍在持续，那么可能会对目前的预测产生影响。该谷物交易所称，截至本周三，生产者已收获了 47.8%的大豆种植面积，较过去五年的同期平均收割率落后 13 个百分点。

美豆作物区天气多变，大豆种植率低于预期

美国中西部多变的天气给播种计划带来不确定性。美国农业部公布的周度作物生长报告显示，截至 5 月 5 日当周，美国大豆播种率为 25%，低于市场预期的 28%，去年同期和五年均值分别为 30%和 21%；当周美豆出苗率为 9%，均高于上年同期和五年均值。目前美豆尚处于开局阶段，当前天气的影响力远不及 7、8 月生长关键期，但随着天气扰动趋强，美豆市场通常会维持季节性易涨难跌状态。

MPOB 月报调增 4 月棕榈油库存，报告利空程度超过预期

马来西亚棕榈油局（MPOB）本周五发布月度供需报告，报告显示马来西亚 4 月底棕榈油库存为 174 万吨，较前月增长 1.85%。马来西亚 4 月毛棕榈油产量环比增加 7.86%至 150 万吨，棕榈油出口环比下降 6.97%至 123 万吨。报告前一项调查显示，4 月棕榈油库存预计为 168 万吨，较前月下滑 2%；产量预计为 146 万吨，出口预计为 122 万吨。MPOB 本次报告中证实马来西亚棕榈油进入季节性增产阶段，尤其是库存指标不降反增，利空程度超出市场预期。受产地棕榈油库存拐点提前到来影响，马来西亚棕榈油市场承压下滑，探出本轮调整新低。

2 国内豆类市场分析

4 月中国进口大豆显著回升，1-4 月进口降幅大幅收窄

国家海关总署公布的数据显示，中国 4 月进口 857.2 万吨大豆，此前分析机构多预期 4 月进口大豆量将超过 900 万吨，环比增加 54.7%，同比增加 18%；1-4 月累计进口 2714.8 万吨，同比下滑 2.9%，降幅较前三月大幅收窄。进口大豆到港量提升，油厂开机率也将提高，预计国内豆粕库存将随之改善。中国 4 月进口食用植物油 49.4 万吨，1-4 月累计进口 230.3 万吨，同比下滑 25.5%。近期进口棕榈油成本回落，进口利润改善，油厂买船较为活跃，将推动国内油脂库存由紧转松。

豆粕市场跟随进口成本波动，油脂市场重回调整节奏

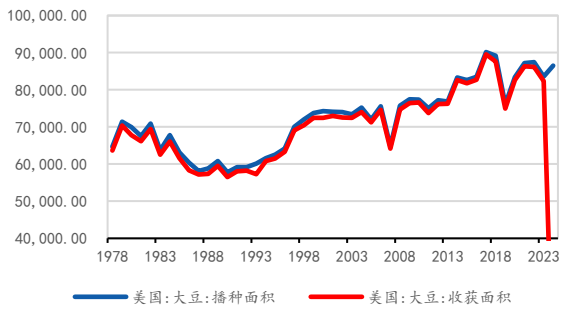
国内豆粕市场因原料端高度依赖进口，价格走势与美豆通常保持较强联动性。本周国内豆粕市场跟随美豆先扬后抑，价格波动的主要动力来自供给端的成本变化。由于国内进口大豆到港量增加，无论是港口大豆库存还是企业端豆粕库存均呈现增长态势，近端供给宽松导致多地豆粕基差出现负值，期货较现货出现较大幅度升水，存在提前透支未来美豆潜在天气炒作的可能。在巴西洪灾炒作情绪减弱后，国内油脂市场明显遭遇抛压，前期因欧洲菜籽遭遇低温影响而表现抗跌的菜油市场也出现松动迹象。国内进口大豆、菜籽和棕榈油均呈增长态势，油厂开工率提高，食用油总库存有望出现拐点。内外盘油脂市场形成弱势联动，整体重回震荡调整节奏，其中棕榈油期货已回落至前期技术低点，保持领跌状态。

3 油脂油料市场展望

巴西洪灾导致的减产引发美豆异常波动，CBOT 大豆市场自 1160 美分附近连续反弹，技术上已经升至 1 月份高点，既有对前期持续低迷行情的修正，也有空头基金集中离场导致的过度反应。随着巴西大豆减产程度得到确认，在南美整体保持丰产格局的大背景下，市场的炒作情绪逐渐降温，美豆市场出现连续回调行情。美国大豆开局保持正常，当前时段的天气因素对行情的影响力度有限，面积预增为未来产量增加奠定基础。马来西亚棕榈油增产抵消了欧洲菜籽减产的影响，CBOT 豆油和马来西亚棕榈油市场纷纷再探新低，重回此前下跌通道。国内油脂板块内部出现分化，但整体仍有惯性回落空间。棕榈油期货跟随外盘保持领跌状态，油脂间价差关系有望继续修正。国内豆粕市场跟随美豆波动，成本端仍是左右行情的关键。豆一期货市场因缺少现货和政策支撑，在国内供过于求基本现状以及相关品种的弱势拖累下，再度滑向前低寻找支撑。此外，国际地缘政治风险较大，需注意防范突发因素对豆类市场的影响。

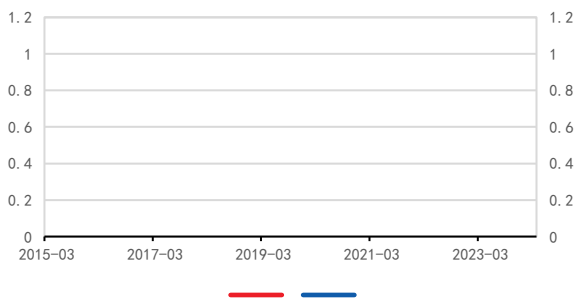
4 油脂油料市场主要数据

图表 45：美国大豆种植收获面积



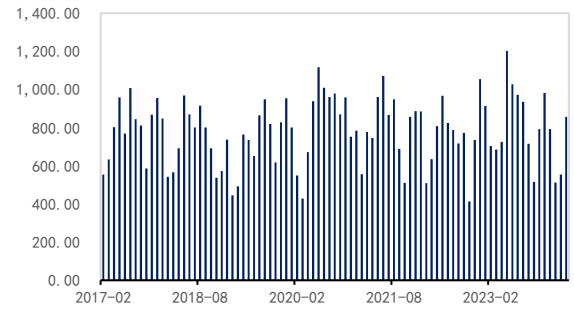
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 46：国内生猪存栏量



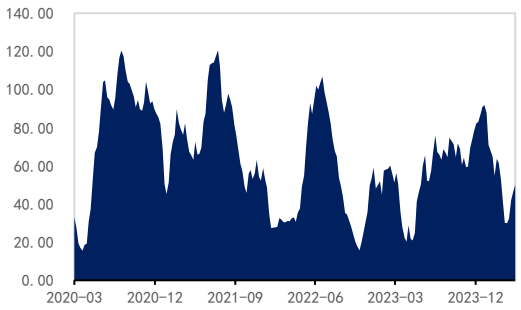
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 47：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 48：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