中金财富期货策略周报（2024 年第 18 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：金融因素和供给的逻辑更多是驱动过去一段时间价格的强势，需求是下一轮行情的关键。一季度全球需求的回暖已经反应在本轮涨价中，但二季度美联储偏紧的货币政策将使得全球制造业景气边际回落，4 月全球制造业 PMI 也已回落至收缩区间。而中国目前处于地产链放松的关键时点，地产行业能否实现改善是我国需求复苏的关键，后续仍需观察政策落地的效果。因此需求的持续改善要等待新的信号。整体看这轮修复之后，工业品已不存在明显低估的品种。

股指期货：指数阶段内出现调整，但人民币币值稳定、内需政策发力，以及改革预期升温的边际组合令中国资产逻辑变得顺畅，市场的不确定性在降低。指数阶段内调整，但是情绪向上的特征不变，继续关注指数调整企稳之后的机会。

铜：矿端问题尚未有效传导至锭端，冶炼企业联合减产未见成效，电解铜产量降幅比较有限，且矿现货加工费出现止跌企稳迹象。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。介于铜价绝对价格仍太高，下游仍极度畏高，远不足以提供支撑。当然下游处于被迫地位，主导还是资金对挤仓情况的预期。需耐心等待充分调整之后，后期还是会有机会的。但中短期多单还是要规避调整的风险。

锌：当前矿端供应仍显紧缺，加工费持续下调，进口窗口关闭，供应端偏紧的逻辑夯实锌价底部，支撑价格高位运行。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，镀锌厂利润不佳，市场信心不足。有色龙头铜因交仓预期升温，价格开始回落，带动锌价共振调整。，预计锌价持续上行动能将有所衰减，绝对价格偏弱震荡。

钢材：517 地产政策还在发酵，钢市的主要逻辑在悄然中改变。目前是钢市已经进入到季节性淡季，基本面对价格的影响在减小，而情绪的影响在增强。地产政策的持续出台对情绪有较大的提振，我们预计近期钢市的上涨趋势还会延续。

原油：中东地缘局势炒作降温以后，原油市场交易逻辑重回供需基本面上来，国际油价走势冲高遇阻，短期存在适度回调的需要。不过，随着 5-6 月北半球夏季需求旺季到来，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，预计原油市场整体将迎来偏强阶段。此外，下半年 OPEC+是否调整产量政策是关键因素，亦不能排除黑天鹅扰动。

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：目前，巴西南部洪灾造成的产量损失仍对美豆市场有支撑，但美豆内需和外需双降，尤其是今年前 4 个月美豆对华出口降幅高达 40%，不断推升的库存压力正成为美豆上行的重要阻力。美豆开局基本正常，在天气题材成为交易重点前，增产预期将限制美豆市场上升空间。美国农业部对新年度全球大豆作出供应更加宽松的展望，如果未来丰产预期逐步兑现，供需基本面的新格局将推动 CBOT 大豆价格重心继续下移。马来西亚棕榈油进入增产周期，库存压力下棕榈油市场上行动力不足。豆油和菜油期货保持震荡偏强运行，纷纷探出反弹新高，资金市特征较为明显，需注意短线获利资金减持以及国际原油和外盘油脂走弱对反弹节奏的干扰。国内豆粕和菜粕期货市场近期表现强于美豆，由于成本端高度依赖进口，反弹行情的持续性仍需美豆加以配合。豆一期货震荡回升，继续巩固 4600 元/吨平台支撑，由于国产大豆供过于求的现状突出，向上突破 4800 元/吨的难度很大。

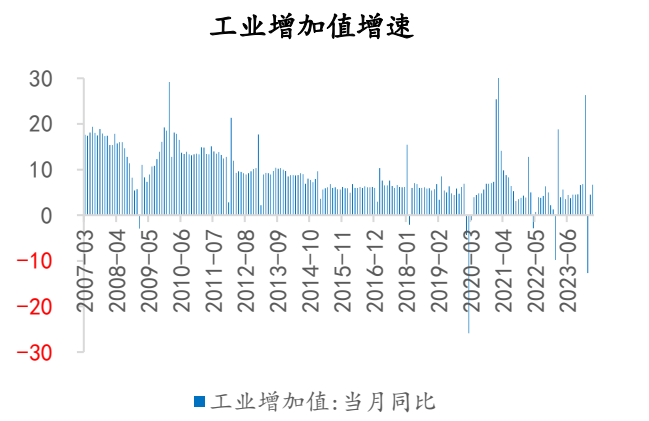
目录

周度策略：行情进入“预期主导”阶段 ..... - 5 -
宏观经济、市场策略和股指期货市场分析 ..... - 6 -
1 一周重大宏观政策、事件和数据解读 ..... - 7 -
2 科技通缩、商品通胀 ..... - 7 -
3 五月末政府债净缴款将达 5000 亿 ..... - 8 -
4 宏观策略 ..... - 8 -
5 股指期货市场分析 ..... - 8 -
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 如何看待 517 新政 ..... - 16 -
2 4 月地产数据不及预期 ..... - 16 -
3 基本面边际好转 ..... - 17 -
5 钢材期货现货数据 ..... - 17 -
原油 ..... - 20 -
1 关注 OPEC 减产动向 ..... - 20 -
2 沙特阿美挺价出售 ..... - 20 -
3 炼厂利润抑制需求 ..... - 20 -
4 机构预期分歧加剧 ..... - 21 -
5 地缘局势波诡云谲 ..... - 21 -
6 高位震荡蓄势盘整 ..... - 21 -
7 原油期现数据 ..... - 22 -
天然橡胶 ..... - 24 -
1 沪胶阶段表现偏强 ..... - 24 -
2 供应放量节奏延迟 ..... - 24 -
3 终端车市差强人意 ..... - 24 -
4 多头炒作大于实质 ..... - 24 -
5 合成橡胶成本松动 ..... - 25 -
6 震荡筑底重心抬升 ..... - 25 -
7 橡胶期现数据 ..... - 25 -
油脂油料：美豆种植率好于预期，国内豆类市场震荡偏强 ..... - 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 -

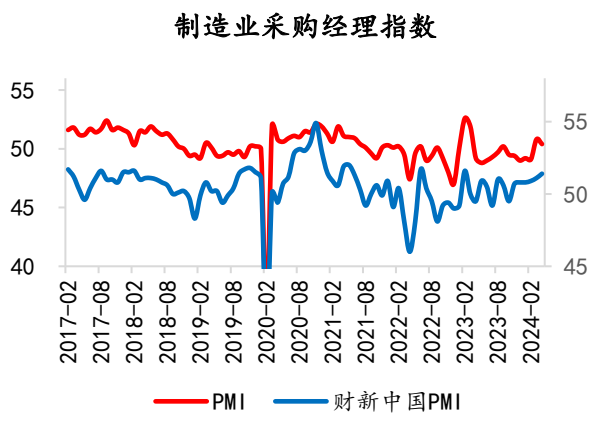
重要经济指标概况

图表 1：国内工业增加值增速



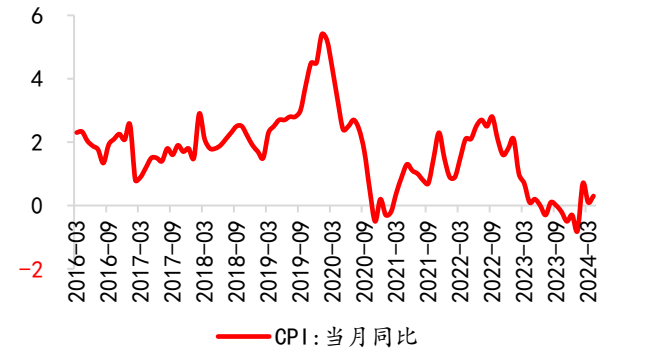
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 2：中国制造业采购经理指数



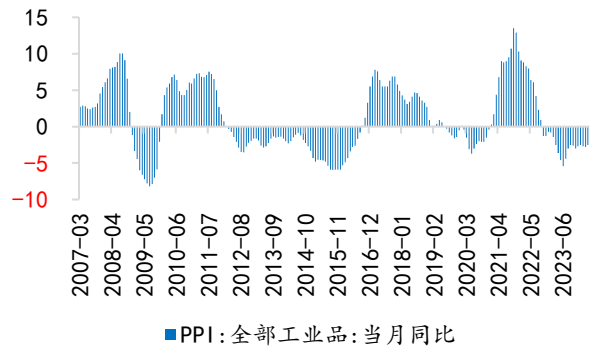
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 3：中国居民消费价格指数



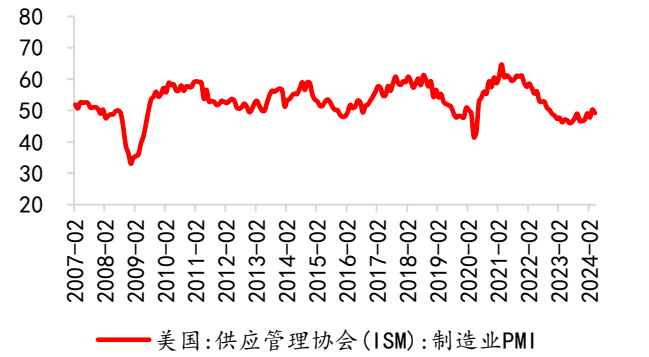
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 4：中国工业生产者出厂价格指数



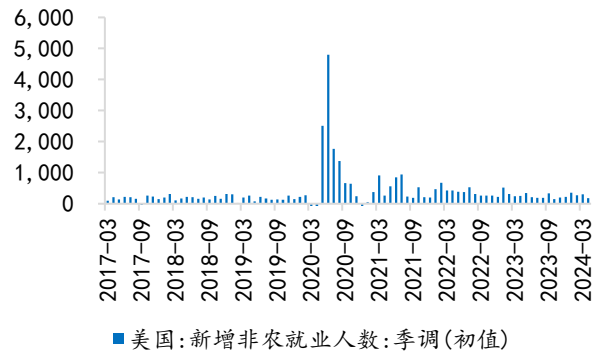
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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：行情进入“预期主导”阶段

近期市场最大的变化是黑色系和建材类的品种大幅反弹，比如铁矿石再度回到 900 元以上的高位，以及基本面无明显变化的 PVC 等建材类品种大涨。对于这种基本面变化不大，但是位置处在低位的品种，其主要驱动因素就是预期的变化。对于行情的性质，我们务必需要注意。

宏观经济变化不大

我们在上一期的策略介绍了地产政策的影响，行业政策利好带动部分板块情绪回升，不仅仅是股票市场，期货市场也出现类似的情况，比如上周的行情。

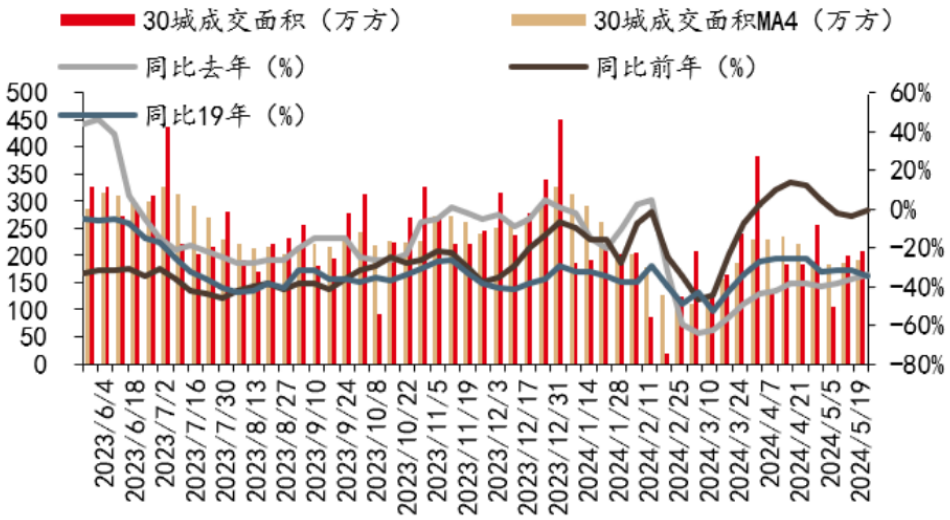
但是就实体经济而言，并没有出现明显的变化。

4 月经济数据延续此前供给强于需求的态势，工业增加值受益出口超预期上涨，但消费和固定资产投资动能均有所减弱；另外，1-4 月一般公共预算收入在扣除特殊因素影响后仍然面临压力，其中企业所得税同比增速大幅回撤以及增值税同比为负均体现企业盈利仍偏弱，而个人所得税同比回落主要受去年年初个税缓税入库的基数效应消退影响。一般公共预算支出在基建投资带动下保持积极，政府性基金支出仍受土地财政和专项债发行偏慢拖累。政策方面，房地产配套政策密集出台，供需两端力度持续加码，助力地产去库存。政策效果虽仍有待观察，但国家对于解决房地产问题的决心已十分明确，这有助于带动市场信心，助力信贷周期企稳。

就外围环境而言，美国方面，5 月 11 日当周初请失业金人数高于预期但低于前值；4 月进口价格指数受能源价格上涨影响环比远超预期，已连续 4 个月上涨，同比继上月转正后继续加速；另外，4 月制造业产出环比转负，显示工业领域增长动能不足。包括美联储副主席在内的多位今年具有投票权的委员公开讲话表示单月数据不足以确定中期通胀下行趋势，对降息缺乏信心，利率仍将维持在高位。货币政策会议纪要也暗示联储对政策限制性的程度不那么确定，若通胀和就业市场没有出现确定信号，降息预期仍会被压制。欧洲方面，德国 PPI 同比降幅扩大，进一步稳固欧洲通胀下行的预期;3 月贸易数据显示欧元区进出口均下滑,内生经济动能仍偏弱。在经济和通胀走势逐步确定之际，欧央行官员们对于 6 月降息的态度的一致性更高。

整体看来，实体经济非但没出现大的变化，整体变化也很温和。

图表 1：30 大中城市成交面积



资料来源：统计局，中金财富期货

全球央行政策变化的预期降温

当前美国经济的“胀”和日欧经济的“滞”形成了鲜明的对比，夹杂其中的还有英国更为明显的“滞涨”情形；各大经济体主要矛盾的不同直接映射到四大央行分叉的货币政策路径。

美联储降息预期一再证伪，市场也并未将降息节点集中押注在某次会议；我们认为欧央行大概率于 6 月开启本轮降息周期；日央行在 3 月开启缓慢的货币正常化进程后受制于内需疲软与薪资回落难有更进一步的动力；英国央行在滞涨的环境中还未明确降息路径。

广义上的全球央行货币政策应该趋向协同、密切配合，但当前各大央行所在经济体有着各自的“围城”：美国艳羡日欧通胀的持续放缓，而日欧觊觎美国经济的稳步增长，英国则面临持续“滞涨”的挑战，各自货币政策都面临不同的掣肘。

我们认为美联储年内不降息或是基准情形；而欧央行的降息进程或已落后于曲线；日央行货币正常化进程在年内难以持续推进；英国央行则不得不对通胀妥协，跟随欧央行降息以维系经济微弱的复苏势头。

因此，降息预期不是当前资本市场金融属性增强的主要原因，反而迟迟不降息才是。美元淤积在美国市场，造成美国实体经济和资本市场共同通胀，是当前大宗商品市场强势的重要原因。

工业品市场几乎不存在明显“低估”品种

金融因素和供给的逻辑更多是驱动过去一段时间价格的强势，需求是下一轮行情的关键。一季度全球需求的回暖已经反应在本轮涨价中，但二季度美联储偏紧的货币政策将使得全球制造业景气边际回落，4 月全球制造业 PMI 也已回落至收缩区间。而中国目前处于地产链放松的关键时点，地产行业能否实现改善是我国需求复苏的关键，后续仍需观察政策落地的效果。因此需求的持续改善要等待新的信号。整体看这轮修复之后，工业品已不存在明显低估的品种。

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	5 月 23 日	习近平总书记主持召开企业和专家座谈会	注重从就业、增收、入学、就医、住房、办事、托幼养老以及生命财产安全等老百姓急难愁盼中找准改革的发力点和突破口。	座谈会释放改革重要信号
	5 月 16 日	耶伦撺掇美欧对中国竖“反对之墙”被质疑	耶伦认为，美国和欧洲必须针对中国工业“产能过剩”问题形成明确的统一战线，	美国正采取越来越多的措施干扰市场，它才是市场规则的破坏者。
数据	5 月 24 日	1-4 月，全国一般公共预算同比下降 2.7%。	个人所得税 5007 亿元，同比下降 7%	广义财政支出不及预期
	5 月 25 日	美国 5 月 Markit PMI 综合指数创两年新高	主要的通胀推动力来自制造业而不是服务业	市场将美联储的首次降息时间预估从 11 月推迟到 12 月
事件	5 月 25 日	证监会：严格规范大股东减持	因离婚、解散、分立等分割股票后各方持续共同遵守减持限制。	市场监管再度加强

资料来源：中金财富期货研究所

2 科技通缩、商品通胀

科技通缩逐渐成为长期趋势。科技周期上行期间，美国科技产业表现出垄断特征，而在科技周期放缓后，高效率的中国生产加入，重塑利润分配格局，“卷”使得价格下行。

商品通胀或有长期上行动力。科技周期放缓后，美国以地产和制造对冲，全球中游产能受前期美国服务业高通胀压制未有明显扩张，后续商品通胀上行有较强动力。

美国制造业空心化，全球制造业重要性或将提升，非美国家经济增速上行。美国制造业空心化加剧，制造业需求扩张，产出边际恶化，阶段性加剧美国逆差刺激全球需求。

全球制造业复苏，中国受益，中国全球化或将从低端走向高端。美国制造业通胀和进口价格明显上行，反映全球制造业持续复苏特别是价格复苏，而中国受益于价格和数量的同步扩张。

当然，从实体经济看，实物消费“K 型”分化：

第一，生活资料价格相较生产资料更加平稳，掩盖了内部结构变化；

第二，一般日用品与耐用消费品的价格呈现“K 型”分化；

第三，以 2011 年 12 月为基期 100，一般日用品持续上行约 5%；耐用消费品持续下行约 10%；

第四，一般日用品具有单价偏低、购买频次偏高等特点，价格走势持续上行，或指向相关消费的基础端比较稳固；

第五，耐用消费品主要包括交通工具、家用电器、乐器、健身器材，共性特点是单价相对偏高、购买频次相对偏低，价格走势仍在回落，或许指向耐用消费品的需求相较供给偏弱的格局。

3 五月末政府债净缴款将达 5000 亿

上周，资金面总体平稳，国库定存中标利率下沉，1Y 存单到期收益率环比调降。与资金面的“平静”相比，交易所特别国债的火热交易反映了居民端谨慎的投资倾向。政策面上，企业和专家座谈会的召开推动市场预期进一步升温，而四部门部署 2024 年降成本重点工作则引发新一轮政策宽松预期。

资金价格上，DR001、DR007 均值分别为 1.76%、1.83%，较上上周变化：+2.9bp、+0.4bp；R001 与 R007 均值分别为 1.80%、1.84%，较上上周变化：+2.6bp、+0.1bp。交易所回购利率整体震荡上行，GC007 均值为 1.84%，较上上周上升 3bp；R007-DR007 周均值从上上周的 1bp 降至 0.7bp，流动性分层现象边际缓解。

银行间质押式回购成交额日均为 60375 亿元，比上上周增加 6618 亿元。其中，R001 日均成交额 53067 亿元，R007 日均成交 5892 亿元。上交所新质押式国债回购日均成交额为 16292 亿元，比 5.13-5.17 减少 34 亿元。其中，GC001 日均成交额 13729 亿元；GC007 日均成交额 1815 亿元。

同业存单：上周，同业存单发行总额达 10628 亿元，抵消到期后，净融资规模为 4133 亿元，较上上周增加 2816 亿。分银行类型看，国有行的发行规模与净融资额均最高。分期限来看，1 年期存单的发行规模和净融资额均最高。

一级市场发行利率方面，截至 5 月 24 日，1 年期国有行发行利率 2.09%，股份行 2.11%，城商行 2.23%；二级市场收益率方面，截至周五，1 年期 AAA 存单到期收益率为 2.1%，较上上周五下降 0.11bp。其中，国有行 1 年期存单收益率 2.08%，股份行 1 年期存单收益率 2.1%。

4 宏观策略

金融因素和供给的逻辑更多是驱动过去一段时间价格的强势，需求是下一轮行情的关键。一季度全球需求的回暖已经反应在本轮涨价中，但二季度美联储偏紧的货币政策将使得全球制造业景气边际回落，4 月全球制造业 PMI 也已回落至收缩区间。而中国目前处于地产链放松的关键时点，地产行业能否实现改善是我国需求复苏的关键，后续仍需观察政策落地的效果。因此需求的持续改善要等待新的信号。整体看这轮修复之后，工业品已不存在明显低估的品种。

5 股指期货市场分析

指数震荡调整

上周两市延续反弹。其中沪深 300 周-2.08%，上证 50 周-1.97%，中证 500 周-3.25%，中证 1000 周-3.83%。

上周北上资金净买入 8.35 亿元。其中沪股通净买入 51.06 亿元，深股通净卖出 42.71 亿元。

股债性价比处于合理区间，电力设备、纺织服饰和通信等行业当前 PB-ROE 表现占优。截至上周五，万得全 A、上证 50、沪深 300、中证 500、创业板指 PE_TTM 分别为 17.12、10.57、12.14、23.34 和 28.48，分别环比变化-0.23、-0.04、-0.08、-0.56 和-0.24。行业角度来看，当前国防军工、电子、社会服务等行业当前 PEG 表现占优，电力设备、纺织服饰和通信等行业当前

PB-ROE 表现占优。截至上周五市场整体股权溢价为 3.58%，处于 2010 年以来 80.4%分位，环比提升 13bp，当前已低于“均值+1 倍标准差”线。

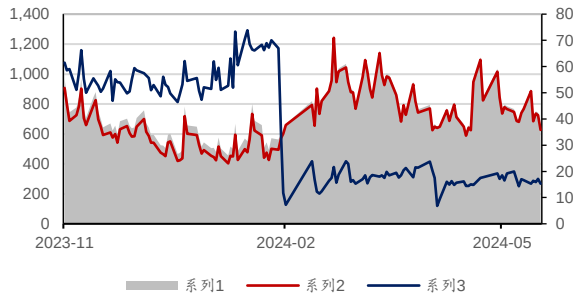
市场情绪回暖，卖方盈利预期大幅提升。上周市场热度均值为 25.4，较前周均值变动 2.5 个百分点，处于 2013 年以来 48.0%分位水平。其中卖方盈利预期较前周大幅上涨，RSI-30D、北向资金增长率、期指成交增长率、两融成交占比、全 A 换手率、创业板换手率与前周持平；涨停股数量较前周小幅下降。上周成交占比前四行业拥挤度历史分位数为 3.2%，较前周变化 2.6 个百分点。成交占比最高的三个行业分别为电子、电力设备及新能源和机械。调研热度最高的三个行业分别为非银金融（2,13）、电子（1.52）和计算机（0.97）。涨停股占比最高的的三个行业分别为综合（4.5%）、建筑装饰（2.7%）和房地产（2.2%）。。

继续关注调整买入机会

本周股市调整，表观原因在于市场对于地缘风险的担忧升温。我们认为尽管外部地缘依然严峻，但过去两到三年市场并未给与过高期待。更重要的在于，应该看到经济社会内部不确定性正在下降，这是驱动本轮市场行情的核心要素。与多数审慎共识不同，我们认为预期不再下修，不确定性下降，是中国股市能够上升的关键动力。不同于 23 年股市高期待、高持仓但乐观预期持续落空的局面，在经过多年调整与 24 年初股市波动后，股市呈现低预期、低期待、低仓位特征。一致偏低的共识隐含了可能出人意料的回报空间与对边际利好更积极的响应。

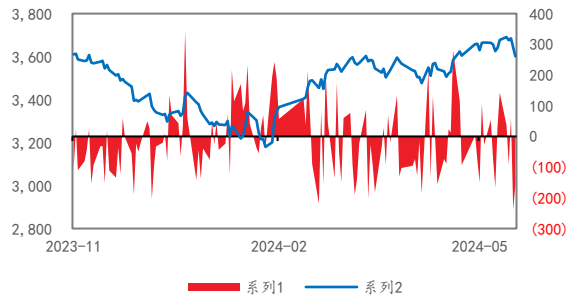
中央财政转向扩张、地产政策直指症结，内需政策更为积极；总书记在企业和专家座谈会上表示“着力破解深层次体制机制障碍和结构性矛盾”、“进一步全面深化改革”，新一轮体制改革与创新路径呼之欲出。尽管在过去巨大不确定性下依然有行为和思维惯性，表现为数据疲弱与股市反复。但人民币币值稳定+内需政策发力+改革预期升温的边际组合令中国资产逻辑变得顺畅。投资机会在年中，敢于逆向布局，股市震荡上升。

图表 8：融资融券数据图



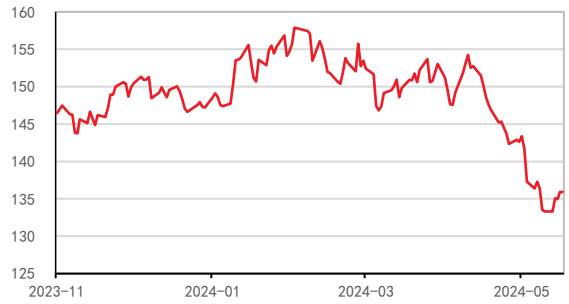
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 9：合约持仓和市场表现



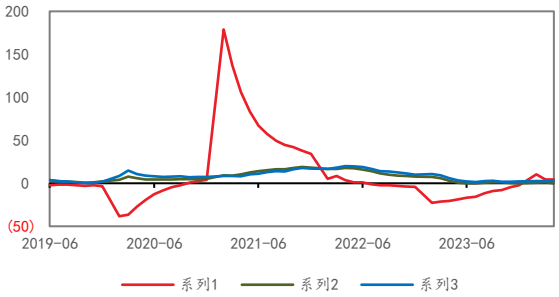
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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

矿端问题尚未有效传导至锭端，冶炼企业联合减产未见成效，电解铜产量降幅比较有限，且矿现货加工费出现止跌企稳迹象；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。介于铜价绝对价格仍太高，下游仍极度畏高，远不足以提供支撑。当然下游处于被迫地位，主导还是资金对挤仓情况的预期。需耐心等待充分调整之后，后期还是会有机会的。但中短期多单还是要规避调整的风险。

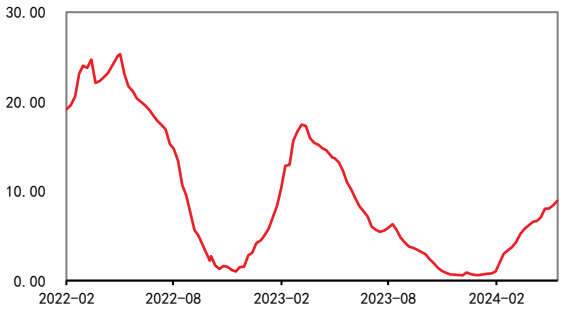
3 铜期货现货数据

图表 12：长江有色铜价



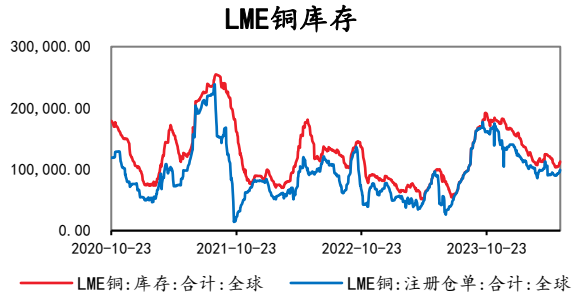
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 13：上海保税区铜库存



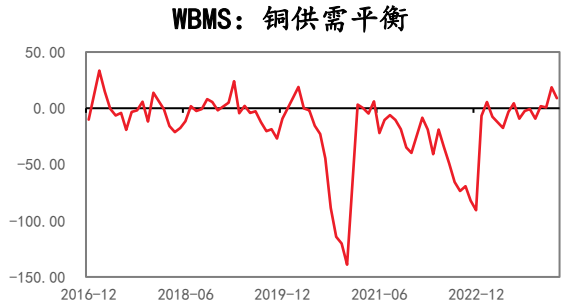
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 14：LME 铜库存



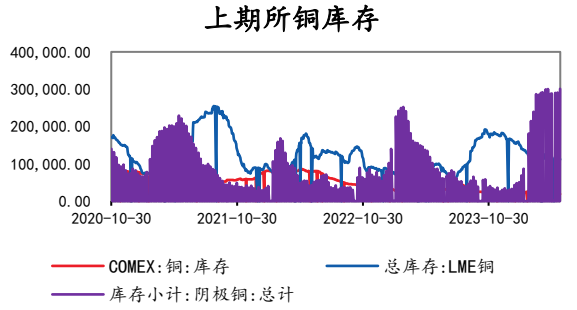
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 15：WBMS 供需平衡



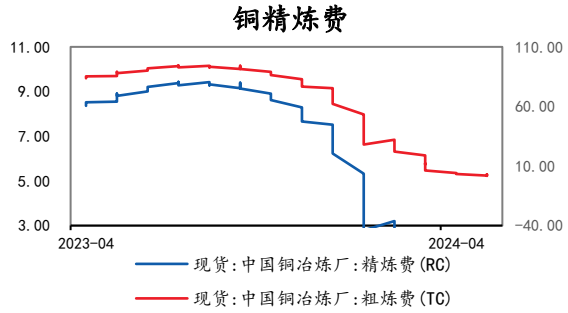
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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

去年下半年起，受利润影响的矿山应停尽停，一季度的低产量也基本证实矿端边际走弱的空间不大。目前矿端利润大幅修复，厄尔尼诺现象逐渐淡去，澳洲和秘鲁等地的天气转好，未来矿端发生扰动的概率有所下降，另有部分项目爬产复产预期。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

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、宏达等冶炼厂加入检修计划。4 月精炼锌产量符合预期，5 月炼厂减复产并存，预计产量环比增加 2.68 万吨。不过当前炼厂原料库存降至近年低位，且加工费仍有下行压力，原料紧缺及利润亏损 背景下炼厂提产积极性不佳，叠加当前进口窗口维持关闭，供应压力有限。

订单略有好转

下游放假企业多复工，开工率环比回升且高于去年同期水平。节后刚需补库带动库存小幅回落，但高价采购依旧偏谨慎。氧化锌和锌合金板块开工较好，下游板块强弱分化明显。镀锌开工受黑色价格上行及节后补库影响，部分地区大厂表示接单量增加，维持满产状态，订单好转企业开工整体提升；压铸与氧化锌周内订单小幅提升。弱需求一直是矿紧难以传导到锭紧的痛点，但实物开工已经边际走强，叠加专项债发行提速、发行额度增加，需求端后续将有望改善。

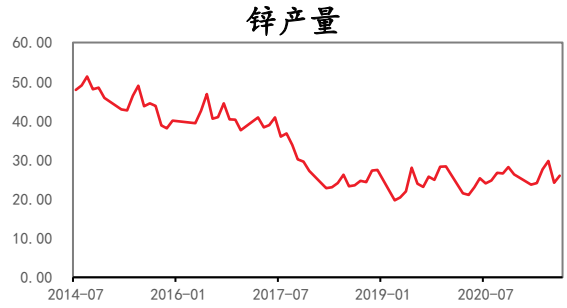
2024 年，国内房地产行业仍处于艰难磨底阶段，从恒大，碧桂园等著名房企暴雷到万 科债务延期，房地产新开工和销售表现疲软。2024 年 1-2 月房地产投资累计增速下降 9% ，前值下降 9.6%，跌幅小幅收窄。新开工面积累计同比扩大 9.3%至下跌 29.7%。而随着“保交楼”政策进入尾声，房地产竣工面积累计同比下降 20.2%，环比上个月巨幅回落，跌至 16 个月的低位。

2 总结

当前矿端供应仍显紧缺，加工费持续下调，进口窗口关闭，供应端偏紧的逻辑夯实锌价底部，支撑价格高位运行。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，镀锌厂利润不佳，市场信心不足。有色龙头铜因交仓预期升温，价格开始回落，带动锌价共振调整。，预计锌价持续上行动能将有所衰减，绝对价格偏弱震荡。

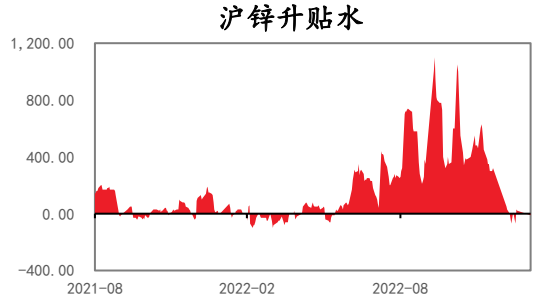
3 锌期货现货数据

图表 18：锌产量



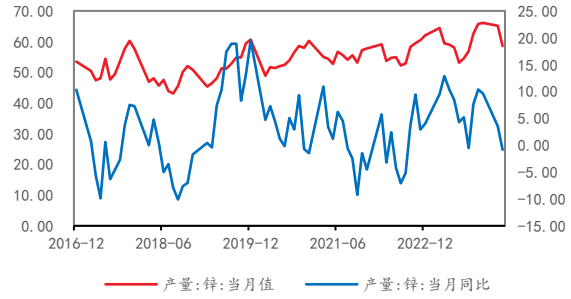
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 19：锌升贴水



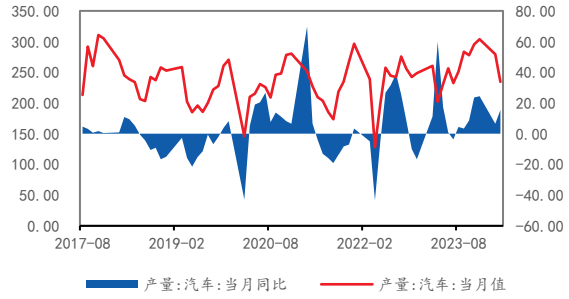
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 如何看待 517 新政

5 月 17 日，中国人民银行连发四个通知。具体为：

1、取消全国层面首套住房和二套住房商业性个人住房贷款利率政策下限；

2、5 年以下（含 5 年）和 5 年以上首套个人住房公积金贷款利率分别调整为 2.35%和 2.85%；

3、首套房最低首付款比例调整为不低于 15%，二套不低于 25%。

4、人民银行拟设立 3000 亿保障性住房再贷款用于收购已建成未出售商品房

结合 0430 的政治局经济会议内容：保交楼、消化房地产库存、近年将连续发行 1 万亿超长期特别国债与住建部提倡地方以合理价格收购部分商品房用作保障性住房的相关消息，我们不难看出，政府准备真金白银的为房价进行一定的托底。

对居民来说，主要提振的依旧是刚需群体。正所谓买涨不买跌，在房价下行区间里，刚需居民多持币观望，政策出台后房价继续下跌的预期出现改善，叠加购房成本的下降，刚需购房需求将加快释放。对于房企来说，政府收购未售商品房用作保障房将改善其销售不善、周转率持续下降的问题，进而改善资金紧张的情况，有助于房企回笼资金，缓解压力。

对于政府而言，回购商品房用作保障房政策若需长期进行下去，则需要总收益为正。政府收益 = 保障房租金 - 贷款利息（房价）。作为保障房，租金一般低于市场平均水平，因此降低贷款利息将会是政策发力点。一方面可将购房总价降低，另一方面可将贷款利率维持在低位。按目前市场租售比来看，保障房单价与贷款利率（PSL/超长国债利率）都有较大的下降空间。同时，也意味着房间并没有见底（保障房需要压单价），且利率将在未来长期维持在较低的水平。

我们无法判断政策出手后房价是否就见底，但至少可以确定目前价格接近政府所能接受的下限，这给予了市场一个见顶的信心，意味着中央不会眼睁睁的看着房价无尽下跌，若价格进一步下跌，政策继续加码的概率很大。信心比黄金贵，政策正引导市场重新重新树立地产信心，但这个过程注定是非常曲折。

2 4 月地产数据不及预期

4 月地产投资单月同比-10.5%，略低于前值的-10.0%，4 月新开工面积同比-13.9%，好于前值的-25.4%。

4 月施工面积同比增长 16.5%，好于前值的-16.3%；竣工面积同比-19.1%，好于前值的-21.8%。

4 月商品房销售面积同比-22.9%，低于前值的-18.3%；销售金额当月同比-30.4%，低于前值的-25.9%。

4 月到位资金当月同比-21.3%，好于前值的-29%；其中，国内贷款-14.4%，低于前值的-6.3%；自筹资金同比增长 5.5%，前值-13.6%；定金及预收款同比-36.3%，前值-41.5%；个人按揭贷款同比-35.8%，前值-46.7%。

4 月房地产数据整体较弱，但资金到位情况有所改善，说明房企的压力在减小，这或是项目白名单所带来的积极影响。我们认为地产行业下行的趋势还会延续，但由于积极的政策正高频出台，下行的速度与空间将有所改善。

3 基本面边际好转

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 88.5%，环比下降了 0.1%，同比下降了-1.4%。五大品种钢材的周产量为 896 万吨，环比增加了 0.7%，同比下降了 3.3%。长流程产量持续恢复，上周日均铁水产量下降了 0.2 万吨，达到了 236.8 万吨。

在库存方面，上周五大品种钢材的社会库存量降至 1289.6 万吨，环比下降了 3.3%，同比增长了 3.7%。钢厂库存减少到 469.3 万吨，环比下降了 2.2%，同比下降了 5.7%。钢材总库存持续回落，环比下降了 3%，去库幅度收窄了 0.8%，这一降幅主要由螺纹钢贡献。

上周五大品种钢材的周表观消费量为 950.2 万吨，环比下降了 1.1%，同比下降了 3%。其中，螺纹钢的周表观消费量为 278.2 万吨，环比下降了 4.2%，同比下降了 6.5%。虽然五大品种钢材的表需环比有所回落，但螺纹钢的需求再度走弱。建筑钢材的周成交量增至 13.9 万吨，环比下降了 0.5%。

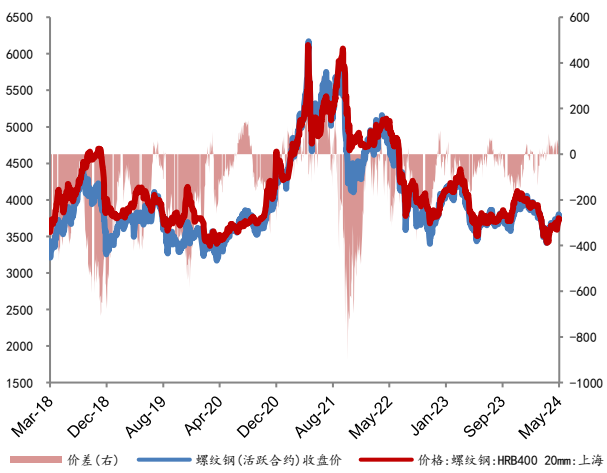
钢材现货价格在上周经历了跌后反弹，主流钢材品种的即期毛利变动不大。247 家钢厂的盈利率为 54.1%，环比回升 2.2pct。

4 小结

517 地产政策还在发酵，钢市的主要逻辑在悄然中改变。目前是钢市已经进入到季节性淡季，基本面对价格的影响在减小，而情绪的影响在增强。地产政策的持续出台对情绪有较大的提振，我们预计近期钢市的上涨趋势还会延续。

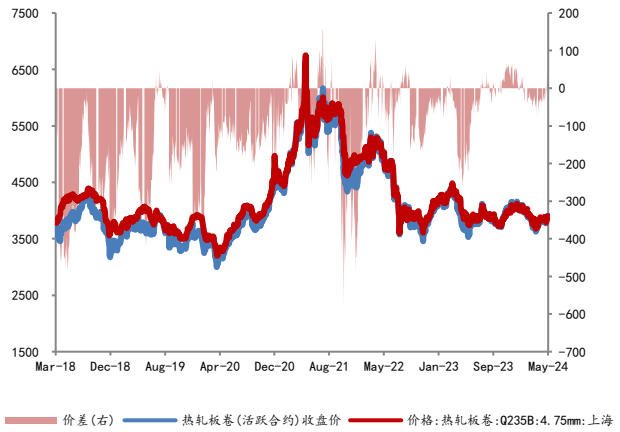
5 钢材期货现货数据

图表 22：螺纹期现价差



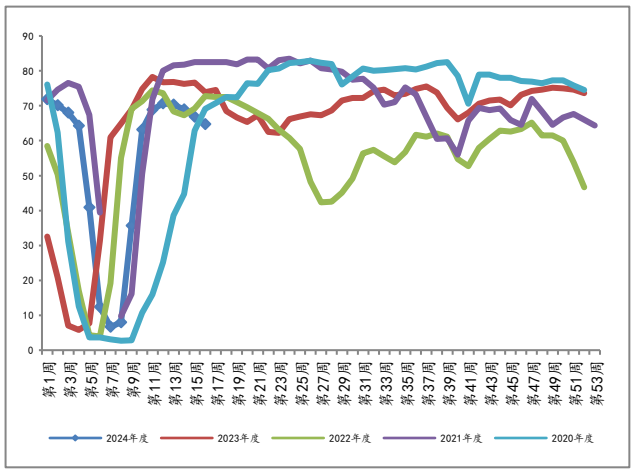
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 23：热卷期现价差



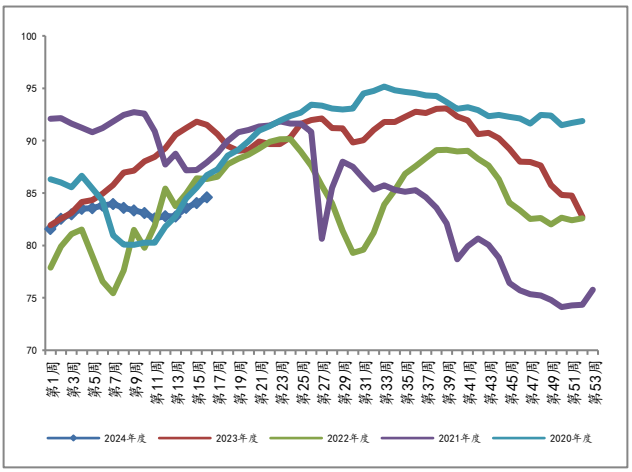
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 24：85 家独立电弧炉钢厂：开工率：中国（周）



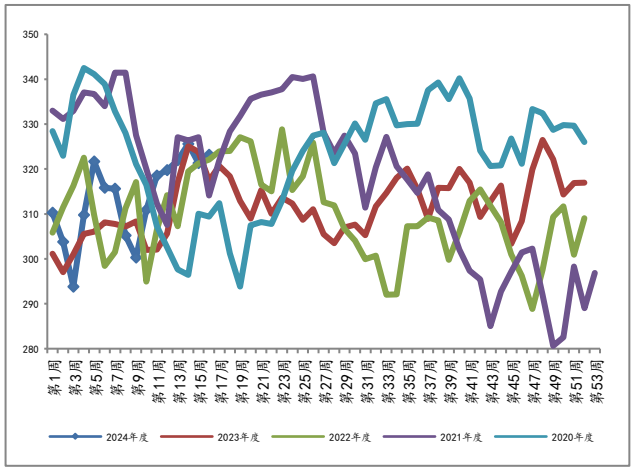
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 25：247 家钢铁企业：高炉产能利用率：中国（周）



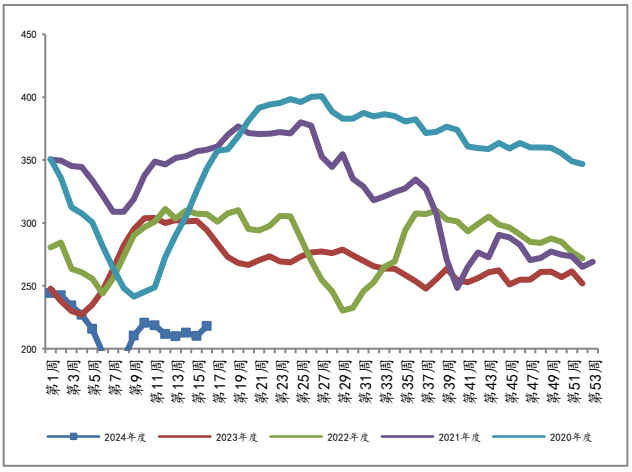
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 26：螺纹钢：建筑钢材钢铁企业：实际产量（周）



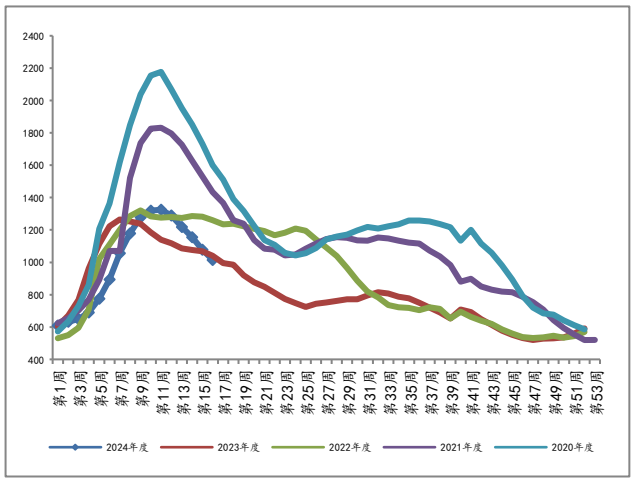
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 27：热轧板卷：钢铁企业：实际产量：（周）



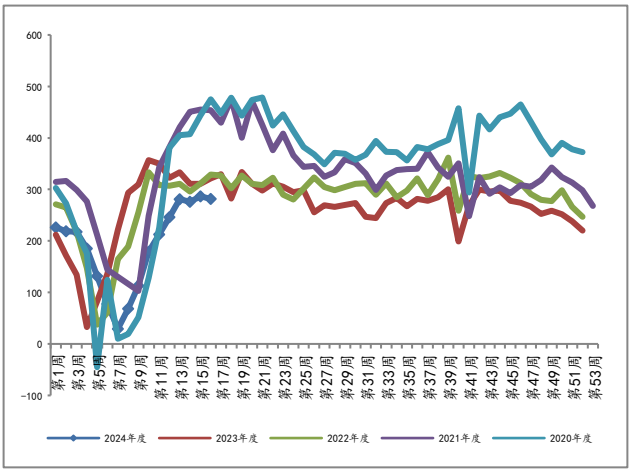
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

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 关注 OPEC 减产动向

原油市场多空因素充分反馈，从情绪炒作回归供需关系主导，但基本面仍缺乏新的指引，油价高位调整后横盘震荡为主。展望后市，原油市场焦点集中在即将召开的 OPEC+会议上，该组织下一步减产政策将为供需收紧还是过剩奠定基调。

油价上涨至 90 美元以上时，业界曾猜测 OPEC+将会适度放宽限产，以量稳价获取最大红利。但随着本轮地缘风险情绪退潮，油价运行于较为合理的区间，使得 OPEC+缺乏增产动机。从近期高频数据来看，美国燃料消费理论上已开始进入旺季，但今年的需求放量相对缓慢，商业原油库存尚未确认去库趋势，暗示了供需关系仍偏宽松。

业界普遍认为，OPEC+在 6 月 1 日的会议上倾向于保持产量目标不变，这将会对原油市场起到稳定作用。基于这一推论，预计中短期内油价走势偏中性，但如果旺季全面到来前未能储备足够的库存，则年中到三季度偏强运行概率更大。

2 沙特阿美挺价出售

国际原油价格冲高回落后转入震荡运行，值此之际沙特涨价以显示捍卫油价决心。沙特阿美声明，提高 6 月销往亚洲等地区的旗舰产品-阿拉伯轻质原油的官方售价(OSP)，较阿曼/迪拜均价升水 2.90 美元/桶，近三个月连续录得上调。

在中东地缘风险消退后，沙特仍努力试图保持原油价格强势，这在一定程度上暗示外界，6 月会议上 OPEC 及其盟友可能会延长限产政策到今年年底，以防止原油市场出现过剩。除了继续收紧原油供应，涨价也表明产油国对今年夏季燃料需求抱有强劲预期。不过业界对此产生一定争议,4 月亚洲炼油利润环比平均下滑近 2 美元/桶之多,亚洲炼厂能否接受原油成本上升存疑。

无论如何，沙特挺价暂时遏制了国际原油短期的下跌趋势，在不发生新的重大利空前提下，维持高位区间震荡和滚动式看多的基本思路。

3 炼厂利润抑制需求

尽管传统消费旺季将至，但由于成品油供应充足而需求疲软，原油现货交投表现不及预期，这可能会导致油价走势转向疲软。

美国炼油厂的春季检修期基本结束，但原油加工能力并未随之显著增加，截至 5 月中旬，美国炼厂产能利用率以及汽油和馏分产品供应量的四周均值低于 2023 年同期水平。欧洲地区成品油市场同样不佳，高利率和通胀抑制了消费者和工业需求，在北海市场表现的十分明显，北海油田出产的原油等级与 WTI Midland 原油是构成 Brent 原油期货的定价基准。亚洲炼油厂的利润率也出现大幅下降，主要因需求跟进不及预期，难以承接炼油商生产的过多油品，尤其受工业和运输部门柴油消费拖累。利润空间缩窄迫使全球炼厂考虑未来进一步削减加工量，降低了原油需求并将市场推向宽松。

我们认为，6-9 月将达到全年原油和成品油需求的高峰，但长期来看增速应整体趋于放缓。鉴于 OPEC+会议上或倾向于维持限产政策，从而使油价波动进入到一个相对温和的时期。

4 机构预期分歧加剧

在燃油消费旺季启动之际，关于主流机构对原油需求前景的预估，卖方立场的 OPEC 与买方立场的 IEA 数据存在较大出入。

OPEC 最新报告维持其对原油市场需求的乐观看法，预测 2024 和 2025 年全球原油需求将分别增加 225 和 185 万桶/日，与前值保持一致。OPEC 给出的理由是，今年一季度全球经济仍具有韧性，待后期货币政策放松，需求具有额外的上行潜力。然而，国际能源署(IEA)报告显示，预计 2024 年全球原油需求增长仅有 110 万桶/日，这一预测还不足 OPEC 预期的一半，且较前值下调了 14 万桶/日。总部位于欧洲的 IEA 侧重于发达经济体能源消费疲软，使得经合组织(OECD)原油需求在一季度重新陷入萎缩。由于对全球原油需求增长的分歧，IEA 和 EIA 正进一步扩大与 OPEC 的预测差距。

当前原油市场一大分歧是，IEA 和 OPEC 对今年全球原油需求增长的预估值相差几乎一倍之大，令投资者感到困惑。究竟是 OPEC 过度乐观，还是 IEA 过度悲观，我们认为应根据该机构的立场来加以看待。随着主要经济体确立新能源转型方向，IEA 的重点逐渐从石油和天然气等传统化石燃料转向可再生能源，因而对未来全球原油需求预测做出下修。但如果美国前总统特朗普卷土重来，可能会向 EIA 和 IEA 等机构施压，促使议题从气候变化重新向能源安全倾斜。反过来，作为国际原油市场最大的卖方，OPEC 天然地具有唱多油价的动机。

客观来讲，未来相当长一段时期内，原油仍将在全球能源体系中占据主导地位，需求增速固然趋于放缓，但达峰后萎缩的过程可能远远滞后于当前很多机构的预期。即便需求进入下降通道，石油行业的资本支出将更早枯竭，上游勘探开发活动先行衰弱，仍会带来结构性的供应紧张。因此，廉价能源时代几乎一去不返，相对偏高的油价成为新常态。

5 地缘局势波诡云谲

综合外媒报道，伊朗总统莱希及伊朗外长阿卜杜拉希扬在一场直升机事故中罹难。此外，沙特王储穆罕默德·本·萨勒曼会见美方国家安全事务助沙利文，主要探讨和以色列关系正常化及加沙战后问题。尽管两大重要产油国局面不稳定性加剧，消息一出国际原油走势却并无异动，目前市场对地缘政治风险表现的越来越麻木，重大突发事件似乎也难以掀起波澜。二者作为什叶派和逊尼派领袖，伊朗和沙特的战略多年来保持连续性，中东地缘现状暂时没有发生颠覆性的逆转。从基本面而言，OPEC 在减产框架下拥有大量闲置原油产能，令业界对供应短缺的风险并不担忧。如果没有新的题材，市场将等待 6 月 1 日 OPEC+会议下一阶段政策出炉，期间原油走势仍将保持高位区间波动。

6 高位震荡蓄势盘整

中东局势炒作降温以后，原油市场交易逻辑重回供需基本面上来。

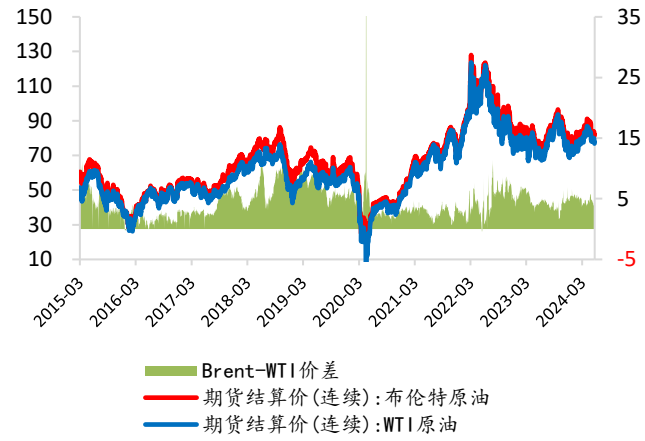
供应方面，除了难以计量的地缘政治风险外，美国页岩油未能延续高增长态势，全球原油总产

量整体上是非常平稳的。需求方面，无论欧美发达经济体还是新兴市场均缺乏超额增量，长远来看 2020-2030 年间全球原油需求增长进入到放缓阶段。库存方面，OECD 商业油品库存仍处于历史绝对低位，低库存基数将会放大市场波动，易发生供需错配的结构性行情。

由此可见，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，令国际油价走势冲高遇阻，短期存在适度回调的需要。不过，随着 5-6 月北半球夏季需求旺季到来，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，预计原油市场整体将迎来偏强阶段。此外，下半年 OPEC+是否调整产量政策是关键因素，同时不能排除后续中东地缘问题的扰动。

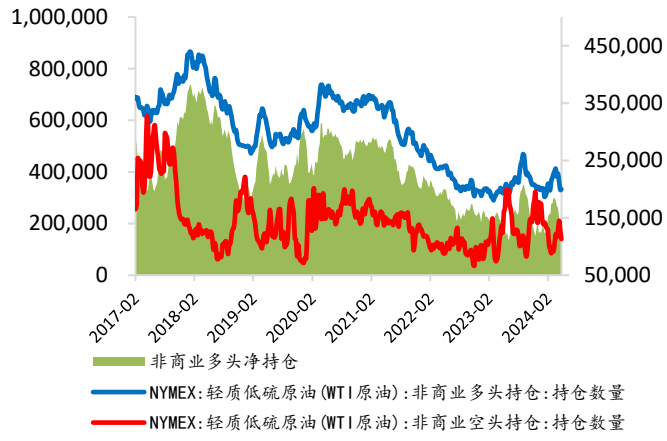
7 原油期现数据

图表 30：国际原油期货价格



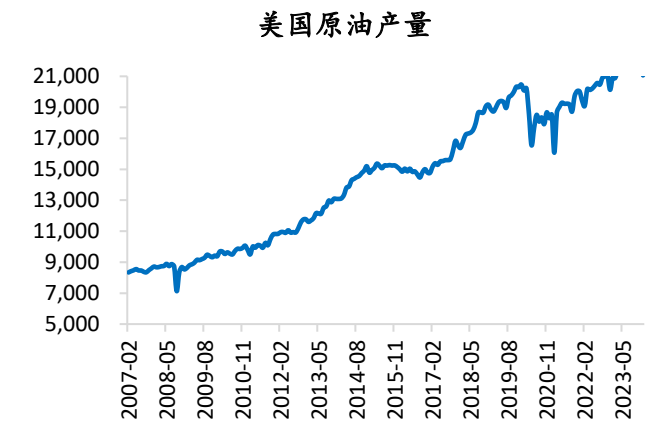
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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



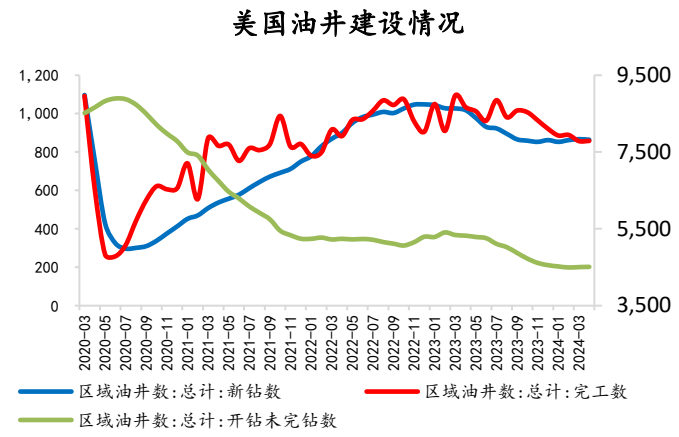
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 33：沙特原油产量



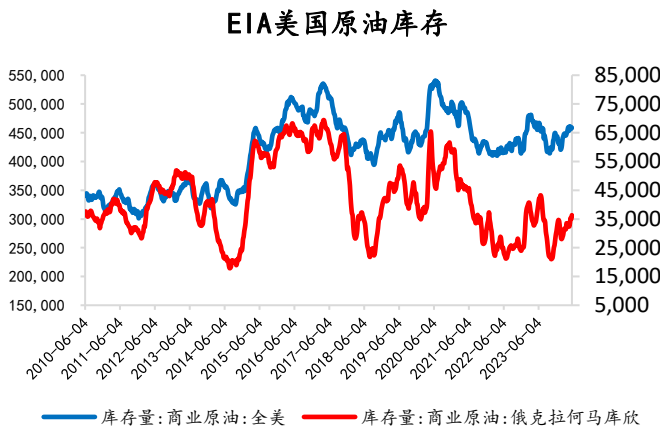
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 34：美国油井建设情况



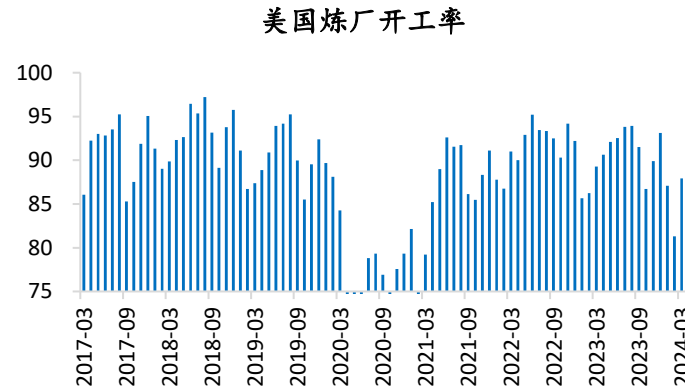
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 35：EIA 原油库存



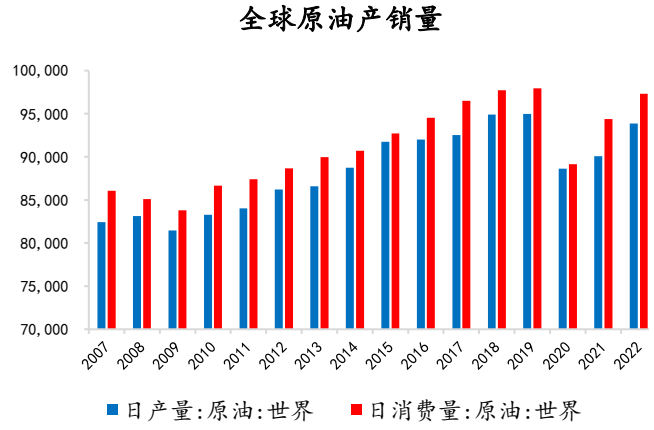
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 沪胶阶段表现偏强

ANRPC 最新发布的月度报告显示，4 月全球天然橡胶产量估计同比增加 2.9%至 74.7 万吨，4 月全球天然橡胶消费量估计同比增加 2.5%至 128.3 万吨。ANRPC 预计，2024 年全球天然橡胶产量料增加 1.6%至 1454.2 万吨；其中，泰国-0.5%、印尼-5.1%、马来西亚+0.6%、越南+2.9%、中国+6.9%、印度+6%。预计 2024 年全球天然橡胶消费量料增加 3.2%至 1567 万吨；其中，中国+5.5%、印度+3%、马来西亚+54.7%、泰国+1%、越南+6%。

天然橡胶市场当前阶段性表现偏强，主要是原料价格保持坚挺，供应短期内难以大量释放，下游需求整体维持平稳，库存超预期延续下降态势，再加上商品市场做多氛围提振，但炒作过度仍面临较大的下行压力。

2 供应放量节奏延迟

近期沪胶盘面震荡反弹，天然橡胶现货交投持稳，原料收购价格较为抗跌。

从基本面来看，支撑橡胶走势的主要因素仍来自供应端。云南产区方面，5 月以来随着降雨增多，前期高温干旱的问题得到改善，胶水产出缓慢增加，部分区域开割率已达到 60%，但原料释放仍偏缓慢，距离大规模上量差距不小。海南产区方面，频繁的降雨天气对割胶作业造成一定影响，制全乳胶水收购价格保持坚挺。东南亚主产区方面，泰国今年遭遇持续高温天气，开割较往年正常时间延后至少半个月以上，新胶上市推迟将影响到后期出口及国内到港情况。

综合来看，天然橡胶新季开割面积整体呈扩大趋势，但原料胶水上量节奏偏缓慢，而下游刚性需求较为稳定，叠加宏观预期好转提振金融属性，短期胶价对季节性走弱具有一定抵抗，重点关注产区天气及开割进展动态。

3 终端车市差强人意

截至最新的统计来看，天然橡胶终端汽车市场表现尚可。中汽协数据显示，2024 年 4 月中国汽车市场产销分别完成 240.6 万辆和 235.9 万辆，同比分别增长 12.8%和 9.3%，环比分别下降 10.5%和 12.5%。第一商用车网数据显示，2024 年 4 月全国重卡行业销量约 8.7 万辆，同比增长 5%，环比下降 25%；1-4 月重卡累计销售约 36 万辆，比上年同期增加 11%。

关于汽车市场数据的解读：一方面 3 月春节开门红过后，汽车消费出现大幅环比回落，5-6 月淡季特征将更为明显；另一方面在 2023 年开放后的基数上，汽车销量确实是保持同比持续复苏的。后续关键是看政策指引，在能源结构转型的大趋势下，估计今年中国新能源汽车销量占比可能达到 45%，欧洲约 25%，美国约 11%。国务院出台《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》，有望引导重卡新一轮大规模更替，提前淘汰国四车辆，带动配套轮胎和橡胶需求增长。

4 多头炒作大于实质

近日，沪胶盘面大幅冲高后遇阻回落，短期市场情绪以讲故事为主，逻辑与基本面相背离。初步来看，多头理由是担忧东南亚干旱天气阻碍开割，尤其是泰国主产区持续高温，有造成大量减产的风险。此外，业界对轮储收储也抱有一定预期。在新季迟迟未能放量的情况下，国内主港库存得以延续去化。截至 5 月中下旬，青岛地区天然橡胶保税和一般贸易合计库存量 54.8 万吨，环比上期减少 1.84 万吨或 3.25%，现货供应端压力减轻。然而，下游橡胶轮胎和汽车消费整体一般，浅色胶制品需求更为疲弱，且社库存量压力极大。我们倾向于认为，本轮沪胶上涨主要还是受铜、贵金属等商品异动影响，适逢前期胶价低位引发的炒作行情。各胶种实际情况来看，泰国乳胶和烟片胶高昂的原料价格传导不畅，RU-NR 升水幅度也有问题，疲弱的基本面较易将多头题材证伪。

5 合成橡胶成本松动

合成橡胶方面，受主要原料丁二烯走弱影响，丁二烯橡胶盘面出现小幅松动。国内丁二烯现货供应相对充裕，新产能即将投产叠加前期检修装置重启，供应端预期增量明显；但下游企业利润持续倒挂，需求端表现偏空，加重了业界对丁二烯的看跌心态。据悉，6 月韩国将有乙烯裂解装置进入检修阶段，但鉴于目前裂解利润较低，外盘丁二烯供应能否大增仍不确定。

近期国内丁二烯橡胶装置开工率大幅下降，主要因装置检修增多，此外东南亚有多套顺丁装置意外停车，减产令顺丁橡胶社会库存得以继续去化。鉴于顺丁橡胶生产利润依旧处于倒挂状态，多数民营企业装置暂无重启计划，供应偏紧形成利好支撑。从最近的统计数据来看，丁二烯橡胶需求表现尚可，但汽车产销和轮胎开工后续可能走弱。综合预计，丁二烯橡胶行情呈区间震荡走势或略有下移。

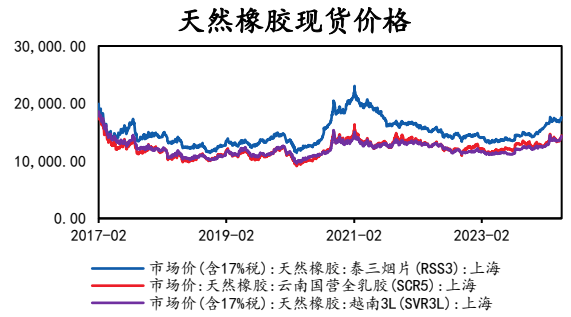
6 震荡筑底重心抬升

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 。

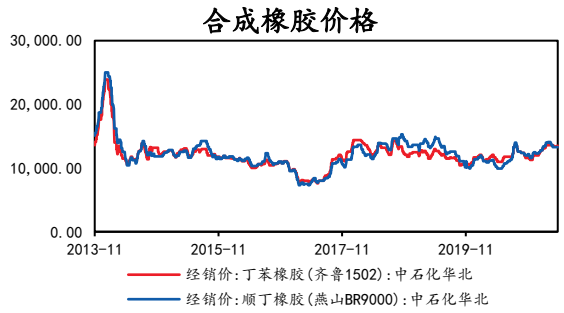
7 橡胶期现数据

图表：天然橡胶现货价格



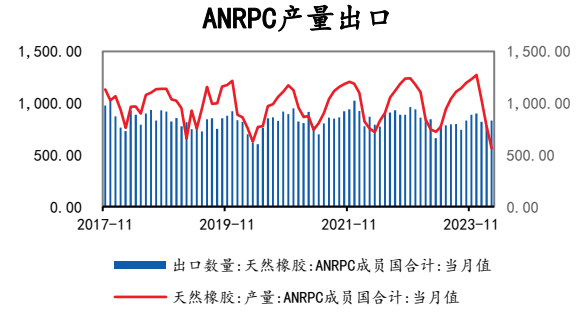
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 38：合成橡胶价格



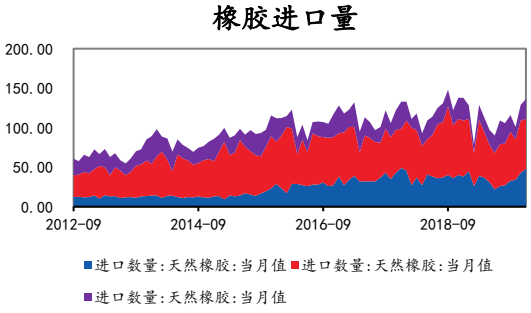
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 39：ANRPC 产量出口



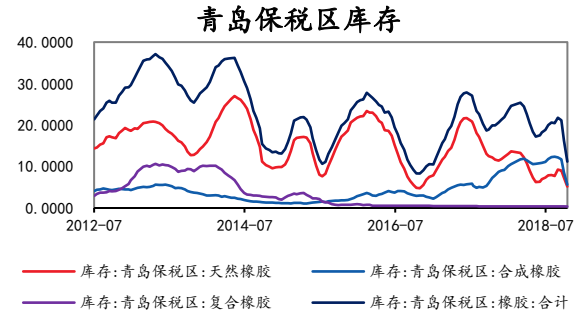
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 40：橡胶进口量



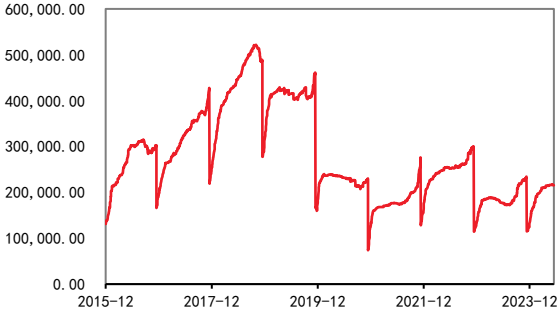
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 41：青岛保税区库存



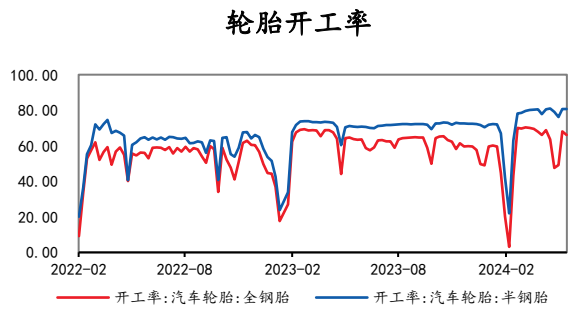
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 42：上期所注册仓单



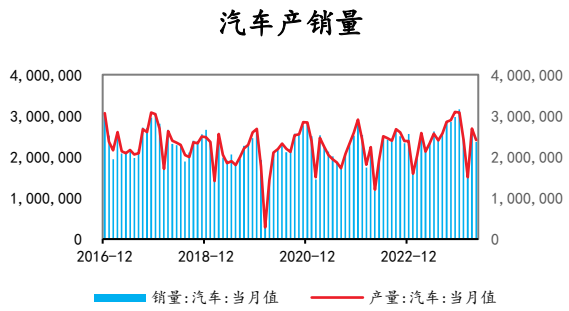
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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：美豆种植率好于预期，国内豆类市场震荡偏强

1 外部豆类市场分析

美豆种植率过半，天气条件较为有利

美国农业部公布的周度作物生长报告显示，截至 5 月 19 日当周，美国大豆播种率为 52%，高于市场预期的 49%，去年同期和五年均值分别为 61%和 49%。美国中西部的降雨不太可能显著推迟播种，但对早播大豆的生长有利。美国农业部在 5 月供需报告中首次预测新年度美豆产量将达到 1.211 亿吨，为历史第二高位，同比增加 777 万吨，增幅为 6.85%。

巴西大豆收割近尾声，因灾减产程度存分歧

巴西国家商品供应公司（Conab）发布的报告显示，截至 5 月 19 日，巴西大豆收割率达到 97%，去年同期为 98.5%。巴西大豆基本完成收割，目前正值巴西大豆出口高峰阶段。巴西全国谷物出口商协会（Anec）预计 5 月巴西大豆出口量为 1383 万吨。美国农业部在 5 月供需报告中预计巴西大豆产量为 1.54 亿吨，调降幅度低于市场预期，较其他机构的评估值高出 500-1000 万吨。目前各方仍在评估南里奥格兰德州大豆受损情况，各方对此次灾情造成的减产幅度存有较大分歧，并且该州基础设施遭到破坏，对大豆运输和出口均造成不利影响。

阿根廷大豆收割快速推进，大豆销售节奏放缓

阿根廷布宜诺斯艾利斯谷物交易所的数据显示，阿根廷大豆采收完成度 77.9%，玉米采收完成度 28.2%；阿根廷当前种植季大豆产量预计 5050 万吨，与此前预估持平。阿根廷农业部的统计数据显示，上周阿根廷农户销售新季大豆的步伐放慢。除了阿根廷大豆产量可能受到不利天气影响，近期比索汇率贬值预期加大，促使农户放慢销售步伐。阿根廷农业部称，截至 5 月 15 日，阿根廷农户预售 1673 万吨 2023/2024 年度大豆，比一周前高出 115 万吨，去年同期 907 万吨。最近阿根廷官方汇率和平行汇率的价差扩大，反映出黑市汇率贬值速度加快。由于通胀高企，加上货币存在贬值预期，阿根廷农户一直不愿出售大豆，而是将大豆作为抵御比索走软的硬通货。

马来西亚棕榈油供给压力续增，上行驱动力不足

当前正值马来西亚棕榈油季节性增产周期，产量大幅攀升叠加出口下降，供给压力成为阻碍产地棕榈油市场回暖的主要原因。本周，调研机构发布的马来西亚棕榈油数据延续产量增加、出口下滑态势。南部半岛棕榈油压榨商协会（SPPOMA）发布报告称，5 月 1-20 日马来西亚棕榈油产量环比增长 26%。三家检验机构发布的出口数据显示，马来西亚 5 月 1-20 日棕榈油产品出口环比降幅在 8.3%-13.2%。供给形势持续改善，预计 5 月底马来西亚棕榈油库存将显著攀升至 190 万吨左右。产地棕榈油开启累库模式，棕榈油市场上行动力不足，近期整体表现弱于其他油脂。

2 国内豆类市场分析

中国 4 月进口大豆激增，国内豆粕近端供给趋向宽松

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，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。受国内进口大豆到港量增加影响，国内油厂开工率连续提升。中国粮油商务网监测数据显示，截至 5 月 18 日当周，国内豆粕库存为 54.8 万吨，周度增加 2.1 万吨。预计本周大豆加工量将升至 210 万吨高位，豆粕累库节奏有望加快。从船期跟踪情况看，5-7 月月均到港量预计超过 1000 万吨，供给端保

持宽松预期，削弱油厂提价动力，多地豆粕现货保持平稳，现货对豆粕 2409 合约的基差负值程度不断扩大。

棕榈油进口窗口打开，成本驱动令棕榈油市场反弹乏力

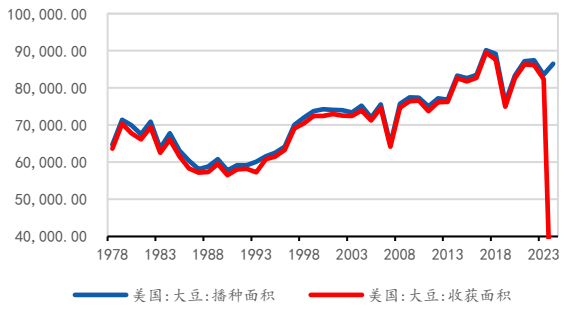
受产地棕榈油价格回落影响，进口棕榈油利润回升，预计 6 月国内棕榈油供给将增多。据监测，5 月 17 日，沿海地区棕榈油库存 40 万吨(其中食用棕榈油 36 万吨)，周环比下降 1 万吨，月环比下降 10 万吨，同比下降 18 万吨。其中食用棕榈油库存天津 6 万吨，江苏 13 万吨，广东 12 万吨。随着产地棕榈油价格回落，国内进口利润好转，进口棕榈油买船增多。据监测，预计 5-7 月 24 度棕榈油到港量分别为 22 万吨、20 万吨、25 万吨，预计 6 月后国内棕榈油供给偏紧局面将进一步缓解。从监测的数据看，5 月 23 日马来西亚棕榈油离岸价为每吨 865 美元，核算到港成本为每吨 7640 元，进口利润为 279 元/吨。受棕榈油进口成本下降影响，国内棕榈油期货市场在三大油脂中表现最弱。

3 油脂油料市场展望

目前，巴西南部洪灾造成的产量损失仍对美豆市场有支撑，但美豆内需和外需双降，尤其是今年前 4 个月美豆对华出口降幅高达 40%，不断推升的库存压力正成为美豆上行的重要阻力。美豆开局基本正常，在天气题材成为交易重点前，增产预期将限制美豆市场上升空间。美国农业部对新年度全球大豆作出供应更加宽松的展望，如果未来丰产预期逐步兑现，供需基本面的新格局将推动 CBOT 大豆价格重心继续下移。马来西亚棕榈油进入增产周期，库存压力下棕榈油市场上行动力不足。豆油和菜油期货保持震荡偏强运行，纷纷探出反弹新高，资金市特征较为明显，需注意短线获利资金减持以及国际原油和外盘油脂走弱对反弹节奏的干扰。国内豆粕和菜粕期货市场近期表现强于美豆，由于成本端高度依赖进口，反弹行情的持续性仍需美豆加以配合。豆一期货震荡回升，继续巩固 4600 元/吨平台支撑，由于国产大豆供过于求的现状突出，向上突破 4800 元/吨的难度很大。

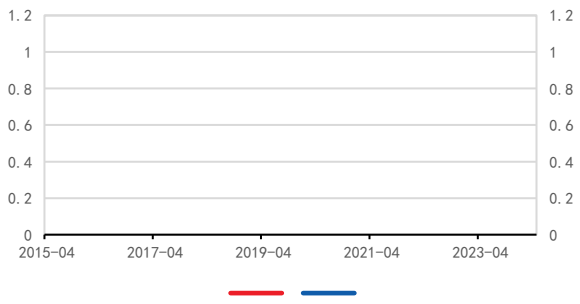
4 油脂油料市场主要数据

图表 45：美国大豆种植收获面积



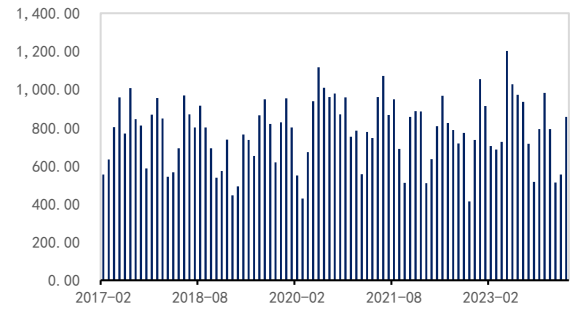
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 46：国内生猪存栏量



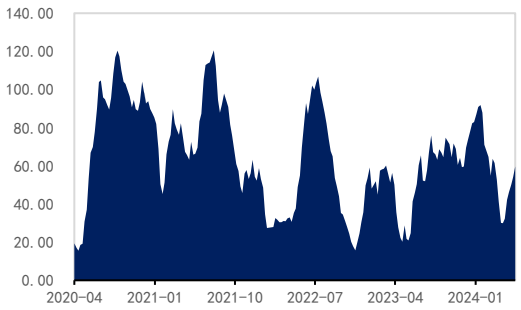
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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