中金财富期货策略周报（2024 年第 19 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：目前金融属性对大宗商品的影响仍有较大不确定性。以美股为例，尽管美股在短期内可能仍会短暂上涨，甚至大选前仍可能创新高，但美股估值之高难以通过降息消化，一旦经济放缓下跌压力极大，因此美股的波动可能是情绪变化的重要原因。工业品能不能褪“金融化”，在目前阶段值得密切关注。

股指期货：官方 PMI 数据出现季节性回落，重回荣枯线下方，制造业景气度回升势头还不稳固。工业企业盈利在工业品价格回升的推动下，重回正增长。PMI 回落影响市场风险偏好，因此指数回落较为正常，等待近期地产政策效果的数据验证，短期内市场维持震荡概率较大，建议耐心等待指数企稳后的波段做多机会。

铜：海外铜矿生产扰动仍然持续，国内终端消费复苏乏力，去库进程持续受阻，现货贴水走扩，预计铜价短期将在高位逐步回落。本轮铜价上涨主要受宏观资金以及供给驱动，近期国内外铜价均创历史新高，由于大幅冲高后虽然长期上涨逻辑依然清晰，但短期风险显著提升，多单获利离场较多。铜矿供应短缺，以及美铜挤仓问题仍存在不确定性，持续观察持仓量及仓单库存变化，短期价格进步下跌空间或不大，但向上驱动亦有限，刚需考虑逢低适量采购。

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：早在 4 月 3 日，发改委与工信部等部门已就 2024 年粗钢产量调控工作进行部署，然而却没有具体政策落地。直到上周国务院发布了《节能降碳》文件后，粗钢限产的趋势才逐渐明朗。尽管具体的限产目标尚未明确，但鉴于当前钢铁行业供应过剩的严重形势，我们认为严格的限产目标出台的概率较大。因此，虽然短期内限产政策对钢价有一定的支撑作用，但我们更应该警惕成本坍塌可能带来的价格下行风险。

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：随着阿根廷大豆收割进入尾声，2023/2024 年度南美大豆产量形势基本清晰。南美大豆在生产阶段，虽遭遇恶劣天气影响，产量规模低于播种初期预测值，但得益于阿根廷大豆产量实现翻番，南美大豆整体产量仍较上年度大幅提升，为稳定全球大豆供给提供重要保障。当前美豆产区天气条件基本正常，资金尚不具备发动天气炒作的条件，增产预期仍是限制新季美豆价格回升的主要阻力。美豆下跌的成本传导主要由国内蛋白粕市场承接，与此同时，不断升高的豆粕库存也削弱油厂挺粕动力，如何化解库存压力仍是近期市场交易的重点。5 月马来西亚棕榈油出口大幅增长，大大化解了产量增长对供应端的压力。国内三大油脂期货形成交替领涨局面，推动油脂盘面重心震荡上移。豆类市场粕弱油强的分化格局仍有望持续。由于供需平稳，消息面平静，豆一期货仍难摆脱目前的震荡僵局。

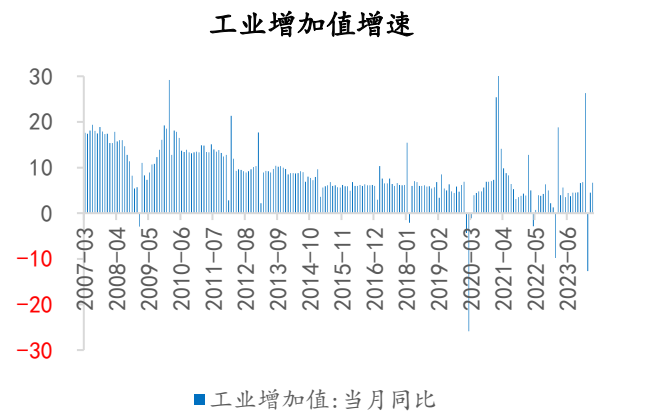
目录

周度策略：情绪回落，工业品步入调整 ..... - 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 需求偏弱，上游涨价加剧中下游企业成本冲击 ..... - 7 -
3 金融防风险政策升温 ..... - 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 2024 年粗钢限产确定 ..... - 16 -
2 政策持续发力 ..... - 16 -
3 节能降碳方案影响较大 ..... - 17 -
5 钢材期货现货数据 ..... - 17 -
原油 ..... - 20 -
1 减产主线逻辑不变 ..... - 20 -
2 关注额外减产可能 ..... - 20 -
3 旺季预期兑现延迟 ..... - 20 -
4 高盛唱多需求前景 ..... - 21 -
5 多头重新站稳脚跟 ..... - 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 上游原料成本支撑 ..... - 24 -
3 内需外销分化显著 ..... - 24 -
4 内外价差倒挂修复 ..... - 25 -
5 炒涨过度面临风险 ..... - 25 -
6 震荡筑底重心抬升 ..... - 25 -
7 橡胶期现数据 ..... - 25 -
油脂油料：美豆承压调整，国内豆粕市场大幅回落 ..... - 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 -

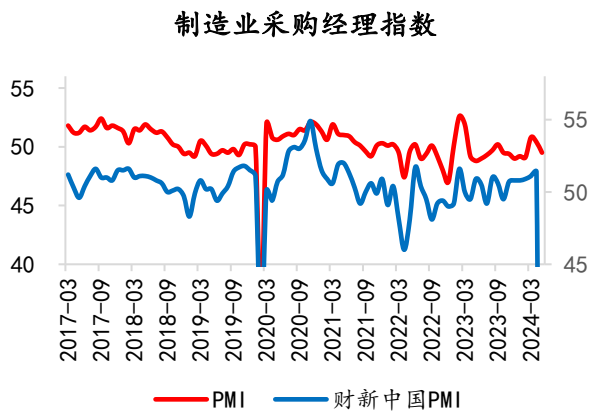
重要经济指标概况

图表 1：国内工业增加值增速



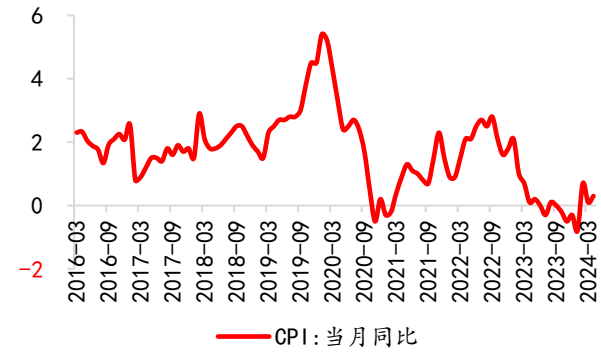
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 2：中国制造业采购经理指数



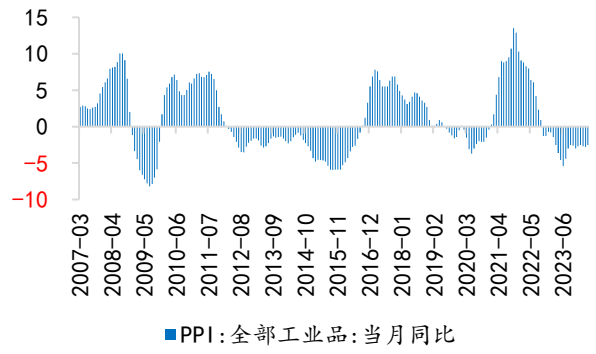
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 3：中国居民消费价格指数



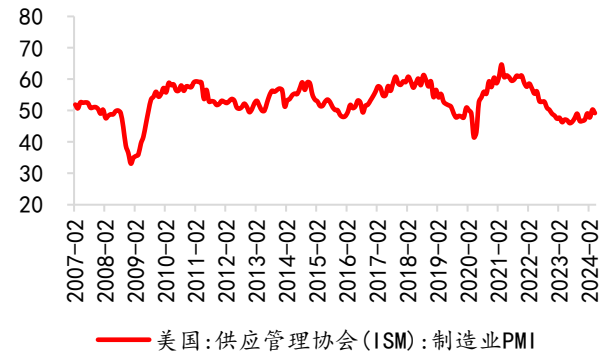
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 4：中国工业生产者出厂价格指数



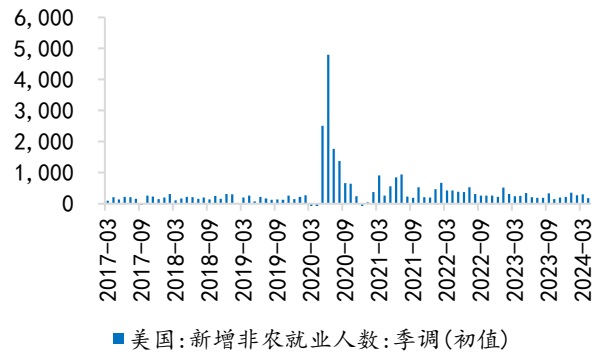
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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：情绪回落，工业品步入调整

经历 Comex 铜逼仓事件之后，市场情绪出现一定程度回落。前期与国际定价共振的内盘工业品，在经济数据回落的影响下，也出现回落走势。对于当前的工业品市场，进入到情绪的一致性弱化，“预期”和“现实”割裂缩小的阶段。当前市场短线走势变得复杂，参与需谨慎。

制造业 PMI 意外收缩

5 月份，制造业 PMI 为 49.5%，前值 50.4%。其中生产指数为 50.8%，前值 52.9%，新订单指数为 49.6%，前值 51.1%，其中新出口订单指数为 48.3%，前值 50.6%。非制造业商务活动指数为 51.1%，前值 51.2%。其中建筑业商务活动指数为 54.4%，前值 56.3%；服务业商务活动指数为 50.5%，前值 50.3%。

2024 年 5 月份，制造业 PMI 环比回落 0.9 个百分点至 49.5%，这一环比值明显低于 2016-2019 年同期的-0.1%，表明本月制造业的收缩出现一定超季节压力。国家统计局指出，主要是受前期制造业增长较快形成较高基数和有效需求不足等因素影响。

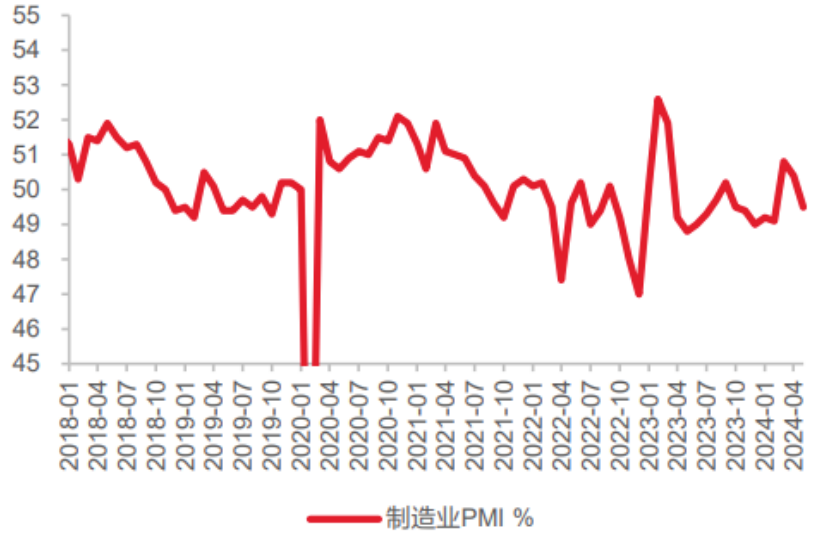
尽管五月政府债发行有所提速，地产放松政策进一步积极出台，但其对有效需求的带动可能暂未形成有力支撑。当前 PMI 生产扩张进一步放缓、新订单指数重新回到收缩区间，出厂价格指数扩张趋势尚不明显，原材料与出厂价格差还在扩大，部分工业企业可能还存在以价换量现象，盈利环境待改善，从这个角度看，工业企业是否会主动补库仍需观察。

5 月非制造业商业活动 PMI 基本维持稳定。其中建筑业商务活动指数环比回落 1.9 个百分点至 54.4%；服务业商业活动指数回升 0.2 个百分点至 50.5%。以文体娱、交运邮政、互联网等为代表的服务业是当前经济发展的亮点，景气度较好，而地产与资本市场服务行业景气度相对较弱。建筑业景气度相对偏低，或表明地产投资低位徘徊、基建投资增速放缓的趋势还未迎来转折。

5 月制造业就业收缩略有放缓，服务业、建筑业就业收缩加速，整体就业情况未明显好转。各行业就业指数均在 48.5%以下的较低收缩区间，表明就业压力仍存。

外需回落对制造业结构表现影响明显。着眼具体行业，一方面，传统设备制造业需求延续改善，5 月专用设备和通用设备制造业新订单指数延续回暖，较 4 月分别上升 7.0 和 12.3 个百分点，均处于荣枯线以上的较高景气度区间，“大规模设备更新”延续落实，提振传统设备制造业需求。

图表 1：制造业 PMI 走势



资料来源：统计局，中金财富期货

“美国因素资产”受益或接近尾声

我们在早盘策略反复强调过，这轮大宗的行情很大程度上是美元资产的外溢效应，因此美元资产的走势也较为关键。

本轮美元升值周期因美国对外贸易施压和疫情等因素被反复拉长，对非美资产造成了更为持续的压力、但也令部分非美经济体消化了长期泡沫。前两轮美元升值周期均为 5 年。2011 年美元触底，理论上本轮美元升值应于 2016-2017 年接近尾声。但 2018-2022 年，美国对外贸易施压和疫情避险需求的推波助澜之下美元升值周期被拉长，并给非美国家经济与资产价格带来了更显著、持续的压力及扰动。当然，被反复拉长的美元升值周期也令以日本为代表的部分非美经济体通过本币大幅贬值消化了长期泡沫。

2016-2017 年与 2018 年以来各类资产表现的反差与背后驱动力变化有关。中美之间，谁是全球经济的驱动力，谁的相关资产就更受益。2018 年以来特别是疫后大宗商品表现与 2016-2017 年截然相反，主因是驱动力的差异。2018 年以来特别是疫后，全球商品中金银的表现最为突出、其次是铜、铝、原油，锌和螺纹钢则表现最弱，2016-2017 年则刚好相反：螺纹钢表现最强，其次是锌，原油、铜和铝，金银表现最差。

2016-2017 年中国因素驱动全球经济；2018 年至今美国因素是全球经济的主要驱动力。2016-2017 年中国先有供给侧改革后有棚改，美国则处于新旧政府交接的内政空窗期，中国因素是全球经济的核心线索；2017 年底特朗普税改落地、2018 年美国对华贸易施压对全球经济逻辑产生影响，疫后，美国先是提振内需后又加杠杆主导全球价值链重塑，成为全球需求的引领者。尽管 2018 年以来，美国驱动全球经济，美国因素相关资产领跑全球，但在 2016-2017 中国作为全球经济驱动力的阶段，与中国因素相关的股票指数（胡志明指数、恒生指数）也曾跑赢长牛的美股。

下一轮全球经济驱动力或再度切换至中国。目前，美国财政边际效应已然递减若大选后总统再次更迭又将出现财政政策空窗期。此外，尽管大选前难降息，但美联储大概率在大选后开始降息并推动美元贬值。明年外需大概率明显转弱，房地产政策具有稳就业的重要意义。进而，本

轮内需政策将持续加码直至效果显现化。

注意金融属性变化对工业品的影响

目前金融属性对大宗商品的影响仍有较大不确定性。以美股为例，尽管美股在短期内可能仍会短暂上涨，甚至大选前仍可能创新高，但美股估值之高难以通过降息消化，一旦经济放缓下跌压力极大，因此美股的波动可能是情绪变化的重要原因。工业品能不能褪“金融化”，在目前阶段值得密切关注。

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 30 日	国务院：从严控制铜、氧化铝等冶炼新增产能	逐步取消各地新能源汽车购买限制，严格合理控制煤炭消费。	部分行业的过剩供应明显缓解
	5 月 30 日	IMF 上调 2024 年中国经济增速预期至 5%	通胀预计将上升但仍低位，房地产调整应持续。	中国经济韧性十足
数据	5 月 30 日	美国 5 月 25 日当周首申升至 21.9 万人	四周平均首申达八个月最高	美国经济数据有走弱迹象
	5 月 31 日	5 月官方制造业 PMI 为 49.5	制造业意外下滑	非制造业继续保持扩张
事件	5 月 31 日	特朗普成美国史上首位被判有罪前总统	特朗普的 34 项重罪指控，每一项指控成立均可判处其最高 4 年的监禁。	美国大选前造势明显

资料来源：中金财富期货研究所

2 需求偏弱，上游涨价加剧中下游企业成本冲击

5 月官方制造业 PMI 为 49.5%，市场预期 50.5%，前值 50.4%，下降了 0.9 个百分点。非制造业 PMI 为 51.1%，市场预期 51.5%，前值 51.2%，下降 0.1 个百分点。

5 月的 PMI 主要呈现出以下三个特点：

需求偏弱，中下游企业成本冲击加剧，企业主动去库。本月 PMI 供需回落，但供给仍在扩张区间，需求开始收缩，需求偏弱仍是经济的主要矛盾。从价格指标来看，原材料和出厂价格均在上行，剪刀差则进一步扩大，上游涨价进一步加剧中下游企业的成本冲击。在需求偏弱的环境中，对中下游企业利润形成侵蚀，企业经营策略转向去库存。

建筑业景气度回落，新订单为近年来最低。本月建筑业指数小幅边际回落，值得注意的是新订单指数为年来最低，仅比 2020 年 2 月高。当前建筑业偏弱的有两点原因，一是政府支出节奏偏慢。当前特别国债发行加速，但专项债仍偏慢。二是，地产政策调整加码，尚未完全传导至施工端。

总需求指数、就业指数边际回落。我们构建的总需求指数在本月继续边际回落，就业指数受此影响也出现相对程度的下滑。在总需求不足的背景下，经济的持续修复仍需要政策拉动。当前特别国债已在加速发行，后续财政支出节奏将有所加快，对投资需求或有一定提振。货币政策也有望量价配合，降准和降息或都可以期待。此外 5 月出台一系列房地产政策调整，从 30 大中城市成交面积看，房地产市场出现小幅回暖，但后续地产回升的程度尚存在不确定性，政策大概率也将随着市场反应而相机抉择。

从行业看，食品、金属制品、铁路船舶航空航天设备、电气机械器材等行业新订单指数继续保持扩张，市场需求持续释放；造纸印刷及文教体美娱用品、石油煤炭及其他燃料加工等行业新订单指数处于低位，相关行业市场需求有所减弱。上游涨价加剧中下游企业成本冲击。

3 金融防风险政策升温

上周，金融防风险明显升温。一方面，政治局会议审议《防范化解金融风险问责规定》，强调防风险事关国家安全与发展全局，是“实现高质量发展必须跨越的重大关口”；另一方面，金融监管部门迅速呼应，其中金管局召开党委会议研究部署，证监会发布被称为“史上最严”减持新规，央行再度强调长债收益率偏低可能潜藏利率风险。防风险重要性的抬升，反映在流动性上面，影响总体积极，但需关注降准降息短期落空所产生的预期冲击。

整体上看，4 月宏观经济基本延续一季度以来的修复势头，但内部分化态势在加剧，“供强需弱”特征进一步凸显。其中，外需回暖带动 4 月出口保持强势，这是当月工业生产增速大幅上扬的主要原因，而 4 月内需走弱现象较为明显。其中，主要受楼市低迷影响消费信心，以及大规模耐用消费品“以旧换新”政策实施在即、汽车等部分消费后移影响，4 月居民商品消费明显减弱。当前以旅游、出行为代表的服务消费增长动能较强，但受上年同期基数抬高等影响。

上周，央行逆回购（7D）投放 6140 亿元，到期回笼 100 亿元，单周实现净投放 6040 亿元。未来一周将有 6140 亿逆回购到期。

资金价格上，DR001、DR007 均值分别为 1.8%、1.9%，较上周变化：+3.7bp、+6.9bp；R001 与 R007 均值分别为 1.84%、1.94%，较上周变化：+4.1bp、+10bp。交易所回购利率整体震荡上行，GC007 均值为 1.92%，较上周上升 7.8bp；R007-DR007 周均值从上周的 1bp 升至 4bp，流动性分层现象边际加剧。

银行间质押式回购成交额日均为 53726 亿元，比上周减少 6649 亿元。其中，R001 日均成交额 44029 亿元，R007 日均成交 9136 亿元。上交所新质押式国债回购日均成交额为 16460 亿元，比 5.20-5.24 增加 168 亿元。其中，GC001 日均成交额 14064 亿元；GC007 日均成交额 1748 亿元。

同业存单：上周，同业存单发行总额达 4664 亿元，抵消到期后，净融资规模为 1717 亿元，较上周减少 2406 亿。分银行类型看，股份行的发行规模与净融资额均最高。分期限来看，9M 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 31 日，1 年期国有行发行利率 2.06%，股份行 2.08%，城商行 2.15%；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 2.07%，较上周五下降 2.3bp。其中，国有行 1 年期存单收益率 2.07%，股份行 1 年期存单收益率 2.08%。

同业存单期限利差走势下行。1 年期 AAA 同业存单收益率与 1 年 MLF 利率的利差为 43bp，较上周五上升 2bp。1Y-3M 期限利差均值下降至 17bp，1Y-6M 期限利差均值下降至 12bp。

4 宏观策略

目前金融属性对大宗商品的影响仍有较大不确定性。以美股为例，尽管美股在短期内可能仍会短暂上涨，甚至大选前仍可能创新高，但美股估值之高难以通过降息消化，一旦经济放缓下跌压力极大，因此美股的波动可能是情绪变化的重要原因。工业品能不能褪“金融化”，在目前阶段值得密切关注。

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-0.6%，上证 50 周-0.5%，中证 500 周-0.09%，中证 1000 周+0.1%。

据 Wind 统计，北向资金本周累计净卖出 56.61 亿元。其中，沪股通合计净卖出 18.81 亿元，深股通合计净卖出 37.79 亿元。

上周市场处于宏观政策及经济数据真空期，国内外消息面均缺乏重磅事件，基本面对市场走势影响减弱，市场重回情绪驱动逻辑，指数延续窄幅震荡走势，上周上证指数下跌 0.07%，创业板指下跌 0.74%。市场交投意愿有所下降，上周沪深两市日均成交额为 7326.34 亿元，较前一周下降 13.56%。在存量资金博弈下，资金仍以防守板块为主，煤炭、公用事业、有色、环保等防御板块涨幅居前，但顺周期的地产产业链及消费板块表现一般，风格跷跷板效应明显。

股票定价不能只看边际变化，不看绝对估值：由于 2010-2020 年金融化导致中下游/TMT 估值大幅扩张，估值的历史分位数可能是有偏的，因为从相对估值的绝对数差距来看，金融、上游和稳定的 PE 估值依旧是最低的，而中上游、中下游和 TMT 依旧是它们估值的 2 倍及以上，PB 也是如此。但从盈利能力来看金融、上游和稳定板块 ROE 绝对值更高。过去投资者习惯于默认市场过去的定价是有效的，未来股票上涨需要边际变化，但是当下最大的命题或许是：静态的历史估值对于动态发展的去金融化的未来来讲，出现了系统性偏离，部分景气的上行并不能带来终局更高的 ROE，部分板块景气的阶段回落并不意味着最终 ROE 的大幅下降。

继续关注调整买入机会

展望 6 月份，我们预计后续 A 股机会仍要大于风险：一是从业绩端来看，在政治局会议要求政策提前发力、政府债券加快发行节奏、房地产政策组合拳相继落地下，中国第二、三季度的经济修复确定性较高。后续如果经济数据超预期修复，预计业绩端对 A 股指数走势构成较强支撑。

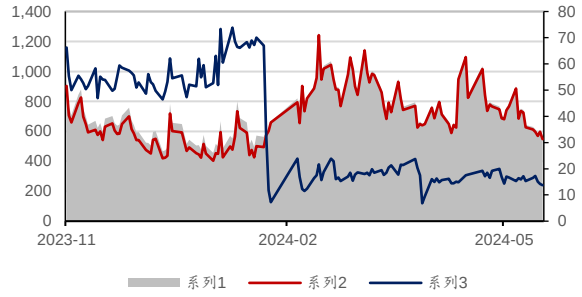
二是从估值端来看，截至 6 月 2 日，万得全 A 市净率估值仅为 1.43 倍，处于近十年以来的历史后 1.76%分位，低于历史 98.2%时期，再次接近我们强调的“一级底部”位置，市场整体估值较为便宜。后续重点观察政策实际落实情况及 5-6 月份高频经济数据表现。5 月份官方制造业 PMI 回落 0.9pct 至 49.5%，时隔 2 个月重回收缩区间，主要是生产指数和新订单指数回落幅度较大。5 月份，由于“五一”假期以及部分市场需求节前集中释放，地缘政治冲突对外贸的

影响仍在持续，导致内外需指标同步走弱，并传导至生产端。从历史来看，地产销售面积领先于地产投资 2-3 个月时间，政府债券发行也领先于基建投资 2-3 个月时间。据此预计地产及政府债政策见效仍需要 2-3 个月的政策传导时差，预计 7-8 月份制造业 PMI 可能重新回归至荣枯线上方。

第三，外围扰动明显，但是国内板块表现出韧性。在逆全球化的环境下，以往科技产业的映射变得不再顺畅，这一轮半导体产业景气度修复的过程中，中美半导体股票的表现出现了明显的背离；与之对应的，是资源品相关板块走势整体保持一致。这种趋势也许会成为一种常态，资源品是不需要太多共识的资产。

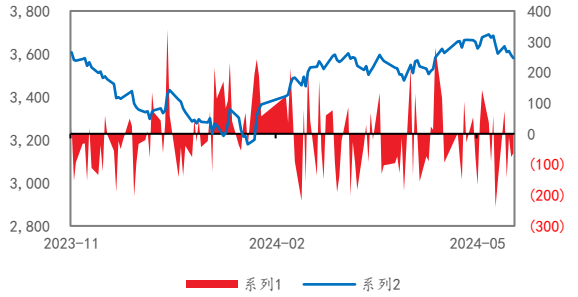
官方 PMI 数据出现季节性回落，重回荣枯线下方，制造业景气度回升势头还不稳固。工业企业盈利在工业品价格回升的推动下，重回正增长。PMI 回落影响市场风险偏好，或等待近期地产政策效果的数据验证，国内市场或维持震荡。

图表 8：融资融券数据图



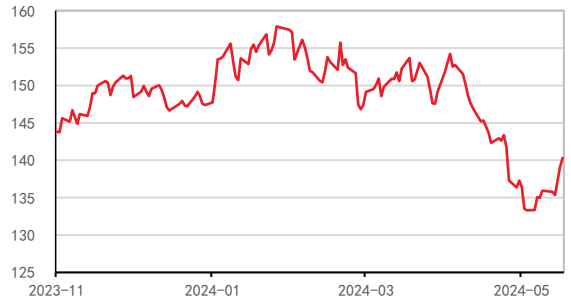
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 9：合约持仓和市场表现



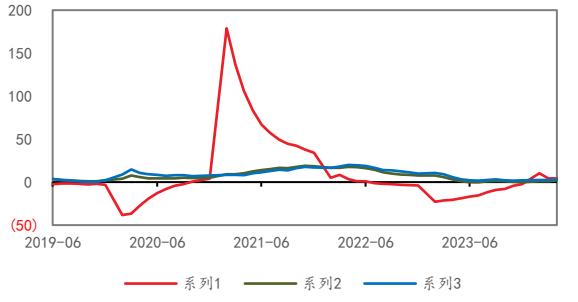
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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

第一量子矿业的巴拿马 Cobre Panaa 铜矿停产或影响 37 万金属吨且被禁止运出 12.1 万吨铜精矿库存和停业期间开采铜，英美资源集团将 24 年铜生产量目标由 100 降至 73-79 万金属吨，嘉能可 24 年铜生产量目标由 104 降至 95-101 万吨，淡水河谷 24 年生产量预期 32.66 升至 32-35,5 万吨但第二大铜矿 Sossego 因环保问题被暂停运营或影响 6.68 万吨，紫金矿业在刚果(金)的 COMMUS SAS 铜钴矿因部分产品辐射超标于 4 月 17 日被关停而其 23 年铜生产量为 12.7 万吨，智利国家铜业 Codelco 预计 24 年铜生产量由 132.5 增至 132.5-139 万吨但是旗下 Radomiro Tomic 铜矿因生产事故引发工人罢工停产使全球和中国铜精矿供给预期偏紧，且国内 5 月铜精矿进口量或环比下降，中国铜精矿进口指数为负且较上周下降，中国港口铜精矿入港量较上周增加，中国主流港口铜精矿库存量较上周增加。海外不确定性因素仍然较多，在全球主要经济体面临大选、资源民族主义升温、资本开支不足、水资源缺乏、矿石品位下降等因素的多重影响下，矿端扰动因素可能会继续增多。世界级铜矿新投产项目数量不仅有限，而且新投产项目难以带动铜精矿增量，在供应短缺担忧加剧的情况下，全球铜矿产量增速已被大幅调低至 0.5%，远低于去年 10 月预测的 3.7%。

国内产能增速有限

海外资源供应偏紧状况继续恶化，铜精矿现货粗炼费（TC）连续大跌，甚至降至负值，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，得炼厂冶炼积极 性明显下降，炼厂检修情况将逐步增多。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%。4 月 SMM 中国电解铜产量为 98.51 万吨，环比下降 1.44 万吨，降幅为 1.44%，同比增加 1.62%。1-4 月累计产量为 390.47 万吨，同比增加 22.22 万吨，增幅为 6.03%。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

4 月份 SMM 铜材企业月度平均开工率降至 67.94%，环 比下降 1.886pct，铜材企业开工率仍处于近四年低位。两网线缆招标项目陆续启动，但受制于高铜价的成本压力，大规模招标集采仍未全面展开。电网与基建等项目或因年中考核而 5 月存在集中交货需求，但因多数行业下单和提货明显放缓使多数企业新增订单不理想高。

2024 年以来，国内政策积极性明显提升，各项需求端刺激政策有望陆续落地，中国需求将再度成为支撑全球精炼铜市场的中流砥柱。国内通过《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》，政府工作报告确定从今年开始拟连续几年发行超长期特别国债。国内进一步优化房地产政策，央行、金融监管总局重磅政策支持地产，降低首付比例、取消房贷利率政策下限、调降公积金贷款利率等。空调已进入旺季排产高峰期，二季度的排产总量同比增速在 10%以上，仍将成为传统行业用铜增量的主要贡献。

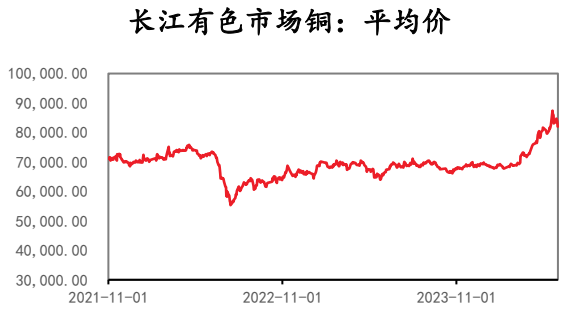
4 月新能源汽车产销分别完成 87 万辆和 85 万辆，同比分别增长 35.9%和 33.5%，市场占有率达到 36%，随着有关政策的深入实施，以及汽车生产企业进一步加大创新步伐，不断推出大量新车型，都将有利于进一步激发汽车市场消费潜能，扩大国内市场需求。

2 结论

海外铜矿生产扰动仍然持续，国内终端消费复苏乏力，去库进程持续受阻，现货贴水走扩，预计铜价短期将在高位逐步回落。本轮铜价上涨主要受宏观资金以及供给驱动，近期国内外铜价均创历史新高，由于大幅冲高后虽然长期上涨逻辑依然清晰，但短期风险显著提升，多单获利离场较多。铜矿供应短缺，以及美铜挤仓问题仍存在不确定性，持续观察持仓量及仓单库存变化，短期价格进步下跌空间或不大，但向上驱动亦有限，刚需考虑逢低适量采购。

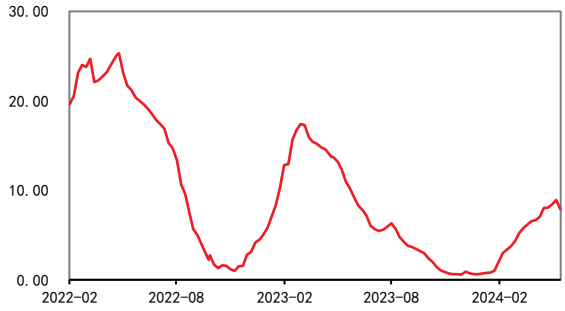
3 铜期货现货数据

图表 12：长江有色铜价



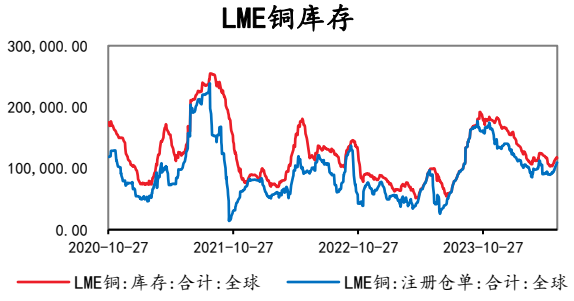
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 13：上海保税区铜库存



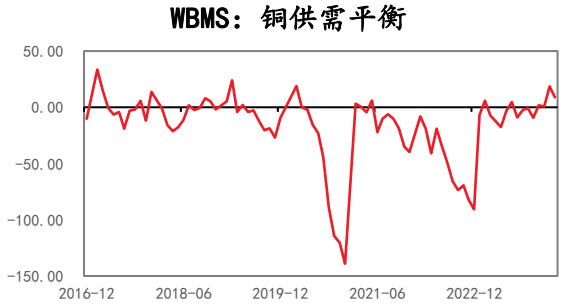
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 14：LME 铜库存



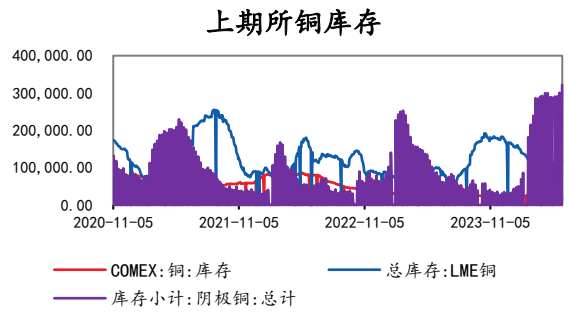
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 15：WBMS 供需平衡



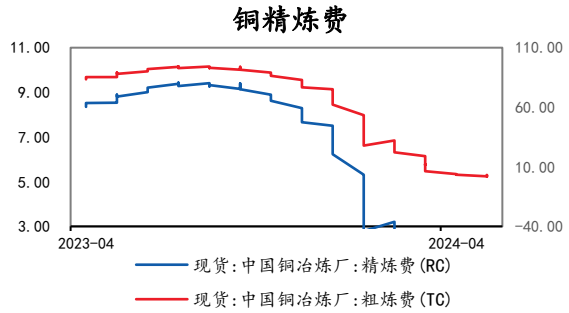
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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。

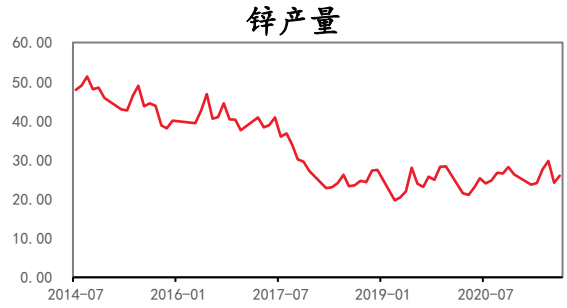
2024 年，国内房地产行业仍处于艰难磨底阶段，从恒大，碧桂园等著名房企暴雷到万 科债务延期，房地产新开工和销售表现疲软。2024 年 1-2 月房地产投资累计增速下降 9% ，前值下降 9.6%，跌幅小幅收窄。新开工面积累计同比扩大 9.3%至下跌 29.7%。而随着“保交楼”政策进入尾声，房地产竣工面积累计同比下降 20.2%，环比上个月巨幅回落，跌至 16 个月的低位。

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。

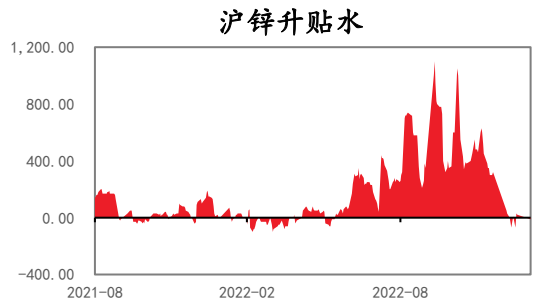
3 锌期货现货数据

图表 18：锌产量



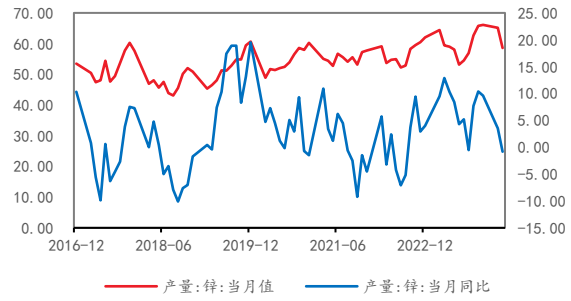
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 19：锌升贴水



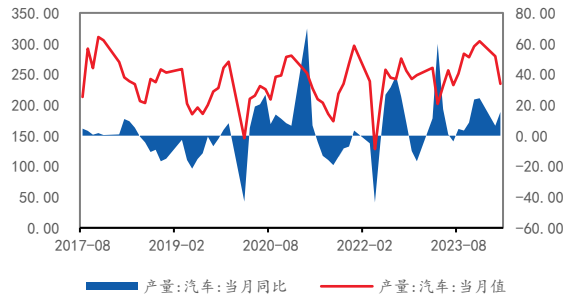
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 2024 年粗钢限产确定

5 月 29 日，国务院印发《2024-2025 年节能降碳行动方案》，钢铁行业的节能降碳的任务目标仅排在石化、非石化能源消费后，属于重点关注行业。

具体来看，钢铁行业的节能降碳行动分成三点：1. 加强钢铁行业产能调控。2. 深入调整钢铁产品结构。3. 加快钢铁行业节能降碳改造。

第一点的产能调控是对钢铁行业影响最为直接的。要求严格落实钢铁的产能置换，严禁新增钢铁产能，继续实施粗钢的产量调控。严查产能置换与严禁新增产能已实施多年，实现的难度不大。由于我国钢铁产业的生产集中度相对较低、产能较为分散、行业自律性不强，靠钢企自发性减产的难度较大，因此落后产能、过剩产能的出清依赖于行政政策。

截至到 2024 年 4 月，根据统计局口径，我国粗钢产量累积 3.4 亿吨，同比下降 3%；2024 年 4 月当月粗钢产量 8712 万吨，同比下降 6.15%。我们认为，在自然状态下，受需求和利润率的影响，2024 年我国粗钢产量同比下降 3%的压力不大。

粗钢减产在两条线上对钢价产生影响。一方面钢材供应收缩，供应过剩的压力缓解，对钢价起到支撑作用。另一方面，粗钢减产导致原料用量下降，原料价格压力加大，在原料占炼钢主要成本的背景下，带动钢价下行。

目前粗钢限产的具体目标尚未出台，若后续限产目标制定在下降 5%及以下，则对钢市影响较为中性；若后续限产目标制定在下降 5%以上，则对钢材供应及原料价格都会产生较大的压力。考虑到目前钢铁行业产能过剩较为严重，严格限产的可能性较大。

2 政策持续发力

自 517 地产新政以来，包括广州、上海、深圳在内的超一线城市陆续放宽了地产限购限制。

以上海为例，调整了非沪籍居民在主城区的社保缴纳要求，从 5 年降至 3 年，并将郊区的要求从 3 年降至 2 年。首套房的首付比例也降至 20%，首套商业贷款利率下调至 3.5%。深圳的调整措施与上海类似，而广州的政策调整幅度更为显著，包括在限购区只需缴纳 6 个月社保、取消限售、首付比例最低可至 1.5 成，以及取消贷款利率下限等。

这些政策表明，超一线城市的购房条件正逐渐优化，限购政策持续放松。虽然目前尚未完全取消限制，但未来政策预期将更为宽松。考虑到超一线城市政策的快速放宽可能会对二三线城市产生虹吸效应，吸引更多的购房者和资本流向一线城市，一线城市政策的完全放开可能会来的更晚一些。

同时，我们也要看到这种持续放宽的地产政策导致市场对政策调整的敏感度逐渐减弱，市场对政策的反应也越来越免疫。尽管政策条件优越，但如果房价继续下跌，潜在购房者面临的资金损失风险仍然高，这可能抑制需求的真正释放。

回购商品房改造成保障房能否逆转地产颓势？我们认为很难，政府采取的回购商品房改造成保

障房的措施，长期而言需确保总收益为正，即保障房租金应高于贷款利息支出。保障房的租金通常低于市场平均水平，因此该政策的成功实施，需通过降低贷款利息和房价来降低成本。这暗示房价可能尚未见底，同时未来的利率将长时间维持在较低水平。

3 节能降碳方案影响较大

上周全国高炉产能利用率回落，而钢材产量略有增加。国内 247 家钢厂的高炉产能利用率为 88.2%，环比下降了 0.4%，同比下降了 1.5%。五大品种钢材的周产量为 902.9 万吨，环比增加了 0.8%，同比下降了 2.5%。长流程产量小幅回落，上周日均铁水产量降低了 1.0 万吨至 235.8 万吨。尽管钢厂利润近期维持在高位，钢材产量环比仍实现小幅回升。

在库存方面，上周五大品种钢材的社会库存量降至 1279.0 万吨，环比下降了 0.8%，同比增长了 7.1%。钢厂库存增至 475.0 万吨，环比上升了 1.2%，同比下降了 2.1%。钢材总库存持续回落，环比下降了 0.3%，去库幅度环比收窄了 2.7%，显示出厂库与社库出现分化，社库在下行的同时厂库累积。

上周五大品种钢材的周表观消费量为 907.8 万吨，环比下降了 4.5%，同比下降了 8.1%。其中，螺纹钢的周表观消费量为 249.9 万吨，环比下降了 10.2%，同比下降了 19.8%。五大品种钢材的表需再度下行，建材与板材同步回落，螺纹钢表需持续走弱。建筑钢材的周成交量降至 11.98 万吨，环比下降了 14.1%。

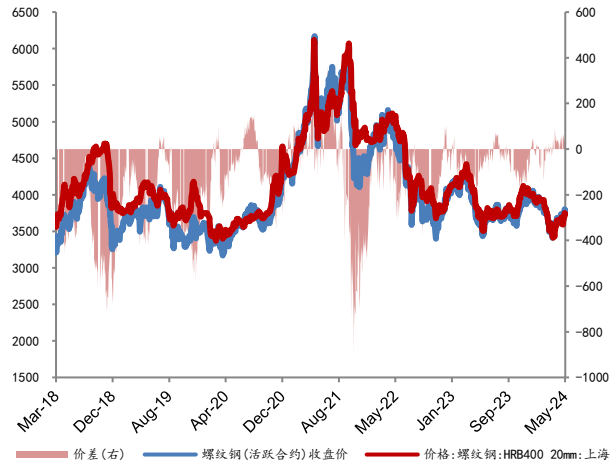
钢材现货价格本周走弱，主流钢材品种的即期毛利小幅改善。247 家钢厂的盈利率为 52.8%，环比下降了 1.3%。

4 小结

早在 4 月 3 日，发改委与工信部等部门已就 2024 年粗钢产量调控工作进行部署，然而却没有具体政策落地。直到上周国务院发布了《节能降碳》文件后，粗钢限产的趋势才逐渐明朗。尽管具体的限产目标尚未明确，但鉴于当前钢铁行业供应过剩的严重形势，我们认为严格的限产目标出台的概率较大。因此，虽然短期内限产政策对钢价有一定的支撑作用，但我们更应该警惕成本坍塌可能带来的价格下行风险。

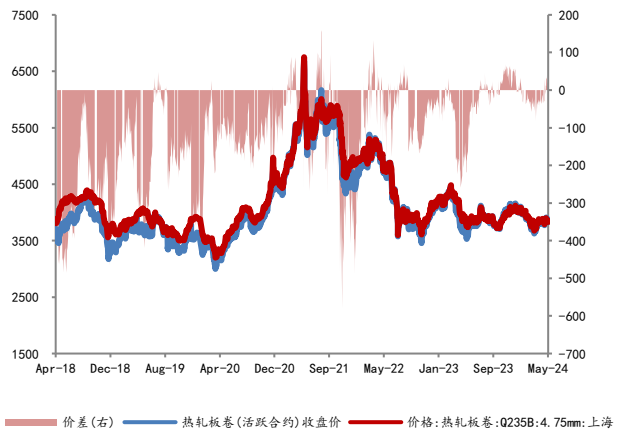
5 钢材期货现货数据

图表 22：螺纹期现价差



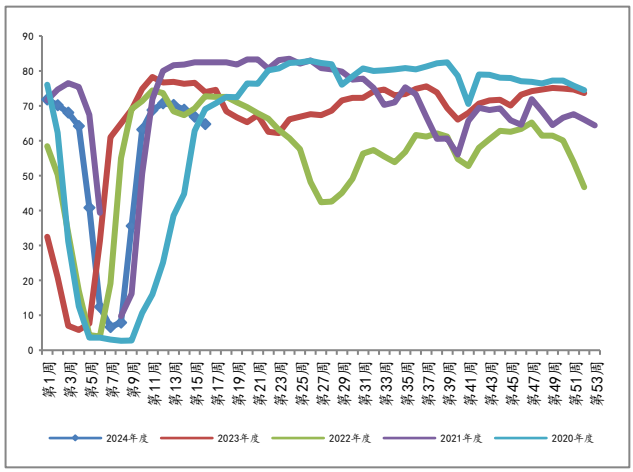
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 23：热卷期现价差



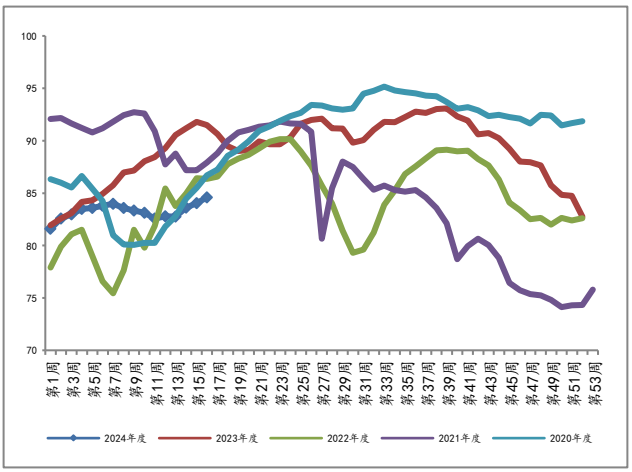
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 24：85 家独立电弧炉钢厂：开工率：中国（周）



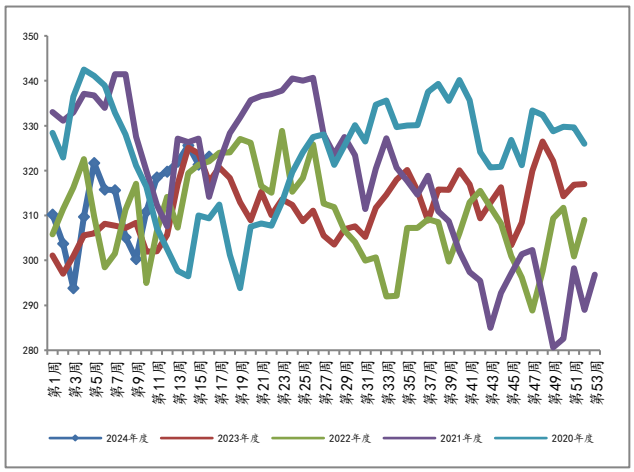
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 25：247 家钢铁企业：高炉产能利用率：中国（周）



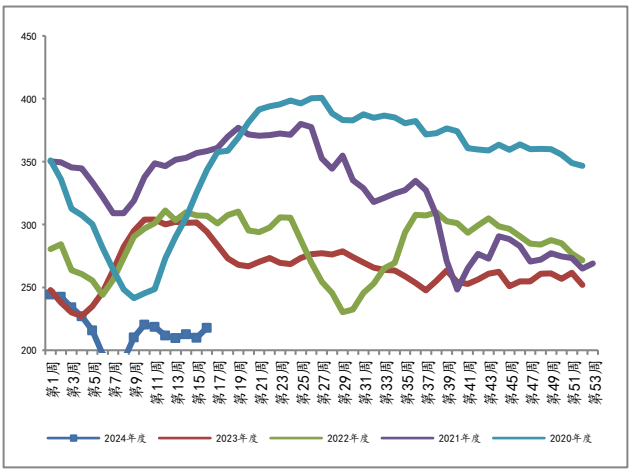
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 26：螺纹钢：建筑钢材钢铁企业：实际产量（周）



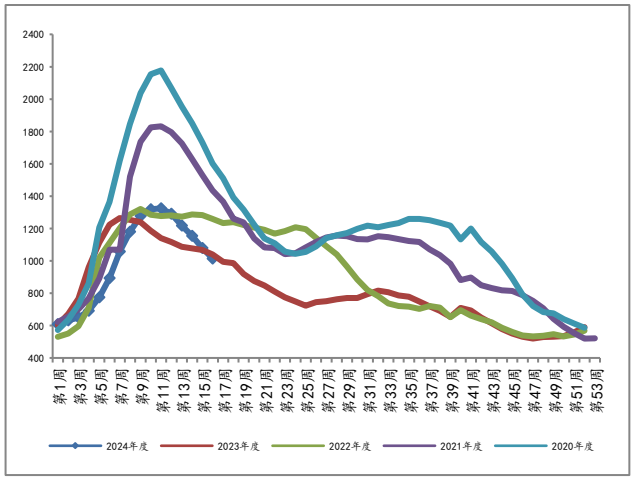
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 27：热轧板卷：钢铁企业：实际产量：（周）



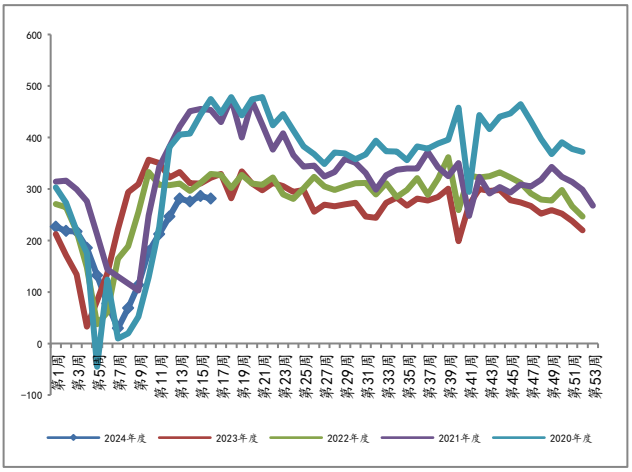
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

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 减产主线逻辑不变

当前原油市场焦点主要在于供应端，业界普遍押注 OPEC+将会按兵不动。

目前的实际情况是，2024 年 OPEC+减产计划稳步推进，沙特以外成员国履约率一般，总体原油产量变化不大。6 月初 OPEC+召开部长级会议，主要讨论接下来的产量配额问题，鉴于当前油价处于中性位置，且无法证实需求的增长前景，预计大概率仍将延续现行的减产规模。然而，除沙特坚持自愿额外减产 100 万桶/日，其他产油国仍有一定变数。

俄罗斯主管能源的副总理诺瓦克表示，该国不打算削减原油产量和炼油量，但俄罗斯炼厂设备频繁遭受乌克兰无人机袭击，限制其原油加工能力及成品油出口。伊拉克和哈萨克斯坦将面临近 100 万桶/日的补偿性减产，伊朗则批准了将原油产量提高到 400 万桶/日的计划，委内瑞拉失去美国豁免后继续与其他国际石油公司合作。非 OPEC+方面，美国、加拿大、巴西、墨西哥等国原油产量和出口后继增长乏力。

我们判断，OPEC+减产稳价的主线逻辑不变，但油价维持区间震荡状态比预想的时间更长，在 EIA 商业库存出现趋势性下降的证据之前，宜对原油市场季节性走强预期保持耐心。

2 关注额外减产可能

6 月 OPEC+会议将近，该组织的产量政策对原油市场表现强弱具有决定性影响。最新一个有意思的情况是，外界对 OPEC+会议结果的预期从此前的延长减产突然转向强化减产，消息面刺激国际油价出现反弹。

根据 CME 的 OPEC 观察工具显示，6 月会议上预期 OPEC 延长减产期限的概率为 21.01%，退出减产的概率仅有 1.02%，而加强减产的概率竟高达 77.97%。此前，包括我们在内的外界普遍预期，三季度乃至下半年的减产计划大概率保持不变，CME 预测的概率分布是出乎意料之外的。客观来讲，当前原由基本面整体是中性的，供应总体保持收敛，需求步入传统旺季，库存压力逐渐缓解。

OPEC+只能基于当前情况来制定未来三到六个月的政策，只要延续减产对原油期货而言就已是利好。不过，CME 模型是否能真实代表市场主流预期，这仍有待进一步观察验证，但至少意味着 OPEC+退出减产的可能性微乎其微。

3 旺季预期兑现延迟

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。

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。不过，这种情况下 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 高盛唱多需求前景

在夏季出行高峰即将到来之际，高盛等华尔街投行再度唱多原油，理由是需求前景有被低估之嫌。

尽管 IEA 等能源机构一再唱衰，高盛仍上调了对全球原油需求的预期，认为到 2030 年，原油总需求量将从之前估计的 1.06 亿桶/日上升至 1.085 亿桶/日。高盛还进一步预测，全球原油需求将在2034年达到1.1亿桶/日的历史峰值水平,随后会转入一个较长的稳定时期,直到2040年前后开始进入下行通道。

具体到成品油市场，汽油消费预计将在未来 4 年内达到顶峰，而中间馏分油（包括柴油和航空燃油等）消费将在 2030 年代中期触顶。虽然主要经济体推进能源转型是大趋势，但欧美新能源汽车销量增长停滞不前，仅中国车市渗透率较高。分区域来看，OECD 发达国家原油需求将更早进入零增长状态，亚洲新兴市场仍将贡献全球原油需求增量的绝大部分。

作为国际原油大多头，高盛的观点偏向于乐观，但无可否认的是，今年姗姗来迟的消费旺季难以证伪，6-9 月原油走势不宜看空。

5 多头重新站稳脚跟

国际油价维持在震荡区间内盘整，供需基本面表现略显平淡，前期风险溢价挤出后为下一轮行情酝酿蓄势。

2024 年迄今来看，炼厂裂解价差不佳拖累原油加工量，且 OPEC+部分成员国未能严格遵守减产承诺，使得二季度原油去库进程不及预期，整体供需平衡表仍略显宽松。不过，若 OPEC+下一步继续延长减产计划，叠加夏季出行高峰期开始到来，炼厂集中检修过后产能利用率回升，原油市场的季节性去库难以证伪。下游裂解价差也将有望回归，目前过低的利润导致炼厂超预期检修降负，但低开工率和需求旺季或形成结构性错配，令欧美汽油裂解价差存在低位反弹的可能，并对原油价格形成利好提振。

美国商品期货交易委员会数据显示，近期 WTI 原油期货净多头头寸大幅增加，侧面表明当前市场是较为稳固的。

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。

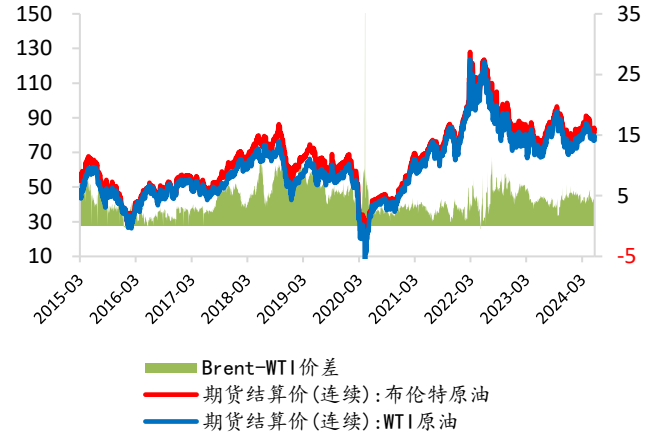
供应方面，除了难以计量的地缘政治风险外，美国页岩油未能延续高增长态势，全球原油总产量整体上是非常平稳的。需求方面，无论欧美发达经济体还是新兴市场均缺乏超额增量，长远

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 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。

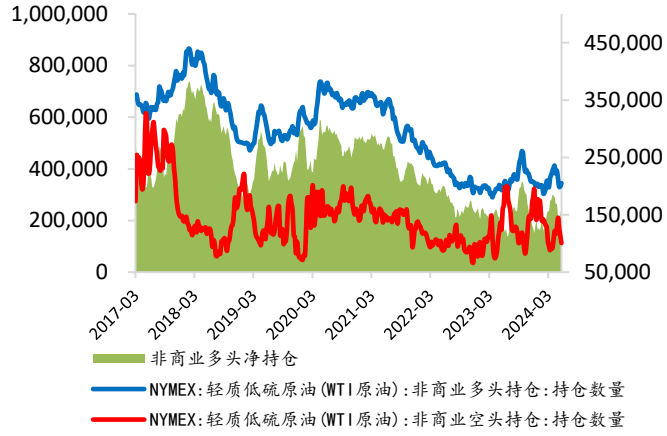
7 原油期现数据

图表 30：国际原油期货价格



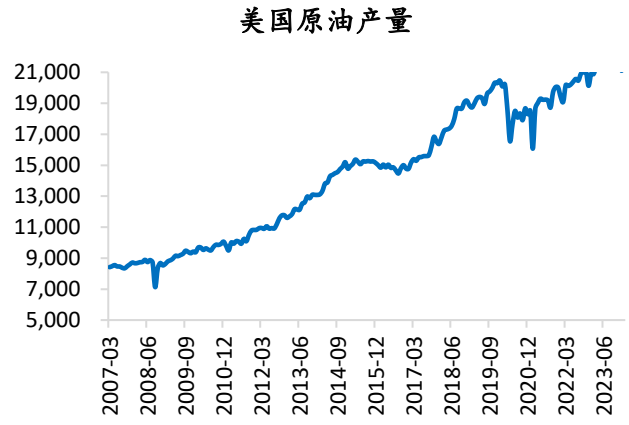
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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



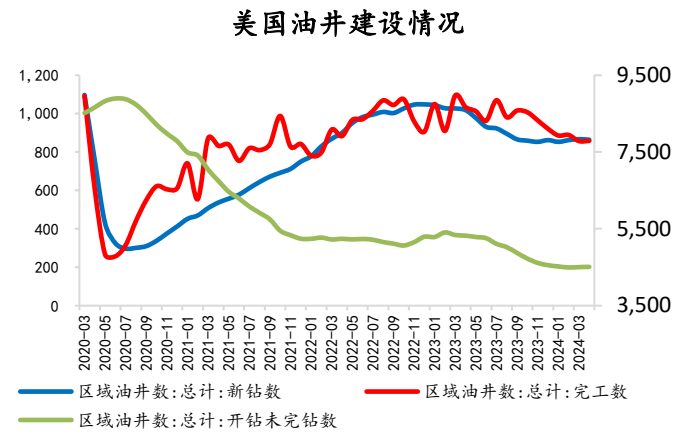
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 33：沙特原油产量



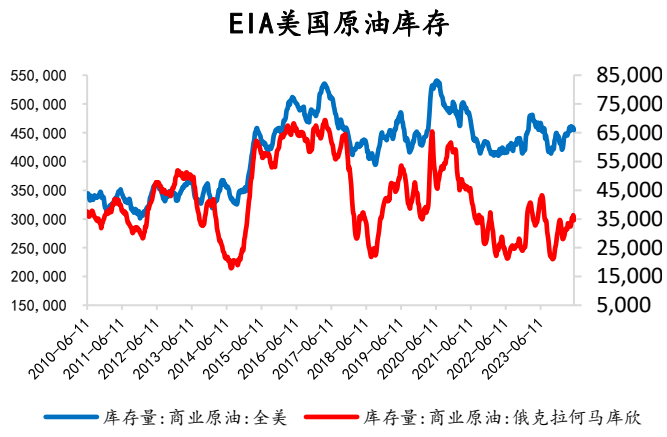
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 34：美国油井建设情况



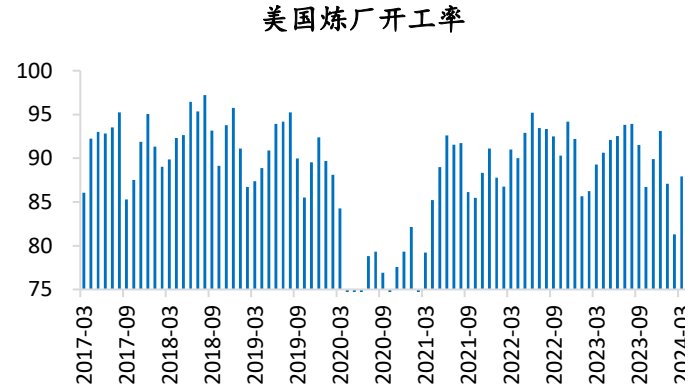
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 35：EIA 原油库存



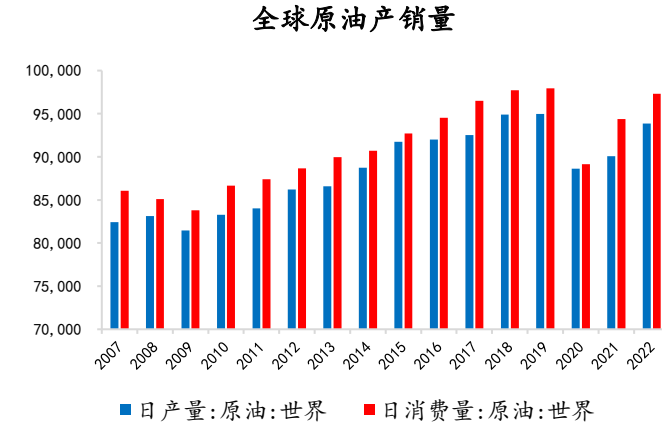
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 上游原料成本支撑

近期的天然橡胶盘面上涨行情，主要利多题材仍来自上游原料供应端。

泰国产区方面，目前当地新季原料产出偏少，泰国乳胶厂普遍因缺乏原料库存难以开工，发往中国的订单大幅下滑。由于原料收购价格持续坚挺，令加工厂成本高昂和利润倒挂加剧，使得今年国内橡胶进口量同比偏低。

云南产区方面，前期干旱问题有所缓解，但胶水上量仍偏缓慢，原料价格居高难下，国产全乳胶交割利润持续亏损。近期降雨后胶林长势良好，当地加工厂开工率保持在 5-6 成。海南产区方面，过多的降雨天气反而令割胶工作开展受阻，而下游刚需补库支撑浓乳价格上涨，再次出现浓乳和全乳加工厂争夺原料胶水的情形。

整体来看，目前原料端对胶价的成本支撑仍然存在，但下游需求缺乏实质性改善，天然橡胶逆季节性上涨空间有限。此外，本轮开割季异常偏高的原料价格，后续对供应水平增加的刺激作用有待观察。

3 内需外销分化显著

短期来看，海内外天然橡胶供应压力暂未体现，下游行业存在刚需补库支撑，主销区现货出现一定结构性偏紧，提振沪胶期货盘面震荡偏强运行。

近期，轮胎企业开工率逆季节同比提升，但分化情况依旧明显。半钢胎企业经营状况较为平稳，多延续高开工状态并主动补库存，然而这并不意味着产业链传导良好，目前需求端尚未观察到实质性改善，仅出口市场差强人意。全钢胎产销则长期表现出疲弱态势，走货不畅造成工厂成品库存持续增加，累库压力下开工维持低位运行，预计夏季全钢胎样本企业产能利用率继续小幅走低。轮胎行业之外，橡胶制品类企业订单情况暂无好转，基数和增速均无亮点可言。

当前天然橡胶基本面呈供需双增格局，但考虑到传统淡季下游支撑减弱，终端需求在金九银十以前易降难增，季节性因素或将对胶价造成偏利空影响。

4 内外价差倒挂修复

当前沪胶的逆季节性上涨，一个重要原因是对内外盘价差倒挂的修复。

泰国天然橡胶价格之所以表现强势，主要受原料高昂与库存低位支撑。泰国产地天气和物候不佳，胶水等原料价格长期坚挺，限制了上游加工厂补库积极性。在绝对数量本身偏低的情况下，5 月泰国天然橡胶库存继续走低。即使全面开割后原料上量，加工厂补库仍可托底原料价格的下性空间。国内市场则由于较高的社会库存压力，前期内外盘倒挂的影响不明显。

理论上，作为全球最大的天然橡胶生产国和消费国，中国-泰国胶价倒挂现象终将会得到修复的。正常情况下，泰国新胶上量后，海内外价差存在修复预期，但鉴于泰国库存短期难有明显回升，推测价差修复大概率将通过国内继续去库来实现，这也反映在青岛地区库存变化上。

5 炒涨过度面临风险

短期内，天然橡胶市场仍有天气题材炒作，原料及现货价格坚挺支撑，本轮胶价波动幅度较大。上游来看，国内外产区受极端天气影响，部分区域降雨偏多导致新胶释放不足，原料持续高位对成本端驱动较强。在新季原料全面上量前，整体产出节奏不及预期，此前东南亚低产期进出口量下降，令当前国内现货市场供应压力有限，上中游环节库存持续去化。截至 5 月末，青岛地区天然橡胶保税区和一般贸易库存合计 53.91 万吨，环比上期减少 0.89 万吨或 1.63%，小幅去库趋势得以长期延续。但值得注意的是，高昂的原料成本严重挤压橡胶加工厂生产利润，主要下游轮胎行业特别是全钢胎成品库存累积，需求端承压对胶价缺乏有效支撑。随着泰国东北部以及越南产区开始逐步增产，叠加年中汽车产销淡季到来，6 月以后供应增速将高于需求增速，胶价反弹过高面临较大的下行风险。

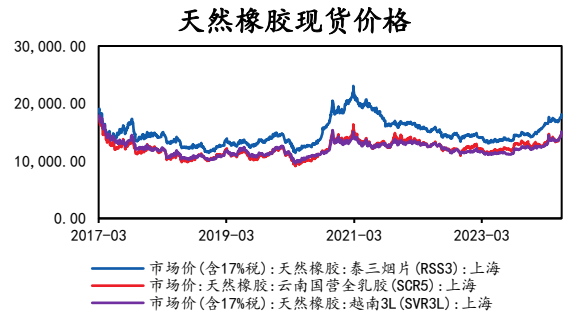
6 震荡筑底重心抬升

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 。

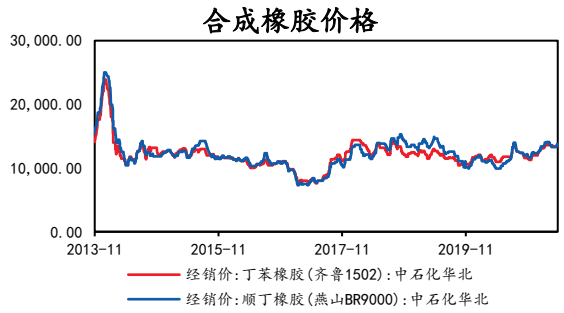
7 橡胶期现数据

图表：天然橡胶现货价格



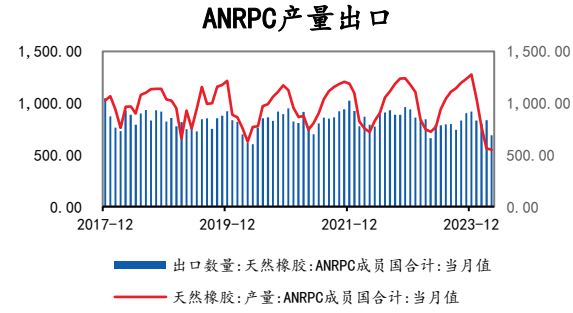
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 38：合成橡胶价格



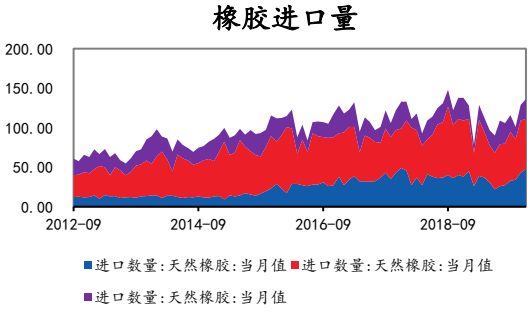
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 39：ANRPC 产量出口



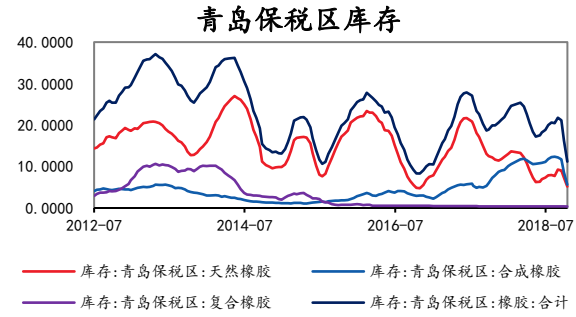
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 40：橡胶进口量



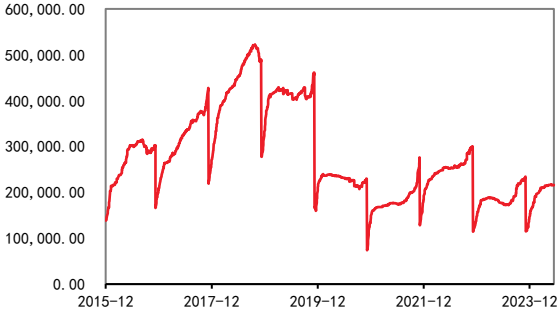
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 41：青岛保税区库存



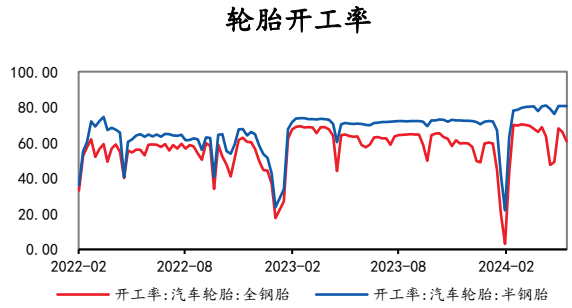
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 42：上期所注册仓单



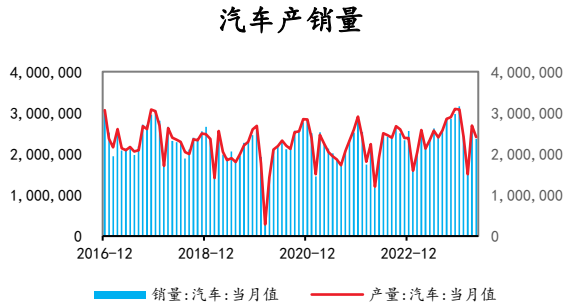
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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：美豆承压调整，国内豆粕市场大幅回落

1 外部豆类市场分析

美豆种植率好于预期，天气条件基本正常

美国农业部公布的周度作物生长报告显示，截至 5 月 26 日，美豆种植率为 68%，高于市场预期的 66%，去年同期为 78%，五年均值为 63%。大豆出苗率为 39%，去年同期为 50%，五年均值为 36%。当前美豆开局保持正常，天气预报显示，在本周晚些时候降雨回归之前，美国中西部将有一段较为干燥的天气利于推进播种。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%。

阿根廷大豆收割加快，低价南美大豆挤占美豆出口份额

目前巴西大豆已基本结束收割，市场对该国南部地区因灾减产的关注度下降。布宜诺斯艾利斯谷物交易所表示，截至 5 月 29 日，阿根廷大豆收割率达到 86%，最新评估的产量仍为 5050 万吨。大豆成为阿根廷农民抵御通胀的重要物资。巴西全国谷物出口商协会（Anec）发布报告，预计 5 月巴西大豆出口量将达到 1374 万吨，豆粕出口量预计为 208 万吨。南美大豆供给充裕，凭借价格优势挤占美豆出口份额。美国农业部发布的出口销售报告显示，截至 5 月 16 日当周，本年度美国大豆总销量为 4288 万吨，同比降低 15.7%。

马来西亚棕榈油出口形势显著好转，供应压力缓解助推棕榈油补涨

据船运调查机构 ITS 公布的数据显示，马来西亚 5 月 1-31 日棕榈油出口量为 1481916 吨，较上月同期出口的 1213525 吨增加 22.12%。来自印度和中国需求的回升扭转此前出口低迷状态，为棕榈油价格止跌回升提供重要支撑。目前国际棕榈油与其他油脂间的价差仍在修复中，棕榈油性价比提升，需求前景有所改善。不过当前正值马来西亚棕榈油季节性增产周期，南部半岛棕榈油压榨商协会（SPPOMA）发布报告称，5 月 1-25 日马来西亚棕榈油产量环比增长 17.66%。受出口增幅快速提高影响，预计马来西亚 5 月棕榈油库存不会显著攀升。产地棕榈油累库压力下降，低位买盘活跃，为棕榈油价格反弹提供动力。

2 国内豆类市场分析

国内油厂开工率连续提高，国内豆粕累库进度加快

继 4 月份中国进口大豆环比增加 54.7%达到 857.2 万吨后，监测数据显示，5-7 月月均大豆到港量预计超过 1000 万吨。受国内进口大豆到港量快速增加影响，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 24 日当周，国内油厂大豆压榨量达到 201 万吨，国内豆粕库存量为 71.5 万吨，周度增加 16.7 万吨，连续八周回升。随着进口大豆到港量继续增加，预计本周大豆压榨量有望升至 220 万吨，国内养殖端需求稳中偏弱，豆粕累库节奏进一步加快。在新一轮供给压力下，油厂挺粕乏力，正在以降价促销的方式减少库存压力。

油脂库存总量攀升，豆油和菜油期货交替领涨

本周国内油脂市场震荡回升，豆油和菜油期货交替领涨，相继创出本轮反弹行情新高，马来西亚棕榈油出口止跌回升，在成本驱动下国内棕榈油期货买盘趋强，跟随国内油脂板块进入反弹节奏。此外，国内商品市场剧烈波动，市场情绪的快速变化同样引发国内油脂期货盘面宽幅震荡。不过从油脂供需基本面看，油脂价格反弹的基础仍显偏弱。本周受进口大豆和菜籽压榨量回升影响，国内油脂库存总量攀升。中国粮油商务网监测数据显示，截至 2024 年第 21 周末，国内三大食用油库存总量为 184.84 万吨，周度增加 3.70 万吨，环比增加 2.04%。其中豆油和

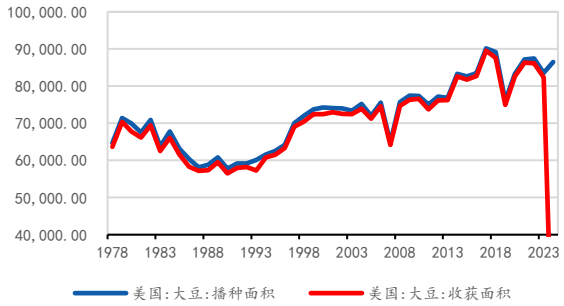
菜油库存继续回升，棕榈油库存则保持下降态势。棕榈油库存下降叠加进口成本升高，为棕榈油价格抗跌提供支撑。

3 油脂油料市场展望

随着阿根廷大豆收割进入尾声，2023/2024 年度南美大豆产量形势基本清晰。南美大豆在生产阶段，虽遭遇恶劣天气影响，产量规模低于播种初期预测值，但得益于阿根廷大豆产量实现翻番，南美大豆整体产量仍较上年度大幅提升，为稳定全球大豆供给提供重要保障。当前美豆产区天气条件基本正常，资金尚不具备发动天气炒作的条件，增产预期仍是限制新季美豆价格回升的主要阻力。美豆下跌的成本传导主要由国内蛋白粕市场承接，与此同时，不断升高的豆粕库存也削弱油厂挺粕动力，如何化解库存压力仍是近期市场交易的重点。5 月马来西亚棕榈油出口大幅增长，大大化解了产量增长对供应端的压力。国内三大油脂期货形成交替领涨局面，推动油脂盘面重心震荡上移。豆类市场粕弱油强的分化格局仍有望持续。由于消息面平静，豆一期货仍难以摆脱目前的震荡僵局。

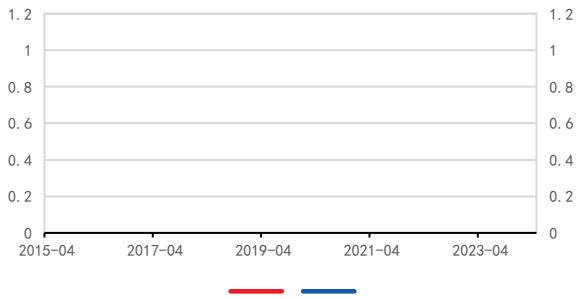
4 油脂油料市场主要数据

图表 45：美国大豆种植收获面积



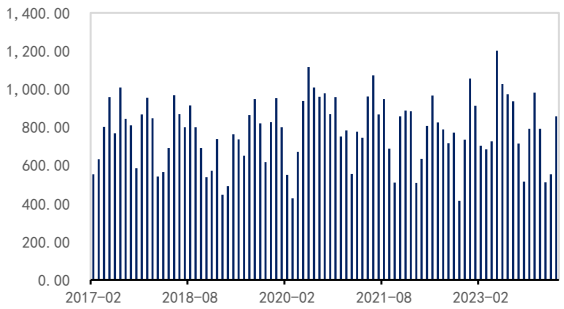
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 46：国内生猪存栏量



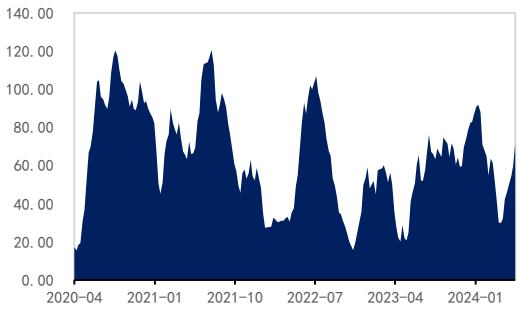
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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