中金财富期货策略周报（2024 年第 20 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：震荡市延续，等待新变化。一方面近期经济基本面变化不大，出口数据指向外需持续改善。另一方面经过 5 月政策密集出台，短期内新出政策超预期可能性较低，房地产调控政策优化、加快基建形成实物工作量等政策落地效果有望在 6 月中旬公布的 5 月宏观经济数据中逐步验证。因此，市场仍将延续震荡态势，等待新变化出现。

铜：矿端供应趋紧，国内产量维持高位，供应偏宽松。下游企业畏高观望情绪较浓，在高铜价高库存压力下，生产企业大多选择减产、停产，需求持续走弱。在挤仓事件基本告终后，价格回归至上冲前的平台运行。在宏观面没有出现明显转变的前提下，铜价将继续高位盘整等待新一轮的驱动。

锌：矿端紧缺故事暂未缓解，国内矿加工费延续下调。据悉部分冶炼厂因为原料不足以及加工费价格低位影响产量，预计 6 月冶炼厂产量或有下降。镀锌板块受环保督察及订单影响，开工难有较大提升，压铸锌合金企业因原料成本抬升，利润空间受到压缩，淡季消费下开工偏弱。政策端持续利好，但高锌价压力叠加淡季影响，需求短期难有较大改善，对锌价形成一定的拖累，预计 6 月锌价持续高位震荡。

钢材：美国强劲的非农数据，再度推迟了美联储降息预期，黄为首的美元资产大幅下跌，钢价的成本支撑进一步减弱。与此同时，粗钢限产目标尚未公布，我们认为当前市场预期整体偏弱。

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，同时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，支持价格重心出现明显抬升。然而，沪胶金融属性已经背离基本面，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 6-8 月沪胶整体偏空的观点，产业套利盘入场限制了上行空间，关注 RU2409 合约逢高沽空的机会。

油脂油料：美国农业部下周将公布月度供需报告，市场密切关注巴西大豆产量的调降幅度。MPOB 月报在即，马来西亚棕榈油库存变化也是影响棕榈油市场走势的重要指标。随着美豆陆续完成播种，美豆产区天气因素对行情的影响力将逐渐增强。通常情况下，在天气因素的潜在支撑下，美豆在夏季易进入易涨难跌时段。国内三大油脂期货市场经过本周剧烈震荡后，与商品市场一道进入止跌回升状态，如果能得到下周两个关键报告的利多提振，有望继续拓展上行空间。国内豆粕库存在目前的高开工率下仍会保持累库状态，油厂会否扩大停机以及近期进口大豆到港节奏可作为观察的重点。在美豆进入天气市运行后，国内豆粕市场因成本依赖也会保持相对抗跌状态。国产大豆市场长期面临供过于求的基本现状，由于近期缺少现货和政策配合，豆一期货走势较为独立，整体被限制在相对较窄的震荡区间之中。

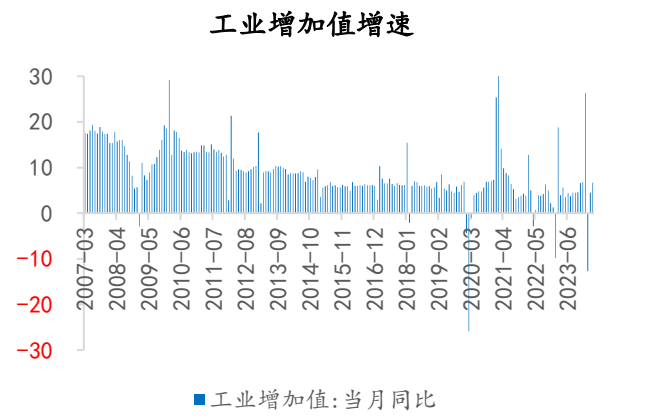
目录

周度策略：大起大落之后，工业品步入震荡行情 ..... - 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 高频数据：地产销售降幅收窄，出口仍偏强 ..... - 7 -
3 资金价格降至政策利率下方 ..... - 8 -
4 宏观策略 ..... - 8 -
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 海外情绪剧烈波动 ..... - 16 -
2 粗钢限产之下 成本压力较大 ..... - 16 -
3 出口高增长 ..... - 16 -
4 铁水产量拐点 库存由降转增 ..... - 17 -
6 钢材期货现货数据 ..... - 17 -
原油 ..... - 20 -
1 分两段式延长减产 ..... - 20 -
2 基本面不支持增产 ..... - 20 -
3 消费旺季姗姗来迟 ..... - 20 -
4 去库拐点尚未确认 ..... - 20 -
5 中性市场不宜悲观 ..... - 21 -
6 高位震荡蓄势盘整 ..... - 21 -
7 原油期现数据 ..... - 21 -
天然橡胶 ..... - 24 -
1 沪胶阶段表现偏强 ..... - 24 -
2 原料供应支撑为主 ..... - 24 -
3 需求分化预期转弱 ..... - 24 -
4 行业信心指数不佳 ..... - 24 -
5 出清周期进程加快 ..... - 25 -
6 震荡筑底重心抬升 ..... - 25 -
7 橡胶期现数据 ..... - 25 -

油脂油料：美豆先抑后扬，国内豆类市场止跌回升 ..... - 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 -

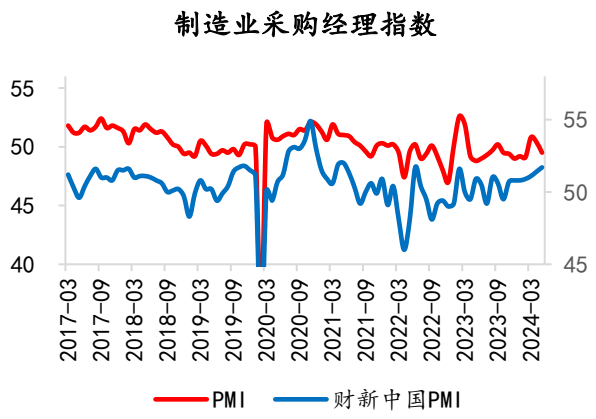
重要经济指标概况

图表 1：国内工业增加值增速



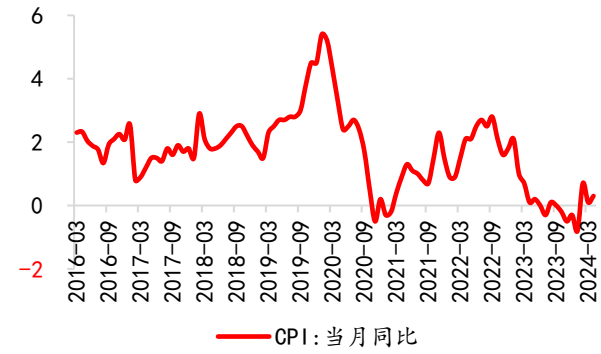
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 2：中国制造业采购经理指数



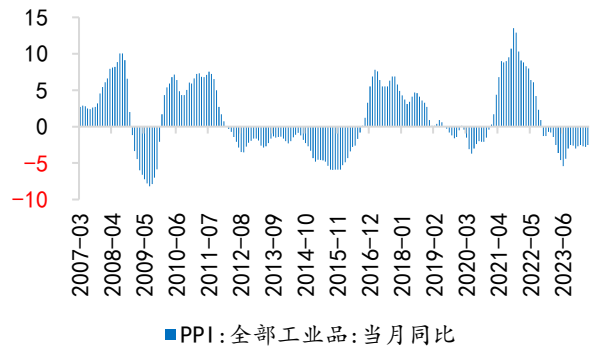
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 3：中国居民消费价格指数



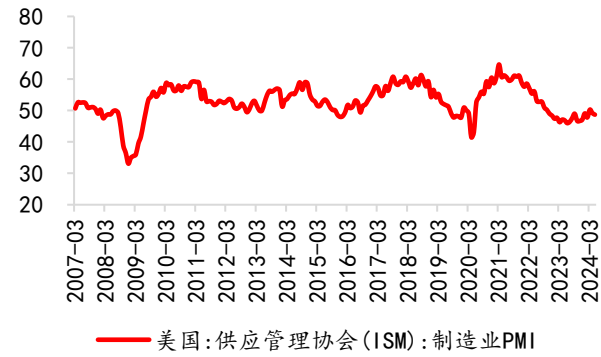
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 4：中国工业生产者出厂价格指数



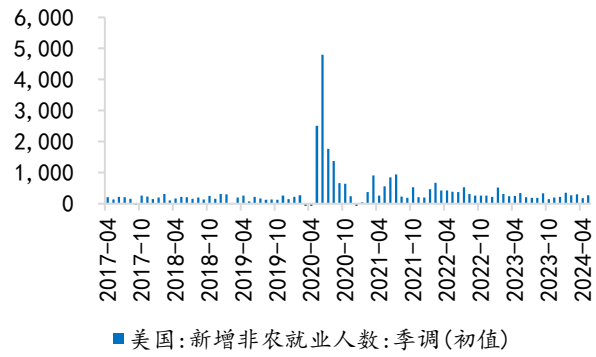
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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：大起大落之后，工业品步入震荡行情

以铜和黄金为代表的品种在炒作的因素下大涨，随后明显回落；以螺纹、建材为代表的品种在政策的刺激下大幅反弹，但是随后在基本面改善有限的情况也出现回落。目前工业品市场处在催化因素平稳，估值相对合理的阶段，其走势也以震荡为主。

如何看待 6 月份的出口数据？

6 月 7 日海关总署公布 5 月份进出口数据:5 月我国出口商品 3024 亿美元,当月同比增速为 7.6%,累计同比增速 2.7%，进口 2197 亿美元，增速 1.8%，累计同比 2.9%，贸易顺差 826 亿美元。

5 月出口增速加速上行，源自于美国加征关税导致企业抢出口行为、外需延续强势和出口商品单价下降带来的商品竞争力提升。

首先是企业抢出口行为。5 月美国宣布对国内 14 类商品加征关税，导致企业纷纷抢出口以规避高额关税。5 月 CCFI 美东、美西和南美航线均有不同程度高上涨，指向部分商品或借道巴墨等地以满足对美出口需求。

其次是外需延续强势。首先，全球制造业 PMI 环比上行，新兴经济体中印度、巴西、俄罗斯、墨西哥等制造业 PMI 持续扩张，欧美、英日等 PMI 均有所改善；另外，美国补库上行有望进一步加强，以及亚洲供应链持续好转。从东亚产业链国家出口来看，5 月继续维持高增长，韩国 5 月份出口增速 11.7%，越南出口同比增速 12.9%（前值 12.4%）。

三是出口商品单价下降带来商品竞争力提升。根据海关总署贸易统计快讯计算单价的 17 个品类中，2023 年单价下降的品类有 13 类，今年前四个月，除中成药、集成电路、船舶和平板显示模组外，其余商品出口单价同比延续下降。

整体看，二季度出口有望维持高位。由于低基数效应，6、7 月出口同比增速仍有可能维持较高位置，叠加海外经济逐步采取降息行动，对需求的压制有望迎来缓和，预计下半年出口动能将维持高位，全年出口增速预计为 6%，外需的压力边际上是减缓的。

图表 1：出口预期与实际情况



资料来源：wind，中金财富期货

欧央行降息，美联储可能有类似路径

欧央行在通胀没有降到 2%的情况下降息，部分机构解读为超预期。事实上，4 月以来，包括行长拉加德在内的欧央行官员，多次表态支持 6 月降息。上周欧元区通胀超预期反弹，欧央行官员再度出面安慰市场，认为无需过度解读。会议前，利率掉期市场定价本周降息概率高达 97%。因此欧央行的降息并未超出市场预期。

降息落地确认欧央行短期关注通胀下行趋势，“2%通胀目标”为中长期目标。不同以往的是，本次降息开启时，欧央行并未实现“2%的通胀目标”，这是 2008 年以来的首次。5 月欧元区核心 CPI 同比为 2.9%，也还高于通常意义上认为的央行 2%的通胀目标。

降息的压力来自经济基本面，欧元区经济 2023 年四季度陷入 0 增长；而德国 GDP 自 2023Q2 以来已经连续 4 个季度负增长。但降息的前提是通胀得到控制，欧央行关注的是通胀下行趋势。行长拉加德此前表示，“不会等到通胀每一项都回到 2%才降息”，“鉴于欧元区 CPI 快速上涨之势目前基本上得到遏制，6 月降息很有可能”。

欧央行不再执着于通胀降至 2%之后再开启降息，源自本轮通胀超乎寻常的粘性。这是疫后财政补贴、供给约束以及俄乌冲突共同作用的结果。海外发达国家的通胀与利率政策应对普遍呈现“更高更久”的特征。

这种情况下，由于货币政策效应的滞后性，继续加息或维持现有利率可能会“过度”而损害经济；在利率足够高时，即便降息，短期内利率仍具有限制性，只要通胀下行趋势不变，仍可以会在中期实现通胀目标。此次降息前欧元区政策利率（再融资利率）已经达历史次高值，仅低于 2001 年 5 月降息前的 4.75%。

考虑通胀仍有反弹可能，后续降息路径并不确定，年内可能还会降息 1-2 次。而市场关注度较高的美联储，可能有类似欧央行的动作。

工业品有望步入震荡行情

目前大宗商品市场最大的基本面是“预期向好、现实平淡”。预期上看，无论是欧美央行降息，还是国内地产政策变化，都可以看到政策上和预期上力度在增加。但是从现实看，目前宏观经济的景气度以及商品市场的供需关系无实质性变化，部分周期性上行因素对整个商品走势的影响有限，工业品震荡的态势明显。

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	6 月 5 日	OPEC+披露详细“退出减产”路线图	pec+同意延长减产至今年年底，接近同意延长至明年底	OPEC+成员国目前总共减产 586 万桶/日，约占全球需求的 5.7%。
	6 月 5 日	证监会:将一体推进强监管、防风险、促进资本市场高质量发展	证监会将会同市场有关各方，共同推动新“国九条”和资本市场“1+N”政策体系落实落地	退市加快，监管趋严
数据	6 月 6 日	5 月进口增速放缓，出口加速增长	进口以美元计同比增 1.8%，出口同比增 7.6%	抢出口是重要的因素之一
	6 月 5 日	4 月 JOLTS 职位空缺意外创三年多新低	美国劳动力市场稳步降温	交易员预计美联储将在 2024 年以更快的速度降息。
事件	6 月 6 日	欧央行降息	降息 25 个基点，为五年来首次	但上调今明两年通胀预期，称不对利率路径做预先承诺，只要有必要就会让利率保持足够限制性

资料来源：中金财富期货研究所

2 高频数据：地产销售降幅收窄，出口仍偏强

总体看，近半月延续聚焦稳增长、稳地产、促改革，有 5 大焦点：一是促改革，6.5 全国政协聚焦改革，议题为“构建高水平社会主义市场经济体制”，提及了 6 大方面，包括聚焦推进中国式现代化、落实“两个毫不动摇”、完善市场经济基础制度、建设高标准市场体系、健全宏观经济治理体系、构建开放型经济新体制；二是松地产，除北京外一线城市均已跟进 517 地产新政，且一线中广州率先取消房贷利率下限，此外，6.7 国常会强调继续稳地产、去库存，包括推动已有政策加快落地生效，继续研究储备新的去库存、稳地产政策，新提“存量房产、土地的消化、盘活等工作既要解放思想、拓宽思路，又要稳妥把握、扎实推进”，指向更多政策有望出台；三是稳投资，包括 6.7 国常会部署促创业投资“募投管退”全链条优化支持政策，6.3-4 发改委召开促进民营经济发展壮大暨扩大制造业中长期贷款投放和科技型企业项目融资现场会；四是防风险，5.27 政治局会议审议《防范化解金融风险问责规定（试行）》，6.3 国资委党委扩大会议强调要央企要立足出资人定位，“从严控制增量，原则上不得新设、收购、新参股各类金融机构，对服务主业实业效果较小、风险外溢性较大的金融机构原则上不予参股

和增持”；五是节能降碳，5.29 国务院印发《2024-2025 年节能降碳行动方案》，要求“尽最大努力完成‘十四五’节能降碳约束性指标”，并提出了总量和分行业能耗、碳排放约束性指标，部署了能源、工业、建筑、交通等重点领域和行业节能降碳十大行动，加快落后产能出清，也有望改善相关行业供需格局。

出口超预期，预计后续仍将维持强势。商品结构方面，横向比较来看，本月出口金额累计同比增速较高的商品仍是船舶（+93.4%）、集成电路（+21.2%）、汽车（+20.1%）等相关产品，增速相对较低的则主要集中在工业原材料和中间品，如稀土（-46.7%）、钢材（-11.5%）、成品油（-8.4%）。从边际变化上看，本月出现增速边际上行的主要是偏上游原材料产品，如成品油（+5.2%）、铝（+2.8%）、手机（+2.6%）、钢材（+1.9%）等。价格方面，借助出口金额和出口数量对比看，本月出口金额增速大于出口数量增速的商品主要是船舶（+68.4%）和集成电路（+10.7%）。

国别结构方面，横向比较看，出口增速相对较高的仍以新型市场为主，如巴西（+26.3%）、东盟（+9.7%）、等。边际变化上看，对巴西和对东盟出口增速本月均有所上行，分别较上月提高 5.8 和 3.4 个百分点。对新兴市场出口仍是我国本轮出口复苏的基本支撑。

3 资金价格降至政策利率下方

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

资金价格上，DR001、DR007 均值分别为 1.69%、1.79%，较上上周变化：-11bp、-11bp；R001 与 R007 均值分别为 1.75%、1.84%，较上上周变化：-10bp、-10bp。交易所回购利率整体震荡下行，GC007 均值为 1.82%，较上上周下降 10bp；R007-DR007 周均值为 5bp，较上上周上升 1bp。

银行间质押式回购成交额日均为 64749 亿元，比上上周增加 11023 亿元。其中，R001 日均成交额 56858 亿元，R007 日均成交 6457 亿元。上交所新质押式国债回购日均成交额为 16694 亿元，比 5.27-5.31 增加 233 亿元。其中，GC001 日均成交额 14122 亿元；GC007 日均成交额 1797 亿元。

同业存单：上周，同业存单发行总额达 6973 亿元，抵消到期后，净融资规模为 2415 亿元，较上上周增加 711 亿。分银行类型看，股份行的发行规模最高，国有行的净融资额最高。分期限来看，1Y 存单的发行规模最高，9M 存单的净融资额最高。

一级市场发行利率方面，截至 6 月 7 日，1 年期国有行发行利率 2.04%，股份行 2.05%，城商行 2.2%；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 2.04%，较上上周五下降 3bp。其中，国有行 1 年期存单收益率 2.03%，股份行 1 年期存单收益率 2.04%。

同业存单期限利差走势分化。1 年期 AAA 同业存单收益率与 1 年 MLF 利率的利差为 46bp，较上上周五上升 3bp。1Y-3M 期限利差均值下降至 16bp，1Y-6M 期限利差均值上升至 12bp。

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-0.16%，上证 50 周-0.2%，中证 500 周-1.88%，中证 1000 周-3.76%。

上周，北向资金整体净流入 53 亿元。连续第四周净买入。

微盘股大跌是近期市场比较鲜明的特征。今年以来微盘股遭遇多次大幅波动，多与监管收紧背景下市场过分担忧有关。1 月雪球结构产品多次大规模敲入，叠加证监会发布《证监会进一步加强融券业务监管，全面暂停限售股出借》限制融券做空，市场对小微公司担忧情绪迅速提升。

“新国九条”发布后，证监会制定发布了《关于严格执行退市制度的意见》，近期部分上市公司被集中实施 ST，市场担忧情绪再度快速上升。

政策的约束并非微盘股波动的主因，“新国九条”引导市场偏好向高质量资产倾斜，中长期利好市场整体上行。根据近几年的历史情况，今年退市新规执行后，同期被实施 ST 的上市公司数与退市公司数量较往年并无明显增长，因此不必过分担忧。“新国九条”以强监管、防风险、促高质量发展为主线，引导市场偏好向高质量资产倾斜，未来政策的持续推进将会是渐进式，中长期利好资本市场整体高质量上行。

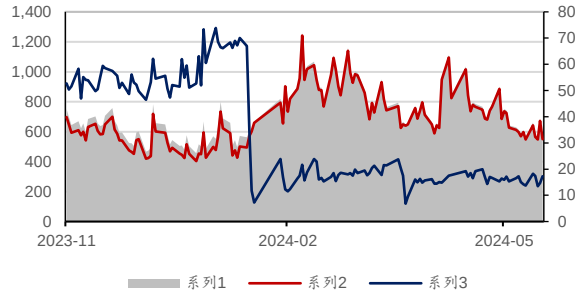
微盘股上涨的底层逻辑是低估值修复，短期来看缺乏上涨动能。微盘股指数 EPS 近年保持负数，其股价变动主要靠估值修复驱动。历史上两次微盘股策略跑输大盘都与当时微盘股估值显著高于全 A 有关，当前二者估值相近，或已缺少向上修复动能。另外，微盘股对市场交易量的波动情况敏感，当前市场交易量稳定且偏低，微盘股上涨概率较小。

继续关注调整买入机会

宏观稳增长政策趋势明确，但从政策落地、执行到最终基本面见效仍需要时间。在等待基本面数据验证期间，由高股息板块和新质生产力组成的新型哑铃策略攻守兼备，或将重新成为阶段性优选策略。新“国九条”强化上市公司分红、加大退市监管，后续监管政策不断落地，优胜劣汰机制逐渐形成，微盘股、绩差股波动性增加，高股息板块有望持续占优。

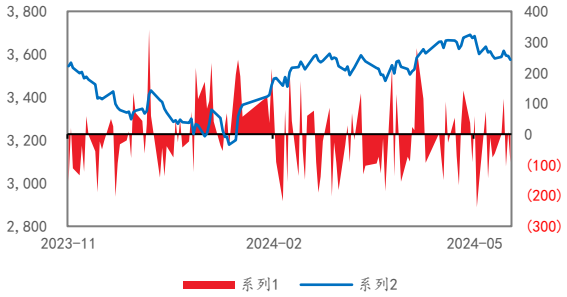
震荡市延续，等待新变化。一方面近期经济基本面变化不大，出口数据指向外需持续改善。另一方面经过 5 月政策密集出台，短期内新出政策超预期可能性较低，房地产调控政策优化、加快基建形成实物工作量等政策落地效果有望在 6 月中旬公布的 5 月宏观经济数据中逐步验证。因此，市场仍将延续震荡态势，等待新变化出现。

图表 8：融资融券数据图



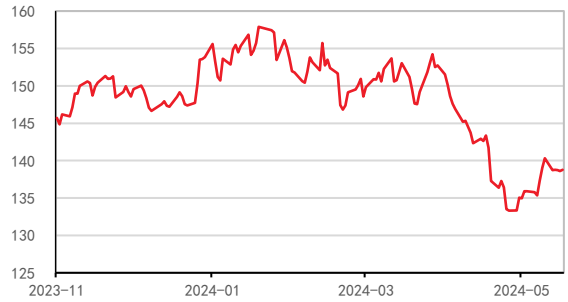
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 9：合约持仓和市场表现



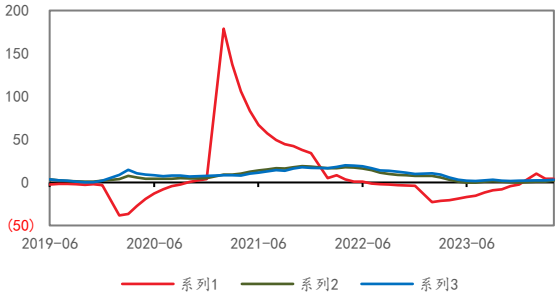
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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。

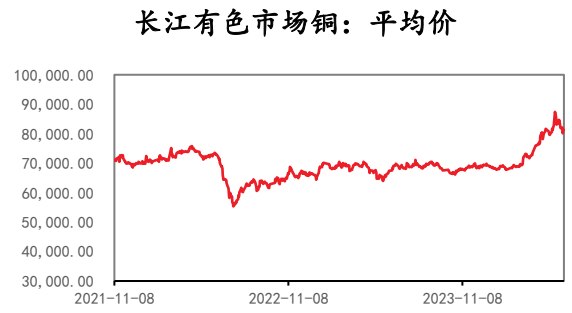
4 月新能源汽车产销分别完成 87 万辆和 85 万辆，同比分别增长 35.9%和 33.5%，市场占有率达到 36%，随着有关政策的深入实施，以及汽车生产企业进一步加大创新步伐，不断推出大量新车型，都将有利于进一步激发汽车市场消费潜能，扩大国内市场需求。

2 结论

矿端供应趋紧，国内产量维持高位，供应偏宽松。下游企业畏高观望情绪较浓，在高铜价高库存压力下，生产企业大多选择减产、停产，需求持续走弱。在挤仓事件基本告终后，价格回归至上冲前的平台运行。在宏观面没有出现明显转变的前提下，铜价将继续高位盘整等待新一轮的驱动。

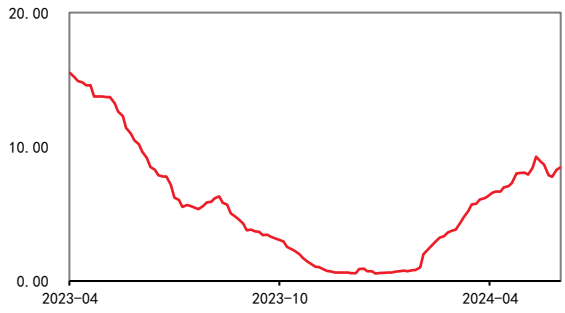
3 铜期货现货数据

图表 12：长江有色铜价



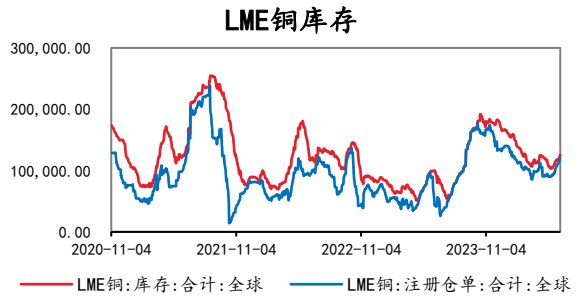
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 13：上海保税区铜库存



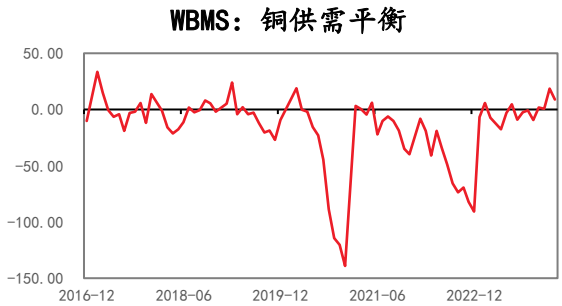
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 14：LME 铜库存



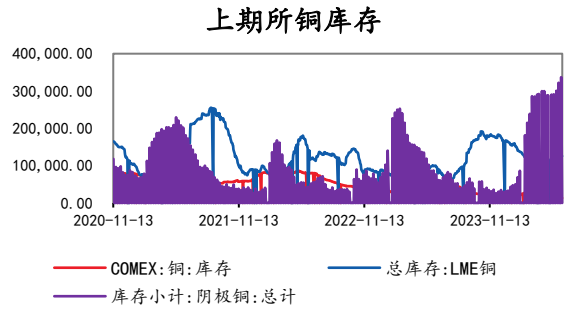
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 15：WBMS 供需平衡



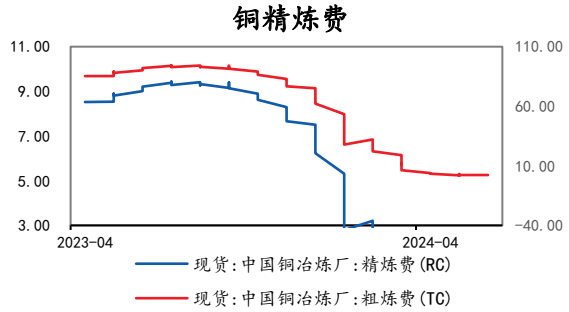
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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。

炼厂利润压缩，炼厂成本倒挂

国产锌精矿加工费 2600 元/金属吨，已跌破 3000 元/金属吨，较 4 月底下降 16.13%。矿端扰动不断，供给偏紧，锌精矿加工费持续低位下调，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。1-5 月累计产量 263.10 万吨，累计同比减少 1.60%。6 月陕西、湖南等地仍有炼厂新增检修，但 5 月底云南、陕西个别炼厂复产后带来一定的供给增量，增减相抵后，预计供给端变动相对有限，矿端偏紧格局暂未传导至锭端，锌锭供给整体较为充足。

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。

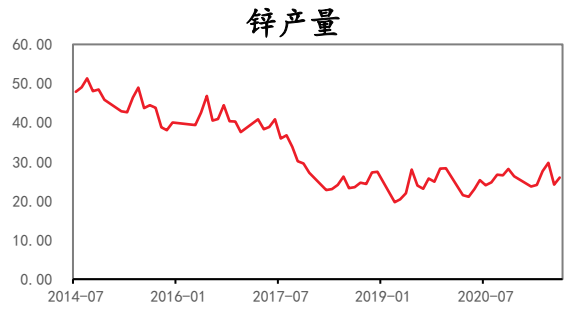
终端市场来看，国内地产政策三箭齐发，乐观情绪较重；基建方面万亿特别国债要求 6 月底之前开工，或将对锌价形成一定的支撑；家电虽受地产板块拖累，但整体表现相对突出，产量维持高位；汽车板块表现相对较好，依旧是锌消费比较亮眼的一块。整体来看，随着出口 国内政策不断落地，消费好转预期较强，对锌价形成一定支撑。

2 总结

矿端紧缺故事暂未缓解，国内矿加工费延续下调。据悉部分冶炼厂因为原料不足以及加工费价格低位影响产量，预计 6 月冶炼厂产量或有下降。镀锌板块受环保督察及订单影响，开工难有较大提升，压铸锌合金企业因原料成本抬升，利润空间受到压缩，淡季消费下开工偏弱。政策端持续利好，但高锌价压力叠加淡季影响，需求短期难有较大改善，对锌价形成一定的拖累，预计 6 月锌价持续高位震荡。

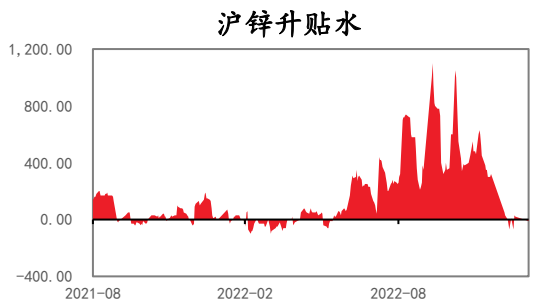
3 锌期货现货数据

图表 18：锌产量



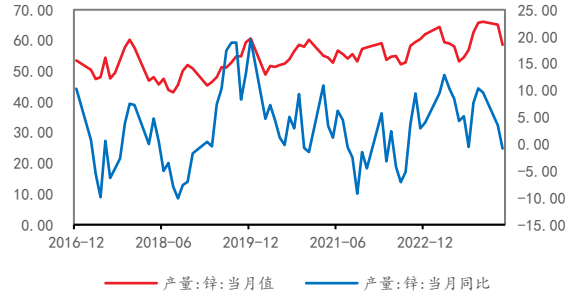
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 19：锌升贴水



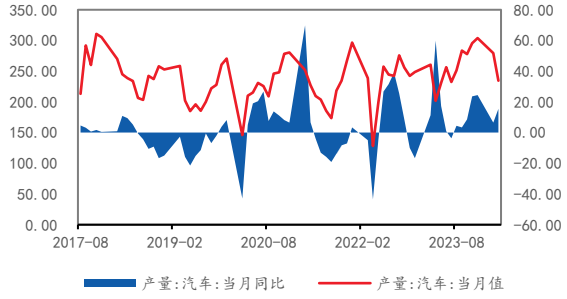
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 海外情绪剧烈波动

6 月 6 日欧洲央行召开议息会议，决定自 6 月 12 日起将三大关键利率下调 25BP，其中主要再融资利率、存款便利利率、边际贷款便利利率将分别降至 4.25%、3.75%、4.50%。

欧洲与加拿大地区率先开启了降息的步伐。目前欧元地区的通胀水平在 2.6%虽然较过去两年有所下降，但依旧距离 2%的通胀目标较远。在这个背景下降息，意味着欧元地区在一定程度上放弃了 2%的中长期通胀目标，超出了市场的预期。

紧随其后，6 月 7 日美国劳工部发布的 5 月非农就业报告显示，美国新增就业岗位达到 27.2 万个，远超市场预期的 18.5 万个。美国 5 月失业率升至 4.0%，为 2022 年 1 月以来首次，高于市场预期，此前连续 27 个月保持在 4%以下。薪资年率 4.1%，预期值 3.9%。

美国非农数据的坚挺，再度打碎了市场对美联储降息的期望，降息预期继续推迟。美国通胀数据也即将公布，若 5 月通胀数据依旧较高，年内不降息的概率将大大提高，对大宗商品价格的打击较大。

2 粗钢限产之下 成本压力较大

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。

3 出口高增长

根据统计局统计，2024 年 5 月中国出口钢材 963.1 万吨，环比增长 4.5%；1-5 月累计出口钢材 4465.5 万吨，同比增长 22.8%；5 月中国进口钢材 63.7 万吨，环比下降 3.5%；1-5 月累计进口钢材 304.3 万吨，同比下降 2.7%；1-5 月钢材净出口 4161.2 万吨，同比增长 25.2%，钢材出口延续高增趋势。

总体来看，我国钢材出口附加值偏低，价格偏低，主要是用低价抢占存量市场的策略。国务院发布《节能降碳》方案中，呼吁对低附加值的钢材产品出口采取一定的限制，我们预计后续钢材出口增速或将放缓。

4 铁水产量拐点 库存由降转增

本周全国高炉产能利用率略降，钢材产量也有所回落。国内 247 家钢厂的高炉产能利用率为 88.1%，环比略降，同比下降了 1.6%。五大品种钢材的周产量为 896.1 万吨，环比下降了 0.8%，同比下降了 3.1%。长流程产量略降，本周日均铁水产量微减 0.1 万吨至 235.7 万吨，由于轧线检修增多，导致钢材产量环比下行。

在库存方面，本周五大品种钢材的社会库存量为 1271.2 万吨，环比下降了 0.6%，同比增长了 9.4%。钢厂库存升至 486.9 万吨，环比上升了 2.5%，同比增长了 7.2%。钢材总库存由降转增，环比增加了 0.2%，较上周变动幅度扩大了 0.5%，显示出厂库与社库延续分化：社库继续下行，而厂库累积。

本周五大品种钢材的周表观消费量为 892.1 万吨，环比下降了 1.7%，同比下降了 9.7%。其中，螺纹钢的周表观消费量为 231.1 万吨，环比大幅下降了 7.5%，同比增长了 24.4%。这反映出五大品种钢材表需持续下行，淡季需求特征显现，建材走弱同时板材消费回升，螺纹钢表需同比降幅扩大。建筑钢材的周成交量小幅上升至 12.17 万吨，环比增加了 1.6%。

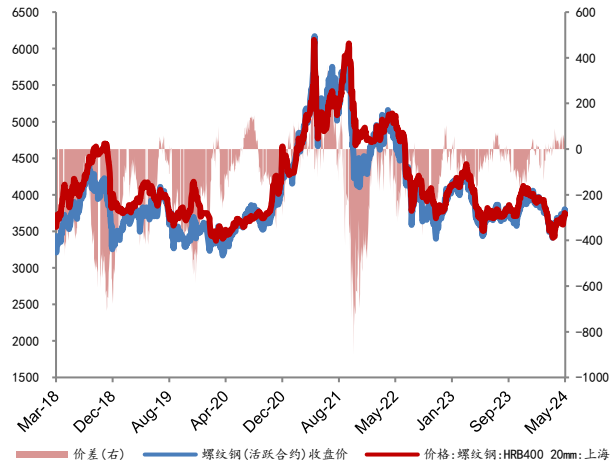
本周钢材现货价格走弱，主流钢材品种即期毛利与上周基本持平。247 家钢厂的盈利率保持在 52.8%。

5 小结

美国强劲的非农数据，再度推迟了美联储降息预期，黄为首的美元资产大幅下跌，钢价的成本支撑进一步减弱。与此同时，粗钢限产目标尚未公布，我们认为当前市场预期整体偏弱。

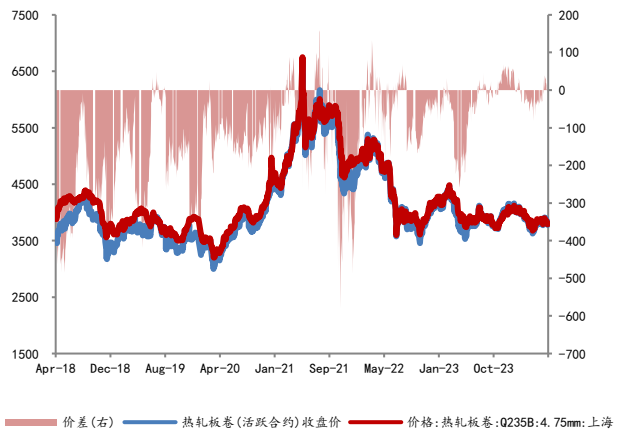
6 钢材期货现货数据

图表 22：螺纹期现价差



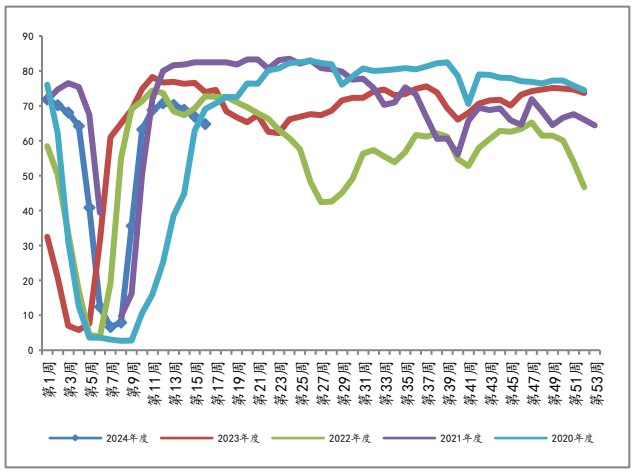
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 23：热卷期现价差



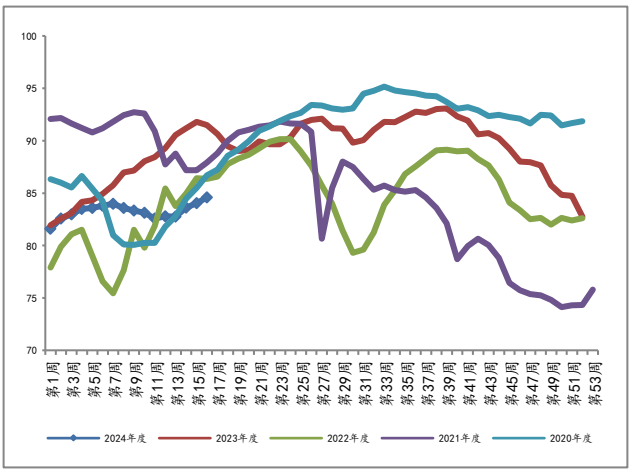
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 24：85 家独立电弧炉钢厂：开工率：中国（周）



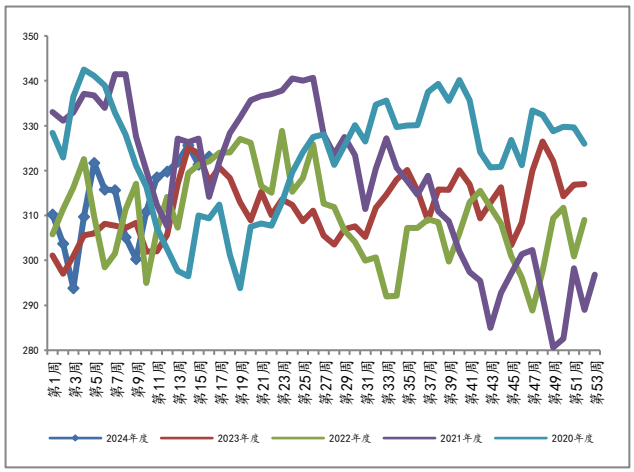
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 25：247 家钢铁企业：高炉产能利用率：中国（周）



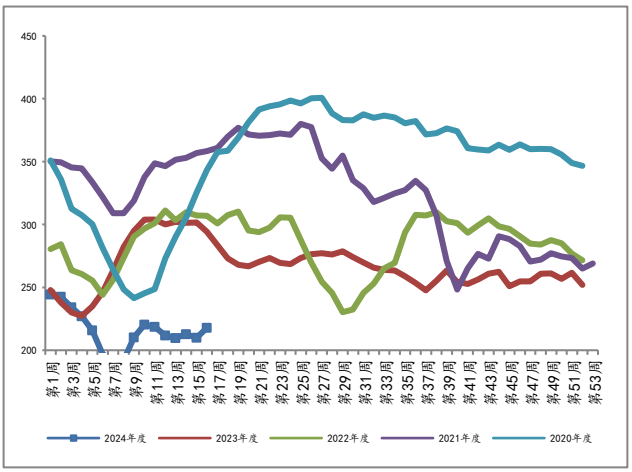
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 26：螺纹钢：建筑钢材钢铁企业：实际产量（周）



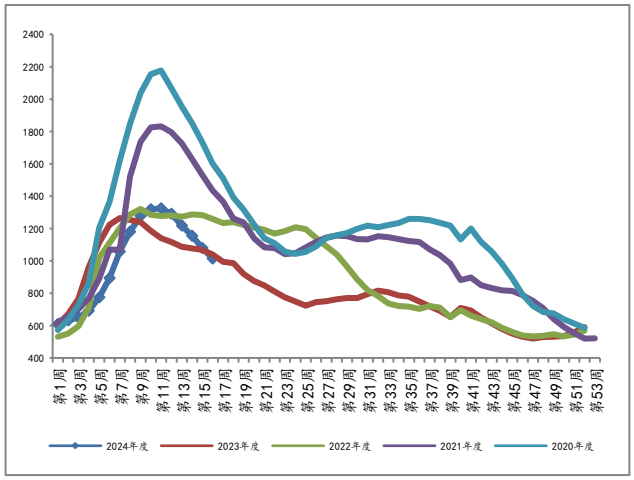
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 27：热轧板卷：钢铁企业：实际产量：（周）



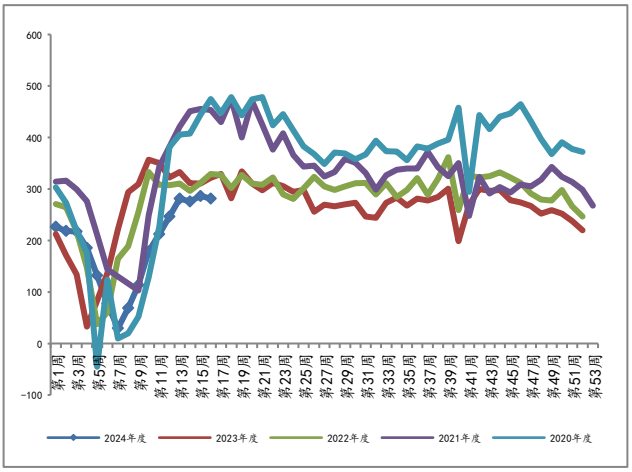
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

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 分两段式延长减产

历史上大部分时间内，国际原油市场是一个典型的卖方市场，以石油输出国组织(OPEC)及其盟友俄罗斯等组成的 OPEC+产油国集团，自 2020 年以来进行的一系列减产行动，为原油供需平衡奠定了基调。

目前，OPEC+制定了一项较为复杂的原油产量政策，将此前签订协议和口头承诺的两部分减产计划分别延长至不同的期限。具体来看，OPEC+总计减产规模为 586 万桶/日，影响全球原油供需平衡的 5.7%；其中，366 万桶/日的减产计划将于 2024 年底到期，部分成员国 220 万桶/日的自愿额外减产将于 2024 年 6 月底到期。本次会议上 OPEC+决议，将 366 万桶/日的基础减产协议延长一年半至 2025 年底，并将 220 万桶/日的自愿减产承诺暂时延长三个月至 2024 年 9 月底。

2 基本面不支持增产

自 2020 年 5 月以来，OPEC+制定的产量政策是原油供需收紧或者过剩的决定性因素。当油价上涨至 90 美元以上时，该组织倾向于适度放宽限产，以量稳价获取最大红利。但随着地缘政治炒作退潮，油价运行于较为合理的区间，目前并没有足够的增产动机。

下一步，OPEC+拟于 2024 年 10 月至 2025 年 9 月的一年时间内逐渐退出这 220 万桶/日的减产额度。沙特能源大臣阿卜杜勒-阿齐兹表示，OPEC+正在等待降息周期开启信号和经济增长向好迹象，如果三季度原油需求不够强劲，届时 OPEC+可以暂停增产措施。

无论如何，市场的主流预期仍然是维持减产规模，鉴于美国等非 OPEC+产油国供应不断上升，以及主要经济体能源需求增长前景堪忧，令 OPEC+难以大幅放开产量限制，因而对原油市场中长期供需平衡表具有支撑。

3 消费旺季姗姗来迟

能源消费传统旺季理论上已经开始，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，从而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，5 月美国炼厂产能利用率以及汽油和馏分产品供应量均低于 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燃料消费需求，在北海市场表现的十分明显。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。当前全球实体经济面临的压力较大，美国制造业 PMI 数据不及预期，工业部门能源需求也相对偏弱。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。

4 去库拐点尚未确认

从近期的高频指标来看，由于炼厂裂解价差不佳拖累原油加工量，美国商业原油库存尚未确认

去库趋势，但推算三季度大概率将出现一定的供需缺口。

根据 OPEC 预计，2024 下半年全球对 OPEC+原油的平均需求量将达到 4365 万桶/日，这意味着如果将产量维持在 4 月的 4102 万桶/日的水平，将出现大约 263 万桶/日的缺口。如果 OPEC+在 10 月开始逐步取消 220 万桶/日的自愿减产，库存减少的幅度将缩小。抛开抛开产油国自身立场，业界分析师预测 2024 年全球原油需求增长在 92-180 万桶/日之间，这一数字低于 OPEC 月报给出的 225 万桶/日，但高于国际能源署 IEA 预估的 110 万桶/日。

不过 2024 年迄今，全球原油需求放量明显迟滞，且 OPEC+部分成员国未能严格遵守减产承诺，使得从累库到去库的进程不及预期，整体供需平衡表仍略显宽松。

5 中性市场不宜悲观

当前原油基本面整体呈中性，多空因素充分得到反馈，从情绪炒作回归供需关系主导，在缺乏新的指引情况下，油价调整后仍以区间震荡为主，短期波动不宜过度解读。

客观来看，二季度原油市场表现不及预期，全球原油及成品油库存累库趋势尚未停止，表明终端需求的自然增长难以消化炼油产能回升带来的供应增量。北美夏季出行高峰姗姗来迟，成品油裂解利润尚不理想，沙特等主要产油国坐拥大规模闲置产能，抵消了供需结构性失衡的潜在风险，分段式延长减产措施对油价仅起到托底作用。

尽管如此，OPEC+已经确定在三季度维持现有减产规模，叠加夏季出行高峰期终将到来，原油市场的季节性去库难以证伪。OPEC+对未来可能的减产退出留有余地，但在市场仍不看好原油需求前景的时候，该协议无疑减轻了对供应宽松风险的担忧。预计中短期内油价下行空间有限，只要接下来需求不令人大跌眼镜，则 6-9 月原油走势不宜看空。

6 高位震荡蓄势盘整

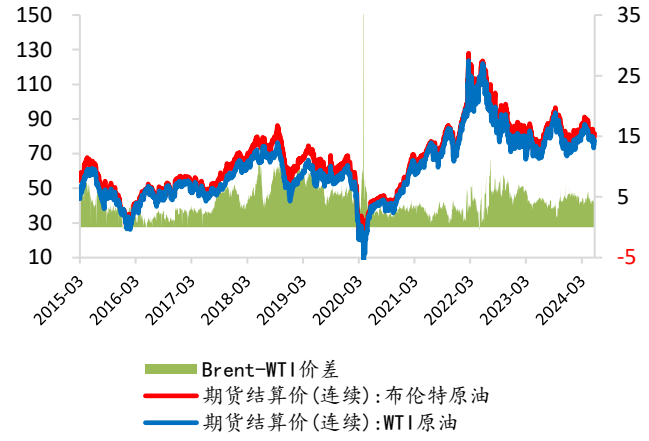
中东局势炒作降温以后，原油市场交易逻辑重回供需基本面上来。

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，同时不能排除后续中东地缘问题的扰动。

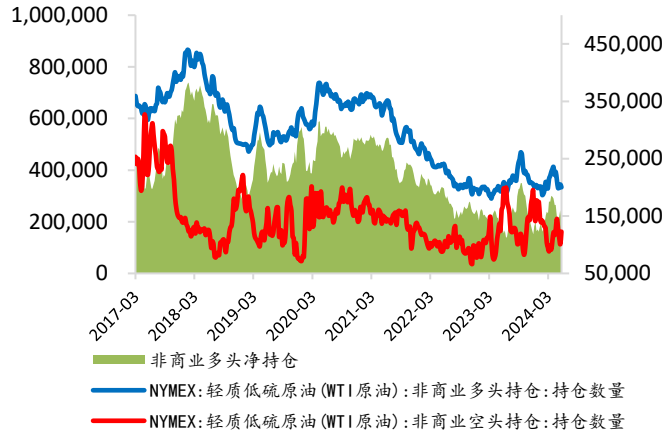
7 原油期现数据

图表 30：国际原油期货价格



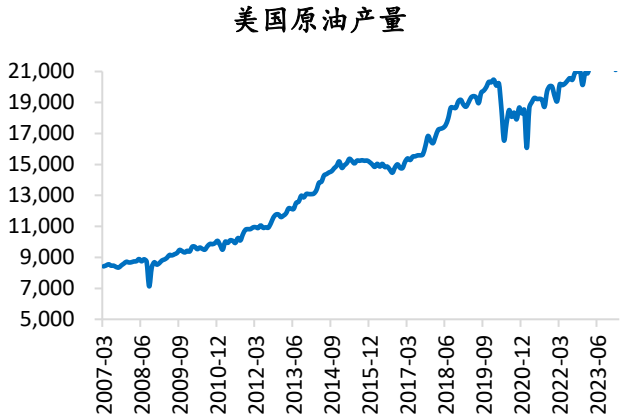
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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



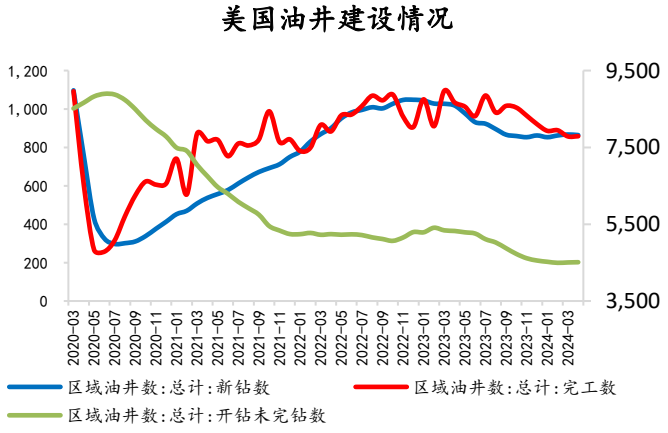
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 33：沙特原油产量



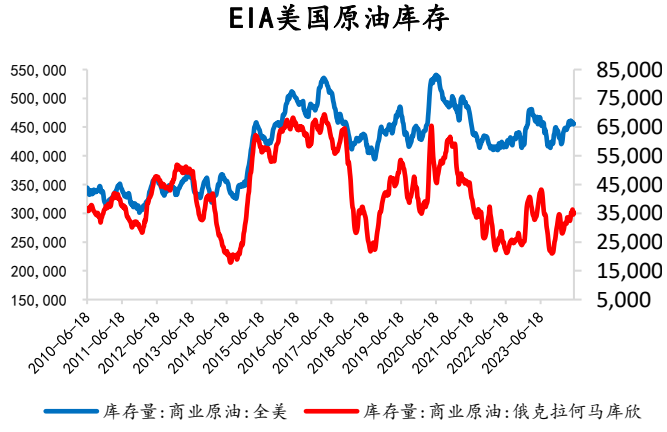
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 34：美国油井建设情况



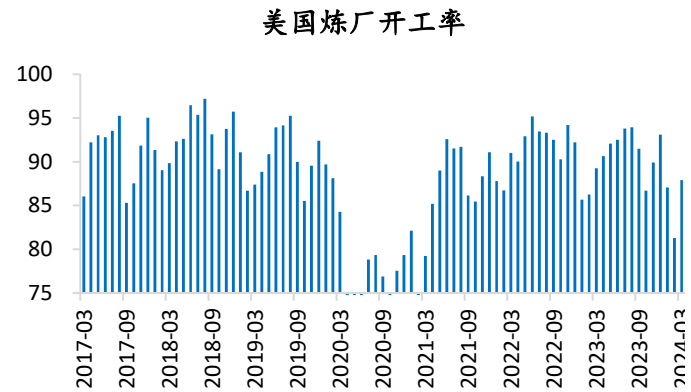
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 35：EIA 原油库存



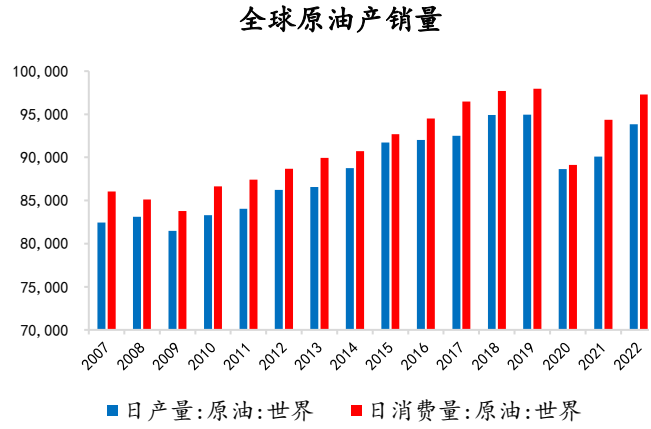
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 原料供应支撑为主

天然橡胶供应端仍有支撑，但随时间推移预期将逐渐松动。

进入 6 月高温干旱情况缓解，国内外产区处于原料释放增长阶段，不过此时降雨等天气仍经常扰乱割胶作业，距离进入高产期仍有数月之久。供应尚未放量叠加进口到港低位，在下游刚需补库支撑下，青岛地区保税区和一般贸易仓库天然橡胶持续去库，但社会库存体量仍然较大。然而受投机性买盘炒作，短时间内胶价上涨过高，远月基本全部平水 5 月，部分乳胶加工厂甚至停产倒卖原料，下游轮胎和其他橡胶制品行业以消耗库存为主，对高价现货抵触情绪极大。

后续随着国内外产区开割推进，供应仍将持续释放，令原料价格承压，而下游需求预计有所走弱，边际去库速度将会放缓。我们认为，6-8 月天然橡胶供应增速料应高于需求增速，宜逢高沽空思路为主。

3 需求分化预期转弱

下游方面，值得注意的是，海外乘用车市场对轮胎出口需求旺盛，一定程度上改善了国内橡胶市场供需均衡状况。

联合国近期发布的《2024 年世界经济形势与展望》报告中，对全球经济增长前景持谨慎乐观态度，将 2024 年经济增速预测从年初的 2.4%上调至 2.7%。具体到轮胎出口市场，海关总署数据显示，2024 年 1-4 月，中国橡胶轮胎出口量达到 286 万吨，比上年同期增长 5.6%。在外销强劲的态势下，预计 5-6 月将延续高出口，对原料橡胶具有较强的利好提振。5 月国内半钢胎企业装置开工率高达 79.18%，运行负荷处于近年同期高位，相比之下全钢胎开工率仅有 57.72%。二者之所以分化如此巨大，主要因前者得益于出口订单支撑，而后者受制于内需乏力。

尽管如此，在欧美长期限制性高利率背景下，经济增长和消费受到抑制，叠加 6-8 月轮胎传统淡季将至，接下来天然橡胶需求端仍面临一定考验。

4 行业信心指数不佳

2024 年 6 月，中国天然橡胶市场信心指数（NRMCI）统计结果显示为 42.55%，较上月下降 7.43 个百分点。该指数以 50%为临界点，高于 50%时反映产业经济扩张；低于 50%则反映产业经济收缩。6 月天然橡胶产业链信心指数为 41.78%，较上月下降 5.64 个百分点。

天然橡胶市场和行业信心下滑的主要原因简述如下：全球主产区原料产出趋势性增加，新胶供应紧张局面将得到缓解，上游成本端支撑或有松动。下游轮胎企业新订单走弱，成品销售和累库压力下，工厂倾向于主动降负控产。未来新胶到港存在季节性环比回升预期，青岛地区库存或出现拐点。综上，6 月以后天然橡胶供需层面表现整体偏空，叠加前期胶价炒作至高位，将令后市走势承压。

5 出清周期进程加快

我们注意到，近两年来中泰两国橡胶木进出口贸易增长较快，鉴于泰国橡胶木 97%都是销售到国内木材市场，这从侧面反映出当地天然橡胶产能出清进度加快。

海关数据显示，目前中国进口泰国橡胶木数量达到每年 400 万立方米以上，折算砍伐面积为 8-10 万公顷左右。也就是说，泰国橡胶林砍伐面积至少有 8-10 万公顷，约占种植面积的 2.5%。泰国翻种面积约为 1-2 万公顷，推算每年种植面积约减少 6-8 万公顷，换算成橡胶产量大约是 6-8 万吨，占泰国总产量的 1%-2%。橡胶树的更新淘汰周期一般为 25-30 年，2017 年由于效益低下砍伐达到高峰，随后几年有所减少，近两年再次接近 2017 年水平。

尽管目前砍树造成的产量损失并不大，但长期来看去产能周期是不可逆的，一旦割胶面积难以满足需求的自然增长，未来某个时点就会出现一胶难求的局面。

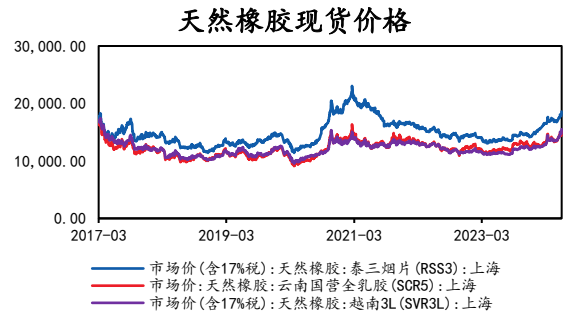
6 震荡筑底重心抬升

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，支持价格重心出现明显抬升，然而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。

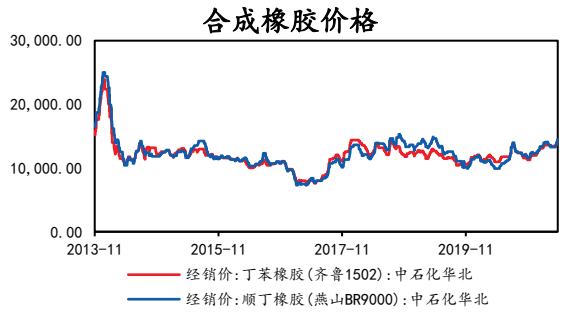
7 橡胶期现数据

图表：天然橡胶现货价格



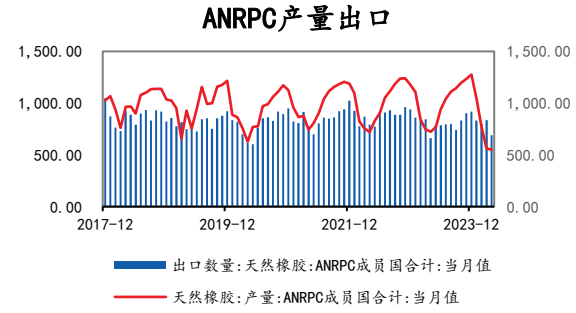
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 38：合成橡胶价格



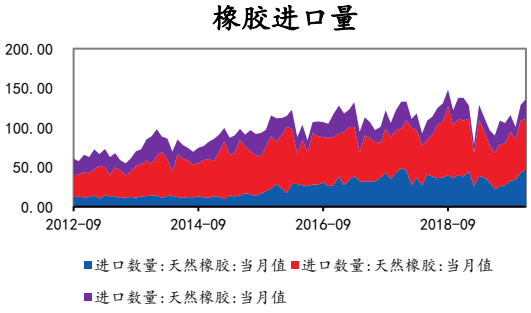
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 39：ANRPC 产量出口



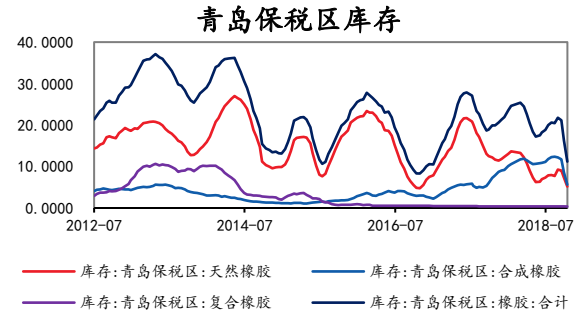
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 40：橡胶进口量



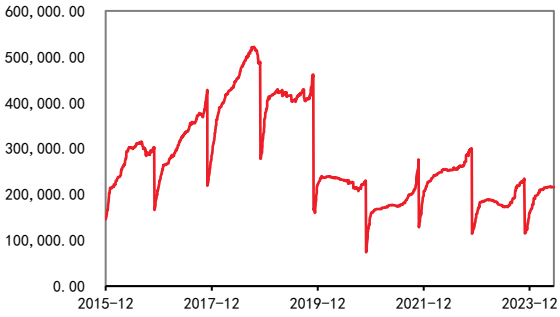
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 41：青岛保税区库存



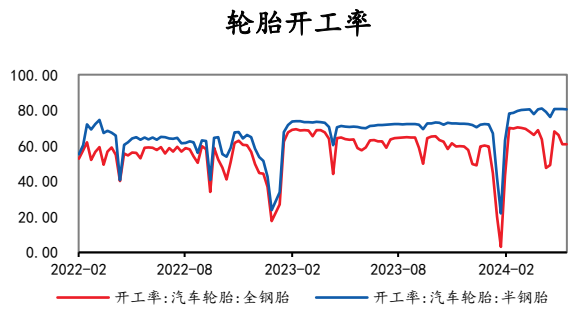
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 42：上期所注册仓单



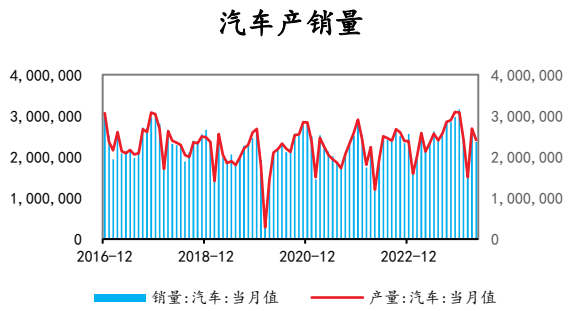
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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：美豆先抑后扬，国内豆类市场止跌回升

1 外部豆类市场分析

美豆开局基本正常，远期供给压力偏大

美国农业部公布的周度作物生长报告显示，截至 6 月 2 日当周，美豆播种率为 78%，低于市场预期的 80%，去年同期和五年均值分别为 89%和 73%。美豆通常会在 6 月中旬完成播种，当前美豆产区天气条件基本正常，缺少减产天气威胁，在远期供应压力下美豆市场保持震荡偏弱运行。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%。目前正值美豆开局阶段，通常美国农业部在 6 月报告中不会调整美豆供需数据。

巴西实施税收新政，美豆出口可能获得改善

巴西政府提交给国会的行政命令包含了有关收紧税收抵免使用的新措施，旨在填补多个行业的税收漏洞。巴西多个农产品出口商游说团体表示，政府实施新税收抵免规则的做法违宪，将削弱巴西企业在全球市场上的竞争力。巴西大豆种植户在新规出台后迟迟不愿出售大豆，这可能会提振美国的大豆出口生意。一位分析师称，农民们已经停止出售农产品，等待国会是否批准这项新政。巴西大豆出口销售长期放缓可能促使买家寻求美国等替代来源。

出口形势显著好转，马来西亚棕榈油库存压力缓解

南部半岛棕榈油压榨商协会（SPPOMA）表示，5 月马来西亚棕榈油产量环比增加 15.71%。三家调查机构发布的高频数据显示，马来西亚 5 月棕榈油环比增幅在 11.1%-22.78%。棕榈油价格连续回落，相较于豆油性价比提升。从 5 月下旬开始，来自印度和中国的需求强劲增长，为马来西亚棕榈油出口止跌回升提供重要支撑。马来西亚 5 月棕榈油呈现供需双增局面，但出口好于预期，可缓解库存压力。马来西亚棕榈油局（MPOB）6 月 10 日将发布月度供需报告，报告前一项调查显示，马来西亚 5 月底棕榈油库存为 175 万吨，环比增加 1 万吨；预计 5 月棕榈油出口环比增长 14.32%达到 141 万吨。

2 国内豆类市场分析

5 月进口大豆符合预期，国内豆粕市场表现抗跌

国家海关总署发布的数据显示，2024 年 5 月中国进口大豆 1022.2 万吨，较去年同期下降 15%，，较 4 月进口的 857.2 万吨高出 165 万吨，1-5 月累计进口大豆 3736.9 万吨，同比下降 5.4%，降幅继续较 1-4 月累计量收窄，良好的压榨利润支撑了中国市场对价格较低的巴西大豆的需求。5 月进口大豆实际到港数量符合市场预期，为国内油厂保持高开工率提供重要保障。中国粮油商务网监测数据显示，截至上周末，国内豆粕库存量为 78.7 万吨，周度增加 7.2 万吨，国内油厂开工率大幅提高，豆粕累库进度加快，但本周国内油厂挺粕能力较强，豆粕现货市场相对平稳运行，与美豆市场呈现跟涨不跟跌状态。预计本周大豆压榨量在 220 万吨高位运行，豆粕仍保持累库状态。节后部分库存压力较大的油厂可能采取停机检修降低压榨量。现货抗跌表现为豆粕期货市场带来支撑，而巴西大豆升贴水报价止跌回升也削弱美豆下跌对豆粕成本端的拖累效应，在美豆触底反弹后，国内豆粕期货市场保持震荡上行状态。

商品市场情绪波动剧烈，油脂期货市场宽幅震荡

始于 5 月底的商品市场大跳水行情在本周得以延续。商品市场出现系统性下跌行情，一方面是由于此前连涨累积了大量获利盘，商品估值偏高触发回吐压力集中释放；另一方面，随着商品

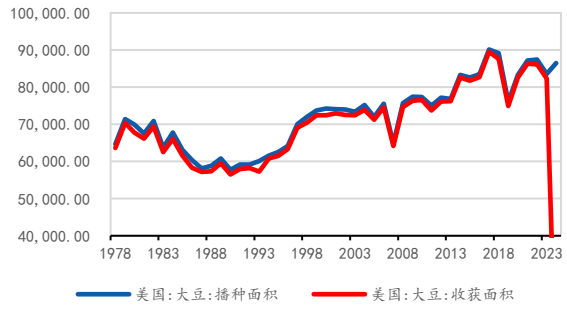
价格进入高位区间，高价对需求产生反噬效应，缺少需求配合的商品价格需要纠正过快上涨。在商品市场出现剧烈波动之际，国内油脂市场也在周初遭遇抛压大幅下挫，在周末阶段，随着市场情绪改善，商品市场整体回暖而止跌回升。从国内油脂自身供需基本面看，国内进口大豆供应充裕。近期油厂开工率维持高位，豆油产量明显增加，截至 5 月 31 日当周，油厂豆油库存攀至 95.7 万吨，为近 5 年同期高位水平，从而推动国内三大食用油库存总量保持升势。此外，随着豆油和棕榈油价差得到修复，豆油对棕榈油的消费替代力下降，节前豆油市场成交转淡，下游需求对价格的提升作用有限，国内油脂价格波动受市场情绪变化的影响较为突出。

3 油脂油料市场展望

美国农业部下周将公布月度供需报告，市场密切观察巴西大豆产量的调降幅度。MPOB 月报在即，马来西亚棕榈油库存变化也是影响棕榈油市场走势的重要指标。随着美豆陆续完成播种，美豆产区天气因素对行情的影响力将逐渐增强。通常情况下，在天气因素的潜在支撑下，美豆在夏季易进入易涨难跌时段。国内三大油脂期货市场经过本周剧烈震荡后，与商品市场一道进入止跌回升状态，如果能得到下周两个关键报告的利多提振，有望继续拓展上行空间。国内豆粕库存在目前的高开工率下仍会保持累库状态，油厂会否扩大停机以及近期进口大豆到港节奏可作为观察的重点。在美豆进入天气市运行后，国内豆粕市场因成本依赖也会保持相对抗跌状态。国产大豆市场长期面临供过于求的基本现状，由于近期缺少现货和政策配合，豆一期货走势较为独立，整体被限制在相对较窄的震荡区间之中。

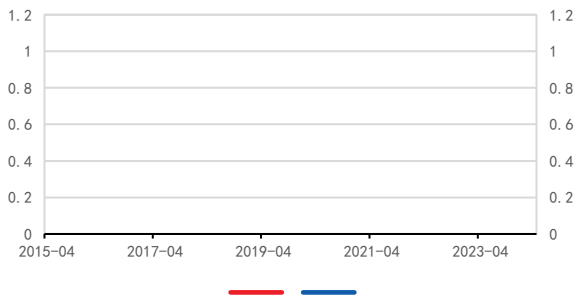
4 油脂油料市场主要数据

图表 45：美国大豆种植收获面积



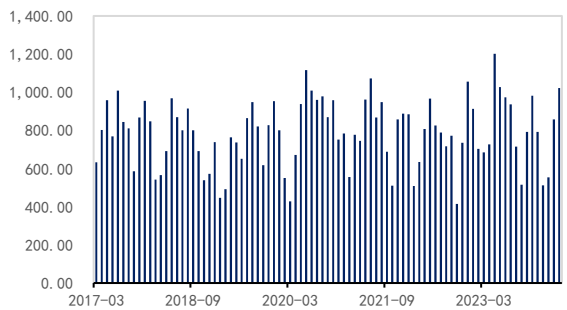
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 46：国内生猪存栏量



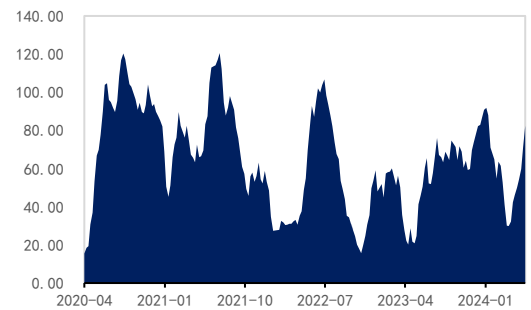
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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