中金财富期货策略周报（2024 年第 21 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：我们在近期的策略强调过，考虑到近日工业品已经连续回落，目前位置追空也并不合适。当前宏观基本面以及供需关系的变化不大，且大部分工业品的估值相对合理。目前位置维持偏震荡的思路，我们前期推荐的部分高位工业品卖保可适当减仓。

股指期货：5 月以来，CPI 维持平稳，PPI 降幅收窄，工业企业盈利有边际改善趋势；社融增长主要依靠政府债券，贷款相对较弱，需要进一步推动需求的提升。美国通胀数据低于预期，欧洲极右翼政治势力崛起，海外市场呈现分化，欧洲市场出现大幅下跌。国内市场或维持震荡。

铜：铜矿供应偏紧矛盾仍有发酵可能性，为价格提供底部支撑。有个别冶炼厂因采购不到足够的阳极板弥补铜精矿的缺口，在 6 月不得不主动降负荷。铜冶炼厂 6 月粗炼检修产能或将减少，或使国内粗铜 6 月生产和进口量环比增加。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：海外矿山扰动及新增项目后延，拖累锌矿增量下调，国内矿山延续季节性恢复，进口矿补充不足下，加工费已降至极低水平，三季度后原料供应存边际改善预期。冶炼方面，受矿端供应紧缺和部分地区环保因素影响，预计产量维持低位。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：上周美国 CPI 数据低于市场预期，美联储 9 月降息的概率大幅提升，前一周强劲的非农数据所带来的恐慌被抹平。消息落地后，铁矿石价格出现反弹，同时也带动钢材价格反弹。从目前来看，悲观的情绪小幅修复，但钢市长期走弱的趋势还没发生改变。24 年粗钢限产的具体目标尚未出台，对原料价格及钢价还起到抑制作用。

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：进入 6 月，巴西大豆进入三个月强制休耕期，新季播种将于 9 月展开。阿根廷大豆收割即将结束，该国 5000 万吨大豆产量不但较上年翻番，也大大削弱了巴西大豆减产对全球大豆供应格局的影响。美豆即将完成播种，6 月底美国农业部将根据实际播种情况对美豆面积作出修正，从目前美豆播种和生长状况看，美豆面积存在上调的可能。目前美豆 72%的优良率很难一直持续下去，但高优良率说明美豆生长条件良好，可起到降低或推迟天气炒作的预期。美豆保持丰产预期，价格重心稳中趋降。外部市场对国内豆粕的成本提振效应减弱，国内豆粕累库压力有增无减，处于升水状态的豆粕期货市场下行压力明显增加，但在美豆进入天气敏感期后，国内豆粕期货市场也不具备较大回调空间。国内油脂市场多空交织，盘面运行缺少方向感，易受外部油脂成本和国内商品市场情绪变化影响，可保持震荡思路适量参与。国产大豆市场长期处于供过于求格局，由于近期缺少现货和政策配合，豆一期货远月合约再度走弱，不排除试探前期技术低点支撑力的可能。

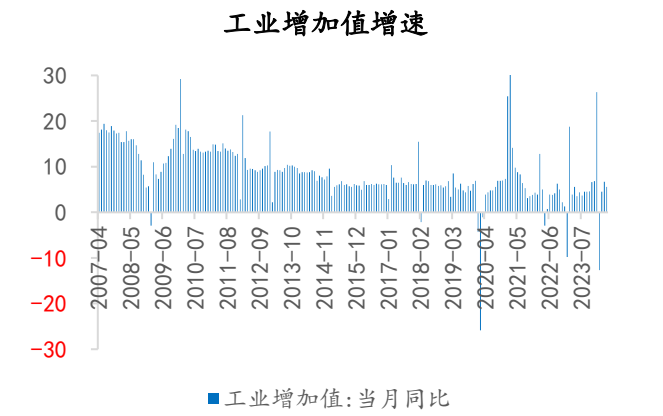
目录

周度策略：PPI 回升的持续性如何？ - 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 6 月以来中国经济有何边际变化？ - 7 -
3 机关团体存款回落主导 M1 同比下行 - 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 海外情绪剧烈波动 - 16 -
2 粗钢限产对原料仍有压力 - 16 -
3 出口高增长 - 16 -
4 库存加速累计 - 17 -
5 小结 - 17 -
6 钢材期货现货数据 - 17 -
原油 - 20 -
1 高盛预测较为公允 - 20 -
2 短期情绪难言乐观 - 20 -
3 旺季不旺超出预期 - 20 -
4 能源消费陷入迟滞 - 20 -
5 中性不宜过度悲观 - 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 沪胶炒作波动较大 - 24 -
2 原料成本趋于松动 - 24 -
3 需求分化淡季将至 - 24 -
4 库存去化仍有支撑 - 25 -
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：美豆低位盘整，国内豆类市场反弹乏力 ..... - 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 -

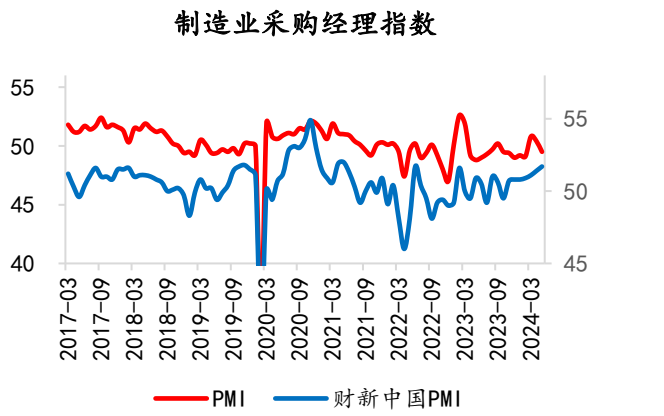
重要经济指标概况

图表 1：国内工业增加值增速



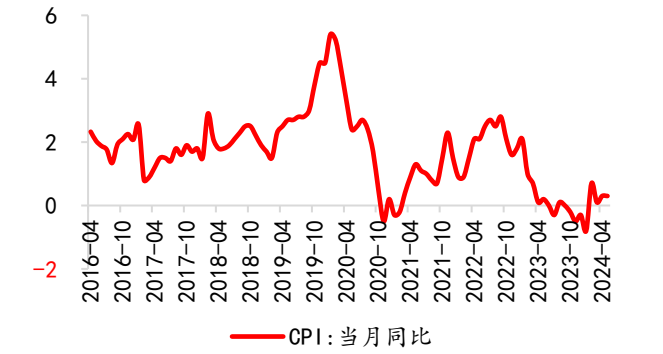
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 2：中国制造业采购经理指数



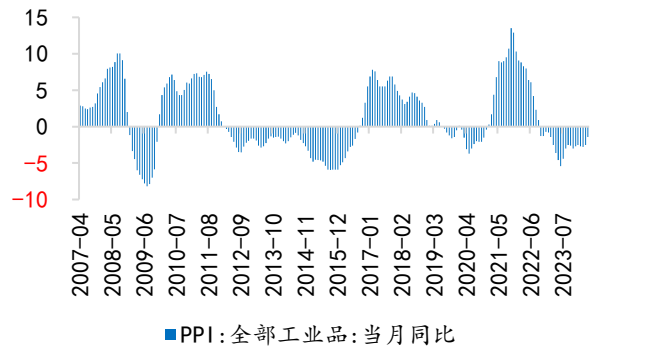
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 3：中国居民消费价格指数



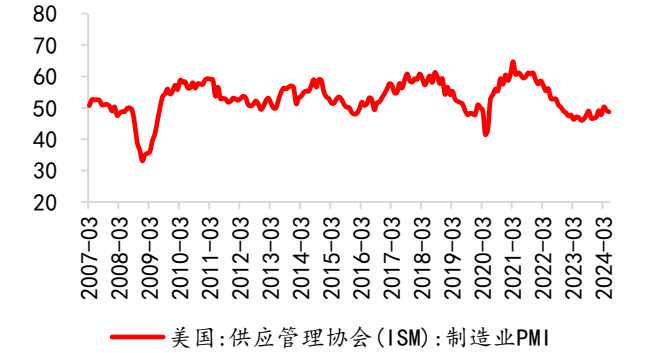
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 4：中国工业生产者出厂价格指数



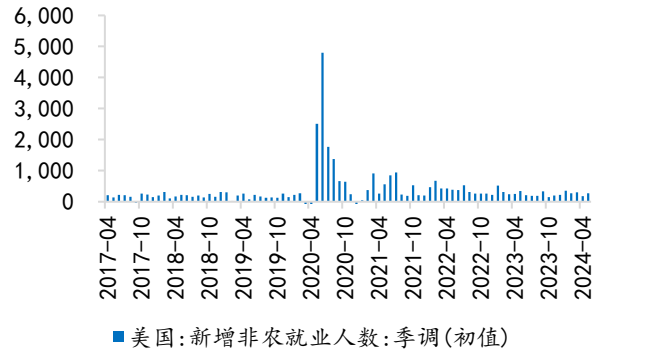
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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：PPI 回升的持续性如何？

近期宏观面和消息面较为偏多。宏观面，我国的 PPI 回升幅度略超预期，出口状况也是好于预期；外围美国的 CPI 和 PPI 回落超预期，刺激降息预期大幅回升。消息面看，部分机构预计 6 月份央行有降息的可能，而外围普遍开始交易美国今年降息两次的预期。但是近期的工业品表现较为弱势，即使对降息最敏感的黄金，也未受到美国通胀数据的下行而上涨，其他工业品的金融属性也是延续去化的态势。

PPI 回升的持续性如何？

PPI 走势是我们观察宏观走势，乃至判断未来宏观走向的重要因素，5 月 PPI 降幅收窄的持续性，成为市场关注的焦点。

不过拆解之后我们发现，目前 PPI 系统性回升的动能可能仍需要等待。

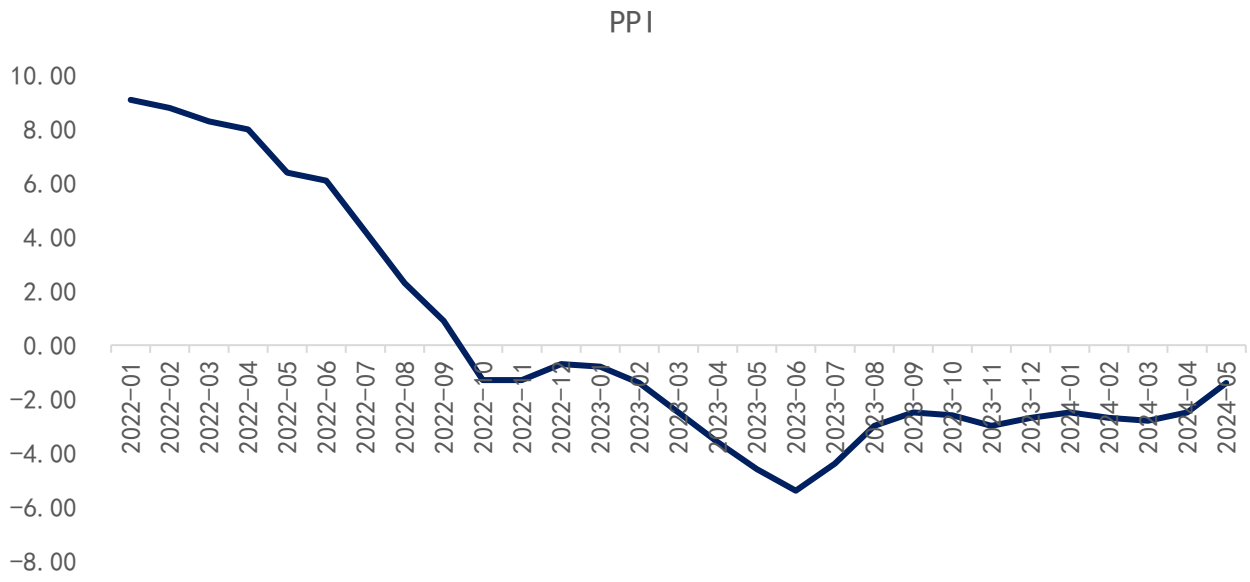
PPI 中，涨价扩散现象也尚不明显。同比来看，公布数据的 39 个行业中，5 月份涨价比例为 20.5%，最近 3 个月平均为 29.1%，分别处于 2011 年以来的 5.6%分位、15.1%分位。环比来看，公布数据的 30 个行业中，5 月份涨价比例为 37%，最近 3 个月平均为 30%，分别处于 2013 年 8 月有数据以来的 41.4%分位、27.6%分位。

最近 2 个月，PPI 同比快速回升主要依赖于低基数效应，而 PPI 环比涨价的行业也主要集中在有色、原油、出口等国外定价的行业链条。5 月份，煤炭因 “迎峰度夏”补库、钢材在地产政策刺激下回升，少数下游非耐用品行业等国内定价行业也小幅上涨。但综合来看，5 月份环比涨价的行业权重大约为 25%。

上游生产资料价格的变动也能侧面佐证 PPI 涨价范围的局限性。最近 2 个月，涨价主要集中在有色、油气、化工等领域，大部分属于国际定价的品种，这与美国资产引发的金融属性加强有关。统计局旬度公布 50 个流通领域的生产资料价格，3 月上旬至 5 月下旬，同比上涨的比例从 28%升至 60%，历史分位数从 38%升至 61%；环比上涨的比例从 58%提高至 72%，历史分位数从 68%升至 87%，主要集中在有色、油气、化工等领域。

从需求端看，核心 CPI 环比转弱，因为耐用品价格拖累较大。5 月核心 CPI 环比下降 0.2%，弱于过去几年同期增速。其中，交通工具价格环比下降 0.9%，同比下降 4.7%；家用器具价格环比下降 0.9%，同比下降 1.1%。

图表 1：PPI 走势



资料来源：统计局，中金财富期货

美联储会降息几次？

美联储降息再度成为海外的热点，虽然其是否降息，降息几次，已经不再是影响大类资产价格的主要因素。因为股债和大宗商品，在 5 月都进行的抢跑。但是作为一个重大事件，仍是市场关注的焦点。

美国一季度通胀停滞削减了降息次数。这次会议最大的看点是 6 月点阵图明显缩减了年内降息次数。与 3 月点阵图相比，6 月点阵图显示降息次数从 3 次缩减为 1-2 次。点阵图显示近八成的官员预计今年至少降息一次，点阵图调整的关键原因是一季度的通胀进程停滞。在 2023 年调查中，通胀是美国家庭的首要财务担忧，但今年一季度的通胀放缓出现停滞，通胀预期的调整使得美联储票委调整了自己的预期。

四季度美国通胀可能有扰动。经过一季度的通胀“停滞”后，6 月美国经济预测上调了通胀预期，而上调后的年度通胀高于当前 4 月 PCE 通胀读数，我们认为，这或指向下半年美国通胀是先下后上，美国通胀四季度可能有扰动。拆分来看，5 月通胀数据回落的主要贡献是食品和核心商品。但四季度食品和能源都可能再次给 CPI 带来扰动。食品和能源的定基指数显示，二者四季度同比有反弹的可能，尤其是能源项。

这轮海外降息潮不再是美国引领。欧洲先于美国降息，表明这轮海外降息潮不再是由美国引领，这意味着一直将外部环境完全钉着美国是否降息可能并不合适。多个海外国家开启降息表明，尽管美国还未启动降息，但我们的外部环境实际上在边际改善，这种改善或体现在全球制造业景气度的好转上。此外，尽管 6 月点阵图缩减降息次数，但我们认为，今年核心通胀仍能延续回落，今年启动降息依旧可期。。

工业品进入“确定性不足”阶段

我们在近期的策略强调过，考虑到近日工业品已经连续回落，目前位置追空也并不合适。当前宏观基本面以及供需关系的变化不大，且大部分工业品的估值相对合理。目前位置维持偏震荡的思路，我们前期推荐的部分高位工业品卖保可适当减仓。

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 14 日	中国央行大动作：国家队收储商品房将提速	去年 1 月推出的 1000 亿元租赁住房贷款支持计划实际只投放了 20 亿元。	保障性住房再贷款额度 3000 亿元、先到先得，未来可以根据执行情况和需要再调整完善
	6 月 13 日	欧盟宣布将 7 月初对进口自中国的电动汽车加征关税	中方已表示将采取措施维权；德国汽车三巨头奔驰、宝马、大众警告加征关税不利	关注国内的反制政策
数据	6 月 13 日	5 月 CPI 同比增长 0.3%,PPI 同比降幅收窄至 1.4%	5 月 CPI 同比增速持平 4 月，扣除食品和能源价格的核心 CPI 同比增长 0.6%	食品价格对 CPI 有明显拖累
	6 月 12 日	美国通胀意外降温，5 月 CPI 同比增长放缓至 3.3%	通胀好于预期，降息预期升温	美股延续极度强势的走势
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 6 月以来中国经济有何边际变化？

6 月以来，中国经济增长斜率边际放缓。工业生产恢复动能不足，因基建地产用量和国内消费需求不佳，部分行业受贸易摩擦升级的冲击，“5·17”新政对房地产销售的拉动放缓，但国债发行融资提速，对经济的支撑有望滞后体现。具体看，基本面运行呈现五点特征：

1、生产：工业生产恢复动能不足。6 月以来，钢铁建材、水泥、沥青等投资相关原材料生产走弱，前期偏强的汽车轮胎钢胎、纺织相关开工率同比回落。不过，部分化工品开工率回升，或得益于盈利的修复。

2、投资：基建地产实物用量同比放缓，但资金先行出现改善信号。1）6 月以来，全国水泥出库量、基建水泥直供量、钢铁建材表观消费量环比均有回落，同比也有放缓迹象。2）国债发行融资提速，且房建资金到位率边际改善，对经济的支撑或滞后显现。

3、地产：新房销售同比走弱，“5·17”新政的拉动效应已有消退。6 月前 15 日，61 个样本城市新房日均成交面积较 5 月均值回落 19%，同比增速-34.6%，跌幅较 5 月扩大 3.6 个百分点。相比于 19-21 年同期均值，6 月上半月新房销售下跌 60.2%，跌幅较 5 月的 52.7%明显扩大。

4、内需：边际走弱。1）国内货运走弱，6 月上半月整车货运流量指数、公共物流园吞吐量指数、主要快递企业分拨中心吞吐量指数均较 5 月末回落，同比跌幅扩大。2）国内出行分化，跨城强于市内，受端午假期错位影响。6 月上半月，百度迁徙指数一度提升；国内客运航班同比修复。不过，24 城地铁客运量环比回落，同比涨幅收窄。3）居民消费表现不佳。一方面，国

内旅游同比恢复，端午假期国内出游人次和出游总花费分别恢复至 2019 年同期的 119.9%和 102.6%；而每日人均消费仅恢复至 2019 年同期的 85.6%，客单价仍偏低。另一方面，电影票房修复偏慢，汽车零售量负增长。今年端午假期前移至 6 月上旬，但电影票房环比改善有限，仍低于去年同期。6 月 1-10 日，乘用车零售同比下降 8%。此外，618 大促提前，家电零售额在 5 月下旬冲高，需求提前释放或“透支”6 月消费。

3 机关团体存款回落主导 M1 同比下行

2024 年 5 月，新增社融 20700 亿（前值-658 亿），新增人民币贷款 9500 亿（前值 7300 亿）。社融存量同比增长 8.4%（前值 8.3%），M2 同比增长 7%（前值 7.2%），M1 同比增长-4.2%（前值-1.4%）。

主导 5 月 M1 回落的是机关团体活期存款

1、看数据：5 月 M1 净增长同比回落 18715 亿。其中 M0 净增量同比抬升 900 亿，非金融企业活期存款净增量同比回落 8039 亿，机关团体活期存款净增量同比回落 11575 亿。与 4 月相比，4 月 M0 净增量同比回落 213 亿，非金融企业活期存款净增量同比回落 20803 亿，机关团体活期存款净增量同比抬升 3571 亿。

2、机关团体存款净增量回落或对应地方债务压降。历史经验来看，机关团体活期存款净增量回落均发生在地方债务严监管期间。比如 2018 年，2021 年。并且当下还出现了疫情以来首次的机关团体定期存款净增量抬升大于活期存款净增量的罕见迹象。（从存量数据来看，机关团体存款存量中活期存款大约占比 88%）

3、非金融企业活期存款同比转负已经持续一年。当下企业的活期存款存量大致回到了 2017 年，而定期和其他存款存量则是 2017 年同期的 1.9 倍。特别值得注意的是，即便在近期严查手工补息的情境下，4 月和 5 月企业定期及其他存款仍然多增，主要减少的是本身存款利息极低的企业活期存款。

4 宏观策略

我们在近期的策略强调过，考虑到近日工业品已经连续回落，目前位置追空也并不合适。当前宏观基本面以及供需关系的变化不大，且大部分工业品的估值相对合理。目前位置维持偏震荡的思路，我们前期推荐的部分高位工业品卖保可适当减仓。

5 股指期货市场分析

指数低位震荡

上周两市延续反弹。其中沪深 300 周-0.91%，上证 50 周-1.25%，中证 500 周+0.08%，中证 1000 周+0.53%。

北上资金净流出 218.73 亿，其中沪股通净流出 165.38 亿，深股通净流出 53.36 亿。

5 月以来，盈利预期走弱原因之一：季节性影响，走弱幅度小于 2023 年。每年 Q2，经济预期通常会有季节性下降，因为年初政策规划较多、各行业也强调开门红，经济预期容易偏高，导致

投资者把年底可能的改善提前预期，由此可能导致 Q2 不及预期。花旗中国经济意外指数从 4 月下旬开始走弱，和历年走弱的时间类似，而且现在来看，走弱的力度并不是很大。季节性来看，进入 7 月大概率会企稳。

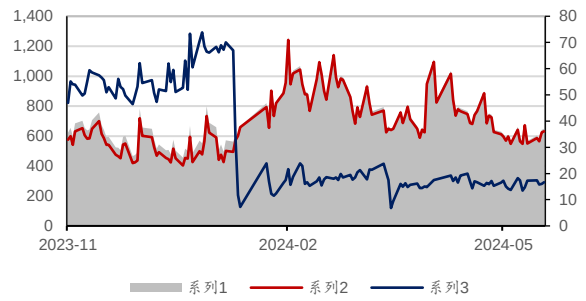
5 月以来，盈利预期走弱原因之二：供需较好的铜领先上涨，但其他行业拖累整体经济预期。年初以来，铜等有色商品的价格比螺纹钢等黑色商品价格更强，供给层面有产能格局好的优势，需求层面海外经济和出口数据更好。但是由于投资者惯性地更关注过去十年更有效的指标（房地产），所以反而经济预期并没有明显的回升，债市和汇率市场依然偏弱。按照 2016 年上半年的经验，领先指标是会发生变化的，我们应该重视已经在改善的铜、PPI、制造业库存、全球 PMI、出口等指标，这些可能是这一轮经济的领先指标。

如果继续回落，关注买入机会

市场结构上看，A 股市场情绪延续回落，市场处于缩量态势。日均成交降至 7359 亿元，北向资金一周净流出 219 亿元。小微盘股跌势暂止，但经济预期偏弱的状况下沪深 300 补跌，市场总体赚钱效应较弱，仅电子、通信、计算机等科技板块逆势修复。预计 A 股短期将处于磨底期，在仓位上仍偏防御，耐心等待政策发力及市场企稳信号，行业方面近期或仍将偏向于电子等科技板块占优。

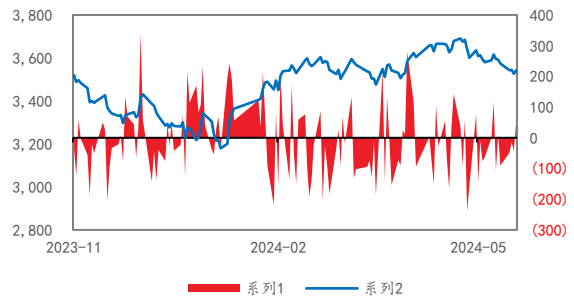
5 月以来，CPI 维持平稳，PPI 降幅收窄，工业企业盈利有边际改善趋势；社融增长主要依靠政府债券，贷款相对较弱，需要进一步推动需求的提升。美国通胀数据低于预期，欧洲极右翼政治势力崛起，海外市场呈现分化，欧洲市场出现大幅下跌。国内市场或维持震荡。

图表 8：融资融券数据图



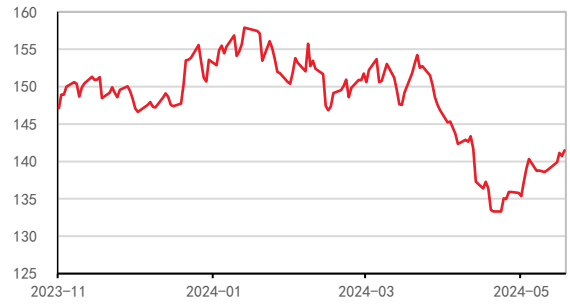
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 9：合约持仓和市场表现



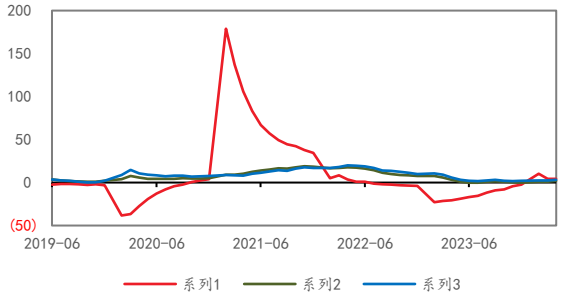
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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。进入 6 月，据 SMIN 统计有 8 家冶炼厂要检修涉及粗炼产能 156 万吨。另外，由于目前铜精矿加工费处于负数阶段，有个别冶炼厂因采购不到足够的阳极板弥补铜精矿的缺口，在 6 月不得不主动降负荷。预计 6 月国内电解铜产量为 98.5 万吨，环比下降 2.36 万吨。

需求复苏担忧上升

5 月由于铜价快速冲高，下游开工明显受到抑制，存在部分订单被迫推迟甚至毁约的现象，但是随着近期铜价的回落，现货成交出现明显改善，不排除 6 月部分释放前期订单的可能，但总体上 6 月将进入淡季，消费增长空间有限。

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

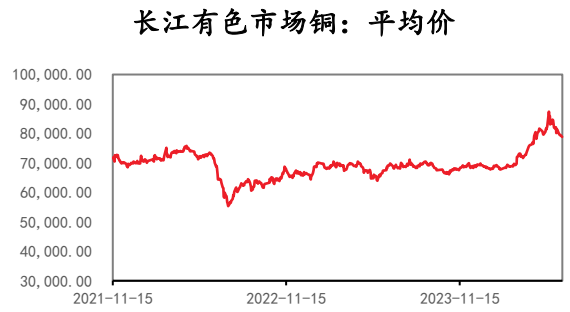
到 36%，随着有关政策的深入实施，以及汽车生产企业进一步加大创新步伐，不断推出大量新车型，都将有利于进一步激发汽车市场消费潜能，扩大国内市场需求。

2 结论

铜矿供应偏紧矛盾仍有发酵可能性，为价格提供底部支撑。有个别冶炼厂因采购不到足够的阳极板弥补铜精矿的缺口，在 6 月不得不主动降负荷。铜冶炼厂 6 月粗炼检修产能或将减少，或使国内粗铜 6 月生产和进口量环比增加。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。

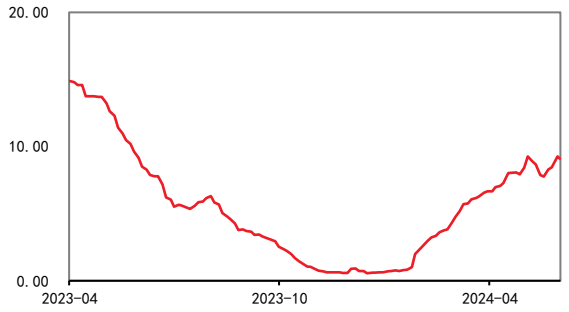
3 铜期货现货数据

图表 12：长江有色铜价



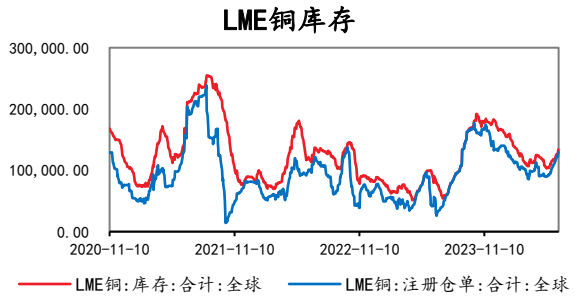
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 13：上海保税区铜库存



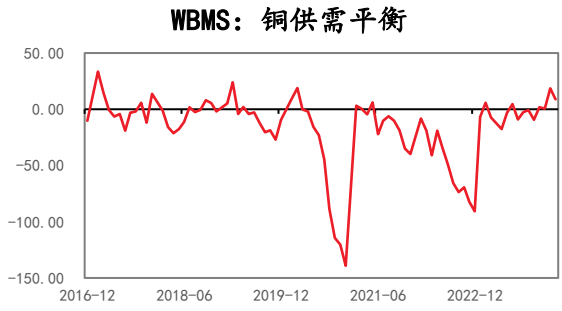
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 14：LME 铜库存



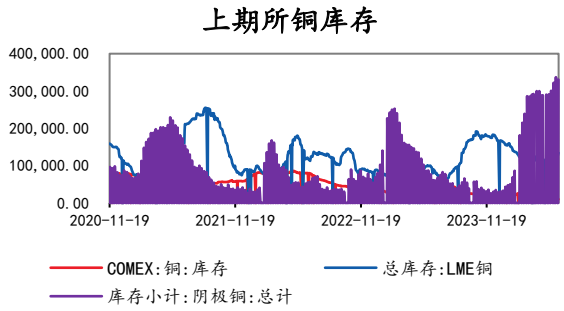
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 15：WBMS 供需平衡



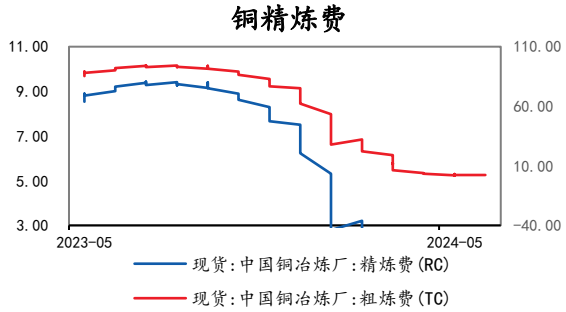
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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。当前锌矿原料维持偏紧，伴随着海内外矿山生产恢复及新增项目逐步兑现，三季度后锌矿紧张局面有望边际改善。但考虑到全年海外增量较小且国内高海拔新增矿实际兑现量级不确定性较大，原料改善程度或较有限，难以扭转全年锌矿短缺的格局。

炼厂利润压缩，炼厂成本倒挂

当下低加工费被动推升锌价估值弥补炼厂利润，但原料库存低于同期，制约炼厂提产空间。对于 6 月，湖南地区部分炼厂因环保问题带来一定减量，内蒙古地区部分炼厂因原料问题产量减少；同时，陕西、甘肃、云南、贵州地区炼厂检修复产带来增量，预计月度产量环比 减少 0.93 万吨至 52.69 万吨。1-6 月累计产量 316.3 万吨，累计同比减少 1.98%。

订单略有好转

5 月下游初端企业开工较平稳，未有超季节性表现，其中镀锌企业铁塔及光伏类订单较好，基建及交通类订单未有明显增量，截止至月底企业开工报收 65.27%，较去年同期高 3.6%。压铸锌合金企业开工维持较弱，五金、汽车订单不及预期，拉链类订单平稳，出口订单有所下滑，且临近消费淡季，部分企业计划减停产，截止至月底开工率降至 45.66%，较去年同期减少 1.86%。后期逐步进入梅雨季，终端消费存季节性扰动，但消费后置预期下也不排除淡季不淡。

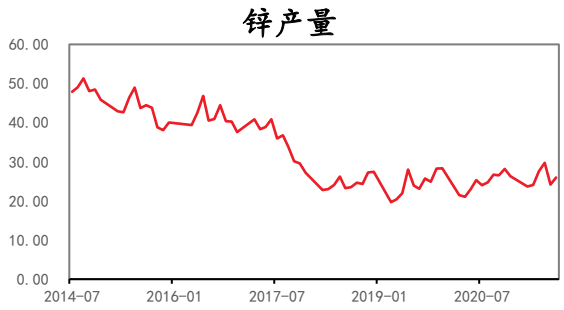
终端市场来看，国内地产政策三箭齐发，乐观情绪较重；基建方面万亿特别国债要求 6 月底之前开工，或将对锌价形成一定的支撑；家电虽受地产板块拖累，但整体表现相对突出，产量维持高位；汽车板块表现相对较好，依旧是锌消费比较亮眼的一块。整体来看，随着出口 国内政策不断落地，消费好转预期较强，对锌价形成一定支撑。

2 总结

海外矿山扰动及新增项目后延，拖累锌矿增量下调，国内矿山延续季节性恢 复，进口矿补充不足下，加工费已降至极低水平，三季度后原料供应存边际改善预期。冶炼方面，受矿端供应紧缺和部分地区环保因素影响，预计产量维持低位。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。

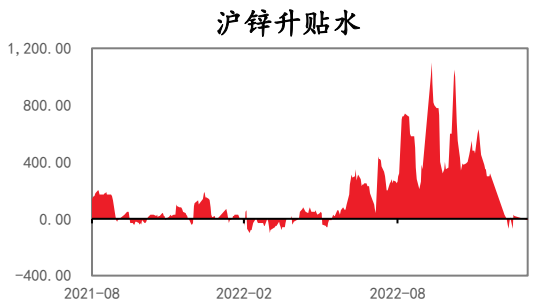
3 锌期货现货数据

图表 18：锌产量



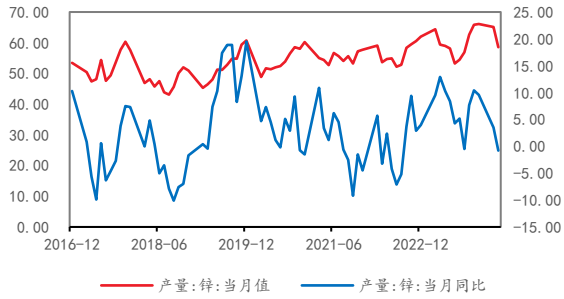
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 19：锌升贴水



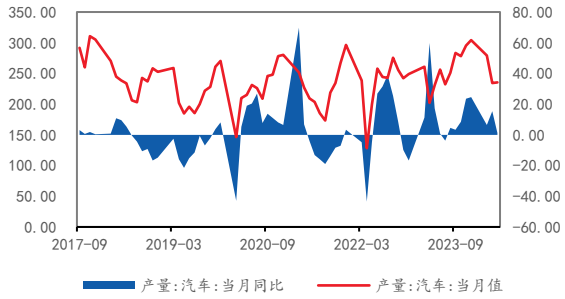
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 7 日美国强劲的非农数据公布，带动市场情绪走向悲观，临近美国 CPI 与美联储议息会议的召开，市场向着较为悲观的方向进行交易。然而，待 6 月 12 日美国 CPI 数据公布，与美联储议息会议决议的公布，市场情绪出现了反转。

数据显示，美国 5 月 CPI 同比增长 3.3%，较 4 月回落 0.1%，核心 CPI 同比增长 3.4%，较 4 月回落了 0.2%，二者均低于市场预期。同时，从环比的角度来看，CPI 环比增速由 4 月的 0.39%下降至 0.17%，降幅较大。

美联储所公开的两大使命为实现促进就业和控制通胀,从近两周就业数据和 CPI 通胀数据来看，两大使命都实现的较好，因此从美联储的使命上来说，维持高利率的基础已经在减弱。尽管美联储点阵图显示今年降息 1 次的概率大，但市场却预期美联储将在今年降息至少 2 次，这一点市场再度给美联储投了不信任票。

降息预期的修复，带动黄金、铁矿等美元资产走强，进而导致钢材成本支撑走强。

2 粗钢限产对原料仍有压力

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 5 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。

尽管目前粗钢限产的具体目标尚未出台，但其影响不容忽视，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 库存加速累计

本周全国高炉产能利用率环比增加，钢材产量也略有增长。国内 247 家钢厂的高炉产能利用率为 89.6%，环比增加了 1.4%，同比下降了 0.8%。五大品种钢材的周产量为 897.2 万吨，环比微增 0.1%，同比下降了 3.3%。本周长流程产量显著回升，日均铁水产量增加了 3.7 万吨至 239.4 万吨，在利润尚可的背景下，钢材产量同步上行。

在库存方面，本周五大品种钢材的社会库存量为 1267.5 万吨，环比下降了 0.3%，同比增长了 12.5%。钢厂库存升至 499.3 万吨，环比上升了 2.6%，同比增加了 11.0%。钢材总库存第二周累积，环比增加了 0.5%，增幅较上周扩大了 0.3%，螺纹钢厂库明显累积，而社库整体呈现小幅去化。

本周五大品种钢材的周表观消费量为 888.5 万吨，环比下降了 0.4%，同比下降了 8.1%。其中，螺纹钢的周表观消费量为 227.1 万吨，环比下降了 1.7%，同比大幅下降了 22.9%。五大品种钢材的表需小幅下滑，淡季需求特征显现，建材走弱而板材回升的局面持续，螺纹钢的表需同比降幅扩大。建筑钢材的周成交量上升至 12.74 万吨，环比增加了 4.7%。

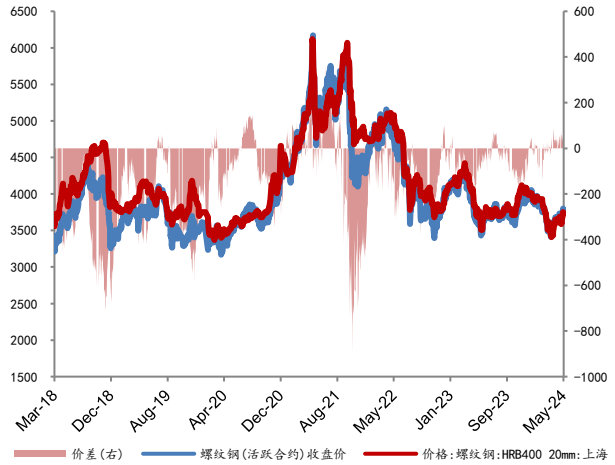
本周钢材现货价格小幅走弱，主流钢材品种的即期毛利环比有所改善。247 家钢厂的盈利率为 49.8%，环比下降了 3.1%。

5 小结

上周美国 CPI 数据低于市场预期，美联储 9 月降息的概率大幅提升，前一周强劲的非农数据所带来的恐慌被抹平。消息落地后，铁矿石价格出现反弹，同时也带动钢材价格反弹。从目前来看，悲观的情绪小幅修复，但钢市长期走弱的趋势还没发生改变。24 年粗钢限产的具体目标尚未出台，对原料价格及钢价还起到抑制作用。

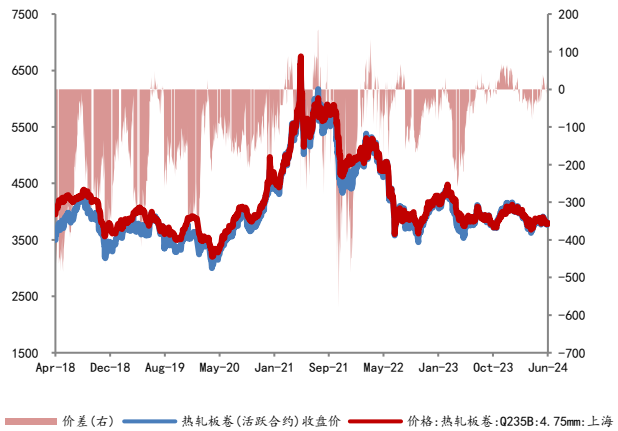
6 钢材期货现货数据

图表 22：螺纹期现价差



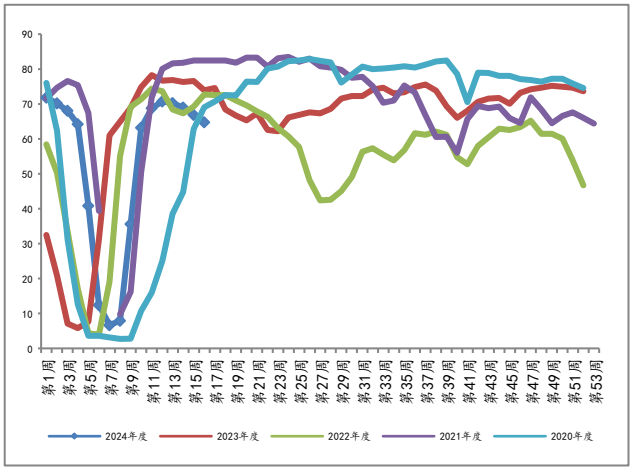
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 23：热卷期现价差



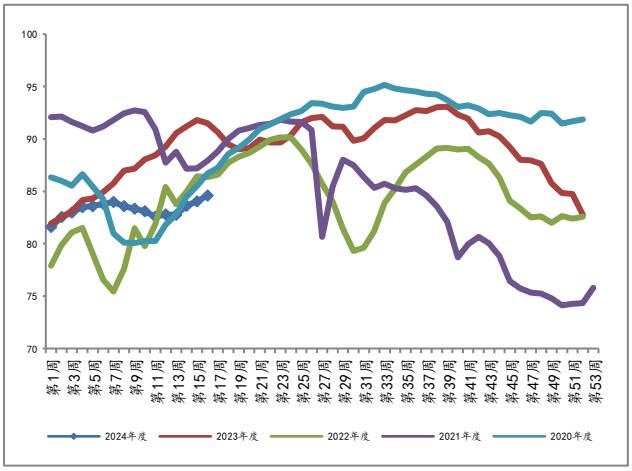
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 24：85 家独立电弧炉钢厂：开工率：中国（周）



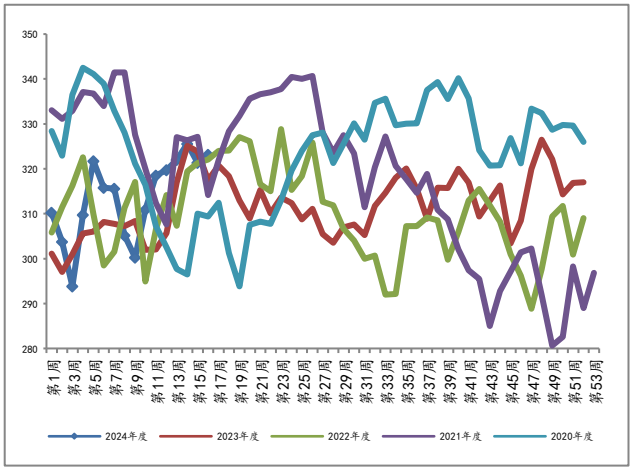
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 25：247 家钢铁企业：高炉产能利用率：中国（周）



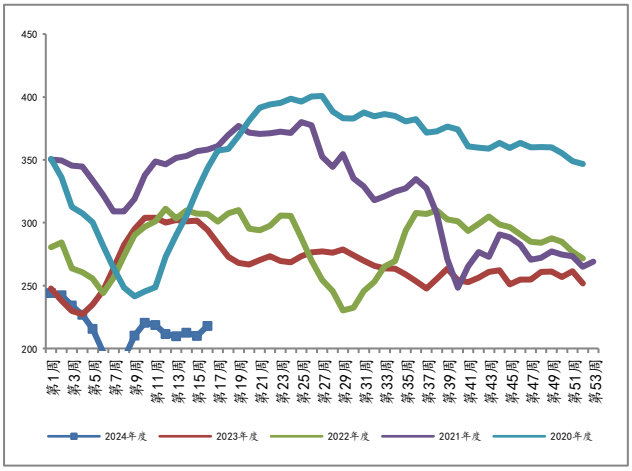
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 26：螺纹钢：建筑钢材钢铁企业：实际产量（周）



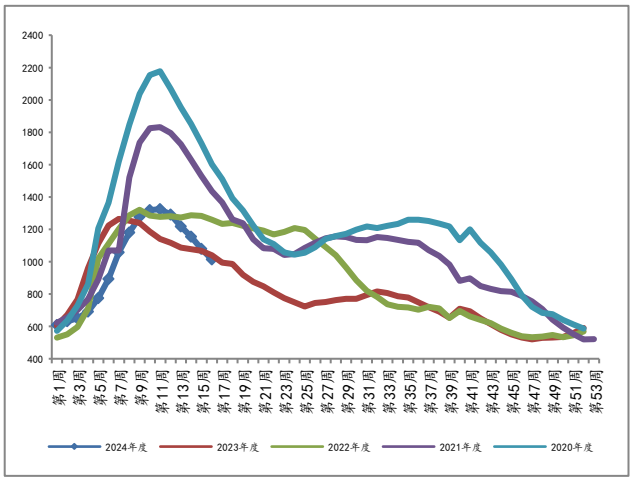
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 27：热轧板卷：钢铁企业：实际产量：（周）



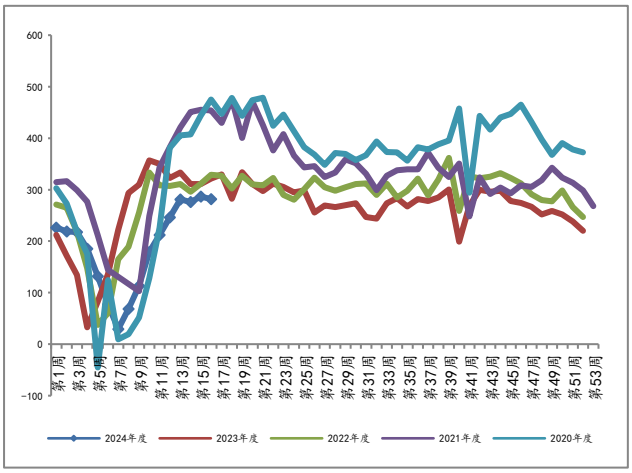
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

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 高盛预测较为公允

展望 6-9 月，我们的基本看法是，在 OPEC+以及美国等非传统产油国总供应量大致稳定的情况下，夏季强劲的旅游和发电等需求将推动原油市场去库，并在三季度出现较为明显的供需缺口。

供应方面，OPEC 及其盟友就 2024-2025 年的产量框架基准顺利达成一致，很大程度上化解了该组织的内部分歧，进一步降低了原油市场的不确定性。

需求方面，今年北美出行高峰迄今表现令人大跌眼镜，美国汽油价格甚至在驾车季伊始时录得较大跌幅，这在若干年以来都是比较罕见的，不过燃料消费大概率将会恢复到正常水平。

按照经验在未来数周内，全球原油市场以及 EIA 商业库存料应观察到季节性去库的迹象，同时美国将继续追加对战略石油储备的回购。

高盛综合预计，2024 年国际原油 Brent 均价为 84 美元/桶，主要运行区间将在 75-90 美元附近，在地缘政治未对供应造成冲击的假设下，我们认为高盛给出的预测是相对合理的。

2 短期情绪难言乐观

本次 OPEC+延长减产兑现后，原油市场情绪明显偏悲观，主要原因是能源消费的缓慢增长和对未来经济前景的不确定性。二季度油价不及预期的一大因素在于，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扩张带来的供应增量。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，使得柴油需求相对偏弱。北美夏季出行高峰姗姗来迟，汽油裂解利润尚不理想，但旺季需求仍难证伪。此外，市场心态也从前期等待 OPEC+减产层层加码，转变为关注 OPEC+何时开始退出减产。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。

3 旺季不旺超出预期

尽管阵亡将士纪念日标志着美国夏季出行高峰期的开始，但由于燃料消费复苏不及预期，糟糕的需求重挫原油多头信心，投资者重点关注三季度市场供需能否改善。今年原油市场一个较大的变数是，进入传统旺季之后，反而出现了近远月价差走弱和油品裂解利润下滑的现象，表明终端消费暂时缺乏有效利多提振，短期油价上涨驱动仍显不足。造成这一问题的因素有很多，OPEC+减产实际履约率较差，非美经济体复苏缓慢，全球制造业萎缩等，综合导致原油供需格局宽松，累库存趋势超出预期。不过我们仍坚持认为，原油供应过剩的叙事不适用于 6-9 月，期间 OPEC+继续控产而能源消费环比增长，全球原油库存大概率将得到去化，但至少目前来看，对后市国际油价的反弹高度可能要适当降低预期。

4 能源消费陷入迟滞

近期三大机构公布月报，其中国际能源署(IEA)对全球原油需求前景看法较为悲观。IEA 将 2024 年全球原油需求增长预测下调 10 万桶/日至 96 万桶/日，预计 2025 年原油需求增长 100 万桶/

日，主要依据是经济疲弱和能源转型构成长期利空。自疫情后经济和需求反弹失去动力，发达经济体能源消费预计将持续数十年的下降趋势，以中国为首的亚洲新兴经济体出现失速，因此全球原油需求增长正在显著放缓，并将在 2030 年达到历史峰值。IEA 进一步指出，随着主要经济体能源结构转型的推进，到 2020s 这十年末，全球原油需求总量将稳定在 1.06 亿桶/日附近，而总供应能力可能攀升至近 1.14 亿桶/日，这将造成原油市场供需过剩高达 800 万桶/日。结合 IEA 的观点我们认为，虽然廉价能源时代已经一去不返，但未来油价上涨空间同样受到制约，大多数时间应以高位区间震荡作为常态。

5 中性不宜过度悲观

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。

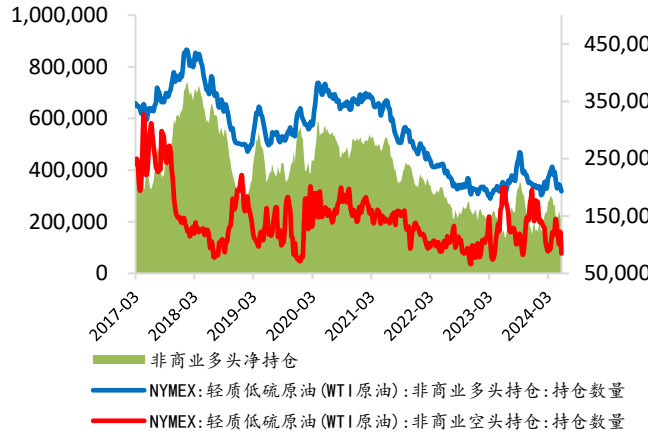
7 原油期现数据

图表 30：国际原油期货价格



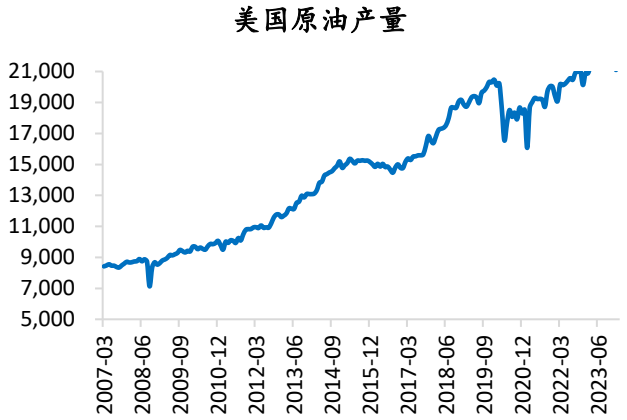
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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



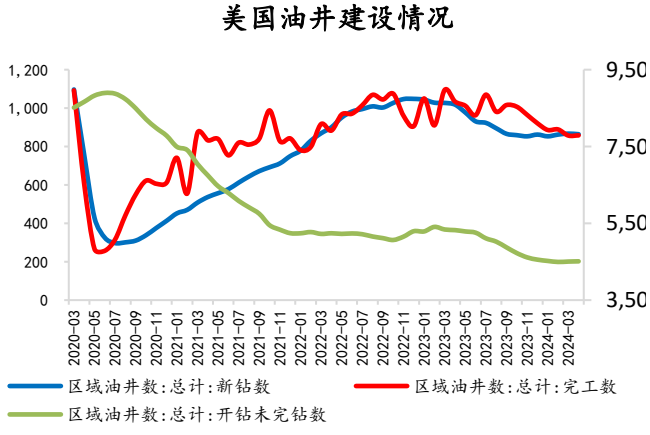
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 33：沙特原油产量



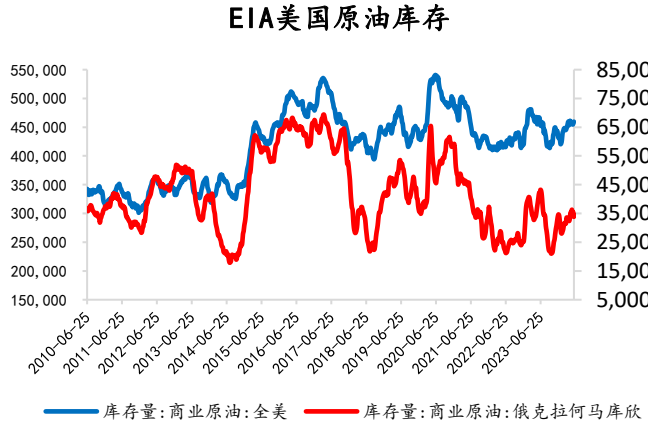
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 34：美国油井建设情况



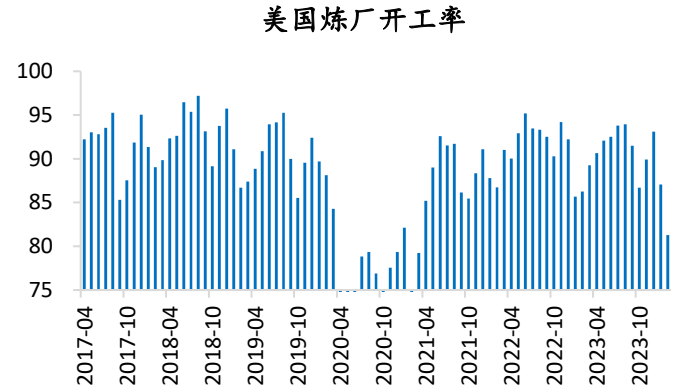
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 35：EIA 原油库存



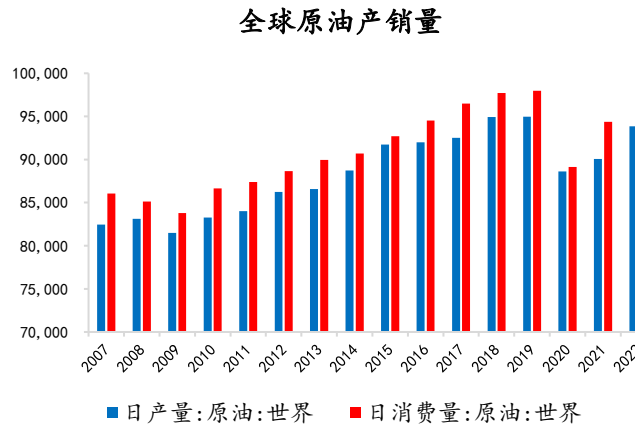
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 沪胶炒作波动较大

沪胶本轮强势上涨令投资者感到意外，目前情绪市特征较强，跟随商品市场情绪大幅波动。

今年东南亚主产区由于天气和市场等因素，迄今新季原料未能大面积放量，5 月天然橡胶进口到港依旧低迷，而国内云南产区开割亦不顺畅，厂商刚需订单持续跟进，主销区现货录得超长的逆季节性去库。国内橡胶轮胎企业开工率仍保持环比微幅回升态势，不过越往终端对高价原材料的接受程度愈发有限。轮胎企业逐渐进入年中淡季，实盘采买成交一般，对高价原料产生抵触情绪。回顾今年 3 月沪胶上一轮大涨行情，当时大量的非标套利盘进口船期，估计将在 6-7 月陆续到港，届时青岛港口去库趋势或将迎来拐点。

历史经验来看，尤其在 6-8 月，天然橡胶格局大概率呈上游产出增加而下游需求疲弱的状态，当前相对高位易有下跌空间。

2 原料成本趋于松动

本轮胶价强势上涨除了资金炒作外，基本面核心因素是上游放量延迟叠加下游淡季不淡，共同引起的结构性行情。

上游方面，目前国内外产区原料价格均处于近年来高位。云南产区受干旱影响，海南产区受雨水影响，今年新季割胶进展均不顺利。泰国主产区天气不稳定，新胶产出仍较为稀少，宋卡集散地原料价格再度反弹，从成本端对现货构成较强支撑。尽管各产区割胶面积逐步扩大，但距离高产期还有数月之久，期间降雨等仍不时会影响作业。原料供应紧张令收购价格上涨，泰国胶水最高攀升至 81 泰铢/公斤之多。

尽管 6 月上旬胶水、杯胶等原料仍显紧俏，但 6 月中下旬这一局面或将得到缓解，高价刺激胶农割胶积极性，如未来天气无明显异常，新胶存在季节性放量预期。原料成本坚挺只是阶段性利好，每年割胶作业迟早会全面展开，原料上量在未来会对胶价构成利空。

3 需求分化淡季将至

下游方面，轮胎企业经营状况分化极度明显，因国内整体需求偏弱，而海外订单需求强劲，半钢胎企业排产和成品库存远好于全钢胎，开工率维持同环比增加。

截至 6 月中上旬，山东地区轮胎企业全钢胎开工负荷为 60.89%，同比降低 2.31%；国内轮胎企业半钢胎开工负荷为 80.24%，同比增加 9.13%。不过鉴于原料天然及合成橡胶价格涨幅较大，成本向下传导效果有待时间验证。目前轮胎市场库存相对充足，整体出货一般，轮胎企业对原材料采购谨慎，按需拿货为主。短期因检修企业装置逐步复产，令开工率季节性拐点延迟，后期不排除个别企业减产降负的可能性。

当前橡胶下游轮胎行业整体表现尚可，但一些结构性问题依然突出，消费需求将迎年中低谷，对胶价的利空逐步显现。

4 库存去化仍有支撑

通常 5 月海内外天然橡胶产区迎来新季开割，虽然近期降雨增多改善了之前的高温干旱，但整体割胶节奏仍受到影响。同时，泰国主产区的减产也令中国橡胶进口量缩减明显，青岛主港库存超预期去化，销区货源供应整体偏紧，刺激沪胶期货盘面不断冲高。

截至 6 月上旬，青岛地区天然橡胶库存为 42.06 万吨，较上期减少 2.33 万吨；其中一般贸易库存 32.19 万吨，环比-1.79 万吨；保税区内库存 9.87 万吨，环比-0.54 万吨。短期在新胶补充有限的情况下，国内现货紧张的局面较难缓解，对胶价或仍有一定支撑。预计 6-8 月胶价将在高位震荡中逐渐回落，但沪胶期货盘面短期波动较为剧烈，投资者应做好持仓风险管理。

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。

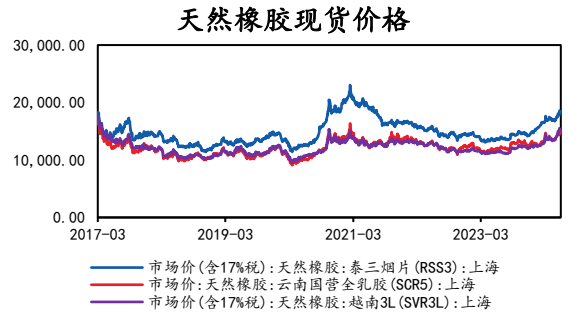
6 震荡筑底重心抬升

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。

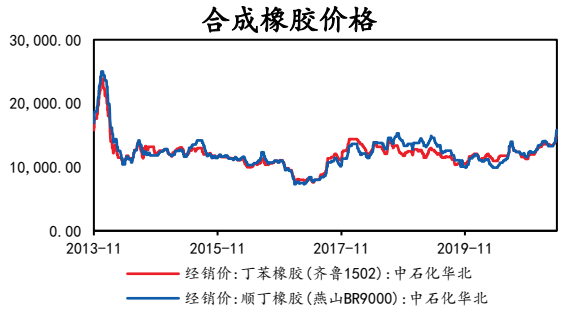
7 橡胶期现数据

图表：天然橡胶现货价格



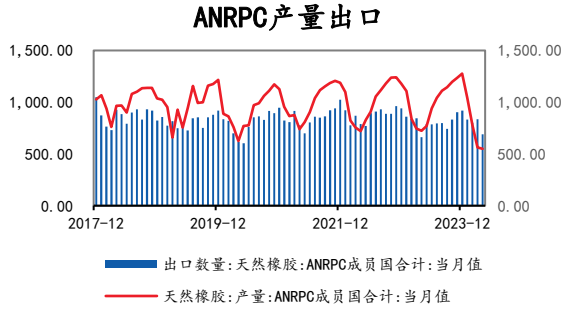
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 38：合成橡胶价格



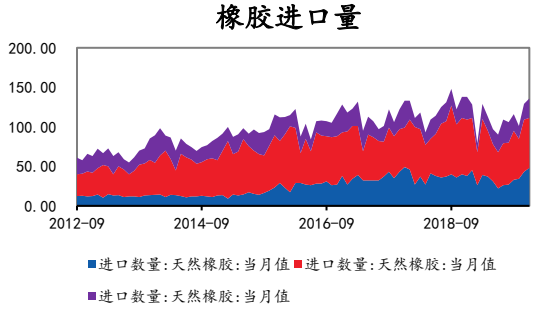
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 39：ANRPC 产量出口



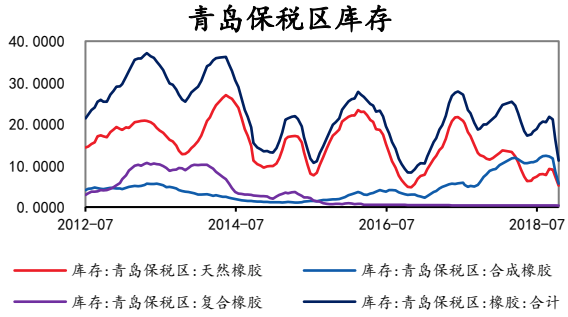
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 40：橡胶进口量



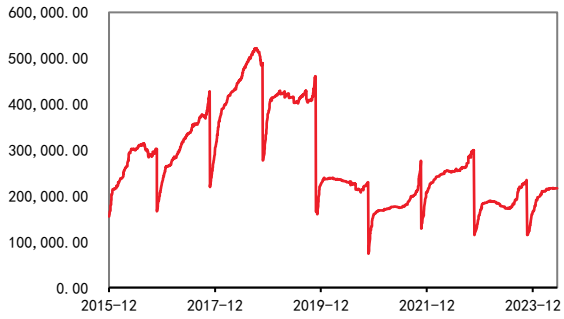
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 41：青岛保税区库存



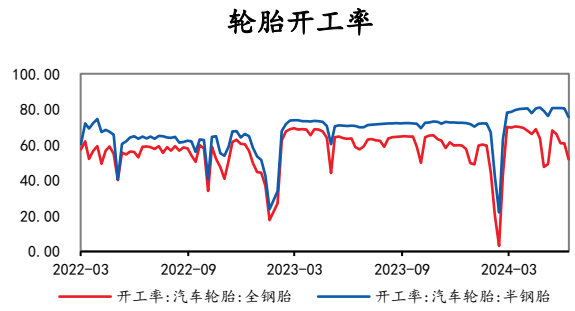
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 42：上期所注册仓单



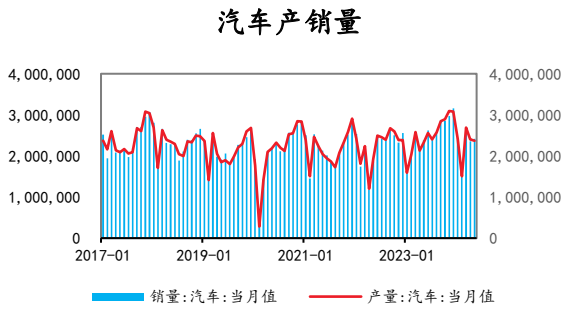
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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：美豆低位盘整，国内豆类市场反弹乏力

1 外部豆类市场分析

美国农业部调高美豆库存，新季大豆生长状态较佳

美国农业部于 6 月 12 日公布月度供需报告，本次报告将美国陈豆库存由上月的 3.4 亿蒲式耳上调到 3.5 亿蒲式耳，同时将美国新豆库存上调至 4.55 亿蒲式耳，高于上月的 4.45 亿蒲式耳，与高于分析师平均预期的 4.48 亿蒲式耳。美国陈豆出口下降是美豆结转库存升高的主要原因。当前美豆播种接近尾声，2024 年首次公布的美豆优良率高达 72%，继续巩固美豆丰产前景。美国农业部在 6 月供需报告中维持新年度美豆产量 1.211 亿吨不变，同比增加 777 万吨，增幅为 6.85%。

巴西大豆产量调降幅度低于预期，巴西大豆出口优势下降

美国农业部在 6 月供需报告中将巴西 2023/2024 年度大豆产量下调 100 万吨至 1.53 亿吨，高于报告前市场平均预期的 1.518 亿吨。巴西南部地区在 4 月下旬遭遇罕见洪涝灾害，美国农业部对巴西大豆因洪灾造成的减产评估仍低于多数民间分析机构。受巴西大豆产量下降影响，巴西大豆出口量同步下滑。根据巴西贸易部的数据，巴西 5 月大豆出口量为 1345 万吨，较去年同期减少 13.7%。与此同时，巴西港口升贴水报价持续走高。以 6 月 12 日报价为例，巴西 7 月装船大豆升贴水为 175 美分/蒲式耳，并逐月升高，10 月和 11 月升贴水达到 235 美分/蒲式耳，与同期美豆升贴水基本持平。受此影响，巴西旧作大豆到中国港口成本价普遍在 4050 元/吨之上，与美豆到港成本相差不到 150 元/吨。巴西大豆出口优势下降，美豆出口需求有望获得改善。

马来西亚 5 月末棕榈油库存小幅攀升，机构评估 6 月上旬出口数据存差异

马来西亚棕榈油局于 6 月 10 日发布棕榈油月度供需报告，报告显示，5 月马来西亚棕榈油产量为 170.45 万吨，环比增加 13.48%；出口量为 137.84 万吨，环比增加 11.66%；5 月底棕榈油库存环比增加 0.5%，为 175 万吨，库存因产量增幅高于出口增幅而达到三个月来最高水平。南部半岛棕榈油压榨商协会（SPPOMA）表示，马来西亚 6 月 1-10 日棕榈油产量环比下降 6.5%。机构发布的高频出口数据出现显著差异，其中 SGS 表示，6 月 1-10 马来西亚棕榈油出口环比增加 31.8%，而另外两家机构发布的同期数据则为环比下降 20.4%-21.6%。马来西亚 6 月上旬棕榈油出口数据打架，无法为市场提供明确指引，需要观察下次报告能否得到纠正。

2 国内豆类市场分析

5 月进口大豆超 1000 万吨，国内豆粕保持累库节奏

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 月继续收窄。中国 5 月进口大豆实际到港超过 1000 万吨，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 84.2 万吨，周度增加 5.5 万吨，继续保持增长状态。从目前进口船期跟踪来看，6 月和 7 月仍是进口大豆到港高峰期，预计月均到港量仍在 1000 万吨左右。国内生猪存栏量逐月下降，养殖端对豆粕需求稳中偏弱，在油厂高开工率下，豆粕保持累库状态。豆粕现货供给压力需要时间消化，豆粕基差保持弱势运行，豆粕期货市场主动上涨动力不足。

油脂库存继续攀升，油脂期货市场震荡盘整

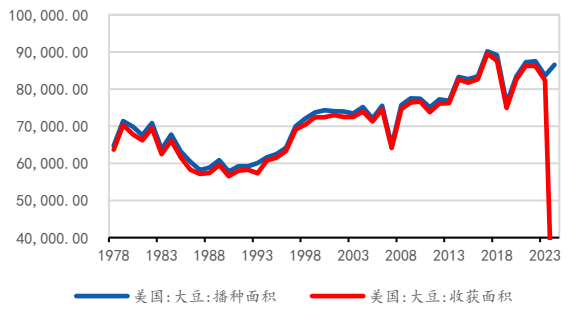
本周国内商品市场继续宽幅震荡，市场情绪频繁转换，国内油脂市场延续震荡盘整状态。CBOT 大豆在作物开局较好以及 USDA 报告中性偏空的指引下有所下跌，但外部棕榈油的走强抑制跌幅。后期市场继续关注美豆天气升贴水，巴西、阿根廷收割进度、以及国内外宏观经济影响。从国内油脂自身供需基本面看，中国粮油商务网监测数据显示，截至上周末，国内三大食用油库存总量为 188.82 万吨，周度增加 1.88 万吨，其中棕榈油库存结束八连降小幅增加 0.4 万吨，处于 2022 年 9 月以来低位水平。受棕榈油库存偏低以及进口成本升高影响，国内棕榈油期货市场表现相对抗跌。

3 油脂油料市场展望

进入 6 月，巴西大豆进入三个月强制休耕期，新季播种将于 9 月展开。阿根廷大豆收割即将结束，该国 5000 万吨大豆产量不但较上年翻番，也大大削弱了巴西大豆减产对全球大豆供应格局的影响。美豆即将完成播种，6 月底美国农业部将根据实际播种情况对美豆面积作出修正，从目前美豆播种和生长状况看，美豆面积存在上调的可能。目前美豆 72%的优良率很难一直持续下去，但高优良率说明美豆生长条件良好，可起到降低或推迟天气炒作的预期。美豆保持丰产预期，价格重心稳中趋降。外部市场对国内豆粕的成本提振效应减弱，国内豆粕累库压力有增无减，处于升水状态的豆粕期货市场下行压力明显增加，但在美豆进入天气敏感期后，国内豆粕期货市场也不具备较大回调空间。国内油脂市场多空交织，盘面运行缺少方向感，易受外部油脂成本和国内商品市场情绪变化影响，可保持震荡思路适量参与。国产大豆市场长期处于供过于求格局，由于近期缺少现货和政策配合，豆一期货远月合约再度走弱，不排除试探前期低点的可能。

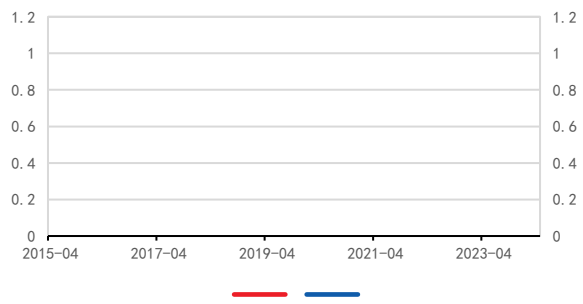
4 油脂油料市场主要数据

图表 45：美国大豆种植收获面积



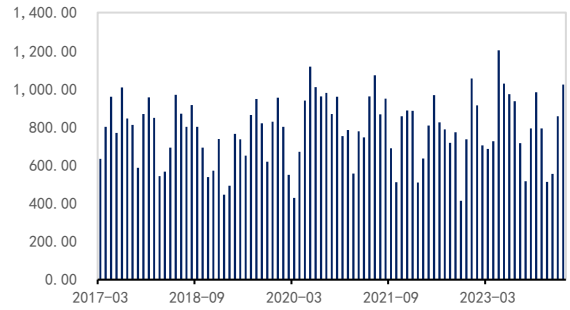
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 46：国内生猪存栏量



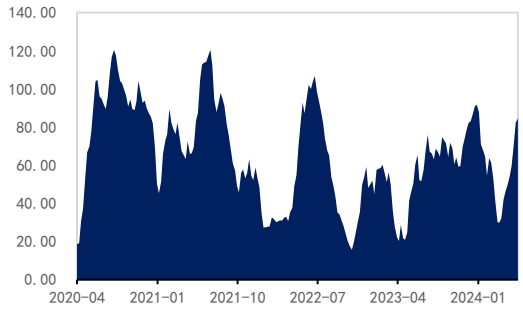
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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