中金财富期货策略周报（2024 年第 22 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：目前宏观面呈现内部堵点待解，外循环相对较好的情况。固定资产投资的细分方向较为分化，但是变化不大，消费仍受到一定程度的压制，外需相对较好。整体看目前宏观面变化不大，大部分工业品大起大落之后，进入随机性较强的阶段，建议不要追空操作。

股指期货：当前经济面仍有韧性叠加资本市场持续发力为后续指数的向上修复提供坚实基础，短期市场的震荡休整，但是波段仍有震荡向上的格局，市场有望在震荡反复后，迎来向上修复机会。

铜：美国通胀数据意外降温，美联储继续按兵不动， 市场预期美联储降息或将推迟，宏观情绪有所消退。矿端供应偏紧，加工费 TC 一路下跌，但电解铜产量仍旧偏于宽松。下游逢低需求释放，新订单疲弱，房地产数据同比继续为负值，市场悲观情绪蔓延，资金持续流出，整体消费偏观望情绪，需求处于淡季。价格进入筑底期，反弹缺乏持续性。货币政策及经济前景的不确定性下，铜价整体回调的趋势并未结束，后市铜价或维持箱体震荡整理状态。

锌：国内炼厂原料库存持续走低，进口锌精矿资源流入虽有所增加，但伴随着欧洲炼厂复产且矿山暂无增产背景，矿端偏紧格局难有改善。锌价回落降低下游生产成本，部分代加工企业复产或增产，带动镀锌企业开工小幅回升。当前矿冶矛盾尚存，下游订单偏弱亦对开工形成拖累，锌价持续高位震荡。

钢材：上周全国各省限产传闻不断，福建与河北地区今年粗钢限产目标或达 10%与 7%，限产力度较大，引发原料市场恐慌。从目前来看，发改委仍在收集各省限产目标，全国目标尚未公布，谨防市场反复。

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。

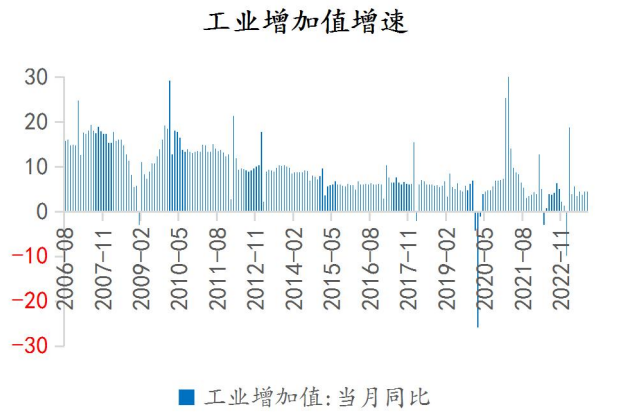
目录

周度策略：“外循环”疏导较为顺畅 ..... - 5 -
宏观经济、市场策略和股指期货市场分析 ..... - 6 -
1 一周重大宏观政策、事件和数据解读 ..... - 6 -
2 高频数据：地产销售回升 ..... - 7 -
3 临近跨季，资金面面临考验 ..... - 7 -
4 宏观策略 ..... - 8 -
5 股指期货市场分析 ..... - 8 -
铜 ..... - 10 -
1 影响因素 ..... - 10 -
2 结论 ..... - 11 -
3 铜期货现货数据 ..... - 11 -
锌 ..... - 13 -
1 锌：影响因素 ..... - 13 -
2 总结 ..... - 13 -
3 锌期货现货数据 ..... - 14 -
钢材 ..... - 15 -
1 海外情绪剧烈波动 ..... - 15 -
2 粗钢限产对原料压力较大 ..... - 15 -
3 铁水产量回升 累库速度放缓 ..... - 15 -
5 小结 ..... - 16 -
6 钢材期货现货数据 ..... - 16 -
原油 ..... - 19 -
1 多空相持平衡收紧 ..... - 19 -
2 供应增长保持克制 ..... - 19 -
3 关注减产执行效力 ..... - 19 -
4 能源需求仍具韧性 ..... - 20 -
5 市场中性预测合理 ..... - 20 -
6 高位震荡蓄势盘整 ..... - 20 -
7 原油期现数据 ..... - 21 -
天然橡胶 ..... - 23 -
1 原料偏紧成本挺价 ..... - 23 -
2 进口缩量主港去库 ..... - 23 -
3 需求分化淡季将至 ..... - 23 -
4 合成橡胶形成共振 ..... - 24 -
5 多空切换待机布局 ..... - 24 -
6 震荡筑底重心抬升 ..... - 24 -
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 ..... - 28 -
1 外部豆类市场分析 ..... - 28 -
2 国内豆类市场分析 ..... - 28 -
3 油脂油料市场展望 ..... - 29 -
4 油脂油料市场主要数据 ..... - 29 -

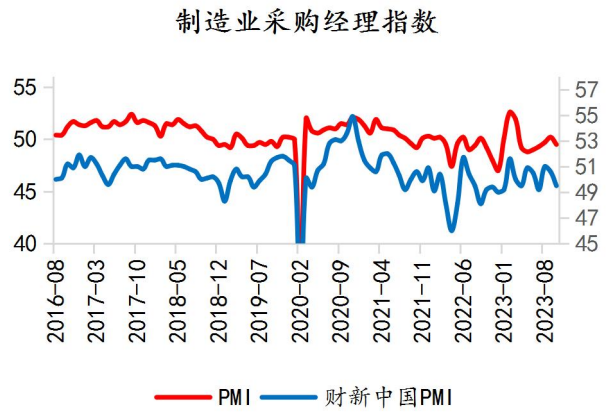
重要经济指标概况

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



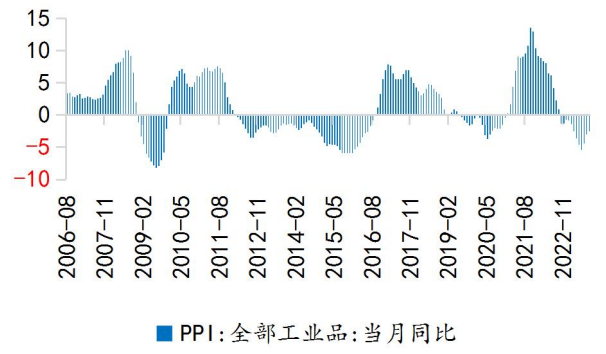
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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



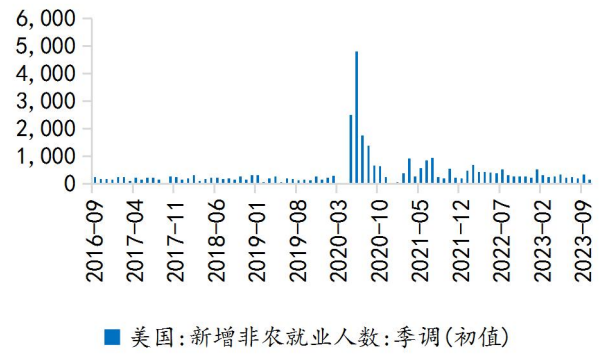
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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：“外循环”疏导较为顺畅

连续炒作的工业品并未 V 型回升，典型的如铜并未站稳 8 万的关口，螺纹钢也跌破了 3600 的重要关口。不过需要注意的是，目前宏观面的变动不大，情绪回落之后，注意追空的风险。

如何看待 6 月份的出口数据？

5 月的经济数据显示，内需仍需要梳理，打通赌点。

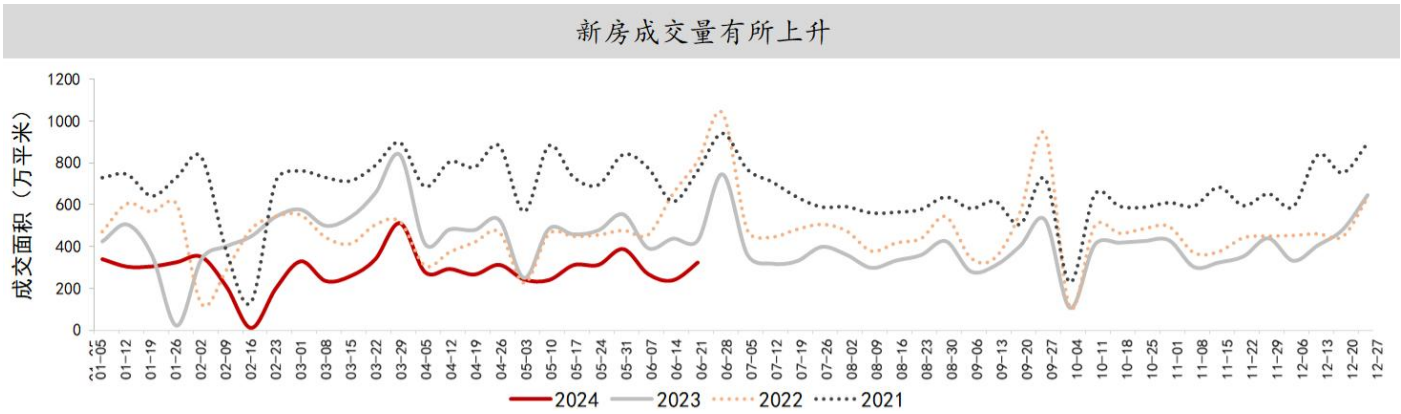
消费恢复偏弱，且持续性仍待观察。当月消费在假期错位、购物节大促等因素支撑下总量和结构均有所改善，但这些因素不具备持续性，且集中释放有可能透支本就偏弱的消费需求，在居民就业收入承压及资产价格受损等症结实质性改善前，短期消费修复或仍显波折，不排除增速再度出现回落。

投资结构分化加剧，基建下半年有望企稳。投资增长放缓且结构分化加剧，对应新质生产力壮大的制造业投资持续扩张，房地产开发、基建等传统投资领域的需求收缩与风险暴露仍是国内经济修复的桎梏，这一方面是新时代中国经济由要素投入型向创新驱动型切换的映射，另一方面也是眼下内外需热度不均的反映，财政与准财政工具的发力见效或是当前稳住投资需求的关键。

假期错位拖累生产，出口拉动作用明显。工业生产活动有所减速，我们认为当月假期同比多两天或是生产放缓的重要原因。出口依然是工业生产的重要拉动，边际上部分高耗能行业生产低位企稳，但主要原因或在基数不高，或非需求回暖。

5 月份国内经济恢复不及预期，动能夯实仍需政策发力。需求端消费总量和结构的改善趋势仍待观察，投资增速边际下滑且增长前景面临不同约束，生产端的重要支撑依然在于出口。当前来看，国内经济的软肋在房地产，地产下行对包括消费和投资在内的需求增长均产生明显抑制；突破口或在基建，政策面对基建投资的影响较大，资金与项目更加匹配下实物工作量有望加速形成；确定性在出口，全球制造业扩张周期为我国创造较好外围环境，但如疫情爆发前两年的强势拉动也难重现。因此，在前期地产组合拳出台的背景下，我们预计短期政策将一面继续加大对新动能的扶持。

图表 1：新房成交有所回升



资料来源：wind，中金财富期货

美国的“二次通胀”风险远未消除

欧洲央行降息，引发市场对于美联储降息的预期，但是我们认为美国通胀的韧性仍将超出预期。

美国 5 月零售短暂降温，后续预计将迎来反弹。美国 5 月零售环比涨幅小幅低于市场预期，结构上来看，食品饮料与石油制品、餐饮服务以及耐用消费品零售出现了大幅降温，主要反映前期全球原油价格大幅下降以及 4 月美国劳动力市场短暂降温的滞后性影响，预计后续在薪资增长和房地产市场回暖的共同支撑下，零售可能与核心 CPI 一样迎来蓄势反弹。整体来看，美国 5 月零售数据呈现出与 5 月核心 CPI 极为相似的数据结构，我们预计后续随着美国政府进一步强化逆全球化的贸易政策导向美国的耐用消费品价格将加速上涨；此外，5 月美国非农就业表现大超市场预期，随着“薪资通胀螺旋”在服务业的加速闭环，预计后续餐饮等服务零售将再度随着劳动力市场而走强。总结起来，当前美国零售数据的短暂降温极有可能与核心 CPI 的短期走弱一样绝非美国消费和经济已经降温的信号。

美国 5 月工业生产表现强劲，供给能力加速提升。美国 5 月工业生产表现强劲，改善幅度大幅超出市场预期，其中，计算机和电子产品生产指数同比更是保持了连续长达 14 个月的同比上涨趋势，足见当前美国政府对华“脱钩断链”加剧、重启“301 调查”的逆全球化政策导向对美国的工业生产起到了大幅拉动作用。当前，美国国内需求受薪资增长和前期巨额财政补贴驱动而维持高位，由此产生的供需缺口是美国通胀维持高位黏性的主要因素。而一方面，5 月美国非农就业强势反弹，劳动力市场再度趋紧，鲍威尔也在公开发言中承认非住房服务的某些领域“看到通胀仍然很高，这可能与工资有关”，即服务消费市场的“薪资通胀螺旋”闭环有一定概率会在 6 月再度驱动通胀上行，加之当前美国的房地产市场在降息即将开启的阶段迎来了新一轮的上涨，给美联储降息带来更大的不确定性；另一方面，美国的工业生产已经在美联储通过放缓缩表稳定长端利率并最终刺激投资以及保护主义贸易政策的货币和贸易双重政策下见到了初步的改善迹象。在此背景下，当前美国的“二次通胀”风险远未至解除之时，维持美联储年内在 9 月、12 月降息两次，每次各 25BP 的预测不变。

工业品追空存在风险

目前宏观面呈现内部堵点待解，外循环相对较好的情况。固定资产投资的细分方向较为分化，但是变化不大，消费仍受到一定程度的压制，外需相对较好。整体看目前宏观面变化不大，大部分工业品大起大落之后，进入随机性较强的阶段，建议不要追空操作。

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 21 日	1 年期、5 年期 LPR 均维持不变。	1 年期 LPR 为 3.45%，与前值持平；5 年期以上 LPR 为 3.95%，较前值不变。	货币政策处在量价变化的关键时期
	6 月 20 日	美国财政部将日本加入外汇“监控清单”	美国财政部称，日本今年早些时候进行了创纪录的货币干预以支撑日元	日本干预汇率的概率加大
数据	6 月 22 日	美国 6 月标普全球综合 PMI 初值超预期升至两年多新高	制造业再扩张，通胀压力降温	美国通胀韧性仍将明显
	6 月 21 日	6 月国内房地产销售延续企稳回暖态势	6 月 15 日至 21 日国内 30 城商品房成交面积平均值约为 31.14 万平方米，高于 4、5 月同期水平	地产复苏力度加强
事件	6 月 22 日	日本干预汇率概率加大	日元再度逼近 160 这一备受关注的水平，为今年 4 月来首次	日本干预汇率的概率加大

资料来源：中金财富期货研究所

2 高频数据：地产销售回升

新房和二手房销售均有改善，叠加端午假期错位，同比明显回升。消费方面，汽车和纺服销售边际走弱，不过受海外需求支撑，部分轻工制造商品价格回升。临近暑假，游乐消费有所改善。投资方面，基建投资资金到位慢、项目数量偏少，基建投资或偏弱，受端午假期错位影响，新房和二手房销售均明显改善。进出口方面，韩国进出口和欧美 PMI 数据显示，出口或将有所改善。生产方面，煤电需求受高温天气影响有所增加，带动耗煤大幅回升至高位。库存方面，水泥库容比持续下降，钢材去库慢于往年。物价方面，猪肉价格增速放缓，除原油价格受供需关系变化影响有所回升，其他大部分工业品价格小幅回落。流动性方面，季末资金利率上行，美元指数震荡上升。

商品房：新建住房成交仍处历史低位，二手房成交有所回升。新建住房市场看，最近两周（6 月 8 日至 6 月 21 日），全国 30 大中城市商品房成交面积平均值较上两周环比回落 8.1%，从季节性上看处于农历同期历史低位，较 2021、2022、2023 年农历同期分别同比下降 54.4%、32.9%、40.9%，一线城市成交面积走势与 2023 年接近。二手房市场看，价格方面，截至 6 月 10 日，二手房出售挂牌价指数延续回落；成交量方面，最近两周，14 城二手房成交面积有所回升，处于农历同期历史中高位。

3 临近跨季，资金面面临考验

上周资金面体感偏紧，也是 6 月以来首度进入“紧张状态”，我们观察到几个现象：一是资金利率显著上行，隔夜和 7 天资金利率一度倒挂。二是在资金面偏紧的背景下，存单利率反而下行。三是“银行紧而非银松”的特征再度显现。

上周资金面偏紧，主因是政府债发行、税期等财政因素。本周面临跨季，资金面将如何演绎？核心可能还在于央行投放，其他因素方面，政府债净缴款将缩量至 469 亿元，同时票据利率指

向当前信贷投放偏慢，对资金面的扰动相对较小。从过去五年情况来看，跨季时 DR007 中枢抬升幅度在 30-40bp。如果央行态度偏呵护，跨季资金面可能较为舒适。如果央行投放量较少，资金面可能出现短暂波动。不过非银资金仍较为充裕，波幅预计小于往年同期。

公开市场：本周逆回购到期 3980 亿元

6 月 17-21 日，央行公开市场净投放 2650 亿元。

6 月 24-28 日，央行逆回购到期 3980 亿元。

票据市场：票据利率多下行，大行继续买票

票据利率多下行。6 月 21 日相对 14 日，1M 票据利率下行 5bp 至 1.10%，3M 下行 5bp 至 1.10%，6M 则维持在 1.38%。大行继续净买入票据。6 月 17-21 日，大行净买入票据 75 亿元，6 月以来累计净买入 119 亿元，而去年 6 月累计净卖出 996 亿元。当前票据利率下行趋势不变，同时大行也持续买票，或表明 6 月信贷投放仍然偏慢。

4 宏观策略

目前宏观面呈现内部堵点待解，外循环相对较好的情况。固定资产投资的细分方向较为分化，但是变化不大，消费仍受到一定程度的压制，外需相对较好。整体看目前宏观面变化不大，大部分工业品大起大落之后，进入随机性较强的阶段，建议不要追空操作。

5 股指期货市场分析

指数震荡偏弱

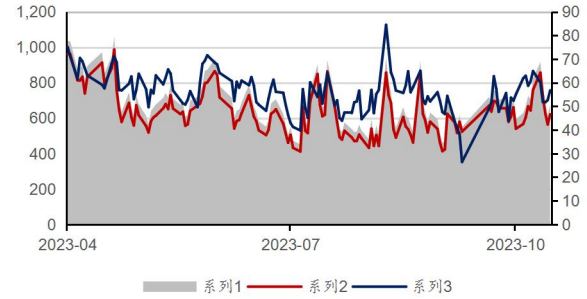
上周指数震荡走弱，沪指失守 3000 点。上周指数震荡走弱，沪指走出三连阴，失守 3000 点，三大指数周 K 线跌超 1%，科创 50 指数逆势收涨。从周 K 线来看，上证指数下跌 1.14%，深证成指下跌 2.03%，创业板指下跌 1.98%，科创 50 指数上涨 0.55%，北证 50 指数下跌 1.93%。个股板块呈普跌态势，电子、通信、建筑装饰、石油石化和汽车等板块收涨，综合、食品饮料、传媒、商贸零售和房地产等板块跌幅靠前。截至 6 月 20 日，上周北向资金净流出 161.19 亿元，其中沪市净流出 106.40 亿元，深市净流出 54.80 亿元。

如果继续回落，关注买入机会

从市场环境来看，5 月经济数据呈现边际放缓态势，经济增长动能尚需夯实，增量稳经济政策预期升温。资本市场方面，“科创板八条”落地支持新质生产力发展，新“国九条”的“1+N”政策体系不断落深落细，推动资本市场高质量发展。另外相关部门积极回应热点问题，稳定市场信心，释放积极信号。资金面方面，虽 6 月 LPR 利率报价保持不变，但后续货币政策仍有发力空间。从技术面来看，沪指在触及阶段高点后，经历周 K 线五连阴，落至 3000 点下方。

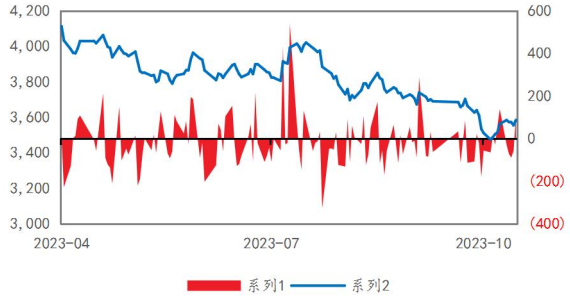
不过当前经济面仍有韧性叠加资本市场持续发力为后续指数的向上修复提供坚实基础，短期市场的震荡休整，但是波段仍有震荡向上的格局，市场有望在震荡反复后，迎来向上修复机会。

图表 8：融资融券数据图



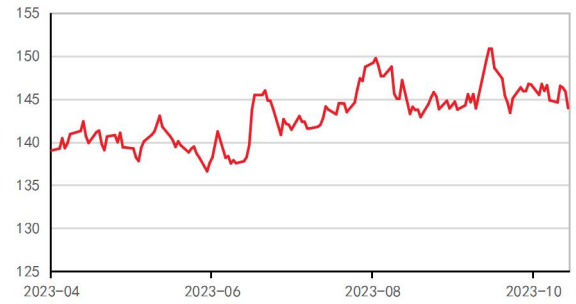
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 9：合约持仓和市场表现



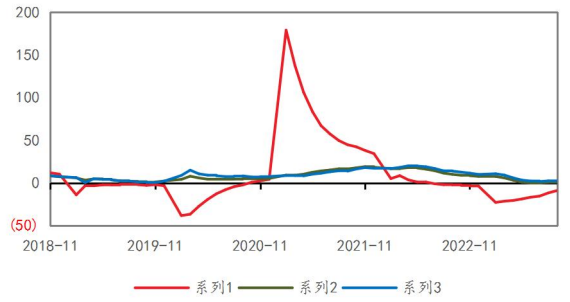
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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。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。

国内产能增速有限

在供应端干扰率一系列事件发生后，中国部分铜冶炼厂出于为新扩建产能备货、现货头寸正常采购等原因积极采购现货，导致铜精矿现货市场出现踩踏，供不应求的局面直接导致现货加工费断崖式下跌。但鉴于加工费持续走低，冶炼厂利润减少，市场又转为预期部分冶炼厂会减产。对于国内冶炼厂实际效果确超出预期，5 月国电解铜产量为 100.86 万吨，产量再度突破百万大关。铜价暴涨之后，精废价差走扩并位于高位，废铜大量进口量，导致再生铜原料相对充足，导致南方市场废产阳极铜产量上涨。2024 年 1-4 月份废铜累计进口量 78.3 万吨，同比增加 25.03%。另外，由于再生铜杆的盘面扣减持续高于阳极铜加工费，更加可观的利润使得再生铜杆厂倾向于生产阳极板或铜条最终送至冶炼厂。

国内现货进口维持亏损，洋山铜溢价走低，进口清关需求仍弱。海关总署公布的数据显示，5 月我国进口未锻轧铜及铜材 51.4 万吨，环比增加 7.6 万吨，同比增长 15.8%；1-5 月我国累计进口未锻轧铜及铜材 232.7 万吨，同比增加 8.8%。

需求复苏担忧上升

我国 5 月铜管企业开工率为 83.3%，环比减少 3.2%，同比下降 6.7%，由于 4-6 月为季节性的传统铜管消费旺季，从厂商到渠道经销商备货都较为充足，加之耐用消费品以旧换新的政策细则落地以及进入夏季后部门省市出现的极端高温天气，令各市场主体对今年行业的消费前景感到乐观，但从 7 月份以后空调排产量将明显下滑，空调用铜的边际增速将逐步下移，作为传统行业中托底铜消费的重要行业，三季度铜管开工率可能出现小幅下滑。高铜抑制终端电网投资增速，铜缆线企业开工率偏低，风光用铜增速放缓增量尚可。

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

矿端供应偏紧，加工费 TC 一路下跌，但电解铜产量仍旧偏于宽松。下游逢低需求释放，新订单疲弱，房地产数据同比继续为负值，市场悲观情绪蔓延，资金持续流出，整体消费偏观望情绪，需求处于淡季。价格进入筑底期，反弹缺乏持续性。货币政策及经济前景的不确定性下，铜价整体回调的趋势并未结束，后市铜价或维持箱体震荡整理状态。

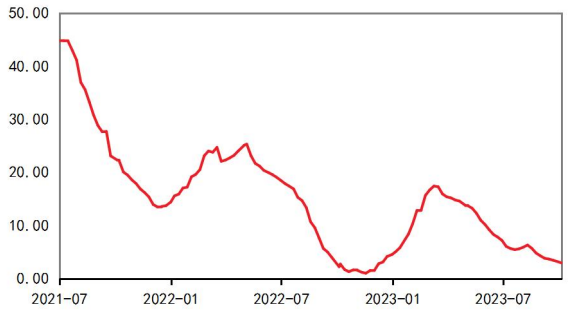
3 铜期货现货数据

图表 12：长江有色铜价



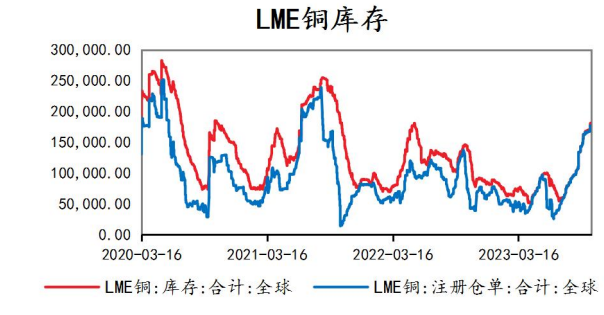
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 13：上海保税区铜库存



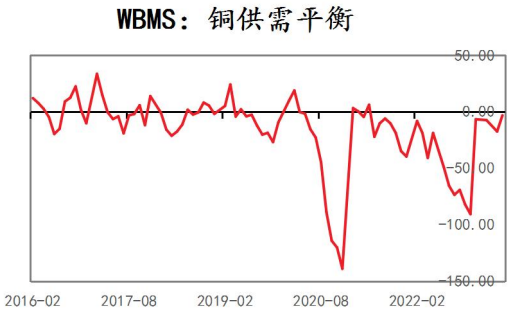
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 14：LME 铜库存



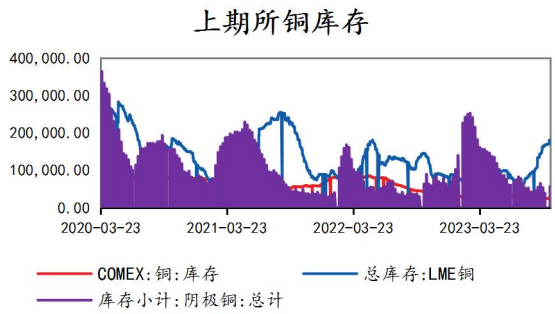
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 15：WBMS 供需平衡



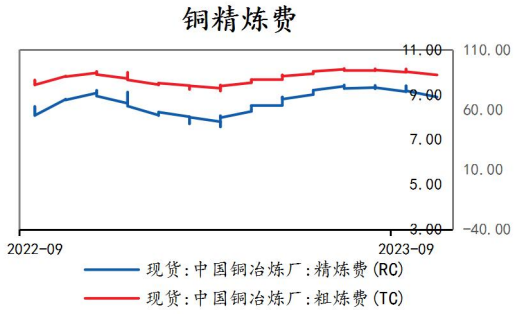
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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

国内外周度加工费为 2500 元/金属吨和 15 美元/干吨，环比分别持平及减少 5 美元/吨，锌矿供应紧张的情况未有缓解，原料紧张及利润欠佳对炼厂生产依旧构成约束。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

国内炼厂原料库存持续走低，进口锌精矿资源流入虽有所增加，但伴随着欧洲炼厂复产且矿山暂无增产背景，矿端偏紧格局难有改善。锌价回落降低下游生产成本，部分代加工企业复产或增产，带动镀锌企 业开工小幅回升。当前矿冶矛盾尚存，下游订单偏弱亦对开工形成拖累，锌价持续高位震荡。

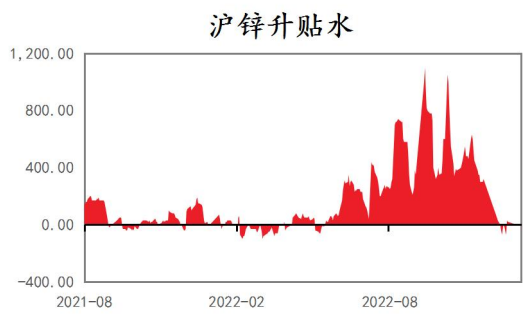
3 锌期货现货数据

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 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。

从目前来看，福建与河北省粗钢限产目标陆续公布，福建粗钢减产目标约为去年年产量 10%，河北省约为去年 7%。从河北和福建的目标来看，限产力度较大，预计其余省份限产目标也不会相差太远，2024 年粗钢严格限产的概率大。

3 铁水产量回升 累库速度放缓

上周全国高炉产能利用率环比增加，钢材产量略有下降。国内 247 家钢厂的高炉产能利用率为 89.8%，环比增加了 0.2%，同比下降了 1.8%。五大品种钢材的周产量为 891.5 万吨，环比下降了 0.6%，同比下降了 4.5%。上周长流程产量继续回升，日均铁水产量增加了 0.6 万吨至 240.0 万吨，在利润尚可的背景下，钢厂保持了稳定的产出节奏。

在库存方面，上周五大品种钢材的社会库存为 1271.6 万吨，环比上升了 0.3%，同比增长了 14.6%。钢厂库存下降到 490.0 万吨，环比下降了 1.9%，同比增长了 12.6%。钢材总库在连续两周累库后转为降低，环比下降了 0.3%，较前一周回落了 0.8%，螺纹钢厂库的去化显著，而社库普遍回升。

上周五大品种钢材的周表观消费量为 896.7 万吨，环比上升了 0.9%，同比下降了 7.1%。其中，螺纹钢的周表观消费量为 235.8 万吨，环比增加了 3.8%，同比下降了 21.0%。五大品种钢材表需小幅好转，螺纹钢表需的同比降幅小幅收窄，显示出淡季需求仍在继续演绎。建筑钢材的周成交量减少至 11.19 万吨，环比减少了 12.2%。

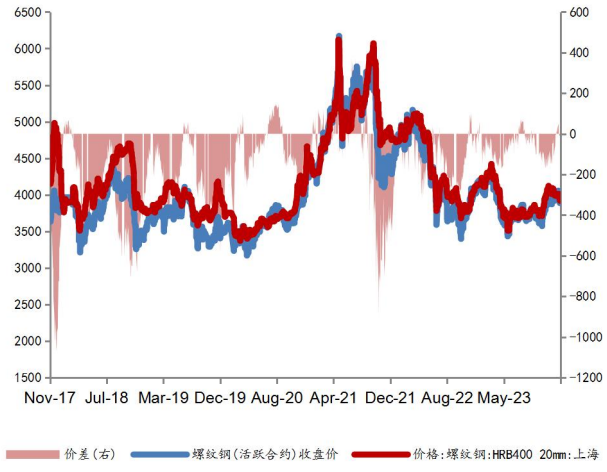
上周钢材现货价格继续走弱，主流钢材品种的即期毛利与前一周基本持平。247 家钢厂的盈利率为 51.96%，环比上升了 2.2%。

5 小结

上周全国各省限产传闻不断，福建与河北地区今年粗钢限产目标或达 10%与 7%，限产力度较大，引发原料市场恐慌。此外，市场也对地产行业的政策刺激效果存疑，517 地产新政之后，楼市有重回冷清的迹象。

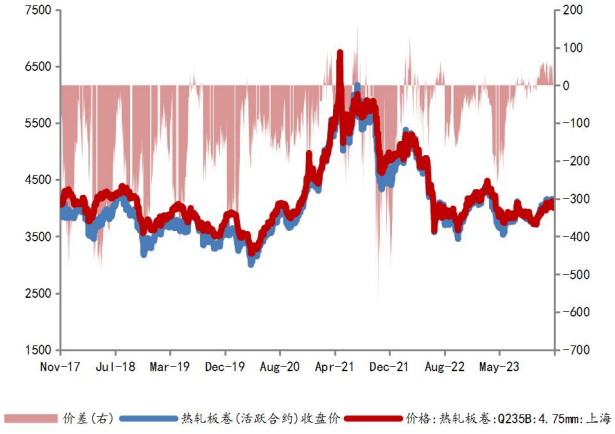
6 钢材期货现货数据

图表 22：螺纹期现价差



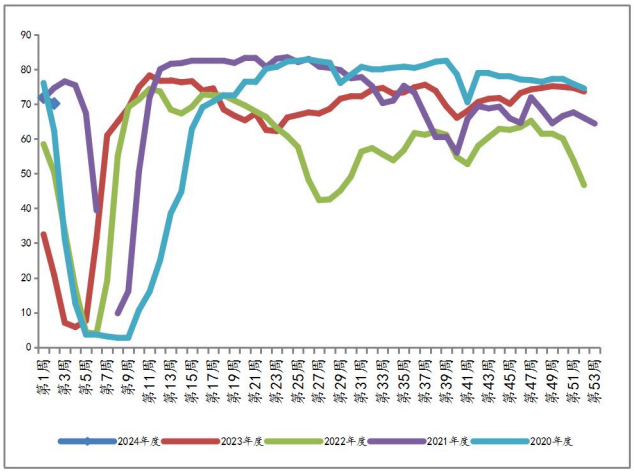
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 23：热卷期现价差



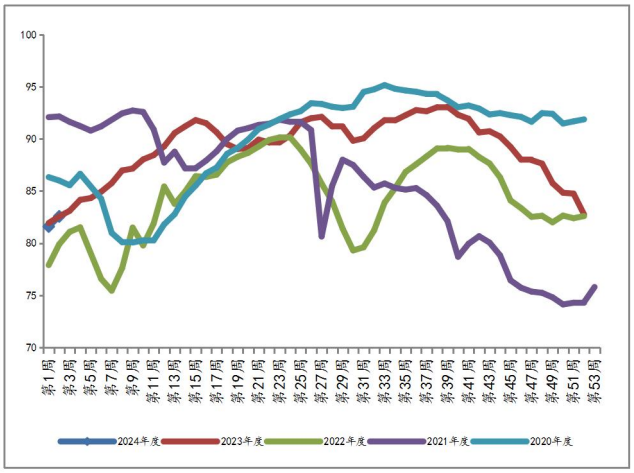
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 24：85 家独立电弧炉钢厂：开工率：中国（周）



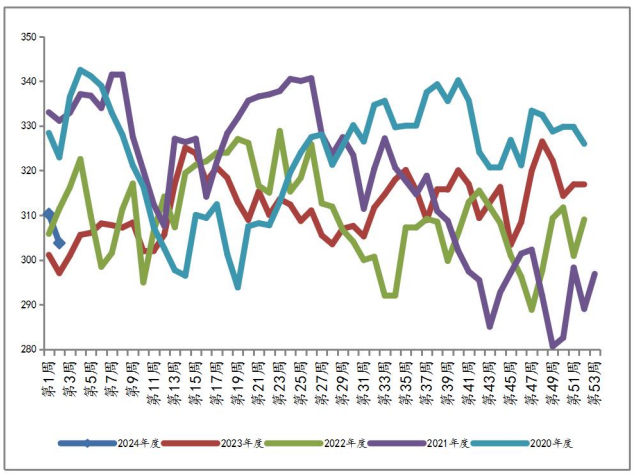
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 25：247 家钢铁企业：高炉产能利用率：中国（周）



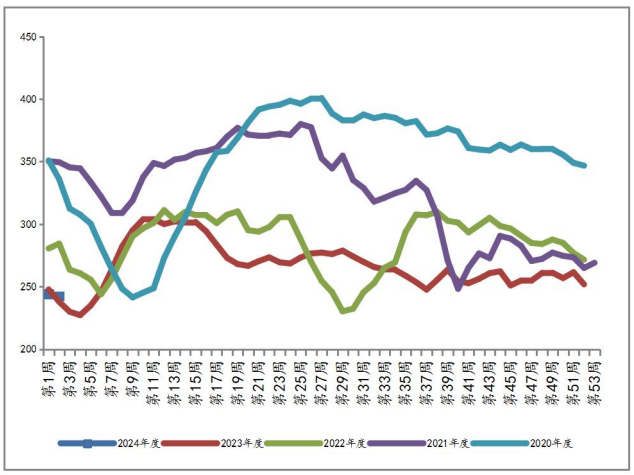
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 26：螺纹钢：建筑钢材钢铁企业：实际产量（周）



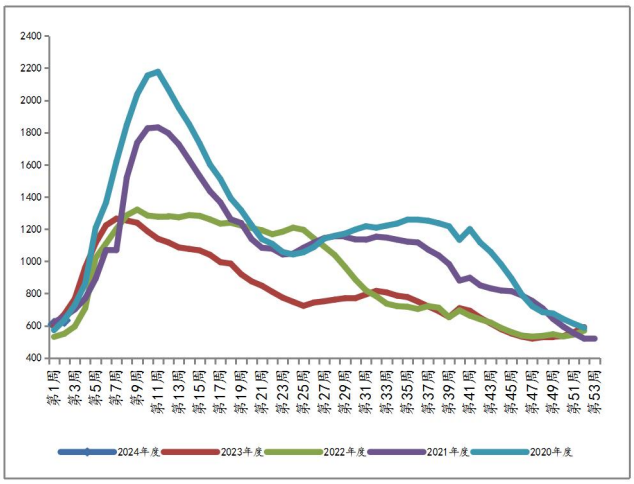
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 27：热轧板卷：钢铁企业：实际产量：（周）



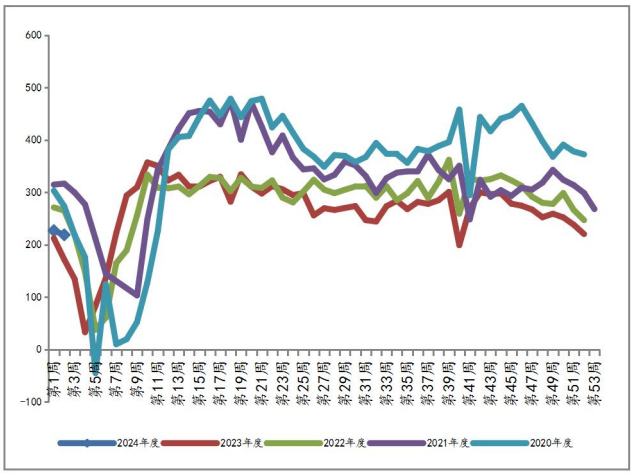
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

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 多空相持平衡收紧

在市场情绪反复修正之后，原油走势仍处于多空相持状态，表现为油价高位震荡区间有效性的加强。

一方面沙特领导 OPEC+挺价护盘，另一方面季节性旺季需求放量不及预期，阻碍了油价突破区间上沿进一步走高。传统观点认为，进入夏季后炼厂开工率将会非常强劲，从而催动商业原油大幅去库存，然而今年北美市场已经进入理论旺季，但原油库存尚未出现大幅去化迹象，需求端的恢复情况有待持续观察。原油需求表现不尽人意制约涨幅，同时市场仍表现出足够的韧性，打破这种博弈均衡需要有新的核心驱动因素产生。关于这一点的猜想，我们不得不对地缘政治老调重弹，无论从哪方面看起来，中东地区爆发更大规模战争的风险都非常高，尽管还没有对原油供应造成实质性影响，但这并非一成不变。

无论如何，至少三季度原油供需收紧的预期依然坚实，我们维持滚动式做多的策略。

2 供应增长保持克制

尽管需求增速不及预期，但全球原油产量整体保持收紧，供需平衡结果仍可支撑油价高位。

5 月 OPEC 原油产量为 2662.9 万桶/日，较上年同期减少 145.5 万桶/日，环比微增 2.9 万桶/日。实际上，伊拉克等多个主要产油国实际产量高于配额，主要靠沙特 100 万桶/日的自愿额外减产保持总量约束。

俄罗斯配合进行年内最大幅度的减产，5 月俄罗斯原油产量达到 939.3 万桶/日，但仍高于配额 17 万桶/日，更是超出其承诺的自愿减产目标。俄罗斯原油出口量也保持增长，中国、印度等亚洲市场贡献的增量弥补了对欧洲出口的减少。

美国依旧坐稳全球第一大产油国，EIA 高频数据显示原油产量升至 1320 万桶/日，但活跃钻机数再次下滑显示上游资本支出不足，将会限制未来美国页岩油行业的增产空间。

总体而言，5 月全球原油产量约为 1.02 亿桶/日，在接下来的三个月大概率略低于需求量，从而保持偏紧平衡的态势。

3 关注减产执行效力

相对而言，三季度原油市场表现偏强是业界共识，但关于中长期展望市场仍存在明显分歧。一个核心矛盾点是，未来 OPEC+的定价话语权是否会被削弱，从而导致现货市场充斥着过剩现象。

交易者对 OPEC+现行减产协议的约束力忧心忡忡，这也是 6 月 OPEC+会议落地后油价下跌的直接原因。目前 OPEC+的理论减产额度中有 220 万桶/日的自愿部分，而近年来在高油价环境下，美国等非 OPEC+产油国供应增加超过 300 万桶/日。也就是说，OPEC+持续追加减产，以抵消竞争对手增加的产量，否则将面临油价下行的压力。不过，本次沙特强调对于自愿减产逐步退出的方案，保留暂停甚至逆转的选项，伊拉克、哈萨克斯坦等履约率较低的成员国也声明将遵守

纪律并补偿性减产，这 220 万桶/日的闲置产能或暂不具备回归条件。

总之，原油供给侧调控能否保持有效将是非常关键的因素，年内原油市场供需平衡状态存在不确定性。

4 能源需求仍具韧性

主流机构观点来看，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。

与以往一样，每次国际能源署 IEA 发布看空观点后，OPEC 都会对此予以驳斥。OPEC 秘书长表示，IEA 预测的全球原油需求见顶还不会出现，需求达峰论容易误导市场，致使能源价格产生空前剧烈的波动。IEA 曾判断全球汽油需求在 2019 年见顶，但事实上 2023 年汽油消费量达到创纪录水平。抛开两大机构的买方和卖方立场，客观来看，尽管新能源转型是大势所趋，但全球原油日均供需平衡量级高达 1 亿桶以上，数十亿人需要稳定、充足和经济的能源供应来源，因此今年观察到的增长放缓，不能表明数年内即将转入下行。

业界多数分析师估计，在未来 OPEC+减产放松之前，原油市场至少会在三季度保持收紧，供需缺口中性预期在 170 万桶/日左右。我们认为，到 9 月出行旺季结束前，油价大概率仍将走强，只是上涨空间相对有限，Brent 价格可能会升至 90 美元/桶以上，但很难突破 100 美元，四季度或将再次回落。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 市场中性预测合理

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。

6 高位震荡蓄势盘整

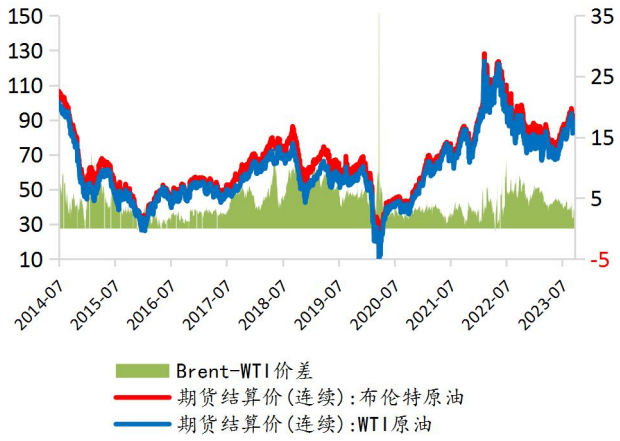
中东局势炒作降温以后，原油市场交易逻辑重回供需基本面上来。

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。

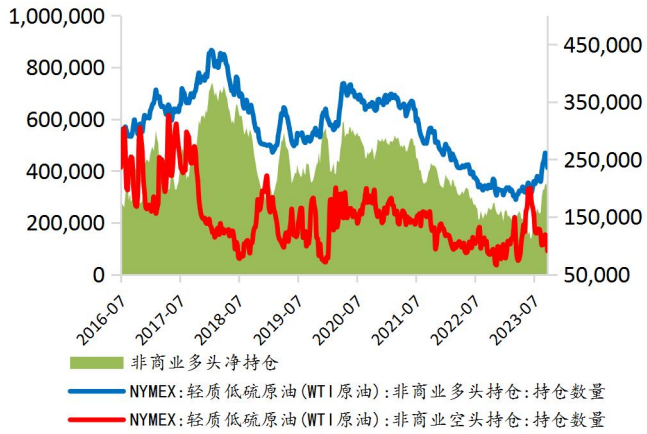
7 原油期现数据

图表 30：国际原油期货价格



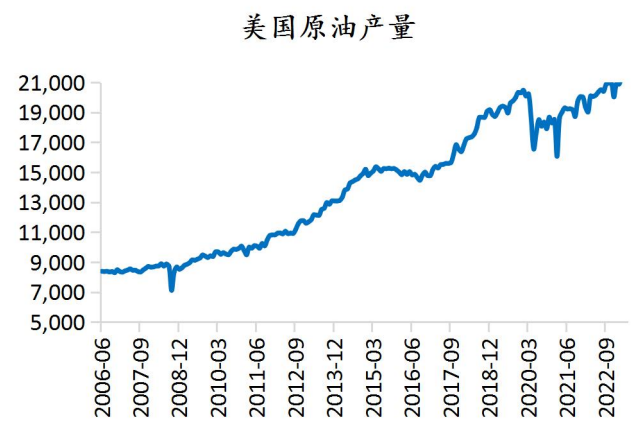
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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



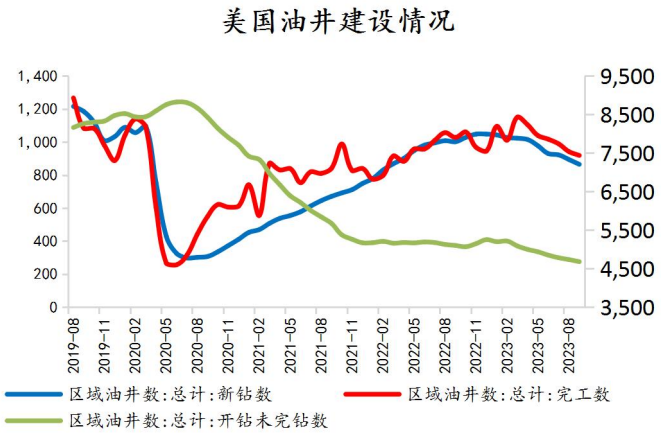
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 33：沙特原油产量



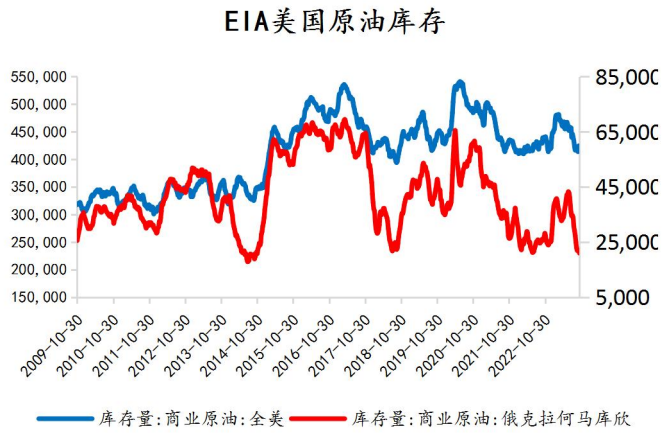
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 34：美国油井建设情况



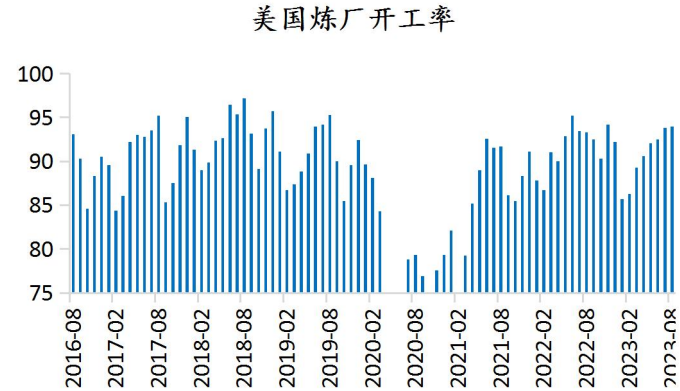
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 35：EIA 原油库存



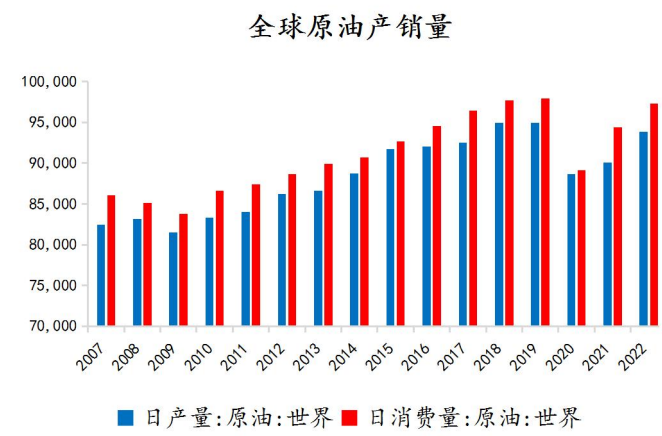
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 原料偏紧成本挺价

毫无疑问，5 月以来这一轮沪胶多头炒作行情，原料高企和现货偏紧是最主要的利好支撑。通常 5 月海内外天然橡胶产区迎来新季开割，但今年异常的高温干旱天气令整体割胶节奏受到影响，致使新胶上量缓慢，胶水、杯胶等原料价格屡创新高。

泰国产区方面，目前新季原料产出仍偏少，泰国乳胶厂普遍因缺乏原料库存难以开工，发往中国的订单因此大幅下滑。云南产区方面，近期降雨改善了旱情，橡胶林长势良好，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。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，今年原料对胶价的成本支撑较强，原料供应紧张令收购价格上涨，国内外产区原料价格均处于近年来高位，泰国宋卡集散地胶水最高攀升至 81 泰铢/公斤之多。

6 月中下旬天然橡胶现货延续紧张，胶水、杯胶等原料价格保持坚挺，但随着国内外产区开割推进，供应持续释放将令原料端承压，泰国胶水价格小幅回落至 77 泰铢/公斤。展望下半年，全球开割面积整体将呈扩大趋势，目前异常偏高的原料收购价格，将极大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。此外，下游轮胎企业实盘采买成交一般，对高价原料的抵触情绪也会形成负反馈。

2 进口缩量主港去库

沪胶多头一个重要依据是主港库存去化，而去库原因是内外盘价差倒挂导致进口量大幅下滑。

自 2023 年四季度迄今，泰国天然橡胶出口至中国市场理论利润持续亏损，尤其近期泰国产区原料收购价格高企，成本攀升令亏损进一步扩大。而国内市场对高价货源接受度偏低，下游轮胎企业原材料采购心态抵触，实际买盘成交情况不佳。另一方面，东南亚面向国际橡胶市场价格更优，主要因为 EUDR 法案使得出口欧盟的胶价抬高，利润驱使下主要产胶国对欧盟市场销售积极性提升，从而造成对中国供应量的分流。

海关总署数据显示，1-4 月中国累计进口橡胶 177.79 万吨，比上年同期减少 51.64 万吨或 22.51%。加上今年物候条件整体不佳，新胶释放节奏迟滞延缓，从而影响国内船货到港情况，令青岛地区库存持续超长期去化。就目前而言，尚未观察到这轮逆季节性去库的拐点，对橡胶价格仍有强效支撑。

3 需求分化淡季将至

下游方面，今年橡胶轮胎行业整体表现尚可，但企业经营状况分化极度明显，半钢胎企业排产和成品库存远好于全钢胎，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。

截至 6 月中下旬，山东地区轮胎企业全钢胎开工负荷仅约 52%，国内轮胎企业半钢胎开工负荷

约为 75%。短期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，后期不排除个别企业减产降负的可能性。

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，接下来现货端将仍面临一定失衡风险。

4 合成橡胶形成共振

近期，丁二烯橡胶在原料题材炒作下亦出现大幅波动，和天然橡胶行情形成一定共振。

BR 上涨的根本原因是成本端丁二烯上涨，由于当前石脑油裂解利润较差导致乙烯减产，丁二烯作为附属产品被动减产，货源供应一时间偏紧。然而，考虑到丁二烯的产能利用率与价格呈正相关，且通常会滞后变动 2-4 个月，在较高的利润驱动下，未来丁二烯企业开工率将会提升，6 月部分开始装置重启或计划重启，国内丁二烯产能利用率已回升至 65.0%。此外，前期丁二烯受海运价费上涨影响，成本高昂抑制进口，但随着内盘价格上涨，预计近月到港量增加。

中短期内丁二烯供应紧张问题将得到缓解，长期来看丁二烯橡胶无明显结构性问题，BR 期货的价格上涨难以持续，后市将高位回落并趋于稳定的区间运行。

5 多空切换待机布局

我们认为，沪胶本轮大涨行情尽管有一定基本面配合，但本质上仍是投机性资本发动的炒作，长期仍将符合供需关系、季节特征和产业习惯的指引。

从沪胶期货合约的设计规则来看，通常 RU09 合约具有天然的空头属性，而 RU01 合约具有天然的多头属性。这是因为上期所规定，每年 5 月前注册入库的国产全乳胶仓单，必须在次年 11 月前强制注销转为现货。沪胶主力合约是传统的 1、5、9 月，在每年的仓单集中注销前，RU09 是最后一个主力合约，其上的交割压力自然也是最大的。11 月老胶仓单注销完毕后，RU01 合约上仓单数量很小，甚至个别年份还可能出现炒作行情。

以往经验表明，天然橡胶全年走势整体表现为两边强、中间弱的特点，投资者需顺应和利用这一规律。从这个角度上看，在淡季哄抬交割压力最大的 09 合约显得不合时宜，只会为进口贸易商做非标套利盘提供绝佳的入场机会。至于相对强势的 01 合约，尽管当前已较年内高点大幅回调，但几乎不具备安全边际，宜耐心观望等待 7-8 月逢低布局多单。

6 震荡筑底重心抬升

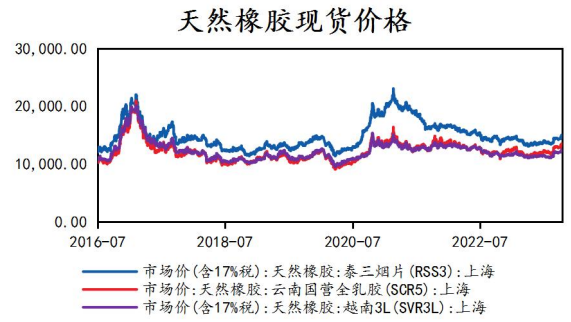
长期以来，天然橡胶都是一个偏向于空头配置的品种，除了 2017 年天气炒作和 2021 年宏观驱动造成昙花一现的上涨，在 2011-2023 年期间胶价整体走势呈熊市特征，目前仍处于历史性底部区间。究其原因，我们此前论述天然橡胶本轮产能扩张周期滞后效应漫长，叠加下游需求增长难以匹配供应，最终导致供需失衡成为常态。基本面来看，现阶段天然橡胶供需过剩的矛盾得到缓和，支持价格重心出现明显抬升，然而能否形成趋势性上涨存疑，大概率跟随资金情绪

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



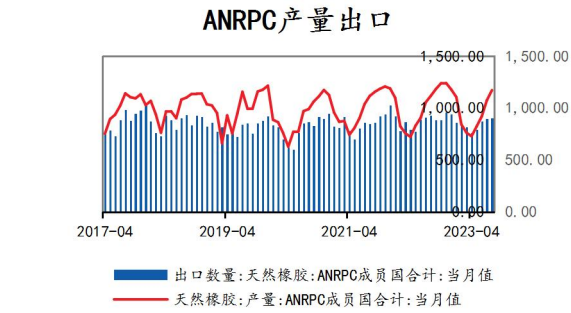
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 38：合成橡胶价格



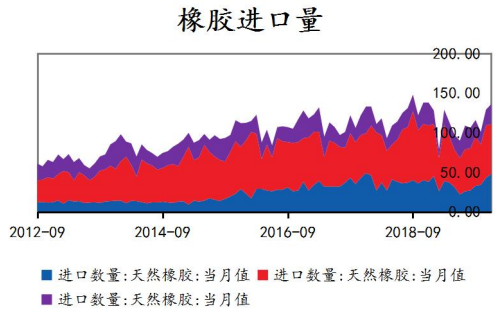
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 39：ANRPC 产量出口



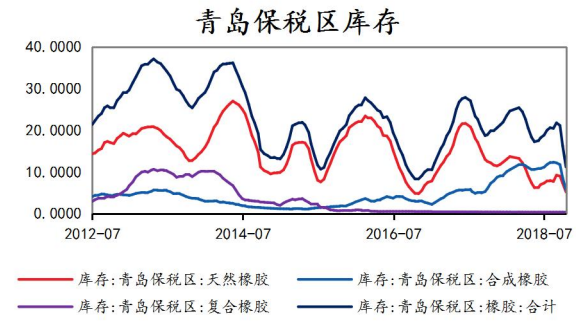
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 40：橡胶进口量



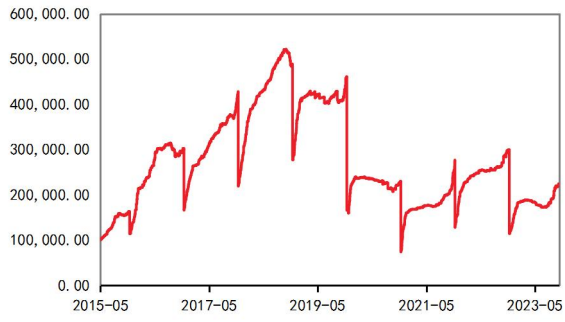
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 41：青岛保税区库存



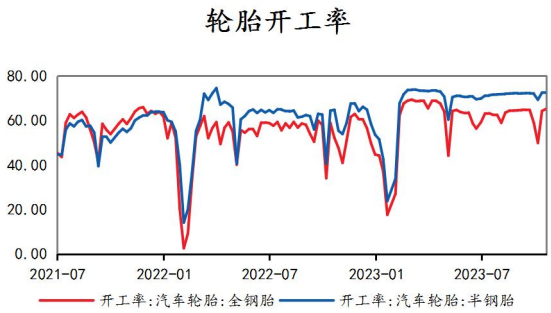
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 42：上期所注册仓单



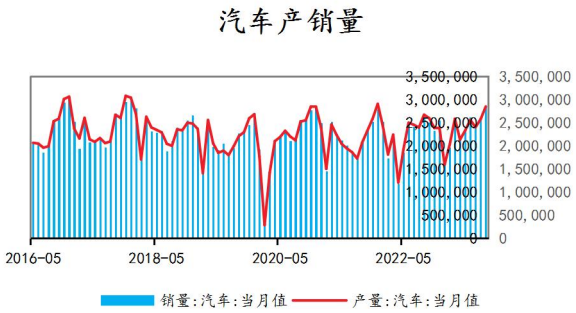
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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

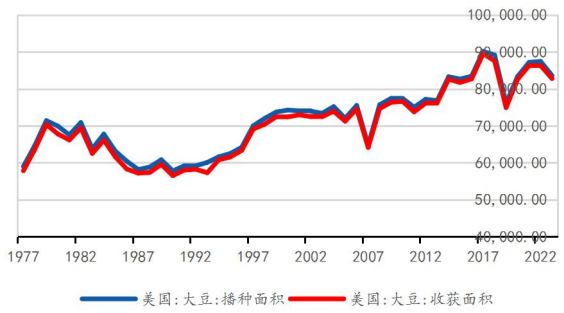
本周国内商品市场继续宽幅震荡，市场情绪频繁转换，国内油脂市场延续震荡盘整状态。CBOT 大豆在作物开局较好以及 USDA 报告中性偏空的指引下有所下跌，但外部棕榈油的走强抑制跌幅。后期市场继续关注美豆天气升贴水，巴西、阿根廷收割进度、以及国内外宏观经济影响。从国内油脂自身供需基本面看，中国粮油商务网监测数据显示，截至上周末，国内三大食用油库存总量为 188.82 万吨，周度增加 1.88 万吨，其中棕榈油库存结束八连降小幅增加 0.4 万吨，处于 2022 年 9 月以来低位水平。受棕榈油库存偏低以及进口成本升高影响，国内棕榈油期货市场表现相对抗跌。

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。

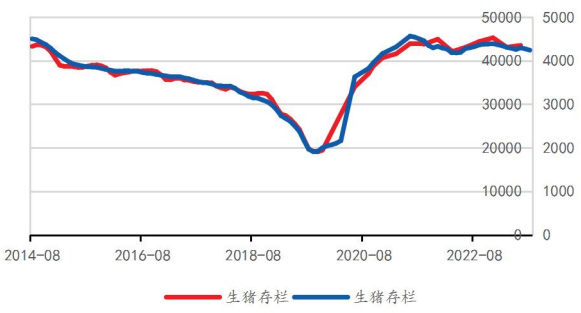
4 油脂油料市场主要数据

图表 45：美国大豆种植收获面积



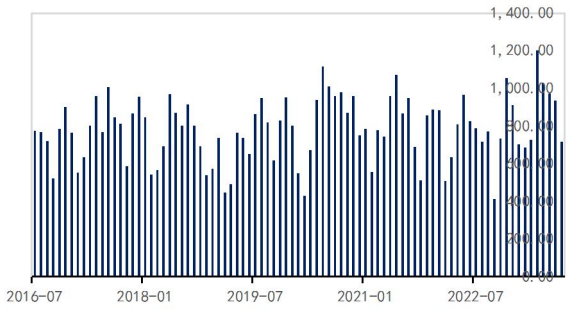
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 46：国内生猪存栏量



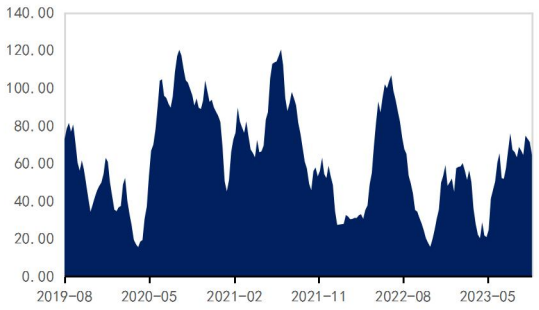
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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