中金财富期货策略周报（2024 年第 23 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

宏观策略：从宏观的情况看，目前国内宏观面变化不大，注意三中全会召开对政策方面的影响。海外方面，美国劳动力市场呈现相对清晰的拐点，但是其趋势性，以及对通胀粘性的影响仍待观察，尚未到影响降息预期的地步。目前工业品走势受情绪的影响较大，建议观望为宜。

股指期货：耐心等待调整结束之后的买入机会。下半年随着地产政策效用显现以及财政发力节奏加快，基本面有望逐步兑现弱复苏的趋势。当前 A 股下行空间有限，但短期增量资金匮乏，市场上行动力略显不足。三中全会临近，市场大概率维持窄幅震荡格局但或存在政策预期的阶段性发酵。结构上，红利资产仍是重要关注对象，蓝筹指数维持强势概率较大。

钢材：上周钢市表现前强后弱，在三中全会和政治局经济会议即将召开之际，市场先是交易了较强的政策预期，带动黑色产业链各品种价格上涨。尽管政策预期带动钢价上涨，但基本面却不能予以相应的支持。我们认为在三中全会召开前，政策预期无法证伪，预期与基本面还会对价格产生方向相反的影响，短期价格存在反复的可能。

原油：展望后市，全球原油市场供需平衡仍将保持收紧态势，国际油价走势震荡偏强，但上涨空间相对有限，预计重心和高点或不及去年同期。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。

橡胶：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。

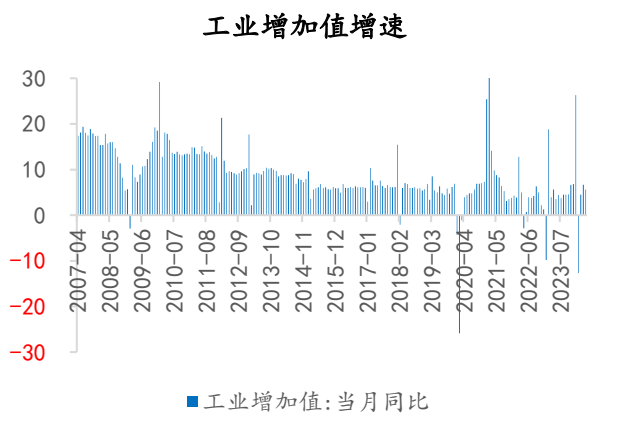
油脂油料：每年 7、8 月是美豆产量形成的关键期，目前美豆主产区降雨预报增多，天气炒作动力减弱，美豆市场的抗跌支撑主要来自豆油市场强势反弹的连锁反应和在四年低点处的技术买盘。印尼将对从中国进口的商品征收高额关税引发市场关注。在中国每年进口的 500 万吨棕榈油中，约有 70%来自印尼。如果印尼主动对华发起贸易战，不排除中国政府对棕榈油等商品采取贸易限制措施。本轮国内油脂市场反弹主要是外部油脂上涨引发的情绪共振，国内油脂供给充裕，缺少需求端提振，油脂期货价格在升至区间高位后，市场追涨动能下降，存在回吐压力。国内豆粕累库高企，在美豆市场天气炒作动能不足之际，国内“弱现实”将拖累“强预期”，粕类期货市场存在进一步走弱的可能。近期豆一期货市场受到的天气支撑明显增强，黑龙江东北产区涝情尚未缓解，华北地区存在旱涝急转的可能，减产担忧仍是推动豆一期货市场保持独立行情的关键。

目录

周度策略：美国劳动力市场拐点逐渐确定 ..... - 4 -
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 如何看待财新 PMI 与中采 PMI 的持续背离 ..... - 6 -
3 央行借债成为影响长端利率走势的关键 ..... - 7 -
4 宏观策略 ..... - 7 -
5 股指期货市场分析 ..... - 7 -
钢材 ..... - 9 -
1 海外情绪剧烈波动 ..... - 9 -
2 三中全会地产前瞻 ..... - 9 -
3 粗钢限产对原料压力较大 ..... - 10 -
4 铁水产量下降 累库速度加快 ..... - 10 -
5 小结 ..... - 11 -
6 钢材期货现货数据 ..... - 11 -
原油 ..... - 14 -
1 供应主导作用削弱 ..... - 14 -
2 需求前景增长乏力 ..... - 14 -
3 市场中性预测合理 ..... - 14 -
3 美湾飓风高发季节 ..... - 14 -
4 关注美国大选结果 ..... - 15 -
6 高位震荡阶段偏强 ..... - 15 -
7 原油期现数据 ..... - 15 -
天然橡胶 ..... - 18 -
1 产业周期回归平衡 ..... - 18 -
2 原料成本支撑松动 ..... - 18 -
3 产区降雨供应递增 ..... - 18 -
5 多空切换待机布局 ..... - 19 -
6 震荡筑底重心抬升 ..... - 19 -
7 橡胶期现数据 ..... - 19 -
油脂油料：美豆油强势大涨，国内豆类市场油强粕弱 ..... - 22 -
1 外部豆类市场分析 ..... - 22 -
2 国内豆类市场分析 ..... - 22 -
3 油脂油料市场展望 ..... - 23 -
4 油脂油料市场主要数据 ..... - 23 -

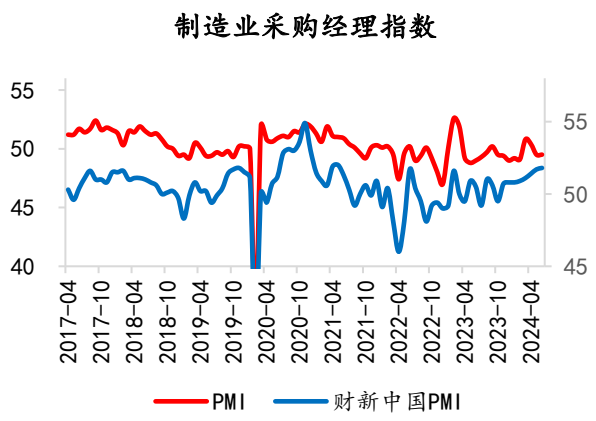
重要经济指标概况

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



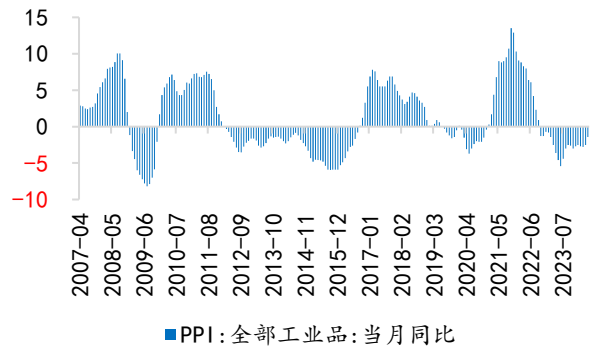
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 3：中国居民消费价格指数



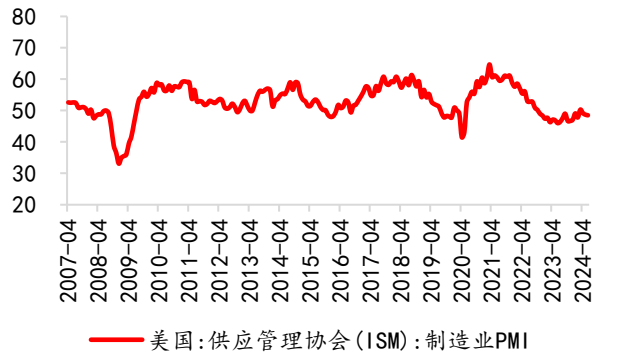
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 4：中国工业生产者出厂价格指数



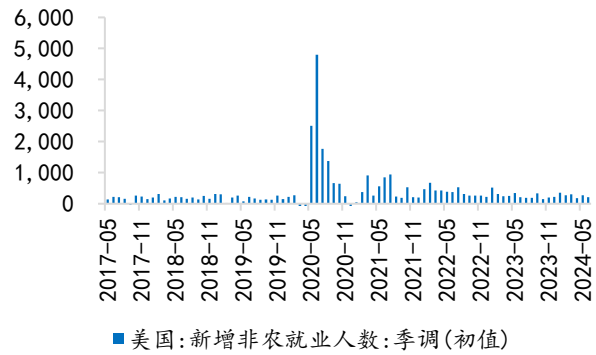
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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：美国劳动力市场拐点逐渐确定

宏观面未明显变化，市场情绪和金融属性仍是市场定价的核心。我们可以看到，近期内盘和外盘的差异进一步显现：内盘定价的螺纹、建材等品种，反弹后回落，但是外盘定价的品种连续反弹，原油有逐渐回到年内高位的趋势，有色金属沪锌已经抹平调整幅度，沪铜正在反弹的路上。从驱动上看，宏观面变化不大，市场情绪仍是波动的主要原因。

6 月份经济数据预测

6 月经济动能延续偏弱，从 PMI 来看经济弹性的改善或较有限，基本面仍处于等待“稳增长”发力显效的阶段，预计三季度改善的空间更大。6 月生产动能环比走弱，加之高基数影响，工业增速或延续下降。需求来看，外需韧性依然偏强，出口读数或维持高位，同时进口边际或有改善、读数或较 5 月有所上移。投资方面，6 月财政资金尚未发力，基建读数或小幅下移，房地产投资同比拖累或依然较深、维持在-10%左右，固定资产投资累计同比或小幅下至 3.9%。价格方面，基数效应对通胀读数有所支撑，但实质性改善仍需等待。

通胀方面，预计 6 月 CPI 同比或维持在 0.3%附近，PPI 同比或上行至-0.8%附近。CPI 方面，6 月食品项和非食品项均有所下降，但翘尾拖累边际缓解，预计 6 月 CPI 同比维持在 0.3%附近；PPI 方面，铜价下降叠加国内需求转弱，预计 6 月环比再次转负，但翘尾拖累大幅缓解，预计同比增速或上升至-0.8%附近。

外贸方面，出口可能在 7.0%左右，进口可能在 4.0%。高频数据显示 6 月出口集运市场供需保持两旺，集装箱运输价格连周上涨，外贸景气仍强，但边际上 6 月韩国出口增速回落，指向全球贸易景气较 5 月或有下降。进口方面 6 月 CDFI、BDI 指数同比高增、复合增速降幅有所收窄，预计进口读数或有修复。

固定资产投资方面，预计固投增速可能小幅回升至。预计制造业投资累计增速或在 9.2%左右；基建投资（不含电力）累计增速或在 5.3%左右；房地产投资累计同比或在-10.0%。

消费方面预计变化不大，预计社零增速可能在 3.5%附近。6 月乘联会数据显示乘用车零售表现一般、季末冲刺效应不强，燃油车销量持续偏低。地铁客运量同比略有回落，指向餐饮收入较 5 月或有进一步下降。

图表 1：6 月份主要经济数据预测

主要经济指标	4 月实际值	5 月实际值	6 月预测值
CPI（当月同比，%）	0.3	0.3	0.3
PPI（当月同比，%）	-2.5	-1.4	-0.8
出口金额（当月同比，%）	1.5	7.6	7.0
进口金额（当月同比，%）	8.4	1.8	4.0
工业增加值（当月同比，%）	6.7	5.6	4.4
固定资产投资（累计同比，%）	4.2	4.0	3.9
社会零售总额（当月同比，%）	2.3	3.7	3.5
新增信贷（当月新增，亿）	7300	9500	20000
社融（当月新增，亿）	-720	20648	30000
M2（同比，%）	7.2	7.0	6.8

资料来源：wind 资讯，中金财富期货

整体看，6 月份的经济数据变化不大，这一点不仅体现在国内，全球经济也呈现相对疲弱的态势。全球制造业 PMI 在 4 月暂时突破 50 关口后，从 5 月的 49.9 进一步降至 6 月的 49.5。主要经济活动分项降至 49.7，而通胀分项几乎没有变化。

美国劳动力市场拐点逐渐确定

6 月美国非农数据再次确认劳动力市场拐点可能来临：一方面，虽然美国 6 月非农就业人数增长 20.6 万人，超过预期的 19 万人，但较前值 27.2 万人显著下滑；另一方面，前两个月新增就业人数合计较修正前减少 11.1 万人，被大幅向下调整。美国就业数据“充分挤水分”，打消了市场对于就业仍在增长的疑虑。我们从细分的角度看一看，6 月美国非农表现到底如何：

首先，美国 6 月非农数据开始转弱。新增就业人数为 20.6 万人，虽然高于预期的 19 万人，但是较前值（初值）27.5 万人及下修后的 21.8 万人相比均有所下降。劳动力市场不再是强势猛增，开始出现降温趋势。

其次，从结构上看，政府部门和建筑业吸纳能力较高。6 月政府部门和建筑业分别新增 4.5 万人、1.1 万人至 7 万人、2.7 万人。不过“好消息”是服务业 6 月就业人数显著下降。其中休闲和酒店业、专业和商业服务、零售业，分别较 5 月下降 1.5、4.8、1.56 万人。通胀的时滞效应终于开始显现：一方面，退潮的超额储蓄开始削弱消费者的购买能力，使服务需求减少；另一方面，劳动力市场供需稳步走向再平衡。

除此之外，其他行业，如采矿业新增就业 0.4 万人，制造业就业人数减少 0.8 万人。

再次，住户调查方面的降温趋势明显。整体来看 6 月的失业率上升至 4.1%，高于市场预期的 4%，同时较前值 4%相比略有上升。

族裔上，失业率存在明显差异。虽然白人的失业率在 6 月份保持在 3.5%不变，但黑人的失业率却从 6.1%跃升至 6.3%。6 月亚裔的失业率上升 1pct，从 5 月的 3.1%涨至 4.1%。尽管这一直是一个不稳定的指标，但少数族裔作为就业市场的“温度计”，失业率的上升实则预示着就业在一定程度上有所降温。

劳动参与率方面，6 月劳动参与率小幅回升 0.1 个百分点至 62.6%。其中，25-54 岁人群劳动参与率从 83.6%回升至 83.7%为主要贡献因素；16-24 岁劳动参与率则略有下降，从 56%降落至 55.9%。

最后，6 月薪资同比环比纷纷降速。工资是美联储密切关注并视为是否会增加通胀压力的信号。6 月美国工资增速同环比均回落，平均时薪同比增速为 3.9%，低于前值的 4.1%；环比增速从上月的 0.4%下跌至 0.3%。工资增长的放缓或意味着缓解通胀压力。

相较于就业，美联储需要的是通胀跟就业一起“双管齐下”。除非美联储确保通胀不会持续，已经稳步进入下行通道，否则降息的概率偏低。但是美联储为维持美国劳动力市场的“偏热平衡”（避免通过经济衰退遏制通胀）联储有较强的意愿在年内降息两次，因此 9 月、12 月美联储各降息一次 25BP 的预测不变。但另一方面，这种操作本身也会一定程度上强化薪资和通胀的高位黏性，从而降息更多次数也并无实际必要性。

短线交易以追随盘面趋势为主

从宏观的情况看，目前国内宏观面变化不大，注意三中全会召开对政策方面的影响。海外方面，美国劳动力市场呈现相对清晰的拐点，但是其趋势性，以及对通胀粘性的影响仍待观察，尚未到影响降息预期的地步。目前工业品走势受情绪的影响较大，建议观望为宜。

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	7 月 3 日	李强：要深入推进人工智能赋能，大力推动“人工智能+”制造业	国务院总理李强 7 月 2 日至 3 日在江苏苏州调研	宏观经济继续挖掘新的增长点
	7 月 2 日	央行“借券”操作对资金流动性的影响	长段债券利率显著上行	央行借债成为影响长端利率走势的关键
数据	7 月 6 日	美国 6 月非农新增就业 20.6 万	制造业再扩张，通胀压力降温	美国通胀韧性仍将明显
	7 月 5 日	美国 6 月 ISM 服务业意外大幅不及预期	萎缩速度创四年最快	美国经济数据持续弱势
事件	7 月 6 日	《关于进一步做好资本市场财务造假综合惩防工作的意见》	严肃惩治欺诈发行股票债券行为，持续优化完善股票债券发行上市审核注册机制	继续强化资本市场，正本清源

资料来源：中金财富期货研究所

2 如何看待财新 PMI 与中采 PMI 的持续背离

6 月财新制造业 PMI 录得 51.8%6，连续 8 个月改善，与中采 PMI 指数再度背离。主要原因如下：

第一，中采 PMI 和财新 PMI 统计样本不同，中采 PMI 更加综合，而财新 PMI 更多反映外向型企业生产经营情况，当前外需整体好于内需，出口保持较高韧性，因此财新 PMI 持续高于中采 PML。

第二，2017 年之后，中小企业出口份额占比逐年提升，规上企业或更多受到贸易摩擦的影响，因此中采新出口订单指数也弱于财新 PMI。从中采 PMI 内部来看，年初以来中小企业新出口订单指数改善幅度也好于大型企业。

第三，受制于进口国贸易政策的变化和地缘政治的潜在影响，企业出现抢出口行为，且中小企业反应更加迅速，造成本轮 PMI 持续背离。

财新 PMI 再度上行。6 月财新 PMI 录得 51.8%，环比上涨 0.1 pct，在扩张区间再次上行，与中采 PMI 指数再度背离。过去 8 个月中，中采制造业 PMI 平均为 49.61%，而财新 PMI 平均为 51.15%，且背离幅度有走阔趋势。

财新 PMI 更多反映外向型企业的景气度，出口增速持续改善对应财新 PMI 的持续扩张。官方制造业 PMI 反映国内经济景气度，调查样本涉及制造业的 31 个行业大类，3200 家企业，对增加值较高的行业赋以更高的权重。而财新制造业 PMI 统计样本为 650 家企业，普遍认为以沿海地区出口导向型的中小型民营企业及轻工业为主。从 2023 年 11 月以来，出口金额增速除了在 2024 年 3 月受去年基数影响有负增长，其余月份均保持正增长，出口的增长与财新 PMI 的扩张趋势更为一致。

中小企业出口份额占比逐年提升，在外需好转时改善弹性更大。由 2017 年以来，出口交货值占出口商品金额的比重持续下降。由于出口交货值统计的是规模以上企业的出口情况，背后反映出中小企业出口份额在逐渐提升。因此，在外需好转时，中小企业改善的弹性更大，在过去几个月的财新 PMI 中得到体现。实际上，从中采 PMI 内部来看，年初以来中小企业新出口订单指数改善幅度也好于大型企业。

3 央行借债成为影响长端利率走势的关键

央行借债透露的信号

上半年，央行就“长端收益率偏低”多次出言警示，但市场表现逐渐钝化。陆家嘴论坛之后，长端利率呈加速下行之势，央行不得不加快国债买卖的进度，防止利率风险的过快积累。

本周，央行借债的消息超出市场预期，但其在表现出“鹰派”姿态的同时，也在操作细节上体现出渐进式原则：一是形式上，央行坚持公开、透明的原则，通过发布公告的方式，与市场积极沟通，做好预期引导；二是时间上，央行发布借债公告的时间选择午盘开盘之后，而非依据惯例放在当日收盘之后，推测可能是想尽量降低该公告对市场的冲击。

从上述表现可以看到，央行一方面尝试分化市场一致预期，防止利率风险过度积累；另一方面，充分考虑到借债操作对市场可能造成的冲击影响，在交易时间披露，避免风险集中暴露。这与外汇市场上的操作颇为相似，既要分化市场一致预期，又要防止自己成为市场交易对手。

4 宏观策略

从宏观的情况看，目前国内宏观面变化不大，注意三中全会召开对政策方面的影响。海外方面，美国劳动力市场呈现相对清晰的拐点，但是其趋势性，以及对通胀粘性的影响仍待观察，尚未到影响降息预期的地步。目前工业品走势受情绪的影响较大，建议观望为宜。

5 股指期货市场分析

指数震荡偏弱

上周指数震荡走弱，主要指数创调整新低。从股指期货看，沪深 300 周-0.88%，上证 50 周-0.37%，中证 500 周-1.55%，中证 1000 周-1.74%。

北上资金继续呈现流出的态势，北向资金整体净流出 139.47 亿元。

整体看，A 股市场延续缩量态势，两市日均成交降至 6107 亿元，北向资金一周净流出 139 亿元。市场仍有资金维稳迹象，短期内大幅下跌的风险降低，但成交缩量的趋势下，或仍偏弱势。

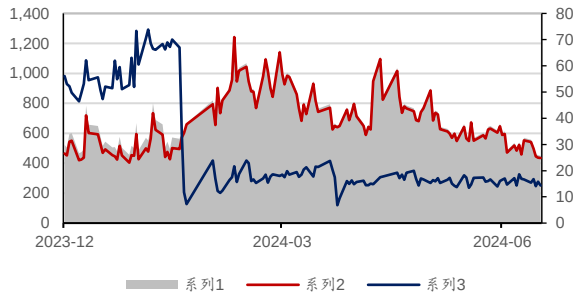
截止上周上证指数已经连续 7 周下跌，2008 年后仅在 2011 年 12 月-2012 年 1 月、2018 年 7 月出现过；指数层面，万得全 A、中证 500、中证 1000 等大市值公司占比较少的指数，已经回到 2 月反弹初期水平；个股层面，近 1/3 个股股价跌至 2 月 5 日收盘价之下，2024 年收益率中位数-25%；估值层面，沪深 300 非金融企业的 PE、PB 分为达到 18、2，已经较 MSCI 全球指数从 2017 年溢价约 40%转为折价 20%，全球横向比较性价比突出；交易热度层面，近 3 日全 A 成交额不足 6000 亿，2022 年以来仅在 2022 年 9 月 30 日-10 月 11 日、2022 年 12 月 21 日-12 月 23 日、2023 年 9 月 20 日-9 月 21 日出现。

耐心等待调整结束后买入机会

A 股下行风险有限，红利资产仍为底仓重要选择。上周央行宣布将于近期面向部分公开市场业务一级交易商开展国债借入操作，金融机构资产荒背景下，短期长债波动空间受限或一定程度带来权益市场类固收资产的投资机会，这有望为红利资产带来短期的增量资金。A 股市场内部来看，5 月下旬以来，市场进入了地产政策兑现后的数据验证及观察期阶段。当前 A 股已基本磨平了 4 月末以来地产政策预期带来的上行幅度。

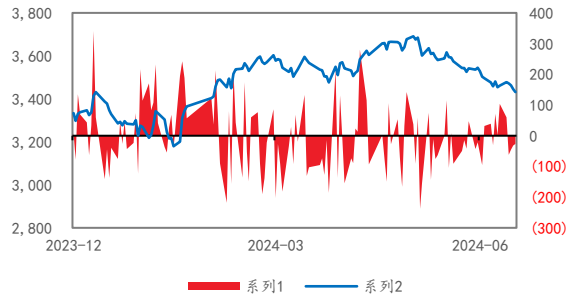
往后看，下半年随着地产政策效用显现以及财政发力节奏加快，基本面有望逐步兑现弱复苏的趋势。当前 A 股下行空间有限，但短期增量资金匮乏，市场上行动力略显不足。三中全会临近，市场大概率维持窄幅震荡格局但或存在政策预期的阶段性发酵。结构上，红利资产仍是底仓重要选择。

图表 8：融资融券数据图



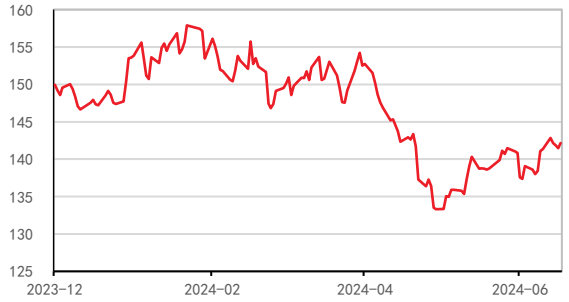
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 9：合约持仓和市场表现



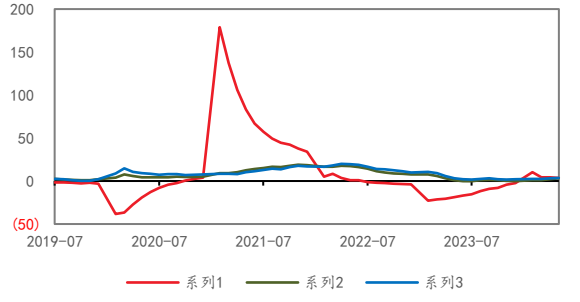
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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

钢材

1 海外情绪剧烈波动

6 月 27 日晚，特朗普和拜登围绕财税、移民、外交以及气候等有争议性议题进行了总计 90 分钟的辩论。辩论中，拜登表现引发民众对其年龄及能力的担忧。辩论结束后，特朗普的博彩胜率大幅上升。截至 7 月 5 日，Oddschecker 显示拜登的胜率已被哈里斯超越排在第三位。

根据美国媒体报道，越来越多的民主党支持者敦促白等退出选举，甚至有一封数百名商界领袖组成的组织“LeadershipNowProject”致信白宫，建议美国现任总统放弃竞选连任。尽管民主党内对拜登是否继续参加选举还有一些分歧，但拜登本人在 5 日采访中依旧坚定的表示将继续参加选举并击败特朗普。根据美国选举的传统惯例，总统第一届任期到期后，若不出现本人反对或其他不可抗力的情况，将继续参加选举。从目前来看，就算民主党内对此存在分歧，但拜登参与意愿较强的情况下，继续参与选举的可能性较大。

拜登与特朗普的政策主张在多方面存在分歧，如财政政策、税收政策、移民政策及能源政策等。辩论结束后，导致了金融市场部分交易者押注特朗普大选胜利，引发金融市场的大范围波动。

同时，从美联储的最新动态来看，尽管美联储官员对高利率维持的时间还存在一定的分歧，但在议息决议将绑定就业市场和通胀数据这一点上是大体一致的。如鲍威尔表示，如果劳动力市场意外走弱，美联储将会做出反应。

7 月 5 日晚间，美国劳工部公布数据显示，美国 6 月非农就业人数增长 20.6 万人，尽管超过预期的 19 万人，但仍较前值 27.2 万人大幅下滑。失业率上升进一步加强了市场对美联储降息的预期。

2 三中全会地产前瞻

5 月 17 日地产新政之后，各地继续放宽对地产行业的限制，但从销售数据上来看，新政对地产的提振效果在下降。三中全会召开在即，地产行业政策是否延续一致，是否进一步加码，是市场关注的重点。

从近期出台的地产政策来看，商品房收储、保交楼和土地收储会很大可能会是政策重点。

6 月 20 日，住房城乡建设部召开“收购已建成存量商品房用作保障性住房工作视频会议”。会议表示将推动县级以上城市有力有序有效开展收购已建成存量商品房用作保障性住房工作；将收购已建成存量商品房用作保障性住房，有利于推动已建成存量商品房去库存、助力房地；市县将根据本地区房地产市场情况，综合考虑保障性住房实际需求、商品房市场库存水平等因素，按照“政府主导、市场化运作”的思路，自主决策、自愿参与。

6 月 24 日，住建部、金融监管总局联合召开保交房政策培训视频会议。会议表示，保交房工作仍是当前促进房地产市场平稳健康发展的首要任务。要统筹协调保交房工作，建立国家、省、市三级专班联动机制。制作用，更好满足城市房地产项目的合理融资需求，要压实地方政府、

房地产企业、金融机构各方责任，机构各方责任；完善机制组成，健全项目推送反馈管理，加大项目修复力度；加强“白名单”的审核把关；指导银行做好融资支持；做好经验总结和经验推广。

6 月 24 日，据报道，自然资源部正和有关部门研究如何盘活利用已出让未开发土地的政策，支持地方政府收回、收购闲置土地。

目前地产政策的松绑还在继续，我们认为政策对情绪的影响不可忽视。

3 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，该趋势不可忽视。

4 铁水产量下降 累库速度加快

上上周全国高炉和电炉的产能利用率及钢材产量都有所回落。国内 247 家钢厂的高炉产能利用率为 89.1%，环比下降了 0.1%，同比下降了 3.1%。91 家电炉的产能利用率为 52.2%，环比下降了 1.5%，同比下降了 2.0%。五大品种钢材的周产量为 897.9 万吨，环比下降了 1.4%，同比下降了 4.1%。上周长流程产量小幅下滑，日均铁水产量减少了 0.1 万吨至 239.3 万吨，电炉企业的产量降幅较大导致整体钢材产量的回落。

在库存方面，上周五大品种钢材的社会库存量为 1290.5 万吨，环比上升了 1.4%，同比增长了 11.9%。钢厂库存为 489.5 万吨，环比下降了 2.3%，同比增长了 9.3%。钢材总库再度累积，环比增加了 0.3%，周增幅比前一周收窄了 0.4%，其中厂库再度去库，社库普遍回升。

上周五大品种钢材的周表观消费量为 891.8 万吨，环比下降了 0.7%，同比下降了 2.7%。其中，螺纹钢的周表观消费量为 234.8 万吨，环比下降了 0.4%，同比下降了 12.8%。上周五大品种钢材表需小幅回落，线材消费增长明显，螺纹钢表需同比降幅扩大，淡季需求仍在持续。建筑钢材的周成交量为 13.17 万吨，环比增加了 11.4%。

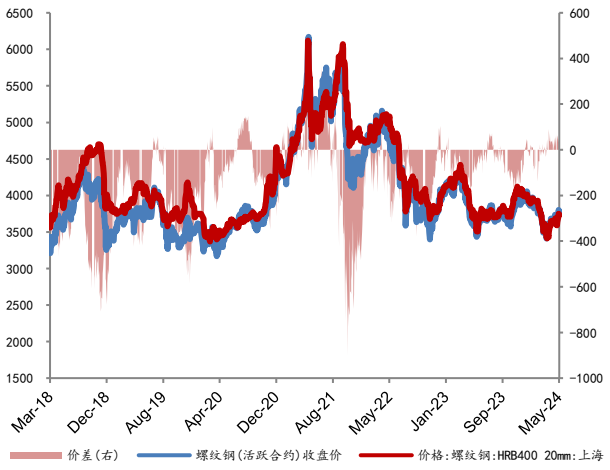
上周钢材现货价格经历震荡，主流钢材品种的即期毛利环比下滑。247 家钢厂的盈利率为 44.6%，环比上涨了 1.7%。

5 小结

上周钢市表现前强后弱，在三中全会和政治局经济会议即将召开之际，市场先是交易了较强的政策预期，带动黑色产业链各品种价格上涨。尽管政策预期带动钢价上涨，但基本面却不能予以相应的支持。我们认为在三中全会召开前，政策预期无法证伪，预期与基本面还会对价格产生方向相反的影响，短期价格存在反复的可能。

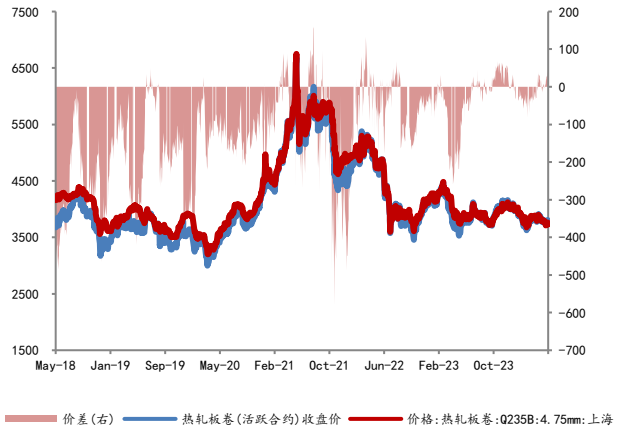
6 钢材期货现货数据

图表 12：螺纹期现价差



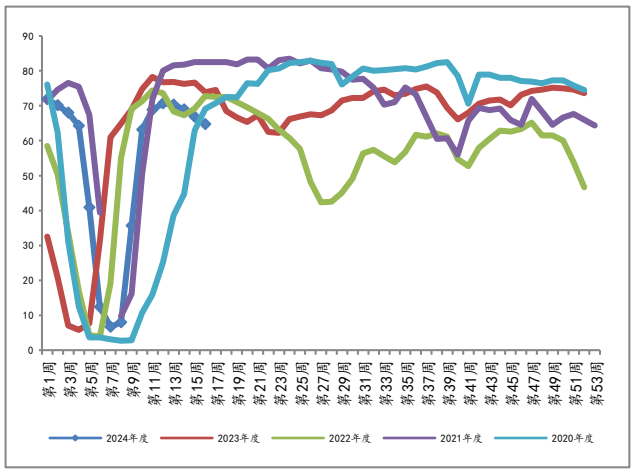
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 13：热卷期现价差



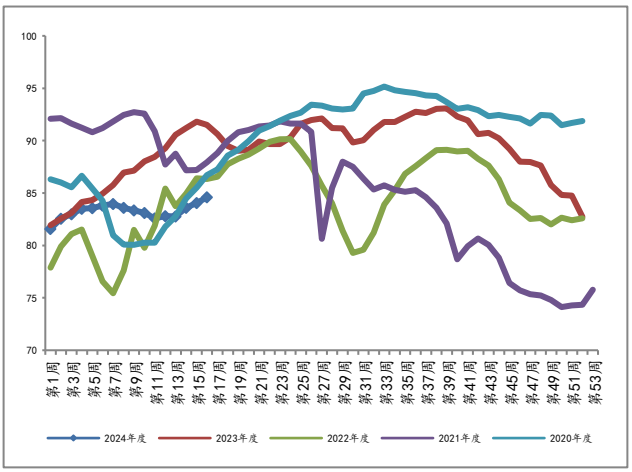
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 14：85 家独立电弧炉钢厂：开工率：中国（周）



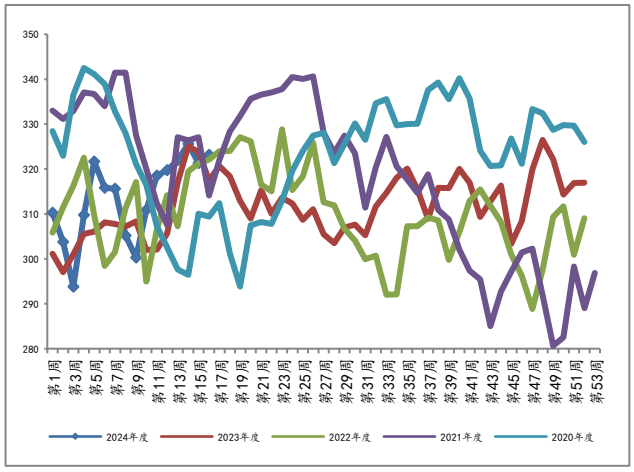
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 15：247 家钢铁企业：高炉产能利用率：中国（周）



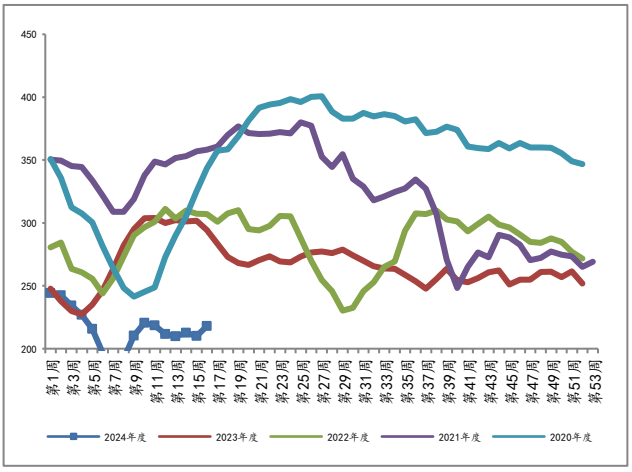
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 16：螺纹钢：建筑钢材钢铁企业：实际产量（周）



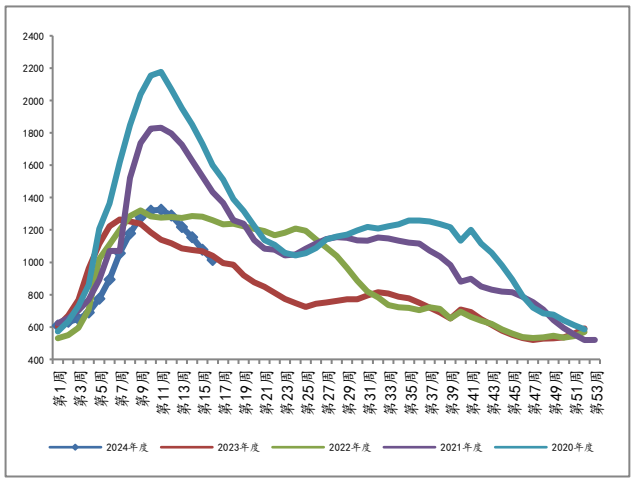
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 17：热轧板卷：钢铁企业：实际产量：（周）



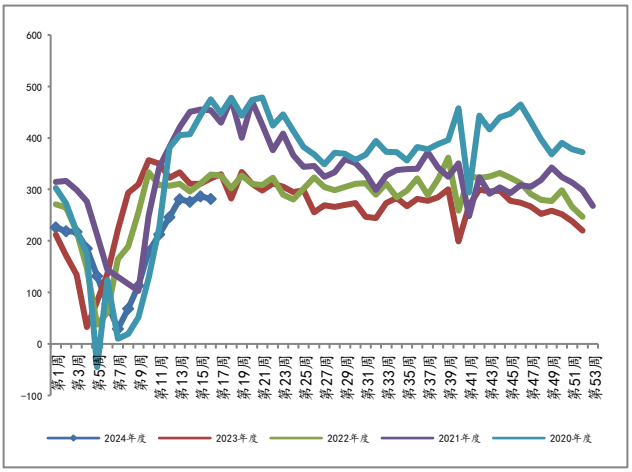
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 18：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 19：螺纹钢：消费量（周）



资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

原油

1 供应主导作用削弱

原油供应端来看，年内 OPEC+政策被市场充分交易，鉴于大多数成员国未能兑现承诺，俄罗斯产量调整不大，主要的供应弹性集中在沙特等少数核心产油国。至少在三季度延续减产已经落地，但从 10 月开始，自愿减产逐步退出的情景下，OPEC+部分闲置产能将会回归。不过这一预期变数犹存，重点关注后续沙特等主要海湾国家的表态对四季度产量政策的指引。美国原油产量保持在 1300 万桶/日以上的高位，但缺乏上游投资跟进令未来增产前景有限，对全球原油供应的边际影响力较 2017-2019 年大幅削弱。另外，下半年还需警惕飓风问题对美国石化产业链的影响，根据以往经验，飓风前期导致钻井平台关停，使得油价面临短期上行风险。

2 需求前景增长乏力

鉴于三季度供应端几乎不会有明显增量，市场交易的是需求端复苏的预期。诚然，夏季的旺季需求能够带来环比增量，但绝对数值很可能不及往年同期，这点从目前各区域炼厂运营情况能够得到一定验证。目前，美国成品油裂解差已经触底企稳，但远远谈不上显著回暖，尤其是汽油库存并未表现出旺季应有的去库状态。不单是美国消费旺季低于预期，欧洲炼厂利润甚至还处于走弱阶段，就连中国炼厂开工也保持在偏低位置，对原油的进口需求恢复仍需一段时间。当然就季节性规律而言，年中下结论为时尚早，但需要注意的是，如果下半年炼厂备货意愿持续低迷，就说明裂解利润的确难以提升，从而坐实终端消费的常态化疲弱。原油及油品需求前景欠佳，和期货盘面的强势表现形成鲜明反差，油价继续上涨将加剧市场分歧。

3 市场中性预测合理

最近，美国原油市场库存意外录得显著下降，旺季预期千呼万唤始出来，受此提振国际原油期货价格延续强势。美国能源信息署 EIA 发布的数据显示，截至 6 月 28 日当周，美国商业原油库存大幅减少 1220 万桶至 4.485 亿桶，库欣交割地原油库存增加 30 万桶至 3420 万桶；同期美国汽油和馏分油库存分别下降 220 万桶和 150 万桶；美国战略原油储备规模增加 39.8 万桶至 3.72 亿桶。造成美国原油市场去库的原因，主要是供应几乎不再增长的情况下，燃料旺季需求逐渐开始兑现。上周美国原油平均产量维持在 1320 万桶/日，在这一量级上很难大幅增长；而美国炼厂开工率升至 93.5%，日均原油加工量达到 1680 万桶，令供需平衡进一步收紧。我们可以对三季度原油市场持乐观态度，但局面正在从 5 月的强预期弱现实，逐步向强现实弱预期反转，待到四季度以后将会向唯一的事实结果收束。

3 美湾飓风高发季节

除了供需层面的季节性因素外，未来数月原油市场还应注意极端天气高发期，特别是美湾地区的飓风季。根据美国国家海洋和大气管理局（NOAA）对 2024 年 6-11 月大西洋飓风季的预测，接近正常季节性指标的概率为 10%，超出正常的概率高达 85%，低于正常的概率为 5%。一言以蔽之，今年将会是大西洋飓风多发高发的一年。具体来看，NOAA 预测今年将有 17-25 次风暴（风

速达到 39 英里/时），其中 8-13 个或将成为飓风（风速超过 74 英里/时），有 4-7 个类别 3、4、5 的飓风（风速高达 111 英里/时或更高），这一预测范围在统计上有 70%的置信度。今年大西洋飓风的异常活跃有多种原因，包括海洋温度接近创纪录的水平，季风和洋流的影响，以及太平洋拉尼娜现象的关联等，这些都助长了风暴的形成。如果美国墨西哥湾区面临飓风侵袭，将导致多个石油钻井平台关闭，但对原油市场的影响通常偏短期性。

4 关注美国大选结果

下半年一个不确定性因素是，美国大选的过程和结果将给原油市场带来不可忽视的影响。目前，美国现总统拜登和前总统特朗普已经开展辩论，驴象两党竞争不可开交，选民支持率分庭抗礼，本次大选料将十分激烈。如果民主党获胜拜登连任，美国本土石油行业将继续受到环保抑制，对外政策上奉行新保守主义，对俄罗斯等国保持高压制裁。倘若共和党扳回一局特朗普卷土重来，则将重新支持页岩油上游投资和勘探开发，且自称将尽快结束俄乌战争。从结果来看，可简单认为对于原油市场，民主党偏利多而共和党偏利空。然而在大选期间，民主党作为执政党亟需获得民意支持，有较强的动机稳定 CPI，尤其是原油和汽油价格不能大涨。因此，尽管国际油价处于偏强震荡区间，但在 90 美元以上仍将面临美国当局施加的压力。

6 高位震荡阶段偏强

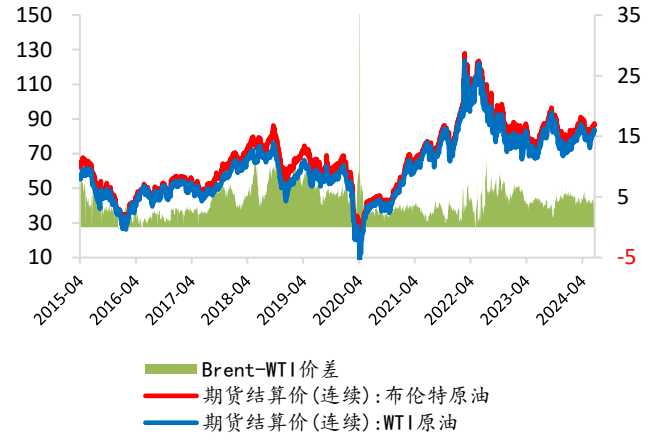
回顾上半年，Brent 基准原油价格平均在 83 美元/桶，我们认为其对于基本面的反映较为公允。

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。

展望后市，全球原油市场供需平衡仍将保持收紧态势，我们认为到 9 月出行旺季结束前，国际油价走势震荡偏强，但上涨空间相对有限，预计重心和高点或不及去年同期。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。

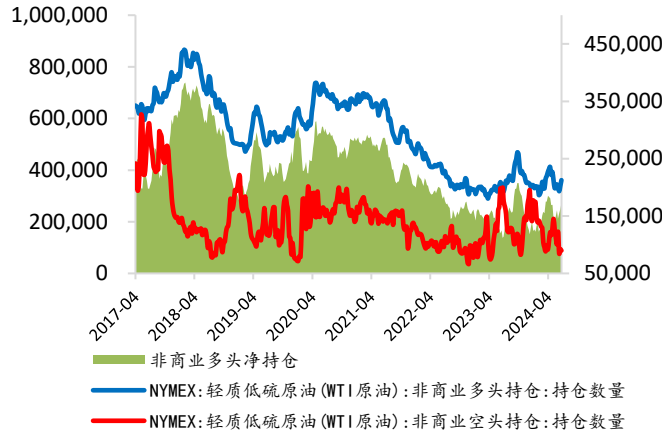
7 原油期现数据

图表 20：国际原油期货价格



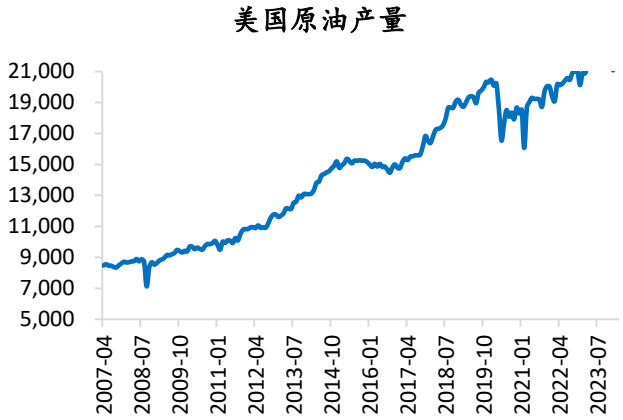
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 21：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 22：美国原油产量



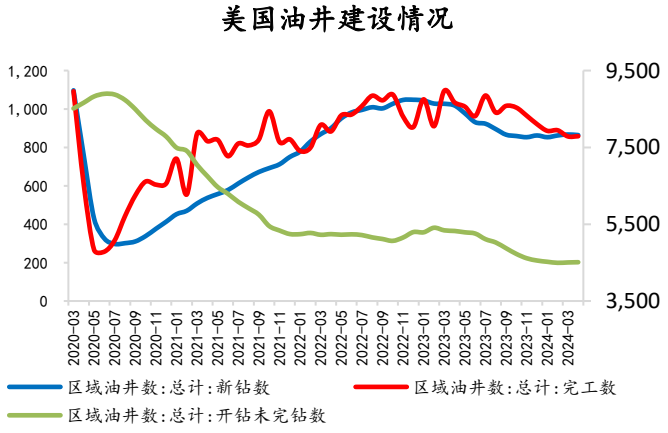
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 23：沙特原油产量



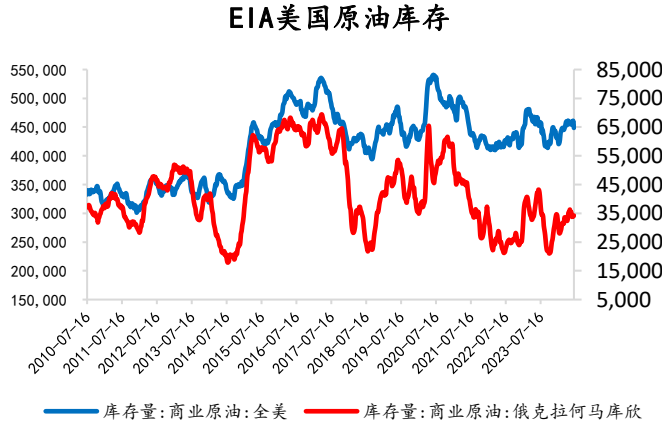
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 24：美国油井建设情况



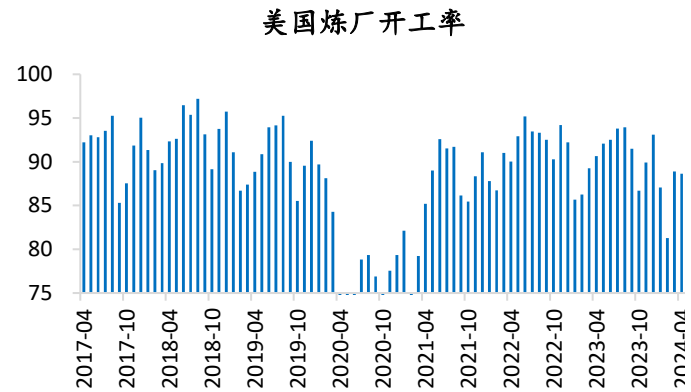
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 25：EIA 原油库存



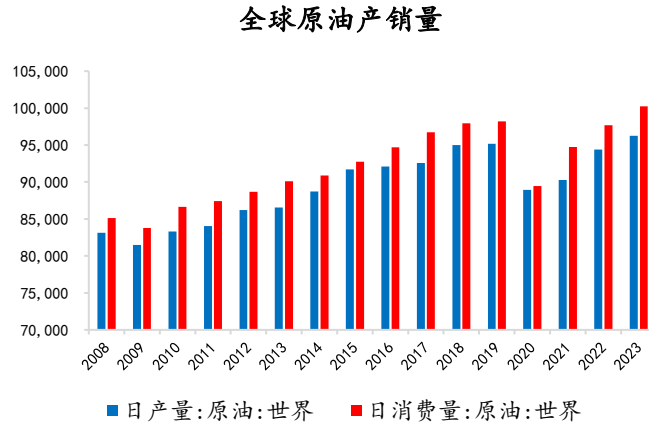
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 26：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 27：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 产业周期回归平衡

ANRPC 最新发布的月度报告显示，全球天然橡胶市场供需逐渐季节性转向宽松，但全年整体格局将较往年有所收紧。

ANRPC 统计，5 月全球天然橡胶产量增长 4.8%至 101.1 万吨，环比上月显著提升 33%；5 月全球天然橡胶消费量增长 2.1%至 128.3 万吨，环比上月微幅减少 0.5%；天然橡胶供需仍保持稳健，但边际出现供强需弱的迹象。ANRPC 进一步预测，2024 年全球天然橡胶总产量将增加 1.1%至 1450.2 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%、其他国家+4.9%。预测 2024 年全球天然橡胶总消费量增加 3.1%至 1574.8 万吨，其中，中国+5.5%、印度+3%、马来西亚高达+54.7%、越南+6%、其他国家基本下滑。

在天然橡胶开割面积即产能扩张见顶的背景下，泰国、印尼和马来西亚三大传统产胶国存在减产预期，气候异常、落叶病害以及胶农生产积极性不足，进一步减缓了产量增长，未来供应缩量将推动行业周期性的再平衡过程。

2 原料成本支撑松动

国内外天然橡胶产区普遍得到降雨，年内原料供应整体将递增，不过目前新胶上量偏缓慢，现货市场仍有一定支撑。上游方面，截至 6 月底，泰国主产地胶水价格 70.45 泰铢/公斤，环比前期走低但仍处于相对高位;海南地区制浓缩乳胶原料胶水收购价格维持在 14500 元/吨附近；制全乳胶原料胶水收购价格在 14100 元/吨左右。中间环节方面，天然橡胶主港库存仍在缓慢去化，截至 6 月下旬，青岛地区保税区和一般贸易库合计库存 51.12 万吨，环比下降 2.76%；其中，保税区库存 6.99 万吨，降幅 8.04%；一般贸易库存 44.13 万吨，降幅 1.87%。后期随着原料产出逐步提升，预计供应端对胶价将带来一定压力，到 8-9 月之前，沪胶期货盘面大概率将在震荡中抵抗性下跌。

3 产区降雨供应递增

下半年开始，全球天然橡胶行业逐渐由增产期转入到高产期，新胶供应整体是持续递增的，从泰国原料到中国流通市场价格有转弱迹象。随着季节性落叶后的开割恢复，国内外产区终于全面进入季节性增产阶段，6 月天然橡胶现货已经不那么紧张，未来原料供应放量趋势明显。据悉，云南地区替代种植指标陆续入境，当地加工厂原料短缺问题得到缓解，也对原料收购价格形成压制。泰国等海外主产区新胶批量上市，后续船货到港预期增加，目前青岛港口库存仍在缓慢去化，关注库存周期拐点的到来。总的来看，2024-2025 割胶年度生产进度略显滞后，前期损失的产量有待追赶，东南亚 7-9 月雨季天气扰动仍存，观察上下游边际增量是否匹配，及其对供需平衡格局的改变。

4 需求转淡买盘冷清

天然橡胶上游成本支撑逐渐松动，下游厂商采买意向欠佳，前期高价遭到抵触令买盘氛围冷清。

今年以来，国内轮胎企业尤其半钢胎开工率仍处于同期较高水平，对原料橡胶的刚需采购支撑去库。不过，轮胎成品库存特别是全钢胎走货不畅，轮胎企业对天然橡胶采购谨慎，青岛港口库存去化节奏放缓。尽管今年下游需求相对稳定，但年中淡季轮胎开工和汽车产销均有季节性下滑的预期，终端消费驱动阶段性不足。后续基本面来看，没有观察到发生急剧变化的迹象，随时间推移供应增加而需求转弱，对于橡胶现货价格影响偏空，7-8 月预计保持窄幅震荡整理态势。供需缺乏有效提振令沪胶上行动能不足，淡季难有特别好的表现，但中长期来看，2024 年开始天然橡胶行业或从严重过剩转向供需平衡格局，多头待回调充分后关注逢低布局机会。

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。

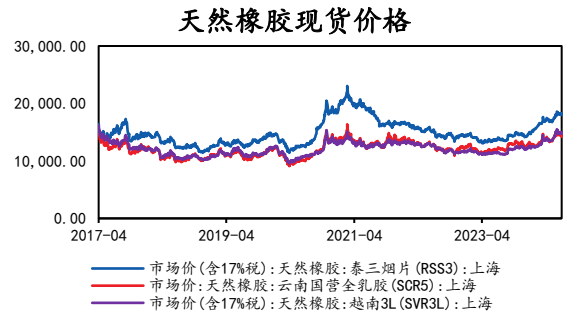
6 震荡筑底重心抬升

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。

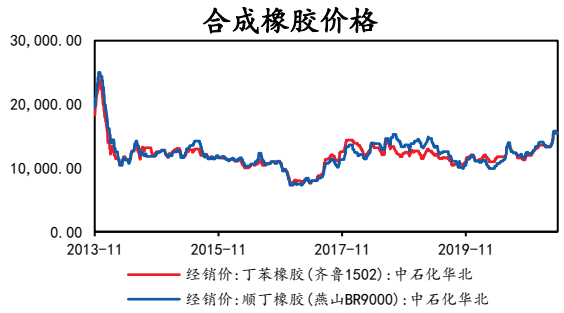
7 橡胶期现数据

图表：天然橡胶现货价格



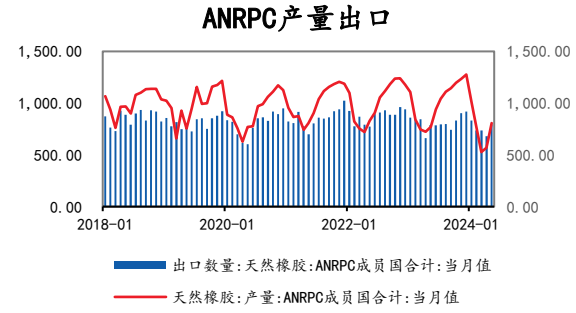
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 28：合成橡胶价格



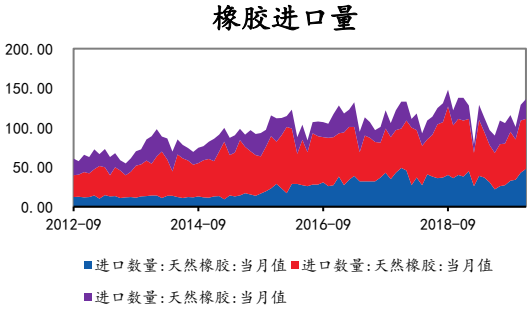
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 29：ANRPC 产量出口



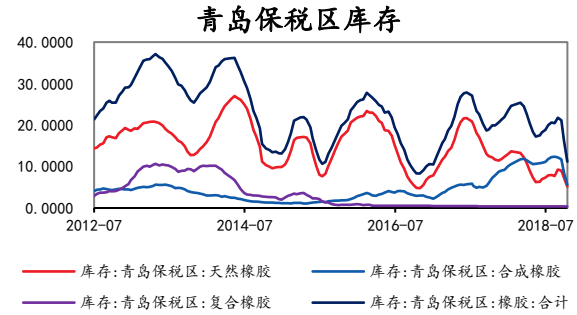
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 30：橡胶进口量



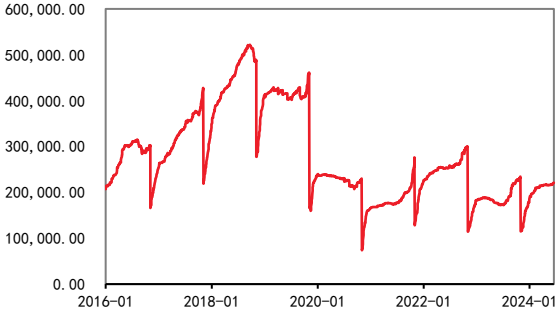
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 31：青岛保税区库存



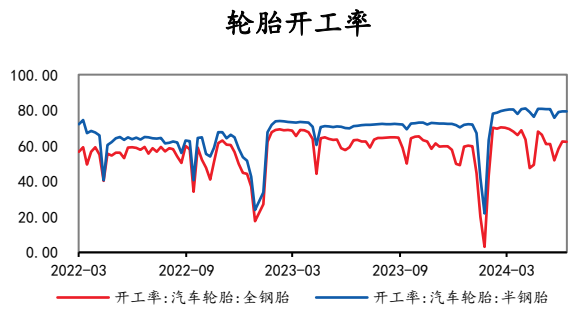
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 32：上期所注册仓单



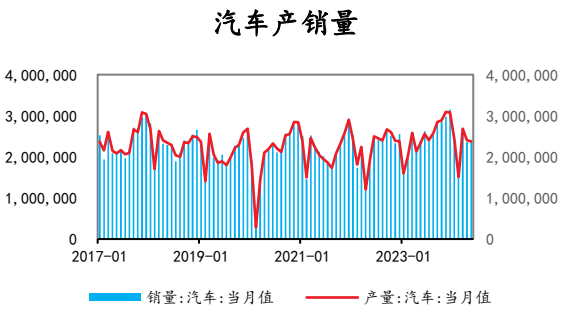
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 33：轮胎开工率



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 34：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：美豆油强势大涨，国内豆类市场油强粕弱

1 外部豆类市场分析

美国 2024 年大豆面积低于预期，作物优良率持稳

美国农业部 6 月 28 日公布美豆面积报告，2024 年美国大豆播种面积为 8610 万英亩，低于 3 月份种植意向报告作出的 8650 万英亩的初步预测，也低于报告前分析师平均预估的 8680 万英亩。美豆面积报告落地，美豆市场反响相对平淡，市场的关注重点仍在美豆天气。美国农业部公布的作物生长报告显示，截至 6 月 30 日当周，美国大豆优良率为 67%，高于市场预测的 66%，较上年同期高出 17 个百分点；当周美豆出苗率为 95%，开花率为 20%，结荚率为 3%，均高于五年同期均值。整体来看，目前美豆作物长势良好。

美国豆油消费好于预期，CBOT 豆油止跌大涨

美国能源信息署（EIA）上周公布的数据显示，4 月份美国用于生产生物燃料的豆油用量增至 10.7 亿磅，高于 3 月份的 10.26 亿磅，也是去年 12 月份以来的最高水平。此外，美国农业部的油籽加工报告显示，截至 5 月底，美国豆油库存总量为 21.87 亿磅，低于平均预期，环比减少 5.4%。受此影响，处于价格底部的 CBOT 豆油市场强势大涨，迅速扭转此前低迷状态。

马来西亚棕榈油产量下降，库存环比预计增加

三家调研机构相继公布 6 月份马来西亚棕榈油出口数据，其中 ITS 和 AmSpec Agri 的环比降幅在 11.8%-15.4%，而 SGS 公布的同期数据为环比增加 3.57%。南部半岛棕榈油压榨商协会（SPPOMA）公布的报告显示，6 月马来西亚棕榈油产量环比下降 5.1%。当前正值东南亚棕榈油产量旺季，此时出现的减产有助于放缓棕榈油累库节奏，为近日棕榈油市场强势反弹提供内在动力。在 7 月 10 日马来西亚棕榈油局（MPOB）发布月报前，一项调查结果显示，马来西亚 6 月底棕榈油库存预计环比增加 4.53%至 183 万吨，为连续第三个月增加；6 月出口环比预计下降 10%至 124 万吨；6 月产量预计环比下降 5%至 162 万吨，为四个月以来产量首次下降。如果官方数据和机构预期存在较大差距，容易引发市场剧烈波动。

2 国内豆类市场分析

国内豆粕库存升至 110 万吨高位，库存压力亟待消化

本周国内各区域豆粕价格涨跌互现，沿海区域油厂主流价格在 3180-3280 元/吨，部分油厂远月基差放价出售，市场购销情绪稍有转好，但由于大豆到港充足，油厂开工率维持高位，周度大豆压榨量达到 217 万吨，而终端消费表现疲软，下游饲料企业提货积极性一般，不断推高的库存压力令油厂挺粕动力不足，豆粕现货市场维持震荡偏弱状态运行。中国粮油商务网监测数据显示，截至 6 月 28 日，国内豆库存量为 112.6 万吨，周度增加 8.1 万吨。预计下周油厂大豆压榨量在 200 万吨左右，豆粕库存有望继续保持增长势头。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，8 月预计到港量为 800 万吨，可有效保障国内三季度大豆供应。

国内油脂打破震荡僵局，整体强势跟涨

尽管国内油脂库存总量仍保持增加态势，但油脂品种间库存出现分化。中国粮油商务网监测显示，截至上周末，国内三大食用油库存总量为 198.36 万吨，周度增加 0.58 万吨，其中豆油库存增长抵消了棕榈油和菜油库存的回落。国内油脂需求处于淡季，近期走势受外部市场影响十

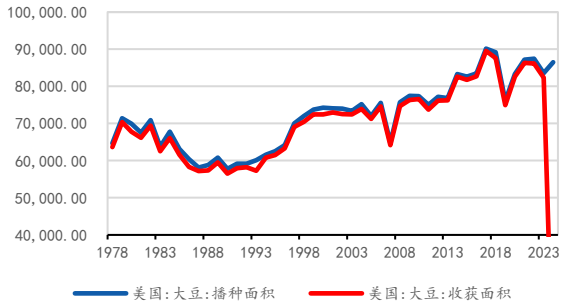
分显著。CBOT 豆油和马来西亚棕榈油强势反弹，大幅提高国际植物油出口成本，成本提振以及看涨预期被激活，国内三大油脂呈现交替领涨局面，整体打破前期震荡僵局，推动价格重心快速提升。

3 油脂油料市场展望

每年 7、8 月是美豆产量形成的关键期，目前美豆主产区降雨预报增多，天气炒作动力减弱，美豆市场的抗跌支撑主要来自豆油市场强势反弹的连锁反应和在四年低点处的技术买盘。印尼将对从中国进口的商品征收高额关税引发市场关注。在中国每年进口的 500 万吨棕榈油中，约有 70%来自印尼。如果印尼主动对华发起贸易战，不排除中国政府对棕榈油等商品采取贸易限制措施。本轮国内油脂市场反弹主要是外部油脂上涨引发的情绪共振，国内油脂供给充裕，缺少需求端提振，油脂期货价格在升至区间高位后，市场追涨动能下降，存在回吐压力。国内豆粕累库高企，在美豆市场天气炒作动能不足之际，国内“弱现实”将拖累“强预期”，粕类期货市场存在进一步补跌的可能。近期豆一期货市场受到的天气支撑明显增强，黑龙江东北产区涝情尚未缓解，华北地区存在旱涝急转的可能，减产担忧仍是推动豆一期货市场保持独立行情的关键。

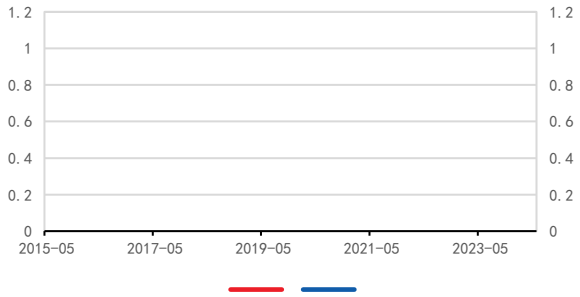
4 油脂油料市场主要数据

图表 35：美国大豆种植收获面积



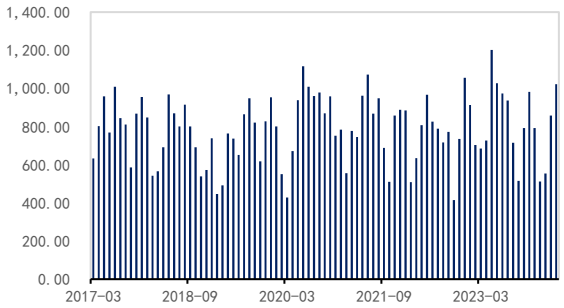
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 36：国内生猪存栏量



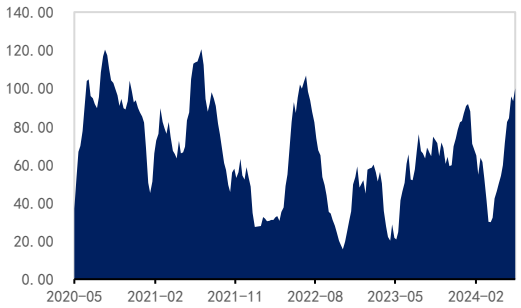
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 37：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 38：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