中金财富期货策略周报（2024 年第 24 期）

研究员：

张伟

从业资格编号：F0251993

投资咨询编号：Z0013973

weik.zhang@cicc.com.cn

刘绅

从业资格编号：F3041660

投资咨询编号：TZ014346

shen.liu@cicc.com.cn

于瑞光

从业资格编号：T040666

投资咨询编号：TZ002416

ruiguang.yu@cicc.com.cn

李小薇

从业资格编号：F0270867

投资咨询编号：Z0012784

xiaowei.li@cicc.com.cn

周度投资视点

宏观策略：从宏观的情况看，目前宏观状况没有明显变化，国经济“外需强、内需弱”的格局仍然延续，且短期内难以改变。但是随着特朗普上台的概率陡然上升，预计全球资产仍然会受到一定的扰动。不过短期波动难以改变商品的中长期走势，短期内先观望市场的反映为宜。

股指期货：情绪温度从冰点向均值回归，市场展开修复行情。市场积极信号增多，市场变化明显。随着维稳资金入市、转融券和融券逆周期调节、中报业绩预告预喜、美国降息预期升温等催化，市场能否否极泰来，值得密切关注。目前“拔情绪”的因素仍在于政策面的变化，建议关注三中全会方面的表述变化。策略上仍建议等待调整之后的机会，追涨实无必要。

铜：海外主要矿山的供应中断持续，现货 TC 降至负区间，预计下半年矿端紧缺格局将难以缓解，明年长协 TC 或显著下滑。出于对原料端供应或进一步收缩的考量，预计下半年冶炼厂产能释放仍面临压力，相较于上半年产量持续超预期的状态，下半年可能会走向实际产量不及预期的可能。消费强预期落空，年内消费难有起色。电网依旧托底，空调内销订单走弱、外销强劲，地产仍然构成主要拖累，风光领域增速同比转负，新能源车产销向好。供需双弱，预计后市沪铜还将在高位波动。

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。原料供应维持紧张局面，加工费进一步下滑。据 SMM 调研了解，7 月开始西矿、振兴、中色、金利、兴安等冶炼厂陆续检修，预计 7 月影响量 2.5 万吨以上。终端数据未有亮眼表现，基建投资延续高位回落，资金投放传导至实物量仍需时间传导，7-8 月份或有体现，地产政策加码上边际企稳，但改善程度有限。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：上周钢市震荡偏弱，重大会议召开前的预期反复横跳，带动价格较大幅度波动。从基本面上来看，目前高温多雨，钢市进入季节性淡季，终端需求有所不足。同时，受高矿价利润与限产预期压制，钢厂开工意愿整体不强。周一将召开三中全会，我们将持续跟踪政策发布情况，此间应注意政策超预期或低于预期的风险。

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。三季度中后期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，宜耐心观望等待低位布局多单。

油脂油料：缺少天气支撑导致的丰产预期正推动美豆价格重心快速下移。从目前美国干旱监测信息来看，无论是当前还是未来一个月，美国中西部作物带土壤湿度基本正常，旱情发生概率不大。7、8 月是美豆生长的关键期，目前正处天气敏感期，超过一周的高温干燥天气通常会引发资金关注，并打乱美豆下跌节奏。因此，美豆主产区天气状况仍是近期市场关注的重点。国内豆粕市场在美豆下跌的成本驱动和国内累库的双重压力下，已经进入新一轮下跌节奏，如果美豆缺少天气支撑，国内粕类期货市场仍有回落空间。CBOT 豆油和马来西亚棕榈油经过急跌后出现回暖信号，国内油脂市场纷纷展开技术反弹，国内油罐混运事件引发的需求忧虑尚未结束，油脂期货反弹持续性尚待观察。豆一期货市场本周止涨回落，企业拍卖增加现货供给，进口大豆成本回落不利国产大豆改善需求，豆一期货市场持仓大减，基本面偏空导致的买盘动力不足恐限制市场回暖。

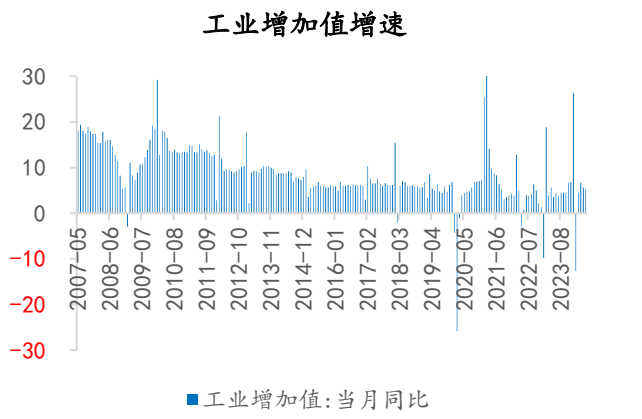
目录

周度策略：宏观面无明显变化 情绪端仍有扰动 ..... - 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 特朗普获胜概率大增 对出口影响多大？ ..... - 7 -
3 6 月金融数据延续弱势，稳内需重要性凸显 ..... - 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 美国降息预期持续升温 ..... - 16 -
2 三中全会地产前瞻 ..... - 16 -
3 粗钢限产不可忽视 ..... - 17 -
4 铁水产量下降 库存由增转降 ..... - 17 -
5 小结 ..... - 18 -
6 钢材期货现货数据 ..... - 18 -
原油 ..... - 20 -
1 市场前景依然乐观 ..... - 20 -
2 库存去化预期兑现 ..... - 20 -
3 地缘政治风险弱化 ..... - 20 -
4 美湾飓风高发季节 ..... - 20 -
4 关注美国大选结果 ..... - 21 -
6 高位震荡阶段偏强 ..... - 21 -
7 原油期现数据 ..... - 21 -
天然橡胶 ..... - 24 -
1 产业周期回归平衡 ..... - 24 -
2 季节上量供应递增 ..... - 24 -
3 关注青岛库存拐点 ..... - 24 -
5 税率调降影响有限 ..... - 25 -
6 把握规律择机布局 ..... - 25 -
7 橡胶期现数据 ..... - 26 -

油脂油料：美豆破位下跌，国内豆类市场全线回落 ..... - 29 -
1 外部豆类市场分析 ..... - 29 -
2 国内豆类市场分析 ..... - 29 -
3 油脂油料市场展望 ..... - 30 -
4 油脂油料市场主要数据 ..... - 30 -

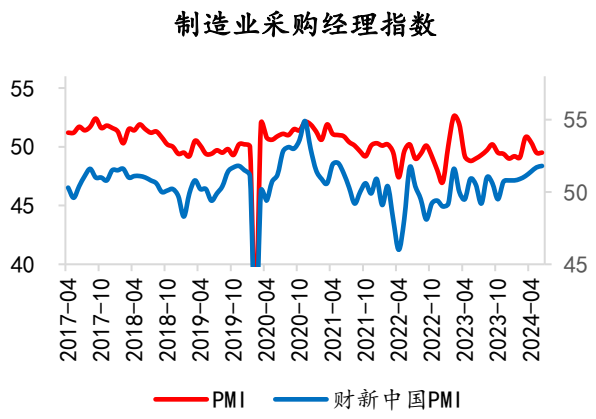
重要经济指标概况

图表 1：国内工业增加值增速



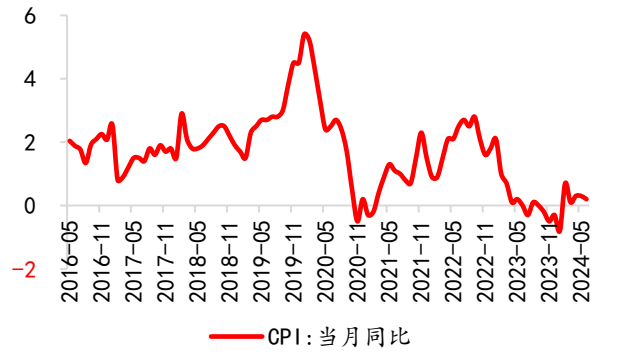
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 2：中国制造业采购经理指数



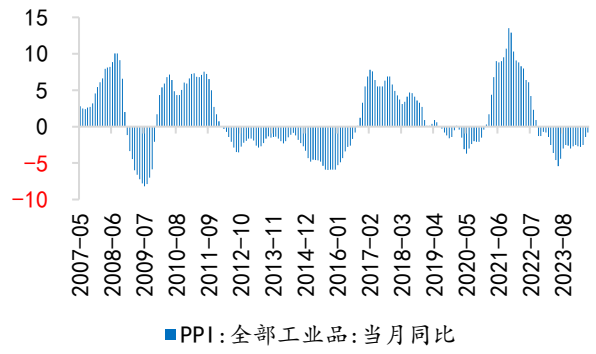
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 3：中国居民消费价格指数



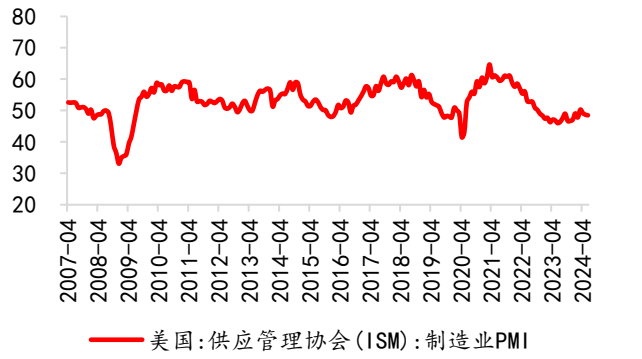
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 4：中国工业生产者出厂价格指数



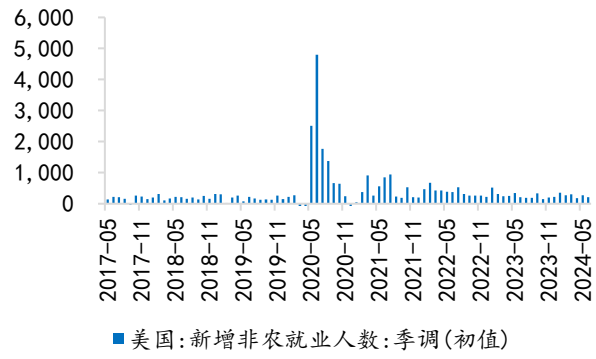
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 5：美国制造业采购经理指数



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 6：美国新增非农就业人数



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

周度策略：宏观面无明显变化 情绪端仍有扰动

从宏观数据看，出口继续超预期上行，外需保持温和修复。6 月出口环比整体处于近年来中位水平，进口环比则明显低于季节性。内需方面，5.17 新一轮地产组合拳以来，地产销售已连续近 6 周环比强于季节性，“遗憾”的是，7 月以来的近半月环比首次超季节性回落、同比也再度走弱。综合来看，外需继续保持温和修复，进出口走势的背离也映射出当前中国经济“外需强、内需弱”的格局。

内外需分化明显

地产销售再度超季节性下行。具体看，5.17 新一轮“松地产”以来，地产销售可分 3 个阶段：一是 5.17 政策出台至 6 月中旬，新房、二手房销售仍然季节性回落、但降幅小于季节规律；二是 6 月中旬至 6 月底，新房、二手房销售均超季节性改善；三是 7 月以来，新房、二手房销售均再度明显回落、显著弱于季节规律，其中：新房销售环比 6.16-6.30 下降 39.3%（2017-2023 年同期环比均值为-20.6%），同比降幅扩大至-8.9%；二手房销售环比下降 10%（2017-2023 年同期环比均值为增 0.7%），同比增幅收窄至 17.2%。

外需方面，继续保持强势。2024 年 6 月，美元计价下，中国出口当月同比+8.6%，万得一致预期+7.4%，前值+7.6%；进口当月同比-2.3%，万得一致预期+4.2%，前值+1.8%；贸易顺差 990.5 亿美元，较前值提升 164.28 亿美元。

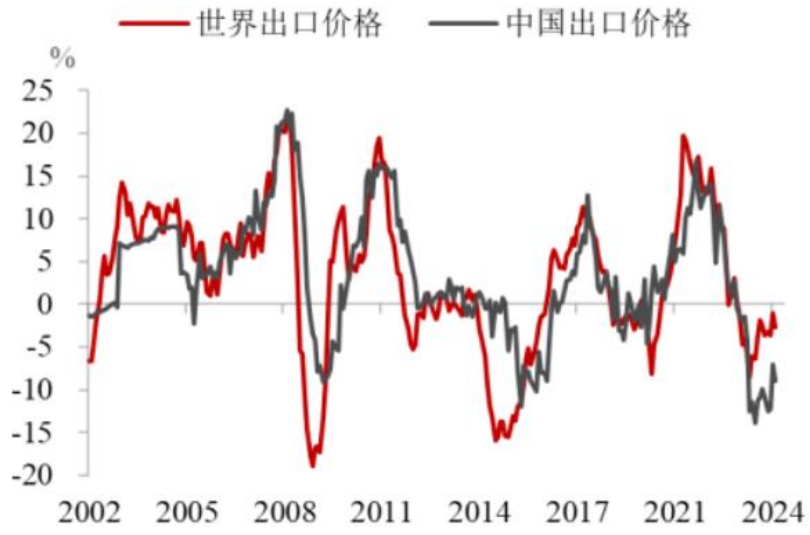
外需修复趋势进一步明确，海外货币政策转向和全球制造业修复有望继续支撑下半年中国出口。全球制造业继续保持扩张趋势，同时海外再通胀风险降低，降息预期升温。在上述两大主线催化下，海外库存周期切换和电子周期启动或将进一步提速。

2024 年中国产品的需求主线，包括交运设备、电子链条和工业化资本品。本期汽车链条、船舶等新优势产业和计算机、家电等电子链条出口增速延续高景气度水平，通用机械设备出口也出现同比高增。此外，本期非具体公布的其他品类出口增速也显著提升，有待后续继续跟踪。

汇率因素对中国名义出口的拖累或显著减弱，出口企业利润表现有望逐步改善。人民币同比贬值对名义出口的拖累有望在 2024 年下半年显著收窄，预计在 7 月出口数据中有明显体现。量价拆分结果显示，当前出口呈现为量价齐升的修复格局。后续在外需修复和全球利率高位回落下，中国出口企业的营收和利润表现有望逐步改善。

但短期来看，中国出口或面临一些逆风因素，仍需关注出口节奏波动。一方面，美国大选以及其他经济体的贸易壁垒为外需带来持续性的担忧。另一方面，地缘政治带来的全球物流不确定性可能使得部分季节性订单提前透支。

图表 1：中国出口价格指数弱于世界平均水平



资料来源：wind 资讯，中金财富期货

美国大选横生枝节

美国当地时间 7 月 13 日下午 6 点，北京时间 7 月 14 日上午 8 点，美国前总统特朗普在一场集会上演讲时，被一名枪手在约 180 米至 275 米（200 至 300 码）的距离上，使用 AR-15 型半自动步枪发射了多达 8 发子弹，特朗普右耳被子弹直接击伤，伤口距离太阳穴仅几毫米。

从历史数据来看，被枪手刺杀的选举人只要没死，最后全部都当选了，所以特朗普胜算概率极大，民主党把拜登换了大概率也难以取胜，特朗普败选的概率极小。

如果特朗普当选，其首当其冲的是进一步加剧全球地缘的动荡、全球主要国家互相误判与战争概率及美国国内政治稳定性的瓦解，这将动摇美元霸权的根基。

就经济政策而言，假设特朗普当选后，美国前贸易代表莱特希泽或将成为美国经济政策制定中影响力最大的人物，有别于传统的 GDP、通胀、就业等指标，贸易逆差将是其最为关心的核心指标，故其对外，采取将全面加征关税、全面取消最惠国待遇等措施，而对内则将在以减税、所得税改为增值税为代表的税收改革外，采取弱势美元的政策，以提升美国产品出口，而弱美元将对黄金构成利好。上述政策或将显著增加国内出口压力与美国通胀全面失控的压力，同时，进一步加剧全球贸易摩擦与地缘动荡。

因此，我们简单总结为：特朗普当选利空美元。特朗普要发展美国本土制造业，会极尽所能打压美元，为美国本土制造业创造一个良好的发展环境。上一任期，特朗普上任时的美元就是最高位置。

对美债影响比较复杂。拜登有利于大企业、财政支出相关的就业，特朗普的政策有利于小企业、私营就业。拜登打压大宗商品投资，利于大宗商品涨价，放松关税限制，利于产成品降价。川普恰好相反。因此，美债影响比较复杂。

利空中国出口，利好中国内需，利好人民币，利空中国国债，利好人民币风险资产。

宏观面变化不大 情绪端仍有扰动

从宏观的情况看，目前宏观状况没有明显变化，国经济“外需强、内需弱”的格局仍然延续，且短期内难以改变。但是随着特朗普上台的概率陡然上升，预计全球资产仍然会受到一定的扰动。不过短期波动难以改变商品的中长期走势，短期内先观望市场的反映为宜。

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 11 日	LPR 或迎改进	当前 LPR 报价与最优质客户贷款利率之间出现一定偏离，未来还需要加强报价质量考核，减少偏离度	也可以考虑借鉴国际经验，用类似 SOFR 的短端市场利率作为浮动贷款利率的定价基准
	7 月 12 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 13 日	中国 6 月新增社融 3.3 万亿元	新增人民币贷款 2.1 万亿元，M1 降幅扩大至 5%	金融数据无须过度解读
	7 月 10 日	证监会依法批准暂停转融券业务	进一步强化融券逆周期调节	降低程序化交易的消极影响
事件	7 月 13 日	特朗普竞选遭枪击	特朗普在美国宾夕法尼亚州发表演讲遭遇枪击	特朗普胜选概率极大

资料来源：中金财富期货研究所

2 特朗普获胜概率大增 对出口影响多大？

特朗普遭暗杀未遂，胜率上升。前总统唐纳德·特朗普周六晚在宾夕法尼亚州举行的集会上遇袭，被击中右耳，目前已经安全，仍能如期参加竞选活动。自从 6 月底以来，特朗普支持率大幅领先于拜登。枪击案的发生又为特朗普的领先势头再添一把助力，特朗普胜选概率迅速上升。从历史上来看，曾有 7 位美国总统在任期内遇刺，曾有 7 位美国总统在任期内和 2 位候选人在选举期间遇刺，其中 2 位总统候选人遇刺后均生还（其中乔治·华莱士未过初选），而在任总统生还者为 3 位。我们发现，遇刺的总统更易当选，即便丧生，竞选中也能使党派受益。

共和党执政下，美元或有走弱，财政支出力度增强。共和党总统执政期间，美联储倾向于降息，有效联邦基金利率平均下调 559bp，特朗普在任期间联邦基金目标区间下限降至 0。从美元指数表现来看，1990 年老布什总统任期以来，在共和党执政期间，美元指数均有不同程度的走弱，在特朗普上一任期中，美元指数下跌约 9.7%。美国财政支出强度或有增强。从历史经验来看，共和党执政时期，财政支出力度略小于民主党。在特朗普上一届任期中，其债务增加额占 GDP 比重为 36.4%，远高于历史上其余共和党执政均值的 19.2%。与拜登对比，特朗普在任期内批准了十年内近 4.9 万亿美元的基本支出净增加，而拜登为 3.8 万亿美元。

金属、机械和电子类或面临“抢出口”。2018 年美国对中国关税加征前或存在“抢出口”行为。清单 1 关税加征在 2018 年 7 月开始实施，但中国对美及对其他地区出口增速差额在 2018 年 4

月-2018 年 7 月出现明显回升，指向中国企业或在加征关税实施前加速出口。分行业来看，粗口径下，钢铁、有色金属、机械设备、基础化工抢出口行为较为明显，此外，电子、轻工制造、纺织服饰及交运设备及存在不同程度的抢出口行为。从更细项来看，针对关税的抢出口情况基本与粗口径一致，钢铁和有色大类中的铝制品和钢铁抢出口较为明显，电子大类中计算机设备和小家电抢出口幅度更大。此外，基础化工中，有机化学品和易燃制品抢出口现象也较为明显。

3 6 月金融数据延续弱势，稳内需重要性凸显

2024 年 6 月社会融资规模总量新增 3.30 万亿元，基本符合市场预期，同比少增 9283 亿元。2024 年 6 月社融存量增速+8.1%，前值+8.49%，符合市场预期。2024 年 6 月信贷新增 2.13 万亿元，符合市场预期，同比少增 9200 亿元。2024 年 6 月 M2 同比+6.2%，较 5 月-0.8PCTS，M1-5.0%，较 5 月-0.8PCTS。

从社融的结构上看，新增社融同比少增主要受到社融口径新增人民币贷款拖累，其余项中，政府债是 6 月社融的主要支撑项。从信贷结构上看，6 月居民信贷和企业信贷同比均有所走弱，二者分别同比少增 3930 亿元和 6503 亿元。我们认为，6 月社融的弱势，可以归结为“一-深三浅”四个影响因素，其中，深层的影响因素是居民和企业融资需求仍然有待进一步恢复，这- -点在 6 月全国范围内- -手房销售依然低迷、BCI 企业投资前瞻指数仍处 2021 年以来相对低位上有所体现，而相对浅层次的影响因素，或者说相对直接的影响因素主要有三个，一是资金投放提质增效，弱化规模的整体政策导向的影响，二是存量房贷利率明显高于存款及短期理财利率之下居民提前还款意愿较强，三是今年财政发力相对去年有所滞后、财政对企业融资需求的带动作用未充分发力。

在当前局面下，我们认为一-方面应明确认识，即进入新的发展阶段后，我国社融的增速整体难以回到高位，即使未来社融出现好转，也是新发展阶段的新平衡水平。

4 宏观策略

从宏观的情况看，目前宏观状况没有明显变化，国经济“外需强、内需弱”的格局仍然延续，且短期内难以改变。但是随着特朗普上台的概率陡然上升，预计全球资产仍然会受到一定的扰动。不过短期波动难以改变商品的中长期走势，短期内先观望市场的反映为宜。

5 股指期货市场分析

指数探底回升

上周指数震荡回升，主要指数创调整新低后反弹。从股指期货看，沪深 300 周+1.2%，上证 50 周+1.12%，中证 500 周+1.09%，中证 1000 周+1.4%。

北上资金呈现流入的态势，北向资金本周累计净买入 159.07 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

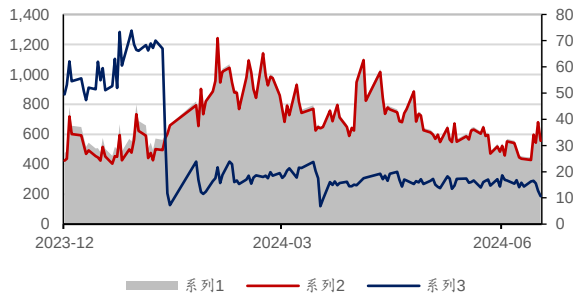
月出现过；指数层面，万得全 A、中证 500、中证 1000 等大市值公司占比较少的指数，已经回到 2 月反弹初期水平；个股层面，近 1/3 个股股价跌至 2 月 5 日收盘价之下，2024 年收益率中位数-25%；估值层面，沪深 300 非金融企业的 PE、PB 分为达到 18、2，已经较 MSCI 全球指数从 2017 年溢价约 40%转为折价 20%，全球横向比较性价比突出；交易热度层面，近 3 日全 A 成交额不足 6000 亿，2022 年以来仅在 2022 年 9 月 30 日-10 月 11 日、2022 年 12 月 21 日-12 月 23 日、2023 年 9 月 20 日-9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

关注中美政策能够共振

6 月美国物价数据出炉，美国通胀全面降温，从分项表现来看，CPI 能源分项环比继续录得负值，核心服务通胀继续回落，房租分项自 2 月来首次回落。而此前鲍威尔发言已提升降息预期，全面回落的通胀数据发布后，9 月降息预期再次提升。通胀数据发布后，市场降息交易发酵，美债利率、美元指数走弱，美股分化，小盘股补涨。2）后续来看，美联储降息交易或将改善全球流动性，利好 A 股分母端表现，并且国内政策宽松空间打开，提振市场风险偏好，但也要注意降息兑现切换的时点。此外，降息交易演绎仍需盯紧 6 月 PCE 通胀数据、Q2 美国 GDP 初值数据、8 月 FOMC 议息会议、美国大选，降息未定，后续仍可能存在扰动，且后续三中全会和 7 月政治局会议政策或再成主线，需注意中美政策演绎是否形成共振。

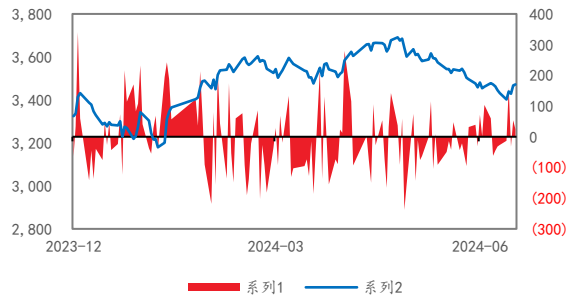
情绪温度从冰点向均值回归，市场展开修复行情。市场积极信号增多，市场变化明显。随着维稳资金入市、转融券和融券逆周期调节、中报业绩预告预喜、美国降息预期升温等催化，市场能否否极泰来，值得密切关注。目前“拔情绪”的因素仍在于政策面的变化，建议关注三中全会方面的表述变化。策略上仍建议等待调整之后的机会，追涨实无必要。

图表 8：融资融券数据图



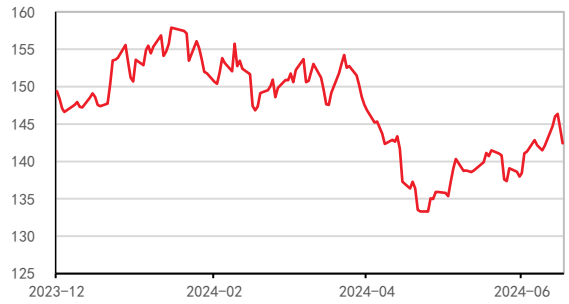
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 9：合约持仓和市场表现



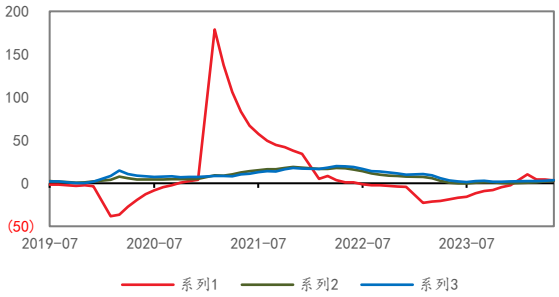
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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

中国主要铜冶炼厂(CSPT)与安托法加斯塔敲定 2025 年 50%的铜精矿长单 TC/RC 加工费为 23.25 美元/吨和 2.325 美分/磅，较去年的长协价格同比大幅下降 56.75 美元/吨和 5.675 美分/磅，创近 15 年以来的最低纪录。双方考虑到近几年在全球范围内世界级的大型铜矿新投产项目数量有限，且新投产的项目难以短期内带来精矿增量，而可供开发的大型铜矿项目也寥寥无几，叠加未来全球粗炼产能的集中扩张趋势，矿端供应偏紧格局并没有改变。

根据 SMM 统计数据,今年 5 月我国电解铜产量高达 100.86 万吨,环比增加 2.4%,同比增加 5.2%,1-5 月我国电解铜累计产量达 491.3 万吨，同比增长 5.86%。6 月国内冶炼厂检修影响量相对偏多，精炼铜产量预估有所下滑。进入 7 月，冶炼检修活动并未明显增多，但粗铜供应宽松度下降叠加铜精矿原料维持偏紧，预计总体产量延续下滑。

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

精铜杆开工率环比下降 0.7%。目前空调厂进入淡季，普遍准备放假，家电需求有所减弱，南方大范围降雨和北方高温下建筑需求疲弱，后期关注财政资金到位后对基建、电力投资的拉动，整体看新订单不明显，导致下游需求在一波集中释放后现在有所放缓，去库暂停。

国内一线城市二手房 6 月成交量普遍环比提高 30%，房市新政对买盘的刺激集中在相对低总价的二手房上面，对新房拉动效果不明显。二手房成交后可能带动一波置换需求，不过总体上房地产刺激的效果不明显，前期的多头炒作情绪持续回落。

空调今年外销市场一路长虹，多家企业生产订单相比去年都有大幅暴涨。目前来看，6、7 月份排产依然延续大幅上涨趋势。

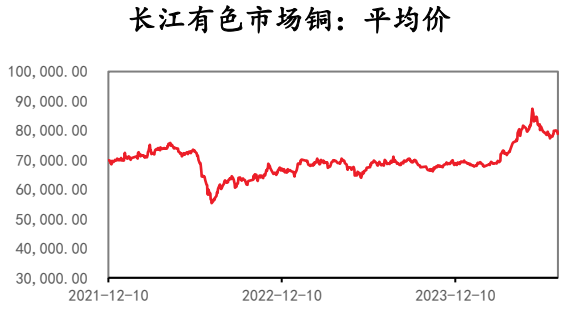
6 月汽车批发环比提高 4%，1-6 月同比增长 6%。各地汽车以旧换新补贴落地。但欧盟对中国汽车加税于 7 月 4 日执行，未来还有四个月的谈判时间，另外欧盟讨论取消 150 欧元进口免税起征点，这对大量的中国出口小商品造成影响。

2 结论

海外主要矿山的供应中断持续，现货 TC 降至负区间，预计下半年矿端紧缺格局将难以缓解，明年长协 TC 或显著下滑。出于对原料端供应或进一步收缩的考量，预计下半年冶炼厂产能释放仍面临压力，相较于上半年产量持续超预期的状态，下半年可能会走向实际产量不及预期的可能。消费强预期落空，年内消费难有起色。电网依旧托底，空调内销订单走弱、外销强劲，地产仍然构成主要拖累，风光领域增速同比转负，新能源车产销向好。供需双弱，预计后市沪铜还将在高位波动。

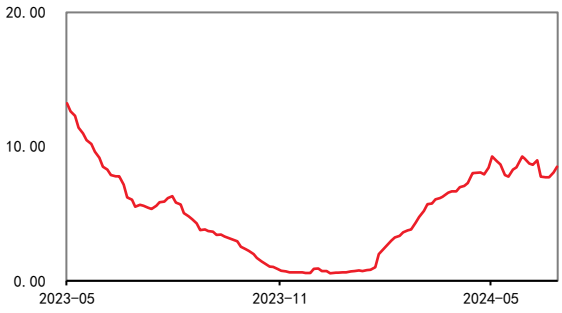
3 铜期货现货数据

图表 12：长江有色铜价



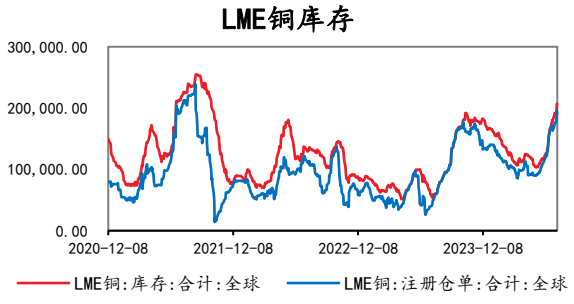
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 13：上海保税区铜库存



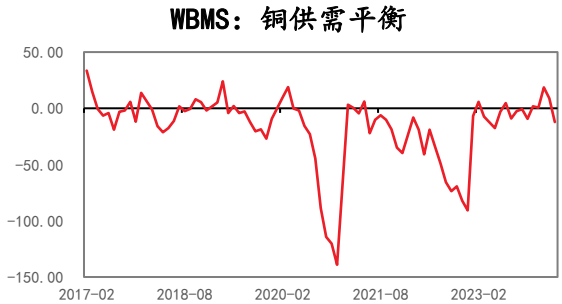
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 14：LME 铜库存



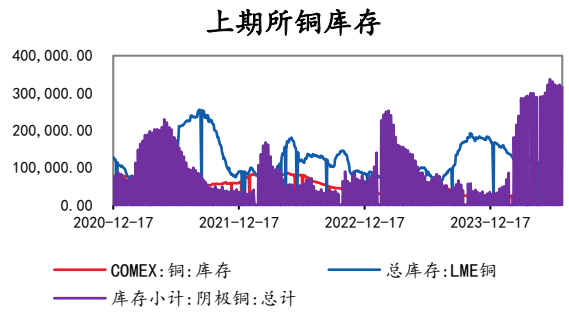
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 15：WBMS 供需平衡



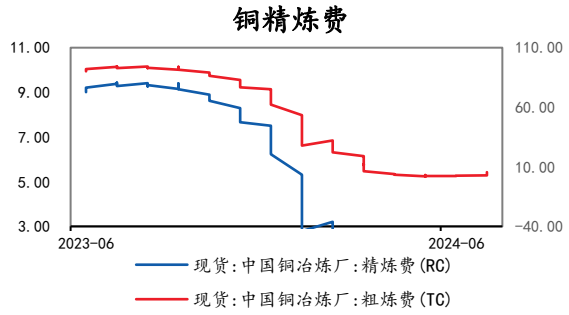
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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

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。7 月锌冶炼检修量为 34586 吨，同时下调了 6 月冶炼检修预期，这导致冶炼减产预期被大幅下修，对锌价形成明显利空。数据发布后，市场原本的 7 月 5 万吨检修预期被下调至 3.5 万吨左右，同时由于 6 月精炼锌产量的超预期，6 月冶炼检修量也从检修 8290 吨上调至增加 8648 吨，差值超 1.6 万吨。6、7 月份的检修量修正使得原本接近 11 万吨的累计检修量被下修至检修 7.2 万吨，差值接近 4 万吨。

订单略有好转，消费表现较弱

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。

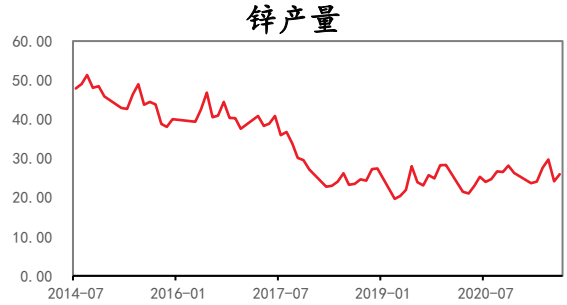
2 总结

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。原料供应维持紧张局面，加工费进一步下滑，据 SMM 调研了解，7 月开始西矿、振兴、中色、金利、兴安等冶炼厂陆续检修，预计 7 月影响量 2.5

万吨以上。终端数据未有亮眼表现，基建投资延续高位回落，资金投放传导至实物量仍需时间传导，7-8 月份或有体现，地产政策加码上边际企稳，但改善程度有限。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。

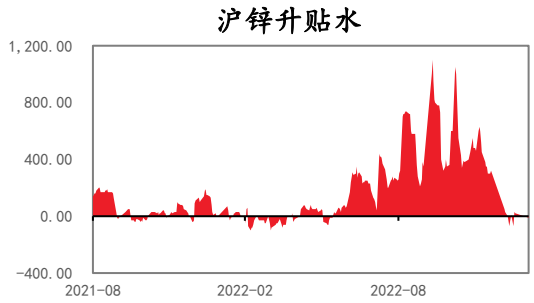
3 锌期货现货数据

图表 18：锌产量



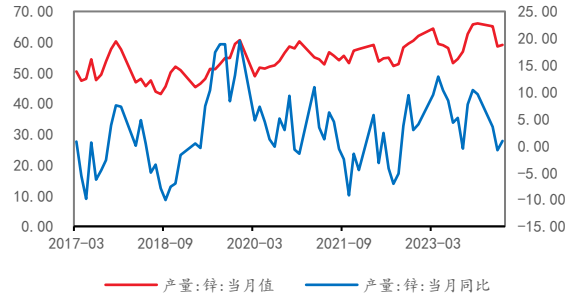
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 19：锌升贴水



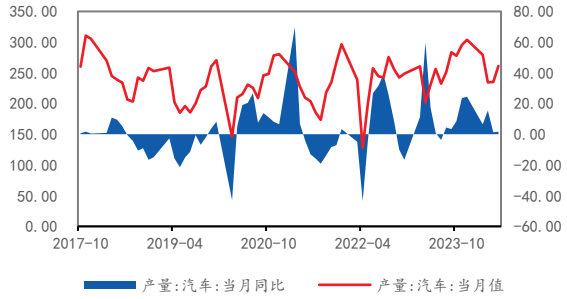
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 美国降息预期持续升温

7 月 11 日晚，美国最新 6 月物价数据公布，6 月整体 CPI 环比-0.06%、同比 2.97%，低于市场预期的环比 0.1%和同比 3.1%，较前值环比 0.01%和同比 3.27%都有所回落；6 月核心 CPI 环比 0.1%、同比 3.3%，同样较预期与前值都有所回落。

物价数据的回落，预示着美国的通胀在进一步降温，这增强了美联储今年降息的预期。美联储主席鲍威尔上周在国会上表示，美国的劳动力市场已经降温，通货膨胀也取得了相当大的进展，且表示不需要等到通胀下降到 2%才开始降息。

美国的 CPI 数据在 23 年 10-12 月有所下降，可以预见下 24 年下半年通胀数据会加速下行，将进一步支撑美联储降息决定。根据芝加哥商品交易所的 Fedwatch 工具显示，年内美联储降息预期已从降息两次上升到了降息三次，而 9 月降息的概率上升至 86%。

降息预期增强，一定程度上利好黄金、原油等大宗商品，但需注意降息交易已部分提前及交易，待降息落地后市场反向交易的概率大。

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 粗钢限产不可忽视

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 年我国粗钢产量限产同比下降 3%则没有压力，若限产超 5%，则对钢厂产生较大压力。

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。目前铁矿价格仍处于历史高位，限产对其需求影响较大，需关注钢材的成本支撑。

4 铁水产量下降 库存由增转降

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 88.7%，环比下降了 0.4%，同比下降了 2.5%。91 家电炉的产能利用率为 51.4%，环比下降了 0.8%，同比下降了 2.5%。五大品种钢材的周产量为 889.0 万吨，环比下降了 1.0%，同比下降了 4.7%。上周长流程产量继续下滑，日均铁水产量减少了 1.0 万吨至 238.2 万吨，由于利润低迷，建筑钢材产量在淡季持续回落。

在库存方面，上周五大品种钢材的社会库存为 1287.6 万吨，环比下降了 0.2%，同比增长了 11.2%。钢厂库存为 485.2 万吨，环比下降了 0.9%，同比增长了 5.2%。钢材总库存由增转降，环比下降了 0.4%，周变动幅度比前一周回落了 0.7%，产量下降叠加降价带动下游需求向好，厂库去化幅度明显。

上周五大品种钢材的周表观消费量为 896.2 万吨，环比增加了 0.5%，同比下降了 2.0%。其中，螺纹钢的周表观消费量为 235.3 万吨，环比微增 0.2%，同比下降了 11.6%。五大品种钢材表需好转，螺纹钢表需的同比降幅有所收窄，显示淡季需求仍在持续，而板材需求表现向好。建筑钢材的周成交量降至 11.8 万吨，环比降低了 10.4%。

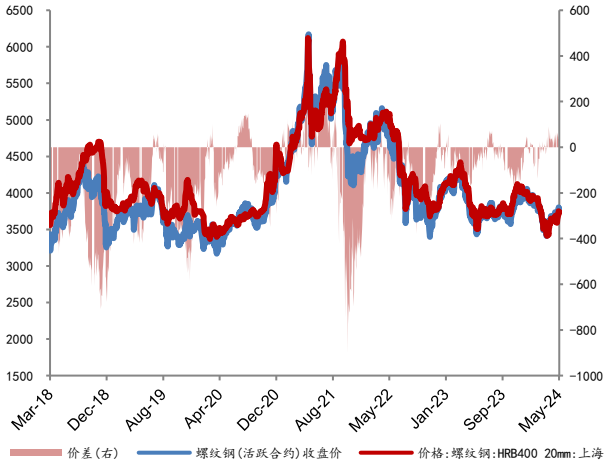
上周钢材现货价格继续下行，主流钢材品种的即期毛利环比走弱。247 家钢厂的盈利率为 36.81%，环比下降了 7.8%。

5 小结

上周钢市震荡偏弱，重大会议召开前的预期反复横跳，带动价格较大幅度波动。从基本面上来看，目前高温多雨，钢市进入季节性淡季，终端需求有所不足。同时，受高矿价利润与限产预期压制，钢厂开工意愿整体不强。周一将召开三中全会，我们将持续跟踪政策发布情况，此间应注意政策超预期或低于预期的风险。

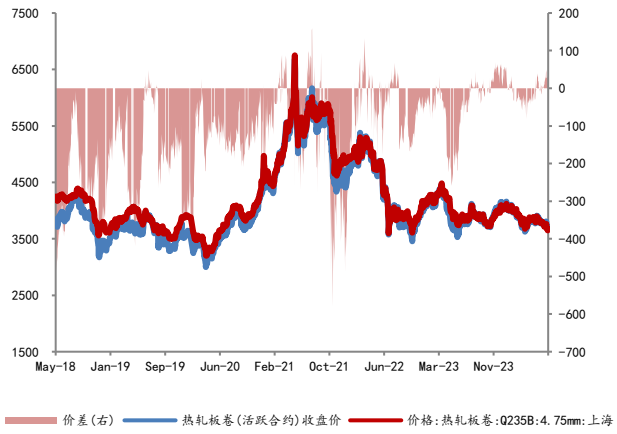
6 钢材期货现货数据

图表 22：螺纹期现价差



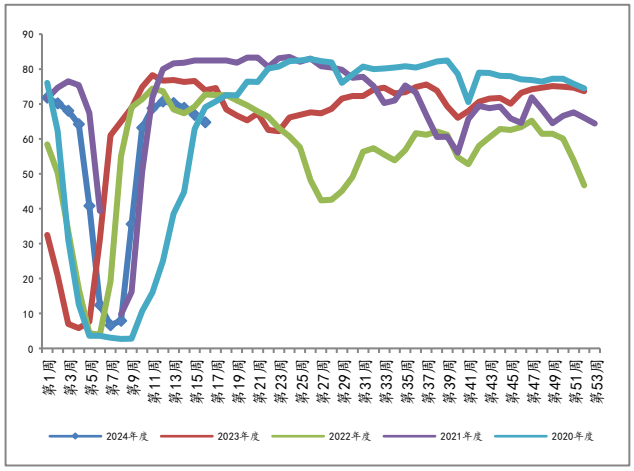
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 23：热卷期现价差



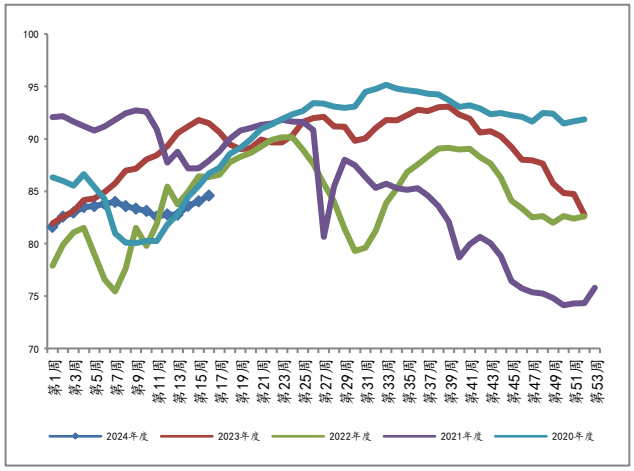
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 24：85 家独立电弧炉钢厂：开工率：中国（周）



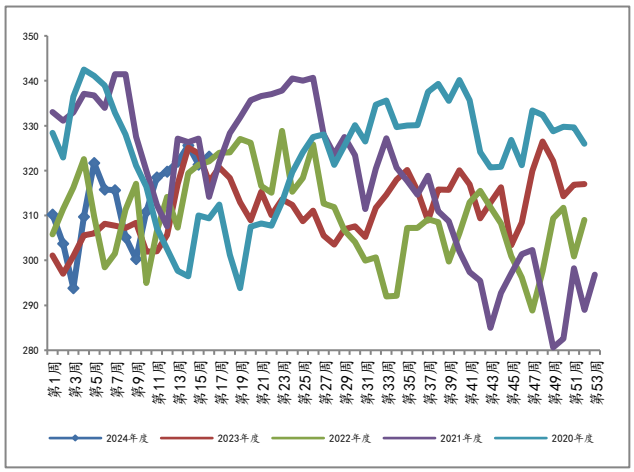
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 25：247 家钢铁企业：高炉产能利用率：中国（周）



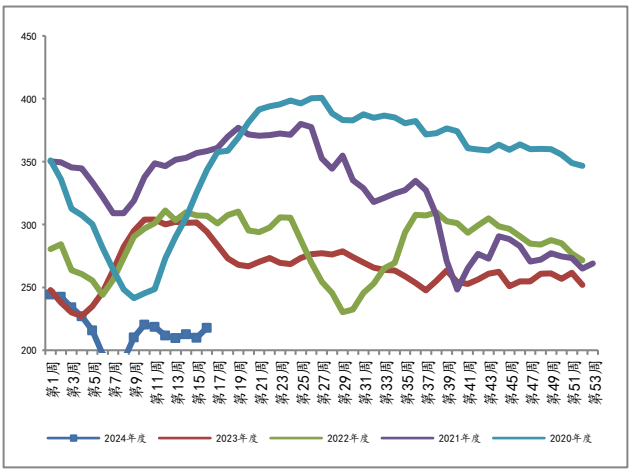
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 26：螺纹钢：建筑钢材钢铁企业：实际产量（周）



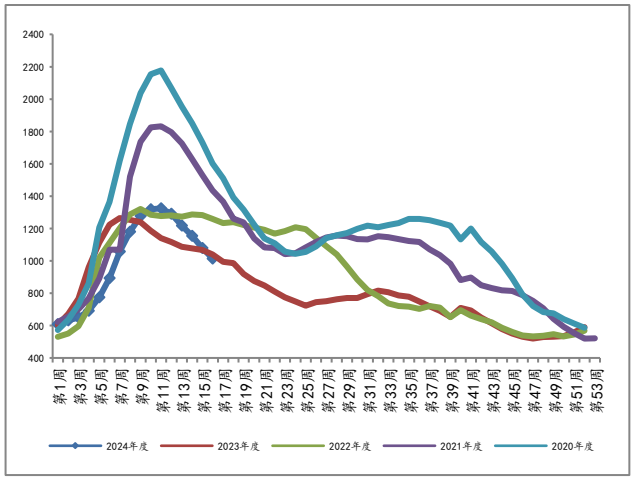
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 27：热轧板卷：钢铁企业：实际产量：（周）



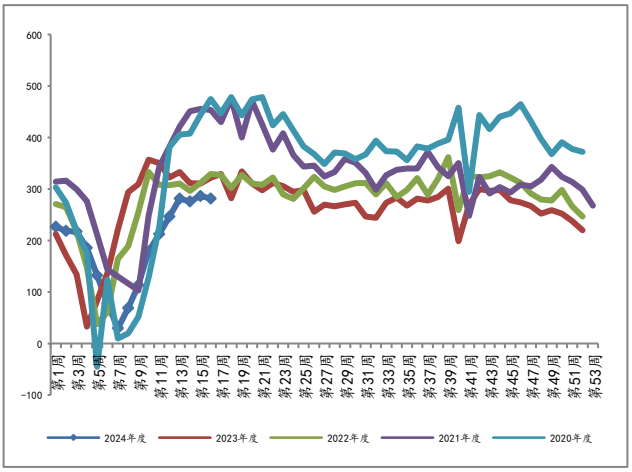
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

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 市场前景依然乐观

抛开短期情绪和资金因素，从主流机构报告和高频数据来看，原油市场整体状况依旧乐观。

EIA 最新月报修正了此前的悲观预期，认为 2024 下半年全球原油市场将出现 75 万桶/日的供应缺口，并且供不应求的局面将会延续到 2025 年的部分时间。据第三方调查显示，6 月 OPEC+原油总产量相对配额较为接近，在当前油价水平上沙特不具备增产动机。原油需求尽管先前不尽人意，且长期前景仍被唱衰，但近期 EIA 库存等数据反馈，至少旺季市场相对稳健，期间油价缺乏大跌的条件。此外，宏观层面表露出来的迹象可能会对货币政策转向产生深刻影响，美联储降息预期提前使得原油等周期性资产受益。

综上研判，在三季度或之后更长一段时期内，原油市场将呈偏紧平衡的格局。诚然，油价冲高后有技术性调整的需求，但这与基本面其实并不矛盾，构成高位区间震荡走势的一部分。

2 库存去化预期兑现

如我们此前判断，美国原油库存继续录得环比下降趋势，受此提振国际油价短线企稳反弹。

美国能源信息署 EIA 公布的数据显示，截至 7 月 5 日当周，美国商业原油库存减少 340 万桶至 4.451 亿桶，略好于市场预期，库欣交割地库存减少 70 万桶至 3350 万桶。成品油方面，当期美国汽油库存下降 200 万桶，馏分油库存则增加 490 万桶。从供需关系来看，美国原油旺季去库是符合业界共识的。目前美国原油产量为 1330 万桶/日，数月以来在这个量级上难以进一步增加。而美国炼厂日均原油加工量环比增加 31.7 万桶至 1710 万桶，美国炼厂平均开工率达到 95.4%，高于上期的 93.5%。值得注意的是，美国战略原油储备规模增加 47.7 万桶至 3.73 亿桶，EIA 启动 SPR 回补正在持续进行中。

基于美国乃至全球原油库存在三季度显著去化的预期，我们预计下半年国际原油期货均价将高于上半年（参考 Brent 基准价格 84 美元/桶）。

3 地缘政治风险弱化

在原油基本面季节性走强之际，地缘政治因素引发的上行风险却在减弱。

巴以方面，哈马斯同意与以色列在加沙地带暂时停火，战事粘滞和国际压力下，巴以冲突有望逐渐转入低烈度的相持阶段，黎巴嫩方面的战争风险也因此下降。伊朗方面，在莱西身故后，改革派的佩泽西齐扬当选，外界普遍认为伊朗新任总统将寻求与西方重新对话和外交破冰。俄乌方面，2022 年至今的漫长战事极大消耗了北约和俄罗斯的实力，美国大选特朗普卷土重来的概率也在增加，未来俄乌战争或有望迎来收场。

综上简析，虽不排除仍有黑天鹅事件的可能，但地缘政治对原油市场的影响力已经大不如前。

4 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

在市场交易三季度供需收紧预期的同时，美联储降息预期又使得原油的金融属性悄然改变。

最新的非农数据喜忧参半，美国 6 月季调后非农就业人口增加 20.6 万略好于预期，可鉴于 4 月和 5 月非农数据被大幅下修，后面 6 月非农数据也存在下修的可能。美国 6 月失业率上升至 4.1%，为 2021 年 11 月以来新高。当前的情形令市场担忧触发萨姆法则（Sahm Rule）的可能，所谓萨姆法则是指当失业率的三个月移动平均值相对于过去 12 个月的低点上升 0.5 个百分点或更多时，标志着美国已进入经济衰退的早期阶段。自 1950 年以来，在十一次 NBER 定义的经济衰退中，该指标均得到了印证，而现在又接近触发这一阈值。

在软着陆的基准前提下，美联储开启降息是迫在眉睫的需求，外界加大了对年内将降息两次的押注，其中 9 月降息的概率已经升至 73%，12 月降息的概率也升至 50%，宏观对原油金融属性的压制正在减轻。

6 高位震荡阶段偏强

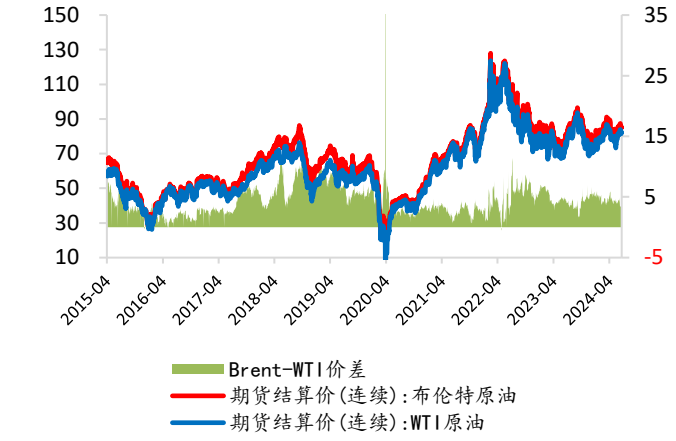
回顾上半年,Brent 基准原油价格平均在 84 美元/桶,我们认为其对于基本面的反映较为公允。

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。

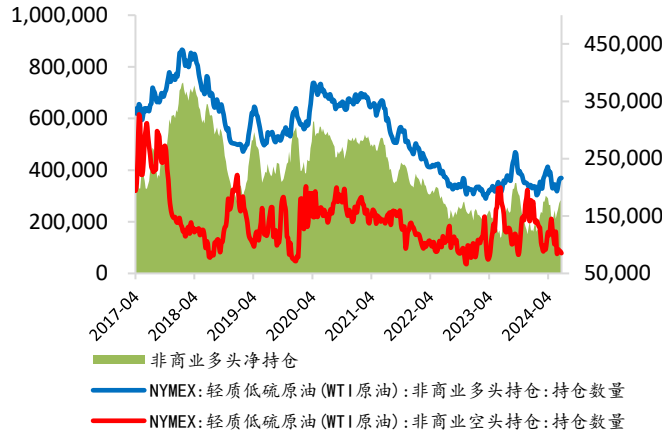
7 原油期现数据

图表 30：国际原油期货价格



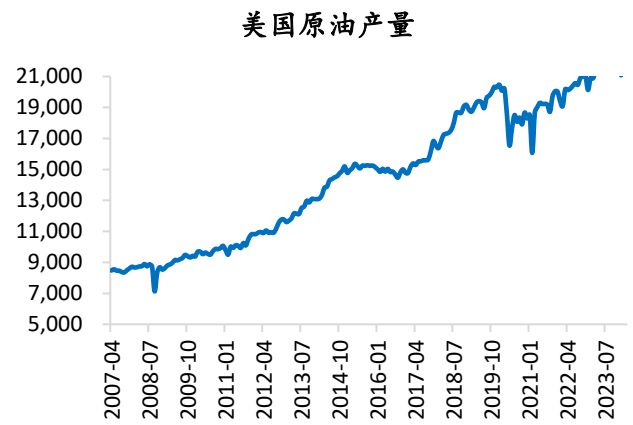
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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



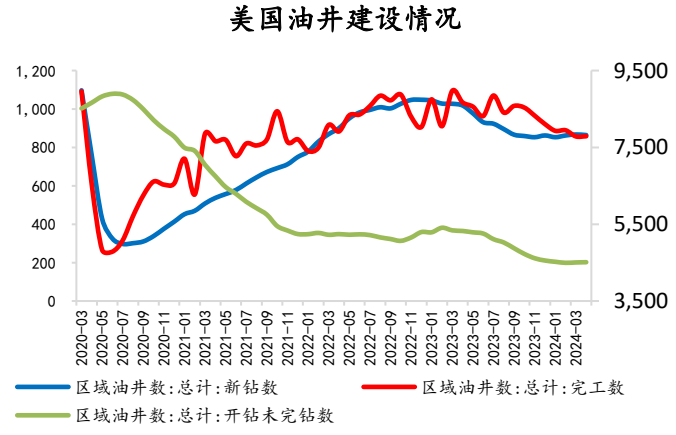
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 33：沙特原油产量



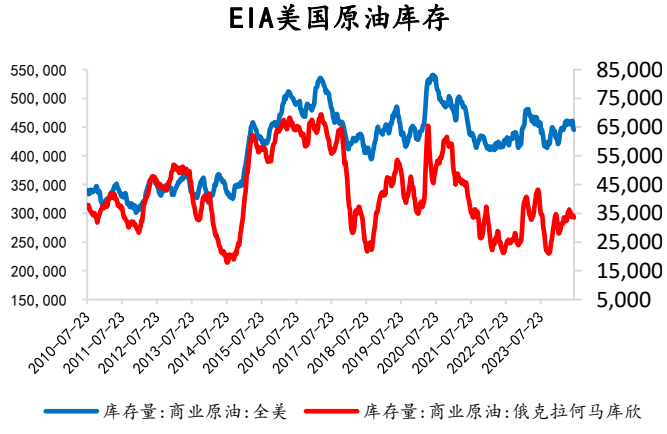
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 34：美国油井建设情况



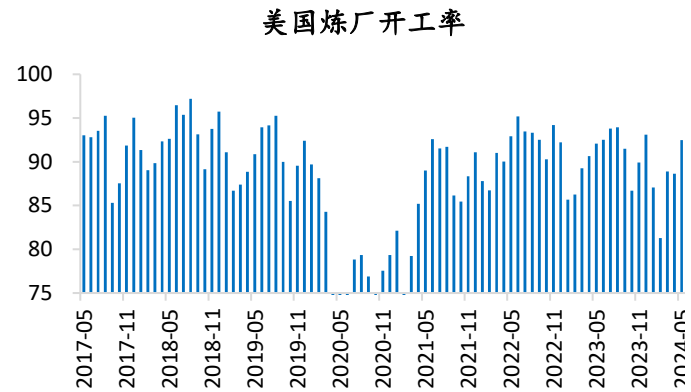
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 35：EIA 原油库存



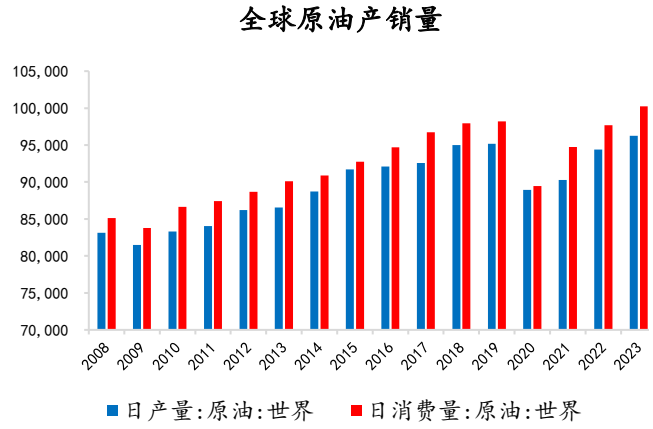
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 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 季节上量供应递增

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，7-8 月雨季的连绵降雨对割胶作业有一定影响，但国内外主产区全面进入提量阶段，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。

自 2023 年底上一轮割胶旺季以来，泰国天然橡胶主产区呈现周期性的减产态势，原料胶水收购价屡创新高，叠加本轮开割初期高温干旱天气影响，一度飙升至近 5 年来最高点。原料成本压力过大令泰国橡胶加工厂生产利润欠佳，直至 6 月末原料放量和价格走跌，目前天然橡胶现货已经不那么紧张。由于原料成本端松动，且前期供应端利好出尽，天然橡胶价格出现明显回调。

尽管原料成本和供应端对天然橡胶价格支撑减弱，但总的来看，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。

3 关注青岛库存拐点

进口方面，6 月国内新胶到港量环比增多，但部分船期仍有推迟现象，流通货源偏紧问题得到缓解，但短时间内难以全面转向宽松。截至 7 月上旬，青岛地区天然橡胶保税和一般贸易合计库存量 49.3 万吨，环比上期减少 0.44 万吨或 0.89%；其中保税区库存 6.32 万吨，降幅 5.26%；一般贸易库存 42.98 万吨，降幅 0.21%。

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。

下半年随着时间推移，如果天气维持正常状况，东南亚天然橡胶产出有望放量，供应持续增长的同时需求缺乏改善，橡胶基本面偏空将延续高位下行的趋势，按照经验预计阶段性低点或将出现在 8 月前后。

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 税率调降影响有限

中国对进口天然橡胶税率进行下调，具体来看，4001 税号商品的增值税从 13%降至 9%，关税没有实质性变化。

该政策对于天然橡胶主流胶种的影响简析如下。中国进口量占比最大的是混合胶，其本质是在天然橡胶中掺杂少量合成橡胶，这样做的主要目的是避税，因而基本上不受影响。20 号标准胶通常只流入青岛保税区内，这种来料加工的贸易模式免征增值税，增值税调整对其没有影响。至于进口到国内市场的浓乳和烟片胶，增值税下调使其总价会有一定降低。对 RU 期货品种而言，其交割品国产全乳胶主要受国产浓乳原料分流的影响，国产浓乳的增值税一直是 9%，而进口浓乳增值税以前为 13%，调整之后二者价差理论上将会收窄。虽然进口浓乳总价减少，但下游厂商进项税额可以抵扣，与实际成本利润关系不大，并不会更倾向于选择进口浓乳。目前进口烟片交割利润完全没有打开，因此对 RU 交割也几乎没有影响。

结论是，本次进口天然橡胶增值税下调对期货市场的作用暂不显著。

6 把握规律择机布局

我们认为，沪胶若要出现主要趋势的持续性上涨行情，必须要有坚实的基本面配合，符合供需关系、季节特征和产业习惯的指引。

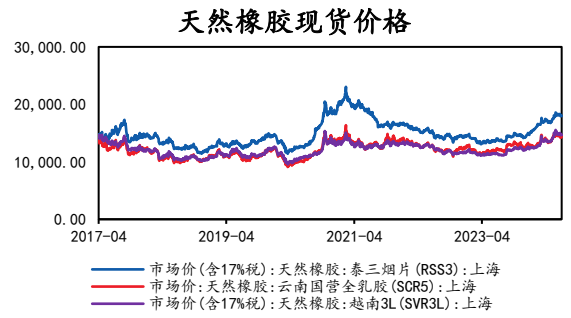
从沪胶期货合约的设计规则来看，通常 RU09 合约具有天然的空头属性，而 RU01 合约具有天然的多头属性。这是因为上期所规定，每年 5 月前注册入库的国产全乳胶仓单，必须在次年 11 月前强制注销转为现货。沪胶主力合约是传统的 1、5、9 月，在每年的仓单集中注销前，RU09 是最后一个主力合约，其上的交割压力自然也是最大的。11 月老胶仓单注销完毕后，RU01 合约上仓单数量很小，甚至个别年份还可能出现炒作行情。

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。相对强势的 01 合约来看，尽管当前已较年内高点大幅回调，但仍不具备安全边际，宜耐心观望等待低位布局多单。三季度中后期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。待期货升水令期现价差拉大，又会为进口贸易商做非标套利盘提供入场机会，产业资金买入现货抛空期货主导市场行情。

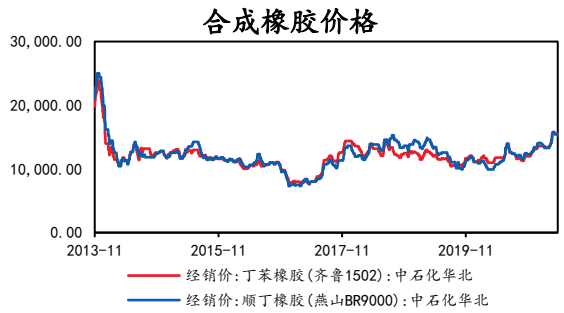
7 橡胶期现数据

图表：天然橡胶现货价格



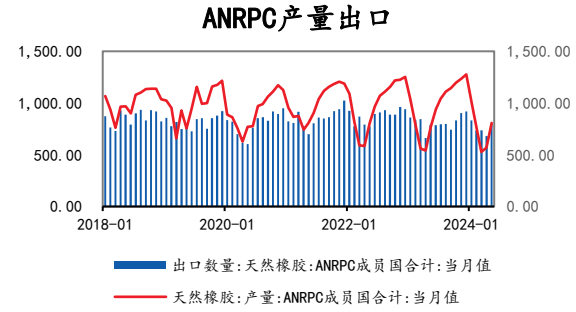
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 38：合成橡胶价格



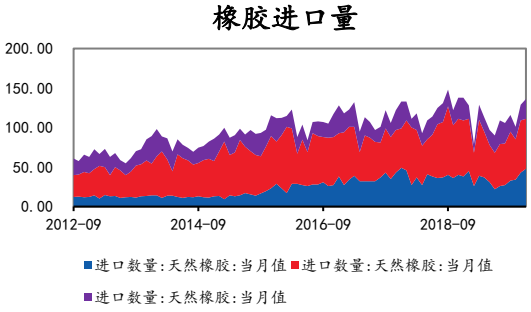
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 39：ANRPC 产量出口



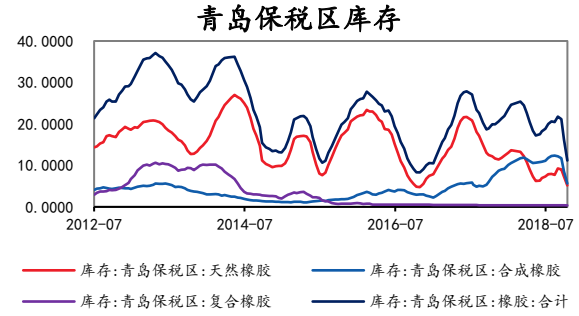
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 40：橡胶进口量



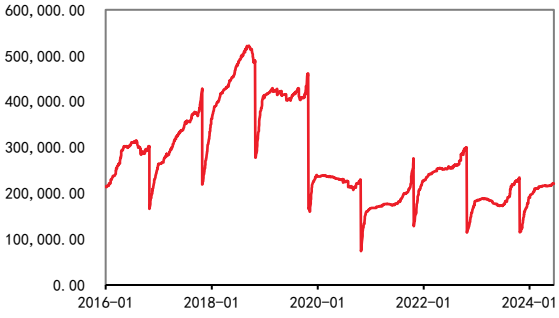
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 41：青岛保税区库存



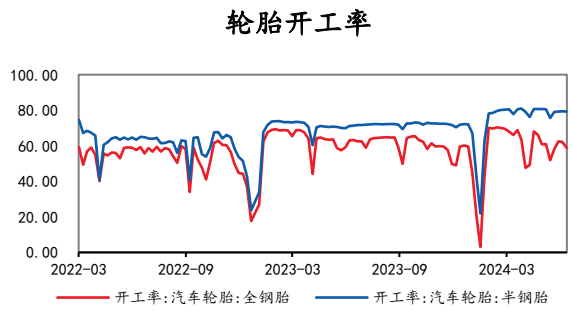
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 42：上期所注册仓单



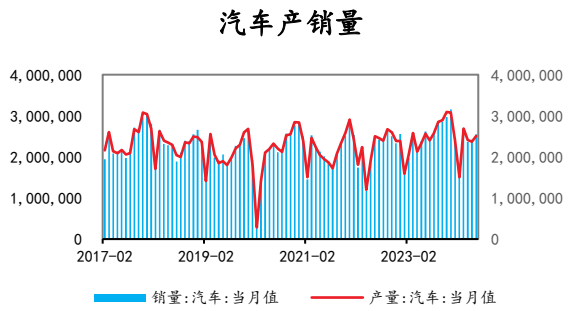
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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：美豆破位下跌，国内豆类市场全线回落

1 外部豆类市场分析

美豆优良率回升，降低天气炒作概率

美国农业部本周公布的作物生长报告显示，截至 7 月 7 日当周，美国大豆优良率为 68%，高于市场预期的 67%，去年同期为 51%，为 2020 年以来同期最高水平。当周美豆开花率为 34%，美豆结荚率为 9%，五年均值分别为 28%和 5%。飓风“贝丽尔”带来的降雨预计将为美国中西部地区提供对作物生长有利的水分，并且有助于降低产区干旱天气发生的概率。当前正值美豆生长关键期，天气因素仍是影响美豆价格走势的关键。

美豆面积低于预期，产量前景乐观

美国农业部于 6 月 28 日公布美豆面积报告，预计 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。美豆播种面积低于预期并未引起多大反响，在本周美豆作物评级调高后，CBOT 大豆市场遭遇新一轮抛压，呈现破位下跌状态，可见供给压力是美豆价格重心明显下移的内在动力。7 月 12 日美国农业部将公布月度供需报告，预计本月报告将采用 8160 万英亩种植面积作为产量预测的基础，美豆产量预测值可能较上月小幅下降。

MPOB 月报符合预期，马来西亚 7 月上旬棕榈油出口激增

马来西亚棕榈油局（MPOB）发布月度供需报告，马来西亚 6 月底棕榈油库存预计环比增加 4.35%至 183 万吨，为 2 月以来最高水平，与报告前市场预估一致。库存数据符合市场预期，市场的关注点转向 7 月上旬产量和出口数据。南部半岛棕榈油压榨商协会（SPPOMA）发布的数据显示，马来西亚 7 月 1-10 日棕榈油产量环比增长 20.14%。独立检验公司 AmSpec Agri 发布的数据显示，7 月 1-10 日马来西亚棕榈油出口环比增加 85.9%，ITS 的同期增幅为 82.06%，SGS 的同期增幅为 62.6%。马来西亚棕榈油出口强势回升，为棕榈油市场提供抗跌支撑。

2 国内豆类市场分析

6 月份中国进口大豆突破 1100 万吨，1-6 月降幅继续收窄

国家海关总署公布的数据显示，2024 年 6 月中国进口大豆总量为 1111.4 万吨，较 5 月进口的 1022.2 万吨增加 89.2 万吨，比去年同期增长 10.7%。1-6 月累计进口大豆 4848.1 万吨，同比下降 2.2%，降幅较 1-5 月大幅收窄，中国大豆进口速度明显加快。巴西大豆出口高峰一般在 6 月，在 2023 年中国进口大豆来源国中，巴西大豆占比约为 2/3，巴西稳定的出口能力继续为中国大豆供应提供可靠保障。巴西官方数据表示，6 月份巴西大豆出口量有望突破 1400 万，创下历史同期新高，7 月份大豆出口量近 1000 万吨，同比提高约 100 万吨。由此推断，中国 7 月进口大豆到港量有望升至 1200-1300 万吨，随后会随巴西大豆出口能力下降而逐步回落。

国内大豆供给宽松，豆粕胀库压力待消化

二季度以来，进口巴西大豆陆续到港，国内油厂开机率保持高位运行，豆粕产出大于需求，库存已连续十四周攀升。中国粮油商务网的监测数据显示，截止 7 月 5 日，国内豆粕库存量为 113.1 万吨，周度增加 0.5 万吨。目前国内油厂每周大豆压榨量维持在 200 万吨左右，下游需求稳中偏弱，豆粕库存仍有增长空间。国内豆粕库存量在超过 100 万吨后，豆粕价格往往因供给过剩而保持弱势。

油罐混运引发需求担忧，国内油脂市场承压大跌

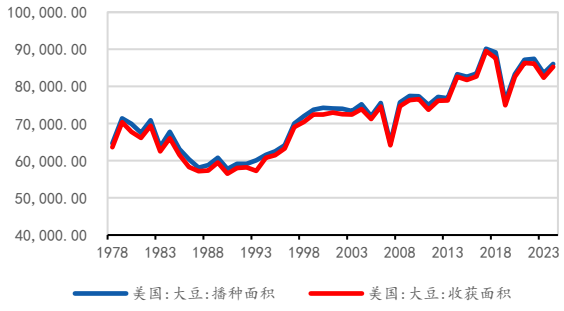
本周，“罐车卸完煤油直接装食用油”事件成为舆论焦点，尽管多家食用油生产厂商陆续作出回应，国务院食安办也会同多个职能部门组成联合调查组，要全力彻查食用油罐车运输环节有关问题，但该事件涉及食品安全，关乎民众切身利益，对消费端的冲击短期难以平息。受此事件影响，国内食用油市场遭遇抛压，价格整体大幅下挫。此外，美豆连跌导致大豆进口成本回落，国内食用油库存继续攀升，成本端和供给端也为油脂价格施压。中国粮油商务网监测数据显示，截至上周末，国内三大食用油库存总量为 207.26 万吨，周度增加 8.90 万吨。其中豆油和棕榈油库存增幅远大于菜油库存降幅。在一系列偏空因素影响下，内外盘和期现货市场形成弱势共振，国内油脂期货市场本周在豆油期货的领跌下整体出现较大回落，多项技术指标明显偏空。

3 油脂油料市场展望

缺少天气支撑导致的丰产预期正推动美豆价格重心快速下移。从目前美国干旱监测信息来看，无论是当前还是未来一个月，美国中西部作物带土壤湿度基本正常，旱情发生概率不大。7、8 月是美豆生长的关键期，目前正处天气敏感期，超过一周的高温干燥天气通常会引发资金关注，并打乱美豆下跌节奏。因此，美豆主产区天气状况仍是近期市场关注的重点。国内豆粕市场在美豆下跌的成本驱动和国内累库的双重压力下，已经进入新一轮下跌节奏，如果美豆缺少天气支撑，国内粕类期货市场仍有回落空间。CBOT 豆油和马来西亚棕榈油经过急跌后出现回暖信号，国内油脂市场纷纷展开技术反弹，国内油罐混运事件引发的需求忧虑尚未结束，油脂期货反弹持续性尚待观察。豆一期货市场本周止涨回落，企业拍卖增加现货供给，进口大豆成本回落不利国产大豆改善需求，豆一期货市场持仓大减，基本面偏空导致的买盘动力不足恐限制市场回暖。

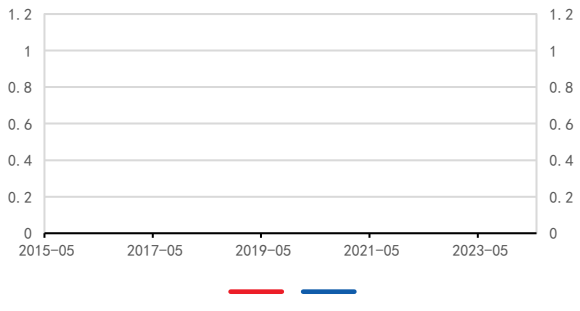
4 油脂油料市场主要数据

图表 45：美国大豆种植收获面积



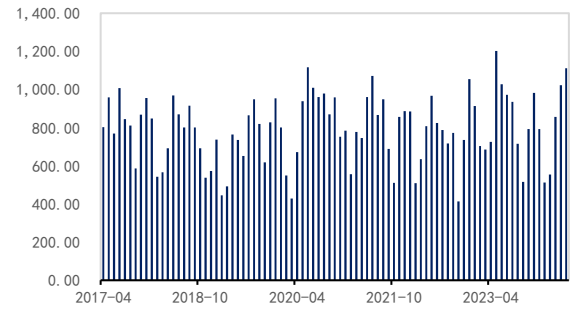
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 46：国内生猪存栏量



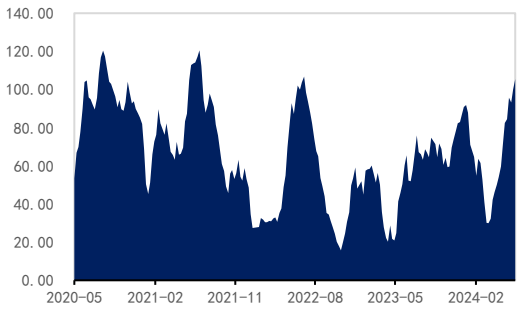
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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