中金财富期货策略周报（2024 年第 25 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：宏观面无明显变化，美股继续高位回落，前期较为强势的部分大宗如有色、贵金属和原油也开始回落，美元类资产泡沫有进一步走弱的迹象，但是我们认为以美股为代表的品种走尖顶的概率并不大。我们反复强调过美元类资产泡沫是国际定价大宗走势强于内盘定价品种的关键因素之一，因此近期大宗工业品的回落走势符合预期。我们的思路不变，对于低位品种追空操作存在风险，建议观望为宜。

股指期货：从技术面来看，上周指数震荡小幅单边上扬，主要指数周 K 线集体收涨。随着二十届三中全会释放新的增量信息，管理层积极回应市场热点关切问题，增量稳经济政策出台预期不断升温，市场对于经济过度悲观的预期有望边际改善，带动风险偏好修复，大盘或将震荡企稳修复。

铜：CSPT 小组敲定的今年第三季度现货铜精矿加工费指导价为 30 美元/吨和 30 美分/磅，现货 TC 的小幅反弹表明市场对三季度原料紧缺的担忧稍有缓解。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。高铜价以及淡季对下游需求造成抑制。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。海外降息预期走强，市场风险偏好抬升，同时铜需求维持弱势，预计铜价低位震荡，关注国内在基本面弱现实下政策变化情况。

锌：二季度以来国内外加工费持续下探。近期国内南方地区连降大雨，部分矿山因此暂时停产，叠加存在矿山计划常规检修，影响 6 月、7 月国内矿产出，矿紧缺局面或加剧。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 4 万吨以上。需求端来看，锌价回落，部分镀锌企业采买增加且提升开工以补充成品库存，南方梅雨季影响结束，部分企业开工率亦回升。原料端紧缺提供区间底部支撑，但在供应端大规模兑现减产之前，消费弱势的现状限制了上方的空间，保持震荡思路。

钢材：上周三中全会成功召开，其中重点提及将进一步赋予地方政府在房地产调控中的权力。会议中提到的地产行业改革包括房地产开发融资方式、商品房预售制度的改革，以及房地产税收制度的完善。这些措施预示着地产行业即将经历历史性的变革，这将根本改变地产的发展模式。尽管这些变化短期内可能主要通过影响市场情绪发挥作用，长期来看则可能对地产行业的结构和运作方式产生深远影响。此外，会议还提到允许地方政府取消限购政策，这可能会触发一轮新的地方性调控政策放松，从而对需求起到提振作用。

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：当前正值美豆生长关键期，由于缺少减产天气威胁，投机基金大量增持美豆空单，在供给压力下美豆市场正以连跌的方式适应新的供需形势。美国农业部最新干旱报告显示，截至 7 月 16 日当周，约 5%的美国大豆种植区域受到干旱影响，而此前一周为 8%，去年同期为 50%。干旱展望报告显示未来一个月美国中西部作物带土壤湿度基本正常，留给美豆炒作天气的窗口期将逐步收窄。马来西亚棕榈油因出口大增提振价格走强，从成本端推高国内进口棕榈油价格，6 月进口菜油量大幅下降为菜油带来补涨机会，资金在油脂品种间轮动加剧盘面震荡，方向性走势并不明朗。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，期现共振，价格重心已经大幅回落，短期急跌后低位买盘活跃并出现技术反弹，但反弹行情的持续性仍需美豆配合。豆一期货市场本周大幅下跌，企业拍卖增加现货供给，与进口大豆价差扩大无力改善国产大豆需求，豆一期货市场缺少利多驱动，前期技术低点的支撑性正面临较大考验。

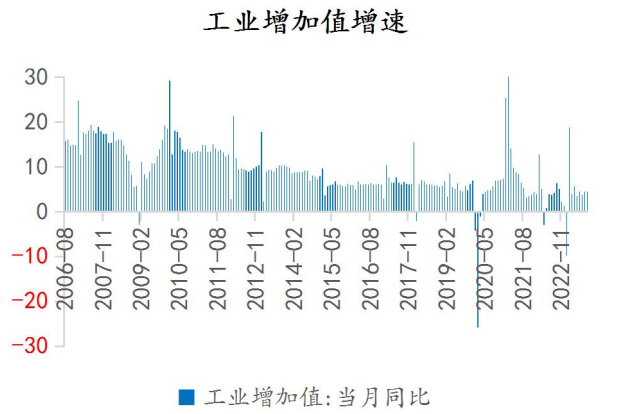
目录

周度策略：基建投资加速 凸显稳增长力度提升 ..... - 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 二季度 GDP 环比涨幅弱，平减指数同比为负 ..... - 7 -
3 央行罕见大手笔逆回购 ..... - 8 -
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 三中全会—地产政策解读 ..... - 15 -
2 螺纹钢新旧标切换 ..... - 15 -
3 粗钢限产不可忽视 ..... - 15 -
4 铁水产量上升 库存去化 ..... - 16 -
5 小结 ..... - 16 -
6 钢材期货现货数据 ..... - 17 -
原油 ..... - 19 -
1 “特朗普交易”主导 ..... - 19 -
2 政策支持有限增产 ..... - 19 -
3 战略储备持续回购 ..... - 19 -
4 旺季预期能否兑现 ..... - 20 -
4 宏观因子喜忧参半 ..... - 20 -
6 高位震荡阶段偏强 ..... - 20 -
7 原油期现数据 ..... - 21 -
天然橡胶 ..... - 23 -
1 产业周期回归平衡 ..... - 23 -
2 原料释放紧张缓解 ..... - 23 -
3 进口缩量去库延续 ..... - 23 -
5 季节低谷重心抬升 ..... - 24 -
6 把握规律择机布局 ..... - 24 -
7 橡胶期现数据 ..... - 25 -

油脂油料：美豆跌势放缓，国内豆类市场震荡回升 ..... - 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 -

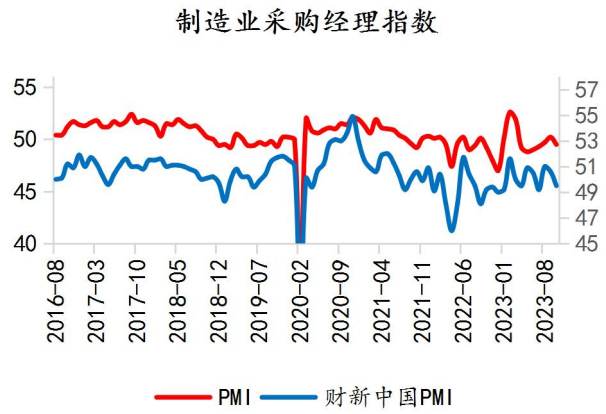
重要经济指标概况

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



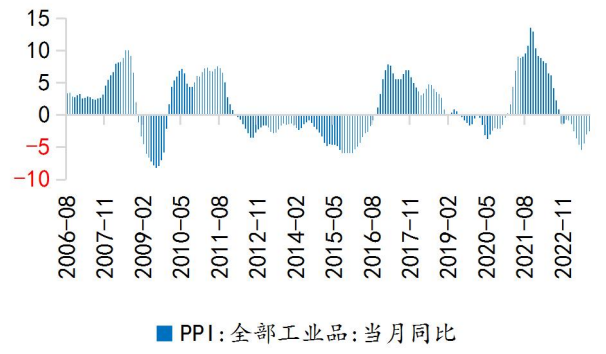
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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



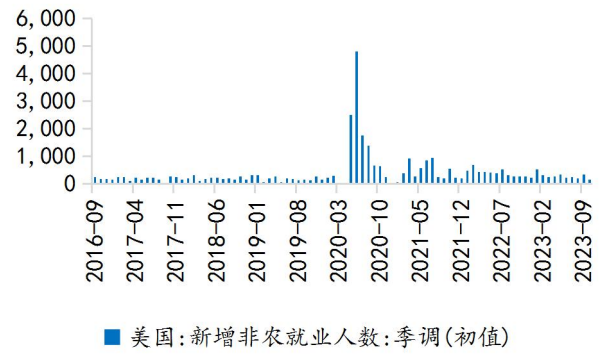
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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：基建投资加速 凸显稳增长力度提升

从美股引领的资产价格表现看，美元类资产泡沫开始呈现松动的迹象。上周美股科技股高位震荡，国际定价的大宗也强势不再，沪铜从 89000 的高位回落到 76000 的位置，黄金历史新高后并未开启新一轮强势，原油再度高位回落，区间态势逐渐明显。

6 月基建投资增速明显反弹

固定资产投资增速呈现放缓的态势。1-6 月固定资产投资累计同比增长 3.9%，较 1-5 月累计增速 4%放缓。6 月当月固定资产投资同比增长 3.6%，较 5 月增速 3.4%回升。6 月份，基建投资同比增长 10.2%，较 5 月增速 3.8%明显回升；房地产开发投资同比下降 10.1%，较 5 月跌幅 11%收窄；制造业投资同比增长 9.3%，仍保持较快增长。5 月 17 日超长期特别国债发行启动以来，政府债券发行节奏有所加快，促进 6 月基建投资改善。

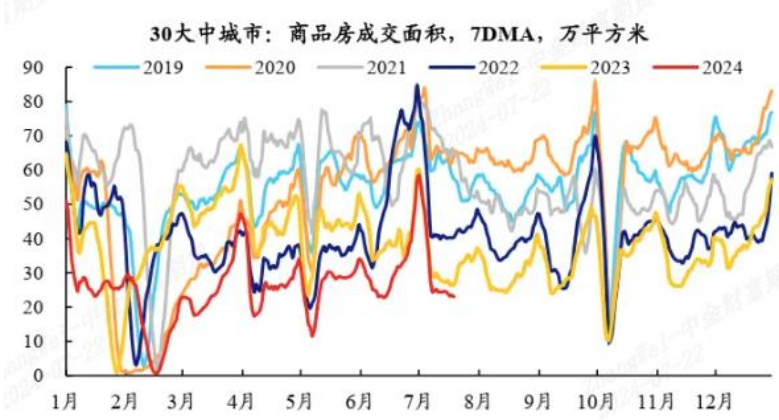
6 月基建投资增速明显反弹或表明政府稳增长意愿有所增强。6 月中国投资需求回暖最大的驱动力量来自基建投资。6 月基建投资增速明显反弹很可能和二季度国内 GDP 增速低于全年增速目标值导致政府稳增长意愿有所增强有关。一般来讲，政府稳增长意愿具有持续性，所以 6 月基建投资增速的回暖很可能在三季度得以延续，这有利于继续提振国内投资需求。

从财政的角度看，可以佐证这一趋势。上半年财政政策进度偏慢，抑制经济回升速度，2 季度经济增长动能明显放缓。今年财政预算安排的广义赤字规模较去年增加，下半年财政仍有较大空间。如果今年的财政预算得到落实，下半年财政支出增速有望回升。过去两个月政府债券发行节奏有所加快，是 6 月基建投资增速回升的关键。预计下半年财政扩张力度进一步加大，带动经济增长动能改善。

地产仍是经济的最大拖累。房地产销售跌幅收窄，新建商品房销售面积同比下降 14.5%，销售额同比下降 14.3%，较 5 月跌幅-20.7%和-26.4%收窄。6 月 70 大中城市商品房价格继续下跌。6 月房屋新开工面积同比下降 21.7%，较 5 月跌幅略有收窄，但竣工面积同比下降 29.6%，跌幅扩大。房地产企业到位资金中，国内贷款增速转正，6 月同比增长 19%，反映银行信贷对房企支持力度有所增加。

整体看，宏观经济的动能依然需要加强，建议继续观测政策的力度。

图表 1：房地产成交：高频



资料来源：wind 资讯，中金财富期货

美元类资产泡沫继续松动

美元类资产泡沫继续呈现松动的迹象。

今年美股延续了去年的强势，整体反映出经济基本面的现实。但是，如果细看美股的结构表现，会发现分化正在变得极端。

美股反映出经济基本面韧性较强的现实，尽管近期就业和通胀有降温的迹象，但是薪资收入、消费增速和服务业产出这个主要链条没有明显走弱。

过去两年，美国经济的逻辑非常清晰，在强美元的基础上构建了赤字货币化的政策手段——每年 6%-7%的赤字率用于“补短板”和“筑长板”。无论是消费还是投资，增速都超过了疫情前的历史趋势，通胀和中性利率都因此较疫情前上了一个台阶。所以从结果来看，联储并未过度加息，利率与通胀基本匹配，美国经济处于高通胀、高利率、高名义增速的正向循环中。

美国经济在高通胀、高利率上能够良性循环的基础是强美元支持的赤字货币化，强美元的底层是科技和军事，所以 AI 的叙事既是美股的支撑，也是美元、美债和美国经济能够维持韧性的基础。反过来讲，AI 的叙事也是美股、美债、美元和美国经济的脆弱性之一，特别是越来越多的指标显示美股正处于泡沫化正反馈正在加速时，AI 的叙事能否继续发散就变得无比关键。

历史上多数技术转型，尤其是那些有变革意义的技术转型，都是用非常便宜的解决方案取代非常昂贵的解决方案。而可能用成本极高的技术取代工作岗位基本上完全是反其道行之。

高盛的报告也指出，AI 在未来十年内对经济的实际影响会很有限，AI 只会使美国生产力增加 0.5%，GDP 仅增加 0.9%，这会导致投入的数百亿美元可能会被浪费，而美股“七姐妹”获得的数万亿美元市值可能是历史上最大的泡沫。

因此，海外方面，建议继续关注美股的表现。我们认为美股指数见顶的概率不大，

短线交易以追随盘面趋势为主

宏观面无明显变化，美股继续高位回落，前期较为强势的部分大宗如有色、贵金属和原油也开始回落，美元类资产泡沫有进一步走弱的迹象，但是我们认为以美股为代表的品种走尖顶的概率并不大。我们反复强调过美元类资产泡沫是国际定价大宗走势强于内盘定价品种的关键因素之一，因此近期大宗工业品的回落走势符合预期。我们的思路不变，对于低位品种追空操作存在风险，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 15 日	鲍威尔继续“放鸽”	最近三份通胀数据“相当不错”，无需等到降至 2%就可降息	美联储降息将至
	7 月 19 日	欧央行并未降息	9 月降息悬而未决，继续由数据决定，劳动力市场仍有惊人韧性。	欧央行货币政策依然稳健
数据	7 月 17 日	美国 6 月零售数据好于预期	除汽车外零售销售环比增速创三个月来最高	美国经济数据韧性依然较足
	7 月 16 日	中国二季度 GDP 同比增长 4.7%	增速比一季度有所回落	要全面地辩证地看，既要看到短期波动之“形”，更要看到长期发展之“势”。
事件	7 月 13 日	二十届三中全会结束	全会最重要的成果，就是审议通过了《中共中央关于进一步全面深化改革、推进中国式现代化的决定》	300 多项改革，奠定未来方向

资料来源：中金财富期货研究所

2 二季度 GDP 环比涨幅弱，平减指数同比为负

1-6 月固投累计同比增速继续下滑，民间投资积极性不高。

数据显示，2024 年 1-6 月固定资产投资 245,391 亿元，累计同比增长 3.9%，较 1-5 月降低 0.1%，连续第 4 个月下滑。另外，民间固定资产投资为 127,278 亿元，累计同比增长 0.1%，投资积极性仍然不高。

制造业与基建投资同比增速相对较高对冲房地产投资同比下滑。分领域看，基建、制造业与房地产投资 1-6 月分别累计同比增长 7.7%、9.5%和-10.1%，其中基建和制造业投资较 1-5 月份分别变化+1.0%和-0.1%，而房地产持平。制造业与基建投资同比增速相对较高，对冲地产投资同比负增长。

基建投资 1-6 月累计同比增速反弹。基建投资累计同比增速较 1-5 月反弹，是稳增长的重要抓手。基建投资分项中，1-6 月，电热水投资与水利公共设施投资累计同比增速提升，而交运仓储投资累计同比增速延续下滑趋势。

制造业投资累计同比增速小幅下跌，部分行业维持较高增速。制造业投资增速略微下滑，细分项中，食品、化学原料、电气、和交运等行业累计同比增速较 1-5 月下跌；纺织业、医药、有色、汽车等行业累计同比增速则较 1-5 月提升。其中，食品、有色、交运等行业累计同比增速保持在 19%以上，远高于行业平均。

地产投资-销售数据依旧疲弱。房地产投资增速依旧大幅下跌，1-6 月累计同比下跌 10.1%。施工各方面数据同样不理想：1-6 月房屋施工面积累计同比下降 12.0%，房屋新开工面积累计同比下降 23.7%，房屋竣工面积累计同比下降 21.80%。地产销售端也并不理想，1-6 月商品房销售面积累计同比下降 19.0%。目前居民购房需求较为疲软，影响房企拿地投资意愿。

社零 6 月同比增速创 16 个月新低，居民消费意愿不高。6 月社零当月同比增长 2.0%，较上个月下滑 1.7%，创 2022 年 11 月以来的新低。6 月社零环比下降 0.1%，是自 2022 年 9 月以来最低增速。1-6 月社零累计同比增长 3.7%，较去年底的 7.2%出现明显下滑。我们认为消费下滑的

主要原因是经济增速下滑以及收入预期下降，消费的积极性不高。

3 央行罕见大手笔逆回购

据人民银行官网披露，为对冲税期等因素的影响，维护银行体系流动性合理充裕，2024 年 7 月 16 日人民银行以利率招标方式开展了 6760 亿元 7 天期逆回购操作，中标利率为 1.8%，与此前持平。

另因当日有 20 亿元 7 天期逆回购到期，公开市场整体实现净投放 6740 亿元。这也是人民银行在 7 月 15 日扩大逆回购操作规模后，再一次大手笔开展逆回购操作。有分析人士指出，7 月受税期高峰到来等因素影响，短期资金需求增加，人民银行通过中期借贷便利（MLF）缩量平价续作和逆回购投放流动性的“组合拳”进行精准调控。

7 月 15 日公布的二季度经济数据显示，接下来宏观政策需要适度在稳增长方向加力，而抑制资金利率过快上行，保持市场流动性处于合理充裕状态，有助于稳定市场信心，是货币政策支持经济回升向好的一个重要方面。

近期人民银行强调要通过适度收窄利率走廊宽度等方式，稳定短期市场利率运行，“给市场传递更加清晰的利率调控目标信号，让市场心里更托底”。这就意味着无论何种原因引发资金利率波幅扩大，人民银行都会通过加大逆回购操作规模、强化预期引导等方式，更为有效地控制资金利率波动区间。

4 宏观策略

宏观面无明显变化，美股继续高位回落，前期较为强势的部分大宗如有色、贵金属和原油也开始回落，美元类资产泡沫有进一步走弱的迹象，但是我们认为以美股为代表的品种走尖顶的概率并不大。我们反复强调过美元类资产泡沫是国际定价大宗走势强于内盘定价品种的关键因素之一，因此近期大宗工业品的回落走势符合预期。我们的思路不变，对于低位品种追空操作存在风险，建议观望为宜。

5 股指期货市场分析

指数走势分化

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 周大涨 1.92%，上证 50 周+1.83%，中证 500 周-0.96%，中证 1000 周-1.16%。

北上资金净流出 193.23 亿，其中沪股通净流出 42.45 亿，深股通净流出 150.78 亿，总成交额 5552.73 亿，持有创业板和科创板的市值减少约 37.18 亿，北上资金持仓总市值 20559.30 亿，持股名单总流通市值 628832.24 亿。

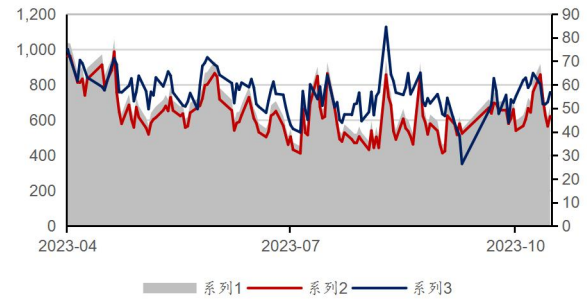
上周万得全 A 上涨 0.33%，全部 A 股 PE(TTM)较上周上涨 0.03 至 16.28，1 年/3 年/5 年分位数分别变化至 19.6%/9.1%/7%；PB(LF)较上周上涨 0.01 至 1.41，1 年/3 年/5 年分位数分别变化至 15.7%/5.2%/3.1%。本周全 A 股权风险溢价下降 0.01pp 至 3.81%，高于 3.5 年滚动历史均值+1 倍标准差，处于 5 年 98%分位。

指数有望延续震荡

上周指数走势相当强势，上证 50 和沪深 300 指数均录得 9 连阳。从市场环境来看，二十届三中全会释放积极的政策信号，进一步全面深化改革、推进中国式现代化，对经济和民生领域改革的部署力度大、举措实、含金量高。管理层积极回应市场热点关切问题，提振市场信心。另外，上半年国民经济延续了恢复向好态势，运行总体稳中有进。不过当前经济呈现生产偏强、需求偏弱的态势，稳增长、稳信心政策出台预期不断升温，从而夯实经济修复基础，关注 7 月末政治局会议定调。资金面来看，央行投放万亿流动性，资金面保持稳健偏松的态势。

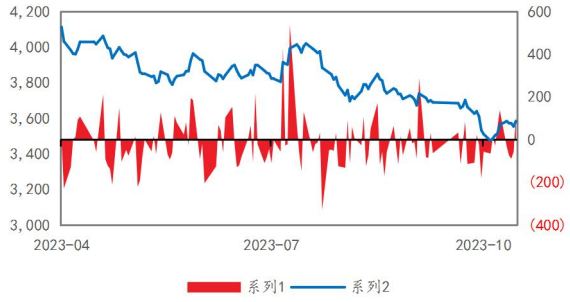
从技术面来看，上周指数震荡小幅单边上扬，主要指数周 K 线集体收涨。随着二十届三中全会释放新的增量信息，管理层积极回应市场热点关切问题，增量稳经济政策出台预期不断升温，市场对于经济过度悲观的预期有望边际改善，带动风险偏好修复，大盘或将震荡企稳修复。

图表 8：融资融券数据图



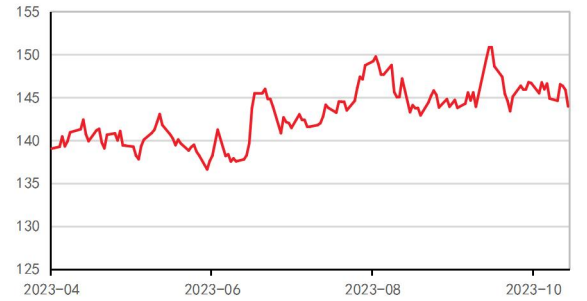
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 9：合约持仓和市场表现



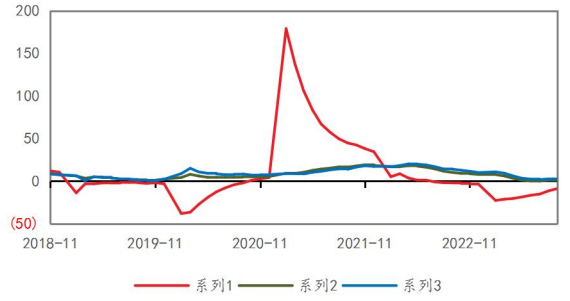
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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，但低于预期

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

CSPT 小组敲定的今年第三季度现货铜精矿加工费指导价为 30 美元/吨和 30 美分/磅，现货 TC 的小幅反弹表明市场对三季度原料紧缺的担忧稍有缓解。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。高铜价以及淡季对下游需求造成抑制。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。海外降息预期走强，市场风险偏好抬升，同时铜需求维持弱势，预计铜价低位震荡，关注国内在基本面弱现实下政策变化情况。

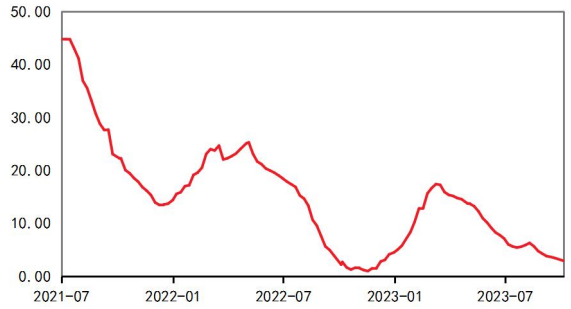
3 铜期货现货数据

图表 12：长江有色铜价



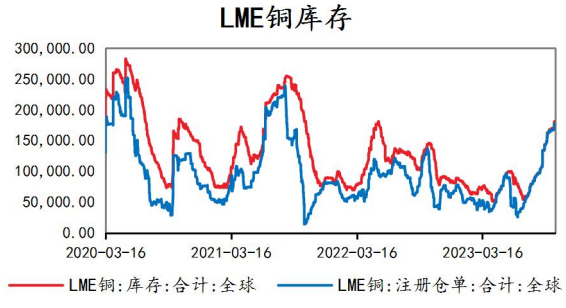
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 13：上海保税区铜库存



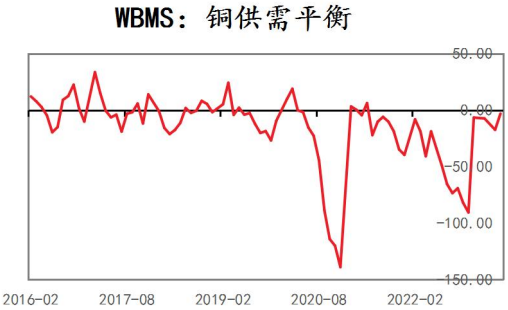
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 14：LME 铜库存



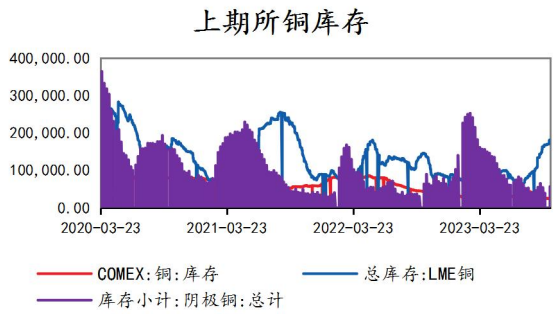
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 15：WBMS 供需平衡



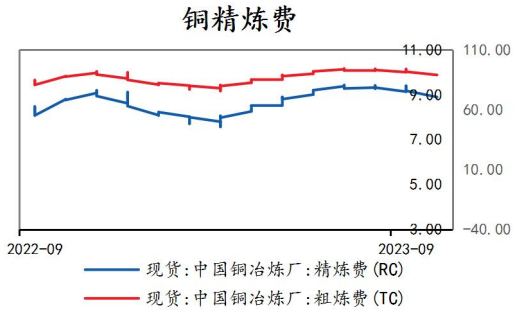
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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

锌精矿国产 TC 均价 1800 元/金属吨，进口 TC 均价 0 美元/干吨，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 月锌炼厂检修、减产情况增多。检修以及减产炼厂合计 9 家，总影响产量预计 5.1 万吨。7 月株冶、文山锌 铟、太丰、桂阳银龙、东岭等厂家复产带来增量，预计有 1.1 万吨，综合预估，7 月国内锌产量环比下降 4 万吨，这导致冶炼减产预期被大幅下修，对锌价形成明显利空。

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%。七八月份为传统消费淡季，同时受高温多雨天气影响，下游企业施工较慢，近期施工单位普遍反馈，资金到位节奏放缓采购以刚需为主。

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

二季度以来国内外加工费持续下探。近期国内南方地区连降大雨，部分矿山因此暂时停产，叠加存在矿山计划常规检修，影响 6 月、7 月国内矿产出，矿紧缺局面或加剧。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 4 万吨以上。需求端来看，锌价回落，部分镀锌企业采买增加且提升开工以补充成品库存，南方梅雨季影响结束，部分企业开工率亦回升。原料端紧缺提供区间底部支撑，但在供应端大规模兑现减产之前，消费弱势的现状限制了上方的空间，保持震荡思路。

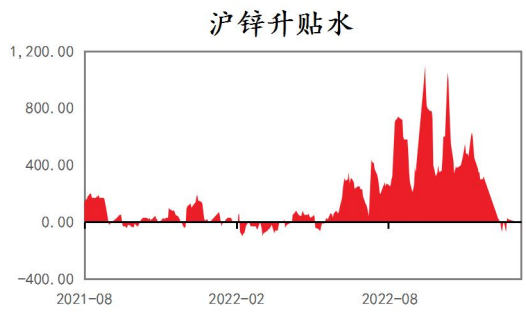
3 锌期货现货数据

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 三中全会—地产政策解读

7 月 18 日三中全会顺利闭幕，7 月 21 日，新华社受权全文播发《中共中央关于进一步全面深化改革、推进中国式现代化的决定》。其中涉及地产行业内容如下：“加快建立租购并举的住房制度，加快构建房地产发展新模式。加大保障性住房建设和供给，满足工薪群体刚性住房需求。支持城乡居民多样化改善性住房需求。充分赋予各城市政府房地产市场调控自主权，因城施策，允许有关城市取消或调减住房限购政策、取消普通住宅和非普通住宅标准。改革房地产开发融资方式和商品房预售制度。完善房地产税收制度。”

从三中全会的表述，我们可以看得出来，未来地产行业将会是多渠道发展以解决不通人的住房需求。保障房将会是房屋需求的重要组成部分，现在已经有地方下场收房做保障房，未来保障房收购将逐步增加。

三中全会提到要更多的赋予地方调控自主权，这更多是针对一线及超一线城市，而其他城市多大已没有实质性的购房限制。可以预见，未来以北上广深为代表的超一线及一线城市的全面取消限制性购房即将到来。

三中全会提到将改革房地产开发融资方式和商品房预售制度。过去几十年里，房企的高周转模式及商品房预售政策饱受诟病，这两个方面的改革是居民最喜闻乐见的事情。

三中全会还提到要完善地产税。最早在十八届三中全会就提到要加快房地产税的立法并适时推进改革，现在已经十一年过去，相关立法还没有推动。在土地财政难以为继的背景下，地产税将如何收取，何时收取显得十分重要。本次三中全会再度提起，我们预计地产税将在 2029 年之前落实到位。由于目前地产仍处于下行大周期，考虑到论法、立法、实施的时长，预计近两年不会落地。

2 螺纹钢新旧标切换

自 6 月 25 日起，新的钢筋国标正式发布，引发市场明显波动。部分钢厂已宣布新旧国标的更替，据统计，大多数钢厂将在 8 月起采用新国标生产螺纹钢，少数钢厂则计划在 7 月底或 9 月初完成切换。华东地区部分仓库也对旧国标产品发布了限期出库的通知。

新旧国标的转换对市场产生显著影响，尤其是在期现贸易集中的华东地区，引发了价格的大幅波动。转换期间，现货市场出现抛售压力，期货盘面同样受到影响，趋向于下调基差。

在新旧国标的转换过程中，多数建材钢厂开始减少生产老国标资源，推动市场上旧标库存的加速消化。尽管交易所未更新 RB2410 合约的交割标准，导致部分贸易商担忧未来的交割和转抛问题，但大部分市场能够根据现有库存平稳转换。此次转换主要表现为期现贸易的货权转移引起的价格调整，而非终端需求的实质性减弱。

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 铁水产量上升 库存去化

上周全国高炉产能利用率增加，电炉产能利用率及钢材产量环比回落。国内 247 家钢厂的高炉产能利用率为 89.6%，环比增加了 1.0%，同比下降了 1.5%。91 家电炉的产能利用率为 50.9%，环比下降了 0.5%，同比下降了 3.2%。五大品种钢材的周产量为 884.0 万吨，环比下降了 0.6%，同比下降了 5.9%。上周长流程产量增加，日均铁水产量提升了 1.5 万吨至 239.71 万吨，尽管钢厂利润下行，但螺纹钢及热卷的产量均回落。

在库存方面，上周五大品种钢材的社会库存为 1277.2 万吨，环比下降了 0.8%，同比增长了 9.3%。钢厂库存为 480.0 万吨，环比下降了 1.1%，同比增长了 6.4%。钢材总库存由增转降，环比下降了 0.9%，周变动幅度扩大了 0.5%，螺纹钢厂库和社库去化幅度明显。

上周五大品种钢材的周表观消费量为 899.6 万吨，环比增加了 0.4%，同比下降了 4.2%。其中，螺纹钢的周表观消费量为 231.4 万吨，环比下降了 1.6%，同比下降了 14.2%。五大品种钢材表需改善，需求呈现出韧性特征，螺纹钢表需的同比降幅扩大。建筑钢材的周成交量为 11.54 万吨，环比下降了 2.2%。

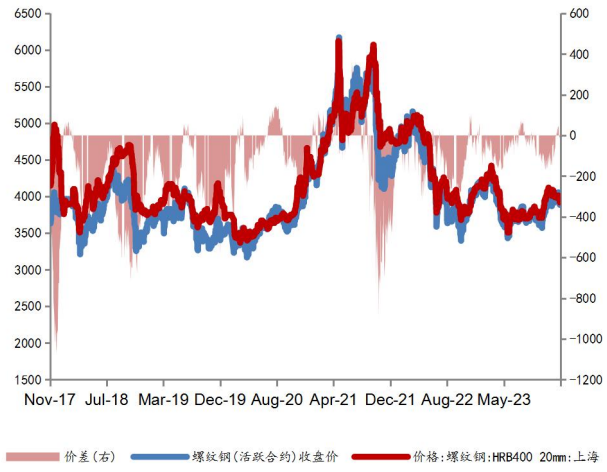
上周钢材现货价格继续下行，主流钢材品种的即期毛利环比走弱。247 家钢厂的盈利率为 32.05%，环比下降了 4.8%。

5 小结

上周三中全会成功召开，其中重点提及将进一步赋予地方政府在房地产调控中的权力。会议中提到的地产行业改革包括房地产开发融资方式、商品房预售制度的改革，以及房地产税收制度的完善。这些措施预示着地产行业即将经历历史性的变革，这将根本改变地产的发展模式。尽管这些变化短期内可能主要通过影响市场情绪发挥作用，长期来看则可能对地产行业的结构和运作方式产生深远影响。此外，会议还提到允许地方政府取消限购政策，这可能会触发一轮新的地方性调控政策放松，从而对需求起到提振作用。

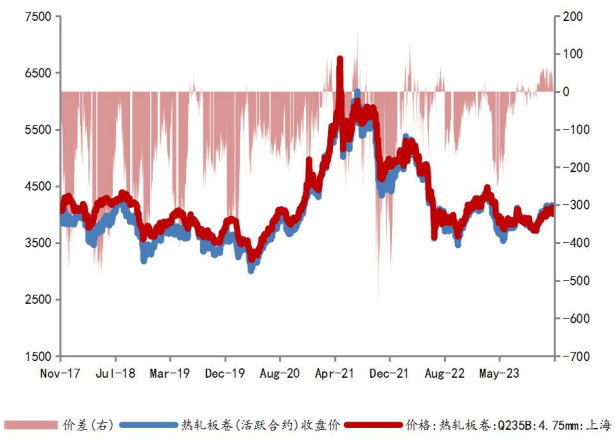
6 钢材期货现货数据

图表 22：螺纹期现价差



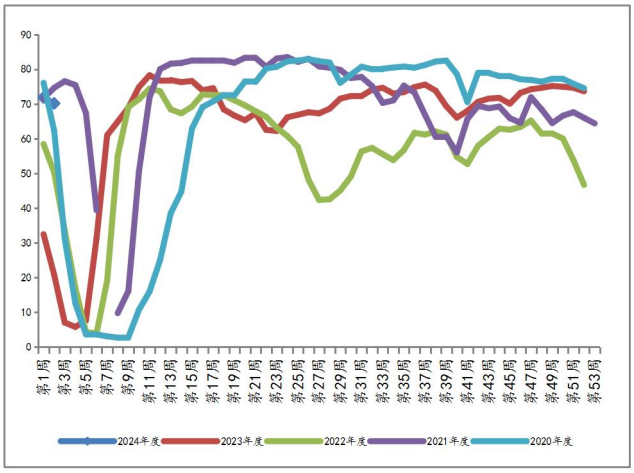
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 23：热卷期现价差



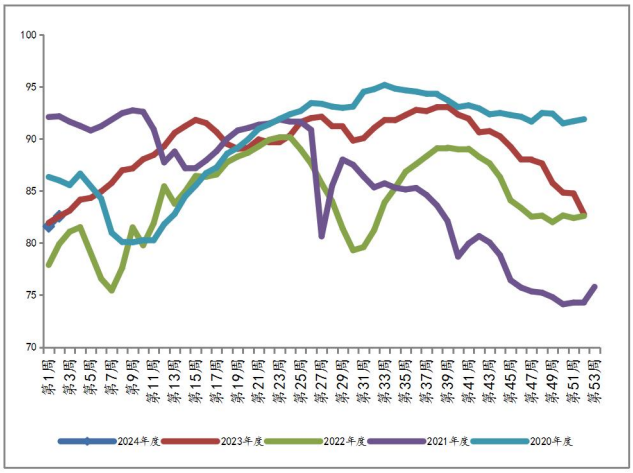
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 24：85 家独立电弧炉钢厂：开工率：中国（周）



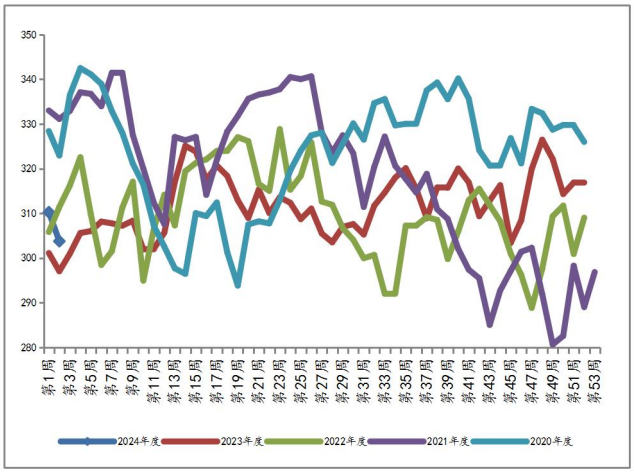
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 25：247 家钢铁企业：高炉产能利用率：中国（周）



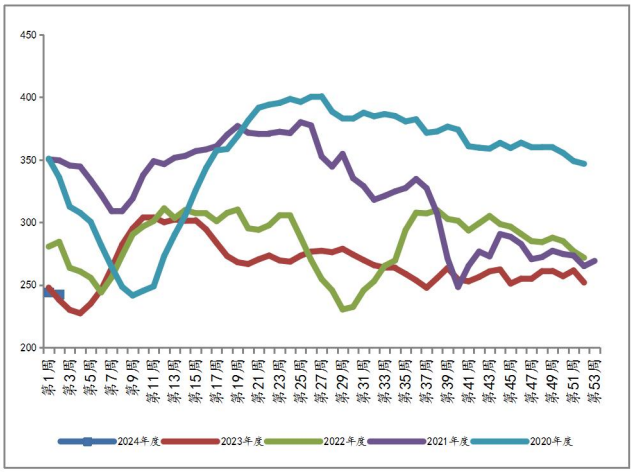
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 26：螺纹钢：建筑钢材钢铁企业：实际产量（周）



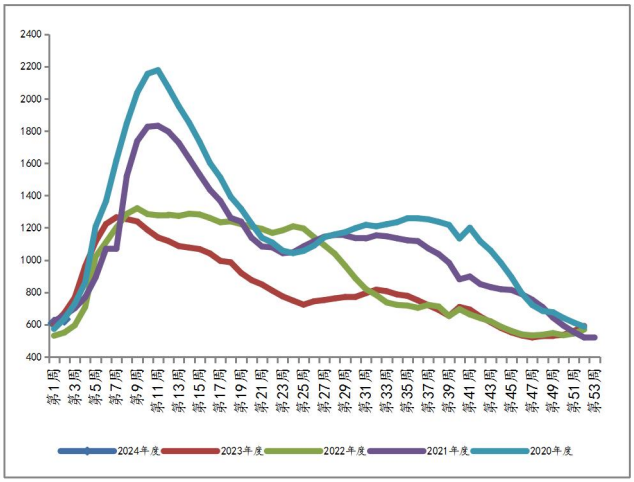
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 27：热轧板卷：钢铁企业：实际产量：（周）



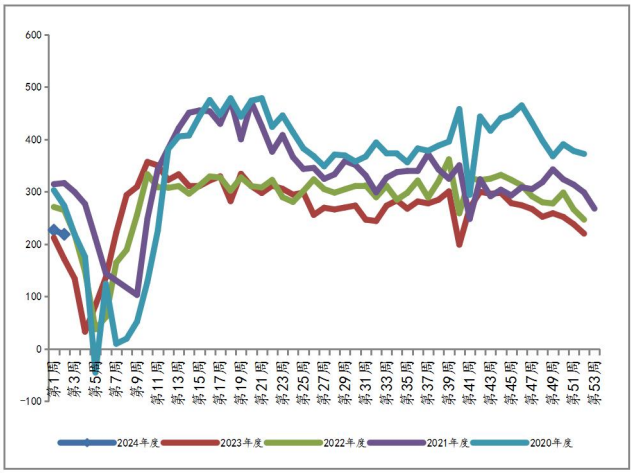
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 28：螺纹钢：总库存：中国（周）



资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 29：螺纹钢：消费量（周）



资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

原油

1 “特朗普交易”主导

从基本面来看原油市场整体状况依旧乐观，不过最近特朗普当选预期成为炙手可热的交易题材。

针对美国前总统、本次大选热门候选人特朗普的暗杀未遂后，其民调支持率大幅上升，市场已经开始交易特朗普胜选预期。对原油市场简单来说，意味着更高的通胀和利率，以及更多的供应。特朗普上一任期实行贸易保护主义，扬言对中国制造的商品征收 60%的关税，如若实施很可能导致美国出现二次通胀。特朗普很多其他主张也在朝这个方向发展，除了关税将增加进口成本，驱逐非法移民会减少劳动力和推高工资，赤字融资性减税将刺激经济。在通胀再次飙升的情景下，美联储别无选择，只能继续维持限制性高利率。此外，特朗普的能源政策更加支持石油、天然气等传统化石燃料，美国本土页岩油供应的增加也会打压油价预期。

此外，油价冲高后本身也有技术性调整的需求，这与基本面其实并不矛盾，共同构成高位区间震荡走势的一部分。

2 政策支持有限增产

目前来看，特朗普在美国总统竞选中取得了更大优势，参考上一任期的政策，其倾向于回归石油和天然气等传统化石能源，加快发放勘探许可为产能扩张提供便利。

最新的 EIA 高频数据显示，不包括墨西哥湾的美国本土 48 州原油产量目前维持在 1320 万桶/日，比去年同期增加了 100 万桶/日或 8.2%。那么，如果特朗普卷土重来，美国页岩油行业能否重现 2016-2019 年的爆发式增长？作为未来产量最重要的先行指标，油田服务商 Baker Hughes 数据显示，美国活跃石油钻机数为 492 座，较上年同期减少 60 座或 11%，已降至 2022 年 2 月以来最低水平。尽管过去三年油价持续高位，美国页岩油行业从低谷中复苏，但上游资本开支仍不具备大规模增产条件。

不过我们注意到，原油生产商将有限的钻机集中在储量丰富的油田，并钻探更长的水平段以提高产油率。据此我们初步认为，特朗普的政策主张或进一步促使美国原油产量增加，油价表现可能相对偏弱，但相对基数而言边际变化有限。

3 战略储备持续回购

从供需的边际变动考量，美国仍然是短期具有决定性影响的市场，一方面私营油企对生产调整更为灵活，另一方面美国政府仍坚持类似宏观调控的手段。

拜登政府对于战略石油储备（SPR），从前些年空前规模的抛售，已经全面转向积极收购回补。早先美国能源部曾表示，到今年年底美国 SPR 库存将达到或超过两年前大抛售之前的水平。目前来看，美国 SPR 总储量约为 3.73 亿桶，而 2022 年 3 月之前的储量高达 5.65 亿桶，理论上补库空间非常巨大。根据 EIA 高频数据测算，美国月度回购原油数量平均约在 300 余万桶，按照这一速度，预计到 2024 年底美国总共能够回购不到 4000 万桶原油。这一数字不可不谓可观，但仍然远低于设定的目标，后期或需要进一步加快收储节奏。

美国战略收储将在一定程度上平衡供应增量，对原油走势形成支撑，但美国大选为降低通胀打压油价，因此难以突破震荡区间。

4 旺季预期能否兑现

此前“特朗普交易”叠加高位估值，对短期油价走势构成打压，但在旺季去库的大背景下，现阶段原油市场很难出现实质性走弱。

美国能源信息署（EIA）高频数据显示，截至 7 月 12 日当周，美国商业原油库存减少 487 万桶至 4.402 亿桶，低于五年同期平均水平 5%，去库幅度超出前值和预期；交割中心俄克拉荷马州库欣地区原油库存减少 87.5 万桶至 3270 万桶。值得注意的是，当期美国汽油库存大增 332.8 万桶达到 2.33 亿桶，录得自 1 月以来最大增幅，令今年夏季驾车出行高峰再次受到证伪质疑。

接下来，原油基本面重点关注海外燃料需求兑现情况，在季节性去库存周期支撑下，原油走势下行空间有限，但若旺季消费不及预期，则有和其他利空因素形成共振的风险。

4 宏观因子喜忧参半

宏观层面来看，原油市场前景可谓喜忧参半，而当前估值水平仍处于中性区间。

当前的一大利空是，亚洲大国经济表现持续不佳，炼油厂因能化产品消费疲软导致原油加工量和进口需求下滑。统计数据显示，2024 年二季度亚洲大国经济增长 4.7%不及预期，为近一年多以来的最低季度增速，主要受房地产长期低迷和就业情况不稳定拖累。但与此同时，美联储主席鲍威尔讲话称，近期连续的三组美国通胀数据在一定程度上提振了信心，即物价上涨的步伐正持续地朝着美联储的目标靠拢，市场对此解读为，距离转向降息周期可能不久了。

国际货币基金组织(IMF)指出，主要经济体来看，美国经济过热降温，欧元区触底反弹，亚洲大国出口走强，2025 年全球经济仍将实现温和增长，但仍存在诸多风险因素。尽管宏观面对原油市场整体仍然有利，但对于旺季过后需求走弱的担忧与日俱增，在供需紧张程度预期缓解的情况下，四季度油价重心或面临进一步的下行压力。

6 高位震荡阶段偏强

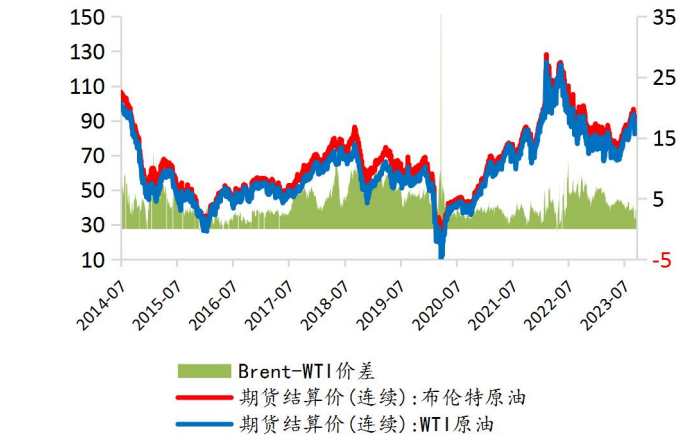
回顾上半年，Brent 基准原油价格平均在 84 美元/桶，我们认为其对于基本面的反映较为公允。

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。

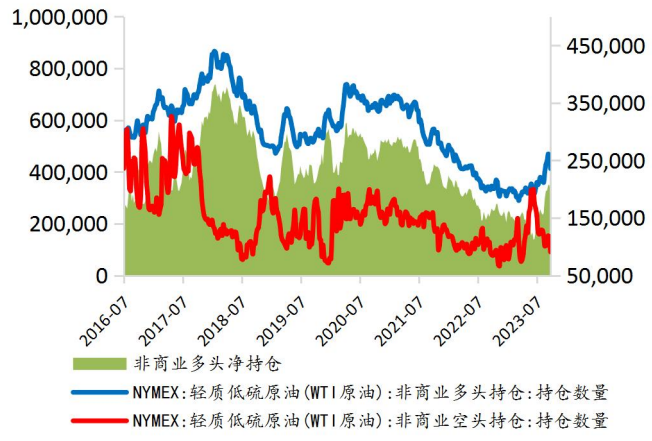
7 原油期现数据

图表 30：国际原油期货价格



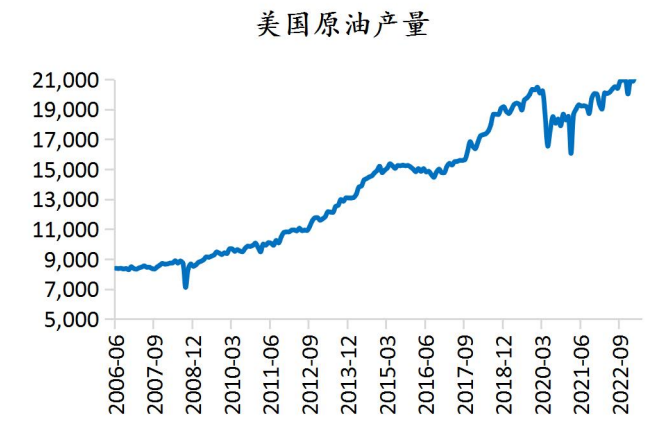
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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



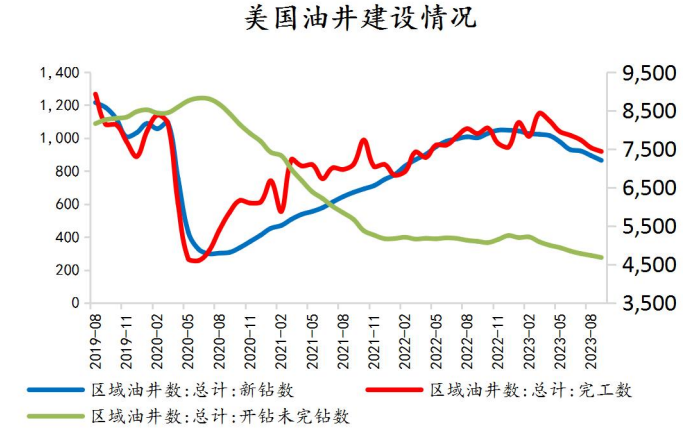
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 33：沙特原油产量



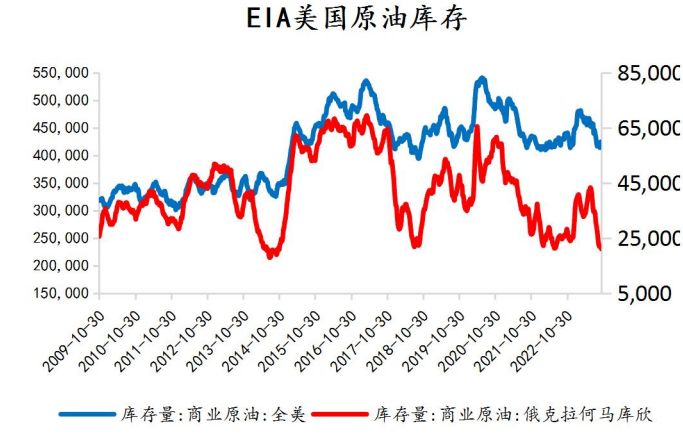
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 34：美国油井建设情况



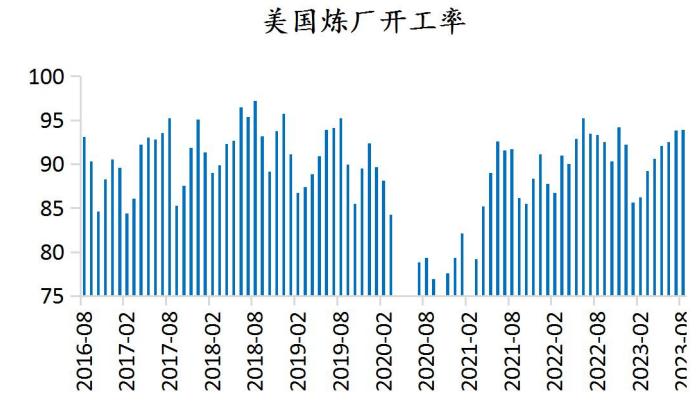
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 35：EIA 原油库存



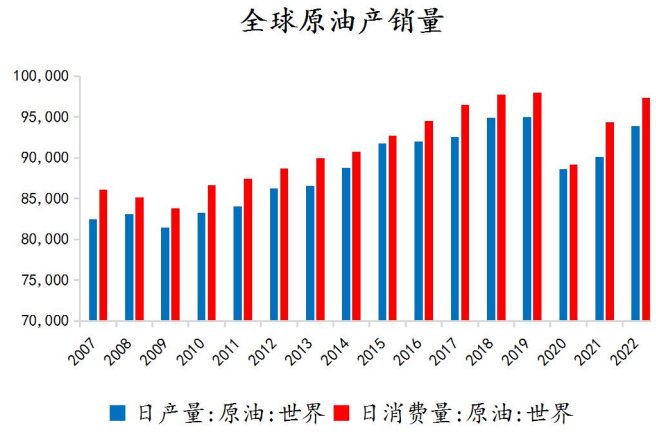
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 原料释放紧张缓解

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。

自 2023 年底上一轮割胶旺季以来，东南亚天然橡胶主产区普遍呈现减产态势，原料胶水价格屡创新高，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。目前开割作业恢复全面推进，国内外产区终于进入季节性增产阶段，7 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。由于原料成本端松动，上游加工厂生产利润得到改善，令前期供应端利好出尽，天然橡胶价格出现明显回调。

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。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 进口缩量去库延续

随着泰国等海外主产区新胶批量上市，后续船货到港预期增加，然而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。

尽管全球天然橡胶供应逐渐递增，但国内主港仍延续本轮超长期的逆季节性去库趋势。统计数据显示，截至 7 月中上旬，青岛地区天然橡胶总库存合计 35.5 万吨，环比上期减少了 1.46 万吨；其中，一般贸易库库存为 27.91 万吨，减少 1.11 万吨或 3.75%；青岛保税区区内库存为 7.59 万吨，减少 0.35 万吨或 4.15%。

之所以青岛地区社库持续去化，主要因为上半年橡胶进口量整体偏低。2024 年 6 月，中国天然

橡胶进口量为 47.1 万吨，同比下降 25.6%，环比下降 2.9%。目前流通货源偏紧问题已得到缓解，但进口到港压力远不及往年同期，市场短时间内难以全面转向宽松。

不过仍需谨防迟来的供应上量，使得国内市场由去库转为累库。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，对原料收购价格形成压制。

4 供应价格弹性成谜

尽管较前期高点大幅回落，但 2024 年迄今天然橡胶价格重心较近年同期明显上移，主要利多来自上游供应端，高温干旱天气、橡胶树龄老化、割胶工人短缺等因素导致东南亚主产国发生减产现象。

前期炒作减产的主要依据是天气题材，尽管雨季到来缓解了高温干旱，但据 NOAA 天气预报显示，7-9 月有概率出现拉尼娜现象，持续性降雨可能导致会可割胶天数减少，从而干扰原料胶水的放量节奏。如果物候条件正常的情况下，胶价上涨还是未能刺激原料放量，那么天气因素将无法单独解释减产，更多归因于橡胶树龄老化和产地弃割弃管等产业因素。

目前，天然橡胶上游最大的分歧在于供应的价格弹性，即高价能否有效刺激产量大幅回升，更进一步，今年能否成为全球天然橡胶产业大周期的拐点。一旦产能扩张见顶转入出清阶段，供不应求将成为沪胶市场新的主线交易逻辑。

5 季节低谷重心抬升

综上所述，海内外主要产区已进入全面开割阶段，原料放量是大势所趋，成本松动令橡胶现货价格回调，季节性增产预期压制期货盘面价格。在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。

辩证来看，沪胶期货盘面大幅下跌后风险释放，现阶段或将偏弱运行为主，成本端仍可为橡胶价格提供支撑。天然橡胶产业过剩格局正转向再平衡，青岛地区库存处于中偏低位水平，下游存在一定补货缺口，预计沪胶盘面下方空间有限，全年整体表现依然向好。

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。

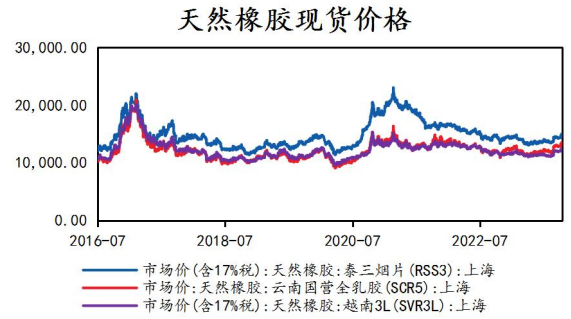
从沪胶期货合约的设计规则来看，通常 RU09 合约具有天然的空头属性，而 RU01 合约具有天然的多头属性。这是因为上期所规定，每年 5 月前注册入库的国产全乳胶仓单，必须在次年 11 月前强制注销转为现货。沪胶主力合约是传统的 1、5、9 月，在每年的仓单集中注销前，RU09 是最后一个主力合约，其上的交割压力自然也是最大的。11 月老胶仓单注销完毕后，RU01 合约上仓单数量很小，甚至个别年份还可能出现炒作行情。

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。

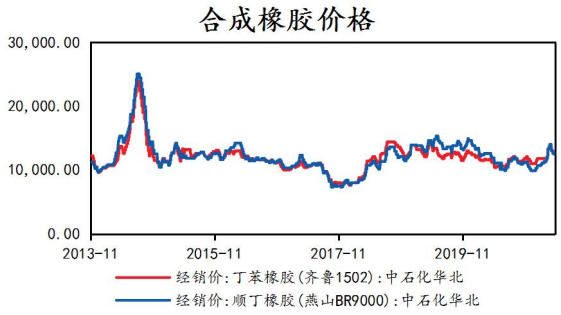
7 橡胶期现数据

图表：天然橡胶现货价格



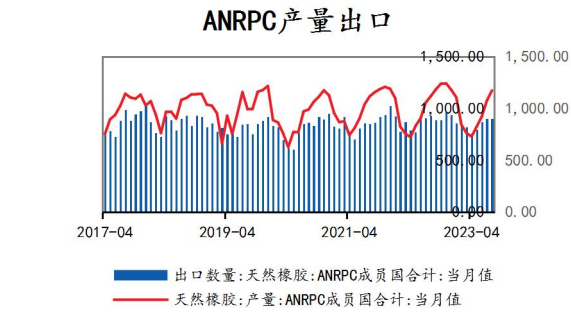
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 38：合成橡胶价格



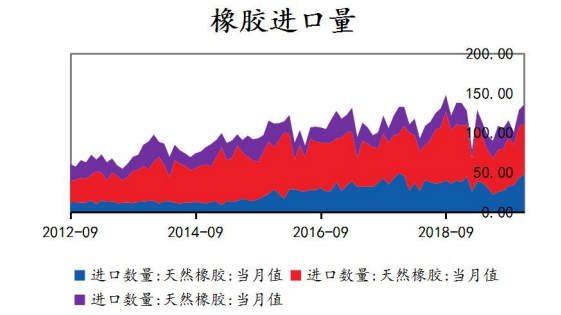
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 39：ANRPC 产量出口



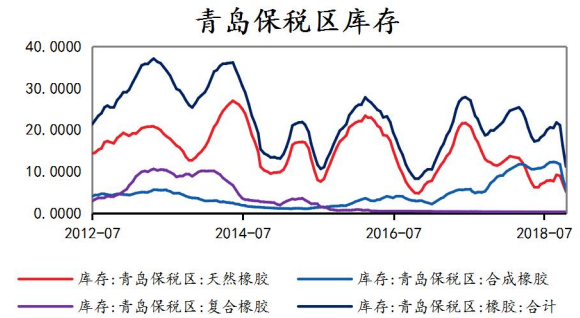
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 40：橡胶进口量



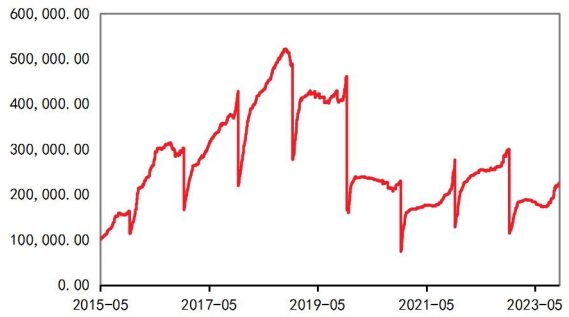
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 41：青岛保税区库存



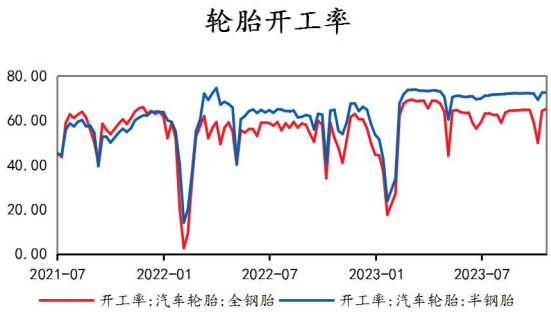
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 42：上期所注册仓单



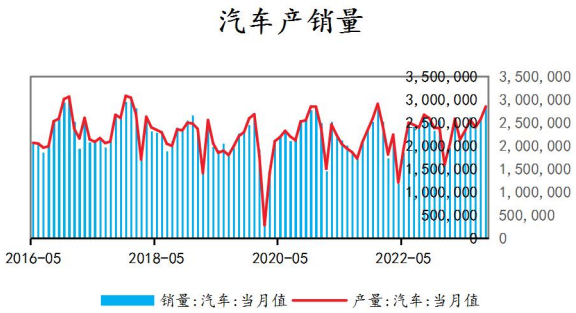
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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：美豆跌势放缓，国内豆类市场震荡回升

1 外部豆类市场分析

美豆作物评级强劲，丰产预期推动价格回落

美国农业部公布的作物生长报告显示，截至 7 月 14 日当周，美国大豆优良率为 68%，低于市场预期的 69%，去年同期为 55%；当周美豆开花率为 51%，结荚率为 18%，五年均值分别为 44%和 12%。当前美豆优良率为四年来同期最佳，主产区天气基本正常。美国农业部在上周公布的 7 月供需报告中小幅下调美豆产量预测值，主要是美豆播种面积下降所致，单产仍维持 52.0 蒲式耳/英亩不变。目前美豆正处于生长关键，远期天气形势良好，缺少减产天气威胁，丰产预期令美豆价格跌破 1100 美分关口支撑，迅速回落至四年低点，弱势局面尚未缓解。

马来西亚棕榈油出口强劲，库存压力缓解提升价格抗跌性

三家船运调查机构发布的出口高频数据显示，马来西亚 7 月 1-15 日棕榈油出口环比增幅在 61.1%-75.6%，环比增幅虽有回落但仍超出市场预期，为 7 月全月棕榈油出口高速增长奠定基础。南部半岛棕榈油压榨商协会（SPPOMA）表示，7 月 1-15 日马来西亚棕榈油产量环比增幅为 8.69%。马来西亚 7 月上半月棕榈油出口增幅远大于产量增幅，有助于缓解库存压力，为棕榈油价格止跌回升提供重要支撑。

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，豆粕库存升至历史同期高位

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 12 日，国内油厂豆粕库存已升至 122.7 万吨历史高位，周度增加 9.6 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，如果油厂不主动采取停机限产措施，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。

国内油脂库存连增，粕弱缓解油脂下跌压力

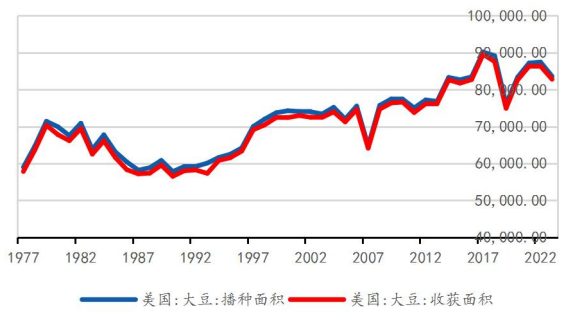
中国粮油商务网监测数据显示，截至上周末，国内三大食用油库存总量为 215.41 万吨，周度增加 8.15 万吨，其中棕榈油库存增幅最大，全国重点地区棕榈油库存升至 51 万吨左右。6 月份中国进口大豆突破 1100 万吨，油厂开机率保持高位运行，终端对油脂需求偏弱，预计国内油脂库存仍将上升。另外，由于美豆下跌的成本压力近期集中在豆粕上释放，油厂为平衡压榨收益采取挺油策略，一定程度上缓解了油脂市场的下跌压力，令豆类市场呈现粕弱油强特征。

3 油脂油料市场展望

当前正值美豆生长关键期，由于缺少减产天气威胁，投机基金大量增持美豆空单，在供给压力下美豆市场正以连跌的方式适应新的供需形势。美国农业部最新干旱报告显示，截至 7 月 16 日当周，约 5%的美国大豆种植区域受到干旱影响，而此前一周为 8%，去年同期为 50%。干旱展望报告显示未来一个月美国中西部作物带土壤湿度基本正常，留给美豆炒作天气的窗口期将逐步收窄。马来西亚棕榈油因出口大增提振价格走强，从成本端推高国内进口棕榈油价格，6 月进口菜油量大幅下降为菜油带来补涨机会，资金在油脂品种间轮动加剧盘面震荡，方向性走势并不明朗。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，期现共振，价格重心已经大幅回落，短期急跌后低位买盘活跃并出现技术反弹，但反弹行情的持续性仍需美豆配合。豆一期货市场本周大幅下跌，企业抛卖增加现货供给，与进口大豆价差扩大无力改善国产大豆需求，豆一期货市场缺少利多驱动，前期技术低点的支撑性正面临较大考验。

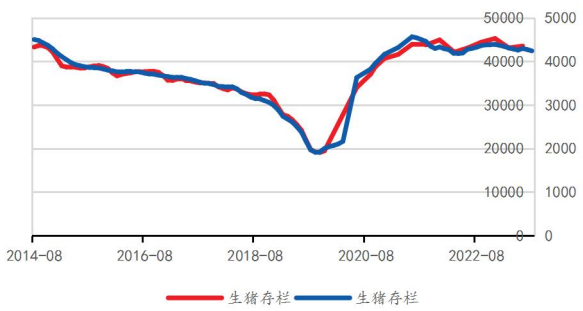
4 油脂油料市场主要数据

图表 45：美国大豆种植收获面积



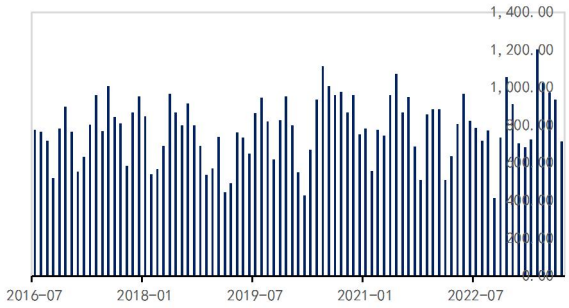
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 46：国内生猪存栏量



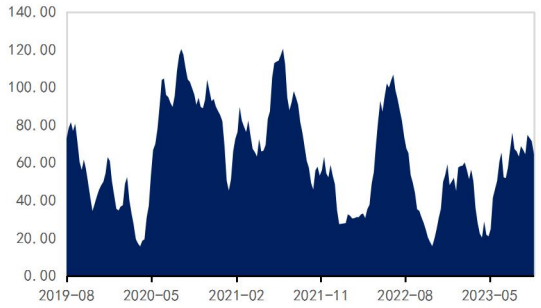
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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