中金财富期货策略周报（2024 年第 26 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：工业品市场再度经历了一轮完整的下跌，主要在于内外经济弱修复，投资者对于刺激政策的“预期”不强。本周央行超预期降息，消费方面罕见的实行发行国债支持以旧换新政策，加上工业品位置普遍较低，宏观政策积极有为，目前位置已经不适合追空操作。

股指期货：随着稳增长的力度增加，未来一段时间，数据验证可能有支撑，短期消费品以旧换新板块超跌反弹会有一定持续性。但中期格局并未发生根本变化，财政发力难线性外推，需观察政策执行效果。短期反弹的概率正在增加，可关注波段做多机会。

铜：美国经济前景转弱，7 月纽约联储制造业指数连续八个月下滑，制造业依旧偏弱，国内三中全会政策利好不及预期，市场情绪偏悲观，铜价重心回落。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。传统消费淡季来临或抑制下游潜在需求，或使 7 月铜材企业产能开工率环比下降。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。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：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。进入 7 月产量下降，主因河南、内蒙古、陕西、甘肃、青海、云南等地冶炼厂因原料紧 缺和常规检修带来一定量的减产，同时湖南、云南等地部分冶炼厂前期检修恢复带来一定增量，整体来看产量下降明显。消费淡季叠加高温雨水天气影响，锌市终端订单偏弱，且高锌价抑制下游消费，需求端表现不佳。国内锌社会库存、LME 库存维持较高水平。基本面上供需双弱的逻辑暂未改善，维持弱势震荡。

钢材：上周在现货的拖累下，盘面钢价创近 4 年新低。新旧国标转换是带动钢价下行的直接原因，但更本质的原因是钢材的供应过剩、需求不足与政策预期的落空。本周政治局经济会议将召开，政策预期或再度走强，超跌之下，短期不宜过于悲观。

原油：展望后市，主流机构预测的三季度原油供需缺口能否兑现，这将是接下来交易的核心变量。当前仍处于传统旺季时间窗口，而且去库周期远未结束，油价回调后将获得支撑，预计中短期维持在当前区间附近波动。鉴于国际原油估值水平仍然较高，未来 3-6 个月或存在一定的下跌空间，到明年一季度大概率前高后低。

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：8 月份是美豆产量形成最为关键的时段，天气因素仍不容小觑，尤其是在美豆累积跌幅较大、投机资金在美豆期货和期权上的净空头寸达到历史高位后，任何利多预期都可能引发空头回补，打乱市场运行节奏。美国农业部最新干旱报告显示，截至 7 月 23 日当周，约 4%的美国大豆种植区域受到干旱影响，而此前一周为 5%，去年同期为 53%。近期升温后可能使受旱范围扩大，但造成美豆减产的概率不大。国内豆粕市场抛压减弱，期现共振，跟随美豆进入行情修复阶段。由于国内豆粕库存过高，供需矛盾短期难化解，市场缺少内在上涨动力，一旦美豆天气炒作无法兑现而重回供应主导的弱势行情，国内豆粕市场也将再度承压回落。国内油脂市场目前缺少方向性指引，跟随外盘和市场情绪变化呈现宽幅震荡状态。豆一期货市场本周探底回升，跟随相关品种对此前连跌行情展开修正。目前包括中储粮和黑龙江地储在内的多家企业组织大豆拍卖，市场供给增加，豆一期货市场缺少内在上涨动力，技术反弹行情的持续性可能受限。

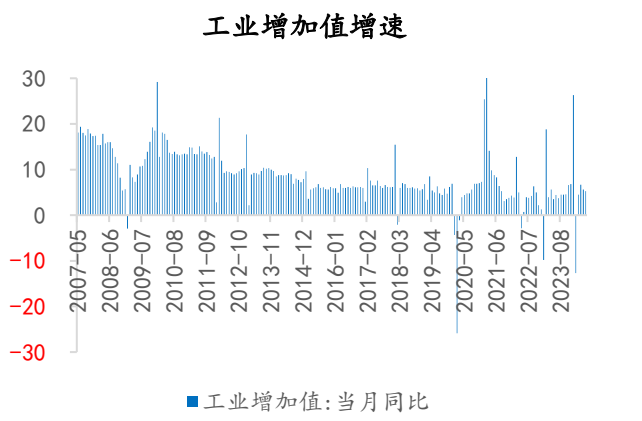
目录

周度策略：“稳增长”政策力度加码 ..... - 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 ..... - 7 -
2 6 月工业利润数据点评：上游行业利润增速回升，中下游增速回落 ..... - 7 -
3 MLF 利率调降，与 LPR 逐步脱钩 ..... - 8 -
4 宏观策略 ..... - 8 -
5 股指期货市场分析 ..... - 9 -
铜 ..... - 11 -
1 影响因素 ..... - 11 -
2 结论 ..... - 11 -
3 铜期货现货数据 ..... - 12 -
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 政治局经济会议前瞻 ..... - 15 -
2 螺纹钢新旧标切换 ..... - 15 -
3 粗钢限产不可忽视 ..... - 15 -
4 铁水小幅下降 库存去化不明显 ..... - 16 -
5 小结 ..... - 16 -
6 钢材期货现货数据 ..... - 16 -
原油 ..... - 19 -
1 “特朗普交易”利空 ..... - 19 -
2 政策绿灯双向奔赴 ..... - 19 -
3 巴以俄乌地缘演变 ..... - 19 -
4 旺季兑现不及预期 ..... - 20 -
5 去库周期仍有支撑 ..... - 20 -
6 区间震荡前高后底 ..... - 20 -
7 原油期现数据 ..... - 20 -
天然橡胶 ..... - 23 -
1 利空因素得到消化 ..... - 23 -
2 原料释放仍有扰动 ..... - 23 -
3 供应价格弹性成谜 ..... - 23 -
4 下游需求疲弱承压 ..... - 24 -
5 累库拐点等待确认 ..... - 24 -
6 把握规律择机布局 ..... - 24 -
7 橡胶期现数据 ..... - 25 -

油脂油料：美豆止跌回升，国内豆类市场震荡跟涨 ..... - 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 -

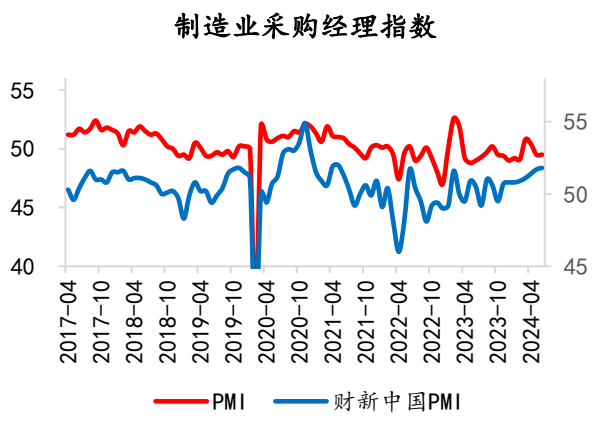
重要经济指标概况

图表 1：国内工业增加值增速



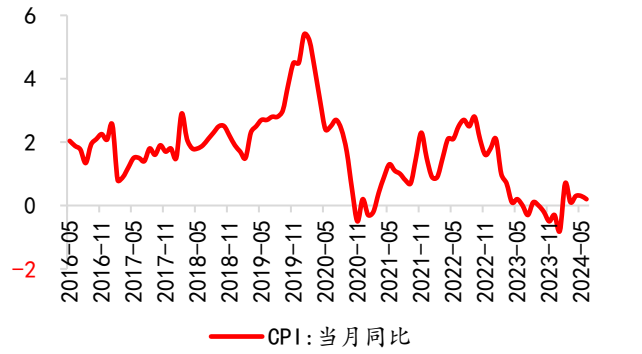
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 2：中国制造业采购经理指数



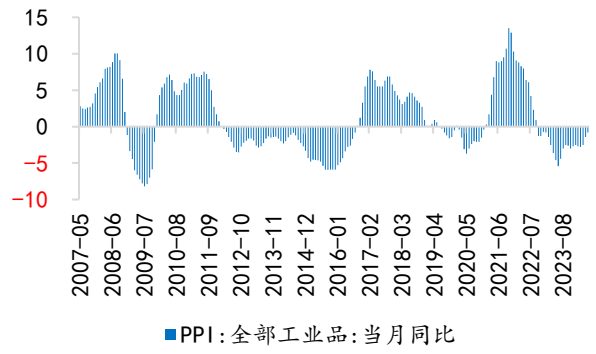
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 3：中国居民消费价格指数



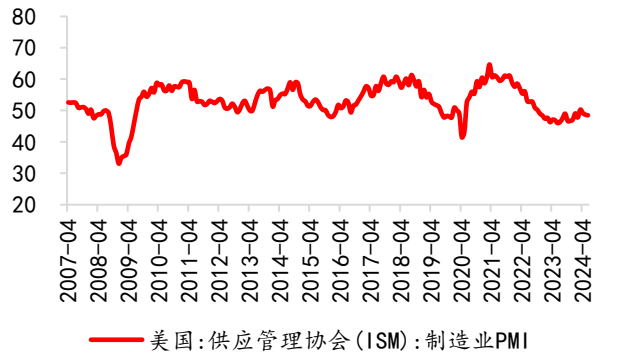
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 4：中国工业生产者出厂价格指数



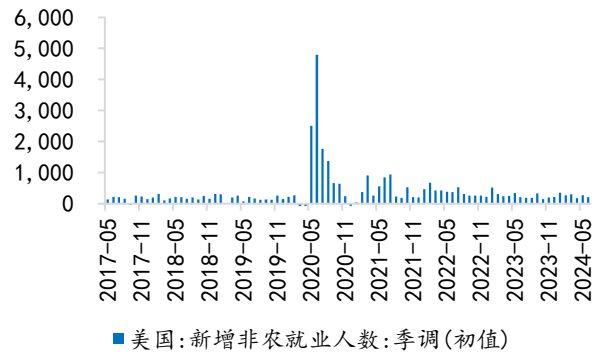
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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：“稳增长”政策力度加码

在经济数据亮点有限的情况下，内盘定价的品种价格已经回到年内低点，而一度喧闹的国际定价大宗，除了黄金之外，也逐渐开始回落。随着二季度经济数据的公布，稳增长的动能逐渐增强，我们认为建材类、消费类等内盘品种回到低位的情况下，不要再追空操作。

3000 亿特别国债支持设备更新和以旧换新

7 月 25 日，国家发展改革委、财政部印发《关于加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新的若干措施》，统筹安排 3000 亿元左右超长期特别国债资金，加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新。

经济增速边际走弱之下，设备更新和以旧换新是下半年“稳增长”的重要政策抓手。从当前经济形势来看，二季度经济增速 4.7%，实现全年 5%目标需要加大努力。内需是增长的短板所在，三驾马车中，上半年人民币计价出口增长 6.9%（美元计价增长 3.6%），国内消费中商品零售增长 3.2%、服务零售增长 7.5%，受房地产拖累，固定资产投资增长 3.9%。如何激发内需是当前经济问题的主要关注点。

设备更新和以旧换新并不是一个完全崭新的政策，3 月 7 日《国务院关于印发<推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案>的通知》，已经设定四年增量 1.4 万亿，大致对应每年 3600 亿左右的设备投资增量空间。

从实际数据看，上半年设备投资贡献了五分之一左右的名义经济增长。今年上半年设备投资规模增长 17.3%，意味着仅上半年设备投资增量大概率已经超过了 5000 亿，对全部投资增长的贡献超过 50%。而上半年名义 GDP 总量为 61.7 万亿，相比去年 59.3 万亿，增加了 2.4 万亿，设备投资贡献了五分之一左右的名义经济增长。

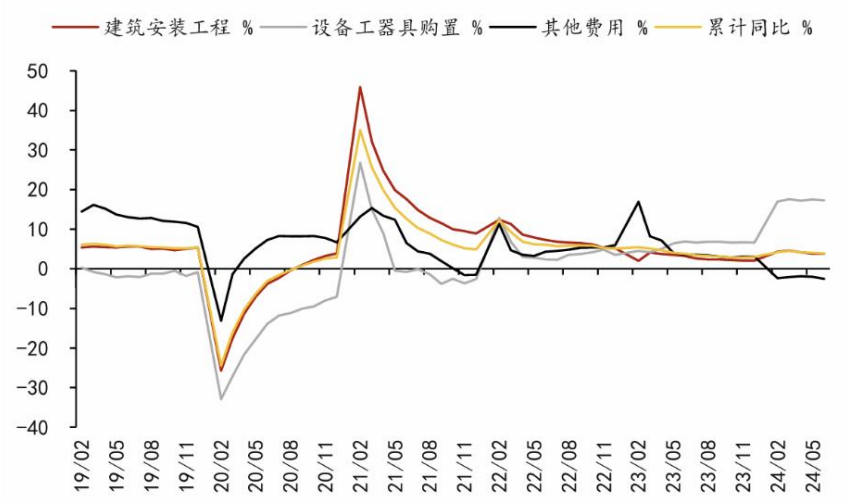
以旧换新方面，换新成为耐用品消费的主要增长动能。从限额以上社零增速来看，今年上半年限额以上社零整体增速为 2.9%，其中通讯器材增长 11.3%，家电增长 3.1%。

因此，上半年的数据显示，设备更新和以旧换新 2027 目标能提前完成，甚至会提前一两年完成 2027 年目标。那么此方面的政策为什么加码？那么政策加力更多出于稳增长的考虑。

粗略推算 3000 亿资金可以拉动下半年名义经济增速 0.4-1.3 个点。3000 亿资金中，1480 亿用于设备投资，1500 亿用于设备更新和消费换新两个方面（假设各一半），粗略估算约 2200 亿用于设备投资、700 亿用于消费换新，另外有 200 亿用于设备更新贴息，整体资金安排以投资为主、消费为辅。参考投资性建设国债的撬动比例，1998-2002 年“发行 6600 亿元长期建设国债，带动银行贷款和其他社会资金形成 3.28 万亿元的投资规模”，撬动比例为 1：5。假设这次 3000 亿资金撬动比例在 1-3 倍，对应下半年增量投资规模在 3000-9000 亿元，可以拉动下半年名义经济增速 0.4-1.3 个点，效果十分显著。当然，实际结果还要看各方面配套资金的情况。

从政策的态势看，稳增长的力度进一步加强。

图表 1：设备投资增速一直领先其他行业



资料来源：wind 资讯，中金财富期货

美联储降息预期大概率会被下修

从美国公布的二季度 GDP 数据可以看到，市场对于美国经济下行的预期过高、过满。

7 月以来，市场对美国经济衰退预期不断强化，标普 500 从 5670 跌破 5400，10 年美债利率 4.5%跌破 4.2%，对经济过于悲观的预期也转化为对降息过于乐观的预期，联邦基金期货交易员对年内降息次数一度从 1.8 次扩大至 2.9 次。从原因上看，首先是因为大幅走低的 PMI。美国 6 月 ISM 服务业 PMI 录得 48.8，前值 53.8，较预期的 52.7 低 5.13 个标准差，为 2020 年 5 月以来新低。其次是对劳务市场崩盘的担忧。截至最新 6 月，萨姆规则指标录得 0.43%，进一步逼近 0.5%的衰退阈值，同时，近期职位空缺率的走低与失业率的持续走高也让市场开始担心美国贝弗里奇曲线或已处于衰退的临界水平。

经济意外指数不等于经济增速。彭博编制的美国经济意外指数跌至 10 年新低，但昨晚公布的 24Q2 美国 GDP 增速仍高于潜在水平，反映美国经济仍处于从过热向均衡水平切换的阶段，总体依然具有韧性。

7 月 5 日超预期的 6 月非农就业公布后，GDPNow 将美国增长预测从+1.5%上调至+2.0%，7 月 15 日大超预期的美国 6 月零售销售公布后，GDPNow 将美国增长预测从+2.0%上调至+2.5%，而最终 24Q2 美国 GDP 增速录得+2.8%，且各分项预测也较为匹配，意味着近期美国经济数据并不差。

我们预期 24 下半年美国经济延续从过热向均衡水平的切换，美联储年内 3 次的降息预期将被下修至 1-2 次。因此过度交易“降息预期”是不合时宜的。

避免追空操作

工业品市场再度经历了一轮完整的下跌，主要在于内外经济弱修复，投资者对于刺激政策的“预期”不强。本周央行超预期降息，消费方面罕见的实行发行国债支持以旧换新政策，加上工业品位置普遍较低，宏观政策积极有为，目前位置已经不适合追空操作。

宏观经济、市场策略和股指期货市场分析

1 一周重大宏观政策、事件和数据解读

图表 7：一周重大宏观政策、事件和数据解读

类别	时间	政策/数据	内容	点评
政策	7 月 25 日	国常会：研究加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新政策措施	发行 3000 亿特别国债支持设备更新和消费品以旧换新政策	稳增长意图明显
	7 月 25 日	央行月内第二次开展 MLF 操作，超预期降息 20 个基点	央行公告显示，2024 年 7 月 25 日人民银行以利率招标方式开展 2000 亿元中期借贷便利（MLF）操作，中标利率 2.3%，较此前下降 20 个基点。	此次增开 MLF 操作释放宽松信号，满足了金融机构中长期资金需求
数据	7 月 26 日	2024 年 1-6 月，全国一般公共预算收入同比增速为-2.8%	6 月税收收入累计同比和当月同比分别为-5.6%（前值 5.1%）和-8.5%（前值-6.1%）	财政收入是制约支出的最大原因
	7 月 27 日	美国 6 月核心 PCE 物价指数同比 2.6%略超预期	但为 2021 年 3 月以来的最低	美国通胀韧性依然明显。
事件	7 月 24 日	拜登退出美国总统大选	全力支持副总统哈里斯获得总统候选人提名	美国大选仍有较大变化

资料来源：中金财富期货研究所

2 6 月工业利润数据点评：上游行业利润增速回升，中下游增速回落

6 月工业企业利润增速回升。2024 年 1—6 月份，全国规模以上工业企业实现利润总额 35110.3 亿元，同比增长 3.5%，比 1-5 月增速回升 0.1 个百分点。6 月，规模以上工业企业实现利润同比 3.6%，比上月读数上升 2.9 个百分点。

从利润增速的三因素分解来看，对于 6 月利润同比读数的变化，利润率、PPI 的贡献为正，营业收入“量”的贡献为负。6 月营业收入“量”的增速为 3.70%，较上月读数回落 1.73 个百分点，与此相印证的是 6 月工业增加值同比读数也是回落的。6 月 PPI 同比为-0.80%，读数比上月上升 0.6 个百分点，因此对企业利润同比读数有提振的作用。6 月测算的利润率为 6.40%，比去年同期略有下滑，但降幅收窄。利润率改善是通过降本增效实现的。统计局表示，6 月份，规上工业企业每百元营业收入中的成本为 84.80 元，同比减少 0.17 元，连续两个月同比减少。

分行业来看，上游行业利润同比读数回升，中下游利润增速回落。6 月采矿业利润增速为 24.98%，较上月读数上升 31.4 个百分点。上游原材料加工行业利润增速为 13.16%，较上月回升 7.6 个百分点，中游设备制造利润同比-5.67%，较上月回落 3.7 个百分点，下游制造业利润增速为 0.28%，较上月回落 3.6 个百分点，水电热行业利润增速为 1.64%，较上月回落 5 个百分点。因此主要是上游行业利润增速回升，使得 6 月整体工业企业利润增速回升。更细分行业来看，6 月煤炭开采利润累计同比为-24.80%，读数较上月回升 7 个百分点，主要得益于“迎峰度夏”，以及煤炭价格同比读数回升；石油开采业利润累计同比为 7.50%，读数较上月回升 2.2 个百分点，主要得益于 6 月国际油价保持在高位；有色金属采选业利润增速累计同比为 11.70%，读数上升 3.4 个百分点，主要是由于有色金属价格保持高位。受益于大规模设备更新等政策推动钢铁需求，钢铁冶炼和压延行业从 5 月开始实现盈利，6 月盈利额进一步扩大。中游设备制造利

润增速出现一定的回落，电气机械制造累计利润同比增速为-8%，读数进一步下降，与该行业产能利用率偏低有关，计算机通信设备利润累计同比 24%，较上月回落 32.8 个百分点，这与去年低基数不断抬高有关。而铁路船舶航空航天运输设备行业的利润增速依然较高，为 36%，与我国造船业竞争力提升、订单快速增长有关。下游消费品制造方面，白酒制造利润增速有提升，而纺织、家具、造纸、文体用品、汽车制造利润增速有所下降，与消费需求不高有关。电力、热力生产供应业利润增速下降，与去年同期基数不断提高有关。

展望后续，外部形势仍复杂多变，国内经济有望在超长期特别国债、大规模设备更新改造、房地产政策刺激等推动下逐渐企稳向好。近期，国家发改委和财政部发布《关于加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新的若干措施》，统筹安排 3000 亿元左右超长期特别国债资金，用于支持大规模设备更新和消费品以旧换新。我们认为将促进内需，全年工业企业利润增速有望实现正增。

3 MLF 利率调降，与 LPR 逐步脱钩

7 月 25 日，央行开展了 2000 亿元的中期借贷便利操作，利率由 2.5%下调为 2.3%。7 月 15 日，央行开展 1000 亿元 MLF 操作，利率为 2.5%。7 月 MLF 到期 1030 亿元。

央行逐步调整利率调控机制，淡化 MLF 政策利率属性。7 月 22 日，央行将公开市场 7 天期逆回购操作利率由此前的 1.80%调整为 1.70%，将 1 年、5 年期 LPR 利率分别由 3.45%、3.95%调降为 3.35%、3.85%，本次 7 天 OMO 和 MLF 利率非对称下调，且 MLF 利率调整在 LPR 下调之后，后续降息链条可能沿着 7 天 OMO→LPR→存款利率→MLF 利率来进行调整。释放了 MLF 利率与 LPR 逐步脱钩的信号，MLF 操作或更倾向于提供中期基础货币供给的功能。LPR 基准锚或由 MLF 逐渐切换至 7 天期逆回购操作利率。继央行临时回购、国债借入等政策公布以来，我国货币政策框架正逐步更新，利率传导体系逐步演进。

大行存款利率调降，净息差压力得到缓解。7 月 25 日，六大行大行启动新一轮存款利率下调，银行存款利率迈入“1 时代”，银行负债端成本下调，叠加此前停止“手工补息”，有助于缓解银行的息差压力。LPR 下调对于银行净息差和利润影响整体可控。未来新一轮的存款利率调降有望展开，推动降低保险、理财等机构的负债成本。

央行持续呵护银行间市场流动性，缓解与市场利率间的利差压力。本月共进行 2 次 MLF 操作，MLF 为净流入的状态，7 月税期后资金依然偏紧，MLF 投放为银行提供了中长期流动性，有助于缓解资金跨月压力。本次 MLF 降息，缓解了 1 年期同业存单利率与 MLF 利率间的背离。

聚焦呵护国内经济，释放稳经济的信号。二季度经济增速不及预期，物价走势持续低迷，信贷数据 4 月以来表现偏弱。三中全会召开之后，央行降息释放了稳经济的信号，LPR 下调有助于降低房贷成本，预期后续货币政策取向将保持宽松。需求不足的问题依然存在，后续有待更多政策组合拳出台。

4 宏观策略

工业品市场再度经历了一轮完整的下跌，主要在于内外经济弱修复，投资者对于刺激政策的“预期”不强。本周央行超预期降息，消费方面罕见的实行发行国债支持以旧换新政策，加上工业

品位置普遍较低，宏观政策积极有为，目前位置已经不适合追空操作。

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-3.67%，上证 50 周-4.13%，中证 500 周-2.78%，中证 1000 周-2.48%。

本周北上资金净流出 114 亿，今年累计净流入剩余 98 亿。

经济数据方面，6 月固定资产投资累计同比增长 3.9%（前值+4.0%）；社零累计同比增长 3.7%，（前值+4.1%）；工业增加值累计同比增长 6.0%（前值+6.2%）。

金融数据方面，6 月 M2 增速为 6.2%（前值+7.0%），社融存量增速维持 8.4%（前值+8.3%）。PMI 方面，6 月国内制造业 PMI 指数为 49.5%，非制造业 PMI 指数为 50.5%。

人民币汇率波动对经济的影响明显。7 月 25 日，人民币汇率在美元指数相对平稳的状态下出现大幅波动，引发市场关注。当日，在岸人民币兑美元一度涨超 500 点，离岸人民币兑美元一度涨超 600 点，在岸、离岸人民币兑美元汇率一度升破 7.21。

汇率波动对 A 股的影响可能有限，不宜过度解读。汇率因素对股市影响有限，短期关注政治局会议政策定调。5 月下旬以来 A 股主要指数再度调整，其中国内需求偏弱、房地产景气度持续磨底是制约投资者信心的核心原因。展望后市，宏观经济弹性不足仍是当下客观事实，本周央行降息落地，国家发改委和财政部加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新等，释放稳增长加码信号，后续政策效果有待高频数据验证。此外，月底政治局会议将对下半年经济和政策作出定调，下半年扩内需、稳增长政策发力值得期待。

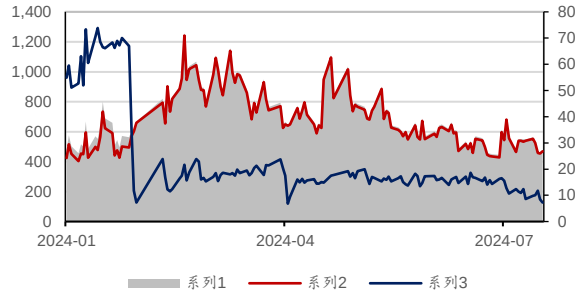
指数有望延续震荡

政策面较为积极。尽管外部不确定性需要时间去确认，但国内确定性提升：市场情绪底部+政策果断加码。市场情绪底部区域：本周全部 A 股成交量一度重新跌破 6000 亿，北向资金净流出 114 亿，两融余额持续走低至 14343 亿元、两融担保比例降至 237%。

政策力度超预期地发力：央行超预期降息，7 天逆回购/LPR/SLF 下调 10Bp，MLF 下调 20Bp；各大行下调存款利率，为后续货币政策留足空间。财政部统筹 3000 亿超长期特别国债资金支持设备更新和消费品以旧换新；国资委表态未来 5 年央企大规模设备更新改造总投资超 3 万亿。

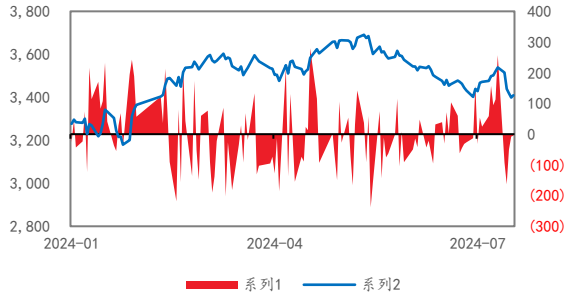
关注指数调整后的低吸机会。如果降息仍偏向克制，那利率水平可能中期仍处于限制性水平。财政方面，消费品以旧换新和设备更新改造政策，有增量资金安排(超长期特别国债安排，中央财政承担权重提升)，增补了新的支持方向，也有加紧执行的保障。二季度消费全面回落，存在自然灾害的影响，三季度可能恢复性增长。未来一段时间，数据验证可能有支撑，短期消费品以旧换新板块超跌反弹会有一定持续性。但中期格局并未发生根本变化，财政发力难线性外推，需观察政策执行效果。短期反弹有效演绎后，板块会回到震荡格局。。、

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



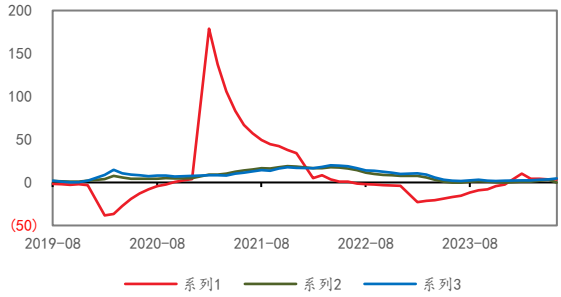
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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。

国内产能维持增速

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。

铜精矿紧张影响延续，但由于粗铜和阳极板的补充，这也使得产量下降幅度低于市场预期。1-7 月累计产量预计为 693.49 万吨，同比增加 6.94%，增加 44.98 万吨。8 月有检修计划的冶炼厂进一步减少，而且有三家新冶炼厂开始投产，预计 8 月产量会继续走高。

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

美国经济前景转弱，7 月纽约联储制造业指数连续八个月下滑，制造业依旧偏弱，国内三中全会政策利好不及预期，市场情绪偏悲观，铜价重心回落。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。传统消费淡季来临或抑制下游潜在需求，或使 7 月铜材企业产能开工率环比下降。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。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。

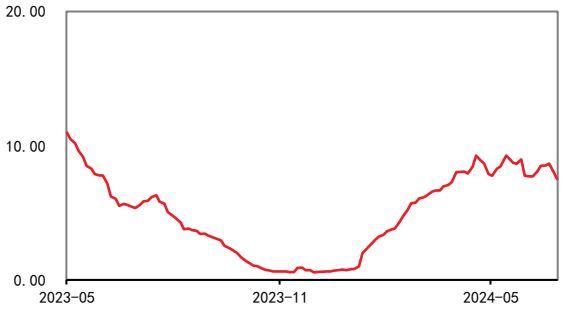
3 铜期货现货数据

图表 12：长江有色铜价



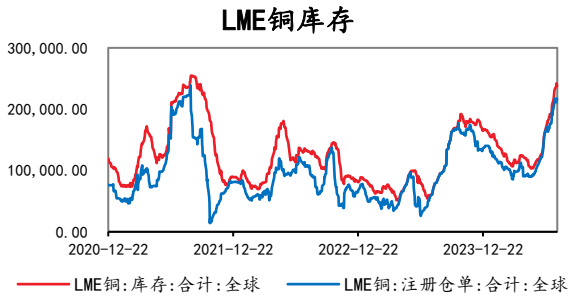
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 13：上海保税区铜库存



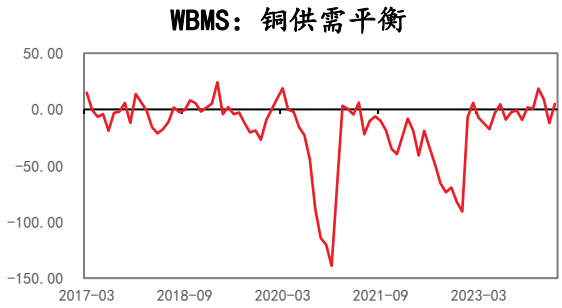
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 14：LME 铜库存



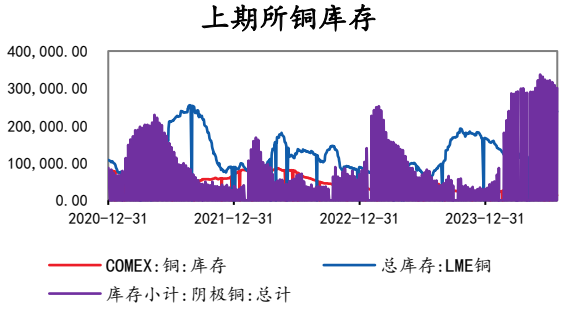
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 15：WBMS 供需平衡



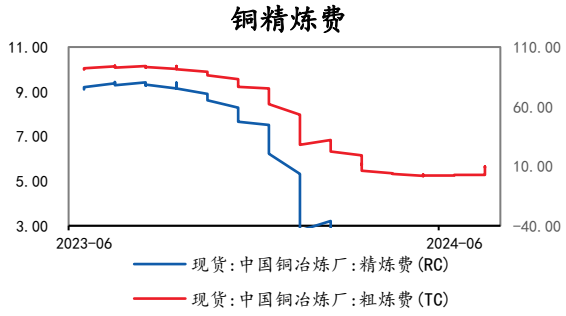
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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。

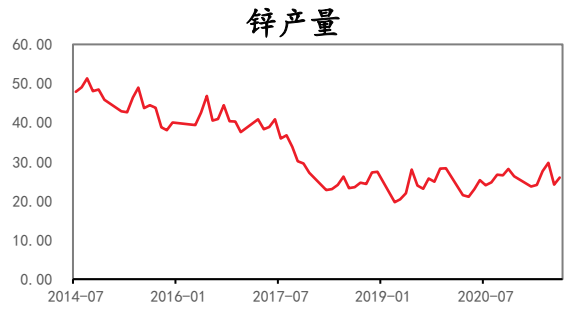
终端市场来看，国内地产政策三箭齐发，乐观情绪较重；基建方面万亿特别国债要求 6 月底之前开工，或将对锌价形成一定的支撑；家电虽受地产板块拖累，但整体表现相对突出，产量维持高位；汽车板块表现相对较好，依旧是锌消费比较亮眼的一块。整体来看，随着出口国内政策不断落地，消费好转预期较强，对锌价形成一定支撑。

2 总结

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。进入 7 月产量下降，主因河南、内蒙古、陕西、甘肃、青海、云南等地冶炼厂因原料紧 缺和常规检修带来一定量的减产，同时湖南、云南等地部分冶炼厂前期检修恢复带来一定增量，整体来看产量下降明显。消费淡季叠加高温雨水天气影响，锌市终端订单偏弱，且高锌价抑制下游消费，需求端表现不佳。国内锌社会库存、LME 库存维持较高水平。基本面上供需双弱的逻辑暂未改善，维持弱势震荡。

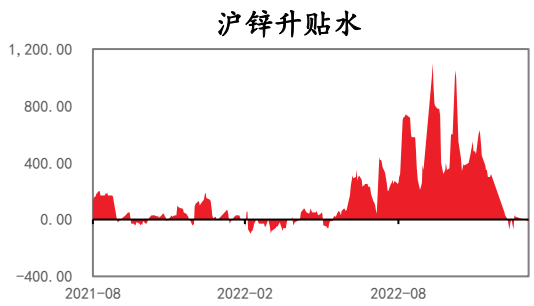
3 锌期货现货数据

图表 18：锌产量



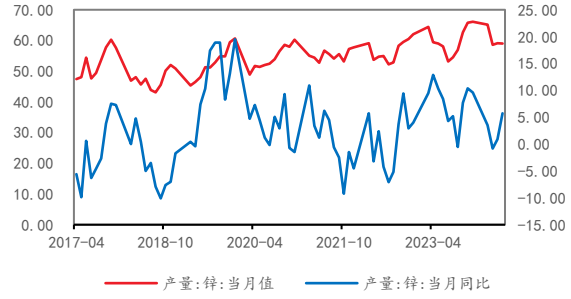
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 19：锌升贴水



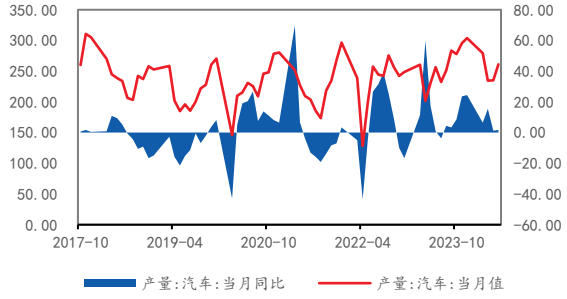
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 政治局经济会议前瞻

7 月 18 日三中全会顺利闭幕，7 月 21 日，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。”

三中全会更多是给出方向性的定位，而没有具体的政策措施。相比之下，政治局经济会议有更大概率针对三中全会的方向，制定出具体的政策措施。

在去年 7 月的政治局经济会议里，去掉了住房不炒的相关表述，被认为是地产政策由紧转松的转向标志。同时，还提到三大改造工程，促进了 23 年下半年至今该项目的推进进度。

从三中全会的政策中看政治局会议，我们预计在保障房收购方面、地方地产政策调控方面、房地产开放融资与预售制度方面或有具体的措施出台。

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。

从上周情况来看，在高库存的背景下，钢厂及贸易商降价去除老库存，在一定程度上导致价格踩踏，各地出现恐慌性出货的迹象。从实际情况来看，新旧国标对于下游施工单位无明显影响，质量差别不大，需关注恐慌情绪过后的修复情况。

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。

目前来看，无论从钢厂盈利水平来看还是双碳政策的落地来看，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 铁水小幅下降 库存去化不明显

上周全国高炉产能利用率略降，电炉产能利用率及钢材产量回落。国内 247 家钢厂的高炉产能利用率为 89.6%，环比略降，同比下降了 0.2 个百分点。91 家电炉的产能利用率为 49.8%，环比下降了 1.1 个百分点，同比下降了 4.4 个百分点。五大品种钢材的周产量为 875.5 万吨，环比下降了 1.0%，同比下降了 6.2%。上周长流程产量回落，日均铁水产量下降了 0.2 万吨至 239.56 万吨，钢厂在利润下行的背景下，多数钢材产量也出现下降。

在库存方面，上周五大品种钢材的周社会库存为 1270 万吨，环比下降了 0.6%，同比增长了 7.5%。钢厂库存为 487.8 万吨，环比增长了 1.6%，同比增长了 13.6%。钢材总库存与上上周持平，但钢厂库存由降转增，建筑钢材库存的去化幅度明显，而热卷的厂库和社库则出现累积现象。

根据产量与总库存数据汇总后的五大品种钢材周表观消费为 874.9 万吨，环比下降了 2.7%，同比下降了 7.1%。其中，螺纹钢的周表观消费量为 227 万吨，环比下降了 1.9%，同比下降了 17%。上周五大品种钢材的表需下降，淡季需求特征延续，螺纹钢的表需同比降幅扩大。建筑钢材的周成交量为 10.3 万吨，环比下降了 10.5%。

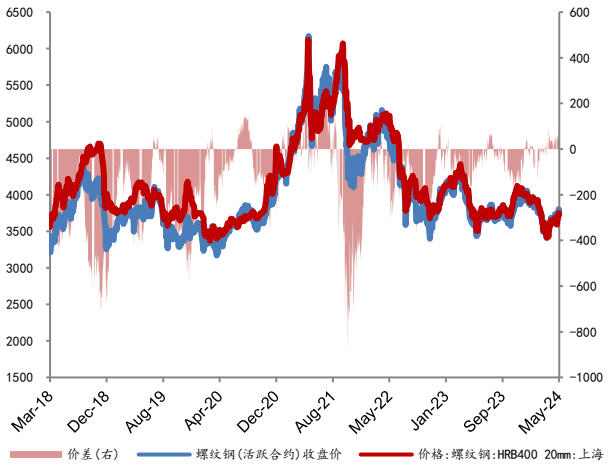
上周钢材现货价格继续下行，主流钢材品种的即期毛利环比走弱。247 家钢厂的盈利率为 15.2%，环比下降了 16.9 个百分点。

5 小结

上周在现货的拖累下，盘面钢价创近 4 年新低。新旧国标转换是带动钢价下行的直接原因，但更本质的原因是钢材的供应过剩、需求不足与政策预期的落空。本周政治局经济会议将召开，政策预期或再度走强，超跌之下，短期不宜过于悲观。

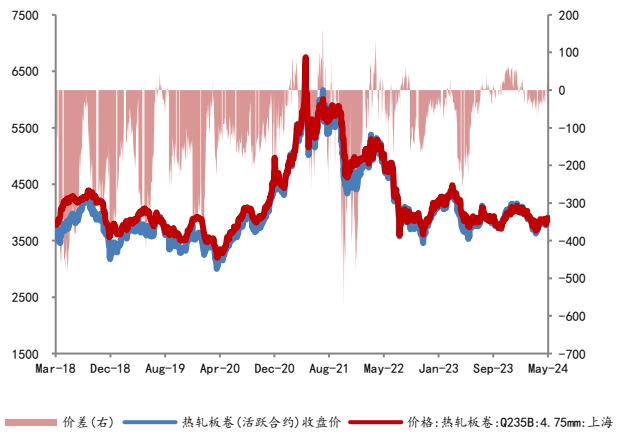
6 钢材期货现货数据

图表 22：螺纹期现价差



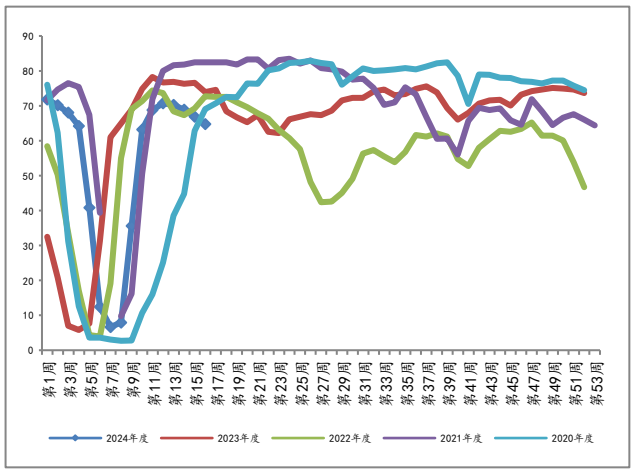
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 23：热卷期现价差



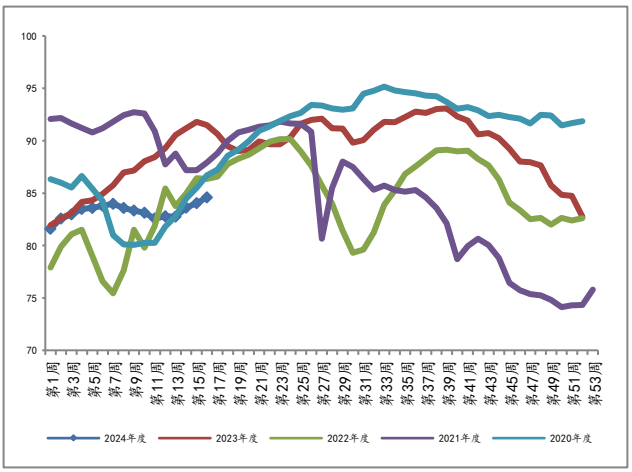
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 24：85 家独立电弧炉钢厂：开工率：中国（周）



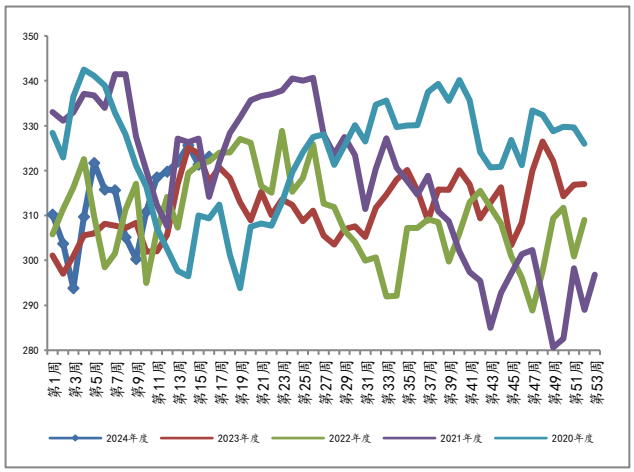
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 25：247 家钢铁企业：高炉产能利用率：中国（周）



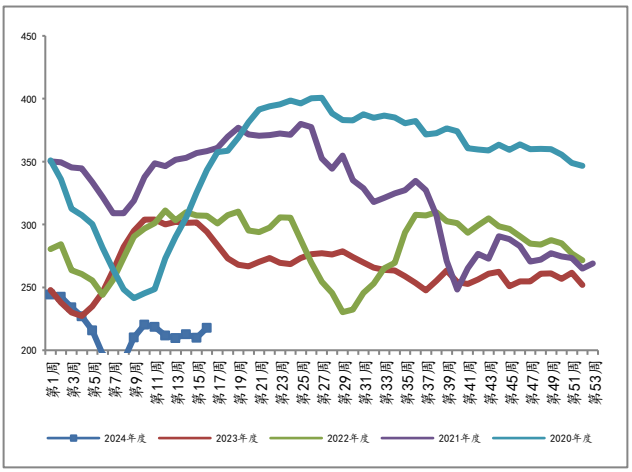
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 26：螺纹钢：建筑钢材钢铁企业：实际产量（周）



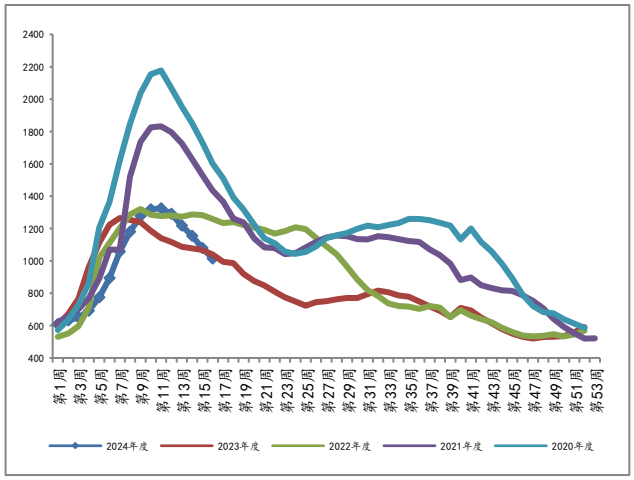
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 27：热轧板卷：钢铁企业：实际产量：（周）



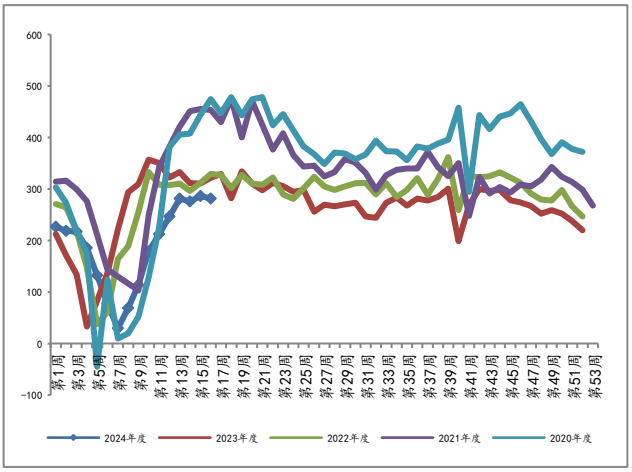
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

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”利空

先是特朗普遇刺未遂，后是拜登宣布退选，对原油等大宗商品、乃至大类资产而言，特朗普胜选的预期正在被计价，这一现象就是所谓的“特朗普交易”。

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。

能源行业相关方面，以特朗普为代表的共和党将对原油等传统能源加以支持，对新能源发展进行打压，美国本土页岩油供应的增加也会打压油价预期。因此如果特朗普最终上台，对国际原油价格的影响整体偏利空。

2 政策绿灯双向奔赴

7 月共和党颁布新版施政纲领，其中关于能源行业的主张表述从“支持一切无需补贴的可交易能源发展”改为：全面提高能源产量，简化许可程序，终止对石油、天然气和煤炭市场扭曲的限制，使美国实现能源独立，反对民主党绿政，取消电动汽车补贴。该政策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。

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？得益于高油价和技术进步，近三年来美国页岩油行业显著复苏，体现为美国原油产量的持稳回升，但在 1300 万桶/日的量级上便止步不前。由此可见，页岩油商若想要突破当前瓶颈，需要得到美国政府的政策支持，这与特朗普团队形成了双向奔赴。

3 巴以俄乌地缘演变

数月以来，地缘政治对原油市场的影响力已经大不如前，而特朗普的外交政策可能会对此带来新的影响。和民主党拜登当局最大的区别是，特朗普上台后可能会结束俄乌战争，但全力支持以色列。

回顾俄乌战争已经持续近两年半，今年以来乌克兰开始使用无人机，频繁袭击俄罗斯境内的炼厂、输油管道、油库、港口码头等原油基础设施，导致俄罗斯原油炼化和出口受到较大干扰，一定程度上助推国际油价。另一方面，自 2023 年 10 月巴以冲突爆发至今，相关各方发动大小数百次袭击，虽然未对中东原油供应造成直接影响，但地缘外溢引发的红海航运危机，船只绕道造成距离和燃油消耗增加，也在情绪上利多油价。

如果特朗普外交改弦更张，失去以美国为首的北约支援，乌克兰大概率将以割地求和收场，但不同于拜登当局对以色列行径的顾忌，特朗普可能会引发中东局势全面升级的担忧，地缘政治的持续时间和外溢范围，以及对全球原油供需的影响或再度加深。

4 旺季兑现不及预期

抛开特朗普回到基本面，在 5 月原油市场表现低迷时，我们坚持认为供需将会得到改善；但现在时值传统旺季窗口期，我们反而不对油价天花板抱有过多幻想。

按照以往经验，三季度通常是一年中全球原油现货市场最为紧张的时期。美国夏季出行刺激汽油等燃料需求，叠加 OPEC+保持最大自愿减产规模，使得 6-9 月期间商业原油库存估计将以约 80 万桶/日的速度去库，这种供不应求的局面或将延续到 10 月前后。

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，这点从裂解价差偏低能够得到一定验证。美国炼厂开工率一般在 7-8 月达到 95%以上的年中峰值，此后随着气温逐渐下降，原油加工量回到常态。从 OPEC+的产量政策来看，该组织大概率在四季度渐进式退出 220 万桶/日的自愿减产，非 OPEC+产油国供应也将持续增长。

综上，今年投资者对原油行情产生旺季不旺的质疑，而旺季过后均衡状态预计将边际转向宽松，到明年一季度或许会出现过剩的情形。

5 去库周期仍有支撑

在录得持续大幅下跌后，美国商业库存季节性去化，以及加拿大野火引发供应风险，或使得原油走势短期止跌企稳。

美国能源信息署（EIA）数据显示，截至 7 月 19 日当周，美国除却战略储备的商业原油库存减少 374.1 万桶，为今年 2 月以来最低，库欣交割地原油库存减少 170.8 万桶；汽油库存减少 557.2 万桶，录得 3 月以来最大降幅，馏分油库存减少 275.3 万桶。此前市场过度交易未来悲观预期，原油已接近超卖状态，但在三季度消费旺季背景下，燃料需求的稳定表现推动去库存趋势，期间很难真正出现过剩问题。

此外，加拿大产区发生野火对供应造成威胁，迫使一些生产商削减产量，短期为油价提供了一定支撑。然而，三到六个月的中长期来看，全球经济和需求的复苏路径依然不明朗，美国和非美经济体的不平衡令前景更加渺茫，市场对油价长期趋势的担忧不无道理。

6 区间震荡前高后底

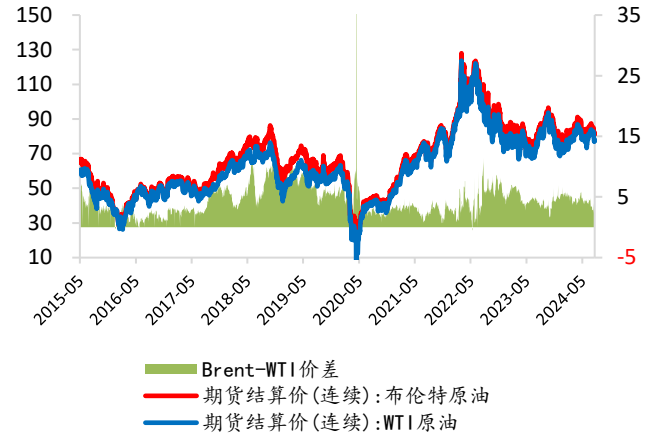
此前原油市场的强势表现已经消化了部分利多预期，而现在投资者对能源需求产生了旺季不旺的质疑，因此，主流机构预测的三季度原油供需缺口能否兑现，这将是接下来交易的核心变量。

我们认为，尽管油价出现大幅回落，但仍处于传统旺季的时间窗口，而且去库周期远未结束，估值回调后将获得支撑，预计中短期维持在当前区间附近波动，到明年一季度大概率前高后低。鉴于国际原油估值水平仍然较高，未来 3-6 个月或存在一定的下跌空间。

除此之外，原油市场不确定性因素还包括中东地缘政治、美国总统大选、美联储降息路径以及飓风季等，未来仍将面临诸多变数和扰动，整体上令交易者压低了对盘面上涨空间的预期。

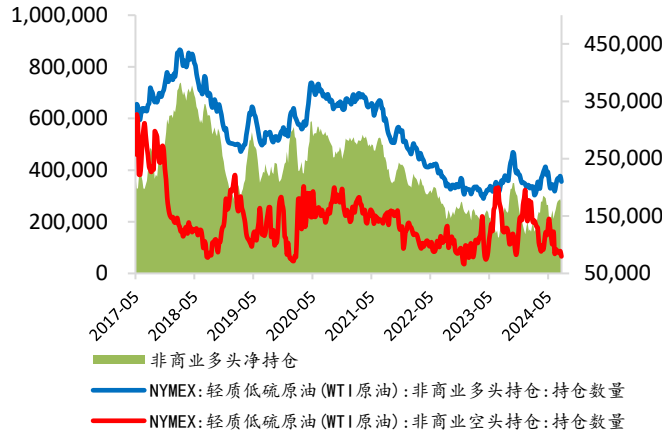
7 原油期现数据

图表 30：国际原油期货价格



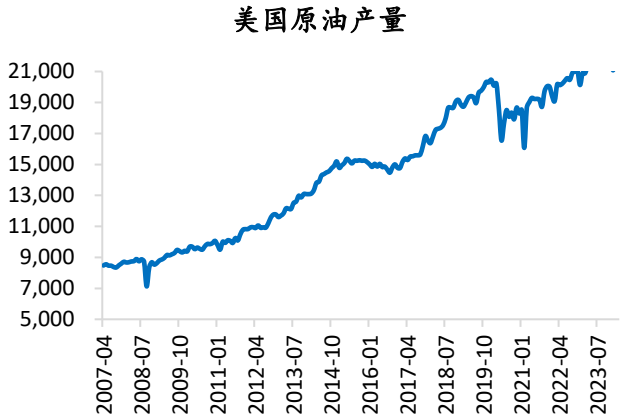
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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



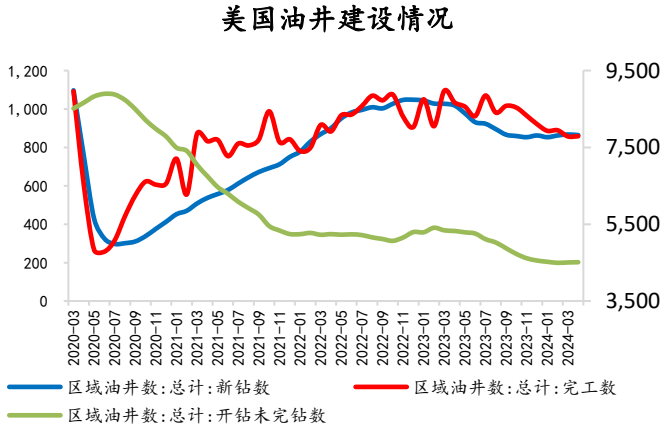
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 33：沙特原油产量



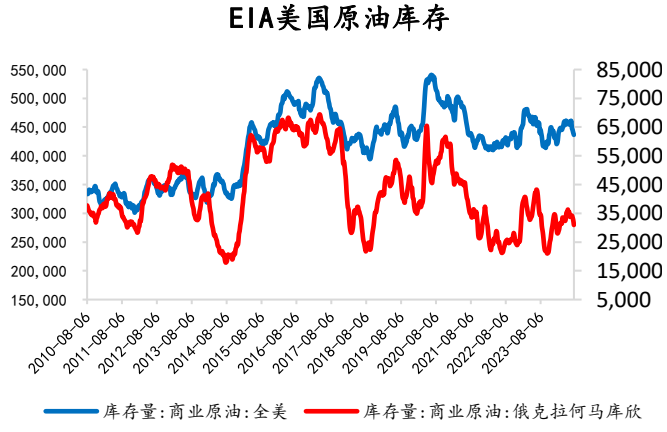
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 34：美国油井建设情况



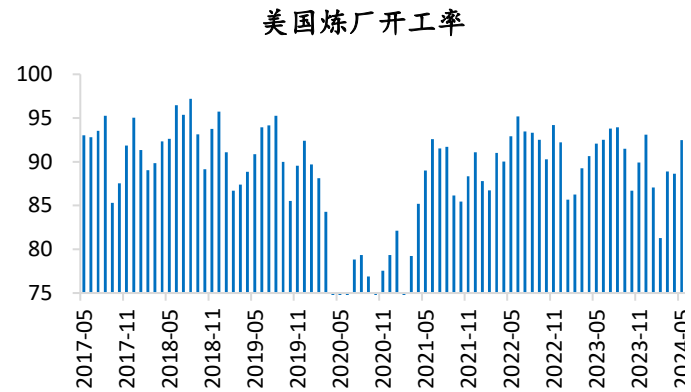
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 35：EIA 原油库存



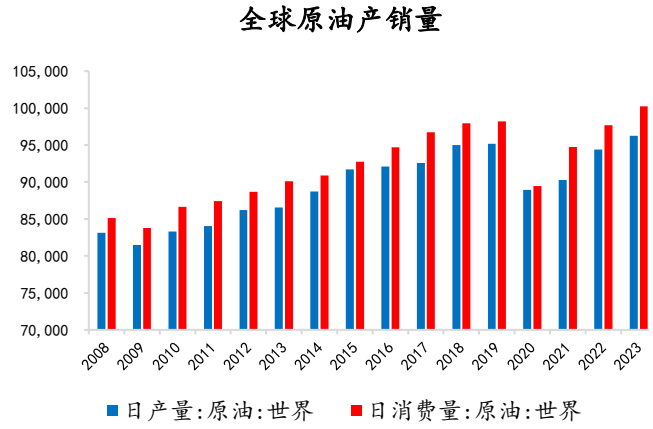
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 利空因素得到消化

中短期来看，在供强需弱的季节性趋势下，过剩的预期令沪胶承压下行，但利空已经很大程度上反映在胶价下跌中。

海内外主产区进入雨季后降雨偏多，天气扰动促使原料收购价格止跌企稳，未来陆续有船期到港，使现货紧张局面得到缓解，而中国天然橡胶社会库存和青岛地区总库存均延续去化态势，上中游仍对胶价底部构成支撑。轮胎企业开工率环比小幅下滑，全钢胎成品库存高位累积，终端汽车市场产销量呈淡季特征，尤其是重卡销量下降明显，下游需求仅出口表现尚可。

综上，在供应递增和需求平淡的阶段，实盘成交不佳拖累天然橡胶行情，如果后期累库拐点出现，则会令基本面进一步劣化。但中长期来看，今年天然橡胶或处于产业周期转向的重要节点，胶价重心大概率同比抬升，关注天气、收储、去库和降息等不确定因素。

2 原料释放仍有扰动

近期，由于产区原料价格仍维持高位，以及国内港口库存延续去化，天然橡胶期货盘面受到支撑，走势有止跌企稳迹象。

全球天然橡胶主产区处于季节性增产阶段，泰国等地原料价格重心整体下移，不过随着上游加工厂利润修复，对原料的刚需令收购价格跌势放缓。从天气和物候条件来看，云南、泰国南部等地区降雨量整体环比增加，对胶水收集作业造成干扰，按照经验在雨季结束前很难进一步放量。未来台风等极端天气或使得割胶节奏不畅，同时国内现货库存去化超预期，对橡胶市场信心有所提振。

因此，尽管天然橡胶正处于年中传统弱势阶段，但供应过剩矛盾并不突出，底部重心料将高于往年同期，深度回调后不宜看空，逢低位布局远月多单。

3 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。

4 下游需求疲弱承压

随着天然橡胶价格走弱，抱着买涨不买跌的心态，现货市场观望情绪浓厚。由于成本利润不佳，橡胶制品企业对原料逢低采买为主，需求偏弱令胶价进一步承压。

截至 7 月中下旬，山东地区橡胶轮胎企业全钢胎开工负荷为 52.89%，较去年同期下滑 9.25%；国内橡胶轮胎企业半钢胎开工负荷为 78.74%，较去年同期上升 6.84%。6 月中国橡胶轮胎外胎产量为 9340 万条，同比增加 8.8%；上半年橡胶轮胎外胎产量较去年同期增长 10.5%至 5.2592 亿条。内需疲软导致全钢胎成品库存高位累积，压制开工率难以提升，多数全钢胎企业维持限产，而终端需求难有企稳回暖迹象。不过轮胎出口市场表现差强人意，上半年中国橡胶轮胎出口量 451 万吨，同比增长 5.3%，使半钢胎企业得以维持高开工率。

下游对橡胶市场主要起刚需支撑作用，询盘对高价货源较为抵触，短期胶价或维持在当前区间震荡企稳。

5 累库拐点等待确认

值得注意的是，近期国内天然橡胶库存整体出现环比回升，但累库趋势现在还难以确认。截至 7 月下旬，中国天然橡胶全口径社会库存总计 120.99 万吨，较上期仅微幅增加 0.09 万吨，但罕见地打破了持续去库的惯性。具体来看：国内深色胶社会库存 72.4 万吨，较上期增加 0.43%，其中青岛地区库存-0.38%，云南地区+3.52%，越南 10#-14%，NR+1.9%；国内浅色胶社会库存 48.5 万吨，较上期下降 0.4%，其中全乳老胶-1.7%，越南 3L-3.6%，RU+1.1%。

本轮超长期去库趋势暂停或放缓的原因，主要是上游供应增量叠加下游需求平淡。海内外天然橡胶原料产出季节性递增，虽有降雨天气扰动，但原料收购价格呈抵抗性下跌，云南当地累库速度较快，下半年国内船期到港量预计增加。另一方面，轮胎企业以销定产调整开工，对原料橡胶囤货意愿不强，按刚需缺货补齐为主。

6 把握规律择机布局

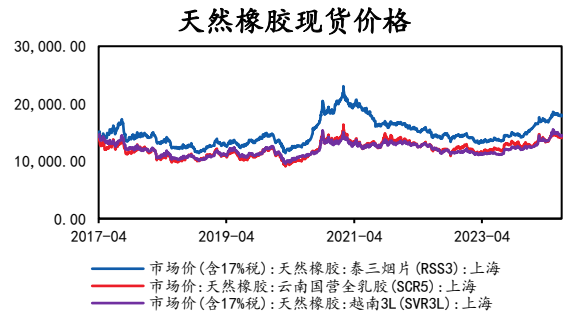
我们认为，沪胶若要出现主要趋势的持续性上涨行情，必须要有坚实的基本面配合，符合供需关系、季节特征和产业习惯的指引。

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。

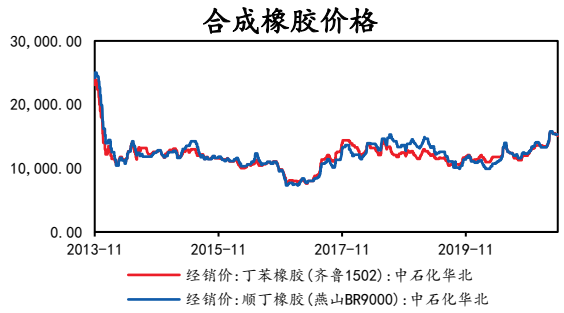
7 橡胶期现数据

图表：天然橡胶现货价格



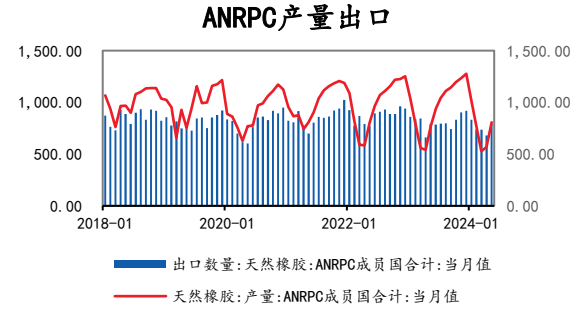
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 38：合成橡胶价格



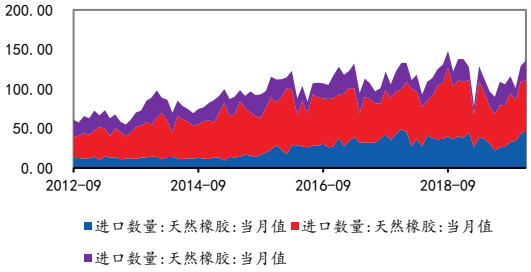
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 39：ANRPC 产量出口



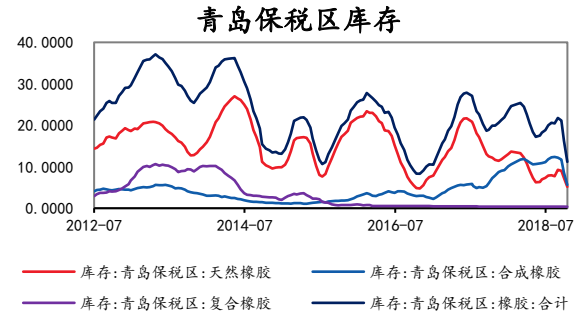
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 40：橡胶进口量



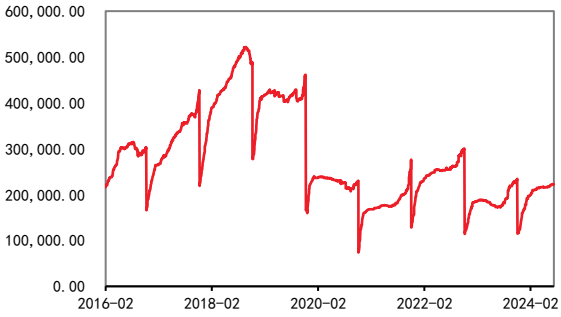
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 41：青岛保税区库存



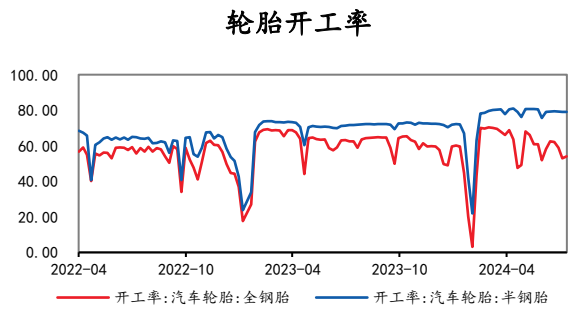
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 42：上期所注册仓单



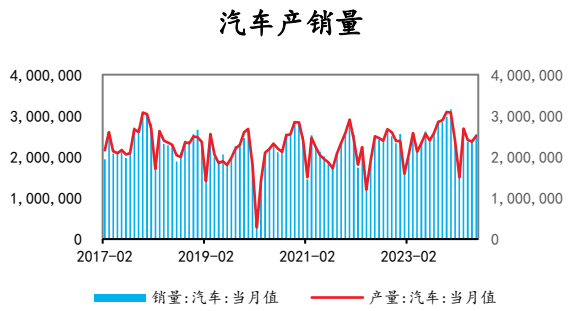
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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：美豆止跌回升，国内豆类市场震荡跟涨

1 外部豆类市场分析

美豆优良率稳定，生长关键期天气备受关注

美国农业部本周公布的作物生长报告显示，截至 7 月 21 日当周，美豆优良率为 68%，与市场预期一致，上年同期为 54%；当周美豆开花率为 65%，结荚率为 29%，五年均值分别为 60%和 24%。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。根据商品气象集团的数据，8 月份美国中西部天气将变得炎热干燥，可能导致作物单产前景恶化。未来 6-10 日美豆主产州气温高于正常水平，降水分布不均。8 月是美豆产量形成最为关键阶段，市场能否就此开启一轮炒作行情仍需持续观察。

美豆周度出口好于预期，对华出口大幅下降

美国农业部公布的周度出口销售报告显示，截至 7 月 18 日当周，美国大豆出口销售合计净增 91.83 万吨，处于市场预估区间的高端。当周美国豆粕出口销售合计净增 77.90 万吨。本周四民间出口商还向美国农业部报告向未知目的地出口销售 26.4 万吨大豆。统计数据显示，截至 7 月 18 日当周，美国 2023/2024 年度累计出口大豆 4200.97 万吨，较去年同期减少 809.66 万吨，减幅为 16.16%；美国农业部在 7 月供需报告中预计 2023/2024 美豆年度出口 4626.6 万吨，目前完成进度为 90%。中国一直是美豆出口的最大市场，美豆对华出口下降是导致美豆整体出口低迷的主要原因。根据美国农业部的统计，截至 7 月 18 日当周，本年度美国累计对中国出口大豆 2390.24 万吨，较上年度同期的 3111.6 万吨减少 721.36 万吨，降幅为 23.18%。在 2024 年美豆保持丰产预期和美国国内政治前景充满不确定性之际，美豆对华出口并不乐观，不断攀升的库存压力也是导致美豆价格重心回落的原因之一。

马来西亚棕榈油产量与出口双增，月底库存变化尚不明朗

船运调查机构 ITS 和 AmSpec Agri 发布的数据显示，马来西亚 7 月 1-25 日棕榈油出口环比增幅分别为 31.4%和 31.6%。南部半岛棕榈油压榨商协会（SPPOMA）发布的数据显示，7 月 1-20 日马来西亚棕榈油产量环比增加 17.83%；马来西亚棕榈油协会（MPOA）发布的同期产量环比增幅为 14.95%。马来西亚棕榈油供需双增，市场静观月底库存变化。

2 国内豆类市场分析

国内进口大豆供给宽松，豆粕库存接近历史高位

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%。从巴西官方发布的出口数据看，中国 7 月进口大豆到港量有望升至 1200-1300 万吨。国内进口大豆供给充足，夏季大豆不宜长时间储存，油厂降低开工率难度较大，而市场转弱后，需方采购积极性下降，豆粕库存高企状态仍在持续。据中国粮油商务网监测显示，截至上周末，国内豆粕库存量为 130.5 万吨，接近四年同期最高水平，周度增加 7.8 万吨。目前的豆粕价格回升很难绕过高库存这道阻力。

国内油脂库存继续升高，下游需求维持稳定

中国粮油商务网监测数据显示，截至上周末，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 217.3 万吨，周度增加 1.92 万吨，其中豆油和菜油库存的回升抵消了棕榈油库存的回落。目前豆油性价比较高，需求好于其他油脂。目前进口大豆到港量充足，夏季大豆保存周期短，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

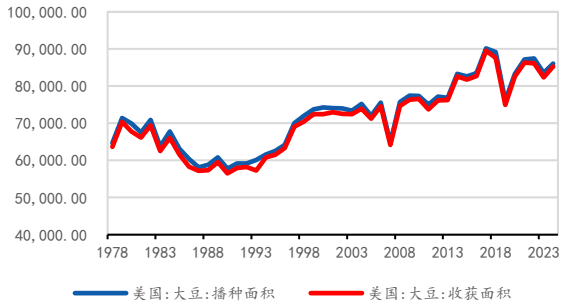
升。

3 油脂油料市场展望

8 月份是美豆产量形成最为关键的时段，天气因素仍不容小觑，尤其是在美豆累积跌幅较大、投机资金在美豆期货和期权上的净空头寸达到历史高位后，任何利多预期都可能引发空头回补，打乱市场运行节奏。美国农业部最新干旱报告显示，截至 7 月 23 日当周，约 4%的美国大豆种植区域受到干旱影响，而此前一周为 5%，去年同期为 53%。近期升温后可能使受旱范围扩大，但造成美豆减产的概率不大。国内豆粕市场抛压减弱，期现共振，跟随美豆进入行情修复阶段。由于国内豆粕库存过高，供需矛盾短期难化解，市场缺少内在上涨动力，一旦美豆天气炒作无法兑现而重回供应主导的弱势行情，国内豆粕市场也将再度承压回落。国内油脂市场目前缺少方向性指引，跟随外盘和市场情绪变化呈现宽幅震荡状态。豆一期货市场本周探底回升，跟随相关品种对此前连跌行情展开修正。目前包括中储粮和黑龙江地储在内的多家企业组织大豆拍卖，市场供给增加，豆一期货市场缺少内在上涨动力，技术反弹行情的持续性可能受限。

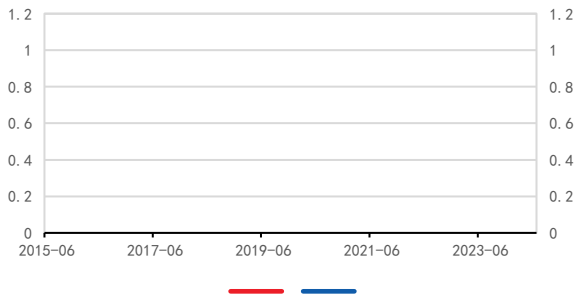
4 油脂油料市场主要数据

图表 45：美国大豆种植收获面积



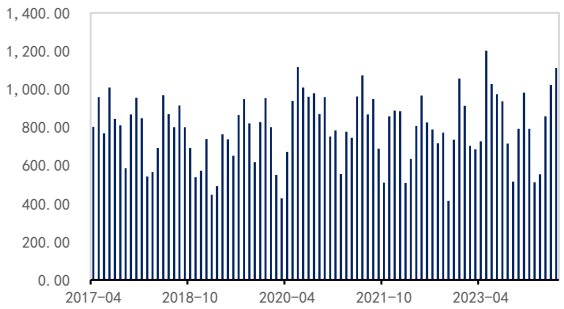
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 46：国内生猪存栏量



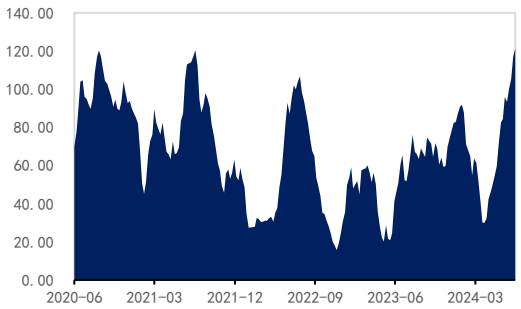
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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