中金财富期货策略周报（2024 年第 27 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：7 月高频数据指向经济继续放缓。消费端，地产新政效果褪去，新房销售增速由升转降，二手房则量升价跌，乘用车零售销量增速降幅收窄，商品消费整体未见起色，服务消费环比季节性回升，但弱于往年。7 月经济未见起色，稳增长诉求提升。但是考虑到工业品已经跌至低位，注意追空的风险。

股指期货：国内政策稳增长的力度进一步提升，人民币升值， 7 月国内制造业 PMI 连续第 3 个月低于荣枯线，二季度实际 GDP 增速也略低于市场预期，可以预期为了完成全年目标，政策将更加积极，利于市场风险偏好修复。整体看指数维持震荡的概率较大，策略上建议关注调整后的买入机会。

铜：遇袭事件后特朗普当选概率走高，特朗普政策主张导致通胀预期抬升。市场风险降低走弱导致价格继续承压。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。下半年精铜产量增速大幅回落甚至可能实质性减产，上半年需求零增长，但随着推迟的需求释放和刺激政策带来新需求，下半年需求有所回升，现货压力边际逐步减轻。需求各个板块均有相关刺激政策，但落地效果暂不明显，叠加海内外经济形势不明朗，对铜需求仍然存压，后续需要关注国内消费支持政策的落地，预计后市铜价以震荡趋势为主。

锌：下半年锌精矿的总量问题有望出现一些边际改善。主要寄希望于几个新投产和复产的矿山。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。基本面对锌价虽有支撑但无提振动力，在宏观情绪改善前，预计锌价维持弱势运行。

钢材：上周中央政治局经济落地，会议对下半年的经济部署有部分超预期的地方，包括保 5%GDP 目标，要实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加快专项债的发行和用好特别国债，包括积极支持收存量房做保障房等。本次会议给悲观的市场注入了信心，钢价也随之止跌。尽管情绪有所修复，但钢市的供需矛盾并未减缓，我们预计弱基本面与强政策预期的博弈还会继续，但超跌之下，无需过于悲观。

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：进入 8 月份，美豆正处全年产量形成最为关键时段。从最新的美国干旱监测报告和天气预报看，美豆产区土壤条件利于作物生长，未来 7-10 日美国中西部地区有分散性降雨，气温维持正常水平。美豆市场缺少减产天气威胁，丰产压力下农户对豆价上涨预期不高，正在积极销售陈豆为秋季到来的收成腾出更多仓库。国内豆粕市场在成本和预期双重驱动下，卖压再度升温，跟随美豆重回弱势调整状态。当前国内豆粕库存偏高，供需矛盾突出，市场缺少主动反弹动力，有望继续与美豆一道保持震荡寻底节奏。国内油脂市场走势分化，加拿大天气炒作降温，国内菜籽和菜油进口前景转好，菜油期货表现偏弱。豆油期货因美豆增产而震荡回落至 7 月中旬低点，棕榈油期货受成本端支撑表现较为抗跌。当前外部金融市场震荡剧烈，国内外油脂市场多空因素交织，油脂市场走出单边行情仍有难度，可继续保持区间震荡思路适量参与。豆一期货市场本周止跌回升，东北产区洪涝灾情引发减产担忧，并缓解了进口大豆成本回落的弱势影响，为豆一期货市场带来阶段性独立行情。

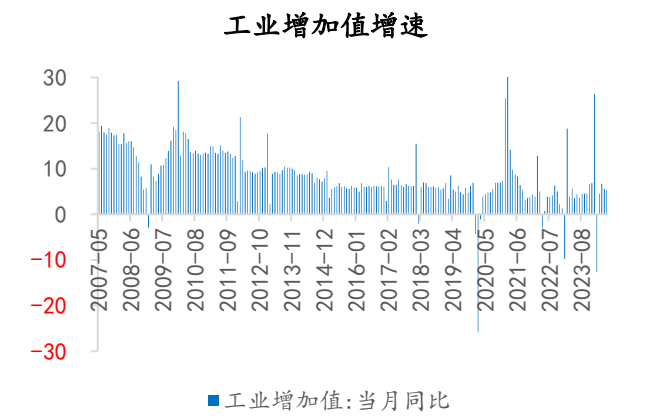
目录

周度策略：经济增速可能继续放缓 ..... - 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 经济复苏节奏阶段性放缓 ..... - 7 -
3 政府债开始上量 ..... - 7 -
4 宏观策略 ..... - 8 -
5 股指期货市场分析 ..... - 8 -
铜 ..... - 10 -
1 影响因素 ..... - 10 -
2 结论 ..... - 11 -
3 铜期货现货数据 ..... - 11 -
锌 ..... - 13 -
1 锌：影响因素 ..... - 13 -
2 总结 ..... - 13 -
3 锌期货现货数据 ..... - 14 -
钢材 ..... - 15 -
1 年中政治局会议带动预期好转 ..... - 15 -
2 螺纹钢新旧标切换 ..... - 15 -
3 铁水继续下降 库存小幅去化 ..... - 16 -
4 小结 ..... - 16 -
5 钢材期货现货数据 ..... - 16 -
原油 ..... - 19 -
1 市场预期转向悲观 ..... - 19 -
2 机构唱衰需求前景 ..... - 19 -
3 关注减产退出机制 ..... - 19 -
4 旺季去库支撑仍存 ..... - 20 -
5 地缘政治基本脱敏 ..... - 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 利空消化筑底企稳 ..... - 23 -
2 供应下降预期犹存 ..... - 23 -
3 累库拐点等待确认 ..... - 23 -
4 下游疲弱拖累胶价 ..... - 24 -
5 消费淡季缺乏提振 ..... - 24 -
6 把握规律择机布局 ..... - 24 -
7 橡胶期现数据 ..... - 25 -

油脂油料：美豆重回跌势，国内豆类市场弱势震荡 ..... - 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 -

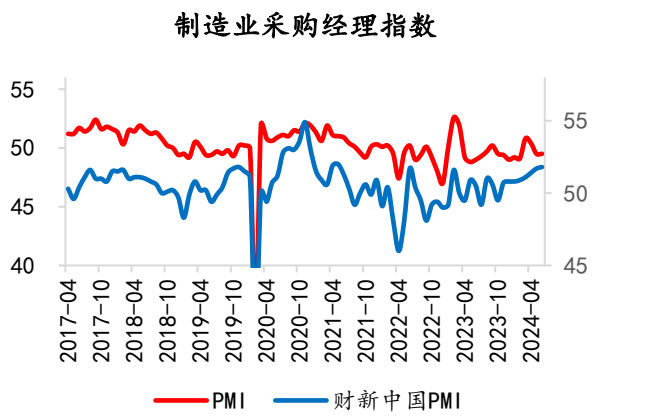
重要经济指标概况

图表 1：国内工业增加值增速



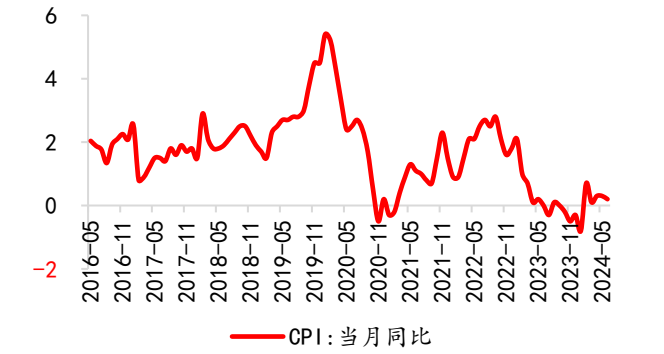
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 2：中国制造业采购经理指数



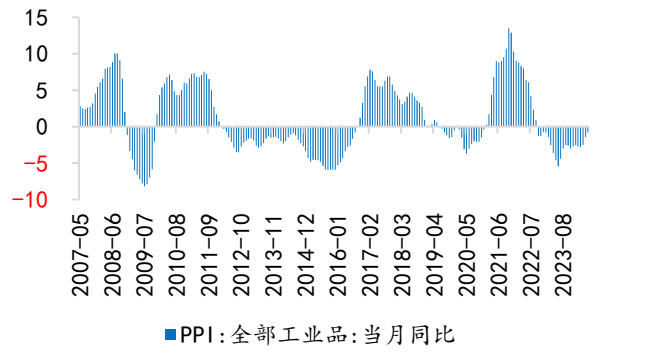
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 3：中国居民消费价格指数



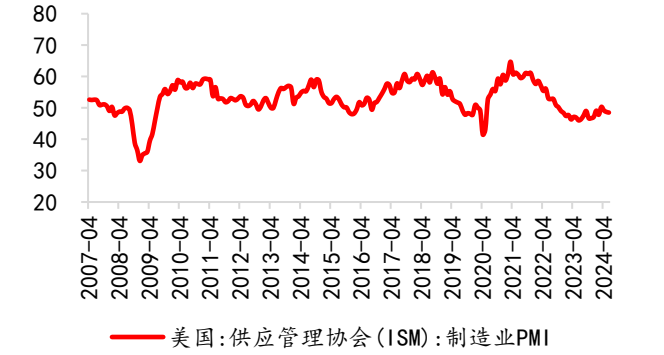
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 4：中国工业生产者出厂价格指数



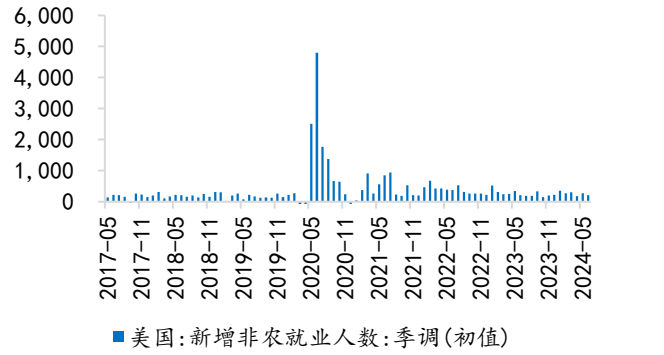
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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：经济增速可能继续放缓

从 7 月的高频数据看，受需求偏弱和极端天气频发的双重影响，沥青开工率、高炉开工率、铁水产量、水泥磨机开工率等生产端指标普遍走弱；房地产销售形势再度走弱，30 城销售数据连续 3 周维持在 170 万平方米附近，同比降幅持续扩大；城市二手房挂牌指数量价齐跌，二手房交易再度趋冷；价格高频指标持续低位运行，这意味着 PPI 同比增速的修复主要源于翘尾因素而非新涨价因素，由此推动的价格水平和企业盈利的改善或并不具备持续性。

出口“预警”

出口，是上半年的基本盘之一，但是从高频数据看，数据有走弱的迹象。

7 月以来，港口货物吞吐量、集装箱吞吐量显著减少，剔除内贸影响后构建外贸货运量指数，7 月也大幅下滑。7 月最后一周，监测港口货物吞吐量较前周回落 8.7%。剔除内贸货运量后，外贸货运量与海关监管出口货运量走势较为一致。7 月港口外贸货物吞吐量同比较 6 月也大幅下滑 8.7 个百分点至-1.5%，此外 7 月末周集装箱吞吐量也环比回落 11.8%。

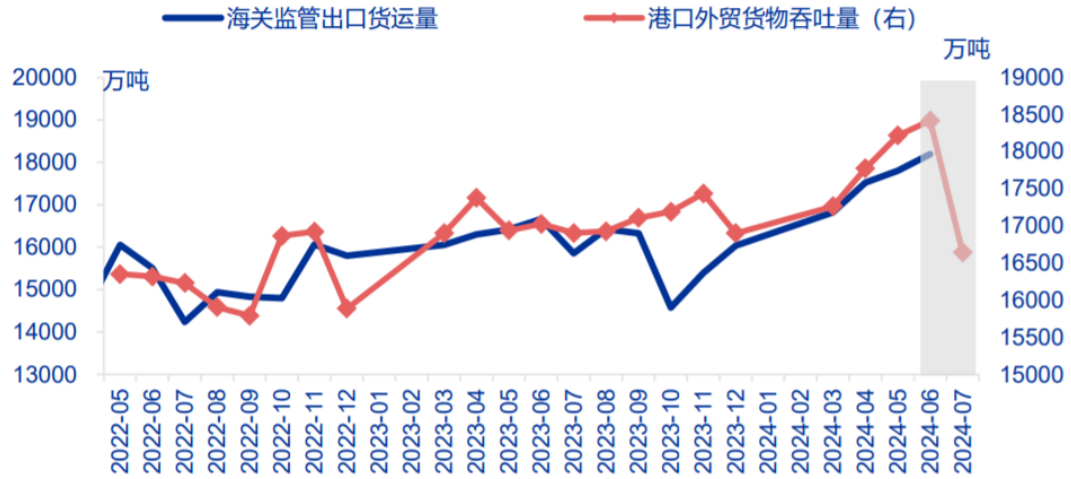
价格层面亦有佐证，CCFI 综合指数触顶，其中受红海影响相对较小、与基本面更相关的美西与南美航线运价明显回落。8 月首周，CCFI 综合指数自 5 月来首次出现回落，较前周下滑 2.2%。细分航线中，更多受基本面因素影响的美西、南美航线运价 7 月以来已有下行态势，8 月首周两大航线运价指数分别较 7 月最高点回落 7.5%、10.8%。

红海危机对航运市场的外溢影响也在减弱，虽然欧洲航线运价仍在上涨，但地中海、非洲航线运价则出现 5 月以来首次回落。红海局势对欧地航线影响仍持续，8 月首周欧洲航线运价指数上涨，但地中海航线运价指数环比下滑，与此同时，被红海事件辐射影响的非洲港口，近期拥堵情况明显缓解，港口集装箱班轮准班率大幅回升，运价也有回落。

库存方面，美国库销比接近历史中枢、且消费品更高，美国补库或近尾声，对我国出口的支撑或有减弱。美国库销比升至历史中枢附近（47%分位数），结构上对中国依赖度更高的消费品，库销比分位数（53%）更高。而目前发达国家供需缺口已弥合，在补库动能弱化背景下，发达国家进口难再“补缺口”式单边回升，对我国出口的支撑将减弱。

外需指标方面，全球 PMI 降至收缩区间，或指向年初以来全球制造业“繁荣”已临近谢幕，相应拖累出口。全球制造业连续 6 个月站上荣枯线后，7 月大幅回落 1.1 个百分点降至 49.7%的收缩区间，美国 PMI 也明显回落。最新公布的 7 月美国非农数据也明显不及市场预期，失业率上升至 4.3%，创近三年新高。

图表 1：港口货物运量明显回落



资料来源：wind 资讯，中金财富期货

美联储降息幅度预期上行到 70BP

美国劳动力市场降温迹象明显，市场对美联储降息预期继续升温。

7 月新增非农就业 11.4 万人，较 6 月份初值（20.6 万）大幅下降，且低于市场预期的 17.5 万。5-6 月累计下修 2.9 万。趋势上看，近 3 个月平均新增就业 16.97 万人，较 4-6 月季调后数据略有回升，但相较于前 Q1 数据已明显回落，就业市场降温迹象较为明显。结构上看，私人部门、政府部门新增就业均有较大幅度减少，其中服务业新增就业占比约 63.3%。

美联储公布 7 月议息会议结果，维持联邦基金利率 5.25%-5.5%不变，符合市场预期。会上对于去通胀的表述较之前更乐观，也更加关注经济就业压力。鲍威尔讲话总体偏鸽，释放最早或 9 月降息的信号：通胀的上行风险已减弱；而在经济（就业）方面或存在一些疲软迹象，但整体情况也并不糟糕。失业率保持在低位，劳动力市场更加平衡，但下行风险真实存在。市场降息预期由会前的年内累计降息 68BP 上行至 72BP。短期看，美国经济整体仍然处于边际放缓趋势，宽松交易有望延续，美股美债总体受益于流动性宽松驱动；而全球权益市场在降息预期、美元走弱背景下，有较好的配置机会。

美国经济是否有较大的衰退风险？我们认为这一风险有所夸大。在使用经验指标时需要注意不同时期的经济结构差异，当前失业率上行或主要由供给端波动导致，这一点与之前有很大不同。且 7 月该指标虽录得 0.53%，超过 0.5%的经济衰退警戒线，但美国 7 月失业率存在一定的瑕疵，若后续失业率出现波动，则该指标则面临一定的修正可能。

当然，虽然仅凭单个指标不足以判断美国经济将进入衰退，但美国劳动力市场确实在持续走软，我们认为美联储 9 月大概率将进行首次降息。降息的节奏方面，我们认为可能不如市场所预期的那样较大幅的连续降息。一则结合美联储主席鲍威尔的发言来看，其降息决策参考的是总体数据，趋势比单月数据更重要；二则若美联储开启较大幅的连续降息，在当下的数据依赖决策模式下，可能会对市场预期造成较为明显的扰动，反而减弱货币政策的效果。

我们认为美联储或将在 9 月降息 25bp，且后续降息节奏不确定性较大，有可能是季度降息

避免追空操作

7 月高频数据指向经济继续放缓。消费端，地产新政效果褪去，新房销售增速由升转降，二手房则量升价跌，乘用车零售销量增速降幅收窄，商品消费整体未见起色，服务消费环比季节性回升，但弱于往年。7 月经济未见起色，稳增长诉求提升。但是考虑到工业品已经跌至低位，注意追空的风险。

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 31 日	中共中央政治局召开会议	分析研究当前经济形势和经济工作，审议《整治形式主义为基层减负若干规定》	稳增长政策力度提升
	8 月 1 日	美联储继续按兵不动，为 9 月降息铺路	鲍威尔：预期更加接近降息是合理的，9 月可能讨论降息	美联储重大转变，两年来首次更平等对待就业和通胀目标，为 9 月降息扫清道路。
数据	7 月 31 日	6 月规模以上工业企业利润同比增长加快至 3.6%	上半年有色冶炼利润同比增 78.2%，汽车增 10.7%。	企业利润增速有所好转
	8 月 2 日	7 月官方制造业 PMI 回落至 49.4	国内需求不足问题仍然突出，分项数据显示当前经济处于被动去库的磨底阶段。	稳需求亟需政策加码
事件	8 月 2 日	哈马斯领导人哈尼亚遭暗杀身亡	黄金、油价拉升，但是幅度有限	中东地缘问题依然矛盾重重

资料来源：中金财富期货研究所

2 经济复苏节奏阶段性放缓

从 7 月的高频数据看，受需求偏弱和极端天气频发的双重影响，沥青开工率、高炉开工率、铁水产量、水泥磨机开工率等生产端指标普遍走弱；房地产销售形势再度走弱，30 城销售数据连续 3 周维持在 170 万平方米附近，同比降幅持续扩大；城市二手房挂牌指数量价齐跌，二手房交易再度趋冷；价格高频指标持续低位运行，这意味着 PPI 同比增速的修复主要源于翘尾因素而非新涨价因素，由此推动的价格水平和企业盈利的改善或并不具备持续性。值得一提的是，亮点在主要于居民出行热情仍高，线下服务消费表现仍相对强劲。

预计 7 月工业增加值当月同比 4.9%；社会消费品零售总额当月同比 2%。7 月固定资产投资累计同比 3.7%，其中制造业投资同比 9.6%，全口径基建投资同比 7%，房地产开发投资同比-10.2%。7 月份出口同比增速为 10%，进口同比增速为 4.5%。7 月 CPI 同比 0.3%，PPI 同比-0.5%。7 月一般公共预算收入累计同比-2.2%，一般公共预算支出累计同比-2.5%。

3 政府债开始上量

宽松跨月，资金利率中枢下移

跨月资金舒适，随着逆回购利率从 1.8%下调至 1.7%，跨月后资金利率中枢也随之下移，预计短期内 DR007 在 1.7%附近窄幅波动。央行逆回购也回归“地量”操作，每日投放量从跨月前的 2000-3000 亿元大幅下滑至 100 亿+、10 亿+。

往后看，资金面核心风险点还在政府债发行上量。近期政府债发行的两个边际变化：一是国债加速“赶进度”。主要期限附息国债单只规模增加至 1230 亿元（较 7 月+300 亿元），6 个月贴现国债规模增加至 650 亿元（较 7 月+200 亿元）；二是地方新增专项债也在加速。下周（8 月 3-9 日）新增专项债计划发行 1425 亿元，5-7 月单周均值分别为 900 亿元+、1100 亿元+和 400 亿元+。预计 8 月政府债净发行约 1.6-1.8 万亿元，达到全年最高，环比增长约 1-1.2 万亿元，同比增长约 4000-6000 亿元。

在政府债大幅放量背景之下，降准的必要性或有所提升。当前银行体系（尤其是大行）仍然相对缺钱，且未来 8-12 月 MLF 到期量较大，仅靠续作 MLF 或难较好补充中长期资金缺口。此外，今年以来存单发行进度较快，年内大行剩余约 1.5 万亿元额度，后续银行通过大规模发存单来补充负债这一渠道有所受限。综合来看，降准的必要性有所提高。

4 宏观策略

7 月高频数据指向经济继续放缓。消费端，地产新政效果褪去，新房销售增速由升转降，二手房则量升价跌，乘用车零售销量增速降幅收窄，商品消费整体未见起色，服务消费环比季节性回升，但弱于往年。7 月经济未见起色，稳增长诉求提升。但是考虑到工业品已经跌至低位，注意追空的风险。

5 股指期货市场分析

指数反弹后回落

上周指数震荡走弱，主要指数创调整新低。从股指期货看，沪深 300 周-0.73%，上证 50 周-0.49%，中证 500 周+1.1%，中证 1000 周+2.29%。

上周北上资金净流入 32 亿，今年累计净流入剩余 130 亿。

7 月份红利继续回撤，科创 50、创业指代表的成长风格均有绝对收益。成长和中小盘反弹也是市场在不确定性和价值红利类资产整个上半年累积收益相对较高下的“高低切”。从子策略布局上，价值潜力、低估值成长两个组合收益靠前，选股逻辑上是选择盈利质量和成长内的相对低估值个股，反映的是业绩底部反转机会。同时量价类子策略 7 月份收益比较来看，衡量股价反转的反转系列指数收益幅度也相对靠前，符合超跌反弹背景下的选股逻辑。

市场估值：股债收益差上升至 1.9%超过+2 标准差水平，估值分化系数小幅回落。市场情绪上看，市场情绪小幅回暖，但行业轮动加速超过预警水平，或预示后续市场分化。市场小盘风格占优，主题热度主要聚集在低空经济、卫星导航、CRO。市场结构上看，市场量能小幅回暖，非银金融、国防军工多头个股占比居前，食品饮料、房地产、基础化工内部或存在 α 机会。

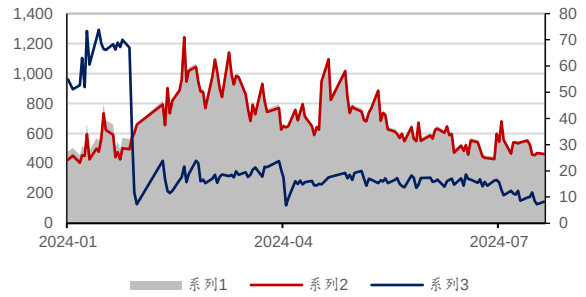
外围扰动，指数有望震荡

上周（7 月 29 日-8 月 2 日）A 股市场成交活跃度有所回升，两市日均成交回升至 7228 亿元，

较前一周增加 903 亿元，北向资金净流入 32 亿元，其中周三大幅净流入近 200 亿。市场情绪有所修复，整体市场呈现超跌反弹态势。小盘风格占优、低位板块继续超跌修复。海外市场剧烈波动，预计短期内对 A 股形成一定扰动，尤其是对科技股受冲击较大。

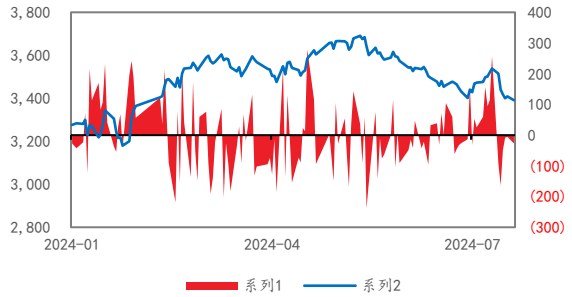
国内政策稳增长的力度进一步提升，人民币升值，7 月国内制造业 PMI 连续第 3 个月低于荣枯线，二季度实际 GDP 增速也略低于市场预期，可以预期为了完成全年目标，政策将更加积极，利于市场风险偏好修复。整体看指数维持震荡的概率较大，策略上建议关注调整后的买入机会。

图表 8：融资融券数据图



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 9：合约持仓和市场表现



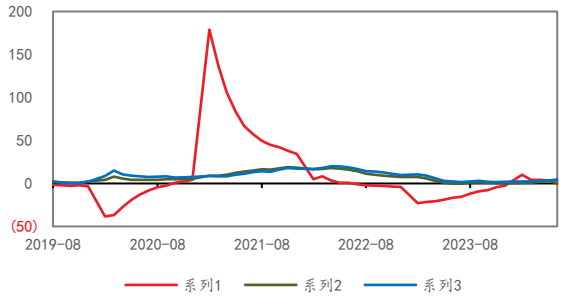
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 10：恒生 AH 溢价指数



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 11：工业企业运行情况



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

铜

1 影响因素

全球精矿供应低于预期

第一量子矿业的巴拿马 Cobre Panaa 铜矿停产或影响 37 万金属吨且被禁止运出 12.1 万吨铜精矿库存和停业期间开采铜，英美资源集团将 24 年铜生产量目标由 100 降至 73-79 万金属吨，嘉能可 24 年铜生产量目标由 104 降至 95-101 万吨，淡水河谷 24 年生产量预期 32.66 升至 32-35,5 万吨但第二大铜矿 Sossego 因环保问题被暂停运营或影响 6.68 万吨，紫金矿业在刚果(金)的 COMMUS SAS 铜钴矿因部分产品辐射超标于 4 月 17 日被关停而其 23 年铜生产量为 12.7 万吨，智利国家铜业 Codelco 预计 24 年铜生产量由 132.5 增至 132.5-139 万吨但是旗下 Radomiro Tomic 铜矿因生产事故引发工人罢工停产使全球和中国铜精矿供给预期偏紧。海外不确定性因素仍然较多，在全球主要经济体面临大选、资源民族主义升温、资本开支不足、水资源缺乏、矿石品位下降等因素的多重影响下，矿端扰动因素可能会继续增多。

国内产能维持增速

近年来全球主要矿业资源国产出国普遍面临生产事故、品位下降、产量减少、环保政策等因素挑战，导致全球资源矿山停产等因素的威胁加大。近期 CSPT 小组召开季度会议，并敲定 2024 年第三季度的铜精矿现货采购指导加工费为 30 美元/吨及 3.0 美分/磅，CSPT 未对今年第二季度的铜精矿加工费 TC/RC 设定指导价，而今年第一季度的铜精矿现货采购指导加工费为 80 美元/吨及 8.0 美分/磅。当前矿端供应偏紧局面有所缓解，预计下半年铜矿依旧偏短缺。

中国二季度冶炼厂整体减产规模大幅不及预期，主因去年签订的长协 80 美金/吨的原料采购比例仍然较高，而亏损产能则利用废铜等冷料回收投炉维持生产。1-6 月累计产量为 591.83 万吨，同比增加 35.91 万吨，增幅为 6.46%。而下半年的检修较少且受上半年检修影响产量的冶炼厂有一定的追产，不确定性更多来自于废铜及阳极板供应是否会持续充裕，如果供应受阻，矿端紧缺仍然存在传导至冶炼端的风险。

6 月精炼铜进口同比依然维持增长，在海内外铜价 均下跌的情况下，内盘相较外盘价格展现出较强韧性，预计后续出口窗口陆续关闭，出口压力提升继续施压国内铜价。

需求复苏，但低于预期

2024 年我国电网投资计划总额将超过 5000 亿元。今年 1-5 月我国电网投资累计完成总额达 1703 亿元，同比增速 21.6%，整体同比增速较快主因原材料价格的大幅上涨，并非电网工程数量的绝对增加。

铜价下跌拖累铜管价格，加之铜管目前的产销同比往年也有所收缩，下游主要面向的空调消费，内销出货在经历了前几个月的高速增长之后，在 6 月份迎来下降拐点，且降幅在 7 月份有进一步扩大趋势，叠加今年夏季南方降水增多，传统的电销促销活动实际出货量也不及产业预期，上半年增速缓慢，下半年促销和政策激励下的需求集中释放，以及房地产竣工带来的增量消费和白色家电更新换代的刚需推动，各生产环节和备货表现积极。

商品房销售同比下滑 19%，较前值提高 1.3%。6 月各地房地产优化政策基本都已落地，但新房销售同比仅增长 10%，且 7 月销售即大幅下滑，显然政策刺激作用主要体现在二手房，新房销售增长以拉动房企投资、增加地方财政收入的希望基本落空。6 月出口增速提高，基建投资增速提高是唯一的亮点。

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。

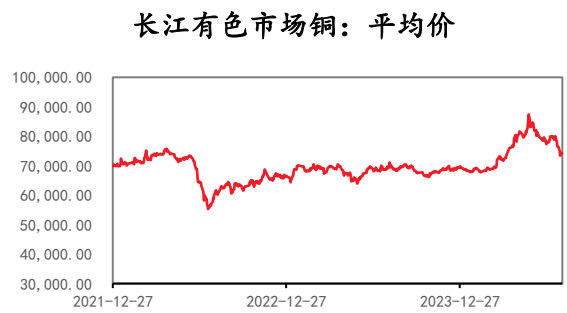
预计下半年新能源汽车将维持高增速，家电用铜将保持韧性，光伏用铜增量尚可，电网投资将维持低增速，房地产竣工用铜难有起色，风电增速持续偏低，新兴产业用铜增速放缓但增量仍然可观，而传统行业消费仍将成为主要拖累，整体下半年国内精铜消费增速将小幅下滑。

2 结论

遇袭事件后特朗普当选概率走高，特朗普政策主张导致通胀预期抬升。市场风险降低走弱导致价格继续承压。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。下半年精铜产量增速大幅回落甚至可能实质性减产，上半年需求零增长，但随着推迟的需求释放和刺激政策带来新需求，下半年需求有所回升，现货压力边际逐步减轻。需求各个板块均有相关刺激政策，但落地效果暂不明显，叠加海内外经济形势不明朗，对铜需求仍然存压，后续需要关注国内消费支持政策的落地，预计后市铜价以震荡趋势为主。

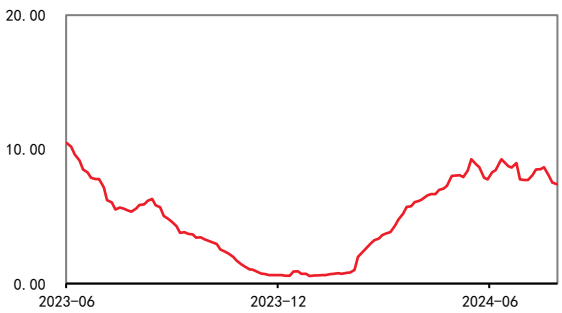
3 铜期货现货数据

图表 12：长江有色铜价



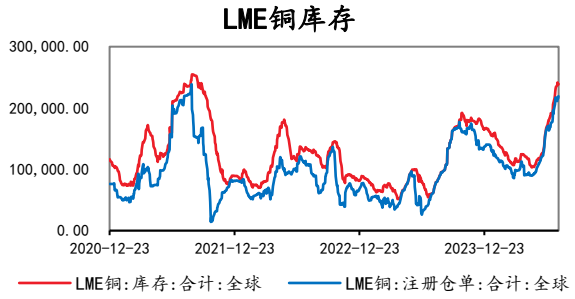
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 13：上海保税区铜库存



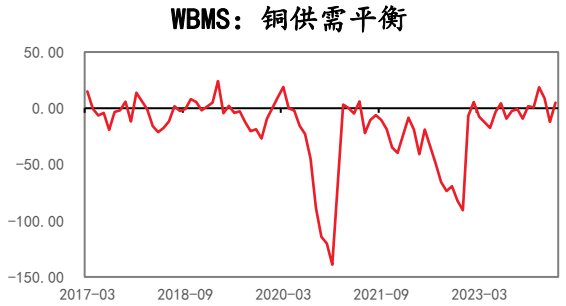
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 14：LME 铜库存



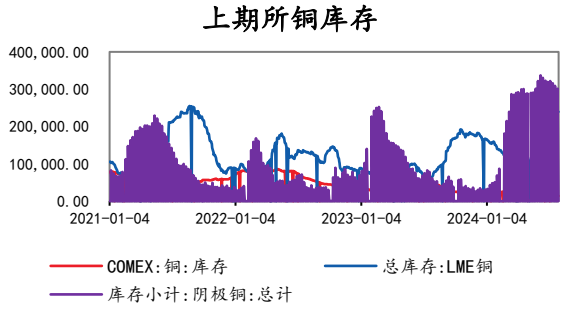
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 15：WBMS 供需平衡



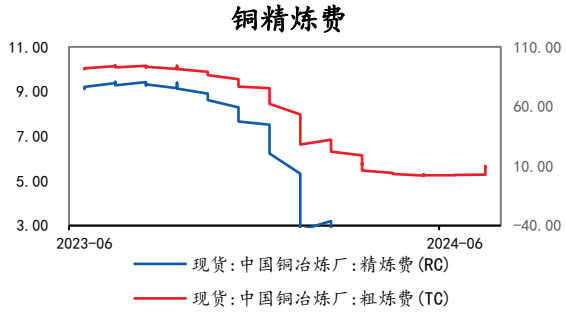
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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。

矿冶格局持续偏紧，进口补充

8 月内外加工费分别报 1700 元/金属吨和-20 美元/干吨，进口矿月度报价跌 至负值，原料供给矛盾加剧。伴随着锌价及加工费同步下行，冶炼厂亏损扩大，减产预期进一步强化。7 月锌炼厂检修、减产情况增多。7 月检修炼/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 锢、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。不过沪伦比价走高，锌锭进口窗口短暂开启，进口货源冲击增强

需求没有明显改善

铁塔铁七月订单招标基本基本结束，八月起订单量有所增加，船舶订单较好，镀锌管订单较差，企业降低开工，同时，北方地区高温、部分地区台风影响生产及和运输；压铸锌合金企业开工环比微增，但消费未有改善，企业成品库存增加；氧化锌企业开工微降，橡胶轮胎及陶瓷级订单偏弱，饲料级订单变化不大，初端企业开工维持淡季表现。

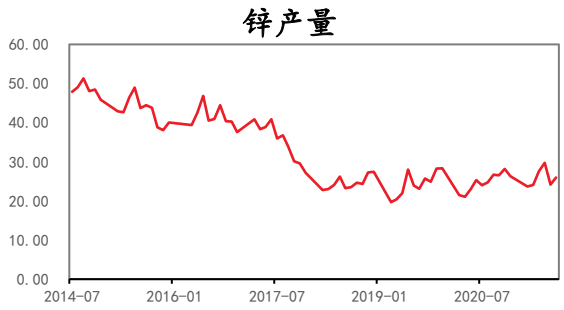
终端市场来看，国内地产政策三箭齐发，乐观情绪较重；基建方面万亿特别国债要求 6 月底之前开工，或将对锌价形成一定的支撑；家电虽受地产板块拖累，但整体表现相对突出，产量维持高位；汽车板块表现相对较好，依旧是锌消费比较亮眼的一块。整体来看，随着出口国内政策不断落地，消费好转预期较强，对锌价形成一定支撑。

2 总结

下半年锌精矿的总量问题有望出现一些边际改善。主要寄希望于几个新投产和复产的矿山。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。基本面对锌价虽有支撑但无提振动力，在宏观情绪改善前，预计锌价维持弱势运行。

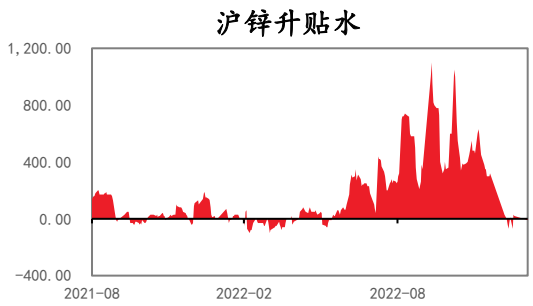
3 锌期货现货数据

图表 18：锌产量



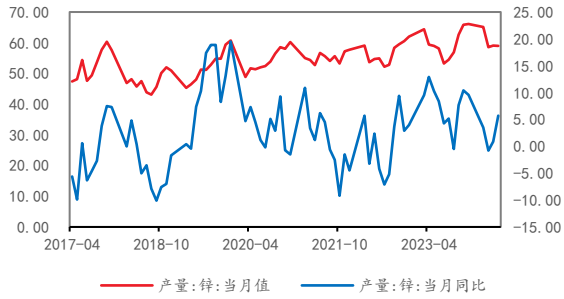
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 19：锌升贴水



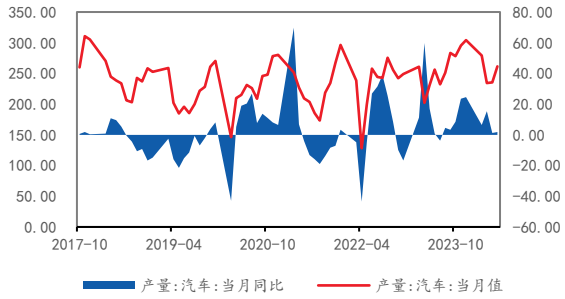
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 年中政治局会议带动预期好转

7 月 30 日，政治局经济会议在北京召开。每年的 4、7、12 月政治局会议为经济主题，7 月为年中，起到承上启下的作用，在每年 3 次会议里有显得更加重要。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。今年 7 月的政治局经济会议再次为市场注入了信心。

与过去所表达的经济形势整体向好不同，本次经济会议提到，当前外部环境变化带来的不利影响增多，有效需求不足，经济运行出现分化，在重点领域风险隐患仍然较多，新旧动能转换存在阵痛。这说明高层对当前宏观环境有着更加清醒的认识与更加有针对性的方针。

在市场对经济形势普遍缺乏信心的背景下，会议里重申“下半年改革发展稳定任务很重……坚定不移完成全年经济社会发展目标任务”即 5%的 GDP 增长目标。具体的针对性措施则是财政政策加码和宽松的货币政策。

“要加快专项债发行使用进度，用好超长期特别国债，支持国家重大战略和重点领域安全能力建设，更大力度推动大规模设备更新和大宗耐用消费品以旧换新。”“要综合运用多种货币政策工具，加大金融对实体经济的支持力度，促进社会综合融资成本稳中有降。”“要保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。”

针对房地产而言，会议提到“要落实好促进房地产市场平稳健康发展的新政策，坚持消化存量和优化增量相结合，积极支持收购存量商品房用作保障性住房，进一步做好保交房工作，加快构建房地产发展新模式。”这说明下半年稳定地产依旧是主线，而不是刺激，当然“稳”也需要一定的刺激，但与市场所期待的大水漫灌还是会有所不同。我们预计贷款、财政贴息等形式收购存量房会是下半年的主要抓手，对地产销售会有一定的托举，但对地产投资与地产新开工提振效果相对较小。

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，导致部分贸易商担忧未来的交割和转抛问题。

上周情况来看，交易所已更新了新的交割标准，具体来说 8 月份老国标资源还可以正常交割，9 月份老国标资源基本只能在 8 月 19 日前注册仓单，10 月份老国标资源将不能参与交割，全部转换为新国标资源。

考虑到钢厂在 7 月已普遍生产新国标钢材，且 8 月仍有 12 个工作日可注册老国标仓单，我们认为新老国标切换对钢市的影响在减弱，但这并不代表钢价颓势会出现逆转，因为基本面仍在恶化。

3 铁水继续下降 库存小幅去化

上周全国高炉产能利用率、电炉产能利用率及钢材产量同步回落。国内 247 家钢厂的高炉产能利用率为 88.9%，环比下降了 0.7 个百分点，同比下降了 1.2 个百分点。91 家电炉的产能利用率为 48.3%，环比下降了 1.5 个百分点，同比下降了 6.0 个百分点。五大品种钢材的周产量为 844.1 万吨，环比下降了 3.6%，同比下降了 9.1%。上周长流程产量回落，日均铁水产量下降了 3 万吨至 236.6 万吨，低利润背景下钢材产量持续下降，其中螺纹钢因新旧国标切换导致产量降幅明显。

在库存方面，上周五大品种钢材的周社会库存为 1262.7 万吨，环比下降了 0.6%，同比增长了 4.6%。钢厂库存为 484.7 万吨，环比下降了 0.6%，同比增长了 10.8%。钢材总库存由增转降，环比下降 0.6%，社库与厂库同步回落，螺纹钢社库降幅较大。

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 854.5 万吨，环比下降了 2.3%，同比下降了 4.6%。其中，螺纹钢的周表观消费量为 215.7 万吨，环比下降了 5.0%，同比下降了 12.5%。上周五大品种钢材的表需持续下降，淡季需求特征延续，螺纹钢消费降幅明显，供需双弱格局维持。建筑钢材的周成交量为 11.3 万吨，环比增长了 9.8%。

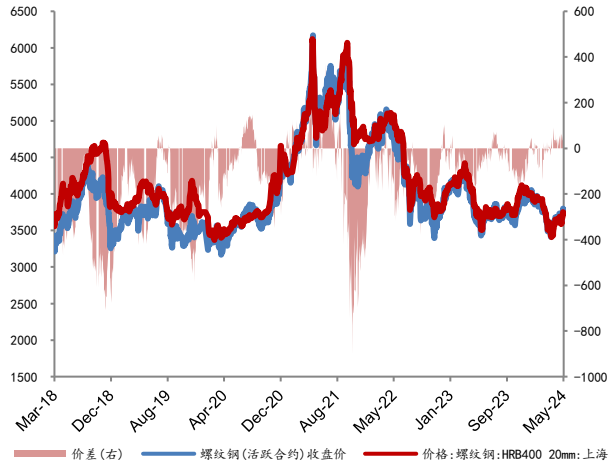
上周钢材现货价格继续走弱，主流钢材品种的即期毛利低位运行。247 家钢厂的盈利率收窄至 6.5%，环比下降了 8.7 个百分点。

4 小结

上周中央政治局经济落地，会议对下半年的经济部署有部分超预期的地方，包括保 5%GDP 目标，要实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加快专项债的发行和用好特别国债，包括积极支持收存量房做保障房等。本次会议给悲观的市场注入了信心，钢价也随之止跌。尽管情绪有所修复，但钢市的供需矛盾并未减缓，我们预计弱基本面与强政策预期的博弈还会继续，但超跌之下，无需过于悲观。

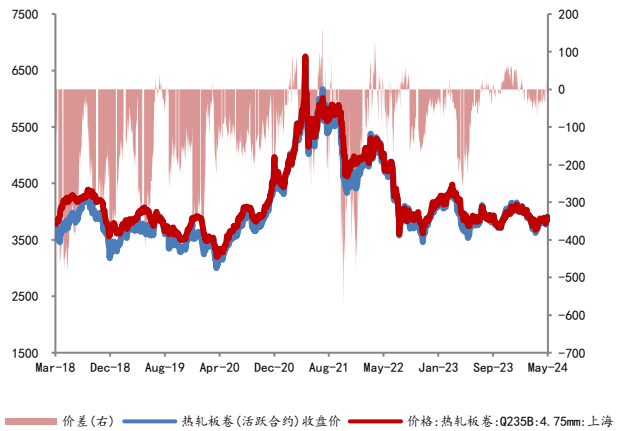
5 钢材期货现货数据

图表 22：螺纹期现价差



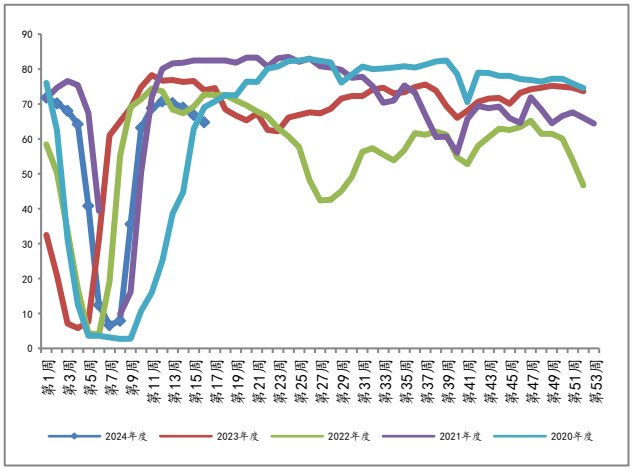
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 23：热卷期现价差



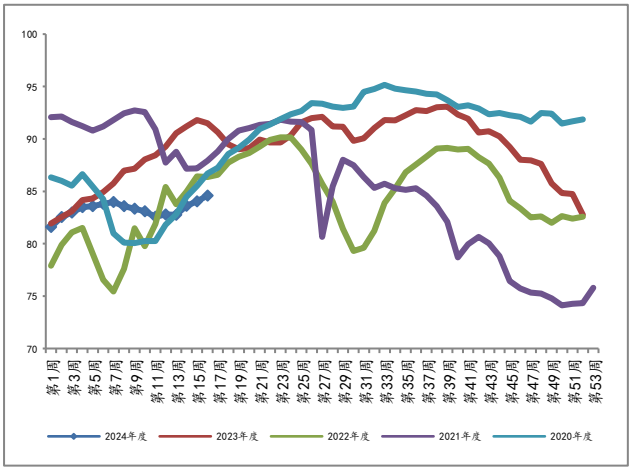
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 24：85 家独立电弧炉钢厂：开工率：中国（周）



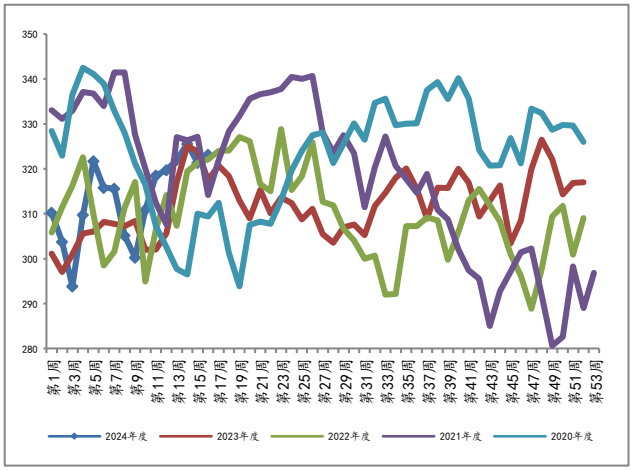
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 25：247 家钢铁企业：高炉产能利用率：中国（周）



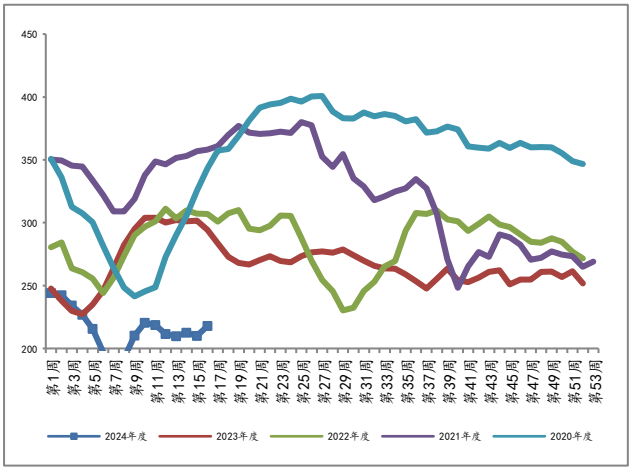
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 26：螺纹钢：建筑钢材钢铁企业：实际产量（周）



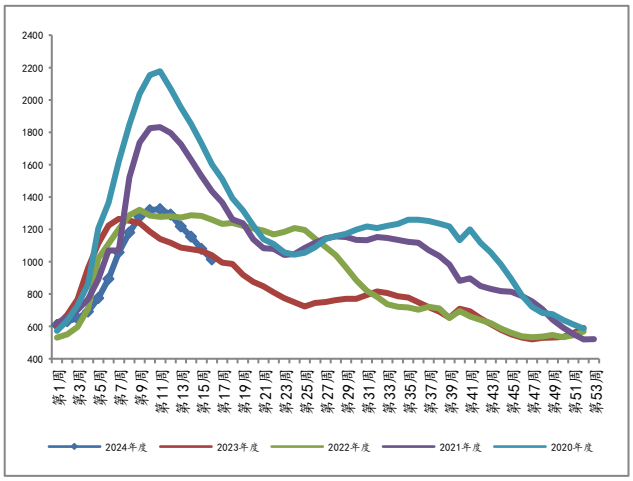
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 27：热轧板卷：钢铁企业：实际产量：（周）



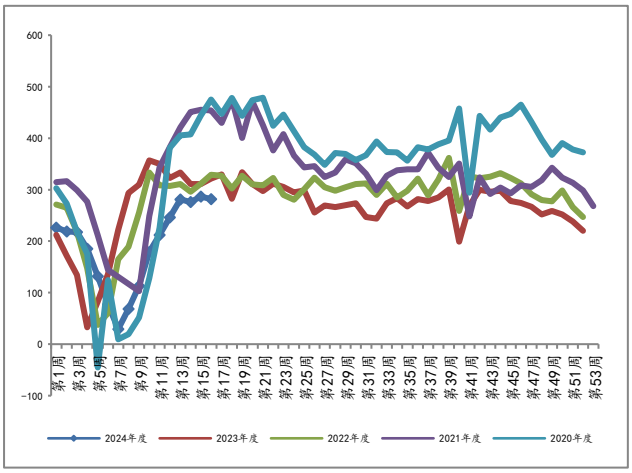
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

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 市场预期转向悲观

7 月国际油价录得大幅下跌，主要是外界猜测特朗普胜选后能源政策转变，以及美国夏季出行高峰汽油需求不达预期引发担忧。

如果特朗普再次赢得大选，对美国石油行业监管放松将利于上游钻探等资本性支出，还可能重新刺激 OPEC 及其盟友增产以争夺市场份额。退一步无论谁成为下一任美国总统，都将面对战略石油储备过低的问题，以二叠纪盆地为主的页岩油产区供应仍将保持增长。

另外，美国能源信息署（EIA）的高频数据显示，北美驾车旅行未能刺激汽油需求加速放量，今年的情形不同于以往传统旺季模式，但旺季可能仍有潜力，后续燃料消费回升尚不能证伪。根据美国商品期货交易委员会（CFTC）的持仓数据，对冲基金大幅削减了汽油的净多头头寸，上一次如此唱衰汽油需求还是 2020 年疫情最严重的时期。

以国际基准 Brent 原油为例，相比今年迄今 75-90 美元的重心区间，未来油价大概率将面临下行风险。

2 机构唱衰需求前景

传统旺季尚未结束或证伪，但原油市场预期被机构和投资者不断看衰。

国际能源署（IEA）发布最新的月度报告，对此前的 2024 年全球原油供需关系预测再次作出了下调。IEA 预计，2024 年全球原油需求平均为 1.031 亿桶/日，比 2023 年增加 100 万桶/日，较上月下调 10 万桶/日。显而易见的是，疫情结束后全球经济重启并不顺利，美国和非美经济体复苏极不平衡，原油总需求高速增长已成为历史。

中国长期以来是全球原油需求增长的最主要驱动，受宏观下行导致的疲软，以及新能源汽车替代等因素影响，中国能源消费出现显著放缓，而印度等新兴市场体量尚不够大，在可预计的 2030s 全球原油需求或将见顶。

另一方面 IEA 估计，2024 年全球原油供应平均为 1.03 亿桶/日，较上月上调 10 万桶/日，以美国为主的非 OPEC+产油国供应仍将保持一定增长，进而逐渐抹平原油市场的供需缺口。

3 关注减产退出机制

日前 OPEC+召开联合部长级监督委员会（JMMC）会议，外界普遍预期将不会对现行产量政策做出调整。根据自 2022 年底以来达成的协议框架，理论上 OPEC 及其盟友目前原油减产规模总计应为 586 万桶/日，约占全球原油需求的 5.7%。在上次部长级会议上，该组织同意将其中 366 万桶/日的减产份额延长至 2025 年底，但 220 万桶/日的自愿减产部分仅延长至 2024 年 9 月底，并计划从 10 月开始逐步退出。

很显然，当前的油价水平不支持大幅增产，此番下跌后已无法满足沙特的财政收支平衡，不过阿联酋等国仍致力于提高产量配额，以最大化分享这一轮牛市周期的红利。因此，未来原油市

场供应端的关键在于，10 月以后取消部分减产的计划是否将做出任何改变。

4 旺季去库支撑仍存

国际原油深度回调后得到修复，三季度是传统的去库存周期，期间油价进一步下跌动能衰减。

美国能源信息署（EIA）数据显示，截至 7 月 26 日当周，包括战略储备在内的美国原油库存总量为 8.08146 亿桶。其中，美国商业原油库存为 4.33049 亿桶，环比上期减少 343.6 万桶，库欣交割中心原油库存减少 110.6 万桶至 2985 万桶。成品油方面，当周美国汽油库存下降 366.5 万桶至 2.23757 亿桶，馏分油库存增加 153.4 万桶至 1.26847 亿桶。美国战略石油储备持续回补，当周增加了 68.5 万桶至 3.75097 亿桶。

EIA 周报被认为是国际原油市场最重要的高频数据之一，虽然绝对数值反映的利多或利空没有异议，但应结合市场预期的变化加以解读。今年旺季表现迄今尚未达到预期，令投资者看空原油市场前景，然而库存去化和消费偏强的确构成有效支撑。我们认为，三季度原油走势很难突破或跌破长期形成的区间，未来三到六个月重心震荡下移。

5 地缘政治基本脱敏

近期中东局势再度产生激化的迹象，但原油市场已经对地缘政治影响基本脱敏。

去年 10 月巴以冲突爆发以来地缘政治持续外溢，从也门红海危机，到黎以边境交火，再到最近哈马斯领导人遇袭，以色列与抵抗之弧发生大规模交火可能会成为伊朗卷入全面对抗的导火索。不过对于本次冲突的演变，尤其是参考伊朗驻叙利亚大使馆遇袭事件，外界普遍认为以色列将保持克制，仅采取有限度的报复手段，而不是开辟一条新的战线。

因此，尽管地缘局势仍然十分紧张，但引发类似“顿巴斯特别行动”的概率其实不大，几乎不会对全球能源安全造成实质性威胁。相比上述问题，市场更担忧全球需求疲弱，尤其是美国旺季不旺和中国进口下滑，极大削弱了油价上涨动能，未来只要原油供应未发生中断，盘面就难以做出积极反应。

6 区间震荡前高后底

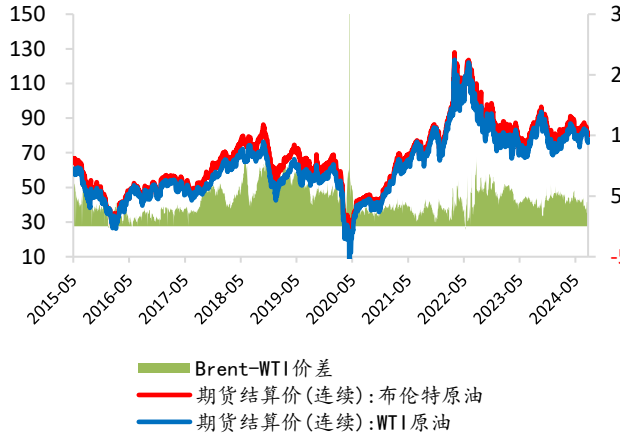
此前原油市场的强势表现已经消化了部分利多预期，而现在投资者对能源需求产生了旺季不旺的质疑，因此，主流机构预测的三季度原油供需缺口能否兑现，这将是接下来交易的核心变量。

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。

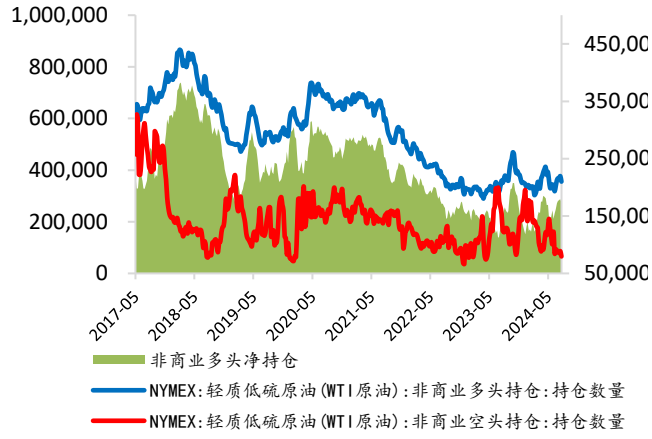
7 原油期现数据

图表 30：国际原油期货价格



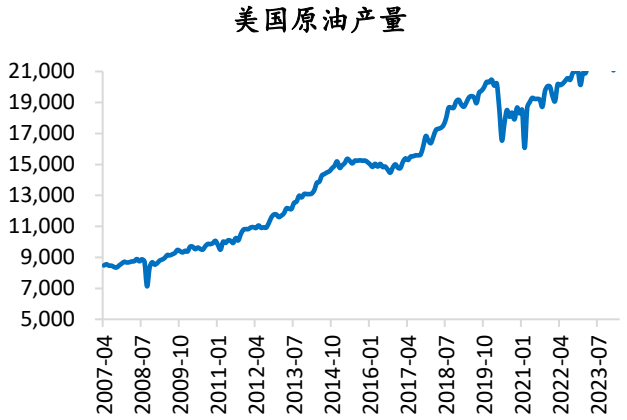
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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



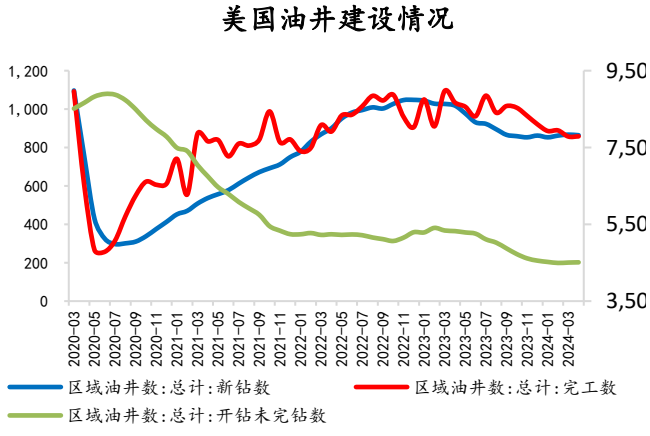
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 33：沙特原油产量



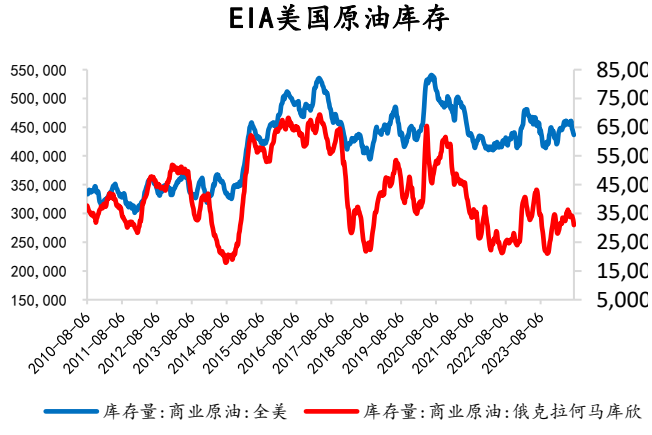
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 34：美国油井建设情况



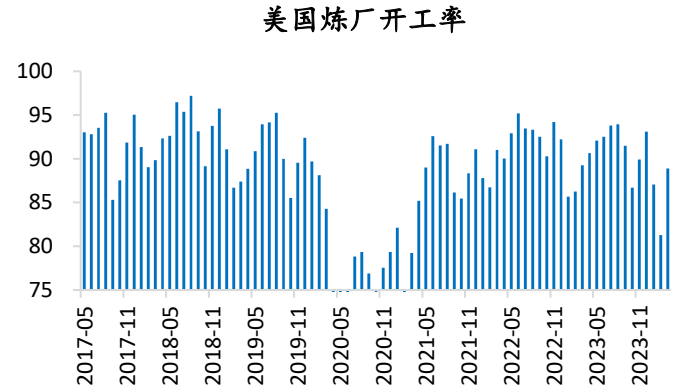
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 35：EIA 原油库存



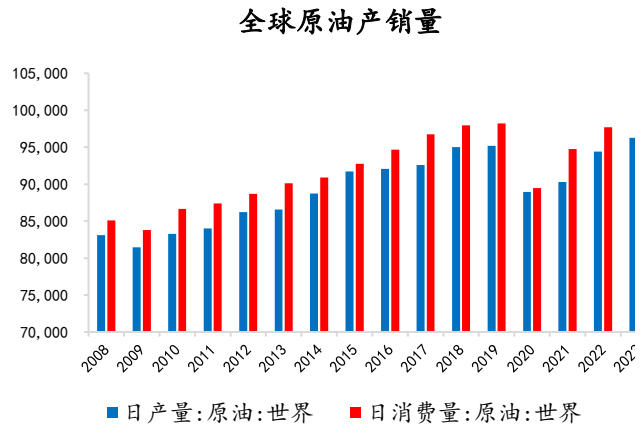
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 利空消化筑底企稳

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。

国内外产区供应季节性上量，但近期受高强度降雨天气影响，胶水收集作业遭到扰动，减产预期下原料价格相对抗跌。不过关税调降政策出台，令后期进口到港预期逐步递增，青岛地区去库存状态或出现拐点。产业下游需求无明显改善，虽然半钢轮胎开工率有出口订单支撑，但终端汽车市场进入年中传统淡季，尤其重卡销量表现不佳。

综上，沪胶重心降低后震荡整理为主，市场暂时观望氛围浓厚，缺乏实质性利多驱动，沪胶走势上或继续在偏低位区间构筑中枢。

2 供应下降预期犹存

从截至最近的统计来看，今年以泰国为代表的全球天然橡胶供应水平的确是明显地下降了。

统计数据显示，2024 上半年泰国天然橡胶及混合橡胶产量合计 237 万吨，较去年同期的 274 万吨下降 13.4%。主流胶种来看，标准胶+44.2%，烟片胶基本持平，浓缩乳胶-23.5%，混合胶-16.2%。

泰国在国际橡胶市场贸易中占据主导地位，2024 上半年泰国天然橡胶及混合橡胶出口量合计 199.4 万吨，比去年同期下降 15%。其中，出口天然橡胶（不含复合橡胶）142 万吨，同比增长 9%；出口混合橡胶 57.4 万吨，同比减少 45%。

面向全球最大的橡胶消费国，上半年泰国出口至中国的橡胶总计 105.2 万吨，比去年同期大幅下降 33%。其中，对华出口天然橡胶 49.4 万吨，同比减少 4%；对华出口混合橡胶 55.8 万吨，同比大降 47%。

由此可见，三四季度虽然是传统增产期，但想要弥补前期缺口仍有难度，今年大概率整体延续去年的减产态势。

3 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。

4 下游疲弱拖累胶价

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，包括轮胎企业在内，橡胶制品企业对原料逢低采买为主。

自去年以来，国内轮胎企业开工处于严重分化的状态，全钢胎低迷而半钢胎尚佳。制约全钢胎开工的核心矛盾是内需疲软导致的成品高库存，年中前后国内全钢胎总库存量已超过 1100 万条之多，并且保持环比增长态势。目前全钢胎企业出货压力较大，倒逼工厂实施控产行为，但成品库存仍处于累库的恶性循环，进一步拖累开工和压制采购。提振半钢胎开工的主要利多是海外市场订单强劲，出口带动下半钢胎行业景气度高，令开工长期保持高而稳定的状态，目前半钢胎企业库存水平在合理范围内，后续仍有稳产空间。

对于天然橡胶而言，商用车的全钢胎耗用是需求增长的主力驱动，因而这种低迷状态仍将持续一段时间，金九银十旺季备货将带动橡胶轮胎行业需求向好。

5 消费淡季缺乏提振

橡胶-轮胎-汽车产业链整体表现疲弱，自下而上形成负反馈，令原材料橡胶价格进一步承压。

根据乘联会公布的数据，7 月前三周，全国乘用车市场零售 93.4 万辆，同比增长 1%，环比下降 2%；今年以来乘用车累计零售 1077.4 万辆，同比增长 3%。同期，全国乘用车厂商批发 84.3 万辆，同比下降 13%，环比下降 17%；今年以来乘用车累计批发 1259.5 万辆，同比增长 5%。

根据第一商用车网初步统计的数据，2024 年 6 月，全国重卡市场销售约 7.4 万辆左右（开票口径，包含出口和新能源），环比 5 月下降 5%，比上年同期的 8.65 万辆大幅减少 14%。由此可见，国内商用车产销情况较乘用车更为惨淡，这意味着全钢轮胎配套需求尤为悲观，解释了成品库存积压和开工负荷低迷的原因。

未来数周仍处于传统淡季，预计橡胶价格继续震荡筑底为主，但临近金九银十下跌空间料应有限。

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。

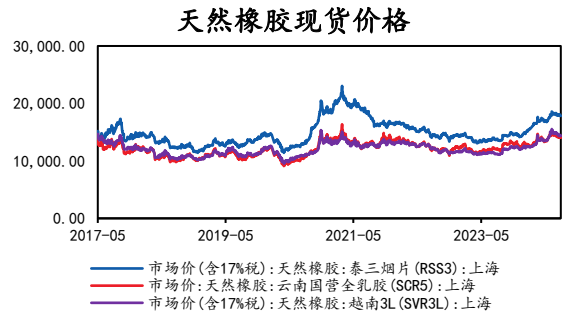
从沪胶期货合约的设计规则来看，通常 RU09 合约具有天然的空头属性，而 RU01 合约具有天然的多头属性。这是因为上期所规定，每年 5 月前注册入库的国产全乳胶仓单，必须在次年 11 月前强制注销转为现货。沪胶主力合约是传统的 1、5、9 月，在每年的仓单集中注销前，RU09 是最后一个主力合约，其上的交割压力自然也是最大的。11 月老胶仓单注销完毕后，RU01 合约上仓单数量很小，甚至个别年份还可能出现炒作行情。

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。

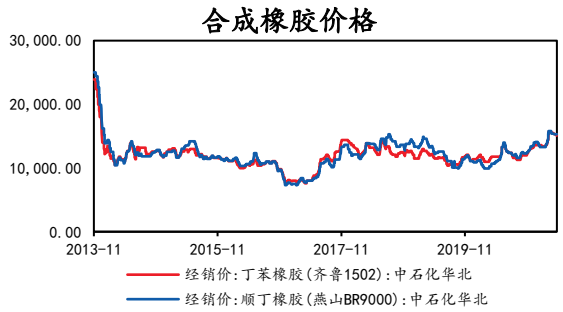
7 橡胶期现数据

图表：天然橡胶现货价格



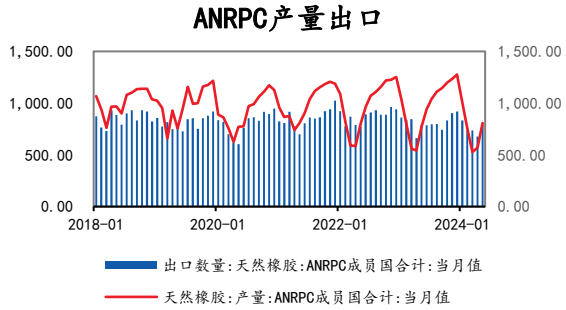
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 38：合成橡胶价格



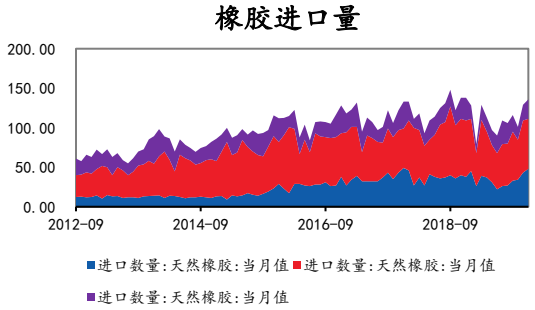
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 39：ANRPC 产量出口



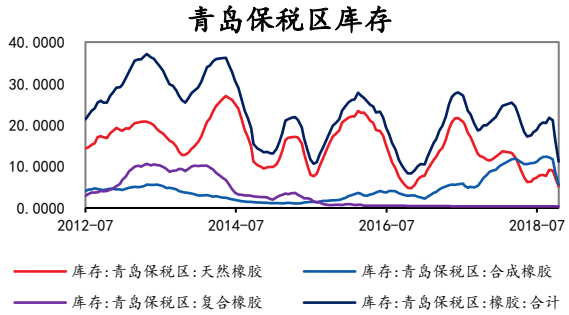
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 40：橡胶进口量



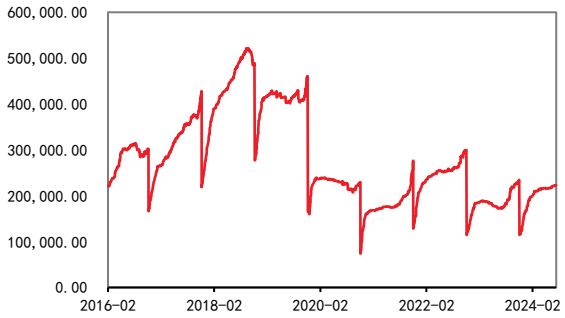
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 41：青岛保税区库存



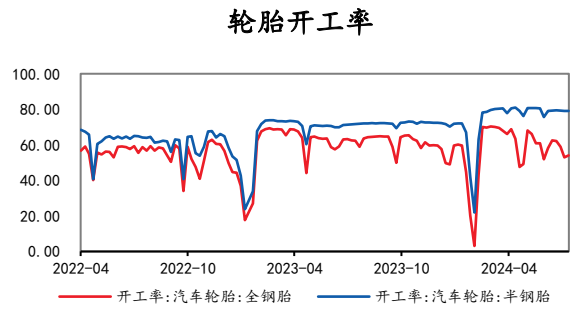
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 42：上期所注册仓单



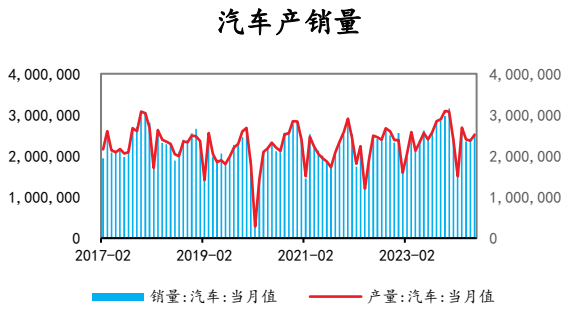
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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：美豆重回跌势，国内豆类市场弱势震荡

1 外部豆类市场分析

美豆优良率稳定，产量前景保持乐观

美国农业部发布的周度生长报告显示，截至 7 月 28 日当周，美豆优良率为 67%，与市场预期一致，较上周回落一个百分点，高于去年同期的 52%。当周美豆开花率为 77%，结荚率为 44%，五年均值分别为 74%和 40%。美豆处于生长关键期，多项生长指标良好，缺少天气威胁，天气炒作无法发挥，供给前景宽松是导致美豆价格重心持续回落的内在动力。

美豆产区天气良好，干旱面积维持低位

美国农业部公布的最新干旱报告显示，截至 7 月 30 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 4%，去年同期为 51%。美国农业部表示，约 5%的美国玉米种植区域受到干旱影响，而此前一周为 4%，去年同期为 57%。从目前干旱面积维持低位来看，随着美豆天气窗口逐渐收窄，美豆市场掀起干旱炒作的概率将进一步下降。

马来西亚棕榈油产量与出口双增，静待 MPOB 月报指引

三家船运调查机构公布的出口高频数据显示，马来西亚 7 月棕榈油出口环比增幅在 22.8%-30.91%。南部半岛棕榈油压榨商协会（SPPOMA）公布的数据显示，7 月马来西亚棕榈油产量环比增加 13.56%。马来西亚 7 月份棕榈油供需双增，强劲出口是近期马来西亚棕榈油市场抗跌的主要支撑，市场静待马来西亚棕榈油局（MPOB）月报提供新指引。

印尼棕榈油出口政策受关注

本周印尼修订棕榈油国内市场义务(DMO)规则备受关注。该国官员表示，因目前的棕榈油零售价已经高于 2022 年设定的上限，印尼政府计划提高国内市场的食用油价格上限。按照此前相关规定，印尼棕榈油生产商必须以限价将部分产品在国内市场出售，才能获得出口许可。根据 DMO 要求，出口配额是棕榈油企业在国内供应量的四倍，并将额外分配给那些销售更少、且适合家庭使用的公司。印尼官员表示，新规将不再承认散装食用油是 DMO 的一部分。印尼修订 DMO 规则的计划不会影响 DMO 出口比例。据统计，截至 7 月底，印尼未完成的棕榈油出口配额为 395 万吨。

2 国内豆类市场分析

国内进口大豆供给宽松，豆粕库存继续升高

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%。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。中国粮油商务网监测数据显示，截至上周末，国内豆粕库存量为 134.0 万吨，周度增加 3.5 万吨，累库程度继续加深。在内外双重压力下，国内豆粕市场缺少上行驱动，仍在跟随美豆维持弱势下跌状态。

国内油脂库存继续升高，不同油脂品种走势出现分化

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 219.33 万吨，周度增加 2 万吨，其中豆油和棕榈油库存的回升超过菜油库存的回落。目前豆油性价比较高，需求好于其他油脂。分品种来看，8 月份油厂开机率仍将处于正常偏高水平，预计大豆、油菜籽月

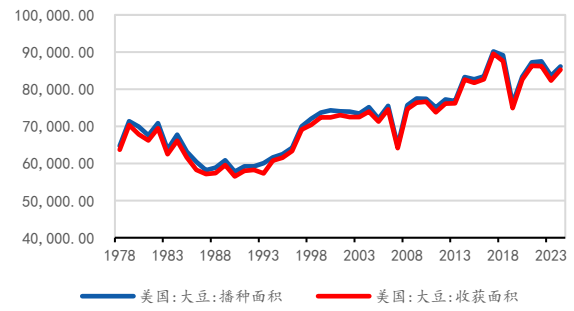
度压榨量分别在 900 万吨和 50 万吨左右，豆油大概率继续累库，菜油库存将维持高位。近期进口棕榈油利润转负，企业买船积极性较差，预计 7-9 月棕榈油到港分别为 35 万吨、32 万吨和 36 万吨，由于棕榈油价格高于豆油、需求较差，棕榈油供需处于紧平衡状态。

3 油脂油料市场展望

进入 8 月份，美豆正处全年产量形成最为关键时段。从最新的美国干旱监测报告和天气预报看，美豆产区土壤条件利于作物生长，未来 7-10 日美国中西部地区有分散性降雨，气温维持正常水平。美豆市场缺少减产天气威胁，丰产压力下农户对豆价上涨预期不高，正在积极销售陈豆为秋季到来的收成腾出更多仓库。国内豆粕市场在成本和预期双重驱动下，卖压再度升温，跟随美豆重回弱势调整状态。当前国内豆粕库存偏高，供需矛盾突出，市场缺少主动反弹动力，有望继续与美豆一道保持震荡寻底节奏。国内油脂市场走势分化，加拿大天气炒作降温，国内菜籽和菜油进口前景转好，菜油期货表现偏弱。豆油期货因美豆增产而震荡回落至 7 月中旬低点，棕榈油期货受成本端支撑表现较为抗跌。当前外部金融市场震荡剧烈，国内外油脂市场多空因素交织，油脂市场走出单边行情仍有难度，可继续保持区间震荡思路适量参与。豆一期货市场本周止跌回升，东北产区洪涝灾情引发减产担忧，并缓解了进口大豆成本回落的弱势影响，为豆一期货市场带来阶段性独立行情。

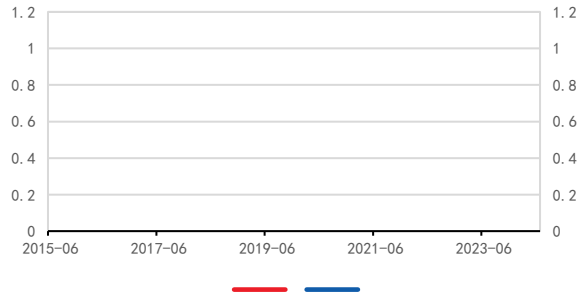
4 油脂油料市场主要数据

图表 45：美国大豆种植收获面积



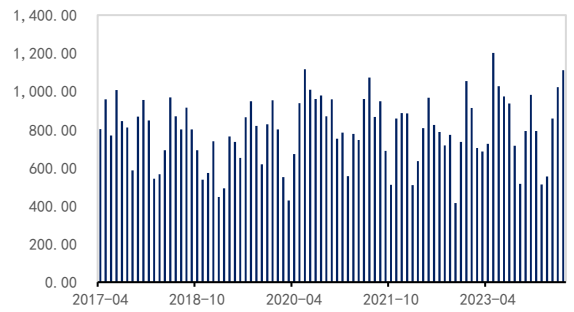
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 46：国内生猪存栏量



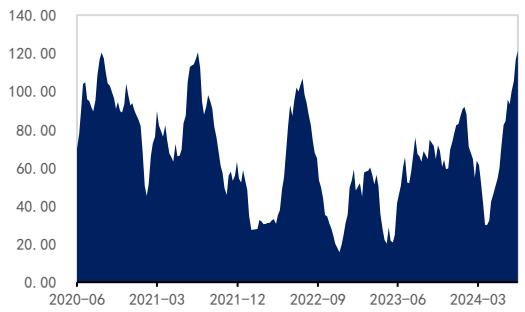
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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