中金财富期货策略周报（2024 年第 28 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：宏观面变化不大，商品市场面临的驱动并未显著改善。但是需要注意的是，大部分品种跌幅已经较大，因此目前位置追空并不合适。建议密切关注政策的走向，趋势性投资者可耐心等待工业品超跌之后的介入机会。

股指期货：策略上看，近期债券市场因政策压力调整，对市场相对利好；但是日本央行认怂不加息之后，人民币升值的趋势被打破，整体看市场环境有扬有抑。预计短期内指数宽幅震荡，关注超短的反弹机会。中线看，指数大级别行情可能要等到目前位置再度调整之后。

铜：美国经济数据却大面积不及预期，导致市场情绪加速恶化，衰退交易喧嚣尘上，宏观情绪不佳拖累有色金属。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：海外矿山出产整体增幅有限，加之海外炼厂复产，对矿石需求增加，部分矿山项目延后，全球矿端偏紧格局暂未改善。加工飞走地，利润持续下滑，炼厂端维持减产态势，国内供应端难有增量。今年北方雨水天气增多，户外施工受限，叠加消费淡季因素影响，下游开工整体偏弱，仍以刚需补货为主，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：政策预期对市场情绪的修复进入尾声，市场交易逻辑再度回归到了基本面。目前处于需求淡季，在需求不足，吨钢利润持续走弱的背景下，钢厂减产检修进程较快。钢厂自发减产导致原料支撑减弱，进一步推动钢价下调。现在来看，钢价 - 利润 - 原料价格的负反馈没有看到减轻的迹象，预计本周走势依旧偏弱。

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：2024 年美豆播种至今，美国中西部作物带风调雨顺，美豆生长处于近四年最佳状态。立秋过后，留给美豆的天气炒作机会将快速减少，本年度美豆实现丰产目标的概率有望持续增强。美国陈豆出口下降，新豆保持增产预期，美豆价格正以连续回落的方式适应新的供需关系。美豆弱势回落在成本和预期上对国内豆粕市场形成较强下跌驱动，而国内豆粕库存已升至历史高位，供需矛盾突出，进一步推高抛售压力。内外盘、期现货市场保持弱势联动，国内豆粕市场仍缺少止跌动力。国内油脂市场在各自的基本面影响下走势分化，棕榈油期货在马盘成本支撑下较为抗跌，豆油和菜油期货因进口原料价格下跌而表现偏弱。整体来看，豆类市场仍维持油强粕弱特征，油脂市场价格交易区间有所回落。豆一期货市场本周呈现横盘整理状态，东北大豆减产担忧以及秋季收储预期支撑盘面抗跌。美豆在丰产预期下连刷新低，导致内外大豆价差再度拉大，国产大豆需求回暖乏力，豆一期货市场反弹高度依然受限。

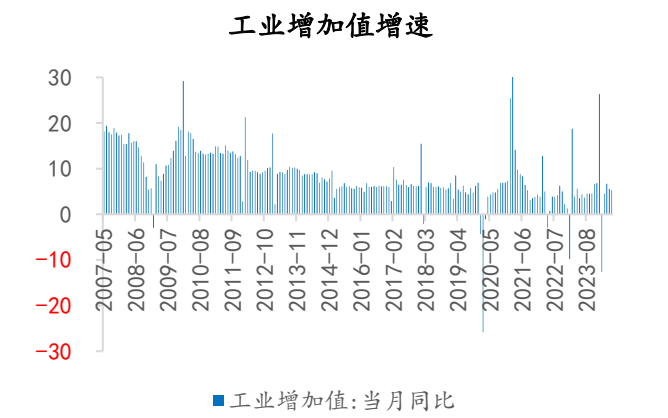
目录

周度策略：工业品进入波动率加剧阶段 ..... - 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 核心 CPI 降至低位 ..... - 7 -
3 政府债发行放量对流动性有影响吗 ..... - 8 -
4 宏观策略 ..... - 8 -
5 股指期货市场分析 ..... - 8 -
铜 ..... - 11 -
1 影响因素 ..... - 11 -
2 结论 ..... - 12 -
3 铜期货现货数据 ..... - 12 -
锌 ..... - 14 -
1 锌：影响因素 ..... - 14 -
2 总结 ..... - 14 -
3 锌期货现货数据 ..... - 15 -
钢材 ..... - 16 -
1 海外开启交易衰退模式 ..... - 16 -
2 螺纹钢新旧标切换 ..... - 16 -
3 铁水继续下降 库存小幅去化 ..... - 17 -
4 小结 ..... - 17 -
5 钢材期货现货数据 ..... - 17 -
原油 ..... - 20 -
1 非农引发衰退忧虑 ..... - 20 -
2 需求放缓前景悲观 ..... - 20 -
3 当前供应压力有限 ..... - 20 -
4 去库周期相对抗跌 ..... - 21 -
5 油价以空间换支撑 ..... - 21 -
6 区间震荡前高后底 ..... - 21 -
7 原油期现数据 ..... - 21 -
天然橡胶 ..... - 24 -
1 放量兑现节奏存疑 ..... - 24 -
2 天气题材酝酿发酵 ..... - 24 -
3 进口库存压力不大 ..... - 24 -
4 需求恢复尚待时间 ..... - 25 -
5 合成橡胶关联较高 ..... - 25 -
6 把握规律择机布局 ..... - 25 -
7 橡胶期现数据 ..... - 26 -

油脂油料：美豆丰产预期持续强化，国内豆粕市场连刷新低 ..... - 29 -
1 外部豆类市场分析 ..... - 29 -
2 国内豆类市场分析 ..... - 29 -
3 油脂油料市场展望 ..... - 30 -
4 油脂油料市场主要数据 ..... - 30 -

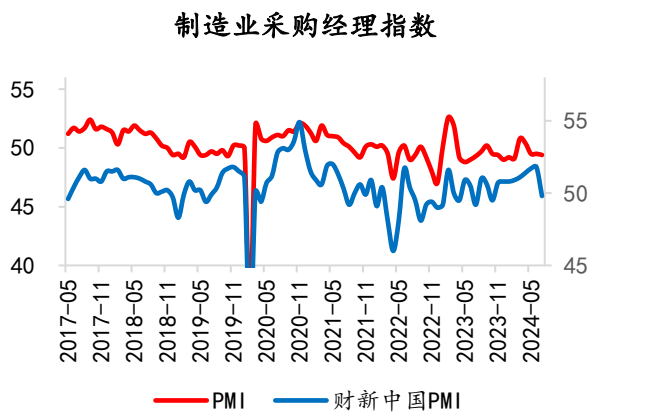
重要经济指标概况

图表 1：国内工业增加值增速



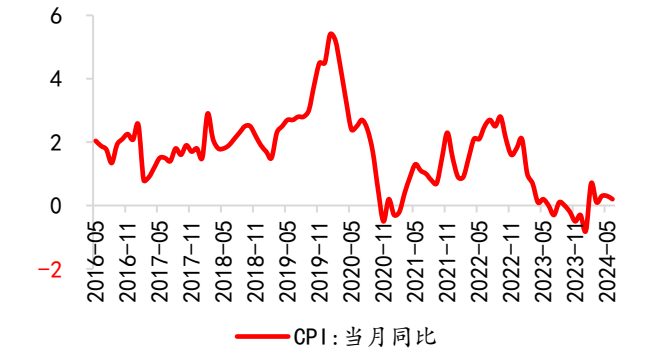
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 2：中国制造业采购经理指数



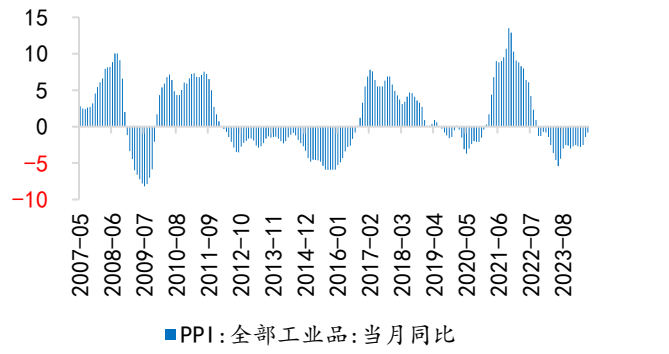
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 3：中国居民消费价格指数



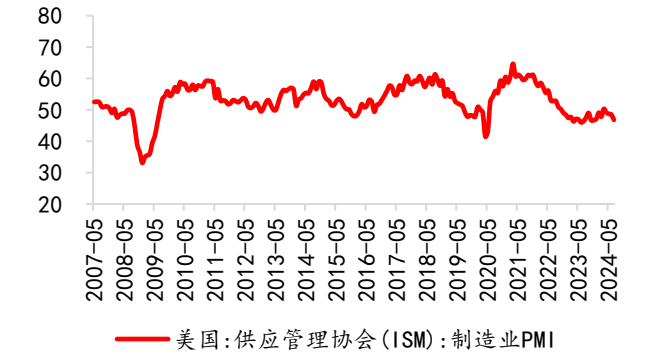
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 4：中国工业生产者出厂价格指数



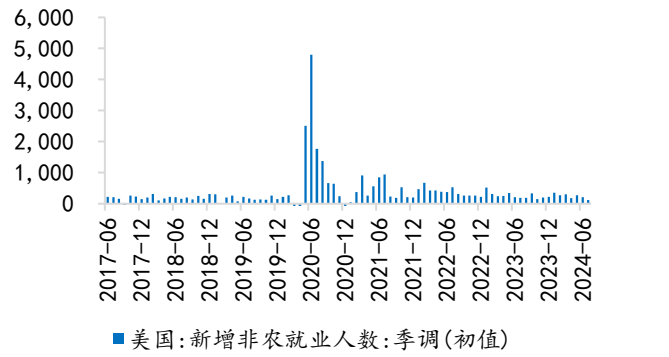
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 5：美国制造业采购经理指数



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 6：美国新增非农就业人数



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

周度策略：工业品进入波动率加剧阶段

工业品市场近期持续弱势，与我们之前的预期一致。上周仍有较多的品种创出调整新低，甚至部分品种创年内新低，包括碳酸锂、PVC、玻璃等品种。即使价格跌到较低位置，考虑到目前驱动因素没有明显变化，注意抄底的风险。

内需和外需均较弱

消费数据是6月份宏观数据中下行明显，且幅度较大的一环，考虑到消费在宏观经济占比很大，其走势是我们研究需求的重要变量。从高频数据以及 PMI 数据看，目前消费面临的困难依然明显。

需求侧看，7 月中采制造业 PMI 新订单指数为 49.30%（前值 49.50%），新出口订单指数为 48.50%（前值 48.30%），内需与外需的指标都连续运行在临界值以下。

工业品价格低迷或是中国消费偏弱的主因。二季度国内经济走弱，消费是主要拖累。就业是影响消费的关键因素，二季度中国消费低迷的原因不在于就业数量不足，而在于居民工资增速放缓。国内居民收入增速的前瞻指标是工业企业的营业收入增速。2023 年以来低迷的工业品价格拖累了国内工业企业营业收入增速，这或许是中国消费偏弱的主因。

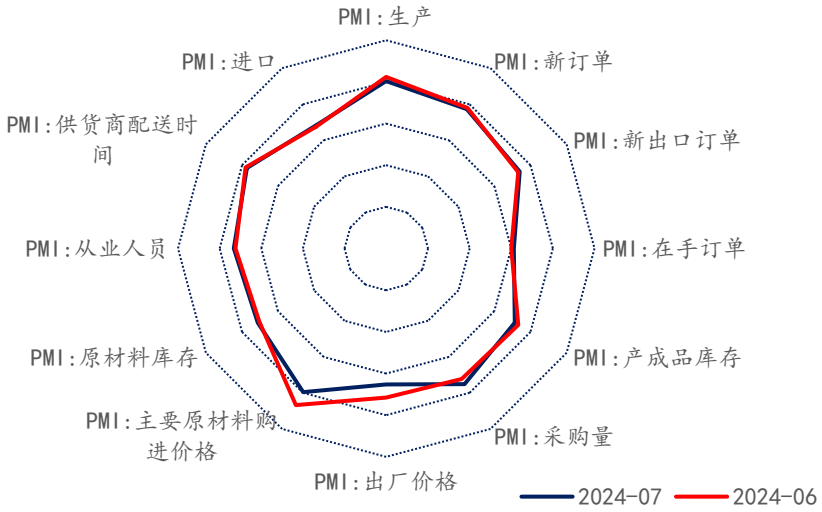
低迷的消费品价格主导着居民收入与消费之间的向下螺旋。2023 年 7 月以来中国工业品价格低迷，其中消费品行业是最大的拖累因素。从逻辑关系上来看，工业品价格持续低迷拖累了国内工业企业的营业收入增速，带动国内居民工资收入增速放缓，进而造成国内消费低迷，而国内消费低迷无疑导致下游消费工业品价格进一步下跌，由此形成居民收入与消费之间的向下螺旋。

要打破这一向下螺旋，政府通过扩大财政支出来提振消费需求或是最直接有效的方式，或者经济数据的好转。在此背景下，我们看到 7 月 30 日的政治局会议强调政府稳增长政策的着力点要更多转向惠民生、促消费，要多渠道增加居民收入，增强中低收入群体的消费能力和意愿，把服务消费作为消费扩容升级的重要抓手，支持文旅、养老、育幼、家政等消费。但是效果仍需要观察。

外需方面，2024 年 7 月我国出口同比增长 7.0%，较前值 8.6%有所回落。出口同比读数偏低，综合其他指标，真实外需放缓趋势延续，首先是低基数效应下同比读数偏低，复合同比增速延续回落：同期基数下行影响下读数下降，表明同比偏低。其次是外部领先指标整体指向外需延续放缓：7 月摩根大通全球制造业 PMI 指数为 49.7%，为近 7 个月以来首次处于荣枯线以下，韩国出口同比+13.9%，较前值(5.1%)明显回升，主因基数效应，两年复合同比较前值也是回落。因此，外需并无“断崖式”下降，但是外需放缓趋势较为明显。

因此，目前需求端整体偏弱，商品市场面临的环境变化不大。但是考虑到很多品种跌幅已经巨大，我们需要考虑这些品种 price-in 需求低迷的因素，追空并不合适。

图表 1：PMI 细分显示需求依然低迷



资料来源：wind 资讯，中金财富期货

美国衰退的担忧，并未形成一致性

8 月初市场经历了一轮衰退交易的行情，本轮衰退交易始于日本央行超预期的加息缩表操作，导致套利交易逆转，全球流动性收紧，此后美国非农数据意外爆冷强化了市场对于美国经济衰退的担忧，期间巴菲特抛售美股、中东地缘风险更是将衰退交易的情绪进一步推升至极致，共同导致全球资产的恐慌性下跌。

但是随着日本认怂不再加息，以及美国劳动力数据不及预期再度刺激降息预期，衰退交易的扰动很快结束。

美国经济近些年表现一直强势，但是不是说不存在压力和隐忧。前期货币财政宽松和高利率下财政逆势扩张可能延缓了高利率的抑制效果。换言之，美国经济可能本来应该已经进入衰退，但前期收入补贴和财政逆势扩张，相当于已经提前进行了逆周期刺激和跨周期管理。一方面以短期通胀韧性为代价，对冲经济衰退风险。另一方面，偏向供给侧的政策导向可以稳定长期通胀预期，避免预期脱锚。

中长期看，美国脸着地的硬着陆风险的确不大。一方面，国际秩序和美元体系可能是慢变量，短期内出现超预期“断崖式”的可能性较小。另一方面，如果产业技术变革没有超预期兑现，前期预期驱动的资产价格可能出现阶段性调整，这是美股目前面临的真正问题。

不过，全球金融市场流动性冲击问题需要美日通力合作。为避免此次流动性冲击的进一步扩大，预计美联储和日央行会向市场释放一些积极信号，并进行适当管控，如美联储加速转鸽、日央行加大资产购买或放缓后续加息节奏等。

流动性冲击和衰退交易是目前金融市场的重要因素，虽然短期内集中出现的概率不大，但可继续关注其变化。

避免追空操作

宏观面变化不大，商品市场面临的驱动并未显著改善。但是需要注意的是，大部分品种跌幅已经较大，因此目前位置追空并不合适。建议密切关注政策的走向，趋势性投资者可耐心等待工

业品超跌之后的介入机会。

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	8 月 8 日	日本央行“投降”	市场不稳定，就不会加息	日本央行加息的概率极低
	8 月 5 日	国务院召开“促进服务消费”会议	6 方面 20 项重点任务	需求端政策应继续加码
数据	8 月 9 日	美国上周首次申请失业救济人数 23.3 万人	低于预期和前值，创一年来最大降幅	续请失业金人数上升至 33 个月新高。
	8 月 8 日	7 月出口增速放缓至 7%	贸易顺差收窄	出口隐忧显现，稳增长政策需发力。
事件	8 月 8 日	亚洲铜库存激增，升至 2018 年年中以来最高水平	铜价的金融属性炒作基本结束	金融属性对短期走势影响较大

资料来源：中金财富期货研究所

2 核心 CPI 降至低位

国家统计局发布了 2024 年 7 月份全国 CPI 和 PPI 数据。CPI 同比+0.5%，前值+0.2%，市场预期+0.3%；CPI 环比+0.5%，前值-0.2%；2）核心 CPI 同比+0.4%，前值+0.6%；3）PPI 同比-0.8%，前值-0.8%，市场预期-0.8%；PPI 环比-0.2%，前值-0.2%。

7 月，CPI 同比涨幅扩大，但核心 CPI 同比增速明显回落。7 月，CPI 同比超预期上行至+0.5%，前值为+0.2%，市场预期+0.3%；环比升至+0.5%，前值为-0.2%，略高于过去五年同期均值+0.5%。

CPI 同环比涨幅扩大，主要有两点原因：一是，受高温多雨天气影响，食品价格转为上涨。7 月食品价格同比自上月的-2.1%升至 0%，环比自上月-0.6%升至+1.2%，略高于过去五年同期均值+1.1%。一方面，受高温多雨天气影响，市场供给下降，7 月鲜菜和鸡蛋价格环比分别上涨 9.3%和 4.4%。另一方面，受前期生猪产能去化影响，生猪出栏处在低位，也带动猪价进一步上涨，7 月猪肉价格环比上涨 2.0%。

二是，7 月进入到暑期出行旺季，带动出行类服务价格上涨。据统计局披露，飞机票、旅游和宾馆住宿价格环比分别上涨 22.1%、9.4%和 5.8%，贡献 CPI 环比涨幅近五成。这种脉冲式价格上涨属于季节性表现，参考去年的情况，服务价格环比涨幅在 23 年 7 月达到 0.8%，8 月便降至 0.1%，此后 9-11 月进入出行需求淡季后，服务价格环比持续为负。此外，今年 7 月服务价格环比表现并未超出季节性范围。今年 7 月服务价格环比涨幅为 0.6%，低于去年同期的 0.8%，也低于 2018-2019 年均值 0.7%。由于今年服务业供给明显改善，价格同比涨幅也较去年同期有所放缓，7 月服务价格同比涨幅为 0.6%，低于去年同期的 1.2%。

需要注意的是，7 月核心 CPI 同比降至+0.4%，为今年 2 月以来最低值，处在历史低位。一是，耐用品价格跌幅扩大，在消费品以旧换新的带动下，“以价换量”现象延续。7 月家用器具、交通工具、通信工具价格同比增速降至-1.8%、-5.6%、-2.1%，上月为-1.3%、-5.3%、-1.5%；二是，居住价格同比增速降至+0.1%，低于上月的+0.2%。其中租赁房房租价格同比增速降至-0.3%，连续两个月回落，显示房地产市场调整的影响延续。

3 政府债发行放量对流动性有影响吗

在央行加大公开市场投放、降息及 MLF 超量续作的支持下，7 月资金面延续宽松，长债利率再破低点。政府债发行即将放量，8 月供给压力几何？带来多大的流动性缺口？资金面收紧的风险有多大？

资金利率方面，7 月资金面呈现两个特点，一是资金利率趋于下行，二是资金分层进一步缓解。央行操作方面，7 月央行加大公开市场投放，且月内两次开展 MLF 操作，并且调降逆回购、LPR、存款利率以及 MLF 利率。长债利率方面，7 月 10 年期国债到期收益率再破低点，主要是下旬宽松政策下利率下行空间再度打开。债券托管方面，6 月债券托管规模环比增量收缩，分券种看，利率债和同业存单托管增量减少；分机构看，6 月广义基金是最主要的增持力量，主要增持政金债，而商业银行增持债券的规模明显下降，主要受国债增持规模下降和政金债减持的影响。

一方面，7 月关键期限普通国债的单只规模明显下降，或主要为地方债集中发行让路，8 月国债发行或将延续此趋势，根据三季度国债发行计划，我们预计 8 月国债发行约 1.02 万亿元；另一方面，7 月政治局会议再次提及“加快地方债发行和使用”，参考各地已披露的发行计划，我们预计 8 月地方债发行规模约 1.03 万亿元。总的来看，8 月政府债发行规模在 2.05 万亿元左右，剔除大概率到期续作的特别国债后，8 月政府债净融规模约 1.5 万亿元，供给压力明显加大。

资金收紧风险几何？从资金供需角度看，考虑政府债净供给规模抬升，财政收入低于支出，我们预计政府存款或将环比增加约 7150 亿元，对流动性造成一定压力；8 月信贷投放回升，银行缴准规模或增长约 870 亿元；而外汇占款、货币发行对流动性的影响预计有限。总的来说，在排除逆回购和 MLF 到期因素的情况下，8 月流动性缺口约 8500 亿元，压力核心来自于政府债供给放量，因此资金面或边际收敛。不过，结合近期央行降息、加大 MLF 投放量等操作看，货币政策取向整体宽松，公开市场对资金面保持灵活支持，DR007 大幅上行的空间不大。考虑到年内 MLF 到期规模较高，不排除央行继续加大 MLF 投放数量和次数，以及采取降准等释放中长期资金。

4 宏观策略

宏观面变化不大，商品市场面临的驱动并未显著改善。但是需要注意的是，大部分品种跌幅已经较大，因此目前位置追空并不合适。建议密切关注政策的走向，趋势性投资者可耐心等待工业品超跌之后的介入机会。

5 股指期货市场分析

指数小幅震荡

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-1.56%，上证 50 周-1.1%，中证 500 周-1.43%，中证 1000 周-2.23%。

北上资金变化不大，呈现小幅流出的状态。

7 月份股票市场流动性好转迹象有所增加。具体来看，一方面尽管二级市场中两市成交热度小幅度下降，偏股型基金发行持续低迷，两融余额小幅回落，产业资本中大股东再度转为净减持。但另一方面，我们看到一级市场中 IPO 募资规模环比下降，二级市场基金仓位震荡提升，北上资金虽然小幅净流出，但有放缓趋势，并且全年来看北上资金依然维持净流入。

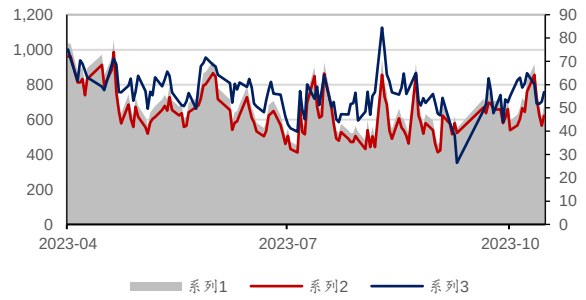
指数维持震荡的概率较大

预计海外的波动逐渐趋缓，多重宏观因素冲击之下，此前过度一致的预期、过度拥挤的交易出现了阶段性的逆转和“高低切”，而伴随全球资本市场剧烈波动，类似 4-5 月份，中国资产或逐渐获得海外资金增配。

中期维度来看，8-9 月中国资产将面临更为有利的流动性环境。一方面，美国 9 月大概率降息，有望改善全球流动性环境并压低美债利率。另一方面，美国经济走弱和大选导致不确定性将持续压制此前过度拥挤的交易，这将驱动海外资金，尤其是亚太对冲基金重新配置中国资产。并且不同于 4-5 月全球市场波动之际，部分长线资金选择回流美股“抄底”，当前美国经济已显疲态，后续若美国经济快速回落，基本面走势与美国相背的中国资产性价比将进一步显现，配置盘资金也有望回流。

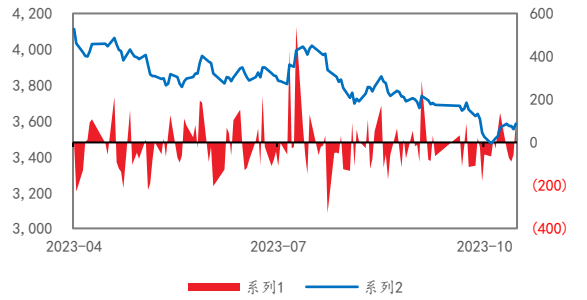
策略上看，近期债券市场因政策压力调整，对市场相对利好；但是日本央行认怂不加息之后，人民币升值的趋势被打破，整体看市场环境有扬有抑。预计短期内指数宽幅震荡，关注超短的反弹机会。中线看，指数大级别行情可能要等到目前位置再度调整之后。

图表 8：融资融券数据图



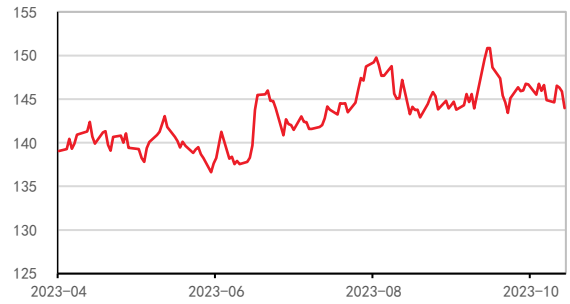
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 9：合约持仓和市场表现



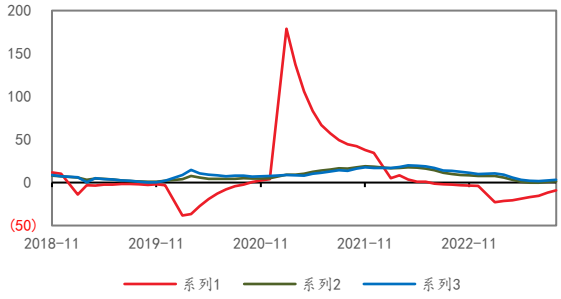
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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。

据第三方机构调研,8 月有检修计划的冶炼企业约 4 家,但受粗铜和阳极板供应量下降的影响，被迫减产的冶炼企业范围在扩大，新投产项目的落地节奏也在放缓，同时，采购散单矿生产铜的冶炼企业仍需面临亏损风险，仅长单原料货源可维持盈利，且矿石供应未见明显宽裕，在产企业的提产意愿不强。预计 8 月电解铜产量降至百万吨左右，9 月原料供应紧张的影响或继续升级，企业检修复产和新投项目落地并存，增减相抵后，电解铜产量或持续小幅下降。

据海关数据，6 月电解铜净进口量约 15.08 万吨，同比下降约 54.7%。7 月中下旬沪伦比值有所修复，但国内电解铜库存高于往年同期，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。2024 年 1-6 月电网基本建设投资额为 2540 元，同比增速为 23.66%；电源基本建设投资额达到 3441 亿元，同比增速为 3.7%，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

美国经济数据却大面积不及预期，导致市场情绪加速恶化，衰退交易喧嚣尘上，宏观情绪不佳拖累有色金属。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。

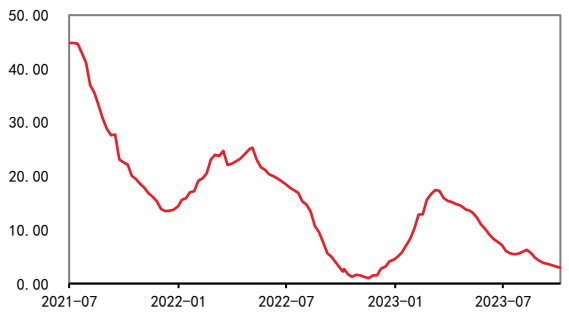
3 铜期货现货数据

图表 12：长江有色铜价



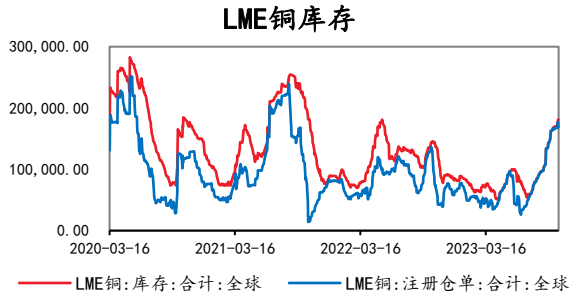
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 13：上海保税区铜库存



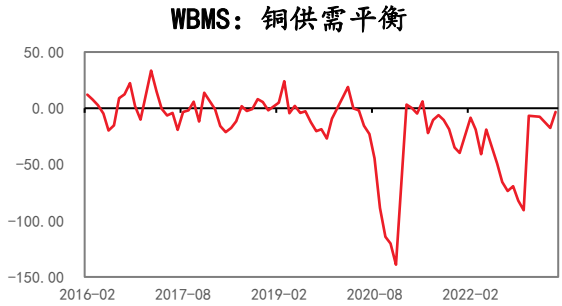
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 14：LME 铜库存



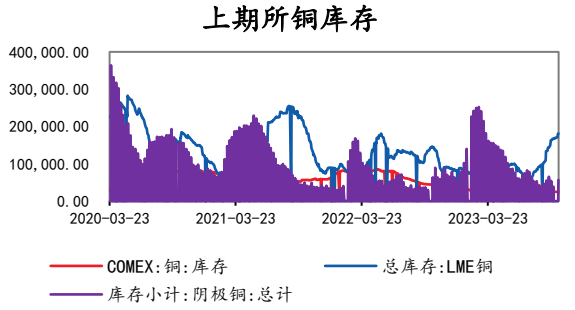
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 15：WBMS 供需平衡



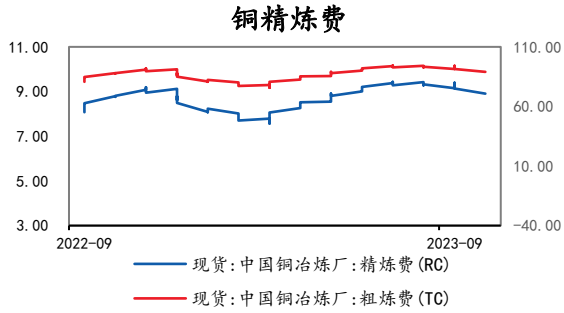
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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。7 月国内因暴雨等因素影响，国内矿山产量下滑。百川盈孚调研结果显示，四川地区 7 月中旬前后因汛期部分矿山停产；内蒙古某矿山 7 月检修设备选厂停产，受影响锌精矿产量 7000 金属吨左右，目前已复产，但预计 8 月中下旬吼开始出售锌精矿；吉林某矿山因附近修路导致运输受阻，7 月暂未对外发货；新增产能方面，江西贵溪银珠山铅锌银矿项目建设接近尾声，采选规模为 100 万吨/年，铅锌完全投产产能可达 25 万吨；7 月火烧云矿山招标结束，完成 6 万吨的采矿作业，8 月之前预计完成 25 万吨的原矿采购，年内预计原矿产量 50 万吨左右，测算金属量在 12-15 万金属吨左右。

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。

加工费下调，压缩炼厂利润

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。加工费来看，因矿端持续偏紧，国内外加工费已下调至历史绝对低位，进口锌精矿加工费更是调至负数，进一步印证矿端紧张的格局。国内生产来看，7 月检修与复产并存，但增量不及减量，精炼锌产量下滑。1-7 月累计产量 368.86 万吨，累计同比减少 2.35%。7 月进口窗口关闭，月底随着沪伦比值扩大，进口窗口逐步开启，进口补充有限。

需求没有明显改善

7 月上半月华东、华南地区高温天气下部分企业减产放假，另有部分企业检修复产，开工变动不大，因锌价高位，且订单偏弱，合金厂家对原料采买有限；下半月，随着锌价高位回落，下游合金厂家积极将原料库存转化为成品库存，且低价刺激少量终端补库，压铸锌合金企业开工有所回升，但因终端好转有限，成品库存亦有所累积。

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。

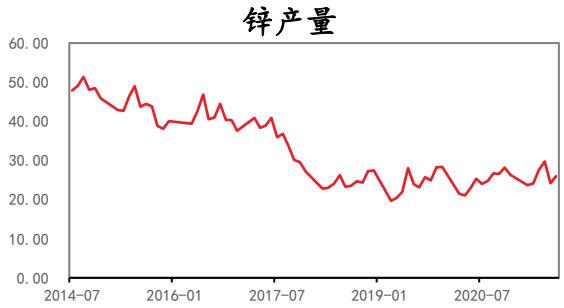
2 总结

海外矿山出产整体增幅有限，加之海外炼厂复产，对矿石需求增加，部分矿山项目延后，全球矿端偏紧格局暂未改善。加工飞走地，利润持续下滑，炼厂端维持减产态势，国内供应端难有增量。今年北方雨水天气增多，户外施工受限，叠加消费淡季因素影响，下游开工整体偏弱，

仍以刚需补货为主，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。

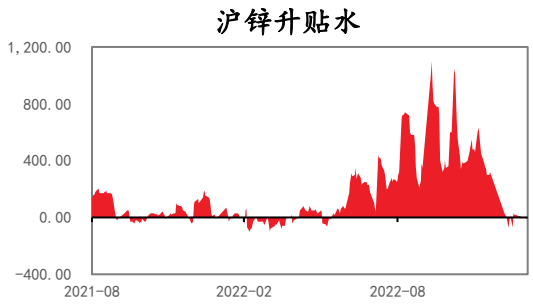
3 锌期货现货数据

图表 18：锌产量



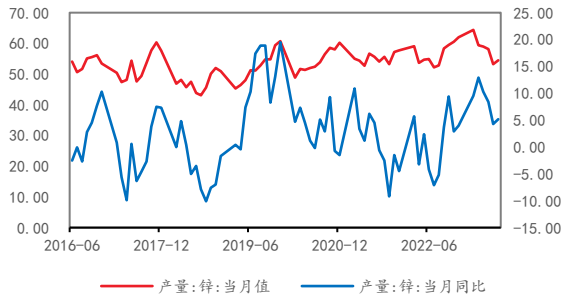
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 19：锌升贴水



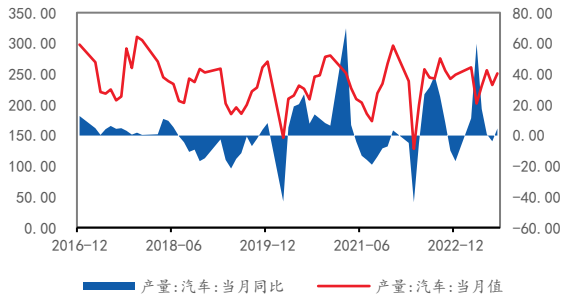
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 海外开启交易衰退模式

自从 7 月 11 日美国公布的 CPI 数据低于预期，市场开始交易美联储 9 月降息。

回顾本轮加息周期，开始于 2022 年 3 月，到 2022 年 12 月，联邦基础利率从 0.25%上升至了 4.5%，到 2023 年 7 月，联邦基础利率上升至 5.5%。美元的高利率吸引着全球的资产，全球货币流向美元。如日本，长期维持着 0 利率，大量资金借入低息的日元，再换成美元，购买美债等高收益的资产，从中赚取利差。此外，俄乌冲突与巴以冲突，也促使欧洲与中东地区避险情绪浓厚，大量资金被兑换成美元购买美元资产。

从 2022 年 12 月加息速率放缓后，与 2023 年 7 月停止加息以来，海量的美元涌入美元资产，推动美元资产大幅上涨，美股、黄金、铜、铁矿石、BTC 等美元资产收益，涨幅最大分别高达 70%（纳斯达克）、42%、41%、49%和 345%。

截至目前 5.5%的高息环境已持续超过 1 年，对美国经济产生较大的压力。7 月 11 日美国 CPI 数据低于预期，8 月 2 日的最新失业率为 4.3%，高于市场预期，已触发“萨姆法则”，即说明经济衰退已经在发生，该指标自 1970 年以来对衰退的预测成功率为 100%。

如今市场预计美联储 9 月 100%降息，幅度在 25 或 50 个基点。美国与其它经济体的利差在缩小，过去一年多里涌入的美元将在降息的过程中陆续流出。因此，对于泡沫较大的上述美元资产面临流动性紧缩的价格下跌危机。

尽管如此，美国经济衰退短期无法被证实，降息预期也会随着新的数据和时间的变化而发生改变。在当前降息与否，何时降息的关键节点上，美元资产面临较大的波动率。而铁矿石作为美元资产，同样受到影响。从长期来看，降息必定会到来，流动性所推动的美元资产泡沫也大概率会破裂，因此在海外影响的因素中给予矿价中长期的下行压力。

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 87.0%，环比下降了 1.9 个百分点，同比下降了 4.0 个百分点。91 家电炉的产能利用率为 45.2%，环比下降了 3.1 个百分点，同比下降了 9.8 个百分点。五大品种钢材的周产量为 783.5 万吨，环比下降了 7.2%，同比下降了 15.7%。上周长流程产量回落，日均铁水产量下降了 4.9 万吨至 231.7 万吨，在低利润背景下，钢材产量持续下行，螺纹钢的产量降幅尤其明显。

在库存方面，上周五大品种钢材的周社会库存为 1251.9 万吨，环比下降了 0.9%，同比增长了 2.5%。钢厂库存为 470.8 万吨，环比下降了 2.9%，同比增长了 3.5%。钢材总库存由增转降，环比下降 1.4%，降幅较上周扩大了 0.8 个百分点。社库与厂库同步回落，结构上来看，建筑钢材库存去化明显，而板材的社会库存有所增加。

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 808.2 万吨，环比下降了 5.4%，同比下降了 10.0%。其中，螺纹钢的周表观消费量为 190.8 万吨，环比下降了 11.5%，同比下降了 21.8%。上周五大品种钢材的表需持续下降，淡季需求特征延续，螺纹钢的消费降幅较大，供需双弱格局维持。建筑钢材的周成交量为 10.4 万吨，环比下降了 8.0%。

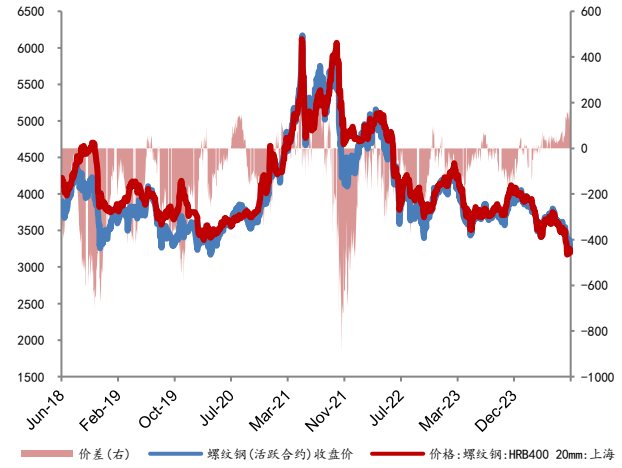
上周钢材现货价格继续走弱，主流钢材品种的即期毛利低位运行。247 家钢厂的盈利率收窄至 5.21%，环比下降了 1.3 个百分点。

4 小结

政策预期对市场情绪的修复进入尾声，市场交易逻辑再度回归到了基本面。目前处于需求淡季，在需求不足，吨钢利润持续走弱的背景下，钢厂减产检修进程较快。钢厂自发减产导致原料支撑减弱，进一步推动钢价下调。现在来看，钢价 - 利润 - 原料价格的负反馈没有看到减轻的迹象，预计本周走势依旧偏弱。

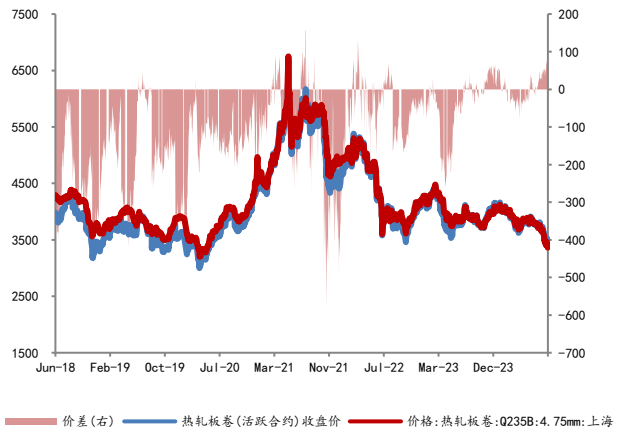
5 钢材期货现货数据

图表 22：螺纹期现价差



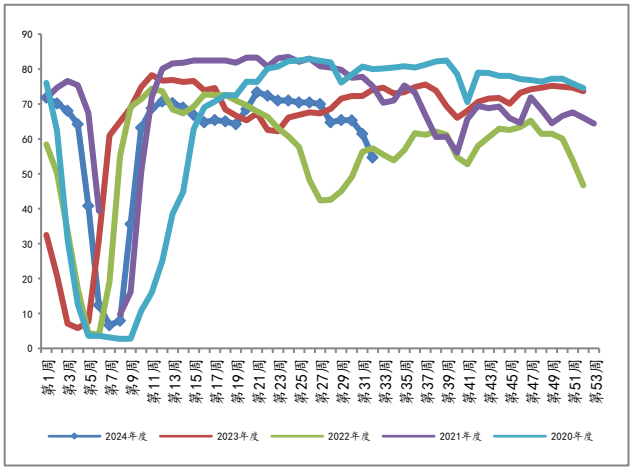
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 23：热卷期现价差



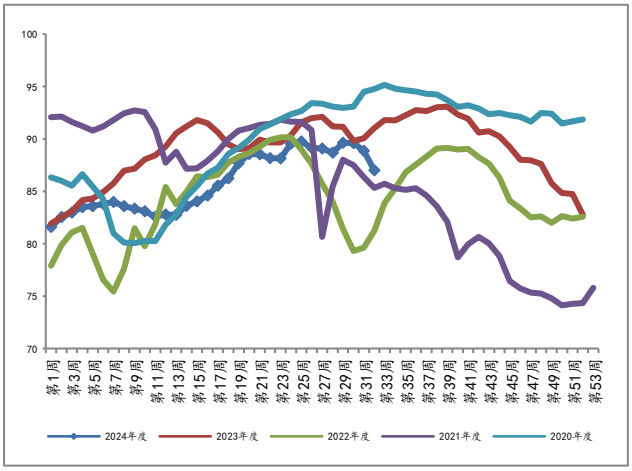
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 24：85 家独立电弧炉钢厂：开工率：中国（周）



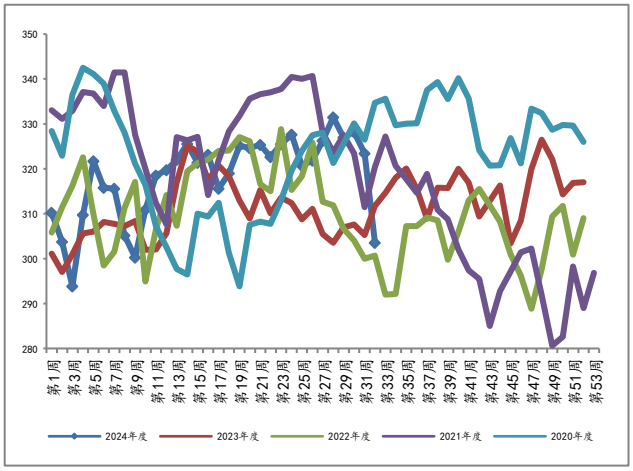
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 25：247 家钢铁企业：高炉产能利用率：中国（周）



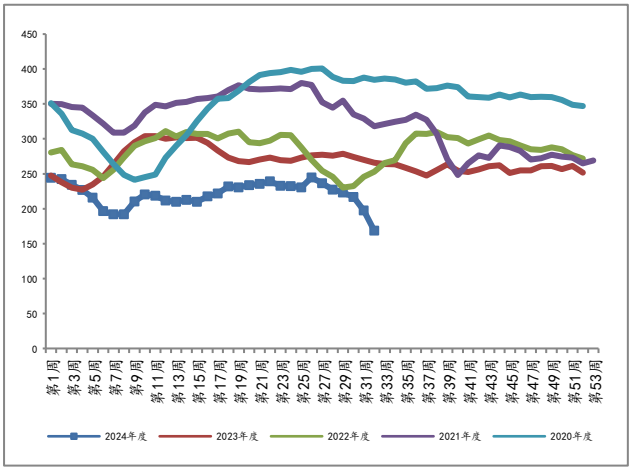
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 26：螺纹钢：建筑钢材钢铁企业：实际产量（周）



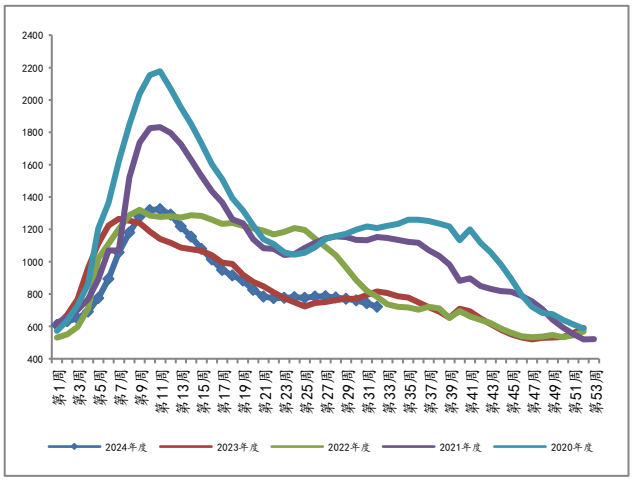
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 27：热轧板卷：钢铁企业：实际产量：（周）



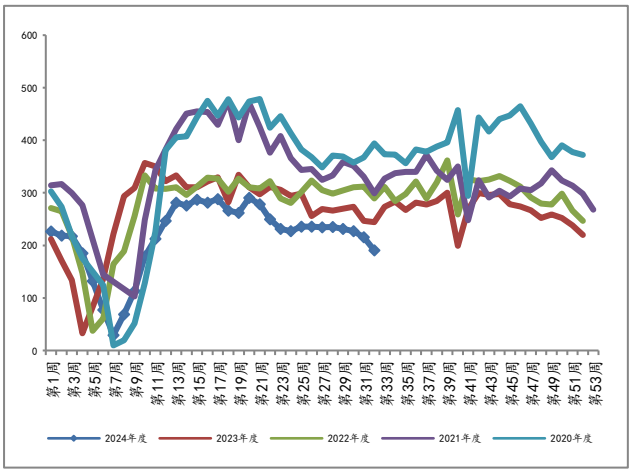
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

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 非农引发衰退忧虑

近月以来，国际油价从阶段性高位大幅回落，市场表现疲弱的主要原因是，在自身基本面缺乏亮点的情况下，宏观经济衰退预期拖累原油在内的大类风险资产普跌。

宏观层面上，美国劳工部最新公布的数据显示：7 月美国非农部门新增就业岗位 11.4 万个，6 月数据则从 20.6 万下调至 17.9 万；7 月美国失业率从 6 月的 4.1%升高至 4.3%。当期非农被解读为显著利空，美国非农就业人数远低于经济学家估计，失业率以及首次申请失业救济金人数均表明劳动力市场有降温迹象，显示出美国经济萎缩程度超过预期。

OPEC 在最新一期月报中，维持对原油供应收紧和需求增长的乐观看法不变，但市场主流意见并不认可经济稳健复苏的论点，反而加重了对美国和非美经济体前景的疑虑。鉴于萨姆法则历史上惊人的准确性，市场对未来经济陷入衰退的担忧再次加剧，避险情绪升温波及大类资产，也助推了原油走势的深度下跌。

2 需求放缓前景悲观

终端需求方面，本轮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。美国能源信息署（EIA）的高频数据显示，迄今出行高峰未能刺激汽油消费加速放量，今年的情形不同于以往传统旺季模式，后续还将面临季节性转弱的风险。对需求的担忧不仅局限于美国，中国原油进口量持续下滑，主营炼厂开工也指向需求在显著放缓。

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。

3 当前供应压力有限

统计数据显示，6 月 OPEC 全体 13 个成员国原油总产量为 2698 万桶/日，环比 5 月下降 8 万桶/日；其中参与减产的 9 个成员国原油产量为 2169 万桶/日，环比下降 11 万桶/日。该组织能够实现减产的主要原因仍是沙特严格履约，伊拉克等国长期不能遵守承诺，不受制约的伊朗原油产量达到 324 万桶/日的近年高位。OPEC+联盟方面，6 月俄罗斯原油产量估计在 907.8 万桶/日，略高于减产配额约 10 万桶/日，执行率较前几个月有所提高。

非 OPEC+产油国方面，7 月美国原油产量继续环比升至 1330 万桶/日，达到年内高点，比去年同期增长 100 万桶/日。EIA 预计，到 2024 年底美国原油产量将增至 1355 万桶/日，到 2025 年底达到 1392 万桶/日，增速已显著放缓但仍有一定空间。

就现阶段而言，原油市场实际供应压力并不大，相对当前油价位置仍可提供一定支撑。

4 去库周期相对抗跌

在前期回落获得安全边际后，由于美国 EIA 原油库存超预期下降，国际原油期货价格出现明显反弹。

美国能源信息署（EIA）数据显示，截至 8 月 2 日当周，美国商业原油库存继续大幅下降 370 万桶至 4.293 亿桶；库欣交割地原油库存增加 60 万桶至 3040 万桶；美国战略原油储备（SPR）回购 73.6 万桶至 3.758 亿桶的规模；美国汽油和馏分油库存分别增加 130 万桶和 90 万桶。供需方面，当期美国原油产量维持在 1330 万桶/日不变；美国炼厂原油加工量增加 25.2 万桶/日至 1640 万桶/日，美国炼厂平均开工率为 90.5%。

值得注意的是，旺季汽柴油消费弱于预期，使得炼厂利润受到挤压，终端负反馈对油价上涨形成制压。鉴于在去库存周期下，三季度原油基本面仍保持稳健，高盛认为 Brent 原油价格在 75 美元左右具有支撑，短期超跌反弹但中长期趋弱难改。

5 油价以空间换支撑

目前来看，原油市场影响因素错综复杂，但油价大跌后悲观情绪得到释放。

随着时间推移，OPEC+减产的利多效应逐渐减弱，油价跌破沙特挺价目标位的可能性不断加大，因此外界对 9 月以后 OPEC+延续减产的预期有所加强，关注供应端支撑的有效性。原油基本面矛盾集中在旺季需求未达预期， EIA 短期能源展望维持 2024 年需求增速预测，同时下调了对 2025 年的需求预估值，不过当前 EIA 商业原油库存仍延续季节性去化。三季度原油基本面仍较为健康，但供需边际缺乏利好提振，尤其是远期过剩前景堪忧。

政策面来看，此前特朗普交易已经被充分计价，而拜登退选后哈里斯支持率上升；美国经济衰退风险加剧，或将迫使美联储在 9 月启动降息；中东地缘政治风险仍存但局势相对可控，对原油的实质性影响有限。

短期国际原油走势或震荡偏弱，但前期跌幅换来安全边际，后市行情大概率依托区间下沿反复。

6 区间震荡前高后底

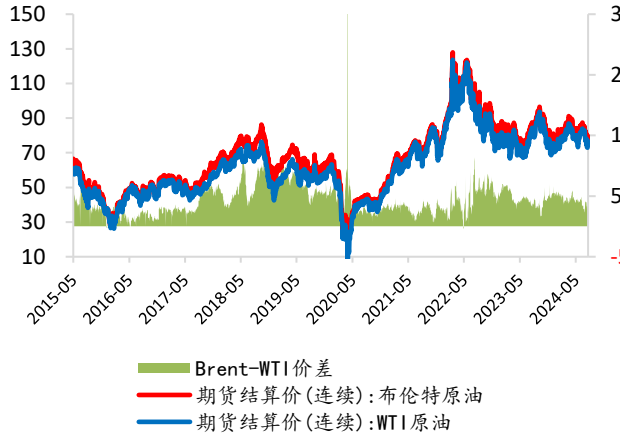
此前原油市场的强势表现已经消化了部分利多预期，而现在投资者对能源需求产生了旺季不旺的质疑，因此，主流机构预测的三季度原油供需缺口能否兑现，这将是接下来交易的核心变量。

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。

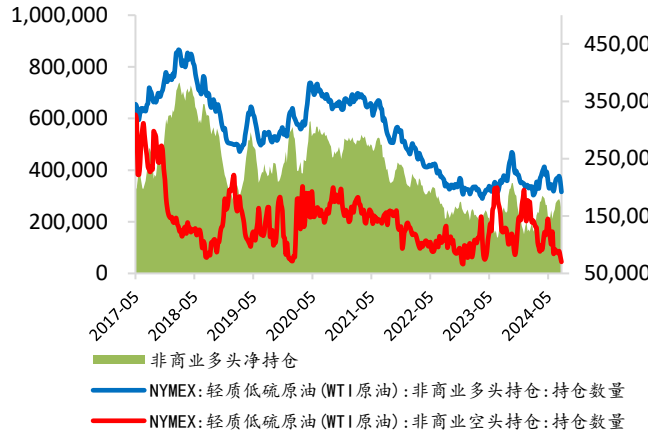
7 原油期现数据

图表 30：国际原油期货价格



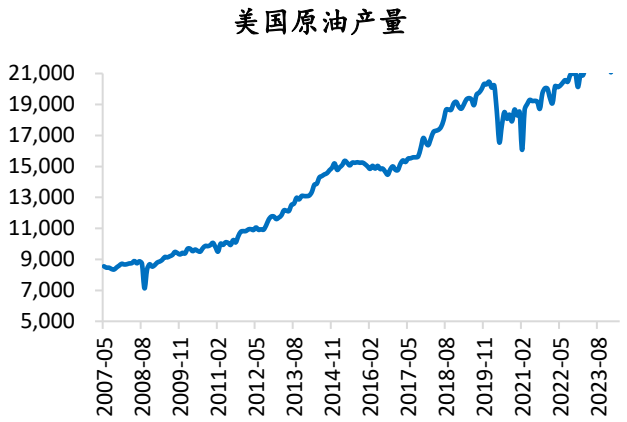
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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



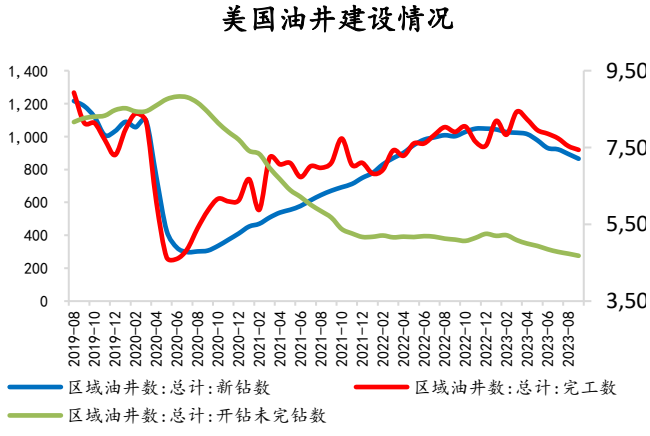
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 33：沙特原油产量



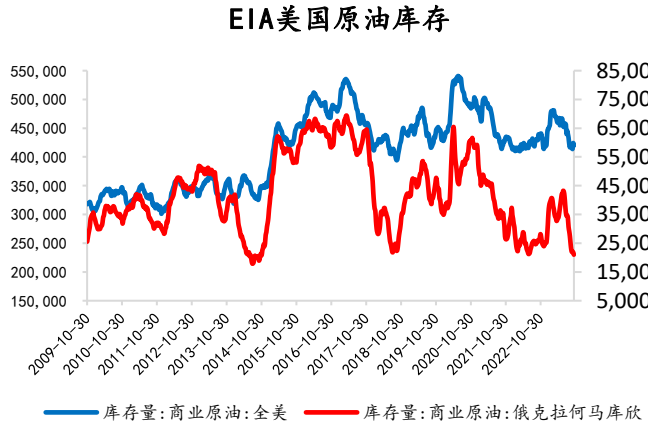
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 34：美国油井建设情况



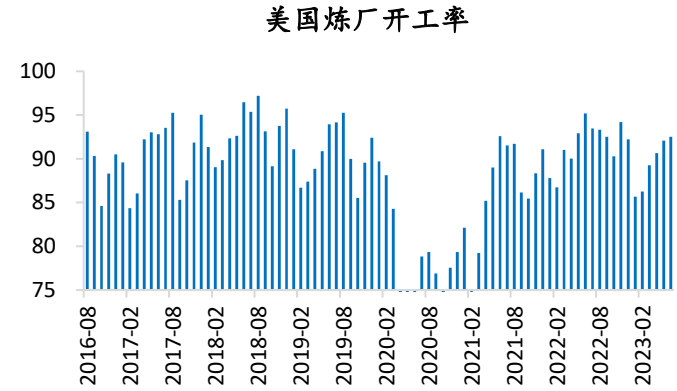
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 35：EIA 原油库存



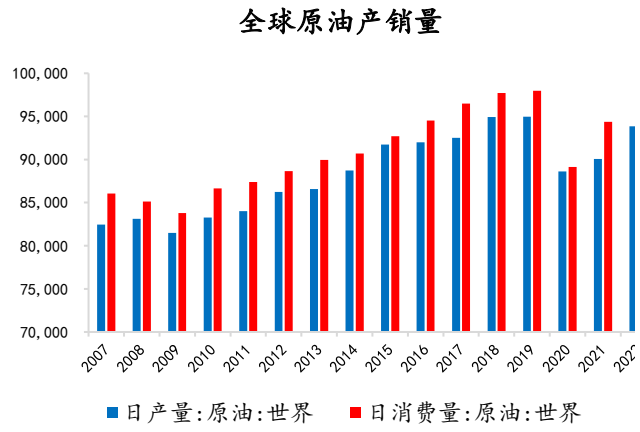
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 放量兑现节奏存疑

天然橡胶市场主要分歧集中在上游供应端放量节奏的兑现上。国内外产区全面推进开割，未来预计产量将会持续释放，但泰国、越南北部和版纳地区持续降雨，海南受台风潜在影响，造成割胶工作开展不畅。原料端回调后阶段性表现抗跌，短期内对现货仍有一定挺价作用，云南国产全乳胶报价在 14700 元/吨左右。国内天然橡胶社会库存连续两周累库，青岛保税区库存仍在缓慢去化，后期进口到港量逐渐增加，青岛主港去库趋势放缓，或逐渐转向迟来的季节性累库。对于未来天然橡胶走势，重点关注各大产区降雨和夏季台风情况，产区原料价格波动，以及国内库存变化等上中游因素，同时等待下游淡旺季情绪切换。

2 天气题材酝酿发酵

7 月天然橡胶价格从高位深度回调，主要原因是上游产区全面开割，叠加下游终端消费淡季，市场处于传统的供强需弱偏空阶段。8 月全球天然橡胶主产区处于增产期，新胶供应或呈环比季节性上量，原料收购价格继续承压，制约橡胶期货盘面价格。

然而，未来天气因素的不确定性不容忽视，除了雨季正常的降雨偏多外，需关注厄尔尼诺-拉尼娜周期引发的天气异常。参照 1980 年有统计以来，2023 年出现的是一次强度中等偏强、持续时间较长的厄尔尼诺事件，随之而来的往往是拉尼娜现象，根据 NOAA 预测，2024 年 8-10 月环太平洋区域发生新一轮拉尼娜事件的概率上升至 70%，或将持续到北半球冬季结束。

抛开自然物候和产业周期，极端天气对天然橡胶种植和割胶作业的负面影响较大，近年来引发大行情的超预期减产多与之相关。考虑到三季度拉尼娜发生的可能性较高，而今年国内社会库存压力相对有限，对增产节奏造成的扰动或被放大。

3 进口库存压力不大

近期东南亚产区降雨量明显增加，使得割胶工作遇阻，支撑原料价格止跌反弹，上游加工厂利润空间不足，成品橡胶交付出现延期，导致今年新胶进口量季节性回升缓慢。海关总署公布的数据显示，2024 年 7 月中国进口天然及合成橡胶（含胶乳）合计 61.3 万吨，较 2023 年同期的 63.3 万吨下降 3.2%；1-7 月，中国进口天然及合成橡胶（含胶乳）共计 389.7 万吨，较上年同期的 463.9 万吨大幅减少 16%。

由于橡胶进口到港数量偏少，国内市场流通货源依旧偏紧，现货库存处于偏低水平。截至 8 月初，青岛地区天然橡胶保税和一般贸易合计库存量 47.5 万吨，环比上期增加 0.1 万吨或 0.23%；其中，一般贸易库存 41.37 万吨，保税区库存 6.17 万吨。

后期若原料价格保持坚挺，不排除仍有部分船货推迟发运，成本支撑下国内加工厂亦无意低出，对橡胶市场行情构成托底支撑。预计沪胶短期震荡筑底为主，下方空间相对有限，关注国内库存变化拐点。

4 需求恢复尚待时间

下游方面，国内橡胶轮胎淡季开工相对稳定，轮胎样本企业产能利用率仍有较大的差异分化。截至 8 月初，山东地区橡胶轮胎企业全钢胎开工负荷为 56.43%，低于去年同期 2.15%；国内橡胶轮胎企业半钢胎开工负荷为 78.86%，高于去年同期 6.73%。全钢胎部分样本企业 8 月有检修计划，产能利用率预计偏弱运行中低位企稳。半钢胎企业暂无降负计划，产能利用率将维持高位。

如我们此前分析，近一年来半钢胎之所以保持景气，主要受海外订单强劲支撑，然而未来中国轮胎出口将面临挑战。最新的美国就业数据暗示了经济衰退风险加剧，对汽车等大类消费构成利空，另外如果特朗普当选并对中国商品加征巨额关税，轮胎出口将面临更大不确定性。内需方面目前也不乐观，终端需求恢复尚需时日，短期胶价上涨缺乏利多支撑，预计沪胶仍以震荡筑底为主。

5 合成橡胶关联较高

丁二烯橡胶期货上市以来，交易逻辑受原料丁二烯成本主导，并和天然橡胶价格保持较强的关联性。

7 月以后丁二烯装置检修较之前有所减少，后期进口量有回归预期，令合成橡胶成本端略有松动。不过，当前油价水平下炼厂利润空间有限，制约一体化装置开工率，且下游新装置投产明显超过丁二烯产能增速，预计丁二烯供需格局仍然偏紧，对丁二烯橡胶价格继续提供支撑。

另一方面，产业链下游来看，轮胎制造业主要考虑轮胎产品性能与经济性，合成橡胶与天然橡胶可部分替代使用，二者现货价格相关系数高达 0.91，丁二烯橡胶期货 BR 与天然橡胶期货 RU 和 20 号胶期货 NR 之间互相都具有较强的价格关联。

综上，丁二烯橡胶策略也以逢低布局多单为主，关注与天然橡胶走势上的联动性。

6 把握规律择机布局

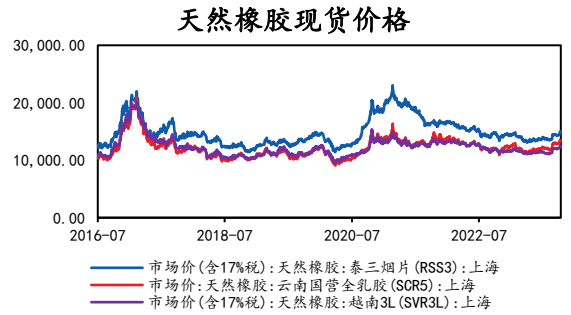
我们认为，沪胶若要出现主要趋势的持续性上涨行情，必须要有坚实的基本面配合，符合供需关系、季节特征和产业习惯的指引。

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



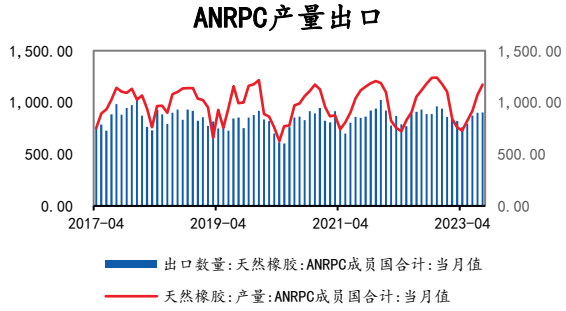
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 38：合成橡胶价格



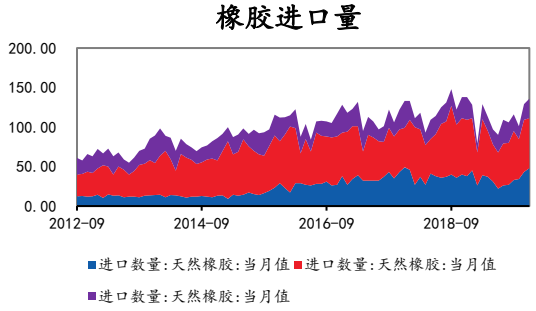
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 39：ANRPC 产量出口



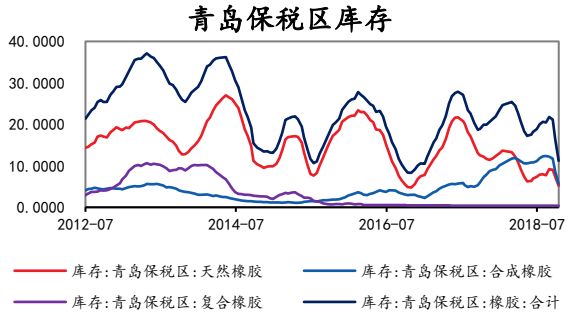
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 40：橡胶进口量



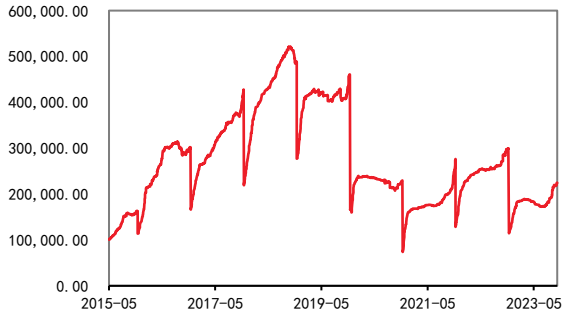
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 41：青岛保税区库存



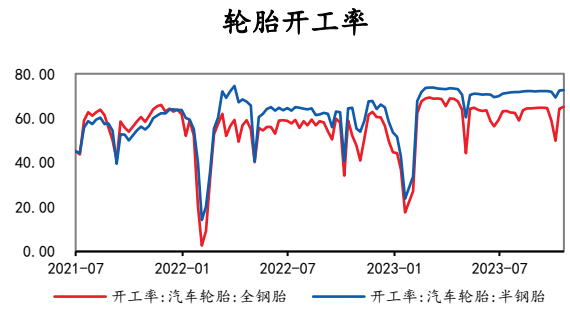
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 42：上期所注册仓单



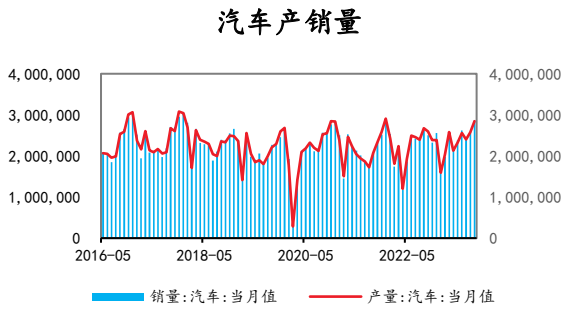
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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：美豆丰产预期持续强化，国内豆粕市场连刷新低

1 外部豆类市场分析

美豆优良率强劲，天气展望保持乐观

美国农业部本周公布的作物生长报告显示，截至 8 月 4 日当周，美国大豆优良率为 68%，高于市场预期的 66%，上年同期为 54%。当周美豆开花率为 86%，结荚率为 59%，五年均值分别为 84%和 56%。美国中西部地区大部分大豆作物在 8 月结荚，因此 8 月天气对决定美豆单产至关重要。美国农业部干旱报告显示，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，此前一周为 4%，去年同期为 51%。当前美豆作物评级强劲，主产区缺少减产天气威胁，随着天气窗口收窄，美豆丰产预期持续强化，并推动美豆价格重心连续下移。

美豆出口低迷，对华出口降幅扩大

根据美国农业部发布的出口销售报告，截至 7 月 25 日当周，美国 2023/2024 年度累计出口大豆 4240.09 万吨，较去年同期减少 799.38 万吨，减幅为 15.86%；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 91.6%。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 25 日当周，美国对中国出口大豆 2390.5 万吨，较上年度同期的 3111.76 万吨减少 721.26 万吨，降幅为 23.18%。在 2024 年美豆保持丰产预期和美国经济衰退风险升高之际，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回落的原因之一。

8 月初马来西亚产量下降，MPOB 月报受关注

南部半岛棕榈油压榨商协会（SPPOMA）数据显示，2024 年 8 月 1-5 日马来西亚棕榈油单产减少 30.03%，出油率增加 0.65%，产量减少 26.61%。棕榈油产量意外下滑，为棕榈油市场抗跌提供支撑。马来西亚棕榈油局（MPOB）8 月 12 日公布的月度供需报告仍是市场关注的重点。报告前一项调查显示，预计马来西亚 7 月末棕榈油库存环比下降 1.17%至 180 万吨；毛棕榈油产量环比增加 12.7%至 182 万吨，出口环比增加 26.1%至 152 万吨。如果 MPOB 报告数据与市场预期差距较大，通常会引发棕榈油市场剧烈波动。

2 国内豆类市场分析

中国 7 月进口 985.3 万吨大豆，环比下降 11.3%

海关总署发布的数据显示，2024 年 7 月中国大豆进口量为 985.3 万吨，较 6 月进口的 1111.4 万吨下降 11.3%，同比增 1.2%；1-7 月中国大豆累计进口量为 5833.3 万吨，同比减少 1.3%。7 月份中国进口大豆降至 1000 万吨之下，低于此前市场预估，国内饲用大豆供应过剩是导致大豆进口量下滑的重要原因。另外，从美国农业部公布的出口销售数据看，受近期美豆价格大幅回落带动大豆进口成本下降影响，中国进口商采购意愿有所提升。

国内豆粕库存不断攀升，粕价连刷新低

继 5 月中国进口大豆突破 1000 万吨之后，6 月进口大豆总量升至 1111.4 万吨，7 月实际进口大豆 985.3 万吨。8 月份进口大豆到港依然集中，国内进口大豆供给充足。夏季大豆不宜长时间储存，油厂开工率保持高位运行，周度压榨量在 200 万吨之上。豆粕市场进入跌势后，看空预期导致饲企缩短库存周期，贸易商入市采购谨慎，需求萎缩，豆粕库存压力持续升高。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 146.7 万吨，周度增加 12.7 万吨。国内豆粕累库节奏加快，油厂维持胀库催提模式，本周现货成交价回落至四年低点。在供需双

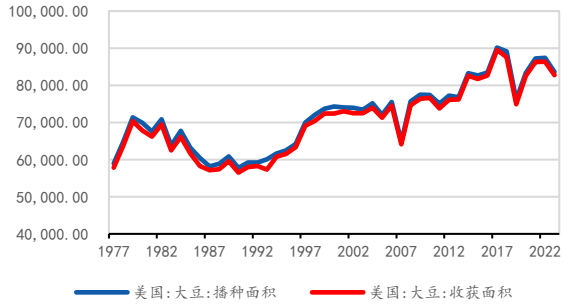
重阻力下，国内豆粕期货基准合约击穿 3000 元/吨关口，刷新近四年新低，弱势特征十分突出。

3 油脂油料市场展望

2024 年美豆播种至今，美国中西部作物带风调雨顺，美豆生长处于近四年最佳状态。立秋过后，留给美豆的天气炒作机会将快速减少，本年度美豆实现丰产目标的概率有望持续增强。美国陈豆出口下降，新豆保持增产预期，美豆价格正以连续回落的方式适应新的供需关系。美豆弱势回落在成本和预期上对国内豆粕市场形成较强下跌驱动，而国内豆粕库存已升至历史高位，供需矛盾突出，进一步推高抛售压力。内外盘、期现货市场保持弱势联动，国内豆粕市场仍缺少止跌动力。国内油脂市场在各自的基本面影响下走势分化，棕榈油期货在马盘成本支撑下较为抗跌，豆油和菜油期货因进口原料价格下跌而表现偏弱。整体来看，豆类市场仍维持油强粕弱特征，油脂市场价格交易区间有所回落。豆一期货市场本周呈现横盘整理状态，东北大豆减产担忧以及秋季收储预期支撑盘面抗跌。美豆在丰产预期下连刷新低，导致内外大豆价差再度拉大，国产大豆需求回暖乏力，豆一期货市场反弹高度依然受限。

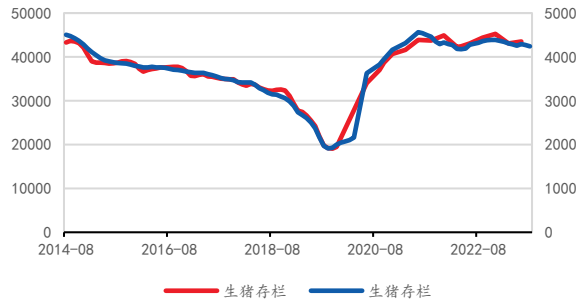
4 油脂油料市场主要数据

图表 45：美国大豆种植收获面积



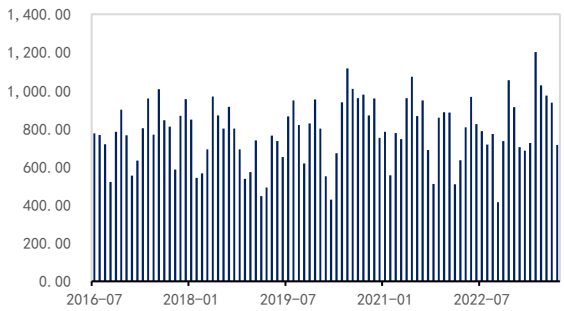
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 46：国内生猪存栏量



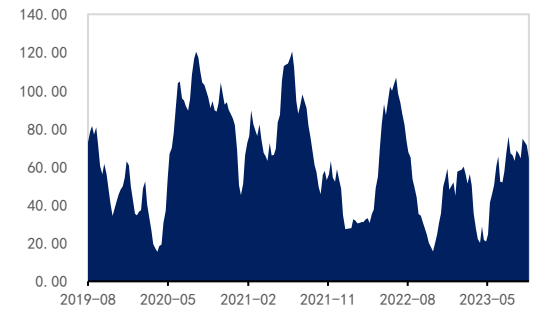
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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