# 中金财富期货策略周报（2024 年第 29 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 月国内经济增长动能走弱的同时，基建投资增速则进一步上升，表明经济走弱背景下稳增长政策确实在加力。8 月以来，政府债券发行明显加速，这或有效改善地方政府的支出能力，有望推动稳增长政策进一步加力，带来经济数据的周期改善。因此我们需要注意工业品位置低和经济数据改善带来的共振行情，因此目前位置追空需谨慎。

**股指期货：**二季度货币政策报告显示，政策基调延续宽松，信贷政策更注重逆周期调节，年内政策利率进一步下调值得期待，保障性住房再贷款有望加速落地。随着红利股调整可能结束，以及经济数据短期内改善的可能，如果指数大幅回落，关注波段做多机会。

**铜：**宏观流动性风险扰动市场，有色波动加大。海外主要矿山的供应中断持续，现货 TC 持续走低，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。当下制造业复苏放缓压制铜价仍为市场主要交易逻辑，边际供需改善或将限制铜价下跌空间，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。当前锌精矿加工费来到历史低位，不排除炼厂后续出现临时减产或复产不及预期的可能性。镀锌价格下滑，且国内高温多雨天气影响需求释放，需求弱势难改，终端用户买涨不买跌，采购积极性持续下降。目前市场氛围有所回落，实际成交存在议价空间，市场整体呈现供需双降的弱势格局。短期受宏观面情绪扰动较大，预计下方空间或相对有限，后续关注宏观指引和社库去库情况。

**钢材：**上周钢价加速下跌，螺纹一周下跌 208 元/吨，跌幅达 6.33%。钢厂盈利率已下降至 4.7%，与 2015 年打击地条钢时期相似，钢厂开始大幅减产。钢厂减产带动铁矿需求与价格下降，成材的成本支撑减弱。从目前来看钢铁行业的负反馈还未被打破，悲观的情绪还在发酵，短期不宜盲目猜底。

**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：**美国农业部报告落地，美豆增产预期继续得到强化。下周分析机构 ProFarmer 的田间实测将是市场印证美豆增产的另一个重要参考。随着美豆天气窗口逐渐关闭，留给市场的天气炒作机会已变得微乎其微。美豆价格跌至四年低位，价格优势吸引部分低位买盘进场，美豆出口形势有所改善，有助于延缓美豆跌势。国内豆粕市场在成本和预期驱动下与美豆保持联动，高库存同样削弱油厂挺价能力，国内豆粕市场的技术反弹行情仍需美豆市场加以配合，否则超跌反弹行情随时可能终结。外部油脂市场走势分化，导致国内油脂市场行情连贯性较差。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处于跟涨状态，价格震荡区间有所回落。从基本面上看，近期豆类市场维持油强粕弱特征的概率依然较大。豆一期货市场本周出现破位下跌，东北大豆减产未获官方认可，美豆连跌导致进口大豆成本快速回落，国产大豆需求回暖无望，豆一期货市场正在经历新一轮抛压。

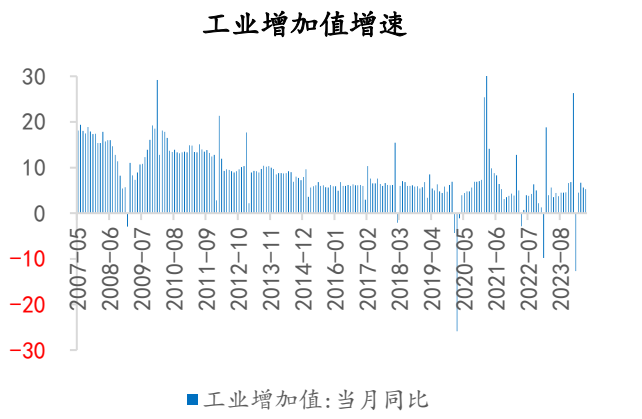
# 目录

周度策略：消费动能仍待提升 ..... - 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 制造业支撑 7 月投资 ..... - 7 -
3 流动性：政府债缴款高峰已过 ..... - 8 -
4 宏观策略 ..... - 8 -
5 股指期货市场分析 ..... - 8 -
铜 ..... - 10 -
1 影响因素 ..... - 10 -
2 结论 ..... - 11 -
3 铜期货现货数据 ..... - 11 -
锌 ..... - 13 -
1 锌：影响因素 ..... - 13 -
2 总结 ..... - 13 -
3 锌期货现货数据 ..... - 14 -
钢材 ..... - 15 -
1 海外衰退预期减弱 ..... - 15 -
2 粗钢产量大幅下降 ..... - 15 -
3 铁水继续下降 库存去化 ..... - 16 -
4 小结 ..... - 16 -
5 钢材期货现货数据 ..... - 16 -
原油 ..... - 19 -
1 非农引发衰退忧虑 ..... - 19 -
2 需求放缓前景悲观 ..... - 19 -
3 当前供应压力有限 ..... - 19 -
4 去库周期相对抗跌 ..... - 20 -
5 油价以空间换支撑 ..... - 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 放量兑现节奏存疑 ..... - 23 -
2 天气题材酝酿发酵 ..... - 23 -
3 进口库存压力不大 ..... - 23 -
4 需求恢复尚待时间 ..... - 24 -
5 合成橡胶关联较高 ..... - 24 -
6 把握规律择机布局 ..... - 24 -
7 橡胶期现数据 ..... - 25 -

油脂油料：美国农业部利空报告发酵，国内豆粕市场再刷新低 ..... - 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 -

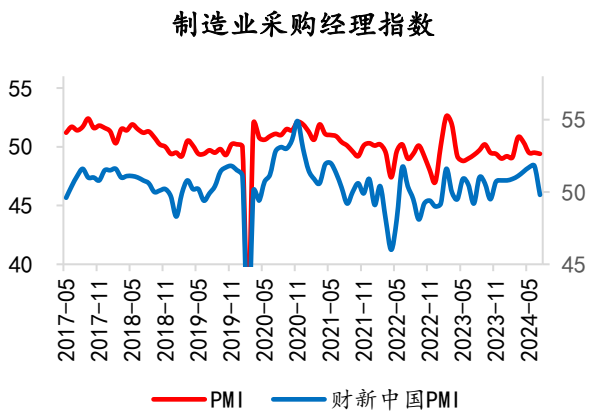
## 重要经济指标概况

图表 1：国内工业增加值增速



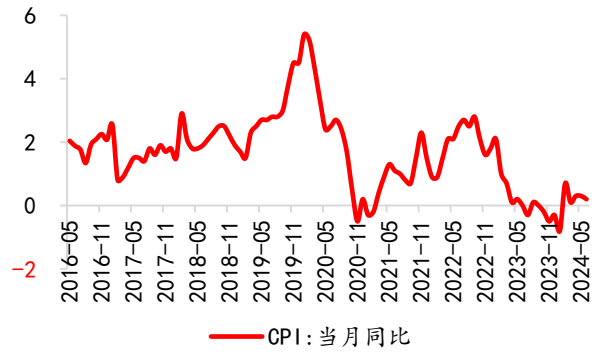

资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 2：中国制造业采购经理指数



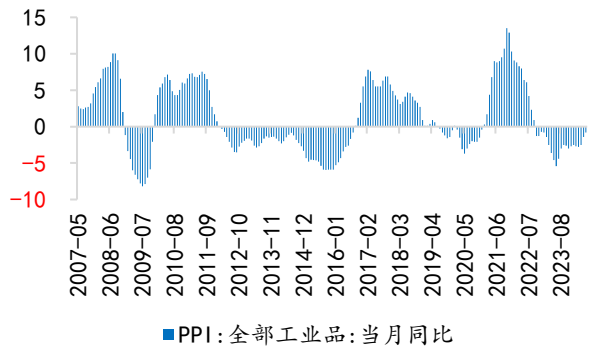

资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 3：中国居民消费价格指数



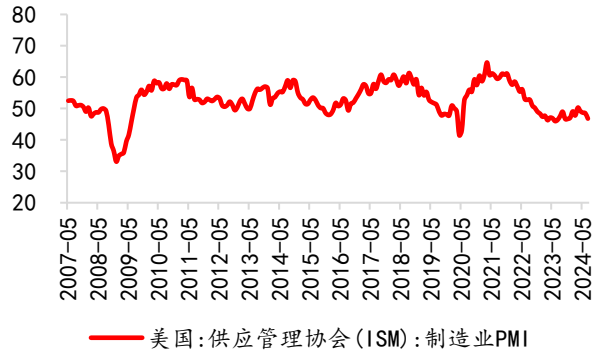

资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 4：中国工业生产者出厂价格指数



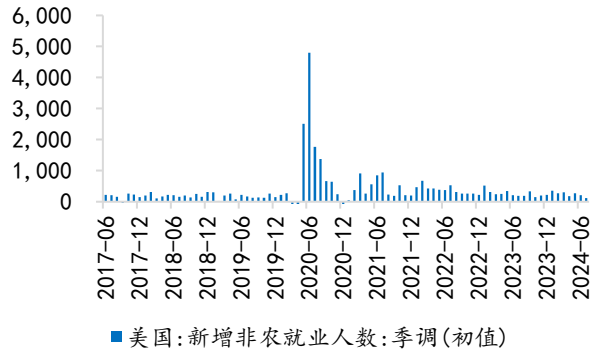

资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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：消费动能仍待提升

工业品价格连续下跌，但是其变化幅度明显强于宏观经济的变化。因此从价格端看，我们不能忽视价格已经走在基本面前面这样的事实。对于工业品，尤其是价格已经处在十年内低位的工业品，注意追空的风险。

## 消费有待提升

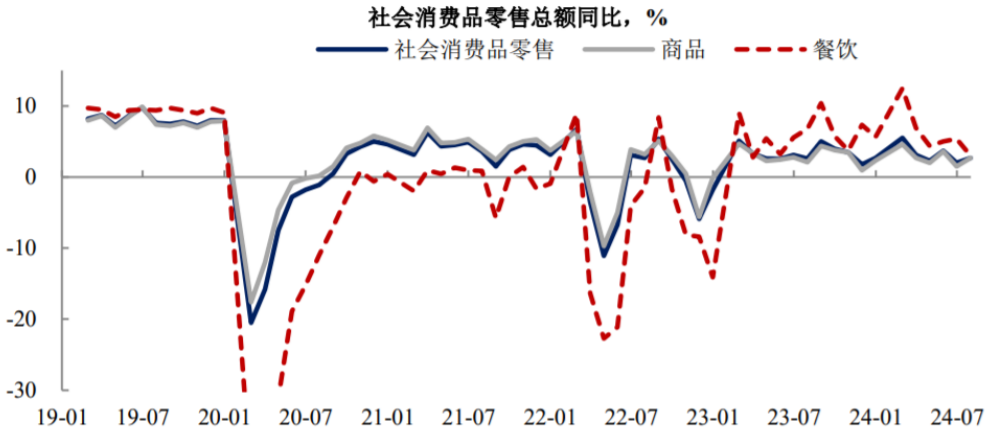
7 月社会消费品零售总额同比增长 2.7%，较 6 月上升 0.7 个百分点。从消费类型看，餐饮收入同比增速较上月下行2.4个百分点录得3.0%;商品零售同比增速较上月上升1.2个百分点至2.7%。从经营单位所在地看，在农村居民收入持续增长、县域商业体系建设不断推进等有利因素带动下，乡村市场销售快于城镇，具体来看，乡村消费品零售同比较上月上升 0.8 个百分点，录得 4.6%；城镇消费品零售同比较上月上升 0.7 个百分点至 2.4%。此外，1-7 月实物商品网上零售额同比增长 8.7%，占社会消费品零售总额的比重为 25.6%，今年以来占比持续提升。

7 月实际消费动能或较二季度有所走弱。结构上看，部分可选消费以及家电需求较二季度出现显著回落,这一变化有待后续持续观察。本期季调后失业率继续上行,综合居民就业信心变化，就业市场或延续弱化，其中大城市外来户籍人口就业弱化情况更加明显。居民收入增速放缓和就业预期、消费意愿低位走弱的背景下，稳增长和促信心是后续消费修复的关键。

地产部门延续下行调整，生活性服务业或成近期总投资走弱主因。7 月基建受前期“两重”项目下达和政府债发行提速驱动，投资增速加速扩张，后续仍需关注财政发力节奏和资金挪位情况。本期制造业和设备工器具购置的投资增速均有所回落,但仍维持高增长景气。地产端而言，本期其开发投资、销售施工面积和房价的同比降幅均有所走阔，仍面临一定调整压力。此外值得注意的是，受金融业和教育、体育文娱等生活性服务业投资下滑影响，近两期其他投资增速快速下行，带动总固定资产投资增速出现较大回落，或进一步拉大当前供需缺口。

经济修复动能仍弱，内需修复仍需政策支撑。在内外扰动因素升温环境下，当前“三驾马车”均面临结构性压力，叠加就业市场弱化和实体信心羸弱影响，有效需求不足仍是当前经济修复的核心矛盾。后续来看，外需在电子周期和新优势产业支撑下仍具备基本盘。内需方面，政策端对消费关注度的抬升有望带来增量需求，但居民收入增速放缓和消费信心走弱是消费修复的主要制约，关注后续相关政策对稳增长的呵护。

图表 1：社会消费品零售同比处在低位




资料来源：wind 资讯，中金财富期货

**美国衰退担忧有所降温**

美国 8 月密歇根大学消费者信心指数初值 67.8，预期 66.9，7 月前值 66.4。

除了 8 月份消费数据之外，美国 7 月零售销售环比增长 1%，为 2023 年 2 月以来最高水平，远超过预期 0.4%，前值从 0%下修至-0.2%。如何看待 7 月美国消费数据的回暖？一则，从前值看，6 月零售环比增速转负，基数较低，同时 6 月汽车消费疲弱是因为黑客攻击影响到季末的销售活动，随着系统恢复运行，7 月汽车消费环比增速大幅反弹至+3.6%，成为 7 月消费主要拉动项。二则，从结构看，除服饰、娱乐爱好以及杂货店零售外，7 月美国零售消费中绝大部分品类的消费环比均有不同程度的上行，指向美国消费市场仍颇具韧性，可以很好对冲美国经济衰退的担忧。三则，美国降息周期开启在即，地产链相关消费延续修复趋势，是 7 月零售数据的亮点。

当然，8 月份消费者信心指数上升，部分原因是由于现任美国总统拜登决定不寻求连任。在副总统哈里斯成为民主党内候选人后，民主党人的信心有所反弹。调查显示，更多消费者相信哈里斯会在经济方面做得更好。

市场预期美联储 9 月降息 25bps。尽管核心通胀降温，但住房价格的升温预示了美国通胀可能仍有黏性。市场对于 7 月的数据反应较为平淡。CME 数据显示，联邦基金利率期货中定价的 9 月降息 25bps 的概率从 47%上升到 56.5%，降息 50bps 的概率从 53%下降至 43.5%。市场可能认为，7 月美国通胀虽然走弱，但不足以支撑美联储降息 50bps。股票期货小幅上涨，美债收益率上升、收益率曲线趋平。

美国通胀粘性依然较高，未来走势仍待观察。美国 CPI 已经连续 3 个月走低，足以支撑美联储 9 月降息，但未来走势仍有待观察。住房价格和车辆保险价格都属于通胀中的粘性项目，与经济周期的关系不大，未来若继续走高，可能推动美国通胀反弹。核心商品价格的下跌幅度未来可能也将逐步收窄，对美国通胀降温的贡献可能变小。

**避免追空操作**

7 月国内经济增长动能走弱的同时，基建投资增速则进一步上升，表明经济走弱背景下稳增长政策确实在加力。8 月以来，政府债券发行明显加速，这或有效改善地方政府的支出能力，有望推动稳增长政策进一步加力，带来经济数据的周期改善。因此我们需要注意工业品位置低和

经济数据改善带来的共振行情，因此目前位置避免追空。

# 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 12 日 | 央行稳定和提升长端收益率的决心不可低估 | 央行二季度货币政策执行报告，表明货币政策新框架雏形显现 | 稳利率就是稳汇率，去杠杆才能防空转。 |
| | 8 月 13 日 | 央行：会进一步谋划新的增量政策，将逐步淡化对数量目标的关注铺路 | 将继续坚持支持性的货币政策立场，加强逆周期和跨周期调节 | 稳增长力度继续提升 |
| 数据 | 8 月 14 日 | 7 月社会消费品零售总额增速回升至 2.7% | 比上月加快 0.7 个百分点 | 部分升级类商品销售增长较快 |
| | 8 月 15 日 | 美国 7 月零售销售环比 1%超预期 | 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 12 日 | 多家银行停止长债做市 | 多家银行做市交易员表示，目前不再接长债做市交易 | 债市方面政策持续变动 |

*资料来源：中金财富期货研究所*

## 2 制造业支撑 7 月投资

国家统计局公布 7 月经济数据，7 月消费和地产有所改善，但投资有所放缓，生产略降。首先，从需求端来看，在欧美补库不及预期和全球景气转弱的大背景下，外需未来或将有所承压。内需中，本月消费改善但投资整体回落，一方面，随着各项扩内需、促消费政策发力显效，本月消费由降转升。另一方面，投资各分项中，制造业投资开始下行，受极端降雨和高温天气影响，基建投资回落幅度较大。其次，从供给端来看，由于内需整体疲弱，叠加极端天气影响，拖累工业生产有所走弱。最后，从行业层面来看，高技术、设备更新和以旧换新等相关行业仍是近期经济的行业主线。展望未来，外需承压，投资显露疲态，消费领域增量政策或将逐步出台。

此外，还有三点值得关注。一是基建投资回落幅度较大。我们理解可能主要有两个原因。一方面，7 月极端天气出现频繁，暴雨和高温天气对基建施工客观上产生了较大扰动。另一方面，专项债发行进展缓慢，叠加建筑工地资金到位率回落，拖累基建投资继续回落。值得注意的是，新口径基建增速回落，但旧口径却在回升，或因新旧口径统计差异所致。旧口径包含电力、热力、燃气及水的生产和供应业，而该行业投资增速超 20%，并持续保持高位。二是投资中设备更新表现亮眼。在大规模设备更新政策带动下，1-7 月设备工器具购置投资同比增长 17%，对全部投资增长的贡献率为 60.7%，持续高位增长；制造业技改投资增长 10.9%，继续保持两位数增长，快于全部投资 7.3 个百分点。三是地产多项指标由降转升。本月新开工、施工和竣工在高基数背景下均有回升，或因近期各地收储政策持续推进，叠加保交楼政策持续显效，但新

房销售仍在走弱，房地产或仍在磨底。

## 3 流动性：政府债缴款高峰已过

上周政府债净缴款 6000 亿+，同时经历税期，资金面伴随央行投放先紧后松。不过在资金面边际收敛的情况下，资金面分层仍不明显。R007 和 DR007 利差缩窄，反映当前资金偏紧的问题主要出现在银行层面，非银资金相对充裕。

往后看，8 月最后两周政府债缴款压力将有所下降。截止 16 日，8 月政府债已累计净缴款 1.1 万亿+，预计 8 月最后两周缴款量合计在 4000-6000 亿元左右，缴款压力将明显低于上周。下周政府债净缴款 704 亿元，且尚未进入跨月准备期，预计资金面压力将有所缓和。不过当前逆回购余额达到 1.5 万亿元，今年以来次高水平（仅低于跨春节期间），说明短期资金缺口相对较大。且政府债缴款具有累积效应，前期大量发行的政府债对资金的占用预计在 1-2 个月，短期资金缺口可能会持续存在。央行对资金面的态度仍偏呵护，且当前非银资金充裕，杠杆也并不高，预计资金面大幅波动的概率不高。但逆回购余额维持高位，资金利率或维持偏贵的状态。

公开市场：央行净投放 12926.1 亿元

8 月 12-16 日，央行净投放 12926.1 亿。MLF 续作推迟至 8 月 26 日。截至 8 月 16 日，逆回购余额升至 15449 亿元，较 8 月 9 日 213 亿元大幅上升。

8 月 19-23 日，央行逆回购到期 15449 亿元。

## 4 宏观策略

7 月国内经济增长动能走弱的同时，基建投资增速则进一步上升，表明经济走弱背景下稳增长政策确实在加力。8 月以来，政府债券发行明显加速，这或有效改善地方政府的支出能力，有望推动稳增长政策进一步加力，带来经济数据的周期改善。因此我们需要注意工业品位置低和经济数据改善带来的共振行情，因此目前位置避免追空。

## 5 股指期货市场分析

### 指数延续震荡

上周指数震荡走弱，主要指数新低后反弹。从股指期货看，沪深 300 周+0.11%，上证 50 周+1.17%，中证 500 周-1.06%，中证 1000 周-1%。

上周北上资金净卖出 50.36 亿元。其中沪股通净买入 20.85 亿元，深股通净卖出 71.21 亿元。

市场继续呈现明显的维稳行情。上周涨幅靠前的行业有：银行（2.66%）、通信（2.42%）、煤炭（1.95%）、传媒（1.79%）、非银金融（1.09%）。跌幅靠前的行业有：房地产（-3.91%）、建筑材料（-3.79%）、社会服务（-3.08%）、基础化工（-2.30%）、商贸零售（-2.28%）。

红利股与逐渐结束调整的迹象。5 月 22 日至今，中证红利指数最大回撤 12.8%，考虑分红再投资后，对应的全收益指数的最大回撤为 8.9%。

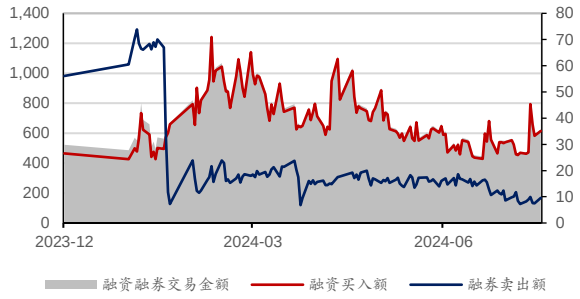
### 外围扰动，指数有望震荡

地量，是上周市场最大的变化，上周一市场成交量创 4 年新低。两市成交不足 5000 亿。

空间角度看，当前地量水平去除新股影响后，仍显著高于 2018 年 Q4 的最低值，大约相当于 2018 上半年、2019 的中枢，如以 2024/8/14 的全 A 成交额为 3700 亿元（去除新股后可比口径），仍远高于 2018 年四季度地量水平的中枢低点（2273 亿元）；2）时间角度看，2018 年下半年的地量行情中，地量后一个月左右现地价，地量行情维持一个季度左右。3）行业结构看，去除新股影响后可比口径下，大多数行业地量水平仍高于 18 年低点，而银行、出版、电力、煤炭开采、工业金属等具备一定红利属性的板块和食饮、汽车等消费类板块当前地量水平和 18 年最低点类似，且绝对水平也偏低，从量能水平看可能是率先“到位”的方向。

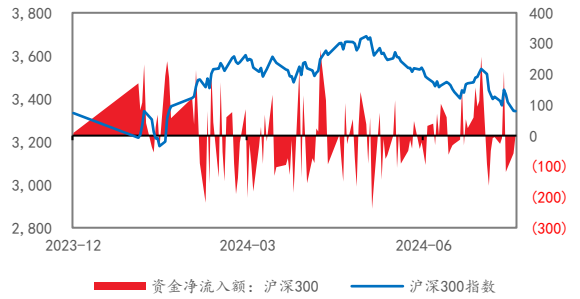
二季度货币政策执行报告发布，政策基调延续宽松，信贷政策更注重逆周期调节，年内政策利率进一步下调值得期待，保障性住房再贷款有望加速落地。随着红利股调整可能结束，以及经济数据短期内改善的可能，如果指数大幅回落，关注波段做多机会。

图表 8：融资融券数据图



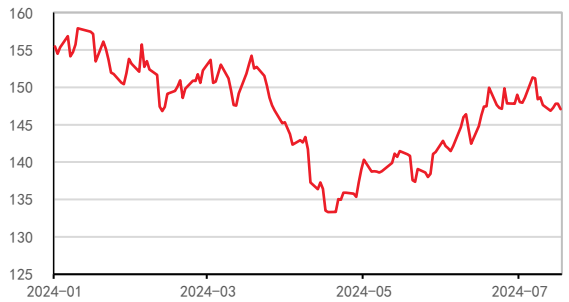

资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 9：合约持仓和市场表现



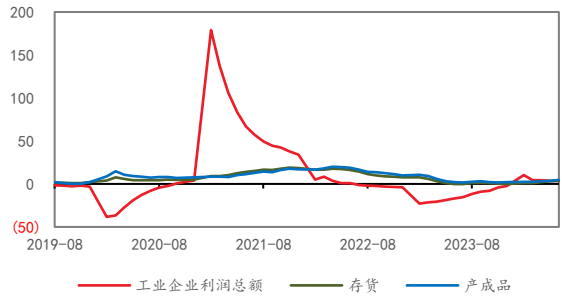

资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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。

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。

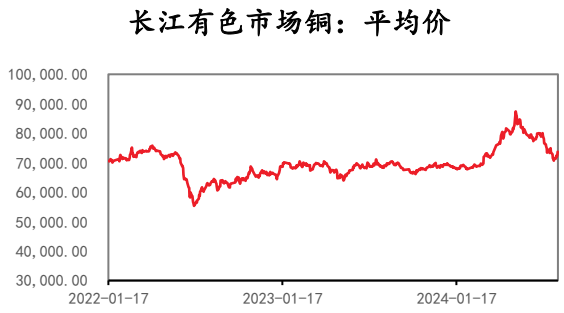
预计下半年新能源汽车将维持高增速，家电用铜将保持韧性，光伏用铜增量尚可，电网投资将维持低增速，房地产竣工用铜难有起色，风电增速持续偏低，新兴产业用铜增速放缓但增量仍然可观，而传统行业消费仍将成为主要拖累，整体下半年国内精铜消费增速将小幅下滑。

## 2 结论

宏观流动性风险扰动市场，有色波动加大。海外主要矿山的供应中断持续，现货 TC 持续走低，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。当下制造业复苏放缓压制铜价仍为市场主要交易逻辑，边际供需改善或将限制铜价下跌空间，预计后市铜价以震荡趋势为主。

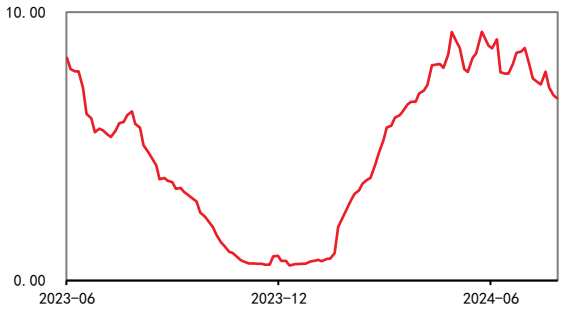
## 3 铜期货现货数据

*图表 12：长江有色铜价*



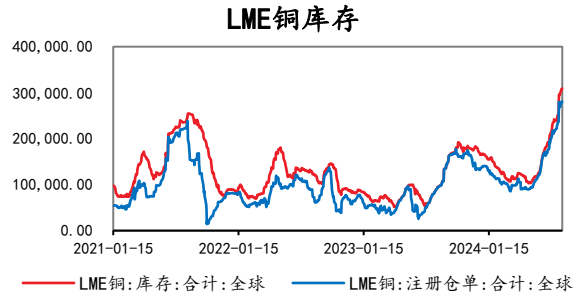

*资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所*

*图表 13：上海保税区铜库存*



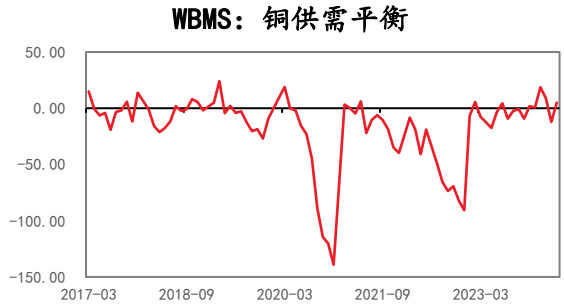

*资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所*

图表 14：LME 铜库存



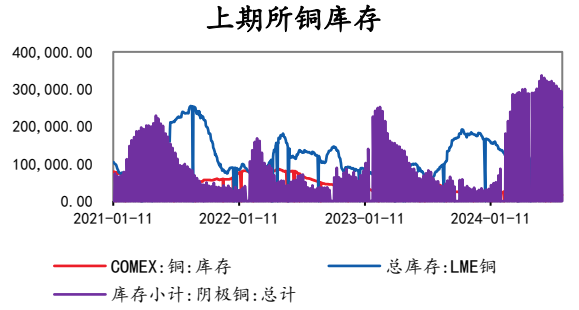

资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 15：WBMS 供需平衡



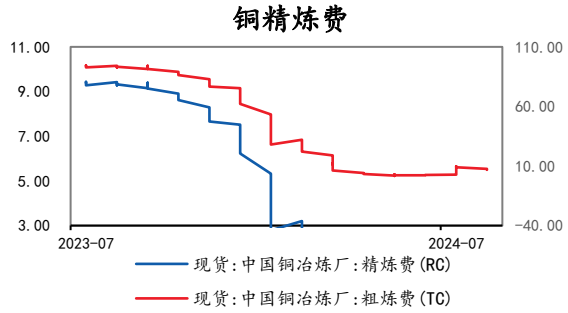

资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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。

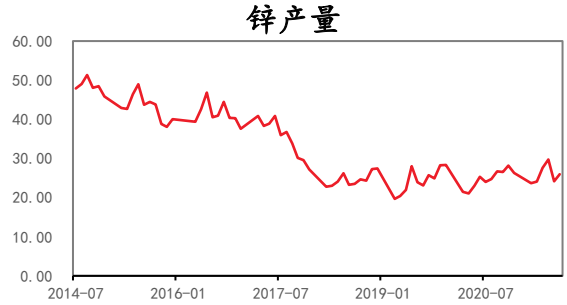
## 2 总结

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。当前锌精矿加工费来到历史低位，不排除炼厂后续出现 临时减产或复产不及预期的可能性。镀锌价格下滑，且国内高温多雨天气影响需求释放，需求弱 势难改，

终端用户买涨不买跌，采购积极性持续下降。目前市场氛围有所回落，实际成交存在议价空间，市场整体呈现供需双降的弱势格局。短期受宏观面情绪扰动较大，预计下方空间或相对有限，后续关注宏观指引和社库去库情况。

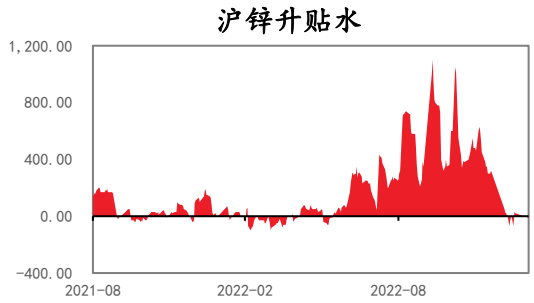
## 3 锌期货现货数据

图表 18：锌产量



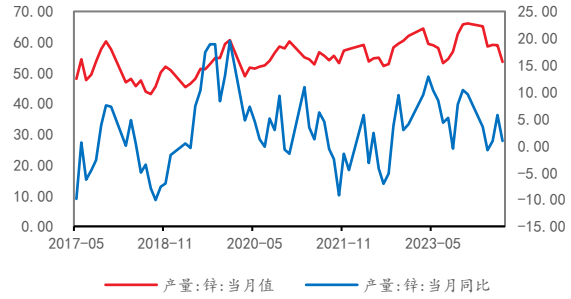

资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 19：锌升贴水



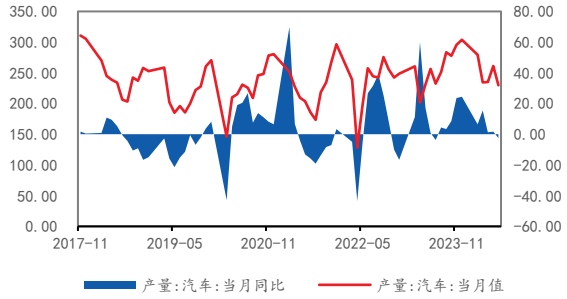

资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 海外衰退预期减弱

自从 7 月 11 日美国公布的 CPI 数据低于预期，市场开始交易逐步交易美国衰退预期。衰退预期在 7 月下旬日本宣布加息与美国失业率超预期触发萨姆法则达到高峰。

但随着上周美国 CPI 数据的降温，7 月 CPI 同比 2.9%较预期 3.0%低，且进入 2 字头的区间。同时，上周周度请失业金人数 22.7 万人，较预期的 23.5 万人低，反应出劳动力市场较预期好。此外，美国 7 月的零售销售月率 1%，也高于市场 0.3%的预期，属于 2023 年 1 月以来最大的增幅。

过去一周美国经济数据的好转，减轻了市场对美国衰退的担忧。从 CME FedWatch 来看，美联储 9 月降息 50 个基点的概率已经从 8 月初的 75%，下降至了 30%。

市场对美国经济衰退的担忧减弱，带动美元资产价格修复。过去 2 周里，英伟达股价从低点反弹了 36%，比特币反弹了 28%，原油反弹了 12%，Comex 铜反弹了 6%，Comex 黄金反弹了 4%。相比之下，SGX 铁矿石价格下降了 13%。

铁矿石作为美元资产，但主要需求落在国内，同时受到内外盘的双重影响。从目前来看，铁矿内需没有好转的迹象，但外盘的悲观情绪有所好转。内外盘逻辑从共振下跌到小幅分歧，我们预计短期铁矿降速讲放缓。

尽管如此，美国经济衰退短期无法被证实，降息预期还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，美元资产都会面临较大的波动率。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 粗钢产量大幅下降

根据统计局所公布的数据， 2024 年 7 月粗钢产量 8294 万吨，同比降 9%，日均产量 267.6 万吨，环比降 12.4%，1-7 月粗钢产量 61372 万吨，同比降 2.2%，上月粗钢产量大幅下降。

自从 5 月 29 日，国务院印发《2024-2025 年节能降碳行动方案》后，粗钢限产政策甚嚣尘上，但直至 8 月，具体的政策性限产政策仍未出台。正如我们先前所说，今年是近 10 年粗钢减产的窗口时期。过去多是政策端推动限产，但考虑到利润与竞争压力，效果总是差强人意，但如今不仅政策端在推动钢材减产，利润所代表的市场无形的手也在推动钢厂减产，力度甚至较政策端更大。

从钢联的 247 家钢厂调研数据来看，钢企盈利率已降低至 4.76%，为 2015 年以来的新低。这背后所代表的是供应过剩与需求萎缩的矛盾。

一直以来，建材是钢材的主要下游，但自 2020 年我国房地产行业转折之后，建材需求逐年下降。不过主要需求端的下降并没有带来供给端的收缩，大量的粗钢转向了热卷与其他品种钢材如角钢、型钢等。出口，也在此阶段发挥了较大的作用，以上因素共同对冲了建材需求的下行

部分。

进入到 2024 年下半年，经济下行压力较大，出口的高增速也进入到瓶颈难以为继的时候，供应过剩的后果终于从幕后转到前台。

统计局口径，2024 年 1-7 月粗钢产量 6.14 亿吨，同比下降 2.2%，考虑到矿价的强支撑与需求的长期羸弱，粗钢减产的过程可能只是刚刚开始。

## 3 铁水继续下降 库存去化

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 85.9%，环比下降了 1.1 个百分点，同比下降了 5.9 个百分点。91 家电炉的产能利用率为 43.9%，环比下降了 1.3 个百分点，同比下降了 12.2 个百分点。五大品种钢材的周产量为 778.0 万吨，环比下降了 0.7%，同比下降了 16.4%。上周长流程产量回落，日均铁水产量下降了 2.9 万吨至 228.7 万吨，弱需求和低利润背景下钢材产量延续下行趋势，产量降幅有所收窄。

在库存方面，上周五大品种钢材的周社会库存为 1235.1 万吨，环比下降了 1.3%，同比增长了 2.0%。钢厂库存为 464.9 万吨，环比下降了 1.3%，同比增长了 3.4%。钢材总库存持续回落，环比下降 1.3%，降幅较上周收窄了 0.1 个百分点。社库与厂库同步回落，建筑钢材库存去化明显，而板材社会库存有所增加。

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 800.7 万吨，环比下降了 0.9%，同比下降了 15.3%。其中，螺纹钢的周表观消费量为 195.9 万吨，环比增长了 2.7%，同比下降了 28.3%。上周五大品种钢材的表需持续下行，淡季需求特征延续，螺纹钢消费回升，板材需求显著走弱。整体供需双弱格局维持，建筑钢材的周成交量为 9.49 万吨，环比下降了 9.1%。

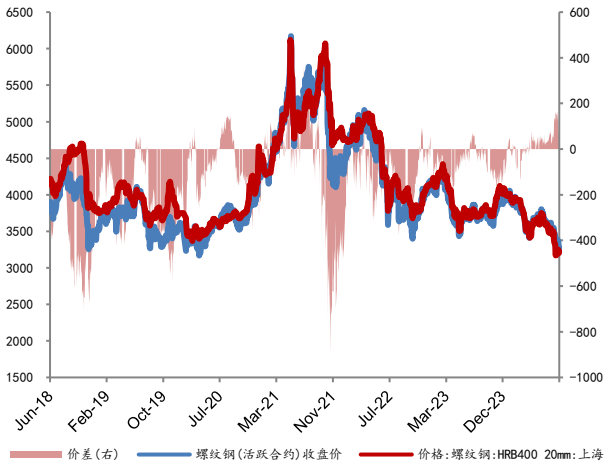
上周钢材现货价格继续走弱，主流钢材品种的即期毛利低位运行。247 家钢厂的盈利率收窄至 4.74%，环比下降了 0.5 个百分点。

## 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。

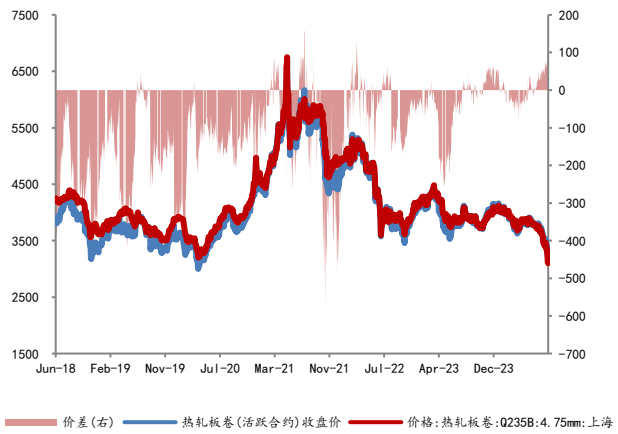
## 5 钢材期货现货数据

图表 22：螺纹期现价差



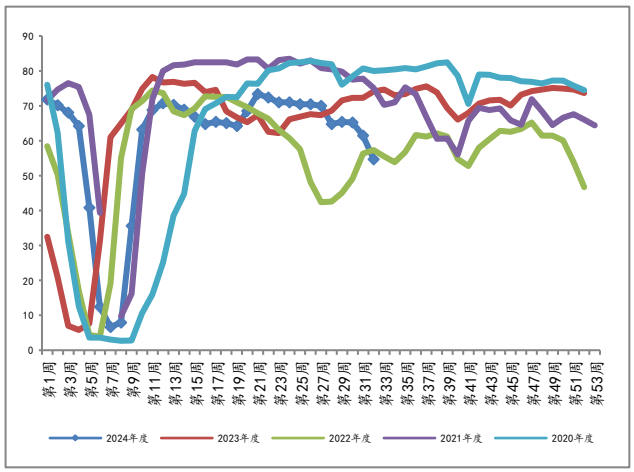

资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 23：热卷期现价差



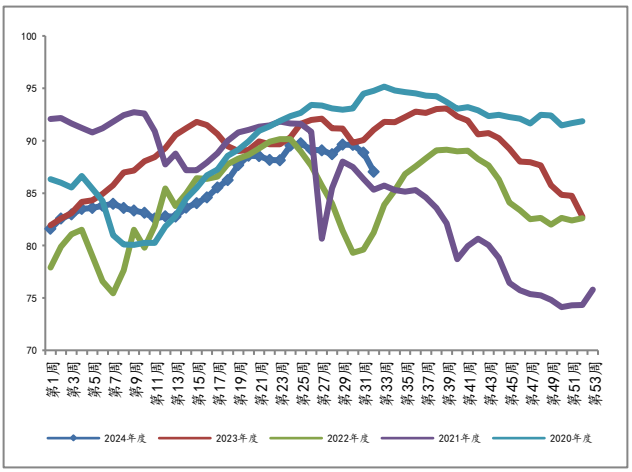

资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 24：85 家独立电弧炉钢厂：开工率：中国（周）



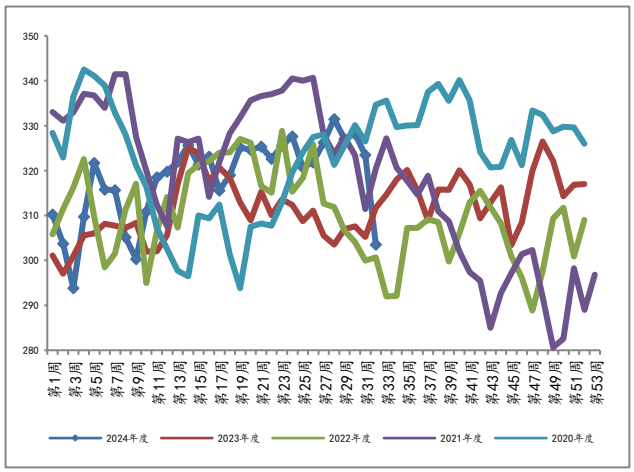

资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 25：247 家钢铁企业：高炉产能利用率：中国（周）



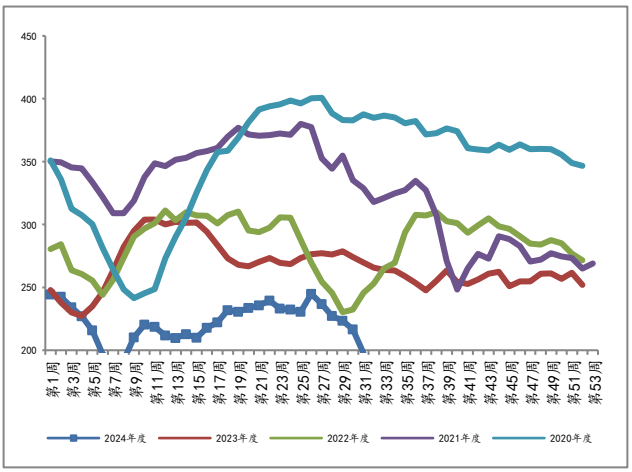

资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 26：螺纹钢：建筑钢材钢铁企业：实际产量（周）



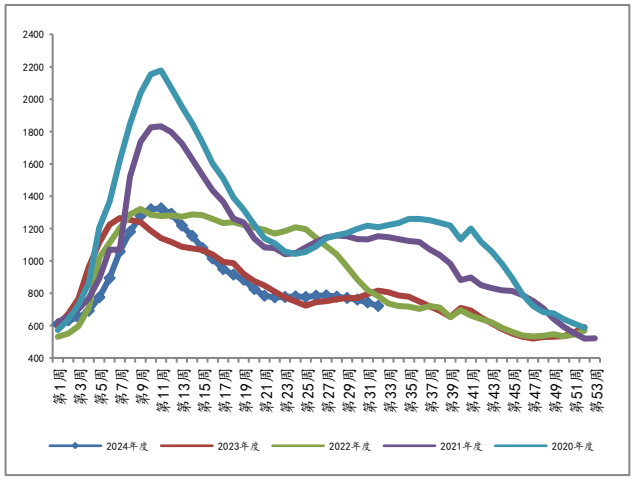

资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 27：热轧板卷：钢铁企业：实际产量：（周）



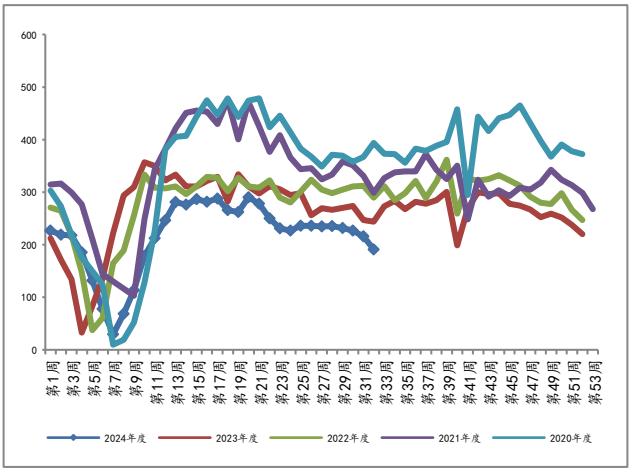

资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

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

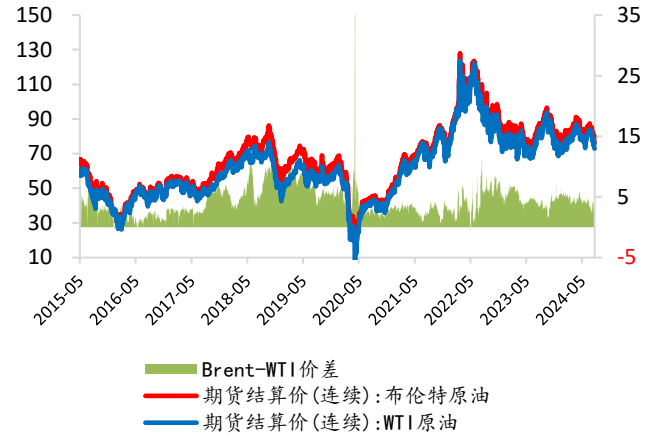
此前原油市场的强势表现已经消化了部分利多预期，而现在投资者对能源需求产生了旺季不旺的质疑，因此，主流机构预测的三季度原油供需缺口能否兑现，这将是接下来交易的核心变量。

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。

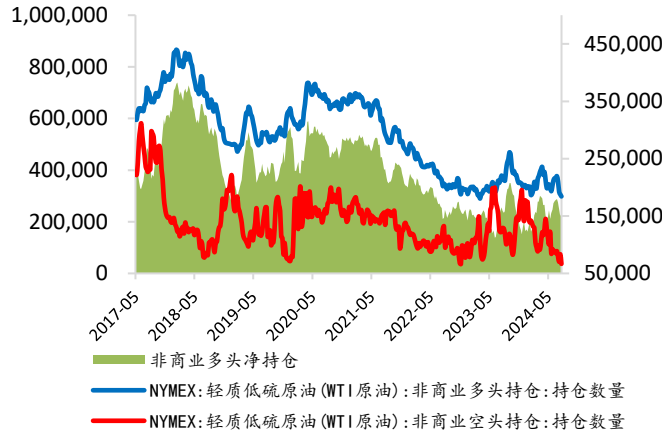
## 7 原油期现数据

图表 30：国际原油期货价格



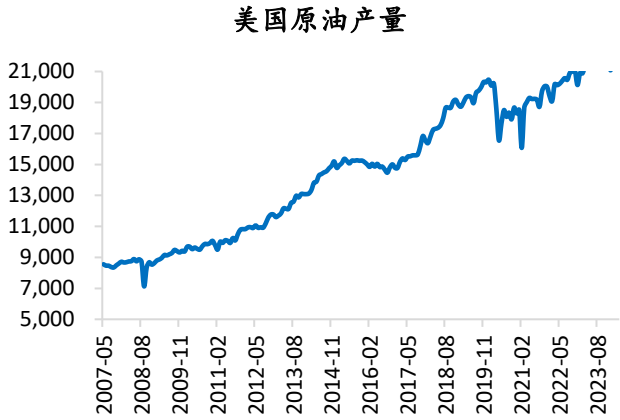

资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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



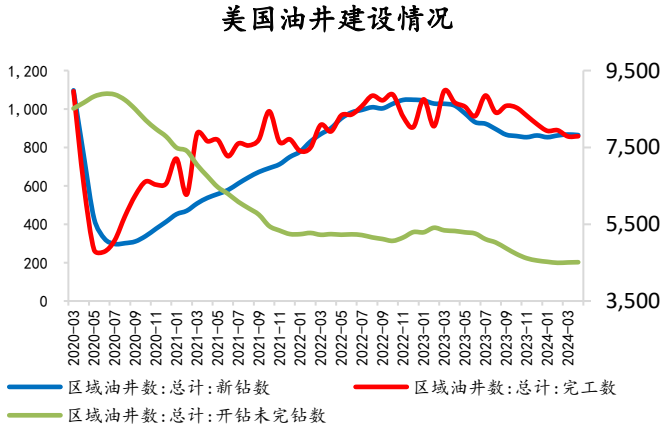

资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 33：沙特原油产量



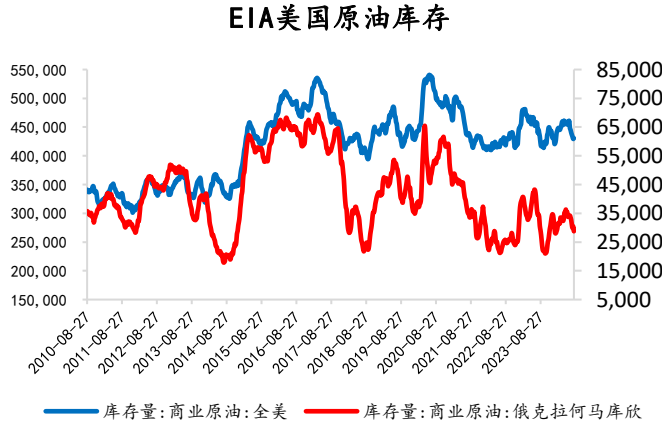

资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 34：美国油井建设情况



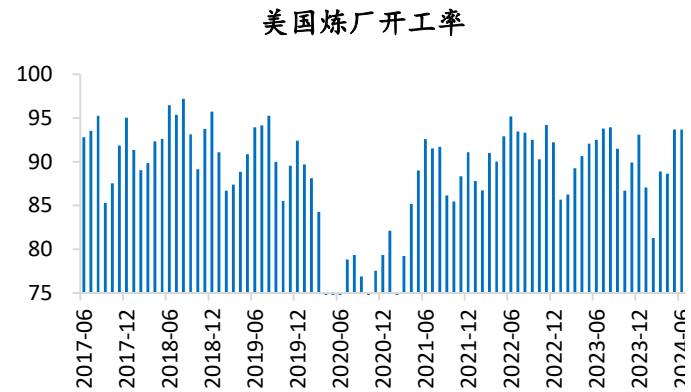

资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 35：EIA 原油库存



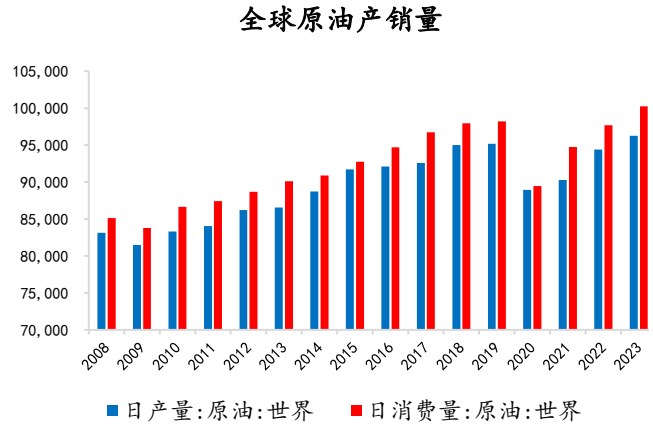

资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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

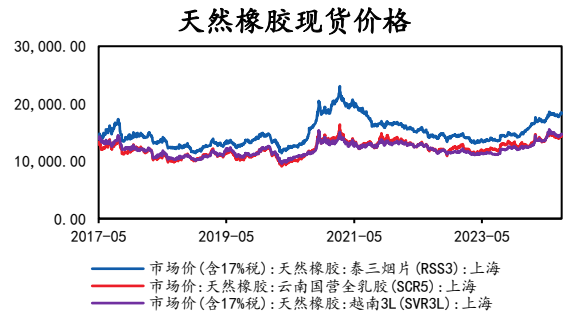
我们认为，沪胶若要出现主要趋势的持续性上涨行情，必须要有坚实的基本面配合，符合供需关系、季节特征和产业习惯的指引。

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。

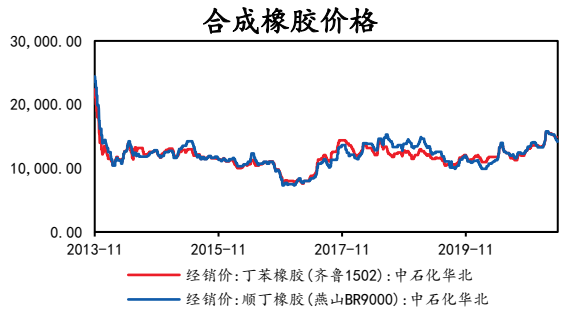
## 7 橡胶期现数据

图表：天然橡胶现货价格



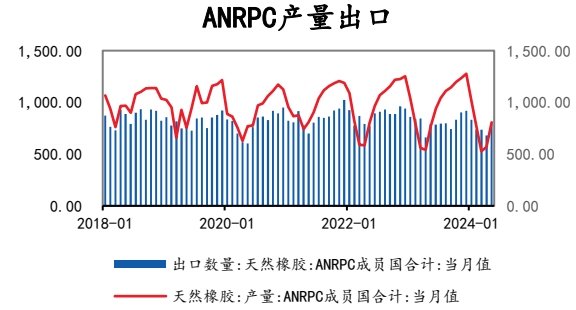

资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 38：合成橡胶价格



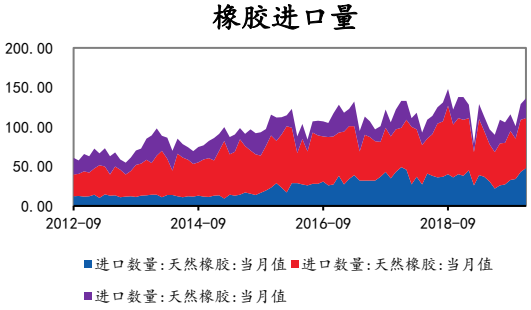

资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 39：ANRPC 产量出口



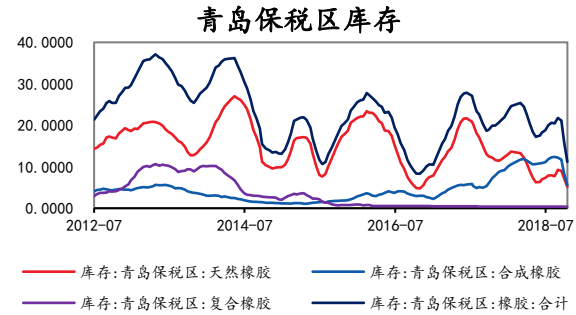

资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 40：橡胶进口量



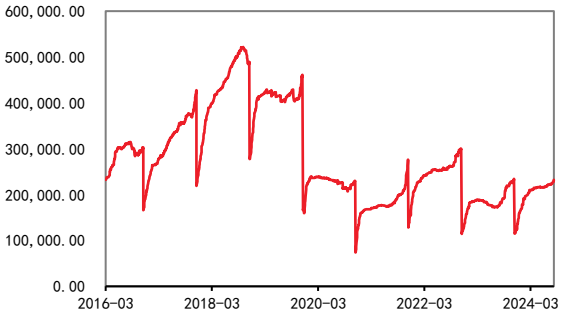

资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 41：青岛保税区库存



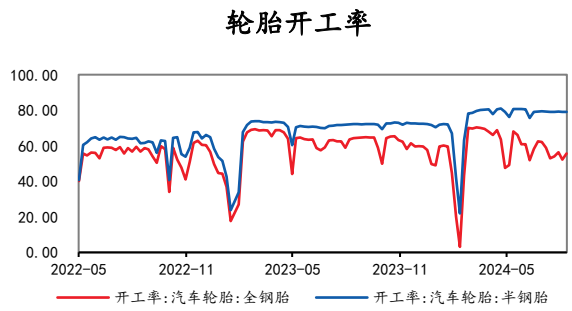

资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 42：上期所注册仓单



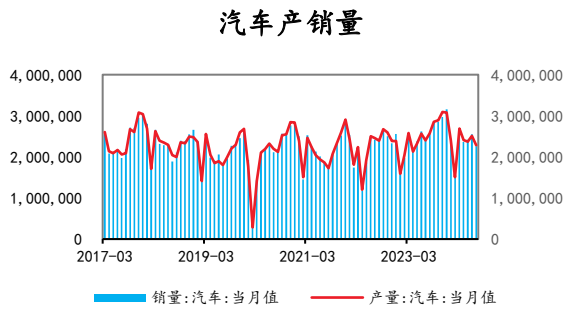

资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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：美国农业部利空报告发酵，国内豆粕市场再刷新低

## 1 外部豆类市场分析

### 美国农业部调高美豆产量，全球大豆供给压力续增

美国农业部于 8 月 12 日公布月度供需报告，美国农业部在本次报告中上调多项美豆供应指标，其中美豆种植面积由上月的 8610 万英亩调高到 8710 万英亩；美豆收获面积由上月的 8530 万英亩调高到 8630 万英亩，同比增长 4.73%。得益于良好天气条件，美豆单产由上月的 52.0 蒲式耳/英亩上调到 53.2 蒲式耳/英亩。在面积和单产双增的基础上，美豆产量由上月的 1.207 亿吨上调到 1.249 亿吨，较上年度增加 1156 万吨，增幅高达 10.2%。与此同时，美国农业部维持 2024/2025 年度南美主要生产国产量不变，巴西大豆产量预计为 1.69 亿吨，阿根廷大豆产量预计为 5100 万吨。至此，2024/2025 年度全球大豆产量较上月预测值增加 688 万吨，期末库存较上月调高 654 万吨。全球大豆供给压力连续增加是导致豆价连跌不止的主要原因。

### 美豆作物评级强劲，美豆丰产预期即将兑现

本周公布的作物生长报告显示，截至 8 月 11 日当周，美国大豆优良率为 68%，高于市场预期的 67%。当周美豆开花率为 91%，结荚率为 72%，五年均值分别为 90%和 70%。8 月是美豆产量形成最重要的月份，到目前为止，美国中西部地区天气预期整体上对作物生长有利。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，美豆丰产预期将逐步兑现。美国农场期货杂志旗下的 Pro Farmer 公司在每年 8 月下旬将开展田间作物巡查，通过对美国大豆主产州的实地测产对美豆产量作出全面评估。从目前美豆生长及天气状况来看，该公司的评估结果有望进一步佐证美豆丰产预期，值得密切关注。

### MPOB 月报调低 7 月底库存，马来西亚棕榈油 8 月上半月出口大幅下降

马来西亚棕榈油局(MPOB)周一发布月度供需报告，报告显示，马来西亚 7 月棕榈油产量为 184.1 万吨，环比增长 13.97%；出口为 168.9 万吨，环比增长 39.92%；库存量为 173.3 万吨，环比减少 5.35%。7 月底棕榈油库存下滑至四个月最低，本次报告对马来西亚棕榈油市场有利多支撑。船运调查机构 ITS、AmSpec Agri 发布的 8 月 1-15 日马来西亚棕榈油出口环比降幅分别为 20.2%和 22.3%，降幅较前十日扩大。目前正值产地棕榈油季节性增产周期，印尼和马来西亚棕榈油大部分用于出口，如果下半月出口形势得不到改观，将直接推高 8 月底棕榈油库存，从而有利于改善 CBOT 豆油和马来西亚棕榈油走势分化局面

## 2 国内豆类市场分析

### 国内豆粕库存高企且成本回落，粕价连刷新低

国家海关总署公布的数据显示，7 月中国进口 985.3 万吨大豆，环比下降 11.3%，同比增长 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%，降幅连续收窄。7 月份中国进口大豆量低于市场预估，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。从目前监测的数据看，8 月份进口大豆到港依然集中，国内大豆供给继续保持充足。受近期豆粕胀库和压榨利润下降影响，油厂降低开工率，但下游采购需求谨慎，豆粕库存降速偏慢。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 145.1 万吨，周度减少 1.6 万吨。除供需双重压力外，美豆连跌导致国内进口大豆到港成本快速回落。据测算，8 月 14 日 9 月船期进口美湾和巴西大豆到港成本分别为 3555 元/吨和 3558 元/吨，较 7 月 12 日测算的到港成本下降 370 元/吨。成本驱动叠加看空预期，国内豆粕期货市场破位下跌，目前已回落至四年前低点，且仍未止跌。

### 国内油脂库存小幅回落，棕榈油较豆油和菜油抗跌

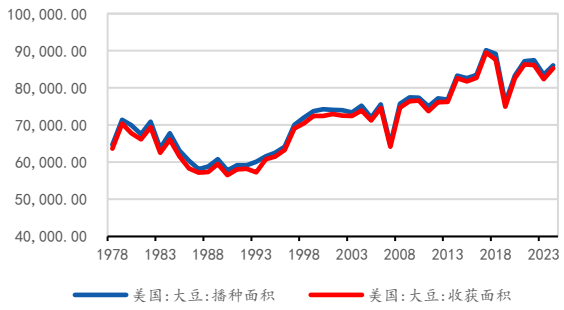
国家海关总署公布的数据显示，2024 年 7 月，中国进口植物油 64.5 万吨；1-7 月进口 413.0 万吨，同比减少 21.0%。本周国内油脂市场先抑后扬探底回升，表现继续强于豆粕和菜粕市场。中国粮油商务网监测数据显示，截至上周末，国内三大食用油库存总量为 228.81 万吨，周度下降 2.86 万吨，其中豆油和棕榈油分别下降 1.29 万吨和 1.73 万吨，菜油库存小幅回升。目前距离中秋和国庆“双节”还有 1 个月左右时间，受国内外利空氛围影响，下游需求企业对油脂备货积极性依然不高，可能降低油脂需求的节日效应。目前国内植物油库存高于去年同期水平，随着后期进口大豆和菜籽陆续到港，预计 8 月份大豆、油菜籽压榨量分别在 900 万吨和 50 万吨左右，豆油库存降幅受限，菜油库存也将维持高位。棕榈油由于进口利润倒挂，成本提振和供给偏紧为价格抗跌提供支撑，棕榈油与其他油脂间失衡的价差关系短期仍难修复。

## 3 油脂油料市场展望

美国农业部报告落地，美豆增产预期继续得到强化。下周分析机构 ProFarmer 的田间实测将是市场印证美豆增产的另一个重要参考。随着美豆天气窗口逐渐关闭，留给市场的天气炒作机会已变得微乎其微。美豆价格跌至四年低位，价格优势吸引部分低位买盘进场，美豆出口形势有所改善，有助于延缓美豆跌势。国内豆粕市场在成本和预期驱动下与美豆保持联动，高库存同样削弱油厂挺价能力，国内豆粕市场的技术反弹行情仍需美豆市场加以配合，否则超跌反弹行情随时可能终结。外部油脂市场走势分化，导致国内油脂市场行情连贯性较差。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处于跟涨状态，价格震荡区间有所回落。从基本面上看，近期豆类市场维持油强粕弱特征的概率依然较大。豆一期货市场本周出现破位下跌，东北大豆减产未获官方认可，美豆连跌导致进口大豆成本快速回落，国产大豆需求回暖无望，豆一期货市场正在经历新一轮抛压。

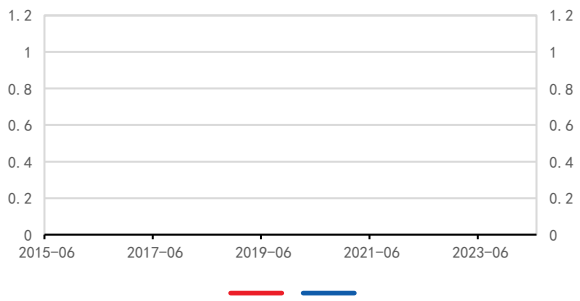
## 4 油脂油料市场主要数据

*图表 45：美国大豆种植收获面积*



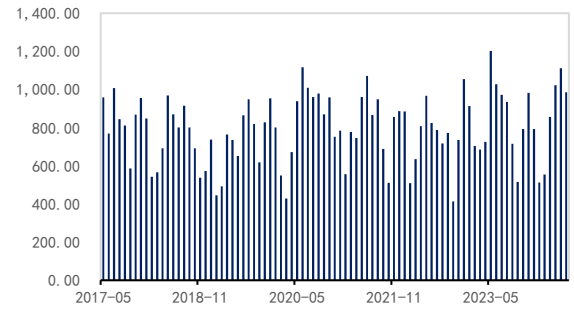

*资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所*

*图表 46：国内生猪存栏量*



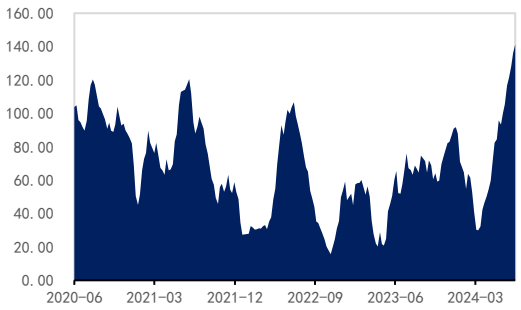

*资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所*

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