中金财富期货策略周报（2024 年第 30 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

铜：美国部分经济与就业数据好于预期，使美国经济衰退担忧有所缓解，铜价走势有所企稳。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。需求端，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，7 月下游开工整体偏弱，锌价虽破位下跌，但下游采买依旧较为有限，市场成交清淡，库存去化有限。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：上周钢价触及 2017 年以来的新低后迅速反弹，幅度最高 6.8%。尽管目前依旧处于供需双弱的局面，但是金九银十的淡季即将到来，市场对旺季需求仍保有期望。整体而言，我们对当前钢价不看空。

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。

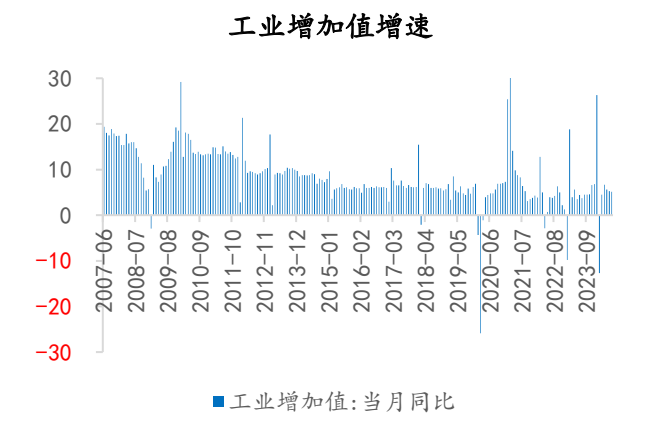
油脂油料：进入 8 月下旬，留给美豆的天气窗口已经不多，Pro Farmer 在美豆多个主产州的田间巡查证实大豆结荚数量高于近三年均值，与当前美豆优良率维持高位相吻合，美豆丰产预期进一步得到强化。印尼 B40 计划缓解了马来西亚棕榈油增产压力，为棕榈油价格走强提供支撑。产地棕榈油价格上涨从成本端推高国内进口棕榈油价格，而国内豆油和菜油受制于供应压力缺少上行动力，导致国内油脂期货品种间走势分化，出现棕榈油领涨、豆油和菜油低位震荡局面。随着美豆增产预期逐步兑现，美豆市场仍缺少上行驱动，国内进口大豆和豆粕库存充裕，供强需弱格局下国内粕类期货市场技术反弹持续性偏差，有望继续跟随美豆震荡寻底。豆一期货市场本周继续破位下行，尤其是远月合约在供给压力下弱势更为明显。国产大豆长期供过于求，进口大豆成本大幅下滑为国产大豆需求前景蒙上阴影，豆一期货市场本轮抛压尚未结束。

目录

铜 ..... - 4 -
1 影响因素 ..... - 4 -
2 结论 ..... - 5 -
3 铜期货现货数据 ..... - 5 -
锌 ..... - 7 -
1 锌：影响因素 ..... - 7 -
2 总结 ..... - 7 -
3 锌期货现货数据 ..... - 8 -
钢材 ..... - 9 -
1 海外衰退预期减弱 ..... - 9 -
2 粗钢产量大幅下降 ..... - 9 -
3 铁水继续下降 库存持续去化 ..... - 10 -
4 小结 ..... - 10 -
5 钢材期货现货数据 ..... - 10 -
原油 ..... - 13 -
1 牛市周期或已见顶 ..... - 13 -
2 机构唱衰原油需求 ..... - 13 -
3 去库难掩担忧情绪 ..... - 13 -
4 供应面临回升风险 ..... - 13 -
5 降息预期托底支撑 ..... - 14 -
6 区间震荡前高后底 ..... - 14 -
7 原油期现数据 ..... - 14 -
天然橡胶 ..... - 17 -
1 基本面实质性改善 ..... - 17 -
2 割胶不畅成本挺价 ..... - 17 -
3 国际流通货源紧张 ..... - 17 -
4 轮胎开工处于淡季 ..... - 18 -
5 终端亟待旺季到来 ..... - 18 -
6 把握规律择机布局 ..... - 18 -
7 橡胶期现数据 ..... - 18 -
油脂油料：作物巡查报告强化美豆丰产预期，国内豆类市场油强粕弱 ..... - 22 -
1 外部豆类市场分析 ..... - 22 -
2 国内豆类市场分析 ..... - 22 -
3 油脂油料市场展望 ..... - 23 -
4 油脂油料市场主要数据 ..... - 23 -

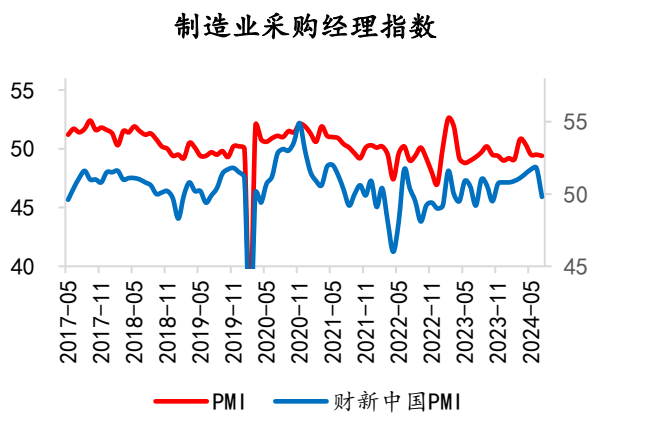
重要经济指标概况

图表 1：国内工业增加值增速



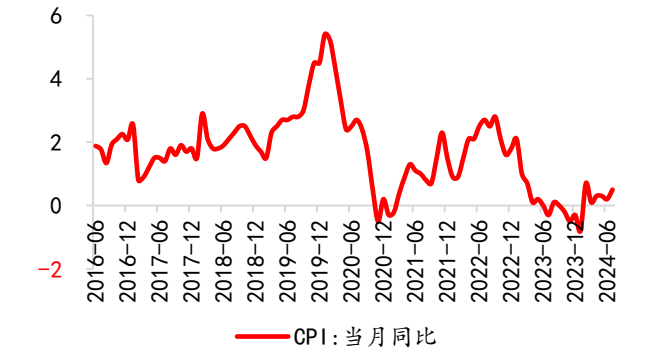
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 2：中国制造业采购经理指数



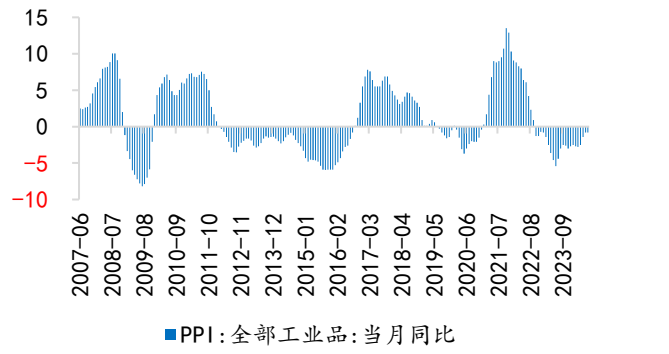
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 3：中国居民消费价格指数



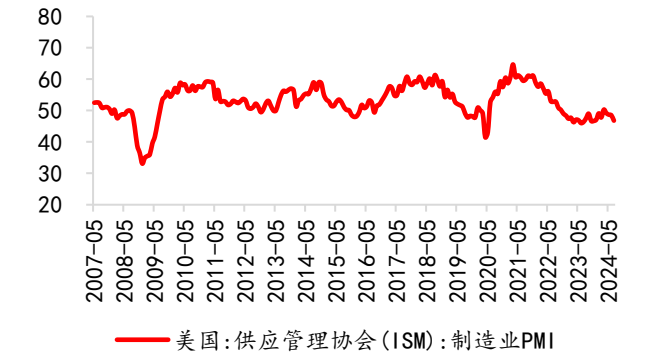
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 4：中国工业生产者出厂价格指数



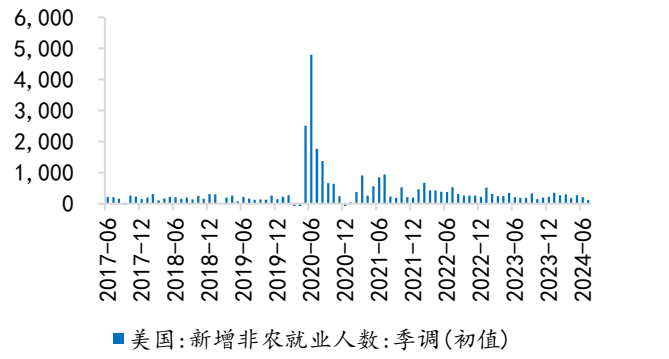
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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

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。

1-7 月固定资产投资同比增长 3.6%，较上月回落 0.3%，其中制造业投资同比增长 9.3%，较上月回落 0.2%，基建投资增长 4.9%，较上月回落 0.5%，房地产投资同比下降 10.2%，较上月回落 0.1%。基建增速持续回落突显地方政府受资金约束。新房销售同比下跌 18.6%，跌幅较上月收窄 0.4%，但新开工下跌 23.2%，施工面积下跌 12.1%，竣工面积下跌 21.8%。7 月二手房销售增加，但 8 月以来二手房带看量等已明显回落，30 城商品房销售量环比下降，房地产优化政策的刺激作用已释放，后期缺乏新增长点，房地产投资维持下行压力。

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

美国部分经济与就业数据好于预期，使美国经济衰退担忧有所缓解，铜价走势有所企稳。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。

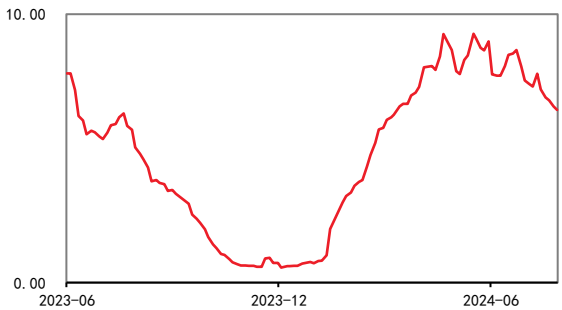
3 铜期货现货数据

图表 7：长江有色铜价



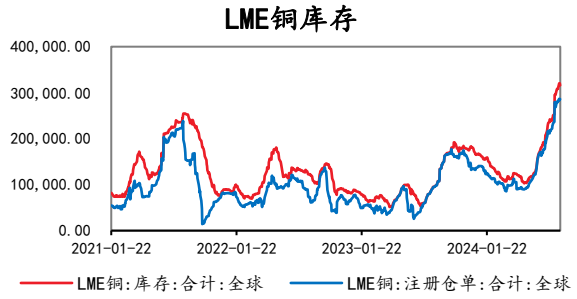
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 8：上海保税区铜库存



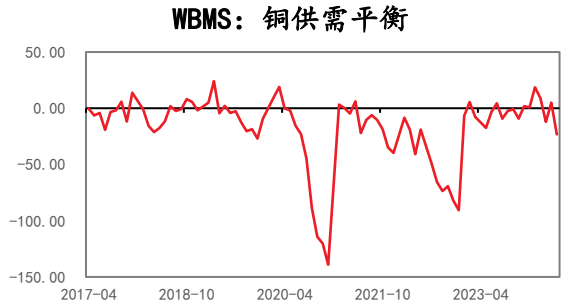
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 9：LME 铜库存



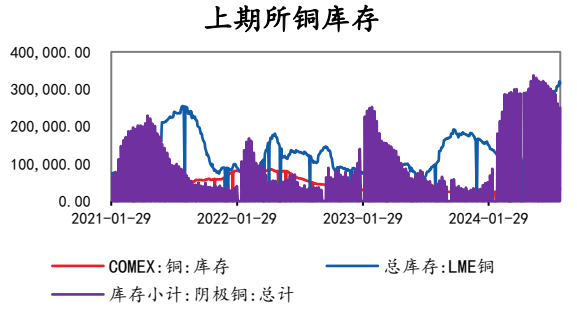
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 10：WBMS 供需平衡



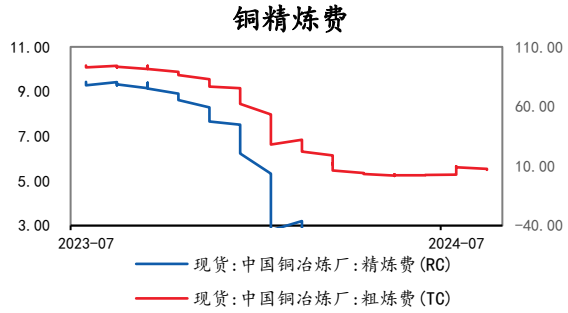
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 11：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 12：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

偏紧仍为年内主基调

因天气、品味、罢工等因素扰动，海外矿山扰动不断，部分矿山项目延后，全球矿端偏紧 格局暂未改善。根据百川盈孚调研结果显示，艾芬豪的刚果 Kipushi 已经在 6 月中旬投产出矿，预计最大年产能可达 25 万吨，2024 年预期出产量 4-5 万吨；俄罗斯的 OZ 矿延迟复产，乐观预期 2024 年年底出产，预计下半年难以带来增量；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。

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。

进口来看，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。6 月精炼锌进口 3.49 万吨，环比减少 21.36%（-0.95 万吨），同比减少 22.94%（-1.04 万吨）；1-6 月累计进口量 22.20 万吨，累计同比增加 125.93%（+12.37 万吨），进口货源主要来自哈萨克斯坦、澳大利亚、韩国、日本和印度，合计占比 76%。

需求没有明显改善

7 月国内市场暂未释放更多利好信号，加之夏季部分地区高温多雨，工程端施工受 阻，淡季消费难有明显起色，库存去化缓慢，镀锌企业原料采买意愿不足，月内锌价虽接连下跌，但镀锌企业原料库存并未见明显累库，此外，部分厂家开始定制下半年产线升级改造计划，月内镀锌企业开工震荡偏弱运行。

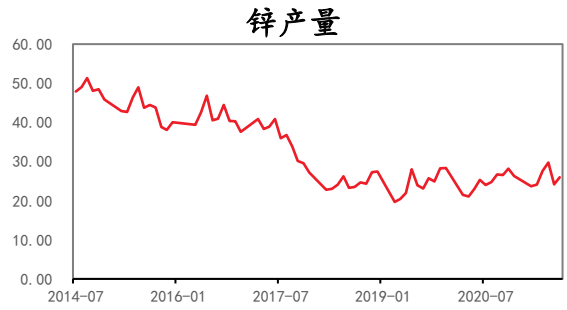
终端市场来看，国内地产政策三箭齐发，乐观情绪较重；基建方面万亿特别国债要求 6 月底之前开工，或将对锌价形成一定的支撑；家电虽受地产板块拖累，但整体表现相对突出，产量维持高位；汽车板块表现相对较好，依旧是锌消费比较亮眼的一块。整体来看，随着出口国内政策不断落地，消费好转预期较强，对锌价形成一定支撑。

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。需求端，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，7 月下游开工整体偏弱，锌价虽破位下跌，但下游采买依旧较为有限，市场成交清淡，库存去化有限。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。

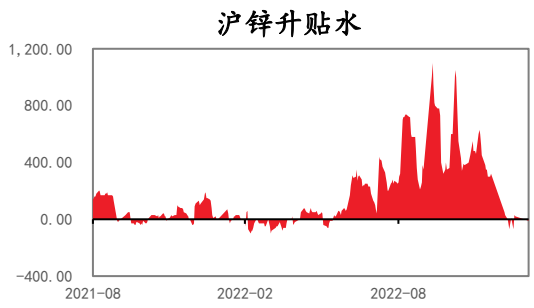
3 锌期货现货数据

图表 13：锌产量



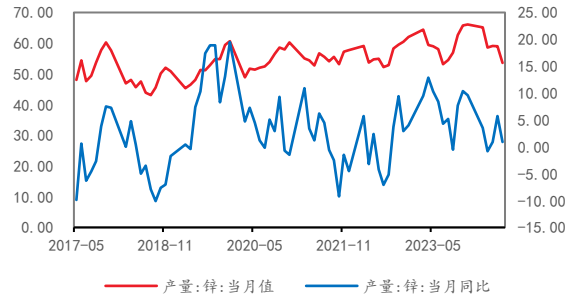
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 14：锌升贴水



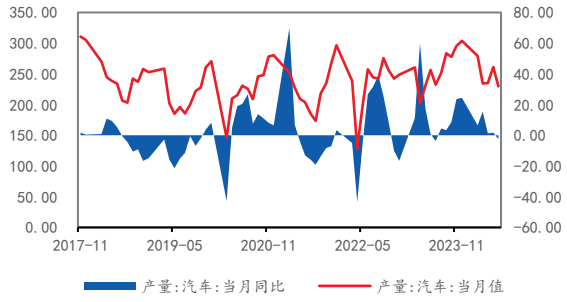
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 15：锌产销变化



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 16：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 24%。

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，我们预计短期铁矿在外盘的带动下，将维持震荡偏强的运行态势。

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。尽管如此，金九银十即将到来，市场对旺季需求仍保有期待。

3 铁水继续下降 库存持续去化

上周全国高炉产能利用率、电炉产能利用率及钢材产量继续下行。国内 247 家钢厂的高炉产能利用率为 84.3%，环比下降了 1.6 个百分点，同比下降了 7.5 个百分点。91 家电炉的产能利用率为 42.8%，环比下降了 1.1 个百分点，同比下降了 13.1 个百分点。五大品种钢材的周产量为 778.9 万吨，环比上升了 0.1%，同比下降了 16.9%。上周长流程产量回落，日均铁水产量下降了 4.3 万吨至 224.4 万吨，尽管需求疲软和低利润背景下，钢材产量小幅回升，热卷产出加快，而螺纹钢产量继续减少。

在库存方面，上周五大品种钢材的周社会库存为 1194.1 万吨，环比下降了 3.3%，同比下降了 0.4%。钢厂库存为 447.8 万吨，环比下降了 3.7%，同比增长了 0.7%。钢材总库存持续回落，环比下降 3.4%，降幅较上周扩大了 2.1 个百分点。社库与厂库同步回落，建筑钢材的去库速度加快。

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 837.0 万吨，环比上升了 4.5%，同比下降了 12.3%。其中，螺纹钢的周表观消费量为 199.4 万吨，环比上升了 1.8%，同比下降了 29.7%。上周五大品种钢材的表需结束了连续四周的下跌，淡季需求可能接近尾声，供需矛盾有所缓解，螺纹钢与热卷需求同步好转。建筑钢材的周成交量为 12.2 万吨，环比增长了 28.6%。

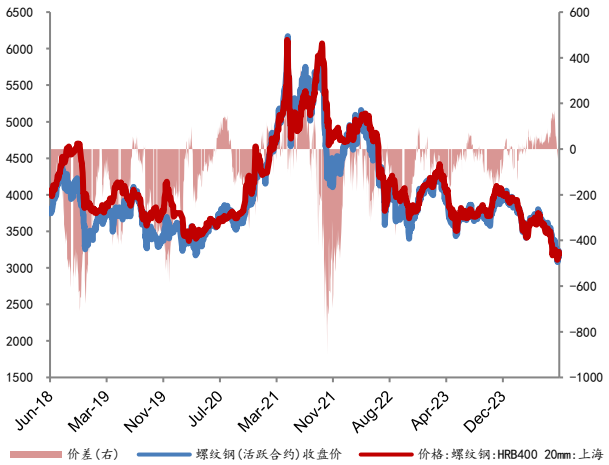
上周钢材现货价格冲高回落，主流钢材品种即期毛利小幅改善。247 家钢厂的盈利率收窄至 1.29%，环比下降了 3.5 个百分点。

4 小结

上周钢价触及 2017 年以来的新低后迅速反弹，幅度最高 6.8%。尽管目前依旧处于供需双弱的局面，但是金九银十的淡季即将到来，市场对旺季需求仍保有期望。整体而言，我们对当前钢价不看空。

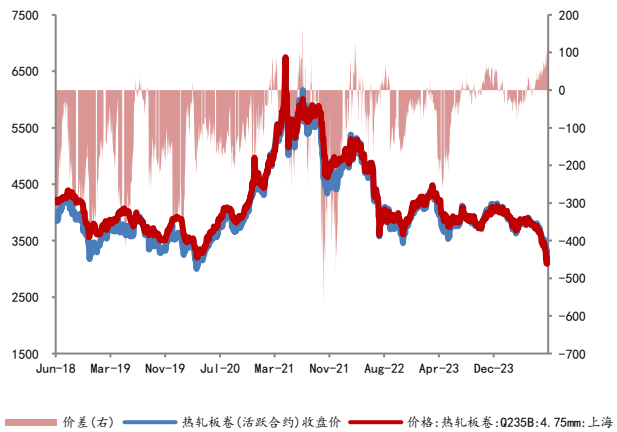
5 钢材期货现货数据

图表 17：螺纹期现价差



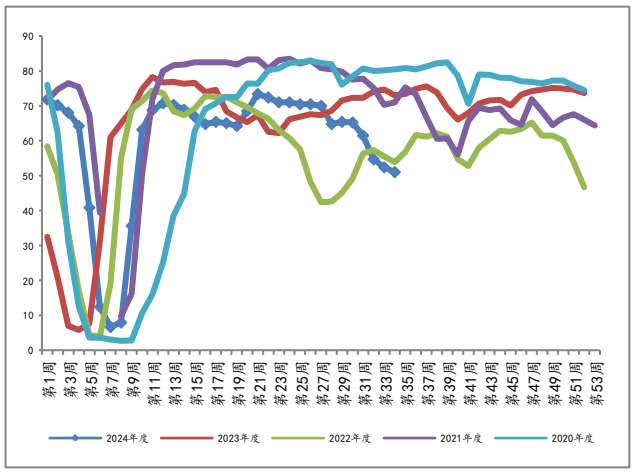
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 18：热卷期现价差



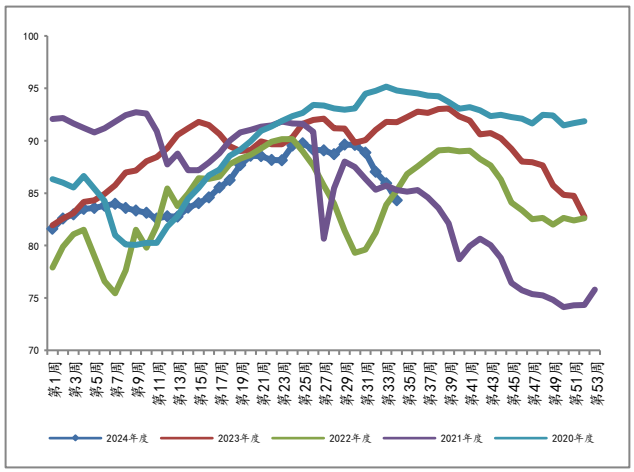
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 19：85 家独立电弧炉钢厂：开工率：中国（周）



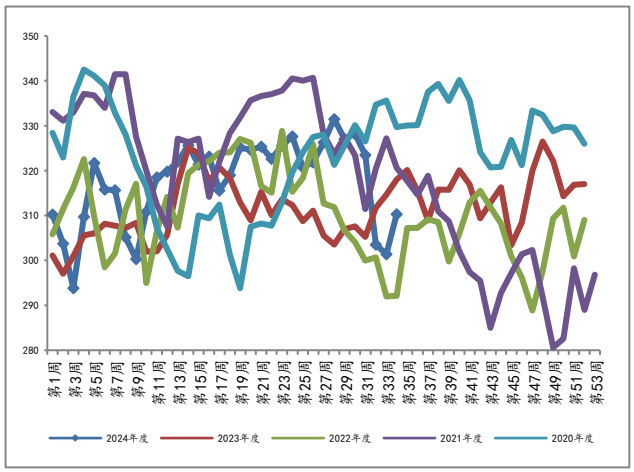
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 20：247 家钢铁企业：高炉产能利用率：中国（周）



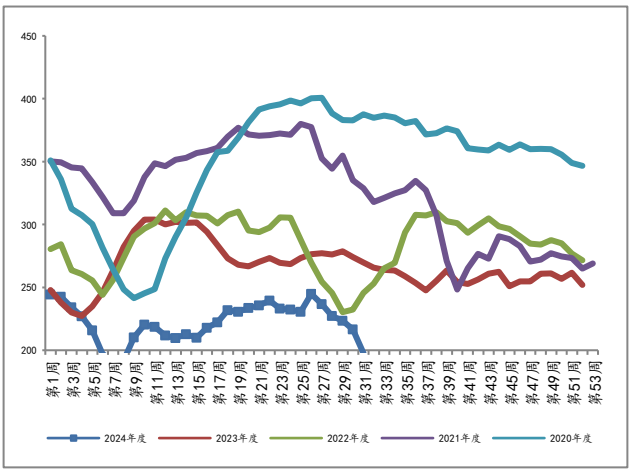
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 21：螺纹钢：建筑钢材钢铁企业：实际产量（周）



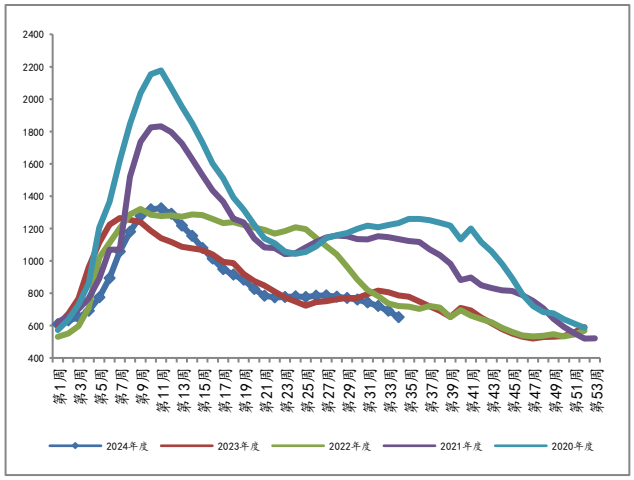
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 22：热轧板卷：钢铁企业：实际产量：（周）



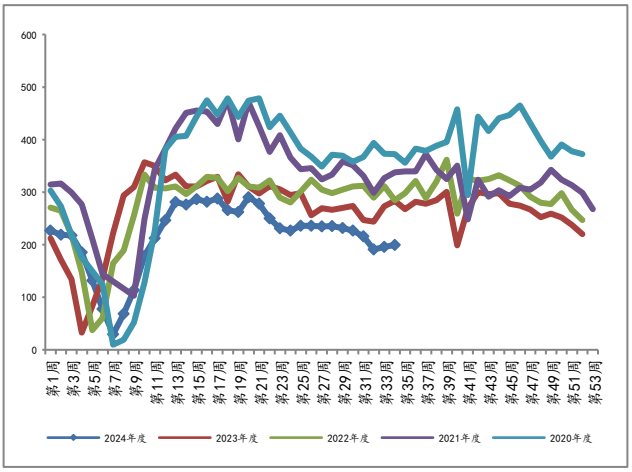
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 23：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 24：螺纹钢：消费量（周）



资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

原油

1 牛市周期或已见顶

尽管供需平衡仍相对偏紧，且地缘政治变数犹存，然而对经济健康状况和需求前景的担忧给油价增添较大的下行压力。

供应端是原油基本面最主要的利多支撑，夏季原油现货相对紧张，库存处于低位季节性去库周期，期限结构上仍呈现货溢价状态，但四季度以后，更多的原油也许将从 OPEC 及其盟友流入市场。需求端随着夏季临近尾声，美国驾车出行和航空燃油需求回落，机构和投资者普遍对未来数月全球原油需求抱有走弱预期。长远来看，西方发达经济体虽实质性放弃了碳中和目标，但新能源替代已导致汽柴油到原油消费增长出现停滞。地缘政治方面，原油市场早已消化地缘风险带来的溢价，目前关注加沙冲突停火的进展，情绪上影响偏向利空。

短期来看原油市场趋于平稳，长期来看 80 美元附近对 Brent 原油价格或将是一个高位。

2 机构唱衰原油需求

原油市场关注点转向需求端，主流机构下调能源需求增长预测，令油价走势仍显疲软。

OPEC 在最新一期月报中，罕见地下调对未来原油需求增长预测，预计 2024 年全球原油需求增加 211 万桶/日（前值 225 万桶/日）；预计 2025 年全球原油需求增加 178 万桶/日（前值 185 万桶/日）。IEA 最新月报维持对原油需求前景的悲观看法，预计 2024 年全球原油需求增加 97 万桶/日不变；预计 2025 年全球原油需求增加 95 万桶/日（前置 98 万桶/日）。

抛开二者预估数值相差一倍的巨大差异，站在原油买方立场的 IEA 唱衰是理所当然，但国际市场最大卖方 OPEC 数月以来首次承认，需求前景并没有之前认为的乐观。这在很大程度上解释了，为什么 OPEC+减产叠加燃料消费旺季，三季度原油均价较年初仅有约 7%的涨幅。后市供需虽仍有扰动但暂时难以显著劣化，油价或将维持当前区间附近波动，预计未来三到六个月存在下行空间。

3 去库难掩担忧情绪

美国原油市场确实仍处于去库周期，然而交易者对此予以无视，悲观情绪主导油价走势再度下挫。EIA 高频数据显示，截至 8 月 16 日当周，美国除战略储备外的商业原油库存大幅减少 464.9 万桶至 4.26 亿桶；俄克拉荷马州库欣交割地原油库存继续减少 56 万桶；战略石油储备（SPR）库存回补 63.6 万桶至 3.772 亿桶；汽油库存下降 160.6 万桶，馏分油库存下降 331.2 万桶。

当前，原油现实的供需关系仍处于旺季模式，但欧美成品油裂解差持续偏弱，甚至连中国进口都已经后劲乏力，至此全球原油总需求缺乏增长点。需求前景堪忧在预期层面施压，投资者风险偏好情绪明显降温，反映在原油期货月差走弱。不过油价深度调整后下方仍有支撑，预计维持在长期区间下沿波动，重点看美联储和 OPEC+下一步政策。

4 供应面临回升风险

国际原油市场当前流动性相对较低，投资者交易基本面走弱预期，加上风险情绪全面退潮，油价重心持续下移。

目前原油最大的潜在利空风险是，OPEC+退出减产导致供需失衡。首先需要明确的是，原油市场正处于一种脆弱的平衡状态，即主要原油输出国极大抑制供应以配合需求的放缓。2024 年迄今，全球原油需求中位估计仅平均增加 100 万桶/日左右，即使三季度旺季亦无良好表现，而 2023 年需求增长超过 200 万桶/日。

在这种情形下 OPEC+并没有增产空间，欧美主流投资机构认为，如果今明两年 OPEC+维持原计划逐渐恢复产量，国际原油价格可能会重新跌至 60-70 美元区间；即使该组织延长现有的减产规模，现货市场也将转向温和的供应过剩。惯常唱多的高盛也表示，假设中国原油需求在明年仍缺乏起色（发达经济体原油需求增长早已陷入停滞），预计到 2025 年底 Brent 原油价格将跌至 68 美元/桶。

5 降息预期托底支撑

除了自身基本面以外，美联储降息预期是当前影响原油市场的关键因素。

美国劳工部公布的数据显示，7 月美国消费者价格指数（CPI）同比上涨 2.9%，涨幅较 6 月收窄 0.1 个百分点。尽管仍高于美国联邦储备委员会设定的 2%的长期通胀目标，但已明确显示出通胀持续放缓的迹象。市场对此普遍认为，最新数据将为美联储在 9 月议息会议上决定降息铺平道路。7 月美国 CPI 同比涨幅降至近三年半以来最低，向市场传递出通胀已经得到控制的信号，且 7 月美国非农就业数据警告，宏观经济正面临衰退风险，因此美联储具有调降借贷成本的可行性和必要性。目前，外界多预期美联储将在 9 月降息 25 到 50 个基点，由于一些核心服务类别（如房租和保险）的通胀率依然顽固，令降息幅度存在分歧。

无论如何，美联储降息预期增强，将刺激经济活动和增加原油需求，对近期疲软的油价提供托底性支撑。

6 区间震荡前高后底

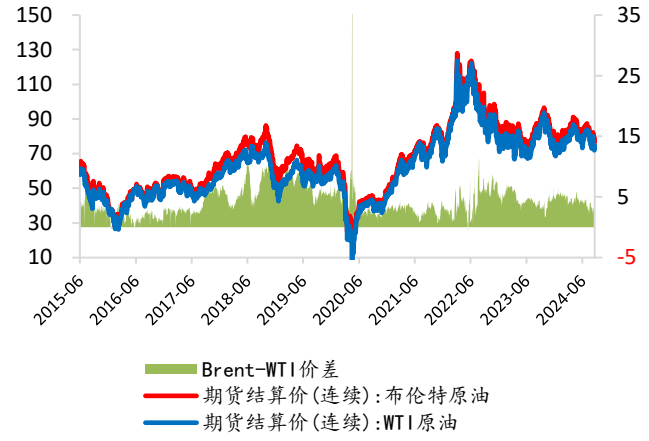
此前原油市场的强势表现已经消化了部分利多预期，而现在投资者对能源需求产生了旺季不旺的质疑，因此，主流机构预测的三季度原油供需缺口能否兑现，这将是接下来交易的核心变量。

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。

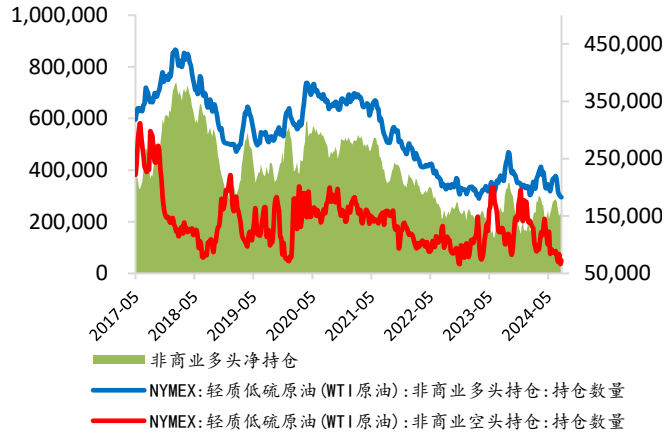
7 原油期现数据

图表 25：国际原油期货价格



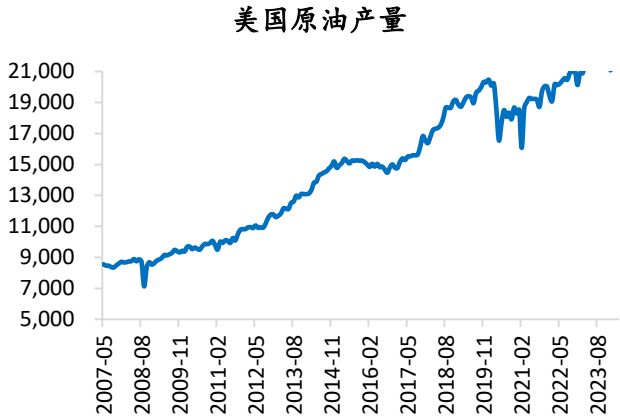
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 26：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 27：美国原油产量



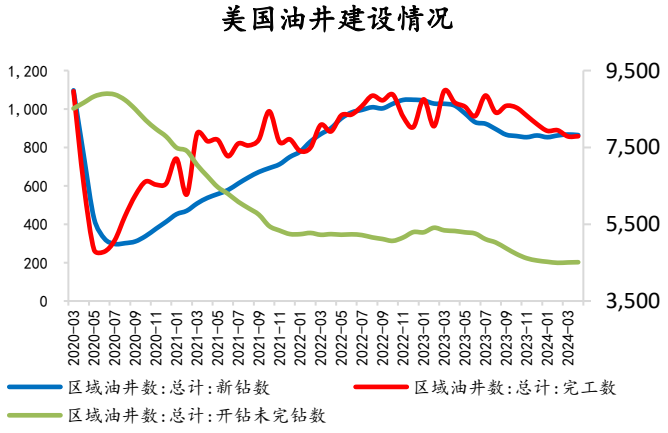
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 28：沙特原油产量



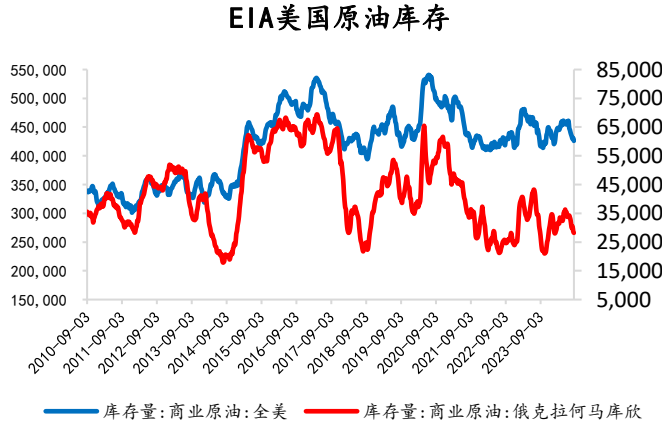
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 29：美国油井建设情况



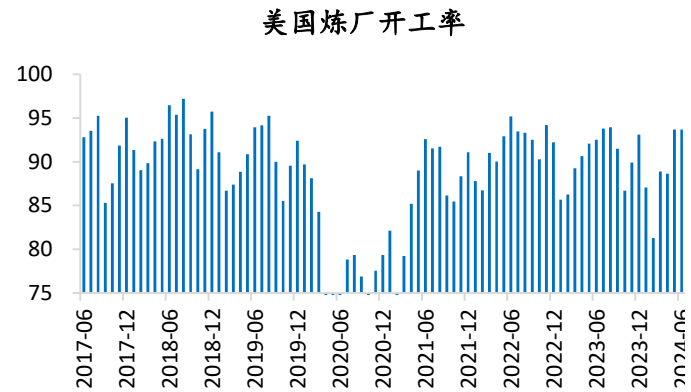
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 30：EIA 原油库存



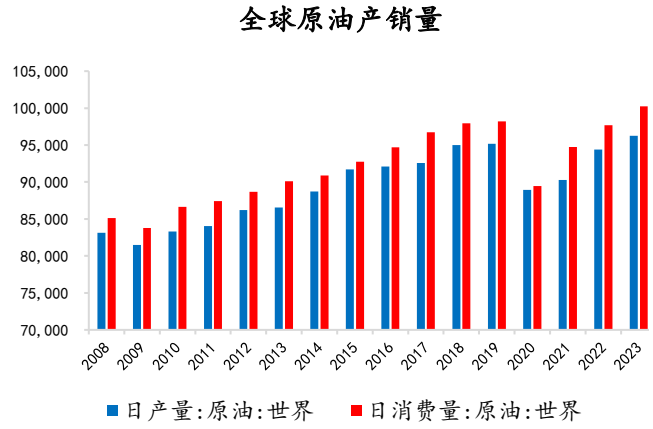
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 31：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 32：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 基本面实质性改善

从季节性规律来看，8 月沪胶价格通常出现年内低点，然而今年 8 月橡胶走势强劲上行，主要得益于基本面的实质性改善。

国内外主产区处于供应上量阶段，但连续降雨及局部高温天气致使割胶工作经常受阻，新胶放量节奏不及预期，原料收购价格保持坚挺，成本端对胶价构成有效支撑。由于泰国橡胶加工厂利润微薄，加上国际市场刚需补货，今年国内进口量同比明显下滑，青岛港口现货库存持续去化，位于近五年来低位水平。目前仍处于橡胶下游需求淡季，轮胎内需疲软且出口放缓，尤其是全钢胎成品库存承压，对原料橡胶采购意愿暂时欠佳。不过金九银十传统旺季将至，终端汽车市场产销回暖，有望自下而上盘活橡胶需求。

2 割胶不畅成本挺价

8 月天然橡胶市场情况来看，下游需求淡季基本符合预期，但上游供应放量明显不及预期，供需平衡有力支撑胶价保持坚挺。

按照季节性规律，8-10 月通常是全球天然橡胶原料产出递增阶段，但迄今由于种种因素使得供应不及预期。泰国南部主产区方面，今年受厄尔尼诺现象的影响，降雨偏多不利于割胶作业的开展，严重时工人无法正常割胶，胶水放量节奏一再推迟。国内云南主产区方面，西双版纳地区持续降雨令原料产出受限，局部高温高湿更是导致橡胶树二次落叶，割胶工作被迫暂停。

国内外增产遇阻造成原料价格再度反弹，截至 8 月中旬，泰国胶水收购价格约 65 泰铢/公斤，版纳胶水收购价格在 13500-13600 元/吨左右，尽管较年内高点大幅回落，但仍保持季节性坚挺。天然橡胶上游成本端驱动较强，加上今年库存压力不大，即使在偏空的宏观氛围下亦有良好表现。

3 国际流通货源紧张

不单是沪胶价格明显走强，今年印度等天然橡胶消费大国也出现涨价。天然橡胶行业受困于严重过剩，自 2018 年以来长期位于历史底部震荡，但近年来随着供需改善和成本抬升，国际橡胶市场价格时隔十余年或重拾上涨趋势。

作为全球第二大天然橡胶消费国，由于本国产量无法满足需求，印度和中国同样高度依赖进口，目前正面临严重的短缺问题。印度天然橡胶种植业主要集中在喀拉拉邦和特里普拉邦，2023-2024 割胶年度印度天然橡胶产量增加至 85.7 万吨，但同期表观消费量升至 141.6 万吨，由此造成的供应缺口扩大至约 55 万吨。

东南亚主产区天然橡胶产能扩张进入瓶颈期，未来整体供应增量有限，再加上中印均对 NR 征收高关税，进口放量困难导致价格大幅抬升。排除短期季节性因素，国内外天然橡胶长期价格重心有望进入上升通道。

4 轮胎开工处于淡季

沪胶偏强走势主要受上中游供应端支撑，下游到终端需求表现仍显平淡。

国内轮胎企业产能利用率保持平稳，隆众统计显示，截至 8 月上旬，全钢胎样本企业产能利用率 59.33%，环比-0.13%，同比-4.03%；半钢胎样本企业产能利用率 79.64%，环比-0.53%，同比-1.20%。轮胎行业开工负荷表现出淡季特征，部分企业表示出货稍有好转，但成品库存仍然充足。6-8 月是橡胶下游传统淡季，高温天气加上内需低迷拖累产销节奏，整体市场表现相对平淡。不过统计数据具有滞后性，后期随着金九银十旺季备货启动，下游有望回暖将配合胶价季节性回升。

5 终端亟待旺季到来

橡胶产业链终端企业销售压力依旧较大，造成采购及备货意愿较弱，令市场暂时呈产销两弱的局面。

中汽协数据显示，7 月中国汽车产销量分别完成 228.6 万辆和 226.2 万辆，环比分别下降 8.8%和 11.4%，同比分别下降 4.8%和 5.2%，仅出口保持同比增长。据第一商用车网消息，2024 年 7 月中国重卡市场销售约 5.9 万辆（批发口径，包含出口和新能源），环比 6 月下降 17%，同比去年的 6.13 万辆减少 4%；1-7 月重卡市场销售各类车型约 56.35 万辆，比上年同期增长近 1.4 万辆或 2%，但累计增幅进一步缩窄。

7-8 月传统淡季过后，金九银十旺季即将来临，给下游需求端带来一定利好，叠加以旧换新相关政策逐步落地，有望拉动国内车辆产销回升。

6 把握规律择机布局

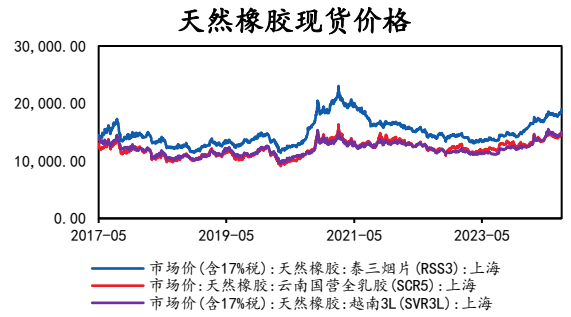
我们认为，沪胶若要出现主要趋势的持续性上涨行情，必须要有坚实的基本面配合，符合供需关系、季节特征和产业习惯的指引。

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。

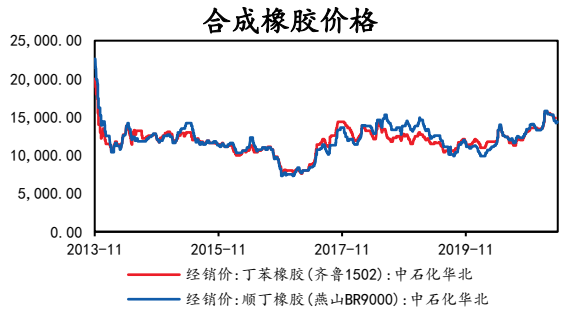
7 橡胶期现数据

图表：天然橡胶现货价格



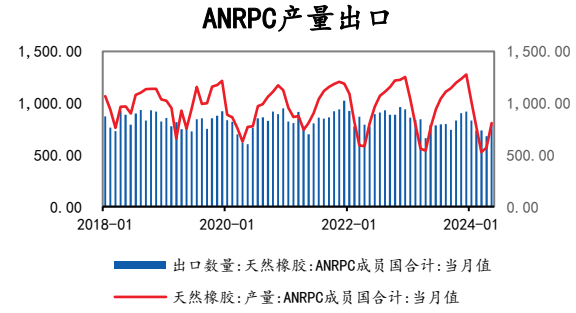
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 33：合成橡胶价格



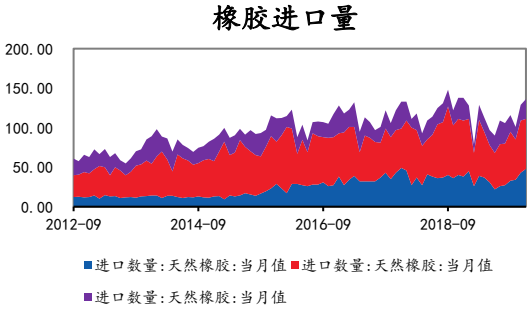
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 34：ANRPC 产量出口



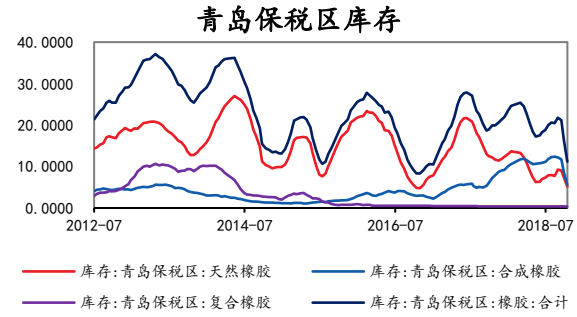
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 35：橡胶进口量



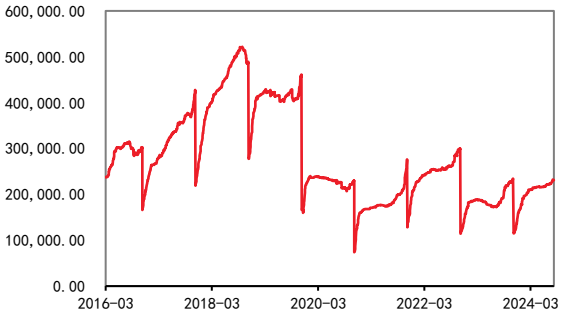
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 36：青岛保税区库存



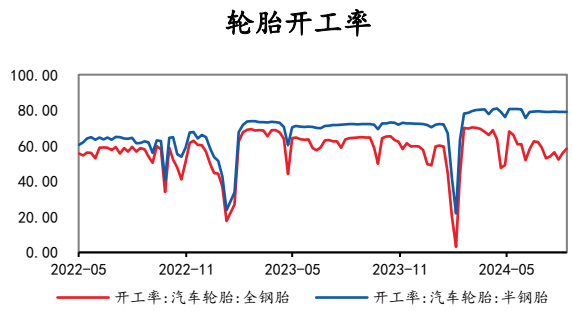
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 37：上期所注册仓单



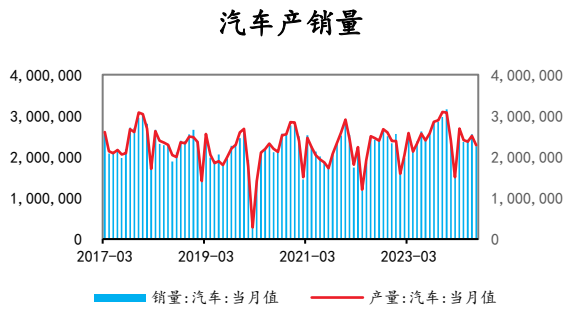
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 38：轮胎开工率



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 39：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：作物巡查报告强化美豆丰产预期，国内豆类市场油强粕弱

1 外部豆类市场分析

美豆作物评级强劲，丰产压力仍在主导盘面弱势

美国农业部公布的作物生长报告显示，截至 8 月 18 日当周，美国大豆优良率为 68%，与市场预期一致；当周美豆开花率为 95%，结荚率为 81%，五年均值分别为 95%和 80%。美国农业部在 8 月供需报告中上调多项美豆供应指标，其中由上月的 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%。当前美豆优良率为近四年同期最佳，随着美豆进入生长后期，缺少减产天气威胁，逐步兑现的丰产预期使美豆价格快速跌破 1000 美分关口，目前仍在四年低点处徘徊。

印尼调整 DMO 规则，B40 生柴政策预计明年初实行

印尼贸易部本周表示，印尼已修订其棕榈油国内市场义务(DMO)计划的规定，提高价格上限，以改善廉价食用油的供应。印尼是世界最大的棕榈油出口国，它要求生产商以最高价格向当地市场出售部分产量，以获得出口许可证。本次印尼政府将国内棕榈油零售参考价格的上限由每升 14000 印尼盾提升至 15700 印尼盾，与此同时还将国内供应量的目标由此前的每月 30 万吨下调为每月 25 万吨。新规定没有提及出口配额的任何变化，目前出口配额是该计划下公司在当地供应的棕榈油量的四倍。由于出口比例未做调整，印尼此次下调国内供应量似乎并不意味着释放更多的出口配额。因此，印尼 DMO 规则修订的影响仍需进一步观察。另外，有外媒报道，印尼计划从 2025 年初开始将棕榈油为原料的生物柴油比例从现在的 35%提升到 40%。B40 计划意味着印尼国内棕榈油需求将增多，从而导致出口量减少，马来西亚将能够扩大出口市场。

马来西亚 8 月 1-20 日棕榈油出口降幅远大于产量降幅

三家船货检验机构发布的数据显示，马来西亚 8 月 1-20 日棕榈油出口环比降幅在 16.7%-18.47%之间。南部半岛棕榈油压榨商协会（SPPOMA）发布的数据显示，马来西亚 8 月 1-20 日棕榈油产量环比下降 1.21%，但马来西亚棕榈油协会（MPOA）发布的数据显示，马来西亚 8 月 1-20 日棕榈油产量预估增加 4.02%。目前正值东南亚棕榈油产量旺季，马来西亚棕榈油供需层面并不支持棕榈油价格上涨，但受印尼 B40 生柴计划的影响，市场预期马来西亚棕榈油出口前景将受到提振，从而为棕榈油市场保持强势提供支撑。

2 国内豆类市场分析

国内油脂库存保持增势，粕弱缓解油脂下跌压力

中国粮油商务网监测数据显示，截至上周末，国内三大食用油库存总量为 231.26 万吨，周度增加 2.45 万吨。其中豆油库存小幅回落，棕榈油和菜油库存回升明显。根据海关总署公布的统计数据，7 月份中国进口食用植物油 64.5 万吨，其中棕榈油进口量为 35 万吨，同比减少 17.4%。1-7 月累计进口食用植物油 413 万吨，同比下降 21%；其中棕榈油累计进口 155 万吨，同比下降 23.9%。国内进口棕榈油大幅下降，库存紧张也是导致棕榈油价格长时间高于豆油价格的原因之一。由于目前国内豆粕库存处于历史高位，弱势美豆导致的成本下行压力更易在豆粕市场体现。“跷跷板”效应缓解了油脂市场的下跌压力，国内豆类市场整体保持粕弱油强特征。

国内豆粕库存再度升高，供应压力令市场反弹乏力

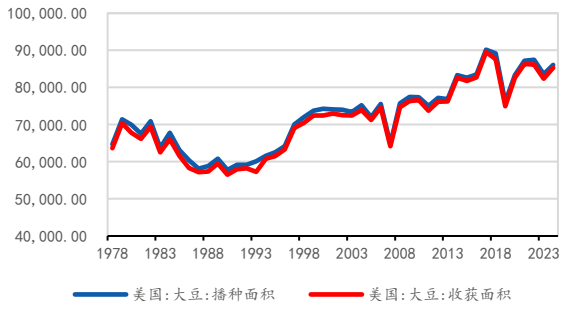
根据 Mysteel 农产品对全国动态全样本油厂的调查情况显示，第 33 周（8 月 10 日至 8 月 16 日）油厂大豆实际压榨量为 202.48 万吨，开机率为 58%；较预估低 5.34 万吨。豆粕库存 149.65 万吨，较上周增加 2.64 万吨，增幅 1.80%，同比去年增加 77.43 万吨，增幅 107.21%；豆粕库存已连续 19 周小幅累库，目前油厂开机率依旧维持在 200 万吨左右，而下游需求暂无明显起色，且油厂库存压力较大，催提严重，下游饲料厂库存也在升高，提货短期难以有较大改善，豆粕预计仍将保持小幅累库状态。受此影响，国内豆粕市场供需矛盾突出，粕价缺少上行动力。

3 油脂油料市场展望

进入 8 月下旬，留给美豆的天气窗口已经不多，Pro Farmer 在美豆多个主产州的田间巡查证实大豆结荚数量高于近三年均值，与当前美豆优良率维持高位相吻合，美豆丰产预期进一步得到强化。印尼 B40 计划缓解了马来西亚棕榈油增产压力，为棕榈油价格走强提供支撑。产地棕榈油价格上涨从成本端推高国内进口棕榈油价格，而国内豆油和菜油受制于供应压力缺少上行动力，导致国内油脂期货品种间走势分化，出现棕榈油领涨、豆油和菜油低位震荡局面。随着美豆增产预期逐步兑现，美豆市场仍缺少上行驱动，国内进口大豆和豆粕库存充裕，供强需弱格局下国内粕类期货市场技术反弹持续性偏差，有望继续跟随美豆震荡寻底。豆一期货市场本周继续破位下行，尤其是远月合约在供给压力下弱势更为明显。国产大豆长期供过于求，进口大豆成本大幅下滑为国产大豆需求前景蒙上阴影，豆一期货市场本轮抛压尚未结束。

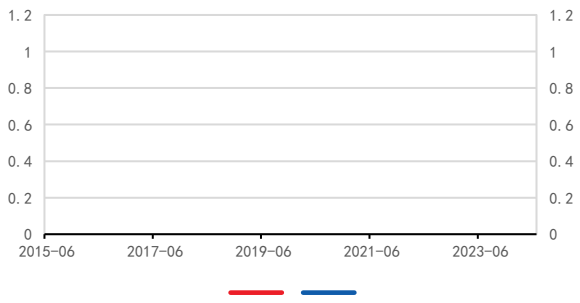
4 油脂油料市场主要数据

图表 40：美国大豆种植收获面积



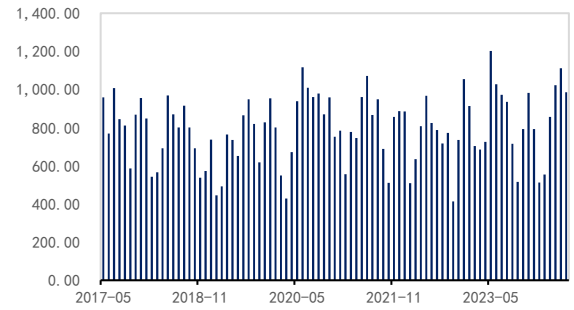
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 41：国内生猪存栏量



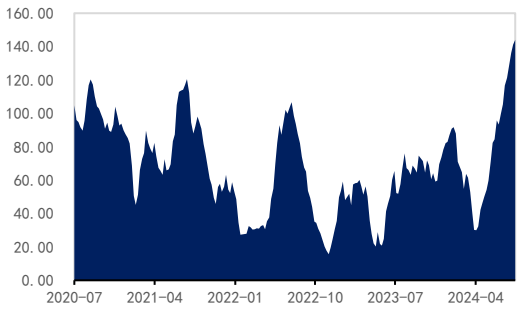
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 42：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 43：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