# 中金财富期货策略周报（2024 年第 31 期）

研究员：

**张伟**

从业资格编号：F0251993

投资咨询编号：Z0013973

zhangwei@tqfutures.com

**刘绅**

从业资格编号：F3041660

投资咨询编号：TZ014346

liushen@tqfutures.com

**于瑞光**

从业资格编号：T040666

投资咨询编号：TZ002416

yuruiguang@tqfutures.com

**李小薇**

从业资格编号：F0270867

投资咨询编号：Z0012784

lixiaowei@tqfutures.com

## 周度投资视点

**宏观策略：**工业品，尤其是内盘工业品连续大跌之后，绝对位置已经较低，这就是近期宏观面无明显变化的，但是工业品反弹的原因。但是从宏观和需求的走势看，并没有明显的改善，这也限制了工业品的反弹空间，因此注意不要追涨。

**股指期货：**宏观经济改善，政策上活跃资本市场的利多频出，汇率的影响逐渐接近峰值，关键是指数连续大幅调整之后存在反弹的需要。因此我们认为短期内适当乐观，可关注调整之后的买入机会，中期看，目前位置指数再度大幅向下的空间有限，如果出现明显调整，也是较好的中期机会。

**铜：**海外主要矿山的供应中断持续，现货 TC 降至低位，预计矿端短期紧缺格局将难以缓解。加工费走低，冶炼厂利润受到挤压，但电解铜产量持续增长，供应收缩预期落空。随着政策不明朗，阳极铜供应紧张，数家冶炼厂选择减产应对原料端短缺。铜价下调后线缆企业开始主动补库，工程类电网投资招标进度陆续启动，但地产类线 订单依旧恢复羸弱，空调 8 月排产已渐入淡季，铜管企业开工率已大幅回落；地产竣工仍未见起色拖累家装和建筑建材用铜需求，整体铜价回落后国内消费呈稳步复苏的状态，线缆释放订单带动铜杆企业恢复开工。终端消进入弱复苏周期，社库持续回落，现货升水转正，预计铜价短期将维持震荡反弹运行。

**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，锌冶炼厂利润水平已达历史性低位，大量冶炼企业于 7 月份开始减停产。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，8 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，短期内市场仍以消化减产消息为主，将延续反弹态势，后续关注宏观指引和社库去库情况。

**钢材：**上周钢价超跌反弹的行情延续，螺纹主力周涨幅 1.32%。随着金九银十的到来，市场对旺季需求仍抱有期待，前两周过度悲观的情绪在一定程度上得到修复。目前钢材库存仍处于快速去化的过程，短期对钢价还有所支撑，中期则需关注旺季需求的落地情况。

**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：**美国大豆通常在 9 月中下旬进入收割季，在剩余不多的天气窗口期内，即使有不利天气干扰，但基本不会改变美豆最终产量创下新纪录的基本格局。低价美豆刺激出口回升，而大量获利空头资金减持也容易触发市场超跌反弹。印尼生柴政策有望增加棕榈油消费，产地可供出口的棕榈油减少为棕榈油价格走强提供支撑。美豆抛压减弱为国内豆油和菜油补涨提供动能，棕榈油高位滞涨，与其他油脂间的价差关系有所修复，油脂板块整体保持反弹节奏。美豆止跌回升改善国内豆粕市场看空人气，下游积极补库有望缓解豆粕供强需弱局面，但豆粕市场的反弹之路仍会顾忌美豆增产压力，上行空间仍然受限。豆一期货市场本周探底回升，对此前超跌行情展开修正。国产大豆长期供过于求，进口大豆成本回落以及面临新豆集中上市压力，反弹行情持续性仍需更多利好因素加以配。

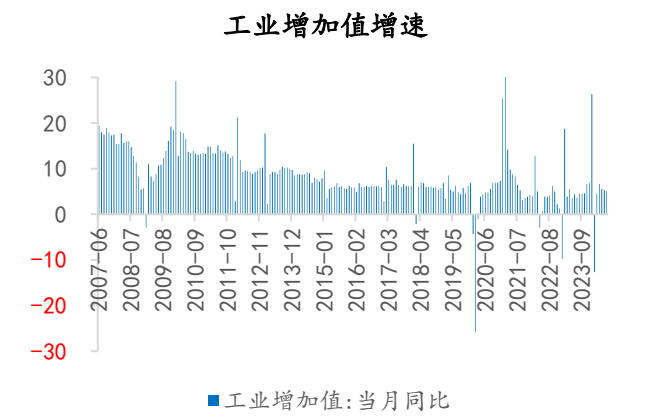
# 目录

周度策略：PMI 加速下行 需求端未显著改善 ..... - 5 -
宏观经济、市场策略和股指期货市场分析 ..... - 8 -
1 一周重大宏观政策、事件和数据解读 ..... - 8 -
2 内需继续走弱，政策调整预期升温 ..... - 8 -
3 本周净投放 5040 亿元 ..... - 8 -
4 宏观策略 ..... - 9 -
5 股指期货市场分析 ..... - 9 -
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 本轮钢价下跌回顾 ..... - 16 -
海外衰退预期减弱 ..... - 16 -
2 粗钢产量大幅下降 ..... - 17 -
3 铁水小幅下降 库存持续去化 ..... - 17 -
4 小结 ..... - 18 -
5 钢材期货现货数据 ..... - 18 -
原油 ..... - 21 -
1 市场多空情绪切换 ..... - 21 -
2 OPEC 调整减产方针 ..... - 21 -
3 黑天鹅还是灰犀牛？ ..... - 21 -
4 利比亚宣布不可抗 ..... - 22 -
5 去库周期进入尾声 ..... - 22 -
6 区间震荡前高后底 ..... - 22 -
7 原油期现数据 ..... - 23 -
天然橡胶 ..... - 25 -
1 上量遇阻原料涨价 ..... - 25 -
2 泰国洪涝灾害频发 ..... - 25 -
3 国际货源流入缩减 ..... - 25 -
4 社库延续超长去化 ..... - 25 -
5 终端亟待旺季到来 ..... - 26 -
6 把握规律择机布局 ..... - 26 -
7 橡胶期现数据 ..... - 27 -

油脂油料：出口强劲提振美豆回升，国内油脂强势反弹 ..... - 30 -
1 外部豆类市场分析 ..... - 30 -
2 国内豆类市场分析 ..... - 30 -
3 油脂油料市场展望 ..... - 31 -
4 油脂油料市场主要数据 ..... - 31 -

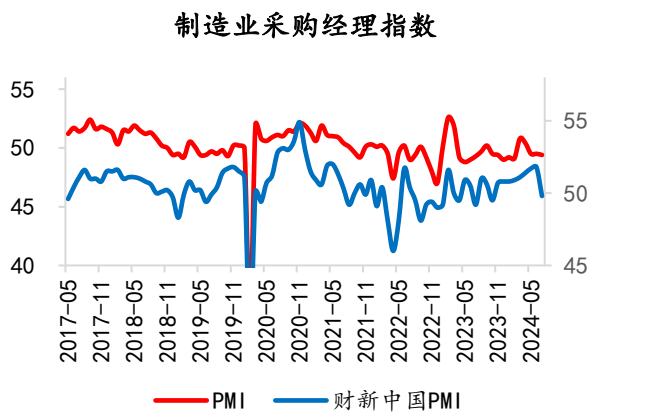
## 重要经济指标概况

图表 1：国内工业增加值增速



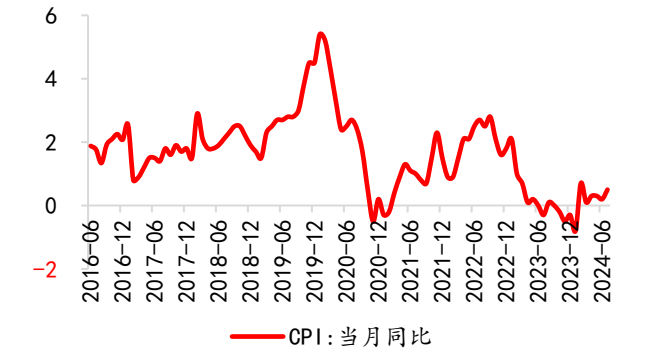

资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 2：中国制造业采购经理指数



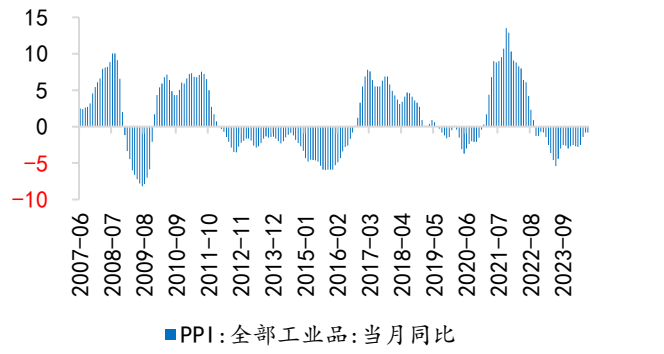

资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 3：中国居民消费价格指数



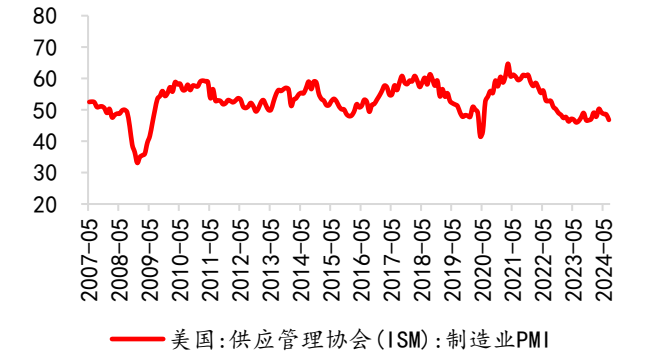

资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 4：中国工业生产者出厂价格指数



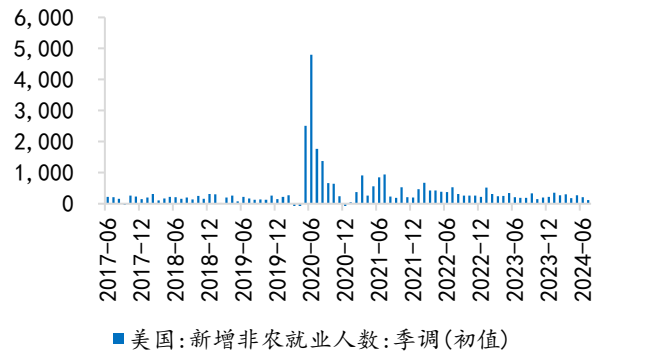

资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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：PMI 加速下行 需求端未显著改善

8 月制造业 PMI 继续下跌、连续第 4 个月处于收缩区间，有加速下行迹象；出口之外的多数分项均回落，需求不足对供给端的拖累持续显现，经济压力仍大。往后看，全年“保 5%”的压力加大，建议关注政策端的变化。

## PMI 数据继续下行

2024 年 8 月制造业 PMI 为 49.1%，前值 49.4%；非制造业 PMI 为 50.3%，前值 50.2%。

8 月制造业 PMI 续跌，低于预期和季节性；非制造业 PMI 微升。8 月制造业 PMI 为 49.1%，较前值继续下跌 0.3 个点，低于预期和季节性（2015-2019 年 8 月 PMI 平均环比回升 0.1 个百分点），连续 4 个月处于收缩区间。8 月非制造业 PMI 微升 0.1 个百分点至 50.3%，其中服务业 PMI 回升 0.2 个百分点，建筑业 PMI 回落 0.6 个点百分点。8 月综合 PMI 产出指数回落至 50.1%，指向企业景气继续放缓，可能与部分行业生产淡季、需求不足、部分地区高温多雨等因素影响有关。

分项看，重点关注供需端、贸易端、价格端、库存端、就业端的 5 大信号：

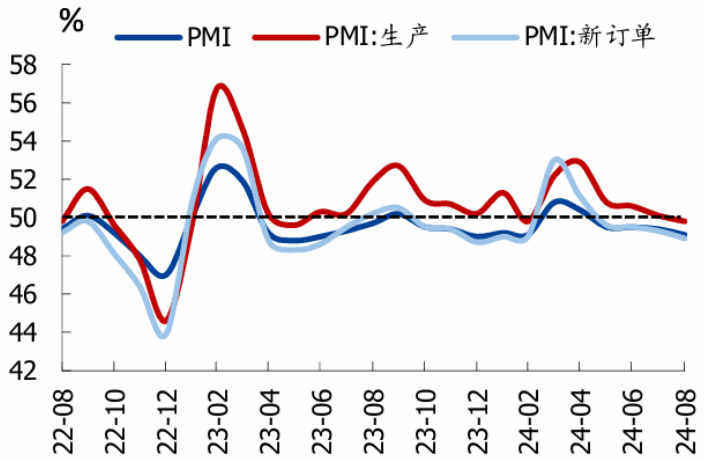
供需均降至收缩区间。供给端，8 月 PMI 生产指数 49.8%，较上月回落 0.3 个百分点，回落至收缩区间。高频看，8 月焦化开工率、粗钢产量等传统生产高频指标多数也小幅走低，指向工业生产有所走弱，应是与需求不足制约有关。需求端，8 月 PMI 新订单指数回落 0.4 个百分点至 48.9%，新出口订单指数微升至 48.7%，均连续 4 个月处于收缩区间，需求不足问题显著；行业看，食品饮料、运输设备、电气机械等行业供需增长较快，化纤、黑色金属、专用设备等行业供需偏弱。

进出口订单小幅震荡，均继续处于收缩区间；8 月出口增速可能小幅回落。出口端，8 月新出口订单提升 0.2 个百分点至 48.7%，连续 4 个月处于收缩区间。高频看，8 月前 20 日韩国出口同比 18.5%（7 月 17.7%），出口运价高位震荡，外需韧性仍强。考虑到基数提升，预计 8 月出口增速小幅回落；进口端，8 月进口订单回落 0.2 个百分点至 46.8%，连续 5 个月处于收缩区间，侧面反映经济压力仍存。

价格指数大幅回落，预计 8 月 PPI 同比-1.5%左右；库存被动回升。价格端，受需求不足、大宗商品价格回落影响，8 月原材料价格、出厂价格指数分别下降 6.7、4.3 个百分点；预计 8 月 PPI 同比-1.5%左右（前值-0.8%）。库存端，8 月 PMI 原材料、产成品库存分别变动-0.2、0.7 个百分点，产成品库存回升可能与需求低迷、供给较强带来的被动补库有关。

全年“保 5%”的压力加大，政策亟待加码。基本面看，要实现全年增长目标，需要下半年 GDP 增速回升至 5%左右，但 8 月高频数据整体维持低位震荡，指向经济相较于二季度没有明显好转，实现全年经济增长目标的压力加大。政策面看，当前经济下行压力不小，全年“保 5%”需政策“持续用力、更加给力”，短期紧盯可能的增量政策，尤其是中央加杠杆的政策。

图表 7：PMI 及主要分项




资料来源：wind，中金财富期货

**美国尚未衰退，但是风险仍未排除**

美国经济衰退了么？市场普遍将经济衰退定义为技术性衰退，即某一经济体 GDP 环比增速连续两个月为负，但在 OECD、NBER 和 CEPR 的定义中，除了需求减弱外，衰退还意味着包括劳动力市场在内的各种生产率指标也有放缓。2022 年三季度以来美国 GDP 环比折年率维持正增长，说明美国尚未发生技术性衰退。观察 NBER 定义的衰退期指标，具体包括个人实际消费支出、工业产值、实际制造业和贸易业销售额、个人实际收入（减转移支付）、非农就业人数和家庭调查就业总人数，目前所有指标仍然保持健康。首先，美国实际消费支出仍然保持强劲，收入虽有放缓，但未出现显著下跌。其次，生产和贸易活动保持平稳。最后，家庭调查和机构调查的新增就业人数每月仍然录得正值。整体来看，美国经济活动整体放缓，但未及衰退。

经济活动现状如何？从需求端来看，消费占美国 GDP 总值约七成，投资占约两成，具有韧性的消费和平稳的投资共同驱动 GDP 环比维持正增。消费方面，美国个人实际消费支出增速自今年二季度以来保持平稳，基本降至疫情前水平。具体来看，服务消费强于商品消费，而商品消费重心正转向非耐用品。受益于股市上涨，美国居民净资产稳定增长，支撑消费增速强劲。投资方面，主要由非住宅项贡献，在消费需求仍然强劲的背景下，企业利润增速也有企稳反弹，带动投资增速有所回暖。住宅市场仍受到高利率制约，新房销售走弱，叠加建筑商贷款成本较高，导致房屋开工不足。从供给端来看，国内产能基本恢复疫情前水平，就业市场转弱，并且活跃程度未来仍将下降。

距离衰退还有多远？在长时间的高利率环境下，美国经济衰退忧虑加剧。首先，房市信心持续低迷。其次，本轮国债期限倒挂持续已久。第三，初请失业金人数大幅增加，就业形势预期悲观。第四，美国谘商会 LEI 经济领先指数出现经济周期拐点已久。第五，PMI 新订单指数显示需求疲弱已持续 25 个月。第六，股指增速也有放缓。第七，消费者信心近期再度回落。综合来看，房市指数、美国国债期限利差、初请失业金人数、新订单 PMI 指数、失业预期指数和 LEI 指数等指标显示，美国经济已经进入了实质性衰退前 6 个月的区间。标普 500 指数同比增速即将降至触及指示衰退的范围，信用利差尚未显示信号，意味着距离实质性衰退可能还有一段时间，但是不能排除衰退的风险。

**工业品注意追高的风险**

工业品，尤其是内盘工业品连续大跌之后，绝对位置已经较低，这就是近期宏观面无明显变化的，但是工业品反弹的原因。但是从宏观和需求的走势看，并没有明显的改善，这也限制了工业品的反弹空间，因此注意不要追涨。

# 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 8：一周重大宏观政策、事件和数据解读*

| 类别 | 时间 | 政策/数据 | 内容 | 点评 |
|---|---|---|---|---|
| 政策 | 8 月 30 日 | 中国版“扭转操作”：央行 8 月“买短卖长”，净购买 1000 亿元国债。 | 净投放流动性 1000 亿元 | 新的货币政策工具正式入箱。 |
| | 8 月 29 日 | OPEC+预计将推进此前提出的增产 | OPEC+计划在第四季度继续推进此前提出的增产计划 | 这超过了利比亚供应骤降带来的影响 |
| 数据 | 8 月 29 日 | 8 月份制造业 PMI 为 49.1 | 比上月下降 0.3 个百分点 | 收入减速，但是支出增速 |
| | 8 月 30 日 | 美国核心 PCE 物价指数 7 月同比上涨 2.6%，环比上涨 0.2% | 双双持平前值，意外未延续扩大态势。 | PMI 表现不及近年同期水平 |
| 事件 | 8 月 30 日 | 王毅同美国总统国家安全事务助理沙利文举行战略沟通 | 双方就两国元首近期开展新一轮互动进行了讨论 | 同意适时举行两军战区领导视频通话 |

*资料来源：中金财富期货研究所*

## 2 内需继续走弱，政策调整预期升温

高频数据显示暑期消费或仍呈现“量增价跌”，出口增长维持较强韧性、生产和投资活动仍偏弱，商品房成交同比回落。暑期出行较为活跃，7 月 1 日至 8 月 27 日，全社会跨区域人员流动量同比增长 3.7%，而航旅纵横数据显示，7 月 11 日—8 月 31 日，国内航线机票均价同比下降约 8%；8 月暑期档票房较去年缩水近半，汽车销售小幅改善，8 月 1-25 日，乘用车日均零售销量同比增速较 7 月的-3.1%转正至 5%。物流增速同比偏低，截至 8 月 30 日，整车货运物流/公共物流园区吞吐指数同比回落 3.4%/6.4%；出口高频指标 HDET 显示 8 月出口同比维持较强韧性。

基建和建筑活动开工同比仍偏弱，高炉/焦化/水泥开工率月均同比回落 4.8/6.0/3.2ppt，建筑钢材成交量同比降幅较 7 月的 22.3%走阔至 23.4%。商品房成交同比边际减速，8 月 1-30 日，60 城新房/26 城二手房成交面积同比较 7 月的-19.3%/27.7%回落至-22.5%/5.1%，一/二/三线城市二手房成交面积同比较 7 月的 64.9%/27.3%/1.1%回落至 43.4%/1.6%/-15.2%。

政策及事件：1、8 月 9 日，央行 2 季度货币政策执行报告指出要继续加强逆周期调节、货币政策框架转型，并强调做好“五篇大文章”、持续防风险。2、8 月以来扩内需系列政策加快落地，商务部、国务院等发布汽车以旧换新细则、促进服务消费高质量发展和全面绿色转型意见。3、8 月以来，南京、厦门等城市推出住房“以旧换新”政策。4、8 月 23 日，习近平总书记主持召开中央政治局会议，审议通过推动西部大开发形成新格局等政策。5、8 月 30 日，财政部发布上半年财政政策执行报告，表示要统筹运用多种财税政策工具，加力推动大规模设备更新和消费品以旧换新。

## 3 本周净投放 5040 亿元

8 月 30 日，中国人民银行开展了 301 亿元 7 天期逆回购操作，中标利率维持在 1.70%。当日，有 3793 亿元 7 天期逆回购到期，实现净回笼 3492 亿元。本周，中国人民银行共进行了 14018 亿元逆回购和 3000 亿元中期借贷便利（MLF）操作，因有 11978 亿元逆回购到期，本周实现净投放 5040 亿元。

在 5000 亿+政府债净缴款压力下，跨月资金面大幅转松，宽松程度显著高于往年同期。从资金融出结构看，主要是银行资金供给在恢复，且资金分层现象再度出现，指向本次资金宽松主要由银行资金缺口缓解带动。

银行资金缺口何以补充？可能主要源于两个方面，一是公开市场操作，本周逆回购资金净投放 2040 亿元，规模相比税期的 1.5 万亿+并不算高，不过这周 MLF 续作 3000 亿元，加上央行通过买卖国债净投放的 1000 亿元，累计投放了 4000 亿元中长期资金，对补充银行稳定负债或有所助益；二是月末财政支出，虽然 8 月并非传统的季末财政支出大月，但今年 7 月及 8 月的政府债净缴款较高，且 7 月财政支出规模并不算高，8 月支出或较 7 月明显提速，可以等待 8 月财政存款数据进一步验证。

## 4 宏观策略

工业品，尤其是内盘工业品连续大跌之后，绝对位置已经较低，这就是近期宏观面无明显变化的，但是工业品反弹的原因。但是从宏观和需求的走势看，并没有明显的改善，这也限制了工业品的反弹空间，因此注意不要追涨。

## 5 股指期货市场分析

### 两市创新低后反弹

两市先跌后反弹，持续强势的银行股开始补跌，小盘股稍微活跃，上周沪深 300 周-0.17%，上证 50 周-0.86%，中证 500 周+2.25%，中证 1000 周+2.96，市场情绪有所回升。

全 A 盈利增速小幅回升，24 二季度全 A 归母净利润累计同比为-3.1%，24 一季度为-4.8%，预计 24 年全 A 增速为 2%左右。24 年二季度全 AROE（TTM，下同）为 8.0%，预计 24 年 ROE 为 8.1%。

行业上看，上游利润增速显著改善，其中公用盈利继续高增，有色盈利增速改善幅度最大；中游 TMT 盈利保持较快增长，电子盈利增速最高；制造盈利增速继续下滑，汽车盈利增速维持高位；下游消费盈利边际改善，农林牧渔实现扭亏；金融地产中保险盈利增速明显改善。

产业链上看，数字经济盈利增速提升，AI 盈利正增长，其中基础层的光模块盈利维持高增；半导体中封测厂盈利增速最高；低碳经济景气度回升，其中新能源车盈利增速边际改善；商品消费盈利增速整体回暖，其中调味品、纺织制造、白色家电等行业表现突出；服务消费盈利负增，教育盈利增速最高；医药生物盈利增速小幅回落，其中化学制药盈利表现最优。

### 指数震荡概率较大

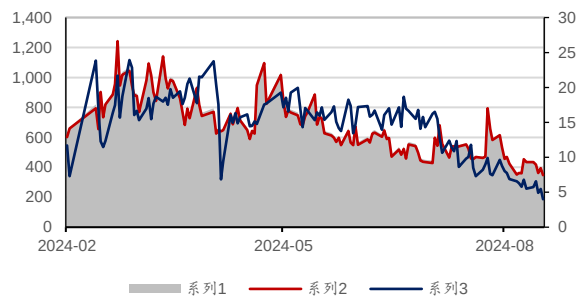
目前市场面临的驱动依然较为有限，除了我们宏观部分介绍的宏观数据未显著改善，A 股市场的流动性也不足。

A 股剩余流动性的大幅下降，市场估值扩张空间有限。历史上剩余流动性与 A 股年度估值变化正相关。今年上半年剩余流动性（M2 增速-名义 GDP 增速）为 2.23%，历史上与此相似的年份，A 股估值大致收缩 10%左右，今年截至目前为 8%左右。货币供应量与名义 GDP 增长相匹配的政策取向下，预计后续流动性也难有超预期增长。进一步的，若地产价格继续下跌，国内出现债务-通缩螺旋的迹象，剩余流动性可能会进一步回落。

经济现状与增长目标之间的差距需要政策来弥合，后续大概率还是会有政策。8 月 1 日国家发改委表示“下半年将根据形势变化推出增量政策”；8 月 15 日央行也表示“进一步谋划新的增量政策”。系列会议和部委的表态均指向后续大概率有政策出台。

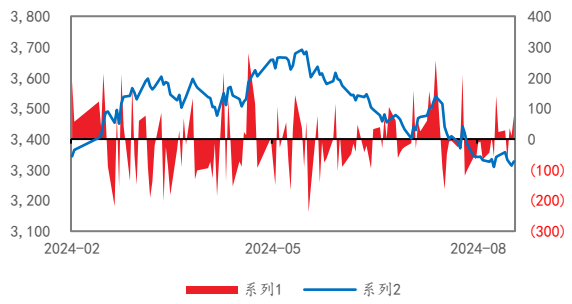
目前指数所处的位置较低，这是市场最大的支撑。但是从盈利和估值的角度看，二季度业绩报告显示企业盈利压力依然较大，从估值的角度看，货币供应量与名义 GDP 增长相匹配的政策取向下，预计后续流动性也难有超预期增长，以及缺乏赚钱效应导致场外资金观望气氛浓厚，预计指数维持震荡的概率较大。

*图表 9：融资融券数据图*



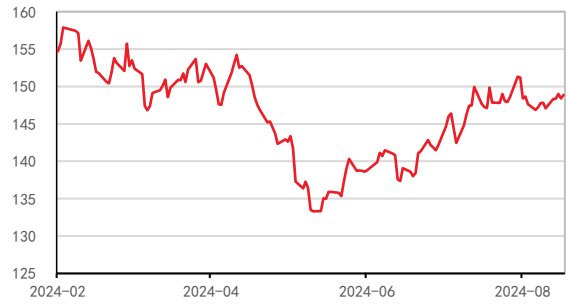

*资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所*

*图表 10：合约持仓和市场表现*



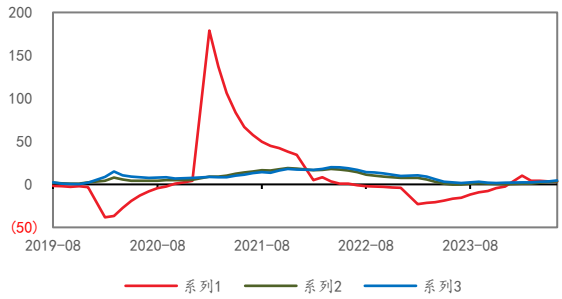

*资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所*

*图表 11：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 12：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

必和必拓(BHP)已与智利 Escondida 铜矿工会初步达成薪资协议，Ero Gopper 旗下巴西 Tucumá 项目或于 7 月投产、Capstone Gopper 旗下智利 Mantoverde 矿山已达满产且 24 年或生产 2.5 万吨铜、三菱 MMC 旗下智利 Mantoverde 铜矿已经开始生产铜精矿并将于 24 年四季度全面投产且产量或达 8-9 万吨，或使国内 8 月铜精矿生产和进口量环比增加。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。智利 Escondida 罢工风险解除后伦丁矿业旗下的 Caserones 铜矿举行规模 为 300 名工人的罢工行动，预计短期或影响该项目一半左右的产能。矿端扰动影响因素较多，智利秘鲁两个最大铜产国的产量均同比下滑，1-7 月精铜累计进口量达 207.7 万吨，同比增幅放缓至 13.3%。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。

### 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。

7 月 SMM 中国电解铜产量为 102.82 万吨，环比增长 2.32 万吨，增幅为 2.31%，同比增加 11%。1-7 月累计产量为 694.65 万吨 ，同比增加 46.14 万吨，增幅为 7.11%。随着前期检修的冶炼厂陆续复产总产量将增加，加之西南地区某冶炼厂将加快投产速度，预计 8 月国内电解铜产量环比增加。8 月有检修计划的冶炼厂进一步减少，而且有三家新冶炼厂开始投产，预计 8 月产量也会继续走高。

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

海外主要矿山的供应中断持续，现货 TC 降至低位，预计矿端短期紧缺格局将难以缓解。加工费走低，冶炼厂利润受到挤压，但电解铜产量持续增长，供应收缩预期落空。随着政策不明朗，阳极铜供应紧张，数家冶炼厂选择减产应对原料端短缺。铜价下调后线缆企业开始主动补库，工程类电网投资招标进度陆续启动，但地产类线 订单依旧恢复羸弱，空调 8 月排产已渐入淡季，铜管企业开工率已大幅回落；地产竣工仍未见起色拖累家装和建筑建材用铜需求，整体铜价回落后国内消费呈稳步复苏的状态，线缆释放订单带动铜杆企业恢复开工。终端消进入弱复苏周期，社库持续回落，现货升水转正，预计铜价短期将维持震荡反弹运行。

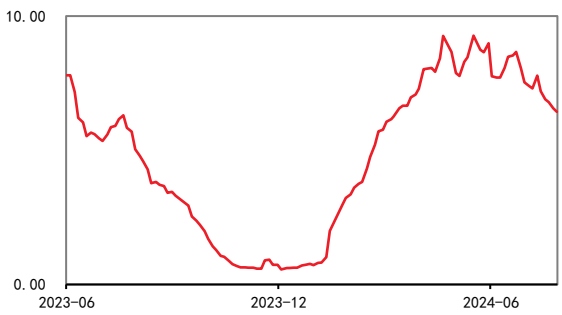
## 3 铜期货现货数据

*图表 13：长江有色铜价*



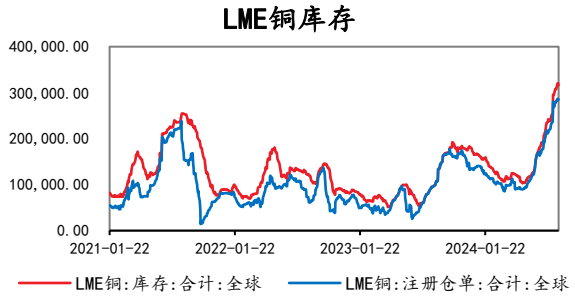

*资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所*

*图表 14：上海保税区铜库存*



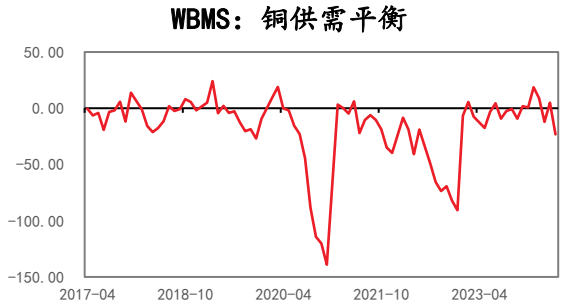

*资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所*

图表 15：LME 铜库存



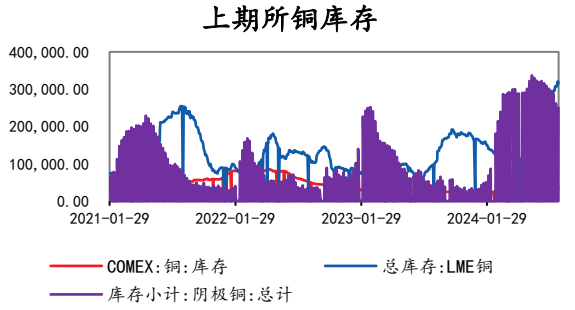

资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 16：WBMS 供需平衡



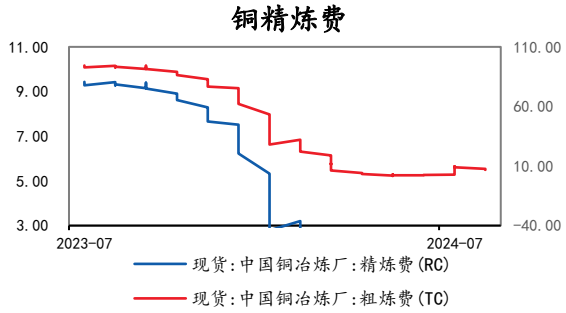

资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 17：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 18：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%。原料联合谈判小组（CZSPT）季度会议上，与 14 家锌冶炼企业生产计划调整，后续关注实际减产执行情况。

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。7 月精炼锌进口量 1.85 万吨，环比减少 1.65 万吨或环比下降 47.17%，同比下降 75.97%，1-7 月份精炼锌累计进口 24.05 万吨，累计同比增加 37.36%。

### 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。

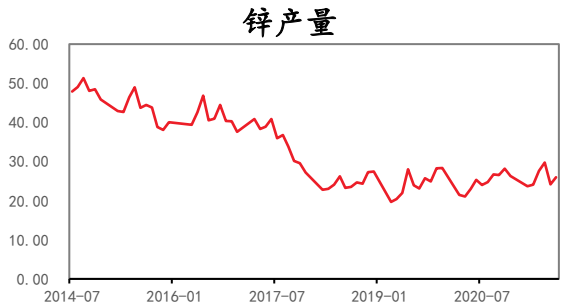
终端市场来看，国内地产政策三箭齐发，乐观情绪较重；基建方面万亿特别国债要求 6 月底之前开工，或将对锌价形成一定的支撑；家电虽受地产板块拖累，但整体表现相对突出，产量维持高位；汽车板块表现相对较好，依旧是锌消费比较亮眼的一块。整体来看，随着出口国内政策不断落地，消费好转预期较强，对锌价形成一定支撑。

## 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，锌冶炼厂利润水平已达历史性低位，大量冶炼企业于 7 月份开始减停产。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，8 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，短期内市场仍以消化减产消息为主，将延续反弹态势，后续关注宏观指引和社库去库情况。

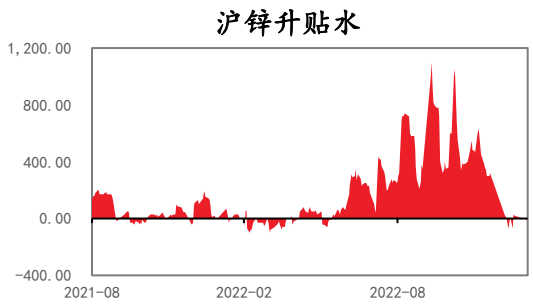
## 3 锌期货现货数据

图表 19：锌产量



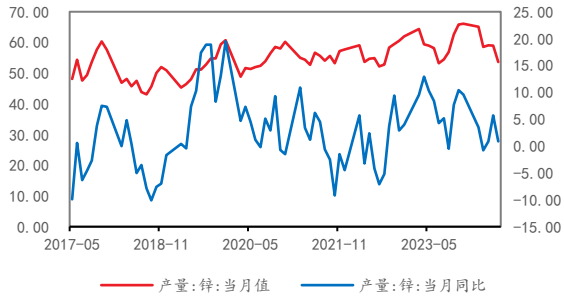

资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 20：锌升贴水



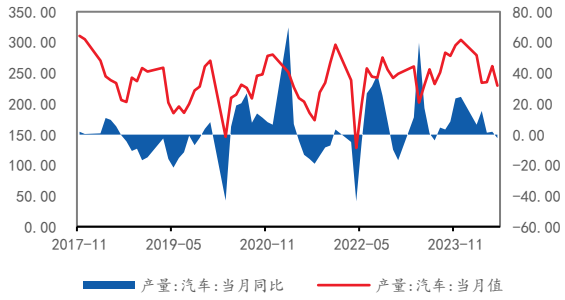

资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 21：锌产销变化




资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 22：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 本轮钢价下跌回顾

本轮钢价下跌始于 5 月末 6 月初。517 地产新政短期在情绪上对市场有所提振，但政策上的利好并没有在基本面上反应，房地产下行的趋势没有减缓，市场再度交易悲观。在此期间，尽管钢材终端需求持续走弱，但铁水及钢材产量却仍在走高，钢市供应过剩的情况持续恶化。

钢材产量的拐点发生在 6 月 25 日钢筋新国标发布后。新国标于 9 月 25 日开始实施，过渡期仅 3 个月，钢厂及贸易商集中清库存，造成现货市场价格出现踩踏，钢价大幅下跌。同时，钢厂也借机大幅减产检修，钢价的颓势传导到原料价格。

与此同时，特朗普遇刺与美国 CPI 数据低于预期，带动了特朗普交易与美国经济衰退交易。该时期，内外盘形成共振，带动矿价与钢价共同走低。

进入到 8 月，美国最新的 CPI 数据与就业数据都好于预期，美国衰退预期减弱，此前大幅下跌的美元资产也大幅反弹至接近前高。与此同时，铁水的降幅也在收敛，钢材库存快速去化，随着旺季的即将到来，钢材价格也出现了反弹。

目前正处于淡旺季切换之际，短期市场对旺季需求仍保有一定的期待，但从钢材与铁水的周度产量来看，供应端对今年金九银十需求仍较悲观。同时，9 月份美联储降息已成大概率事件，海外主要经济体的降息周期已开启，再通胀 - 需求复苏预期，与美元外流 - 美元资产泡沫破裂预期相互交织，外盘的博弈还在加剧。

### 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。

地产与基建是过去十几年来支撑粗钢需求持续增长的主要动力，随着我国增长引擎从投资向消费的转换，地产与基建的高增速将一去不复返，但上游供给端的反应往往慢于需求端，粗钢产能的出清可能会比预期时间更长，力度更大，更加剧烈。

## 3 铁水小幅下降 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 82.9%，环比下降了 1.3 个百分点，同比下降了 9.3 个百分点。91 家电炉的产能利用率为 41.2%，环比下降了 1.6 个百分点，同比下降了 14.0 个百分点。五大品种钢材的周产量为 778.7 万吨，环比略降，同比下降了 16.2%。上周长流程产量继续回落，日均铁水产量下降了 3.6 万吨至 220.8 万吨，尽管需求疲软和低利润背景下，钢材产量略降，螺纹钢产出在连续八周减量后首度回升，热卷产量则小幅回落。

在库存方面，上周五大品种钢材的周社会库存为 1142.3 万吨，环比下降了 4.3%，同比下降了 4.1%。钢厂库存为 420.7 万吨，环比下降了 6.1%，同比下降了 6.1%。钢材总库存持续回落，环比下降 4.8%，降幅较上周扩大了 1.4 个百分点。社库与厂库同步回落，建筑钢材的去库速度进

一步加快。

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 857.6 万吨，环比上升了 2.5%，同比下降了 8.2%。其中，螺纹钢的周表观消费量为 218.4 万吨，环比上升了 9.5%，同比下降了 18.4%。上周五大品种钢材的表需连续第二周回升，淡季需求接近尾声，供需矛盾进一步缓解，螺纹钢需求有所好转。建筑钢材的周成交量为 12.1 万吨，环比下降了 1.2%。

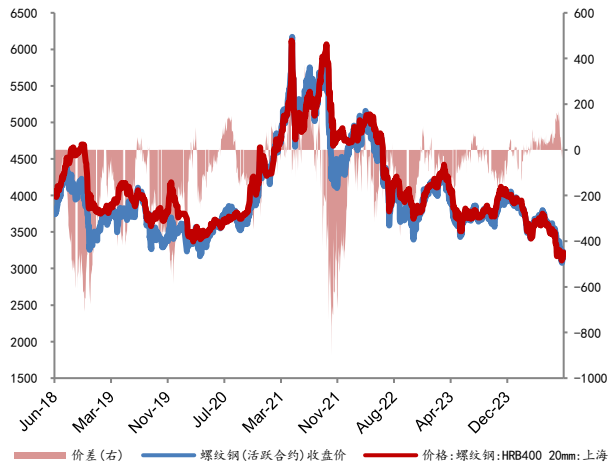
上周钢材现货价格企稳回升，主流钢材品种即期毛利小幅改善。247 家钢厂的盈利率增至 3.91%，环比上升了 2.6 个百分点。

## 4 小结

上周钢价超跌反弹的行情延续，螺纹主力周涨幅 1.32%。随着金九银十的到来，市场对旺季需求仍抱有期待，前两周过度悲观的情绪在一定程度上得到修复。目前钢材库存仍处于快速去化的过程，短期对钢价还有所支撑，中期则需关注旺季需求的落地情况。

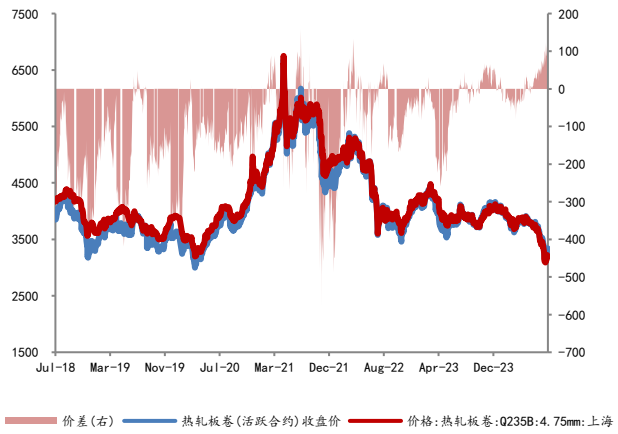
## 5 钢材期货现货数据

*图表 23：螺纹期现价差*



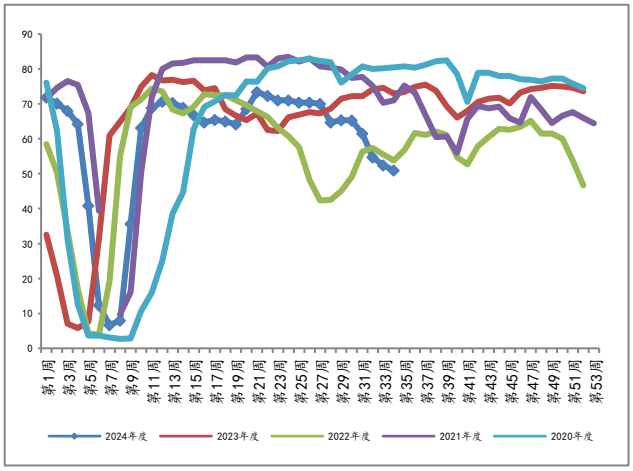

*资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所*

*图表 24：热卷期现价差*



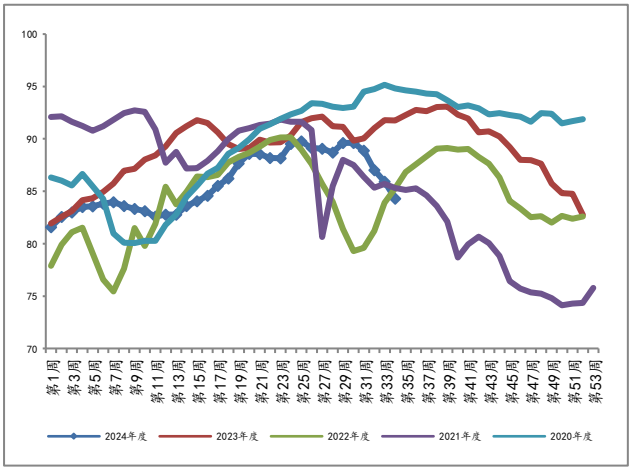

*资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所*

图表 25：85 家独立电弧炉钢厂：开工率：中国（周）



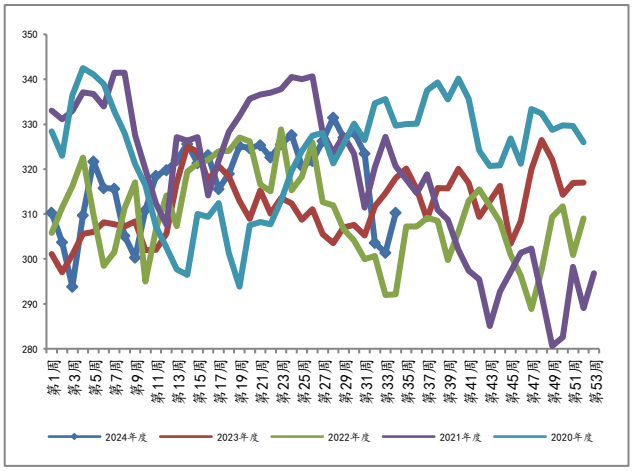

资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 26：247 家钢铁企业：高炉产能利用率：中国（周）



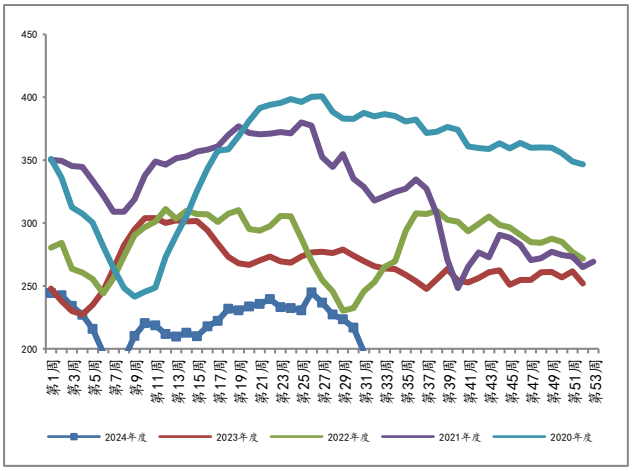

资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 27：螺纹钢：建筑钢材钢铁企业：实际产量（周）



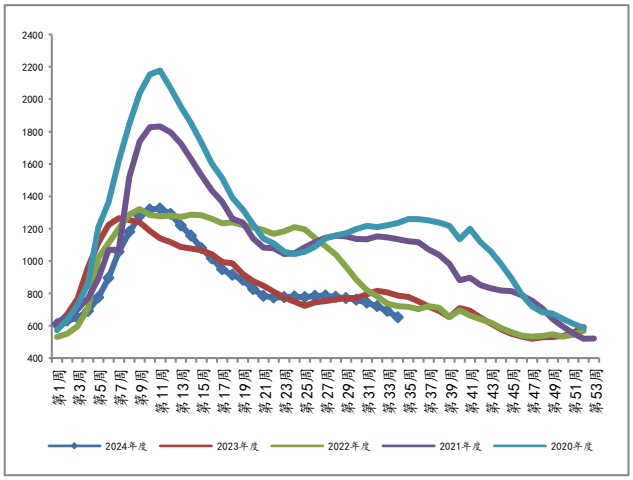

资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 28：热轧板卷：钢铁企业：实际产量：（周）



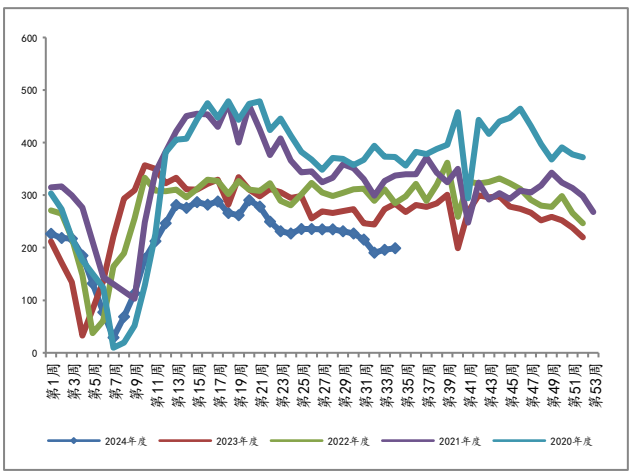

资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 29：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 30：螺纹钢：消费量（周）




资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

# 原油

## 1 市场多空情绪切换

近期国际油价走势疲软，OPEC+或将放松限产，能源需求前景悲观，地缘政治局势缓和，共同构成主要的下行风险。我们始终认为，交易中应辩证看待市场的一致性预期，即利好出尽是利空，反之亦然。

OPEC+原计划在 10 月开始逐渐退出自愿减产部分，然而当前市场情况令该组织面临关键选择，如果油价进一步跌至 70 美元或以下，可能会迫使其重新考虑战略决策。尽管原油市场似乎不再对地缘政治产生反应，但巴以谈判和加沙停火推进困难，黎巴嫩和以色列边境冲突一触即发，原油供应链风险依然无法排除。能源机构报告和即时高频数据均显示，未来原油需求有持续放缓迹象，但目前全球原油库存处于低位去库状态，整体供需失衡风险并不大。

根据我们的经验，如果 Brent 原油向下考验 70-75 美元区间附近支撑位时，获利空头了结和买盘复苏可能会阶段性刺激油价反弹。

## 2 OPEC 调整减产方针

接下来，9 月 OPEC+需要决定减产计划何去何从，按照原计划来看，该组织将在 2024 年四季度开始逐渐取消额外的自愿减产。华尔街投行有分析认为，OPEC+决定扭转自愿减产的局面，可能意味着新的目标是从战略上约束非 OPEC+竞争对手。

自 2017 年以来，OPEC+此前的一系列减产计划在维持原油市场平衡方面起到了关键作用，沙特为首的产油国以牺牲市场占有率为代价，主动减少原油供应以支撑油价。然而，这一做法会间接地利好美国等非 OPEC+产油国，在享受高油价红利的同时，扩大产量来攫取 OPEC+让渡的市场份额。回顾 2018-2019 年美国页岩油行业无限制的扩张，最终导致了 2020 年 OPEC+减产失效和价格战，反过来对成本最高的页岩油商造成了沉重打击。

现在，OPEC+可能会再度改变减产方针，这一行为或将打破原油市场微妙的均衡状态。更长期来看，OPEC+政策的重点是确立和巩固绝对的定价话语权，以此控制非 OPEC+产油国的供应。

## 3 黑天鹅还是灰犀牛？

原油市场对地缘政治黑天鹅的反映较为平淡，但不可否认的是，中东局势正面临重大升级的风险。

作为加沙问题的外溢之一，本轮冲突爆发在黎巴嫩南部和以色列北部的边境地区。黎巴嫩珍珠党对以色列进行大规模袭击，宣称是对后者的报复，以色列则先发制人地空袭黎巴嫩境内多地。本轮巴以冲突发生后近一年来，以色列在加沙、黎巴嫩、叙利亚和也门等多个方向展开行动，甚至对伊朗境内目标发动打击。美国表示支持以色列所谓的“自卫权”，但强调避免区域局势升级的重要性。以色列和抵抗之弧的武装力量交火持续趋于激烈，该国目前已批准对黎巴嫩发起地面进攻的作战计划，外界担忧继 2006 年之后黎以战争再次爆发。

目前，原油市场对中东地缘政治的理解属于典型的灰犀牛，即大概率发生、经常被提示但遭到选择性忽视的巨大潜在危机，影响暂不显著并不意味着风险不存在。

，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 利比亚宣布不可抗

出人意料的是，利比亚东部政府宣布将停止所有石油生产和出口，短期刺激国际原油价格明显反弹。利比亚东部政府发表声明称，该国所有油田、港口码头及石油设施都面临不可抗力，据悉此举是针对的黎波里政府试图接管利比亚央行的回应。

复盘历史，2011 年利比亚内战爆发，但卡扎菲政权倒台后，利比亚并没有建立起一个有效的中央政府，而是出现了多股相互对抗的割据势力，其中最大的两派是托布鲁克方面（即东部政府）和的黎波里方面（即伊斯兰政府），分别效忠二者的利比亚国民军和利比亚民族团结政府部队长期战乱不断。2016 年在联合国斡旋下，利比亚各派系搁置争端暂时停火，该国最重要的石油产业得以复苏，2023 年利比亚原油产量回升至平均 122 万桶/日，2024 年 7 月产量为 115 万桶/日。近一年来利比亚政治局势急转直下，托布鲁克和的黎波里之间的矛盾愈演愈烈，而大部分油田都在东部军事领导人哈夫塔尔的控制之下。目前，利比亚最大的油田 Sharara 已经停止开采，其平均产量为 27 万桶/日。密切关注事态后续进展对原油市场的影响。

## 5 去库周期进入尾声

在油价处于区间下沿附近时，旺季后期油品消费和去库仍有一定托底性支撑。

美国能源信息署（EIA）公布的高频数据显示，截至 8 月 23 日当周，美国商业原油库存环比减少 84.6 万桶至 4.252 亿桶，降幅远不及预期，但库存总量达到今年 1 月以来最低。WTI 交割地库欣原油库存环比减少 66.8 万桶，迫近可操作库存的运营下限。特别地，美国汽油库存大幅下降 220 万桶至 2.184 亿桶，创去年 11 月以来新低。相应地，当期美国炼油厂原油加工量增加 17.5 万桶，设备利用率上升 1 个百分点至 93.3%。

尽管美国原油和汽油市场均处于去库周期，但夏季驾车旺季已经临近尾声，9 月初美国劳动节长周末假期以后，预计燃料消费将逐渐季节性回落。另一方面，亚洲大国宏观数据显示经济正陷入困境，炼油厂对原油的进口需求放缓。机构多认为，到明年一季度全球原油市场大概率将出现过剩，未来 12 个月油价整体将呈下降趋势。

## 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。

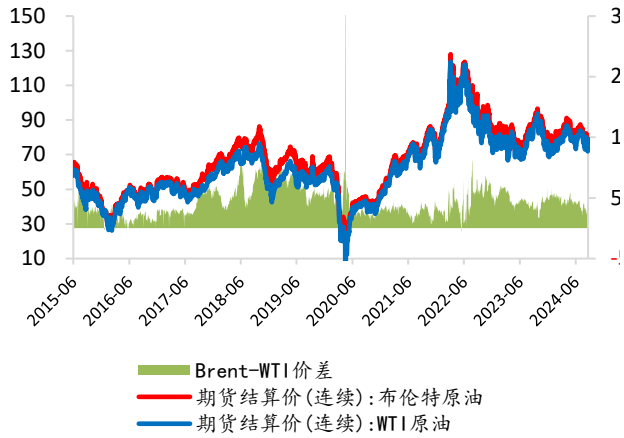
我们认为，尽管油价出现大幅回落，但仍处于传统旺季的时间窗口，而且去库周期远未结束，估值回调后将获得支撑，预计中短期维持在当前区间附近波动，到明年一季度大概率前高后低。鉴于国际原油估值水平仍然较高，未来 3-6 个月或存在一定的下跌空间。

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。

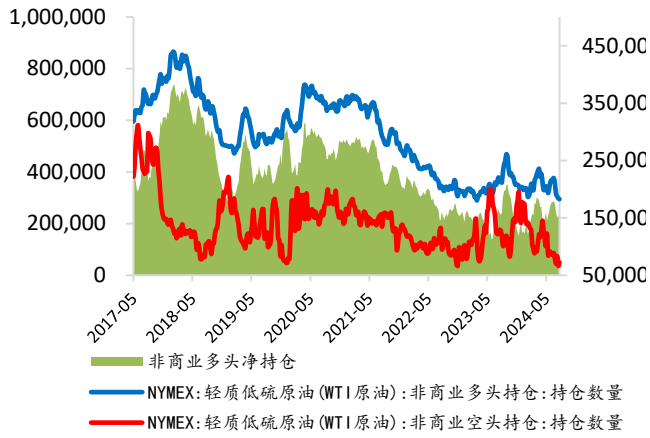
## 7 原油期现数据

图表 31：国际原油期货价格



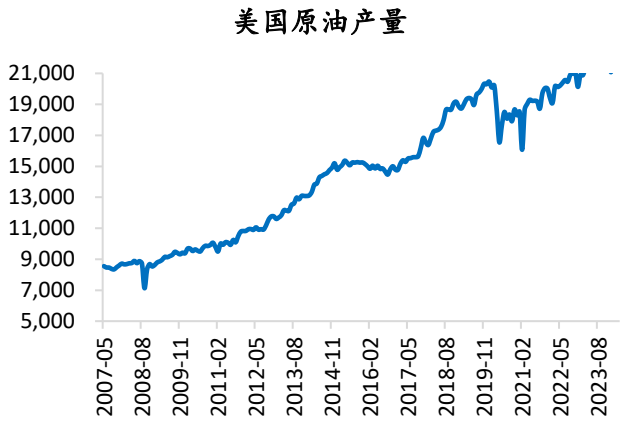

资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 32：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 33：美国原油产量



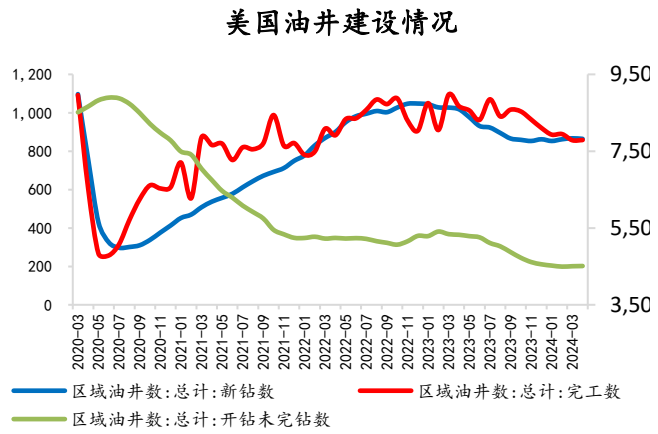

资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 34：沙特原油产量



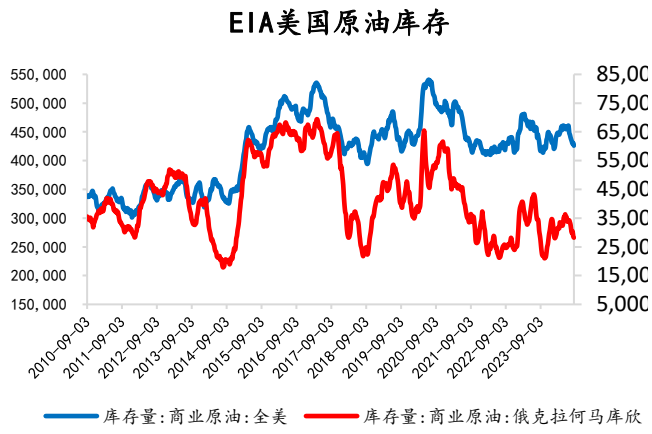

资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 35：美国油井建设情况



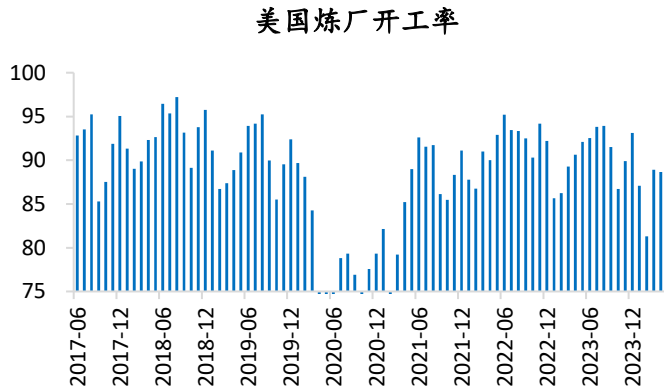

资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 36：EIA 原油库存



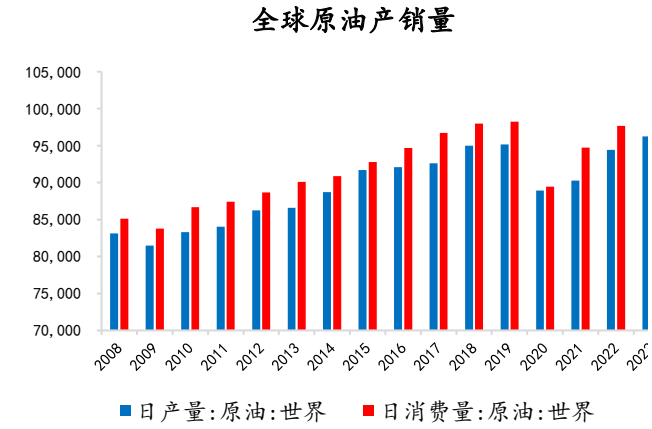

资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 37：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 38：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 上量遇阻原料涨价

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，但今年产区天气对割胶进程扰动较大，国内外增产上量节奏整体不及预期，原料成本端给天然橡胶价格带来坚实支撑。

国内云南西双版纳产区降雨频繁，对割胶作业造成明显阻碍，局部片区甚至出现高温高湿天气，导致橡胶林发生落叶病而暂停割胶，原料收购价格强势上涨。今年迄今，海南产区天气情况正常，台风较往年影响减弱。海外方面，东南亚天然橡胶主产区同样放量缓慢，泰国南部地区雨水较多，原料产出整体偏少，收购价格持续处于同期高位。截至 8 月末，泰国产地胶水价格在 66.70 泰铢/公斤，海南产区国有、金橡胶水制浓缩乳胶原料收购价格在 14000 元/吨，在传统的增产期逆势走高。

国内外增产遇阻造成原料价格再度反弹，不过天然橡胶供应季节性增加的规律仍在，关注原料价格变动和产量兑现情况。

## 2 泰国洪涝灾害频发

泰国多地发生洪涝灾害，刺激天然橡胶价格大幅上涨。据新闻报道称，泰国内政部防灾减灾厅表示，由于出现强降雨天气，泰国多地突发洪水及山体滑坡等自然灾害，目前超过 13 个府的地区不同程度受灾，该国北部和东北部约 31 个府可能面临山洪暴发的风险。今年受厄尔尼诺现象周期性影响，东南亚及中国云南等地区降雨异常偏多，对割胶工作造成较大影响。回顾 2016 年底至 2017 年初，泰国主产区发生大范围洪水，造成天然橡胶价格的超涨行情，因此后期仍需重点关注产区天气情况。若东南亚雨季结束后降雨仍未减少，甚至洪涝灾害变本加厉，供应紧张叠加天气炒作，或给沪胶市场带来极端上行风险。

## 3 国际货源流入缩减

今年天然橡胶价格持续走高，除了原料成本端支撑保持坚挺，一个重要原因是国内可流通货源偏紧。

从产业链源头来看，东南亚主产区自去年开始出现减产现象，今年供应放量节奏迟迟不及预期，橡胶出口量也自然随之同比下降。市场层面来看，由于前期国内橡胶价格较低，令进口利润出现倒挂，改变了全球过剩供应量流向青岛地区的局面，长期压制沪胶盘面的高库存问题逐渐得到缓解。另外，随着 EUDR 方案生效时间临近，对天然橡胶贸易格局也带来较大扰动。在国际市场价格达到近年来最佳的情况下，橡胶加工厂销售 EUDR 货源具有更可观的利润空间，主要产胶国向欧盟市场出口的积极性提升，分流了对中国的出口量。

以上内外部因素共同导致中国橡胶进口量下滑，体现在上半年海关橡胶进口数据的大幅缩减。天然橡胶过剩的基本面主要矛盾并不突出，令沪胶期货价格重心整体明显上移。

## 4 社库延续超长去化

全球主产区开割推进，但天气仍影响割胶作业，供应放量迟缓叠加下游刚需补库，国内天然橡胶库存整体持续去化。

截至 8 月中旬，中国天然橡胶社会库存总计 121.35 万吨，环比上期下降 0.14 万吨或 0.12%；其中，国内深色胶社会库存为 72.3 万吨，较上期减少 0.26%；浅色胶社会库存为 49 万吨，较上期增加 0.09%。截至 8 月中下旬，青岛地区天然橡胶保税和一般贸易库存合计 47 万吨，环比上期减少 0.23 万吨或 0.49%；其中，青岛保税区库存 6.16 万吨，增加 0.48%；一般贸易库存 40.85 万吨，下降 0.63%。

由最新数据可见，天然橡胶本轮超长去库周期仍在延续，虽然目前去库效率已较为缓慢，但相比往年节奏十分罕见。展望后市，鉴于今年偏高的原料价格将刺激新胶产量释放，后期供应压力或仍有待兑现，但金九银十旺季同样临近，市场供需平衡将得到改善，对沪胶价格形成坚实支撑。

## 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

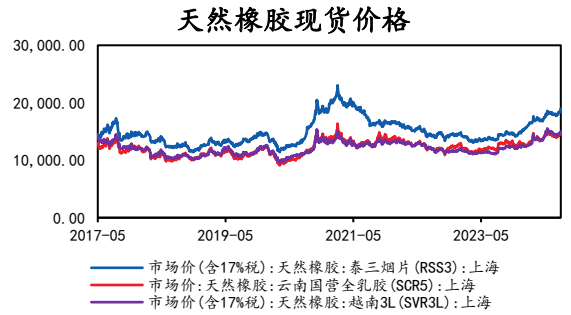
我们认为，沪胶若要出现主要趋势的持续性上涨行情，必须要有坚实的基本面配合，符合供需关系、季节特征和产业习惯的指引。

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。

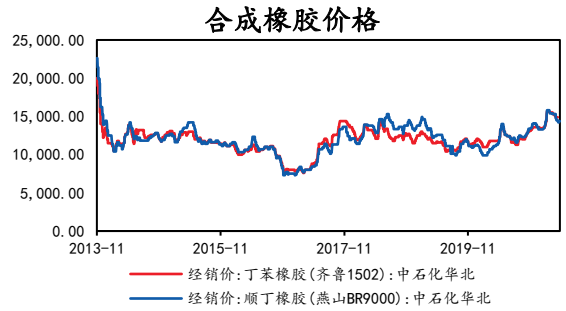
## 7 橡胶期现数据

图表：天然橡胶现货价格



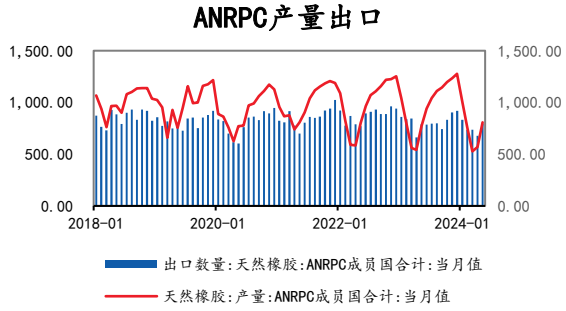

资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 39：合成橡胶价格



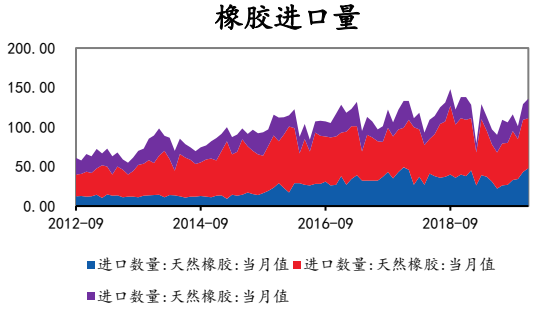

资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 40：ANRPC 产量出口



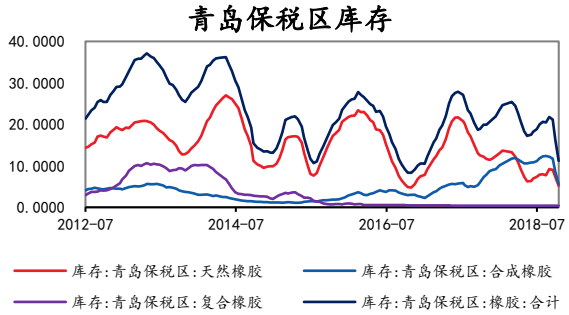

资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 41：橡胶进口量



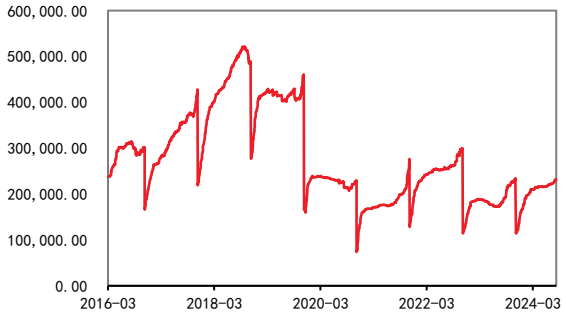

资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 42：青岛保税区库存



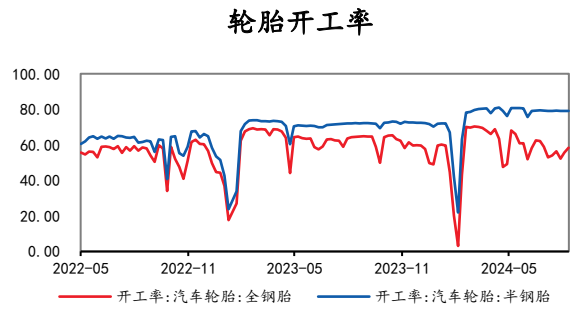

资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 43：上期所注册仓单



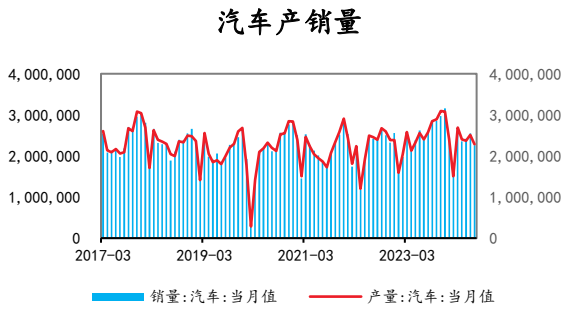

资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 44：轮胎开工率




资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 45：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：出口强劲提振美豆回升，国内油脂强势反弹

## 1 外部豆类市场分析

### 印尼计划实施生柴新政，棕榈油需求回升提振价格走强

印尼是全球最大的棕榈油生产国和出口国，该国棕榈油供需变化对全球棕榈油市场乃至全球油脂市场都具有深远影响。今年早些时候，印尼官员表示计划自 2025 年 1 月 1 日起，将强制实施含有 40%生物柴油的生物燃料油（BBM）标准，即 B40。本周一有外电报道，印尼候任总统普拉博沃建议在明年年初实施 B50 生物柴油政策。该消息犹如一枚重磅炸弹，迅速引发全球植物油市场强势反弹。如果 B50 生物柴油政策在明年得到实施，将大幅减少印尼可供出口的棕榈油数量，进而可能打破棕榈油市场的供需平衡。根据 2023 年度印尼生物柴油年报推算，2023 年 2 月份开始实施的 B35 生物柴油政策比此前的 B30 大约带来了 260 万吨的毛棕榈油消费增量。据粗略估算，如果印尼从 B35 直接转到 B50，将带来约 1000 万吨棕榈油新增消费，约占印尼两个多月的产量，几乎是马来西亚半年的棕榈油产量。如此强劲的消费增长预期为近期棕榈油价格强势反弹注入动力。

### 低价刺激出口需求攀升，美豆产量压力暂缓

从上周开始，民间出口商向美国农业部报告的出口大单明显增加。本周四，美国农业部发布的周度出口销售报告显示，截至 8 月 22 日当周，美国 2024/25 年度净销售量为 261.58 万吨，远高于一周前的 167.69 万吨，其中中国是头号买家，数量高达 80 万吨。美豆出口数据超过市场预期，显示近期美豆在回落至四年低点后，低价开始刺激需求回升。美豆出口需求强势回升，有助于减缓丰产压力对价格的打压，为美豆展开技术反弹提供重要支撑。

### 美豆作物评级下降，但产量前景依然乐观

美国农业部公布的作物生长报告显示，截至 8 月 25 日当周，美国大豆优良率为 67%，较上周下降一个百分点；当周美豆结荚率为 89%，落叶率为 6%，五年均值分别为 88%和 4%。近日，高温天气影响到爱荷华州和周围地区，市场担心美国中西部大片地区的热浪和降雨不足可能会影响大豆生长。美豆价格在降至四年低点过程中累积大量获利空头，任何利多因素都容易引发空头回补。民间分析机构 ProFarmer 上周对美豆多个主产州展开田间作物巡查，该机构预计 2024 年美国大豆单产为 54.9 蒲式耳/英亩，较美国农业部 8 月报告高出 1.7 蒲式耳/英亩；美豆总产量预计达到 47.40 亿蒲式耳，高于美国农业部预测的 45.89 亿蒲式耳。美豆丰产预期是导致价格重心回落至四年低点的核心原因。

## 2 国内豆类市场分析

### 成本驱动下国内棕榈油强势上涨，豆棕价差保持失衡状态

由于国内棕榈油供应全部依赖进口，因而国内棕榈油价格与外盘棕榈油一直保持较强联动性。在外盘棕榈油强势上涨的影响下，国内棕榈油进口成本大幅提高。据测算，8 月 29 日国内棕榈油进口成本达到 8504 元/吨，较 8 月中旬地点提升近 500 元/吨。进口成本升高是国内棕榈油市场近期强势上涨的内在推力。与此同时，棕榈油进口利润倒挂程度加深，本周进口利润维持在负 400 元/吨左右，企业仍缺少进口动力，从而为远期棕榈油抗跌提供支撑。与此同时，美豆丰产压力下国内进口大豆成本大幅回落，在不同的基本面影响下，国内豆油和棕榈油价差出现明显倒挂。以 8 月 28 日期货收盘价为例，9 月合约豆棕价差为-508 元/吨，1 月合约为-362 元/吨。通过统计近 10 年的数据可以发现，豆棕价差均值为 875.4 元/吨，两者价差通常维持在 500-1500 元/吨的价格区间之内，目前的价差关系处于显著失衡状态。随着美豆止跌回升以及

节前需求改善，豆油因较高性价比有助于刺激需求，进而促使油脂间不合理的价差关系逐步得到纠正。

### 国内豆粕库存突破 150 万吨，下游采购需求有所回升

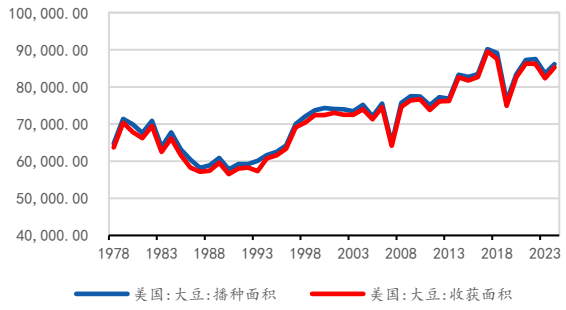
根据中国粮油商务网监测数据显示，截止到 2024 年第 34 周末，国内豆粕库存量为 150.8 万吨，较上周的 145.3 万吨增加 5.5 万吨，环比增加 3.80%。国内大豆库存处于高位，夏季大豆存储周期短，油厂开机率依然偏高。近日由于华北断豆、东北压车和低库存的饲料厂补货，豆粕工厂成交转好，远期合同成交放量较为明显。菜粕供应端也有保障，但需求表现不佳，上周油厂提货量下降，库存继续攀升。受美豆止跌回升以及国内下游需求回暖共同提振，油厂挺粕动力趋强，国内豆粕市场期现联动，呈现企稳回升状态，但供应压力仍限制市场反弹幅度。目前来看，9-10 月进口大豆到港量仍然偏多，粕价反弹的持续性仍需美豆和国内需求加以配合。

## 3 油脂油料市场展望

美国大豆通常在 9 月中下旬进入收割季，在剩余不多的天气窗口期内，即使有不利天气干扰，但基本不会改变美豆最终产量创下新纪录的基本格局。低价美豆刺激出口回升，而大量获利空头资金减持也容易触发市场超跌反弹。印尼生柴政策有望增加棕榈油消费，产地可供出口的棕榈油减少为棕榈油价格走强提供支撑。美豆抛压减弱为国内豆油和菜油补涨提供动能，棕榈油高位滞涨，与其他油脂间的价差关系有所修复，油脂板块整体保持反弹节奏。美豆止跌回升改善国内豆粕市场看空人气，下游积极补库有望缓解豆粕供强需弱局面，但豆粕市场的反弹之路仍会顾忌美豆增产压力，上行空间仍然受限。豆一期货市场本周探底回升，对此前超跌行情展开修正。国产大豆长期供过于求，进口大豆成本回落以及面临新豆集中上市压力，反弹行情持续性仍需更多利好因素加以配合。

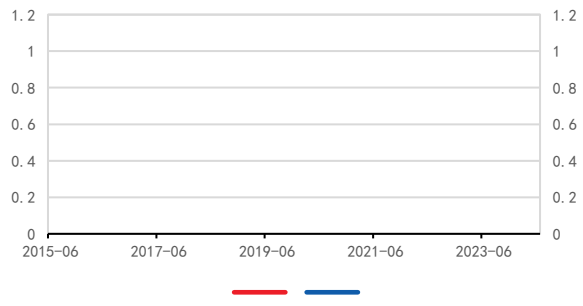
## 4 油脂油料市场主要数据

*图表 46：美国大豆种植收获面积*



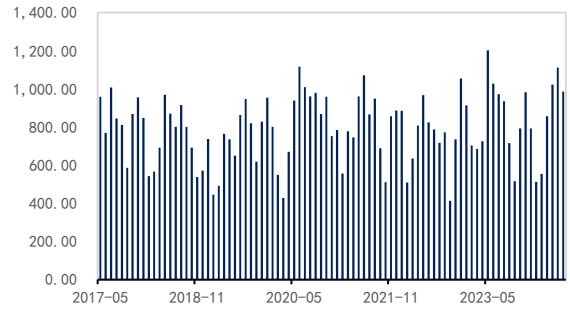

*资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所*

*图表 47：国内生猪存栏量*



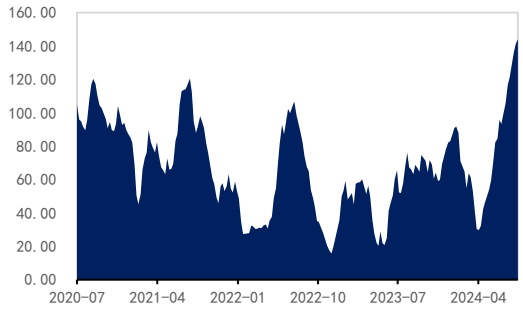

*资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所*

图表 48：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 49：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