中金财富期货策略周报（2024 年第 32 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：工业品反弹之后再度回落，除了内需端短期内改善较为困难，甚至预期也较难改变。对于当前的工业品市场，向上驱动较为有限，但是目前大部分工业品所处位置较低，因此交易策略上看较为复杂。

股指期货：A 股市场成交活跃度延续低迷，小幅回落至 5868 亿元，较前一周减少 195 亿元，市场情绪仍然偏弱。短期内市场风格转向概念炒作，行业板块普遍表现不佳，缺乏赚钱效应。活跃度偏低的弱势下行格局尚未有效扭转，在真金白银式增量政策落地前，仍需适当谨慎，不宜过于激进。

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，终市场情绪偏悲观，铜价维持震荡偏弱思路。

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。矿端紧缺及供给端收缩依旧是锌价的重要支撑，短期受宏观面情绪扰动较大，后续考虑传统“金九银十” 消费旺季及中秋、国庆双节前的惯例补库，下游采买有望好转，预计锌价回调空间有限，中长期维持逢低布多思路。

钢材：上周钢价大幅下跌，螺纹主力周度跌幅达 7.5%。进入到旺季，但终端需求未显著增加，同时地产刺激政策预期也落空，市场开始交易悲观预期。考虑到目前钢厂盈利水平到达史低值，行业亏损加剧，多家钢厂破产，粗钢去产能进程或已开启，矿价将继续拖累钢价。

原油：展望后市，主流机构预测的三季度原油供需缺口能否兑现，这将是接下来交易的核心变量。当前仍处于传统旺季时间窗口，而且去库周期远未结束，油价回调后将获得支撑，预计中短期维持在当前区间附近波动。鉴于国际原油估值水平仍然较高，未来 3-6 个月或存在一定的下跌空间，到明年一季度大概率前高后低。

橡胶：以往经验表明，天然橡胶全年走势整体表现为两边强、中间弱的特点，投资者需顺应和利用这一规律。三季度中后期如果有绝对低位配合，01 合约往往会成为价值投资青睐的洼地，到四季度前期往往表现偏强、易涨难跌，宜耐心观望等待低位布局多单。

油脂油料：2024 年美豆丰产基本定局，增产预期将随着收割开启逐步兑现。中国宣布对自加拿大进口的油菜籽展开反倾销调查，供给担忧激发资金炒作情绪，为菜粕市场带来短期溢价。2023 年中国豆粕和菜粕的消费比约为 5.5:1，而且豆粕和菜粕在饲料中具有很强替代性，需求方会根据两者性价比调整饲料配比方案。因此，菜粕市场的中长期走势并不会脱离豆粕市场主导的大方向。中国自加拿大减少进口的菜籽可以通过拓展其他渠道或增加大豆进口的方式加以调节，而且反倾销调查从启动到裁定耗时较长，也存在变数。目前来看，菜粕市场的利多题材仍在发酵，菜粕期货仍具备短期炒作热度，维持震荡偏强的概率依然较大，豆粕期货如能得到美豆反弹配合，也有望继续扩大升幅。油脂市场多空交织，呈现反复震荡状态，有望保持粕强油弱特征，但需注意国内商品普跌对油脂市场的弱势影响。豆一期货市场本周震荡回升，随着东北主产区新豆陆续进入收割期，供过于求的基本格局将限制国产大豆市场的反弹高度。

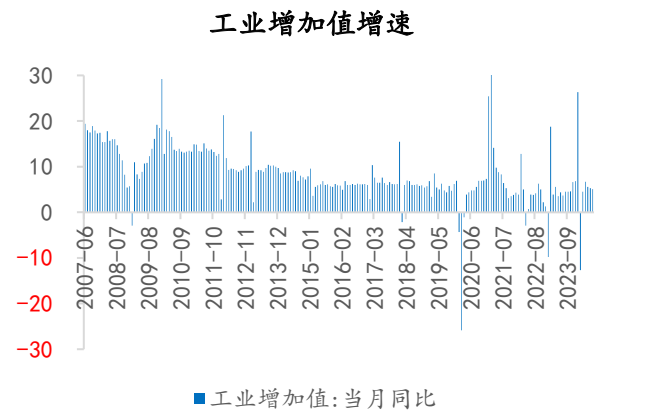
目录

周度策略：需求端弱势，工业品反弹后再回落 ..... - 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 政策预期转弱 ..... - 7 -
3 央行方向仍为净回笼 ..... - 7 -
4 宏观策略 ..... - 8 -
5 股指期货市场分析 ..... - 8 -
铜 ..... - 10 -
1 影响因素 ..... - 10 -
2 结论 ..... - 11 -
3 铜期货现货数据 ..... - 11 -
锌 ..... - 13 -
1 锌：影响因素 ..... - 13 -
2 总结 ..... - 13 -
3 锌期货现货数据 ..... - 14 -
钢材 ..... - 15 -
1 本轮钢价下跌回顾 ..... - 15 -
海外衰退预期减弱 ..... - 15 -
2 粗钢产量大幅下降 ..... - 16 -
3 铁水小幅下降 库存持续去化 ..... - 16 -
4 小结 ..... - 17 -
5 钢材期货现货数据 ..... - 17 -
原油 ..... - 20 -
1 传闻 OPEC 增产在即 ..... - 20 -
2 减产退出难以扭转 ..... - 20 -
3 旨在争夺定价主导 ..... - 20 -
4 关注不可抗力后续 ..... - 21 -
5 供需劣化预期兑现 ..... - 21 -
6 区间震荡前高后底 ..... - 21 -
7 原油期现数据 ..... - 21 -
天然橡胶 ..... - 24 -
1 产业周期重新平衡 ..... - 24 -
2 泰国洪涝灾害频发 ..... - 24 -
3 上游原料量少价高 ..... - 24 -
4 进口缩量促进去库 ..... - 24 -
5 需求持稳环比回升 ..... - 25 -
6 胶价重拾上升趋势 ..... - 25 -
7 橡胶期现数据 ..... - 25 -

油脂油料：中加贸易关系紧张，供给担忧提振菜粕市场强势大涨 ..... - 29 -
1 外部豆类市场分析 ..... - 29 -
2 国内豆类市场分析 ..... - 29 -
3 油脂油料市场展望 ..... - 30 -
4 油脂油料市场主要数据 ..... - 30 -

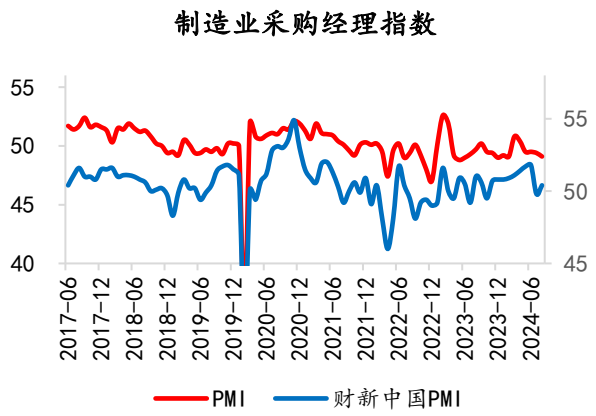
重要经济指标概况

图表 1：国内工业增加值增速



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 2：中国制造业采购经理指数



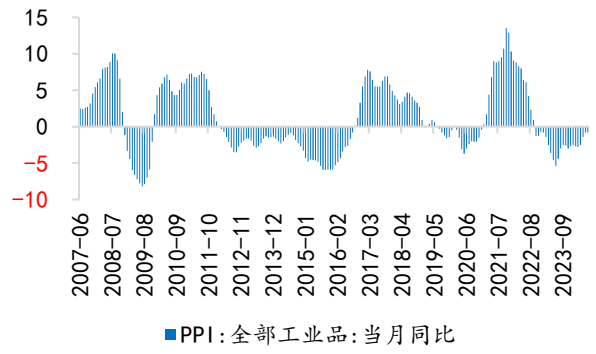
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 3：中国居民消费价格指数



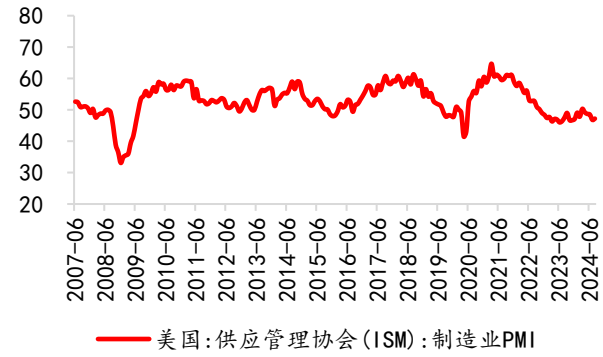
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 4：中国工业生产者出厂价格指数



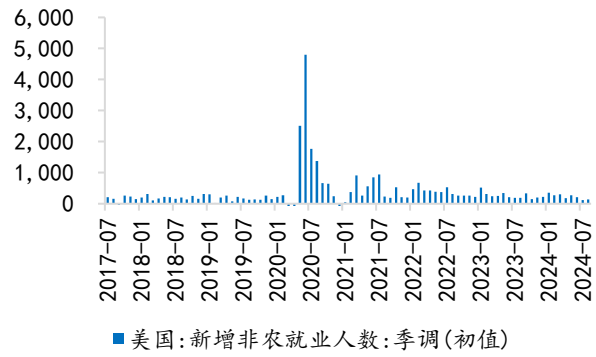
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 5：美国制造业采购经理指数



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 6：美国新增非农就业人数



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

周度策略：需求端弱势，工业品反弹后再回落

8 月末以来，工业品出现了一波反弹行情，但是随着近期公布的数据不及预期，以及需求端未看到明显改善，工业品价格再度明显回落。比如化工类的大部分品种仍在创新低，黑色系反弹后又回落，外围定价的品种也出现了一定程度的回落。

高频数据依然较弱

我们在上个策略中解读过 7 月份经济数据，那么从 8 月份的高频数据看，8 月份的经济数据预计依然偏弱。

8 月生产边际回落，暑期旅游出行支撑消费偏缓复苏，房地产投资降幅仍大，基建投资增速回落，制造业投资支撑整体投资增速稳中有降。物价方面，农产品和旅游出行相关价格推动 CPI 边际改善，原料、大宗商品价格下行，PPI 降幅扩大。外贸方面，外需边际回落，叠加低基数影响减弱，进出口增速均有所放缓。整体看，经济增长短期或降至偏缓改善通道下沿附近，有效需求不足叠加生产淡季、外需回落，经济景气回落的整体感知偏强烈。短期重点关注窗口期政策落地情况。

生产端看，生产淡季、不利天气影响，工业增加值增速回落。8 月受传统生产淡季、高温多雨及需求不足影响，制造业 PMI 生产指数降至景气线下，高频数据显示生产热度同样处于低位，综合考虑基数等因素，预计 8 月工业增加值同比增长 4.6%。

投资端看，制造业延续高增长，基建投资增速下降。预计 8 月制造业投资增速为 9.2%，基建投资增速为 4.6%，房地产投资增速为-10.1%，固定资产投资整体增速在 3.5%-3.7%的区间。

消费端看偏缓复苏趋势延续，暑期消费带动明显。8 月旅游出行、文化娱乐市场消费保持活跃，基本生活和部分升级商品或延续较好增势，消费市场整体延续偏缓复苏态势，考虑基数因素，综合判断 8 月社会消费品零售总额同比增长 2.2%-2.5%。

图表 7：商品房销售面积



资料来源：wind，中金财富期货

8 月非农报告不甚明朗

美国 2024 年 8 月新增非农就业人数回升至 14.2 万人，但不及预期，且前值大幅下修；制造业

就业是最大拖累，服务业和政府部门就业回暖。目前，新增非农趋势明显放缓，且非农数据的质量问题犹存，包括家庭调查和企业调查数据背离、兼职工作增量高于全职等，凸显了美国就业市场放缓的压力。今年 4-8 月，美国平均每月新增非农仅 13.5 万人，低于 2019 年均值的 16.6 万人。

U6 失业率和“萨姆指数”续升。美国 8 月 U3 失业率回落至 4.2%，但 U6 失业率（包括所有勉强算作劳动人口的人员以及因经济理由兼职就业的总人口）继续上升至 7.9%，刷新近三年新高；劳动力人口环比小幅增长，劳动参与率持平于 62.7%。官方“萨姆指数”由 0.53 进一步上升至 0.57，反映就业市场边际压力趋于上升。

其他就业数据喜忧交织。美国 8 月非农平均时薪环比和同比均反弹，高于预期。美国 7 月职位空缺数超预期下降，职位空缺数与失业人数比值大幅下降，并首次低于 2019 年最小值。最新公布的“小非农”连续第五个月下降；最新初请失业金人数有所下降。

截止 9 月 7 日，虽然市场预期 9 月美联储降息 50BP 的概率仍就维持在 30%，但是主流预期为 11 月、12 月将连续有两次幅度 50BP 的降息，年内总体降息幅度升至 125BP。金融市场对最新就:业数据中经济疲软的迹象高度敏感。美债结束了长期的长短期倒挂，截止 9 月 6 日，10 年期美债收益率报收 3.72%，较上周五下行 19BP；两年期美债收益率报收 3.66%，较上周五下行 25BP。

工业品注意追高的风险

工业品反弹之后再度回落，除了内需端短期内改善较为困难，甚至预期也较难改变。对于当前的工业品市场，向上驱动较为有限，但是目前大部分工业品所处位置较低，因此交易策略上看较为复杂

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	9 月 6 日	央行：降准还有一定空间	存贷款利率进一步下行面临一定约束	中国央行持有的特别国债首现卖单。
	9 月 4 日	加拿大央行连续第三次降息 25 基点	预计将继续降	美联储降息箭在弦上
数据	9 月 5 日	美国 7 月 JOLTS 职位空缺大幅不及预期	创 2021 年初以来最低	裁员人数为 2023 年 3 月以来最高
	9 月 4 日	8 月财新制造业 PMI 回升至 50.4 恢复扩张	高于前值的 49.8	仅小幅回升 0.6 个百分点
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 政策预期转弱

8 月 PMI 数据持续下行、原材料购进价格大幅下跌，表明总需求在加速收缩，企业盈利也在继续下滑。而 7 月以来央行的降息和中央财政的扩张对经济影响有限。

房地产行业的走弱，既源于房地产主体受到流动性问题的长期困扰，也与居民收入和收入预期下行有关。房贷利率的温和下调边际上有助于房地产市场的恢复，但难以解决房地产行业面临的根本问题。

二季度多数行业盈利出现下滑、股价相应调整，同时红利资产也逐步缩圈，这表明基本面是决定当前市场走向的主要力量。在此背景下，尽管流动性环境有望进一步宽松，但企业盈利的恶化或将使得权益市场持续处于寻底过程中。

总需求指数出现小幅回升，这主要是服务业所起的带动作用，财政期待节奏进一步加快，但总体需求仍然偏弱，在这一背景下，经济的持续修复仍需要政策拉动。近期的政策指向均示意宏观政策要靠前发力，逆周期政策有望加码，但是整体力度依然有限，仍需要加码，从盘面交易的情况看，市场的政策预期依然偏弱。

3 央行方向仍为净回笼

央行投放规模有所提升，但方向依旧为净回笼，资金面边际收敛。早盘央行逆回购投放规模由 7 亿元提升至 633 亿元，不过由于到期量依然偏高，单日净回笼 876 亿元，本周以来央行累计净回笼资金规模已达 1.3 万亿元。受此影响，资金利率开始略微转向，R001 上行 4bp 至 1.71%，不过 R007 仍小幅下行 1bp 至 1.86%，可跨中秋假日的 R014 持稳于 1.90%。观察日内四个时段的 CNEX 资金情绪指数，其数值基本维持在 50 点之上，早盘及尾盘分别为 55 点、56 点，也反

映当前市场对于流动性的态度并不算积极。

多数银行存单发行价格维持高位。据各银行披露的 9 月 6 日存单发行价格，1 年期大型国股行存单发行价格基本集中在 1.97%一线，成本相对坚挺，不过浦发银行 1 年期存单发行利率则降至 1.93%，或是潜在的积极信号；除此之外，目前 6 个月及 9 个月存单发行利率依旧同样相对“刚性”，仅 3 个月发行成本有所松动，由 1.86%降至 1.83%。二级市场方面，存单与短债行情继续背离，以 1 年期品种为例，利率债收益率基本下行约 1bp，但存单收益率依旧持平于 1.97%一线。

央行召开新闻发布会，其中提及“目前金融机构的平均法定存款准备金率大约为 7%，因此还有一定的空间”、“货币政策总量上加大逆周期调节力度”等关键信息，市场上部分投资者也开始进一步博弈降准带来的利率下行机会。不过，央行在发布会中仍提到了“受银行净息差收窄的幅度等因素影响，存贷款利率进一步下行也还面临一定的约束”，这也在一定程度上抑制了市场上过于乐观的情绪。

4 宏观策略

工业品反弹之后再度回落，除了内需端短期内改善较为困难，甚至预期也较难改变。对于当前的工业品市场，向上驱动较为有限，但是目前大部分工业品所处位置较低，因此交易策略上看较为复杂。

5 股指期货市场分析

两市继续新低

两市延续回落，沪指再创新低，上周沪深 300 周-2.71%，上证 50 周-3.07%，中证 500 周-2.19%，中证 1000 周-2.62，市场情绪依旧低迷。

全部 A 股 2024 年上半年盈利同比下降 3.23%，降幅有所收窄。随着外部环境复杂性、严峻性和不确定性显著上升，国内结构调整持续深化带来新挑战，国内有效需求不足的问题比较突出，国内大循环不够顺畅，二季度经济增速有所放缓。低基数效应下，2024 年上半年全部 A 股上市公司归母净利润同比增速录得-3.23%，较 2024 年一季度收窄 1.62 个百分点。

全 A 营收同比增速转负，全 A 毛利率小幅回升。2024 年上半年全部 A 股营业收入同比下降 0.54%，较一季度增速下降 0.72 个百分点，自 2020 年上半年后，再次转负。不过 2024 年上半年全部 A 股整体的毛利率录得 17.87%，相较于 2024 年一季度扩大 0.16 个百分点。

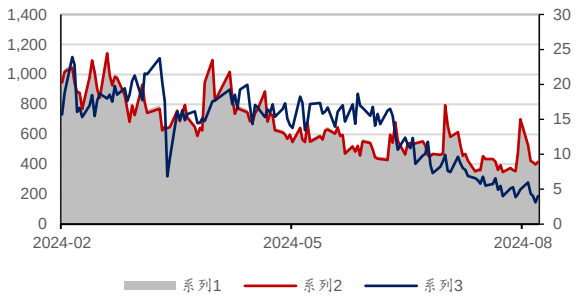
企业主要费用同比增速下降，全 A 净资产收益率小幅回升。2024 年上半年全 A 非金融的营业收入和成本同比增速分别录得-0.25%和-0.72%。全 A 非金融的营业收入和营业成本累计同比增速双双转负，或指向虽大宗商品价格在 2024 年上半年适度回落叠加减税降费为市场主体增动力，减轻企业生产经营成本，但市场有效需求不足导致企业营业收入难以快速提升。净资产收益率 ROE 方面，2024 上半年全部 A 股的净资产收益率 ROE(TTM)(整体法)为 8.66%，环比 2024 年一季度增加 0.02 个百分点。

耐心等待调整结束

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。

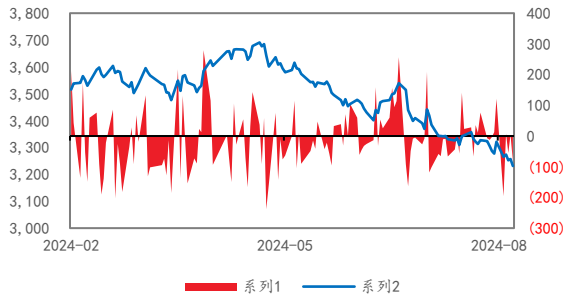
央地财政支出增速差（地方-中央支出增速的差值）或许是解释沪深 300 定价更有效的前瞻指标（领先 1-2 个月）。该数值扩张，则有利于大盘指数，反之亦然。面向 9 月，基于最新央地财政支出增速差从上个月的-5.92%小幅抬升至当前的-5.86%，出现企稳迹象，我们对大盘指数较 7-8 月谨慎的态度有所改观，市场有望摆脱“难有持续下跌，或有小幅反弹”的阴跌状态。随着中报利空结束叠加外围降息提升国内降息预期（但要降低外围降息后资本回流 A 股市场的预期），大盘指数在 9 月阶段性温和回升是可以期待的。

图表 9：融资融券数据图



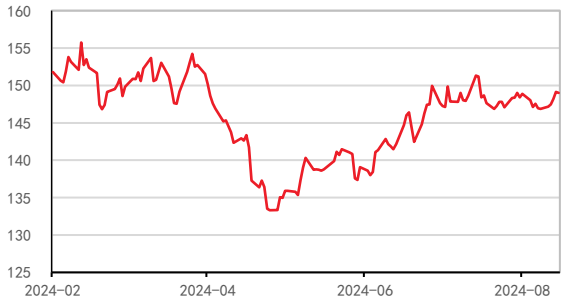
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 10：合约持仓和市场表现



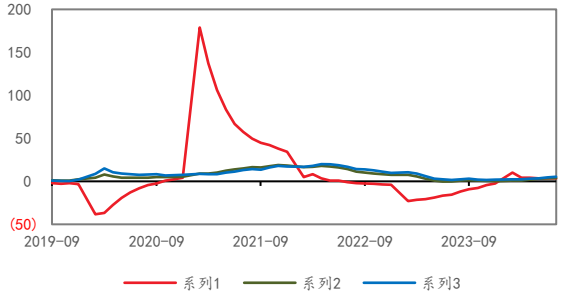
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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

海外矿端扰动再起

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。

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 年预计电力基建以及光伏依旧保持高速增长。1-7 月电网工程投资累计完成额为 2947 亿元，累计同比增长 19.20%；1-7 月电源工厂投资累计完成额为 4158 亿元，累计同比增长 2.6%。1-7 月光伏累计装机 123.53GW，同比增长 27.14%；风电累计装机 29.91GW，同比增长 13.68%。

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。

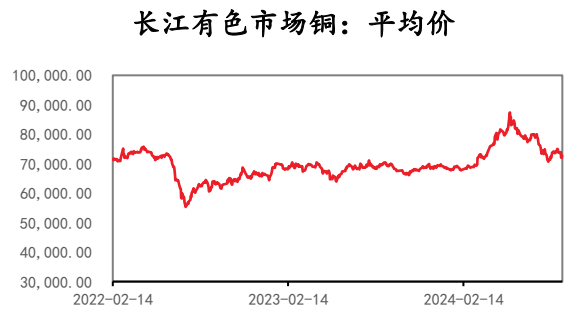
预计下半年新能源汽车将维持高增速，家电用铜将保持韧性，光伏用铜增量尚可，电网投资将维持低增速，房地产竣工用铜难有起色，风电增速持续偏低，新兴产业用铜增速放缓但增量仍然可观，而传统行业消费仍将成为主要拖累，整体下半年国内精铜消费增速将小幅下滑。

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，终市场情绪偏悲观，铜价维持震荡偏弱思路。

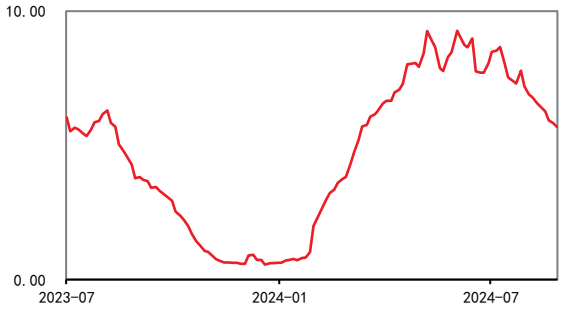
3 铜期货现货数据

图表 13：长江有色铜价



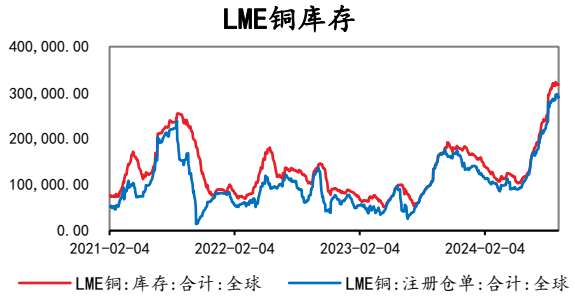
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 14：上海保税区铜库存



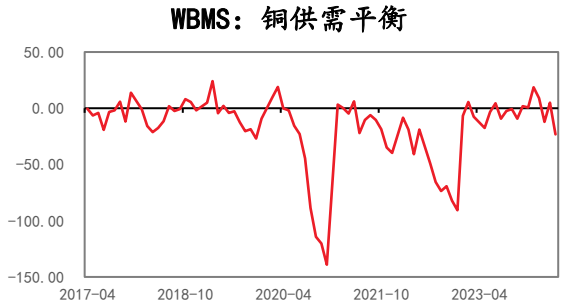
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 15：LME 铜库存



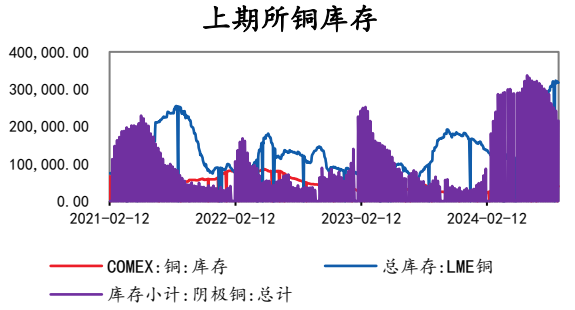
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 16：WBMS 供需平衡



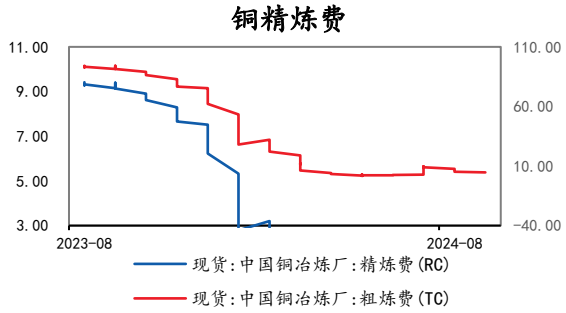
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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。国内前期因暴雨等因素减产矿企逐步恢复正常，部分矿山有新增减产。月内陕西某铅锌矿已复产发货销售；四川某铅锌矿企业 8 月暂停生产，月内暂无锌精矿供应，目前已恢复运行；云南某矿山锌精矿产量下降，暂无外售锌精矿，9 月预计难提产；吉林某矿山因附近修路导致运输受阻，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 1450 元/金属吨和-40 美元/干吨，加工费已处于绝对低位，下调空间相对有限，月内锌价持续回升，带动炼厂利润好转。8 月增减并存，预计产量小幅录增。减量主要来自内蒙古、陕西、湖南、云南、四川、辽宁等地区因原料偏紧及利润下降带来一定减产，增量以河南、湖南、广东、甘肃、青海、广西等地区前期炼厂检修复产为主，整体上产量变动有限。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。1-8 月累计产量 416.15 万吨，累计同比减少 3.31%，预计 9-12 月产量仍将收缩，

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%。

订单不足拖累下游开工

8 月高温雨水天气影响下游开工，且锌价持续走高，基本面无明显利好驱动，下游观望情绪较重，补货情况较少，市场成交偏弱；开工来看，镀锌企业多在淡季进行检修减产，且部分此前检修厂家未在年内复产，开工情况偏弱，但预计 9 月能恢复正常生产状态，加之金九银十预期，压铸锌合金开工或将有所好转。

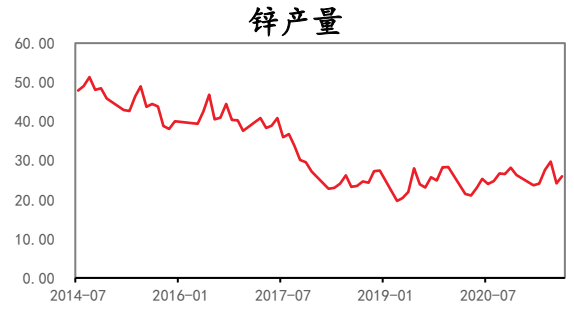
终端市场来看，国内地产政策三箭齐发，乐观情绪较重；基建方面万亿特别国债要求 6 月底之前开工，或将对锌价形成一定的支撑；家电虽受地产板块拖累，但整体表现相对突出，产量维持高位；汽车板块表现相对较好，依旧是锌消费比较亮眼的一块。整体来看，随着出口国内政策不断落地，消费好转预期较强，对锌价形成一定支撑。

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。矿端紧缺及供给端收缩依旧是锌价的重要支撑，短期受宏观面情绪扰动较大，后续考虑传统“金九银十” 消费旺季及中秋、国庆双节前的惯例补库，下游采买有望好转，预计锌价回调空间有限，中长期维持逢低布多思路。

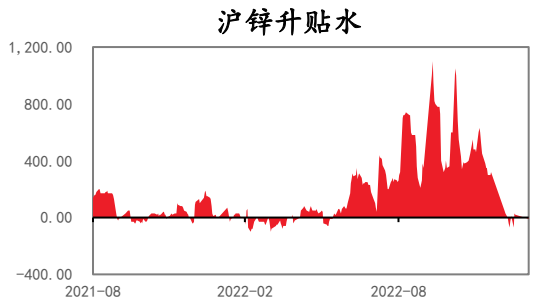
3 锌期货现货数据

图表 19：锌产量



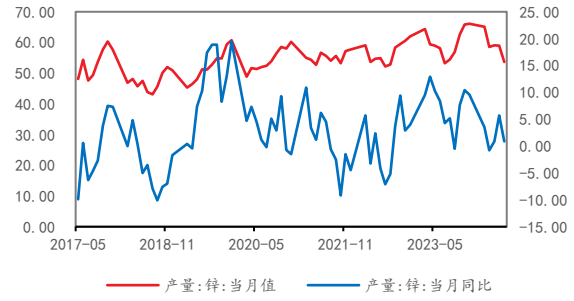
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 20：锌升贴水



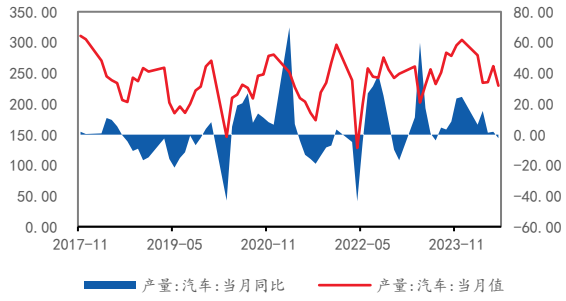
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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。

目前为淡旺季切换之际，但终端需求并未明显好转，地产数据仍在下行，市场对旺季需求持有悲观预期。同时，美国非农就业数据低于预期，尽管失业率小幅好转，但美国衰退预期再起，铁矿价格重回下跌趋势。考虑到 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，同时外盘情绪再度转向悲观。内外盘逻辑从共振下跌到小幅分歧到共振，我们预计短期铁矿还会处于偏弱运行的态势。

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。大选当前，同时又处于降息的关键节点上，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，铁矿面临较大的下行压力，但短期来看，多空博弈激烈，市场尚未形成一致性预期，矿价仍存在大幅反弹的可能性。

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%。

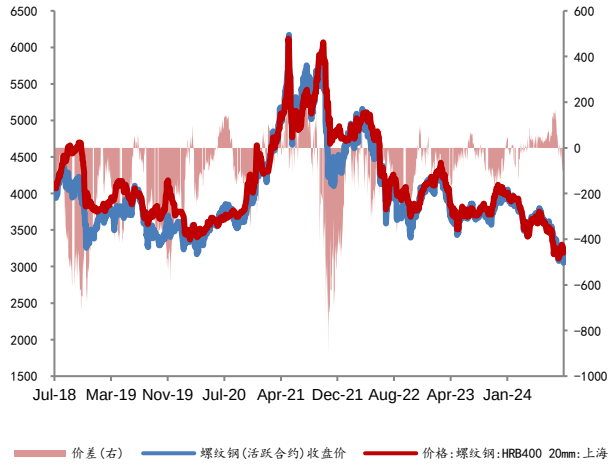
上周钢材现货价格企稳回升，主流钢材品种即期毛利小幅改善。247 家钢厂的盈利率增至 3.91%，环比上升了 2.6 个百分点。

4 小结

上周钢价大幅下跌，螺纹主力周度跌幅达 7.5%。进入到旺季，但终端需求未显著增加，同时地产刺激政策预期也落空，市场开始交易悲观预期。考虑到目前钢厂盈利水平到达史低值，行业亏损加剧，多家钢厂破产，粗钢去产能进程或已开启，矿价将继续拖累钢价。

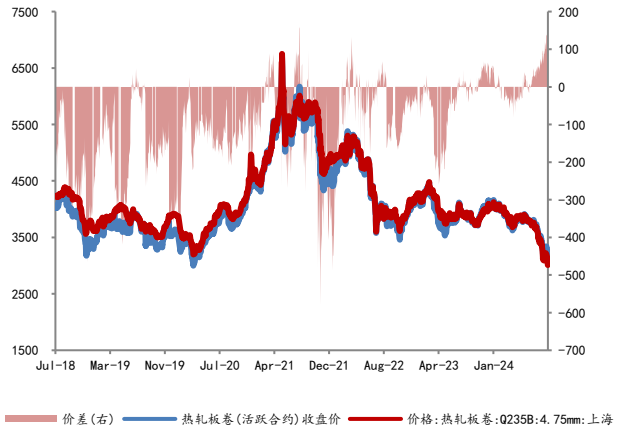
5 钢材期货现货数据

图表 23：螺纹期现价差



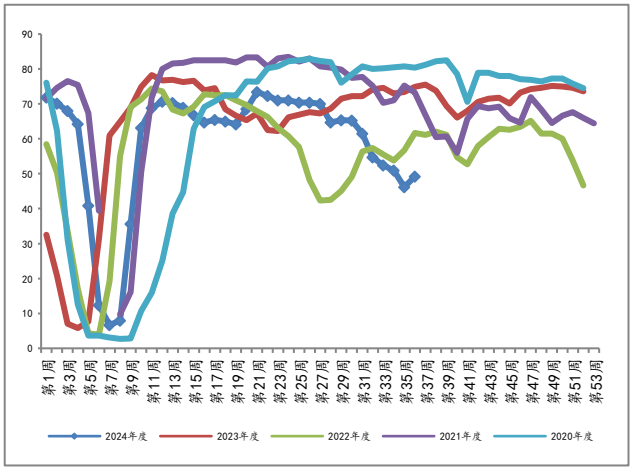
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 24：热卷期现价差



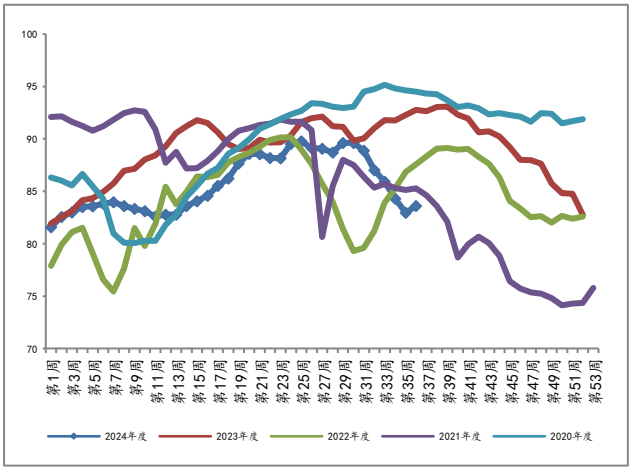
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 25：85 家独立电弧炉钢厂：开工率：中国（周）



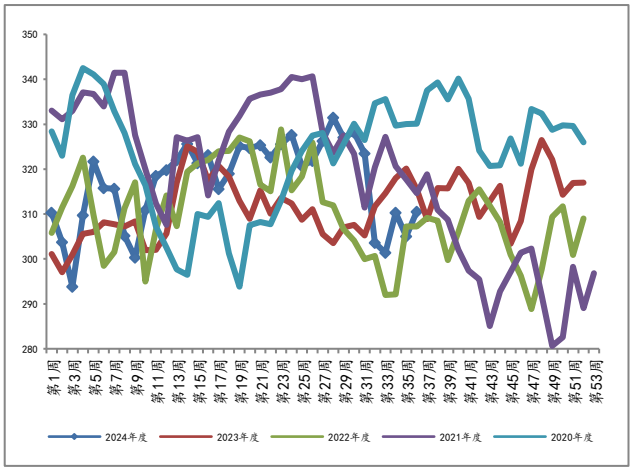
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 26：247 家钢铁企业：高炉产能利用率：中国（周）



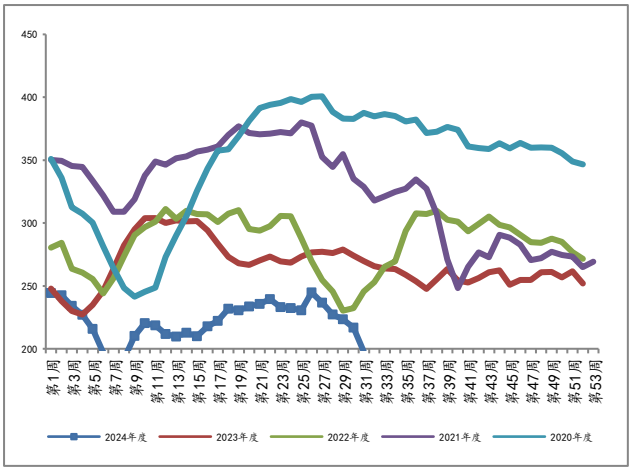
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 27：螺纹钢：建筑钢材钢铁企业：实际产量（周）



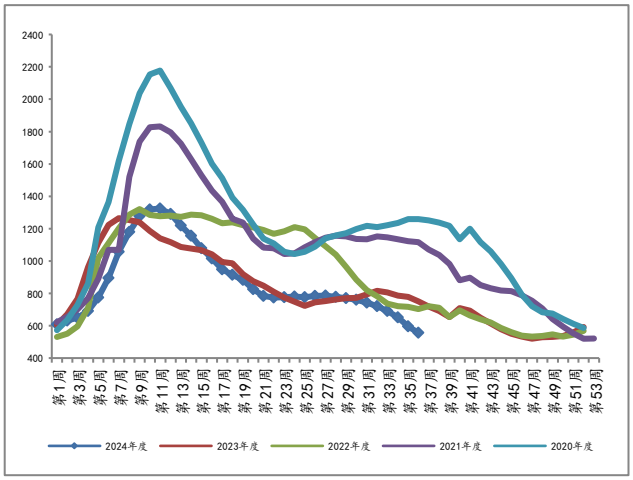
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

图表 28：热轧板卷：钢铁企业：实际产量：（周）



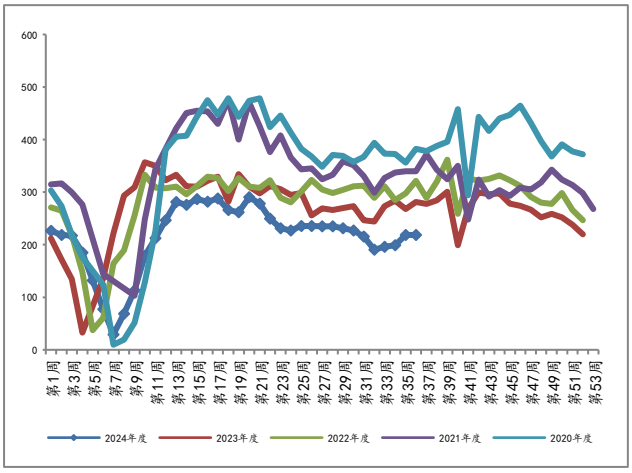
资料来源：Mysteel，中金财富期货研究所

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 传闻 OPEC 增产在即

当前原油最重磅的利空因素是，市场传闻 OPEC+将在 2024 年四季度开始逐渐取消额外的自愿减产，国际油价走势应声下跌。

据 OPEC 内部消息人士透露，该组织计划从 11 月开始按照此前约定逐渐提高原油产量。根据 6 月部长级会议结果，OPEC 参与减产的 8 个成员国将在 10 月提高原油产量 18 万桶/日，由此逐步取消 220 万桶/日的自愿减产份额，同时将协议减产措施延续至 2025 年底。如果消息属实，在 10 月初的联合部长级监督委员会(JMMC)会议举行之前，OPEC+将不再安排任何正式会议，而是直接启动增产计划。

市场普遍认为，这一决定是因为近期利比亚意外发生供应中断，以及 9 月美联储决议降息的预期，这些因素部分抵消了能源需求增长放缓的影响。整体来看，OPEC+如若增产无疑将对原油市场构成重大利空，使明年一季度出现过剩的概率极大增加。

2 减产退出难以扭转

9 月 OPEC+必须要决定减产何去何从，随着时间临近原计划仍无调整迹象，市场对沙特出手保价的信心逐渐减弱。

回顾本轮减产历程，自 2023 年 5 月迄今，OPEC+原油总产量基本保持稳定，供应端收紧给予油价较强的支撑。尤其是最具定价话语权的沙特，一直严格履行协议并额外追加减产份额，历次部长级会议上促成减产计划不断延长。然而在 6 月 OPEC+会议上，该组织决定退出长期坚持的自愿额外减产政策，供应恢复是一个渐进式过程，预计 11 月将首次提高原油产量 18 万桶/日。

目前综合各机构消息来源，这一计划已经基本敲定，后续再度强化减产希望渺茫，再加上全球原油需求增长乏力，无疑给油价走势带来较大的压力。其间，仍有一些突发因素可能会形成短期支撑，但很难扭转主要趋势的下行。

3 旨在争夺定价主导

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。

4 关注不可抗力后续

地缘政治方面，利比亚局势急转直下，托布鲁克政府发表声明称，该国所有油田、港口码头及石油设施都面临不可抗力，此举是针对的黎波里政府试图接管利比亚央行的回应。利比亚国家石油公司(NOC)宣布，该国两大油田 Sharara 和 El Feel 遭遇不可抗力而关闭。自本次事件发生以来，利比亚原油产量大幅下滑，从超过 100 万桶/日骤降至 59.1 万桶/日。

在此特殊的时间节点上，这一突发的供应中断或将给 OPEC+增产腾出操作空间。相比备受关注的中东问题，外界对利比亚内部斗争形势知之甚少，目前尚无法了解黎波里和托布鲁克方面的谈判情况，不过有迹象表明，利比亚两个政府正接近达成一项结束争端的协议。

接下来，原油市场将在供应增减之间博弈：如果利比亚延续中断甚至爆发内战，百万桶级的供应缺口将抵消 OPEC+克制的增产节奏；但根据以往经验，利比亚油田后期复产可能性较大，而 OPEC+退出减产则很难回头。因此，后市油价难言乐观。

5 供需劣化预期兑现

原油市场的主要矛盾在于，投资者普遍对未来抱有供需发生劣化的预期。

过去数月间，由于 OPEC+放松限产计划，非 OPEC+原油供应增加，以及全球能源消费增长放缓等一系列利空因素，国际原油价格录得趋势性下行，已经跌去年初以来的全部涨幅。客观来讲，现实的货源供需仍保持平衡，美国油品延续季节性去库，中东等地区地缘政治悬而未决，但交易层面已经开始对明年的原油市场前景感到失望。

三季度传统旺季的大部分时间里，Brent 基准原油价格徘徊在 80 美元以下，而上半年的平均价格约为 83 美元。随着全球原油供应的进一步增加，高盛将 2025 年 Brent 原油均价预估值从 82 美元大幅下调至 77 美元。结合我们上文论述，若 OPEC+将战略重点放在定价话语权上，未来油价走势可能会比修订后的预测还要悲观。

6 区间震荡前高后底

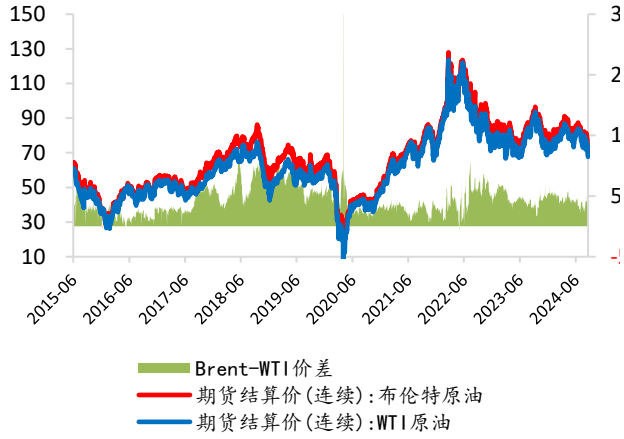
此前原油市场的强势表现已经消化了部分利多预期，而现在投资者对能源需求产生了旺季不旺的质疑，因此，主流机构预测的三季度原油供需缺口能否兑现，这将是接下来交易的核心变量。

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。

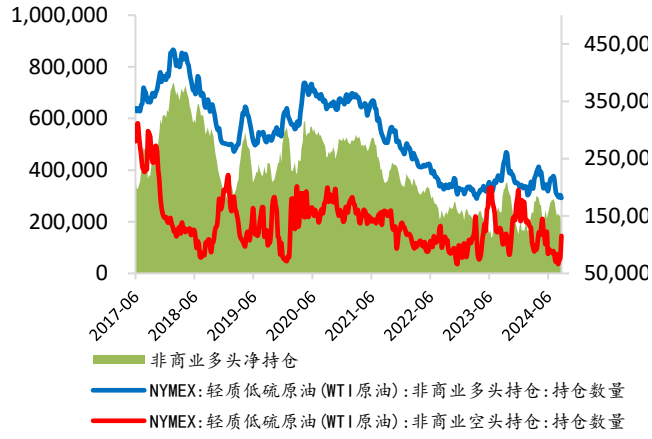
7 原油期现数据

图表 31：国际原油期货价格



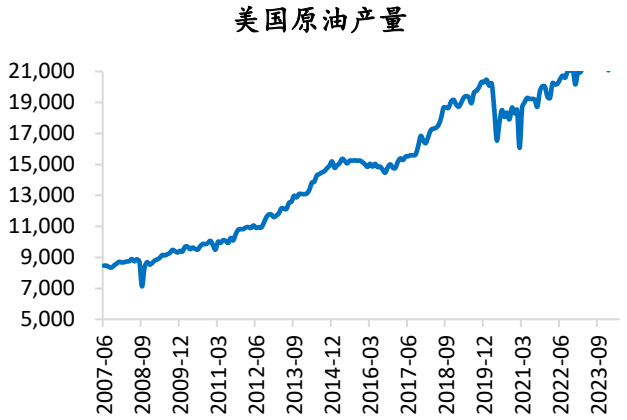
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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



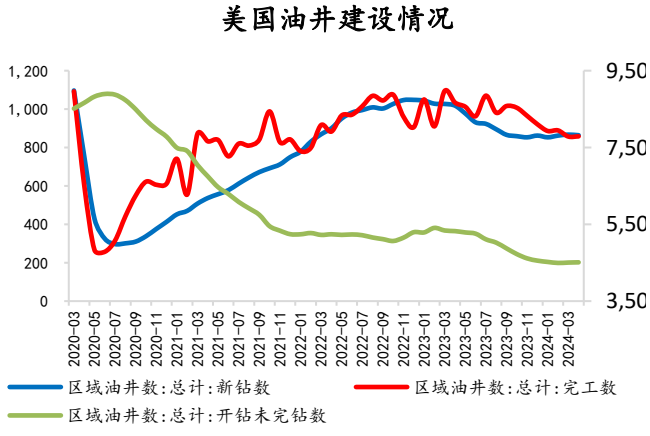
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 34：沙特原油产量



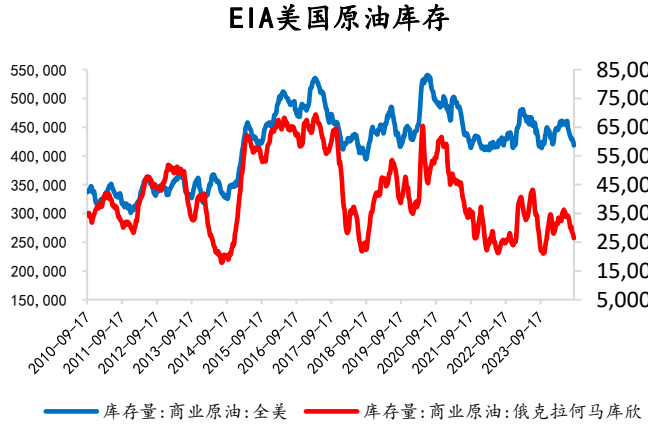
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 35：美国油井建设情况



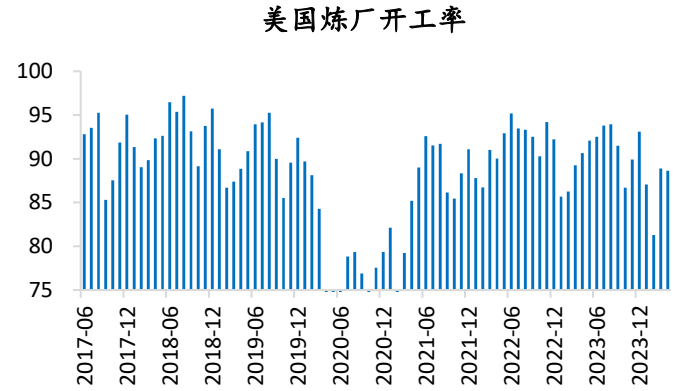
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 36：EIA 原油库存



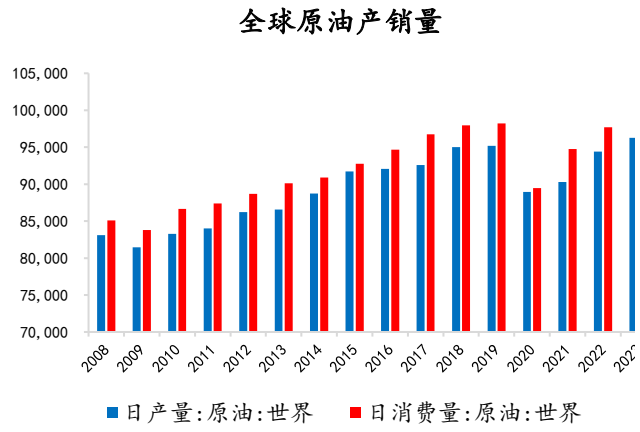
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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 产业周期重新平衡

ANRPC 发布的最新月度报告显示，全球天然橡胶行业周期正在转向再平衡乃至偏紧平衡。

2024 年 7 月全球天然橡胶产量估计为 129.3 万吨，同比增加 0.1%，环比增加 8.6%；1-7 月产量累计增加 0.7%至 716 万吨。2024 年全球天然橡胶产量预计增加 0.4%至 1438 万吨，其中，泰国-0.5%、印尼-5.1%、马来西亚+0.6%、越南-2.1%、中国+7.3%、印度+6%，其他成员国+4.9%。

7 月全球天然橡胶消费量估计为 131.2 万吨，同比增加 1.3%，环比增加 2.7%；1-7 月消费量累计增加 1.2%至 902 万吨。2024 年全球天然橡胶消费量预计增加 2.3%至 1565.8 万吨，其中，中国+3.6%、印度+3%、泰国+1%、马来西亚+54.7%、越南-1%、其他成员国-3.7%。

ANRPC 官方给出的统计和预测表明，抛开天气因素导致的原料供应紧张，天然橡胶本轮产能扩张周期已到达尾声，后续年份减产或成为常态，供需收紧将稳步推高胶价重心。

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 上游原料量少价高

海内外天然橡胶主产区来看，本轮割胶年度迄今，原料上量进度整体依然不佳。近期，云南版纳地区降雨略有缓解，收胶逐步进入递增阶段，但原料依旧供不应求。海南地区今年天气好台风少，原料呈季节性放量趋势，全岛日均收胶量维持在 5000 吨左右。然而，泰国主产区降雨天气频繁，局部地区引发洪涝灾害，新胶释放迟迟不及预期。泰国原料集散地货源短缺，橡胶加工厂高价抢购补库，令原料价格再度明显上涨。

受此提振，天然橡胶原料收购价格先是止跌企稳，随后出现上涨。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、全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。原料成本端带动成品橡胶价格抬升，与此同时，下游开工从淡季中持续恢复，目前市面上流通现货偏紧，后市仍有一定涨价预期。

4 进口缩量促进去库

今年迄今为止，天然橡胶产地-进口-库存的供应链条自上而下衰减，使得国内现货供应压力较往年同期明显减轻。

2024 年 1-7 月，泰国橡胶出口总量（天然橡胶及混合胶、复合胶）合计 235.4 万吨，比上年同期减少 12%；其中，出口至中国橡胶共 124.3 万吨，比上年同期大幅下降 28%。考虑到进口避税问题，中国内销轮胎所用橡胶以混合胶为主。1-7 月，泰国出口至中国的混合胶总计 66.3 万吨，同比大减 42%；同期，泰国出口天然橡胶（不含混合胶、复合胶）总计 167.1 万吨，反而同比增加 9%。

从以上数据不难看出，主要因中国内需下滑拖累泰国橡胶出口量，从而令青岛地区到港缩减，社会库存持续去化。截至 8 月末，中国天然橡胶社会库存总量为 120.5 万吨，较上期减少 1.2 万吨或 1.03%；其中，深色胶社会库存 71.6 万吨，下降 1.37%；浅色胶社会库存 48.9 万吨，下降 0.53%。不过，整体需求疲弱的情况下，胶价上涨的持续性不足，注意高位调整的节奏。

5 需求持稳环比回升

过去数月来，橡胶产业链需求表现疲弱，但金九银十传统旺季到来，终端消费有望得到改善。下游轮胎企业经营情况来看，全钢胎和半钢胎开工率劈叉现象或将延续，前者受制于内需平淡和成品累库，后者在出口订单支撑下产销长期向好。由于公路运输行业压力不减，且随着夏季高温天气过去，替换胎需求逐渐开始季节性转弱，全钢轮胎内销市场难有起色。另一方面，尽管屡遭双反调查，但中国轮胎凭借质优价廉具有较好的出口竞争力，同时在一带一路战略发力带动下，预计半钢胎出口量将维持高景气度。

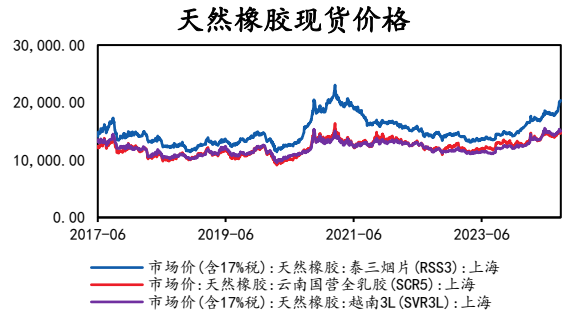
目前，鉴于橡胶价格处于近年相对高位水平，成本抬升压缩轮胎企业利润空间，抑制原料采购积极性。展望未来两三个月，天然橡胶主要下游轮胎行业产销料应有一定好转，但终端需求缺乏明显增长点，加上产业链对涨价的负反馈，因此我们对金九银十旺季并不抱有过度乐观的预期，预计下游需求环比回升而同比相对平稳。

6 胶价重拾上升趋势

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。东南亚主产区产能扩张进入瓶颈期，未来整体供应增量有限，今年国内去库节奏亦十分罕见，天然橡胶基本面主要矛盾并不突出，令期货盘面重心整体明显上移。展望 2024-2025 割胶年度，天然橡胶供需格局从过剩转向紧平衡，易产生供不应求的结构性行情，当前策略上不宜追涨可逢回调做多。

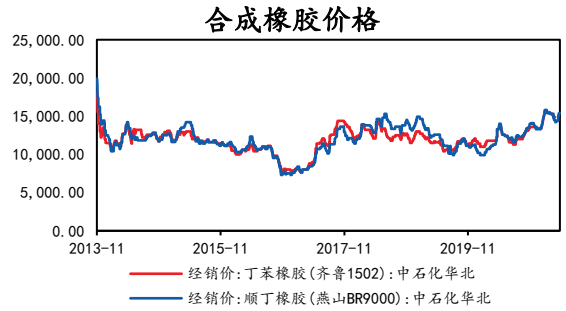
7 橡胶期现数据

图表：天然橡胶现货价格



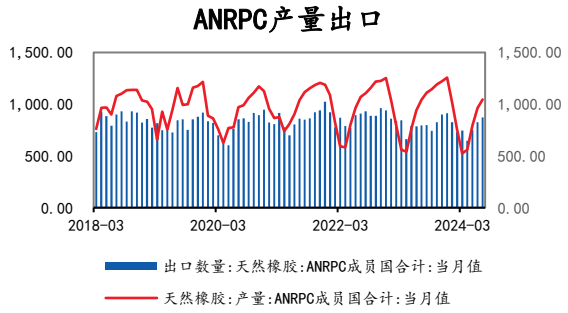
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 39：合成橡胶价格



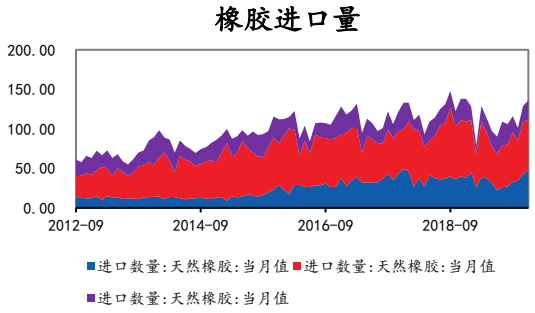
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 40：ANRPC 产量出口



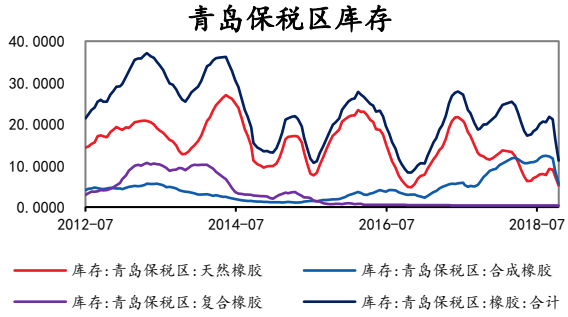
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 41：橡胶进口量



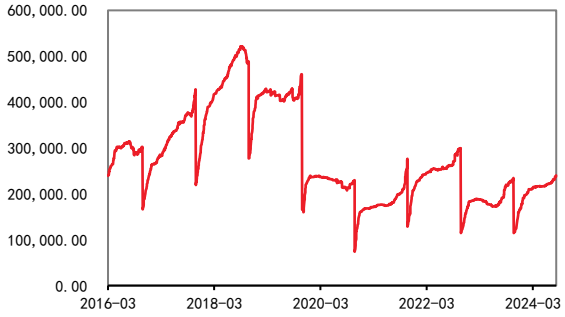
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 42：青岛保税区库存



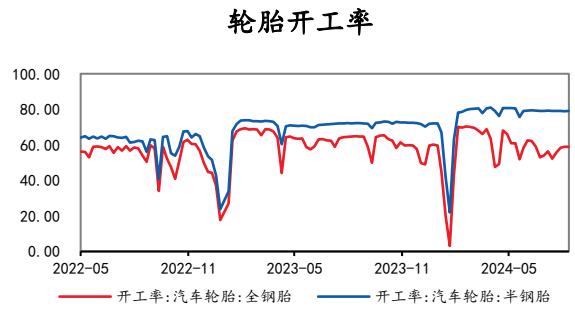
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 43：上期所注册仓单



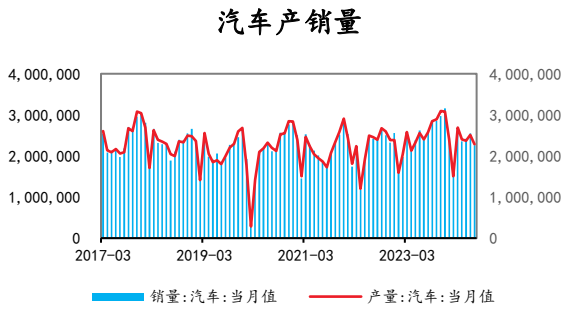
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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：中加贸易关系紧张，供给担忧提振菜粕市场强势大涨

1 外部豆类市场分析

商务部依法对自加拿大进口油菜籽发起反倾销调查

9 月 3 日，一则关于中国将对自加拿大进口的油菜籽发起反倾销调查的消息受到广泛关注。商务部新闻发言人就加拿大对华有关贸易限制措施答记者问时表示，据中国国内产业近期反映，加拿大对华出口油菜籽大幅增加并涉嫌倾销，2023 年达 34.7 亿美元，数量同比增长 170%，价格持续下降。受加方不公平竞争影响，中国国内油菜籽相关产业持续亏损。中方将根据国内相关法律法规，按照世贸组织规则，依法对自加拿大进口油菜籽发起反倾销调查。加拿大近期不顾多方反对和劝阻，对从中国进口产品采取歧视性的单边限制措施，是导致此次中加贸易关系紧张的根源，责任完全在加方，中方此次采取的反制措施完全是必要和正当的。

美豆生长近尾声，近期出口强劲提振价格止跌回升

进入 9 月份，美豆生长已进入尾声。美国农业部公布的周度作物生长报告显示，截至 9 月 1 日当周，美国大豆优良率为 65%，低于市场预期的 66%；当周美豆结荚率为 94%，落叶率为 13%，五年均值分别为 93%和 10%。美豆在 9 月下旬将开启收割大幕，目前美豆产区的零星旱情已经无力改变美豆丰产大局。随着美豆价格跌至近四年低点，供给压力逐渐消化，低价对需求的拉动力提升，美豆出口需求强劲增长，带动美豆价格重回 1000 美分关口之上。美国农业部公布的出口销售报告显示，截至 8 月 22 日当周，美国大豆出口销售合计净增 247.22 万吨。其中新年度美豆出口销售量超出市场预期。结合近期连续多日有民间出口商向美国农业部报告向中国等需求方的出口大单，需求恢复持续向好现象有望继续缓解美豆增产压力。

马来西亚 8 月末棕榈油库存预计回升，印尼可能调降棕榈油出口专项税

船货调查机构发布的马来西亚 8 月棕榈油出口环比降幅在 9.9%-11.51%，其中印度进口下降逾四分之一，是 8 月份马来西亚棕榈油出口下降的主要原因。南部半岛棕榈油压榨商协会（SPPOMA）数据显示，8 月马来西亚棕榈油产量与上月持平。马来西亚棕榈油局（MPOB）定于 9 月 10 日公布月报，报告前一项调查显示，8 月末马来西亚棕榈油库存预计升至 186 万吨，环比增加 7.31%，将达到六个月来最高水平。马来西亚棕榈油库存连续回升，对价格上行构成阻力。另外，印尼官员本周表示，该国可能降低棕榈油出口专项税，以提高棕榈油较其他植物油的价格竞争力并提高该国农户收入。马来西亚作物全球第二大棕榈油生产国和出口国，印尼降税措施将削弱马来西亚棕榈油出口竞争力。

2 国内豆类市场分析

国内菜籽供给担忧升温，菜粕价格应声大涨

中国宣布对自加拿大进口油菜籽开展反倾销调查的消息迅速引爆市场，成为本周农产品市场最大的热点。据统计，2023 年中国共进口 549 万吨油菜籽，其中从加拿大进口 505 万吨，占比超过 90%。自加拿大进口的油菜籽约占国内油菜籽压榨总量 2069 万的 24%。从以往类似情况看，在反倾销调查期间，所涉商品因进口关税大幅上调会导致进口量明显减少。因此，在中国对加拿大菜籽实施反倾销调查后，中国国内菜籽供应以及下游产品菜油及菜粕的供应都将受到明显冲击。受此影响，9 月 3 日国内菜粕期货主力合约强势涨停收盘，一举扭转了近期因美豆增产导致的弱势下跌状态。在随后几个交易日内，菜粕市场继续保持强势，菜粕期货主力合约周度涨幅超过 10%，并带动豆粕市场克服美豆增产压力呈现震荡跟涨状态。

油脂宽幅震荡，菜油追涨较为理性

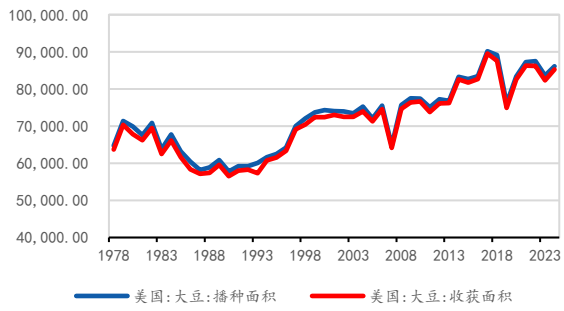
中国粮油商务网监测数据显示，截至 2024 年第 35 周末，国内三大食用油库存总量为 226.85 万吨，周度下降 3.21 万吨，环比下降 1.40%，同比下降 1.87%。中秋国庆双节临近，以及国内学校相继开学，企业节前备货以及低库存企业补库量回升，从需求端缓解了油脂库存回升压力。中加贸易关系紧张，同样也引起了菜油市场的异常波动。近三年中国进口的加拿大菜籽量占总进口量的 90%以上。此外，中国菜油供给大约 20%自国外进口，主要来源国为俄罗斯。因此，如果反倾销调查落地，未来中国将会对加拿大菜籽采取加征关税的措施，届时将直接提高加拿大菜籽的进口成本，导致进口菜籽量减少，间接影响到国内进口压榨菜油的供应。据统计，2024 年 1-8 月油菜籽累计到港量约为 391.43 万吨，去年同期累计为 360.2 万吨，同比增加了 8.67%。目前国内原料端菜籽供应较为稳定，油厂压榨产能持续高位，菜籽油供应处于宽松状态。三大油脂在消费端具有较强替代性，即使后期进口加拿大菜籽减少导致国内菜油供应下降，也不会改变国内油脂整体供应宽松的基本格局。因此，相比菜粕市场遭遇资金爆炒，菜油市场追涨情绪较为理性，整体涨幅较为温和。

3 油脂油料市场展望

2024 年美豆丰产基本定局，增产预期将随着收割开启逐步兑现。中国宣布对自加拿大进口的油菜籽展开反倾销调查，供给担忧激发资金炒作情绪，为菜粕市场带来短期溢价。2023 年中国豆粕和菜粕的消费比约为 5.5:1，而且豆粕和菜粕在饲料中具有很强替代性，需求方会根据两者性价比调整饲料配比方案。因此，菜粕市场的中长期走势并不会脱离豆粕市场主导的大方向。中国自加拿大减少进口的菜籽可以通过拓展其他渠道或增加大豆进口的方式加以调节，而且反倾销调查从启动到裁定耗时较长，也存在变数。目前来看，菜粕市场的利多题材仍在发酵，菜粕期货仍具备短期炒作热度，维持震荡偏强的概率依然较大，豆粕期货如能得到美豆反弹配合，也有望继续扩大升幅。油脂市场多空交织，呈现反复震荡状态，有望保持粕强油弱特征，但需注意国内商品普跌对油脂市场的弱势影响。豆一期货市场本周震荡回升，随着东北主产区新豆陆续进入收割期，供过于求的基本格局将限制国产大豆市场的反弹高度。

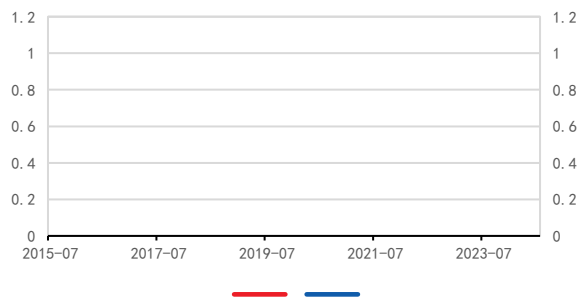
4 油脂油料市场主要数据

图表 46：美国大豆种植收获面积



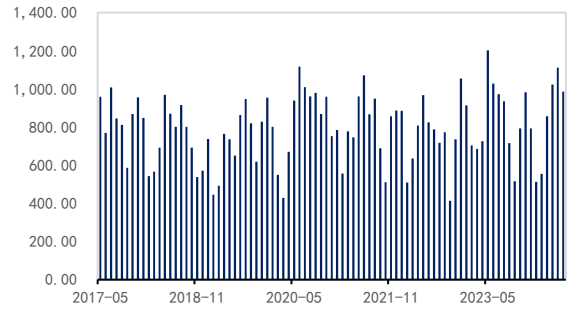
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 47：国内生猪存栏量



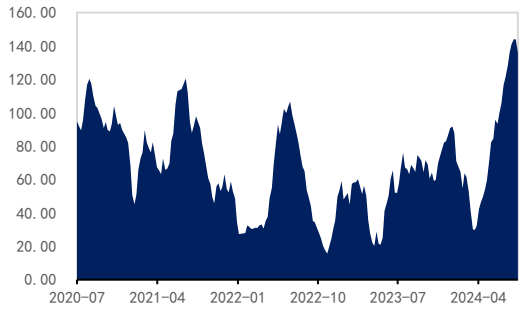
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

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